



宏观研究

【粤开宏观】双重“新三期叠加”：对2024年中国经济的思考及建议

2023年12月05日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】徙木立信——2024年中国经济十大展望》2023-12-03

《【粤开宏观】中美税制及税负比较（2023）》2023-11-28

《【粤开宏观】中美财政政策比较：宏观调控作用、实施方式与未来空间》2023-11-22

《【粤开宏观】10月经济数据出现两大分化的原因》2023-11-15

《【粤开宏观】宏观数据与微观感受背离的原因及应对》2023-11-12

摘要

一、经济的潜在增速是多少？

关于当前中国经济运行态势，各方有较强共识，即实际增速低于潜在增速。因此经济总体处于疫后持续恢复态势，但由于基础不牢，潜在增速未完全发挥出来，宏观调控有必要继续采取扩张性政策，加快经济恢复步伐。

然而关于经济潜在增速的具体水平，专家学者们却莫衷一是：既有“中国人均GDP距离美国还有很大空间，因此还将保持高速增长”的乐观派；也有“劳动年龄人口减少、资本回报率下降、全要素生产率提升困难等导致潜在增速持续下降”的悲观派；当然还有介于两者之间的中性派。

潜在增速有一个常见误区，即常被看作是一个外生变量，存在“宿命论”的倾向。经济发展水平低就一定高速增长吗？非洲的大量贫穷国家以及陷入“中等收入陷阱”的拉美国家是警示案例。经济发展到一定阶段后面临不利因素和增长瓶颈，就不能继续突破吗？日本、韩国、新加坡等都贡献过成功经验。

社会科学与自然科学的最大区别在于：自然科学的预测，正确的会被证实，错误的会被证伪；而社会科学的预测，错误的可能自我实现（例如银行破产的谣言导致银行挤兑），正确的可能自我修正（例如提前预警风险后被妥善化解），人类行为的干预会扭曲原先的发展路径。

因此，在尊重增速换挡客观规律的同时，也应适当发挥主观能动性，将潜在增速推向可能性区间的上沿，达到一个较高水平的新均衡。同样曾是追赶型经济体，日韩成功跻身发达国家，而拉美却止步于“中等收入陷阱”，区别便在于前者相对平稳地实现了经济转型升级，后者则发生经济失速、结构转型停滞。这提供了重要启示：要“两条腿走路”，一是通过中长期体制机制改革释放增长潜力，二是通过逆周期调控维持一定的经济增速，为改革提供良好的舆论环境和资源支持。若能做到这两点，5-6%的潜在增速是极有可能的。

预计2024年中国经济增长5%左右，总体上仍将延续2023年的疫后恢复态势。从动能看，相对确定的是服务业、高端制造和基建投资，房地产在政策作用下预计将逐步回暖，但恢复力度还要看政策的进一步加码；同时从经济周期来看，库存周期大概率已见底回升，从去库存进入到补库存对于经济增长也是积极作用；从基数的角度，2022和2023年两年平均预计在4%左右，意味着经济仍未恢复到正常增长轨道，仍存在基数效应。

当然，2024年仍会面临一系列风险挑战：既有总人口总量下降等中长期和结构性因素，还有短期的房地产、地方政府债务、金融风险、结构性失业等问题，需妥善应对。



二、是时候转变宏观调控思路了

过去我国宏观调控的思路是重企业、轻居民，重投资、轻消费。之所以会形成这样的模式，是由我国经济的发展阶段决定的。社会主义初级阶段要求加快发展，尤其是通过资本积累和拉动投资快速推升经济增长，而抓住企业主体推动投资，在政策执行上更加短平快，效果更加明显，因此从制度设计到地方政府行为都形成了热衷招商引资、投资饥渴的状态。首先，对于政府而言，数量较少的团体性的企业相比数量庞大的分散性的居民，更容易对接和督导；其次，单个企业的新增投资远大于单个居民的新增消费，就像商业银行更喜欢贷款给大企业一样，工作量小且业绩好。

