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5月）（第72期）

短期经济企稳回暖，长期动能亟需夯实

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5月

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

2024年5月　总第72期

短期经济企稳回暖，长期动能亟需夯实

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限公司
承办单位：中国人民大学经济研究所

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

短期经济企稳回暖，长期动能亟需夯实

——2024年5月份中国宏观经济报告

报告人：刘瑞明
中国人民大学国家发展与战略研究院
2024年5月19日

报告框架

- 第一部分　短期经济企稳回暖，主要指标持续修复
- 第二部分　三驾马车面临羁绊，长期动能亟需夯实
- 第三部分　改革开放焕发活力，十大红利可供挖掘

第一部分 短期经济企稳回暖，主要指标持续修复

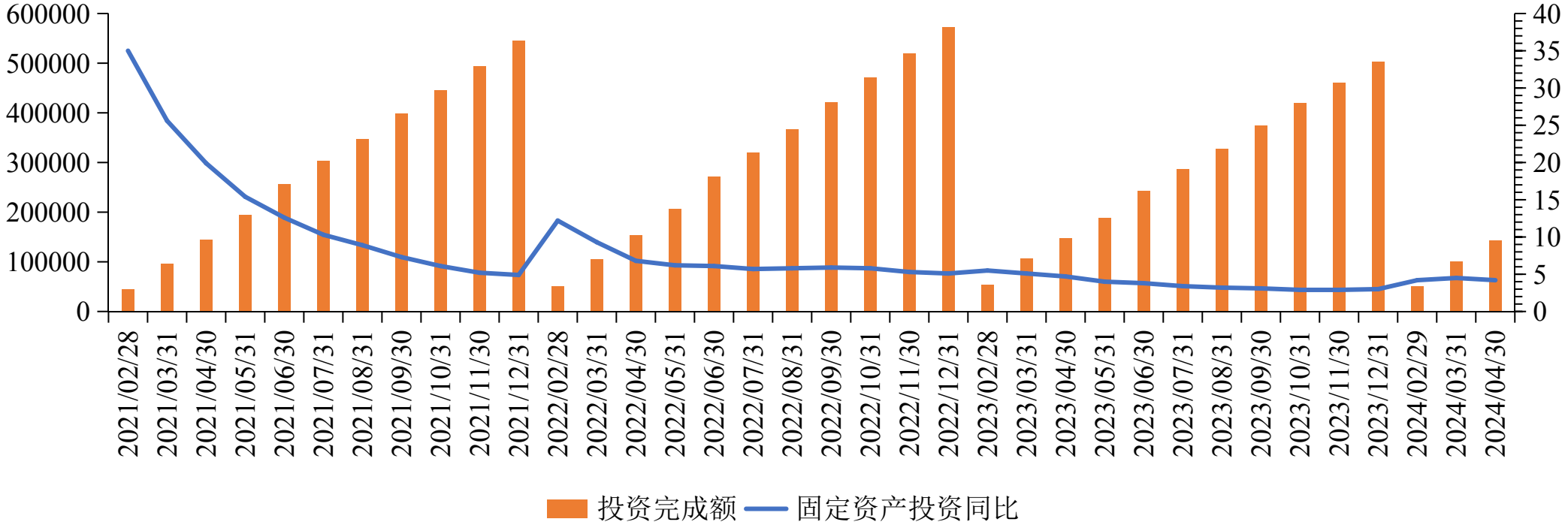
判断1：经济总体企稳回暖、持续复苏，市场预期有所恢复。

2024年，在党中央、国务院一系列利好政策的推动下，中国经济企稳回暖。

2024年4月 ，固定资产累计投资完成额实现14.34万亿元，累积同比增长4.2%；1-4月，规模以上工业增加值累积同比增长6.3%；进出口贸易总额同比增长由负转正，达到2.38%；失业率持续下降，城镇失业率为5%；价格指数边际改善；制造业PMI达到50.4，连续两个月位于50荣枯线以上。

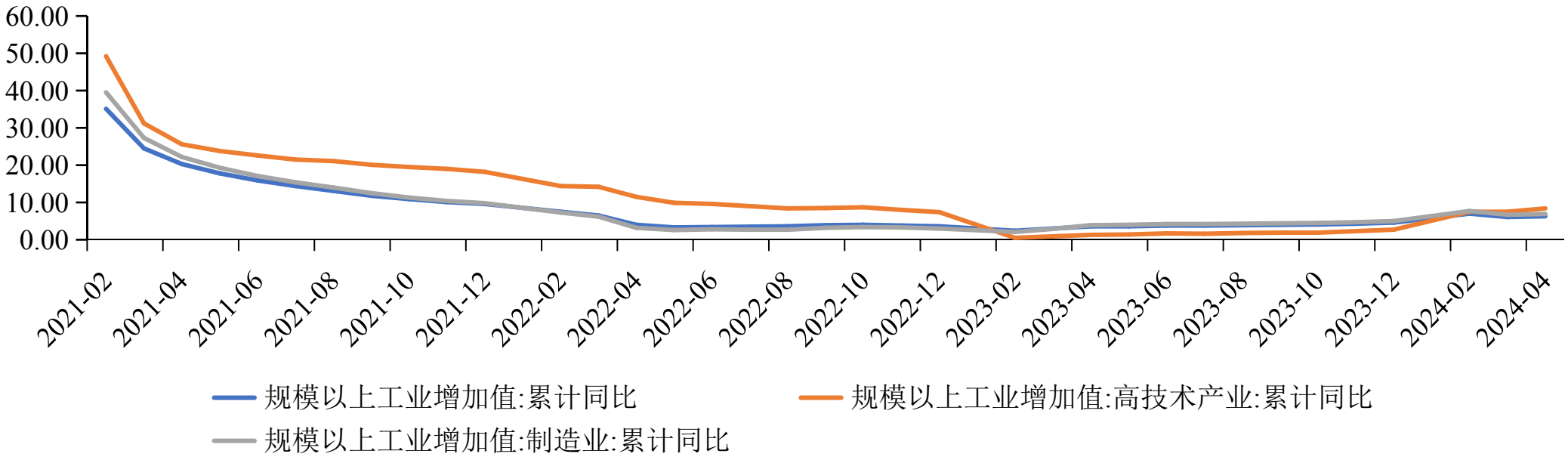
这些主要指标都预示着宏观经济在短期内呈现出企稳回暖、持续复苏的态势。

（一）固定资产投资持续修复，制造业恢复态势可观



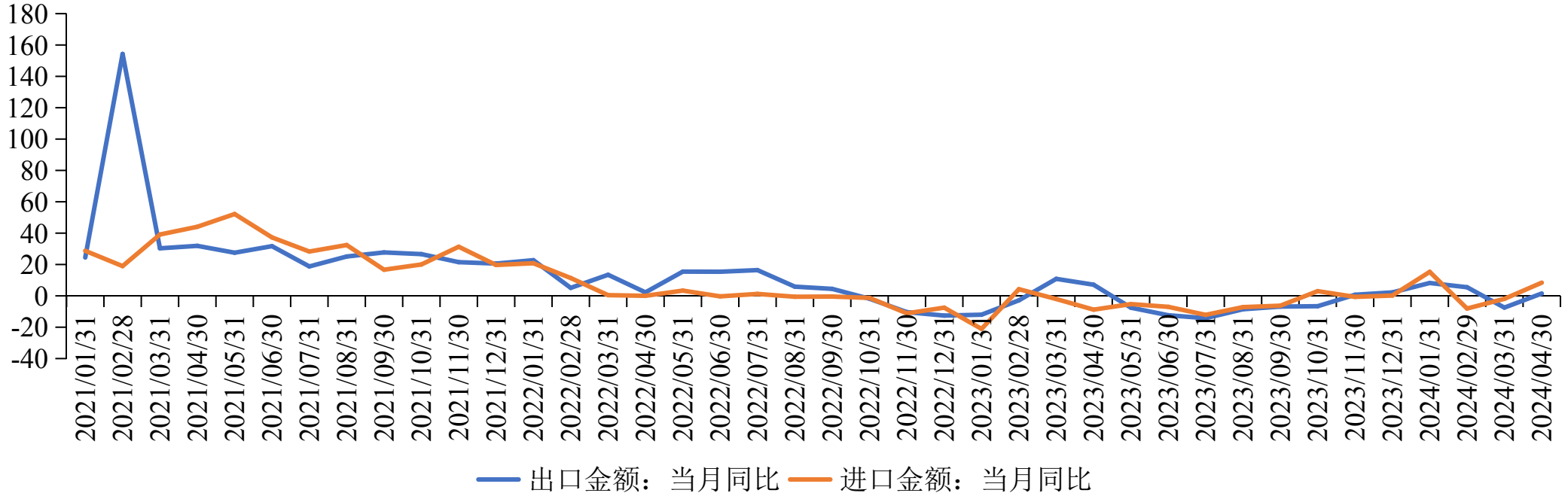
2024年1-4月份，全国固定资产投资（不含农户）143401亿元，同比增长4.2%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长8.9%。分领域看，基础设施投资同比增长6.0%，制造业投资增长9.7%，房地产开发投资下降9.8%。分产业看，第一产业投资同比增长1.9%，第二产业投资增长13.0%，第三产业投资增长0.3%。

（二）工企增加值稳步复苏，部分新兴产业表现良好



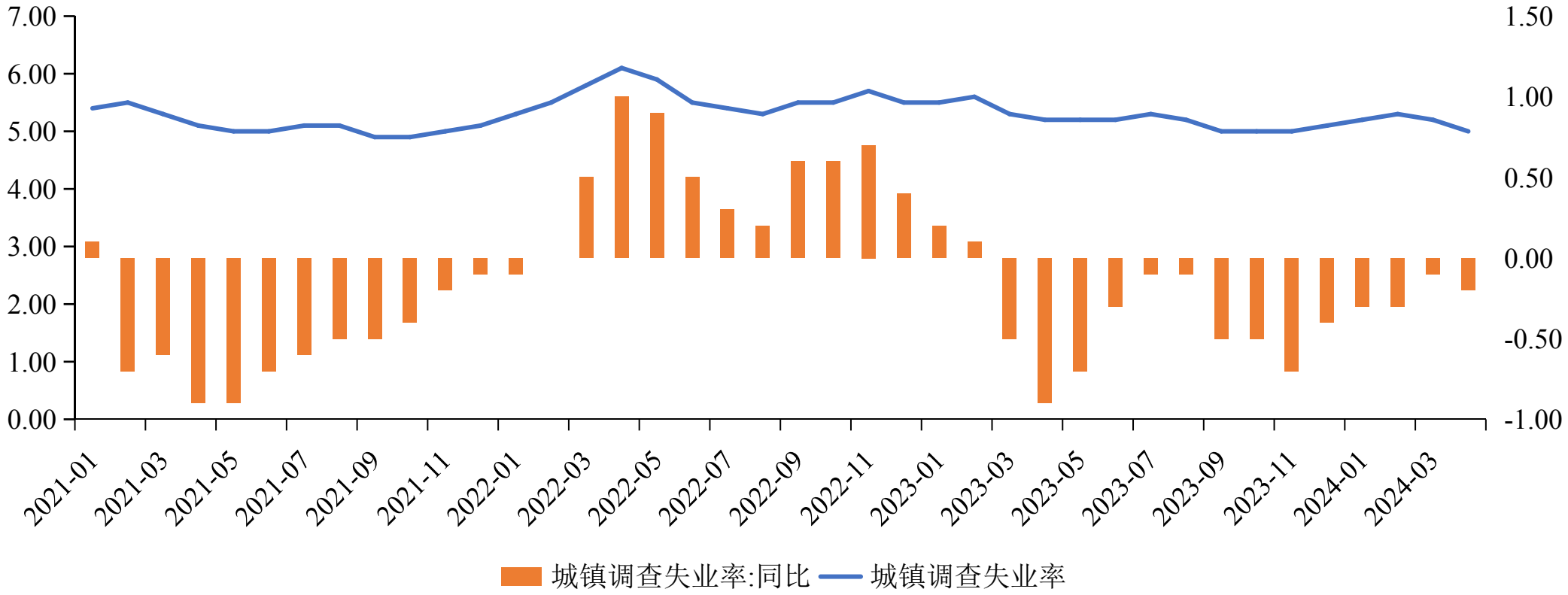
1-4月份，全国规模以上工业增加值同比增长6.3%，比1-3月份加快0.2个百分点。1-3月份，全国规模以上工业企业实现利润总额15055亿元，同比增长4.3%。4月份，全国规模以上工业增加值同比增长6.7%，比上月加快2.2个百分点；环比增长0.97%。分三大门类看，采矿业增加值同比增长2.0%，制造业增长7.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长5.8%。装备制造业增加值增长9.9%，比上月加快3.9个百分点；高技术制造业增加值增长11.3%，加快3.7个百分点。分经济类型看，国有控股企业增加值增长5.4%；股份制企业增长6.9%，外商及港澳台投资企业增长6.2%；私营企业增长6.3%。

（三）对外贸易持续回升，贸易结构不断优化

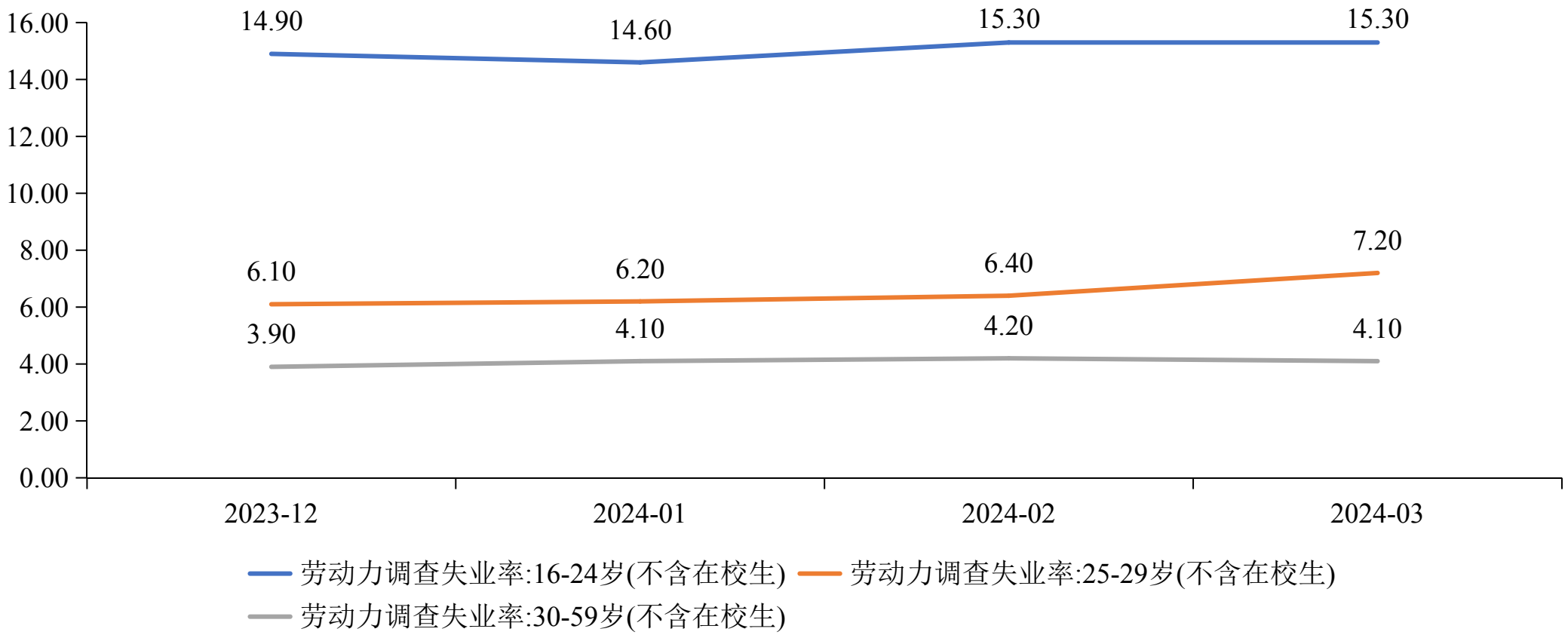


4月份，货物进出口总额36389亿元，同比增长8.0%。其中，出口20762亿元，增长5.1%；进口15627亿元，增长12.2%。进出口相抵，贸易顺差5135亿元。1-4月份，货物进出口总额138053亿元，增长5.7%。其中，出口78113亿元，增长4.9%；进口59940亿元，增长6.8%。1-4月份，一般贸易进出口增长5.3%，占进出口总额的比重为65.1%。民营企业进出口增长10.7%，占进出口总额的比重为54.6%，比上年同期提高2.5个百分点。

（四）就业形势总体稳定，结构性失业需要关注

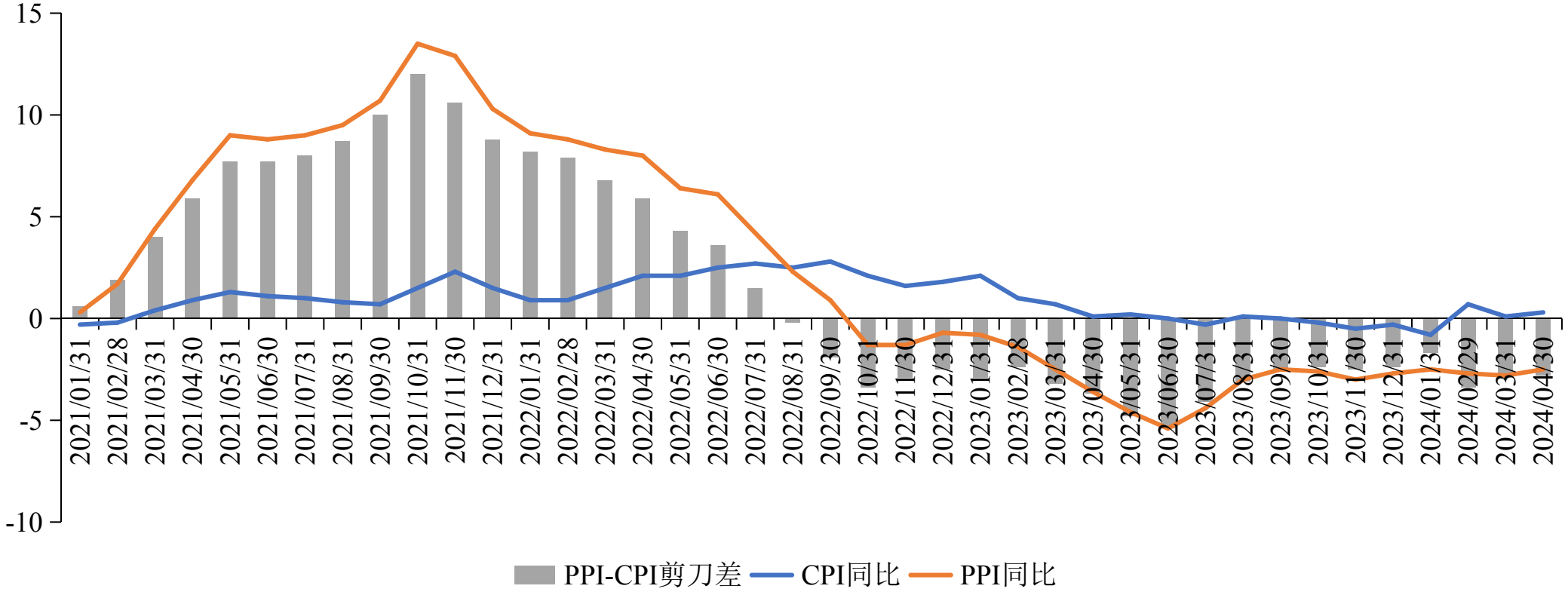


1-4月份，全国城镇调查失业率平均值为5.2%，比上年同期下降0.2个百分点。4月份，全国城镇调查失业率为5.0%，比上月和上年同月均下降0.2个百分点。本地户籍劳动力调查失业率为5.1%；外来户籍劳动力调查失业率为4.9%，其中外来农业户籍劳动力调查失业率为4.5%。31个大城市城镇调查失业率为5.0%。



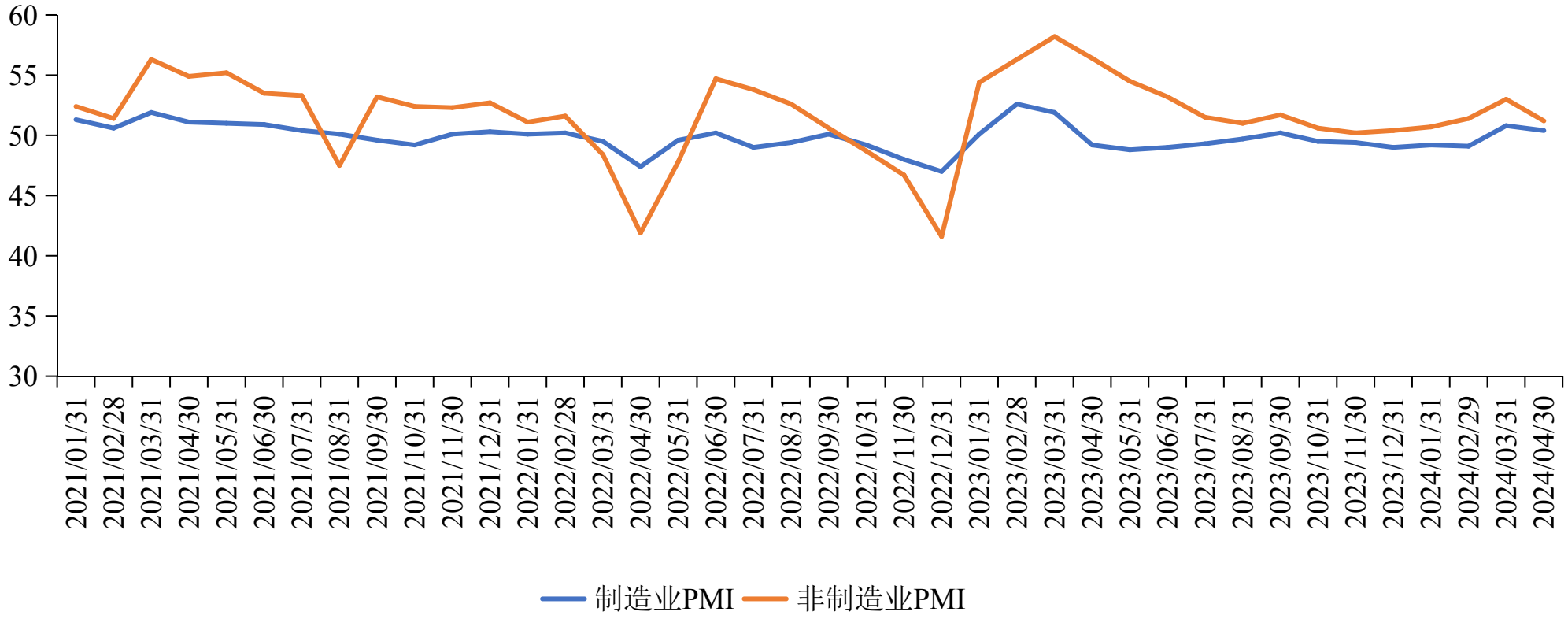
但必须警惕的是，失业群体中结构性问题严重。2024年3月，16-24岁劳动力和25-29岁劳动力的失业率分别达到了15.3%和7.2%，保持在高位水平。这一现象特别值得关注并出台政策解决。

（五）物价水平总体稳定，价格指数趋向边际改善



2024年4月 ，4月份，全国居民消费价格（CPI）同比上涨0.3%，涨幅比上月扩大0.2个百分点；环比上涨0.1%，上月为下降1.0%。4月份，全国工业生产者出厂价格同比下降2.5%，降幅比上月收窄0.3个百分点；环比下降0.2%。全国工业生产者购进价格同比下降3.0%，环比下降0.3%。1-4月份，全国工业生产者出厂价格和购进价格同比分别下降2.7%和3.3%。

（六）部分信心指数开始企稳，市场预期有所复苏



2024年04月的中国官方制造业PMI数据为50.4，同期财新PMI指数为51.4。连续两个月在50荣枯线上方，有企稳之趋势。

第二部分 三驾马车面临羁绊，长期动能亟需夯实

判断2：“投资、消费、净出口”“三驾马车”在发力拉动经济增长的过程中均面临一定羁绊，亟需予以破除、夯实长期动能。

但是，由于一些长期性的结构性问题依然较为严重，长期增长面临两大难点：

第一，在结构性失调下，传统宏观财政、货币政策可能会面临边际收益递减、局部失灵的难点。

第二，“投资、消费、净出口”“三驾马车”在发力拉动经济增长的过程中均面临一定羁绊，亟需予以破除，夯实长期动能。

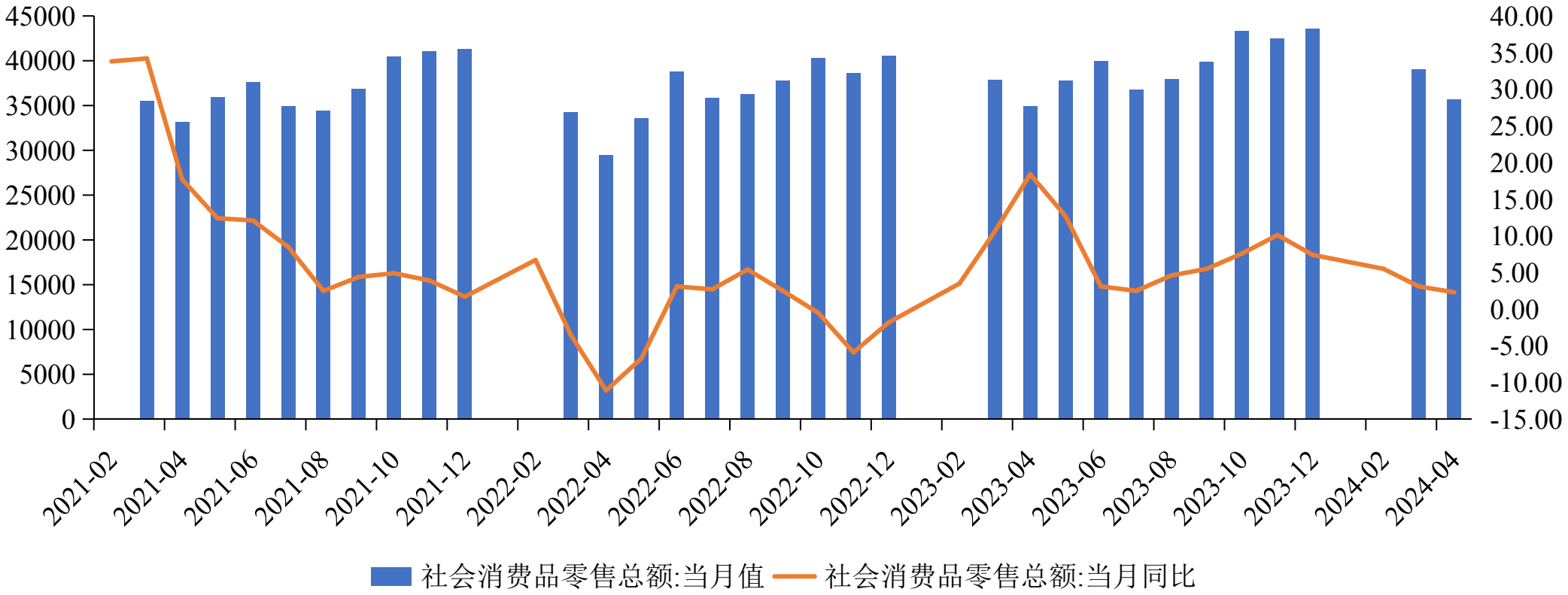
从投资来看，面临着多重羁绊。

在多重因素的影下，企业利润空间有收窄趋势，市场投资意愿受到抑制，不利于长期投资动能的恢复和增长。

地方政府债务高企，且传统基建投资等面临边际收益递减等难点，地方政府的投资意愿和能力受到限制。

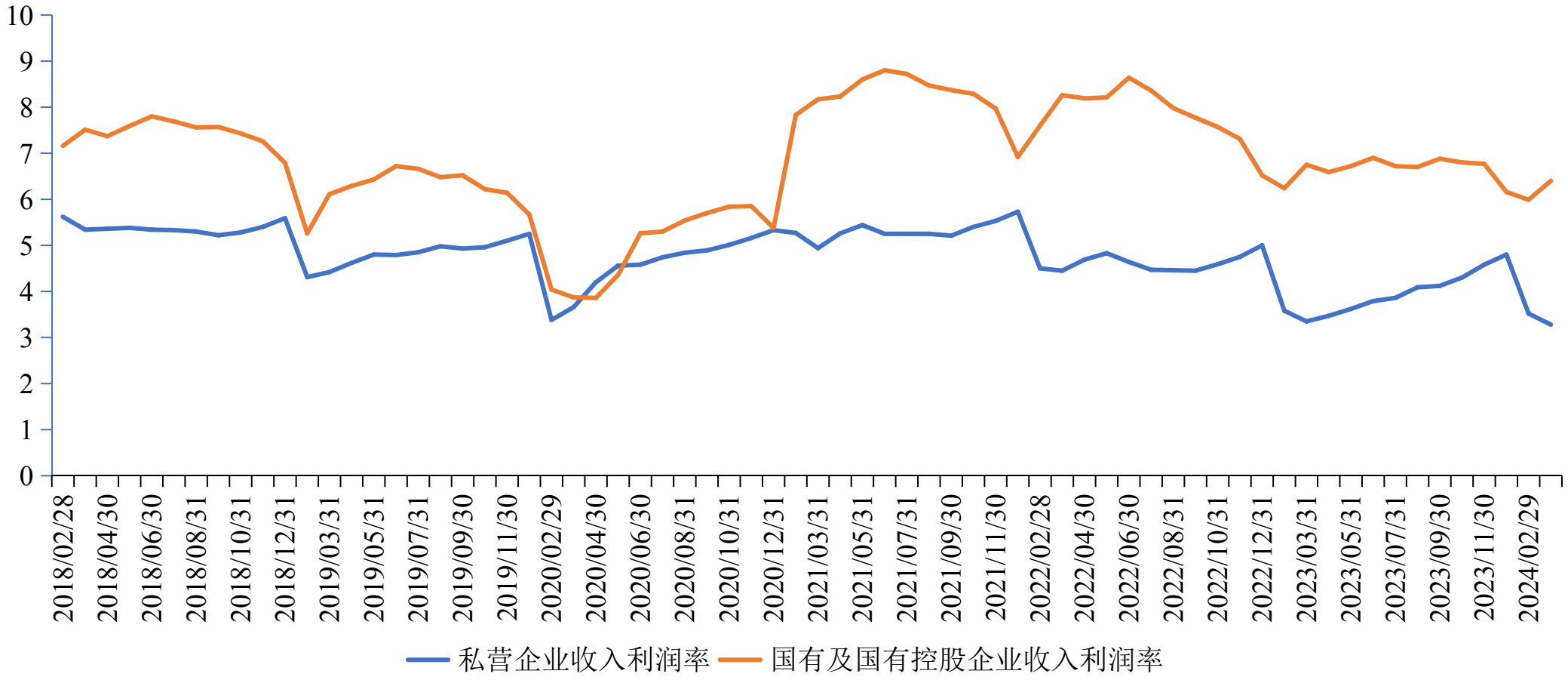
传统投资中占比较大的房地产投资也面临长期放缓压力。

居民消费面临下行压力、消费者信心指数亟待提升

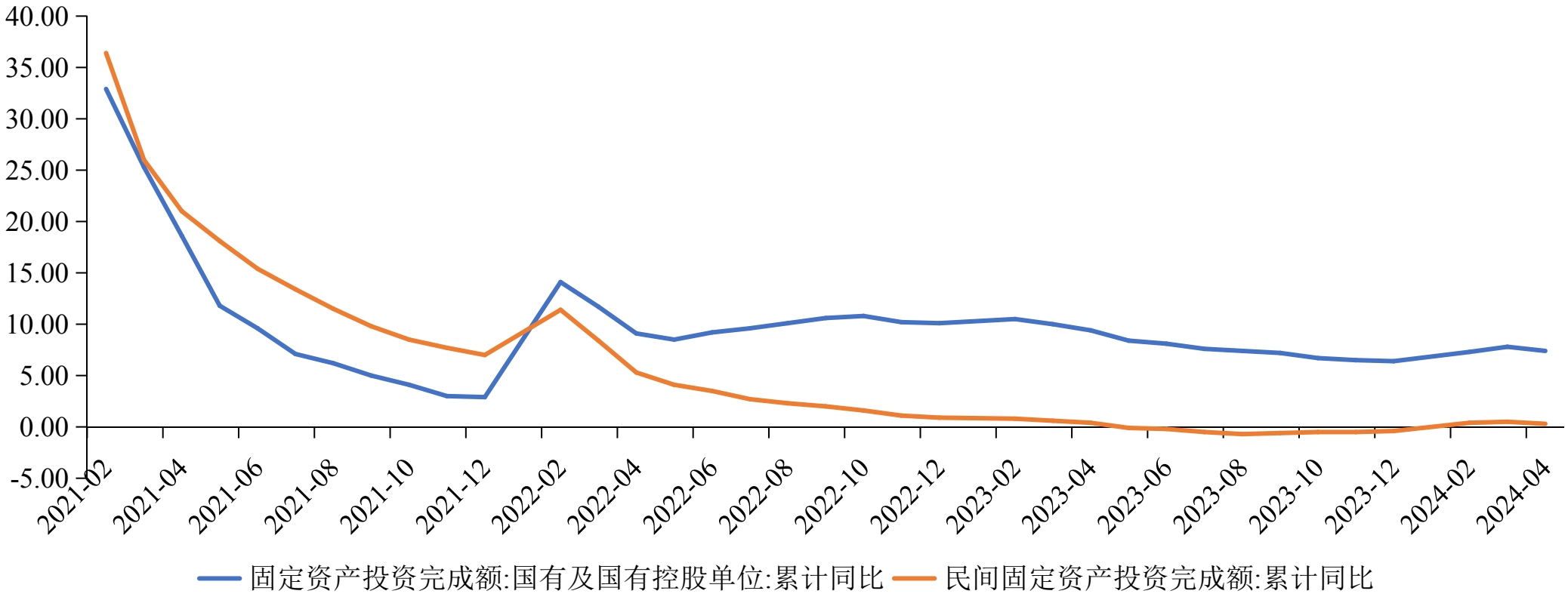


2024年4月，社会消费零售总额达到3.57万亿，同比实现正增长2.3%，但是，自2023年11月同比增速达到10.1%以来，已经6个月连续下降，亟待提振。

企业利润空间亟待扩展

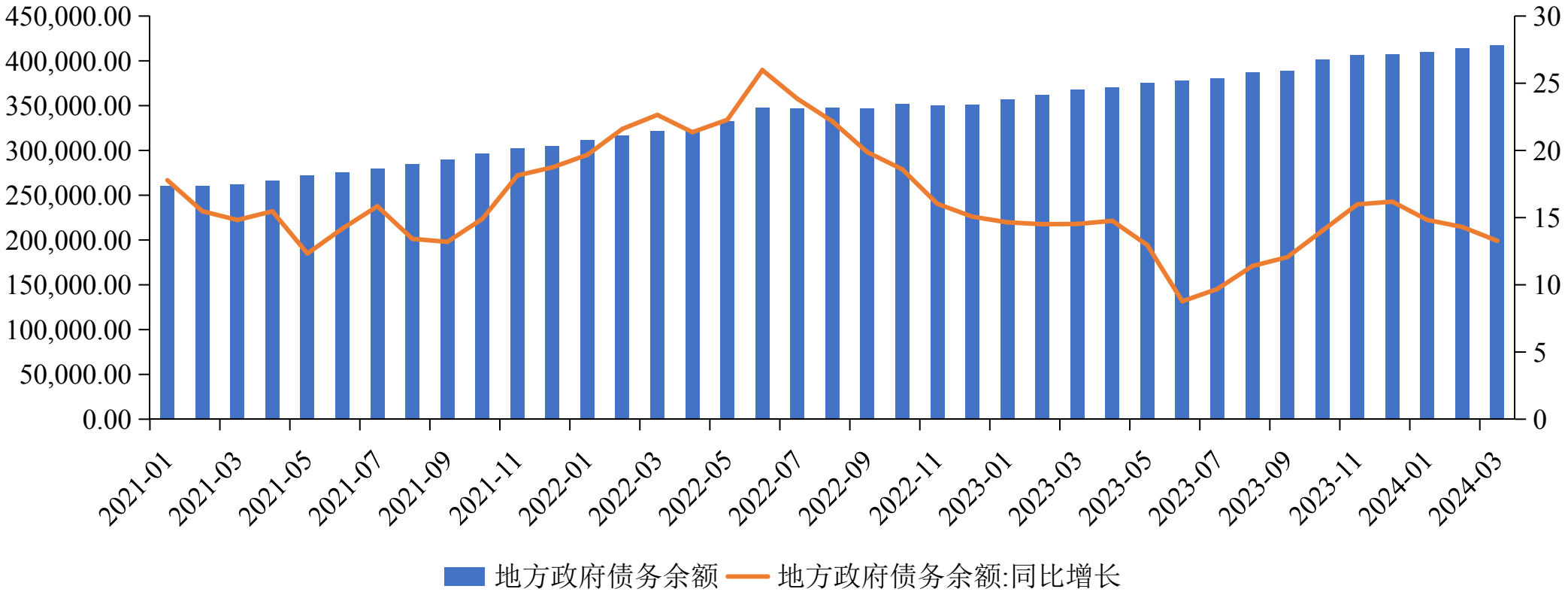

10
9
8
7
6
5
4
3
2
1
0
2018/02/28
2018/04/30
2018/06/30
2018/08/31
2018/10/31
2018/12/31
2019/03/31
2019/05/31
2019/07/31
2019/09/30
2019/11/30
2020/02/29
2020/04/30
2020/06/30
2020/08/31
2020/10/31
2020/12/31
2021/03/31
2021/05/31
2021/07/31
2021/09/30
2021/11/30
2022/02/28
2022/04/30
2022/06/30
2022/08/31
2022/10/31
2022/12/31
2023/03/31
2023/05/31
2023/07/31
2023/09/30
2023/11/30
2024/02/29
私营企业收入利润率
国有及国有控股企业收入利润率

利润下行使得企业的投资增长受到羁绊



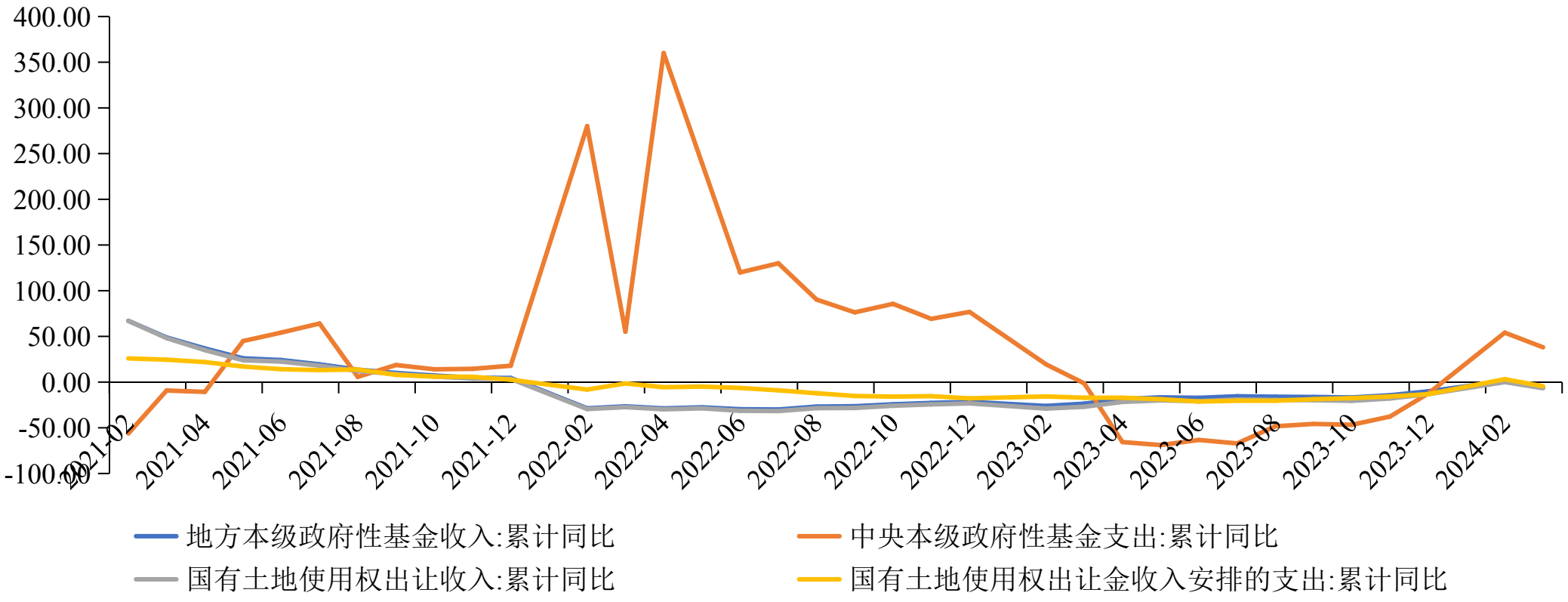
2024年4月，国有及国有控股单位固投完成额为8.36万亿元，同比增长7.4%，民间固定资产投资累积完成7.39亿元，同比增长仅为0.3%。

地方政府债务积累速度虽然有所放缓，但仍处高位



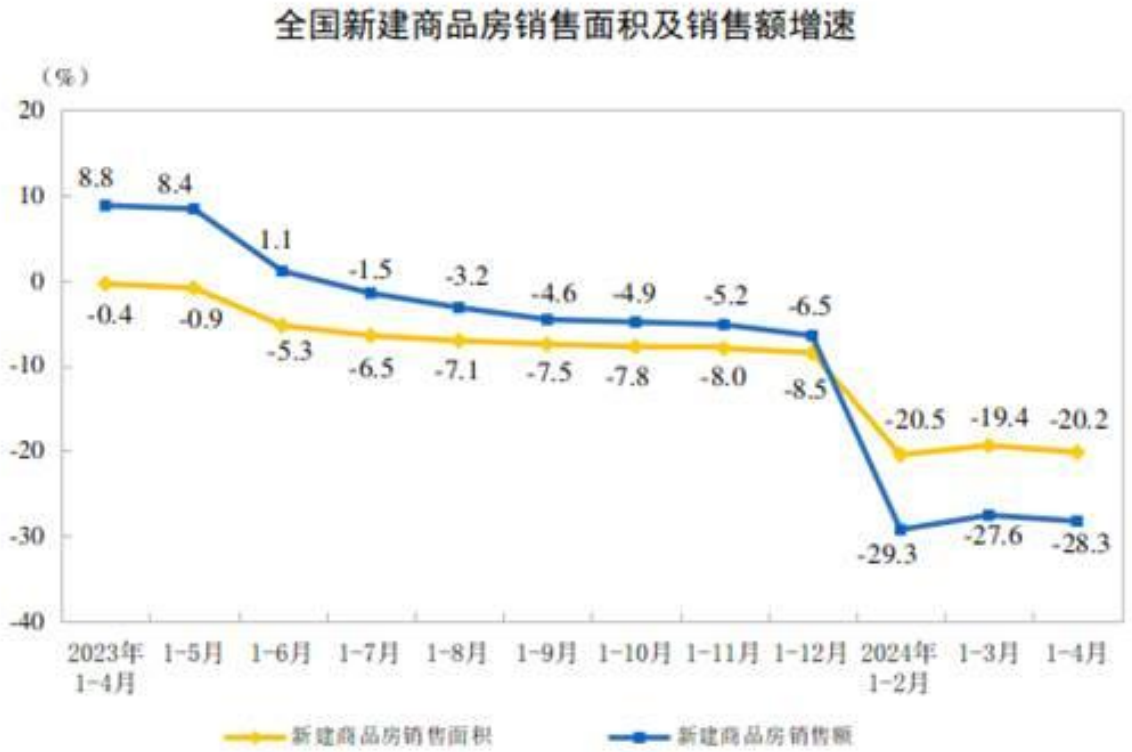
2024年3月，地方政府债务余额达到41.69万亿元，同比增长13.27%，债务累积速度仍保持在高位。

受债务、房市衰退等影响，城投投资能力降低



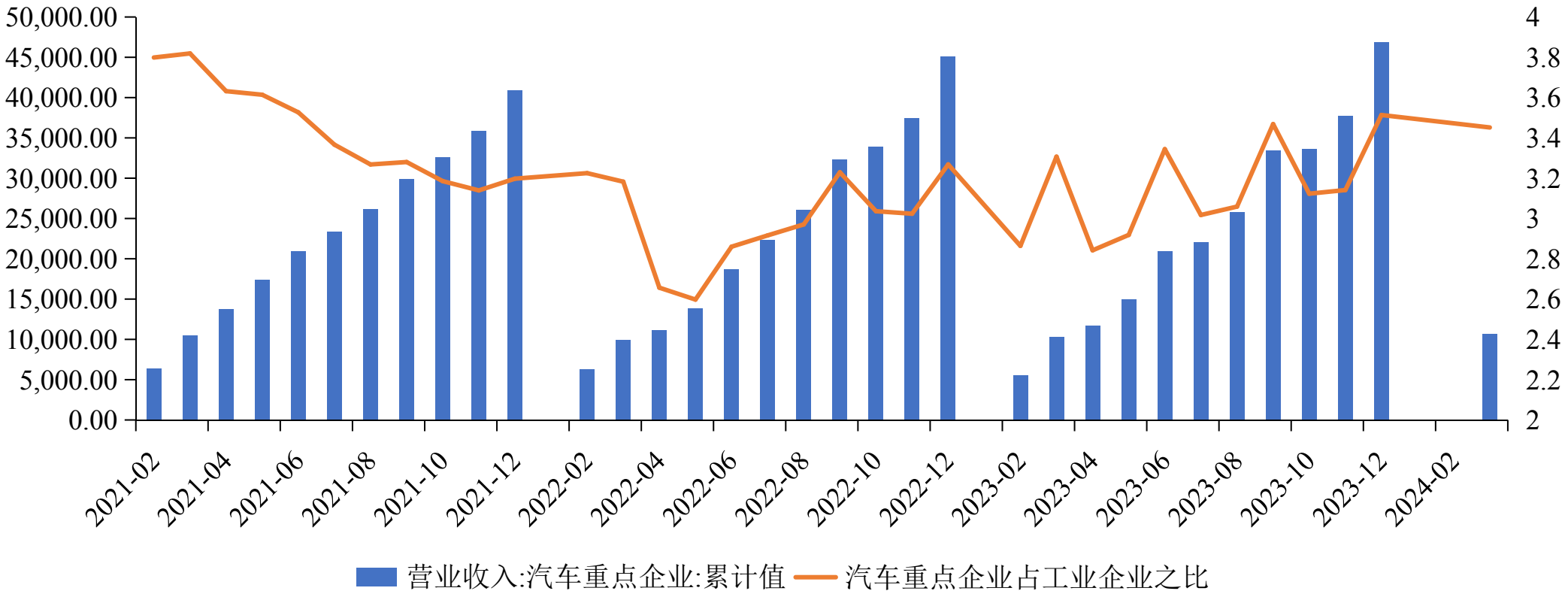
2024年1-3月，地方本级政府性基金收入和支出累积同比分别达到-5.6%和38.1%，地方财政自给能力进一步恶化，主要是由于国有土地使用权出让收入（累积同比：-6.7%）下降。这使得地方投资能力降低，国有土地使用权出让金收入安排的支出累积同比-4.5%。

房地产投资面临下行趋势



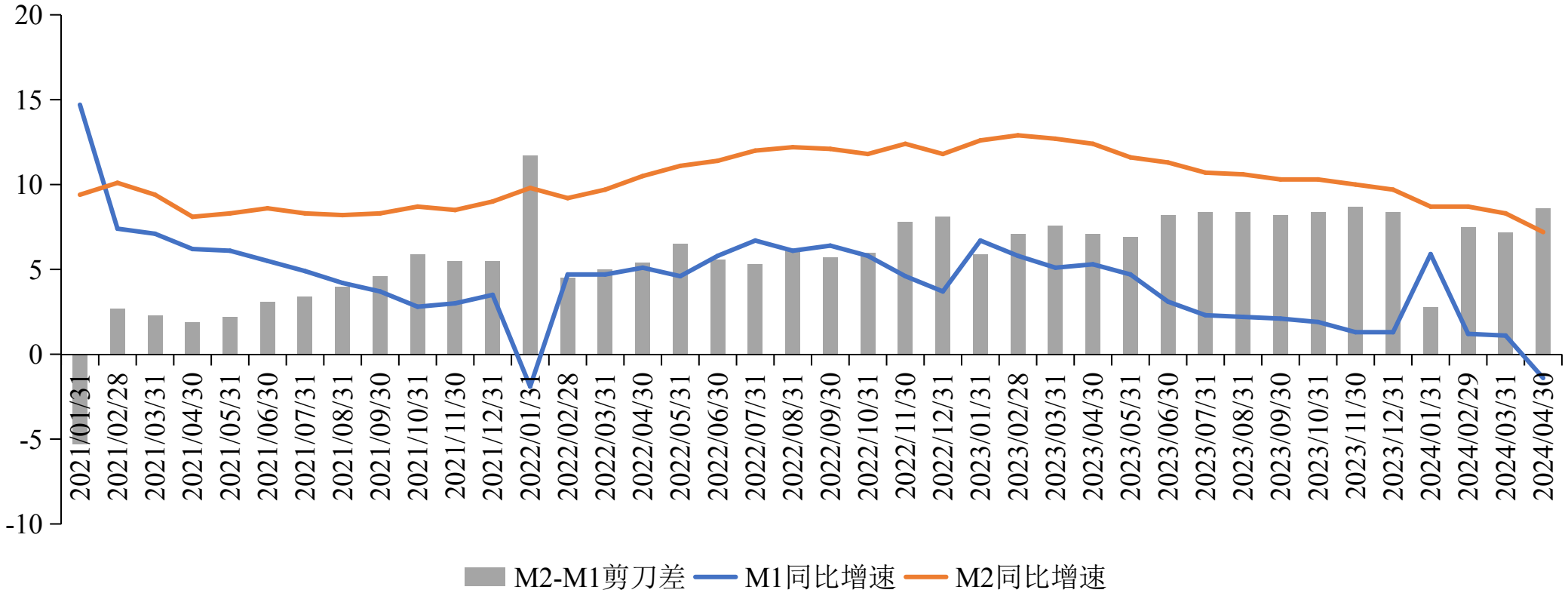
1—4月份，房地产开发企业房屋施工面积687544万平方米，同比下降10.8%。其中，住宅施工面积480647万平方米，下降11.4%。房屋新开工面积23510万平方米，下降24.6%。其中，住宅新开工面积17006万平方米，下降25.6%。房屋竣工面积18860万平方米，下降20.4%。其中，住宅竣工面积13746万平方米，下降21.0%。1—4月份，新建商品房销售面积29252万平方米，同比下降20.2%，其中住宅销售面积下降23.8%。新建商品房销售额28067亿元，下降28.3%，其中住宅销售额下降31.1%。

新兴动能持续增长，但规模仍然有限



一些新兴动能中，以“新三样”中最为抢眼的汽车产业来看，2024年1-3月，营业收入达到1.07万亿，同比增长3.67%，但其占规模以上工业企业总营业收入比值基本稳定在3%左右，2024年1-3月值为3.45%，规模仍然有限。

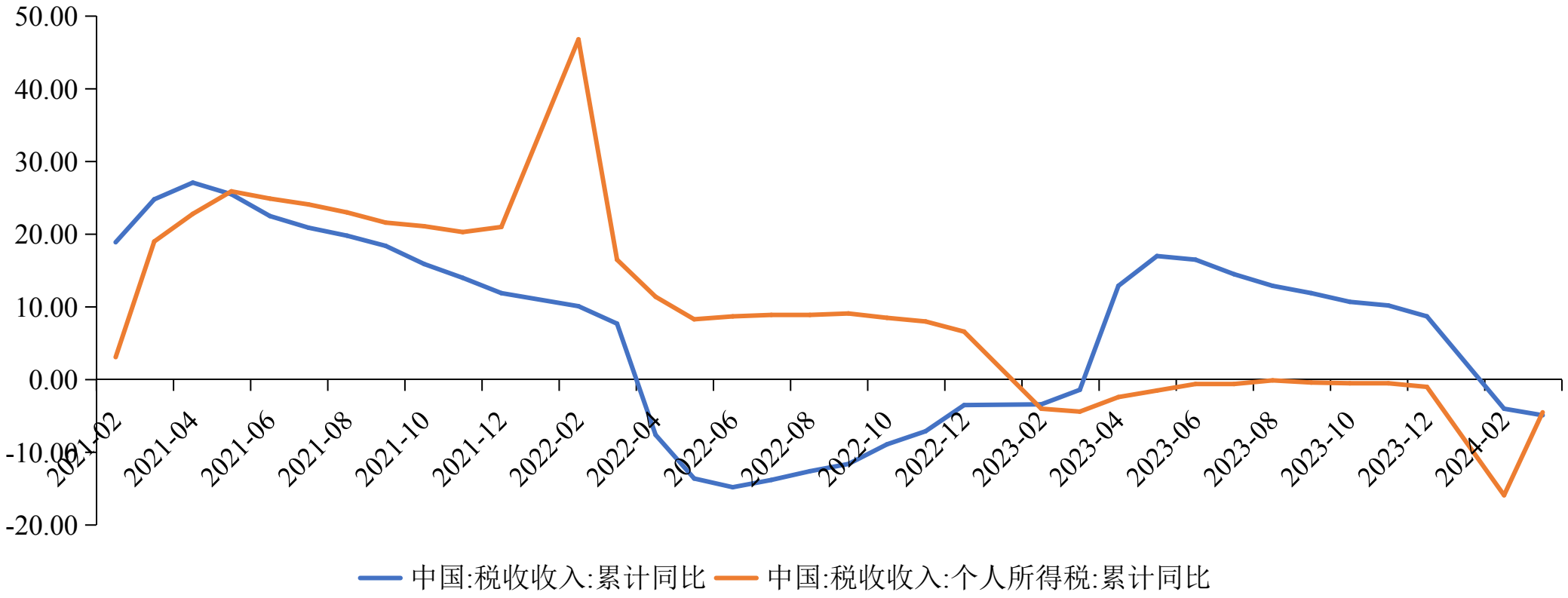
资金存在“空转”现象



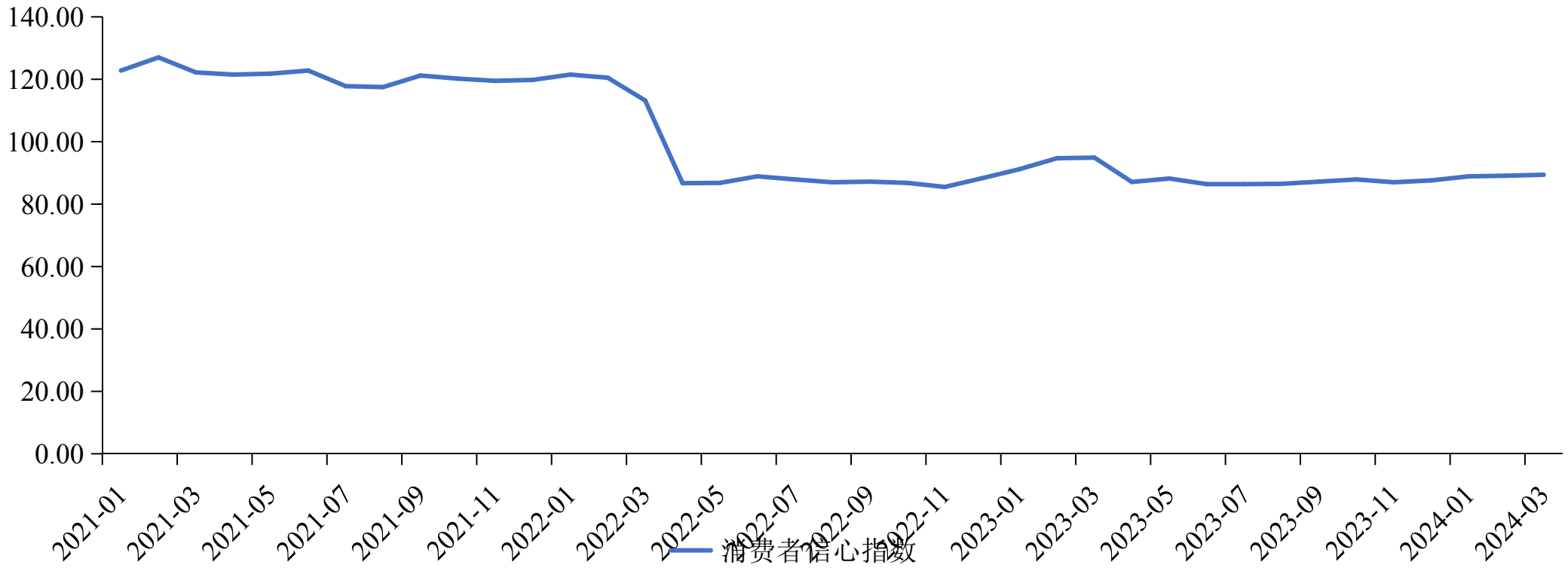
2024年4月，M2同比增速小幅回落，达到7.2%，但是，M1同比负增长，为-1.4%。M2-M1剪刀差进一步扩大，表明部分资金在银行部门“空转”。

从消费来看，长期消费的持续增长依赖于收入的持续攀升，但是目前居民收入能力受到限制，从而，消费意愿和能力受到限制。

长期消费增长有赖于居民收入提升



2024年1-3月，政府税收收入累积同比-4.9%，其中，个人所得税累积同比-4.5%，表明居民收入亟待提升。

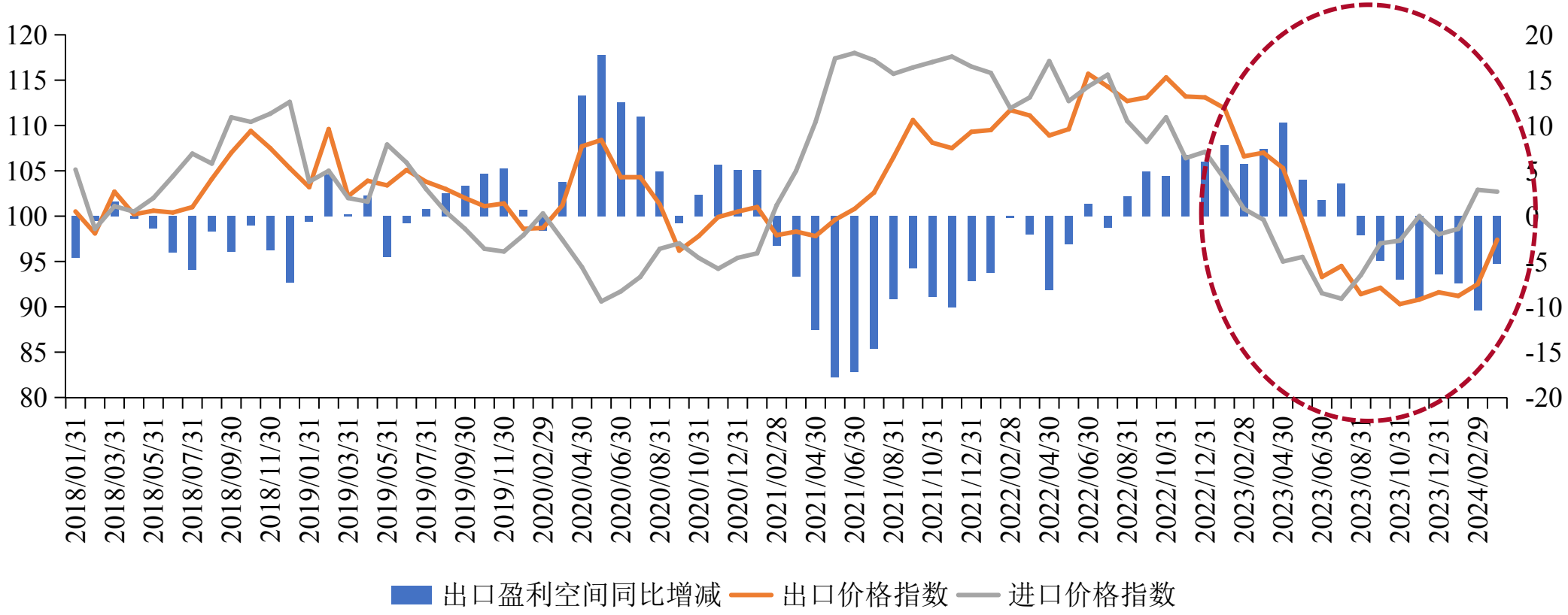


2024年3月，消费者信心指数为89.4，仍处于弱信心区间，亟待进一步提振。

从外贸看，国际竞争日趋激烈，外部环境不确定增大，国际贸易面临极大的挑战。

在国际需求的驱动下，中国2024年4月进出口同比增长由负转正，但面临巨大的国际竞争和不确定性，仍需要保持警惕。一方面，中国出口产品多数处于价值链的中低端，虽然中国的高新技术产业近年来实现了快速增长，但规模仍然有限；另一方面，在价值链攀升过程中，面临的国际环境的高度不确定性，美国近期对华的关税调整，对中国进出口形成了挑战。

出口价格指数下坠明显，出口盈利空间收窄



自2022年末以来，出口价格下坠明显，虽然近期有所缓解，但利润空间同比仍在下降。2024年，出口价格指数为97.4，出口盈利空间同比下降5.3个百分点。

美国对华的部分关税壁垒大幅提高

主要产品	美国关税政策调整	2023年对美出口占行业比重
电动汽车	25%→→100%	4.54亿美元，占比1.09%
锂电池及相关部件和材料	车用锂电池：7.5%→→25% 非车用锂电池：2026年至25%	135.49亿美元，占比20.8%
太阳能电池	25%→→50%	2.61亿美元，占比0.51%
港口起重机	0%→→25%	4.42亿美元，占比12.43%
部分钢铁和铝产品	0~7.2%→→25%	181.39亿美元，占比8.80%
半导体	2025年25%→→50%	6.51亿美元，占比4.63%
……		

第三部分 改革开放焕发活力，十大红利可供挖掘

判断3：解决长期经济动能问题，需要彻底破除一些长期存在的阻碍经济发展的壁垒和障碍。唯有不断坚持深化改革开放，才能推动经济全面可持续复苏和长时期增长。

中共中央政治局4月30日召开会议，决定今年7月在北京召开中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议，主要议程是，中共中央政治局向中央委员会报告工作，重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题。

一个重要法宝：

改革开放是党和人民事业大踏步赶上时代的重要法宝。

当前和今后一个时期是以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业的关键时期。面对纷繁复杂的国际国内形势，面对新一轮科技革命和产业变革，面对人民群众新期待，必须继续把改革推向前进。

六个必然要求：

是坚持和完善中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化的必然要求！

是贯彻新发展理念、更好适应我国社会主要矛盾变化的必然要求！

是坚持以人民为中心、让现代化建设成果更多更公平惠及全体人民的必然要求！

是应对重大风险挑战、推动党和国家事业行稳致远的必然要求！

是推动构建人类命运共同体、在日趋激烈的国际竞争中赢得战略主动的必然要求！

是解决大党独有难题、建设更加坚强有力的马克思主义政党的必然要求！

全党必须自觉把改革摆在更加突出位置，紧紧围绕推进中国式现代化进一步全面深化改革。

判断4：在新时期，大规模推进改革开放，至少有”十大增长红利“亟待挖掘，助力经济长期增长。

潜在红利1：向“推进城市化、市民化”要增长红利

从未来的角度看，城市化、市民化依然是能够推动中国经济增长高质量发展的非常重要的一个力量。一方面，我们的城市化水平依然有进步的空间，目前以常住人口统计的中国的城市化水平是65.22%，按照国际经验，我们还有大约20个百分点的增长空间和转移空间,进一步推进城市化进程依然会在未来支撑我国的高质量发展。

另一方面，由于一系列公共服务提供的不平等和户籍管制，现有的相当一部分城市人口是以“农民工”的身份存在的，并没有实现户籍的城市化。国家统计局的数据显示，农民工数量高达2.92亿人。而根据国务院发展研究中心的测算，如果我们每年能够使得1000万农民工实现市民化，则可以实现经济增长率1个百分点的提升，也就是说，保守估算，如果能够做好布局和规划，将城市化和市民化同时有序推进，在未来的30年里每年至少会增加1个百分点的增长率，推动未来持久的高质量发展。

潜在红利2：向“城市更新”要增长红利

一方面，中国的城市在经过几十年的发展后，面临着严重的“城市老化”问题，尤其是，大量主城区的房屋老旧问题，居住质量不高，空间利用不合理，亟待进行大面积的城市更新。

另一方面，中国目前尚有接近3亿现存农民工亟待城市化、市民化，还有继续城市化水平提升的需求，未来的城市发展空间依然亟待扩展。

通过突破制度壁垒，在新的城市更新理念和城市更新技术的推动下，将带来巨量的新的增长空间，而且可以相对平稳的化解目前的部分房地产难题。

潜在红利3：向“破除垄断壁垒”要增长红利

尽管自改革开放以来，我国已经大面积取消了各个行业的垄断壁垒，在下游的产品市场上基本实现了充分的竞争和供给，但是还有一部分处于上游维持了较高的行业进入壁垒。这种上下游的”非对称格局“，造成了中下游行业企业的成本居高不下，严重挤出了中下游行业企业利润，恶化了下游企业的市场环境。因此，在这些行业，需要逐步放开准入条件，降低行业门槛，让各类企业公平竞争、共同发展，这不仅可以释放出这些上游行业的经济活力，也可以为下游企业松绑，一举多得，释放出巨大的增长潜力。

十九届中央全面深化改革小组第二次会议指出，要重点推进垄断行业的改革。《中共中央国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》。

潜在红利4：向“突破民生短板”要增长红利

改革开放以来，我国经济实现“增长奇迹”，居民人均可支配收入增长了20多倍，与此同时，消费结构在也不断的优化提高，其中最为明显的是居民对教育、医疗等服务日益增长的需求。

但我国对教育、医疗等服务业的管制程度较高，资源供给始终处于短缺状态，构成了“民生短板”。所以，不仅造成了平时的“看病难、看病贵”、“上学难、上学贵”等问题。

在未来，实现高质量发展的一个重要任务就是，逐步探索民生短板领域多主体供给，释放民生领域供给潜力，但同时加强监管。民生供给质和量的提升，不仅能够解决民生短板问题，还是长期经济增长的重要助力。

潜在红利5：向“农业工业化”要增长红利

尽管中国的经济改革是从农村开始的，但是，在1985年以后，改革重心从农村转移到城市，农村改革在随后的几十年里是相对迟滞的。这导致了农业农村发展的相对滞后，城乡收入差距急剧扩大。这种农村改革相对迟滞背后的深层次原因是，相关的财产权利不完整，使得农业无法实现机械化、工业化和农场化，进而也导致了农业生产率水平、农民收入收入难以提升。

近年来，为了解决上述问题，国家开展了土地确权、农地抵押贷款等一系列改革措施，对于相关财产权利进行了重新赋权和界定，大大激发了改革活力。如果在此基础上可以进一步实现赋权、确权，让农业实现农场化、机械化和工业化，则有可能启动农业农村领域的第二次大变革，不仅能够破解长期存在的城乡差距的问题，而且能够构成未来经济增长的重要推动力。也只有在这种机制下，才可能真正推动“乡村振兴”。

潜在红利6：向“土地优化配置”要增长红利

深化土地要素市场化改革，缓解土地要素的供需失衡，是当前我国经济发展过程中的一大抓手。尽管我国土地要素的市场化配置在过去的数十年里取得了长足的进步，但是，依然存在持续优化的空间。

建立健全城乡统一的建设用地市场，缓解城乡土地二元结构错配。

-2020 年，我国城镇和工矿剩余建设用地4150万亩，农村剩余建设用地1.55亿亩。

以市场化方式推动土地再开发，集约高效利用存量土地。

-建立和完善土地二级市场，形成建设用地退出机制和盘活增值收益共享机制。

探索产业用地供应方式，缓解土地在不同区域之间的错配，高效配置新增建设用地。

-节约集约利用产业用地，优化新增建设用地供给结构，将土地用到边际效益最高的地区和产业上来。

潜在红利7：向“金融体制改革”要增长红利

在我国的经济发展过程中，资本市场和金融市场对于经济增长的推动作用亟待挖掘，金融体制改革亟待深化，助力长期增长。

提高资本市场直接融资比重，优化融资结构。

-提供绿色通道服务，为民营企业和中小企业利用多层次股权市场和多种债券融资工具融资提供便利。

放宽中小银行市场准入，放开金融管制、打破金融垄断。

-缩小大型银行与中小银行的“规模鸿沟”，形成大、中、小金融机构优势互补、协调发展的金融机构体系。

完善现代金融监管体系，有序推进金融创新。

-鼓励金融机构创新金融产品和金融服务，同时，完善现代金融监管体系，补齐监管制度短板。

潜在红利8：向“新型工业化”要增长红利

在未来发展的过程中，新型工业化将扮演重要作用，具体体现在以下三个方面：

第一，新型工业化推动发展动力多元化。新型工业化推动工业发展摆脱过去“要素投入驱动”的模式，形成以消费拉动的需求动力、创新驱动的要素动力、制造业发展总体稳定的产业动力和全方位推进的制度动力等多元化发展动力推进工业现代化的局面。

第二，新型工业化推动工业产业协调发展。新型工业化在改造提升传统工业的基础上,培育壮大新兴产业,前瞻布局未来产业，形成传统工业与新兴工业、轻重工业、工业与农业、工业与服务业、实体经济与虚拟经济等产业协调发展的局面，推进工业现代化。

第三，新型工业化推动生产方式的高端化、智能化和绿色化。新型工业化通过破解传统工业在价值链高端环节发展滞后、创新链存在“卡脖子”风险、资源环境约束瓶颈等方面的短板，形成以高端化为目标引领、以智能化为技术支撑和以绿色化为价值导向的现代化生产方式，推进工业现代化。

潜在红利9：向“科技体制改革”要增长红利

“科学技术是第一生产力”，未来的经济发展目标是有尖端科学技术支撑和引领的高质量发展。目前，我国虽然有大量的科研成果，但是，由于科研体制的相对僵化，导致大量的科研成果无法被应用在实践领域，也无法真正推动生产力的发展。

当前，我国科技体制在“供、需、介”三个方面均存在体制障碍和困境。在供给端，科技要素供给的主体单一，科技要素成果的产权不明，科技要素成果收益对科技人员激励不足都限制了科技成果研发。在需求端，科技要素需求侧引领意识不足，粗放式增长模式限制了企业对科技的需求，信息不畅也导致企业对于科技成果的需求无法被有效传递给供给方。在中介端，科技要素市场体系发育迟缓，科技要素的中介服务力量薄弱、转化平台功能单一，市场规则不健全，从而导致科技成果无法有效匹配和转化。

因此，如果能够对科技体制改革，在供给端做对激励，在需求端做大需求，在中介端做好平台，则可以促进一大批科技成果的诞生和有效转化，带来极大的生产力改进。

潜在红利10：向“改革集成推动能力”要增长红利

数字经济时代，国家治理能力和改革集成推动能力完全有可能大幅度提升。

第一层面，数据作为一种新的生产要素，基于数据资产形成的新模式、新业态、新市场、新领域、新技术的变革与发展，推动数字经济在各个领域的发展，本身对于GDP、就业、税收等一系列经济发展目标的推进。如在线教育、网络交易等基于新要素的新产品、新市场等等。

第二层面，基于数据资产的新的生产组织方式，推动传统行业的改造和革新，带动传统产业的“转型”、生产组织模式的转变、新价值的创造，从而带动“新动能”。如基于大数据的金融科技服务对于金融配给效率的提升等。在这一层面，数据资产可能作用于一、二、三产业，并大大提升土地、资本、劳动、技术层面的生产效率。

第三层面，基于数据资产的制度变革与完善，从根本上推动经济社会各个方面制度的完善，改善营商环境和政府公共服务，形成“改革集成推动能力”，实现社会效率的提升，进而对于新动能的激发和推动。

2024年7月，党的二十届三中全会将在北京召开，正如历史上历届三中全会被人们所期待一样，本次会议将深化改革路线方针，以全方位、更深入的全面改革方案为中国下一步的发展指明方向，为经济的长期稳定发展注入活力和动力！

CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

短期经济企稳回暖，长期动能亟需夯实，CMF月度报告发布

5 月 19 日，CMF 宏观经济月度数据分析会（2024 年 5 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“短期经济企稳回暖，长期动能亟需夯实”**，来自学界、企业界的知名经济学家**毛振华、沈建光、张斌、邢自强、刘瑞明**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学国家发展与战略研究院教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**刘瑞明**代表论坛发布 CMF 中国宏观经济月度数据分析报告。

报告围绕以下三个方面展开：

一、短期经济企稳回暖，主要指标持续修复

二、三驾马车面临羁绊，长期动能亟需夯实

三、改革开放焕发活力，十大红利可供挖掘

一、短期经济企稳回暖，主要指标持续修复

判断 1：经济总体企稳回暖、持续复苏，市场预期有所恢复。

4 月，我国固定资产累计投资完成额为 14.34 万亿元，累积同比增长 4.2%；1-4 月规模以上工业增加值累积同比增长 6.3%，进出口贸易总额由负转正，失业率相对稳定，各种价格指数呈现边际改善态势。这些指标预示着宏观经济在短期内呈现出企稳回暖、持续复苏的态势。

1、固定资产投资持续修复，制造业恢复态势可观

固定资产投资是经济增长中非常重要的推动力量，1-4 月份全国固定资产投资达到 14.34 万亿，同比增长 4.2%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长 8.9%。分领域看，制造业投资显著恢复。

2、工业增加值稳步复苏，部分新兴产业表现良好

1-4 月，全国规模以上工业增加值同比增长 6.3%，保持了相对不错的增长。1-3 月，全国规模以上工业企业实现利润总额 15055 亿元，同比增长 4.3%。4 月份，一系列的指标环比都呈现出递增态势，并且部分新兴产业表现亮眼。

3、对外贸易持续回升，贸易结构不断优化

4 月份，货物进出口总额同比增长 8.0%，出口和进口都在增长，内部结构也有一些调整。

4、就业形势总体稳定，结构性失业需要关注

1-4 月，城镇调查失业率平均值为 5.2%，较上年同期下降 0.2 个百分点。值得关注的是，3 月，16-24 岁、25-29 岁劳动力的失业率分别达到 15.3%和 7.2%，仍然维持相对高位，需要尽快推出政策解决这个问题。

5、物价水平总体稳定，价格指数趋向边际改善

4 月，全国 CPI 同比上涨 0.3%，各个子指标基本维持稳定，总体来看物价保持稳定，价格指数趋向边际改善。

6、部分信心指数开始企稳，市场预期有所复苏

4 月，中国官方制造业 PMI 数据为 50.4，同期财新 PMI 指数为 51.4。连续两个月在 50 荣枯线上方，有企稳之趋势。

总体而言，部分短期的重要指标显示出经济开始呈现企稳回升的态势。

二、三驾马车面临羁绊，长期动能亟需夯实

判断 2："投资、消费、净出口""三驾马车"在发力拉动经济增长的过程中均面临一定羁绊，亟需予以破除、夯实长期动能。

由于一些长期性的结构性问题依然较为严重，长期增长面临两大难点：一是在结构性失调的情况下，传统宏观财政、货币政策可能会面临边际收益递减、局部失灵的难点，甚至可能会出现局部事与愿违的情况；二是"三驾马车"在发力的过程中面临一些长期制度性的障碍和羁绊，亟需予以破除，夯实长期动能。

（一）投资受到多重因素羁绊

从投资看，面临着多重羁绊。企业利润空间有收窄趋势，导致市场投资意愿受到抑制，不利于长期投资动能的恢复和增长。企业利润空间的扩展是未来政策的着力点之一。

传统投资中，地方政府投资也是重要的推动力量。在当前地方债务高企以及传统基建投资边际收益递减的难点制约下，地方政府投资的意愿和能力都受到一定限制。

房地产投资也面临着长期人口下滑情形下的制约，尽管近期救市政策频繁出台，但长期来看，房地产投资依然面临着放缓的压力。

1、企业利润空间收窄，使得企业投资增长受到羁绊

当前企业利润空间呈现趋势性下行态势，并且在不同所有制之间存在分化。提振民营企业利润率是未来政策重要的着力点。固定资产投资中，民间固定资产投资额同比增速只有 0.3%，表明民营企业利润空间稀薄、投资意愿不足的现象亟待解决。

2、地方政府投资的能力、意愿都受到不同程度的约制

地方政府债务累积速度虽然有所放缓，但债务余额已经达到比较高的位置，债务压力可能会制约地方政府使用传统刺激经济增长的手段。受债务、房市衰退等影响，城投投资能力降低，城投呈现出收入下降、支出下降、投资下降的趋势。

3、房地产投资面临下行趋势

1-4 月，无论是房地产开发投资增速、全国新建商品房销售面积还是销售额增速，都呈现下行态势。在最新的政策下，房地产投资可能有所回缓，但从长期趋势来看依然有非常大的下行压力，这样一个传统的支撑经济增长的动力机制也可能面临放缓态势。

4、资金存在“空转现象”

在整体经济利润前景不被看好的情况下，投资意愿和消费意愿都是不足的，导致局部资金在银行部门和金融部门之间“空转”的现象产生。

（二）居民消费能力和消费意愿受到约制，居民收入亟待提振

1、居民消费面临下行压力、消费者信心指数亟待提升

从消费角度来看，4 月份，社零总额达到 3.57 万亿，同比增长 2.3%，自 2023 年 11 月以来连续六个月下降，亟待提振。

2、长期消费的持续增长依赖于收入的持续攀升

长期消费持续增长依赖于居民收入持续攀升，但目前居民收入能力受到限制，消费意愿和能力也会受到限制，因而消费端的有效拉动能力也会受到一定的限制。2024 年 1-3 月，政府税收收入累积同比-4.9%，其中个人所得税累积同比-4.5%，表明居民收入从个人层面来看有所下降。收入一旦受到限制，消费的拉动作用就难以有长期支撑的动力。

从消费信心指数来看，2024 年 3 月，消费者信心指数为 89.4，仍处于弱信心区间，亟待进一步提振。

（三）国际贸易不确定性增大，面临较大挑战

从外贸来看，当前国际竞争日趋激烈，外部环境不确定性在增大，国际贸易面临的挑战也在增大。在国际需求驱动下，2024 年 4 月我国进出口同比增长由负转正，但面临着巨大的国际竞争和不确定性。一方面，中国出口产品多数处在中低端，虽然高技术产业出口额近年来快速增长，但其规模有限，带动能力有待进一步提升；另一方面，国际局势面临高度不确定性，比如近期美国再次对华进行关税调整，对我国进出口带来一定挑战。

自 2022 年末以来，出口价格下坠明显，虽然近期有所缓解，但利润空间同比仍在下降；近期美国对华的部分关税壁垒大幅提高，对于未来的出口可能会形成一定压力。

总体而言，经济短期企稳回暖，长期内仍面临较大压力。在这种压力下，我们要充分释放改革开放的活力，挖掘潜在的增长红利。

三、改革开放焕发活力，十大红利可供挖掘

判断 3：解决长期经济动能问题，需要彻底破除一些长期存在的阻碍经济发展的壁垒和障碍。唯有不断坚持深化改革开放，才能推动经济全面可持续复苏和长时期增长。

中共中央政治局 4 月 30 日召开会议，决定今年 7 月在北京召开中共二十届三中全会，重点研究进一步全面深化改革，推进中国式现代化的问题。这将为经济的长期增长注入信心。

4 月的会议指出，改革开放是党和人民事业大踏步赶上时代的重要法宝。当前和今后一个时期是以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业的关键时期。面对纷繁复杂的国际国内形势，面对新一轮科技革命和产业变革，面对人民群众新期待，必须继续把改革推向前进。

在此背景下，中央提出坚持改革开放有六个必然要求：是坚持和完善中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化的必然要求；是贯彻新发展理念、更好适应我国社会主要矛盾变化的必然要求；是坚持以人民为中心、让现代化建设成果更多更公平惠及全体人民的必然要求；是应对重大风险挑战、推动党和国家事业行稳致远的必然要求；是推动构建人类命运共同体、在日趋激烈的国际竞争中赢得战略主动的必然要求；也是解决大党独有难题、建设更加坚强有力的马克思主义政党的必然要求。

这六个必然要求把改革开放摆在更加突出的位置，表明要紧紧围绕推进中国式现代化进一步全面深化改革。

判断 4：在新时期，大规模推进改革开放，至少有“十大增长红利”亟待挖掘，助力经济长期增长。

1、向“推进城市化、市民化”要增长红利

过去，城市化是推进中国经济增长的重要动能；而在未来，城市化、市民化依然是推进中国经济增长和高质量发展的重要力量。

一方面，我国的城市化水平依然有提升空间。目前，按照常住人口统计的我国城市化水平在 65%左右，而发达国家普遍在 80-90%，意味着我们大约还有 20 个百分点的增长和转移空间，进一步推进城市化进程依然会在未来支撑我国的高质量发展。

另一方面，由于一系列公共服务提供的不平等和户籍管制，现有的相当一部分城市人口是以“农民工”的身份存在的，没有实现真正的市民化，这一体量达到了 2.92 亿人。而根据国务院发展研究中心的测算，如果我们每年能够使得 1000 万农民工实现市民化，则可以实现经济增长率 1 个百分点的提升，也就是说，保守估算，如果能够做好布局和规划，将城市化和市民化同时有序推进，在未来的 30 年里每年至少会增加 1 个百分点的增长率，推动未来持久的高质量发展。

2、向“城市更新”要增长红利

城市建设是中国城市化过程中的重要一环。一方面，过去很多主城区存在房屋老旧、规划质量不高、空间利用不合理、居住质量不高等问题，亟待大面积的城市更新。另一方面，未来亟待市民化、城市化的农民工需要得到安置，城市发展空间依然亟待扩展。如果能够突破制度壁垒，在新的城市更新理念和城市更新技术的推动下，将带来巨量的新的增长空间，而且可以相对平稳的化解目前的部分房地产难题。这是未来提升我国经济增长质量的一个重要抓手。

3、向“破除垄断壁垒”要增长红利

中国的改革开放是一种渐进式的改革，在下游的产品市场上基本实现了充分的竞争和供给，但是还有一部分处于上游的市场维持了较高的行业进入壁垒，这就形成了一种非常强的“非对称”格局，导致中下游行业企业的成本居高不下，严重挤出了中下游行业企业利润，恶化了下游企业的市场环境，这也是企业利润空间收窄的一个重要的原因。如果能够在这些行业逐步放开准入条件，降低行业门槛，让各类企业公平竞争、共同发展，不仅可以释放出这些上游行业的经济活力，也可以为下游企业松绑，一举多得，释放出巨大的增长潜力。

十九届中央全面深化改革小组第二次会议指出，要重点推进垄断行业的改革。我国也曾发布了《中共中央 国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》。希望在党的二十届三中全会后，能有更多具体的落地措施，从而更快激发改革活力。

4、向“突破民生短板”要增长红利

改革开放使得我国人均收入实现了奇迹式的增长，消费结构也在不断优化提升。但与此同时，一些长期制约人民群众福利的短板依然存在，尤其是在民生领域。比如，教育、医疗等资源相对短缺，造成了“看病难、看病贵”，“上学难、上学贵”的问题。在未来，如果能够逐步探索民生短板领域多主体供应，释放民生领域供给潜力，则不仅能够解决民生短板问题，还是长期经济增长的重要助力。

5、“向农业工业化”要增长红利

中国的改革是从农村开始的，但在 1985 年以后，改革的重心从农村转移到城市。因此，农村改革在之后的几十年中相对迟滞，造成了城乡收入差距不断扩大的局面。这种农村改革迟滞背后深层次的原因是，农村相关的财产权利界定不完整、不完善，使得很多农村的财产权没办法发挥其价值，进入到一个正常的市场流通机制中，这也对农民形成了绑定作用，使我们无法顺利实现城市化，农业无法实现机械化、工业化和农场化，进而也导致了农业生产率水平、农民收入难以提升。

如果能够在已经开展的土地确权、农地抵押贷款等一系列改革措施的基础上进一步实现赋权和界定，让农业实现农场化、机械化和工业化，则有可能启动农业农村领域的第二次大变革，不仅能够破解长期存在的城乡差距的问题，而且能够构成未来经济增长的重要推动力。也只有在这种机制下，才可能真正推动“乡村振兴”。

6、向“土地的优化配置”要增长红利

土地在经济增长过程中扮演了非常关键的作用。尽管我国土地要素的市场化配置在过去的数十年里取得了长足的进步，但依然存在持续优化的空间，尤其是局部领域可能存在供需失衡、错配的局面。如果能够进一步优化土地配置效率，在已有试点的基础上探索出更好的

土地高效利用的方式，就很可能降低土地成本，缓解城乡土地二元结构错配，激发新一轮增长动力。

7、向“金融体制改革”要增长红利

在现代经济发展的过程中，资本市场、金融市场对于经济增长的推动作用非常重要。但由于我国资本市场起步较晚，其作用亟待挖掘，一些体制性障碍也亟需深化改革，从而助力经济增长。比如资本市场依然需要进一步完善，在制度规则上更加公开透明，使其能够更好地发挥直接融资功能，优化融资结构；在中小银行市场准入方面，进一步放开金融管制，打破金融垄断对于缓解下游融资成本来说是非常必要的。此外，在新兴数字经济体系下，有序推进金融创新、加强合理监管仍有很大空间，如果这方面的潜能能够得到释放，将会带来很大的增长红利。

8、向“新型工业化”要增长红利

在未来发展过程中，新型工业化扮演了多重作用，它既是推动经济发展的多元动力来源，又是产业协调发展的重要推手，还是推动生产方式高端化、智能化、绿色化、去风险化的重要抓手。新型工业化在很多领域起到了龙头作用，如果能够充分释放新型工业化的潜能，不仅可以缓解我国经济增长的动能问题，也能让我们引领科技和工业领域标准的制定。

9、向“科技体制改革”要增长红利

“科学技术是第一生产力”。虽然我国当前已有大量的科研成果，专利拥有量、论文发表量都已经在世界第一梯队，但还存在着部分科研成果质量不高、无法转化，或者转化效率不够等难题。在科技体制方面，又存在着供给端、需求端和中介端三方面的体制障碍和困境。比如在供给端，科技要素供给主体相对单一，产权不够明晰，对于科研人员激励不足；在需求端，引领意识不足，粗放式增长模式限制了企业对科技的需求；在中介端，缺乏把供给和需求连接起来，并且能够有效组织、转化的平台。未来，如果能够在这三个方面同时发力，就有可能真正把科学技术当作第一生产力来引领新一轮的高质量增长。

10、向“改革集成推动能力”要增长红利

在数字经济时代，基于数据资产形成的新模式、新业态、新市场、新领域、新技术的变革与发展，推动数字经济在各个领域的发展，本身对于 GDP、就业、税收等一系列经济发展目标的推进；基于数据资产的新的生产组织方式，推动传统行业的改造和革新，带动传统产业的“转型”、生产组织模式的转变、新价值的创造，很有可能会激发新功能，大大提升土地、资本、劳动、技术层面的生产效率。

此外，国家治理能力和改革集成推动能力完全有可能大幅度提升。比如，在数字经济的支撑下，过去零散化的改革完全可能成为一种集成式的推动能力，在信息连通基础上能产生更好的方案设计、更好的试点措施，有望使得改革的推动能力大大增加，破除长期障碍。在此基础上，进一步改善公共服务和营商环境，推动改革开放的各项领域制度创新，是实现社会效率增进的重要抓手。

展望未来，党中央、国务院宣布 2024 年 7 月党的二十届三中全会将在北京召开，本次会议明确将主题聚焦在深化改革路线方针上，有望以全方位、更深入的全面改革方案为中国下一步的发展指明方向，为中国经济的长期稳定发展注入活力和动力。

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“当前宏观经济态势以及下半年宏观经济走势预期”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**指出，近期央行和金融监管局历史性地大幅调低了房贷利率，表明当局提振房地产市场的决心。当前 CPI、PPI 有边际企稳改善的倾向，但还没有达到理想值。价格是对未来信心的预期，价格筑底才是经济企稳回升的标志。

房地产的问题需要供需两端同时发力才能解决。从供给端来说，要严控新供地，消化现有住宅；从需求端来说，要通过放开限购等方式扩大需求。出了住宅以外，还要消化大量商业和产业用地及建筑物，鼓励中小服务业企业开工运作，发挥创业、就业和消费的动能。

摩根士丹利中国首席经济学家**邢自强**认为，1-4 月的数据表明，上半年经济增长在企稳，但企稳的基础不稳固、不平衡。房地产的调整还没有结束，房市低迷是经济下行的主要因素。不过积极因素开始逐渐增多，我们已经完成了较大的调整幅度，**预计今年和明年将是本轮房**

地产调整的末期，在此过程中，如果政策能够对需求端发力，将有助于缩短房地产调整的痛苦历程。

京东集团副总裁**沈建光**指出，从 4 月的数据来看，生产端的反弹是比较明显的，但并没有体现在国内零售的回暖上。当前经济最大的问题在于需求不足，其核心是消费需求不足。对于消费来说，最重要的变量是居民收入的增长。因此，**接下来促进消费政策的重点应该是如何增加收入，包括提振民营企业信心、扩大企业利润等。**

政策建议：可以考虑从国家专项债、特别国债中划出一部分资金支持地方政府大规模推进以旧换新，从而促进消费；进一步推动线上医疗问诊等新消费模式；对企业采购进行数字化改造，进一步推动设备更新；鼓励大企业发挥社会责任，推动员工市民化。

中国社科院世经政所副所长**张斌**认为，**现在面临的问题是价格很低，导致企业盈利水平较低，进一步导致新增就业较少，居民收入增长缓慢**。过去十多年，全社会信贷增长中的增量部分 70%都与政府的地方融资平台和房地产相关信贷有关，因此当房地产出现问题，信贷需求就会大幅衰减，最终导致全社会购买力的下降。

解决需求不足问题的主要方式不是改革，而是如何让大家的购买意愿更强，这就需要用好用足逆周期政策工具。货币政策方面，最有效的政策是大幅降低政策利率，因为它可以通过节约利息支出等方式做大“钱包”，并且鼓励消费和投资。财政政策方面，今年工作的重点就是要充分完成预算。同时，要把握好地方政府化债的节奏，维持住流动性。

毛振华：盯住价格信号，围绕价格制定政策

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5月）上的发言

当 2021 年 8 月“恒大事件”发生时，我曾断言中国的房地产价格即将开启下行通道。当随后房地产的深度调整以及房价下行的走势被证实时，2022 年 10 月我又率先警示市场需要关注资产价格下行有可能带来资产负债表衰退风险。当资产价格下行带来的财富缩水效应持续显现，市场普遍在呼吁通过新建保障房等措施托举房地产投资时，2023 年 8 月我则呼吁应当冻结土地出让、消化房地产存量，以稳定住房价为主要关切，而不应当新增房地产供给，尽量避免房价灾难性的下降对于经济形成过大的冲击。站在当下的时点来看，上述这些判断和呼吁可以说“走到了市场曲线的前面”，也得到了政策的一定响应。今年 4 月的中央政治局会议提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，将消化房产存量放在了首要位置，5 月央行等部门以前所未有的力度发布了提振房地产市场的政策措施，这些政策的转向有助于推动价格与宏观经济触底企稳。

价格是宏观分析当中的重要变量，它不仅能反应经济运行的短期供需均衡状况，也能反映中长期的经济预期与经济周期状况，但是价格因素又容易被忽视或被轻视，市场往往更加关注波动幅度更大，或者与 GDP 更加直接相关的经济指标，比如工业生产、固定资产投资等等。但是我认为，理解与把握当前中国经济运行的基本状况和核心矛盾，离不开价格视角。

从物价水平来看，可以看到中国经济实际上面临着一定的通缩风险。疫后中国经济复苏并未如预期出现强劲反弹，与之对应，2023 年以来价格水平持续低迷。从衡量物价水平的 CPI、PPI 指标的走势来看，2023 年，CPI 同比增长 0.2%，为 2010 年以来的低点，PPI 同比下降 3%，为 2016 年以来的低点。2024 年以来，CPI、PPI 出现了企稳回升的迹象，4 月 CPI 和 PPI 当月同比增速较前值略有回升，但是整体仍位于低位水平，1-4 月 CPI 同比 0.1%，PPI 同比下降-2.7%，已经连续 16 个月处于负增长区间。2024 年政府工作报告提出，“全年居民消费价格涨幅 3%左右”，同时提出“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”，结合 2023 年以来物价水平低迷与资产价格走低的现实来看，当前的货币政策取向不

再是防通胀，而是防通缩。这是经济政策操作中第一次出现这样的转向，我认为这种转向是有利的，因为一般而言通缩比通胀更为顽固、难以应对，对于经济的损害更大也更为持久。

从资产价格来看，当前房价下行是带来经济各部门，尤其是居民部门资产负债表收缩和恶化的主因。在过去中国经济快速发展的几十年来，资产价格也随之攀升到高峰，在客观上的确存在一定的资产泡沫，比如房价增速曾长期超过 GDP 增速以及居民可支配收入增速。另一方面，房地产又是中国居民部门的主要资产，也是形成居民负债的主要载体。截至 2023 年末，居民部门负债达 87.4 万亿，居民部门杆杆率为 69.3%，2024 年一季度进一步升至 69.6%（中诚信口径），这一杠杆率水平仅略低于美国（73.1%，2023 年 Q3,BIS 口径）。在较高的居民负债之下居民资产却出现了显著缩水，2023 年相比 2021 年，居民部门的房产资产累计缩水约 9.8 万亿，居民提前还贷、消费降级等现象说明居民部门已经在主动去杠杆。客观上来说，房价回调是十分必要的，因为它有助于挤出资产泡沫，有利于经济的长期健康，但是房地产价格长期低迷或大幅度下跌，对于经济运行将产生较大的冲击，比如家庭财富缩水，居民消费意愿降低，房屋抵押贷款价值下降时银行可能收紧信贷，部分企业的投资活动减少，这些因素将带来经济的加速收缩。此外，房价下行还会带来土地财政承压加大、地方政府债务风险边际上升，等等。这些影响同时也是经济周期波动的表现和组成部分，因此从中长期来看，稳住资产价格是熨平经济周期的关键所在。

尽快稳住地产价格，首先要“调供给”。“三去一降一补”政策，即去库存、去产能、去杠杆、降成本、补短板，是中国供给侧结构性改革的重要内容，在房地产领域的供给调整亦是如此，房地产市场不可避免地需要经历一段去库存、去产能、去杠杆、降成本的过程。近来相关部门已经着手在上述领域采取措施，包括一些地区采取了减少或严控土地供给的措施等。经过多年快速发展房地产已经积累了大量库存，住宅、商业设施、大型写字楼、开发区建筑以及厂房等设施均存在供给过剩的问题。此前我曾多次呼吁可考虑由政府或者国资收购闲置住宅和商业楼宇，改建为保障房、廉租房或者养老用房等设施进行盘活利用，居民不拥有产权不能出售。此外，平急两用的设施也可以由现有的城市闲置住宅来改建消化使用，不需要开发新的项目，一是开发新项目会进一步加剧供给过剩的问题，从而进一步拉低价格，二是会造成社会资源的浪费，需要将有限的社会资源、资金投入到对于经济带动更加有效的领域中去，比如带动居民消费。

除调节供给外，稳房地产还要在扩大需求上发力。随着 4 月的宏观统计相较一季度有所走弱，5 月 17 日中国人民银行、国家金融监督管理总局等相关部门公布了重磅的稳地产政策措施，包括设立 3000 亿元保障性住房再贷款，降低全国层面个人住房贷款最低首付比例，下调各期限品种住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，这些放松购房需求的政策预计将对房地产市场企稳起到一定作用，但是政策效果仍待进一步观察。当前政策的出台可能并不会“立竿见影”，但至少起到一个导向和信号作用，传递了当前政府对房地产市场的政策定位和引导方向。提振购房需求仍有较大的空间，比如在全国层面彻底放开房地产的限购。近期多个城市的房地产市场限购政策经历了调整，目前核心城市仅剩北、上、广、深、天津以及珠海横琴地区仍保留住房限购政策。若当前出台的政策效果仍不及预期，那么除北京之外所有城市皆可能将全面放开限购。2008 年金融危机过后，北京出台了包括房地产交易环节税费优惠、降低贷款利率等政策，在“京八条”限制性购房政策规定出台之前，房地产市场交易较为活跃，对于刺激经济和全国房地产市场复苏发挥了重要的作用。在当前房地产市场承压较大的背景下，全面解除北京地区的限购或不会带来房价的大幅反弹，也不会改变房住不炒的基本原则，应当择机消除所有的非市场性限制。

房企所拥有的资产是土地和房产，这是房地产领域的特殊性，需要稳住的是房地产市场，而非房地产企业。在经济学中，“物质不灭”可以理解为物质资本的长期使用价值。对于房地产企业而言，其资产主要是土地和房产，这些实物资产具有不易消失的物理特性。在房地产市场的调整过程中，政府和市场参与者关注的重点是如何稳定房地产市场，核心是房地产本身，而不是保护个别房地产企业的利益。如果对房地产企业进行大规模救助（包括民营房企），可能会产生道德风险，这有悖于市场化原则。但是，就房地产实体本身而言，它不仅是房地产企业的资产，也是社会资产的一部分，它关系到社会稳定、居民生活质量和城市发展。同时，房地产是许多家庭的主要财富储存形式，房价的波动直接影响居民的净资产和消费能力，房价会直接反映在居民的资产负债表上。关注房地产市场本身的健康发展，这是更有价值的分析视角，也是政策制定的底层逻辑。

通过扶持小微企业及服务型企业持续经营，消化大量的商业和产业用地及建筑物。除将过剩商业楼宇、工业厂房等建筑改建为保障房之外，还可以鼓励扶持小型服务业企业正常开业运营，这有助于提高商业楼宇的出租率和使用率。近几年一些区域性的商业街关门闭店的

情况较多，小微企业和小型服务企业的生意难以维持，并且对于降低房租成本的诉求较大，这些企业退出市场又会放大房屋空置的问题。一方面，政府或国企可以收购闲置商业地产并以较低价格出租，帮助小型服务企业降低成本。另一方面需要实施包容监管，不断优化营商环境，采取一系列措施来激发市场活力，促进创业、就业和消费，从而带动整个经济的复苏和回稳。

总体而言，价格是一个关键信号和关键变量，可以说价格底就是市场底，经济反弹一定伴随着价格反弹，因此政策制定要牢牢盯住价格信号，政策取向是偏向宽松还是偏向收紧要根据价格的变动情况来判断调整。当前来看，扭转价格的下行趋势是经济工作的重中之重。2013 年，在党的十八届三中全会召开之际，我曾在人民大学做过一份相关研究报告，在结尾之处我提到对于即将召开的党的十八届三中全会充满期待、拭目以待。时至今日，11 年已经过去，历史总是在循环往复中向前发展，经济也是如此。党的二十届三中全会即将到来，我期待看到改革开放领域的新举措能够进一步出台，期望看到决策层对经济发展重大导向的进一步确认。

沈建光：对 4 月份经济数据的判断及政策建议

沈建光 京东集团副总裁

以下观点整理自沈建光在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2024 年 5 月）上的发言

一、对 4 月份经济数据的判断

1、总体经济数据

首先，生产端反弹非常显著。工业生产数据表现尤为亮眼：4 月份同比增长 6.7%，而 3 月份仅为 4.5%,4 月份的增长率显著上升了 2.2 个百分点。出口交货值快速反弹,达到了 7.3%。

其次，消费方面的表现则不尽如人意。4 月份社会零售总额同比增长仅为 2.3%，较 3 月份有所下降，环比增长仅为 0.03%，处于历史同期低位。特别是在 2.3%的社会零售总额中，商品零售仅增长 2%，而服务业增长更高。五一前的旅游增长较快，但商品零售表现低于预期，并且逐月回落。因此，这反映了一个有趣的问题：生产的快速恢复并没有体现在国内零售的回暖上。大幅改善的生产商品究竟是用于出口、投资，还是成为库存，尚未在最终消费端得到体现，这是 4 月份数据中值得进一步研究的问题。

再次，投资方面的表面数据显示投资表现尚可，但投资表现并不特别强劲。1-4 月份固定资产投资同比增长 4.2%，而 1-3 月份同比增长 4.5%，投资增速同样有所回落。制造业投资表现较好，但房地产投资继续下行，下降幅度达到了 10%。从经济总量来看，生产的增长并未在投资改善上得到体现，也未在消费上有所表现，和前几个月相比均呈现下行趋势。

最后，唯有出口表现亮眼。出口交货值增长了 7.3%，这是一个明显的反弹。报告显示出口已经转正，从过去的负增长变为正增长，这是一个重要迹象。出口回暖能否持续是一个关键问题，因为这关系到生产和 GDP 增长能否达到 5%的目标。在出口领域，中国的机电机械、汽车新能源及高端装备制造出口表现良好。

2、外贸是当前中国经济一大亮点

最近我撰写了一篇文章，题为《关于全球产业链重构的进展对中国的影响和应对》。总体来看，包括美国最近出台的对中国新能源汽车加征关税等贸易措施在内，欧美国家推动的全球产业链去中国化进程并未如愿。中国产业的竞争力和韧性非常显著，因此在全球贸易中的份额并没有下降。正如 OECD 的一份报告所指出的那样，全球产业链的链条在延伸。过去是中国生产、欧美消费，企业都将工厂设在中国。现在，中国的工厂，包括中国本土企业和外资企业的一部分生产能力，正在转移到东南亚和墨西哥。然而，许多核心商品，特别是中间品，依旧难以采取有效的贸易措施来限制，因为这些中间品是其他国家企业所需，最终产品仍由这些国家出口到美国和欧洲。这表明，全球产业链虽然变得更长、更复杂，但中国依然在其中发挥核心作用。从目前的出口最新数据来看，这一观点得到了印证。尽管中国一些企业转移至东南亚和墨西哥，这实际上也是中国企业全球化进程的一部分。在这个转移过程中，许多核心的高端产品，如机械设备和中间品，仍在中国生产。

另一个重要方面是新兴生产力的发展。新能源汽车产业链已经走在全球前列，这不仅是追赶战略，更是领先和超前的战略。在此背景下，欧美国家对中国采取贸易措施将更加困难。

因此，外贸是当前中国经济的一大亮点，其背后的原因在于中国产业链的更新换代和强大的韧性。

我们分析了为什么生产优于消费，外贸是其中一个解释。然而，投资数据并未显示出这种趋势，最后一个可能的环节是库存。由于 4 月份的产销率大幅度改善，库存并未增加。**因此，这些因素表明 4 月份生产的改善主要是由于出口的改善所致。**

3、消费需求不足

当前经济的核心问题是需求不足，而其中最关键的问题是消费需求不足。通过之前的分析可以看到，尽管生产有所回暖，但零售增速却在逐月下降，已经连续六个月下滑。商品零售增速仅为 2%，如何提升这一增速成为关键问题。报告对此也进行了深入分析，其中一个非常重要的因素就是收入。对于消费来说，最核心的变量就是居民收入的增长。

国家统计局数据显示，今年一季度居民收入增长 6.2%。然而，这个数据不仅要看 6.2%的绝对值，更重要的是看其数据序列的变化。疫情前，中国居民收入增长率基本在 8-9%之间，

疫情后，这一增长率降至 6%左右，说明居民收入增速有所下降，这也是分析消费问题的一个关键点。此外，信心和储蓄率大幅度提升也是重要因素。

因此，促进消费的政策重点在于如何增加收入，包括企业就业和利润。报告中指出了一个很好的分析点，即企业利润的分化。刘教授的报告中有一张图表显示，国有企业利润在上升，但民营企业利润在下降。因此，提高民营企业的信心显得尤为重要。国家也出台了民营企业促进法等政策措施。

二、政策措施（如何促进消费）

1、推进以旧换新政策

今年两会提出的主要经济增长措施和着力点。包括设备的大规模更新和消费品以旧换新。这些措施已经开始产生效果，特别是在汽车以旧换新方面，每辆车的补贴力度达到了 1 万元或 7500 元。然而，为了进一步促进消费，建议将以旧换新的范围扩展到家电、家居、电脑、手机等高附加值商品。

目前，这些措施主要依赖地方政府财政支持，但应考虑从国家专项债和特别国债中划拨部分资金，支持地方政府大规模推进以旧换新，从而促进消费。尽管多次提倡通过消费券来促进消费，但在中国国情下，推行这一措施较为困难，且意见不统一。然而，以旧换新政策在各方意见上较为一致，是对消费的直接补贴，并且有助于推动绿色消费。新一代的节能智能化耐用消费品，如电脑、手机、家居等，能够通过以旧换新政策得到推广，这也进一步推动了中国制造业的更新换代。

因此，如果中央财政能够加强对以旧换新的支持力度，特别是对汽车以旧换新类似的支持力度，该政策的效果将会非常显著。

2、促进新消费

新消费方面，在京东平台上涌现了许多新潮消费产品，国潮品牌、智能家居和节能新产品都展现了良好的增长势头。一方面，可以通过以旧换新的政策进一步支持这些新产品的发

展；另一方面，可以推动新的消费模式，特别是线上医疗问诊和进口药品的政策。线上医疗健康服务具有巨大的增长空间，对促进消费非常有利。

3、大力推动设备更新

可以通过对企业采购进行数字化改造，大力推动设备更新措施，促进企业线上化发展，这也能够进一步促进新消费。

4、城镇化

大企业发挥社会责任使员工、农民工进行市民化、城镇化。这可以是企业的探索，但也应该得到政府的支持。

张斌：用更大逆周期政策力度化解需求不足

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 5 月）上的发言

一、什么是当前经济运行中最突出的问题

当前经济运行面临的最突出问题是价格偏低。价格低导致企业收入和盈利难以增长。在劳动力市场上，新增就业机会非常有限，居民收入增长速度偏低。如果企业盈利和居民劳动收入持续较低，无论是消费还是投资的信心都会不足。

一季度数据有一些亮点，特别是工业增加值、出口和实际 GDP 增速表现还好，但名义 GDP 增速偏低。由于价格偏低的拖累，今年第一季度的名义 GDP 增速约为 4.2%，低于去年的全年水平。名义 GDP 是各部门企业盈利、居民收入和政府税收的总和，这一指标偏低的结果是增产不增收，经济增长缺少获得感。

综合来看，当前经济运行面临的主要矛盾并不在供给端，而是需求端的不足。从另一个角度看，当前面临的问题主要不是实际变量，而是名义变量，问题出在价格、利润和工资这些名义变量上。这是对当前经济现象的基本认识。自去年延续至今年第一季度，整体趋势都是如此。

二、为什么需求不足

为什么需求不足？为什么名义变量表现不好？为什么收入难以增长，大家在经济增长中的获得感不高？

在回答这个问题之前，我们需要理解过去的名义变量是如何增长的。**名义变量增长源自名义购买力增长。**名义购买力是如何增长的呢？这一点需要我们弄清楚。名义购买力并不是通过我们工作的更努力、提高生产效率或优化资源配置等手段提高的。名义购买力主要来自于全社会广义信贷的创造。无论是增加一笔贷款还是发行一笔债券，都会相应地创造一笔金融资产，带来名义购买力。例如，贷款 500 万元购买一套房子，这 500 万元就会形成新的企

业和居民存款，从而带来名义购买力的增长。同样，新发行一笔债券也会增加一笔金融资产，最终形成企业和居民银行账户上的资金增加，带来名义购买力的增长。

在过去的十多年中，全社会信贷的增长主要来自于政府的地方融资平台和房地产相关信贷。增量部分中，约 70%与地方融资平台和房地产相关。因此，当房地产出现大问题，地方融资平台被收紧时，信贷和需求便会迅速下滑。信贷的发动机减速，信贷增长大幅度衰减，这同时意味着金融资产增长的放缓，全社会名义购买力增长也会随之放慢。这里说的金融资产主要包括我们手中的存款、债券等各种债务型金融资产。当这些资产的增长速度大幅度放慢时，人们会感到手中的钱变少了。

有一种说法认为中国的钱已经很多了，需求不足不在于钱不够。做一个简单的横向国际比较。截至去年年底，中国家庭部门拥有 230 万亿元的总金融资产，包括银行存款、社保基金、养老基金和各种理财产品。平均每个家庭的金融资产大约为 46 万元左右，但这是一个均值，中位数并没有这么高，大部分家庭的金融资产并没有达到这个水平。按美元计算，中国每个家庭的金融资产大约为 6 万多美元。比较而言，美国一个家庭的平均金融资产超过 100 万美元，欧洲一个家庭大约为 20 多万美元，日本一个家庭也有 20 多万美元。中国仅为 6 万多美元，大约只是美国的一个零头。即使将金融资产除以 GDP，经过收入水平调整后，中国的金融资产也不高。我们的金融资产中银行存款比例较高，但证券资产和养老金非常少。因此，**首先我们要澄清一个认识：中国人的“钱包”并不大，过去两年“钱包”增长速度快速放慢，直接导致全社会购买力的下降。**

还有一个流行的说法认为问题不在于钱的数量，而在于分配。事实上，过去十多年间，我们的收入分配虽有变化但相对稳定。用收入分配变化难以解释过去几年突然加剧的需求不足现象。**最主要原因还是全社会信贷增长速度的放慢。**我们可以看到，社会融资规模增速从过去的 12%、13%下降到 9%、10%，今年降到 8%。四月份社融增速出现负增长，但那是环比负增长，包含许多偶然因素。我们更关注的是同比增长，并且不能只关注一个月的数据。**从过去连续多个季度的表现来看，社融同比增速在持续创造历史新低。在这种环境和背景下，全社会的名义购买力得不到有效支撑。**

三、如何解决需求不足

解决需求不足主要不是靠改革。结构性改革的目的是提高生产效率和优化资源配置，提高生产率。而需求不足反映的不是生产率问题，而是名义购买力问题，是口袋里有没有钱、愿不愿意花钱的问题。如何让大家口袋里的钱更多、让大家的购买意愿更强，这是我们要解决的。最终需求的改善和名义购买力的提升一定会反映在信贷的增长上。那么，如何实现？只要我们充分利用规范的逆周期政策工具，这个问题是可以解决的。

首先，货币政策方面，最有效、最灵活、最精准的政策是大幅度降低政策利率。这里的政策利率指的是中央银行向商业金融机构贷款的利率。第一，这一政策最有效。中国现在大约有 300 多万亿的债务，如果政策利率大幅度下降 100 至 200 个基点，将使债务人在一年内保守估计可以减少 2-3 万亿的债务利息支出。与此同时，这将提高金融资产估值至少 10 万亿，并对房地产价格形成支撑。通过大幅度降低政策利率，整个居民的钱包会增加几十万亿，包括债务利息支付的节省和金融资产估值的提高。因此，这是扩大“钱包”的一个重要手段。与此同时，降低政策利率还会增加消费倾向、减少储蓄倾向。第二，这一政策最灵活。政策利率可以随时调整。第三，这一政策最精准。与其他逆周期政策相比，调整政策利率得作用机制是扩大个人和企业的“钱包”、优化相对价格环境。至于如何消费和投资，完全由企业和消费者自主决定，而不是由财政政策替代决策。财政政策是替你花钱，而货币政策是让你的钱变多，让你自己决定如何花费。再精妙的决策也不如让亿万个主体自己决定如何花钱。

围绕政策利率调整也有一些担忧。主要担心有两点：一个是息差，另一个是利差。关于息差的问题，政策利率下降后，银行盈利是否会大幅下降，以及这对银行的经营会否产生影响。我们也应看到，当政策利率大幅下降、总需求水平和名义收入水平提高以后，金融资产的不良率会大幅下降，银行贷款机会将显著增加，这对整个金融机构的资产负债表是有利的，而非有害的。对于汇率问题也是一样。对汇率的基本支撑不是保持利差不变，而是让经济更加有活力，提高对人民币资产的需求。如果能够充分降低利率，激活中国经济，提升企业投资和盈利预期，这对人民币资产的支撑将更为强劲。过去的经验也显示，内部力量对汇率的影响远比外部力量更为突出。

其次，在财政政策方面，短期内工作重点应是确保预算的充分完成。今年财政并非没有发力，有许多措施，包括专项债、一般政府债以及超长期国债。然而，即便将所有这些债务相加，并假设全部资金都能有效花掉，同时假定今年的卖地收入与去年持平（实际上这种假

设并不大可能实现），即便在最理想的情况下，广义财政支出（即政府一般公共预算支出加上政府基金支出）的增长速度也只有 7.9%。这是极限值，事实上很难达到。即便达到了这一极限值，对 GDP 的拉动作用也有限。

今年的 GDP 增长目标是 5%，如果再加上 1.5-2%的名义通胀，大约需要达到 6.5%甚至 7%的增长。今年的广义财政支出很难达到这一速度，因此对 GDP 的拉动作用有限。无论如何，我们首先要确保预算的完成。今年第一季度的实际情况与目标相差较大，第一季度一般公共预算和政府基金支出的合计增长速度为-1.5%，对经济增长形成了拖累。政府支出非常重要，因为政府支出相当于非政府部门的收入。政府支出增长不足会对企业和居民的收入造成很大影响。广义政府支出在整个社会总支出中接近 1/3，这是一个很大的比重。如果政府支出不能增长，居民收入增长少了很重要的一个支撑。接下来财政政策的工作重点应是确保预算的充分完成。

最后，还有两点在当前尤为重要：一个是房地产，另一个是地方政府化债。关于房地产，毛所长已经进行了详细说明，我都赞同，不再补充。地方政府化债的节奏非常重要。当前私人部门不愿意加杠杆的时候，政府不能同时也去减杠杆。**如果政府和私人部门同时减少杠杆，将陷入恶性循环：支出减少会导致他人收入减少，进而进一步减少支出，形成收入和支出螺旋式下降的局面。**因此，地方政府化债的基本原则是：当私人部门愿意加杠杆时，政府可以去杠杆、化债、减少债务存量；但当私人部门减少债务存量时，政府就不应急于减少债务存量。此时，政府更应保持债务的流动性，避免债务违约，先稳住经济再说。等到经济好转，税基改善时，政府再压降债务存量会有更好的条件，也更容易实现化债目标。

邢自强：积极因素酝酿

邢自强　摩根士丹利中国首席经济学家

以下观点整理自邢自强在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2024 年 5 月）上的发言

当前经济在低位企稳，且仍不平衡。但是，政策层面的积极因素，包括地产和新能源，逐步积聚，有望缓和债务低物价循环失速风险。真实信贷和通胀可能有望企稳。

鉴于 A 股港股市场 4 月中旬以来强劲反弹，市场人士积极挖掘背后的驱动因素。我们的股票策略师表示地缘政治风险和主要市场波动加剧引发的分散投资、以及对中国股票低配仓位和空头头寸的回补是重要诱因。而在宏观层面，虽然已公布的 4 月经济数据表明市场情绪可能偏乐观，但经济已经在出口和制造业投资支撑之下企稳，已逐步成为市场共识。下一个辩论焦点是增长企稳的可持续性。我们认为一些领域的政策正在逐步取得积极进展，经济增长从而有望在今年保持稳定，即使结构仍稍显失衡。

首先，中国政府已采取初步行动去抑制某些新兴行业的产能过剩。工信部发布对锂电池行业政策的征求意见稿，旨在减少“单纯扩大产能”的投资以及逐步淘汰建在农田或生态区内的锂电池项目。另外，自 2023 年底以来，国家收紧了对太阳能行业中低效/亏损企业的融资，虽然对先进产能的扩张仍持鼓励态度。我们认为特定行业更趋节制的产能投资可能会减轻 PPI 通缩对利润率造成的压力。同时，中国正在深化与东欧在绿色产能方面的经济合作，或有助于缓解中国冲击 2.0 引发的贸易紧张。

其次，在国内消费需求方面，汽车行业的以旧换新计划好于预期。尽管所需资金（预计为 700-800 亿人民币，高于此前预期上限的 300-500 亿人民币）将从现有财政预算中划拨（其他支出可能削减），但应该会在边际上支撑消费（促进经济再平衡），并改善电动汽车行业的供需平衡。

第三，关于房地产市场，政治局会议表示正在研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施。市场开始形成预期，认为中国政府可能会动用财政/准财政工具购买待售房屋。考虑到需要大量资金（预计需要 3-4 万亿人民币才能让新房库存去化周期从当前的 20 个月左右降低

至 12 个月的良性水平）以及相关的道德风险问题，落实起来可能较为复杂，但我们认为温和的一揽子措施可能落地。这有利于缓解开发商的流动性压力，改善购房者信心。

最后，股市改革有助于在长期提高投资回报，推动经济再平衡。国务院 4 月中旬发布的“国九条”包括推动提高股息率、加强投资者保护、严把公司上市准入以及改善退市制度。如果这些措施得以落实，那么 A 股市场的功能应当会逐步从为企业部门融资转向促进投资回报。在此过程中，经济资源可以从企业/政府转移到家庭，有利于促进中国经济朝消费再平衡。不过，考虑到上述措施的落实难度，我们认为可能不会有立竿见影的效果，但应该会提振市场情绪。

尽管这些政策措施的力度还不足以让我们相信“再通胀道路已逐步清晰”，但还是有助于今年稳住经济。最新数据显示，4 月份中国经济增长仍然不平衡。出口增长如期反弹，实际出口量同比增长约 8%，但通胀和信贷数据表明国内需求仍然疲软，这意味着在楼市和地方政府融资平台去杠杆的过程中，出口和制造业投资的溢出效应有限。尽管如此，近期积极的政策动向，叠加政府债券发行滞后带来的周期性利好，应该会在未来几个季度遏制债务低物价循环进一步恶化。我们认为，在金融体系“挤水分”导致 4 月信贷和货币数据明显低于预期之后，信贷增速可能会逐渐企稳。

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：