

宏观调控精准施策 护航经济高质量发展

——对话中欧国际工商学院经济学与金融学教授、中国首席经济学家论坛研究院院长盛松成

当前,经济运行处在转型升级的关键时期。一方面,经济基本面总体稳健,韧性持续显现,积极因素不断累积;另一方面,内需提振、房地产市场深度调整、商业银行净息差等方面问题仍有待解决。

2025年12月召开的中央经济工作会议提出,做好新形势下经济工作“必须充分挖掘经济潜能,必须坚持政策支持和改革创新并举,必须做到既‘放得活’又‘管得好’,必须坚持投资于物和投资于人紧密结合,必须以苦练内功来应对外部挑战”。在此背景下,宏观调控的政策节奏、工具选择与部门协同发力,已成为市场高度关注的议题。在货币政策框架转型过程中,如何适配国情进行降准与降息的政策排序?财政政策与货币政策的协同应聚焦哪些关键领域?提振消费、稳定房地产市场、优化金融结构的核心抓手是什么?带着这些问题,上海证券报记者专访了中欧国际工商学院经济学与金融学教授、中国首席经济学家论坛研究院院长盛松成。

张玮华 记者 王敬博



财政政策与货币政策有效协同

上海证券报:您近期多次表示“降准优于降息”,并判断未来两年处于“渐进式降准降息周期”。在当前商业银行净息差已处于历史低位的背景下,这一政策排序的逻辑是什么?它与西方国家央行以利率为主的操作框架有何根本不同,又体现了中国宏观经济治理怎样的独特考量?

盛松成:首先,“降准优于降息”是我长期坚持的一个观点,这并非否定降息的必要性,而是降准更加适配当前国情。在我国宏观调控体系中,财政政策起主导作用,货币政策负责“打配合”。降准是我国货币政策配合财政政策的主要手段之一,通过直接释放商业银行可用资金,有助于推动政府债券的发行,从而更好地支持更加积极的财政政策。我国大部分政府债券都由商业银行购买,目前国债中有68%左右由商业银行持有,地方政府债中有75%左右由商业银行持有。此外,在当前的低利率环境下,商业银行的息差压力也不支持大幅度降息,该观点在市场上已具有较高共识。

其次,“渐进式降准降息周期”指的是面对较高的不确定性,货币政策宜采取“小步走”模式。货币政策从实施到传导至实体经济并产生影响,往往存在一定时滞。财政政策可直接介入经济活动,而货币政策多通过间接方式发挥作用,其实施效果在很大程度上受市场反馈影响。以2008年国际金融危机为例,美联储大幅释放流动性,希望商业银行扩大信贷投放,但商业银行因担忧风险而不愿配合,导致2014年美国商业银行超储率高达20%。这充分说明若缺乏金融体系的配合,中央银行的货币政策目标难以实现。因此,货币政策不宜预设刚性路径,而应实施渐进式、相机抉择的调控。

西方国家央行普遍采用以利率为核心的价格型货币政策调控框架,但这一前提是低准备金制度。20世纪90年代后,西方国家基本不再频繁动用存款准备金工具。以美国为例,1990年底,机构定期存款适用的法定准备金率降至0%;2020年新冠疫情爆发后,3%以上的活期存款法定准备金率也统一降至0%。目前,我国金融机构的法定存款准备金率平均约为6.3%。与其他主要国家相比,我国还有较大降准空间。目前我国每降准0.5个百分点,就能够向市场提供约1万亿元的长期流动性。推动货币政策由数量

型向价格型调控转型,是未来我国完善现代货币政策框架的重要方向。当前,要让价格型工具真正发挥作用,必须保障好流动性总量的投放,“先给数量松绑,再加强价格引导”。

上海证券报:您提出“财政政策需发挥主导作用,货币政策做好协同配合”。一个关键协同点是,降准如何为商业银行配置政府债券提供资金。下一步,财政政策与货币政策协同应在哪些具体领域加强?央行逐步将国债买卖纳入政策工具箱,其路径和前提条件是什么?

盛松成:近期央行宣布下调结构性货币政策工具利率,实际上也是财政政策与货币政策协同的一种方式。央行通过结构性货币政策工具为商业银行提供低成本资金,形成央行向商业银行的“让利”,通过提供再贷款或资金激励的方式,支持金融机构加大对特定领域和行业的信贷投放,促进企业融资成本降低。简言之,多样化的货币政策工具均旨在增强信贷供给的可得性和信贷投放的有效性。与此同时,财政政策通过财政贴息、产业补贴等举措,从根本上推动增加信贷需求。今年,财政贴息与结构性降息的力度都显著加大,二者在培育中小型企业和服务业企业方面将共同发挥积极作用。近年来,我国结构性货币政策工具不断创新,发挥着越来越重要的作用,特别是支持经济薄弱环节(如小微企业、防范化解房地产风险等)和重点领域(如科技创新、先进制造、绿色发展等)、推动经济高质量发展的有效手段。

国债买卖已成为央行调节流动性的一个新手段,但2024年首次开展与2025年重启的操作在市场条件和路径设计上均有所不同。在多重因素的共同作用下,我国债市收益率总体趋于下降。2024年8月,央行首次开展公开市场国债买卖操作,通过“买短卖长”,既增加流动性投放,也有利于维持收益率曲线斜率向上。到2024年底,国债市场出现明显供求失衡,收益率快速下行。为平抑市场波动、稳定债券价格与利率预期,央行暂时停止了国债买卖操作。

2025年以来,财政政策力度空前加大,国债供给大幅增加,带动国债收益率走高。此外,股市持续升温,也对债市配置造成影响。随着市场预期回稳,央行迎来重新布局债市的政策窗口。例如,长端利率通常对降息的敏感性较低,市场发债动力可能不足,从而限制实体经济活力,美国在量化宽松时期就出现过类似问题。为降低企业和地方政府的长期融资成本、强化市

场预期管理,我国央行可能适度实施“买长卖短”操作,从而支持更加积极的财政政策落实,支持实体经济投资。

投资于人赋能高质量增长

上海证券报:您曾主张以“挤泡沫”而非“刺破泡沫”的方式解决房地产问题。结合“促进房地产市场止跌回稳”的政策目标,您认为当前最关键的“稳预期”措施是什么?从长期来看,构建房地产发展新模式,除保障房建设外,还在土地供应、财税结构等方面进行哪些改革?

盛松成:2024年以来,一系列稳定房地产市场的政策措施落地实施,如调整住房限购政策、降低住房公积金贷款利率、增加“白名单”项目的信贷规模等。总体看,房地产主要指标如销售、资金到位情况等降幅收窄。以房地产销售为例,2025年,新建商品房销售面积同比下降8.7%,降幅比2024年收窄4.2个百分点;新建商品房销售额同比下降12.6%,降幅较2024年收窄4.5个百分点。

目前来看,“稳预期”的关键在于进一步打通置换链条,提升房地产市场流动性,这将使存量政策进一步发挥作用。因为从根本上来说,居民就业和收入预期是制约需求端政策效应释放的最主要因素。根据中国人民银行最新的季度调查数据,2025年四季度城镇储户收入感受指数为46.1%,环比下降0.4个百分点;就业感受指数为29.2%,环比上升3.4个百分点,但仍有52.8%的居民认为“形势严峻,就业难”或“看不准”。若要进一步释放政策效应,一是需要经济整体运行明显回暖,以宏观大环境带动房地产市场预期改善;二是需要供给端“好房子”建设相配合,以住房品质提升增加对购房者的吸引力。此外,增加保障房建设也有利于去库存、提高购买力、稳定市场预期。

从长期看,构建房地产发展新模式,应在土地供应和财税结构两方面进行深层次的制度性变革,从过去的“以地谋发展”转向“以人定房、以房定地、以房定钱”的要素联动新机制。地方政府可积极探索多元可持续的财税模式,从而减少对“土地财政”的依赖。

上海证券报:在加快建设金融强国的背景下,优化金融结构、发展直接融资对于激活经济潜能有哪些重要意义?此外,有观点提出经济增长重心应从“投资于物”转向“投资于人”。在您看来,

“投资于人”最核心的政策内涵和抓手是什么?

