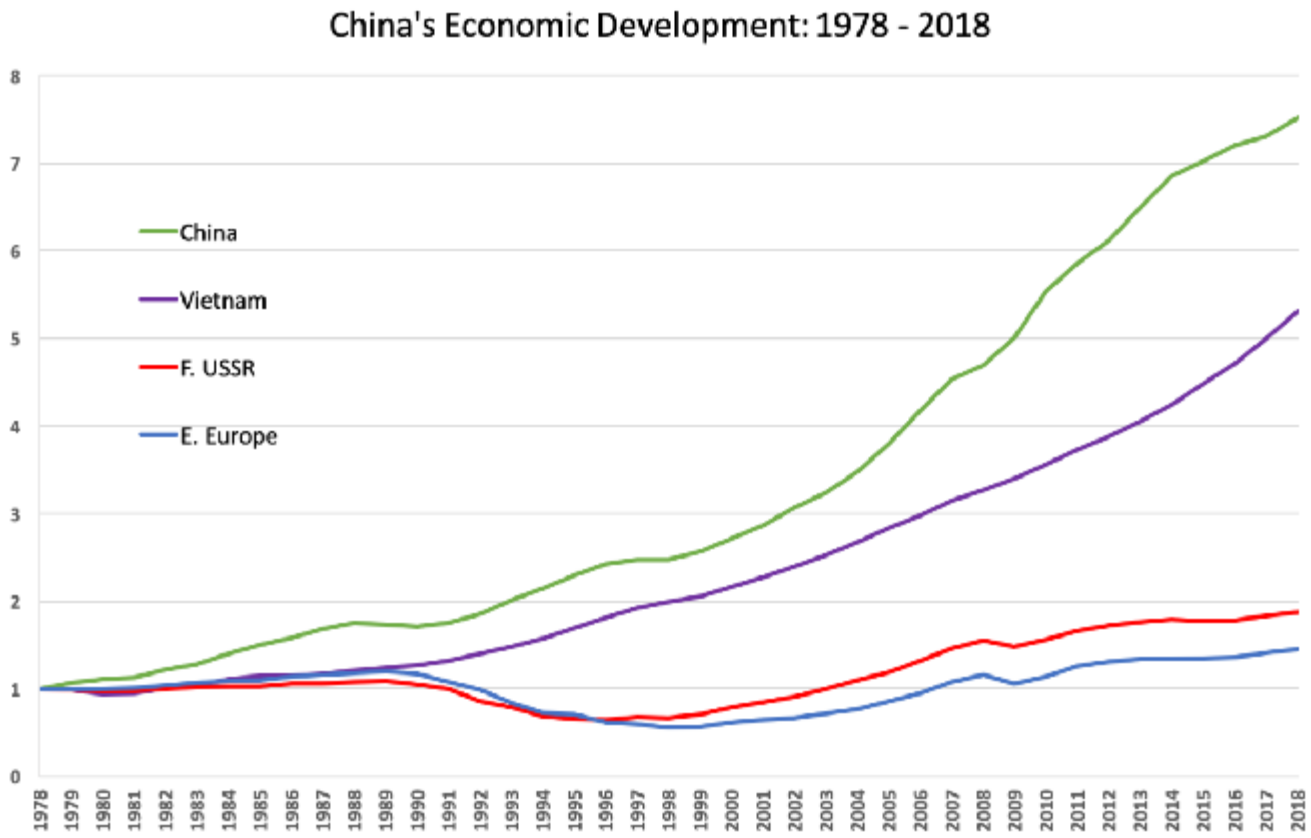
SUSTech Southern University of Science and Technology

中国宏观经济挑战、政策建议争论以及长期结构调整

2023年9月23日

周皓
南方科技大学商学院
清华大学五道口金融学院

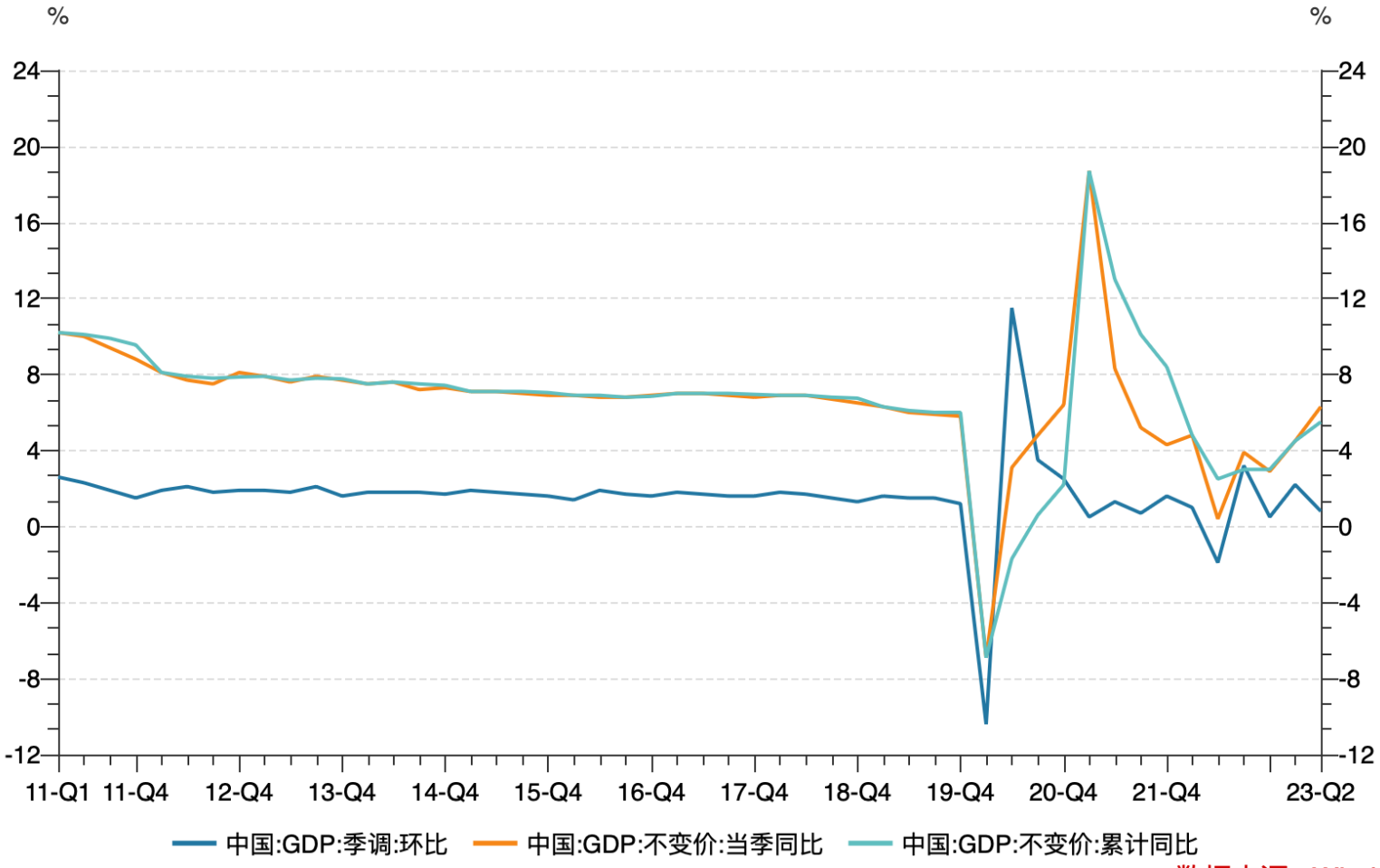
中国四十年改革开放和经济增长



Source: Maddison Project Database 2020

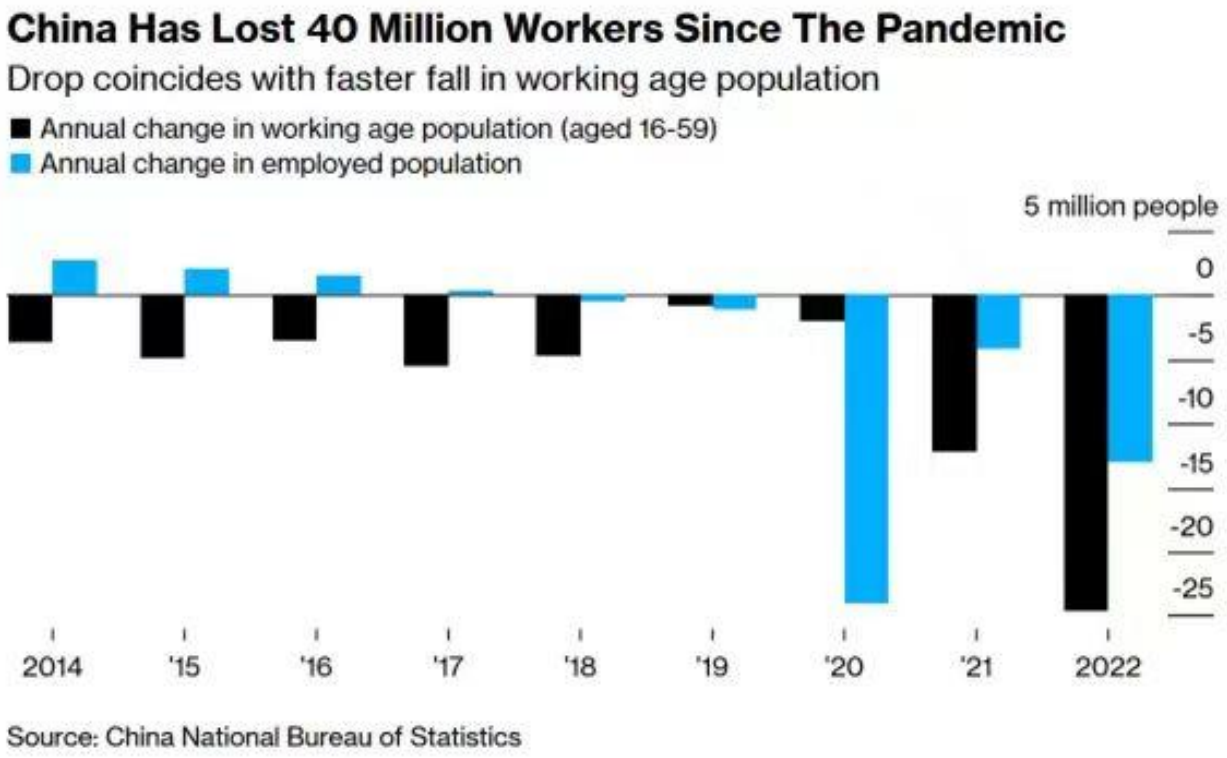
Notes: Extracted the real GDP per capita data for chosen regions and standardized using the value in the year 1978

经济增长减速

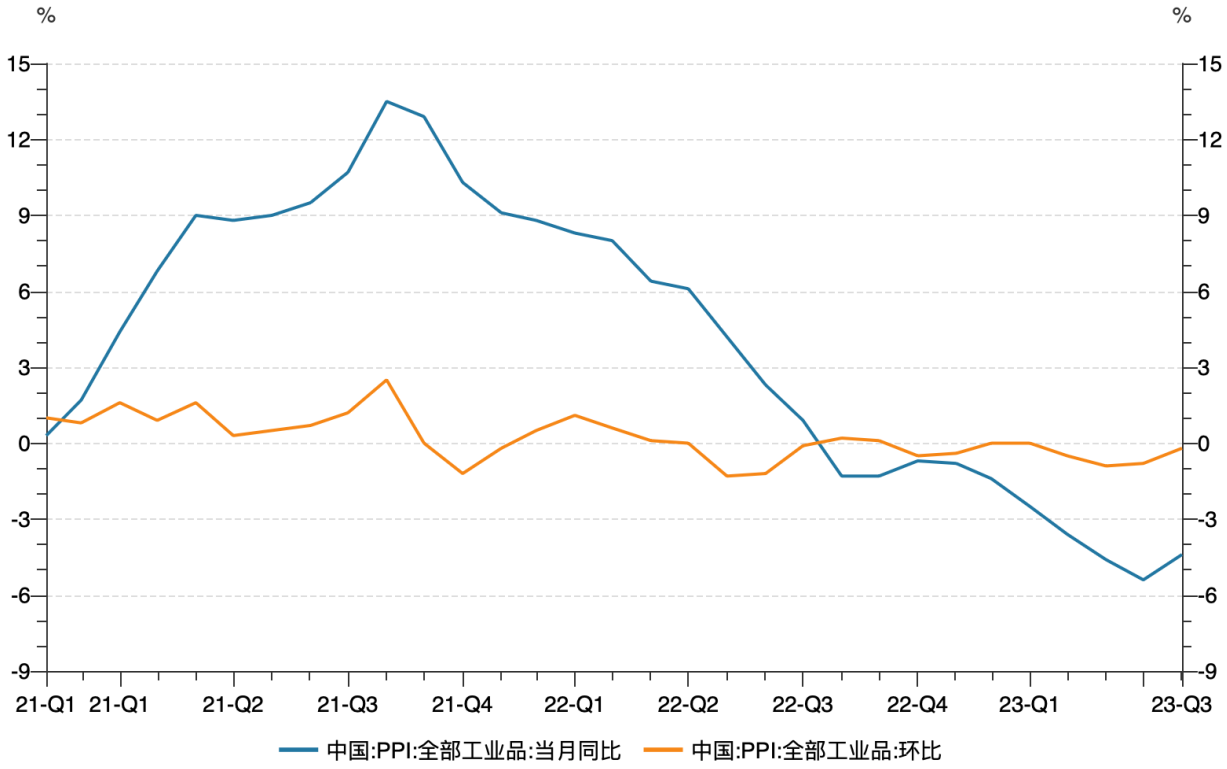


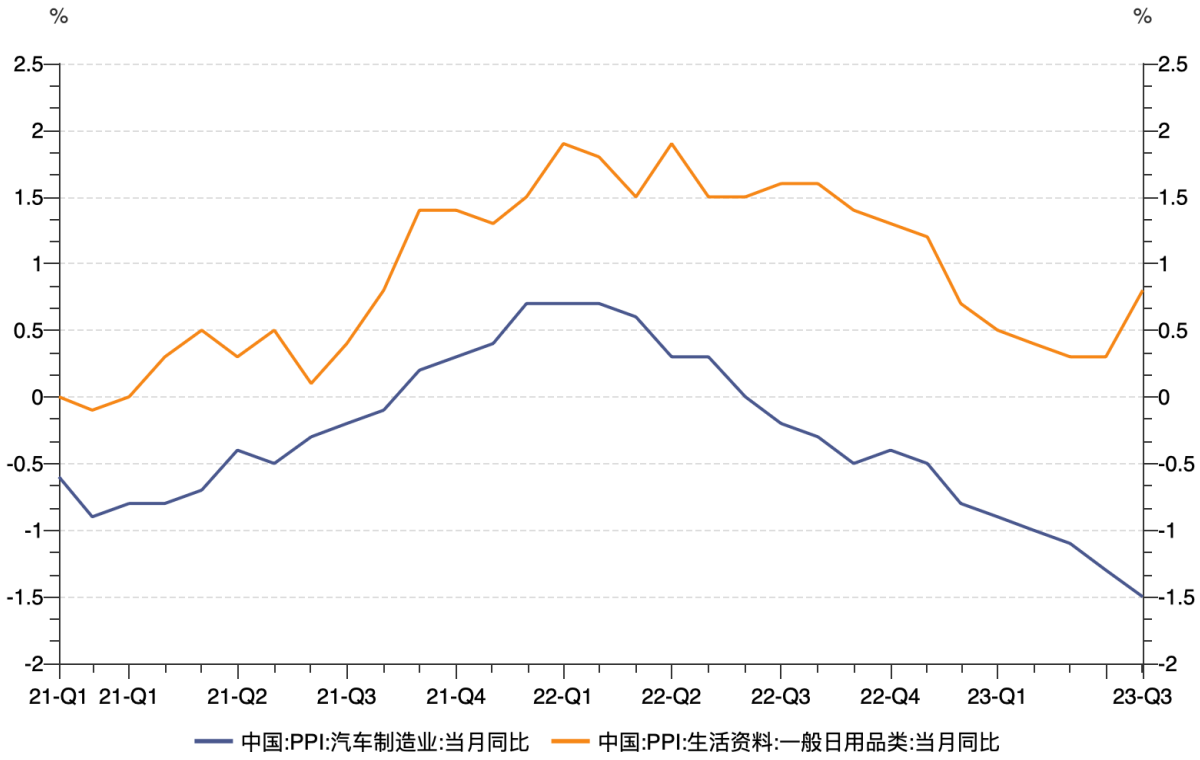
数据来源：Wind

经济下行风险凸显：退休人数增加与青年失业率上升

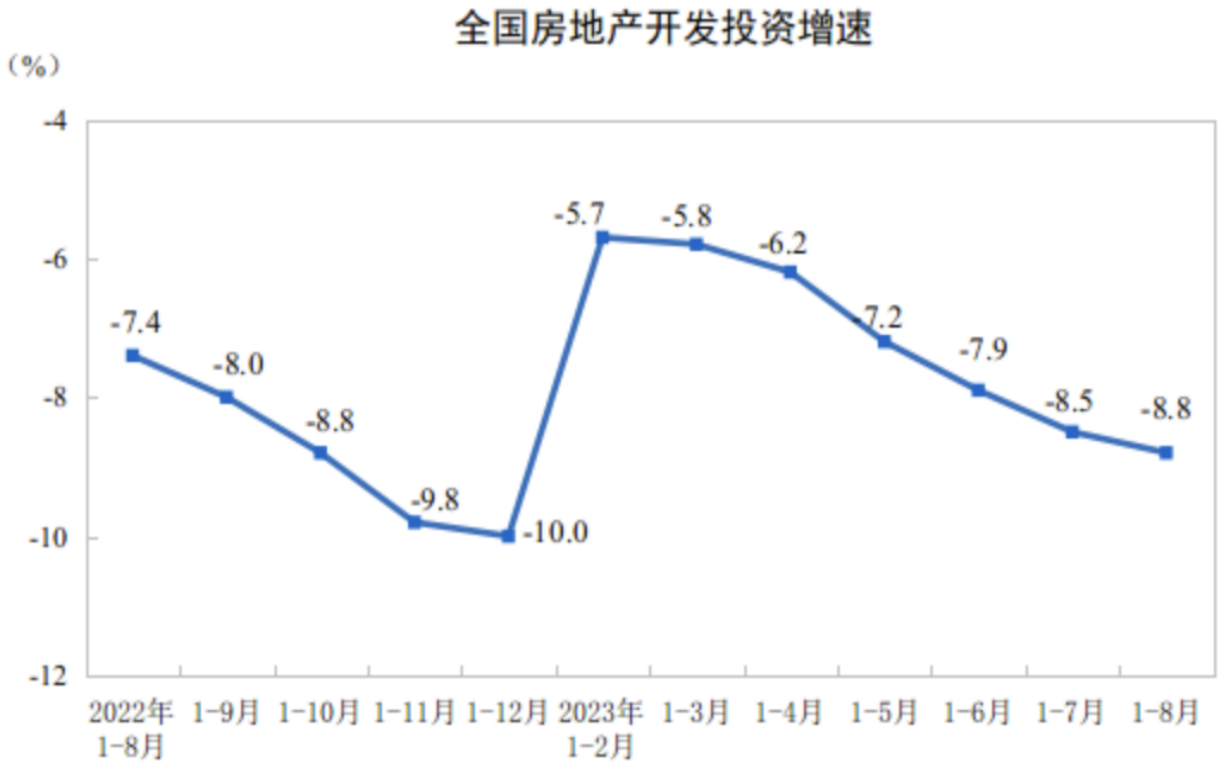


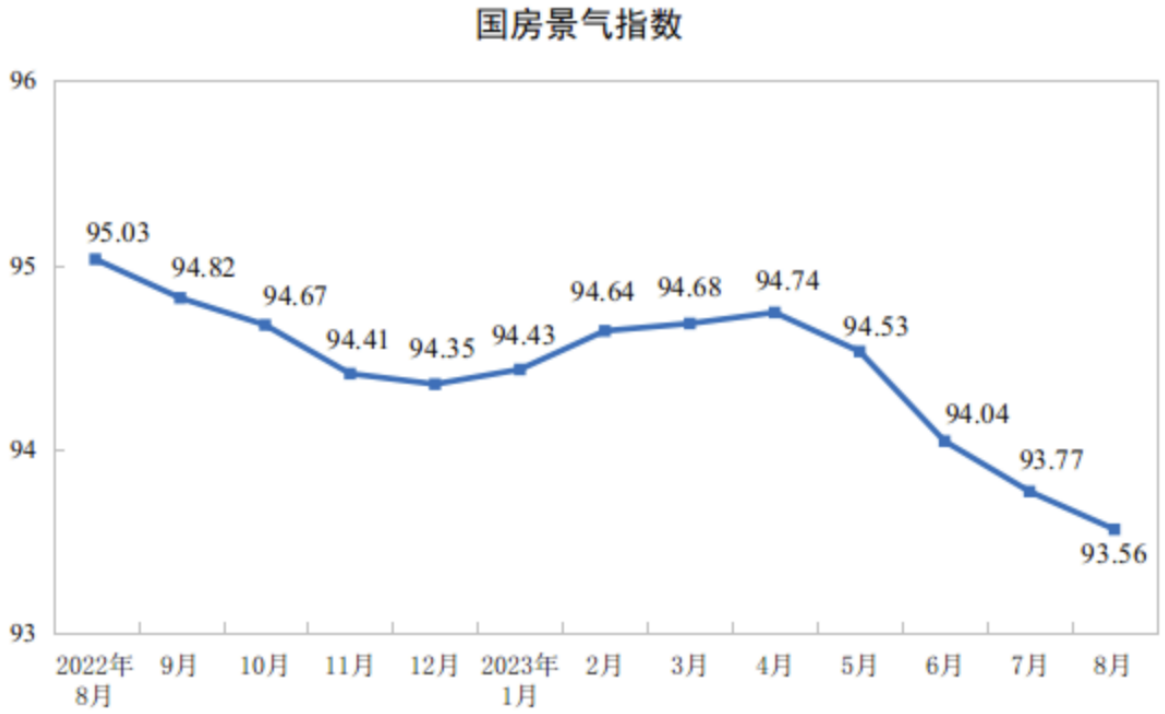
经济下行风险凸显：PPI负增长



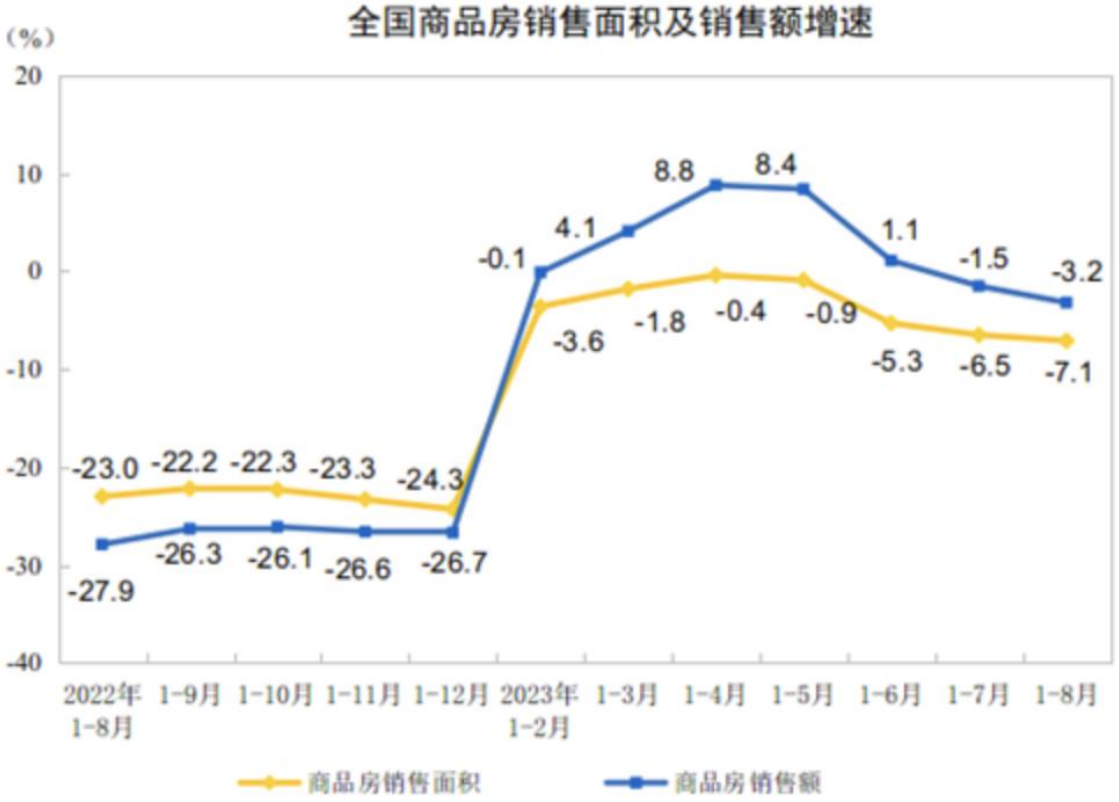


经济下行风险凸显：开发投资持续下滑

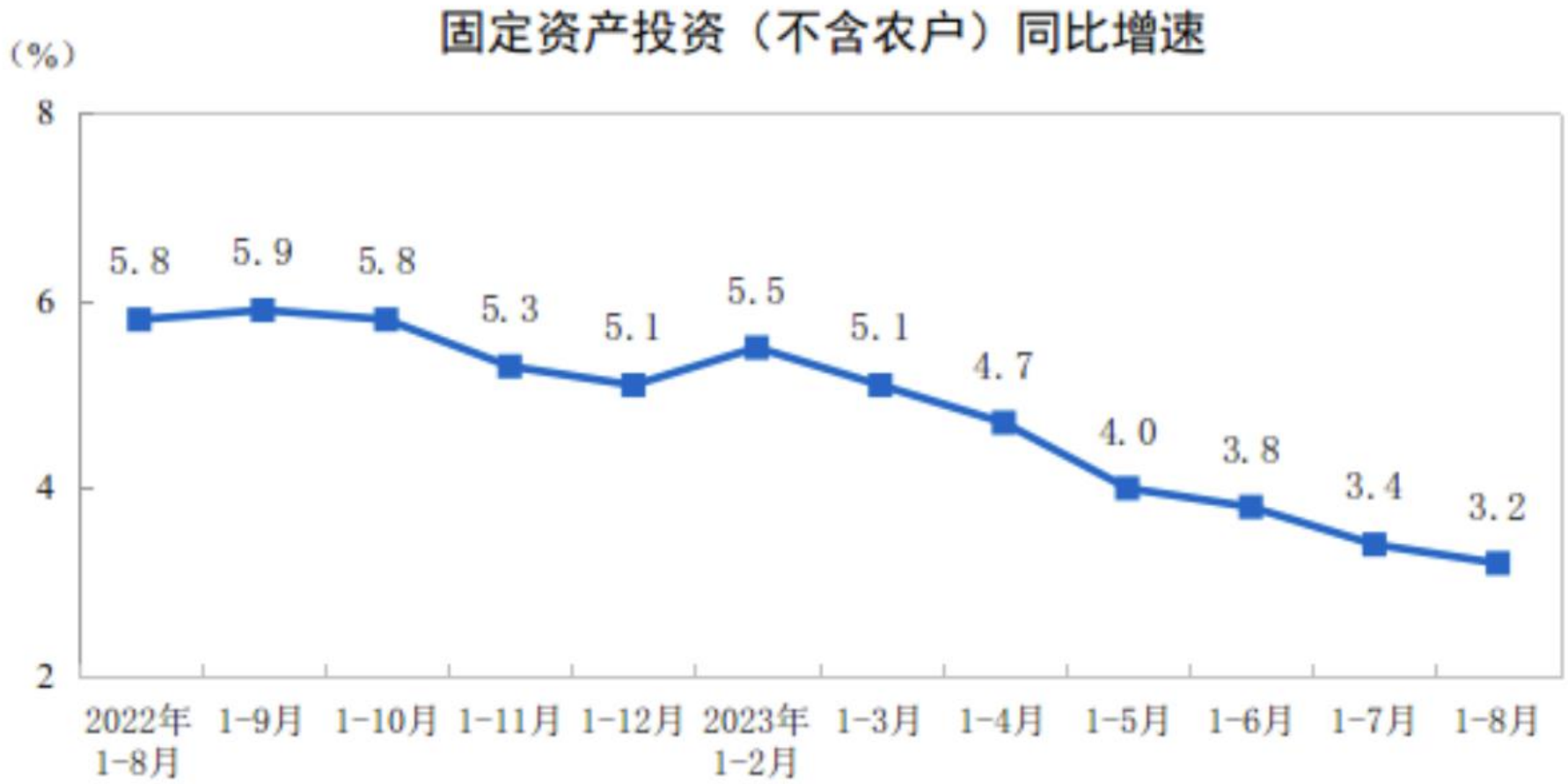




经济下行风险凸显：销售未见好转

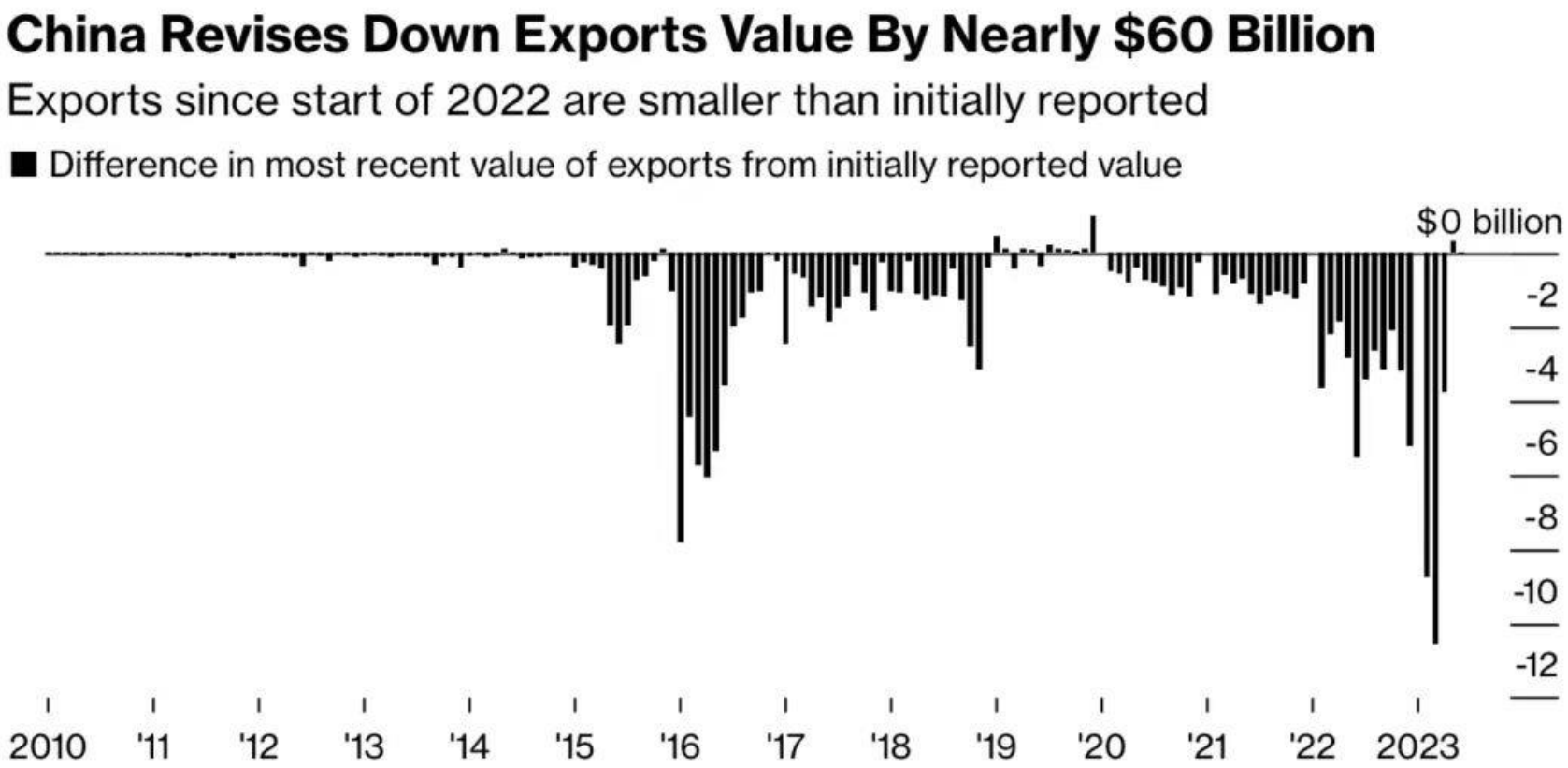


经济下行风险凸显：刺激民间投资



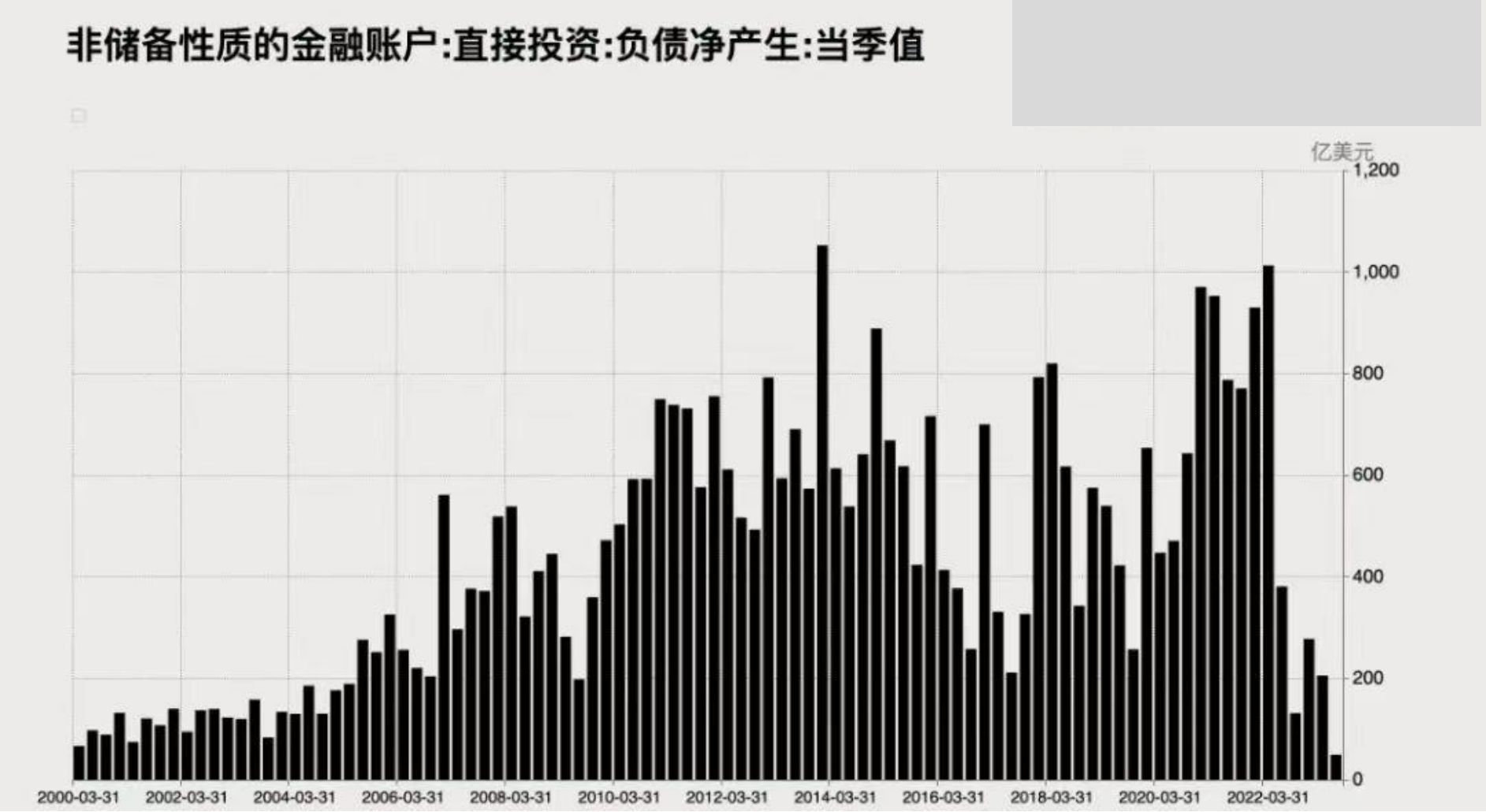
居民消费意愿仍较低： M2-M1

出口数据下修



Source: ANZ, Bloomberg

外商在华直接投资下滑


非储备性质的金融账户:直接投资:负债净产生:当季值
亿美元
1,200
1,000
800
600
400
200
0
2000-03-31
2002-03-31
2004-03-31
2006-03-31
2008-03-31
2010-03-31
2012-03-31
2014-03-31
2016-03-31
2018-03-31
2020-03-31
2022-03-31

政策出台与落实

- 中央层面：政策出台稳定预期、提振信心
- 国务院：超大特大城市积极稳步推进城中村改造，推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设
- 发改委等：促进大宗消费（汽车、电子产品、家居），积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给
- 商务部等：稳外需，强化贸易促进，优化经营环境，用好自贸协定
- 外汇局：跨境贸易投资便利化政策推广至全国

窗口期：观望情绪浓厚

- 博弈政策利好后，市场仍在磨底，信心仍在低位徘徊
  - 货币政策率先发力（8月15日，MLF和OMO非对称降息; 9月15日，25基点降准），银行保持合理利润和净息差水平（8月20日，5年期不变和1年期降10bp），防范金融风险，更好支持实体经济发展
  - 股票市场受制于人民币汇率贬值（8月28日，印花税减半征收、规范减持、阶段性收紧IPO与降低融资保证金最低比例）
  - 汇率双向波动幅度增大

救助措施：打消疑虑重塑信心

SUSTech Southern University of Science and Technology

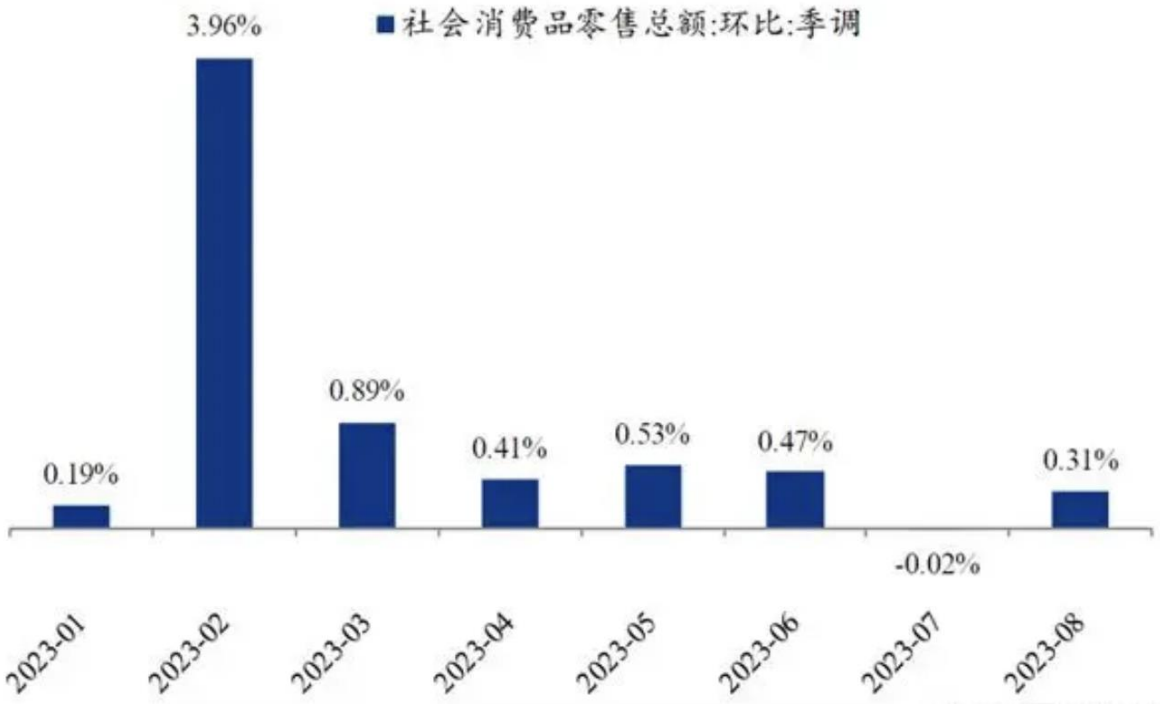
- 主要的救助措施
  - 地方债新一轮置换（7月24日政治局会议提出制定实施一揽子化债方案，再融资债券很快启动，第一批1.5万亿），央行或将设立应急流动性金融工具（SPV））
  - 房地产平稳健康发展
  - 民间投资恢复
- 信心强化的关键
  - 继续推进改革开放，不断解放和发展社会生产力
  - 鼓励、支持、引导非公有制经济发展,充分发挥市场在资源配置中的决定性作用
  - 反对脱钩断链，致力于构建开放型世界经济

政策初步效果

类别	指标	1-2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月
生产（当月同比）	工业增加值	2.4	3.9	5.6	3.5	4.4	3.7	4.5
	服务业生产指数	5.5	9.2	13.5	11.7	6.8	5.7	6.8
消费（当月同比）	社会消费品零售总额	3.5	10.6	18.4	12.7	3.1	2.5	4.6
	商品零售	2.9	9.1	15.9	10.5	1.7	1.0	3.7
	餐饮收入	9.2	26.3	43.8	35.1	16.1	15.8	12.4
投资（累计同比）	固定资产投资	5.5	5.1	4.7	4.0	3.8	3.4	3.2
	房地产投资	-5.7	-5.8	-6.2	-7.2	-7.9	-8.5	-8.8
	制造业投资	8.1	7.0	6.4	6.0	6.0	5.7	5.9
	基建投资（广义）	12.2	10.8	9.8	9.5	10.2	9.4	9.0
出口（当月同比）	出口（美元计价）	-8.1	11.4	7.3	-7.1	-12.4	-14.5	-8.8

短期措施与长期调整的争议

- 消费需要刺激吗？还是应该刺激投资？
  - 短期消费目前是亮点，服务业、旅游业也表现良好，出口是外生决定的
  - 长期消费（汽车、家居、大件电器）和长期消费投资（购买住房）需要刺激
  - 发消费券没有效果
  - （增加收入、比如消减所得税45%至15%，真正改革都是倒逼出来的）



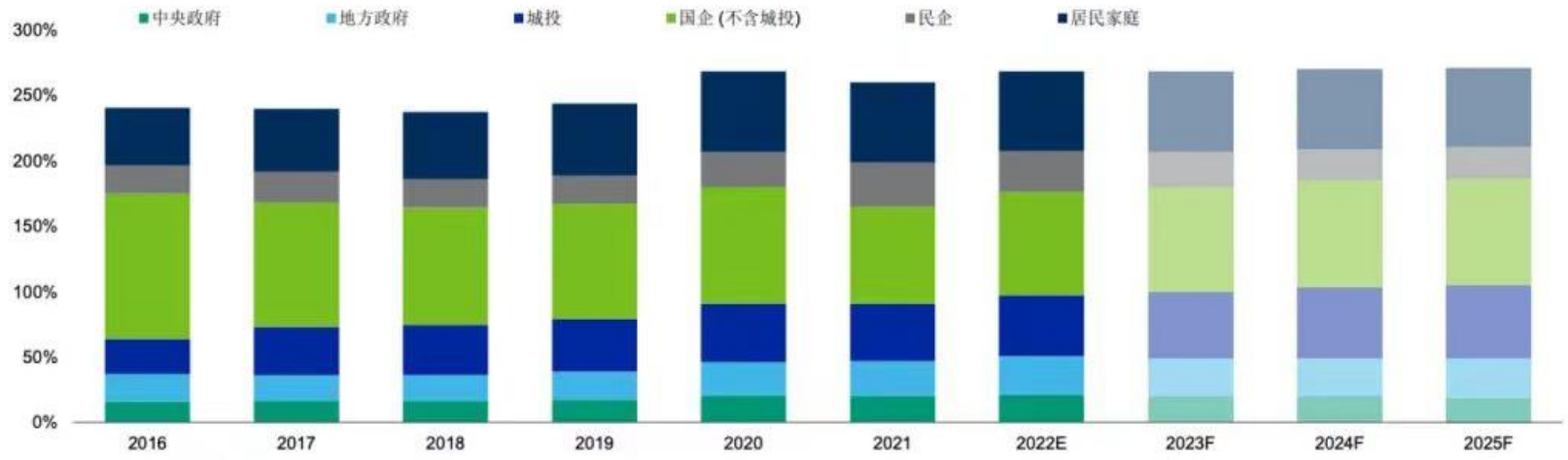
短期措施与长期调整的争议

- 中国经济是否会进入通缩，类似日本失去的二十年?
  - 现在采取短期救助措施和长期改革开放，还来得及
  - 如果不能拯救地方债、房地产和民企投资就会进入通缩
  - 如果进入通缩，中国会比日本失去的二十年更加糟糕
  - （永久中等收入陷阱，阿根廷等例子）

结构性风险点的转折：地方债

- 短期：保障公开市场债券兑付，延长贷款期限，降低再融资成本
- 中长期：城投市场化分类转型，债务显性化
- 债务重组：遵义道桥等
- （汉密尔顿方案）

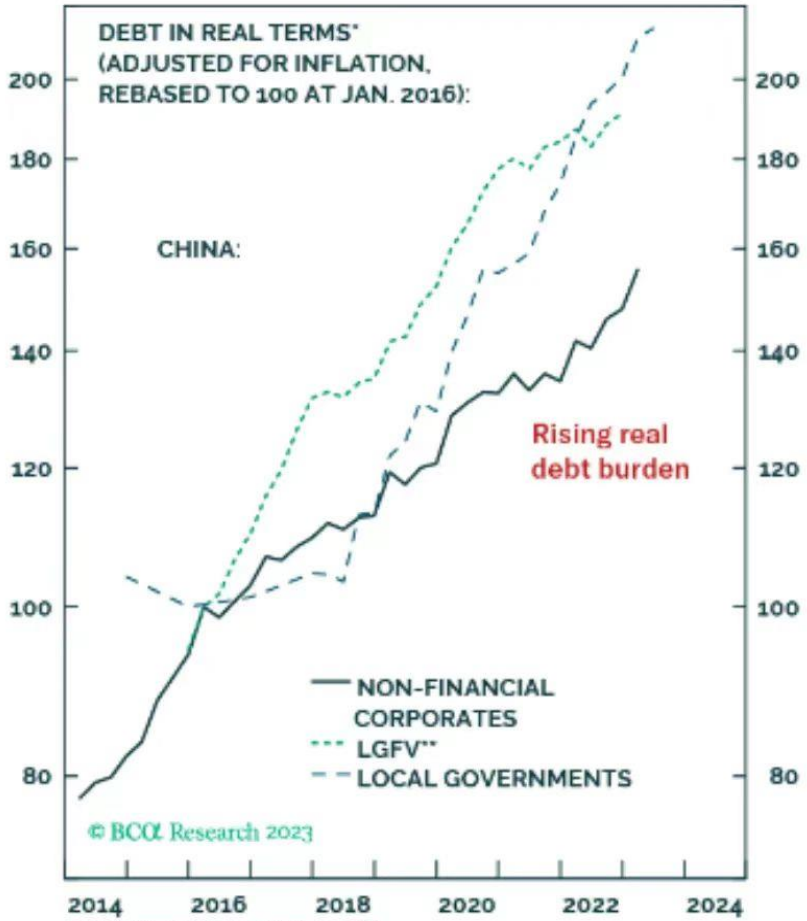
随着在支持经济增长方面发挥的重要性上升，国企（特别是城投）杠杆继续上升
债务占财政收入的百分比



资料来源：穆迪投资者服务公司、财政部、国际货币基金组织、国际金融研究所、国家金融与发展实验室

结构性风险点的转折：地方债

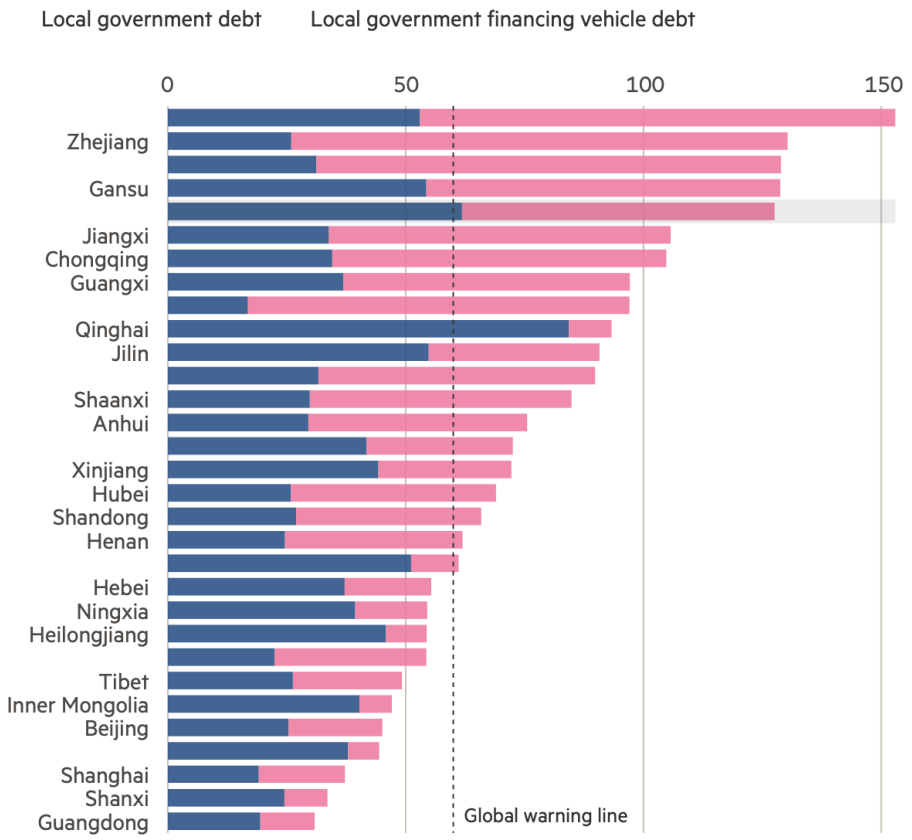
China: Debt In Real Terms Has Been Mushrooming



*DEFLATED BY GDP DEFLATOR;
SOURCE: CENTER FOR NATIONAL BALANCE SHEETS, CHINA,
CHINA MINISTRY OF FINANCE AND BCA CALCULATIONS
**LOCAL GOVERNMENT FINANCIAL VEHICLES

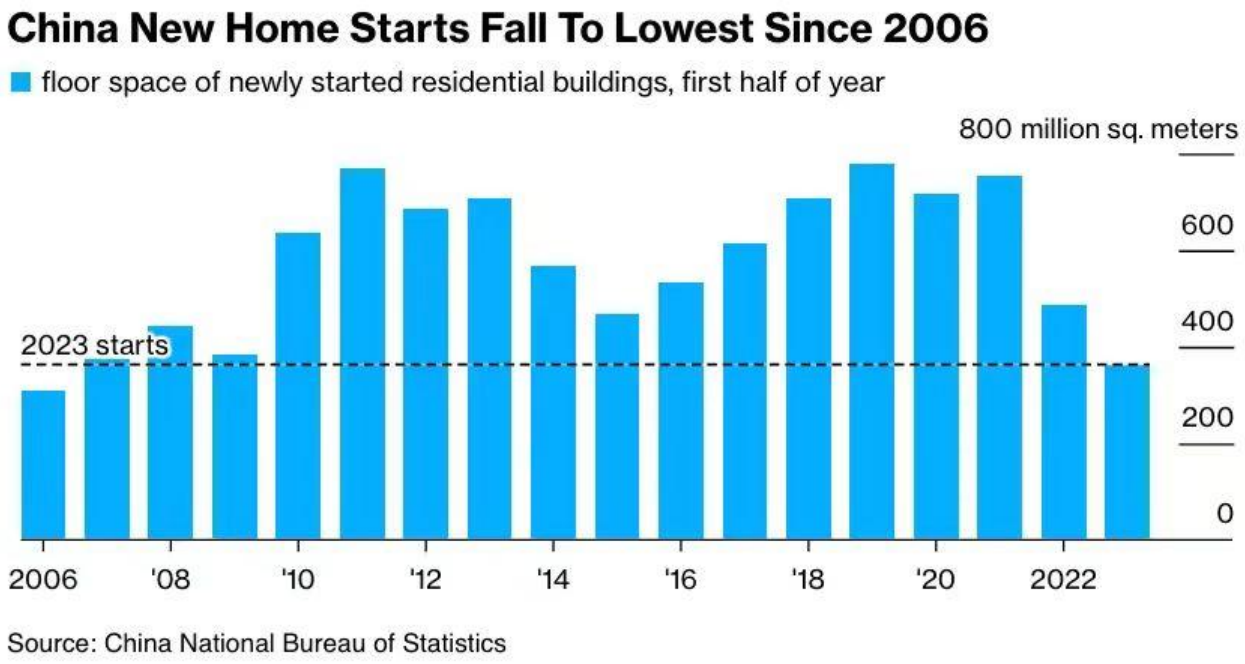
Two-thirds of local Chinese governments carry debt above global benchmark

Estimated local debt as % of local GDP

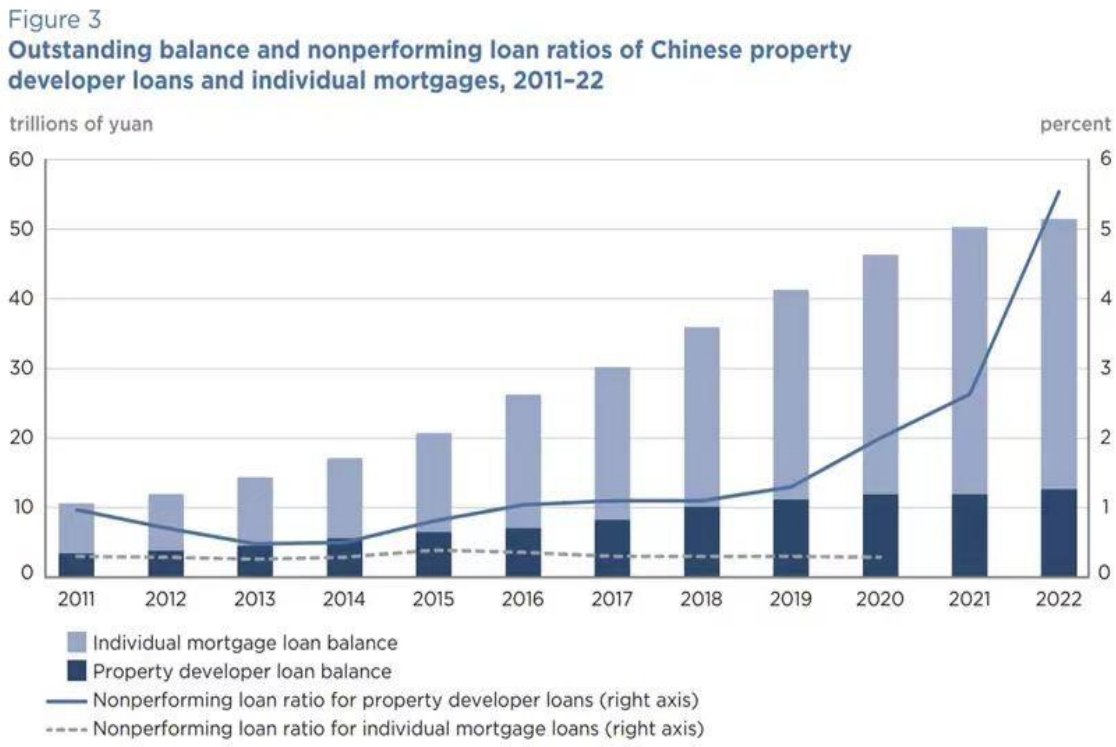


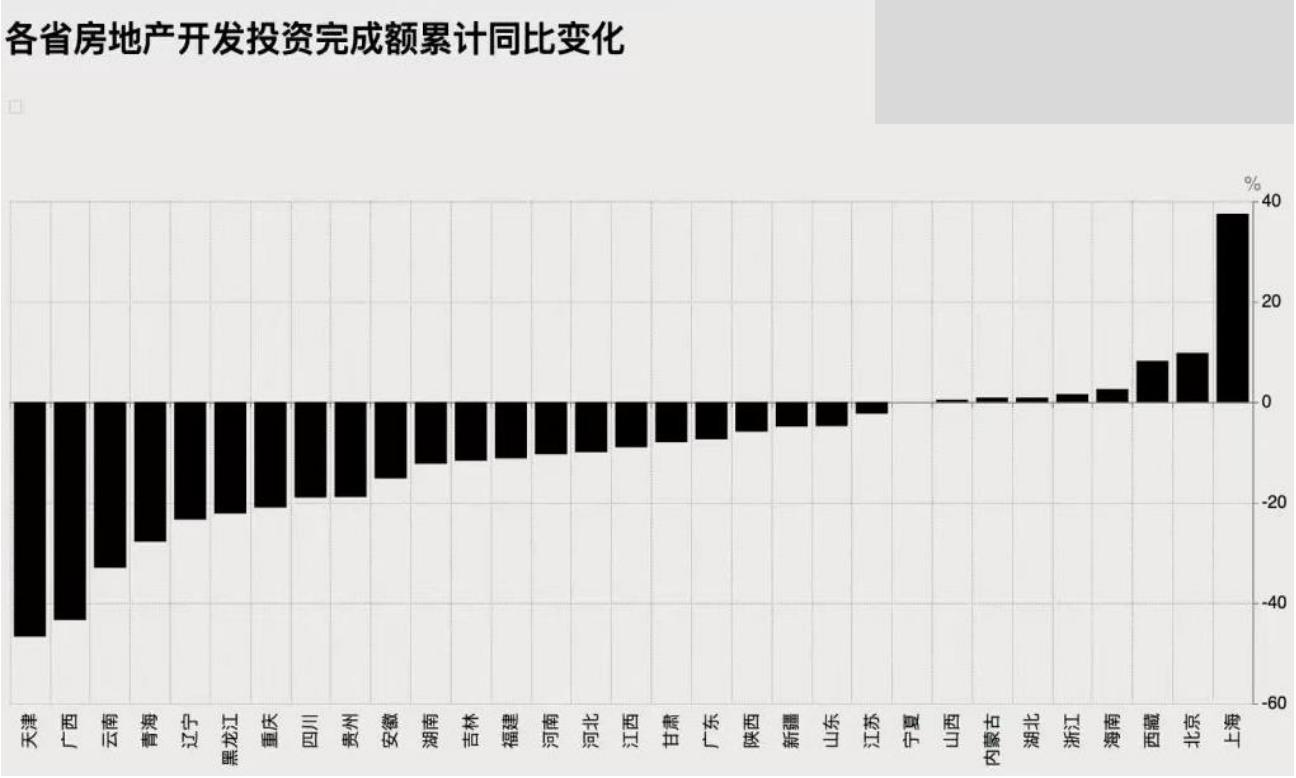
结构性风险点的转折：房地产

- 适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策
- 一线城市微调
- 存量房贷利率
- 风险事件频发：去年的恒大，今年的碧桂园、远洋等
- 房企销售下行，毛利率下降
- （取消行政限购限价管控措施、房屋产权永久化、开放户口制度）



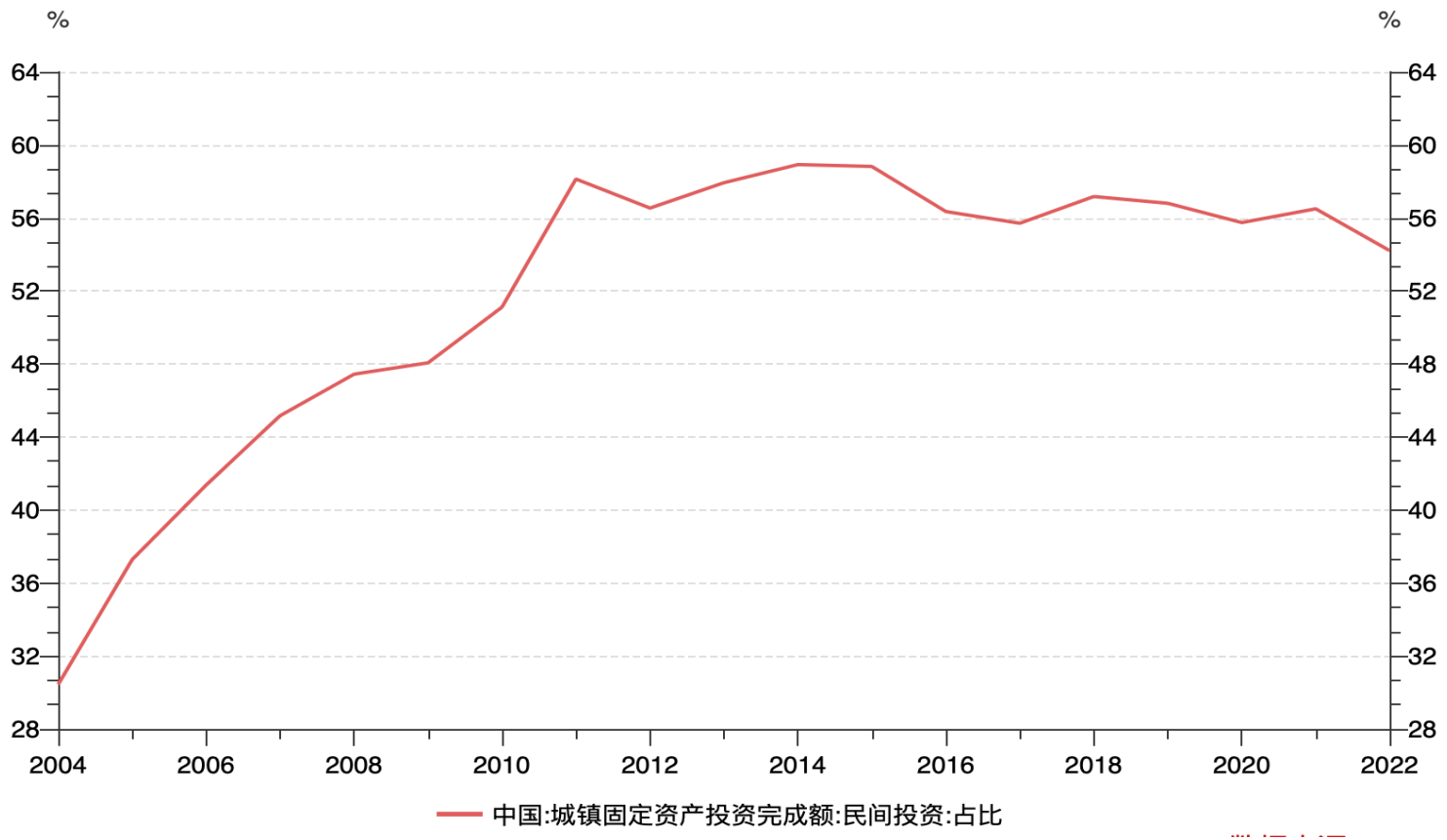
结构性风险点的转折：房地产





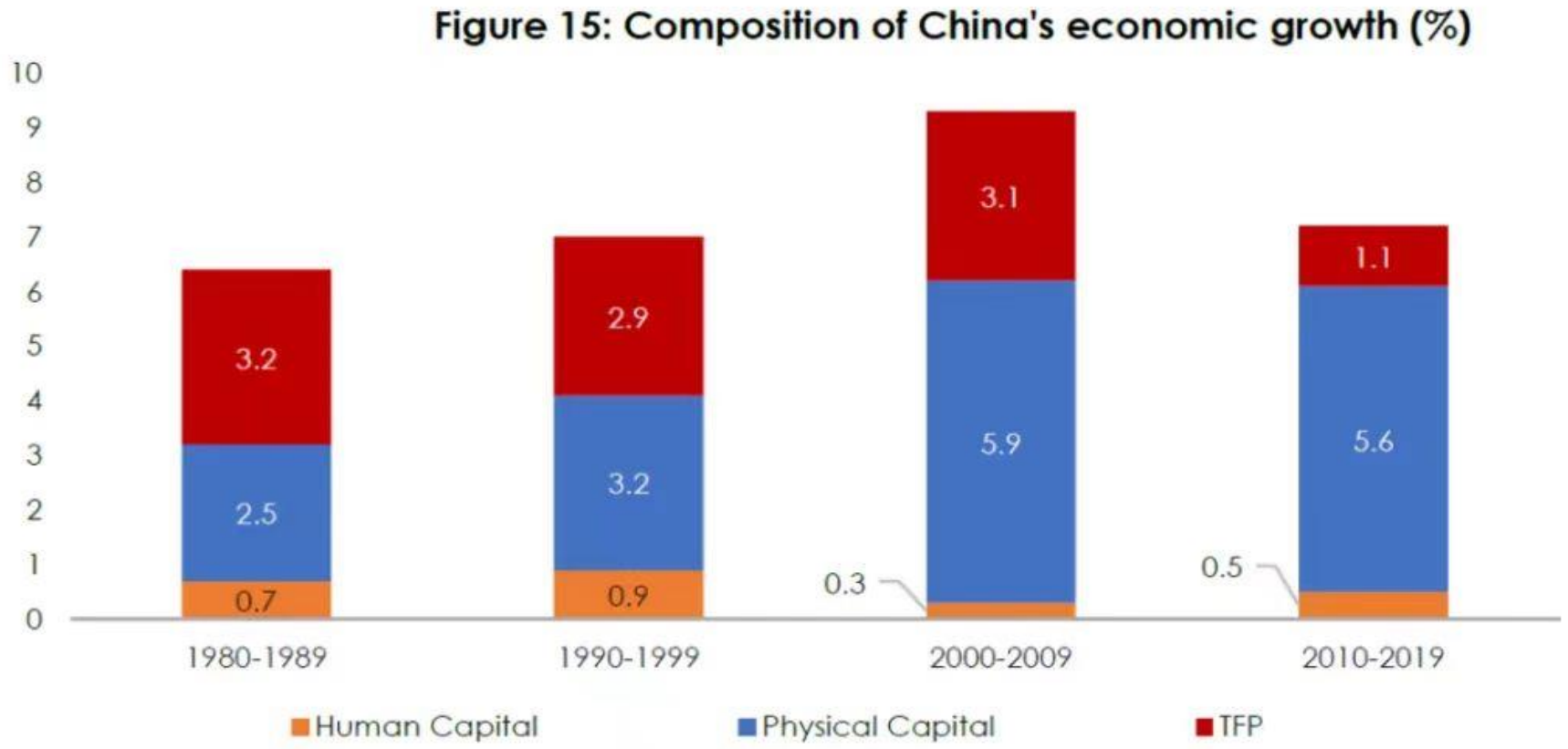
结构性风险点的转折：民营经济

- 民营经济31条
- 平台经济
- 需求低迷的背景下更应尽快破除民营企业公平参与市场竞争的制度障碍
- （修宪保护民营财产）



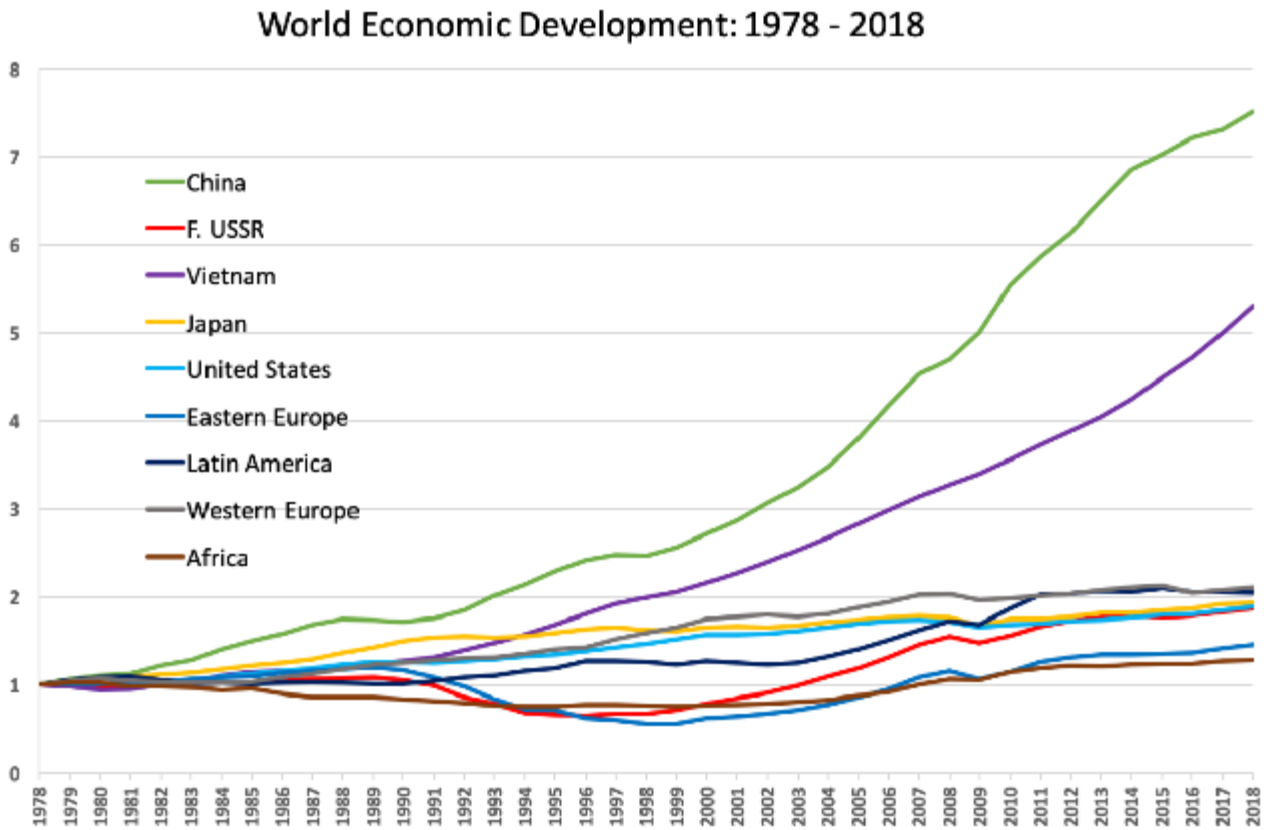
结构性风险点的转折：民营经济

激发民营企业创新活力，恢复经济发展动能



Source: Brandt *et al* (2022)

中国四十年改革开放和经济增长



Source: Maddison Project Database 2020

Notes: Extracted the real GDP per capita data for chosen regions and standardized using the value in the year 1978

SUSTech Southern University of Science and Technology

谢谢