虽然企业和居民都是微观市场主体，投资和消费都属于短期总需求，但相互之间存在明显差异。其一，企业是要参与市场经济下的优胜劣汰的，而人（居民）是经济发展目的与手段的统一。过度重视企业，可能会使本该被市场淘汰的企业成为僵尸企业，并占用其他企业的资源，造成挤出。其二，消费是最终需求，投资是派生需求，是为了满足未来消费所派生出来的。投资短期是需求，中长期会形成供给，以满足未来的居民消费。如果政策刺激下的当期企业投资与未来居民消费不匹配，短期内投资需求可能会带动经济回暖，但未来会因为无效供给过多、有效供给不足，而形成产能过剩与需求不足并存的困境。

中国曾在一段时间内处于短缺经济的时代，因此重企业和重投资，大体上与经济健康发展和满足居民消费是一致的。但随着中国生产能力快速提高并成为世界工厂，居民生活水平提高并进行消费升级，再刺激传统企业和投资已不适应经济的新发展阶段了。这也是当前传统刺激政策边际效果持续减弱的重要原因。

政府的刺激政策应逐步向居民和消费倾斜。以居民消费需求引导企业生产和投资，发挥市场在资源配置中的决定性作用，同时更好发挥政府，不浪费财政资金和金融资源。例如，对部分特定群体发放现金补贴推动消费尽快回升，采取中央和地方分地区按比例承担的方式实施；逐步利用个税 APP 等建立起补贴群体的筛选机制和基础设施；进一步优化财政支出结构，推动财政支出从以“物”为主转向以“人”为主的投资，即从基建转向民生福利支出；通过医疗、教育和养老等财政投入解决居民的后顾之忧，降低预防性储蓄，提高其边际消费倾向等。

三、政策建议

当务之急是通过扩张性政策推动经济实际增速向潜在增速靠拢，以更好解决就业等问题。

第一，建议财政赤字定在 4% 左右，专项债规模与 2023 年大体持平或略增加，对外释放积极信号。

第二，货币政策与财政政策相配合，维持稳健偏松的力度，结构性货币政策在“保交楼”“科技创新”上要进一步发力。

第三，房地产政策在构建新发展模式的基础上，有三大核心任务：保供给、促需求和稳房价，放开限制性措施，推动相关住房需求释放。

第四，注重提振就业、提振信心，将提振市场主体信心作为一项任务目标提



出来，类似这些年的就业优先政策，并出台一些务实举措。

当然，我们最期待的是改革开放进一步推进，尤其是加快推动市民化进程。以保障房建设为契机，进一步解决流动人口基本公共服务提供的问题，将户籍人口城镇化率提高到 50% 以上，缩小户籍人口和常住人口城镇化率之差。当进城农民工、青年在城市扎根了，才能够真正扩大消费，解决消费不足的问题。

风险提示：稳增长政策力度和效果超预期、全球经济下行超预期、美联储货币政策超预期、地缘政治冲突超预期、中美关系变化超预期



目 录

一、2023 年经济运行有哪些超预期？	5
二、2023 年经济运行总体呈现出哪些特点？	6
三、当前处于中国经济发展的什么阶段？	6
四、当前经济运行最需要解决什么问题？	7
五、后地产时代需要什么？ 转型经济需要什么？	8
六、未来政策空间到底有多大？	8
七、2024 年经济形势的动能和症结在哪里？	9
八、如何提振消费？	10
九、政策建议：积极的财政政策、稳健偏宽松的货币政策、继续优化房地产政策、将提振市场主体信心和解决就业置于更高的位置，推出一揽子举措提振市场信心	11



一、2023 年经济运行有哪些超预期？

2023 年经济运行出现了诸多预期之外的地方：其一，房地产下行速度和幅度均超出预期；其二，社零“报复性消费”和经济的“报复性增长”仅持续了一个季度，并未出现 2022 年底公众和经济学家预期的“只要疫情放开，经济就好了”的情景，代之以疤痕效应；其三，市场信心恢复慢于预期；其四，一季度担心的“疫后需求过快上升将引发类似欧美的高通胀”并未出现，反而在 6-7 月间社会上出现“经济是否通缩”以及是否陷入“资产负债表衰退”的激烈讨论；其五，“中国经济增速向上、美国经济衰退”的周期错位以及相应的“美元贬值、人民币升值”并未如期出现，持续加息之下美国经济仍保持一定韧性；其六，A 股并未如预期一般“在经济好转、企业盈利改善和信心提振以及外部加息放缓的驱动下实现企稳回升”，反而是总体下行，财富效应低迷、投资者亏损，引发宏观经济与微观感受的背离；其七，四季度增发 1 万亿元国债超出市场预期；其八，地方政府债务尤其是隐性债务集中的城投债在上下半年出现冰火两重天，上半年金融机构唯恐避之不及，下半年却求之不得。

为何市场预期一致预判失误？

2023 年，主要机构和经济学家反复调整经济预测，因为突发事件而上调或下调经济预测，一致预期反复出错。

全球处于百年未有之变局，地缘政治冲突多发频发，全球极端自然灾害增加，经济运行的不确定性明显增加，这导致线性预测的准确度自然大幅下降。同时，不确定的经济运行条件下，对政策的依赖明显加大。但是政策出台的时机、力度和方式直接影响效果，政策是主动引导市场预期，还是采取“舆论倒逼、被动响应”的碎片式政策，都将产生完全不同的效果，而这些是预测所难以考虑到的。

为何不搞政策强刺激？

市场期盼放水大水漫灌，但政策并未出现。

首先，我国在 2008 年国际金融危机期间启动了大力度的基建、房地产刺激计划，导致紧随而至的产能过剩、杠杆高企、房地产库存高企、房价暴涨加剧贫富分化并抬升制造业成本等，经济陷入“前期刺激政策消化期”。如果此时再度强刺激，后续存在仍将产生新的刺激政策消化期的风险。

其次，高质量发展阶段更加重视经济结构的优化，尤其是高技术领域的生产和投资，而近年来电动载人汽车、锂电池、太阳能电池“新三样”出口一直增速较高，高技术服务业和高技术制造业投资增速高于总体投资增速。

最后，当前经济更加复杂，每项政策都要权衡利弊，而不宜贸然推出，中国经济已经度过了一个政策包打天下的时期。比如，物价水平持续下行甚至同比为负，导致实际利率上升，合理的政策是降息，但是在银行净息差持续收窄的背景下，降息可能导致商业银行金融风险；同时，降息可能导致产业结构恶化，因为一部分僵尸企业继续获得融资支持。再比如，大力度的财政刺激，必然进一步推升债务；进一步大力度推出减税降费规模，边际效应持续递减，对经济的拉动作用有限。市场期盼给老百姓发钱就能解决消费不足的问题，事实上，政府是不创造收入的，政府发钱的资金要么源自当期的增税，要么是源自当期的发债、也就是下代人的税收。认识到这点后，恐怕市场预期也过于乐观了。当然我们不是反对给居民发补贴的动作，而是提出政策传导以及效果可能未必如朴素认知，以及政策实施是有成本的，必须权衡利弊。再比如，对于地方债务问题，面临救与不救的两难问题，实际上背后是如何处置系统性风险与道德风险的两难问题，事情并非“非黑即白”。逆周期调节的力度应该有多大，小了作用不明显，大了又可能引发



经济结构恶化，这些都是需要考虑的问题。

二、2023 年经济运行总体呈现出哪些特点？

2023 年中国经济运行是一波三折的恢复，一季度开门红、二季度有下行压力、三季度逐步恢复，四季度有所延续。总体上看，体现出三个核心特点：其一是结构性恢复，而非全面恢复；其二是不稳定的恢复，内生动能相对不足，外部影响对经济平稳运行产生较大影响；其三是名义增速低于实际增速，导致宏观数据与微观感受背离。

首先，当前经济的结构性恢复，主要是靠服务业、高端制造带动，但是房地产、金融业、互联网平台经济等仍受到一些冲击。因此就业也是结构性的，服务业和基建投资带动农民工就业形势好转，但青年就业压力较大。之所以会出现结构性恢复，还在于 2023 年是疫后恢复的第一年，疫情期间压制的聚集性服务业有个反弹式的增长；而其他产业诸如房地产在供需形势逆转的基础上又叠加预期不振引发了房地产销售、投资持续下行等。

其次，当前经济恢复是不稳定的，因为内生动能不足，表现在消费、制造业投资恢复不足，受外部变化的影响会比较大，外部环境变化会导致经济运行的波动加大。比如 2023 年中国出口与韩国、中国台湾、越南的出口节奏相对一致，这跟全球经济运行节奏有关，说明外部环境仍较大地影响到中国经济运行。

最后，名义增速低于实际增速，导致居民收入增速、政府财政收入增速、企业营业收入和利润增速偏低，产生了宏观与微观感受的背离。

总结来看，中国经济总体在恢复，高质量发展也在稳步推进。

三、当前处于中国经济发展的什么阶段？

经济增速受到两股力量的共同作用：一是中长期趋势，也称“潜在增速”或“增长中枢”，例如改革开放和加入 WTO 后中国经济的飞跃式增长，抑或经济发展到一定阶段后中枢下移的增速换挡；二是短期波动，也称“经济周期”，例如 2008 年全球金融危机和 2020 年疫情冲击下的经济走弱，抑或“四万亿投资”强刺激后出现的经济过热。

当前中国经济又来到历史的十字路口，面临中长期和短期的双重“新三期叠加”，承受更大压力的同时，也获得蜕变升华的重大机遇。

第一，中长期面临的“新三期叠加”包括：**累积问题化解期**、**新兴动能培育期**、**经济转型阵痛期**。**累积问题化解期**是指，此前支撑经济高速增长的因素，其积极作用逐渐减弱，负面影响愈加突显，例如人口红利、房地产野蛮生长、地方政府举债投资等，都曾为经济发展做出巨大贡献，当前却出现人口总量减少、老龄化加剧、房地产发展旧模式难以为继、地方政府债务风险上升、公共服务存在短板等一系列问题。**新兴动能培育期**是指，经济从高速增长阶段转向高质量发展阶段，需要新动能的支撑，例如从投资为主转向消费为主，从传统产业转向高科技产业，从关键领域被“卡脖子”到补链强链、自立自强等。**经济转型阵痛期**是指，累积问题的化解和新兴动能的培育并非一蹴而就，需要一个过程，期间可能面临经济转型的阵痛，例如新旧动能未及时接续，导致经济下行压力增大；创新驱动的产业发展相比债务驱动的规模扩张，难度更大、风险更高，且短期收益可能不太显著；产业转型升级过程中，新公司与新岗位不断涌现，但也伴随着旧公



司与旧岗位的消失等。

第二，短期面临的“新三期叠加”包括：**疫后经济恢复期、市场信心重塑期、宏观政策优化期。**疫后经济恢复期是指，居民消费、企业投资等仍未恢复至疫情前的趋势水平，部分群体的处境还需经济持续恢复来加以改善。**市场信心重塑期是指**，当前微观主体预期和信心仍较低迷，对经济平稳恢复形成严重制约，要重新激发微观主体活力。**宏观政策优化期是指**，传统的宏观调控政策的效果边际递减，需要进一步调整优化，有效刺激经济增长。

根据丁伯根法则，针对多个政策目标，需要多个相互独立的政策工具。中长期和短期的双重“新三期叠加”，需要中长期体制机制改革与短期逆周期调控的协调配合。前者包括财政体制改革、金融供给侧结构性改革、构建房地产发展新模式、收入分配制度改革、公共服务补短板、打造生育友好型社会等；后者包括中央政府加杠杆、财政政策从重投资转向消费投资并重、房地产政策调整优化、金融更好支持实体经济发展、活跃资本市场等。**经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程，相信中国经济将在中长期改革与短期调控的共同作用下，乘风破浪、穿越周期、平稳踏上高质量发展之路。**

四、当前经济运行最需要解决什么问题？

信心比黄金更重要，当前中国经济最大的问题是微观主体信心不足。居民没有充足的信心去消费、购房，而是增加储蓄预防风险；企业家没有充足的信心去新建工厂、扩招员工、开拓市场，而是收缩战线谋求生存；地方政府没有充足的信心去发展当地经济，而是少做少错以图免责。

微观主体信心低迷将拖累经济恢复，要加大力度稳定预期、提振信心。**最直接的方式是让居民和企业短期看到经济、金融有起色**，钱壮人胆，居民就业和收入好转，企业营收和利润改善，消费和投资自然也会活跃起来。

但是最关键的还是要重塑激励机制，让社会有稳定的预期，不焦虑。改革开放的成功秘诀就是让所有人相信“奋斗改变命运”，家庭联产承包责任制下，农民越辛勤，收获就越多；市场化经济下，企业家敢拼敢闯，便能创造更多财富；GDP 锦标赛下，地方官员促进当地经济发展，就有更多升迁机会。

居民方面，重要的是向上有希望、向下有保障，促进机会公平、防止阶层固化，加强劳动保障、进行收入分配制度改革，构建房地产发展新模式，完善社会保障体系等，真正做到幼有所育、学有所教、劳有所得、病有所医、老有所养、住有所居、弱有所扶。

企业方面，要让其吃下“定心丸”，看到政策的稳定性连续性、制度的完备性、法治的彻底落实、理论和认知的重大突破。优化民营企业发展环境，依法保护民营企业产权和企业家权益，促进民营经济发展壮大。

地方政府方面，要树立正确政绩观，当前已不再“唯 GDP 论”，有了更全面的考核标准，但需配以尽职尽责，否则问责泛化会导致行为避险化、风险最小化，不利于地方各项工作任务地开展。



五、后地产时代需要什么？转型经济需要什么？

经济发展的本质其实很简单，就是生产如何满足消费，先是数量上的满足，再是质量上的满足，螺旋式上升。数量的扩张较为简单，债务驱动、规模复制，因此该阶段增速较高；质量的提升则较为困难，创新驱动、产业革新，无法短期提速；然而一旦度过质量提升的瓶颈期，增速又将企稳回升。投资是生产扩张的必要步骤，目的是满足未来的消费，如果扩张的产能与未来消费需求不匹配，就会出现产能过剩与消费不足并存。

过去二十余年的房地产发展旧模式，就是在我国住房严重短缺的时代背景下，房地产业野蛮生长、规模扩张的过程，客观上满足了大量人群的住房需求，并为城市建设筹集了资金，当然也引发了房价上涨过快、部分房企债务风险暴露等问题。

当前我国住房问题已从全面短缺转向结构性短缺，一是人口流入地区住房不足，人口流出地区住房过剩；二是高质量住房不足，低质量住房过剩。

因此“后地产时代”具有两层涵义：第一，简单扩张、高速增长的旧模式已经过去，要接受现实；第二，降速不是失速，住房结构性短缺意味着巨大的增长潜力，要妥善解决无效供给过多和有效供给不足的问题，加快构建房地产发展新模式。

房地产新旧模式转换只是我国经济转型的一个缩影。过去经济高速增长，一是中低端供给的快速规模扩张与居民巨大的需求缺口之间的匹配，二是国内廉价劳动力、土地成本与发达经济体中低端产业转移之间的匹配；当前经济增速换挡，一是居民需求从数量转向质量，供给也应随之转型，二是中低端产业转移至其他成本更低的国家，我国产业需要向价值链高端转移。

对于后地产时代和转型经济需要什么，最朴素的答案是：老百姓需要什么房子，就造什么样的房子；哪些产业最有市场前景和竞争力，就发展哪些产业；转型的道路可能曲折坎坷，迈过去之后便是新的风景。

六、未来政策空间到底有多大？

未来财政政策的空间还是有的，因为赤字是流量，债务是存量，还本付息才是真正约束。财政空间取决于经济性质和货币金融环境等因素，我国是社会主义公有制国家，天然可以举借更多债务；同时，当前我国货币金融环境总体稳健宽松，有利于配合财政发债、压降举债成本，需要防范的是无序扩张、无效投资、期限结构错配的债务。

无需动用发达经济体的零利率、负利率、量化宽松（QE）、收益率曲线控制（YCC）等非常规政策，我国常规货币政策工具的空间仍较为充裕，降准、降息、结构性货币政策工具均弹药充足。然而宽松货币政策也要考虑对通胀、汇率、金融风险等的负面影响。

尽管财政和货币政策空间理论上较为充足，但实际上受到两大因素的限制：一是旧有观念的制约，例如3%赤字率的警戒线，既缺乏理论和科学依据，也早已被欧美发达经济体所抛弃；二是多目标制的限制，我国的宏观调控目标包括稳定物价、充分就业、经济增长、国际收支平衡、金融稳定等，目标之间可能存在冲突，导致政策工具推出较为审慎。

因此有必要解放思想，实事求是，突破不合理观念的束缚，实事求是地发挥财政政策作用，赤字率该破3%就破3%；运用多个政策工具来实现多个政策目标，不要对单一政策工具寄予太多期望，能够发挥其主要作用即可，负面影响可以通过配套工具来予以对冲和消除，增强货币政策的独立性和灵活性。



七、2024 年经济形势的动能和症结在哪里？

预计 2024 年中国经济增长 5% 左右，总体上仍将延续 2023 年的疫后恢复态势。从动能看，相对确定的是服务业、高端制造和基建投资，房地产在政策作用下预计将逐步回暖，但恢复力度还要看政策的进一步加码；同时从经济周期来看，库存周期大概率已见底回升，从去库存进入到补库存对于经济增长也是积极作用；从基数的角度，2022 和 2023 年两年平均预计在 4% 左右，意味着经济仍未恢复到正常增长轨道，仍存在基数效应。（详见研究报告《徙木立信——2024 年中国宏观经济十大展望》）

当然，2024 年仍会面临一系列风险挑战：既有中长期和结构性因素，还有短期的房地产、地方政府债务、金融风险、结构性失业等问题。**房地产是决定明年经济能否恢复到 5% 以上的关键。**

2023 年房地产形势仍偏低迷，体现在房地产销售、投资和价格持续下行，土地溢价率下降，房地产企业经营困难；政策有效果，但不及预期，同时城市间分化明显。

从节奏看，一季度开门红小阳春、二季度下行压力，7 月酝酿政策，8 月出台，9 月一个月好转，10 月、11 月形势继续下行。

从价格看，二手房价格持续下行，10 月房价加速下行，70 个大中城市、北上广深环比都负增长。截至 10 月底，在 70 个大中城市中，二手房价上涨城市数量仅有 2 个，下跌 67 个；新房上涨城市仅有 11 个，下跌城市有 56 个。

从销量看，今年 1-10 月，全国商品房销售面积同比下降 7.8%，跌幅连续 6 个月扩大。

房地产销售不及预期的原因有：

一是房地产供需形势逆转，人口见顶回落，总量和结构都不利于房地产发展，影响到预期的变化，根据中国人民银行问卷调查，预期房价上涨比例在二季度末为 15.9%，为 2018 年二季度以来的相对低点。

二是宏观环境不确定性导致居民收入和购买能力受到冲击，居民个贷余额同比为负，居民杠杆率在 2020 年三季度后，不再加杆杆，杠杆率保持在 62-63%。

三是房价下跌引发谨慎购买行为，基本上消灭了投资性需求。

四是部分一线城市仍存在限购政策，导致购房群体持续观望情绪。

五是房企出现风险，部分烂尾楼导致购房者对新房的信心不足。现房销售好于期房。前 10 个月期房销售同比降 11.4%、现房销售同比增 21.9%，期房销售面积期房偏好降低显示居民对交付风险担忧、房价预期偏负面。占比 82%，较去年同期将 4.3 个百分点。

2024 年房地产形势可能有所回暖，但取决于政策力度，预计销量在 4 月份见底回升。政策应对有三个目标：稳房价、促需求、保供给。第一，供给端保交楼，调整考核机制，避免房地产暴雷的硬着陆，鼓励房地产行业内部并购重组，稳住信心与预期；第二，需求端，大幅降低改善型住房门槛，大幅下调二套房首付比例，放款非普住宅认定标准；第三，取消限购或者增加购房人群资格，根据社保年限赋予一定购房资格，增加刚需人群，主要是有需求但无购房资格人群；第四，一线城市要推出优质地段，提高市场热度；第五，收储部分低能级城市的住房。

如何发展保障房解决房地产困境？

中国经济的主要驱动力在于改革，房地产的未来也在于改革，这源于供需形势的根本性改变，即人口总量与结构的深刻变化与房地产供给之间不匹配。



房地产的主要任务从高速发展阶段解决“有没有”的问题，转变到高质量发展阶段解决“好不好”的问题。同时，房地产发展至今，房价高企，导致部分中低收入群体的住房问题越发凸显，凭借工薪收入难以获得住房，不利于推进全体人民共同富裕的现代化，因此在目前租赁型保障房的基础上发展产权型保障房十分必要。房地产的发展不能只有商品房的市场轨，还要有保障房的保障轨，双轨并行既能发挥出市场的激励约束作用，又发挥出政府的托底作用，实现在房住不炒大势下的“大庇天下寒士俱欢颜”，实现多层次的住房供给结构和供给体系。当然这种体系的运行需要注意以下方面，不能让好心办坏事。

一是双轨并行要避免套利、避免陷入福利陷阱，市场轨的激励约束仍是基础，保障轨是重要补充，且保障轨要封闭运行。双轨并行的前提仍是要充分发挥出市场轨为广大居民提供品质更高、环境更好、绿色和科技属性更强的住房；保障轨要量力而行，不能超出当前财力大幅举债提高保障房标准的，避免走向福利陷阱，从而弱化了市场机制的作用。同时，封闭运行从而避免套利是极为重要的。

二是产权型保障房的户型、面积设计等要与商品房有明显差距，促进筛选出真正的需求者，确保正向的激励机制依然生效，避免逆向选择，实现“保障房保基本、商品房重品质”的目标。保障房的初衷是保障基本，不能脱离这个目标。

三是资金来源方面要通过中央和地方共同出资，否则地方政府既无积极性、又无足够财力推动保障房落地。当前地方财政形势处于紧平衡状态，房地产市场低迷导致土地出让收入大幅下行，地方债务风险进一步导致地方财政运行困难。此种情况下，如果中央不出手，则保障房极可能是美好的理想，很可能在指标压力下地方政府在偏远区域建设保障房，导致新的浪费和无效投资。因此中央和地方分地区按比例承担是较好的选择，对于西部地区由中央承担 80%、地方承担 20%，中部地区由中央地方分别承担 50%，东部地区由中央承担 20%、地方承担 80%。

四是以发展保障房为契机，推动流动人口的医疗、教育等事权和支出责任配套改革，提高户籍人口城镇化率。新市民、新青年进了城、住得下，才能够真正带动消费，促进我国经济从投资转向消费。由人口流入地政府提供医疗、教育和养老等公共服务，中央政府予以相应转移支付支持。

五是关于谁来建设的问题，央企国企、民营房地产开发企业均可承接保障房项目建设，一视同仁开放，采取保本微利原则竞价。

六是对于超大特大城市的房地产处于供不应求的形势，保障房可通过开发建设的形式提供；但是对于中小城市和低能级城市面临房地产库存高企，有必要通过财政资金收储部分商品房作为保障房，以消化部分库存，各地不搞一刀切。财政资金收储必须经过论证，终身追责。

八、如何提振消费？

消费主要取决于消费能力和消费意愿，因此要解决消费问题必须处理好这两个问题。财政资金可从短期和中长期两个维度出发，支持扩大消费。

从短期看，市场寄予厚望的发放消费券或者现金补贴的方式能够提高居民的消费能力，这种方式可以在短期内提高居民购买力，可以适当推出且优化实施方式。对部分特定群体发放现金补贴推动消费尽快回升，采取中央和地方分地区按比例承担的方式实施；逐步利用个税 APP 等建立起补贴群体的筛选机制和基础设施。当前我国低保覆盖较为完



善，因此尤其要关注三个群体：1）低保临界线以上、社平工资以下的城镇低收入群体；2）低保临界线以上、社平工资以下的农村低收入群体，尤其是老人群体；3）失业大学生群体。鉴于当前在实操层面持续面临难以精准补贴的问题，当前有必要尽快建立补贴群体筛选的机制和基础设施，可利用个税 APP 平台申报个人收入，即使不需缴纳个税也鼓励申报，作为直接补贴的依据，这样就可以根据收入分布及标准动态筛选出补贴群体。

要从根本上解决消费不振的问题，则要从中长期的制度变革出发，尤其要发挥财政在收入分配改革、缩小贫富分化程度、财政支出结构优化等方面的作用。其一，要改革政府、企业和居民的国民收入分配格局，提高居民收入分配占比。完善农民的社会保障，降低农民对土地所承载的社会保障功能的依赖程度，进而促进农村土地流转改革，提高农民、进城农民工的财产性收入，同时加快推进农民工市民化步伐，提高其边际消费倾向。其二，通过税收、社保二次分配和鼓励慈善捐赠等第三次分配缩小收入和财富分配的分化。有必要推动个税从综合与分类相结合的征收模式走向综合征收，避免劳动与资本所得的税率差异，同时加强对高收入群体的严格征管与处罚力度；根据房地产形势在整合相关税收的基础上，择机推出房地产税；有必要加快研究探索遗产税和赠与税。其三，进一步优化财政支出结构，推动财政支出从以“物”为主转向以“人”为主的投资，即从基建转向民生福利支出。通过医疗、教育和养老等财政投入解决居民的后顾之忧，降低预防性储蓄，提高其边际消费倾向。

九、政策建议：积极的财政政策、稳健偏宽松的货币政策、继续优化房地产政策、将提振市场主体信心和解决就业置于更高的位置，推出一揽子举措提振市场信心

第一，建议财政赤字定在 4% 左右，专项债规模与 2023 年大体持平或略增加，对外释放积极信号。财政政策的资金应该兼顾扩投资和促消费，注重对三类人群（失业大学生、低保以上但社平工资以下的城市低收入群体、低保以上但社平工资以下的农村低收入群体）的补助，凝聚人心、提振消费。不宜继续出台新增大规模减税降费政策，延续、完善既有减税政策并逐步回归正常，要更加精准有效，推动减税降费从数量规模型转到效率效果型。

第二，货币政策与财政政策相配合，维持稳健偏松的力度，结构性货币政策在“保交楼”“科技创新”上要进一步发力。

第三，房地产政策在构建新发展模式的基础上，有三大核心任务：保供给、促需求和稳房价，放开限制性措施，推动相关住房需求释放。其一是供给端保交楼，落实金融机构对房企支持的“三个不低于”，适当调整对金融机构的考核指标，避免房地产暴雷的硬着陆；其二，鼓励房地产行业内部并购重组、化解风险，避免烂尾对信心与预期的冲击；其三，需求端，大幅降低改善型住房门槛，大幅下调二套房首付比例，与时俱进放松非普通住宅认定标准从而事实上降低二套房首付比例，传递稳楼市的强烈信号；其四，取消限购或者增加有购房需求人群的名额资格，例如根据一定的社保缴纳年限，释放有需求但无购房资格人群的刚需；其五，一线城市要尽快推出优质地段建设高品质住房，如此才能稳住房地产价格并激发居民购房热情，稳定房地产信心和热度；其六，一线城市加快开发建设保障房，对于低能级城市则由财政收储部分商品房转化为保障房；其八，从长期看要构建以人口为中心的土地供应模式。

第四，注重提振就业、提振信心，将提振市场主体信心作为一项任务目标提出来，类似这些年的就业优先政策，并出台一些务实举措。



当然，我们最期待的是改革开放进一步推进，尤其是加快推动市民化进程。以保障房建设为契机，进一步解决流动人口基本公共服务提供的问题，将户籍人口城镇化率提高到 50%以上，缩小户籍人口和常住人口城镇化率之差。当进城农民工、青年在城市扎根了，才能够真正扩大消费，解决消费不足的问题。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com