

# “十五五”首席观察：中国经济韧性当先

2025年，站在“十四五”收官与“十五五”规划谋篇的历史衔接点上，宏观经济环境交织着机遇与挑战。时值年末，全球经济仍在波动中寻找复苏节奏，而中国经济已在政策合力下展现出韧性底色。随着中央经济工作会议敲定“稳中求进、提质增效”的2026年基调，“十五五”开局之年，中国经济如何平衡短期修复与长期转型？该如何实现消费的长期可持续增长？强化“内循环”与推进“高水平对外开放”这两大战略，又该如何协同发力？北京商报记者专访6位首席经济学家，进行全面解读。这些贯穿短期调控与长期布局的核心命题，既是2025年衔接期必须破解的现实难题，也是理解“十五五”经济脉络的关键切口。

清华大学国家金融研究院院长、清华大学五道口金融学院副院长田轩：

## 我国降准、降息尚有一定空间

“十五五”后，我国货币政策有哪些发力空间？田轩表示，步入“十五五”，中国货币政策在“稳增长、调结构、促改革、防风险、惠民生”总体框架下有多重发力空间，可从多个维度展开。首先，总量调控工具精准化运用。在“适度宽松”基调下，根据经济修复节奏和通胀水平，灵活运用降准、公开市场操作等工具，保持流动性合理充裕。我国降息尚有一定空间，能降低金融机构资金成本、引导实体融资利率下行，还能为银行体系提供长期资金。

其次，结构性工具深度与广度拓展。在现有基础上，聚焦国家重大战略和薄弱环节，如加大对科技创新等领域定向支持，通过提高额度等方式增强政策直达性和精准性，探索将新兴产业和重点项目纳入支持范围。

此外，跨周期与逆周期调节协同强化。“十五五”需平衡中长期目标与短期波动，货币政策要增强前瞻性和灵活性，立足当前逆周期调节，着眼长远跨周期设计，营造平稳货币金融环境。

同时，为激励商业银行信贷投放、避免资金“空转”，田轩建议，明年人民银行可升级现有结构性工具，强化激励约束与精准滴灌：提高对科技型中小企业等信贷支持，按“硬科技”指标设置贴息或补偿比例，引入灵活还款方式，给予银行优惠。进行“普惠小微贷款支持工具”迭代，从“增量扩面”向“量质并举”转变，将激励与贷款质量等挂钩，探索与地方风险补偿基金等联动。

而针对“十五五”战略性新兴产业专门再贷款工具支持产业发展，可采取“负面清单+白名单”管理模式，明确支持标准，资金使用与绩效指标挂钩，定期评估、动态调整，确保用于培育新质生产力。

此外，田轩建议，建立严格资金用途监测与反馈机制，金融机构台账管理，人民银行通过数据共享和技术手段非现场监测、穿透式监管；考核实际效益与贡献度，评估结果与工具额度、利率等挂钩。通过工具升级创新及严格监管评估，激励商业银行精准信贷，降低资金“空转”风险，为“十五五”开局提供金融支持。



中银证券全球首席经济学家管涛：

## 防范人民币汇率双向超调

今年人民币汇率在复杂外部环境下面临挑战，管涛认为，今年人民币走强核心由四大因素驱动。其一，国内经济顶住外部极限关税压力，前三季度增长5.2%，同比提升0.4个百分点，稳健经济表现为汇率提供基本面支撑。其二，告别过往“老消息、坏故事”，宏观叙事积极转向，DeepSeek、宇树科技人形机器人、创新药出海等新亮点涌现，催生“中国资产重估论”。其三，特朗普政策导致美国例外论破产、美元信用裂痕扩大，上半年美元大幅贬值，尽管下半年有所回升，但低位震荡、整体走弱，为人民币提供支撑。其四，中美经贸关系缓和，经5轮磋商大幅降税，10月达成一年期贸易休战协议，叠加美联储降息预期升温，舒缓市场情绪。

同时，中央经济工作会议连续四年强调保持人民币汇率基本稳定，核心是防范汇率超调、兼顾抑升防贬，这仍是明年宏观调控重点。展望2026年，管涛表示，中国经济回升向好、科创活力迸发，筑牢汇率基本面；美联储已重启降息，不排除后续大幅降息可能；特朗普政策对美元信用的损害未见底，或加速去美元化，推动美元进一步走弱；中美一

