



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF 中国宏观经济月度数据分析报告

(2023年8月) (总第66期)

稳固企稳条件的中国宏观经济

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2023年8月



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济月度数据分析会（第66期）

稳固企稳条件的中国宏观经济

报告人：于泽

2023年8月17日

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限公司

承办单位：中国人民大学经济研究所

主要讨论问题

- 如何在复苏进程中定位7月份数据变化？
- 此轮宏观经济复苏企稳需要哪些条件？
- 如何巩固相关企稳条件？
- 宏观政策如何进一步发力？

主要观点

- 从本轮经济复苏的总体阶段上看，虽然部分数据走弱，7月份还是处在经济复苏的轨道上。
- 7月份主要呈现暑期旅游等带动的复苏，依然主要由秩序修复推动，但长期处在此阶段，边际修复力量不断下降，面对新的冲击，总需求不足问题更为突出。
- 本轮经济复苏企稳首先需要理清下行力量成因，在周期性因素以外更要关注结构性问题；其次，从流量和存量两方面加快推进全社会资产负债表修复；再次，加快政策调整，着力稳住房地产和外贸；最后，推进政策落地，提振民营企业信心。

主要观点

- 针对经济企稳条件，宏观政策进一步发力。
 - 结构性问题并不意味着需要全力扩大结构性政策，更要加大总量政策力度，给市场更多自由调整的空间。
 - 加大财政政策对经济支撑力度，推动财政体制改革，加快化债进程。
 - 货币政策主要发力点集中在修复全社会资产负债表，并助力解决房地产等问题。降低存量房贷利率，降低准备金率0.5个百分点，提供低成本长期资金。
 - 加快房地产政策调整，适应房地产市场供求关系变化。
 - 加快政策细则落地，以标志性事件充分回应民营企业关注。

目录

经济复苏持续下动能放缓

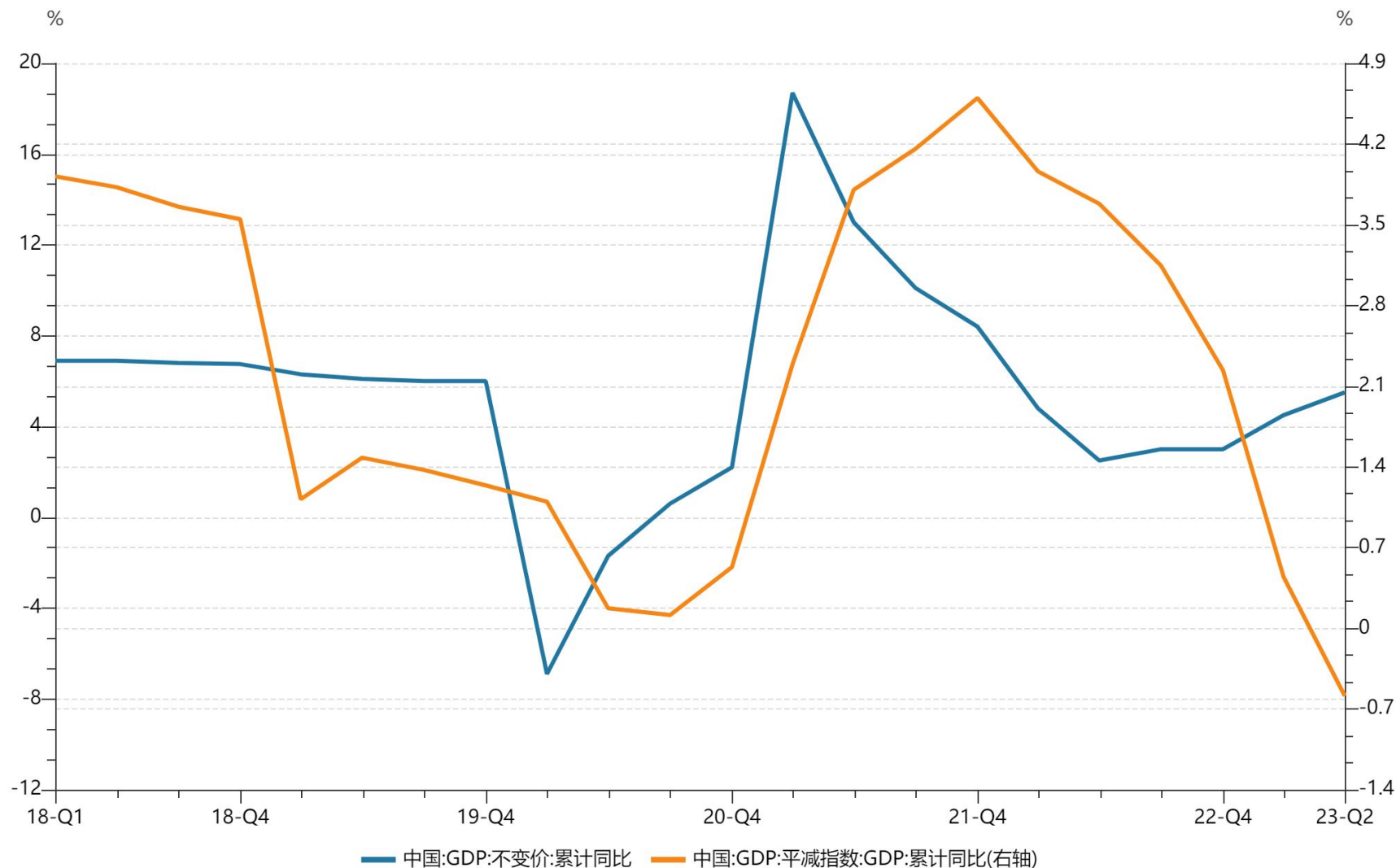
本轮经济复苏企稳条件

宏观政策定位与建议

一、经济复苏持续下动能放缓

本轮复苏：总需求不足

• 实际GDP增速与价格增速不断背离。2022年GDP同比增长3%，平减指数累计同比下滑到2.24%，2023年一季度累计同比下降到了0.45%，二季度下滑到了-0.59%，反映总需求偏弱带来价格紧缩效应。



本轮复苏：总需求不足

•2022年至今，建筑业取代工业成为了稳增长支柱之一。基建推动作用明显。



总需求不足：成因

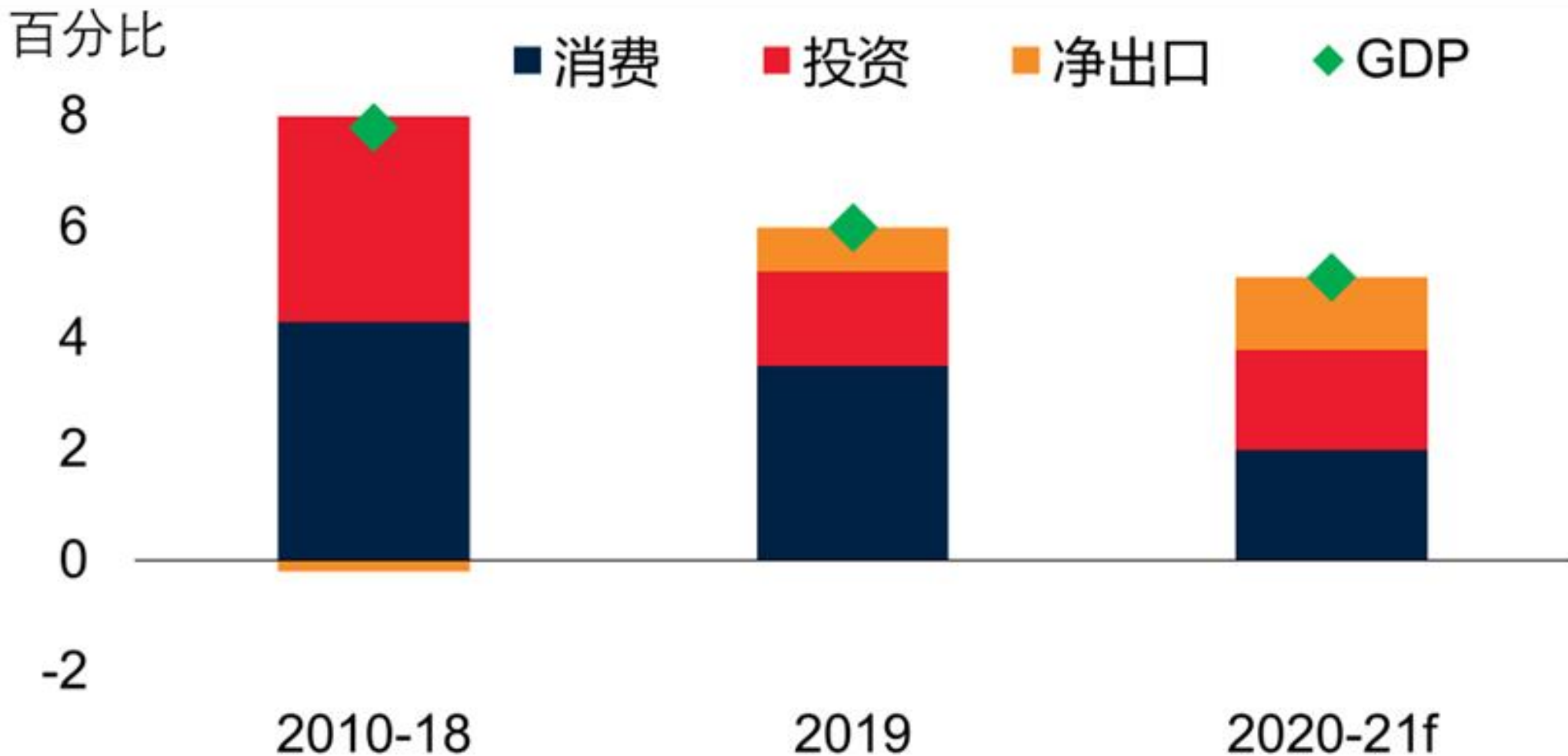
当前中国经济突出矛盾是总需求不足，并带来各市场主体信心不足。这既是疫情干扰正常生产生活秩序等超预期冲击的直接后果，更是疫情损害了居民、企业和政府的资产负债表，市场内生的扩张能力和意愿不足。

总需求不足背后更是结构性问题的体现。

- 房地产深度调整在周期性因素以外，反映了城镇化模式转型后，房地产行业供需模式转型受到的挑战。
- 在全球产业链重构和发达国家经济循环模式转型中，对美欧出口下行。
- 消费疲弱是目前中国经济的核心底色。消费问题从2019年以来就产生了，在疫情期间进一步放大，主要是结构性动力缺失。

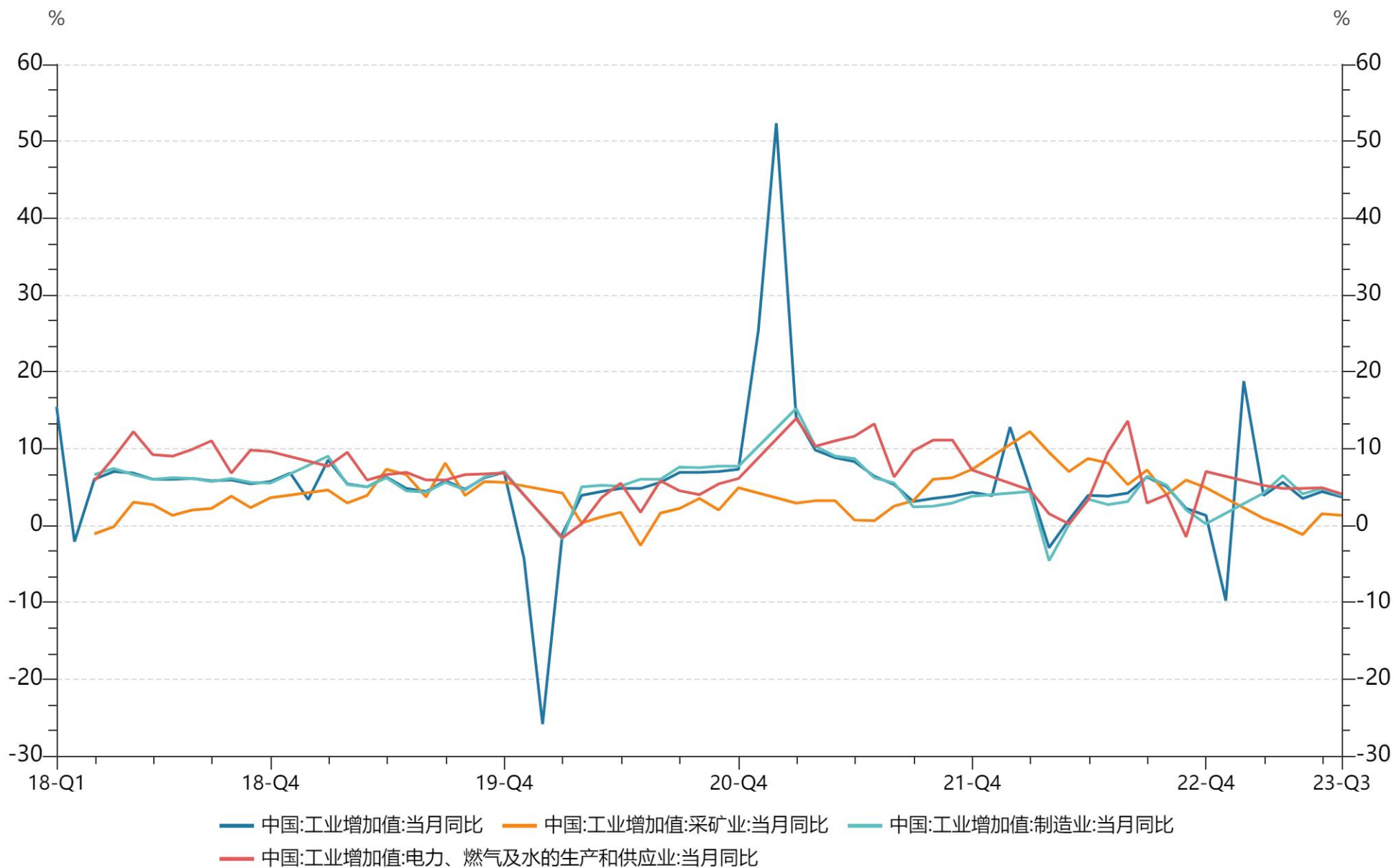
总需求：周期性转折

• 此轮疫情后的经济核心词是**回归与放大**。在2020年5月份宏观应急政策逐渐走向常态化之后，经济更多开始回归2019年发展趋势。疫情将总需求原本“温水煮青蛙”缓慢下行的情况，变为了“大火爆炒”快速放缓的态势。

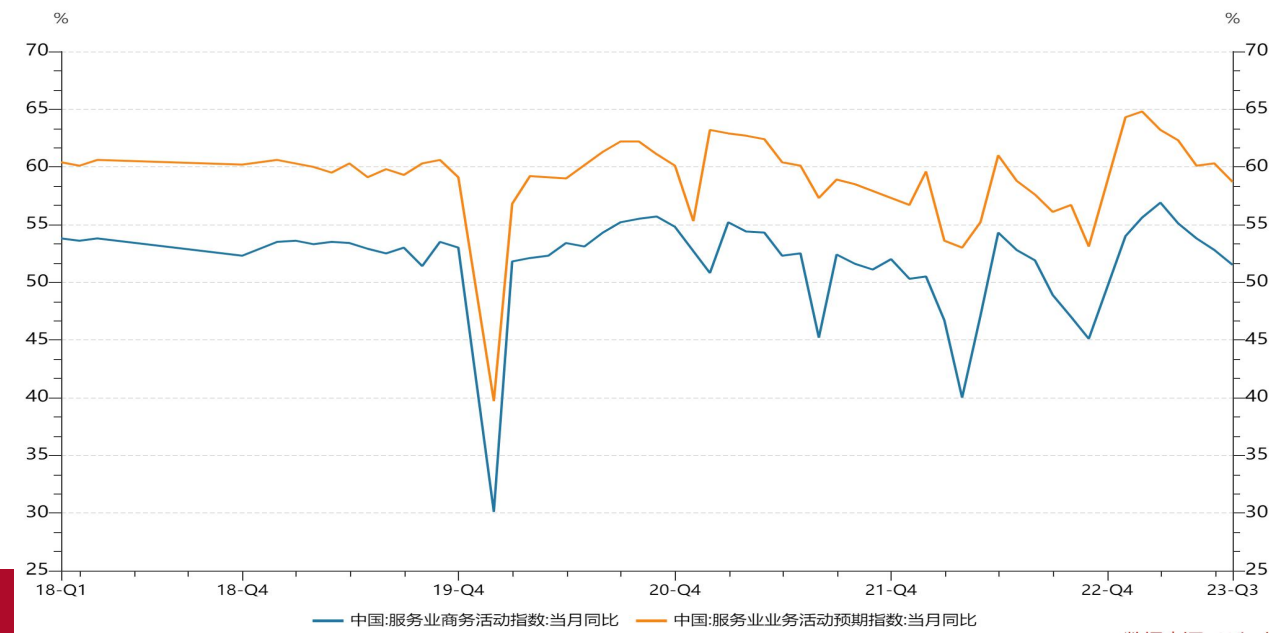
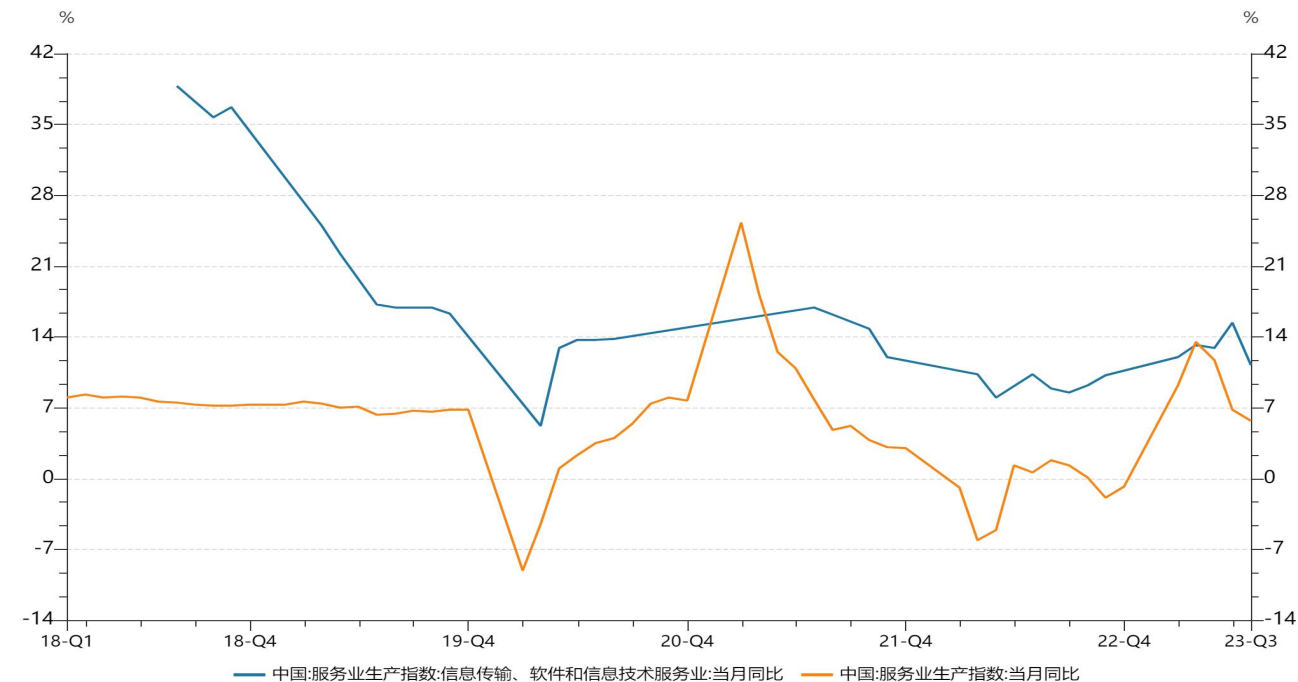


- 如何判断经济恢复状态：周期法（库存周期等）、潜在增速法、**经济复苏阶段法（本轮复苏的三阶段）**
 - 恢复性复苏期
 - 生产生活秩序恢复✓
 - 服务业产出增速快于工业、餐饮快于商品消费、食品烟酒消费相对较好、集团消费快于居民消费、房地产链条后端好于前端、个人所得税和消费税收入下降、工业利润下降、价格增速下降
 - 资产负债表修复
 - 内生性扩张期

- 1-7月份，全国规模以上工业增加值同比增长3.8%保持持平。
- 7月份，全国规模以上工业增加值同比增长3.7%比6月份下行0.7个百分点，环比增长0.01%，大幅转弱。
- 7月份，制造业采购经理指数为49.3%，企业生产经营活动预期指数为55.1%。



- 库存周期改善，增速持续回落。7月份规上工业企业产销率升至97.8%，比上月提高2.1个百分点，为2022年以来各月最高，**累计增速转正**。分行业看，电子、建材、化工等行业产销率分别为98.3%、97.3%、97.0%，比上月提高4.1、2.8、1.9个百分点。
- 高温带动能源等行业。7月份，电力、热力生产和供应业稳定增长，增加值同比增长4.6%，高于规上工业0.9个百分点。
- 新能源行业带动效应强。随着上半年全国可再生能源发电总装机突破13亿千瓦，7月份，风力发电机组、光伏电池等绿色能源产品产量分别增长29.7%、65.1%。“绿色”材料需求不断增加，相关产品快速增长，其中多晶硅、单晶硅、太阳能工业用超白玻璃等产品产量分别增长93.4%、83.4%、52.3%。充电桩产品产量同比增长26.6%，新能源汽车增长24.9%。
- 原材料行业有所改善。在光伏、汽车等产业需求释放带动下，7月份，原材料制造业增加值同比增长8.8%，比6月份加快2.0个百分点。其中，钢铁和石油加工行业增加值同比分别增长15.6%和14.8%，比上月加快7.8和8.0个百分点。
- 出口交货值累计负增长幅度小幅加大，内需对工业带动作用更加突出。

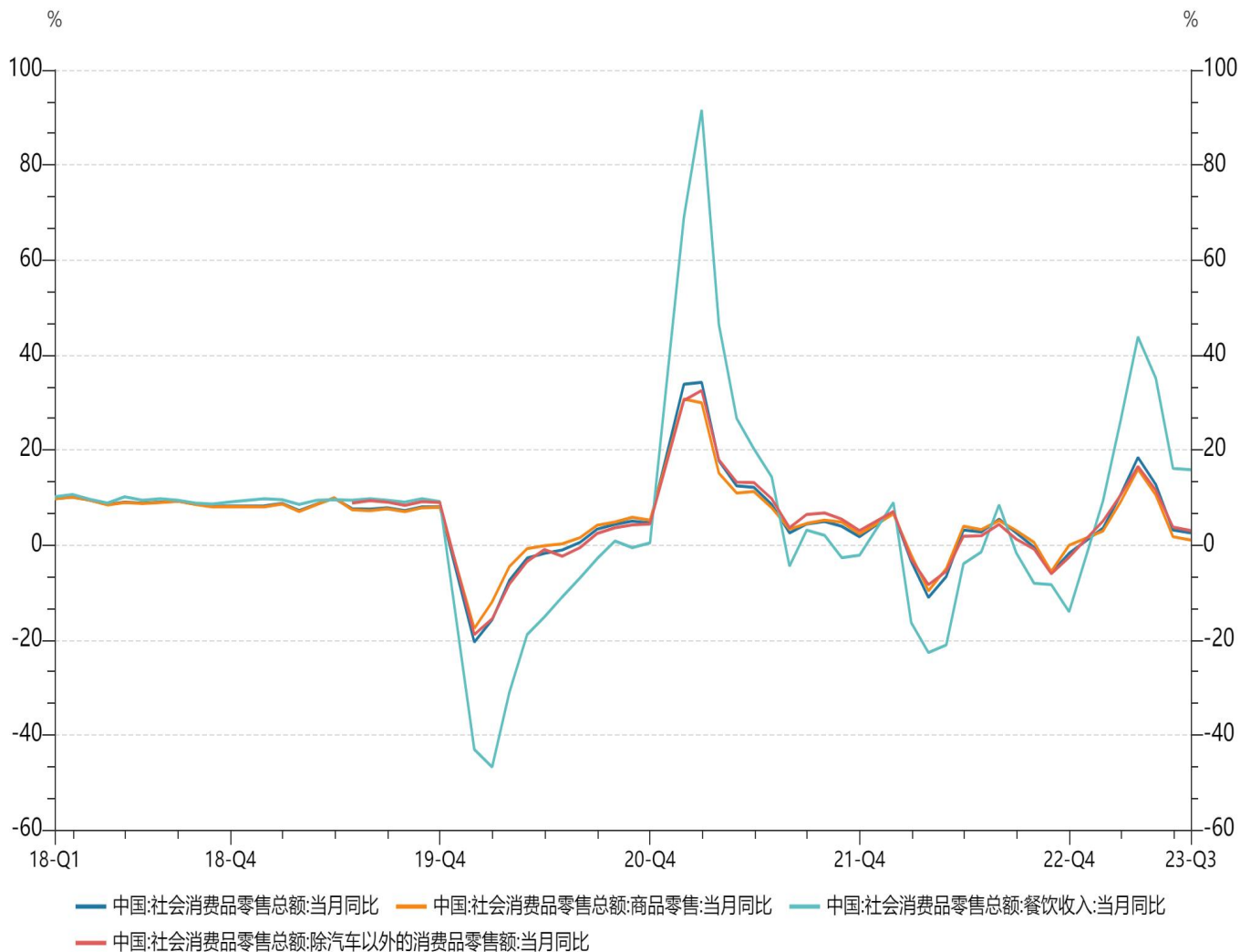


•7月份，全国服务业生产指数同比增长5.7%，下降1.1个百分点。分行业看，住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业，交通运输、仓储和邮政业生产指数同比分别增长20.0%、11.2%、7.6%、7.3%。

•1-7月份，全国服务业生产指数同比增长8.3%，小幅下降0.4个百分点，显著快于工业。

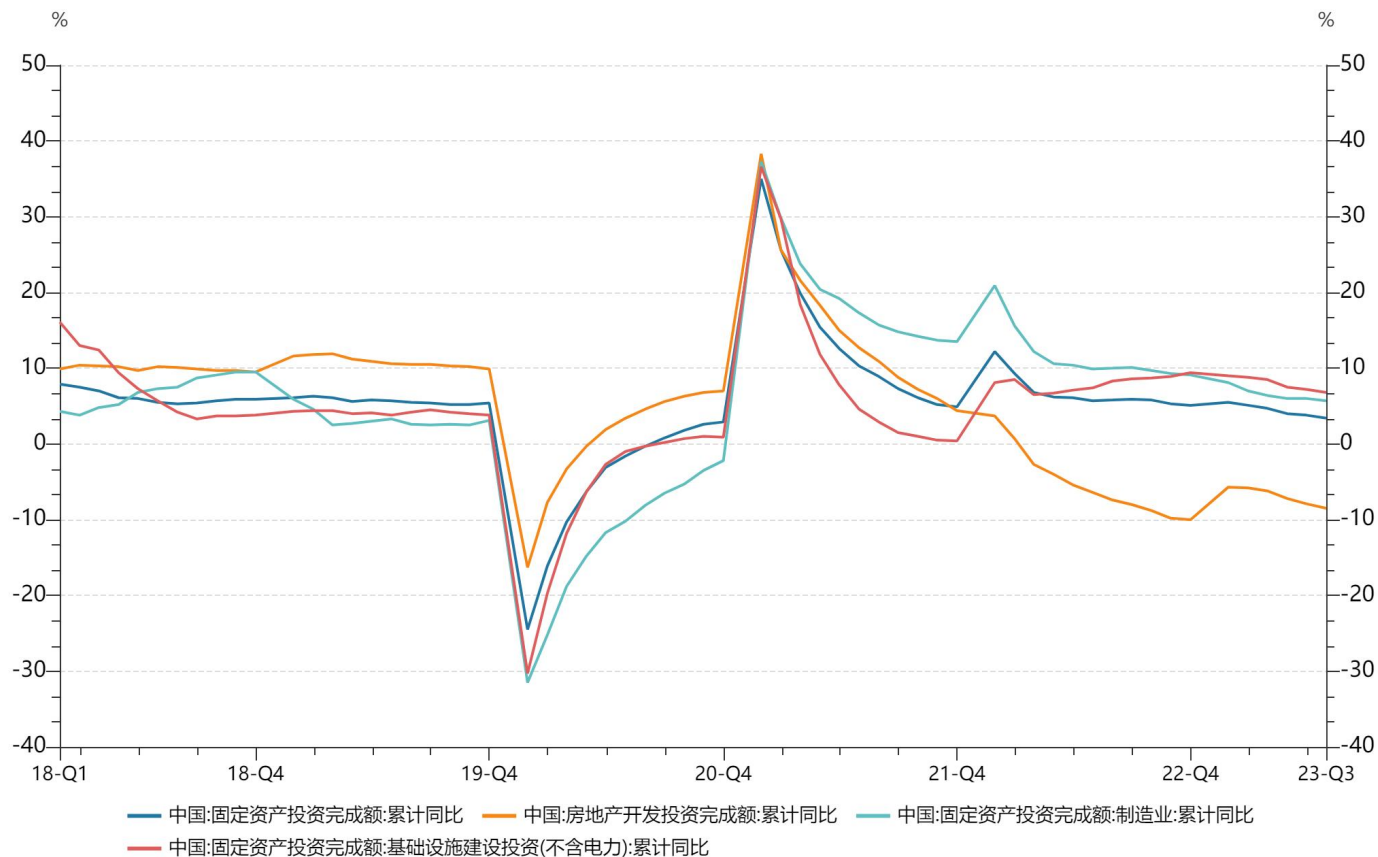
•1-6月份，规模以上服务业企业营业收入同比增长7.5%。

•7月份，服务业商务活动指数为51.5%，业务活动预期指数为58.7%，其中，航空运输、邮政快递、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务等行业商务活动指数位于60%以上高位景气区间。



数据来源: Wind

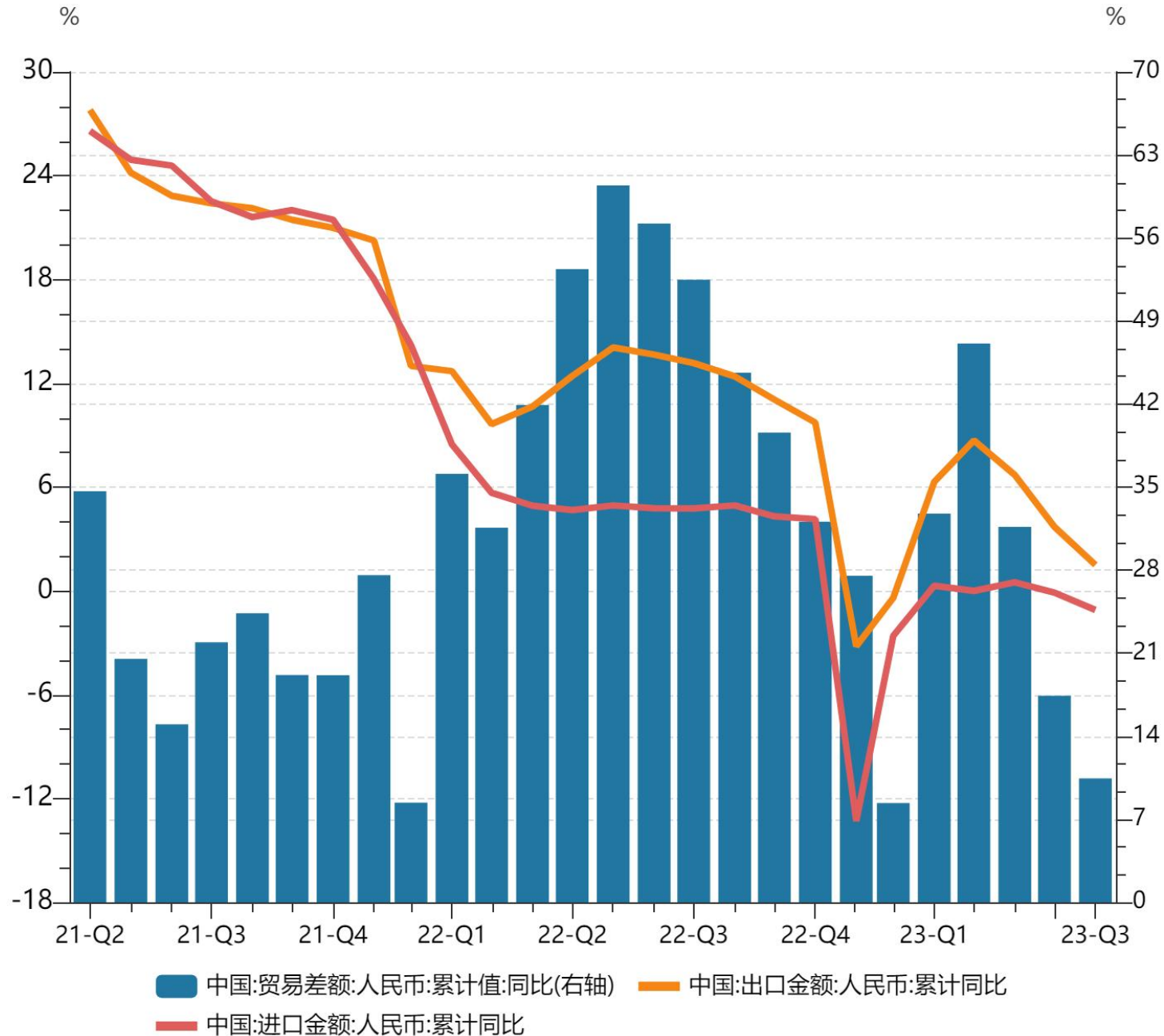
- 7月份, 社会消费品零售总额同比增长2.5%, 下降0.6个百分点, 环比下降0.06%。
- 7月份, 由于汽车消费拖累, 商品零售同比增长1%, 进一步下降0.7个百分点, 成为消费的主要拖累因素; **餐饮收入增长15.8%**, 下降0.3个百分点。
- 基本生活消费稳定增长, 限额以上单位粮油、食品类, 中西药品类, 饮料类, 通讯器材类商品零售额分别增长5.5%、3.7%、3.1%、3.0%。
- 1-8月份, 社会消费品零售总额同比增长7.3%, 下降0.9个百分点。
- 1-7月份, 服务零售额同比增长20.3%。



