



执笔人：张斌、朱鹤、孙子涵

宏观：阻断内需不足

- 运行环境：全球制造业景气程度回升，通胀压力犹存。国内广义财政发力减弱，财政收入和支出增速放缓，社融扩张乏力。
- 运行特点：亮点主要表现在工业生产持续改善和出口持续向好。主要的挑战仍然是需求不足，名义 GDP 增速进一步下降，经济增长获得感有待提升。二季度地方政府综合财力进一步下降，地方政府主导的支出增速下降，拖累全社会支出扩张和收入增长。
- 未来风险：收入和支出增长的负反馈及其并发症、贸易摩擦增加。
- 应对措施：充分完成广义财政预算支出、降低政策利率、稳房企、把握好化债节奏。

专题：走出贸易失衡

- 2000 年至今，我国经历了三轮显著的货物贸易顺差增加，分别发生在 2004 至 2007 年期间、2012 至 2015 年期间和 2018 年至今。通过 HP 滤波法对贸易顺差/GDP 的分解表明，我国贸易顺差/GDP 的趋势成分大概在 3.5-4%之间，周期成分在正负 2%。
- 贸易顺差的趋势性成分背后有合理因素，也有遏制国内消费和投资的市场失灵和政策扭曲。贸易顺差的周期性成分来自国内外经济周期的变化，也包含了我国逆周期政策和汇率政策的影响。
- 我国的投资和消费仍有较大提升空间，以减少国内消费和投资为代价获取的贸易顺差，面临着很高的机会成本。贸易顺差所积累的海外资本的真实收益率不高，多数时候甚至低于国内资产的实际收益率。贸易顺差持续扩大不可避免地带来贸易争端和贸易制裁增加。
- 走出贸易失衡，要通过减小和消除各种市场失灵和市场摩擦，减少不当的政策干预，实现更优化的国内资源配置，降低贸易失衡中的不合理成分。结构政策重点：1，改变地方政府激励，把投资和生产补贴转向公共福利支出，把工作重点更多转向公共管理和公共服务；2，打破服务业进入壁垒，推动公平竞争；3，推动金融服务业改革，更好服务企业融资和居民养老保险。周期政策重点：1，用足逆周期政策，保持人民币汇率弹性；2，稳定房地产市场政策；3，把握好地方政府化解债务的政策节奏。



■ 外部环境：全球经济缓慢回升，通胀压力犹存

2024 年二季度，摩根大通全球综合 PMI 均值为 53.0，较 2024 年一季度均值提升 0.9 个百分点；全球制造业 PMI 均值为 50.7，较 2024 年一季度均值提高 0.4 个百分点。全球制造业 PMI 重回荣枯线以上，并继续保持了回升趋势。分地区和国家来看，二季度美国和欧元区的制造业活动低迷，制造业 PMI 均值分别下降 0.3 和 0.1 个百分点，而日本、印度和俄罗斯的制造业 PMI 均值出现不同程度改善。

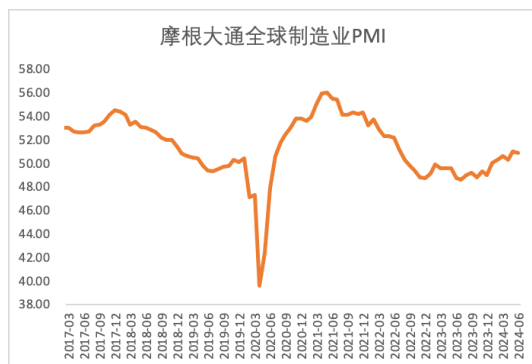


图 1 摩根大通全球制造业 PMI

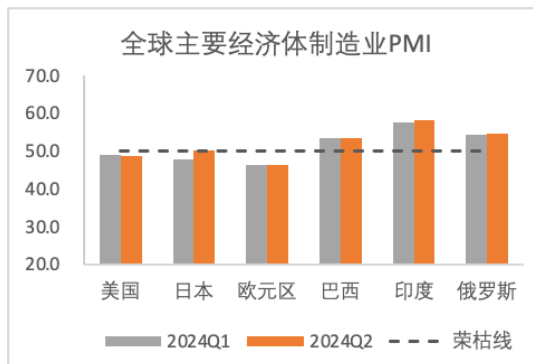


图 2 全球主要经济体制造业 PMI

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

大宗商品价格普遍上升。2024 年二季度末 CRB 大宗商品价格综合指数为 543.4，较一季度末上涨 2.2%。其中，油脂价格指数上涨 4.1%，金属上涨 6.4%，工业原料上涨 1.2%。二季度，石油价格剧烈波动，天然气和动力煤价格有所回升。受中东地区地缘冲突持续、美国增加产量等因素影响，布伦特原油现货价格一度下降至 76.18 美元/桶，较前期高点累计回落 18.6%，随后又迅速回升至 86.94 美元/桶，与一季度末基本持平；动力煤和天然气价格分别上涨 3.3%和 19.5%。国际农产品价格走势也出现分化。CBOT 大豆较一季度末继续下降 2.3%，小麦和玉米价格则分别上涨 11.0%和 1.8%。

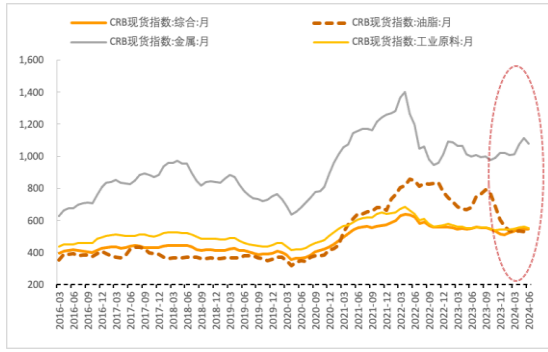


图3 CRB 大宗商品价格指数

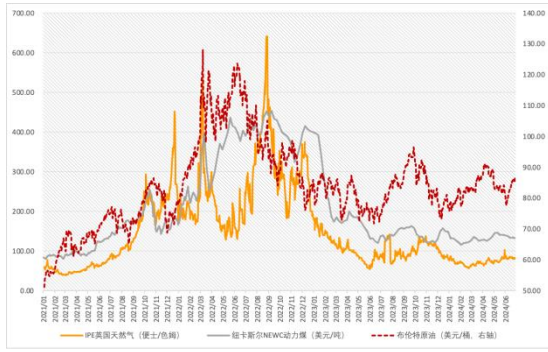


图4 国际能源价格

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

美国通胀放缓，劳动力市场降温，美联储对降息仍持观望态度。2024年6月，美国CPI同比增速下降至3.0%，较3月末降低0.5个百分点，创2023年6月以来新低，与2021年年初以来的最低记录持平。具体来看，能源和交通运输价格显著回落是导致美国CPI走低的主要原因，6月住房价格同比增长4.4%，也创下两年来新低。剔除食品与能源价格后，2024年6月美国核心CPI同比增速为3.3%，较3月末回落0.5个百分点，为2021年4月以来最低水平。此外，美国的劳动力市场也传递出降温信号：2024年二季度，美国月均新增非农就业人数为21.8万人，显著低于一季度的月均新增31万人；失业率从3月份的3.8%上升到6月的4.1%。

美联储7月3日公布的6月货币政策会议纪要显示，尽管“产品和劳动力市场的进展支持其对通胀压力减轻的判断”，但“今年通胀下降的速度比去年12月预期的要慢”。在讨论货币政策前景时，与会者普遍认为“在没有更多信息表明通胀稳定朝着2%的目标移动之前，降低联邦基金利率目标区间是不合适的”。此外，部分与会者还强调，应密切监测劳动力市场状况，因为“职位空缺与失业的比例已回到疫情前水平，劳动力市场的进一步降温或将增加裁员风险”。综上，随着美国的通胀和就业目标风险“已变得更加平衡”，美国经济可能正在接近一个临界点，美联储正在通胀回落与失业率上升之间做出权衡。

欧元区通胀回升，欧央行如期降息25个基点。2024年二季度，欧元区名义和核心通胀率均出现反弹。截至2024年6月，欧元区消费者调和价格指数HICP同比增速为2.5%，较上季度末上升0.1个百分点；核心HICP同比增速为2.9%，



与上季度末持平。从组成部分看，欧元区商品通胀正在迅速下降，但服务业通胀依然顽固，工资增长依然是主要的不确定性因素。

欧央行 6 月 6 日开启了 2019 年以来的首次降息，宣布将存款机制利率、主要再融资利率和边际借款利率三大关键利率分别从 4%、4.5%和 4.75%下调 25 个基点至 3.75%、4.25%和 4.5%。但管理委员会的货币政策会议新闻稿也显示，欧央行认为“价格压力依然强劲，通胀很可能在明年继续高于目标水平”。因此，此次降息并不代表货币政策开始回调，欧央行管理委员会将遵循“逐次会议、基于数据”地决定政策，“不会预先承诺特定的利率路径”¹。

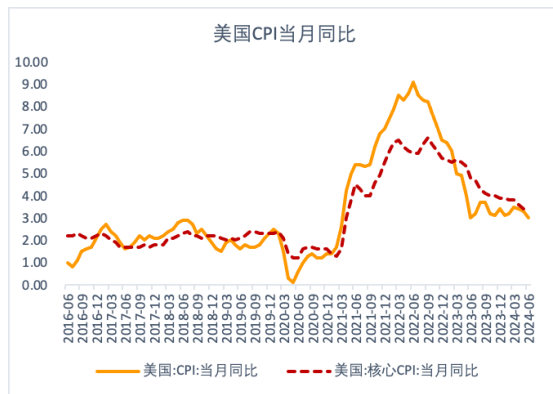


图 5 美国通胀放缓

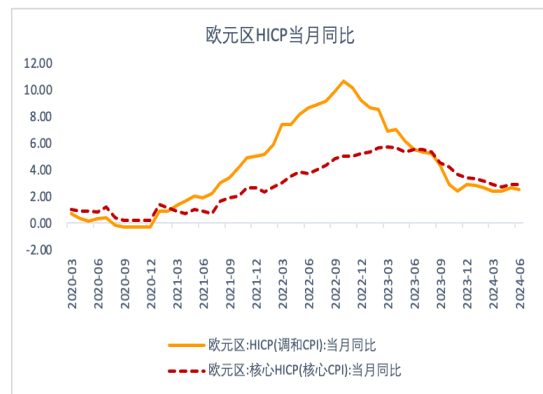


图 6 欧元区名义和核心通胀有所回升

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

非美货币继续承压，全球长期国债收益率多数上行。从全球汇市表现来看，2024 年二季度美元指数波动幅度降低，在经历了一季度的快速上升后进入盘整阶段，较上季度末小幅上涨 1.3%。与此同时，日元、欧元和新兴市场货币继续承压。日元二季度大幅贬值 6.3%；欧元贬值 0.7%；发展中经济体中，印度汇率基本维持稳定，巴西和墨西哥货币分别贬值 10.9%和 10.3%。从全球债市表现来看，2024 年二季度，随着近期美国通胀和新增就业放缓，美国国债收益率先升后降，截至 7 月 12 日，美国十年国债收益率已较前期高点降低了 52 个基点至 4.18%。日本和欧元区的国债收益率延续回升态势，欧元区十年国债收益率和日本十年国债收益率分别较上季度末提高了 12 和 34 个基点。全球利率维持相对高位给发展中国家带来了持续的偿债压力。国际货币基金组织对低收入国家的债务可持续性

¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.mp240606-2148ecdb3c.en.html>



分析表明²，截至 2024 年 4 月末，有 9 个国家正在经历债务困境，25 个国家正面临极高的债务风险，两者在所有接受评估的低收入国家中的占比依然超过了 50%。



图 7 美元指数



图 8 十年期国债收益率

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

内部环境：公共支出放缓，社融扩张乏力

财政收入和财政支出增速放缓，广义财政发力减弱。2024 年 1-5 月，政府一般公共预算收入累计同比增速-2.8%，政府基金性收入累计同比增速-10.8%。广义财政收入累计同比增速-4.1%，较一季度增速回落 1.5 个百分点。1-5 月，政府一般公共预算支出累计同比增速 3.4%，政府基金性支出累计同比增速-19.3%。广义财政支出累计同比增速-2.2%，较上季度增速下降 0.7 个百分点，远低于名义 GDP 增速。

从全年角度看，2024 年政府预算案提出 2024 年全国一般公共预算支出目标 28.5 万亿元，全国政府性基金预算支出 12 万亿，合计广义财政支出目标为 40.6 万亿。而 1-5 月的广义财政支出仅完成全年预算进度的 33.5%，低于去年同期的 36.8%。且两本预算合计，2024 年广义财政支出目标较上年预算执行数字增加近 3 万亿，增速要达到 7.9%，目前的财政支出增速距离年初制定的目标还有较大距离。

市场短期资金利率基本维持稳定，长期利率下行。2024 年二季度，存款类金融机构 7 天质押式回购加权利率（DR007）6 月均值为 1.90%，较 2024 年 3 月上升 1 个基点，基本维持稳定。伴随物价下行，真实利率继续攀升。用人民币贷款加权平均利率减去 GDP 缩减因子衡量的真实利率比去年底上升了 69 个基点，

² <https://www.imf.org/external/pubs/ft/dsa/dsalist.pdf>



用人民币贷款加权平均利率减去 CPI 衡量的真实利率比去年底上升了 36 个基点。广义信贷扩张乏力，社融增速继续下行。2024 年二季度，社会融资规模存量增速 8.1%，分别较去年同期和今年一季度下降 0.9 和 0.6 个百分点。二季度 M1 增速逐月下降，6 月降至 -5.0%，跌至历史低位。6 月 M2 同比增速进一步降至 6.2%，较上季度末下降 2.1 个百分点。二季度金融机构本外币各项贷款余额同比增速为 8.3%，分别较去年同期和今年一季度低 2.3 和 0.9 个百分点。

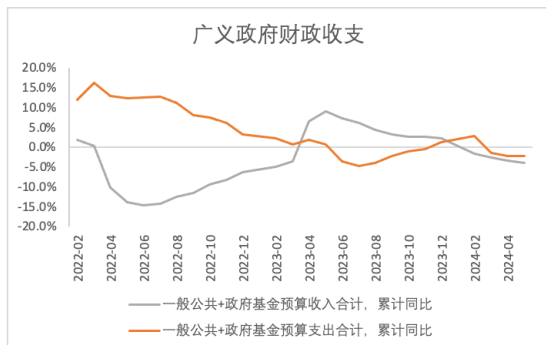


图 9 广义政府财政收入与支出

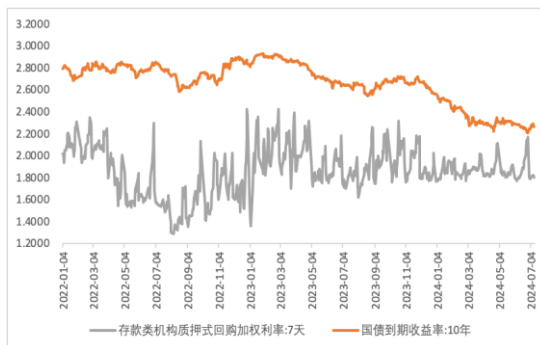


图 10 长期国债利率与 DR007

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

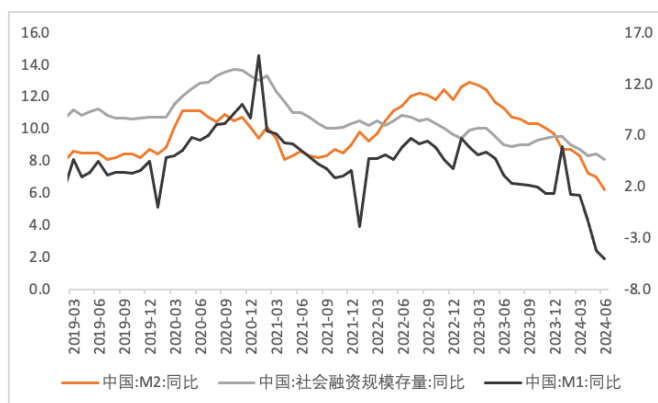


图 11 M1、M2 和社融存量月同比增速

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

人民币指数小幅回升，人民币对美元略有贬值。2024 年二季度，CFETS 人民币指数延续回升态势，在二季度末小幅抬升至 100.0，较上季度末的 99.8 上升了 0.3%。但与此同时，人民币兑美元汇率小幅贬值，二季度末人民币兑美元汇率较上季度末贬值 0.6%，整体走势平稳。

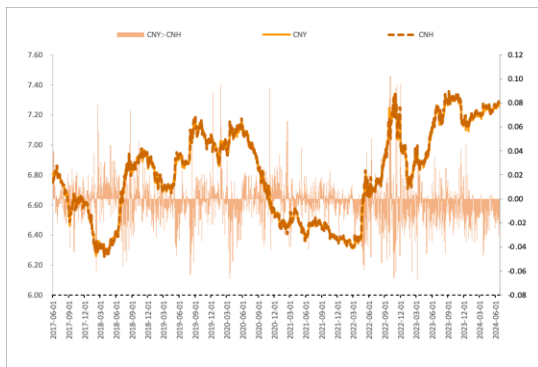


图 12 在岸与离岸汇率



图 13 人民币篮子汇率

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

运行特征：地方财政收缩带动内需走弱

2024年二季度，我国GDP实际同比增速为4.7%，名义增速为4.1%，低于去年同期水平，名义GDP当季同比增速连续5个季度低于实际增速。名义GDP增速是居民收入、企业盈利和政府税费收入的总和，名义GDP增速比实际GDP增速不利于提高社会公众在经济增长中的获得感。

二季度最值得关注的特征是地方财政收缩带动内需边际走弱。与一季度相比，工业生产，制造业投资和出口均保持韧性，企业实际营收和利润依然低迷，房地产市场不断下探导致整体固定投资仍然承压，消费增速不断下滑，国内生产强、消费弱的格局仍未改变。基建投资内部分化愈加明显，水利、铁路等中央主导的基建项目投资大幅扩张，地方政府主导的道路和公共设施管理业都在负增长。受多种因素的综合影响，城投债、专项债和城投平台贷款在二季度出现明显的边际收缩，造成了社会融资规模和总需求水平在二季度明显走弱。

1、工业生产持续改善，企业效益仍待修复

1-6月工业生产表现相对强劲，规模以上工业增加值累计同比增速6.0%，较去年同期高2.2个百分点。分三大门类看，采矿业、制造业和电力燃气水行业的生产均有明显改善，增加值累计增长2.4%、6.5%和6.0%，分别较去年同期提高0.7、2.3和1.9个百分点。值得注意的是，新动能加快成长壮大，高技术产业增速逐月回升。1-6月高技术产业增加值累计增长8.7%，显著高于去年同期和去年全年增速。



分行业看，1-6 月各工业行业生产普遍提升，在已公布数据的 20 个工业行业中，有超过 2/3 的行业获得了较去年同期更高的增加值增速。其中，计算机、通信和其他电子设备制造业的生产改善较为突出，1-6 月增加值增速为 13.3%，较去年同期高 13.3 个百分点；橡胶和塑料制品业的生产也有明显改善，1-6 月增加值增速为 9.5%，较去年同期提高 8.8 个百分点。消费品行业中，纺织业、家具制造业和造纸及纸制品业 1-5 月增加值分别增长 5.3%、5.6%和 10.9%，分别较去年同期增速高 8.3、15.9 和 12.9 个百分点。上游工业品和汽车制造业维持相对高增长，1-6 月有色金属和化工行业增加值增速分别为 11.1%和 10.5%，均高于去年同期；汽车制造业增加值增速 9.8%，新能源汽车产量累计增速 30.1%，仍处于高位。

低基数带来利润指标改善，但企业盈利仍待修复。1-5 月，全国规模以上工业企业利润累计同比增长 3.8%，大幅高于去年同期和去年全年增速-19.4%和-2.3%；但考虑到去年年初的低基数效应，工业企业的绝对盈利水平不高。营收方面，1-5 月累计同比增长 2.9%，高于去年同年及去年全年增速 0.1%和 1.1%。1-5 月的营业收入利润率为 5.2%，高于上季度末 4.9%，但相比 2023 年末下降约 0.6 个百分点，在近 10 年间仅高于 2020 年和 2023 年同期。此外，代表企业实际库存状况的“广义库销比”指标³略有回落，5 月消费品、中间品和资本品生产企业的广义库销比分别为 61.6%、44.0%和 63.4%，分别较上季度末降低了 0.8、0.5 和 0.1 个百分点，实际库存情况有所改善。

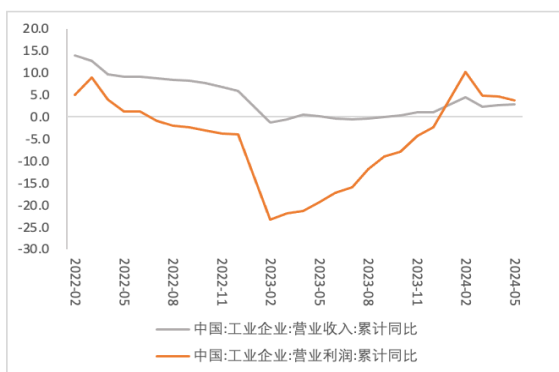


图 14 工业企业营业收入及利润

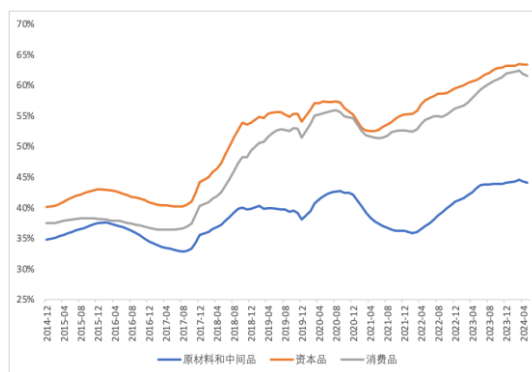


图 15 广义库销比

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

³ 广义库销比=库存/当月营业收入，其中营业收入为 12 个月移动平均值。



2、房地产市场仍在探底，基建投资内部分化加剧

2024年上半年，固定资产投资增速同比为3.9%，比上季度末低0.6个百分点，较去年同期增长0.1个百分点。**结构上看，房地产投资仍在探底，是整体投资的最大拖累。**上半年房地产开发投资累计同比增速-10.1%，较上季度末下降0.6个百分点，较去年同期下降2.2个百分点。从市场表现看，房地产市场短期内的形势仍不容乐观。

一是新开工降幅扩大的同时，竣工面积下降，新房销售面临困难。1-6月房地产新开工面积累计同比下降23.7%，降幅分别较去年同期和今年一季度末收窄0.6和4.1个百分点。在去年全年竣工面积保持正增长的情况下，今年房地产竣工面积连续6个月回落，竣工面积较去年同期下降了21.8%。今年1-6月，商品房销售额下降了25.0%，降幅较去年同期大幅扩大26.1%。克而瑞数据显示，今年上半年，百强房企实现销售额1.85万亿元，同比降低39.5%。

二是在房地产新政的支持下，房企融资稍有缓和，但由于销售金额大幅下滑，房企现金流依然紧张，房企债务风险仍然高企。2024年初，中央明确提出要“进一步优化房地产政策”，各地也根据具体情况不断推出稳定房地产市场的举措。保障房企融资的政策也在逐步落实。近期，金融监管总局和住房城乡建设部再度发布了关于城市房地产融资协调机制的通知，提出了多项可操作、可落地的工作措施。根据金融监管总局的数据，截至5月16日，商业银行已通过内部审批流程，为“白名单”项目审批了9350亿元的贷款。今年上半年，房地产开发企业到位资金5.4万亿元，同比下降22.6%。其中，国内贷款为0.8万亿元，下降6.6%，降幅比今年一季度缩小了2.5个百分点。依托房地产融资协调机制，“白名单”项目的授信审批到贷款落地的进度得以加快，房企到位资金情况正在改善。然而，销售端的持续大幅下滑显著收紧了房企的经营现金流。全国商品房销售额二季度下降近30%，销售现金流入较去年同期减少近万亿元。综合而言，尽管在融资政策支持下房企资金状况有所改善，但在销售大幅下滑的背景下，房地产行业的债务状况仍将面临巨大压力。

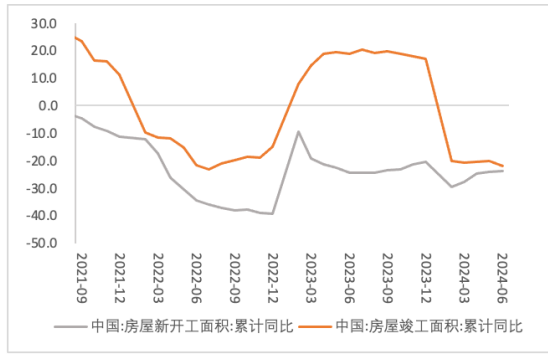


图 16 商品房新开工与竣工面积

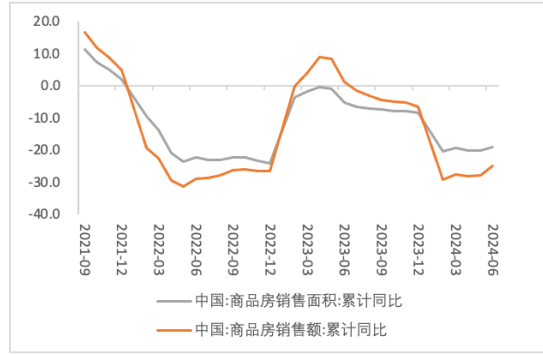


图 17 商品房销售面积与销售额

数据来源: WIND, 中国金融四十人论坛

基建投资内部分化继续加剧，与地方城投业务关联较少的基建行业保持投资高增、与地方城投业务关联紧密的行业投资低迷。2024 年二季度，基建投资增速保持平稳增长，三大行业合计投资累计同比增速 7.7%，较今年一季度末回落 1.1 个百分点。基建内部的分化则进一步加剧：电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增速升至高位，1-6 月累计同比增速为 24.2%；交通运输、仓储和邮政业的累计同比增速为 6.6%，其中铁路运输业投资增速为 18.5%，这都是与地方城投业务关联性偏低的行业。

而占整体基建投资一半左右的水利、环境和公共设施管理业投资持续低迷。上半年该行业大类累计同比投资增速降至 0.7%，其中作为行业主体的公共设施管理业投资累计同比增速降至-4.5%。这主要是因为地方城投在化解债务风险的进程中，新增融资受到严厉的约束，对地方基建的支持力度大大减弱。按照 wind 口径统计的城投债融资数据，2024 年二季度我国城投债的净融资规模为-1348.6 亿元，相比 2023 年同期减少约 4000 亿元，延续了去年四季度的净收缩状态。

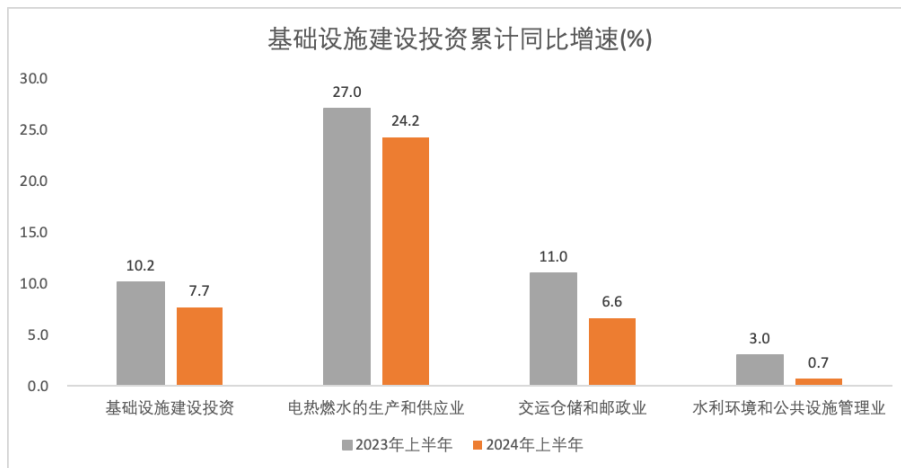


图 18 三大基建行业固定资产投资增速



数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

3、二季度全球制造业景气程度回升背景下，中国出口持续向好

上半年，我国进出口规模和贸易顺差均创历史同期新高。今年二季度，按美元计价的出口当月同比增速逐月回升，增速分别为 1.4%、7.6%和 8.6%。上半年中国出口累计同比增速为 3.6%，较去年同期提高 7.1 个百分点。从量价指标看，出口价格指数仍处于低位，5 月出口价格指数较去年同期下降 3.2%。从出口目的地看，在 2023 年低基数效应下，二季度中国对美国出口累计同比增速升至 1.5%，对欧盟和日本的出口维持负增长，出口累计同比增速分别为-2.6%和-6.3%；对东盟出口金额增速逐月提升，二季度为 10.7%，较上季度末提高 6.6 个百分点。进口方面，二季度中国进口当月同比增速持续放缓，增速分别为 8.3%、1.8%和-2.3%。

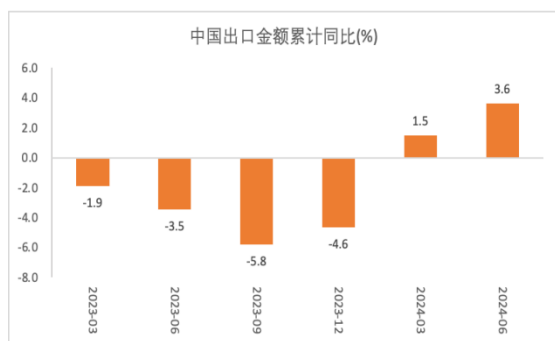


图 19 出口金额（美元）季度累计同比增速

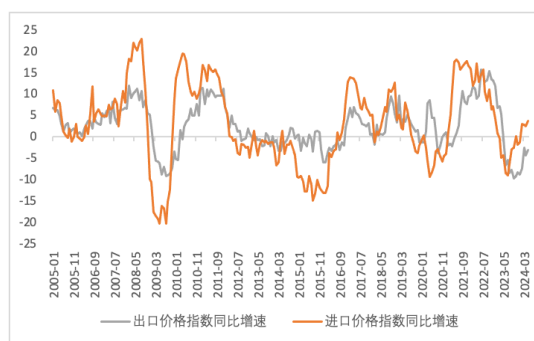


图 20 进出口价格指数同比增速

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

4、调查数据表明居民消费支出倾向提高，但整体消费表现低于预期

2024 年二季度，居民消费倾向继续改善。二季度居民消费同比增长 6.7%，受基数提高影响，较 2023 年同期小幅回落 0.9 个百分点。从 2021 年开始，每年二季度的居民消费倾向（人均消费支出/人均可支配收入）逐年上升。2024 年二季度消费倾向升至 65.6%，虽较 2019 年仍有距离，但已较去年二季度提高了 0.8 个百分点，这说明消费意愿仍在持续提高中。

商品消费复苏缺乏进展，上半年社会消费品零售总额同比增速 3.7%，较去年同期和今年一季度分别下降了 4.5 和 1.0 个百分点，其中商品零售额增长 3.2%，餐饮收入增长 7.9%。服务性消费支出保持较快增长，服务零售额同比增长 7.5%。社会零售总额增速持续走低的原因或许来自政府财政支出下降导致的政府消费



减少。

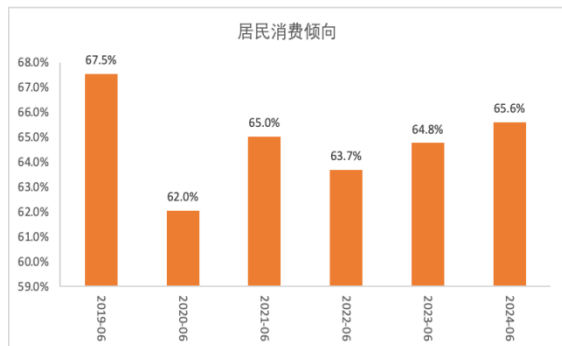


图 21 历年二季度居民消费倾向

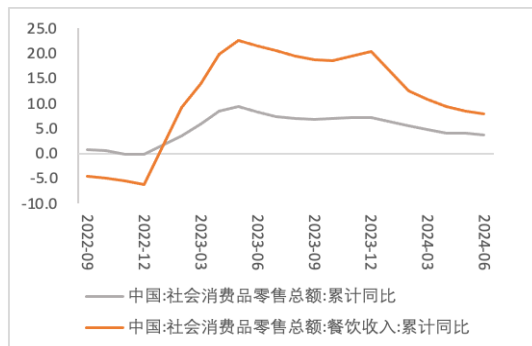


图 22 商品零售和餐饮收入同比增速

数据来源: WIND, 中国金融四十人论坛。

5、就业形势较稳定，通胀水平偏低

2024年6月末，我国城镇调查失业率为4.9%，31个大城市城镇调查失业率为5.0%，均比一季度末降低0.2个百分点。今年1-5月，城镇新增就业人数累计为565万人，较去年同期多增13万人，劳动力市场活跃度有所上升。根据统计局最新数据，不含在校生口径下，5月末16-24岁、25-29岁劳动力失业率分别为14.2%和6.6%，分别较上季度末降低了1.1和0.6个百分点，仍需关注重点群体如青年群体的就业压力和困难。

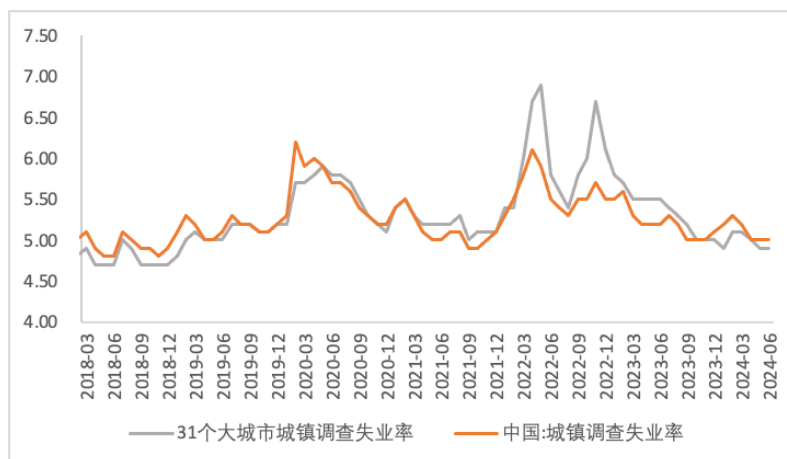


图 23 调查失业率

数据来源: WIND, 中国金融四十人论坛。

2024年二季度，CPI涨幅保持低位，6月CPI同比增速放缓至0.2%，为近三个月最低；核心CPI同比增速降至0.6%，与上季度末持平。其中，食品价格同比下降2.1%，是影响CPI增速的最主要因素。二季度PPI月同比增速依然处于负



值区间，由于 2023 年同期基数走低，6 月 PPI 同比降幅较上季度末收窄 2 个百分点至 0.8%。此外，受国际大宗商品价格波动及国内需求不足等因素影响，PPI 环比增速由 5 月上涨 0.2% 转为 6 月下降 0.2%。分行业看，石油天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业和黑色金属冶炼与压延加工业的 PPI 环比增速转负；房地产市场疲软也反映在黑色金属和水泥相关行业的价格下行中。

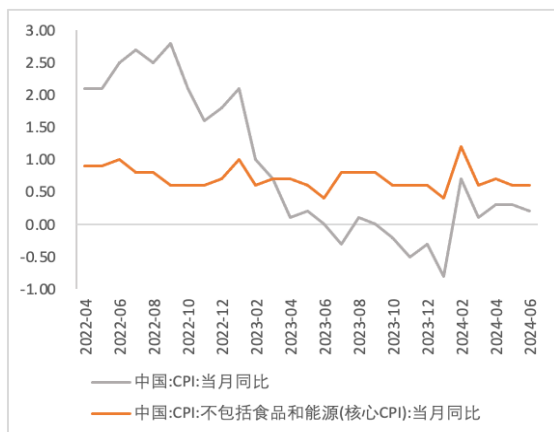


图 24 CPI 与核心 CPI

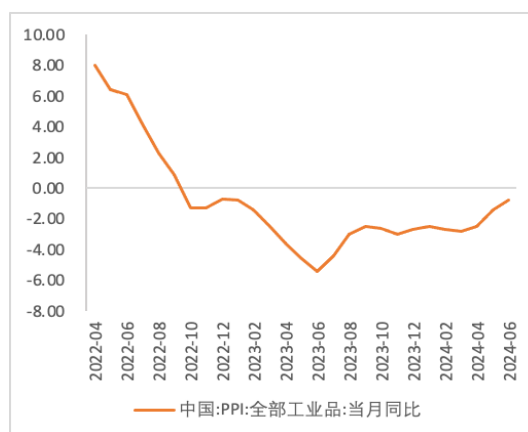


图 25 PPI 当月同比

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

6、地方政府主导的支出收缩加剧二季度内需走弱

二季度政府主导支出增速低于一季度，远低于名义 GDP 增速，政府主导支出增速下降成为二季度总需求下降突出的边际推动力量。政府主导支出主要包括了一般公共预算支出、政府基金支出以及政府主导由平台公司实施的各种支出，这些支出是内需的重要组成部分，在国内总支出当中占比不低于 1/3。政府主导支出的变化会直接影响到居民部门和企业部门的收入，以及这些部门的支出，带来连锁反应。

政府主导支出增速下降主要来自地方政府支出收缩。对广义财政支出增速做进一步分解可知，带动全国广义财政支出增速下降的主要力量依然是地方政府的基金性支出（见图 27）。2024 年 4 月和 5 月地方广义财政支出的同比增速分别为 -3.7% 和 -3.6%，比去年同期水平低了 5 个百分点。而来自中央层面的广义财政支出增速较去年显著增加，比去年同期水平高了 10 个百分点，这部分程度上抵消了地方财政收缩的压力，但还远不足以带动整个政府主导支出的增长。