年期贸易休战协定短期稳定双边经贸。需要注意的是，中国对外资产负债结构逐步改善，已从“官方净资产、民间净负债”转为“官方与民间同为净资产”，这种对外资产负债结构有助于遏制贬值恐慌，但触发升值恐慌，上世纪八九十年代的日元过度升值就是前车之鉴。

此外，管涛认为，短期人民币走势仍面临不确定性。国内方面，今年经济增长超预期依赖外需，若明年贸易顺差放缓或下滑，需内需补缺口，对经济及汇率构成挑战。国际方面，市场普遍预期美国经济增长放缓，但也有机构预测明年特朗普减税或推升经济与通胀，限制降息空间，加之美联储新主席面对双重目标冲突时也未必会完全听任于政府意志，美联储降息路径存在不确定性。对外经贸关系仍有变数，参考特朗普第一任期，中美贸易协定可能反复，同时全球出口竞争将更趋激烈。此外，美元信用受损下，国际货币体系多极化主要受益者是黄金而非非美货币，全球黄金外汇储备中黄金占比已超欧元，且黄金交易以美元结算，交易黄金仍需持有美元，可能影响美元走势。



川财证券首席经济学家、研究所所长陈雳：

## 黄金价格或上移至5000美元

今年黄金价格屡创新高，表现超越了许多主流资产。对此，陈雳表示，今年黄金走强的核心支撑有三。一是全球“避险情绪”集中爆发，地缘冲突与经济衰退担忧推动黄金作为“终极货币”需求激增；二是美元信用体系受到质疑，美国债务突破34万亿美元，叠加降息预期，削弱美元资产吸引力；三是央行购金潮延续，中国、俄罗斯等国央行持续增持黄金，形成“官方需求”支撑。

对于明年国际黄金价格走势，陈雳认为，短期看涨逻辑未改，但波动性加剧。价

格中枢或上移至4500—5000美元/盎司区间，极端情景下可能突破5200美元。驱动因素包括：降息周期深化：若美联储年内降息超预期，实际利率维持负值，黄金投资吸引力增强。地缘风险“黑天鹅”：中东局势升级或新兴市场动荡，将触发黄金避险买盘。央行增持惯性：全球央行或延续“去美元化”策略，年度购金量有望突破1200吨。风险点在于美国经济“软着陆”超预期，或通胀反弹导致降息暂停，可能引发黄金阶段性回调。



北京大学经济学院副院长、风险管理与保险学系教授锁凌燕：

## 老龄化加速，及早推动商业保险供给侧改革

“五篇大文章”为金融服务实体经济指明重点领域，过去一年养老金融部署紧锣密鼓。面对老龄化、少子化带来的长期护理、财富传承等需求，锁凌燕表示，养老金融发展的深度、广度和长度，已成为影响养老金体系长期稳健、居民福祉不断增进的重要战略支柱，也是未来全球金融竞争的重要领域。保险的价值，是可以提供养老保障产品，更能够构建一套涵盖各类人身风险保障、持续现金流支付安排、医养保健服务整合、长寿风险定价与全球分散的综合性解决方案。当前，我国老龄化正在快速演变，要格外关注保险业的特殊价值，及早推动商业保险业供给侧改革，以提升其运行效能，更好应对未来挑战。

锁凌燕认为，在产品设计方面，要充分发挥其在终身年金化领取方案设计、全生命周期风险保障等方面的专业能力，开发符合不同阶段风险管理需求的人身风险保障计划，增强家庭全生命周期的财务韧性；尤其要积极开发普惠性、定制化的商业医疗保险、长护险产品，助力完善多元筹资的长期健康保障网，保障养老金购买力。在生态协同方面，要将养老金与医疗保障、长期护理服务协同规划，主动整合资源、深化跨界整合，探索将保险产品与健康管理、居家护理、机构服务打通的综合性解决方案，更好助力降低养老综合成本。在

提升专业水平方面，探索更为有效的以保险市场为牵引的风险池机制，实现长寿风险的有效对冲和全球分散，助力构建更具韧性的养老金融体系。

“十五五”规划建议中，15次提及“民生”，明确指出要“注重在发展中保障和改善民生，在满足民生需求中拓展发展空间”，并再次提及“发挥各类商业保险补充保障作用”。锁凌燕表示，“十五五”规划建议也指出了保险在多层次、多支柱养老保险体系的重要定位：一方面是要助力夯实养老保障，包括参与第一支柱基本养老保险基金运营，做维护基金安全、促进基金保值增值的“助力者”；服务第二支柱企业年金和职业年金发展，做基金依法合规健康运营的“协作者”；积极发展第三支柱养老保险及更多具有养老保障功能的保险产品与服务，做满足人民群众多样化养老需求的“力行者”。另一方面则是要积极关注保障与经济发展的取向一致性，畅通“资金—资本—资产”循环。保险业要发挥机构投资者和“耐心资本”优势，包括通过优质资产项目挖掘和投资管理能力提升，助力新质生产力发展和全要素生产率持续提升，促进富有创新活力、集成高效的银发产业的高质量发展，助力促进消费特别是银发群体消费强劲增长，以促使长期资金高效率支撑实体经济发展，为养老保障提供源头活水。

广开首席产业研究院首席经济学家、中国首席经济学家论坛理事长连平：

## 推动内外循环深度融合

全球贸易格局重构与主要经济体政策外溢效应，仍是明年中国经济发展的重要外部变量。对于“十五五”期间如何进一步推动内外循环，连平表示，中央经济工作会议强调，“统筹国内国际两个大局”“坚持对外开放，推动多领域合作共赢”。尽管“稳外贸”“稳外资”在历年中央经济工作会议上都会不同程度地提及，但在明年世界经济温和放缓、发达经济体消费偏弱、贸易保护“美退欧进”、地缘风险局部缓和与新热点并存等国际政治经济背景下，其重要性和紧迫性不输今年。面对外部挑战和冲击，在“把自己的事做好”、积极扩大内需的同时，也需要在外资、外贸领域作

出前瞻性和针对性的调整 and 应对。

“明年，从中央和有关部门布局的重点工作来看，一是积极扩大自主开放，二是促进外贸提质增效，三是拓展双向投资合作空间。”连平认为，实现内循环与对外开放协同发力，需依托政策引导与市场机制完善。一方面，全国22个自贸试验区可作为重要节点，通过开放性机制促进境内外要素、商品流动，打通内外循环；另一方面，需加快建设全国统一大市场，破除地方保护等制约要素流动的障碍，破解“内卷”等不利于市场发展的的问题，通过针对性政策推动内外循环深度融合。

中信证券首席经济学家明明：

## 明年长债利率有望阶段性下行

今年，人民银行多次强调，要实施好适度宽松的货币政策。中央经济工作会议提出，实施更加积极有为的宏观政策，并明确要继续实施更加积极的财政政策，要继续实施适度宽松的货币政策。“进入‘十五五’时期，货币政策仍具备一定发力空间，但重点预计将逐步从总量宽松转向结构优化。”明明认为，明年人民银行不仅会通过降准降息等总量政策工具来支持实体经济，还会更多通过结构性工具引导资金精准流向实体经济重点领域。同时，通过完善考核机制、强化资金用途约束，有助于提高信贷投放效率，降低资金在金融体系内“空转”的风险。

此外，今年，为配合财政发力，利率债供

给有所增加。对于明年在“资产荒”背景下的长债利率走势，明明表示，在财政发力背景下，明年利率债供给仍将维持较高水平，但“资产荒”格局短期内难以根本改变。中长期看，经济修复节奏、通胀回升程度以及货币政策取向，将共同决定长端利率走势，长期视角下利率仍存进一步下行空间。短期来看，债市面临的扰动因素仍存，权益市场表现较好、通胀预期回升、银行负债端缩短久期等都是长债的制约因素，但在央行宽松货币政策的支持下，明年长债利率有望迎来阶段性下行行情，全年视角下长债利率或将先下后上。

北京商报记者 廖蒙 刘四红 李海媛 董晗萱 李秀梅 实习生 岳雯艳