



# 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6月) (第73期)

## 复苏进程中稳步向前的中国宏观经济

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6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73期

# 复苏进程中稳步向前的 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

# 复苏进程中稳步向前的 中国宏观经济

报告人：秦聪

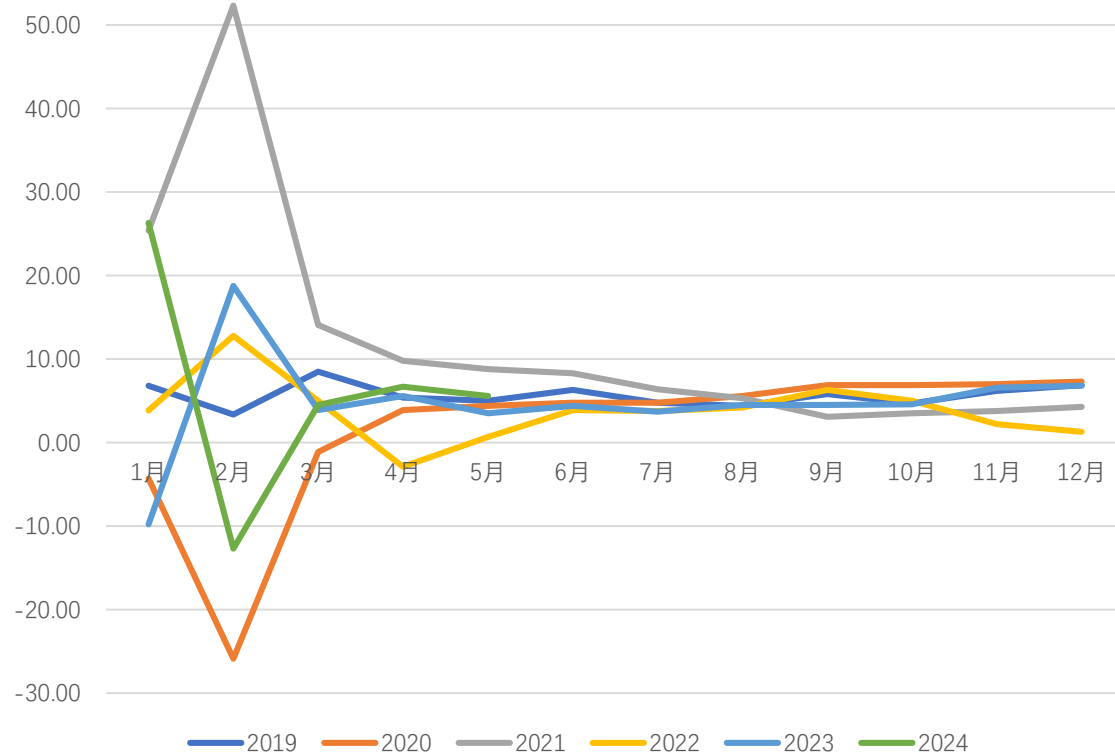
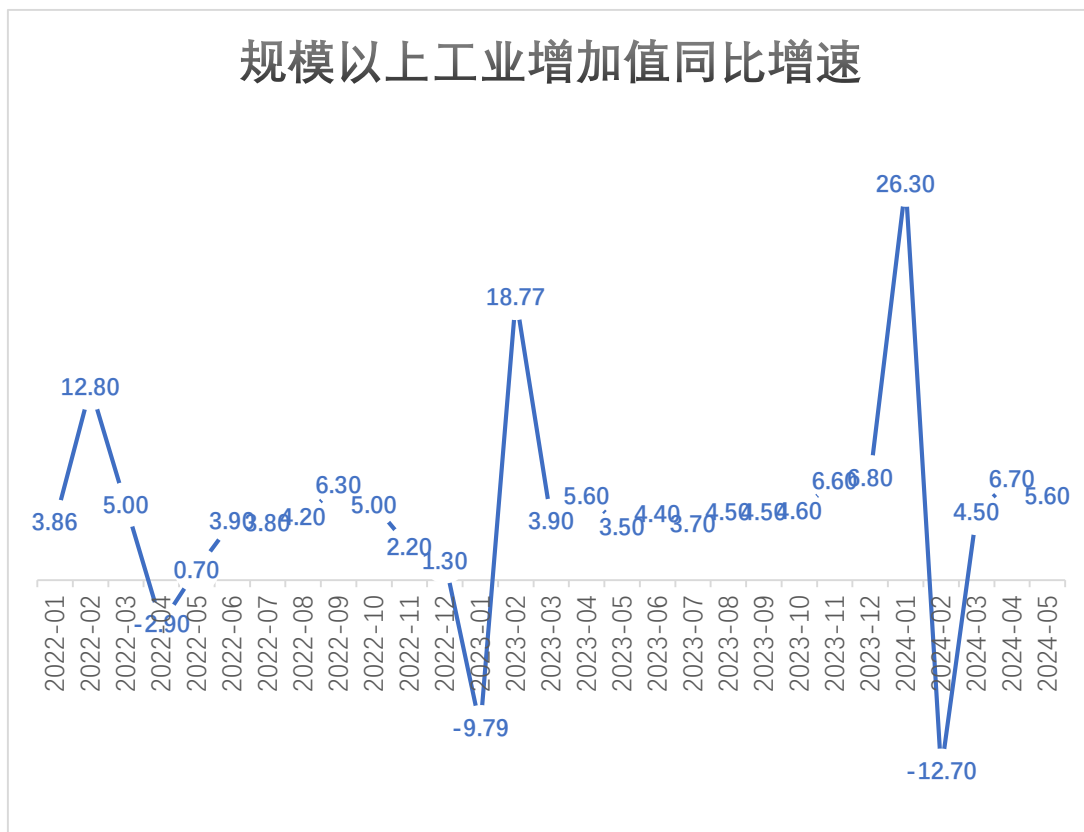
2024年6月19日

# 目 录

- 一、稳步向前与压力并存的中国宏观经济
- 二、对于“三驾马车”的一些研判
- 三、政策建议

# 1.1. 工业生产恢复减缓，行业分化依旧明显

➤ 特征1：工业生产恢复减缓，但仍处于同期高位。



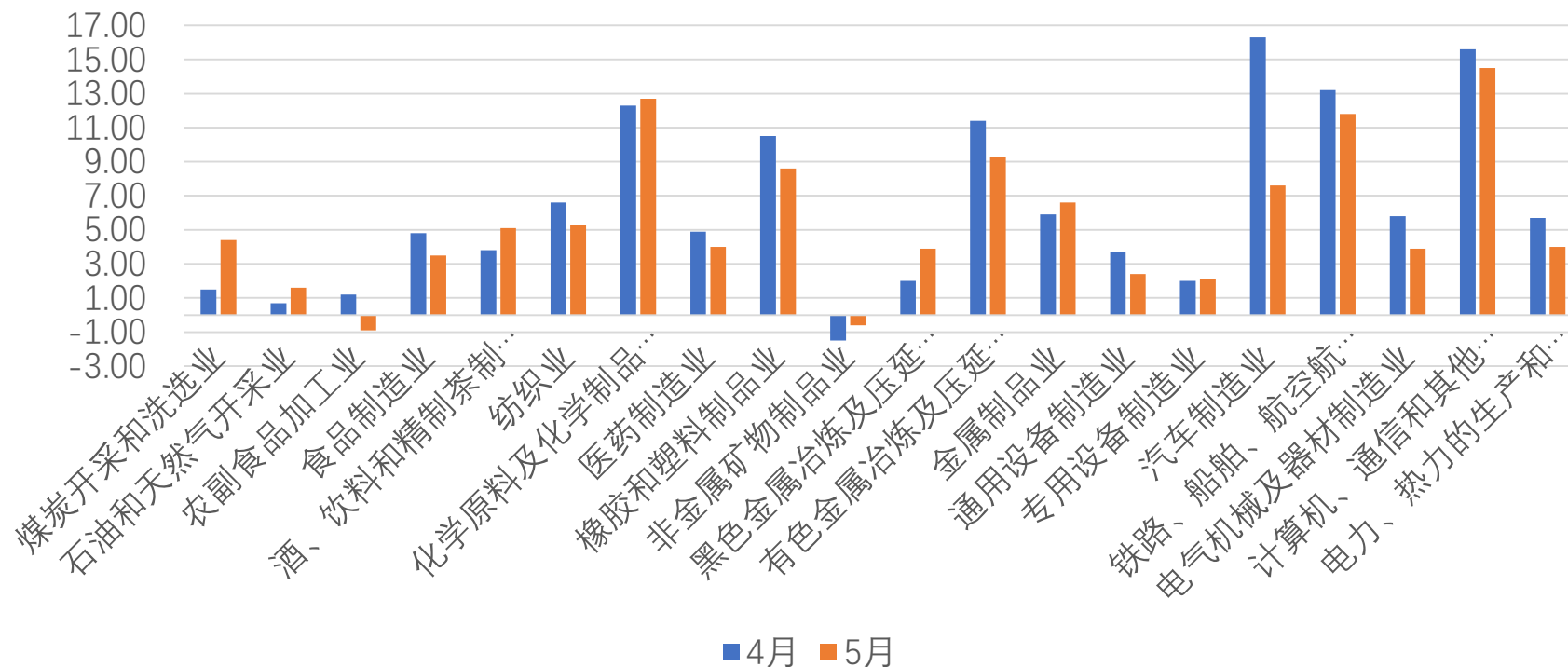
# 1.1. 工业生产恢复减缓，行业分化依旧明显

- **特征2：受价格影响，采矿业增加值增速有所加快。**
  - 煤炭开采和洗选业当月同比增速4.4%，较上月提高2.9个百分点；
  - 石油和天然气开采业当月同比增速1.6%，较上月提高0.9个百分点。
- **特征3：制造业增加值增速放缓，但仍发挥“压舱石”作用。**
  - 规模以上装备制造业增加值同比增长7.5%，增速连续10个月高于全部规上工业平均水平，对全部规上工业增长贡献率达45.7%。
  - 对外需依赖度较高的行业增速普遍下滑。

门类	5月	1-5月
采矿业	3.6	2.0
制造业	6.0	6.7
高技术产业	10.0	8.7
装备制造业	7.5	7.5
电力、燃气及水的生产和供应业	4.3	6.2

# 1.1. 工业生产恢复减缓，行业分化依旧明显

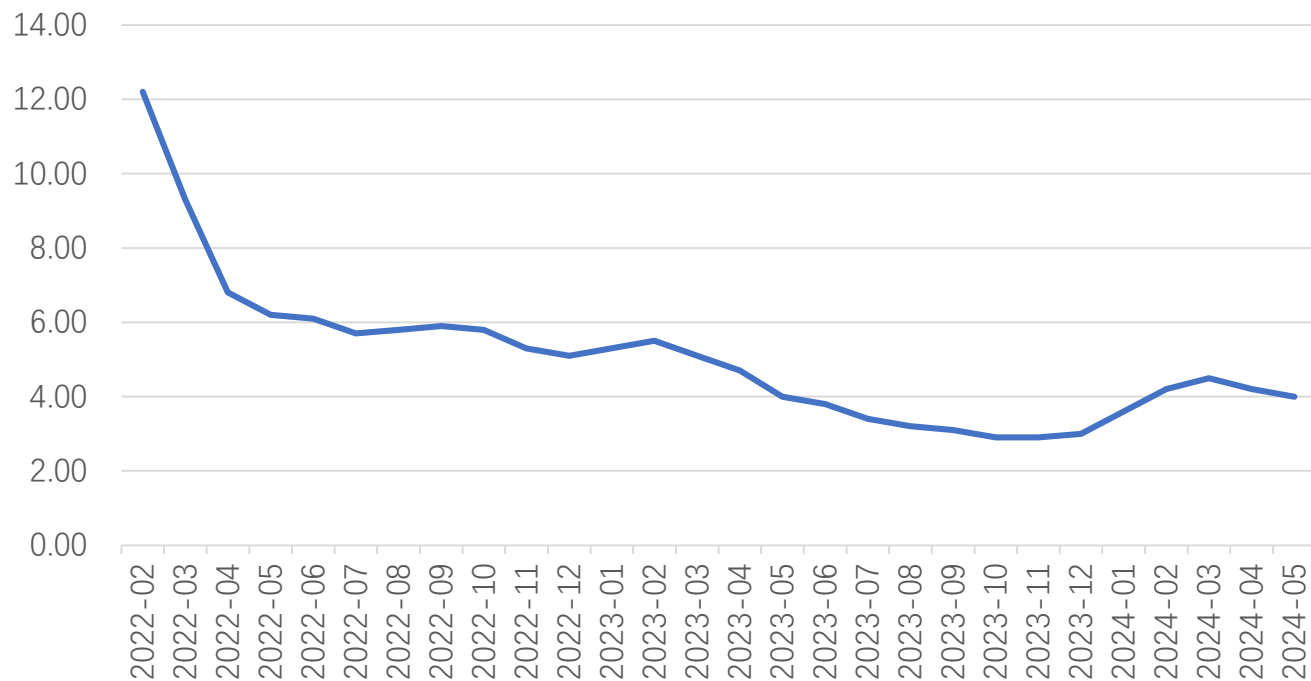
➤ 特征4：高技术产业喜忧参半。



## 1.2. 固定资产投资规模扩大，高技术产业投资增长较快

- 特征1：固定资产投资增速不及预期。
- 1-5月份固定资产投资同比增长4.0%，增速较前值下滑0.2个百分点。

固定资产投资完成额:累计同比





## 1.2. 固定资产投资规模扩大，高技术产业投资增长较快

- 特征2：民间投资动力不足。
- 分投资主体看，1-5月民间固定资产投资累计同比0.1%，扣除房地产开发投资同比增长6.9%，均与小幅低于前值。国有控股企业固定资产投资为7.1%，较前值下滑0.3个百分点。分产业来看，第一产业累计增速较前值提升1.1个百分点，二三产业均较前值小幅下滑。

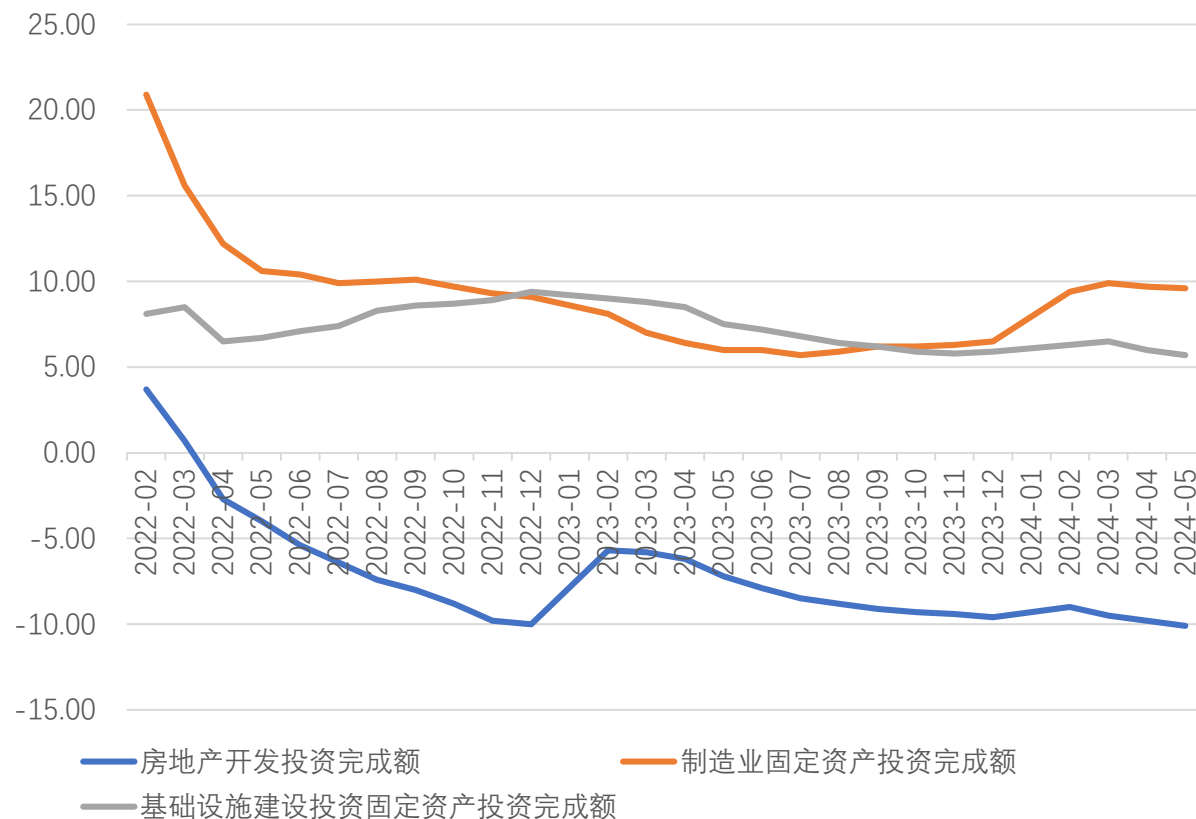
投资主体	2024年1-5月	2024年1-4月
民间投资	0.10	0.30
国有控股	7.10	7.40

产业	2024年1-5月	2024年1-4月
第一产业	3.00	1.90
第二产业	12.50	13.00
第三产业	0.00	0.30

## 1.2. 固定资产投资规模扩大，高技术产业投资增长较快

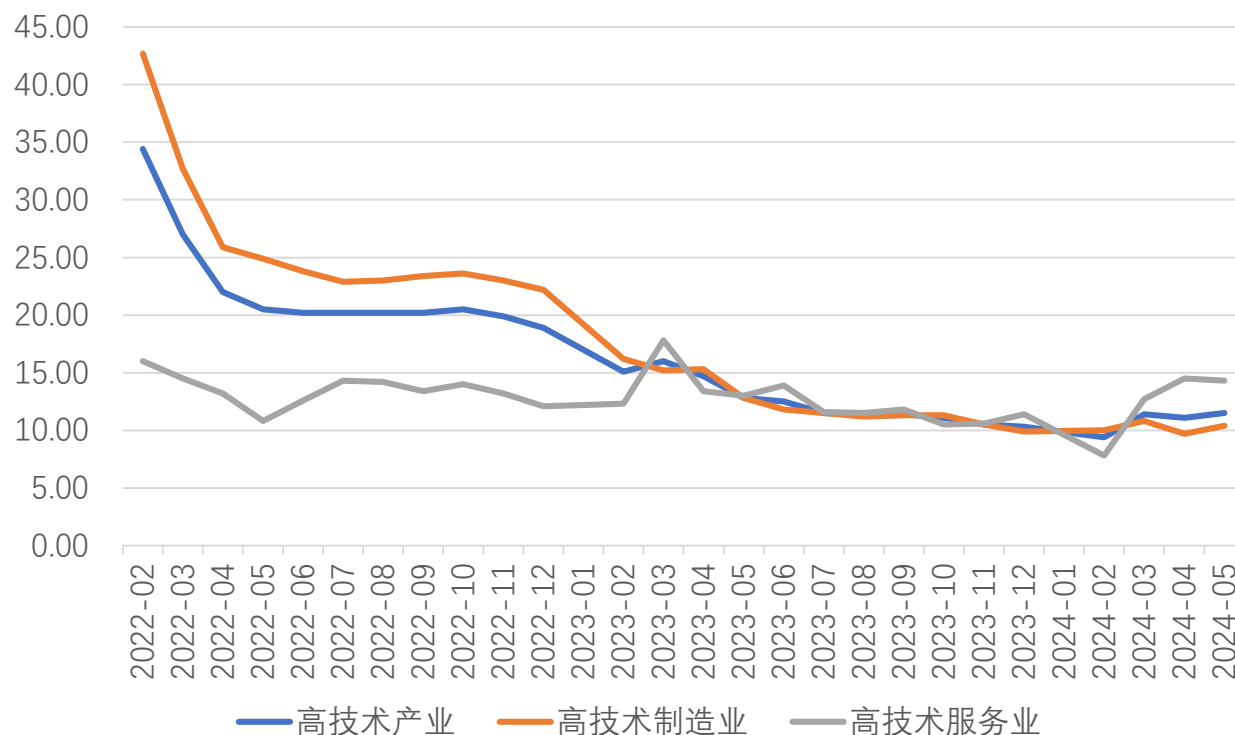
### ➤ 特征3：制造业投资回升、基础设施投资加快、房地产投资不振。

- 1-5月制造业投资累计同比增速9.6%，较前值下滑0.1个百分点。5月当月制造业投资增速同比为9.4%，较上月（9.3%）提高0.1个百分点。
- 1-5月基础设施投资同比增长5.7%，低于前值0.3个百分点，降幅收窄；当月基础设施投资同比增长4.9%，低于前值（5.1%）0.2个百分点。
- 房地产投资同比增速为-10.1%，较前值下降0.3个百分点，降幅持平。



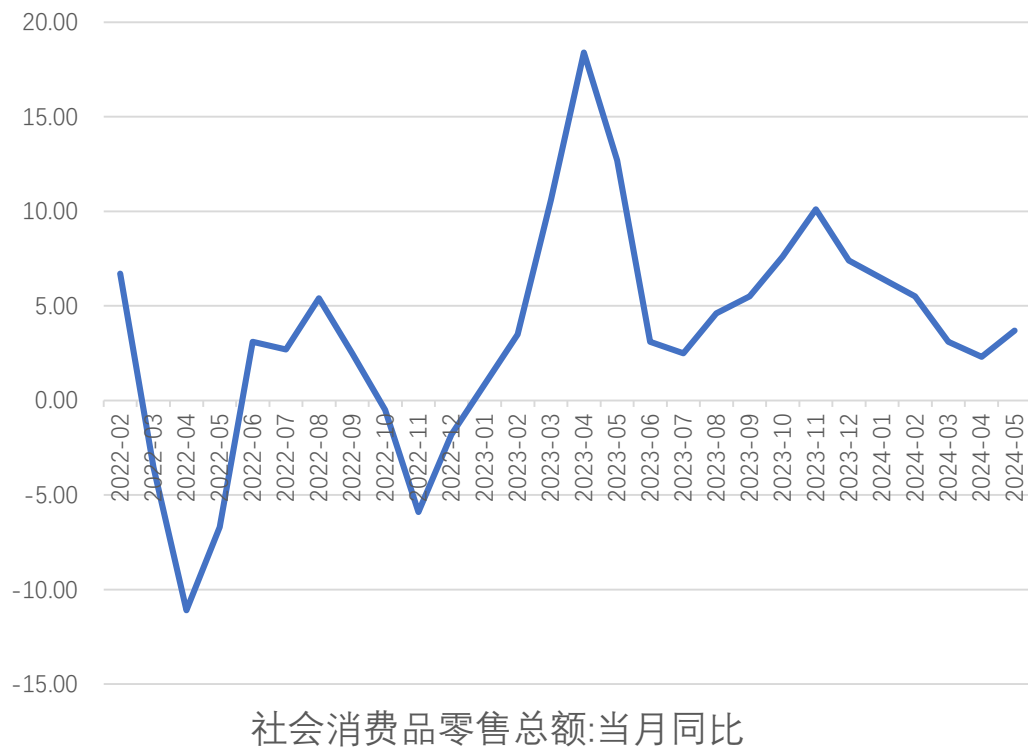
## 1.2. 固定资产投资规模扩大，高技术产业投资增长较快

- 特征4：高技术产业增速加快，新动能新优势不断发展壮大。
- 1-5月高技术产业投资同比增长11.5%，高于前值0.4个百分点，其中高技术制造业和高技术服务业投资均实现两位数的增速。

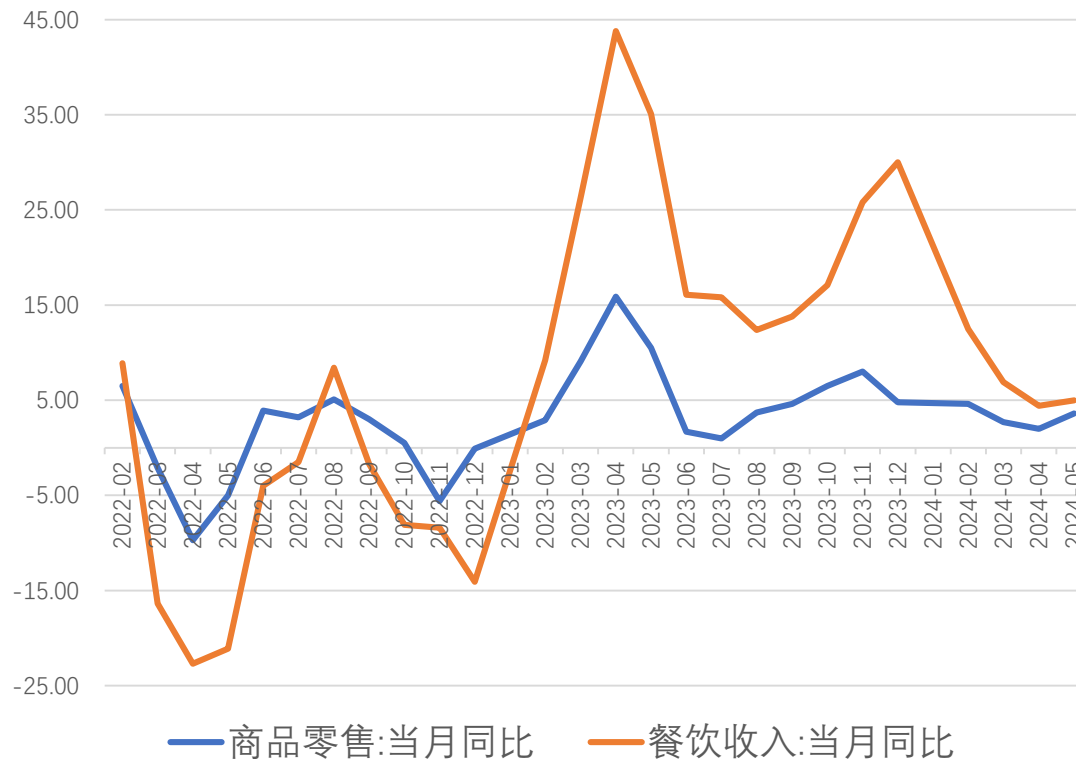


# 1.3. 消费增速回升，升级类商品增长较快

➤ 特征1：市场销售增速回升。



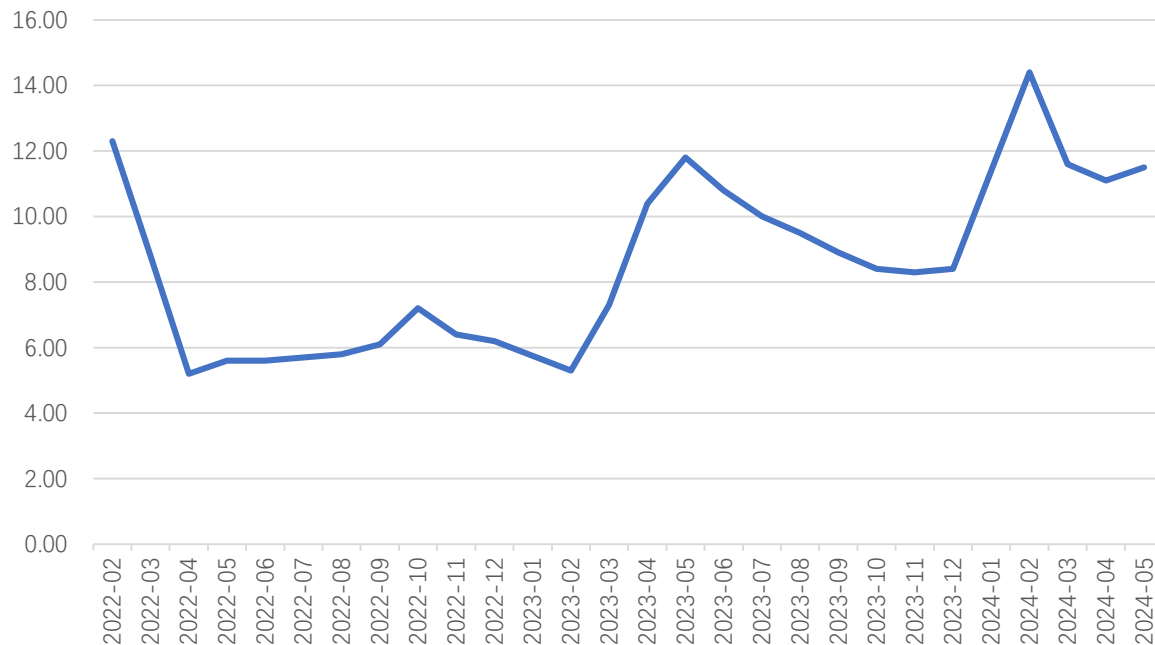
➤ 特征2：商品消费和餐饮消费增速有所回升。



## 1.3. 消费增速回升，升级类商品增长较快

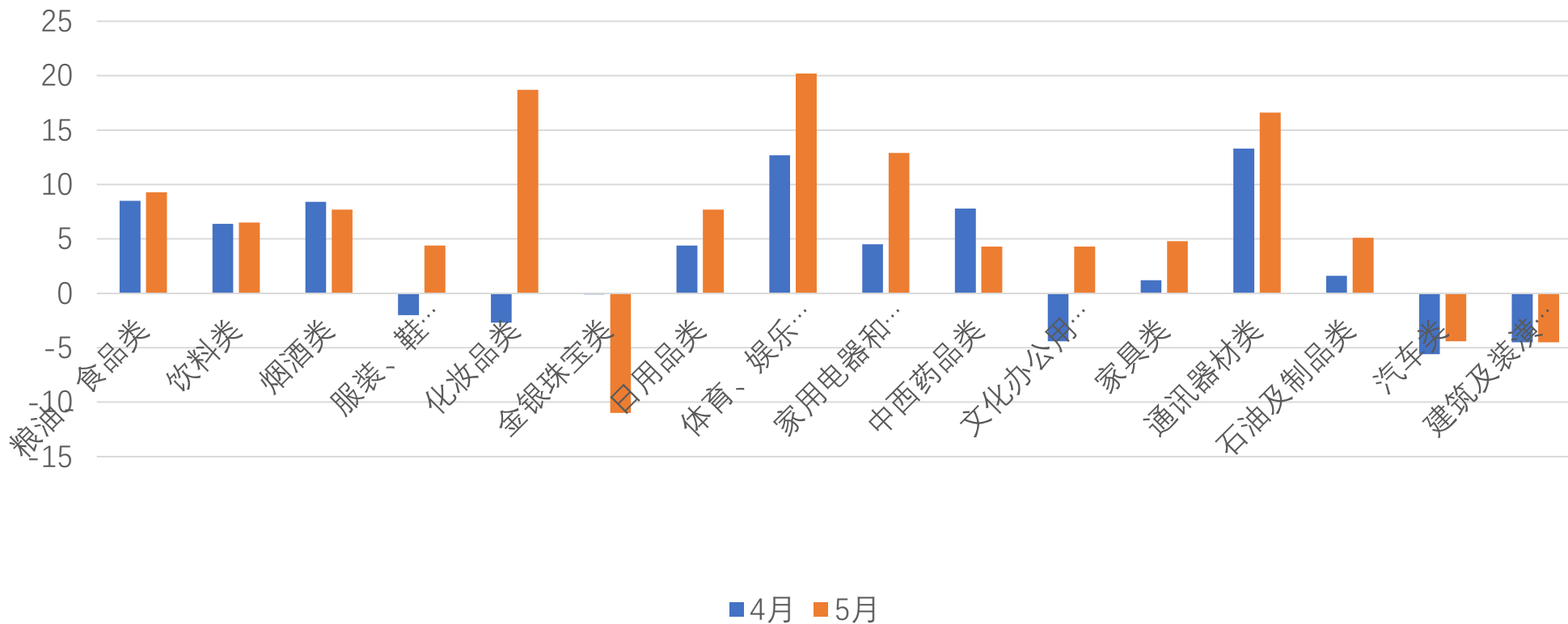
- 特征3：线上消费增长明显。
- 1-5月份，实物商品网上零售额同比增长11.5%，较1-4月同比上升0.9个百分点；且占社会消费品零售总额的比重为24.7%，比1-4月份提高0.8个百分点。
- “618”电商和直播平台促销活动提前。

实物商品网上零售额:累计同比



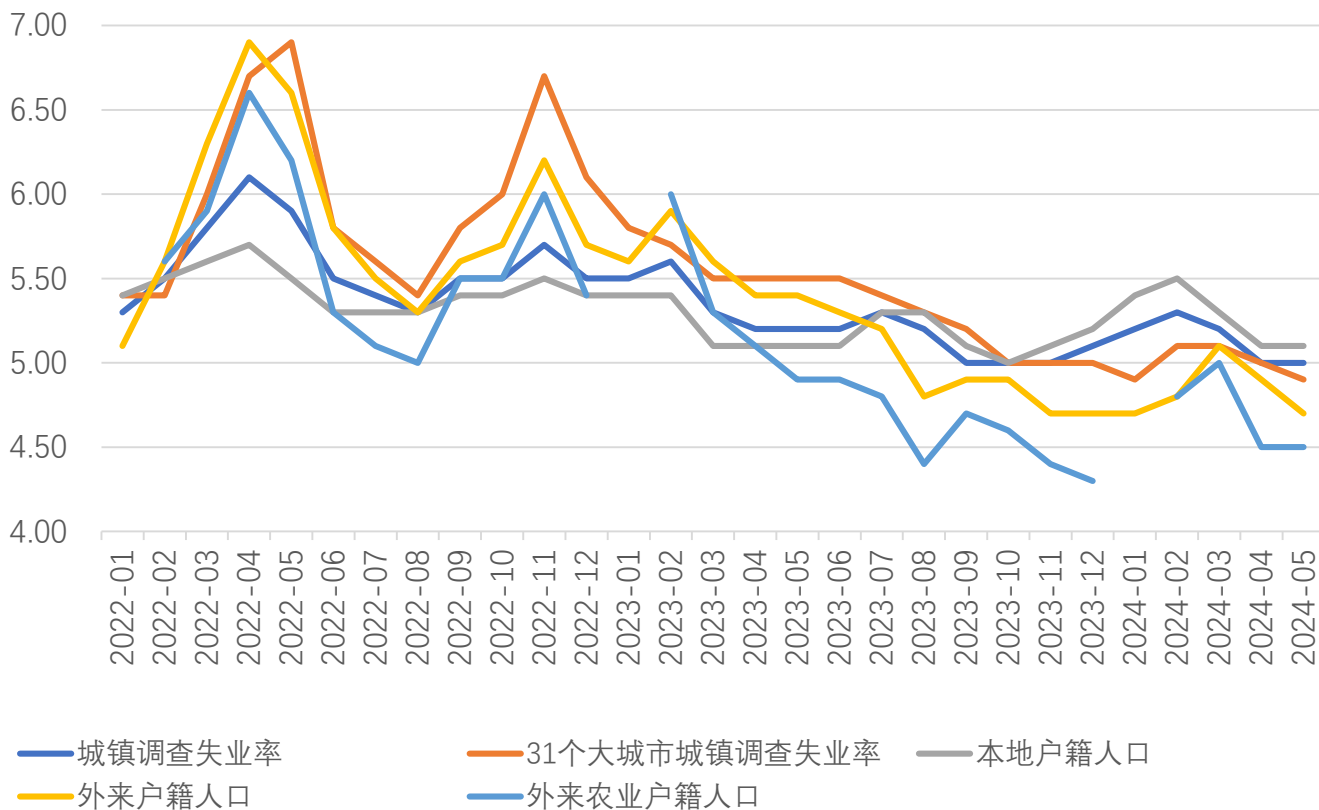
## 1.3. 消费增速回升，升级类商品增长较快

➤ 特征4：必需消费品类表现较好，可选消费品类中部分升级类商品销售增长较快。



## 就业形势总体稳定，城镇调查失业率同比下降。

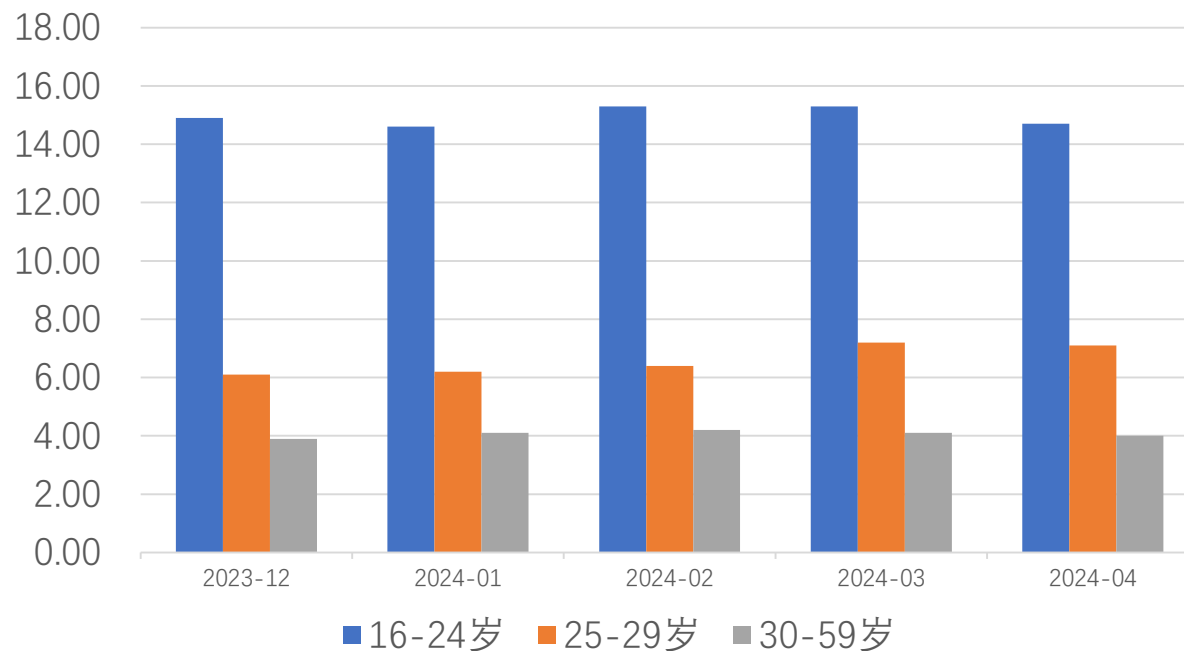
- 5月份，全国城镇调查失业率为5.0%，与前值持平；31个大城市城镇调查失业率为4.9%，较前值下降0.1个百分点。
- 本地户籍劳动力调查失业率为5.1%，与前值持平；外来户籍劳动力调查失业率为4.7%，较前值下降0.2个百分点，其中外来农业户籍劳动力调查失业率为4.5%，与前值持平。



# 就业形势总体稳定，城镇调查失业率同比下降。

- 4月份，各年龄组的失业率均有所下降
- 16-24岁群体的失业率较前值下降了0.6个百分点。

劳动力调查失业率(不含在校生)





# 1.4. 多因素支持出口好于预期，进口回落反映内需仍然不足

## 2024年5月外贸总体情况

按美元计价：进出口5220.7亿美元，同比5.1%，较上月上升0.7个百分点。

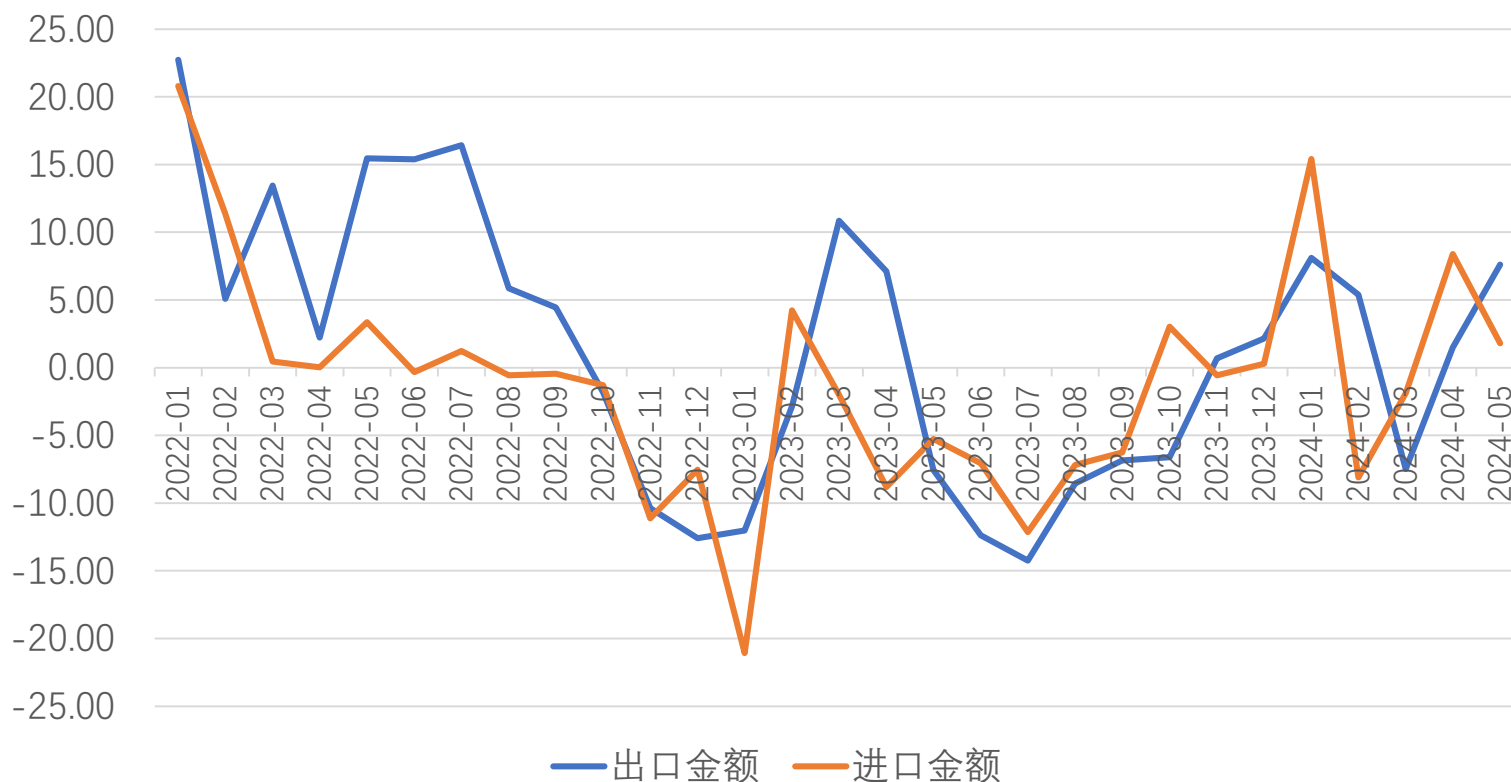
出口3023.5亿美元，同比7.6%，较上月上升6.1个百分点。

进口2197.34亿美元，同比1.8%，较上月回落6.6个百分点。

贸易顺差826.2亿美元，连续三个月扩大。

## 1.4. 多因素支持出口好于预期，进口回落反映内需仍然不足

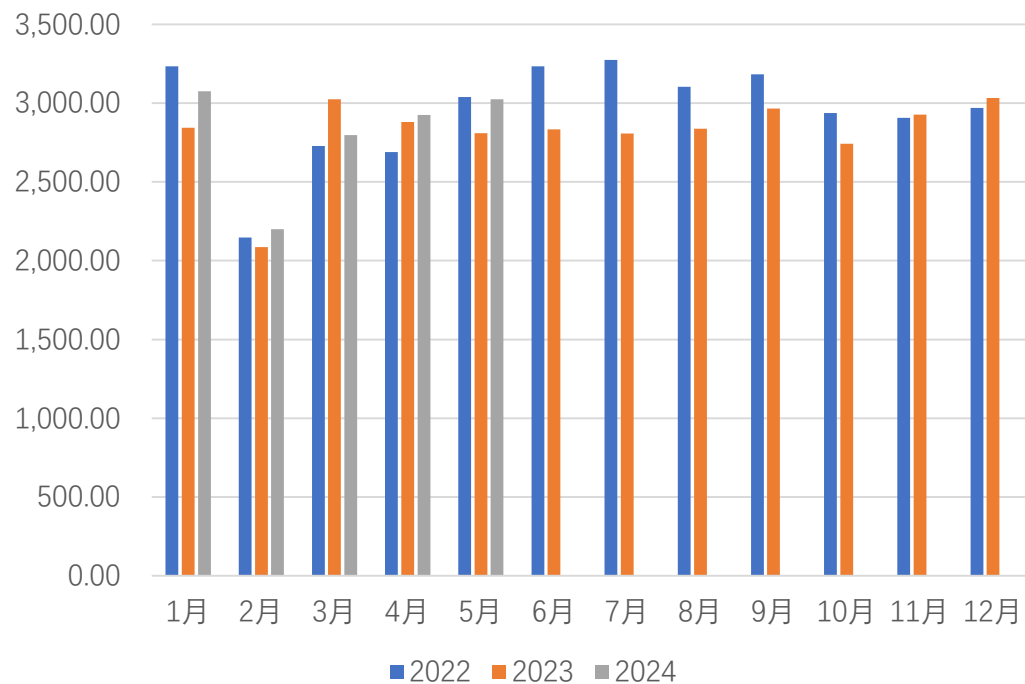
➤ 特征1：5月出口同比增速7.6%，好于市场预期（彭博一致预期为5.7%）。



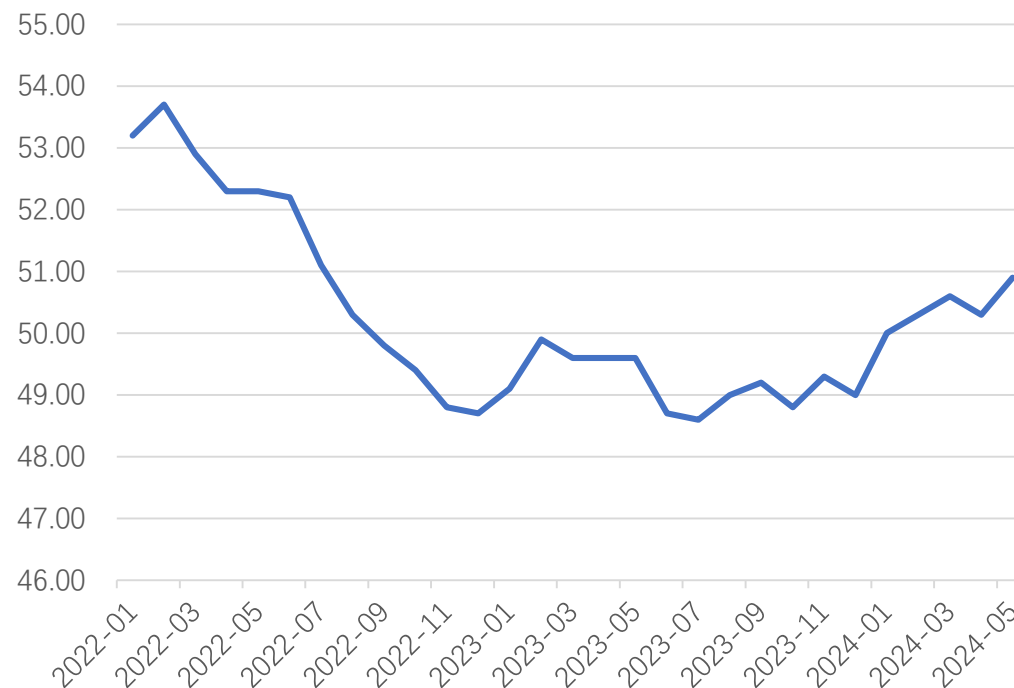
# 1.4. 多因素支持出口好于预期，进口回落反映内需仍然不足

➤ 特征2：出口超预期增长的原因：去年同期基数较低，全球制造业回暖，叠加抢出口。

出口金额(美元)



