

中国经济下一步

2023年11月3日

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号：S1060520090001

常艺馨 投资咨询资格编号：S1060522080003

核心观点

- ◆ **当前中国经济运行特征：**前三季度GDP较快增长，为全年实现5%左右的增速目标提供有力支持。其中，**1)** 第三产业和消费支出加速增长，对经济增长的带动作用突出。**2)** 第二产业稳中有升，以汽车和新能源新动能行业和基建投资为主要带动力量。**3)** 房地产行业尚未趋势性好转，对中国经济的拖累依然较大。**4)** 除“买涨不买跌”的观念，居民还本付息压力也不利于购房及相关大件耐用品消费的恢复。**4)** 8、9月份主要增长指标好转。然而，中国经济复苏还面临一些挑战，GDP平减指数所代表的价格水平相对较低，房地产投资趋势性恢复仍存阻碍，民间投资在总体投资中的占比存在提升空间，企业部门现金流仍显不足，外资信心有待提振。
- ◆ **如何看待制造业高质量发展？****1)** 去库存渐入尾声，库存周期有望在2023年四季度看到向上拐点。然而总需求未有显著扩张、产能过剩问题逐渐凸显，不宜过高期待库存周期向上高度。**2)** 地产仍是工业原材料重要需求来源。当前房地产投资修复以“保交楼”为主要特征，销售尚未得到根本改善，原材料制造行业的利润和投资仍不容乐观。**3)** 装备制造业对出口需求的依赖度较高。近年来大规模投资扩产，但产能过剩的隐忧已经浮现，若外需恢复的斜率受阻，投资可能面临减速。**4)** 民间投资是制造业投资的主体。稳定民营企业信心至关重要，除此外的客观限制在于投资回报率走低、融资成本高企。**5)** 短期内稳制造业投资可寻求并扩大支撑因素，中长期稳定制造业占比仍需努力。
- ◆ **对2024年宏观政策的讨论。****1) GDP增速目标：**建议设置在“5%左右”，略高于潜在增速水平。在稳定经济增速的同时，能够释放积极的信号，助力使中国向“中等发达国家”的2035年远景目标靠拢。**2) 赤字率：**房地产对财政发力形成掣肘，地方政府化债需要更多中央财政救济，财政风险与金融风险亦需权衡，有必要继续大幅调升赤字率。**3) 货币政策：**降准降息支持仍有必要，社融增速需达到9%以上的水平，较2023年稳中有升。**4) 房地产：**在居民购房观念转变，商品房销售中枢下移的当下，房地产亟需解决需求不足、没有买盘的问题，建议设立住房保障基金，更大范围回购存量商品房。**5) 产业政策：**鼓励风投资金参与技术创新，将政府的引导作用和市场的敏锐嗅觉结合起来。



目录CONTENTS

- ① 当前中国经济的运行特征
- ② 如何看待制造业高质量发展
- ③ 对2024年宏观政策的讨论

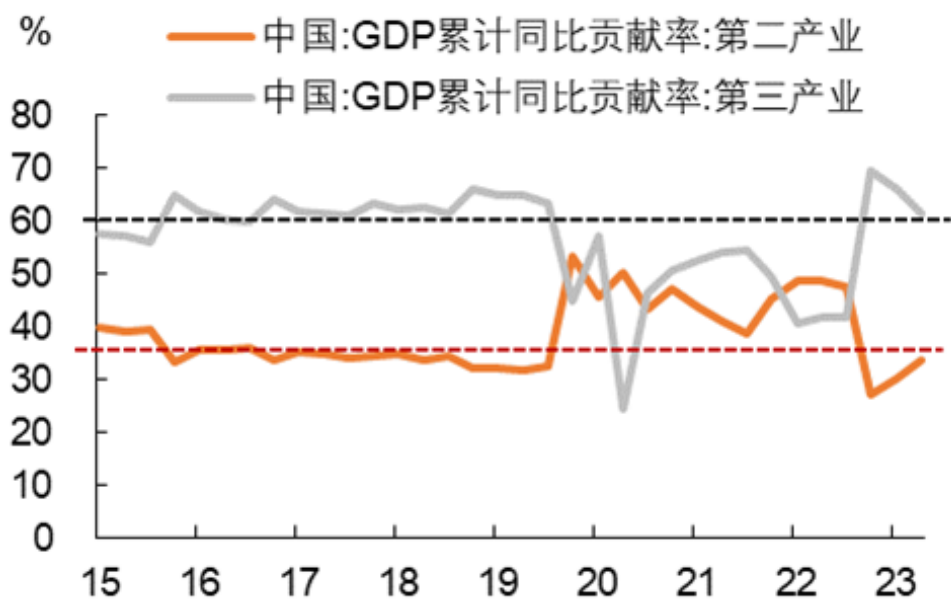
2023年前三季度中国经济运行特征

■ 前三季度GDP较快增长，为全年实现5%左右的增速目标提供有力支持。据国家统计局初步测算，四季度只要增长4.4%以上，就可以保障完成全年5%左右的预期目标。

1. 第三产业和消费支出较快增长，对经济增长的带动作用突出。

- 2023年前三季度，最终消费支出对经济增长贡献率是83.2%，拉动GDP增长4.4个百分点；第三产业对经济增长的贡献率达61.5%，与疫情前水平基本相当。

◎ 第三产业对GDP增速的贡献率向疫情前回归



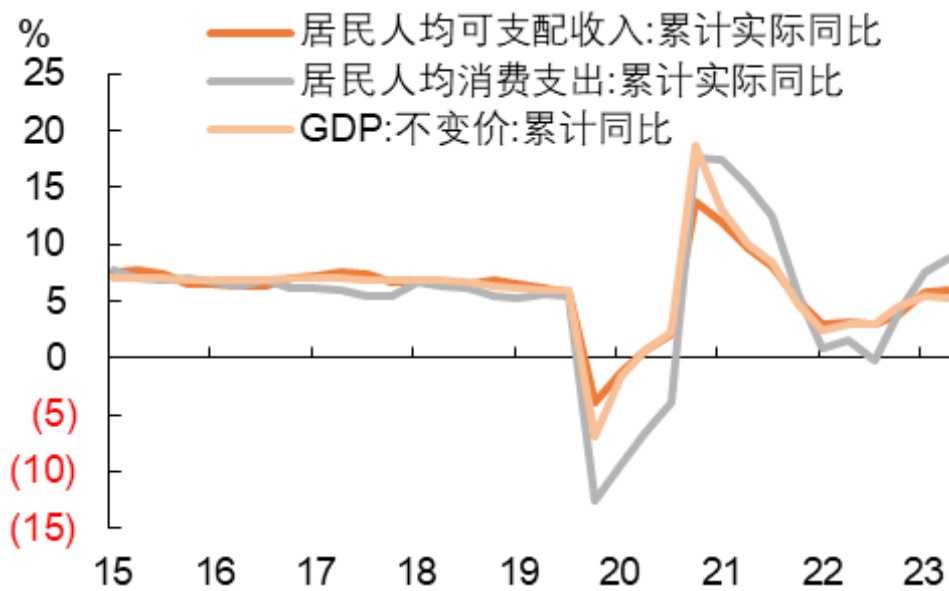
◎ 消费对三季度GDP同比增速的贡献率为94.8%



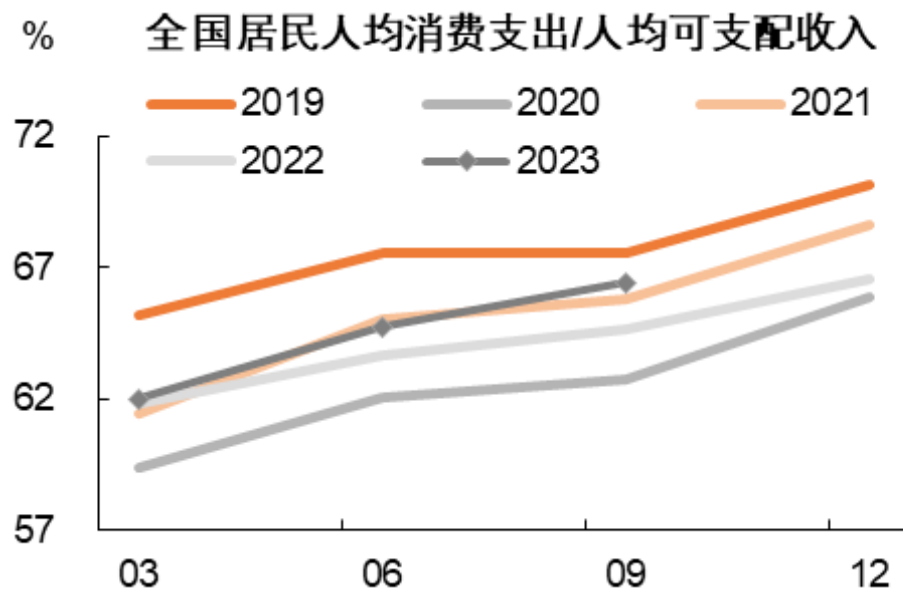
2023年前三季度中国经济运行特征

- 居民就业和收入随经济复苏获得改善，平均消费倾向出现改善。
 - 今年二、三季度全国居民人均可支配收入的实际同比增速持续提升，前三季度累计增速为5.9%，较实际GDP增速高0.7个百分点。
 - 消费比收入增长展现出更大弹性，前三季度全国人均消费支出的实际同比为8.8%。
 - 居民消费倾向改善，前三季度全国居民人均消费支出占人均可支配收入的66.43%，已高于2021年同期。

◎ 三季度居民收入与支出进一步改善



◎ 三季度居民消费倾向明显提升



2023年前三季度中国经济运行特征

2. 第二产业稳中有升，以新动能和基建为主要带动力量。

- 汽车和新能源两个新动能行业表现突出，竞争优势强劲，国内外绿色转型带来需求支撑。两行业既是工业生产、投资的主要拉动力量，也能在一定程度上托底原材料失去的需求。
- 基建投资在高基数下总体保持较高增速。今年以来，基建贷款高速增长（三季度末同比增速15.1%，前三季度同比多增1.08万亿元），8、9月份财政“两本账”对基建支持力度明显加大。

◎ 汽车和新能源两行业成为工业生产、投资的重要拉动力量



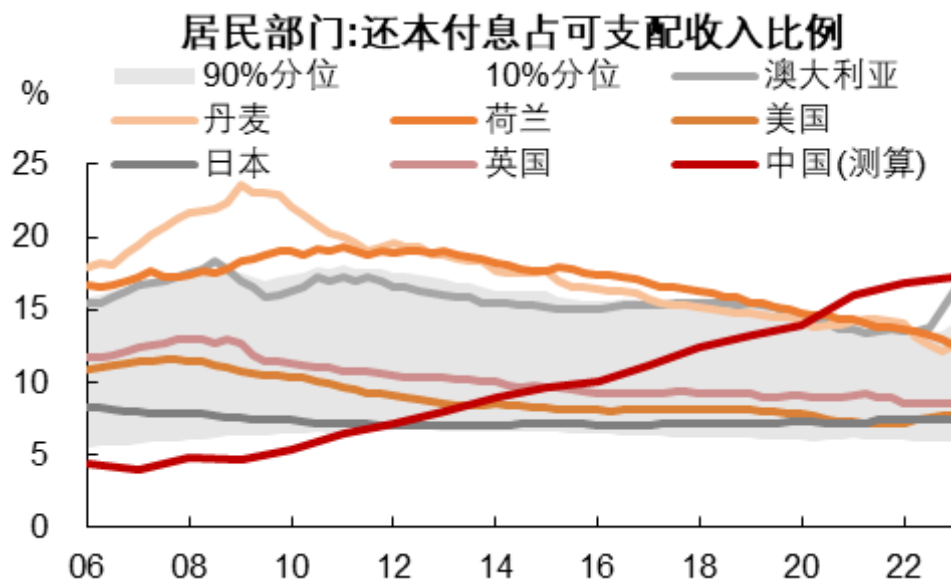
2023年前三季度中国经济运行特征

3. 房地产行业尚未趋势性好转，对中国经济的拖累依然较大。

➤ 基于2020年投入产出表计算各项需求来源对国民经济的广义影响，2020年住宅建筑和房地产服务直接和间接创造的增加值约占当年名义GDP的17.2%，影响力高于基建（14.5%）和出口（14.6%）。

4. 除“买涨不买跌”的观念，居民还本付息压力也不利于购房及大件耐用品消费的恢复。

◎ 我国居民部门偿债比率高于主要发达经济体



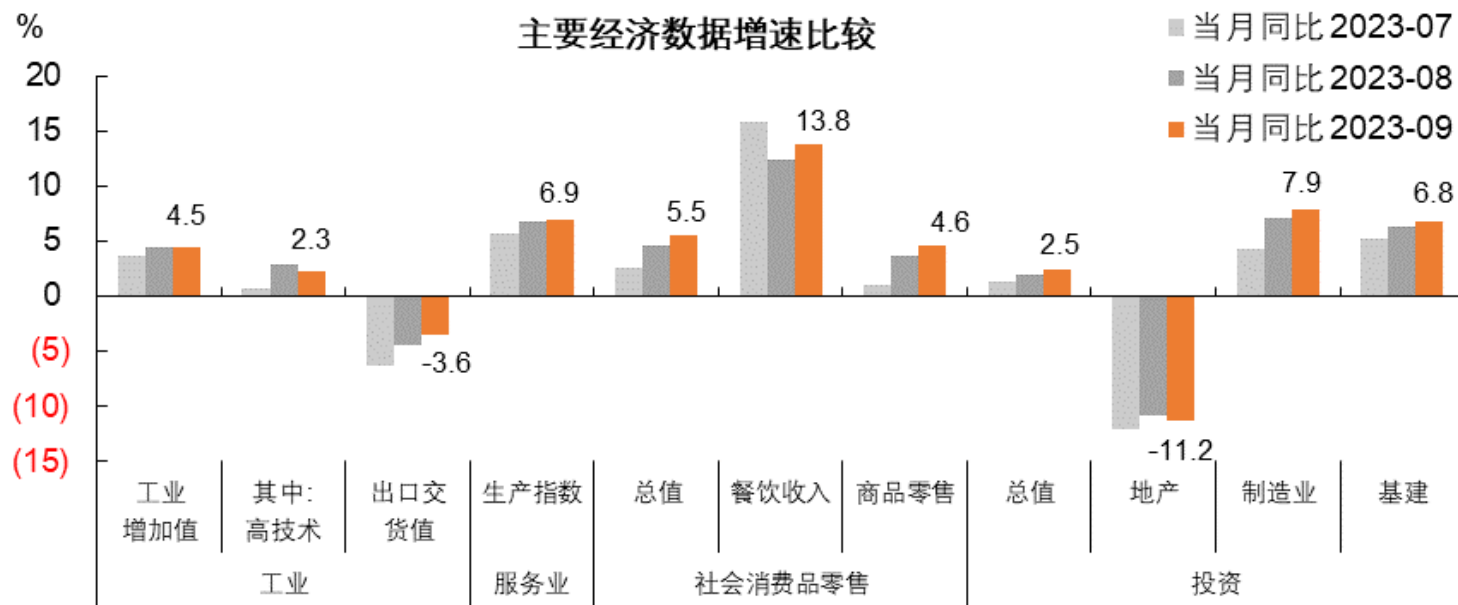
◎ 今年以来居民贷款修复偏弱



中国经济出现企稳迹象

- 8、9月份主要经济增长数据的同、环比增速多数恢复。消费边际复苏势头较好，9月份社零同比增速进一步提升至5.5%；投资增速边际提升，9月固定资产投资增速较7月高1.3个百分点至2.5%；出口跌幅逐步收窄，规模以上工业企业出口交货值增速也有回升。
- 基建投资加大托底力度、房地产销售政策进一步“松绑”、工业去库存拖累边际有所减弱、以及出口增速同比拐点临近等积极因素集中体现。

三季度中国主要经济增长数据

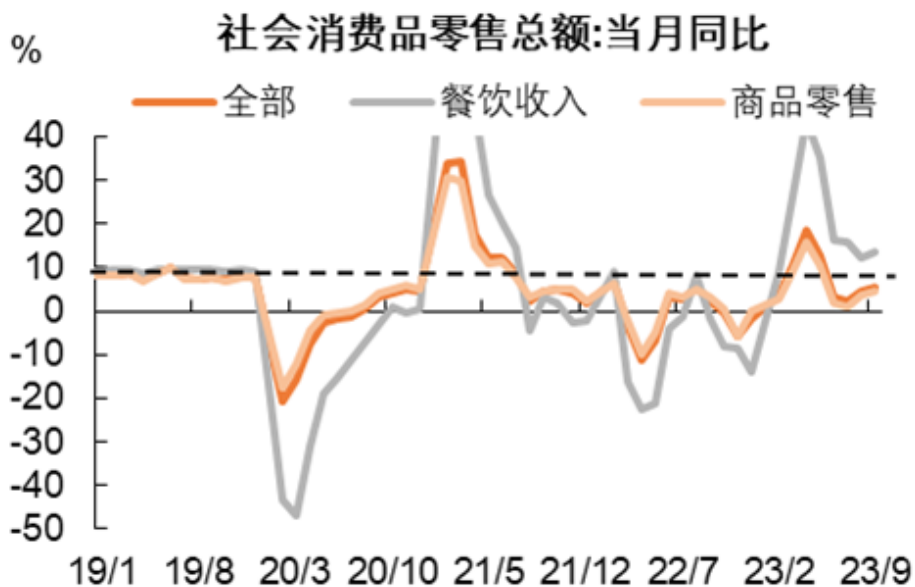


中国经济出现企稳迹象

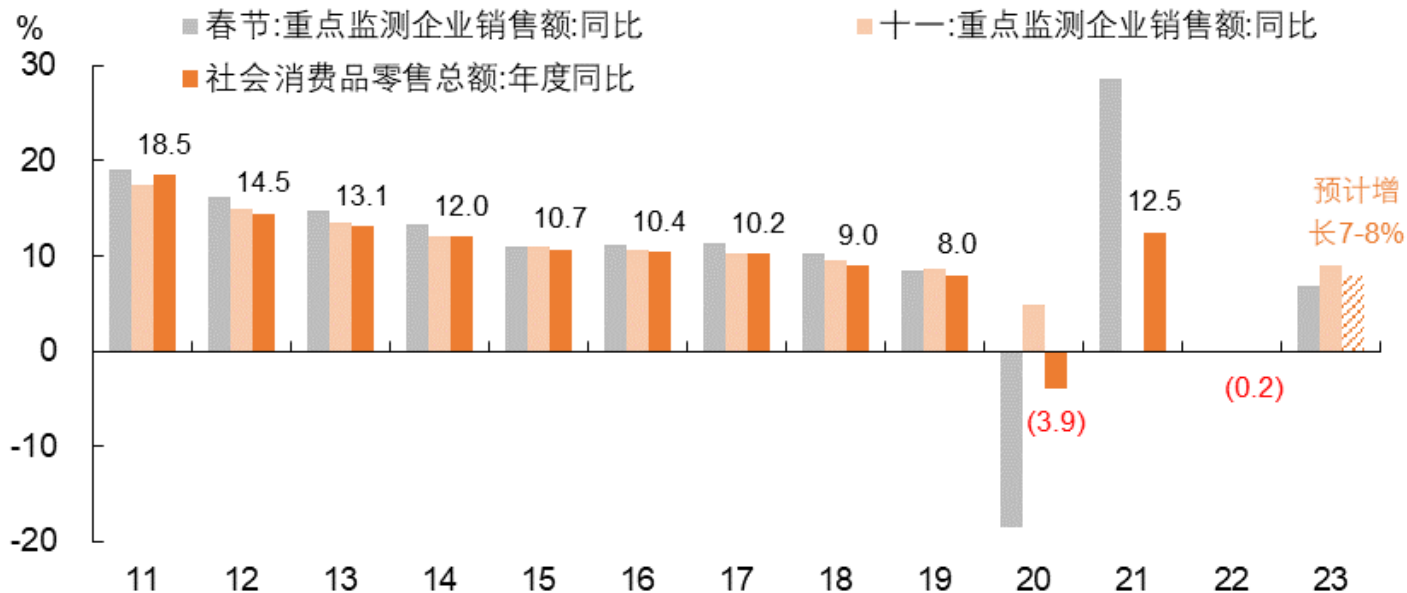
➤ 第一，国内消费复苏势头向好。

- 国内居民收入逐步恢复，偿债压力趋于缓和，消费信心迎来改善。我们测算，存量房贷降息每年可为居民节约利息支出1600亿元以上。三季度央行居民家庭消费预期指数为56.4%，比上季上升0.5个百分点。
- 从中秋国庆消费数据看，地产后周期、网上实物消费同比表现均较强。2023年春节黄金周、国庆黄金周重点监测企业销售额分别增长6.8%、9%，以此推断，**2023年社零增速或在7%-8%的区间，较前三季度6.8%的增速更进一步。**