数据来源: Wind

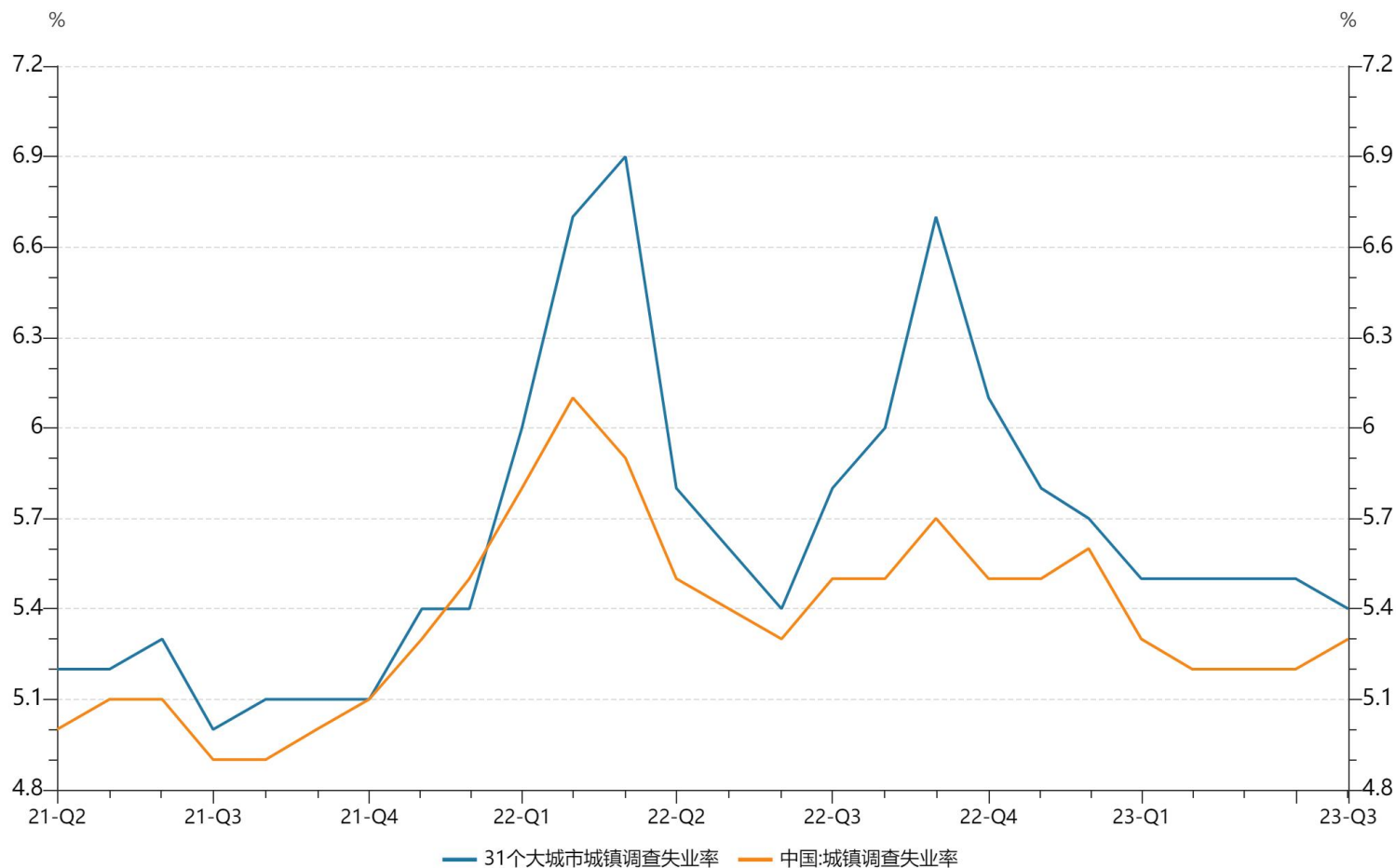
- 1-7月份, 固定资产投资(不含农户)同比增长3.4%, 比1-6月份下降0.4个百分点; 7月份环比下降0.02%。
- 1-7月份, 分领域看, 基础设施投资同比增长6.8%, 放缓0.4个百分点; 制造业投资增长5.7%, 下降0.3个百分点; 房地产开发投资下降8.5%, 降幅扩大0.6个百分点。
- 民间投资负增长0.5%, 进一步下降0.3个百分点。
- 高技术产业投资同比增长11.5%, 其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长11.5%、11.6%。高技术服务业中, 科技成果转化服务业、专业技术服务业投资分别增长44.9%、23.8%, 创新力量增强。

对外贸易动力下降



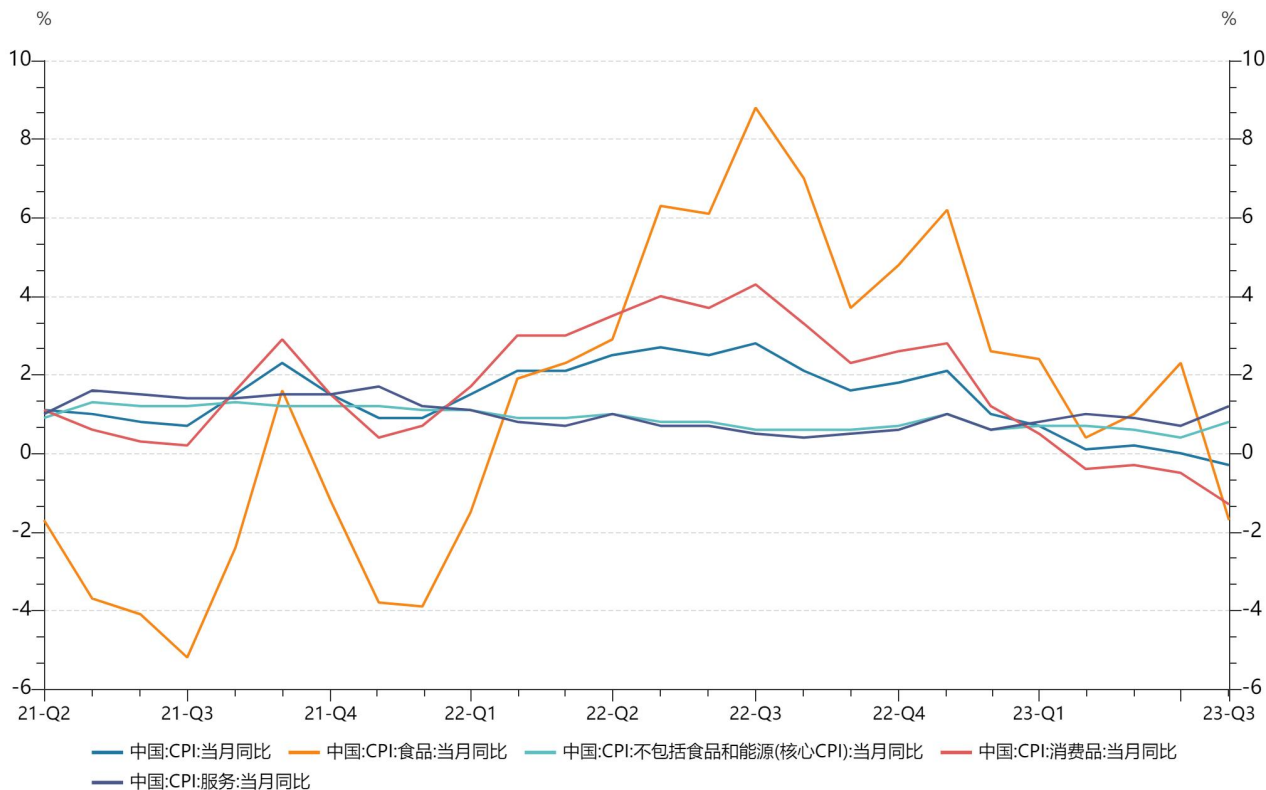
数据来源: Wind

- 7月份, 以人民币计价, 货物进出口总额同比下降8.3%。其中, 出口下降9.2%; 进口下降6.9%。进出口相抵, 贸易顺差5757亿元。
- 按美元计价, 7月份进出口下降13.6%。其中, 出口下降14.5%; 进口下降12.4%; 贸易顺差收窄19.4%。
- 1-7月份, 以人民币计价, 货物进出口总额同比增长0.4%。其中, 出口增长1.5%; 进口下降1.1%。



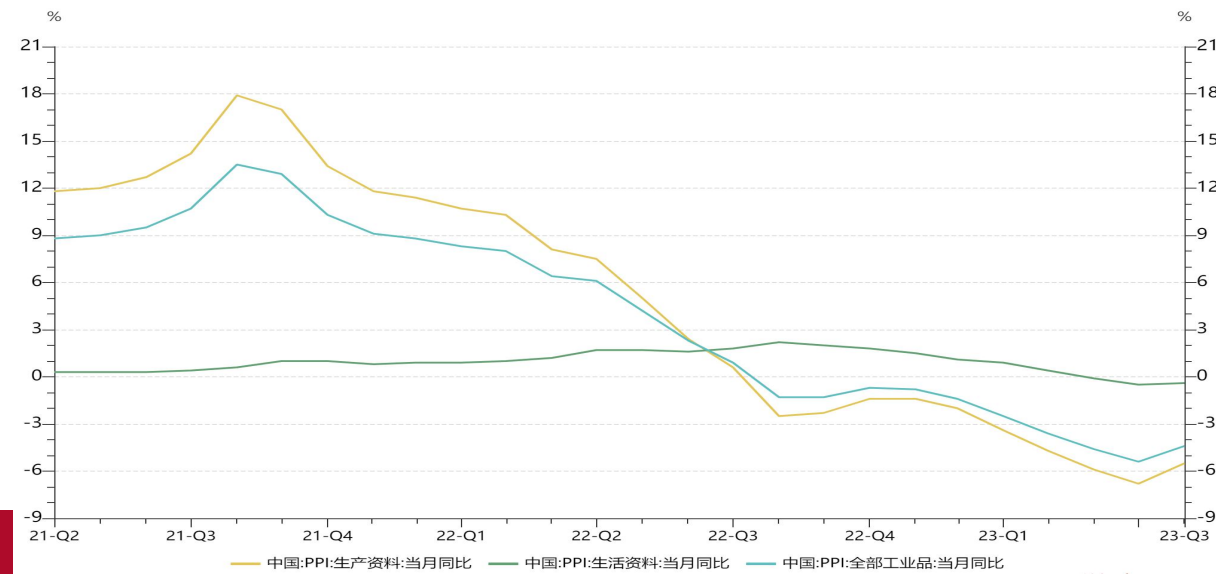
数据来源: Wind

- 7月份, 全国城镇调查失业率为5.3%, 比上月上升0.1个百分点。本地户籍劳动力调查失业率为5.3%; 外来户籍劳动力调查失业率为5.2%, 其中外来农业户籍劳动力调查失业率为4.8%。
- 31个大城市城镇调查失业率为5.4%, 比上月下降0.1个百分点。
- 全国企业就业人员周平均工作时间为48.7小时。



- 7月份，全国工业生产者出厂价格同比下降4.4%，降幅比上月收窄1.0个百分点，**为全年首次**；环比下降0.2%。全国工业生产者购进价格同比下降6.1%，降幅比上月收窄0.4个百分点；环比下降0.5%。
- 1-7月份，全国工业生产者出厂价格和购进价格同比分别下降3.2%和3.5%。

- 7月份，全国居民消费价格（CPI）同比下降0.3%，环比上涨0.2%，为今年连续5个月环比下降之后的**首次上涨**。
- 食品烟酒价格同比下降0.5%，猪肉价格下降26.0%，影响CPI下降0.4个百分点，鲜菜价格下降1.5%，粮食价格上涨0.3%，鲜果价格上涨5.0%。
- 从服务价格来看，7月份服务价格同比上涨1.2%，**涨幅比上月扩大0.5个百分点**。其中，飞机票、宾馆住宿、旅游等价格分别上涨11.9%、13.2%、13.1%，出行服务需求扩大对价格的带动作用明显。
- 扣除能源的工业消费品价格来看，7月份同比下降0.3%，降幅比上月收窄，扣除食品和能源价格后的核心CPI同比上涨0.8%，**涨幅比上月扩大0.4个百分点**。



- 还在经济复苏的轨道上
 - 从数据特点看，处在本轮的复苏逻辑之中，经济还是恢复性增长
 - 接触型服务业在暑期继续恢复，保持了较强的动力
 - 部分数据的同比环比下降与疫情期间季节性波动比较一致，还是呈现了季节性修复特征
 - 价格等部分数据已经呈现底部特征，逐渐成为“黎明前的黑暗”
- 修复动能有所下降
 - 基数因素影响总体不大，动能有实在的下降
 - 出口、房地产投资和商品消费的拖累作用依然明显，部分有加大的倾向
 - 高温、台风、暴雨等极端天气对建筑业等主要推动力量产生了不利影响，7月建筑业商务活动指数为51.2%，较上月下降4.5个百分点，建筑业新订单指数为46.3%，较上月下降2.4个百分点
 - 宏观政策的短暂空窗期
 - 最主要的当前还处在秩序修复，特别是暑期旅游秩序修复之下的经济复苏阶段，新增动能不足，导致环比增速不断放缓

二、本轮经济复苏企稳条件

条件1：明确总需求不足成因

➤ 疫情冲击

- 疫情扰乱生产生活秩序带来的供给不畅、接触型服务业和集团消费下行，房地产相关的后周期消费等。
- 居民、企业和政府资产负债表受到了严重影响，内生性的扩张能力和意愿不足

➤ 总需求不足背后更是结构性问题的体现

- 房地产深度调整在周期性因素以外，反映了城镇化模式转型后，房地产行业供需模式转型受到的挑战。
- 在全球产业链重构和发达国家经济循环模式转型中，对美欧出口下行。
- 消费疲弱是目前中国经济的核心底色。消费问题从2019年以来就产生了，在疫情期间进一步放大，主要是结构性动力缺失。

房地产

- **红利见顶：人口红利、经济增长红利、货币红利、住房制度改革红利等**
 - 欧美发达国家，甚至日本的房地产市场依然在正增长
- **深层影响因素：经济增长从高速度到高质量，以地谋发展时代结束，当地产业政策体系需要调整**
 - **高速增长时期城镇化：人口流动（40%）、城市范围扩大（40%）、城镇人口自然增长（20%）**
 - **高质量发展时期城镇化：城镇化率达到65%以上，东部地区接近70%，人口和资源要进一步聚集，以人为核心的城镇化，二手房交易比例上升**
- **需求端：购房结构**
 - **存量人口下首套置业人群减少，需要进一步放开一二线城市改善型等人群**
- **供给端：房地产行业发展模式**
 - **高速增长时期：行业以大开发为主，企业经营以下沉、高杠杆、高周转为特征**
 - **高质量发展时期：行业走向开发与城市更新并重，企业经营逐渐回归核心城市制造业模式**
- **调整难点**
 - **土地是不动产，流动性会快速消失**

消费

- 假日经济、网络流量红利等逐渐见顶，排浪式消费之后新增长点难以接续等结构性问题凸显
- 低收入群体面对收入增速放缓
- 中高收入群体，在收入和资产负债表等问题之外，更要关注消费的“社会机制”

对外贸易

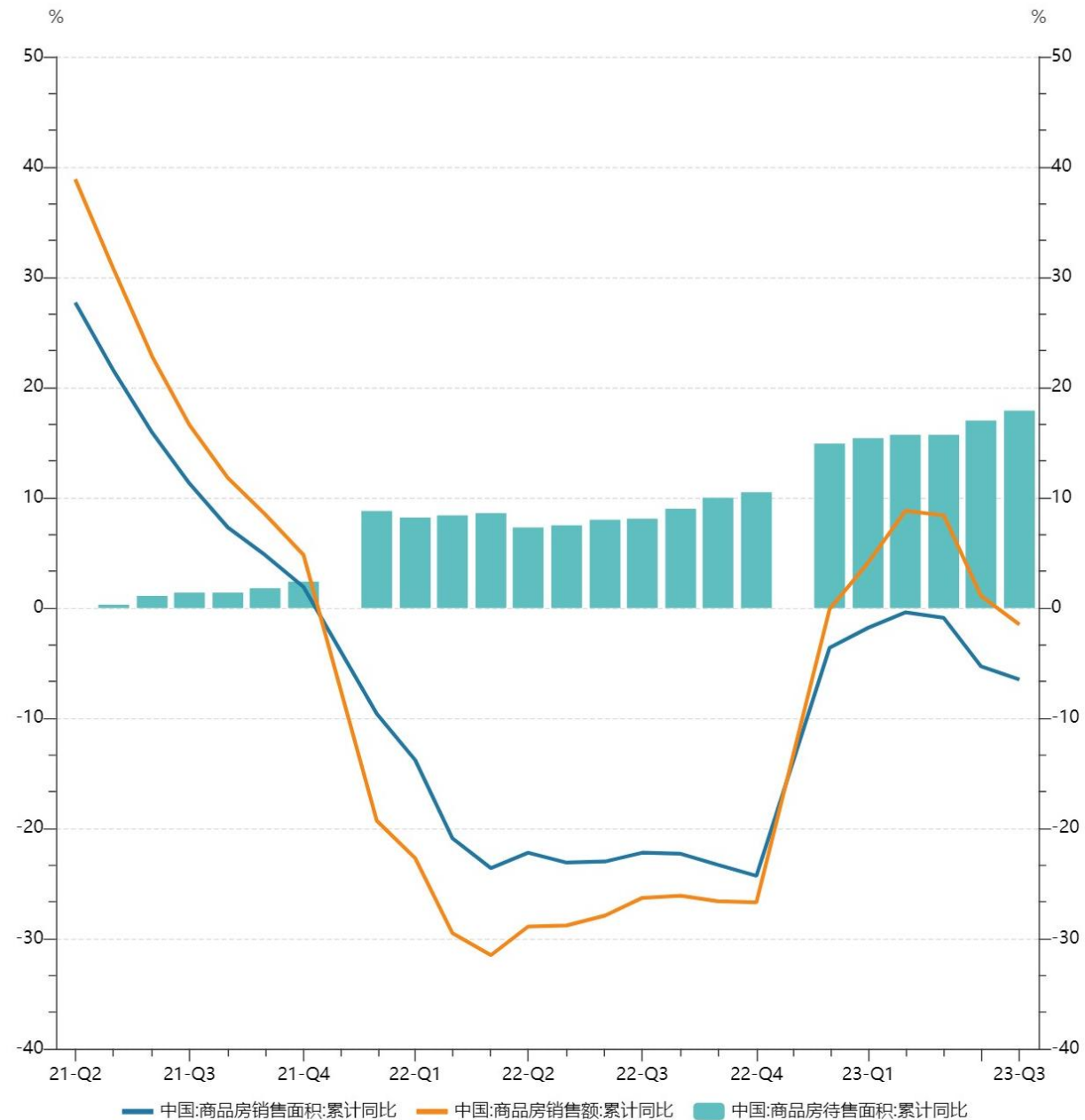
- 7月全球制造业PMI保持在48.7的低位，周期性因素影响扩大，但是更要关注结构性变化
- 国际环境出现了较大变化，对美国和欧洲的出口下滑趋势明显
- 由于美欧出口是相对高附加值产品，不是简单能够通过其他贸易伙伴进行替代，对外贸易的量和质都会受到冲击

条件2：加快债务化解

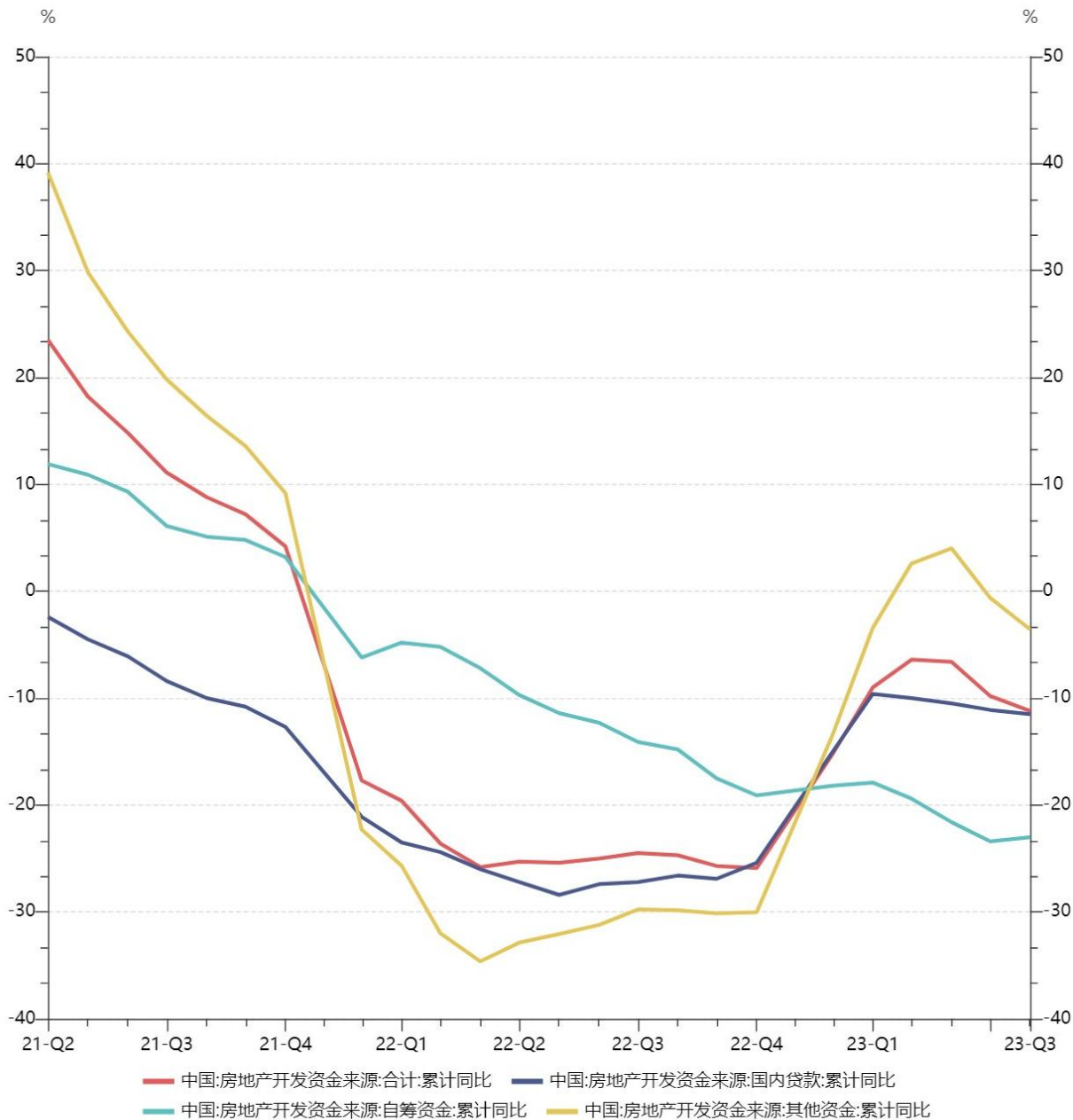
➤ 债务约束了主体的行动能力

- 2022年，国际清算银行数据表示，中国私人非金融部门偿债占可支配收入比例达到20.6%。在经济动能放缓和债务压力上升作用下，7月社会融资同比少增，达到了2017年以来的最低点，表内信贷成为了主要拖累，贷款意愿进一步降低。
- 贷款“量”“价”同步走弱，表明居民贷款需求不断降低，存款连续5个月回落，提前还贷依然是居民的主要选择。
- 到6月，工业企业资产负债率达到2015年以来新高的57.6%，但是利润还在下滑。
- 2022年地方政府债务率突破120%，2022年债务付息支出占地方财政收入的比例达到5.5%，地方政府在债务约束下，“拼经济”能力不足。

条件3：加快适应房地产供求变化



数据来源：Wind



数据来源：Wind

条件3：加快适应房地产供求变化

- 针对房地产市场供求关系变化，尽快加大力度做好政策衔接
 - 房地产产业链长，市场波动对经济影响大，需要尽快推出适应供求变化的政策。
 - 短期内着力解决房地产企业债务风险
 - 中长期构建新的政策体系

条件4：激发民营企业活力

➤ 民营企业对于做大的动力还不足

- 大多处于行业下游，在本次经济复苏中，由于商品消费和出口等乏力，经营受到较大冲击。
- 对于政策还处在观望中，担心未来再次出现变动

➤ 一些深层次问题还有待解决

- 当前对于一些突出问题进行安排，但是落地细则还不充分，地方政府的执行有差异
- 对于一些市场经济深层次问题，民营企业家的理解还不一致

三、宏观政策定位与建议

政策主要发力方向

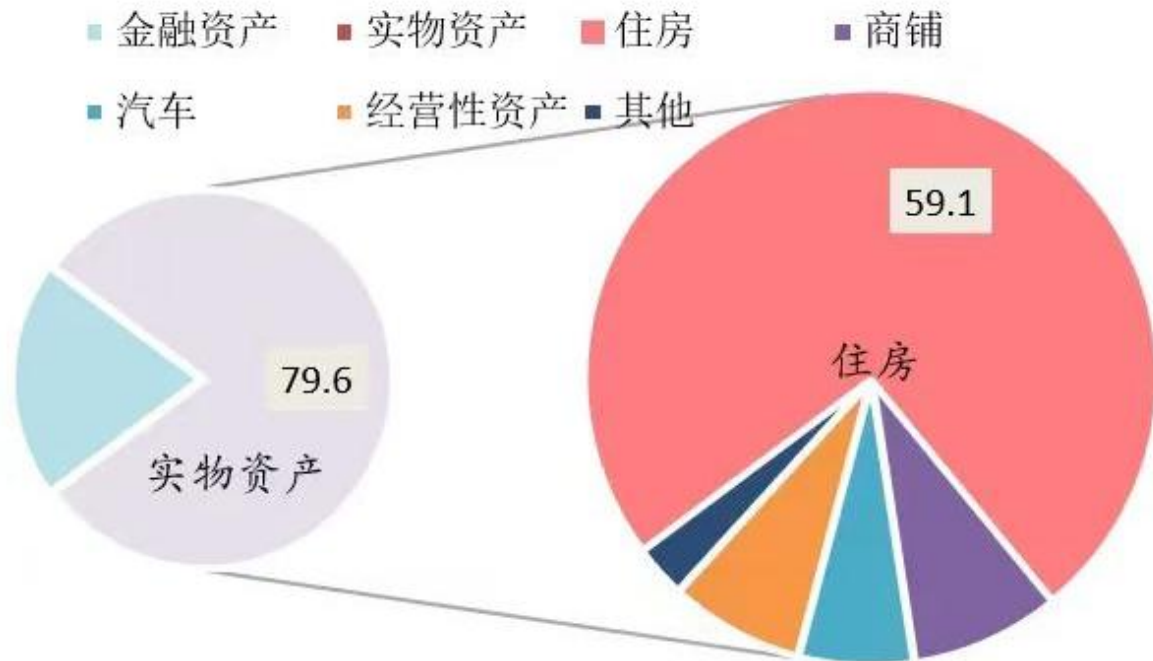
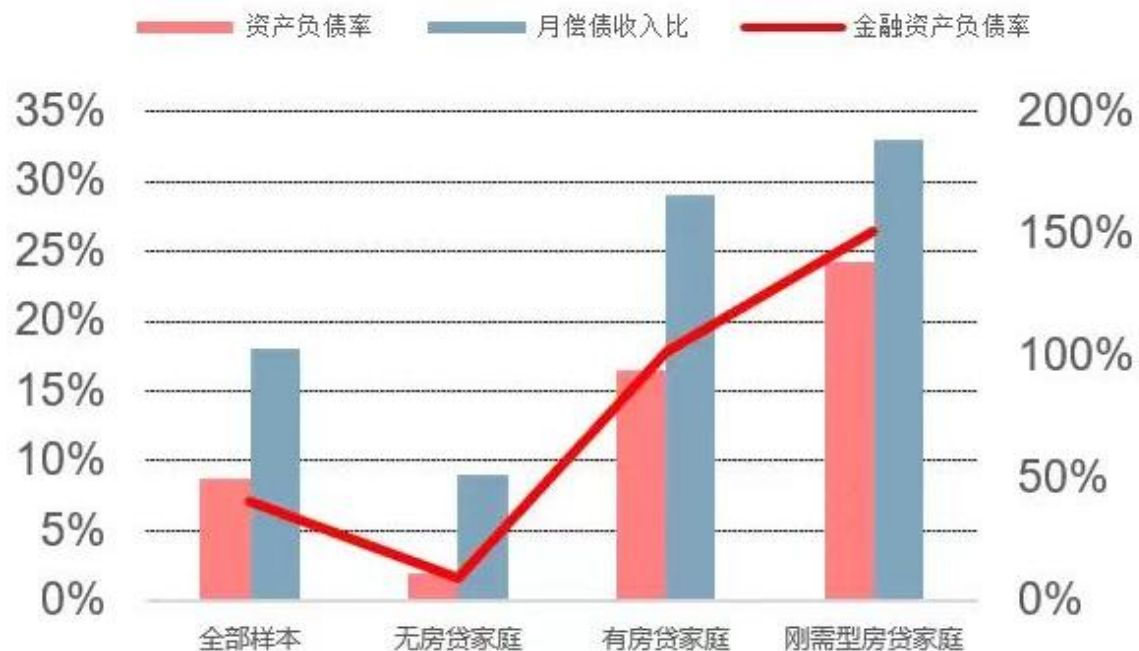
- 内需和外需
 - 在尽力优化外商投资环境，稳住外贸等方向下，更要着力抓住扩大内需这个发力点
- 在总量和结构政策中，宏观政策需要更加倾向总量政策，更好支撑总需求。
 - 结构性问题是市场调节失灵还是不足：当前结构性问题中部分原因是市场不足，市场机制能够调整结构，政府过多的定向干预反而会导致更为严重的结构性问题，要给出市场充分的出清机制
 - 结构性政策特征：更加针对房地产、债务、产业升级等领域，强化其功能属性

降低存量房贷利率

修复资产负债表，降低居民还款负担，找准消费与投资的结合点。

2023年二季度末，个人住房贷款余额38.6万亿元，如果下降10BP，可以降低利息支付接近400亿。

时间窗口宜早不宜迟。



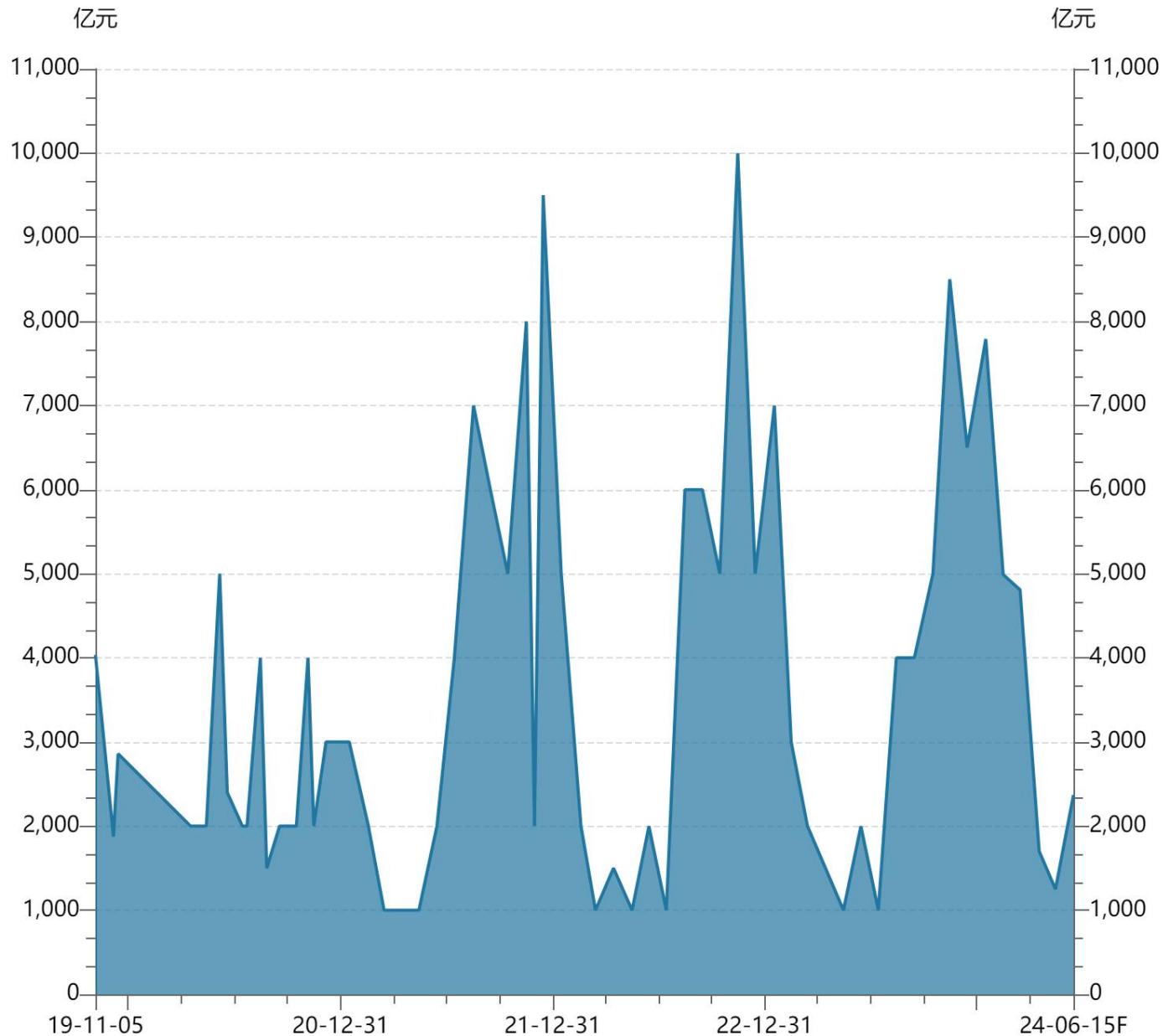
总体看，我国准备金率还相对较高。

准备金相当于对商业银行的税收，降低准备金可相应降低金融融资成本，释放更多低成本资金。

为了支持准备金，存在通过公开市场投放，用短期资金为商业银行机构融资的问题，加大了资金成本和融资不确定性

现代支付体系发展导致对准备金需求降低。

为了应对下半年MLF到期高峰，建议进一步全面降低准备金率0.5个百分点，在置换MLF的基础上进一步释放流动性。



政策建议

- 房地产
 - 资产证券化等金融产品推动城市更新
 - 进一步放开二套以上限购、限贷条件，降低首付比率等
 - 在全国层面推动房地产政策调整
 - 城镇化战略向城市化战略的调整

