



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

中国宏观经济分析与预测

年度论坛（2023-2024）（总第64期）

从分化到平衡增长的中国宏观经济

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11月

报告总负责人：

刘元春 杨瑞龙 毛振华

报告执笔人：

于 泽 刘元春 刘晓光 闫 衍

从分化到平衡增长的中国宏观经济^① ——CMF 中国宏观经济分析与预测报告 (2023-2024)

^① 本报告为中国宏观经济论坛（CMF）研究成果。报告执笔人为：于泽、刘元春、刘晓光、闫衍。报告中的数据除注明出处之外，皆出自 Wind 数据库和中国宏观经济论坛团队测算，如有遗漏，请联系更正。

摘要

2023 年中国宏观经济持续恢复向好，高质量发展扎实推进，全年呈现出十四个新现象。

(1) 内需接棒外需带动经济恢复；(2) 高质量发展推动新旧动能转换；(3) 总需求不足是 2023 年的核心问题，尤其是市场化的内生性总需求恢复较慢；(4) 总需求恢复缓慢具有强烈的结构性特征；(5) 房地产持续深度调整是总需求不振的关键因素；(6) 商品消费是拖累消费增速的主要因素，导致下游制造业修复乏力，库存周期延长，企业利润修复放缓；(7) 出口增速，尤其是对发达国家出口增速下滑标志着我国在世界市场的出口份额回归，国际经济周期和全球产业链重构主导对外贸易变化；(8) 信心不足是总需求不足背后的关键因素；(9) 资产负债表修复较为缓慢；(10) 经济运行效率明显放缓，各类乘数效应明显下降；(11) 地方债务压力约束政府行动空间，地方政府财政运行秩序挑战加剧；(12) 国际金融周期错位日益突出，资产价格冲击加大；(13) 极端天气等扰动日益常态化；(14) 青年就业问题依然突出。

2023 年宏观经济运行背后有三股力量。第一方面是疫情后社会秩序恢复带动生产和消费正常化，第二方面是市场内生的总需求不足，第三方面是新发展格局加速落地推动高质量发展扎实推进。由于全年经济复苏，特别是总需求复苏背后主要是秩序恢复修复推动，但是内生动力不足，同时已经显现的新动能还难以撬动庞大的存量经济，导致了经济总体呈现弱复苏。2023 年全年预计经济增速 5.3%，两年平均增速 4.1%，仍然低于潜在产出，存在产出缺口。在三股力量的作用下，经济有四个显著的新特点。(1) 经济复苏进程波浪式和曲折性；(2) 本轮复苏与传统经济复苏过程产生诸多不同，传统的先行指标纷纷失灵，政策带动经济的乘数明显下降；(3) 复苏中经济分化明显；(4) 宏观和微观感受差异大，导致企业家的信心修复进程缓慢。

随着社会秩序恢复推动生产生活正常化这股动力逐渐减弱，判断 2024 年经济运行路径的关键在于理清市场化的内生需求背后影响因素，从而能够对总需求走势做出预判。

从表象上看，市场内生需求不足是周期性的。2023 年最为典型的一个特征是库存周期不断延长，长时间处在去库存阶段，显著长于历史上的各时期。但是，库存周期延长是供需不平衡的体现，是总需求不足的反映，但其本身并不是总需求不足的原因。

综合去库存的流量和存量两方面的含义，超长去库存周期背后的一个重要原因是持续三年的疫情累积对居民、企业和地方政府的资产负债表产生了巨大冲击，各市场主体需要修复资产负债表。一方面，去库存本身就是修复的手段；另一方面，修复过程导致市场主体的支出能力和意愿随之降低，导致了内生性需求不足，库存周期不断延长。

不过，我国的资产负债表冲击与日本的“资产负债表”衰退具有本质不同。从我国居民端和企业端来看，尽管增速在放缓，但资产负债都在保持增长，而不是日本出现的绝对规模下降。我国是资产增速下滑幅度高于负债的增速下滑幅度，从而对所有者权益产生冲击。居民端资产负债表调整的重要变量是房地产。对于企业而言，除了房地产影响，企业资产负债调整的一个重要原因是现金流的冲击以及投资回报的下降。对于地方政府而言，更多的是随着不断增加事权责任，流动性风险、区域性风险以及结构性风险进一步加剧。

因为资产负债表是存量，其修复缓慢更是反映了经济增量不足。作为存量的资产负债表修复缓慢既是影响经济的原因，同时也是总需求不强的结果。资产负债表冲击等疫情“疤痕效应”不能充分解释总需求不足，还有更为深层次的原因。如果进一步梳理总需求不足的时间点会发现，本轮总需求不足开始于2019年。2019年显著的行业分化态势显示了其背后是结构性问题导致了总需求的下行。因此，本轮市场化总需求不足有周期性原因，但更主要的是三方面的结构性原因。

首先，消费的动力机制缺失。除居民收入增速放缓和信心不足问题外，消费还面临下沉模式遇到空间变窄和收入分配恶化，特别是财产性收入分配恶化问题，以及消费的社会化表达机制发生改变的问题。其次，结构性因素导致房地产市场超调。除人口等因素外，在城镇化进入新阶段后，房地产市场的供求关系发生重大变化，需求方需要全面释放改善型需求，供给方从传统的大开发模式走向开发与城市更新并重，加快构建多层次供给体系。当前的金融和房地产政策等还与市场供求变化不够协调，需要进一步完善。最后，对发达经济体贸易面临挑战。由于欧美产业链重构，出现回流、近岸、友岸等趋势，部分外资企业改变战略，“在中国为中国”倾向逐渐显现，加之2024年有50余个国家将进行大选，地缘政治风险持续累积等等，世界贸易格局处在重塑期。

进一步深究，当前结构性问题背后有两方面深层次的原因。一方面，我国正处在经济运行模式的转轨期。我国经济已由低成本时期的高速增长阶段转向高成本后的高质量发展阶段，经济发展方式正从规模速度型粗放增长转向质量效率型集约增长，经济结构正从增量扩能为主转向调整存量、做优增量并存的深度调整，经济发展动力正从传统增长点转向新的增长点。这其中最大的变化是我国经济总量有小到大，从原有的增量带动为主，走向了存量优化比重越来越高的阶段，这就需要特别关注存量和增量联动问题，统筹考虑存量和增量市场。但是，市场经济体制和宏观治理体系还在完善中，关注增量市场多，对存量市场问题解决不足，市场化需要迈进构建高水平市场经济的阶段。另一方面，与高质量发展激励相容的地方政府运行机制还需要进一步完善。通过政府机构改革，中央部委和地方政府的权责已经进一

步清晰化，但地方政府的行动能力还有待提升。财政收支矛盾和债务是限制地方政府行动空间的重要因素。更重要的是，地方政府往往用旧有手段处理新问题，并不适应新的经济环境。

面对周期性和结构性问题叠加，结构性问题为主的局面，在周期性力量反转和结构性新动能逐渐聚集的基础上，2024年经济增速有望进一步企稳，恢复常态化增长。预计2024年经济增速为4.8%左右，较2023年4.1%的两年平均增速回升0.7个百分点；城镇调查失业率有望继续下降，控制在5.0%左右，较2023年失业率中枢下降0.2个百分点。

一方面，从周期性因素看，库存周期和资产负债表修复都已经开始筑底上行，出口和房地产投资压力减缓。8、9月份工业企业当月利润增速转正，三季度利润同比增长7.7%。利润改善的背后是工业增加值增速和PPI回升，实现了量价齐稳，同时营业收入利润率回升，企业盈利能力增强。在盈利推动下，上中下游中都有部分行业进行了弱补库存，去库存周期见底趋势显现。同时，盈利能力回升也开始助力企业修复资产负债表。随着就业和收入改善，居民资产负债表修复也在推进。特殊再融资大幅放量，化解地方政府债务进入实质性阶段。同时，在融资端进一步放松和“三大工程”的推动下，房地产投资降幅有望大幅收窄。最后，随着2024年全球经济将实现软着陆，加上中美关系缓和预期，预计2024年出口增速将出现小幅回升，实现2%左右的正增长。

另一方面，随着新发展格局的深入，国内新动能开始不断集聚：1) 科技自立自强助力产业链供应链锻长板、补短板，国产替代不断加速；2) 人工智能助推5G技术场景落地，数字经济与实体经济进入加速融合期；3) 绿色发展进一步在各领域扩散；4) 现代化基础设施体系持续处于加速形成期；5) 乡村振兴和区域协调发展加速深化落实。

在2024年，伴随着周期性力量见底回升和新动能逐渐集聚两方面的作用，各行业有望从分化状态进入平衡增长阶段，企业对经济复苏的微观感受将有较大提升。微观体感回暖将推动预期修复，进而带动经济进入正向循环，三重压力进一步缓解。

2024年的中国经济将面临五个方面的突出风险：1) 中美利差将会在较长时期内维持，进而压制国内资产价格；2) 房地产流动性风险仍存在蔓延的可能；3) 地方政府债务的结构性和区域性突出问题；4) 地方政府发力过猛，干扰市场正常调整；5) 对美欧发达经济体的出口压力依然较大，国际产业链调整冲击出口结构升级。

基于上述经济走势，为进一步弥补产出缺口、稳定就业、提振市场信心、提振价格，统筹考虑2024年和2025年经济社会发展以实现“十四五”胜利收官，同时稳固大国博弈的物

质基础，建议2024年设定GDP目标增长率为5%，经济工作坚持稳字当头、稳中求进的总基调，在系统协调的政策基础上，进一步精准发力，加快推动经济运行模式转轨和地方政府激励机制重塑。

第一，突出重点深化改革。利用好“二十大”红利，在系统性基础上，以激发市场主体活力为核心，重点推进资本市场和财税体制改革。在复杂的结构性因素加速转变期，改革需要加强顶层设计和统筹安排。在此基础上，更需要进一步针对性突出重点来深化改革。2024年改革的重点需要进一步在结构性因素与周期性因素交织点推进，一箭双雕，以改革推动经济新动能落地，从制度上提高居民财产性收入，舒缓地方政府财政压力，矫正地方政府激励。

1) 明确方向，进一步以法治化、国际化推动市场化的深入，同时构建相适应的高质量宏观治理机制；2) 进一步推动资本市场的存量改革，着力提升存量上市公司质量，规范上市公司行为，凸显资本市场的财富管理职能；3) 进一步以中国式现代化道路为主线，推进财政收入体制、财政支出体制、预算管理体制和财政管理体制的改革。以分税制为基本方向，保持宏观税负基本稳定、财政收入占比基本稳定、中央财政收入占比基本稳定的前提下，财税体制改革更重要的是理顺税收逻辑，调整收入和支出的结构。

第二，逆周期政策保持总量宽松。2024年总量宏观政策需要保持宽松的定位，并在实施中切实做到，对冲短期中可能的经济增速下滑倾向。1) 坚持就业优先；2) 继续实施积极的财政政策，财政支出更加向新型城镇化中居民公共服务倾斜；3) 货币政策以降低金融机构融资成本为核心方向，进一步全面降准置换MLF，稳定流动性的同时降低金融机构负债成本；4) 以扩大消费为核心着力扩大内需；5) 加强政策协调，扩大政策空间。

第三，结构性政策以“降成本”为导向畅通国民经济循环。1) 以人工智能为突破点，推动数字经济和实体经济深度融合；2) 着力解决好“红绿灯”设计机制，与市场充分沟通，让企业充分理解；3) 稳定能源成本，前瞻性布局电力供应建设。

第四，短期加大力度稳地产，中长期妥善引导房地产行业转型。1) 进一步加大力度打开需求端限制性政策，视情酌量放开二套住宅购买，推动与首套相同的首付比和贷款利率；2) 优化土地供给政策，科学合理把握土地供应节奏、结构，逐步降低土地财政依赖；3) 坚持以市场化为主导构建多层次房地产供给体系。

关键词：中国宏观经济；弱复苏；房地产；消费；地方政府债务

第一部分 总论与预测

在疫情防控平稳转段后，2023年中国经济呈现了波浪式、曲折的复苏进程。面对复杂的局面，在党中央的坚强领导下，国民经济保持持续恢复、高质量发展扎实推进。一方面，新技术、新能源和半导体等相关产业持续向好、服务消费持续恢复以及基础设施与制造业投资保持高位，为中国宏观经济总体向好提供了持续的动力和坚实的基础；另一方面，房地产市场继续深度调整、出口形势下滑、信心依然较弱等问题使得中国经济在一季度开门红之后，二季度后部分指标走弱，全年只实现了弱复苏，负向产出缺口持续，经济修复进程比较缓慢。

与前期预测分析和各类研究相比，2023年中国宏观经济呈现出以下十四个新现象和新问题：

1、内需接棒外需带动经济复苏。新技术、新能源和半导体等新兴产业持续向好、服务消费稳定恢复以及基础设施与制造业投资保持高位是2023年中国宏观经济恢复的核心基础。虽然新能源产业的良好发展成为了出口的关键动力，但是在我国出口市场份额不断向疫情前回归的大趋势下，服务消费的持续恢复以及基础设施与制造业投资保持高位带动国内需求接棒疫情期间主导性的外需力量，推动经济持续恢复。

2、高质量发展推动新旧动能转换。在科技自立自强战略的全面启动、新能源产业链蓬勃发展、数字经济占比持续上升、高新技术行业投资增速保持在较高水平、研发投入新型激励体系开始出现、现代化基础设施投资内容不断升级优化下，高质量发展扎实推进、民生补短板不断提速、保障国家安全能力持续提升。

3、总需求不足是2023年经济的核心问题，尤其是市场化的内生性总需求恢复较慢。2季度以来部分经济指标回落难以用疫情的“疤痕效应”等因素得到满意的解释。剔除掉基数效应，将年度同比数据折合成两年平均（相对于2021年）、四年平均（相对于2019年），同时关注环比数据，2季度后部分指标呈现弱势运行态势。工业出厂品价格指数和消费者价格低位运行、核心CPI低迷、实际GDP增速与平减指数的缺口加大，表明总需求不足是2023年经济的突出问题。同时，总需求不足对下游制造业影响较大，对民营经济信心产生了较大冲击，进一步放大了总需求不足。在这个过程中，建筑业增速超过工业增速表明总需求更多依靠政策支撑的基础设施建设投资，但是市场化内生性的总需求恢复较为缓慢。

4、总需求恢复缓慢具有强烈的结构性特征。本次疫后复苏中总需求恢复缓慢不是简单的库存周期和资产负债表冲击，具有强烈的结构性特征。房地产供求关系重大变化、消费的结构性动力下滑、发达国家产业链调整不仅需要在短期总量逆周期政策上进行对冲，同时也需要聚焦高质量发展新动能做出相应的政策调整。

5、结构性因素推动的房地产深度调整是 2023 年总需求不振的核心特征。房地产行业下行趋势之深、持续时间之长、地区分化之剧烈均是历史首次出现。在 2023 年 7 月份政治局会议之后，涉房地产相关政策再一次全面升级优化，但仍需要进一步强化。疫情、周期性原因和人口等因素不能满意地解释本轮房地产下行，城镇化模式转型带来房地产市场供求关系重大变化等结构性因素在信心不足放大下全面急性发作是本轮房地产剧烈调整的深层次原因，房地产已经进入到供需两端业务模式重构的新时期。

6、商品消费不足是制约消费回暖基础的重要因素。疫情防控平稳转段后，文化旅游带动的交通出行、餐饮住宿等服务消费快速修复，但是商品消费增速较为低迷。这其中既有房地产后周期消费拖累，更有居民储蓄意愿不断增强，流动性动机不断上升，但更是消费背后的社会机制有待恢复。收入增速放缓、信心不振、消费提升渠道受阻等因素意味着消费低位徘徊还将持续一段时间。

7、出口增速，尤其是对发达国家出口增速下滑标志着我国在世界市场的出口份额回归。从短期因素看，一方面，疫情期间我国产业链替代国外生产链条中断情况逐渐结束；另一方面，欧美消费者提高消费中服务占比，降低商品占比，我国对其出口动力不断减弱。从中长期看，全球价值链调整进一步加速，欧美外企从将我国作为全球生产中心逐渐强化消费市场定位，出口的数量和结构都在发生深入调整。

8、信心不足问题仍亟待解决。市场主体面对脆弱的资产负债表，在高度不确定条件下对于风险态度非常谨慎。原有失业等社会问题的化解主要依靠高速增长，在增速逐渐放缓之后，相应的社会稳定机制还有待进一步完善，对社会支撑还不足，导致信心不稳。

9、资产负债表修复缓慢。三年累积，居民、企业和地方政府的资产负债表都受到了较大冲击。由于 2023 年的经济增量有限，资产负债表存量修复进程相对缓慢。总体上，资产负债表修复和经济复苏互为因果，相互牵制。

10、经济运行效率持续放缓明显，各类乘数效应明显下降。货币 M2 增速持续快于社会融资增速和 M1 增速，表现出新增融资沉淀化，不能有效转化为总需求。随着经济运行效率的下降，宏观政策传导不畅，对经济的拉动作用下降。

11、财政收支压力加大，地方政府财政运行秩序挑战加剧，债务压力约束政府行动空间。一方面，税收收入在经济弱复苏下增速还有待恢复；另一方面，房地产市场不振带动政府性基金收入下滑。财政压力尤其体现在地方政府上，债务严重限制了地方政府的行动能力。

12、国际金融周期错位突出，对国内资产价格冲击加大。欧美国家利率较长时期处在高位，我国进入全面的降息周期，国内外利差不断加大。金融周期错位放大地缘政治，导致国际资本流动加剧，国内资产价格受到冲击。

13、夏季极端天气扰动逐渐常态化。在全球变暖的大背景下，极端天气常态化。夏季高温、台风、洪涝等对能源供需、粮食安全、户外基建等冲击加大，干扰正常生产秩序和居民生活秩序，对经济的影响不断加大。

14、青年就业问题依然突出。虽然 2023 年以来就业状况不断改善，但青年就业问题依然比较突出。这背后是经济下行压力加大，企业收缩开支等周期性因素和青年就业目标与现实岗位之间结构性矛盾突出等因素交织。部分年轻人对找工作信心下降，选择躺平，青年失业问题存在长期化倾向，对社会人力资本和消费等供需两侧都产生持续影响。

上述 14 个现象表明，2023 年中国宏观经济在周期性因素和结构性因素叠加的情况下，经济复苏内生动力还有待进一步稳固和提升。当前经济总需求不足固然有疫后疤痕效应，即疫情对居民、企业和地方政府的资产负债表冲击还有待恢复，但是更是要面对总需求背后的结构性问题。在周期性和结构性问题中，最为核心的是结构性问题。因此，当前经济不是简单大规模刺激就能解决问题，还需要进一步做好固本培元的工作，聚焦市场内生动能聚集。

短期中，我国能否稳固经济趋稳向好的态势，主要取决于以下几方面的因素：

1) 房地产是否可以较快稳定销售收入，进而逆转当前深度调整的趋势； 2) 出口目的地和结构能否进一步优化，稳定机电产品和劳动密集型产品的拖累，修复对美欧的出口； 3) 商品消费增速能否较快修复到疫情前水平； 4) 制造业投资和基建投资增速能否持续保持良好态势，稳定投资大盘； 5) 地方财政压力是不是

能有效修复，通过清理地方政府欠款进一步推动企业修复；6）居民和企业的资产负债表能不能有效修复；7）市场信心能不能得到较快提升；8）经济运行效率能不能得以提高；9）库存周期能否较快进入补库存阶段；10）我国与发达国家的金融周期错位持续多久，对国内资产的冲击是否会进一步加大。

从中期来看，2024年依然在“二十大”召开后的红利窗口期、新一轮政府机构改革和国有企业改革落地实施期、新技术推动国产替代进入突破期和周期性因素见底后进入上行期。一方面，高质量发展得到政府、国有企业和高水平市场经济的系统性支撑，新发展格局进入加速落地期，新动能逐渐聚集，资产负债表、库存等周期性因素的拖累逐步减低；另一方面，出口趋势性回归后，产业链调整的影响加大，更加需要依靠国内需求支撑经济，但是总需求背后的结构性问题依然严峻，信心不足问题还有待解决，局面依然复杂，需要稳中求进应对好机遇与挑战。2024年中国宏观经济很可能面对以下系列挑战。

1、经济增速放缓后构建社会稳定机制，提振信心迫在眉睫。我国经济一直面对着高储蓄、高就业压力等结构性问题。改革开放以来，主要依靠高速的经济增长解决相关问题，不断寻求到投资和大量的新增就业机会。随着经济增速放缓，传统解决机制失灵，结构性问题变得更为突出，产生了近年来“内卷”、“躺平”等现象。同时，劳动人口不断减少等新的结构问题涌现。如果没有足够的社会稳定机制，结构性失衡很容易导致社会不稳定，信心下滑，进一步拖累经济。

2、宏观政策效果降低，急需疏通传导渠道。目前宏观政策传导的主要机制还在于拉动投资。投资模式起作用的前提是低成本的要素资源扩张和巨大的市场需求。随着原材料、劳动、土地、环境的等成本不断攀升，大规模投资带动的实物量不断下降，在排浪式大规模需求扩张期结束后，产能过剩问题更加严重。在传导机制不畅的情况下，宏观政策能够稳定经济的幅度变小，时间变短，需要的政策剂量不断加大。

3、国内外金融周期错位加大政策选择压力和国内市场波动性。欧美通货膨胀持续时间变长，导致长时间内利率处在高水平。长时间的利率高位导致世界经济不确定性加大，放大地缘政治风险，对我国国际收支影响不断加大。

4、房地产超调波动风险。房地产需求端面临着购房人群不断变化，改善型购房人群占比上升等新特征。供给侧，房地产行业从下沉市场、高周转模式逐步

转向存量市场、制造业模式。在周期性和结构性叠加中，房地产转型之路依然较为漫长，销售收入不振导致的超调风险依然较大。

5、构建与新发展格局激励相容的宏观经济治理体系仍是较大考验。我国目前各级政府、各大国有企业、大量民营企业都已经将工作聚集在国家重大战略上来。尤其是地方政府，因为行政考核的需要，所有行动都围绕国家重大战略部署。这有利于凝心聚力，团结一致向前进。但是，由于地方政府、国有企业和国有金融机构具有的锦标赛思维惯性，容易将一致的目标放大为不顾自身条件，全部资源投入某项工作中去，导致行政性的宏观政策出台，扭曲了市场资源配置效率。

根据上述定性判断，利用中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM模型，设定2023年和2024年主要宏观经济政策参数假设：（1）名义一般公共预算赤字率分别为3.0%（3.8%）和3.5%；（2）人民币兑美元平均汇率分别为7.2和7.3。预测2023年和2024年中国宏观经济核心指标增长情况，结果如下表1所示。

表 1 2023-2024 年中国宏观经济核心指标预测

预测指标	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*
1. 国内生产总值	6.0	2.2	8.4	3.0	5.3	4.8
其中：第一产业增加值	3.1	3.1	7.1	4.1	3.6	3.5
第二产业增加值	4.9	2.5	8.7	3.8	4.2	4.0
第三产业增加值	7.2	1.9	8.5	2.3	6.3	5.6
2. 固定资产投资完成额	5.4	2.9	4.9	5.1	3.5	5.0
社会消费品零售总额	8.0	-3.9	12.5	-0.2	7.0	6.0
3. 出口总额（美元计价）	0.5	3.6	29.6	7.0	-4.9	2.0
进口总额（美元计价）	-2.7	-0.6	30.1	1.0	-6.0	1.5
贸易盈余（亿美元）	4211	5240	6704	8477	8360	8654
4. 消费者物价指数	2.9	2.5	0.9	2.0	0.5	1.5
工业生产者价格指数	-0.3	-1.8	8.1	4.1	-3.0	2.0
GDP 平减指数	1.2	0.5	4.6	2.2	-1.0	1.6
5. 广义货币供应量（M2）	8.7	10.1	9.0	11.8	10.5	10.5
社会融资总额存量	10.7	13.3	10.3	9.6	9.5	10.0

6. 政府收入	6.2	0.5	8.8	-6.3	2.5	4.8
公共财政收入	3.8	-3.9	10.7	0.6	8.0	6.0
政府性基金收入	12.0	10.6	4.8	-20.6	-12.0	1.0

注：* 代表预测值。

1、2023 年中国宏观经济总体恢复向好，在基数因素影响下，前稳中高后低的态势明显。随着宏观调控政策效果逐步显现，预计四季度实际 GDP 增速回升至 5~5.5%，全年增速达到 5.1~5.3%，完成增长 5%左右的预期目标；预计四季度城镇调查失业率稳中有降，全年平均值为 5.2%左右，好于 5.5%左右的预期目标。但值得注意的是，2023 年中国实际 GDP 两年平均增速仅为 4.1%左右，同时青年群体失业率保持高位，表明中国经济复苏仍不充分，稳增长压力依然较大。

2、在供给端，供给冲击压力消散，三大产业复苏明显；其中，第三产业实现强劲增长，增加值增速达到 6.3%，较 2022 年上扬 4.0 个百分点；第二产业稳中有升，增加值增速为 4.2%左右，较 2022 年上扬 0.4 个百分点；第一产业增加值增速保持平稳，为 3.6%左右。

3、在需求端，需求收缩压力明显好转；其中，服务消费带动消费实现较强劲反弹，社会消费品零售总额增长 7.0%左右，较 2022 年增速提升 7.2 个百分点；但受房地产投资大幅下滑影响，固定资产投资增速回落，预计增长 3.5%左右，较 2022 年增速下降 1.6 个百分点。受全球经济和贸易增速放缓影响，2023 年我国出口延续回落态势，以美元计价，预计全年出口下降 5%左右，进口下降 6%左右，贸易顺差约为 8400 亿美元，依然保持高位。

4、受总需求相对不足影响，2023 年价格运行较为疲弱；其中受需求不足和食品价格下降影响，预计全年 CPI 涨幅为 0.5%左右，年底有望迎来温和回升；受需求不足和大宗商品价格下降影响，PPI 全年跌幅预计达到 3.0%左右，年底有望迎来涨跌转折点；预计全年 GDP 平减指数下跌 1%左右，表明价格紧缩压力较大，这也使得 2023 年名义 GDP 增速仅为 4.3%左右。

5、2023 年货币政策保持宽松，全年广义货币供应量（M2）同比增长 10.5%，但受市场内生投融资动力不足影响，社会融资总额存量增长 9.5%，与 M2 增速保持一定缺口，表明当前市场主体的投资和支出意愿并不是很强，货币政策效率不高。

6、在经济复苏和低基数因素作用下，2023 年公共财政收入明显改善，同比增长 8%左右；但受房地产市场低迷和土地收入大幅下降影响，政府性基金收入继续下滑，同比减少 12%左右；两项合计，2023 年政府收入增长 2.5%，低于名义 GDP 增速 1.8 个百分点，但较 2022 年状况明显改善。

7、2024 年在宏观经济政策继续发力、“十四五”规划全面落实、中美关系缓和等诸多有利因素的作用下，中国宏观经济下行压力将得到极大缓解，总需求将进一步恢复和扩大，各方面增长表现将进一步回归常态。预计 2024 年经济增速为 4.8%左右，较 2023 年两年平均增速回升 0.7 个百分点；城镇调查失业率有望继续下降，控制在 5.0%左右，较 2023 年失业率中枢下降 0.2 个百分点。

8、2024 年供需两端将进一步修复并趋于平衡。在供给端，第三产业将实现深度修复，短板行业继续补齐缺口，增加值增速为 5.6%左右；第二产业保持相对平稳，增加值增速为 4.0%左右。在需求端，房地产市场调整幅度有望收窄，固定资产投资有所回升但幅度有限，预计增长 5.0%左右；消费继续恢复但势头放缓，预计消费增速 6%左右。2024 年全球经济将实现软着陆，加上中美关系缓和预期，预计 2024 年出口增速将出现小幅回升，同比增长 2.0%左右，贸易顺差继续保持高位，达到 8654 亿美元，同比增长 3.5%。

9、随着供求趋于平衡，2024 年物价水平将逐步走出当前的低迷状态，实现温和上涨。在食品价格恢复和国际能源价格反弹的作用下，预计 CPI 同比涨幅将回升至 1.5%左右；PPI 同比止跌回升，涨幅达到 2.0%左右；由此，带动 GDP 平减指数由负转正，同比涨幅达到 1.6%左右。

10、2024 年是中国经济加快恢复的一年，宏观经济政策将保持相对宽松的政策环境。货币供应量和社会融资总额增速将保持平稳，同时加大财政扩张力度。预计 M2 增速将稳定在 10.5%左右，社会融资存量增速将小幅提升至 10%左右。政府收入将在公共财政预算收入趋稳和政府性基金收入企稳回升的作用下总体改善。预计 2024 年公共预算财政收入增速小幅回落至 6%，与名义 GDP 增速大致相当，政府性基金收入止跌回升，增长 1%左右；两项政府收入合计增长 4.8%，较 2023 年增速回升 2.3 个百分点，这为加大财政支出力度创造了新的政策空间。

第二部分 弱复苏的 2023 年中国宏观经济

(一) 经济弱复苏，但总需求不足问题突出

1. 实际 GDP 增速“弱企稳”，但名义 GDP 增速加快下滑，反映总需求偏弱带来价格紧缩效应。

2023 年实际 GDP 增速上行，但是考虑到低基数，两年平均（相对于 2021 年）、四年平均（相对于 2019 年）和弱于疫情前的环比增速都表明当前是弱企稳，产出缺口依然较大。首先，前三季度，按不变价格计算，中国 GDP 同比增长 5.2%。如果剔除基数影响，两年平均增速为 4.1%，四年平均增速为 4.7%，还显著低于疫情前的水平。分产业看，第一产业同比增长 4.0%，较去年增速下降了 0.2%，比 2019 年增速加快了 1.1%；第二产业同比增长 4.4%，较去年增速增加了 0.5%，比 2019 年增速下降了 0.4%；第三产业同比增长 6.0%，较去年增速加快了 3.7%，比 2019 年增速下降了 1.3%。数据表明，疫后经济复苏过程中，三大产业增速趋于正常水平，第三产业的增长尤其迅猛。总体来看，第一季度我国经济运行开局良好，实际 GDP 增速为 4.5%。第二季度实际 GDP 同比增速虽然增加至 6.3%，但需考虑去年第二季度的基数效应影响，季调环比增速仅为 0.5%，低于一季度 1.8%，表现趋弱，三季度经济表现有所好转，实际 GDP 增速为 4.9%，尤其是环比增速 1.3% 接近到疫情前水平。

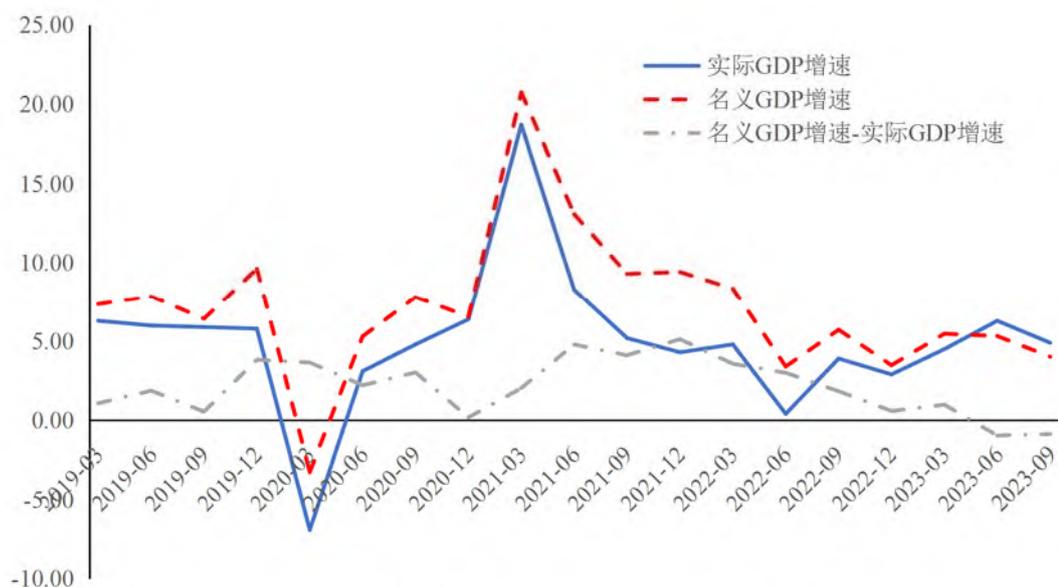


图 1 中国实际 GDP 与名义 GDP 增速

从实际 GDP 和名义 GDP 增速的变化来看，名义 GDP 增速明显低于实际 GDP 增速。由于我国在统计季度 GDP 中使用生产法，GDP 增速与价格增速的背离反映总需求不足带来价格紧缩效应。



图 2 经济增速与价格增速背离

从以当季环比增速构建的定基指数看，自 2022 年第二季度以来中国实际产出水平始终低于长期增长趋势线，2023 年前三季度中国的实际产出水平与长期增长趋势的缺口有一定缩小，但仍然存在较大的累积缺口，这种累积的渠口也对价格产生了很大的压制作用。

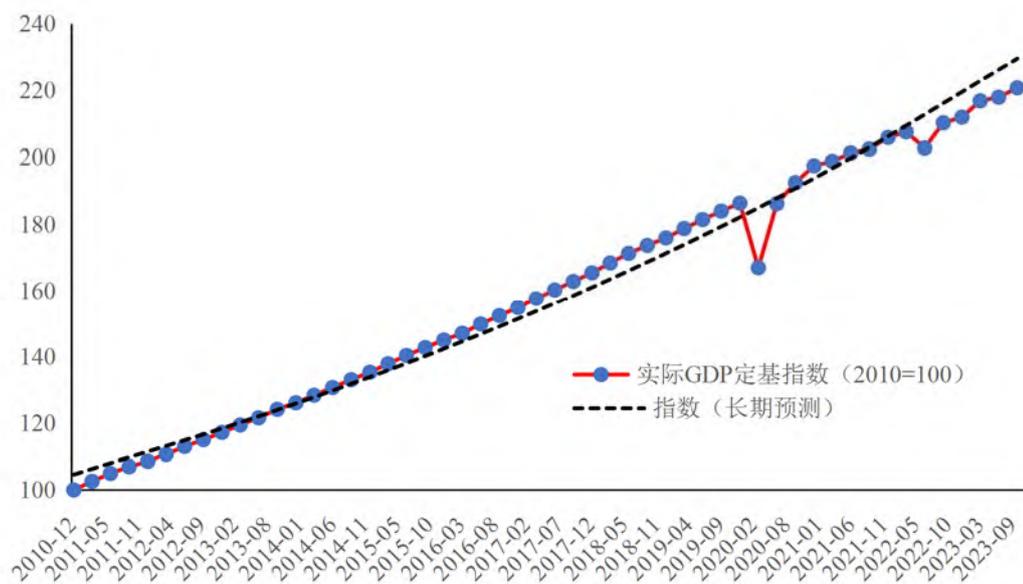


图 3 中国实际产出水平偏离长期增长趋势线

2. 服务业全面恢复，出口压力下工业增速变缓

(1) 从工业生产来看，2023 年工业生产在第一季度波动变化较大，第二季度和第三季度逐步回归常态化。2 月份规模以上工业增加值同比增长高达 18.8%，3 月份增速开始回归常态化，增速为 3.9%。5 月份增速达到小高峰，为 5.6%。随后增速稳定在 3.5%-4.5% 之间。从当季度的工业产能利用率来看，一季度产能利用率为 74.3%，二季度为 74.5%，三季度为 75.6%，处于近年同期较差水平。前三季度工业产能利用率累计为 74.8%，比上年同期下降 0.7 个百分点。从当月同比来看，工业生产在 2 月份之后回归常态化，10 月份规模以上工业同比增长 4.6%，处于较好水平。1-10 月份，规模以上工业增加值累计增速为 4.1%，仅高出去年同期 0.1 个百分点。

工业生产中行业分化比较明显。2023 年采矿业拖累工业下行明显，2023 年采矿业 8 月份同比增速最高，为 2.3%。累计同比增速自 2 月份一直下降，10 月份累计增速为 1.8%，低于规模以上工业增加值累计同比增速 2.3 个百分点。汽车制造业对工业正向影响明显。4、5 月份汽车制造业当月同比高达 44.6% 和 23.8%。9 月份汽车制造业累计同比为 18.7%，远高于同期工业增加值累计增速。

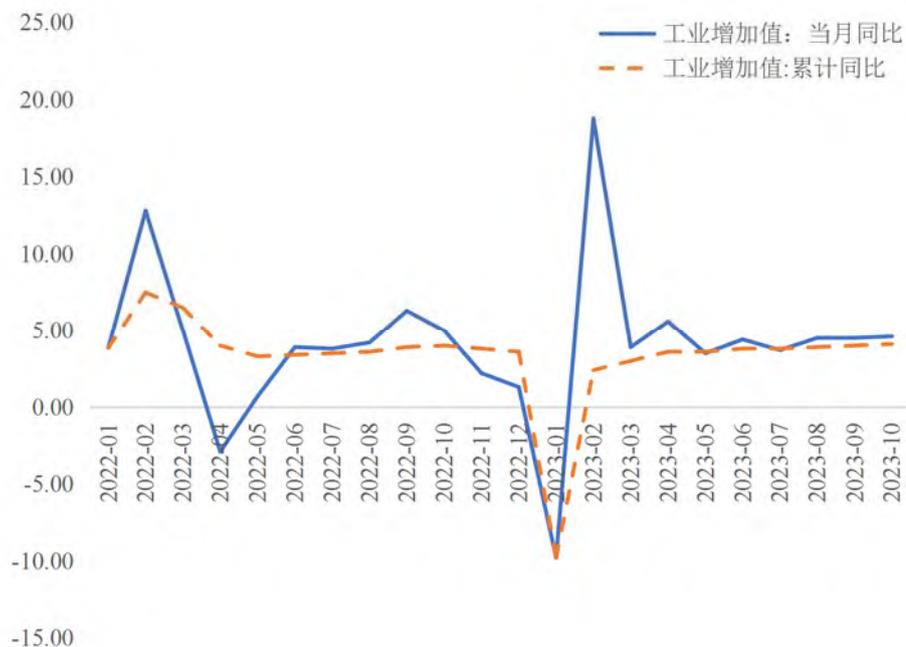


图 3 工业增加值增速及累计增速

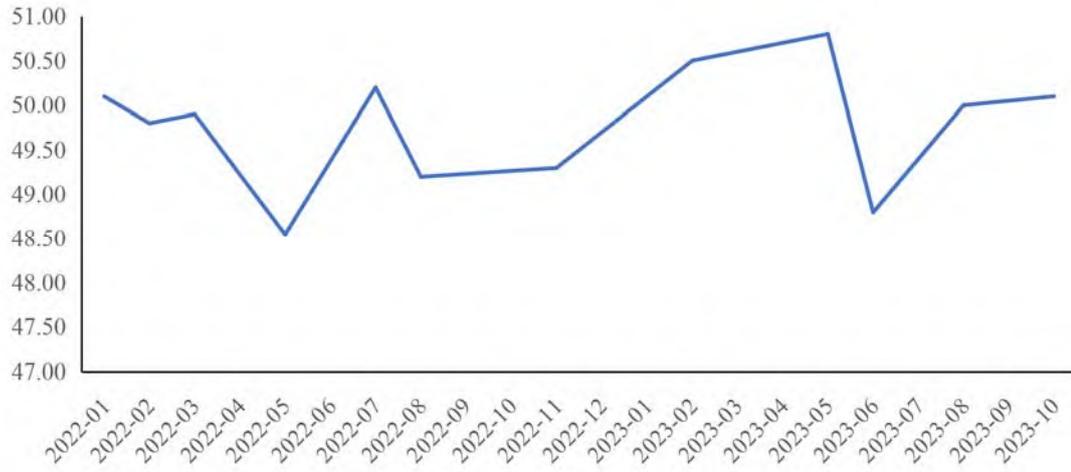


图 4 二季度工业 PMI 指数下降，但三季度逐渐恢复

2022 年制造业恢复的主要动力来自于出口，但 2023 年出口拖累制造业下行明显。1 月份以来，出口交货值累计同比增速不断降低，与工业增加值增速总体平稳形成了鲜明的对比。2023 年以来，中国制造业发展更加依靠内需。



图 5 出口交货值拖累工业下行明显

(2)2023 年服务业全面恢复，势头迅猛。第三季度第三产业同比增速为 5.2%，累计同比为 6.0%，分别高于去年同期 2 个百分点和 3.7 个百分点，但增速仍低于 2019 年三季度 2.2 个百分点和 1.3 个百分点。前三季度，信息传输、软件和信息技术服务业，住宿和餐饮业，交通运输、仓储和邮政业，批发和零售增加值同比分别增长 12.1%，14.4%，7.5%和 6.1%，均得以恢复，但与疫情前仍有差距。2-8 月份，规模以上服务业企业营业收入同比增长 7.2%，高于去年同期 2.1%，接近 2019 年同期水平。

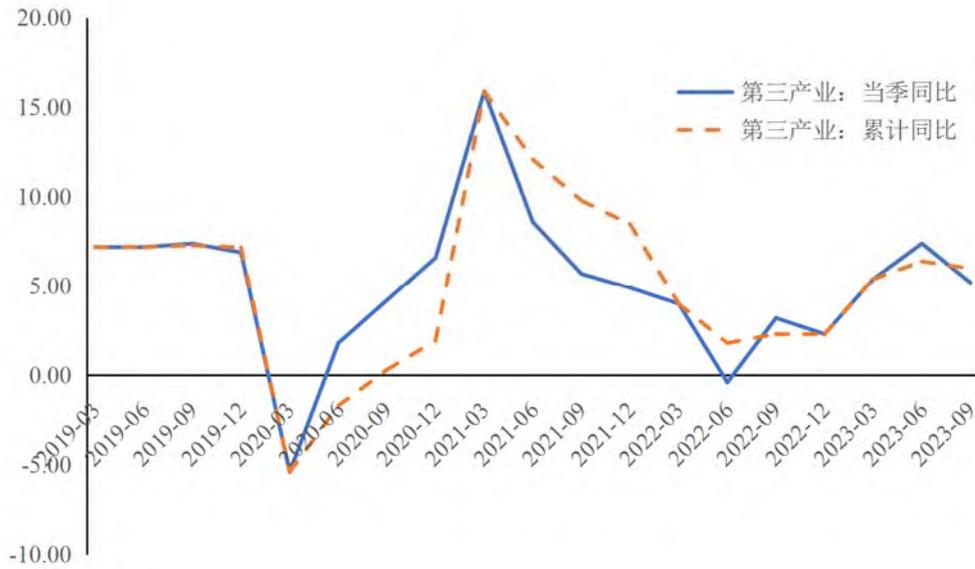


图 6 我国服务业全面恢复

从服务业生产指数上看，2023 年中国服务业生产指数始终高于去年同期水平。4 月份和 5 月份，中国服务业生产指数同比增速分别高达 13.5%和 11.7%，10 月份同比增速为 7.7%。2-5 月份，服务业生产指数累计同比增速一直上升，随后保持高位相对稳定，但微有下滑。5 月份，中国服务业生产指数累计同比增速为 9.1%，10 月份为 7.9%。



图 7 中国服务业生产指数全面恢复，保持高位稳定

(3) 从细分产业来看，前三季度中国经济恢复稳中向好，服务业全面恢复，工业增速相对缓慢。具体来看，房地产业持续萎缩，第三季度房地产增加值同比

增速为-2.7%，前三季度累计同比增速为-0.9%。房地产业和出口拖累第二产业下行明显，第二产业增速相对缓慢。但服务业开始全面恢复，交通运输、仓储和邮政业，住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业持续保持高速增长，高于GDP同比增速水平。批发零售、金融业仍保持强劲增长。服务业全面恢复是推动第三季度经济增长的强劲动力。

表 2 中国各大产业复苏进展

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
GDP	4.80	0.40	3.90	2.90	4.50	6.30	4.90
第一产业	6.00	4.40	3.40	4.00	3.70	3.70	4.20
第二产业	5.80	0.90	5.20	3.40	3.30	5.20	4.60
第三产业	4.00	-0.40	3.20	2.30	5.40	7.40	5.20
农林牧渔业	6.10	4.50	3.60	4.10	3.80	4.00	4.30
工业	6.40	0.40	4.60	2.50	2.90	4.50	4.20
制造业	6.10	-0.30	4.00	2.30	2.80	4.90	4.50
建筑业	1.40	3.60	7.80	7.00	6.70	8.20	6.60
批发和零售业	3.90	-1.80	1.60	0.30	5.50	7.60	5.10
交通运输、仓储和 邮政业	2.10	-3.50	2.60	-3.90	4.80	8.80	8.50
住宿和餐饮业	-0.30	-5.30	2.80	-5.80	13.60	17.50	12.70
金融业	5.10	5.90	5.50	5.90	6.90	7.70	6.40
房地产业	-2.00	-7.00	-4.20	-7.20	1.30	-1.20	-2.70
信息传输、软件和 信息技术服务业	10.80	7.60	7.90	10.00	11.20	14.60	10.30
租赁和商务服务 业	5.10	-3.30	5.40	5.60	6.00	14.70	8.50
其他行业	4.90	-0.20	4.40	5.70	4.00	6.20	3.90

3. 基建、制造业投资和服务消费稳定总需求，但房地产投资和商品消费较弱

(1) 制造业和基建投资增速保持高位，房地产投资深度调整，固定资产投资增速回落。1-10 月份，固定资产投资累计同比增长 2.9%，较上半年增速回落 0.9 个百分点。基础设施建设投资全年保持稳定，10 月份累计同比增速达 8.3%。房地产投资持续深度调整，10 月份累计同比增速跌至-9.3%，从 2022 年 4 月份开始持续成为严重拖累因素。总体来说，2023 年基础设施建设投资和制造业投资强有力支撑，但房地产开发投资持续下跌及民间投资的低迷形成拖累。

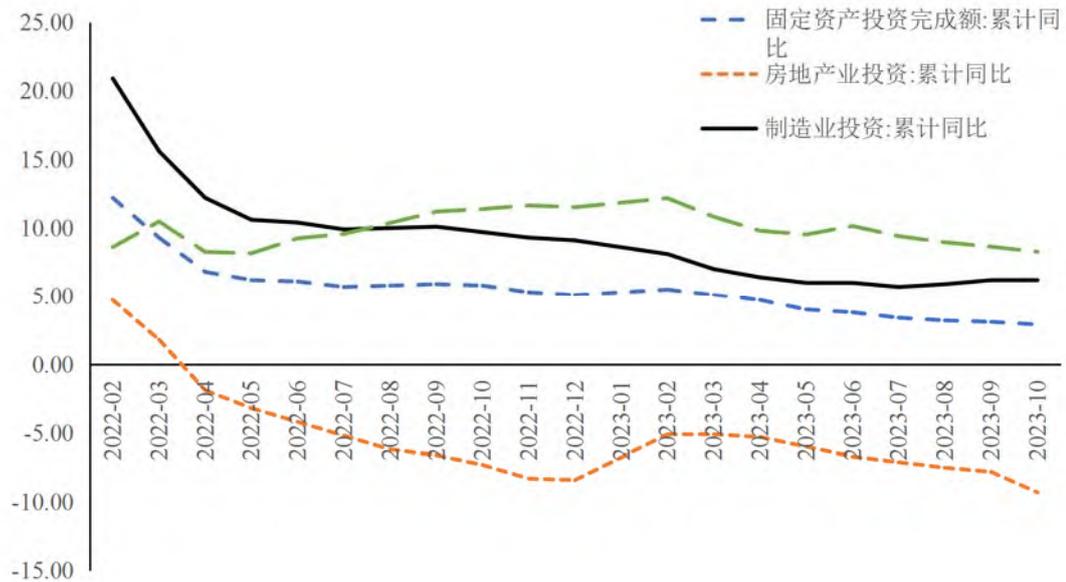


图 8 固定资产投资同比增速

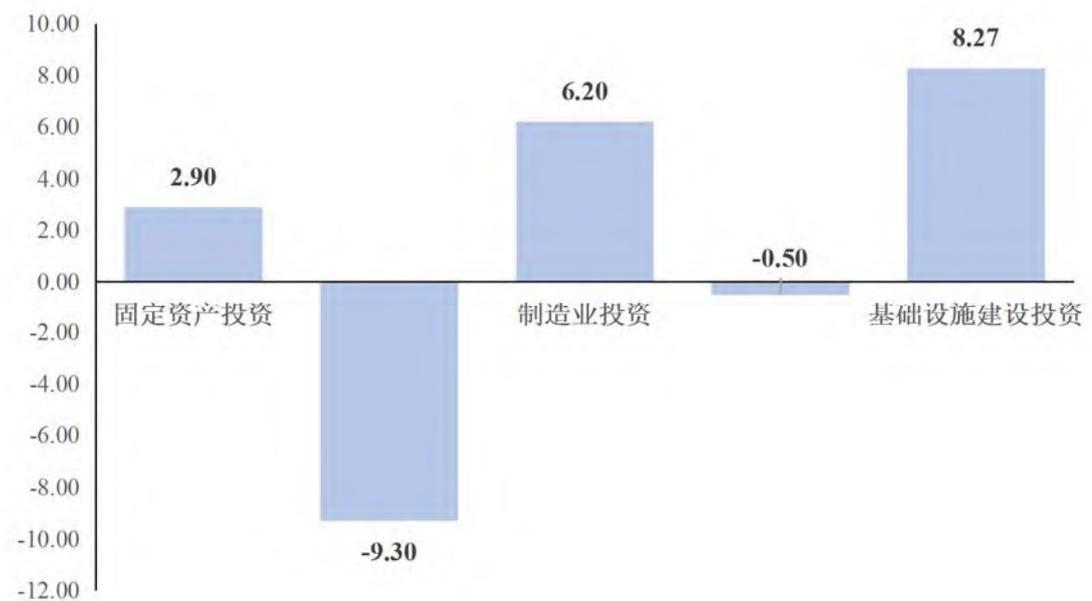


图 9 2023 年 1-10 月份各项投资累计同比增速对比

从经季调后的环比增速来看，上半年，投资月环比增速平均为 0.03%，7-10 月分别为-0.09%、0.22%、0.17%、0.10%，全年投资复苏动力低迷。投资增长动力萎靡主要源于房地产投资不断减少以及民间投资低迷。

(2) 在消费方面，服务消费带动复苏。1-10 月份，社会消费品零售总额累计同比增速为 6.9%，较上半年下落 1.3 个百分点。从消费全年趋势来看，由于基数效应，第二季度消费明显强劲复苏，4 月份社会消费品零售总额同比增加 18.4%，累计同比高达 8.5%。5 月份之后，社会消费类零售总额回归常态水平，累计增速大约维持在 6%-8%的水平。至十月份，商品零售同比增速 5.6%，餐饮收入同比增速 18.9%，更为广义的服务销售累计同比增长 19%。

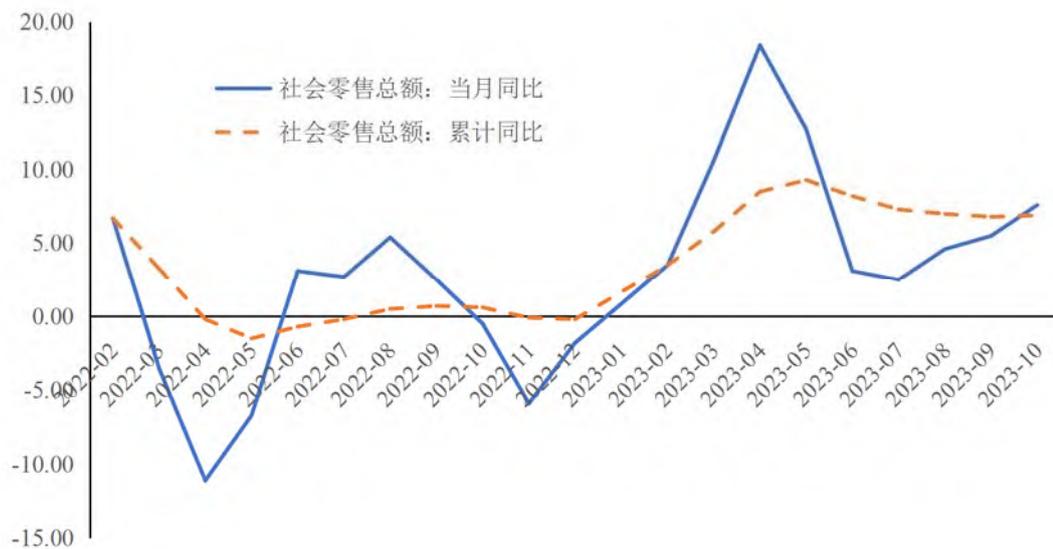


图 10 社会零售总额增速

(3) 出口从经济拉动力量走向拖累因素。1-10 月份，我国出口累计同比增长-5.6%，4 月份以来累计同比增速一直趋于下降；进出口同比增长-6.0%，全年进出口增速呈下降态势。总体上看，我国出口从去年 2022 年的推动力量转变为拖累因素。同时，各出口目的地都出现大幅度下降。10 月对美出口累计同比为-15.4%，低于前值的 6.6%；对欧出口同比为-10.6%，低于前值的 14.0%；对日出口同比为-8.6%，低于前值的 6.2%。对东南亚联盟出口同比为-5.3%，低于前值的 20.5%；对印度出口同比为-0.5%，低于前值的 26.9%。如果以美元计价来看，1 月份以来我国出口始终负增长，2 月份达到最低点，同比增速为-31.8%。全年出口低迷，10 月份以美元计价同比增速为-8.2%。我国出口贸易受到较大挑战，出口拖累经济下行压力明显。1-7 月份，我国实际使用外商直接投资 1118 亿美元，同比下降 9.8%，外资呈现净流出状态。

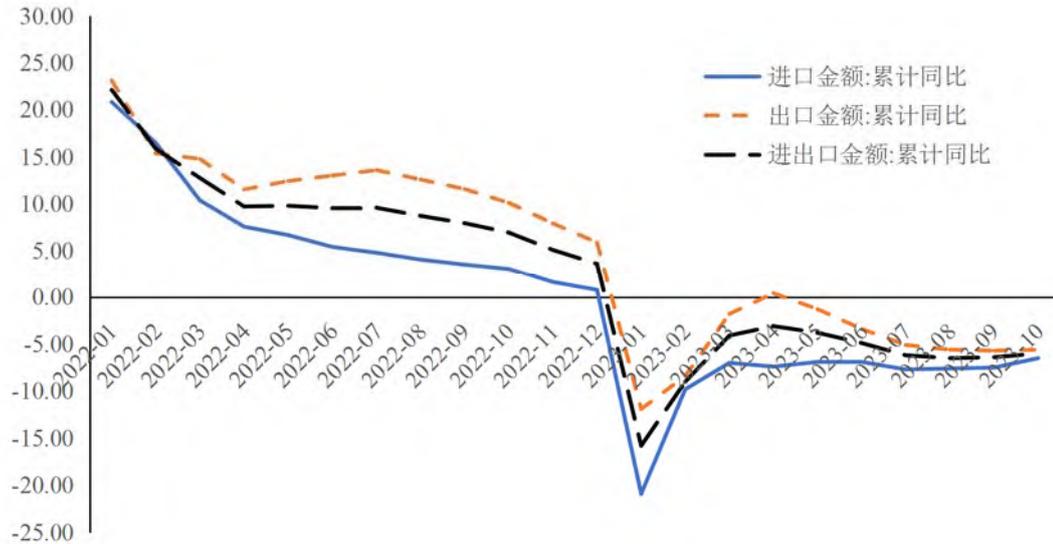


图 11 中国对外贸易增速走势

4. 价格走势进一步确认总需求不足

2023 年 1 月份以来，消费者价格指数持续下行。4 月份之后，我国 CPI 同比增速在 0 附近上下徘徊，但是主要表现为食品价格下降。去除食品和能源后，核心 CPI 保持稳定，在 0.8% 的水平上下徘徊，显著低于 2019 年时期。10 月份，CPI 同比下降 -0.2%，但主要表现为食品价格下降。其中，食品价格同比下降 4%，而核心 CPI 保持在 0.6% 的水平。CPI 下降和核心 CPI 的低位稳定，表明消费需求萎靡，国内有效需求不足。

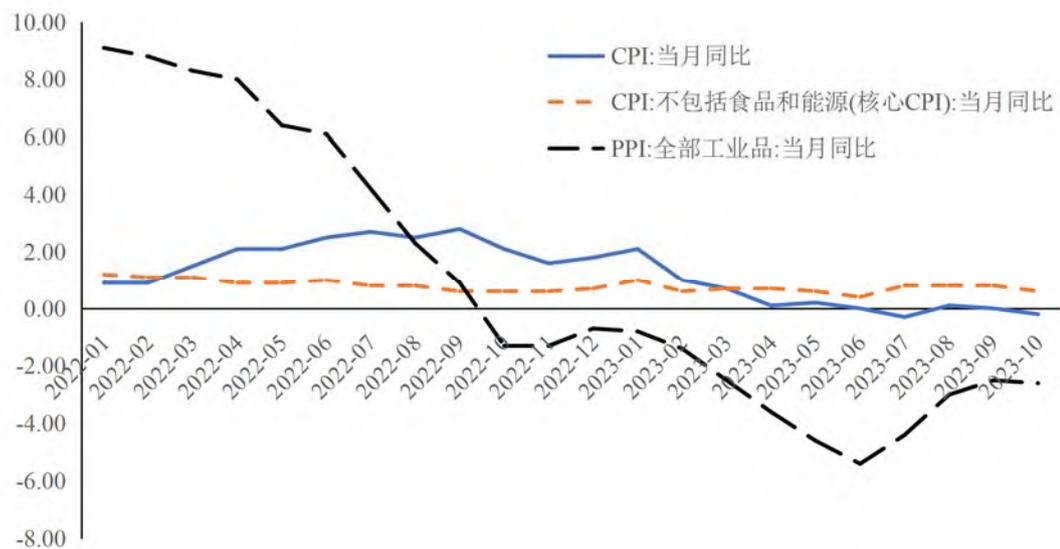


图 12 中国价格走势分化

在生产者价格指数方面，1 月份以来，PPI 指数和 PPIRM 指数同比增速开始遏制下滑态势，趋向回暖。1 月份工业生产者出厂价格同比下降 0.8%，环比下降

0.4%；而到了6月份，工业生产者出厂价格同比增速跌至今年最低，为-5.4%，环比下降0.8%。工业生产者购进价格指数呈快速下滑趋势，10月份PPIRM同比下降3.7%，比1月份增速跌落3.8%。

总体而言，消费侧价格指数同比增速跌至0以下，生产侧价格不振，反映2023年消费需求萎靡；同时生产侧需求又受到房地产不振、民间投资和外商投资萎靡抑制。上下游价格全面不振，反映了总需求全面不足态势明显，经济复苏受总需求不足影响明显。

5. 从微观市场主体看，企业、居民和政府的收入状况改善但比较缓慢，资产负债表修复迟缓导致微观市场活力下降和信心不足，成为影响宏观经济走势的关键机制。

(1) 从企业绩效指标看，今年年初企业亏损严重，虽然收入状况得到改善，但速度缓慢，亏损面和亏损额始终同比增加，资产负债率向上攀升，企业收入状况恶化。1-9月份，全国规模以上工业企业实现利润总额54119.9亿元，同比下降9.0%。规模以上工业企业营业收入利润率为5.62%，同比降低0.61个百分点。工业企业亏损家数累计同比增加9.2%，亏损企业亏损额累计增加2.7%。虽然对比2022年及2023年1季度亏损单位和亏损额有明显改善，但企业营收状况仍然较为严峻，企业信心相对不足。

企业收入状况恶化，不利于企业投资复苏并提高了债务风险。9月末，规模以上工业企业资产同比增长6.4%，但负债同比增长6.7%，资产负债率攀升至57.6%，同比增加0.8个百分点。

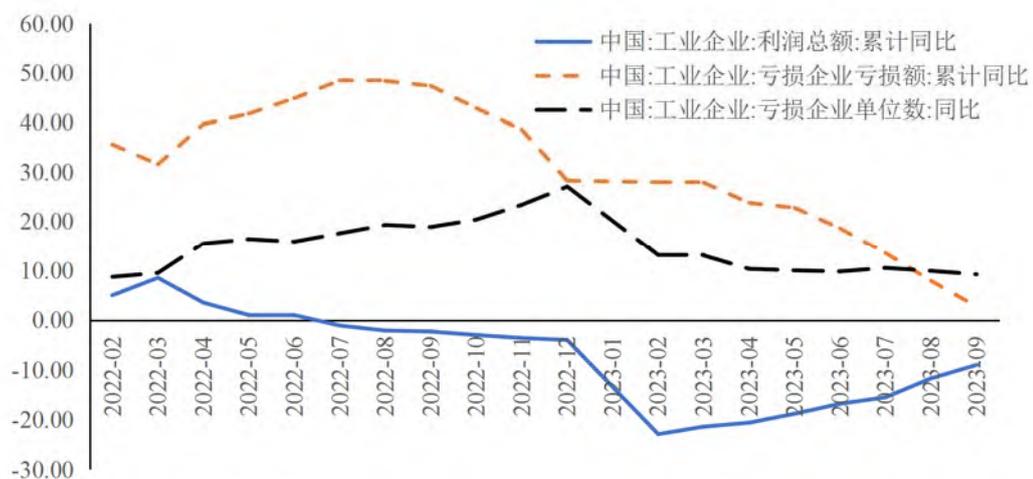


图 13 中国工业企业绩效修复缓慢

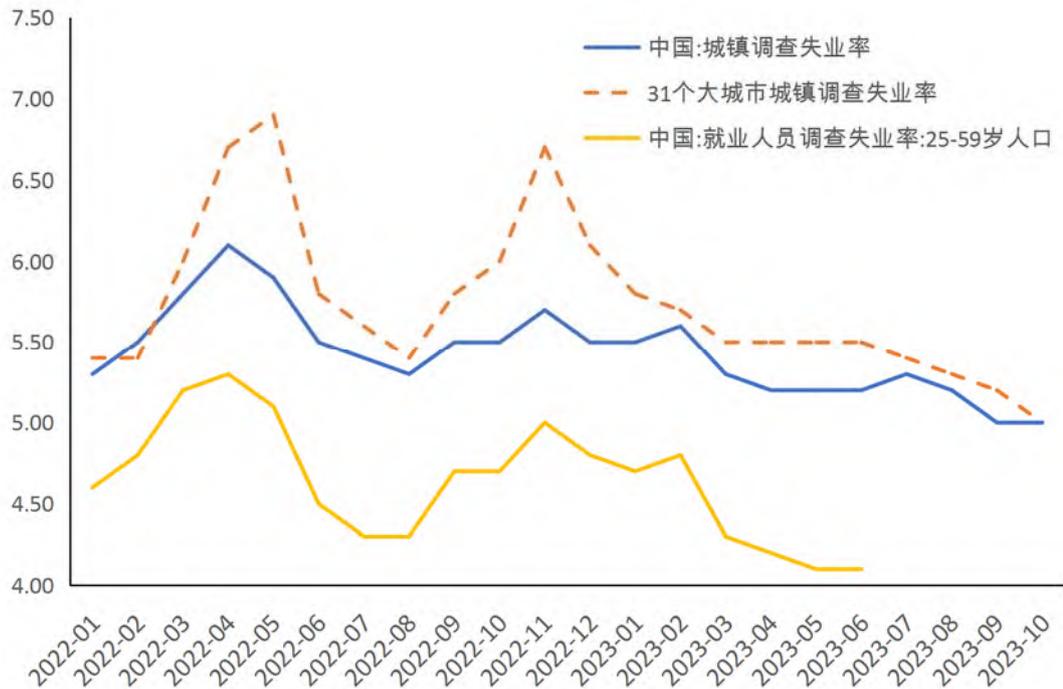


图 14 就业形势依然严峻

(2) 就业形势依然较为严峻，居民收入增速落后于名义经济增速。需求不足下企业经营状况比较低迷，给企业用工生产带来了较大的挑战。就业帮扶政策的努力下，城镇调查失业率形势好转。10 月份城镇调查失业率为 5% 的水平，比 2022 年同期水平低 0.5 个百分点，比 2019 年同期低 0.1 个百分点。1-9 月份，全国城镇新增就业 1022 万人，完成全面目标的 85%，对比 2022 年同期下降 6 个百分点，就业形势严峻。

就业形势较为恶化，使得居民收入状况不容乐观。前三季度，全国居民人均可支配收入同比名义增长 5.2%，扣除价格因素，实际同比增长 4.7%，低于经济增长增速。

(3) 从政府收入看，公共财政收入和税收收入明显改善，政府性基金收入压力仍然较大。1-9 月份，公共财政收入累计同比增加 8.9%，其中税收收入累计同比增加 11.9%；但全国政府性基金收入累计同比下降 15.7%。

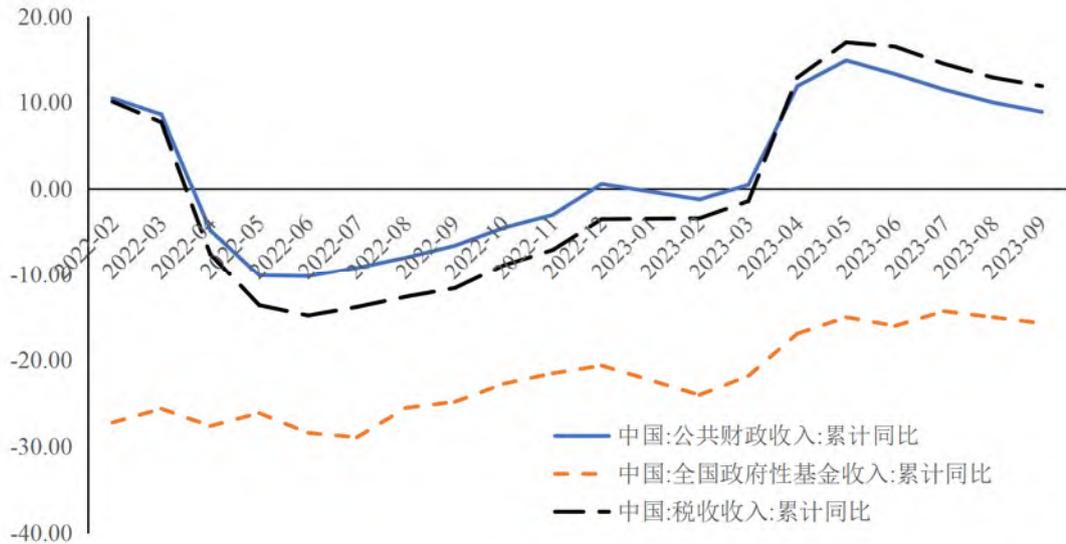


图 15 财政收入和基金收入增长情况

6. 宏观经济景气度整体平稳，但是弱势运行，外汇和股票市场震荡较为强烈

从先行指标来看，各类先行参数一季度后下滑，表明中国宏观经济景气度边际回落，经济下行压力依然较大。

(1) 制造业及服务业 PMI 指数全年总体较弱。10 月份，制造业采购经理指数 (PMI) 为 49.5%，且一季度以后大都降至荣枯临界值以下，显示制造业发展动力还不充分。在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数总体都低于临界点，需求端问题明显。服务业 PMI 指数始终保持在荣枯临界值以上，3 月份更是高达 56.9%，但随后开始下降，保持在接近荣枯临界值的水平。10 月份服务业 PMI 指数降至 50.1%。

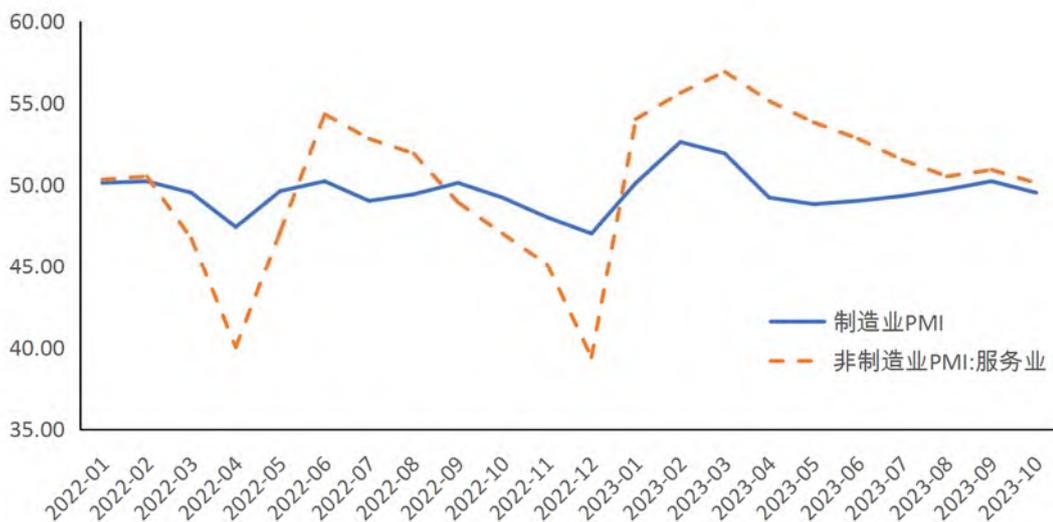


图 16 制造业及服务业 PMI 指数

(2) 考虑 PMI 参数的结构性变化，价格成为主要支撑力量。PMI 指数主要依靠投入品价格和销售价格参数来支撑，但由于经济形势较不景气，出厂价格指数也持续走低，10 月份跌入荣枯临界值以下，分别为 47.7%。而对于未来发展更为重要的新订单和出口新订单一季度以后基本都在枯荣线以下。

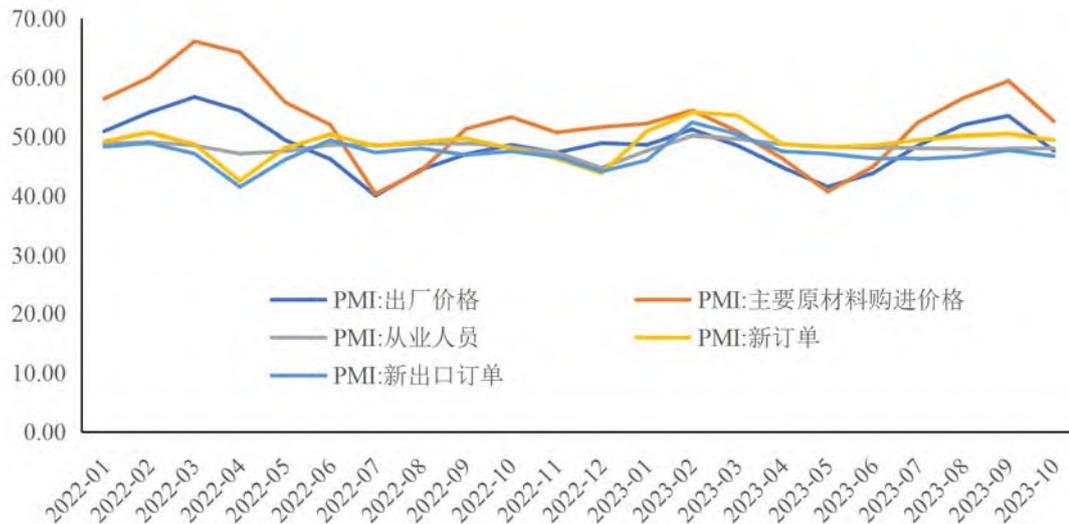


图 17 PMI 参数结构性变化

(3) PMI 新订单指数和新出口订单指数持续性紧缩，长期低于荣枯临界值。一季度以后，PMI 新订单指数和新出口订单指数大都低于荣枯临界值，4 月份分别跌至 48.8%和 47.6%，10 月份分别为 49.5%、46.8%。新订单指数与新出口订单指数持续性紧缩表明内需市场持续萎靡不振。

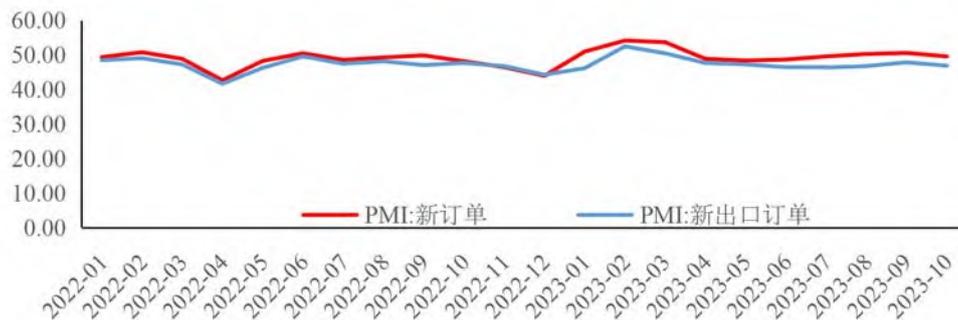


图 18 PMI 新订单指数和新出口订单指数持续性紧缩

(4) 从需求端来看，消费者等几大微观主体的预期参数自一季度后下跌不振，保持持续低迷，政策没有较大调整难以在短期扭转下行的局面。

值得注意的是 2023 年中国宏观经济景气指数的走势，一季度先行指数、一致指数上行，但之后先行指数、滞后指数下行。

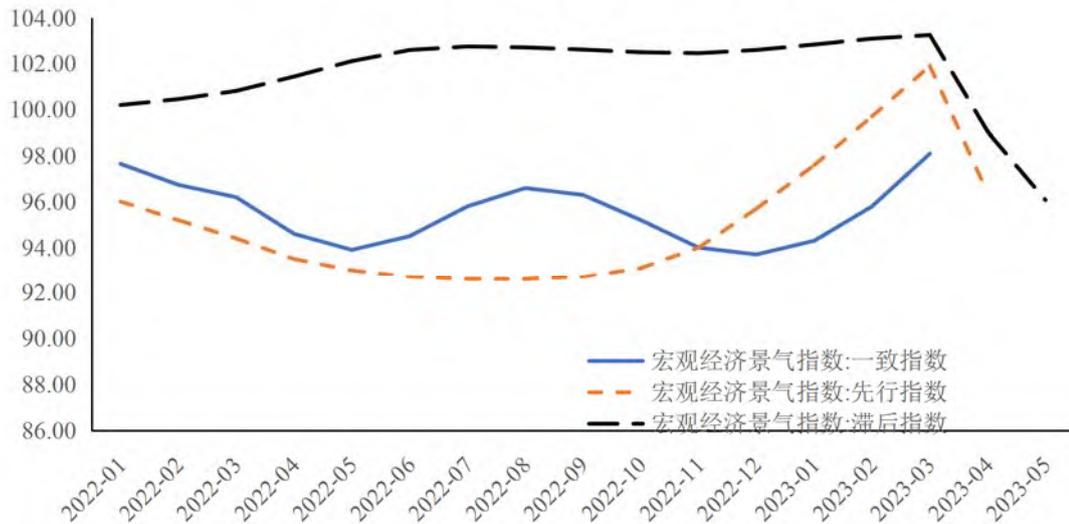


图 19 先行指数、一致指数、滞后指数走势

受欧美等发达国家紧缩货币政策影响，人民币汇率持续下降，外汇市场震荡强烈。10 月份，官方外汇储备比 2021 年同期减少了 487.97 亿美元，比 2019 年同期减少了 39.37 亿美元，总体稳定。人民币兑美元汇率从 2019 年同期的 7.05 贬值至 7.18。人民币汇率的持续贬值来源于 2022 年以来欧美等发达国家持续加息，国内外利差加大。央行在实行货币政策时，要做好内外平衡政策方面的安排和考虑，最大限度地降低外部负面因素对国内经济的冲击。

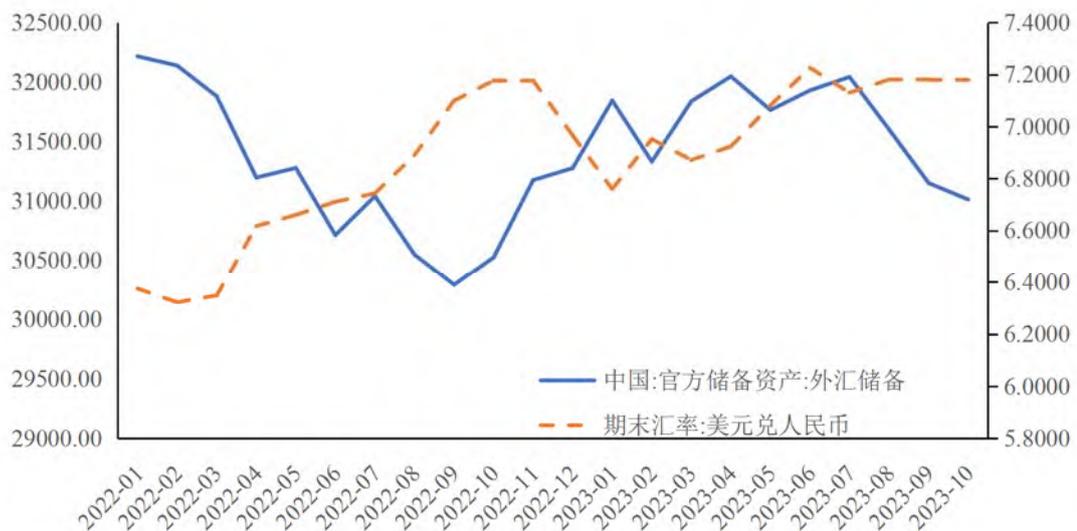


图 20 人民币汇率和官方外汇储备走势

股票市场较为动荡，下行趋势明显。截至 2023 年 11 月 14 日，上证综合指数、深证综合指数、沪深 300 指数分别较 2022 年底分别下跌 1.07%、2.73%、7.48%。13 日上证 A 股总市值较 2021 年底上升 1.04%，平均市盈率从 11.67 倍下跌至

11.14 倍。非金融企业境内股票融资规模增速变缓，2022 年 1-10 月达到 7065 亿元，比 2022 年同期降低 25.83%。

总体来讲，当前经济整体平稳，但是弱势运行，外汇和股票市场震荡较为强烈。一季度以后国内有效需求不足给经济带来较大挑战，市场信心持续低迷。



图 21 中国三大产业用电量指标抬升至正常水平

(二) 高质量发展引领新动能积聚

2023 年中国经济运行展现了两条主线。一方面，市场内生总需求恢复缓慢，延缓了经济复苏进程；另一方面，“十二大”推动高质量发展迈上新台阶，产业升级引领经济新模式、新业态、新产业蓬勃发展，新动能不断涌现。

1. 新能源等产业发展带动装备制造业

新能源等产业发展，为装备制造业和高技术制造业提供旺盛下游需求市场。全年我国新能源产业迅速发展，光伏等装机量不断攀升，新能源汽车产销亮眼。10 月份，新能源汽车产业同比增速至 27.9%。新能源等产业发展，带动了装备制造业和高技术制造业的发展。3 月份以来，装备制造业增加值同比增速超过 5%，10 月份增速为 6.2%，1-9 月份累计同比增速为 6%，持续高于工业整体增速。



图 22 新能源等产业带动装备制造业和高技术制造业

2. 现代服务业展现蓬勃动力

现代服务业为服务业提供了发展新动力。1 月份以来，我国服务业全面复苏，为经济增长提供了强劲动力。10 月份，服务业生产指数同比增加 7.7%。从服务业生产指数的构成来看，现代服务业为服务业发展提供了新动力。3 月份以来，信息传输、软件和信息技术服务业生产指数当月同比增速始终高于 10%，6 月份同比增速达最高位，为 15.4%。10 月份，同比增速为 10.9%。信息传输、软件和信息技术服务业生产指数同比增速基本都高于服务业生产指数，现代服务业发展为服务业提供了发展新动力。



图 23 现代服务业带动服务业发展

3. 高技术产业投资为产业升级奠定基础

今年 2 月以来，高技术产业投资始终保持高位增长。高技术产业和高技术制造业固定资产投资累计同比始终高于 10%。10 月份，两者累计同比增速分别为

11.1%和 11.3%，虽然低于去年同期水平，但已接近 2019 年疫情前水平，已接近常态化水平。



图 24 高技术产业投资累计同比增速维持高位稳定

4. 贸易结构持续优化

今年我国出口金额同比去年下降，但从贸易结构上看，我国出口商品结构有显著优化。以 HS 分类标准第六类、第七类、第十七类和第十八类产品作为科技含量水平相对较高的产品，可以发现今年以来，车辆、航空器、船舶及运输设备出口保持较快增长，9 月份同比增加 4.7%，4 月份出口同比增速高达 65.4%，内部贸易结构优化。

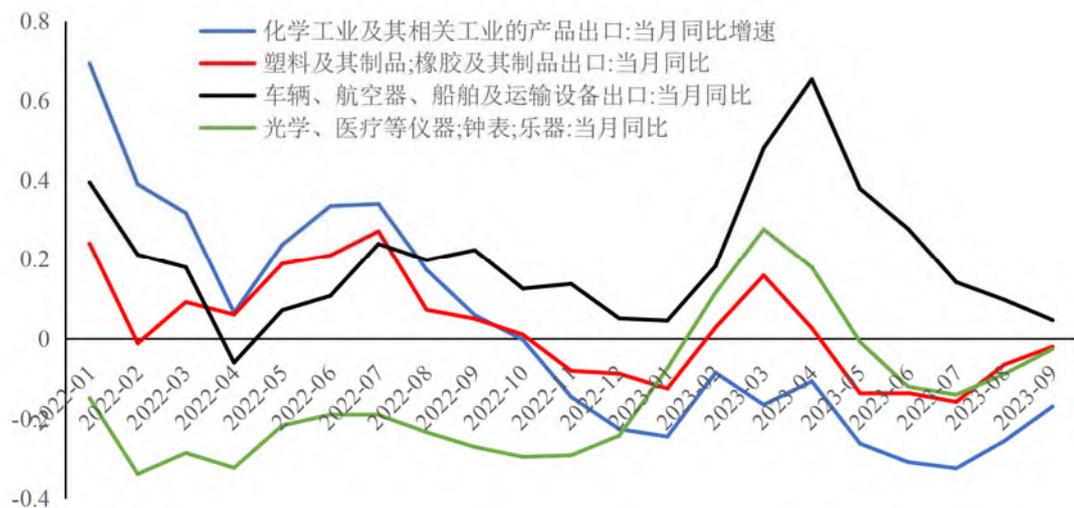


图 25 贸易结构持续优化

5. 就业和收入稳定

10月份我国城镇调查失业率为5%，比2022年同期水平低了0.5个百分点，比2019年同期水平低了0.1个百分点，就业边际显著改善。

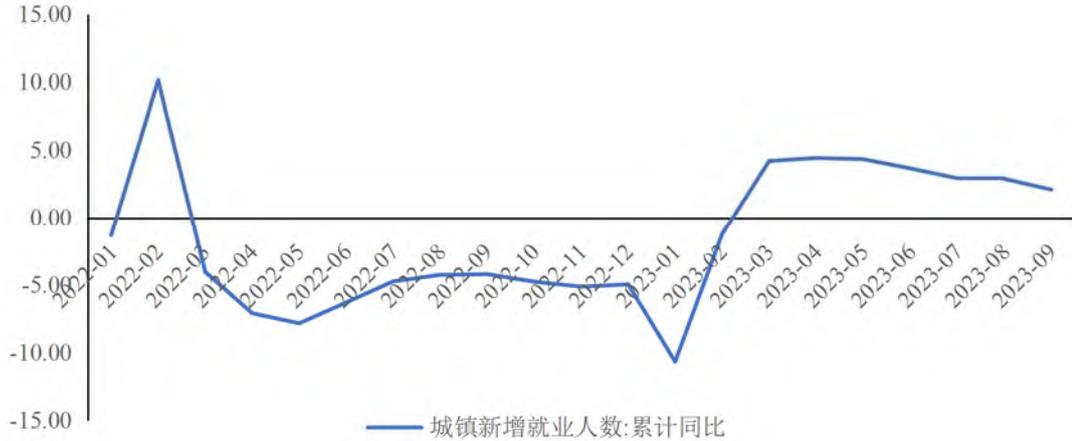


图 26 我国城镇新增就业人数变化

从居民可支配收入的角度上看，随着就业趋于稳定，人均可支配收入的变化趋势得以逆转。2022年，我国居民可支配收入累计同比不断下降，第四季度居民、城镇居民和农村居民人均可支配收入累计实际同比分别为2.9%、-1.7%和4.2%。2023年从一季度开始，我国居民可支配收入实际增速有所抬升。三季度，我国居民、城镇居民和农村居民人均可支配收入累计实际同比分别为5.9%、8.1%和7.3%，分别高于去年同期水平2.7%、8.3%和3.0%。与2019年同期水平差值分别为-0.2%、3.4%和0.9%。居民收入显著改善。

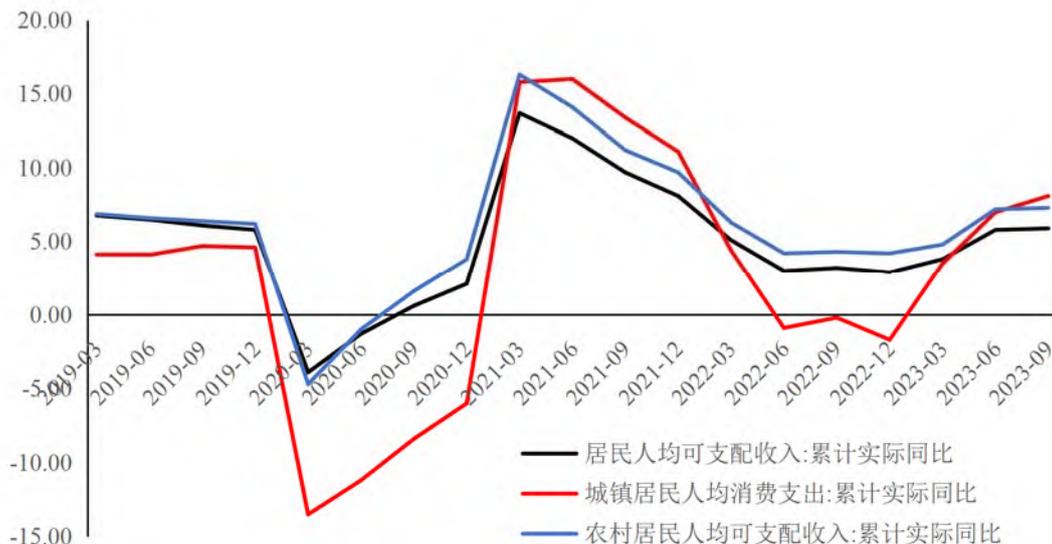


图 26 我国居民人均可支配收入变化

（三）经济运行特征小结

总的来看，2023 年的中国宏观经济运行背后有三股力量在起作用：1) 疫情后社会秩序恢复带动生产和消费正常化；2) 市场内生的总需求不足；3) 新发展格局加速落地推动高质量发展扎实推进。

由于是特殊的疫情后经济修复，2023 年最先恢复也是贯穿全年最强劲的一股力量是经济社会秩序恢复带动了生产和消费的修复。随着疫情防控的平稳转段，企业的生产扰动消失，物流顺畅，极大地推动了生产的修复。首先恢复的是生产秩序。前三季度，工业增加值累计同比增速 4%。得益于我国在疫情防控期间保市场主体的做法，中央政府和地方政府通过白名单等机制稳定国内生产，疫情三年我国的工业生产总体保持了较为稳定发展态势。这就使得工业生产虽然也得益于疫情防控转段，但是更为直接的影响还在于服务业。前三季度，服务业生产指数同比增速为 7.9%。

同样，在生活秩序修复后，商品消费和服务消费均得以提升。由于我国发达的网购，疫情期间居民的商品消费还是能够得到较为充分的满足，秩序修复带动的补偿较为有限，前三季度商品零售额增速 5.5%。而接触型服务消费实现了快速的修复。疫情期间停顿的文化旅游消费复苏，带动了餐饮、住宿、交通出行等，前三季度实现了服务零售额增速 18.9%。

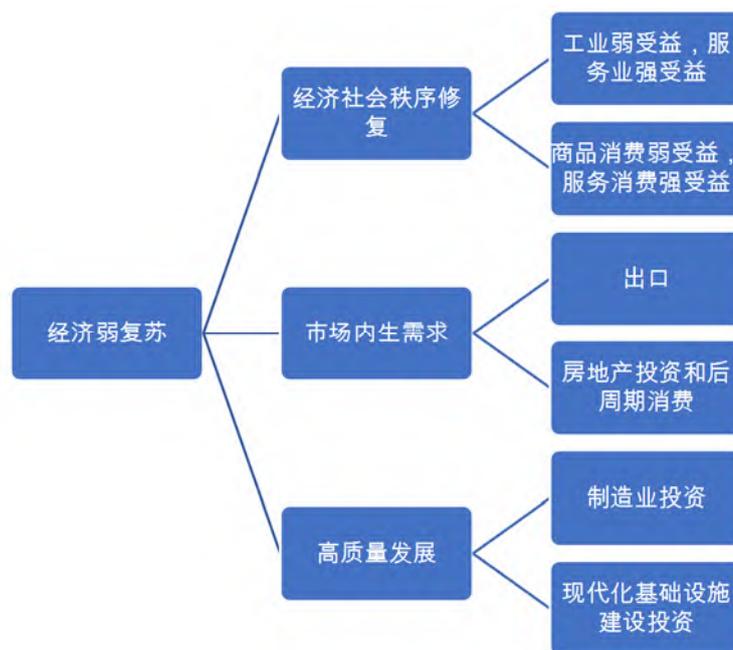


图 27 2023 年经济运行力量

在秩序修复带动经济复苏的同时，内需不足的情况也非常明显。前三季度，工业增加值两年平均增速 3.95%，四年平均增速 5.15%，最近两年甚至相比疫情前两年增速进一步明显降低，同时加之环比增速 0.36，均低于疫情前的平均水平。同样的情况也出现在服务业。前三季度，服务业生产指数两年平均增速 3.9%，四年平均增速 4.1%，最近两年平均增速进一步下降，同时显著低于疫情之前。在社会秩序正常化带动生产和消费修复之下，市场的内生动力不足产生了显著的拖累。

首先，出口，尤其是对美国和欧洲的出口不振拖累了工业修复。2023 年 10 月以美元计价的中国出口同比增速较上月回落 0.2 个百分点至-6.4%，1-10 月份累计同比增速下降 5.6 个百分点。在 2022 年 8 月份后，出口增速进入到放缓的轨道。前三季度，货物和服务净出口对 GDP 累计同比贡献率为-13%。

2023 年出口放缓体现在量和价两个方面。从数量上看，在疫情期间，我国的出口主要得益于国内完整的产业链弥补了国外的短板，我国出口占世界出口的比重不断上升。在欧美国家恢复了国内生产，特别是消费常态化之后服务消费逐渐取代商品消费，我国出口背后的“份额效应”逐渐消失。同时，欧美国家进入去库存周期后，对我国的进口进一步放缓。在出口国别上，美国、欧盟、东盟、日本和韩国成为了出口主要的拖累力量。1-10 月，外商投资企业出口 5.67 万亿元，下降 9.4%，这种国别特征和外商企业出口的加大下滑显现了地缘政治与去库存周期交织的复杂局面。在出口产品上，除汽车之外的机电产品和劳动密集型产品，例如纺织服装、家具玩具等成为了主要的拖累力量。

从价格方面看，出口价格指数徘徊在低位。在十月份，机电类产品中集成电路、液晶平板显示模组、家用电器等出口价格增速进一步放缓。一般而言，RJ/CRB 商品价格指数领先于我国的进出口价格指数走势。但是在 RJ/CRB 商品价格指数从 6 月份同比见底回升以来，出口价格指数仍然下降。这也进一步凸显了对外需求的不足。

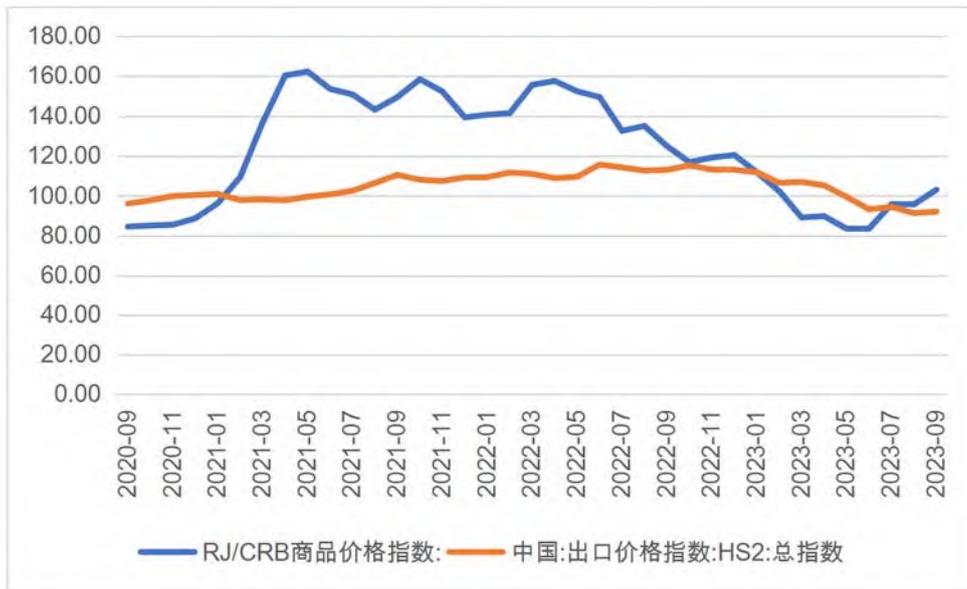


图 28 出口价格持续下行

在疫情三年，2020-2022 年外需对工业产生了重要的支撑，出口交货值保持较高增速。随着外需不断走弱，对工业的支撑力量不断下行，出口交货值增速不断放缓。2023 年后全面进入负增长区间，这是一种对疫情前经济常态的回归。随着出口的支撑力度下降，内需未能完全接棒，导致工业的产销率在 2022 年不断下降。这也对企业的资产负债表产生了进一步的压力，导致企业效益回升缓慢。

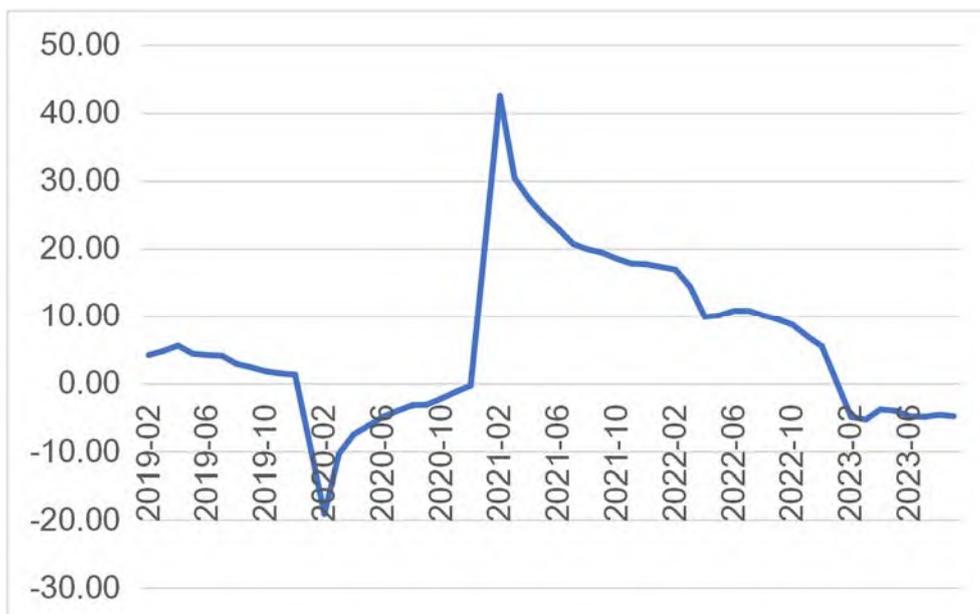


图 29 工业企业出口交货值累计同比

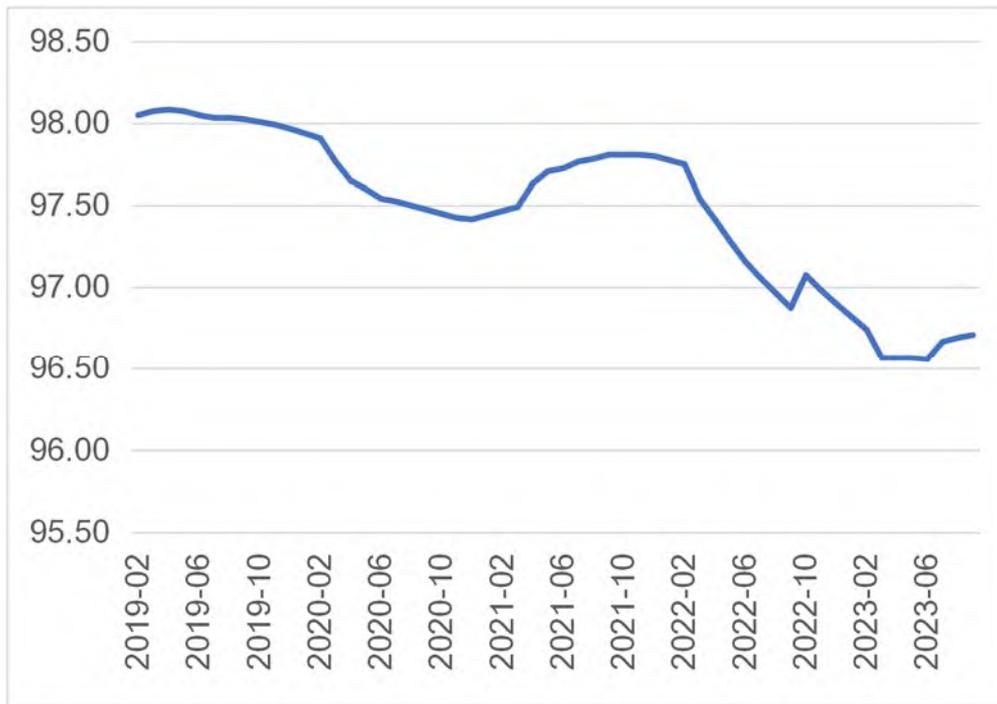


图 30 工业企业产销率（算术平均）

其次，房地产市场持续深度下行导致了房地产投资和房地产后周期消费的进一步走弱。从市场表现看，销售整体未见明显改善，核心城市短暂回暖。2023年1-9月商品房销售面积同比下降7.5%，降幅较1-8月扩大0.4个百分点；商品房销售额累计同比下降4.6%，降幅较1-8月扩大1.4个百分点，其中9月商品房销售面积、金额同比分别下降19.67%和19.23%，较8月同比降幅分别回升4个百分点。信心不足下居民购房需求进一步转向现房销售，1-9月现房销售面积与销售额同比增长14.7%和13.9%，期房同比分别下降12.1%和7.6%。根据中指数据，北京、上海、广州等核心城市新房销售面积在9月中下旬出现上升，10月以来，核心城市房地产市场保持一定活跃度，但与政策出台节点相比，多数城市市场情绪有所回落，政策效果持续性不足。

房企投资、拿地意愿依旧低迷，低基数效应下新开工降幅有所收窄。1-9月房地产开发投资完成额同比下降9.1%，降幅较1-8月扩大0.3个百分点；土地购置费同比下降5.1%，较1-8月降幅进一步扩大。得益于前期“保交楼”政策的推动，今年以来竣工持续向好，1-9月同比增长19.8%；新开工面积、施工面积分别同比下降23.4%、7.1%，降幅较1-8月收窄1个百分点、持平。单月来看，9月新开工面积同比降幅较8月收窄8个百分点至15.18%，是2021年10月以来首次收窄至20%以内，施工面积同比下降9.71%，较8月降幅收窄近20个百分点。

在核心城市销售市场保持一定活跃度下，核心城市的房地产开发投资有望逐渐好转，进而对全国房地产开发投资额形成一定支撑，但从全年来看，房地产开发投资额同比降幅仍然较大。

随着房地产市场的下行，带动了房地产后周期消费持续放缓。与房地产后周期最为直接的建筑与装潢材料在短暂上行之后又进入下降通道。前三季度，累计负增长 7.9 个百分点。家用电器与音响器材也持续位于零增长附近，考虑到此类商品具有较大的更新需求，进一步印证新增购买的降低。

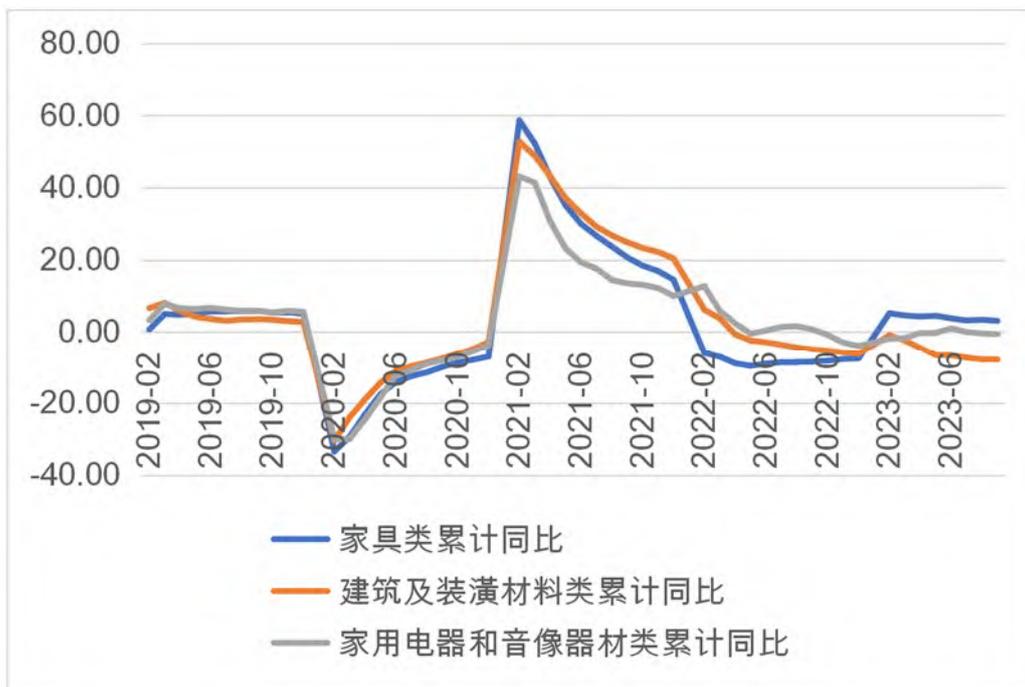


图 31 房地产后周期消费

2023 年经济运行的第三股力量是新发展格局推动的新动能。首先，制造业投资得益于经济转型升级，内生动力不断增强。一方面，绿色发展推动下，新能源产业链、汽车产业链的高景气带动了汽车制造业固定资产投资累计增长了 20.4%，带动化学原料及化学制品制造业、有色金属冶炼及压延加工、电气机械和器材制造业、金属制品、机械和设备修理业增速分别提升了 13.5 个百分点、9.9 个百分点、38.1 个百分点、79.8 个百分点。

另一方面，进口替代显著推动了制造业投资。在质量强国战略下，2023 年 7 月工信部等五部门发布《制造业可靠性提升实施意见》强调要加强智能检测技术与装备应用，推动在线检测、计量等领域仪器仪表升级，促进制造装备与检验检测设备互联互通，提高检验检测效率和精准性。仪器仪表制造业固定资产投资累计增速达到了 24.3%。

其次，基础设施建设稳步推进。第一，2023年是“十四五”规划承前启后的关键点，是重大项目加速落地期。2016年以来，重大项目年度计划投资额占当年固定资产投资（不含地产）及基建投资的比例较为稳定，占固定资产投资（不含地产）的比例在11%左右，占基建投资的比例在20%-25%。在2022年加快项目建设推进的大背景下，2023年进入全面落地期，具有较高的实物工作量。第二，现代化基础设施支撑体系逐渐成熟，项目落地推进将逐步加快。项目来源、资金来源和地方政府激励机制都在不断完善，基建可持续性不断增强。第三，基础设施建设仍然是宏观稳定政策的主要发力点。2023年专项债发行等支持力度总体保持在较高水平，宏观政策有足够的支撑。

由于2023年经济运行背后同时具有的三股力量，特别是总需求背后主要是秩序修复推动，但是内生动力不足，同时逐步显现的新动能还难以撬动庞大的存量经济，这就导致了经济运行有四个显著特点。

第一，经济复苏进程曲折。2023年最为主导的力量是生产生活秩序修复推动的经济复苏，但是内生性的市场动力不足，这就导致经济复苏产生了极强的时点性，纵观全年的经济复苏就呈现了波浪式、曲折的进程。例如，在2023年春节假期，由于秩序超预期的快速修复，大范围出行带动文旅消费提升，接触型聚集型服务业迅速修复。8月份暑期旅游潮进一步带动了交通出行和餐椅住宿等服务业修复。这两个时点的推动下，一季度和第三季度的经济增速都超过了市场预期，尤其是在一片悲观声音中，三季度增长4.9%。同时，也可以关注到黄金周出行人数从五一期间达到2019年水平的119%，回落到端午假期114%，“十一”假期的104%，这种趋势性的回落表明了主要以秩序回归为主。最后，秩序修复的表现是随着修复进程的不断推进，能够提供的新增修复越来越少，经济环比增速会不断放缓，这就产生了二季度经济指标回落等问题。

第二，与传统经济复苏过程产生诸多背离。由于本次经济修复主要是典型的秩序修复带动经济复苏，但是市场不强，这就导致了与典型的经济周期出现了诸多背离，传统的先行指标纷纷失灵。首先，交通出行的全面增长与经济增速之间的背离，即通俗说的，到处人山人海，不等于经济向好。交通出行中有大量的商务人员，导致一二线城市的酒店价格上行，但是市场的订单不足，导致进一步的“内卷”出行。其次，政策带动经济乘数明显下降。例如，货币增速与投资增速尤其是民间投资增速、货币增速与价格的背离等等。

第三，经济分化明显。首先，越体现秩序修复逻辑的行业表现越好，越依靠市场力量的表现的越弱。秩序修复首当其冲的是接触型聚集型服务业，餐饮等行业不断恢复。但是，与商品消费密切联系的制造业表现较为疲弱。其次，建筑业在基建动力推动下表现尚可，但是工业表现差强人意。再次，新动能的行业表现好，例如新能源等，但是传统行业表现差。最后，对于制造业投资的装备制造业表现好，下游消费品制造业表现较弱。

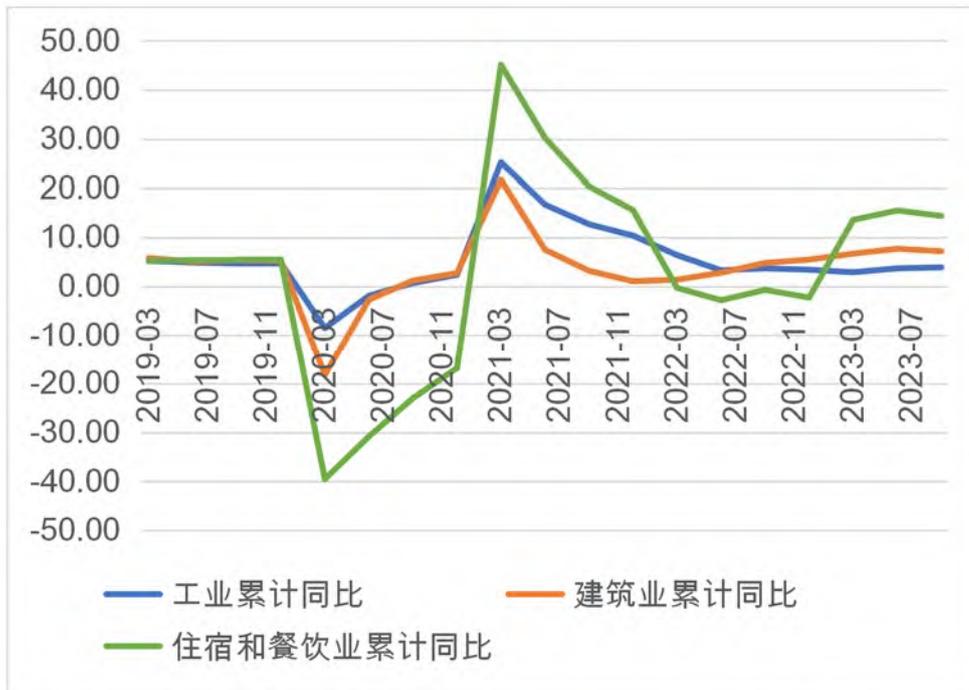


图 32 行业增速剪刀差

第四，宏观和微观感受差异大，信心修复慢。由于经济复苏过程曲折，行业间分化加剧，这就使得宏观数据与企业 and 居民的微观感受之间差异较为巨大。特别是，大量民营企业聚集在制造业下游，部分民营企业感受的经济形势会更为严峻，从而导致企业家的信心修复进程缓慢。

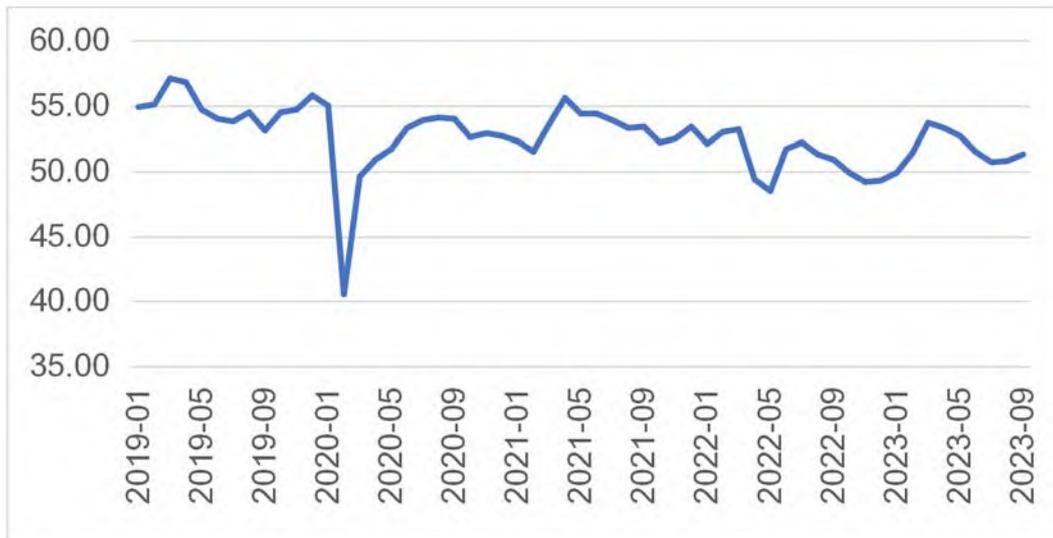


图 33 中小企业信心指数



图 34 消费者信心

第三部分 市场内生动力不足的逻辑

2023 年经济最为典型的主线是社会秩序恢复推动生产生活的复苏，同时新发展格局也带动了新动能，但是由于市场化的内生需求不足，无法在秩序修复后推动经济全面上行。2024 年依靠社会秩序恢复推动生产生活上行的动力将基本消失，更要依靠市场化的总需求拉动经济。为此，要判断未来经济发展趋势，关键在于理清市场化内生需求背后的影响因素，从而能够发现 2024 年经济运行的端倪，寻找针对性的政策。

从表象上看，市场内生需求不足是周期性。表面上看，2023 年最为典型的一个特征是库存周期不断延长，经济较长时间处在了去库存阶段，显著长于历史上的各时期。库存周期主要体现的是需求和供给之间的不匹配，在需求的波动之下产生了主动补库存、被动补库存、主动去库存、被动去库存等企业产成品库存波动。以国盛证券的分析为例，如果采用工业企业产成品存货同比代表库存变动，用企业营业收入变动代表需求变动，可以发现 2000 年以来我国库存变动大致可以划分为 2000-2002、2002-2006、2006-2009、2009-2013、2013-2016、2016-2019 这 6 轮周期，每轮 3 年左右。从 2020 年 5 月在被动补库存结束后，产成品库存增速下降，开启了主动去库存，已经持续了 3 年以上。即使考虑到疫情，2023 年全年也基本上呈现了去库存状态，显著超越了历史。



图 35 库存周期

但是，库存周期延长是供需不平衡的体现，是总需求不足的反映，但其本身并不是总需求不足的原因。综合去库存的流量和存量两方面的含义，超长去库存周期背后的一个重要原因是持续三年的疫情累积对居民、企业和地方政府的资产负债表产生了巨大冲击，各市场主体需要修复资产负债表。一方面，去库存本身就是修复的手段；另一方面，修复过程导致市场主体的支出能力和意愿随之降低，导致了内生性需求不足，库存周期不断延长。

但是如果进一步梳理总需求不足的时间点会发现，本轮总需求不足开始于 2019 年，这就意味着资产负债表冲击等疫情的“疤痕效应”并不能充分解释总需求不足。由于 2019 年经济的分化态势，其背后是大量的结构性问题。综合上述判断，本轮市场化总需求不足有周期性原因，但更主要的是结构性原因。如果

进一步探寻，很多结构问题是市场化不足而不是过度导致的，需要进一步以法治化、国际化推动市场化的深入，同时构建相适应的宏观治理机制。

（一）资产负债表冲击后修复缓慢

资产负债表是经济中的存量，是疫情三年期间经济活动累积的结果。这三年，居民、企业和地方政府的资产负债表都受到了较大冲击。

从居民部门来看的话，资产端和负债端的增速都在放缓，其中资产端的增速放缓更为明显的。从表 3 中可以看出，目前，居民负债接近 80 万亿，资产端规模 617 万亿左右。近两年理财、股票和房地产下行是居民资产端增速下行的主要拖累项，尤其是房地产，这两年资产缩水累计达到 6.4 万亿。

从负债端来看，负债的增速有所放缓。存款增加是支撑资产增长的核心原因。随着今年信心不足和储蓄动机上升，新增存款规模达到了 14.4 万亿，比去年同期进一步增强。在房地产的影响下，居民的中长期贷款的占比在波动回落。居民的短期贷款，受到疫情的冲击更加明显，而中长期贷款是房地产的调整更为显著。

表 3 居民资产负债表

位 (亿元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023前三 季度	2023.Q3相较 2022年变化	2022年相较 2021年变化
居民金融负债	405150	478954	553296	631901	711100	749397	796172	46775	38297
通货	58495	60464	64000	70665	76122	87756	89272	1516	11634
存款	651983	724439	821296	934383	1033118	1212110	1347449	135339	178992
银行理财	262906	196156	208260	230154	258100	246085	225526	-20559	-12015
金融资产									
公募基金	57960	67838	72029	89602	114579	125939	141802	15863	11361
私募基金	22201	25413	28166	33916	40541	40564	41590	1026	23
股票	184151	148039	174946	234069	311882	243113	286272	43159	-68769
债券	7305	7822	8546	8014	8016	7338	7803	464	-677
保险准备金	105518	115485	129556	146780	156791	171025	182443	11418	14234
实物资产									
住房	2201632	2689361	2997708	3347974	3686938	3654831	3623011	-31820	-32107
汽车	113859	126303	137181	148678	161117	172692	184843	12151	11575
农村固定资产	32815	33867	34948	36066	37220	38412	39578	1166	1191
资产总计	3698826	4195185	4676638	5280302	5884423	5999864	6169590	169725	115441

资产负债表数量变化的同时，关键是资产负债收益率的倒挂。目前，由于房地产市场下行，金融市场波动极大，居民资产端收益率在 2% 左右。房贷在居民负债中的占比最大，高达 76%，汽车等其它用途的银行贷款占比 21%。8 月百城首套与二套房贷主流利率持平为 3.90% 与 4.81%，加权平均仍在 4% 以上。这就使得居民一方面为了负债最小化，另一方面为了平衡收益率，开始了提前还款。在 6 月份房地产政策不断出台后，此种现象得到了一定的遏制，但是仍然在相对高位。

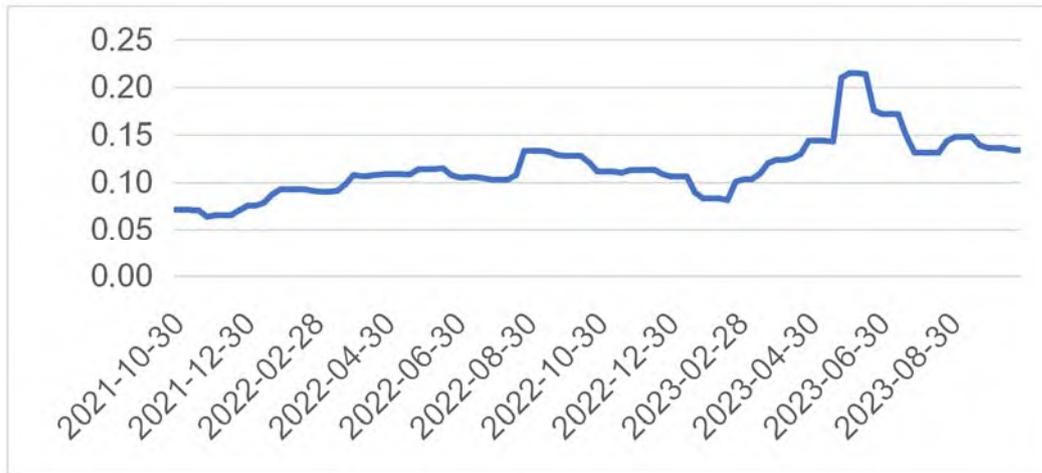


图 36 RMBS 条件早偿率

对于企业部门而言，来自于现金流恶化以及投资回报率下降，资产负债表冲击同样来自资产增速低于负债增速，开启被动去杠杆。在这个过程中，资产负债表比较分化，私营经济负债率上升更高。民营经济在经济下行中现金流的冲击会更为明显，目前利润下滑幅度也高于工业企业全体以及国有控股企业的利润下滑。对于国有企业而言，资产负债率在 2016 年有一个明显的下行，与当年对于国企的负债管控密切相关，再次上行后基本上稳定在 57.6% 左右。随着企业部门资产负债调整，非金融企业部门的杠杆率接近 177%，从全球比较而言，处于一个相对比较高的位置。

企业部门的资产负债表调整，主要受现金流以及资产回报率下滑这样的影响。传统上，企业的经营性现金流总体表现是好于投资性现金流，但是近年来，二者发生了逆转，经营性现金流持续弱于投资性现金流。这就使得企业的投融资活动更多的依赖外援性融资。

与此同时，规模以上工业企业的资产回报率以及上市公司的资产回报率，都呈现下降的趋势。现金流冲击以及资产回报率的下降，是当前企业资产负债调整的一个重要的原因，也是影响它修复的一个非常重要的因素。

目前资产负债表修复相对缓慢的企业主要包括。一类是受疫情影响需求收缩比较大，需求修复相对偏慢的下游制造行业。虽然在三季度其利润有一定修复，但总体依然较低。第二类企业是前期债务规模积累较快，但是资产回报相对不足的这一类企业，这一类企业典型的代表是各类民营经济。民营经济经营性现金流下降，更加以来外部融资。债务积累中，资产回报率进一步下行，影响了偿债能

力。从应收账款的占比来看，民营经济的应收账款占总资产的比重比平均的上市公司的高约 10 个百分点左右。在债务拖欠比较严重的背景下，民企资金的占用程度更为严重，加剧了资产负债修复的难度。

第三类就是房地产行业。2008 年以来，房地产的资产和负债的扩张是非常明显的。长期的高杠杆高周转模式之下，资产负债率快速达到了 80% 以上。随着 2021 年三道红线等相关的一些政策的出台以及疫情的一个影响，房地产行业进入到一个超调的一个状态。在这种影响之下，我们会看到资产端和负债端都发生了非常明显的一个缩表。这是与其他行业非常不同的，也是和日本当前资产负债表衰退蔓延到其他行业不同的。资产端的缩表主要是体现在资产回报率的下滑，以及房企处置资产规模快速上行所引致，负债端主要是因为筹资环境的恶化所引发的。从两端的比较上来讲，负债端的缩表相对于资产端的缩表是更为严重，这也是跟我们整体企业的表现以及居民部门的表现是非常不一样的。最近的房地产销售依然是低迷，增速下滑进一步幅度加大，加大了流动性压力。由于资金不足，房企的拿地意愿和新开工的意愿都是不足的。但是与此同时在保交楼的影响下，房地产竣工面积增速回升并且保持高位，这也是加大了流动性压力。所以总体上来看，目前房地产的资产端和负债端仍然是处于一个失衡的一个状态。这种收缩的影响，对居民、对上下游产业链的企业资产负债表的一个冲击，也是需要特别关注的。

第三个是政府部门。受房地产行业的深度调整后土地财政大幅弱化和减费降费的政策实施，政府部门尤其是地方政府部门，收支缺口在进一步加大。以地方政府为例，2022 年全国只有 9 个省的公共预算实现了正增长，29 省的基金收入，政府性基金预算收入都是在下滑的，从财政平衡率上来讲，21 省的财政平衡率都是在下降的，超过 1/3 的西部省份的这种财政平衡率是不足 30% 的。另一方面，随着扩张性的这种财政政策持续发力，考虑到 1 万亿的国债之后，无论是广义赤字率，还是狭义赤字率，今年都是再度攀升。

在这种情况下，政府部门尤其是地方政府的债务在快速的上行。但是，从国际比较上来讲的话，即使考虑隐性债务，政府部门的杠杆率不到 98%，与日本、美国、意大利等国家相比，还是有一定的空间。但是压力主要是集中在这个地方政府部门。地方政府部门事权责任不断增加，加杠杆的力度和幅度是明显高于中

央政府的，地方政府债务规模积累速度也是越来越快的。从债务结构和杠杆率比较上来讲，考虑到隐性债务，政府部门的债务 21%是来自于中央政府，其余 76%左右均是来自于地方政府。

对于地方政府部门而言，风险主要是集中在结构性和区域性方面。从结构性看，隐性债务规模相对较大，如果把隐性债务考虑进去的话，杠杆率是在进一步抬升的。从区域性上来看，无论是显性债务口径还是广义债务口径之下，随着地方财政承压，区域债务风险的异质化程度在进一步加剧。总体上来看，考虑到政府部门所掌控的资产的规模，对于当前的这个债务而言，是足以覆盖当前的这个债务规模。所以整体上而言，地方政府债务的资产负债表受到冲击之后，它的债务问题并不是一个资不抵债的一个问题，而更多的是一种是结构性问题，更多的是流动性风险。流动性风险体现在付息的压力上。从这个角度上来讲，这种流动性风险是加剧整体债务安全的一个非常重要的因素。

通过以上分析可以看出，从居民端和企业端而言，资产负债都在保持增长，但资产增速下滑高于负债增速下滑，引起这种调整的重要变量是房地产。对于企业而言，除了房地产的影响，引起资产负债调整的重要原因是现金流冲击以及投资回报的下降。对于地方政府部门而言，更多的是随着它的事权责任不断的增加之下，主要是集中在流动性风险、区域性风险以及结构性风险。但是通过上述的分析也可以看出，资产负债表的调整很大一部分是经济调整的结果，并不是日本资产价格下降导致资产负债表调整导致经济受损。我国的资产负债表调整与经济调整互为因果，更是一种放大器，而不是根本原因。

（二）结构性问题是市场化需求不足的深层次原因

如果将时间拉回到疫情之前，可以更好地看到中国经济运行的轨迹，总需求在 2019 年出现了转折点。2010-2018 年总需求相对较强，主要力量是国内需求强，但是出口在 2008 年金融危机之后长期处在弱势的水平。2019 年之后，出口形势得到了好转，恢复了持续增长态势。但是，国内消费和投资开始转弱，带动总需求下行。此种总需求结构在疫情期间依然维持，疫情中经济的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，经济开始回归 2019 年的运行结构和逻辑。总需求不足在资产负债表的冲击之下，进一步放大。

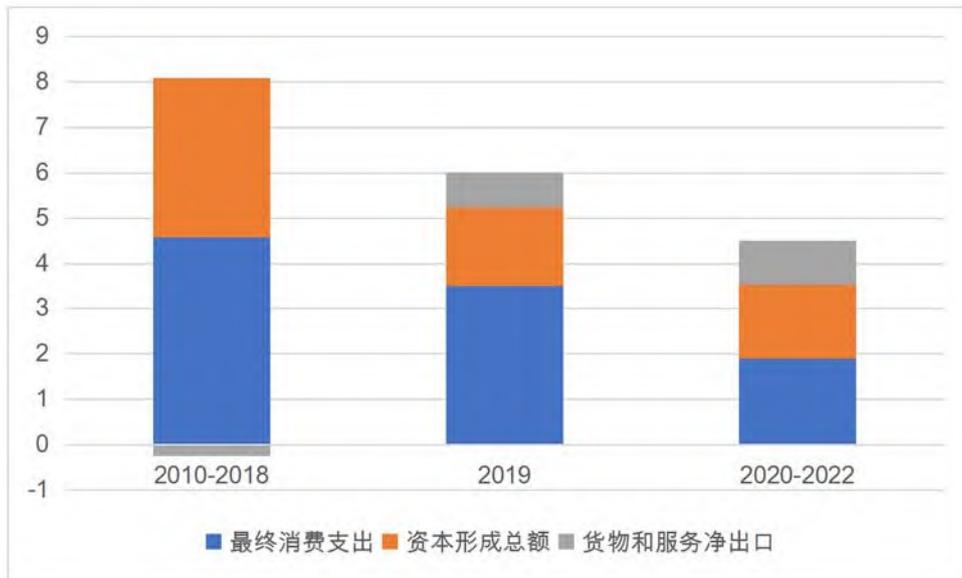


图 37 总需求模式演进

2019 年以来的总需求不足结构性变化主要体现在三个维度，居民消费、房地产市场和出口。

1. 消费动力机制失灵

对于 2023 年消费不振，一种主要的观点是居民收入放缓。这个因素确实起到了很大的作用。但是要注意到，我国城镇居民可支配收入增速长期低于名义的 GDP 增速，这并不是最近出现的，但是居民消费增速并未体现为非常弱。同时，二季度后，2023 年消费增速已经超越了收入增速。这就意味着，不能简单将消费不振简单归结为当期收入。如果做一个简单的分解，消费主要由当期收入、未来收入预期和消费倾向等因素决定。预期主要来自于消费者信心，而消费倾向不是一个简单的心理因素，更是一种社会机制。

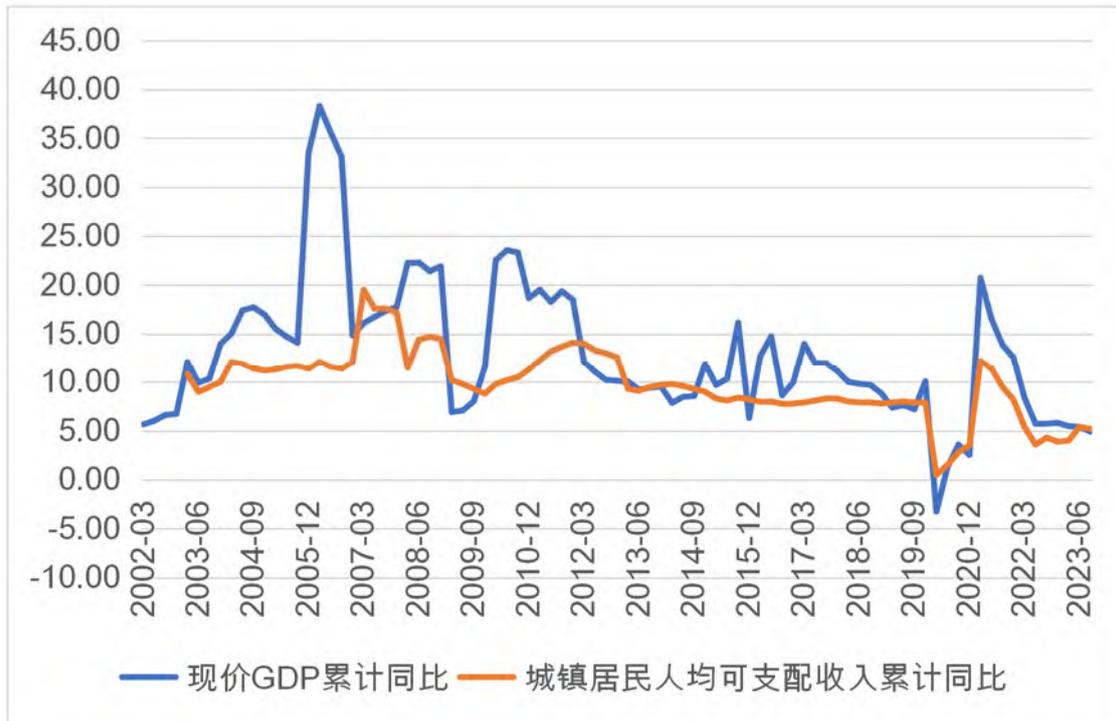


图 38 居民收入增速



图 39 居民收入与支出增速

近年来，我国消费主要依靠消费下沉来完成。随着数字化的不断推进，电商更加精准的聚焦下沉市场，拼多多崛起，直播电商借助短视频渠道不断发展。“双十一”销售额增速不断放缓往往被当作消费不足的证据，但更是一种商业模式的

替代。“双十一”的最初的设计机制是低价格，随着后期规则日益复杂、先升后降等问题不断出现，直播带货以明确的低价格模式全面扩张，取代了“双十一”的模式。这种模式产生的结果是所谓的“消费降级”。本质上，消费升级和降级需要针对同一类人群。如果简单从社会总消费模式看，随着消费下沉，也就带来了“消费降级”的问题。如果观察同一类人群，总体上消费依然是在升级。可以说，消费下沉模式带来了“消费升级”和“消费降级”并存。

消费下沉遇到了两个问题。首先，下沉空间不断收窄。随着 2022 年我国上网人数超过 12 亿，日均上网市场超过 7 个小时，C 端的流量达到了顶峰，我国逐渐从流量红利时代走向了存量时代，依靠下沉的空间变小了。

其次，下沉遇到了收入分配问题。消费下沉是创造消费空间。美国主要是通过创造中产阶级和消费信贷的办法实现了消费下沉。例如，福特通过 8 小时 5 美元工作制，首创了固定劳动时间，提高劳动工资，创造了中产阶级，也为自己的汽车培养了消费者。在大萧条时期，福特都在增加工资，以期望促进需求，激活市场。但是，我国目前收入分配状况遇到了一系列挑战。以基尼系数变化情况作为参考，改革开放之后，我国基尼系数迅速攀升，WID 基尼系数和 SWIID 基尼系数呈现出一致的变化趋势。1978-2021 年，我国基尼系数上升了 0.18 左右。

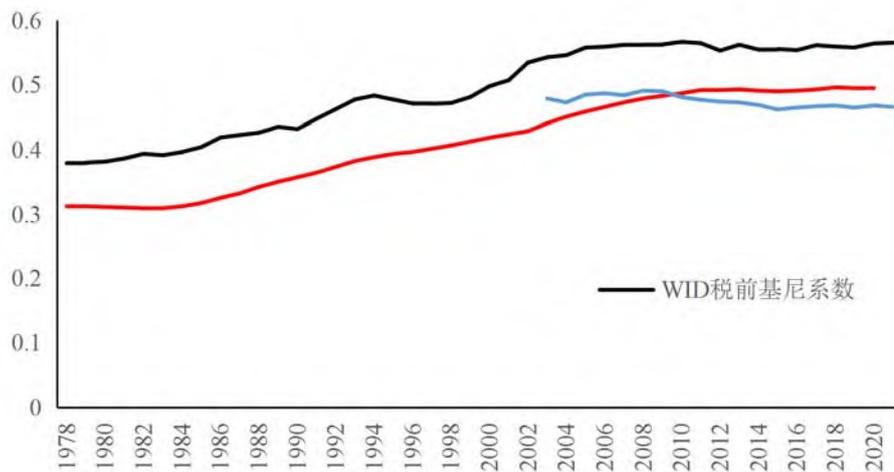


图 40 我国基尼系数的变化情况

从各阶层的收入份额来看，我国收入分配状况的恶化主要是由于底层收入份额转移至顶层导致的。改革开放以来，底层 50% 的收入份额持续下降，顶层 10% 的收入份额持续上升。1978-2021 年，顶层 10% 收入份额上升了 0.155，其中 0.116（75%）来自于底层 50%，0.041（26%）来自中层 50%-90% 的阶层。

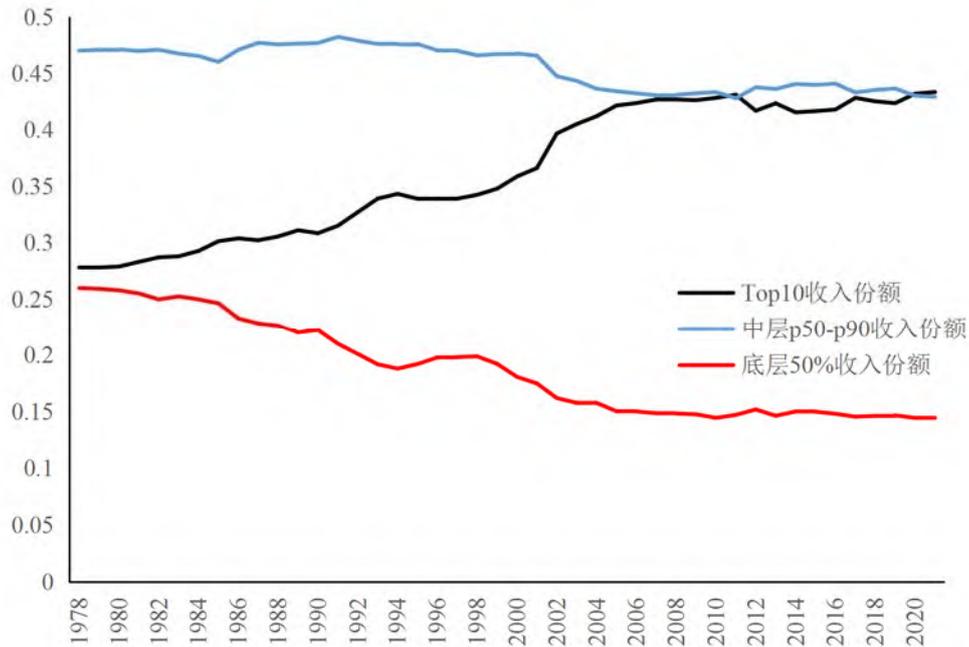


图 41 我国各阶层收入份额变化

从财富分配的维度来看，可以发现从 1995-2021 年，顶层 10% 的财富份额一直在上升，而中、底层的财富份额一直在下降。1995-2021 年，顶层 Top10% 的财富份额上升了 0.280，其中 0.181（65%）来自于中层，0.098（35%）来自于底层。从转移模式来看，财富分配变化与收入分配变化存在差异，这里顶层财富份额的上升主要是中层财富份额下降导致的。

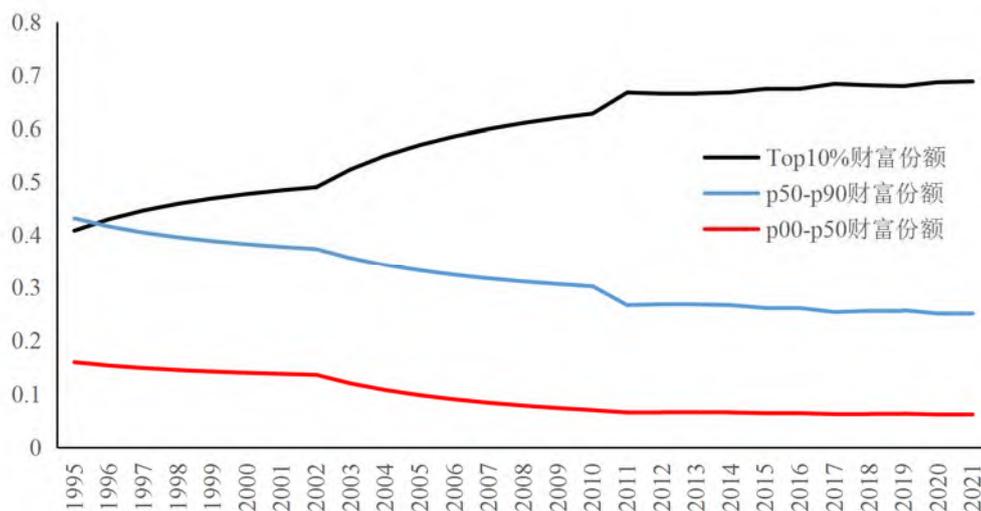


图 42 各阶层财富份额变化

由于消费在下沉过程中遇到了空间收窄和收入分配恶化问题，导致此种机制弱化，对消费的拉动作用不断减小。消费下沉的一个体现是假日经济近年来人均消费支出不断下降，虽然旅游人数上升，但对总消费的拉动力量越来越低。

消费在满足基本的生活需要之外，更是一种社会化表达，是市场经济时代塑造人的社会形象的方式。因此，在市场经济下，消费是被社会创造出来的。例如，烹饪和园艺越来越从工作变成了消耗时间和金钱的业余爱好。在市场经济中，消费会不断侵入各种社会领域，将之商品化，例如人寿保险、节日礼物化、情感商品与情感的相互构建（完善自我）等等。为了能够扩大商品种类，这就需要消费者不是简单从使用价值看待一种商品，而是从与其他商品的相互关系中理解。例如，洗衣机不仅仅是洗涤，也是家用电器阵营中不可或缺的一员。社会通过创造“意义”，就创造了一个又一个新产品和新产业，人们陷入了永不休止的消费之中，为了获取“意义”，由新产品塑造人生。社会中各种“精致生活”包围了消费者。

同时，在“消费社会”中，为了给新产品开辟通道，商品的使用价值并不是物理意义上的使用价值，而是在文化意义上。社会推崇定期更迭的思想，并不是无法使用才需要更换，而是要定期更换，从商品的需求和获取，到使用、积聚和最终的废弃，消费的终点不再是坏了，更是过时和单纯的不想要了。在特定社会文化的推动下，不断扩大的商品范围和定期更新机制就产生了消费的不断扩大。

当前，消费的社会创造机制发生了重大变化。以往，逐渐通过民生等领域的商业化实现了消费的扩张。随着以人民为中心的不断落实，社会各领域的商业化趋势逐渐逆转。

2. 房地产市场供求关系发生重大变化

对于本轮急性、深度的房地产市场调整往往从政策、疫情等周期性原因解释。例如，从政策层面上，2020年下半年以来，“三道红线”、银行贷款集中度管理、供地“两集中”、房地产税改革试点等房地产调控政策密集落地，从销售、融资和土地供应等多方面加强对房地产市场的调控。**销售层面**，针对部分城市地价、房价上涨较快等问题，多地升级楼市调控政策，深圳、长三角、珠三角等地限购、限贷、限售不断加码，同时严厉打击各类炒房行为，维护房地产市场正常秩序。**融资层面**，弱化房地产金融属性，持续推动房企去杠杆、降负债，出台针

对重点房地产企业资金监测和融资管理规则的“三道红线”、银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度以及压降信托融资额度、严格审批地产债发行、限制房企海外融资等政策，抑制房企债务增长。土地供应层面，青岛、天津、北京、杭州等 22 个重点城市推行住宅用地“两集中”同步公开出让，降低土地溢价率，合理引导房价上涨预期。按照这种理解，似乎只要放松房地产调控，就可以拯救市场，实际上并不是这样的情况。

但是，从 2021 年四季度以来，围绕“稳地价、稳房价、稳预期”，房地产调控政策开始边际调整，以需求端调控为主，供给端调控持续推进，呈现一城一策格局，但整体较为谨慎且放松程度不及以往调控周期。中央层面，出台阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限、下调首套个人住房公积金贷款利率、换购住房个人所得税优惠等政策，支持刚性和改善性住房需求；地方层面各省市优化调整政策，包括但不限于放松限购、限贷、限售、房贷利率，通过购房补贴、降低房地产交易税费等方式维稳楼市。在政策边际放松的作用下，市场有一定复苏征兆但整体仍处于低位徘徊。

对这种政策效果不佳的一种解释是疫情。一方面，疫情影响了人们的出行，降低了购买。在城市群中，房地产购买往往来自中心城市的扩散。疫情条件下，中心城市人员不能自由往返其他城市，降低了房地产购买。另一方面，疫情带来的不确定性影响了人们的收入预期，人们现在缺乏的不是贷款获得性，而是未来持续还款的信心。

疫情的影响是不容忽视的，例如，长三角地区房地产市场在上海保卫战之后一直没有有效复苏。本报告的核心观点是，疫情是放大器，加速了周期性和结构性因素变化，中国经济更要关注核心基本面的问题，而不是疫情结束就自动雨过天晴。

房地产市场是一种“慢性病”的急性发作。这种慢性病来自人口老龄化少子化趋势加速，主力置业人群占比下降，购房需求接近见顶带动房地产行业潜在增速下行，也来自于人均住房面积增长至高位且区域分化加剧，推动房地产行业进入结构调整期。2020 年我国家庭户人均居住面积达到 41.76m²，其中城市家庭人均住房面积为 36.52m²，接近 2000 年的两倍。但是仅仅这些因素不足以形成房地产市场的急性调整。

房地产市场本质上是伴随着城镇化过程的，是城镇化的载体。如果说人口是房地产的基础，城镇化是人口转化为房地产市场的传导器。在总量和结构两个方面，城镇化模式已经发生了重大变化，导致房地产市场的供求关系发生了重大变化。

第一方面，需求端总量和结构都发生了重大变化。首先，从总量上看，我国城镇化率已经达到了 65.2%。表面上看，与发达国家平均 75% 的比例还有较大空间。但是，要考虑到我国 94% 的人口居住在胡焕庸线以东，尤其是东南沿海地区。在沿海地区，城镇化率已经接近 70%，与国际发达国家平均水平差距已经不大，总量空间不断缩窄。

同时，要考虑到我国的城镇化非常特殊¹。中国由于存在城乡分割和区域分割制度，劳动力和人口在城乡之间、产业之间、区域之间不能完全自由流动就业和居住，中国的城市化水平明显滞后于工业化。改革开放初期的 1978 年，中国的工业化率达到了 72.3%，城市化率却只有 17.9%，两者相差 54.4 个百分点。20 世纪 80 年代的改革开放促进了要素跨地区、跨部门和跨城乡流动，也促进了城市化水平的提高，但城市化率与工业化率的差距仍在高位。在“十五”计划期间，中央总体上采纳了国家计委提出的实施城市化战略的建议。在中共中央十五届五中全会通过的“十五”计划建议中，首次提出要实施城镇化战略。这一表达虽然没有完全接受国家计委关于实施城市化战略的建议，但这是党中央和国务院第一次把城镇化问题上升到国家战略层面，并在五年计划中予以描述和实施。其中，城市化和城镇化一字之差的变化，依然体现了决策层对城市化的某种担忧，不希望看到人口向城市特别是大城市过度集中，更倾向于“离土不离乡”的人口转移模式。这就意味着，目前在总量层面上，考虑到人口分布不均衡，国内的城镇化率将会进一步放缓。

其次，从结构上看，我国从土地为导向的增量模式走向现有人口为核心的存量模式，我国城镇化 40% 来自人口从农村移动到城市，40% 来自城市面积扩大，即从乡村征地，20% 来自城市人口的自然繁衍。城市人口住房改善和新增人口的住房需求带来了房地产市场的发展。

¹ 徐林，《中国区域发展战略、规划、政策的演变和机制改革》，《比较》，第 123 辑，2023。

2013年12月，中央城镇化工作会议强调，“要以人为本，推进以人为核心的城镇化”。2014年3月，十二届全国人大二次会议进一步提出，“要推进以人为核心的新型城镇化”；同年3月，中共中央、国务院印发《国家新型城镇化规划（2014—2020年）》，明确要求新型城镇化要“以人的城镇化为核心”。2020年10月，党的十九届五中全会再次强调，要“推进以人为核心的新型城镇化”。2021年3月，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》进一步强调，要“坚持走中国特色新型城镇化道路，深入推进以人为核心的新型城镇化战略”。以人为核心的新型城镇化战略将增量城镇化模式转变为存量优化模式，重点解决已经在城镇中人口的公共服务均等化。这就使得我国城镇的房地产市场需求端从新进城和刚需为主，逐渐将过渡到改善型为主，需求的结构将发生根本变化。

第二方面，房地产行业的供给模式也需要发生重大变化。以人为核心的新型城镇化战略下，现有房地产企业下沉开发模式转变回城市更新为代表的存量优化模式。这种模式在目前主要体现在一线和二线核心地段。

这种调整的困难之处是土地的非流动性导致房地产企业的资产方调整极为困难。房企拥有三线四线等土地，随着城镇化模式的改变，资产价值下降，无法通过有效盘活变为一二线土地。这种资产非流动性类似次贷危机中，雷曼兄弟带来的市场问题。在非流动性无法有效解决之前，房地产的调整还会持续。

3. 全球价值链贸易模式受到冲击

全球化的贸易模式大致上可以分为两个阶段。1815—1990的第一阶段，是商品贸易全球化的黄金时期，通过运输成本和贸易成本下降推动了全球化，主要形态是发达国家生产、发展中国家消费。由于专业生产知识集中在发达国家，加上生产的规模经济，全球化模式是几个西方发达国家集中生产，产品在低运输成本和关税的推动下出口全球。这种全球化模式使得北方国家全面实现了工业化，而亚洲等南方国家未能大规模实现工业化。虽然各国经济都有增长，但是北方发达国家的经济增长更快，使得南北间收入水平发生大分流。这段时间的国际贸易繁荣发展也推动了城市化加快发展。在这种模式下，发达国家获利较多。

1990年之后，全球化的动力发生了新变化，全球化贸易模式逐渐进入了以全球价值链为标志的第二阶段，开始了全球生产、全球消费时代。在此阶段，商

品贸易成本下降不大，但是信息成本大幅度下降。信息与通讯技术革命下，信息处理能力、通讯能力和存储能力大幅度提升。摩尔定律下运算能力 18 个月翻一番，吉尔德定律下信息传输带宽 6 个月翻一番。在全球大危机之前，1986 至 2007 年世界信息存储容量每年以 23% 的速度增长，电信通信以 28% 的速度增长，计算能力以每年 58% 的速度增长。

伴随着信息成本变化的同时，货物空运的快速发展也推动 1990 年之后的全球化新模式。1990 年前后最大的变化在于前苏联领空的全面开放，极大推动了世界空运的便捷性。货物空运的优势不在于成本，关键在于速度。时间的节省带来了货物流动的确定性，从而可以解决国际生产网络中出现的任何问题。

总的来看，1990 年之后最大的变化是迅捷性。这种迅捷性伴随着信息成本下降带来的知识流动，推动了全球价值链模式的迅速崛起。与商品贸易模式下国内生产、全球销售的模式主要区别在于，全球价值链模式是跨国公司在国际范围内配制生产过程，知识流动带动了离岸生产。在这种模式下，企业内部的生产任务被打散，在全球内进行资源配置，形成世界生产、全球销售的模式。

伴随着全球性资源配置，在这段时期大量发展中国家接受了新自由主义的观点，撤销利率管制，消除信用控制，国有银行和金融机构私有化，金融交易的全球化增加了金融资源在不同区域和领域的流动性。但是，在这些金融交易中，很大一部分资金与生产性活动并无关系，更多的是以高风险的对冲基金以及只涉及货币交易的货币市场与证券市场的形式增长。这些交易以未来的利润作为赌注快速自由流动，产生了很强的繁荣衰退模式，例如一九九七年九八年的东南亚金融危机。

同时，伴随着离岸外包，产业从发达国家大规模外迁。从 1990 年，G7 国家占全球 GDP 份额 2/3 降到目前不到 50%，下降 17 个百分点。与之对应的，中国、印度、巴西、印度尼西亚、尼日利亚、韩国、澳大利亚、墨西哥、委内瑞拉、波兰以及土耳其收获了其中 14 个百分点，世界剩下的接近 200 个国家占据了 3 个百分点。这些国家的出口增长要么是来自于制造业增长，要么是来自于其他国家带动的原材料增长。这里面只有印度比较特殊，40% 来自于服务业。

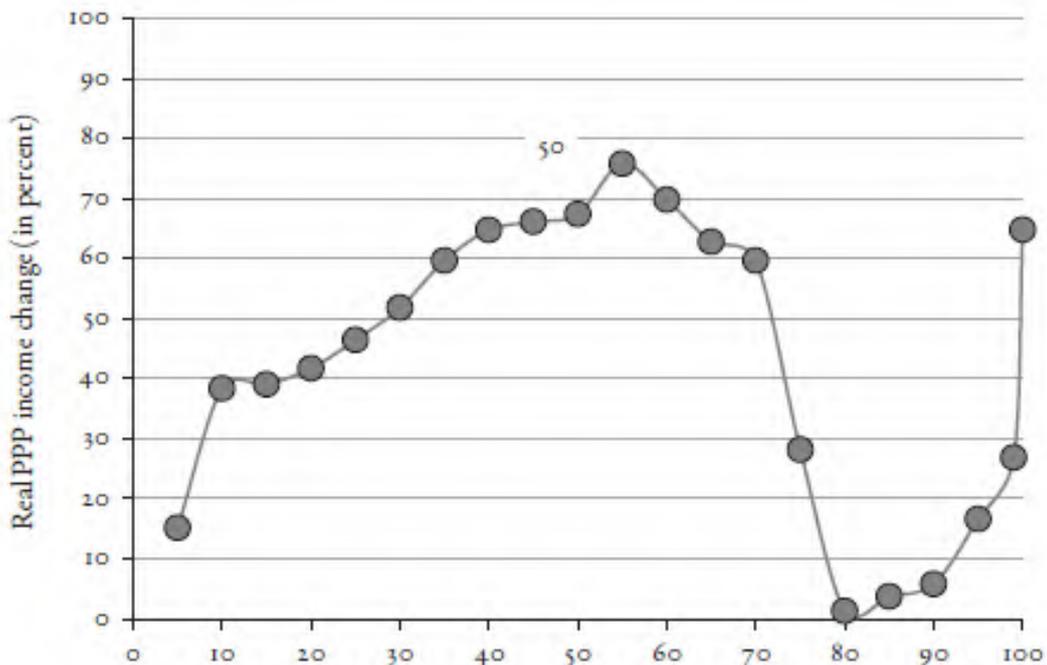


图 43 全球收入极化

资料来源：鲍德温（2020）

正是由于此阶段全球化并没有带来包容性全球增长，甚至导致了对发展中国家的大量环境破坏等不对称影响，各国国内对参与这样的全球化意见不一。跨国公司的产业链企业和金融企业积极参与，很多本土公司面临竞争举步维艰。由于世界贸易组织主要框架是针对国家主体，针对商品贸易，在信息成本推动下，其调节机制失灵。在当前国际组织的调节能力缺失的情况下，全球化回到了类似一战前的情况，国内政治议题开始起到了越来越大的作用，逐渐压过了简单的自由贸易和金融议题。在这种情况下，各国纷纷建立自己的朋友圈，通过新的机制推动信息成本下的贸易和数字贸易。这就使得全球化日益碎片化，各国的开始各自为战。

在这种逻辑之下，2023年中国净出口变化包括周期性的外部需求不足带来的下行压力，与此同时，以美国为首的西方国家持续在全球产业链供应链上对我国进行遏制打压，俄乌冲突和巴以战争的激化扩散冲击着世界关键资源市场，也阻碍着我国外贸平稳运行。

2023年第一季度出口情况较上年年末有所改善，新出口订单指数在2月重达荣枯线，增至51.9%（以美元计价的出口金额在2月下降明显主要是因为美国加

息导致的人民币走弱)。然而受海外需求收缩及订单积压效应减弱的影响,5月出口额回落明显,在高基数下当月同比增速跌至-6%,我国新出口订单指数持续走低,在7月下行至47.7%。自第三季度以来,我国出口总额呈现改善趋势,出口金额实现正增长,其中9月环比增长144亿美元达近年同期最高值,然而由于高基数效应、主要贸易伙伴国PMI回落、我国节假日等因素,10月出口金额环比下降8.12%,低于市场预期水平。综合来看,我国2023年1月至10月以美元计累计出口总额较去年同期减少5.6%,但以人民币计贸易顺差较去年仍有所扩大,达47887.6亿元,表明虽然出口增长疲态,但净出口对经济的拉动作用仍然强劲。



图 44 中国月度出口总额及同比增长情况

从出口国别结构看,2023年1月至10月中国对发达经济体出口贸易额相较2022年同期下降较大,其中对欧盟、美国、加拿大、中国台湾的累计出口额降幅超过10%,分别为10.6%、15.4%、17.8%、19.0%,对日本、韩国、中国香港的出口也分别呈8.6%、8.2%、8.0%的负增长,与之相反,受国际政治因素影响,我国对俄罗斯、非洲国家的出口保持强劲增长,累计同比增长达到52.2%和8.0%,在一定程度上对我国出口形成支撑。从整体趋势看,我国对欧盟、美国和日本的出口占比分别由2020年的15.1%、17.4%和5.51%下降至2023年前10个月的15.06%、14.86%、4.70%,而俄罗斯、非洲地区对我国出口贡献则由4.41%、1.95%上升至5.13%、3.23%。这表明随着近年地缘政治矛盾激化,欧盟、美国和日本

等传统发达经济体对拉动我国出口的重要性相对下降，而俄罗斯和非洲地区的地位则不断上升，另外，东盟和金砖国家对我国出口的支撑作用也不断增强，该出口结构的变化反映我国对外战略调整，逐步实现出口市场多元化，有利于分散风险，提升我国产业链供应链韧性水平。

表 4 2023 年 1 月至 10 月我国对主要国别（地区）出口情况

单位：亿美元

出口最终 目的国（地）	进出口		出口		累计比去年同期±%	
	10 月	1 至 10 月	10 月	1 至 10 月	进出口	出口
欧洲联盟	612.6	6552.8	385.8	4205.7	-7.5	-10.6
美国	555.1	5507.7	431.7	4150.3	-13.2	-15.4
东南亚国家	782.1	7473.0	414.8	4288.5	-5.0	-5.3
日本	263.7	2627.9	129.2	1312.5	-12.2	-8.6
中国香港	256.6	2316.9	249.1	2199.5	-5.6	-8.0
韩国	260.8	2564.2	118.2	1236.8	-15.7	-8.2
中国台湾	248.4	2199.1	59.5	563.0	-18.4	-19.0
澳大利亚	186.2	1898.9	66.5	611.3	4.0	-4.2
俄罗斯	197.9	1964.8	86.9	900.8	27.7	52.2
印度	110.0	1127.5	94.8	973.5	-0.1	-0.5
英国	81.3	813.2	64.4	647.1	-5.6	-4.3
加拿大	68.9	725.5	33.6	371.7	-5.3	-17.8
新西兰	15.7	181.1	6.2	65.3	-15.1	-14.9
拉丁美洲	399.5	4046.6	192.2	2047.0	-0.4	-3.9
非洲	232.8	2348.4	132.6	1433.5	0.8	8.0

数据来源：中华人民共和国海关总署

从出口产品结构看，2023 年 1 月至 10 月机电产品出口累计比去年同期下滑 3.3%，具体来讲，机电产品中自动数据处理设备及其零部件、集成电路、手机出口降幅较大，分别为 22.5%、14.1%和 8.0%，而汽车、汽车零配件和船舶出口表现强劲、韧性较强，累计同比增速分别达到 77.9%、9.0%和 21.0%，拉动我国出口增长。除此之外，塑料制品（-5.0%）、服装及衣着附件（-8.7%）、纺织（-9.8%）等劳动密集型产品和高新技术产品（-13.0%）总体上出口增长乏力。

表 5 2023 年 1 月至 10 月我国重点产品出口情况

商品名称	累计比去年同期±%		商品名称	累计比去年同期±%	
	数量	金额		数量	金额
农产品*	-	0.3	家具及其零件	-	-8.5
稀土	7.7	-27.7	机电产品*	-	-3.3
中药材及中式成药	-1.0	-2.8	通用机械设备	-	1.4
肥料	28.2	-15.3	自动数据处理设备及其零部件	-	-22.5
塑料制品	-	-5.0	手机	-6.5	-8.0
箱包及类似容器	13.2	4.7	家用电器	8.4	2.0
纺织纱线、织物及其制品	-	-9.8	集成电路	-4.1	-14.1
服装及衣着附件	-	-8.7	汽车（包括底盘）	62.4	77.9
钢材	34.8	-7.8	汽车零配件	-	9.0
成品油	33.2	11.6	船舶	20.2	21.0
未锻轧铝及铝材	-17.1	-29.4	高新技术产品*	-	-13.0

数据来源：中华人民共和国海关总署

从贸易方式看，2023 年一般贸易出口额、来料加工装配贸易出口额和进料加工贸易出口额同比增长率均呈现第一季度回升、第二季度回落和第三季度逐渐恢复的特征，且三者均在 3 月达到增长峰值，同比增速分别为 31.2%、-3.2%和 -5.7%。加工贸易始终呈负增长，表明其规模同往年不断收缩，而一般贸易出口同比增长水平始终大于加工贸易出口，一般贸易所占比重不断扩大，中国贸易结构持续优化，产业不断向全球价值链中高端迈进。

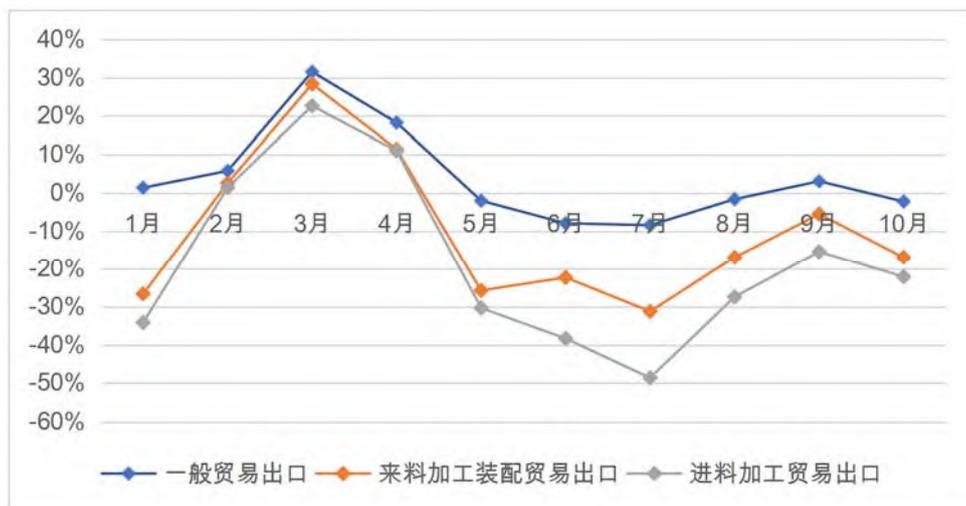


图 45 一般贸易出口与加工贸易出口逐月同比增速

从出口企业结构看，在欧美“回流、近岸加友岸”和“在中国为中国”的策略下，中国的贸易正在发生重构。与往年一致，2023 年前三季度私营企业出口贡献大于外资企业和国有企业，且占出口总额的比例相较 2022 年的 59.37% 上升至 61.56%，从同比增速来看，国有企业、外资企业均呈现 -0.1%、-9.5% 的负增

长，仅私营企业保持 6.4% 的正增长，私营企业作为中国出口主力军的地位在 2023 年愈发凸显。

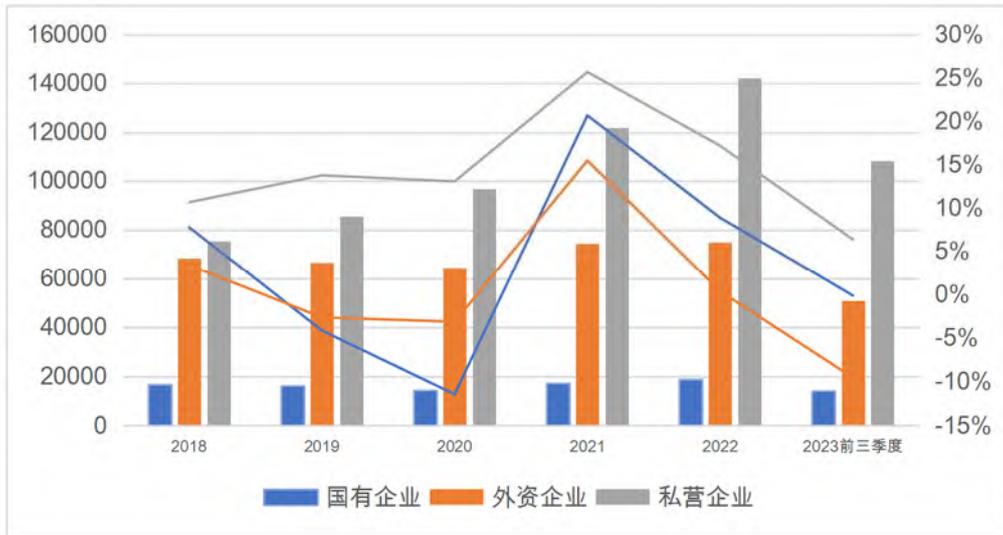


图 46 中国不同企业类型出口额（亿元人民币）及同比增速

（三）政策组合传导不畅

1. 货币政策传导效率下降

2023 年 3 月、9 月两次下调存款准备金率，释放中长期资金超过 1 万亿元；6 月、8 月两次降低政策利率，带动贷款市场报价利率等市场利率持续下行。8 月，推出房地产金融“政策包”，调降首付比、房贷利率下限，完善二套房认定标准；指导商业银行调整存量房贷利率，居民家庭每年节省支出约 1700 亿元，惠及约 5000 万户家庭、1.5 亿人。两次增加支农支小再贷款、再贴现额度。延长实施普惠小微贷款支持工具等 6 项结构性货币政策工具。

近期，市场利率继续上行。为保持市场流动性合理充裕，中国人民银行灵活开展逆回购操作，并大规模加量续做 MLF 操作，以缓解银行体系流动性压力。首先，加大公开市场逆回购操作。10 月末，央行公开市场逆回购余额高达 2.69 万亿元，处于历史高位。11 月 15 日，央行开展了 4950 亿元的 7 天逆回购操作，中标利率为 1.8%。为市场提供短期流动性支持，保持市场利率稳定。其次，MLF 操作。11 月 15 日，央行开展了 14500 亿元的 1 年期 MLF 操作，中标利率为 2.5%。此次操作规模较上月有所增加，净投放量为 6000 亿元，有助于缓解银行体系中长期流动性压力。

10月31日，银行间存款类机构的隔夜回购利率 DR001 和 7 天回购利率 DR007 分别为 1.86% 和 2.08%，资金面较为平稳。银行间包含非银机构的隔夜回购利率 R001 为 3.22%，交易所非银机构集中竞价成交的隔夜回购利率 GC001 为 3.07%，均处于月末正常水平。



图 47 货币市场利率走势

2023 年前十个月，信贷增长稳定性增强，在高基数上继续保持同比多增，较好满足了实体经济有效贷款需求。10 月末，金融机构本外币贷款余额为 240.2 万亿元，同比增长 10.3%。人民币贷款余额为 235.33 万亿元，同比增长 10.9%。前十个月人民币贷款增加 20.49 万亿元，同比多增 1.68 万亿元。10 月份人民币贷款增加 7384 亿元，同比多增 1058 亿元。10 月末，外币贷款余额 6782 亿美元，同比下降 14.1%。前十个月外币贷款减少 634 亿美元，同比少减 598 亿美元。10 月份外币贷款减少 75 亿美元，同比少减 188 亿美元。

信贷结构持续优化。到第三季度末，金融机构贷款投向有如下特点。第一，企事业单位贷款稳步增长，中长期贷款增速维持高位。企（事）业单位中长期贷款余额 98.12 万亿元，同比增长 17%；前三季度增加 11.84 万亿元，同比多增 3.16 万亿元。第二，工业、服务业和基础设施业中长期贷款保持较高增速。工业中长期贷款余额 21.05 万亿元，同比增长 30.9%，增速比各项贷款高 20.7 个百分点；前三季度增加 4.04 万亿元，同比多增 1.41 万亿元。服务业中长期贷款余额 61.79 万亿元，同比增长 13.3%。房地产业中长期贷款余额同比增长 6.2%，增速比上年末高 2.2 个百分点。基础设施业中长期贷款余额 36.76 万亿元，同比增长 15.1%；

前三季度增加 4.08 万亿元，同比多增 1.02 万亿元。第三，普惠金融各领域贷款增长较快。普惠小微贷款余额 28.74 万亿元，同比增长 24.1%，前三季度增加 4.95 万亿元，同比多增 1.01 万亿元。第四，涉农贷款持续增长。涉农贷款余额 55.8 万亿元，同比增长 15.1%；前三季度增加 6.63 万亿元，同比多增 1.17 万亿元。第五，房地产贷款增速下滑态势有所企稳。房地产贷款余额 53.19 万亿元，同比下降 0.2%，与 8 月份持平，增速下滑态势有所企稳。房地产贷款增速比上年末低 1.7 个百分点，低于各项贷款增速 11.1 个百分点；前三季度减少 333 亿元，同比少增 8821 亿元。

表 5 2023 年人民币贷款结构 单位：亿元

	10 月末余额	同比增速	当年新增额	同比多增额
人民币各项贷款	2353309	11.3%	213456	239575
住户贷款	795826	6.8%	46503	50863
企（事）业单位贷款	1537074	13.5%	161866	183363
非银行业金融机构贷款	7862	39.4%	2332	2223
境外贷款	12547	33.2%	2755	3125

贷款加权平均利率持续处于历史低位。利率市场化改革持续深化，贷款市场报价利率（LPR）改革效能和存款利率市场化调整机制重要作用有效发挥，实际贷款利率稳中有降，社会融资成本明显下降。10 月 20 日，1 年期和 5 年期以上贷款加权平均利率（LPR）分别为 3.45% 和 4.2%，这是继 7 月 20 日（3.55% 和 4.2%）以来的又一次下调。企业贷款利率下行，今年 1 月至 9 月，新发放企业贷款加权平均利率为 3.91%，比 2022 年同期下降 0.32 个百分点，其中 9 月企业贷款加权平均利率为 3.82%，处于历史最低水平。发挥首套住房贷款利率动态调整机制作用，前 9 个月新发放个人住房贷款利率为 4.13%，同比下降 0.88 个百分点。

2023 年存款增加较多。10 月末，金融机构本外币存款余额为 287.28 万亿元，同比增长 10.1%。人民币存款余额为 281.65 万亿元，同比增长 10.5%。前十个月人民币存款增加 23.13 万亿元，同比多增 5575 亿元。外币存款余额为 7844 亿美元，同比下降 9.2%。前十个月外币存款减少 696 亿美元，同比少减 632 亿美元。

在货币政策的推动下，10 月末，广义货币供应量（M2）余额为 288.23 万亿元，同比增长 10.3%，比上年同期低 1.5 个百分点。狭义货币供应量（M1）余额为 67.47 万亿元，同比增长 1.9%，增速分别比上月末和上年同期低 0.2 个和 3.9 个

百分点。流通中货币（M0）余额 10.86 万亿元,同比增长 10.2%。当月净回笼现金 688 亿元。前三季度净投放现金 4623 亿元。

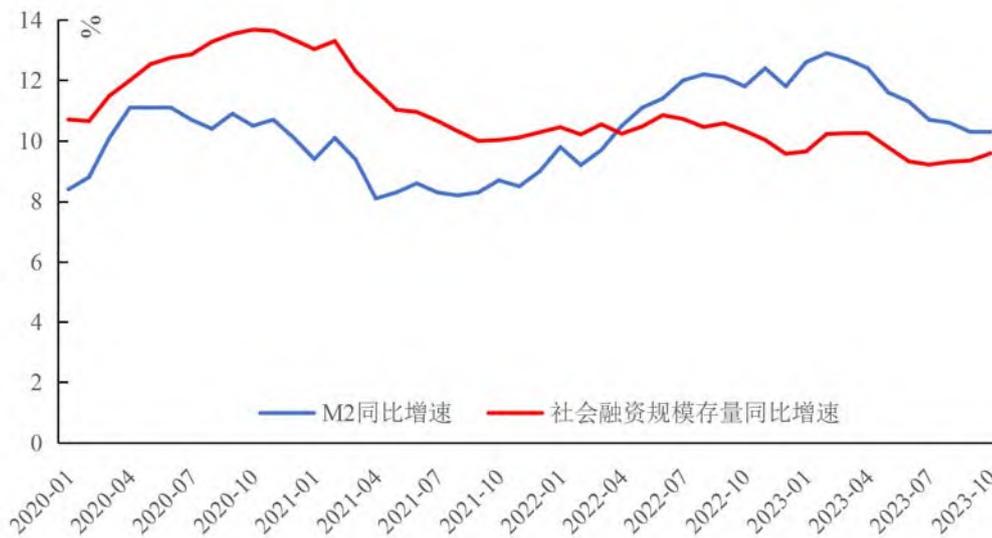


图 48 广义货币（M2）和社会融资规模存量同比增速

10 月末社会融资规模存量为 374.17 万亿元，同比增长 9.3%。2023 年前十个月社会融资规模增量累计为 31.19 万亿元，比上年同期多 2.33 万亿元。10 月份社会融资规模增量为 1.85 万亿元，比上年同期多 9108 亿元。主要有以下特点：

一是人民币贷款快速增长。10 月末金融机构对实体经济发放的人民币贷款余额为 233.26 万亿元，同比增长 10.7%，占同期社会融资规模存量的 62.3%，同比高 0.8 个百分点；十月份对实体经济发放的人民币贷款增加 4837 亿元，同比多增 232 亿元。

二是政府债券同比多增。十月末政府债券余额为 67.71 万亿元，同比增长 14.3%，十月份政府债券净融资 1.56 万亿元，同比多 1.28 万亿元。企业债券同比少增，十月末企业债券余额为 31.44 万亿元，同比下降 0.7%；非金融企业境内股票余额为 11.34 万亿元，同比增长 8.9%。十月份企业债券净融资 1144 亿元，同比少 1269 亿元，非金融企业境内股票融资 321 亿元，同比少 467 亿元。

三是表外融资有增有减。委托贷款、信托贷款及未贴现的银行承兑汇票同比分别多增 797 亿元、3980 亿元、2619 亿元。存量上，十月末委托贷款余额为 11.31 万亿元，同比增长 0.5%；信托贷款余额为 3.85 万亿元，同比下降 0.3%；未贴现的银行承兑汇票余额为 2.65 万亿元，同比下降 1.8%；增量上，十月份委托贷款

减少 429 亿元，同比多减 899 亿元；信托贷款增加 393 亿元，同比多增 454 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 2536 亿元，同比多减 380 亿元；

表 6 2023 年社会融资规模

单位：万亿元

	10 月末余额	同比增速	当年新增额	同比多增额
社会融资规模	374.17	9.6%	29.96	32.75
其中：人民币贷款	233.26	11.2%	20.83	23.42
外币贷款（折合人民币）	1.78	16.4%	-0.06	-0.35
委托贷款	11.31	0.4%	0.07	0.05
信托贷款	3.85	0.3%	0.1	-0.01
未贴现的银行承兑汇票	2.56	1.9%	-0.01	-0.05
企业债券	31.44	0.7%	0.43	-0.21
政府债券	67.71	14.3%	7.52	8.46
非金融企业境内股票融资	11.34	8.9%	0.7	0.93
其他融资	12547	33.2%	2755	3125
其中：存款类金融机构资产支持证券	1.52	-24.8%	-0.47	-0.5
贷款核销	8.30	16.2%	0.96	1.16

总体看来，2023 年的货币政策表现积极。但是，今年在货币政策方面出现了大量金融指标之间的背离。首先，从 2022 年以来，广义货币增速一直维持在 10% 以上，并且持续高于 M1 增速。在经济增长相对疲弱的状态下，M2 与 M1 增速之差往往为正，而当经济增长相对较好时，M1 增速一般会反超 M2 增速。当前，二者的差距正在逐渐加大，并且表现出一定持久性。其次，从 M2 与社融增速差来看，大多数时间社融增速都快于 M2。但自 2022 年以来，M2 增速明显快于社融增速。由于社融是当期新增融资，属于流量，而 M2 更多是一种存量。M2 增速高于社融意味着生成的流量更多地转化为存量，货币难以真正传导到实体经济。这就导致在当前的修复阶段，货币政策没有真正的传导抓手，从而无法转向资产负债表以及结构性内生动力的修复。

2. 财政政策乘数减小

2023 年在财政政策方面基本上是平稳运行，但是相对于经济而言，财政力度依然存在偏弱，政策传导效果不断下降。

第一，财政收入方面。在 2023 年前三季度中，全国一般公共预算收入共计 166713 亿元，同比增长 8.9%，较前值增速进一步下降，延续了 6 月开始的下行

趋势。其中，受去年同期高基数影响，非税收入累计同比增长-4.1%；税收收入累计同比增速为11.9%，降幅较上月有所收窄。从当月数据来看，9月份全国一般公共预算收入为14917亿元，同比增速为-1.26%，较前值回升3.33个百分点；剔除留抵退税因素后，同比增速由8月的-7.8%改善至-1.2%。

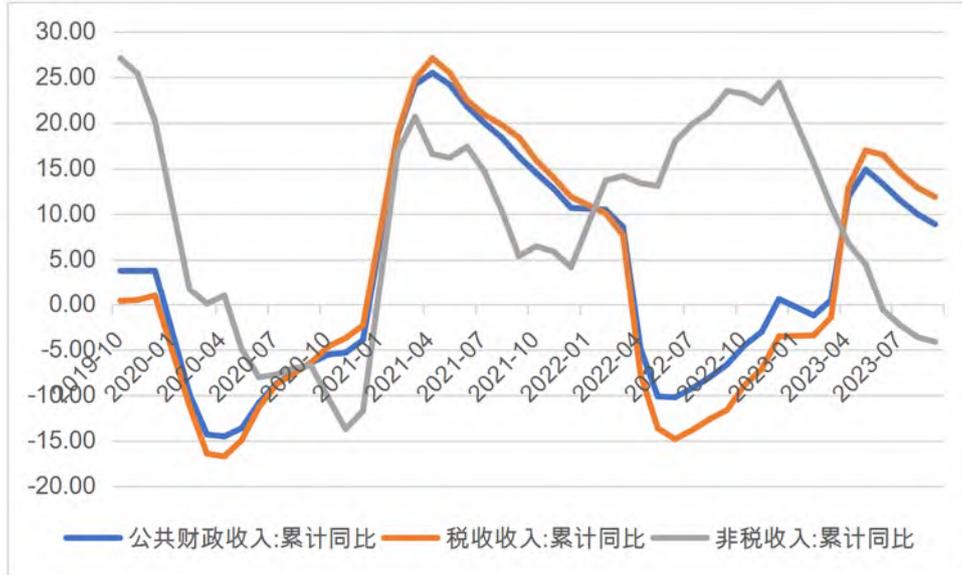


图 49 公共财政收入累计增速

分税种来看：（1）**经济修复**。9月份，与经济运行状况相关的增值税（剔除留抵退税因素后）和企业所得税同比增速较前值均有大幅改善，反映出前期的政策开始产生积极效果。特别是考虑到这是在进一步出台增值税优惠政策的情况下取得的成绩。8月份以来出台了一系列旨在降成本、稳预期的增值税政策：增值税小规模纳税人月销售额10万元以下免税和减按1%征税的优惠政策延至2027年；金融机构向小微企业、个体工商户发放小额贷款取得的利息收入免征增值税；对月销售额10万元以下的增值税小规模纳税人免征增值税；小规模纳税人适用3%征收率（预征率）的应税销售收入（预缴增值税项目），减按1%征收率、预征率征收、预缴增值税。（2）**消费回暖**。消费税同比增速由8月的4.21%跃升至9月的35.33%，与先行指标社零增速的增长趋势相互印证，反映出近期的消费回暖。这主要是7月以来一揽子促消费政策的效果开始显现——除了出台《关于恢复和扩大消费的措施》的整体性政策外，发改委和财政部等部门还在7月18日和20日陆续出台了旨在促进家居消费、电子产品消费和汽车消费等的专项支持政策。这也得到了数据的印证：9月份车辆购置税同比增速为32.39%，较前值提高9.78个百分点。（3）**房地产市场仍在筑底**。从当月值来看，与房地产有关的

税种收入变化趋势呈明显差异，反映出房地产市场的基础仍有待修复。其中，土地增值税、契税和耕地占用税的同比增速较前值由正转负，而城镇土地使用税、房产税则较前值进一步提升。需要指出的是，目前对于房地产市场的调控主要是由金融部门来制定和执行的，例如，央行和证监会在8月份出台了涉及首付比例、房贷利率、存量利率、优化住房套数认定标准等政策。(4) 居民收入增加，为继续促进消费提供基础。从数据上看，9月份个人所得税增速同比为-3.27%，低于前值3.84%。不过，这主要是受8月份出台的《关于提高个人所得税有关专项附加扣除标准的通知》影响，由于提高了3岁以下婴幼儿照护、子女教育、赡养老人个人所得税专项附加扣除标准，导致个人所得税收入增速下降。而从城镇居民人均可支配收入实际累计同比增速来看，第三季度与第二季度持平，均为4.70%。这意味着税收变化仅反映了政策的影响，而非经济和收入下行所致。(5) 资本市场活跃度仍有待提升。9月份，印花税同比增速由前值-15.79%进一步扩大至-42.60%，特别是证券交易印花税同比增速由-15.32%下滑至-51.67%。一方面，这是受8月27日财政金融政策双管齐下的影响——财政部宣布证券交易印花税减半征收，证监会宣布降低融资保证金比例、规范股份减持行为、阶段性收紧IPO；另一方面，这也反映了资本市场活跃度仍有待提升、股市交易量下降。

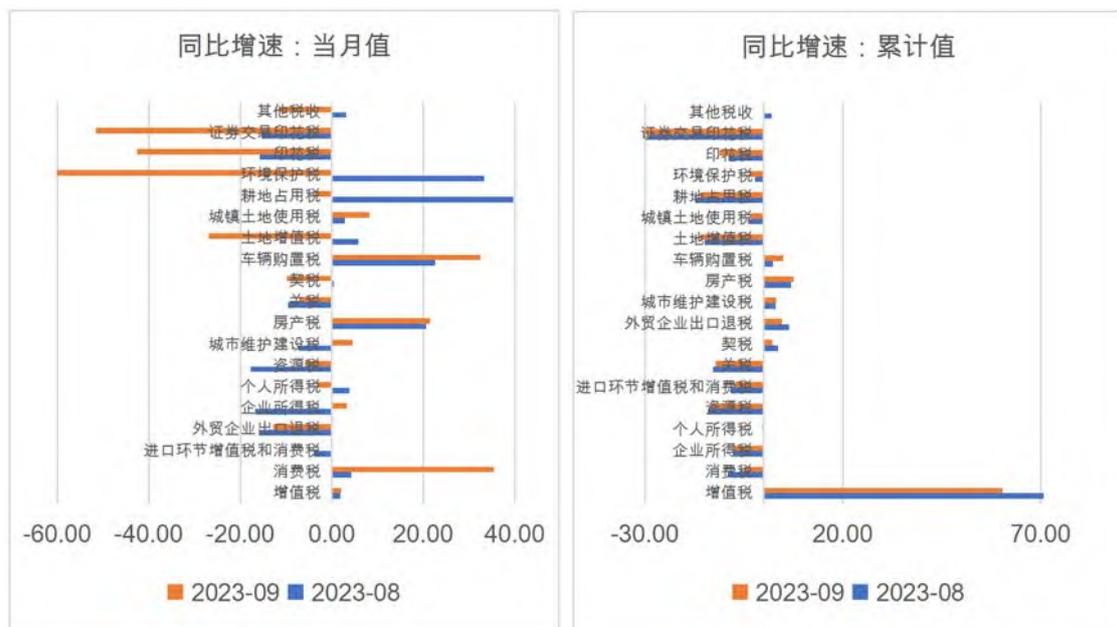


图 50 分税种税收收入同比增速



图 51 股票成交金额（单位：亿元）

前三季度政府性基金预算收入增速下滑，主要是受土地出让收入增速下滑拖累。今年前三季度政府性基金预算收入 38683 亿，累计同比增速-15.70%，跌幅较前值进一步扩大。主要原因是国有土地使用权出让收入下滑严重，前三季度累计增速下跌 19.80%，跌幅较小幅高于前值；但从 9 月当月数据来看，国有土地使用权出让收入同比增速降幅由 8 月份的-22.2%收窄至 9 月份的-21.3%。而从房地产相关数据来看，9 月份房屋竣工面积累计同比增速和商品房待售面积累计同比增速均高于前值，而商品房销售面积累计同比增速的降幅则较前值继续走阔。这意味着房地产市场仍处在修复期，因而土地出让的下行压力将进一步延续，“以地谋财”的地方政府融资逻辑一去不返。



图 52 政府性基金收入累计同比增速

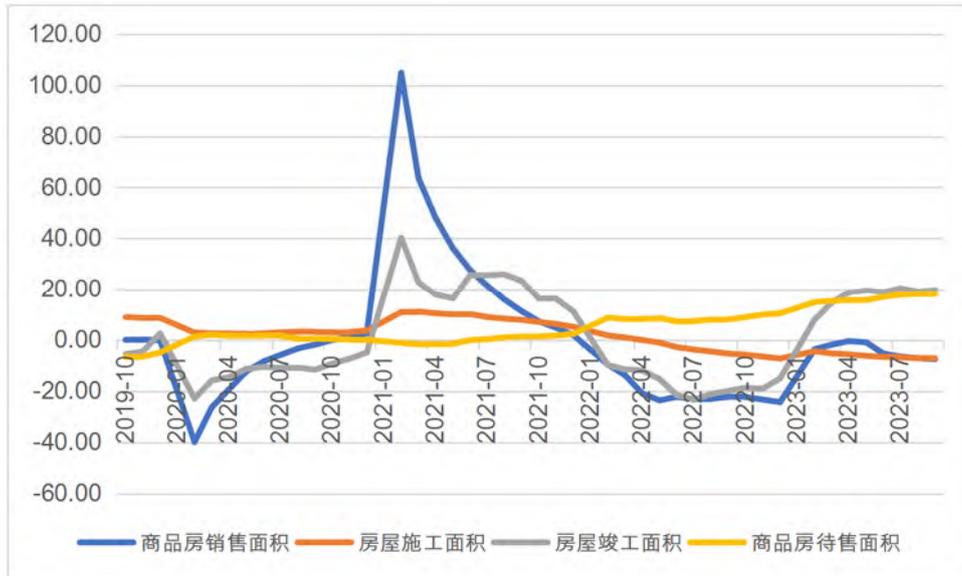


图 53 房地产开发销售指标累计同比增速

第二，财政支出方面。前三季度财政支出增速放缓，支出进度处于近年来较慢水平。在 2023 年前三季度中，全国公共财政支出共计 197897 亿元，同比增长 3.90%，较前值 3.80%略高。从 9 月份当月数据来看，全国公共财政支出 26515 亿元，同比增速为 5.17%，低于前值 7.23%。从政府级次来看，前三季度中央本级财政支出 26666 亿元，累计同比增速 6.60%；前三季度地方财政支出 171231 亿元，累计同比增速 3.50%。可见，地方支出是前三季度财政总支出增速放缓的主因。在全年预算执行方面，前三季度一般公共预算支出完成全年预算 76.96%，高于去年同期进度（71.27%），体现出财政支出靠前发力。



图 54 公共财政支出累计增速

进一步从财政支出结构来看：（1）基建投资方面，农林水事务支出、交通运输支出和城乡社区事务支出的9月当月同比增速均高于前值，表明预算内基建发力，通过稳投资支持稳增长；（2）民生性支出方面，受去年同期高基数的影响，教育、文旅、卫生健康支出的当月同比增速均低于前值，但科技支出同比增速由负转正。



图 55 财政支出分项同比增速

我们更要关注到财政政策取得了一定的效果，但是乘数不断下降。

首先，关于小微企业的政策较为丰富，收入政策和支出政策均有涉及。税收政策方面主要是保持税费优惠政策的衔接协调。具体包括：对增值税小规模纳税人适用 3%征收率的应税销售收入，减按 1%征收；对月销售额 10 万元及以下小规模纳税人免征增值税；对生产生活性服务业纳税人分别实施 5%和 10%的增值税加计抵减政策；对小微企业和个体工商户减征所得税；物流企业自有或承租的大宗商品仓储设施用地减半征收城镇土地使用税；金融机构向小微企业、个体工商户发放小额贷款取得的利息收入免征增值税。支出政策主要涉及政府采购。例如，将政府采购工程面向中小企业的预留份额提高至 40%以上的政策期限延长至 2023 年底。从政策效果来看，虽然制造业小型企业 PMI 各分项除生产经营活动预期外均仍处于收缩区间，但下半年政策效果逐渐显现，新订单和新出口订单 PMI 均在持续回升；不过，由于 10 月份生产 PMI 较前值有所回落，表明小微企业的修复基础可能不稳固。

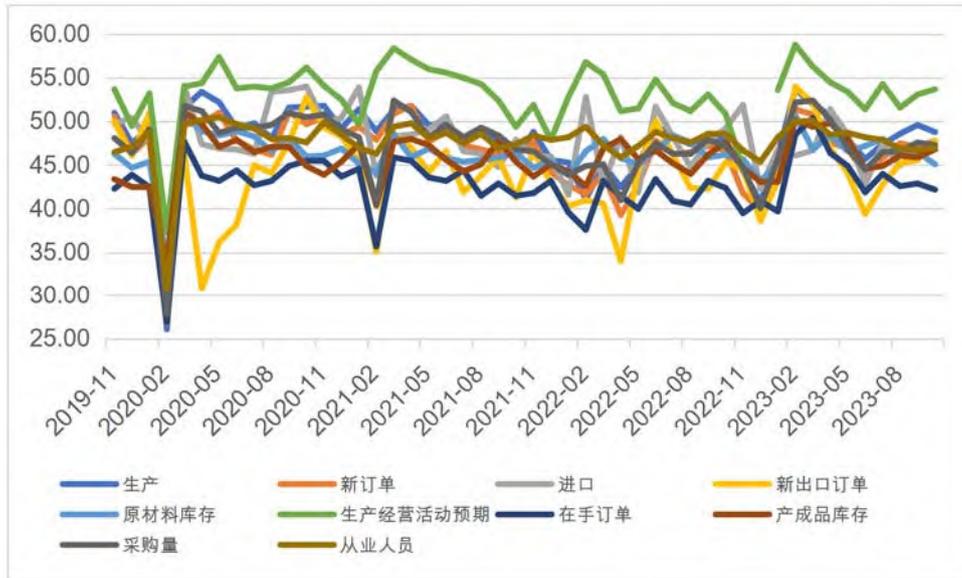


图 56 制造业小型企业 PMI

其次，促进消费政策也是重要政策抓手，同样是收入政策和支出政策均有涉及。税收政策主要以延续优化新能源汽车车辆购置税减免政策为主——将新能源汽车车辆购置税减免政策延续至 2027 年 12 月 31 日；其中，2024-2025 年全额免征，2026-2027 年减半征收。预计 2024-2027 年减免车辆购置税规模总额将达到 5200 亿元。受税收政策叠加 7 月出台的《关于促进汽车消费的若干措施》，年内特别是下半年新能源汽车销量整体呈上升趋势。



图 57 汽车销量当月值

本年支出促消费的政策可以分为两部分，一是补齐农村商业设施短板，健全县乡村物流配送体系，助力打造县域统筹，以县城为中心、乡镇为重点、村为基础的县域商业体系，使工业品下乡和农产品进城渠道更加畅通。为此，中央财政

通过服务业发展资金安排 42.4 亿元，加力支持实施县域商业建设行动。二是针对消费不足而相机抉择所采取的刺激政策：7 月以来出台了《关于恢复和扩大消费的措施》、《关于促进家居消费若干措施的通知》、《关于促进电子产品消费的若干措施》等针对性提振消费的措施，涉及家电、家具、家纺、家装、人工智能、家电下乡等多个领域。从效果来看，9 月份家具类消费同比增速低于前值，政策效果不及预期；而建筑及装潢材料类、家用电器和音像器材类的同比增速均高于前值，一定程度上表明政策具有有效性。

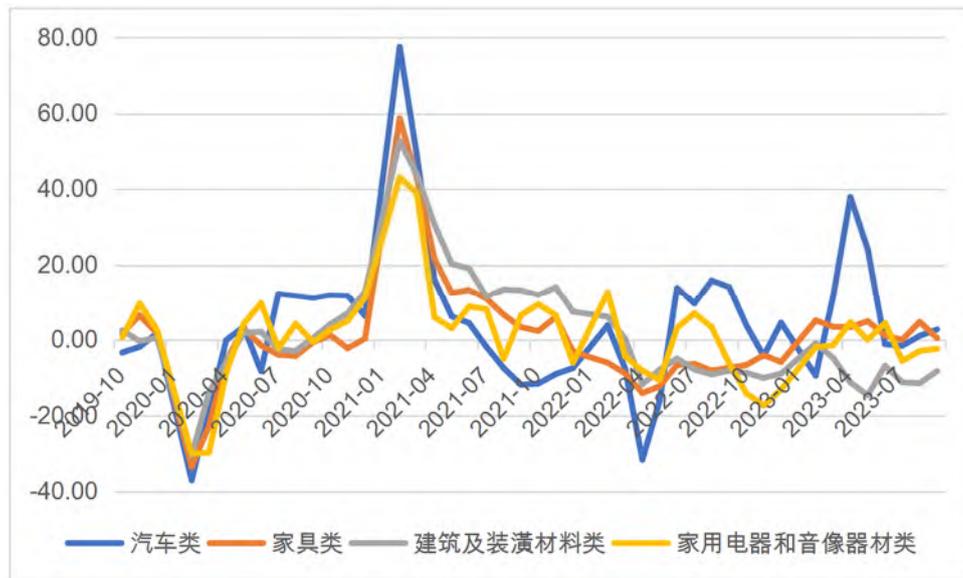


图 58 限额以上批发和零售业零售额：当月同比

最后，本年度最受瞩目的政策是近期出台的增发国债、提前下达部分新增地方政府债务限额等政策。具体地，10 月 24 日，人大常委会批准中央财政在四季度增发 2023 年国债 1 万亿，预算赤字率将由 3% 提升到 3.8%，并通过转移支付方式全部安排给地方；其中，2023 年拟安排使用 5000 亿元，结转 2024 年使用 5000 亿元。从 2023 年的政策实践来看，在预期持续低迷的情境下，常规性政策工具难以实现提振预期的政策效果。财政超预期的政策发力取得了较好的成效，政策公布当日及后续几日的沪深股市成交金额均呈上升趋势，表明政策对于市场预期的修复起到了一定作用。

3. 政策协调存在提升空间

在货币和财政政策之外，2023 年在各项政策中都频频发力，呵护经济增长的意图非常明显。

（1）房地产政策

7月份以来，“金融16条”适用期限延长、超特大城市城中村改造、推动落实“认房不认贷”、降低首付比例和贷款利率、调整存量贷款利率、居民换购住房退税优惠延期等房地产调整政策密集出台，持续引导潜在需求有序释放，带动房地产市场逐步回归常态化调整。尤其是8月以来，政策出台速度及力度较前期有所提速。然而，本轮房地产市场是一种超调，背后有由前期全面密集落地的政策调控等因素放大了房地产市场供求的重要变化，下行周期更长、风险释放较前几轮更为剧烈，烂尾风险及保交付质量不佳对民生及购房预期产生极大负面影响，同时房企不良债务也加剧金融机构风险，行业修复更为困难。因此，近期密集出台的优化政策传导及消化需要一定时间。

（2）产业政策

我国对产业政策也进行了积极的安排。一方面，发布了十大重点行业的稳增长方案，对于行业的发展目标、行业发展的配套政策都做出了非常详细的安排。本次行业稳增长方案以重点行业内部的各子行业为牵引，覆盖面非常广泛，针对性也非常强。另一方面，以研发创新作为新动能，积极推动新能源等行业的健康稳定发展。

（3）消费政策

今年以来，我国积极提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，尤其是针对汽车消费提出了一系列支持性政策。5月17日，国家发改委和国家能源局对加快推进充电桩建设，支持新能源汽车下乡进行了政策安排；6月8日，商务部发布了《关于组织开展汽车促消费活动的通知》；6月21日，财政部等部门印发《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免的公告》；7月20日，国家发改委等发布《关于促进汽车消费的若干举措》。今年，我国紧抓大宗商品消费这一发力点，通过一系列政策举措构建更加友好的，能够提振商品消费的消费政策体系。

（4）活跃资本市场

7月24日的政治局会议明确提出要活跃资本市场，8月，关于资本市场的政策集中出台，具体包括三个维度：一是在融资端，8月27日，证监会根据近期市场情况优化了IPO节奏，并进一步规范了存量上市公司的减持行为；二是在投资端，进一步强化了对于中长期资金入市的鼓励政策；三是在交易端，最近一段

时间对交易端进行了集中的政策安排，比如调低结算备付金的缴纳比例，进一步完善以“1”股为单位进行交易的机制，同时调整了交易费用和印花税等一系列交易成本。总结来说，7月份以来，国家对于资本市场的融资端、投资端和交易端都进行了大量政策尝试。

（5）促进民营经济发展

除此之外，今年着重促进民营经济发展。公布了《关于促进民营经济发展壮大的意见》，也就是民营经济“31条”，并在此之后构建了“1+N”的配套措施，切实推动《意见》落地见效。

（6）就业政策

今年我国秉承着就业优先的政策，针对残疾人、大学生、退伍转业军人和农民工等在就业上存在较大困难与挑战的群体进行了政策安排。

综上所述，面对今年中国经济复杂曲折的复苏进程，尤其是二季度以后部分数据同比、环比出现回调的现象，在7月24日政治局会议的指引下，下半年国家从财政政策、货币政策、房地产、产业、消费、就业等方面打出了一套政策组合拳。

下半年以来，宏观政策组合拳的协调性得到了有效提升。一直以来，我们都在强调要防止发生合成谬误，也要防止发生分解谬误。宏观政策之所以容易出现合成谬误，是因为这涉及到多目标和多工具的问题。根据丁伯根法则或蒙代尔指派原则，如果政策目标多于政策工具，就很容易产生合成谬误。因此，我们需要匹配政策目标与政策工具，使二者的数量和性质相互对应。中国在政策设计上除了多目标、多工具之外，还存在一个问题，即多部门。如果简单地将一个政策目标分解到各个部门，仅考核政策的落实情况，就会导致各部门出现政策落实的“锦标赛”，很容易产生合成谬误和分解谬误。比如，将加强对于房地产的监管这一目标分解到不同的监管机构，就有可能出现监管竞争，导致过度监管。

今年，新一轮党和政府的机构体制改革很好地解决了这个问题，进一步统筹党中央、全国人大、国务院、全国政协，通过新一轮统一监管模式尽量破解多部门叠加产生的合成谬误。从这个维度来说，我们政策的协调性相较以往得到了较大的提升。

但是，从前面对经济运行的描述中可以看出，下半年的政策组合拳收到了一定的效果，不过政策的边际效果在逐渐减弱。其背后涉及到两个问题，一是在经

经济增长的过程中，资产负债表受到冲击，其修复还需要一段时间；二是当前中国经济的结构发生了变化，政策传导机制出现调整，需要统筹考虑增量和存量市场。

（四）经济运行转轨期放大结构性问题

1. 经济增长从快速增量时代进入存量优化时代

经济增长本身是一个不平衡的过程。在我国从快速增量时期逐渐进入存量优化为主的时期，很多结构问题会进一步凸显。伴随着改革开放以来的快速增长，我国经济总量不断提升，增长部分的占比自然下降。以近年来消费增长最快的汽车为例，可以看到在 2021 年之后，我国汽车保有量的增速开始下降，从稳定增加到更加呈现为更新的状态。

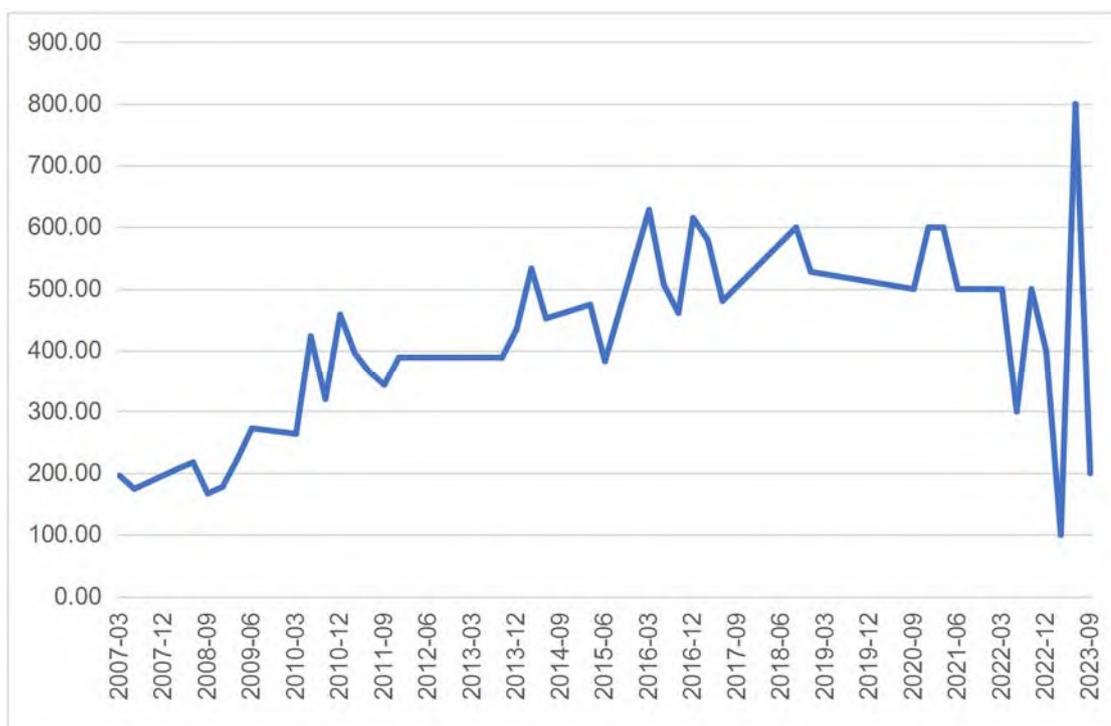


图 59 汽车存量变化

伴随着基本参数的变化，我国已经从低成本的增量扩张，转向高成本阶段，存量优化占比也不断提升。

首先，我国正在进入老龄化社会，中青年劳动人口数量下降。2011 年开始，15-64 岁人口在总人口中占比开始下降。2014 年开始，15-64 岁人口绝对人数也开始下降。同时，女性劳动参与率下降，退出劳动力市场，成为全职家庭主妇。这使得我国劳动力数量下降，人口数量红利逐渐消失。

其次，在劳动人口下降的情况下，可以通过劳动生产率的上升来弥补。但是，我国在 2008 年，特别是 2011 年后呈现下降态势。劳动生产率的下降一方面来自于投资增速放缓，人均资本增长率下降，另一方面来自于全要素生产率的下滑。这两者更为重要的是全要素生产率的下滑。第一，我国过去全要素生产率的提高重要动力是对国际技术前沿的学习，通过引进模仿，快速提高全要素生产率，实现赶超。从过去的历史来看，我国对外开放加快时期，全要素生产率都得到了很大提升。一个重要的机制是通过开放带来了新技术，加快向世界前沿的收敛。随着我国日益接近国际前沿，技术模仿的空间变小。第二，由于此次全球化并没有带来包容性全球增长，甚至导致了对发展中国家的大量环境破坏等不对称影响，各国国内对参与这样的全球化意见不一。跨国公司产业链企业和金融企业积极参与，很多本土公司面临竞争举步维艰。在当前国际组织的调节能力缺失的情况下，全球化遇到了一战前面临的问题，国内政治议题开始起到了越来越大的作用，逐渐压过了简单的自由贸易和金融议题。在全球价值链面临重构的背景下，企业全球投资会逐渐放缓，这对于我国的出口和制造业生产会有较大影响。第三，我国产业结构更多是市场规模扩大红利的结果，在人口数量和 90 后人群追求个性化偏好等变化下，需要进一步向质量型升级。但是我国企业的组织形式、内部管理和成本结构都更适应规模导向，而不是精细化品牌管理。这就导致了企业转型困难。第四，我国的生产率提升是通过市场化改革来完成的。在这个过程中，先是乡镇企业，后是各类民间经济主体的大量涌现，极大提高了资源配置效率，提高了生产率。但是，我们也观察到，改革的红利正在逐渐消失。这是由于原有改革模式与经济环境变化逐渐不适应了。第五个方面，也是最重要的一个方面是我国面临从投资、出口拉动型增长向消费型增长模式的转型。我国在加入世界生产体系后，借助国际价值链提升了产品生产空间，但是也导致世界投资品价格持续下降。这对于世界和中国经济都产生了再调整的压力。我国只有启动自身消费才能完成再平衡。这个转型的困难是前所未有的，在世界大国中没有足够的经验可循，需要进一步探索。

2. 地方政府行为模式调整滞后于经济发展

从 1978 年以来，我国的改革主要发动权在地方，主要动力是一种从下而上的改革。中央的改革更多是调整地方的权力分布。为了激励地方政府，地方政府大胆试、大胆闯，一个地区的改革经验向其他地区推广。

这种模式需要地方政府手中有资源、有权利。为此，中央政府进行了大规模的地方分权，将大量的行政权下放。地方政府实质上手里面有一整套行政权。中央政府保留了最高的人事权和决定分权程度的权力。通过任命省和直辖市的最高领导中央保持对官员的控制。但是在省和直辖市内部，省里面是有着人事权的，也保障了省里面的权力结构完整。同时，中央保留了调整分权程度的权力。这就让地方明确，自己权力的来源是中央政府，需要遵从中央政府的命令。例如，1994年分税制改革就是对分权结构的一次调整。

这种通过地方分权、自主实验来实施的改革极大激发了市场活力，大量民间经济蓬勃发展。在锦标赛的激励下，中国各级政府成为了最优秀的投资家，发现和吸引最能促进当地经济发展的企业。中国经济获得了快速增长。但是，在改革的推进过程中，这种改革的弊端也逐渐显现，改革的效果越来越弱。

这种竞赛改革模式更加适应通过要素积累和技术学习的赶超阶段，不适应创新发展的要求。在要素积累和技术模仿追赶型的经济治理模式中，由于有技术国际前沿放在眼前，政府看得准发展方向，能够做出较为准确的规划，同时利用手里的资源实现政府主导的赶超战略。但是，随着经济逐渐步入新阶段，增长动力更需要依靠创新。政府通过手里面要素资源配置容易扭曲价格信号，让企业更多从寻租中获利，而没有动力进行研发。

同时，为了促进自主改革，地方政府手里面有着大量的公共资源，例如土地、市场准入等等。这就使得企业寻求盈利的方法变为向政府寻租，和政府结成紧密的利益共同体。这种利益共同体会阻碍新企业的进入。在生产率的提升中，新企业起到了至关重要的作用。这种利益共同体构成的新企业进入障碍降低了生产率的提升。

现阶段动能转化的一个重大问题是地方政府激励机制缺位。在上一轮改革中，地方政府是主力军，通过地方政府竞争，促进了经济增长。但是，这种激励机制并不适合未来以创新为导向的发展模式。在新模式下，企业是主体，市场是推动力量，在创新带来的试错过程中企业尚且不能明确未来的方向，政府就更加困难。赶超阶段行之有效的激励地方政府招商引资，促进增长的办法就失效了。在这种情况下，地方政府发现原有的经验现在不管用了。按照原有的行为模式，现在是事倍功半，这就导致了部分地方政府不知如何处理。这就需要建立新的政

府间财政体制，激励地方政府在新形势下，建立新的行为模式。需要特别注意的是，新激励机制并不是简单解决不作为行为，而是要让地方政府的行为与市场创新激励相容。

第四部分 2024 经济运行动力与风险

面对周期性和结构性问题叠加，结构性问题为主的局面，在周期性力量反转和结构性新动能逐渐聚集的基础上，2024 年经济增速有望进一步企稳，恢复常态化增长。预计 2024 年经济增速为 4.8% 左右，较 2023 年 4.1% 的两年平均增速回升 0.7 个百分点；城镇调查失业率有望继续下降，控制在 5.0% 左右，较 2023 年失业率中枢下降 0.2 个百分点。

一方面，从周期性因素看，库存周期和资产负债表修复都已经开始筑底上行，出口和房地产投资压力减缓。另一方面，随着新发展格局的深入，国内新动能开始不断集聚。伴随着周期性力量见底回升和新动能逐渐集聚两方面的作用，各行业有望从分化状态进入平衡增长阶段，企业对经济复苏的微观感受将有较大提升。微观体感回暖将推动预期修复，进而带动经济进入正向循环，三重压力进一步缓解。

2024 年的中国经济将面临五个方面的突出风险：1) 中美利差将会在较长时期内维持，进而压制国内资产价格；2) 房地产流动性风险仍存在蔓延的可能；3) 地方政府债务的结构性和区域性突出问题；4) 地方政府发力过猛，干扰市场正常调整；5) 对美欧发达经济体的出口压力依然较大，国际产业链调整冲击出口结构升级。

(一) 周期性因素筑底上行

1. 企业盈利能力回升修复资产负债表

8、9 月份工业企业当月利润增速转正，三季度利润同比增长 7.7%。利润改善的背后是工业增加值增速和 PPI 回升，实现了量价齐稳，同时营业收入利润率回升，企业盈利能力增强。在盈利推动下，上中下游中都有部分行业进行了弱补库存，去库存周期见底趋势显现。

2. 居民就业和收入企稳，信心逐渐修复

在政策推动和经济复苏的双重作用下，10月份我国城镇调查失业率为5%，比2022年同期水平低了0.5个百分点，比2019年同期水平低了0.1个百分点，就业边际显著改善。

从居民可支配收入的角度上看，随着就业趋于稳定，人均可支配收入的变化趋势得以逆转。2022年，我国居民可支配收入累计同比不断下降，第四季度居民、城镇居民和农村居民人均可支配收入累计实际同比分别为2.9%、-1.7%和4.2%。2023年从一季度开始，我国居民可支配收入实际增速有所抬升。三季度，我国居民、城镇居民和农村居民人均可支配收入累计实际同比分别为5.9%、8.1%和7.3%，分别高于去年同期水平2.7%、8.3%和3.0%。与2019年同期水平差值分别为-0.2%、3.4%和0.9%。居民收入显著改善。

3. 地方政府债务压力缓解，行动空间加大

特殊再融资债置换隐性债务本质上是以低息换高息、以长期换短期，通过“时间换空间”实现风险“软着陆”。9月26日，内蒙古已首发663.2亿元特殊再融资债，预计特殊再融资债将加快重启发行，继续“以时间换空间”助力尾部风险化解。据中诚信估计，本轮1.5万亿特殊再融资债或实现降低政府债务整体付息压力、缓释城投短期流动性风险等效果。

我国地方债公开透明、管理较为规范统一，特别是近年来地方债管理制度不断完善健全，通过特殊再融资债将隐性债务转化为显性债务，有利于增强政府债务公开透明程度，更好管控债务风险，且相较其他化债措施，地方债置换的实施流程更加清晰、短期效果更加明显，整体较为稳妥，尤其对于高风险弱区域而言是避免风险向外无序传导、次生处置风险的重要措施。其一，经济下行压力加大、疫情冲击叠加房地产市场深度调整的背景下，地方财政收支矛盾凸显，特别是疫情三年来基层“三保”压力加大，可用于偿债的财政资金愈加受限，高风险弱区域更为凸显，通过再融资债置换有助于减轻弱资质区域财政偿债压力，将有限财力更好用于保民生、稳增长。其二，金融机构参与地方债务重组或将对自身经营及其他行业贷款等产生较大影响，此前传出国有大行将参与支持地方债务化解后，部分银行股价出现大幅下跌，一定程度上说明市场对商业银行参与地方债务化解持观望态度，特别是弱区域金融资源相对匮乏且区域性商业银行自身实力较

弱，金融机构参与化债或存在财政风险向金融风险传导的可能，高风险区域风险敞口或进一步加大，此外，金融机构过多参与政府性债务重组也会在一定程度上增加地方政府道德风险，通过特殊再融资债进行置换，能够在一定程度上减轻各地特别是高风险弱资质区域的商业银行压力、防范地方政府道德风险、稳定市场各方预期，避免财政金融风险无序传导扩散。其三，城投转型过程中不可避免地面临着政企关系梳理、化解存量债务、新业务选择等多方面挑战，因此城投转型的过程也是风险酝酿的过程，同时城投转型是长期持续的过程，较难在短期内缓解尾部城投流动性风险、减轻地方债务压力，对于高风险区域而言，特殊再融资置换更加稳妥、短期效果更为明显、整体风险更加可控。在存量隐性债务规模较大、成本偏高，弱区域财政持续承压、金融资源受限的背景下，特殊再融资债或成为高风险弱区域“一揽子化债方案”的重要工具，助力积极稳妥化解尾部风险。

相较城投债券、非标等隐性债务主要构成，地方债融资成本更低，隐性债务显性化也有助于降低各地特别是高风险区域政府部门整体的付息压力。城投企业债务规模本身较高，叠加融资成本较高，进一步推升了政府债务付息压力，根据中诚信国际统计，2023年地方债付息支出占综合财力比重或达4.06%，若再考虑城投债务付息情形，政府部门付息支出占综合财力比重将上升至14.66%。而地方债信用明显高于城投企业，发行成本较低，已发行特殊再融资债加权平均发行利率为3.17%、远低于城投债券及非标等债务融资成本，若按照多地提出的将城投综合融资成本控制在8%以内的要求简单估算，进行再融资置换或可节省被置换债务约六成的利息支出，若按照中诚信国际估算的2022年各地城投加权平均融资成本5.6%估算，进行再融资置换或可节省被置换债务约四成的利息支出，特别是对于市场认可度较低、发行成本相对更高的高风险弱区域而言，通过特殊再融资债置换将大幅压降存量政府债务成本，减轻政府部门整体债务付息压力。

当前政府债务的核心问题是流动性问题而非清偿性问题，通过特殊再融资偿还存量政府债务，有助于缓解政府部门及城投企业短期偿债压力，一定程度上缓释流动性风险，短期内市场情绪或将得到提振。从第三轮置换中的市场表现来看，部分发行特殊再融资置换存量债务的区域市场认可程度边际好转，信用利差出现不同程度的压缩，提前兑付规模也有所增加；但整体利好持续时间相对较短，其

中建制县试点阶段，伴随特殊再融资债接近尾声，城投债信用利差再度走阔，同时部分区域非标违约等风险事件相继出现，利好行情仅持续半年左右。近期，伴随“1.5万亿元再融资地方债置换隐债”预期升温，城投债市场情绪明显高涨。从融资看，8月城投债发行、净融资规模同环比均大幅抬升，发行6925.15亿元，同环比分别上升39.18%、49.26%，净融资额7382.16亿元，达到年内单月较高水平，同环比分别上升519.43%、230.30%；从认购情况看，8月城投债整体认购倍数由略超1倍升至3倍以上；从交易利率及利差看，8月城投债收益率整体下行、信用利差整体收窄，低等级、短久期城投债信用利差压缩更为明显；从中诚信国际城投CAIR风险指数看，7、8月整体指数明显下行。随着特殊再融资债额度正式落地，获得支持省份的城投债市场或将受到较大提振，信用利差或继续收窄、提前兑付规模也有望增加，特别是部分风险不低且此前不在预期获得额度支持范围的省份若获得超预期额度支持，区域信用环境或出现加速改善，但是否能形成持续利好行情仍待观察。

4. “三大工程”推动房地产市场投资

2023年以来，政策对城中村改造和保障性住房建设的支持力度加大，据中诚信国际测算，保守估计本轮城中村改造面积预估接近10万平方米，总投资规模5.4万亿元、年均5400亿元，若2023年保租房建设达到250万套、全国棚户区改造建设达到170万套，则三者合计共实现12443亿元投资额，对2023年房地产投资贡献率将超过10%。政策支持下，2024年城中村改造与保障房建设相关投资有望进一步扩大，对明年房地产投资贡献率或将超过12%。

5. 出口增速有望回正

根据国际货币基金组织（IMF）10月发布的《世界经济展望报告》，2024年世界总体经济增速预计将继续下降至2.9%，其中美国、俄罗斯及日本经济增速预计降至1.5%、1.1%及1.0%，欧盟国家经济增长持续低迷，东盟五国以较高的经济增长水平（4.5%）或将成为我国重要经贸合作对象。2023年主要经济体货币政策变动频繁，随着美联储不断加息，虽然我国选择维持宽松基调以保障内需，但是大部分国家随之加息以应对资本外流和货币贬值危机，IMF预测2023年和2024年全球通胀率将降至6.9%和5.8%，虽然相较2022年8.7%有所下降，但依旧维持在较高水平，在此种高利率、高通胀背景下，发达经济体经济增长放缓，进口需求下降，如美国2023年3月进口金额同比增速低至-8.6%，并自此陷入数

年来第一次持续性同比负增长；欧盟国家 2023 年月进口同比增速均远低于去年同期水平，8 月同比增长低至-7.9%等，重要伙伴国进口需求的下降将直接降低其与我国的外贸活动水平，订单减少、期限变短等问题将增加我国出口企业的经营成本与竞争程度。

表 7 世界主要经济体实际 GDP 增速（单位：%）

经济体	2022	2023 预测	2024 预测
世界	3.5	3.0	2.9
美国	2.1	2.1	1.5
欧洲联盟	3.3	0.7	1.2
中国	3.0	5.0	4.2
日本	1.0	2.0	1.0
东盟五国	5.5	4.2	4.5
俄罗斯	-2.1	2.2	1.1

数据来源：国际货币基金组织（IMF）

自 2022 年 9 月起，全球制造业 PMI 已连续一年以上处于荣枯线以下，表明外需持续走弱，进入 2023 年第四季度以来，地缘政治冲突愈发激烈，给全球经济带来负面影响，全球制造业 PMI 降至 48.8%，环比下降 0.4 个百分点，世界经济复苏乏力。其中，欧元区和日本制造业 PMI 持续低迷，处在 43.1%和 48.7%的相对低位，而美国和韩国制造业 PMI 数月来总体呈边际改善趋势，在 10 月分别增至 50.0%和 49.8%，保障短期内中国出口不会下滑过大。除此之外，我国制造业 PMI 自 5 月 48.8%逐步走强至 9 月 50.2%，虽然在 10 月主要因季节性因素略微下降至 49.5%，但制造业生产总体扩张趋势明显，出口产品供给能力不断回升。

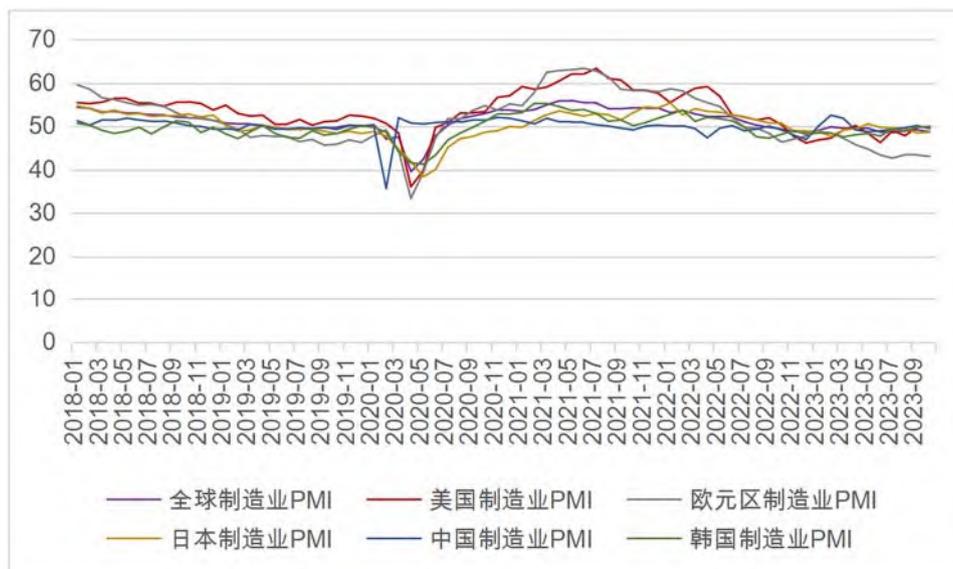


图 60 主要经济体制造业 PMI 变动情况

综上，预计 2024 年我国出口规模增长速度可能会受到外需持续疲弱影响而继续放缓，但净出口对经济拉动作用将比较强劲，美国经济韧性可能将在短期内为中国出口增长带来新机遇，同时中国与一带一路沿线国家和地区，特别是对俄罗斯、东盟及非洲地区的出口增速稳定向好，将成为拉动出口的新增长点，推动中国出口边际不断改善，以维持对外贸易顺差对经济的正向贡献。

（二）新发展格局推动新动能集聚

1. 科技自立自强助力产业链供应链锻长板、补短板，国产替代加速

“十四五”规划中明确提出科技自立自强，我国逐步建立起了以国家战略力量为核心的新型举国体制。创新驱动发展战略要求，健全社会主义市场经济条件下新型举国体制，充分发挥国家作为重大科技创新组织者的作用，支持周期长、风险大、难度高、前景好的战略性科学计划和科学工程，抓系统布局、系统组织、跨界集成，把政府、市场、社会等各方面力量拧成一股绳，形成未来的整体优势。要推动有效市场和有为政府更好结合，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，通过市场需求引导创新资源有效配置，形成推进科技创新的强大合力。新型的核心就在于社会主义市场经济，通过科技要素市场建设连接国家战略力量和社会创新资源，实现 0 到 1 和 1 到 100 的互动。在 1 到 100 上发挥了重要作用的中国式创新模式推动原创研发，特别是国有企业承担“链长”角色，发挥自身的融资等优势，形成创新驱动战略助力产业链供应链锻长板、补短板的支撑。

首先，立足重点产业链的关键核心技术创新领域自主重点突破的新领域新赛道机会。相比传统燃油这个全球最为重要的支柱型产业而言，新能源汽车产业是中国在全球汽车产业体系领域重新获得重大产业优势的全新赛道。新能源汽车特别是电力电池汽车对传统燃油汽车的全面替代，不仅仅是人类交通工具的一次重大技术变革，更是重塑不同国家之间支柱产业体系、改变不同国家经济发展支撑力量的重大战略机遇期。因此，能否在新能源汽车的关键核心技术创新领域获得自主突破能力，在很大程度上事关中国经济高质量发展的成败与否。虽然新能源汽车的零部件数量只有传统汽车的 20%，但是，对新型电子芯片的需求量则是传统燃油车的 10 倍以上，其中，电池、电机、电控等核心零部件是关键所在，上游电池、电机、电控等核心零部件企业成为行业价值链核心，中游整车环节重要

性在现阶段有所降低。虽然我国在制造上具有优势，中国新能源汽车产业在培育和促进具有全球品牌优势的本土企业方面仍然处于发展过程之中。

其次，立足关键科学检验仪器和设备领域重点自主突破的新领域新赛道机会。关键科学检验仪器和设备，不仅仅决定着中国的基础研究、应用基础研究的自主能力，考虑到众多的高技术产业和战略性新兴产业在自身的研发设计和生产制造过程中，对高精度的各种科学检验仪器和设备的需求越来越大。而且，越是处于前沿技术创新的产业和企业的研发设计和生产制造活动，对高精度的关键科学检验仪器和设备的依赖性相对越强。未来，我国有望从覆盖全创新链和全产业链环节的关键科学检验仪器和设备的研发和制造自主能力，作为塑造中国现有和潜在产业优势的重要方向之一。

2. 人工智能助推 5G 技术场景落地，数字经济与实体经济进入加速融合期

中国在数字经济领域特别是数字经济与商业模式为主的诸多结合领域，实现了对发达国家的“弯道超车式”乃至“全面超越式”发展格局，数字经济与商业模式的创新融合成为支撑中国经济可持续增长的重要源泉之一。需要客观认识到的是，当前中国数字经济与商业模式在诸多领域的结合发展模式，由于程度不等地存在“数字泡沫”现象，对中国经济高质量的支撑效应已经面临“天花板”效应，而数字经济对中国经济高质量要形成更为持续性的支撑作用，必须实施数字经济与以制造业为主的实体经济部门的深度融合发展模式，只有中国以制造业为主的实体经济部门实现了与数字经济、人工智能等领域的深度融合，才会构成支撑中国经济高质量增长的核心内生型动力机制。数字经济对中国经济高质量发展所蕴含的重要新领域新赛道机会，不仅仅是体现在数字经济与商业模式等应用场景的融合领域，更应该体现在数字经济、人工智能与以制造业为主的实体经济部门深度融合领域，体现在“软科技”和“硬科技”的深度融合领域，从而更好地激发和塑造中国经济高质量增长的内生型动力机制。

3. 绿色发展进一步在各领域扩散

绿色发展已经从新能源领域开始不断扩散。通过以创新驱动为引领塑造经济发展新动能新优势，以资源环境刚性约束推动产业结构深度调整，以强化区域协作持续优化产业空间布局，我国正在形成完整的绿色发展体系。可再生能源产业发展迅速，风电、光伏发电等清洁能源设备生产规模居世界第一，多晶硅、硅片、

电池和组件占全球产量的70%以上。节能环保产业质量效益持续提升，形成了覆盖节能、节水、环保、可再生能源等各领域的绿色技术装备制造体系，绿色技术装备和产品供给能力显著增强，绿色装备制造成本持续下降，能源设备、节水设备、污染治理、环境监测等多个领域技术已达到国际先进水平。综合能源服务、合同能源管理、合同节水管理、环境污染第三方治理、碳排放管理综合服务等新业态新模式不断发展壮大。积极探索生态产品价值实现方式路径，都市现代农业、休闲农业、生态旅游、森林康养、精品民宿、田园综合体等生态产业新模式快速发展。在这个过程中，中国加快构建绿色低碳循环发展的经济体系，大力推行绿色生产方式，推动能源革命和资源节约集约利用，系统推进清洁生产，统筹减污降碳协同增效，实现经济社会发展和生态环境保护的协调统一。

4. 现代化基础设施体系持续处于加速形成期

我国基础设施建设表层问题是项目和资金不足，深层次是地方政府的激励机制改变下导致了行为的变异。这些问题在2022年都得到了一定的解决。

首先，从项目来看，“十四五”规划项目作为加快构建新发展格局和推动经济高质量发展的具体安排，也必将对短期宏观经济运行产生强大支撑力量。通过“十四五”规划及各地区重大项目安排可以看出，今后一段时间内，新基建、新能源等一系列新兴技术产业将受到政府的大力支持，创新和科技发展将成为投资的重点关注领域。可以说，《纲要》进一步明确了政府投资和社会投资的分工领域，完善了投资机制。可以预见的是，新型基础设施建设有助于促进消费、改善民生，并通过这些基础设施建设为盈利性的社会投资提供更加良好的经营环境。

《纲要》中特别指明了要发挥市场的主导作用，这意味着社会资本在“十四五”阶段将有较多投资机会。同时，“新基建”相比“铁公基”的突出优势本身也在于民间资本有更多投资机会，为民营企业特别是高科技企业带来了重要投资机会。

“十四五”规划更加重视创新的发展理念，战略性新兴产业进一步发展壮大，制造业持续优化升级。新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等战略性新兴产业加快发展，传统产业得到提升，化工、造纸等重点行业企业改造升级。同时，2022年4月26日召开中央财经委员会第十一次会议，研究全面加强基础设施建设问题。提出适度超前和注重效益的原则。在这种情况下，打破了以往基础设施项目入库中仅仅

以某些重点行业和现金流持续稳定且来源合理分散，投资回报良好等经济标准筛选项目的条件。既要算经济账，又要算综合账，提高基础设施全生命周期综合效益，进一步拓宽了项目来源。

其次，从资金来源角度，明去提出，要多轮驱动，发挥政府和市场、中央和地方、国有资本和社会资本多方面作用，分层分类加强基础设施建设。未来，要适应基础设施建设融资需求，拓宽长期资金筹措渠道，加大财政投入，更好集中保障国家重大基础设施建设的资金需求。同时，要推动政府和社会资本合作模式规范发展、阳光运行，引导社会资本参与市政设施投资运营。我国原有基础设施建设主要依靠地方政府，例如专项债等资金，要进一步跑出“增量”和“加速度”并不容易。地方政府面临着较大债务压力，土地财政在房地产市场调整过程中面临困境，政府的现金流紧张。面对这种情况，2024年广义财政工具将成为重大项目的主要资金来源。

最后，地方政府激励机制在不断完善。我国地方政府的激励机制在一定时间内处在法治政府和全面从严治党的磨合期。面对经济社会发展中不断发生的新问题和新挑战，同时外部约束性激励加大，地方政府的部分干部不能适应。近年来，在培养高素质干部队伍上取得了显著成果。“二十大”报告再次明确提出，坚持严管和厚爱相结合，加强对干部全方位管理和经常性监督，落实“三个区分开来”，激励干部敢于担当、积极作为。

5. 乡村振兴和区域协调发展加速深化落实

乡村振兴和区域协调发展背后根本动力是要素的优化配置。2020年3月，中共中央和国务院印发了《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》。2021年底，国务院办公厅印发《要素市场化配置综合改革试点总体方案》。根据方案安排，2023年，试点工作取得阶段性成效，力争在土地、劳动力、资本、技术等要素市场化配置关键环节上实现重要突破，在数据要素市场化配置基础制度建设探索上取得积极进展。

《方案》提出了8个方面试点任务，包括：进一步提高土地要素配置效率，推动劳动力要素合理畅通有序流动，推动资本要素服务实体经济发展，大力促进技术要素向现实生产力转化，探索建立数据要素流通规则，加强资源环境市场制度建设，健全要素市场治理，进一步发挥要素协同配置效应。

具体来看，土地要素方面，探索赋予试点地区更大土地配置自主权，支持产业用地实行“标准地”出让、不同产业用地类型合理转换，支持探索深化农村宅基地和集体建设用地改革。劳动力要素方面，围绕进一步深化户籍制度改革，试行以经常居住地登记户口制度，支持建立以身份证为标识的人口管理服务制度。资本要素方面，鼓励金融机构开发与中小微企业需求相匹配的信用产品，推动发展多层次股权市场。技术要素方面，着力完善科技创新资源配置方式，探索对重大战略项目、重点产业链和创新链实施创新资源协同配置。数据要素方面，探索“原始数据不出域、数据可用不可见”的交易范式，实现数据使用“可控可计量”，推动完善数据分级分类安全保护制度。资源环境市场方面，支持完善电力、天然气、矿业权等资源市场化交易机制，进一步健全碳排放权、排污权、用能权、用水权等交易机制。

（三）主要风险

1. 中美利差在较长时期内维持，压制国内资产价格

第一，核心通胀率下降缓慢，“限制性”利率水平将持续高位运行

美国通胀下行趋势明确，但核心通胀率仍然居高难下。从核心通胀率的变化来看，下降幅度显著小于通胀率下降幅度。从核心 CPI 来看，2022 年 9 月达到峰值，同比上涨 6.6%，截止 2023 年 9 月为 4.1%，下降幅度 37.8%；从核心 PCE 来看，2022 年 2 月达到峰值，同比上涨 5.6%，截止 2023 年 9 月为 3.7%，下降幅度 34.0%。

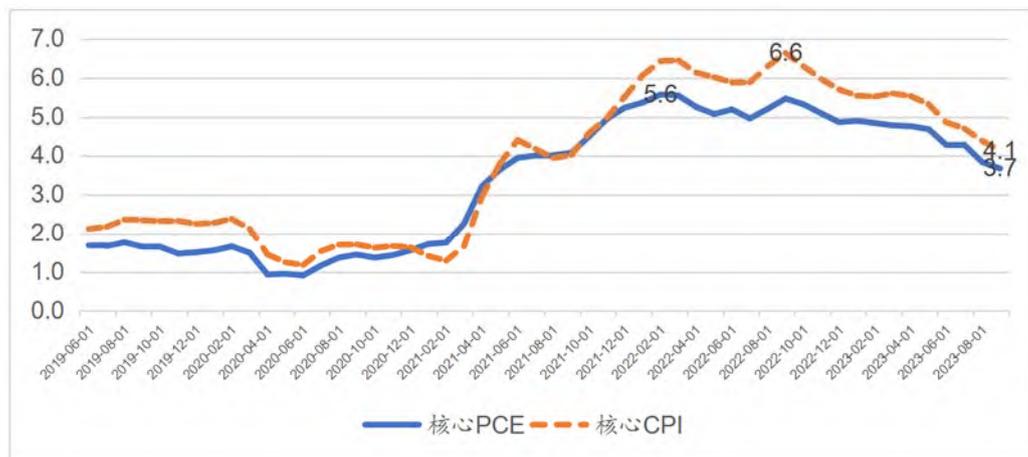


图 61 美国经济中的核心通胀率（同比，%）

美国核心通胀率下降缓慢的原因重要有以下几点。首先，劳动力市场韧性较强。美国经济就业主要指标显示，截止 2023 年 10 月美国劳动参与率为 62.7%，尚未恢复到疫情前 2018-19 年的月度均值 63.0%；美国经济中失业率 3.9%，略高于疫情前 2018-19 年的月度均值 3.8%。从职位空置率来看，截止 2023 年 9 月美国经济中职位空置率仍然达到 5.7%，职位空置高达 955 万个，显著超过疫情前 2018-19 年职位空置率的月度均值 4.5%和职位空置 713 万个。



图 62 美国经济中就业主要指标 (%)

由于失业率还处于低位，相比疫情前 2018-2019 年的月度职位空置多出 240 万个就业岗位，“人挑工作”导致美国劳动力市场工资一直在上涨。依据美联储亚特兰大分行 Wage Growth Tracker 的数据，2023 年 10 月份美国工资 3 个月移动平均的中值增长率为 5.2%，相比 2022 年 8 月高点 6.7%有一定的下降，但仍处于 1997 年以来的历史高位。依据美国劳工部发布的雇佣成本指数（Employment Cost Index, ECI）来看，2023 年 3 季度同比增长 4.6%，是 2007 年以来的最高增速；9 月份平均时薪同比增速也达到 4.2%。因此，工资水平的上涨是导致美国核心通胀率下降缓慢的主要原因之一。

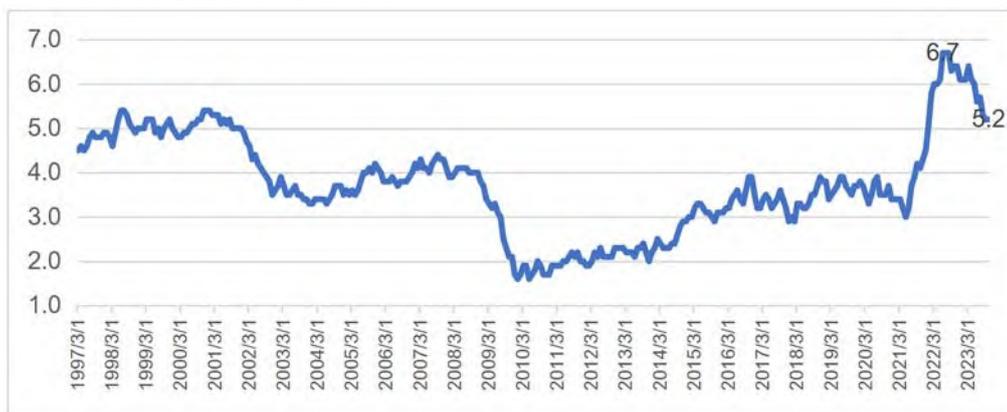


图 63 美联储亚特兰大的薪资增长追踪 (同比, %)

数据来源：Current Population Survey, Bureau of Labor Statistics, and Federal Reserve Bank of Atlanta Calculations.

其次，在高收入预期下，美国居民动用储蓄加大了消费。截止 2023 年 9 月份，美国居民私人储蓄率下降至 3.4%。1959 年至 2023 年 9 月份，美国居民私人储蓄率月度均值为 8.5%。

最后，由于美国是高度金融化的经济体，资产价格上涨（房价和股市价格）带来了居民财富上涨，刺激了美国居民的消费。依据美联储公布的 2023 年 2 季度《美国金融账户》的数据，2023 年 2 季度美国居民净财富达到了 154.3 万亿美元，相比 2022 年底的 145.8 万亿美元增长了 8.5 万亿美元，其中 60%是由资产价格上涨带来的。相比 2019 年的 116.7 万亿美元，疫情至今美国居民净财富增长了 37.6 万亿美元。美国家庭巨额净财富的增长在财富效应的作用下刺激了美国居民消费的增长，使得美国核心通胀韧性较强，下行缓慢。

第二，中美利差“倒挂”将会持续比较长时间

在此轮激进货币政策周期中，截止 2023 年 9 月美联储加息 11 次，目前政策性利率处在 5.25-5.50%的区间。而中国经济处在推动降低实体经济成本，稳定经济向好态势的阶段，政策性利率不断下行。从此轮美联储加息之前至今来看，2022 年 2 月底以来，中美政策性利差由 3.575 个百分点“倒挂”至 2023 年 9 月末的 1.925 个百分点，创造了自 2005 年 7 月 21 日人民币一篮子货币汇率改革以来中美政策性利率倒挂的峰值。

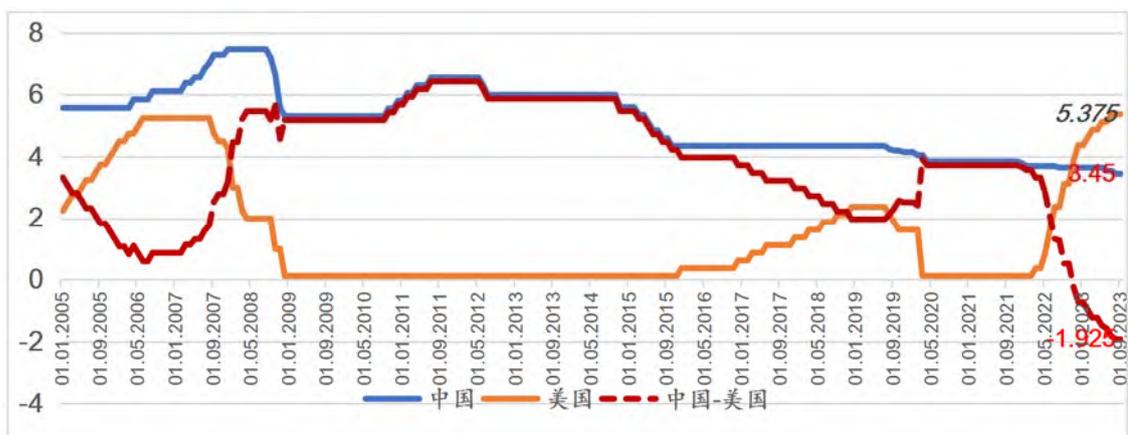


图 64 中美政策性利率和中美政策利率之差的变化 (%)

从债券市场来看，在美联储 2022 年 3 月加息之前，中美 10 年期国债收益率之差达到 108.25 个 BP，随着美联储不断加息和中国央行降息，中美 10 年期国

债收益率在 2022 年 7 月下旬之后就一直在“倒挂”状态，尤其是 2023 年 3 月以来，中美 10 年期国债收益率“倒挂”持续扩大，在 2023 年 10 月中旬达到峰值 226.23 个 BP，截止到 11 月 3 日，中美 10 年期国债收益率“倒挂”依然超过 190 个 BP。

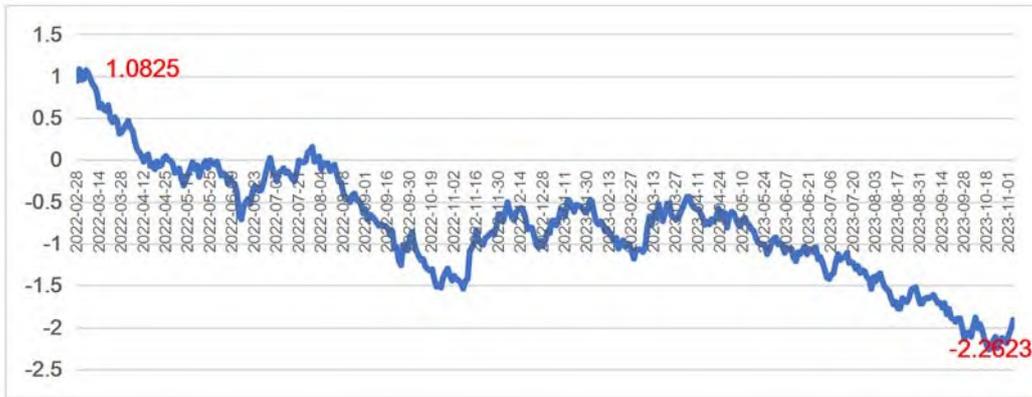


图 65 中国 10 年期国债收益率-美国 10 年期国债收益率 (%)

由于美联储“限制性利率水平”将持续比较长时间，中国央行持续推动降低实体经济融资成本，未来几个月的时间，中美政策性利差应该持续在高位运行。

第三，中美货币政策周期错位下的人民币汇率在压力中趋稳

中国央行货币政策周期从疫情冲击早期的“逆周期调节”较快走到“跨周期设计和调节”，并逐步进入“搞好跨周期调节”，央行没有采取明显的刺激政策。从 2019 年以来央行货币政策进入降息周期，政策性利率从 2019 年的 4.15% 下降至 2023 年 9 月的 3.45%，下降了 70 个 BP，体现了利率成本稳中有降，延续了 2012 年 5 月份以来超过 10 年的降息长周期。从 2023 年 3 季度开始，央行货币政策取向表述变化为“更加注重搞好跨周期和逆周期调节”，“逆周期”调节一词回到央行货币政策表述中，说明经济持续恢复的基础仍需要通过货币政策加以巩固。从央行对货币政策周期性的表述来看，即使在经济有下行压力时，从 2019 年 2 季度央行首次使用“逆周期”以来，“跨周期”调节的频率远高于“逆周期”调节的频率。央行货币政策的周期性取向发生了明显变化，更加强调“跨周期”调节，相对于短期波动，央行更强调通过结构性信贷锚定中长期促进中国经济结构转型、优化和升级的目标，服务于持续推动经济高质量发展。

从此轮美联储加息以来，2022 年 9 月人民币对美元出现了 2019 年以来的第 3 次破“7”，主要是中美货币政策周期深度错位和疫情冲击导致中国经济有下行压力共同导致的。2022 年 3 月美联储开始加息，货币政策进入紧缩周期，美联

储采取了激进加息方式，9月份政策性利率已达到3.125%，中国货币政策性利率下调了5个BP（从3.7%下降至3.65%），中美政策性利差从约333个BP快速收窄至约53个BP。同时由于疫情冲击导致2022年2季度中国经济增速只有0.4%，到2022年11月上旬，人民币触及7.33的低位。此后人民币升值至2023年1月中旬的6.7左右，主要是经济预期向好所致。2023年1季度中国经济增速达到4.5%，疫情放开政策预期带来人民币对美元升值。这期间中美政策性利差由正转负，从2022年11月约53个BP变化为2023年1月中美政策性利率倒挂近73个BP。中国经济预期向好压倒了中美利差反转，人民币对美元出现了阶段性升值。

2023年1季度开始，央行坚持市场在人民币汇率形成中起决定性作用，注重预期引导，增强人民币汇率弹性，并在2季度提出了稳定预期，坚决防范汇率超调风险。2023年5月中旬人民币第4次破“7”，主要是国内宏观数据不及预期、美联储加息导致中美政策性利率“倒挂”幅度快速急剧扩大所致。2023年2季度中国经济增速6.3%（去年基数只有0.4%），增速可能不及市场预期；2023年5月中美政策利率“倒挂”幅度接近150个BP。此后，2023年7月20日人民银行、外汇局将企业和金融机构跨境融资宏观审慎调节参数从1.25上调至1.5，加大跨境美元融资，提高美元流动性；2023年9月1日人民银行宣布从9月15日起，将金融机构外汇存款准备金率由6%下调至4%，释放美元流动性。这期间美元指数一直上行，人民币对美元从9月上旬的7.35开始轻微回落，截止目前基本保持在7.3左右运行。2023年9月份之后美联储暂缓加息，中国央行从5月份以来政策性利率再次下调20个BP，2023年8-9月份中美政策性利率“倒挂”达到近193个BP，处于中美政策性利差“倒挂”峰值区间。

从一篮子货币来说，人民币体现出相对稳定性。图7显示了CFETS指数变化的幅度要远小于人民币兑美元在岸汇率的变化幅度。2022年9月第3次破“7”阶段：这一阶段人民币较大幅度贬值，CFETS出现较小幅度的贬值。2022年2月25日到11月4日，人民币兑美元贬值了15.1%（从6.31贬到7.27），CFETS仅贬值了4.33%。2023年5月第4次破“7”阶段：这一阶段人民币较大幅度的贬值，CFETS也出现了较小幅度的贬值。2023年1月13日到9月8日，人民币兑美元贬值了约9.4%（从6.71贬到7.34），CFETS只贬值了2.57%。因此，人民币更加注重一篮子货币的稳定性。



图 66 人民币对美元金融汇率与一篮子贸易汇率的变化（收盘价）

数据来源：WIND.

因此，首先，随着中国金融开放的程度不断提高，中美利差变化是导致人民币对美元汇率变动的根本原因之一；其次，疫情不确定冲击对人民币汇率影响较大，发生在疫情期间的人民币破“7”与疫情冲击导致中国经济下行及带来的预期转弱有关；再次，疫情后的破“7”是利差大幅度“倒挂”和经济修复不及市场预期所致。2019年以来的4次破“7”均与中国经济增速放缓和预期转弱直接相关。同时，人民币汇率形成更加市场化，2020年10月下旬“逆周期因子”退出后，再未官宣使用，而通过释放美元流动性，加强宏观审慎管理能降低中美利差“倒挂”对人民币汇率的影响。

2023年10月30-31日中央金融工作会议指出，始终保持货币政策的稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱。对于外汇市场，强调加强外汇市场管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。加强外汇市场管理为央行货币政策以我为主创造了条件。保持货币政策自主性对于推动中国经济持续向好和预期增强至关重要，而中国经济持续向好和预期增强是人民币保持稳定的基石。应对疫情冲击和多轮外部冲击，央行在2019年以来的4次破“7”的过程中积累了丰富的经验，具有充足的政策工具储备，有足够的力量维护外汇市场平稳运行。

2. 房地产流动性风险依然存在蔓延的可能性

地产行业资金压力不减，房企信用风险仍未走出底部。房地产开发企业到位资金累计同比已持续19个月为负，1-9月下降13.5%，降幅环比扩大0.6个百分点；其中，国内贷款和自筹资金同比降幅较前值不同程度收窄，但以定金及预收款、个人按揭贷款为主的其他资金降幅环比扩大2个百分点。资金承压下房企信

用风险仍在加速释放与蔓延，年内债券市场新增违约主体 6 家，全部为此前发生过展期的房企，新增违约规模为 299.45 亿元，占上半年总违约规模的 66%，新增展期规模为 590 亿元，占上半年总展期规模的 85%。

房地产行业债务压力大，继续警惕其风险传导。根据中诚信国际估算，截至 2022 年底，房地产领域所承担的债务（包括贷款、信托、债券融资）总规模达到 56.17 万亿元，占当年 GDP 的比重接近 50%（46.4%）。今年以来，房地产领域债务风险继续上扬，受债券、信托融资收缩影响，截至 2023 年三季度末，房地产领域债务规模略微下降至 56 万亿元，仍居高位，需警惕房地产领域局部资产泡沫破灭引发系统性金融风险。

3. 地方政府债务重点关注结构性和区域性问题

伴随近年来地方债大幅扩容，2023 年末地方政府显性债务或接近 41 万亿，负债率将超过 30%，政府负债率将上升至 53%，但仍低于 60%警戒线及发达国家水平，风险整体可控，但需关注与日俱增的债务付息压力¹，2022 年仅地方债付息达 1.12 万亿，占地方广义财政收入的比例由疫情前的 3.6%升至 6.22%，11 省将其广义财政收入的 10%以上用于付息。同时，对于结构性和区域性问题需要关注四方面问题。**第一，地方债务结构与政府财力存在错配。**目前地方债务中专项债务占比超 60%，对应的政府性基金收入占广义财政收入的比重近年来最高仅 47%且不断回落，两者不匹配影响财政支出效率及长期可持续。**第二，成本与收益、现金流与期限错配，“债务-资产”转化不足。**债务的可持续发展需重视其能否形成可持续现金流以及优质资产，以专项债为例，目前所投项目七成以上项目本息覆盖倍数低于 2 倍，同时资金闲置、资金挪用现象持续存在，“债务-资产”转化效率仍待提升。**第三，隐性债务风险有所缓释但规模仍较大。**根据估算，2022 年地方隐性债务在 52-57 万亿之间，严监管下隐性增速已经明显下降，但由于其存量规模仍较大且涉及范围广、程度深，风险仍不容忽视，尤需关注融资平台风险演化。**第四，区域风险分化加剧，部分省份风险进一步凸显。**近年来地方财政减收严重，2022 年 27 省平衡率同比回落，且多省土地财政缺口凸显，超八成省份负债率、债务率同比抬升，西部、东北地区升幅较大；2023 年上半年，地方一般公共预算收入两年复合增速仅 2.3%，政府性基金预算收入同比下降 17.2%，财政承压下债务风险仍较大，借新还旧及付息压力也进一步加大。

¹ 中诚信国际报告《各地最新“红橙黄绿”如何看？—2022 年全国及 31 省债务风险变化趋势分析》，2023 年 5 月。

融资平台作为隐性债务的主要载体，长期面临债务结构与业务结构、期限与现金流错配等问题，在当前土地财政弱化的背景下，流动性不足、融资循环不畅等加大了其债务风险敞口，非标违约、票据违约层出不穷。一方面表现为资产流动性较弱且收益较低，债务短期化趋势逐步加强。2023年上半年发债口径融资平台 ROA 中位数已低于 0.5，有形资产对债务覆盖能力也不足 1 倍，持续面临成本高但回报低的矛盾；同时严监管下债务融资更趋短期化，短期债务占比已上升至 30%左右，与现金流间产生了严重的期限错配，带来较大的流动性压力及债务风险敞口。另一方面表现为三大偿债资金来源均承压，弱区域平台债务保障能力较弱。从内生现金流看，融资平台自我“造血”能力弱，经营性业务规模较小且下滑，经营性现金流对债务覆盖不足；从政府回款看，近年来土地财政弱化、财政收支矛盾加剧下部分企业政府回款滞后现象凸显，资金占用现象普遍，中西部区域融资平台更为承压；从再融资看，隐债严监管下信贷、债券、非标融资均收紧，融资平台筹资性现金流自 2020 年起明显下滑。在此背景下，融资平台风险敞口加大、弱区域流动性持续承压。以债券融资为例，严监管下城投债发审较严，今年前三季度贵州、甘肃、云南等 8 省净融出，均属于西部及东北资质较弱地区，且借新还旧比例持续高位抬升，贵州、海南、吉林、宁夏、青海 5 省比例高达 100%，并更加依赖短债滚续，加剧了债务脆弱性。尽管 7 月底“一揽子化债方案”的提出以及 10 月以来超万亿特殊再融资债的发行短期内提振了市场信心，但融资平台基本面的实质性改善仍待观察。

4. 地方政府发力过猛，干扰市场正常调整

我国目前各级政府、各大国有企业、大量民营企业都已经将工作聚集在国家重大战略上来。尤其是地方政府，因为行政考核的需要，所有行动都是围绕国家重大战略部署上。这有利于凝心聚力，团结一致向前进。但是，由于地方政府、国有企业和国有金融机构具有的锦标赛思维，容易将一致的目标放大为不顾自身条件，全部资源投入某项工作中去。这容易导致行政性的宏观调控政策出台，扭曲了市场资源配置，导致资源效率下降和结构性扭曲加剧。例如，我国要追求科技自立自强，但不是所有地区都适合搞原创研究。我国要建设双循环新发展格局，不是所有地方都要自我循环。这种行政性扭曲往往表现为地方政府形式主义、官僚主义严重，不从自身出发，盲目追求过高的目标产生扭曲。

5. 国际产业链调整冲击出口结构升级

随着我国面对外部环境的结构性变化,我国的产业链可能在未来一段时间发生较大变化,带来出口增速的超预期下滑。产业链外迁在 2024 年一个核心的爆发点在于欧美产品更新换代,更换零部件供应商。4 供应商一般都会参与产品的研发,形成共同的“默知识”。疫情延迟了产品更新换代速度,2024 年将逐步进入到更新换代的周期。在结构性因素推动下,产品更新换代周期可能会导致产业链的迅速变化。在信息成本的推动下,产业链的变化具有极大的不确定性和不可预测性,需要加以重视。

第五部分 2024 年经济目标、政策定位与建议

(一) 科学设定政策目标与政策原则

2024 年经济增长目标的设定应当考虑以下几大因素:1) 进一步弥补产出缺口,提振市场价格;2) 引导预期,稳定企业与居民收信心;3) 更好地回归“十四五”期间中国经济的潜在增长率、衔接“十四五”和 2035 远景目标,统筹考虑 2024 年和 2025 年经济社会发展以实现“十四五”胜利收官;4) 要解决 1000-1100 万左右城镇新增就业,同时考虑 GDP 就业弹性的下降带来的冲击;5) 必须为各类结构性政策的出台留出经济缓冲空间,适度提高宏观经济对各类改革、风险控制、结构调整的弹性和韧性;6) 必须充分考虑欧美经济循环模式调增带来的全球化转型和产业链重构,稳固大国博弈的物质基础。综合考虑上述因素,在报告基准预测的情形下,建议 2024 年经济增长目标设定为 5%。

在设计宏观政策中要高度重视 2024 年可能面对的复杂情况,坚持稳中求进。在经济运行模式的转轨期,国内外结构性因素正在加速进入变化的临界点,处在关键的转换期,同时,信心不足等周期性问题依然突出,要牢牢保持经济稳定运行在合理区间。同时,2024 年要抓住“二十大”红利期,进一步明确高质量发展的方向,及时推出其实可行的新举措,提升企业和居民信心,激发经济发展新动能。

2024 年的宏观政策要突出重点，不能仅仅采用逆周期政策，更要针对性解决深层次问题。针对国内外经济动能变化，抓住周期性因素向上的窗口期，推动经济转轨进程。同时，在系统性基础上，突出重点，选择结构性问题和周期性问题交织领域推动改革。

（二）用好“二十大”红利，突出重点深化改革

在系统性基础上，以激发市场主体活力为核心，重点推进市场化改革。在复杂的结构性因素加速转变期，改革需要加强顶层设计和统筹安排。在此基础上，更需要进一步针对性突出重点来深化改革。建议 2024 年改革的重点需要在结构性因素与周期性因素交织点推进，一箭双雕，以改革推动经济新动能落地，矫正地方政府激励。

1. 进一步以法治化、国际化推动高水平市场经济建设

我国需要进一步理顺市场和政府的关系，界定市场和政府的边界。一方面，政府的职能范围需要逐步缩小，更多将试错空间留给企业，提升企业和市场在创新中的主体地位，而不能像原来模仿阶段，因为能够看得清未来的发展方向，就进行政府主导的战略。另一方面，政府的职能方向需要调整。在赶超阶段，政府更需要的是进行基本的基础设施建设，例如公路、通信等方面。通过这些方式，可以降低企业出口的固定成本，促进出口和学习，提升生产效率。在创新阶段，基础设施建设的重要性就开始下降，企业更需要关注的是融资和风险分担等问题。这就是为什么我国几年来大规模基础设施投资拉动的经济增长率日益减小。政府需要更多地提供社会风险分担功能，为试错提供更多的空间。

进一步界定好政府和市场关系体现在两个方面，第一是财政，第二是国有企业。财政是政府直接干预市场的手段。通过财政支出，政府承担了不同时期应该承担的功能，通过税收，政府改变了不同主体的利益分配。在我国，政府可以通过对国有企业经营领域的限定来干预经济活动，同时可以用国有企业额的收入上缴来改善自身的收入结构。因此，重新界定政府与市场的关系，将更多空间留给市场引领企业试错需要重构中国的财政体制和国有企业。

2. 持续推进注册制改革，凸显资本市场的财富管理职能

我国股票发行制度历经了审批制、核准制、注册制三大阶段。对于注册制的认识不能仅仅停留在相对于审批制、核准制，注册制有哪些优点，更要关注的相对于审批制、核准制，注册制对于资本市场的功能定位。在审批制、核准制时期，资本市场起到了分担市场化改革成本的功能，是以融资为主要要求的市场。在注册制时期，我国已经进入到了新的发展阶段，资本市场更要解决存量财富的管理问题，这就需要明确注册制的改革以财富管理功能的树立为首要目标。因此，需要进一步统筹增量和存量市场，助力提升待上市公司与存量已上市公司的经营质量，规范上市公司行为，加大违法违规惩处力度，确保财富管理功能落地。

3. 进一步完善分税制，长效化解地方政府债务

坚持分税制改革方向，聚焦地方政府财政运行。当前地方政府财政压力较大。一是财政收入状况，它主要由税源、土地交易变化引起；二是财政支出状况，它主要受政府职能履行状况影响，如疫情反复冲击会使得政府相应支出增加；三是积极财政政策的影响；四是财税体制因素。2022年5月，国务院办公厅出台了《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》。在党的二十大报告中，关于财政问题提出三个关键词“健全现代预算制度、优化税制结构、完善转移支付体系”，均关系到地方财政体制和地方财政运行问题。未来的改革需要在分税制方向上，转变政府职能，理顺政府与市场、政府与社会的关系。为了既调动地方积极性，又使地方公共物品的提供与上级期待的目标保持一致，应该设立并扩大分类转移支付。

坚持稳定中推进改革。继续推进财税体制改革需要保持宏观税负基本稳定、保持财政收入占比基本稳定、中央财政收入占比基本稳定。在这样的前提下，财税体制改革更重要的是理顺税收逻辑，调整收入和支出的结构。

（三）逆周期政策保持总量宽松

1. 坚持就业优先，重点解决青年就业

2024年保就业仍要以保青年就业为第一要务，而保青年就业不仅靠保存量市场主体，更要扩新增市场主体，这要靠民间投资来带动，这进一步需要稳市场主体预期，坚持两个毫不动摇，打消民间投资的顾虑，处理好政府投资与民间投资之间的关系，防止出现就业效果的相互抵消。补贴政策并不能从根本上解决民

间投资不足问题，关键还是在于完善法治建设，健全对私有产权的保护，弥合疫情以来人们对法治建设的信心缺失。

2 继续实施积极的财政政策

总体而言，当前的财政政策既要以解决宏观经济问题为目标，也面临着推动自身改革的任务。在众多目标中，2024年亟待财政解决的主要问题有三：第一，如何解决总需求不足，特别是在外需持续承压、短期难觅逆转的背景下，如何以扩大内需为抓手实现促发展、调结构的目标。第二，如何解决微观主体信心不足的问题，恢复宏观政策作用于微观主体的机制有效性。第三，如何在地方主体税种缺位、土地财政淡出的背景下，为地方政府履行支出责任提供稳定财源。

首先，解决需求不足问题的政策着力点应聚焦于稳投资、促消费、创新引领和民生保障。第一，尽管投资对当前经济拉动的边际效应已经趋弱，但以预算内投资拉动社会投资依然是稳增长的重要抓手。第二，在促消费方面，短期内可考虑为失业青年群体提供阶段性消费补贴，或向低收入群体适时适量发放消费券，但消费券的成本应由中央承担从而避免加重地方政府负担；长期内，优化收入分配格局，提高居民收入水平才是消费长期增长根本路径。第三，综合运用财政补贴、贷款贴息、税费优惠等措施，加快发展战略性新兴产业，支持中小企业数字化转型，进一步增强发展动能。第四，按照优先顺序来看，稳就业是当前民生保障的首要目标，重点是支持企业就业稳岗和帮助重点群体就业创业；其次还应在完善义务教育经费保障机制、实施企业职工基本养老保险全国统筹、提高医疗卫生服务能力、做好困难群众救助工作等方面提供财政支持。

其次，稳预期应采取更加积极的支出政策和稳定的收入政策。增发1万亿国债的超预期政策有助于一定程度上提振市场信心，但微观主体预期就此迎来拐点的可能性不高。从实际情况来看，政府实施以税收收入下降、债务负担增加为成本的减税，在市场信心不足的情况下并不能引致预期的经济增长。相反，由于税收下滑将削弱中央宏观调控的能力，可能限制后续政策的选择和空间。因此，收入政策宜保持延续当前政策力度，而不宜再加码；而支出政策由于往往能直接作用于微观主体，因此可能效果更彰。此外，超预期财政政策应集中出台、政策合力集中释放，不宜将超预期政策纳入常规工具箱，在破局预期持续低迷后即应退出，避免频繁使用超预期政策而导致政策失效。

再次，对于财政收支和预算管理而言，应加强三方面的建设。第一，理顺央地财政关系。短期内，提高中央事权和支出责任，减轻地方政府支出压力。特别应进一步提高央地共担事权中中央承担的比例，增加中央政府在社保与跨区域项目建设维护中的支出责任。长期来看，应进一步加强地方税体系建设，确定地方主体税种，增强地方收入自主权；应进一步完善财政转移支付制度，提高转移支付资金分配的科学性和透明性。第二，完善专项债制度。应完善专项债管理制度：一是严把准入关口，落实项目准备、申报、入库全流程监管；二是加快资金拨付，但应依据资金使用者，落实专项债的责任主体；三是压实监管责任，规范国债资金的使用。第三，完善预算管理体系。11月7日召开的中央全面深化改革委员会第三次会议强调了国有资本经营预算的重要性，是优化完善预算管理体系改革的重要一步。在此基础上，后续改革应进一步提升预算的规范性和透明度，建立健全四本预算的统筹协调机制，更好地发挥全口径预算体系的整体调控功能。

最后，完善财政政策和货币政策间的协调机制。从近期财政化债到中央金融工作会议对金融工作的部署，可以看出当前的宏观调控仍是以财政政策为主，货币政策需提高政治站位加以配合，这意味着不仅货币政策可能会受财政政策的影响，财政政策特别是地方债务风险化解等相关工作的成功与否也取决于货币政策的配合。这就需要更加重视政策间的协调配合，充分利用我国党管经济的制度优势，发挥和完善中财办在协调财政政策和货币政策上的职能。

3. 加大货币政策逆周期力度

一方面，货币政策要在总量上支撑总需求，助力资产负债表修复；另一方面，货币政策也需要对房地产等结构性问题做出反应，但这并不意味着要加大结构性货币政策。

目前，我国的货币政策主要包括再贷款、再贴现、抵押补充贷款等工具。结构性货币政策对于调结构的确发挥了积极作用，但中国的结构性货币政策与欧美的不同。欧美有大量的再贴现、再贷款等政策，主要用于修复特定的融资渠道，比如通过央行对商业银行的贷款支持来修复商业银行贷款；而我国的结构性货币政策则更多是面对特定行业和特定主体。在此过程中，由于存在大量的结构性问题，导致结构性货币政策有时容易与结构性问题叠加，对于经济修复来说是“双刃剑”。因此，我们要明确主要方向，更要强化货币政策的总量效果。

2024年发挥好货币政策的总量效果要着力以金融机构的负债端为主要对象，降低金融机构，尤其是商业银行融资成本。1) 进一步考虑降低准备金，从而降低金融机构的资金成本，修复其资产负债表。当前我国准备金率相对世界一般水平较高。此外，在支付较高准备金时，一定时期内会产生高公开市场操作，带来特有的“双高模式”，即高准备金和高公开市场操作，提高了整体融资端成本。因此，无论是从当前准备金率的绝对水平来看，还是为了打破中国货币政策的“双高模式”，或是为了应对中期借贷便利到期高峰，都需要降低准备金率，在置换MLF的基础上进一步释放流动性。2) 是进一步疏通货币供给机制，形成“货币供给锚”。原来我国更多是以土地、出口为货币供给锚，未来要逐渐建立知识产权等无形资产和消费之上的货币供给锚。3) 加强货币政策沟通。降息降准的政策很容易被简单解读为大水漫灌，或者让市场产生对中国经济的担忧。在这种情况下，需要进一步强化政策沟通机制，为政策目标、政策措施和央行对未来的预判进行沟通。当前，我国在沟通中主要是对未来经济状况和货币政策调控思路进行比较笼统的描述，清晰度还有待提升。未来需要建设更加透明的沟通机制，防止将央行的货币政策过度解读。

在发挥好货币政策总量效果的同时，要进一步加强货币政策与财政政策的协调，从而实现调结构的作用。

4. 以扩大消费为核心着力扩大内需

第一，紧紧抓住汽车消费。汽车消费是目前万亿级以上市场具有持续动力的最大消费品类，是拉动消费的核心源泉。拉动汽车消费尤其以拉动新能源汽车为核心。新能源汽车是消费电子和互联网的整合平台，对于我国产业链拉动作用非常明显，既能够带动投资，也能够带动消费，形成良性循环。进一步加大新能源汽车基础设施建设，便利消费者使用，处理好新能源汽车回收等一系列问题，推动产业链不断延伸。

第二，继续出台部分“以工代赈”项目以及标志性项目以改善就业状况及市场预期，提高收入。拉动消费的根本在于收入和预期的改善，而这些都离不开就业市场的好转。为此，面向大学生的“以工代赈”项目以及一些标志性项目的推出可以较快改善就业形势，同时向市场传递明确的积极信号。

第三，通过收入分配政策维护居民收入。资本偏向性技术进步会增加财富收入占比，这部分收入会以更加不平等的方式进行分配，进而恶化收入分配格局。未来需要进一步规范收入分配格局。同时，加大人力资本投资，优化劳动力市场结构，调节产业结构变化过程中出现的结构性就业矛盾。高技能劳动相对供给增多，不仅可以提高劳动生产率，推动经济发展，还可以有效降低工资收入差距，增加中高层收入人群数量，降低收入分配差距。

5. 加强政策协调，扩大政策空间

综合考虑目前我国宏观经济的运行状况，除了有必要实施更加积极的宏观经济政策，还需在政策层面上做出一些明确和有针对性的策略选择，超越常规性政策组合。

第一，积极政策应以扩张性财政政策为主，辅以宽松的货币政策。国内外相关经验表明，与货币政策相比，财政政策有目标更加精准和时滞较短的特征。考虑到我国目前的经济状况，没有财政政策的加持，货币政策的传导周期长，目标精准性差，而且容易导致家庭和企业部门债务负担进一步上升，累积金融风险。同时，我国非金融企业和家庭部门已经历了十多年的杠杆率较快上涨，目前处于较高水平，在悲观预期下进一步加杠杆的意愿较弱。而政府部门特别是中央政府的杠杆率目前仍处于较低水平，具有较大的政策空间。

第二，扩张性财政政策应以中央政府为主，以地方政府为辅。近十年来，我国地方政府债务规模和杠杆率出现了较快上涨，累积了较大的金融风险，且存在明显的可投资项目与融资能力的错配。集中表现为财政能力较强的地区基础设施也相对完备，投资的边际效果较弱，而需要重点加大基础设施建设的地区，往往财政能力较差。中央政府无论是在解决资金-项目错配方面还是应对杠杆率上升和防范债务风险方面，甚至在降低融资成本方面，都更有可操作性。

第三，扩张性财政政策应以实施“补贴性”政策为主，辅以免税政策。在三年疫情期间，企业和家庭部门面临收入流下降甚至清零的情况。在此情况下，各种税收减免形式的政策对很多企业和家庭的帮助有限。目前应该扩大对家庭部门的补贴以及对稳就业做出巨大贡献的中小企业补贴。

第四，财政补贴应该以直接补贴家庭为主，以补贴企业为辅。由于我国存在大量中小企业和非正规就业，只依赖企业部门进行补贴容易造成政策不到位的情

况。不妨通过各种财政和金融优惠手段对家庭部门进行直接补贴。补贴要具备一定的力度和持续性，能够在稳定公众预期方面发挥作用。

第五，加强货币政策和财政政策的协调，处理好稳增长与财政赤字和通货膨胀之间的优先顺序，理顺部门目标与整体目标之间的关系。扩张性财政政策必然意味着财政赤字上升，扩张性货币政策也意味着加剧未来的通货膨胀和金融风险。扩张性政策的实施时期，应该加强财政和货币政策的协调，避免过度强调部门目标而损害宏观经济政策的整体效果。

第六，既要强化宏观政策之间的协调，也要深化改革与宏观调控的关系，通过市场化改革进一步发挥好价格的激励作用，从而理顺政策传导空间。

总结来说，短期内的核心政策取向是进一步疏通政策传导渠道，提高政策传导效率，通过货币政策、财政政策、房地产政策、地方政府债务和资本市场综合修复社会资产负债表，从而激发市场主体活力；在中长期内，要进一步加大市场化改革，理顺市场发挥作用的渠道，发挥好价格的激励作用。

（四）结构性政策以“降成本”为导向畅通国民经济循环

在结构大调整的环境中，未来的结构性政策需要紧紧扭住“降成本”这个中心，破解高成本时代。随着大模型的发展，人工智能已经到了临界点，将会为数字经济创造更多的场景，进一步降低生产成本，加快经济循环。

1. 以标准建设促进人工智能发展

未来在行业政策上，以人工智能为突破点，推动数字经济和实体经济深度融合。人工智能已经进入了爆发的临界点。在人工智能的推动下，组合式创新将会进一步发展，数据的应用场景从消费进一步向工业领域推进。进一步通过标准建设推动人工智能的场景使用，形成数字经济和实体经济互动循环。

2. 进一步明确“红绿灯”机制

企业面对的最大不确定性是行业政策波动，需要进一步明确“红绿灯”机制，让企业吃下定心丸。在企业对行业监管逻辑不清晰的情况下，部分企业会产生强烈的短期化倾向。当一个商业模式获利后，由于不确定这种模式是不是能够长久存在，企业并不想去完善，而是利用商业模式进行加快变现。在这种情况下政府容易认定企业属于资本无序扩张，对企业部分行为进行干预。这又加强了企业对

于政策不确定性的感知，从而形成恶性循环。实体经济的发展需要企业持之以恒，需要稳定的行业政策。部分企业认为“法无禁止即可为”，但是社会主义市场经济有更清晰的边界。这不是通过提供一些“红绿灯”案例就可以解决的。当政府提供案例后，企业就会模仿具体行为，甚至导致资源扭曲。需要借助“二十大”红利从政策规范等角度明确“红绿灯”机制。

3. 完善能源供给体系，稳定电力供应

第一，进一步稳定国内能源生产。稳定能源价格问题根本上要解决供需之间“紧平衡”问题。“紧平衡”状态下能源进口成为了影响价格的边际量，国际能源价格波动成为重大风险源。进一步统筹“双碳”工作节奏，加大传统能源，特别是新能源供给建设，保障能源安全，降低能源成本。

第二，加大电力市场建设。在人工智能后，电力需求将进一步加大。新能源的大量使用，也对电力供给稳定性提出了新挑战。一方面，要前瞻性布局新的电源建设，保障未来的电力供应。另一方面，通过数字技术等保障电网适应新的供求特征，提升电网安全性。

（五）以时间换空间，加快构建房地产市场治理体系

房地产市场供求已经发生了重大变化，需要从此为着力点，构建系统性的调整方案。构建完整的政策体系需要时间，短期加大力度稳地产，中长期妥善引导房地产行业转型。

1. 进一步打开房市限制性政策，引导房地产平稳转型

相较 2014-16 年房地产调控政策，此轮政策放松仍有较大空间，后续应围绕“稳预期、稳房价、稳地产”，视情酌量进一步加大力度打开需求端限制性政策：一方面，继续在核心一二线城市推行取消限购限贷条件、降低首付比例、下调存量房贷利率、提高公积金贷款额度、放松落户限制、加大人才引进等政策，加大对改善性住房需求的信贷支持、政策支持等；另一方面，借鉴美国租房券项目经验，加大对低收入群体、青年群体租房补贴力度，针对购房力不足的刚需群体，推进保障性住房体系建设，尽快实现房地产市场的信心企稳。

2. 完善土地供给制度是构成房地产市场长效机制的关键环节

当前土地供应以工业用地为主，占比超过 60%，但对土地收入贡献仅 10%，住宅用地供给占比不足两成，对土地出让贡献超过 70%。住宅用地供给不足会推升地价上涨预期，也是房价非理性上涨的重要原因。建议后续优化土地供给政策，科学合理把握土地供应节奏、结构，逐步降低土地财政依赖。同时，优化存量用地盘活机制，推动集体地入市，有效盘活存量闲置、低效、破碎化土地，推进农村集体经营性建设用地与国有建设用地同等入市、同权同价，提高土地要素配置效率；积极推动城中村改造和保障性住房建设，盘活改造各类闲置房产，为房地产行业打开新的可持续增量空间。

3. 匹配市场需求建立多层次住房供应体系

一是扩大租赁住房高质量供给，加大对房企参与保障性住房、租赁住房建设的政策支持力度，在税收、信贷、土地供应等方面给予政策优惠；二是完善住房保障基础性制度和支持政策，分区域、分领域逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利，适当提升核心大中城市的公共服务投入，逐步扩大惠及范围；三是盘活存量住房资源，利用已有住房资源，鼓励空置、短租的房屋转为长租房，建立住房租赁监管服务平台，有效增加保障性住房供给以及提升租赁住房质量；四是推进保障性租赁住房 REITs 试点，逐步拓展参与主体与试点资产范围，加强以房企为主的市场化发行 REITs 支持。