◎ 社零增速中枢向疫情前回归



◎ 以重点监测商贸流通企业销售额推算，2023年社零增速或在7-8%

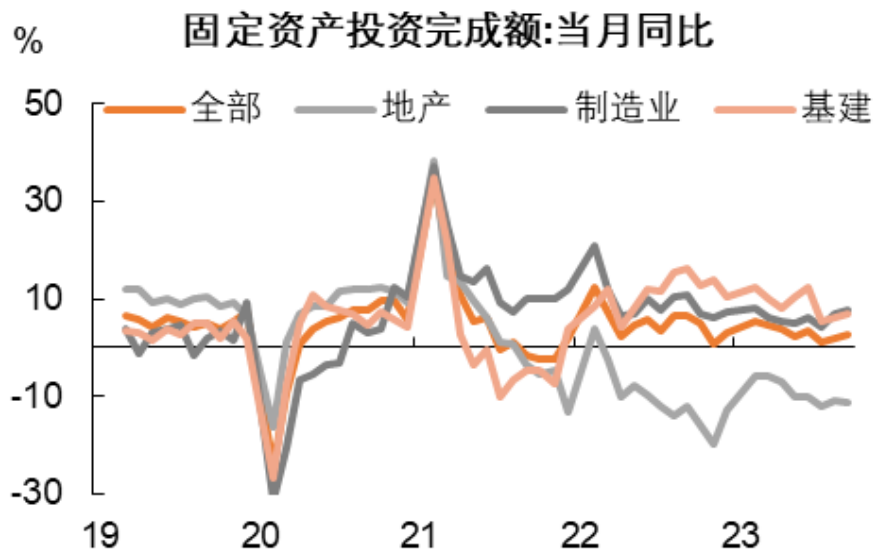


中国经济出现企稳迹象

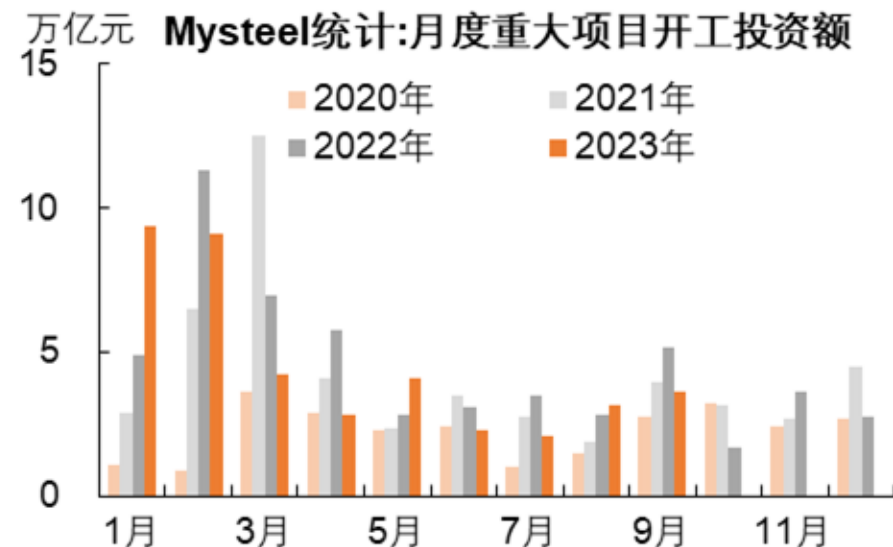
➤ 第二，基建和制造业投资呈现恢复。

- 9月基建投资增速为6.8%，地方政府专项债加速发行，公共财政预算内资金对基建的支持力度也有增强，重大项目开工提速，助力基建投资增速在高基数下呈现恢复。
- 制造业投资呈现韧性，主要得益于装备制造业的高景气。前9个月装备制造业投资增速高达12.6%，高于同期6.2%的制造业投资增速，对制造业投资的贡献率高达90.4%。

◎ 8、9月份基建及制造业投资增速提升



◎ 8、9月份基建重大项目开工投资额提升

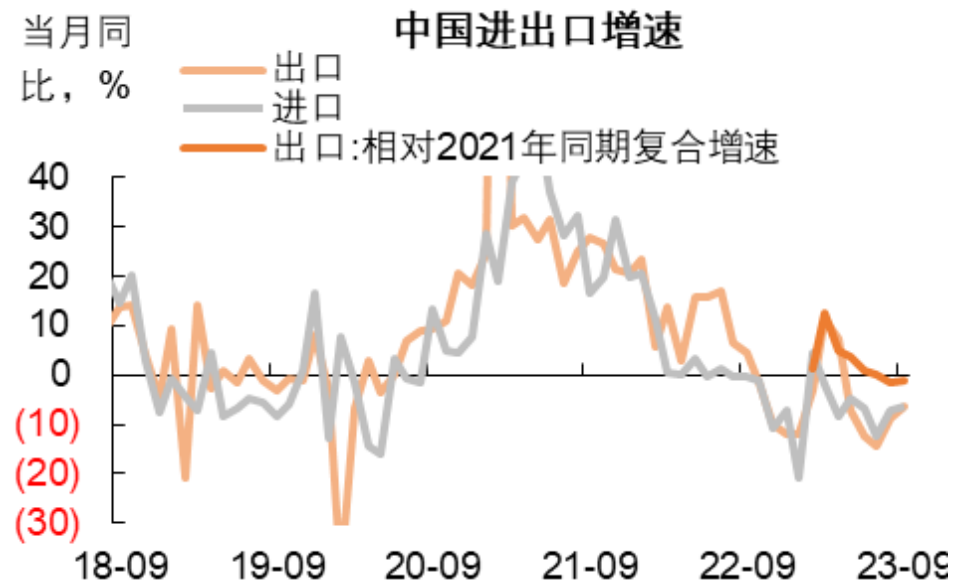


中国经济出现企稳迹象

➤ 第三，外需拖累有所减弱。

- 拆分产品、量价和国别看，当前中国出口复苏的成色较足，既受汽车等“新三样”的强劲带动，又有消费电子和纺织服装等传统产品的恢复，“一带一路”朋友圈范围的扩大亦有提振。
- 结合基数判断，预计年内中国出口同比增速将进一步回升，11月至12月份单月同比增速有望转正，全年同比跌幅位于-3到-4%之间。

◎ 中国进出口增速



◎ 主要产品对中国出口的拉动 (单位: 百分点)

主要产品对中国出口的拉动							
	2023-08	2023-09	变化		2023-08	2023-09	变化
农产品	(0.06)	0.04	0.10	通用机械设备	(0.03)	(0.02)	0.01
稀土及其制品: 稀土	(0.01)	(0.01)	0.00	自动数据处理设备及其零部件	(1.14)	(0.72)	0.43
医药材及药品: 中药材及中式成药	0.00	0.00	0.00	手机	(0.59)	(0.38)	0.21
肥料	(0.17)	(0.11)	0.06	家用电器	0.26	0.28	0.02
塑料制品	(0.21)	(0.17)	0.04	音视频设备及其零件	(0.06)	(0.01)	0.05
箱包及类似容器	(0.09)	(0.10)	-0.01	集成电路	(0.18)	(0.22)	-0.05
纺织纱线、织物及其制品	(0.26)	(0.13)	0.12	汽车和汽车底盘	0.69	0.90	0.21
服装及衣着附件	(0.74)	(0.45)	0.30	汽车零配件	0.06	0.24	0.18
陶瓷产品	(0.20)	(0.24)	-0.04	船舶	0.23	0.07	-0.16
钢材	(0.95)	(0.13)	0.82	液晶	0.04	0.06	0.01
家具及其零件	(0.12)	(0.08)	0.04	医疗仪器及器械	(0.04)	0.03	0.07
玩具	(0.26)	(0.24)	0.02	灯具、照明装置及零件	(0.10)	(0.14)	-0.03
劳动密集型商品	(1.89)	(1.42)	0.46	机电产品	(4.13)	(3.63)	0.50
其它	(2.80)	(1.18)	1.62	机电产品(除汽车)	(4.88)	(4.77)	0.11
总出口	(8.82)	(6.23)	2.58	高新技术产品	(3.25)	(2.30)	0.95

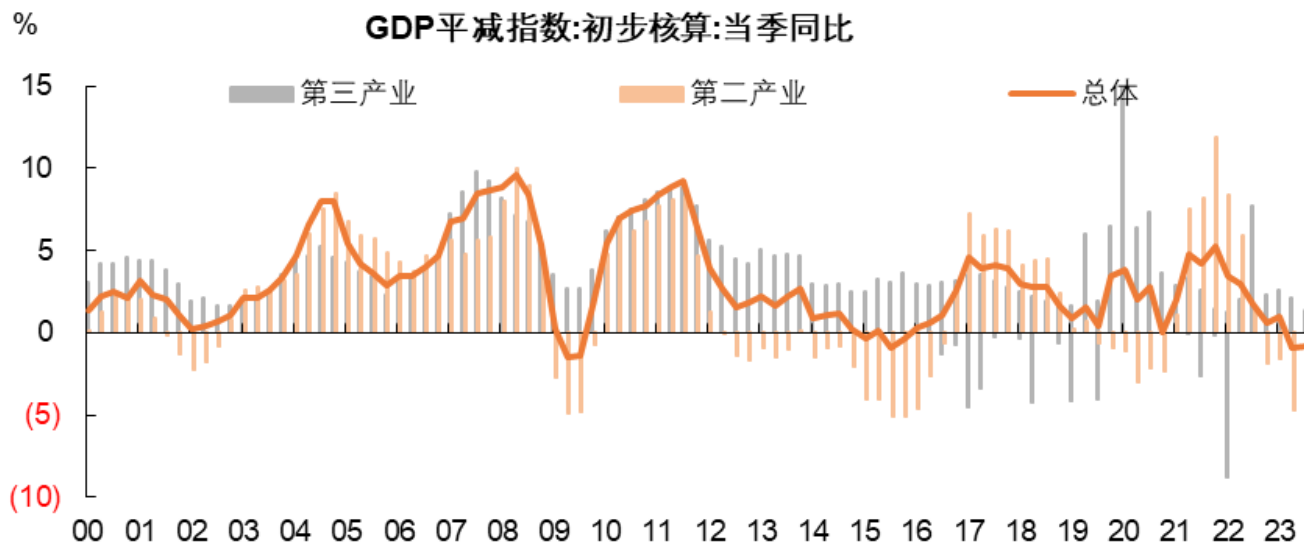
中国经济复苏仍然面临一些挑战

■ 中国经济复苏仍然面临一些挑战。

1. **GDP平减指数相对较低**，价格回温更有助于企业利润的恢复。
2. **房地产投资持续磨底**，趋势性恢复仍存阻碍。地产销售以二手房为更强，库存仍在积累，使销售对新开工的带动作用弱于以往。政策助推房地产贷款增长，但销售内生造血能力不足，市场化融资规模较小。
3. **民间投资增速处于较低水平**，在总体固定资产投资中的占比还有较大提升空间。

◎ 2023年二、三季度GDP平减指数较低

GDP平减指数:初步核算:当季同比



◎ 2023年前9个月住宅待售面积同比增长19.7%



中国经济复苏仍然面临一些挑战

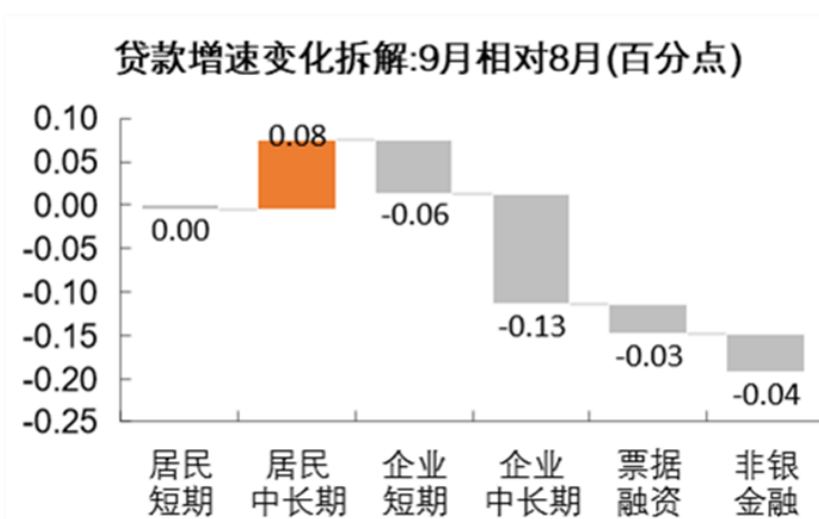
4. 社融总量趋于恢复，企业部门现金流仍显不足。

- 9月新增社融同比多增，其中政府债净融资和未贴现票据是主要支撑。作为主体部分的表内信贷基本持平于去年同期，增量支持的力度不足。
- 具体到企业部门，9月企业直接融资表现低迷，企业存款增量系2015年以来同期新低，企业中长期信贷继续回落。拆分三季度企业中长贷：占比超过6成的制造业和基建贷款未能延续支撑，上半年合计同比多增1.92万亿，三季度转而少增600亿元；房地产及其他产业贷款拖累较大，三季度合计少增2000亿元，房企信用风险抬头是主要影响因素。

2023年9月社融增量主要源于政府债发行



企业部门拖累人民币贷款增速

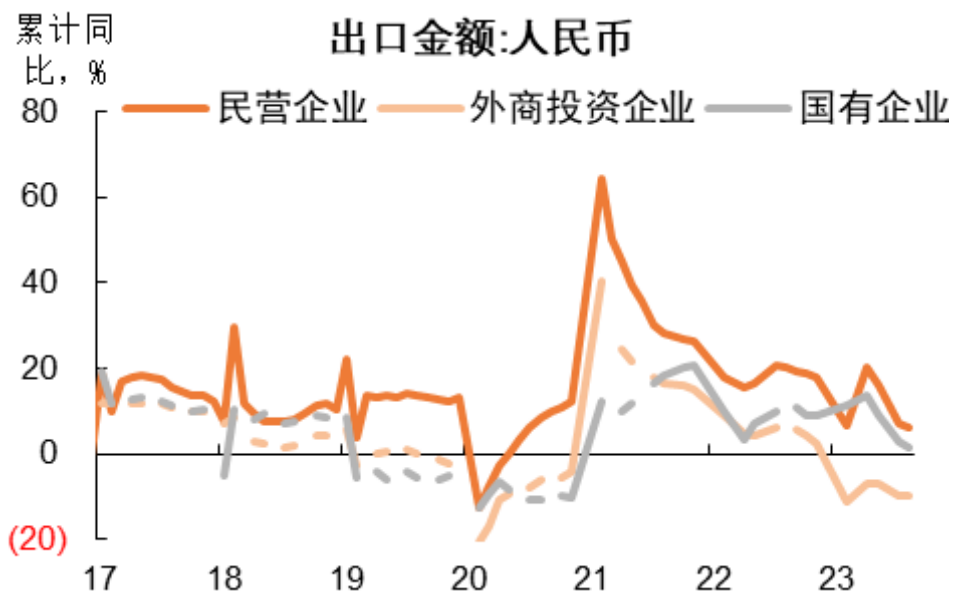


中国经济复苏仍然面临一些挑战

5. 外资信心有待提振。产业资本和金融资本对中国经济的支撑弱化，外围“卡脖子”对中国中长期产业升级的不利影响也值得警惕。

- 今年以来，我国高技术产品的进、出口占比处于低位。
- 三季度外资企业工业生产增速仍徘徊在0值附近，出口规模同比收缩。
- A股市场北上资金在8、9月份净流出。

◎ 外资企业对出口增速存在拖累



◎ 2023年三季度外资工业企业生产增速较低



2023年四季度中国经济数据预测

单位：%	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022Y	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023Y
GDP (当季同比)	4.8	0.4	3.9	2.9	3.0	4.5	6.3	4.9	5.0	5.2
工业增加值 (当季同比)	6.5	0.6	4.8	2.8	3.6	3.0	4.5	4.2	6.2	4.7
固定资产投资 (累计同比)	9.3	6.1	5.9	5.1	5.1	5.1	3.8	3.1	3.6	3.6
——房地产	0.7	-5.4	-8.0	-10.0	-10.0	-5.1	-7.9	-9.1	-8.0	-8.0
——制造业	15.6	10.4	10.1	9.1	9.1	7.0	6.0	6.2	6.0	6.0
——基建	10.5	9.3	11.2	11.5	11.5	10.8	10.7	8.6	8.2	8.2
社会消费品零售总额 (当季同比)	3.3	-4.6	3.5	-2.7	-0.2	5.8	10.7	4.2	8.3	7.5
出口 (当季同比)	15.8	12.4	10.2	-6.6	7.0	0.5	-4.7	-9.9	1.5	-3.7
进口 (当季同比)	9.6	1.4	0.8	-6.6	1.1	-7.0	-6.4	-8.6	-4.0	-6.5
CPI (当季同比)	1.1	2.2	2.7	1.8	2.0	1.3	0.1	0.1	0.9	0.6
PPI (当季同比)	8.7	6.8	2.5	-1.1	4.1	-1.6	-4.5	-3.2	-2.4	-2.9
社会融资规模 (存量同比)	10.6	10.9	10.6	9.6	9.6	10.0	9.5	9.0	9.6	9.6
M2 (存量同比)	9.7	11.4	12.1	11.8	11.8	12.7	11.3	10.3	9.8	9.8



目录CONTENTS

① 当前中国经济的运行特征

② 如何看待制造业高质量发展

③ 对2024年宏观政策的讨论

如何看待制造业的高质量发展？

- 在“十四五”规划提出“保持制造业比重基本稳定”的政策基调下，2021年以来我国制造业投资一直保持较高增速，目前产能过剩的隐忧开始呈现。

2021年以来制造业投资保持较高增速



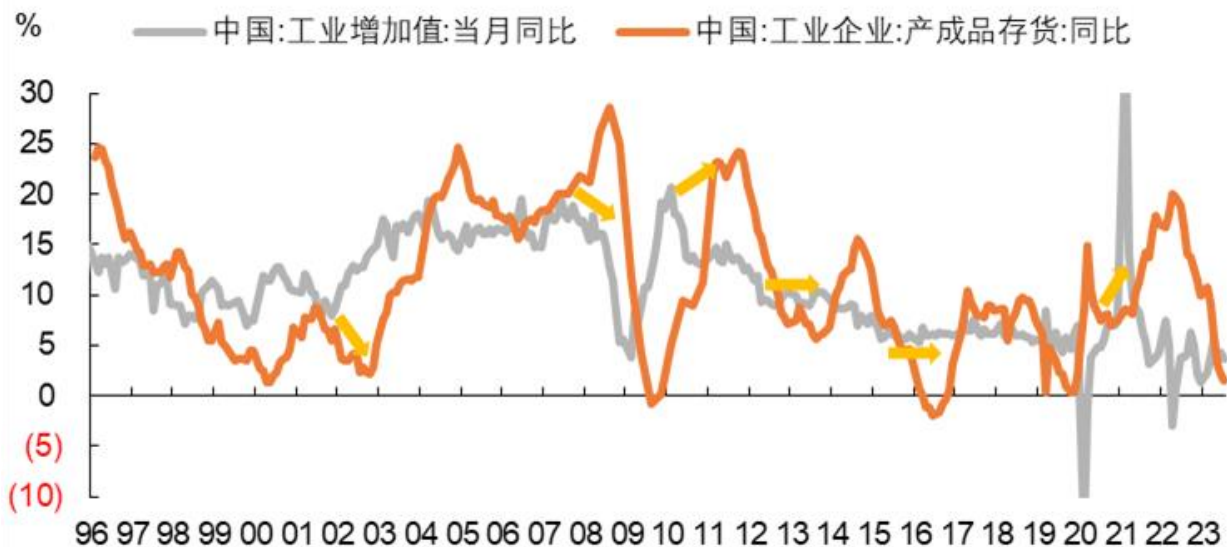
2022年以来制造业投资增速持续高于生产



1. “去库存”渐入尾声

- 本轮制造业去库存即将进入探底和筑底阶段。2023年6月工业企业产成品存货同比下滑至1.6%，已处于1996年有数据以来的6.8%分位水平，制造业去库存的主要下行势能应已得到体现。
- 库存周期有望在2023年四季度看到向上拐点。本轮我国库存周期运行已经出现了一些积极信号，包括产出缺口的收敛、价格向上拐点的出现、工业生产的总体企稳回升。

◎ 工业增加值总体企稳回升



◎ 库存周期领先指标已有积极信号



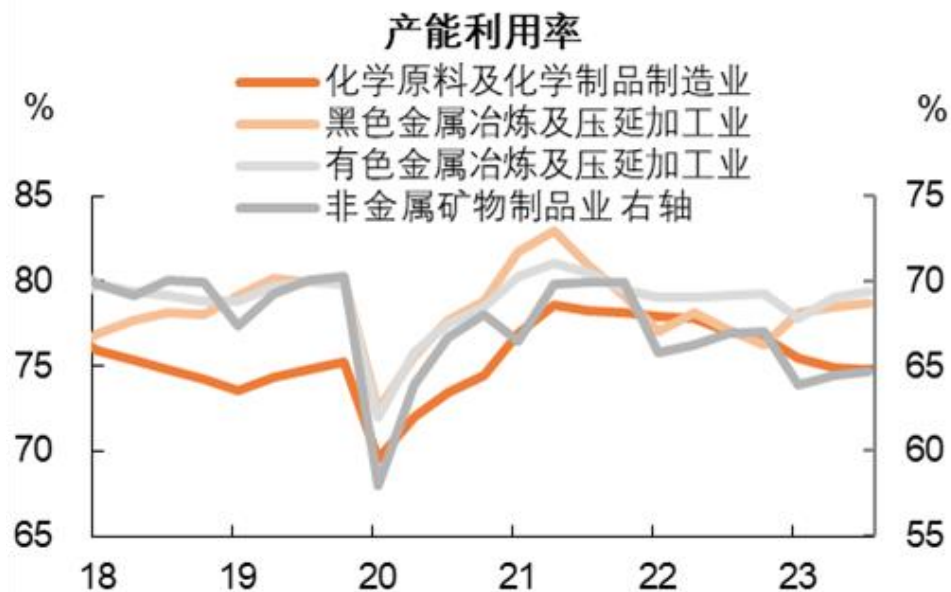
1. “去库存”渐入尾声

- 对本轮库存周期向上的高度、及其对经济增长的驱动程度，不宜报高期待。
 - 一是，总需求未有显著扩张。作为领先指标的社融增速自2021年四季度开始变平、2022年下半年趋于下行，意味着近两年来总需求并未出现大的向上脉冲，从历史领先经验上不能支持库存增速大幅反弹。
 - 二是，产能过剩问题逐渐凸显，影响价格弹性，从而限制补库存的高度。

◎ 社融增速领先产成品库存约14个月



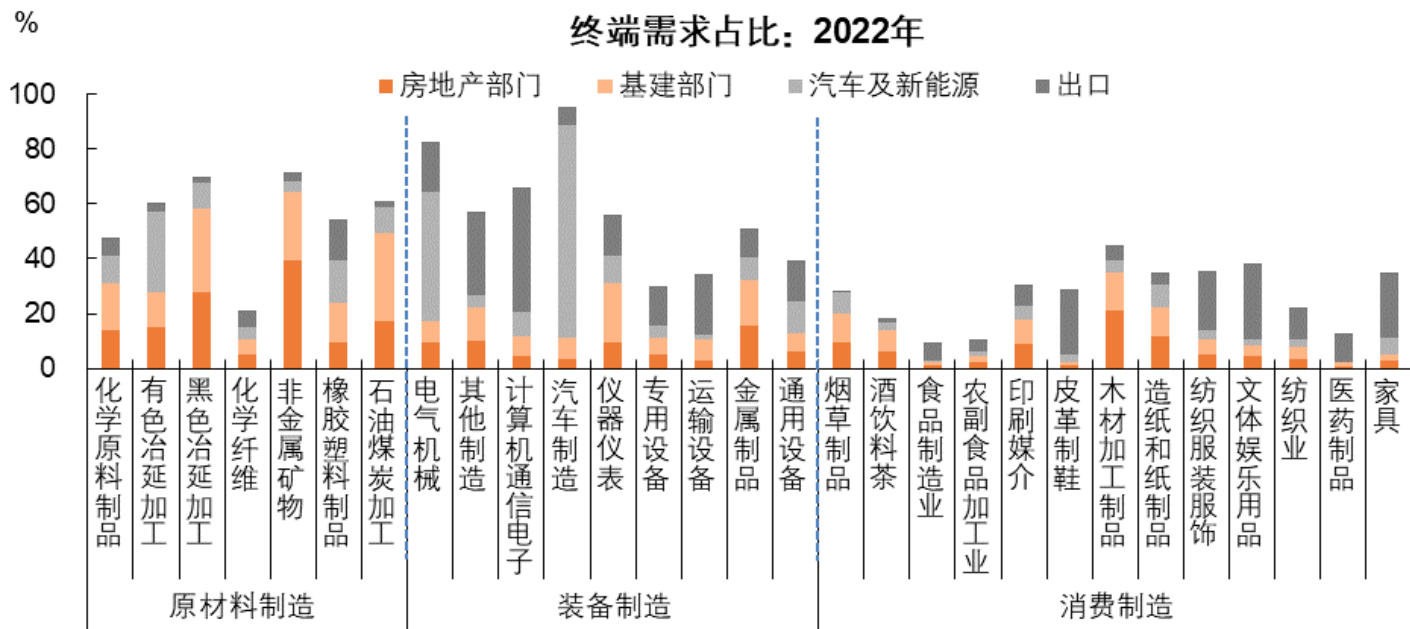
◎ 非金属和化工行业产能过剩问题凸显



2. 地产仍是工业原材料重要需求来源

- 房地产与基建的“此消彼长”不够充分，对原材料行业需求存在冲击。
- 2022年房地产对原材料行业的拖累已经很明显、2023年基建投资走弱迹象带来原材料行业减产预期，也是今年二季度大宗商品价格大幅调整的原因。6月以来，随着房地产投资出现企稳迹象、基建加大托底力度、以及原材料减产迅猛，大宗商品价格呈现反弹。

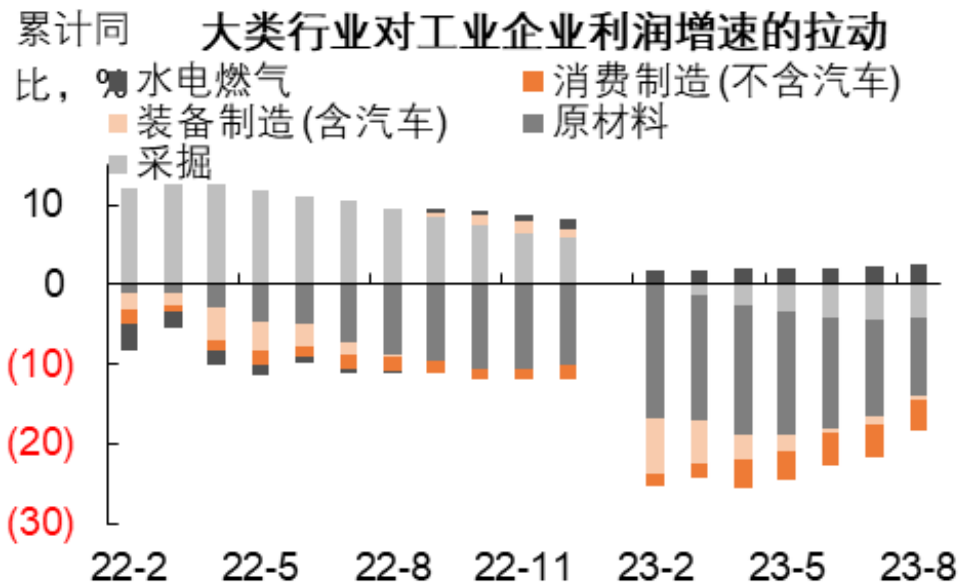
◎ 我国制造业各行业的终端需求依赖拆分



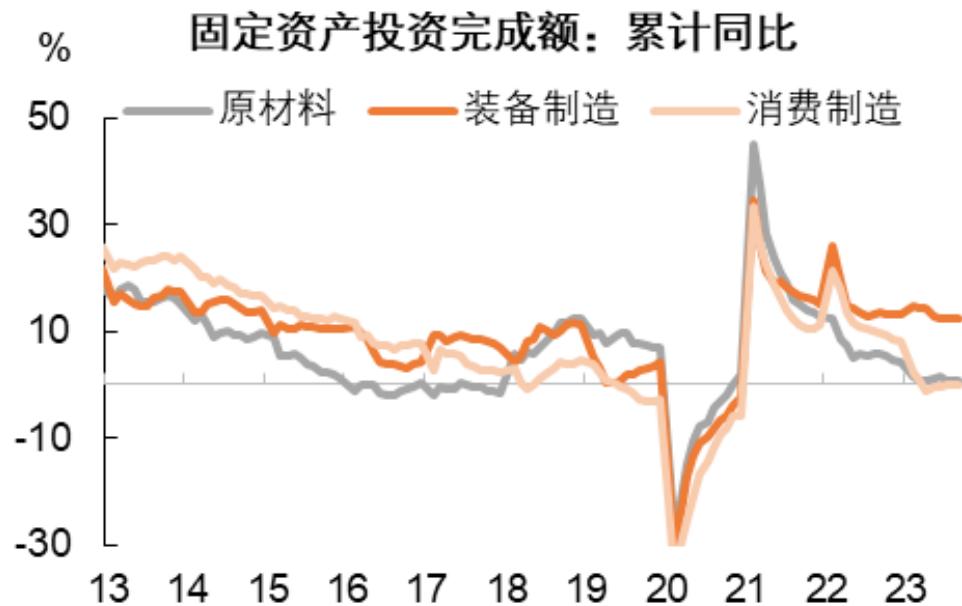
2. 地产仍是工业原材料重要需求来源

- 由于房地产投资的下滑，2022年原材料行业就成为工业企业利润最大的拖累项，原材料行业的固定资产投资也率先减速。2023年上半年原材料行业的利润加速下滑，其固定资产投资更加不容乐观。

◎ 原材料行业对工业企业利润的拖累最大



◎ 原材料行业固定资产投资率先下滑



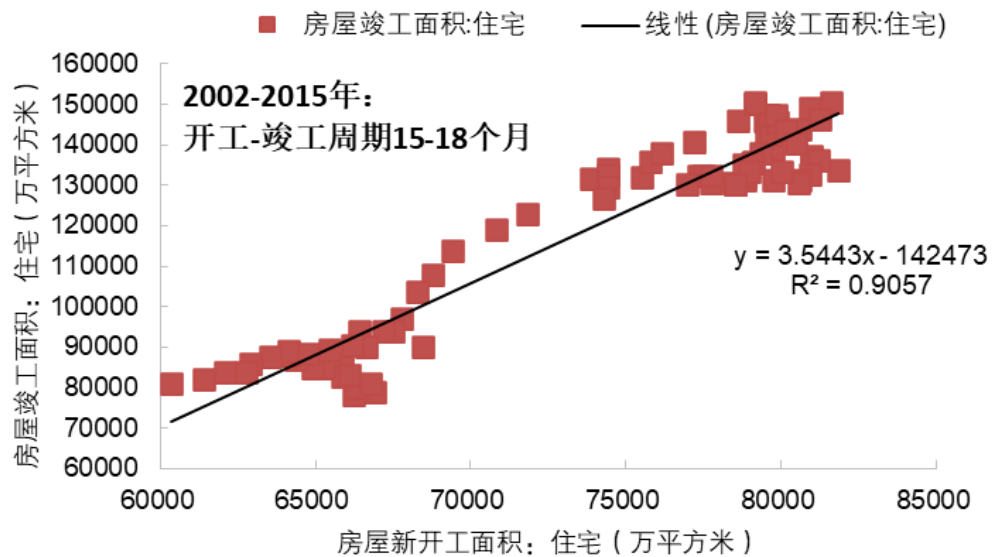
2. 地产仍是工业原材料重要需求来源

- 房地产投资修复以“保交楼”为主要特征，但其动能边际走弱。
 - 2023年以来，房屋竣工面积增速明显高于房屋新开工和施工面积增速。
 - 以2002至2015年期间，房地产企业资金较为稳定时期的数据看，房屋开工到竣工的传导在5到6个季度。以此推算，2024年上半年前期项目将陆续完工，竣工增速可能较快下行。

房屋施工面积同比增速持续下行



房屋开工-竣工的周期约5到6个季度

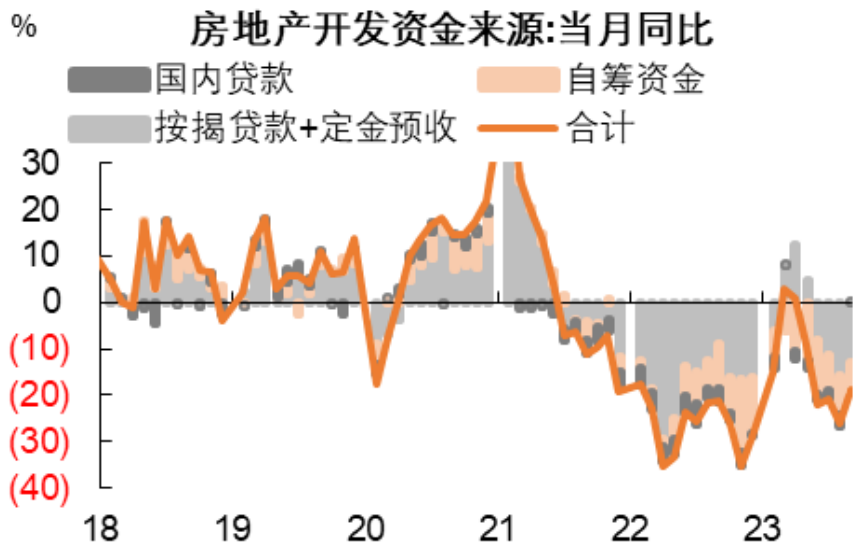


2. 地产仍是工业原材料重要需求来源

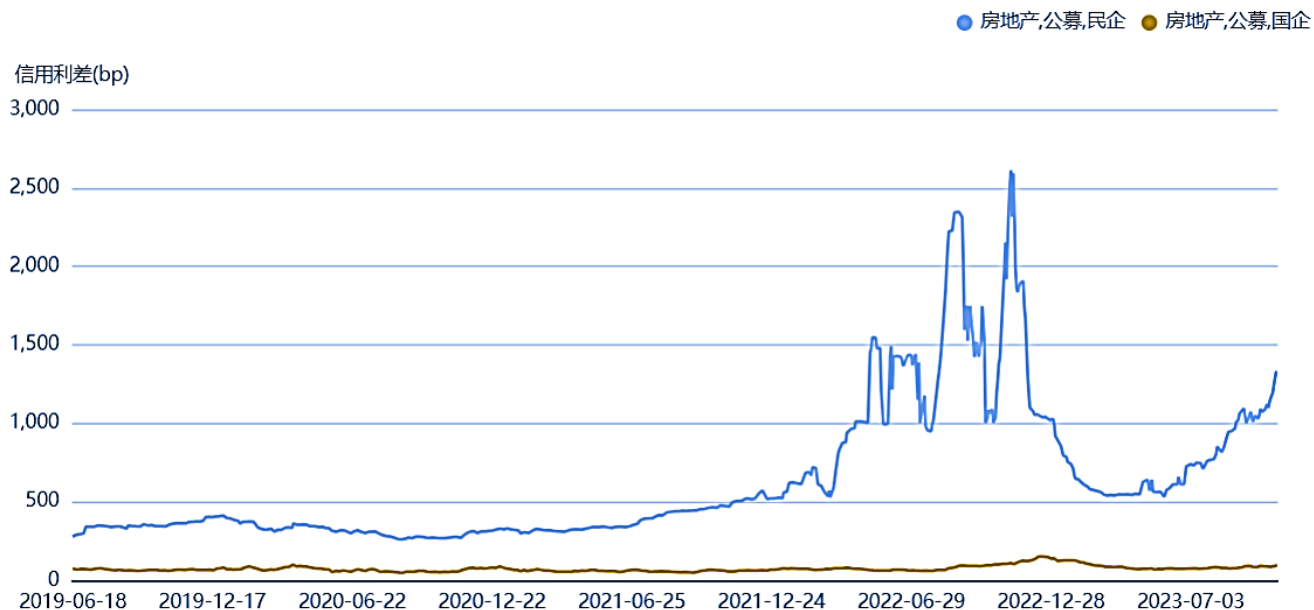
➤ 房企新开工资金不足、意愿不强。

- 2023年以来，房地产自筹资金持续收缩，销售相关的现金流年初有所好转，而后逐步走弱。
- 7月以来，受碧桂园债券信用风险事件冲击，民营房企信用利差大幅攀升，债券融资难度进一步加大。

◎ 自筹资金、销售回款对房地产开发资金拖累较大



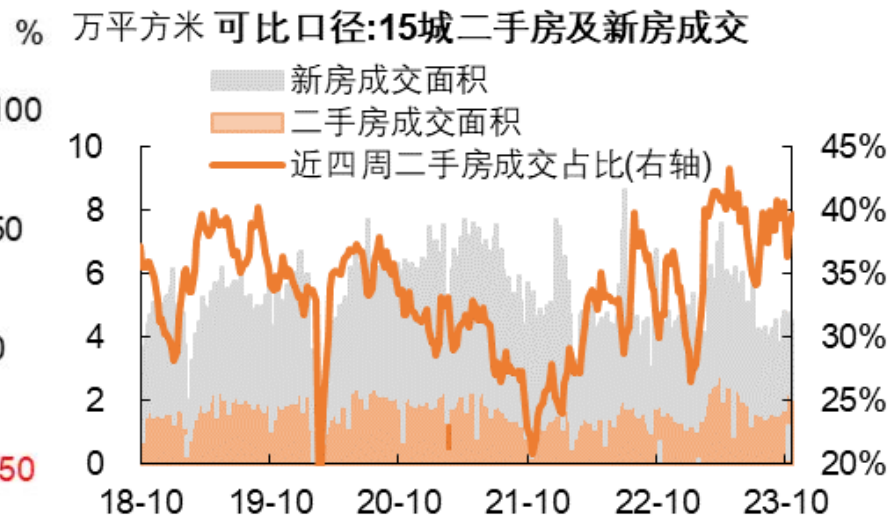
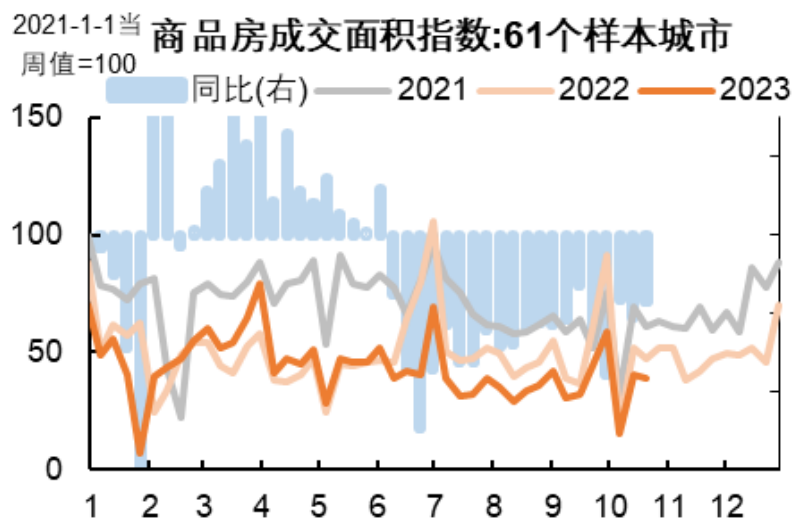
◎ 2023年7月以来，民营房企信用利差持续攀升



2. 地产仍是工业原材料重要需求来源

- 6月以来，房地产销售较快走弱，70大中城市新建商品住宅价格环比下跌，商品房销售面积下滑超10%。
- 8月下旬以来，房地产销售政策更大力度松绑，9月政策效果显现。据国家统计局新闻发布会，9月份70个大中城市新房和二手房合计数据在9月份环比增长2.8%，在连续5个月下降后首次转正。
- 今年以来二手房成交占比中枢上移。9月以来房地产销售的恢复也以二手房为更强，房地产库存仍在积累，或使销售对新开工的带动作用弱于以往。“限购限售”政策松动后，二手房挂牌量随成交量激增，客观上限制了新房去化的速度、削弱了销售回温对房企现金流的带动效应。

◎ 9月以来房地产销售恢复，二手房强于新房

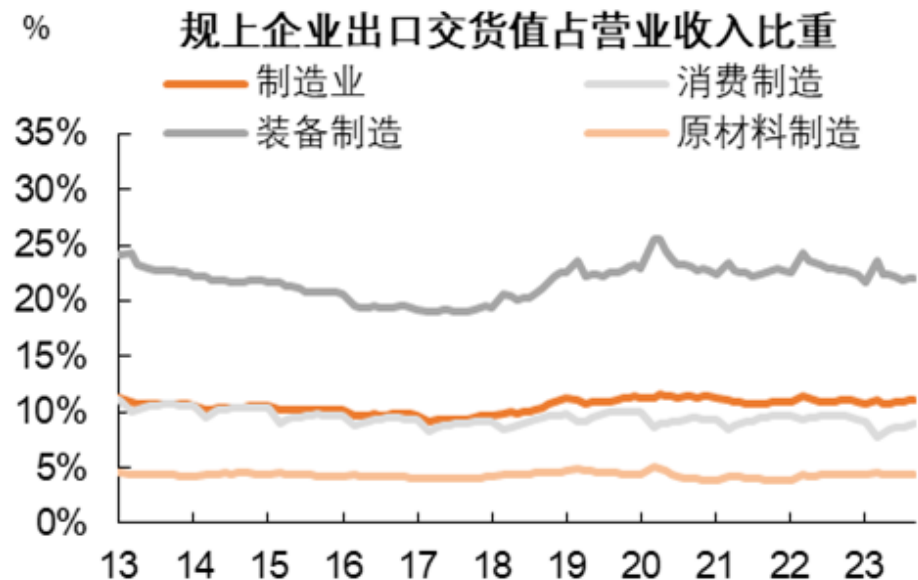


3. 外需受阻，装备制造新增产能如何消化

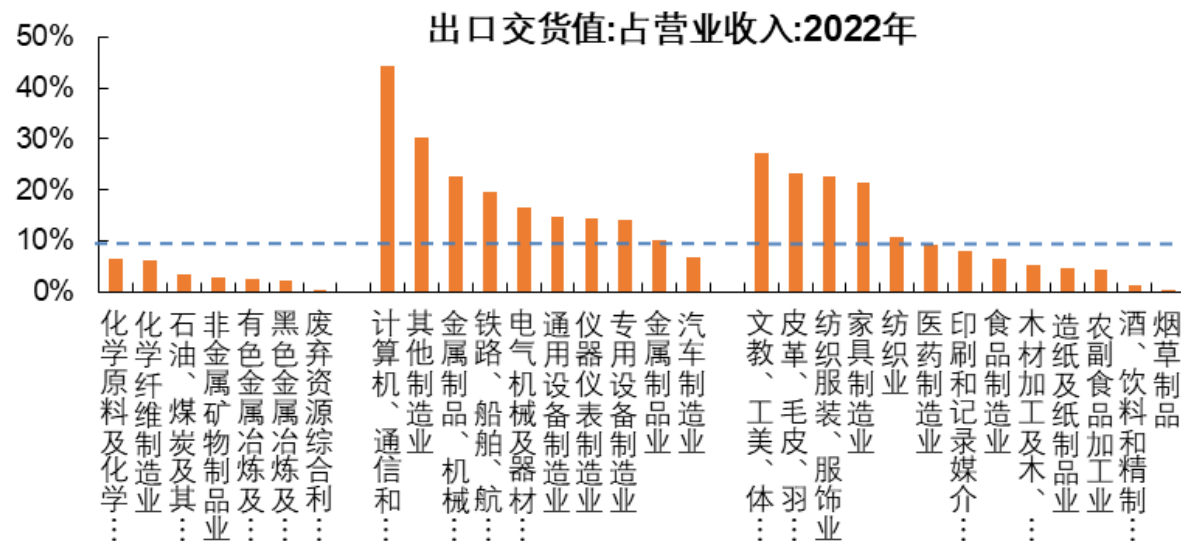
■ 装备制造业对出口需求的依赖度较高。

- 装备制造业的出口依赖度在两成以上，远超制造业总体。各子行业中，计算机、通信和其他电子设备制造业出口占营收比重最高，2022年达44%；出口占营收比重最低的是汽车行业，近年来出口依赖度也较快提升，截至2023年7月约8.5%，较2019年提升了3.9个百分点。
- 2020至2022年，中国出口维持中高速增长，是装备制造业高景气的重要支撑。

◎ 装备制造业出口依赖度总体较高



◎ 制造业各子行业的出口依赖度



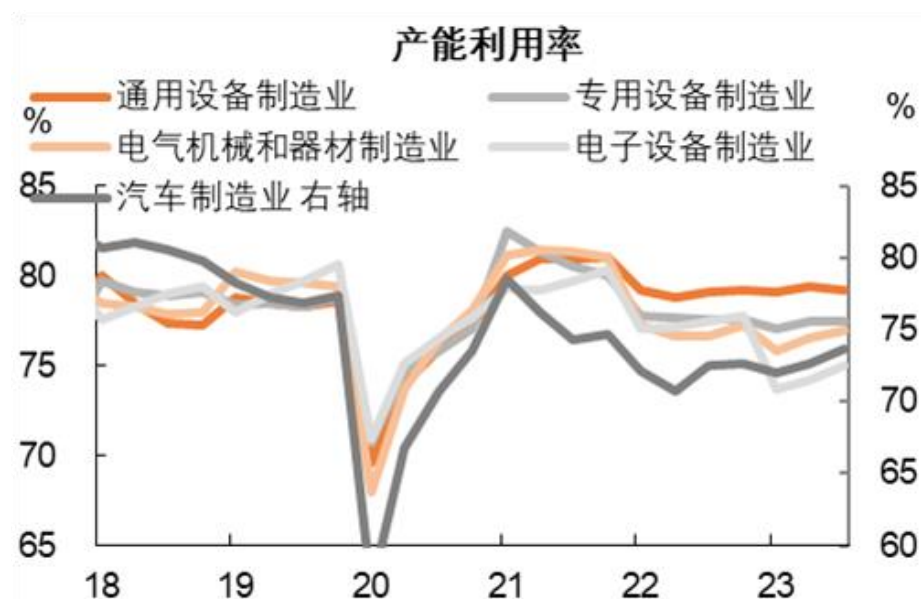
3. 外需受阻，装备制造新增产能如何消化

- 装备制造业近年来大规模投资扩产。今年前9个月制造业投资同比增长6.2%，其中装备制造业投资增长12.3%，而上游原材料和下游消费制造业均已下降至零增长附近。近三年来，装备制造业的固定资产投资增速持续高于2015-2019年水平，对于经济总需求起到了重要支撑作用。
- 但需指出的是，产能过剩隐忧已经浮现。若外需对其支撑减弱，投资可能面临减速。2023年三季度，计算机通信电子、电气机械、专用设备等行业装备制造业子行业的产能利用率分别较2022年末低2.8、0.4和0.1个百分点，均处于2017年以来的相对低位。

◎ 与新能源相关的电气机械行业投资增速远超生产



◎ 2023年以来，装备制造业产能利用率偏弱



3. 外需受阻，装备制造新增产能如何消化

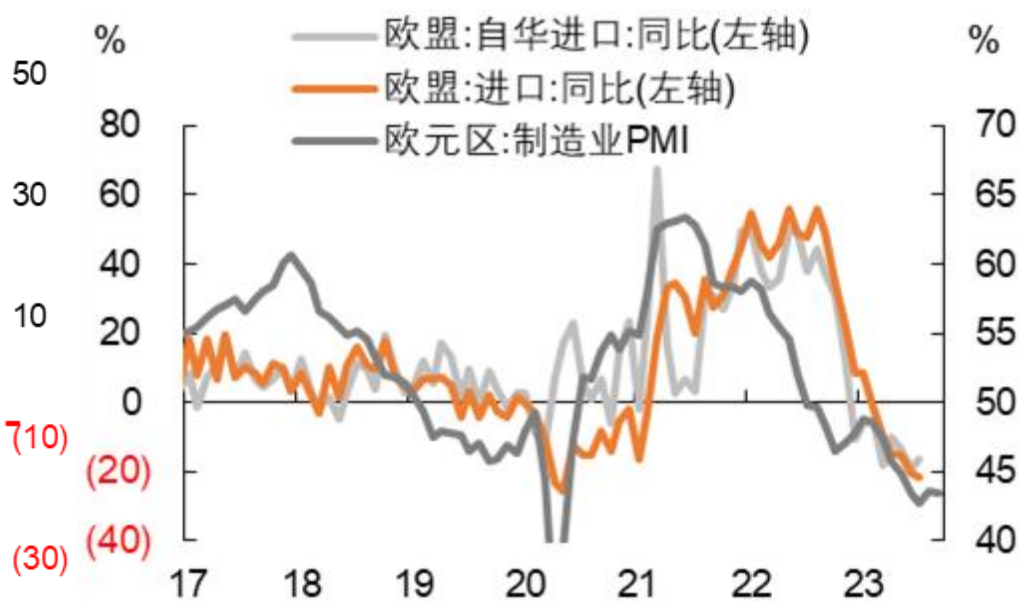
➤ 外需恢复斜率受限。2023年10月，IMF对2024-2026年全球贸易的预测在3.5%左右，对中国出口的预测分别为0.35%、2.75%和2.75%。

- 美国经济韧性较强，但美国自中国进口比例较快下滑，中美“脱钩”的影响延续；
- 欧洲经济疲软，GDP增速弱于疫情前；
- “一带一路”市场存在支撑，但其进口也受全球制造业景气度的影响。

◎ 中国出口表现并未脱离全球制造业PMI的指向



◎ 欧洲经济与进口增速低迷

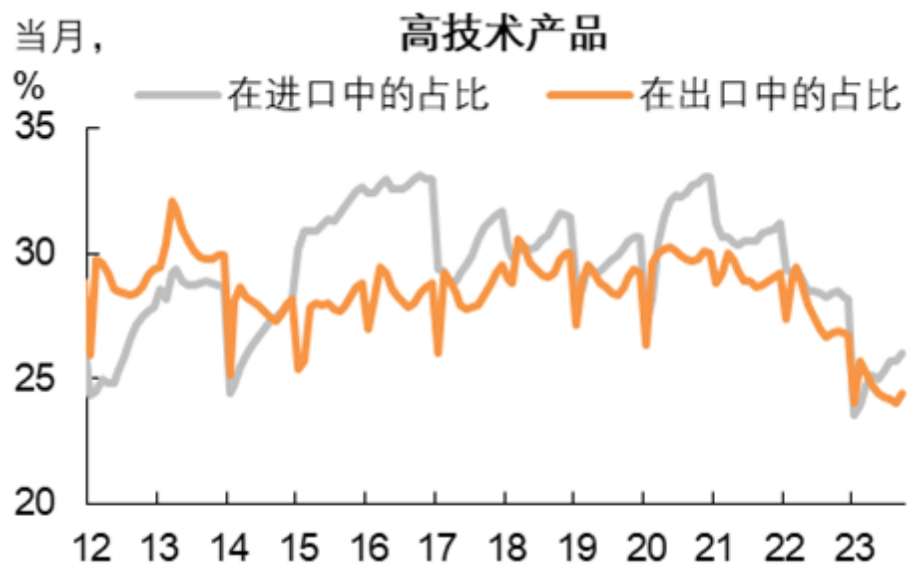


3. 外需受阻，装备制造新增产能如何消化

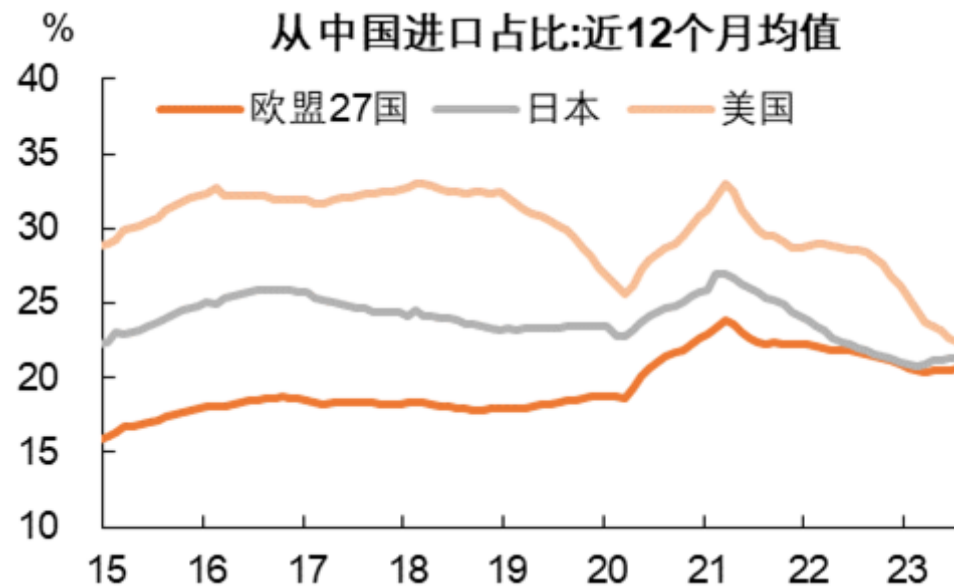
➤ 外围科技封锁形势收紧，对我国高技术产业的冲击显化。

- 今年以来，高技术制造业生产增速开始低于整体，固定资产投资增速也呈下滑。
- 今年以来，美国从中国进口的比例较2022年明显下一台阶。

◎ 高技术产品在中国进出口中占比下滑



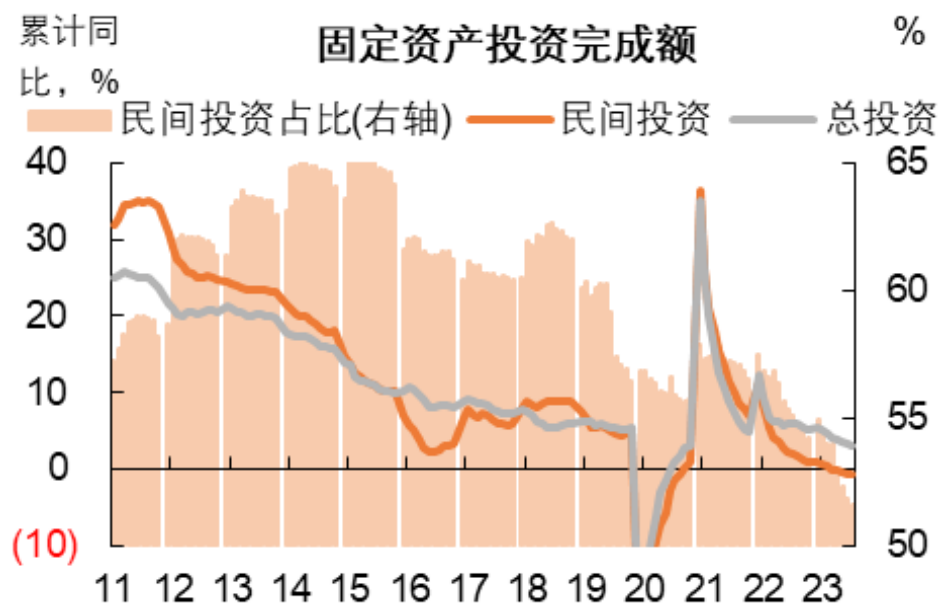
◎ 美国从中国进口的比例显著下滑



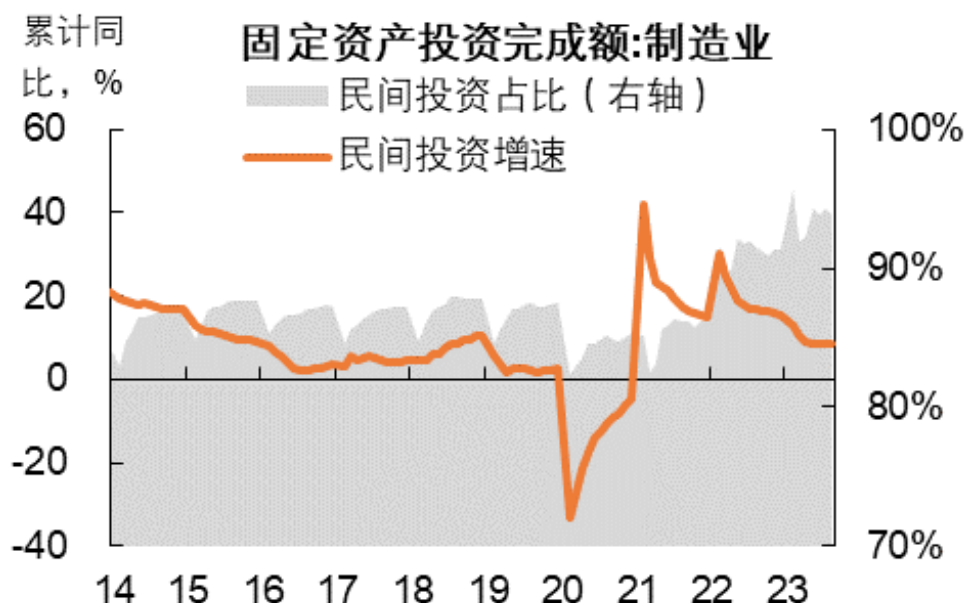
4. 民间投资是制造业投资的主体

- 2022年以来民间投资在制造业投资中的占比显著上升。
- 2022年以来民间投资在制造业投资中的占比显著抬升，今年前8个月民间投资在制造业投资中的占比达到93.7%，比疫情前平均水平高出7个百分点。
- 三季度民间投资在总体固定资产投资中的占比2011年以来新低，与房地产投资的持续收缩相联系。2017年之前，房地产投资中民间投资的占比在50%左右，当前已降至3成左右。

◎ 民间投资在总投资中占比持续下降



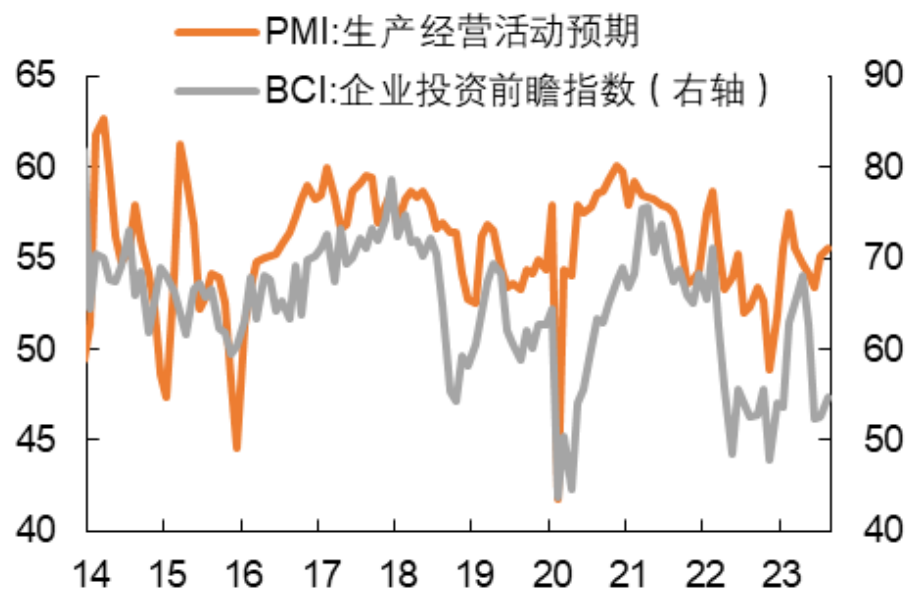
◎ 2022年以来民间投资在制造业投资中占比抬升



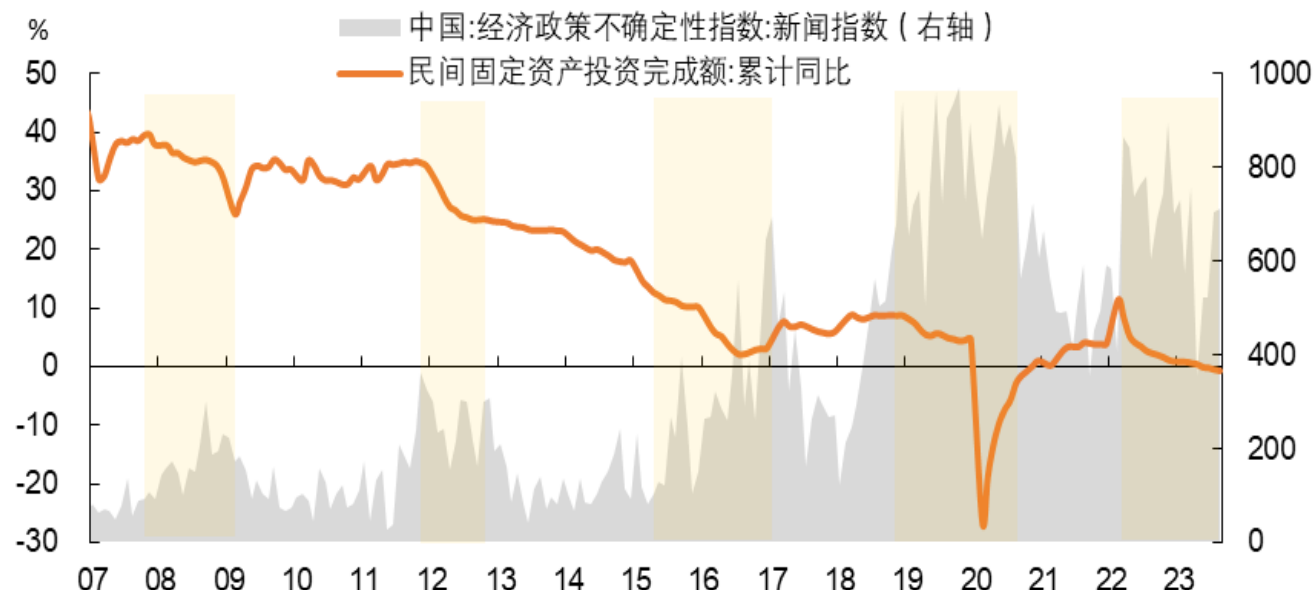
4. 民间投资是制造业投资的主体

- 稳定民营企业信心对于稳定制造业投资至关重要。
- 民间投资受预期和信心的影响较强。历史上，经济政策不确定性指数攀升时，民间投资往往表现不佳。

◎ 企业预期和信心恢复仍然不稳



◎ 中国经济政策不确定性指数偏高时，民间投资往往回落

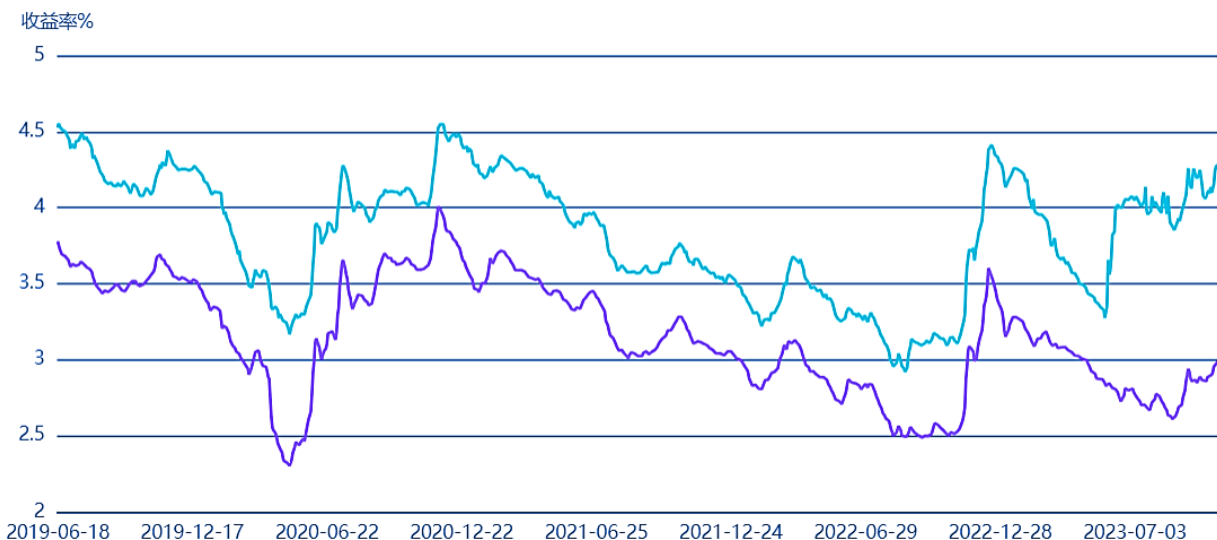


4. 民间投资是制造业投资的主体

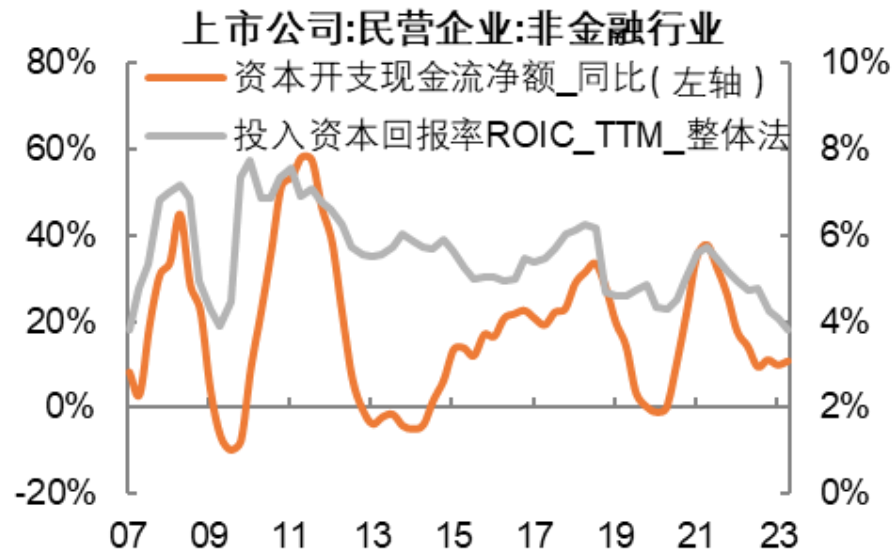
- 客观限制因素在于，民企投资回报率走低，而融资成本高企，抑制投资意愿。
- 一是，高杠杆。截止2023年8月，规模以上私营工业企业资产负债率已连续4个月持平于60.3%的历史高位，影响“加杠杆”的能力。
- 二是，高成本。6月中旬以来，AAA级民企债估值收益率在4%以上，民国企利差持续处近年高位。
- 三是，低回报。私营工业企业利润同比收缩，2023年二季度非金融业上市民营企业投入资本回报率降至3.8%。

◎ 相同评级的民营企业融资成本远超国有企业

● 产业债,公募,外评AAA,国企 ● 产业债,公募,外评AAA,民企



◎ 2023年二季度，民营非金融行业上市公司投入资本回报率低于4%

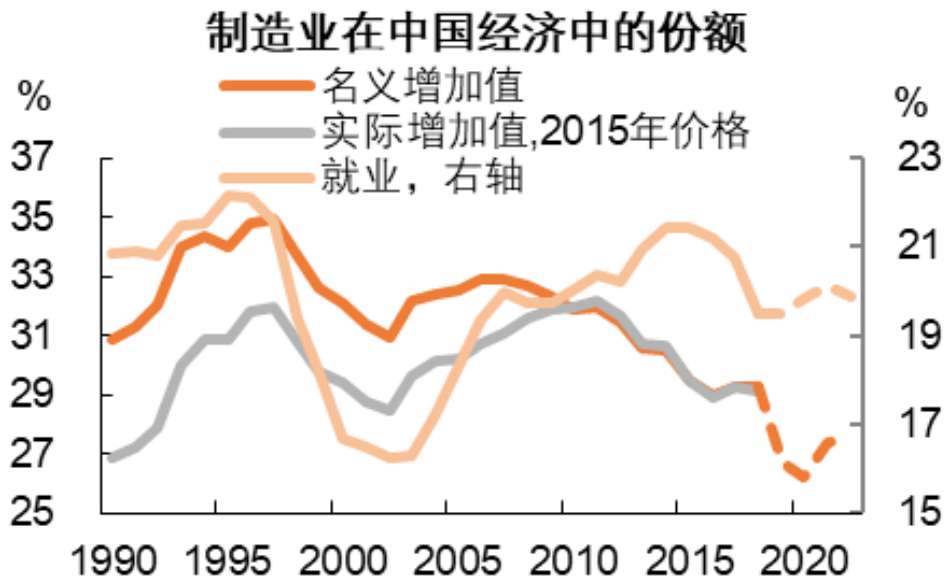


5. 稳定制造业占比仍需坚持努力

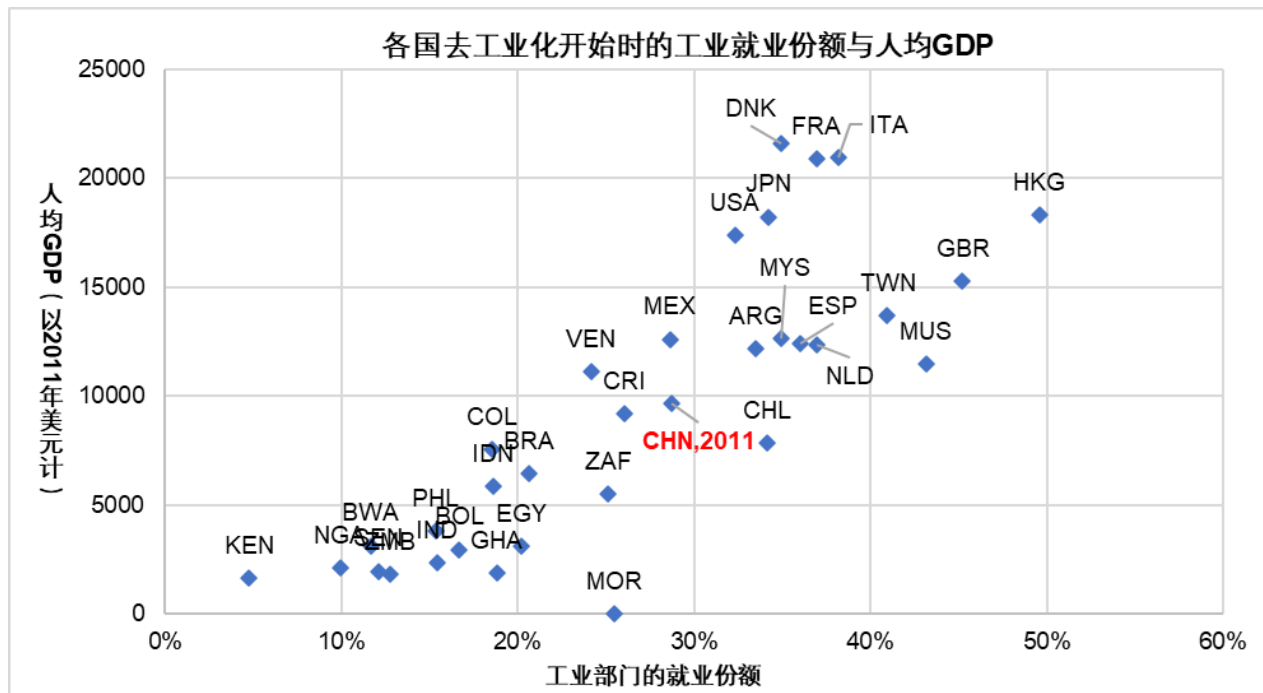
■ 中长期来看，稳定制造业占比仍需坚持努力。

➤ 与发达国家相比，中国存在一定过早“去工业化”，或者说“未富先去（工业化）”的嫌疑。制造业作为可贸易部门，其发展有利于同时充分利用内需和外需，是打造“双循环”的有力抓手。令人欣喜的是，2021年以来制造业在中国经济中的份额已有所回升。

◎ 中国实际工业增加值中制造业份额从2012年即已回落，彼时人均GDP刚突破1万美元



◎ 部分后发国家去工业化的节点提前



5. 稳定制造业占比仍需坚持努力

■ 短期来看，稳定制造业投资需寻求并扩大支撑因素。

制造业技术改造和新动能行业具备投资潜力

- 尤其是绿色低碳、智能制造、自主可控及汽车产业链等。2022年，制造业技术改造投资增长8.4%，在制造业投资中的占比达40.6%。
- 二十大报告指出“实施产业基础再造工程……推动制造业高端化、智能化、绿色化发展”，指明了制造业技术改造的重点方向。

释放可选消费及线下服务业行业延后投资需求

- 疫情防控放开后需求较快恢复，有助于释放文教、工美、体育和娱乐用品制造业、纺织业、纺织服装、皮革制鞋等制造行业的投资需求。
- 7月中央政治局会议指出“通过终端需求带动有效供给”。上半年消费制造业固定资产投资累计同比为-0.2%，稳定制造业投资需倚重于更好发挥消费的带动作用。

用实际行动改善预期，提振民间投资信心

- 考虑集中推出一批绿灯投资案例，打击反面典型，让企业产生政策稳定预期。
- 7月19日《中共中央 国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》发布，7月24日发改委发布了促进民间投资的17项具体措施。
- 7月中央政治局会议明确“切实优化民营企业发展环境”，“建立健全与企业的常态化沟通交流机制”，进一步凸显了对民营经济发展的关注。

财政、货币及产业政策“续力”支持

- 我们测算，2022年各项政策发力对制造业投资的拉动约4-5个百分点。
- 第20届中央财经委第一次会议以研究加快建设现代化产业体系和人口高质量发展为主题，“把扩大内需战略和创新驱动发展战略有机结合起来”，2023年进一步的货币财政支持可期。



目录CONTENTS

- ① 当前中国经济的运行特征
- ② 如何看待制造业高质量发展
- ③ 对2024年宏观政策的讨论

讨论1: GDP增速目标如何设定

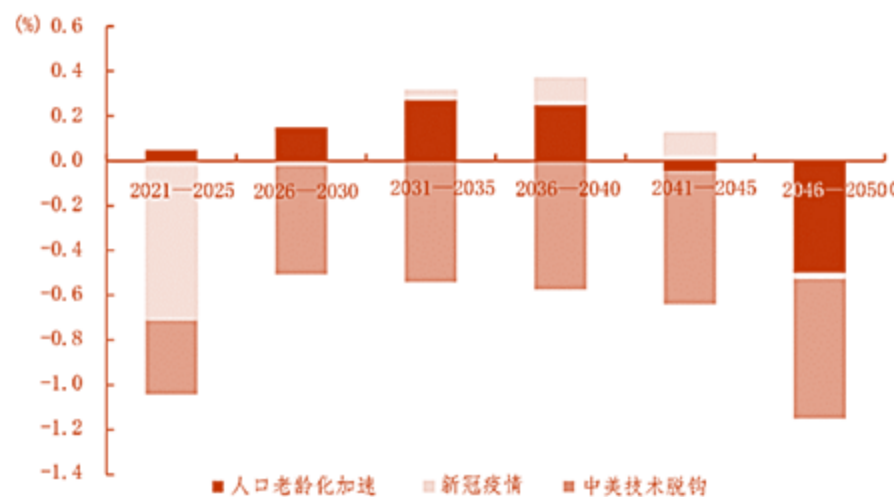
中国GDP潜在增长率如何变化

此前众多学者测算的2021-2025年中国潜在GDP增速多在5.5%上下。但受新冠疫情、中美技术脱钩等因素影响，当前中国GDP潜在增速或已较基准情形低1个百分点左右，降至4.5%附近。

中国潜在GDP的主要测算结果 (单位: %)

年份	张晓晶 (2023)				央行调查统计司论文 (2021)	白重恩和张琼 (2017)			社科院《中国经济报告 (2020)》报告组	社科院宏观经济研究中心课题组 (2020)
	基准情形	疫情+脱钩	疫情影响加剧+脱钩	疫情影响加剧+较大幅脱钩		基准情形	下限	上限		
2021	5.38	4.98	4.16	4.98	5.7					
2022	5.32	4.89	4.26	4.17	5.5					
2023	5.27	4.94	4.51	4.41	5.5	5.57	5.14	6.00	5.42	
2024	5.21	4.92	4.58	4.48	5.3					
2025	5.16	4.87	4.53	4.42	5.1					
2026—2030	4.84	4.69	4.67	4.55		4.82	4.49	5.15	4.92	
2031—2035	4.35	4.21	4.25	4.12		3.94	3.68	4.19	4.48	
2036—2040	3.67	3.57	3.65	3.50		3.40	3.19	3.61	3.96	
2041—2045	3.13	3.03	3.10	2.95		3.46	3.29	3.63	3.58	
2046—2050	2.91	2.74	2.72	2.57		2.98	2.84	3.11	3.35	

“三大新因素”对中国潜在GDP增速的影响



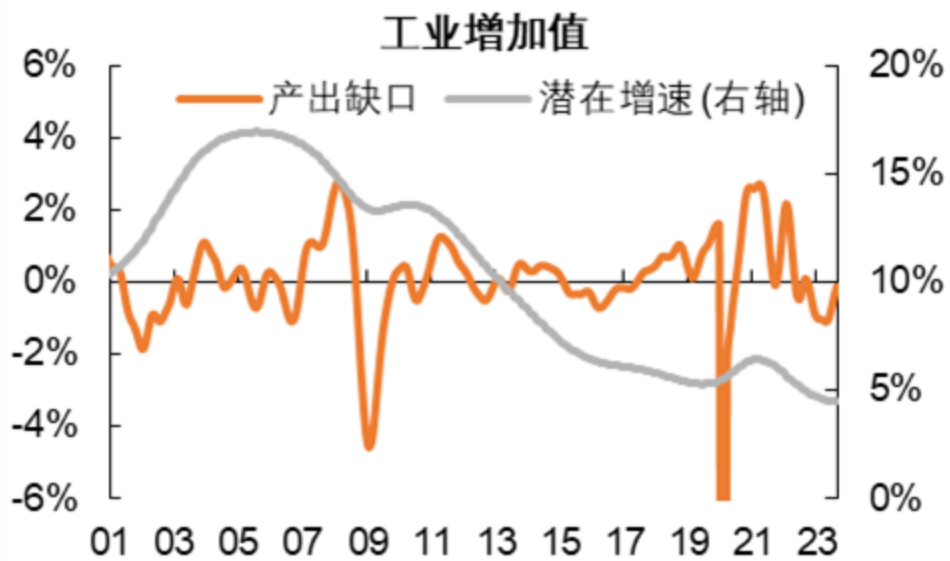
据社科院张晓晶 (2023) 测算, “十四五”时期, “三大新因素”导致中国潜在经济增长率下降1个百分点, 其中新冠疫情贡献约0.7个百分点, 中美技术脱钩贡献约0.3个百分点, 人口老龄化影响很小。白重恩 (2017) 测算的GDP潜在增速将于2021-2025年降至5.14-6.0%, 而易纲 (2023) 曾援引了该测算的下限。

讨论1: GDP增速目标如何设定

➤ 从统计数据中也可观察到潜在增长率变化的线索

- 以季调和HP滤波方法处理工业增加值和GDP序列，测算中国经济的潜在增速或已降至4.5%附近。
- 假设2023年中国GDP增速达到5%，那么2022-2023年中国GDP平均增速或在4%左右，而目前产出缺口处于负值区间，表明潜在增速略高于这一水平。

⊙ 工业增加值增速的周期及趋势变化

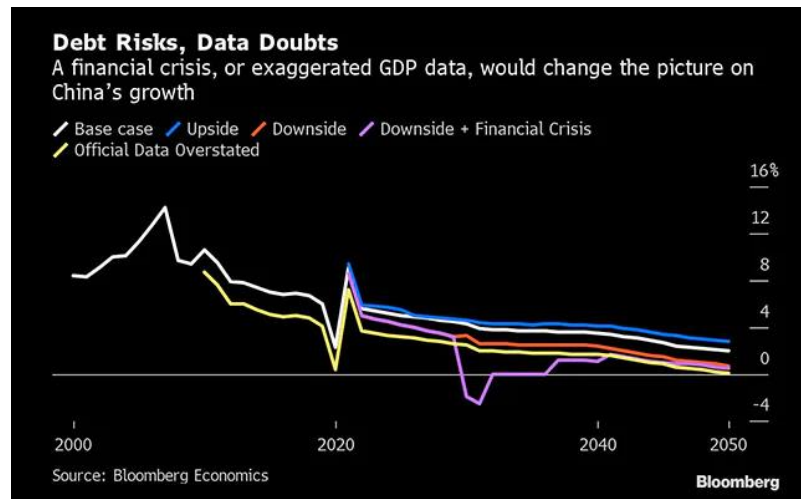
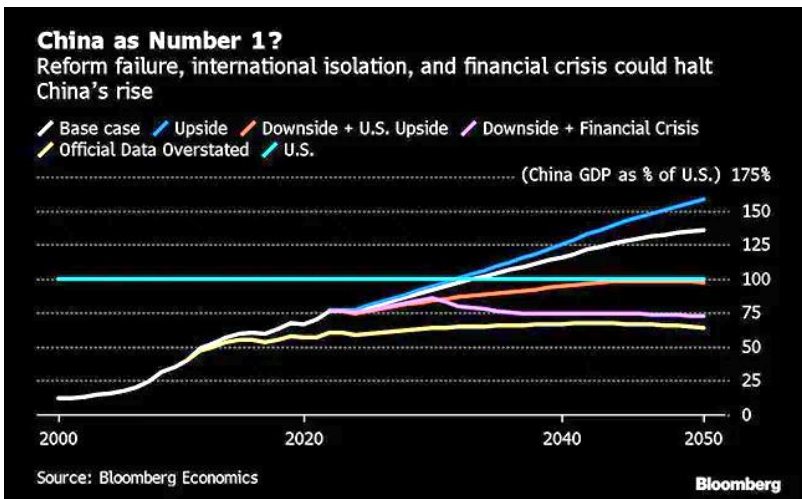


⊙ 实际GDP增速的周期及趋势变化



讨论1: GDP增速目标如何设定

- **中美经济相对增速将如何演变?** 取决于三个变量: 经济实际增速的差值、GDP平减指数的差值和汇率变动。
 - 当前看, 中国经济总量赶超美国的不确定性提升。疫情后美国实际GDP增速稳定、物价中枢有所抬升, 且美元指数表现强劲; 而中国潜在增速缓慢下行, 物价水平相对低迷, 人民币汇率承压。
 - 据社科院测算, 考虑“三大新因素”对中国潜在GDP增速的影响, 中国GDP超越美国的时间推迟到2033年, 并且GDP增速在2046年之后低于美国。
 - 据彭博社预测, 基准情形下, 2021-2030年中国GDP增速在5.0%左右, 中国GDP总量将在2030年前后超过美国; 在悲观情形下, 2021-2030年中国GDP增速降至4.1%左右, 而美国经济呈现韧性, 中国经济规模可能无法超过美国。



Who Wins? It Depends

From U.S. decoupling to China's pension age, the outcome of the U.S.-China economic race depends on multiple factors

China Growth Scenario	2021-2030	2031-2040	2041-2050	Overtake U.S.	Reform Pace	U.S. Decoupling	Fertility Rate	Pension Reform
Base case	5.0%	3.7%	2.6%	2033	Steady	Partial	Low	By 2030
Upside	5.3	4.3	3.4	2031	Aggressive	None	Medium	By 2025
Downside	4.1	2.5	1.4	Never*	Slow	Complete	Low	By 2040
Downside + Financial Crisis	3.6	0.2	1.0	Never	Slow	Complete	Low	By 2040
Official Data Overstated	3.2	1.8	0.8	Never	Steady	Partial	Low	By 2030

Source: Bloomberg Economics
Notes: *Compared to upside scenario for U.S. growth.

Bloomberg

讨论1: GDP增速目标如何设定

■ 保持经济增长目标的连续性

- 2012年-2023年期间，除2020年受疫情影响而未设增长目标外，其余年份的增速目标要么是持平于前一年，要么是较前一年的下调0.5个百分点。

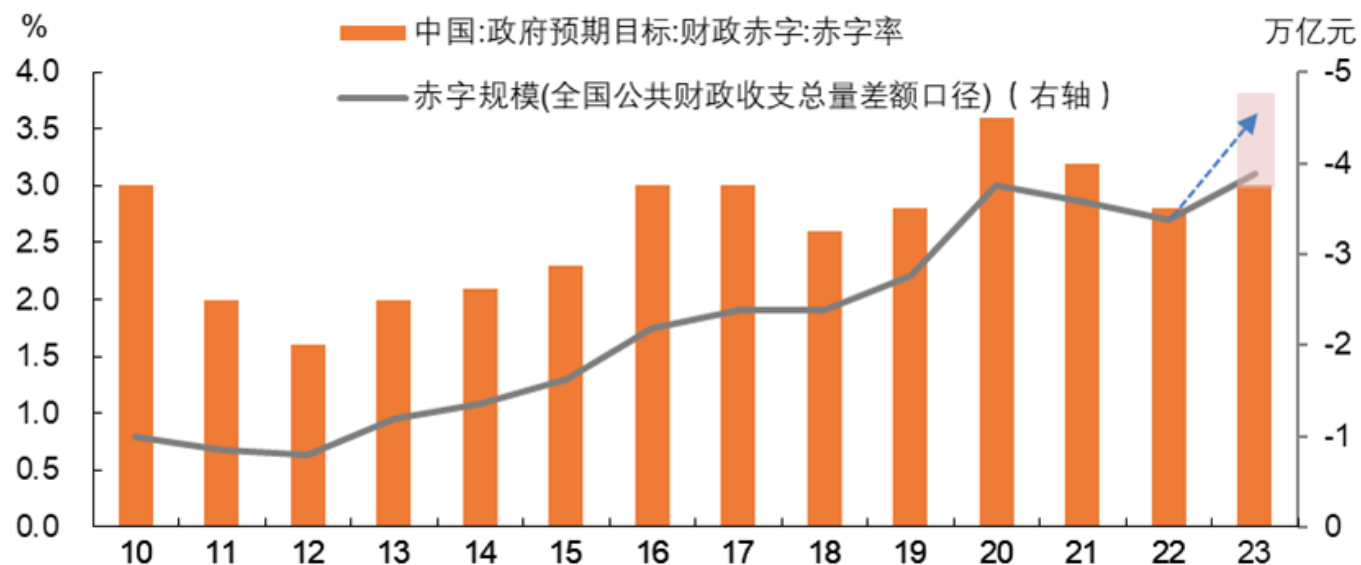
■ 2035年能否实现远景目标

- 习近平总书记指出“我国经济有希望、有潜力保持长期平稳发展，到‘十四五’末达到现行的高收入国家标准、到2035年实现经济总量或人均收入翻一番”。
- 为实现到2035年经济总量翻一番的目标，**2024-2035年间我国GDP年均需增长4.55%**；考虑到人口负增长的情况，为实现到2035年人均GDP翻一番的目标，**2024-2035年间中国GDP年均需增长4.1-4.4%**。
- 实现“实现经济总量或人均收入翻一番”，我国即可进入发达国家的门槛。然而，这不意味着我国就一定能实现“中等发达国家”的目标，因其难以依靠单一的增长来驱动，还必须考虑价格和汇率因素。2023年以来人民币汇率趋于贬值，物价存在类通缩压力，给经济增长远景目标的实现增加了困难。
- 为此，我们建议将2024年中国经济增速目标设置在“5%左右”，财政政策更加积极有为，货币政策总量和结构进一步配合，在稳定经济增速的同时，能够释放积极的信号，推升物价水平，提振人民币汇率表现。“三管齐下”，使中国经济向“中等发达国家”的2035年远景目标更快靠拢。

讨论2：赤字率能否更大幅度调升

- 2023年10月24日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过关于批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案的决议，增发1万亿元特别国债。
- 2023年的赤字率水平调增至3.8%左右，略高于2020年疫情水平，3%的赤字率已不再是特殊情形下的“紧约束”。特殊时期需要特殊举措，这种政策理念上的突破尤其值得高度肯定。
- 对2024年政府工作目标的设置可以更加乐观，建议设定“3%-4%”的赤字率水平。

◎ 2023年财政预算赤字率及赤字规模调整至近年最高位



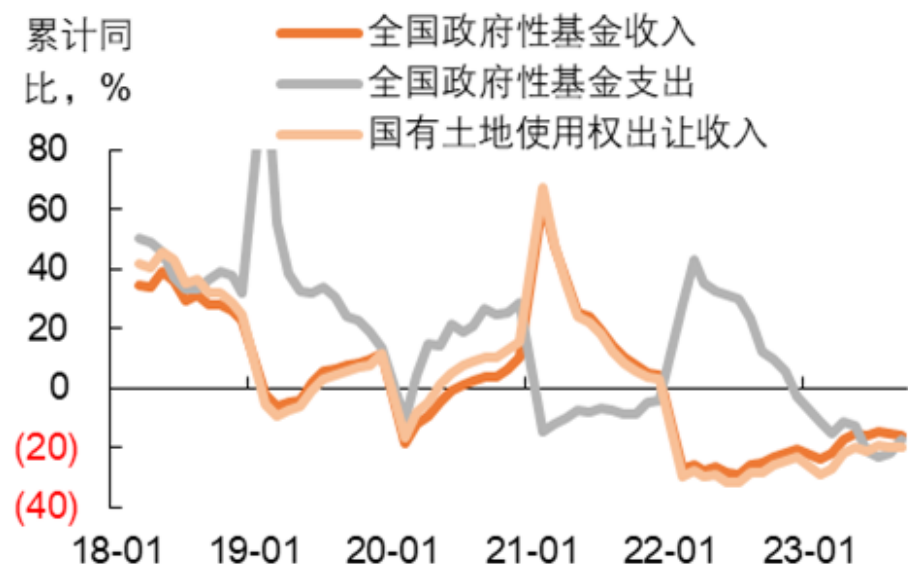
讨论2：赤字率能否更大幅度调升

- **原因一：房地产市场调整，土地相关的财政收入减少。**
 - 若房地产销售无明显反弹，库存去化压力偏大，房企现金流紧张态势未有扭转，土地出让收入可能延续低迷。
 - 房地产影响广义财政收入的三到四成。2021年，房地产业税收在公共财政收入中占12.6%，土地出让收入在政府性基金收入中占86.7%。**2022年**，由于土地出让收入骤减，全国政府性基金收入比预算大幅少收了2.08万亿，相应地政府性基金支出比预算大幅少支2.84万亿。**2023年**以来，房地产市场复苏不及预期，前三季度政府性基金收入同比增速为-15.7%，或难回归预算的0.37%微正增长。

◎ 房地产在广义财政收入中占比3到4成



◎ 前三季度政府性基金收入恢复程度有限



讨论2：赤字率能否更大幅度调升

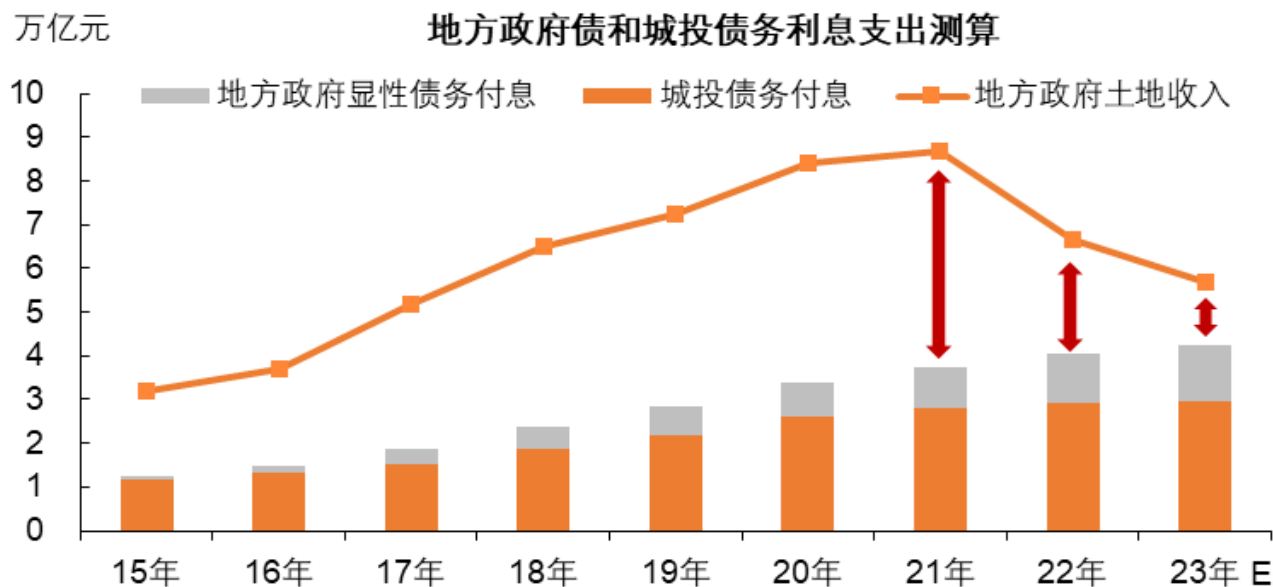
■ 原因二：地方政府化债也需要更多中央财政救济。

- 城投平台面临的困难和风险主要在于融资成本高企、利息负担较重、以及土地收入减少导致偿债能力下滑。
- 据财新报道，2023年将安排1.5万亿元特殊再融资债券置换地方政府隐性债务，涉及天津、贵州、云南、陕西、重庆等12个地方债务压力比较大的省份和地区。相比城投平台50-60万亿的有息债务规模，1.5万特殊再融资债券仍显不足。若可将城投有息债务全部变为国债，预计每年可节省利息支出1.3万亿，节约比例达45%。如此可以很大程度上缓解地方政府的财政困境，也可以促进形成政府低息举债的良性循环。

◎ 将城投有息债务替换为国债，可节约45%的利息支出

	截止2022年末	城投债券	城投有息债务
	存量规模(万亿)	12.4	57.0
	年化融资成本	4.7%	5.2%
替换地方债	存量票面利率	3.4%	3.4%
	节约利息比例	-27.3%	-35.1%
	年付息减少(亿元)	1575.3	10451.3
替换为国债	存量票面利率	2.9%	2.9%
	节约利息比例	-38.5%	-45.1%
	年付息减少(亿元)	2223.8	13429.5

◎ 2022年以来地方政府利息支出压力明显加大



讨论2：赤字率能否更大幅度调升

■ 原因三：财政风险与金融风险亦需权衡

- 今年6月以来，陆续已有一些国有大行和地方政府签订协议，承诺为当地化债提供金融支持。据城投调研信息，政策行和国有大行将为城投平台提供长久期、低成本资金，置换非标、债券、利率偏高的中小行贷款。
- 让大行做地方政府化债“先锋”，与直接增加赤字相比，孰优孰劣？这涉及到财政风险与金融风险的权衡。

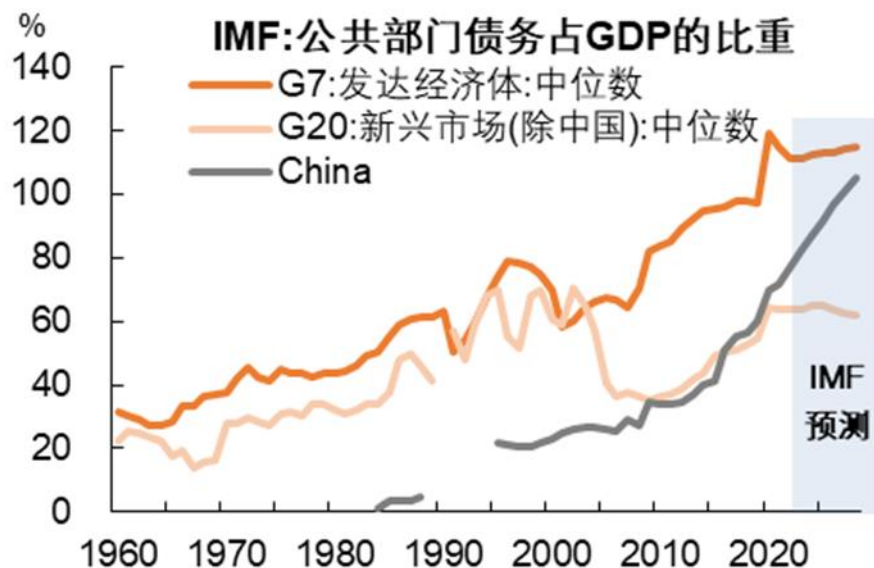
◎ 今年6月以来多地国有大行和当地政府开展化债支持相关合作

时间	省份	支持方式
2022年7月	天津	7月4日，中国银行天津分行与天津市政府签署全面落实战略合作协议全力满足天津市各级政府存量隐性债务还款计划调整的诉求。近一年以来，中国银行天津分行已为 13家地方国企存量隐性债务完成还款计划调整，涉及金额64.46亿元。
2022年7月	浙江	7月3日，浙江一高速公路项目银团贷款签约， 合同总额32.7亿元，期限29年 ，交通银行主牵头。
2022年7月	河南	7月3日，中国银行与河南省人民政府签署全面合作协议， 未来五年内提供本外币合计一万亿元的意向性金融支持。 此外，贵安新区、青岛西海岸新区、潍坊、烟台等多地接连获得国有大行授信签约。
2022年6月	辽宁	6月12日，辽宁省某高速公路PPP项目银团贷款签约，农业银行牵头， 提供161.9亿元贷款，实现了44年超长贷款期限，利率低至2.99%。
2022年6月	山东	6月9日，建设银行山东省分行承诺预计将在未来 3年 为潍坊市经济社会发展新增综合融资规模 不少于500亿元。

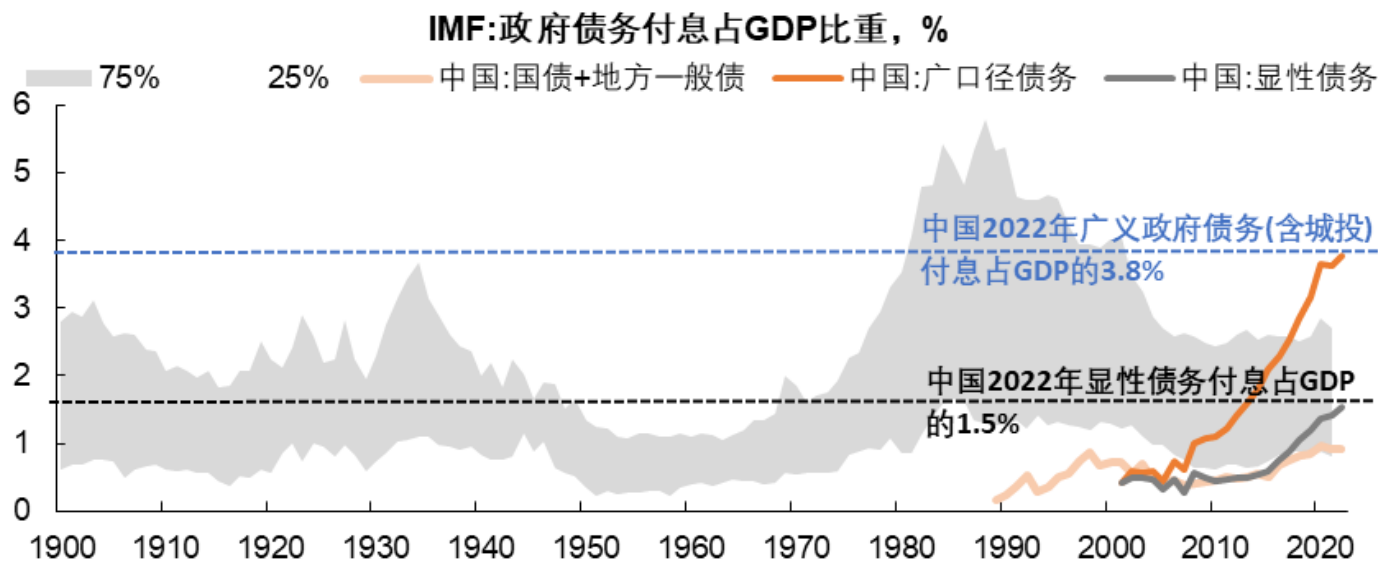
讨论3：降息的路径与考量： a.政府债务可持续性

- 与国民收入相比较，中国政府债务规模基本符合当前的发展阶段。据IMF统计，截至2022年末，我国政府杠杆率约为77.1%，显著低于发达经济体，略高于新兴市场及中等收入国家的65.7%。
- 但需警惕两方面问题：一是，近年来我国政府杠杆率快速攀升，2015至2022年间累计提升35.6个百分点，IMF预测的中国政府杠杆率可能在2027年超出100%。二是，政府债务付息在GDP中的比重攀升，已使财政政策的发力空间日渐逼仄。截至2022年，中国政府显性债务付息占GDP的比重约1.5%，处于全球中位数水平附近。若将地方政府提供信用背书的城投隐性债务计入，中国政府广义债务付息规模已占GDP的3.8%。

◎ 近年来中国政府杠杆率快速攀升



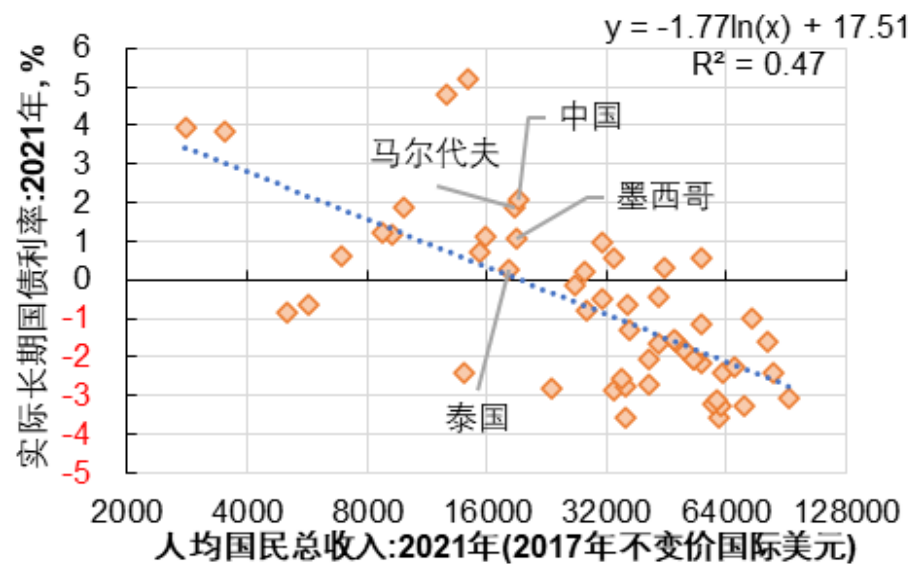
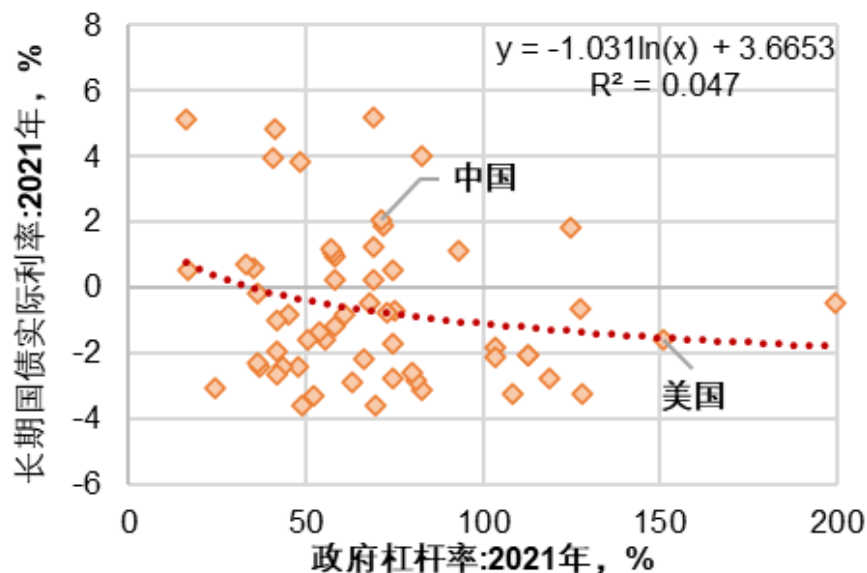
◎ 2022年中国广义政府债务付息规模约占GDP的3.8%



讨论3：降息的路径与考量： a.政府债务可持续性

- 我们测算，2022年我国政府显性债务、广义债务付息规模约分别占“四本账”赤字额的20%和49%。政府债务付息规模过高，即便违约风险可控，也将挤压财政发力空间，使其对公共事务及经济增长支持力度减弱。
- 无论是给定当前政府杠杆率、还是人均国民收入，我国长期国债的实际利率均明显高于海外其他经济体。如果 $(\text{国债实际利率} + \text{赤字率}) \leq \text{实际GDP增速}$ ，那么债务存量增速就将低于GDP增速，政府杠杆率将逐步趋降。在强调财政与货币政策相配合的当下，如果货币政策降息，推动国债实际利率降至（实际GDP增速-赤字率）以下，既有助于在流量层面上缓解付息压力，也有助于在存量层面上降低政府部门的杠杆率。

◎ 以政府杠杆率及人均国民收入衡量，我国长期国债实际利率偏高

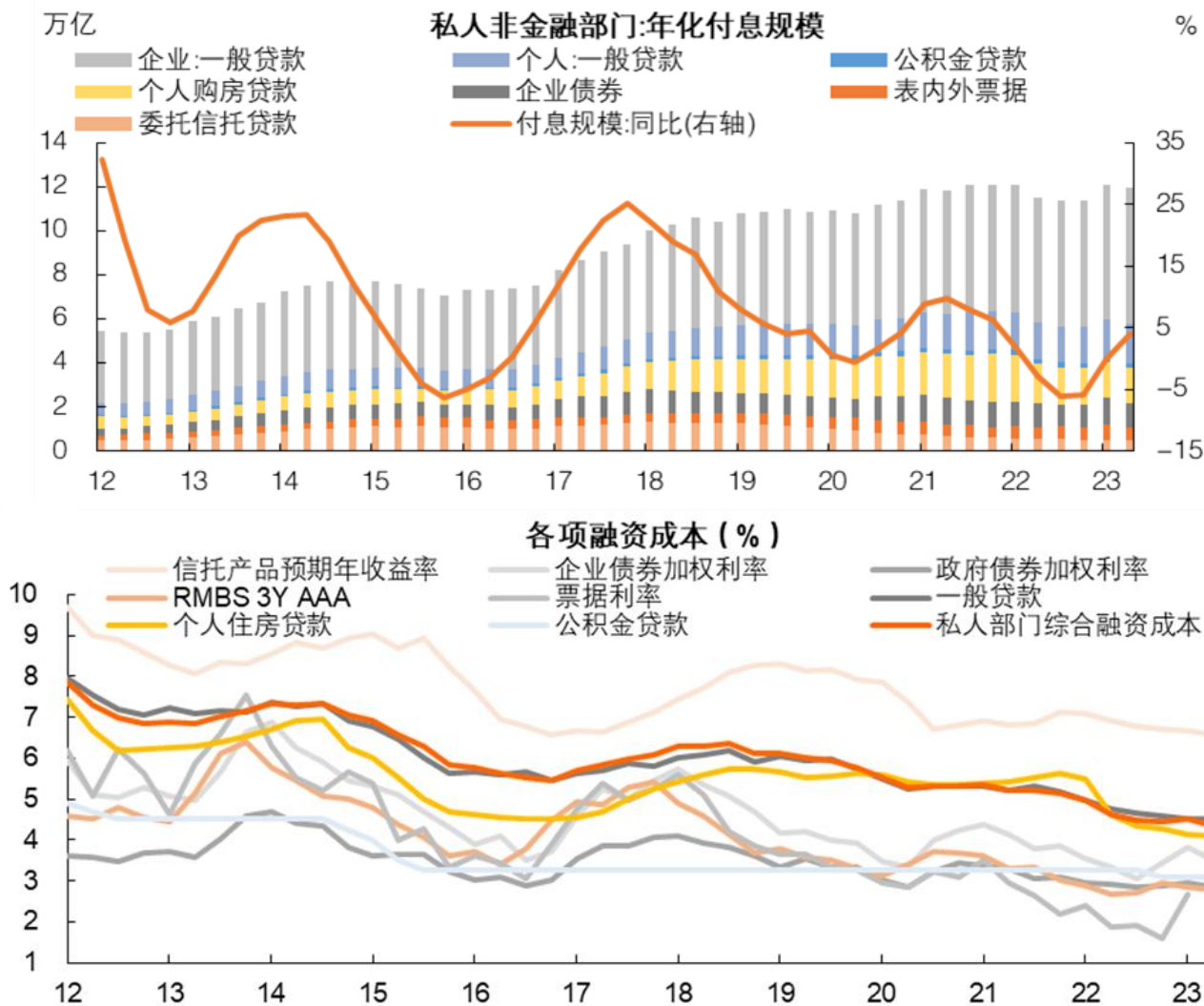


讨论3：降息的路径与考量： b.私人部门利息负担

➤ 根据社融中各分项的规模和融资成本，可以测算私人部门各项融资的付息规模。

- 1) 债务借新还旧压力依然高企，削弱着融资对实体经济的支持力度。截至2023年二季度，私人非金融部门年化付息规模在社融增量中的占比接近半数。
- 2) 私人部门利息负担再度增加。私人非金融部门年化付息的同比增速从2022年末的-6.5%升至2023年二季度的1.8%左右。

私人部门各项融资（社融除政府债）的成本及付息规模

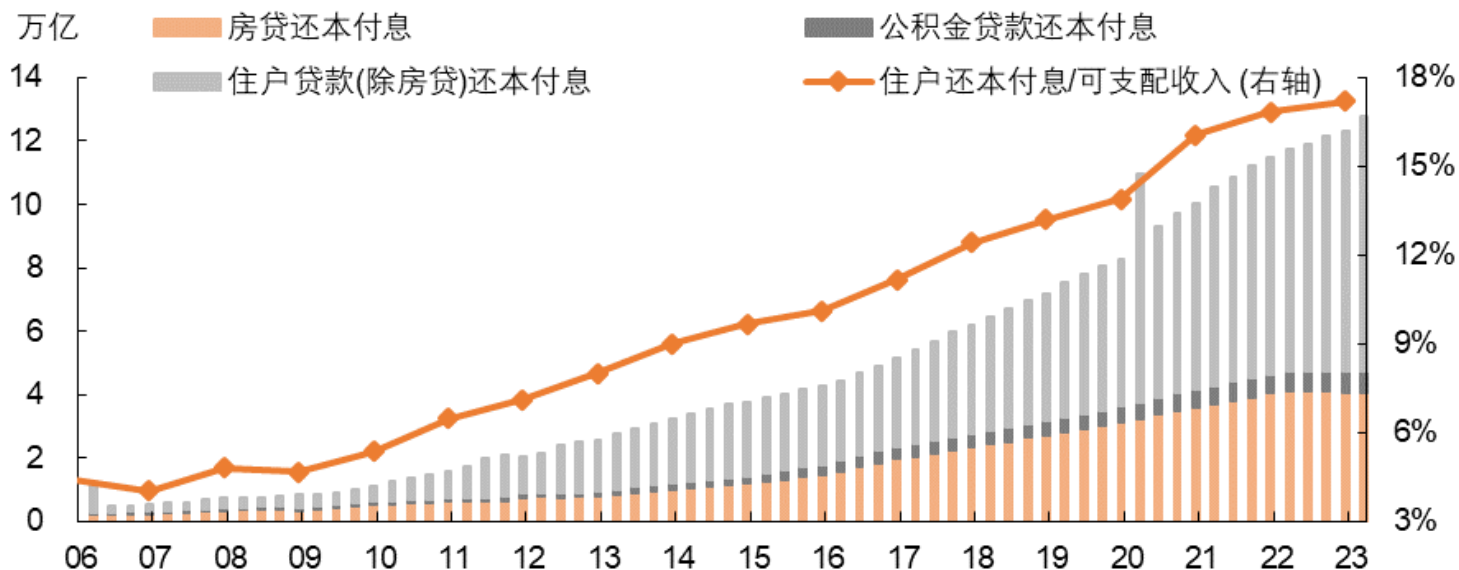


讨论3：降息的路径与考量： b.私人部门利息负担

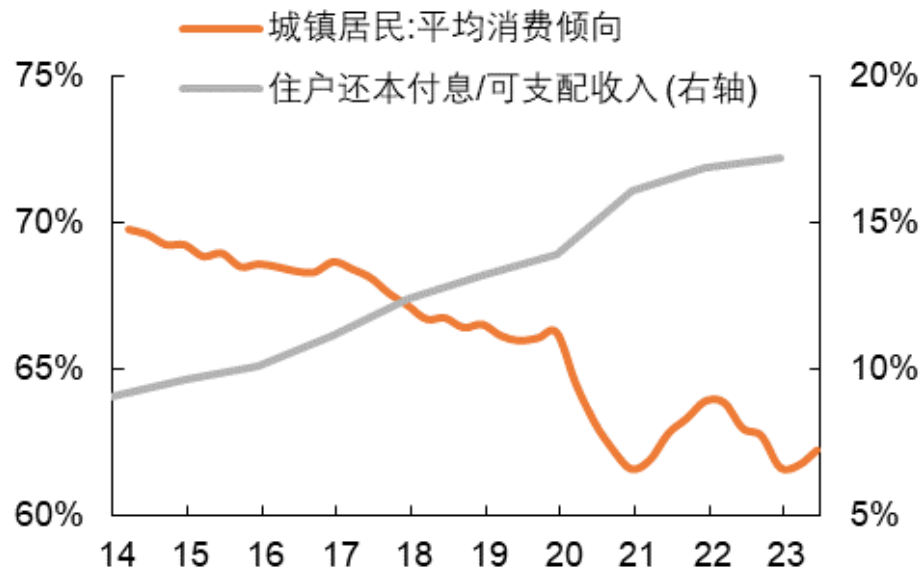
➤ 居民偿债占可支配收入的比率提升，消费潜力难以充分释放。

- 我们测算，2022年居民还本付息规模达12.2万亿，居民还本付息约占同期可支配总收入的17.3%。
- 2015年至2022年间，我国居民平均消费倾向（人均消费占人均可支配收入的比例）下滑5.3个百分点，其中城镇居民平均消费倾向下滑7.6个百分点，农村居民平均消费倾向提升2.7个百分点；同期住户部门还本付息占可支配收入的比例提升了7.5个百分点。考虑到城镇居民是贷款“加杠杆”的主体，还本付息压力加大挤压了居民收入中可用于消费的部分，基本可以解释其平均消费倾向的下滑。

◎ 2022年末居民还本付息规模约占可支配总收入的17.3%



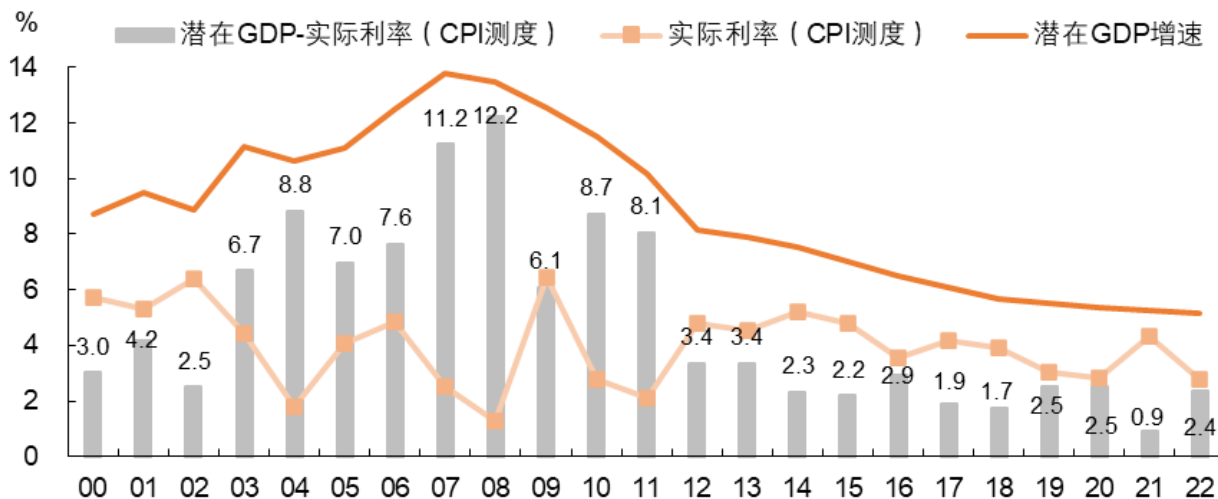
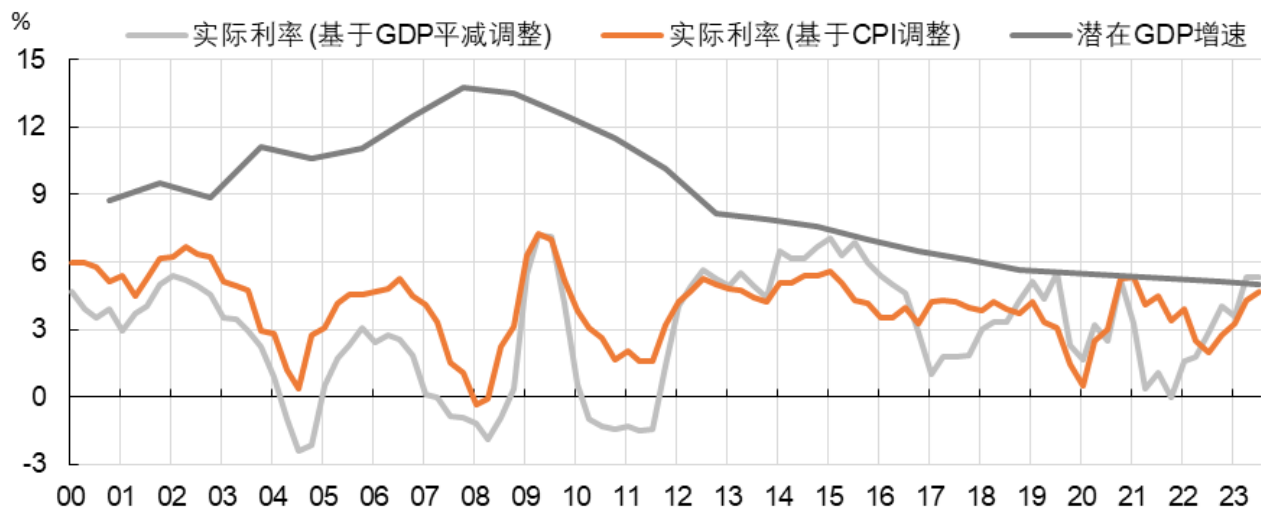
◎ 偿债比率提升能够解释城镇居民消费倾向的下滑



讨论3：降息的路径与考量：c.实际利率合理适度

- “价格型”调控框架下，自然利率正逐步成为中国宏观决策和政策规则设计的重要基础和依据。“从保守决策的角度出发，总体上保持实际利率略低于经济增长率是比较合理的，有利于债务可持续，并可以给予经济增长适度的激励”。
- 未来中国经济潜在增速、实体投资回报率还将缓慢下降，货币政策有必要持续降息，提供相应的支持。从“潜在GDP增速-实际利率（CPI测度）”差值看：1) 货币政策取向偏宽松时，差值在2.5个百分点左右，类似14年-15年、19年-20年和22年。2) 货币政策稳健中性时，差值低于2个百分点，类似17年-18年和21年。

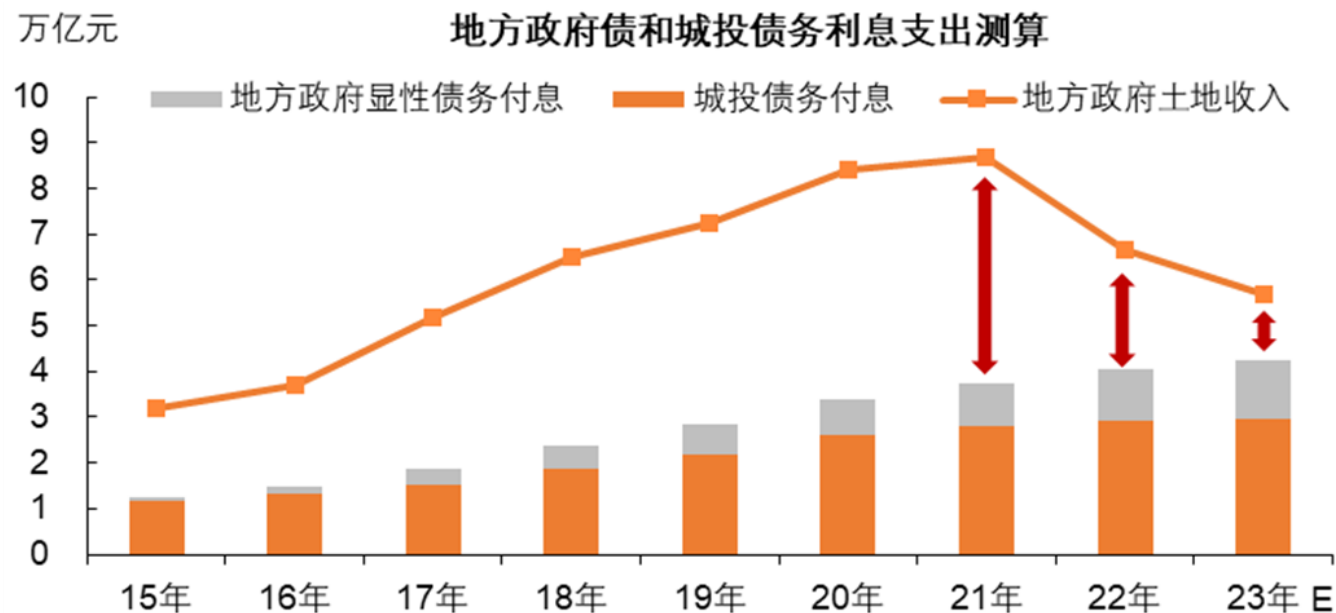
◎ 2000年以来实际利率与潜在GDP增速的对比



讨论3：降息的路径与考量： d. 维护金融稳定

- 金融稳定在央行决策框架中的地位提升。2023年4月4日，时任央行行长易纲在《建设现代中央银行制度 更好服务中国式现代化》的讲话中指出，“维护币值稳定和金融稳定是人民银行的两项中心任务”。
- 若发生局部性阶段性的金融风险，降息具有较强的信号显示效应。

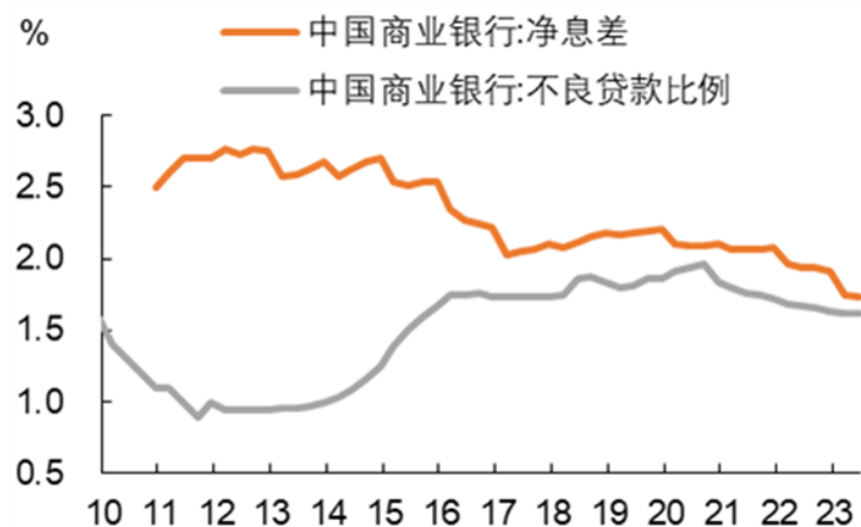
◎ 2022年以来地方政府利息支出压力明显加大



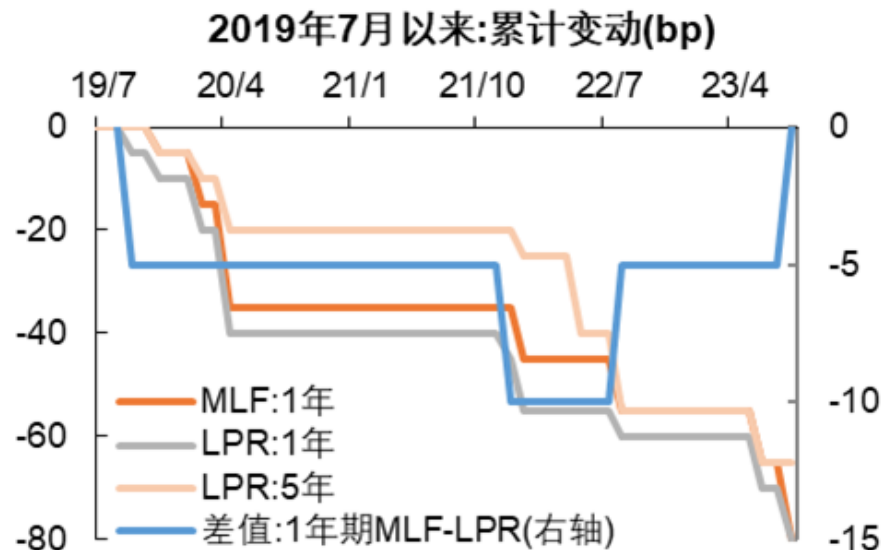
讨论3：降息的路径与考量：存款降息需先行

- 从银行长期稳健经营角度出发，政策利率的进一步调降，需考虑同步、同幅降低银行成本。
- 1. 商业银行净息差已处极端低位。今年一季度下滑至1.74%，续创历史新低；二季度持平于低位。
- 2. 贷款定价中包含着一定的风险溢价。今年上半年银行不良贷款率1.68%，不良贷款余额4万亿元，较年初增加2021亿元。合理的净息差有助于银行防范化解风险，提升信贷投放积极性，可持续支持实体经济。
- 3. 直接“降息”可能加剧银行经营压力。降息后银行资产端贷款利率的下行幅度和速度更快，而负债端存款成本相对刚性，可能会使银行净息差进一步降低。今年8月MLF与LPR非对称降息，已有对银行息差空间的考量。

◎ 2023年二季度商业银行净息差持平于低位



◎ 8月MLF与LPR非对称降息



讨论3：降息的路径与考量：存款降息需先行

- 2023年4月，市场利率定价自律机制发布“合格审慎评估实施办法（2023年修订版）”，利率的市场化调整具有了惩罚性，年内商业银行已多轮调降存款利率。
- 往后看，存款利率市场化改革需继续推进，为政策利率的进一步调降打下基础。

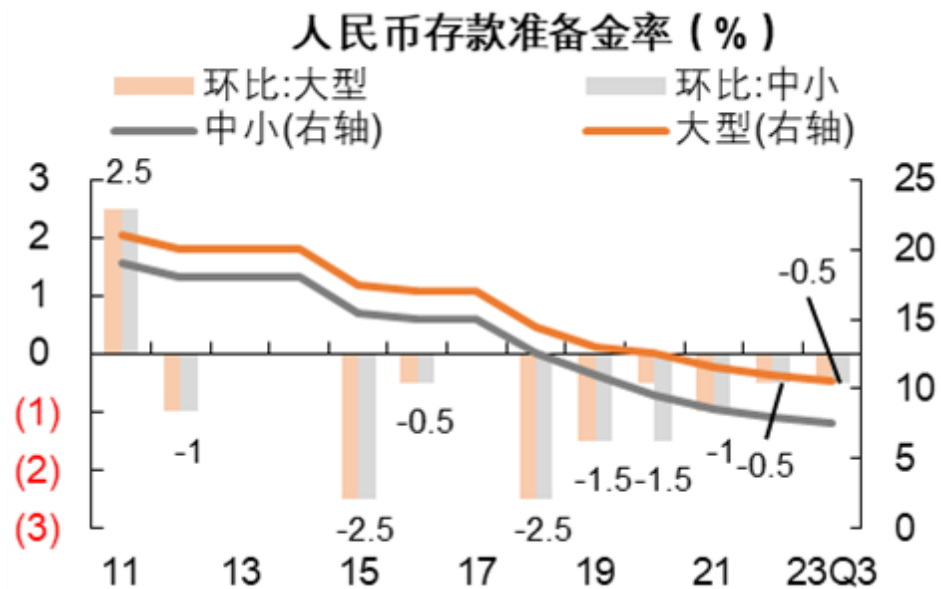
◎ 关于存款降息的三点猜想

- 当前直接下调存款基准利率仍有一定阻碍：考虑到存款利率“压舱石”的角色、中美利差持续倒挂的现状。
- 相比于调降存款基准利率，未来推出挂钩短、中期政策利率的存款利率“锚”的可能性更大。
• 利率市场化改革以后，存、贷款基准利率已逐渐淡出货币政策舞台。贷款方面启用了挂钩中期政策利率MLF的贷款市场报价利率（LPR），存款方面目前提出参考10年国债收益率和1年期LPR，可以认为是个过渡形态。
- 与当前市场利率曲线比较，存款基准利率在2年、3年期上明显陡峭。若央行后续推出新的存款利率“锚”，则下调活期存款利率、2年期和3年期定期存款利率或处于第一优先级。

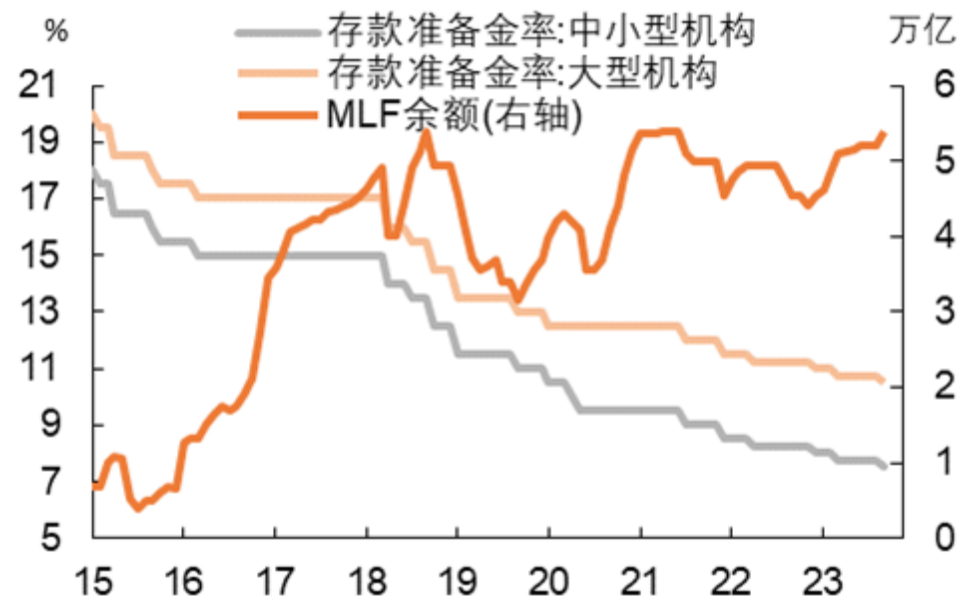
讨论3：降准仍有空间

- 从货币供给的角度出发，保持流动性合理充裕、补充流动性缺口存在投放基础货币（包括外汇占款、公开市场操作、再贷款、再贴现、上缴结存利润等方式）和提升货币乘数（可通过降准实现）两个途径。
- 相比于公开市场操作，降准能够为商业银行提供低成本长期资金，在保持流动性合理充裕层面具有积极意义。2018-2023年，每年降准幅度分别是2.5%、1.5%、1.5%（中小型）、1%、0.5%和0.5%（截至2023年9月）。

◎ 2018年以来，每年降准幅度



◎ 2021年以来，MLF余额总体保持稳定



讨论3：降准仍有空间

■ 如何看待降准的中长期空间？

- 截至2023年9月，金融机构加权平均存款准备金率为**7.4%**。考虑我国的经济发展阶段、最优资源配置和金融机构自身稳健经营问题，**5%**是央行降准公告中多次提及的“隐形下限”。
- 我们认为，存款准备金率下限并非“紧约束”，无需过度担忧空间收窄对货币政策操作的限制。
- 当前发达经济体大多实行较低且稳定的法定准备金要求，大力改进准备金管理模式，甚至很多国家实行零准备金制度；降低法定准备金要求也已成为当前新兴市场国家的共同趋势。
- 随着宏观审慎政策的覆盖面进一步扩大，并且在防范化解金融风险方面发挥更加重要的作用，我国存款准备金率“下限”也将逐步下行。

◎ “三档两优”存款准备金率（2023年9月15日起执行）

“三档”：法定存款准备金率		实际执行
大型银行 (六大国有银行)	10.5%	9.0%
中型银行 (股份制银行、城商行、非县域农商行、外资行)	7.5%	7.0%
服务县域的银行 (县域农商行、农村合作银行、农村信用社、村镇银行)	5%	5%

“两优”：存款准备金率优惠		
大中型银行	上年普惠金融领域的贷款增量（余额）占全部新增（存量）人民币贷款比例达到 1.5%	0.5%
	上年普惠金融领域的贷款增量（余额）占全部新增（存量）人民币贷款比例达到 10%	1.5%
服务县域的银行	新增存款一定比例用于 当地贷款考核标准	1%

注：据央行官网，普惠金融定向降准考核政策实施以来，普惠金融领域贷款明显增长，参加考核金融机构统一执行最优惠档存款准备金率。

讨论3：货币信用“总量适度”

- “总量适度”的社融增速可大致定位在“名义GDP增速+2到3个百分点”。2018年全国两会起，我国不再设置全年M2及社融增速目标，改之为“与名义GDP增速相匹配”。2018年至2022年间，我国社融存量的平均增速为10.8%，而名义GDP平均增速为7.9%。
- 展望2024年，价格因素拖累有望减弱，有助于名义GDP的企稳回升。假设全年录得5%左右的实际GDP增速，加上1-2个点的GDP平减指数，预计2024年名义GDP增速在6-7%之间，对应社融增速应保持在9%以上，需较2023年稳中有升。

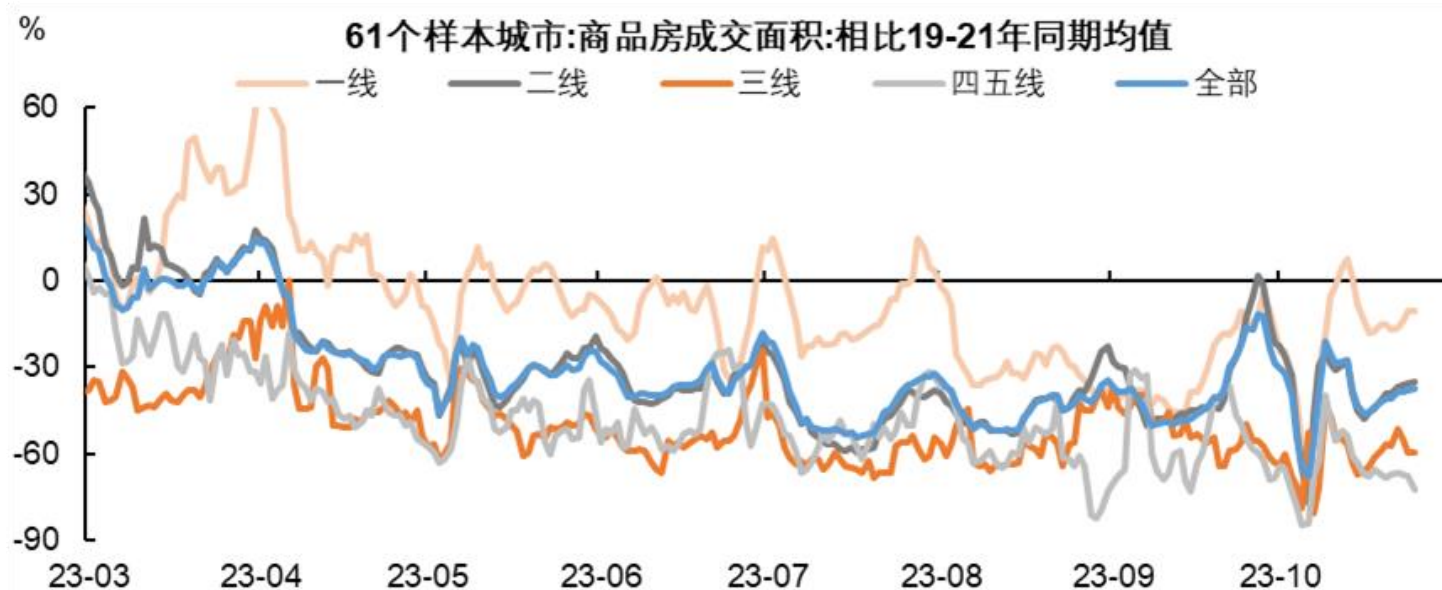
社融需保持对名义GDP的支持力度



讨论4：房地产“需求端”亦需发力

■ 商品房销售中长期中枢下移

- 相比于2019-2021年同期均值，61个样本城市商品房成交面积跌幅在4到5成的位置基本呈现收敛状态。据此推测，本轮房地产政策加码前，我国商品住宅销售的长期中枢或已下移至9亿平米附近，低于此前市场依据人口和住房面积等长期数据测算的10-11亿平米的均衡水平。考虑到今年一季度积压需求集中释放，预计2023年中国住房销售面积在10.5亿平米上下，较2022年再下降6%-9%。
- 房地产销售中枢下移，一定程度上受到居民购房观念变化的影响。新发展模式下，增加保障性住房供给、“以租代售”，亦能在满足居民住房需求的同时促进行业良性循环。



注：2019至2021年，我国商品住宅销售面积分别为15亿平方米、15.5亿平方米和15.7亿平方米。

讨论4：房地产“需求端”亦需发力

■ “保交楼”政策是否需要与时俱进？

➤ 当前保供给而轻需求，使房地产企业的现金流进一步承压。

- “保交楼”带动竣工持续较快增长，但剩余货值销售不畅，带来库存的进一步积累。2023年1-9月，房屋竣工面积同比增长19.8%，商品房待售面积同比增速达19.7%，房地产库存随项目竣工进一步积累。
- 以碧桂园为例，“保交楼”资金大量流出，但销售回款持续偏弱。2022年全年交房超70万套，2023年上半年交付房屋27.8万套，居行业第一；1-8月合同销售额同比下跌近四成，仅是2021年同期的37%。
- 在居民购房观念转变，商品房销售中枢下移的当下，房地产亟需解决需求不足、没有买盘的问题。

■ 能否设立住房保障基金，政府直接入市买房，转作保障性住房之用？通过回购方式，将包括房企风险项目在内的存量商品住宅转作保障性租赁住房。

- 一是，快速形成保障性住房供给，并可通过拓宽议价空间减少投入成本。解决农民工、新市民的住房困难问题，也有助于提升其消费倾向。
- 二是，有助于提供增量需求，加快存量商品房去化节奏，提升房地产企业内生造血能力。
- 三是，可与“保交楼”相结合，缓解其间的资金投入压力，减轻房地产企业的后顾之忧。

讨论4：房地产“需求端”亦需发力

- 在2014-2015年和本轮房地产调控中，地方政府已有相关实践。
- 争议在于如何购买、购买谁的、以怎样的价格购买？需遵循公平自愿、公开招标、估价合理等原则。

时间	地区	主要内容
2015年1月	福州	《关于福州市统购商品房和安置房、回购安置协议指导意见（试行）》明确：由各级政府指定一家国有企业作为统购商品房和安置房的购买主体，解决被征收房屋群众对安置现房的需求。由各区政府指定一家国有企业作为统购商品房和安置房的购买主体，协商确定的价格原则上低于市场评估价格15%以上。同期，四川、安徽、江苏、辽宁、内蒙古和贵州等省市也曾试点政府回购商品房。
2022年7月	郑州	针对已经建成或即将建成，但销售困难、大量积压房企资金的现房、准现房项目，通过政府购买现房作为安置房，提高存量房去化率。
2022年8月	湖州	湖州市发布《关于持续促进我市房地产平稳健康发展的通知》，鼓励收购滞销房，对困难房地产企业的滞销房，鼓励国有企业收购，作为保障安置用房等。
2022年9月	苏州	苏州市拟对6个区及4个县市共10个板块回购约1万套新房。2022年9月，苏州市区商品住宅的成交面积约为122.99万平方米，环比增加126.88%，同比增加93.34%，或含部分苏州政府回购房源。
2022年9月	济南	济南市国资委官网发布《收购存量房源助力租赁市场——集团公开采购社会优质存量房作为租赁储备房源》，计划在全市收购3000套商品房，用于租赁储备住房，项目资金来源为自筹资金。
2022年9月	邯郸市 磁县	河北省邯郸市磁县发布《关于支持房地产业良性循环和健康发展的十条政策措施》，根据磁县棚户区、城中村改造需求，可购置存量商品房用作异地安置住房，或者提高货币化安置比例，积极盘活存量市场房源。房地产去化周期偏长的项目可申请转化为保障性租赁住房，避免重复建设。
2022年9月	新疆阿勒泰 地区	新疆阿勒泰地区行政公署发布了房地产健康平稳发展十五条，鼓励国有企业收购市场房源用于保障性住房，鼓励房地产开发企业将库存商品房投入保障性租赁住房市场。

讨论5：产业政策激发创新活力

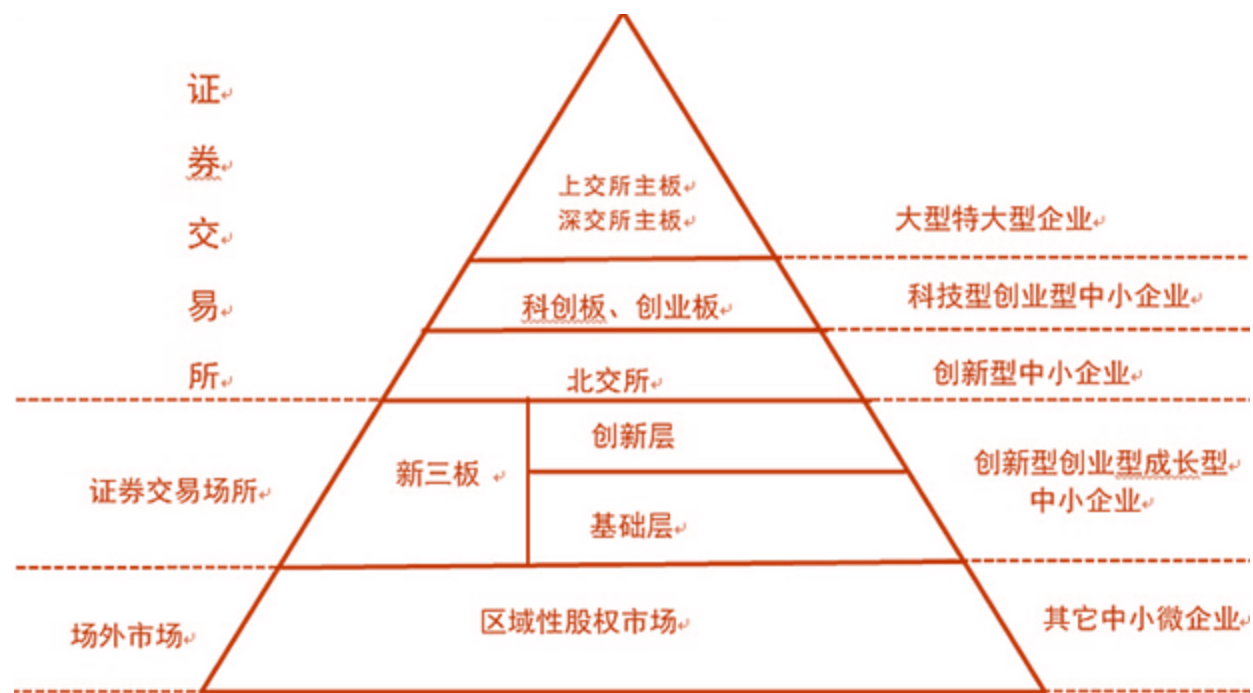
- 产业政策方面，仍需积极鼓励风投资金参与技术创新，将政府的引导作用和市场的敏锐嗅觉结合起来。
- 选择性的产业政策有其优势，但难免存在效率损失。通用性的产业政策有待进一步完善。
 - 政策从各行业中挑选出需要重点发展的先进技术、工艺和产品进行扶植，并挑选出落后的技术、工艺和产品进行限制和淘汰。
 - 中国通过选择性政策，建立起包括智慧电网、5G、高铁、激光、产业互联网等一系列达到世界先进水平的产业。
 - 然而，以选择性产业政策代替市场机制，也存在重复建设的问题，可能造成资源的浪费。

领域	通用政策	选择性政策
产品市场	竞争和反垄断政策间接税、产品市场管制汇率政策	国家领军企业、国有化/私有化、产出补贴、国家援助、出口促进、价格管制、政府采购、车辆报废
劳动力/技能	技能和教育政策、培训补贴、工资补贴、收入、雇佣税、管理顾问服务、劳工市场监管	目标技能政策、学徒政策、具体产业的顾问服务
资本市场	贷款担保、公司税/资本免税额、宏观/金融稳定、资本市场监管	战略投资基金、紧急贷款、国家投资银行、国内投资促进、
土地	土地规划监管、土地规划	企业开发区、基于地域的产业集群政策、基础设施
技术	研发税抵免、科学预算、知识产权制度	绿色技术、引导市场支持创新的政府采购、专利盒、有选择的技术资助、专业技术中心
系统/制度	创业政策、情景规划信息分配、总体竞争力战略	指导性规划、产业的前瞻性倡议、甄别战略产业、产业竞争战略、产业集群政策

讨论5：产业政策激发创新活力

- 对此，我们建议鼓励风险投资的发展，以发挥市场优势，更好激励创新。
 - 完善多层次资本市场。畅通资金进出渠道，加快创业资本循环、提高资本利用效率。
 - 完善风险承担机制。鼓励政府联合保险机构成立风险补偿担保基金。
 - 增加财税优惠政策。对投资国家战略新兴产业的创业投资基金，在股权转让和并购退出环节给予税收优惠、减免政策。
 - 鼓励地方政府参与出资，发挥其对创业投资机构的“挤入”效应，缓解创业投资机构募资难的问题。
- 不过，在涉及安全的领域，仍需强化国家体制优势，以国有资本为突破核心和主力军。

◎ 多层次资本市场有助于服务不同类型产业和企业



讨论5：产业政策激发创新活力

- 独角兽通常指估值超过十亿美元、成立不超过十年的企业。独角兽企业成长性高，具备创新活力，能够在一定程度上代表经济转型升级的方向。据胡润百富《2023全球独角兽榜》统计，全球1361家独角兽企业中，美国占666家（49%），中国占316家（23%），世界其他国家占379家（28%）。
- 海外创投机构在孵化中国独角兽企业方面具备较强优势。总部位于美国的红杉资本是全球最成功的独角兽投资机构，共投资了238家独角兽企业，其中112家为中国独角兽。

Top 10最成功的独角兽投资机构

排名	投资机构	独角兽数量	数量变化 -对比一年前	数量变化 -对比疫情前	总部国家	主要合伙人
1 -	红杉资本	238	+32	+146	美国	Roelof Botha, 沈南鹏
2 -	老虎环球基金	179	+32	+143	美国	Scott Shleifer, Chase Coleman
3 -	软银	168	+22	+126	日本	Junichi Miyakawa
4 ↑	Insight Partners	91	+20	+77	美国	Jeff Horing
5 ↑	Coatue	90	+23	+84	美国	Kris Fredrickson
5 -	高盛	90	+19	+66	美国	David Solomon
7 -	Andreessen Horowitz	89	+19	+69	美国	Ben Horowitz
8 ↓	Accel	86	+12	+68	美国	Jim R. Swartz, Arthur Patterson
9 *	Y Combinator	85	+27	+71	美国	Garry Tan
10 ↓	腾讯	84	+16	+38	中国	刘炽平

排名变化对比一年前；* 新进前十
来源：胡润研究院

Top 30最成功的中国独角兽投资机构

排名	排名变化	投资机构	Investors	中国独角兽数量	数量变化
1	0	红杉中国	Sequoia China	112	+16
2	+3	中金	CICC	76	+46
3	+1	腾讯	Tencent	53	+12
4	-1	IDG	IDG Capital	51	+1
5	-3	高瓴资本	Hillhouse Capital	47	-5
6	New	中信	CITIC	40	New
7	0	经纬资本	Matrix Partners China	36	+12
8	+4	阿里巴巴	Alibaba	29	+11
9	-3	启明	Qiming Venture Capital	28	+3
9	-1	云锋基金	YF Capital	28	+6
11	-2	纪源资本	GGV Capital	26	+6
12	New	CPE源峰	CPE Investment	25	New
12	New	深创投	SCGC	25	New
14	0	五源资本	5Y Capital	24	+7
14	+9	淡马锡	Temasek	24	+17
16	+7	君联资本	Legend Capital	22	+15
16	New	建银国际	CCB International	22	New
16	+13	钟鼎资本	Eastern Bell Capital	22	+16
16	New	前海	Qianhai FOF	22	New
20	New	中银	BOC	21	New
21	-12	顺为资本	Shunwei Capital	20	0
23	New	华创资本	China Growth Capital	20	New
23	New	高榕资本	Gaorong Capital	19	New
23	New	广发基金	GF FUND	19	New
25	-14	软银	SoftBank	18	+9
25	-2	小米科技	Xiaomi	18	+11
25	-10	鼎晖投资	CDH	18	+3
25	New	元禾控股	Oriza	18	New
25	-13	真格基金	Zhen Fund	18	0
30	New	联想	Lenovo	17	New
30	New	天壹	Skycus China Fund	17	New

排名和数量变化对比一年前
来源：胡润研究院

讨论5：产业政策激发创新活力

➤ 据清科研究统计，2023年上半年中国股权投资募、投规模均呈下滑趋势。

- 募资方面，人民币基金募资规模约6900亿元，同比下滑22.7%；外币基金募资规模约420亿元，同比降幅达35.4%。
- 投资方面，人民币投资金额约2300亿元，同比下滑近4成；外币投资规模约580亿元，同比下滑近5成。

➤ 股权投资市场本土化、国资主导的特征日益明显。2023年上半年，国有控股和国有参股LP的合计披露出资金额占比达71.2%。

2013-2023H1中国股权投资市场基金募资币种分布
(包含早期投资、VC、PE)



2013-2023H1中国股权投资市场投资币种分布
(包括早期投资机构、VC、PE)



讨论5：产业政策激发创新活力

- 鼓励风险资本发展，对“股权财政”转型也有积极意义。
- 据《21世纪经济报道》统计，截至2023年7月底，各级政府共设立1568只政府投资基金，规模累计约为2.84万亿元。
- 前期设立的政府投资基金项目正陆续进入退出期，但IPO、股权转让、企业并购、股权回购等退出渠道市场空间较小，难以满足政府投资基金的大规模退出需求，影响基金收益的实现，并增加了财政资金的回收风险。
- 帮助前期投入的资金有序退出，有助于打造“国有资本投入——产业做大做强——财政增收——资本再投入”的良性循环。

2022-2023年新设立千亿级政府投资基金代表

地域	基金名称	公布时间	总规模	重点投资产业领域
广州	广州市基础设施产业发展基金	2023年7月	2000亿	广州市及大湾区交通、能源、市政、生态环保、仓储物流、园区、新基建、保障性租赁住房、水利等基础设施REITs相关领域
江西	江西省现代产业引导基金	2023年6月	3000亿	有色金属、电子信息、航空、新能源、新材料、中医药等
杭州	杭州三大千亿基金 (杭州科创基金、杭州创新基金、杭州并购基金)	2023年5月	超3000亿	智能物联、生命健康、高端装备、新材料、绿色低碳、金融科技等
重庆	江西省现代产业引导基金	2023年5月	2000亿	先进制造产业集群、数字经济、国资布局产业及整合重组等
安徽	江西省现代产业引导基金	2023年4月	2000亿	人工智能、新能源汽车、高端装备制造、智能家电(居)、绿色食品等
上海	系列产业投资基金	2023年4月	超1000亿	集成电路、生物医药、人工智能三大先导产业，和智能终端、绿色低碳、数字经济、元宇宙四个新赛道产业
广州	广州产业投资母基金	2023年2月	1500亿	半导体与集成电路、新能源、生物医药与健康、先进制造、新一代信息技术、新消费等
深圳	“20+8”产业集群基金群	2023年12月	超1000亿	生物医药、智能传感器、合成生物、新能源汽车等

风险提示

- 国内货币政策力度不及预期，以及“稳增长”的效果不及预期；
- 国内财政政策力度不及预期，地方政府债务负担及风险超预期；
- 海外经济金融环境超预期恶化，对我国出口以及金融市场产生波及；
- 国际地缘风险超预期，对我国经济复苏与金融市场产生额外压力等。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。