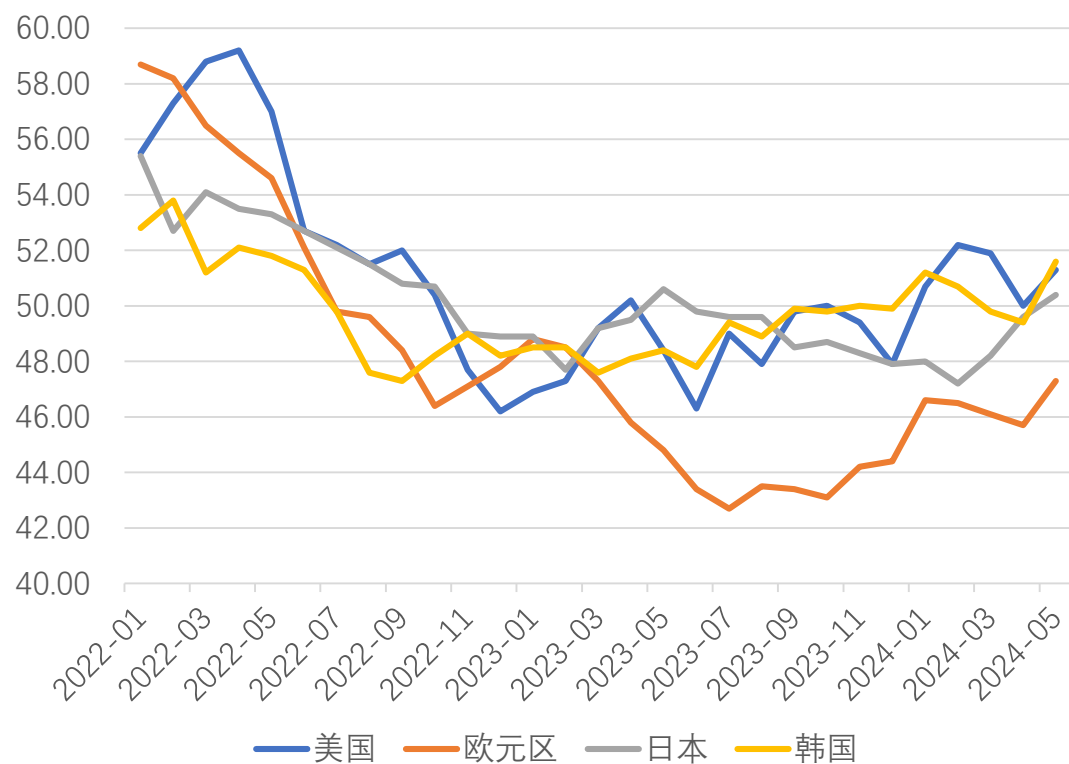
全球制造业PMI



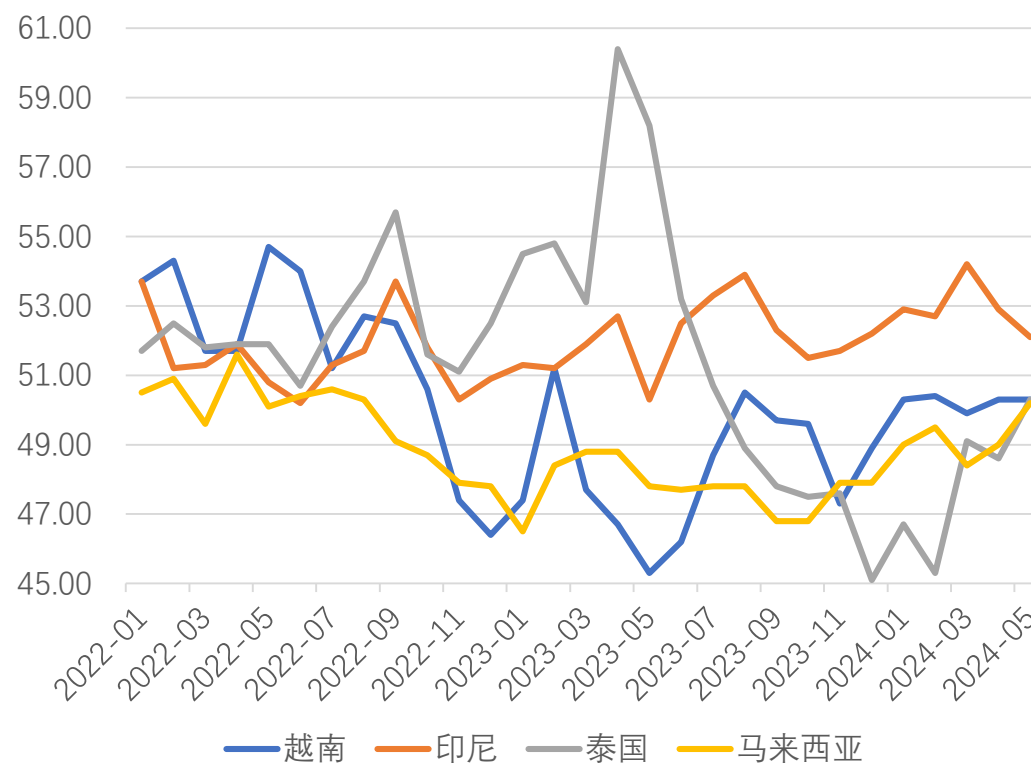
# 1.4. 多因素支持出口好于预期，进口回落反映内需仍然不足

➤ 特征2：出口超预期增长的原因：去年同期基数较低，全球制造业回暖，叠加抢出口。

主要发达经济体制造业PMI

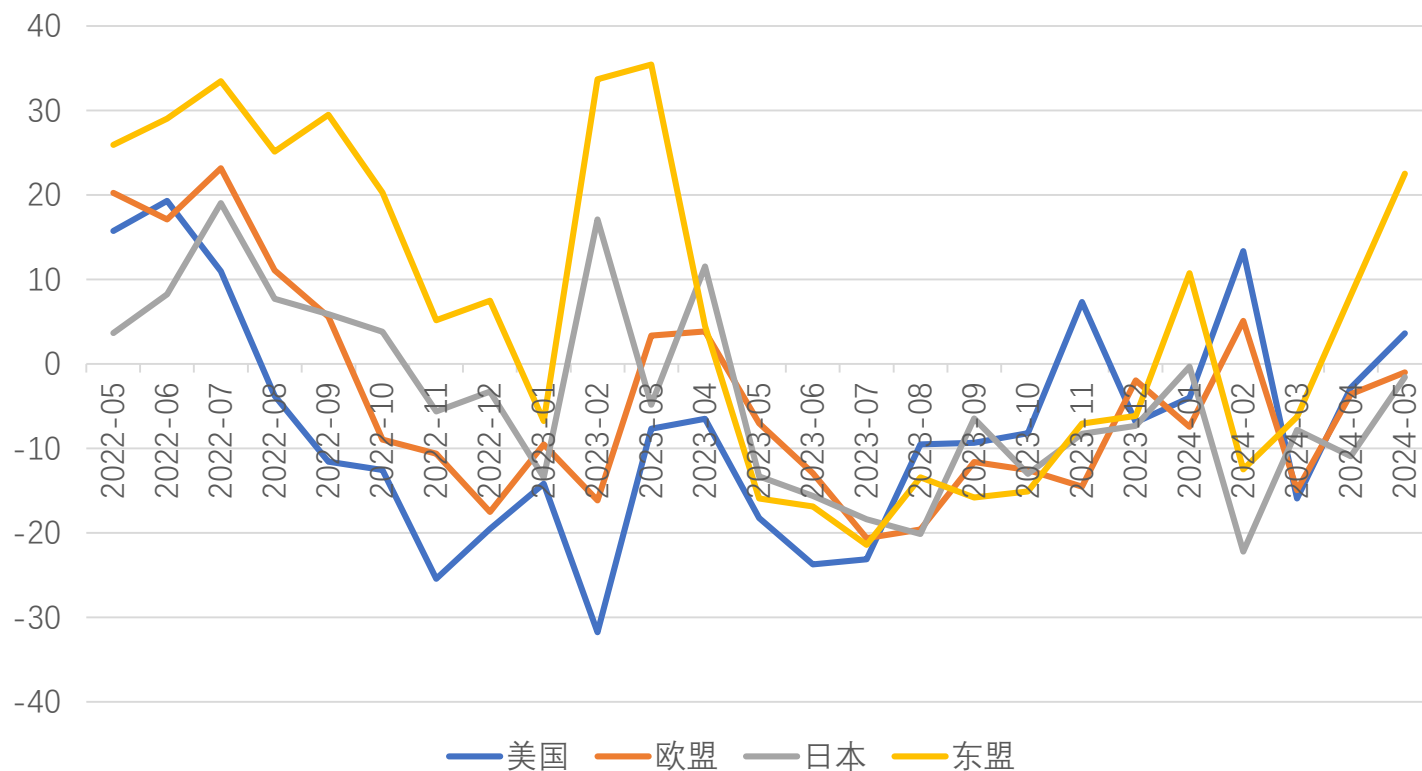


东盟国家制造业PMI



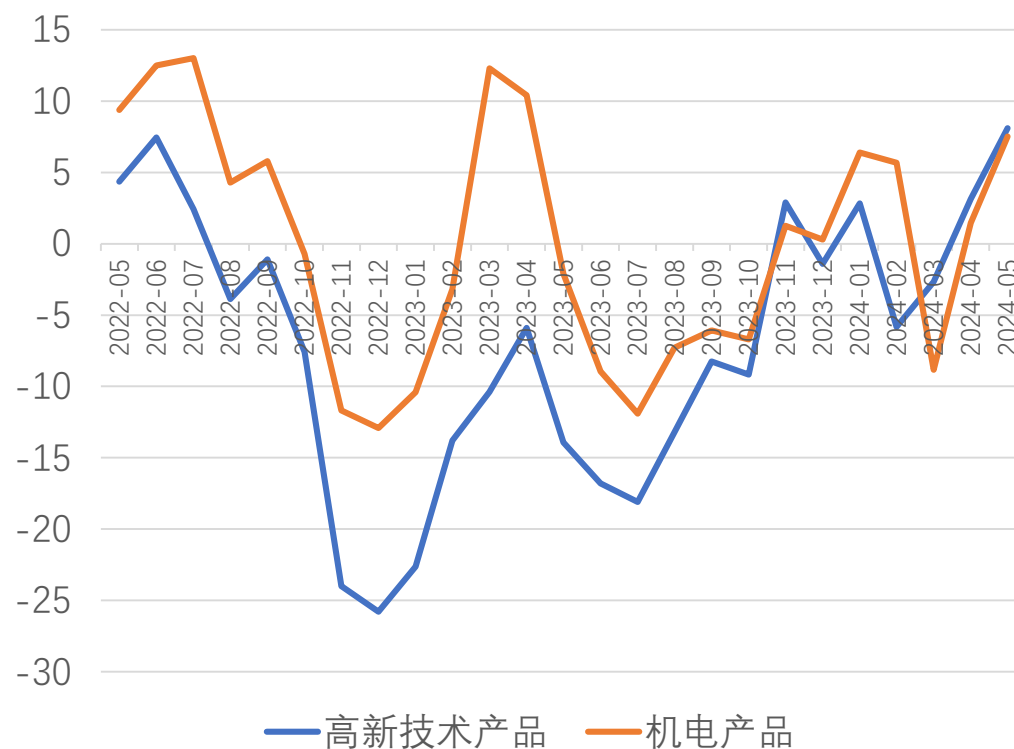
## 1.4. 多因素支持出口好于预期，进口回落反映内需仍然不足

➤ 特征2：出口超预期增长的原因：去年同期基数较低，全球制造业回暖，叠加抢出口。



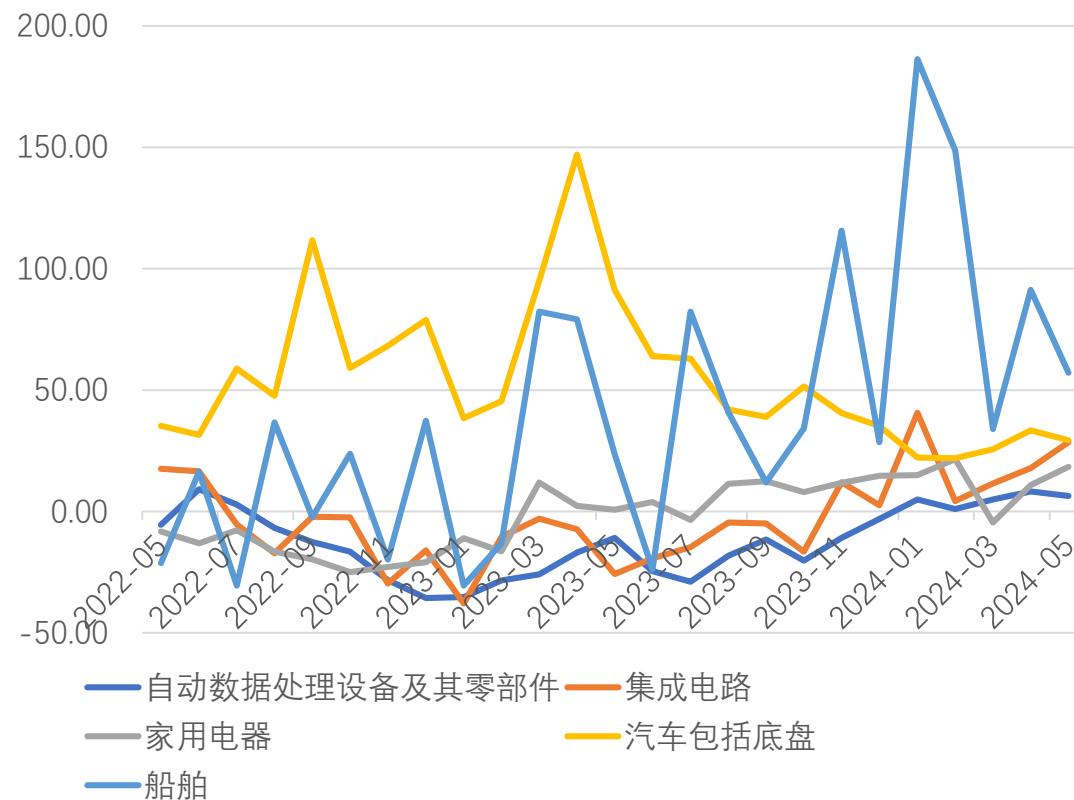
## 1.4. 多因素支持出口好于预期，进口回落反映内需仍然不足

- 特征3：分产品来看，以机电产品和高技术产品贡献为主。
- 5月高新技术和机电产品同比增速分别为8.1%、7.5%，分别高于前值5.0个百分点、6.1个百分点。



## 1.4. 多因素支持出口好于预期，进口回落反映内需仍然不足

- 特征3：分产品来看，以机电产品和高技术产品贡献为主。
- 自动数据处理设备及其零部件、集成电路同比增速为6.4%、28.5%；
- 船舶、汽车延续高增长，同比分别为57.1%、16.6%；
- 美国库存周期筑底、地产回暖拉动家电出口：家用电器同比增速18.3%。



## 进口回落，折射出国内需求不足。

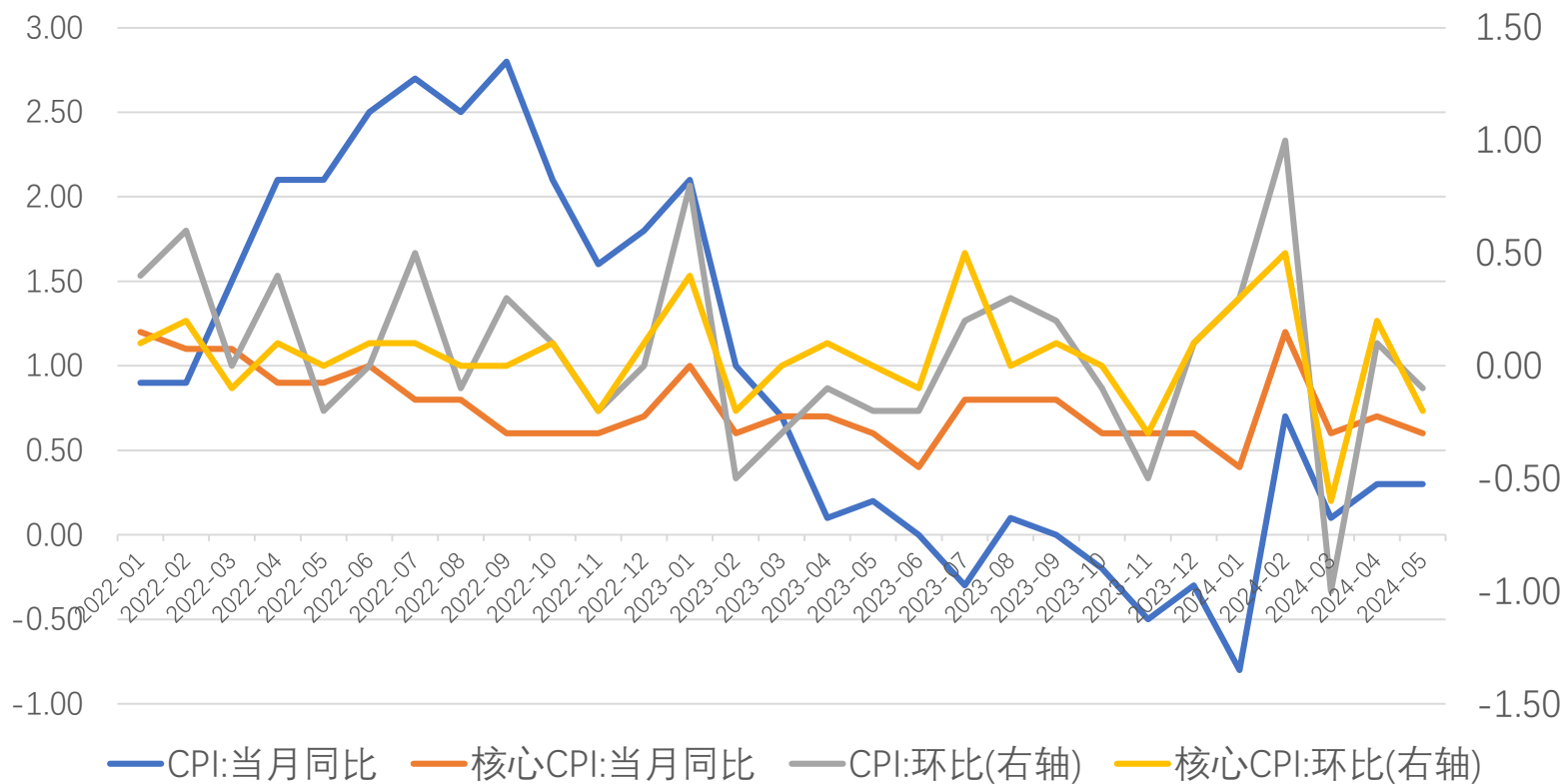
- 5月进口同比增速为1.8%，较前值8.4%回落6.7个百分点；剔除基数影响，两年复合增速为-1.8%，同样低于前值。
- 主要原因在于：（1）原油等大宗商品价格下滑拖累进口同比增速快速下滑；（2）内需不足——与5月制造业 PMI回落相印证，反映出需求仍然不稳。



# 1.5. 价格指数总体稳定，小幅回落反映内需不振

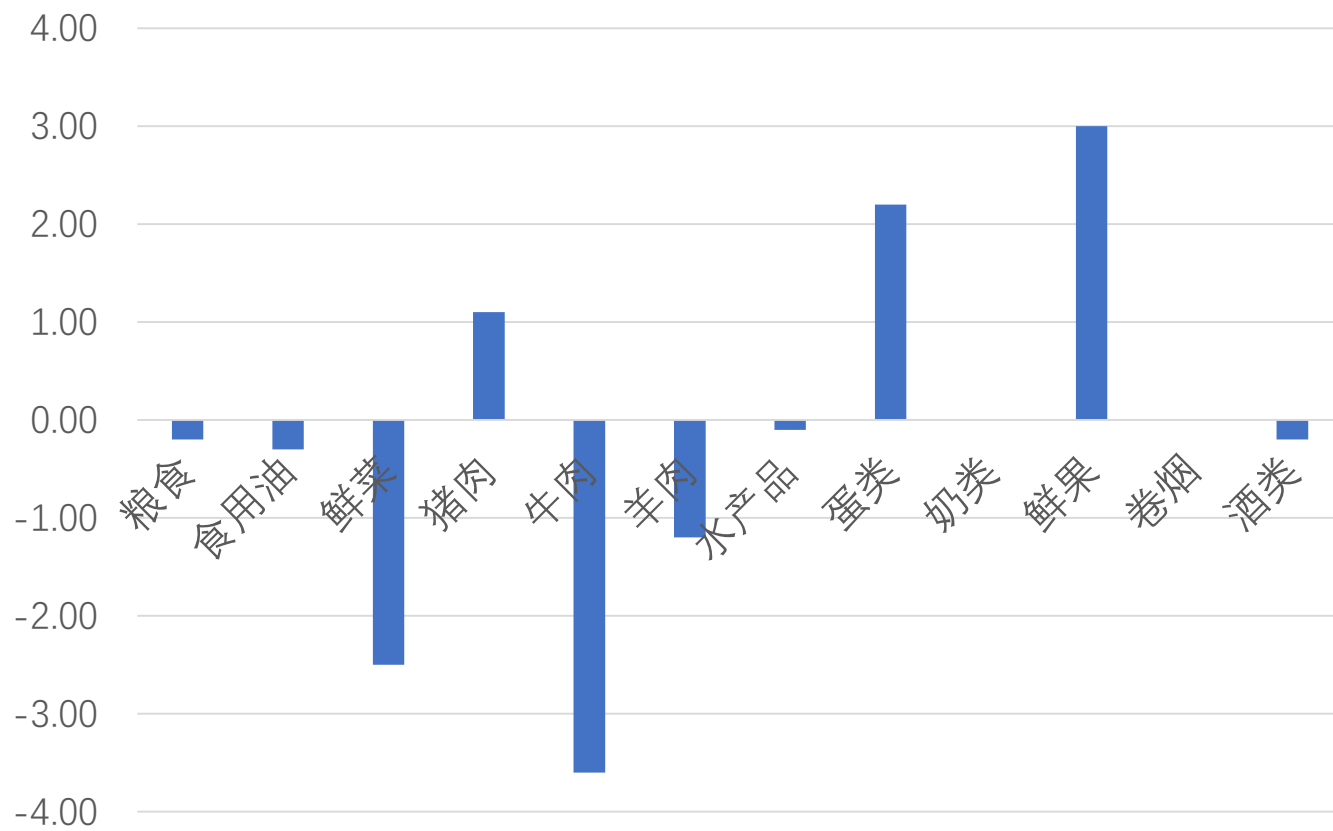
## ➤ CPI特征1：物价低位平稳运行

——CPI环比季节性下降，同比与前值持平，核心CPI小幅回落。



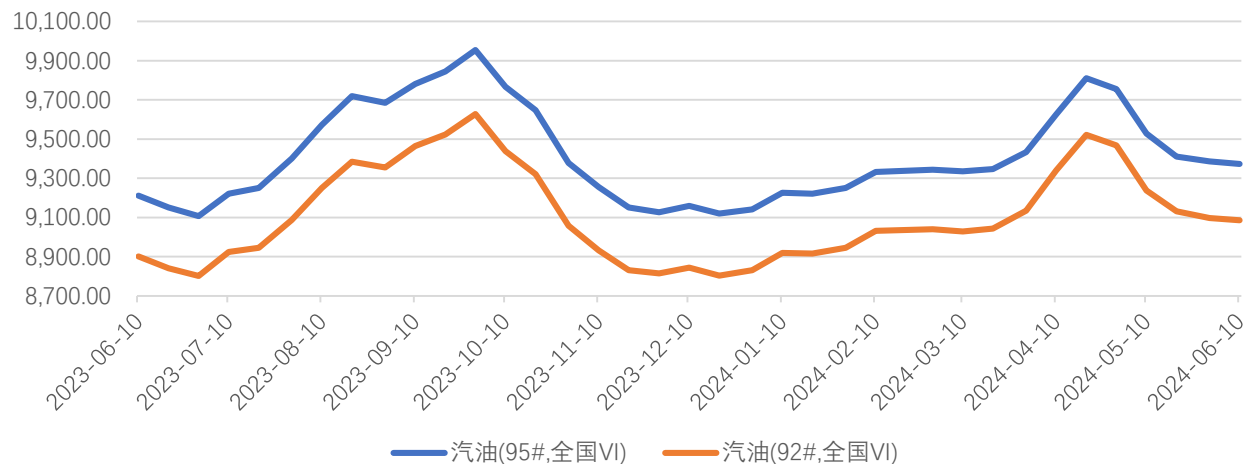
## 1.5. 价格指数总体稳定，小幅回落反映内需不振

- CPI特征2：CPI环比好于季节性主要由食品价格拉动，非食品价格整体起拖累作用。
- 食品方面，5月份，食品价格环比由上月下降1.0%转为持平。

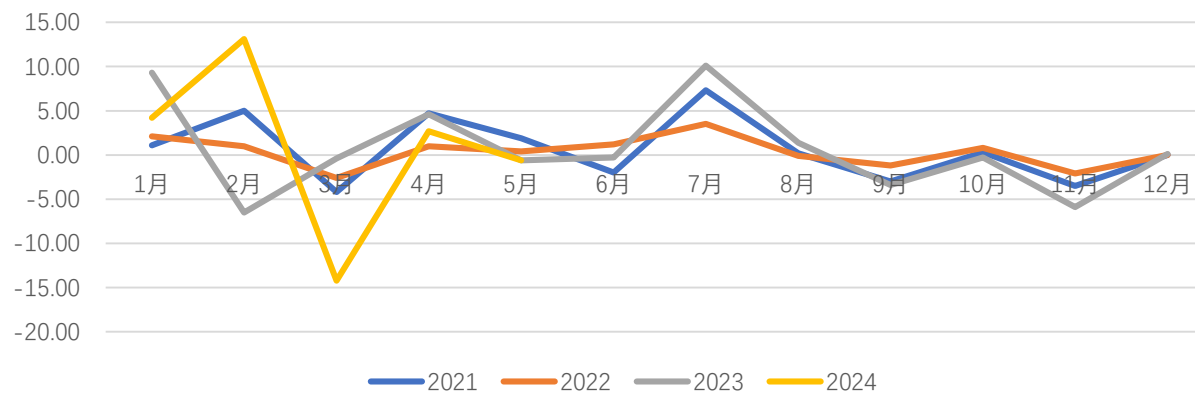


## 1.5. 价格指数总体稳定，小幅回落反映内需不振

- CPI特征2：CPI环比好于季节性主要由食品价格拉动，非食品价格整体起拖累作用。
- 非食品方面，5月份，非食品价格由上月上涨0.3%转为下降0.2%，影响CPI环比下降约0.14个百分点。
- 从拖累因素来看，一是受国际油价下行影响，二是由于旅游出行进入淡季。

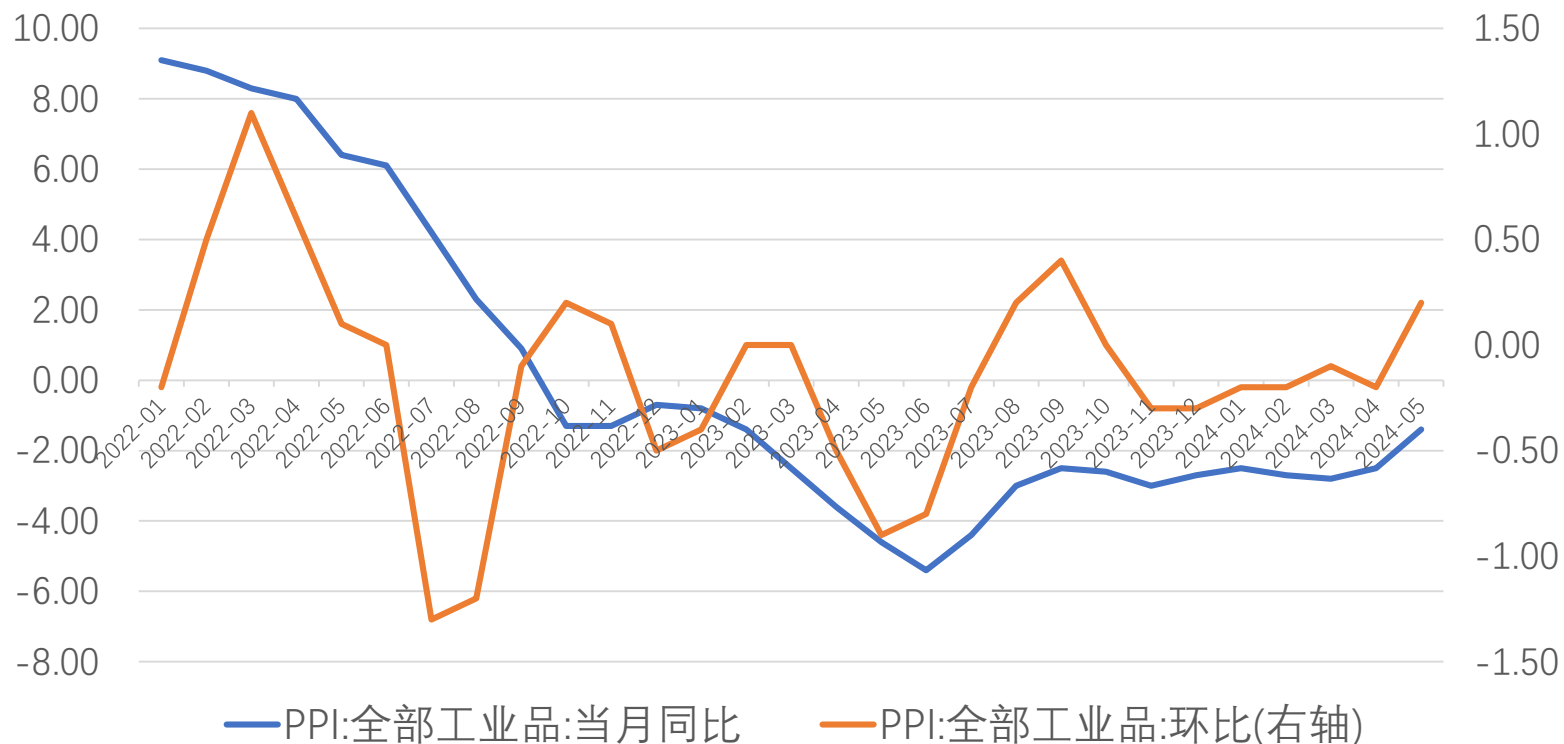


CPI:教育文化和娱乐:旅游:环比



## 1.5. 价格指数总体稳定，小幅回落反映内需不振

- PPI特征：受部分国际大宗商品价格上行及国内工业品市场供需关系改善等因素影响，全国PPI环比由降转涨，同比降幅收窄。



# 1.6. 政府债券集中发力，支撑社融增速回升

## 票据融资冲量特征明显，支撑信贷增长

	社会融资规模	新增人民币贷款	新增外币贷款	新增委托贷款	新增信托贷款	新增未贴现银行承兑汇票	企业债券融资	非金融企业境内股票融资	政府债券
2023-05	15560	12219	-338	35	303	-1795	-2144	753	5571
2023-06	42265	32413	-191	-56	-154	-691	2249	700	5371
2023-07	5366	364	-339	8	230	-1963	1290	786	4109
2023-08	31279	13412	-201	97	-221	1129	2788	1036	11759
2023-09	41326	25369	-583	208	402	2397	650	326	9920
2023-10	18441	4837	152	-429	393	-2536	1178	321	15638
2023-11	24554	11120	-357	-386	197	202	1388	359	11512
2023-12	19326	11092	-635	-43	347	-1865	-2741	508	9324
2024-01	64734	48401	989	-359	732	5636	4320	422	2947
2024-02	14959	9773	-9	-172	571	-3686	1423	114	6011
2024-03	48335	32920	543	-465	681	3552	4237	227	4626
2024-04	-658	3349	-310	89	142	-4490	1707	186	-937
2024-05	20692	8157	-486	-8	224	-1332	313	111	12253

## 1.6. 政府债券集中发力，支撑社融增速回升 票据融资冲量特征明显，支撑信贷增长

- **社融略好于预期，政府债券为主要拉动项。** 5月新增社融2.07万亿元，较去年同期多增5132亿元，略好于1.95万亿的预期值，但低于季节性；存量规模391.93万亿，同比增长8.4%，较上月增长0.1个百分点。从分项数据来看：（1）新增政府债券1.23万亿元，同比多增6682亿元，成为5月社融的主要拉动项。（2）新增企业债券313亿元，较去年同期少减2457亿，这可能是因为在债券发行利率下行情况下，企业利用债券融资替代信贷融资所致。（3）在社融口径下，新增人民币贷款8157亿元，同比少增4062亿元，指向当前实体经济融资需求仍较弱。

# 1.6. 政府债券集中发力，支撑社融增速回升 票据融资冲量特征明显，支撑信贷增长。

	新增人民币贷款	短期贷款及票据融资	企(事)业单位:短期	企(事)业单位:中长期	居民户:短期	居民户:中长期	非银行业金融机构
2023-05	13600	2758	350	7698	1988	1684	604
2023-06	30500	11542	7449	15933	4914	4630	-1962
2023-07	3459	-1523	-3785	2712	-1335	-672	2170
2023-08	13600	5391	-401	6444	2320	1602	-358
2023-09	23100	7401	5686	12544	3215	5470	-1844
2023-10	7384	353	-1770	3828	-1053	707	2088
2023-11	10900	4391	1705	4460	594	2331	-207
2023-12	11700	1621	-635	8612	759	1462	94
2024-01	49200	8395	14600	33100	3528	6272	249
2024-02	14500	-2335	5300	12900	-4868	-1038	4045
2024-03	30900	12208	9800	16000	4908	4516	-1958
2024-04	7300	763	-4100	4100	-3518	-1666	2607
2024-05	9500	2615	-1200	5000	243	514	363

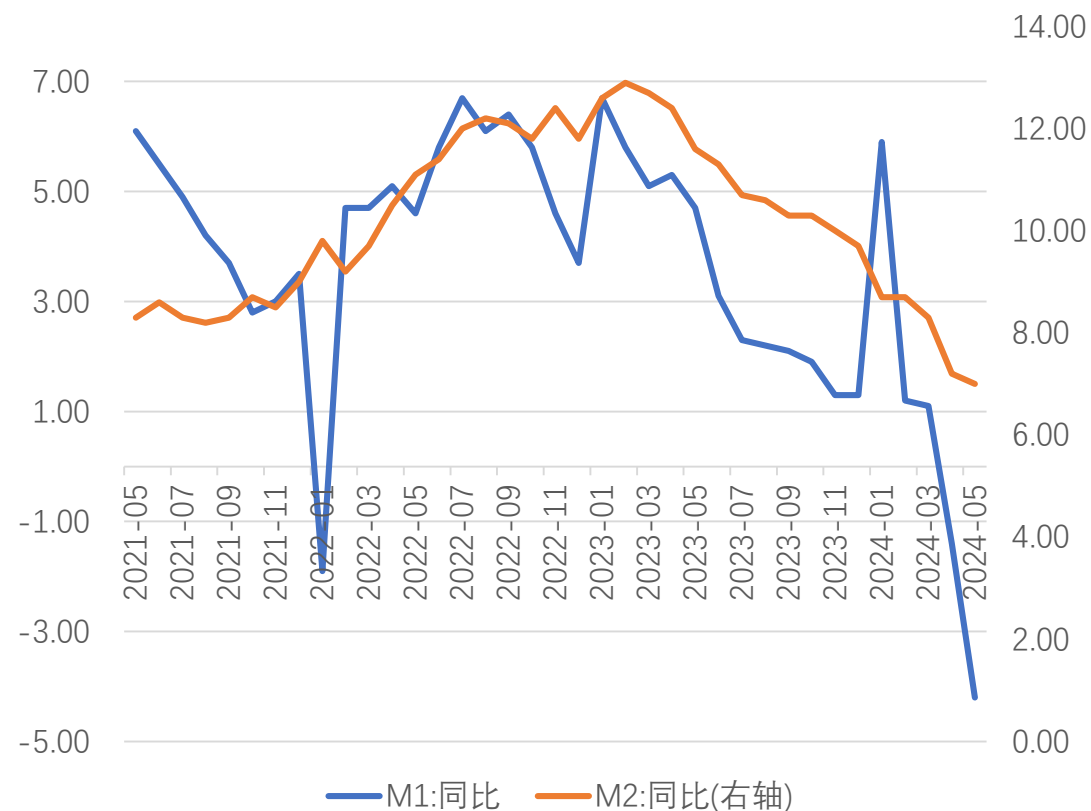
## 1.6. 政府债券集中发力，支撑社融增速回升 票据融资冲量特征明显，支撑信贷增长

- **信贷增速放缓。**5月，在金融机构口径下，新增人民币贷款信贷9500亿元，同比少增4100亿元，低于预期及季节性。分企业端和居民端来看：（1）企业端主要表现为企业短期贷款、中长期贷款双双走弱，反映出企业融资意愿不强，票据融资冲量特征明显。（2）居民端主要表现为居民短期、中长期贷款大幅少增，反映出地产不振、消费偏弱、需求不足的问题。



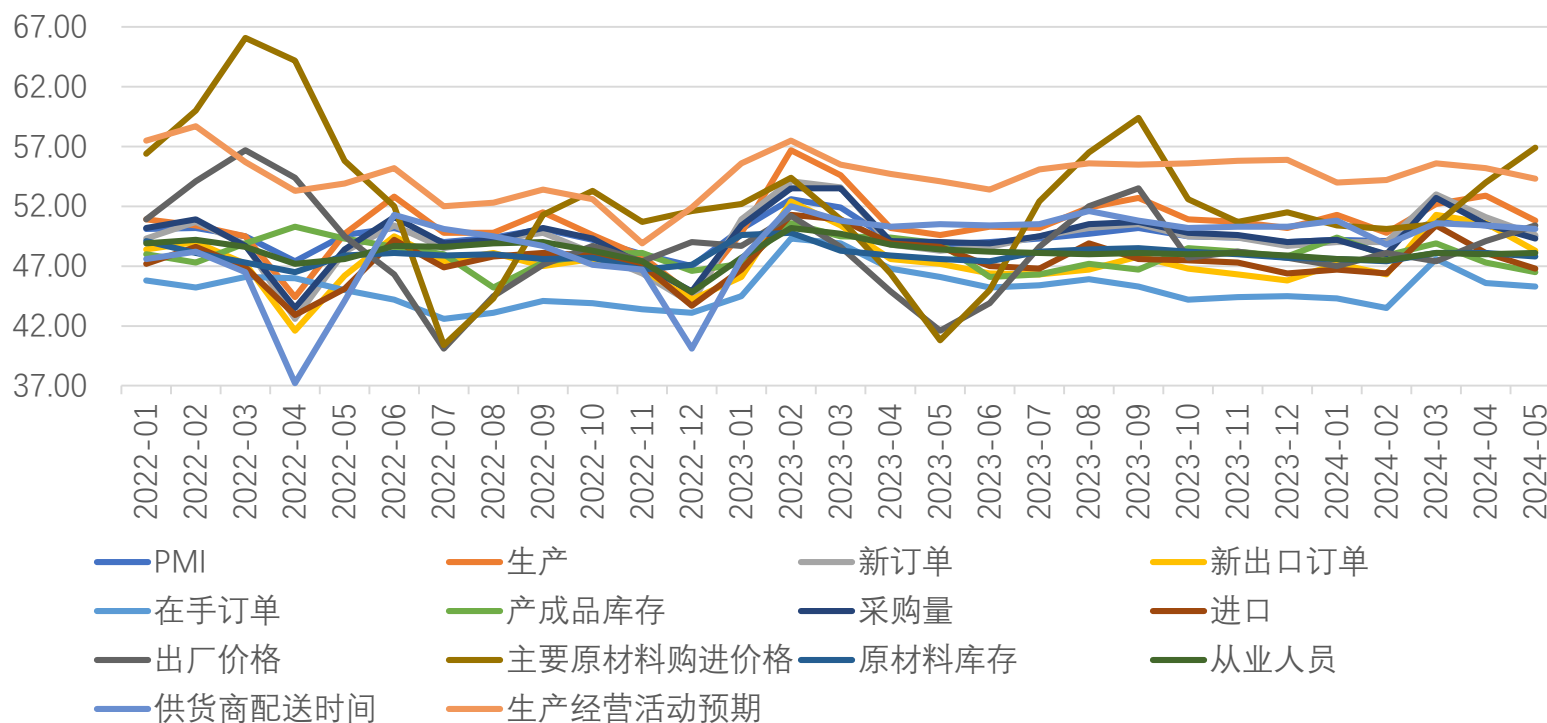
## 货币供给：M1、M2增速同步回落。

- 5月，M1同比增速为-4.2%，较上月回落2.8个百分点；M2同比增速为7.0%，较上月回落0.2个百分点。
- M2增速放缓受多因素影响。一是去年高基数影响，去年同期政策支持力度较大抬高了基数。二是金融业核算在主动挤水分。三是受居民和企业部门信用需求走低影响。
- 财政存款增加7633亿，同比大幅多增5264亿，表明财政债券融资加速、财政支出进度偏缓，对M2起到支撑作用。
- M1增速创新低：受暂停银行手工补息政策影响，企业存款加速流向理财和金融市场。



## 1.7. 制造业PMI回落，生产强于需求

- 特征1：制造业PMI回落。5月份，PMI为49.5%，低于前值0.9个百分点，处在收缩区间。除生产、价格、预期外，大部分指标均位于枯荣线以下，且低于4月数据。



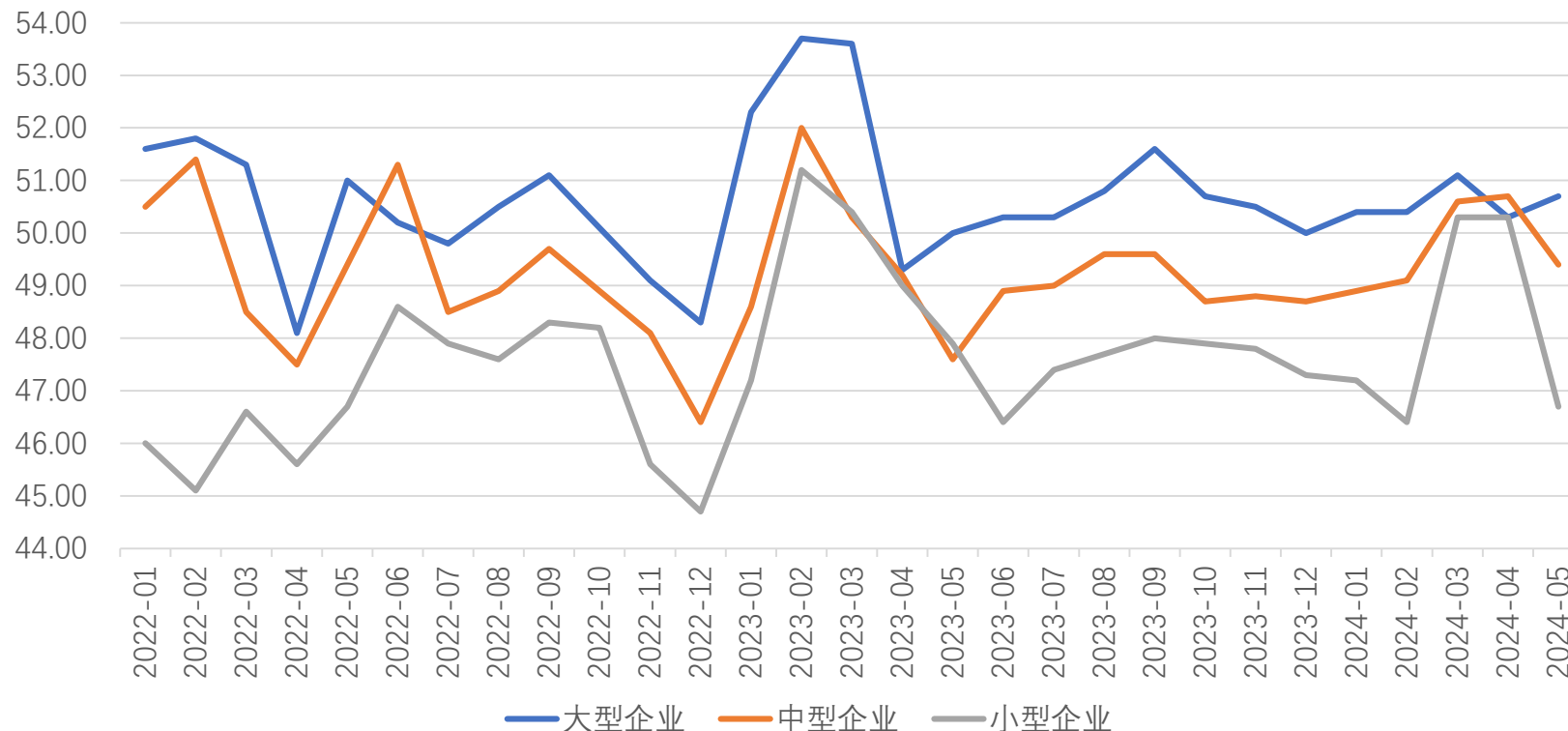
## 1.7. 制造业PMI回落，生产强于需求

➤ 特征2：生产强于需求。

	生产	采购量	原材料库存	新订单	新出口订单	进口	从业人员	供货商配送时间	生产经营活动预期
2024-01	51.30	49.20	47.60	49.00	47.20	46.70	47.60	50.80	54.00
2024-02	49.80	48.00	47.40	49.00	46.30	46.40	47.50	48.80	54.20
2024-03	52.20	52.70	48.10	53.00	51.30	50.40	48.10	50.60	55.60
2024-04	52.90	50.50	48.10	51.10	50.60	48.10	48.00	50.40	55.20
2024-05	50.80	49.30	47.80	49.60	48.30	46.80	48.10	50.10	54.30

## 1.7. 制造业PMI回落，生产强于需求

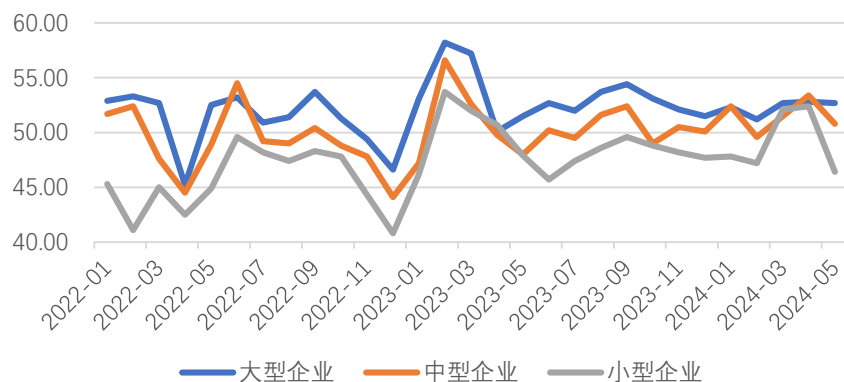
➤ 特征3：PMI指数主要由大型制造业企业支撑，而受小型制造业企业拖累。



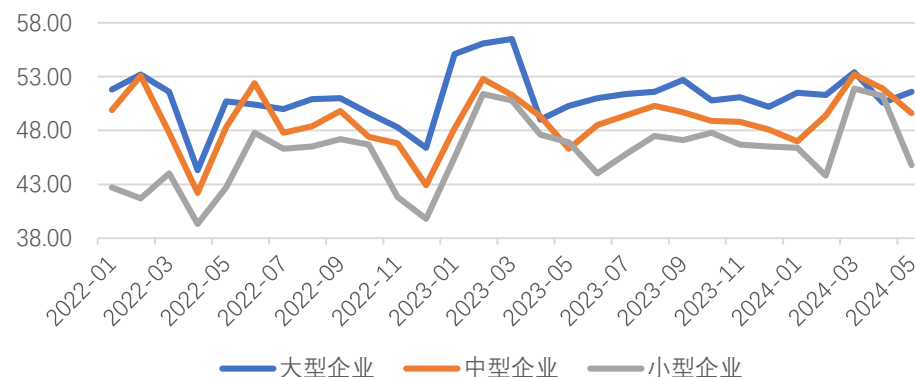
# 1.7. 制造业PMI回落，生产强于需求

➤ 特征3：PMI指数主要由大型制造业企业支撑，而受小型制造业企业拖累。

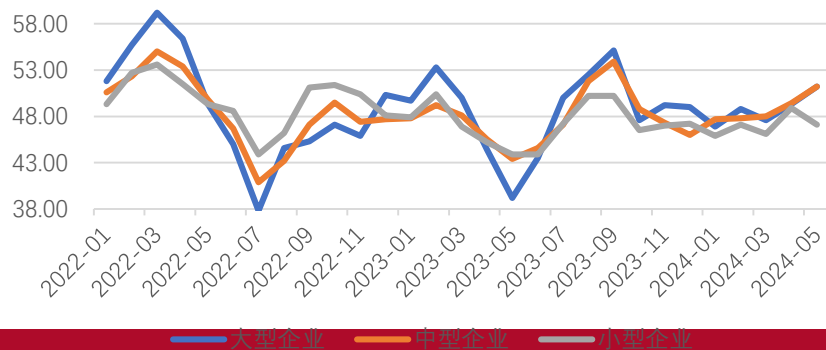
PMI: 生产



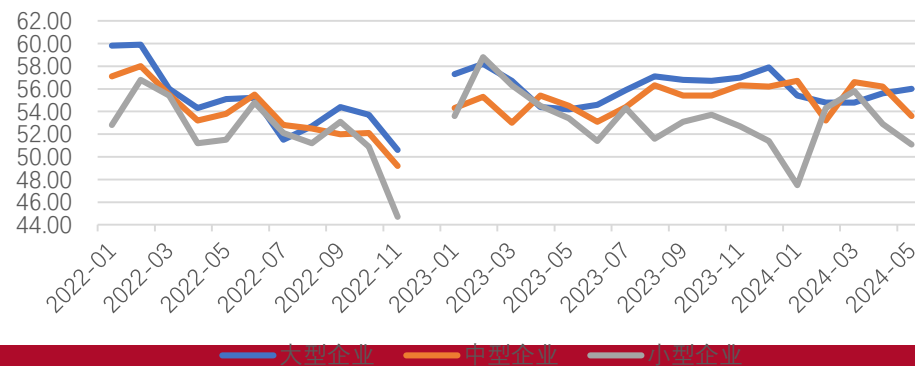
PMI: 新订单



PMI: 出厂价格

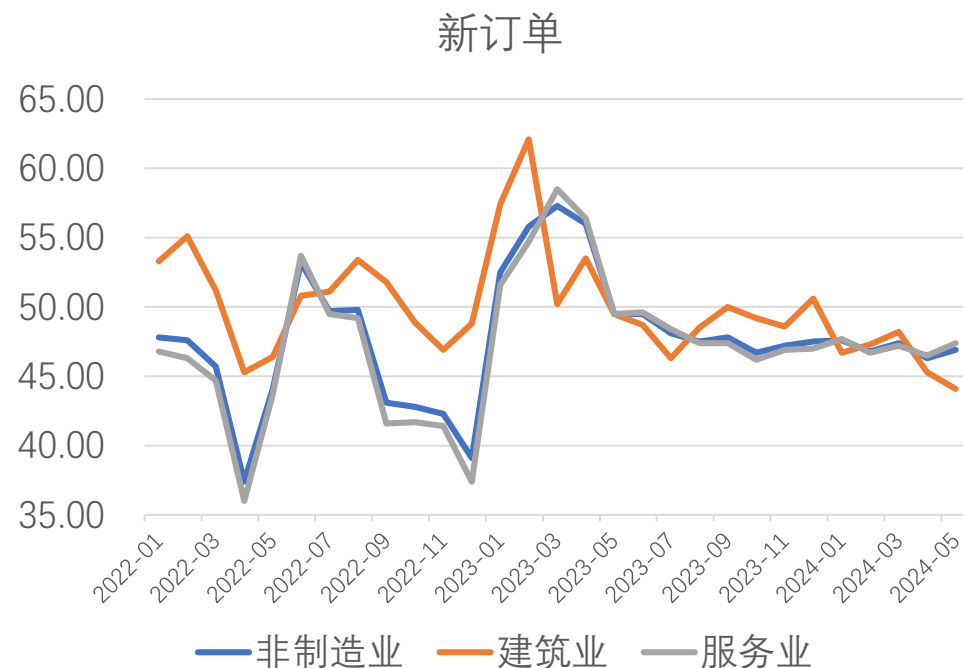
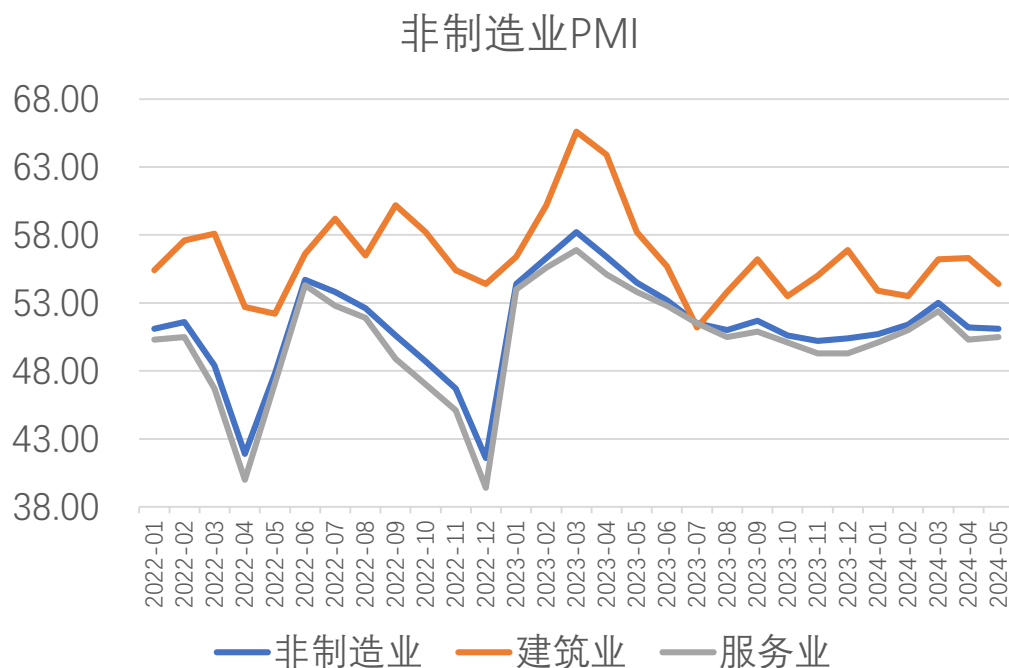


PMI: 生产经营活动预期



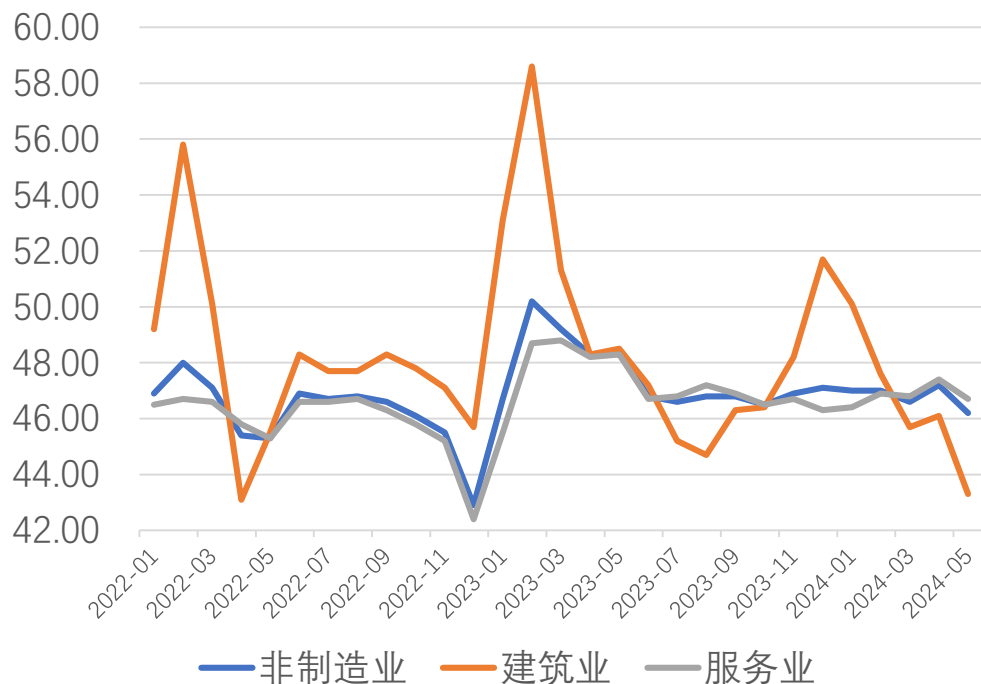
# 1.8. 非制造业商务活动指数保持扩张，服务业景气回升、建筑业扩张放缓

- 非制造业商务活动指数保持扩张：5月，非制造业商务活动PMI指数为51.1%，与上月基本持平。服务业景气回升。建筑业扩张有所放缓。

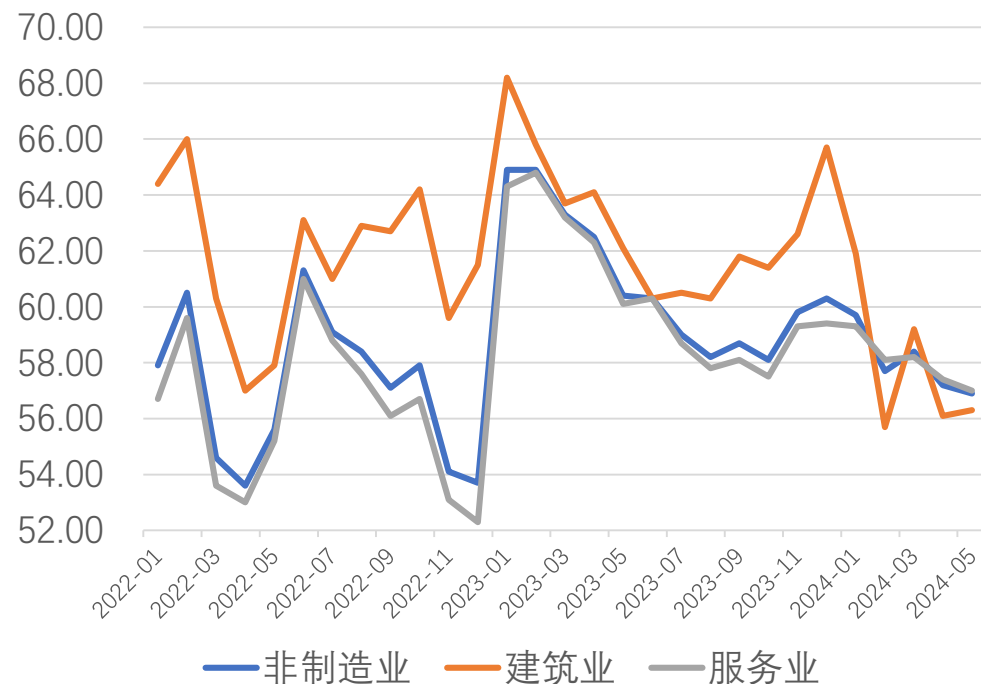


# 1.8. 非制造业商务活动指数保持扩张，服务业景气回升、建筑业扩张放缓

从业人员



业务活动预期



# 目 录

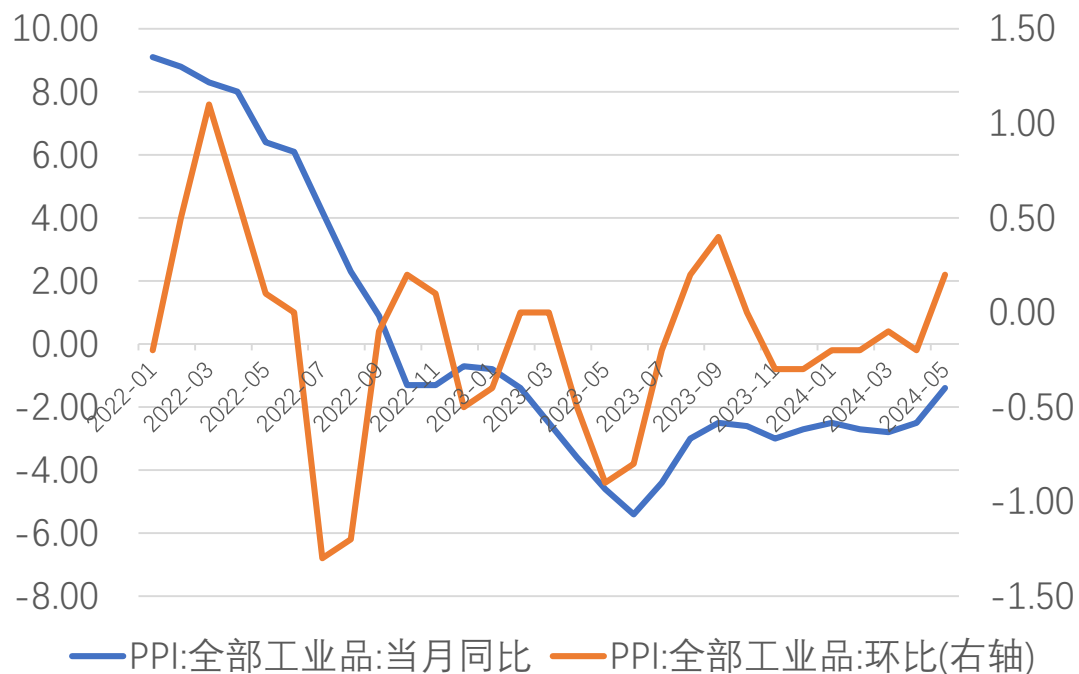
- 一、稳步向前与压力并存的中国宏观经济
- 二、对于“三驾马车”的一些研判
- 三、政策建议



# 1: 固定资产投资

制造业:

(1) PPI环比止跌转涨、同比降幅收窄



(2) 规模以上工业企业利润同比正增长



# 1：固定资产投资

## 基建：

1-5月专项债发行进度整体偏慢，新增专项债累计发行1.15万亿元，仅占全年新增限额的30%。

专项债券加速发力、超长期特别国债发行预计将对基础设施投资起到推动作用。

## 房地产：

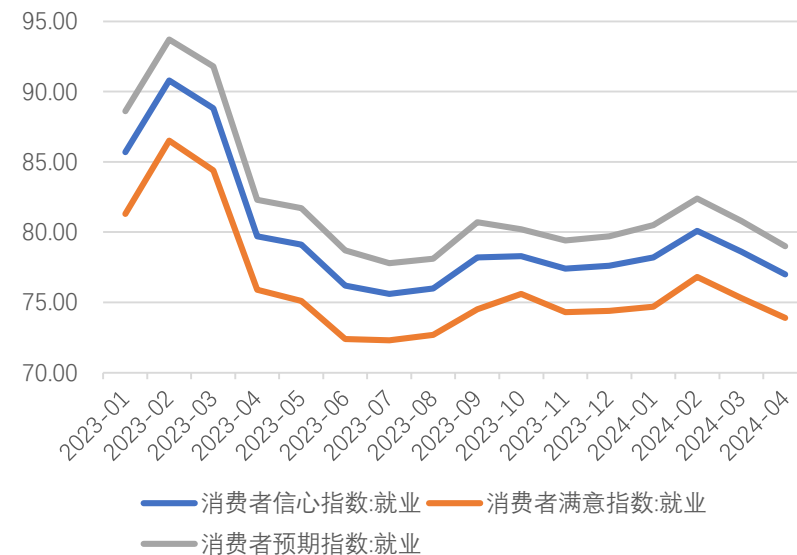
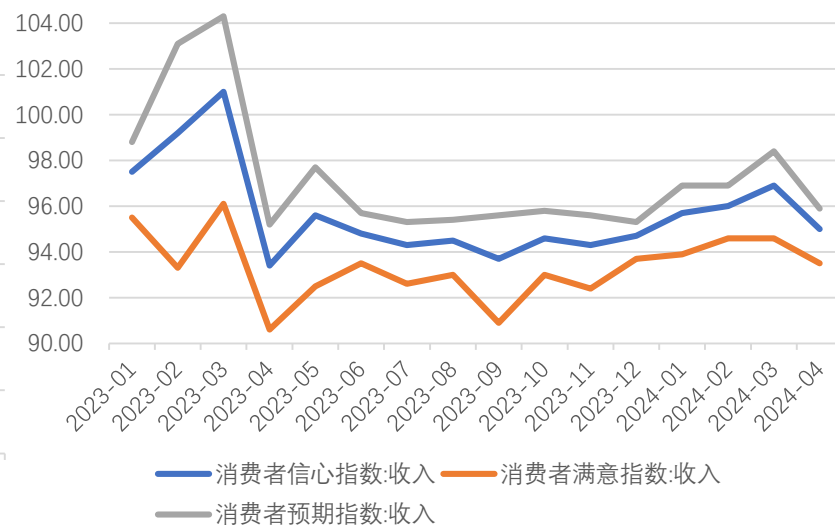
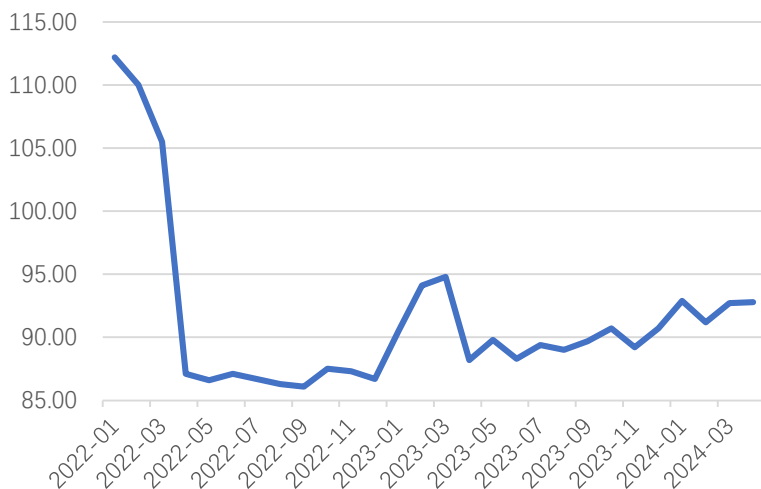
各地针对性房地产政策出台与落地，有助于延缓地产行业持续下行的趋势。

中国人民银行拟设立3000亿元保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计带动银行贷款5000亿元。

## 2：消费

- (1) 消费意愿进一步回升，但影响消费能力的收入和就业信心指数和预期指数出现下降趋势。
- (2) 政策预计将推动地产行业边际改善，有助于房地产产业链相关品类的消费增长。
- (3) 七大领域设备更新、消费品以旧换新、循环利用、标准提升等行动方案已全部出台。

消费者信心指数:消费意愿



## 3：进出口

### 出口端：

(1) 有利因素。首先，美国的库存周期演进将为中国出口带来机遇期。美国当前大致处于始于2020年8月的库存周期尾声，即将迎来下一周期主动补库阶段。由于美国本轮周期各环节本身存在错位，一些环节和品类已经开始补库。其次，欧美经济韧性有助于拉动中国出口。美国制造业PMI持续位于扩张区间，欧元区也在紧缩区间回升，为我国相关行业出口打开空间。例如，交运设备、专用设备、仪器仪表和家具制造等行业。

(2) 不利因素。第一，近期欧美国家在补库时同时推行制造业回流、友岸和近岸外包；第二，近期欧美保护主义沉渣泛起、滥用政治手段干预国际经济的势头愈演愈烈，美国和欧盟对华加征关税就是最直接体现。5月新出口订单PMI指数回落。先行指标回落，预示不利因素已经导致出口承压。

### 进口端：

(1) 专项债、特别国债落地将形成实物工作量，预计带动相关商品需求

(2) 若内需持续不振，后续会议有望出台进一步扩大内需的政策

# 目 录

- 一、稳步向前与压力并存的中国宏观经济
- 二、对于“三驾马车”的一些研判
- 三、政策建议

## 3.1. 短期政策：加强逆周期和跨周期宏观调节

- **财政政策：保持政策力度并预留加力空间，兼顾稳增长与防风险两项任务。**
  - ✓ 加大预算内投资力度，拉动社会投资恢复。
  - ✓ 加快公债发行节奏，调整负债主体结构。
  - ✓ 减税降费不宜加码，应回归结构性减税。
  - ✓ 兜牢基层“三保”底线，严控一般性支出
- **货币政策：推动“宽货币”向“宽信用”转化**
  - ✓ 加大货币政策的逆周期调节力度
  - ✓ 货币政策锚定物价目标，用好用足降准降息空间。
  - ✓ 做好稳定房地产市场的工作

## 3.2. 长期政策

- **财政政策**

- 理顺央地财政关系，建立财权与事权相匹配的制度体系
- 完善公债管理制度，持续有效防范化解重点领域风险

- **货币政策**

- 加强金融市场发展和金融基础设施建设
- 完善宏观审慎监管框架，提高对系统性风险的监管和预警能力

- **发展新质生产力**

- 围绕核心技术攻关，加快完善新型举国体制
- 继续加快建设全国统一的大市场
- 着力推进更高水平的对外开放

# 谢谢!



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





# 复苏进程中稳步向前的中国宏观经济，CMF月度报告发布

6月19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6月）于线上举行。

本期论坛由中国人民大学国家发展与战略研究院教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员刘曙光主持，聚焦“复苏进程中稳步向前的中国宏观经济”，来自学界、企业界的知名经济学家及行业专家毛振华、祝宝良、丁爽、闪辉、王军、刘曙光、秦聪联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学国家发展与战略研究院副教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员秦聪代表论坛发布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、稳步向前与压力并存的中国宏观经济
- 二、对于“三驾马车”的一些研判
- 三、政策建议

本次报告的题目是“复苏进程中稳步向前的中国宏观经济”。首先，中国经济仍处在“复苏”进程中。在去年的年度报告和年末的月度报告中，中国宏观经济论坛团队多次提出今年仍将是中国经济复苏的一年，5月的数据继续支持了这一研判：**整体而言，国民经济回升向好的主线没有改变，一些方面和具体指标读数的不尽人意不能改变短期经济具有韧性的这一事实。**

其次，复苏进程是“稳步”推进的。在内外需承压、内部调结构、新质生产力积蓄发展的背景下，短期内我国缺少持续大步向前的基础，而稳中有进不仅符合客观规律，更是有利

于中国发展的一种状态：短期稳中有进能够为长期改革创造空间，长期改革有序推进又将为经济短期企稳提供根本动能。

## 一、稳步向前与压力并存的中国宏观经济

第一，5月工业生产恢复减缓，行业分化依旧明显。

**特征1：工业生产恢复减缓，但仍处于同期高位。**5月规模以上工业企业增加值同比增长5.6%，低于市场预期，增速较4月回落1.1个百分点。不过，当月同比增速处于近6年同期较高水平，略高于疫情前的2019年增速。

**特征2：受价格影响，采矿业增加值增速有所加快。**受部分国际大宗商品价格抬升影响，相关行业生产端供给增加。煤炭开采和洗选业当月同比增速4.4%，较上月提高2.9个百分点；石油和天然气开采业当月同比增速1.6%，较上月提高0.9个百分点。

**特征3：制造业增加值增速放缓，但仍发挥“压舱石”作用。**5月份，规模以上装备制造业增加值同比增长7.5%，增速连续10个月高于平均水平，对全部规上工业增长贡献率达45.7%。对外需依赖度较高的行业工业生产增速有所下滑。其中，汽车制造业、电气机械及器材制造业、通用设备制造业的增速分别较上月下滑8.7、1.9、1.3个百分点，但仍是拉动工业增长的重要力量。

**特征4：高技术产业喜忧参半。**高技术产业增加值当月同比增速10.0%，低于前值1.3个百分点，但仍保持较高增速。计算机、通信和其他电子设备制造业当月同比增速14.5%，较前值下滑1.1个百分点；但得益于新质生产力的发展和设备更新政策的发力，3D打印设备、新能源汽车、集成电路产品产量同比分别增长36.3%、33.6%、17.3%。

第二，固定资产投资规模扩大，高技术产业投资增长较快。

**特征1：固定资产投资增速不及预期。**1-5月份固定资产投资累计同比增长4.0%，增速较前值下滑0.2个百分点，低于Wind给出的与前值持平的一致预期。

**特征2：民间投资动力不足。**分投资主体看，1-5月民间固定资产投资累计同比0.1%，扣

除房地产开发投资同比增长6.9%，均小幅低于前值。国有控股企业固定资产投资为7.1%，较前值下滑0.3个百分点。分产业来看，第一产业累计增速较前值提升1.1个百分点，二三产业均较前值小幅下滑。

**特征3：制造业投资回升、基础设施投资下滑、房地产投资不振。**制造业投资对本月投资增速起到支撑作用。1-5月制造业投资累计同比增速为9.6%，较前值下滑0.1个百分点。增速高于全部投资5.6个百分点，对全部投资增长的贡献率为57.3%。5月当月制造业投资增速同比为9.4%，较上月（9.3%）提高0.1个百分点。

虽然增发国债项目抓紧开工建设，灾后恢复重建项目较快推进，对5月的基础设施投资起到了一定支撑，但是从数据上看支撑力度仍显不足。1-5月基础设施投资同比增长5.7%，低于前值0.3个百分点，降幅收窄；当月基础设施投资同比增长4.9%，低于前值（5.1%）0.2个百分点。

房地产投资同比增速为-10.1%，较前值下降0.3个百分点，降幅持平，这与当前房地产持续走弱相关。

**特征4：高技术产业增速加快，新动能新优势不断发展壮大。**1-5月高技术产业投资同比增长11.5%，高于前值0.4个百分点，其中高技术制造业和高技术服务业投资均实现两位数的增速。

### 第三，消费增速回升，升级类商品增长较快。

**特征1：市场销售增速回升。**5月份，社会消费品零售总额39211亿元，同比增长3.7%，较前值2.3%多增1.4个百分点。自2023年11月以来连续六个月同比增速下降的趋势得到缓解。

**特征2：商品消费和餐饮消费增速有所回升。**按消费类型分，商品零售增长3.6%，较上月增长1.6个百分点；餐饮收入增长5.0%，较上月增长0.6个百分点。与总量变化相类似，商品消费和餐饮消费自去年年底开始的同比增速下行趋势均有所缓解。

**特征3：线上消费增长明显。**1-5月份，实物商品网上零售额同比增长11.5%，较1-4月同

比上升0.9个百分点；且占社会消费品零售总额的比重为24.7%，比1-4月份提高0.8个百分点。这可能与今年“618”电商平台和直播平台的促销活动提前至5月下旬有关。

**特征4：必需消费品类表现较好，可选消费品类中部分升级类商品销售增长较快。**粮油食品类、饮料类、烟酒类与上月增速相比变化不大，仍维持正增长。体育、娱乐用品类，化妆品类，通讯器材类，家用电器和音像器材类商品零售额分别增长20.2%、18.7%、16.6%和12.9%。受房地产低迷影响，与地产相关的建筑及装潢材料类增速同比下行。

**第四，就业形势总体稳定，城镇调查失业率同比下降。**5月份，全国城镇调查失业率为5.0%，与前值持平；31个大城市城镇调查失业率为4.9%，较前值下降0.1个百分点。值得关注的是，4月各年龄组的失业率均有所下降，特别是16-24岁群体的失业率较前值下降了0.6个百分点，这意味着青年群体的就业问题得到改善。但是，随着毕业季的到来，青年失业率将迎来压力。

**第五，多因素支持出口好于预期，进口回落反映内需仍然不足。**

**特征1：5月出口同比增速7.6%，好于市场预期（彭博一致预期为5.7%）。**

**特征2：出口超预期增长的原因主要包括去年同期基数较低、全球制造业回暖和叠加抢出口。**首先，去年同期基数较低。如果剔除基数影响，5月出口同比增速基本是持平的。其次，全球制造业回暖。5月，全球制造业PMI为50.9%，延续了今年以来持续位于扩张区间运行的态势。从5月发达国家制造业PMI来看，美国已经连续五个月处在扩展区间，日韩由负转正，欧元区在紧缩区间明显改善。主要东盟国家也都处在扩张区间。中国对各经济体的出口都有所改善。最后，由于美国宣布加征关税，我国5月可能存在企业抢出口的现象。

**特征3：分产品来看，以机电产品和高新技术产品贡献为主。**5月高新技术和机电产品同比增速分别为8.1%、7.5%，分别高于前值5.0个百分点、6.1个百分点。

**特征4：进口回落折射出国内需求不足。**5月进口同比增速为1.8%，较前值8.4%回落6.7个百分点；剔除基数影响，两年复合增速为-1.8%，同样低于前值。这与5月制造业PMI回落相印证，反映出需求仍然不稳。

第六，价格指数总体稳定，小幅回落反映内需不振。

**特征1：物价低位平稳运行。**CPI环比季节性下降，同比与前值持平，核心CPI小幅回落。CPI同比增速为0.3%，涨幅与上月相同；环比增速为-0.1%，降幅略小于近十年同期平均下降0.2%的水平，较上月回落0.2个百分点。核心CPI同比上涨0.6%，较上月下降0.1个百分点，继续保持温和上涨，但环比下降0.2%。

**特征2：CPI环比好于季节性主要由食品价格拉动，非食品价格整体起拖累作用。**食品方面，5月份，食品价格环比由上月下降1.0%转为持平。受南方暴雨天气、蛋鸡夏季产蛋率下降和生猪产能调减等因素影响，鲜果、鸡蛋和猪肉价格均上涨；而由于市场供应较为充足，虾蟹类、牛肉和鲜菜价格均有所下降。非食品方面，5月非食品价格由上月上涨0.3%转为下降0.2%，影响CPI环比下降约0.14个百分点。从拖累因素来看，一是受国际油价下行影响，国内汽油价格下降0.8%；二是小长假后出行热度季节性减退，飞机票、交通工具租赁费和长途汽车价格分别下降9.4%、7.9%和2.7%。

**特征3：受部分国际大宗商品价格上行及国内工业品市场供需关系改善等因素影响，全国PPI环比由降转涨，同比降幅收窄。**

第七，政府债券集中发力，支撑社融增速回升，票据融资冲量特征明显，支撑信贷增长。

**特征1：社融略好于预期，政府债券为主要拉动项。**5月新增社融2.07万亿元，较去年同期多增5132亿元，略好于1.95万亿的预期值，但低于季节性。存量规模391.93万亿，同比增长8.4%，较上月增长0.1个百分点。从分项数据来看：（1）新增政府债券1.23万亿元，同比多增6682亿元，成为5月社融的主要拉动项；（2）新增企业债券313亿元，较去年同期少减2457亿，这可能是因为在债券发行利率下行情况下，企业利用债券融资替代信贷融资所致；（3）在社融口径下，新增人民币贷款8157亿元，同比少增4062亿元，指向当前实体经济融资需求仍较弱。

**特征2：信贷增速放缓。**5月，在金融机构口径下，新增人民币贷款信贷9500亿元，同比少增4100亿元，低于预期及季节性。分企业端和居民端来看：（1）企业端主要表现为企业

短期贷款、中长期贷款双双走弱，反映出企业融资意愿不强，票据融资冲量特征明显；

(2) 居民端主要表现为居民短期、中长期贷款大幅少增，反映出地产不振、消费偏弱、需求不足的问题。

**特征3：M1、M2增速同步回落。**5月，M1同比增速为-4.2%，较上月回落2.8个百分点；M2同比增速为7.0%，较上月回落0.2个百分点。M2增速放缓受多因素影响：一是去年高基数影响，去年同期政策支持力度较大抬高了基数；二是金融业核算在主动挤水分；三是受居民和企业部门信用需求走低影响。财政存款增加7633亿，同比大幅多增5264亿，表明财政债券融资加速、财政支出进度偏缓，对M2起到支撑作用。M1增速创新低，主要是因为受暂停银行手工补息政策影响，企业存款加速流向理财和金融市场。

#### 第八，制造业PMI回落，生产强于需求。

**特征1：制造业PMI回落。**5月份，PMI为49.5%，低于前值0.9个百分点，处在收缩区间。除生产、价格、预期外，大部分指标均位于枯荣线以下，且低于4月数据。

**特征2：生产强于需求。**从分项数据来看：（1）生产端企业生产继续扩张。生产指数为50.8%，较上月下降2.1个百分点，但仍处在扩张区间。生产活跃度下降，采购量、原材料库存指数较前值分别下降1.2个和0.3个百分点。分行业来看，通用设备、铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备等行业生产指数连续三个月位于扩张区间，企业产能释放较快；纺织、化学纤维及橡胶塑料制品等行业生产指数降至收缩区间，企业生产有所放缓。（2）需求端新订单指数回落1.5个百分点，反映制造业市场需求有所放缓。（3）价格指数有所回升。随着近期部分大宗商品价格上涨，制造业市场价格总体水平有所回升。出厂价格指数为50.4%，高于前值1.3个百分点，8个月以来首次回升至扩张区间，有利于企业改善生产经营水平。（4）企业信心较为稳定。生产经营活动预期指数为54.3%，虽然较前值下降0.9个百分点，但仍延续了今年以来54.0%及以上的较高运行水平，表明制造业企业对市场发展预期总体稳定。

**特征3：PMI指数主要由大型制造业企业支撑，而受中小型制造业企业拖累。**5月，大型企业PMI为50.7%，比上月上升0.4个百分点，今年以来始终保持在扩张区间，有效支撑制造业恢复发展。中、小型企业PMI分别为49.4%和46.7%，比上月下降1.3和3.6个百分点，景气

水平有所回落。

**第九，非制造业商务活动指数保持扩张，服务业景气回升、建筑业扩张放缓。**

**特征1：非制造业商务活动指数保持扩张。**5月，非制造业商务活动PMI指数为51.1%，与上月基本持平。

**特征2：服务业景气回升。**5月，服务业商务活动指数为50.5%，比上月上升0.2个百分点，服务业延续恢复发展态势。但行业间存在分化，邮政、互联网软件、文化体育娱乐等行业商务活动指数位于55.0%以上较高景气区间，业务总量较快增长；资本市场服务、房地产等行业商务活动指数继续低位运行，市场活跃度偏弱。从市场预期看，业务活动预期指数为57.0%，继续位于较高景气区间，服务业企业对市场发展前景保持乐观。

**特征3：建筑业扩张有所放缓。**建筑业商务活动指数为54.4%，比上月下降1.9个百分点。从市场预期看，业务活动预期指数为56.3%，比上月上升0.2个百分点，表明多数建筑业企业对行业发展信心稳定。

## 二、对于“三驾马车”的一些研判

从数据来看，当前需求不足、预期不振依然是困扰我国宏观经济发展的主要问题，以下将主要围绕三驾马车进行讨论和研判。

### （一）固定资产投资

首先，考虑到PPI环比止跌转涨、同比降幅收窄，以及4月规模以上工业企业利润同比止跌转正，制造业有望继续在投资端起支撑作用。

其次，基建投资本月表现不佳的一个重要原因是1-5月专项债发行进度整体偏慢。新增专项债累计发行1.15万亿元，仅占全年新增限额的30%。随着专项债券加速发力以及超长期特别国债发行，预计将对基础设施投资起到推动作用。

最后，各地针对性房地产政策出台与落地，有助于延缓地产行业持续下行的趋势。但是提振内需、解决房地产问题的关键是新房价格的企稳，而当前的情况是二手房的表现优于新

房。为解决好这一问题，可能需要政府使用更为直接的手段。例如，中国人民银行宣布设立3000亿元保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计带动银行贷款5000亿元。市场也普遍预期央行后续会继续扩大再贷款规模。

## （二）消费

首先，消费意愿进一步回升，但影响消费能力的收入和就业信心指数和预期指数出现下降趋势。考虑到就业和收入是在长期内决定消费走势的根本因素，这意味着当前稳就业和进一步优化收入分配格局的重要性。

其次，政策预计将推动地产行业边际改善，有助于房地产产业链相关品类的消费增长。此外，七大领域设备更新、消费品以旧换新、循环利用、标准提升等行动方案已全部出台。

## （三）进出口

在出口方面，主要有两点有利因素。第一，美国的库存周期演进将为中国出口带来机遇期。美国当前大致处于始于2020年8月的库存周期尾声，即将迎来下一周期主动补库阶段。由于美国本轮周期各环节本身存在错位，一些环节和品类已经开始补库。第二，欧美经济韧性有助于拉动中国出口。美国制造业PMI持续位于扩张区间，欧元区也在紧缩区间回升，为我国相关行业出口打开空间。例如，交运设备、专用设备、仪表仪器和家具制造等行业。

但也存在一些不利因素。一是近期欧美国家在补库时同时推行制造业回流、友岸和近岸外包；二是近期欧美保护主义沉渣泛起，滥用政治手段干预国际经济的势头愈演愈烈，美国和欧盟对华加征关税就是最直接体现。5月新出口订单PMI指数回落，预示不利因素已经导致出口承压。

在进口方面，专项债、特别国债落地将形成实物工作量，预计带动相关商品需求。若内需持续不振，后续会议有望出台进一步扩大内需的政策。

## 三、政策建议



基于前述的数据分析和研判，我们分别给出短期和长期的政策建议。

### （一）短期政策建议

短期来看，宏观政策的核心是加强逆周期和跨周期调节。具体地，财政及货币政策可以着重围绕以下方面进行完善和调整。

**财政政策应当保持必要的赤字率水平并预留加力空间，兼顾稳增长与防风险两项任务。**从经济增长与风险的关系上看，取得经济增量有助于化解风险存量。因此，如果需求不振、预期偏弱的问题持续的话，可以提前着手考虑提高财政赤字率，以此引导预期。在政策工具方面：

**一是加大预算内投资力度，拉动社会投资恢复。**我国正处于新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化快速发展阶段，很多方面还有较大投资空间。

**二是加快公债发行节奏，调整负债主体结构。**一方面，一季度经济表现较好、地方防风险任务较重；另一方面，去年增发万亿国债划转地方使用导致一季度资金较为充裕，同时地方前期储备的优质项目不足。两者共同导致今年的专项债发行节奏偏慢，财政发力后置。为此，要加快公债发行节奏。

**三是减税降费不宜加码，应回归结构性减税。**我国实施了较长期的以税收收入下降、债务负担增加为成本的减税，在市场信心不足、需求不足的情况下这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，收入政策不宜再加码，而是转为有增有减的结构性减税甚至是结构性加税；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。

**四是要兜牢基层“三保”底线，在财政支出安排中优先考虑，切实保障基本民生、工资发放和机构运转。同时严控一般性支出，“党政机关过紧日子”要成为常态化，重点是控制行政管理支出不合理增长，严控“三公”经费预算。**

近年来，我国保持了较为宽松的货币政策态势，但是政策效果不及预期。究其原因，问题的症结不是“量”的不足，而是传导机制不畅。投资回报率预期较低导致预期不振，因而

较为充足的流动性并未有效转化为投资和消费，而是沉淀在居民和企业储蓄上。因此，短期货币政策的重点在于推动“宽货币”向“宽信用”的转化。

**第一，加大货币政策的逆周期调节力度。**在总量上综合运用公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现、准备金等基础货币投放工具，为社会融资规模和货币信贷合理增长提供有力支撑。

**第二，货币政策锚定物价目标，用好用足降准降息空间。**当前应把维护价格稳定、推动价格温和回升作为货币政策的重要考量，使名义经济增速尽快回归至实际经济增速上方。一是增加中长期贷款的供应，降低中小微企业的融资门槛。二是利用好定向调控工具，提高货币政策逆周期调节的精准性，对于支柱产业和高新技术企业给予更多信贷支持。

**第三，做好稳定房地产市场的工作。**例如，降低存量房贷利率和购房成本，支持刚性和改善性住房需求释放。中产群体是消费的主力群体，也是在房地产增量政策出台前背负房贷的主要群体。近期消费贷发放不少，但撬动消费成效明显不足。主要原因是消费贷没有用于消费，而是中产群体通过借低息消费贷去提前还高息房贷。与其通过发放消费券、中央政府增加额外负担来刺激消费，不如加快加力调整存量房贷利率，成本可由金融机构和政府分担。

## （二）长期政策建议

长期来看，在财政政策方面：

**第一，理顺央地财政关系，建立财权与事权相匹配的制度体系。**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。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，完善公债管理制度，持续有效防范化解重点领域风险。**除地方债发行管理制度外，超长期国债的管理规范性也需要重点关注。

在货币政策方面：

**一是加强金融市场发展和金融基础设施建设。**特别是要加快发展金融科技，通过多种渠

道解决中小企业融资难融资贵问题。应借助快速发展的信息技术，通过加速发展金融科技创新，丰富中小企业的融资渠道。

二是完善宏观审慎监管框架，提高对系统性风险的监管和预警能力。利用监管科技创新和大数据分析优势，通过智能化、数字化和信息化监管来提高监管精准性和时效性。

此外，新质生产力将是我国未来经济发展的驱动因素和决定力量，因此长期来看要特别加大对发展新质生产力的支持。第一，围绕核心技术攻关，加快完善新型举国体制。加强党对科技创新的领导，发挥政府集中力量办大事的优势。第二，要继续加快建设全国统一的大市场。既要发挥好国有经济定海神针的作用，也要重视民营经济在市场活力和提供就业等方面的重要作用。第三，着力推进更高水平的对外开放，形成具有全球竞争力的开放创新生态，助力新质生产力的发展。

# 消费需求不足矛盾凸显，提升消费能力刻不容缓

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 CMF 宏观经济月度数据分析会（2024年6月）上的发言

长期以来我国的经济政策主要围绕供给端来展开，从当前中国经济运行来看，供给端的政策也在持续发挥支撑作用，今年以来经济增长改善集中于工业生产的提速，体现出了大规模设备更新改造的政策效果。在经济运行的需求端，稳增长的政策则长期作用于固定资产投资，包括基础设施建设投资和重点领域的产业投资，今年1-5月基础设施建设投资同比增长6.68%，约是2019年底的两倍，2019年底国有企业的固定资产投资同比增长为-1.7%，2023年底则由负转正至4.9%。这些供给端的以及投资端的政策在稳定经济增长层面发挥了支撑作用，但是，投资扩张所形成的生产能力扩大终究需要与终端的消费需求形成平衡，否则供需失衡的问题不会缓解，反而会不断积累。从去年以来的经济运行来看，需求不足特别是消费需求不足问题的确是在加剧的，表现为价格水平的疲弱和产能利用率的走低，并可能制约后续的投资与生产，有效提振最终消费需求是打破这一矛盾的关键。

## 一、从投资需求看，民间投资持续低迷、经济内生动力不足

民间投资增速持续低迷，既受到房地产市场持续收缩影响，也与服务消费需求不足息息相关。今年以来，制造业投资和基础设施建设投资均保持较高增速水平，1-5月分别同比增长9.6%和6.7%，显著高于4%的固定资产投资增速水平，但是民间投资和房地产投资则保持低迷。其中，在上年同期基数较低的基础上，今年前5个月民间固定资产投资仅同比增长0.1%，房地产开发投资降幅较1-4月扩大0.3个百分点为-10.1%，如果剔除掉2020年2月的特殊值，当前房地产投资增速已经降至历史新低。在民间投资的投资结构中，房地产投资占据了较大的比重，随着近几年房地产市场调整，民间投资的增长受到了直接影响。另外一方面，在民营经济中服务业的占比也较高，当服务消费需求不足时，服务业企业的收益和投资能力也将受到抑制。虽然2023年以来我们看到服务消费出现了较快的恢复性增长，但是如果与常态增长趋势线相比，当前食品、衣着等基础商品消费已经基本恢复至常态，而文化娱乐、交通通信等服务消费依然显著偏离常态增长趋势线，我们也看到今年“五一”和“端

午”假期的人均旅游消费支出依然低于2019年。

“春江水暖鸭先知”，民间投资的增长情况能够反映出经济趋势的微妙变化。当前民营企业的投资不足不仅是一个经济现象，更是市场活力欠缺的直接反映，这背后是消费需求不足、市场信心疲软等深层次问题。但反过来说，如果企业家的信心得到提振、民间投资能够得到激发，民营制造业与服务业能够扩大就业、加大创新，那么就能够在提高居民收入、提高居民信心层面发挥作用，这也是凯恩斯所讲的宏观经济波动往往来源于企业家的“动物精神”。政策制定者需要对此给予足够的重视，并采取有效措施改善投资环境，激发民营企业的投资活力。

## 二、从消费需求看，终端消费增长乏力、价格水平延续低迷

当前社会消费品零售总额同比边际改善，主要来源于“假期”错位的影响，消费改善的可持续性需要进一步观察。5月份社会消费品零售总额的同比数据显示出一些积极的信号，较4月回升1.4个百分点至3.7%，依然不足4%，相较2019年8%以上的增速水平差距较大。如果进一步的分析，当前的边际增长或主要得益于今年5月份的假期天数较去年多两天，2023年“五一”假期为4月29日至5月3日，今年“五一”假期为5月1日至5月5日。然而，这种由假期错位带来的消费增长并不具有可持续性，真正的挑战仍在于如何激发长期的、由内需驱动的消费增长。

**房地产销售低迷、相关消费仍偏弱，房地产市场面临巨大的库存问题。**1-5月商品房销售面积和商品房销售额同比分别为-20.3%和-27.9%，降幅较上年底分别扩大11.8个百分点和21.4个百分点。商品房销售持续低迷对装饰装修、家具、家电等与房地产相关联的消费有着直接的影响。1-5月建筑及装潢材料零售额处于负增长区间，家具类商品零售额同比增长仅为3%。当前中国房地产市场面临的核心问题也是供需失衡的矛盾，截至今年2月末，商品房待售面积达7.6亿平米，库存面积触及历史新高，5月末商品房待售面积下行至7.4亿平米，仍处于历史高点附近。5月17日新一轮支持房地产的政策出炉，包括拟设立保障性住房再贷款等，但当前来看政策效果依然有限，消化房地产库存需要一轮长期的过程。然而，一些学者和研究人员仍然建议通过扩大房地产投资来实现GDP增速目标，这一建议显然既不符合供需均衡理论，也不符合当下显著供需失衡的现实。

消费持续低迷加大了实现3%左右的通胀目标难度。作为衡量通货膨胀的关键指标，物价水平近两年的持续低迷状态也引起了广泛关注，2023年我国CPI同比增长0.2%，今年1-5月CPI仅同比增长0.1%，PPI则持续负增长。2024年政府工作报告中提出居民消费价格的预期涨幅在3%左右，我个人认为，这一提法在历史上具有重要意义，即政策目标从过去长期的“防通胀”转为“防通缩”。如果来实现防通缩的目标，仅仅通过旧有的在供给端与投资端发力的政策，将遇到最终消费需求不足的巨大制约，生产的越多、生产的效率越高，价格水平反而可能将会更加低迷，而价格水平低迷则会通过“降低企业利润率-减少投资和就业-削减消费-价格水平更加低迷”的路径形成负向循环。

### 三、从进出口需求来看，内需不足将使得经济运行更加依赖于外需

当前全球贸易环境正经历着深刻的变化，安全问题已经成为影响企业决策的重要因素。尽管中国在产业链与供应链的完善程度以及成本控制等方面具有比较优势，但近年来全球范围内“安全问题”的凸显对经济发展和国际贸易构成了新的挑战。对于企业而言，可能对于“安全”的考量超越了对于“利益”的衡量，政治与地缘冲突因素在经济活动中的权重增加。4月份我参加了中美商业领袖圆桌会议，会上美方企业家提出，当政治超越经济、安全超越利益时，企业和企业家只能服从政治和安全，对于利润或利益的考虑只能退居其次。

在外贸环境的不确定性加大的情况下，企业适时出海不失为良策。在逆全球化风险抬升、大国博弈基调不改的背景下，如何利用我国的产业链、供应链优势在全球供给博弈中寻找新的出路，减少经济发展的外部风险领域，需要有一些新的思考。在国内需求不足难以短期缓解的情况下，中国企业和中国经济将更加依赖于外需，而欧美等经济体的加征关税等贸易限制可能将对国内经济形成更大的扰动。日本企业在20世纪80年代以来曾大面积出海，通过企业的海外投资和运营，积累的海外资产规模持续扩大，GNI（国民总收入）不断上升，过去三十年间日本实际人均GDP年均增长率不足1%，但日本企业依然保持着强劲的每股收益增长率，对于稳定企业发展、稳定日本经济发挥了重要作用。当前我国应加大鼓励企业“出海”的力度，积极拓展国际市场，既有助于分散国内的经济风险，也是提升国家整体经济实力的重要途径。当然在推动企业出海的过程中，需要对投资目的地进行审慎选择。对于政治和经济风险较高的国家，企业应更加小心以避免不必要的损失，与此同时，加强与友好国家尤其是东盟国家的合作，可以为中国企业提供稳定的投资环境。

#### 四、当前改善终端消费需求的几点建议

**减10万亿基建、增10万亿消费补贴，是推动经济重启正向循环的关键。**消费与收入密切相关，消费是收入的函数，收入水平直接影响消费者的购买力，其中不仅包括当前的实际收入水平，也包括对未来收入的预期，两者共同决定了消费者的消费意愿和能力。当前经济政策在消费端的发力相对薄弱，而这恰恰是推动经济重新启动正向循环的关键所在。大规模设备更新、消费品以旧换新政策和措施仍然集中在帮助企业扩大生产，加快专项债和特别国债的发行和使用依然集中在支撑与提升基建投资，这些措施和政策皆未能直接接触及最终消费者。“以旧换新”政策对消费有一定的刺激作用，但主要是消费时点的前置，也可能会带来后续消费的再次收缩。我想再次建议，向居民分批发放10万亿元消费券。当前基建投资效率已经边际放缓甚至为负的背景下，10万亿规模的基建投资对于拉动当前中国经济的效率不高。经过论证，减少10万亿基建、扩大10万亿的消费补贴对于经济的提振效果更为明显。

**除“保交楼”外，暂停房地产与土地新增供给，推动房地产去库存，同时加大在消费端稳地产的政策力度。**对土地和房地产新增供给的限制有助于稳定房地产的价格信号。除此之外，我认为在房地产政策的制定中，也应更加关注房地产的消费端。例如，推动保障性住房再贷款政策落地见效，不应仅将资金用作购买房产作为储备，而应与房地产的重组和风险消化相结合。对于房地产企业，特别是那些面临清盘风险的企业，政府的介入应当注重市场风险的消化，而不是在于救助企业“老板”。政府也可以通过提供额外的补贴来刺激购房需求，补贴政策的目的是调动居民的消费能力，在当前房价已经出现显著回落的基础上提供额外的补贴，鼓励更多的居民进入购房市场，将观望的资金转化为实际的购房行动。通过动员社会资源和市场资源参与到房地产市场中，有利于减轻政府的压力，也有利于加快消化现有的房地产库存。

**关注房地产持续收缩下的建筑行业风险。**建筑业的运营状况和房地产业休戚相关，尤其是与房地产市场密切相关的民营建筑企业面临的风险挑战加大。许多建筑企业可能因为房地产市场的不景气而选择退出市场，这种退出可能会引发连锁反应，影响到相关的投资者和项目，也会在一定程度上影响建筑工人等低收入群体的就业和收入。国有大型建筑企业虽然相对稳定，但也面临着风险，尤其是在政府PPP项目中，政府履约率低可能导致这些企业面临资金回收困难的问题，进而影响到他们的财务状况和持续经营能力。

发挥中央政府在风险化解中的作用，进一步优化政府债务结构，提高政府在保障民生、提振消费领域的投入与支出。在经济处于逆周期、跨周期的阶段，政府应承担起稳定经济的责任，一方面对受影响较大的行业提供支持，比如政府可以通过财政刺激和公共投资项目来启动市场，为建筑业提供一定公共需求，另一方面在中央集权的国家体系下，中央政府应承担起更多的经济稳定和发展责任。我想再次呼吁，进一步调整优化政府的债务结构，中央政府应通过发行国债来吸纳部分地方政府债务，尤其是高风险的非经营性债务，将地方政府的债务风险转移到中央政府，利用中央政府的信用和融资能力来降低债务成本。此外，中央政府在保障民生、提振消费方面也应当发挥更大作用，例如探索通过发行国债来为消费补贴的发放进行融资，等等。我相信通过一系列政策的调整，最终能够实现稳定预期、稳住信心的目标。



# 当前经济形势和2024年下半年经济展望

祝宝良 国家信息中心原首席经济师

以下观点整理自祝宝良在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2024年6月）上的发言

## 一、上半年中国经济修复过程的整体评估

中国经济目前仍在疫情后的修复阶段，即2022年12月7日疫情放开以后经济开始逐步恢复，尤其是服务性消费，对应着服务业生产的恢复。这种恢复态势一直持续到了今年的第一季度，1-2月份的生产指标呈现出积极趋势。修复阶段是指过去受到严重破坏的领域正在逐渐恢复，而过去未受影响的领域则恢复得更为迅速，经济领域之间出现了明显的分化现象。因此，“修复”能更加准确地呈现当前中国经济的特点，并且对于未来中国经济的发展态势具有重要的指示作用。通过对今年经济形势的分析，可以认为我国经济经过2023年和今年年初基本完成疫情后的修复后，已经进入稳定增长阶段。但这种稳定处于较低水平，即物价低迷，存在通货紧缩压力等。

首先，经济稳定主要依赖于制造业投资和出口，1-4月，中国出口实际增长11.4%，制造业投资仍然保持着较快的增长速度。从过程来看，修复完成后，由于出口的拉动和制造业投资的推动，工业生产恢复得相对较好。1-5月，工业生产增长率达到6%。服务业在去年迅速修复之后，今年1-2月修复速度仍然较快，但从3月开始逐渐放缓，增长率不到5%。与过去四年疫情期间的月度数据相比，服务业已大概恢复至过去四年的平均水平。在出口的带动下，今年1-5月工业生产增速快于过去四年。出口的影响是巨大的，能否维持较高增速是一个关键问题。一旦出口增速放缓，工业生产可能会下降，制造业投资的速度也可能随之减缓，经济有可能进一步下行。

1-2月的修复过程中存在闰年因素的干扰，在剔除季节性因素后，经济修复的速度并没有那么迅速。今年1月和2月不仅多出了一天，还额外增加了两个工作日，自我们有季度统计数据（1992年）以来，闰年全年的经济增速平均略高于非闰年，但增速的提升幅度并不显著，主要体现在第一季度、第二季度和第三季度趋于稳定，第四季度有所下降。所以，今年第一季度经济表现好于预期，修复速度较快，与闰年有一定关联。第二季度在第一季度的基础上

可能会有更快的增长。虽然闰年多出的一天不会直接增加收入，工资和财政支出基本固定，但这一天的经济增长，即消费、投资和出口的增加，实际上转化为企业的收益。企业如果觉得利润状况良好，可能会在第二季度增加投资，之后这种影响会逐渐减弱。

其次，今年3-5月的经济数据基本保持稳定，但这种稳定处于较低水平，主要体现在物价上。物价的涨幅并不明显，尤其是制造业的生产者价格指数（PPI），截至5月，已连续20个月呈现负增长。5月当月环比虽略有上升，但这与国际市场上输入性通货膨胀有关。1-4月，进口价格持续上涨，4月上漲尤为迅速，尽管5月的具体数据尚未公布，但预计上涨幅度可能会更大，这与国际市场上铜价和原油价格的上升有关。如果排除这些因素，我们物价水平相对较低，尤其是PPI。消费者价格指数（CPI）同样处于较低水平，无论是核心通胀率还是环比增长。

所以，中国经济虽然在3-5月保持稳定，但并未回升至较高水平，物价下跌也反映出供求缺口尚未得到有效弥补。据估计，中国目前的潜在增长速度应该在5.2%至5.3%之间，疫情之后累积的供求缺口没有完全得到弥补。

## 二、当前中国经济发展存在的问题及下半年走势分析

当前中国经济主要面临以下三个问题。

**第一，有效需求不足。**一是消费需求不足，近年来，社会消费品零售总额的增长率基本维持在4%左右。服务性消费由于受到疫情影响，波动较大，但在经济修复之后，服务业的生产增长率回升至5%，据此可以大致估算服务业的消费水平，再加上政府在服务性消费方面的投入，整体消费水平大约在5%左右。这一消费水平相较于2019年以前接近8%的增长率，以及剔除物价影响的实际消费增长率6%明显偏低。二是房地产市场仍然低迷，使中国经济摆脱对房地产行业的依赖将是一个艰难的过程。今年推出的一系列房地产政策方向是正确的，但政策力度尚显不足。今年下半年至明年，房地产投资增速可能仍将继续下降。房地产行业对经济的影响是巨大的，如果使用投入产出表来计算房地产行业的影响，会发现其成熟产业链对经济的贡献比出口还要大。三是出口，下半年的名义出口增速有可能较上半年1-5月的2.2%略有提升，但进口增速也可能相应增加。实际的出口增速可能无法达到1-5月接近11%的水平，出口对经济的拉动作用可能不如上半年显著，因为贸易摩擦的问题依然存在。

**第二，通货紧缩。**中国在某些领域存在结构性产能过剩，甚至是体制性产能过剩。需求不足，产能相对过剩，通货紧缩的压力仍然存在。目前十年期国债的利率已经降至2.25%至2.3%之间，而一年期的中期借贷便利（MLF）的利率仍为2.5%。这种利率倒挂现象反映了市场对未来中国经济以及通货紧缩的担忧。从统计数据来看，PPI已经连续20个月下降，CPI仅为0.1%。回顾2012-2015年供给侧结构性改革初期的四年，CPI基本保持在2%左右，PPI连续五十多个月呈现负增长。但这一轮情况有所不同，CPI并不高，PPI仍在下跌，部分行业存在产能过剩的问题。一旦形成物价不涨甚至可能下降的预期，这将对工业生产和企业生产产生重大影响。企业不敢囤积库存，也不敢继续大规模增加投资。当然，今年实施的政策仍在提供支撑作用，包括大规模的设备更新改造和以旧换新，但维持目前制造业投资的高增速面临较大压力。

**第三，贸易摩擦。**贸易摩擦的规模可能不大，但如果各国之间未能妥善解决问题便可能引发冲突，将对企业产生显著的负面影响。从边际效应来看，下半年出口对经济增长的贡献可能会较上半年有所减缓。世界经济复杂性、严峻性、不确定性上升，从汇率、价格、资本流动、外贸、海外资产安全等多个渠道影响我国经济，预计2024下半年世界总体经济环境对我国影响比上半年更为严峻。

今年下半年中国经济有可能在底部徘徊，甚至低于上半年。第二季度的经济增速预计5.1%左右，上半年整体增长率基本在5.2%。第三、四季度的增长速度可能低于5%，全年经济增长率最终在5%左右。具体来看，消费市场基本保持稳定，制造业投资总额处于较高水平，但增长速度可能有所放缓。基础设施建设投资当前表现弱于预期，尽管今年政府资金投入较多，包括特别国债和专项债券的发行，但由于地方在化解风险方面的控制，导致基础设施建设投资的增速偏慢。短期内房地产市场恢复至稳定状态的可能性较低，预计将继续保持下行趋势。出口的边际效应可能减弱，对经济增长的拉动作用不如预期。尽管今年美国和欧洲的经济增长表现出较强的韧性，但未来一至两年内，这些国家的经济增长速度预计仍将放缓，这将对我们的出口产生一定影响。

### 三、政策建议

中国经济总体上仍处于修复阶段，目前已趋于稳定，但未来增速可能会在稳定的基础上略有放缓，同时通货紧缩仍存在一定压力。在此背景下，提出以下三点经济工作的基本思路。

**第一，经济发展本身比防范经济风险更为重要。**我们不能仅仅为了防范风险而采取行动，而应更加注重推动发展。去年的中央经济工作会议以及今年的全国两会都强调了要巩固和增强经济回升向好的态势，必须防止因过度防范风险而导致经济继续下滑，进而产生更大的经济风险。

**第二，关注内部经济均衡比关注外部经济均衡更为重要。**财政政策和货币政策应密切关注物价水平，确保物价稳定，这需要关注货币供应量和汇率稳定。

**第三，既要发展新动能，也要稳住传统经济动能。**不能因为一时的号召而盲目跟风，大规模地发展新动能，导致产能过剩。如果企业因此而过度竞争，利润微薄甚至亏损，就会导致经济发展模式出现问题。

**“发展比防范风险更为重要”**是一个结合长期和短期目标的问题，即短期政策和长期政策需要相互配合。大家期待7月的三中全会能为长期政策提供指导。关于短期政策，包括财政政策、货币政策，以及针对房地产市场的政策，提出以下建议。

**一是积极的财政政策要适度加力、提质增效。**今年两会有关基金预算的提议是增长0.1%，即土地出让金预计增长0.1%。然而，1-5月土地出让金收入实际下降超过10%，这意味着今年的基金预算收入会减少，这一资金缺口问题亟待解决，关系到地方政府“三保”（即保基本民生、保工资、保运转支出）的资金需要得到保障。

**二是稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。**保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，盘活存量、提升效能，但结构性货币政策工具不应变成补贴。考虑降低利率和存款准备金率，在这一过程中，由于利差变动可能会导致商业银行的经营风险增加。正如之前所强调的，“发展比防风险更为重要”，即便部分银行出现一些风险，可以通过发行财政专项债券注资的方式来解决，而不应将利率维持在较高水平。

三是着力扩大需求。提振消费是一项具有挑战性的任务，尤其是考虑到消费能力、消费预期、消费环境、消费供给和消费方式等多方面因素，消费不仅是短期问题，也是长期问题，要通过畅通经济循环、发展经济等来增加城乡居民收入。我们期待7月份的改革能在收入分配和社会保障体系建设方面取得进展。加强社会保障体系能够有效刺激消费，例如解决农民工的退休问题、幼儿园教育问题以及鼓励生育的政策等。

在投资方面，某些领域应当放宽限制，对于产能过剩的行业，应鼓励企业进行兼并和重组，包括房地产行业。同时，建议地方政府减少大规模投资基金的设立，避免一哄而上的投资行为。在鼓励发展新质生产力时，应避免过度投资导致产能过剩，避免滥用结构性货币政策工具。鼓励企业在能力范围内进行投资，政府的投资基金应主要集中在解决关键领域的瓶颈问题。对于新能源、光伏等领域，如果民营企业有能力投资，则应避免不必要的干预。

在出口方面，处理贸易摩擦是关键。在当前处理中国的“新三样”及其他商品出口的过程中，可以借鉴90年代日美贸易摩擦时期的经验，即实施配额制度，规定每年向特定市场供应的数量，但前提是对方必须鼓励我们的企业利用比较优势到其国家进行投资。这些配额可以在国内进行拍卖，拍卖所得可以为政府带来财政收入。大量文献说明配额对出口具有积极影响，因为配额及其拍卖机制可以激励附加值较高、利润率较高的产品出口。同时由于配额的限制，国内企业可以根据这一额度和国内需求来确定生产量，避免盲目进行大规模投资，导致产能过剩。

在房地产方面，首先，保交楼任务要切实完成。对于纳入白名单企业贷款和收购住房贷款出现坏账应免于问责，这是政策协调性和一致性的重要体现。其次，研究援助房地产企业的政策，包括房地产企业的兼并重组和存量房盘活问题，例如政策性住宅金融工具。2015年和2016年的供给侧结构性改革“三去一降一补”过程中，我们曾研究过中国的政策性住房制度，通过公积金或国家开发银行的信贷事业部设立住宅金融机构，以应对中国未来的房地产问题。最后，关于房地产需求的政策。目前，除了北京以外，限购、限售政策都已基本取消。从过去一个月的数据来看，一线城市如广州、深圳的市场情况有所好转，但二线城市并不明显，这表明政策力度不够。因此，可以进一步研究按贷款利息纳入抵扣个人所得税政策，从而鼓励房地产需求。

在供给方面，目前新动能领域支持政策的方向是正确的。对于部分行业出现的产能过剩问题，应鼓励企业进行兼并和重组。清理过度鼓励甚至带有补贴性质的政策，以促进行业按照市场化原则健康发展。同时，应提供产业引导政策，避免采取限购或限制准入等措施。

去年中央经济工作会议和今年两会上，明确提出了建设统一大市场的目标，以防止各地方政府为了本地发展而大量招商引资，提供低成本土地优惠政策、各种明示或隐性的优惠政策，甚至要求在当地投资的企业必须设立法人实体等措施。这些政策导致部分企业难以退出市场，使得兼并重组变得更加困难。因此，统一大市场的建设应该会在今年7月的三中全会上进行具体的部署和安排，这将有助于从供给侧解决问题。

# 短期经济趋稳，后续急需培育内生动力

丁爽 渣打银行大中华及北亚首席经济学家

以下观点整理自丁爽在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2024年6月）上的发言

今年上半年，GDP 增长率可能维持在5%左右，经济整体呈现稳定发展的态势。然而，经济复苏过程中存在不平衡现象，即供给端趋强，需求端偏弱。此外，经济对外需的依赖程度依然较高，降低对外部需求的依赖，增强经济增长的内生动力，是未来需要着重解决的关键问题。

## 一、当前经济形势分析与未来展望

今年是经济复苏的一年，且复苏进程并未完全结束。根据目前的经济数据，今年一季度经济增长超出预期，同比增长率达到5.3%，环比增长率为1.6%。进入第二季度后，经济增长出现放缓，与第一季度相比增速有所下降。但这种放缓并非全面性的经济走弱，从 PMI 来看，5月官方制造业 PMI 降至50%以下，而私营部门的 PMI 数据，无论是制造业还是服务业都呈现加速增长的趋势，这表明经济呈现出多样化发展。

经初步预测，第二季度的 GDP 环比增长率会放缓至接近1%的水平，下半年的经济复苏可能更加依赖于财政政策的支持。目前中央及地方政府债券的发行正在加速，预计财政支出的增长速度将超过今年前四个月或五个月的水平。因此，全年经济增长有望达到5%左右，目前预测是4.8%，但存在一定的上行风险，最终结果可能在5%左右。即便实现了5%的经济增长，与疫情前相比，当前的经济活动水平仍然较低，这对物价产生了下行压力。

今年上半年供应端呈现出较强态势，而内需端相对较弱，但5月有所改善。无论是从环比还是同比的角度来看，工业增加值的增速均有所放缓。与此同时，服务生产指数和零售业的同比增长都呈加速趋势，零售业的环比增长也从4月的0%左右上升至5月份的0.5%。尽管供需状况边界有所改善，但目前工业增加值的增长率仍维持在6%的水平，而零售业的增长率低于4%。从绝对增长水平来看，供应端仍然强于需求端。

通过对分项指标进行详细比较分析，发现：（1）当前的工业增加值水平明显高于疫情前的趋势水平；（2）服务生产水平明显低于疫情前的趋势水平，进一步分析发现，在剔除房地产服务后，服务活动已恢复至疫情前的水平，这表明房地产服务是服务产业增长的主要拖累因素；（3）如果剔除房地产的影响，零售业的增长水平仍然略低于疫情前的水平，说明零售业不仅受到房地产行业的负面影响，且零售商自身的恢复情况也未达到疫情前的趋势水平。

供求缺口通常会产生两种影响。首先，库存水平上升，这是由供给过剩和需求不足造成的。然而，从库存指标来看，工业品的产成品库存和 PMI 库存指数均未出现大幅上升。到目前为止，外需是消化供求缺口的主要渠道之一。前5个月，中国的贸易顺差同比增长了1.8%，但这一指标并不能完全反映外需对中国经济的正向贡献。今年1-5月，从价值角度来看，出口增长了2.7%，进口增长了2.9%，这一数据并不能明确指出出口增速明显快于进口。然而，如果从数量的角度来看，1-4月出口量增长12%，进口量增长5%。由于进出口价格均为负增长，呈现下行趋势，进出口数量增速快于价格下降。因此，上半年的进出口对 GDP 的贡献相当显著。

CPI 是供需缺口对物价水平影响的反映，目前 CPI 仍处于较低水平。核心通胀率，即剔除食品和能源价格波动后的通胀率，已经从疫情前的1.9%降至0.6%-0.7%，说明负的产能缺口较为显著。未来核心通胀率可能会在0.7%的基础上略有上升，但预计年底很难突破1%。猪肉价格和燃料价格可能出现上涨，但全年通胀率的预测值为0.5%。叠加风险因素，实际通胀率更有可能低于0.5%。8月左右，CPI 甚至可能出现零增长或负增长的情况，低通胀可能将持续一段时间。

对于整体经济的展望，我们持有相对乐观的态度。预计今年全球经济增长率能达到3.1%，与去年基本持平。同时，美国经济表现出较强韧性，从现有数据来看，美国通胀率仍在下降通道中。今年的降息次数可能会超过美联储目前的预测，目前预测分别在9月和第四季度。各国央行及时调整政策，放松过去紧缩的金融环境，有助于降低经济硬着陆的风险。

## 二、中国经济面临的长期挑战

尽管全球经济增长对外需提供了一定的支持，但贸易摩擦的加剧不容忽视。拜登政府不仅没有降低特朗普时期设置的关税，还对中国产品加征关税。最近，欧盟也决定对中国的电



动车征收关税，并已宣布了临时关税措施，预计11月最终的关税政策将出台。中欧之间的贸易摩擦也可能从新能源汽车领域扩散到其他领域。另一个不确定性因素是特朗普是否会再次当选美国总统。在竞选纲领中，特朗普提出对中国商品加征高达60%的关税，并对其他贸易伙伴加征10%的关税。此外，他强调对中国加征60%的关税仅是一个起点，后续可能会进一步提高税率。随着中国产业链的外迁，特朗普还提到，如果中国企业在墨西哥生产汽车，将面临更高的关税。这给中国未来的出口前景带来了极大的不确定性。尽管中国企业通过将产业链外迁增强其韧性，但在这一过程中，中国增加值的比重呈下降趋势，第三地加工的增加值比重正在上升。因此，今年下半年以及明年，中国经济在外需方面可能会面临更多的挑战。

供给侧的产能过剩问题突出，正如去年经济工作会议指出，部分行业面临产能过剩的问题。通过对行业产能利用率以及制造业投资的分析，发现目前有四个主要行业的产能利用率在今年一季度达到了历史新低，不仅包括传统行业，也包括新兴行业，具体为汽车、电子机械设备、计算机通讯设备以及非金属矿产。而这四个行业的投资增速并未放缓，依然保持较快增长，因此，其产能过剩的问题可能会更加严重。

从需求侧来看，无论是国家统计局的数据还是中国人民银行的调研结果，都表明消费者信心呈现偏弱趋势，指标已经持续较长时间处于100以下，疫情前这一指标通常在100以上。人们对就业的信心和收入的预期同样偏弱，这也反映在中国的超额储蓄现象上，粗略估计当前的超额储蓄超过了GDP的10%。如果这些超额储蓄能够部分释放，将对经济产生显著的提振作用。超额储蓄过多说明人们对未来的信心不足，担心是否能获得稳定的就业机会和收入增长。因此，需要更多的政策支持和经济活力的释放，创造更多的就业机会，增强人们对经济前景的信心。

### 三、政策建议

产能重整是政策制定的重要方面之一，应防止行业内的过度竞争，同时，在某些特定领域，政府应协助进行必要的市场退出，鼓励兼并重组来稳定行业价格，增加企业利润。在推动新质生产力的发展过程中，应避免盲目跟风和重复建设现象，特别是在地方政府层面，需要防止出现重复投资的问题。对于产能利用率较低的行业，应密切关注其投资速度是否仍然过快。

在稳定房地产市场方面的，再贷款利率是否能够进一步调整，以确保国有企业在收购商品房并将其用作保障性住房的过程中，其租金水平能够实现商业上的可持续性。此外，收购的房产立即重新投放市场可能并不能有效实现去库存的目标，有些住房在购买后可能需要由国有企业或政府持有一段时间，在市场供需状况发生变化时再适时释放。

在刺激需求方面，需要更多关注如何增加就业机会和提高收入水平。此外，通过完善社会保障体系来改善公众对未来的预期也至关重要。政府可以增加公共支出，国有企业的利润也可以更多地用于加强社会保障建设。每年的财政预算通常都会有剩余资金，未来可以考虑将未完全执行的预算部分用于个人所得税的退税，特别是针对低收入群体。

服务业的复苏相对表现较好，并且具有巨大的发展潜力。因此，在促进消费的过程中，应进一步扩大服务领域的开放，例如医疗、卫生、教育、养老、娱乐等领域。

## 出口之后，经济增长的下一个发力点在哪里？

闪辉 高盛首席中国经济学家

以下观点整理自丁爽在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2024年6月）上的发言

近期公布的5月经济数据和4月经济数据差不多，本质上没有显著变化。如果将中国主要的经济指标进行排序，从最好的到最差的，就会发现很明显的分化：制造业投资、工业生产、出口，这些领域的增速基本都有同比5%-10%的增长，表现非常亮眼；排在最下面的，房地产，不管是新开工、销售还是投资，甚至和房地产有很大相关性的水泥生产，同比可能都是10%-20%的大幅下降。

所以，我们今年实现5%左右的经济增长目标应该没有什么太大的问题，但整个数据里的分化是极致的。我想强调两点：

一是，我们的出口数据很好，但出口到底对我们 GDP 有多大的贡献？只有把它进行量化认识才能看得清楚，内需到底是什么样的情况。而外需有一定的外生性，不是我们能够决定的。

有很多人会说，从统计局“三驾马车”的数据看，进出口对于 GDP 的贡献似乎并不大。比如第一季度 GDP 同比增长了5.3%，只有0.8个百分点是进出口，也就是说大部分经济增长好像还是内需拉动。我认为，这不是很好地看待这个问题的方式。举个简单例子，我们出口了100元的设备，又进口了100元的大豆，它的进出口就是0，但不能说我们出口100元的设备没有对我们的经济有拉动，因为我们会有工业增加值生产这个设备，会有制造业投资去开厂建这个设备。

所以，看出口到底对中国 GDP 有多大的贡献时，一个方式是要看国内增加值有多少是在出口上面，制造业的投资又有多少是由出口带动。如果用这种方式看出口对中国经济 GDP 的拉动，得到的答案是不一样的。

我们测算发现，第一季度5.3%的经济增速里有2.4个点是由出口带动的，也就是说没有出口非常亮眼的表现，内需的贡献就只有3个点，这是需要很清晰地认识到的。今年的经济增长

目标应该比较容易达到，至少现在看起来一季度5.3%，二季度，因为是低基数，大概率也是同比5%以上的增长，全年5%的增长目标应该没有太大的困难。其中出口相当得好，对 GDP 有非常大的拉动。

怎么看未来一段时间出口的表现？前瞻性地看，近期即使有关税的扰动，出口今年都不应该会有非常大的下行风险。为什么这么说呢？近期这些关税，不管是针对新能源汽车、电池还是拉美国家对我们钢铁增加的关税，这些东西在中国整个出口中所占的份额比较小。我们测算，中国“新三样”出口占整个出口份额也就4%，加关税尤其局部关税应该对中国今年的经济不会有太大的影响。

不过，如果明年特朗普当选，并且真的像他说的那样，要对中国所有产品征收60%的关税，那情况就完全不一样了。我们可以用2018年、2019年中美贸易战时的经济表现去做一个大概的测量。当然，现在的经济形势和当时的经济形势也不一样，我们的政策反应和当时的政策反应也可能不一样，至少不可能完全一致，但可以给我们提供一个简单的框架。如果真的有关税，对经济有多大影响？我们测算，累计情况下有2个点的 GDP 拖累。这是比较大的影响。中国现在在全球出口和制造业所占份额已经相当高了，所以今年出口应该还是一个非常亮眼的表现，但在未来我们可能需要未雨绸缪，想一想如果出口不能再继续推动 GDP 的增长，我们需要靠什么东西来继续推动经济的增长。

第二，我想简单讲一下房地产。因为之前我在美国的工作刚好也是关注美国的房地产按揭贷款市场。

次贷危机时美国政府和决策者整体的反应还是相当快的。在整个金融市场采取了非常大动作的救市行动把市场稳定住，2007年股市开始往下走，2009年3月份就已经基本见底，2009年之后股市基本就是向上走的趋势。所以，行动很快。但即使是在这样的政策反应比较快的情况下，美国房价也是2006年见底、2011年底到2012年初才开始反弹。

也就是说房地产市场和其他金融市场或其他大宗市场有很大不同，一是房子本身周期比较长，一旦建得多，除非你把它全部铲平，否则多余的供给会一直在那里。金融市场里很多买卖的人员都是职业人员，而房地产买卖很多是一般的老百姓，你的房子和我的房子不一样，

你的城市和我的城市不一样，交易过程很容易参考上个月的交易价格，所以房价是非常有黏性的，调整也因此会非常缓慢的，需要很多年。

二是房地产现在供大于求的形势还是比较严峻，对经济会有多年的拖累。为什么？举个简单的例子，新开工面积从2021年或之前的顶点（看你怎么界定）到现在已经下降了60%-70%，但房地产投资从顶点到现在已经跌了20%-30%。房地产投资是直接算入GDP的，为什么房地产投资跌幅没有新开工跌那么多呢？因为之前开工的现在还在建，新开工可以马上掉下来，但在建的整个“蓄水池”是需要一段时间调整的。也就是说如果再过几年，房地产投资的水平整个跌幅或调整的程度要和新开工整个调整的程度相似，我们房地产投资才会有一个下行的趋势，而且下行趋势可能不小，也就是说对GDP的拖累不是到2024年就见底了。对此要有比较清醒的认识。

最近“5·17”的房地产思路是对的，要去库存，不能再增加供给，需要支持需求，让供和求的关系达到一个新的平衡。思路是对的，但这个量是不够的。我们测算，如果要去库存，把一二线城市去库存去到比较正常的水平可能需要3万亿量级的政府资金上的支持，但我们在“5·17”政策里，央行再贷款只有3000亿，当然通过银行的贷款可以把它放大到5000亿，但这和我们需要的政府支持相比还是不够。

我们需要仔细思考，在未来相当长一段时间内，如果不能一直靠出口作为拉动经济的主要引擎，那么在我们城镇化步伐慢慢放缓的大背景下用什么来增长？怎样支持或促进内需？这是个非常大的政策问题。刚好7月份会有三中全会，我们也非常期待这方面的改革和措施，能够给市场信心一些提振。

另外，我认为对于做研究、做宏观分析来说，很重要的一点就是数据。如果我问你中国房价到底跌了多少，很少有人能有信心地说中国房价平均跌了百分之多少。70城的房价数据，过去一年跌幅不到5%，但看二手房的数据，有些可能是10%，有些可能是20%，有些可能是更多。到底房价跌了多少，政府在统计方面能够给分析师或市场更清晰的数据，分析研判之后建立的政策建议才会更加有效。

# 结构性复苏仍需扩张性政策支持和结构性改革推动 并保持政策取向的一致性

王军 华泰资产首席经济学家

以下观点整理自王军在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2024年6月）上的发言

整体来看，前五个月中国经济开局良好，供需两端和三大需求均有所改善。在经济下行趋势有明显放缓迹象的同时，经济运行也存在明显的不平衡性，呈现结构性复苏特征。针对当前有效需求不足的矛盾和结构性复苏的基本特点，为实现经济平稳健康发展，未来宏观经济政策仍有必要继续保持较大的扩张力度，加快推动结构性改革，且需增强宏观政策取向的一致性。

## 一、当前的经济运行呈现结构性复苏和有效需求不足的基本特征

中国经济的结构性复苏主要体现在七个方面。

**第一，供给强于需求。**这可以从工业增加值、社会消费品零售总额、固定资产投资的增长情况，以及物价低位震荡走势，产能利用率变化情况等多方面得出这一结论。从产能利用率来看，一季度规模以上工业产能利用率为73.6%，比上年同期下降0.7个百分点，比上季度下降2.3个百分点，创下自2020年一季度之后的最低值，说明工业领域存在一定程度的产能过剩问题。从产品销售率来看，规模以上工业企业产品销售率为94.9%，同比下滑0.6个百分点。从价格表现来看，5月物价延续低位震荡走势，CPI 同比仅增长0.3%，PPI 同比下降1.4%，是连续第20个月下降，这些都表明总量供大于求的矛盾尚未解决。总之，中国仍处于十分关键的经济转型过程中，“旧质生产力”动能不足所导致的产能过剩压力较大、内需不足等问题，仍是当前经济运行的主要矛盾。

其他还有一些结构性复苏的特征，包括：**第二，制造业强于建筑业。****第三，高技术产业强于其他产业。****第四，外需强于内需。****第五，消费强于投资。****第六，年轻人特别是大学毕业生就业困难。****第七，上游价格 PPI 强于下游的 CPI。**这些在1-5月的经济数据中都表现的比较明显，这里就不展开详细了。

总之，当前的经济运行一方面呈现结构性复苏的基本特征，另一方面，总需求不足、有效需求不足仍然是主要矛盾。展望全年，如果前五个月这种好的势头能够继续保持下去，如果政策能够更加应对得当，保持较大的扩张力度，相信全年复苏前景还是比较乐观的，能够实现5%左右的增长，但是名义GDP要想实现6%以上看来还有困难。

## 二、政策面释放出促进房地产市场企稳见底的积极信号

中国经济的结构性复苏以及内需不足的问题，与持续深度调整的房地产市场高度相关。今年前五个月，中国房地产市场仍然较为低迷，房地产投资、销售、融资各项指标继续下滑，房地产行业的困境仍然没有趋势性改变，未能摆脱拖累整体经济的状态。一是投资跌幅仍然较大，房地产投资同1-5月份同比下降10.1%，降幅比一季度扩大0.6个百分点。二是销售继续大幅下滑。1-5月新建商品房销售面积同比下降20.3%，住宅销售面积下降23.6%；销售额同比下降27.9%，住宅销售额下降30.5%。三是价格跌幅继续扩大。5月份70个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格环比、同比降幅均略有扩大。四是房地产去库存任务进一步加大。5月末，商品房待售面积同比增长15.8%。五是政策面开始出现重大而积极的调整。

4月30日召开的中央政治局会议提出，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施。5月17日又召开了全国切实做好保交房工作视频会议，央行还将设立3000亿元保障性住房再贷款。可以说，从中央到地方再到部门，均已释放出非常明确和积极的支持房地产市场平稳健康发展、加快构建房地产发展新模式的重要信号，相信这将有助于改变目前市场的过度超跌状态、逐步实现市场的稳定发展，将逐步减轻对于经济增长的过度拖累。

同时也要清醒地看到，虽然行业的政策底已经显现，但由于中国房地产市场供求关系发生重大变化，房地产业正处于调整过程和转型时期，相关政策的支持力度虽然足够大，但积极的政策信号要真正传导到投资、销售端仍需要时间，其效果还需要更长的时间来观察。

## 三、经济持续复苏仍需扩张性政策支持和结构性改革推动

### 1. 扩张性和一致性宏观政策仍是支持经济持续复苏的必要条件

尽管今年以来中国经济已呈回升向好态势，但各项数据也表明，当前的复苏仍是结构性复苏，部分行业仍存在产能过剩。但这些只是表象，背后的实质还是总需求特别是有效需求

不足的矛盾。对此，必须明确采取财政政策和货币政策双扩张政策，通过加大刺激内需的力度来稳定经济增长，而且需增强宏观政策取向的一致性，这是宏观调控的正常应对和常规操作，不应有任何心里负担。面对居民不愿消费、不愿买房、不愿结婚生子，企业不愿投资这样的局面，没必要过早地担忧过度刺激、通货膨胀、银行坏账和债务负担问题。只要经济能够实现稳定可持续增长，把蛋糕做大，在发展中这些问题都将得到解决。

**第一，财政和货币政策、消费和投资政策要积极配合，保持取向上的一致性。**目前，财政政策的扩张力度比较大，超长期特别国债也已经开始发行。为此，货币政策需要营造与财政政策相适应的货币金融环境，从数量和价格上配合财政发债、地方化债，支持新一轮大规模设备更新与消化存量房产等。后续货币政策仍有必要尽快采取降准、降息等操作来确保流动性合理充裕，并尽可能压低全社会的中长期融资成本，以配合财政政策的“适度加力”。

从扩大内需的两大方向来看，今年的重点是“激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环”。这一要求是非常切中要害的，有效益的投资可以带来有潜能的消费，低效益的投资会影响消费潜能的激发。“激发有潜能的消费，扩大有效益的投资”应当着眼于长远和整体，兼顾供给侧和需求端，统筹传统消费和新型消费，力争提升投资效益和市场运行效率，不断强化消费的基础性作用和投资的关键性作用，增强消费政策和投资政策取向的一致性，实现投资和消费相互促进的良性循环，提高经济增长可持续性。

特别是，未来我们在恢复和扩大消费方面应有新举措。中央一再强调，要把“恢复和扩大消费摆在优先位置”。这需要财政转变思路。思路的转变主要体现在未来扩大内需主要的着力点是消费而不是投资。政策支持的重点也应从“以扩大投资为主”，逐步转向“以扩大居民消费为主”，从中央到地方、到各部门要像重视招商引资、重视项目投资一样重视恢复和扩大居民消费和公共服务消费，适当把财政资金安排向居民特别是低收入者、农村老年人群、城市高龄离退休人员倾斜。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。为此，要从顶层设计上创设一套支持扩大消费的全新模式和政策体系，大幅度增加扩大消费的财政预算。例如，可以尝试每年都发行一定规模的专项债，并且创设中央财政直接补贴消费、直达居民部门的创新型工具，用于促进和扩大消费，特别是扩大基本公共服务方面的消费，如中低收入群体的住房、医疗、教育、培训、社保、养老等方面的消费，逐步实现公共服务均等化，促进经济社会转型升级和高质量发展。

**第二，加强统筹协调，保持经济政策与非经济政策之间的取向一致性，并把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估。**为进一步促进经济发展和转型升级，要加强经济政策和非经济政策间的系统谋划和协调配合。为此，需要财政政策适度加力、提质增效，货币政策灵活适度、精准有效，产业政策发展和安全并举、加快发展新质生产力，房地产政策要统筹消化存量房产和优化增量住房，微观政策要激发市场主体活力，结构政策要着力畅通国民经济内外循环，科技政策要强化高质量发展的基础支撑，改革开放政策要增强发展动力，社会政



策要兜住民生底线。相关重大政策在出台前需要以是否有利于推动高质量发展作为判断标准，进行综合性考量、全局性评估、部门间会商，力争各项政策间实现相互配合、相互促进，非经济政策与宏观经济政策同频共振，为经济持续回升向好提供有力支撑。

同时，由于就业、区域、科技、环保等非经济政策涉及面较广，统筹经济政策与非经济政策的取向一致性，需要加强机制设计，通过建立更高层级的协调机构、引入相对独立的第三方评估、举行有相关微观经济主体参加的行业听证会、开展问卷调查、先试点后推广等方式，动态开展宏观政策取向一致性评估，确保其不会对经济政策目标的实现产生不利影响。

**第三，继续加大稳定房地产市场发展的相关政策力度，并与其他相关宏观政策与其保持取向上的高度一致。**

**首先，供给端（融资端）的重点是，让开发商能顺利地把房子盖起来，确保交楼。**在引导金融机构保持房地产信贷融资渠道稳定并持续增加的同时，需要在债券、股票发行等方面继续支持房地产商的融资，要重视救助具有系统重要性的房地产企业，既要救项目，也要救房企，最终目的是救市场，避免局部风险蔓延至市场整体。为此，需要政府信用的强力介入，除了央行安排专门资金外，也有必要设立处置房地产企业债务风险的专门金融机构，加大力度救助问题房企、确保交楼，从而稳定行业和市场预期。

**其次，需求端（销售端）的重点是，让开发商能把房子尽快卖出去，消化存量住房。**除了降低首套住房和二套房的按揭贷款利率，还应逐步降低所有存量住房的按揭贷款利率，这对于减轻居民的房贷负担、促进消费扩张有重要意义；大幅降低房地产交易的相关税费。鼓励地方政府和地方国企、城投企业采取“以旧换新”政策，直接收购在售存量住房并转为公租房等保障性住房，库存较大城市紧缩供地和开工，加快推进实施老旧小区补短板改造，提升存量住房挂牌效率，在提振国内需求的同时，化解市场风险。

## **2. 结构性复苏需要加快推动结构性改革**

今年前几个月的数据显示出经济转型中的某些结构性特征，在宏观总量总体向好的背景下，未来需更多关注经济运行中的结构性变化，着力解决经济发展中的薄弱环节，缓解经济复苏的不平衡性问题。

**第一，探索支持民营经济发展的新模式，为民营经济的发展提供更加良好的条件和环境。**今年以来，民间投资的增速始终较慢，远远慢于全社会的投资增速。应全面清理不利于民营企业发展的法律法规和规范性文件，依法保护民营企业产权，提振民营企业信心，帮助他们形成稳定而良好的预期，增强扩大投资的积极性。同时，进一步拆除各种藩篱，降低面向民营企业的投资准入门槛，扩大行政性垄断领域对民间资本的开放，实施政府和社会资本合作新机制，鼓励民间资本参与重大项目建设，在更多领域让民间投资进得来、能发展、有作为，从投资准入方面真正把民营企业当作“自己人”看待。

**第二，新一轮财税体制改革亟待全方位破题。几个要点：**一是厘清政府与市场的关系和边界，合理界定政府的收入结构和支出规模，以稳定宏观税负，增强财政可持续性，提高经济运行效率。二是改革中央与地方财政体制，进一步完善分税制。三是不断完善支持科技创新、绿色环保和制造业发展的财税制度。四是基于防风险和守底线的基本要求，尽快建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构。

**第三，加快收入分配制度改革，启动“居民收入倍增战略”。**长期来看，需要通过改革完善国民收入分配结构，以富民特别是壮大中等收入群体为目标，尽快制定并实施“居民收入倍增战略”，争取每十到十五年实现城乡居民人均收入翻一番。启动并实施“居民收入倍增战略”的关键与核心是：既要努力增加居民收入，又要解决好收入分配问题，即一手抓做大蛋糕、一手抓分配好蛋糕。这些都要求我们通过加快收入分配改革来扭转和改善消费者对于未来就业和收入的悲观预期，提振他们对未来经济发展的信心，让广大民众敢于消费，甚至是适当的提前消费。



**CMF**

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

**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:

