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1月）（第70期）

中国经济稳与进、破与立的再平衡

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1月

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

中国经济稳与进、破与立的再平衡

闫衍

中诚信国际信用评级有限公司董事长

中国宏观经济论坛（CMF）副主席

2024年1月

主要观点

- **2023年疫情转段后中国经济实现“恢复性增长”，经济运行呈现出五大特征：**1）产出缺口逐季收窄，修复节奏波动起伏；2）名义增长相对偏低，宏观数据与微观感受存在差异；3）接触型服务业与装备制造业生产亮点突出，新动能持续蓄能；4）需求不足的问题依然突出；5）物价水平疲弱、资产价格走低，通缩风险仍存。
- **2023年中国经济复苏呈现“波浪式前进”进程，经济波动修复的逻辑是：**1）经济运行从“三重压力”转为“多重压力”；2）结构性、周期性、趋势性问题叠加疫情期间累计矛盾集中释放，影响经济修复的总体深度；3）增长动力结构性调整，新旧动能持续转换；4）预期不稳持续影响经济修复的力度与节奏；5）价格水平并未与经济修复同步调整，通缩压力制约个人收入和企业利润改善。
- **中国经济常态化恢复需要寻求“稳与进、破与立”的再平衡：**1）投资需求和投资结构转换的再平衡；2）消费需求结构和供给结构的再平衡；3）新旧动能转换与传统动能平稳衔接的再平衡；4）房地产调整转型与行业向新发展模式转变的再平衡；5）债务风险化解中中央加杠杆与地方稳杠杆的再平衡。
- **预期2024年中国经济增长将达5%左右，主要宏观经济指标也支持该增速的实现，建议从以下五个方面发力：**1）“稳”的要求不放松，保持宏观政策的一致性、稳定性、持续性，稳定信心与预期；2）“进”的力度应加强，特别是财政政策应更为积极；3）“立”的节奏应当有所加快，加速释放新动能的辐射带动作用；4）“破”的过程应当更加稳妥，降低新旧动能转换脱节形成的负面影响；5）进一步深化改革，释放市场主体尤其是民营经济的活力。

目 录

一、中国经济复苏的进展、特征与逻辑

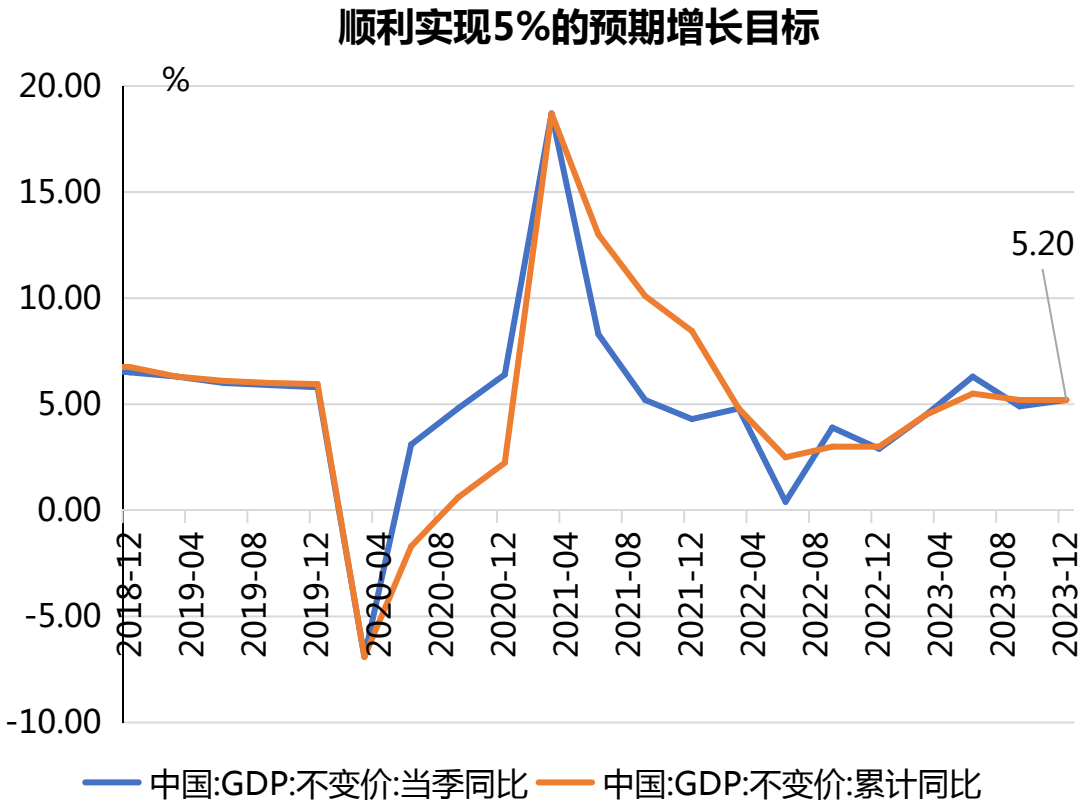
二、2024年中国经济：稳与进、破与立的再平衡

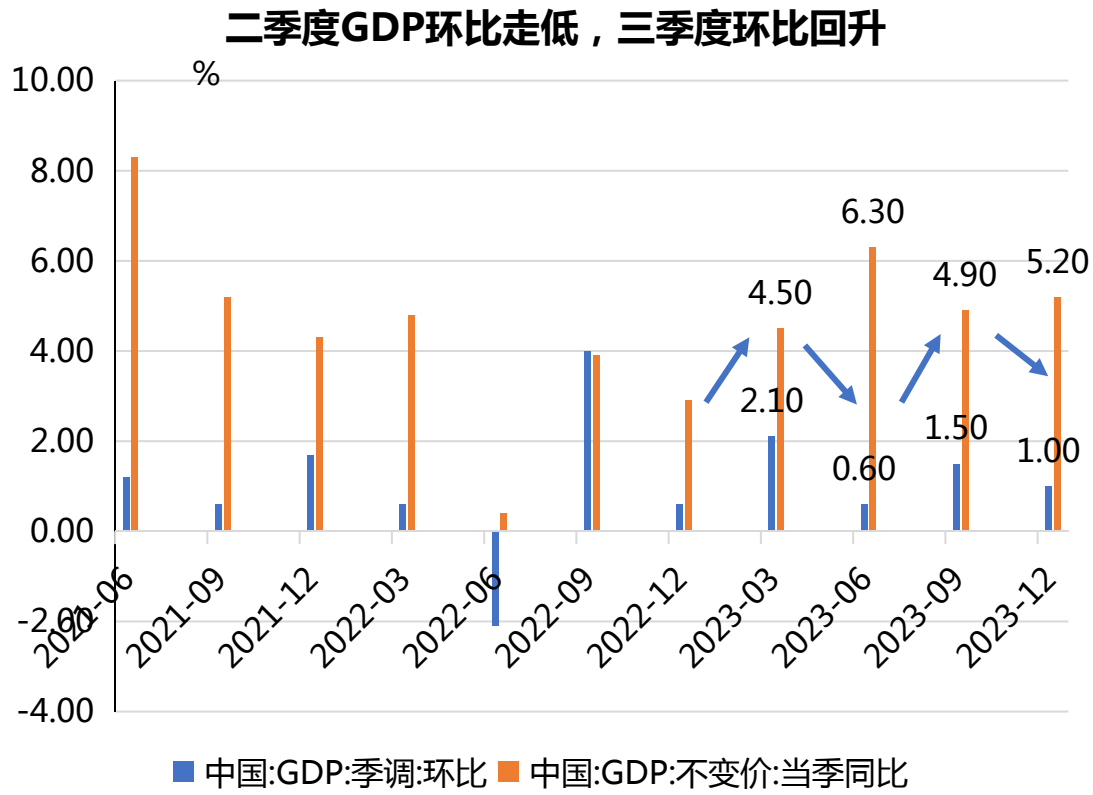
三、2024年中国经济增长展望

四、实现2024年经济增长目标的政策建议

1. 2023年疫情转段后中国经济实现“恢复性增长”

» 2023年是中国经济恢复发展的一年，走出了疫情期间经济增长的低估，中国经济实现了恢复性增长，全年经济增长5.2%，顺利实现5%的增长目标。从季度修复的趋势看，四个季度同比增长4.5%、6.3%、4.9%、5.2% ，环比增长2.5%、0.5%、1.3%、1%。



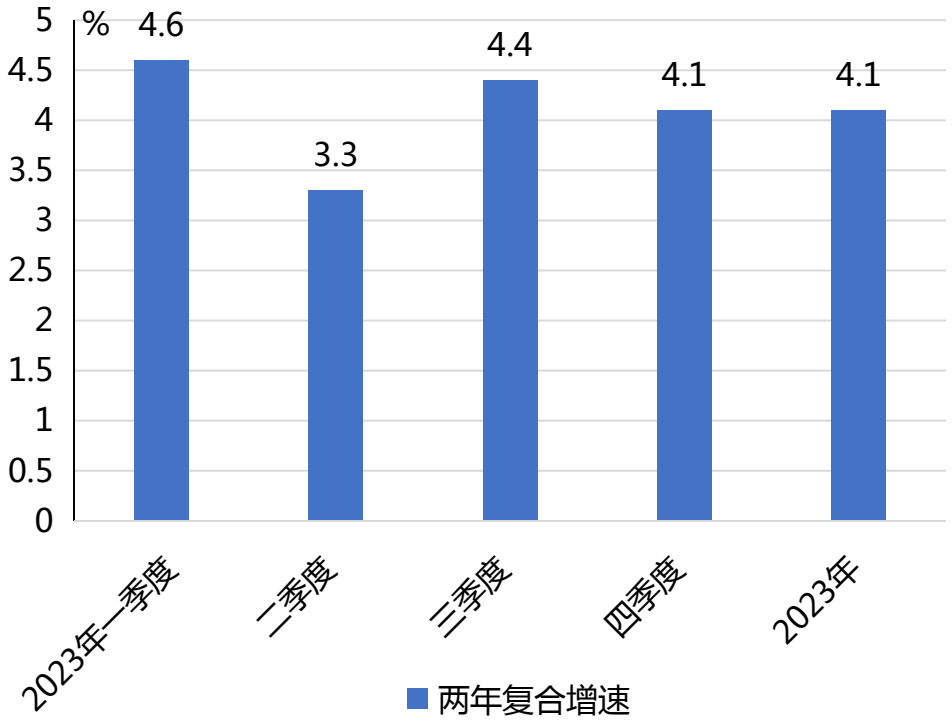


数据来源：中诚信国际研究院计算，Wind

➢ 2023年中国经济修复呈现波浪式恢复进程，两年复合增长为4.1%

» 2022-2023两年复合增长4.1%，与疫情前相比，增长中枢有所下移。主要宏观指标总体低于2019年。

2023年两年复合增速仅为4.1%



主要宏观指标低于2019年

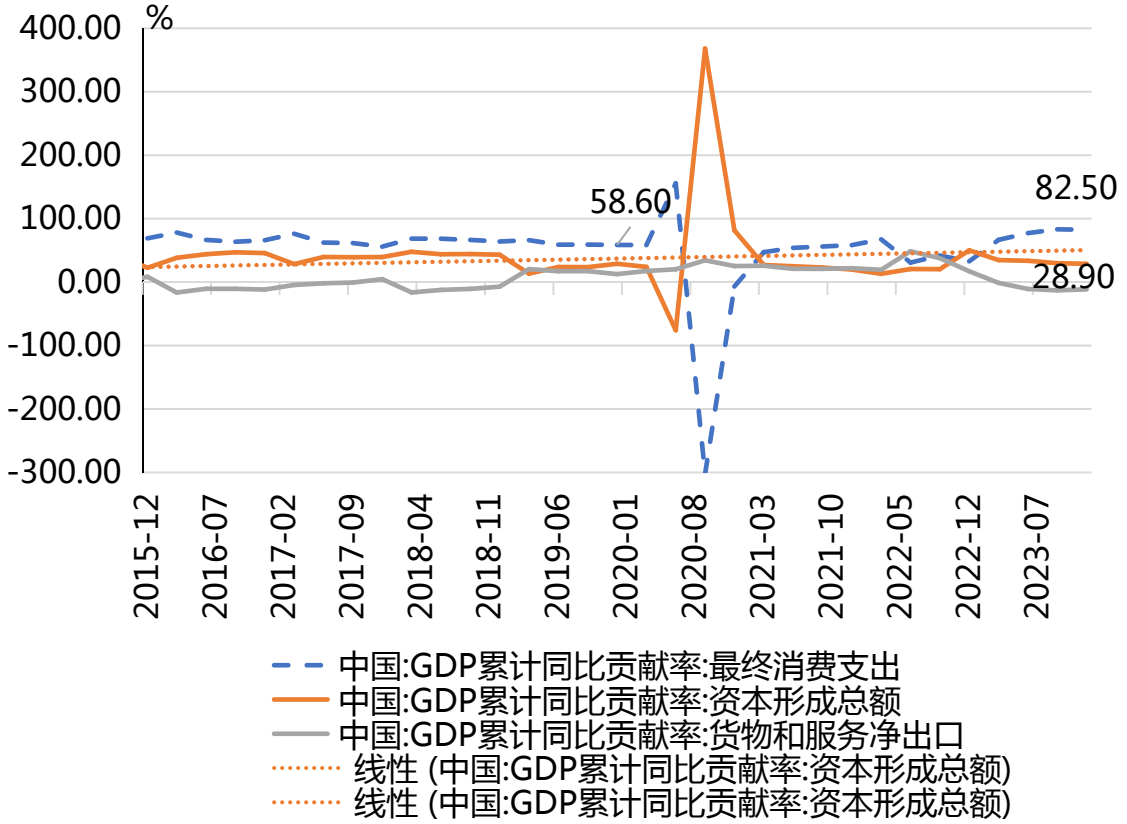
	疫情前（2019）	2023年
GDP增速	6%	5.2%
工业增加值增速	5.7%	4.6%
社零额增速	8.0%	7.2%
固定资产投资增速	5.4%	3%
社会融资规模增速	10.7%	9.5%

数据来源：中诚信国际研究院，Wind

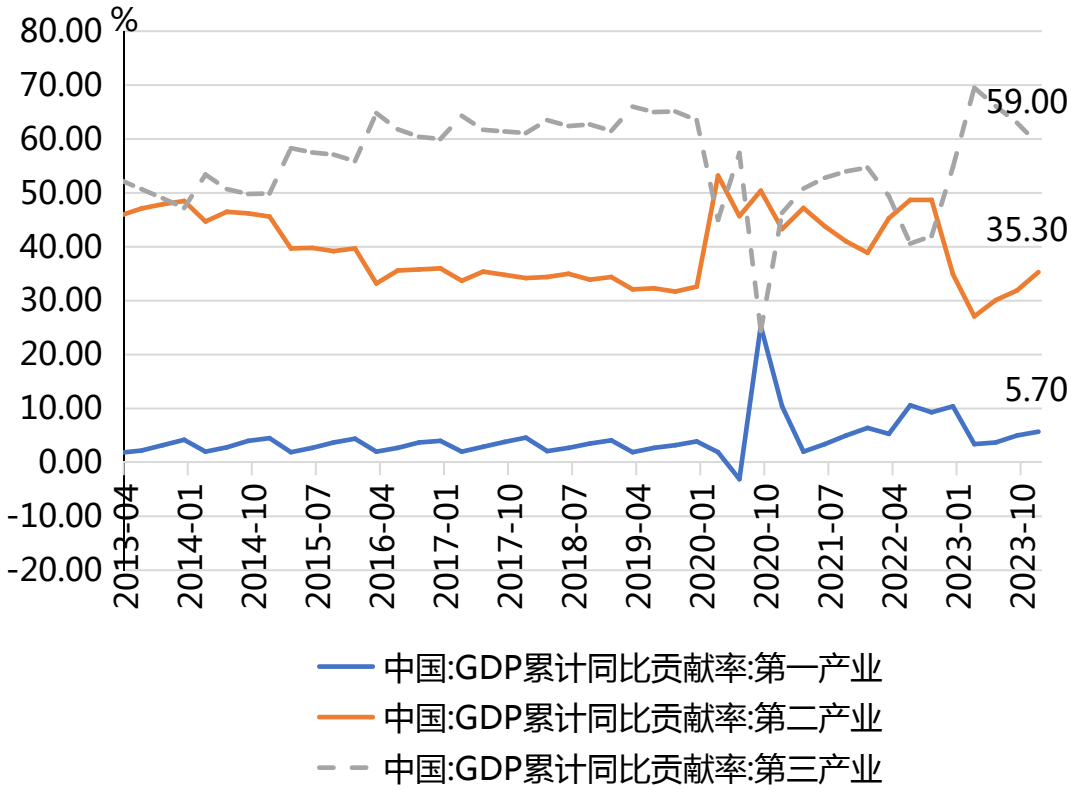
➢ 经济实现了恢复性增长，最终消费贡献趋于常态

» 服务业与最终消费在疫情期间受冲击更为严重，其增长贡献率在2020年三季度、2022年二季度触及低点；2023年则实现了恢复性增长，服务业与最终消费增长贡献率总体恢复，其中最终消费的增长贡献率高于疫情前。

最终消费增长贡献率高于疫情前水平



第三产业贡献率显著反弹

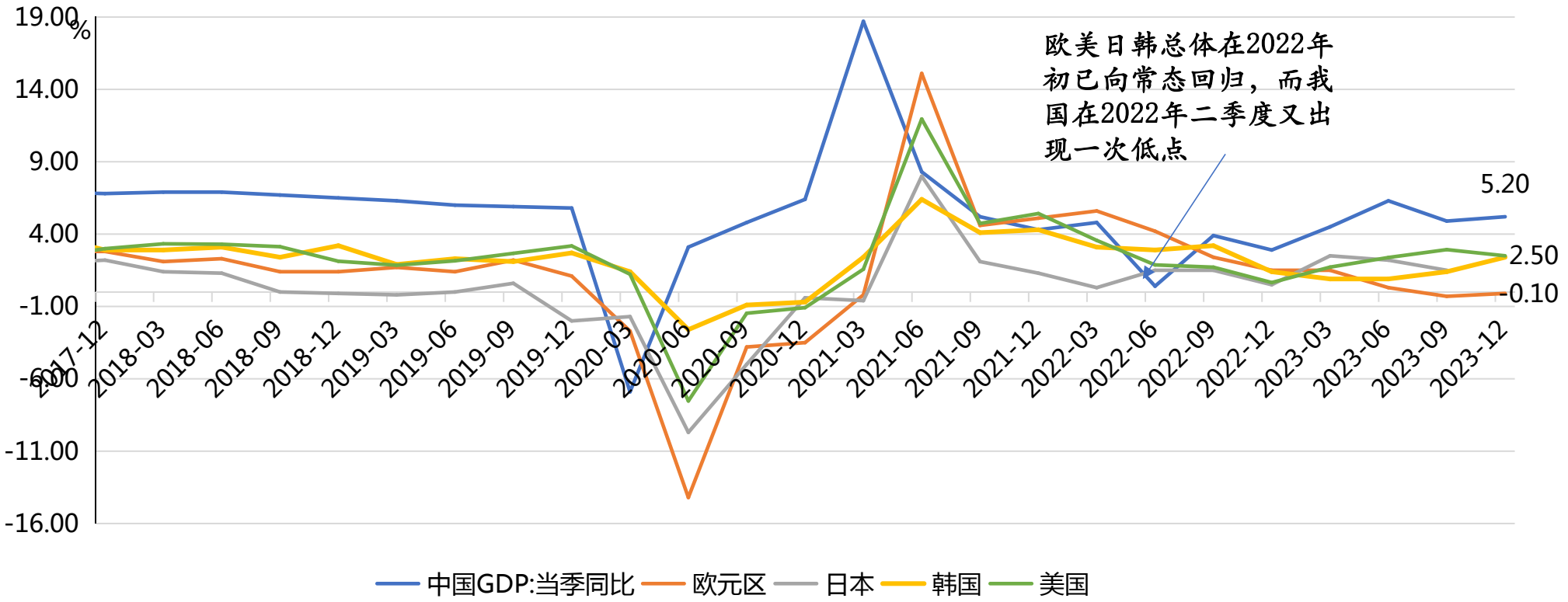


数据来源：中诚信国际研究院，Wind

➢ 与海外经济体相比，疫情后我国经济向常态回归的时点偏晚，但当前我国增速仍高于发达经济体

» 欧美日韩总体在2022年初已向常态回归，而我国在2022年二季度又出现一次低点；但当前我国经济增速仍高于美、欧等发达经济体。

我国经济向常态回归的时点偏晚，但经济增速仍高于发达经济体



注：美国、欧元区、韩国2023年第四季度GDP 增速为预测值

数据来源：中诚信国际研究院，Wind

2. 中国经济修复的特征

01

产出缺口逐季收窄，但是修复节奏呈现明显波动起伏

02

名义GDP增长相对偏低，宏观数据与微观感受存在差异

03

接触型服务业与装备制造业生产亮点突出，新动能持续蓄能

04

需求不足的问题依然突出

05

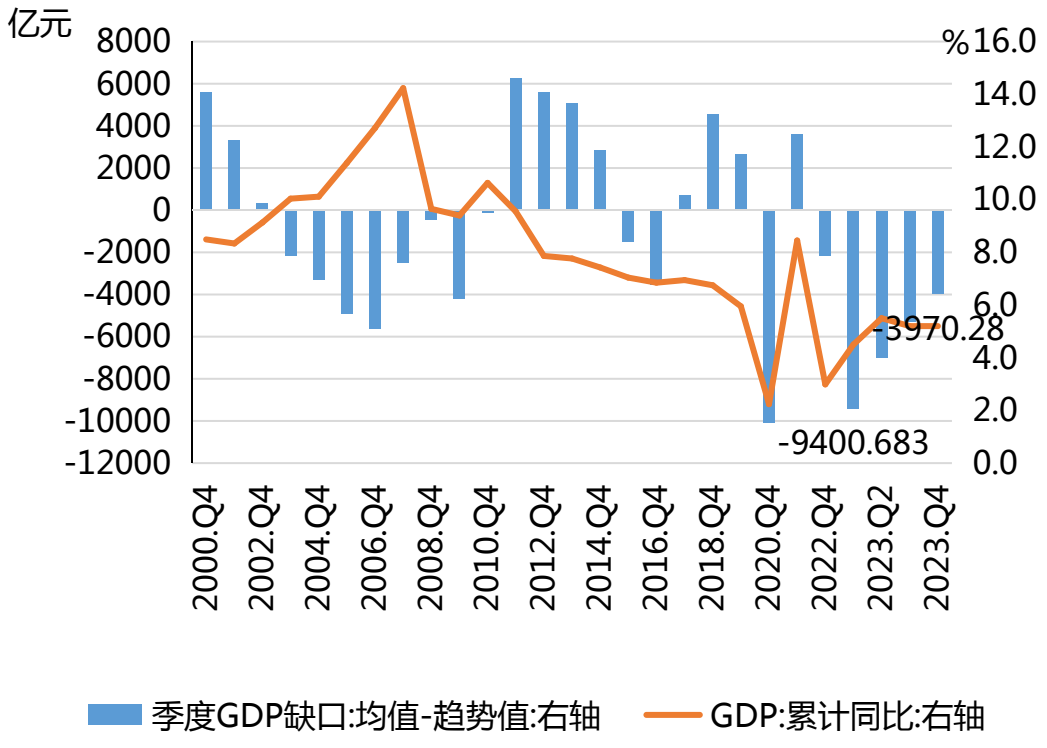
物价水平疲弱、资产价格走低，通缩风险仍存

➢ 特征一：产出缺口逐季收窄，但是修复节奏呈现明显波动起伏

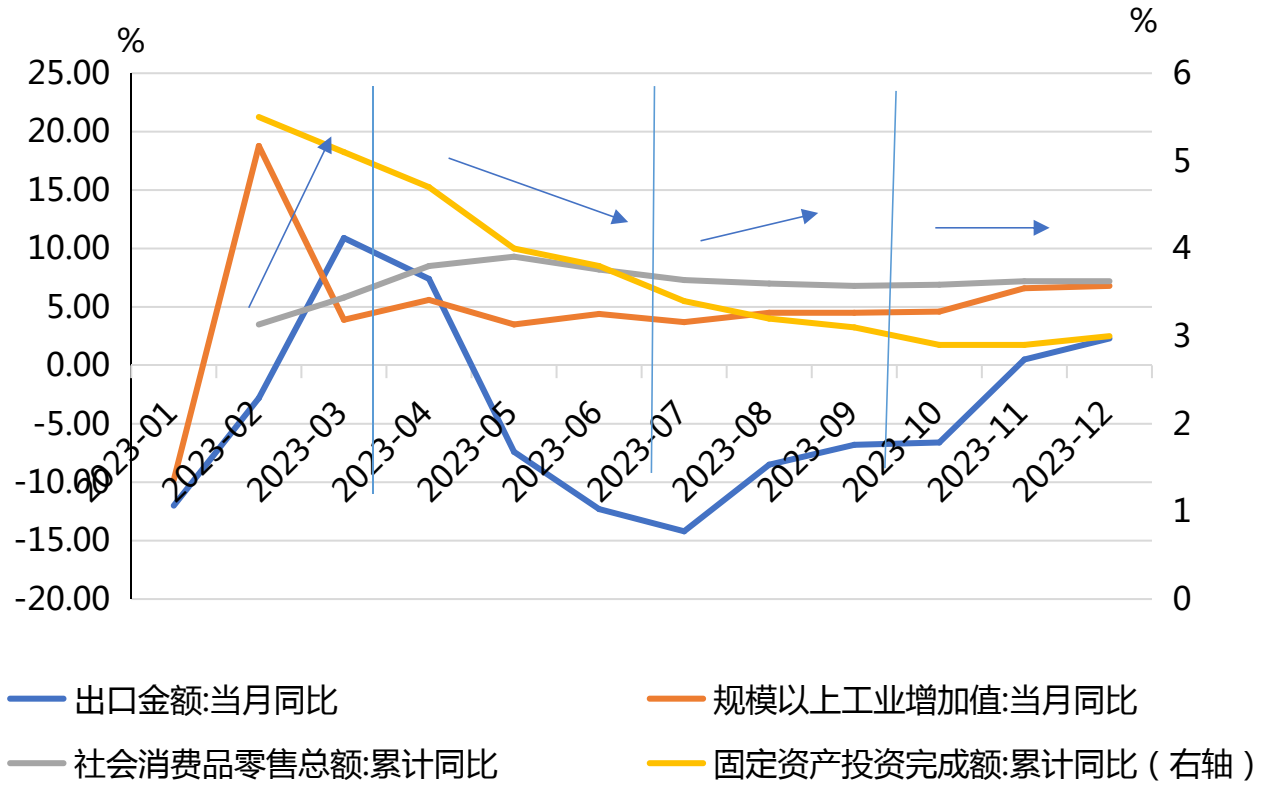
» 产出缺口逐季收窄，由一季度9000亿以上收窄至四季度的4000亿以内，也说明经济总体持续修复；

» 但修复的节奏出现显著波动起伏，总体呈现出1至3月走高，4至7月回调，8至9月改善，10至12月巩固的过程。

今年以来产出缺口逐季收窄



主要经济指标波浪曲折



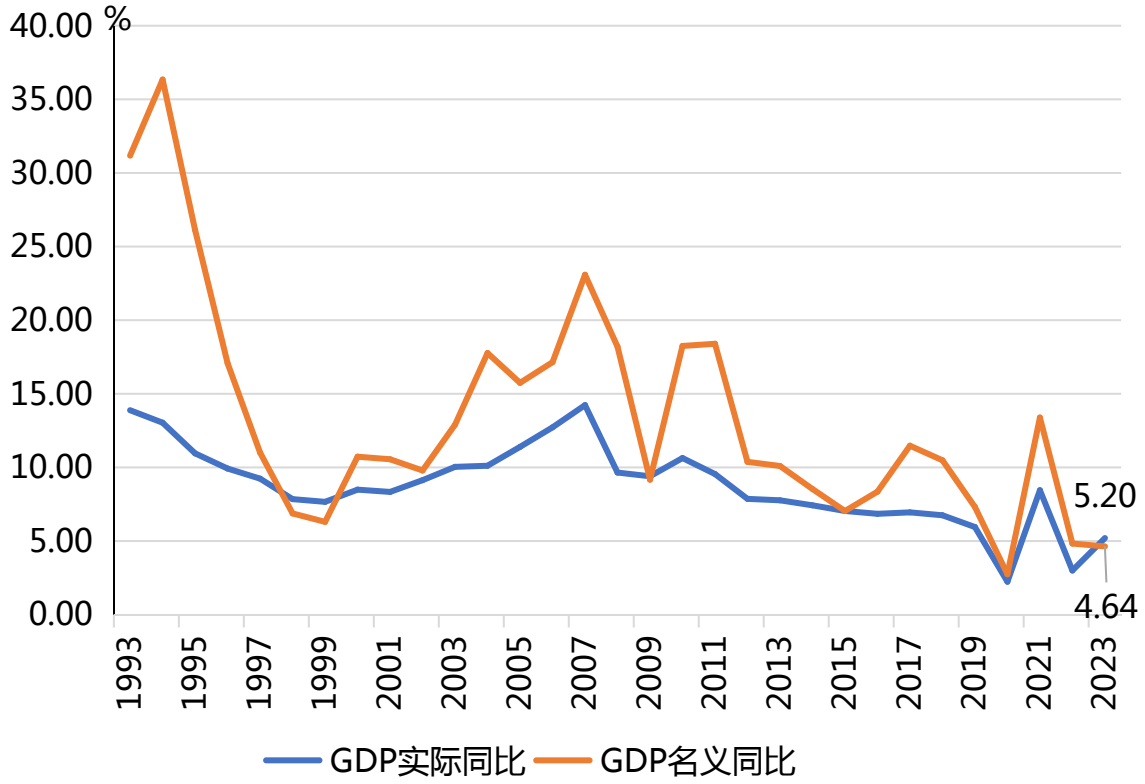
数据来源：中诚信国际研究院测算，Wind

➢ 特征二：GDP名义增长相对偏低，宏观数据与微观感受存在差异

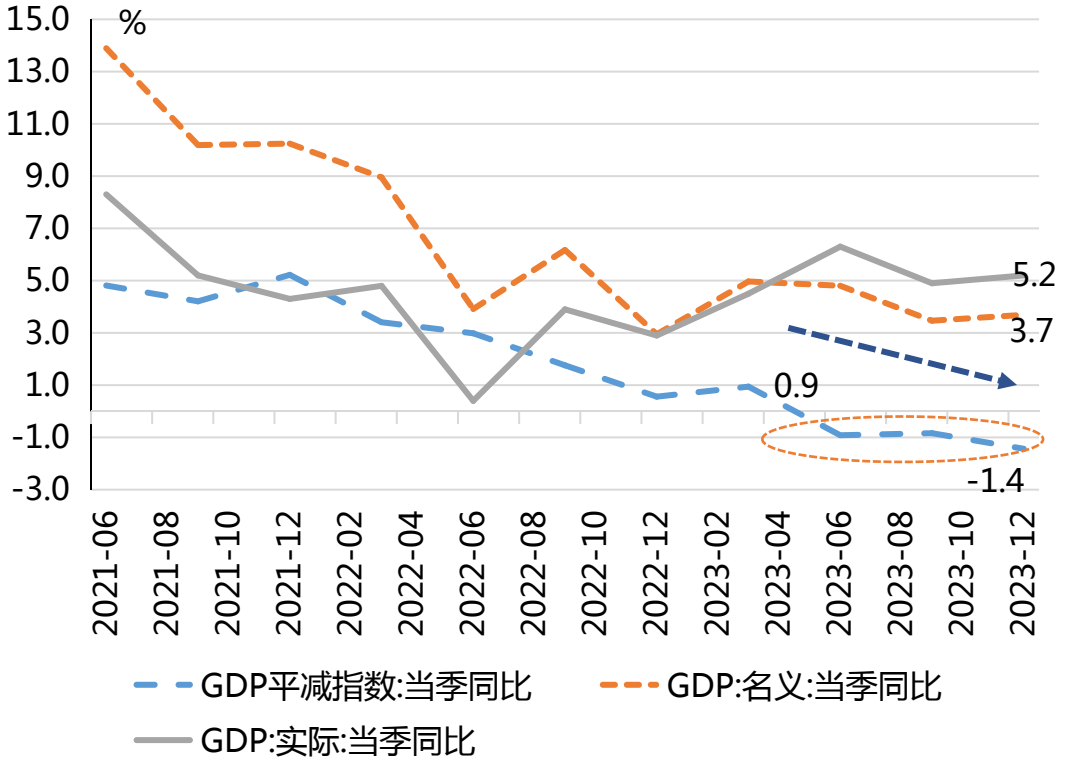
» 2023年四个季度GDP名义增速分别为5.0%、4.8%、3.5%与3.7%，实际GDP增速为4.5%、6.3%、4.9%与5.2%，全年名义增速为4.6%；

» GDP平减指数下行的特征较为显著，2023年全年GDP平减指数同比为-0.54%，其中二、三、四季度同比分别为-0.9、-0.8%、-1.4%。

2023年名义增速低于实际增速约0.6个百分点



平减指数由正转负拖累名义GDP增速下行

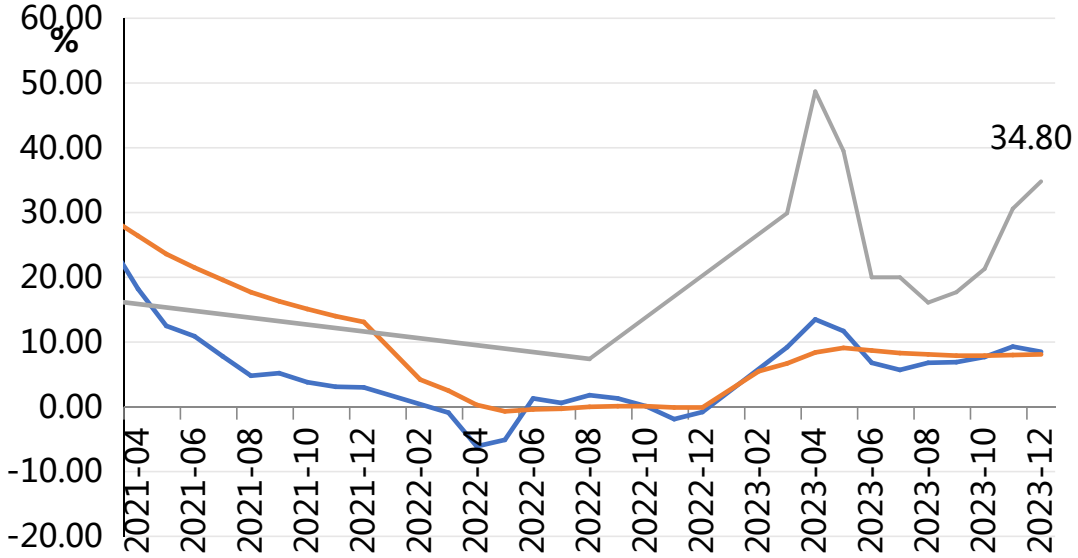


数据来源：中诚信国际研究院，Wind

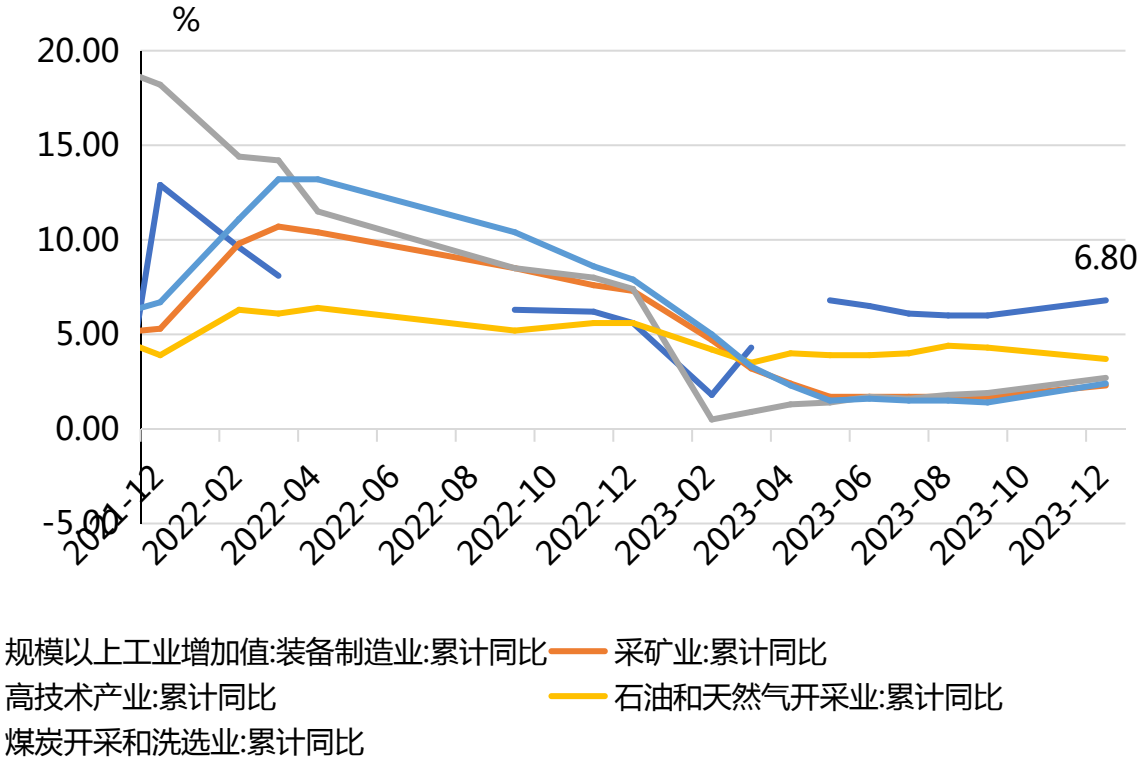
➢ 特征三：接触型服务业与装备制造业生产亮点突出，新动能持续蓄能

» 接触型服务业增速较快，其中住宿和餐饮业服务业生产指数同比增速持续高于16%；装备制造业增加值、利润、投资增速高于工业与制造业整体。

2023年服务业生产同比8.1%，其中住宿和餐饮业生产的当月同比始终处于16%以上



装备制造业增加值增速相对较高

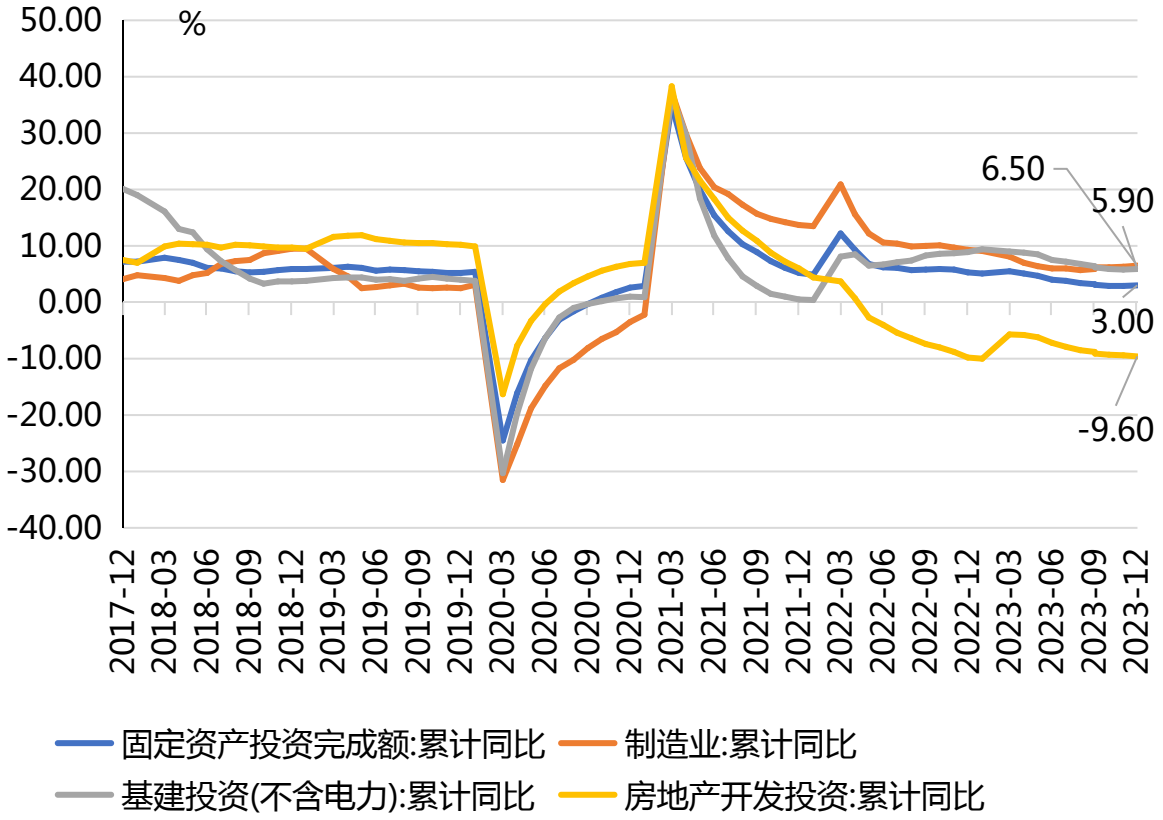


数据来源：中诚信国际研究院，Wind

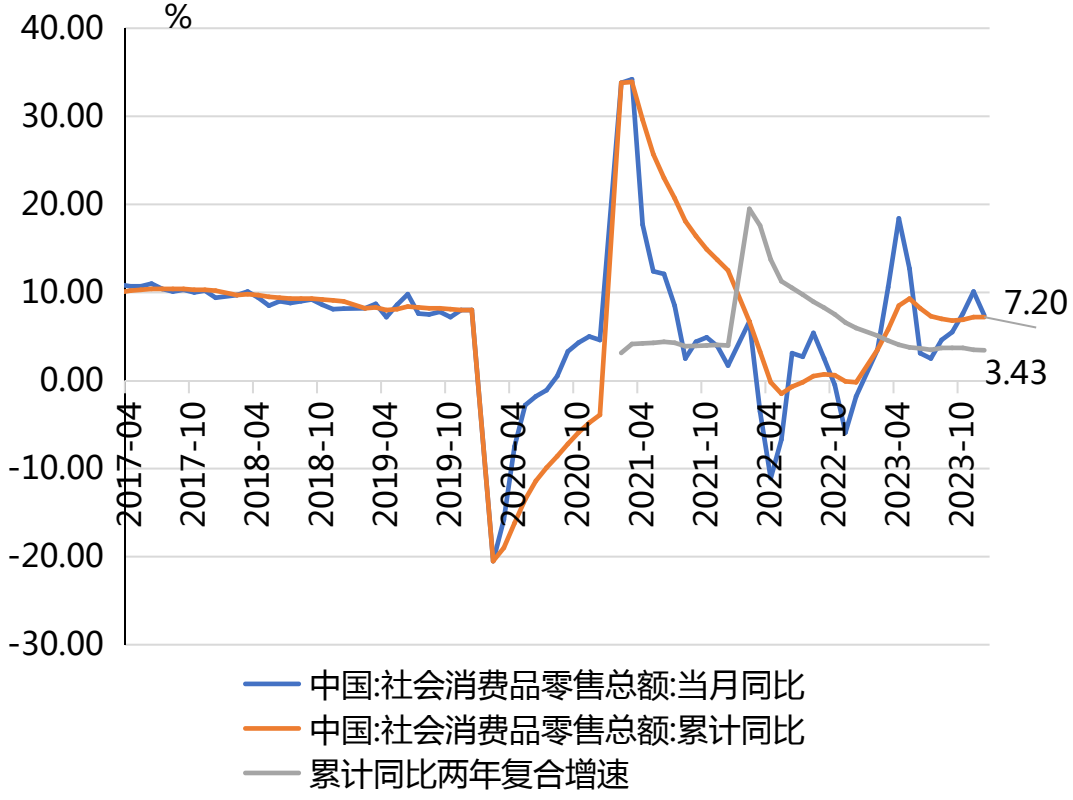
➢ 特征四：需求不足依然突出，房地产投资跌幅扩大，消费明强实弱，出口增速下滑

» 2023年经济复苏节奏的扰动，主要来源于房地产投资与出口的负增长；其中，房地产投资跌幅逐月扩大，全年下滑9.6%；出口波动幅度较大，全年下滑4.6%；社零额两年复合增速为3.4%，相较疫情前8%左右的增速水平差距仍大。

房地产投资持续负增长



消费呈现出一定“明强实弱特征”



数据来源：中诚信国际研究院，Wind

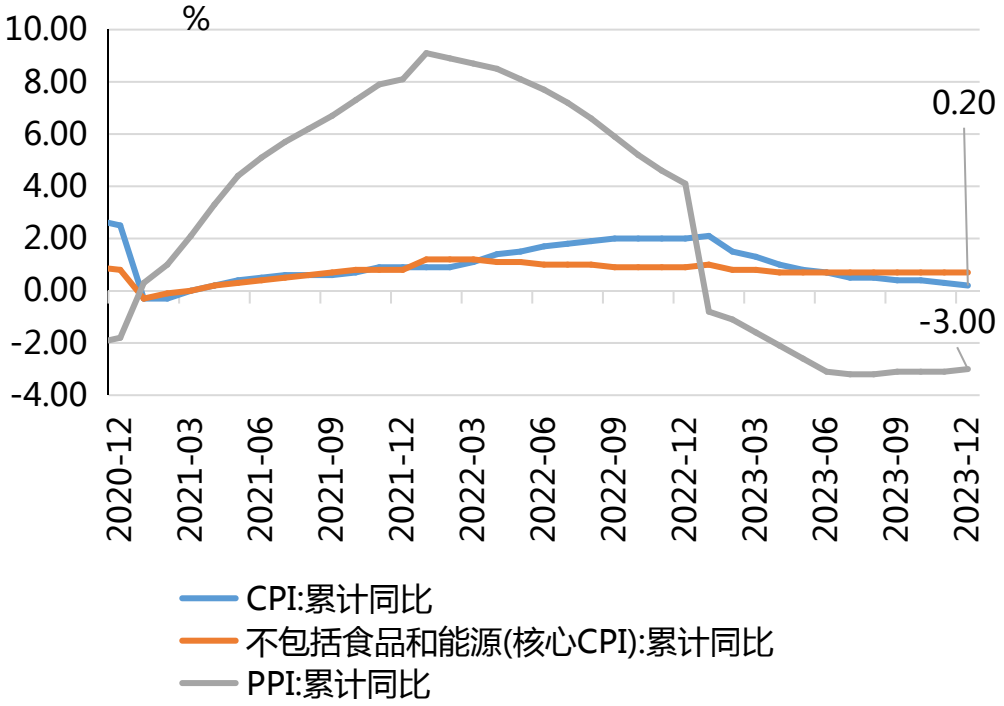
➢ 特征五：物价水平疲弱、资产价格走低，通缩风险仍存

—2023年物价水平持续低位运行，2024年上半年翘尾因素制约价格回升

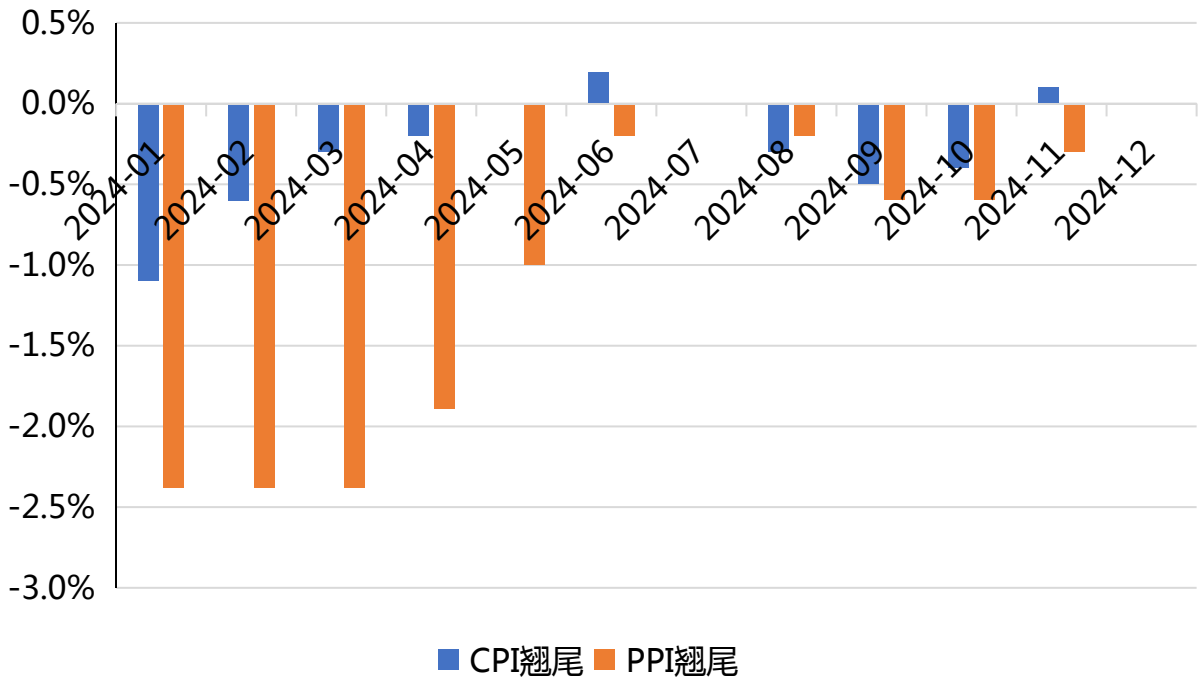
» 从物价水平来看，2023年CPI同比为0.2%，核心CPI同比为0.7%，PPI同比为-3%；

» 2024年上半年，CPI翘尾均值为-0.3%，PPI翘尾均值为-1.7%，将会对物价水平改善形成一定制约。

CPI低位波动、PPI持续负增长



翘尾因素对2024年上半年PPI拖累较大

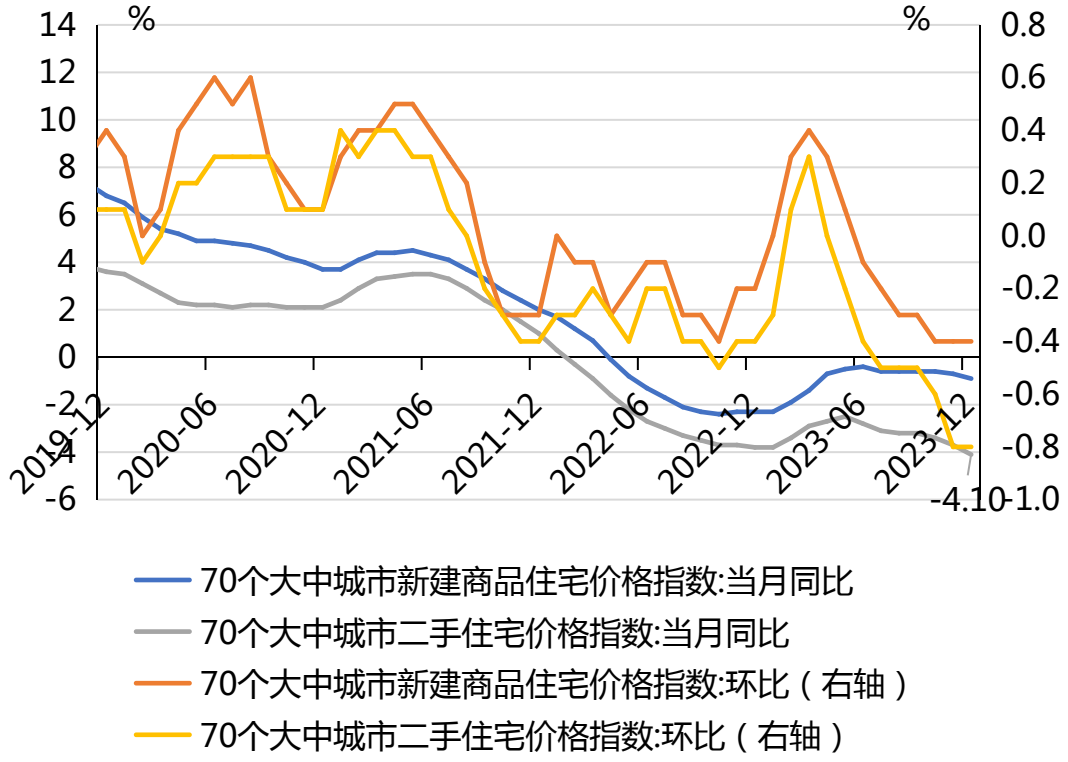


数据来源：中诚信国际研究院，Wind

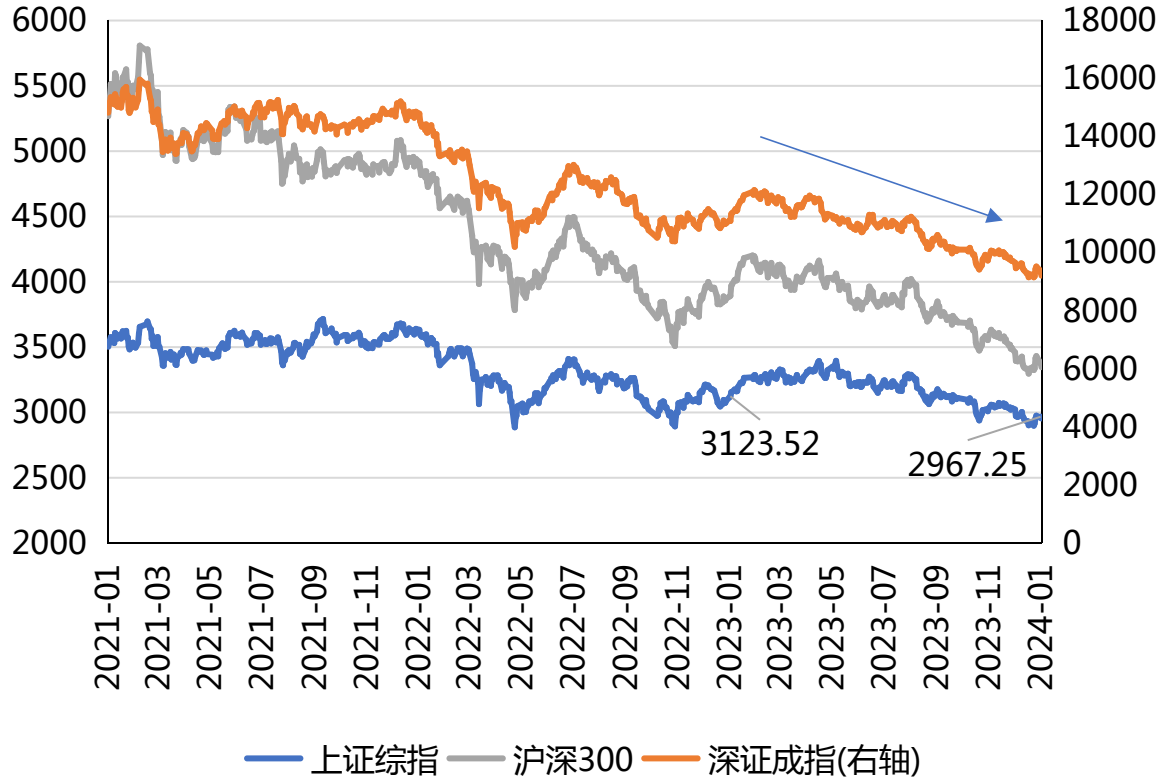
一 资产价格持续走低，房产价值缩水、股价显著回调

» 从资产价格来看，2023年房产价格指数总体处于负增长；股票市场出现回调，2023年我国上证综指、沪深300与深圳成指分别回调了3.7%、11.4%与13.5%，香港恒生指数回调了13.8%。

新房、二手房价格指数同比持续负增长



2023年以来我国股票市场整体走低



数据来源：中诚信国际研究院，Wind

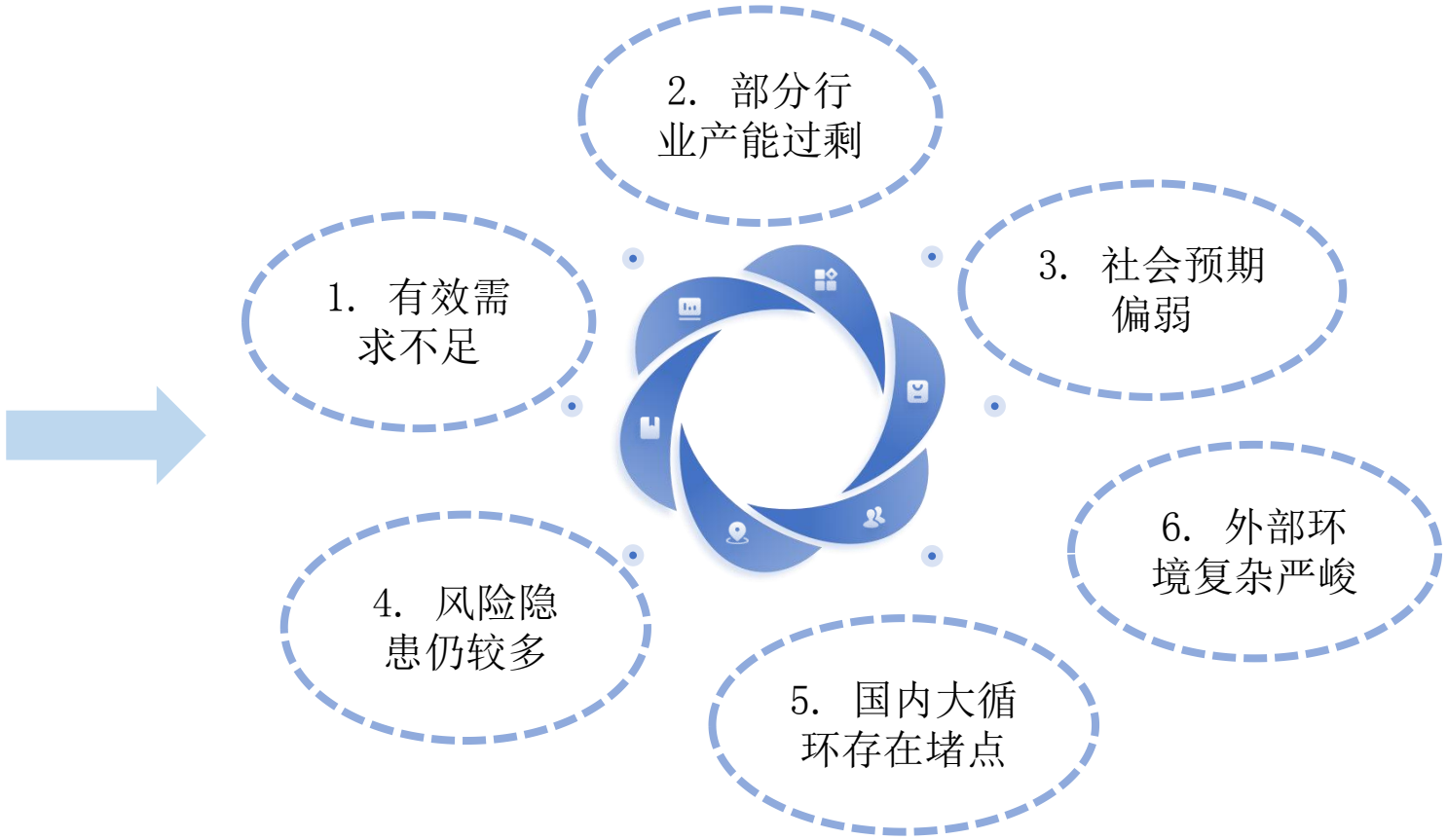
3．中国经济复苏“波浪式前进”的逻辑

➢ 经济运行面临的问题由“三重压力”转为“多重压力”

需求收缩

供给冲击

预期转弱

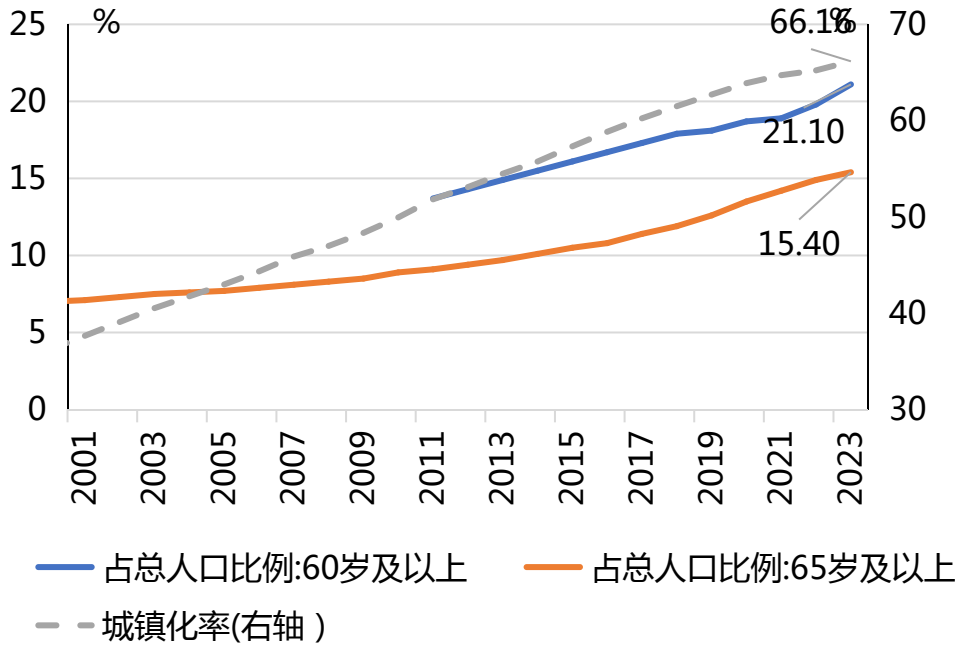


➢ 结构性、周期性、趋势性问题叠加疫情期间矛盾集中释放

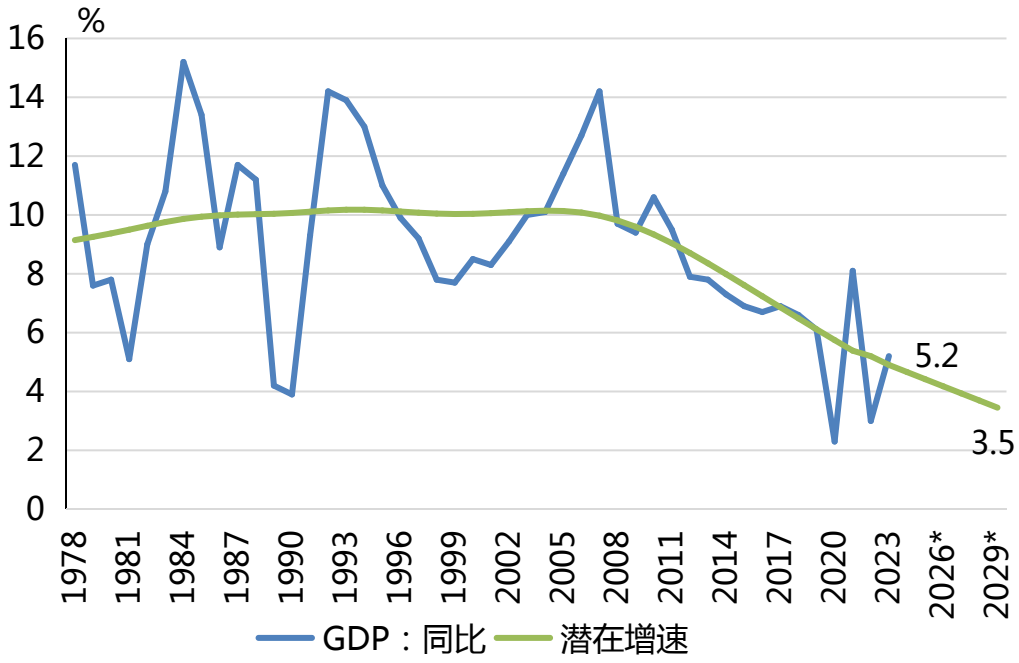
» 长期经济增长过程积累了多重矛盾，比如人口老龄化、城镇化速度放缓（2021-2023年城镇化率的年度增长增幅进一步降至1个百分点以下，分别为0.83、0.5、0.94个百分点）、最终消费率偏低、债务规模较快扩张、房价增速长期高于GDP增速、国企与民企不平衡等中长期问题；

» 在这些结构性、周期性、趋势性问题的影响下，我国潜在增速自身具有下行的压力；疫情冲击则触发短期问题与中长期问题形成交织叠加。

我国城镇化速度放缓，人口老龄化持续加深



多重因素影响下我国中长期增速有下行压力



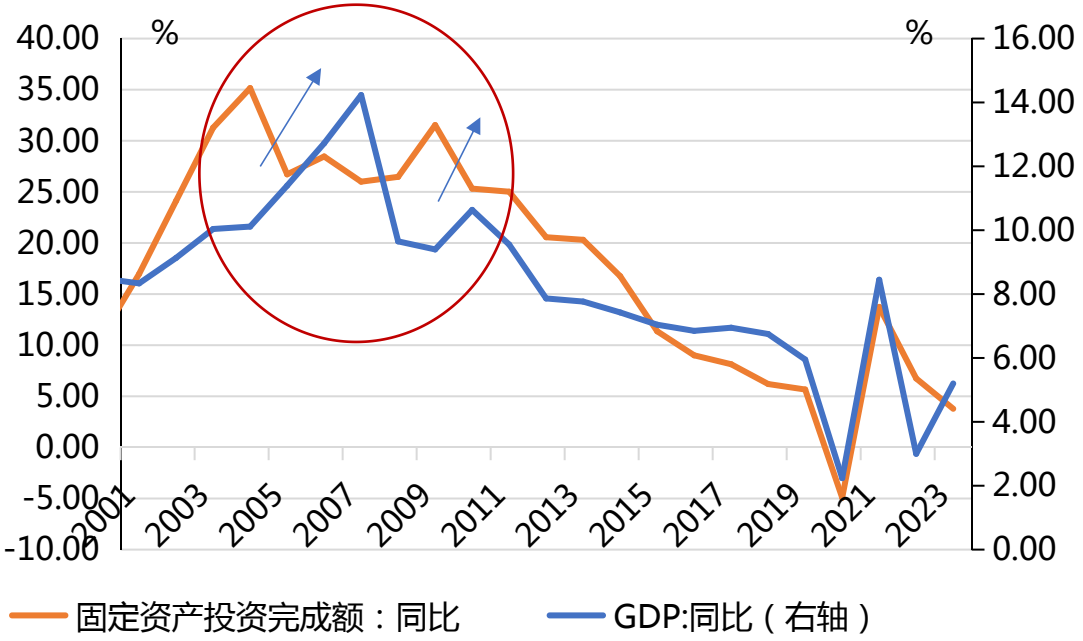
数据来源：中诚信国际研究院，Wind

➢ 增长动力结构性调整，新旧动能持续转换

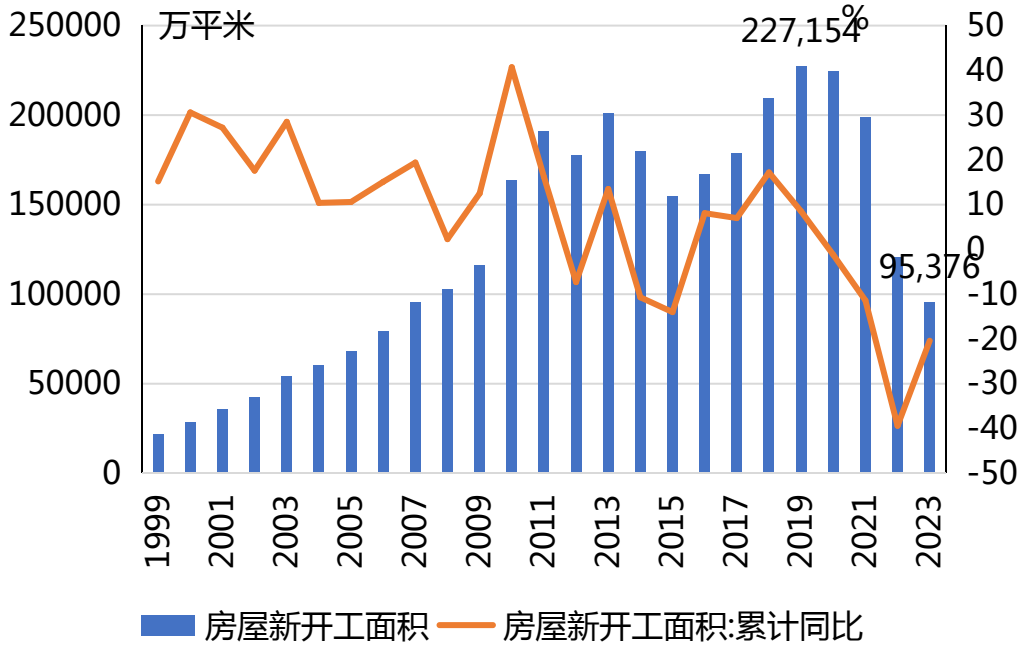
» 相较于此前依靠投资驱动经济增长，2023年经济的复苏主要依靠服务业的带动。与投资带来的较为强劲的反弹相比，消费修复带来的是恢复性增长，修复斜率比较平缓。

» 房地产市场周期性调整，房地产投资跌幅持续扩大，基建投资趋于饱和，效率边际走低；传统旧动能正在放缓，新的动能尚不能完全对冲。

2008年次贷危机期间4万亿的投资规模带来较为强劲的经济反弹



新建房屋面积从2019年22.7亿平米下降至2023年的9.5亿平米



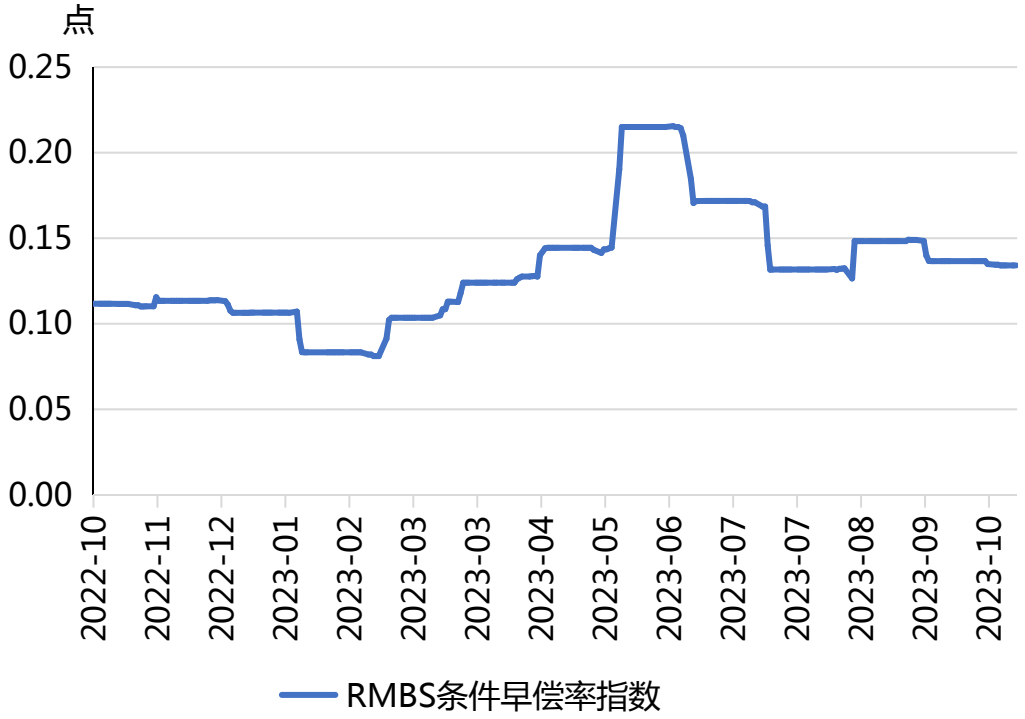
数据来源：中诚信国际研究院，Wind

➢ 预期不稳持续影响经济修复的力度与节奏

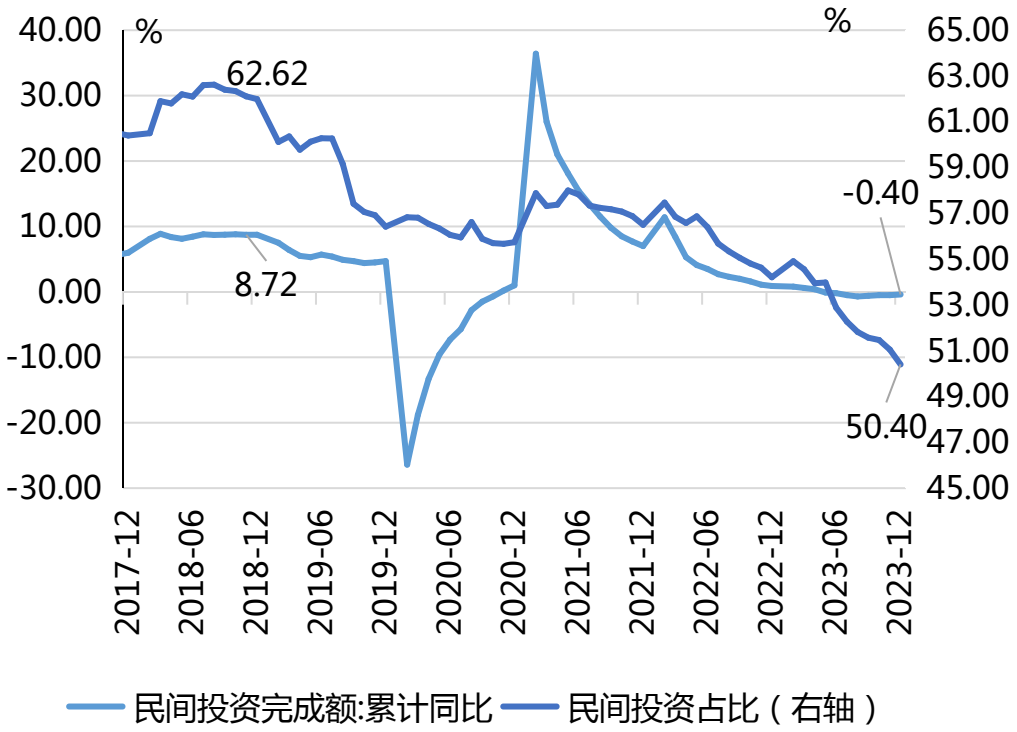
» 从居民端看：居民信心有所不足，提前还贷（早偿率）、超额储蓄现象仍存，居民支出结构也呈现出消费降级现象；

» 从企业端看：企业信心有所不足，利润修复偏慢制约了企业的投资意愿。民间投资增速持续走低，民营经济总体发展放缓。

居民按揭贷款早偿率虽有下降但处于高位



民间投资增速为负，民间投资占比回落至低位



数据来源：中诚信国际研究院，Wind

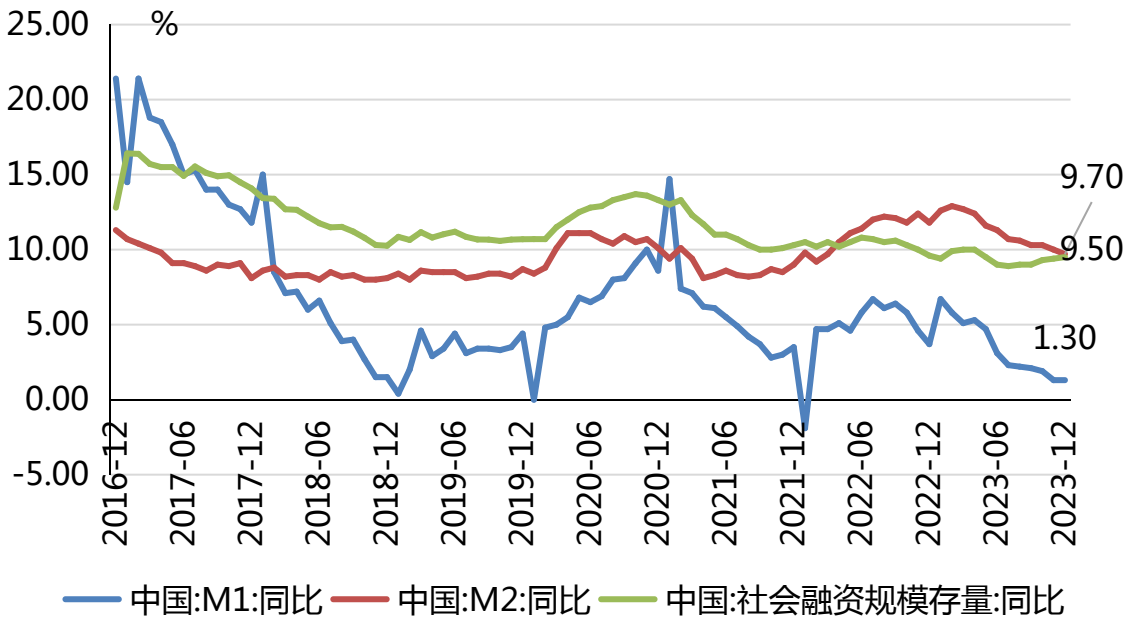
一预期不稳下融资需求偏弱，融资结构性问题进一步突出

» 预期不稳之下市场主体扩表意愿不足，带来融资需求偏弱，社融存量同比持续低于M2同比；

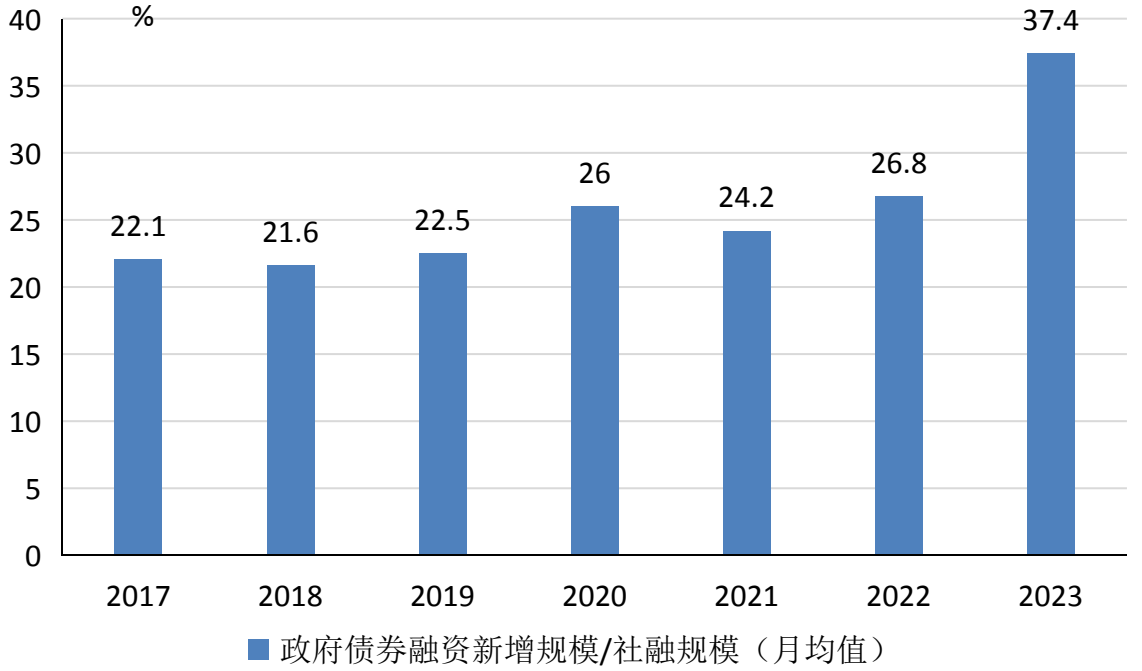
» M1同比增速持续下降，2023年同比为1.3%，触及历史低位；

» 预期偏弱之下市场自发的融资需求偏低，2023年政府债券融资占社融规模(月均值)达37.4%，为有统计以来的最高值。

社融存量同比低于M2同比，M1同比持续走低



政府债券融资占社融规模(月均值)持续走高，融资结构性问题突出

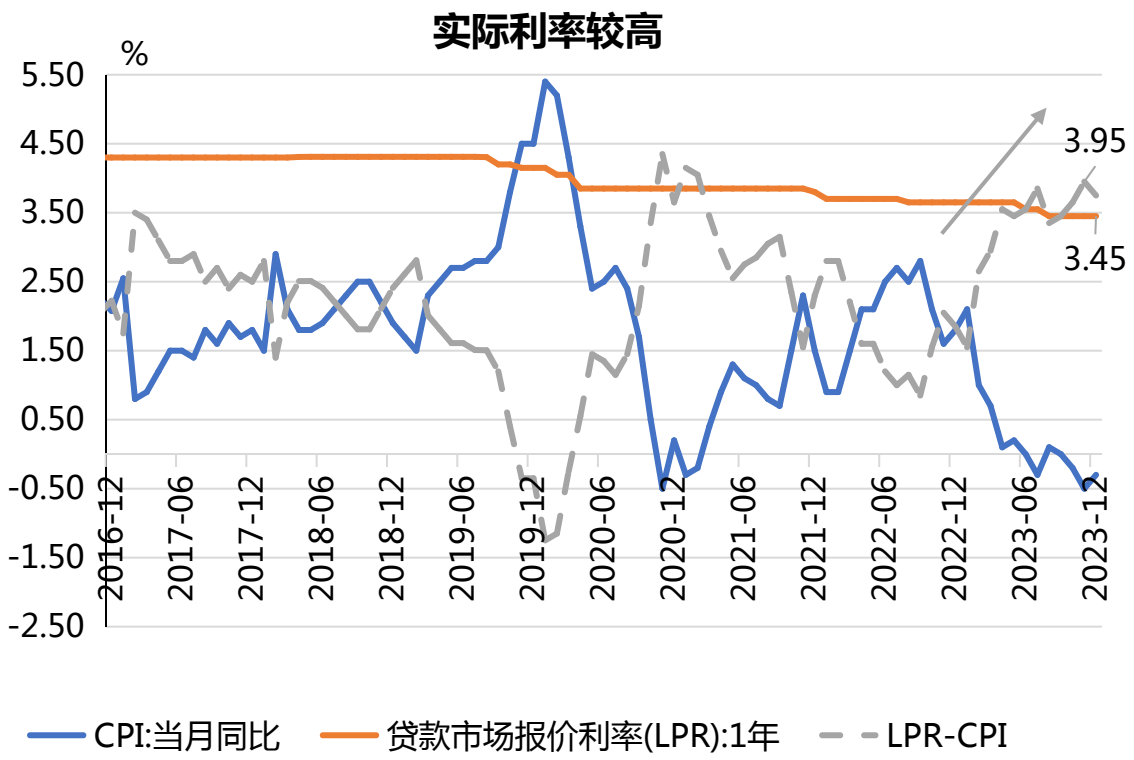


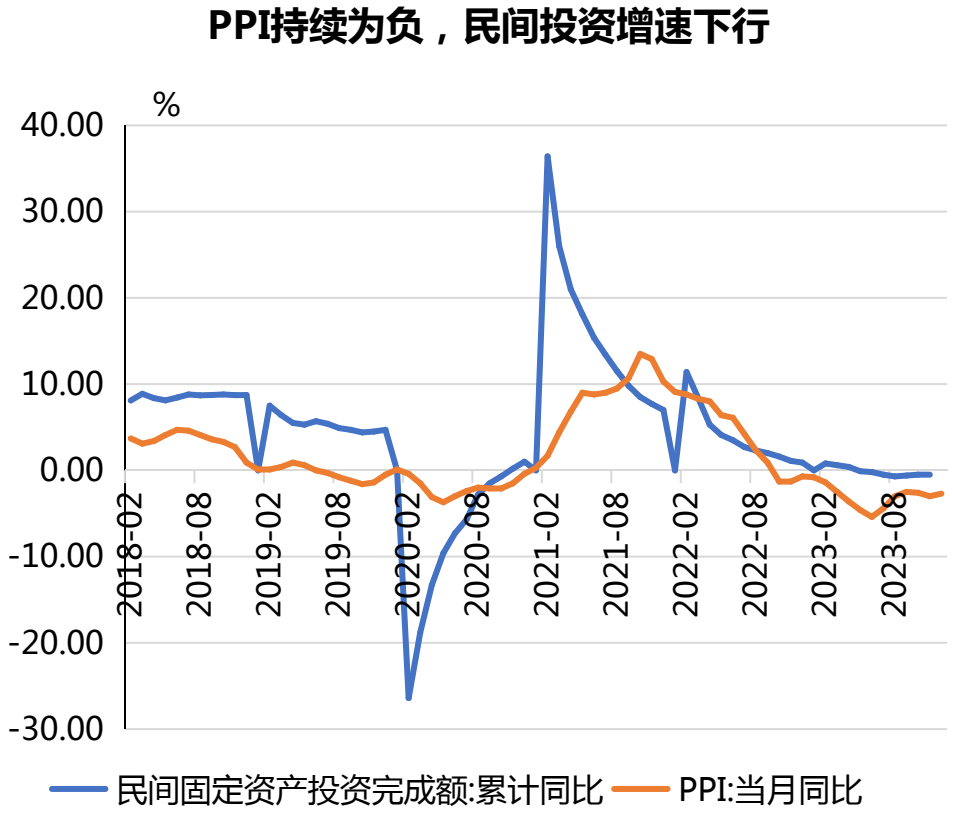
数据来源：中诚信国际研究院，Wind

➢ 价格水平并未与经济修复同步调整，通缩压力制约企业利润改善

» 供需失衡之下物价水平偏低，微观主体对于增长的感受不强，预期偏弱；

» 物价水平低也带来实际利率偏高，进一步制约企业扩产与投资意愿。





数据来源：中诚信国际研究院，Wind

目 录

一、中国经济复苏的进展、特征与逻辑

二、2024年中国经济：稳与进、破与立的再平衡

三、2024年中国经济增长展望

四、实现2024年经济增长目标的政策建议

2024年中国经济：稳与进、破与立的再平衡

- 通过分析2023年中国经济运行的特征以及其背后的逻辑，可以看到，中国经济在受到多重冲击与扰动之后，尚未达到一个新的平衡状态。

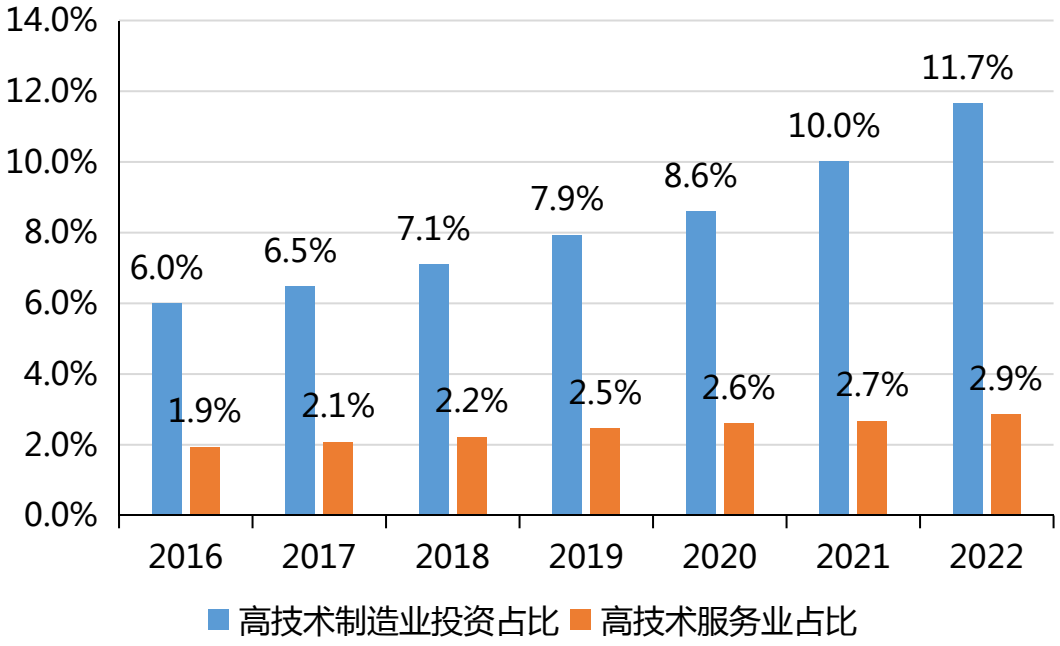
- 与此同时，中央经济工作会议提出，2024年经济工作的总基调是“稳中求进、以进促稳、先立后破”，并提出“需要克服一些困难和挑战”，“有效应对和解决这些问题”。

- 我们认为，2024年中国经济克服、应对当前多重压力的关键，就在于稳与进、破与立的重点领域能够实现“再平衡”，并且是在一个较优的水平上实现“再平衡”。

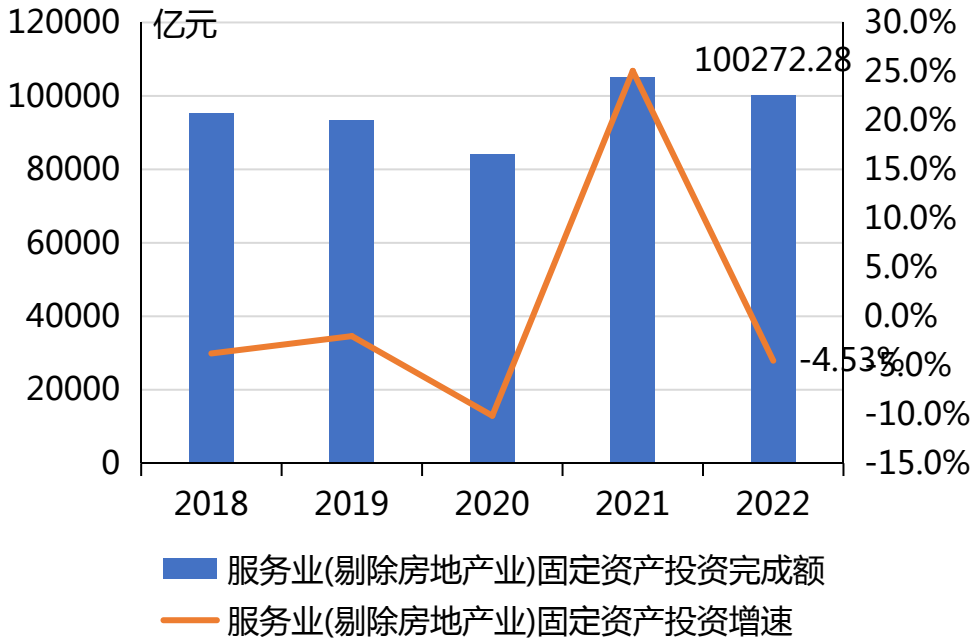
1. 投资需求和投资结构转换的再平衡

- 高技术相关的投资保持较高增速，在总投资中的占比走高，后续需要发挥高技术投资对于关联行业与产业的辐射带动作用;
- 在传统的房地产开发投资、基建投资和制造业投资之外，社会服务投资的规模高达10万亿元，且这部分投资曾在疫情期间出现了显著收缩，后续或具有修复和扩张的潜力。

高技术制造业与高技术服务业在总投资中的占比持续走高



服务业投资（不包含房地产）或可成为未来经济发展新的驱动力



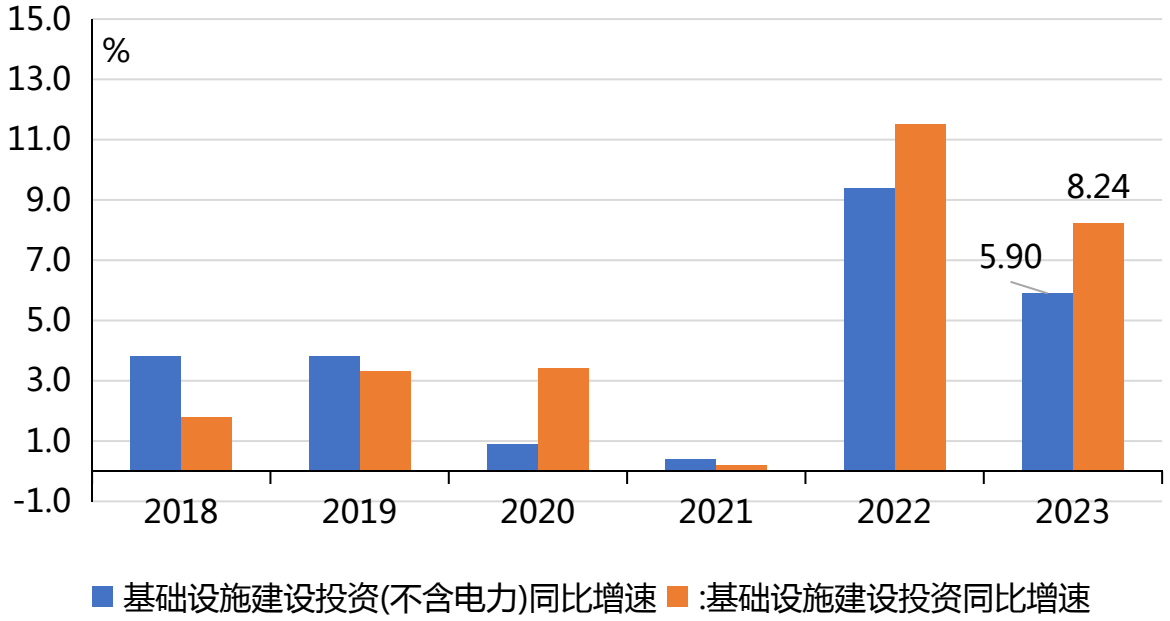
数据来源：中诚信国际研究院，Wind

➢ 基建地产投资领域发挥国有资本的牵引作用，平滑民间投资下行的拖累

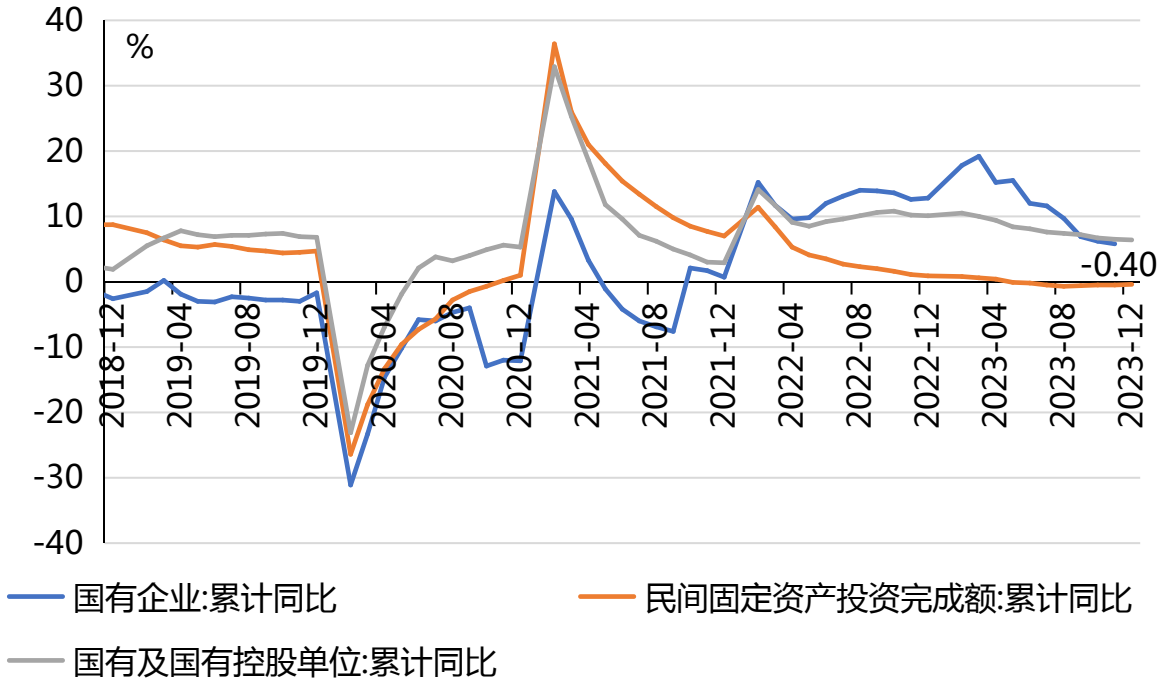
» 当前基建投资增速显著高于疫情前，仍是经济的重要托底因素，国有及国有控股单位固定资产投资增速依然较高，2023年1-12月同比增长6.4%，对于民间投资增速的下行具有平滑作用；

» 基建投资结构有进一步优化空间，民生、短板领域的基建存在不足，新基建、养老、数字基数设施等领域的基建仍有较大空间。

基建投资仍是经济的重要托底因素



国有及国有控股单位固定资产投资增速依然较高



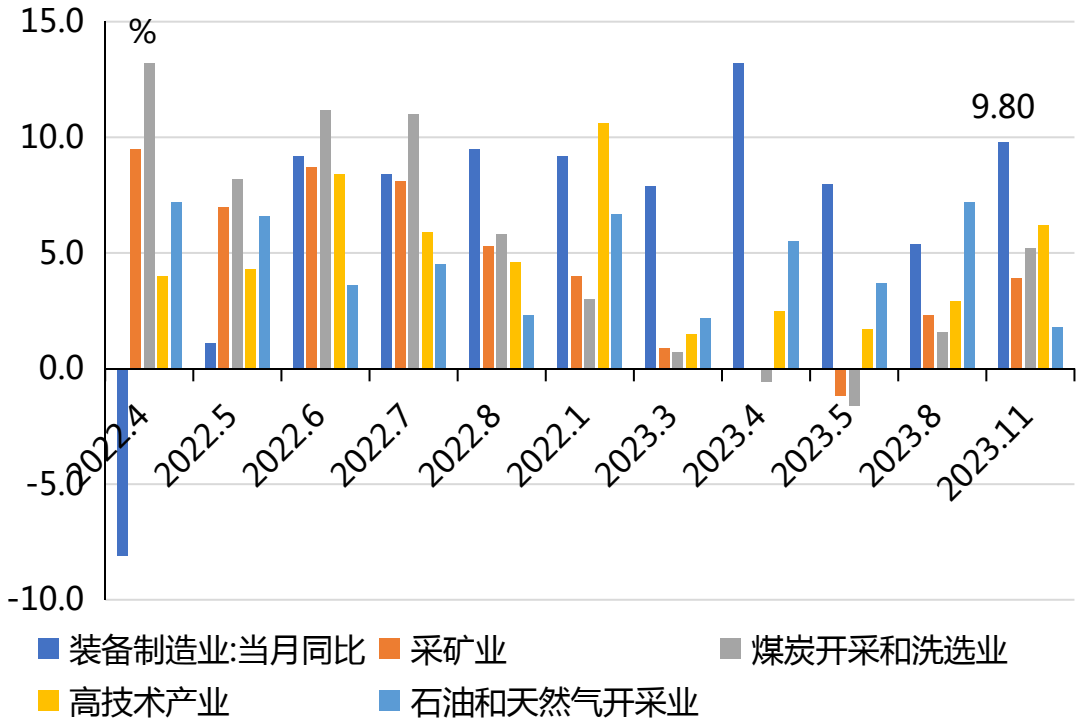
数据来源：中诚信国际研究院，Wind

制造业新动能和服务业新兴领域投资平衡传统产业投资下行压力

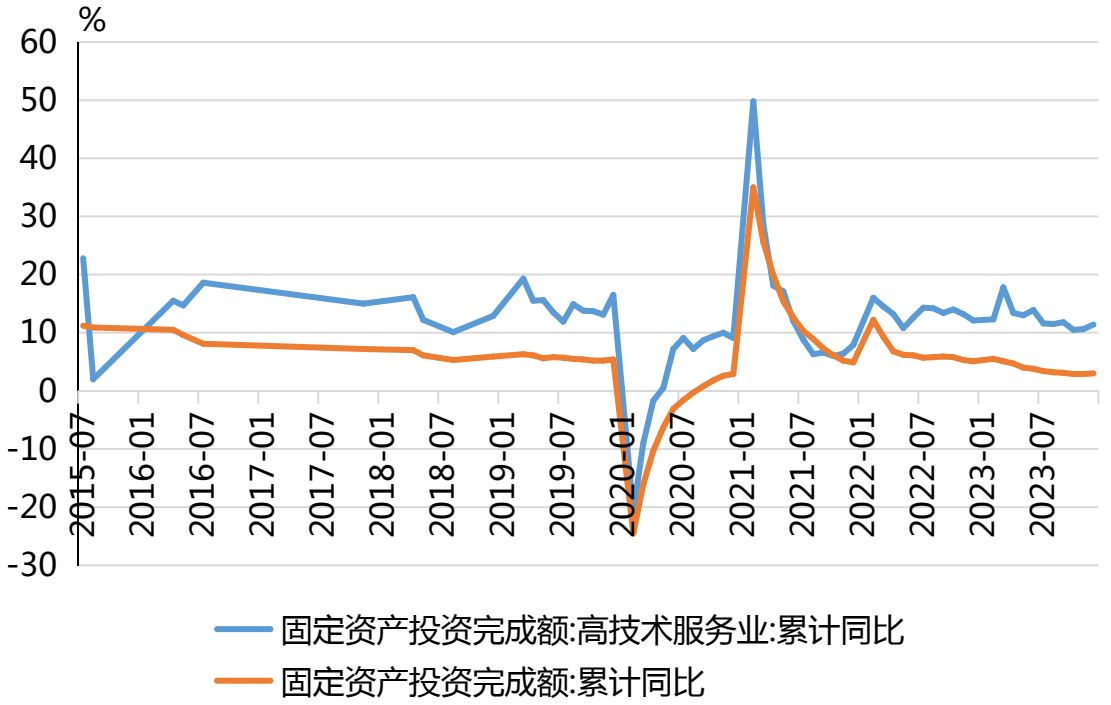
» 装备制造业生产亮点突出，今年以来装备制造业增加值增速总体在6%以上，显著高于整体工业增加值；并且电气机械和器材制造业、通用设备、专用设备等部分装备制造业利润同比增速也保持较快增长，新动能蓄能持续。

» 2023年高技术服务业投资同比增长11.4%，高于固定资产投资增速整体8.4个百分点。

装备制造业增加值持续保持较快增长



高技术服务业投资增速高于固定资产投资整体



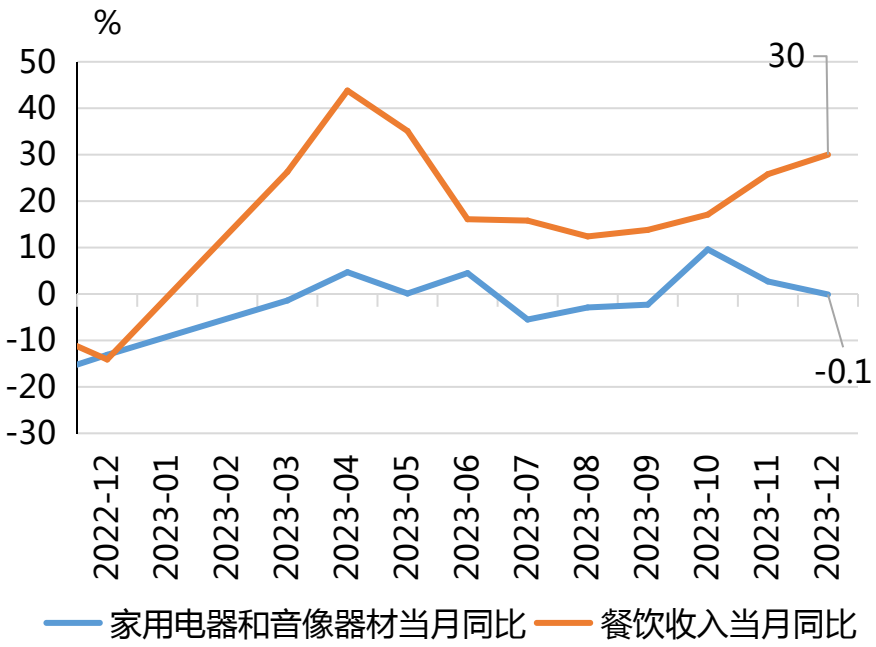
数据来源：中诚信国际研究院，Wind

2．消费需求结构和供给结构的再平衡

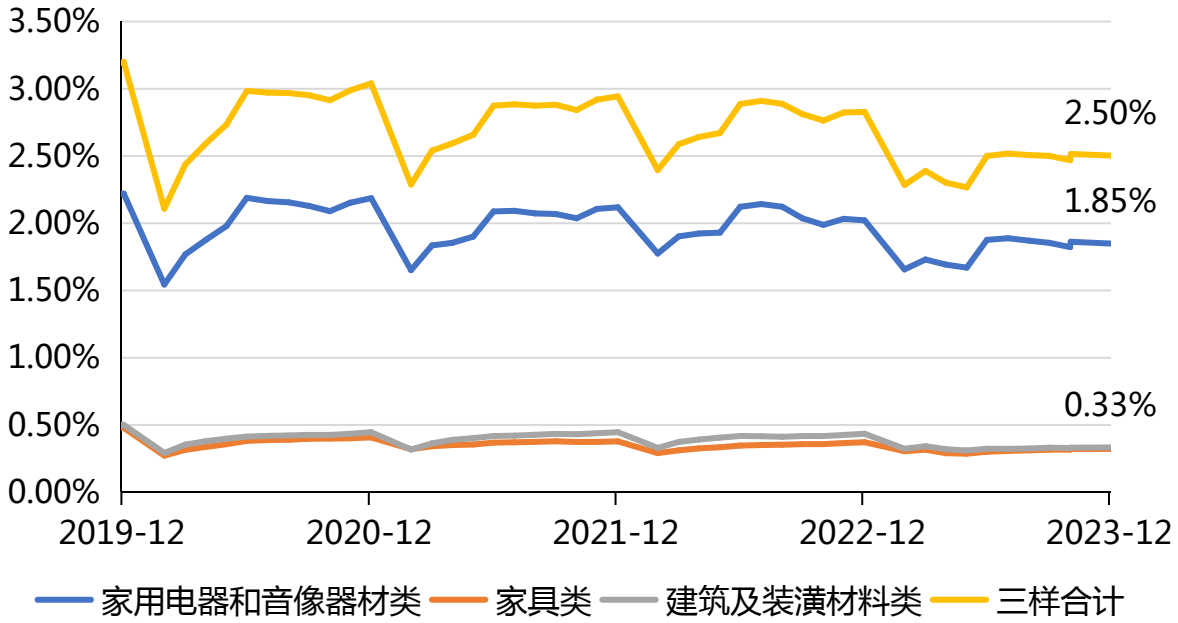
» 2023年消费修复的显著结构性特征是“商品弱、服务强”，尤其是工业消费品以及房地产相关的消费品偏弱。比如建筑装潢类的消费品增速持续下滑，2023年为-7.8%，跌幅较2022年进一步扩大；

» 2023年家用电器和音像器材类、家具类、建筑和装潢材料类消费占社零额的比重分别下降0.17、0.05和0.1个百分点。

家用电器零售额增速大幅低于餐饮零售额增速



房地产相关消费在社零额中的占比总体下降

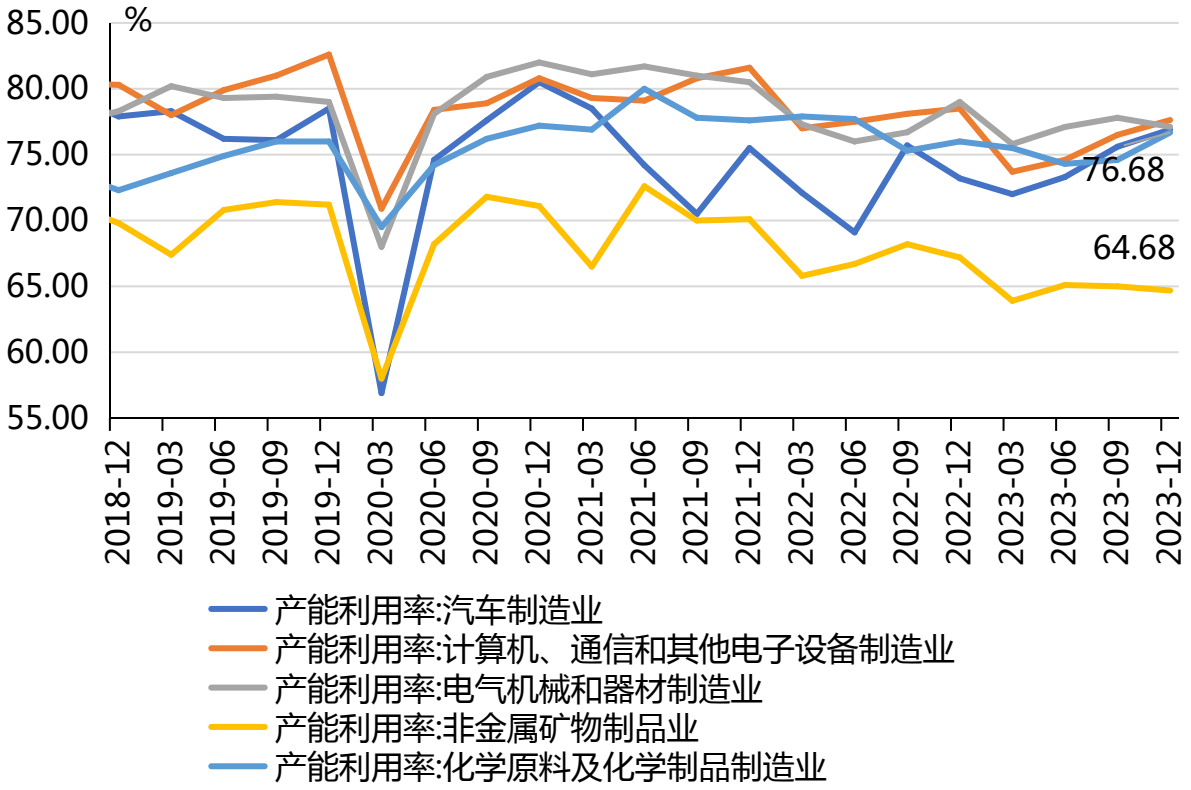


数据来源：中诚信国际研究院，Wind

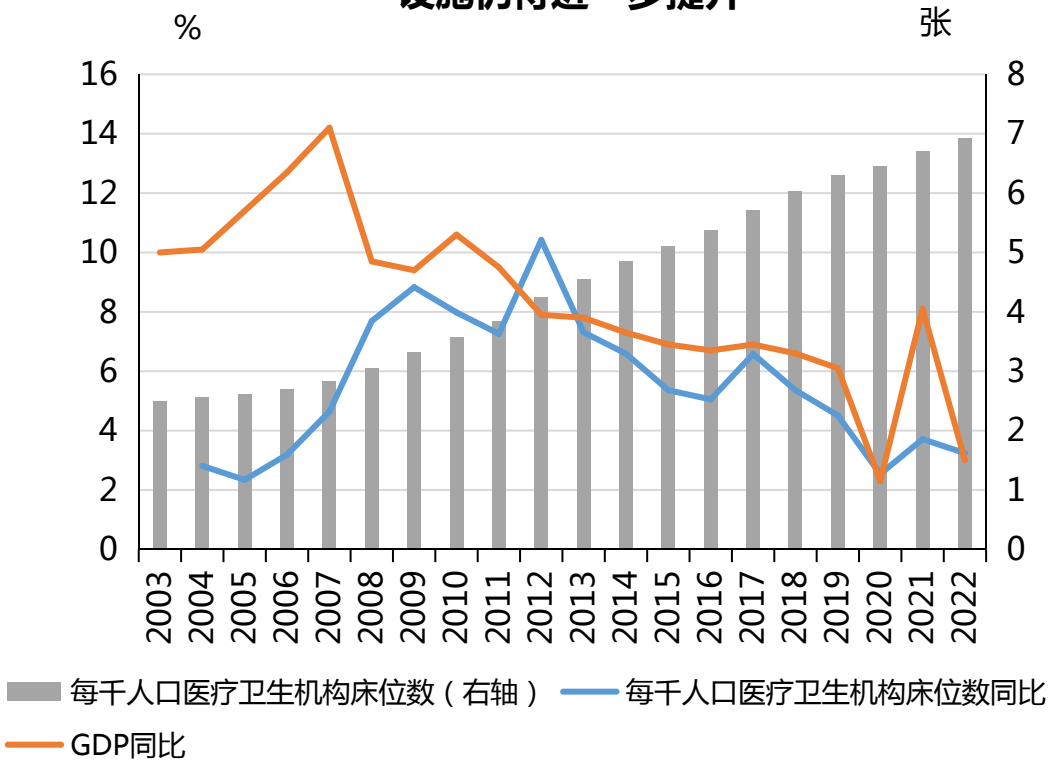
➢ 商品消费相对较弱与供给结构的不平衡也有一定关系

» 部分与房地产、基建相关的领域以及部分高技术领域存在一些产能过剩，而部分高端制造、新材料等领域以及“专精特新”相配套的高技术服务配套领域供给不足；养老、医疗等民生领域的供给也存在较大短板。

部分行业产能利用率不高，或与需求不足有关



医疗机构床位数增速长期低于GDP增速，医疗基础设施仍待进一步提升



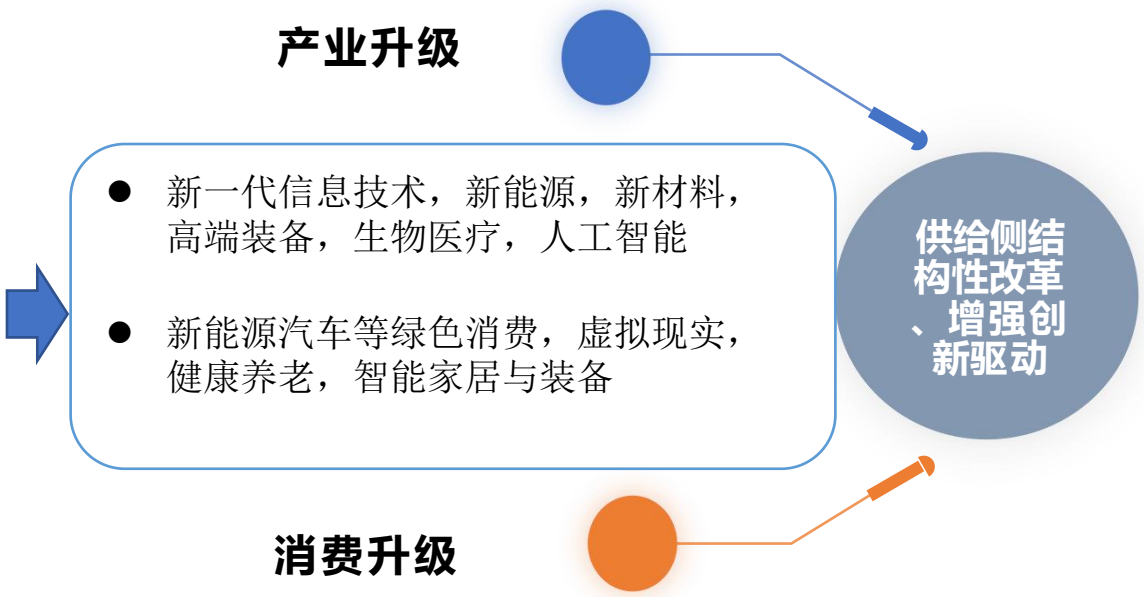
数据来源：中诚信国际研究院，Wind

➢ 稳定、扩大消费与供给侧结构性改革的融合有待提升

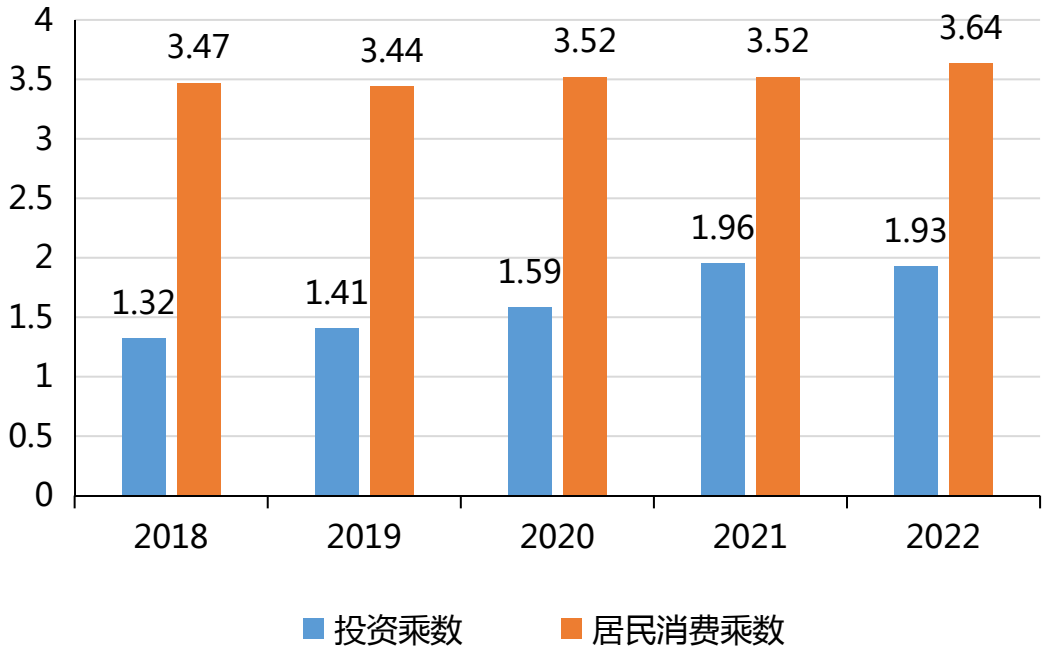
» 从短期看当前终端消费存在工业品消费、房地产相关消费偏弱的现象，应当通过发放消费补贴、稳定房地产预期等措施予以缓解；

» 从中长期看，与人口结构变化等相关的养老医疗，以及与高质量生活相关的升级类消费需求仍未得到满足，供给侧结构性改革应在短板领域、民生领域加快推进。

供给侧改革推动产业与消费升级，增强创新驱动



当前中国消费乘数显著高于投资乘数



数据来源：中诚信国际研究院，Wind

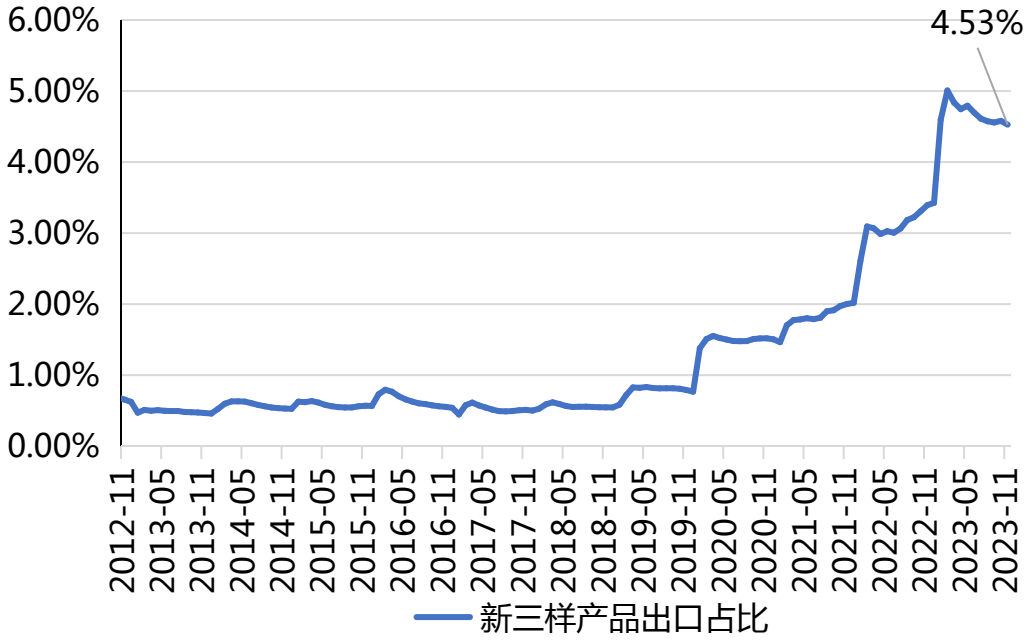
3．新旧动能转换与传统动能平稳衔接的再平衡

➢ 新动能增速较快但仍有长足进步空间

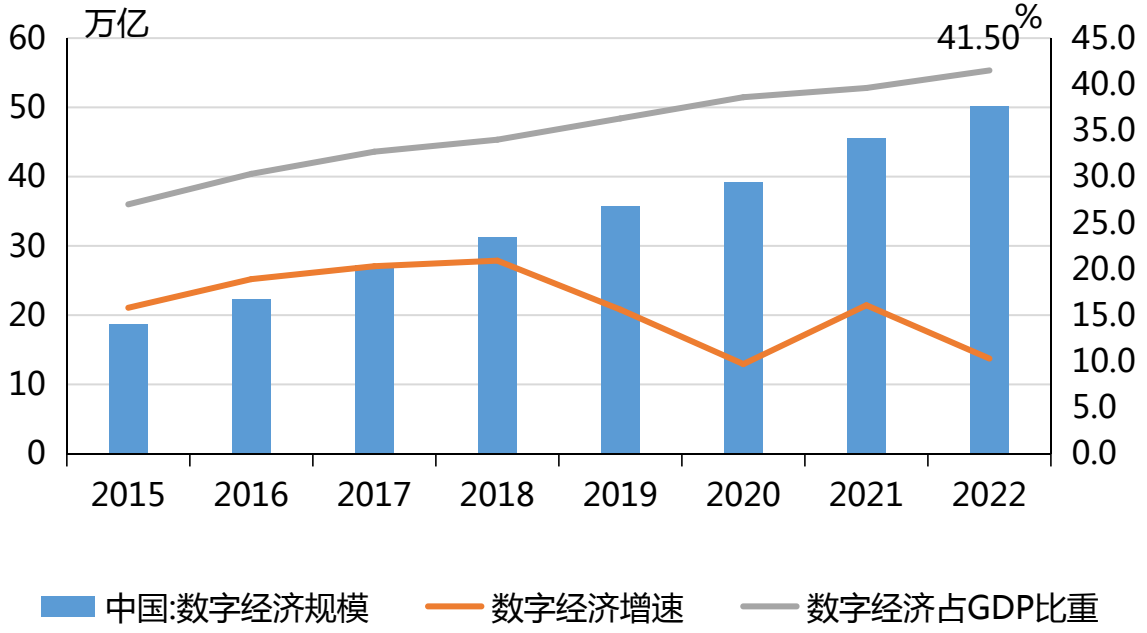
» 当前我国新能源汽车、锂电池、光伏产品出口增速较高，但新三样产品在出口规模中的占比仍仅有4.5%左右；

» 以数字经济为例，广义数字经济指使用了计算机通信等相关技术的行业与产业，虽然目前已经达到了GDP的一半左右，但同时也意味着一半左右的经济产出并没有与新技术融合。

新三样产品出口占比上升较快，但在出口中占比不足5%



我国数字经济（广义）占GDP比重持续上升，目前约占41.5%



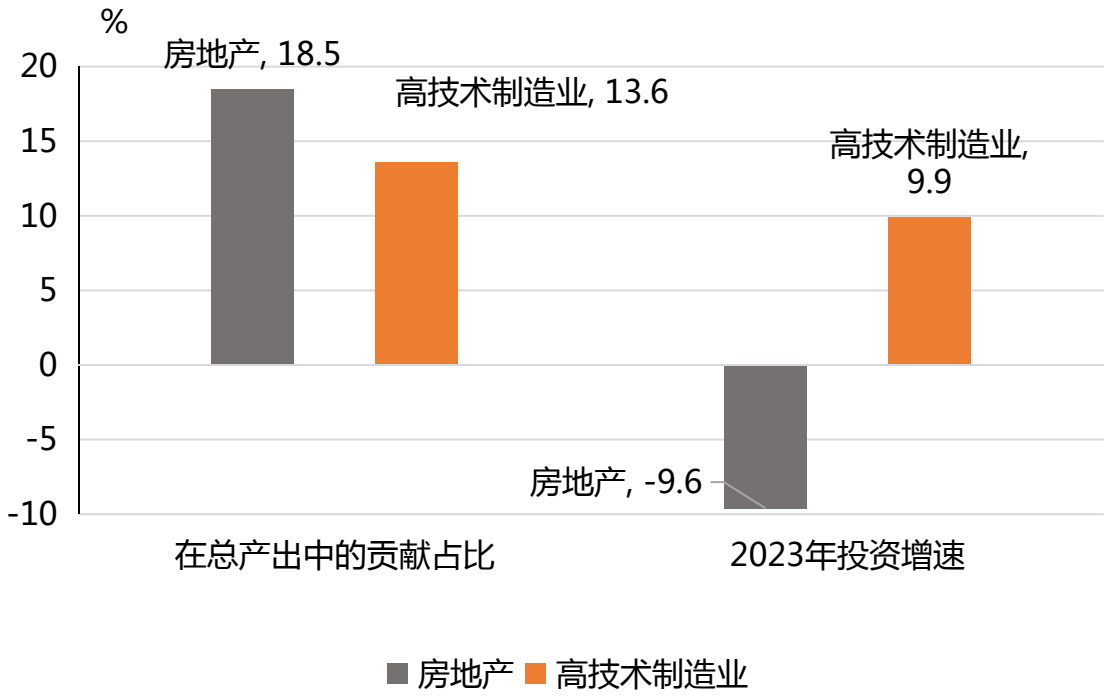
数据来源：中诚信国际研究院，Wind

➢ 谨防旧动能下行过快带来的负面影响

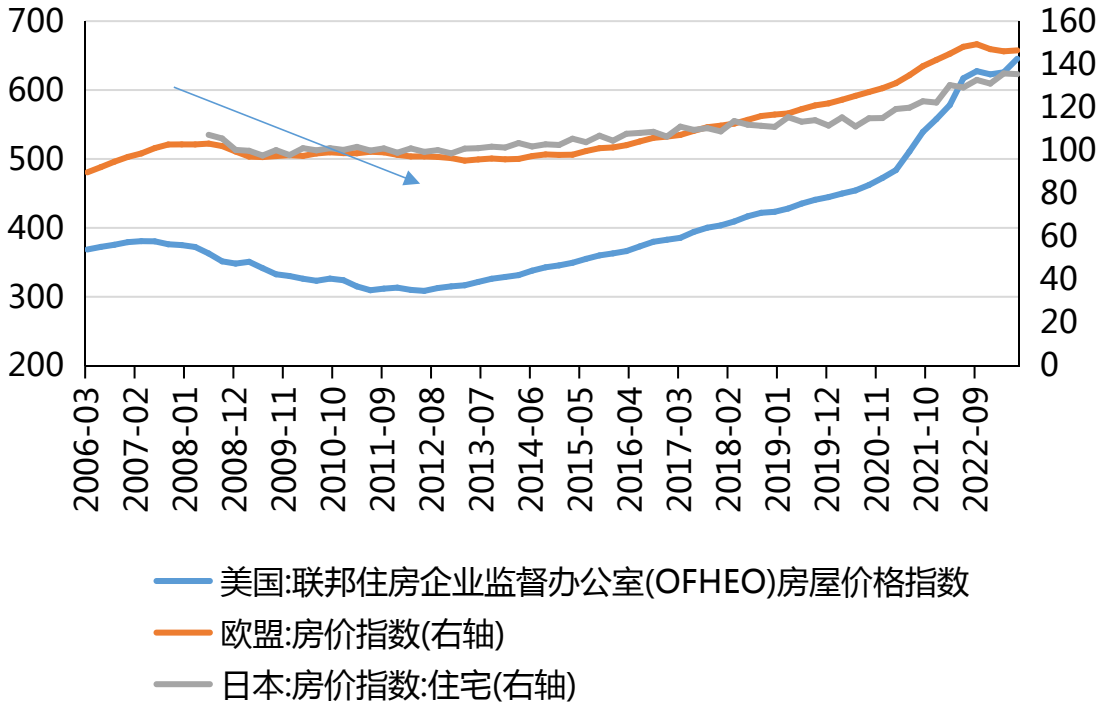
» 以房地产行业为例，利用投入产出表（2020年）估算，考虑到产业间的相互带动，房地产在总产出中的贡献占比为18.5%，高技术制造业的贡献占比为13.6%，房地产行业的总体贡献依然高于高技术制造业；

» 房地产投资（2022年）在固定资产投资中的占比为23.2%，高技术制造业投资的占比为11.7%，高技术制造业10%左右的增长无法抵消房地产投资10%左右的下行。

房地产在总产出中的贡献占比依然高于高技术制造业



2008年房价下行触发了欧、美的经济与债务危机

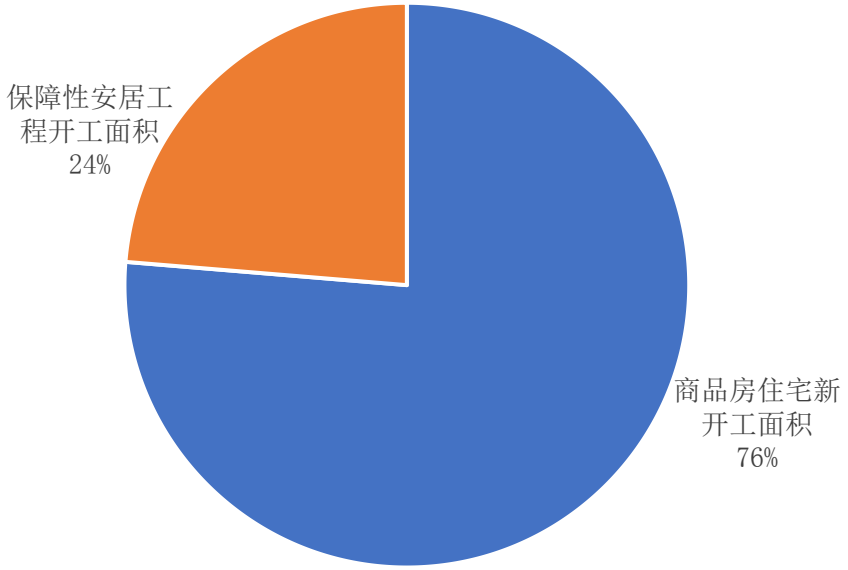


数据来源：中诚信国际研究院，Wind

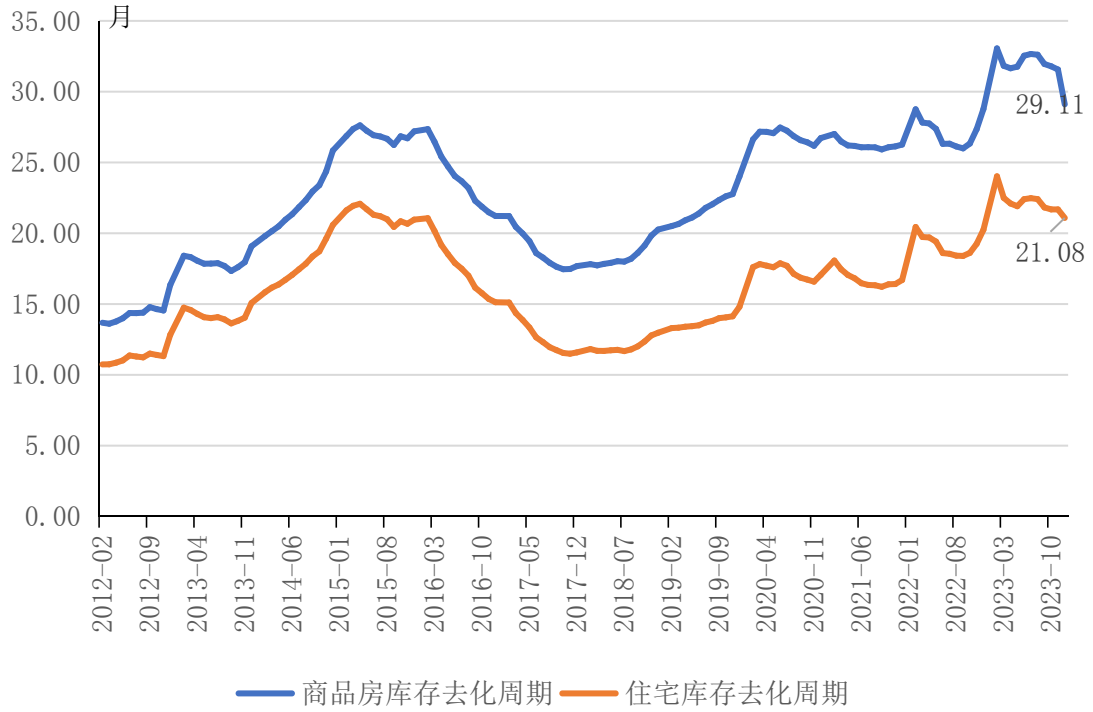
4、房地产调整转型与行业向新发展模式转变的再平衡

➢ 商品房和保障性住房供给严重失衡，新发展模式需完善商品房和保障房“双轮驱动”

2008-2018年累计新开工面积中商品房住宅占比达到76%，保障房仅24%



商品房总量供给阶段性过剩，库存去化周期延长



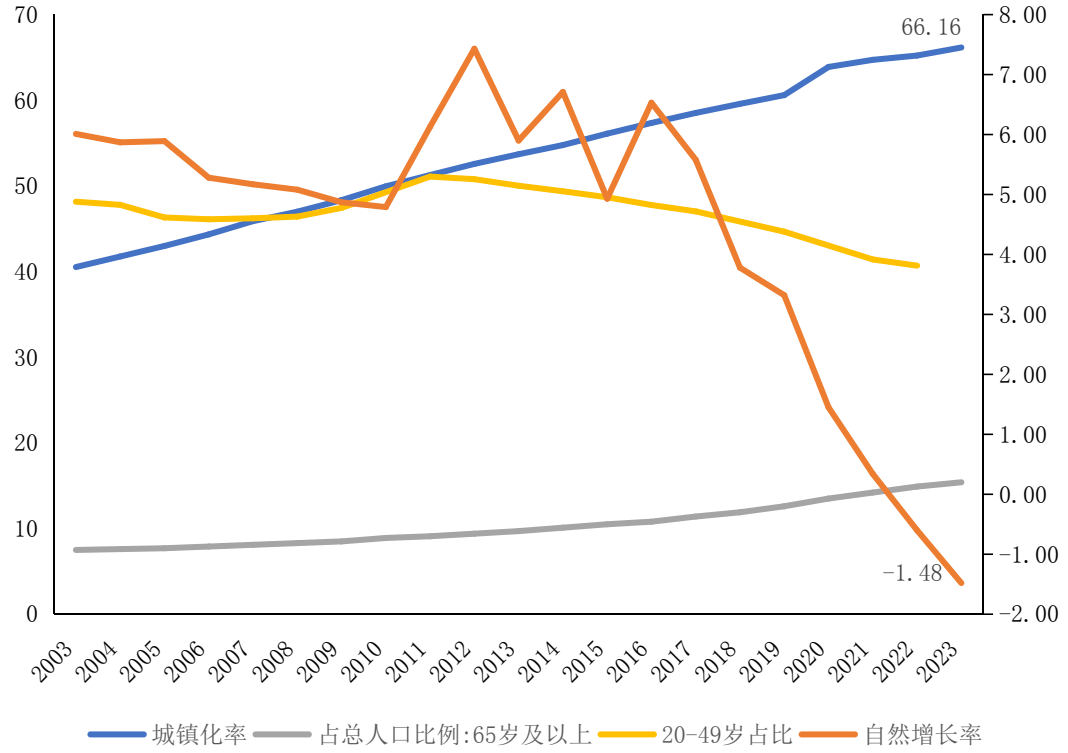
注：2008年至2018年全国城镇保障性安居工程合计开工约7000万套，由于保障房每套面积一般在50-70平方米，按照60平方米/套估算，2008-2018年保障性安居工程合计开工面积为42亿平方米

数据来源：中诚信国际研究院，Wind

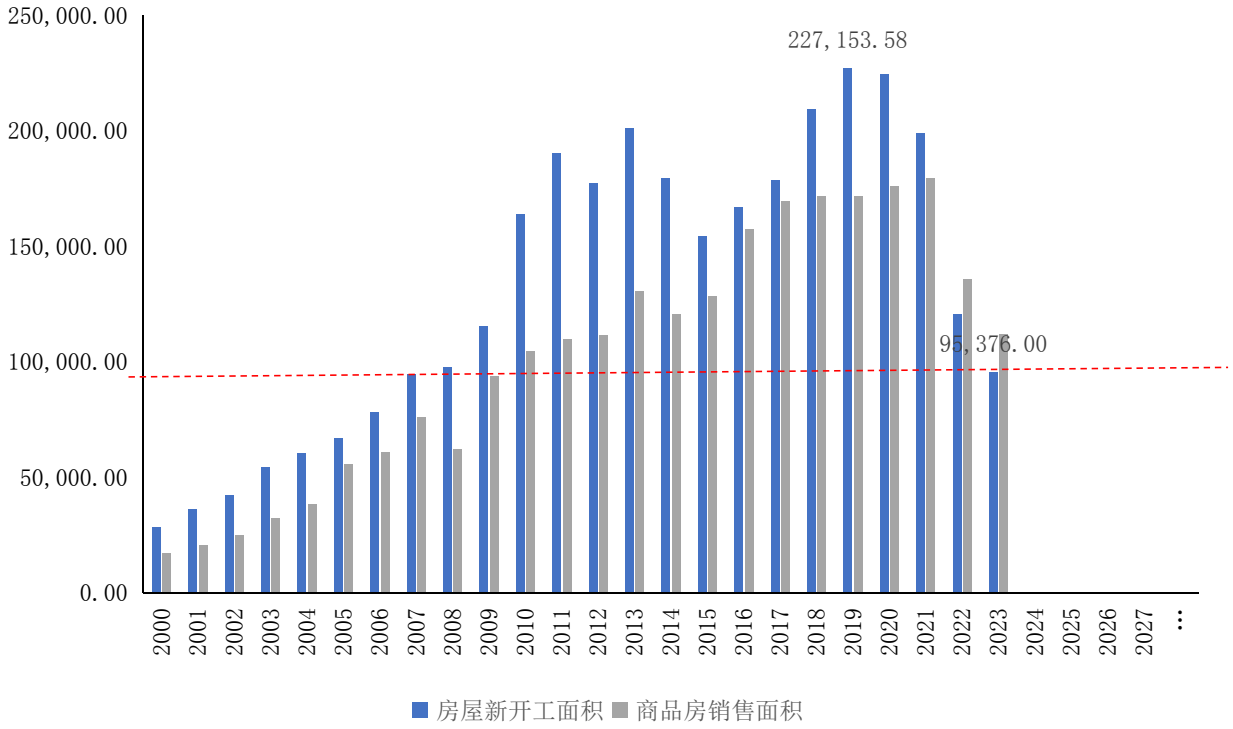
4、房地产调整转型与行业向新发展模式转变的再平衡

➢ 目前房地产市场供需已基本平衡，供求关系发生重大变化下需寻找新的平衡点

伴随人口结构变化与城镇化趋缓，房地产长期潜在需求或见顶回落



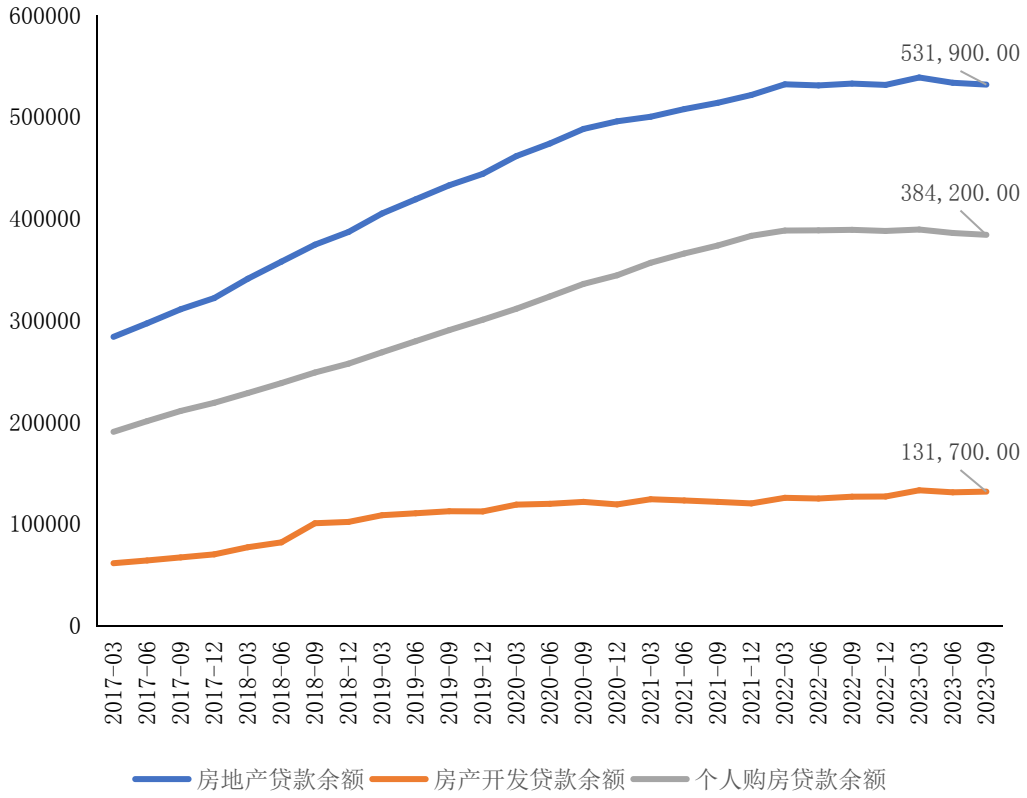
房市供需发生较大变化背景下，未来几年商品房销售和新开工面积或维持在10亿平方米水平



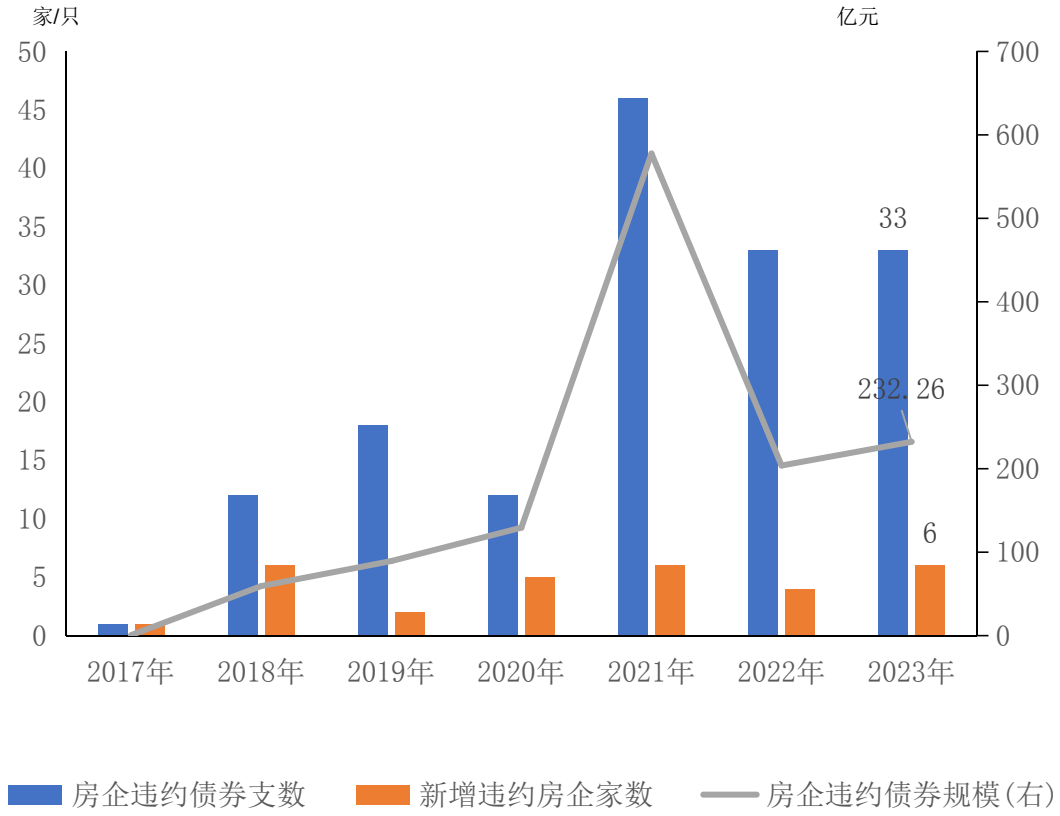
数据来源：中诚信国际研究院，Wind

- 房地产“高负债、高杠杆、高周转”的旧发展模式难以为继,需转向“安全杠杆、高效运营、专业化”的运营模式

房地产债务规模仍居高位，总规模（包括贷款、信托、债券融资）占GDP的比重接近50%



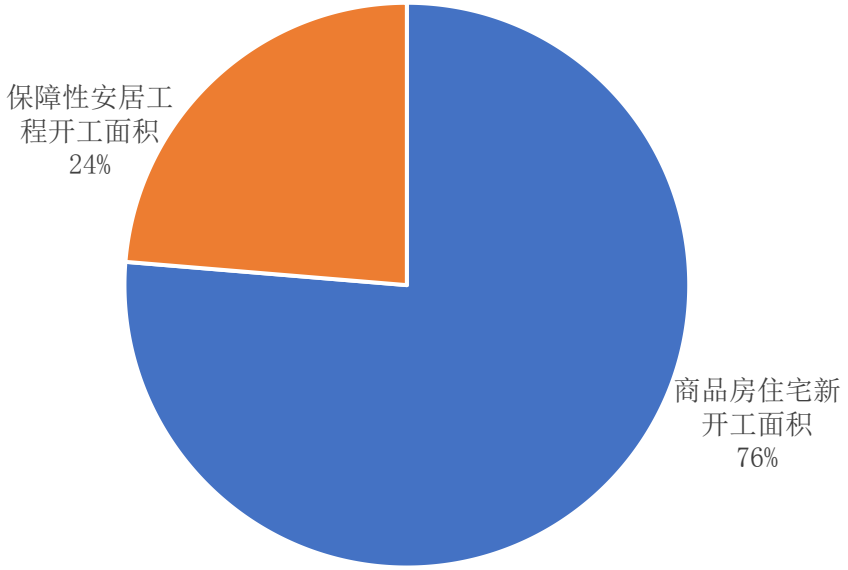
房企经营性和融资性现金流仍受限，债务风险底部释放



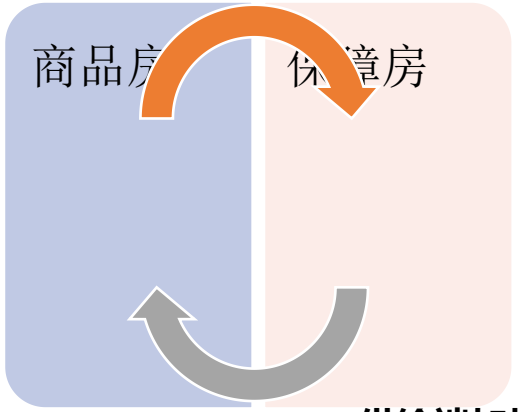
数据来源：中诚信国际研究院，Wind

➢ 房地产新发展模式需完善商品房和保障房“双轮驱动”

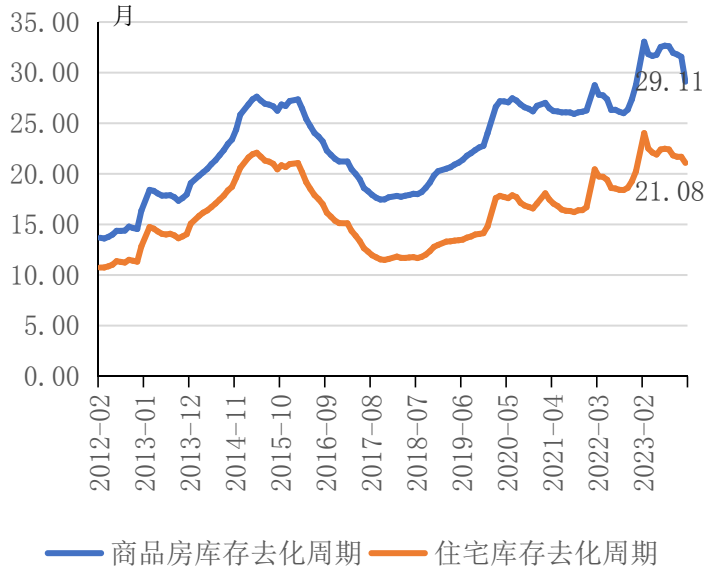
2008-2018年累计新开工面积中商品房住宅占比达到76%，保障房仅24%



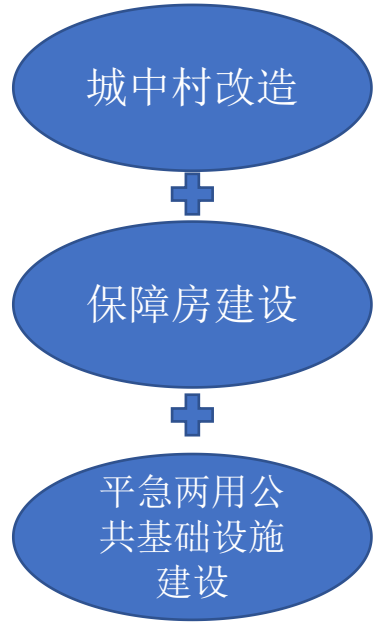
注：2008年至2018年全国城镇保障性安居工程合计开工约7000万套，由于保障房每套面积一般在50-70平方米，按照60平方米/套估算，2008-2018年保障性安居工程合计开工面积为42亿平方米



放开需求端，推进商品房去化



供给端加快推进“三大工程”



数据来源：中诚信国际研究院，Wind

5. 债务风险化解中中央加杠杆与地方稳杠杆的再平衡

- 土地财政退坡下地方政府综合财力减弱,地方债务风险化解仍然是2024年的重点工作

年末重要会议将地方债务风险化解作为重点工作

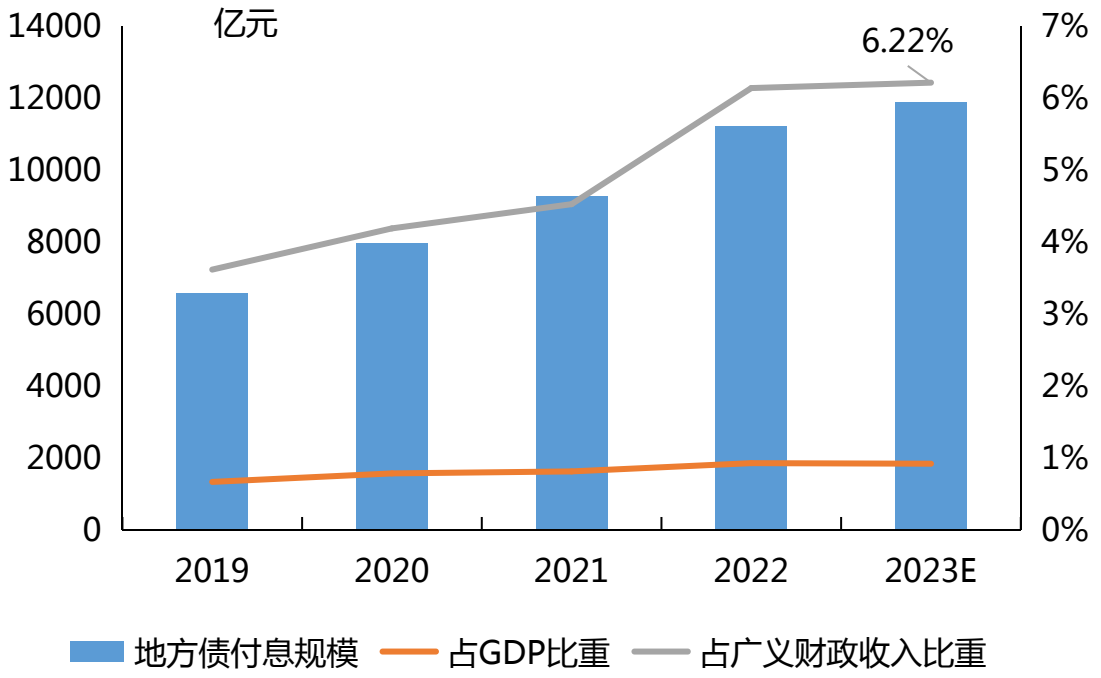
中央经济工作会议：

持续有效防范化解重点领域风险，统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险

全国财政工作会议：

严格落实既定化债举措，加大存量隐性债务化解力度，坚决防止新增隐性债务，健全化债长效机制，有效防范化解地方债务风险

地方债利息支出占地方政府广义财政支出已经攀升至6.22%考虑到隐性债务后或将上升至15%左右



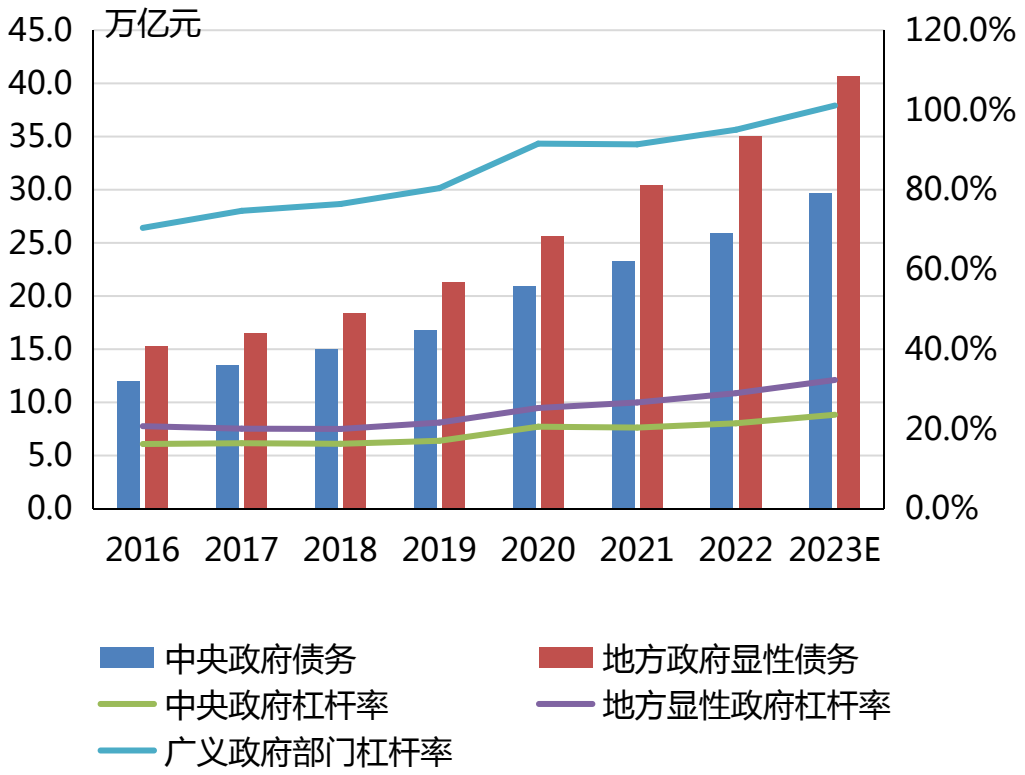
数据来源：中诚信国际研究院，Wind

➢ 中央政府可以适当加杠杆，承担更多逆周期宏观调控职责

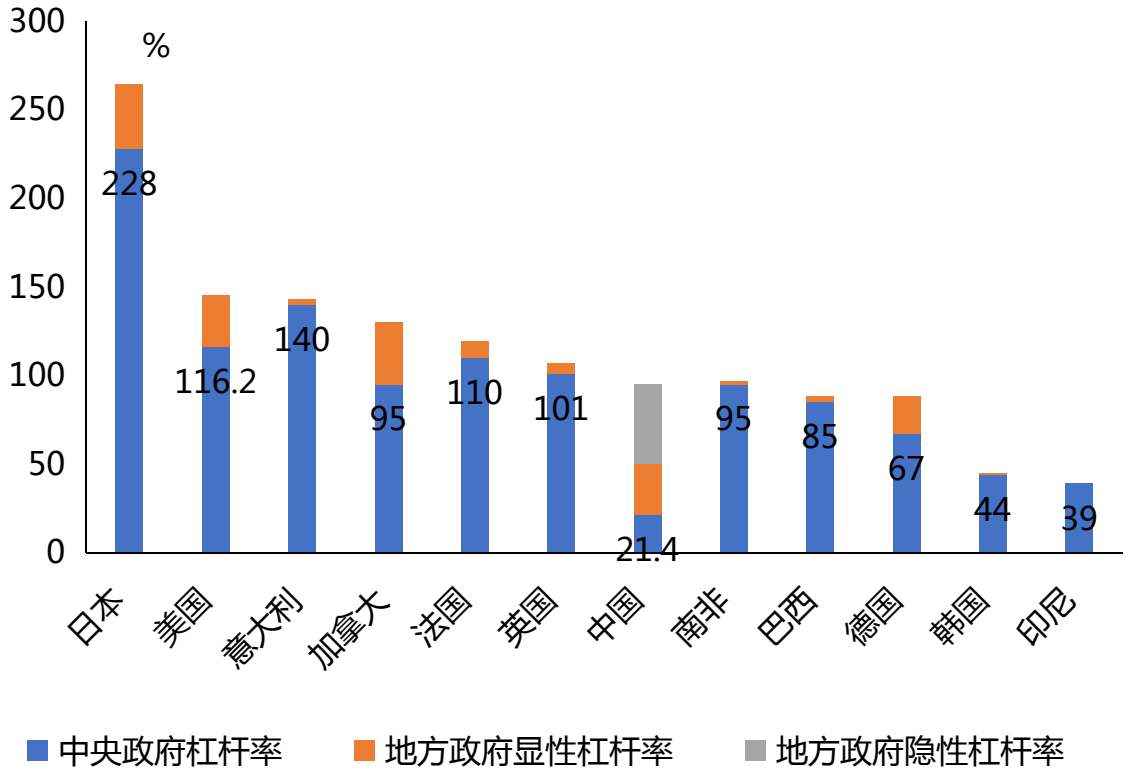
» 当前含隐性债务的地方政府杠杆率接近100%，再考虑到地方政府的财政收支压力与付息压力，未来应以稳杠杆为主；

» 中央政府杠杆率仅为21.4%，相比其他经济体中央政府有一定的加杠杆空间，可以承担更多逆周期宏观调控职责。

含隐性债务的政府杠杆率接近100%
地方政府债务余额及杠杆率明显高于中央



我国中央政府杠杆率显著偏低



数据来源：中诚信国际研究院，Wind

目 录

一、中国经济复苏的进展、特征与逻辑

二、2024年中国经济：稳与进、破与立的再平衡

三、2024年中国经济增长展望

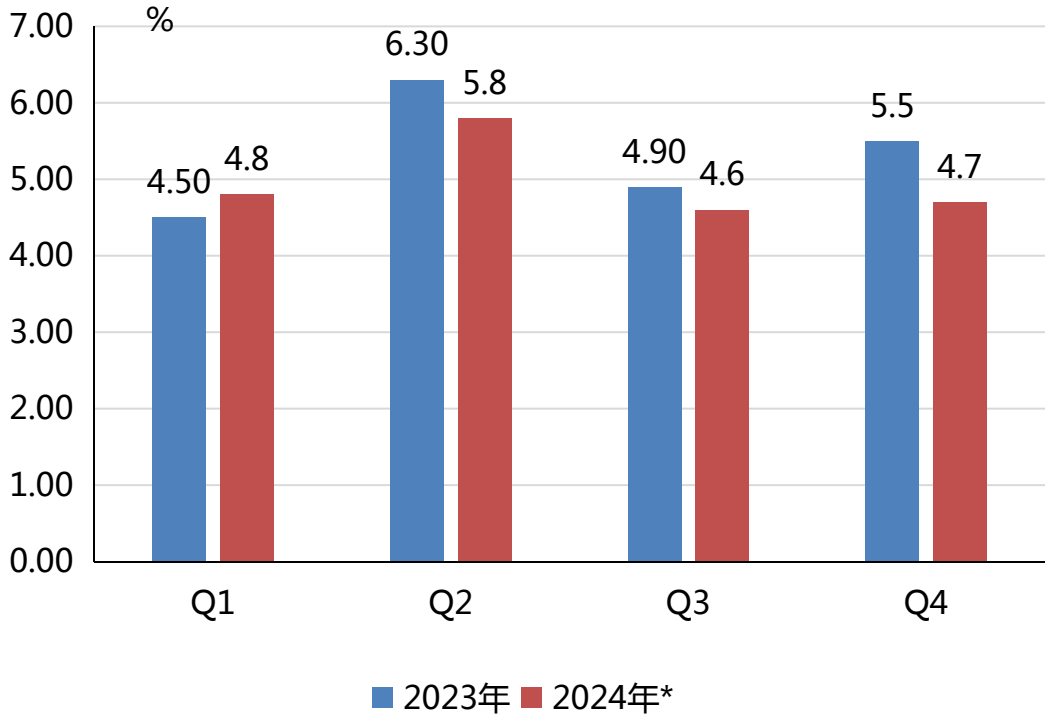
四、实现2024年经济增长目标的政策建议

1、2024年经济增长预计为5.0%，政府经济增长目标应设置在5%左右

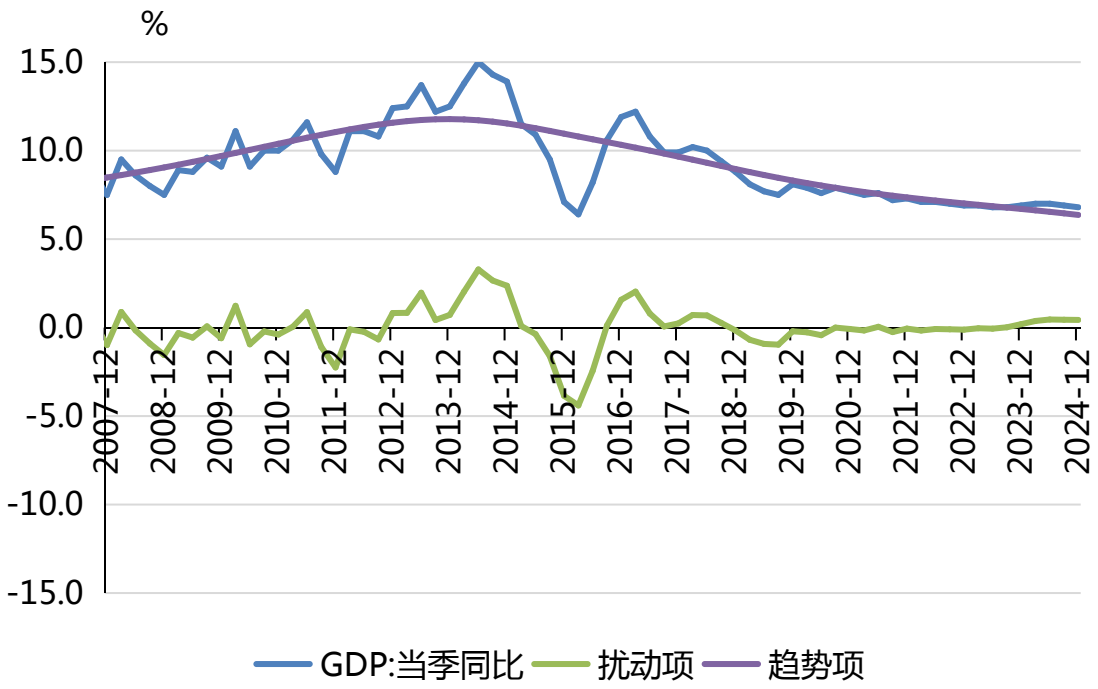
» 参考趋势分解法，2024年上半年经济增速或相对较高，四个季度增速或分别为：4.8%、5.8%、4.6%、4.7%；

» 2023年与2024年的两年复合增速为5.1%。

2024年各季度GDP增速预测



GDP增速预测趋势分解图



数据来源：中诚信国际研究院，Wind

➢ 多重积极因素支撑中国经济实现5%的增长目标



房地产投资在政策调整下或降幅收窄；低基数、美国制造业补库存支撑出口增速

工业生产的韧性和新旧动能的转换，支撑工业增加值与制造业投资

消费特别是服务消费仍或保持一定韧性，超额储蓄或有一些释放

财政支出力度仍有加大空间，货币政策也有一定降准降息的空间

前期政策效应的释放，包括新增万亿国债额度的落地、对于民营企业的提振等

➢ 经济延续修复依然面临多重风险挑战

01 大国博弈和去全球化交织，巴以冲突外溢效应，加大全球供应链风险。外部环境依然复杂

02 总需求不足的矛盾依旧突出，价格水平难以短期恢复增长

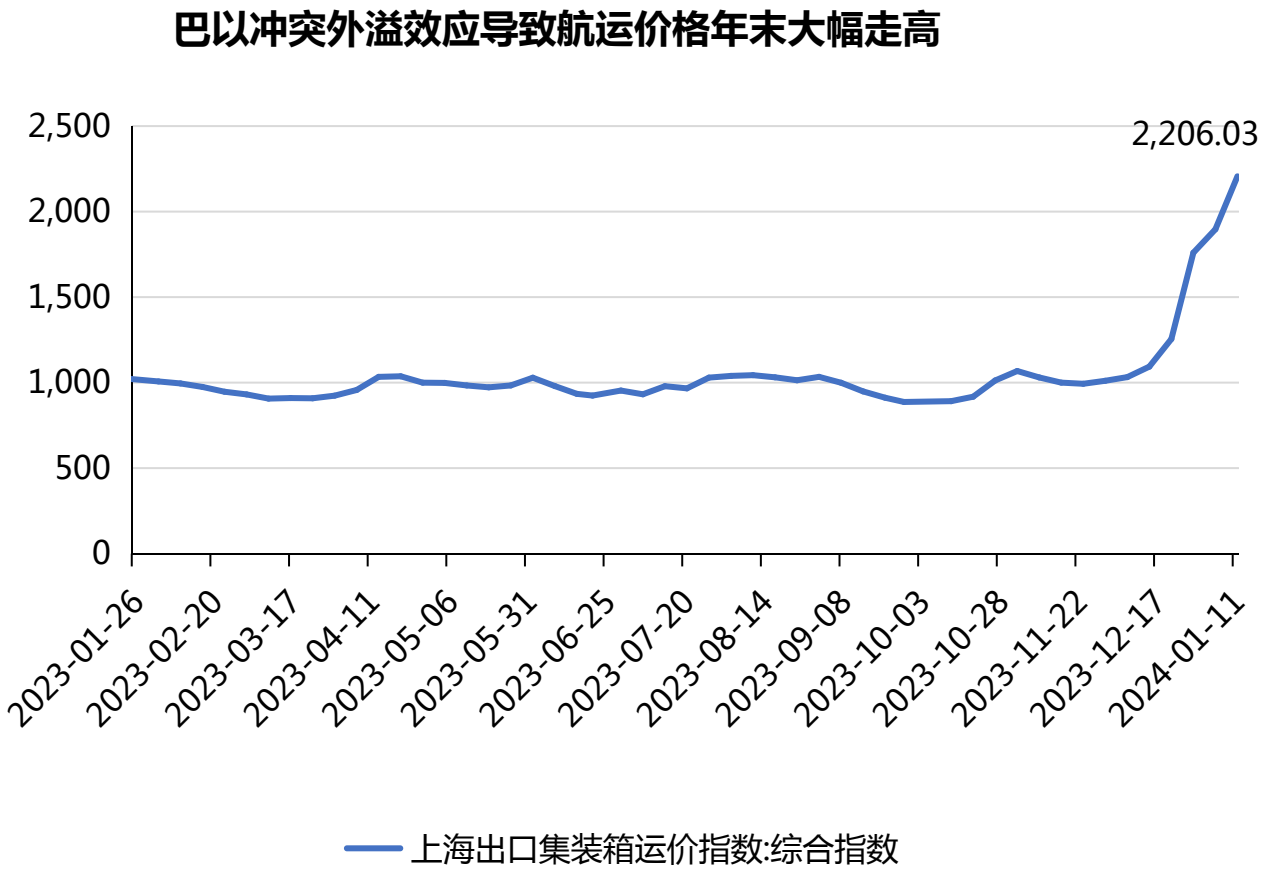
03 预期偏弱和信心不足依然是制约需求回暖的重要因素

04 企业生产经营流通速度较慢、成本偏高，持续制约企业利润改善

05 债务风险观债务仍处高位，付息压力加大经济金融脆弱性

一、外部风险的不确定性与严峻性持续上升

» 地缘政治冲突对全球供应链和全球贸易造成影响，巴以冲突外溢效应导致航运价格大幅走高，上海出口集装箱运价指数（SCFI）从2023年12月初至2024年1月上旬累计上涨了88%。



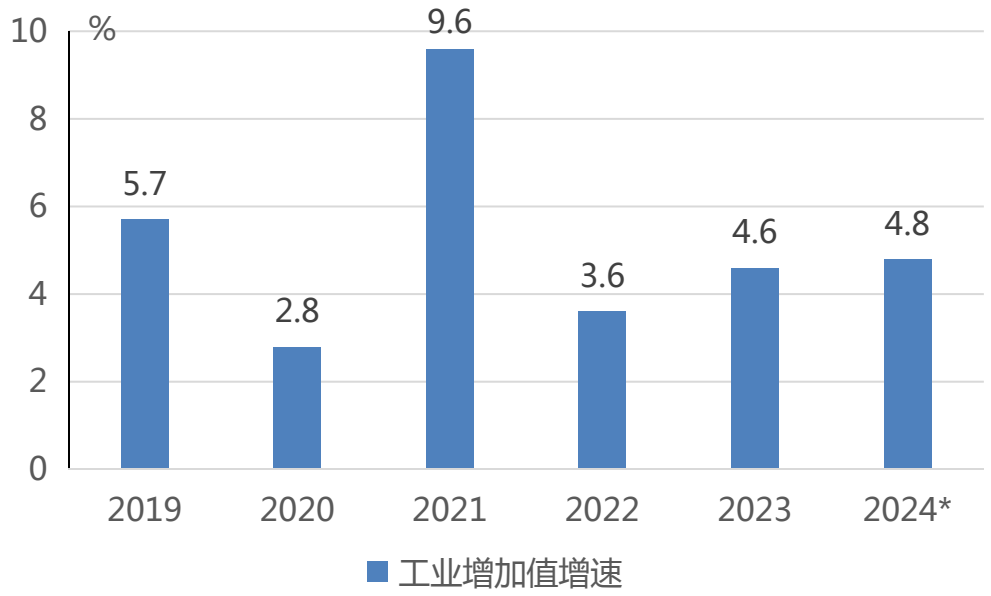
数据来源：中诚信国际研究院，Wind

2．主要经济指标总体支撑5%左右增速目标的实现

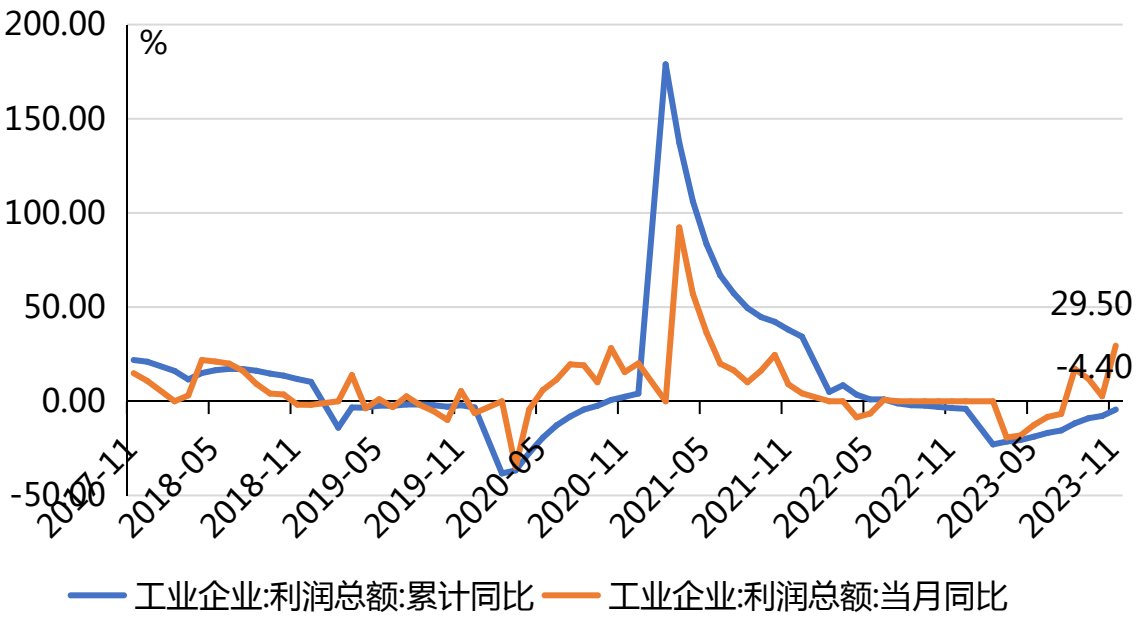
➢ 从供给端来看，工业生产与服务业生产仍将维持韧性

» 考虑到工业企业利润边际好转、明年稳增长政策力度不减等因素，预计2024年工业增加值增速可达4.8%左右，其中，得益于设备更新、出口支撑等因素影响，装备制造业增速仍能保持较快增速。

2024年工业增加值增速或为4.8%



工业企业利润边际改善



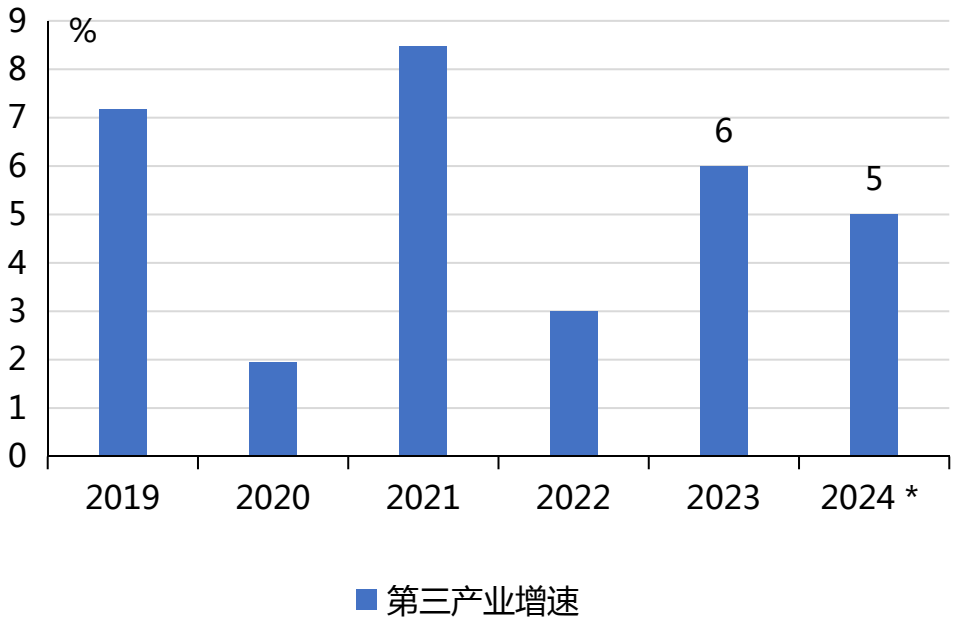
数据来源：中诚信国际研究院，Wind

- 2024年第三产业增加值增长或达5.0%

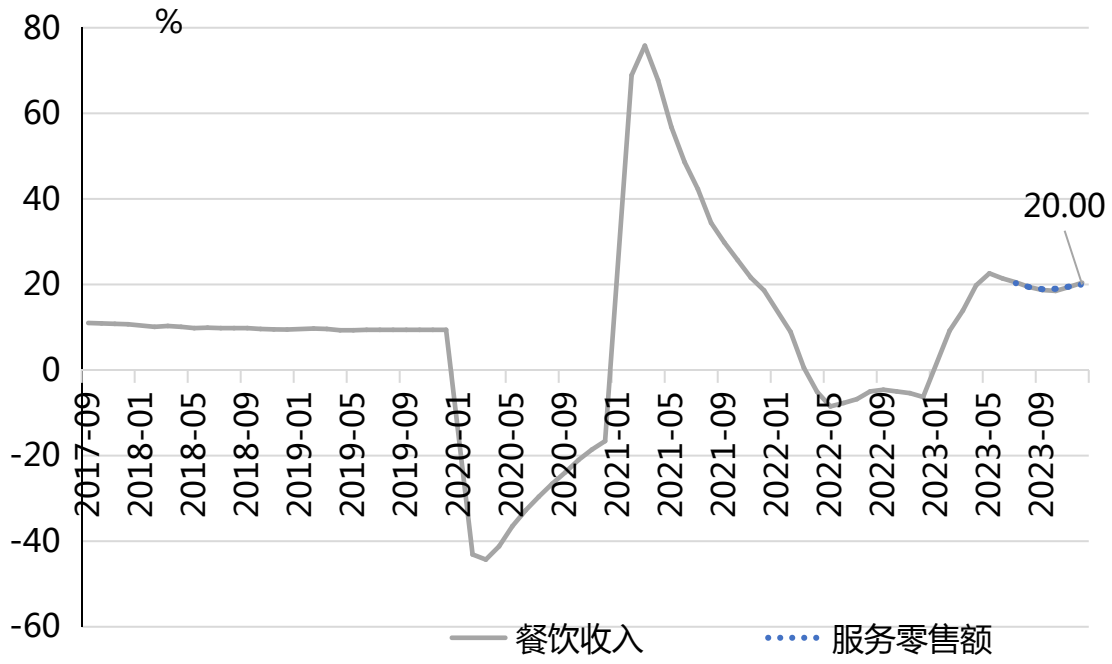
» 2023年服务业生产恢复性增长，第三产业增加值增长6%，考虑到服务消费的持续支撑以及相对高的基数，2024年第三产业增加值增长或达5.0%

» 工业GDP占比33%，服务业GDP占比53%，合计约拉动GDP增长4个百分点以上；此外第一产业与建筑业GDP占比14%，增速能够达到4%以上，拉动GDP增长1个百分点。

2024年第三产业增速或为5.0%



服务消费保持较高的增速水平

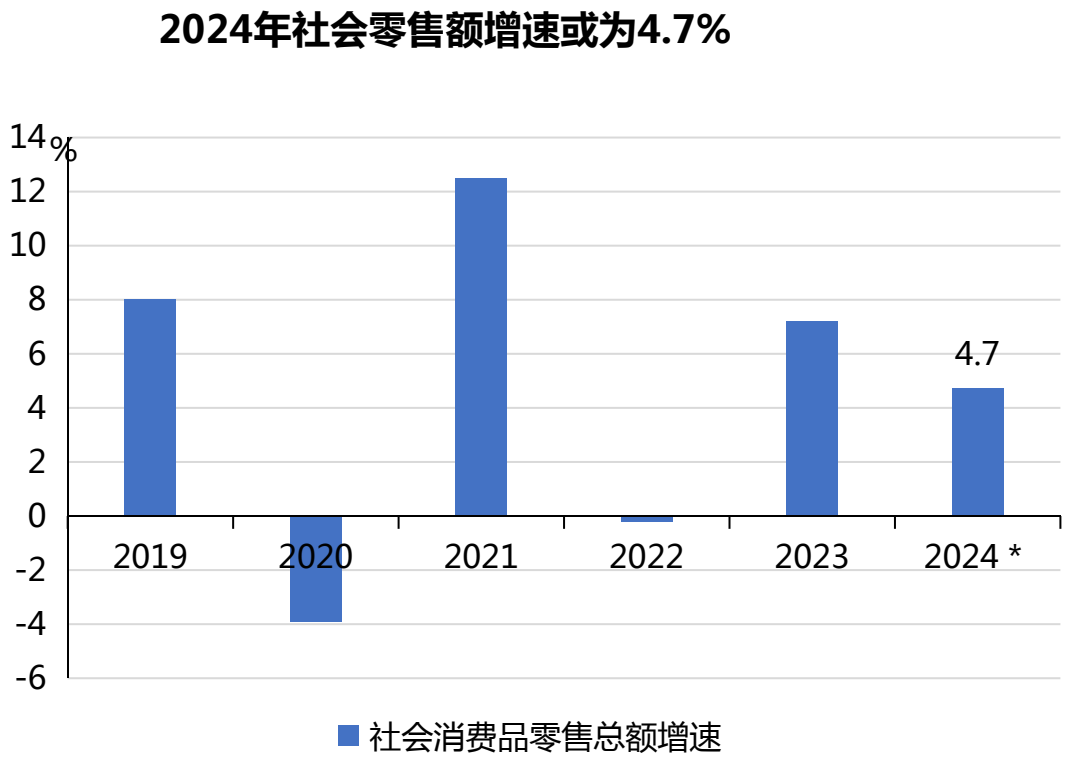


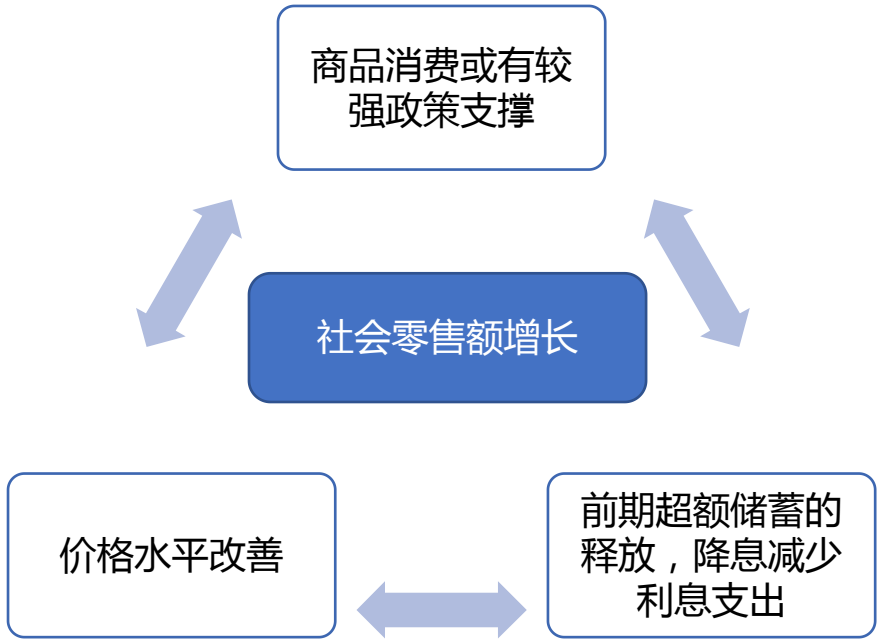
数据来源：中诚信国际研究院，Wind

➢ 从需求端来看，三驾马车皆有一定边际改善的支撑

—2024年多因素支撑消费延续修复

» 2023年社零额同比增长7.2%，但基数扰动下波动较大，两年复合增速为3.3%，存在商品弱、服务强的显著特征；2024年在政策支撑、价格水平改善、超额储蓄释放等因素作用下，消费或将延续修复，预计社零额增长或达4.7%。





数据来源：中诚信国际研究院，Wind

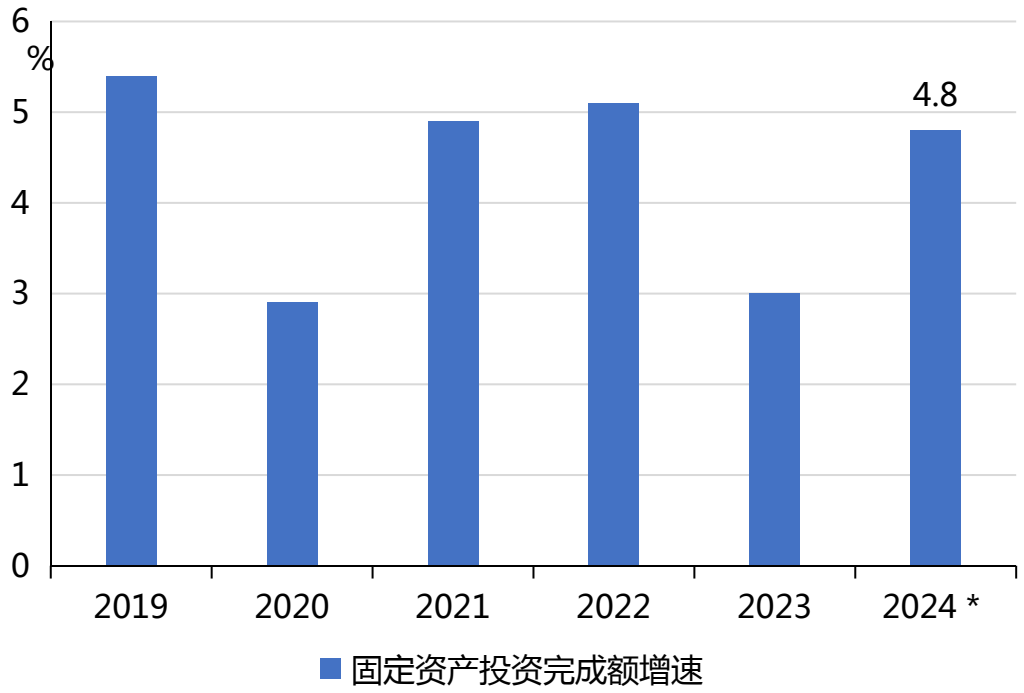
一 低基数影响下，2024年固定资产投资增速有望实现4.8%左右的增长

» 房地产投资：保交楼持续，城中村改造与保障房建设逐步落地等有利因素之下有望降幅收窄，预计收窄至-7%左右；

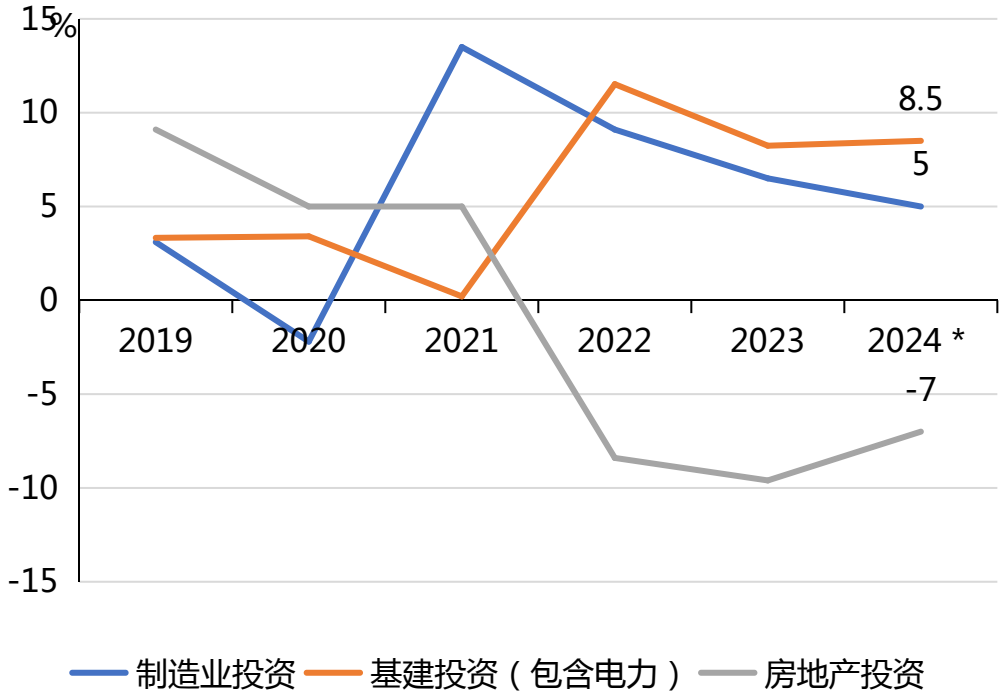
» 基建投资：考虑到国债、专项债带来增量资金投入，以及城中村改造带来配套基建需求，基建投资（包含电力）增速或达8.5%左右；

» 制造业投资：在装备制造业带动下有望延续较强韧性，考虑2023年较高增长基数，预计制造业增速约在5%左右。

2024年固定资产投资增速或为4.8%



2024年三大投资增速分项预测

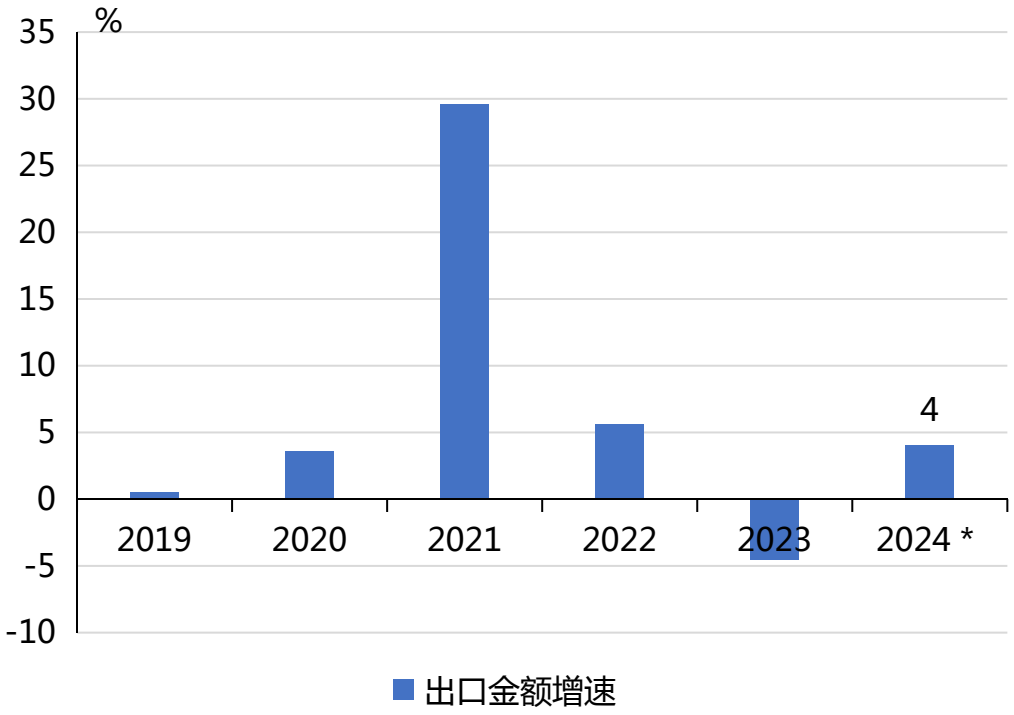


数据来源：中诚信国际研究院，Wind

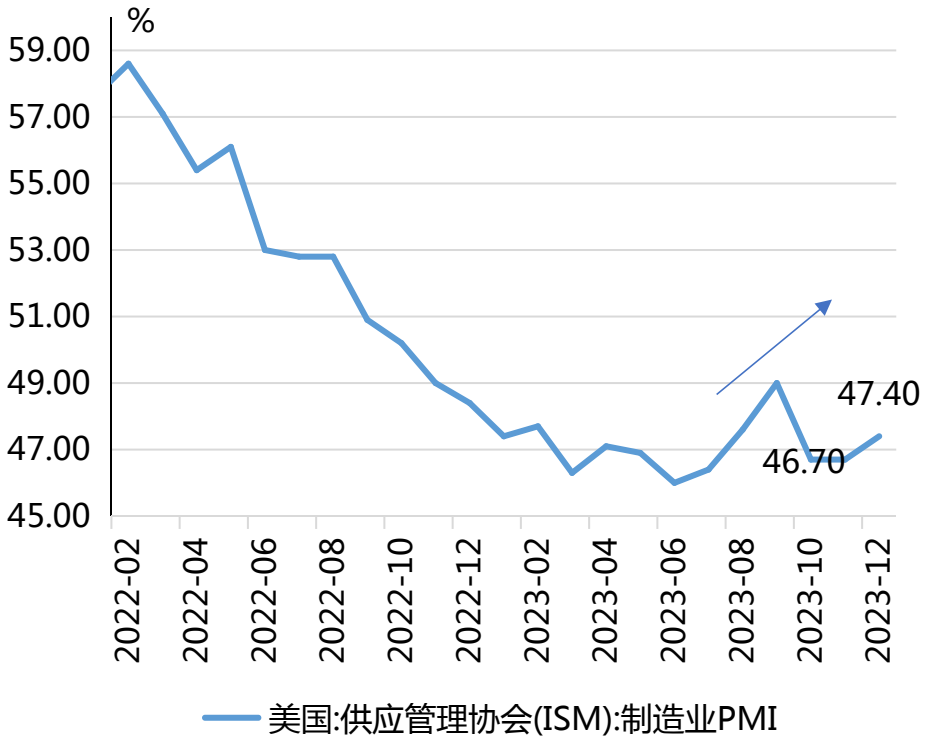
一 出口增速或已触底，但不确定性仍存

» 2023年出口（美元计价）增速为-4.6%，考虑到较低基数、美元指数的走弱，以及美国制造业或呈现边际回升，2024年出口同比或达4.0%，但不确定性也较大。

2024年出口增速或为4.0%



美国制造业出现一定触底回升迹象



数据来源：中诚信国际研究院，Wind

目 录

一、中国经济复苏的进展、特征与逻辑

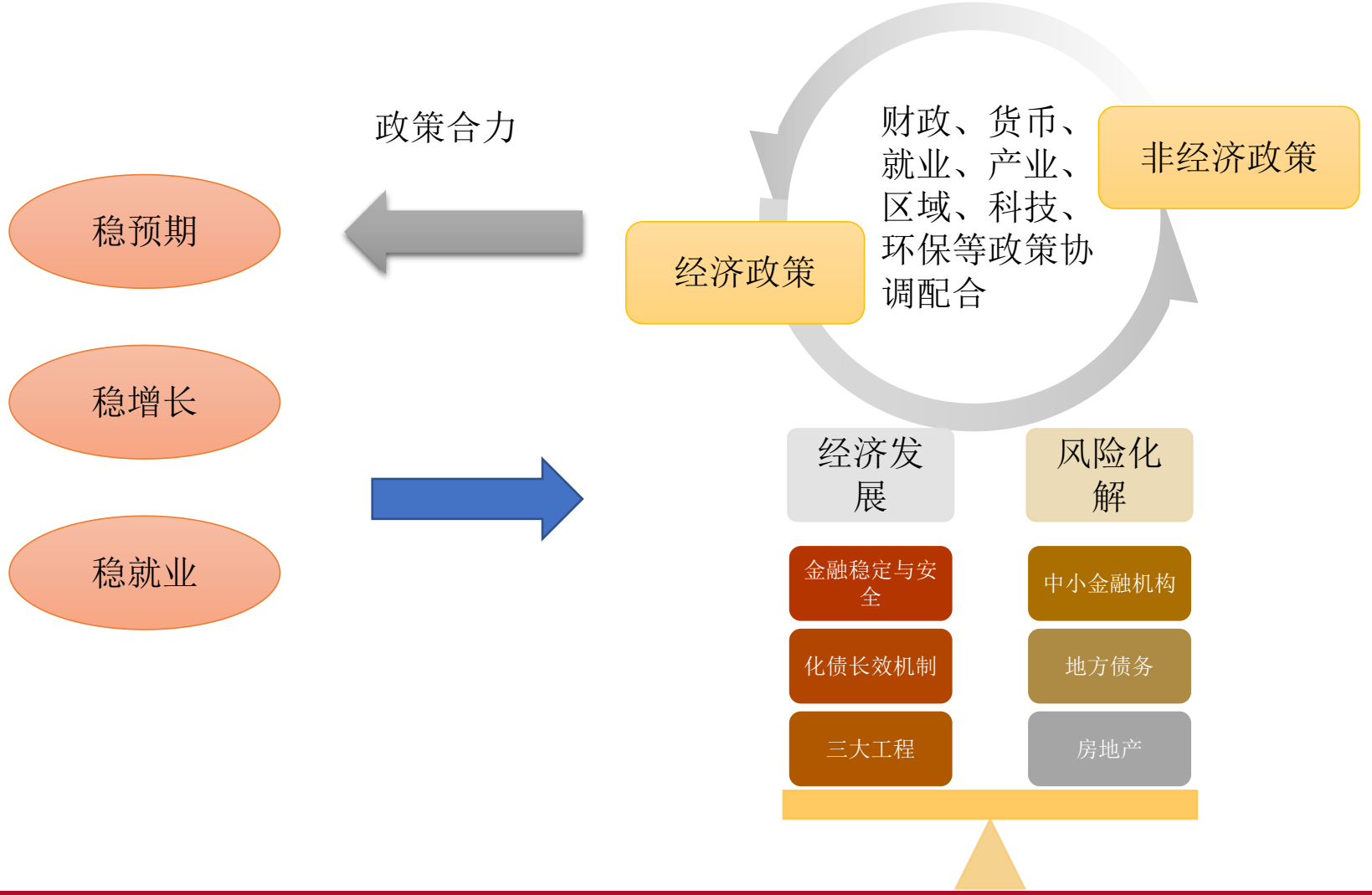
二、2024年中国经济：稳与进、破与立的再平衡

三、2024年中国经济增长展望

四、实现2024年经济增长目标的政策建议

1.“稳”的要求不放松，保持宏观政策的一致性、稳定性、持续性，稳定信心与预期

» 宏观政策的一致性、稳定性有助于预期和信心的稳定；信心比黄金重要，稳定信心与预期的关键在于让各部门感受到增长带来的“真金白银”。

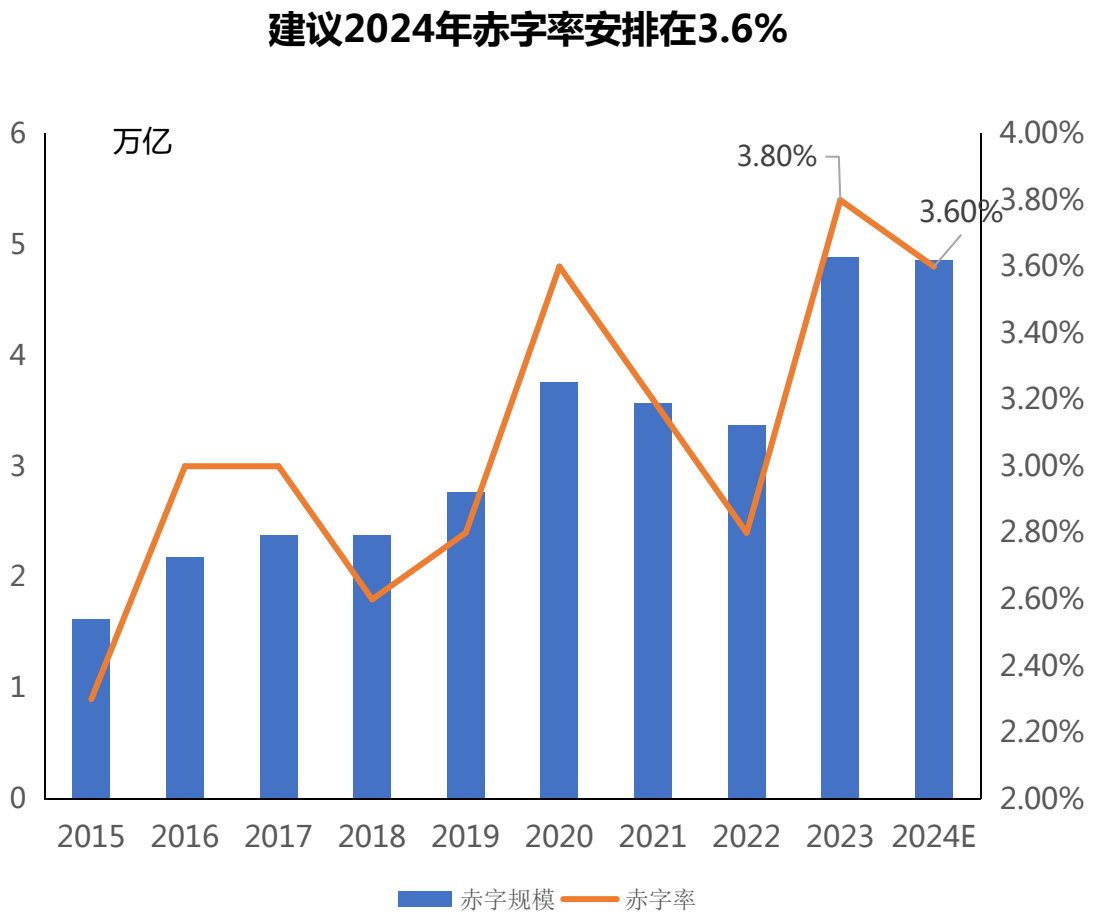


数据来源：中诚信国际研究院，Wind

2.“进”的力度应当要加强，特别是财政政策应更为积极

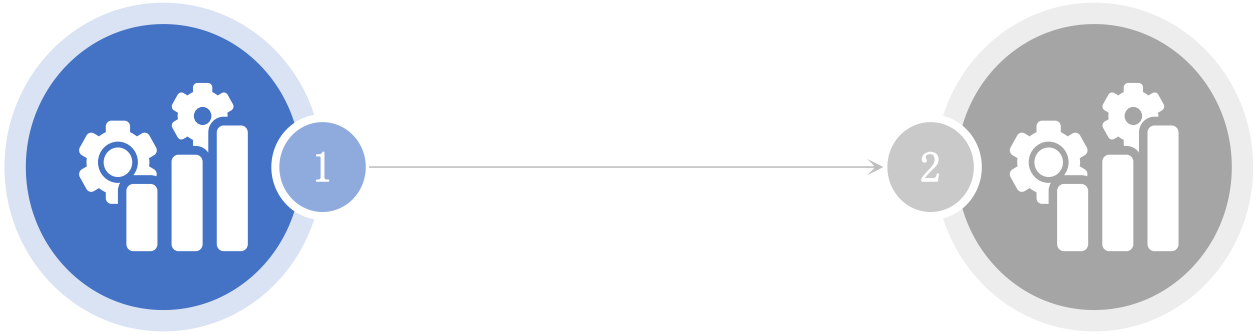
➢ 合理把握政府加杠杆空间，建议赤字率3.6%、专项债额度与2023年持平

	2023	2024预测
赤字率	3.80%	3.60%
中央政府债务	30.1	34.1
地方政府显性债务	41.4	45.9
中央债务占比	42.10%	42.60%
赤字规模	4.88	4.86
中央赤字	4.16	4.0
地方赤字	0.72	0.88
专项债	3.8	3.8
地方政府债务限额增量	4.52	4.58
政府债务限额增量	8.68	8.56
广义赤字率	6.80%	6.30%



数据来源：Wind，中诚信国际整理、测算

➢ 财政政策前置发力，加快支出节奏，提高资金使用效益



财政政策前置发力，适当加快支出节奏

- ✓ 及时下拨财政预算资金，加快地方政府债券特别是专项债的发行和使用进度
- ✓ 完善财政资金直达机制，强化多部门统筹协调力度，加快推动稳增长政策效果及时落地见效

管好用好政府债券，提升“债务-资产”转化效率

- ✓ 更加重视有效项目储备，合理分配债务限额，从源头保障政府投资有效性
- ✓ 落实落细常态化严监管举措

➢ 货币政策灵活适度、精准有效，总量和结构工具继续发力

提升对社融的关注

- 推动信贷合理增长和结构有增有减；提高直接融资比重

提升对价格“通缩”的关注

- 货币政策要同时支持物价回升以及经济增长，尤其是促进物价低位回升

2024年货币政策基调：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

总 量

保持流动性合理充裕，适时启动降准降息，并进一步疏通货币政策传导机制，实现从宽货币到宽信用的传导

结 构

增加再贷款额度，加大对科创等重点领域的支持力度；增加PSL额度，为三大工程提供长期稳定的低成本资金

3.“立”的节奏应当有所加快，加速释放新动能的辐射带动作用

- 通过包容性监管、优化营商环境，激发新业态、新模式、新行业的积极性；
- 支持装备制造业设备更新等相关投资，加强高端制造业产业链条的协同促进，增强装备制造对相关服务业和相关消费的带动。

我国工业机器人销量已占全球一半以上，连续10年居世界首位



工业机器人



服务机器人



机器人应用广度、深度持续拓展

装备制造业涉及汽车、电子、机械、娱乐、养老等多行业、多领域

我国服务机器人产量快速增长，2023年11月增速达33.3%



统筹支持新能源汽车、工业母机、高端仪器等加快发展，持续优化行业发展环境



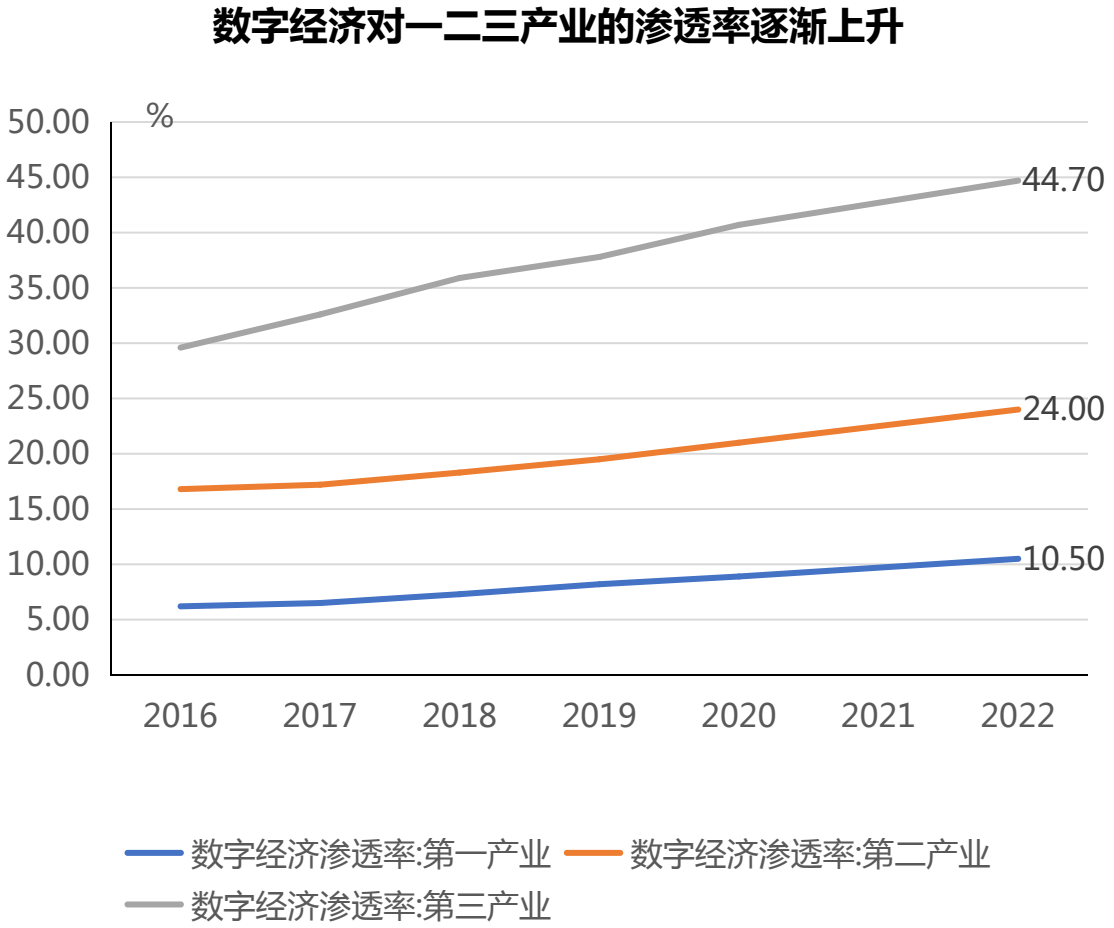
指导和鼓励我国装备企业主动整合全球产业和创新资源，积极拓展海外新兴市场



利用人工智能、大数据等对传统制造业升级改造，提高生产效率，降低生产成本，增强核心竞争力

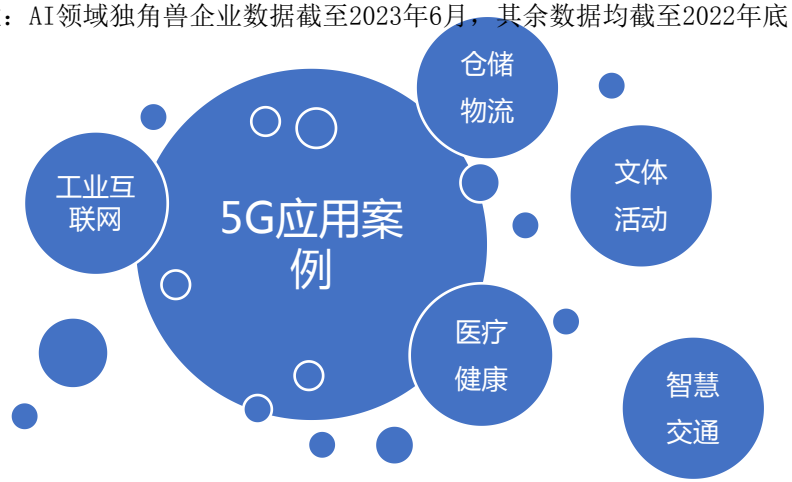
数据来源：国家统计局，中诚信国际整理

➢ 鼓励数字经济与其他产业、行业与企业持续融合升级，发挥数字经济的辐射带动作用



	中国	美国
数字经济规模	7.5万亿美元	17.2万亿美元
算力规模占全球算力比重	31%	36%
大数据模型数量	71	82
AI领域独角兽企业数量	108	131
数字化转型支出占全球比重	16.80%	35.80%

注：AI领域独角兽企业数据截至2023年6月，其余数据均截至2022年底



数据来源：Wind、《全球数字经济白皮书（2023年）》、《人工智能全域变革图景展望：跃迁来临(2023)》、中国社会科学报，中诚信国际整理

4.“破”的过程应当更加稳妥，降低新旧动能转换脱节形成的负面影响

➢ 房地产：需求端全面放开核心一二线城市限购限贷，供给端加快推进“三大工程”建设

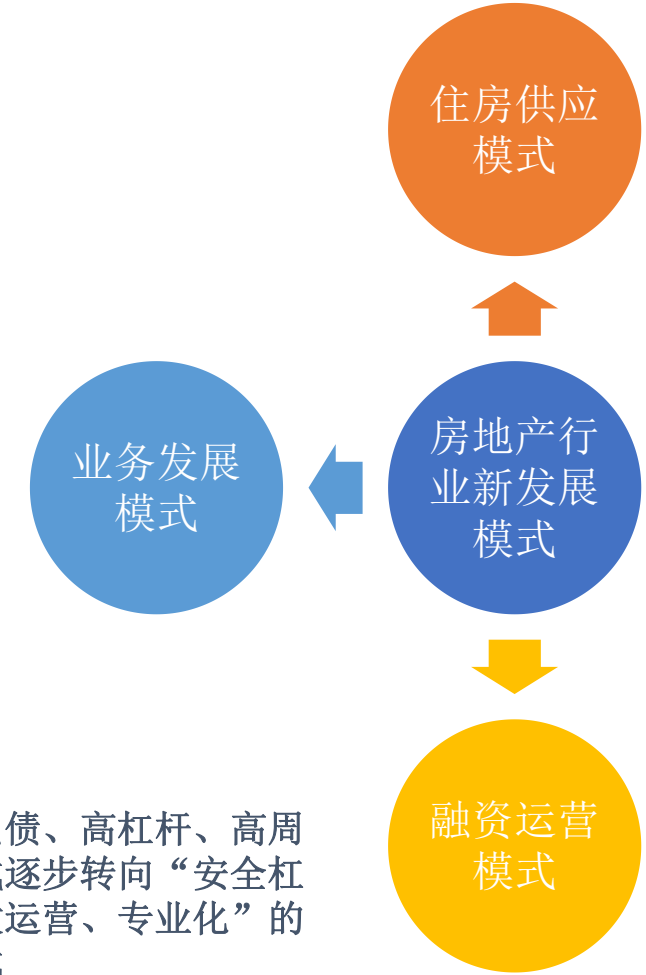
城市	限购区域	首套最低首付比例（限购区域）	二套普宅首付（限购区域）	二套房贷利率（商贷）
北京	全市	30%	城六区50% 非城六区40%	城六区4.8% 非城六区4.75%
上海	全市	30%	嘉定等6区+临港新片区40%，其他区域50%	嘉定等6区+临港新片区4.4%，其他区域4.5%
深圳	全市（除深汕合作区）	30%	40%	4.5%
广州	越秀、海珠、荔湾、天河、白云（不含江高镇、太和镇、人和镇、钟落潭镇）、南沙	30%	40%	4.5%
成都	主城5区、天府新区、高新南区（144平以下）	30%	有房且贷款已结清30%；有房且贷款未结清40%	4.5%
杭州	上城区、拱墅区、西湖区、滨江区	25%	35%	4.5%
苏州	核心区（120平以下）	20%	有房且贷款已结清20%；有房且贷款未结清30%	4.5%

2024年城中村和保障房建设预计可形成1.27万亿元投资额，合计占总投资比例达到12.35%

		城中村	保租房	棚改安置住房
2023年	数量	/	204万套	156万套
	可形成投资额	5400亿元	1530	4742.4
	2023年房地产投资额		11.09万亿元	
	合计占2023年地产投资的比例		10.52%	
2024年预测	数量	/	250万套	160万套
	可形成投资额	6000亿元	1875亿元	4864亿元
	2024年房地产投资额预测		10.31万亿元	
	合计占2024年地产投资的比例		12.35%	

数据来源：中诚信国际研究院，中指研究院，钛媒体

一 房地产：妥善引导房地产行业向新发展模式转型



建立以“市场+保障”“租售并举”为核心的“多主体、多渠道”住房供给体系
租购并举

逐步从单一房地产住宅开发商向综合型房地产企业转型，形成“轻重兼容”与“增存并拓”房地产新业态

建立住房土地联动机制，推动集体地入市，推进城中村改造，有效盘活存量闲置、低效、破碎化土地，推进农村集体经营性建设用地与国有建设用地同等入市、同权同价

由“高负债、高杠杆、高周转”模式逐步转向“安全杠杆、高效运营、专业化”的运营模式

数据来源：中诚信国际研究院，中指研究院

➢ 地方债务问题：把控好短期与中长期的关系，加快构建长效机制

中央金融工作会议：

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

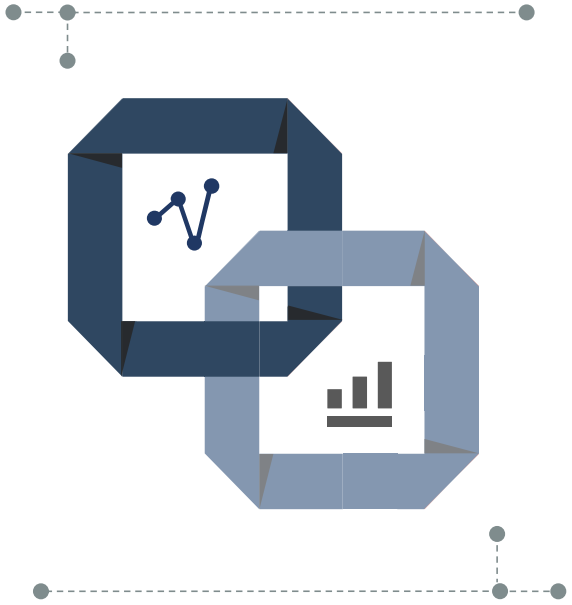
短期控增化存，以时间换空间缓释风险

- **基于资产负债视角合理控制增量、优化债务结构、提升“债务-资产”转化效率**
- **在分类甄别基础上稳妥推进存量债务化解，以时间换空间、加快债务置换**

①特殊再融资债：仍有1.5-2万亿盘活空间

②金融化债：贷款置换、央行应急流动性贷款等

- **发挥股权财政作用，积极利用地方国企资源优势，因地制宜稳妥化债**
- **考虑宏观债务付息压力及实体经济融资成本，可进一步引导利率下行**

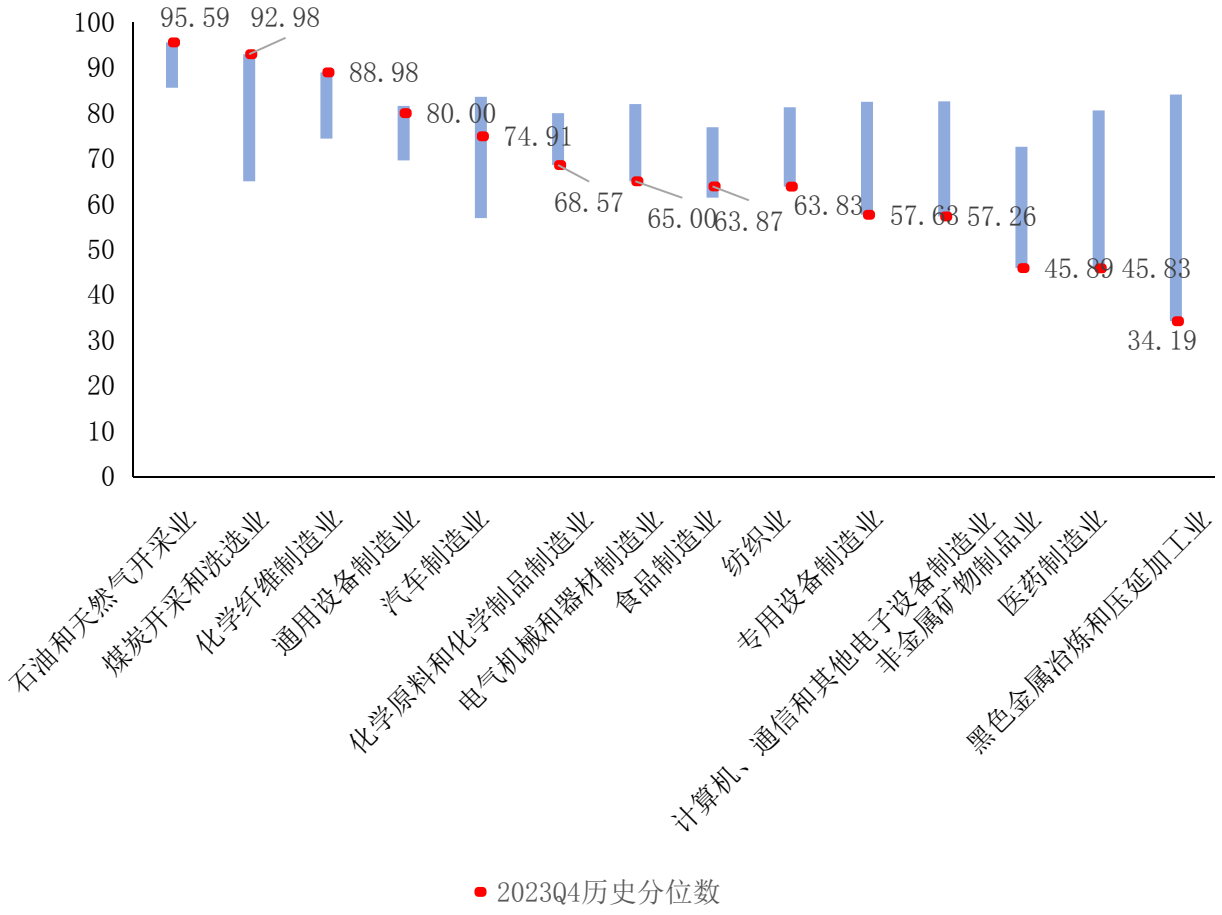


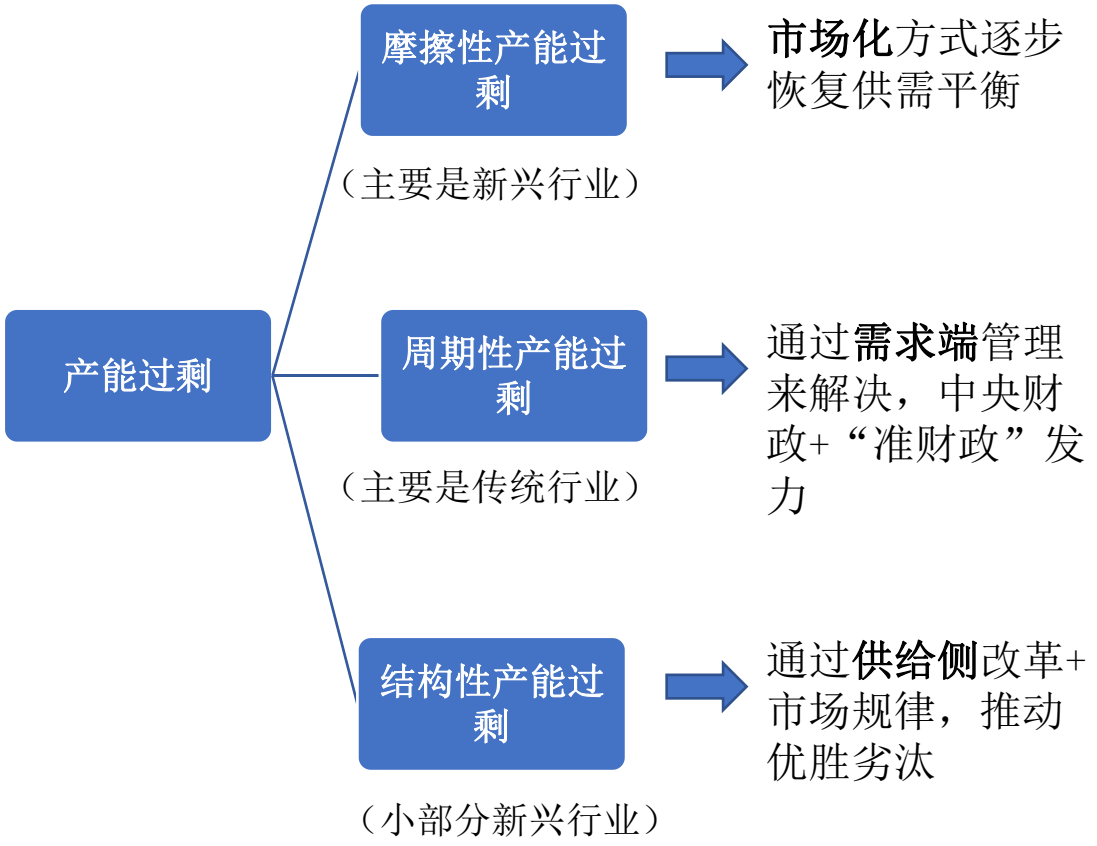
中长期在发展中解决问题，构建长效机制

- **在发展中解决问题，深化新旧动能转换**
- **持续推进财税体制改革，处理好中央与地方的关系**
- **构建债务管理长效机制，统筹债务发展与安全**
- **处理好政府与市场的关系，推动政府由生产型政府向服务型政府转变**

➢ 产能过剩领域：针对不同类型产能过剩采取差异化措施解决问题

不同行业产能利用率变化范围及当前历史分位数（2017-2023年）





数据来源：中诚信国际研究院，Wind

5．进一步深化改革，释放市场主体尤其是民营经济的活力

➢ 深化所有制改革，淡化所有制区分，优化营商环境，释放市场主体尤其是民营经济的活力

淡化所有制区分

- 不再区分国企民企，改为按规模、行业、技术类型等特性划分企业，并以这些特性制定相关政策；
- 支持民企通过资本融合等方式进入更多市场领域



处理好政府与市场的关系

- 坚持市场在资源配置中起到基础和决定性作用，做到“政府的归政府，市场的归市场”；
- 依法保护民营企业产权和企业家权益，优化公平竞争环境，建立科学规范的市场监管体系，更好发挥政府作用

稳定预期，焕发民间力量

- 改善微观主体信心；
- 提振企业家信心，降低政策与政策执行不确定性，提振企业家信心

数据来源：中诚信国际研究院，Wind

CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

聚焦“中国经济稳与进、破与立的再平衡”，CMF月度报告发布

1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1月，总第70期）于线上举行。

本期论坛由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**刘凤良**主持，聚焦“**中国经济稳与进、破与立的再平衡**”，来自学界、企业界的知名经济学家及行业专家**刘元春、毛振华、闫衍、缪延亮、陆挺、伍戈**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济研究所副所长、中国宏观经济论坛（CMF）副主席，中诚信国际信用评级有限责任公司董事长**闫衍**代表论坛发布题为《中国经济稳与进、破与立的再平衡》的CMF中国宏观经济月度数据分析报告。

报告围绕以下四个方面展开：

一、中国经济复苏的进展、特征与逻辑

二、2024年中国经济：稳与进、破与立的再平衡

三、2024年中国经济增长展望

四、实现2024年经济增长目标的政策建议

在全球经济复苏势头不稳、国际地缘政经冲突加剧的背景下，2023年中国经济在疫情转段后的一个完整经济年度中实现了恢复性增长，全年经济增长5.2%，完成年度增长目标，且增速仍显著快于发达经济体。但也应当看到，2023年两年复合增速为4.1%，总体处于“温和复苏”状态，并且在经济运行中存在修复节奏波动起伏、名义增长相对偏低、供需失衡矛盾仍存、物价与资产价格较弱等特征。多重因素构成了经济运行特征的背后逻辑：“三重压力”转为“多重压力”；中长期问题叠加短期矛盾集中释放；增长动力结构性调整；预期不稳的持续存在；价格水平并未与经济修复同步调整。

2024年中国经济仍将受到上述逻辑的持续影响，实现经济的常态化运行，需要在“稳与进”、“破与立”中寻求再平衡，重点包括以下五个方面：投资需求和投资结构转换的再平衡，消费需求结构和供给结构的再平衡，新旧动能转换与传统动能平稳衔接的再平衡，房地产调整转型与行业向新发展模式转变的再平衡，债务风险化解中中央加杠杆与地方稳杠杆的再平衡。展望2024年，经济持续向好有多重因素支撑，我们认为有望达到5%左右的增长水平。但是，在周期性、结构性以及趋势性问题交织叠的背景下，经济工作需要将“稳中求进、以进促稳、先立后破”的要求充分落地，加快稳增长政策的效力释放与效果显现。

一、2023年中国经济复苏的进展、特征与逻辑

（一）2023年疫情转段后中国经济实现“恢复性增长”

经济实现了恢复性增长，最终消费贡献趋于常态，但增长中枢总体有所下行。2023年是中国经济疫后复苏完整的一年，走出了疫情期间经济增长的低谷，全年经济增长5.2%，顺利实现5%预期增长目标，四个季度同比分别增长4.5%、6.3%、4.9%、5.2%，环比增长2.5%、0.5%、1.3%、1%。从全球来看，与海外比，我国向常态回归的时点偏晚，欧美日韩总体在2022年初已向常态回归，而我国在2022年二季度又出现一次低点，但当前我国经济增速仍高于欧美等发达经济体。从三大产业与三大需求的增长贡献率来看，服务业与最终消费在疫情期间受冲击更为严重，其增长贡献率在2020年三季度、2022年二季度触及低点，2023年则实现了恢复性增长，服务业与最终消费增长贡献率总体恢复，其中最终消费的增长贡献率高于疫情前。不过，我们也应当看到，2023年经济两年复合增速仅为4.1%，与疫情前相比增长中枢有所下移，工业增加值同比、社零额同比、固定资产投资同比、社融同比等主要宏观指标总体也均低于2019年。

（二）中国经济修复的五个重要特征

产出缺口逐季收窄，但是修复节奏呈现明显波动起伏。2023年以来经济延续复苏，首先体现在产出缺口的逐季收窄，从一季度的9400亿元收窄至四季度的3900亿元。但经济延续复苏的基础并不牢固，主要体现为经济修复节奏波浪起伏。从四个季度的 GDP 环比增长来看，二季度经济修复节奏出现显著放缓，三季度出现明显回升，四季度又有所下行。从月度主要宏观统计指标来看，总体呈现出1至3月走高，4至7月回调，8至9月改善，10至12月巩固的过程。其中，房地产投资跌幅扩大、出口增速由正转负、民间投资持续下行等是经济回暖缺乏

连续性的重要扰动因素。12月，主要宏观经济指标走势分化，其中服务业生产、房地产投资、社零额、M2同比等宏观指标边际下行，工业生产、制造业投资、基建投资（不含电力）、出口、CPI 及 PPI 等宏观指标均较前值边际回升。

名义增长相对偏低，宏观数据与微观感受存在差异。2023年四个季度 GDP 名义增速分别为5.0%、4.8%、3.5%与3.6%，年度名义增速为4.6%，低于实际增速0.6个百分点。这种情况此前也出现过三次，分别是亚洲金融危机之后的1998年与1999年，全球金融危机之后的2009年，以及全球疫情冲击的2020年，这些年份节点我国皆出现了内外需求的扰动。总需求不足之下 GDP 平减指数下行的特征较为显著，2023年全年 GDP 平减指数同比为-0.54%，其中三、四季度同比分别为-0.8%与-1.4%。名义增长偏低，会带来微观主体对于经济增长的感受低于实际增长数据，这是因为企业的直接营收和利润，以及居民的直接收入和所得都是名义值，一般的企业和居民也不会扣除 GDP 平减指数来计算自己的真实收入状况。

接触型服务业与装备制造业生产亮点突出，新动能持续蓄能。2023年经济的生产端体现出较强的韧性，服务业生产与工业生产皆有一定亮点表现。其中接触型服务业增速较快，住宿和餐饮业服务业生产指数同比增速持续高于16%，12月当月为34.8%，接触性服务行业回暖带动服务业恢复性增长，1-12月服务业生产指数为8.1%，12月当月8.5%。装备制造业增加值、利润、投资增速高于工业与制造业整体，2023年增加值同比增长6.8%，高于工业与制造业增加值同比，利润同比增长1.7%，高于规上工业利润10.7个百分点。装备制造业保持韧性表明增长新动能仍在持续蓄能。

需求不足依然突出，房地产投资跌幅扩大、消费明强实弱、出口增速下滑。2023年经济复苏节奏的扰动，主要来源于房地产投资与出口的扰动。其中，房地产投资跌幅逐月扩大，2023全年下滑9.6%，当前房屋施工面积及新开工面积仍处于低位，12月房屋新开工面积累计同比为-20.4%，施工面积累计同比-7.2%，再考虑到商品房价格指数同比仍为负增长，稳地产政策效果仍待进一步观察。出口波动幅度较大，全年下滑4.6%，其中12月当月出口增速虽延续上月回升走势，同比增长2.3%（美元计价），但考虑基数之后，外需整体偏弱的趋势并未扭转。从消费来看，社零额同比增长7.2%，略低于2019年8%的增速水平，但两年复合增速为3.4%，因此存在一定“明强实弱”的情况。

物价水平疲弱、资产价格走低，通缩风险仍存。经济生产端保持韧性与增长，而需求端却存在一定需求不足的压力，供需失衡之下2023年以来物价水平低位运行，资产价格也总体

走低。从物价水平来看，2023年CPI同比为0.2%，不包括食品和能源的核心CPI同比为0.7%，PPI同比为-3%。2024年上半年CPI翘尾均值为-0.3%，PPI翘尾均值为-1.7%，预计将会对2024年的物价水平改善形成一定制约。从资产价格来看，2023年以来大中城市住宅价格指数持续走低，其中更能反映市场价格状况的二手房价格指数持续为负，12月新建住宅价格指数当月同比为-0.9%，二手房价格指数同比为-4.1%。股票市场出现回调，2023年上证综指、沪深300与深圳成指分别回调了3.7%、11.4%与13.5%，香港恒生指数回调了13.8%。物价水平低迷与资产价格回落并存，也是形成GDP平减指数为负的主要原因，通缩的压力并未完全消除。

（三）中国经济复苏“波浪式前进”的五大逻辑

经济运行面临的问题由“三重压力”变为“多重压力”。疫情冲击期间我国经济运行持续面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，2023年中央经济工作会议则提出当前经济运行面临“有效需求不足，部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性与不确定性上升”的问题，这说明当前中国经济运行的内外环境实际上趋于复杂。

结构性、周期性、趋势性问题叠加疫情期间矛盾集中释放。此前经济长期高增长过程中也积累了多重矛盾，比如我国65岁以上老龄人口占比已经超过14%，已经进入深度老龄化社会，2021年至2023年我国城镇化率年度增幅也由此前的1个百分点以上降至1个百分点以下。此外，还有最终消费率偏低、债务规模较快扩张、房价增速长期高于GDP增速、国企与民企不平衡等等问题，这些中长期问题在经济增速换挡的过程中有所凸显。在这些结构性、周期性、趋势性问题的影响下，我国潜在增速自身具有下行的压力，而疫情冲击则触发短期问题与中长期问题形成交织叠加。

增长动力结构性调整，新旧动能持续转换。相较于此前依靠投资驱动经济，2023年经济的复苏主要依靠服务业的带动，与投资带来的较为强劲的反弹相比，消费修复带来的是恢复性增长，修复斜率没有那么高。从新旧动能的转换衔接来看，一方面，传统旧动能正在放缓。房地产市场处于周期性调整过程中，新建房屋面积从2019年22.7亿平米下降至2023年的9.5亿平米。基建投资趋于饱和，效率边际走低，对于经济增长的拉动作用边际走弱。另一方面，新动能快速发展但尚未成势，目前尚不足以完全弥补旧动能走弱的缺口。

预期不稳持续影响经济修复的力度与节奏。当前预期偏弱的问题表现为全面性的信心不足。居民信心仍偏弱，提前还贷、超额储蓄现象仍存，居民支出结构也呈现出一定的消费降级现象。企业信心也有所不足，利润修复偏慢制约了企业的投资意愿，民间投资增速持续走低， 2023年同比下降0.4%，不敢投、不愿投的状况或有所加剧，民间投资占固定资产投资的比重下行至50.4%的低位水平。预期不稳之下市场主体扩表意愿不足，社融存量同比持续低于M2同比，2023年M1同比为1.3%，触及历史低位，此外预期偏弱之下市场自发的融资需求也偏低，2023年政府债券融资占社融规模(月均值)达37.4%，相较2022年提高了13个百分点以上，为有统计以来的最高值。

价格水平并未与经济修复同步调整，通缩压力制约企业利润改善。供需失衡之下物价水平偏低，微观主体对于增长的感受不强，预期偏弱。物价水平低也带来实际利率偏高，进一步制约企业扩产与投资意愿。12月1年期LPR均值为3.45%，12月当月CPI同比为-0.3%，实际利率水平或高于3.45%。随着实际利率水平偏高，企业投资扩产的意愿受到制约，企业利润改善受到扰动，2023年处于负增速区间，1-11月工业企业利润同比下降4.4%。

通过分析2023年中国经济运行的特征以及其背后的逻辑，可以看到，中国经济在受到多重冲击与扰动之后，尚未达到一个新的平衡状态。与此同时，中央经济工作会议提出，2024年经济工作的总基调是“稳中求进、以进促稳、先立后破”，并提出“需要克服一些困难和挑战”，“有效应对和解决这些问题”。我们认为，2024年中国经济克服、应对当前多重压力的关键，就在于重点领域能够尽快实现“再平衡”，并且是在一个较优的水平上实现“再平衡”，从而推动2024年经济在一个相对高基础之上的平衡和增长。

二、2024年中国经济：稳与进、破与立的再平衡

（一）投资需求和投资结构转换的再平衡

固定资产投资增速低于疫情前的常态，投资需求和投资结构需要实现重构与再平衡。当前高技术制造业投资与高技术服务业投资的增速较快，其中，2023年装备制造业增加值增速总体在6%以上，显著高于整体工业增加值，并且电气机械和器材制造、通用设备及专用设备制造业的利润同比增速也保持较快增长，高技术服务业投资同比增长11.4%，高于固定资产投资增速整体8.4个百分点。高技术产业在固定资产投资中的占比也在持续上行，但仍需要持续发挥其对于关联产业与上下游行业的辐射与带动作用，产业升级、设备更新过程中的投资需

求仍有新增空间。从固定资产投资中剔除基建投资、制造业投资、房地产投资以及农林牧渔投资之后，包括社会服务在内的其他投资规模或达10万亿元，并且这部分投资在疫情期间出现了显著收缩，后续依然有修复与扩张的空间。

从短期来看，基建地产投资领域发挥国有资本的牵引作用，平滑民间投资下行的拖累。2023年基建投资（不含电力）增速为5.9%，显著高于疫情前4%左右的增长水平，仍是经济的重要托底因素。国有及国有控股单位固定资产投资增速依然较高，2023年同比增长6.4%，对于民间投资增速的下行具有一定的平滑作用。但是，随着基建项目的饱和以及基建投资效率的边际下行，基建投资结构有进一步优化空间，民生、短板领域的基建存在不足，新基建、养老、数字基数设施等领域的基建仍有较大空间。

（二）消费需求结构和供给结构的再平衡

2023年消费修复的显著结构性特征是“商品弱、服务强”。尤其是工业消费品以及房地产相关的消费品偏弱，比如建筑装潢类的消费品增速持续下滑，2023年为-7.8%，跌幅较2022年进一步扩大，再比如12月家用电器和音像器材零售额增速由正转负，为-0.1%。2023年家用电器和音像器材类、家具类、建筑和装潢材料类消费占社零额的比重分别下降0.17、0.05和0.1个百分点。同时服务消费领域中的餐饮零售额相较2022年却有30%以上的增速。

商品消费相对较弱与供给结构的不平衡也有一定关系。一方面是部分领域存在产能过剩，在商品消费领域存在一定的供需失衡，2023年前三季度计算机和电子设备制造业产能利用率为77.63%，电气机械为77.12%，产能利用率分别比17至19年均值要低2个百分点左右，再比如动力电池产量显著高于装车量。而商品消费相对较弱反过来又加剧了相关行业的产能过剩。另一方面，经济供给侧也存在一定的供给不足，高端制造、新材料等领域存在“卡脖子”问题，推动“专精特新”所需的高技术服务配套也存在不足，大数据等数字经济对于传统产业的提升与改造仍不充分，养老、医疗等民生领域的供给水平相较潜在的消费需求也存在较大短板。

稳定、扩大消费与供给侧结构性改革的融合有待提升。从短期看当前终端消费存在工业品消费、房地产相关消费偏弱的现象，应当通过发放消费补贴、稳定房地产预期等措施予以缓解。从中长期看，与人口结构变化等相关的养老医疗，以及与高质量生活相关的升级类消

费需求仍未得到满足，供给侧结构性改革应在短板领域、民生领域加快推进，最终推动实现供给侧与需求侧的良性互动。

（三）新旧动能转换与传统动能平稳衔接的再平衡

新动能增速较快但仍有长足进步空间。以新能源领域为例，当前我国新三样（新能源汽车、锂电池、光伏产品）出口增速较高，但新三样产品在出口规模中的占比仍仅有4.5%左右，并且光伏产出的出口增速也有所下滑。再以数字经济为例，广义数字经济指使用了计算机通信等相关技术的行业与产业，虽然目前已经达到了 GDP 的一半左右，但同时也意味着一半左右的经济产出并没有与新技术融合。再考虑到旧动能的下行实际上需要新动能提供额外的产出增量，新动能的辐射带动作用依然需要加强。

在新动能较快增长的同时，谨防旧动能下行过快带来的负面影响。一方面，传统制造业与劳动密集型服务业在产出、就业、税收等领域依然起到兜底的作用，旧动能下行过快实际上将使得新动能的市场需求出现收缩，比如次贷危机期间房地产市场的下行实际上引发了。另一方面，当前新动能的增长尚不能对冲旧动能的下行。以房地产行业为例，利用投入产出表（2020年）估算，考虑到产业间的相互带动，房地产在总产出中的贡献占比为18.5%，高技术制造业的贡献占比为13.6%，房地产行业的总体贡献依然高于高技术制造业。同时，房地产投资在固定资产投资中的占比为23.2%，高技术制造业投资的占比为11.7%，高技术制造业10%左右的增长无法抵消房地产投资10%左右的下行。

（四）房地产调整转型与行业向新发展模式转变的再平衡

房地产市场的供给端与需求端皆在寻求新的平衡。从供给端来看，随着存量住房的持续积累，此前每年20亿平米左右的房屋新开工面积、17亿平米左右的商品房销售面积将难以复现，未来新开工面积和销售面积或将在10亿平米以下寻求新的平衡。从需求端来看，随着人口自然增长率由正转负，20至49岁购房主力人群占比下行，加之城镇化增速放缓，房地产长期潜在需求或见顶回落，未来新增住房需求也需要重新寻找平衡点。

“高负债、高杠杆、高周转”的旧模式难以为继，需要转向“安全杠杆、高效运营、专业化”运营模式。在长期旧模式的持续运行之下，当前房地产债务规模仍居高位，总规模（包括贷款、信托、债券融资）占 GDP 的比重接近50%。当市场状况及房企现金流受到扰动时，房企的违约风险上行并释放。2023年房地产行业违约规模232.26亿元（占违约规模76.31%），

较去年同期增加14%，其中新增违约主体6家其中5家为民营房企；年内房企展期规模666.93亿元，在展期规模中占比84%。在这种背景下，房地产行业需要尽快转向“安全杠杆、高效运营、专业化”的运营模式。

房地产新发展模式需完善商品房和保障房“双轮驱动”。我国房地产市场供求关系发生重大变化，甚至出现局部过剩，截至2023年底，商品房库存去化周期为29.1个月，住宅库存去化周期为21.1个月，较长的去化周期说明了商品房供给的总量过剩。但保障性住房建设相对滞后，存在明显短板，在一、二线城市尤为突出。2008-2018年累计新开工面积中商品房住宅占比达到76%，保障房仅24%。住建部提出，“十四五”期间，新增保障性租赁住房占新增住房供应总量的比例应力争达到30%以上，但根据中指数据库土地成交数据，2020-2021年重点城市保障房面积占比均不超过20%，整体市场供应仍有提升空间。伴随“三大工程”加速推进，城中村改造和保障性住房建设将成为房地产行业转型调整期的重要抓手。

（五）债务风险化解中中央加杠杆与地方稳杠杆的再平衡

土地财政退坡下地方政府综合财力减弱，地方债务风险化解仍然是2024年的重点工作。2023年末重要会议将地方债务风险化解作为重点工作，中央经济工作会议提出，持续有效防范化解重点领域风险，统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险。地方政府的投资与债务扩张一度推动了我国经济的长期增长与发展，但也形成了较大的存量债务规模，加大了债务风险的压力，尤其是35号文后，地方政府和地方平台公司在“借新还旧”过程中的利息支付也持续承压，地方债务风险化解仍然是2024年的重点工作。

中央政府可以适当加杠杆，承担更多逆周期宏观调控职责。从债务结构而言，央地的债务结构还有改进空间。疫情三年来，积极财政加大逆周期、跨周期调节力度，地方债大幅扩容，地方政府显性债务快速增长，截至2023年末，地方政府显性债务规模或接近40万亿。地方财政持续承压下，地方政府的显性债务率已上升至警戒线水平，债务压力不断上扬。相比之下，我国中央政府杠杆率仅约为21%左右，全球来看处于较低水平。在此背景之下，中央政府可以适当加杠杆，承担更多逆周期宏观调控职责，并且落实落细现有央地事权与支出责任划分改革，适当上移医疗、教育、社保等领域地方事权与责任。

在以上五个重点领域实现良好再平衡的基础上，中国经济持续向好的总体格局并未改变，2024年中国经济有望实现稳中有进的目标。

三、2024年中国经济增长展望

（一）预计2024年全年经济增长5%左右，建议增长目标也设置在5%

2024年中国经济增速有望达到5%，建议增长目标也设置在5%左右。参考趋势分解法，我们预计2024年上半年经济增速或相对较高，2024年四个季度增速或分别为：4.8%、5.8%、4.6%、4.6%，2023年与2024年的两年复合增速为5%。

多重积极因素的支撑中国经济实现5%的增长目标：其一，拖累因素减轻，房地产投资在政策调整下或降幅收窄，低基数、美国制造业补库存支撑出口增速；其二，工业生产的韧性和新旧动能的转换，支撑工业增加值与制造业投资；其三，前期政策效应释放，包括新增万亿国债额度的落地、对于民营企业的提振等；其四，政策空间支撑，财政支出力度仍有加大空间，货币政策也有一定降准降息的空间；其五，消费特别是服务消费仍或保持一定韧性，超额储蓄或有一些释放。

经济延续修复依然面临多重风险挑战：其一，大国博弈与去全球化浪潮交织，外部环境依然严峻复杂，其中2023年12月美国 CPI 数据略高于预期，同比增速从3.1%升至3.4%，同时美国的失业率却保持稳定，降息进程何时开启仍存变数，此外近期红海冲突带来航运价格大幅走高，全球贸易成本或将上行；其二，总需求不足的矛盾依旧突出，短期内较难缓解；其三，信心不足依然是制约需求回暖的重要阻碍；其四，周转流通速度较慢、成本偏高，持续制约企业利润改善；其五，宏观债务仍处高位，付息压力加大经济金融脆弱性。

（二）主要经济指标总体支撑5%左右增速的实现

从供给端来看，工业生产与服务业生产仍将维持韧性。考虑到工业企业利润边际好转、明年稳增长政策力度不减等因素，预计2024年工业增加值增速可达4.8%左右，总体略高于2023年。其中，得益于设备更新、出口支撑以及工业企业利润边际改善等因素影响，装备制造业增速仍能保持较快增速。2023年服务业生产恢复性增长，第三产业增加值增长6%，考虑到服务消费的持续支撑以及相对高的基数，2024年第三产业增加值增长或达5%。目前工业 GDP 占比33%，服务业 GDP 占比53%，合计约拉动 GDP 增长约4个百分点。此外，第一产业与建筑业 GDP 占比14%，增速应能够达到4%以上，拉动 GDP 增长1个百分点。

从需求端来看，三驾马车皆有一定边际改善的支撑。从消费来看，2024年在政策支撑、价格水平改善、超额储蓄释放等因素作用下，商品消费或将有所改善，服务消费增长一般也具有一定惯性，预计社零额增长或达4.7%。**从固定资产投资来看，**低基数影响下2024年固定资产投资增速有望实现4.8%左右的增长。其中，随着房地产政策延续调整，保交楼持续，城中村改造与保障房建设逐步落地等有利因素之下，房地产投资降幅有望收窄，预计收窄至-7%左右。考虑到国债、专项债带来增量资金投入，以及城中村改造带来配套基建需求，基建投资（包含电力）增速或达8.5%左右。制造业投资方面，在装备制造业带动下有望延续较强韧性，考虑2023年较高增长基数，预计制造业增速约在5%左右。**从出口来看，**考虑到较低基数以及美国制造业或呈现边际回升，2024年出口同比或达4%，但不确定性也较大。

重点领域实现再平衡以及各项主要宏观指标实现预期增长目标，依然离不开稳增长政策发力呵护。2024年经济工作仍需要坚持“稳中求进、以进促稳、先立后破”，并且需要加快稳增长政策的效力释放与效果显现。

四、实现2024年经济增长目标的政策建议

（一）“稳”的要求不放松，保持宏观政策的一致性、稳定性、持续性，稳定信心与预期

“稳”的政策上要进一步加大力度。一方面，做好经济政策和非经济政策的协同，实现财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策的协调配合，将非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估，通过政策合力加大稳预期的力度。另一方面，需持通过一系列稳增长措施，推动经济发展，让各部门感受到增长带来的“真金白银”。同时在过程中要不断的化解风险，从而实现稳预期、稳增长、稳就业的目标。

（二）“进”的力度应要持续，特别是财政政策应更为积极

合理把握财政政策空间，需要更加积极的财政政策来应对当前经济下行的压力。我们建议财政赤字率可安排在3.6%，同时也建议今年的专项债规模能够与2023年持平。在一个相对常态偏高的赤字率水平下，财政政策有一定空间发力推动债务风险的化解以及推动经济复苏。在财政政策节奏和力度方面，财政政策可以适当前置，加快财政支出节奏。一方面，及时下拨财政预算资金，加快地方政府债券特别是专项债的发行和使用进度；另一方面，完善财政资金直达机制，强化多部门统筹协调力度，加快推动稳增长政策效果及时落地见效，推动今年年初或一二季度经济快速回升。

货币政策保持灵活适度、精准有力，从总量和结构方面进一步发力。2024年货币政策要关注社会融资规模、货币供应量与经济增长以及价格水平预期相匹配。货币政策要同时支持物价回升以及经济增长，尤其是促进物价低位回升，来拉动名义经济的增长。在总量层面，要继续运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，适时启动降准降息，并进一步疏通货币政策传导机制，实现从宽货币到宽信用的传导，进一步提升微观主体“进”的意愿。在结构层面，再贷款、PSL 等结构工具需继续发力。

（三）“立”的节奏应当有所加快，加快释放新动能的辐射带动作用

通过包容性监管、优化营商环境激发新业态、新模式、新行业积极性。当前我国经济发展正处于新旧动能转换的关键期，后续可针对新业态、新模式，深化包容审慎监管，营造宽松包容的创业氛围，优化公平透明的法治化营商环境，为新行业发展提供良好的政策环境

支持装备制造业设备更新等相关投资，加强高端制造业产业链条的协同促进，加强装备制造对相关服务业和相关消费的带动。建议加大对装备制造业转型升级的支持力度，延续发展新动能。一方面，统筹支持新动能的产业，包括新能源产业、新能源汽车、工业母机、高端仪器等产业发展，推动相关新动能进一步蓄能；另一方面，在传统装备制造行业等产业方面，通过设备更新改造和相关投资，加大传统装备制造产业更新换代。同时积极利用大数据、人工智能等对传统制造业进行升级改造，进一步提升新动能和新产业的发展，通过这些产业的发展来提升“立”的节奏和力度。

鼓励数字经济与其他产业、行业与企业持续融合升级，发挥数字经济的辐射带动作用。当前数字经济对一二三产业的渗透相对来讲是不平衡的，对第三产业的渗透相对是比较低的，需要进一步的加大数字经济在整个“立”的过程中以及在产业升级和新动能蓄积过程中作用的发挥。

（四）“破”的过程应当更加稳妥，降低新旧动能转换脱节形成的负面影响

房地产需进一步释放相关的一些供给和需求的政策。在需求端，目前部分区域的限购政策还没有完全放开，未来应全面放开核心一二线城市限购限贷。在供给端，需要通过三大工程来推动房地产投资增速的下滑压力，进一步收窄房地产投资的下滑速度。中长期仍要妥善引导房地产行业向新发展模式转型，具体包括房地产行业业务发展模式、融资模式以及住房供应模式和土地供应模式的转型和转变。

地方债务问题需要把控好短期与中长期的关系，加快构建债务风险化解长效机制。短期可以通过控增化存，以时间换空间缓释风险，中长期则需要解决如何构建地方债务风险化解的长效机制。一是在发展中解决问题，深化新旧动能转化。二是持续推进财税体制改革，处理好中央与地方的关系。三是构建债务管理长效机制，统筹债务发展与安全。四是处理好政府和市场的关系，推动地方政府由生产型政府向服务型政府转变。

针对不同类型产能过剩采取差异化措施解决问题。对相关产能过剩领域，在“破”的过程中要研究不同类型产能过剩的情况。按照产能过剩的类型，可以进一步可将其细分为周期性产能过剩、摩擦性产能过剩和结构性产能过剩，需要针对不同的过剩提出不同应对的策略。例如周期性产能过剩目前主要存在于部分与房地产、基建相关的传统行业领域中，需要通过需求端管理以及中央财政和“准财政”发力来缓解。摩擦性产能过剩和结构性产能过剩目前主要存在于部分新兴产业领域，需要以市场化方式逐步恢复供需平衡或通过供给侧改革和市场规律去化解，推动优胜劣汰。

（五）进一步深化改革开放，释放市场主体尤其是民营企业的经济活力

深化所有制改革，淡化所有制区分，优化营商环境，释放市场主体尤其是民营经济的活力。在过去几年，我们在打破民营企业无序扩张的过程中，没有建立起推动民营企业进一步发展的相关市场机制，包括有序发展和规范发展的机制，存在着民营企业破和立的再平衡问题。因此当前需要通过淡化所有制区分，继续深化所有制改革，给予民营企业更为透明平等的市场竞争环境。另一方面，尤其需要注重优化民营企业营商环境，释放市场主体尤其民营经济的活力，促进民营企业在增长、就业、税收以及创新等领域持续发挥重要作用。

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“对当前宏观经济形势的判断和分析、对未来宏观经济走势的预测、改善中国宏观经济运行的政策建议”等问题展开讨论。

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，提出“稳与进、破与立”两对矛盾和两对关系非常契合当前宏观形势的需要。**“稳与破”主要基于存量，而“进与立”主要依靠增量，随着存量的消耗，增量也会变得更加重要，所以要用增量来调整和改革带动存量的稳和存量的调整。**

政策落实方面，一是关注投资与消费的结构，同时关注中央债务和地方债务的调整；二是关注居民资产负债表受损情况，建立稳定房地产价格机制，稳定资产价格预期。

长江证券首席经济学家**伍戈**指出，宏观指标和微观感受之间的差异主要是由于观察者角度不同所导致的，这也就决定了政策的实施和对政策的评估会有所不同。疫情以来这几年的宏观政策非常审慎，使得我们并没有形成由于前期投资造成的供给过剩，**所以，过去一年多价格低迷的主要原因是需求不足。**但特定行业仍然存在严重的供给问题，例如高技术制造业产能利用率降幅比传统钢铁、煤炭工业产能利用率下降更快，说明高新技术产业面临的产能过剩压力比传统行业更强。

在房地产市场方面，整体房价持续单边大幅下调意味着居民资产缩水，并不利于经济稳定发展。目前房地产市场出现了某种市场失灵，所以必须发挥政府这只有形之手的力量。**整体来看，2024年应加大力度强化区间调控，推动中国经济迈向高质量发展。**

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，**需界定宏观经济政策在积极或收缩方面的核心指标，当下应该更多的关注价格低迷。**其次，判断积极政策要因时度势，因为存在财政的自稳定效应，积极财政政策的支出更加重要，同时在通缩背景下盯住名义货币政策也可能出现问题。另一方面，房地产市场的不稳定性与整体经济的不稳定性之间有着密切的关联，**所以房地产的调控成为稳定增长、稳定预期的关键助力，也是稳定流动性、稳定风险的重要因素。**

经济风险需要更深层次、逻辑上的梳理，而不是简单化、并列化，甚至分部门、分类别同步进行，**也要求我们在宏观顶层设计上具备更高的战略思维、更深的哲学理念，同时也要有更好的技巧把握。**

野村证券中国首席经济学家**陆挺**认为，**房地产行业是当前经济出现不稳的重要原因之一，**目前我国房地产行业面临两个下降的螺旋，第一个是在保交楼和新房销售之间，第二个是在房地产企业卖房和地方政府财政收入之间。

总体来讲，中国经济的韧性非常强，但2024年上半年经济企稳的压力可能会加大，主要原因包括：1）居民购房欲望较低，新房销售和房价持续下行；2）受主要发达经济体衰退影响，我国出口压力增加；3）消费动能减弱，财富效应、收入效应和预期固化影响消费和家庭投资；4）新能源汽车、动力电池和光伏领域出现投资过剩，这必然造成一定程度的供给过剩，

进而导致投资增速下行乃至投资绝对值的下行。**所以，一是围绕着房地产做好“止血”工作；二是要“输氧”，保障地方政府基本运作；三是做好激活的工作，加速已开工的基建工程，尤其在人口净流入的重点城市的基础设施建设。**

中金公司董事总经理**缪延亮**从货币与信贷的角度讨论了M1与M2之间的剪刀差问题，**M1较低的主要原因是经济动能偏弱，企业和居民生产消费活力下降；M2较高则是由于居民存款和企业定期存款增加。**货币的本源是信用，信贷增速与GDP增速背离，既可能反映经济结构变化，也可能反映信用扩张的效率降低，而“资金空转”（即M2较高）则反映低效信用扩张。

所以，在财政方面，需要财政发力和改善预期，形成有效信用扩张；在货币方面，需要淡化M2、淡化信贷增量目标，理顺利率体系，降低存款利率，提高其他资产收益率，挤出低效信用扩张。

刘元春：当前中国宏观经济政策的深度分析与反思

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70期）上的发言

反思一、不同宏观参数和工具的盯住和实施可能产生不同的微观效应

宏观经济政策定位和工具的选择是一门精细的科学，很多工具在理论上和宏观上都具有十分明确的取向，但由于环境的变异和传导机制的变化，其微观效果却大相径庭。我们应当深入研究总体政策的核心定位到底应该基于哪些参数，政策的积极性或者保守性应该以什么指标和工具作为判断的标准。

第一，需要精确界定宏观经济政策在积极或收缩方面的核心指标。一个重要的问题是在指标出现宏观与微观、短期与长期、不同层次和不同角度的分歧以及统计数据失真等问题时应如何应对，即在参数数据质量参差不齐和公众观点存在显著差异的情况下，我们在操作宏观经济政策的时候应重点关注哪些核心指标。

以GDP的增长速度为例，5.2%的增长率无论从历史的角度还是横截面的视角来看都是非常好的。因此，单纯从该参数出发，我们的政策不宜过度扩张。**然而，若将5.2%的增长率以定基比、两年或多年复合平均、环比增速进行对比时，我们就会发现GDP增长率与趋势值之间存在1至2个百分点的偏离。这是一个比较大的缺口，也就表明可能需要进一步增加政策力度。**从价格数据看，12月CPI为-0.3%，PPI为-2.7%，虽然全年价格水平的形势是CPI达到0.2%，与12月的-0.3%有所不同，但我们工作的出发点并非过去的平均，而是当下的实际情况。**在众多统计数据中，价格数据由于造假动机最小，成为宏观分析中总供给与总需求分析的重点。**所以，12月份的CPI、PPI数据及GDP平减指数可能表明，目前面临的收缩压力超出了预期。由此可见，宏观政策应更为积极，而不应在一堆复杂的数据筛选中忽视宏观调控的基本准则。

第二，如何判断政策的实施达到了积极的微观效应。例如，是否可以将积极的财政政策加上稳健的货币政策定义为整体积极了？是否出现财政赤字或者赤字率扩大了是否就可以认定是积极的财政政策？是不是我们货币供应盯住了名义GDP增速就是稳健了？深入研究可以

看到，**财政赤字受两个方面因素影响：一是政府财政收入的增长情况；二是财政支出的增长情况。**赤字是由于支出大于收入所导致的，这会带来明显的扩张效应。然而，当财政收入出现较大收缩，且成为财政赤字缺口扩大的核心原因时，财政支出可能不仅较上一期没有增长反而出现减少。财政支出减少对市场主体来说是一种收缩效应，而不是扩张效应。这意味着政府提供的补贴减少，政府投资带动的项目也在减少。市场主体不会关心政府的收入问题，他们更关注自己的获得感。因此，虽然赤字财政可能具有积极效应，但如果赤字主要来自于收入端，而非支出端，那么必然会导致宏观与微观、政策主体与调控主体之间的差异，从而使积极效应大打折扣，甚至可能产生间接的紧缩效应。同时，中国财政支出不能只看一般公共预算支出，还必须看政府基金支出，2022年基金支出占广义财政支出的30%，2023年一般公共预算支出增长了4.9%，但基金类支出却减少了13.3%，直接导致全年广义财政支出-0.5%，这是微观主体体感积极财政政策不那么积极的核心原因所在。2024年如果要真正提升微观主体的获得感，就不能简单关注于财政赤字率的多少，关注公共财政预算的规模是多少，必须充分考虑房地产市场修复的状态，确保涵盖公共预算支出和基金类支出的广义财政支出保持在正增长。这也是积极财政政策最为直接的衡量标准。

对于货币政策，传统上认为稳健的货币政策应当通过货币供应量和社会融资总额与名义经济增长速度匹配来保证流动性，从一般经济学原理上看这是正确的。**但是，在出现通缩和价格下行的时候，简单盯住名义 GDP 并不能保证流动性的总体稳健和充裕，反而可能因为过分关注名义参数，尤其是现有价格，而产生超级收缩效应。**特别是在资产和产品价格同时下降的情况下，货币政策的收缩效应会远大于一般名义调整速度，特别是货币供应量增速所带来的收缩效应。2022年的中国名义 GDP 增速4.8%，2023年中国名义 GDP 增速为4.6%，如果盯住名义 GDP 增速必定导致货币供应或社会融资增速出现持续收缩。这也导致2023年末的社会融资存量增速和 M2增速较2022年末分别收缩了2.1个百分点和0.1个百分点。如果对比2022年实际政策利率与2023年年底的实际政策利率比较，我们可以清晰看到当前稳健货币政策并不稳健。

因此，即使货币和财政政策在宏观经济政策定位上是恰当的，但如果在一些工具的使用上不进行深入甄别，特别是在财政支出的获得感、货币创造、融资创造的真实总量上没有深入研究，所谓的积极政策不仅会落空，同时会在微观上产生收缩效应，使市场主体的行为与宏观调控南辕北辙。

反思二、稳增长和控风险的牛鼻子是否找到？

其次，我们对于2023年和2024年经济收缩的核心因素要有准确的把握，对这些核心因素产生的根源要有深刻理解。2023年和2024年的经济收缩并非主要由疫情或中美冲突引起。即使在中美冲突更为剧烈、疫情环境更为复杂的情况下，中国经济并没有出现我们目前所面临的下行压力。**因此，必须将注意力集中在房地产市场上，房地产市场的不稳定性与整体经济的不稳定性之间有着密切的关联**，这是一个经过验证的结论，而非被证伪的结论。

房地产的调控成为稳定增长、稳定预期的关键助力，也是稳定流动性、稳定风险的重要因素。但事实上，我们对于房地产所面临的问题，以及本轮调整的根源尚未完全掌握。目前，关于中国房地产调整的根本原因主要有三种观点。

第一种观点认为，这是一个由人口、供给存量等基础参数决定的库兹涅茨周期调整的结果，是房地产供求关系根本性变化的产物。因此，他们认为这是一个重大调整，其解决方案应是让市场实现自我出清，因为我们无法改变大周期基本参数拐点性的变化。

第二种观点认为，这是政策调控失败的结果，是“三高”经营模式（高流转、高杠杆、高债务）不可持续的产物，本质上是一个流动性危机。因此，解决问题的方式是调整过去的政策，进一步提供流动性支持。

第三种观点认为，这是整个房地产经营模式与金融链条互动的结果，是一个典型的房地产危机的产物。因此，采取的综合治理模式要求我们在金融链条上有更多举措。

这三种观点虽然看似合理，但其中仍然存在许多偏误。首先，目前中国房地产拐点的出现并非是一年或两年的问题，而是一个阶段性的现象。更重要的是，中国房地产的这种变化并非是需求端出现重大问题导致金融链全面崩溃所引发的欧美式典型房地产危机。因为即使在疫情期间，我国房地产销售依然表现良好，城镇新增人口以及刚需的测算相对稳定，但目前来看肯定处于一个超调状态。三道红线之后，房地产开发企业的流动性危机导致债务危机，进而导致房地产开发企业的崩盘，因此出现了大量的烂尾楼，引发保交楼运动，进一步引发需求端的收缩。而需求端的收缩诱发房地产开发资金来源的全面收缩，进而引发更严重的供给端流动性问题。**因此，这一轮房地产调整本质上是中国房地产开发“三高”模式的崩溃，**而“三高”模式本质上是一个套利模式，是全面的泡沫破灭的产物。高流转、高杠杆、高债务模式不仅建立在房价预期上涨的基础上，更建立在监管失灵、大量监管套利横行的情况之

下。我们的房地产商未按照政策法律要求和监管要求进行资金的使用和相应的业务扩张，从而导致整个行业的崩溃。

所以，中国房地产的调整与历史上其他房地产调整不同，与欧美房地产的调整更为不同。那么对其的治理就不能简单地“抄作业”，也不能有传统的惯性思维。一方面，我们不可能重返“三高”模式，打破“三高”模式、加速其调整是一个重要的政策方向。另一方面，我们必须防止“三高”模式破裂后引起的整个房地产开发、销售链条的破裂，这需要采用过渡模式，保证房地产开发经营企业主营业务的回归和主营业务流动性的稳定，从而防止房地产开发企业破产所带来的市场震荡。市场端的工作不仅仅是流动性问题，同时也是开发模式连续性的问题。供求保持相对稳定需要一段时间才能实现，并非一两个季度就能解决。

在这个过程中，我们还需要防止房地产所带来的风险和冲击，对经济整体造成过度的影响。这时候需要一些替代性的支撑点，目前出台的三大工程就具备这样的功能。因此，清晰分析中国房地产本轮调整的本质及关键点，是我们出台政策和把握政策的核心。

三、金融市场风险与宏观经济政策的深度思考

第三，关于当前金融市场风险升至新高的问题，尤其是对于2800点所带来的系统性反应进行了深度调整，**我们需要更加深入地思考中国宏观经济稳定增长与金融市场稳定之间的关系。**应该通过金融市场的稳定，甚至是通过活跃的资本市场来产生财富效应，从而稳定需求和预期，还是应该通过大幅扩大内需来稳定增长，为资产定价和资本市场的活跃奠定良好的微观基础。在这方面，我们需要在战略上把握好先后顺序和主次关系。

其次，关于目前外资的讨论，普遍看法是我们的经济和市场出现了问题。但这些问题很难通过专业数据验证。**所以，必须考虑政策问题，特别是地缘政治和非传统风险对外资行为模式及市场主体信心的冲击，从而进行综合研判。**树立信心不仅仅是经济手段，还必须在地缘政治和非传统风险方面采取一系列措施，同时在舆论形成上也要有新的举措。关于信心调整的关键目前存在很多争议，有人认为，调整树立信心的唯一途径是改革，而有些人则认为不能简单依赖改革，短期稳定才是更基础的层面，也是进行大改革的前提条件。因此，我们应该认识到，单纯依赖某一项举措来解决中国问题的时代已经过去。我们需要深入研究不同层次、不同行业、不同区域主体的信心差异，而不是简单地认为中国是一个单一主体，他们的信心决策模式是一致的。企业家的信心和普通百姓的信心是不同的，战略性新兴产业和传

统行业的信心形成机制也是不同的。**因此，分类分层梳理市场主体信心的维系支点，并进行相应的政策把控尤为重要。**

最后，关于经济性质传递、风险传递之间的逻辑顺序应进行深入思考。例如，价格下行的原因是产能过剩还是需求不足，应该如何衡量？因为产能过剩的治理方法和需求不足的治理方法是不同的，传统产能过剩和战略性新兴产业过剩的治理方法也不同，消费需求不足和投资需求不足的治理方法也有所不同。之前需求不足往往也会表现为产能过剩，而产能过剩又会体现需求不足。因此，梳理其中的因果关系，并把握正确主体进行政策治理是关键。再例如，关于房地产风险、地方政府债务、中小金融机构风险以及金融市场动荡这四大类风险之间的关系应如何判断？根本原因、主体和传递路径是什么？政策出台的关键点是什么？**这需要我们进行更深层次、逻辑上的梳理，而不是简单化、并列化，甚至分部门、分类别同步进行，也要求我们在宏观顶层设计上具备更高的战略思维、更深的哲学理念，同时也要有更好的技巧把握。**

我们需要从多个方面对中国宏观经济的问题形成、风险演化的路径进一步深入探讨。对于宏观经济政策的定位要有新的思路，对于宏观经济政策工具的使用内涵也需要重新把握。否则，应对当前这种周期性、结构性、体制性多重因素叠加的变化将是非常困难的。

毛振华：稳与进、破与立，协调好经济运行中存量与增量之间的关系

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（总第70期）上的发言

当前我国经济正处于关键的演化与调整阶段，传统的经济增长动能正在随着内外环境的转变而转变，经济面临的“三重压力”已经转为“多重压力”，经济运行的环境更趋复杂严峻，应对与缓解这些困难和问题仍需要一定的时间。当前我们讨论宏观政策，非常重要的一点就是要厘清用什么样的新思维来破解经济面临的新困难。中央经济工作会议提出协调好“稳与进”、“破与立”之间的关系，我将其解读为需要正确处理经济运行中的“存量”与“增量”之间的关系。其中，“稳”与“破”指的是此前的存量不要过快下行，但是需要消化好存量，适当的出清，“进”与“立”指的是增量要有发展，提供新的增长动能，发挥辐射带动作用。我认为，当前经济发展需要强调增量的作用，“进”与“立”的考量应当更加突出，以大力推动改革的新思维来处理新问题，并且在新旧动能转换的过程中处理好二者转换的成本问题，以最小代价实现新旧动能的平稳转换，推动经济迈向高质量发展。

一、稳与进、破与立，体现了经济运行中存量与增量之间的关系

“稳增长与防风险”中的稳和“稳与进”中的稳具有不同的含义，要以增量的改革和调整带动存量的稳定和调整。近年来当我们分析宏观经济政策取向时，习惯用“以稳增长为主”还是“以防风险为主”来区别扩张与收缩的政策方向，相对于防风险，稳增长的“稳”字往往带有扩张政策的意味。而中央经济工作会议提出的“稳”，则更多意味着存量的稳定，具有一定防守性的概念，这和稳增长的“稳”还是有所区别的。通常我们讲到“破”，具有打破、放弃之意，当经济运行出现调整时市场将会淘汰落后的产能，经历一段市场的出清过程。另一方面，实现“稳”与“破”离不开“进”与“立”，只有涌现出新的动能进行接续，存量的调整过程才能更平顺，通过“进”来实现“稳”，这也是中国传统文化的哲学思维。从经济学的角度来看，“立”则是要寻找新的标杆、新的逻辑、新的政策，使宏观政策的导向、社会心理的预期发生变化，在这一过程中，旧有的模式、业态和产能被替代，形成了“立”

与“破”的新平衡。我认为，把握“稳与进”、“立与破”之间的关系，站在存量与增量的角度来梳理就会更加清楚。

大胆推进增量调整，向增量、向新的改革方向发展凝心聚力。回顾中国过去几十年来的发展历史，增量的改革、增量的发展是中国经济社会发展的“不二法门”。中国改革开放遵循渐进式发展的逻辑，其核心就是要把改革的重点放在积极发展增量上，对于存量的调整非常慎重，对于增量的调整则大胆尝试快速推进。一方面增量改革可以避免对既有利益结构带来较大冲击，有利于形成一致性的激励，最终实现改革的帕累托最优。一方面增量改革有利于从点到面、多方尝试，即便出现创新失败也损失有限，而对于成功的经验则可以通过复制与推广对全局形成带动。站在当前时点，我们需要重新认识和发挥增量改革的意义与作用。

二、盘活存量基建资产，增量财政资金主要用于支持消费、改善民生

基建投资存量规模已经相当庞大，新增基建项目空间显著收窄，基建资产存量有较大盘活利用空间。加大投资短期来看是在需求端发力，但长期来看还是会转化为供给，而如果长期在投资发力，最终会加剧供需不平衡的问题。据估计，当前我国的基建资产存量规模已经超过100万亿，这些资产尚未得到有效的盘活利用。另一方面，随着基础设施建设的饱和，新增项目空间已经显著收窄。基建投资资金的一部分来源于政府财政，在过去较长的时间里，可以说我国是一个投资型的政府，政府债务大部分用于投资建设。但现在经济运行的逻辑发生了变化，且经历长期投资后我国投资的效率边际递减，并挤占了社会资源。传统的通过政府加杠杆稳投资、加大基建投资的思维和安排已经不再符合当前中国经济增长的客观情况，在基建领域里已经很难有大作为，后续阶段的主要任务是利用好现有的基建设施存量，如政府出资建设的产业园区、公共场馆以及仓储相关的基础设施等存量资产，可通过基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）等探索促进盘活存量和改扩建的有机结合。若能够有效盘活这些资产，不仅能避免资源闲置，支持新产业、重点领域的发展，也能在一定程度上缓解地方政府的债务压力。此前国务院要求天津、内蒙、辽宁、吉林、黑龙江等12个债务较高省份除供水、供暖、供电等基本民生工程外，省部级或市一级2024年不得出现新开工项目，严控新增楼堂馆所等新增基础设施建设以及地方盲目上马新项目的行为，表明中央层面有意识的严控财政资金浪费，不允许有限的财政资金用于过剩的和低效的基建投资项目。未来要以过苦日子、紧日子的心态扎扎实实应对经济下行压力，而不应采取以往大兴投资的方式进一步挤占社会资源。

调整优化政府债务结构，可考虑由中央政府通过发债等方式加杠杆，增量资金主要用于支持消费，改善民生。调整政府债务支出重点涉及到我国央地杠杆结构调整的问题。当前我国地方政府杠杆率较高，含隐性债务的政府杠杆率接近100%，地方政府债务余额及杠杆率明显高于中央，再考虑到地方政府的财政收支压力与付息压力，地方政府通过负债支持消费并不是一个合理的方式。相较而言，我国中央政府杠杆率尚处于较低水平，据我们测算，截至2023年我国中央政府部门杠杆率水平为23.6%，远低于美国、日本等发达国家三位数的杠杆率水平，中央政府部门存在较大的加杠杆空间。从当前我国的政府债务用途来看，相较于地方政府专项债发行需要有对应的项目，国债的发行并无这一限制，国债有国家信用做支撑，并不需要对应某个具体项目，一定意义上可以说中央政府债务是“自由的债务”，考虑到我国中央政府的杠杆率仍位于较低水平，因此通过加大中央政府部门杠杆率水平，如增加国债发行等方式来支持消费是可考虑的选项。

三、消化房地产存量、稳住资产价格，增量市场资金主要用于新动能投资与培育

伴随资产价格持续走低，居民、企业、政府等部门资产负债表受损已经有所显现。2023年以来，我国股票市场价格整体走低，上证综指、沪深300与深圳成指分别回调了3.7%、11.4%与13.5%，香港恒生指数回调了13.8%，同时我国房产价格总体呈现出下滑态势，大中城市新建商品住宅价格指数与二手住宅价格指数同比皆为负增长。房地产作为国民经济的重要支柱以及居民财富的重要载体，房地产等资产价格的下行对于全社会的资产负债表均带来较大的冲击。从近两年的情况来看，我国政府部门、非金融企业部门、居民部门的资产负债表均受损。从居民部门来看，股票下行与房产价格下行带来居民资产增速显著回落，从2017年的24%下行至2023年前三季度的2.8%，2022年至2023年前三季度，居民部门因理财、股票及房产价格下行带来的财富损失约超过10万亿，财富缩水之下居民超额储蓄现象也较为显著。从企业部门来看，规上工业企业的资产增速低于负债增速，企业尤其是私营企业的资产负债率或被动攀升。从政府部门来看，房地产市场调整显著影响了地方政府的基金收入，2023年1-11月，土地出让收入同比下滑17.9%，地方政府财政收支压力加大。

其中居民部门资产负债表受损的情况较为显著，居民部门的债务风险需特别关注。据测算（中诚信口径），2023年我国居民部门杠杆率在69%左右，在全球来看处于高位水平，截至2023年二季度，欧元区、日本的居民部门杠杆率分别为55.2%、67.5%。且中国居民部门的资产和负债主要集中在房地产领域，按揭贷款利率也较高，所以相对于其他国家，我国居民部

门的债务风险更大。房价下行之下，居民部门杠杆率变化自2021年以来显著变异，住户贷款余额增速也持续下滑，居民部门或存在节衣缩食“主动去杠杆”的情况。居民部门资产负债表的稳定事关民生，对于消费改善、对于整体社会的稳定都至关重要，当务之急是要尽快稳住房地产价格下行预期。

房价已进入下行通道，但在房价下行过程中我们要设定好底线，防止风险的进一步蔓延与扩散。早在2021年我就曾多次提出，我国房地产价格已经进入不可逆转的下行通道，但是在下行过程中，要避免房价硬着陆，要防止房价过快下行带来的溢出风险。从国际上来看，当房价下行35%-40%，触发系统性风险的可能性上升。当前我国居民负债端与资产端集中于房地产，若房价下行35%-40%,出现断供潮的风险将有所加大，银行不良率将大幅攀升，届时银行介入对房产进行处置，这将进一步加快房价下行，从而进入负向循环，发生金融风险、系统性风险的概率加大。因此虽然价格的上升和回落是市场经济的规律，但是我们要建立底线，避免房地产出清过程中出现处置风险的风险。

消化现有存量房产库存，将有限的资源集中到发展新的产业、培育新的动能中去，而非消耗于已经过剩的房地产等领域。经过长期大规模的房地产投资建设，房地产市场当前总体上已经出现了供过于求的局面。伴随着房地产市场调整，房地产投资跌幅扩大，我国新建房屋面积从2019年22.7亿平米下降至2023年的9.5亿平米。当前新建和在建项目中有相当部分用于保交楼、保障房供给以及“平急两用”相关设施建设等，但当前我国二三线城市甚至是部分一线城市均存在着非住宅地产的大量闲置，与其新建保障房、“平急两用”相关设施增加供给，不如将现有的存量地产如写字楼性质的商业地产改造为保障房等使用，尽量消化存量房产库存，而非大规模新建增加供给，这样在盘活、消化存量的同时也不会加剧供需失衡。此外，我国每千人口医疗卫生机构床位数同比增速长期低于 GDP 同比增速，医疗基础设施仍待进一步提升，可将部分存量房产通过改造提供给医疗、养老等结构性供给短缺的领域来使用。这些存量房产伴随着新产业新业态的注入获得了新价值，既降低了银行的风险敞口，也起到缓解市场悲观情绪的作用。

总体上来看，当前形成了经济下行与价格下行的交织叠加，二者互为因果，实现价格稳定有助于实现经济的稳定。所有可能引起价格下行的政策措施要慎重出台，要坚定的出台促进价格企稳的政策，特别是需要转换思路，在增量的改革与创新方面开拓思路。此外，政策引导最终还是要依靠市场机制实现新的平衡，而不能简单的通过行政措施进行干预，比如房

地产领域的限购、限售、限价等措施只会加剧供需失衡和市场波动，反而放大了存量市场调整的风险与冲击。

缪延亮：从低效货币扩张到高效信用扩张

缪延亮 中金公司董事总经理

以下观点整理自缪延亮在CMF宏观经济月度数据分析会（总第70期）上的发言

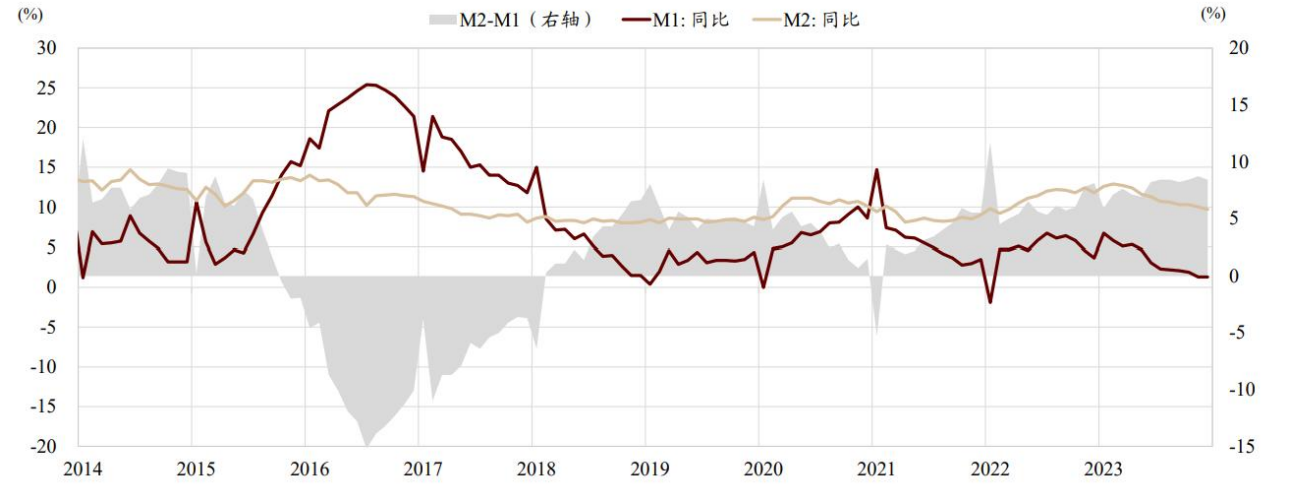
近期我国货币运行出现了一些新现象：M2保持近两位数的增速，M1增速却降至低位，2023年12月的M2-M1之差到达8.4%的高位。为什么M1和M2增速出现明显的剪刀差？背后的机制是什么？资金到底是空转还是不转？回答上述问题，既要看货币，也要看信用。从根源上看，信用扩张的新形式导致货币运行的新现象。要从低效货币扩张走向高效信用扩张，需要财政和货币政策协调配合，破除“不转”，挤出“空转”，提升金融服务实体的质效。

一、货币运行的新现象

（一）弱经济动能下M1增速走低

M12-M1剪刀差首先来自M1增速明显下降。我国M1主要为流通现金与企业活期存款，从同比走势看，在2014年、2015年房地产有下行压力时，M1增速处于略高于今天的较低水平，随后2016年、2017年房地产棚改货币化政策推出后，M1增速快速回升，过去几年M1增速保持相对较低水平。目前M1增速处于历史低位，主要由于周期性和结构性因素共振下，交易性货币需求下降，企业活期存款占比降低。

我们认为当下M1增速偏低是正常经济现象。过去只要地产行业繁荣，M1增速就会快速提升，但过去所依赖的房地产高周转模式现在已难以为继，导致M1几乎停止增长。微观层面来看，房地产低迷时，经济活力下降，微观主体不愿意加杠杆，存款从居民部门向企业部门转移的动力减弱，从而导致企业活期存款低增，M1增速偏低。简单来说，“资金不转”解释M1低。

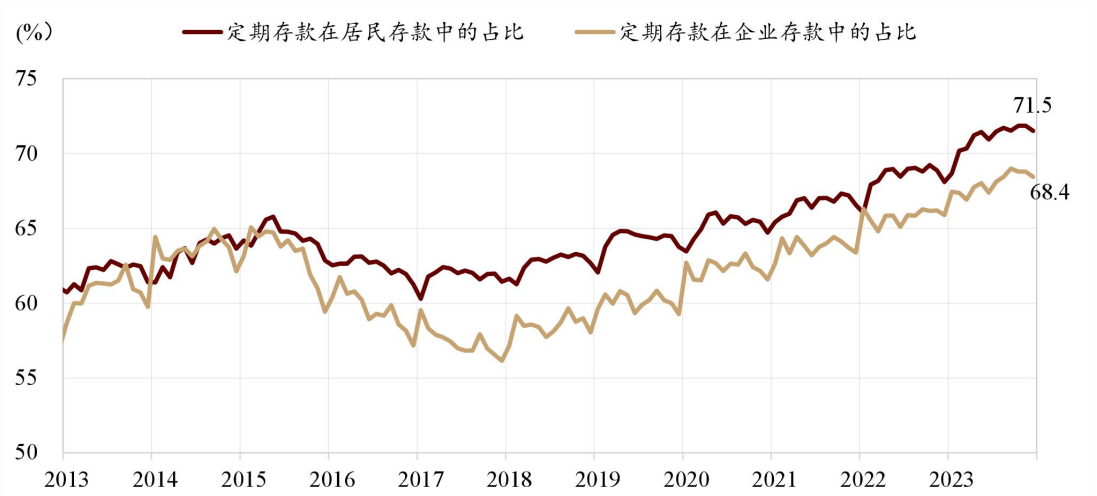


资料来源：Wind，中金公司研究部

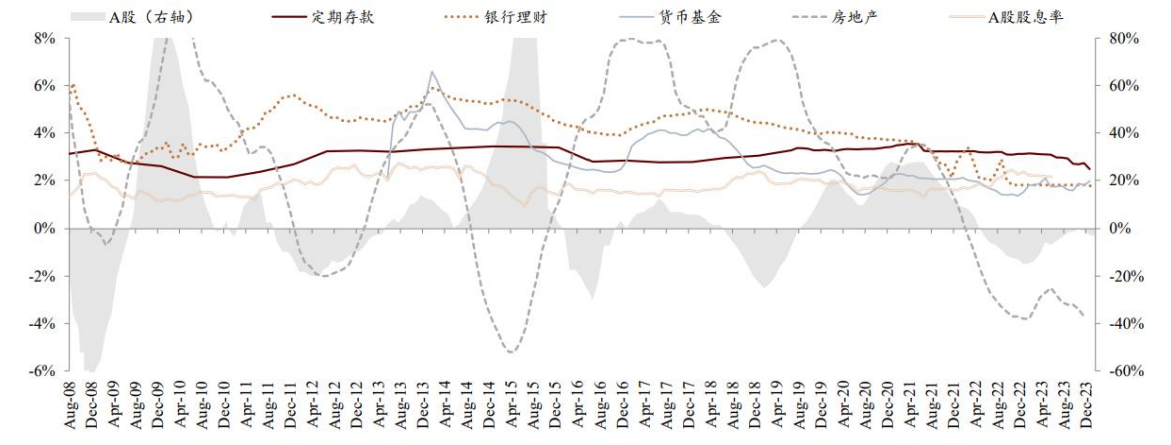
（二）企业和居民定期存款增加， M2-M1剪刀差走阔

M2-M1剪刀差走阔既由于M1增速较低，同时也因为M2大幅扩张。那么M2从何而来？把去年新增26万亿元的M2拆分，可见其中17万亿元是居民新增定期存款，另外6万亿元是企业新增定期存款。M1是M2的一部分，只增了2万亿元。因此，我们下一个要理解的问题是新增定期存款又是从哪里来的？

从利率角度看，过去一年A股和地产的投资收益率为负，银行理财和货币基金的收益率小幅为正，在2%左右，定期存款成为比较稳定的高回报投资，收益率在2.5%左右。所以，不同主体的资金最终汇集到利率最高的地方，即“水往低处流，钱往高处去”，定期存款成为流动性的蓄水池。2023年末居民和企业定期存款分别占居民和企业总存款比重的71.5%和68.4%，为过去十年新高。



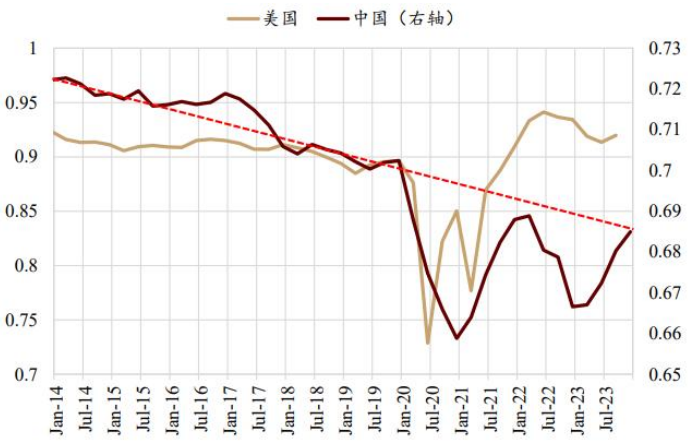
资料来源：Wind，中金公司研究部



资料来源：Wind，中金公司研究部

从实体角度看，M2增加并非居民节约开支的结果，也并非源于居民资产再配置。有一种理论认为，存款上升是因为居民预防性储蓄上升。中美边际消费倾向的差别似乎证明了这一点。在中国，居民在疫情前赚一块钱会花掉约0.71元，疫情后只花掉约0.68元，边际消费倾向下降大概两三分钱。在美国，居民在疫情前赚一块钱会花掉约0.9元，疫情中会花掉约0.95元，现在的消费倾向约为0.92元，有所回落，但是仍高于疫情前。这似乎告诉我们，如果居民真的把钱存起来，会导致M2增长和居民定期存款增加。但其实这是“存款的悖论”。居民的边际消费倾向下降实际上并不会增加社会存款的总额，只会改变存款的分配。举例来说，假设居民A缩减开支，自己的存款增加，但这会导致企业对应减少收入，表现为企业存款下降，进而企业可能会减少工资发放，又把压力转嫁到其员工居民B身上，导致居民B存款下降。因此，总体的净效果是造成私人部门之间的存款再分配，而社会的存款总量并未增加。

中美边际消费倾向对比



资料来源：Wind，中金公司研究部

再进一步，如果每个人都像居民 A 一样节约开支，会改变社会整体预期：居民全都不消费，会导致企业觉得形势变差，因此决定偿还贷款收缩生产，居民提前还房贷，整个社会的信用塌陷，派生出的存款总量减少。最后的结果是居民越节衣缩食，反而会导致自己的收入下降，最终存款越来越少。这其实正是凯恩斯1936年在《就业、利息和货币通论》提出的经典意义上的“节俭悖论”（Paradox of thrift）：公众越节俭，反而越穷困。

还有一种理论认为居民把以前购房和股票的钱转化为存款，从而导致 M2增加。从个人角度，这的确会增加居民存款，但从总量来讲，也不会增加整个社会的存款。尤其是二手房之间的买卖，只是导致不同主体之间存款转移。我们把以上这两种对 M2高增速的归因误区总结为“存款的悖论”和“配置的幻觉”。这些因素都是银行负债端的不同主体之间的交易，不会影响 M2的总量。M2的规模只取决于银行体系的资产端，银行扩表才能增加 M2。

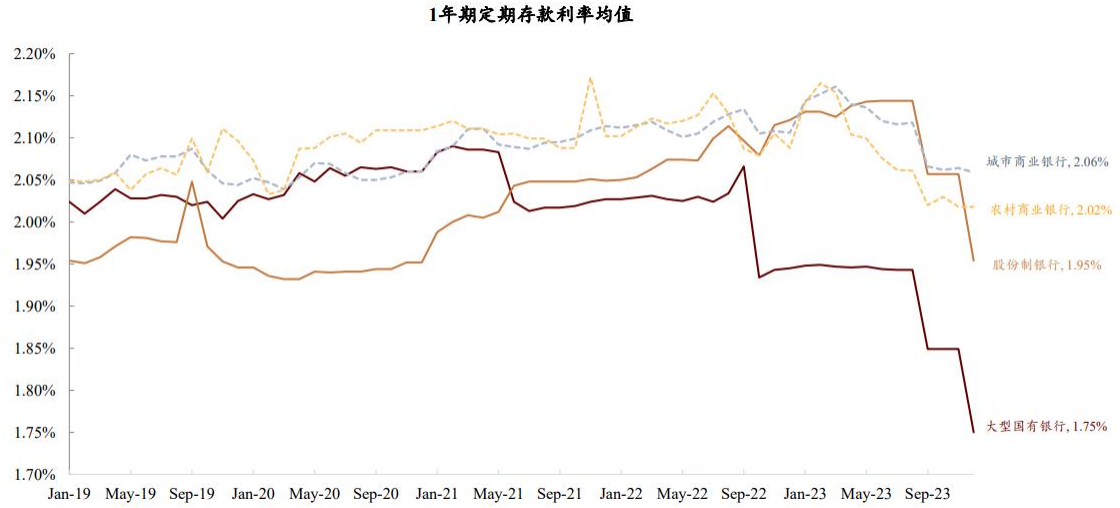
二、信用扩张的新形式

如果不是因为居民把钱省下来或把钱从股票等市场转移至银行而增加了 M2，那么什么原因会导致 M2增加呢？从经济结构变化的角度，M2与 GDP 相对比例上升在文献中被称为金融深化，通俗地说就是原来不使用货币的部门开始使用货币，也被称为中国的“货币化进程”（易纲，2004）。2023年 M2增速处于近两位数水平，但名义 GDP 增速不到5%，货币增速高于名义 GDP 增速5个百分点，表现为货币流通速度下降。

从本源上讲，货币创造只能来自于信用扩张，是通过银行体系的信用派生出来的。广义货币流通速度下降，既可能反映经济结构变化，也可能反映信用扩张的效率降低。除了满足居民企业的正常融资需求以外，现在出现了几种新的信用扩张形式，与传统信用扩张形式相比效率有所下降，甚至出现“空转”。

“不转”解释M1低，“空转”解释M2高。传统形式的资金空转一般包括企业和银行之间、银行和非银之间的资金空转。我在《信心的博弈：现代中央银行与宏观经济》一书中指出我国货币政策传导仍有待疏通，疫情期间的宽松政策带来的副作用就是一个典型案例，主要体现在金融机构空转套利和实体机构脱实向虚两个方面。第一，大量的流动性投放压低了货币市场利率，金融机构在强烈的宽松预期下大肆加杠杆套利，导致资金在金融体系空转和杠杆率抬升，形成银行和非银之间的资金空转。第二，部分资金虽然传导到了企业端，但是由于利率双轨制，货币市场的低利率向存款利率传导不畅，企业利用低成本融资进行存款等金融套利，而没有真正用于实体投资，形成企业和银行之间的空转。但当前的情况并不属于上述两种传统空转。如果企业和银行间进行资金空转，那么企业金融投资会明显上升；如果银行与非银之间进行资金空转，那么非银存款会明显上升。我们当前并未观察到这两项指标上行。所以资金空转的具体形式发生了变化，我们总结为以下三种主要形式。

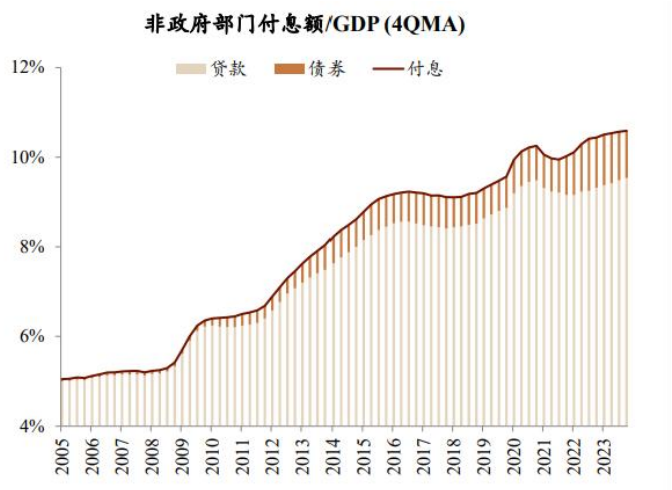
第一种新的空转形式是“大银行放贷，小银行买债”。企业从大银行获取低息贷款，再将贷款存到利率更高的小银行，小银行使用存款资金购买二级市场债券。如果小银行在一级市场买债则可以形成有效信用扩张，但如果在二级市场买债，就是一种相对低效的信用扩张模式。资金并未转化为实体投资生产，但由于大银行、小银行在此过程中各扩了一次表，货币量发生了扩张，形成了“空转”。这是一种之前没有出现过的新形式。银行利率体系明显分层为这种新形式创造了条件。通常大型商业银行一年期定存利率只有1.7个点，城商行一年期定存利率2个点。中小银行金融投资同比增速上升较快，大银行贷款增速上升较快，也印证了这种新形式的存在。





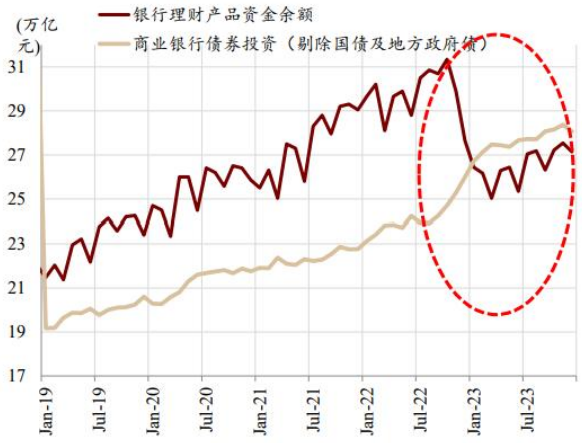
资料来源：Wind，中金公司研究部

第二种形式是企业借新还息。按照 BIS 的数据，现在中国经济总债务约350万亿元，接近 GDP 的3倍，每年付息压力相当于 GDP 十个点左右，2023年贷款付息12万亿元，债券付息1.3万亿元。很多城投公司发债都是为了借新还息、还旧。随着债务越来越多，付息压力攀升，企业借新贷款还本付息的比例可能会逐渐增加，这种情况下资金也没有真正落实到实体经济或形成增量投资、消费等。



资料来源：Wind，中金公司研究部

第三种形式是理财等表外产品回表。受居民理财赎回的影响，2022-2023年银行理财产品规模下降约2万亿元。需要注意一点，居民把理财产品卖掉换成存款，不会增加社会存款总量，这对应上文提到的“配置的幻觉”。但是当理财产品被赎回后，银行购买理财产品持有的债券和其他资产，会把原本的理财等表外产品的资产收回到表内，扩大银行资产规模，会增加M2。

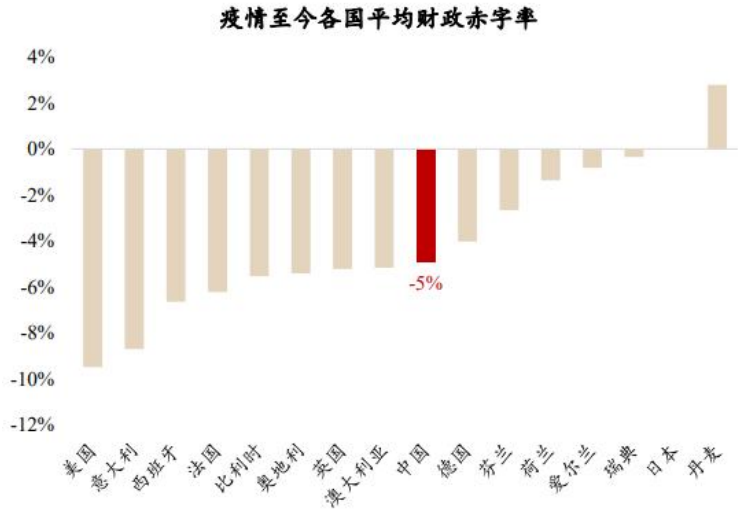


资料来源：Wind，中金公司研究部

三、如何增加有效货币扩张

（一）财政充当最后借款人，解决“不转”问题

解决“不转”问题需要财政发力和改善预期。从国际比较上看，疫情之后至今中国的财政政策力度整体处于居中水平，因此我国财政政策仍有发力空间。美国经济去年表现较好，很重要的原因是通过三大法案（《基建法案》、《通胀削减法案》、《芯片法案》）做了财政刺激。相比中央银行通过基础货币的发行，财政政策相比货币政策而言是外生货币，将直接形成 M2，如果我们财政发力的话也能够起到好的信用扩张作用。财政发力并不局限于增加投资，也可以做实社会保障和养老体系，既有助于缓解短期经济下行压力，也有利于促进长期经济结构转型。



资料来源：Wind，中金公司研究部

（二）淡化信贷目标，理顺利率体系，解决“空转”问题

由于信贷目标约束，叠加存款利率相对较高，形成了“大行放贷、企业存款、小行买债”的空转链条。因此货币政策需要淡化信贷增量目标，审慎地放贷，加大对实体经济的信贷支持力度，强调信贷增长平稳化、有效化和结构优化。同时针对定期存款利率偏高的情况，一方面要把存款利率理顺。如果直接降低存款利率让小银行压力较大，可以先引导货币市场利率下行，缓解小银行的融资压力。另一方面提高其他资产收益率，加大中长期资金入市力度，增强市场内在稳定性，提升上市公司质量和投资价值。双管齐下，让银行体系中的低效的信用扩张真正到实体经济里面去。

总结而言， M1和 M2分化现象下，我们认为 M1增速低是正常的，因为房地产的大周期已过，微观主体加杠杆的意愿下降，所以“不转”解释了 M1增速低。更重要的是 M2为什么高。

M2增速高是因为“空转”，背后的原因既包括信贷增量的目标，也包括利率体系分层形成的空转新形式。最后，如何从低效信用扩张走向高效信用扩张，需要财政政策和货币政策配合起来，结构性地、有针对性地发力，才能起到更大的作用。

陆挺：以进促稳：房地产“止血”要做好保交楼工作

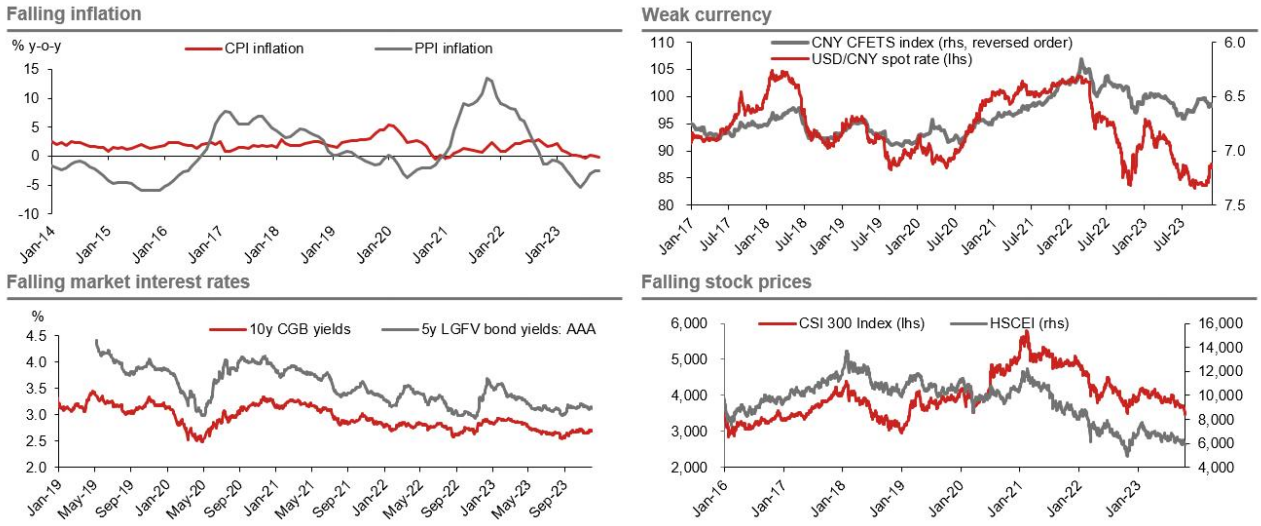
陆挺 野村证券中国首席经济学家

以下观点整理自陆挺在 CMF 宏观经济月度数据分析会（总第70期）上的发言

一、2023年经济“非典型复苏”

回顾2023年经济发展状况，实际 GDP 增速符合预期，而名义 GDP 增速下降，不及预期。当我们讨论“以进促稳”中哪些地方“不稳”时，名义 GDP 增速是“不稳”的一个表现，背后的成因是价格的低迷。

2023年多方面的经济表现均与年初的预期有差异。CPI 方面没有出现高通胀，CPI 同比连续几月负增长。人民币汇率方面，总体上人民币呈贬值态势。利率方面，未见利率上行和加息政策，反而看到了央行降准降息。股市方面，中国股市仍显低迷，甚至2023年的中国股市是全世界表现较差的几个市场之一。



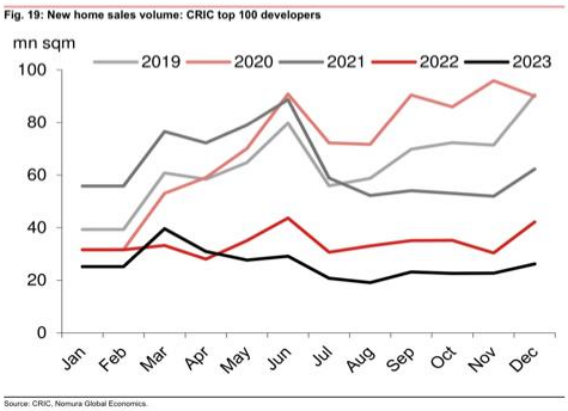
二、企稳关键在地产和外需外资

（一）地产低迷拖累经济复苏

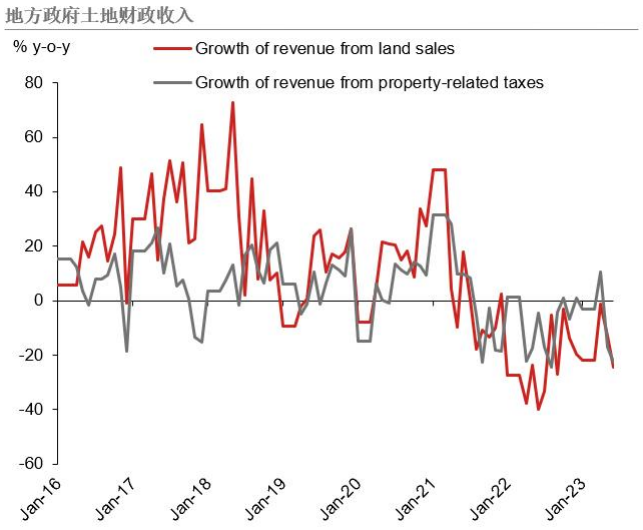
“不稳”背后的成因是什么？为什么我们反复强调“稳”？

第一，名义 GDP 低于预期的重要原因是房地产行业低迷。官方数据中，2023年房地产新房销售呈下行态势。中国前100名开发商的新房销售数据显示，2023年的新房销售不仅没有像

其他消费类行业一样复苏，反而整体进一步下滑。背后的原因是什么？为什么房地产行业没有如大家预期的那样在2023年稳住呢？个人认为，这其实是几个因素综合造成的。一是长期趋势使然，中国潜在经济增速下降，城市化在减速。二是周期因素，在2015年到2018年间的货币化棚改中，中央直接通过印钞刺激了房地产业，前置了很多低线城市居民的住房需求。又由于棚改资金的分配和市场需求基本无关，导致资源错配，大量低线城市的房价在2017年之后下跌，损害了居民的资产负债表和购房的信心。三是在过去两年中，因为“五道红线”等在融资方面的严厉压制，大部分民营房企处于实际违约或濒临违约的之中，很多地方的“保交房”问题还没有得到妥善解决，民营房企信誉大幅受损，多数民营房企处于业务收缩的状态。国有房企是新开工和新盘销售的主力，但在2022年之前国有房企只占市场份额的两成多，不可能在短期内填补民企留下的巨大空缺。

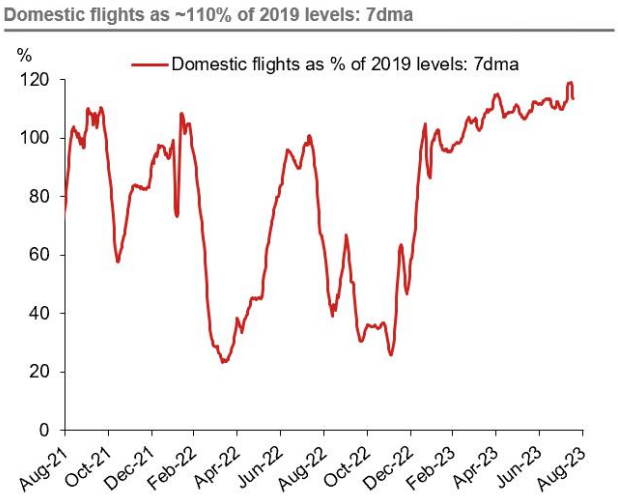


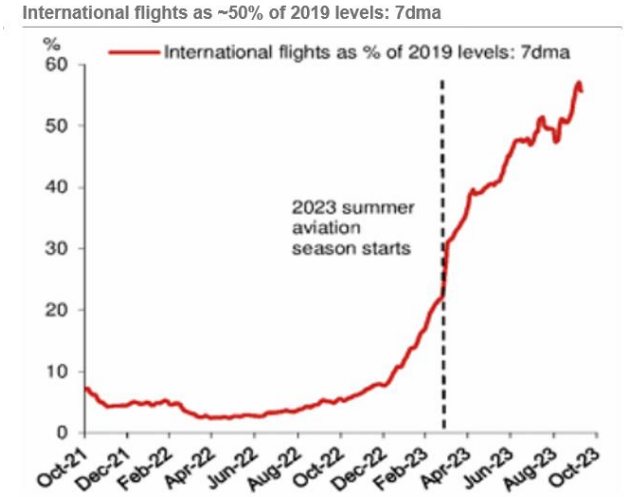
中国房地产行业有两个下降的螺旋。第一个下降的螺旋在“保交楼”和新房销售之间。“保交楼”问题损伤了市场的购房信心。因为中国的房地产新房销售主要是期房形式，居民需要预期买了期房后在多大程度上能够及时拿到房子。如果开发商不能顺利卖掉新房，实际上就没有大量现金修建前期已经卖掉的住房，从而造成第一个下降的螺旋。**第二个下降的螺旋是在房地产企业卖房和地方政府财政收入之间。**中国的房地产行业在本轮下行周期之前，对GDP 的贡献接近25%，对中国地方财政贡献接近40%。而过去两年间，中国房地产企业的买地量大幅下滑，甚至实际下滑程度超出官方的数据，因为官方数据中存在大量卖给了自身地方政府融资平台的土地。在卖地收入和其他房地产相关的税收大幅下降的情况下，地方政府财政不得不减少各种支出，包括公务员和事业单位的工资福利方面的支出，进而使很多低线城市的中产阶级实际收入水平受到一定影响，反过来影响到房地产销售。这两方面的螺旋形成对房地产行业很大的制约，也是即使在优化疫情防控措施和中央推出了很多房地产方面的宽松刺激政策之后，2023年的房地产行业仍未及时复苏的两个重要原因。



（二）外部经济形势严峻

强调“稳”的第二个关键是外需外资。疫情后国内航班迅速恢复，在2023年春季时已恢复到2019年水平的110%，而直到2023年年底跨境航班复苏还不到2019年的60%，体现了新常态下，由于地缘政治博弈等种种原因，2023年中国经济外部环境的严峻态势。外贸方面，中国对美出口明显下降，2023年出口增长的主要动力来自于发展中国家和新兴市场国家。FDI 方面，2023年初 FDI 直线下降，三季度甚至出现了有史以来的第一个负值。金融市场方面，香港股市作为中国的金融中心，一直承担着给中国企业国际融资的重要任务，而在2023年，香港股市的 IPO 融资总量只有以往高点的1/6，通过 PE、VC 或股市二级市场等渠道对整个中国经济产生了一定的负面影响。



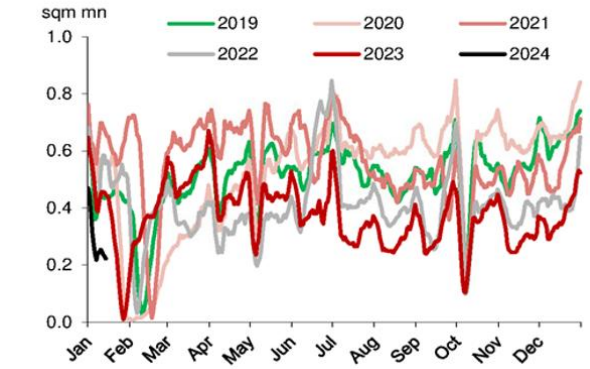


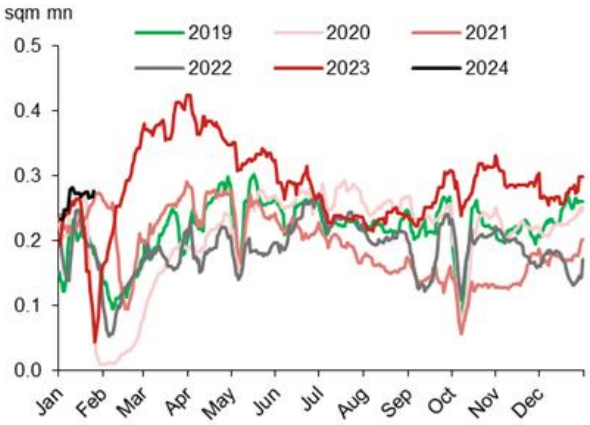
三、预计2024上半年经济企稳仍有压力

总体来讲，中国经济在未来几年的韧性强劲，但是要清晰地看到，在2024年上半年，经济企稳的压力可能会加大，主要有四个方面的原因。

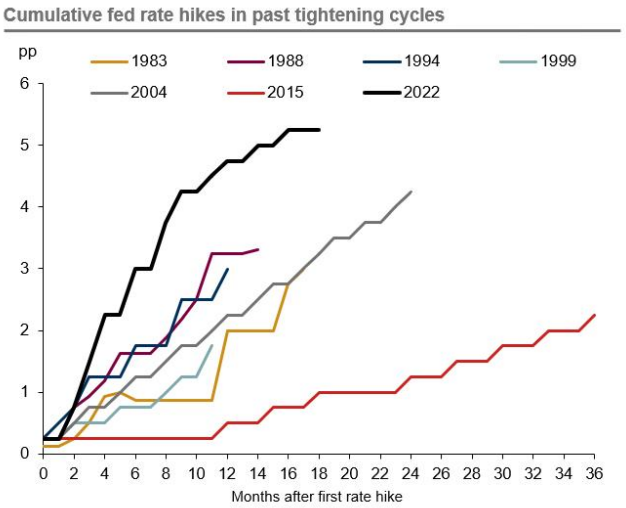
导致2023年经济“不稳”的两个问题可能持续影响2024年经济表现。第一，房地产行业的拖累效应。新房销售在今年年初显著下降。下左图是今年前三个星期的新房销售数据，下右图是对应的二手房销售数据，过去一年房地产行业在各种宽松政策下尚未有所企稳，今年的房地产行业在去年的低基数下仍在下行。其次，上一季度房价继续下跌，在房价下跌的过程中，居民购房欲望再降，非刚需的投资类房地产需求极低。同时在政策端，“保交楼”进展稍缓，央行推出了2000亿人民币“保交楼”贷款支持计划，但施展有限。从不同角度度量过去一年的水泥产量，官方数据显示产量下跌了5%左右，从民间水泥企业角度看，产量下跌了25%左右，可以说“保交楼”有进展，但进展有限。数据显示“保交楼”在2016年以后存在很大的问题，每年的期房销售数据和交房数据间存在一个非常大的缺口，这个缺口甚至达到了过去几年期房销售平均水平的50%左右。因此过去一年中“不稳”的房地产方面到可能延续至今年。

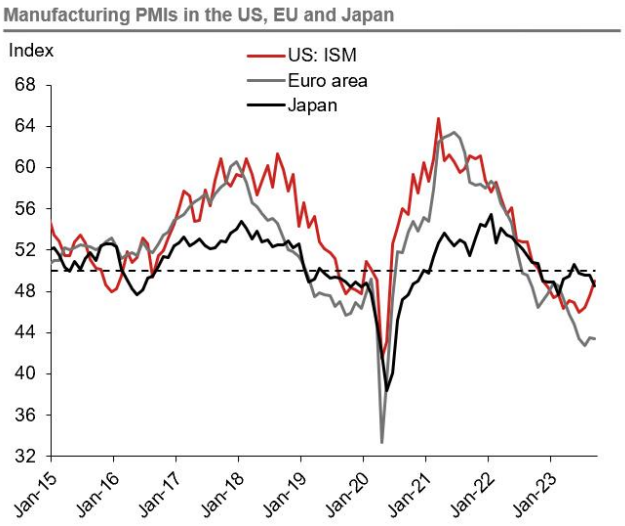
Fig. 15: New home sales volume in major cities: 7dma



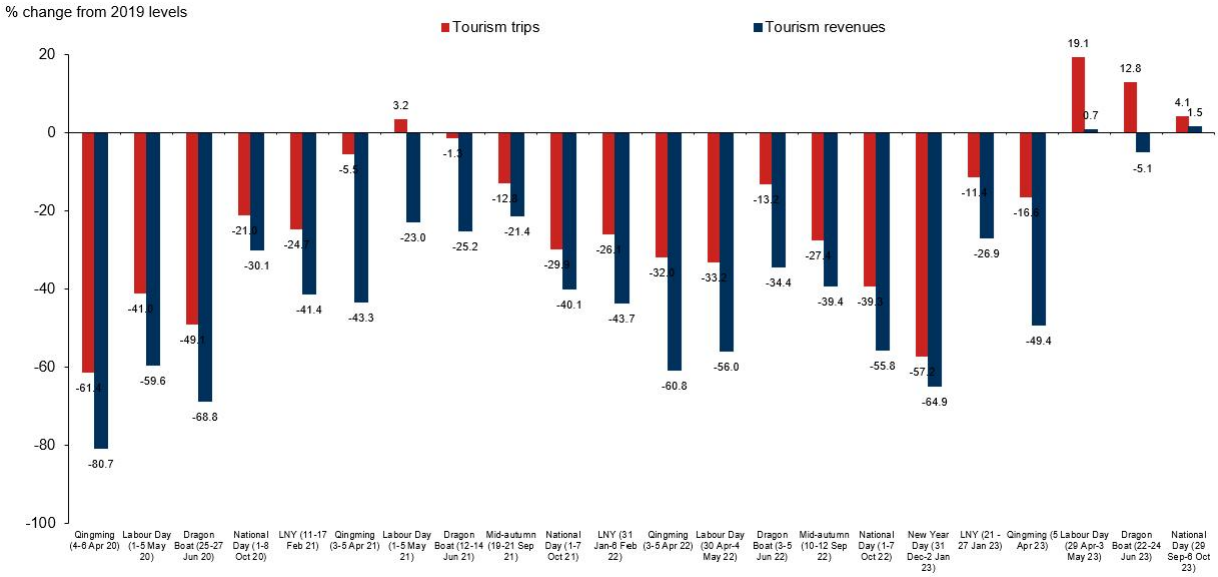


第二，2024年部分外需外资可能恶化。首先，2024年全球经济增速极有可能下滑，因为在过去两年间，发达经济体大幅度上调利率，利率上调对经济的影响有一定滞后期。美国、欧洲和日本的制造业 PMI 都已经处在低于50%的分水岭上。目前在全球各大机构对2024年 GDP 的预测中，各主要发达经济体的经济增速大概只有2023年的一半，美国 GDP 增速大概会从去年的2.4%左右下降到今年的1.2%左右，日本会从去年的1.7%左右下降到今年的0.6%左右，欧洲现在已经步入衰退，也必然对中国的出口产生一定负面影响。另一方面，FDI 在过去两年大规模下滑，会对中国出口造成一定影响，这方面实际上是对供给侧的影响，因为包括港澳台企业的外资企业对中国出口的贡献达27%左右，因此在一两年后，FDI 明显下滑可能会对出口造成明显影响。





第三，消费动能减弱。2023年中国经济的一大亮点是消费，疫情后报复性消费承担了2023年整个中国经济增长的大头。过去一年间，相对于2019年，旅游出行人数和支出明显复苏，相对于疫情中间的几年更是一个极大的变化。同时也要看到，从去年的五一节到端午节、国庆节的旅游增速在明显下降，居民在经历一段时间高支出以后，弥补了过去几年因为疫情所造成的消费下降的遗憾，消费动能逐渐减弱。最后一波报复性消费在未来一个月将围绕着农历春节展开。



除此之外，还有几个方面会影响未来两三个季度的消费表现。一是财富效应，过去一年房地产价格总体而言是下降的，股市总体下跌，从而通过财富效应对消费造成拖累。二是收入效应，很多地方政府实际薪酬支出下降，部分白领阶层出现明显的降薪现象。三是预期固化，在疫情期间，大家如果发现负的财富效应和收入降低，大家可能认为这是一个短期冲击，对中长期来讲影响较小，但在疫情之后的一年，如果还是有负的财富效应和收入的降低，很多人就会认为这是在未来几年的一个新常态。如此，这样的预期变化会影响居民消费和家庭投资。

第四，2024年经济另一个动能是“新三样”，即新能源汽车、动力电池和光伏。去年一年，“新三样”无论是在产出还是在投资方面，表现都非常亮丽。“新三样”的投资其实有一定的周期性。最近这几个月需要关注的一个现实是，可能在某些领域已经出现了投资过剩的情况，比如，碳酸锂价格从2022年高点到现在已经下跌约75%，光伏组件价格从2022年高点到现在已经下跌约50%，全国多个地方政府都在大幅度上马投资“新三样”，这必然造成一定程度的供给过剩，进而导致投资增速下行乃至投资绝对值的下行。个人认为，这可能成为2024年经济增长方面的压力来源。

综上，2024年上半年经济维稳压力仍存。我们不能掉以轻心，中国经济韧性强劲，经济基本面长期向好，但是短期的下行压力不可忽视，主要在于房地产行业低迷、外需疲弱、报复性消费衰减和“新三样”投资增速下行四个方面。个人认为，今年春季乃至到今年第二季度五、六月份经济下行压力不会比过去两三个季度小，甚至有可能会加大。

四、有效的托底和刺激政策，房地产和城市化还是核心

我们需要对下行压力有清醒的认识和足够的预期，从而才能在政策方面紧紧抓住最大的痛点，高效提升国内需求，提振市场信心。如果在未来几个月能够加大宽松刺激政策的力度，中国经济在2024年下半年可能实现真正的企稳。政策需要在几个方面发力。

一是围绕房地产行业做好“止血”工作。经济企稳压力很大，但是我们的政策抓手不多，在 FDI、外需等方面能下的功夫比较有限，而在内需方面的政策调控空间足。房地产政策方面，关键是做好“保交楼”的工作。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，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”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。

二是要“输氧”，保障地方政府基本运作。房地产问题导致很多地方政府运转困难，从而造成上述的第二个下降螺旋。一方面要增加中央政府支出，另一方面也要加强对地方政府的约束机制，让有限的资金增量投入到最高效的、最能够拉动经济的、最能为未来中国经济创造有利条件的支出上来。

三是做好激活工作。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。

此外2024年中国经济发展也有有利条件，其中的亮点不可忽视。2024年几个主要发达经济体有可能开始降息，给予中央政府和央行更大的宽松刺激政策空间以稳住中国的房地产和

基建。这样的预期下，资金外流等方面已经得到明显改善，去年11月份、12月份资金已经明显流入。所以，我们一方面要看到下行压力，另一方面也要看到今年经济复苏的有利条件。如果房地产方面推出有效措施，“保交楼”方面全力推进，预期会在今年的下半年看到经济的反弹。

伍戈：厘清宏微观经济“温差”，加大逆周期调节力度

伍戈 长江证券首席经济学家

以下观点整理自伍戈在CMF宏观经济月度数据分析会（总第70期）上的发言

目前各界对于微观和宏观经济指标的解读存在差异。**理论上，总量指标是建立在微观家庭和企业的基础上，如果微观经济表现趋弱，宏观经济指标难有强劲表现。宏微观数据应该是保持一致的。大家对宏微观的感受不同可能是因为对数据的剖析理解不同，剔除基数效应后的名义经济增速表现如何，尤其值得我们关注。**

过去2023年的实际经济状况，价格指标、产能利用率、消费者信心指数等指标与总量性的指标产生了明显分歧。厘清这些分歧有利于决策者对经济情况产生客观看法。当因为只有经济存在挑战，才会会有积极的逆周期政策，承压大小也决定了政策力度强弱。

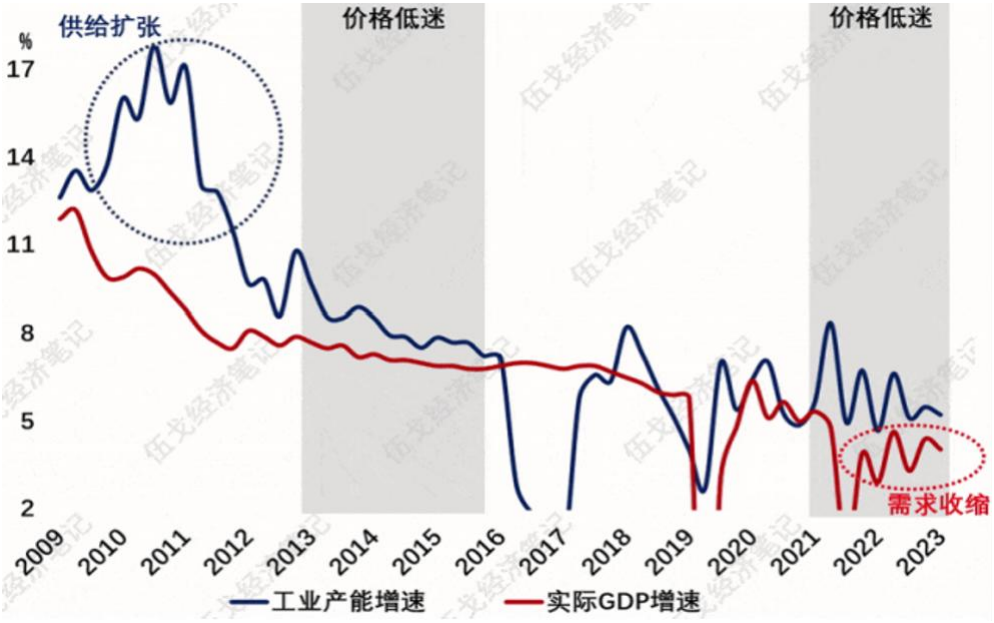
一、逆周期调节关键是力度

去年7月政治局会议后，中央指明房地产供求关系出现重大变化，明确提出加大逆周期调节。政策方向已经明确，问题的关键是力度。以利率为例，名义利率持续下降，央行做了很多努力，包括稳定商业银行净息差等。需注意的是，利率下降幅度是否合适？利率的调整是否有标准和规则？名义利率是在持续下行，但叠加国内外各种复杂因素，居民投资回报率和企业的投资回报率下降幅度超过了名义利率下降幅度，这种情况下，能否认为名义利率下降是充分的或者政策应对足够积极？财政政策方面也存在此类问题。2023年狭义财政赤字率由3%提高至3.8%左右，但如果把土地出让收入、专项债等指标纳入，广义财政赤字率是否更加积极了呢？

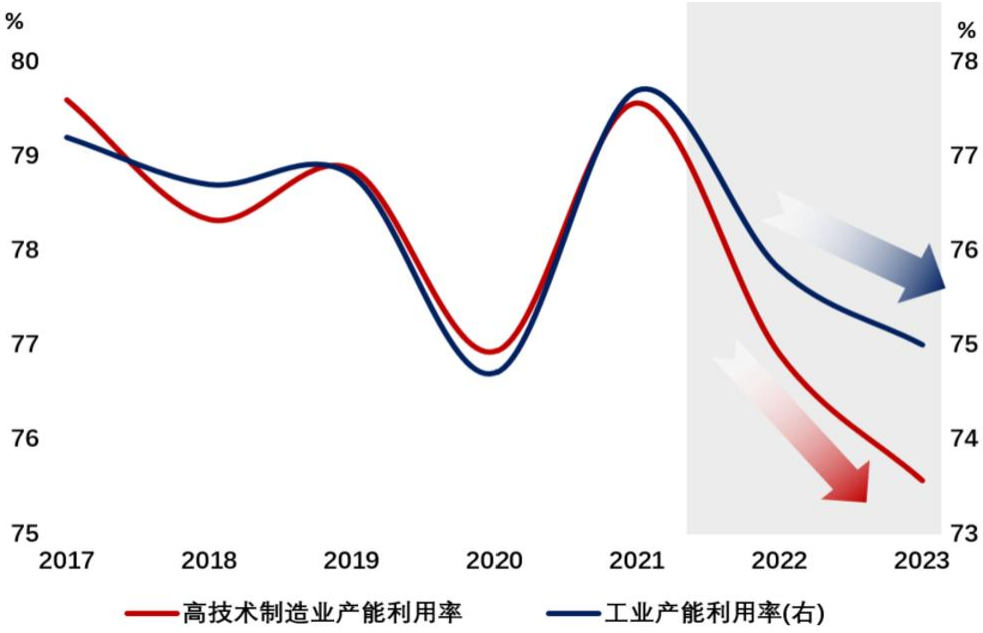
居民资产负债表在疫情期间受到了各种因素的影响而弱化，此时如果在增量上政策力度有限的话，就可能出现实际与预期复苏的预期差。

二、症结在于总需求不足

2015年和2016年的供给侧结构性改革建立在前期供给大幅扩张的基础上，而在本轮周期中，疫情以来宏观经济政策非常审慎，并未形成强力的供给过剩。所以目前药方应该主要开在需求不足上。

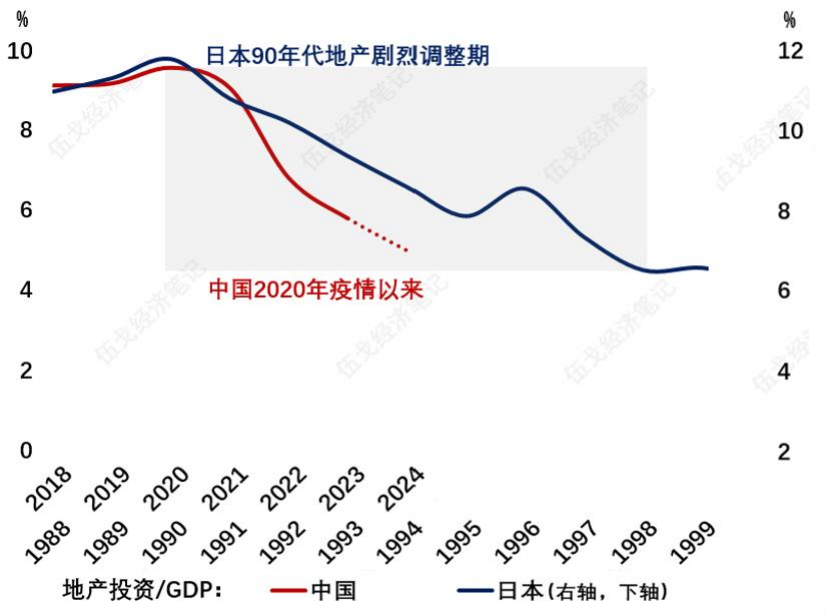


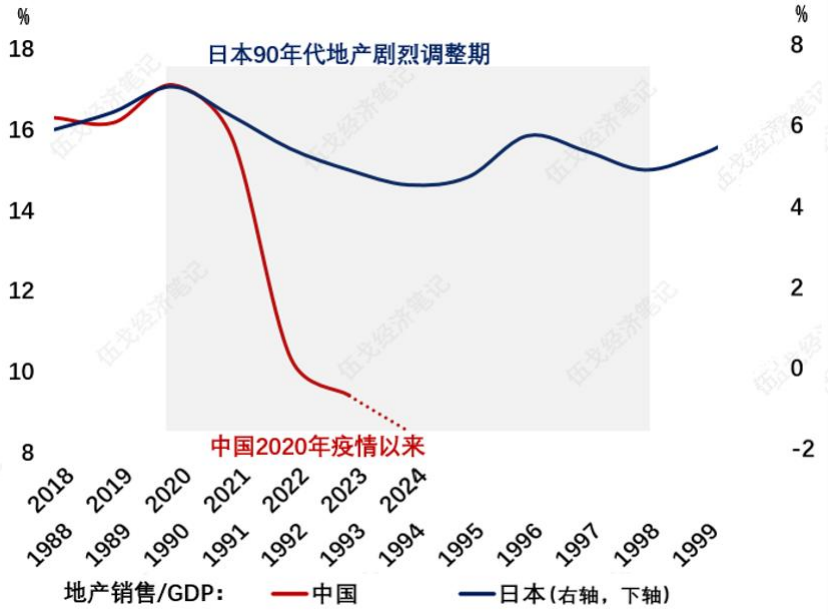
需求不足可在很多数据上看到，但在特定行业，也存在供给问题。高技术制造业的产能利用率比传统产业的产能利用率下降更快，意味着高新技术产业面临更重的过剩压力，这是过去几轮周期中罕见的。需要厘清政府和市场在培育新动能中的主导作用，明确哪一方对价格和市场更敏感，否则可能出现结构性过剩。



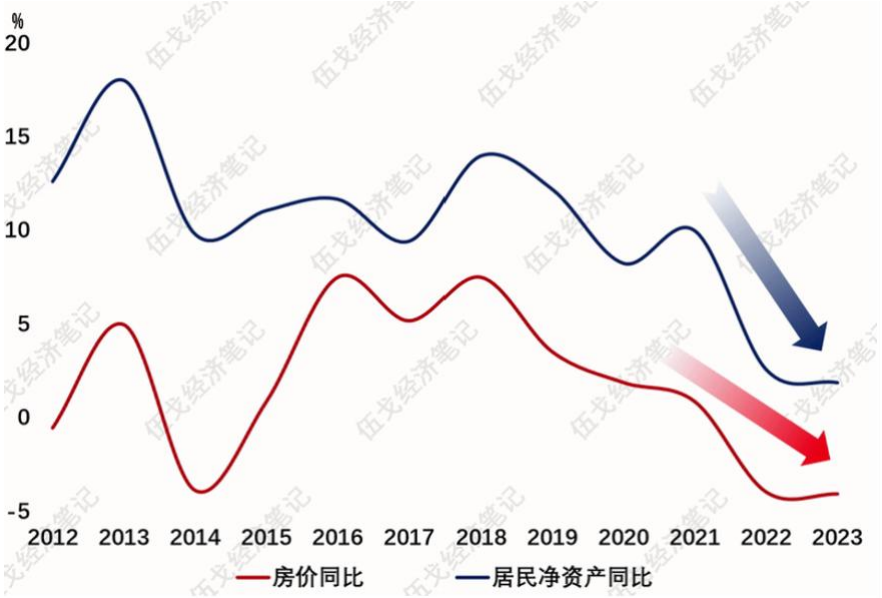
世界各国经验看，很少有国家能在地产持续低迷下实现经济稳定增长。不管是发展中还是发达国家，经济对衣食住行中的“住”依赖性依然非常强。在投资和销售两端，我国地产调整速度和幅度比1990年代日本更明显。当前一种流行的理念是用地产出清的形式解决地产

问题：房地产前期可能存在棚改货币化安置的透支，现在房价下降有利于部分居民买房，房地产市场调整越充分、越早，越有利于经济企稳。





然而，上述理念存在隐忧。**房地产是一个系统性的市场，我们并非认为房地产价格不应该调整，而是如果这种调整是单边的、持续的和大幅度的，那么可能意味着居民存量资产出现明显回落。**据央行统计，居民资产配置70%是房地产。不难想象，在收入不变的情况下，房价持续下降似有利于个人买房，但对整体而言就意味着居民资产缩水，进一步影响居民的消费和投资。

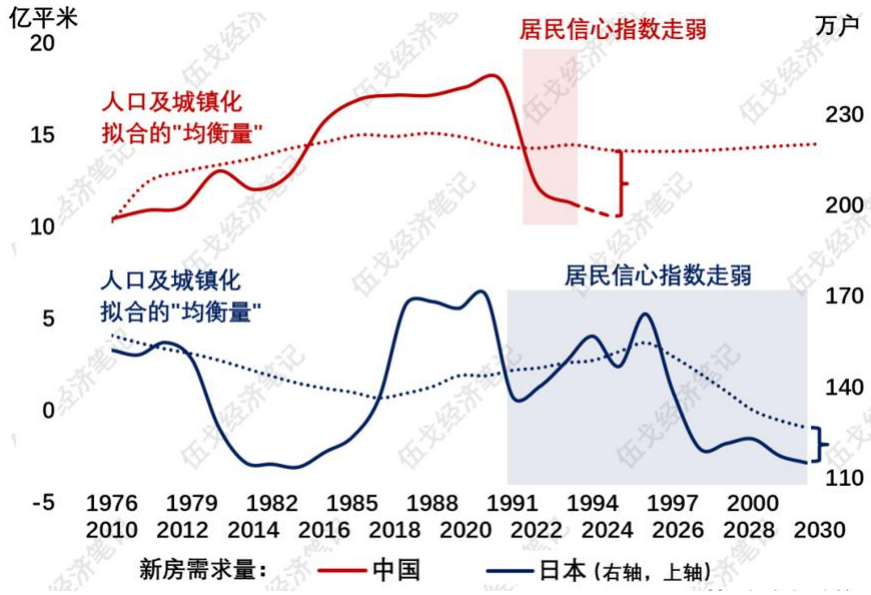


正如经济学的“节俭悖论”，微观而言节俭是美德，但从宏观看，如果每个家庭都过度节衣缩食的话就会对整体经济产生负面作用。地产领域也是如此，微观看房地产持续降价有利于居民购房，但从宏观看可能带来的是整体居民财富的单边压力，对整个经济动能的拖累显而易见。

对商业银行来说，如果房地产抵押品价值大幅缩水，其信贷扩张会存在阻力。这并非央行在通过宏观审慎管理以促进信贷扩张能解决的。

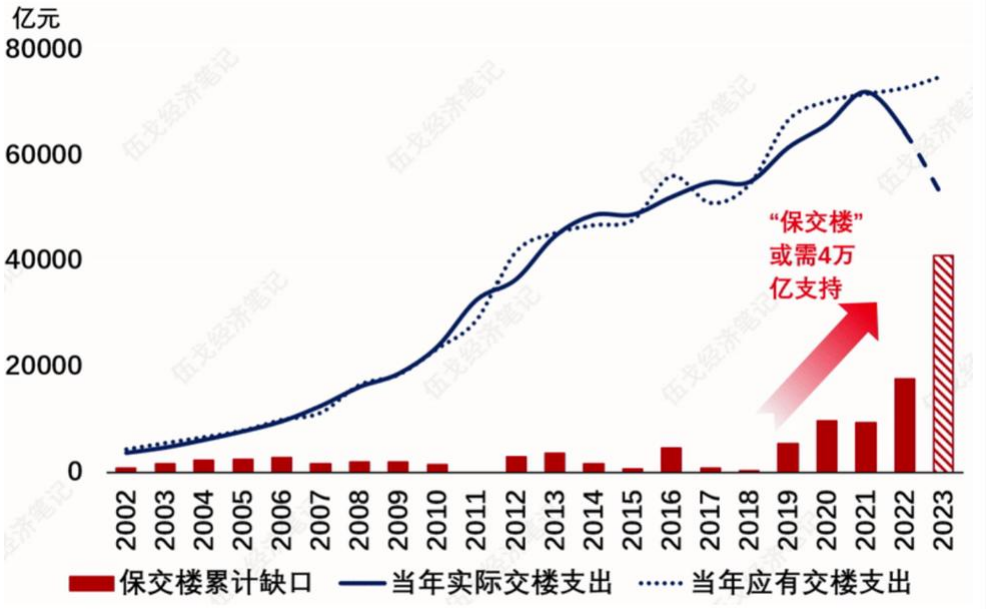
不少观点认为，随着中国人口老龄化、城镇化发展，未来房地产均衡面积也会下降，最终下降到均衡点就能解决一系列问题。这种理念在常态化下可行，按照人口和城镇化进程等长期变量拟合出房地产面积。但在非常态化下，以传统理念来找新的均衡点存在难度。日本在80年代也出现了地产透支问题，那么是否一定需要通过二十年的时间来偿还这种透支呢？这不是必然的。

在非常态化下，如果居民信心弱化，房地产均衡面积可能明显减少，这会与以长期变量进行拟合的均衡面积存在偏差。如果一个年轻人本来预计在未来三到五年内形成住房刚需，但由于信心问题，不断推迟买房，就会使得这个刚需“消失”。在预期出现明显变化的情况下，通过传统的人口和城镇化数据计算地产均衡面积会存在问题，因为这个均衡面积是动态和不确定的。



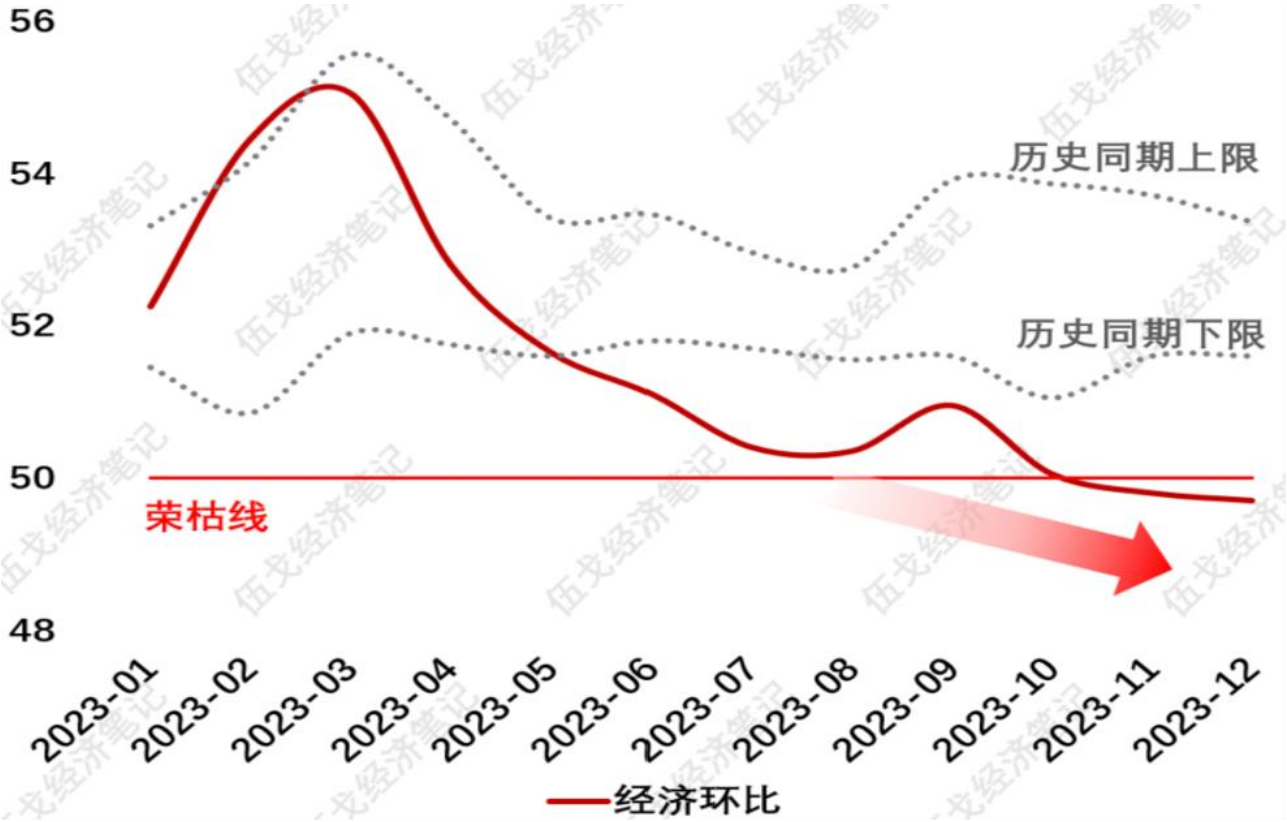
三、“有形之手”扭转市场失灵

地产供给端方面，央行持续发力，采取“三支箭”和“三个不低于”等政策推进保交楼。但客观上讲，商业银行一方面响应 “保交楼”，另一方面也存在风险考量等现实问题，政策推进或存在一定难度。



房地产企业如果无法依靠自身力量走出来，同时商业银行等外部资金也无法大幅度发力的情况下，房地产市场容易陷于失灵状况，这就要发挥政府这只有形之手的力量。

上世纪90年代我国成功应对了很多挑战，当遭遇价格下行压力和金融风险时，一方面强化了逆周期调节，另一方面也在供给侧给予了公共资金的救助，包括成立四大资产管理公司以救助银行。基建投资需要重视，但要有度的控制。



过去一年多的宏观调控似乎于过往的调控模式有所区别。在过去，如果脱离了 PMI 上下区间，往往意味着较强的逆周期调节，但过去一年多来，这种力度不是很强。也许这种转变源于经济目标从季度到年度层面的变化，但这可能加大经济波动率。**建议新的一年加大总需求政策力度，向着既定的经济增速方向，强化区间调控，从而为中国经济迈向高质量发展创造更加平稳的宏观环境。**

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, Forcasting 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：