



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

(2024年4月) (第71期)

新动能支撑下企稳向好的中国宏观经济

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

2024年4月



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

2024年4月 总第71期

新动能支撑下 企稳向好的中国宏观经济

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公司

承办单位：中国人民大学经济研究所



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

新动能支撑下 企稳向好的中国宏观经济

2024年4月中国宏观数据分析

报告人：王孝松

2024年4月18日

2024年4月中国宏
观经济报告

目 录

- 1 经济企稳向好，动力仍待加强**
- 2 价格指数回落明显**
- 3 景气指数表明企业信心增强**
- 4 贸易短期波动、中长期向好**
- 5 新动能的支撑作用**
- 6 巩固和培育新动能，推动经济持续复苏**

1. 经济企稳向好，动力仍待加强

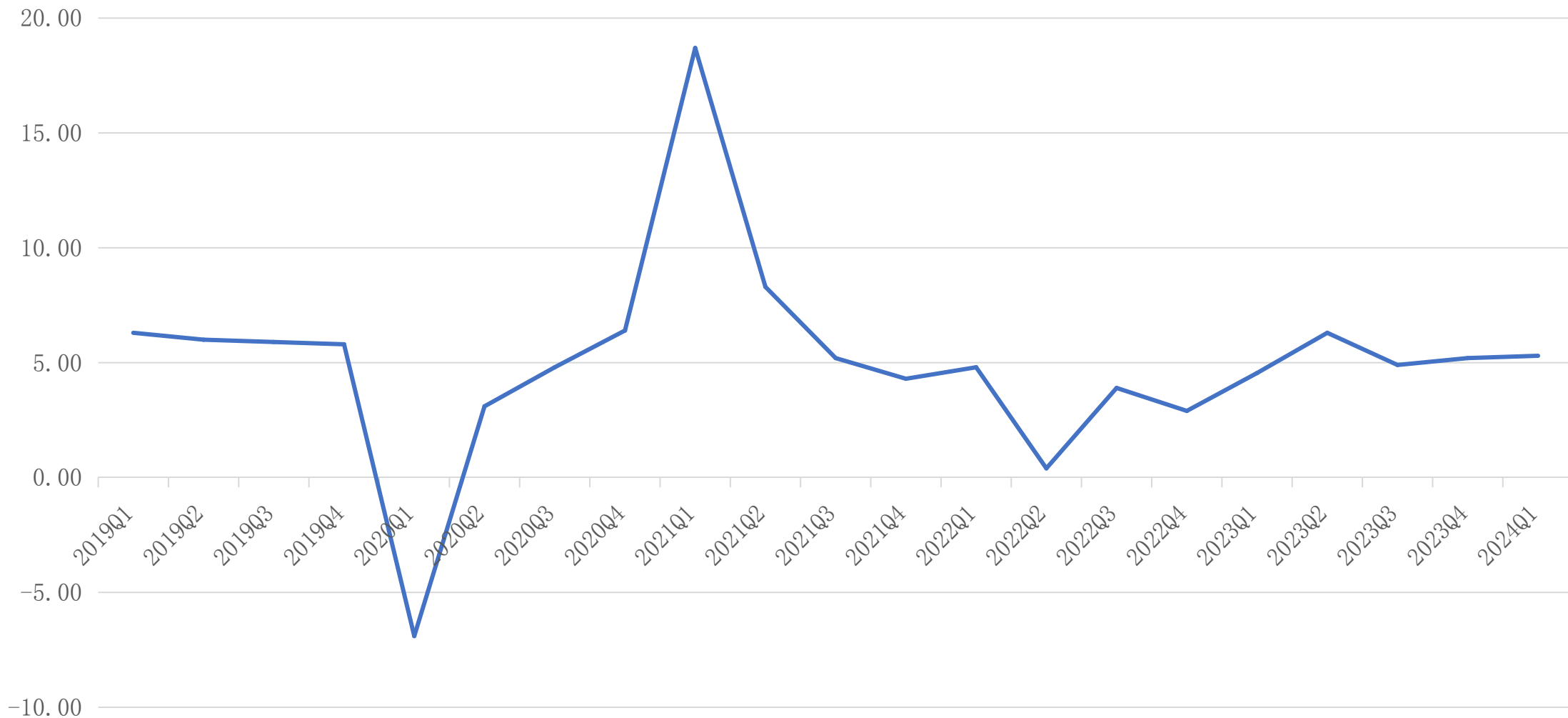
- 宏观经济企稳向好
- 居民收入和就业形势良好
- 工业增速有所回落
- 固定资产投资恢复明显
- 社会消费品零售持续回落
- 房地产行业有待突围

宏观经济企稳向好

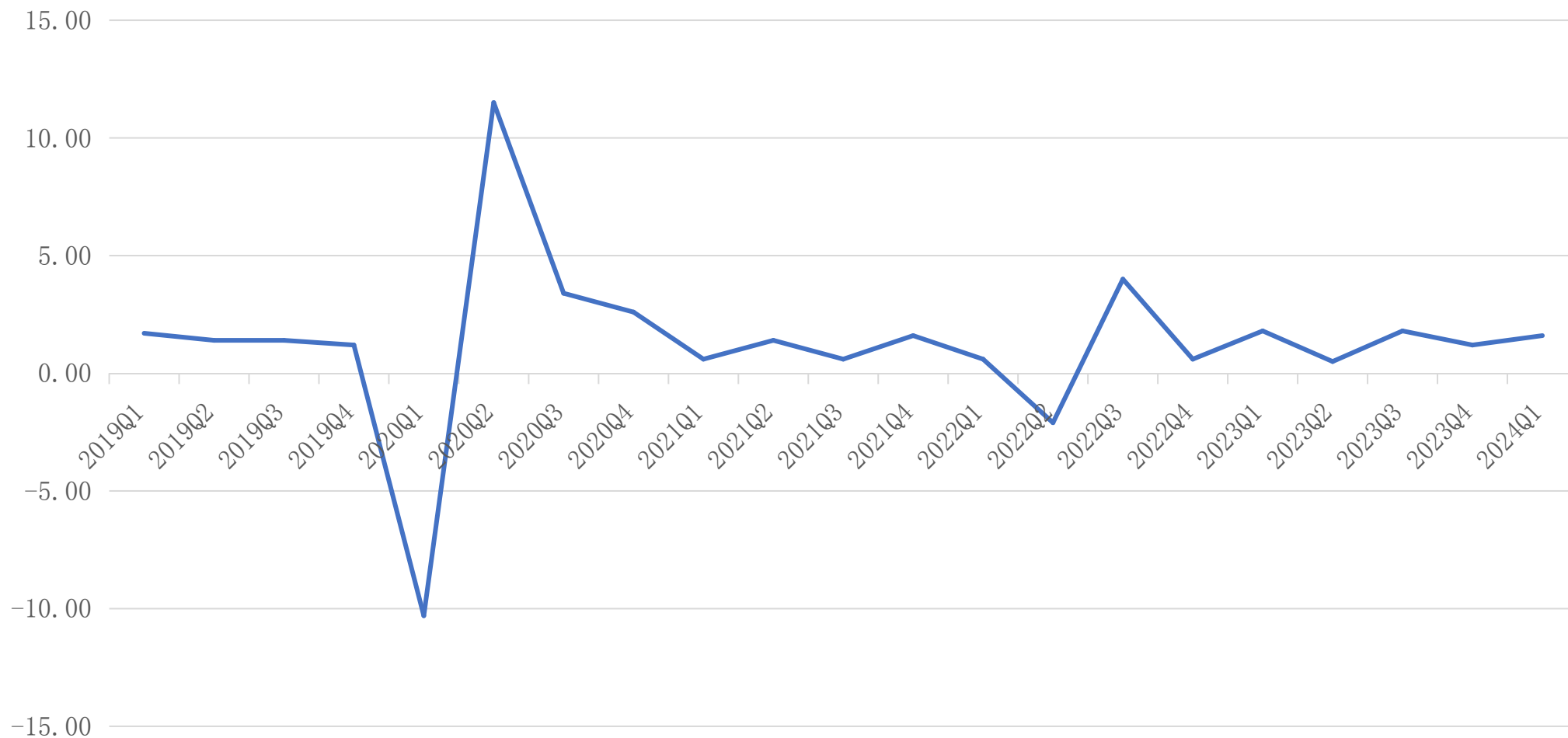
2024年一季度国内生产总值29.6万亿元，按不变价格计算，**同比增长5.3%**，比去年四季度**环比增长1.6%**。

分产业看，**第一产业**增加值11538亿元，同比增长**3.3%**；**第二产业**增加值109846亿元，**增长6.0%**；**第三产业**增加值174915亿元，**增长5.0%**。

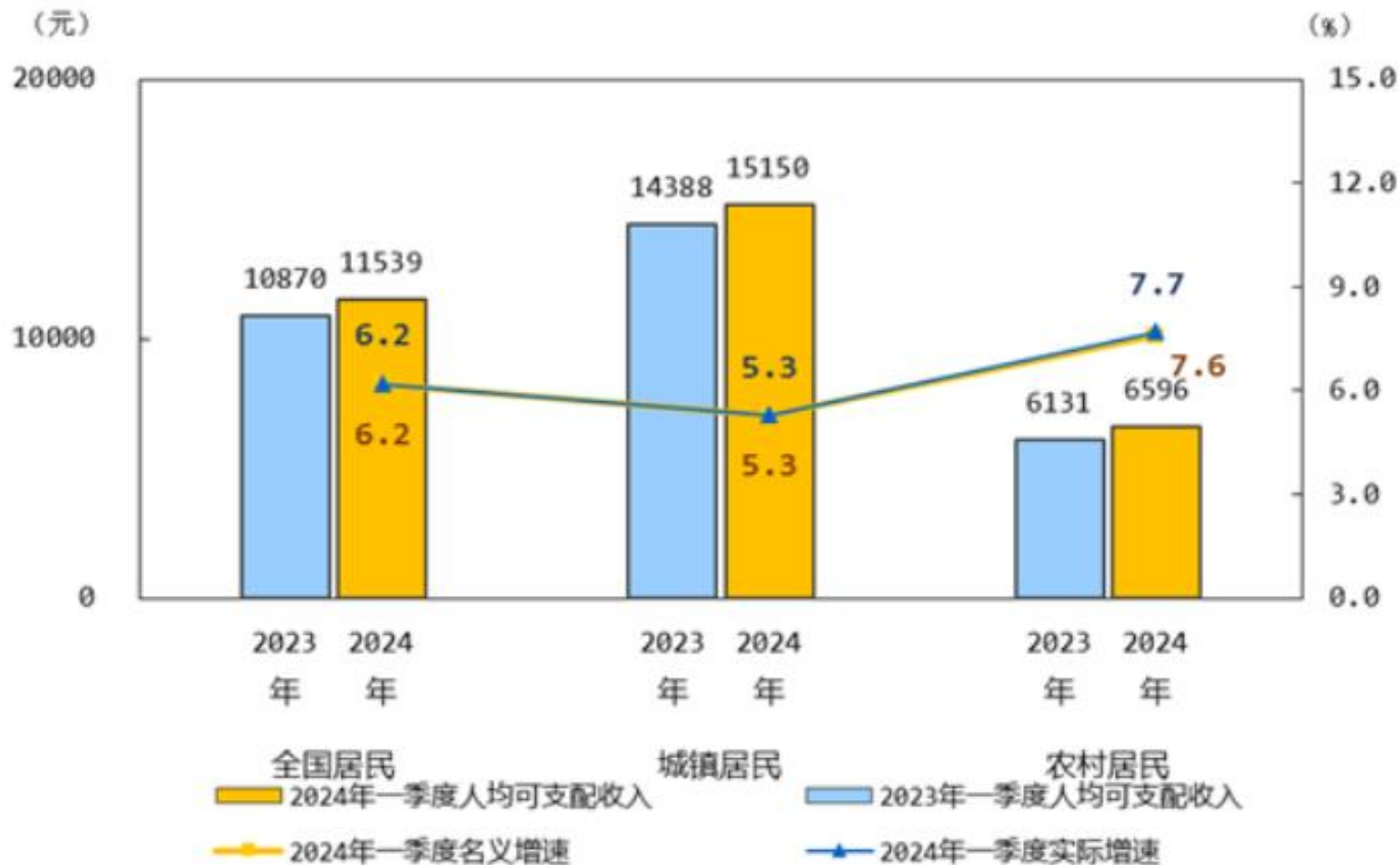
GDP同比增长率趋于稳定



GDP环比增长率接近疫情前水平

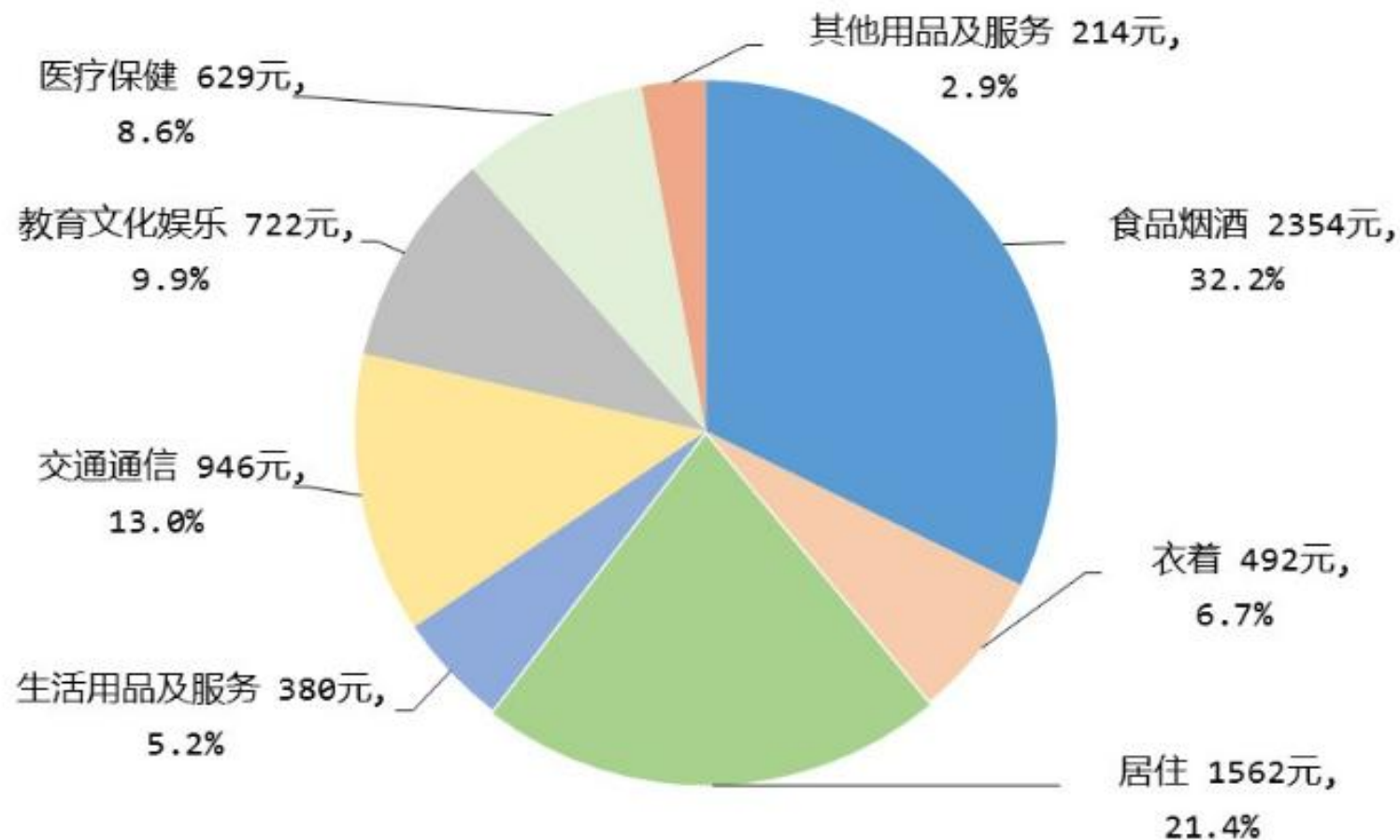


居民可支配收入稳步上升



居民消费支出构成（2024年一季度）

人均7299元，增长8.3%



就业形势稳定

- 一季度，全国城镇调查失业率平均值为5.2%，比上年同期下降0.3个百分点。
- 3月，失业率为5.2%，同比和环比均下降0.1个百分点。
- 本地户籍劳动力调查失业率为5.3%；外来户籍劳动力调查失业率为5.1%，其中外来农业户籍劳动力调查失业率为5.0%。
- 31个大城市城镇调查失业率为5.1%。
- 全国企业就业人员周平均工作时间为48.6小时。
- 一季度末，外出务工农村劳动力总量18588万人，同比增长2.2%。

工业增速有所回落



分三大门类

门类	3月	1-3月
采矿业	0.2	1.6
制造业	5.1	6.7
其中：高技术制造业	7.6	7.5
电力、热力、燃气及水生产和供应业	4.9	6.9

分所有制

所有制	3月	1-3月
国有控股企业	4.1	5.2
股份制企业	5.1	6.5
外商及港澳台商投资企业	2.6	4.8
私营企业	3.7	5.4

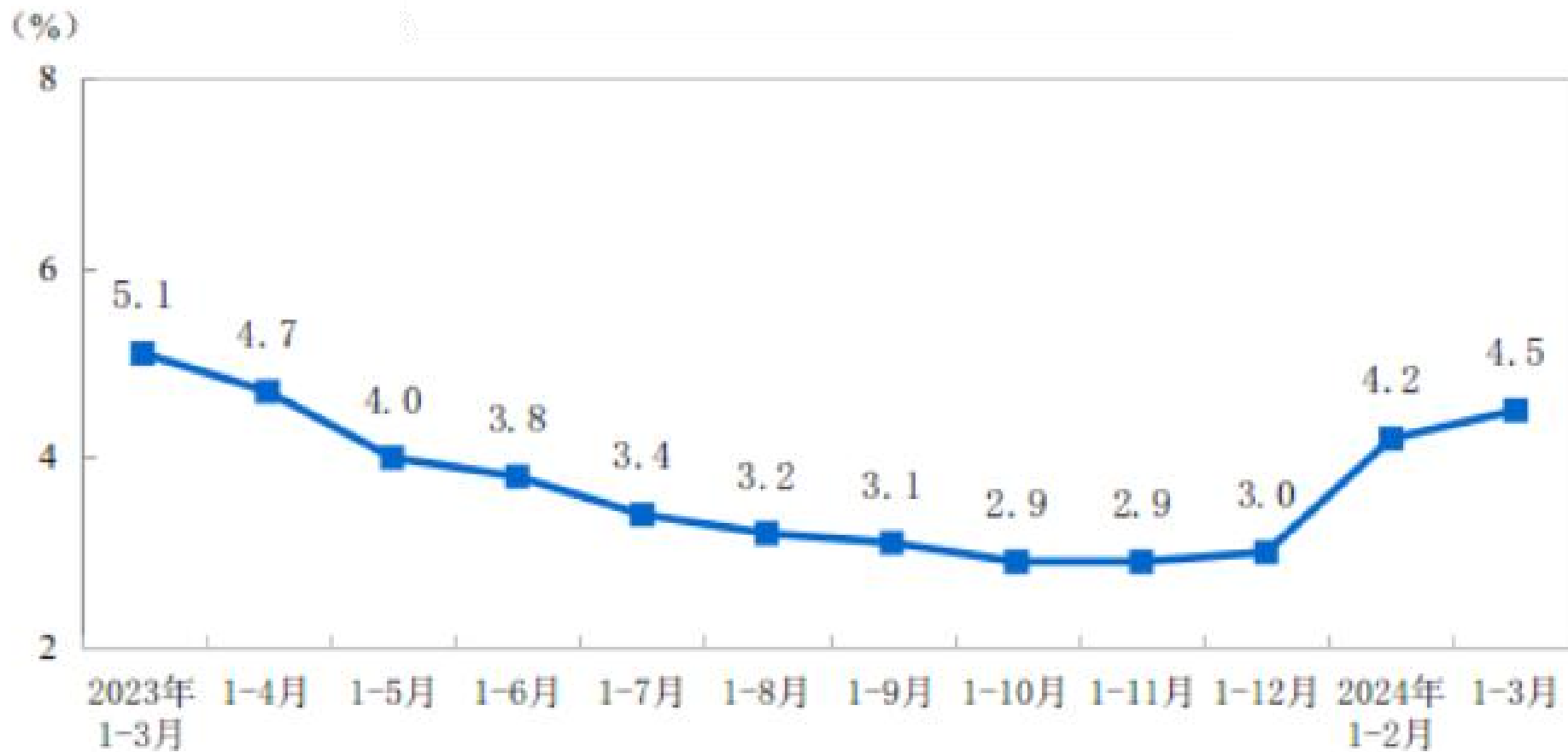
分行业

行业	3月	1-3月
农副食品加工业	5.2	3.3
食品制造业	4.9	6.4
纺织业	2.5	4.9
化学原料和化学制品制造业	9.1	9.6
医药制造业	3.1	-1.0
橡胶和塑料制品业	5.3	9.9
非金属矿物制品业	-2.8	1.1
黑色金属冶炼和压延加工业	3.3	6.6
有色金属冶炼和压延加工业	11.2	12.0
金属制品业	1.5	5.1
通用设备制造业	0.0	2.4
专用设备制造业	0.9	1.6
汽车制造业	9.4	9.7
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	8.6	10.0
电气机械和器材制造业	4.8	4.8
计算机、通信和其他电子设备制造业	10.6	13.0
电力、热力生产和供应业	4.9	6.8

3月工业增加值特征

- 基数扰动和价格回落造成工业增速下降
- 高技术制造业仍在领跑
- 外商和私营经济活力有待进一步激发
- 整体向好趋势未变

固定资产投资（不含农户）同比增速



按来源划分

类型	同比增长率
国有控股	7.8
民间投资	0.5

按构成划分

构成	同比增长率
建筑安装工程	4.6
设备工器具购置	17.6
其他费用	-2.1

按产业划分

产业	同比增长率
第一产业	1.0
第二产业	13.4
第三产业	0.8

按行业划分

行业	同比增长率
农林牧渔业	3.1
采矿业	18.5
制造业	9.9
电力、热力、燃气及水生产和供应业	29.1
交通运输、仓储和邮政业	7.9
水利、环境和公共设施管理业	0.3
教育	15.4
卫生和社会工作	-9.8
文化、体育和娱乐业	3.1

按注册类型

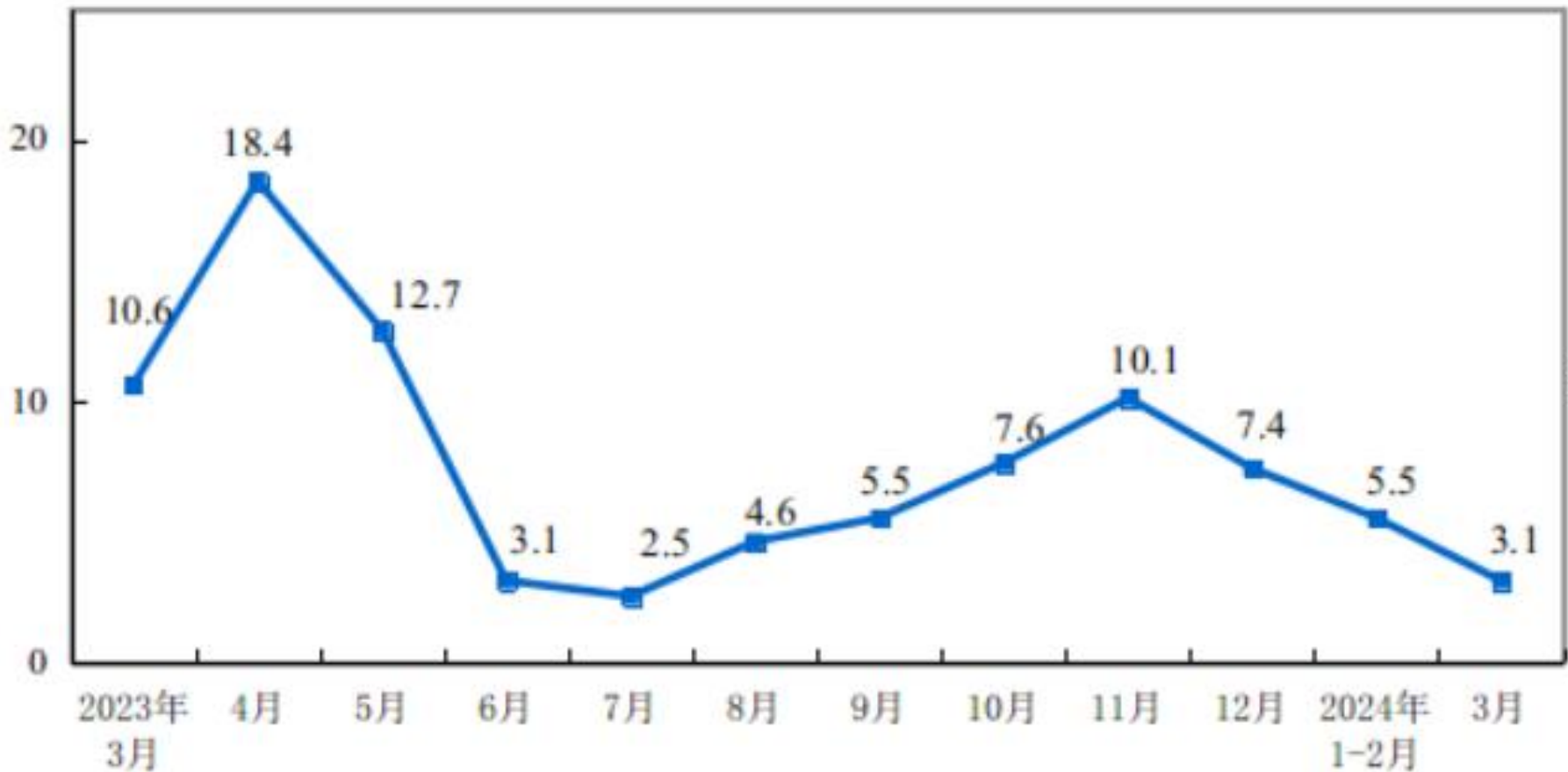
注册类型	同比增长率
内资企业	4.4
港澳台商投资企业	7.1
外商投资企业	-10.4

3月固定资产投资特征

- 固定资产投资增速持续回升
- 制造业带动作用明显
- 民间投资动力不足
- 外商投资形势需要进一步关注

社会消费品零售总额同比增长率

(%)



按类别划分

指标	3月	1-3月
社会消费品零售总额	3.1	4.7
除汽车以外的消费品零售额	3.9	4.7
限额以上单位消费品零售额	2.6	5.2
实物商品网上零售额	-	11.6

区分经营地

经营地	3月	1-3月
城镇	3.0	4.6
乡村	3.8	5.2

区分消费类型

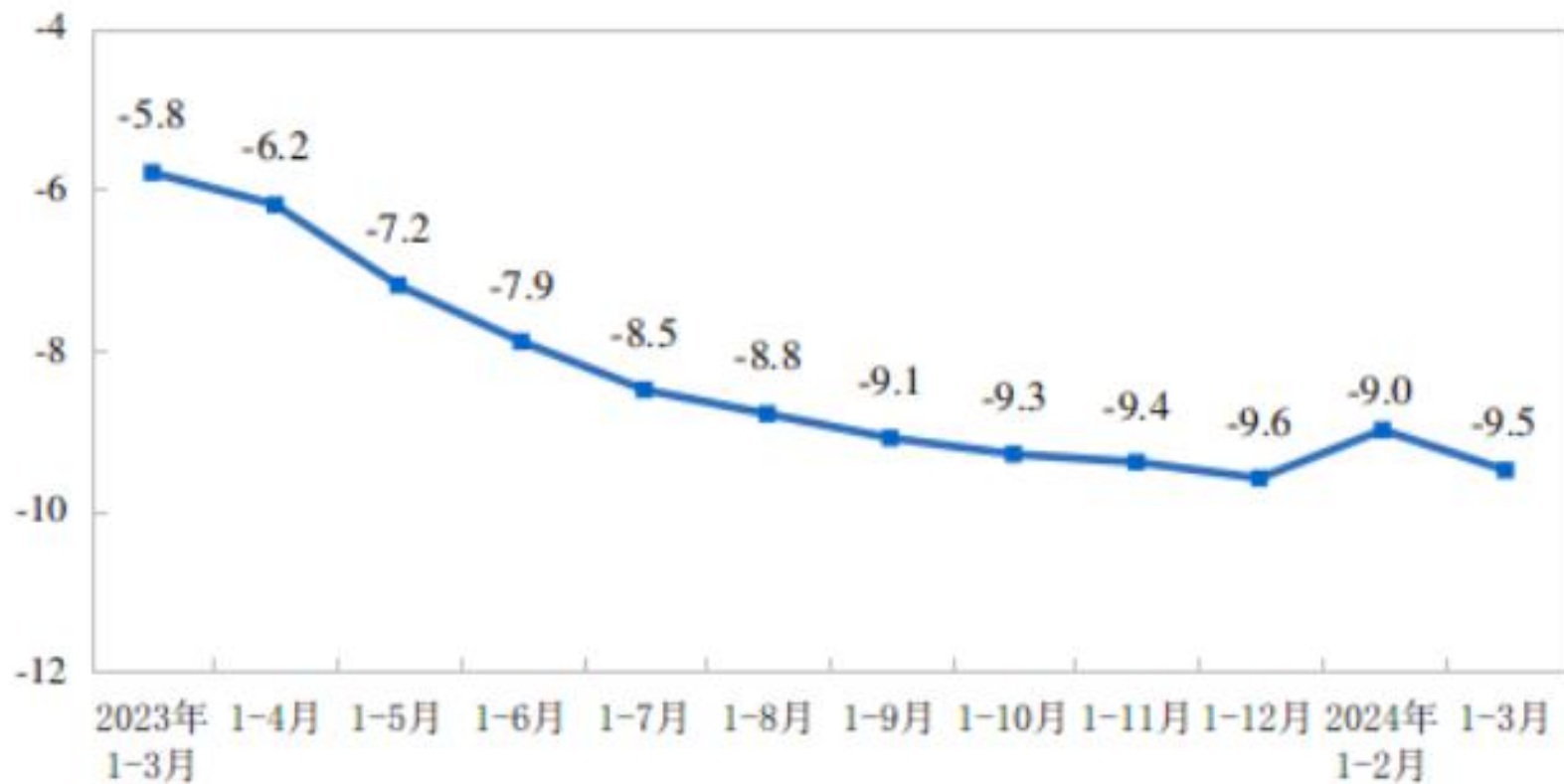
消费类型	3月	1-3月
餐饮收入	6.9	10.8
限额以上单位餐饮收入	3.2	9.2
商品零售	2.7	4.0
限额以上单位商品零售	2.5	4.9

3月社会消费品零售总额特征

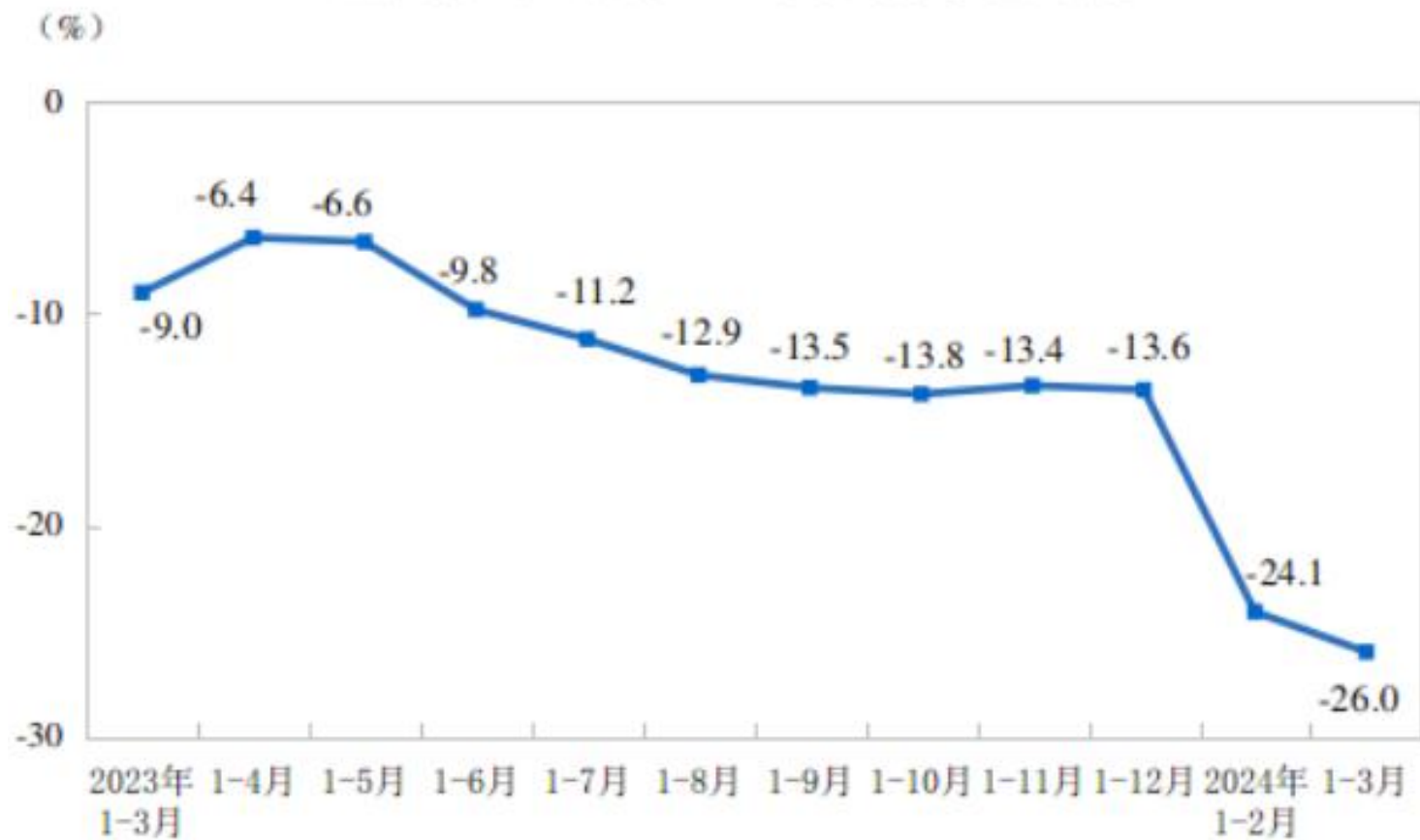
- 社会消费品零售增速持续回落
- 餐饮业增长状况好于零售业
- 新业态具有较强支撑作用

房地产投资开发增速

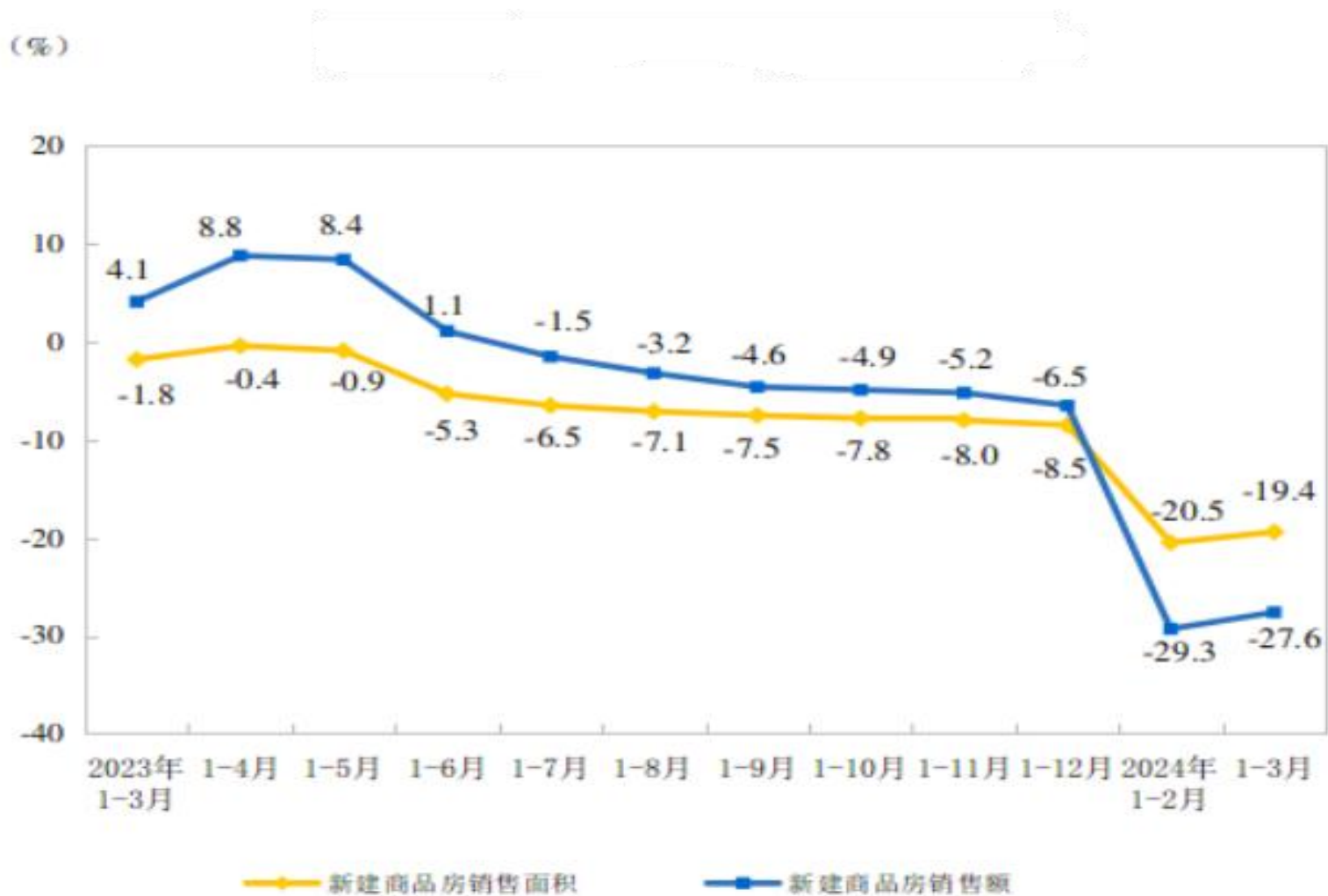
(%)



房企本年到位資金增速



商品房销售面积和销售额增速



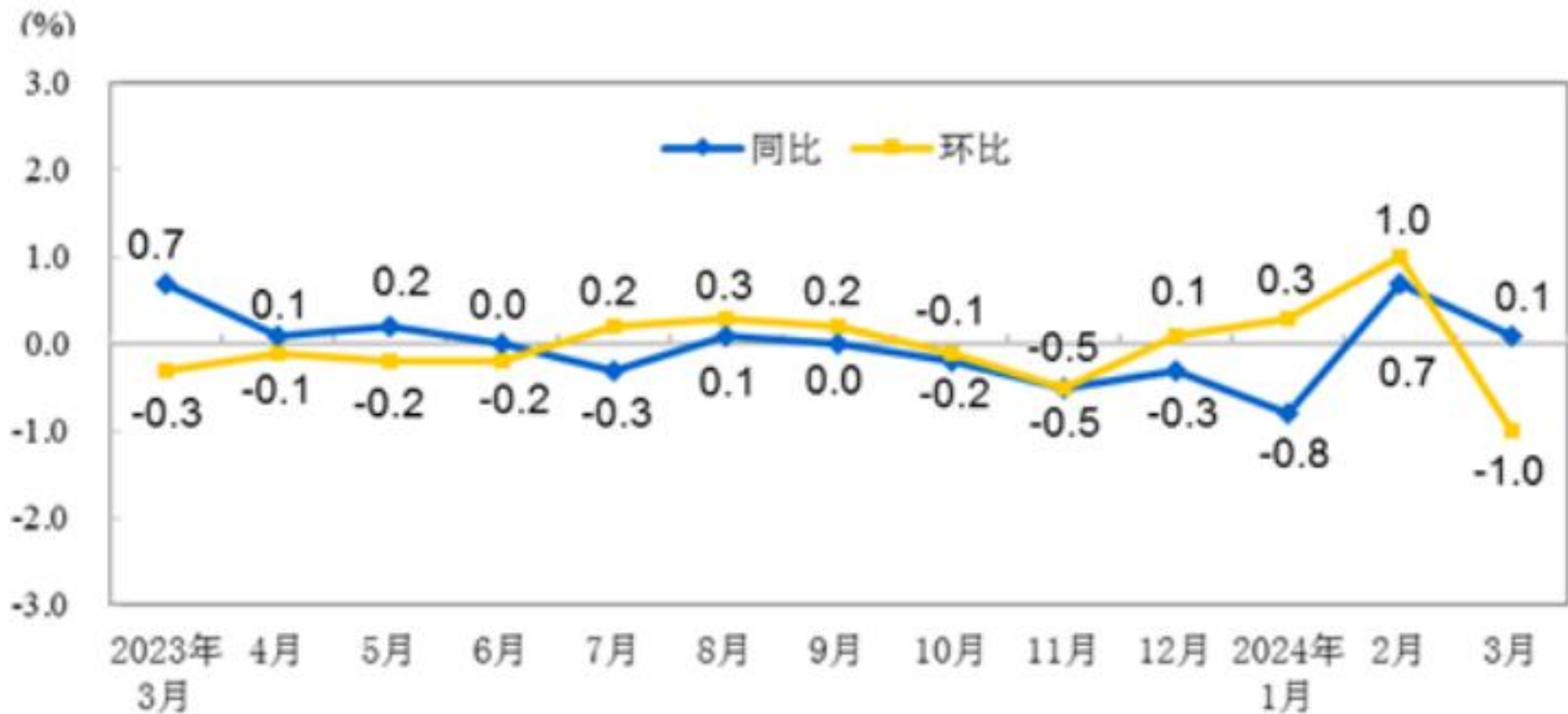
3月房地产发展特征

- 开发投资热情持续下降，部分房企面临困境
- 商品房销售十分低迷
- 住宅开发投资销售的下滑最为明显

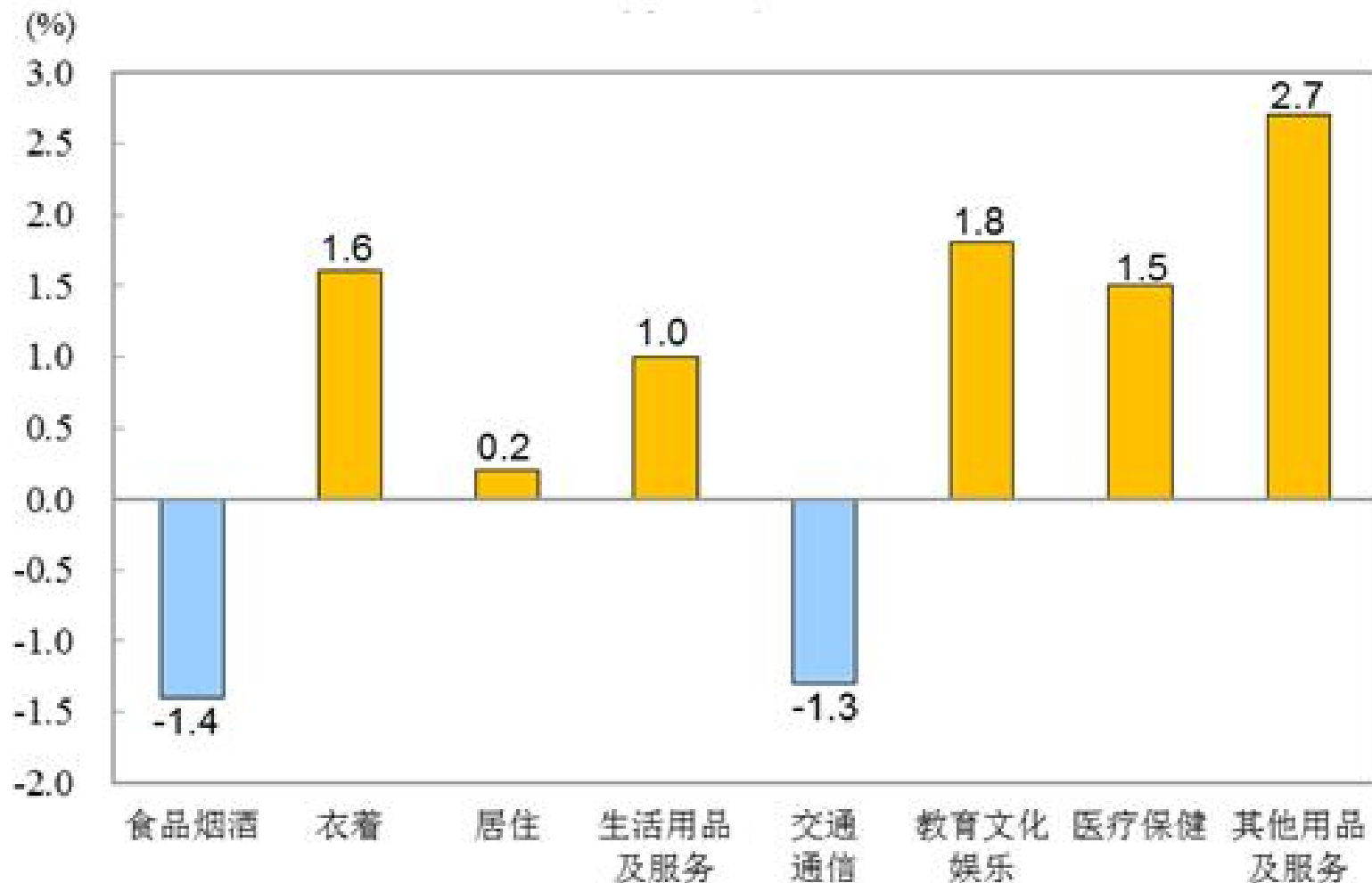
2. 价格指数回落明显

- **CPI季节性回落**
- **PPI综合反映了供给端和需求端特征**

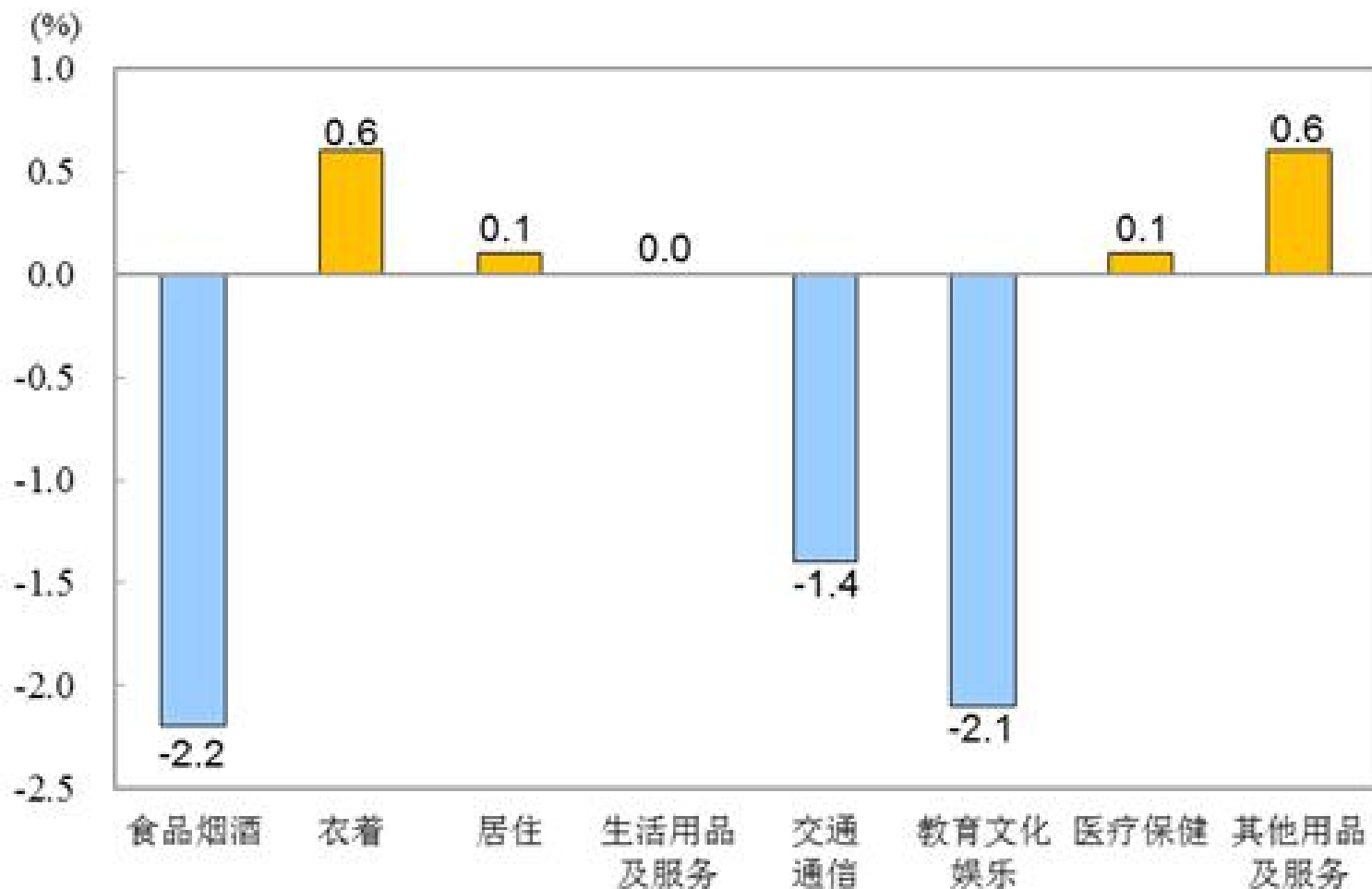
CPI变化率



CPI分类别同比变化率（2024年3月）



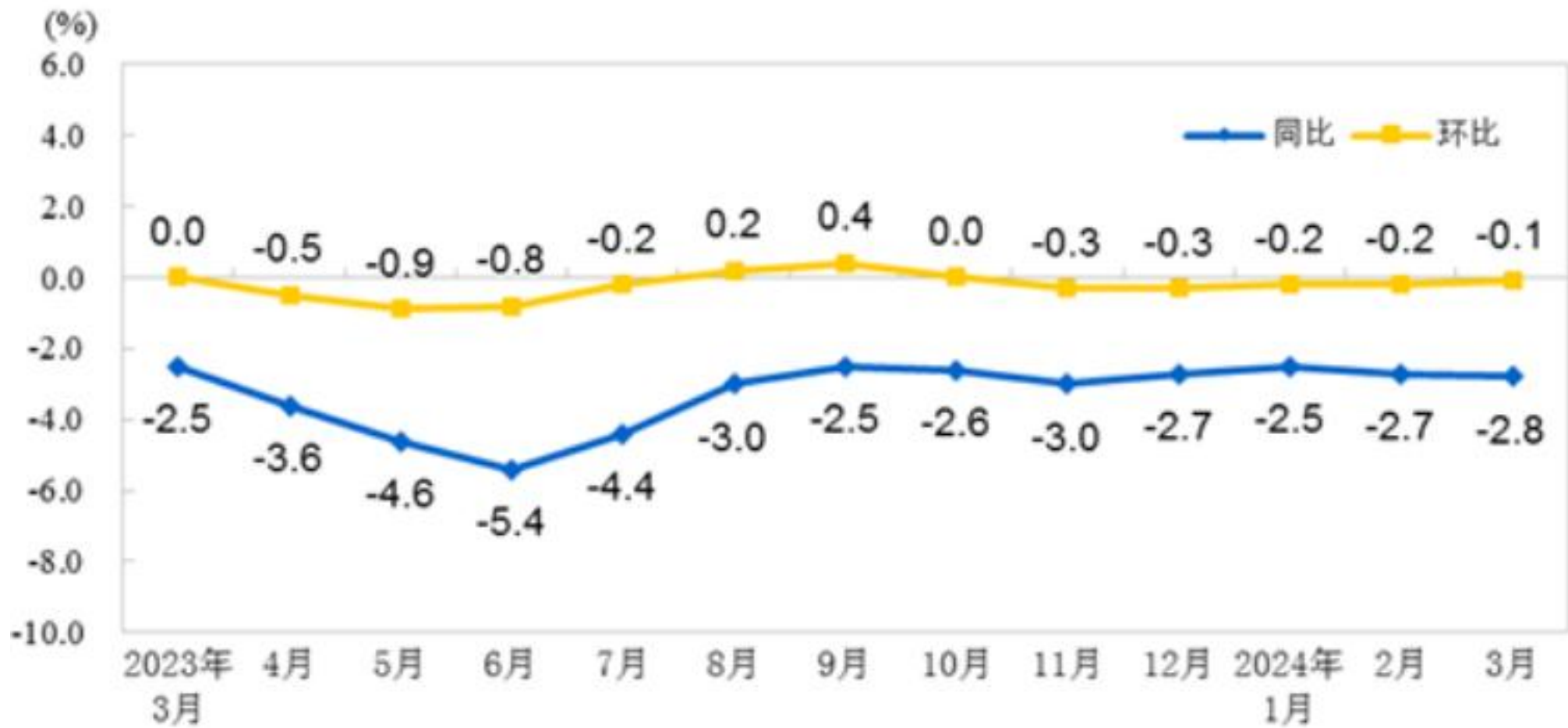
CPI分类别环比变化率（2024年3月）



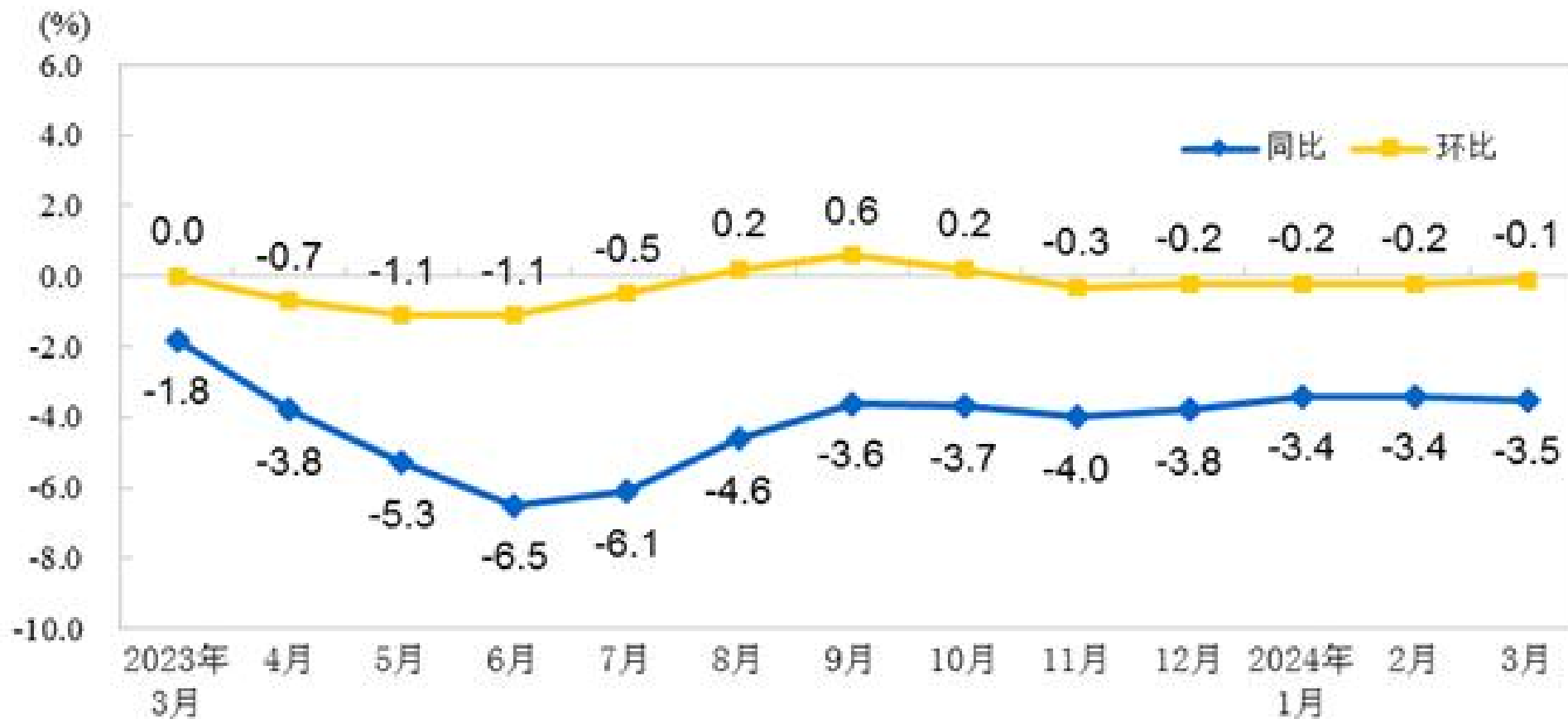
3月CPI特征

- 同比小幅上涨，环比由升转降
- 食品烟酒、交通通讯价格同比环比均下降
- 春节后价格趋于平稳导致环比下降

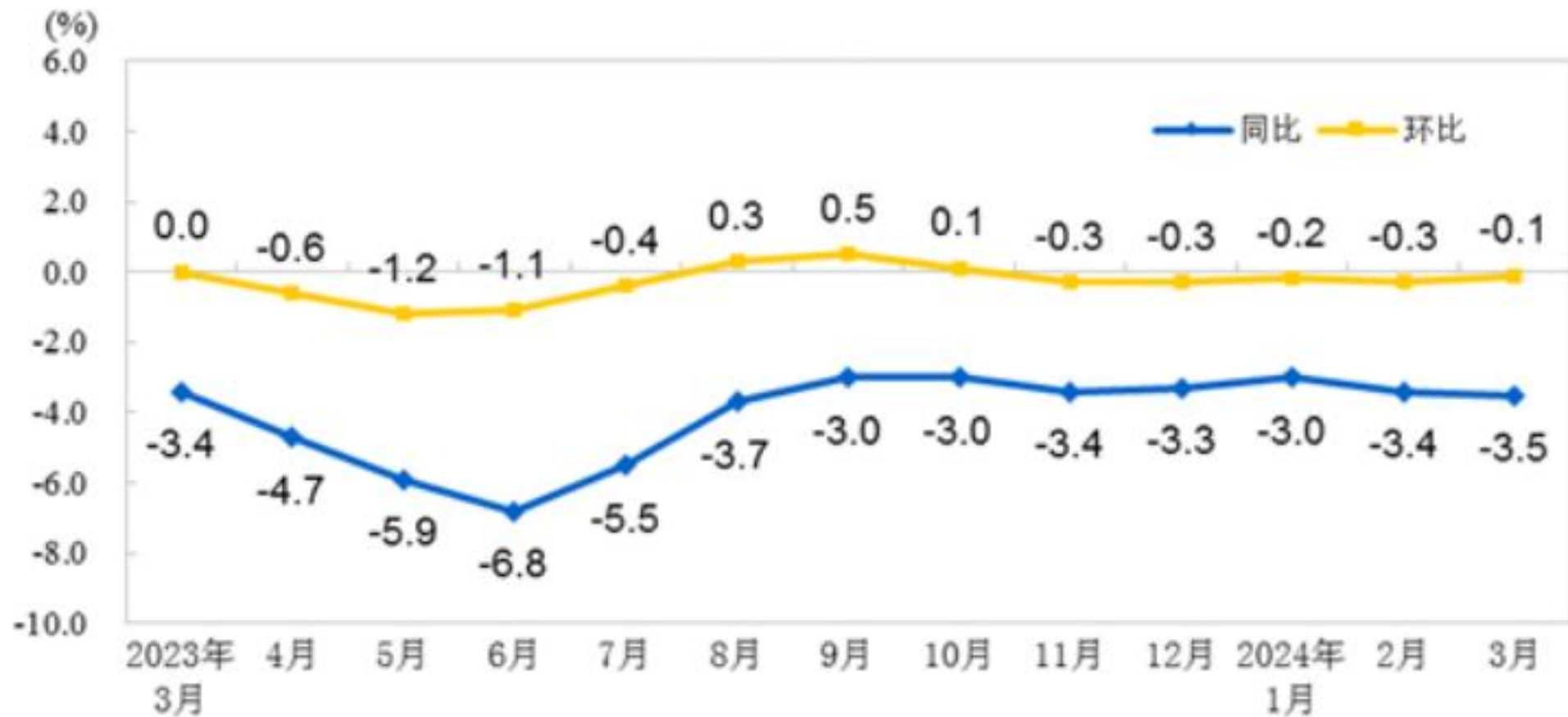
PPI变化率



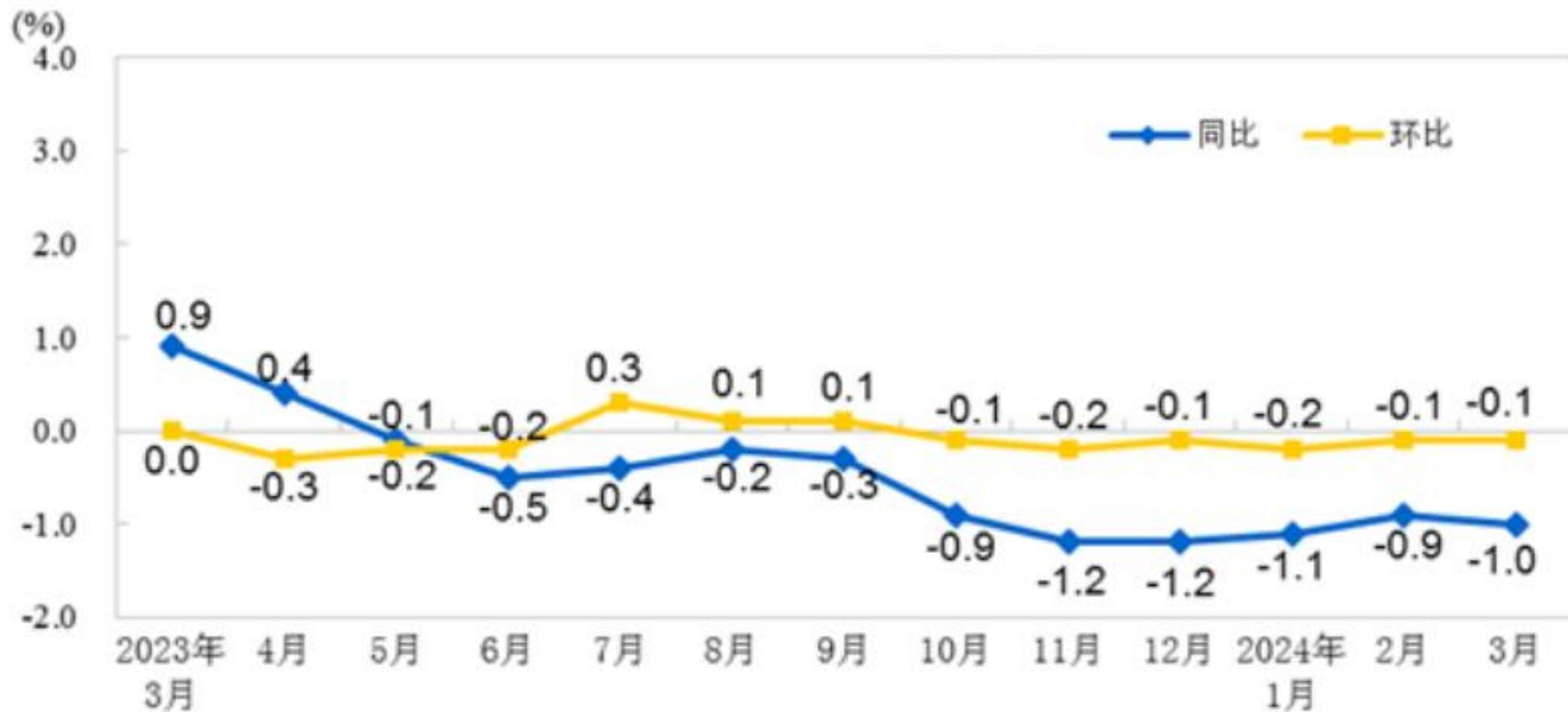
工业生产者购进价格变化率



生产资料出厂价格变化率



生活资料出厂价格变化率



3月PPI特征

- 同比降幅扩大、环比降幅收窄
- 煤炭、非金属等价格下降表现出需求拖累特征
- PPI受国际大宗商品价格影响显著

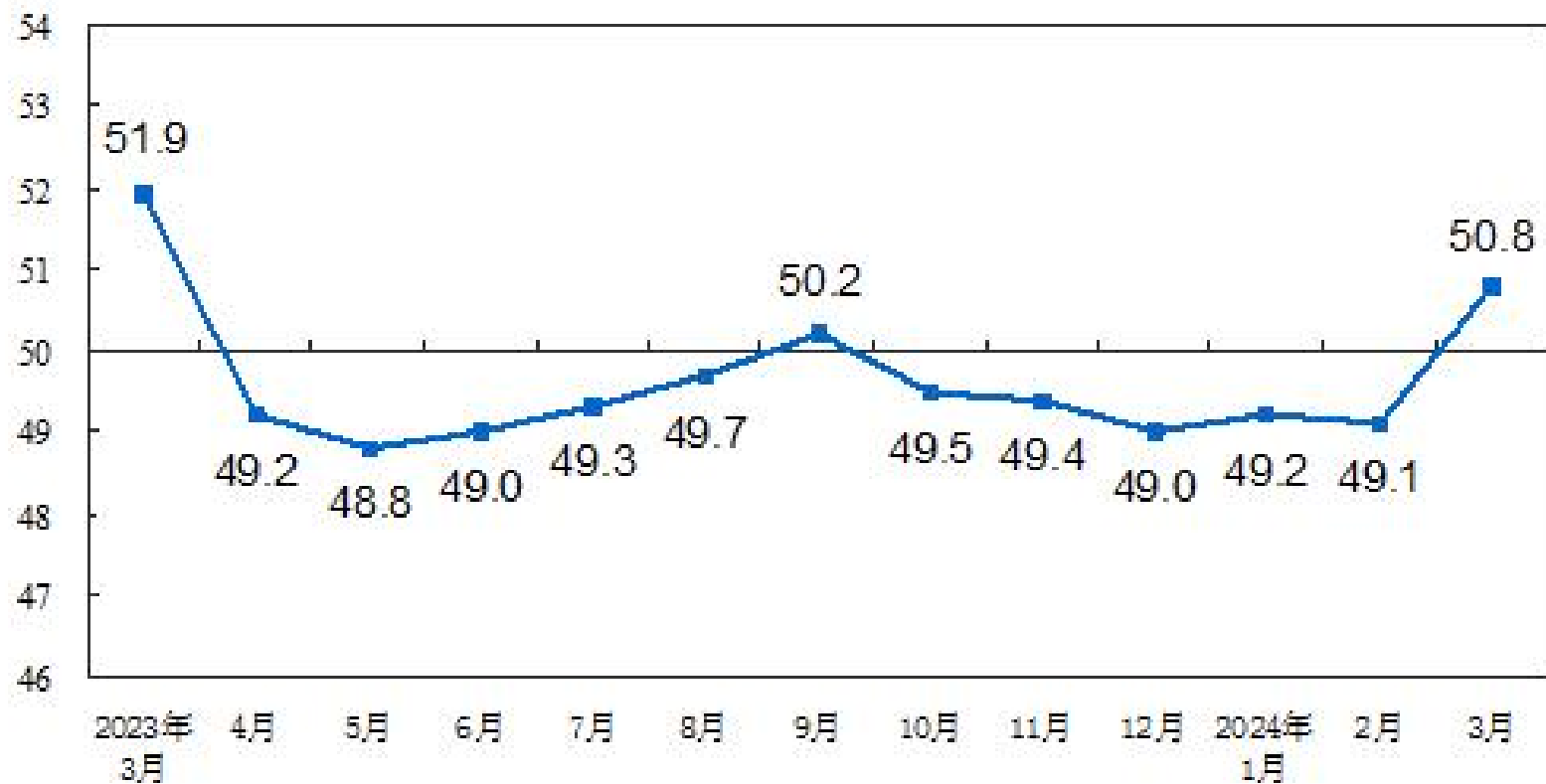
3. 景气指数表明企业信心增强

- 制造业恢复到景气区间
- 非制造业扩张更为明显
- 各类规模企业生产经营均有所改善
- 重点行业发展势头良好
- 企业信心有所增强
- 建筑业走势需持续关注

制造业采购经理指数 (PMI)

3月份，中国PMI为50.8%，比上月上升1.7个百分点。

(%) 50%=与上月比较无变化



3月PMI细分指标

制造业关键指标均高于50%

生产指数和新订单指数分别为52.2%和53.0%，比上月上升2.4和4.0个百分点，制造业产需景气水平明显回升。

采购量指数为52.7%，比上月上升4.7个百分点，意味着企业采购活动明显增加。

新出口订单指数和进口指数分别为51.3%和50.4%，比上月上升5.0和4.0个百分点，进出口指数重返扩张区间。

3月PMI细分指标

各类规模企业生产经营均有所改善

大、中、小型企业PMI分别为51.1%、50.6%和50.3%，比上月上升0.7、1.5和3.9个百分点，不同规模企业生产经营状况均有所改善，其中，小型企业PMI12个月以来首次升至扩张区间。

3月PMI细分指标

重点行业发展势头良好

高技术制造业、消费品行业、装备制造业PMI分别为53.9%、51.8%和51.6%，比上月上升3.1、1.8和2.1个百分点，均高于制造业总体水平，其中高技术制造业生产指数和新订单指数均高于55.0%，相关行业产需加快释放。

3月PMI细分指标

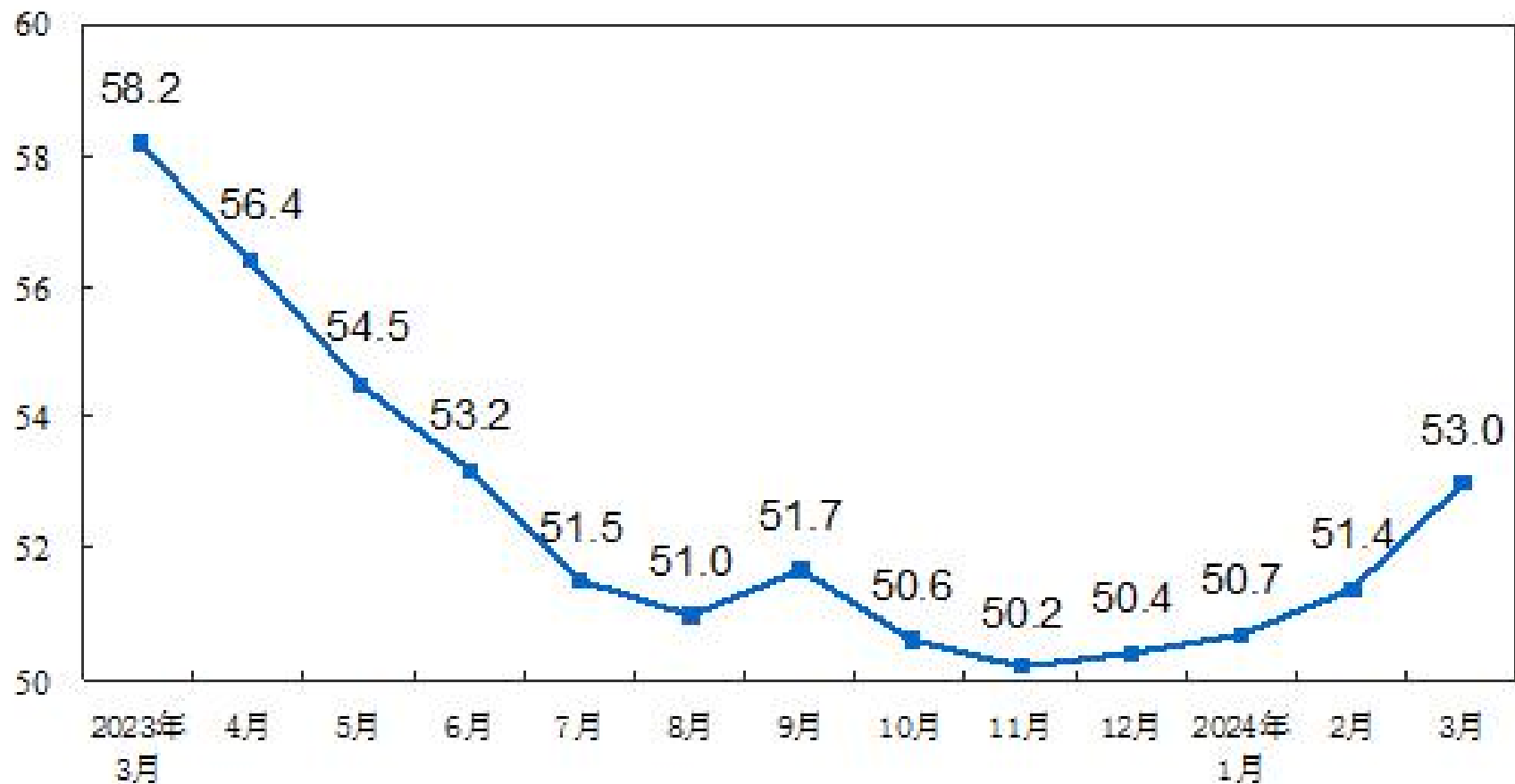
企业信心有所增强

生产经营活动预期指数为55.6%，比上月上升1.4个百分点，升至较高景气区间。

分行业看，农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等行业生产经营活动预期指数均位于60.0%以上高位景气区间，众多企业对本行业发展前景较为乐观。

非制造业商务活动指数

(%) 50%=与上月比较无变化



非制造业商务活动指数特征

- 3月，**服务业商务活动指数为52.4%**，比上月上升1.4个百分点，连续三个月回升，服务业扩张步伐加快。
- 分行业看，生产性服务业生产经营较为活跃，其中邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数位于**60.0%以上**。
- 从市场预期看，**业务活动预期指数为58.2%**，比上月上升0.1个百分点，持续位于较高景气区间，表明多数服务业企业对未来市场发展保持乐观。

非制造业商务活动指数特征

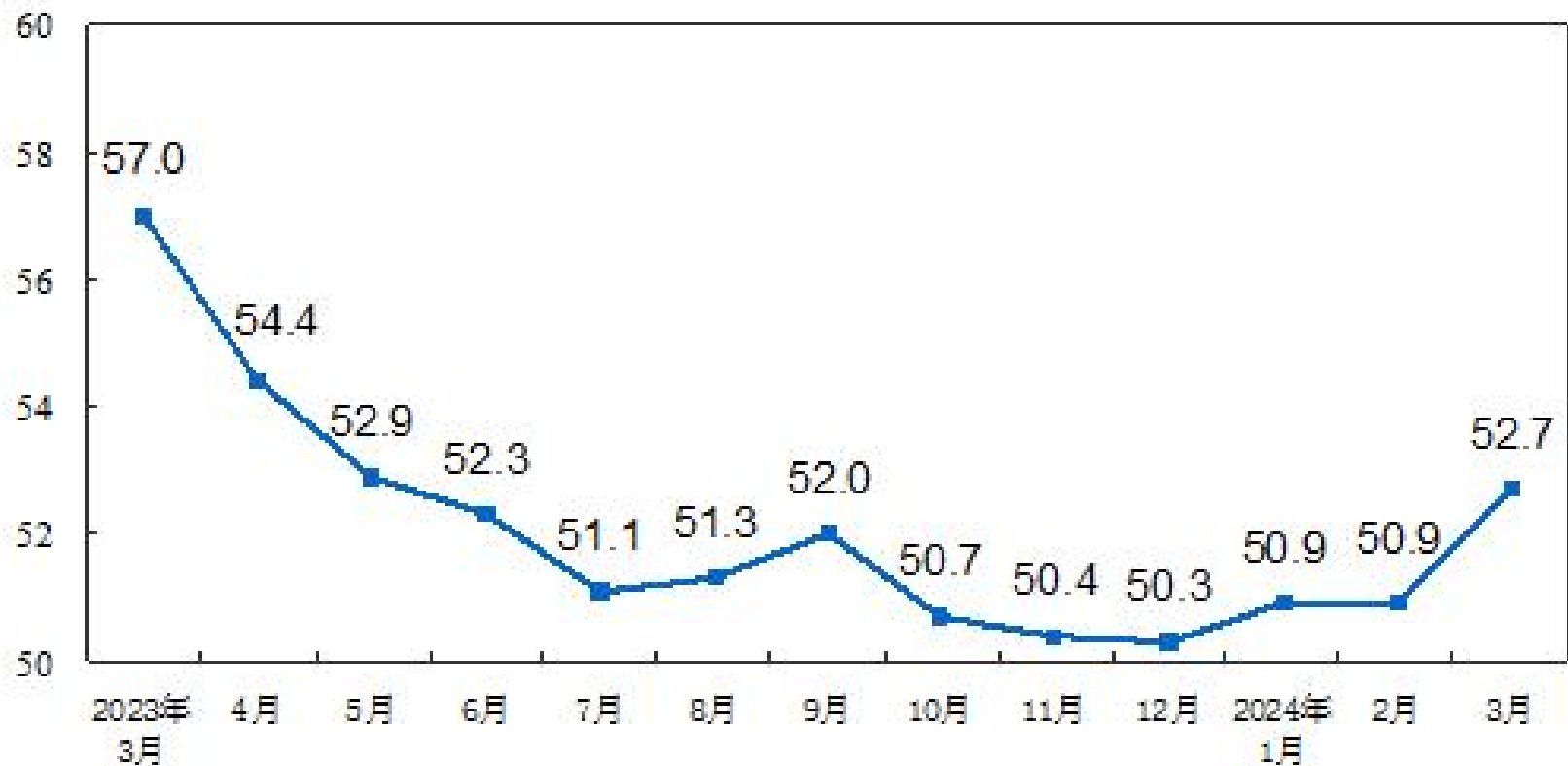
投入品价格指数为49.5%，比上月下降1.1个百分点，表明非制造业企业用于经营活动的投入品价格总体水平有所下降。其中，**建筑业**投入品价格指数为48.2%，比上月下降3.8个百分点。

销售价格指数为48.6%。其中，**建筑业**销售价格指数为48.4%，比上月下降0.5个百分点。

从业人员指数为46.6%，比上月下降0.4个百分点，表明非制造业企业用工景气度有所下降。其中，**建筑业**从业人员指数为45.7%，比上月下降1.9个百分点。

综合PMI产出指数

(%) 50%=与上月比较无变化



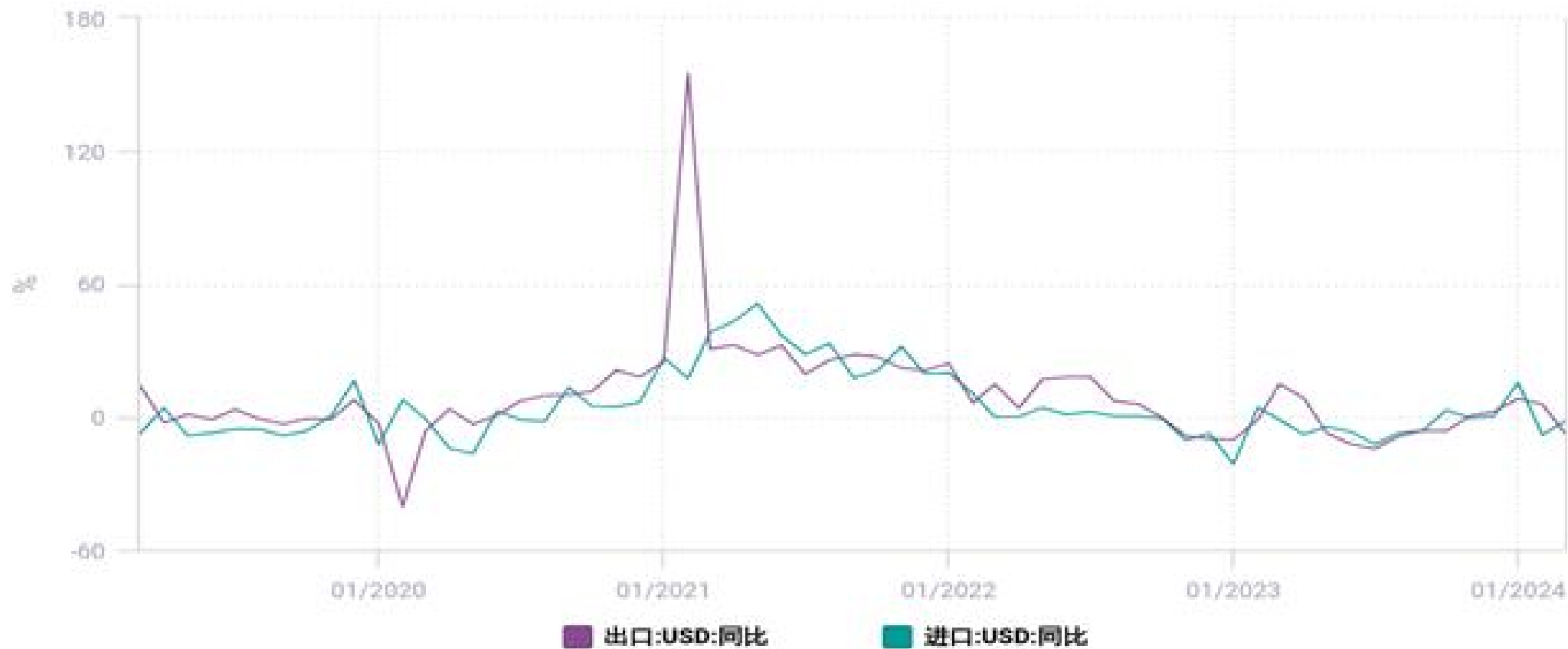
综合PMI产出指数特征

- 3月，综合PMI产出指数为52.7%，比上月上升1.8个百分点，连续3个月回升，说明企业生产经营活动扩张加快。
- 构成综合PMI产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为50.8%和53%，相比之下非制造业恢复更为明显。

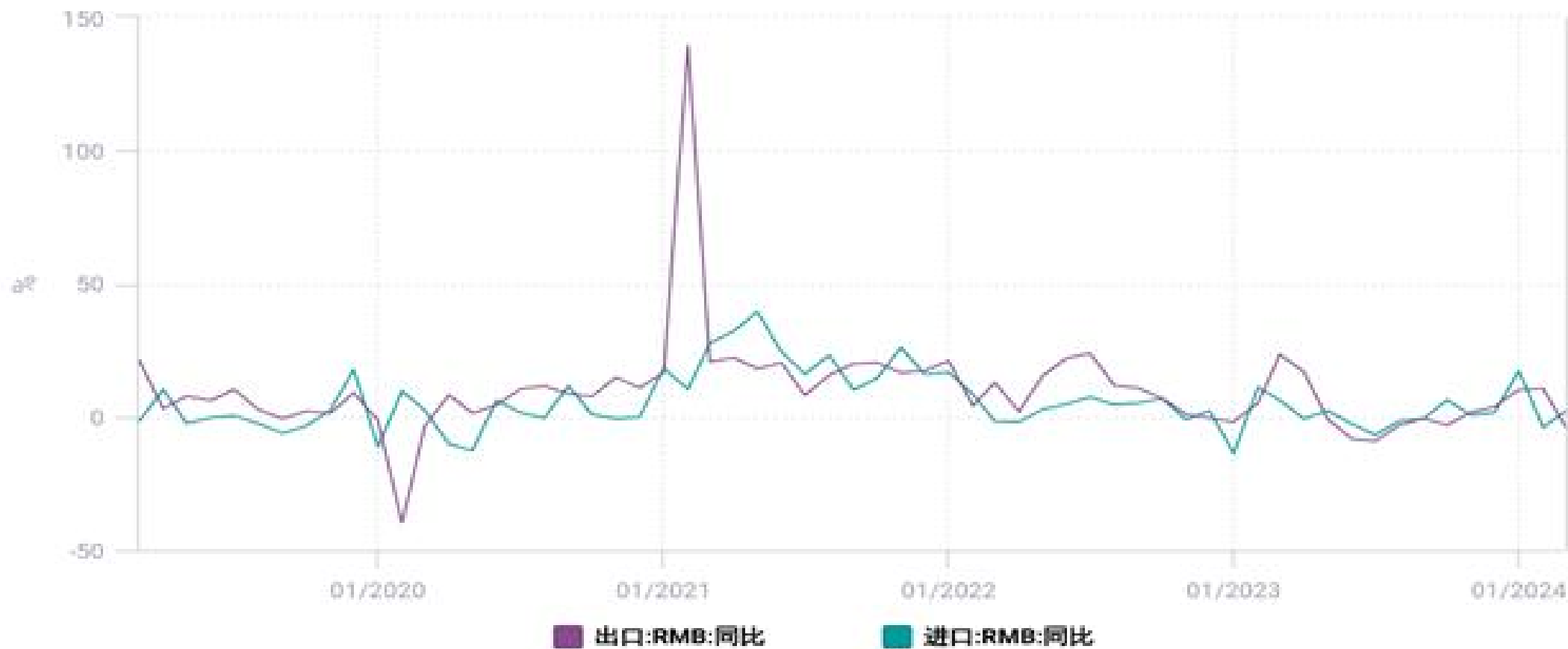
4. 贸易短期波动、中长期向好

- 3月贸易指标回落
- 一季度贸易展现出向好趋势
- 同发达经济体贸易下降，同新兴经济体贸易增长
- 民营企业表现优异
- 传统和现代产业共同支撑出口发展
- 大宗商品和民生消费品进口稳步扩大

进出口同比增速（美元计价）



进出口同比增速（人民币计价）



对外贸易差额



2024年3月外贸总体发展

- **按美元计价：**
- 进出口5008.1亿美元，同比下降5.1%
 - 出口2796.8亿美元，下降7.5%
 - 进口2211.3亿美元，下降1.9%
- 贸易顺差585.5亿美元
- **按人民币计价：**
- 进出口3.56万亿元，同比下降1.3%
 - 出口1.99万亿元，下降3.8%
 - 进口1.57万亿元，增长2%
- 贸易顺差4158亿元

2024年一季度贸易统计

➤ 按美元计价：

- 进出口总值1.43万亿美元，同比增长1.5%。
- 其中，出口8075亿美元，同比增长1.5%；
- 进口6238.4亿美元，同比增长1.5%。

➤ 按人民币计价：

- 进出口总值10.17万亿元，同比增长5%。

从规模看，历史同期首次突破10万亿元；
从增速看，创6个季度以来新高。

- 其中，出口5.74万亿元，同比增长4.9%；
- 进口4.43万亿元，同比增长5%。

2024年一季度同主要贸易伙伴的贸易状况（亿美元）

贸易伙伴	进出口 (变化率)	占比	出口 (变化率)	进口 (变化率)
东盟	2246.0 (2.8%)	15.7%	1355.7 (4.1%)	890.3 (1.0%)
欧盟	1795.3 (-6.5%)	12.5%	1172.4 (-5.7%)	622.9 (-8.0%)
美国	1500.4 (-4.0%)	10.5%	1101.3 (-1.3%)	399.1 (-10.7%)
日本	730.0 (-7.5%)	5.1%	369.0 (-8.7%)	361.0 (-6.1%)

民营企业出口表现优异

- 今年一季度，**民营企业进出口**5.53万亿元，**增长10.7%**，占进出口总值的54.3%。
- 外商投资企业进出口2.97万亿元，占29.3%；
- 国有企业进出口1.64万亿元，占16.1%。

我国有进出口实绩的外贸企业数量同比增加8.8%。民营企业、外商投资企业数量分别增加10.4%、1%。

传统和现代产业共同支撑出口发展

一季度，机电产品出口3.39万亿元，增长6.8%，占出口总值的59.2%

其中，电脑及其零部件、汽车、船舶分别增长8.6%、21.7%、113.1%。

劳动密集型产品出口9757.2亿元，增长9.1%

其中，纺织服装、塑料制品、家具及其零件分别增长5.4%、14%、23.5%。

大宗商品和民生消费品进口稳步扩大

一季度，我国能源、金属矿砂、粮食等**大宗商品进口量增加6.2%**。

其中，原油、天然气和煤炭等能源产品2.86亿吨，增加8%；铁、铝等金属矿砂3.74亿吨，增加5%；粮食3841.6万吨，增加5.1%。

纺织服装、干鲜瓜果及坚果进口分别增长12.6%、18%。

5. 新动能的支撐作用

- 产业新动能
- 投资新动能
- 消费新动能
- 贸易新动能

产业新动能

- 以先进制造业为支撑的现代化产业体系加快构建
- 今年一季度，规模以上高技术制造业增加值同比增长7.5%。
- 分行业来看，汽车制造业增长9.4%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长8.6%，电气机械和器材制造业增长4.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长10.6%。

电子信息制造业营业收入和利润状况



产业新动能

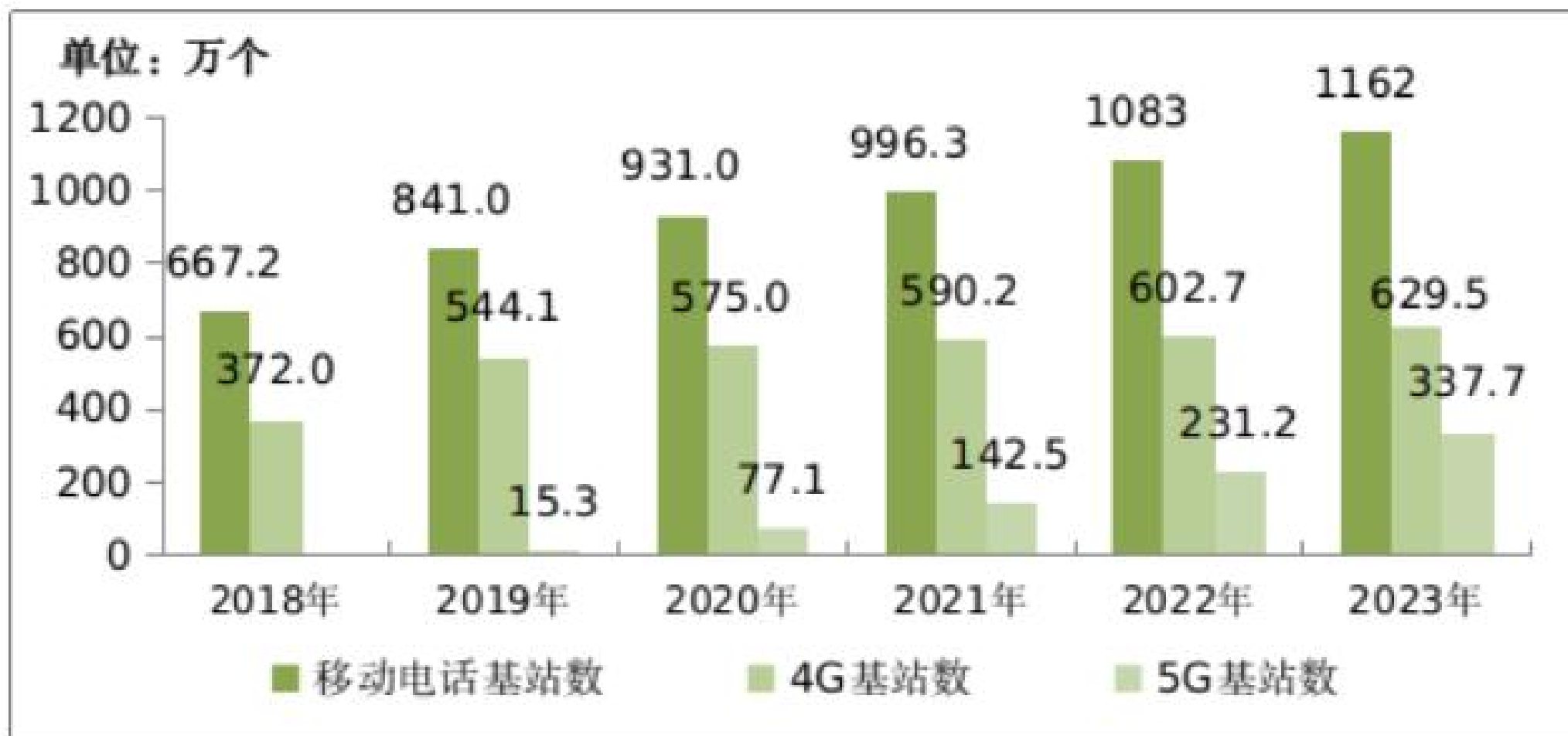
- 以先进制造业为支撑的现代化产业体系加快构建
- 分产品来看，新能源汽车、太阳能电池、充电桩产量同比增长28.2%、20.1%、41.7%。
- 与光伏相关的多晶硅、单晶硅增速高达50%以上，服务机器人增长26.7%，3D打印设备、电子元件产品产量同比分别增长40.6%、39.5%。

投资新动能

- 高技术产业撑起投资脊梁

- 一季度，高技术产业投资同比增长11.4%，比去年全年提升1.1个百分点；高技术制造业和高技术服务业投资分别增长10.8%和12.7%。
- 航空航天器及设备制造业投资增长42.7%；
- 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业投资增长24.8%；
- 计算机、通信和其他电子设备制造业投资增长14.3%；
- 电气机械和器材制造业投资增长13.9%。
- 5G基站、“东数西算”、光纤通信等新型基础设施加快落地。

基站发展情况



消费新动能

新业态、新模式培育消费新动能

由于大数据、互联网、物联网不断发展，推动生产方式变革，新业态新模式持续涌现，网上直播、即时零售，都比较火爆。

6.6

网上商品零售额一季度增长11.6%，在多年保持两位数增长的基础上，继续保持较高的增长速度。

7

电商交易总额由2018年的31.63万亿元增长至2023年的约46万亿元，实物商品网上零售额占社零总额的比重超过四分之一。

2020

2021

自2013年起，我国连续11年成为全球最大网络零售市场；近五年来，电子商务从业人数从4700万增加至超过7000万。

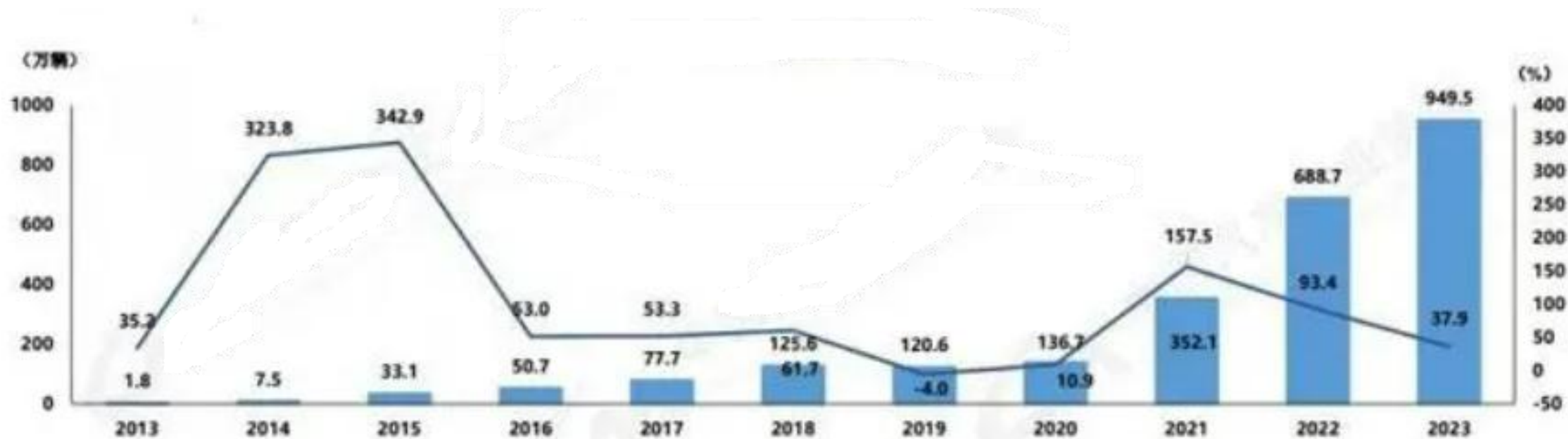
消费新动能

绿色化、数字化形成消费新动能

一季度新能源汽车销量同比增长31.8%，限额以上单位低能耗家用电器和音像器材类零售额同比增速超过20%；智能家居、可穿戴设备等产品销量快速增长，消费提质升级趋势明显。

线下实体零售店不断推动数字技术与消费场景融合、提升购物体验，带动商品零售稳定增长。一季度，限额以上零售业实体店商品零售额同比增长3.3%；其中，便利店、专业店商品零售额分别增长5.2%和6.3%。

新能源汽车销售量及增长率（2013年至2023年）



贸易新动能

一季度，
11.8%。
从贸易伙
体。

一季度，
出口总值
其中，对
口1.49万

(实际GDP, 年度百分比变化)	2019	2020	2021
世界产出	2.9	-3.0	5.8
发达经济体	1.7	-6.1	4.5
美国	2.3	-5.9	4.7
欧元区	1.2	-7.5	4.7
德国	0.6	-7.0	5.2
法国	1.3	-7.2	4.5
意大利	0.3	-9.1	4.8
西班牙	2.0	-8.0	4.3
日本	0.7	-5.2	3.0
英国	1.4	-6.5	4.0
加拿大	1.6	-6.2	4.2
其他发达经济体	1.7	-4.6	4.5

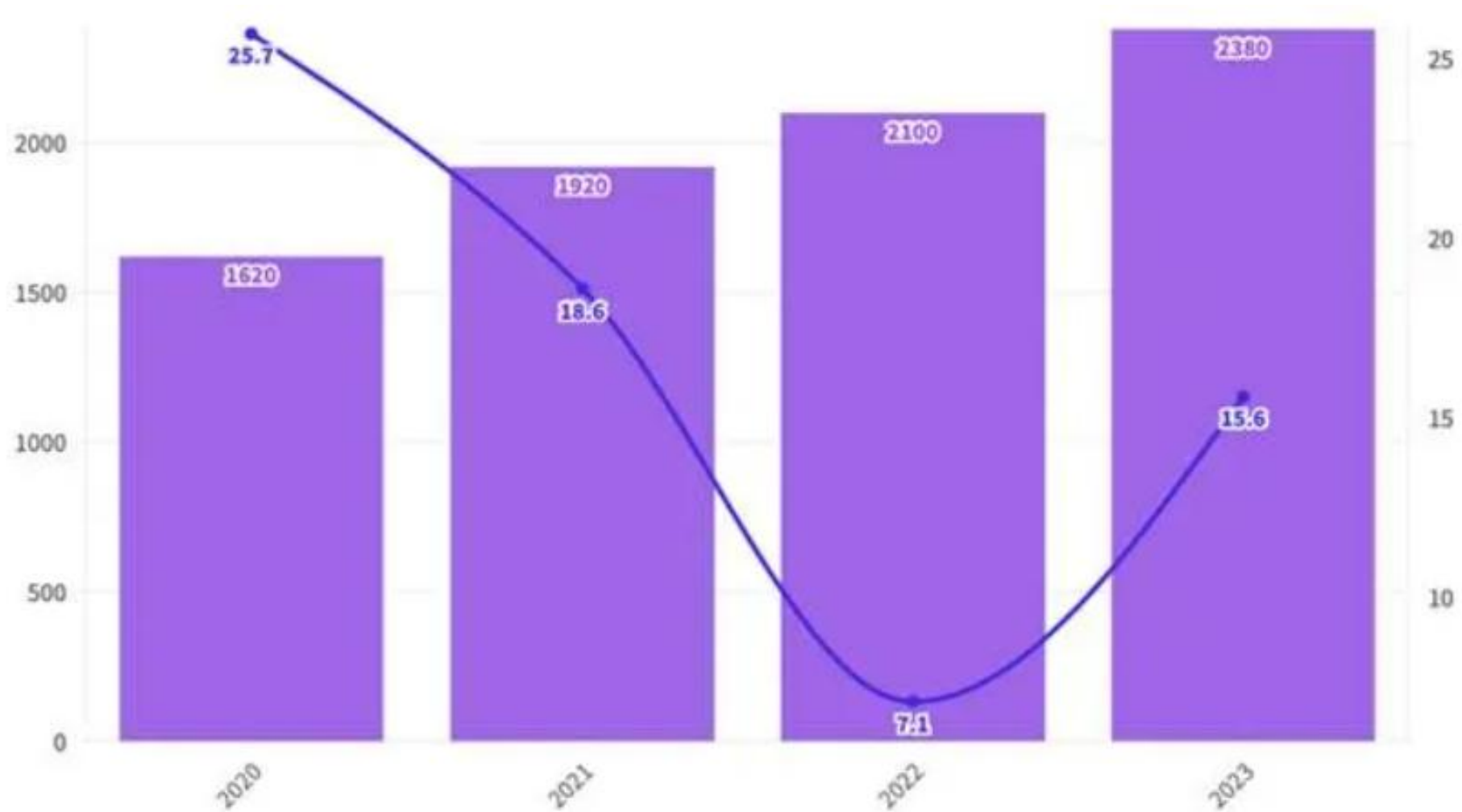
增长

高于整

占进

家进出

中国跨境电商进出口额及增长率（十亿元）



6. 巩固和培育新动能，推动经济持续复苏

- 以发展新质生产力推进创新驱动
- 促进新业态新模式进一步发展
- 重视新基建
- 加强人才培养

以发展新质生产力推进创新驱动

“要以科技创新引领产业创新，积极培育和发展新质生产力。”

- 深耕新赛道、向价值链上游攀升，以效率变革、动力变革促进质量变革
- 整合科技创新资源，不断提升产业链供应链韧性和安全水平，并塑造竞争新优势
- 进一步扩大有效投资，引领发展战略性新兴产业和未来产业，加快形成新质生产力
- 加快建设高效规范、公平竞争、充分开放的全国统一大市场

促进新业态新模式进一步发展

尽管跨境电商发展迅猛，但其占全部进出口的比重只有5.6%，未来还可以进一步挖掘潜力。

- 优化供应链管理。优化供应链，提高产品质量和效率，降低成本，增强竞争力。
- 加强售后服务。提升售后服务质量，提高客户满意度和忠诚度。
- 利用线上综合服务平台。优化通关、税收、金融服务，实现一站式服务。

重视新基建

一方面，要根据新型基础设施项目类型制定不同的投资建设引导，另一方面，要持续研究新型基础设施投融资指导目录体系，明晰新型基础设施投资范围，加大对各级政府和企业的培训指导。

- 应用牵引、场景驱动，创建新型基础设施示范标杆
- 多元投入、协同发力，扩大新型基础设施有效投资

加强人才培养

新质生产力的特点是创新，创新驱动的实质是人才驱动。

- 不仅需要“高精尖缺”科技创新人才，也需要能够熟练掌握新质生产资料的应用型人才。
- 高校应注重学生实践能力的培养，探索与企业开展联合培养模式
- 新一代信息技术、先进制造技术、新材料技术等融合应用，输送更多高素质技术技能人才。



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇



新动能支撑下企稳向好的中国宏观经济， CMF月度报告发布

4月18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（2024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“新动能支撑下企稳向好的中国宏观经济”，来自学界、企业界的知名经济学家及行业专家**刘元春、朱海斌、陆挺、王丹、肖立晟、王孝松**联合解析。

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

报告围绕以下六个方面展开：

- 一、经济企稳向好，动力仍待加强
- 二、价格指数回落明显
- 三、景气指数表明企业信心增强
- 四、贸易短期波动、中长期向好
- 五、新动能的支撑作用
- 六、巩固和培育新动能，推动经济持续复苏

一、经济企稳向好，动力仍待加强

今年一季度我国经济呈现企稳态势，但从工业增加值、社会消费品零售等关键经济指标来看，经济增长的内在动力仍需进一步加强。

2024年一季度国内生产总值29.6万亿元，按不变价格计算，同比增长5.3%，比去年四季

度环比增长1.6%，超出了市场预期，包括境外媒体及多家机构的预测。分产业看，第一产业增加值11538亿元，同比增长3.3%；第二产业增加值109846亿元，增长6.0%；第三产业增加值174915亿元，增长5.0%，三大产业增长相对均衡。

回顾2019年疫情前的经济数据，季度同比增长率稳定在6%左右。经过去年的波动后开始趋于平稳，最高的时候超过6%，目前基本在5%左右，稳定增长的趋势已初步显现。环比增长率通常波动较大，疫情前的环比增长率约为1.7%至1.8%。2023年起，环比增长率进入较为稳定的区间，维持在1.5%左右，本季度为1.6%。

居民可支配收入稳步上升，一季度增长6.2%，农村居民增幅为7.6%，城镇为5.3%。一季度人均支出7299元，同比增长8.3%，其中食品烟酒、居住和交通通信支出占比较大。

就业形势保持稳定，一季度，全国城镇调查失业率平均值为5.2%，比上年同期下降0.3个百分点。3月，失业率为5.2%，同比和环比均下降0.1个百分点。31个大城市城镇调查失业率为5.1%，外出务工农村劳动力总量18588万人，同比增长2.2%。大城市城镇调查失业率为5.1%，农村劳动力就业同比增长2.2%。

3月规模以上工业增加值同比增长4.5%，较前几个月有所下降。高技术制造业增长显著，3月增长7.6%，一季度增长7.5%。基数扰动和价格回落是导致工业增速下降的主要原因，但高技术制造业仍保持领先地位。从所有制来看，国有和股份制企业增速较高，外商和私营经济活力有待进一步激发。尽管工业增加值增速有所下降，整体向好趋势未变。

1-3月累计固定资产投资增长率为4.5%。按来源划分，国有投资增长7.8%，民间投资增长0.5%，民间投资主要受到房地产行业的拖累。按产业划分，第二产业成为投资增长的支撑力量，增长率为13.4%，一产和三产投资相对增长缓慢。按行业划分，采矿业和水热气电增速较高，卫生和社会工作行业有较大幅度下降。按注册类型划分，外商投资企业投资呈现负增长。总的来看，固定资产投资增速持续回升，制造业带动作用明显，民间投资动力不足，外商投资形势需要进一步关注。

3月份社会消费品零售总额增速为3.1%，为近期低点。实物商品网上零售额一季度增长率达到11.6%，近两年均实现了两位数的增长，新业态对消费增长具有较强支撑作用。另一特征是餐饮业增长状况好于零售业。

房地产形势不容乐观，投资开发增速持续下降趋势明显，1-3月份下降9.5%。房企到位资金增速大幅下降，1-3月份下降26%，企业面临资金链断裂的风险。商品房销售面积和销售额1-3月同比下降19.4%和27.6%。总的来看，房地产开发投资热情持续下降，部分房企面临困境，商品房销售十分低迷，住宅开发投资和销售下滑最为明显。

二、价格指数回落明显

从价格角度分析，如果GDP增长率达到5.3%，理论上价格水平将呈现温和上升趋势。然而，一季度CPI呈现季节性回落，PPI也出现下降。

CPI同比增长0.1%，环比下降1%。按类别划分，同比方面，食品烟酒和交通通信有所下降，而其他类别均呈现增长；环比方面，食品烟酒和交通通信同样下降，教育文化娱乐也出现下降，其他类别则有小幅上升。总体来看，CPI同比小幅上涨，环比由升转降，食品烟酒、交通通讯价格同比环比均下降，春节后价格趋于平稳可能是导致环比下降的重要原因。

PPI同比下降2.8%，环比下降0.1%。工业生产者购进价格和出厂价格的趋势大体一致，但购进价格的同比下降幅度更大，达到3.5%。生活资料出厂价格与PPI基本同步，整体处于下降区间。总结来看，PPI同比降幅扩大、环比降幅收窄，这反映了供需两端共同作用的结果。其次，煤炭、非金属等价格下降表现出需求拖累特征，这些产品作为房地产开发建设的原材料，因房地产市场开工不足导致需求萎缩，进而引起价格下降。此外，受国际大宗商品价格回升影响显著，PPI环比降幅收窄。

三、景气指数表明企业信心增强

3月景气指数表现理想，具体来看，制造业采购经理指数（PMI）达到50.8%。过去一年中，仅有两个月的PMI指数位于荣枯线50%以上。经过半年调整，PMI指数不仅恢复至50以上，而且较上个月提升了1.7个百分点。

细分指标显示，制造业关键指标均高于50%。生产指数和新订单指数分别为52.2%和53.0%，比上月上升2.4和4.0个百分点，制造业产需景气水平明显回升。采购量指数为52.7%，比上月上升4.7个百分点，意味着企业采购活动明显增加。新出口订单指数和进口指数分别为51.3%和50.4%，比上月上升5.0和4.0个百分点，进出口指数重返扩张区间。大、中、小型企业PMI分别为51.1%、50.6%和50.3%，比上月上升0.7、1.5和3.9个百分点，不同规模企业生产经营

状况均有所改善，其中，小型企业PMI12个月以来首次升至扩张区间。

高技术制造业、消费品行业、装备制造业PMI分别为53.9%、51.8%和51.6%，比上月上升3.1、1.8和2.1个百分点，均高于制造业总体水平，重点行业发展势头良好。其中高技术制造业生产指数和新订单指数均高于55.0%，相关行业产需加快释放。

生产经营活动预期指数为55.6%，比上月上升1.4个百分点，升至较高景气区间，企业信心有所增强。分行业看，农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等行业生产经营活动预期指数均位于60.0%以上高位景气区间，众多企业对本行业发展前景较为乐观。

非制造业商务活动指数持续上升，尽管较最高点有所下降，但当前仍处于上升区间，达到53%。3月，服务业商务活动指数为52.4%，比上月上升1.4个百分点，连续三个月回升，服务业扩张步伐加快。分行业看，生产性服务业生产经营较为活跃，其中邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数位于60.0%以上。从市场预期看，业务活动预期指数为58.2%，比上月上升0.1个百分点，持续位于较高景气区间，表明多数服务业企业对未来市场发展保持乐观。然而，投入品价格指数为49.5%，比上月下降1.1个百分点，表明非制造业企业用于经营活动的投入品价格总体水平有所下降。其中，建筑业投入品价格指数为48.2%，比上月下降3.8个百分点。销售价格指数为48.6%。其中，建筑业销售价格指数为48.4%，比上月下降0.5个百分点。从业人员指数为46.6%，比上月下降0.4个百分点，表明非制造业企业用工景气度有所下降。其中，建筑业从业人员指数为45.7%，比上月下降1.9个百分点。

综合来看，3月综合PMI产出指数（制造业和非制造业PMI的平均值）为52.7%，比上月上升1.8个百分点，连续3个月回升，说明企业生产经营活动扩张加快。构成综合PMI产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为50.8%和53%，相比之下非制造业恢复更为明显。

四、贸易短期波动、中长期向好

1-2月份我国贸易实现了“开门红”，3月有所回落，下降幅度超出预期。但2024年第一季度的贸易整体仍呈现出积极的增长趋势。

3月，人民币计价的贸易情况更为乐观，进口实现了小幅增长，贸易顺差仍然保持盈余状态。具体数据显示，按美元计价，我国进出口5008.1亿美元，同比下降5.1%。其中，出口2796.8亿美元，下降7.5%；进口2211.3亿美元，下降1.9%，贸易顺差585.5亿美元。以人民币计价，进出口3.56万亿元，同比下降1.3%。其中，出口1.99万亿元，下降3.8%；进口1.57万亿元，增长2%，贸易顺差4158亿元。

1-3月，按美元计，进出口总值1.43万亿美元，同比增长1.5%，其中，出口8075亿美元，同比增长1.5%；进口6238.4亿美元，同比增长1.5%。按人民币计价，进出口总值10.17万亿元，同比增长5%，从规模看，历史同期首次突破10万亿元；从增速看，创6个季度以来新高。其中，出口5.74万亿元，同比增长4.9%；进口4.43万亿元，同比增长5%。

在贸易伙伴方面，东盟、欧盟、美国和日本仍然是我国的主要贸易伙伴，但美国的排名已下降至第三位，在我国进出口中的占比为10.5%，东盟为15.7%。欧盟、美国和日本三个发达经济体与我国的贸易额均有所下降，而东盟的贸易额呈现上升趋势。

民营企业在出口方面表现突出。今年一季度，民营企业进出口5.53万亿元，增长10.7%，占进出口总值的54.3%。外商投资企业进出口2.97万亿元，占29.3%；国有企业进出口1.64万亿元，占16.1%。我国有进出口实绩的外贸企业数量同比增加8.8%。民营企业、外商投资企业数量分别增加10.4%、1%。

在产品方面，传统和现代产业共同支撑出口发展。一季度，机电产品出口3.39万亿元，增长6.8%，占出口总值的59.2%。其中，电脑及其零部件、汽车、船舶分别增长8.6%、21.7%、113.1%。劳动密集型产品出口9757.2亿元，增长9.1%，这说明劳动密集型产业仍然是出口的重要组成部分。其中，纺织服装、塑料制品、家具及其零件分别增长5.4%、14%、23.5%。

从进口看大宗商品和民生消费品稳步扩大。一季度，我国能源、金属矿砂、粮食等大宗商品进口量增加6.2%。其中，原油、天然气和煤炭等能源产品2.86亿吨，增加8%；铁、铝等金属矿砂3.74亿吨，增加5%；粮食3841.6万吨，增加5.1%。与民生密切相关的纺织服装、干鲜瓜果及坚果进口分别增长12.6%、18%。

五、新动能的支撑作用

2024年一季度的经济数据显示出一定的积极趋势，但并未出现特别明显的亮点，也缺乏

能够显著提振信心、激发对中国经济复苏强烈信心的信息。公众对于目前的增长态势能否在未来得以持续，普遍持有一定程度的担忧。我们认为，**经济的持续增长需要新动能的支撑，未来不仅要巩固现有的新动能，还应当培育和发掘新的增长点。**

第一，产业新动能，以先进制造业为支撑的现代化产业体系加快构建。今年一季度，规模以上高技术制造业增加值同比增长7.5%，显著高于平均水平。分行业来看，汽车制造业增长9.4%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长8.6%，电气机械和器材制造业增长4.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长10.6%，这些行业均是现代化制造业体系的代表。以电子信息制造业，该行业曾长期处于负增长状态，但今年以来显著增长，营业收入增长了8.2%，利润大幅增长了210%，达到去年同期的2.1倍，表明电子信息制造业正在形成新的增长动能。

分产品来看，新能源汽车、太阳能电池、充电桩产量同比增长28.2%、20.1%、41.7%。与光伏相关的多晶硅、单晶硅增速高达50%以上，服务机器人增长26.7%，3D打印设备、电子元件产品产量同比分别增长40.6%、39.5%，表现出高速增长的态势。

第二，投资新动能，投资作为未来产出的先行指标，高技术产业投资具有重要支撑作用。一季度，高技术产业投资同比增长11.4%，比去年全年提升1.1个百分点；高技术制造业和高技术服务业投资分别增长10.8%和12.7%。航空航天器及设备制造业投资增长42.7%；铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业投资增长24.8%；计算机、通信和其他电子设备制造业投资增长14.3%；电气机械和器材制造业投资增长13.9%。5G基站、“东数西算”、光纤通信等新型基础设施加快落地。以5G基站为例，自2019年首次建立以来，至今已建成约337万个，占全球总量的60%，这一投资不仅对当前GDP增长有拉动作用，对未来的技术进步和产业扩张也具有重要意义。

第三，消费新动能。一方面，**新业态、新模式培育消费新动能。**由于大数据、互联网、物联网不断发展，推动生产方式变革，新业态新模式持续涌现，网上直播、即时零售非常火爆。网上商品零售额一季度增长11.6%，在多年保持两位数增长的基础上，继续保持较高的增长速度。电商交易总额由2018年的31.63万亿元增长至2023年的约46万亿元，实物商品网上零售额占社零总额的比重超过四分之一。自2013年起，我国连续11年成为全球最大网络零售市场；近五年来，电子商务从业人数从4700万增加至超过7000万。

另一方面，绿色化、数字化形成消费新动能。一季度新能源汽车销量同比增长31.8%，限额以上单位低能耗家用电器和音像器材类零售额同比增速超过20%；智能家居、可穿戴设备等产品销量快速增长，消费提质升级趋势明显。线下实体零售店不断推动数字技术与消费场景融合、提升购物体验，带动商品零售稳定增长。一季度，限额以上零售业实体店商品零售额同比增长3.3%；其中，便利店、专业店商品零售额分别增长5.2%和6.3%。

以新能源汽车为例，作为我国汽车产业发展的新标志，自2013年起便展现出强劲的增长势头。去年在高基数的基础上，新能源汽车销量依然实现了超过37%的增长率，销售量突破了900万辆。

第四，贸易新动能。一季度，我国跨境电商进出口增长9.6%，其中，跨境电商海外仓出口增长11.8%。从贸易伙伴看，对共建“一带一路”国家、其他金砖国家进出口增速均高于整体。一季度，我国对共建“一带一路”国家进出口4.82万亿元，增长5.5%，占进出口总值的47.4%，同比提升0.2个百分点。其中，对东盟进出口1.6万亿元，增长6.4%。同期，对其他9个金砖国家进出口1.49万亿元，增长11.3%，占14.7%。跨境电商的进出口额和增长率从2020年到2023年持续增长，最高时增长率达到25.7%，去年在高基数的基础上达到了15.6%的增速，总值超过2万亿元。

六、巩固和培育新动能，推动经济持续复苏

当前，新动能虽然为经济发展提供了一定支撑，但从绩效角度来看，其增长潜力与动力仍需进一步强化。以下将从巩固现有新动能及培育未来新动能的角度，提出四点政策建议。

第一，以发展新质生产力推进创新驱动。总书记说，“要以科技创新引领产业创新，积极培育和发展新质生产力。”无论是投资还是产业，都需要依靠高科技的推动，所以高科技产业要在所有产业中起到引领作用。首先，深耕新赛道、向价值链上游攀升，以效率变革、动力变革促进质量变革。其次，整合科技创新资源，不断提升产业链供应链韧性和安全水平，并塑造竞争新优势。然后，进一步扩大有效投资，引领发展战略性新兴产业和未来产业，加快形成新质生产力。最后，加快建设高效规范、公平竞争、充分开放的全国统一大市场。

第二，促进新业态新模式进一步发展。尽管跨境电商发展迅猛，但其占全部进出口的比重只有5.6%，未来还可以进一步挖掘潜力。未来应优化供应链，提高产品质量和效率，降低成本，增强竞争力。加强售后服务。提升售后服务质量，提高客户满意度和忠诚度。利用线

上综合服务平台。优化通关、税收、金融服务，实现一站式服务。

第三，重视新基建。从以上数据来看，新型基础设施的建设，例如基站的部署，对于投资活动以及未来产业的发展起到了强大的支撑作用。未来应根据新型基础设施项目类型制定不同的投资建设引导，另一方面，要持续研究新型基础设施投融资指导目录体系，明晰新型基础设施投资范围，加大对各级政府和企业的培训指导。具体有两个方面：一是应用牵引、场景驱动，创建新型基础设施示范标杆；二是多元投入、协同发力，扩大新型基础设施有效投资。

第四，加强人才培养。新质生产力的特点是创新，创新驱动的实质是人才驱动。我们不仅需要“高精尖缺”科技创新人才，也需要能够熟练掌握新质生产资料的应用型人才。高校应注重学生实践能力的培养，探索与企业开展联合培养模式，新一代信息技术、先进制造技术、新材料技术等融合应用，输送更多高素质技术技能人才。

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济月度数据分析报告，各位专家围绕“新动能支撑下企稳向好的中国宏观经济”展开讨论。

恒生银行中国首席经济学家王丹指出，GDP增速达到5.3%，超出市场预期。**新质生产力**，尤其是高新制造业，如新能源车、太阳能电池和智能手机，是经济增长的主要引擎。由于国内增长受制于不少地区的收入增长，所以必须要开发海外市场，与“一带一路”国家的贸易对中国来说越来越重要。**另一个增长来源是基建投资**，尤其是面向清洁能源、提高抗震救灾能力的政府类项目。

在消费方面，人均可支配收入增长和消费支出的提高表明经济和消费正在正常化。居民部门支出的主要增长来自服务性消费，其中，房地产价格下跌对于释放资金和促进服务性消费具有一定积极作用。在产能方面，关键在于价格和市场需求的匹配，以汽车制造业为例，目前汽车制造业的产能利用率是2016年以来的最低点，应积极开发新市场解决产能过剩的问题。在通胀方面，我国低通胀环境可能将持续一段时间，不仅有内需不足的问题，也有工业向消费转移低通胀的问题。从银行层面来看，不少银行高度暴露在房地产和地方债的风险之下，所以今年防风险预期仍然是第一位，信贷扩张总量会受到一定限制。

摩根大通中国首席经济学家朱海斌认为，一季度的经济数据开局良好，喜中带忧。尽管GDP增速达到5.3%，超出市场预期，为全年5%的增长目标打下坚实基础，但经济中仍存在一

些隐忧。工业生产是经济增长的最大亮点，特别是高技术制造业和新能源汽车等新质生产力领域表现突出。同时，出口的强劲增长和国内新质生产力相关的制造业投资增加也是一季度生产表现良好的重要原因。然而，房地产市场的持续下行压力、消费复苏的持续性以及通缩现象是目前面临的主要问题。

为确保确保今年完成5%的增长目标，提出以下三点政策建议：第一，针对内需不足和产能过剩问题，应重新调整社会财富分配，加大对居民部门的转移支付，改善社会保障体系，加大保障房租赁房等公共服务方面的投资来提高居民收入和信心；第二，新质生产力是新旧动能转换和实现中长期可持续发展的最主要推手，应加大对服务业创新和升级的支持，以及对传统制造业的改造升级，以促进新质生产力的发展；第三，在房地产政策方面，应进一步放松政策，并考虑使用房地产稳定基金和成立专门机构来平稳市场。**总的来看，尽管存在下行压力，但通过政策调整和市场自我修复，中国经济全年达到5%的增长目标是可行的。**

中国社科院世经政所全球宏观经济研究室主任**肖立晟**指出，**尽管当前中国经济呈现明显复苏态势，但仍存在需求压力。**第一季度实际GDP增速达到5.3%，超出市场预期，其中制造业尤其是装备制造业和消费品制造业的投资增速超出预期，这与海外需求的超预期复苏有关。内需的主要拖累因素是房地产部门，**房地产调整接近尾声，触底迹象明显，但房地产行业的反弹和企稳仍需时间，需要避免系统性风险的出现。**

除此之外，我们目前还面临实体经济融资意愿不足、部分行业产能利用率下降、居民消费需求不足、资产价格异常波动等问题。这些问题需要政策层面的进一步支持和调整，在货币政策方面，应有进一步宽松的空间。财政政策应给予地方政府更多支持，以提振经济。关于汇率和价格问题，在美国经济大概率软着陆的背景下，人民币汇率有机会得到支撑，外资重新流入能够为国内货币政策提供新的动力。**如果能够有效控制风险，预计今年下半年或明年中国经济预期将快速改善。**

上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人**刘元春**认为，**我们目前不仅面临中美大国博弈和世界格局加速调整的冲击，同时自身也正在经历结构性的深刻调整，应基于这一大背景来分析讨论一季度的经济数据变化。**宏观上，5.3%的GDP实际增速超出市场预期，名义GDP增长率为4%，反映出经济转型期间的价格效应，包括总需求不足和结构性变化。微观上，政府、企业和居民资产负债表的持续改善为经济复苏提供了坚实的微观基础。

在房地产问题方面，提供流动性支持和政策调整对于稳定市场至关重要，中国房地产市场调整有其独特性，不应简单与国际经验相比较。如果房地产能在本年度实现稳定，中国经济的繁荣局面有望迅速实现。在消费问题方面，消费增长是一个长期而缓慢的过程，消费水平的提升依赖于居民收入的增长和短期消费刺激政策的力度。我们需高度重视当前经济中的不平衡问题和结构性问题，将需求端作为政策制定的重点，供给端的过快恢复可能会导致经济复苏不可持续。

野村证券中国首席经济学家**陆挺**指出，尽管年初经济表现良好，GDP增长达到5.3%超出预期，但仍需对未来保持谨慎态度。2021-2023年中国经济的开局良好但后续发展不达年初预期，**2024年和前三年相比有三个有利条件：宏观政策的宽松和刺激力度加大、美国和欧洲停止加息支撑中国外需、中国经济的再平衡**。然而，考虑到一季度数据中存在的价格因素和三月份关键经济指标的下行趋势，中国经济增长的同时也存在动能减弱的问题。

未来我们面临着较大的挑战和风险。一是**房地产行业的持续恶化**，政府应采取主动作为来抑制螺旋式下降。在保交楼方面做好调研工作，对于去化率低的楼盘采取其他措施，如政府购买转为保障房，中央政府可能需要通过特别资金配置和特别设置机构来推进房地产市场的稳定。二是**消费动能减弱**，零售数据可能出现低迷。三是**新三样投资存在潜在风险**，光伏组件和碳酸锂的价格从2022年高点已经分别下降了60%和80%，新三样的大规模投资可能已经造成严重的产能过剩问题，同时可能面临欧美国家新一轮的抑制政策。

刘元春：多角度认识一季度宏观数据，进一步夯实经济向好的政策基础

刘元春 上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人

以下观点整理自刘元春在 CMF 宏观经济月度数据分析会（总第71期）上的发言

今年一季度的经济数据引发了广泛的讨论，在探讨这些问题的过程中，有必要引入一些基础性的新分析框架。如果单纯按照传统的三驾马车（即投资、消费和出口）分析模式，很可能会与一些市场人士的解释产生冲突。我们目前不仅面临中美大国博弈和世界格局加速调整的冲击，同时自身也正在经历结构性的深刻调整，主要表现在新质生产力加速发展以及房地产市场的深度调整。基于这一大背景来分析讨论一季度的经济数据变化，将有助于我们更清晰地把握未来中国经济向新均衡状态转换的路径。当前我国正处于迈向新均衡的关键时期，同时也是一个充满挑战的时期。在新的分析框架下，我们可能会得出与传统分析框架不同的结论。

一、宏观经济分析的新视角

首先，宏观经济的总体形势是向好的，但依然有多个画像。5.3%的实际 GDP 增长速度是超预期的，不仅超出市场预期，而且也是目前近几个季度的新高。与此同时，一季度名义 GDP 增长率为4.2%低于去年全面的名义增速0.4个百分点，这与很多市场主体的微观感受是一致的，需要说明的是，受价格因素的影响，近五个季度中国实际 GDP 增长率高于名义 GDP 增长率，GDP 平减指数持续为负，其中不仅有总供给过大与需求不足的原因，同时也有结构快速转型带来的大转型期间的价格效应。如果我们无法认识到价格调整同时受到总量效应和结构效应的影响，那就可能过分强调总量效应，而忽视结构效应的存在。由于劳动生产效率的迅速提高，导致大量产业成本急剧下降，从而直接带来绝对价格水平下降，这一影响不容忽视。若过分关注实际 GDP 增长率与名义 GDP 增长率之间的差异以及价格效应，可能会简单推断我国经济存在的问题。

其次，微观主体的资产负债和流动性状态是多元的，预示着宏观经济依然存在一些起伏。主要包括企业利润及其资产负债表的变化、居民收入及其资产负债表的变化和政府收入及其

资产负债表变化。今年1-2月，工业企业利润实现了10.2%的同比增长，与此同时，企业的资产负债状况有所改善。居民可支配收入同比增长6.4%，不仅高出名义GDP增速2.2个百分点，而且在众多经济指标中表现突出。这反映了政府近期在再分配政策上加大了力度，从而促进了市场微观主体的持续改善，为经济的进一步增长和复苏提供了坚实的微观基础。但是从政府的一般公共预算收入和基金类收入来看，1季度的压力是加剧的，积极财政定位虽然能够保证全年运行，但是2024年的季度支出节奏会发生变化，发达地区与落后地区对于财政压力的体感可能会发生颠倒。

再次，外部环境依然具有复杂性，但不必悲观。当前石油、美元和黄金价格的同步上涨，说明世界地缘政治风险的上升和非传统风险的加剧。然而，这些因素对中国究竟是正面影响还是负面影响，它们如何影响中国在百年未有之大变局中实现民族复兴和中国式现代化，仍需深入分析。中国的崛起和复兴必将在世界格局大调整和风险全面高企的环境中实现，而非在一成不变且无风险的环境中完成。当前，俄乌战争的进一步深化、巴以冲突的持续升级以及其他大宗商品价格的波动，对中国的战略定位并非全然不利。事实上，近期美国、俄罗斯以及德国等国家的政要纷纷访问中国，这反映了在当前全球格局的重大变化中，中国的崛起被视为一个核心的边际力量。因此，在思考这些问题时，需要开拓新的视野和空间。

近期，国际货币基金组织（IMF）发布的报告对全球经济的复苏给出了乐观评价，并对未来一段时期的经济增长回调预期，特别是针对发达国家。普遍观点认为，这一现象具有正反两面性。基于当前的经济数据并结合新的视角，可以推断出中国经济总体呈现出向好的趋势，经济复苏的整体效应、结构性效应以及微观效应正在全面显现。

二、当前中国经济面临的问题

我们需要从动态的角度来分析中国目前面临的房地产市场深度调整、地方政府债务高筑以及部分行业绩效下降等问题，而不是简单化地进行定调。

第一，在房地产问题方面，我们需要讨论房地产市场是否已度过最艰难时期，是否会持续引发系统性的金融动荡，当前政策是否已准确把握房地产市场调整的关键，并采取了重要调整措施以稳定市场。上周何立峰副总理到郑州考察后，对房地产市场进行了全面审视和调整，提出首先应重点关注房地产开发企业的流动性状况，并为列入白名单的企业提供流动性支持。这对于这一轮房地产市场深度调整中最核心的房地产开发模式崩溃，以及房地产企业

流动性不可持续所引发的市场动荡，提供了最为直接且关键的稳定作用，有利于解决“暴雷”事件及其引发的“保交楼”问题，还可以缓解居民对房地产市场安全性的担忧。其次，为降低房地产问题对宏观经济的冲击而实施的三大工程可以为建立房地产长效机制和房地产新的开发机制提供良好的政策空间。最后，各种限购限贷全面放开，全面常态化，将有助于恢复市场需求和基本信心。

因此，基于上述分析，我们无需对中国房地产市场的未来过度忧虑。前段时间高盛依据美国2006年和日本1991年房地产市场调整路径对中国房地产市场所做的预测缺乏科学性。因为历史上任何一次房地产调整都没有按照同样的路径发生，我国这一轮房地产市场的调整在本质上是以“三高”模式为基础的房地产开发模式的崩溃，而不是简单的供应链中断或以房地产为基础产品的金融危机。所以，中国房地产市场与欧美、日本的房地产市场有本质区别，也与高盛所讨论的模式不符。我们要清楚认识到本轮中国房地产市场调整的本质特征，避免将其简单等同于欧美历史上遭遇的重大危机或调整，需要转变分析视角，更准确地把握中国房地产市场的实际情况和未来趋势。

在转换分析视角之后，我们可以更清晰地分析关键经济指标的未来走势。房地产行业是当前中国经济面临的一大挑战，如果房地产能在本年度实现稳定，中国经济的繁荣局面有望迅速实现。从数据来看，今年一季度投资增长率为4.5%，剔除房地产行业的影响则上升至9.3%；民间投资增长率由负转正为0.5%，剔除房地产行业的影响则上升至5%左右。9.3%的总体投资增速和5%的民间投资增速是常态化的增长速度。因此，我们必须高度重视房地产市场的困境，采取针对性措施来稳定市场。

第二，在消费方面，尽管很多人对一季度3%左右的消费增长率比较失望，但必须认识到消费增长是一个长期而缓慢的过程。消费水平的提升依赖于居民收入的增长和短期消费刺激政策的力度。从一季度数据来看，居民收入的增长速度已显著超越国民收入分配体系，明显高于名义GDP增长率2.2个百分点，这表明政府在收入再分配政策上加大了力度。同时，政府在短期经济刺激政策上已展开全面布局，特别是近期即将推出的设备和消费以旧换新政策，预计将大规模实施，涉及金额可能达到数万亿。

其次，围绕消费端所实施的一系列改革预示着扩大内需的战略举措会进一步加大力度。目前我们所面临的问题和风险并非仅是短期现象，而是长期性、周期性、结构性和体制性问题的综合，解决这些问题并非一蹴而就，而需要数年的持续努力。所以，对于现行数据分析

最关键的任务是准确把握问题本质是否发生了恶化，以及是否已经找到有效解决方案，此外，还需考量市场微观主体对这些问题的看法是否进一步恶化。目前，我们在这些核心问题上已经找到了解决办法，并且微观主体的预期正处于持续改善之中，说明问题解决的进程已经启动。

第三，我们仍需高度重视当前经济中的不平衡问题和结构性问题。今年一季度数据显示供给端的增长速度依旧超过需求端，这说明需求端应继续作为政策制定的重点，供给端则作为辅助因素，供给端的过快恢复可能会导致经济复苏不可持续。所以，在当前经济状况下，需求发力依然是先导性、基础性、战略性的。

其次，第二产业的复苏速度快于第三产业，这要求我们高度重视第三产业的**投资以及服务类的消费提升**。目前制造业投资的增长速度已达到9.9%，在如此庞大的产业规模基础上仍保持接近10%的增长率，这一速度值得我们关注。

最后，**低端产业的就业状况好于高端产业**，目前就业市场的恶化在高端产业中更为明显，尤其是高新企业和金融行业出现的业绩变化所带来的结构性就业问题。由于高端就业群体在市场预期形成中具有决定性作用，这一问题对市场预期和供给具有重要影响。同时，我们也注意到非房地产行业的复苏符合预期，表明复苏的基本趋势是稳固的。然而，复苏过程中的结构性变化如何实现更加平衡仍是一个关键挑战。

三、未来的政策选择

在政策制定层面，首先需要在理论和实践两个维度上充分重视**房地产领域对流动性产生的内生效应**。当前，社会融资规模的多项贷款增长数据已显著下降，导致融资成本发生了结构性变动。这些变化大多与房地产市场紧密相关，尤其是**房地产抵押**。我国是抵押性信贷，信用的建立基于可信赖的安全资产抵押品，缺乏这些抵押品将导致金融出现超预期的收缩。因此，货币当局需密切关注如何有效对冲内生性的超预期，同时高度关注实际利率的调整，而非单纯聚焦于名义利率的变动。对于企业而言，实际利率的变动对经营成本和财务决策的影响更为显著。尽管名义利率呈下降趋势，融资成本亦有所降低，但目前PPI接近-3%，企业面临的压力依然较大。所以，在经济结构和房地产市场均经历重大调整的背景下，对稳健货币政策进行理论上和实践上的再评估和再认识尤为重要。

在财政政策领域，基层政府所面临的财政收入压力相较于过去几年有所增加，因为过去挖掘的潜在财政资源已逐渐耗尽，导致本年度实际可用的财政资金显得较为紧张。在财政压力加剧的背景下，尤其是在财政收入预期下降的情况下，很多地方政府可能不得不采取紧缩的财政策略，这可能导致财政支出节奏出现变化。过去财政支出的顺序是优先保障当前支出。然而，当前的财政紧缩可能导致地方政府优先考虑年度平衡，即先紧缩开支以度过难关，这种逆向调整可能会对上半年经济复苏产生冲击。鉴于此，对于新的财政资金拨付力度和节奏需要进行策略性的调整。否则，我们可能会面临上半年财政资金短缺，而下半年财政支出集中释放的不均衡现象。

此外，汇率政策的制定和实施也需要提升至更高的战略层面。汇率的变动不应仅仅基于利差或经济基本面的考量，而应更多地考虑到非传统风险因素以及宏观经济结构性变化的影响，这要求我们在制定汇率政策时具有更为宏观和前瞻性的视角。

朱海斌：2024年中国经济的良好开局与风险挑战

朱海斌 摩根大通中国首席经济学家

以下观点整理自朱海斌在 CMF 宏观经济月度数据分析会（总第71期）上的发言

一、一季度宏观经济现状分析

今年一季度的经济数据可总结为“开局良好，喜中带忧”。“开局良好”指 GDP 实际增长**5.3%**，超出市场预期。三月初政府宣布本年度5%的增长目标，当时普遍认为实现该目标存在一定的难度。第一季度的经济表现良好，为全年实现5%增长目标奠定了坚实的基础。

其中一大亮点是工业生产。一季度工业生产实现较快增长，同比增长**6%**，代表新质生产力的部门表现更为优异。高技术制造业的增长率为7.5%，计算机通信业为13%，新能源汽车产量同比增加29%。工业生产的强劲表现背后反映了两个重要因素。第一，从外部来看，一季度的出口表现超出预期。尽管以美元计价的出口增长率为1.5%，其中前两个月的增长率为7%，而三月份下降了7.5%。但这一增长率在很大程度上被低估，因为出口商品的价格以美元计价下降了约13%，若据此计算，一季度的出口量同比增长接近15%，呈现强劲势头。第二，从国内来看，一季度推动新质生产力的制造业投资同比增长了10%，其中包括绿色产业、先进制造业，以及政府近期推动的设备更新和改造。这两者共同促进了一季度工业生产的增长。

除了工业生产外，一季度的消费也在逐步复苏，零售消费同比增长5%，春节效应是主要原因之一。但总体来看表现平稳，并未有超预期的表现，也未出现去年某些月份持续低于预期的情况。

“喜中带忧”主要表现在三个方面。第一，房地产仍然是中国经济面临的**最大下行压力之一**。尽管有观点认为房地产市场已经出现企稳向好的迹象，但一季度的数据中并不支持这一观点。房地产市场持续面临下行压力，预计2024年房地产的主要指标将呈现两位数的下降。因此，房地产市场对经济及金融市场可能产生的**溢出效应仍然是短期内防范风险的重点**。一季度除了新房销售和新房开工量出现20%-30%的下降之外，去年在“保交楼”政策下实现的新房竣工正增长在今年一季度也出现了20%的同比下降，这说明“保交楼”方面的压力正在增大。房地产市场是一季度各项良好指标的大背景下较为突出的下行压力之一。

第二，一季度数据的持续性值得关注。从月度数据来看，1-3月的波动较大，一二月表现明显超出预期，3月尽管PMI上升，但几乎所有指标的环比都出现了显著下降，这引发了对未来经济良好表现持续性的担忧。具体来看，消费领域目前存在较大争议，消费的可持续复苏需要居民收入的改善，尤其是收入预期的持续好转作为前提。然而，一季度数据中出现了不一致的现象。例如，居民可支配收入一季度增长了6.2%，但同期个人所得税收入下降了4.5%，居民家庭信心调查指数中，居民的就业预期和收入预期仍然低迷。数据之间的矛盾说明了目前个人所得税的主体，即中高收入家庭普遍面临降薪和裁员的压力，而中低收入人群，特别是月均收入5000元以下的非个税主体人群的家庭收入正在复苏。

第三，通缩问题。一季度通缩现象持续存在，甚至比前几个季度略有放大。一季度GDP平减指数为-1.1%，前两个月为-1%，PPI下降趋势进一步加剧，CPI三个月平均值在0左右，预计今年可能在0-1%的范围内继续徘徊。然而，PPI长期处于负区间对整个经济的GDP平减指数产生了影响，GDP平减指数连续四个季度为负，根据预测，未来二、第三季度的GDP平减指数可能仍然为负值。**通缩反映了国内市场需求不足和企业定价能力较弱**，不得不通过降价来维持销售，这对其盈利能力和未来投资都将产生负面影响。

二、2024年经济展望

预计2024年全年经济增长率将达到5.2%，达到全年5%的增长目标。从季度环比增速来看，预计中国和美国的经济走势都呈前高后低趋势。美国一季度的经济开局表现强劲，但考虑到美国可能即将出现的货币政策和财政政策紧缩，美国经济大概率会实现软着陆，下半年环比增速将降至1%左右。中国一季度的环比增速为7%左右，下半年可能会回落至4%左右。此外，预计新旧动能的转换会持续进行，特别是新质生产力的领域，如制造业和产业升级，相较于其他领域会有更好的表现，并成为今年经济增长的主要驱动力。

三月初公布5%的增长目标时，市场存在两种主流观点：第一，5%的增长率具有一定的挑战性；第二，为了实现今年5%的增长目标，政府需要采取超出三月份全国两会期间公布的政策措施，在财政政策和货币政策方面实施更为强大和有力的经济刺激措施。随着一季度数据的发布，进一步增加政策刺激的可能性已显著降低。预计两会期间公布的财政政策和货币政策将继续执行，为今年的经济增长提供持续支持。

三、政策建议

为确保本年度实现5%的经济增长目标，应针对当前经济中的主要风险点进行相应的政策调整。

第一，内需不足，本质上也是产能过剩的反映。解决内需不足的直接方法是重新调整社会财富分配，即通过增加政府对居民部门的转移支付。近年来，最常见的政策建议包括直接向家庭部门发放现金或消费券，这虽然是一种刺激消费和内需的应对策略，但实质上反映了政府对家庭部门的财政转移支付。此外，政策中也频繁提及“以旧换新”计划，通过政府提供的相应补贴，支持消费者购买产品，尤其是那些涉及较长上下游产业链的消费品。

除此之外，还可以通过完善社会保障体系，特别是对中低收入群体实施直接的现金援助、改善社会保障和养老医疗保险等措施，从而促进消费增长。中低收入群体应成为优先考虑的对象，因为他们具有更高的边际消费倾向。所以，增加对社会保障体系的财政支出和社会福利投入将有效地推动全社会的消费和内需增长。政府还可以增加对保障性住房和租赁性住房的公共服务投资，这也是一种间接促进居民部门内需扩大的有效政策手段。从长远来看，刺激消费的核心在于促进居民收入的可持续增长。只有当居民收入实现稳定增长时，消费的复苏才能具有持续性。在短期内，政府应采取措施对一些行业和部门中存在的欠薪问题进行纠正。

第二，推动新质生产力发展。新质生产力是新旧动能转换和实现中长期可持续发展的关键驱动力，但在政策执行时，新质生产力的重点过分强调了先进制造业的技术创新和产业升级，而忽视了服务业的创新与升级。**新质生产力的核心目标是提升全社会的劳动生产率，不仅包括制造业的产业升级，也涵盖了服务业的产业升级。**中国经济出现当下结构性问题的一大原因在于对制造业的过度偏好，以及近年来对服务业支持力度的明显减弱，特别是对中高端服务业的政策出现了收紧现象。从就业角度来看，尽管经济增长率达到5.3%，制造业增长较快，但整体失业率，尤其是大学生的就业压力仍然是较为突出的社会问题。在就业创造方面，服务业的能力远超制造业，因此，尽管制造业的经济增速显著，但其创造的新增就业机会往往低于经济增长的速度。中高端服务业往往是大学生和中高收入群体的主要就业方向，而近年来在某些领域却出现了降薪和裁员现象。此外，发展服务业在创造内需方面比制造业更为有效。

基于以上分析，建议除了继续保障对先进制造业的政策支持外，还应重视服务业的创新与升级，以及传统制造业的改造与升级，这些均为新质生产力的重要组成部分。在服务业的

产业升级方面，一是需要国内产业政策更加平衡，二是应进一步推动服务业的高水平对外开放，通过对外开放引入竞争，可以更有效地提高其竞争力。

第三，房地产问题。短期内房地产市场面临显著的下行压力，从流量来看，当前新房开工或新房销售的数量已跌破正常供给水平，即每年实际的住房需求。短期内住房需求超调，低于正常水平。但是从存量来看，房地产市场供大于求的现象依然十分明显。目前，住房在建面积超过50亿平方米，加上二手房市场的相对较高的空置率以及潜在的二手房供应释放，均需较长时间来消化，才能恢复至正常库存水平。**因此，建议在短期内对房地产政策进行调整，进一步加大政策放松的力度，在某些情况下不必局限于“一城一策”的框架。**鉴于房地产问题已呈现系统性特征，可以考虑全面取消限购政策。此举导致一线城市房价出现反转的可能性并不大，即使短期内出现反弹，在当前市场情绪普遍低迷的背景下，一线城市房价的企稳或反弹可能对市场信心有积极影响。

从中长期发展来看，目前我国有规模达2000亿的房地产稳定基金，该基金尚未被充分利用，未来可以考虑进一步扩大房地产稳定基金的规模并提高其使用效率。此外，可以成立专门机构通过财政或中央银行的资金注入，对房地产市场上的高库存状况进行有针对性的举措。该机构获房地产稳定基金可以集中采购未开发的土地、未完工的住房进行有序的去库存操作。通过购买商品房市场上的未完工项目，并将其转化为保障性住房或租赁性住房，达到一石双鸟的政策效应，不仅能够在短期内有效稳定房地产市场，减少其下行压力，还可以加快房地产市场去库存的节奏，促进市场的长期健康发展。

陆挺：再平衡视角下的龙年中国经济

陆挺 野村证券中国首席经济学家

以下观点整理自陆挺在 CMF 宏观经济月度数据分析会（总第71期）上的发言

在2021-23的过去三年中，年初的经济开局表现都不错，但到了春季和下半年，多多少少都出了些问题，都不达年初的预期。2021年下半年，因为在抑制能源消费方面层层加码而大致八九月份的全国大停电，房地产也因为五道红线而在年中急转直下。2022年到四五月份疫情恶化而导致封城，秋季又再度恶化。2023年初的时候，境内外对中国经济都是非常看好的。去年年初我在纽约路演时，当地一些很非常精明的投资家问我这样一些问题：2023年中国的通胀是否会超过5%？人民币是否会大幅升值？人民银行什么时候加息？是否会出现持续股市牛市？事后看来，这些问题有些可笑。中国经济在疫情结束之后的表现和别的国家有非常大的差别。回顾2023年，GDP 增速勉强达到政府的目标，但显著低于市场年初的预期。疫后物价下跌，通胀远低于美欧日等其他主要经济体，甚至产生了通缩的风险。人民币对美元出现较大幅度的贬值，市场利率持续下跌，在美欧央行加息时人民银行两次降息，而同时期我国的股市到了今年，我国经济又有了一个不错的开局，从一月底开始，股市也触底反弹。因此，已经不少人用“开门红”来描述现在的情况。现在的问题是，2024年是否会像前几年那样出现前高后低的情况？

在回答这个问题前，我们首先来看看今年宏观经济的一些亮点。

一是宏观刺激力度加大，房地产政策进一步调整优化。去年年底推出的一些宽松刺激政策主要会在今年发力，尤其是去年年底发行的一万亿国债。去年八月份之后全国很多大中城市大幅度松绑了他们的房地产调控，最近又有新一轮的松动。今年两会又推出了一万亿特别国债，我相信这些政策会对今年的宏观经济产生一定的正面影响。

二是美国和欧洲停止加息，美国经济表现显著超预期。美欧已经停止加息，给我国加大财政和货币政策的宽松刺激力度提供了更大的空间。反观去年，很多时候人民币面临较大的贬值压力，从而限制了我国央行的宽松空间。美欧停止加息以后，过去几个月我们已经明显的看到海外资金回流中国，尤其是回流中国债券市场，对国内的经济和资本市场产生了一定的支撑作用。

三是“经济自然再平衡”。

因此我看到的第一个“再平衡”就是因为内需不振，房地产业暴跌，国内物价下跌，工资涨幅受限，出口价格下跌，再加上人民币一定程度的贬值，我国出口竞争力上升。2023年，以人民币计价的中国出口商品价格平均下跌8.1%；根据美国海关的数据，美国从中国进口商品的价格指数下跌3.0%。除中国外，疫后一些主要经济体都出现了物价快速上涨的情况，美国的CPI通胀一度高达9%左右，去年美国工资平均上涨4.5%，欧元区的CPI通胀一度高达10%。高达最高在别的国家工资和物价大幅上涨的背景下，中国产品的竞争力再一次体现了出来。过去几个星期中，日本进行了新一轮全国性工资谈判，结果是平均工资大概会上涨5.3%，而我国制造业工人的工资是没有那么大涨幅的。

我国物价下行实际上也可能推进了新一轮进口替代，也就是用国内产品替代更为昂贵的进口产品，这也会拉动经济。最后，尽管因为种种原因跨国航班复苏欠佳，服务业出口总体受阻，但港人北上消费大增，实际上这也是因为内地物价下行推动的服务业出口上升。

我们看到的第二个再平衡是国内消费方面的。这几年国内居民的房地产投资急剧萎缩，加上消费品价格低迷，吸引消费，因此边际配置消费的比例有所上升。在在房地产业急速下行的背景下，其他行业竞争也更加激烈，更加内卷，消费品企业下沉、连锁化和品牌化，最后结果是虽然平均价格下降，但产品质量有所保证，甚至还能提升，从而促进了消费。

接下来我讨论一个大家最关心的问题，就是接下来的中国经济表现会怎么样？我认为还需要保持谨慎敬畏之心。未来几个月中，中国经济下行的压力可能会再次明显加大，会再次出现类似于前几年的开局不错但未能保持增长复苏势头的情况。

二、未来几个季度中国经济所面临的挑战

一季度的经济数据整体表现良好，实际GDP增长率达到5.3%，高于去年四季度的5.2%，也高于去年全年的5.2%。但我们要谨慎看待年初的开门红。首先，一季度名义GDP增速只有4.2%，也就是说，一部分增长来自于产品价格的走低。其次，去年一二月份基数比较低，因为疫情完全结束是在去年的一月底，因此去年一二月份的消费、生产和出口还受疫情的影响，一月份受疫情的影响其实是非常大的。因为2022年12月初“清零”结束以后，可能80%的中国人口在短短两个月中感染新冠，对生产、消费等方面以及对经济运行有一定冲击，造成了较低的比较基数，因而会抬高今年一二月份大部分经济指标的同比数据。实际上，工业增加值

从一二月份的7.0%下降至3月的4.5%；零售增速从一二月的5.5%下降至3月的3.1%；粗钢产量增速从一二月的1.6%增长转为3月的7.8%下降。这些关键指标的下行趋势表明，我们不能对一季度的经济数据盲目乐观。还有，今年是闰年，二月份比去年多了一天，因而也会抬高整个一季度的同比增长数据。最后，今年春节是2019年以来第一个完全不受疫情影响的春节，中间隔了很长的五年，因而报复性消费的力度也较大，但这也可能是报复性消费的最后一波，

首先，一季度的经济数据整体表现良好，GDP 增长率达到5.3%。然而，对这些数据的分析应该保持谨慎，不仅因为过去几年出现了先高后低的增长模式，而且考虑到当前存在的各种风险因素，有理由预期未来几个季度可能面临比一季度更大的挑战，增长动能可能会有所减弱。一季度实际 GDP 增长率为5.3%，名义 GDP 增长率仅为4.2%，实际 GDP 增长中的一部分是由于价格下降。此外，今年一季度相比去年同期多出一天，这对 GDP 增长也产生了一定影响，尤其是在1月和2月的数据中表现明显。3月份的单月数据显示，增长率呈现下降趋势，尽管受到基数效应和闰年效应的影响，但即便剔除这些因素，也出现了某些方面的动能减弱。例如，工业增加值从1月和2月的7%增长率下降至3月的4.5%；零售增长率从1月和2月的5.5%下降至3月的3.1%；粗钢产量从1月和2月的1.6%增长转为3月的7.8%下降。这些关键指标的下行趋势表明，我们不能对一季度的经济数据盲目乐观。

我认为从以下四个方面来看，从当前面临的各种风险来看，未来几个月的经济形势会面临很大的挑战，存在明显的下行压力。

一是房地产问题，房地产行业对中国经济的重要性不言而喻。

今年一季度，房地产行业的状况明显恶化，无论是新房销售还是开工，根据国家统计局的数据同比均下降了近30%，且这一下降是在过去几年已经大幅下跌的背景下发生的。若参考前100名开发商的销售数据，新房销售金额的一季度同比下降更是高达50%。这表明房地产行业不仅未能稳定，反而在持续加速恶化。大型房企的流动性问题也日益凸显，对金融行业和资本市场造成了影响。在我看来，因为面临三个“下降螺旋”，即三个负循环，房地产行业很难自动复苏，

第一个“下降螺旋”描述的是房价与地产销售之间的关系。过去三年，国内很多地方房价持续下跌，今年一季度也不例外。在下跌的时候大家不会积极买房，这又造成新一轮房价下跌，这就形成了第一个“下降螺旋”。

第二个“下降螺旋”描述的是“保交楼”与新房销售之间的关系。大城市尤其是一线城市的“保交楼”问题不是那么严重，即使有，也主要是房子质量问题，但现在新房质量问题也开始影响一线城市居民购买新房的积极性。保交楼问题主要发生在中国的低线城市。

第三个“下降螺旋”是描述开发商买地、地方财政与新房销售之间关系的。房地产开发商卖不了房子，就没钱买地，地方政府的土地收入就下降。政府买地收入从2021年8.7万亿人民币顶点已经暴跌，官方数据没有跌那么多，但官方数据有相当大的“水分”。主要是这中间有大量地方政府卖给自己平台公司的行为。如果做些处理调整，很多地方的实际卖地收入已经归零，只有一二线城市及部分三线城市还有些卖地收入，导致地方政府大量削减支出，削减当地公务员和其他机关事业单位的工资。而越是低线城市，这部分人群越是当地的消费和投资主力。

这三个“下降螺旋”现在还没有被打破，甚至还在恶化。去年年初，很多人认为出现L型复苏，但我认为，现在还处在L型的向下阶段而非水平阶段。即使是再优秀的开发商，如果按照50%的销售跌幅，流动性都会面临较大问题。房地产行业对地方财政和其他行业也都还有很大影响，不能低估，不能假设最糟糕的时候已经过去。

我要讲的第二个下行压力来自于消费方面。

第一，报复性消费反弹接近尾声。过去几个大的节假日都有报复性消费反弹，包括春节。刚刚过去的春节非常特殊，是五年以来真正意义上的春节。

第二，高基数。从增长角度来看，去年的基数从三月份开始会明显上行。

第三，财富效应冲击。从房产来看，无论是三四五线城市还是一二线城市，房价普跌。从股市来看，即使在最近一两个月，股市有所反弹，但是总体而言中国股民在股市上是受损的。

第四，收入效应。疫情结束之后，除了受疫情影响的人群收入正常化之外，但也仅仅是正常化，大量地方公务员、事业单位的人员工资受到巨大影响。由于种种原因，过去这一年，金融行业收入下降也比较明显。

第五，预期固化。疫情期间，收入受到影响可能认为是一个短期行为。但2023年疫情结束之后，很多人的收入还会受到影响，会导致预期长期固化，影响居民的消费和投资。

第三个压力来自于“新三样”，也就是太阳能光伏、动力电池和电动车。“新三样”确实是过去两年中国经济的亮点，是中国过去十几年产业政策的亮点。但从资本市场估值以及全国各地的底层调研来看，市场已经非常担心这方面过度投资的问题了。光伏组件和碳酸锂的价格从2022年秋季的价格高点分别下跌了60%和80%。全国各地“一窝蜂”在新三样领域的大规模投资，可能已经造成严重的产能过剩，也可能在国际上产生很大的矛盾。有人认为不要担心国内的产能过剩，因为欧美要搞非常激进的减碳政策，对我国的新三样产品有巨大需求。但我们要看到他们有自己的产业政策，有自己的安全需求，是不可能放任我国的新三样产品大幅冲击他们的市场的。

其实就在十年前，“新三样”投资就有过相当大的波动。我估计而今后两年，“新三样”领域的投资增速可能会明显下行，甚至有些地方可能会出现萎缩。有一点需要指出的是，“新三样”对国内GDP的贡献主要体现在投资方面，而不是在产出。产出对GDP的贡献一大部分在出口方面，但是这方面可能因为贸易冲突的上升而面临较大的阻力。为什么新三样对经济的贡献主要不是在产出上呢？这是因为每卖出一辆电动车，传统的内燃机车就要少卖一辆，有个替代效应。“新三样”投资摧毁了传统汽车行业的一些资本存量，同时又建立起新的资本，在这个过程中新三样投资创造了GDP。但在我看来，由于终端产品价格的大幅度下跌，今后两年“新三样”可能会对经济增速造成一些风险，具体时点还不好说。还有，新三样方面，不能过度的寄希望于海外市场。从其自身利益出发，美欧已经开始着手遏制我国新三样的出口。

最后一个压力是今年地方化债对政府支出的影响。

国办的47号文要求全力化解地方债务风险，在地方债务风险降低至中低水平之前，严控新建政府投资项目，严格清理规范在建政府投资项目。化债对未来中国经济可持续增长有重要意义。也我们也要看到，如果化债处理得不好，即使在中长期会带来很大收益，但短期可

能导致在12个省市乃至在12个省市以外的投资增速明显下降。事实上，这12个省市固定资产投资增速已经出现明显的下行。这12个省市的GDP占全国的比例低于20%，但固定资产投资占比却达27%，所以不可低估47号文对今年投资的影响。今年虽然我们增加了一万亿特别国债，去年年底发行的一万亿特别国债也主要是在今年使用，但今年政府卖地和房地产税收收入还会大幅下降，且12个省市隐形负债受到影响，这些方面都会影响地方财政支出。我们初步估计，今年总体政府支出可能仅仅做到与去年持平，因而并不会形成一个非常宽松的财政政策。

综上所述，尽管存在一些积极因素，但风险也同样明显。我们不应过于悲观，但也不应盲目乐观。完成5%的GDP增长目标存在一定难度，预计未来几个季度的GDP增速可能会显著低于一季度的5.3%。

三、政策建议

别的方面的政策建议，前面几位嘉宾已经做了很详细的阐述，我这边因为时间关系，还是聚焦房地产。房地产行业的风险还是中国经济在未来几个季度面临的最主要挑战。我们不能因为中国经济在其他领域的再平衡就盲目乐观地认为房地产行业的问题已经得到解决，不能过度乐观的认为中国经济结构已经发生了根本性改变，新动能已经完全弥补了房地产行业暴跌造成的空缺。我认为房地产这个行业已经超跌，对中国经济和金融系统的影响还没有完全反映出来，有些风险被掩盖了，还会爆发出来。房地产行业在中国经济中比重还是很高，该行业难以实现自我修复。房地产业的困境对我国的金融市场、政府财政和就业还将产生非常大的影响。另外，在外需和消费等方面，我们的政策抓手不多。从这些角度来讲，我们有必要采取积极的措施防止房地产业陷入螺旋式下降的困境。

在如何救助房地产业方面，业界有不同的看法，尤其是在“保主体”和“保项目”之间。我认为两者确实是有区别的，但在实际操作层面，关键的细节更为重要，最后的区别可能没有大家想象的那么大，并不存在那么大的冲突。绝大部分情况下，主体保不了，房企倒了，保项目难度极高，必须得有其他房企或地方政府平台公司接盘，但在房企和地方平台公司普遍处于艰难困境的情况之下，实际上并不现实。反过来讲，如果只是保主体，让他们不破产，但在保项目上力度不够，保交楼还是一个严重问题，房地产行业还处于下降螺旋中，那么保主体最终也成功不了，政府不可能一直输血。

我认为“保交楼”还是托底房地产业的基础，是一个较为实际的抓手。“保交楼”的问题值得反复强调，这是整个中国房地产行业出清非常关键的一步。因为中国的房地产行业，尤其是从房地产行业对GDP的贡献来讲，中国的房地产销售主要是新房销售，新房销售主要是期房销售，期房销售就是期货市场，期货市场中最重要的是期货最后的交割。如果没有制度的保障，大家的信心不稳就会造成上述的第一个下降螺旋问题。妥善解决保交楼这一问题不仅能够重建市场信心和政府信誉，还能够扩大内需。

当前最重要的一点是中央政府应该加快摸底调研各地“保交楼”的问题。从国家宏观数据来看，“保交楼”问题非常严重，但究竟多严重？究竟“保交楼”中间差了多少？逾期的时间有多长？这中间还需要增加多少投资才能让“保交楼”问题得到解决？房地产企业在银行方面还有多少资金？一系列问题都应该做好摸底调研工作，要想方设法用好央行2000亿人民币专项再贷款。鉴于地方政府严峻的财政情况，商业银行在推进白名单制度上可能面临较大难度，开发商目前也难以自行筹集资金进行保交楼，因此可能需要中央政府介入，通过特别资金的配置和设立专门机构来推动相关工作，甚至在必要的时候推出更为有效的类似央行的抵押补充贷款（PSL）的措施，成立“保交楼”专项资金，推动“保交楼”问题的解决。

保交楼问题还应该和保障房建设结合起来。在“保交楼”以及开发商尚有大量存货的背景下，需要谨慎推进保障房建设。地方政府如果不顾实际情况，完全另起炉灶建设保障房，则很有可能导致当地房地产市场进一步崩盘，地方财政也会被拖累，最后也会影响其保障房的建设。一个理性的做法，是地方政府进行深入的调研工作。对于去化率高（也就是销售率高）的楼宇，应该努力推进保交房，同一楼宇中尚未销售的部分，政府可以以合理价格收购并作为未来的保障房供应。对于去化率非常低的楼宇，如果完工程度较高，政府也可考虑折价收购尚未销售的部分作为保障房供应，如果完工程度很低，则可和购房者协商，通过置换等方式。

总之，保交楼是一个繁杂的工作，中央政府资金拨付、密集调研、在调研基础之上和保障房建设结合起来制定可操作的方案是“保交楼”能否成功的三个关键。

最后，我认为房地产政策在一线城市和某些二线城市还有进一步松绑的空间，过去十年推出的许多房地产调控政策已不再具有现实意义，未来可以继续推进这方面政策的优化和调整。未来中国的房地产发展、城市的发展应该是以人口流入、经济发展作为最重要的指标。所以，在激活方面应该加速已开工的基建工程，尤其在人口净流入的重点城市开展基础设施

建设。如果能把“保交楼”和房地产松绑优化工作做好，让人口流入重点城市得到更多的城市发展用地，尤其是住宅用地，同时优化中央政府的资金配置，那么我认为在2024年，中国经济会出现明显的一个亮点，企稳复苏动能增强。

王丹：中国经济增长动力与关键问题分析

王丹 恒生银行中国首席经济学家

以下观点整理自王丹在 CMF 宏观经济月度数据分析会（总第71期）上的发言

一、经济增长的两大动力

一季度 GDP 增长率达到5.3%，超出市场预期，这一增速反映了中国经济两个主要的发展方向。第一，新质生产力，尤其是高新技术制造业，已成为推动经济增长的主要动力。新质生产力所代表的新兴行业，如新能源汽车、太阳能电池和智能手机等行业的增长表现尤为强劲，增速普遍超过30%。房地产行业曾经对中国经济的直接贡献率超过10%，若计入相关上下游产业，其贡献率可达20%至30%。即便在房地产投资和销售收缩超过五分之一的背景下，中国经济仍实现了5.3%的增长，说明工业生产在一定程度上弥补了房地产市场收缩带来的负面影响。未来工业生产的持续性及其持续时间将主要取决于市场的需求状况。此外，海外市场的重要性显著提升，这主要是因为国内增长受限于不少地区的收入增速，与过去相比，市场空间相对受限，所以有必要进一步开发海外市场，与“一带一路”沿线国家，包括俄罗斯和土耳其的贸易对中国的重要性不断增加。

另一个推动今年一季度经济增长的关键因素是基础设施投资，特别是面向清洁能源、提高抗震救灾能力的政府类项目。在这一领域，水利投资的增长非常快速，且这一趋势已持续多年。然而，当前政府在项目选择上持审慎态度，导致多地出现了项目延期开工的现象。这些项目的设计和实施不仅要与国家发展战略保持一致，促进产业升级和提升应对自然灾害的能力，还必须确保在环保和融资方面的可持续性。鉴于地方政府在融资方面的能力有限，中央政府需要提供额外的资金支持和增加转移支付，以确保这些关键项目的顺利启动和持续运作。

总的来看，今年一季度，基础设施建设和制造业构成了经济增长的主要驱动力。

二、中国经济面临的三大挑战

房地产市场的下行压力是目前经济面临的主要风险之一。房地产一季度整体表现与去年相比有所下降，这表明房地产市场已进入一个新的下行周期，市场在某种程度上呈现出僵持状态。由于过去两到三年内，新开发住宅项目的数量有限，市场的主要活动集中在确保已承

诺的住宅项目能够按时交付。过去一至两年中，保交楼的进度有所加快，同时，被列入白名单的项目也被要求尽快完成。因此，近几个月市场上出现了大量新房源，导致短期内供应过剩的局面难以改变。由于房价持续下跌，消费者购买意愿降低，普遍持观望态度。但在一些大城市中，优质楼盘和区域的出现促进了一定程度的交易活动。根据市场成交数据，成交房屋的平均价格相对较高，且在许多地区，房价下跌的趋势放缓，甚至出现了回升。特别是有外资参与的房地产开发商，其楼盘销售情况较为良好。尽管市场存在观望情绪，但需求依然存在。考虑到社会的基本需求，如结婚和生育，人们仍然需要购买住房。过去两到三年的滞后需求已经积累了一段时间，**预计在未来两年内，房地产市场经历大约四年调整期后，2025年底供需关系可能会发生转变**，届时市场上的保交楼项目将基本完成，供给可能无法跟上需求的增长，从而可能导致市场出现反弹。**这种反弹并不意味着市场会直接回到2020年的高点，而是形成一个新的较低水平的均衡状态，这一状态将基于“房住不炒”的原则。**

在消费方面，消费活动已呈现恢复态势。根据统计数据，一季度人均可支配收入的增长率为6.2%，而社会消费品零售总额的增长率则为3.1%，为收入增长率的一半。人均消费支出的增长在一季度达到8.3%，超过了收入增长速度。在疫情后的较长一段时期内，消费支出的增长速度一直低于收入的增长速度。**所以，当前经济和消费活动正在逐步回归正常化。在收入构成中，越来越多的部分被用于消费，反映出公众消费意愿增强。**然而，深入分析消费的构成可以发现，商品零售的增长幅度低于收入增长，不足5%。**而居民部门支出的主要增长点来自于服务性消费，特别是出行需求的增长较为显著**，这既是因为人们需要外出进行商务活动，开发新的市场机会；也是因为疫情后公众对于外出的需求增加。一季度国内铁路和航空客运量均达到了历史同期的高点，与疫情前相比出现了根本性的变化。此前，我国中产阶级中有相当一部分人选择出国旅行，而现在则主要以国内旅行为主。在国际航线方面，今年一季度的旅客运输规模已恢复至2019年同期的78%，相较于去年有显著改善。然而，由于中美竞争以及其他因素的影响，国内外商贸往来和人员往来的恢复进程相对缓慢。

服务性消费增长的一个重要因素是房地产。房地产市场的繁荣与财富效应紧密相关，即房价上涨时，人们感受到财富增加，从而增加了消费意愿。而当前房价的下降实际上迅速释放了资金，促使部分人群推迟了房地产投资计划。这直接表现在商业银行的居民储蓄水平较高，其中一部分储蓄已经转化为消费支出。举例来说，如果原来需要800万购买的房产现在仅需500万，消费者手中的现金就多出300万。在当前国内通胀率较低背景下，消费者可以用更少的资金购买到相同甚至质量更高的商品。**因此，房价下跌对大众在服务领域的消费能力**

具有积极的间接影响。特别是在2023年一季度后，这种趋势变得更加明显，娱乐、文化、旅游等服务业逐渐成为城市服务业中表现最为突出的部门。这说明房地产市场的变化不仅直接影响居民的资产配置，还可能通过资金释放和消费结构调整，对服务业特别是服务性消费产生积极的推动作用。

产能是另一个值得深入讨论的问题。近期，美国财政部长耶伦访问中国时提到了产能过剩问题。在经济学理论中，产能过剩往往被视为一个伪命题。理论上，只要价格设定合理，不存在无法销售的商品，价格调整是解决产能过剩问题的一种有效手段。然而，对产能过剩的评估需要从多角度进行。在某些情况下，产能过剩可能是一个短期现象，随着市场需求的增长，过剩的产能将逐渐被市场消化。以造船业为例，五六年前该行业曾面临严重的产能过剩问题，但当前已成为一个炙手可热且持续增长的行业，造船商手中的订单量已超出其承接能力，表明产能过剩问题得到有效转化。而对于某些行业，尤其是那些面向未来的绿色产业，过去三四年中的超前投资现象十分明显，导致了大量新增产能。尽管全球需求足以超过中国的产能供给，但要实现这一目标，必须确保世界市场的开放性。目前，国内市场仍然是消费的主力，但随着时间的推移可能将越来越多地依赖于海外市场的需求。

中国一季度工业产能利用率为79%，是自2017年以来的最低水平。2016年，当时工业产能利用率较低的背景是供给侧结构性改革的实施。该轮改革主要针对煤炭、钢铁、水泥和石墨烯等行业的产能过剩问题，同时也涉及到环境污染问题，这些问题在改革过程中已基本得到解决。当前，中国正面临房地产市场下行的压力，导致传统行业的产能再次超出市场需求，从而出现了新的过剩现象。然而，在高新制造业领域，中国正面临全球需求增长的制约。由于超前投资，部分产能处于闲置状态。特别值得关注的是汽车制造业，一季度的产能利用率仅为65%，较2023年全年平均水平下降了10个百分点。一般来说，产能利用率低于70%即可视为存在闲置产能。目前汽车制造业的产能利用率已降至2016年以来的最低点（排除疫情初期的特殊情况），同时汽车行业的库存水平也达到了历史新高，库存水平的快速上升始于2020年底，并持续增长至今。所以，开发新的市场成为缓解当前产能过剩和库存积压问题的关键策略。

三、低通胀环境下的货币政策

根据最新数据，国内一季度CPI在3月份呈现下降趋势，整个季度的通胀率维持在0%左右，预示着低通胀环境可能会持续存在。这不仅与国内需求不足有关，也体现了工业部门向消费

部门转移低通胀的问题。目前，工业产品普遍存在价格竞争，这与国内强大的生产能力及内需不足的现状密切相关，导致消费品和工业品价格面临下行压力。在CPI的构成中，与民生密切相关的医疗保健、教育、旅游等，其价格相较于2023年初有所上升。此外，服装价格也有所上涨，尽管这一部分在CPI中的比重较小。另一方面，自2023年第三季度以来，房租价格持续下降，这反映了中国人口流动速度的减缓。在汽车行业，尤其是中低端市场，价格战仍在持续，多家车企继续降价，这表明低通胀环境可能会在一段时间内持续。

此外，当前的货币政策以防风险为主，中美之间的利率差异处于历史高位，且短期内不太可能降低，这限制了国内的流动性，从而减少了货币政策“放水”的可能性。目前，货币政策倾向于采取结构性、针对性的精准调控措施。尽管市场普遍预期会有降息，但政策讨论更多集中在降准上。所以，在接下来一段时间，资本仍然将从传统行业流向高新技术行业。另一方面，由于低通胀环境的持续，私营部门，尤其是消费品部门，可能会面临一定程度的投资不足，这会对收入增长造成限制。在银行业层面，由于部分银行高度暴露于房地产和地方政府债务的风险之中，今年银行的风险防控成为首要任务。预计会有小银行的整合，甚至新设地区性银行吸收部分区域性银行，这意味着信贷发放不会过于激进。因此，今年信贷扩张的总量可能会受到一定限制。整体而言，风险防控仍然是今年银行业的首要目标。

肖立晟：2024年中国经济的复苏态势与关键问题分析

肖立晟 中国社科院世经政所全球宏观经济研究室主任

以下观点整理自肖立晟在 CMF 宏观经济月度数据分析会（总第71期）上的发言

一、宏观经济的复苏态势

当前经济呈现出显著的复苏迹象，但需求侧仍面临若干挑战。今年一季度实际 GDP 同比增长5.3%，超出了市场4.6%至4.9%的预期范围。其中，工业部门尤其是制造业的复苏速度较快，其投资增速显著超出了市场预期，1-3月制造业累计同比增长9.9%，相较于2023年全年的6.5%有所提高，装备制造业和消费品制造业的投资均呈现快速增长的趋势，制造业部门的复苏与海外需求的超预期增长有一定关联。

然而，内需的主要拖累因素在于房地产部门。根据其他国家的经验，从高点到底部的下降周期通常持续两至三年，所以我国房地产行业的调整过程已接近尾声。自2021年起，我国房地产市场的调整期已持续约两至三年，且开工数据、投资额以及销售量均出现了40%至50%的下降。与美国次贷危机、欧洲债务危机以及日本90年代后期的调整相比，下降幅度基本接近下限。但我国的房价从高点下跌了约20%，与其他国家相比存在一定差异。例如，美国在次贷危机后实施了强有力的救市措施，但房价仍然下跌了20%以上，若没有及时的政策支持，房价的下跌幅度可能会更大。从数量上看，我国房地产行业的调整已到达底部区间，但价格方面有一定的调整空间，该行业仍存在较大的不确定性。

总体而言，经济触底的迹象日益明显，但是否能够迅速反弹并恢复上行趋势，仍存在较大的不确定性。经济重新进入上行通道需要一段时间，目前更可能处于一个反弹并逐步企稳的过程。如果房地产行业能够实现反弹并企稳，且不出现系统性风险，那么宏观经济在今年下半年之后的预期将更加乐观，市场信心也将随之增强。

二、当前经济环境下的关键问题

在当前经济环境下，有几个关键问题值得我们关注。第一，实体经济的融资意愿面临压力，即融资需求不足。据最新数据显示，3月份社会融资规模的同比增长率下降了8.7%，创下了有统计记录以来的新低。一方面，总体需求低迷；另一方面，企业对信贷的真实有效需求

有所减少。当票据融资的占比过高时，意味着企业将信贷中的票据更多地用作资金管理工具，而非用于实体经济的需求。

第二，部分行业的产能利用率持续下降。尽管制造业正处于快速扩张阶段，但数据显示，第一季度的产能利用率下降了2.2个百分点至73.8%，仅略高于2020年同期水平，这一下降趋势可能对产品价格产生压力。自前年起，产品在很大程度上受到上游支撑。上游价格之所以能够保持稳定，一方面得益于海外需求的增加，另一方面则归因于上游行业较高的产能利用率。上游行业中某些部门的供给具有刚性特征，即便需求有所下降，生产活动仍在继续，从而在一定程度上支撑了价格水平，铁矿石市场便是一个典型的例子。产能利用率的下降可能导致上游原材料，尤其是大宗商品价格出现下降趋势，将对整体价格水平造成明显压力。类似情况曾在2014年出现，产能利用率的下降引发了上游供给的减少。

第三，居民消费问题。目前居民消费呈现稳定且逐步增长的趋势，但从长期趋势来看，自2019年起，即我国经济高质量发展的起始年，由于居民收入有所下降，居民消费总体处于恢复阶段。与2019年之前相比，当前的消费增长水平仍有较大差距。在这一恢复过程中，维持经济的基本稳定至关重要，确保居民收入水平能够保持稳定增长，进而促进消费者信心指数的稳步提升。尽管消费者信心指数连续数月呈现回升态势，但并未达到2023年初的水平，当前指数仍低于90%。因此，保持消费者信心指数的稳定将是未来工作中需要特别关注的一个方面。

目前资产价格方面有两个突出的异常现象。一是黄金价格的独立行情，由于黄金本身没有生产性收益，其价格通常与美国的实际利率呈负相关关系。然而，近期黄金价格突破了过去四年的高点，同时美元指数和美国实际利率也在同步上升。黄金价格上涨背后的驱动力是什么，以及这一现象对下一阶段全球宏观经济环境可能产生的影响，已经成为一季度引起广泛关注的问题。截至目前，尚未给出令人满意的解释，这一现象背后可能涉及国际政治环境的复杂因素。尽管如此，当前的黄金价格走势至少为我们提供了潜在风险的提示。

二个是国内债券市场的三十年期国债收益率及其期货价格屡创新高，而三十年期国债的利率则屡创新低。类似情形曾在2020年疫情初期出现，三十年期国债收益率迅速下降，一度触及MLF的水平值，与政策利率形成交点后迎来了快速反弹。最近一段时间政策利率基本保持稳定，而三十年期国债的收益率却从3%左右迅速下降至2.4%。在政策利率保持相对稳定的情况下，三十年期国债收益率的快速下降，以及一年期MLF利率与三十年期国债收益率在一

季度的交叉现象，表明债券市场上存在一定程度的资产需求错配。根据相关信息，主要问题是地方性金融机构，如农村商业银行和城市商业银行对于地方的信贷需求难以匹配。由于地方存款过剩而信贷需求不足，这些机构无法进行跨境信贷投放，因此大多数时候选择购买无风险资产，反映出信贷需求方面存在进一步提振的空间。同时，这也暗示了资产价格以及整个宏观经济有提振需求的空间。

回顾近期的经济运行和资产价格走势，现行政策仍具备较大的操作空间。当前货币政策领域仍留有余地，然而，我们更期望外部环境能够进一步稳定，以便为货币政策提供更大的政策博弈空间。若利率下降速度过快，可能会引起不必要的风险。历史经验表明，利率的急剧下降可能会引起流动性和汇率的波动，尽管这些波动通常是短期的，但仍可能引起市场的广泛关注。在外部环境较为有利的条件下，货币政策的宽松空间有望进一步扩大，这将对国内信贷需求产生积极的提振作用。从财政政策的角度来看，未来阶段应向地方政府提供更多的支持。目前，地方政府正面临较大的财政压力，由于财政支出在很大程度上取决于收入情况，如果地方政府的财政收入无法得到土地财政的有效支持，那么就需要通过转移支付或扩大财政自主权等措施来为地方政府提供更大的操作空间，从而激发其发展潜力。因此，预计下一阶段地方政府的财政收入将获得更多政策层面的配套支持。

第四，汇率和价格问题。就价格走势而言，CPI 和 PPI 的整体趋势基本符合年初市场预期。但如果产能利用率未能得到有效提升，将对上游产品价格产生不利影响。所以，产能利用率的有效提升对于维持价格水平的稳定至关重要，这将为整体经济提供有利环境。外汇市场表现相对乐观，在海外经济超预期增长的情况下，尽管美元指数有所上升，但再创新高的可能性偏低。预计今年美国货币政策呈紧缩趋势，财政政策不会比去年更为扩张，美国经济将经历软着陆过程，不太可能出现快速上行的局面。因此，美元可能会呈现震荡走势。在美元震荡行情的背景下，人民币汇率面临机遇，如果能够得到国内经济基本面的支撑，外部资本的重新流入将为国内货币政策开辟新的空间。

总体而言，当前宏观经济整体呈现出复苏趋势，但也存在不容忽视的风险因素。若能够有效识别并控制这些风险，可以预期在未来一段时间，中国经济将实现快速改善。



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 中国人民大学立德楼1104
Add: 1104, Lide Building, Renmin University of China,
59 Zhongguancun Street, Haidian District, Beijing, PR.China



网站: <http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号: