

中国宏观经济形势分析与预测年度报告 (2023-2024)



高质量发展引领经济复苏

上海财经大学
二零二三年十一月

项目指导：刘元春

2023 年度报告团队（按姓氏笔画排序）：

王 子	李 激	赵 琳
王玉琴	杨有智	曹林谊
宁 磊	吴化斌	蒋荷露
朱林可	张同斌	鲍晓华
朱 梅	陈旭东	
李双建	林立国	

上财宏观报告团队（按姓氏笔画排序）：

寸无旷	杨有智	徐龙炳
王 子	杨 谰	郭长林
王玉琴	吴化斌	曹林谊
方明浩	张同斌	龚 关
宁 磊	张牧扬	蒋荷露
朱林可	张婧屹	靳玉英
朱 梅	张蒙博	鲍晓华
许陈杰	陈媛媛	蔡 洁
孙 琪	林立国	
苏东灵	欧声亮	
李双建	罗大庆	
李 哲	赵 琳	
李 激	聂光宇	

目录

摘要.....	1
第一章 复苏下的 2023 年中国宏观经济形势分析	7
一、经济总体复苏，基本可以实现全年增长目标.....	7
二、供给侧活力得到释放，全球供应链压力增加.....	8
三、需求侧恢复增长，内部结构进一步分化	13
四、有限空间下的宏观政策持续发挥调节作用	29
第二章 高质量发展过程中的风险、机遇与应对	37
一、价格通缩初显，警惕债务通缩.....	37
二、从需求端看当前房地产市场的困境	41
三、地方政府债务扩张及其外溢风险.....	45
四、失业率降低掩盖就业市场结构性矛盾	50
五、贸易格局重组下的外贸风险与机遇	55
六、经济周期交错下的国际金融风险与机遇	59
第三章 主要经济指标增速预测.....	66
一、基准情景预测	66
二、情景分析一：财政政策力度变化.....	67
三、情景分析二：外部竞争格局变化.....	70
四、情景分析三：地缘政治压力变化.....	72
五、总结	74
第四章 以新一轮全面深化改革为高质量发展注入新动力	76

摘要

2023 年，外部环境复杂严峻，国际政治经济博弈加剧，美元持续加息。国内面临多风险因素冲击，市场信心未能得到全面修复，房地产市场继续走弱，地方政府化债压力高企。虽然存在较多困难和风险，但中国经济社会发展大局保持稳定，供给侧活力得到释放，需求侧开始稳步复苏，预计全年 GDP 增速为 5.3%，有望完成年初“两会”时期确定的目标增速。2024 年是贯彻落实党的二十大各项战略部署和实施“十四五”规划的重要一年，随着一揽子经济政策效应的逐步释放，经济各主体资产负债表逐渐修复，新旧经济增长动能转化加速，中国经济将进一步释放增长潜能，稳步进入上升周期。做好明年经济工作，要坚持稳中求进的工作总基调，注重短期逆周期对冲与长期跨周期政策之间的平衡，正确把握制约中国经济实现高质量发展的关键瓶颈，找准长期积累的深层次矛盾和风险隐患，通过新一轮全面深化改革为高质量发展引领经济复苏注入新动力。

从 2023 年中国宏观经济运行基本态势来看，随着疫情冲击的退散，在供给侧，服务业全面恢复增长，工业和建筑业保持平稳运行，但值得警惕的是房地产业增加值持续下滑。在需求侧，消费温和复苏，但动力不足，导致价格低位徘徊；固定资产投资增速内部分化，制造业投资继续改善，基建投资有所放缓，房地产投资延续下行趋势；贸易增速下行但结构优化。在宏观经济政策方面，受美国加息和国内地方政府债务的影响，货币政策和财政政策受限较多，但依然在有限的空间内发挥了逆周期调节的作用。总体来说，今年我国的宏观经济步入了后疫情时代的发展路径，长期基本面向好的形势没有发生改变，但仍旧存在较多积累的风险。

课题组认为，中国宏观经济下一步发展面临的结构性风险包括以下方面：

一是通缩风险。PPI 同比增速已连续 13 个月为负，CPI 和 GDP 平减指数也已出现同比负增长。通货紧缩会加重企业债务负担，企业过度负债又会反过来恶化通货紧缩，从而陷入“债务-通缩”的恶性循环，特别警惕债务通缩。

二是房地产风险。目前房价持续低迷，房企资金链承压，房地产投资萎缩，连带地方政府土地出让金锐减。当前我国房地产市场的疲软不仅仅是房地产内部的问题，而是牵扯到整体经济运行是否健康的问题，房地产是果，实体经济是因。

三是地方政府债务风险。地方财政收支矛盾突出，地方政府债务规模急剧攀升。地方政府债务资金主要来源于银行部门，地方政府债务扩张风险极易外溢至银行系统，导致银行风险增加，严重威胁金融系统稳定，成为防范化解系统性金融风险的“灰犀牛”。

四是劳动力市场风险。劳动力市场整体保持稳定，调查失业率下降。但是结构性问题依然突出，青年失业率维持在高位，中年人群再就业难，劳动力市场教育错配严重。

五是外部风险。世界经济格局深度调整，贸易增速下行，给中国制造业转型升级带来压力。国际政治博弈影响深化，地缘冲突加剧引发资本恐慌，美元作为避险资产的属性加强，人民币汇率承压。

根据 2023 年以来中国宏观经济运行态势的定性判断，课题组创新性地结合新古典增长模型和经济周期模型，通过将经济增速分解为趋势性部分和周期性部分，给出具有学理性的预测结果。在基准情景的预测中，对于内部环境，在充分考虑近期公布的一万亿特别国债政策的基础上，假设明年全年中国的财政赤字率保持今年的水平。对于外部环境，由于经济周期的存在，我们假设今年四季度和明年全年美国的失业率每季度递增 0.2%。同时，假设明年地缘政治风险指数不变。在基准情景下，预测 2024 年全年实际 GDP 增速为 4.82%，CPI 增长 0.96%，PPI 降低 1.02%，GDP 平减指数增长 1.08%，消费增长 4.90%，投资增长 5.02%，出口降低-7.60%，进口降低-8.36%。同时，考虑到内外部风险状况变化的可能性，课题组将分以下 6 种情景对中国宏观经济指标增速进行预测：

情景 1-1，假设中央政府采取了一系列措施以化解地方政府债务风险的实际情况，地方政府债务风险处置顺利、中央政府有更多资金用于扩张性的财政支出。在此假设情景下，财政支出及其乘数效应促使总需求增加，消费、投资和价格均

略高于基准情景。课题组预测，该情景下 GDP 增速为 4.98%，比基准情景高 0.16 个百分点。

情景 1-2，考虑到对地方政府债务潜在风险较高、地方政府付息压力较大的现状，假设地方政府债务风险爆发，各级政府需要减少财政支出用于偿还债务。在此假设情景下，财政支出的大幅下降进一步恶化了需求不足，价格回升更慢，消费和投资的增速更低，最终将使全年的 GDP 增速低于 4.66%，相对于基准情景降低 0.16 个百分点。

情景 2-1，在外部竞争压力方面，基于美国经济衰退风险不容忽视的现状，假设美国经济超预期衰退。在计算中，课题组假设美国的失业率在 2024 年快速攀升。在此假设情景下，预计我国全年的 GDP 增速为 4.95%，相对于基准情景增加 0.13 个百分点。

情景 2-2，假设美国经济超预期强劲复苏，外部竞争压力加剧，2024 年失业率维持在今年三季度的水平，大国博弈加剧。在此假设情景下，课题组预计全年的 GDP 增速为 4.74%，相对于基准情景降低 0.08 个百分点。

情景 3-1，在全球供应链改善方面，基于世界各主要国家干预和调解地缘政治冲突的现实可能性，计算了地缘政治风险下降，全球供应链稳步改善的假设情景下的宏观经济预测。在计算中，课题组假设，2023 年第四季度至 2024 年第四季度的地缘政治风险指数比其在 2023 年第三季度的水平低一个标准差。课题组预计全年的 GDP 增速为 5.18%，相对于基准情景增加 0.36 个百分点。

情景 3-2，基于当前俄乌冲突和巴以冲突可能转变为更激烈冲突的现状，计算了地缘政治风险加剧的假设情景下的宏观经济预测。当全球供应链压力上升时，我国政府将需要更多资金用于国家安全相关投资，但家庭则因对未来收入的悲观预期而降低消费，课题组预计全年的 GDP 增速为 4.45%，相对于基准情景降低 0.37 个百分点。

当前，我国发展面临新的战略机遇、新的战略任务、新的战略阶段、新的战略环境，更加有效地应对各种风险和挑战、形成引领高质量发展的体制机制和发

展方式，根本出路还是在于坚持全面深化改革，在新一轮全面深化改革中提振经济发展信心、提升资源配置效率、激发创新发展动力，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴提供基本保障和强大动力。

一、新一轮全面深化改革应将法治建设摆在重要位置，不断建设法治的市场经济，提振民营经济发展信心。

法治改革与法治建设具有全局性、关键性、战略性意义，是国家治理体系和治理能力现代化的重要基石。在全部领域的改革中，法治改革先行是其他领域改革能够规范有序实施、最终实现改革目标的重要保障。没有一个良好的法治环境，市场经济无法长期良好运行，建立现代市场经济体制，需要完善法治。在全面深化改革的大局中，迫切需要以法治凝聚市场化改革力量，以此形成“自上而下、自下而上”上下联动的改革势态以及最大公约数的改革共识。法治，很重要的作用是稳定信心和预期。当前，不少企业特别是民营企业存在信心不足、预期不稳等问题。

一要提高民营经济的法律地位。在梳理总结过去三年多来《优化营商环境条例》实施所取得丰富经验的基础上，从国家层面研究制定新时期促进民营经济高质量发展的专门法律法规。二要营造公平竞争的制度环境。全面清理和修订违反公平竞争市场规则的法律和政策规定，在生产要素获取、准入许可、政府采购和招投标等方面对各类所有制企业平等对待，破除制约民营企业的各类障碍和隐性壁垒。三要优化民营经济的舆论环境。大力宣传民营企业和民营企业家先进典型，培育和弘扬新时代企业家精神，从法律上对企业家应有的政治荣誉和社会地位给予保障，让他们对未来有稳定的预期，激发干事创业的内生动力，成为推进中国式现代化和经济高质量发展的生力军。

二、新一轮全面深化改革应坚持以经济建设为中心，正确处理政府与市场的关系，大力提升资源配置效率。

高质量发展是以人民为中心的发展，满足人民日益增长的美好生活需要，离不开丰富、充分的物质基础，需要有更高水平的生产力和经济发展基础来提供有力支撑。这就决定了我国新一轮全面深化改革仍然要坚持以经济建设为中心，坚

持以供给侧结构性改革为主线，通过一系列改革措施正确处理好政府和市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用，更好发挥政府作用，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革，在继续推动发展的基础上，要着力解决好发展不平衡不充分问题，努力使经济发展的成果更好地惠及最广大人民群众，更好地推动人的全面发展和社会的全面进步。

当前，全国统一大市场建设对于更新优化政府和市场的关系提出了新的要求。一是进一步厘清政府与市场的边界，其关键是切实收缩政府直接配置资源的边界，以法治的方式推动行政权退出市场领域，压缩政府干预经济活动的空间，并进一步向市场充分放权，切实矫正政府角色错位、越位的问题。二是中央政府要为市场提供统一、开放、公正、透明、可预期的基础性制度框架，使各地区各部门按照统一的制度标准来执行中央政府的政策。三是更好发挥政府在居民收入分配、教育、医疗卫生、住房、社会保险、社会救济等社会安全网建设中的作用，促进城乡居民基本公共服务均等化，最大限度地消除居民扩大消费的后顾之忧。

三、新一轮全面深化改革应该聚焦创新驱动，坚持教育、科技、人才一体推进，推动高水平科技自立自强。

中国整体上还处于要素驱动向效率驱动、创新驱动转型的半途，创新体系整体效能还不强，政府行政干预过多，创新要素在不同创新主体之间的流动和组合尚不自由、充分，使得创新资源配置分散、重复和低效。政产学研在基础科学创新和应用技术创新中存在角色分工定位不清，导致产出效益不高、成果转化滞后、价值创造低下。反映到经济领域，就是尽管中国产业门类齐整，但是多而不优、大而不强的特征明显，在关键基础材料、核心基础零部件和先进基础工艺等方面对外依存度较大，关键核心技术受制于人，一旦外部环境收紧，就面临“卡脖子”的现象。

基础研究旨在获得基本规律和基本原理，是科技创新的源头。当前，基础研究应当成为世界一流大学和高水平研究型大学推进教育、科技、人才一体化的重要发力点，以及深化产教融合，开辟发展新领域新赛道、不断塑造发展新动能新优势的重要支撑点。一是构建对基础科学研究和原创性探索研究提供长期稳定政

策、财务支持的机制，使得一些产出相对不确定但一旦成功将具有较大正外部性的“慢研究”“深研究”和“冷研究”也能够得到稳定、持续的支持。二是强化企业科技创新主体地位，发挥企业家精神在颠覆性技术创新方面所具备独特的组织优势与动态能力优势，引领数字化技术、绿色低碳技术等前沿技术创新并推动商业化运用，提升企业科技创新引领力和全球竞争力。

第一章 复苏下的 2023 年中国宏观经济形势分析

一、经济总体复苏，基本可以实现全年增长目标

今年以来，在党的坚强领导下，我国经济工作坚持稳中求进工作总基调，着力扩大内需，推动高质量发展，全力做好稳增长、稳就业、防风险工作，经济运行呈现持续恢复向好态势。前三季度实际 GDP 同比增长 5.2%。经调整季节因素后，三季度实际 GDP 环比增长 1.3%，环比增速连续 5 个季度增长。全年增长 5%左右的目标基本可以实现。

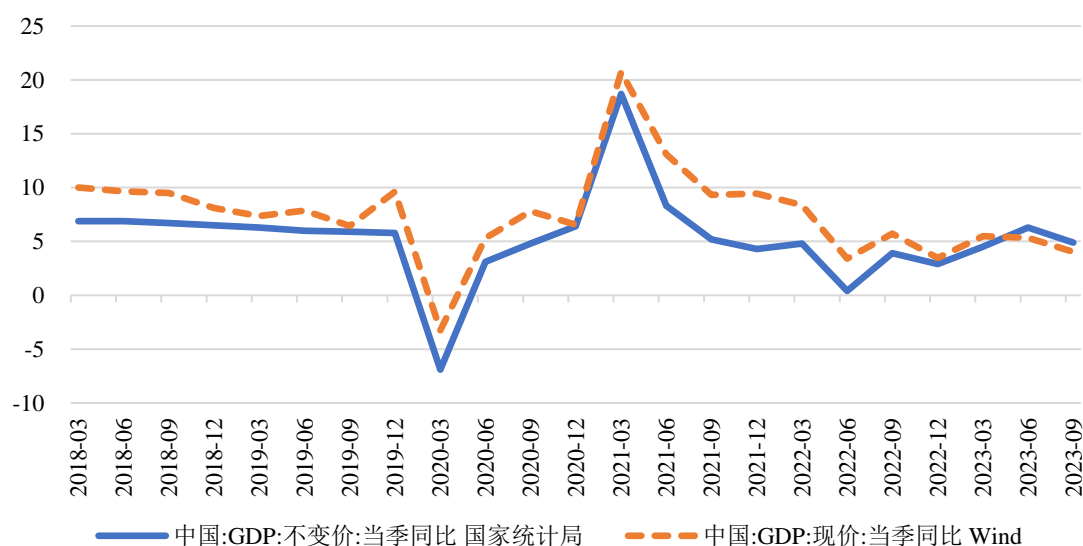


图 1 中国 GDP 增长趋势（数据来源：WIND，单位：%）

从产业的层面来看，今年前三个季度第一产业增加值同比增速分别为 3.7%、3.7%和 4.2%，已经超过了疫情前 2019 年的增速水平，显示出了乡村振兴的政策成果。第二产业增加值的同比增速由一季度较为低迷的 3.3%提升至第二、第三季度的 5.2%和 4.6%，基本恢复至 2019 年的水平，展现了工业制造业的强大韧性。第三产业增加值在第一、第三季度的同比增速为 5.4%和 5.2%，第二季度受去年同期低基数的影响，为较高的 7.4%。虽然第三产业同比增速高于第一、二产业，带动了今年的经济恢复，但 2022-2023 两年平均增速为 4%左右，低于 2019 年 7%以上的同比增速，表明第三产业仍有较大的增长空间。

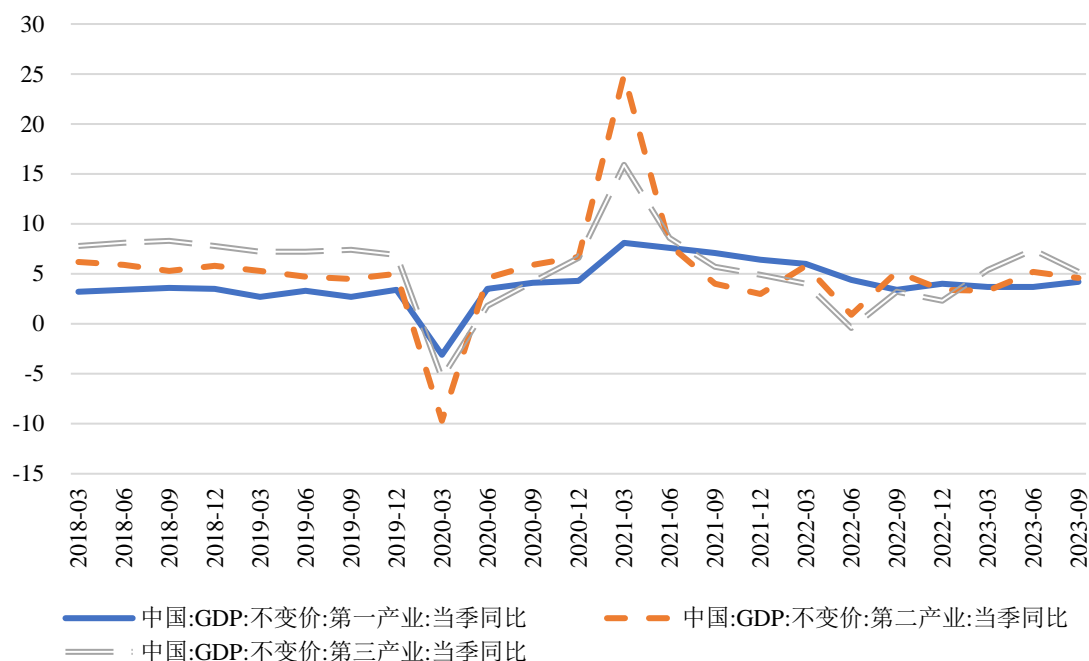


图 2 各产业同比增速（数据来源：WIND，单位：%）

二、供给侧活力得到释放，全球供应链压力增加

1. 服务业全面恢复增长

今年以来，随着疫情管控的全面放开，供给端的活力得到全面释放，恢复常态。从行业层面来看，服务业中的“批发和零售业”、“住宿和餐饮业”、“租赁和商业服务业”以及“交通运输、仓储和邮政业”的增速最为明显，从去年的低速增长甚至负增长反弹为今年的大幅正增长。其中三季度增速分别为 5.1%，12.7%，8.5%和 8.5%，体现了服务业较强的增长韧性。同时，“信息传输、软件和信息技术业”今年以来三个季度的同比增速均在 10%以上，在去年高增长的基础上继续保持强势增长。“金融业”增加值同比增速也均在 7%左右，比去年同期上升一个百分点左右。

同时，今年前三季度，服务业生产指数累计同比增长 7.9%。虽然进入三季度后有小幅下降，但依然比 2022 年增速大幅回升 8 个百分点。从两年平均增速看，前三季度服务业生产指数两年平均累计增速为 4%，依然明显小于疫情前 7%

左右的增速，说明服务业仍存在较大的增速空间。

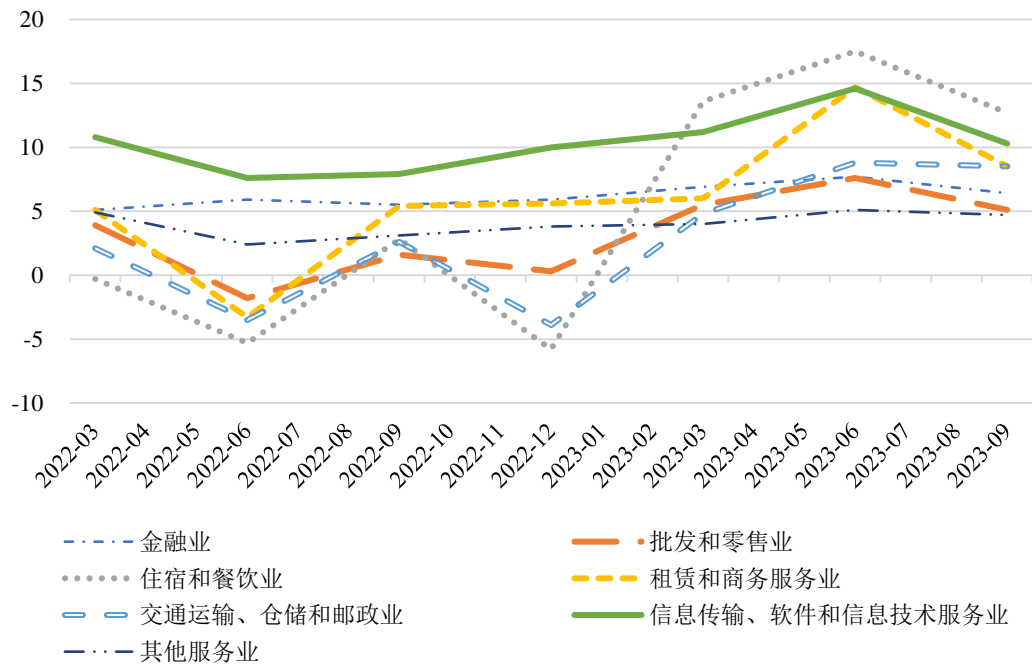


图 3 服务业各行业增加值同比增速（数据来源：WIND，单位：%）

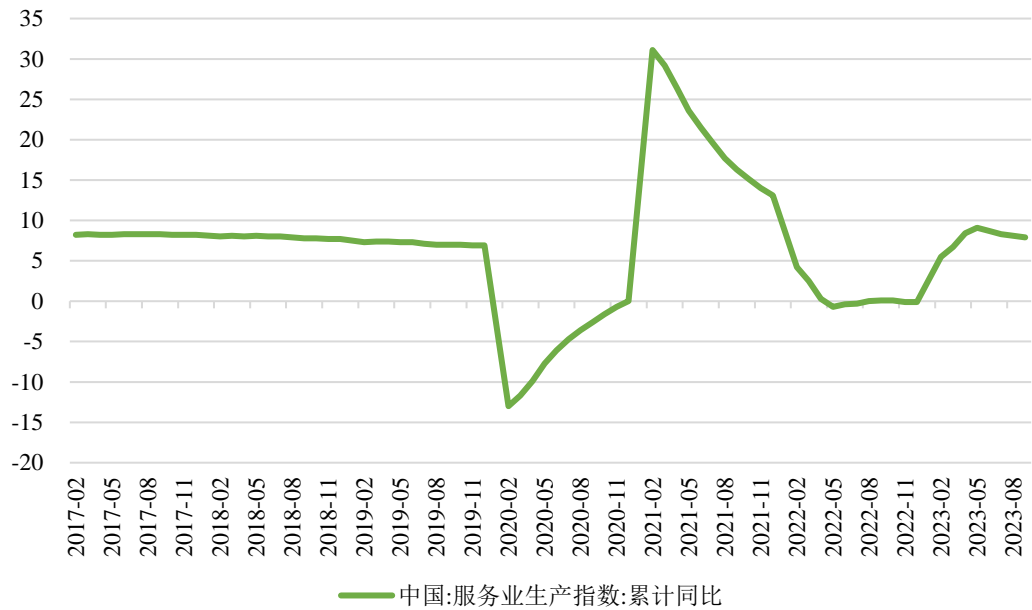


图 4 服务业生产指数（数据来源：WIND，单位：%）

2. 工业和建筑业保持平稳运行

工业增加值同比增速虽然在一季度较低，仅为 2.9%，但进入二季度后迅速

反弹至 4%以上，明显高于去年四季度的水平，体现了我国完备工业体系的巨大恢复能力。同时，“建筑业”增加值继续维持在 6%以上的中高速增长水平。这为稳定就业市场提供了坚强的支撑。

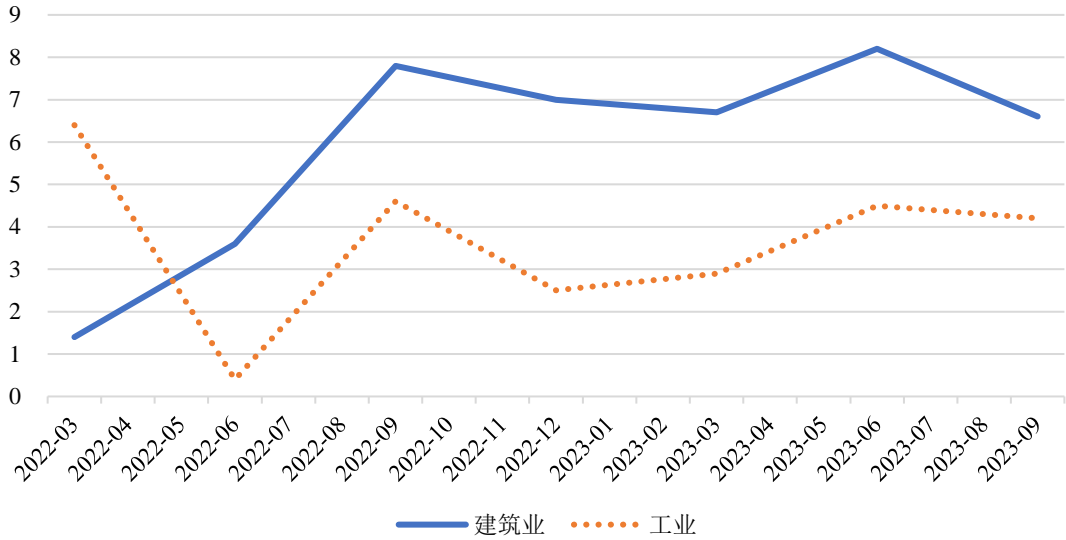


图 5 工业和建筑业增加值同比增速（数据来源：WIND，单位：%）

3. 房地产业持续下滑

在“房地产业”增加值方面，虽然一季度随着房地产市场的短暂回暖，同比增速恢复正增长至 1.3%，但由于房地产企业债务问题未能根本性解决，二、三季度的同比增速降低为-1.2%和-2.7%，降幅不断扩大。在去年已经负增长的情况下，今年“房地产业”增加值依然下滑，前景不容乐观。

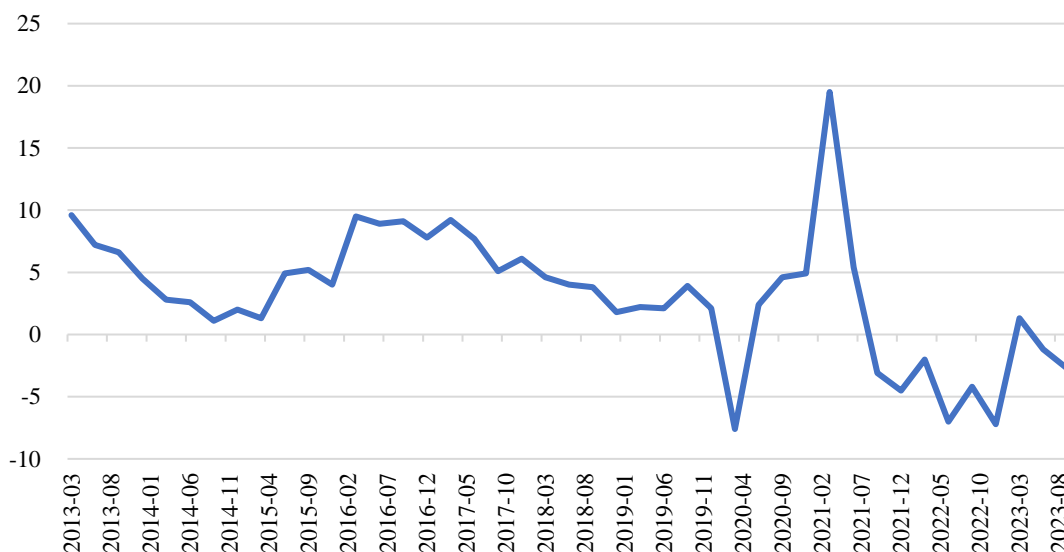


图 6 房地产业增加值同比增速（数据来源：WIND，单位：%）

4. 国际原油价格出现小幅波动，食品价格持续下行

2022 年受俄乌冲突等国际地缘政治因素的影响，全球石油供给遭遇逆向冲击，国际油价快速上涨，从年初的 75 美元左右一桶上升至 6 月接近 120 美元/桶，涨幅达 60%。但此后经过一年左右的调整，国际油价进入下降通道，在今年 6 月降至 67 美元/桶。但由于受美国经济强势复苏以及诸如巴以局势等动荡国际形势的影响，国际原油价格出现小幅反弹，在近期回升至超过 80 美元/桶。原油期货市场数据显示，国际原油价格将在 2026 年前稳定在 70-80 美元/桶。稳定的能源价格将会继续助力我国供给侧恢复。

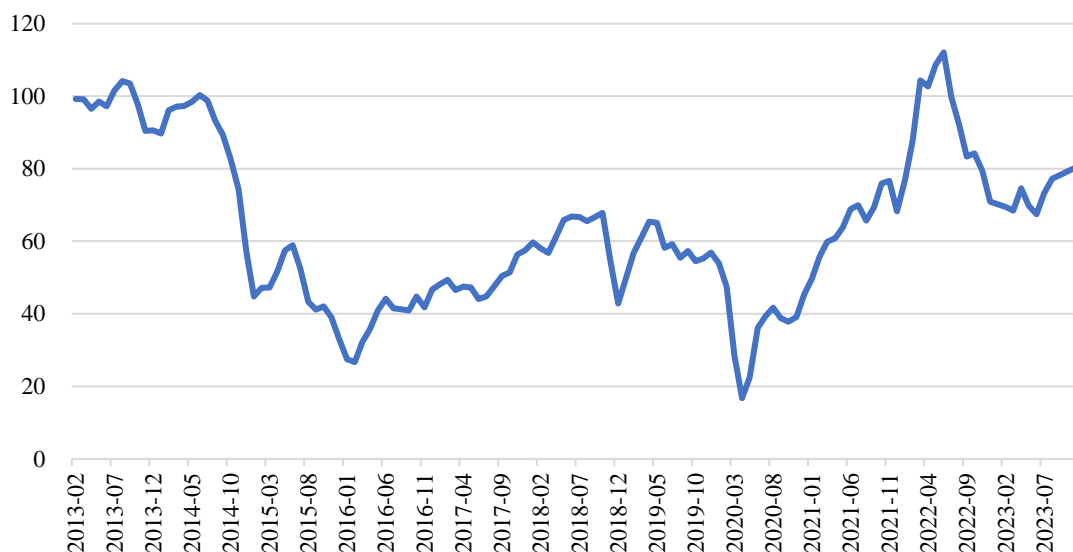


图 7 国际原油价格走势（数据来源：WIND，单位：美元/桶）

受全球供应链阻断以及欧美各国扩张性货币政策的影响，全球食品价格指数在 2022 年 3 月快速上升至历史性的高点 159.71。但伴随着后疫情时代全球供应链的恢复以及美国货币政策的转向，食品价格指数持续回落。截至 2023 年 9 月该指数为 121.46，比最高点回落 25%，但仍比疫情前的 2019 年底高出 20%，存在继续回落的空间。

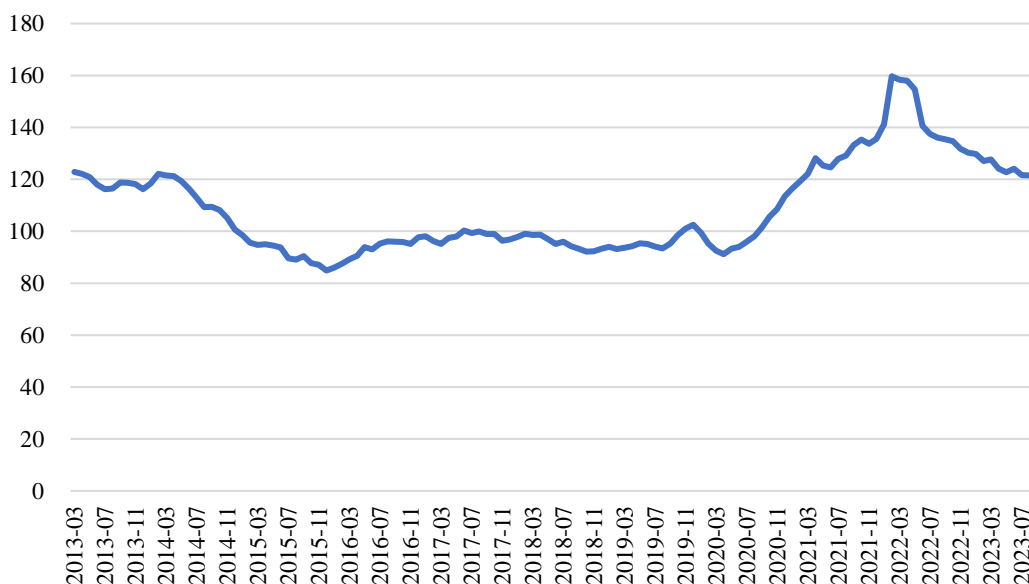


图 8 全球食品价格指数走势（数据来源：WIND）

5. 全球供应链压力先降后升

受疫情冲击和地缘政治的影响，全球供应链压力在 2020-2022 年中出现了两次大幅上升。全球供应链压力指数在 2020 年 4 月和 2021 年 12 月出现了两次高点，分别为 3.17 和 4.32。但伴随着全球疫情冲击的散去，特别是今年以来我国疫情防控的放开，压力指数不断下降，在 2023 年 5 月降至历史低点-1.57，供应链压力基本消失。但值得关注的是，近期全球供应链压力近期小幅回升。



图 9 全球供应链压力指数（数据来源：WIND）

三、需求侧恢复增长，内部结构进一步分化

1. 消费温和复苏，增长不及预期

2023 年消费市场的走势受疫情放开后消费需求增加以及政策提振的影响，社会消费品零售总额温和复苏。2023 年初，中央经济工作会议要求“把恢复和扩大消费摆在优先位置”，商务部将 2023 年定为“消费提振年”。在需求增加与政策刺激的共同作用下，1-2 月社会消费品零售总额同比增长 3.5%，加之受去年同期较低的基数影响，3 月开始，连续三个月同比增速超过 10%，4 月达到前三季度最高值 18.4%。虽然受汽车和文化办公用品等销售放缓影响，7 月社会消

费品零售总额同比增速又降至 2.5%，但随着汽车和石油及制品销售的好转，8-9 月又呈现小幅增长趋势。总体来看，1-9 月，社会消费品零售总额累计同比增加 6.8%，进一步从季调后的环比增速可以看出，前三季度除了 7 月份环比增速均为正值，显示消费整体呈现缓慢复苏态势。

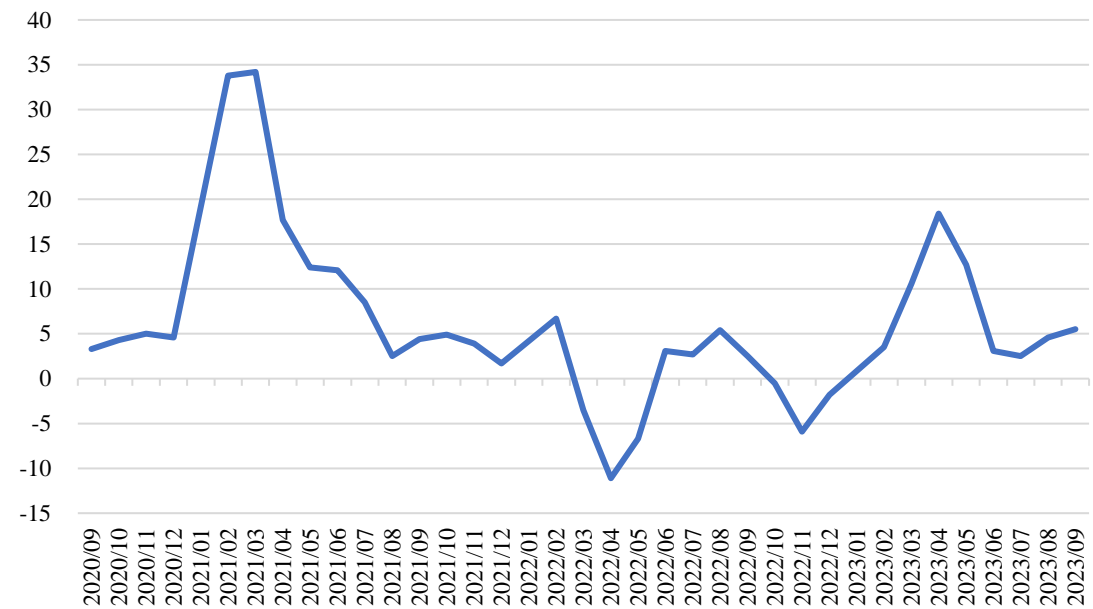


图 10 社会消费品零售总额同比增速（数据来源：国家统计局，单位：%）

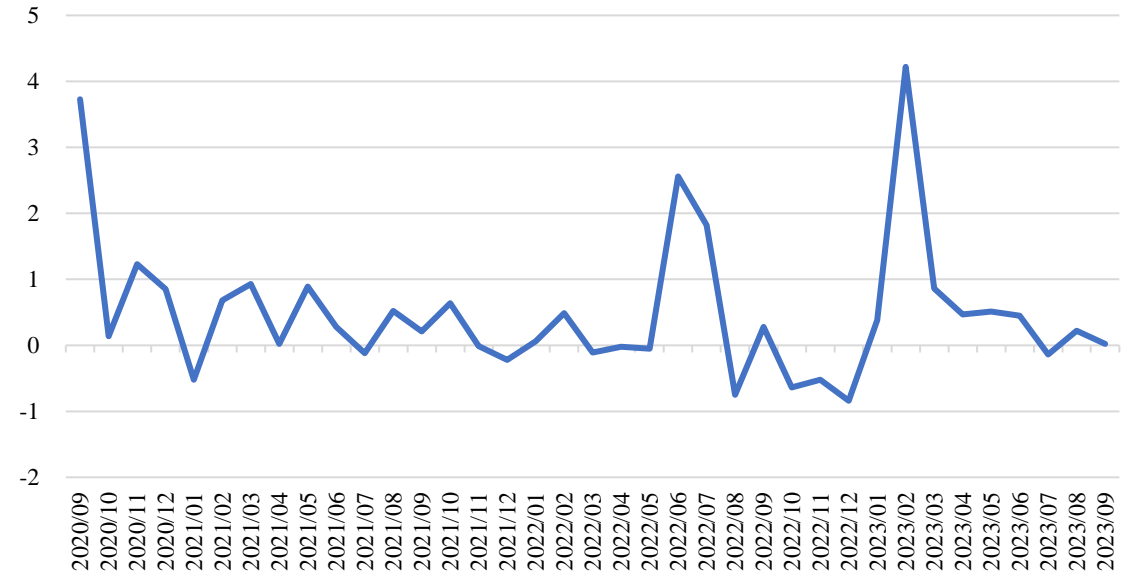


图 11 社会消费品零售总额环比增速（数据来源：国家统计局，单位：%）

上述社会消费品零售总额增速包含量和价两方面的增长。从价格来看，2023

年前 10 个月内消费价格指数 CPI 和扣除食品和能源的核心 CPI 同比增速相较于去年均呈现下降趋势，这主要是由于一方面去年价格的高基数效应，另一方面后疫情时代，产品供应流畅。具体来看，1 月 CPI 同比增速为 2.1%，7 月达到 2023 年前三季度的最低值-0.3%，前 10 个月 CPI 累计同比增速为 0.4%，而 10 月 CPI 同比增速为-0.2%；核心 CPI 相对较稳定，在 0.7%附近波动，从 1 月同比增速 1.0%降至 6 月同比增速 0.4%，于 9、10 月份又回升至 0.8%和 0.6%，前 10 个月核心 CPI 累计同比增速为 0.7%。综上可以看出，受疫情放开后消费需求得以释放和政策刺激等利好因素的影响，消费呈现温和复苏态势，需求有所上升，但上升幅度有限，动力仍有待提升。

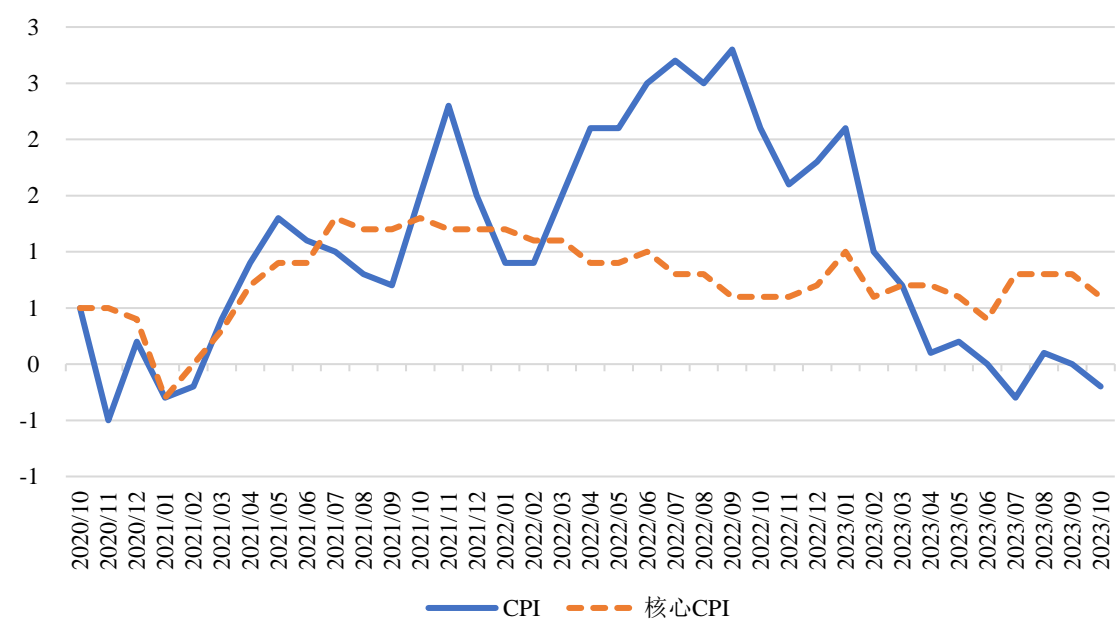


图 12 CPI 和核心 CPI 同比增速（数据来源：国家统计局，单位：%）

事实上，不同类型的消费品其复苏潜力呈现一定的异质性。从商品和服务分类来看，服务类消费受疫情影响相对较大，2023 年服务类消费有明显反弹。服务类消费的一个典型例子是餐饮类。餐饮类消费在疫情放开之后恢复尤为明显。1-4 月餐饮类消费同比增速大幅提升，同比增速从 1-2 月的 9.2%增至 4 月的 43.8%，一方面是由于去年的低基数影响，另一方面也体现出短期内消费情绪通过餐饮业得到一定程度的释放。之后餐饮类消费同比增速虽然放缓，但仍保持在高位，6 月同比增速降至 16.1%，虽然 8 月进一步降至 12.4%，但 9 月又小幅升至 13.8%，

且随着中秋、国庆“双节”旅游旺季的到来，预计又将进一步带动餐饮类消费的上涨。从住宿和餐饮业的实际同比增长也可以看出 2023 年前三季度的实际增速均高于 10%，显示餐饮和住宿等服务业消费在疫情放开后的恢复较为强劲。

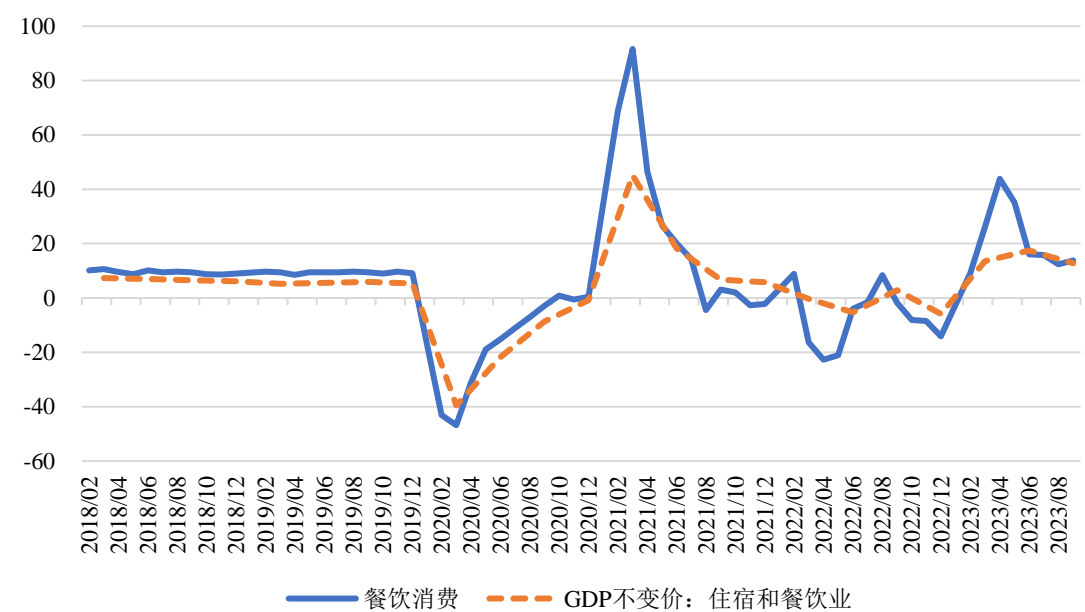


图 13 餐饮类消费同比增速（数据来源：国家统计局，单位：%）

在商品零售子类中，食品和日用品等非耐用品消费相对较稳定，而像汽车这类的耐用品受冲击影响较大，波动也较大。汽车类消费 2023 年上半年受新能源汽车渗透率不断提升的带动下，限额以上企业中汽车类同比增速有明显提升，从 1-2 月同比增速-9.4%增至 4 月的 38%，1-2 月新能源汽车价格战，各车企品牌纷纷降价导致同比增速并不显著，然而随着 3-4 月价格战热度逐渐消退，经销商恐慌心态逐步稳定，消费者恢复理性消费，观望情绪得以缓解，前期压抑的需求有所释放，同比增速又有所提升。中共中央政治局 7 月召开会议，强调积极扩大国内需求并将提振汽车消费作为重点目标，虽然 7 月同比增速下降-1.5%，但 8-9 月又波动上升，同比增长率分别为 1.1%和 2.8%；1-9 月累计同比增速 4.6%。进一步从销量的同比增速可以看出，汽车类消费的实际增速还有一定的上升潜力。

综上所述，2023 年前三季度受疫情放开后消费需求得以释放和政策刺激等利好因素的影响，消费呈现温和复苏态势，需求略有上升，但复苏动力依旧不足，增长不及预期。

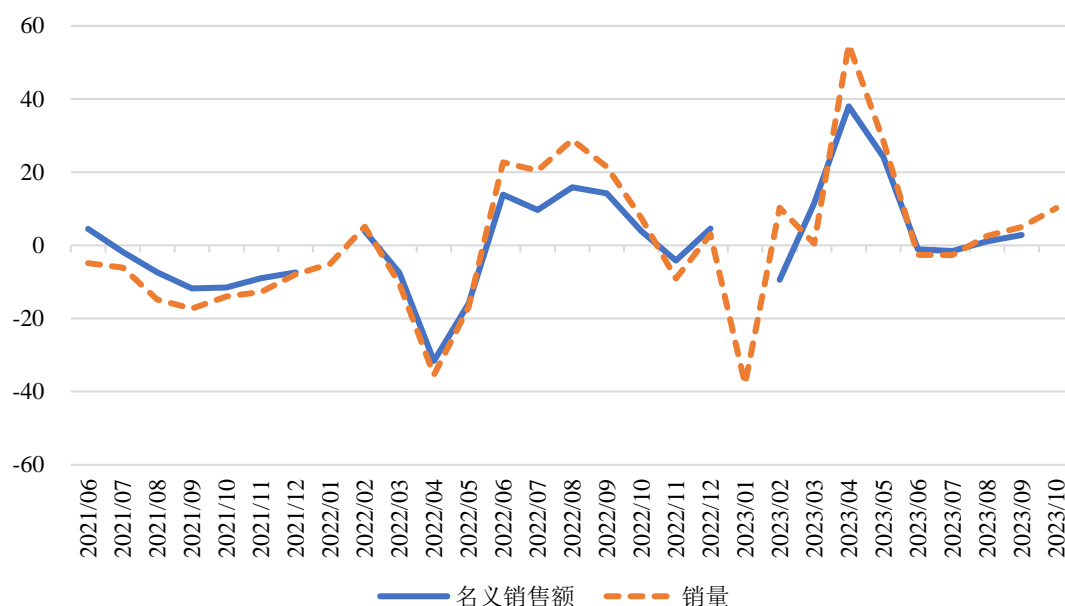


图 14 汽车类销售额名义同比增速和销量同比增速
(数据来源：国家统计局，单位：%)

2. 固定资产投资增速内部分化，制造业投资继续改善，基建投资有所放缓，房地产投资延续下行趋势

2023 年 1-9 月全国固定资产投资(不含农户)375035 亿元，同比增长 3.1%，增速较 1-8 月回落 0.1 个百分点(如下图所示)，国内投资动能继续呈现弱修复特征，对经济恢复的支撑作用减弱。其中，分产业来看，第一产业投资 7951 亿元，同比下降 1.0%；第二产业投资 116808 亿元，同比增长 9.0%；第三产业投资 250276 亿元，同比增长 0.7%。分地区来看，东部地区投资同比增长 5.4%，中部地区投资下降 0.9%，西部地区投资下降 0.4%，东北地区投资下降 2.7%。分登记注册类型看，国内企业投资同比增长 3.3%，港澳台企业投资同比下降 2.6%，外资企业投资同比增长 1.7%。值得注意的是，从投资主体的角度来看，国有及国有控股公司投资累计同比增长 7.2%，较 1-8 月回落 0.2 个百分点；民间固定资产投资为 193399 亿元，累计同比增速下降 0.6%，低于固定资产投资增速 3.7 个百分点，较 1-8 月上升 0.1 个百分点，但已经连续 5 个月处于负增长区间，说明受企业预期恶化、市场需求不足、企业盈利低迷、海外风险挑战增多等因素影响，民间资

本投资信心不足，“不敢投”“不愿投”的现象依然较为突出，仍然需要政策加力以提振民营企业信心、改善预期。

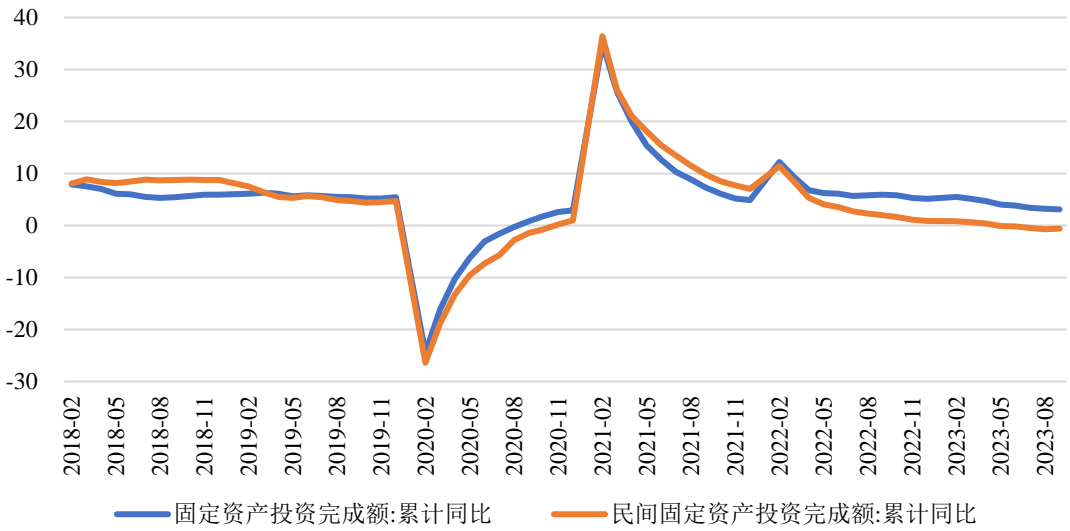


图 15 固定资产投资和民间固定资产投资增速
(数据来源: WIND, 上海财经大学经济学院, 单位: %)

从三大投资领域来看, 如下图所示, 1-9 月制造业投资增速加快, 累计同比增长 6.2%, 较 1-8 月上升 0.3 个百分点, 对整体投资的支撑作用明显增强; 1-9 月基础设施建设(不含电力)投资的增速有所放缓, 累计同比增长 6.2%, 较 1-8 月下降 0.2 个百分点, 对经济的拉动继续减弱; 房地产开发投资降幅自 2 月以来继续扩大, 1-9 月房地产开发投资累计同比增速为-9.1%, 较 1-8 月回落 0.3 个百分点, 依然是投资的主要拖累项。

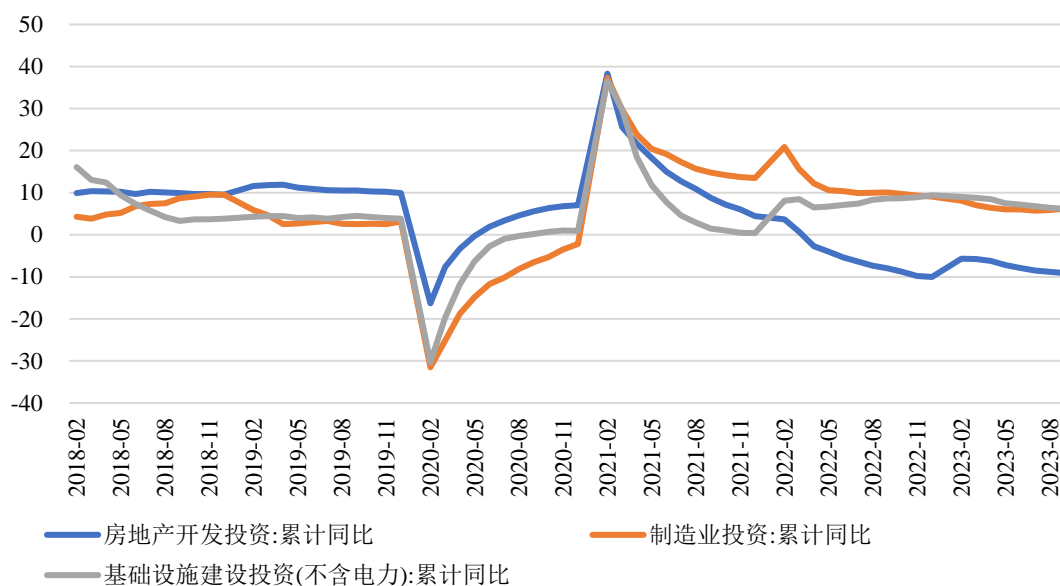


图 16 全国三大类固定资产投资累计同比
(数据来源: WIND, 上海财经大学经济学院, 单位: %)

今年以来,制造业投资增速虽有所放缓,但仍保持在高于疫情前的水平,呈现较强韧性,一方面得益于高技术产业投资持续保持强势,如下图所示,前三季度,高技术产业投资累计同比增长 11.4%,其中,受产业升级、设备更新、绿色转型等政策支持,技术含量较高、附加值较高的高端制造业投资累计同比增长 11.3%,较 1-8 月上升 0.1 个百分点,整体依然维持高增长态势。高技术制造业中,航空、航天器及设备制造业,医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长 20.7%、17.0%,化学原料和化学制品制造业、汽车制造业、电气机械和器材制造业投资分别同比增长 13.5%、20.4%、38.1%。高技术服务业投资累计同比增长 11.8%,较 1-8 月上升 0.5 个百分点,其中科技成果转化服务业、专业技术服务业投资分别增长 38.8%、29.6%,远高于行业平均水平。这反映出国家对新兴技术发展的高度重视,国内制造业投资结构正在发生变化,新旧动能在进行转换。

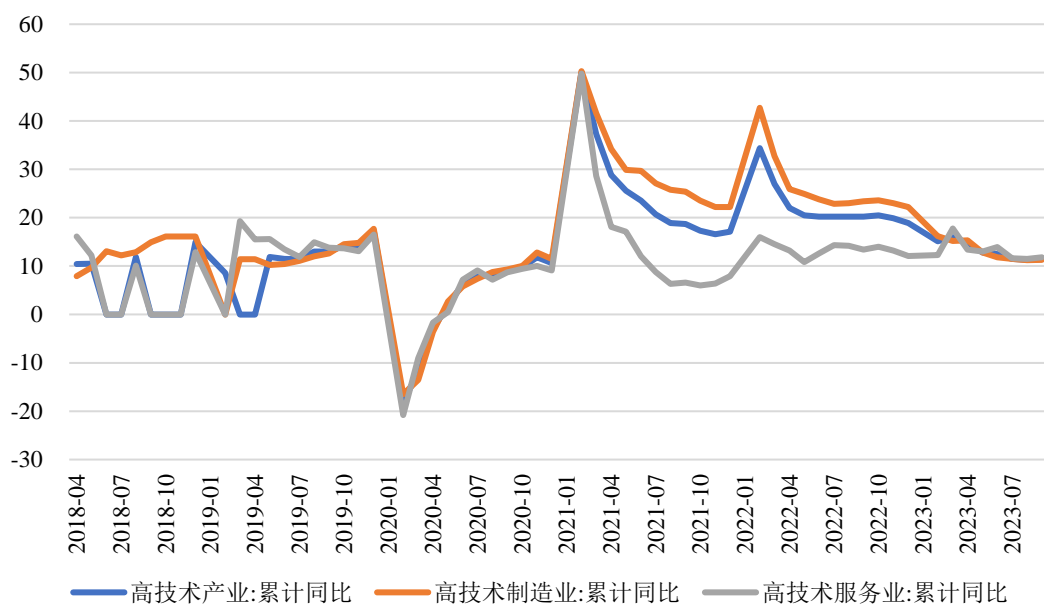


图 17 高技术产业投资维持较强态势
(数据来源: WIND, 上海财经大学经济学院, 单位: %)

另一方面,随着减税降费以及助企纾困等政策的不断深入,工业企业生产经营状况不断改善,企业利润维持高增长,对制造业投资具有较好的支撑作用。如下图所示,8月工业企业利润总额同比增长17.2%,年内首次实现利润增速由负转正,说明投资需求正逐步回升。制造业企业利润稳健增长表明企业资产负债结构已有一定程度的修复,企业家扩大生产投资意愿或有所改善。

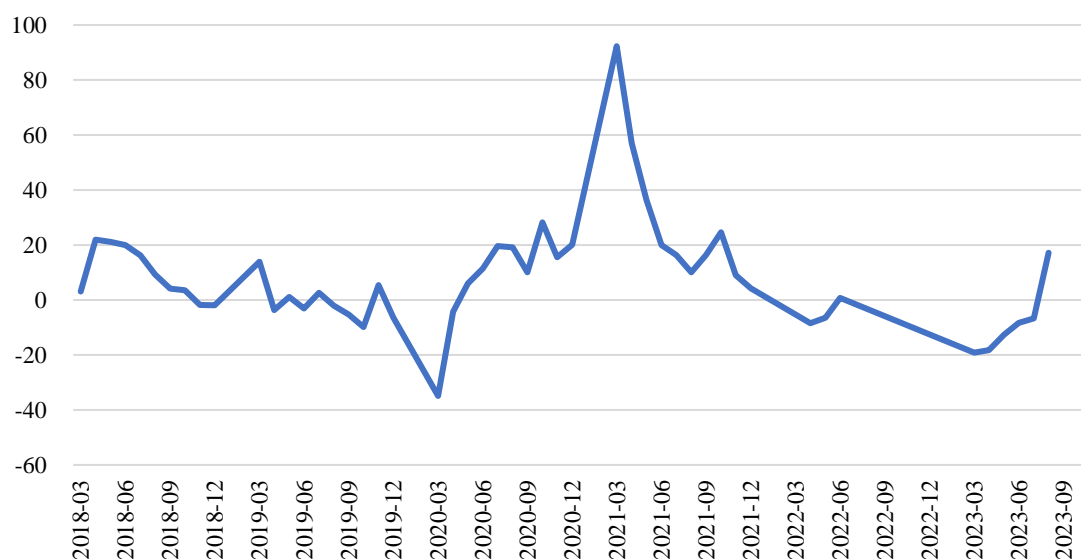


图 18 工业企业利润总额当月同比

(数据来源: WIND, 上海财经大学经济学院, 单位: %)

在基础设施建设投资方面, 在高基数效应下, 基础设施投资增速趋于回落, 对经济拉动作用明显弱化。1-9 月基础设施建设和基础设施投资(不含电力)分别累计同比增长 8.6%和 6.2%, 较 1-8 月分别放缓 0.3 和 0.2 个百分点。从当月增速来看, 9 月基础设施建设和基础设施投资(不含电力)分别同比增长 6.8%和 5.0%, 分别较上月提升 0.6 和 1.0 个百分点, 对投资端的支撑作用有所增强。从各个分项来看, 1-9 月电力、热力、燃气及水的生产和供应业同比增长 25%, 增速比 1-8 月回落 1.5 个百分点, 反映出民生类基础设施投资建设依旧较强韧性; 交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 11.6%, 比 1-8 月提高 0.3 个百分点, 对基础设施建设的带动作用较强; 水利、环境和公共设施管理业投资同比增长-0.1%, 增速处于负值区间, 成为基础设施投资建设增速回落的主要原因。

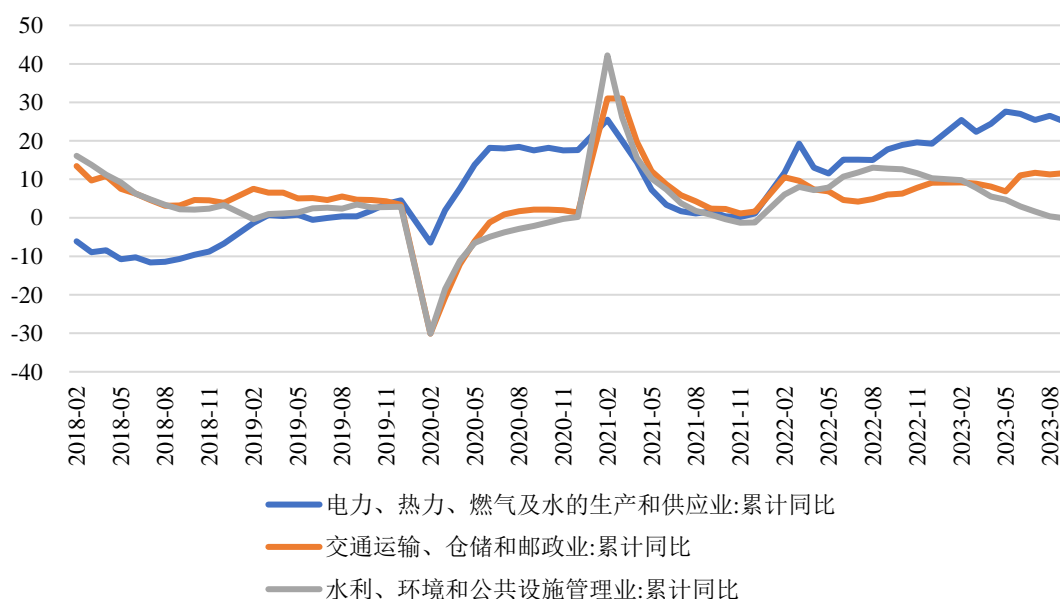


图 19 基础建设投资细分行业累积同比增速

(数据来源: WIND, 上海财经大学经济学院, 单位: %)

在房地产开发投资方面, 1-9 月全面房地产开发投资 87269 亿元, 同比下降 9.1%, 房地产开发投资没有好转迹象, 仍然是经济最薄弱的一环。从销售端来看,

如下图所示，1-9 月商品房销售面积累计同比增速降低 7.5%，降幅较 1-8 月扩大 0.4 个百分点，连续 5 个月降幅扩大，其中住宅销售面积下降 6.3%。1-9 月商品房销售额累计同比下降 4.6%，降幅较 1-8 月扩大 0.6 个百分点，其中住宅销售额下降 3.2%。“认房不认贷”以及房贷利率相关政策对房地产销售的提振效应总体有限，房地产销售面积与金额同比仍然在负增长区间进一步下滑，也反映出房地产销售的传统旺季“金九银十”显然成色不足，房地产销售动能持续走弱，对房地产投资起到了降温作用。目前房地产市场处于深度调整期，在家庭资产负债表受损、市场预期仍未明显改善等因素的综合影响下，后续房地产销售压力将会继续增大。

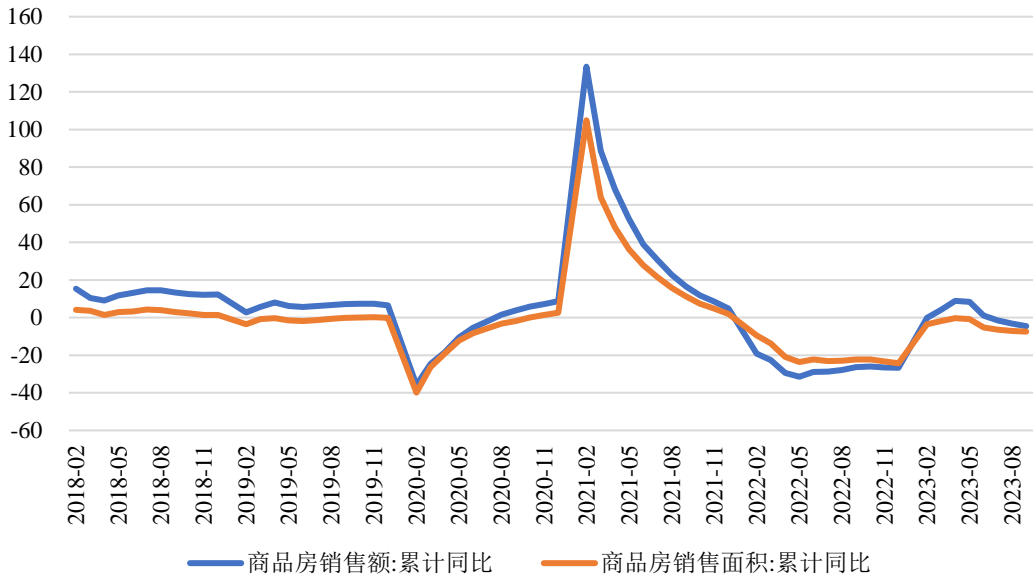


图 20 商品房销售面积和销售额累计同比
(数据来源: WIND, 上海财经大学经济学院, 单位: %)

展望下一阶段，在前期房地产政策高压以及多家民营地产企业风险暴露的作用下，房地产企业对于行业前景的预期仍然处于较为悲观的状态。随着更多城市松绑不必要的限制性购房政策，商业银行和地方政府或将继续出台有利于刚性和改善性住房需求释放的政策，引导新房和存量住房贷款利率适度走低，房地产市场下行态势有望趋缓。然而，由于市场信心和预期恢复仍需较长时间，房地产投资仍然处于探底过程中，后续增长压力依然较大。

总而言之，前三季度，受制造业投资保持较高韧性、基建投资增速下降以及房地投资降幅扩大的综合影响，固定资产投资增速有所下降。展望四季度，推动固定资产投资增长的积极因素仍然很多，一方面宏观经济环境的恢复向好有助于提升企业投资意愿，制造业 PMI 指数 6 月以来持续回升，9 月上升至荣枯线以上，其中新订单指数比上月扩大 0.3 个百分点。另一方面，金融支持有助于推动制造业投资领域新旧动能转换，今年以来，金融机构加大对投资重点领域的支持力度，金融总量稳定增长，贷款结构持续优化、覆盖面不断扩大、利率明显下降；普惠小微贷款、制造业中长期贷款、绿色贷款均保持较快增长，金融让利实体经济、对经济转型的支持力度不断加大，制造业投资增速有望加快。

然而，拖累固定资产投资的因素也不容忽视，首先，民营企业现金流状况以及盈利能力整体表现不佳，或将进一步压低民间固定资产投资。其次，房地产开发资金内生造血能力（自筹资金）明显不足，阻碍房地产开发投资增速提升。最后，房地产销售对新开工的带动作用明显减弱，使得年内房地产投资增速大概率继续探底。

3. 贸易增速持续下行，结构优化调整

新冠疫情大流行凸显了全球生产的脆弱性，美欧国家更加重视产业链安全和产能，中国的巨大产能优势和不断爆发的地缘政治冲突加深了美国、欧盟对中国供应链的不信任，全球贸易结构仍处于区域化、安全化、友邦化的深度调整过程中。从短期看，美国、欧盟等发达经济体仍维持着应对通胀的紧缩货币环境，并为发展中国家带来资本外流和经济下行压力。国内方面，地方债务问题凸显、房地产及其相关行业下行、劳动力市场供需失衡和不匹配等结构性问题拖累国内生产和消费需求。此外，进出口价格的下行和去年较高的基数是拖累进出口增速的另一重要因素。

2023 年前三季度，进出口增速持续回落，贸易顺差与去年同期基本持平。2023 年 1-9 月，进出口总额为 44101.9 亿美元，同比下降 6.4%。其中，出口总额为 25203.1 亿美元，同比下降 5.7%；进口总额为 18898.9 亿美元，同比下降 7.5%；顺差为 6304.2 亿美元，与去年同期基本持平。受人民币兑美元汇率持续贬值的

影响，以人民币计价的进出口增速略高于以美元计价的进出口增速。2023 年 1-9 月，进出口总额人民币值为 308012.7 亿元，同比下降 0.2%。其中，出口总额为 176025.2 亿元，同比增长 0.6%；进口总额为 131987.5 亿元，同比下降-1.2%；顺差为 44037.8 亿元，比 2022 年同期增加 2701.9 亿元，同比增长 6.5%。国际服务贸易稳定增长，但服务贸易出口增速和服务贸易进口增速进一步分化。其中，服务贸易出口同比大幅下降但服务贸易进口同比大幅上升，导致服务贸易逆差较去年同期进一步增大。国家外汇管理局的统计数据显示，2023 年 1-9 月，服务贸易总额为 6445.1 亿美元，同比增长 1.8%。其中，服务贸易出口总额为 2388.0 亿美元，同比增长-15.2%；服务贸易进口总额为 4057.1 亿美元，同比增长 15.3%；服务贸易逆差为 1669.1 亿美元，比 2022 年同期增加 966.6 亿美元。

短期内，进出口持续下行中仍表现出三个特点：第一，产品结构优化。一般贸易增速持续大于加工贸易增速，出口品的国内增加值含量持续提升。例如，电动载人汽车、锂电池、太阳能电池“新三样”出口持续强劲，是拉动出口增速的重要动力。需求收缩背景下中国出口产品结构优化的一个重要外部因素为：全球价值链放大了贸易冲击，加剧了全球价值链的脆弱性，加速低附加值贸易品的供应链转移出中国，这也是美国尽管面临较高的输入型通胀却仍然不取消对中国加征的高额关税的原因。第二，国家结构调整。在中美经贸脱钩持续、发达经济体需求收缩的背景下，中国出口动力转向俄罗斯、南非、东盟等“一带一路”沿线国家。1-9 月，中国与“一带一路”沿线国家的进出口总额高达 14.32 万亿元，同比增长 3.1%，高于整体进出口增速 3.3 个百分点。第三，企业结构优化。民营企业进出口增速快于整体进出口增速，民营进出口份额占比提升至 53.1%。除了民营企业具有较高的适应能力之外，中美主导的全球大国博弈对产能较大、市场份额较高的国企更为不利。

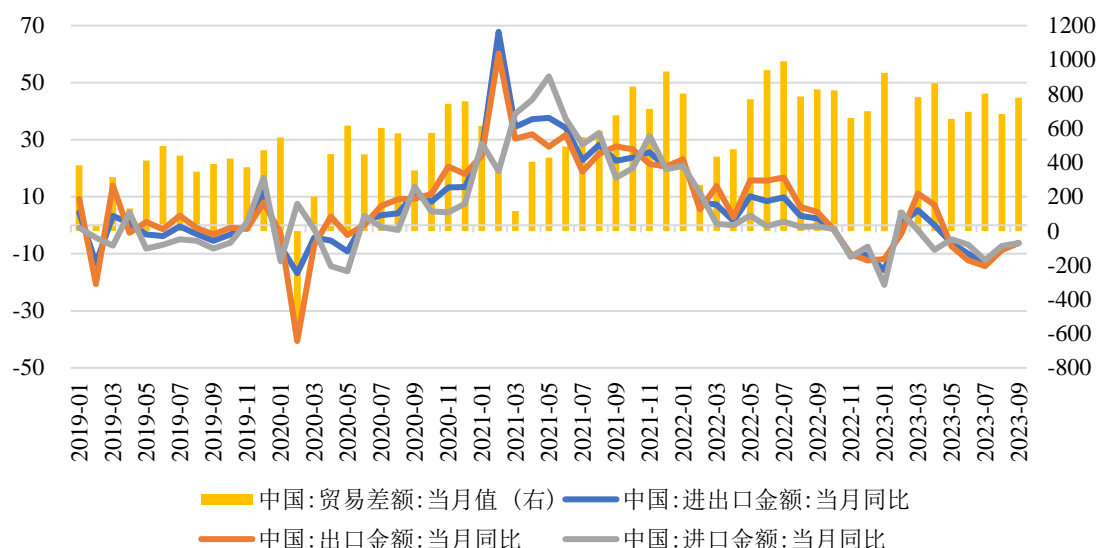


图 21 2019 年以来全国进出口增速及贸易差额变化¹
(数据来源: 海关总署, 单位: % (左)、亿美元 (右))

分贸易方式来看, 加工贸易进出口增速和一般贸易进出口增速继续分化, 加工贸易进出口增速持续低于一般贸易进出口增速。1-9 月, 我国一般贸易进出口 28727 亿美元, 同比下降 4.8%, 占我国外贸总值的 65.1%, 比去年同期提升 0.6 个百分点。同期, 加工贸易进出口 7982.3 亿美元, 同比下降 16.8%, 占我国外贸总值的 18.1%。正如课题组一直强调的, 中国出口结构不断调整以适应不断变化的国际贸易环境, 随着中国出口规模的不断扩张和国内外多种冲击的影响, 中国的贸易产业链在不断转型升级, 加工贸易两头在外, 产业链相对一般贸易更长, 国内附加值更低, 加工贸易产品对贸易成本变化的敏感性也更高, 不稳定性高。同时加工贸易较低的国内附加值也导致其竞争优势不断下降。因此, 在贸易结构调整的这一过程中, 附加值相对较低的加工贸易逐渐转移至东南亚国家及其他国家, 仅有部分核心环节和较高附加值的环节仍然保留在国内, 因此, 加工贸易出口占比从 2011 年的 44% 下降至 2023 年前三季度的 18.1%。而近几年中美之间较高的关税和全球供应链的调整加速了以加工贸易为主的低附加值产业转移出中国。

¹ 2021 年 2 月, 出口增速高达 154.3%, 为了消除该月出口增速的巨大波动性, 该月当月增速数据被替换为其累计增速 60.21%。

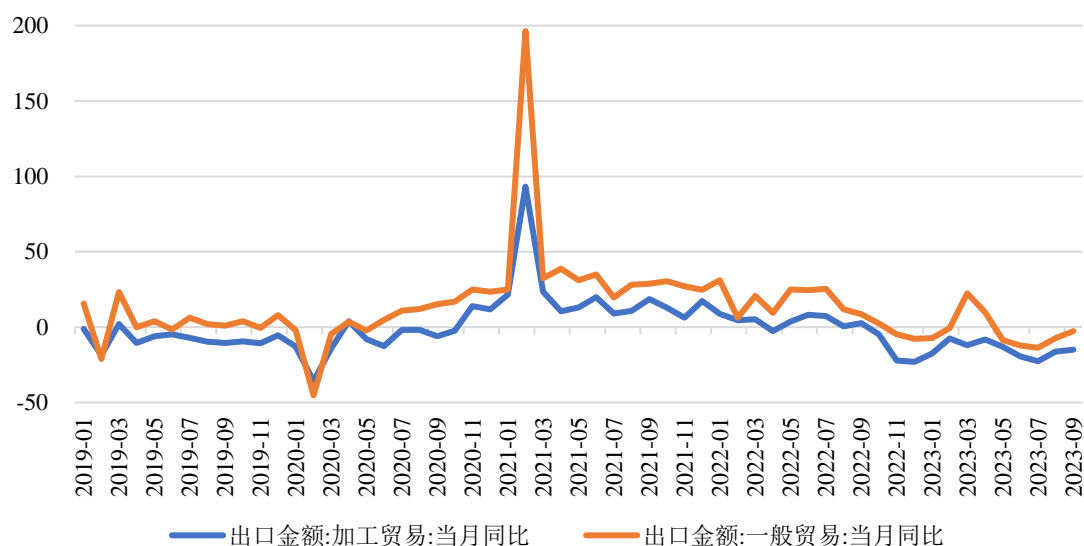


图 22 2019 年以来不同贸易方式出口增速（数据来源：海关总署，上年同月=100）

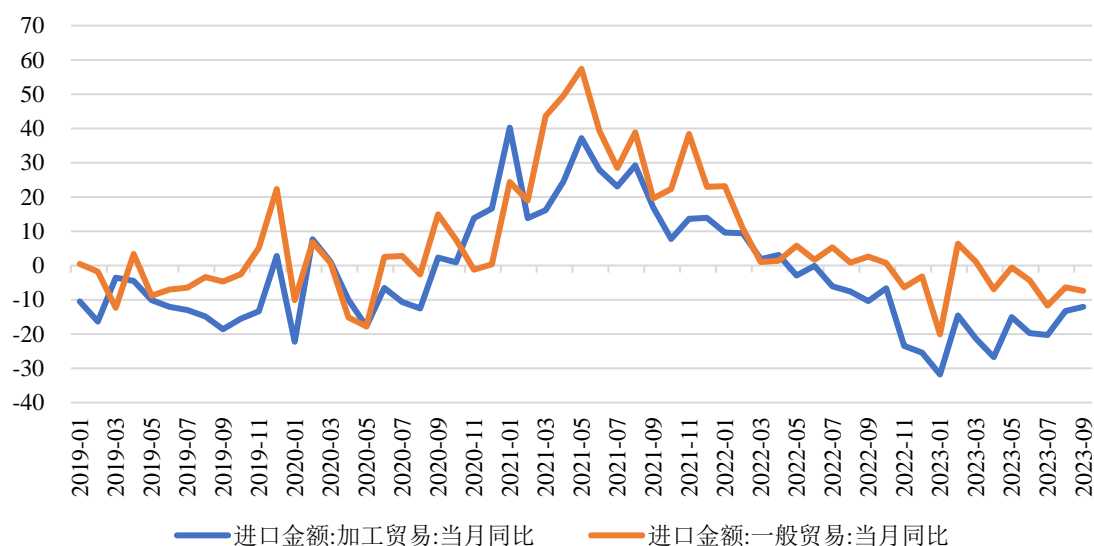


图 23 2019 年以来不同贸易方式进口增速（数据来源：海关总署，上年同月=100）

分国别来看，2023 年 1-9 月，中国与主要贸易伙伴国的进出口增速持续分化，是后疫情时代中美博弈主导贸易格局的一个重要体现。出口方面，发达经济体通货膨胀和紧缩的货币环境继续拖累对中国出口产品的需求，中国对美国、欧盟的出口均出现负增长。而中美在经贸领域的持续脱钩导致中国对美国出口增速大幅下降 17.3%。与此同时，中国加大了与南非、俄罗斯、东盟等“一带一路”沿线国家的贸易往来。1-9 月，中国对南非和俄罗斯的出口增速分别高达 9.6%和 60.9%，有效对冲了中美脱钩和来自发达国家的需求收缩风险。中国对俄罗斯出

口的大幅增长主要源于俄乌冲突和中美大国博弈的共同影响。香港实行盯住美元的联席汇率制度，美元升值带动了港元汇率相对其他货币持续升值，这进一步恶化了本已步入下行通道的香港经济，并对香港的转口贸易产生负面影响，并拖累中国大陆对香港的出口增速。进口方面，南非、俄罗斯、巴西等“一带一路”沿线国家仍然是稳定进口的重要来源，而中国从韩国、日本、中国台湾等亚太地区的进口则拖累了整体进口增速。这主要源于中美大国博弈对亚太区域贸易产生负面影响，导致中国从韩国、日本、中国台湾的进口出现大幅下跌。受美国领导的半导体联盟对中国禁运芯片及相关产品的影响，中国进口的集成电路和半导体制造设备在 2023 年前三季度大幅下降 18.8%，占总进口比重降为 14.6%，拖累进口整体增速下降 2.7 个百分点。其中，韩国、台湾是重要进口来源国，美国对中国的半导体限制大幅拖累了中国从韩国、中国台湾的整体进口增速²。

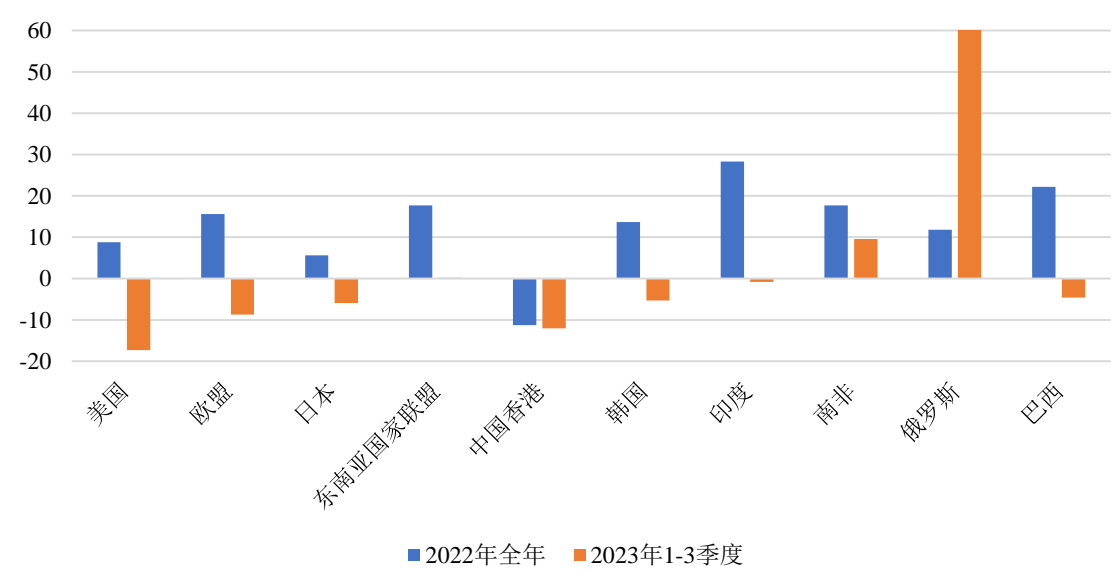


图 24 中国对主要出口国贸易增速（数据来源：海关总署，单位：%）

² 中国从韩国进口集成电路占中国从韩国总进口的约 38%；占台湾的 69%。

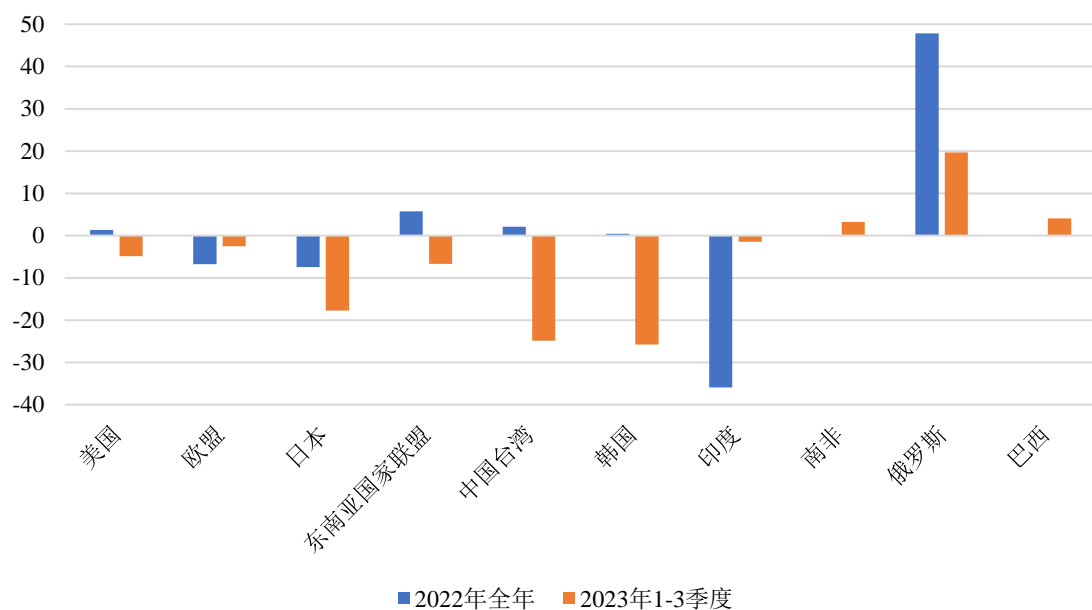


图 25 中国对主要进口国贸易增速（数据来源：海关总署，单位：%）

2023 年 1-9 月，中国服务贸易继续复苏但服务贸易进出口增速出现分化。其中，服务贸易出口大幅下降 15.2%。服务贸易进口大幅增长 15.3%，服务贸易逆差为 1669.1 亿美元，比去年同期增加 966.6 亿美元。服务贸易逆差的行业来源保持稳定，主要来源于旅行、运输、知识产权使用费、保险和养老服务这 4 个行业，并且以旅行逆差为主。2022 年 1-9 月，服务贸易逆差为 1669.1 亿美元，其中旅行逆差为 1299.3 亿美元，仍然是服务贸易逆差的主导因素。

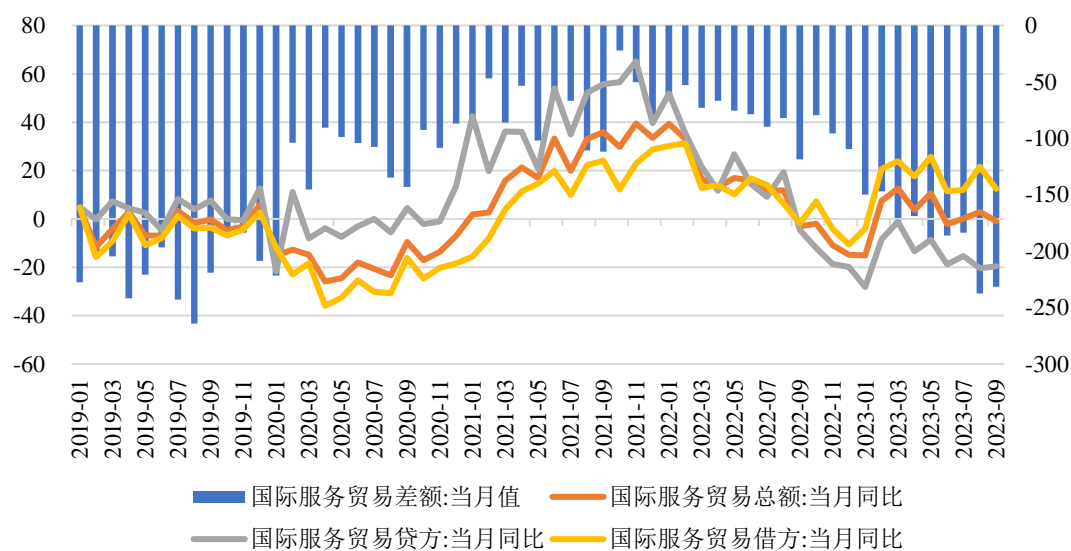


图 26 2019 年以来服务贸易走势（数据来源：国家外汇管理局，单位：亿美元（右）、%（左））

四、有限空间下的宏观政策持续发挥调节作用

1. “以我为主”的货币政策协调宽松

2023 年前三个季度稳健的货币政策保持灵活适度，金融市场整体平稳运行。今年货币政策主动应对国内外诸多因素的影响和冲击，靠前发力。截至 9 月末，受居民户和非金融企业新增存款增速下降的影响，货币供应同比增长 10.3%，为今年以来最低水平。社会融资规模存量同比增长 9%，实体部门融资需求依然处于 5 年来地位，虽然实体经济融资需求与货币供应增速剪刀差仍在持续，但已连续 8 个月收窄。居民部门前三个季度的累计新增贷款虽然还未恢复到 2021 年之前的水平，但是较去年同期已实现正增长，而非金融企业前三个季度的累计新增贷款依然保持较高水平，信贷结构持续优化，小微企业、乡村振兴、绿色低碳、科技创新、等领域金融资源投入持续加大。总体来看，实体部门融资需求出现回升的迹象。

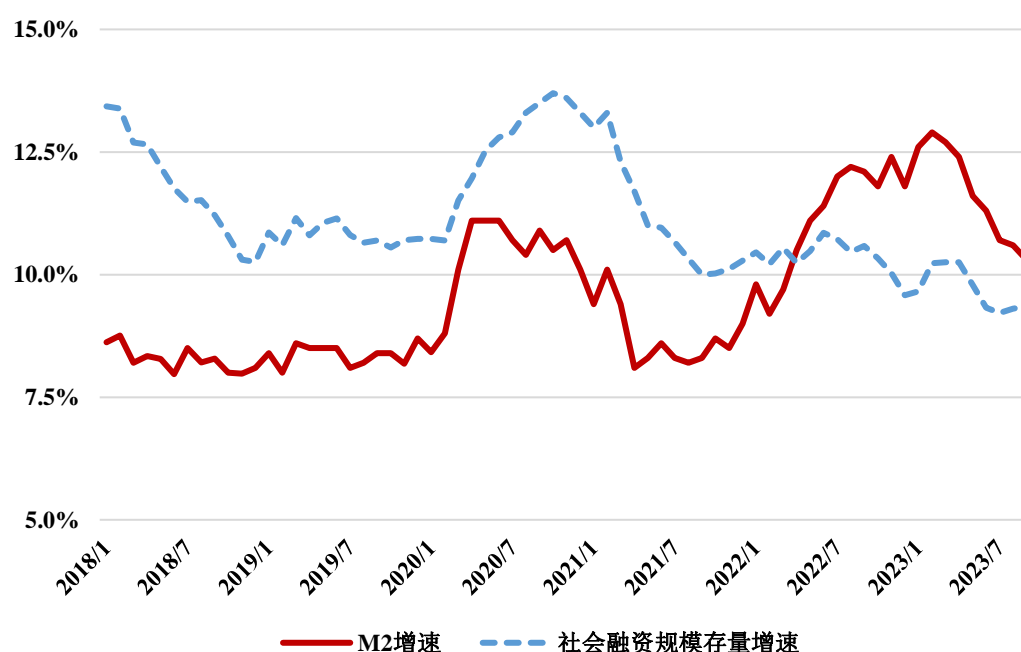


图 27 货币供应（M2）和社会融资规模存量同比增速（数据来源：中国人民银行）

今年以来，DR007 的利率水平与 7 天期逆回购利率之差保持窄幅波动，市场

流动性保持合理充裕，实体经济的融资成本延续下降趋势。具体地，央行于 3 月和 9 月分别全面下调存款准备金率 0.25 个百分点；9 月末 DR007 的加权平均利率为 2.09%；9 月 LPR 报价一年期利率和五年期利率分别为 3.45%和 4.2%，较年初分别下降 20 和 10 个基点；二季度末各类贷款的加权平均利率为 4.19%，同比下降 0.22 个百分点。此外，各主要商业银行自 9 月 25 日起开始实施的降低存量首套住房贷款利率，有望使得四季度个人住房贷款平均利率进一步下降，并拉动实体部门贷款的加权平均利率也进一步下降。

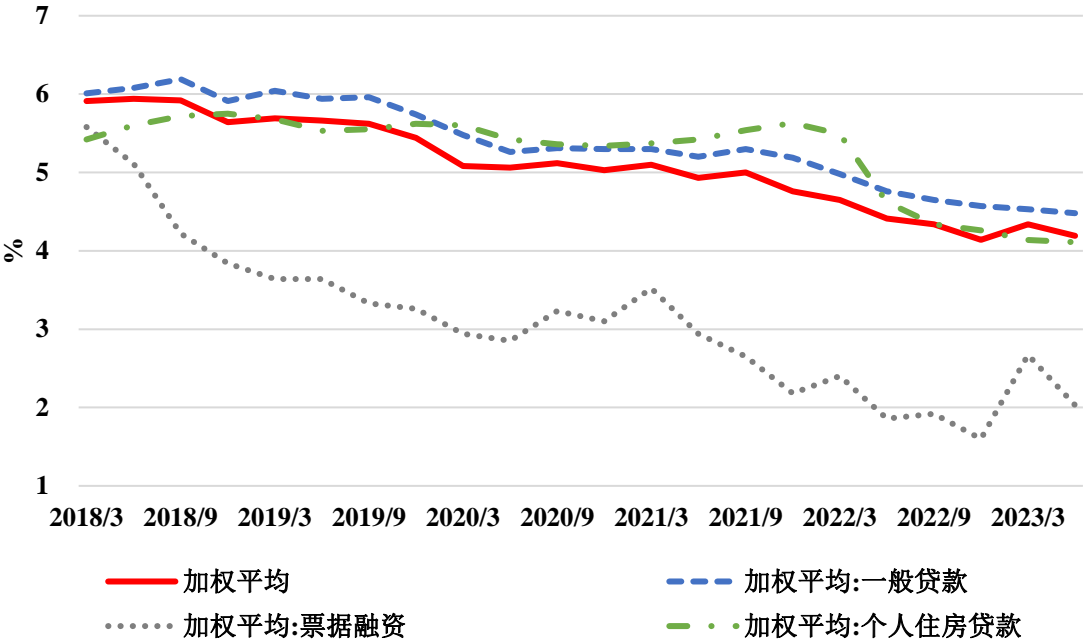


图 28 实体部门贷款加权平均利率（数据来源：中国人民银行）

虽然当前我国经济总体呈现恢复向好的趋势，但是依然面临不少内外部挑战。内部环境来看，房地产行业持续低迷，地方政府土地出让收入持续走低，地方债务问题不容小视，这要求货币政策进一步加大逆周期调节力度，提高货币政策传导效率；外部环境来看，中美利差持续走扩，明年美联储仍有不小加息的可能性，大国竞争仍将持续，全球地缘政治风险在高位徘徊，这要求货币政策保持足够的应对超预期调整的空间和储备。因此，课题组认为 2024 年货币政策仍有一定降准和降息的空间，但这要求人民银行精准把握内外平衡，坚持“以我为主”实施好稳健的货币政策。

2. 财政政策继续发力，但地方财政收支两端承压

2023 年前三季度，全国一般公共预算收入 16.7 万亿元，同比增长 8.9%，比 2021 年同期增长 1.6%。其中，中央一般公共预算收入 7.59 万亿元，同比增长 8.5%；地方一般公共预算本级收入 9.08 万亿元，同比增长 9.1%。8 月和 9 月当月财政收入增速由正转负，同比分别下降 4.6%和 1.3%。从公共财政收入进度来看，今年前三季度公共财政收入占全年预算收入 21.73 万亿元的 76.7%，略低于 2018-2022 年 78.4%的平均水平。考虑到财政收入增长中包含了 2022 年增值税留抵退税造成的基数效应，实际增速显著放缓，反映了宏观经济总体修复力度偏弱的现状。

分税种看，前三季度国内增值税收入 5.35 万亿元，同比增长 60.3%，增幅大幅上升的原因是主要是基数效应。同期国内消费税 1.25 万亿元，进口环节增值税 1.41 万亿元，累计同比分别下降 4.9%和 7.3%，降幅比一季度明显收窄，主要原因是 2022 年一季度税收入库较多导致的基数效应。受企业利润下降等因素影响，企业所得税收入 3.37 万亿元，同比下降 5.4%。随着专项附加扣除政策效应持续释放，个人所得税收入 1.13 万亿元，同比下降 0.4%。

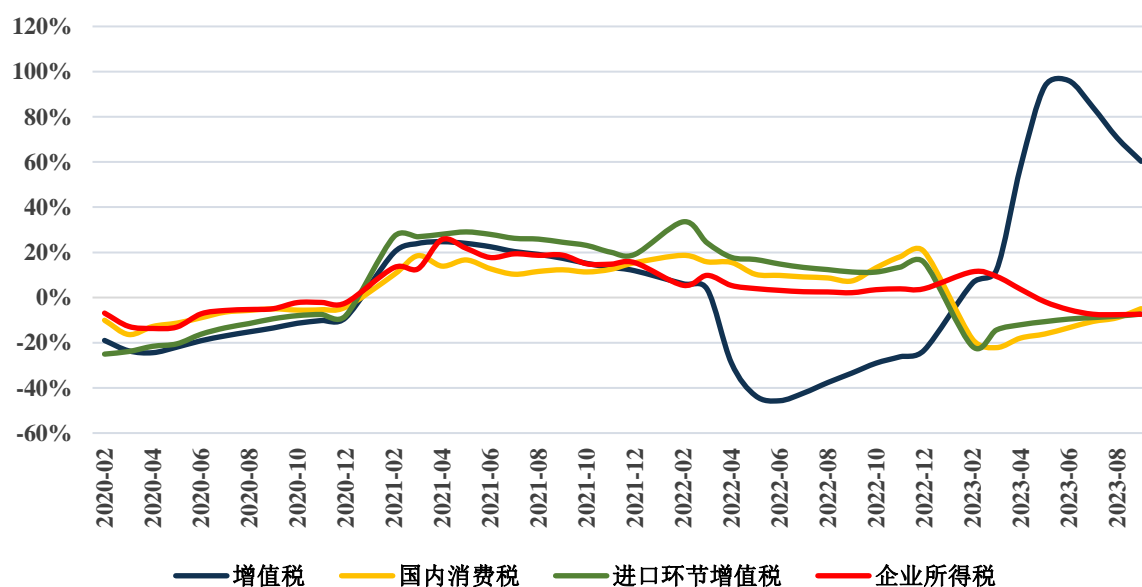


图 29 主要税种收入增速下滑
(数据来源: WIND, 上海财经大学经济学院, 单位%)

房地产相关税收中，契税和房产税均实现增长，但增速相对较低。其中契税 4491 亿元，同比增长 2.2%；房产税 2600 亿元，同比增长 7.6%。同时，其他几类相关税收均同比下降，其中城镇土地使用税 1547 亿元，同比下降 3.1%；土地增值税 4337 亿元，同比下降 16.0%；耕地占用税 887 亿元，同比下降 16.0%。房地产相关主要税种收入增速偏低，反映了房地产市场整体低位运行的现状。

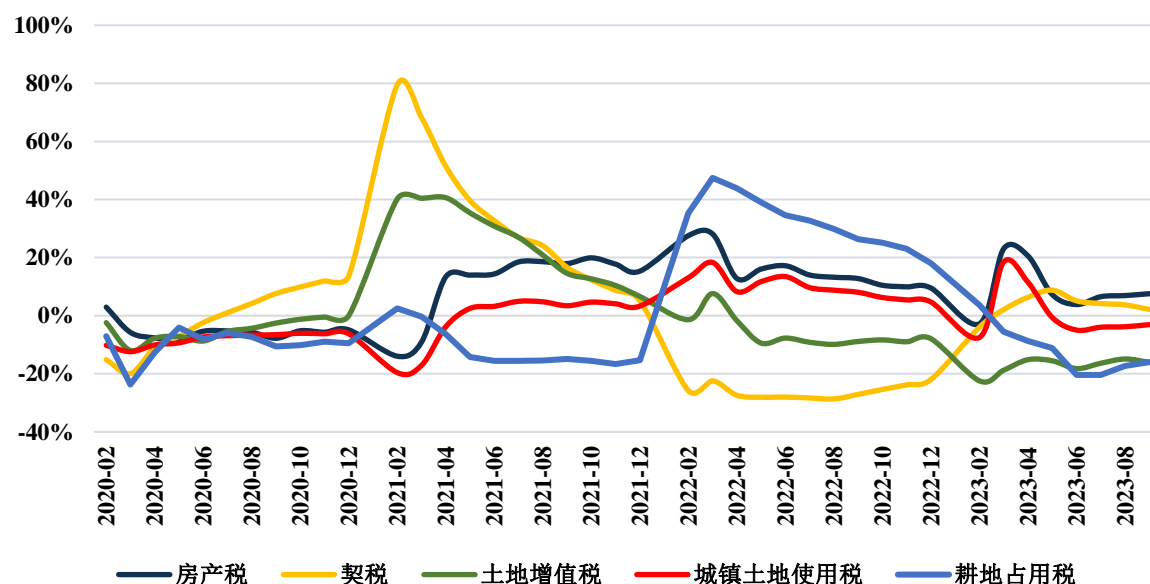


图 30 房地产相关税收增速偏低
(数据来源: WIND, 上海财经大学经济学院, 单位%)

支出方面，前三季度公共财政支出 19.79 万亿元，同比增长 3.9%。其中，中央一般公共预算本级支出 2.67 万亿元，同比增长 6.6%；地方一般公共预算支出 17.12 万亿元，同比增长 3.5%。8 月和 9 月当月财政支出增速回正，同比分别增长 7.23%和 5.17%，显示财政支出力度正在提升。从支出进度来看，今年前三季度公共财政支出完成全年预算支出 27.51 万亿元的 71.9%，略低于 2018-2022 年 73.5%的平均水平，但进度比过去三年略快。

从支出项目看，民生支出方面继续保持稳定增长，其中教育支出 2.96 万亿元，同比增长 4.3%，社会保障和就业支出 3.08 万亿元，同比增长 8.2%；卫生健康支出 1.68 万亿元，同比增长 3.3%。随着基建投资放缓，基建支出增速明显下降，其中城乡社区事务支出 1.42 万亿元，同比减少 0.9%；农林水事务支出 1.66 万亿元，同比增长 3.9%；交通运输支出 0.87 万亿元，同比减少 2.5%。债务付息

支出 8579 亿元，同比增长 4.3%，继续保持增长，还债负担持续上升。

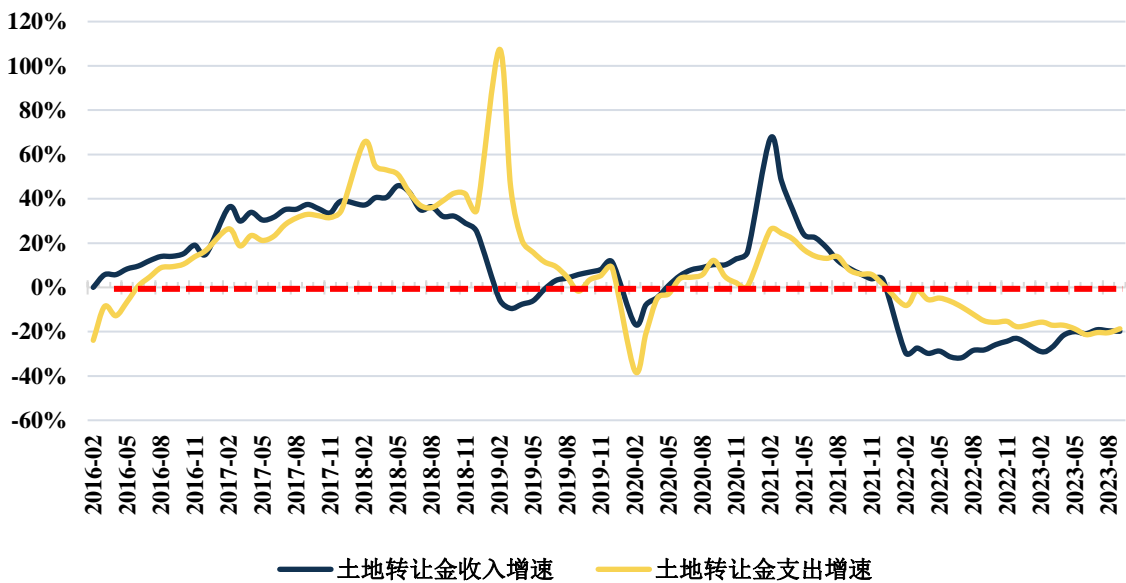


图 31 土地转让金收支大幅下降
(数据来源: WIND, 上海财经大学经济学院, 单位%)

政府基金性收入方面，2023 年前三季度全国政府基金性收入 3.87 万亿元，累计同比下降 15.7%。其中，中央政府性基金收入 3048 亿元，地方本级政府性基金收入 3.56 万亿元，累计同比分别下降 7.9 个百分点和下降了 16.3 个百分点。地方本级政府性基金收入增速下降的主要原因是国有土地使用权出让收入增速的大幅下降，前三季度累计同比下降了 19.8 个百分点，仅有天津、宁夏、江苏、北京、浙江等五个省市分别实现 122%、79%、10%、3%、1%的同比正增长。西部省份土地转让金收入增速下降幅度较大，这些地区自身财政能力和经济发展水平本就相对较弱的省份，土地转让金收入增速下降将进一步削弱财政能力，对当地经济发展和债务化解形成制约。

按照“以收定支”的原则，一般公共财政收入增速下降的背景下，政府基金性收入增速的大幅下降很大程度限制了政府性基金的支出端发力。前三季度全国政府基金性支出 6.64 万亿元，累计同比下降 17.3 个百分点。其中，中央政府性基金支出 1927 亿元，地方本级政府性基金支出 6.44 万亿元，累计同比分别下降 45.8 个百分点和 16.0 个百分点。从政府性基金收支进度来看，前三季度政府性

收入占全年预算的 49.5%，大幅低于 2018-2022 年平均水平（64.8%）；政府性基金支出占全年预算的 56.3%，略低于 2018-2022 年平均水平（60.0%）。

此外，土地出让金依然是地方政府收入的主要来源。截至 2023 年三季度，土地使用权出让收入占地方政府性基金收入的比例从 2020 年 6 月的峰值 94.26% 下降到 86.6%，略高 2015 年的平均水平，但依然处于高位。按土地出让金/一般公共预算收入测算，全国平均土地财政依赖度有所回落，2023 年将有望下降到 50% 左右。国有土地使用权出让收入增速的大幅下降短期内直接制约了地方政府的收入和支出能力。

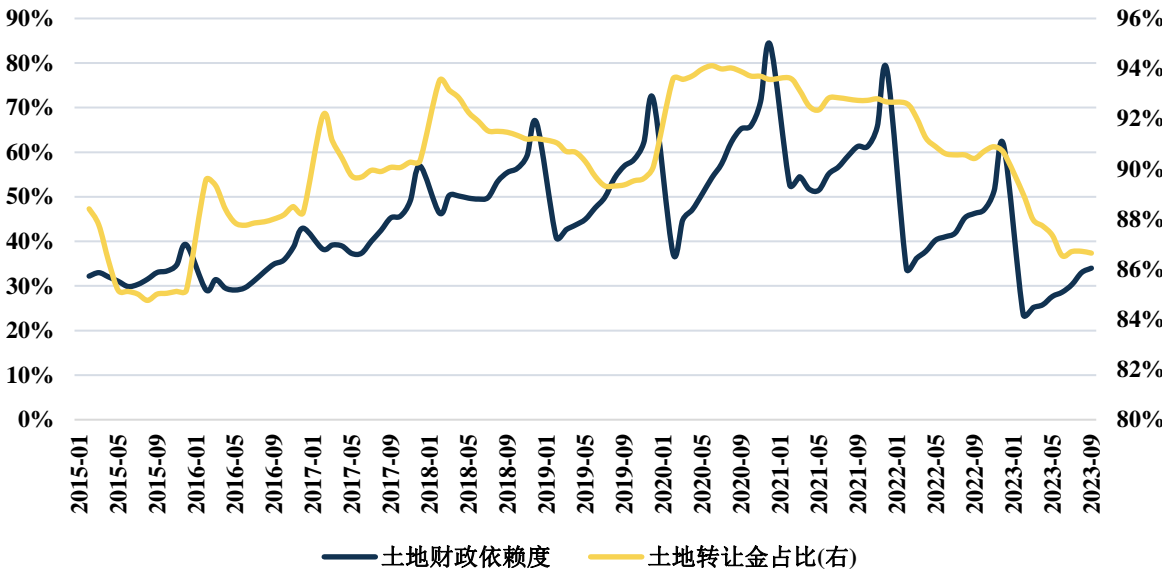


图 32 土地转让金占地方政府收入的比例
(数据来源: WIND, 上海财经大学经济学院, 单位%)

财政收支两端承压，导致政府债务融资需求上升。截止 10 月底，地方政府新增发债 8.03 万亿元，其中一般债 0.65 万亿元，专项债 3.54 万亿元，再融资债券 3.85 万亿元，净融资额 4.80 万亿元。地方政府债券余额达 39.5 万亿元，比年初增长 13.3%。此外，根据 WIND 数据统计，2022 年城投带息债务余额 41.5 万亿元，2023 年城投债发行 4.53 万亿，合计保守估算地方政府债务已达 85.5 万亿元。按照公开数据测算³，全国平均负债率已达 63.3%，其中天津、贵州的负债率均超过 100%，分别达到 130.2%和 114.4%。均值以上，超过 65%的还有浙江、

³ (地方政府债券余额+城投带息债务余额)/GDP。

青海、四川、江西、吉林、重庆、江苏、甘肃、湖南、广西、陕西、新疆、云南、安徽等 14 个省份。债务不断积累对地方政府财政形成较大还债负担，随着大量债务集中到期，每年债务付息支出均超过 1 万亿元，2023 年前三季度全国债务付息支出占财政收入比重已达 5.1%。

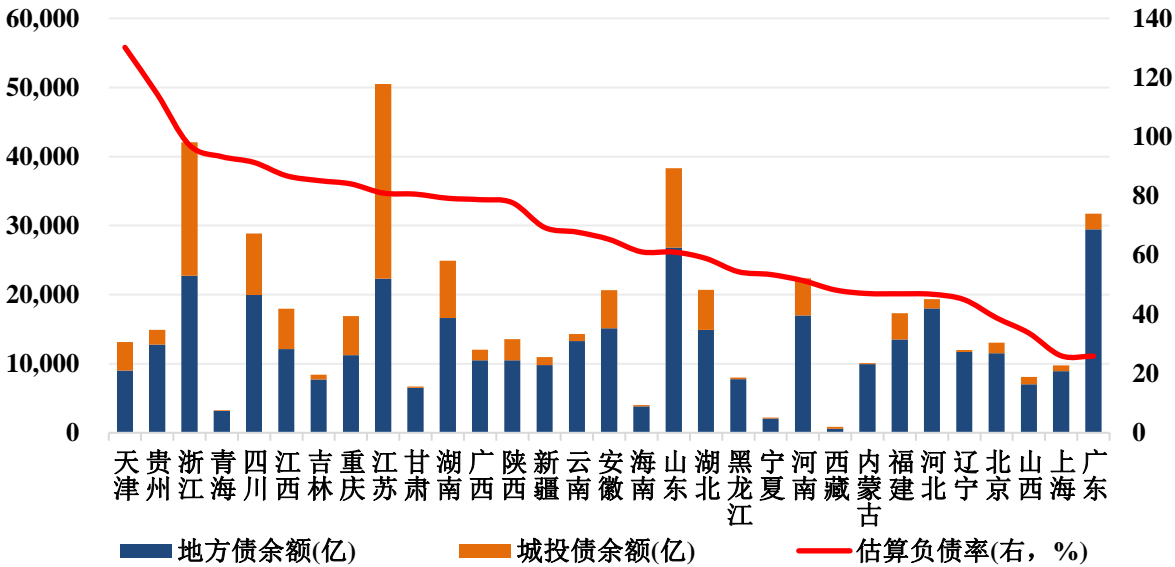


图 33 地方政府债务压力持续积累
(数据来源: WIND, 上海财经大学经济学院, 单位%)

综上所述, 2023 年财政收入增速放缓, 而支出力度需要继续加大, 收支缺口倾向于扩大。同时随着经济增长动能见弱, 房地产市场走低, 地方政府土地转让收入下滑, 总体财力受限, 在化债成为全年财政政策主线的背景下, 地方政府债务融资空间也比较有限。多种因素叠加之下, 有必要通过存量债务置换, 中央财政支持等措施妥善优化调整地方债务结构。10 月 24 日, 全国人大常委会通过了国务院增发国债和调整今年中央预算方案的决议, 增发 1 万亿元国债用于转移支付, 支持受灾地方政府恢复重建和提高灾害防治能力。据此估算, 2023 年赤字率将由 3% 提高到 3.8% 左右。通过转移支付形式为地方基建刚需筹措资金, 可以尽快缓解地方政府的融资压力, 同时并不会对地方举债行为造成扭曲, 不违背地方政府债务风险化解的基本原则。延续中央政府加杠杆, 为地方政府化债和降低融资成本争取腾挪空间的思路, 2024 年可适当上调预算赤字率到 3.8% 以上的较高区间, 充分利用好中央财政能力, 为明年经济开局打下良好基础。

第二章 高质量发展过程中的风险、机遇与应对

一、价格通缩初显，警惕债务通缩

2023 年前 10 个月 CPI、PPI 和 GDP 平减指数同比增速均较 2022 年同期和年均增速明显下降。如图 34 所示，受国际环境复杂严峻，国内需求仍然不足以及基数效应等因素的影响，2023 年前 10 个月 CPI 和核心 CPI 累计同比增速分别为 0.4%和 0.7%，较 2022 年年均 2.0%和 0.9%的增速均有所下降，其中 7 月份 CPI 同比增速创下 2021 年 2 月以来新低-0.3%；受国际大宗商品价格波动传导和工业需求偏弱以及基数效应等多种因素影响，2023 年前 10 个月 PPI 累计同比增速为-3.1%，较 2022 年年均 4.1 %的增速大幅下降，且已连续 13 个月出现负增长，其中 5 月份创下 2016 年以来新低-5.4%；课题组根据国家统计局公布的 GDP 名义值以及实际同比增长率构造计算得到的 GDP 平减指数在 2023 年前三季度分别是 0.45%、-1.63%和-1.16%，累计同比增速约为-0.8%，大幅低于 2022 年同期值 3.1%，其中第二季度创下 21 世纪以来新低，甚至低于 2009 年第二季度金融危机时的最低值-1.53%。总体而言，2023 年价格增速较 2022 年明显下降，CPI、PPI 呈现双降走势，GDP 平减指数同比增速也显著下降，通缩迹象显现。

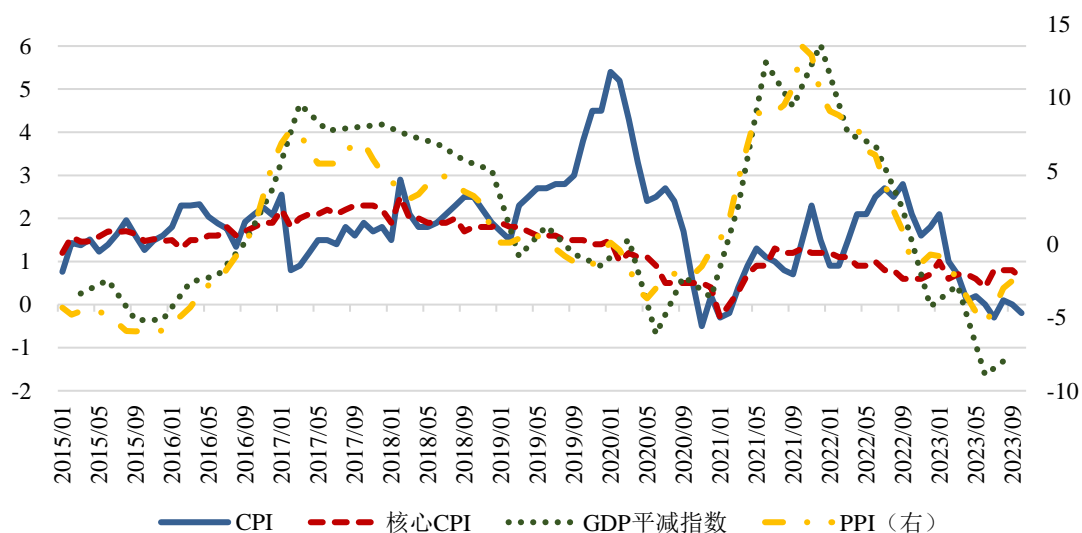


图 34 价格指数同比增速

（数据来源：国家统计局、上海财经大学经济学院，单位：%）

当年价格指数同比增速既受到上年价格上涨（下降）的滞后（延伸）影响即翘尾因素的影响，又受到当年价格变动的新影响即新涨价因素的影响。为了更清楚看到当年新涨价因素的影响，课题组将CPI和PPI的同比增长分为两部分：第一部分是上年同期至上年年底的翘尾因素影响，第二部分是当年价格变动的新涨价影响。从下图可以看出去除翘尾因素影响后的CPI新涨价因素在2023年的变化情况，除了9、10月份，翘尾影响几乎都是正的，新涨价因素低于CPI同比增速，且在4-8月以及10月份均为负值。PPI的翘尾因素和新涨价因素在2023年均均为负值，进而带动PPI同比增速显著下降。尽管自7月以来PPI下降的幅度有所减缓，但依然为负，且下降幅度的减缓主要是由负翘尾因素的影响逐渐减弱所带动。

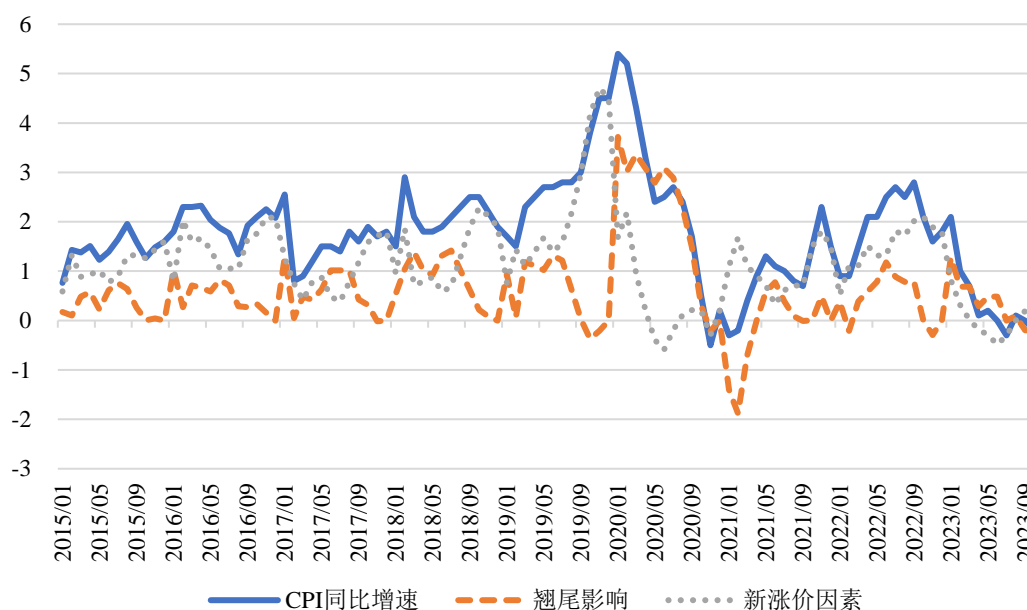


图 35 CPI 同比增速翘尾影响与新涨价因素

（数据来源：国家统计局、上海财经大学经济学院，单位：%）

根据课题组的数学模型和计量分析⁴发现，食品对CPI的影响约为18%，服

⁴ 课题组用不同的方法（如解方程和回归分析），结果是稳健的，而且和国家统计局的家庭消费支出的微观调查数据基本一致，说明课题组研究分析的结果是合理的。

务业对 CPI 的影响约为 40%。国家统计局 2023 年 11 月最新发布的数据显示，2023 年前 10 个月 CPI 同比上涨 0.4%，较 2022 年同期 2.0% 的增速下降 1.6 个百分点。从食品来看，2023 年前 10 个月食品价格平均上涨 0.4%，导致 CPI 上涨约 0.07 个百分点，而 2022 年同期食品价格增速为 2.5%，拉动 CPI 上升约 0.45 个百分点。从非食品来看，2023 年前 10 个月非食品价格平均上涨 0.3%，导致 CPI 上涨约 0.28 个百分点，而 2022 年同期增速为 1.9%，拉动 CPI 上升约 1.56 个百分点。从另一分类消费品和服务角度来看，2023 年前 10 个月消费品价格平均同比下降 0.1%，导致 CPI 下降约 0.06 个百分点，而 2022 年同期增速为 2.8%，拉动 CPI 上升约 1.68 个百分点；2023 年前 10 个月服务价格平均同比上升 1.0%，导致 CPI 上升约 0.4 个百分点，而 2022 年同期增速为 0.9%，拉动 CPI 上升约 0.36 个百分点。由此可见，2023 年 CPI 同比增速下降主要是由以食品为代表的消费品价格同比增速下降所导致。

从食品的部分子项来说，2023 年前 10 个月猪肉、鲜菜、鲜果、水产品、粮食和蛋类加在一起共拉低 CPI 约 0.078 个百分点，而 2022 年同期这六项共拉高 CPI 约 0.35 个百分点，因此 2023 年前 10 个月猪肉、鲜菜、鲜果、水产品、粮食和蛋类价格合计对 CPI 的贡献较 2022 年同期下降约 0.428 个百分点。基于以上分析，2023 年前 10 个月鲜菜、鲜果、水产品、粮食和蛋类价格同比增速均较去年同期有所下降，抵消了猪肉价格同比增速的上升，从而带动食品类价格同比增速从 2.5% 下降为 0.4%，进而引起 2023 年前 10 个月 CPI 同比增速仅 0.4%。考虑到基数效应、供求关系及猪肉价格变化趋势等因素的影响，课题组预计 2024 年食品价格对 CPI 的拉动作用将较 2023 年有所上升。

从非食品的部分子项来说，2023 年前 10 个月居住、生活用品及服务、交通通信、教育文化娱乐、医疗保健以及衣着类加在一起共拉高 CPI 约 0.06 个百分点，而 2022 年同期这六项共拉高 CPI 约 1.32 个百分点，因此 2023 年前 10 个月居住、生活用品及服务、交通通信、教育文化娱乐、医疗保健以及衣着类价格合计对 CPI 的贡献较 2022 年同期下降约 1.26 个百分点。基于以上分析，主要受国际原油价格影响，2023 年前 10 个月交通和通信类价格同比增速下降明显，进而

带动非食品价格同比增速较去年同期下降 1.6 个百分点。考虑到国内经济的缓慢复苏以及以能源类为代表的国际大宗商品价格波动趋势等因素的影响，课题组预计 2024 年非食品价格同比增速将较 2023 年有所上升。

如上所述，2023 年前 10 个月 PPI 同比增速先下降后波动上升，累计同比增速为-3.1%，其中生产资料同比增速为-4%，生活资料同比增速为 0.1%。根据课题组的分析，生产资料出厂价格对 PPI 的影响（即生产资料的权重）约占 79%，生活资料出厂价格对 PPI 的影响（即生活资料的权重）约占 21%⁵。由于生产资料占比较大，且其自身价格波动亦较大，因此 PPI 同比增速的变化与生产资料价格同比增速变化基本一致。事实上，2023 年前 10 个月生产资料的价格变化影响 PPI 同比下降约 3.16 个百分点。

进一步的分析显示 2023 年前 10 个月 PPI 同比增速大幅下降（相较于 2022 年同期 5.2%的增速下降 8.3 个百分点），一方面是由于 2022 年在俄乌冲突的影响下原油价格大幅上升，虽然之后由于美联储加息，原油价格又有所下跌，但是 2022 年油价基数相较 2023 年仍较大，且俄乌冲突的边际影响逐渐减弱，2023 年上半年原油价格延续了 2022 年下半年的下降趋势，翘尾因素和新涨价因素均为负值，共同拉低 2023 年 PPI 的同比增速；另一方面是由于全球经济增速放缓，加之美国区域性银行的破产进一步增加了全球经济下行的风险，对大宗商品的需求相应下降，价格也随之走弱，而美联储的紧缩性货币政策也影响到大宗商品价格的走向，加大了大宗商品价格下行的压力，导致大宗商品价格大幅下跌。

综合考虑到基数效应、美联储加息的不确定性、以及国际政治经济形势等各种因素对大宗商品价格进而对 PPI 的影响，课题组预计 2024 年 PPI 同比增速将较 2023 年有所上升。

尽管课题组预计 2024 年价格指数同比增速将会有所上升，但值得注意的是扣除食品和能源的核心 CPI 增速依然相对较低，自 2023 年 2 月一直低于 1%，且 GDP 平减指数同比增速在第二、三季度均为负值，通缩迹象显现。通货紧缩会加重企业债务负担，企业过度负债又会反过来恶化通货紧缩，从而陷入“债务

⁵ 使用 2023 年 1-9 月数据计算。

“-通缩”的恶性循环，债务和货币购买力的冲击，将对几乎所有其它的经济变量产生严重的冲击，最终可能导致经济的“螺旋式”衰退甚至大萧条，因此要特别警惕债务通缩。

政策建议：商品或服务价格反映了供需平衡关系。2023 年前 10 个月 CPI 和核心 CPI 累计同比增速分别为 0.4% 和 0.7%，远低于正常情况下 3% 的通胀目标，反映了当前经济内生动力不强，有效需求依然不足。

短期来说，政策制定方向应该集中于进一步扩大消费，持续改善消费环境，释放消费潜力特别是服务类消费，进而为经济复苏提供助力。首先，短期内需要通过颁布一些积极稳定的政策来提振信心、改善预期。其次，注意需求的结构性差异，低收入家庭更关注生活必需品，高收入家庭更注重高质量商品甚至奢侈品。针对不同的群体，采用相应的刺激方法促进消费。

进一步从中长期来说，需要进行供给侧改革，提高供给侧的高质量发展进而满足有效需求。首先，政策制定者应当正确认识能源战略储备的必要性和重要性，尽快形成政府储备，提高能源战略储备能力。其次，要大力发展新型清洁能源，寻求可替代资源，使得我国对化石能源的依赖性逐渐减少。最后，通过创新，提高产品质量，释放消费潜力，把海外需求转移到国内。建议政府加快推进相关体制改革，创立思考和创新的良好环境，鼓励大家多进行高质量的创新性研发，全面提升供给体系的适应力和创新性。

二、从需求端看当前房地产市场的困境

2023 年第三季度，虽然整体经济呈现复苏状态，但房地产市场的表现却并不尽如人意，未能延续上半年复苏的态势。课题组认为，房地产市场疲软的原因不应只在房地产市场内部寻找，而应具有全局精神，从一个更宽广的角度思考房地产市场的问题。本报告就提供这样一种思路，我们认为，家庭收入波动增加才是房地产市场问题的关键所在。在接下来的分析中，我们首先对房地产市场的表现做一个概览，然后再提供我们的认识视角。

房价是房地产市场是否已恢复的最重要指标，但从数据来看，房价的恢复明

显不及预期。无论是新建住宅价格指数，还是二手房价格指数，还是控制了二手房状况的二手房出售挂牌价指数，在第三季度均下降，并且二手房下降幅度更大。

房价低迷直接影响到房地产企业，导致房地产企业资金链紧张，投资下滑，甚至可能出现金融风险。首先，从资金到位情况看，房企的资金增长动力主要来自于其他资金，进入三季度后，受房地产市场再次收紧的影响，其他资金的同比增速转负，进一步表明房地产企业的资金链不容乐观。

房企的资金链受到影响，那自然就会降低投资，降低开工，这就使得房地产开发投资形势依然严峻。整体上看，2023年1-9月，全国房地产开发投资同比下降9.1%。不断下滑的房地产开发投资显示了房地产企业在资产负债表并未得到根本修复的情况下，对于投资的信心不足。

房企的资金链收紧，不仅投资下滑，为未来囤地的动机也下降，这自然影响到了地方政府的土地供给。整体上来看，1-9月地方政府国有土地使用权出让收入同比下降19.8%，下行幅度扩大0.2%，情况继续恶化。土地市场的持续遇冷也会令地方政府的预算捉襟见肘，这更会减少经济稳定的工具和手段。

房地产市场的疲软直接反映出家庭住房需求的下降。如何理解家庭部门的这种需求端的疲软？课题组在2022年的年终报告中就指出，收入不确定性的增加，预期的减弱是理解这些问题的根本。在这次报告中，我们将继续就这一问题展开更为细致的探讨。在本次的报告中，我们主要回答以下几个问题，第一、提供收入不确定性冲击引起家庭资产负债表衰退的直接证据；第二，在冲击是离散的情况下，检验收入不确定性冲击的影响，以及当前市场的自我调整能否吸收掉不确定性的影响；第三考虑到疫情已经结束，检验收入不确定性的影响何时衰退，经济何时恢复正轨，以及必需的政策应对。

利用疫情前后横截面上各省份的收入方差指标，本报告首先检验了收入不确定性与家庭资产负债表衰退的关系。结果显示，疫情前消费品平均增速、房屋价格平均增速及人均新增居民贷款较高，人均新增居民存款较低，对应的收入方差较小；但疫情后消费品平均增速、房屋价格平均增速和人均新增居民贷款降低，人均新增居民存款提高，对应的收入方差也明显上升。也就是说，收入不确定性

与消费增速、房价增速、贷款负相关，但与存款正相关，这一横截面的证据进一步印证了本报告的逻辑，即收入不确定性冲击确实会引起家庭“资产负债表衰退”式的反应。

进一步地，利用项目组构建的中国特色的家庭住房与债务选择模型，在考虑家庭资产负债表的情况下，项目组检验了收入不确定性冲击对家庭的影响。结果显示，当收入不确定性增加时，出于对未来收入下降的担心，家庭的预防性储蓄动机增加。虽然住房作为一种资产，也会起到平滑消费的目的，但由于住房的流动性较差，且房贷的利率要高于存款利率，因此，住房流动性差的特性不但会掩盖家庭预防性储蓄动机向房地产市场的传导，反倒会引起家庭住房需求下降，反映到房地产市场中就是房价下降，家庭债务下降，这与 2022 年以来的房地产市场变动完全一致。也就是说，并不是房地产市场内部问题导致了房地产市场的低迷，问题的根源还是出在了劳动力市场上。

由于消费的下降还会传导到生产端，引起失业率的上升，或者工资的下降，现有文献会把这称之为一般均衡效应，或者间接效应。我们还通过将家庭需求的下降与工资建立联系，进一步捕捉了收入不确定性冲击的间接效应。结果显示，当把总需求下降产生的工资下降或者失业率升高考虑进来后，收入不确定性冲击对房地产市场的影响会更加严重。这是因为，收入不确定性冲击虽然使得家庭预防性储蓄升高，但并未从根本上改变整体经济收入水平。但是，当总需求不足传导到生产端时，还会额外产生负向收入效应，导致经济情况进一步下降。

如果企业像现实数据中表现的那样降低住房供给，降低开工率，从而使得住房总供给下降，那么收入不确定性冲击对房地产市场的影响是不是就会降低？我们进一步检验了这一猜测。结果显示，如果保持房价不变，当收入不确定增加时，家庭的住房需求会降低，并且会在收入不确定性冲击的最后一期达到顶峰，最高可达到 9% 左右。这一结果不但高于当前的数据值，而且需要注意的是，此处的住房面积是所有住房的存量，不仅对应于现实中的新房，而且还包括二手房。而数据中的房屋新开工面积是一个流量的概念，仅包括新房面积。从这里可以看出，房地产企业降低住房供给仍无法起到稳定房地产市场的目的。

如何扭转这个局面，再次激发家庭的住房需求？课题组认为，需要认识到当前我国房地产市场的疲软不仅仅是房地产的问题，而是牵扯到整体经济运行是否健康的问题。现在社会上有些观点认为房价降低、家庭债务增速放缓是家庭购房动机下降导致，是房地产市场内部问题，因此，降低家庭购房壁垒，比如调低贷款利率，降低首付比，降低买房限制等政策可以起到刺激房地产市场的作用。这种观点孤立地看待房地产问题，低估了房地产市场问题的严重性，最近两年出台的类似政策的效果也印证了这一点。本项目的分析表明，劳动力市场的健康运行才是稳定房地产市场的关键，政策制定者要有全局意识，要关注于稳定劳动力市场，提高家庭收入，恢复家庭预期，只有这样才能从根本上恢复家庭的住房需求，起到稳定房地产市场的作用，而不是“头疼医头脚疼医脚”。

与此同时，由于中国二次抵押市场几乎等于缺失的现实，大量未还完房贷或已还完房贷的住房净值仍在市场中沉睡，未能起到平滑家庭消费，改善家庭需求的作用。因此，课题组认为，在保证家庭部门不陷入“债务通缩”衰退的大前提下，家庭部门加杠杆的具体措施不妨换一种思路，不再将眼光放在住房需求上，而是放松二次抵押的限制，将加杠杆的人群放在多年前已经买房，已经累积了足够的房屋净值，且目前急需消费资金的家庭。这样不但不增加家庭的额外债务负担，而且还会放松家庭的预算约束，起到刺激需求的目的。

进一步地，特定人群在政策刺激效果中的作用不容忽视。习近平总书记在《当前经济工作的几个重大问题》中，强调“要提高消费倾向高、但受疫情影响大的中低收入居民的消费能力”；项目组在 2022 年的宏观报告中就指出，由于市场更加不完备，因此，在我国，可能存在着家庭储蓄率高与家庭边际消费倾向高并存的现象。其经济学含义为：未还完房贷的住房净值不能进行二次抵押导致的市场不完全性不但会提高家庭储蓄，而且还会提高家庭对收入冲击的边际消费倾向。具体而言，如果家庭不能进行二次抵押，则一方面由于未来收入不确定性的存在，家庭未来可能会有收入骤降的风险，如果不想因此而卖房，则家庭就需要为未来的房贷还款储备流动性资产，压低了日常消费；另一方面在面临收入冲击时，家庭也不能通过调整信贷保持消费平滑，进行自我保险，为了降低消费的波动，家

庭也会压低日常消费。因此，家庭消费不但受到额外储蓄动机的抑制，而且受到消费平滑机制缺失带来的抑制。在收到财政补贴后，家庭的边际消费倾向就可能会更高。

三、地方政府债务扩张及其外溢风险

作为财力的重要补充，地方债务在弥补地方政府财权和支出责任缺口，推动地方经济快速增长等方面发挥了积极作用，但随着中国地方政府债务的不断累积，地方政府债务风险不容忽视。由于金融系统是地方政府融资的主要渠道，且地方政府债务与金融风险关联复杂，如果不及及时化解地方政府债务风险很容易引发系统性财政金融风险，存在向财政金融体系加速风险传导的隐患，进而严重威胁到经济的健康发展和社会民生稳定。课题组试图对我国地方政府债务风险的情况和特征进行全面分析，以找准阻断财政金融风险外溢的切入点和突破口，为经济高质量发展提供安全稳定的金融支撑。同时，课题组深入分析了地方政府债务膨胀的根源，从制度性层面上探讨了根治地方债务问题的可能方向。

根据财政部的数据，截止到 2022 年底，全国地方政府债务余额约为 350618 亿元，其中，一般债务约为 143896 亿元，专项债约为 206722 亿元。从增速来看，自 2017 年以来，地方政府债务余额以年均 16.3% 的速度快速增长，远高于同期名义 GDP 增速 7.8%，反映出地方政府债务增长速度过快，因而及时遏制控制债务规模过快增长，切实维护债务可持续性是当前迫切需要解决的问题。

地方政府债务付息支出激增，付息压力较大。近几年地方政府存量债券平均利率基本保持在 3.5% 左右，而债务规模扩大直接导致付息支出的激增。经课题组测算，2022 年地方政府债券支付利息 1.12 万亿元，较上年同比增长 20.8，较 2018 年付息支出翻了一番，首次突破 1 万亿元。随着债务还本付息压力不断继续累积，地方债务违约风险也越来越令人担忧。根据 Wind 数据统计，债务率超过 300% 进入债务风险等级红色区域的地区达 266 个。

分不同区域来看，经济规模较大、相对发达的省份债务余额更高；经济规模较小的省份，地方政府债务余额相对较低。WIND 数据显示，2022 年底，地方政

府债务规模排名前五的省份分别为广东（25082.3 亿元）、山东（23588.0 亿元）、江苏（20694.1 亿元）、浙江（20168.8 亿元）和四川（17705.4 亿元），依次占地方政府债务总额的 7.2%、6.7%、5.9%、5.8%和 5.0%。经济欠发达地区产生的资金流有限，如何偿还债务是真正棘手的问题。而且，受政治体制的影响，经济落后地区在债务问题上存在严重的“隐性担保”和“期限错配”的双重卸责动机，因而成为地方政府债务局部违约风险的主要爆发点。

从地方政府显性债务率方面来看，省级分布同样存在显著的区域不平衡现象。截止到 2022 年底，7 个省份的债务率超过 150%（债务率警戒区间的上限是 150%），分别是天津、吉林、云南、辽宁、贵州、重庆和福建。相比而言，虽然广东、山东、江苏、浙江四大经济强省的地方政府债务余额较高，但四省的债务率均值仅为 112%，这也说明地区经济发达代表其偿债能力也较强，债务问题通常不会对其构成真正的困扰。

在地方政府负债率（地方政府债务余额/地方 GDP）方面，负债率较高的省份集中在西南地区、西北地区和东北地区，青海债务余额占 GDP 比率为 84%，贵州为 62%，显性债务已经超过了地方债务负债率 60%的“红线”，吉林债务余额占 GDP 比率为 55%，甘肃为 54%，而直辖市天津的负债率也高达 53%。

作为联结财政—金融的重要载体，地方政府债务扩张风险极易外溢至金融系统（徐忠，2018），成为防范化解系统性金融风险的“灰犀牛”。从现实经济运行过程来看，地方政府债务资金主要来源于银行部门，在地方政府债务管理体制改革之前，根据 2013 年审计署报告显示，在地方政府性债务资金来源中，高达 56.56% 的债务资金来源于银行贷款。在地方政府债务管理体制改革之后，根据财政部 2022 年 12 月《地方政府债券市场报告》数据显示，在中国地方政府债券投资者结构中，商业银行占比高达 82.97，是地方政府债券的主要购买者。由此可见，地方政府债务规模急剧扩张以至于陷入到债务偿还困境中，必然会对银行日常经营活动产生影响。

具体地，课题组首先通过构建计量模型考察了地方政府债务扩张对银行风险影响，经验结果显示，地方政府债务扩张会诱使银行承担更多风险。随后，课题

组构建了一个包含中国地方财政金融制度特征和商业银行具体经营实践状况的 DSGE 模型，探究了地方政府债务扩张对银行风险承担的影响机理。理论分析发现，地方政府债务扩张导致银行风险水平增加的经济机制在于：一方面，从银行资产端来看，地方政府债务融资需求增加会挤出实体经济融资规模，造成企业贷款规模下降，实体经济产出下降，家庭获得的工资性收入下降。从银行负债端来看，地方政府债务融资需求增加，这会倒逼银行从家庭部门的融资需求增加，而家庭能为银行提供的存款却减少，导致家庭的存款利率上升。存款利率的上升将会增加银行债务融资成本，从而加剧银行与家庭之间的道德风险，尤其是在有限责任制度保护下，银行不需要完全内化贷款违约造成的损失，因而为节省监督成本银行会主动降低监督努力水平，承担更多风险。

另一方面，鉴于地方政府与银行间存在关联关系，当地方政府债务扩张时，银行获得的扭曲激励会增加，使得银行股权融资的成本劣势更为凸显。理性的银行会通过降低股权融资的规模来调整自身负债结构，导致其股权融资占比下降。然而，银行股权融资占比减少意味着其经营决策行为与自身利润的相关度降低，此时银行倾向于降低监督努力水平，最终造成风险承担水平增加。

防范化解地方政府债务风险，切实维护财政金融稳定，是当前坚决打好防范化解重大风险攻坚战的重要任务。有效防范和化解地方政府债务风险的前提，是找到地方政府债务尤其是隐性债务膨胀的深层次原因。现有研究文献中，地方政府债务规模的影响因素主要可以归纳为三类：财政分权体制、预算软约束与政绩考核体制。课题组认为，地方政府债务膨胀的根源在于预算软约束下的 GDP “锦标赛” 激励机制。以 GDP 增长为政绩考核指标的体制下，地方官员的晋升激励是地方政府大量举债的主观成因。经济“锦标赛”激励地方政府之间相互竞争以吸引更多的投资和资源。这种政府主导投资的增长模式在支持中国长期增长奇迹方面功不可没，但另一方面，地方政府在这种模式下的决策目标过度侧重于增长而不是消费，引发盲目投资和赤字膨胀，从而导致过度举债。

课题组构建了一个考虑了预算软约束和地方政府竞争的理论模型，分析地方政府之间的竞争行为及其与债务膨胀之间的关系。根据模型数值模拟结果发现，

地方政府间的竞争行为在初期阶段的确是可以促进增长的，但这样的机制会导致对增长目标过度关注，导致财政支出占 GDP 的比重逐渐上升，从而地方政府负债率也逐渐上升。课题组根据实证分析的结论也佐证了地方官员对 GDP 竞争的重视程度的确会显著导致政府债务规模膨胀。同时，对于任一地区而言，给定对照地区的锦标赛权重，提高本地区的锦标赛权重，更积极地参与地区间竞争都是占优策略，因此地区间竞争会陷入盲目扩张的囚徒困境，随着经济发展，不仅会导致债务过度积累，推高政府杠杆率，还会最终阻碍经济增长。此外，全要素增长率提高，不仅有助于提高产出和消费，还可以降低负债率。因此，应当合理引导地方政府的竞争行为，使资源更多投向着眼于未来的研发领域，有利于减轻盲目投资和资源浪费现象，实现良性竞争。

综上所述，课题组首先总结归纳了当前中国地方政府债务现状以及风险状况，发现地方政府显性债务总体规模大，但风险可控，且不同地区间地方政府偿债压力差别显著，中西部地区地方政府债务压力加大。其次，课题组详细分析了地方政府债务扩张对银行风险的影响，研究发现，地方政府债务扩张会显著增加银行风险。最后，课题组深入分析了地方政府债务膨胀的深层次原因，认为其根源在于地区竞争下地方政府对 GDP 的渴求，同时预算软约束下地方政府对中央兜底的侥幸心理也具有重要作用。

根据以上结论，课题组认为一方面需要压实地方政府主体责任，遏制增量、化解存量，有序推进地方政府债务风险防范化解。另一方面需要厘清地方政府债务对金融风险的影响机制，筑牢财政风险向金融领域传导的“防火墙”，切断风险外溢的路径。同时，还需要积极落实以高质量发展为目标的多元化政绩考核和财政评估框架，加快推动城投公司市场化分类转型，从制度上消除债务无序扩张的土壤。具体而言，

第一，推动债务体制改革，加强对地方政府债务的过程管理和风险防控。首先，应规范地方政府举债融资权限，确保地方政府举债规模与财政承受能力相适应，避免地方政府债务违约风险发生；其次，运用包含地方政府债务规模、期限结构、债务用途等多因素的风险评估方法，构建地方政府债务风险监测预警体系，

准确评估地方政府债务潜在风险。最后，建立健全地方政府债务风险应急处理机制，对局部地区的地方政府债务违约事件迅速响应，做好风险蔓延防控处理，避免风险传染至其他地区 and 部门。

第二，当前我国地方政府融资过度依赖商业银行，地方政府应探索多元化的融资渠道来满足自身融资需求，从源头上改善地方政府对商业银行的强依赖关系。比如，通过公共私人合作（PPP）项目、发行长期债券、结构性货币政策工具等多渠道解决资金链紧迫问题。同时，地方政府需审慎规划和管理项目支出，并进一步提高政府财政信息的透明度，向市场和投资者提供准确的财政信息，以增强信任度，降低融资成本，吸引更多的资金。

第三，银行应强化自身经营决策的独立性，通过规范与地方政府的关系，把握好地方政府举债融资需求，加强对地方政府举债融资的约束力，打破地方政府债务刚性兑付和政府兜底的定式思维，促使地方政府债务融资回归市场化，以提升自身抗风险能力。同时，对于当前的存量债务，相关银行需摸清债务融资规模和期限结构特点，做好风险敞口统计并建立应急处置机制，及时应对和化解潜在的地方政府债务风险。

第四，加快推动城投公司市场化分类转型，明确政府和企业的边界。当前化解债务的首要任务是尽快全面推动隐性债务“阳光化”，甄别剥离城投债务中用于公益性项目支出和基础设施建设的部分，完全依靠地方政府信用，通过发行再融资债券方式进行置换，以时间换空间，降低融资成本，延长偿还期限。同时严格监管非标融资，避免债务无序扩张。中长期需要进一步推动财政和金融体制改革，明确政府和企业的边界，推动城投企业经营业务和融资渠道的市场化转型，从根源上有序推动融资平台这一特殊时期的产物退出市场。

第五，多元化地方政府考核与评估指标，严格落实债务追责制度。近年来，中央不断强化隐性债务监管和问责，对地方债采取终身问责、倒查责任。我们认为，需要严格落实债务追责制度，保持对违规举债、过度举债的高压监管，扭转各级地方官员长期以来形成的错误政绩观。同时也要避免矫枉过正，打击地方政府的发展积极性，导致惰政行为。

为了实现长期高质量的发展，地方政府的绩效评估机制应该在经济、社会发展和环境的可持续性目标方面加入更多权重，包括就业率、社会福利、环境保护、财政可持续性、财政收支与债务透明度、创新能力等。构建更加全面的多元化政绩效考核和财政评估框架，鼓励地方政府更加负责任地管理其经济和财政政策，避免陷入恶性竞争的囚徒困境。中长期还需要进一步厘清政府与市场关系，界定政府职责与规模，加强地方财政审计和隐性债务监督，建立长效监管制度框架。

四、失业率降低掩盖就业市场结构性矛盾

受新冠疫情影响，近年来我国劳动力市场承受重大压力。2021 年全年失业率波动下降，新增就业人数同比显著上升，略低于 2019 年，求人倍率持续处于高位。2022 年全国失业率波动变化较大，但最终回落到 5.5% 目标范围内，完成全年新增 1100 万就业人员的目标。而随着今年经济持续恢复，疫情影响减弱，2023 年劳动力市场整体保持稳定，调查失业率下降，居民收入稳步增长。

虽然就业形势整体保持稳定，但结构性就业矛盾不可忽视。今年青年失业率仍处于高位。自 2022 年我国青年失业率连创历史新高，年轻人就业问题引起了社会和决策部门高度关注。青年失业率，即 16-24 岁人口的城镇调查失业率，一定程度上反映了青年群体的就业情况。就纵向来看，青年失业率持续上升，截至 6 月，2023 年年均青年失业率为 19.6%，高于 2022 年的 17.6% 和 2021 年的 14.25%，较疫情前 12% 的常态水平增长明显。就横向来看，国际劳工组织于 2022 年发布的《2022 年全球青年就业趋势》显示⁶，世界青年失业率达到 14.9%，北美地区的青年失业率为 8.3%，欧洲地区略高一些达到 16.4%，我国青年人就业情况对比发达国家甚至世界平均水平也不容乐观。和全国整体对比，青年失业率远高于疫情前常态水平，并和整体失业率走势分化。2023 年 6 月全国城镇调查失业率已连续 5 个月回落，降至 5.2%，和 2021 年同期相当；25-59 岁人口调查失业率同样连月下降至 4.1%，处于近年来历史低位。相较之下，16-24 岁人口调查失业率由 1 月的 17.3% 攀升至 21.3%，创下青年失业率数据公布以来的最高水平。今年

⁶ 国际劳工组织 https://www.ilo.org/beijing/information-resources/public-information/press-releases/WCMS_853447/lang--zh/index.htm

我国把促进青年，特别是高校毕业生就业工作摆在突出位置，从中央到地方帮扶政策频出，可见青年就业问题是重中之重，难中之难。

从供给端来看，虽然 16-24 岁人口总数逐年下降，但进入劳动力市场的应届毕业生人数伴随高职扩招和海归学生回国两大趋势稳定增长，加剧了青年劳动力供给压力。从需求端来看，由于我国经济增速下行的压力将长期存在，不同产业的就业弹性分化趋势显著，因此客观上需求承压明显。特别地，青年失业率之所以在今年经济整体回暖之时背离整体向好的就业形势持续上涨，正是受行业修复态势分化和青年就业结构分化的双重作用。对青年群体增长就业弹性大的其他服务行业恢复不及预期，高度拖累青年就业。

除了供和需求端两大基本面因素，我国青年就业实际去向以及就业意向过度集中服务业，也存在显著的意愿不匹配问题。基于青年追求自由和人生意义的就业心态，拥有丰富多样的行业种类和灵活自由的工作方式的第三产业更受青年人的青睐。据智联招聘发布的《2023 大学生就业力调研报告》⁷，约有四分之一的 2023 届毕业生期望在信息技术行业工作，还有四分之一就业意愿集中在文化娱乐、生活服务和金融业，仅有 10%左右的毕业生愿意从事和工农业相关的职业。2012-2022 年《中国人口和就业统计年鉴》中关于 16-24 岁年龄段就业人员的行业分布也表明，过去十年间农林牧渔和制造业吸纳青年就业人口的比例一共下降了 15%，而从事服务业的人数占比达七成以上，住宿餐饮、教育等服务业行业则成为大部分青年集中的行业。青年就业人口的实际去向以及就业意向过度集中于服务业可能由两方面因素导致。一方面，制造业招收普通工人的薪资福利太低，远不及同等工作量服务业所带来的收益，无法吸引受教育水平逐渐提高的青年就业群体。另一方面，第二产业虽然对高端技术人才长期处于供不应求状态，但由于招工门槛极高，实际吸纳就业人数较少，从事其他行业的青年失业群体也难以符合专业要求。中长期结构性因素叠加短期冲击，使青年就业结构性问题凸显，青年失业率屡创新高。

⁷ 智联招聘 www.zhaopin.com

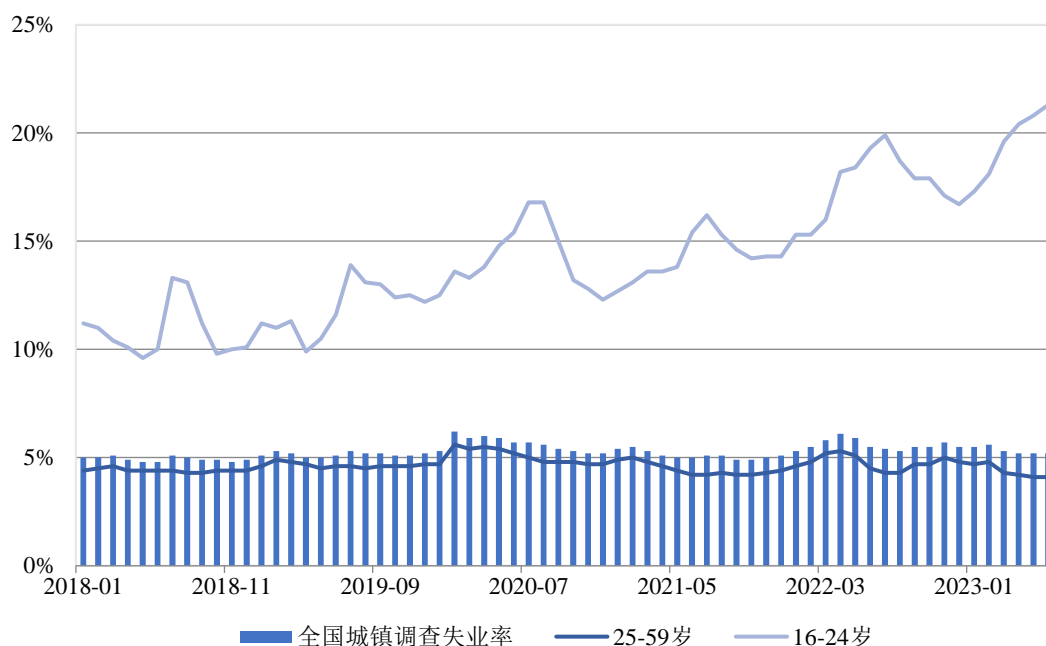


图 36 全国调查失业率与分年龄失业率（数据来源：国家统计局）

青年人就业难已得到了大众的广泛关注，而中年群体作为政策较少关注的人群，也承受着巨大的压力。一方面，中年群体背负着偿还房贷、养儿育老等的经济压力；另一方面，据报道受疫情影响近年来互联网行业等出现较大幅度裁员，中年群体首当其冲。并且，由于劳动力市场供需之间存在摩擦，该群体通常难以迅速再就业，且再就业之后的工资降级和岗位稳定度也是困扰该群体的大问题。

中年人群再就业艰难。首先，年龄歧视普遍存在。尽管法律禁止年龄歧视，但事实上，许多雇主在招聘时会将年龄纳入考虑，很多岗位会更加偏向年轻人。劳动力市场中有个不成文的说法，45岁被认为年轻界限，一旦超过这个年龄，求职者的就业机会就会受到限制。据一些网络平台的招聘数据显示，目前已有很多企业将招聘的年龄限制下调至了35岁。因此，无论是新进入劳动力市场的中年人，还是准备再就业的中年人，他们面临着到处碰壁和无法找到合适工作的情况。于是在再就业过程中，调低期望，接受稍低薪的岗位或者选择灵活就业岗位是许多中年就业群体碰到的普遍现象。但作为“上有老，下有小”的中年群体，他们是家庭的“中流砥柱”，收入的减少和岗位的不确定性增加会给家庭带来负面冲击，甚至进一步影响整个家庭的消费和投资决策，影响社会的稳定。

中年群体再就业难的另一原因在于缺乏相关技能和教育。现代职场是在不断变化的，市场需求也在不断变化，这使得我们所有劳动者需要不断学习新技术、新技能以适应新的职业需求。但许多中年人如果长时间没有再就业，他们的技能和知识会逐渐陈旧，难以符合不断变化的岗位需求。例如在中年人再就业的过程中时常面临的一个问题就是职业转型：如何在考虑自身兴趣的基础上，找寻技能和市场需求之间的匹配，重新定位自己的职业目标。相较于中年群体，普遍来说青年群体更加易于接受新观点，学习新知识。且客观上说，人至中年，体力和记忆力开启下行通道。所以许多公司更加倾向于招聘年轻的员工。这使得中年人在就业市场中，不仅需要重新评估自己的能力和市场的需求，学习适应新的行业和技术，展现自己的价值和能力，同时还要面对与年轻人竞争的压力。

前文所提到的青年人就业意愿与产业发展不平衡、就业结构的分化、中年人再就业匹配难等问题都与劳动力市场匹配质量息息相关，是结构性失业的一种表现。在总体就业形势保持稳定的情况下，劳动收入稳步增长，劳动者技能也在不断提升。然而随着人口数量和结构的变化，新形态新技术新业态的发展也给劳动力市场带来了新挑战。在关注就业数量的同时，我们需警惕中长期结构性失业风险，关注劳动力市场匹配和就业质量。

根据上海财经大学经济学院发布的《中国宏观经济形势分析和预测报告（2021-2022）》，我国目前具有大学文化程度人口约为两千多万，15岁及以上人口的平均受教育年限已经从2000年的7.11年提高至2020年的9.91年，人口素质提升显著。但是伴随着高等教育扩招和劳动力就业难问题，教育错配，尤其是过度教育，日渐成为中国劳动力市场的重要就业现象。该报告综合使用中国家庭追踪调查（CFPS 2014~2018）数据和中国综合社会调查（CGSS 2005~2017）数据采用众数法对我国劳动力市场的匹配现状进行测量。

下图展示了我国近年来劳动力市场的教育匹配状况。测算结果显示我国近年来劳动力市场的过度教育发生率长期处于30%附近，部分时间处于35%以上的

水平；恰好匹配发生率长期低于 50%，意味着整个劳动力市场有超过半数的个体处于一种技能-岗位错配的状态。相对于 OECD 国家平均 10% 以下的教育错配率，以及美国长期处于 25% 以下的平均过度教育发生率，我国劳动力市场教育错配发生率较高，错配程度突出。

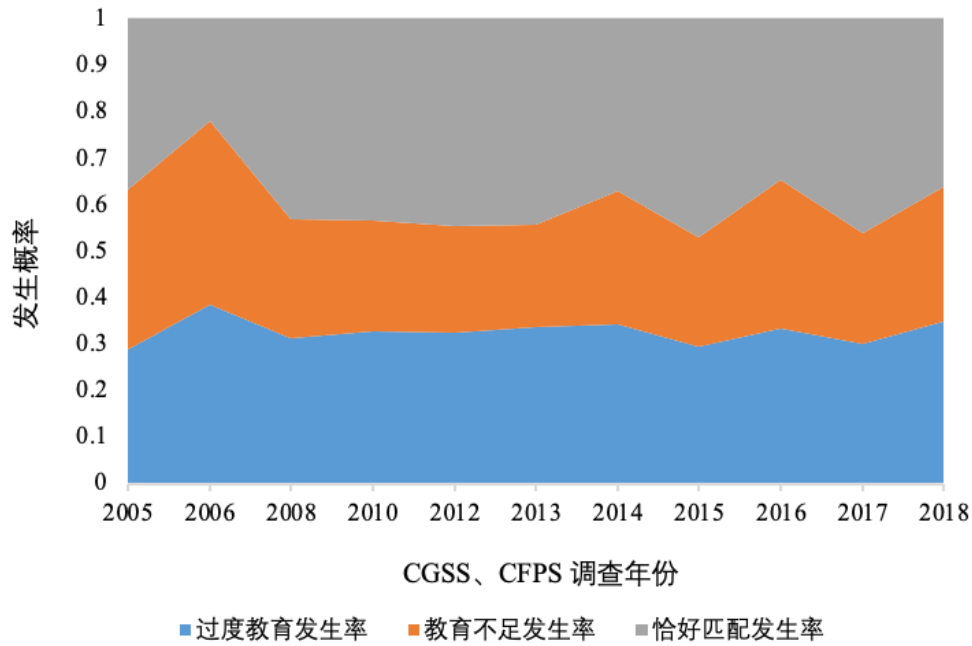


图 37 2005~2018 我国劳动力市场教育匹配状况
(数据来源：上海财经大学经济学院， 中国家庭追踪调查 (CFPS)、中国综合社会调查 (CGSS))

我们认为在稳步推进教育扩张的同时，要兼顾教育和劳动力市场之间的制度链接设计。在人才供给方面，应当加快建设现代化职业教育体系，满足劳动力市场对高端技术人才的需求。高校的专业设置要紧跟产业升级的进程，进一步提升引领性。在市场需求方面，应推动先进制造业和现代服务业深度融合。增加与制造业相匹配的服务岗位，提升服务业的吸纳就业能力。在劳动力市场人才与职业岗位匹配方面，要进一步完善劳动力市场的就业制度环境。改善目前仍然存在于我国劳动力市场的歧视现象，消除就业市场的搜寻摩擦；加强劳动力市场的就业指导与信息传递效率，提高劳动力市场匹配效率；应鼓励发展劳动力市场的相关就业咨询、职业规划等服务，考虑针对不同学历人群开办公益性就业指导项目等，帮助拥有不同学历、不同技能、不同偏好的就业者能够更好且更快的匹配到相适

宜的岗位，减少劳动力市场错配，促进高质量就业。

五、贸易格局重组下的外贸风险与机遇

（1）受不确定事件的影响，中国外贸震荡中复苏，并不断进行结构调整

总体来看，近几年外贸总量始终在高位区间运行，但是受到中美贸易摩擦、新冠疫情、地缘政治冲突等不确定性事件影响存在震荡。但是从 2019 年开始贸易增速下降，在 2021 年出现明显反弹，而后逐渐回落，至 2022 年外贸增速回到正常区间。然而，主要贸易伙伴国家的通货膨胀率居高不下，海外需求持续疲软，再加上上一年外贸出口基数较高，这些因素共同导致了 2023 年 1-9 月我国进出口总额与去年同期相比均出现了下滑。

中国的外贸结构调整体现为国别流向多元化、产品结构优化以及供应链位置保持稳定。中国在传统的出口市场，如美国、日韩和台湾地区，出口比重呈下降趋势，尤其是对美国市场的出口比重跌幅最为显著。与此相反，中国对于新兴市场国家，如东盟的出口比重大幅提高。从 2022 年开始，中国对非洲出口保持高速增长。产品方面，机电产品和高新技术产品在中国出口贸易中占据核心地位。其中，新能源汽车的同比增速在这一时期表现亮眼，展现出强劲的出口竞争力。中国对进口高新技术产品持续保持旺盛的需求。一般贸易始终随着国内外贸易形势变动在高位区间震荡，这说明即使受不确定事件影响，中国整体贸易方式并没有产生大的调整。

（2）世界经贸新格局加速演化，中国应对优势明显

世界经贸格局演化的是经济全球化从自由主义时代转向有管制、有保护、有偏向的全球化时代。国际在贸易摩擦中发展将会成为未来世界经济渐进式发展的主旋律，其根本原因在于国际贸易对于各国经济发展中的地位越来越重要，国家间福利分配不断变动，贸易政策逐渐成为大国间政策博弈的手段以及影响国内产业政策的主要抓手。国际政治博弈影响深化，全球贸易摩擦愈演愈烈。表现形式为各国的产业政策和贸易政策可能向着本地化的趋势演进，全球价值链的分工收缩，多边贸易磋商面临瓶颈。全球产业链布局由“效率至上”向“安全

至上”转变，“多中心化”格局初步显现。政策导向为各国将更多采取区域贸易协定的形式加强贸易和产业联系。以 WTO 为代表的多边贸易协定日益弱化，区域性贸易协定蓬勃发展。

在面对世界经贸新格局下，中国有理由保持一定的信心。中国超大规模市场优势是加快形成国内国际市场深度融合的支撑，也是国内国际双循环相互促进的基础。中国超大规模单一市场奠定了中国作为制造业核心地位的基础，不仅人口多而且劳动年龄人口比重大，劳动力平均受教育年限较高；中国产业体系完整，需求层次丰富，已经成全球唯一拥有全部工业门类的国家。因此，其他国家，如美国、越南、墨西哥、印度等有承接部分中国制造的趋势，但是仍难以替代我国制造业强国的地位。

（3）从统筹开放和发展以及构建合作共赢的命运共同体提出政策建议

第一，要在高质量发展中统筹开放与安全，重构自主可控产业链。构建新发展格局是中国在新的国际形势下，重新求解开放与安全之间的平衡点的结果。一方面，新发展格局强调以内循环为主体，强调科技自立自强和产业链、供应链自主可控。这是因为在百年未有之大变局影响下，国与国之间的关系发生了深刻的变化，尤其是主要大国之间的关系。中国在芯片等高科技领域，面对其他国家“卡脖子”的风险不断上升，而这些领域对国民经济的安全与发展来说又是至关重要的。因此有必要重新调整这些领域的对外依存度，提高中国的自给自足或自主可控程度。另一方面，**减少对外依存，在中短期内是要付出经济代价的，有可能损害中国的发展利益。**因此只有在那些安全需求相对比较高的领域，才有必要付出这样的代价。在那些不涉及国民经济命脉的领域，或者中国本来就具有优势的领域，中国仍然应该继续扩大开放，来保障经济效益和发展空间。**最后，发展、开放与安全三位一体，相互促进，密不可分。**安全是开放和发展的前提，发展为安全提供保障，开放为发展创造有力条件，发展为开放提供动力。有管制、有保护、有偏向的全球化依然具有全球化的特征。下图按照自主安全的迫切程度以及目前对外依赖度，将各主要行业划分为四个象限，用以清晰地展现当前国际经贸形势之下，中国各重要行业的基本态势，在每个象限中，根据“自主安全”和“对外

开放”的不同侧重，提出不同的政策思路：

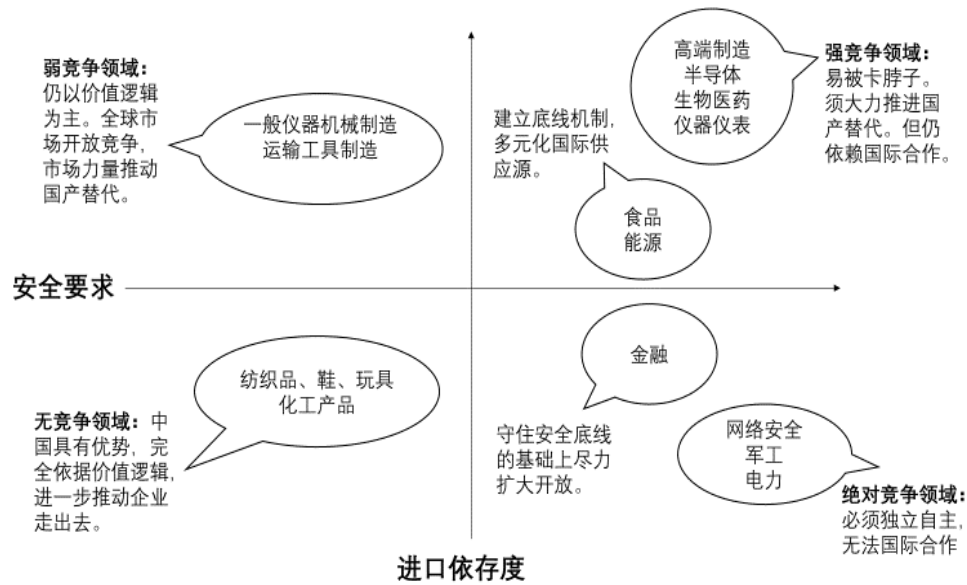


图 38 主要行业自主安全要求和进口依存度格局（数据来源：上海财经大学商学院）

（1）军事工业、网络安全和电力系统为等安全要求等级最高的领域，需要独立发展，基本没有国际合作的可能。在这些领域中，加大研发投入、巩固自主成果、完善自主体系。（2）高端制造、半导体、生物医药以及仪器仪表制造为强竞争行业，中国在这些关键领域有较强的自主安全要求，需要发展国产替代以防范被“卡脖子”，但目前仍需依赖国际市场，短期内无法完全实现自主安全。在这些领域，需要大力推动国产替代作为安全备份。（3）食品和能源行业由于资源禀赋限制，对外依赖度较高。这些行业是大量行业上游，国计民生的关键。但是其产品进口来源比较多元化，被“卡脖子”的概率相对较低。在当前国际经贸格局下，我国需要继续巩固和推进这些行业的多元化国际供应源体系，分散风险。（4）金融行业涉及系统性风险，也是很多行业上游行业，对自主安全有较高要求。而目前受到制度约束，我国金融体系对外依赖度较低。但金融行业本质上是流通行业，其发展离不开全球金融体系下的融通和竞争。发展金融行业面临的是守住安全底线，防范系统性风险，以及持续开放。（5）一般制造业以及交通运输工具制造业在自由主义全球化阶段形成了相当发达、各国深度融合的全球价值链体系。这些行业在自主安全的要求上相对较低，而对外依赖度较高。这些行业

在当前国际经贸形势下，仍然应该以商业价值逻辑为基础，深度参与国际合作与竞争，依靠市场力量提升我国企业的国际竞争力。(6) 我国具有比较优势，对外依赖度低，且自主安全要求的产业，如劳动密集型的纺织、鞋、玩具，以及环境消耗型的化工。对这些产业更要充分遵循商业价值逻辑，大力推动对外开放和全球价值链深度融合，依靠市场的力量准确定位和充分发挥我国的比较优势。

第二，打造以中国为核心的自贸区网络，构建合作共赢的命运共同体。未来推进自贸区网络构建的可能方向：**首先，进一步提升中国在贸易网络结构中的轮轴国地位，加快建立围绕中国的“轮轴-辐条”网络。**中国当前已经是“一带一路”沿线国家贸易网络中最大的轮轴国。中国应结合“一带一路”沿线国家贸易网络的动态发展变化趋势，利用自身庞大的内需市场，加快建立围绕自身的“轮轴-辐条”个体网体系，强化在“轮轴-辐条”体系中的轮轴国地位。扩大中国的总进口，同时增加进口来源多样性从而稀释某一特定进口来源国的牵制；在扩大出口的同时，避免出口目的地过于集中，均有助于提升中国相对其他国家的轮轴度。**其次，用好用足现有协定深化区域合作，探索新建自贸区的可能性。**借助中国-东盟自贸区、RCEP 等区域贸易协定的制度化安排，密切协定伙伴国之间的上下游关系，促进区域价值链融合发展，保障区域内产业链供应链安全。此外，重点与中东欧、非洲国家和中南美国家探索新建自贸区的可能性。根据贸易相关文献的研究，轮轴-辐条结构中的轮轴国地位具有自强化效应，其他贸易伙伴担心其贸易利益在网络中因边缘化而受损，会有意愿与之签署贸易协定，因此进一步促进了贸易协定的扩张。**最后，我国要主动对接高标准国际经贸规则，为制度型开放提供政策保障。**高质量和高标准是当前国际经贸规则发展的重要趋势。高标准的制度型开放涉及一国的国内经济政策、产业政策、竞争政策、政府采购、知识产权保护等，其实质是建设高标准市场体系，完善公平竞争制度，建立更加成熟、更加完善、更加规范、更加透明、更加法治化的市场经济体制。我国还需要发挥负责任大国作用，参与和推进国际经贸规则的完善，支持开放、透明、包容、非歧视性的多边贸易体制，推动经济全球化朝着更加开放、包容、普惠、平衡、共赢的方向发展。**推进和完善对外工作布局，积极打造对外开放的交流平台。**要坚持推动构建人类命运共同体，秉持互利共赢的合作观，构建新型国际关系推动

国际秩序向更加公正合理方向发展。充分利用国际化交流平台，不断扩大对外开放，深化与“一带一路”合作伙伴交流合作，以共建“一带一路”推动形成陆海内外联动、东西双向互济的全面开放新格局；实施自由贸易试验区提升战略，加快建设海南自由贸易港，推动共建“一带一路”和自贸港建设战略联动，发挥好改革开放综合试验平台作用；发挥进博会国际采购、投资促进、人文交流、开放合作等平台作用，打造进博会高质量高水平的品牌优势，持续放大进博会溢出带动效应。

六、经济周期交错下的国际金融风险与机遇

(1) 外汇储备规模总体稳定，人民币汇率贬值预期缓和

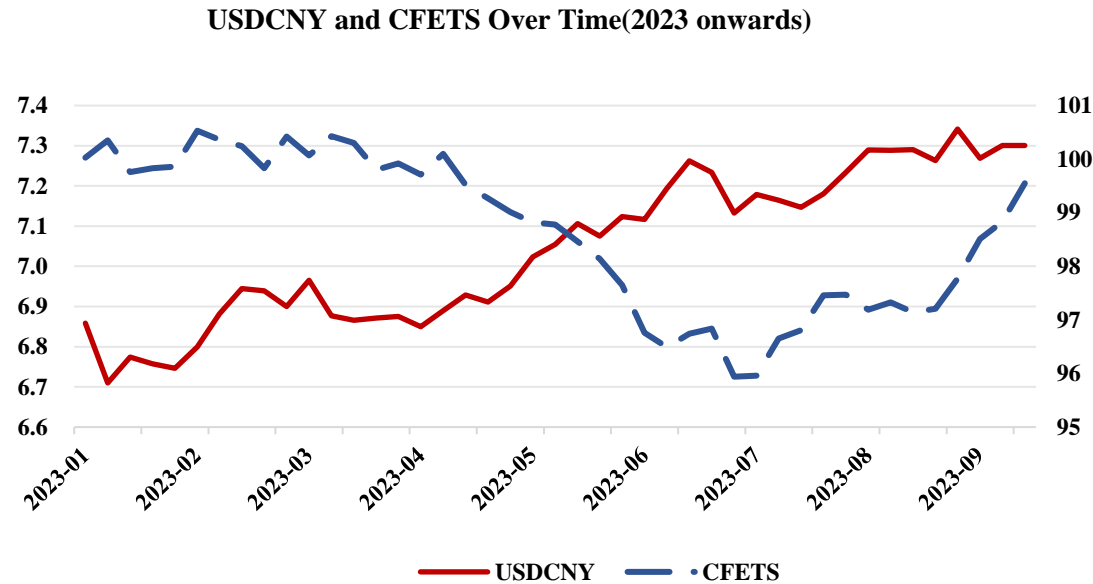


图 39 人民币兑美元 vs. 人民币兑一篮子货币（数据来源：WIND）

在 2023 年，我国外汇市场在极为复杂的外部环境下展现出坚实的稳定性。尽管全球经济面临诸多风险和挑战，我国外汇储备规模在一定程度上下降，但总体上维持稳定。根据国家外汇局最新公布的数据，截至 2023 年 9 月末，我国外汇储备规模为 3.12 万亿美元，虽较年初的 3.18 万亿美元有所下滑，但大体保持稳定。

在 2023 年，人民币兑美元汇率经历贬值，近期趋于稳定。第二季度中，特

别是在 5、6 月，人民币兑美元汇率体现出明显的贬值。在第三季度，人民币兑美元汇率在 7 月中旬出现一定的回调，但整个 7、8 月的波动相对较小。进入 9 月以后，人民币兑美元汇率表现出一定的稳定性。CFETS 人民币指数自 7 月中旬以来，短短两个多月上涨 3.8%，回到年初水平。然而，与美元汇率相比，人民币在同期贬值 2.4%。这种反向变动表明在强势美元的背景下，人民币与其他非美货币相比并不弱。从历史数据看，中美货币政策、国内经济形势、地缘政治影响以及全球经济发展都会对人民币汇率走势产生直接影响。

今年内，中国政府两次采取了降低中期借贷便利（MLF）利率的措施，最近一次是在 8 月 15 日，1 年期 LPR 较上一期下降了 15 个基点。这一政策调整表明，中国正在积极采取逆周期调节措施，以应对当前的经济挑战。在美国方面，美联储为实现价格稳定和最大化就业的双重使命，采取了一系列货币政策措施。美联储从 2022 年开始由零利率经过十一次加息加到 5.25%-5.50%，是近四十年来幅度最大步伐最快的一次加息。最新公布的数据显示，受强劲的消费支出推动，美国第三季度实际 GDP 环比年化增长 4.9%，创 2021 年第四季度以来新高，高于预期的 4.5%。美国 9 月失业率降至历史低位，仅为 3.8%，表明就业市场相当充分，美国实体经济继续呈现良好势头。而在通胀率方面，9 月的 CPI 较同比上升 3.7%，仍未降低到美联储的通胀目标。因此，美联储会继续维持高利率政策，这一形势预计会持续到 2024 上半年。

随着全球经济形势的变化和国内外政策的调整，预计 2024 年人民币汇率将在当前水平上下波动，下半年有望出现升值。主要影响因素包括外汇储备充足，为央行提供了稳定市场、维持人民币汇率稳定的强大后盾。美联储的加息周期可能见顶，减轻了汇率贬值的压力。相信央行将继续密切关注外汇市场的动态，并依据国内外经济发展的实际情况，采取适时的策略和措施，确保我国外汇市场的稳健运行。只要政府坚定改革开放的决心，给市场以信心，汇率将保持正常波动。

超预期的风险方面，未来地缘冲突加剧，有可能引发国际资本恐慌，进一步涌向美元安全区，加剧各币种兑美元的贬值。巴以冲突导致油价波动，俄乌冲突仍待解决，这些都给全球经济造成额外的不确定性。而中美关系和台海问题也会

是影响人民币汇率的关键因素。综上所述，2024 年人民币汇率走势将受多方面因素影响，但总体上，预计汇率将在合理区间内双向宽幅波动。尽管全球经济复苏步伐不一，加之国际大宗商品价格大幅波动，外部环境的不确定性和不稳定性明显增加，我国外汇市场经历了一些波动，我国经济的强大韧性和潜力支撑了外汇储备的总体稳定。为支持国内经济的持续增长，政府应继续推进改革开放，确保资本流动的穩定，及时调整政策以应对可能出现的风险和挑战，同时应做好市场沟通和预期引导，“稳预期、防超调”。

(2) 深化资本市场改革，稳定跨国资本流动，吸引高精尖技术企业 FDI

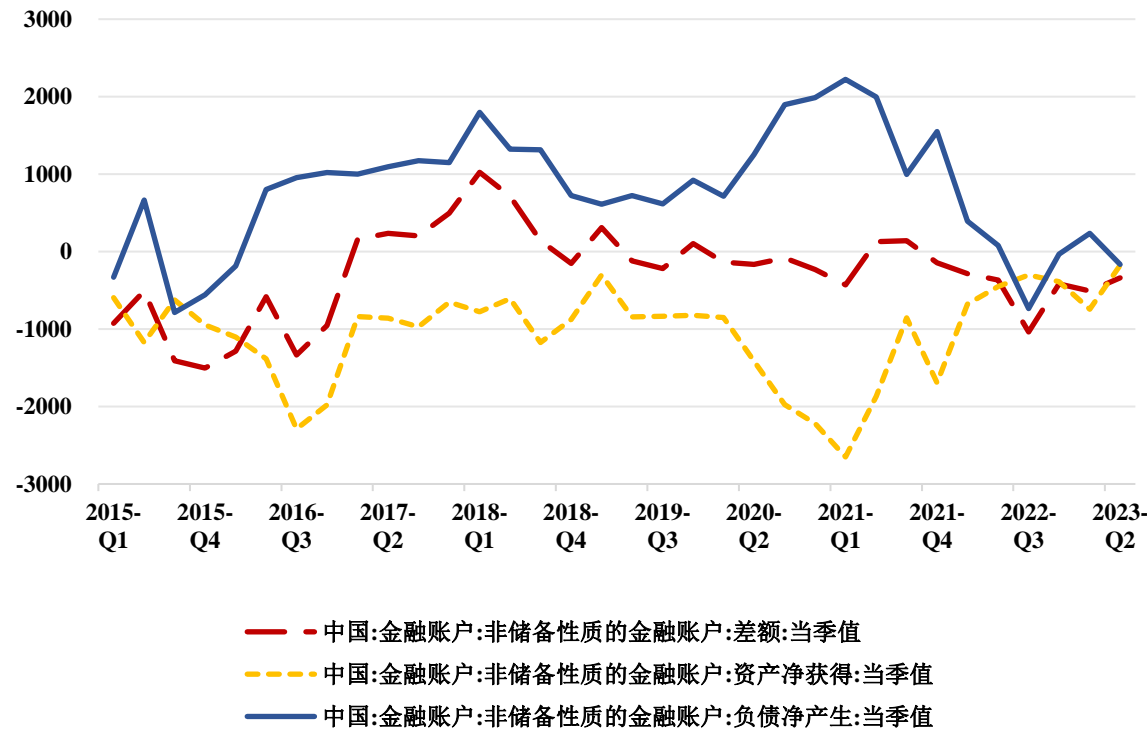


图 40 非储备性质的金融账户

在 2023 年上半年，中国的资本和金融账户出现了 1267 亿美元的逆差，其中非储备性质的金融账户逆差为 849 亿美元。在 2023 年 1-9 月，银行累计结汇 16703 亿美元，累计售汇 17071 亿美元，结售汇逆差为 368 亿美元。

分项来看，首先，外国直接投资（FDI）相对稳定，但近期流量有所下降。作为全球主要的 FDI 接收国之一，中国在很长一段时间内持续吸引外国投资者

在各个行业部门进行长期投资，推动了经济增长和技术进步。近期 FDI 的削弱主要由在华大型跨国公司的利润汇回导致。其次，在债券和股权投资方面，2023 年第二季度，中国的资本和金融账户记录了 504.20 亿美元的逆差。债券市场流出明显，显示出明显的资金流动波动。而股权投资则显示了正向流入的态势，这可能反映了投资者对中国股市的信心和长期投资的考虑。此外，股市北向资金（包括沪股通和深股通）长期呈总体持续流入趋势，今年 8 月份和 9 月份出现阶段性流出状态。这为国内外投资者提供了进入中国市场的便利通道，也促使了资本市场的进一步开放和国际化。综上所述，中国的资本流动表现出偏弱但稳健的 FDI、活跃的股权和债券市场以及长期的股市北向资金流入，这些都反映了中国经济和资本市场面对资本流动压力的韧性和吸引力。

这些成果与中国一直以来不断推进的资本市场改革紧密相关。2023 年，中国继续推进资本项目开放，允许更多外资进入中国的金融市场。国家也对外资准入负面清单进行了调整，进一步放宽了对外资的准入限制，并发布了关于鼓励外商投资的多项政策。此外，通过上海自贸区的试验，中国也在探索资本项目可兑换和人民币国际化方面取得了进展。中国实体经济基本面的恢复也为国内外投资者提供了信心。在 8 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）的新订单指数升至 50.2%，这是自 4 月份以来的首次回到景气区间。这一数据表明制造业活动有所改善，为经济增长提供了支持。此外，中国人民银行行长潘功胜在国际货币基金组织（IMF）年会上发表讲话，宣布经济增长取得改善，青年就业明显改善，总体就业状况保持稳定。这些积极的沟通和数据有望增强投资者对中国市场的信心，鼓励他们加大对中国的投资。

需要注意的是，现阶段国内实体经济和资本市场的复苏迹象，并不意味着贸易战和疫情的负面影响已经过去。相反，挑战才刚刚开始。短期中，我国需稳预期、稳增长，谨防过度悲观投资情绪的产生与扩散。政府应继续释放积极的经济信号、优化营商环境，减少政策不确定性，巩固国内外投资者的信心。中长期下，中国需坚持对外开放的态度、深化资本市场改革、加强多边经济合作，同时积极引进高精尖技术相关的外来投资，稳固中国经济的高质量发展。

(3) 数字支付有望成为人民币国际化新蓝海

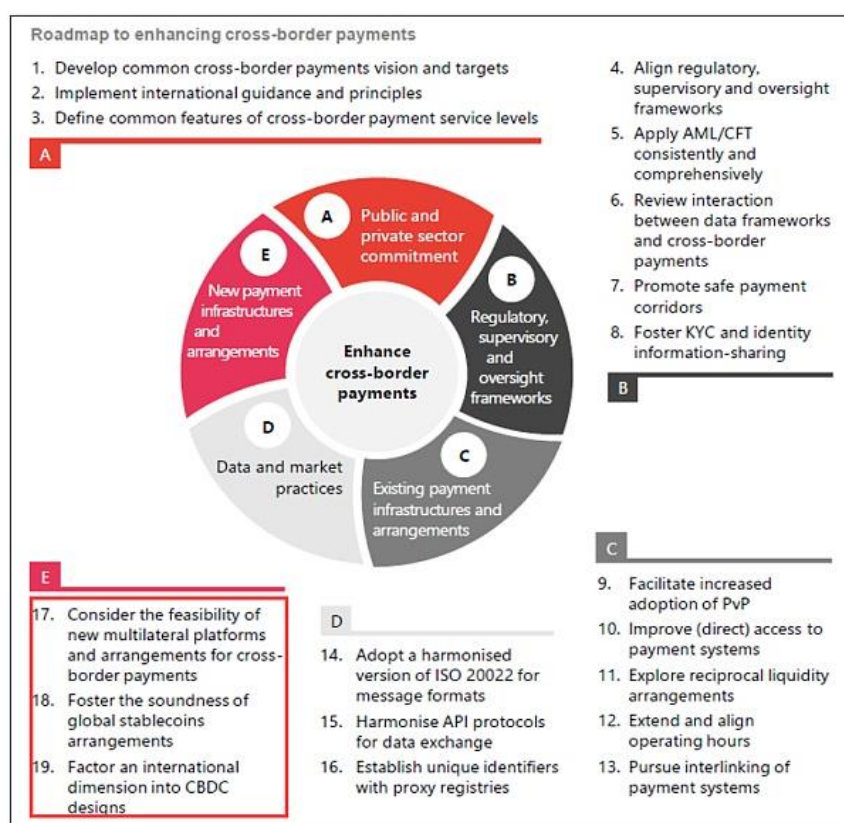


图 41 跨境支付系统设计思路（来源：BIS 工作报告）

除去短期因素，人民币汇率和跨境资本流动也受到众多长期因素的影响。其中，人民币国际化就是一个极其重要的战略因素。而数字化为人民币的国际化提供了一次重要契机。在当前的国际货币体系中，人民币的地位和作用与中国经济的基本面存在明显的不对称。中国是全球第二大经济体、第一大贸易国。而人民币仅是第五大支付货币、第五大储备货币。从长期来看，人民币国际化是中国经济实力获得世界认可的体现，也是实现中华民族伟大复兴的必经之路。

2023 年以来，受美元加息及国际政治局势影响，人民币汇率持续走低，对人民币的国际化产生负面影响。此外，当前跨国、跨币种支付转账银行网络的核心，环球同业银行金融电讯协会，也是由美国主导。中国试图在以纸币、央行票据为载体，以国际清算银行、环球同业银行金融电讯协会为主导的跨国支付体系中挑战美元的主导地位，难度极大、成效不高。人民币的国际化是一个长久任务，需要不断抓住涌现的契机。本项目组认为，央行数字货币支付系统的开发是稳固人

民币国际地位、促进人民币国际化的一个重要契机。

现有观点普遍认为，数字形式是货币未来的发展方向。而以分布式账本系统为基础搭建的货币系统，能够极大提高跨国支付转账的速度，同时降低成本。相较于纸张人民币，数字人民币具备的核心优点可以概括为，其在行使货币的两大基本职责：流通、储值时具备安全性、便捷性等优势。这些优势若善加利用和推广，可以让其他国家更愿意接受数字形态的人民币作为储备货币。但其劣势也十分明显，现有的数字人民币 DC/EP 系统的设计使得数字人民币的使用在中国人民银行面前不具备匿名性。这是数字人民币国际化中必须解决的一个重要问题。针对这个问题，中国、中国香港、泰国和阿联酋等联合开发了“多边央行数字货币桥”（mBridge）的项目，专门应用于跨境、多币种的支付清算。在普华永道发布的《全球央行数字货币与稳定币指数报告（2022）》中，多边央行数字货币桥项目在批发型央行数字货币指数中排名全球首位。

近年来，中国与沙特等海湾国家就构建能源立体合作新格局达成了多项合作协议。其中关键的一环是，开展油气贸易的人民币结算。中国和巴西在纸浆贸易中首次实现人民币全流程闭环交易，成为人民币国际化迈入新纪元的一个重要里程碑。近日，中国人民银行召开提升境外来华人员支付服务水平工作动员部署会。会议聚焦境外来华人员支付需求，要求各有关单位全面总结北京冬奥会、成都大运会、杭州亚运会等重大赛事支付服务保障工作经验，通过数字人民币、境外银联卡等，丰富境外来华人员支付服务。这些战略布局，都在不断加强人民币未来在国际货币支付体系中的重要性。

数字人民币的喜人进展，与中国强大的数字支付“基础设施”相得益彰。数字形式有望成为人民币国际化的新蓝海，助力中国经济的高质量发展。但需要注意的是，人民数字化和国际化都不宜过快，以免造成金融体系的系统性风险。现阶段数字人民币的试点大多集中在零售领域，涉及到的信息敏感性不高。但随着改革试点的深入，如何安全、有效地储存和处理相关数据，是仍待解决的一个关键问题。人民币的国际化方面，历史经验告诉我们，一旦有国家试图挑战美元的国际货币霸权地位，必然招致美国的大力反击。在央行数字货币领域，美国赶超

的野心和维持美元霸权地位的目的昭然若揭。而欧盟、加拿大、日韩、印度等央行，以及 SWIFT 和 BIS 等国际机构，也均纷纷加快对央行数字货币及以其为基础的跨境支付系统的研发，各国已正式进入多边合作与竞争阶段。因此，我国更应当稳扎稳打、维持力度、深化改革，保持中国在数字支付领域的国际领先地位。

第三章 主要经济指标增速预测

中国作为最大的发展中国家以及第二大经济体，其经济增速备受各国关注且难以准确预测。本部分创新性的结合新古典增长模型和经济周期模型，通过将经济增速分解为趋势性部分和周期性部分，给出具有学理性的预测结果。对于经济增速的趋势性部分，我们假设美国处于技术前沿，中国处于技术追赶阶段，中国的经济增速趋势随着中国逐渐接近技术前沿而产生结构性变化。对于经济周期性部分，我们假设中国经济增速的波动可经济周期模型刻画，中国经济增速的波动项可转化为向量自回归过程。同时，得益于向量自回归过程便于分析外生冲击的影响，我们给出了不同情景下的预测结果，从而对分析经济运行的合理区间或有启发。

一、基准情景预测

课题组基于上述模型对中国经济增长率和其他关键经济指标进行了预测。在基准情景的预测中，对于内部环境，在充分考虑近期公布的一万亿特别国债政策的基础上，假设明年全年中国的财政赤字率保持今年的水平。对于外部环境，由于经济周期的存在，我们假设今年四季度和明年全年美国的失业率每季度递增0.2%。同时，假设明年的地缘政治风险指数不变。表1报告了2023年与2024年各关键经济指标的实际增长情况和预测结果。

表 1 中国各主要经济指标增速的基准情景预测

	单 位	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2023 全年	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4	2024 全年
GDP	%	4.50	6.30	4.90	5.50	5.30	4.93	4.74	4.81	4.78	4.82
消费	%	5.76	10.70	4.23	6.07	6.69	4.76	4.48	4.97	5.40	4.90
投资	%	5.37	4.17	3.23	3.68	4.11	3.69	4.65	5.47	6.25	5.02

出口	%	-1.85	-4.76	-9.85	-8.38	-6.21	-7.45	-7.60	-7.62	-7.72	-7.60
进口	%	-6.97	-6.68	-8.60	-8.24	-7.62	-8.88	-8.76	-8.29	-7.49	-8.36
CPI	%	1.27	0.10	-0.07	0.13	0.36	0.50	0.83	1.12	1.40	0.96
PPI	%	-1.57	-4.53	-3.30	-2.47	-2.97	-1.91	-1.29	-0.72	-0.17	-1.02
GDP 平 减指数	%	0.45	-1.63	-1.16	-0.40	-0.69	0.27	0.87	1.35	1.82	1.08

注：数据来源：WIND、上海财经大学经济学院。该表中 GDP 增长率为实际数据，其他指标均为名义数据。灰底部分的数据为预测数据，其余为实际统计数据；预测数据根据截至 2023 年 10 月 18 日所发布的数据；参数估计使用的数据区间为 2000 年 Q1 至 2023 年 Q3。表中的增长率均为当季同比增长率。

回顾 2023 年的前三个季度，多重冲击下的中国宏观经济增长开始复苏，但前进动力不足。2023 年的第一季度受新冠疫情的高感染率影响，GDP 增速为 4.5%，略低于目标增速。第二季度和第三季度的 GDP 增速分别为 6.3%和 4.9%，高于增速目标或在增速目标附近。但结合 2022 年的低基数，从两年平均来看，第二季度和第三季度的 GDP 增速仅为 3.4%和 4.4%。另外，前三季度中国经济增长的风险还体现于进出口规模的快速下滑，以及长久未出现的通货紧缩风险。

展望 2023 年四季度和 2024 年全年，中国经济在多重冲击后有望继续保持韧性并进一步复苏，重回高质量发展的大趋势。尽管前三季度中国经济的总量增速缓慢，但经济结构持续优化。党和政府出台了一系列短期和长期并重的经济政策，增强市场信心，因此，过去负向冲击的影响将进一步褪去，经济将逐步恢复至高质量发展的上升通道中。我们预计 2024 年全年 GDP 增速在 4.8%左右，并于 2024 年第二季度开始脱离通货紧缩风险。

二、情景分析一：财政政策力度变化

2.1 积极情景：内需拉动——积极的财政政策再发力，财政赤字率维持高位

课题组基于中央政府采取了一系列措施以化解地方政府债务风险的实际情

况，计算了地方政府债务风险处置顺利、中央政府有更多资金用于刺激经济的假设情景下的宏观经济预测。在计算中，我们课题组假设，从 2024 年第二季度开始增加政府支出，全年财政赤字率提升至 4% 左右。其他设定与基准情景一致。下表报告了该积极情景下 2023 年与 2024 年各关键经济指标的实际增长情况和预测结果。在此假设的情景下，财政支出及其乘数效应促使总需求增加，消费、投资和价格均略高于基准情景。课题组预测该情景下 GDP 增速为 4.98%，比基准情景高 0.16 个百分点。

表 2 中国各主要经济指标增速的积极情景预测：内需拉动（财政支出增加）

	单位	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2023 全年	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4	2024 全年
GDP	%	4.50	6.30	4.90	5.50	5.30	4.93	4.95	5.00	5.02	4.98
消费	%	5.76	10.70	4.23	6.07	6.69	4.76	4.89	5.34	6.08	5.27
投资	%	5.37	4.17	3.23	3.68	4.11	3.69	4.55	5.72	7.09	5.26
出口	%	-1.85	-4.76	-9.85	-8.66	-6.28	-9.13	-9.21	-9.02	-9.04	-9.10
进口	%	-6.97	-6.68	-8.60	-8.68	-7.73	-7.34	-6.06	-5.14	-4.39	-5.73
CPI	%	1.27	0.10	-0.07	0.13	0.36	0.50	0.95	1.37	1.74	1.14
PPI	%	-1.57	-4.53	-3.30	-2.56	-2.99	-1.80	-1.10	-0.62	-0.29	-0.95
GDP 平减指数	%	0.45	-1.63	-1.16	-0.40	-0.69	0.27	0.89	1.40	1.83	1.10

注：数据来源：WIND、上海财经大学经济学院。该表中 GDP 增长率为实际数据，其他指标均为名义数据。灰底部分的数据为预测数据，其余为实际统计数据；预测数据根据截至 2023 年 10 月 18 日所发布的数据；参数估计使用的数据区间为 2000 年 Q1 至 2023 年 Q3。表中的增长率均为当季同比增长率。

2.2 消极情景：内需不足——地方政府债务风险爆发，财政支出大幅下降

课题组基于对地方政府债务潜在风险较高、地方政府付息压力较大的现状，计算了地方政府债务风险爆发的假设情景下的宏观经济预测。在该情景中，我们课题组假设，从 2024 年第二季度开始，中央及地方政府总计减少 2000 亿财政支出用于偿还债务。其他设定与基准情景一致。下表报告了该消极情景下 2023 年与 2024 年各关键经济指标的实际增长情况和预测结果。在此假设的情景下，财政支出的大幅下降进一步恶化了需求不足，价格回升更慢，消费和投资的增速更低，最终将使全年的 GDP 增速低于 4.7%，相对于基准情景降低 0.16 个百分点。

表 3 中国各主要经济指标增速的消极情景预测：内需不足（财政支出减少）

	单 位	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2023 全年	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4	2024 全年
GDP	%	4.50	6.30	4.90	5.50	5.30	4.93	4.53	4.63	4.54	4.66
消费	%	5.76	10.70	4.23	6.07	6.69	4.76	4.08	4.61	4.73	4.55
投资	%	5.37	4.17	3.23	3.68	4.11	3.69	4.75	5.21	5.41	4.77
出口	%	-1.85	-4.76	-9.85	-8.45	-6.23	-8.80	-8.73	-7.64	-6.86	-8.01
进口	%	-6.97	-6.68	-8.60	-8.35	-7.65	-6.89	-6.55	-7.21	-7.81	-7.12
CPI	%	1.27	0.10	-0.07	0.13	0.36	0.50	0.72	0.88	1.07	0.79
PPI	%	-1.57	-4.53	-3.30	-2.50	-2.98	-1.71	-0.91	-0.39	0.11	-0.73
GDP 平 减指数	%	0.45	-1.63	-1.16	-0.40	-0.69	0.27	0.84	1.29	1.82	1.06

注：数据来源：WIND、上海财经大学经济学院。该表中 GDP 增长率为实际数据，其他指标均为名义数据。灰底部分的数据为预测数据，其余为实际统计数据；预测数据根据截至 2023 年 10 月 18 日所发布的数据；参数估计使用的数据区间为 2000 年 Q1 至 2023 年 Q3。表中的增长率均为当季同比增长率。

三、情景分析二：外部竞争格局变化

3.1 积极情景：外部竞争缓解——美国经济超预期衰退，失业率快速回升

课题组基于对美国经济衰退风险不容忽视的现状，计算了美国经济超预期衰退的假设情景下的宏观经济预测。在计算中，我们课题组假设，美国的失业率由2023年第三季度的3.8%快速回升，2024年第一季度回升至4.5%，2024年第二季度上升至5%，2024年的第三季度和第四季度为5.5%。其他设定与基准情景一致。下表报告了该积极情景下2023年与2024年各关键经济指标的实际增长情况和预测结果。在此假设的情景下，投资和进出口受到的冲击更大，消费则变化不大。课题组预计全年的GDP增速为4.95%，相对于基准情景增加0.13个百分点。

表 4 中国各主要经济指标增速的积极情景预测：外部竞争缓解（美国经济超预期衰退）

	单 位	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2023 全年	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4	2024 全年
GDP	%	4.50	6.30	4.90	5.50	5.30	4.99	4.86	5.00	4.96	4.95
消费	%	5.76	10.70	4.23	6.07	6.69	4.84	4.66	5.33	5.88	5.18
投资	%	5.37	4.17	3.23	3.68	4.11	4.01	5.38	6.66	7.61	5.92
出口	%	-1.85	-4.76	-9.85	-8.38	-6.21	-6.98	-6.81	-6.41	-6.37	-6.64
进口	%	-6.97	-6.68	-8.60	-8.24	-7.62	-8.92	-8.58	-7.65	-6.18	-7.83
CPI	%	1.27	0.10	-0.07	0.13	0.36	0.49	0.81	1.10	1.38	0.95
PPI	%	-1.57	-4.53	-3.30	-2.47	-2.97	-2.08	-1.67	-1.27	-0.65	-1.42
GDP 平	%	0.45	-1.63	-1.16	-0.40	-0.69	0.24	0.81	1.27	1.79	1.03

减指数											
-----	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

注：数据来源：WIND、上海财经大学经济学院。该表中 GDP 增长率为实际数据，其他指标均为名义数据。灰底部分的数据为预测数据，其余为实际统计数据；预测数据根据截至 2023 年 10 月 18 日所发布的数据；参数估计使用的数据区间为 2000 年 Q1 至 2023 年 Q3。表中的增长率均为当季同比增长率。

3.2 消极情景：外部竞争加剧——美国经济超预期强劲，失业率维持当前低位

课题组基于对当前中美大国博弈的现状，计算了美国经济超预期强劲的假设情景下的宏观经济预测。在计算中，我们课题组假设，2023 年第四季度至 2024 年第四季度美国的失业率维持在 2023 年第三季度的低失业率水平。其他设定与基准情景一致。下表报告了该消极情景下 2023 年与 2024 年各关键经济指标的实际增长情况和预测结果。在此假设的情景下，投资和进出口受到的冲击更大，消费则变化不大。课题组预计全年的 GDP 增速为 4.74%，相对于基准情景降低 0.08 个百分点。

表 5 中国各主要经济指标增速的消极情景预测：外部竞争加剧（美国经济超预期强劲）

	单 位	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2023 全年	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4	2024 全年
GDP	%	4.50	6.30	4.90	5.50	5.30	4.90	4.68	4.71	4.65	4.74
消费	%	5.76	10.70	4.23	6.07	6.69	4.73	4.40	4.80	5.11	4.76
投资	%	5.37	4.17	3.23	3.68	4.11	3.56	4.31	4.85	5.33	4.51
出口	%	-1.85	-4.76	-9.85	-8.38	-6.21	-7.64	-8.00	-8.27	-8.70	-8.15
进口	%	-6.97	-6.68	-8.60	-8.24	-7.62	-8.86	-8.82	-8.57	-8.12	-8.59
CPI	%	1.27	0.10	-0.07	0.13	0.36	0.51	0.84	1.14	1.42	0.98
PPI	%	-1.57	-4.53	-3.30	-2.47	-2.97	-1.84	-1.11	-0.43	0.20	-0.80

GDP 平 减指数	%	0.45	-1.63	-1.16	-0.40	-0.69	0.28	0.90	1.39	1.87	1.11
--------------	---	------	-------	-------	-------	-------	------	------	------	------	------

注：数据来源：WIND、上海财经大学经济学院。该表中 GDP 增长率为实际数据，其他指标均为名义数据。灰底部分的数据为预测数据，其余为实际统计数据；预测数据根据截至 2023 年 10 月 18 日所发布的数据；参数估计使用的数据区间为 2000 年 Q1 至 2023 年 Q3。表中的增长率均为当季同比增长率。

四、情景分析三：地缘政治压力变化

4.1 积极情景：供给侧改善——地缘政治风险下降

课题组基于世界各主要国家干预和调解地缘政治冲突的现实可能性，计算了地缘政治风险下降，全球供应链稳步改善的假设情景下的宏观经济预测。在计算中，我们课题组假设，2023 年第四季度至 2024 年第四季度的地缘政治风险指数比其在 2023 年第三季度的水平低一个标准差。其他设定与基准情景一致。下表报告了该积极情景下 2023 年与 2024 年各关键经济指标的实际增长情况和预测结果。在此假设的情景下，消费大幅提升，但投资和进出口都有所下降。课题组预计全年的 GDP 增速为 5.18%，相对于基准情景增加 0.36 个百分点。

表 6 中国各主要经济指标增速的积极情景预测：供给侧改善（地缘政治风险下降）

	单 位	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2023 全年	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4	2024 全年
GDP	%	4.50	6.30	4.90	5.50	5.30	5.17	5.14	5.23	5.19	5.18
消费	%	5.76	10.70	4.23	6.07	6.69	5.41	5.44	6.07	6.56	5.87
投资	%	5.37	4.17	3.23	3.68	4.11	2.84	3.43	3.87	4.40	3.64
出口	%	-1.85	-4.76	-9.85	-8.38	-6.21	-9.41	-10.70	-11.38	-11.63	-10.78
进口	%	-6.97	-6.68	-8.60	-8.24	-7.62	-11.52	-12.71	-12.10	-10.87	-11.80

CPI	%	1.27	0.10	-0.07	0.13	0.36	0.57	0.99	1.39	1.74	1.17
PPI	%	-1.57	-4.53	-3.30	-2.47	-2.97	-2.09	-1.48	-0.67	0.17	-1.02
GDP 平 减指数	%	0.45	-1.63	-1.16	-0.40	-0.69	0.36	1.12	1.80	2.43	1.43

注：数据来源：WIND、上海财经大学经济学院。该表中 GDP 增长率为实际数据，其他指标均为名义数据。灰底部分的数据为预测数据，其余为实际统计数据；预测数据根据截至 2023 年 10 月 18 日所发布的数据；参数估计使用的数据区间为 2000 年 Q1 至 2023 年 Q3。表中的增长率均为当季同比增长率。

4.2 消极情景：供给侧恶化——地缘政治风险进一步加剧

课题组基于当前俄乌冲突和巴以冲突可能转变为更激烈冲突的现状，计算了地缘政治风险加剧的假设情景下的宏观经济预测。在计算中，我们课题组假设，2023 年第四季度至 2024 年第四季度的地缘政治风险指数比其在 2023 年第三季度的水平高一个标准差。其他设定与基准情景一致。下表报告了该消极情景下 2023 年与 2024 年各关键经济指标的实际增长情况和预测结果。当全球供应链压力上升时，中国政府将需要更多资金用于国家安全相关投资，家庭则因对未来收入的悲观预期而降低消费，在下表的数据中体现为消费相对于基准情景的大幅下降，以及投资相对于基准情景的大幅提升。课题组预计全年的 GDP 增速为 4.45%，相对于基准情景降低 0.37 个百分点。

表 7 中国各主要经济指标增速的消极情景预测：供给侧恶化（地缘政治风险上升）

	单位	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2023 全年	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4	2024 全年
GDP	%	4.50	6.30	4.90	5.50	5.30	4.68	4.35	4.40	4.38	4.45
消费	%	5.76	10.70	4.23	6.07	6.69	4.12	3.54	3.89	4.26	3.95
投资	%	5.37	4.17	3.23	3.68	4.11	4.52	5.85	7.04	8.07	6.37

出口	%	-1.85	-4.76	-9.85	-8.38	-6.21	-5.53	-4.56	-3.93	-3.87	-4.47
进口	%	-6.97	-6.68	-8.60	-8.24	-7.62	-6.29	-4.87	-4.54	-4.17	-4.97
CPI	%	1.27	0.10	-0.07	0.13	0.36	0.44	0.68	0.87	1.07	0.77
PPI	%	-1.57	-4.53	-3.30	-2.47	-2.97	-1.73	-1.10	-0.77	-0.51	-1.03
GDP 平 减指数	%	0.45	-1.63	-1.16	-0.40	-0.69	0.19	0.62	0.90	1.22	0.73

注：数据来源：WIND、上海财经大学经济学院。该表中 GDP 增长率为实际数据，其他指标均为名义数据。灰底部分的数据为预测数据，其余为实际统计数据；预测数据根据截至 2023 年 10 月 18 日所发布的数据；参数估计使用的数据区间为 2000 年 Q1 至 2023 年 Q3。表中的增长率均为当季同比增长率。

五、总结

本部分课题组结合新古典增长理论和经济周期理论，建立结构模型预测了中国 2023 年四季度至 2024 年四季度的宏观经济运行状况。下表总结了包括基准情景的不同情景下，2024 年各主要经济变量的预测结果。

由预测结果，我们发现：第一，中国 2024 年的 GDP 增长率大概率位于 4.5 至 5.2 的区间，消费和投资的增长率在 5% 左右但波动更大，CPI 和 GDP 平减指数将维持正值，通货紧缩风险大幅降低。第二，与美国经济波动对中国经济的影响相比，中国自身的政策选择可能具有更大影响。第三，全球地缘政治风险对中国经济具有潜在较大影响。

值得注意的是，以上各预测结果均是基于单一情景假设所进行的探讨，并没有深入探讨多个情景相互叠加的影响。原因在于，本课题组关注的假设情景之间具有较强的相互独立性，地方政府债务、美国失业率以及地缘政治冲突三者之间不存在必然的关联，因此，复杂情景下的宏观变量增速可以由多个简单情景的结果直接叠加计算。

基于本部分的结论，我们针对宏观经济增长目标设定及政策提出以下建议：

第一，设立合理的目标经济增速区间，且该增速区间应围绕中国的潜在增速趋势，不宜过低，引导中国经济走上高质量发展的路径。第二，在经济增速低于潜在增速时，实施积极的货币与财政政策能有效应对当前中国经济面临的短期负面冲击。第三，更大力度的发挥中国的大国影响力，推动全球地缘政治紧张局势降温，可能是中国与多方实现共赢的战略选择。

第四章 以新一轮全面深化改革为高质量发展注入新动力

党的十一届三中全会开启了我国改革开放和社会主义现代化建设的历史新时期。自此以后，历届三中全会都聚焦于如何深化改革、扩大开放的相关议题。党的十八届三中全会通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，对全面深化改革进行了部署，总目标是完善和发展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。2022年12月召开的中央经济工作会议在部署2023年经济工作时，明确提出“谋划新一轮全面深化改革”。人们对党的二十届三中全会抱有很大的期待。

习近平总书记强调，新时代坚持和发展中国特色社会主义，根本动力仍然是全面深化改革。当前，我国发展面临新的战略机遇、新的战略任务、新的战略阶段、新的战略环境，更加有效地应对各种风险和挑战、形成引领高质量发展的体制机制和发展方式，根本出路还是在于坚持全面深化改革，在新一轮全面深化改革中提振经济发展信心、提升资源配置效率、激发创新发展动力，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴提供基本保障和强大动力。

一、新一轮全面深化改革应将法治建设摆在重要位置，不断建设法治的市场经济，提振民营经济发展信心。

法治改革与法治建设具有全局性、关键性、战略性意义，是国家治理体系和治理能力现代化的重要基石。在全部领域的改革中，法治改革先行是其他领域改革能够规范有序实施、最终实现改革目标的重要保障。没有一个良好的法治环境，市场经济无法长期良好运行，建立现代市场经济体制，需要完善法治。在全面深化改革的大局中，迫切需要以法治凝聚市场化改革力量，以此形成“自上而下、自下而上”上下联动的改革势态以及最大公约数的改革共识。

法治，很重要的作用是稳定信心和预期。当前，不少企业特别是民营企业存在信心不足、预期不稳等问题。具体经营层面，面临订单减少、经营成本上涨、应收账款增加、利润下滑甚至亏损、资金链断裂等困境，战略收缩甚至躺平现象大量出现；制度环境层面，市场准入、产权保护等问题仍然突出，针对民营企业

的隐性壁垒依然大量存在，民营企业制度性交易成本偏高；舆论环境层面，民营经济近些年来时常会遭遇一些非议、限制甚至打击，尽管有鼓励民营经济的政策出台，但负面舆情还是周期性出现，许多民营企业感到困惑迷茫。

针对以上问题，很关键的就是要进一步推进基于法治的市场经济建设，营造法治化、市场化的良好营商环境，大力提振民营企业信心，提升未来发展预期。

建议：

一是提高民营经济的法律地位。在梳理总结过去三年多来《优化营商环境条例》实施所取得丰富经验的基础上，从国家层面研究制定新时期促进民营经济高质量发展的专门法律法规，以国家立法的形式进一步明确民营经济的政治经济属性，进一步提高民营经济的法律地位，对民营经济的市场进入、生产经营、投资保护、退出维护等全生命成长周期做出明确规定，为民营经济高质量发展提供强有力的法治保障。

二是营造公平竞争的制度环境。公平竞争是市场经济的内在要求，只有拆除了“玻璃门”“弹簧门”，企业家的才能、优化重组生产要素的能力、冒险精神、开拓精神和拼搏精神等才能充分迸发出来。要全面清理和修订违反公平竞争市场规则的法律和政策规定，在生产要素获取、准入许可、政府采购和招投标等方面对各类所有制企业平等对待，破除制约民营企业的各类障碍和隐性壁垒，全面落实竞争中性和所有制中立原则。

三是优化民营经济的舆论环境。探索建立民营企业社会责任评价体系和激励机制，引导民营企业积极履行社会责任，鼓励民营企业做到富而有责、富而有义、富而有爱，展现良好形象，更好与舆论互动。大力宣传民营企业和民营企业先进典型，培育和弘扬新时代企业家精神，从法律上对企业家应有的政治荣誉和社会地位给予保障，让他们对未来有稳定的预期，激发干事创业的内生动力，成为推进中国式现代化和经济高质量发展的生力军。

二、新一轮全面深化改革应坚持以经济建设为中心，正确处理政府与市场的关系，大力提升资源配置效率。

高质量发展是以人民为中心的发展，满足人民日益增长的美好生活需要，离

不开丰富、充分的物质基础，需要有更高水平的生产力和经济发展基础来提供有力支撑。这就决定了我国新一轮全面深化改革仍然要坚持以经济建设为中心，坚持以供给侧结构性改革为主线，通过一系列改革措施正确处理好政府和市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用，更好发挥政府作用，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革，在继续推动发展的基础上，要着力解决好发展不平衡不充分问题，努力使经济发展的成果更好地惠及最广大人民群众，更好地推动人的全面发展和社会的全面进步。

使市场在资源配置中起决定性作用与更好发挥政府作用，二者是有机统一的，不是相互否定的，不能把二者割裂开来、对立起来。中国作为一个转型经济体，政府与市场的最优结合点及其结合方式并非也不应是一成不变的。考虑到市场和政府这两种资源配置方式均有可能会出现“失灵”，因此伴随经济体制改革的不断推进，改革者、决策者需要适时对政府与市场的关系是否适应新时期社会生产力的发展作出新判断，及时对政府与市场的关系作出适应性调整。当前，全国统一大市场建设对于更新优化政府和市场的关系提出了新的要求。

一是全国统一大市场建设要求进一步厘清政府与市场的边界，其关键是切实收缩政府直接配置资源的边界，以法治的方式推动行政权退出市场领域，压缩政府干预经济活动的空间，并进一步向市场充分放权，切实矫正政府角色错位、越位的问题。特别是要切实降低地方政府设置的商品、资源、要素跨区域流动的壁垒，逐步消除各类商品市场和要素市场的地区分割，从市场局部分割型治理转向全局协同型治理。

二是全国统一大市场建设要求中央政府为市场提供统一、开放、公正、透明、可预期的基础性制度框架，使各地区各部门按照统一的制度标准来执行中央政府的政策，而非出现同一文件不同地区不同部门不同解读，进而出现执行偏差乃至扭曲。当然，在一些具体领域也要防止一刀切，否定地区差异。这里更多讲的是基础性制度，特别是在产权保护、契约执行、市场监管等基础性制度上，应该坚持统一性原则，减少地方自由裁量权空间。

三是全球统一大市场建设要求更好发挥政府在居民收入分配、教育、医疗卫

生、住房、社会保险、社会救济等社会安全网建设中的作用，建立财政转移与农业转移人口市民化相挂钩的动态支持机制，逐步实施非户籍常住人口与户籍人口均等享有基本公共服务的体制机制，促进城乡居民基本公共服务均等化，最大限度地消除居民扩大消费的后顾之忧，进而为全国统一大市场建设提供强大的内需支撑。

三、新一轮全面深化改革应该聚焦创新驱动，坚持教育、科技、人才一体推进，推动高水平科技自立自强。

中国整体上还处于要素驱动向效率驱动、创新驱动转型的半途，创新体系整体效能还不强，政府行政干预过多，创新要素在不同创新主体之间的流动和组合尚不自由、充分，使得创新资源配置分散、重复和低效。政产学研在基础科学创新和应用技术创新中存在角色分工定位不清，导致产出效益不高、成果转化滞后、价值创造低下。反映到经济领域，就是尽管中国产业门类齐整，但是多而不优、大而不强的特征明显，在关键基础材料、核心基础零部件和先进基础工艺等方面对外依存度较大，关键核心技术受制于人，一旦外部环境收紧，就面临“卡脖子”的现象。

基础研究旨在获得基本规律和基本原理，是科技创新的源头。2022年，我国基础研究经费投入在 R&D 经费总投入中的占比仅为 6.57%，远低于主要发达国家 15%以上的普遍水平。核心技术的短板，根源正是在于基础理论研究的落后，对于最源头和最底层的研究没有跟上，无法实现从“0 到 1”的创新突破，更多是追随式的创新应用。当前，基础研究应当成为世界一流大学和高水平研究型大学推进教育、科技、人才一体化的重要发力点，以及深化产教融合，开辟发展新领域新赛道、不断塑造发展新动能新优势的重要支撑点。

一是构建对基础科学研究和原创性探索研究提供长期稳定政策、财务支持的机制，使得一些产出相对不确定但一旦成功将具有较大正外部性的“慢研究”“深研究”和“冷研究”也能够得到稳定、持续的支持，并实施有利于鼓励高校和科研院所研究人员潜心基础研究和创新的学科学术评价体系，推动科技研发领域的松绑放权改革，将科研人员从繁冗的行政性事务中解脱出来，赋予科技领军人才

在技术路线决策、研究经费支配、配套资源调动和科技成果转化等方面的自主决定权，不断优化科技创新生态和制度环境。

二是强化企业科技创新主体地位，提升企业科技创新引领力和全球竞争力。善于运用市场竞争机制激励企业创新投入，通过开放竞争环境的营造培育一批具有一定自主创新能力的创新型领军企业尤其是民营企业，并依托这些企业加强产业技术前瞻性判断和研发路线图研究，发挥企业家精神在颠覆性技术创新方面所具备独特的组织优势与动态能力优势，引领数字化技术、绿色低碳技术等前沿技术创新并推动商业化运用，推动基础固链、技术补链、优化塑链、融合强链，加强立足中国的技术创新与世界的联系纽带。