盛松成:从中美金融体系构成对比来看,我国银行业资产占比约90%,美国为45%;我国资本市场相关机构资产占比3%,美国为19.4%;我国保险业资产占比7.3%,美国为35.4%。这表明我国金融体系以间接融资为主。在这种体系下,银行作为货币政策传导和金融资源配置的关键枢纽,对信贷投放具有决定性影响。在过去以投资驱动为主的发展阶段,间接融资为基建、房地产、制造业提供稳定、高效、大规模的资金供给,对经济稳定运行起到至关重要的作用。

进入经济转型升级阶段,以“大兴土木”为特征的传统投资边际效应大幅下降,迫切需要扶持和培育新动能。然而,科创企业、服务业企业的先天特征是轻资产、小体量、高不确定性,与强调风险可控的银行体系不完全一致。建设强大的资本市场,使金融体系逐渐向直接融资转变,有利于更好地服务科技创新和新质生产力发展,缓解“高风险、高收益”科创企业的融资约束,从而促进经济转型升级新动能的可持续发展。

“投资于人”的内涵是将更多财政资金和社会资源投向民生改善和公共服务领域,大力发展教育、医疗、养老等服务事业,充分保障就业,持续提升人力资本水平和居民消费能力,从而为经济高质量发展提供内生动力。从理论层面看,“投资于人”与内生经济增长理论所强调的人力资本积累驱动长期高质量发展的逻辑高度一致;且在消费活力有待提升的情况下,更加重视民生关切。2024年中央经济工作会议提出“大力提振消费、提高投资效益”,2025年政府工作报告提出“在保障和改善民生中打造新的经济增长点”,“投资于人”正是相关表述的延伸和具体体现。从主要抓手看:

一是制定实施城乡居民增收计划,更加注重通过再分配机制提振消费。2023年,我国居民部门可支配收入占比为61.2%,比美国(85.5%)低20个百分点以上,分别比德国(68.4%)、日本(65.7%)低7个和5个百分点左右。与此同时,我国住户部门再分配后收入占比长期低于初次分配,表明收入分配调节功能仍有不足,低收入群体分享经济增长成果的程度有待提升。

二是财政支出结构更多向民生转变,持续加码教育、医疗、养老、托育等民生领域支出。数据显示,发达国家社保支出占GDP的比重基本在10%至20%,总体稳定。相较而言,我国民生领域的政府支出不足10%,还有一定的提升空间。目前,相关具体举措正加快落地。例如3周岁以下儿童每年发放3600元育儿补贴,惠及约2400万人;学前一年在园儿童免除保育教育费,惠及约1200万人。未来会有更多消费托底的举措出台。

激活消费内生潜能

上海证券报:您研究提出,通过“再分配”提振消费是激发内需的关键。在操作上,短期内通过财政转移支付(如消费券、特定群体补贴)和长期通过税制改革(如个税抵扣)来提高居民人均可支配收入,哪一类措施在当前阶段更为紧迫有效?此外,您提出发展家政、养老、托育等服务消费,政策应如何具体引导需求结构向这些领域倾斜?

盛松成:短期内通过财政转移支付(如消费券、特定群体补贴)在当前阶段是更为紧迫,也较为有效。主要原因为:

第一,二十多年来,我国住户部门再分配后

收入占比持续低于初次分配(再分配主要包括个人税收、社会保障、转移支付等,再分配后的收入才是实际可支配收入,直接影响消费能力)。短期内,通过定向转移支付可直接增加居民尤其是中低收入群体的现金流,快速提升其消费倾向,对提振消费起到立竿见影的效果。

第二,从逆周期调控角度看,当前经济环境需要政策快速响应、精准发力。消费券、特定群体补贴等工具有时有效性强、目标明确的特点,能够迅速提振消费需求,尤其适用于应对短期外部冲击与内需不足的压力。

第三,民生领域支出仍有较大提升空间,短期转移支付可弥补社保、医疗等公共服务短板,增强居民消费信心与预期。现阶段应以财政转移支付为先导,快速稳定消费市场,同时稳步推进税制改革等长效机制建设,形成“短期见效、长期治本”的政策组合。另外,建议降低中低收入人群税率,将年收入在10万至35万元的群体个税税率降低5个百分点。

引导需求向家政、养老、托育等服务消费倾斜,可从几个方面采取措施:

第一,以政府购买扩大有效需求。通过政府采购服务,为市场提供稳定、规模化的需求支撑,激励企业增加相关投资。例如,在托育领域加大普惠机构建设投入,在养老领域扶持养老园区发展,直接拉动服务供给与就业。

第二,实施定向税收与财政激励。对从事养老托育、家政服务的企业扩大增值税留抵退税范围;将居民用于相关服务的支出纳入个人所得税专项附加扣除,降低家庭消费成本。同时,运用政府投资基金引导社会资本投入民生领域。

第三,将养老、健康等服务与个人养老金账户挂钩,如按缴存规模匹配护理或医疗资源,既提升账户吸引力,也带动市场发展。

上海证券报:您认为宏观政策还可从哪些方面进一步发力?

盛松成:我主要谈谈促消费的一些针对性建议:

首先,在“两新”政策实施方面,可考虑优化实施消费品补贴政策,进一步释放消费需求。比如,配合春节假期,提前分批下达专项用于支持消费的特别国债额度,继续支持耐用消费品“以旧换新”,发放文旅、餐饮类消费券等,与季节性需求形成共振;调整消费补贴的支持领域,重点关注智能驾驶汽车、AI终端产品等新兴消费领域;增加“以旧换新”门槛的梯度差异等。

其次,可重点针对银发经济和幼幼领域增加对服务消费的补贴力度。以银发经济为例,我国老年消费的比重约占居民总消费的11%,低于老年人口占比的14%,与之形成鲜明对比的是,西方发达国家老年消费占比往往高于老年人口占比。因此,以银发经济提振消费仍有较大空间。《银发经济蓝皮书:中国银发经济发展报告(2024)》测算,目前我国银发经济规模在7万亿元左右,约占GDP的6%。到2035年,银发经济规模有望达到30万亿元,占GDP的10%。以此推算,我国银发经济年均增速或超10%。而加大对育儿经济的支持力度则有望与存量政策形成合力。例如,我国已针对3周岁以下婴幼儿每年发放3600元育儿补贴,并免除学前一年在园儿童保育教育费,在一定程度上改善了居民家庭现金流。为促进这部分增量现金流转化为实际消费支出,建议同时增加对幼幼服务和消费品的补贴。

再者,发挥国际消费中心城市、海南自贸港等对国内外消费者的吸引力。

上海證券報

上海证券报,新华社主管,证券市场信息披露媒体,创刊于1991年,是中国第一份提供权威金融证券专业资讯的全国性财经日报,现已形成涵盖报纸、网站、客户端、视频、微信、微博等平台的全媒体财经传媒矩阵。

追求政治品德、新闻品格、专业品位、服务品质、一流品牌,做有“品”的全媒体财经资讯服务商,做您的决策参谋、投资顾问、理财助手。

因为敬业,所以专业;因为相信,所以看见……



中国证券网微信



上海证券报微信



上海证券报 APP