

中国经济的波浪式复苏与筑底回升

闫衍

中诚信国际信用评级有限公司董事长

中诚信亚太信用评级有限公司董事长

中国宏观经济论坛（CMF）副主席

目录

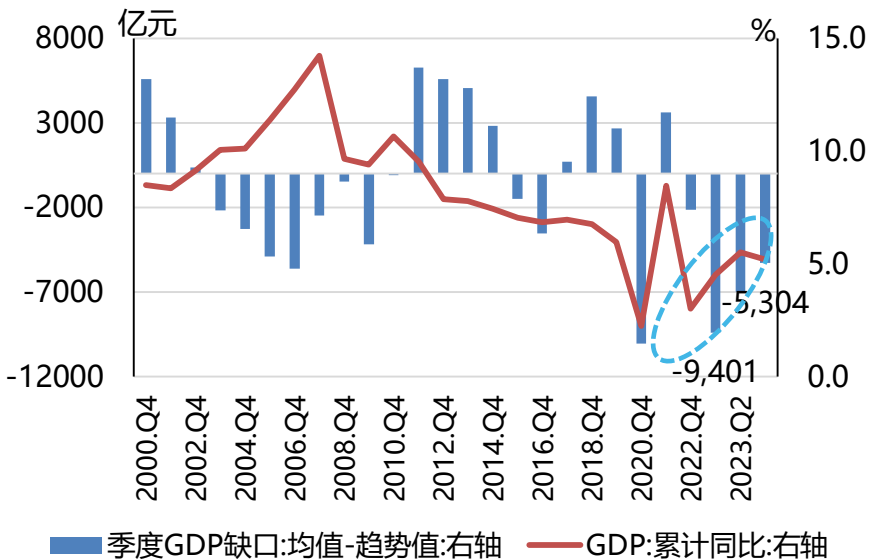
CONTENTS

-
- 01. 中国经济波浪式复苏进程**
 02. 经济复苏面临的压力与挑战
 03. 筑底回升需更积极的财政政策加力

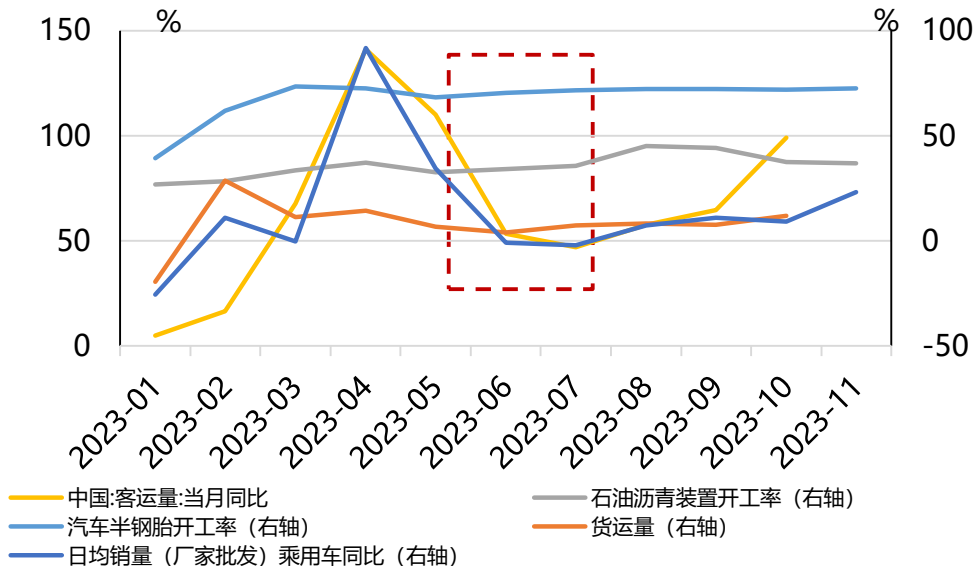
■ 今年以来中国经济延续复苏，目前正处在“筑底回升”阶段

- 今年一至三季度GDP同比分别为4.5%、6.3%与4.9%，前三季度GDP同比增长5.2%，两年复合增速为4.1%，低于2020至2022年三年复合增速（4.4%）。
- 产出缺口逐季收窄，工业增加值、社零额等供需两端的指标由第二季度的底部企稳回升；从高频数据来看，与生产与投资相关的开工率，与消费相关的客运量等指标也走出谷底。

今年以来产出缺口逐季收窄



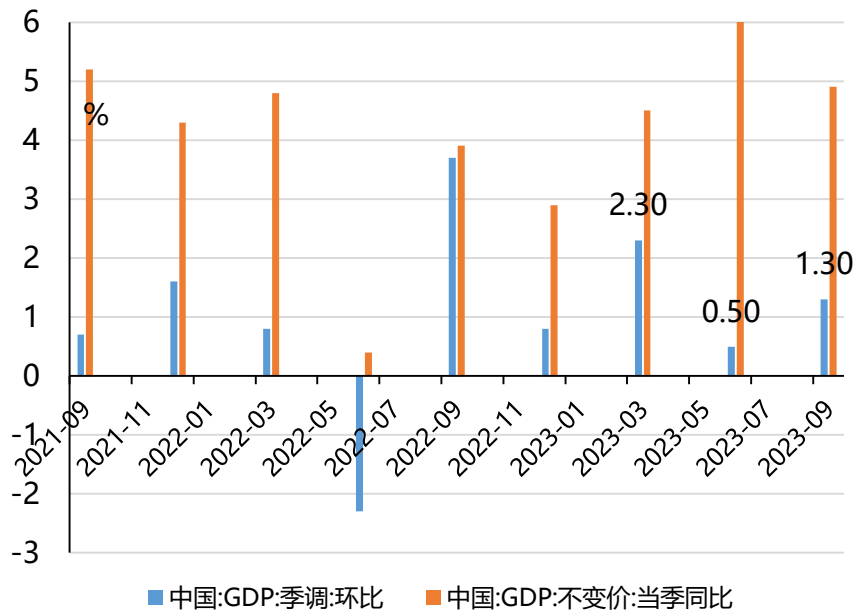
部分高频指标二季度以来逐渐走出谷底



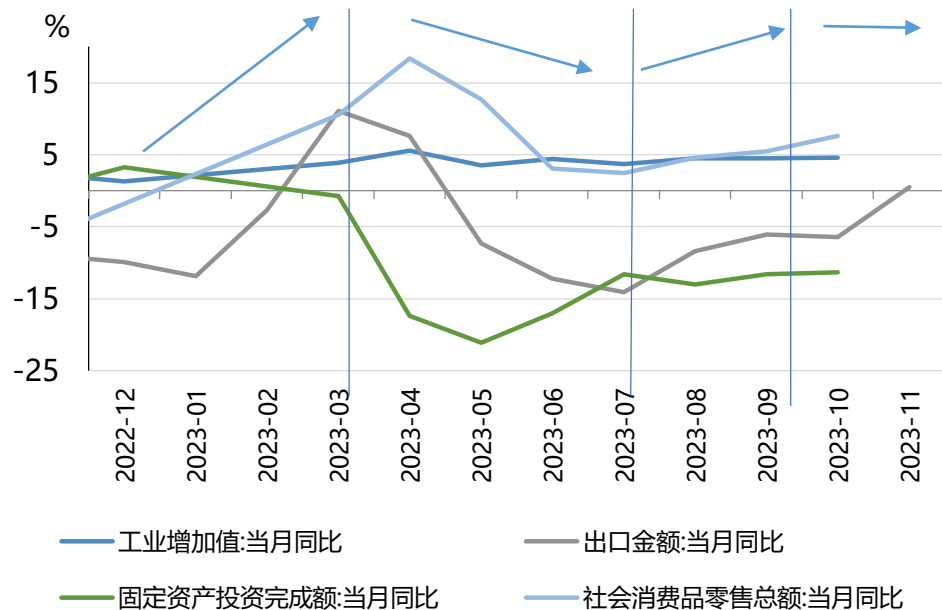
经济复苏进程并非一蹴而就，呈现出一定“波浪曲折”

- 一至三季度GDP环比增速分别为2.3%、0.5%和1.3%；主要月度经济指标走势呈现出“走高-回落-改善-巩固”的过程。

二季度GDP环比走低，三季度环比回升



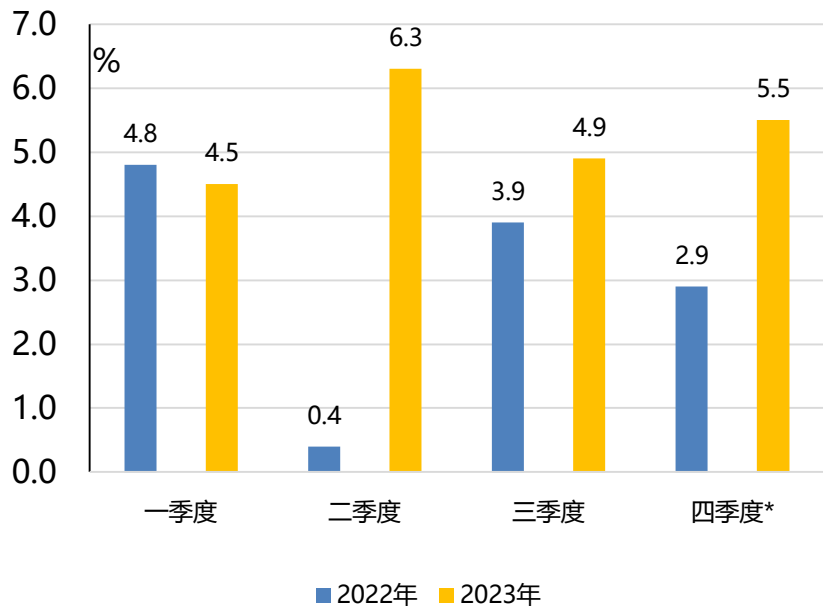
主要经济指标呈现出一定的波浪曲折



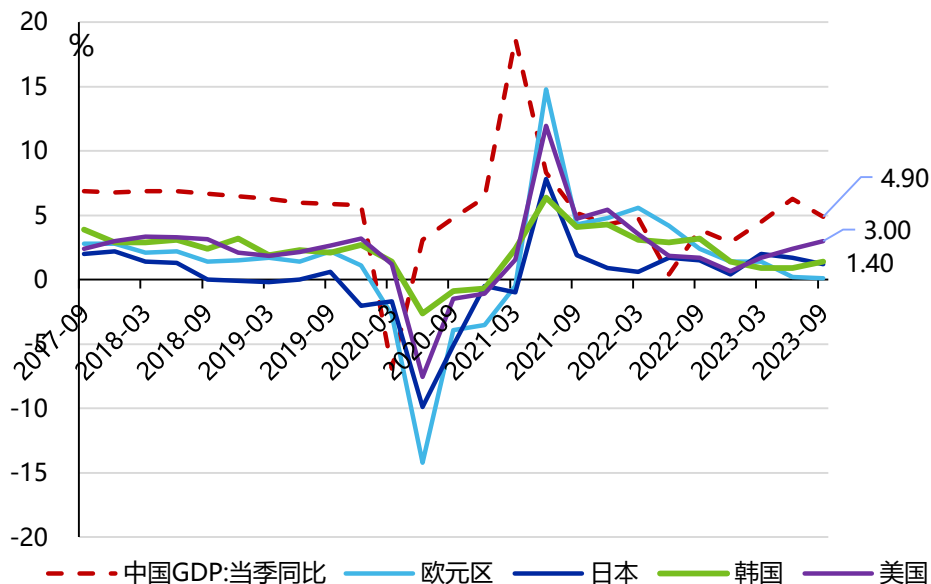
全年实现5%的增速目标压力不大，国际上看增速依然相对较高

- 四季度GDP同比只要能够达到4.4%就能实现全年5%的增速目标；我国经济增速仍高于主要发达经济体。

今年全年增速或达5.3%左右



我国经济增长速度仍高于主要发达经济体



■ 经济修复过程呈现出六大特征

1. 增长动力结构性调整持续:

- 三大产业增长贡献率回归至疫情前水平; 服务业与消费对增长的贡献率保持在高位

3. 物价水平偏低通缩压力仍存:

- 三季度价格水平有所改善, 但10月以来价格水平再次走低

5. 需求不足的压力依然突出:

- 三驾马车仍存下行压力, 供需失衡的问题仍待缓解

2. 工业与服务生产有亮点表现:

- 装备制造增加值增速较高、服务消费延续修复, 新的增长动能仍在积蓄

4. 货币供给与融资需求剪刀差有所收窄:

- 政策因素对社融增速形成支撑, 但企业部门资金周转速度偏慢

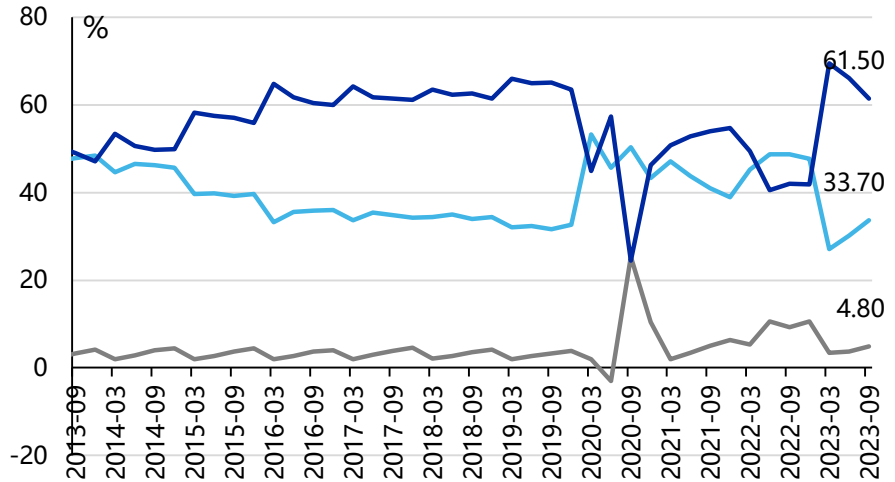
6. 结构分化的现象依然突出:

- 不同领域的复苏冷热不均, 经济全面回升仍需一定时间

增长动力结构性调整延续

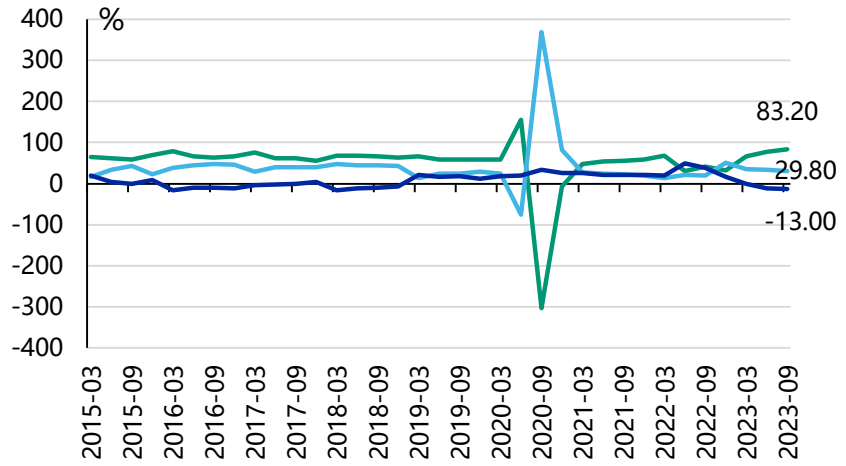
- 服务业、最终消费对经济增长贡献保持阶段性高位：前三季度，第三产业、资本形成总额的增长贡献率与疫情前水平基本持平；最终消费贡献率为2015年以来最高值（不包含疫情期间）。

第三产业贡献率显著反弹



— 中国:GDP累计同比贡献率:第一产业 — 中国:GDP累计同比贡献率:第二产业
 — 中国:GDP累计同比贡献率:第三产业

消费对经济增长贡献率升至近年来高位

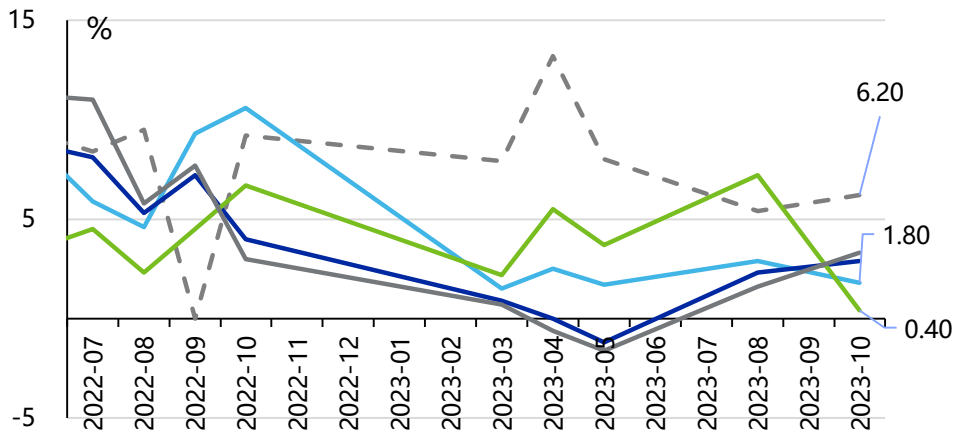


— GDP累计同比贡献率:最终消费支出 — 资本形成总额
 — 货物和服务净出口

工业与服务业生产皆有亮点表现，新动能蓄能持续

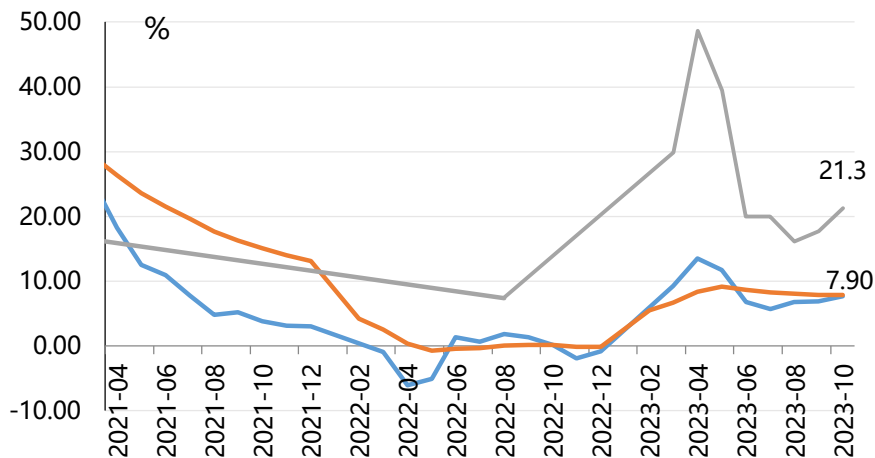
- 装备制造业生产亮点突出，今年以来装备制造业增加值增速总体在6%以上，显著高于整体工业增加值，新动能蓄能持续；接触型服务行业保持较快增长，住宿和餐饮生产指数始终处于16%以上的增速。

装备制造业增加值表现较好，上游原料行业偏弱



- 规模以上工业增加值:装备制造业:当月同比
- 高技术产业
- 采矿业
- 石油和天然气开采业
- 煤炭开采和洗选业

住宿和餐饮业生产指数相对较高

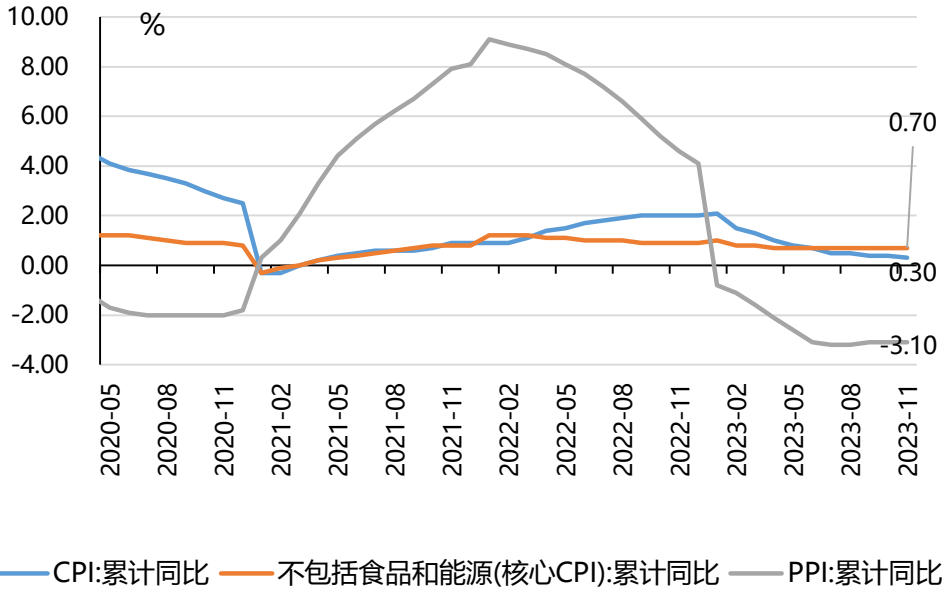


- 服务业生产指数:当月同比
- 服务业生产指数:累计同比
- 住宿和餐饮业生产指数:当月同比

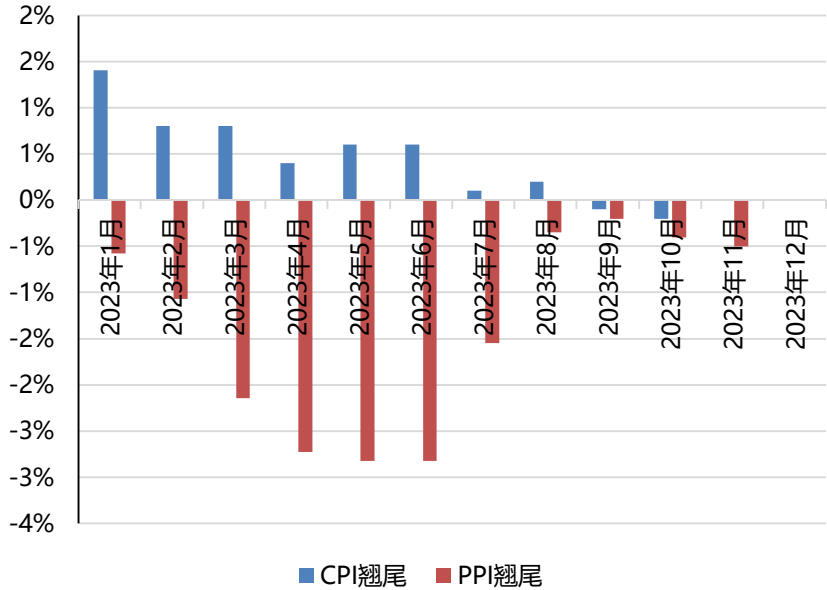
➤ 价格水平低位运行，通缩压力加大

- 全年物价水平整体呈现出一定通缩压力，10月、11月CPI与PPI皆为负增长；但随着稳增长政策发力生效、加之基数效应支撑，CPI总体低位企稳、PPI延续降幅收窄，通缩风险或将有所降低。

CPI低位企稳、PPI降幅收窄



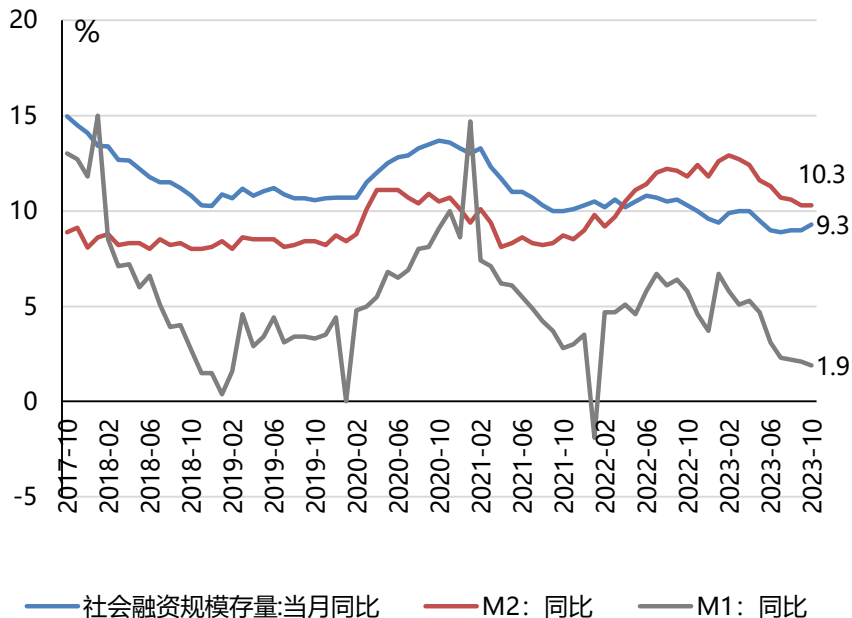
翘尾因素对于PPI的大幅拖累有所减轻



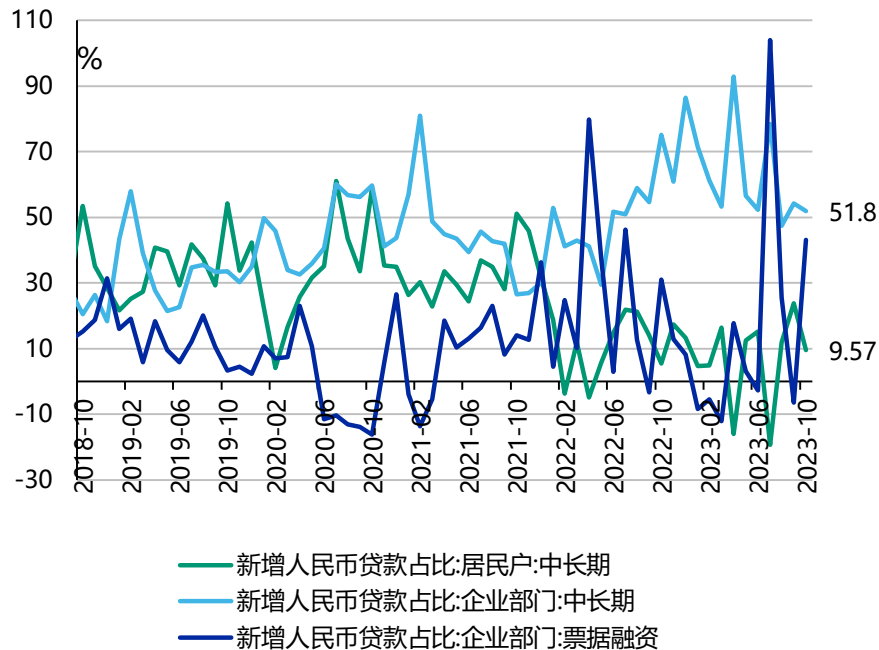
货币供给与融资需求剪刀差有所收窄

- 去年4月开始M2同比增速开始超过社融存量增速，此后剪刀差差值扩大，今年下半年以来差值延续收窄。在居民部门整体信贷需求偏弱的情况下，政府债券融资与企业信贷融资支撑了融资需求。

货币供给增速与社融增速剪刀差边际收窄



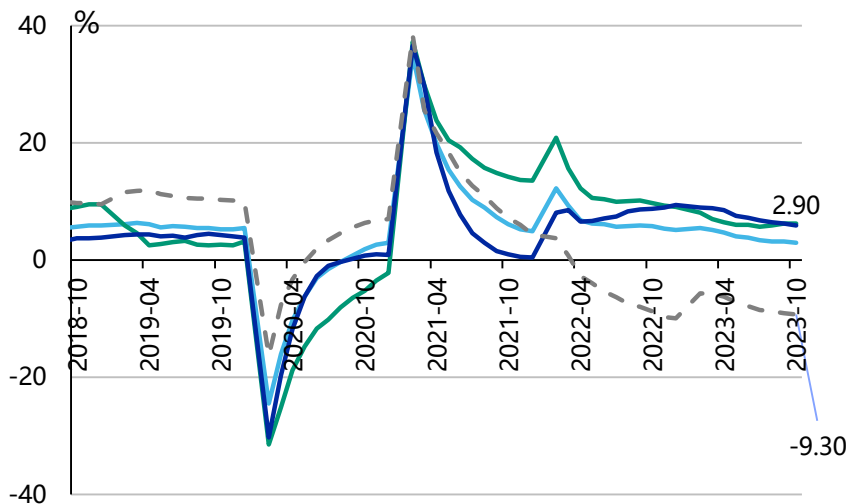
企业部门中长期信贷在新增贷款中占比保持在50%以上



➤ 需求不足问题依然突出，供需失衡的状况仍待缓解

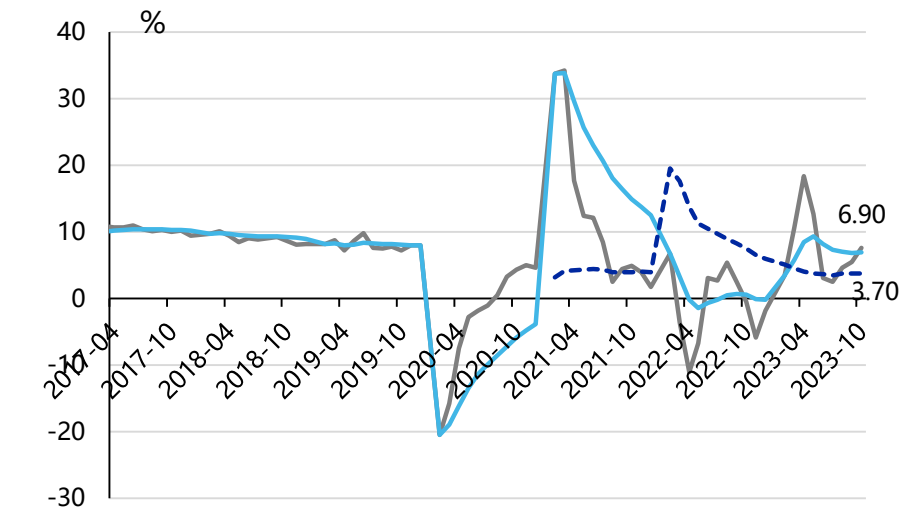
- 三驾马车皆有走弱压力。今年以来房地产投资持续负增长，基建投资增速边际下行，制造业投资相对稳定但或将受出口扰动；消费存在一定“明强实弱”特征；出口增速有所波动，累计同比持续负增长。

房地产投资延续负增长



— 固定资产投资完成额:累计同比 — 制造业:累计同比
— 基建投资(不含电力):累计同比 - - - 房地产开发投资:累计同比

消费呈现出一定“明强实弱特征”



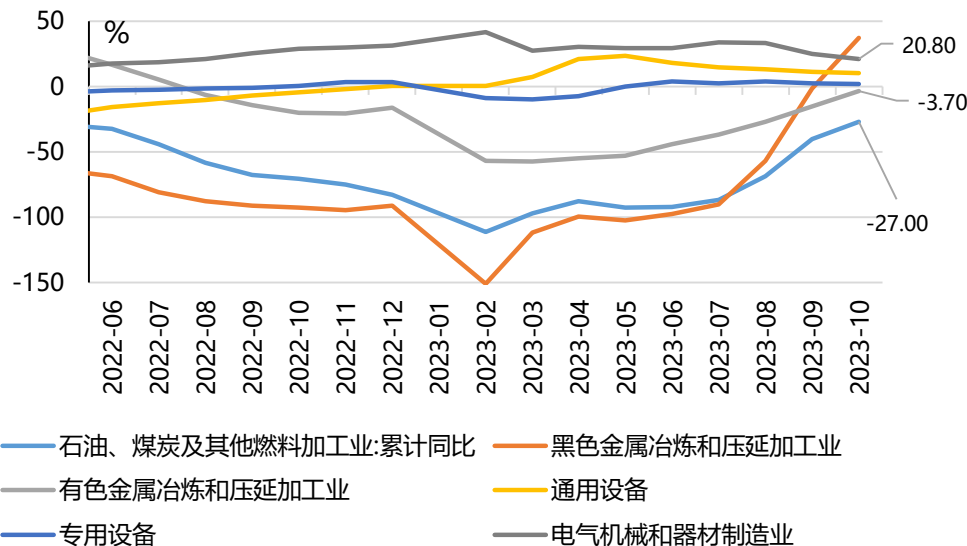
— 中国:社会消费品零售总额:当月同比 — 中国:社会消费品零售总额:累计同比
- - - 累计同比两年复合增速

▶ 结构分化的现象突出，不同领域的复苏冷热不均

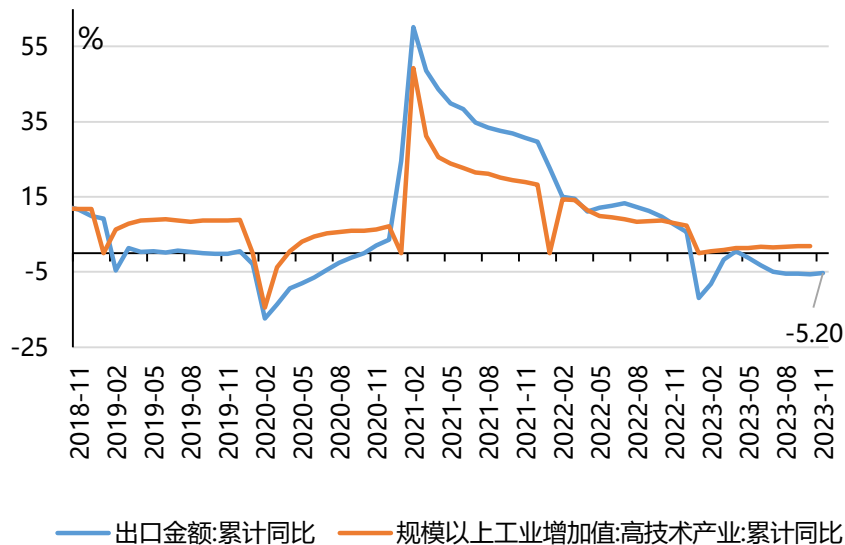
- 工业生产结构分化：装备制造业较好，上游原料行业偏弱

- 装备制造业的生产与利润总体好于其他行业，上游原材料行业及与出口相关的高技术行业表现偏弱。

上游代表行业利润同比持续负增长，部分装备制造行业利润增速较高



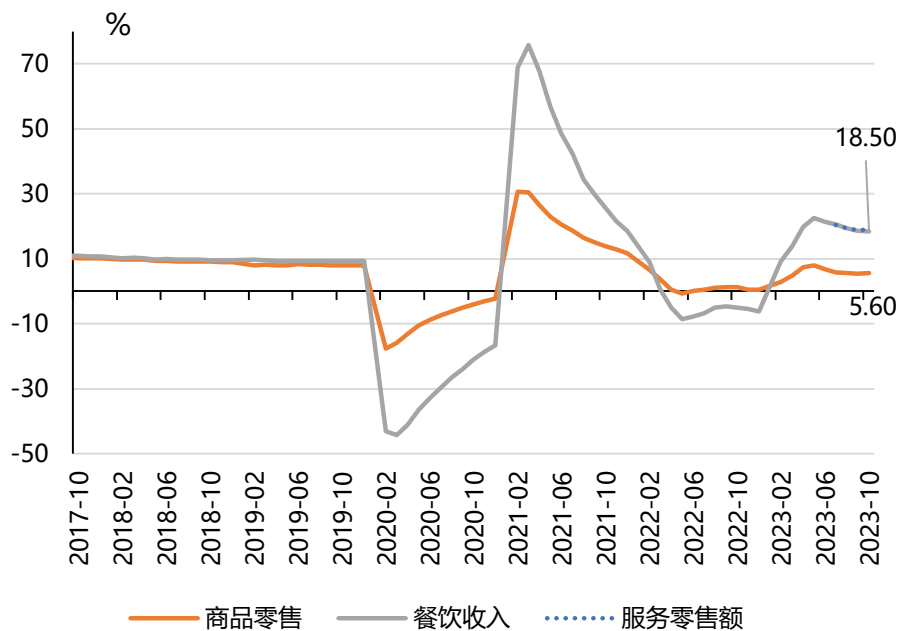
高技术产业增加值受到出口下行的扰动



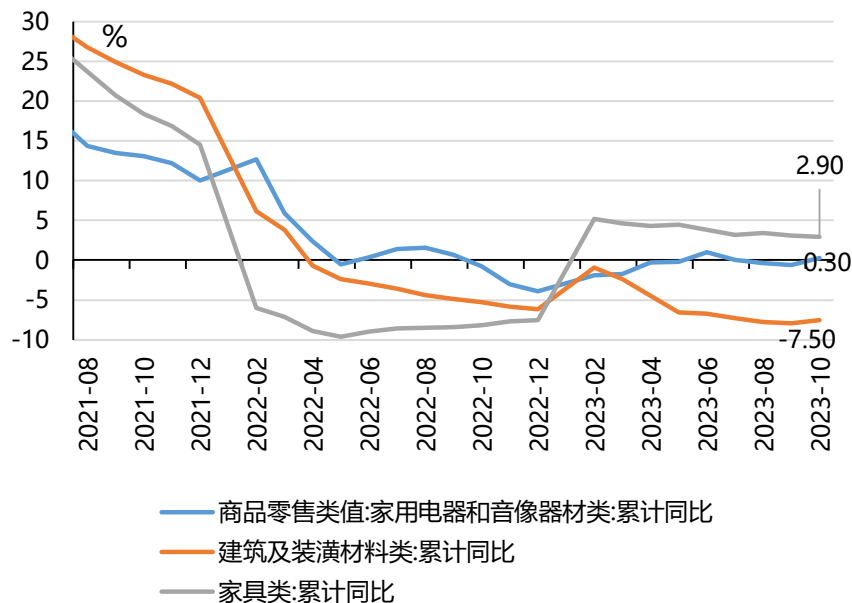
消费结构分化：服务与高端消费较强，商品与地产消费偏弱

- 一是服务消费显著回暖但商品消费相对疲弱；二是收入或存分化之下高端消费增速较高；三是房地产相关的消费较为低迷；四是网上消费增速相对偏低。

服务消费增速较高而商品消费相对低迷



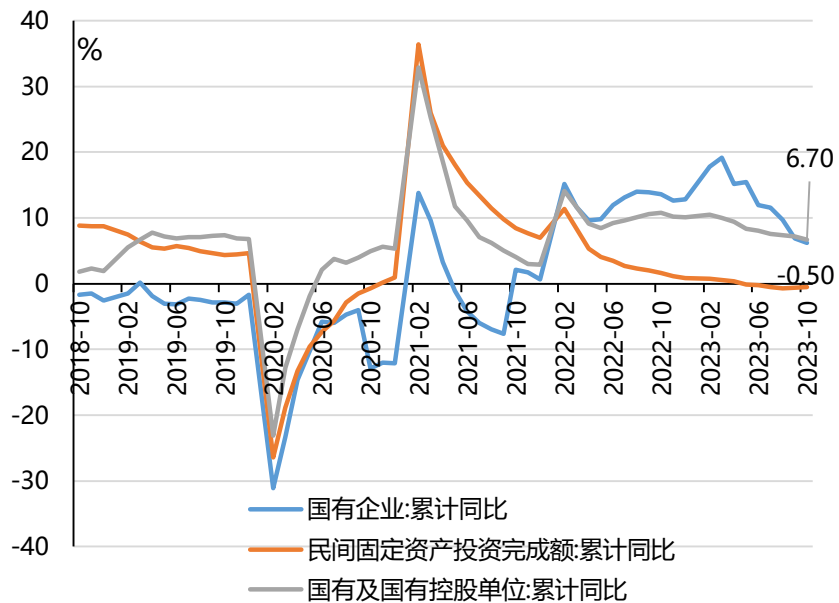
房地产产业链相关的消费依然低迷



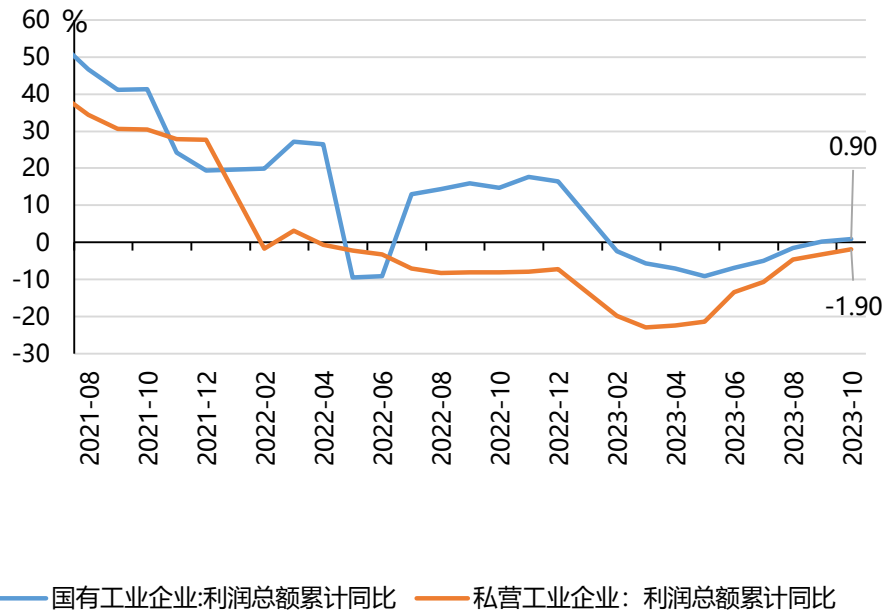
不同所有制企业间存在一定的复苏分化，民营企业较弱

- 从投资看，1-10月民间投资增速为-0.5%，国有及国有控股单位投资则保持6%以上的高位；从利润看，同期私营工业企业利润同比为-1.9%，国有工业企业利润同比为0.9%。

民间投资与国有投资同比增速存在差距



私营工业企业利润增速不及国有工业企业



目录

CONTENTS

-
01. 中国经济波浪式复苏进展
 - 02. 经济复苏面临的压力与挑战**
 03. 筑底回升仍需更积极的财政政策加力

■ 经济延续复苏面临的压力与挑战

- 12月中央经济工作会议指出：经济继续回升面临“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”等多重约束；
- 国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升

大国博弈与去全球化
浪潮交织，外部环境
严峻复杂

总需求不足的矛盾依
然突出，短期内较难
缓解

信心不足依然是制约
需求回暖的重要阻碍

周转流通速度较慢、
成本偏高，持续制约
企业利润改善

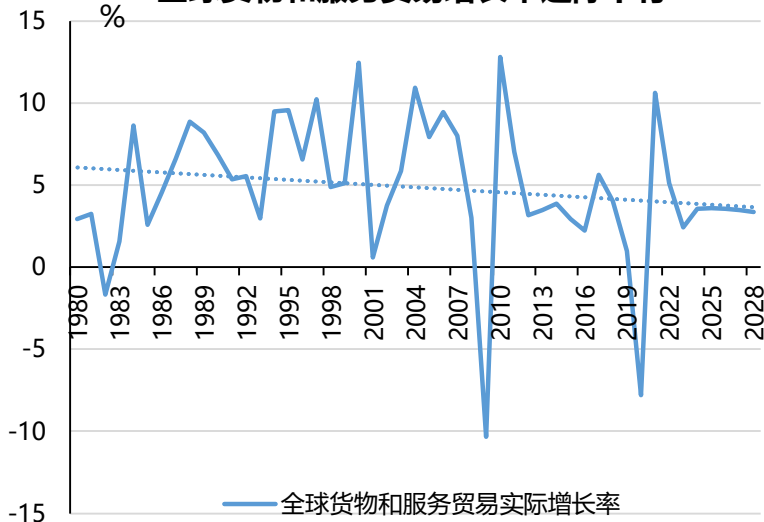
房地产下行中风险的
持续外溢与传导

宏观债务风险处于高
位，杠杆率突破
300%

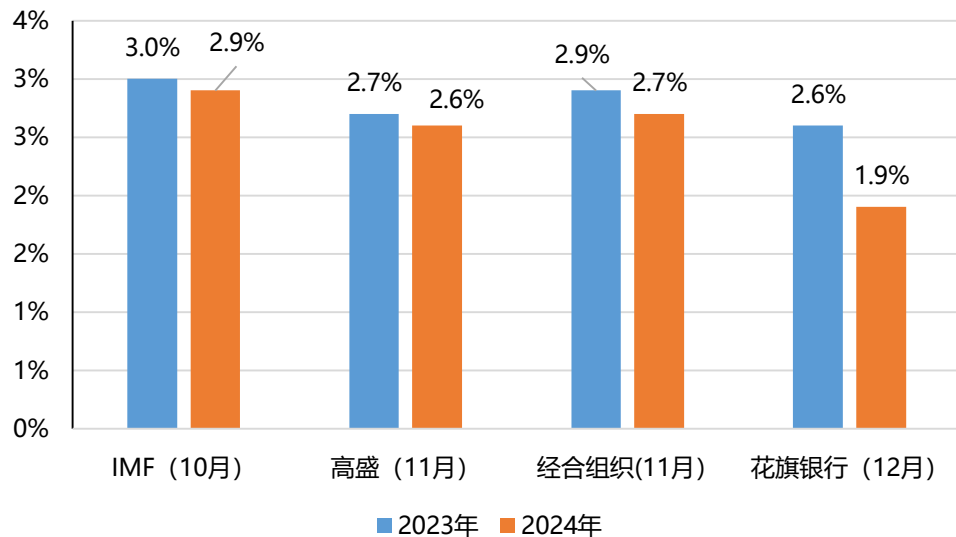
▶ 大国博弈与去全球化浪潮交织，外部环境严峻复杂

- 俄乌冲突未平，巴以冲突又起，中美大国博弈在“去风险”框架下竞争日趋复杂，全球贸易或将延续低迷；
- 美欧加息紧缩效应有时滞，后续或会持续释放；
- 在地缘政经冲突以及高利率的约束下，主要国际机构下调明年全球经济增速至3%以下。

全球货物和服务贸易增长率边际下行



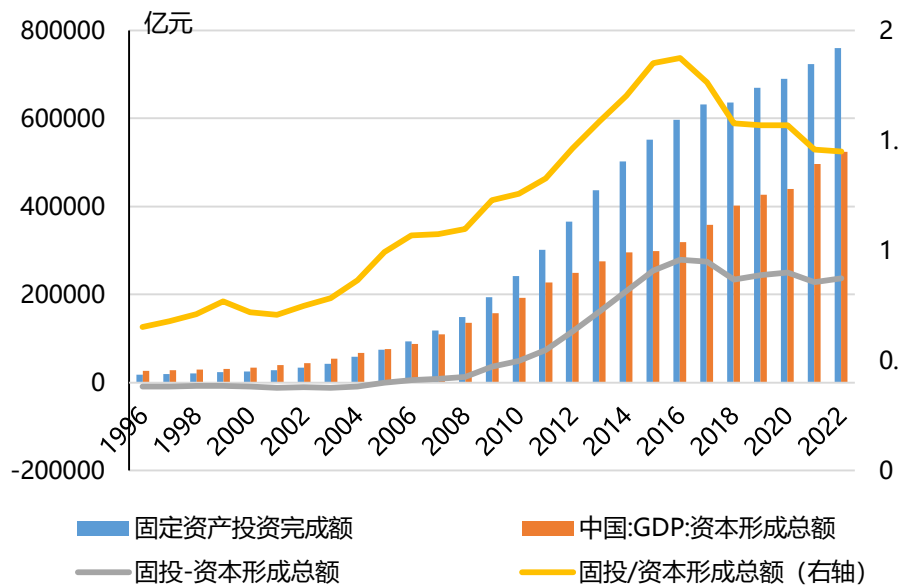
部分国际机构近期对2024年全球经济的预测



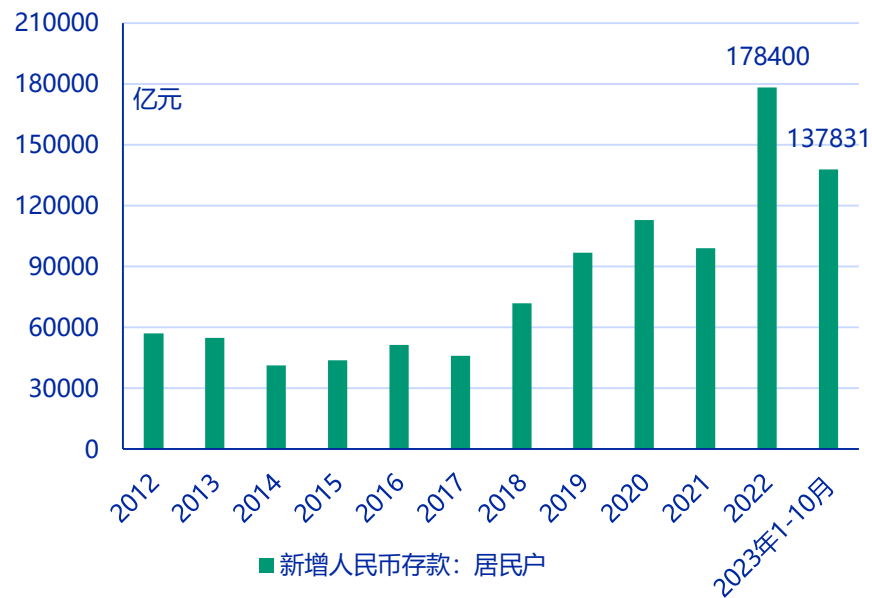
总需求不足的矛盾依旧突出，短期内较难缓解

- 从投资与出口看，房地产投资或将持续负增长，基建投资效率边际降低，且面临债务约束的限制，制造业投资或受出口扰动；
- 从消费来看，居民的收入缺口并未完全弥补，且居民的谨慎性储蓄动机依然较强。

固定资产投资转化为最终资本形成的效率降低



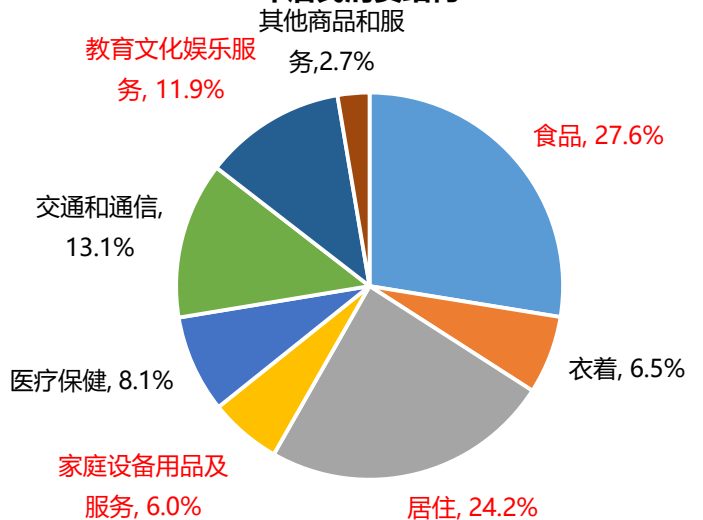
居民部门超额储蓄现象仍存



- 居民部门消费降级的现象也值得关注

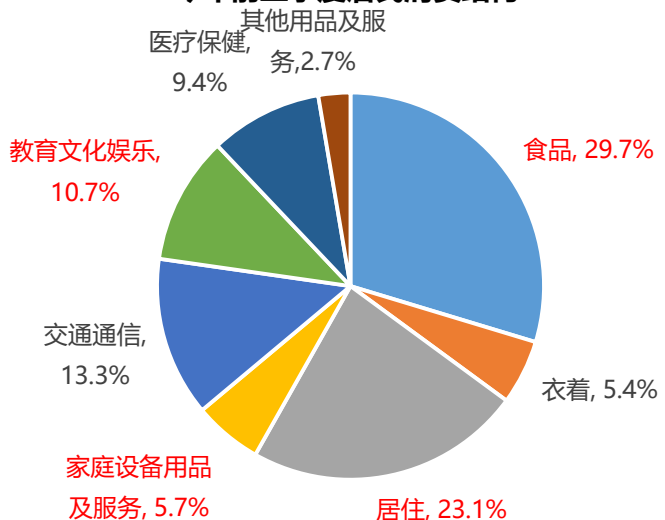
- 今年前三季度，居民食品消费占比（恩格尔系数）相较2019年上升了2.1个百分点至29.7%，而在教育文化娱乐、居住、家庭设备等消费升级领域的支出占比出现不同程度下降。

2019年居民消费结构



- 食品
- 家庭设备用品及服务
- 教育文化娱乐服务
- 衣着
- 医疗保健
- 其他商品和服务
- 居住
- 交通和通信

今年前三季度居民消费结构



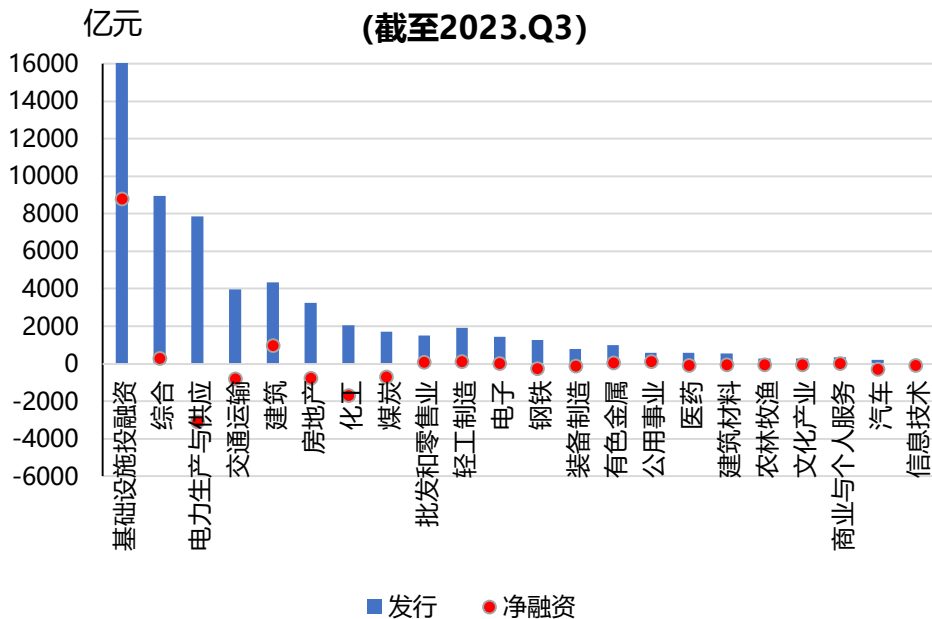
- 食品
- 家庭设备用品及服务
- 医疗保健
- 衣着
- 其他用品及服务
- 居住
- 交通通信
- 教育文化娱乐

- 从要素市场来看，要素资源的分布不均加剧供需结构性失衡

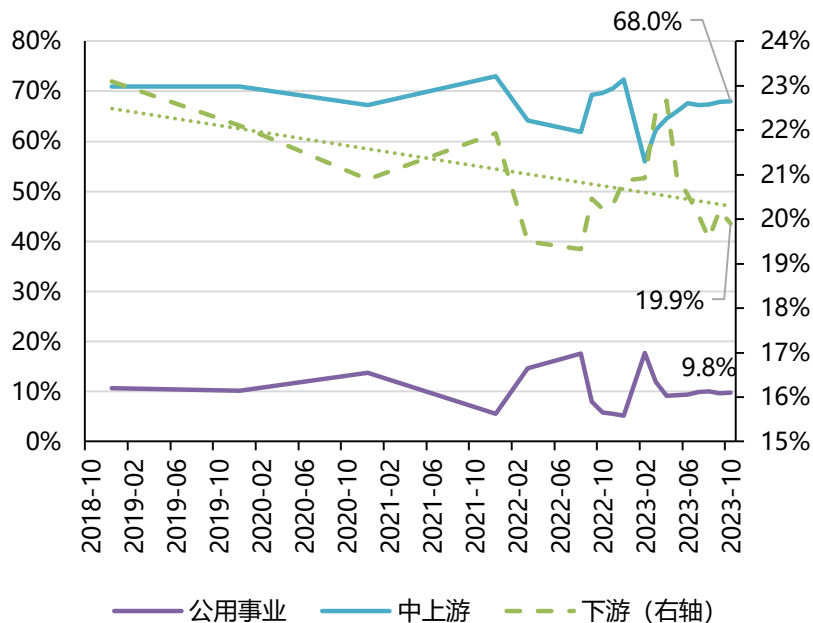
- 要素市场的改革尚不充分完善，上游对于金融资源的占用以及对利润分配对下游形成了一定挤压，加剧了供需结构性失衡。

债券融资向上游与政策性强的行业倾斜

(截至2023.Q3)



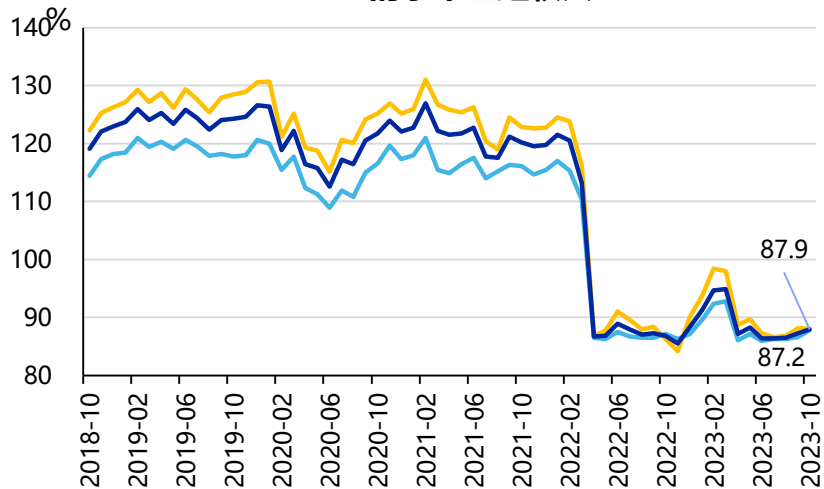
下游工业企业利润占比降至20%以下



信心不足依然是制约需求回暖的重要阻碍

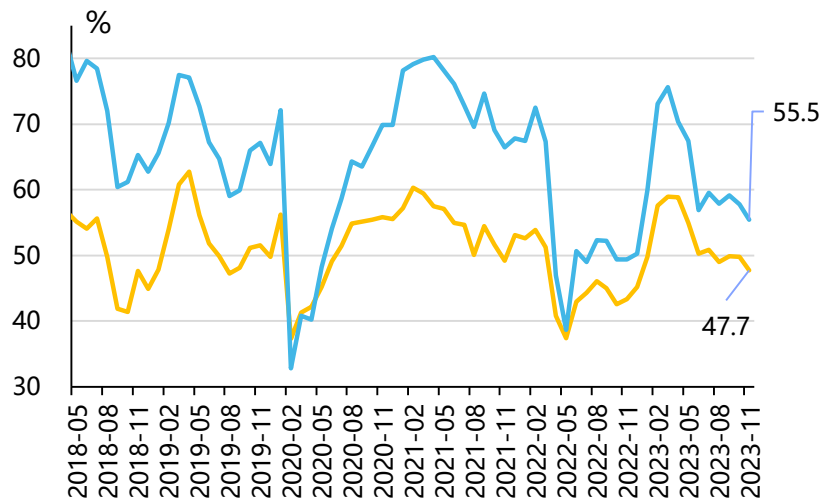
- 消费者信心指数、消费者预期指数持续低位运行，企业经营状况指数边际回落。

当前消费者信心指数不到90%，距离常态120%的水平差距较大



— 中国:消费者预期指数 — 中国:消费者满意指数 — 中国:消费者信心指数

企业经营状况指数处于边际回落态势

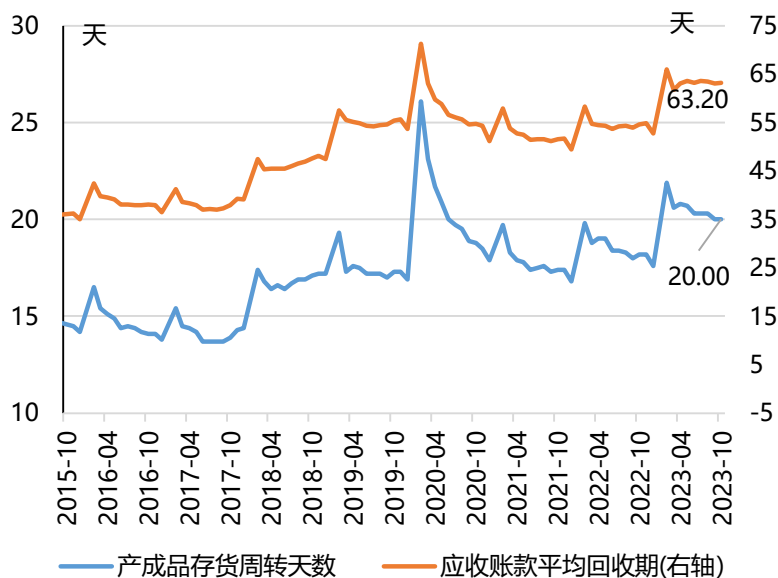


— 中国企业经营状况指数(BCI) — 中国:BCI:企业销售前瞻指数

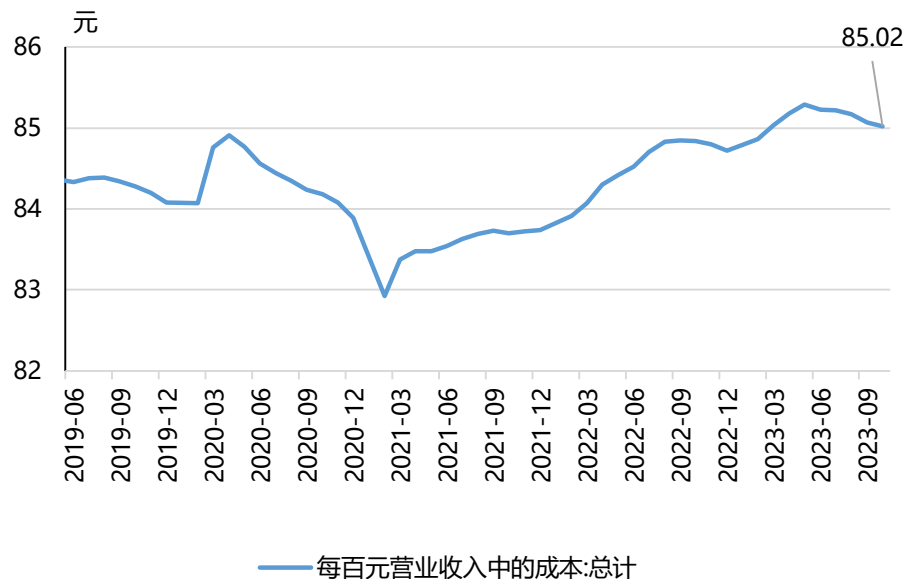
➤ 周转流通速度较慢、成本偏高，持续制约企业利润改善

- 工业企业产成品周转天数、应收账款回收期、每百元营收中的成本皆为近年来的较高位置。

企业周转天数增加

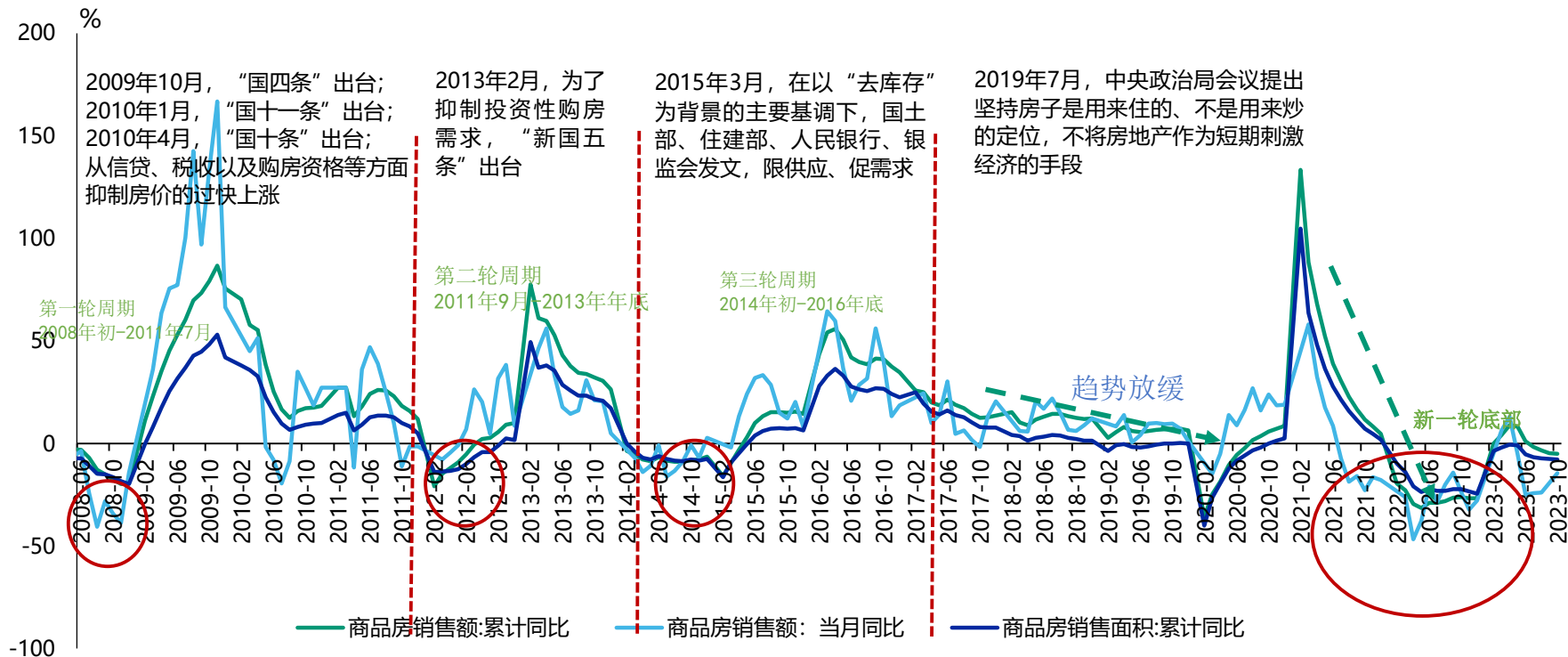


企业营收成本仍较高



➤ 房地产下行中风险的持续外溢与传导

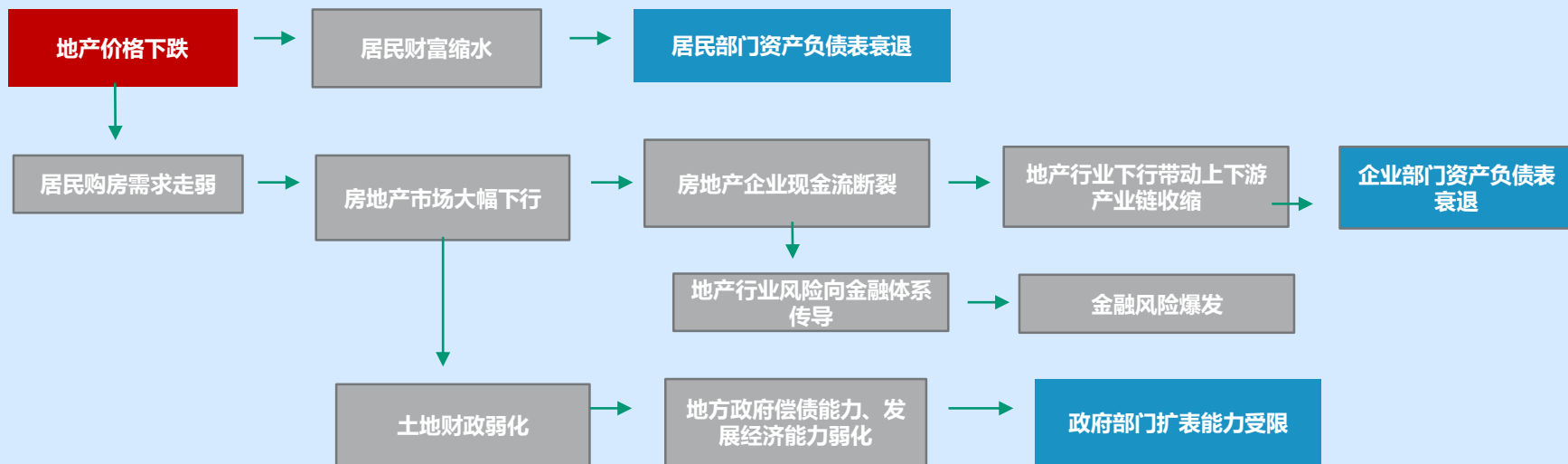
- 金融危机以来，中国房地产行业已经历4轮周期，本轮地产底部运行的态势持续时间或高于此前。



房地产行业有望转向新的平衡，但仍需警惕地产价格下跌引发相关风险的传导

目前房地产业正在转向新的平衡，新房的销售下降趋势较去年有所收窄，房地产市场对于金融市场的溢出风险总体可控。但是作为我国居民财富的重要载体，仍需警惕因房价下行所引发的相关风险的传导与蔓延。

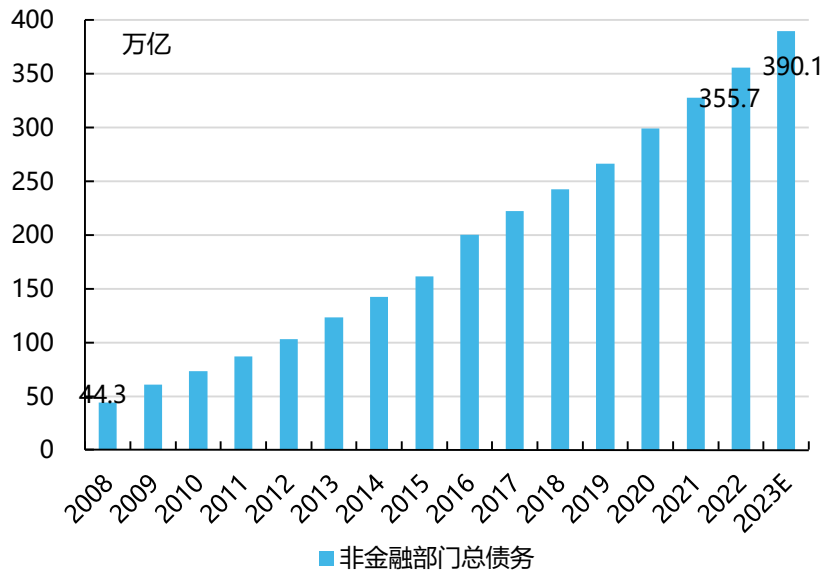
房地产价格下跌引发资产负债表收缩传导途径示意图



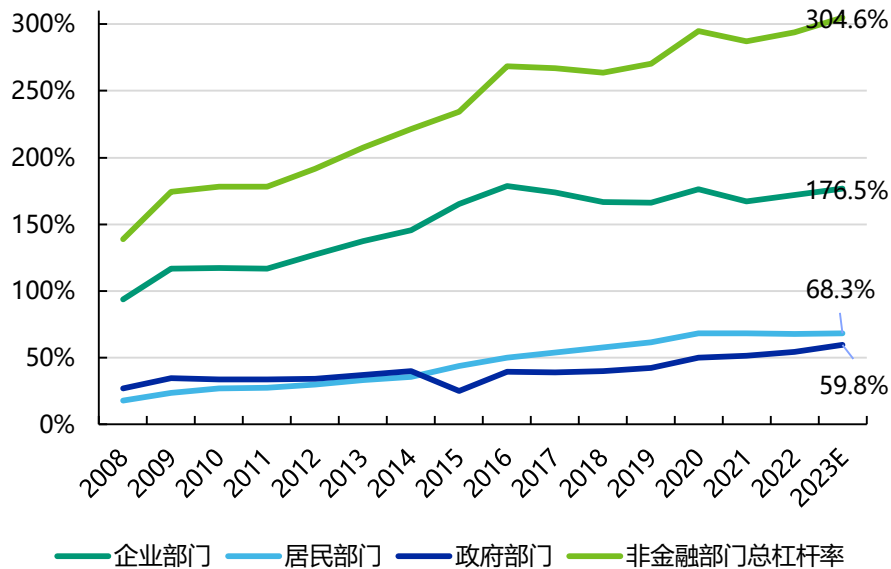
➤ 宏观债务风险处于高位，杠杆率突破300%

- 预计2023年宏观债务规模将达到390万亿，宏观杠杆率首次突破300%（304.6%），较2022年上升10个百分点，其中政府部门杠杆率为59.8%，较2022年上升5.4个百分点。

宏观债务规模持续上升



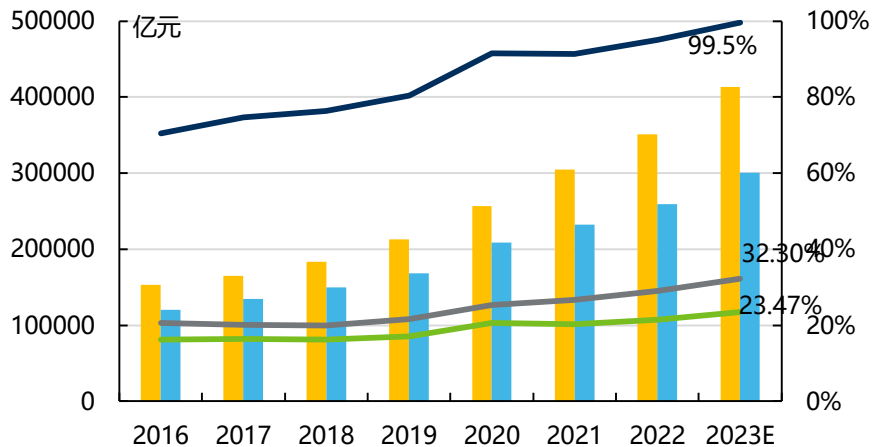
宏观杠杆率攀升，债务风险仍处于高位



- 地方政府的结构性、区域性债务风险持续

- 预计2023年底，政府部门债务余额将超70万亿，考虑地方隐性债务后广义政府杠杆率进一步攀升；债务付息规模持续上升，广义口径下政府部门债务付息额占GDP比重接近4%。

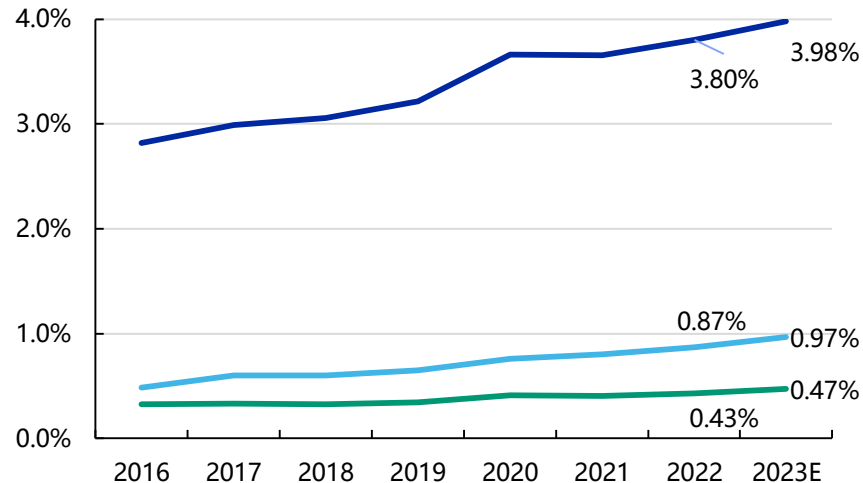
政府债务风险可控，但含隐性债务的政府杠杆率接近100%



■ 地方政府债务余额 ■ 中央政府债务余额 — 中央政府杠杆率
— 地方政府显性杠杆率 — 广义政府部门杠杆率

注：广义政府部门债务包含中央政府债务、地方政府债务以及地方隐性债务。

政府部门债务付息压力持续攀升



— 中央政府付息/GDP — 地方政府付息/GDP
— 广义政府付息/GDP

注：按中央政府债务付息成本为2%，地方政府债务付息成本为3%，隐性债务付息成本为5%估算。

目录

CONTENTS

-
01. 中国经济波浪式复苏的进展
 02. 经济复苏面临的挑战与压力
 - 03. 筑底回升需更积极的财政政策加力**

- 2023年经济工作会议关于明年工作的总基调：
 - 要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破
 - 多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策
 - 在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取
 - 要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策
 - 加强政策工具创新和协调配合

■ 2024年经济增速预计为4.8%，经济增长目标仍应定为5%左右

- 展望明年，多重因素将支撑中国经济延续复苏，加之稳增长政策仍有空间，2024年经济增速预计为4.8%

1. 拖累因素减轻

- 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；
- 出口仍有韧性，出口增速或将受到较低基数的支撑。

- 装备制造业及新动能将持续发挥支撑与带动，工业增加值增速将保持4%以上；
- 居民资产负债表修复与超额储蓄的释放，消费的增长贡献率或不会低于疫情前。

2. 工业生产的韧性 新旧动能的转换

3. 前期政策 效应释放

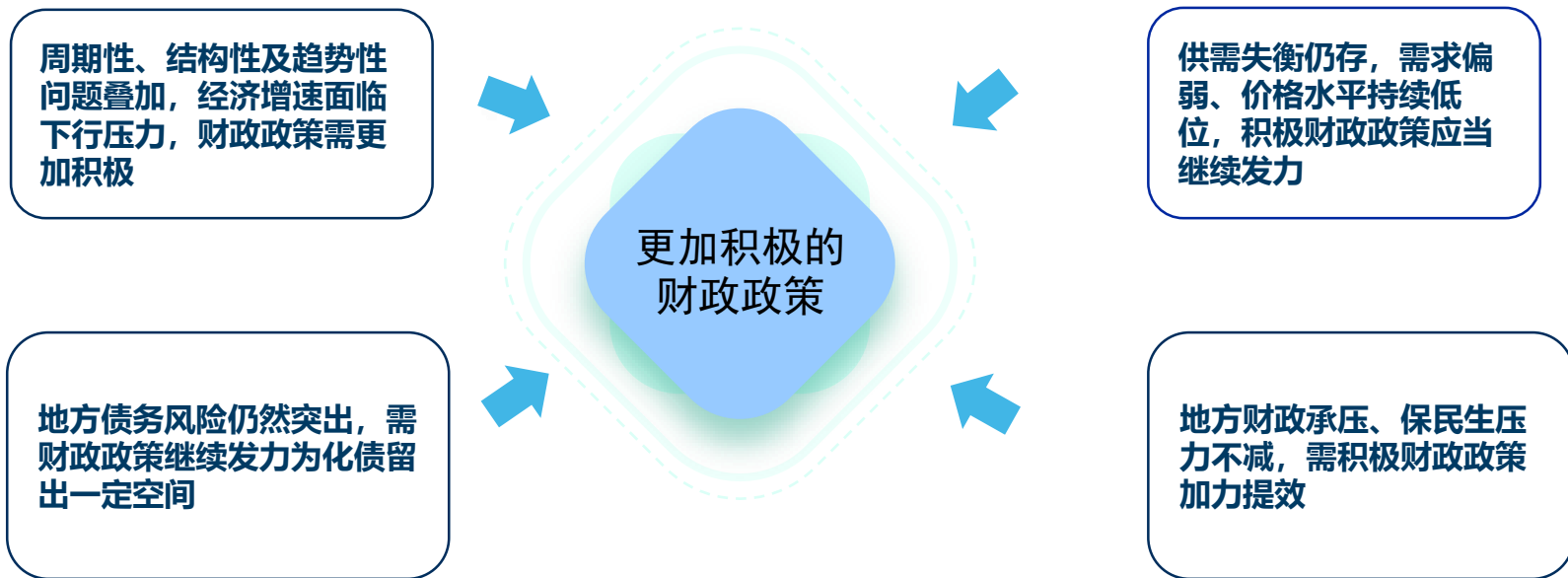
- 保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”建设稳步推进；
- 四季度增加发行国债1万亿元，大部分额度或将结转2024年使用。

- 货币政策有降准降息空间；
- 财政有支出力度加大的空间：中央政府加杠杆仍有空间；适当上调赤字率可继续突破3%；专项债新增额度仍可维持较高规模。

4. 政策空间的 支撑

■ 2024年应实施更加积极的财政政策

- 完成明年的经济增长与发展目标，需要财政政策更加积极，在稳增长与去风险层面发挥托底与支撑作用。



➤ 近期会议体现出积极财政的政策取向

12月，中央政治局会议和中央经济工作会议：

- 强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；
- 积极的财政政策要适度加力、提质增效；
- 用好财政政策空间，优化财政支出结构，提高资金效益和政策效果。

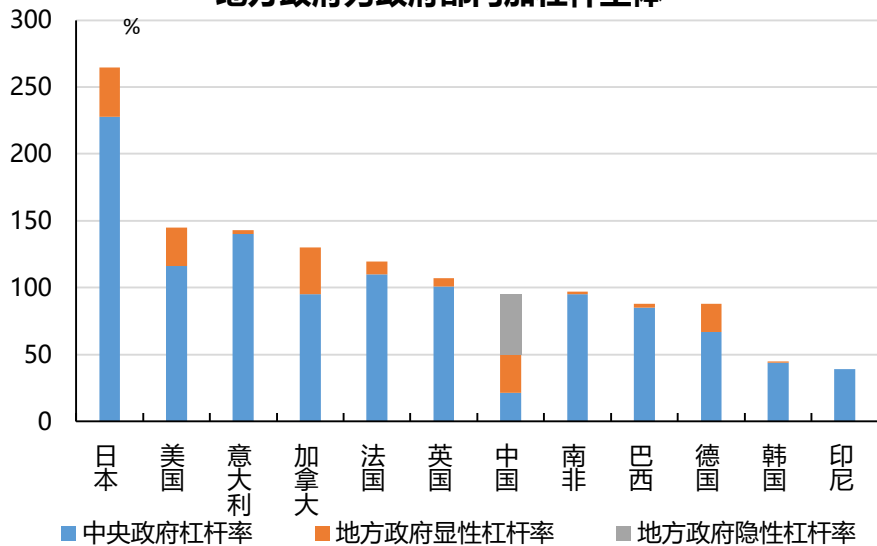
11月，财政部部长蓝佛安专访：财政部将继续贯彻实施好积极的财政政策，着力在提效上下更大功夫，**更好发挥财政政策效能。**

- **在支出上持续发力。**加快推进新增国债的发行使用，用好新增地方政府专项债券资金，保持合理支出强度。同时，加强财政资金管理，提高资金使用效能；
- **在政策上强化落实。**切实抓好前期出台各项政策特别是税费政策落地见效，确保惠民利民政策应享尽享；
- **在运行中严防风险。**进一步强化各级政府责任，兜牢兜实基层“三保”底线。抓好一揽子化债方案落实，积极稳妥推动化解地方政府债务风险。

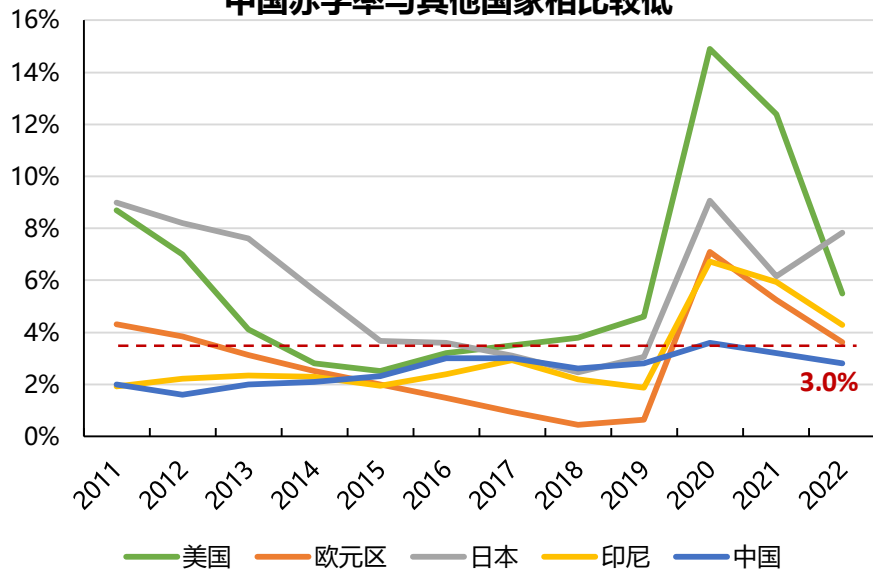
从财政政策空间上看，政府部门杠杆率与赤字率仍有提升空间

- 相比其他经济体，我国地方政府为政府部门加杠杆主体，中央政府杠杆率相对较低，仍有加杠杆空间；
- 我国赤字率较低，应结合当前经济形势，发挥政府部门特别中央政府补短板、强弱项、惠民生的重要作用，加杠杆的主体向中央政府倾斜。

中国政府部门杠杆率相比其他国家较低 地方政府为政府部门加杠杆主体



美国、日本等赤字率常年位于3%以上 中国赤字率与其他国家相比较低

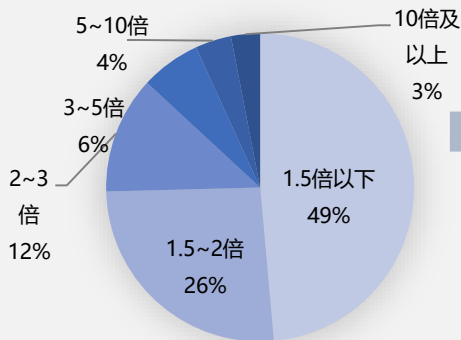


➤ 中央政府部门加杠杆空间超5万亿，应推动更多宏观调控职能回归本位

- 按60%负债率警戒线、2024年实际GDP为5%测算，2024年我国政府部门债务空间约为9.6万亿，假设地方赤字、专项债额度保持2023年不变，中央政府部门仍有约**5万亿**加杠杆空间，可进一步通过中央加杠杆加强宏观调控，加大财力下沉力度，并合理优化政府债务结构，适当推动“地方一般债务国债化”，提升整体财政资金效率。

目前地方债使用中存在项目和资金不匹配的问题，要求收益自求平衡的专项债更多用于没有多少经济收益的公益性和基础性项目

2022年有**超七成**专项债项目本息覆盖倍数不足2倍



关系我国经济中长期发展，基础性、公益性比较强的项目

→ 国债

地方政府权责范围内的公益与社会事业建设

→ 一般债

有收益、能自求平衡的项目

→ 专项债

债务结构优化

财力下沉

中央政府

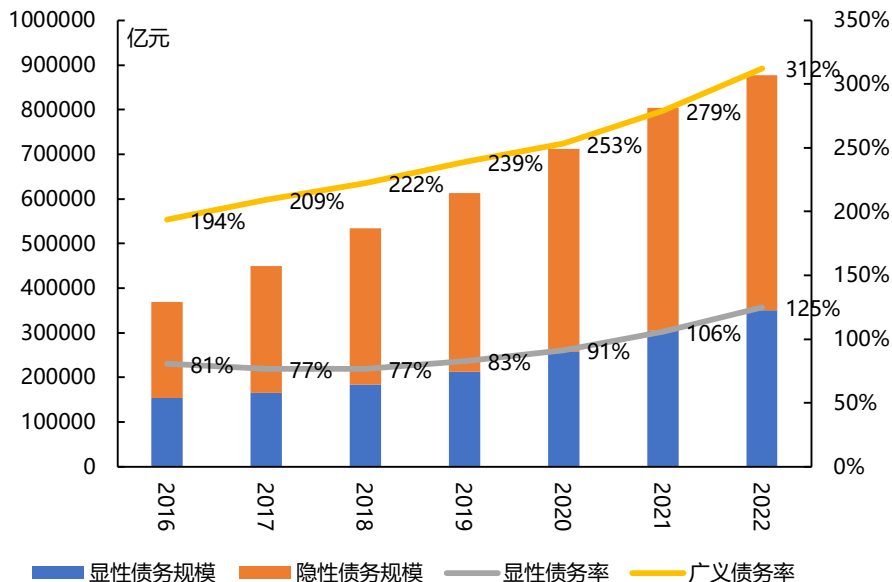
加大转移支付、
资金直达力度

地方政府

地方债务化解仍面临较大压力，必要时可研究开展以中央政府加杠杆置换债务的可行性

- 鉴于地方债务规模依旧较大且地方政府化解能力有限，必要时可在对债务分类甄别的前提下，研究开展新一轮以中央政府加杠杆的有序透明的地方债务置换的可行性，对于纯粹提供公共产品产生的债务，发行长期国债置换，并向中西部债务压力大、依靠自身难以化债的地区倾斜。

地方债务规模较大、债务率持续上升



债务规模大叠加融资成本高 隐性债务付息尤为承压

2023年预测	付息规模 (亿元)	占GDP比重 (%)	占社融比重 (%)	占综合财力比重 (%)
情形1: 仅地方政府债务付息	11882	0.92	0.31	4.06
情形2: 地方政府债务付息+融资平台债务付息	42896	3.31	1.13	14.66
情形3: 地方债到期量*还本比例+地方政府债务付息+城投债到期量*还本比例+融资平台债务付息	52086	4.01	1.37	17.80

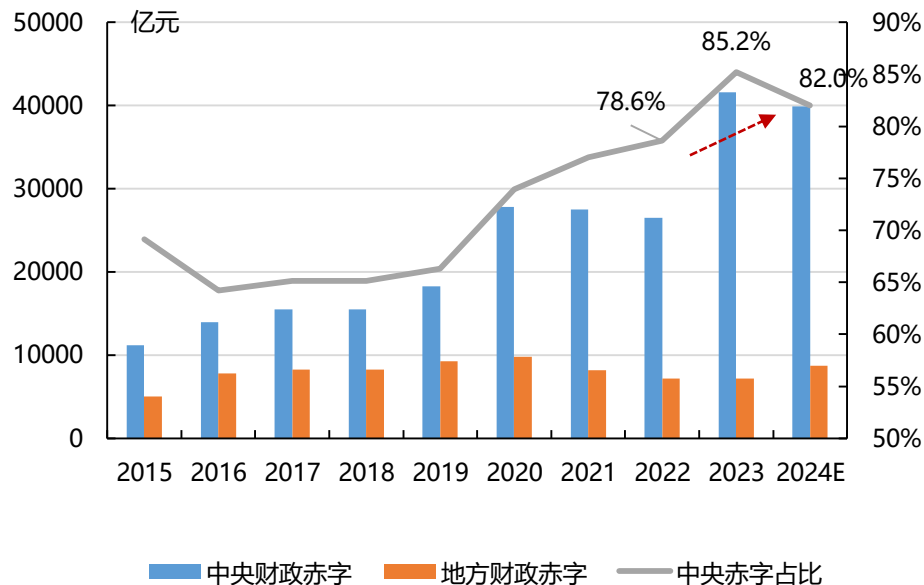
➤ 狭义赤字率建议安排3.6%，赤字分配进一步向中央倾斜

- 从“债务-资产”转化效率角度优化组合赤字、专项债等工具，助力突破“弱现实”困局，狭义赤字率可安排3.6%，赤字规模超过4.8万亿；
- 赤字分配可进一步向中央倾斜，让更多的宏观调控职责回归本位，其中中央赤字规模安排4万亿，地方赤字规模安排0.9万亿。

2024年狭义赤字率可安排3.6%

单位 亿元	赤字率	赤字 规模	中央 赤字	新增 一般债	新增 专项债	中央 杠杆率	地方 杠杆率
假设1	3.0%	40525	33230	7294	37000	24.73%	33.69%
假设2	3.4%	45928	37661	8267	37000	25.06%	33.76%
假设3	3.6%	48630	39876	8753	37000	25.22%	33.80%
假设4	3.8%	51331	42092	9240	37000	25.38%	33.84%

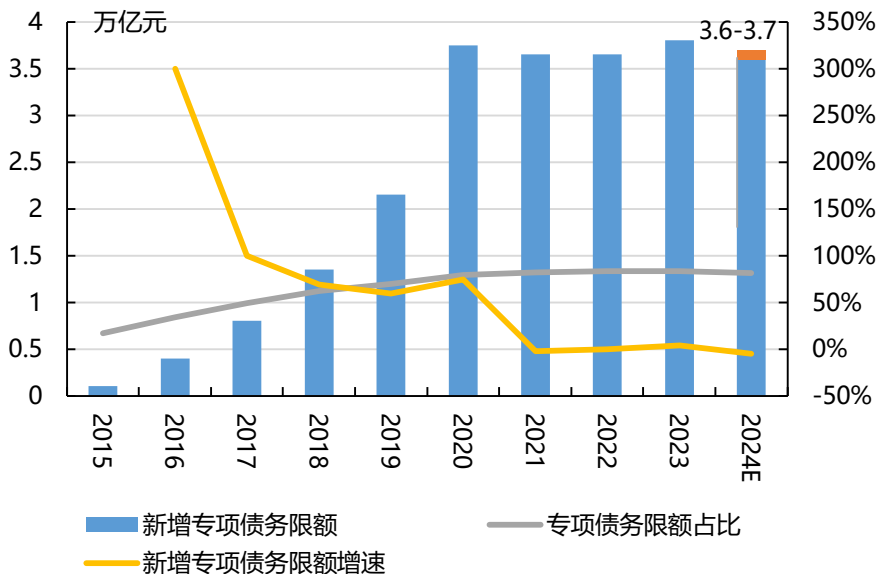
赤字分配可进一步向中央倾斜



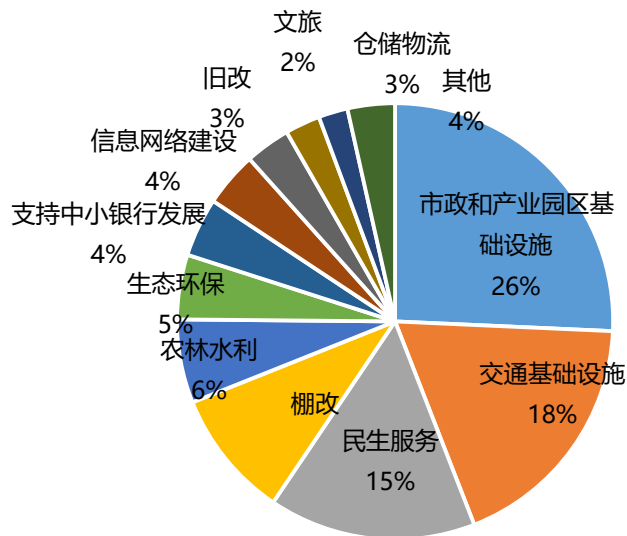
► 专项债新增限额建议保持3.6-3.7万亿的较高水平

- 专项债新增额度建议保持3.6-3.7万亿左右的较高水平，保障存量项目资金接续，满足其他创新用途、优化支出结构；
- 使用上进一步提高资金效益、加大投资撬动：短期注重促基建与稳增长，继续围绕投资拉动作用较大的交通、能源、水利等领域发力，并向惠及面广的消费、民生等领域倾斜；中长期注重调结构与促转型，围绕新基建、新型城镇化等领域寻找新的增长点。

专项债新增限额建议维持3.6-3.7万亿的较高水平



需持续优化募投结构、加大投资撬动，提升资金使用效率



2023前三季度新增专项债募投领域

整体上看，2024年我们面临的形势可能较今年更加复杂严峻，尤其是经济运行过程中的一些潜在风险隐患有可能会逐步暴露。但“我国发展面临的有利条件强于不利因素”（12月经济工作会议）

感谢观看