



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10月) (第74期)

政策转向下的中国宏观经济

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10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74期）

政策转向下的中国宏观经济

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

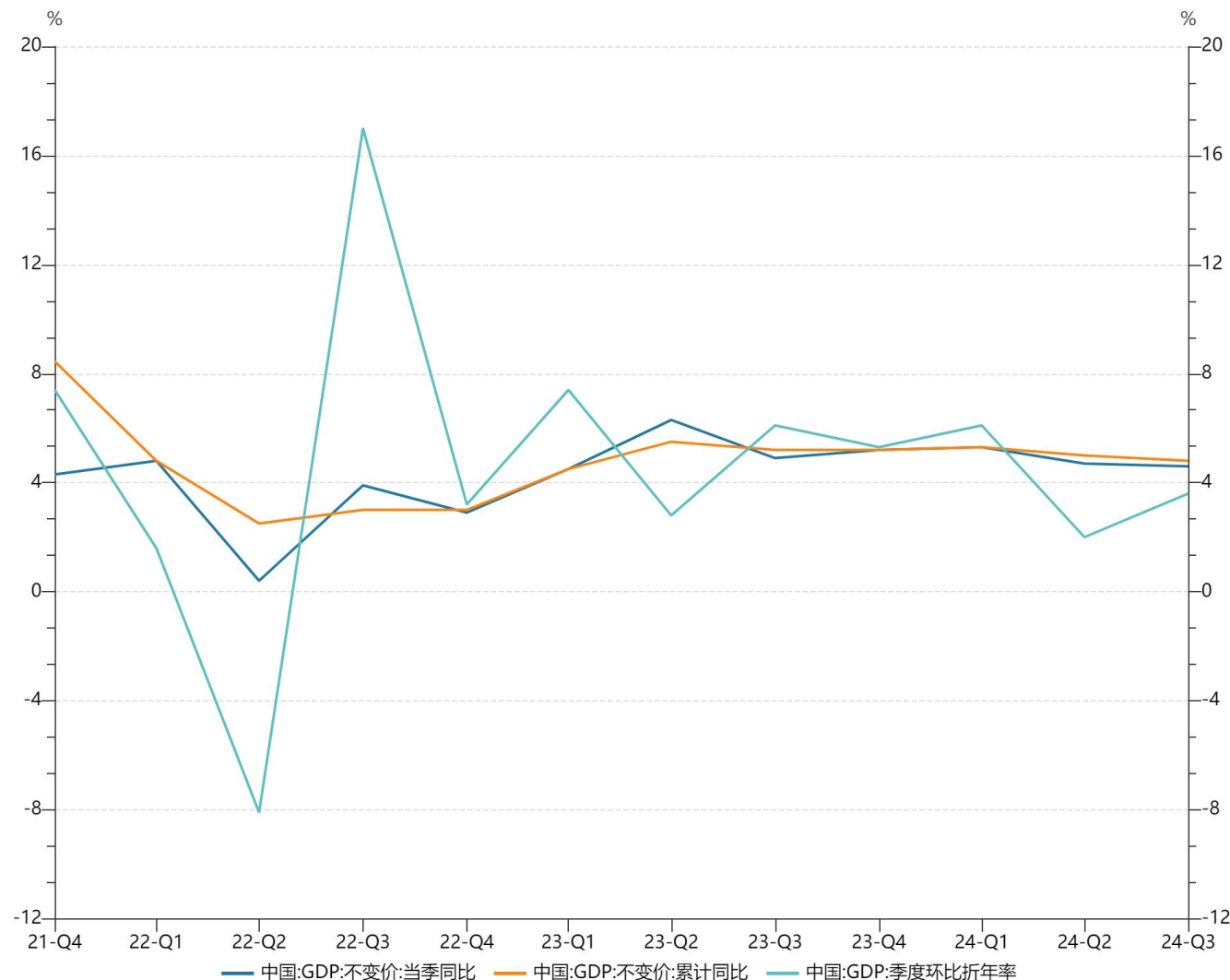
承办单位：中国人民大学经济研究所

目 录

- 一、2024年三季度宏观经济指标解读
- 二、中国宏观经济转向及其思考

前三季度GDP同比增速逐季下滑

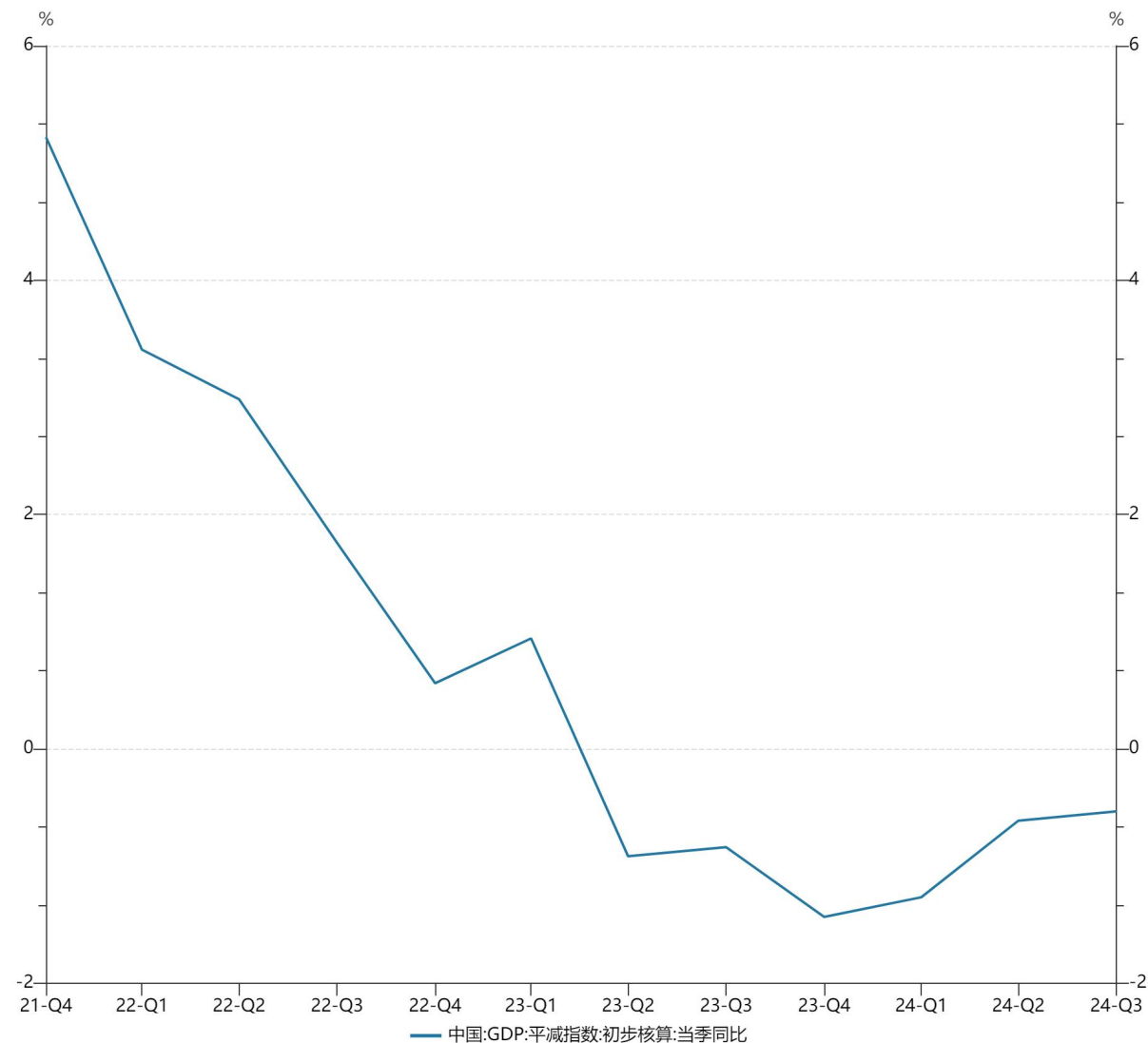
- 初步核算，前三季度国内生产总值按不变价格计算，同比增长4.8%。前三季度累计增速分别为5.3%→5.0%→4.8%
 - 分季度看，一季度国内生产总值同比增长5.3%，二季度增长4.7%，三季度增长4.6%。
 - 分季度国内生产总值环比增长年率6.1%→2.0%→3.1%。
- 几个需要关注的现象：
 - 当季同比增速逐季下滑
 - 环比年率处于历史低位



自2023年第二季度以来，GDP平减指数已经连续6个季度为负值。

通货紧缩现象依然存在，但是紧缩形势自2023年4季度起有所改善。

2023年4季度以来GDP平减指数同比增长率分别为-1.5%、-1.3%、-0.6%和-0.6%。



数据来源：Wind

分产业看，2024年3季度第一产业增加值同比增长3.4%；第二产业增加值同比增长5.4%；第三产业增加值增长4.7%。

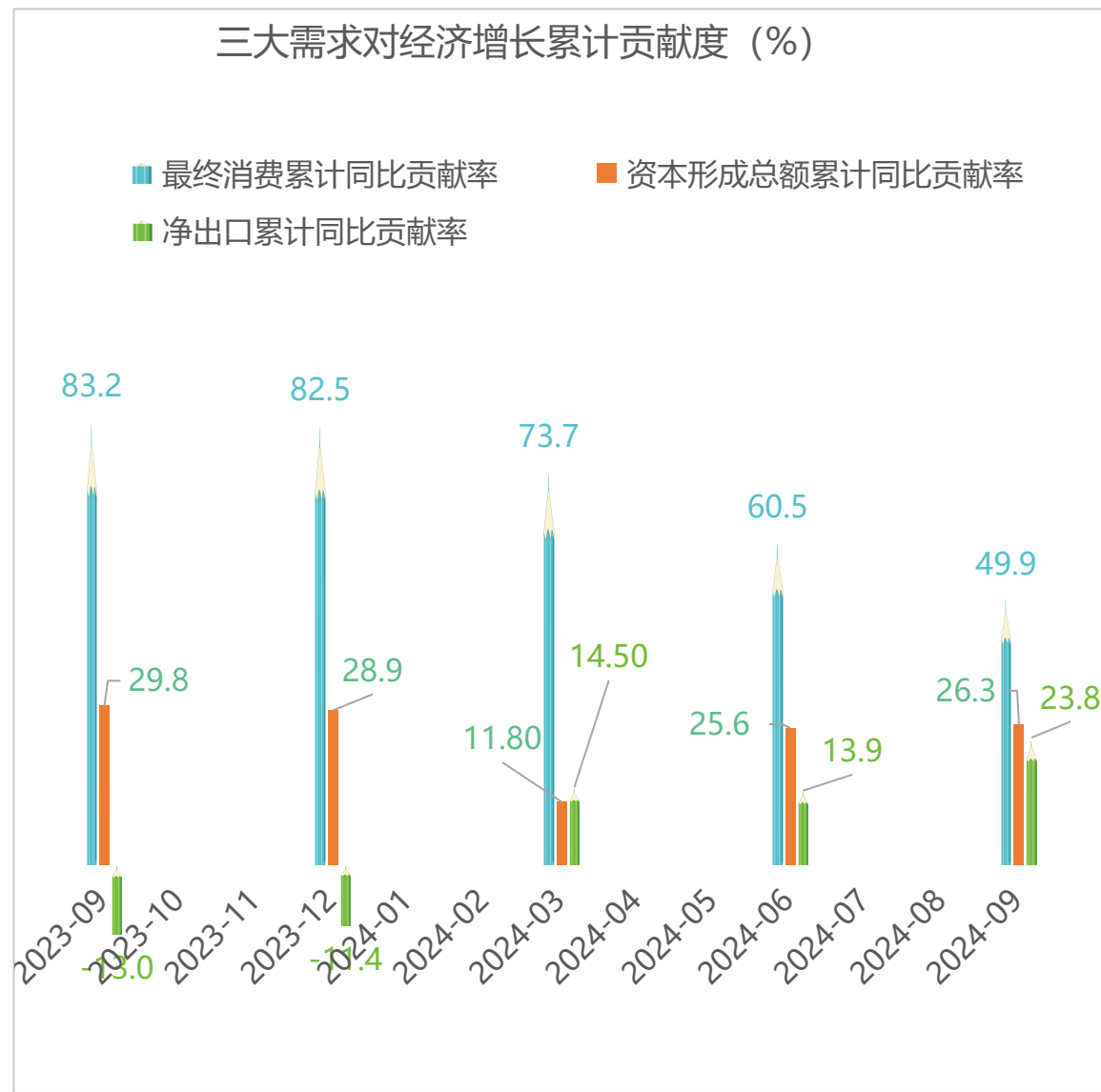
- 注意到第二产业同比增长率也呈现逐季下降趋势。其中第1季度为6.1%、第2季度为5.9%，第3季度为5.4%（其中工业为5.8%）。
- 在我国当前发展阶段脱离第二产业的支撑苏，第三产业和整体宏观经济难以实现全面复苏。



数据来源：Wind

- 前三季度，全国规模以上工业增加值同比增长5.8%。三大门类中，下游产业增长率高于上游产业：制造业增加值增长6.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.3%；采矿业增长2.9%。
 - 从当月看，9月份，全国规模以上工业增加值同比增长5.4%，增速较8月份加快0.9个百分点，在连续4个月回落后实现回升。
- 尽管存在一些结构性的改善，如装备制造业增加值同比增长7.5%，高技术制造业增加值增长9.1%，增速分别快于全部规模以上工业1.7和3.3个百分点。但是结构改善不能完全对冲整体增速放缓。
- 前三季度，规模以上工业出口交货值同比增长4.1%。一、二、三季度增速分别为0.8%、5.2%、5.3%，呈逐季加快态势，有力支撑了工业经济平稳运行。
 - 主要出口行业中，汽车、金属制品、铁路船舶航空航天行业出口交货值同比保持两位数增长，增速分别为17.1%、20.2%、23.3%。
 - 赶出口现象。

- 在总需求方面，最终消费对总需求拉动的贡献出现明显下降，总需求增长对投资和净出口的依赖性增强。
 - 第三季度最终消费的累计贡献度降至50%，同比降低33.3个百分点。
 - 第三季度净出口的贡献度上升至23.8%，同比上升36.8个百分点。基本填补了最终消费增速下降的缺口。
 - 问题在于净出口维持较高速增长的可可持续性？



二、消费增速自二季度保持低位

2024年前三季度，社会消费品零售总额同比增长3.3%。

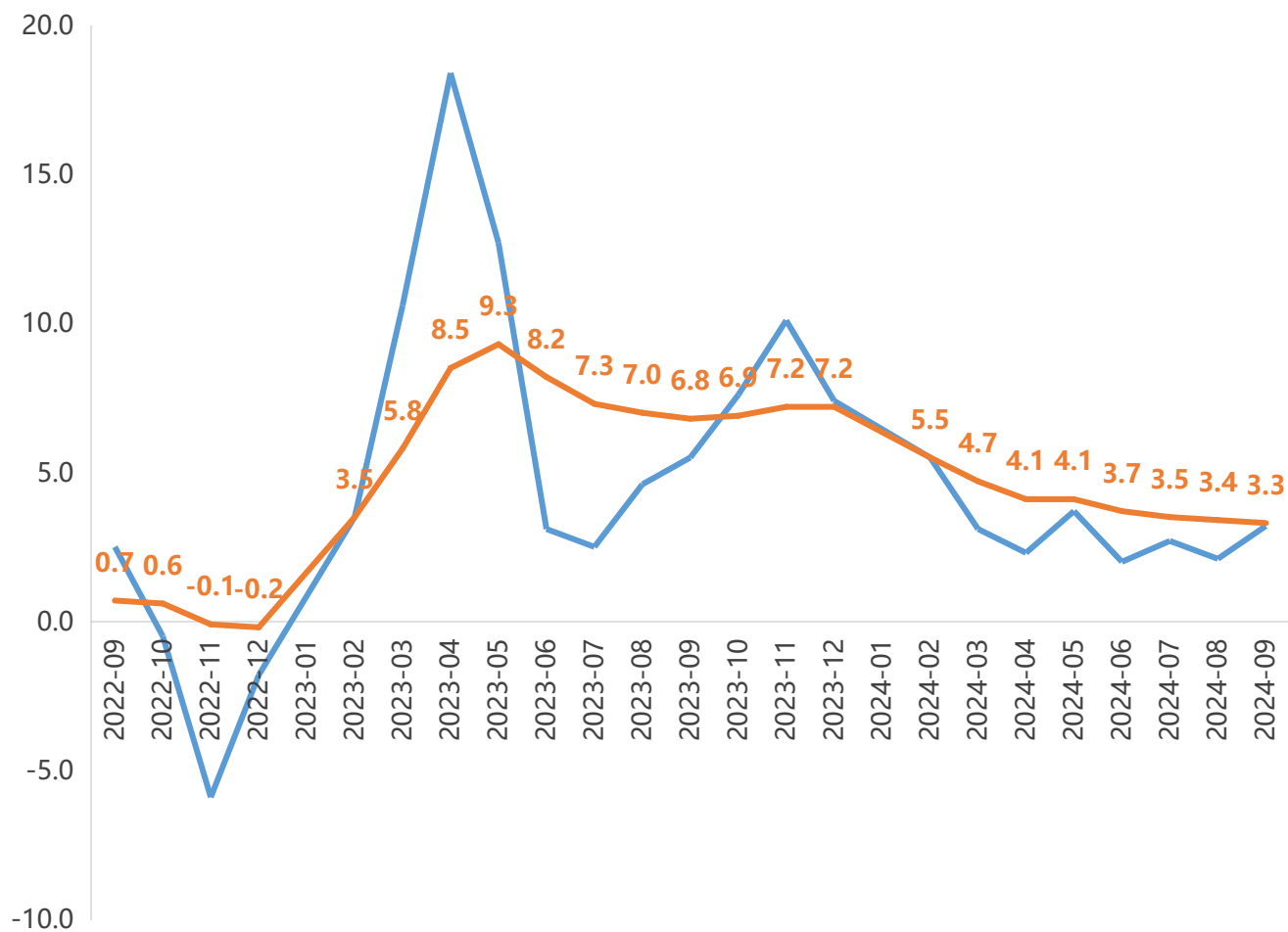
分季度看，三季度社会消费品零售总额增长2.7%，增速比二季度加快0.1个百分点。

消费品以旧换新政策发力，9月份社会消费品零售总额增长3.2%，增速比8月份加快1.1个百分点。

前三季度，服务零售额同比增长6.7%，增速高于同期商品零售额3.7个百分点。

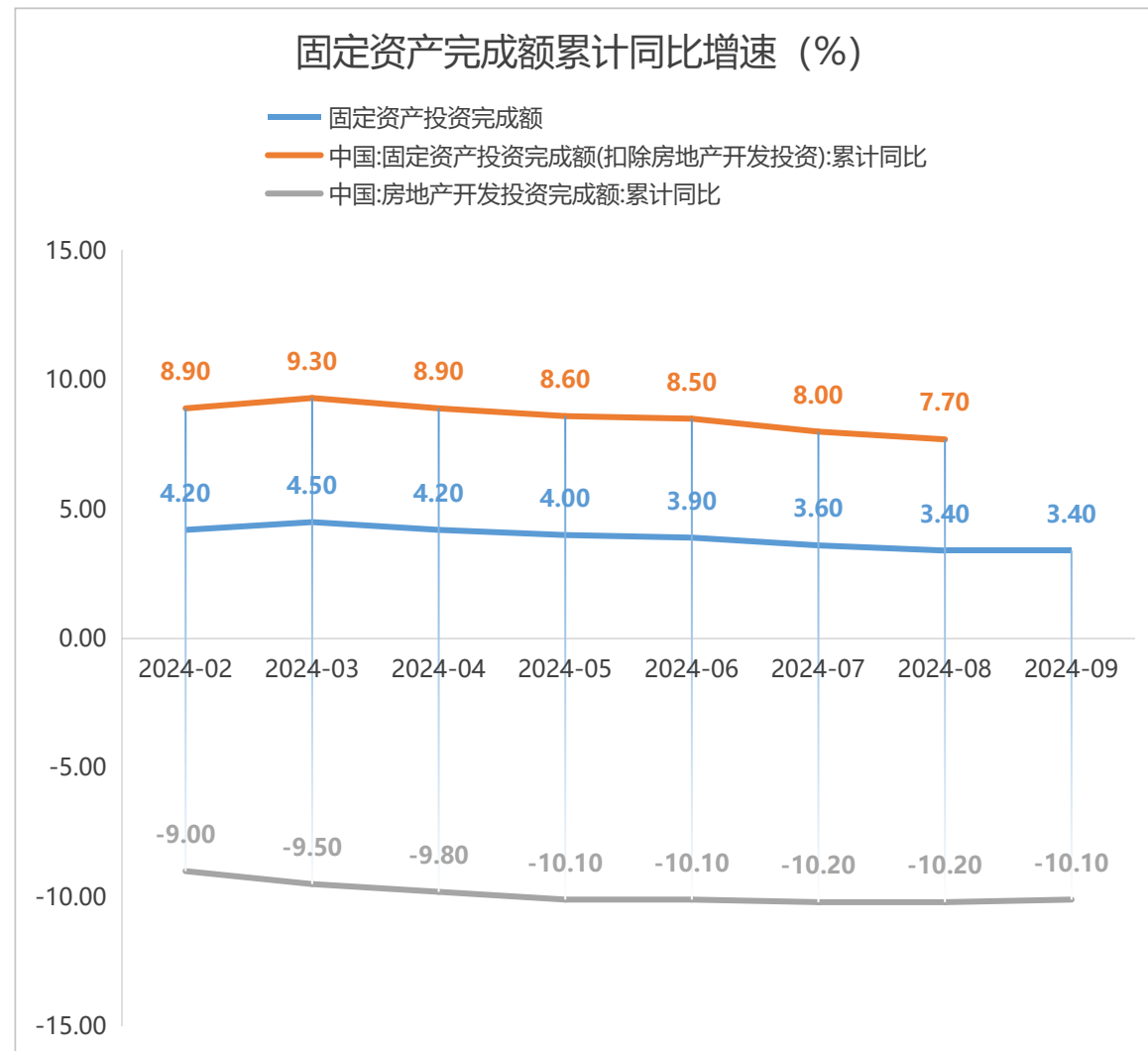
社会消费品零售总额同比增长速（%）

— 社会消费品零售总额当月同比 — 社会消费品零售总额累计同比

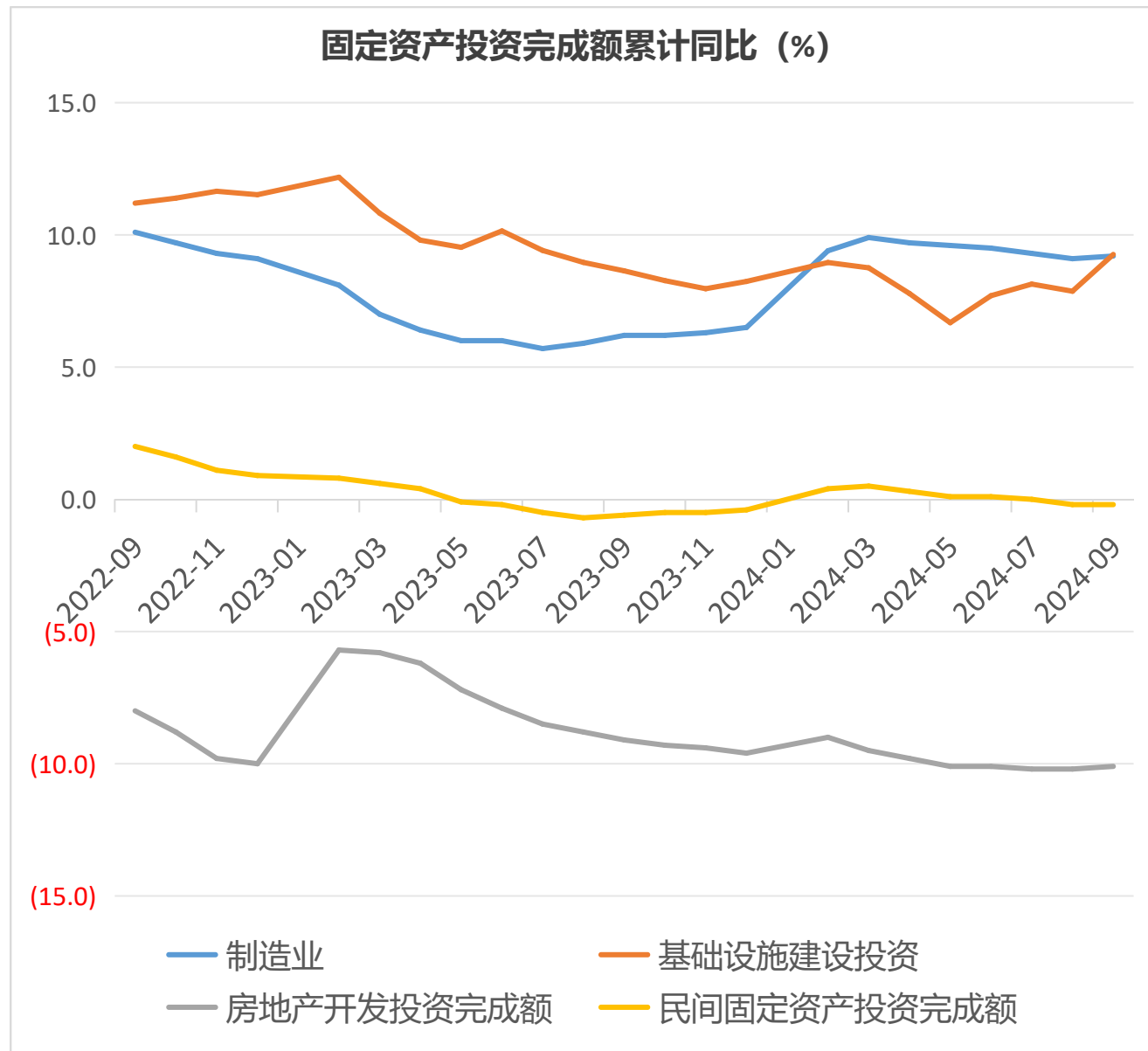


四、投资增速同比下降，房地产投资仍是主要拖累因素

- 前三季度全国固定资产投资同比增长3.4%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长7.7%。
 - 分领域看，基础设施投资同比增长4.1%，制造业投资增长9.2%，房地产开发投资下降10.1%。
 - 民间投资下降0.2%；扣除房地产开发投资，民间投资增长6.4%（低于全国水平）。
 - 高技术产业投资同比增长10.0%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长9.4%、11.4%。



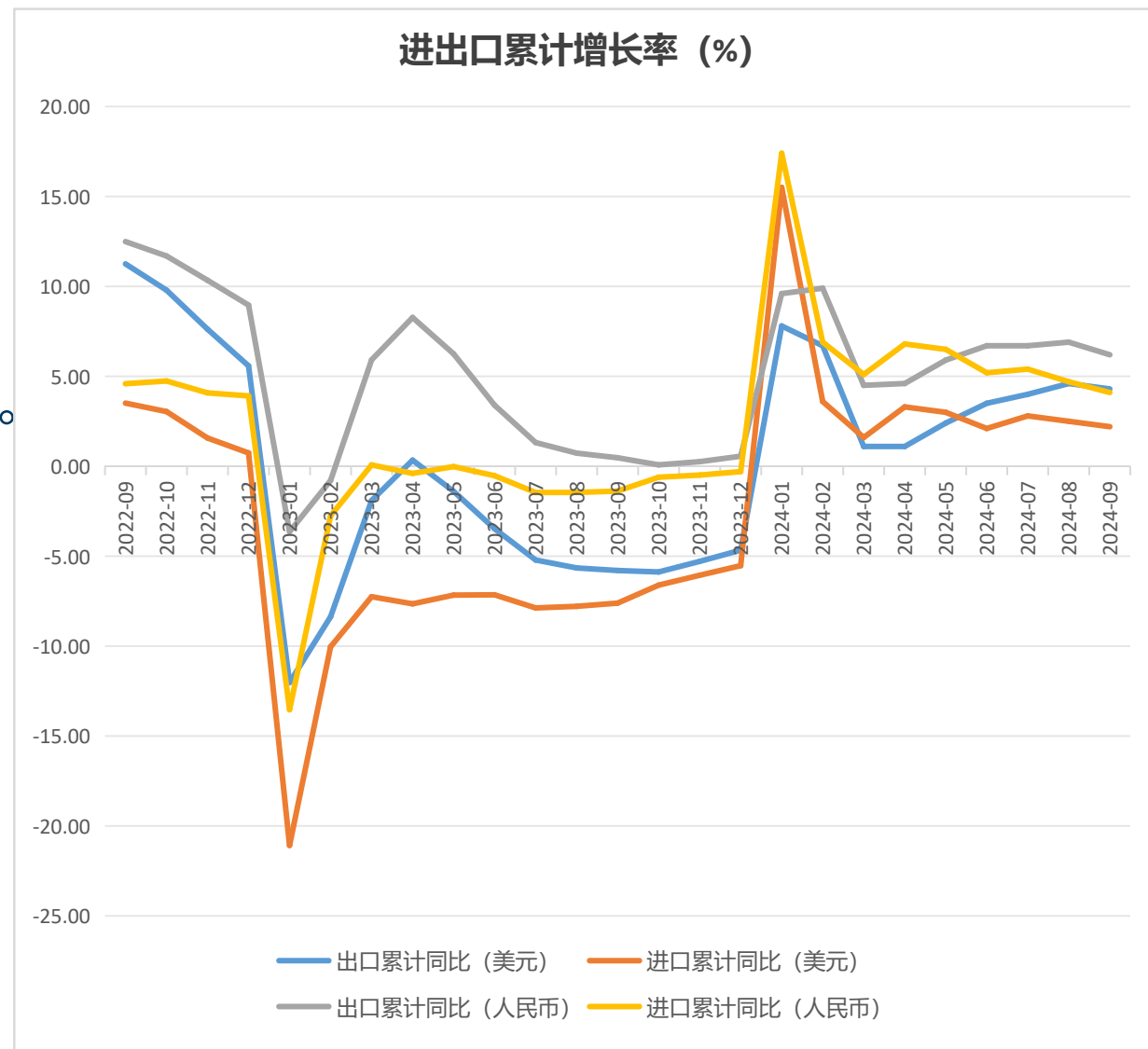
- 基建投资和制造业投资成为支撑投资的主要来源；
- 房地产开放投资仍然是拖累投资复苏的主要因素；
- 民间投资尚未启动，仍然依赖公共投资拉动；



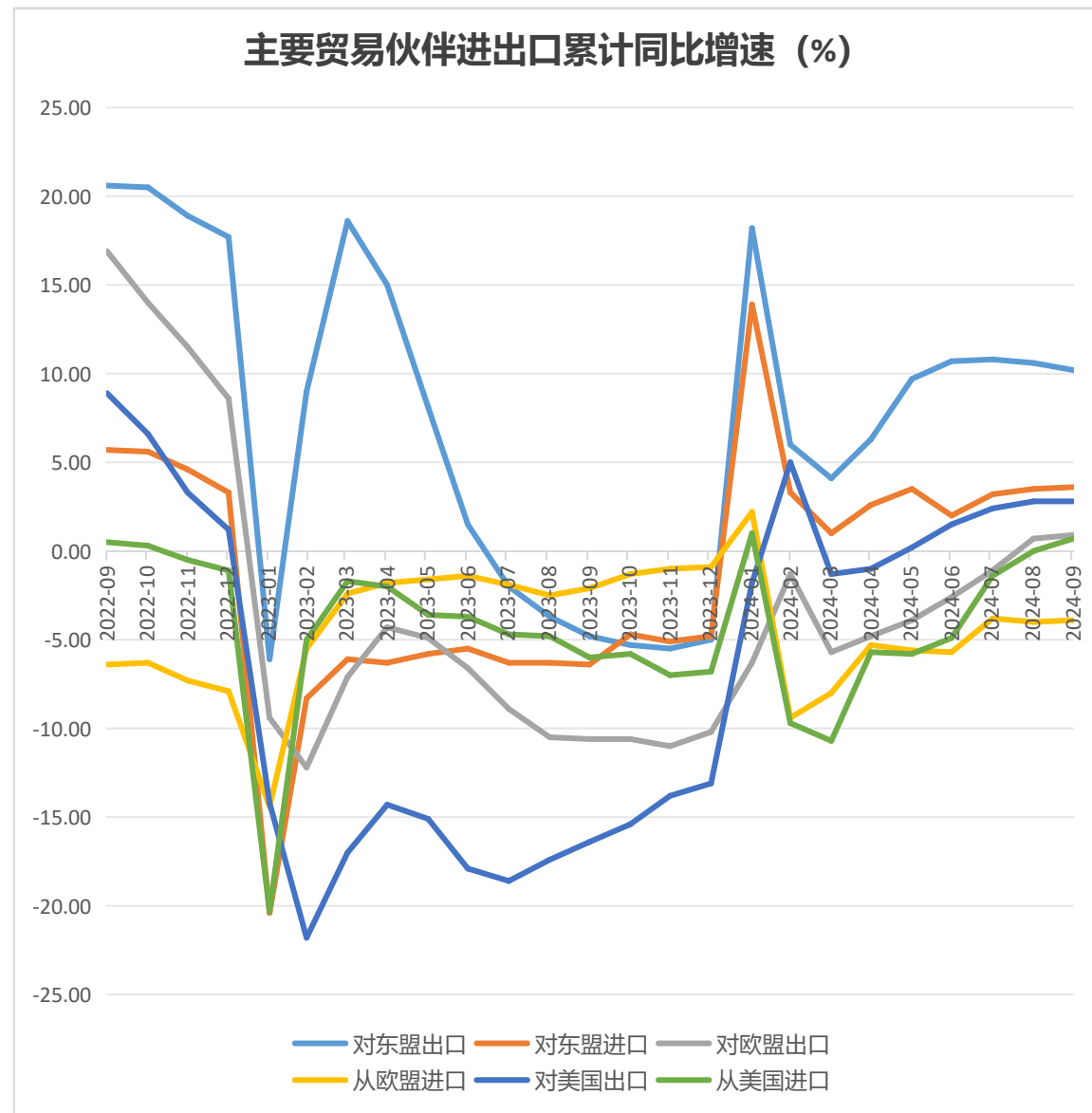
- 前三季度房地产开发投资下降10.1%。
- 全国新建商品房销售面积同比下降17.1%，降幅比上半年和1-8月份分别收窄1.9和0.9个百分点；
- 新建商品房销售额下降22.7%，降幅比上半年和1-8月份分别收窄2.3和0.9个百分点。

五、出口累计增速同比上升，进口增速下降

- 前三季度，货物进出口总额同比增长5.3%（人民币计价）。其中，出口增长6.2%；进口增长4.1%。
 - 机电产品出口增长8.0%，占出口总额的比重为59.3%。
- 9月份，进出口总额同比增长0.7%。其中，出口增长1.6%；进口下降0.5%。9月份进、出口同比增速明显下滑，低于前三季度整体水平。
- 为应对年底美国大选后政策不确定性的提前贸易？

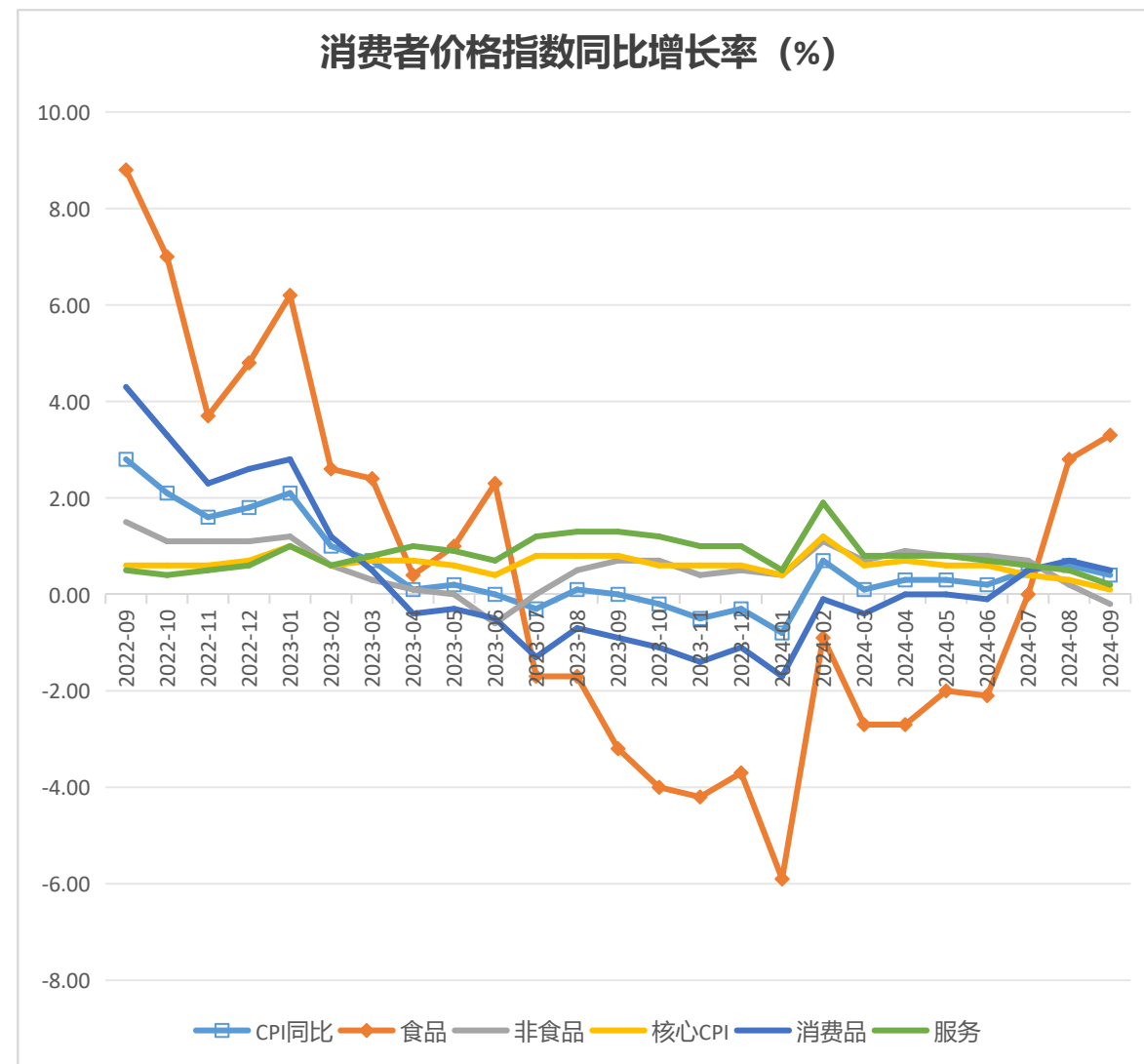


- 分地区来看，前三季度对东盟、欧盟和美国的进出口都呈现加速状态。东盟仍是支撑我国对外贸易增长的主要来源：
 - 其中前三季度，对东盟出口增长率10.2%、进口增长3.6%；
 - 对欧盟出口增长率0.9%（8月份转正）、进口下降3.9%；
 - 对美国出口增长率2.8%、进口增长0.7%；



六、CPI环比、同比双双温和下降

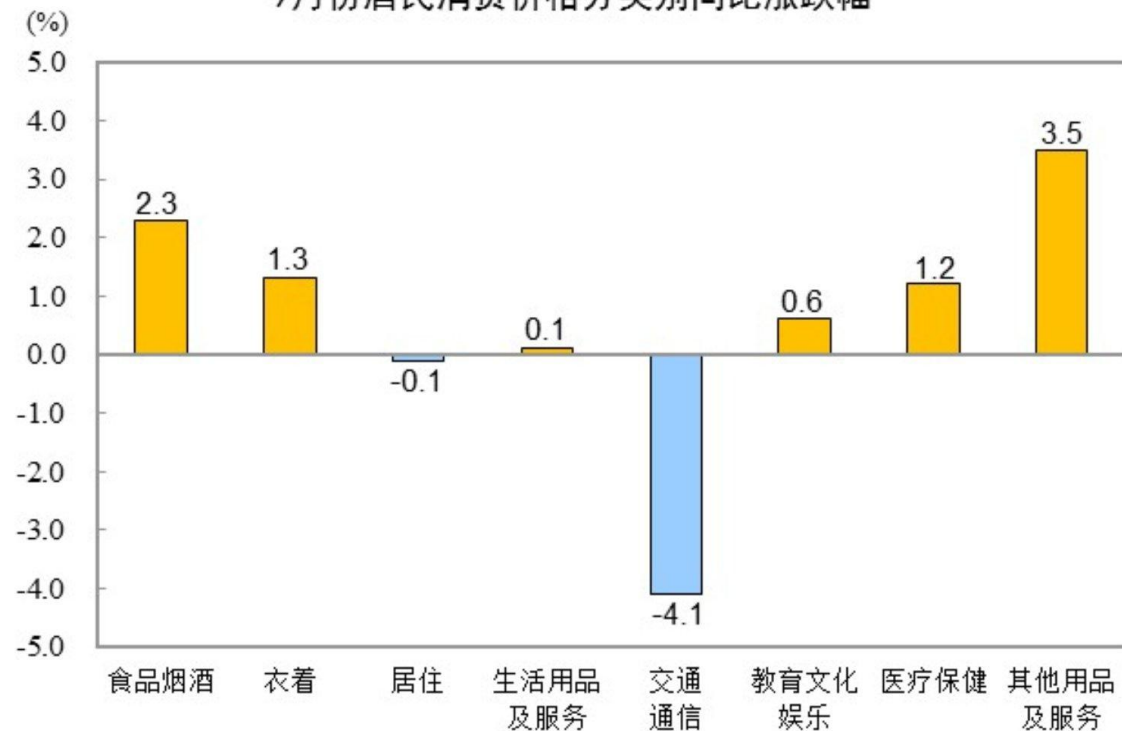
- 前三季度，全国居民消费价格（CPI）同比上涨0.3%，涨幅比上半年扩大0.2个百分点（年初两会3%的通货膨胀目标）。
- 9月份，消费者价格指数（CPI）同比涨幅为0.4%，增长率比上月温和下降0.2个百分点。CPI环比增长率为0%，上月环比增长率为0.4%，环比增长率下降0.4个百分点。
- CPI同比增长主要是由食品价格上升造成。
 - 食品价格同比上升3.3%，比上月同比增速提高0.5个百分点；
 - 非食品价格下降0.2%，比上月同比增速下降0.4个百分点。
 - 消费品价格上涨0.5%，比上月下降0.2个百分点；
 - 服务价格上涨0.2%，比上月下降0.3个百分点。



- 在食品中，鲜菜价格上涨22.9%，鲜果价格上涨6.7%，涨幅较上月略有扩大，具有比较明显的季节性特征。
- 猪肉价格同比上涨16.2%，和上月基本持平。虽然猪肉价格出现比较明显的上涨，但是牛肉和羊肉价格分别下降13.1%和6.4%。畜肉类价格整体仅上涨3.8%，基本保持平稳。

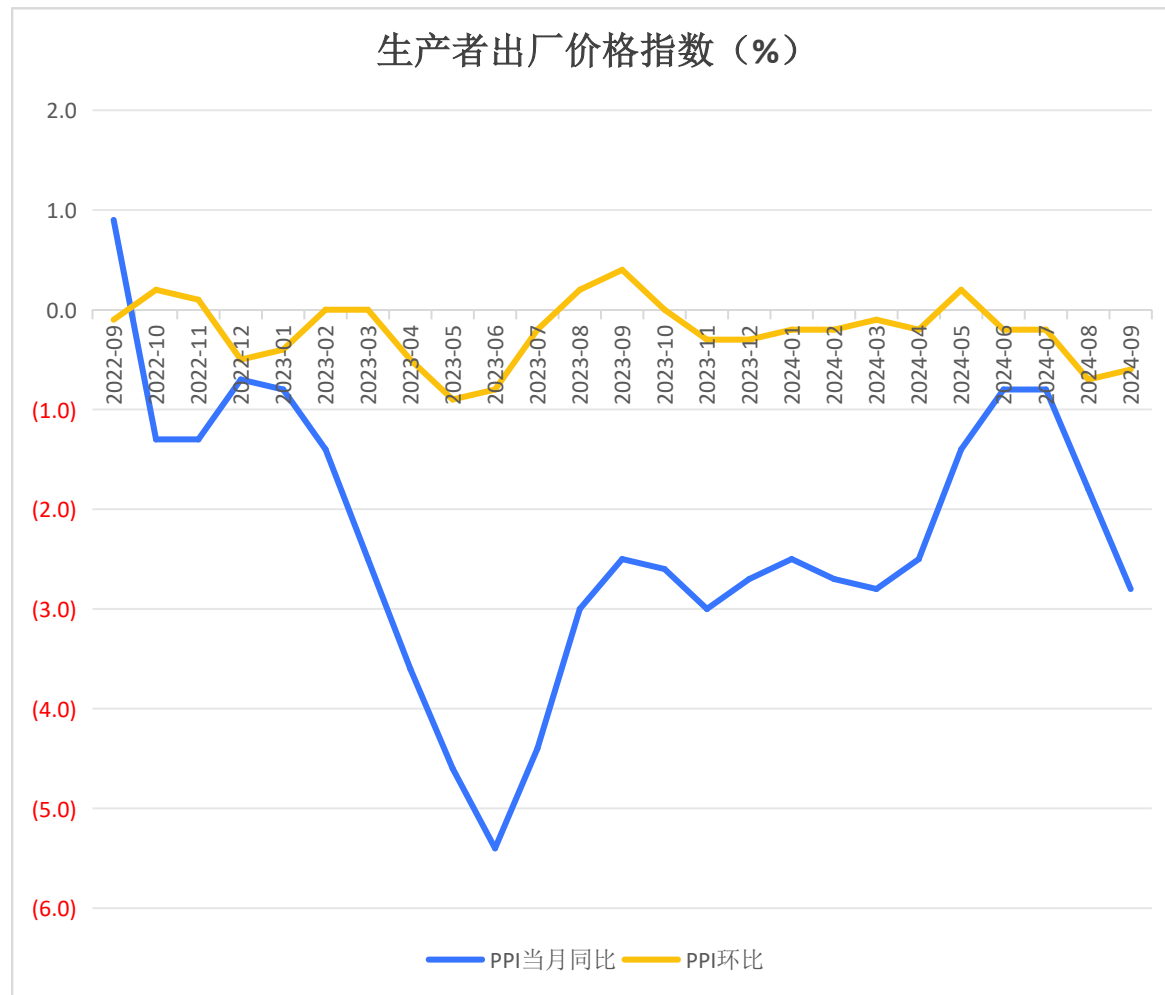
- 在其他七大类价格中，降幅较为明显的是交通通信类产品。9月交通通信类产品价格下降4.1%，降幅比上月扩大1.4个百分点。交通通信类产品价格降幅扩大，主要是由交通工具用燃料价格下降幅度扩大造成的，而不是人们通常想象的汽车价格降幅扩大造成的。
- 9月交通工具价格下降幅度为5.3%，8月为下降5.5%，下降幅度略微收窄。而交通工具用燃料价格下降达到7.6%，8月份下降幅度是2.7%，降幅扩大接近5个百分点。2024年9月20日国内成品油价格按机制再次下调，预计下月交通工具用燃料价格和交通通信类产品价格降幅仍会小幅扩大。

9月份居民消费价格分类别同比涨跌幅

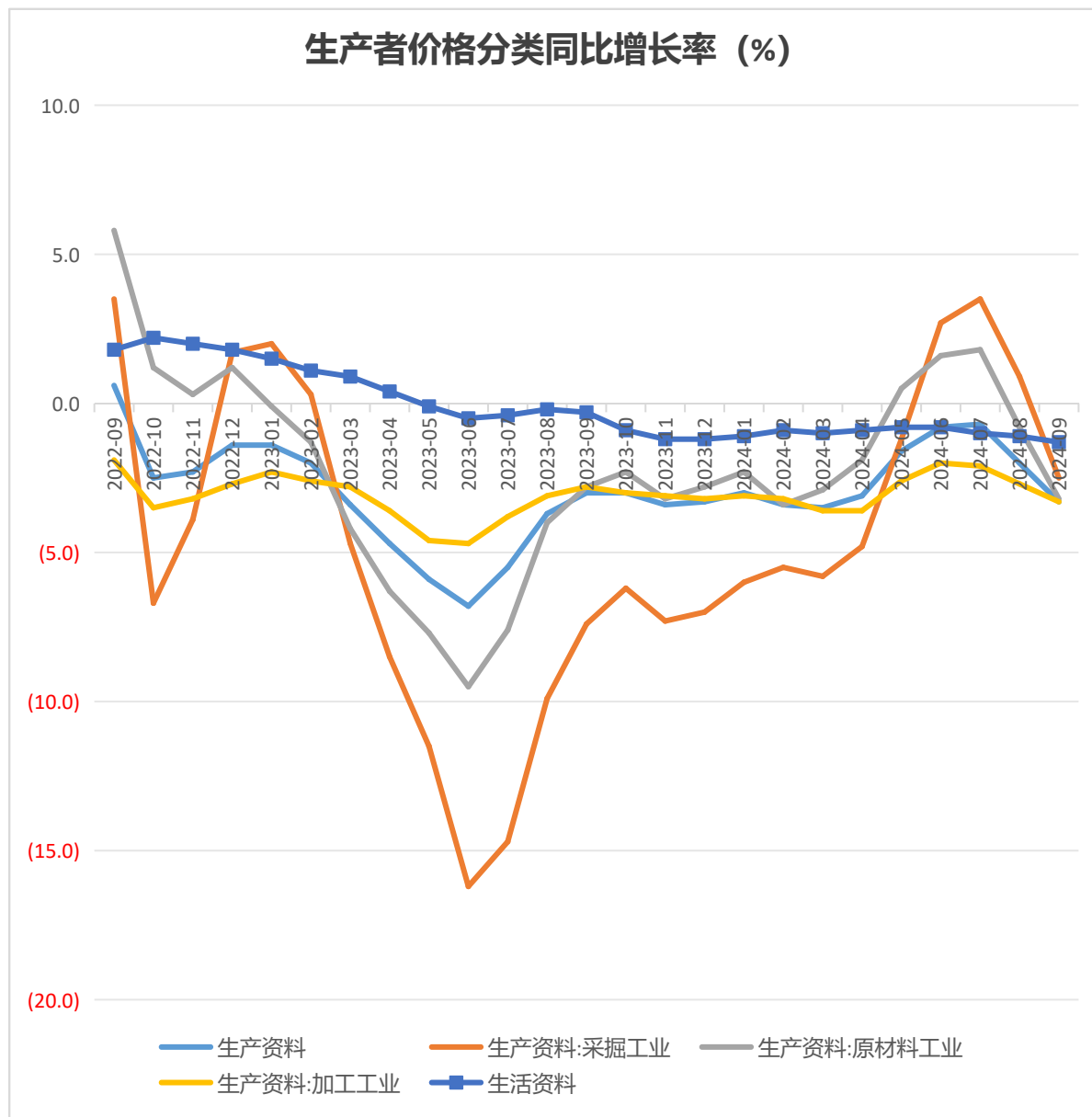


七、工业生产者出厂价格同比降幅扩大 环比降幅基本一致

- 2024年9月份，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降2.8%，8月份工业生产者出厂价格同比下降1.8%，价格指数同比下降幅度扩大1个百分点。9月份全国工业生产者出厂价格环比下降0.6%，8月份环比下降为0.7%，两月基本持平。
- 值得注意的是，自8月份以来，PPI同比已经连续两个月出现较大幅度的下降，且单月降幅扩大均达到1个百分点。这表明从今年年初以来，PPI降幅逐渐收窄的改善趋势可能出现逆转。PPI降幅扩大对应投资需求疲软。

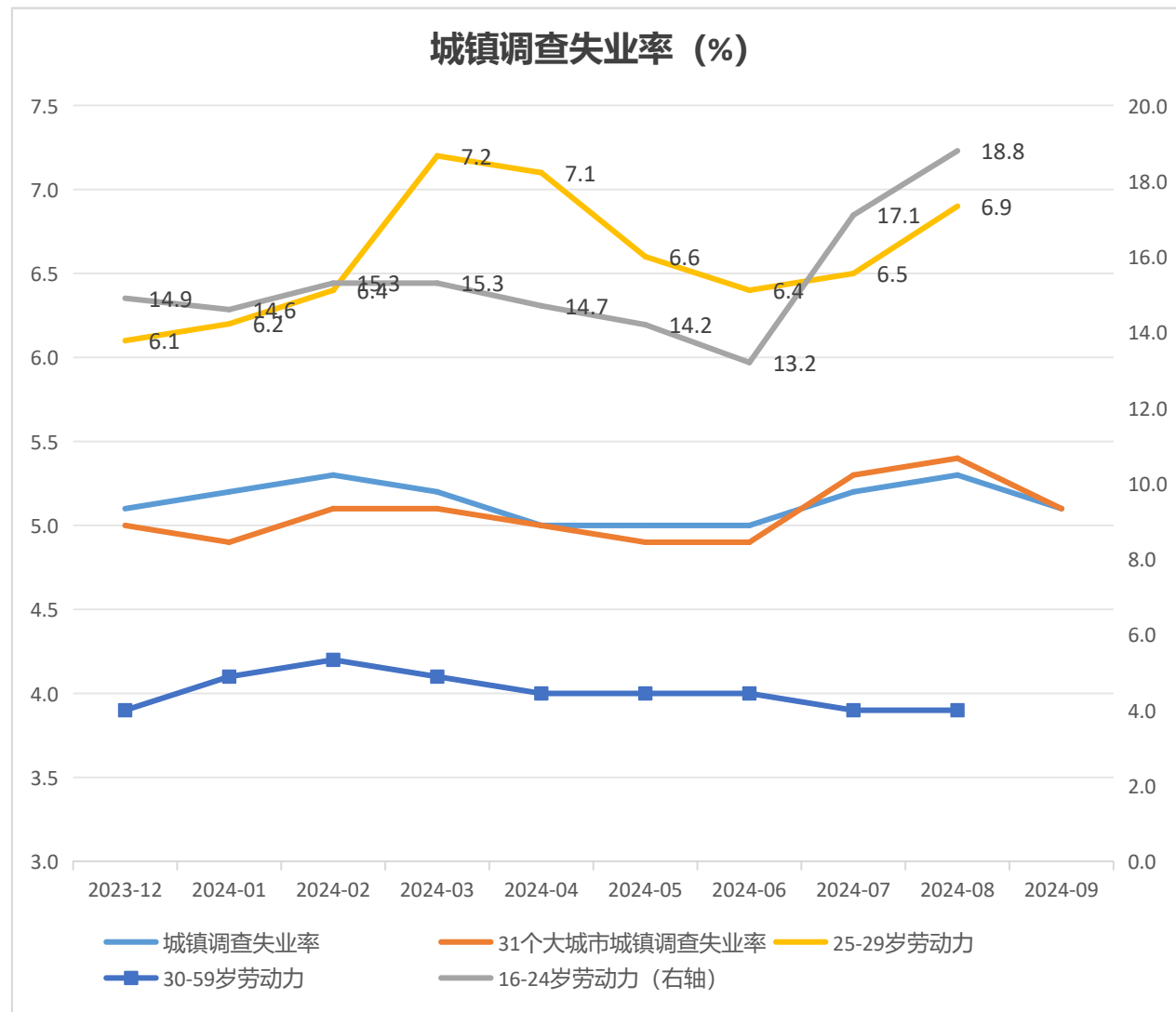


- 生产资料价格下降3.3%，与8月份相比下降扩大2.3个百分点；
 - 其中采掘工业价格下降2.5%，原材料工业价格下降3.2%，加工工业价格下降3.3%，降幅分别比8月份扩大0.9、2和2.4个百分点。
- 显示无论从上游到下游沿产业链需求萎缩呈现加剧现象。
- 另外，9月份生活资料价格下降1.3%，降幅比8月份扩大1.3个百分点。
 - 其中，食品价格下降1.6%，耐用消费品价格下降2.1%，降幅比8月略有扩大。生活资料中食品价格下降1.6%，与消费者价格指数中食品价格同比上升3.3%相对照，印证消费者终端食品价格上涨主要是由鲜菜鲜果等初级农产品价格上涨造成，深加工食品价格出现较为明显下降。

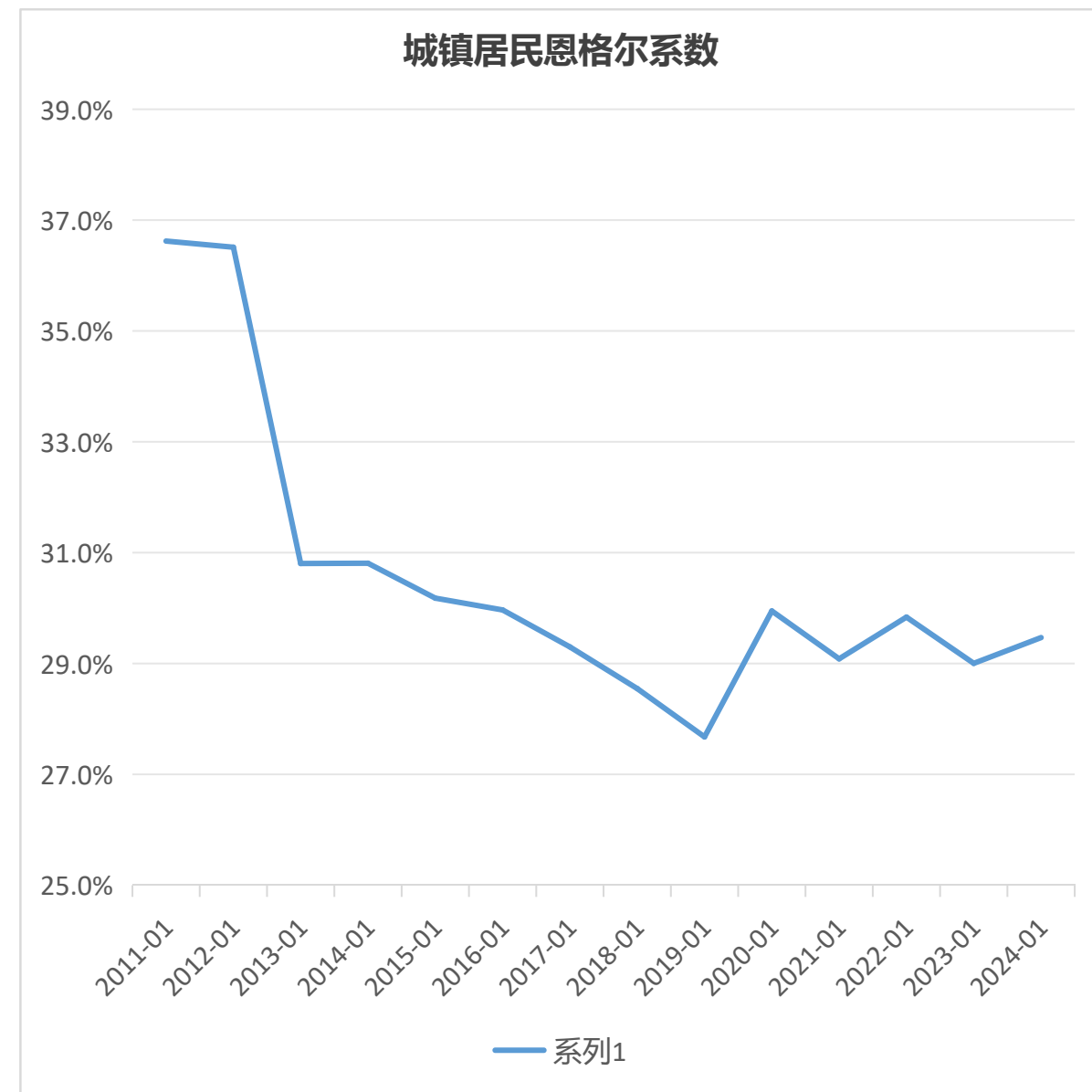


八、就业形势总体稳定，城镇调查失业率略有下降

- 前三季度，全国城镇调查失业率平均值为5.1%，比上年同期下降0.2个百分点。
- 9月份，全国城镇调查失业率为5.1%，比上月下降0.2个百分点。31个大城市城镇调查失业率为5.1%，比上月下降0.3个百分点。
- 注意到7-8月期间，分组别年轻劳动力失业率出现上升情况。2024年7月和8月，16-24岁劳动力调查失业率达到17.1%和18.8%；25-29岁劳动力调查失业率达到6.5%和6.9%。



- 前三季度，全国居民人均可支配收入同比名义增长5.2%，扣除价格因素实际增长4.9%。
 - 按常住地分，城镇居民人均可支配收入41183元，同比名义增长4.5%，实际增长4.2%；农村居民人均可支配收入16740元，同比名义增长6.6%，实际增长6.3%。
- 全国居民人均可支配收入中位数25978元，同比名义增长5.9%。
- 恩格尔系数显示疫情爆发之后，食品支出在总支出的比例有所上升，尚未出现改善趋势。

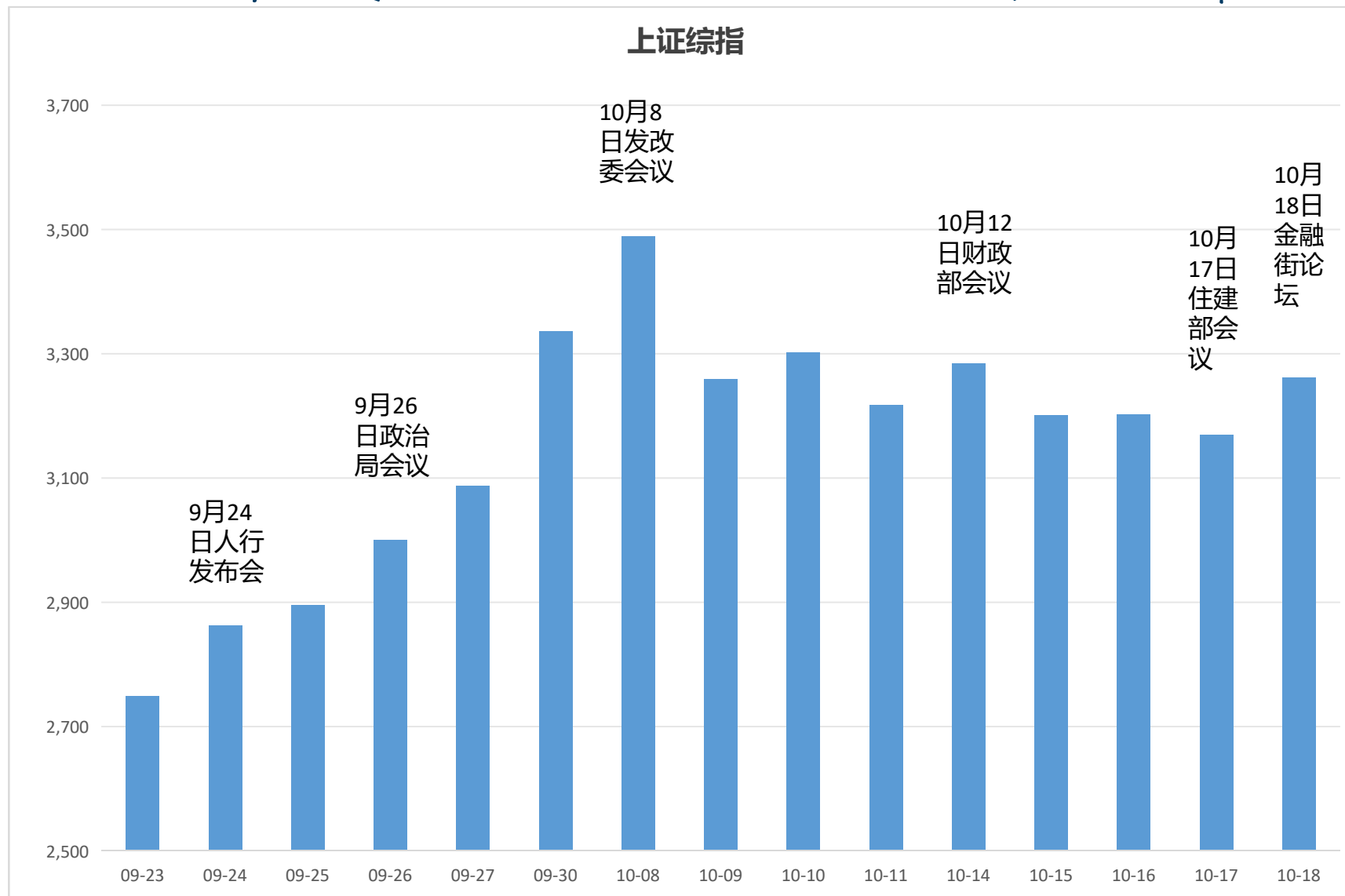


二、关注近期宏观经济政策密集调整的思考

近期宏观经济政策密集调整（或宣布将调整）

- 9月24日，国新办举行新闻发布会，人民银行、国家金融监管总局、中国证监会介绍金融支持经济高质量发展有关情况。
- 9月26日，中共中央政治局召开会议 分析研究当前经济形势和经济工作。
- 10月8日，国新办举行新闻发布会，发改委介绍“系统落实一揽子增量政策扎实推动经济向上结构向优、发展态势持续向好”有关情况。
- 10月12日，国新办举行新闻发布会，财政部介绍“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”有关情况。
- 10月14日，国新办举行新闻发布会 介绍加大助企帮扶力度有关情况。
- 10月17日，国新办举行新闻发布会 介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况。
- 10月18日，潘功胜出席2024金融街论坛年会，介绍一揽子增量货币政策的落实情况。

宏观经济政策转向的影响首先体现在金融市场



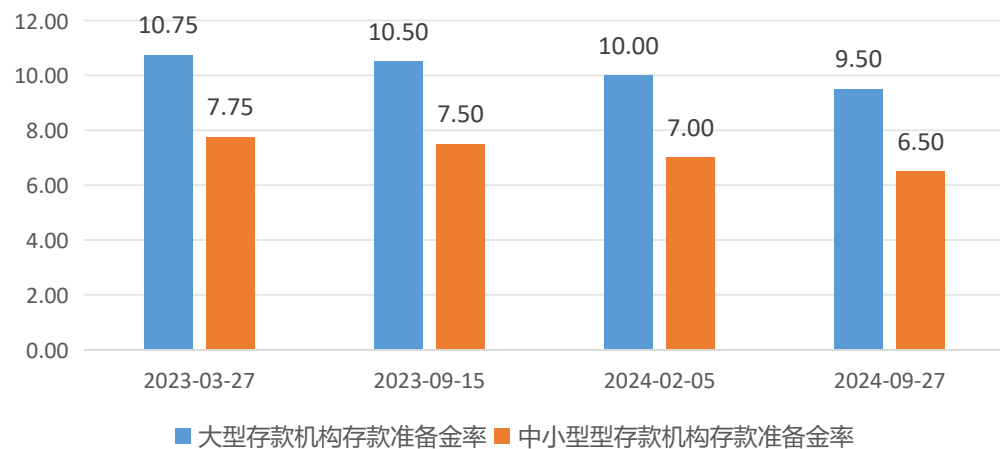
货币政策发生实质变化

- 9月27日已下调存款准备金率0.5个百分点。预计年底前视市场流动性情况，择机进一步下调存款准备金率0.25至0.5个百分点。
- 下调公开市场7天期逆回购操作利率0.2个百分点；中期借贷便利利率下降0.3个百分点。

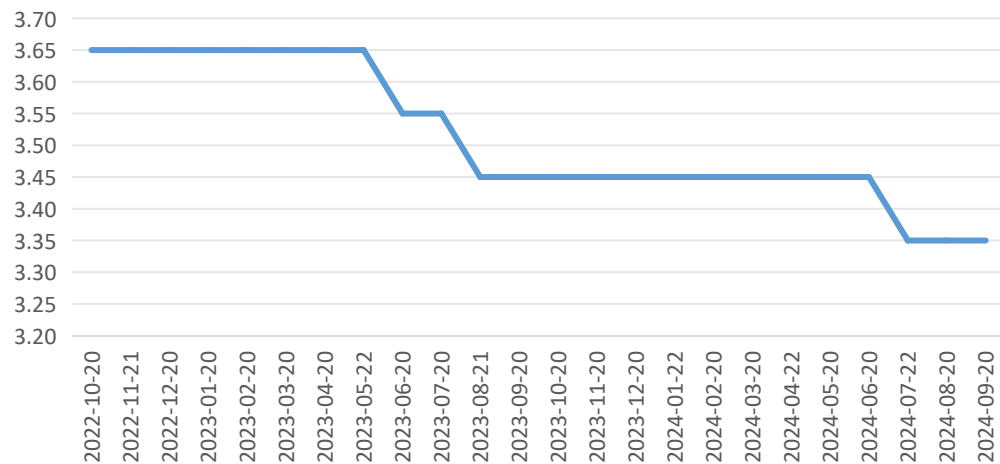
• 10月18日商业银行已经公布下调存款利率，预计10月21日公布的贷款市场报价利率（LPR）也会下行0.2至0.25个百分点。

• 工农中建交邮储六大国有银行和兴业、招商等全国性股份制银行陆续发布公告，自10月25日起对存量个人房贷利率进行批量调整。统一调整为LPR-30个BP。

金融机构存款准备金率 (%)



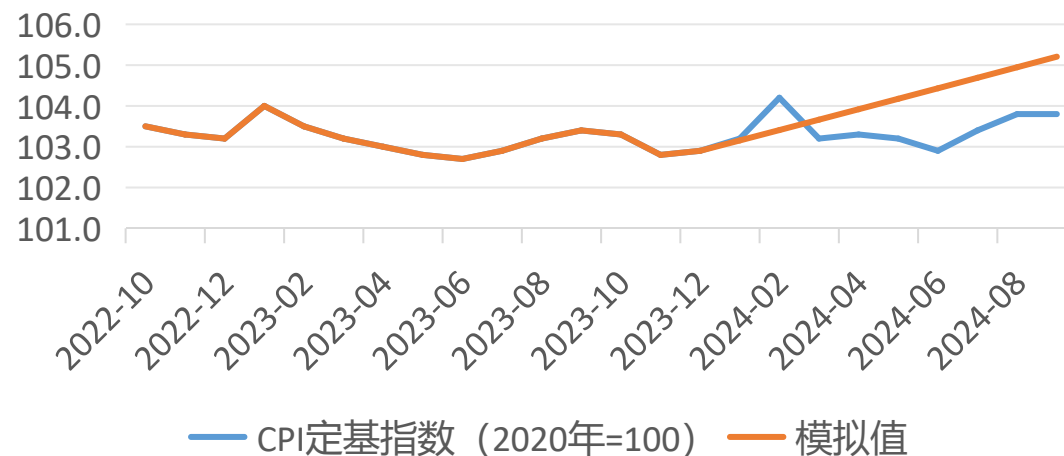
贷款市场报价利率(LPR):1年 (%)



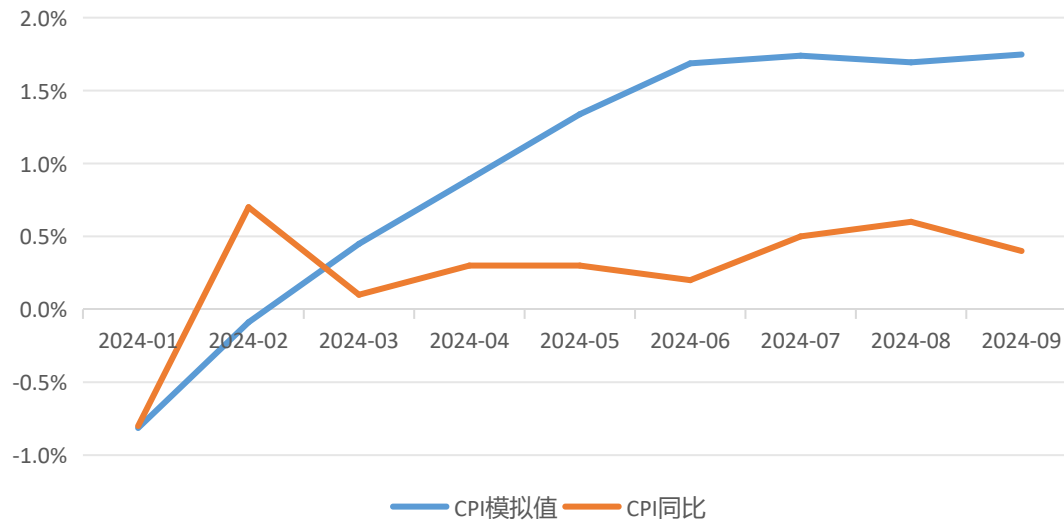
潘功胜指出，在目标体系方面将把物价合理回升作为重要考量（中国式前瞻性指导还是目标制？）

假设在2024年以来以折年率3%的目标增长，9月份物价水平比当前值高1.3（2020年=100）；同比增长率在9月份应达到1.7%（实际值为0.4%）

CPI定基比及其模拟值

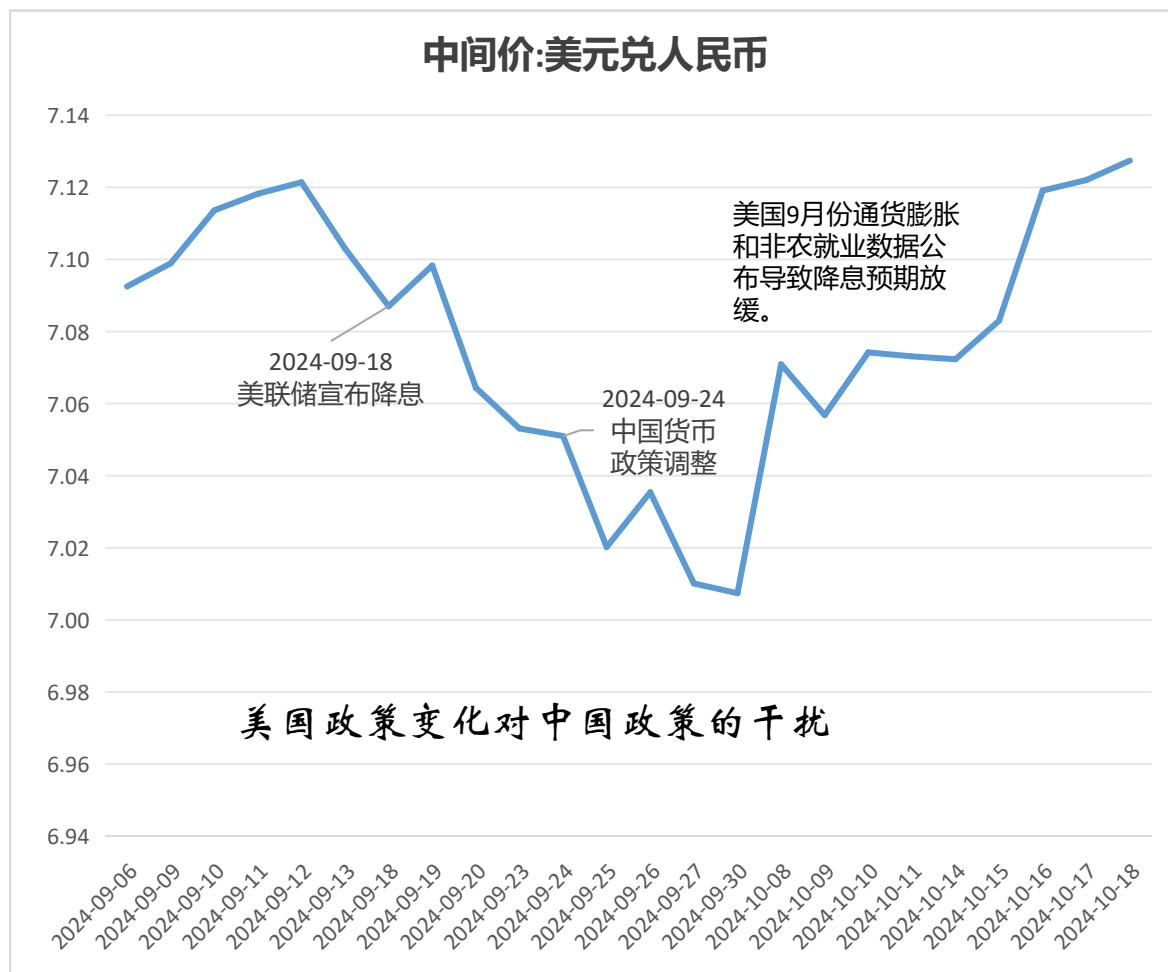


实际CPI同比增长率及其模拟值



未来政策的一些设想和思考

- 第一，保持政策连续性，体现政策的感知度和操作性，使公众切身感受到扩大内需政策有序落地。



- 第二，财政政策方面不应拘泥于以项目带动财政政策的传统思维。
 - 化债不应仅仅局限于降低地方政府债务负担，更应着眼解决地方政府对中小企业的债务拖欠，在化债的同时为经济注入流动性。
 - 尽快创新政策工具，成立新型专门金融机构有序收购地方政府拖欠企业债务（资产管理公司可以买商业银行的债务，为什么不能考虑购买政府的债务），特别是中小企业和民营企业债务。盘活企业资产存量，这可能是短期内增加公众可支配收入的可能方案。

- 第三，货币政策和房地产政策还需要进一步创新。
 - 影响消费的两个核心因素（财富、收入（包括预期收入））。当收入不稳定时居民资产（或有资产）损失的可能性大大提高，收入首先用于偿还债务而不是用于增加消费。货币政策除了通过降息降低偿债成本之外，可以尝试建立债务违约的缓冲机制。
 - 对符合条件的陷入偿还住房按揭贷款困境的家庭提供债务展期帮助。特别是向家庭唯一住房住户提供1-2年的无息债务展期，以稳定家庭部门预期。由此使金融机构产生的成本可以考虑由中国人民银行提供专项贷款或者特别国债进行补贴。
 - 尝试通过央行数字货币，由中国人民银行直接向中小企业发放贷款。

- 第四，鼓励各地政府因地制宜，通过制度创新和市场改革加速实现房地产等行业出清，有序释放不确定性。各地政府应做好市场出清的兜底工作而不应用行政手段不当干预市场，切忌直接干预企业的降价竞争行为，造成市场秩序和预期混乱。

政策转向下的中国宏观经济，CMF月度报告发布

10月20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10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“政策转向下的中国宏观经济”，来自学界、企业界的知名经济学家及行业专家**杨瑞龙、毛振华、张斌、缪延亮、丁爽、陆挺、范志勇**联合解析。

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

报告围绕以下两个方面展开：

- 一、前三季度宏观经济指标的解读
- 二、关于近期宏观经济政策密集调整的思考

一、前三季度宏观经济指标的解读

前三季度中国经济运行整体保持平稳，稳中有进。

初步核算，前三季度国内生产总值按不变价格计算，同比增长4.8%，和年初制定的5%左右的经济增长目标比较吻合。前三季度累计增速分别为5.3%、5.0%、4.8%。

前三季度，全国城镇调查失业率平均值为5.1%。9月，全国城镇调查失业率为5.1%，比上月下降0.2个百分点，为宏观经济的韧性提供了重要支撑。

前三季度，全社会用电量累计74094亿千瓦时，同比增长7.9%。9月全社会用电量8475亿千瓦时，同比增长8.5%，说明宏观经济活跃度提升。

前三季度，全国规模以上工业增加值同比增长5.8%。其中，装备制造业增加值同比增长7.5%，高技术制造业增加值增长9.1%，增速分别快于全部规模以上工业1.7和3.3个百分点，说明经济结构不断改善，新质生产力建设取得成果。

前三季度，货物进出口总额323252亿元，同比增长5.3%。其中，出口186147亿元，增长6.2%；进口137104亿元，增长4.1%。进出口相抵，贸易顺差49043亿元。出口维持较高增速，为中国经济增长提供了良好基础。

但中国宏观经济运行中仍然存在一些潜在问题。

第一，前三季度GDP同比增速逐季下滑。分季度看，一季度国内生产总值同比增长5.3%，二季度增长4.7%，三季度增长4.6%。分季度国内生产总值环比增长年率分别为6.1%、2.0%、3.1%。三个季度GDP同比增速出现逐季下降现象，二季度和三季度环比增速偏低。自2023年第二季度以来，GDP平减指数已经连续6个季度为负值。通货紧缩现象依然存在，但是紧缩形势自2023年4季度起有所改善。2023年4季度以来GDP平减指数同比增长率分别为-1.5%、-1.3%、-0.6%和-0.6%。

前三季度，全国规模以上工业增加值同比增长5.8%。三大门类中，下游产业增长率高于上游产业：制造业增加值增长6.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.3%，采矿业增长2.9%。9月份，全国规模以上工业增加值同比增长5.4%，增速较8月份加快0.9个百分点，在连续4个月回落后实现回升。尽管存在明显的结构性改善，整体增速放缓现象尚未被有效对冲。

第二，最终消费对总需求拉动的贡献下降，总需求增长对投资和净出口的依赖性增强。第三季度最终消费的累计贡献度降至50%，同比降低33.3个百分点。第三季度净出口的贡献度上升至23.8%，同比上升36.8个百分点，基本填补了最终消费增速下降的缺口。从三大需求对宏观经济的拉动作用来看，自去年三季度开始，消费对经济增长贡献处于不足状态，甚至出现了较大下降，但是被今年以来出口的亮眼表现所弥补。这意味着当前经济总需求更多来自贸易和投资支撑。2024年前三季度，社会消费品零售总额同比增长3.3%。分季度看，三季度社会消费品零售总额增长2.7%，增速比二季度提高0.1个百分点。消费品以旧换新政策发力，9月份社会消费品零售总额增长3.2%，增速比8月份加快1.1个百分点。

第三，房地产投资仍是拖累投资的主要因素。前三季度全国固定资产投资同比增长3.4%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长7.7%。分领域看，基础设施投资同比增长4.1%，制造业投资增长9.2%，房地产开发投资下降10.1%，房地产开发投资仍然是拖累投资复苏的主要因素。民间投资下降0.2%；扣除房地产开发投资，民间投资增长6.4%，低于全国水平，当

前基建投资和制造业投资成为支撑投资的主要来源。同时，高技术产业投资同比增长10.0%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长9.4%、11.4%，这是我国经济结构改善的重要标志之一。

前三季度全国新建商品房销售面积同比下降17.1%，降幅比上半年和1-8月份分别收窄1.9和0.9个百分点。新建商品房销售额下降22.7%，降幅比上半年和1-8月份分别收窄2.3和0.9个百分点，出现边际改善。

第四，出口累计增速同比上升，进口增速下降。前三季度，货物进出口总额同比增长5.3%（以人民币计价）。其中，出口增长6.2%；进口增长4.1%，出口速度高于进口速度，今年国际收支处于改善通道。出口率上升的同时，出口商品结构也在改善。机电产品出口增长8.0%，占出口总额的比重为59.3%。但是，9月进、出口同比增速下滑，低于前三季度整体水平，进出口总额同比增长0.7%。其中，出口增长1.6%；进口下降0.5%。主要原因是预期到国外贸易政策的不确定性特别是10月美国大选可能对未来国际贸易秩序造成新冲击，进行了提前贸易。

分地区来看，前三季度对东盟、欧盟和美国的进出口都呈现加速状态，东盟仍是支撑我国对外贸易增长的主要来源。前三季度，对东盟出口增长率10.2%、进口增长3.6%；对欧盟出口增长率0.9%（8月份转正）、进口下降3.9%；对美国出口增长率2.8%、进口增长0.7%。

第五，CPI环比、同比双双温和下降。前三季度，全国居民消费价格（CPI）同比上涨0.3%，涨幅比上半年扩大0.2个百分点。9月，CPI同比涨幅为0.4%，增长率比上月温和下降0.2个百分点。CPI环比增长率为0%，上月环比增长率为0.4%，环比增长率下降0.4个百分点。

CPI同比增长主要是由食品价格上升造成。食品价格同比上升3.3%，比上月同比增速提高0.5个百分点。非食品价格下降0.2%，比上月同比增速下降0.4个百分点。消费品价格上涨0.5%，比上月下降0.2个百分点。服务价格上涨0.2%，比上月下降0.3个百分点。在食品中，鲜菜价格上涨22.9%，鲜果价格上涨6.7%，涨幅较上月略有扩大，具有比较明显的季节性特征。猪肉价格同比上涨16.2%，和上月基本持平。虽然猪肉价格出现比较明显的上涨，但是牛肉和羊肉价格分别下降13.1%和6.4%。畜肉类价格整体仅上涨3.8%，基本保持平稳。

在其他七大类价格中，降幅较为明显的是交通通信类产品。9月交通通信类产品价格下降4.1%，降幅比上月扩大1.4个百分点。近年来，中国新能源汽车价格下降带动传统燃油车价格

下降，是推动我国交通通信类产品价格下降的重要原因。交通通信类产品价格降幅扩大，主要是由交通工具用燃料价格下降幅度扩大造成的，而不是人们通常认为的汽车价格降幅扩大造成的。9月交通工具价格下降幅度为5.3%，8月为下降5.5%，下降幅度略微收窄。而交通工具用燃料价格下降达到7.6%，8月份下降幅度是2.7%，降幅扩大接近5个百分点。2024年9月20日国内成品油价格按机制再次下调，预计下月交通工具用燃料价格和交通通信类产品价格降幅仍会小幅扩大。

第六，工业生产者出厂价格同比降幅扩大，环比降幅基本一致。2024年9月，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降2.8%，8月工业生产者出厂价格同比下降1.8%，价格指数同比下降幅度扩大1个百分点。9月份全国工业生产者出厂价格环比下降0.6%，8月份环比下降为0.7%，两月基本持平。值得注意的是，自8月份以来，PPI同比已经连续两个月出现较大幅度的下降，且单月降幅扩大均达到1个百分点。这表明从今年年初以来，PPI降幅逐渐收窄的改善趋势可能出现逆转，PPI降幅扩大对应投资需求疲软。

具体来看，9月，生产资料价格下降3.3%，与8月份相比下降扩大2.3个百分点，从上游到下游沿产业链需求萎缩呈现加剧现象。生活资料价格下降1.3%，降幅比8月份扩大1.3个百分点。其中，食品价格下降1.6%，与消费者价格指数中食品价格同比上升3.3%相对照，印证消费者终端食品价格上涨主要是由鲜菜鲜果等初级农产品价格上涨造成，深加工食品价格出现较为明显下降。

第七，就业形势总体稳定，城镇调查失业率略有下降。前三季度，全国城镇调查失业率平均值为5.1%，比上年同期下降0.2个百分点。9月，全国城镇调查失业率为5.1%，比上月下降0.2个百分点。31个大城市城镇调查失业率为5.1%，比上月下降0.3个百分点。但7-8月期间，分组别年轻劳动力失业率出现上升情况。2024年7月和8月，16-24岁劳动力调查失业率达到17.1%和18.8%；25-29岁劳动力调查失业率达到6.5%和6.9%。

前三季度，全国居民人均可支配收入30941元，同比名义增长5.2%，扣除价格因素实际增长4.9%。自疫情爆发之后，食品支出在总支出的比例有所上升，恩格尔系数尚未出现改善趋势。

二、关于近期宏观经济政策密集调整的思考

9月24日，国新办举行新闻发布会，人民银行、国家金融监管总局、中国证监会介绍金融支持经济高质量发展有关情况，开始了宏观经济政策调整。9月26日，中共中央政治局召开会议分析研究当前经济形势和经济工作。10月8日国新办举行新闻发布会，发改委介绍“系统落实一揽子增量政策扎实推动经济向上结构向优、发展态势持续向好”有关情况。10月12日，国新办举行新闻发布会，财政部介绍“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”有关情况。10月14日，国新办举行新闻发布会介绍加大助企帮扶力度有关情况。10月17日，国新办举行新闻发布会介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况。10月18日，潘功胜出席2024金融街论坛年会，介绍一揽子增量货币政策的落实情况。

深入分析以上宏观经济政策调整，我们可以发现**货币政策发生了实质变化**。9月27日已下调存款准备金率0.5个百分点，年底前视市场流动性情况还将择机进一步下调存款准备金率0.25至0.5个百分点，给出了明确的降准信号。在信贷方面，10月18日商业银行已经公布下调存款利率，预计10月21日公布的贷款市场报价利率（LPR）也会下行0.2至0.25个百分点。工农中建交邮储六大国有银行和兴业、招商等全国性股份制银行陆续发布公告，自10月25日起对存量个人房贷利率进行批量调整，统一调整为LPR-30个BP，对于缓解当前的债务压力以及提升消费需求有积极作用。

央行行长潘功胜指出，在目标体系方面将把物价合理回升作为重要考量。我们一般在年初制定通货膨胀目标，通常认为这一目标是货币政策的上限。但是，中国人民银行提出要把物价合理回升作为一个重要目标，类似于通货膨胀目标制或者平均盯住物价水平。经过简单测算，假设在2024年以来以折年率3%的目标增长，9月份物价水平比当前值高1.3（2020年=100）；同比增长率在9月份应达到1.7%（实际值为0.4%），高于目前水平。这可能意味着未来中国货币政策走向前瞻性指引，在现实CPI低于通货膨胀目标时，积极的货币政策会不断推出，主要货币政策工具也会继续朝着宽松方向调整。

关于未来政策，我们提出以下设想和思考。

第一，保持政策连续性，体现政策的感知度和操作性，使公众切身感受到扩大内需政策有序落地。9月24日央行发布会后，中国股票市场最快做出反应。人们期待股票市场持续改善，通过财富效应对宏观经济注入活力。但如果对货币政策的预期稳定，理论上不存在所谓“慢牛”的情况。2008年金融危机后美国股市出现了持续繁荣，是因为其一共进行了四轮量化宽

松政策。当前宏观经济政策虽然是整体宽松，但在具体操作上面临很大挑战，特别是美国货币政策的一些新变化，都需要政策制定者和执行者的高度智慧。

第二，财政政策方面不应拘泥于以项目带动财政政策的传统思维。化债不应仅仅局限于降低地方政府债务负担，更应着眼解决地方政府对中小企业的债务拖欠，在化债的同时为经济注入流动性。尽快创新政策工具，成立新型专门金融机构有序收购地方政府拖欠企业债务，特别是中小企业和民营企业债务，盘活企业资产存量。这可能是短期内增加公众可支配收入的可行方案。

第三，货币政策和房地产政策需要进一步创新。影响消费的两个核心因素是财富和收入（包括预期收入），当收入不稳定时，居民资产损失的可能性大大提高，收入首先用于偿还债务而不是用于增加消费。货币政策除了通过降息降低偿债成本之外，可以尝试建立债务违约的缓冲机制。对符合条件的陷入偿还住房按揭贷款困境的家庭提供债务展期帮助，特别是向家庭唯一住房住户提供1-2年的无息债务展期，以稳定家庭部门预期。由此使金融机构产生的成本可以考虑由中国人民银行提供专项贷款或者特别国债进行补贴。

第四，鼓励各地政府因地制宜，通过制度创新和市场改革加速实现房地产等行业出清，有序释放不确定性。各地政府应做好市场出清的兜底工作而不应用行政手段干预市场，切忌直接干预企业的降价竞争行为，造成市场秩序和预期混乱。

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“政策转向下的中国宏观经济”展开讨论。

渣打银行大中华及北亚首席经济学家丁爽指出，**第三季度经济继续下行，但9月有所好转。**

前三季度的经济增长主要依赖外需，4.8%的增长中有1/4的贡献来自进出口，内需偏弱，**房地产和财政政策执行收缩是两大拖累因素。**GDP平减指数处在负值，中国经济目前仍面临较大的通缩压力。预计第四季度房地产市场持续调整，但今年难以实现止跌。在财政部发布会后，财政政策对经济的推动作用有望加大。

首先，在房地产止跌回稳前，建议宏观政策取向偏宽松，在新旧动能转换过程中要起到保底作用。其次，政策取向要更加鲜明，近些年来，不管内外形势如何，我国宏观政策的定位都是积极的财政政策和稳健的货币政策，但积极和稳健更是一种态度，而不是政策态势，且政策

取向不应一成不变，这会导致政策定位失去信号作用。然后，做好预期管理，政策转向后的一段时间会有较高预期，如果这些预期无法持续满足就会造成市场的波动。同时，从需求和供给两方面解决通缩问题，需求端形成收入每年适度增长的预期，供给端防止重复投资，鼓励并购。最后，培育经济内生动力，进一步发挥市场的决定性作用和对外开放。

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**认为，**应通过更加宽松或力度更大的宏观政策应对当前经济下行**。在消费方面，居民部门面临收入增长乏力和财务风险，建议直接向居民部门发放消费券等，以增强消费意愿。筹资问题可以通过国有企业分红和利润来解决，而不是完全依赖财政赤字。同时，建议减缓部分基建项目，将资金转向消费基金，以更有效地刺激经济。在房地产方面，政策需要稳定房价以支撑经济大盘，限制供给而非扩大供给。此外，财政资金应用于推动保障房销售而非简单购买，以实现去库存。

从长期来看，需要在政府大规模宽松政策的推动下激发市场主体，通过供需两端的平衡来促进长期经济增长。这些政策需要有更大的力度和更明确的导向，并将其传导到消费者、投资者、企业，成为全社会的共识，以促进经济平稳发展。

中国社科院世经政所副所长**张斌**提到，总体来看，前三季度亮点突出，尤其是在中高端制造业升级和出口方面。尽管经济增长在供给方面有所改善，但需求不足仍是当前中国经济面临的重大挑战，企业盈利水平和居民收入增长水平偏低、就业压力上升等问题仍然存在。我国经济体系的三个主要参与者可概括为：政府、房地产行业、其他居民和企业。如果政府的广义支出和房地产投资均出现大幅下降，那么居民部门和其他类型企业的收入也会显著减少，甚至进一步导致政府的税收收入和房地产企业的收入减少，形成恶性循环。这一恶性循环是加速下降的过程，必须解决循环中的快速变化因素，即支出方面的投资和收入方面的企业盈利。**张斌**认为，关键在于通过投资来提高支出水平，改善企业盈利，进而遏制螺旋式下降趋势，收入和消费也会随之增长。**我们需要以更大逆周期政策力度解决需求不足问题**，在财政政策方面，政府的广义支出不应低于私人部门的广义支出，也不应低于名义GDP的增速，即全社会的名义支出；在货币政策方面，最基本的原则是迅速降低实际利率；在房地产方面，稳定房地产企业的现金流，使其能够实现正常的融资活动，并对部分房地产企业进行重组。

野村证券中国首席经济学家**陆挺**指出，目前经济下行的压力主要源自以下方面：**一是房地产市场持续萎缩**，导致地方财政收入大幅下降，加剧地方财政困难，降低地方财政有效实际支

出，并且对营商环境造成不利影响；二是高速增长的板块如电池、光伏等出现萎缩，价格暴跌导致企业亏损和投资减少；三是股市融资大幅下降，影响了信用融资；四是9月出口增速明显降低，这一状态有可能持续。

面对这些挑战，从9月24日起，我国政策已经发生了显著变化，集中颁布宽松和刺激政策。这次综合考虑传统货币政策、非传统货币政策、财政政策和结构性改革，力争让房地产行业止跌回稳，让资本市场估值上升。除了宽松刺激政策，市场出清也非常关键，需要解决房地产下行带来的冲击和地方政府财政对房地产依赖度高的问题。此外，应在养老金和社会医保方面进行适度调整，以提高居民消费支出能力。

中金公司首席策略师**缪延亮**认为，M1规模从今年3月份高点的68.6万亿元持续下滑至9月份的62.8万亿元；M1同比增速从2022年9月高点6.4%开始持续下滑，今年4月转负，9月进一步下滑至-7.4%，为有史以来最低水平。当前，由于企业对未来经济前景信心不足，投资意愿低迷，更多选择将资金存入定期存款，而非留存在活期账户。数据显示，企业活期存款占比已降至历史最低水平，仅为25.5%。房地产市场的持续低迷也是影响因素之一。此外，名义利率下行，但通胀预期走低，实际利率偏高，促进存款定期化和抑制信用扩张。财政收入下滑和债务偿付压力重的共同影响下，可用于支持私人部门的空间下降。

“一行一局一会”已宣布金融政策组合拳，涵盖降息、降准、调降存量房贷利率、创设新的货币政策工具支持资本市场等，由于真实利率仍然较高，货币宽松还有空间。在财政方面，化债目标适时调整，推动地方政府债务展期，中央财政加杠杆，增加地方债务置换规模。从长期来看，推动结构性改革，促进创新提高要素生产率，未来中国经济增长将更多依赖技术进步，也是提高经济活力的关键。

突破旧有政策思路和政策约束，向微观主体进行“大水漫灌”

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10月）上的发言

今年前三季度的经济统计数据已经公布，我们看到三季度当季GDP增速只有4.6%，相较二季度进一步走弱，从累计同比来看，消费、投资等主要经济指标还是在延续边际走低的趋势，这是近期各部委出台“一揽子”增量政策的宏观经济背景。这说明决策层对当前经济形势具有充分和清醒的认识，对于市场关切的问题做出了回应，释放出了逆周期调节的强力信号。那么，这些政策是否足以将中国经济推到常态化扩张路径上去呢？我的答案是，政策力度还可以更大，突破原有的政策约束，特别是应当向微观主体来一次“大水漫灌”。

一、经济下行的压力比表面上大得多，旧有的政策约束需要打破

当前来看，“一揽子”增量政策或仍未能彻底扭转市场预期。从9月24日央行出台一系列货币政策吹响号角，到9月26日中央政治局做出全面系统的部署，再到国庆节之后发改委、财政部、住建部分别对增量政策做出进一步的部署和解读，我们看到了一揽子增量政策的出台。资本市场对于政策调整的反应较为敏感，9月24日之后沪深股市均出现了快速的反弹，香港股市在国庆假期期间也出现了连涨。在货币政策取得一定突破后，市场的关注点转移到了财政政策领域。10月财政部公布了多项增量政策，其中最重要的一项关于突破现有债务限额的措施，却并没有给出具体信息。当然，该项政策具体金额需要经过人大常委会的审议和批准，但这也使得相比货币政策，当前增量财政政策的清晰度并不充分。之后我们看到，在发改委、财政部、住建部召开了三次新闻发布会后，市场又冷静下来。我认为这个反应值得关注，这反映出宏观政策调整后，市场以及市场参与者对宏观经济政策的评价。

打破旧有约束，宏观经济政策的力度可以更大。一方面，对于控制政府部门杠杆率的旧有约束要有所突破。新冠疫情期间西方国家普遍采取了激进的经济刺激措施，与之相比我国的政策相对克制并一直留有余地，不愿意大幅扩张央行的资产负债表，也不愿意大幅提高政

府部门负债。随着中国经济修复持续偏弱，微观主体的资产负债表持续收缩，经济下行的压力比表面上要大得多，当前需要把此前积攒的政策余地充分调动起来。我国中央政府的杠杆率是全球主要经济体中最低的，仅为23.6%，加上地方政府的显性债务以及隐性债务，政府部门杠杆率约为100%左右，低于英美等G7集团发达经济体。如果将政府部门杠杆率提高10个百分点，就对应着12万亿左右的增量资金，中央政府杠杆率上行这一幅度是完全可以承受的。当前市场上很多投资者愿意购买和持有中国国债，通过发行较大规模国债提振经济是可行的。

另一方面，对于财政赤字红线的旧有约束也需要打破。2020年为应对新冠疫情冲击，美国通过财政赤字货币化的方式将大量现金直接补贴于企业及民众，使得美国赤字率水平大幅攀升，2020年与2021年分别达到15%和12.4%。而我国的宏观政策始终不愿大幅超出3%的赤字率红线。我认为宏观操作应当有更大的弹性，在某一年或某几年突破赤字红线，并在经济回稳后回归到财政纪律的要求范围内，将会放大政策效果。早在2008年，美国为应对次贷危机就采取过“直升机撒钱”的政策，实际上就是财政赤字的货币化。从目前中国经济的运行情况来看，一次性的突破国债发行规模和赤字率红线是有必要的，并且需要向市场传递清晰的信息。

二、突破政策约束后向何处用力？向微观主体“大水漫灌”

“决定要发”现金补贴，比“如何发”现金补贴更加重要。当前居民部门面临的困难比较多，既面临收入增长乏力的问题，也面临资产价格下降导致的财富缩水，居民消费意愿和消费能力受到很大制约。从2020年起，我就开始建议有关部门以平均发放的方式向居民部门发放现金，去年进一步明确提出向居民部门发放10万亿规模的现金或数字货币，用以提振居民消费。向居民发发现金本身也与我们的社会制度比较契合，并不存在意识形态的问题。至于消费补贴是平均发放，还是针对性发放，这只是一个技术性问题。英、美、日、香港等国家和地区的实践都已经在操作层面做出了回答，平均发放政策执行成本更低，相同的补贴金额对于低收入群体的相对改善幅度更大。当前最重要的问题是决定要发、什么时候发、发多少，在这件事情必须要下决心，而不是在技术层面上兜圈子。

国有企业利润上缴以及减少基建投资支出，都可以为现金发放筹集资金。关于消费补贴的资金来源问题，也不是必须要通过财政赤字才能解决。比如可以拿出国有企业的分红和一年的利润用于消费补贴，2023年国有企业利润总额达4.63万亿，可以成为消费补贴的一个主要筹资渠道。另一方面，将投向至基建项目的一部分资金用来补贴消费也是重要的资金来源。

我曾反复提到，当前大型基建项目的投资乘数偏低，特别是传导到消费部门和居民部门的能力比较弱、投资效率比较低，需要缓建、停建一部分基建项目，将节省下来的财政资金用于增强消费支持，才能更有效地促进经济增长。

通过债务置换方式，一次性处置地方政府拖欠企业账款的问题。当前地方政府承担的工作量比较大，需要花的钱也比较多，但财政收入来源比较有限。特别是当前地方土地出让收入持续下行的背景下，地方财政面临很大压力，也加大了地方政府拖欠企业账款的问题，有数据认为这一规模已经高达12万亿。这其中不仅涉及民营企业，还包括部分国有企业，比如国有建筑企业承担的一些PPP工程大量被拖欠账款。拖欠账款一方面会影响企业向员工支付工资，另一方面也会造成企业资金周转困难，甚至导致企业关停。因此通过中央政府或地方政府发行置换债券，解决拖欠企业账款问题是非常重要的。考虑到拖欠企业账款本身就是政府债务，通过发行债券进行置换并不增加政府债务总额，置换只是政府债务形式的转换。通过这种方式可以同时解决两个主体的问题，一方面避免居民部门拿不到应得的工资收入，另一方面有助于企业提升自身的资金周转速度和效率，使其有更多的资金用于投资和生产经营。

三、财政政策需要在房地产领域加大力度，但应侧重需求端而不是供给端

稳住房地产价格是稳住经济大盘的关键，问题在于如何尽快实现供需再平衡。近年来我一直强调价格信号是非常重要的，当前价格的走势和宏观经济的走势基本上是同义词，经济下行的趋势在资产价格下跌的局面下很难完成逆转，因此必须要想办法解决资产价格下跌的问题。特别是资产价格的下跌会进一步通过财富效应的降低影响居民的消费信心，对居民消费形成较大冲击。我认为，无论怎么刺激，当前房地产市场出现大幅反弹的可能性是不大的，如何稳住房地产价格才是关键，这也是近年来我一直坚持的判断。

中国房地产市场出现了阶段性的过剩，必须要限制供给，财政政策不应再去支持新增供给。我认为当前房地产市场阶段性供过于求的现象是客观存在的，中国的房地产市场还需要经历一段去库存、去存量的较长周期。因此对于房地产市场应当限制供给，而非扩大供给，所以我一直对扩大供给的政策持有怀疑态度。住建部新闻发布会上提到，年底前将“白名单”项目信贷规模增加到4万亿，这一说法比较模糊，“白名单”项目是否等同于“保交楼”还有待明确。如果“白名单”项目还包含支持部分房地产公司开发新项目，从限制供给的角度来看，就不应将其纳入到政府支持名单的范围内来。因此我认为“白名单”的提法应当进一步明确其保交楼属性，和保交楼无关的新项目都需要暂停下来。

发挥财政资金杠杆作用，财政资金可以在需求侧发挥更大作用。当前的政策鼓励财政资金用于收购存量住房和闲置土地，这是增加房地产需求的政策，在政策思路上是值得肯定的。我进一步建议，应通过补贴购房者的方式鼓励和支持保障房的销售，而不是政府直接购买保障房。利用全部资金进行收储，和利用一部分资金拿来支持销售，这两者间的差别是乘数倍的，应当利用财政杠杆减轻财政的资金压力。对于保障房的来源，一方面可以购买存量住宅，另一方面也可以通过改造一部分此前的存量工业和商业建筑来完成。这样做的好处有两个，一是不需要新建，直接消化利用存量住房，二是价格比较低。当前很多地方的商业写字楼价格只有住宅的一半甚至以下，这也是消化房地产存量的一个很重要的方法。

四、财政政策发力的同时，不应忘记长期的经济增长依赖于市场机制

经济的长期增长必然依赖于市场机制。仅仅靠财政政策或者政府投资很难维持一个长期的经济增长，政策的效果只是短期的。我建议向微观主体大水漫灌，原因也在于这些措施有助于激发市场主体的活力。当前企业和市场依然面临较大的困难，重要的一个表现是所谓“内卷”问题。而“内卷”问题的核心，是需求不足导致的供需失衡，这使得企业不得不通过挤压成本来压降价格，很多企业甚至开始削减研发投入。

企业出海是实现供需平衡的有效路径，应正确认识企业出海，鼓励企业加速出海。当前中国已经实现由商品输出向资本输出转换，这是历史性进步，是中国经济发展到一定阶段后的巨大成绩。从资本匮乏国成为资本输出国，就自然要求企业“走出去”。将企业出海等同于资本外逃，这是违反经济学常识的说法，在这方面应该有一个清晰的认识。长远来看，中国企业只有在出海的过程中才能发展成为跨国公司，才能提高国家整体的全球竞争力。近年来中美大国博弈加剧，美国推行“中国+”、友岸外包、离岸外包等战略措施推动产业链重构。在这个过程中，一方面我们要采取措施积极应对，另一方面也可以采取“跟随战略”，化风险为机遇，不断加大企业出海力度。企业出海一方面有助于企业开拓新的市场，提升盈利水平，另一方面也有助于其紧密跟随龙头企业，通过同步技术革新来维持竞争力。有些时候表面上看似被裹挟，但实际上也是机会，我们要全方面理清错误的认知，将鼓励企业出海作为我们改善供给和扩大需求的重要措施。

总体上来看，当前我们的增量政策调整在方向上是正确的，在具体措施上也具有针对性，特别是有助于各部门加快资产负债表修复。但是我们也应当看到，在经历了过去三四十年的长期高速增长后，现在经济面临的压力也是前所未有的。因此需要将原来的路径依赖、政策约

束和传统的政策思路进行一些突破，从其他国家反危机的措施中吸取一些经验教训，用足空间、用足手段，切实把经济下行的趋势尽快扭转。

逆周期政策药方备齐，接下来主要看力度

张斌 中国社科院世经政所副所长

以下观点整理自张斌在CMF 宏观经济月度数据分析会（2024年10月）上的发言

前三季度经济亮点突出，尤其是在中高端制造业升级和出口方面。挑战也很突出，企业盈利水平和居民收入增长水平偏低、就业压力上升等问题仍然存在，导致公众的获得感不强，对未来的预期和信心偏弱。

一、需求不足是当前中国经济面临的重大挑战

首先，企业的盈利和居民的收入增长偏低主要来自支出偏低。支出决定收入，整个社会的支出水平决定了其收入水平，收入水平低的主要原因是支出水平不足。一方面，今年前三季度，政府广义支出，即政府一般公共预算和政府基金支出的增速为-2.8%，低于全社会名义支出增速以及私人部门的消费和投资增速。2023年政府广义支出大约为37-38万亿，占全社会总支出的比例大约30%。另一方面，前三季度房地产开发投资下降10.1%，房地产行业的规模大约为10万亿。把我国经济体系分为三个主要参与者：政府、房地产行业、其他企业和居民。如果政府的广义支出和房地产投资均出现大幅下降，那么其他类型企业和居民部门的收入也会显著减少，而其他类型企业和居民部门又会导致政府的税收收入和房地产企业销售收入减少，形成恶性循环。

对需求不足的认知有三个重点。第一，需求不足是市场失灵的一种表现，需求不足环境下，无论是对于企业还是个人，选择减少支出是理性行为。如果每个经济个体都减少支出，导致全社会的收入水平进一步下降，大家越是减少支出，大家的收入越低，每个经济个体的结果都会更糟糕。第二，需求不足具有加速效应。在第一轮恶性循环之后，第二轮的情况可能会更加严重。例如，A的收入下降导致A的支出下降，进而影响到B和C的收入。B和C的收入下降后，又会导致A、B、C的收入进一步下降，形成恶性循环。第三，触发需求不足最初的原因可能有很多，比如收入分配极化、资产价格泡沫破灭、金融市场危机、外部环境巨变等等，但是一旦形成需求不足，需求不足就成为了一个独立现象。打个比方，触发需求不足最初的原因是新冠病毒，但是真正对人体造成伤害的并不仅是病毒本身，而是身体为了自我保护而出现的过度免疫风暴，导致了严重的后果。需求不足就是这个过度免疫风暴。

二、投资是有效解决需求不足的快速变化因素

基于以上分析，进一步探讨如何有效解决需求不足的问题。第一，需求不足是市场失灵的表现，难以通过市场手段自发解决，**所以需要借助外部力量，即逆周期的财政政策和货币政策。**第二，这一恶性循环是加速下降的过程，必须解决循环中的快变量，**用快变量带动慢变量。**投资相对与消费时更快的变量，企业盈利相对于居民收入是更快的变量。通过改变快变量，特别是通过投资来提高支出水平，改善企业盈利，进而遏制螺旋式下降趋势，居民收入和消费也会随之增长。

1998年金融危机之后，我国刺激需求增长非常重要的措施是增加基础设施投资，全国高速公路网络的建设对于提升需求起到了极大的帮助。2008年，刺激需求增长的主要内容是四万亿以基建投资为主体的政府投资计划。2015年，地方政府的债务压力增大，政府投资相对减少，但实施了十次降息，总共降低了185个基点，并进行了棚户区改造，即通过政策性金融债券推动的住房改造投资。此外，还进行了债务置换。**从这些历史经验中可以看到，在提升总需求的过程中，政府支出的增加是不可或缺的。**政府支出过去主要表现为政府投资，因为它作为快速变化的因素，能够在短期内迅速改变经济状况。

只要人们对美好生活的向往依然存在，投资机会就会持续存在。一方面，不可否认的是，过去投资在项目设计、区域布局、融资等都存在诸多问题，需要调整。另一方面，过去十多年中，有超过两亿的农民进入城市生活，城市交通建设和外部环境都出现了翻天覆地的变化。当前中国的图书馆、博物馆、音乐厅以及人均体育场地的数量不及发达国家的二十分之一，地下管道系统亟需改善，都市圈建设、城乡接合部改造以及旧房改造等空间巨大，这都需要大量的投资。因此，我们不应该轻易否定投资的对于改善民生和发展产业的重要作用，政府仍然需要在这方面积极作为。

三、以更大逆周期政策力度解决需求不足

9月26日政治局会议之后，当前政策经历了一定程度的调整，我们需要有更大力度的逆周期政策。2015年通过充分降息、债务置换、抵押补充贷款（PSL）、支持股市等措施应对需求不足，这些措施在最近一轮政策中都有所体现。总体而言，现在政策方案已经具备，重点在于以下两个方面。**一是政策的推进问题**，即能否迅速推出这些政策。逆周期政策解决需求不足是一场与时间的赛跑，政策越早实施，成本越低，成功的可能性也越大。

二是政策的力度问题。尽管我们过去几年也实施了许多政策调整，但始终未能摆脱需求不足的困境，其中一个重要原因是政策力度不足。**在财政政策方面，政府的广义支出不应低于私人部门的广义支出，也不应低于名义GDP的增速，即全社会的名义支出。**假设明年的增长目标是5%，并且希望实现一个相对合理的物价水平2%，那么名义政府广义支出增速不应低于7%，只有这样才政府支出才做到了带动总需求增长的作用。明年需要新增的政府债务，包括专项债券和未纳入预算的部分，估计在12万亿元以上。除此之外，未来对房地产政策的调整和债务置换也需要资金，这部分可能还需要10万亿元的新增债务。

货币政策方面，最基本的原则是迅速、显著地降低实际利率。如果实际利率保持在较高水平且继续上升，而名义利率的调整幅度低于通货膨胀率的下降幅度，那么就无法支撑消费和投资，其内生增长动力难以得到释放。因此，必须迅速且大幅度地降低政策利率，以此带动实际利率的下降，恢复消费和投资对资产价格的支撑作用。

房地产方面，目前房地产市场的困境很大程度上是因为大多数房地产企业仍然面临现金流极度困难，收入和支出无法匹配的状况。这些企业无法偿还债务，存在违约风险。**因此，当前需要稳定房地产企业的现金流，使其能够实现正常的融资活动。**除了现有的政策外，应对部分房地产企业进行重组。

中国经济的基本面、产业和供给能力依然非常强大，在全世界范围内具有很高的竞争力。**如果广义财政政策、货币政策和房地产政策能够协同发力，并且力度足够，我们有能力尽快走出需求不足的困境，充分释放经济增长的巨大潜力，收入、盈利和信心都将得到大幅度的改善。**

高效信用扩张需要“三支箭”——再论M1和M2的剪刀差

缪延亮 中金公司首席策略师

以下观点整理自缪延亮在CMF 宏观经济月度数据分析会（2024年10月）上的发言

一、货币从“空转”到“不转”

在年初的分享中，我们聚焦M2高增，用“大银行放贷、小银行买债”、企业借新还息、理财回表这三种低效货币扩张形式，来解释M1和M2的剪刀差。我们据此提出，从低效货币扩张走向高效信用扩张，需要财政和货币政策协调配合，淡化信贷目标，理顺利率体系，解决“空转”问题，提升金融服务实体经济的质效（详见《从低效货币扩张到高效信用扩张》）。今年以来，监管部门加大了对资金空转套利、银行手工补息等行为的规范，存款利率7月开启新一轮下调，压缩了资金空转套利空间。政策多管齐下，金融数据“挤水分”效果持续显现，M2增速从年初8.7%高位下降，近期企稳于6.5%附近，M2“空转”问题已经缓解。

然而，货币运行中出现了新现象，M1“不转”问题更加突出。9月份M1同比增速降至-7.4%，创历史新低。诚然，我国M1负增在国际上并非孤例，2023年美国 and 欧洲M1也曾负增长，其根源可追溯至疫情期间政府的大规模财政补贴一度推升M1快速增长，一旦这些资金消耗，M1自然会减少。而我国M1增速低，则反映了目前经济内循环不畅，经济运行存在新挑战。

为何我们需要对于M1格外关注？M1是狭义的货币供应量。根据IMF货币统计手册，M1是流通中的货币加可用于支付的存款（Transferable deposits），其本质特征是直接可用于支付的金融工具。M1是观察经济运行活力难得的领先指标。大部分宏观指标都是同步指标（如PMI和工业生产），或是滞后指标（如就业和通胀），而M1领先制造业PMI半年左右，提供了预判经济运行的窗口。

从总量上看，M1余额从今年3月68.6万亿元高点下滑至9月的62.8万亿元，同比增速4月转负，9月进一步下滑至-7.4%，为历史最低。在经济周期下行时，M1增速下降是正常现象。但M1增速深度为负，则反映经济可能存在“失速”风险。

从结构上看，我国M1包括M0（流通中的现金）、企业活期存款和机关团体活期存款。这一统计口径并未纳入居民活期存款。这和现行的国际统计口径有一些差别，缘于中国于1994年引入此统计口径时，银行体系的网点尚不发达，支票账户也并未普及，居民活期存款难以直接用于支付，因此并未纳入M1统计范畴。如今伴随金融服务便利化、金融市场和移动支付等金融创新的迅速发展，关于适时调整M1统计口径的讨论和建议也逐渐增多。但即使将居民活期存款、日开现金管理型理财产品及备付金等纳入M1统计范畴，其整体仍呈现出负增长的趋势。

抛开统计口径不谈，当前M1的主要构成是机关团体活期存款。截至9月，我国M1总量接近63万亿元，其中机关团体存款31万亿元，占比接近一半。其次是企业活期存款，规模约20万亿元。M1年初至今下降了超过5万亿元，主要是由于企业活期存款下降。

二、“不转”的背后是财政意外紧缩

M1“不转”只是表象，背后是多重因素的交织影响。一是风险偏好不足，居民和企业都偏好存定期，同时房地产市场的调整削弱了M2向M1的转化；二是通胀预期低迷，实际利率偏高，抑制信用扩张并促进存款定期化；尤为关键的边际变化，是今年二季度以来财政的顺周期紧缩，土地出让收入下滑和偿债压力上升，形成对财政资源的双向挤压，货币从政府向私人部门循环不畅，进一步导致M1增速转负。

（一）风险偏好下降

前面提到M1负增主要缘于企业存款定期化趋势上升。当企业风险偏好下降，投资意愿低迷时，会选择将更多资金存入定期存款，而非留存在活期账户，造成M1增速放缓。企业活期存款占比已降至25.5%的历史最低水平。企业活期存款下降与房地产市场的周期调整密不可分。房地产市场传统上采用高周转、高杠杆的经营模式，是资金活化的重要途径。房地产周期上行时，居民存款（M2）快速转换为房地产企业的预售资金，纳入企业活期存款（M1）的统计范畴。伴随我国地产大周期调整，房企高周转模式终结，全国商品房销售面积从2021年的高点18亿平方米下降至2023年的11亿平方米，M2通过地产销售向M1的转化机制明显弱化，对M1增速形成拖累。

（二）通胀预期低迷

衡量借贷成本要看实际利率，而不是名义利率。实际利率等于名义利率减去通胀预期。通胀预期不可观测，一个权宜之计是用已经实现的通胀来代替通胀预期。在计算不同行业的实际利率时所适用的通胀预期不同，企业适用 PPI，而PPI已经连续24个月同比为负；对于居民，有人认为是否应用二手房价格来计算实际利率。更精确的通胀预期估算需要考虑众多因素。我们曾强调资产（房地产）价格预期调整也会影响通胀预期（《新宏观策略研究（三）：理解中外通胀分化：通胀预期视角》）。总体看，当前名义利率已经走低，但实际利率（十年期国债利率-GDP平减指数）仍然偏高，背后是通胀预期低迷。当前我国GDP平减指数已经连续6个季度为负，历史上最长1998-1999年曾连续7个季度为负。

通胀预期低对M1有两方面影响：一方面，由于实际利率高，即便存款利率看似很低，但因其通胀预期低，实际回报并不低，会进一步激励存款定期化。另一方面，通胀预期低，实际利率偏高会抑制信用扩张，导致信用派生放缓，降低M2增速。结合存款定期化，M2增速下滑造成M1增速进一步放缓。9月26日召开的政治局会议定调“要促进房地产市场止跌回稳”，近期各部门联合出台一揽子政策，包括批量下调存量房贷利率、取消或调减购房限制性措施等，支持居民刚性和改善性住房需求。这些举措释放出强烈的稳增长、稳楼市信号，有望对稳定通胀预期起到积极作用。

（三）财政顺周期收缩

前述两项原因能够解释M1增速放缓，但难以解释M1增速转负。事实上，我国房地产周期于2021年中就开始调整，实际利率今年虽在高位但有所下行，但M1增速今年二季度开始加速回落，9月增速创历史新低，背后不容忽视的变化是二季度以来财政的意外顺周期紧缩，在边际上加速了M1的收缩。

其一，分母端财政收入顺周期下行。理解中国财政的顺周期性，需要特别强调中国财政收入构成的特殊之处，即中国特色的土地财政。财政的收入有两种，一种是经常性收入，比如税收。如果经常性收入满足不了经常性支出，就会形成赤字。为了弥补赤字，财政就需要另一种收入，即融资性收入，例如政府性债券。政府债券发行具有逆周期性，所以财政也具有逆周期性。但是在中国，财政融资性收入的来源，除了政府债券之外，更重要的是土地收入，土地收入占比不低于国债、波动性又大于国债，所以财政实际的融资性收入的主导因素是土地收入，也就意味着中国的财政有很强的顺周期性。财政部数据显示，地方政府土地出让收入从2021年的8.7万亿元高点下滑至2023年的5.8万亿元。今年2月开始，地方政府土地出

让收入跌幅进一步加深，前8个月累计同比下降25.4%。通常来说，在经济下行时，政策应当进行逆周期调节，扩大财政支出，对冲经济下行，但土地出让收入减少明显削弱了财政的逆周期性。具体来讲，土地出让收入减少，导致地方政府支出与GDP之比迅速下降。中央政府支出在过去十年相对稳定，与GDP之比接近4%。疫情后，地方政府支出与GDP之比从2020年末的32.1%降至2024年上半年的25.6%，显示出地方政府的支出相比整体经济的顺周期性还要强。这6.5个百分点的下滑，其中约一半或可归因于土地出让收入和政府性收入的下降。

其二，分子端债务偿付压力重。地方政府债务问题由来已久，2020年新冠疫情对于地方财政进一步形成了外生冲击。参考白重恩（2024）计算，抗疫三年期间地方额外产生6.8万亿元赤字，其中由中央额外增加了1.2万亿元转移支付作了部分弥补；余下的5.6万亿元，其中1.9万亿元由地方额外发行的专项债弥补，3.8万亿元则由地方自行筹措资金解决，对地方政府财力造成一定影响。今年以来，地方政府面临的债务化解期限目标越来越紧迫，同时过去积累的债务陆续到期，部分财政收入需要腾挪用于偿还到期债务本息。显性债务部分，根据财政部统计，截至今年8月地方政府债务余额约43.6万亿元，这部分的还本付息压力并不算大，到期政府债均可以平稳延期续发。压力主要在隐性债务方面，地方政府隐性债务规模目前尚无官方统计，但从前几年的置换债来看，每年隐性债务的还本压力可能都在万亿元以上。

总结而言，在收入端，土地收入下滑本身已经降低了财政支出力度；在支出端，地方政府化债力度还需要加大，导致支出中有相当一部分须用于债务化解。收入端和支出端同时对财政脉冲形成负向冲击，对能够用于支持实体经济的财政资源形成双向挤压。财政支持力度不足、实体经济疲弱，反过来导致财政收入增速进一步放缓，收入端和支出端相互影响加强，形成“财政加速器”效应。

财政支持力度不足对M1的影响最为直接。从财政紧缩对M1的影响机制入手。首先，财政支出给企业会直接形成企业活期存款，不需经过银行体系。如果地方政府化债压力上升，更多财政收入用于偿还银行贷款，而不是用于支付给企业，就会引起M1下降。

力度之外，进度也很重要。财政预算内支出进度偏慢，也会减少M1。财政收支差额累积在财政存款。财政存款不属于居民和企业存款，既不计入M1，也不计入M2。财政净支出的过程体现为财政存款向M1转化。当财政支出进度偏慢时，财政存款不断积累，导致M1下降，因此M1增速与财政存款增速大体负相关。今年4月份以来，财政存款同比增速持续上行，9月达到14.9%，预算内支出进度偏慢是M1增速4月份转负的重要原因。若能加快财政存款的支出，

无论是用于支付企业应收账款，还是用于“三保”（基本民生和基本保障），都能够抑制M1快速下降的趋势。

最后，机关团体存款定期化，也会导致M1增速下滑。前文提到，机关团体活期存款是M1的第一大来源。机关团体可视为准财政部门，疫情之后其活期存款占比长期维持在90%以上。但机关团体存款近期呈现出明显的定期化特征，截至今年9月份，机关团体活期存款占比降至83.9%，也会拖累M1增长。

总结来看，除风险偏好下降、通胀预期低迷外，**财政顺周期紧缩是边际上加速M1下滑的重要原因**。这一方面源于土地出让收入下降，另一方面源于偿债压力上升，包括还本付息以及化债期限临近，地方政府需投入更多财力用于化债。收入端和支出端的双重挤压，造成了M1收缩。

三、破局需要“三支箭”

M1增速转负只是表象，反映了经济运行背后的堵点。针对当前经济运行中的问题，有必要采取“三支箭”策略，多管齐下托举经济。

第一支箭是货币政策，已经先行发出，包括已经宣布的降息降准政策，以及未来可能施行的降准政策。然而，由于通胀预期下降迅速，实际利率仍处于较高水平，因此未来货币政策仍有宽松的必要性。

更重要的是第二支箭，即财政宽松。前文分析了M1深度为负源于财政顺周期紧缩，在土地出让收入下滑时，化债压力进一步挤压支出空间。因此，财政宽松可以考虑适时调整化债目标，例如延长债务期限，推动地方政府债务展期，扩大地方政府支出空间。尽管有观点认为，化债不属于刺激经济的举措。但按照前文分析，若能为地方政府进行债务展期，就能降低每年数万亿的本金偿还压力。同时，若中央政府发行低利率的显性债务，置换地方政府高利率的隐性债务，就能有效降低利息支出，为支持实体经济腾挪空间。据我们估算，城投债的平均利率比地方政府债务高1.4个百分点（不同测算结果虽有差异），如此一来，至少可节省数千亿元的利息支出。若进行全部置换，规模将更大，利息节省可能达到万亿元以上。若再将本金的偿付期限推迟，就能释放更多财力用于支持实体经济。10月18日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于解决拖欠企业账款问题的意见》，对推进解决拖欠企业账款问题作出系统部署。近年来，企业对地方政府垫资增加，经营和盈利能力均受到较大冲击。财

政通过化债扩大地方政府财力，从而解决账款拖欠问题，能够有效缓解企业的现金流状况，增强其资产扩张潜力，打通货币从政府向私人部门循环的堵点。

第三支箭是结构性改革，促进创新，提高全要素生产率。国际上M1统计口径存在差异，如美国将居民存款也纳入M1统计。从历史经验来看，资本市场繁荣时，居民活期存款会增多，因其要随时用于交易。若要通过结构性改革实现创新以支持实体经济，资本市场的繁荣至关重要。资本市场的创新依赖于良好的生态环境，其上游是优质的科研机构，下游是良好的制度环境，其主体包括企业家和金融市场，二者紧密相连、不可分割。一个活跃的资本市场能够打通创新过程中的“募、投、管、退”各个环节，进而打通整个经济循环的堵点。

总结而言，本文通过分析M1增速下行的原因和影响机制，提出财政顺周期紧缩是导致M1增速深度为负的重要原因。目前中央已明确表态将加大财政逆周期刺激力度，并将出台有史以来最大规模的地方政府债务化解方案。如此一来，财政支出端本息偿付和化债压力有望缓解，对实体经济的支持力度有望提升。除了提高地方政府财力以外，还应加快已拨付资金的支出速度，在支出力度和进度上增强逆周期调节，促使M1企稳回升，打通经济内循环的堵点。

建议房地产回稳前宏观政策保持扩张态势

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10月）上的发言

今年三季度经济继续下行，但9月份有所改善。9月底的政策转向及陆续推出的增量政策使四季度经济反弹可能性增大，全年达成5%目标的概率上升。然而，外部仍存在风险，如美联储降息步伐不确定，美国总统选举中特朗普获胜概率上升，可能冲击对外贸易。因此，从政策层面需沉着应对，在房地产未止跌回稳前，宏观政策宜保持扩张态势。长远来看，还是应强调市场的决定性作用，改善营商环境，激发民间投资与创新，且更侧重扩大消费，增强经济内生动力，避免长期依赖刺激措施。

一、对经济走势的看法

1、三季度经济呈下行态势，从同比数据来看，一季度经济增长5.3%，二季度为4.7%，三季度是4.6%。统计局季度环比数据显示经济二季度触底，其数据为一季度环比增长1.5%，二季度0.5%，三季度0.9%，但该数据与其他数据并不一致。制造业PMI三季度比二季度平均要低0.4，服务业PMI三季度比二季度平均要低0.3。

同时，从渣打银行每月发布的中小企业信心指数（SMEI）来看，二季度平均大于50，三季度则小于50。从工业增加值、固定资产投资、零售这些统计局发布的月度环比数据来看，三季度与二季度相比并没有明显反弹，从数字来看，三季度整体还是偏弱的。如果政策不转向，全年实现5%目标的难度很大。

2、前三季度的增长很大程度上依赖外需，数据显示，前三季度4.8%的经济增长中，1.14个百分点是来自于净出口，即接近1/4的增长来自于外需，内需偏弱。内需疲软有两大拖累因素：一是房地产，今年是第三个年度房地产投资10%的收缩；二是财政政策的执行是收缩性的，前八个月广义财政支出同比下降了2.9%，而按照3月份通过的预算本应增加7.9%，这对二、三季度经济增长产生较大拖累。

3、目前中国经济存在较大通缩压力，主要体现在GDP平减指数处在负值，这是一个比较广泛的通胀的指标。

二、对四季度经济形势的展望

1、房地产市场的拖累将持续，市场调整还在持续。虽然出台了一系列的政策有利于房地产市场止跌的政策，但止跌很可能要等到明年才会发生。近期一些措施的力度较大：一是在货币政策角度，存量房贷利率有所下调，同时财政方面地方专项债的用途有所扩大，可以用来回收闲置土地，收购存量房。二是住建部宣布要实行新一轮的城中村改造，并采用货币化安置的方式。三是对白名单房地产项目的资金支持会进一步加大。尽管这些措施对房地产发展有利，但在今年难以产生明显效果。

2、财政部新闻发布会宣布的措施，有望使财政政策从对经济的拖累转变为推动力，财政冲力由负转正。

具体看财政部发布会中，涉及去风险措施包括两项：其中一项是给大银行的注资，另一项是地方化债，通过置换方式，增加中央和地方债务额度。这些措施从长远来看有益，但短期内对经济推动作用有限。

另两项措施则会直接对实体经济产生实质好处：第一，从地方债务结存限额安排 4000 亿额度发债补充地方财力，该措施应该能迅速落实，有助于解决今年因税收下降导致的财力不足问题，避免削减开支，维持财政力度。第二，拓宽专项债使用用途，如用于购买存量房，若不拓宽用途，我们测算今年将有1万亿左右的资金会在年底闲置。这4000亿与可能闲置的1万亿相加约1.4万亿，若不采取措施，这些支出将不会发生。

我们目前虽然维持2024年经济增长 4.8% 的预测，但鉴于9月份宏观政策的转向，实际增长率超过我们预测值的可能性增加。

三、外部风险

1、美联储

若美联储放缓降息步伐，将对我国货币政策空间产生一定影响。

2、美国大选

目前美国大选形势胶着，民主党与共和党候选人的选票十分接近。以往经验表明，民主党在普选票中需领先三个百分点以上才能在选举人票投票中占据有利地位。哈里斯领先特朗普的幅度曾经超过三个百分点，但最近已下降到低于三个百分点，特朗普当选概率较大。若特朗普当选，根据已知的政策纲领，假设他对所有从中国进口的产品征收60%的关税，粗略估算中国对美国的出口会下降2/3，且若不采取应对措施，中国经济增长率将受影响达2个百分点。

目前美国投资者普遍关心中国会如何应对特朗普获胜及大幅加征关税，是否会通过大幅贬值来抵消关税上升。我认为贬值可能是美国加征关税后出现的自然市场反应，但当币值下行到一定程度时央行应该会进行干预，因此贬值不会是应对关税的主要手段，还需依靠其他国内政策来抵消外贸面临的不利因素。

四、政策建议

1、宏观与房地产政策

在房地产止跌回稳前，宏观政策应保持宽松，在新旧动能转换期间起到保底作用。若特朗普当选，明年宏观政策可能需比一般年份更具扩张性，抵御外部冲击。

房地产政策方面，需求端可进一步放开思维，如考虑对外籍人士放开限购以增加需求。同时，宏观宽松政策应更侧重于促进消费。

针对财政政策执行经常慢于预算，年底往往出现资金没用完而闲置的情况，可考虑将每年剩余的资金用于为低收入群体减税或增加补贴，在当年用完，产生预算设想的效果。

2、政策取向

近年来不管内外形势如何变换，我们都实行积极的财政政策和稳健的货币政策，这样的政策定位失去了信号作用。积极和稳健更多是表达执行政策时的态度，并不能传达政策的取向及力度。建议采用客观可衡量的措辞，借鉴 2008 年前对宏观政策的表述，采用比如“从紧”、“适度从紧”、“中性”、“适度宽松”和“宽松”等一目了然的政策取向表述。

3、预期管理

最近几场政策发布会以及与此相关的股票市场波动表明了预期管理的重要性，政策转向后若市场预期过度抬高最后无法满足，会打击市场情绪并造成波动。无论是通过官方还是非官方渠道，在管理市场预期方面需要不断积累经验。

4、通缩应对

应对通缩问题，需要从需求和供给两端考虑。一方面在需求端，宏观政策对促进需求很重要，也可考虑收入政策，如想要纠正某些行业收入过高的问题时，采取“冻薪”措施比“减薪”更利于引导市场预期，应鼓励形成收入逐年会适度增长的预期，增强消费信心，释放超额储蓄。另一方面，供给端要防止重复投资，并鼓励并购，促使过剩产能的退出。

5、培育经济内生动力

根据全会精神，进一步发挥市场的决定性作用，在民营经济促进法颁布后要不折不扣地执行，重建民营企业家的投资信心。同时进一步开放服务业，对内资和外资都一视同仁，虽然我国在不少制造行业中存在产能过剩，但很多服务行业的产能不足，有较大的发展空间。

刺激、出清和结构调整需并重

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（2024年10月）上的发言

我讲四个方面：一是经济下行压力不减，不可掉以轻心；二是传统货币政策的空间已经有限，财政政策需要加码；三是宽松刺激政策的作用有限，若要看到经济和资本市场的真正复苏，需要下决心去出清市场，尤其是清理这几年积压的债务链条；最后，光是出清还不够，有些改革和结构调整是当务之急。

先讲经济下行压力。三季度4.6%的GDP增速高于市场预期，仅比二季度的4.7%下降0.1个百分点，且环比从二季度的0.5%上升至0.9%，似乎宏观经济目前有企稳乃至复苏的迹象。但综合各类数据来看经济下行压力还很大，甚至还有所恶化。下行压力主要来自于以下几个方面。

首先是房地产行业。年初很多人认为今年房地产会企稳，但实际上今年房价还在下跌，各项关键指标还在以年化15-20%的速度下行。房地产行业规模庞大，其持续萎缩对中国经济产生多方面的影响，尤其是财政方面。今年土地财政预算与实际收入相差约2万多亿人民币，导致面临诸多问题。一方面地方政府实际支出减少，导致总需求萎靡；另一方面不少地方出现趋利性执法甚至“远洋捕捞”的现象，破坏营商环境，进而影响民间投资。二是过去两年高速增长的动力电池和太阳能光伏等新能源产业在今年出现明显的产能过剩的现象，进而导致行业大面积亏损和投资萎缩。2021-2023年这些产业产出与投资均快速上升，但今年产出虽在数量上有所增加，但因价格暴跌而导致收入和利润下降。三是今年股市融资相比去年大幅下降约80%，这一问题在未来几个月可能会有所缓解，但迄今为止除了直接影响一二级市场的股权融资之外，因为股权融资是信用融资的基础，债务融资也被波及。出口是今年经济的亮点，前八个月出口增速呈上升态势，但九月出口增速大幅至2.4%，未来几个月，全球半导体行业可能进入下行周期，抢出口结束，关税可能上升，出口可能还会减速。

接下来讲第二个方面，也就是经济下行压力之下政策的变化。自9月24日起，政策发生巨变，宽松刺激政策出台的密度、力度和广度上与以往明显不同。简而言之，当前政策出台不再是单点推出，而是集中颁布。次序方面，货币政策先行，央行直接干预股市，希望通过提升股市估值和信心来拉动经济。广度方面，综合运用传统货币政策、非传统货币政策、财政政策和

结构性改革的组合拳，目标是促使房地产行业止跌回稳和宏观经济。货币政策方面，目前已实施降息、降准、以及存量房贷利率下调等措施，还首次推出总额8000亿的针对股市的非传统货币政策，包括股票回购增持再贷款和互换便利等，有助于增强股市信心。

财政政策方面，虽然具体金额需人大常委会开会讨论并授权后公布，但未来两三年内必将大有作为。本次财政宽松刺激的思路清晰，一方面将大规模进行地方政府化债，另一方面考虑到坏账增加的情况，会较大幅度补充银行资本金。在已授权额度之内，今年额外增加新增4000亿借债额度；人大批准后，预计未来两三年每年新增负债可能达到GDP规模的2%-3%。不过需要注意的是，新增负债与支出不能简单等同，还应考虑未来政府在税收和土地财政等方面收入减少的情况。总体来看，财政政策已呈现大幅度宽松的态势，也只有赤字和负债大幅增加，才能保障财政支出增长，保障地方政府基本的运行，防止出现严重的趋利性执法和远洋捕捞的情况，为未来几年 GDP 的稳定增长奠定基础。

总之，近大半个月已出台一系列货币政策和非传统货币政策，财政政策也将有大的变动，后续这些政策组合拳将发挥更大力度。需要注意的是股票市场不能单兵突进，要防止疯牛的出现，避免股市大起大落。要坚决制止银行资金通过诸如消费贷等非法渠道被挪用炒股的情况，也不要让股市的波动过多的消耗政府在经济企稳复苏方面的时间精力。

第三个方面，如果要想中国经济真正企稳复苏，那就不仅仅是中央政府加大刺激力度的问题，关键还是要面对困难，直面问题，让出现困境的板块真正出清，债务真正得到清理。过去三年多，在房地产行业大幅下滑的背景下，中国没有出现类似美国2008年那样的金融风暴问题，我看大致有两个原因：一是中国的金融体系以国有为主，能够在较大程度上和较长的时间内吸纳房地产业萎缩对整个中国经济和金融体系带来的冲击。二是大量买房人实际上承受了一半多的冲击，这是由于中国房地产行业以新房销售为主，新房销售的90%是预售，预售采用100%现金付款的方式。房地产业巨幅下滑之前，预售资金占房企融资的一半以上。可以说，我国的买房家庭实际上构成了房地产行业和金融体系中间的缓冲垫。但凡事都有两面，我们这个体系能够避免金融风暴，但却不能及时出清市场，大量债务积压，其中逾期交房就是债务积压的最重要一环。放弃的债务问题也会造成连锁反映，尤其是之前对卖地收入高度依赖的地方政府以及他们的融资平台。

因此我们可以说，加大货币财政的宽松刺激力度当然重要，但如何有效实施宽松刺激从而出清市场至关重要。我们不可能仅仅通过简单的增加财政支出、增加债务、以及增加中央政府

对地方政府的转移支付来解决已有的问题。因为房地产行业的巨大规模和其对地方财政的庞大影响，房地产业萎缩还给中国的信用体系带来另外一个严重问题。2021年中国政府卖地收入达8.7万亿，约占当时GDP的8%。随着房地产行业下行，多地卖地收入下降60%-80%，这不仅导致地方政府及其平台支出减少，还产生诸多应付款项，因而产生新的债务链条。未来两三年，解决出清这些地方政府债务问题也很关键；这不仅包括通过化债从而解决存量的对金融体系的负债，还涉及地方政府与非金融企业之间的应付账款等问题。

最后，我想强调的一点是，我们如今面对的不是一个普通的经济下行周期。仅仅靠宽松刺激不能解决问题，即使化大力气出清市场也不能解决问题。我们需要推进一些必要的结构调整和改革，才能让经济企稳复苏，让经济增长回到原来的轨道。自90年代末我国开始住房改革之后，我国的财政体系在很大程度上依赖土地财政。土地财政确实有很多问题，但也促进了地方之间的竞争，加速了我国的城市化和工业化，也让地方政府面临一定的硬预算约束。但随着房地产行业连续四年的下滑，土地财政收入急剧下降，绝大部分地方政府面临着巨大的财政压力。此次房地产行业下行并非简单的周期性现象，而是高速发展二十多年之后必然面临的重大结构性调整。尽管未来几年房地产行业可能止跌回稳，但恢复到过去高峰时期的状态已经不可能。在此情况下，需要对我国的财政体系，特别是中央和地方之间的关系做出一些必要的调整。例如，通过消费税改革等方式，鼓励地方减少不必要的产能投资并促进消费；合理分配转移支付，使其更加透明，以激励地方政府发展经济和推进社会改革；科学地在地方间分配债务额度并制定总债务额度等。总之，在土地财政式微之后，如何促进地方之间良性竞争，重新硬化预算约束，是未来几年的关键问题。若要确保中国经济维持较为稳定的增速，就必须提高效率，减少不必要的浪费和低效投资，因而也必须在财政方面实施必要的改革。

还有，在改革和结构调整过程中，应利用增加中央政府支出的机会，改进我国的养老金和医保体系。在养老金方面，需要适度提高占领取养老金人数55%的城乡居民（主要是农村老人）的养老金水平。他们目前月均养老金仅225元，提高其养老金不仅能有效增加这批1.7亿老人的消费支出，还会让将近3亿的农民工间接获益，因为这既能减轻他们当前抚养老人的负担，又能使他们因预期未来收入增加而减少当期储蓄和增加当期的消费。



CMF

China Macroeconomy Forum
中国宏观经济论坛

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:

