



# 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4月) (总第63期)

## 以法治化的经济治理稳预期释活力 促内需固增长

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4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63期

# 以法治化的经济治理 稳预期释活力促内需固增长

报告人：刘青

2023年4月21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

## 基本观点：

- 数据表明，2023年经济正在快速进入复苏轨道，全年5%以上可以期待
- 各种矛盾的信号表明经济处于转折期，复苏能否足够稳健，取决于后续国内国际环境、政策
- 稳健复苏的当务之急在于：稳预期，释活力，促内需，固增长（短期与长期）
- 传统的货币政策、财政政策、信贷政策等可能既无法治标也无法治本
- “法治是最好的营商环境”，治本的关键抓手：快速、稳固地提升经济治理的法治化水平（法治是最好的一切经济活动的环境，无论对政府还是对企业）

# 目 录

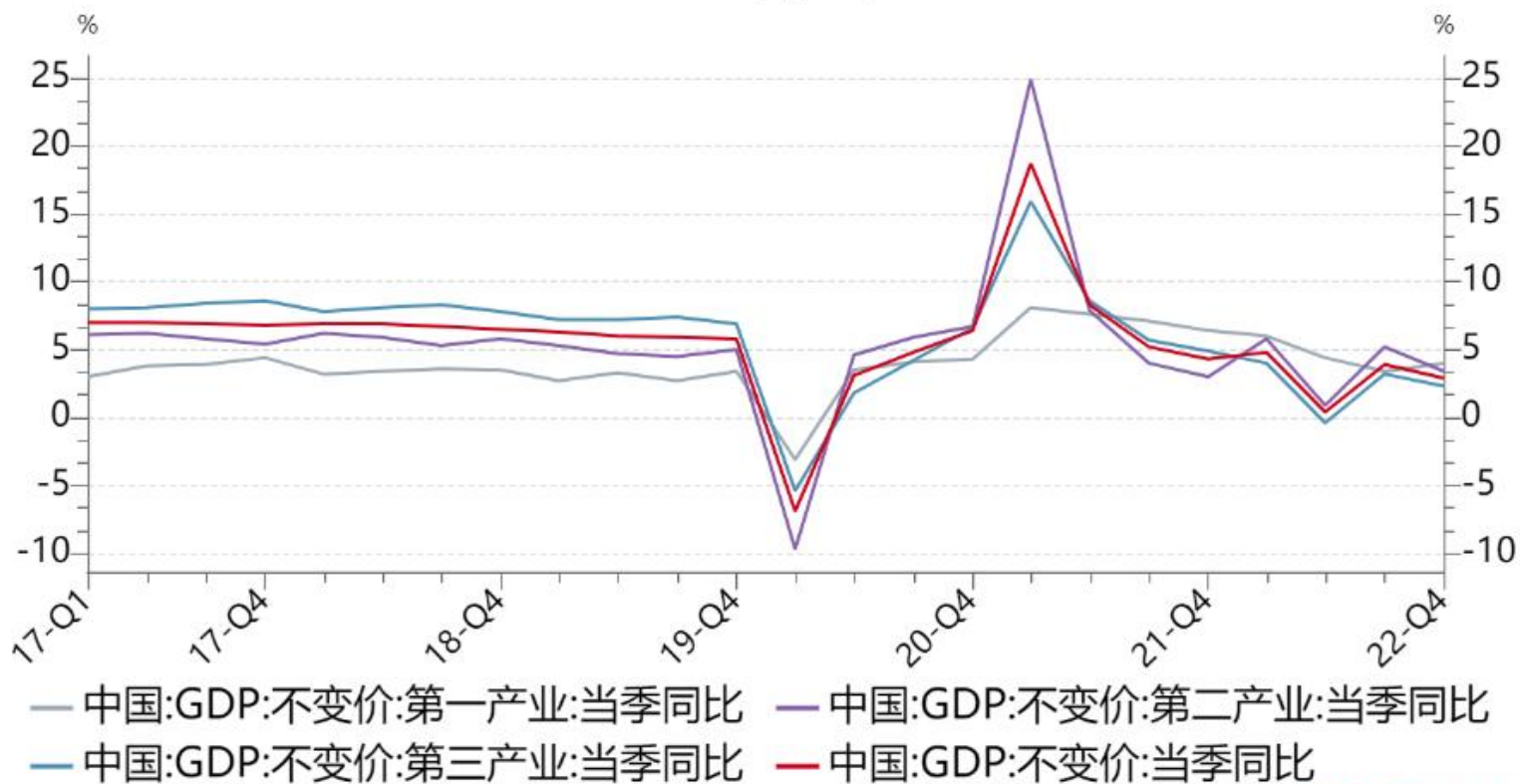
- 一、2022年经济简单回顾：从哪里出发
- 二、2023年第一季度宏观经济态势及特点
- 三、关键抓手是法治化的经济治理

# 1.1 2022年宏观经济简单回顾

- 2022年我国经济发展面临巨大挑战：
  - 全国核心经济城市疫情反复，上海一度封城
  - 国民经济支柱之一的房地产市场承压
  - 欧美等国的高通胀影响外部经济
  - “俄乌冲突” 等超预期冲击
  - 2022年全年增长3%

# 1.1 2022年宏观经济简单回顾

GDP增长率

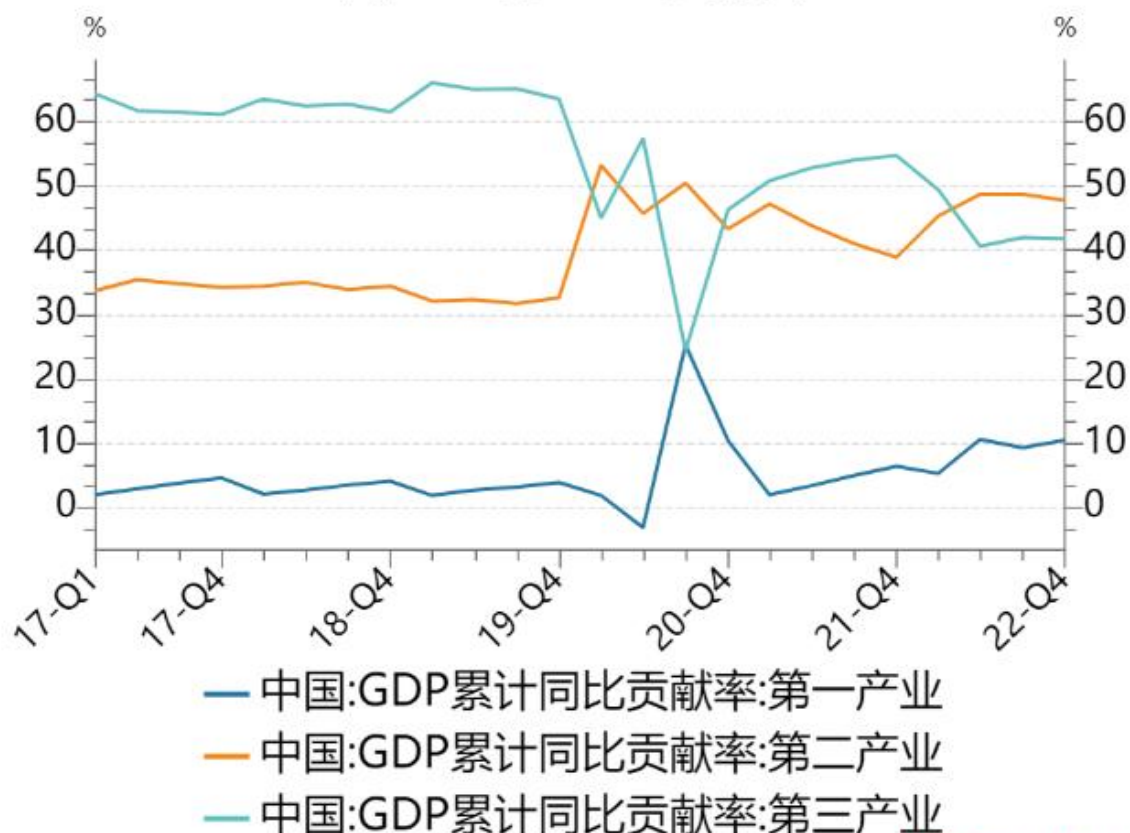


数据来源: Wind

- 疫情前GDP增速：第三产业快，第一、二产业慢
- 疫情之后很多季度则反过来

# 1.1 2022年宏观经济简单回顾

各产业的GDP贡献率



数据来源: Wind

- 第三产业的增长贡献率从疫情前（2019）的超过60%，下降到2022年的约42%
- 第二产业的增长贡献率从疫情前的约35%，上升到2022年的约48%
- 第一产业的增长贡献率从疫情前的不到5%，上升到2022年的约10%
- 说明疫情对于产业结构有较大影响，疫后的经济恢复第三产业很关键

# 1.1 2022年宏观经济简单回顾

GDP贡献率下跌比较明显的几个行业：

房地产                      约 3% → -11.5%

批发零售：                约 9% → 3%

住宿餐饮业：              约1.7% → -1.2%

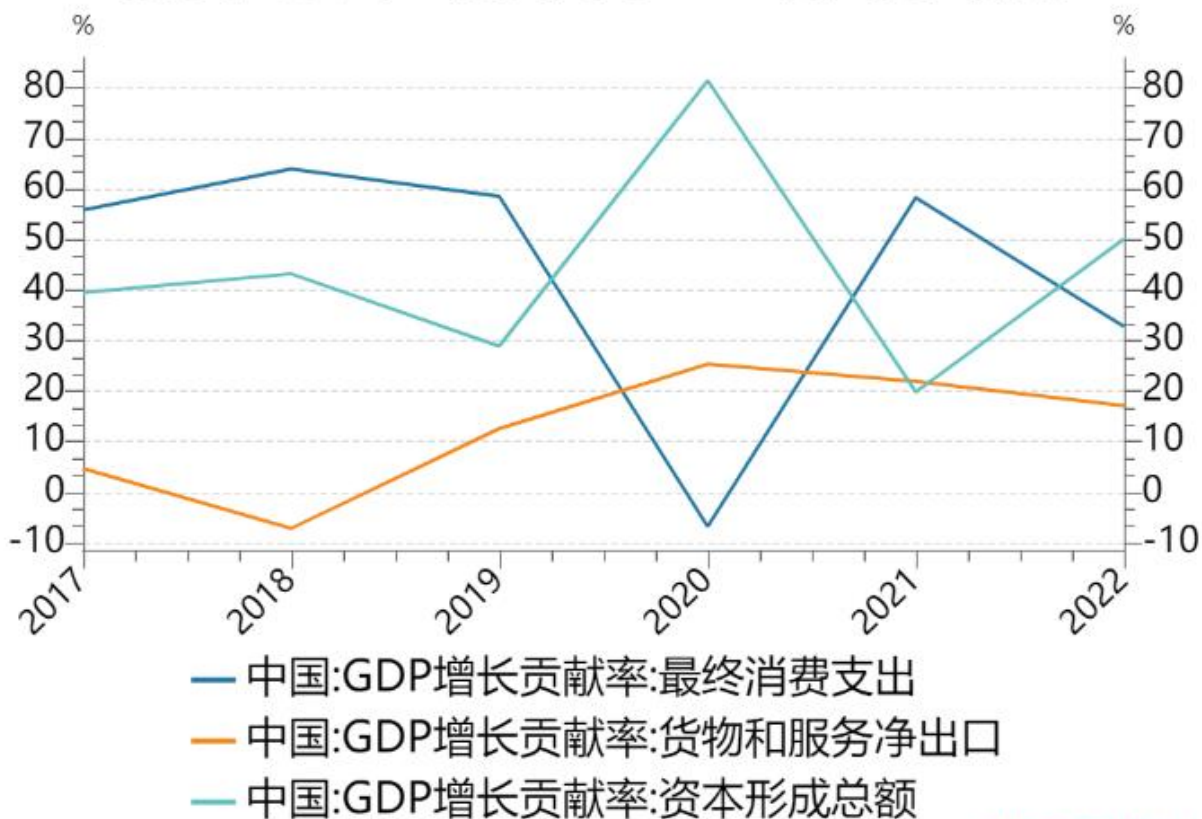
交通运输仓储邮政：      约4.88% → -1.12%

疫情原因，消费力原因，政策原因，等



# 1.1 2022年宏观经济简单回顾

## 消费、进出口和投资对GDP增长的贡献率



数据来源: Wind

消费贡献率由前值60%大幅下降至2022年约30%

资本贡献率大幅上升至约50%

净出口贡献率基本不变, 相对于2019年略有上升

疫后经济复苏中启动、稳定消费意义重大

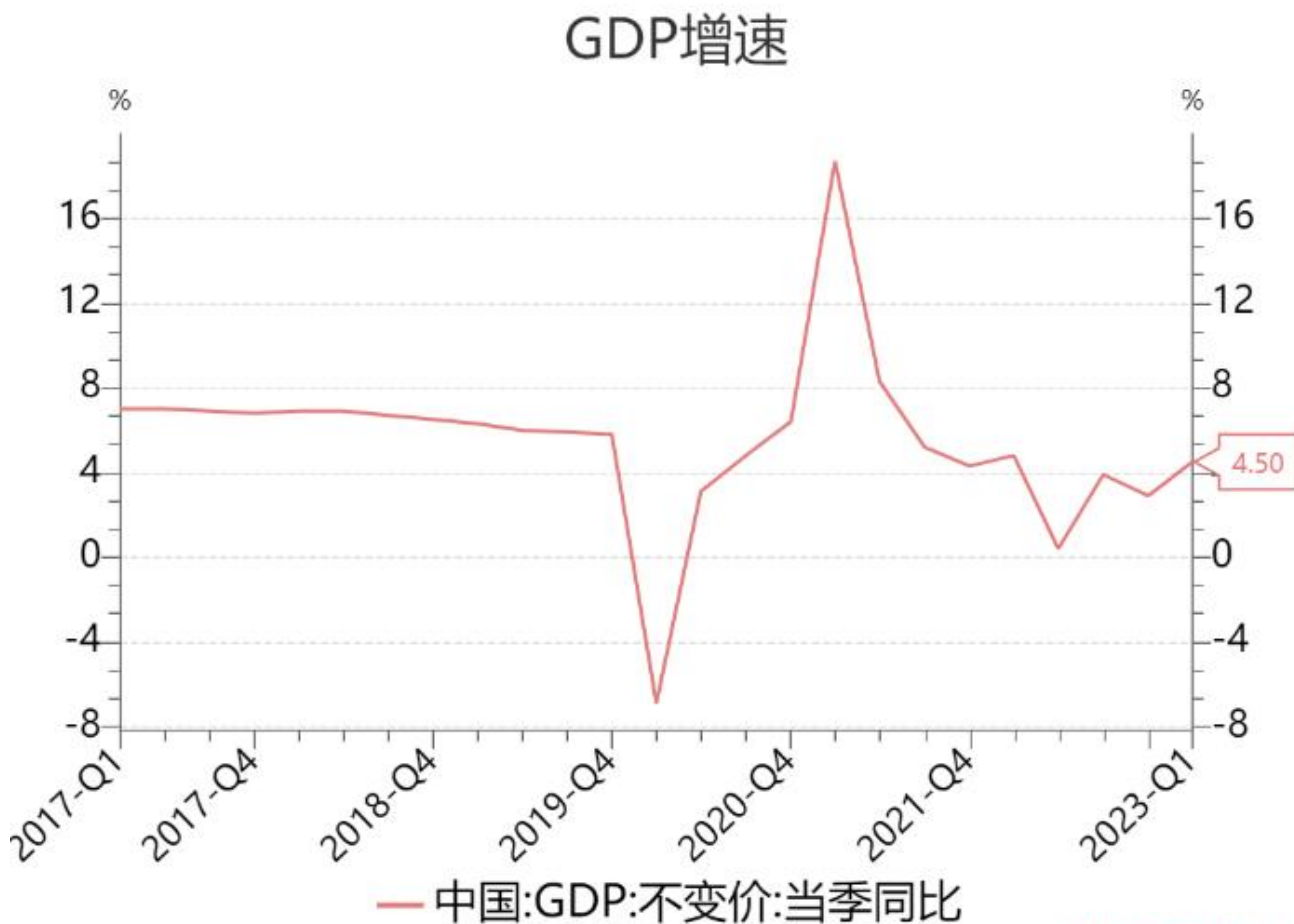
## 1.2 2023年经济复苏的良好基础

- 平稳渡过疫情
  - （反复的风险？）
- 服务业有了服务供给基础（需求？）
- 房地产利好政策出台
- 经济增长重新成为工作重心：“拼经济”

# 目 录

- 一、2022年经济简单回顾
- 二、2023年第一季度宏观经济态势及特点
- 三、关键抓手是法治化的经济治理

## 2.1 GDP已显著回升，但波幅巨大



得益于疫情态势转好、较好的经济韧性和良好的发展基础、靠前发力的政策，第一季度GDP显著复苏，同比增长4.5%。

经济增长波幅巨大。

## 2.2 消费强劲修复，贡献巨大

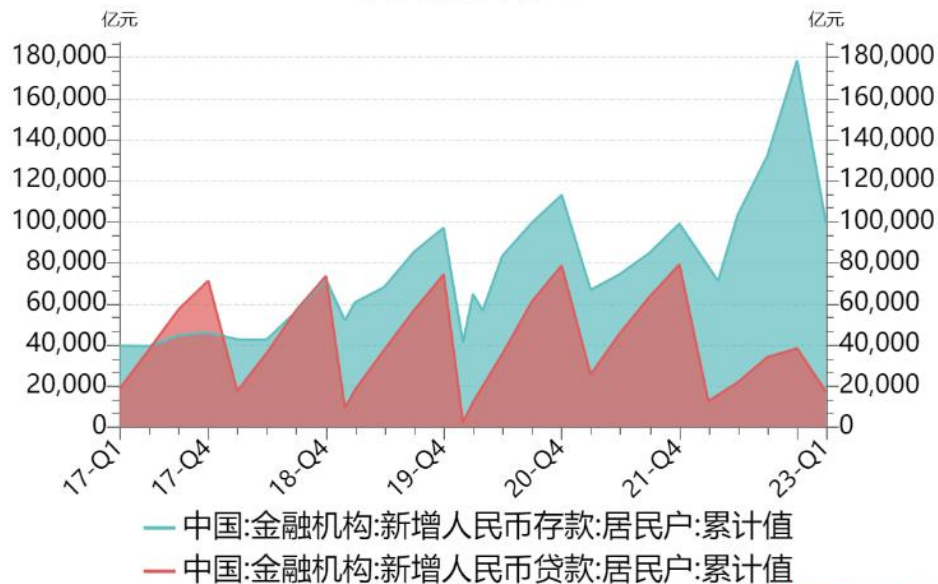


数据来源: Wind

- 第一季度，社会消费品零售总额累计同比增速由负转正，累计增长5.8%，对经济增长贡献率为66.6%，强劲修复
- 随着经济、社会状况逐步稳定，消费会逐步回归常态
- 但由于谨慎性储蓄意识强化、收入基础受损，居民的边际消费倾向、总体消费实力暂时难以完全恢复

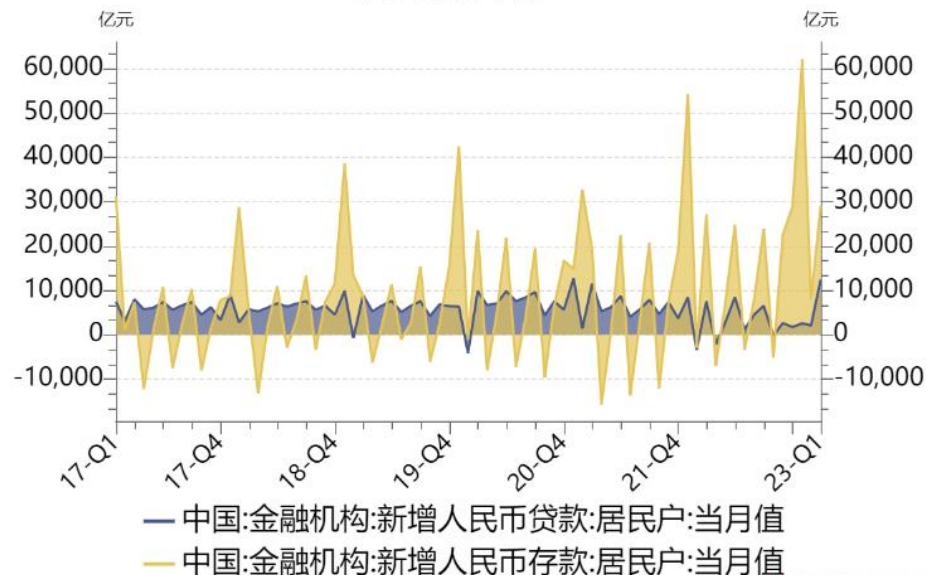
## 2.2 消费：居民“超额储蓄”现象

居民存贷动态



数据来源: Wind

居民存贷动态



数据来源: Wind

2019年以来，居民存款与贷款之间的分化明显，存款大幅增加；贷款增幅不明显，并在2022年显著下跌。

积攒的“超额储蓄”尚未出现显著释放迹象。

## 2.2 消费：就业

就业困难凸显：2023年第一季度调查失业率  
达略有下降，3月份为5.3%。

但是16-24岁失业率继续上升，3月份达到  
19.6%。

高达2亿灵活就业人员：收入、就业的不确  
定性



数据来源：Wind

## 2.2 消费：收入

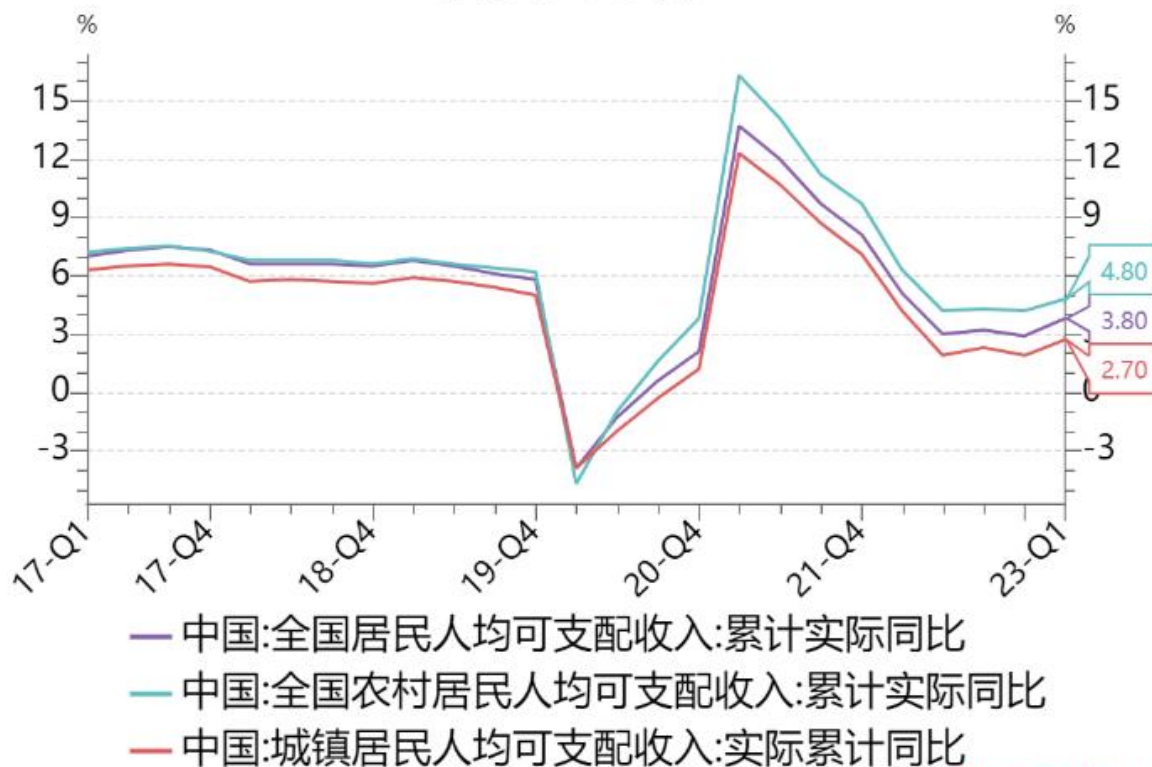
2022年第二季度到第四季度，全国居民人均可支配收入同比增速为3%左右，为疫情前的1/2，城镇居民仅仅约为2%，约为疫情之前的1/3。

今年第一季度人均可支配收入同比增速上升

由于谨慎性储蓄意识强化、收入基础受损，居民的边际消费倾向、总体消费实力暂时难以完全恢复。

稳消费任务重，但要避免急于求成、杀鸡取卵。

居民人均收入

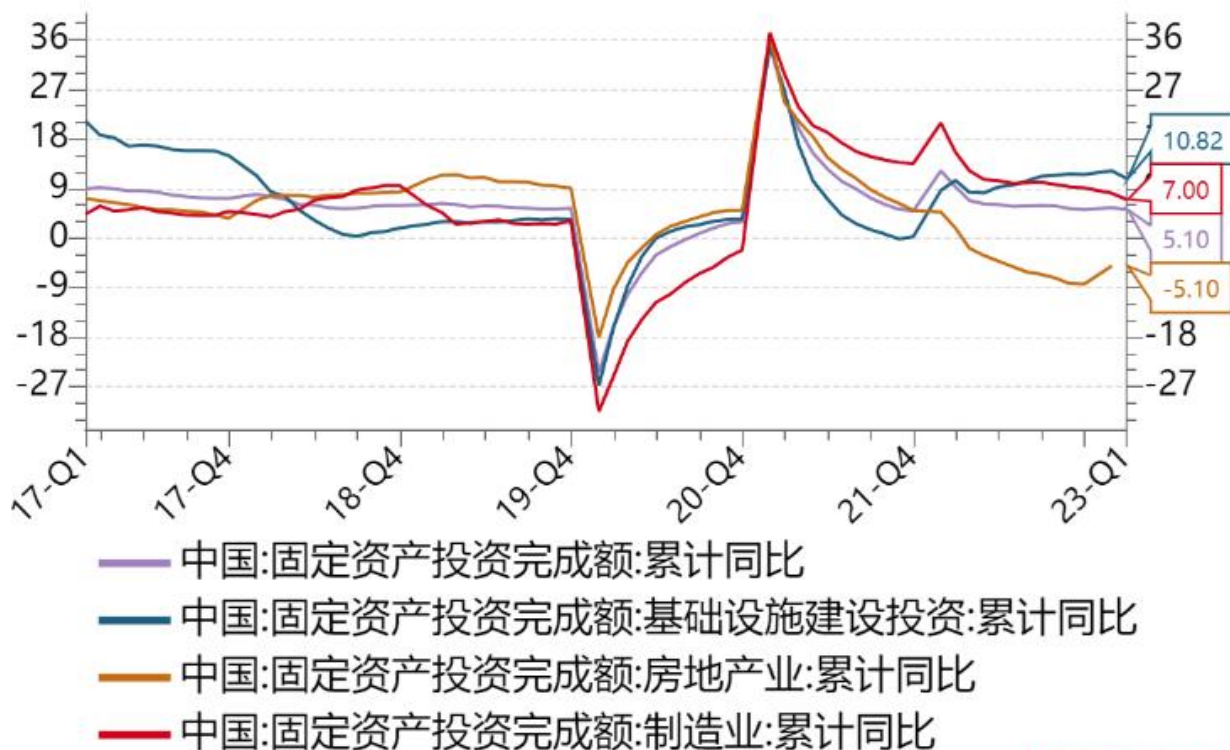


数据来源：Wind



## 2.3 固定资产投资增长平稳，房地产投资已有起色

固定资产投资动态



数据来源: Wind

第一季度固定资产投资保持平稳增长，第一季度固定投资增速为5.1%。

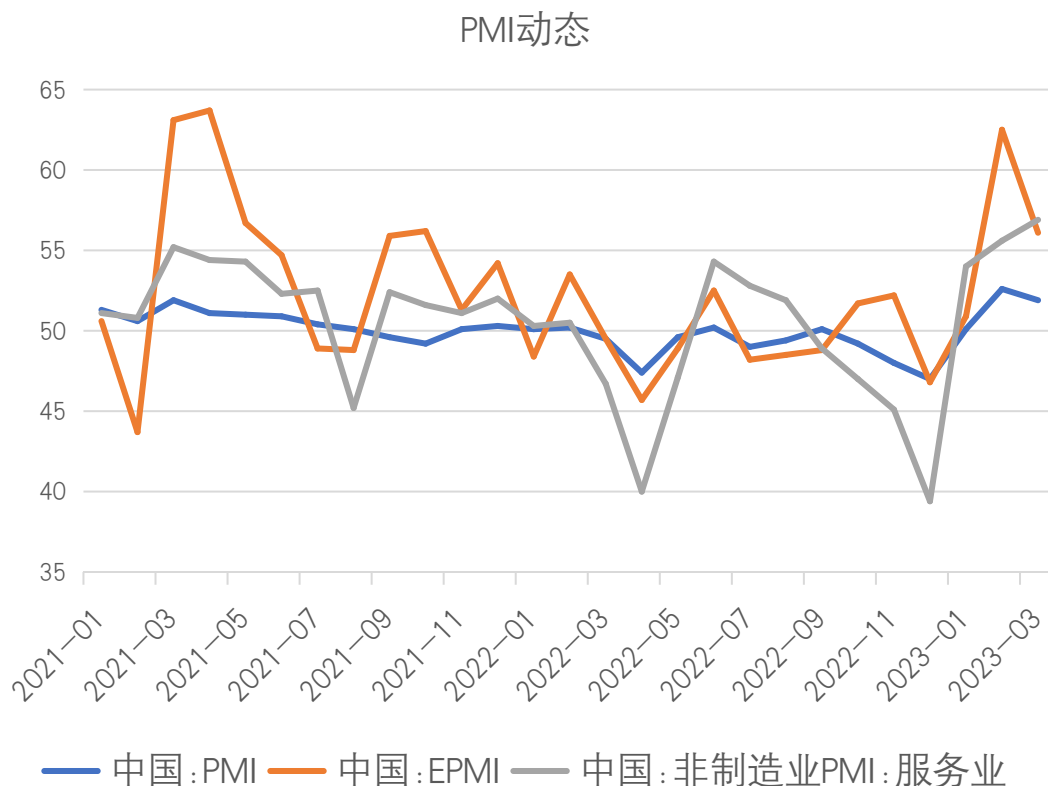
基础建设投资自2022年以来增速持续增加，同比增长10.82%，高于总体增速约5.7个百分点，成为维持固定资产投资增速的主力军（今年第一季度相较上一季度略有不到1个百分点的下滑，可能春节因素）

制造业投资呈下滑态势，由上一季度的9.1%下降到7%

房地产跌幅缩窄，跌幅由8.4%减少到5.1%

基建投资仍是主要支撑；制造业投资仍未完全激活；房地产是最大拖累因素，但在改善

## 2.4 制造业（尤其新兴制造业）、服务业均扩张



2022年全年PMI基本上都低于50，从2023年1月起，PMI均高于50的枯荣线，3月51.9，说明制造业开始扩张

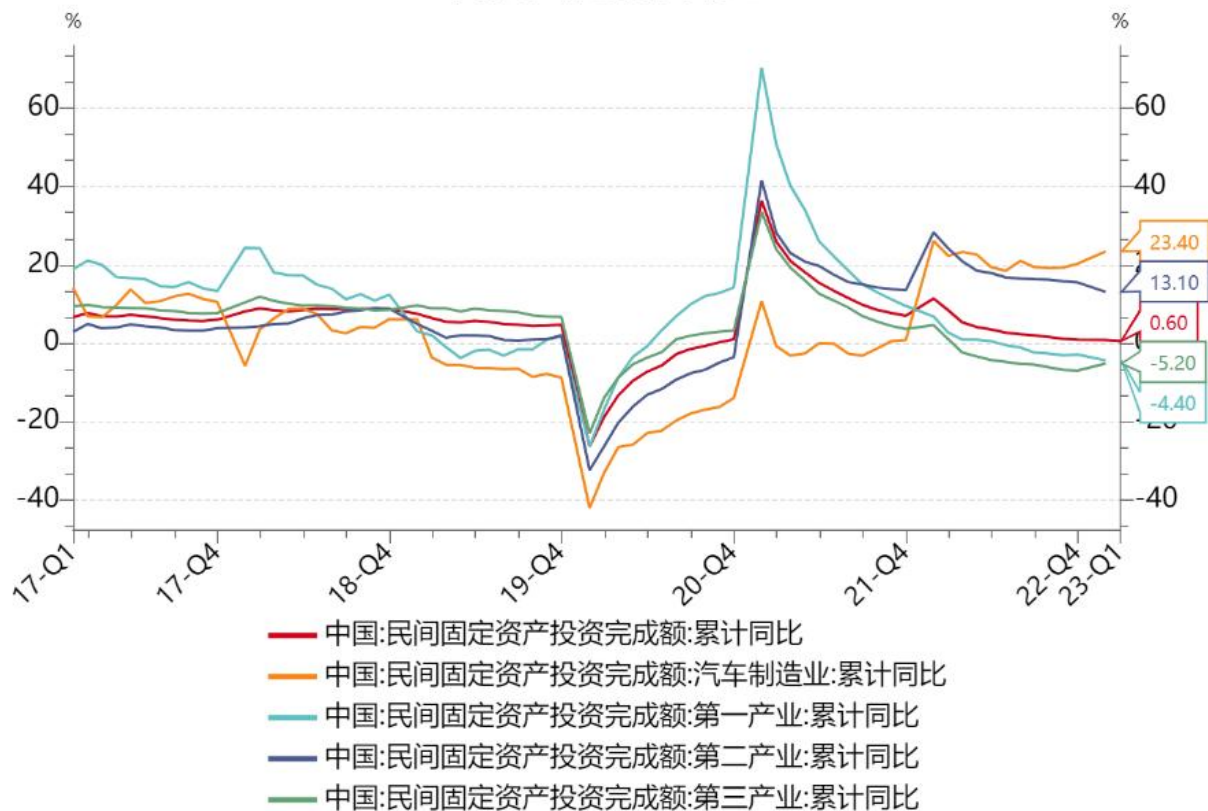
尤其是，代表战略新兴制造业的EPMI指数表现明显高于PMI，说明高端制造的发展更快

服务业PMI因为疫情的缘故在2022年底跌至40，第一季度快速攀升到56.9（五一一票难求）；住宿餐饮、文体娱乐、居民服务等接触类服务业收入同比分别增长22.8%、13.7%和9.4%（国税总局）：经济的重要推动力

注：EPMI是指节能环保、新兴信息产业、生物产业、新能源、新能源汽车、高端装备制造业和新材料这七大行业

## 2.5 民间投资总体信心不足，汽车投资一枝独秀

民间固定资产投资动态



数据来源: Wind

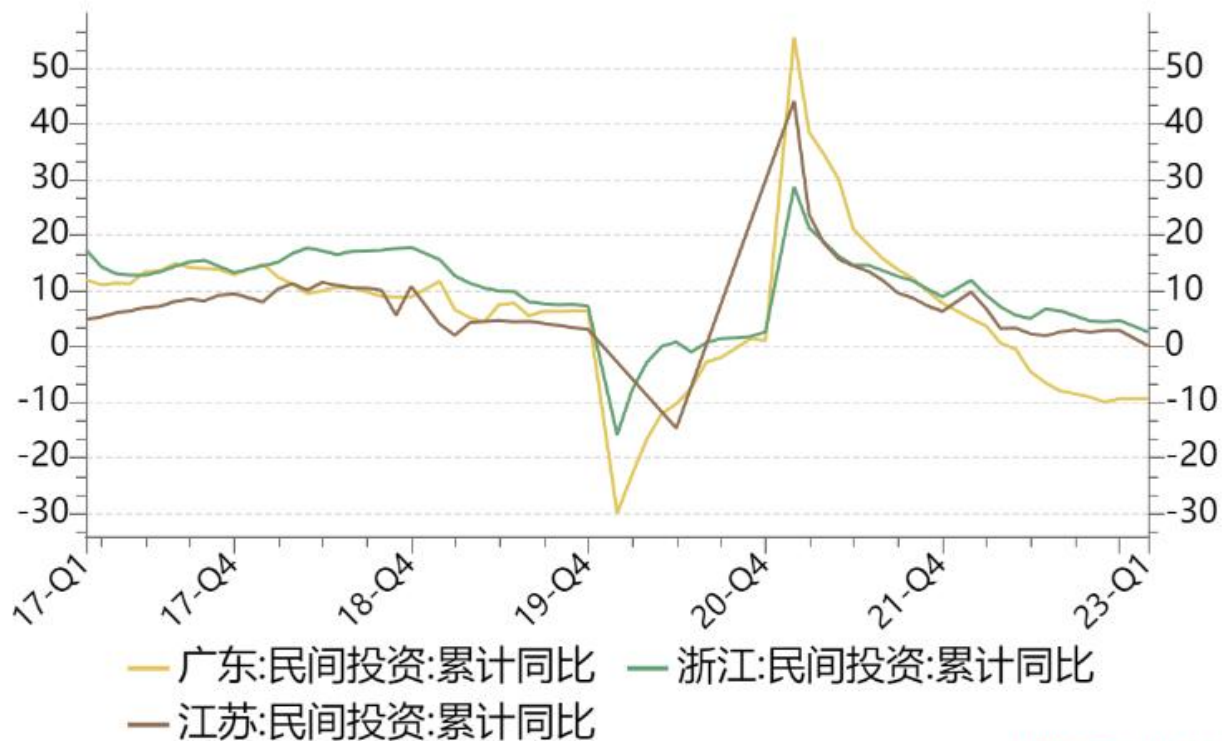
民间固定资产投资增速自2022年第一季度以来持续下降，增速微弱，2023年第一季度同比增长仅为0.6%。

第一、三产业下滑尤为明显，前两个月同比下跌5.2%和4.4%。

亮点是汽车制造业强势上升，同比增速高达23.4%，可能主要为新能源汽车行业的崛起

## 2.6 民间投资持续低迷

代表性省份民间投资动态



数据来源: Wind

民营经济最为活跃的广东、江苏、浙江等省份的民间投资增速自2021年以来持续下滑

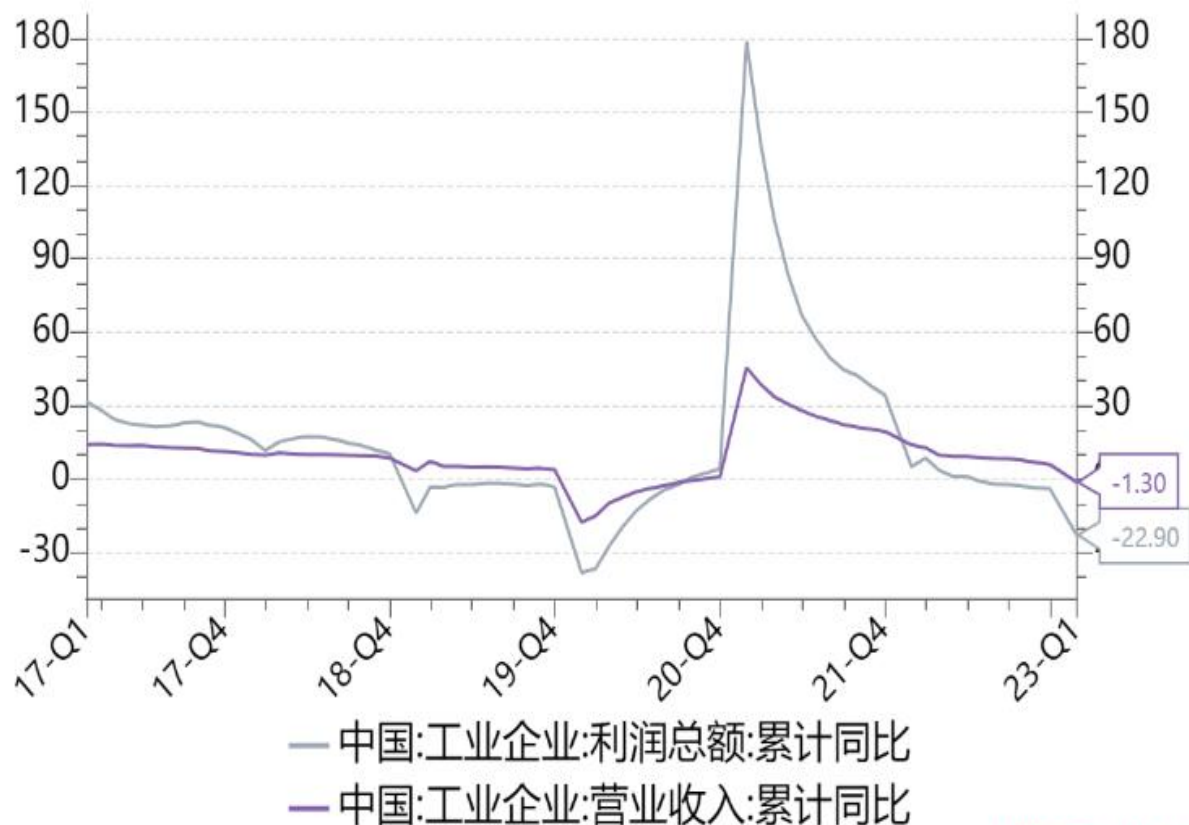
今年前两个月，广东同比增速-9.4%，江苏0.1%，浙江2.4%

## 2.7 企业增长有待恢复、稳固

企业经营指标继续下滑，今年1-2月  
企业营业收入和利润增速均跌入负值  
尤其是企业利润更是同比大跌23%，  
企业的盈利能力堪忧

国税总局：3月份，全国工业企业销  
售收入同比增长7%

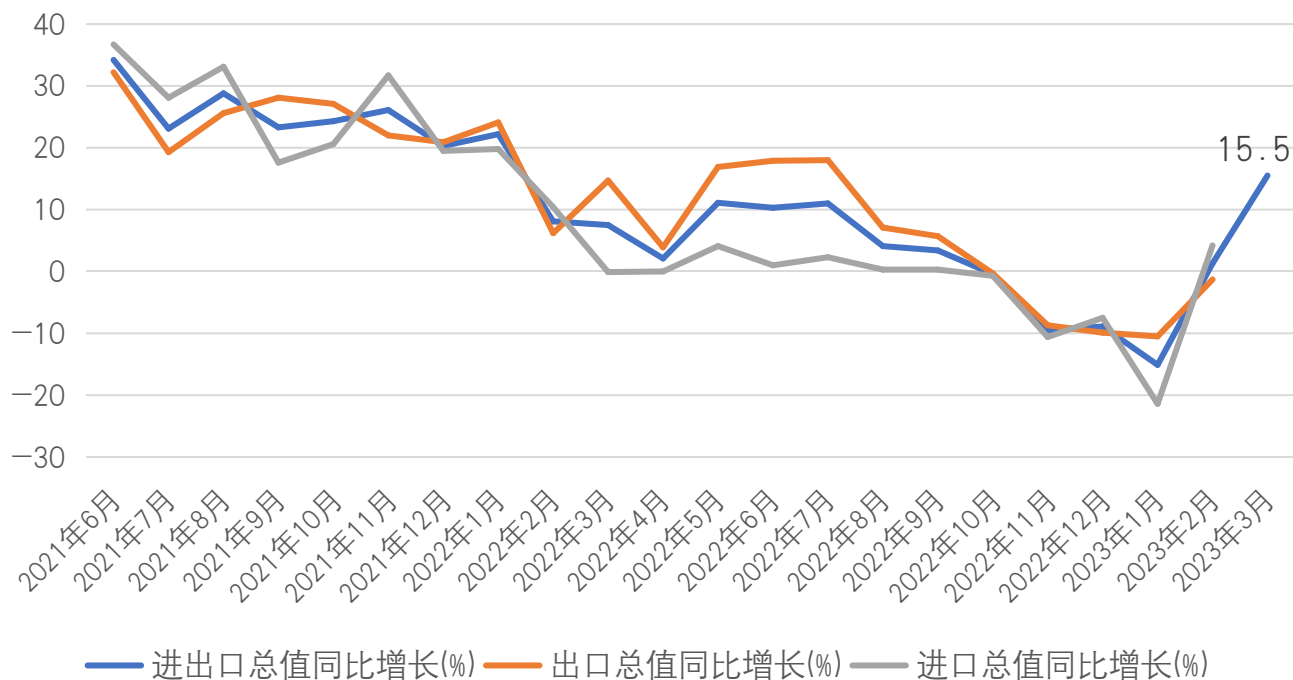
企业收入与利润



数据来源: Wind

## 2.8 外贸开局平稳，今年逐月向好

进出口动态



今年1月份受疫情和春节影响，进出口总量同比下滑15.1%

2月份进出口同比增速转正到1.3%，恢复增长

3月份进出口增长强劲，同比增速大幅上升到15.5%

一季度我国货物贸易进出口总值9.89万亿元人民币，同比增长4.8%。其中，出口5.65万亿元，同比增长8.4%；进口4.24万亿元，同比增长0.2%

整体增长率逐渐下滑背景下，扭转颓势，开始触底回升

## 2.8 外贸开局平稳，逐月向好

出口大超预期：贸易伙伴多元化，产品多元化，贸易主体活跃，中西部地区活跃

- 2022年初RCEP生效进一步降低了中国东盟开展贸易合作的成本，东盟继续为我国第一大贸易伙伴，对东盟进出口同比增长16.1%，成为拉动整体出口提速的主要原因。我国与“一带一路”沿线国家进出口同比增长16.8%。我国与RCEP其他14个成员国合计进出口同比增长7.3%。（稳住对发达国家的出口同样重要）
- 新动能拉动作用明显。一季度电动车、锂电池、太阳能电池“新三样”产品出口合计增长66.9%，同比增量超过1000亿元，拉高整体出口增速2个百分点。
- 外贸经营主体数量稳中有增。一季度有进出口实绩的外贸企业45.7万家，同比增加5.9%
- 一季度我国中西部地区进出口快速增长，增速高出全国7.8个百分点，规模占到18.6%，规模创历史同期新高

## 2.9 货币和融资规模增长

流动性动态



数据来源: Wind

自2021年第二季度以来，货币投放持续上升，2023年第一季度M2同比增长12.7%

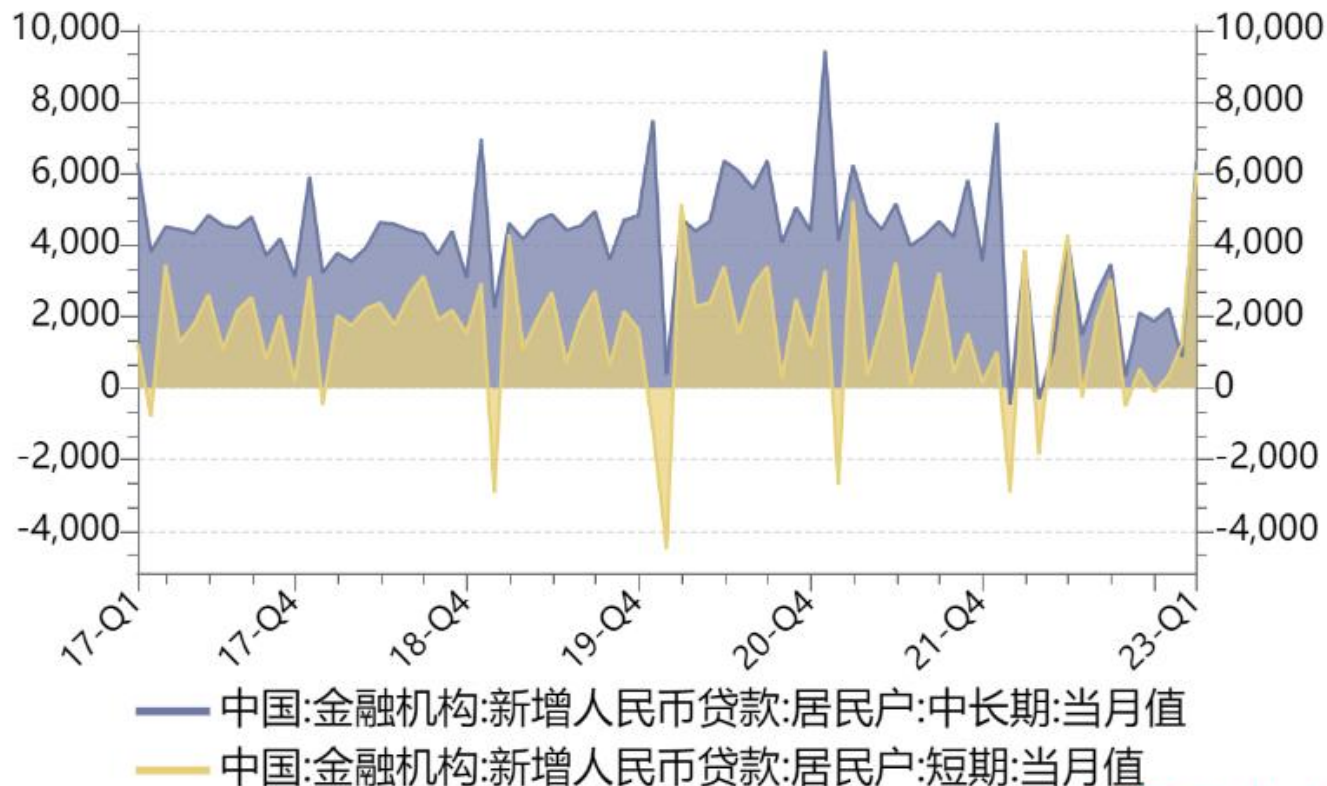
3月末社会融资规模存量为359.02万亿元，同比增长10%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为223.96万亿元，同比增长11.7%

自2022年一季度以来的倒挂持续，社会融资需求低迷，政策效果减弱



## 2.9 货币和融资规模增长

居民贷款规模和结构



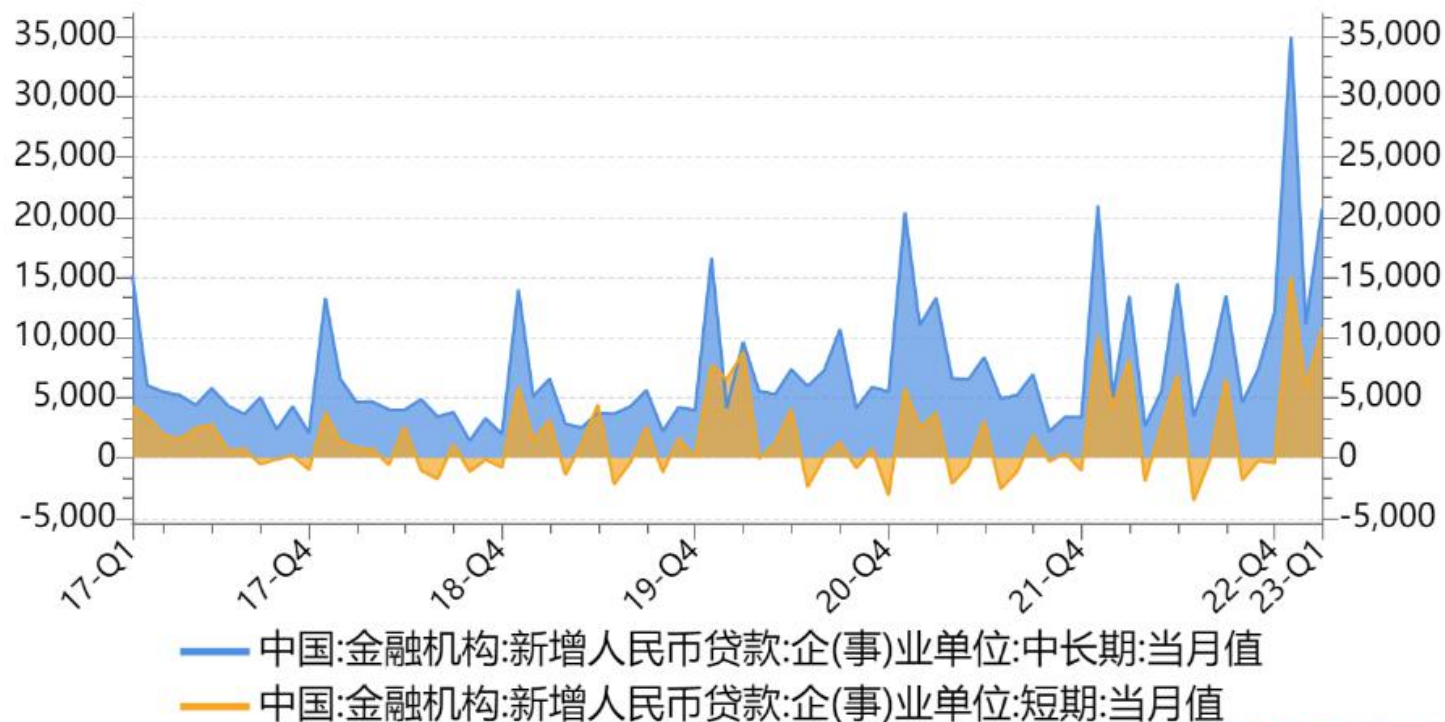
数据来源: Wind

2022年居民贷款下跌明显，尤其是中长期贷款（即房贷）

今年第一季度居民中长期和短期贷款都显著增加；但远未完全恢复，有增长空间

## 2.9 货币和融资规模增长

企业贷款规模和结构



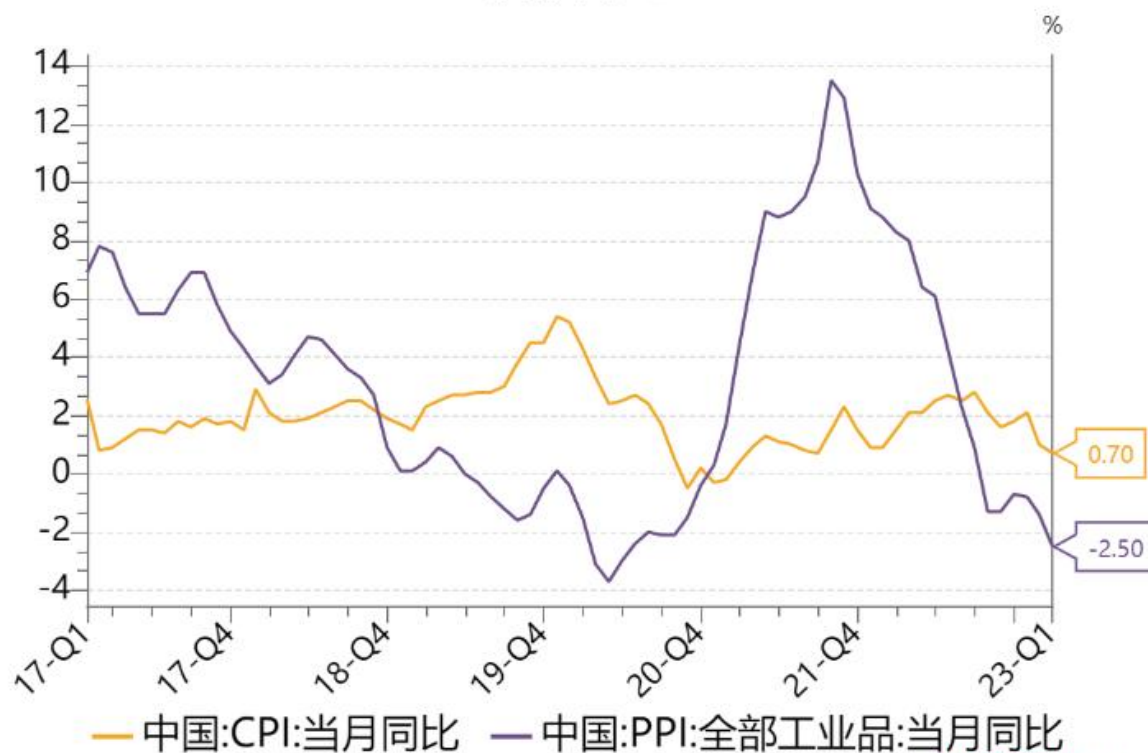
数据来源: Wind

2023年第一季度,企业的中长期和短期贷款相较2022年一季度大幅增长,同比增速超过50%,远超往年

企业经营活动大幅回暖

## 2.10 CPI保持平稳，PPI继续下滑

价格动态



数据来源: Wind

一季度，CPI持续运行平稳，月度涨幅显著均低于3%左右的政府预期目标。

PPI继续保持下跌趋势。

数据解读需要谨慎。

主要原因：去年高基数；石油、天然气、煤炭等能源价格下跌；矿产价格下跌；汽车价格下跌；猪周期

## 2.11 政府收入下降，非税收入上升

财政部数据显示，一般公共预算收入层面，一季度，全国一般公共预算收入62341亿元，同比增长0.5%。

其中，中央一般公共预算收入27603亿元，同比下降4.7%；地方一般公共预算本级收入34738亿元，同比增长5%。全国税收收入51707亿元，同比下降1.4%；非税收入10634亿元，同比增长10.9%。

政府性基金预算收入层面，一季度，全国政府性基金预算收入10825亿元，同比下降21.8%。分中央和地方看，中央政府性基金预算收入905亿元，同比增长6.1%；地方政府性基金预算本级收入9920亿元，同比下降23.6%，其中，国有土地使用权出让收入8728亿元，同比下降27%。

## 2.11 政府收入下降，非税收入上升

由于大规模退税、经济疲软、房地产市场走弱，税收收入和卖地收入的下降在情理之中

自2022年以来非税收收入增长明显，2022非税收入增长24.4%，2023年增长10.9%

两个信号：

- 常规税收收入减少，开支增加，政府需要从非税途径获得资金
- 非税收入包括行政事业性收费收入、罚没收入、国有资本经营收入、国有资源（资产）有偿使用收入等，要么可持续较弱，要么有恶化营商环境的风险，需要引起警惕

## 2.12 地方财政空间减少

受疫情冲击、经济下行、土地市场低迷等影响，地方财政收入下滑，而民生、债务等刚性支出不减，收支矛盾加剧。地方财政脆弱性风险日益上升，发展地方经济的杠杆能力下降。

财政部数据显示，2022年全年地方一般公共预算本级收入同比下降2.1%，支出却上涨6.4%。地方政府性基金预算本级收入同比下降21.6%，支出只下降4.7%。今年第一季度地方财政依然支出和收入拉大的情况依旧。

2022年需要财政资金支付的地方政府债券利息突破1万亿元，同比增长近21%

中国财政科学研究院发布的《2022年地方财政经济运行调研报告》称，转移支付成为地方政府维持基本运转的主要资金来源，2022年地方财政自给率为48.4%，比上一年下降4.3个百分点。

## 2.13 主要经济体增长疲软

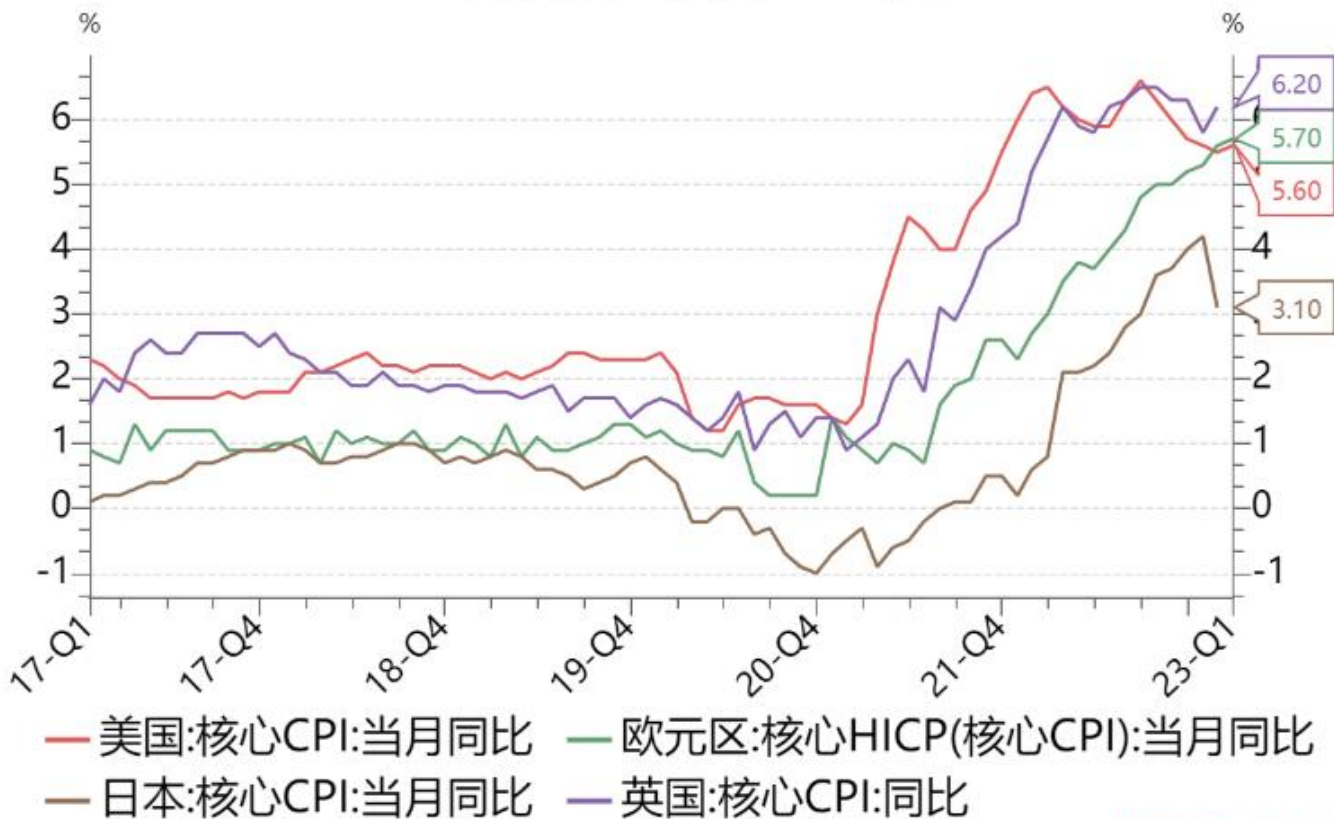
(实际GDP, 年百分比变化)	2022	2023	2024
<b>世界产出</b>	<b>3.4</b>	<b>2.8</b>	<b>3.0</b>
<b>发达经济体</b>	<b>2.7</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>
美国	2.1	1.6	1.1
欧元区	3.5	0.8	1.4
德国	1.8	-0.1	1.1
法国	2.6	0.7	1.3
意大利	3.7	0.7	0.8
西班牙	5.5	1.5	2.0
日本	1.1	1.3	1.0
英国	4.0	-0.3	1.0
加拿大	3.4	1.5	1.5
其他发达经济体	2.6	1.8	2.2
<b>新兴市场和发展中经济体</b>	<b>4.0</b>	<b>3.9</b>	<b>4.2</b>
亚洲新兴市场和发展中经济体	4.4	5.3	5.1
中国	3.0	5.2	4.5
印度	6.8	5.9	6.3

IMF预测，2023年世界主要经济体增速将下降，部分经济体甚至可能陷入负增长，我国面临较大的外需下行压力

数据来源：IMF

## 2.13 发达经济体高通胀持续

主要发达经济体CPI动态



数据来源: Wind

在紧缩性货币政策下，美国的高通胀略有好转，但是核心CPI在第一季度仍然高企

欧元区和英国的通胀则持续上升

日本通胀开始下降

可以预见货币政策还将处于缩紧状态；  
货币政策压力下全球金融风险不可忽视



## 2.13 经济环境总体状况突出特点

- 基本特点：宏观面超预期，微观基础仍脆弱
  - 2022年的不利因素向好：消费回升，服务业恢复迅速，房地产业触底回升
  - 消费的谨慎性仍高、基础不牢，超额储蓄高
  - 投资总体企稳，结构分化（优化？有喜有忧）：新经济、房地产投资上升；民间投资尚未启动，活力不够；企业经营状况有待改善；仍然倚重基建投资
  - 贸易形势超预期好转，外需压力、风险仍存
  - 政府财政约束较紧，尤其是地方政府；财政能力与发展压力之间的差距可能导致经济治理走样
- 经济信号复杂，意味着经济处于转折期；但总体偏正面，正在快速复苏
- 转折时期如何稳定经济、推动高质量发展？
  - 关键是提高经济治理的法治化水平

# 目 录

- 一、2022年经济简单回顾
- 二、2023年第一季度宏观经济态势及特点
- 三、**关键抓手是法治化的经济治理**


## 3.1 稳消费与激发投资活力是当前稳经济的根本

- 新发展格局和新全球化环境下，外需不稳，内需更显重要
- 政府支出能力受限
- 一季度消费对经济增长贡献率高达66.6%，但基础不稳固，有反弹性的成分，反弹是一次性的，需要更可持续
- 民间投资缺乏活力，政府投资撬动民间投资的乘数效应羸弱
  
- 货币政策、财政政策、信贷政策发挥作用的效力有限，既不治标也不治本
  - M2增速已经不低，明确不能大水漫灌
  - 中央与地方政府财政状况不佳，财政支出的边际效应弱化
  - 信贷资金错配严重，民间融资需求不振
  
- 治本之策是法治化的经济治理

## 3.2 法治是最好的营商环境/经济治理

- 习近平经济思想强调：
  - “社会主义市场经济本质上是法治经济”；
  - “在法治轨道上全面建设社会主义现代化国家”；
  - “法治是最好的营商环境”；
  - “我国正处在实现中华民族伟大复兴的关键时期，世界百年未有之大变局加速演进，改革发展稳定任务艰巨繁重，对外开放深入推进，需要更好发挥法治固根本、稳预期、利长远的作用”
- 一方面，法治化的经济治理可以提供公平、安全、稳定的发展环境，**增强投资者信心、消费者信心**
- 另一方面，法治化的经济治理也可以规范政府行为，**更好地塑造有为政府**

## 3.3 当前经济最稀缺的是稳定的预期，法治化的经济治理是提供（短期和长期）稳定预期的关键

- 提振和稳固消费：收入预期，消费（储蓄）倾向
- 激发民间投资（包括房地产投资）活力：经济预期，制度成本（消除未经法律允许的制度成本）
- 百年未有之大变局
- 经济增长速度波动显著：经济的不确定性高
- 贸易环境不确定性：尤其是与发达经济体的经济联系
- 全球经济下行，甚至有金融危机风险
- 地方政府财政压力巨大的约束条件下有促增长的目标，是否会带来乱作为的隐患？
- 上述特点均与预期相关，法治化的经济治理有助于稳预期
-  法治化经济治理 —— 释活力，促内需，固增长

## 3.4 法治化的经济治理要点

- 既包括立法，也包括执法
  - 民法典确立市场经济运行的基本法律原则，为各类市场主体创造**权利平等、机会平等、规则平等**的营商环境，形成积极稳定的预期，从而为资本形成和交易繁荣提供有效制度激励
  - 坚定落实“两个毫不动摇”，要从制度和法律上把对国企、民企平等对待的要求落下来
- 既包括规范企业，也包括规范政府
  - 在疫情管控阶段形成的体制及当前财政压力下，尤其要确保政府以规范的经济治理来面对投资者、消费者，各种经济政策、管制政策、管制手段的出台需要符合法律规定、程序要规范、符合科学规律，杜绝随意及摇摆
- 既是贯彻新发展理念的关键，也是应对“卡脖子”问题、助力产业升级、科技自立自强的关键
  - **创新、协调、绿色、开放、共享**

## 3.5 法治是贯彻新发展理念的关键一环： 高水平开放型经济下的创新需要法治化保障

- 第一、市场制度质量是高端制造业比较优势的最重要来源（Nunn, 2007; Nunn and Trefler, 2014; Liu, et al, 2015）：产业链长；产业间、产业内分工细密
- 第二、好的市场制度是实现“以竞争促创新”的前提条件，否则可能适得其反（Liu, et al, 2021）：高成本、高风险；高收益？
- 第三、好的市场制度是实现“以开放促创新”的前提条件，否则可能适得其反（Liu and Qiu, 2016）：互补还是替代（拿来主义）？
- 第四、经济政策的不确定性是创新的重要阻碍（Liu and Ma, 2020）：观望、推迟创新
- 发表于《人民法治》（2018年5月）的《以高科技产业发展应对中美贸易冲突》文章明确提出以3年为期实施一项“经济法治行动”，建设高质量市场制度以促进高科技产业的发展，应对潜在中美冲突。
- 2021年初中办、国办印发的《建设高标准市场体系行动方案》，其中首次提出“通过5年左右的努力，基本建成统一开放、竞争有序、制度完备、治理完善的高标准市场体系”。

## 基本观点：

- 数据表明，2023年经济正在快速进入复苏轨道，全年5%以上可以期待
- 各种矛盾的信号表明经济处于转折期，复苏能否足够稳健，取决于后续国内国际环境、政策
- 稳健复苏的当务之急在于：稳预期，释活力，促内需，固增长（短期与长期）
- 传统的货币政策、财政政策、信贷政策等可能既无法治标也无法治本
- “法治是最好的营商环境”，治本的关键抓手：快速、稳固地提升经济治理的法治化水平（法治是最好的一切经济活动的环境，无论对政府还是对企业）



# 谢谢！



**CMF**  
China Macroeconomy Forum  
中國宏觀經濟論壇



# 坚持以法治化的经济治理稳预期释活力促内需固增长，CMF月度报告发布

4月21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4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“以法治化的经济治理稳预期释活力促内需固增长”，来自政界、学界、企业界的知名经济学家及行业专家**毛振华、邢自强、孙明春、王军、熊园、刘青**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学国家发展与战略研究院副院长、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**刘青**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、 2022年经济简单回顾：从哪里出发
- 二、 2023年第一季度宏观经济态势及特点
- 三、 关键抓手是法治化的经济治理

## 一、2022年经济简单回顾：从哪里出发

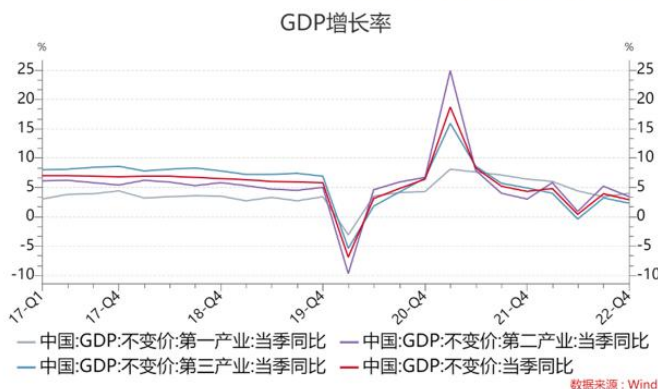
### 1、2022年宏观经济简单回顾

2022年，我国经济面临巨大的挑战：全国疫情反复，上海一度封城；国民经济的支柱之一房地产市场承压；欧美国家的高通胀导致我国外部经济环境受到很大影响；俄

乌冲突引起了一系列超预期冲击等。在一系列重大挑战下，2022年我国经济增速达到3%，这是来之不易的成绩。



## 1.1 2022年宏观经济简单回顾



- 疫情前GDP增速: 第三产业快, 第一、二产业慢
- 疫情之后很多季度则反过来

疫情之前，以2019年为例，第三产业的GDP增速是最快的，第一、第二产业相对较慢。但疫情之后出现了相反的情形，第一、第二产业增速超过了第三产业。从本质上来讲，这是由于第三产业受到了更大的打击。



## 1.1 2022年宏观经济简单回顾



- 第三产业的增长贡献率从疫情前(2019)的超过60%，下降到2022年的约42%
- 第二产业的增长贡献率从疫情前的约35%，上升到2022年的约48%
- 第一产业的增长贡献率从疫情前的不到5%，上升到2022年的约10%
- 说明疫情对于产业结构有较大影响，疫后的经济恢复第三产业很关键

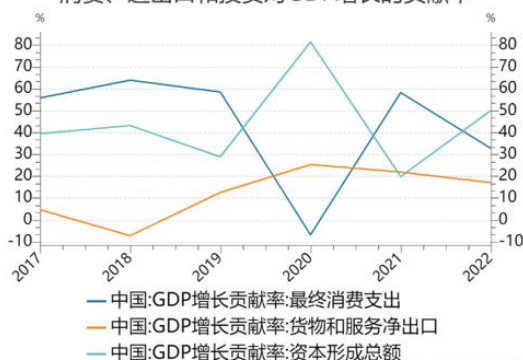
从各产业对GDP的贡献率来看，疫情前，第三产业对GDP的贡献超过 60%，2022 年这一比率降至 42%；第二产业的GDP贡献率从疫情前的 35%上升到 48%，这主要是由大量基建投资带动的；第一产业的贡献率从疫情前的不到 5%上升到 10%。这说明疫情对我国的产业结构有很大的影响。**经济要回到疫情前的正常状态，关键在于第三产业。**

分行业来看，对GDP贡献率下降最大的是房地产业，其贡献率从之前的约 3%下降到 -11.5%；批发零售业从约 9%下降到 3%；住宿餐饮业从 1.7%下降到-1.2%；交通运输和仓储邮政从 4.88%下降到-1.12%。这几个行业对GDP贡献率下降比较明显，主要是由疫情原因、消费能力下降和政策原因等导致的。



## 1.1 2022年宏观经济简单回顾

消费、进出口和投资对GDP增长的贡献率



消费贡献率由前值60%大幅下降至2022年约30%

资本贡献率大幅上升至约50%

净出口贡献率基本不变，相对于2019年略有上升

**疫后经济复苏中启动、稳定消费意义重大**

从需求角度来看，消费对GDP的贡献率从之前的 60%大幅下降到 2022 年的 30%，资本的贡献率大幅提升至 50%，净出口的贡献率变化并不大，相较 2019 年有一定提升。疫情期间，我国的进出口贸易对GDP贡献率比较大。在疫后经济复苏的过程中，启动和稳定消费的意义重大。

## 2、2023 年经济复苏的良好基础

一是我们平稳地渡过了疫情，但仍需科学判断疫情反复的风险；二是服务业有了供给的基础，但需求方面仍需研判；三是房地产利好政策不断出台；四是经济增长重新成

为政府工作的重心，这是政策转变的强烈信号。

## 二、2023年第一季度宏观经济态势及特点

### 1、GDP 已经显著回升，但波幅巨大

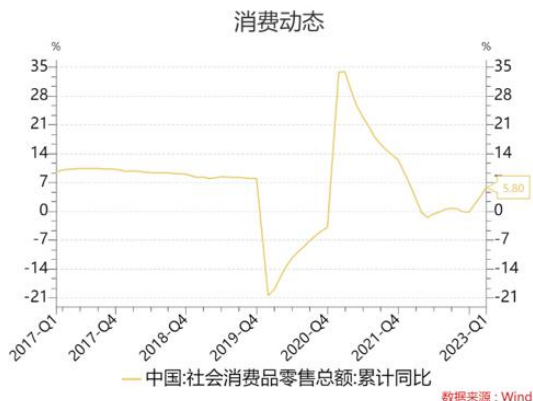


由于疫情态势转好、较好的经济韧性和良好的发展基础、靠前发力的政策等一系列因素，第一季度全国GDP显著复苏，同比增长 4.5%，超出各方预期。

与此同时，疫情后经济增长的波幅扩大，对于企业和政府来说不确定性变大，预期变得更加困难了。

### 2、消费强劲修复，对 GDP 贡献巨大

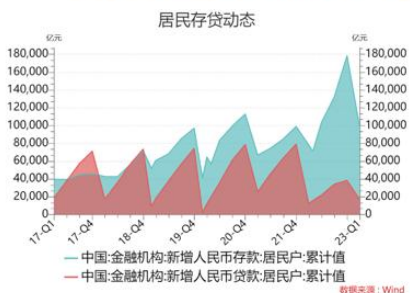
## 2.2 消费强劲修复，贡献巨大



- 第一季度，社会消费品零售总额累计同比增速由负转正，累计增长5.8%，对经济增长贡献率为66.6%，强劲修复
- 随着经济、社会状况逐步稳定，消费会逐步回归常态
- 但由于谨慎性储蓄意识强化、收入基础受损，居民的边际消费倾向、总体消费实力暂时难以完全恢复

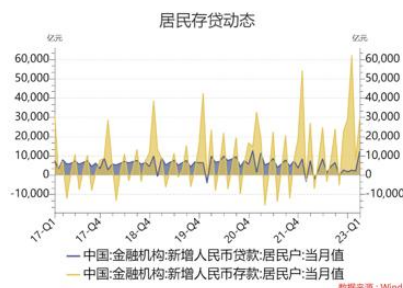
第一季度，社会消费品零售总额累计同比增速由负转正，达到5.8%，对经济增长贡献率为66.6%，修复态势强劲。随着经济、社会状况逐步稳定，消费会逐步回归常态。但由于谨慎性储蓄意识强化、收入基础受损等因素，居民边际消费倾向、总体消费实力暂时难以完全恢复。

## 2.2 消费：居民“超额储蓄”现象



2019年以来，居民存款与贷款之间的分化明显，存款大幅增加；贷款增幅不明显，并在2022年显著下跌。

积攒的“超额储蓄”尚未出现显著释放迹象。



具体表现为，一方面，经过疫情冲击，居民谨慎储蓄意识明显增强；另一方面，居民出现明显的超额储蓄的现象。2019年以来，居民存款、贷款间的分化愈发明显，存

款大幅增加，而贷款增幅不明显，2022年甚至出现显著下跌。多年来积攒的超额储蓄还没有出现显著释放的迹象，这表明消费要回升没有那么容易。



## 2.2 消费：就业

就业困难凸显：2023年第一季度调查失业率  
达略有下降，3月份为5.3%。  
但是16-24岁失业率继续上升，3月份达到  
19.6%。

高达2亿灵活就业人员：收入、就业的不确  
定性



此外，消费取决于就业，而目前就业仍然困难。3月的调查失业率为5.3%，虽然有所下降，但仍处于不低的水平。特别是16岁-24岁青年的失业率继续上升，3月份达到19.6%，这是很高的比例。同时，我国存在高达2亿的灵活就业人员，这可能会带来收入、就业的不确定性，从而影响消费。



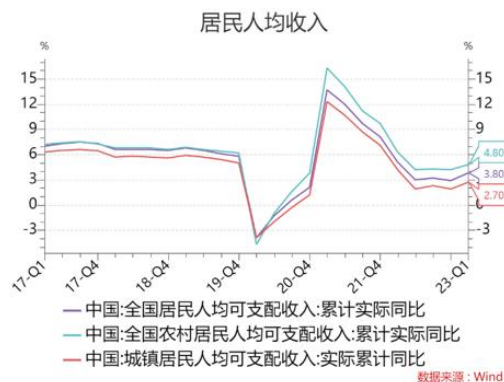
## 2.2 消费：收入

2022年第二季度到第四季度，全国居民人均可支配  
收入同比增速为3%左右，为疫情前的1/2，城  
镇居民仅仅约为2%，约为疫情之前的1/3。

今年第一季度人均可支配收入同比增速上升

由于谨慎性储蓄意识强化、收入基础受损，居  
民的边际消费倾向、总体消费实力暂时难以完  
全恢复。

稳消费任务重，但要避免急于求成、杀鸡取卵。



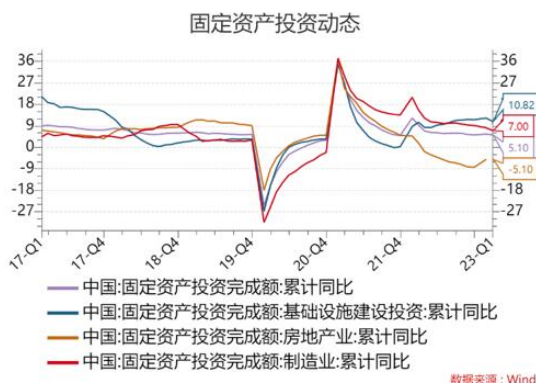
从收入来看，2022年第二季度到第四季度，全国居民人均可支配收入增速在3%左右，这相当于疫情前的1/2；城镇居民人均可支配收入增速在2%，约为疫情前的1/3。今年第一季度，人均可支配收入同增速上升。

总结来说，由于谨慎性储蓄意识的强化以及收入基础受损，居民的边际消费倾向、消费意愿、总体消费实力暂时难以完全恢复。从这个角度来看，稳消费的任务很重。但是在稳消费的同时，考虑到现实的约束、收入、就业、居民理性选择等，我们也要避免急于求成、杀鸡取卵。

### 3、固定资产投资增长平稳，房地产投资已有起色



## 2.3 固定资产投资增长平稳，房地产投资已有起色



第一季度固定资产投资保持平稳增长，第一季度固定投资增速为5.1%。

基础建设投资自2022年以来增速持续增加，同比增长10.82%，高于总体增速约5.7个百分点，成为维持固定资产投资增速的主力军（今年第一季度相较上一季度略有不到1个百分点的下滑，可能春节因素）

制造业投资呈下滑态势，由上一季度的9.1%下降到7%

房地产跌幅收窄，跌幅由8.4%减少到5.1%

**基建投资仍是主要支撑；制造业投资仍未完全激活；房地产是最大拖累因素，但在改善**

第一季度固定资产投资平稳增长，增速达到5.1%，高于GDP增速；基建投资自2022年以来持续增长，第一季度同比增速为10.82%，是维持固定资产投资增速的主力军。环比来看，今年第一季度的固定资产基建投资增速下滑了一个百分点，可能是受到了春节的影响。制造业投资一直呈现下滑态势，由去年第四季度的9.1%下降到7%；房地产投资的跌幅收窄，由-8.4%降低到-5.1%。

总体来看，固定资产投资持续平稳增长，基建投资仍然是主要的支撑，制造业投资还没有完全激活，房地产投资仍是最大的拖累因素，但已出现改善。



#### 4、制造业（尤其是新兴制造业）、服务业均扩张



### 2.4 制造业（尤其新兴制造业）、服务业均扩张



2022年全年PMI基本上都低于50，从2023年1月起，PMI均高于50的枯荣线，3月51.9，说明制造业开始扩张

尤其是，代表战略新兴制造业的EPMI指数表现明显高于PMI，说明高端制造的发展更快

服务业PMI因为疫情的缘故在2022年底跌至40，第一季度快速攀升到56.9（五一一票难求）；住宿餐饮、文体娱乐、居民服务等接触类服务业收入同比分别增长22.8%、13.7%和9.4%（国税总局）：经济的重要推动力

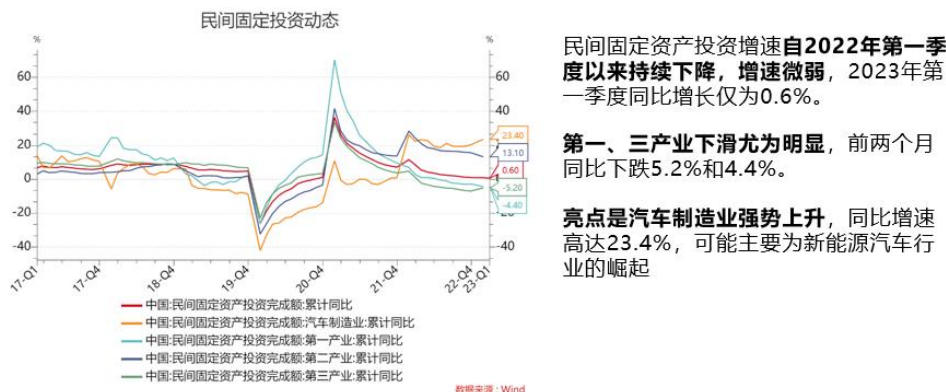
注：EPMI是指节能环保、新兴信息产业、生物产业、新能源、新能源汽车、高端装备制造业和新材料这七大行业

2023年1月起，我国PMI持续高于50，3月份达到51.9，说明制造业开始扩张，但仍不够强劲。其中，代表战略新兴制造业的EPMI明显高于总体PMI，达到56、57左右，这是很好的现象，说明产业结构在改善；服务业PMI在疫情期间非常低，最低跌到40，第一季度快速攀升至56.9，说明服务业恢复迅速。

此外，住宿餐饮、文体娱乐、居民服务等接触类服务业收入分别同比增长22.8%、13.7%和9.4%，同样表明了服务业在快速扩张。服务业是重要的推动力，服务业的扩张将为经济的复苏打下坚实的基础。

#### 5、民间投资总体信心不足，汽车投资一枝独秀

## 2.5 民间投资总体信心不足，汽车投资一枝独秀



民间固定资产投资增速自2022年第一季度以来持续下降，增速微弱，2023年第一季度同比增长仅为0.6%。

第一、三产业下滑尤为明显，前两个月同比下跌5.2%和4.4%。

亮点是汽车制造业强势上升，同比增速高达23.4%，可能主要为新能源汽车行业的崛起

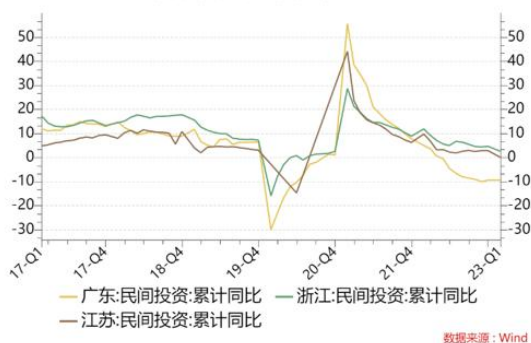
民间固定资产投资增速自2022年第一季度以来持续下降，增速较低，2023年第一季度同比仅仅增长0.6%。其中，第一、第三产业的下滑尤为明显，前两个月分别同比下跌5.2%和4.4%。

亮点在于汽车制造业强势上升，同比增速高达23.4%，可能主要是由于新能源汽车行业的崛起。从出口数据中可以看出，中国的新能源汽车出口大幅增长。

## 6、民间投资持续低迷

## 2.6 民间投资持续低迷

代表性省份民间投资动态



民营经济最为活跃的广东、江苏、浙江等省份的民间投资增速自2021年以来持续下滑

今年前两个月，广东同比增速-9.4%，江苏0.1%，浙江2.4%

从区域的角度看，民间投资持续低迷。民营经济最活跃的广东、江苏、浙江等省份的民间投资自2021年以来持续下滑。今年前两个月，广东、江苏、浙江的民间投资同比增速分别为-9.4%、0.1%和2.4%，说明民间投资仍然比较低迷，还未完全激活。

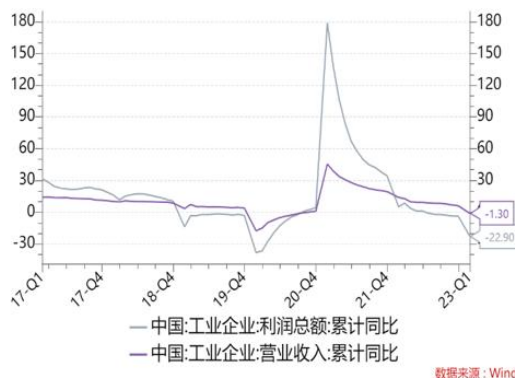
## 7、企业增长有待恢复、稳固

## 2.7 企业增长有待恢复、稳固

企业经营指标继续下滑，今年1-2月企业营业收入和利润增速均跌入负值，尤其是企业利润更是同比大跌23%，企业的盈利能力堪忧

国家税务总局：3月份，全国工业企业销售收入同比增长7%

企业收入与利润



企业经营指标继续下滑。今年前两个月，企业营业收入同比下滑1.3%，企业利润

同比下滑 22.9%，表明企业盈利能力堪忧。根据国税总局发布的数据，3 月全国工业企业销售收入 同比增长 7%，相比 1-2 月出现了较好的回升，但其稳固性还需进一步观察。

## 8、外贸开局平稳，今年逐月向好



### 2.8 外贸开局平稳，今年逐月向好



今年1月份受疫情和春节影响，进出口总量同比下滑15.1%

2月份进出口同比增速转正到1.3%，恢复增长

3月份进出口增长强劲，同比增速大幅上升到15.5%

一季度我国货物贸易进出口总值9.89万亿元人民币，同比增长4.8%。其中，出口5.65万亿元，同比增长8.4%；进口4.24万亿元，同比增长0.2%

整体增长率逐渐下滑背景下，扭转颓势，开始触底回升

今年1月，我国进出口同比下滑 15.1%；2月增速转正，同比增长 1.3%；3月进出口非常强劲，同比大幅增长 15.5%。今年第一季度，我国进出口同比增长 4.8%，远超预期。其中，出口同比增长 8.4%，进口同比增长 0.2%。可以看出，在整体增长率逐步下滑的背景下，进出口扭转颓势，开始触底回升。

出口大超预期的原因：

#### 1) 我国贸易伙伴多元化

一方面，我国贸易伙伴多元化取得了进展。例如，受益于RCEP生效，我国对东盟出口同比增长 16.1%，成为拉动出口提速的主要原因。此外，我国与“一带一路”沿线国家的进出额同比增长 16.8%，与RCEP其他 14 个成员国进出口额同比增长 7.3%，说明我们的贸易伙伴多元化了。

另一方面，稳住对发达国家的出口同样重要。我们要意识到，贸易绝对不仅仅是商品的流动，其中还隐含着知识、技术的流动。技术的扩散和溢出对我国GDP的增长、贸易的升级和生产率的增长都是非常重要的。因此，**在强调贸易伙伴多元化的同时，也要稳定对发达国家的出口。**

## 2) 新能源的拉动作用非常明显

一季度，我国电动汽车，锂电池、太阳能电池的出口合计大幅增长 66.9%，增量超过 1000 亿元，拉动整体出口增速 2 个百分点，是我国出口大幅转好的重要原因之一。

## 3) 外贸经营主体数量稳中有增，贸易主体活跃度提升

一季度，我国有进出口实际业绩的外贸企业达到 45.7 万家，同比增长 5.9%，表明外贸主体的活力增强了。

## 4) 中西部地区出口快速增长

我国中西部地区活跃，一季度出口增速高出全国 7.8%，规模占我国总进出口的 8.6%，创历史新高。这说明国内产业在转移，中西部地区制造业开始发力，为未来的贸易发展打下了基础。

## 9、货币和融资规模增长

## 2.9 货币和融资规模增长



自2021年第二季度以来，货币投放持续上升，2023年第一季度M2同比增长12.7%

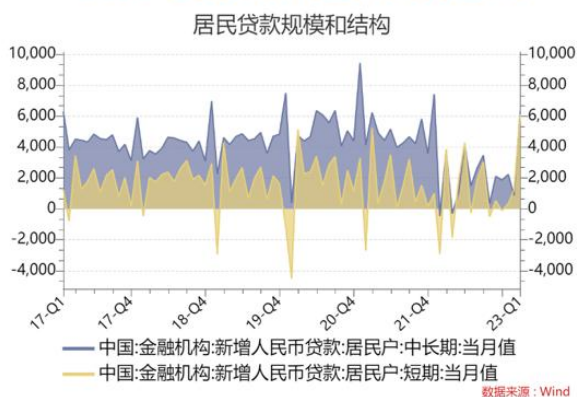
3月末社会融资规模存量为359.02万亿元，同比增长10%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为223.96万亿元，同比增长11.7%

自2022年一季度以来的倒挂持续，社会融资需求低迷，政策效果减弱

一方面，2021年第二季度以来，货币投放持续上升，2023年第一季度M2同比增速达到12.7%，是很高的水平。3月末，社会融资规模同比增长10%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额增长了11.7%，这对于支持实体经济来说是很好的现象。

另一方面，自2022年第一季度以来，M2增速和社会融资规模存量增速持续倒挂，反映了社会融资的需求低迷，货币政策的效果可能在减弱。

## 2.9 货币和融资规模增长



2022年居民贷款下跌明显，尤其是中长期贷款（即房贷）

今年第一季度居民中长期和短期贷款都显著增加；但远未完全恢复，有增长空间

从居民和企业的行为来看，2022 年居民贷款明显下跌，尤其是中长期贷款（即房贷）跌幅较大。今年一季度，中长期居民贷款和短期贷款均显著增加，但仍然没有恢复到以前的水平，还有增长空间。



## 2.9 货币和融资规模增长



企业贷款的规模和结构也有类似特征。第一季度，企业的中长期和短期贷款相较于2022 年第一季度大幅增长，同比增速超过 50%，表明企业经营活动大幅回暖。

### 10、CPI 保持平稳，PPI 继续下滑

## 2.10 CPI保持平稳，PPI继续下滑



一季度，CPI持续运行平稳，月度涨幅显著均低于3%左右的政府预期目标。

PPI继续保持下跌趋势。

**数据解读需要谨慎。**

主要原因：去年高基数；石油、天然气、煤炭等能源价格下跌；矿产价格下跌；汽车价格下跌；猪周期

今年第一季度，CPI持续运行平稳，月度涨幅显著低于3%左右的政府预期目标；PPI增速保持下跌趋势，但这并不一定代表通缩现象的出现。一方面，去年的基数很高，导致今年同比增速较低。另一方面，今年能源产品，石油、天然气、煤炭价格大幅降低；由于排放标准和清库存等原因，汽车价格也出现大幅下跌；此外，猪周期对CPI影响也很大。因此，在解读数据时，可能需要谨慎一些。

## 11、政府收入下降，非税收入上升

政府一般公共预算收入层面，一季度全国一般公共预算收入增长了0.5%。其中，中央一般公共预算收入同比下降了4.7%，地方一般公共预算收入同比增长了5%。全国税收收入同比下降1.4%，非税收入同比增长10.9%。

政府性基金预算收入层面，一季度全国政府性基金预算收入同比下降21.8%，中央政府性基金预算收入同比增长6.1%，地方政府性基金预算同比下降23.6%，其中，国有土地使用权的出让收入同比下降20.7%。

一方面，由于大规模退税、经济疲软、房地产市场走弱，税收收入和卖地收入下降，税收收入和卖地收入的下降在情理之中。另一方面，2022年以来非税收入增长非常明显，2022年非税收入同比增长24.4%，2023年同比增长10.9%。其中，常规税收收入减



少，而开支增加，因此政府不得不从非税途径获得资金。但非税收入包括行政事业性收费、罚没收入、国有资本经营收入、国有资源资产有偿使用收入等，要么不可持续，要么有恶化营商环境的风险，这种现象值得警惕。

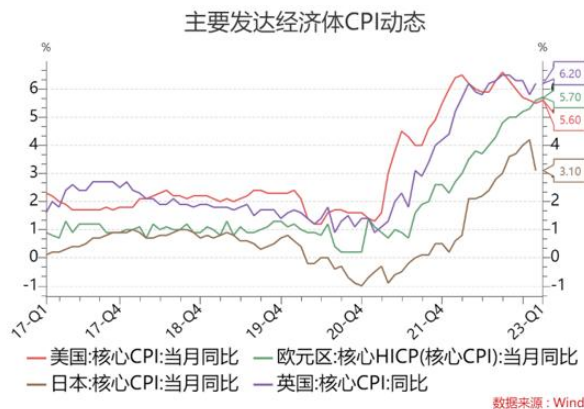
## 12、地方财政空间减少

地方政府和中央政府财政空间大幅压缩，尤其是地方政府财政脆弱性风险日益上升，导致发展地方经济的杠杆能力下降。收入下降，支出压力大幅增加，使得地方财政变得越来越依赖转移支付。根据《2022年地方财政经济运行调研报告》，2022年地方政府财政自给率只有48.4%。这意味着政府拉动经济的能力下降，有可能改变政府行为。

## 13、发达国家高通胀持续



### 2.13 发达经济体高通胀持续



在紧缩性货币政策下，美国的高通胀略有好转，但是核心CPI在第一季度仍然高企

欧元区和英国的通胀则持续上升

日本通胀开始下降

**可以预见货币政策还将处于缩紧状态；  
货币政策压力下全球金融风险不可忽视**

外部需求可能也有下行压力。发达经济体的高通胀虽然有所缓解，但是还在持续，通胀率依然很高。因此，可以预见货币政策仍然会处于紧缩状态，尽管程度会有所下降。在货币政策的压力下，全球金融风险不可忽视。

一季度经济环境总体状况的突出特点为：**宏观面超预期，但微观基础仍然脆弱。**1) 2022年的几大拖累因素均出现好转，比如消费回升、服务业迅速恢复、房地产业触底

回升等；2) 消费的谨慎性仍然很高，基础不牢，超额储蓄很高；3) 投资总体企稳，但结构分化。其中有改善的苗头，比如新经济、新兴战略产业、房地产投资在上升；但民间投资还没有启动，活力仍然不够；企业的经营状况有待改善，投资仍然高度倚重基建投资；4) 贸易形势超预期好转，但仍面临外需压力，风险犹存；5) 政府财政约束收紧，尤其是地方政府财政空间减少。政府的财政能力与发展压力间的差距变大，这可能导致政府经济治理行为走样，比如各种非税收入上升。

总体上，中国的经济形势偏正面，正在快速恢复。经济信号复杂，意味着经济正处在转折期。在这种转折期中，要稳经济，推动高质量发展，关键是要提高经济治理的法治化水平。

### 三、关键抓手是法治化的经济治理

#### 1、稳消费和激发投资活力是当前稳经济的根本

在新发展格局和新全球化环境下，外需不稳，内需就显得更加重要。政府支出能力受限，消费仍然是经济增长的主力军。一季度消费对经济增长贡献率高达 66.6%，但基础不稳固，有一些反弹的因素，我们需要让它更加可持续。

民间投资缺乏活力，政府投资撬动民间投资的乘数效应羸弱，说明压力很大。货币政策、财政政策、信贷政策发挥作用的效力有限，既不治标也不治本。可以看到，M2 增速已经不低，明确不能大水漫灌；中央和地方政府的财政状况不佳，财政支出的边际效应很弱；信贷资金错配严重，民间融资需求不振。在这种情况下，**治本之策是法治化的经济治理，而不是常规的财政政策、货币政策和信贷政策。**

#### 2、法治是最好的营商环境/经济治理

习近平总书记指出，法治是最好的营商环境。一方面，提供公平、安全、稳定的发展环境，能够增强投资者的信心，也可以增强消费者的信心。另一方面，法治化的经济治理可以规范政府行为，更好地塑造有为政府。这两方面缺一不可。

### 3、当前经济最稀缺的是稳定的预期，法治化的经济治理是提供（短期和长期）稳定预期的关键

从提振和稳固消费的角度来说，要稳定收入预期，稳定提升消费的倾向，这其实就是让大家对未来经济发展有一个明确的预期。法治化可以让经济和政策的波动小一点，从而让预期更加明确。激发民间投资的活力也需要法治化的经济治理。由于民间投资是对预期的响应，如果政策摇摆不定，投资也会观望。此外，从制度成本来看，疫情期间各种管制和行政措施大幅增加，**这些制度成本需要通过法治化的方式来消减，尤其是要消除各种未经法律允许的制度成本。**

另一方面，大环境也需要稳定的预期：1）现在是百年未有之大变局，这本身就意味着预期和环境的不稳定；2）目前经济增速的波动非常大，同样意味着经济的不稳定性很高；3）贸易环境的不确定性很高，尤其是在中美争端的背景下，我国与发达经济体的经济联系仍有不确定性；4）全球经济下行甚至全球金融危机的风险仍存；5）在地方政府财政压力巨大的约束条件下，更强的促增长目标可能会带来乱作为的隐患，从而扰乱预期。

法治化的经济治理有助于稳预期，预期稳定后才民间活力才可能释放，才能实现促内需和固增长。反之，只有释活力、促内需、固增长才能稳预期。大家对收入有了明确的期望，才能敢于消费。

### 4、法治化的经济治理要点

#### 1) 既包括立法，也包括执法

我国的立法是比较明确的，尤其是《民法典》确定了市场经济基本的运行原则，强调为市场主体，创造权利平等、机会平等、规则平等的营商环境，这是非常重要的。要坚定落实两个“毫不动摇”，从制度和法律上把对国企、民企平等对待的要求落实下来。

#### 2) 既包括规范企业，也包括规范政府

在疫情管控形成新的体制，以及当前的财政压力下，要确保政府以规范的经济治理来面对投资者和消费者。各种经济政策、管制政策、管制手段的出台都要符合法律规定，程序要规范、符合科学规律，杜绝随意及摇摆。

### **3) 既是贯彻新发展理念的关键，也是应对“卡脖子”问题、助力产业升级、科技自立自强的关键**

新发展理念强调创新、协调、绿色、开放和共享，创新和开放都和法治化治理直接相关，绿色涉及到创新，与法治化治理也有一定相关性。

## **5、法治是贯彻新发展理念的关键一环**

高水平开放型经济下的创新需要法治化保障。

### **1) 高质量的市场制度是高端制造业比较优势最重要的来源**

高质量市场制度包括契约执行和知识产权保护。哈佛大学的Nunn的研究表明，市场制度的质量是高端制造业比较优势最重要的来源，甚至超过了传统的人力资本、劳动力等要素。因为越是高端的企业，产业链条越长，涉及到的分工就越细密，对企业间契约的执行力度、知识产权保护力度要求也就越高。因此，只有高质量的市场制度才能形成这些行业的比较优势。

### **2) 好的市场制度是实现“以竞争促创新”的前提条件**

我们经常呼吁“以竞争促创新”，但前提条件是有好的知识产权保护，否则可能会适得其反。创新是高成本、高风险的，在市场竞争激烈的时候，创新的风险更高。如果没有好的知识产权保护，哪怕创新成功了，收益也没法保障，这会降低企业创新的积极性。因此，好的市场制度也是实现“以竞争促创新”的前提条件。

### **3) 好的市场制度是实现“以开放促创新”的前提条件**

扩大开放有助于扩大资本品、中间品、技术品的进口，来帮助国家实现技术升级和生产率的提升。一方面，外来的资本品、技术品可以与国内企业互补，提升产业发展创新的能力，另一方面，这些进口产品也可能对企业创新形成替代。国内企业在买到好的技术、产品和资本品之后，可能就不做研发了，此时如果不加强知识产权保护，就有可能衍生“拿来主义”。因此，当外部的技术和资本品变得便宜后，更要加强国内的知识产权保护，否则企业自主创新的激励可能会下降。

#### 4) 经济政策的不确定性是创新的重要阻碍

如果不能以法治的方式治理经济，而主要以各种多变易变的经济政策的形式，由于政策的可预期性和确定性很低，从而会阻碍企业创新，因为企业会担心政策改变带来的风险。

从以上分析可以看出，法治是在高水平的开放性经济下，贯彻新发展理念、实现产业升级、解决“卡脖子”问题的关键。2018年5月，我在《人民法治》发表了一篇名为《以高科技产业发展应对中美贸易冲突》的文章，其中明确提出建议实施一项为期3年的“经济法治行动”，来提高市场制度质量，促进创新和发展高科技产业。2021年初，中办、国办印发了《建设高标准市场体系行动方案》，其中首次提出“通过5年左右的努力，基本建成统一开放、竞争有序、制度完备、治理完善的高标准市场体系”。

总结来说，中国经济进入快速复苏的轨道。但由于各种信号的矛盾性和复杂性，我们需要稳预期、释活力、促内需、固增长。其中，关键是要提高法治化经济治理的水平。

论坛第二单元，结合CMF月度报告，各位专家围绕“如何更好地实现经济复苏、中国是否进入了通缩”等问题展开讨论。

华泰资产首席经济学家王军认为，一季度中国经济开局良好，呈现出结构性复苏和温和复苏两大特点。二季度经济增速可能会加快，达到7.5%-8%的全年高点；三四季度可能略有回落，但还是会保持在5%以上。具体来看，供给端和需求端的修复均有望加速；投资整体稳健，下半年可能会有所回落；支持房地产投资企稳的积极因素仍然存在，

目前已经有了复苏迹象；出口增速大概率会随着全球衰退预期的增强出现回落；当下的物价走势更多是由结构性问题导致的结构性物价下跌，因此年内既无通缩之忧，也无通胀之虑。

在政策不折腾，稳增长不放松的大前提下，关键要打好宏观政策的组合拳，继续加大力度稳就业、扩消费、提信心、防风险。1) 未来扩大内需的主要着力点应该是消费而不是投资；2) 要采取新措施提高效能；3) 要通过改革来完善国民收入的分配结构，优化财政支出结构；4) 要全面落实就业优先战略，加大在居民就业服务、技能培训方面的政策支持；5) 要出台更多的，特别是需求侧的房地产支持性政策。

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，需要给市场信心，同时用市场机制推动复苏。**市场化复苏的核心，是民间与政府的关系。**三月份的经济数据好一些，但不能过于乐观，因为市场需求不是由国内决定的。

实现市场化修复的建议：1) 回归以经济建设为中心；2) 认真为市场主体注入能量，培育市场活力；3) 经济市场化的修复短期来看是消费需求，长期来看是投资需求，因此要在市场化的基础上建立合理预期。

摩根士丹利中国首席经济学家**邢自强**认为，整体来看，中国不具备处于通货紧缩环境的条件。**本轮疫情后的经济复苏很大程度上是依靠内生动力，其特点是供给端自发性地恢复。**目前经济恢复趋势比较乐观，社会零售总额等数据都出现了改善。但很多人认为消费状况不佳，这主要是因为一方面，消费复苏开始时冷热不均，多以服务业的复苏为主；另一方面，中资企业和外资企业对经济复苏状况的反馈不同。

中国的出口仍然比较强劲，表明在中美关系短期内难见曙光的背景下，中国非常积极地抵御逆全球化的影响，把重心转移到扩大同其他地区的经贸和投资活动上。我国的GDP增速可能不会像疫情前那么快，但是中国企业在全球生产链中的融入深度和竞争力还在。接下来的政策依然要保持较强力度，更重要的是让市场和企业有长期的政策确定性。

海通国际首席经济学家**孙明春**指出，虽然今年的经济环境会面临很大挑战，尤其是海外风险非常大，但相较于去年会出现明显改善，GDP 增长 5.5%以上不成问题。复苏的可持续性一方面取决于消费者信心的复苏，同时也取决于企业家的预期。企业家信心的修复不能仅停留在政策制定者这一层面，还要在提高法治化水平的层面上采取措施。

中国的房地产市场有两大驱动因素，一是城镇化需求，二是改善化需求。如果房企有能力建设，老百姓有钱购买，金融机构也有实力给家庭部门提供一定杠杆，中国的房地产市场就不太可能饱和。调控是有一定难度的，关键是要改变调控的思维，更多地考虑供需之间的动态平衡。

国盛证券首席经济学家**熊园**认为，从当前经济的整体情况来看，全年实现 5% 的增长目标是没有问题的。从出口的角度来看，一方面，要重视中国周边国家经济发展的趋势，因为短期内他们对中国的出口有着重要的支撑作用；另一方面，中国在汽车、家电以及纺服箱包等产品上的竞争力仍然是比较强的，要充分发挥这种竞争力。

政策建议：1) 在修养生息的同时，尽可能保持较快的增长速度。地产和基建仍然是经济的稳定器，建议适当放松房地产的管控；2) 建立稳定的法制环境。对于民营企业、外资、互联网等市场主体来说，稳定的法治环境和连续的政治预期是十分必要的；3) 通过顶层设计化解债务困境。目前地方政府和居民端都面临着较大的债务压力，只有中央政府还具备加杠杆的空间。若不能有序化解当前的债务困境，中国经济的内生动能可能会面临较大约束。

## 毛振华：仍需加力推进市场化的经济修复

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 63 期）上的发言

### 一、经济改善虽略超预期，但需关注市场化修复程度不足

今年一季度的经济数据略超预期，为全年经济修复打下了比较好的基础，中国经济得以“稍稍喘一口气”。但值得注意的是，本轮经济修复是在过去三年经济基本面遭受深度冲击之后的修复，一季度 GDP 虽然同比增长 4.5%，但仍然低于常态水平，经济要恢复到常态仍然任重道远。同时，带动经济修复的力量仍然有可能再度走弱，如出口一季度虽然出现了超预期的正增长，但后续下行压力仍存。

今年一季度的经济修复，稳增长政策发挥了重要作用。今年以来，各级政府“抓经济”的积极性是比较高的，着力于尽快扭转近年来经济低迷的局面。一系列的稳增长措施也确实取得了良好的效果，2023 年中国经济实现了平稳开局。

但是，市场化的修复仍有不足。在外需面临压力的情况下，政策重点应放在国内市场的培育上，而培育国内市场的核心在于推动市场化力量的修复。这个问题可以从两个方面来分析。**第一**，如何分析当前政府与市场的关系。从一季度的数据来看，基建、国有投资等政府性投资保持较高水平的增长，民间投资低位下行，说明民间投资动力仍然不足；M2 增长较快，社融增速显著低于 M2 增速，说明虽然政府积极宽货币，但实体加杠杆动力不足下宽信用仍然受限。这两组数据都说明当前经济修复政策性的力量强而市场性的力量较弱。**第二**，应思考用什么样的体制机制推动经济修复。从理想的情况来说，应发挥市场自发的调节机制作用，通过市场主体发力推动经济修复。但从目前的情况来看，政府通过融资平台以及其他国有企业稳投资、稳增长，且形成闭环，民间力量参与



较少。虽然市场失灵需要政府这有形之手来弥补，但政府管控过多也会带来更多扭曲。这不仅是当前经济修复需要面对的问题，也是中国经济所面临的长期问题。

## 二、从多个维度着手推动市场化的经济修复

一是回归“以经济建设为中心”，将GDP考核置于核心位置。八十年代，我国提出“翻两番”的经济增长目标，在坚持“以经济建设为中心”下，各地全力拼经济，对中国经济在较长时间内实现了高速增长发挥了重要作用。当前，我国以经济建设为中心这一方针并未动摇，但随着经济社会发展，近年来对政治、文化、生态等方面的关注度提升，经济增长在考核中的关注度相较过去出现了一定变化。一些人认为，当前再提“以经济建设为中心”显得观念滞后，但实际上，**增长才是发展的核心和灵魂，是发展的主要内容，没有经济增长何谈发展？把经济增长提到多高的位置都不为过。**只有在“以经济建设为中心”下，地方政府才能一心一意抓经济，一心一意尊重市场投资主体，一心一意改善营商环境，从而创造有利于企业投资兴业的良好氛围。要将干部选拔与经济建设紧密结合，选人用人方面要着重考察政府官员发展经济的能力。

二是为市场主体赋能，增强市场主体活力。一方面，**加力提振消费需求，建议发放消费券。**消费需求不足，企业的经营发展也会受到制约。建议以现金补贴等方式向全体居民无差别发放消费券。这既有利于扩大内需，也有利于解决企业因需求不足而陷入经营困境的问题。在优质项目不足，投资乘数偏低，地方投资积极性不高的背景下，后续基建投资维持高速增长仍受到制约，消费改善对于经济持续修复至关重要，发放消费券、出台激发消费活力的相关政策是十分必要的。另一方面，**与民休养生息，积蓄能量。**历史上来看，每当发生重大灾害、战争等事件后，当权者一般都会轻徭薄赋、与民休息，进而逐渐恢复国力。由古及今，当前同样需要采用相应的政策思路来培育市场动力，让老百姓、企业积攒一定的资金，进而有能力消费与投资，激发市场活力。

三是引导微观主体改善预期。今年政府工作报告中提出着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置。实现消费修复和投资修复的关键则是要推动微观主体改善预期，通过稳定居民、企业的消费信心、投资信心，进而促进内需改善。

### 三、虽有通缩压力但无需过于担心，需警惕资产价格下跌引发资产负债表衰退风险

通缩压力客观存在，但我国有能力应对。当前社会各界对于经济是否陷入或即将陷入通缩存在较大分歧。我个人认为，通缩压力是客观存在的，一方面以CPI衡量的通胀水平持续回落至低位，另一方面，经济复苏节奏整体仍较为温和。但也无需过于担心，中国具有广阔的市场空间和巨大的消费潜力，在“双循环”发展格局下，扩内需、补短板也将成为拉动经济增长的重要助力，此外长期的经济发展过程中我国也积累了相当的经验，我国拥有应对能力，经济陷入通缩的可能性不大。

虽然通缩压力可控，但需警惕资产价格尤其是房地产价格快速下跌引发资产负债表衰退的可能性。引发资产负债表衰退的核心问题就是价格，除了消费价格之外，更应关注资产价格。因为，资产负债表的核心就是资产，而从我国的情况来看，最为重要的资产就是房地产，甚至可以说，房地产是我国居民、企业甚至金融机构最为重要的基础资产。当前房地产市场虽在供需两端等多项政策支持下边际改善，但下行趋势尚未出现根本性扭转，微观主体的投资信心、消费信心仍偏弱，需警惕出现“贷款人消失”现象。参考国际经验，二十世纪九十年代，日本在股市泡沫和房地产泡沫破灭下，资产价格大幅下跌，高债务压力下微观主体陷入资不抵债的困境，企业生产经营目的由“利润最大化”转向“债务最小化”，进而导致总需求不足，日本经济由此陷入“失去的二十年”。虽然我国当前股市泡沫化程度较低，但房地产泡沫依然存在，需持续警惕资产价格尤其是房地产价格快速下跌引发资产负债表衰退。

总体而言，要实现市场化的经济修复，仍需政府、企业、居民等各类主体齐心协力，避免“躺平”，将“以经济建设为中心”真正落实到实际的经济工作当中来。政府要充分发挥助推经济社会发展的“引擎”作用，实现资源的有效配置，推动经济社会有效运转，企业、居民也要打起精神，鼓足干劲。政府、企业、居民形成合力，把握优势，共同克服经济修复中遇到的困难，推动经济加速回暖。

# 邢自强：此轮经济复苏中的“真假幻象”之争

邢自强 摩根士丹利中国首席经济学家

以下观点整理自邢自强在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 63 期）上的发言

## 一、通缩了吗？

中国经济总体看不符合通货紧缩的定义。市场人士看到包括 CPI 在内的同比增长率比较低，所以担心通缩，但实际上这个低只是涨价幅度低，跟去年相比物价仍在上涨。

本质上，通胀乏力可能和这次和走出疫情后经济周期所处阶段，和经济复苏的特性有关。首先，通胀往往是滞后指标，一般经济需求复苏后，再逐渐传导到通胀。而当前还处于复苏初期，走出疫情才三、四个月，通胀低，符合大病初愈期，休养生息的阶段性特点，靠内生动力推动经济复苏，通胀回升尚需要时间传导。

其次，和美国、欧盟、英国本轮主要靠大幅刺激政策走出疫情、走出经济低迷期相比，我们这一波主要依赖休养生息意味着，疫情后的经济复苏更多是靠内生动力。其特点是供给端自发性的恢复，比如大家来找工作，劳动力供给恢复了，制造业产能充裕，供给端恢复略快于需求端恢复。既然供给端恢复的比需求端快，通胀暂时起不来，物价保持相对比较温和的水平。

在这个过程中，就业复苏才刚起步，就业和物价通胀一样也是滞后指标，需要经济环境有明显改善，企业对自己的盈利、订单复苏感受到比较高的确定性才会扩产和招聘。现在看来，就业的重头戏服务业，包括旅游需求、出行、航班、线下的娱乐餐饮好像都起来了，但目前的恢复只是一个恢复性的反弹，刚刚“把坑填上”，并不等于恢复到潜在的产出水平。

以服务业为例，疫情前，每年都能新创造 800-1000 万左右的岗位，靠这些新创造

的岗位，年轻人毕业后可以找到工作。但是 2021 年和 2022 年由于疫情困扰，封控防疫以及对民营行业的整肃等各方面的压力，服务业只创造了 100-200 万的岗位，这两年加起来少创造了约 1300 多万的岗位。当前的线下服务业，才只是恢复到 2019 年的水平，并没有把疫情落下的三年增长空间补回来，所以，要解决堰塞湖里的隐性失业大军问题，需要让服务业恢复到潜在的产出轨迹上，才能更好地消化过去两三年累积的年轻劳动力的就业问题。我们预计到今年年底，一些服务性行业才回到潜在的增长轨迹上。

但也要看到硬币的另一面，在全球尤其是发达国家被高通胀问题困扰，不得不加息，甚至在加息矫枉过正的过程中产生了一些银行业震荡。从这点看中国的通胀形势似乎也是一种优势，至少给决策层提供了非常充足的政策空间，无须担心通胀的掣肘。所以，对近期通货膨胀率比较低的想法可以乐观一点。

## 二、消费数据与现实脱节了吗？

目前经济恢复趋势比较乐观：社会零售总额和一些消费数据在改善；但经常听到市场人士讲起来却是消费状况不佳，是不是数据与现实有脱节？我认为以下两方面值得参考：

### 1、消费复苏开始时冷热不均

过去两三年发展情况好的行业，比如疫情期间不受封控影响的汽车、消费电子产品，现在面临下滑，这符合全世界所有国家的规律，因为疫情期间集中释放了需求。一到三月份好转的主要是服务业：餐饮、出行、旅游、线下娱乐和一些高端的黄金珠宝、化妆品、奢侈品，这些都符合正常的复苏轨迹和规律，所以，我并不认同“数据存在矛盾，反映了数据不值得信赖，实际上民间消费很差”这种观点。

金融市场上不少投资者包括外资、中国投资者都在探讨，如果消费在逐渐复苏，中国的消费行业从金融市场、资本市场的表现来讲，好像没有反映这种乐观情绪，我认为这十分有趣。因为影响市场背后的因素非常多元，我们并不能因为金融市场相对比较平淡的表现，从而得出结论，证明宏观经济数据有问题或者是跟大家的实际感知不符。

可以用多方的指标反馈去验证。比如，从今年一月份开始，我们有一个新的系列研究——每周高频率中国复苏轨迹跟踪。直到目前为止，四月中下旬还是可以看到复苏在有条不紊地进行中。市场担心一季度有些补偿性的复苏，到二季度就不能保持了，但目前看起来，出行、地铁、旅游、机票等行业四月份仍然保持了不错的势头，除了个别和建设开工相关的指标有所放缓，其他的还是保持了不错的趋势，高频率的线下指标，是和宏观数据相匹配的。

## 2、市场对跨国企业反馈正面，对中国企业反而反应平平

近期，海外很多大企业、比较依赖中国消费者的企业，对中国非常重视，来中国参加各种高级别的会议。另外，在他们季报的发布会上，这些 CEO、董事长、高管纷纷表示一季度明显受益于中国经济复苏。最典型的是欧洲的一些皮包、化妆品之类的公司。有人认为这是否过于高端，只反映了 K 型复苏——即富人复苏状况比较好。这是一个事实。但同时也要看到大众消费也在恢复。初期是类似于 LV 这样的高端的品牌表示销售转好，现在则从欧莱雅到服装公司都发布了季报，表示中国一到三月份复苏状况特别强劲，给它们的销售带来了新的提振。

有意思的是，大家如果从去年 12 月中国开始走出疫情，重新聚焦经济发展的时候，关注欧洲那边比较依赖中国的企业在资本市场的表现，和中国自己比较依赖中国消费者的企业的表现，会发现双方有一个很大的差距。即年初至今，欧洲那边反馈更好：中国经济恢复了，欧洲企业的股价受益；但中国资本市场这方面的表现不温不火。

这里不能简单地用“是否是数据不匹配”来解答，只能说影响市场的因素比较多。全球地缘政治的阴霾对全球资本流动造成一些制约，有些海外投资者宁愿找一些欧美间接受益于中国经济恢复的企业来投资，而不愿意直接来中国投资。另外，对中国整个监管环境，未来是否日趋透明化、日趋稳定，大家还在观察。最近中国政府新班子、新气象确实有一些进展，比如给企业家正名，另一方面，在一些监管方面是否实现前置监管，而不是等几年后突然来一个监管 180 度的转弯。最典型的案例是最近美国如火如荼的 ChatGPT、AI 创新出来以后，中国率先出了对 AI 的一些监管。某种意义上这是好事，

给企业进行投资理清了道路，或者说是“设目标”而不是“设路障”，这都是好的探索。但毋庸置疑，目前市场都在摸索中，对民营企业信心、对地缘政治阴霾之下中长期布局，都在慢慢探索，影响到了资本市场。但我并不觉得资本市场近期的相对疲弱表现，是由于经济复苏慢造就的。影响市场的场外因素有很多。

### 三、稳健的出口数据是亮点吗？

中国出口数据比较强劲，跑赢了竞争对手，这里多大程度上反映了新增的出口亮点，像刘青教授提到的所谓“新三样”，以及多大程度上反映了在地缘政治领域取得的一些进展，比如找到了一些新贸易伙伴，部分抵消掉了中美之间渐进脱钩的影响？

还有一些研究者注意到中国对东盟强劲的出口，似乎和部分东盟经济体，像新加坡、马来西亚从中国进口的数据对不上，有比较大的差距。我们把这些因素进行了详细梳理，发现中国在中美关系短期难见曙光的背景下，非常积极地在抵消逆全球的影响，把重心比较明确的转移到扩大增强同其他地区的经贸联系上，和地缘政治比较友好地区的贸易正好反映了这一点。哪怕我们换一个角度看中国对东盟等国的出口，基于目的地海关公布的来自中国进口的数据，也能发现在过去一年多，我们跟地缘政治比较友好的地区，比如东盟、东南亚、中东、贸易确实有所增长，这是很不容易的。在全球需求没有那么强的情况下，部分抵消了和中国地缘政治对手美国、日本之间的贸易下滑。

这反映了地缘政治方面中国比较务实冷静处理的一种方式，“多找朋友”、多增加和其他有交集的领域的经贸投资合作。这里面投资也起到了很重要的作用，针对全球出现的政治挂帅、产业链搬迁、产业链多元化、不把鸡蛋放在一个篮子里的压力，中国现在也想的很清楚，堵不如疏。

中国在所谓的供应链脱钩的压力下，主动性地加大了对中国企业的引导力度，以求在和地缘政治有交集的地区投资设厂，这样最终使得当地也有中国整个产业链中的一环，可能是最终组装的，可能是中间的某个零部件，还有相当一部分高附加值零部件来自中国，逐步实现从中国国内制造过渡到更加广义的中国跨国公司在全球制造，从 Made in China 到 Made by China，这是最近几个月看的非常明确的趋势。也许 GDP 增

速不像疫情前、逆全球化前那么快，但是中国企业在全球生产链中的深度融入和竞争力不会丧失。这确实是我们从出口数据上可以看到的一个迹象。

#### 四、政策建议

不管是从通缩还是通胀的辩论，还是消费复苏微观体感是否和宏观数据吻合，再到出口有没有那么好，这三大辩论，都可以看到积极的因素正在积累，但不能过于乐观。

在一季度经济恢复性反弹之后，各大国际组织和投行迅速上调了对中国经济增长的预期，大部分上调到 5.7% 或者更高的水平。我们在去年年底预判中国逐渐走出疫情，第一个预期中国今年经济增长会到 5.7% 左右，明显高于中国政府和市场的预期，但到了今天每个人都要上调预期同时，还是要保持理性，冷静对待在一季度比较强的恢复性反弹之后，二季度复苏步伐能否保持下去。

从四月份的数据来看，喜忧参半，有可能二三季度环比恢复不如一季度那么强。因此，接下来政策上建议要保持比较强的力度，这里面除了周期性的货币、财政政策，更重要的就是怎样让市场、让企业界能够有长期的确定性，长期政策不能缺乏能见度。

关于上文提到的两个新的政策趋势：政府新班子表现出的比较重商的趋势，值得肯定，对内就是在一些新的未知领域，尽量对企业实施前置监管，设目标而非路障，宽容创新；对外，则积极扩大跟地缘政治有交集的国家的经贸联系，延伸产业链的竞争力。这将有助于今年巩固经济复苏，重塑市场信心。

# 孙明春：中国经济复苏可持续性的来源

孙明春 海通国际首席经济学家

以下观点整理自孙明春在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 63 期）上的发言

## 一、去年的经济形势非常特殊，今年会出现明显改善

去年的经济形势是非常特殊的。去年国内疫情从年初到年底，对整个经济产生了很大影响，该影响一直延续到今年 1 月份。这是一个很大的冲击。同时，俄乌战争在去年年初爆发，对各方面产生了巨大的影响。美联储加息的速度是四十年以来最快的一次，这也带来了一系列的冲击，全球股票市场都出现了大幅度波动，英国的养老金基金也出现了流动性危机，在今年更是导致了硅谷银行、瑞信等金融机构陷入破产倒闭或被收购兼并等事件。从宏观背景看，出现这么多不同维度上的冲击，无论是对中国经济还是对全球经济的影响，都是十分罕见的。所以，去年经济环境非常不好。

今年的经济环境仍然面临很大的挑战，尤其是海外挑战非常大，但是总体上会较去年出现明显改善。所以，在经济复苏方面，我个人认为 GDP 增长 5.5% 以上应该是大概率事件。

## 二、经济复苏可持续性的来源

**复苏的可持续性到底来自哪个领域？**从消费端来看，无论是消费数据，还是消费者信心调查都出现了明显的改善。从投资者信心来看，无论是股票市场还是房地产市场，近期的数据和价格也都有所改善。大概是由于基数效应或是被压抑的消费的释放，消费者信心和消费数据的复苏都呈现出自然的反弹。投资者信心也相对容易被短期数据和政策影响。我们常说“股票市场三根阳线改变信仰”，一旦价格有反弹，有可能形成一个正反馈，因此股票投资者的信心相对来讲比较容易修复。房地产价格也是如此，房价



涨的时候，大家抢着买，跌的时候大家都不买。所以，从近期房地产市场出现了一些好转迹象来看，若能维持目前的发展趋势，对接下来整个经济复苏具有十分重大的意义。

**最难修复的其实是企业家信心。**消费者信心最终取决于收入，收入取决于就业，就业一定程度上取决于企业家信心。如果企业家不敢投资，那么就业状况就不会太好。所以，在修复企业家信心方面，我十分赞同本次 CMF 月度报告中，刘青教授所强调的法治化的重要性。其实不止是法治化，还有市场化和国际化，以及今年政府工作报告中所强调的“两个毫不动摇”的原则。要坚定不移地维持这些原则，这对修复企业家信心都是非常重要的。近期国务院领导也一直在强调这些原则并采取了相关措施。

从当前状况看，无论是全球宏观形势，还是国内总体经济状况都相对较弱，这是由于经历了去年的“完美风暴”后，中国经济现在是“大病初愈，百废待兴”。虽然目前经济数据有所改善，但总体经济仍然疲弱。企业家看到疲弱的数据，信心不强，又担心海外金融市场的波动，所以还是存在疑虑。所以企业家预期还不够稳定，还需要时间来修复。但是，我个人认为，从中国过去几十年体制的特征和历史经验来看，只要政策方向明确，上下一致的预期应该会比较快速的形成。所以，**我认为总体预期和企业家预期都是向好的，只是还需要一些时间。**

除了明确政策方向外，我也认同本次 CMF 月度报告中刘青教授提出的“法治化”观点。我认为**企业家信心的修复不能仅停留在政策方向这个层面上，还要在提高法治化水平上进一步加强**，即不是出于“头脑一热”或者迫于形势变化需要改变政策方向，而是要按照法治的原则，对政策进行调整。十分重要的是，这种调整不应该是运动式的。不基于法治框架的运动式的政策转变对于修复企业家信心所产生的效应是比较短期的，不一定可以持续。所以，需要格外强调，要把宏观经济政策及监管各方面的调整进一步放在法治化的框架下。

### 三、长期看好中国经济，重点关注房地产市场

关于对未来中国经济的看法，我从长期的角度，持相对积极的态度。在中国经济的几大板块中，消费受制于收入，收入受制于就业，就业受制于投资。当前投资中，房地产投资处于负增长的状态，制造业投资也明显增速回落，因此目前投资增长主要是靠基建投资拉动。如果地方政府财政进一步恶化，基建投资的可持续性也是值得怀疑的。从外需角度看，虽然三月份数据有所好转，但整体上还存在着许多不确定性，下半年美国也可能无法避免经济衰退。所以，外需不在我们的掌控之内。由于投资中制造业投资受外需影响较大，基建又和地方政府财政收入相关，地方政府财政收入又和“卖地”、土地收入相关，因此，我认为要想办法稳住房地产市场，让房地产进入到健康、良性、正面增长的轨道中。我一直认为我们是有条件达到这种状态的。在这一点上，我和很多人（包括很多经济学家）持不同观点，许多人认为中国房地产市场饱和和泡沫了，但我个人认为中国房地产市场在过去三十年的快速成长是特殊时期、特殊国家的特殊现象。

中国房地产市场的发展有两大驱动因素，一是城镇化需求，二是改善性需求。城镇化率当前达到 65%，已开始放慢。即便如此，虽然总人口和劳动力人口数量都在下降，但城镇人口数量还在上升，去年仍然增加了约 600 万城镇人口。不过城镇化需求的确不像以前那么强劲，增速会逐步放缓。第二块是改善性需求，我认为改善性需求没有上限，每个人、每户居民应该住“多大”是没有明确标准的，这取决于收入水平、供应能力等综合因素。我认为“城镇人均居住面积 41 平米”这个数据，看似很高，但实际上这是建筑面积，如果把它转成使用面积，并不是很高，并且相较于欧美发达国家仍然较低，差美国接近 50%，比欧洲很多国家也低约 20%。从这个意义上来说，如果有能力去建设、老百姓有钱去购买、金融机构也有实力给家庭部门提供一定的杠杆的话，中国的房地产市场仍然存在很大的成长空间，不能断言它已经饱和了。

去年中国居民储蓄存款增加了 18 万亿元，今年前三个月又增加 10 万亿元，比往年增加了很多，这在很大程度上是因为大家减少买房了，在这样的情况下买房的首付支出也降低了，很多钱暂时以存款的形式存在了银行。试想，中国老百姓有 128 万亿的存款，若只拿出 5 万亿，按照 30% 的首付，就可以支撑 15 万亿的购买力，15 万亿购买力相较于去年全年房地产销售已经有 20% 的增长了，这还是只动用 5 万亿购房的状况。实际上，

如果从这两年居民储蓄存款增加的量（15 个月增加了 28 万亿）中，老百姓若动用 15 万亿的存款，用 30% 的首付杠杆，细水长流也可以维持至少三年的房地产销售稳定上涨。所以，我对中国房地产市场的前景是有信心的。

实际上，中国房地产的短期挑战是居民购房的愿望是否能增强，对房地产市场的信心是否能增强。进一步来说，这也对一二线城市的住房供应提出了挑战。在历次房地产调控中，开发商的资金都被严格管控，导致开发商流动性紧张，没有办法买地和“新开工”。所以在每次调控结束以后，我们都发现，房地产需求都大幅度上涨，这是收入上涨和城镇化的结果。在调控过程中，收入成长积累了大量改善型需求，但供应方面，因为流动性的问题，开发商出现了“跑路”、跳楼、违约等现象，导致房地产供应受到了压抑；在调控结束之后，供需差距变得更加明显。以往一二三四线城市都面临这样的问题，但由于这些年三四线城市供应增多，这个问题在三四线城市基本不复存在，但一线和二线城市仍然存在这样的问题。

所以，现在的挑战是，如果老百姓对于房地产市场预期回暖，我们是否有足够的供应来满足被压抑了三四年的需求？这是否会导致房价报复式反弹？所以，**房地产调控是有一定难度的，关键还是要改变调控的思维，不能运动式的调控，要更多地考虑供需之间的动态平衡，不仅要考虑需求方面的健康成长，也要考虑供应方面的健康发展。**

总的来说，我个人对未来房地产市场持偏乐观的看法，这可能和很多人的观点不太一样。我有信心中国房地产市场还会在接下来的十年、二十年内呈现出可观的成长。

# 王军：全年复苏态势乐观，政策需转变思路、发挥效能

王军 华泰资产首席经济学家

以下观点整理自王军在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 63 期）上的发言

## 一、一季度经济形势：开局良好，亮点和隐忧共存

一季度中国经济开局良好，呈现出结构性复苏和温和复苏两大特点。同时，有四大超预期的亮点，也有四大值得关注的隐忧。GDP 同比增速达到 4.5%，环比增速达到 2.2%，这是超出预期的，说明中国经济在稳步回升，市场主体的信心在逐渐恢复，前期各项政策的效应都在逐渐显现。

### 1、一季度经济的四大亮点

#### 1) 消费复苏比较强劲

这说明内生动力在一定程度上被激发出来了。

#### 2) 基建投资仍然是推动增长的重要力量

在前期一系列政策的支持下，固定资产投资保持比较活跃的态势，一批补短板、强功能、利长远、惠民生的项目正在有序地实施，基建投资呈现出淡季不淡的态势。这里主要有三大支撑力量：1) 基建项目开工建设速度比较快；2) 财政支持提前发力；3) 正值“十四五”期间，重大优质项目储备比较充足。

#### 3) 房地产各项指标有所改善，市场明显回暖

虽然销售面积、房屋新开工面积还在下跌，但跌幅收窄；百城新房价格止跌，成交

面积同比出现了近两成的增长；百强房企销售额自去年以来首次实现了正增长；房地产投资的跌幅没有继续扩大，还在筑底。

#### 4) 出口表现超预期

这说明一方面，全球经济是有韧性的；另一方面，中国出口无论在结构上还是区域上，都具有一定优势。

## 2、一季度经济存在的四大隐忧

### 1) 失业率仍处于较高水平，就业-收入消费的循环没有出现实质性改善

一季度调查失业率为 5.5%，处于相对高位，比美国还高出两个百分点以上；结构性压力明显，青年失业率达到历史次高点 19.6%，仅比去年 7 月份的历史峰值 19.9% 略低一点。就业形势非常严峻，导致居民收入增长缓慢。扣除价格因素后，一季度居民收入的实际增长只有 3.8%，仍然低于经济和消费的增速。

### 2) 消费复苏不稳固，汽车消费、与房地产相关的消费仍然疲软

从一季度数据中可以看出，三年疫情导致的“疤痕效应”明显，社零虽然实现了 5.8% 的增长，但整体反弹力度有限。三月社零同比增速较快，达到 10.6%，但环比相较一、二月明显放缓，距离疫情前正常年份的增长还有不少差距。从结构上来看，服务类消费好于商品消费，农村消费好于城市，汽车、家电等大宗消费仍处于负增长区间。

### 3) 经济主体的预期和信心需要进一步提升

经济主体，尤其是三大群体，民营企业、青年人和中低收入者的信心仍然不足。尽管去年年底以来，政策面暖风频吹，但从数据来看，民间部门的信心尚未完全恢复。一季度，民间投资非常低迷，增速只有 0.6%，显著低于全社会固定资产投资的增速，也远低于疫情前的水平。

民营企业是社会发展的中坚力量。民营企业的发展，民间投资的增长事关就业、居民收入、消费、投资、出口等众多宏观变量。因此，若民营企业家的信心没有彻底恢复，民营企业没有发展壮大，未来中国经济就不会有根本性的恢复；青年人同样是国家和社会的未来，与经济活力的活力，消费的潜力和创新的动力息息相关；中低收入者是这个社会最需要予以额外关照的弱势群体，与社会公平、共同富裕、扩大内需等密不可分。这三类代表性群体的信心还没有从疫情以及其他复杂因素的打击中完全恢复，尚需法律、政策等全方位的支持和关心。

从一季度的物价、企业利润和就业数据中可以看出，这三大主体信心的恢复情况和金融数据的持续向好形成了比较大的反差，说明各方对于中长期的预期仍然比较谨慎，从而制约了企业投资和居民消费需求的进一步释放。因此，未来需要面向这三大主体，出台一些更有力、更有针对性的支持性政策。

#### 4) 外部经济不确定性较大

今年发达经济体从过去的高通胀逐步陷入衰退的可能性越来越大，中国出口面临的下行压力也会逐渐加大；近期，欧美国家部分银行倒闭和金融市场动荡可能也会通过金融、贸易、投资、预期等间接渠道对我国的外需和内需产生一定压力；此外，乌克兰危机还没有结束，未来将会如何演化也存在着很强的不确定性。这不仅可能会对全球供应链产生打击，也会对我国的出口产生一定扰动，对我们控制国内通胀，保障粮食、能源的安全带来风险；中美间的科技竞争、冲突或博弈还在进行中，这是我国未来经济和科技发展中重要的外部约束条件。

## 二、对未来怎么看：年内复苏态势乐观，复苏步伐可能会加快

中国经济的活力和韧性还在，复苏的大趋势没有改变。因此，对未来的复苏强度和可持续性可以更乐观一些。当前的主要问题是内需不足，外部风险也可能造成意外冲击。站在当下的时点，我认为**二季度经济增速可能会加快，达到7.5%-8%的全年高点；三、四季度可能略有回落，但还是会保持在5%以上。**

## 1、供需修复均有望加速

从供给端来说，建筑业的施工竣工可能会加速，制造业将保持韧性，服务业修复会进一步加快；从需求端来说，消费需求的恢复可能会加快，这主要是由于三个因素的支撑：一是随着复苏进程的加快，就业会逐步得到改善，从而带动居民收入实现稳定增长；二是居民在大宗消费方面，比如在房地产上加杠杆的意愿有所提高，使得家具、家电等产品的消费对整体消费的拖累进一步降低，加上最近部分车企降价促销，后续汽车消费有望见底企稳；最后，随着扩大消费的政策陆续出台和落地见效，也将增强大家消费的信心。

## 2、投资整体稳健，下半年或将有所回落

当前项目储备和资金到位情况比较乐观，因此基建投资是有一定支撑的。但考虑到财政可持续性和财政资源的约束，以及去年较高的基数，今年的基建投资不太可能继续保持去年两位数的增长，会有所回落，但实物工作量可能会好于去年。制造业投资取决于出口和企业现金流的改善。二季度制造业投资可能不会像一季度那么乐观，下半年走势的不确定性会更大一些。制造业未来走势的强弱取决于消费恢复的程度、房地产复苏的强度、出口回落的速度、工业品价格反弹的高度以及工业企业利润修复的力度。

## 3、房地产复苏在即

房地产投资方面，支持房地产投资企稳的积极因素仍然存在。房地产市场目前已经有了复苏迹象，正在形成良性循环。比如拿地、开工、竣工、销售以及投资都在逐步企稳，按照各自的节奏在反弹。但是房地产投资的全面复苏还需要时间，仍有很大难度。比如居民收入增长缓慢，各地区去库存的压力较大，并且市场存在着结构分化，这些因素都制约了房地产复苏的时间和程度。预计二季度房地产市场将保持平稳，销售同比增加，环比改善，进而带动投资逐步企稳反弹，跌幅进一步收窄。我认为最晚到四季度，房地产开发投资就会回正，这意味着后续三个季度房地产投资对经济增长的拖累可能会减弱。

#### 4、出口风险犹存

出口方面，一季度出口表现良好。一方面，我们不宜对未来过于悲观，一些结构性机会仍然存在，比如东盟市场的拉动，电动汽车、光伏、锂电池等“新三样”的竞争优势等；另一方面，我们面临的外部环境依然严峻复杂，贸易前景依然承压，出口增速大概率会随着全球衰退预期的增强出现回落。**回落的速度和斜率难以估计，但是很难维持三月份的超预期增长。**首先，全球经济的衰退是大概率事件，而海外需求回落对我们出口订单的冲击不可小觑。其次，出口的区域结构存在着很多隐忧：我国对欧美出口依然是负增长，对日韩出口也有回落，对东盟出口的快速增长能否经受住后续全球经济回落的考验，仍然存在不确定，对“一带一路”国家和俄罗斯的出口受地缘政治影响较大，而且总量相对有限，因此难以完全替代对欧美和日韩出口下降产生的缺口。所以综合来看，二季度出口可能会回到负增长区间，下半年净出口对于经济增长的负向拉动效应会逐渐显现。

#### 5、通缩是个伪命题，但通缩压力加大是个真问题

价格走势方面，当前物价的表现与典型通缩不太相符，主要的理由是：尽管物价持续下跌，但不是全面、普遍的下跌，而是一种结构性下跌；M2 高增长 12.7%，大幅度超过同期经济增长 4.5%；全年的复苏态势是明确的，并不是衰退。**当下的物价走势更多是由结构性问题导致的结构性物价下跌，因此年内既无通缩之忧，也无通胀之虑。通缩是个伪命题，但通缩压力加大、物价持续低迷的问题真实存在，值得我们高度关注。**

之所以会出现这样令人费解的背离现象，其根源是总需求不足，供需出现结构性失衡。过去几年，为了对冲经济下行，我们过度依赖财政投资、货币政策和间接融资，导致货币的结构性扩张并没有完全进入到商品和服务的生产、消费和投资领域，没有持续推动需求快速回暖，反而带来了一系列的结构性问题。一是结构性经济复苏，如供需复苏不同步、三大需求复苏不同步、内外需不同步；二是结构性产能过剩，导致部分商品价格下跌；三是结构性收入增长，疫情的“疤痕效应”所带来的中低收入群体的收入增长乏力，进而其消费需求不足；四是结构性“货币窖藏”，即所谓的“超额储蓄”只属



于少数有钱人，大多数中低收入群体与此无关。这些结构性问题共同抑制了价格全面上涨，导致物价出现结构性下跌：贵金属、奢侈品、服务价格、豪宅价格上涨，但受失业率影响较大的房租、受刺激政策退出影响较大的汽车价格以及受外部影响较大的能源价格都在下跌。因此，有涨有跌、冷热不均的物价表现和通货的紧缩没有直接关系。

展望年内几个季度的物价走势，随着需求端逐渐改善，后续几个季度物价持续下跌的情况也会有一定好转，呈现出浅“V”型走势，当下物价很可能就处于底部位置。具体看，受食品价格上涨动力不足、非食品价格上涨较为温和的影响，二季度CPI仍将偏低，波动中枢可能在1%上下，核心CPI向上难度也较大，中枢同样是在1%左右，但5月开始大概率将迎来回升。下半年CPI将小幅向上运行，整体中枢与去年基本持平，大致在1.5-2%的水平，核心CPI随着需求回暖也将逐步探底并略有回升，但因总需求恢复的强度有限、劳动力供应充裕，其波动中枢可能很难超过1.5%，通胀难以构成对政策面的实质约束。

就PPI而言，二季度工业品的价格可能还是会在底部徘徊，波动中枢在-3%附近。国内基建发力和房地产市场企稳带来的需求回暖，会对未来生产资料的价格形成一定支撑，因此三季度起PPI将会扭转颓势，最晚到四季度会实现正增长，但全年增速可能会维持负值，其中最大的不确定性来自于海外的输入性影响，如果下半年海外经济超预期走弱、原油价格再度下滑，那么PPI下行的风险仍不可忽视。

### **三、政策建议：以休养生息为主，不宜大开大合，继续加码扩张或过度收缩都不适宜**

在政策不折腾，稳增长不放松的大前提下，关键要打好宏观政策的组合拳，继续加大力度稳就业、扩消费、提信心、防风险。特别是，中央提出要“把恢复和扩大消费摆在优先位置”，这不应该是一句空话，而是需要落到实处，特别是财政政策需要转变思路，发挥效能。

#### **1、未来扩大内需的主要着力点应该是消费而不是投资**

从中央到地方，如果各个部门都能像重视招商引资、重视项目投资一样，重视恢复和扩大居民和公共服务的消费，这个问题也不难解决。建议适当地把财政资金安排向低收入者、农村老年群体和城市高龄离退休人员倾斜，额外增加的收入显然会带来居民边际消费倾向的改善。对政府来说，这笔钱是值得花的。因为投资需求毕竟是中间需求，只有消费才是最终需求，它反映了经济运行的内生动力。为此，要从顶层设计出发，设计一套支持和扩大消费的全新模式和政策体系，大幅增加扩大消费的财政预算，每年发行一定规模的专项债来促进消费，特别是促进基本公共服务方面的消费，比如住房、医疗、教育、培训、社保、养老等方面，逐步实现公共服务的均等化，促进经济社会转型升级和高质量发展。

## 2、采取新措施提高效能

效能的提高主要体现在工具的使用上，政府可以采取一些新的措施，比如创设中央财政直接补贴消费、直达居民部门的创新型工具，来增强其消费能力。可以对中低收入群体和老年群体发放较大规模的消费券或者现金补贴，甚至在一段时期内，针对更广泛的民众推行普惠性的政策。而且政策力度一定要大，这样才会有更好的效果。

## 3、进行结构性改革

长期来看，需要通过改革来完善国民收入的分配结构，优化财政支出结构，加快户籍制度改革，加快农民工市民化的进程，完善社会保障，扭转居民对于未来就业和收入的预期，让他们敢于消费，甚至敢于适当地提前消费。

## 4、全面落实就业优先战略

扩消费归根结底还是要依靠稳就业和提收入，因此，要全面落实就业优先战略，加大在就业服务、技能培训方面的政策支持力度。今年要争取超额完成 1200 万的新增就业目标，建立起“就业-收入-消费”的良性循环，来为扩大消费提供收入保证，为扩大内需提供坚实的支撑。

## 5、支持合理住房需求，稳定房地产市场

稳定和扩大消费离不开房地产市场的稳定。因此，我们要出台更多的，特别是需求侧的房地产支持性政策。比如，不仅要对首套房的按揭给予定向降息，也可以适当降低以改善性需求为主的二套房的贷款利率，降低首套房、二套房的首付比例和交易税费。同时，可以向一些热门的一二线城市进行适当延伸或者扩围。对于非一线城市，适当放松不必要的行政性限制措施和一些具有收缩性、抑制性的政策，比如限购、限贷、限售、限价、限商住、社保和纳税证明等，从而解决这些城市的高库存问题；对于一线城市过严的一些限制性措施，也可以考虑逐步、适当地放松，以大力支持合理的住房需求，包括刚需和改善性需求，这样才可以使楼市尽快实现“软着陆”，避免风险持续外溢，影响稳增长、促消费的大局。

# 熊园：稳信心的三点建议

熊园 国盛证券首席经济学家

以下观点整理自熊园在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 63 期）上的发言

## 一、当前经济状况

本次 CMF 月度报告和前面几位专家，都提到了当前经济“有喜有忧”，或者“喜忧参半”，讲的都很全面，作为最后一个发言嘉宾，我想就结构性问题补充两方面看法，一个是出口，一个是物价。

### 1、出口

前两天公布的 3 月出口增长 14.8%，大超市场预期，对于这个数据本身，不做过多探讨，但希望给大家提示两个此前市场可能估计不足的细节：

#### 1) 重视我国出口国别结构的变化

从 2022 年下半年到现在接近 1 年的时间，我国出口到周边东盟、亚非拉等国家的占比持续提高。数据显示，2012 年我国出口目的地中，欧美发达经济体、新兴市场国家占比分别为 43.2%、42.2%，今年 3 月二者占比已变为 35%、46.4%。一直以来很多专家学者在预判我国出口趋势时，主要拿欧美进行对比，后续可能也要重视中国周边国家经济发展的趋势。就 3 月而言，欧美国家 PMI 普遍下滑，但我国周边国家的 PMI 则“有增有降”、经济“有好有坏”，3 月我国对俄罗斯、东盟、中东、非洲等新兴市场出口同比 35.4%，拉动出口约 13.9 个百分点，同期美国、欧盟、英国、日本则拖累我国出口 0.9 个百分点。

#### 2) 重视我国产业的竞争优势

最近两三年，我国出口一直比较强劲：2020 年，中国疫情率先受控，出口“一枝

独秀”，随后的 2021 年和 2022 年，一直有声音认为中国出口将下滑、出口份额也将下降。但实际上，疫情前中国货物贸易占全球出口份额在 13% 左右，2020 年提升至 14.7% 左右，2021 年达到顶峰 15%，2022 年仍保持在 14.4% 左右，这说明我国出口竞争力很强，产业端还是具备一定优势。

具体看，虽然从 2022 年 10 月份以来的小半年当中，中国出口都是负增长，但产业结构上仍然具备优势：比如 3 月汽车出口是很大的亮点，往前 2022 年中大概有 7-8 个月我国汽车单月出口量都是全球最大的。除此之外，家电、纺服、箱包等传统优势行业，短期竞争力同样偏强。

## 2、物价

官方口径关于物价的看法，比如前两天国家统计局、央行都提到，目前中国没有通缩，未来也不会有通缩。就这个话题，我想提示一个细节：

当前各方从各个不同的视角论证是否存在通缩，但不少人都有一个体感：过去 2-3 年，我国钱印了很多，但是价格并没有起来，这也是一个事实。“钱多了，价格起不来”背后的原因，值得深入思考。根据我们分析，今年 1-3 月通胀总体处于低位，按照预测，未来 3 个月，CPI、核心 CPI、PPI 依旧会处于低位，这意味着，至少今年上半年仍是低通胀。根据传统经济的费雪定律  $M \cdot V = P \cdot Q$ ，如果钱（M）多了，只有资金周转（V）不够快，才会导致价格起不来。

事实上，价格是交易行为的表现，现在钱很多、但价格起不来，反映了整个微观主体的行为不够活跃，背后的本质还是信心不足、需求不足。这里的需求不足，既包含外需，也包含内需：

外需方面，3 月当月出口很强，但除了周边国家偏强，全球主要国家经济压力仍然很大。最近 IMF 等国际组织下调全球经济预期，美国年内可能会衰退，这是外需偏弱。

内需方面，1-3 月我国的信贷社融数据持续超预期，结构也在趋于好转。但如果把

这些数据和微观行为进行匹配，还是有很多地方值得进一步观察。比如说，企业中长贷方面，从2022年下半年差不多连续8个月同比多增，按照经济学规律，这代表企业融资需求旺盛，但显然和实际情况不那么匹配。居民短贷方面，过去3个月居民短贷同比多增且幅度不小，正常来讲，这指向消费贷和消费高增（确实3月当月消费增速超预期），但根据一些草根调研，很多银行反馈今年老百姓“借短还长、借新还旧”的情况明显增加。

## 二、对于未来经济走势的看法

关于未来一个阶段的经济形势、政策应对，可从以下两个视角分析：

### 1、对比疫情前后中国经济状态

在疫情前的2018-2019年，特别是2019年下半年，我国经济的下行压力已经较大。2019年底各方已在讨论2020年还要不要保翻番、能不能保翻番，也就是2020年要不要保“6%”、政策要不要刺激；2019年底中央经济工作会议对未来经济的看法，用的也是“结构性、体制性、周期性问题相互交织，经济下行压力加大”这类表述。也就是说，本轮经济在疫情前已经开始下行。有两个重要指标可作为参考：一是央行统计的居民储蓄意愿，从2017年7月开始就整体呈现上升趋势。二是老百姓买房的意愿，从2008年开始，连续4-5年呈现下降趋势。换句话说，老百姓有钱但不愿意消费和不愿意买房，在疫情前已经成为大趋势，只是疫情发生后因为各种原因加速了这种趋势。

### 2、对比疫情期间和疫情之后中国经济状态

疫情期间，我国经济进一步下降，居民和企业信心下滑，民企、互联网、教育、房地产等行业尤为明显。于是我们看到，2021年底中央经济工作会议，首次明确指出我国存在“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，并针对共同富裕、互联网、双碳等5大领域，提出了5个“正确认识和把握”，也被市场广泛解读这是在纠偏；到了2022年底中央经济工作会议，也明确指出2023年中国各项经济政策要从改善社会心理

预期、提振发展信心入手。

基于上述两大视角可知，疫情之前我国经济已经下行，疫情之后经济下行压力进一步加大，同时信心和预期也开始转弱。因此，往后看，国家需要做两件事：一是想办法稳住经济动能；二是想办法恢复丢掉的信心。

### 三、政策建议

#### 1、近两三年，休养生息的同时，尽可能保持较高经济增速，房地产也仍要作为“稳定器”

当前趋势下，我认同此次会议中很多专家“休养生息”的观点。不过我想增加一点，在休养生息基础上，未来 2-3 年还是要想办法尽可能稳住经济，甚至高点的预期也无妨。如果经济好而且最好是经济特别好，信心才会恢复的更快。倾向于认为，虽然中长期看，地产和传统基建这两个过去我国经济增长的加速器和稳定器都在走下坡路，尤其是房地产，但未来 2-3 年内，地产、基建还是要成为经济的稳定器，也仍然需要国家政策的必要倾斜，比如，北上广深等核心城市的限购限售限贷，还是可以采取一些灵活的、选择性的、差异化的放松。

#### 2、需要稳定的法治环境

我很赞同本次 CMF 月度报告中几位专家的观点，即：需要一个法治环境来稳定信心和预期，尤其是对于民营企业、外资、互联网等市场参与主体。像月度报告中讲的一样，一个好的法治环境、连续稳定的法治环境非常重要。

#### 3、用顶层设计的模式化解债务困境

上文提到，为什么“钱多了，价格起不来？”有很多原因，其中一个重要原因在于：居民、企业、地方政府债务压力很大、杠杆加不动，地方政府“巧妇难为无米之炊”，有些地方已经“躺平”还不上钱了；居民也是一样，大家愿意提前偿还房贷，很大

程度也是存量债务压力偏大、对未来预期不够稳定。当前看，中央政府、地方政府、企业、居民四个部门，目前来看可能只有中央政府还具备加杠杆的空间，或者说加杠杆的空间还比较大。因此，未来 1-2 年，中国想要化解经济困境和恢复信心，可能还需要用顶层设计的模式，采用比较稳妥的方式化解当前中国经济的债务困境，否则的话，长期看中国经济内生动能可能会面临现实约束。





**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：

