

中国经济：疫后复苏与周期筑底

毛振华 教授

中诚信国际首席经济学家

中国人民大学经济研究所联席所长

武汉大学董辅初经济社会发展研究院院长

香港大学经管学院教授

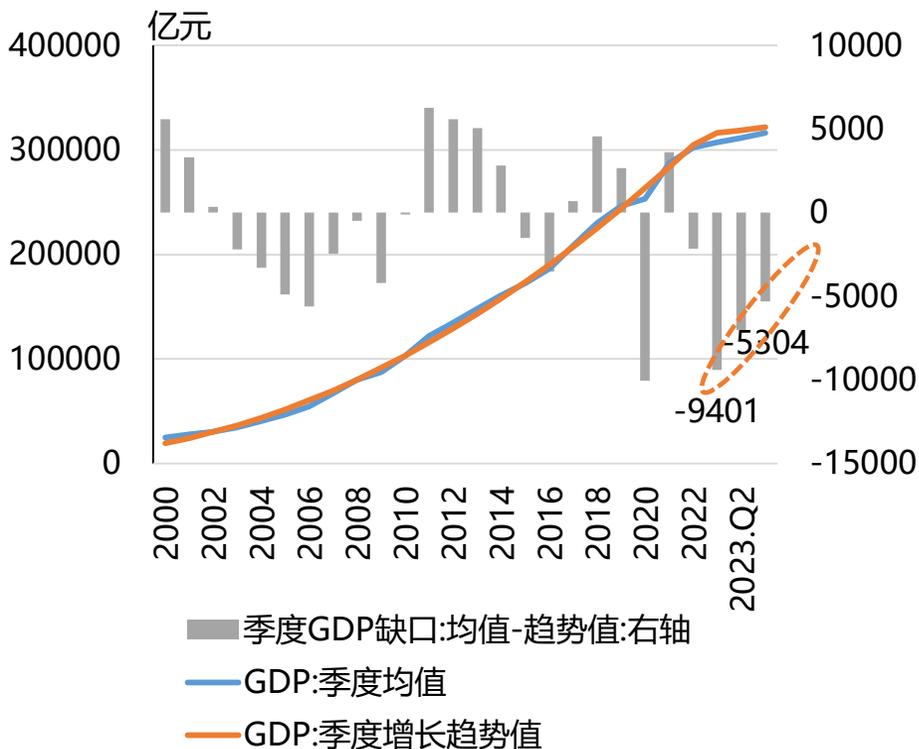
1

当前经济复苏的两层含义

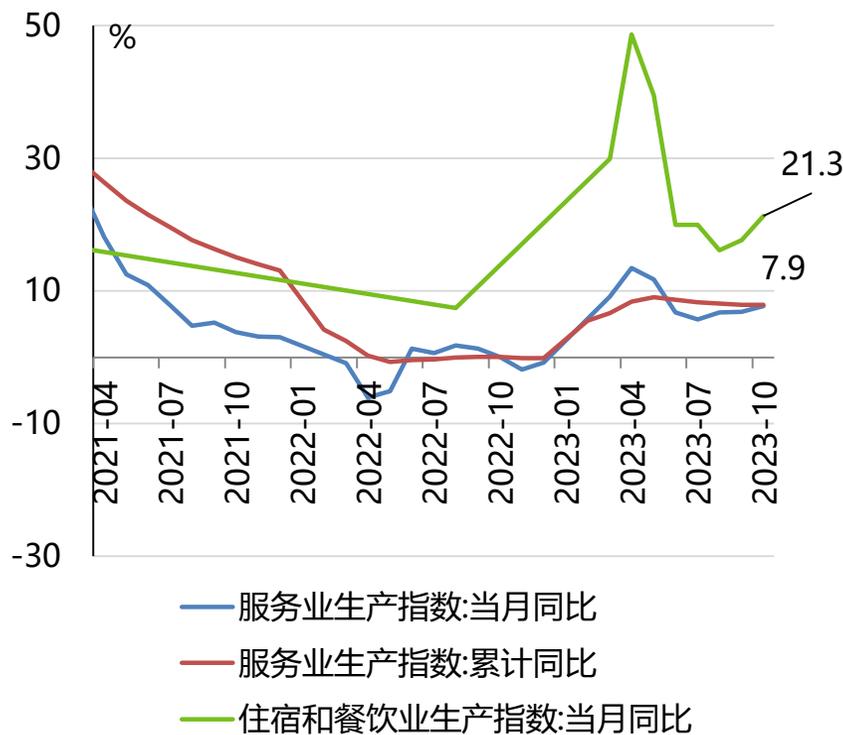
经济复苏之一：短期冲击后的恢复性增长有所体现

- 产出缺口收窄，工业生产持续修复，服务业生产与接触型消费恢复性增长

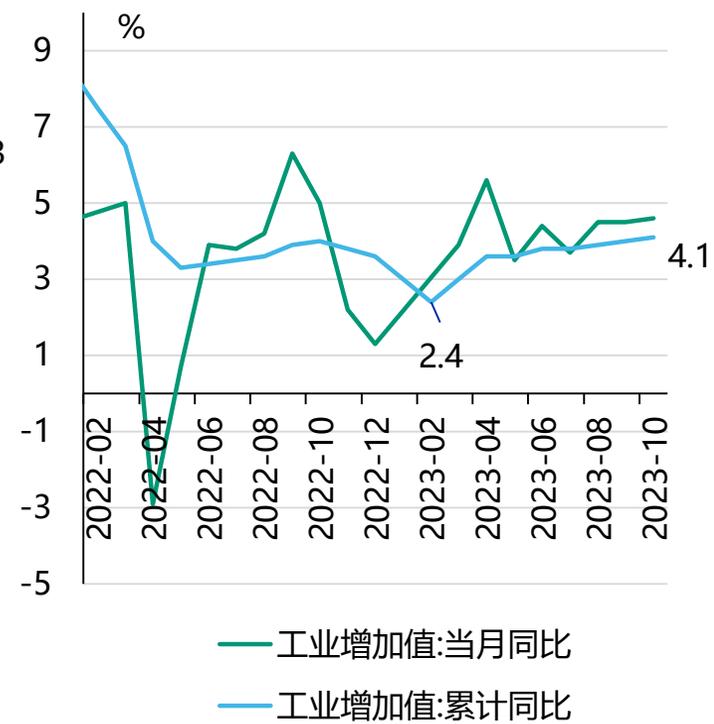
产出缺口由1季度9400亿收窄至三季度5300亿



前10月服务业生产同比7.9%，住宿餐饮生产同比始终处于16%以上



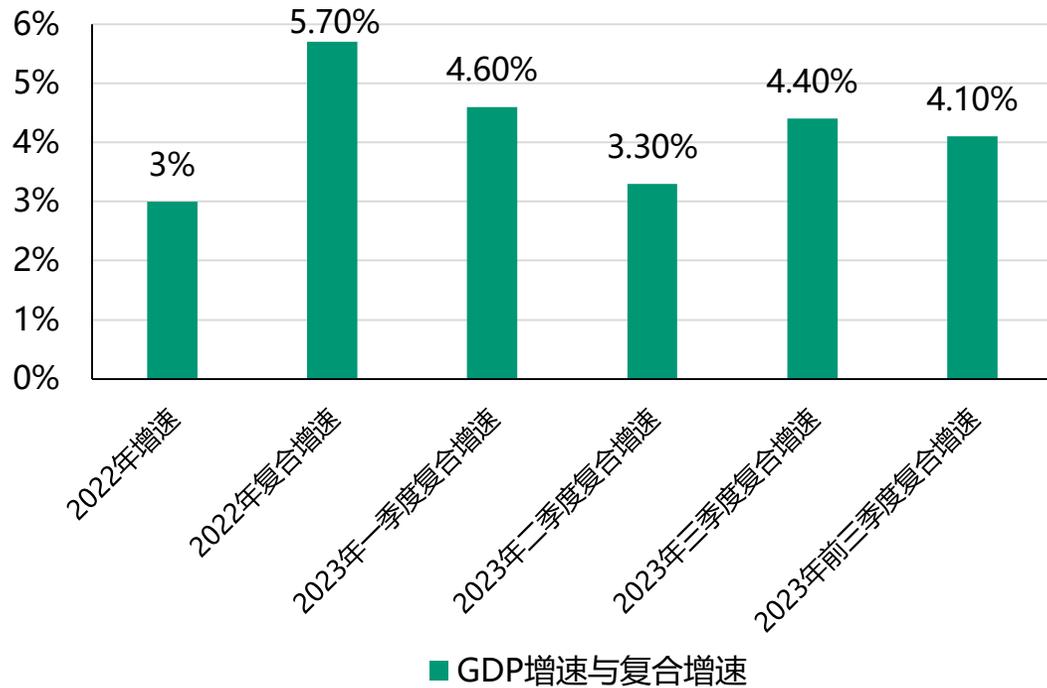
工业增加值边际回升，累计同比由2月的2.4%升至10月的4.1%



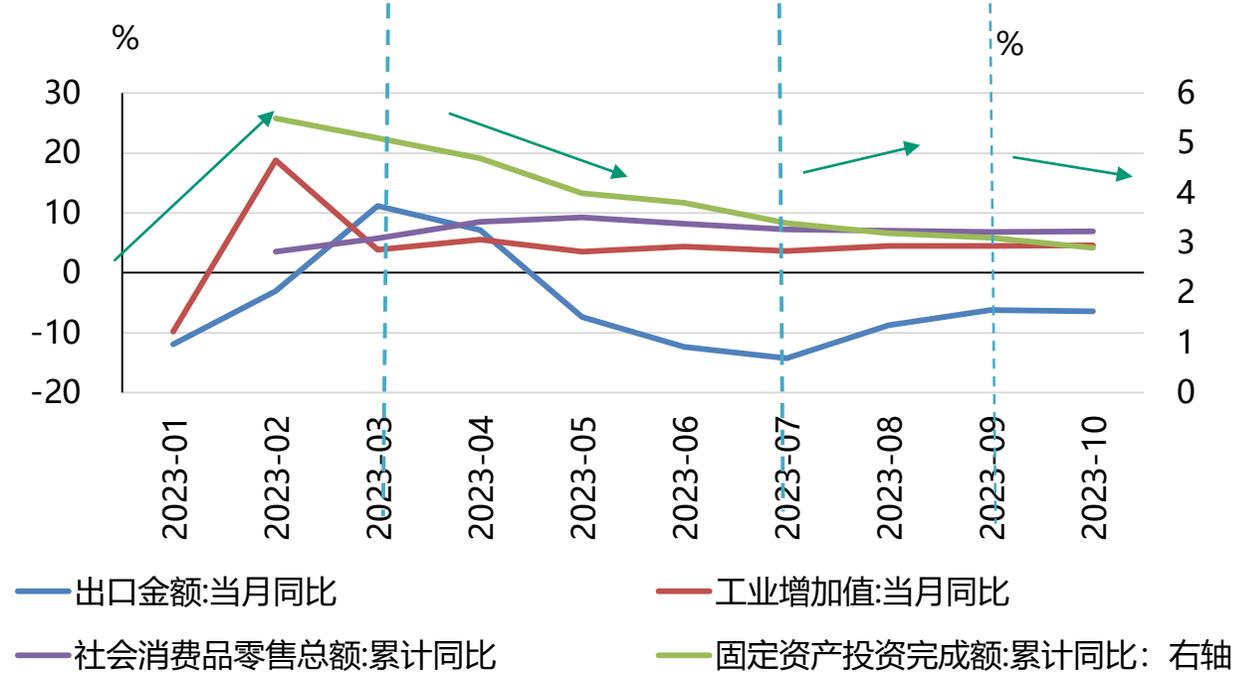
经济总体处于“弱复苏”状态，经济修复过程波浪曲折

- 今年前三季度同比增长5.2%，但两年复合增速仅有4.1%；1-10月主要经济指标呈现波浪曲折走势

今年前三季度复合增速仅为4.1%

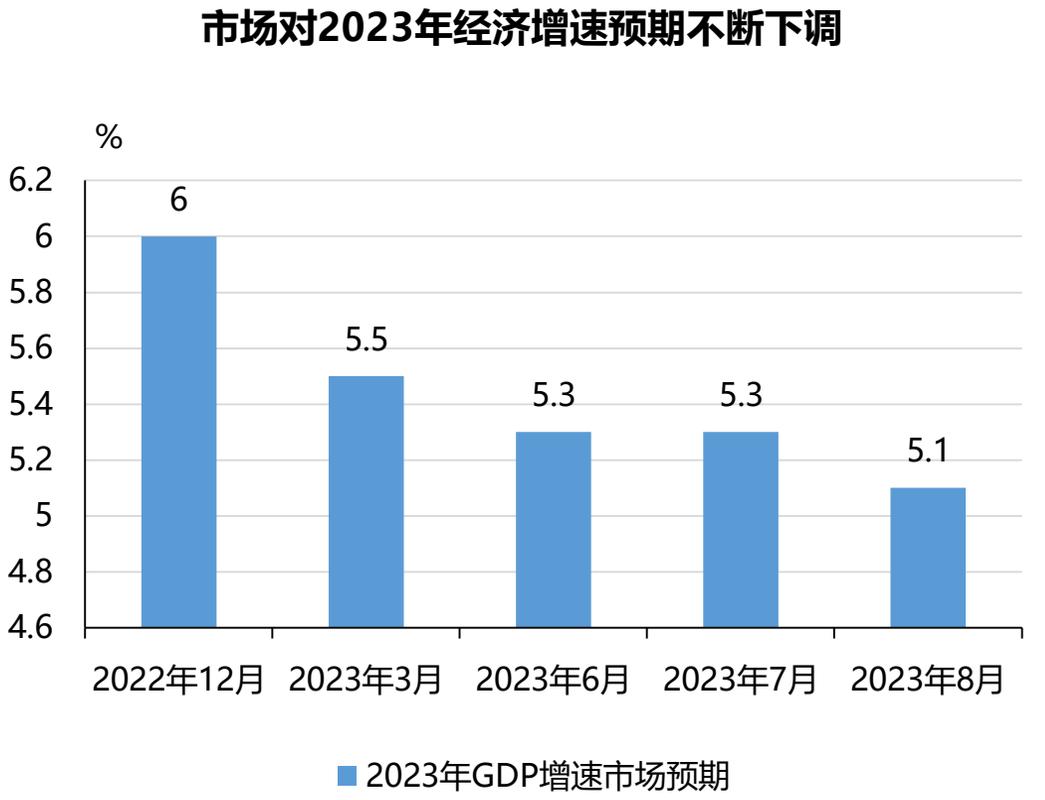
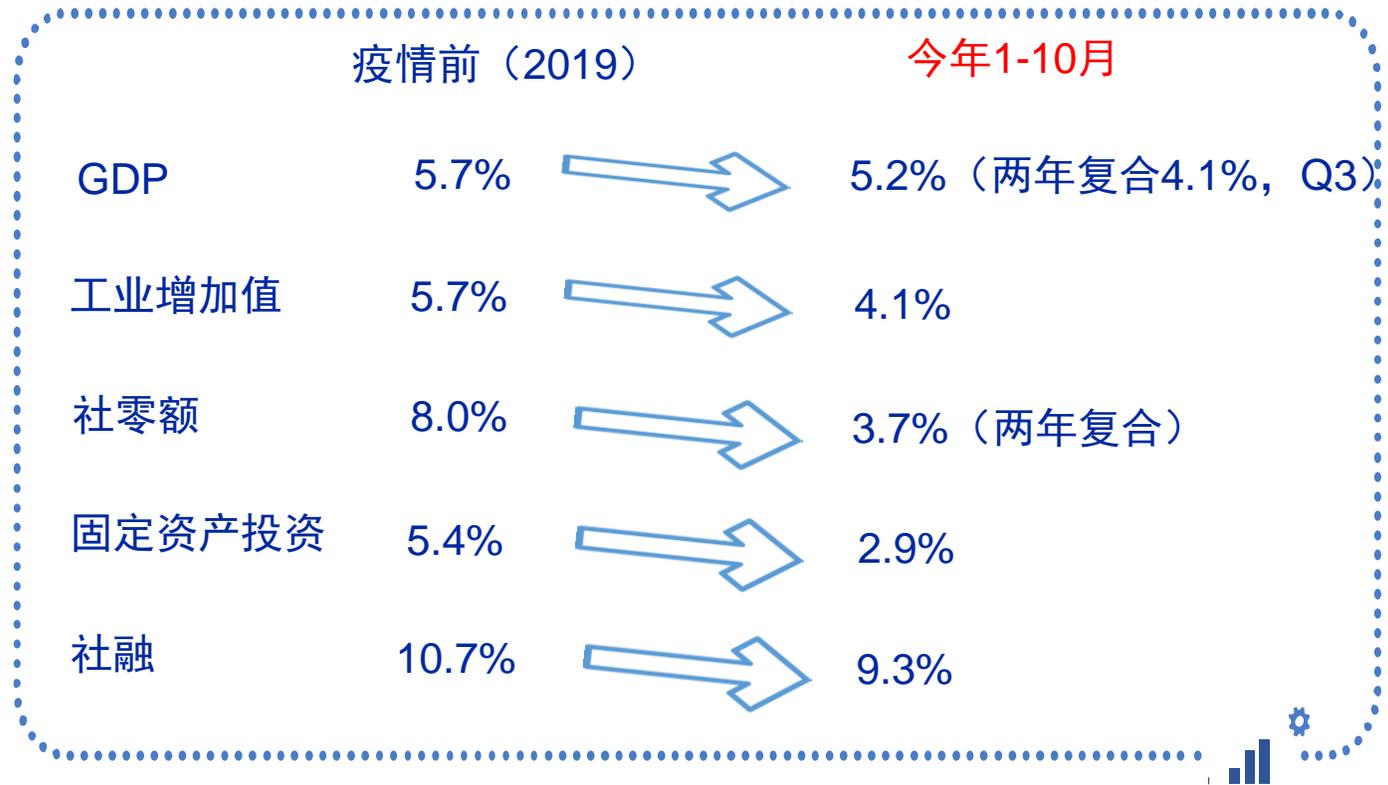


经济修复的基础不牢，1-10月主要经济指标波浪曲折



经济复苏未达“灾后重建”力度，市场预期持续走低

- 灾后重建经济学认为灾后重启一般会超越此前的常态增长水平，但当前主要宏观指标仍显著低于冲击前



经济复苏之二：经济周期循环中的复苏阶段远未到来

- 不能忽略经济运行的“周期视角”，当前中国经济面临的是一次深度的周期性调整

稳增长政策持续发力

财政发力支撑基建

- 1-10月基建投资（包含电力）增速为8.3%；显著高于固定资产投资（2.9%）
- 10月决定增发国债1万亿，赤字率由3%升至3.8%

房地产政策显著放松

- 认房不认贷，降低存量住房贷款利率，降低购房首付比例
- 房企融资支持，涉房贷款“三个不低于”

稳增长
政策已经发力

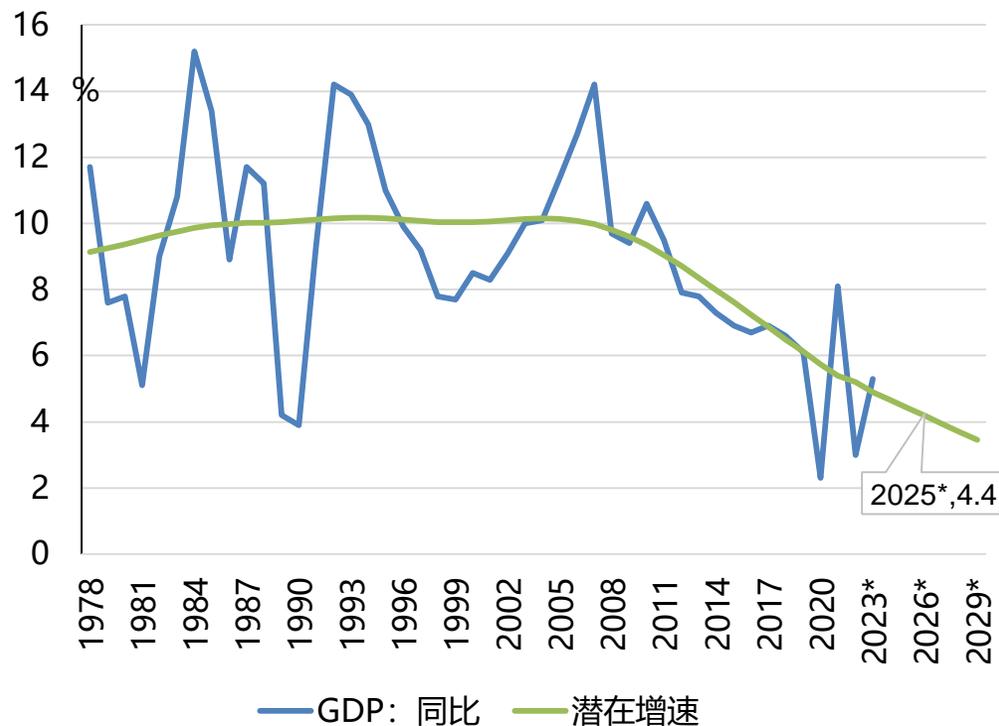
货币政策降准降息

- 3月、9月两次降低存款准备金率
- 6月、8月两次降息

提振股票市场的政策出台

- 放宽两融
- 收紧IPO
- 证券交易印花税减半征收

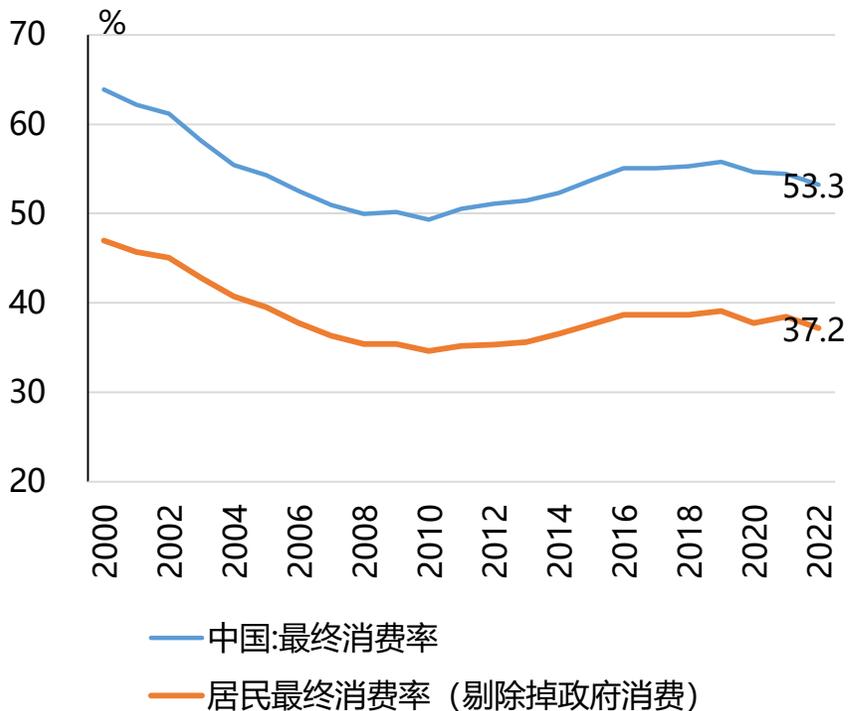
潜在增速仍存在持续下行压力



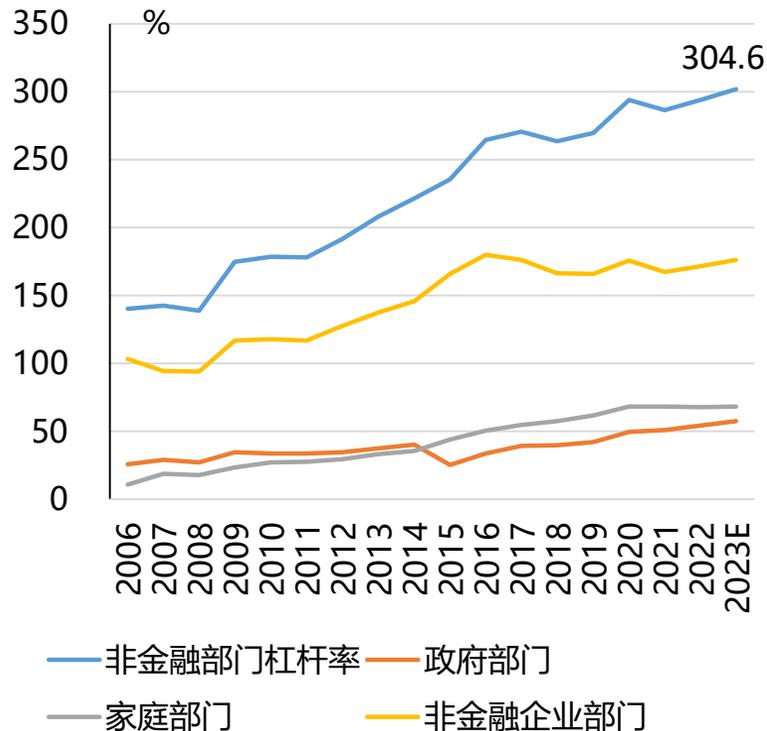
长期高增长背后所积累的问题与短期冲击叠加

- 经济运行所积累的问题：重生产、轻消费；资产价格、债务上涨较快；民企信心不足与民间投资低迷；人口结构调整；大国博弈下的产业链调整，等等

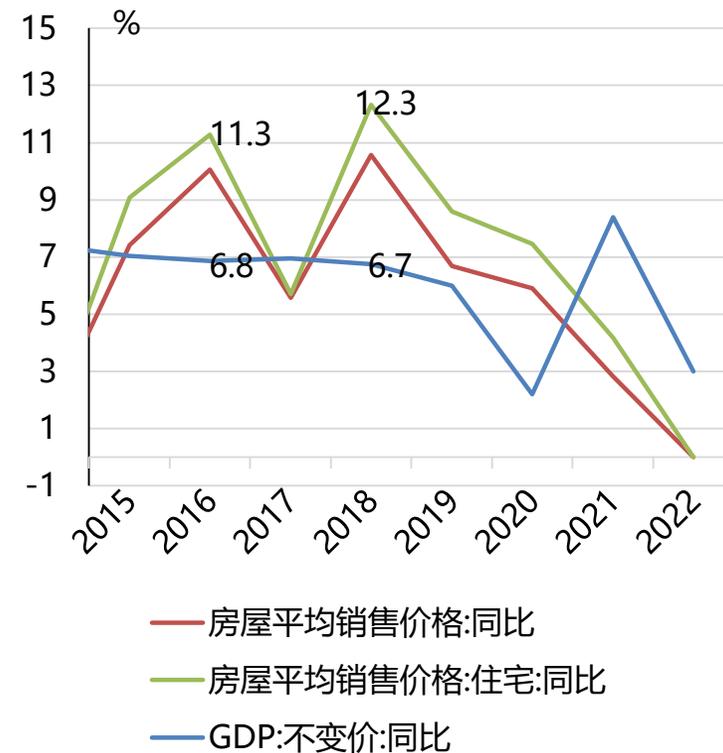
我国居民最终消费不到GDP的40%
发达国家普遍在70%以上



2023年宏观杠杆率或将升至300%以上



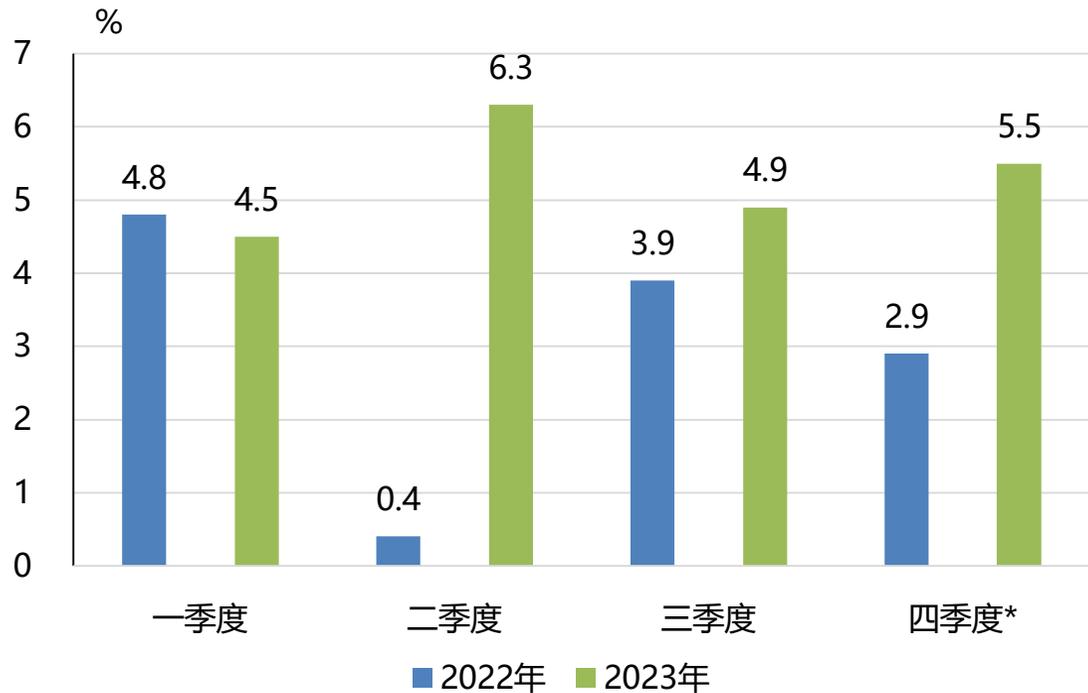
房价增速此前长期高于GDP增速



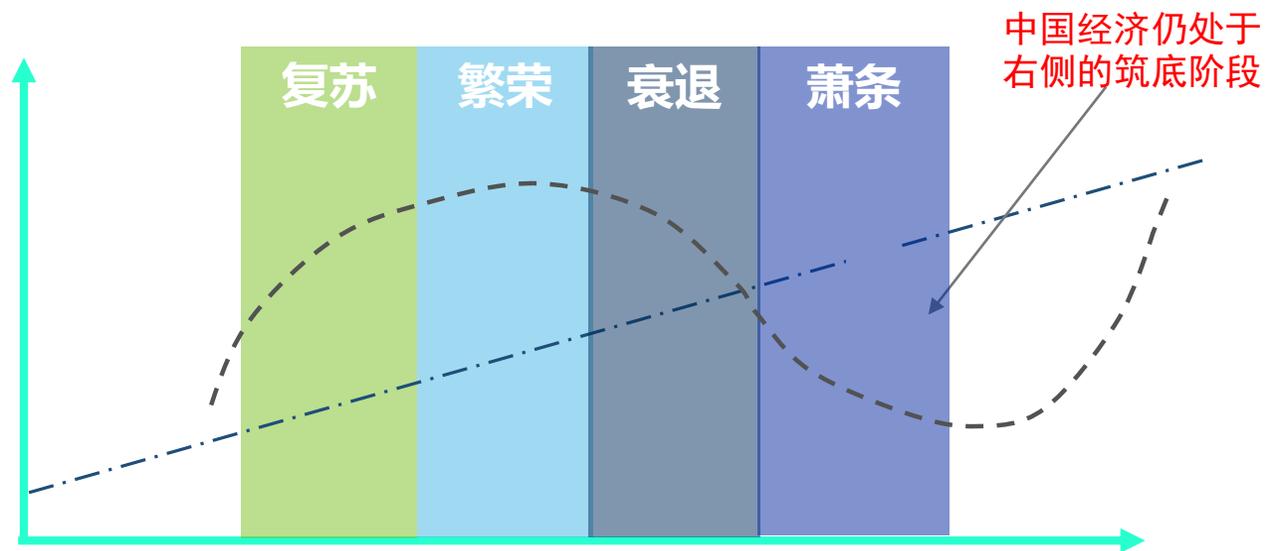
■ 经济周期仍在筑底过程中，未来或持续面临“保四争五”局面

- 今年经济增速或仍能达5.3%（两年复合4.1%），但未来或持续面临“保四争五”局面

今年全年增速或达5.3%左右



经济周期阶段中我国所处的位置



一 建议2024年经济增速目标设定为5%左右

- 展望明年，仍有一些积极因素支撑“争五”的实现，建议2024年经济增速目标设定为5%左右

“争五”仍有一些积极因素的支撑

1. 拖累因素的减轻

二季度拖累经济的主要因素是房地产投资跌幅扩大与出口增速的大幅下调；在政策调整与支撑下，明年房地产投资或将延续跌幅收窄的趋势，大城市城中村改造也可以为新增投资提供空间；出口或也难以再现二季度的回落幅度。

2. 工业生产的韧性 新旧动能的转换

疫情冲击期间工业生产也有韧性，装备制造业及新动能将持续发挥支撑与带动作用，工业增加值增速保持4%以上的增速也问题不大；居民资产负债表缓慢修复与超额储蓄的释放，消费的增长贡献率或也不会低于疫情前。

3. 政策空间的支撑

货币政策有降准降息空间，财政政策有支出力度加大空间。10月24日增发1万亿元国债，考虑到支出节奏及财政乘数等原因，约可带动2024年0.6至0.8个百分点的GDP增长。

三季度以来部分国际机构下调中国经济增速预期值

	2023年	较前次预测调整	2024年	前次预测值	较前次预测调整
IMF	5.4	0.4	4.6	4.2	0.4
经合组织	5.1	-0.3	4.6	5.1	-0.5
世界银行	5.1	-0.4	4.4	4.6	-0.2
摩根大通	5	0.2	4.4	4.2	0.2
穆迪	5	持平	4	4.5	-0.5

2

经济周期筑底面临的风险与挑战

■ 挑战一：大国博弈与去全球化浪潮交织，外部环境严峻复杂

- 去风险概念的提出，是新冷战基本格局开启的序幕；贸易保护主义有所抬头，全球贸易增长将低于此前10年的平均增速（2.6%）

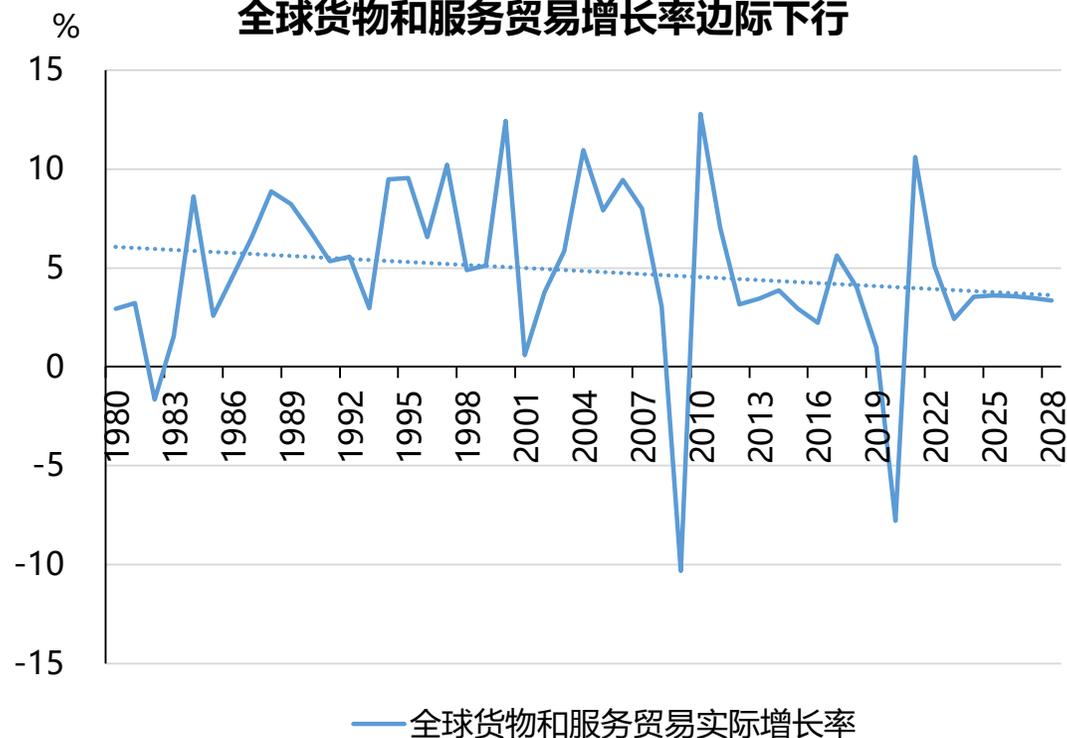
美国对华政策从“脱钩”转为“去风险”

2018年特朗普开启对华贸易战，2019年特朗普政府正式提出对华“脱钩”概念

但特朗普政府同时与欧洲、日韩等盟友产生贸易冲突；中美之间的贸易额在疫情期间不降反升

2021年建制派政客拜登政府上台；欧盟委员会主席冯德莱恩在2023年3月底首次提出“去风险”，美国接受

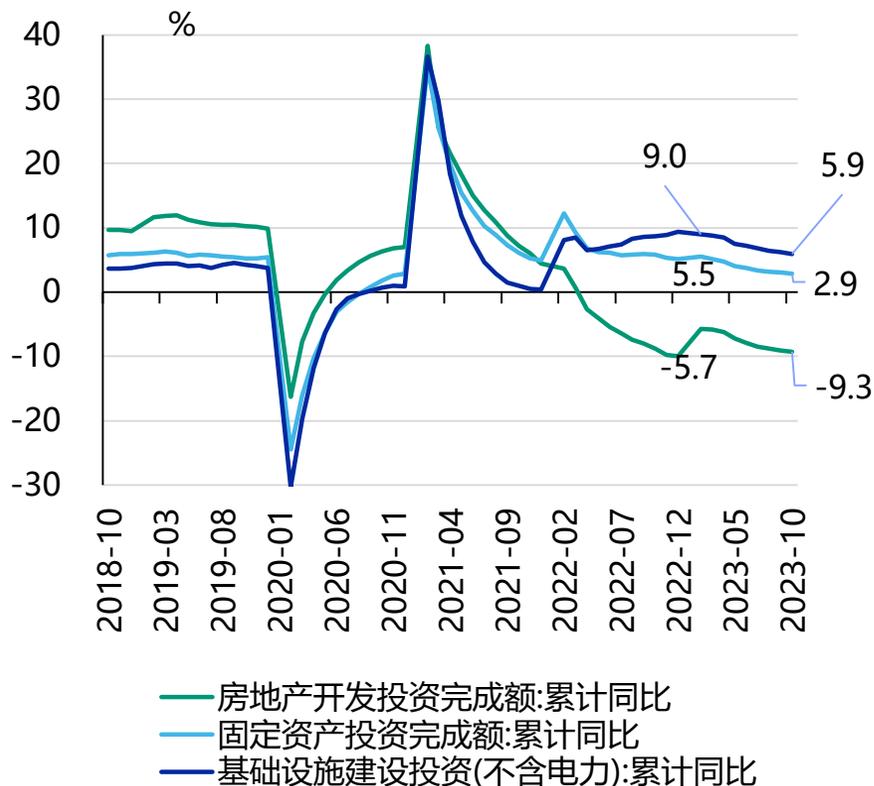
全球货物和服务贸易增长率边际下行



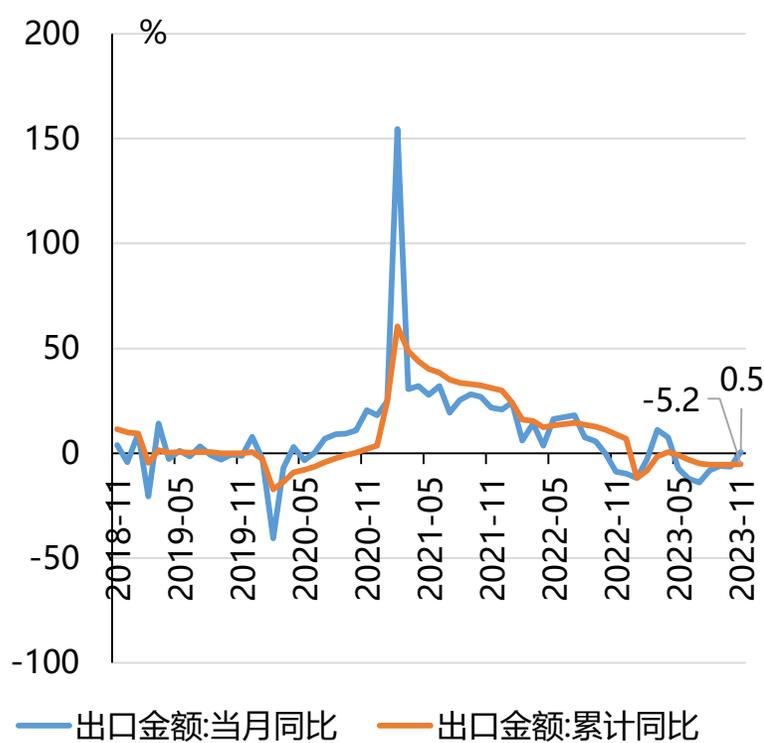
挑战二：总需求不足的矛盾依旧突出，供需结构性失衡制约经济修复

- 房地产投资跌幅扩大，基建投资效率降低，制造业投资或受出口扰动，居民消费能力与消费意愿皆有不足

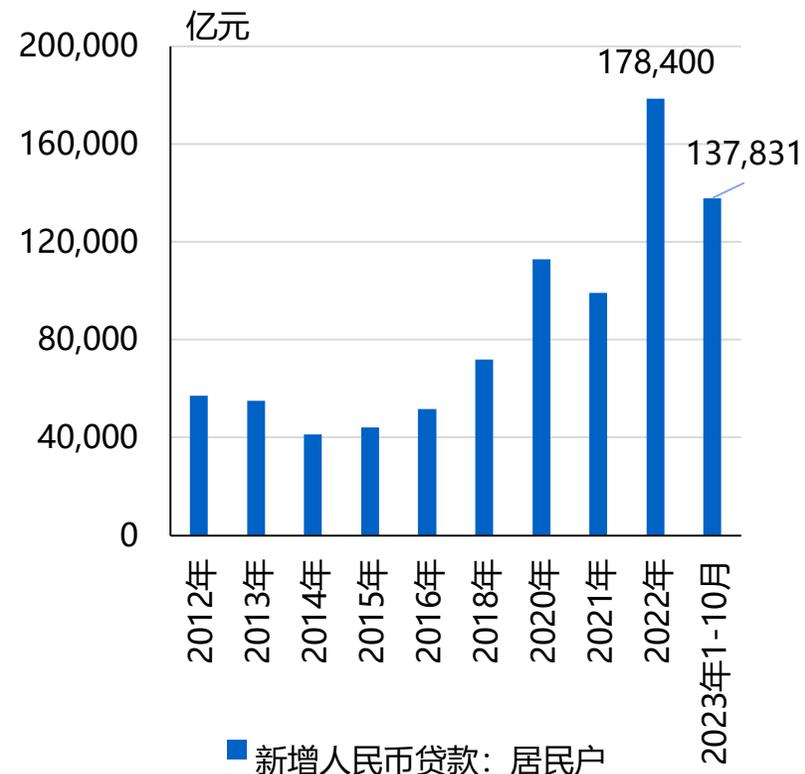
房地产与基建投资年初以来边际走低



出口增速仍处于负增长区间



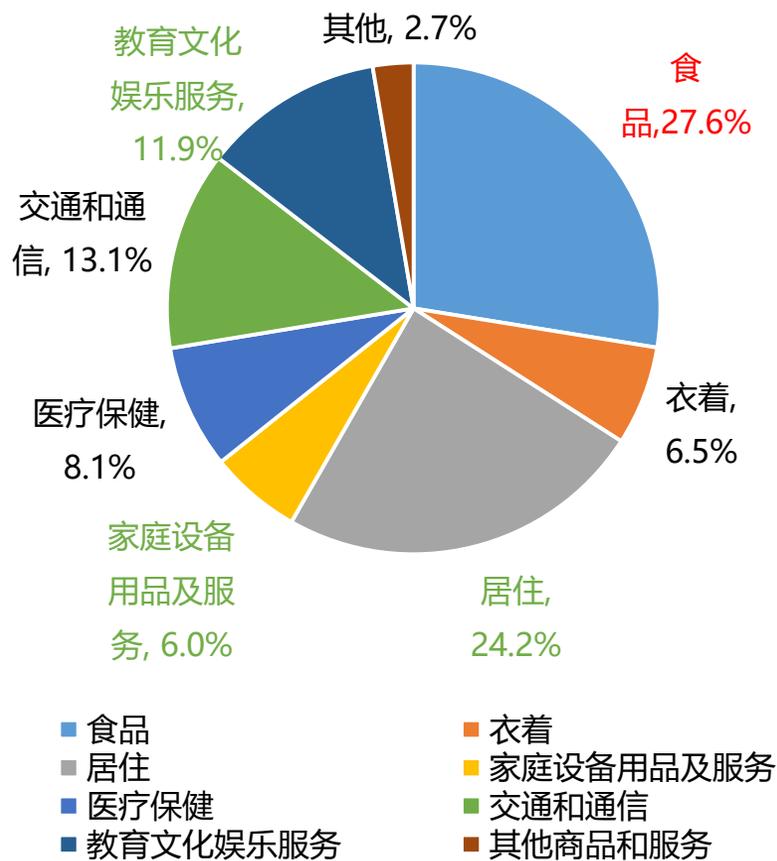
居民部门超额储蓄现象仍存



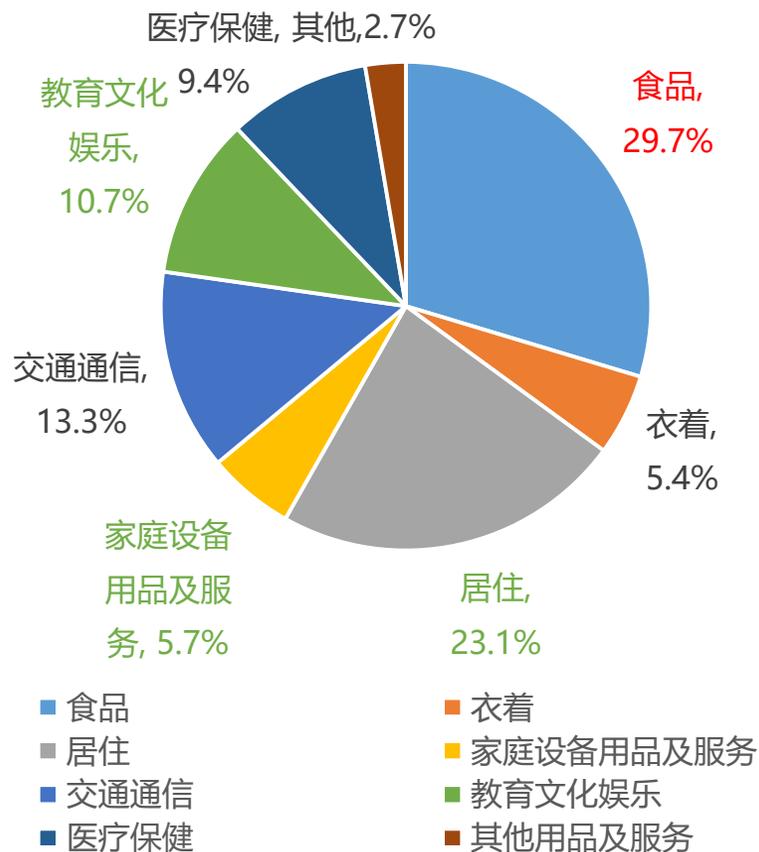
一 需要注意消费领域中存在的消费降级现象

- 相比疫情前，居民部门恩格尔系数（食品支出占比）显著上行，消费修复呈现一定“明强实弱”现象

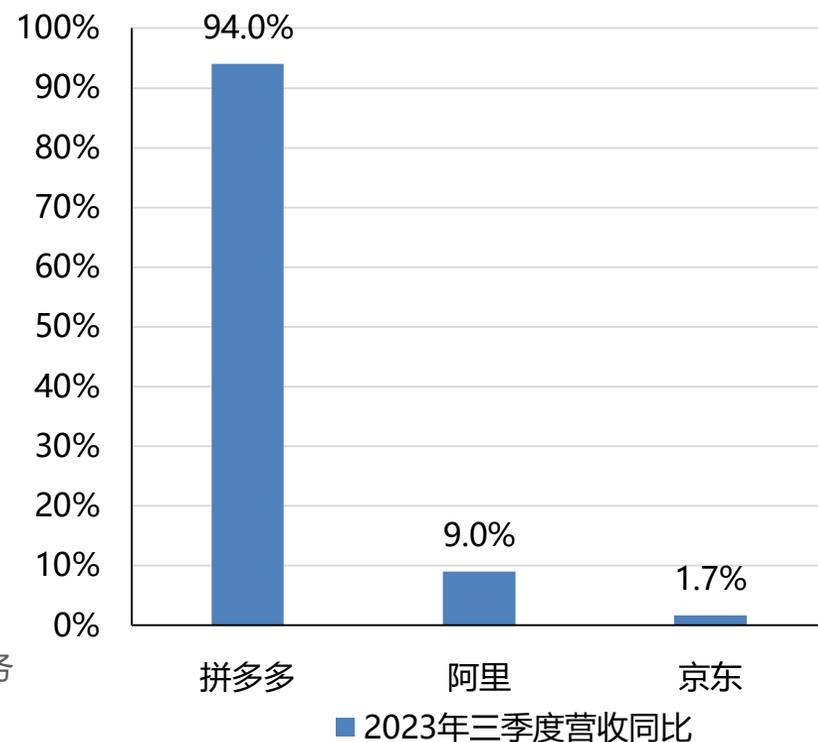
2019年居民消费结构



今年前三季度居民消费结构



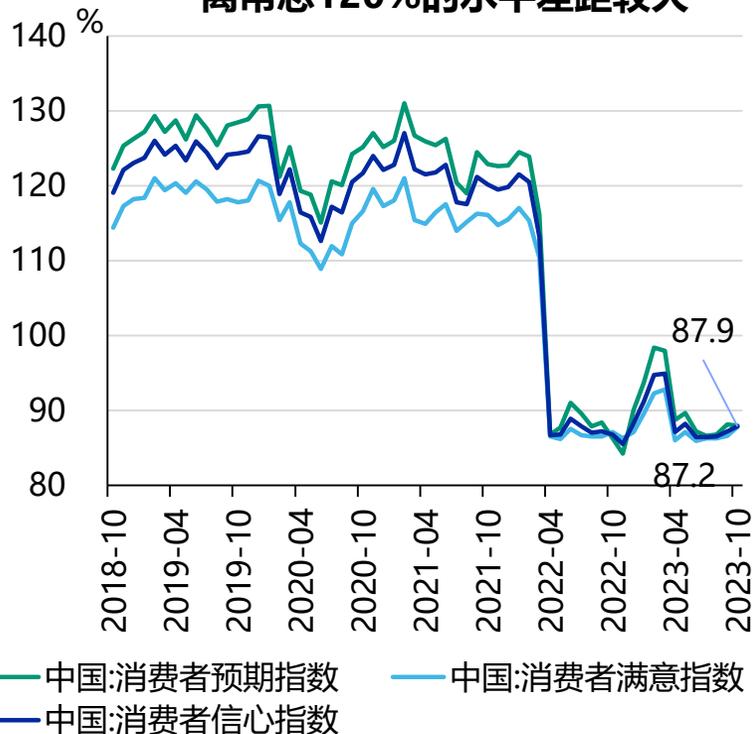
今年三季度拼多多营收增速远超阿里京东



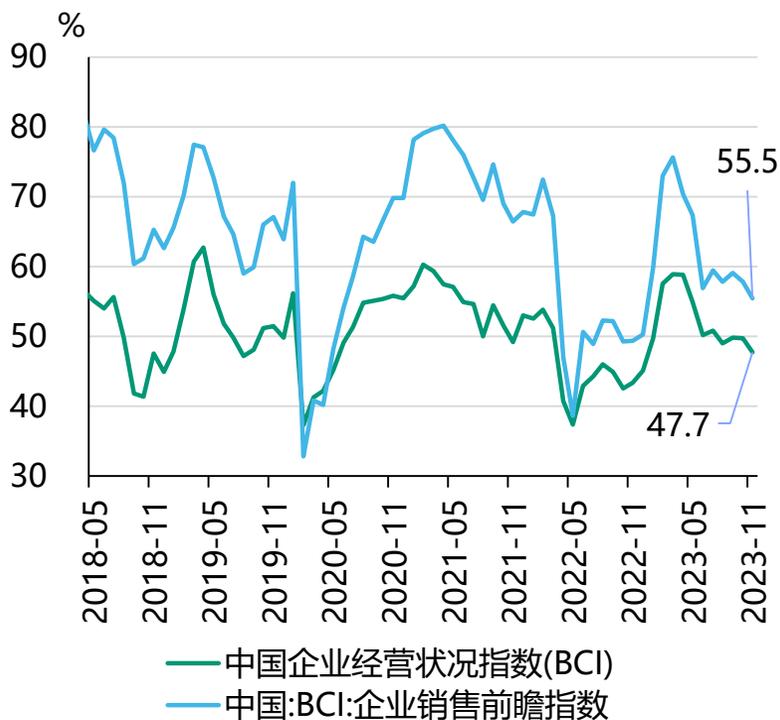
挑战三：信心不足依然是制约需求回暖的重要阻碍

- 居民部门与企业部门的预期依然偏弱，外资的信心也有所不足

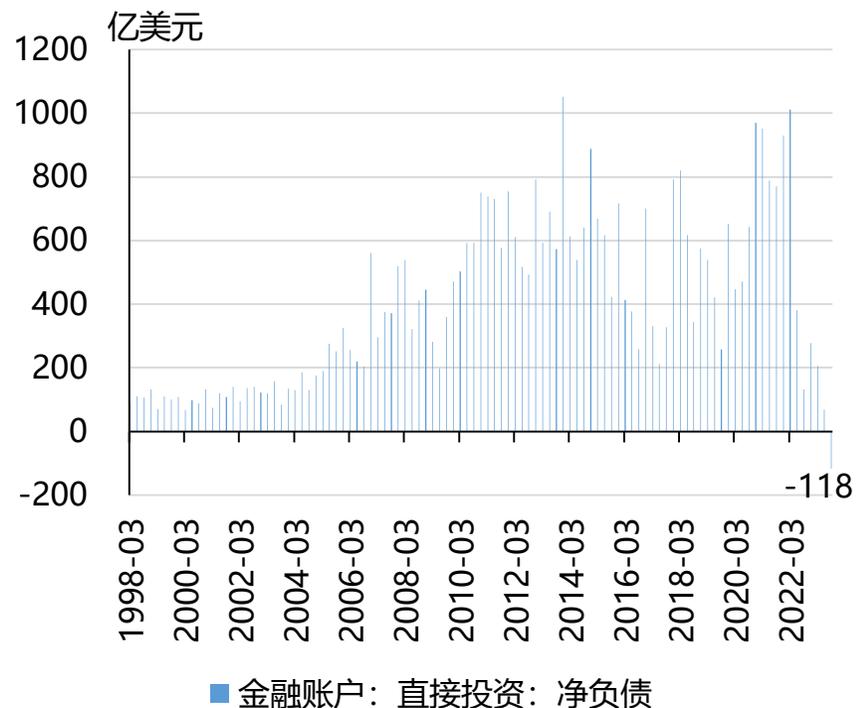
当前消费者信心指数不到90%，距离常态120%的水平差距较大



企业经营状况指数处于边际回落态势



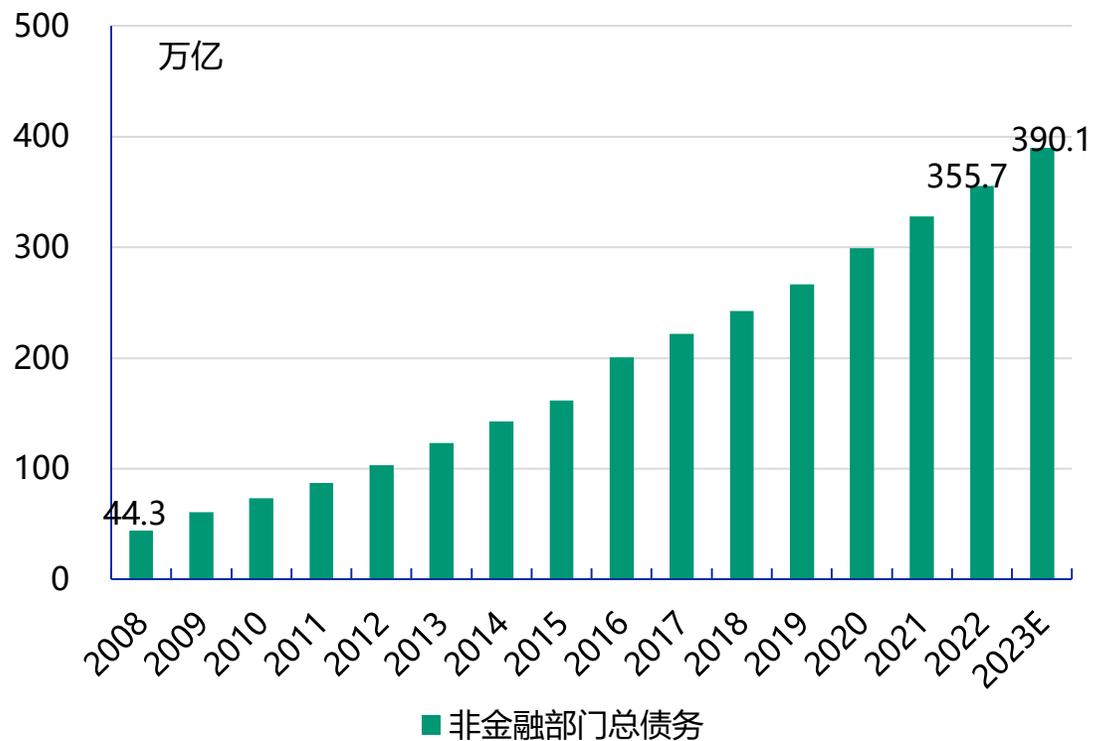
今年三季度外商对华直接投资首次出现负值



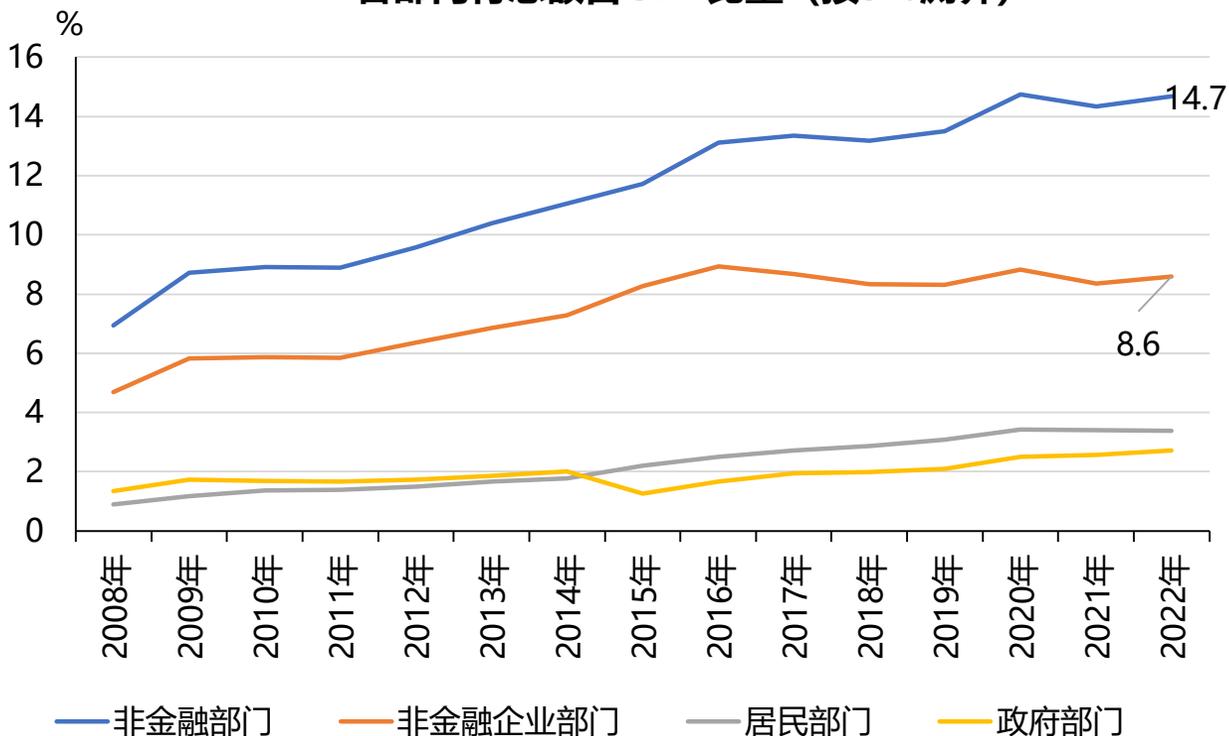
■ 挑战四：宏观债务仍处高位，付息压力加大经济金融脆弱性

- 今年我国宏观杠杆率或将首次突破300%（304.6%）；债务规模高企付息压力加大，放大金融脆弱性

非金融部门债务规模攀升至390万亿左右



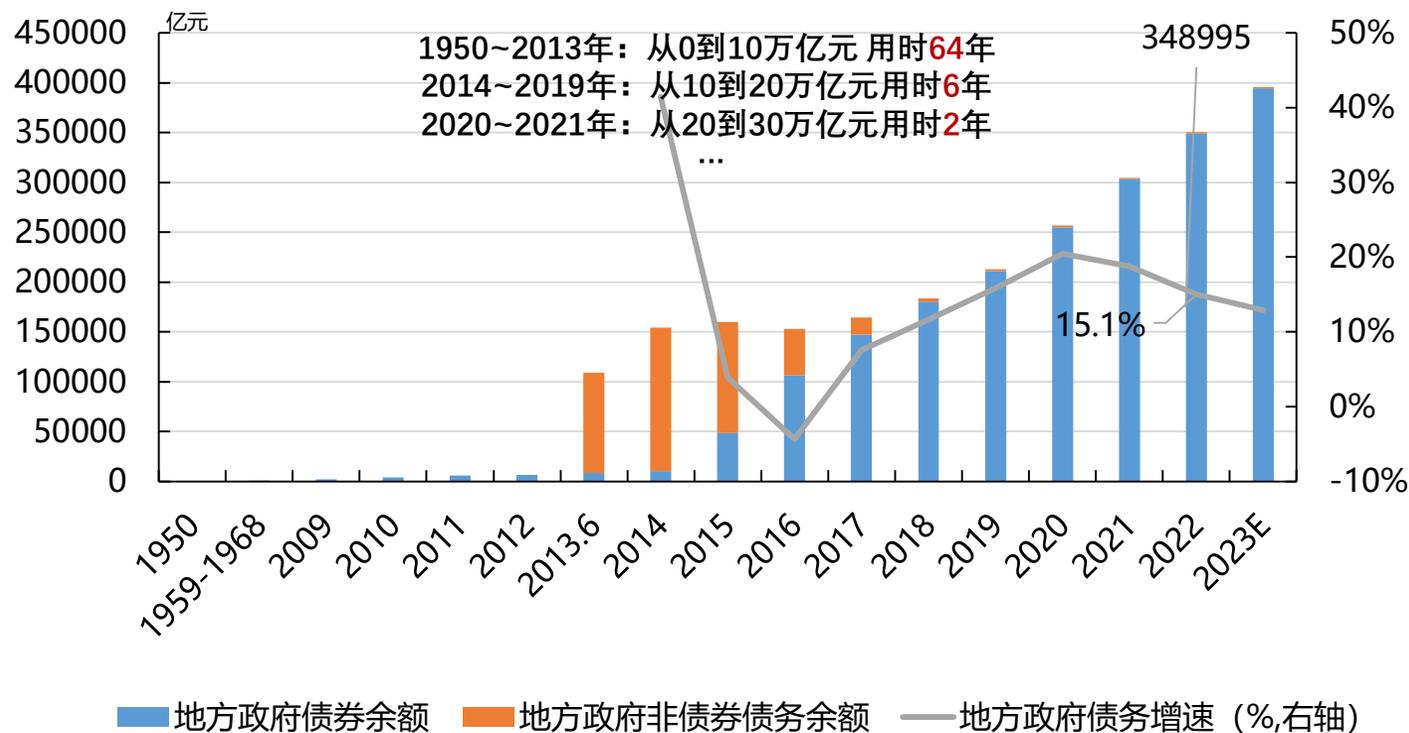
各部门付息额占GDP比重 (按5%测算)



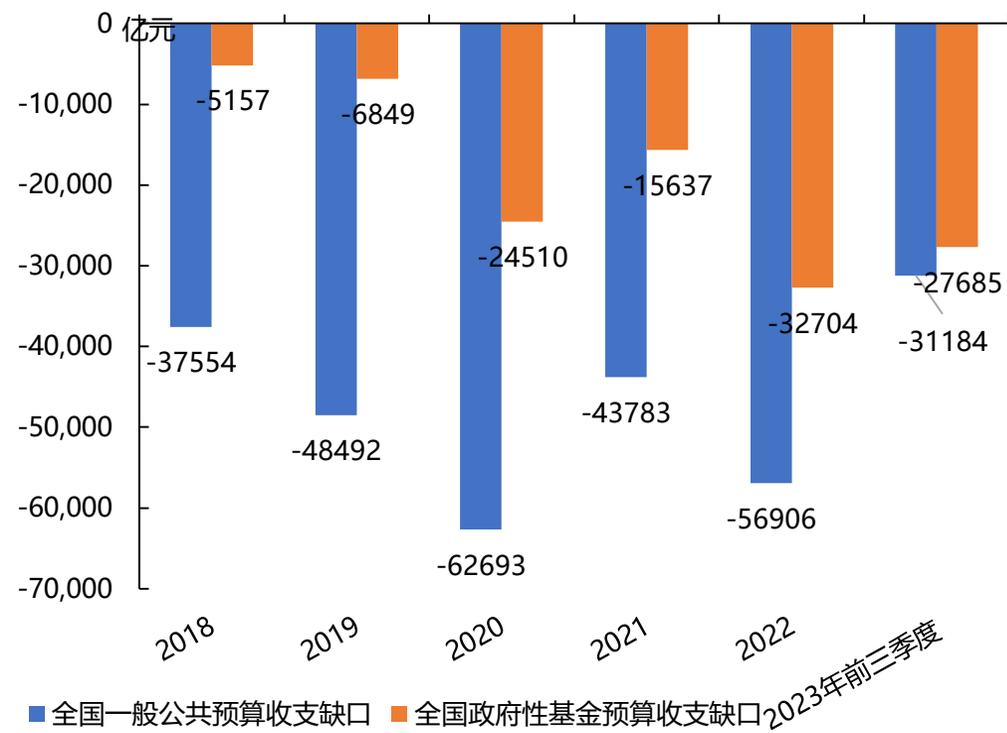
一 地方政府的结构性、区域性债务风险持续

- 地方政府显性债务显著扩张，隐性债务规模依然庞大；经济下行压力与房地产市场调整之下，地方政府财政收支承压

地方政府显性债务快速扩张，截至今年末或接近40万亿



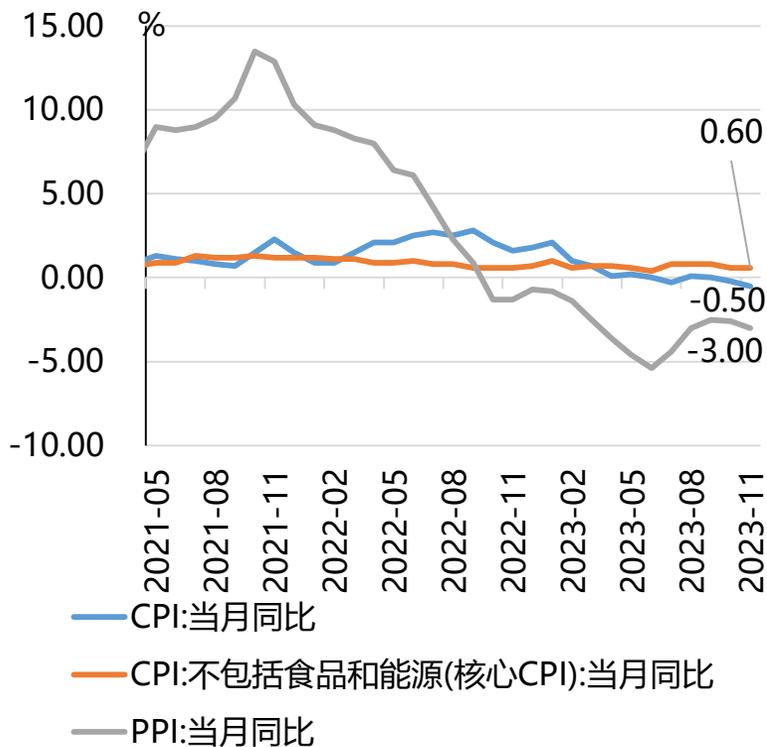
疫情冲击与地产调整之下，财政收支缺口较大



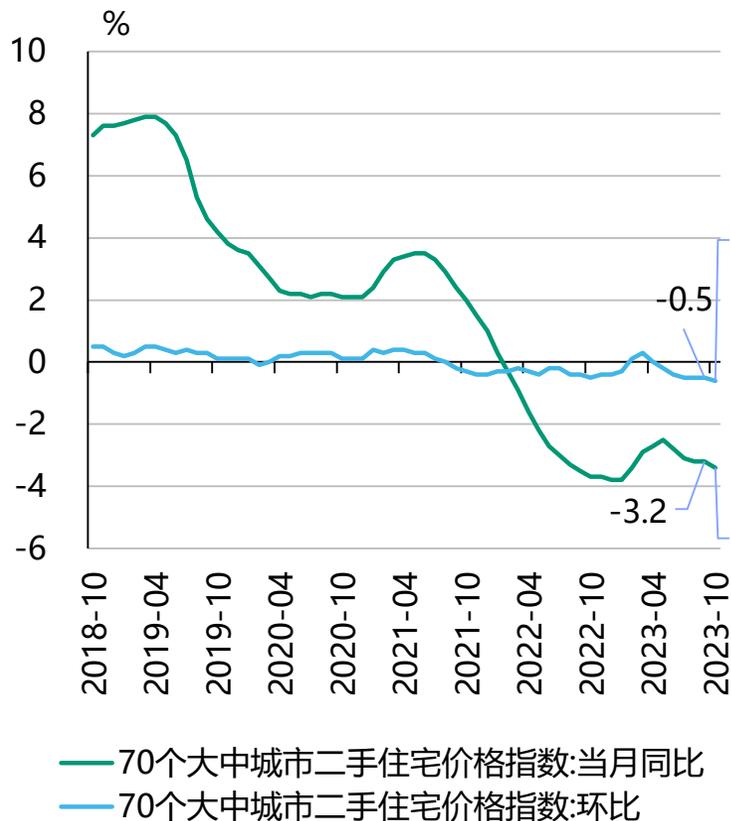
■ 挑战五：经济筑底过程中或存在资产价格持续下行风险

- 经济延续修复的同时，物价水平低位运行、资产价格并未同步修复；资产价格持续下行或引发资产负债表衰退风险

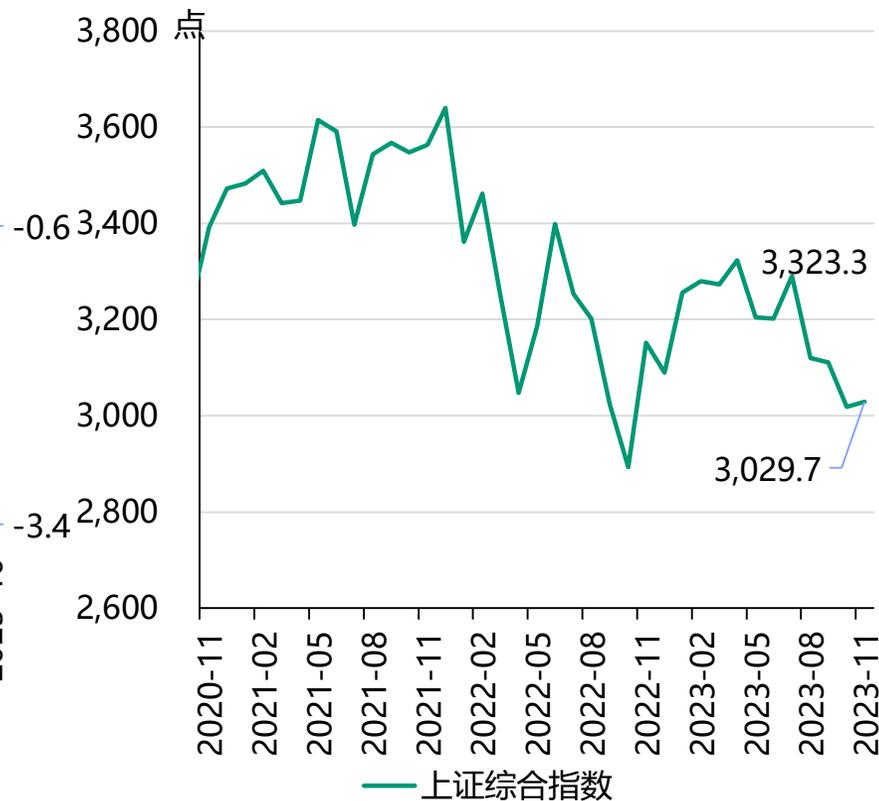
CPI低位波动、PPI同比延续为负



房价走势分化，但更能反映房地产交易价格的二手住宅价格持续负增长



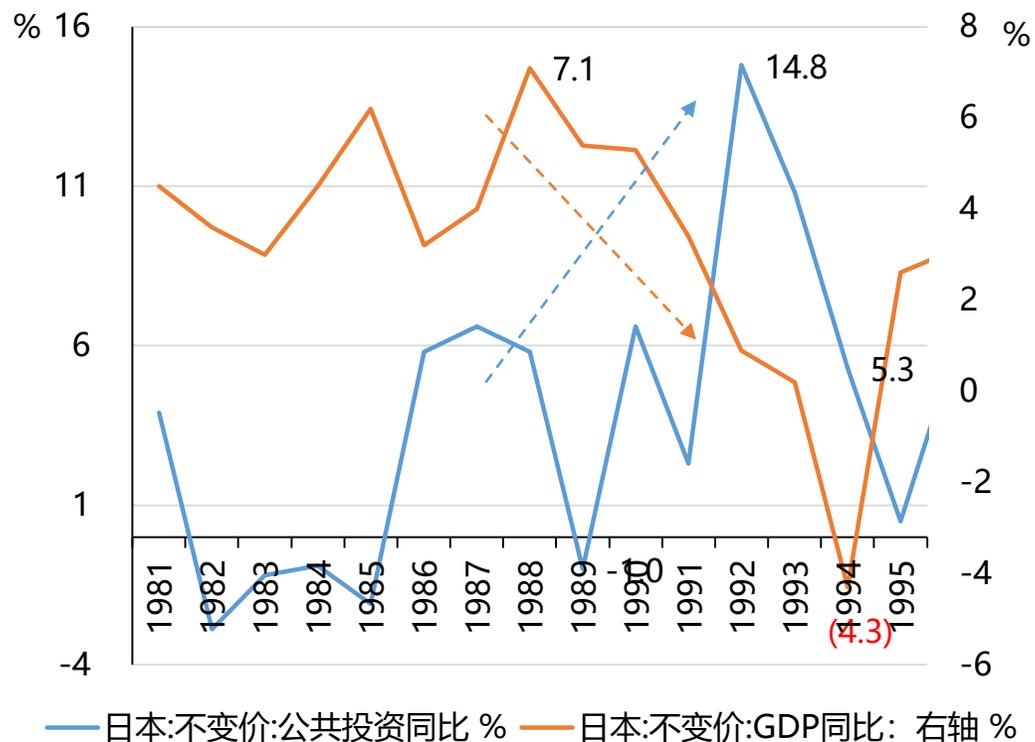
截至11月，上证综指相较年初回调了约5%



➤ 应对资产价格与经济增长下行，凯恩斯主义政策并非总是一剂良药

- 日本应对经济下行与资产泡沫破裂大幅扩张债务与投资，但公共投资效率较低，带来了较强的挤出效应，并未能阻止经济增速下行

公共投资增速与GDP增速走势分化

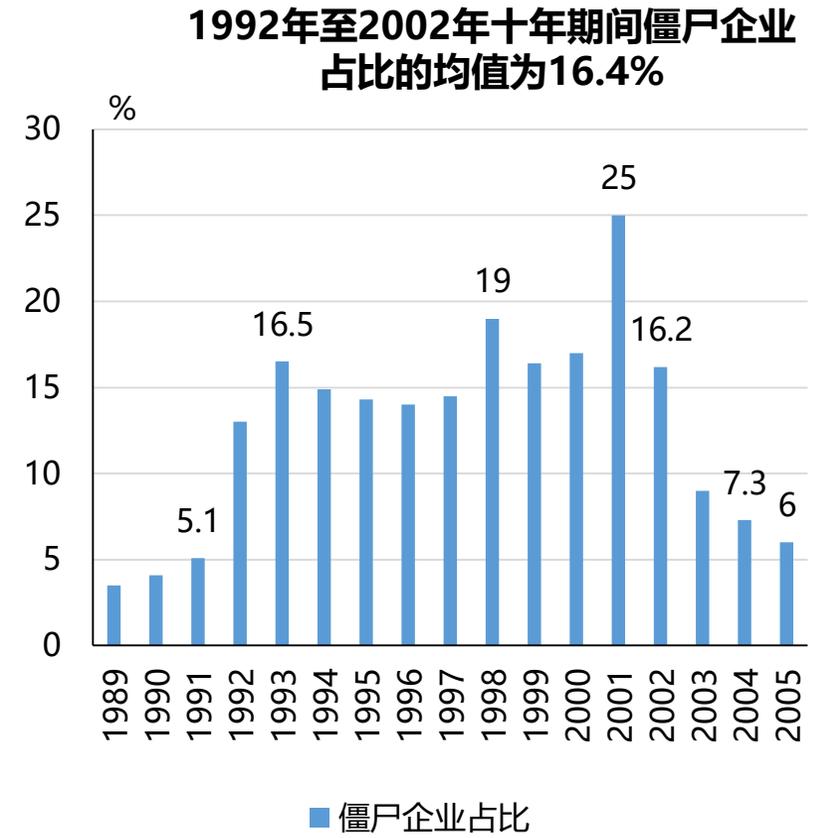
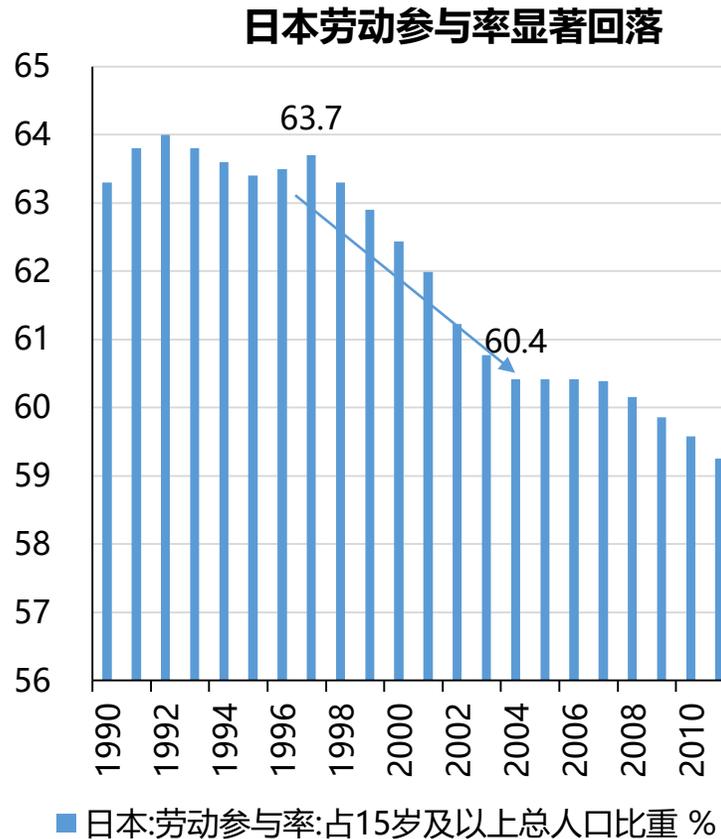
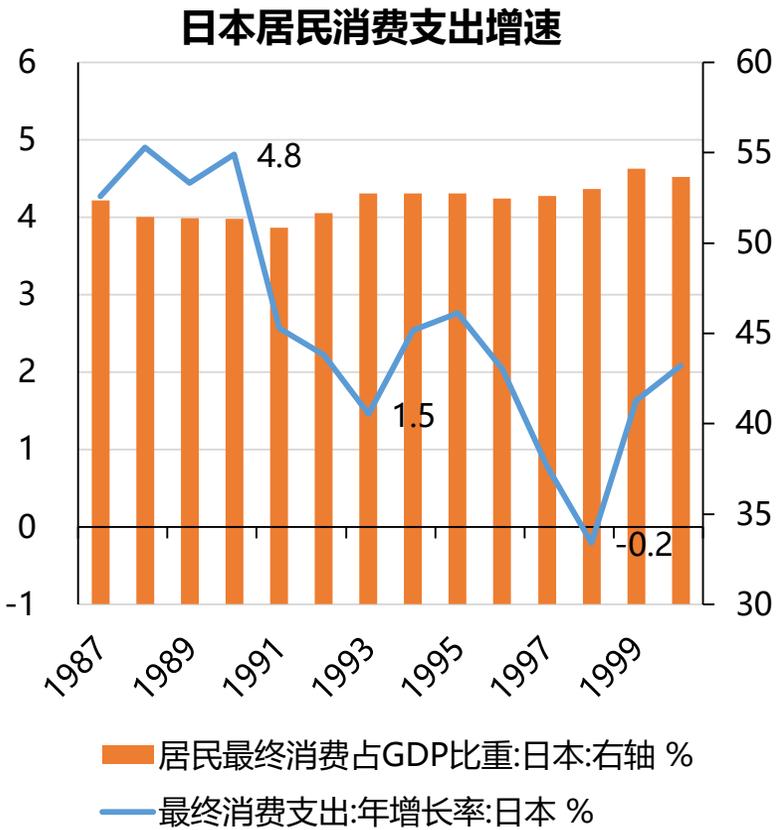


1998-2005年日本国债发行规模从76.43万亿日元增长到165.04万亿日元



➤ 日本居民部门消费基础未能巩固，企业部门僵尸企业出清缓慢

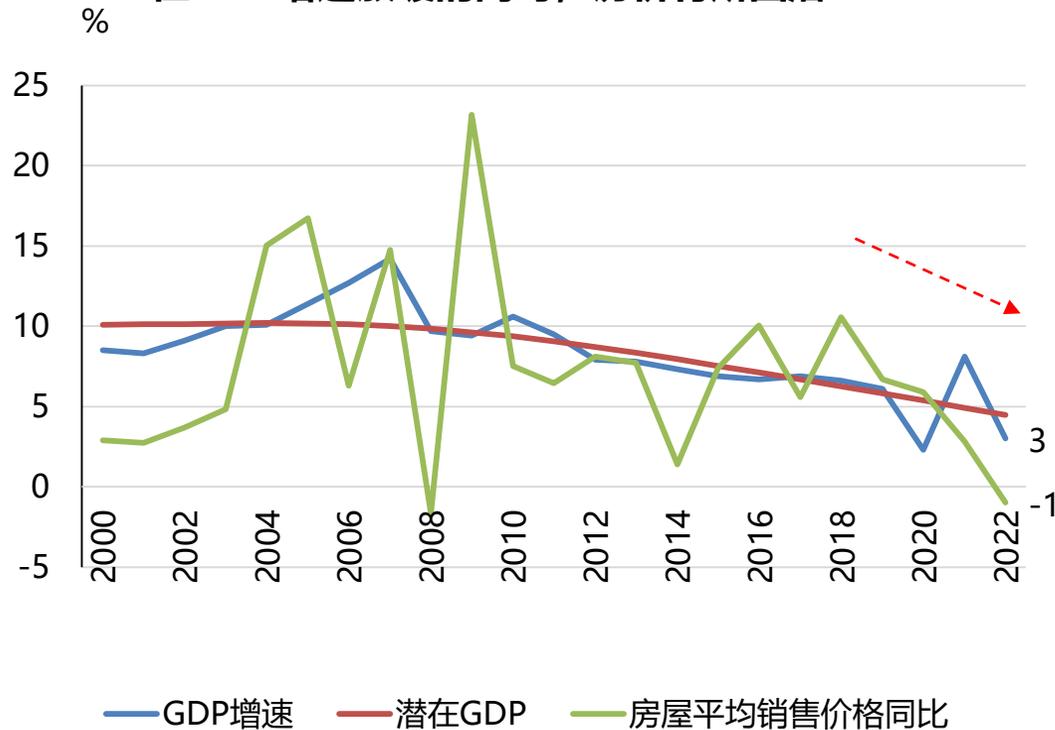
- 伴随着日本经济衰退，日本居民部门最终消费支出增速显著下行，最终消费率相对低迷，且出现了躺平文化，劳动参与率下行；同时企业部门出清缓慢，僵尸企业占比长期处于高位



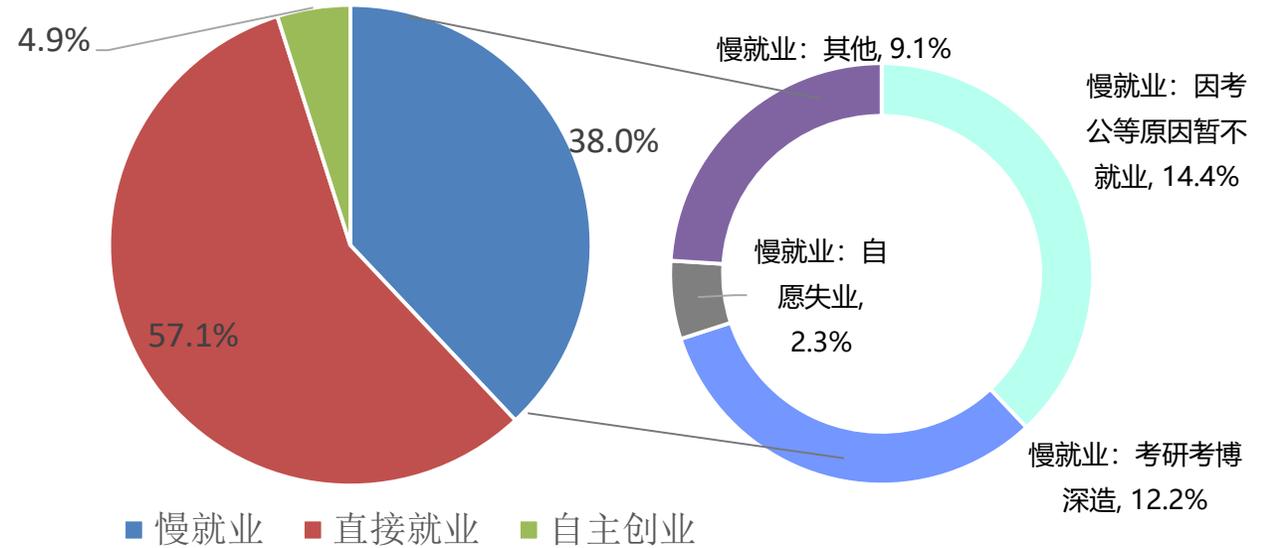
我国当前面临的诸多问题与日本类似，需要充分借鉴其经验教训

- 与日本有一定类似：债务水平较高的同时经济增长降速、资产价格回落、居民预期走弱、人口老龄化加速等等；但当前我国的人均GDP相较当年的日本仍有较大差距，在1990年日本人均GDP为2.84万美元

在GDP增速放缓的同时，房价有所回落



样本调查高校毕业生中有38%选择“慢就业”



注：国家统计局上海调查总队于2023年4月中旬对4000余名高校应届毕业生开展就业情况专项调研

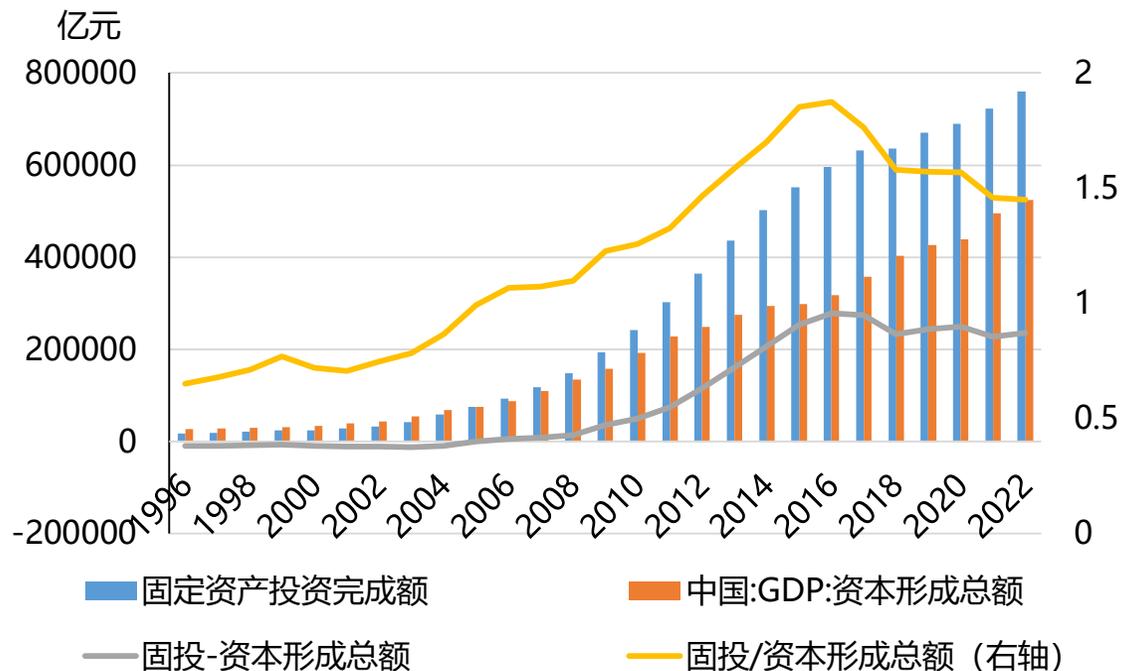
3

慎用反弹刺激，筑牢周期底部

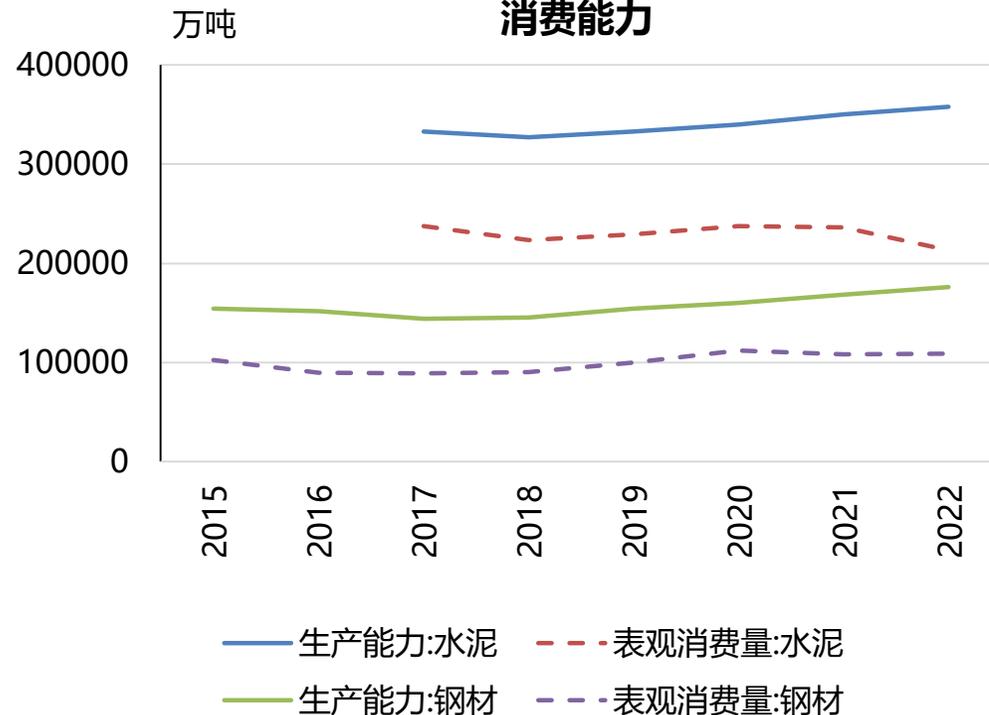
■ 中国该如何应对？第一，慎用反弹刺激

- 慎用传统的基建投资政策：广义基建增速较高（1-10月8.3%），经济却处在弱修复状态；2007年1单位投资能带来1单位资本形成，2017年则需要1.8单位
- 在基建项目相对饱和、新增有效项目不足的情况下扩大基建投资，可能带来较强的挤出效应，并可能强化过剩产能与僵尸企业

固定资产投资转化为最终资本形成的效率降低



钢铁、水泥等上游行业的生产能力已显著超过消费能力



■ 我国该如何应对？第二，强势筑牢底部

借鉴西医“靶向疗法”，短期内有效改善需求疲软的问题

精准有力的应对短期问题

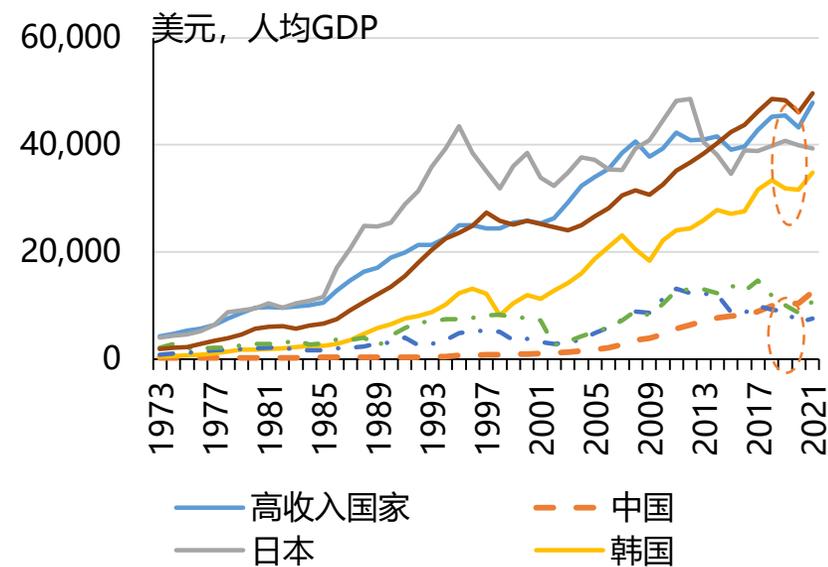
- 放松限购限贷等需求侧的限制性措施，短期内暂停政府供地，避免房价失速下行
- 基建投向结构尽快调整，从传统基建项目，转向民生工程、养老工程以及数字基础设施等领域
- 适度加大中央政府杠杆率，缓解地方政府财政收支压力与地方债务风险



运用中医“固本培元”，在中长期内与民休养生息

我国居民人均收入水平仍低，并未完全走出中等收入陷阱风险区间

实现资产价格的稳定，帮助居民与企业部门实现资产负债表的修复



筑牢四个底部：民生底部、市场底部、风险底部与信心底部



筑牢民生底部

需要一次“大水漫灌”，提升居民消费能力，提振居民消费信心；建议分批次发放10万亿规模的现金补贴

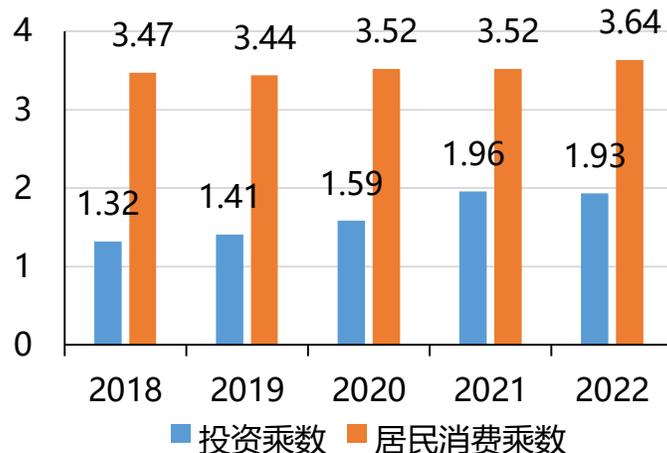


筑牢风险底部

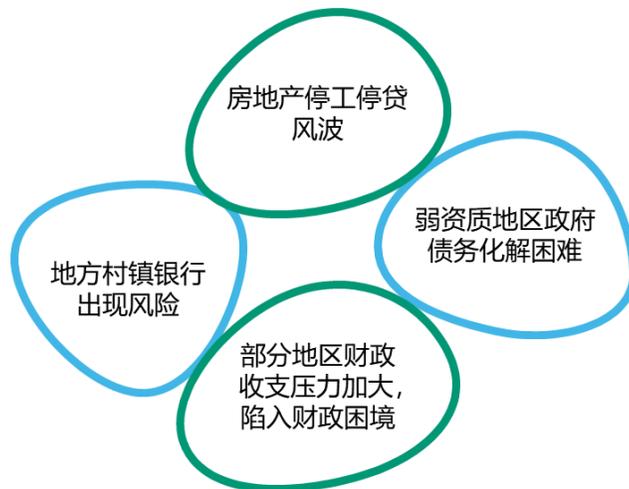
妥善应对经济下行中的各项风险

警惕房地产下行引发风险的传导和扩散，防止资产负债表衰退；部分领域的风险需要出清，但需要避免风险的传导蔓延形成系统性风险

当前中国消费乘数显著高于投资乘数



妥善应对部分领域出现的风险



筑牢市场底部

企业尤其是民营企业是我国经济韧性就业韧性的重要支撑，民营企业在稳增长、保就业、增税收、促创新方面的作用无可替代；进一步发挥市场在经济中的作用



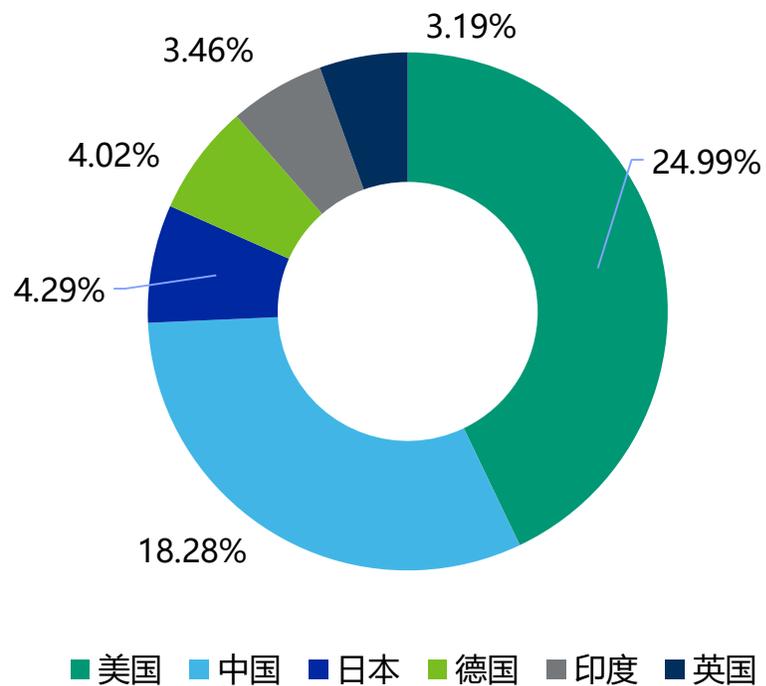
筑牢信心底部

多措并举提振预期，预期的问题很复杂，不能忽略社会心理因素对于经济的影响；重新树立并引导正确的社会思潮，加强经济增长的政府绩效考核，避免躺平文化

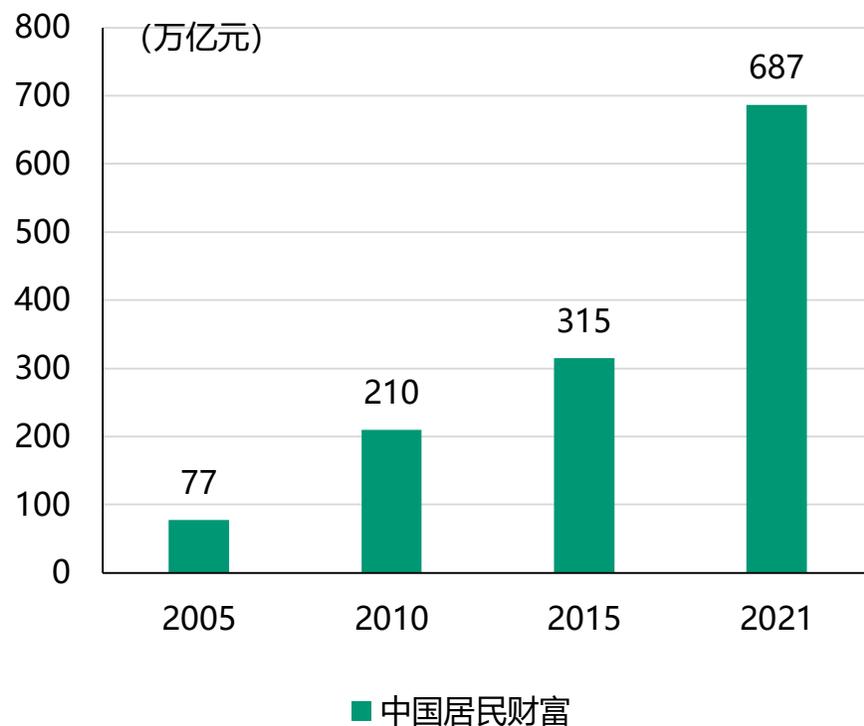
■ 正确认识、理性应对，我国有能力应对这样一次调整

- 经历了长期高增长之后，我国各部门已经积累了应对周期调整和经济危机的“家底”

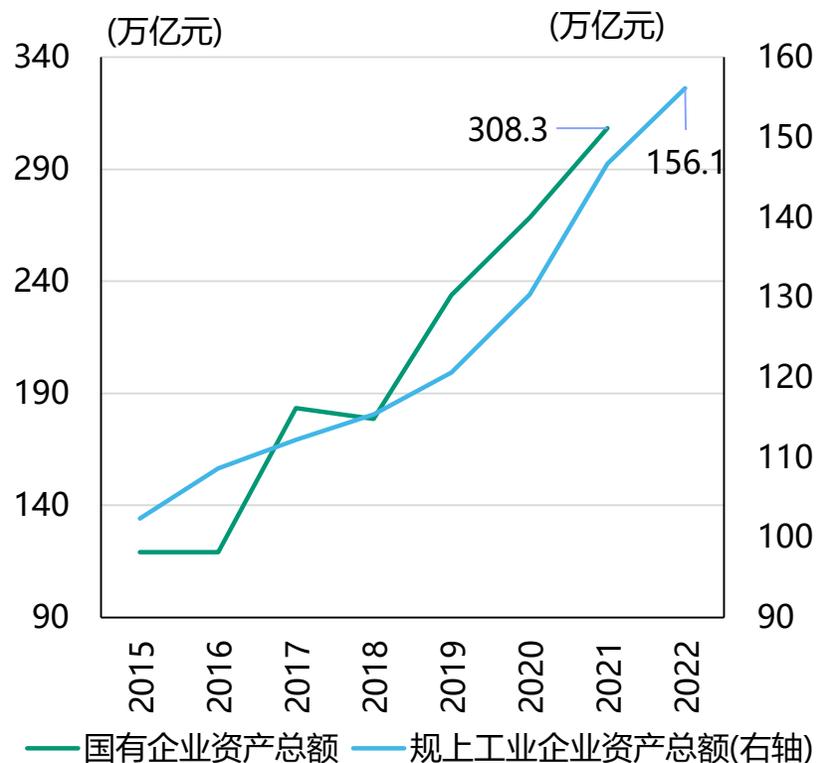
中国经济总量全球占比已超过18%



中国居民财富总量近700万亿



国有企业、工业企业资产规模庞大



■ 在确定性中寻找不确定性

经济周期是确定的，但是每个个体、每个企业、每个部门的选择是不确定的；微观个体做的好不好，最终又决定了宏观周期的结果

“

世界上只有一种真正的英雄主义，那就是在
认清生活真相之后依然热爱生活

——罗曼·罗兰

”

感谢观看