财政政策

- 进一步加大财政政策力度
- 财政支出方向进一步加大民生领域，帮助农民工市民化
- 在债务置换、重组等化解债务手段基础上，加大平台公司市场化转型、财政体制改革等核心解决方案

政策建议

- 着力加强政策预期管理。
 - 稳定宏观政策、特别是行业政策预期。
 - 企业对于政策目的、未来配套措施、行业发展环境等不够明了，导致部分企业选择躺平，长期观望。以一些标志性的行动表明政策态度。
 - 居民对于未来经济环境感觉不确定，适应新阶段。

加强政策协调，扩大政策空间

做强资本市场

- 为进一步扩大财产性收入，修复居民资产负债表，需要做强资本市场，为居民提供更多投资机会。
- 从发行等全链条进行综合性推动。

加强政策协调，扩大政策空间

以新发展格局推动高质量发展，未来更要强化市场改革

- 农村集体所有制与市场经济的结合点
- 落实市场准入和监管的负面清单制
- 政策制定的法治化、透明化
- 发挥好资本的健康作用
- 防止从上到下一个统一模式进行规范
- 明确边界，避免过度的“一箭双雕”

谢谢！



CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇



CMF 月度报告发布，聚焦“稳固企稳条件的中国宏观经济”

8月17日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司联合主办的CMF宏观经济月度数据分析会（2023年8月）于线上举行。

本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席杨瑞龙主持，聚焦“稳固企稳条件的中国宏观经济”，来自政界、学界、企业界的知名经济学家及行业专家毛振华、乔虹、朱海斌、周浩、于泽联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济学院教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员于泽代表论坛发布CMF中国宏观经济月度数据分析报告。

报告围绕以下三个方面展开：

- 一、 经济复苏持续下动能放缓
- 二、 本轮经济复苏企稳条件
- 三、 宏观政策定位与建议

一、经济复苏持续下动能放缓

1、本轮复苏：总需求不足

7月份的数据表明，当前我国仍然处在经济复苏的轨道上，但复苏的动能出现了一定**放缓**。月度数据之间有非常强的波动性，因此不宜对数据的短时波动进行过度的解读。在解读月度数据时，必须要有一个标尺，可以与历史周期进行比较，也可以与疫情期间经济复苏的逻辑进行比较。

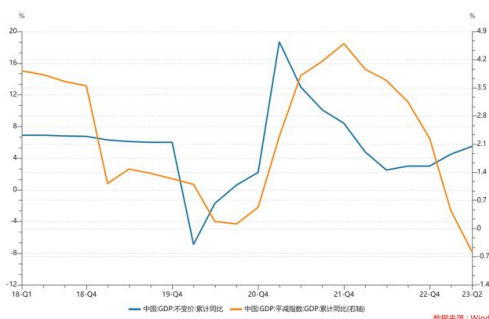
中国宏观经济论坛（CMF）一直秉持从中长期看短期的逻辑，因此我们采用从经济复苏的阶段性的角度来看月度数据的分析方法。年初论坛就提出了一个观点，即本轮经济复苏与传统的经济复苏并不相同，它有着疫后复苏的新特征，因此要从经济复苏的三个阶段来把握疫后复苏的数据。

本轮经济复苏面对的最大问题是总需求不足，具体表现为两个新现象：



本轮复苏：总需求不足

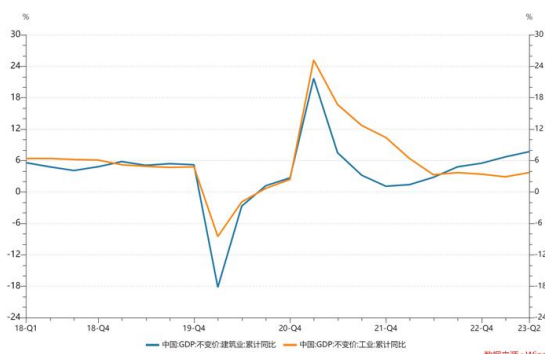
•实际GDP增速与价格增速不断背离。2022年GDP同比增长3%，平减指数累计同比下滑到2.24%，2023年一季度累计同比下降到了0.45%，二季度下滑到了-0.59%，反映总需求偏弱带来价格紧缩效应。



一是实际GDP增速与价格增速不断背离。2022年GDP同比增长3%，2023年一季度同比增长4.5%，上半年累计增长5.5%；与此同时，GDP平减指数从去年的2.2%下滑至2023年一季度的0.45%，到二季度更是下滑到-0.59%。价格与实际增长的背离，主要是由于GDP在季度统计时更多采用的是生产法，度量的是生产侧的修复情况，GDP增速的不断回暖表明生产端恢复得相当不错，而价格指数的不断下降则充分反映了目前市场需求不振。

本轮复苏：总需求不足

•2022年至今，建筑业取代工业成为了稳增长支柱之一。基建推动作用明显。



二是在今年的数据中，建筑业反超工业成为了稳增长的支柱之一，二者的增速缺口在不断扩大。上图中，蓝色曲线代表的建筑业增速在去年三季度反超了工业增速，随后二者的增速缺口不断扩大。建筑业的背后是房地产和基建，但由于目前房地产形势相对不振，所以建筑业的增长主要是依靠基建的力量，而工业增速则更多体现的是市场端的消费和出口。因此，**建筑业和工业增速的背离表明目前的经济复苏更多依赖政府推动的基建项目，而市场的内生需求相对不足。**

总需求不足背后的成因是比较复杂的，可以概括为三个维度：一是疫情对生产生活秩序产生了影响，需要时间来修复；二是疫情对资产负债表产生了比较大的冲击；三是总需求背后存在大量的结构性问题。

基于以上三个成因，今年的经济复苏大体上可以分为三个阶段：第一个阶段是生产生活秩序的修复，主要目标是解决疫情对于秩序的冲击；第二个阶段逐渐进入到以资产负债表的修复推动经济内生修复的进程；第三个阶段是全面进入到以结构性问题修复为核心的、全面的、市场化的内生经济扩张阶段。

本轮经济复苏的三个阶段并不能实现自然转化，不同阶段之间可能会存在转化障碍。上半年中国经济的数据呈现出 8 个特征：一是服务业产出增速持续快于工业增速，这主要是由于出行、餐饮、住宿等接触型服务业的快速恢复；二是餐饮消费快于商品消费；三是商品消费中，表现更好的是食品烟酒消费；四是集团消费快于居民消费，这主要是

由于企业生产秩序的恢复；五是房地产链条后端好于前端，竣工端好于新开工；六是个人所得税和消费税处于下降阶段；七是工业利润增速持续下行；最后是价格增速持续下降。这主要是由于目前秩序修复是经济复苏的主要动力，而无论是商品消费，还是房地产、出口等市场的内生动力依然不足，导致制造业下游复苏相对乏力，出现了宏观和微观感受，以及行业分布的差异。

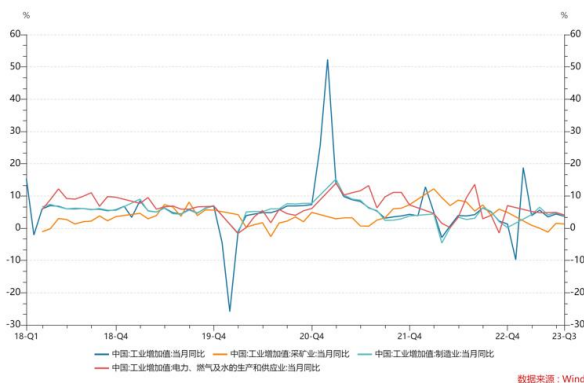
2、以复苏的逻辑看 7 月的数据

1) 工业持续恢复



工业生产持续恢复

- 1-7月份，全国规模以上工业增加值同比增长3.8%，保持持平。
- 7月份，全国规模以上工业增加值同比增长3.7%，比6月份下行0.7个百分点，环比增长0.01%，大幅转弱。
- 7月份，制造业采购经理指数为49.3%，企业生产经营活动预期指数为55.1%。



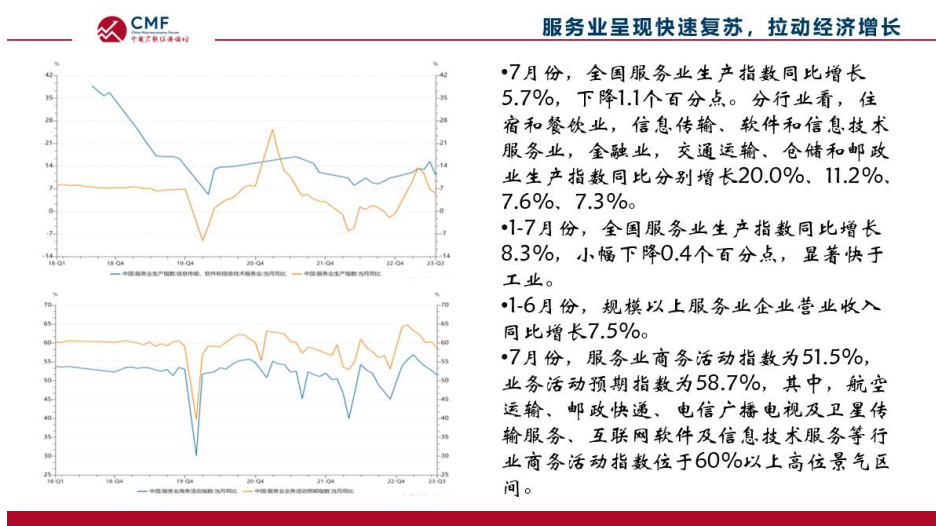
1-7 月份全国规模以上工业增加值同比增长 3.8%，与 1-6 月的增速基本持平。其中，7 月的工业增加值同比增长 3.7%，增速相较 6 月下降了 0.7 个百分点；环比增速下降至 0.01%，大幅转弱。从这个维度上来看，经济的生产端在持续修复的过程中，但是修复的动能逐渐减弱。

与此同时，生产端的修复中也出现了一些新的积极因素。一是在工业修复的过程中，库存周期出现了改善。7 月，规模以上工业企业产销率上升至 97.8%，为 2022 年以来月度最高水平，累计增速实现了转正。不过库存周期的改善，与企业的减产等行为也有一定关系，由于市场的调整，库存周期正在进入触底阶段。二是高温带动能源行业的产出增长。比如 7 月电力、热力生产和供应业增加值同比增长 4.6%，比整体工业增速高了

0.9个百分点。三是新能源行业保持了较高的增速，绿色能源产品一直呈现较高的增长态势。在其带动下，相关原材料行业有所改善。比如钢铁和石油加工行业增加值同比分别增长15.6%和14.8%。但与此同时，工业出口交付值负增长的幅度还在扩大，这意味着未来内需对于工业的带动作用更加突出。

总结来说，工业还在持续恢复，在此过程中，一方面工业恢复的动能有所减弱，另一方面也存在着一些积极的信号。

2) 服务业表现相对强劲

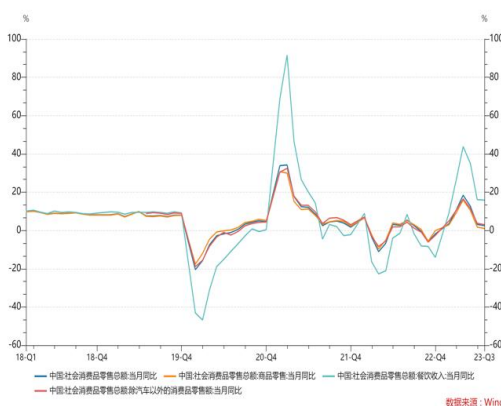


7月，住宿、餐饮等接触型服务业实现了20%左右的增速，充分体现了生产生活秩序修复带动增长的特征。7月全国生产服务指数同比增速为5.7%，下降了1.1个百分点；1-7月服务业生产指数同比增长8.3%，小幅下降了0.4个百分点，总体增速显著快于工业。

3) 餐饮等服务支出推动消费复苏



餐饮等服务支出推动消费复苏



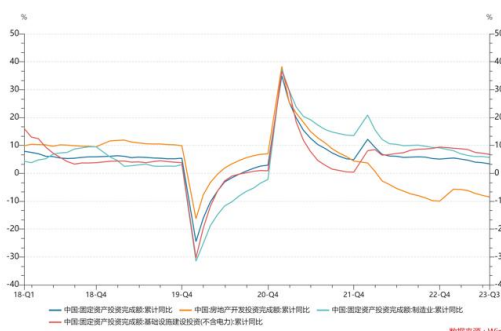
- 7月份，社会消费品零售总额同比增长2.5%，下降0.6个百分点，环比下降0.06%。
- 7月份，由于汽车消费拖累，商品零售同比增长1%，进一步下降0.7个百分点，成为消费的主要拖累因素；**餐饮收入增长15.8%**，下降0.3个百分点。
- 基本生活消费稳定增长，限额以上单位粮油、食品类，中西药品类，饮料类，通讯器材类商品零售额分别增长5.5%、3.7%、3.1%、3.0%。
- 1-8月份，社会消费品零售总额同比增长7.3%，下降0.9个百分点。
- 1-7月份，服务零售额同比增长20.3%。

从消费端来看，无论是消费、投资还是出口，7月都出现了一定程度的下行。在消费上，7月社会消费品零售总额增速进一步放缓，重要因素是汽车消费下行，导致商品零售增速出现了下降。餐饮收入增长15.8%，维持了相对较高的增速。基本生活消费稳定增长，粮油食品类的消费增速保持在5%左右。此外，7月服务零售同比增长20.3%，表现相对较好。总结来看，以服务业为代表的消费依然在修复，而商品消费存在着一定的下行压力。

4) 基建和制造业推动投资保持稳定



基建和制造业推动投资保持稳定



- 1-7月份，固定资产投资（不含农户）同比增长3.4%，比1-6月份下降0.4个百分点；7月份环比下降0.02%。
- 1-7月份，分领域看，基础设施投资同比增长6.8%，放缓0.4个百分点；制造业投资增长5.7%，下降0.3个百分点；房地产开发投资下降8.5%，降幅扩大0.6个百分点。
- 民间投资负增长0.5%，进一步下降0.3个百分点。
- 高技术产业投资同比增长11.5%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长11.5%、11.6%。高技术服务业中，科技成果转化服务业、专业技术服务业投资分别增长44.9%、23.8%，创新力量增强。

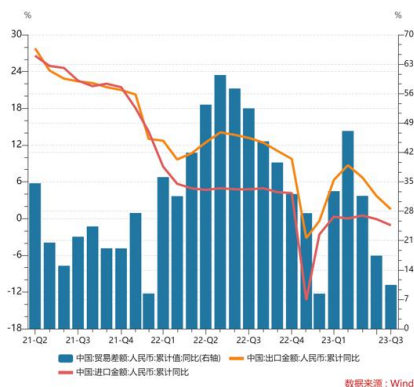
房地产仍然是投资的核心拖累。1-7月，房地产投资增速进一步下行0.6个百分点

至 8.5%，而基建和制造业依然保持在相对高位。同时，在房地产的拖累作用下，民间投资呈现负增长。

5) 对外贸易动力下降



对外贸易动力下降



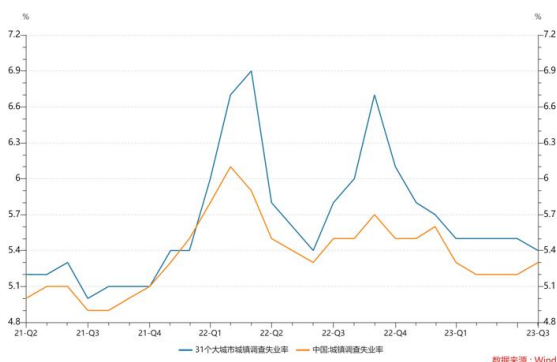
- 7月份，以人民币计价，货物进出口总额同比下降8.3%。其中，出口下降9.2%；进口下降6.9%。进出口相抵，贸易顺差5757亿元。
- 按美元计价，7月份进出口下降13.6%。其中，出口下降14.5%；进口下降12.4%；贸易顺差收窄19.4%。
- 1-7月份，以人民币计价，货物进出口总额同比增长0.4%。其中，出口增长1.5%；进口下降1.1%。

7月最大的变化是出口下行幅度相对较大。以美元计价，7月出口下降了14.5%，贸易顺差收窄了19.4%。

6) 就业形势基本保持稳定



就业形势基本保持稳定

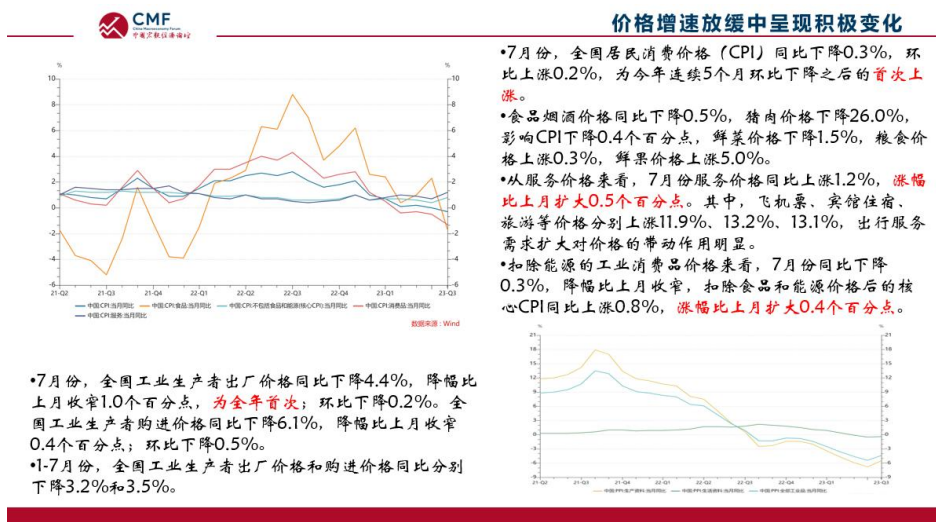


- 7月份，全国城镇调查失业率为5.3%，比上月上升0.1个百分点。本地户籍劳动力调查失业率为5.3%；外来户籍劳动力调查失业率为5.2%，其中外来农业户籍劳动力调查失业率为4.8%。
- 31个大城市城镇调查失业率为5.4%，比上月下降0.1个百分点。
- 全国企业就业人员周平均工作时间为48.7小时。

给定供需两端的情况来看，7月的就业形势相对稳定，全国城镇调查失业率为5.3%，

较6月上升0.1个百分点。

7) 价格增速放缓中呈现积极变化



尽管7月居民消费价格（CPI）出现了转负的现象，但环比增速实现了正增长，尤其是核心CPI上涨了0.8%，比上个月扩大了0.4个百分点。值得关注的是，7月服务价格环比增长了0.5个百分点，再一次证明了服务业处于较好的修复状态。工业出厂品价格依然呈现负增长的态势，但降幅出现了全年的首次收窄。从这个维度上来看，虽然目前价格还在持续走弱，但已经出现了一定的积极信号。

通过对7月数据进行简单地梳理，并将其与今年研判的中国经济复苏路径进行对比，可以得出以下结论：

虽然7月数据有所波动，但是我国依然处在经济复苏的轨道上。正如前面所提出的，今年的中国经济复苏会分为三个阶段，上半年更多是处在生产生活秩序恢复带动的经济复苏阶段，因此经济数据呈现出八个特征。7月的数据在整体结构特征上与上半年的逻辑是一致的，也就是说我们依然处在本轮的复苏逻辑之中。由于复苏主要是来自于生产生活秩序的恢复，与秩序恢复有关的行业就表现得相对较好，比如接触型服务业，而与内生动力有关的行业表现得就相对较差。

7月份，接触型服务业在暑期继续恢复。时隔三年后，大规模的研学等活动在全国兴起，暑期旅游呈现出非常火爆的态势。此外，判断当前的数据还是处在复苏的轨道上，还因为虽然部分数据同比环比都出现了下降，但如果和2021年、2022年的季节性波动进行对比，就会发现大致规律是相同的。同时，价格等部分数据已经出现了一定的底部特征。

尽管当前经济有很多的下行因素，但是如果从本轮复苏的阶段性和疫情间的季节波动性和当前数据的底部特征来看，可以判断当前经济处在复苏的轨道上。

与此同时，7月的数据意味着经济复苏的动能的确在下降。基数因素总体影响不大，因此数据同比和环比的下降是一种实质性的动能放缓。这主要是由于出口、房地产投资和商品消费的拖累作用依然明显，甚至有加大的倾向。

不过，7月数据的下行存在一定特殊性。一方面，台风、高温和降雨等极端天气对建筑业产生了不利影响。此外，7月是宏观政策的短暂空窗期，有大量的宏观政策在7月底推出，并将在未来陆续落地。从这个维度上来说，我们既要看到7月份动能的下行，也要看到这种下行的特殊性。更重要的是，7月中国的经济复苏依然处在秩序修复作为主要动力的阶段，特别是暑期旅游秩序修复之下的经济复苏阶段，而新增动能不足，从而导致环比增速不断放缓。

要辩证地看待中国经济，既要看到当前还处在复苏的轨道上，也要看到修复的动能有所下滑。因此，未来需要进一步筑牢中国经济企稳的条件。

二、本轮经济复苏企稳条件

1、明确总需求不足的成因

只有明确总需求不足的成因，才能在政策上有的放矢，而不是盲目地堆砌政策。本轮需求不足的背后有周期性因素，但也存在着大量结构性问题。

1) 房地产

2020年后房地产深度下行，一方面由于我国的人口红利、经济增长、住房改革等一系列红利逐渐消失了。但对比来看，西方发达国家以及日本的老龄化程度更严重，但是房地产市场依然在正增长，因此红利消失并不能真正解释这一轮房地产的下行。本轮房地产下行的成因比较复杂，里面既有结构性因素又有周期性因素。**房地产市场的深度调整对应着目前由于城镇化模式的大范围转型，导致房地产供求关系出现了深度变化。**原来的城镇化是以土地为导向的扩张型模式，当城镇化率达到65%，东部地区接近70%以后，我国全面进入了以人为核心的存量城镇化时代。与此同时，房地产市场原有的以新房为主导的模式，开始向以二手房为主导的模式转型。

在此过程中，房地产的供需两端都发生了变化。从需求端来说，存量人口下首套置业人群占比逐渐下降，而改善型人口占比进一步上升。从供给端来说，原来的房地产行业以大开发为主，企业经营以下沉、高杠杆、高周转为特征。随着城镇化进入新阶段，房地产行业将走向开发与城市更新并重，企业经营逐渐回归核心城市制造业的模式。这种供需的转型必然涉及到房地产企业的经营模式调整，而由于房地产企业的资产主要是土地，尤其是三四线城市的土地，**其流动性大幅度降低将导致房地产企业主动调整适应市场环境的能力受到较大约束。**

2) 消费

假日经济、网络流量红利等逐渐见顶，排浪式消费之后新增长点难以接续等结构性问题凸显。尽管从学术上来说，消费是收入函数，但在现实中，人的消费倾向也是一种社会化表达。因此，我们在进入新发展阶段后，要逐渐在社会等维度上适应当前的消费社会新特征。

3) 贸易

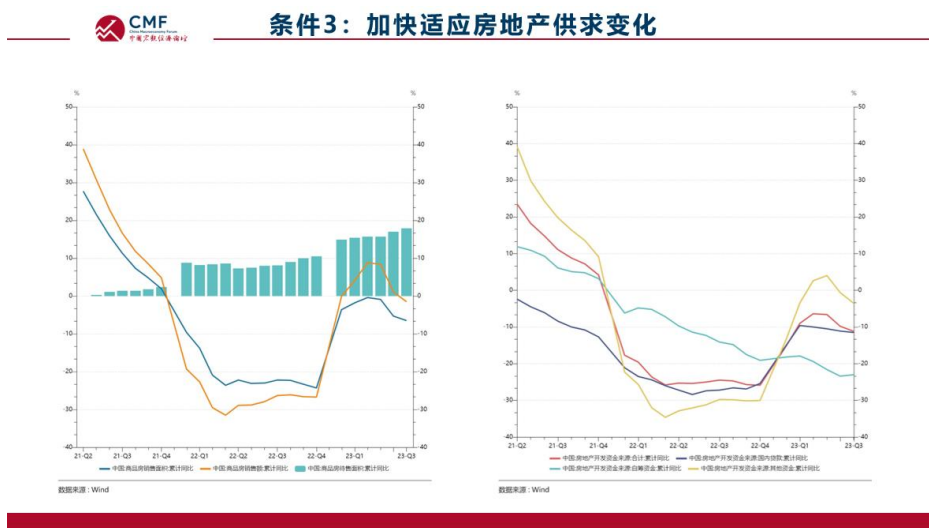
7月的对外贸易受到了大量周期性因素的影响，同时，我国对外贸易的国际环境也出现了较大变化，对美国和欧洲的出口下滑趋势明显。由于我国对美欧出口的是相对高附加值的产品，不能简单地通过对其他贸易伙伴的出口进行替代，因此对外贸易的量和质都会受到冲击，需要着力加以应对。要稳固中国的经济复苏，就必须新的经济特征

下针对性出台政策，而不是简单地采取常规周期性政策。

2、加快债务化解

7月，我国社融出现了较大幅度的下行，其核心拖累来自于表内信贷。目前贷款意愿进一步降低，其背后的原因除了经济下行的压力之外，还有居民、企业、地方政府不断上行的债务压力。

3、加快适应房地产供求变化



如果能让经济持续企稳向好，就必须着力解决当前对经济产生了重大冲击的房地产市场的问题。短期内，要着力解决房地产市场的债务风险，防止风险传染；中长期内，要加快构建适应新发展阶段的房地产政策体系。

4、激发民营企业活力

目前民营企业面临着两个问题：一是部分民营企业做大的动力不足。一方面，大部分民营企业处在产业链下端，而由于本轮经济复苏更多是由接触型服务业推动的，商品消费和出口相对乏力，对产业链下端不利，使得很多民营企业的日子非常难过。在这种情况下，民营企业做大的难度很大。另一方面，部分民营企业对未来的政策变动还有疑虑。二是尽管“民营经济31条”针对一些突出问题进行了安排，但仍然有一些深层次

问题亟待解决。一方面，“31条”的执行细则还需要深化，地方政府在执行过程中存在着一定差异；另一方面，对于一些市场经济深层次问题，民营企业家的理解还不一致。

要想进一步增强中国经济修复的动力，同时尽快推动修复阶段转向资产负债表的修复和内生性扩张，就必须针对以上四个企稳的条件，在政策上做出相应安排。

三、宏观政策定位与建议

1、政策主要发力方向

从内需和外需的角度来说，一方面要着力稳住外需，优化外商投资环境，稳住外贸，尤其是要稳住对美欧的出口。更重要的是，要抓住扩大内需这个发力点。

从总量和结构政策来说，未来一段时间要更加强化总量政策的作用。中国目前的总需求不足背后有大量结构性问题，而很多结构性问题是由于市场机制发挥作用不充分导致的。因此，要更多地通过总量政策给市场充分调整出清的空间。未来的结构性政策要更加针对房地产、债务、产业升级等领域，强化其功能属性。

2、具体政策建议

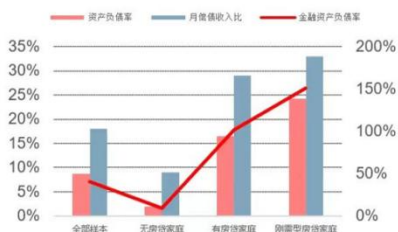


降低存量房贷利率

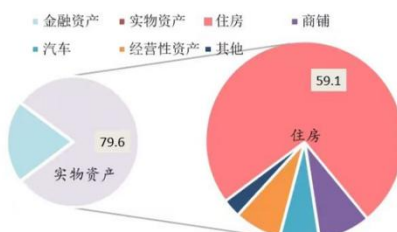
修复资产负债表，降低居民还款负担，找准消费与投资的结合点。

2023年二季度末，个人住房贷款余额38.6万亿元，如果下降10BP，可以降低利息支付接近400亿。

时间窗口宜早不宜迟。



资料来源：人民银行，中信建投



资料来源：人民银行，中信建投



降低准备金

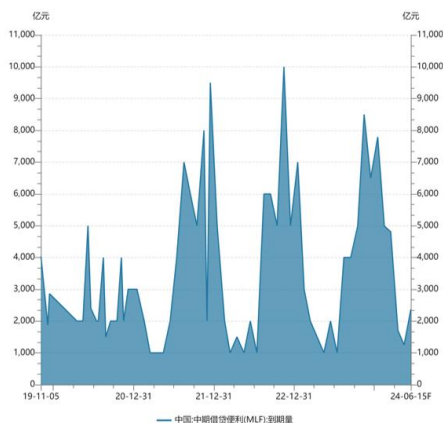
总体看，我国准备金率还相对较高。

准备金相当于对商业银行的税收，降低准备金可相应降低金融融资成本，释放更多低成本资金。

为了支持准备金，存在通过公开市场投放，用短期资金为商业银行机构融资的问题，加大了资金成本和融资不确定性

现代支付体系发展导致对准备金需求降低。

为了应对下半年MLF到期高峰，建议进一步全面降低准备金率0.5个百分点，在置换MLF的基础上进一步释放流动性。



一方面，我们要推动经济从秩序修复阶段过渡到资产负债表修复阶段；同时，还需要找到消费与投资的结合点，而不是单纯地推动某一项。因此，建议加快推动降低存量房贷利率，从而进一步减轻居民的债务成本，盘活房地产市场。考虑到降低房贷存量利率可能会对银行资产负债表有一定冲击，因此建议同时降低准备金率，从而稳定银行资产负债表，并为应对下半年MLF到期高峰做好准备。

1) 房地产政策

加快、加大房地产相关政策的出台速度和力度。未来的房地产模式会从单纯的开发走向开发与城市更新并重的模式，比如城中村改造。目前城市更新的融资机制和发展并不匹配，因此需要进一步通过资产证券化，比如REITs等，在提供融资手段的同时，也提供一部分出表空间，从而能够进行从重资产到相对轻资产的转化。同时，建议在有条件的地区放开二套以上的限购限贷等条件，降低首付比例，更好满足改善型需求。此外，要进一步在全国层面推动房地产政策调整。最后，随着经济发展，需要进一步做出优化，扩大城市化发展的空间。

2) 财政政策

一是加大财政政策力度，在财政支出的方向上进一步向民生等领域倾斜，帮助城市农民工等进一步融入城市，释放市民化带来的消费和投资空间。二是在债务问题上，短

期内可以通过债务置换、重组、协商等方式化解债务，并通过加快平台公司市场化转型、财政体制改革等方式，深层次解决政府债务问题。

3) 着力加强政策预期管理

进一步强化对未来的预期调控，让大家能够进一步树立发展的信心。

4) 加强政策协调，扩大政策空间

要做强资本市场，扩大居民收入，修复居民资产负债表。在此过程中，一定要从全链条进行综合性地推动，不仅是从交易端，而是要从发行到日常的监管，到对于投资者权益的维护等各个方面创造一个能够帮助企业融资发展，又能实现发展成果共享的资本市场。

此外，要进一步以新发展格局为导向强化改革，其核心是要激发市场的微观主体活力。通过提高市场活力，使经济复苏从简单地秩序修复过渡到资产负债表修复，最终走向内生动能修复。相信在这样一系列的政策安排之下，未来中国经济能够在复苏的道路上越走越好。

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济月度数据分析报告，各位专家围绕“对当前宏观经济形势的判断和分析、对未来宏观经济走势的预测”等问题展开讨论。

中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家**毛振华**指出，要实现5%的全年GDP增速，三四季度仍然有相当大的压力。从供给侧来看，工业和制造业的压力较大，第三产业中接触类服务业复苏良好，但其中也有部分服务涨价的因素。从需求侧来看，三驾马车都很乏力，国内消费不足主要还是受到收入下降的影响。保交房的高潮过去后，我们依然面临着房地产行业漫长的去库存过程，稳住人们对价格下行的预期是核心。

从当前的形势来看，要进一步坚定底线思维、极限思维，不能试图依靠某些激进的措施让经济在短期之内恢复，而是要进一步理顺经济结构、增长政策、金融、房地产等

政策的基本思路。**底线思维的核心在于休养生息，从而建立更加稳固的中长期发展的基础。**

美国银行大中华区首席经济学家**乔虹**认为，目前经济增速已经见底，四季度有望实现更好的增长。可以看到的明显趋势是，工业趋冷，而服务业转暖较快，可以作为短期支撑经济的重要抓手。工业整体预期较弱，主要原因在于订单不足。内需受到房地产低迷、高温天气等的影响，而外需也出现了明显下滑，因此三四季度工业大幅反弹的可能性较小。

预期管理是非常重要的，政策在很多方面还有比较大的放松空间。美联储在今年11月加息后，可能会在明年的4-5月开始降息。随着美联储加息的结束，美元强势基本也会进入尾声，预计四季度末汇率会回到7.2的水平。目前我国经济增长水平和长期潜在增速的差距较大，如果不及时进行逆周期调整，缺口会越来越大。**因此，无论是否有短期内一招制敌的办法，政策都应该能出尽出，这对于预期管理来说是比较有效的。**

摩根大通中国首席经济学家**朱海斌**认为，今年发达国家经济的韧性普遍比预期更好，而尽管上半年中国实现了5.5%的增速，但和年初的预期相比仍然有比较明显的落差。当前中国经济面临着五个主要矛盾：1) 民间投资低迷；2) 通缩，内需不足，外需减弱；3) 失业现象比较明显；4) 房地产出现了明显的二次下跌或者超调现象；5) 外贸和外国直接投资大幅下降。

当前需要集思广益，在各个领域都做出相应的政策安排。财政政策和货币政策的调整是必须的，但并不一定需要大规模刺激，温和的调整就已经足够。**此外，要大力推动服务业的产业升级和升级，并为民营企业提供更多政治保障和更加稳定的政策环境。**

国泰君安国际首席经济学家**周浩**指出，当前总量数据的增长动能在减弱，但行业数据似乎并没有下探的趋势。政策整体应该更加倾向需求端，其中房地产的需求非常关键。稳定房价对家庭资产负债表的修复会有非常好的正向循环作用，因此需要进一步针对房地产出台呵护性的举措。外需方面，美国经济有比较明确的改善，这对于供应链整体将有很大的帮助。

中长期内，中国经济结构的转变需要有非常好的抓手，比如汽车、高端制造业等。我们要强调自己的优势产业，同时主动参与到全球产业链和国际分工中。政策方面，首先要保证经济总体在健康、可持续的稳定发展轨道上；其次，要关注总量政策，其核心是房地产政策；此外，在外贸上要不断发力，抓住国际需求；最后，要以产业转型为抓手，大力发展科技产业。

毛振华：冻结政府供地扭转地产预期，坚持休养生息积蓄发展动能

毛振华 中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛(CMF)

联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家

以下观点整理自毛振华在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第66期）上的发言

后疫情时期社会各界均在期待经济能够实现强劲反弹，但经济的实际修复状况却是持续低于预期，我认为，当前短期的突发问题和中长期的周期性问题已经形成交织和叠加，对于经济修复轨迹和修复格局的研判需要进一步调整，并不能简单把预期等同于现实。应对之策也应当更加精准有力，坚持底线思维和极限思维，短期逆周期政策需要直面问题、有所突破，长期经济结构调整应注重与民休息、积蓄动能。

一、合理调整经济修复的预期，“保四争五”或是未来几年经济增速常态

若要完成全年增长目标，三、四季度的压力还很大。今年以来的经济修复主要是服务业拉动的，特别是接触型服务业保持了较高的增速水平，但接触型服务业的高增长主要是恢复性的，特别是部分领域的价格增长支撑了供给修复，其中7月、8月国内机票平均支付价格比去年同期上涨约37%，与五一黄金周的票价水平接近，剔除价格因素来看，服务消费的增长没有表面上看到的那么好。去年底中央经济工作会议指出将继续坚持稳字当头、稳中求进，加大宏观政策调控力度。会议过后，业界基本上认为2023年中国经济增速将在5.5%之上，部分机构甚至认为将在6%以上。今年初政府工作报告提出2023年经济增速目标为5%左右，彼时市场预期仍较为乐观，认为5%左右的目标是一个较为保守的目标。当前完成年度增速目标需要三、四季度增速分别达到4.6%与5%左右，而从今年前7个月的经济运行来看，达到上述增速仍有较大压力，要根据经济修复的情况及时调整预期，不能盲目乐观。后续来看，即便今年能如期实现5%左右的增速目标，2024年之后GDP增速或将持续位于5%以下，未来几年经济增长均将面临“保四争五”的局面。

二、需求侧三驾马车乏力，逆周期调节应当更加精准有力、有所突破

国内消费不足主要还是收入问题所致，可从弥补收入的角度提振消费。疫情使得相当部分居民收入受损，特别是中低收入阶层。疫情扰动下，企业经营受困，部分企业出现了裁员降薪等情况，二季度居民收入增速虽然边际改善，但疫情期间居民收入特别是经营性收入受损较为严重，相较疫情前的可支配收入增长趋势线仍有 9%左右的差距，居民收入缺口并未完全弥补。财政收入承压之下，公务员、医生、教师等收入增速也受到一定扰动，这部分人群的消费能力也受到一定影响。此外，房地产是我国居民财富的载体，房价回落且预期低迷也在一定程度上制约了居民消费。疫情冲击以来我持续呼吁可通过采取发放现金补贴的方式改善居民的消费能力，短期内也可以起到提振消费的作用。

关注建筑企业特别是国有大型建筑企业的经营状况及潜在风险，必要时应有所干预。过去经济高速发展时期，国有建筑企业承接了大量的政府工程，这些工程有部分分包给民营企业，特别是 2014 年以来 PPP 模式在基建领域迅速发展，建筑企业承接了大量的 PPP 工程，随着近年来地方政府财政收支紧张，加上房地产市场的深度调整，项目及工程履约面临一定压力，对于建筑企业的应付款支付或不能及时到账，建筑企业的现金流紧张问题凸显，部分承揽工程项目建设的地方政府融资平台公司也面临相似的问题。近年来，建筑行业中国企、央企所占的市场份额逐渐增大，而民营建筑企业受制于资金等资源制约，加上垫资压力较大，经营越来越难，建筑行业“国进民退”的情况有所显现。据全国工商联直属商会发布的《2022 中国建筑行业民营企业 200 强调研分析报告》显示，近年来民营建筑企业 200 强企业利润水平大幅下降，企业经营分化严重。国有建筑企业一般而言规模较大、实力较强，是基建投资项目承接的主要参与者，建筑企业的经营风险会在一定程度上影响基建投资，从而影响基建持续发挥“稳增长”作用。应对建筑业的运行状况加强观察和监测，必要时应在现金流接续等方面施加干预，避免风险的集中释放与蔓延。

房地产市场将经历一轮漫长的去库存周期，除取消限购限贷之外，建议考虑采取冻结政府供地的方式提振市场信心。对于房地产价格的下行预期，是当前房地产市场深

度下行的关键和核心，而且房地产价格的持续下行也将带来地方政府的卖地收入缩水甚至卖地困难，当前并不是增加土地供给的有利时机。为了稳定房地产市场及房地产价格的预期，除取消限购限贷之外，还可以通过减免契税等措施鼓励购房。更重要的是，建议借鉴股票市场冻结新股发行以避免出现价格大跌的举措，适时推出冻结政府供地的措施，通过减少土地与房地产供给释放强力信号，避免房地产价格的持续下滑。此外这一政策还有助于房地产市场消化库存，而不至于引发价格的再次快速上行。长期以来地方政府在土地财政模式下出售了大量土地，房地产企业积累了大量的土地仍待开发，“保交楼”的政策要求下，当前房地产投资仍保持了一定的规模，但是我国房地产行业将处在漫长的去库存过程中，既包括土地的库存也包括商品房库存，这一趋势在保交楼完成后可能会进一步凸显。此前已出台多项促房地产消费政策但商品房销售仍低迷，如果没有市场购买作为支撑，实现稳住房地产、保持一定的房地产投资增速是较为困难的。政府虽然可以通过城市更新等方式从供需两端发力，助力房地产行业平稳运行，但是在更新项目空间受限的情况下，对于市场总量的改善仍受到制约，因此**建议从土地供应层面着手稳定房价预期、提振市场信心**。后续稳房地产政策的制定和出台仍需慎重考量，要精准施策。

出口承压受到多重因素影响，需尽全力维持好国际关系。出口承压受到多方面因素影响，2008年金融危机以来逆全球化浪潮抬头，叠加大国博弈、地缘政治冲突等因素，近年来中国面临的外贸环境愈发严峻，全球供应链体系出现调整，我国部分产能转移至海外，出口数据表现承压。虽然短期内难以扭转这一局面，但是我们仍需积极应对，努力维持好的国际关系，破解美国“盟国战略”指引下加速与中国脱钩的图谋。

三、坚持“持久战”思维积蓄发展动能，注重与民修养生息

坚持底线思维、注重与民修养生息，认真思考如何积蓄发展动能。在周期性因素的压力下，不要一味依靠逆周期政策措施刺激经济反弹。宏观经济运行是十分复杂的，有其自身的规律，需要多角度来思考。在新的增长动能并不突出的情况下，政策制定要坚持底线思维，底线思维的核心是与民修养生息，通俗来说就是少折腾，并在这一过程中探索更优的战略选择。比如，是通过推进农民工市民化促进大城市发展更好，还是引

导乡村建设促进县域经济发展更好；是推进更多的重大基建工程投资更好，还是引导财政资源流向社保养老等民生领域更好，我们需要进一步考量这些未来的道路和方向。20世纪90年代，我国进行了国有企业改革，国有企业在竞争性领域逐步收缩，在国计民生的基本领域做大做强。但是随着时代的发展，当前国有企业全面渗透到各个竞争性领域，对民企存在一定的挤出效应，在此情形下，如何激发经济内生的动能与活力，也是我们需要进一步思考的问题。

总体而言，实现经济修复要有“持久战”的思想，不可试图短期内毕其功于一役。中国经济在过去几十年来实现飞速发展，中国的政府、企业、居民均获得了相当的经验 and 能力积累，我国有能力应对一次比较大的经济冲击和调整，不破不立，对此无需过于担忧，要有继续努力信心，进一步建立中长期的稳固基础。

乔虹：政策应当能出尽出，尽快稳定市场预期

乔虹 美国银行大中华区首席经济学家

以下观点整理自乔虹在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 66 期）上的发言

一、数据方面：增速已经见底，市场情绪悲观

二季度 GDP 环比增速在折年调整之前为 0.8%，折年之后为 3.2%，这一水平比一季度低了很多。由于去年的低基数作用，二季度同比增速 6.3%，但随着三季度基数左右消退，GDP 同比增速会有明显下行，四季度有望实现更好地恢复。

从 6 月底、7 月初的数据来看，7 月工业增加值、社零、固定资产投资都说明工业趋冷，但是从国内的航班数量，影视行业的票房收入等高频数据来看，服务业转暖较快。从我的个人感受来看，二季度国内服务业的修复还不是非常旺盛，而 7 月份以来暑期游学、旅行等需求增长非常迅猛，因此服务业可能是短期内支撑经济最重要的抓手。三季度环比应该比二季度有所上升。

应该看到，当前工业整体预期较弱，主要是由于订单不足。一方面，内需受到相对低迷的房地产市场，以及高温天气的影响；另一方面，外需也出现了明显下滑。因此，在更有力的政策和措施出台之前，工业在三四季度出现明显修复的可能性较小。近期，主要是服务业，尤其是交通旅行、餐饮住宿等消费类服务业恢复明显。此外，无论是从 A 股市场还是国际投资人对于中国市场的看法来看，市场情绪普遍比较悲观。

二、政策方面：预期管理非常重要

目前，政策方面还有比较明显的放松空间。7 月 24 号政治局会议召开之后，市场情绪出现了明显反弹，大家对于整体政策放松的预期提高。但到目前为止，有关

房地产和活跃资本市场两大热点领域，出台的具体政策措施相比于预期还是偏弱。有人认为，即便现在放松政策，比如放开限贷，在更大的范围内解除限购等，大家也不会马上进行消费。但我认为不能有这样的想法。当前，我们面临着结构性和周期性下行压力叠加的状况，确实不能寄希望于只做一件事就能扭转形势，但也不能因为即时效果不是特别明显就不去做。

从六月中起，央行开始进行逆回购和 MFL 降息，随后带来了 LPR 的下降。这次央行又将 MLF 利率和逆回购利率分别下调15个和10个基点，下周 LPR 有可能继续向下调整。在房地产方面，很多人认为即使进行需求端的调整，也未必能在短期内看到明显的需求反弹，还不如不做。但从预期管理的角度来说，这样的说法是不合时宜的。如果现在不做，政策的可信度就会受损，之后所需的资源和政策力度可能远大于现在。因此，有一些成本并不是特别高，短期内出台障碍不是很大的政策刺激，就应该能出尽出，应出早出，这对于调整市场的预期将会有比较明显的效果。

三、国际投资人对中国宏观经济的担心和考量

从全球视角来看，美国的经济确实让大家刮目相看。在过去一年半的时间里，大多数主流经济学家都认为美国经济增速会放缓进入衰退，但事实却比较打脸，数据大幅好于预期。在这种环境下，美国的经济过热的压力仍然存在，政策上金融条件需要保持在较紧的位置，美元汇率可能维持相对高位，并且短时间内难以扭转。

美国银行美国经济研究团队认为，明年美国 GDP 增速会低于今年，但仍然会实现正增长，而且每个季度环比都是正增长。这和此前市场上其他经济学家，以及我们自己的观点都有一定的差距。之前我们一直认为，美国经济环比出现两个季度的负增长是不可避免的，也就是说会出现技术性衰退。大家原来预期这种技术性衰退会出现在今年上半年，后来又认为是今年下半年，之后又说是明年上半年。但现在我们的观点是明年也不会出现技术性衰退。从利率的角度来说，由于通胀下行的速度并不会特别快，利率会在一段时间内维持高位。我们认为美联储在今年11月加息25个基点后，可能会从明年4、5月份开始降息，并且降息会在明年下半年持续进行。

在通胀高企的情况下，日本今年二季度折年之前的 GDP 增速达到3%，这是非常可观的增长。很多新兴市场的需求也很火热，政策是偏紧的状态，这和我们目前的情况有着不少的差距。当前，我国内需不足的状态仍在持续，总量政策需要更精准、更有效地发力。

从汇率情况来看，美元和人民币之间的利差维持在较高水平上。比如境外3-6个月的美元存款利率一般在4.8%-5.3%之间，有的地方甚至会给到5.5%及以上，而人民币存款利率甚至很难达到2%以上。在利差这么大的情况下，不管是出口商还是外商，换汇动力都非常大。短期来看，美银外汇策略师预计今年三季度末，人民币对美元汇率可能达到7.4。随着今年年底美国加息结束，市场预期逐渐反转，美元的强势基本就将进入尾声，四季度末汇率预计会回到7.2的水平。

大家对于中国市场的担心，从汇率来看初见端倪。国内和国际投资人的想法基本类似，数据不好并不可怕，但还是需要政策给出更多的希望。如果只是每次做10个、15个利率的调整，而其他政策又出台得相对较慢，这种担心可能会进一步蔓延。如果宏观增速稳定的趋势短期之内无法出现，大家对于未来的信心就会逐渐下降。

在目前宏观情况下，产出缺口仍然较大。目前 GDP 增速和长期潜在增长水平之间的距离还是比较大的。尽管随着人口等红利的丧失，长期增速会逐渐下行，但现在下降的速度太快了。这么大的产出缺口意味着，如果不进行及时的逆周期调整，让增速重回长期趋势水平，这个缺口就会越来越大。因此，不管短期内是否有能够一招制敌的方法，政策都应该能出尽出，这对于市场的预期管理是比较有效的。

朱海斌：尽快调整政策方向，创造更稳定的政策环境

朱海斌 摩根大通中国首席经济学家

以下观点整理自朱海斌在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 66 期）上的发言

一、当前经济面临的问题

从今年上半年到7月份的数据来看，与年初相比，对于全球主要经济体的宏观形势判断产生了非常大的变化。比如年初的普遍看法是，美欧日等发达国家今年会处于经济下行或经济衰退的进程，主要逻辑是去年的高通胀压力导致发达国家的央行快速加息，金融条件收紧会诱发经济衰退的风险。中国作为全球最后一个走出疫情的主要经济体，今年的主题是疫后修复，所以经济将处于修复改善的增长区间。但从上半年的数据来看，发达国家的经济普遍韧性较好，摩根大通也调整了对美国经济的预测，认为2024年年底之前美国经济都不会出现明显的衰退。类似的像欧洲和日本，尤其是日本，经济表现都比年初预测的好很多。与之相反，尽管上半年中国实现了5.5%的增长，但和年初预期相比仍然有比较明显的落差，尤其是在二季度后宏观经济掉头向下，出乎很多人的预料。

前七个月的经济表现有三个比较明显的特征：

1、疫情对中国经济的影响完全消失

具体表现为今年上半年人流活动指数的变化，不管是从地铁出行的人数，还是暑假期间旅游的人数来看，都已经超过了2019年的水平。5、6月出现了新一波疫情，但其对经济影响几乎可以忽略不计。因此，可以说疫情对中国经济的影响彻底结束。中国经济表现在前七个月的波动性非常大，一月走出疫情后，二三月超出预期，实现了4.5%的增速；但二季度以后，宏观数据明显掉头往下，虽然同比增长了6.3%，但环比明显走弱，7月的数据也低于预期。

2、同比、环比数据都有比较大的干扰

去年二季度和四季度是受到疫情影响比较严重的时期，因此会对经济数据产生比较大的干扰；此外，最近几年数据的异常变化也导致环比数据不太稳定。因此，我们建议用另外一个指标，即与2019年相比，今年单月数据的表现如何。从工业增加值来看，5月的工业增加值相较2019年增长18.4%，6月增长23.1%，7月增速回落到20%；从固定资产投资来看，5月、6月、7月相较2019年分别增长17.3%、22.1%和10.7%。7月的经济数据出现了非常明显的回落，这不仅体现在房地产投资跌幅进一步扩大，之前一直相对稳健的制造业和基建投资也出现了下行。从零售消费数据来看，5月、6月、7月相较2019年的增速分别是14.9%、17.0%和13%，6月相较5月明显改善，而7月相较6月明显回落，这说明月度数据之间的波动较大，比较异常。

3、细分行业和数据呈现出非常明显的不平衡性

即便7月数据全面转弱，但仍有一些领域的的数据有亮点。比如在生产领域，新能源汽车增速仍然非常不错；在消费领域，与暑期出行相关的餐饮、酒店表现也很不错。不过，更多的领域表现相对低迷，甚至出现了负增长。无论是从生产端还是消费端来看，都表现出不佳的风向。

当前经济面临着五个比较突出的矛盾：一是民间投资低迷，前7个月下跌0.5%；二是通缩，对应着内需不足和外需减弱；三是失业现象比较明显，到6月为止，青年失业率屡创历史新高。就业情况低迷和收入增长疲软也是导致内需不足非常重要的原因；四是房地产在二季度以后出现了非常明显的二次下跌或者说超调的现象。近期，碧桂园和中融信托等事件更是进一步加深了市场对于房地产二次探底风险的担忧。这不仅会导致宏观风险，也会引发金融风险的蔓延；最后，是外贸和外国直接投资下降。根据外管局公布数据，二季度进入中国的FDI同比下跌了87%，这是二十六年以来单季的最低水平。国务院在最近的会议上也强调了要促进外需。24号的政治局会议在对上半年工作的整体总结中提到，国内仍然面临着一些比较明显的问题，比如内需不足，企业经营困难和部分领域的风险开始上升等。

二、经济问题产生的原因

1、民间投资回落

我认为有两个方面的原因，第一是周期性因素，当前宏观经济的运行环境虽然有疫后复苏加持，但二季度以后总体重新进入下行趋势。从企业层面来说，通缩和企业利润的增长持续低迷，对企业的投资，尤其是民营企业投资的信心有非常大的影响。第二个因素超越了经济层面，与过去几年针对民营企业，以及特定领域的政策反复和监管风暴相关。政策环境的不确定性将对民间投资产生非常大的负面影响。因此，当前民间投资低迷既有经济原因，也有政策环境不确定性较高的原因。

2、通缩

与去年年底市场的预期不同，中国在疫情放开后并没有出现和欧美等国类似的通胀上升的现象，通胀反而持续走低。到7月份为止，CPI、PPI、GDP平减指数这三大通胀指标都进入负增长区间，代表着比较明显的通缩状态。7月的数据也有一些亮点，比如核心CPI从0.4%回升到0.8%，PPI通缩开始出现收窄等。但整体来说，通缩对年初至今的中国经济运行产生了比较大的负面影响。这在很大程度上与政策导向直接相关，欧美等国在疫情开放前后大规模出台了针对家庭部门的货币或者财政补贴政策，这对疫情后的内需反弹发挥了非常大的作用。

过去三年中，我们每年都有关于是否发放现金券的激烈讨论，但这方面一直没有实质性进展。在宏观政策方面，我们不仅没有出台针对家庭部门的政策支持，反而更加强调保市场主体、保生产、保投资，对于保内需和保消费的力度一直非常弱。2021年时，我国已经出现了疫后复苏过程中需求不足的现象，但当时出口同比增加了30%，强劲的外需在很大程度上弥补了内需的不足。而在今年，如果外需走弱但内需仍然不足，通缩压力就会进一步增加。

3、失业率上升

统计局停止了公布失业率数据，理由是统计方法仍有不完善的地方。截至7月的城镇调查失业率为5.3%，但这个调查率同样存在统计方面的严重不足。城镇调查失业率取代之前的城镇登记失业率，不仅包括城镇市民，也包括了在城市的农民工，理论上来说比之前的登记失业率有所进步，但它同样会出现统计方面的巨大偏差。2022年以后，有相当一部分的农民工由于在城市失业被迫返乡，这部分人口会自动退出城镇居民失业率的调查范围。因此，我认为当下5.3%的城镇失业率严重低估了劳动力市场的失业风险。2022年，整体城镇就业率出现了改革开放以来的首次净下降，服务业就业人口也首次出现净下降，而农业就业人口首次出现净上升。近千万的农民工在2022年后回到了乡村，因此不在城镇调查失业率的统计范围内。如果把这部分人口考虑进去，当前整体城镇失业率应该会远远超出官方统计的口径，这与当下内需不足以及青年失业率高企有直接联系。

4、房地产超调

二季度以后，房地产各种指标进一步下行，已经触发了二次探底的风险。本轮二次探底和2021年、2022年的调整有很大不同，2021年调整的起点是2020年房地产市场过快发展，导致房地产各种主要指标，比如新房销售、新房开工等远超正常均衡水平。从这个逻辑上来说，2021年以来的第一次调整是把市场交易量调整到更接近均衡的水平。但今年二季度以来的二次超调直接引发了过度调整的风险，各种房地产指标的年化数据已经低于均衡水平20%左右。房地产的超调不仅将对宏观经济产生影响，也会引发金融风险的进一步蔓延，值得我们重点关注。

5、外贸和外国直接投资下滑

6月，以美元计价的中国出口同比增速下跌12.4%，7月跌幅进一步扩大到14.5%。不过，如果和亚洲区内其他出口导向的经济体相比，我国出口的下跌还是比较温和的。此外，过去三四个月出口的下滑并不只是因为出口量的下降，更重要的是中国出口商品的价格出现了非常明显的下跌。以6月的数据为例，出口整体下跌12.4%，而价格效应大概

贡献了超过10个百分点的下跌，量的下跌大概只占不到2个百分点。因此，在解读出口数据时，价格效应也是非常重要的部分。

三、政策建议

当前，单个政策对于整体宏观经济的影响相对有限，但不能因此就什么都不做。例如，房地产取消限购可能短期内并不会明显提振房地产市场，但如果什么都不做，任由市场悲观情绪蔓延，对于稳定市场信心和经济增速将会非常不利。当前，我们需要集思广益，在各个领域出台相应的政策安排。

很多人提出，在当前的环境下需要出台一些更大规模的刺激，比如有专家建议央行直接把政策利率降低一两百个基点，或者发行5、6万亿特别国债。我认为，当前财政政策和货币政策的调整是必须的，但是这并不意味着大规模财政和货币政策的刺激是必须的，温和的政策调整就已经足够。

此外，在政策调整方面，更重要的是对政策方向的调整。一是政策关注的重点，要由以前的保生产、保投资、保就业更多地转向保消费和保需求，更多地倾向家庭部门。除了发放消费券，也可以通过改善社会保障体系来减少居民超额储蓄和预防性储蓄的意愿。

在当前环境下，政府一直强调要鼓励创新和产业升级。但在过去相当长的时间中，创新和产业升级更多聚焦在制造业领域，服务业领域不仅没有鼓励性的措施，反而有一系列强监管的政策风暴。我们认为，未来的产业转型和升级中，**制造业和服务业产业升级应该比翼齐飞**，这对于周期性和结构性的政策应对都是非常重要的。尤其是在服务业领域，2022年第一次出现了上千万级别的工作机会净损失，这是改革开放以来的首次，这不仅是由于疫情期间中低端服务业岗位的消失，同时也是中高端服务业在监管风暴下被迫收紧的结果。在就业方面，服务业比制造业能够创造更多的就业机会，而且服务业的升级也将对未来劳动生产率的提高和整体经济的转型升级产生非常大的帮助。

最后，对于“31条”提出的“提振民营企业家信心”，要提供更多政治上的保障，创造更稳定的政策环境，这远比央行降息或者增加财政赤字更加重要。

周浩：政策需更加呵护需求端，依托优势产业抓住外需

周浩 国泰君安国际首席经济学家

以下观点整理自周浩在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 66 期）上的发言

政策整体的基调应该是“轻点油门”，但前提是油门要点下去。近期，市场情绪出现一定波动，很大程度是因为大家对于政策出台的力度和未来政策走向的不确定性有所担忧。如果政策能不断出台落地，就会在很大程度上改善市场信心。

一、宏观与行业数据形成“体温差”，政策需更加呵护需求端

当前，宏观数据整体走弱，但很多行业数据并不差。这和一个季度前的情况不太一样，当时是行业数据走弱，而宏观数据表现较好。近期总量数据下行，而行业数据表现较好，似乎没有明显下探的趋势，这就形成了明显的经济“体温差”。

房地产方面，近期碧桂园事件对于市场的冲击非常大，大家对于未来房企的偿债能力纷纷表示质疑。未来一段时间，地方政府债务也会对市场带来较大的心理冲击。从这个角度而言，整体政策应该更加呵护需求端。过去很多年的政策重心都是在供给侧，但现在要进一步呵护需求侧。其中，房地产的需求非常关键。目前，大中城市的房价数据表现并不理想。从草根调研数据来看，上海的房价从高点下滑的幅度约为两位数，深圳下滑的幅度也不小，三四线城市的情况同样不是特别理想。

目前房地产的政策主要集中在几个方向上，一是除了几个主要的一线城市外，其他地区的限购基本取消了，未来政策的重点应该在取消一线城市高能级区域的限购政策上。二是“认房不认贷”的政策，这可以在一定程度上改善家庭杠杆率，对于需求也有比较好的提振作用。之所以不能在一线城市大面积放开房地产政策，主要是担心虹吸效应会对一线城市周边地区的房地产需求产生影响，但反过来说，如

果无法稳住一线城市的房价，其他地方的房价也会有下行压力。中国的房地产市场一直以来都是一线带二线，二线带三线的模式，因此应该针对房地产出台更多的呵护性举措。

当前，90后、00后普遍购房动力不是很足，他们自己也不愿意承担这种负债。购房意愿最大的群体是70后、80后，尤其是两孩家庭。因此，针对这些家庭出台一些定向的鼓励措施是很有必要的。如果房价稳定，对家庭资产负债表会有非常好的修复作用。很多人认为，即使这样也不能完全解决房地产企业以及地方政府的债务问题，我们同意这个观点，但是如果不把房价先稳住，后面的问题会更难解决。

深圳是城中村改造的经典案例。对于城中村改造的规模，有人认为是万亿级别，有人认为是十几万亿。目前，对于未来房地产的发展模式还是有很多讨论。我认为不如把能做的先做掉，并不断探讨未来的发展模式。无论未来是更加强调保障房，还是租售并举的模式，都可以进行探索。此外，要尽早出台政策举措，改善居民居住条件。

当前建筑行业投资增速超过制造业，说明地方政府在基建上的投入还是很可观的，可以把部分投入也放在与城中村改造相关的项目中去。现在是夏天，开工的力度值得期待；如果到了第四季度，即便项目立项，开工力度也不会太大，不会形成太多的实物工作量。市场对房地产的关注程度是非常高的，因此政策也要有所回应，**满足家庭基本住房的需求，并鼓励改善型需求**。这方面的政策空间还是比较大的，包括降低存量房贷利率等措施。

二、大力发展优势产业，积极参与国际产业分工

1、外需有较大改善，应重点发展汽车产业

外需方面，美国经济有比较明确的改善，我国总体外部环境和外贸需求也可能有一定程度的改善，这对于供应链整体有很大的帮助，其中重点是汽车产业。我国

的汽车出口不错，而美国的汽车销量也表现不错。近期，韩国和日本，尤其是日本的汽车出口量也是不错的。此外，我国在新能源车方面有较大优势。从前我国从韩国进口大量芯片，对韩国有比较大的贸易逆差；而现在韩国从我国进口大量的碳酸锂电池，因此我国对韩国有很大的贸易顺差。当前，无论是美国还是其他的发达经济体，都有向电动车进军的趋势。与此同时，由于汽车产业链较长，能够带动的领域也比较多，我们也有明确的先发优势，因此要着重发力汽车产业链。我国的汽车出口表现良好，无论是对“G7”经济体，还是对“一带一路”国家都有比较好的出口表现。

2、美国经济的韧性与其产业政策密不可分

从近期对美国经济的研究来看，制造业回流美国是一个大趋势，但是回流速度并不是很快。制造业在美国经济中的占比并没有明显上升，而是呈现恢复上升的状态。不过这个趋势是明确的，美国政府认为高端产业，尤其是与半导体、芯片、人工智能相关的产业一定要回流到美国。为此，美国政府给予了大量的补贴，并颁布了芯片法案和通胀削减法案，给很多相关产业，尤其是高端产业提供了非常多的机会。

从这个角度而言，美国经济的韧性与其产业政策密不可分。传统的美国劳动力市场中，没有太多产业工人，而现在对产业工人的需求上升，同时也需要高端的科技型人才，整体劳动力市场的结构性变化非常明显，导致它出现了匹配效率下降的问题，失业率很低，而劳动空缺率很高。就整体经济表现而言，美国经济表现强于预期，但是金融市场尤其债券市场并没有给出非常好的预示性。一般而言，金融市场是经济的先行指标，但当前金融市场相对经济的先行性和领先性在逐渐下降。

产业周期的力量非常重要。美国有两个重要的产业周期，一是特朗普政府以来主导的制造业回流周期，目的是解决产业空心化和贸易不平衡的问题。二是以英伟达为代表的 AI 新一轮科技革命带来的新的产业趋势。人工智能大概率是下一轮产业革命的大方向，因此中国经济要实现中长期的结构性转变，实现高质量发展，就

需要找到非常好的抓手。除了汽车方面的先发优势，我们还要在全球科技竞争中找到较好的抓手。一方面要强调高端制造业，另一方面也要强调自己的优势产业，同时还要主动参与国际产业链分工。

3、政策建议

首先，政策要不断发力，从而保证经济处于相对健康的、可持续的、稳定的发展轨道上。

第二，要关注总量政策。目前而言，总量政策的核心是房地产政策，可以通过二手房、一手房数据，以及房企的反馈来判断房地产政策的效果。如果房地产市场得到改善，就能缓解在行业数据良好的情况下，市场不买账的状态。市场不买账很大程度是因为担心总量政策低于预期，因此对于总量政策，尤其是需求端的呵护上是非常重要的。此外，消费端也需要出台更多政策，包括尝试发放消费券等。

第三，无论国际环境如何变化，我们都要抓住国际需求，大力发展外贸。

第四，要以产业转型为抓手，大力发展制造业和科技产业。

最后，当前人民币走弱很大程度上是因为利率因素。随着美联储加息逐渐进入尾声，中国经济下半年的表现还是值得期待的，因此总体来说，人民币汇率会保持相对稳定的状态。尽管市场预期可能会出现一定程度的改变，但是在汇率方面，我们仍然需要保持灵活的底线思维。



把脉中国经济 传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forecasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站：<http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号：

