



NIFD

国家金融与发展实验室  
National Institute for Finance & Development

金融專報

2023 年第 36 期 总第 223 期

广州金羊金融研究院

国家金融与发展实验室广州基地 编

2023 年 9 月 26 日

## 需求不足亟需政策支持，金融助力实体经济 修复

张明 陈骁

- 当前，中国宏观经济面临较为严重的总需求不足问题，经济复苏力度与年初各方预测有较大差距。这集中体现为居民消费复苏的缓慢乏力，固定资产投资增速的疲弱下滑，劳动力市场的供需失衡，以及物价数据的持续低迷。
- 考虑到当前复杂的国际环境以及国内经济复苏不及预期的现实，中国政府在当前应及时出台一揽子宏观政策以稳定短期经济增长：财政政策应考虑加大扩张力度，货币政策应尽快实施更大幅度的降息，产业政策应快速调整房地产政策，防风险政策应当尽快推动地方政府债务问题的解决。

- 在此背景下，金融机构应当更好地发挥投融资中介作用：短期内应当通过其投融资业务大力支持实体经济的稳增长，甚至做好金融让利实体的准备；在中长期则应当将其业务布局融入国家重点领域发展的大局，为支持现代化产业体系建设、顺利推动中国经济结构转型贡献力量。

### 一、经济：当前总需求不足问题凸显

2023 年一季度，中国经济在防疫政策放松之后实现了恢复性增长，一季度 GDP 增速 4.5% 超出市场预期，尤其是前期受疫情冲击较大的服务业部门呈现了较好的修复。然而，经济的环比动能在进入 4 月之后出现了显著下滑，总需求不足问题逐步凸显，并反映在增长、物价及就业等各项经济指标上。

**居民消费复苏缓慢。**社会消费品零售总额同比增速从 4 月 18.4% 的高点回落至 5 月的 12.7%，但剔除去年同期低基数的影响，4 月和 5 月消费两年复合增速分别为 2.6% 和 2.5%，显示消费的总体动能仍然较弱。而在结构上，服务消费的表现仍然好于耐用品消费，餐饮消费维持较高增长体现了线下场景恢复的支撑作用；而汽车、房地产相关的耐用品消费表现依然低迷。居民资产负债表受损、疫情疤痕效应，以及居民收入增速偏低，共同造成居民消费信心与意愿仍然低迷的现状，也意味着本轮消费的复苏是一个缓慢而渐进的过程。

**投资增速持续下滑。**固定资产投资累计同比增速从年初

的 5.5%持续回落至 5 月的 4.0%，其中，房地产开发投资跌幅不断扩大，制造业投资增速持续回落，仅基建投资维持了 9%~10%的较高增速。其中，制造业投资增速的连续回落，意味着制造业企业扩张产能和新增投资的意愿并不强烈，这与低迷的工业增加值增速和工业企业利润增速相一致。此外，4~5 月制造业 PMI 也已连续两个月处于荣枯线下，表明制造业呈现景气收缩的态势。房地产投资增速的持续下滑，反映的则是房地产企业对整个行业的前景预期并未根本改变，再加上当前房地产信贷的放松主要针对头部优质企业，房地产行业整体的投资意愿仍然薄弱。基建投资高增长的可持续性也值得担忧，原因在于今年以来各地方政府债务问题纷纷凸显，部分地方城投债处于岌岌可危的违约边缘，地方政府在自身财政捉襟见肘的压力之下，可能很难有更多资金对基建投资提供有力的支持。

**出口增长已显弱势。**我国出口在疫情三年期间呈现了强劲的增长，但年初至今出口增速波动较为剧烈，5 月出口增速已跌至-7.5%，累计同比增速仅为 0.3%。下半年出口可能呈现弱势震荡。具体来看，有三重因素可能对我国的出口带来负面影响：一是随着全球范围内疫情的结束，我国此前得益于供应链优势的出口红利已然消退；二是美欧陡峭加息引发全球经济周期下行，美欧对我国进口短期内恐难改善，外需趋于走弱的确定性较高；三是中美大国博弈复杂化的背景

下，我国对主要西方经济体的出口将受到政治因素的影响，例如美国推行“近岸外包”和“友岸外包”计划将减少对我国的进口。但另一方面，也有一些因素对出口形成支撑，一是我国对东南亚各国、俄罗斯、沙特等一带一路沿线国家的出口有显著增长，这种结构性变化能够一定程度上对冲美欧等贸易伙伴需求的下降；二是我国从去年开始出台的一系列支持外贸稳定发展的措施，其政策效应将继续发挥作用；三是年初至今人民币汇率已有相当幅度的贬值，也将对出口形成一定支撑。

**物价表现持续低迷。**年初以来，CPI 同比从 1 月的 2.1% 降至 5 月的 0.2%，已连续三个月位于 1% 以下；而 PPI 同比持续为负且跌幅不断扩大，截至 5 月已降至 -4.6%；同时，PPI-CPI 的负向裂口仍在不断扩大，这表明中国经济增长仍处于收缩区间，尚未体现出明显的复苏回暖态势。持续低迷的物价无疑反映了宏观经济总需求不足的现状，甚至引发了对于经济是否通缩的讨论。

**就业数据同样不容乐观。**去年底防疫政策放开以来，我国的调查失业率有一定回落，并在最近两个月稳定在 5.2% 左右；但令人担忧的是 16~24 岁年轻人口的调查失业率持续攀升，5 月已达到 20.8% 的历史高位。年轻人口失业率的持续攀升，固然有产业结构转型、高校扩招、人才培养失衡等中长期因素的影响，但短期企业用人岗位需求不足、民营

企业经营状况不佳可能是更直接的原因。

总体而言，当前中国经济总需求不足的问题已非常显著。而经济复苏动力不足的主要根源之一，就是微观主体对未来的预期偏弱——居民和企业两个实体部门对经济前景的信心不足，这使得居民没有意愿大量消费，也不敢大举加杠杆购房；企业没有动力扩大投资，也缺乏创新投入的魄力。消费复苏缓慢与投资逐渐疲弱拖累经济复苏，反过来也进一步影响居民收入的恢复和企业利润的增长。这样的背景下，亟需政府出台一揽子政策维稳经济，修复微观主体的信心。

## 二、政策：应尽快出台一篮子政策维稳经济增长

考虑到当前复杂的国际环境以及国内经济复苏不及预期的现实，中国政府在当前应及时出台一揽子宏观政策以稳定短期经济增长。宏观政策组合至少应包括财政、货币、产业政策与防风险政策等四个维度。

**财政政策应考虑加大扩张力度。**2022 年显著扩张的财政政策对同期的基建投资反弹乃至全年的稳增长功不可没。其一，中国政府出台了三轮 7400 亿人民币的政策性开发性金融工具，可以为地方政府申报项目提供 50% 的资本金支持，为基建投资的反弹做出了重要贡献。其二，2022 年真实的地方专项债发行规模超过 5.5 万亿元，远高于该年 3.65 万亿元的目标额度。其三，2022 年增值税留抵退税规模高达 2.3 万亿元，这给各类企业提供了真金白银的支持。相比之下，

2023 年两会期间宣布的财政政策组合扩张力度明显减弱。

在当前形势下，应考虑进一步加大财政政策扩张力度，具体措施可包括：第一，应尽快明确 2023 年是否会实施新一轮的政策性开发性金融工具，以及实施的额度和节奏，以助力地方政府继续发挥支持基础设施建设的作用。第二，应当保证地方专项债的真实发行规模相比去年不发生过大幅度的下降，今年的地方债真实发行规模应超过 3.8 万亿元的目标额度。第三，应考虑发行较大规模（例如 1 万亿人民币）的特别国债，并用发债募集资金为中国家庭发放消费券。在当前大规模发行消费券，一是能够有效拉动消费，同时解决最终消费不足与生产过剩问题；二是能够更好地刺激消费，避免直接发放现金造成居民增加储蓄而非用于消费的问题；三是能够从中长期缓解中国在 2022 年达到第二个人口拐点（总人口规模达峰）对中国家庭尤其是中低收入家庭产生的不利冲击。实际上，去年部分地方政府已尝试发放特定行业（例如旅游、餐饮、汽车、家电等）的消费券，取得了良好的效果，刺激消费乘数很高；今年可考虑将其推广到全国，并将消费券从特定行业挂钩升级为不限定消费用途，这与美欧政府在疫情期间发行的消费券更加类似。

**货币政策应尽快实施更大幅度的降息。**年初至今，央行仅在 3 月 17 日因对冲流动性缺口降准 0.25 个百分点，而大部分时候的操作都显得收敛而克制，这与一季度经济本身良

好修复的态势相一致。但是，二季度以来经济需求不足的问题逐步凸显，而实体企业在 PPI 同比增速下降的背景下实际利率的不断攀升，央行应当尽快通过大幅度降息来减轻企业面临的压力。今年 1~5 月，我国 PPI 同比从-0.8%降至-4.6%，这意味着企业实际利率上升了近 4 个百分点，这无疑会显著影响企业举债扩大生产或投资的积极性。尽管中国央行在 6 月中旬先后将逆回购、SLF 及 MLF 利率下调了 10 个基点，并带动 LPR 报价利率同幅度下调，但这相比 PPI 同比下降的幅度可谓杯水车薪。建议央行尽快将贷款利率下调至少 50 个基点，并尽快通过 MLF 操作来影响 LPR 利率。

当前制约央行降息的一大原因，很可能是人民币兑美元面临贬值压力。尽管降息导致的中美利差扩大可能加剧人民币贬值压力，但我们认为这不应成为掣肘左右货币政策的因素。首先，利差并非汇率的唯一决定因素，在当前情况下，影响汇率走势的更可能是对中美经济未来相对走势的预期。其次，在当前出口增速明显下降的背景下，人民币汇率适当贬值有助于稳定出口。再次，若人民币兑美元汇率由于货币政策操作而大幅贬值，央行仍有诸多手段能够维持人民币汇率相对稳定。总之，对中国这样的大国而言，我们应该根据国内经济需求来制定货币政策，而更多地由市场供求来决定汇率。

产业政策应当尽快调整房地产政策。“房住不炒”的大

方向无疑是正确的。但自 2021 年以来实施的新一轮房地产调控政策（尤其是房地产开发商资产负债表“三道红线”）的确有些过于严厉。近两年来，各种类型的开发商都陷入了融资困境，并多次出现头部开发商濒临大规模违约的情形。去年 11 月房地产信贷的“三支箭”实施至今，并没有成功帮助各类开发商从根本上摆脱困境。在短期甚至相当长时间内，我们都很难找到一个或者几个产业来替代房地产对中国经济方方面面的存量贡献。这就意味着，在“房住不炒”的大前提之下，采取的调控措施应该做到量体裁衣与更可持续。建议有关机构尽快放松开发商资产负债表“三道红线”以及商业银行贷款集中度的严格限制。

**防风险政策应当尽快推动地方政府债务问题的解决。**当前地方政府债务问题是困扰中国金融体系健康的最突出风险之一。目前各地城投公司债券与非标债务均出现了一些风险暴露的迹象。对很多中西部地方政府而言，要完全依靠其自身力量来化解迄今为止积累的存量债务，可谓并不现实。因此，中央政府应对化解本轮地方政府债务进行系统性顶层设计，通过中央政府、地方政府、商业银行三者共担成本的方式来化解本轮地方政府债务，这离不开新一轮的债务审计、债务置换与债务重组。在化解存量债务的同时，要通过更深层次的中央与地方财权事权调整来避免再度积累新的债务。这就意味着化解方案必须科学、透明、可置信，并能

有效防范道德风险。总体而言，解决地方债务问题应该尽快谋划与发力，而不是拖而不决。及时化解地方债务的总成本，一定低于等到地方政府债务出现集体违约并威胁到银行体系安全之后的化解总成本。

综上所述，当前中国经济增速依然显著低于潜在增速，出现了较为明显的负向产出缺口。中国政府应尽快通过一揽子宏观政策的实施来消除产出缺口，让经济增速回归至潜在增速。财政政策、货币政策、产业政策与防风险政策应该协同发力，以助力中国经济增速的显著反弹。

### 三、金融机构：如何助力实体经济修复

当前中国经济短期面临总需求不足、复苏乏力的问题，亟需一揽子政策稳定经济增长；而中长期则已从高速增长进入高质量发展的阶段，面临产业结构转型的挑战。在这样的背景下，金融机构在短期应当通过其投融资业务大力支持实体经济的稳增长，甚至做好金融让利实体的准备；在中长期则应当将其业务布局融入国家重点领域发展的大局，为支持现代化产业体系建设、顺利推动中国经济结构转型贡献力量。

**对于从事融资业务的金融机构：**其一，银行业金融机构应当为让利支持实体做好准备。尽管今年以来银行已调降存款端利率以缓解其资产负债压力，但在总需求不足的宏观经济背景下，央行仍有降息空间，并由此驱动贷款利率下行来支持实体经济。银行作为提供直接融资的主体，其净息差进

一步收窄、利润遭到压缩将是大概率事件。银行对于由此带来的压力应当提前进行风险评估与预案管理，并考虑通过大力发展非利息收入业务来进行一定的对冲。其二，证券业金融机构应当积极参与资本市场改革，充分发挥多层次资本市场支持实体经济的发展。在当前经济从高速增长向高质量发展的阶段，提高上市公司质量是监管对资本市场改革与发展的核心要求。在全面注册制落地的背景下，券商等金融机构应当在帮助企业上市融资的同时，做到履职尽责，尤其是提升 IPO 业务的执业质量，把好市场“入口关”，引导资本市场资金流向真正优质的实体企业。其三，保险业金融机构则应当充分发挥风险保障的功能，为实体企业保驾护航。在当前经济结构转型与高质量发展的背景下，保险业金融机构应当注重发掘重点领域企业的保险需求，为其提供风险保障。例如，为高新技术企业提供科技相关的保险产品，包括科创企业的产品研发、知识产权保护、贷款保障、关键人员健康和意外保险等；又如，为符合产业发展的专精特新外贸企业提供出口信用保险服务；再如，为服务粮食安全、乡村振兴提供农户的农作物种植保险服务等。

**对于从事投资业务的金融企业：**其一，从中长期来看，产业投资的大方向应当与国家经济结构转型的大局保持一致。党的“二十大”报告明确了高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务；而加快建设以实体经济为支撑

的现代化产业体系，是推动高质量发展的重要手段。因此，金融机构的投资业务应当从建设完整性、先进性和安全性的现代化产业体系出发，沿着短板产业补链（光刻机、光刻胶等“卡脖子”领域）、新兴产业建链（集成电路、航空航天、机器人等先进制造业集群）、优势产业延链（光伏、新能源汽车、5G 等优势产业）、传统产业升链（纺织鞋服、食品加工、冶金建材等传统产业升级）这四个方向布局现代化产业体系的投資。引导更多资源集聚到现代化产业体系的关键领域。其二，从短期来看，资本市场的投资业务当前已不必过度悲观，而应当积极把握市场底部布局的机会。目前，A 股主要指数估值仍处于历史 40%分位以下，6 月中旬以来政策层面积极的因素在逐渐增加：货币政策已开启小幅降息，国常会表态将有一批政策措施推动经济动能回升向好，产业政策加码了对科技型企业 and 央企的融资支持等，中美关系也展现出对话交流持续推进的趋势。政策层面的积极变化有助于提振市场情绪，随着下半年经济基本面的实质性恢复，市场环境也将有显著改善。其三，当前中国经济面临的外部环境复杂多变，金融机构应当提高对境外业务风险的关注度。中长期来看，逆全球化趋势和贸易保护主义抬头，中美产业竞争风险加剧、以及地缘政治冲突的不确定性在上升，海外的产业投资业务在国别、产业的选择上，应当充分考虑在上述背景下可能受到冲击的风险。而短期来看，美欧央行陡峭加

息驱动全球经济周期向下，下半年美欧经济仍然存在较大的衰退风险，海外的短期投资则应当将这些经济周期性因素纳入考虑。

此外，**金融机构应当重视开发与中长期经济发展、技术革命趋势相一致的金融产品**。一是大力发展金融科技，推动金融业务与产品的数字化智能化转型。金融业本身已经是数字化和信息化程度较高的行业，在年初以来围绕 ChatGPT 的讨论爆发之前，AI 技术就已经广泛应用于金融业的投研、风控、营销、客服等多种金融场景。当前以 AIGC 为代表的人工智能正在掀起新的技术革命热潮，金融机构更应当积极投入其中，探索其赋能金融行业的模式和场景。二是重视发展绿色金融，助力国家应对气候变化与推进“双碳”目标的实现。具体而言，在融资业务上通过绿色信贷、绿色债券等支持低碳环保相关产业的发展；在投资业务上则应大力发展 ESG 投资，将可持续发展的理念融入投资决策；此外，还可考虑提前研究布局碳排放权交易市场相关的金融业务，开发个人碳金融产品等。三是前瞻性发展养老金融。中国已在 2022 年人口总规模达峰，根据联合国预测将在 2030 年步入重度老龄化社会，老年人口上升将催生出“银发经济”相关产业的需求，同时也将为养老保险体系的可持续性带来严峻挑战。金融机构一方面应当在投融资业务当中重视养老相关产业的投入，积极开展养老医疗、介护、老年用品、适老化

基础设施等领域的投融资业务；另一方面则应积极参与养老保险体系改革，例如大力支持第三支柱个人养老金的建设、参与养老金的投资管理等。

主编：李 扬

编委会（按姓氏笔画排序）：

|     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 王广谦 | 王 君 | 王国刚 | 王增武 | 左学金 | 朱 玲 |
| 汤世生 | 杨 涛 | 连 平 | 吴晓灵 | 何海峰 | 何德旭 |
| 余永定 | 张 平 | 张晓山 | 张晓晶 | 张跃文 | 陈双莲 |
| 范丽君 | 金 碚 | 周振华 | 胡志浩 | 胡岚曦 | 胡 滨 |
| 段雅丽 | 骆立云 | 徐义国 | 殷剑峰 | 黄国平 | 曹远征 |
| 阎建军 | 程 炼 | 彭兴韵 | 董 昀 | 曾 刚 | 谢 芳 |
| 蔡 真 |     |     |     |     |     |

编辑（按姓名笔划排序）：

陈双莲 肖 圆

联 系 人：陈双莲

电子邮箱：chensl@gzhu.edu.cn

联系电话：020-83342383

传 真：020-83343700

地 址：广州市荔湾区沙面四街 1 号

## 国家金融与发展实验室学术成果系列

### 正式出版物

- 中国金融发展报告（年度旗舰报告）
- 专项报告
- 会议实录
- 专著
- 译著

### 非正式出版物

- 智库专报
- 宏观·金融报告（季报）
- NIFD 金融指数（季报）
- 信息通报（每月 4 期）
- 金融专报（每月 4 期）
- 金融决策参考（月刊）
- 全球智库半月谈
- 资产管理月报
- 金融监管论坛（月报）
- 财富管理论坛（月报）
- 国内经济形势分析报告（季报）
- 国际经济形势分析报告（季报）
- 上海市金融运行基本情况报告（季报）