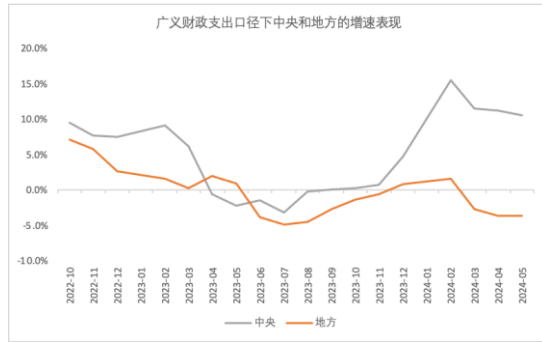


图 26 中央和地方的广义财政支出增速
数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

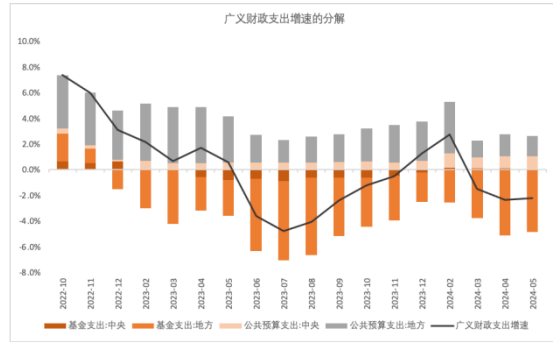


图 27 对广义财政支出增速的分解

地方财政支出强度下降源于地方政府综合财力的收缩。我们把地方政府的综合收入来源分为6类，分别是：税收收入、非税收入、新增专项债、土地出让金、城投债和城投贷款。其中，前两类构成了地方政府一般公共预算，专项债和土地出让金构成了基金性预算，城投债和城投贷款不纳入政府债务，但主要是由政府决定其举债和支出行为。虽然城投贷款没有专门的统计数据，但我们仍可以从社会融资规模中的企业贷款部分窥见一二。

地方政府财政收入增速下降。地方政府的本级财政收入当中包括了税收和非税收入。2024年1-5月，地方税收下降约1267亿元。同期全国非税收入16450亿元，同比增长10.3%，比去年同期增加了1532亿元，按照过去的经验这其中大约80-90%归属于地方非税收入。即便地方政府通过增加非税收入弥补地方财政收入下降，但还不足以扭转局面。1-5月份地方本级财政收入累计同比增速0.5%，低于1季度的1%，说明二季度地方政府本级收入增速进一步下降。

地方政府的公共预算外收入大幅收缩。图28-31给出了地方政府在城投债，新增专项债和土地出让金三类收入变化，三类收入较去年二季度分别减少了4057亿元、3306亿元和3761亿元，三类融资合计较去年同期减少了11124亿元。此外，这里还没考虑城投贷款比去年同期减少的部分。2024年二季度，我国企事业单位新增贷款规模比去年同期减少了7616亿元，根据我们之前的测算，新增企事业单位贷款中大约有一半都来自城投的贡献，那么即使认为城投贡献了贷款下降的一半，这对应了城投贷款较去年同期减少了3800亿元。因此，地方政府公共预算之外的收入在二季度或许较去年同期减少了1.5万亿元。

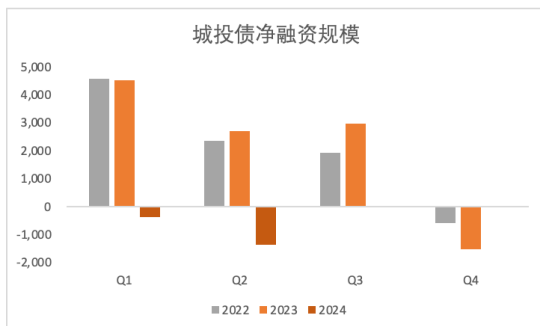


图 28 城投债净融资规模

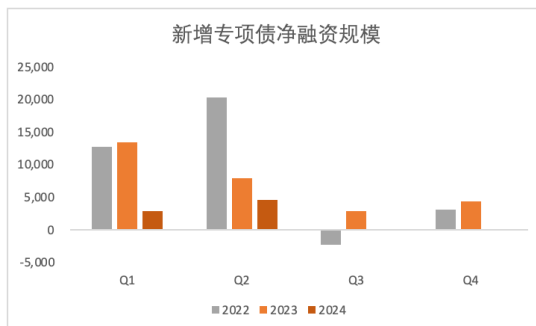


图 29 新增专项债净融资规模

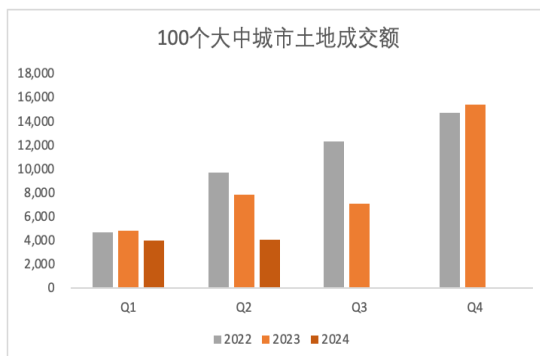


图 30 100 个大中城市土地成交额

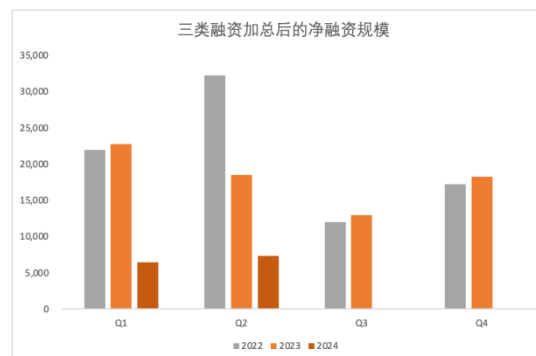


图 31 三类融资加总后的净融资规模

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

多重因素共同导致了我国地方政府面临的财政收缩压力。一是内需走弱和价格水平低迷对税收收入会产生直接影响，我国当前以流转税为主的税收体制与工业品价格变化密切相关，相关产品价格下降直接导致这部分税基减少。二是房地产市场仍未企稳导致与房地产相关的税收收入下降，但土地出让金收入下降并不主要来自房地产市场的调整，因为民营房地产企业早在去年就已经基本退出土拍市场。三是各部门在努力化解地方政府债务风险的同时，地方城投平台的融资能力受到较大影响，去年作为土拍市场主力的地方城投平台开始退出土拍市场，并减少银行贷款。四是新增专项债发行节奏偏慢。

■ 未来风险与政策建议

接下来，我国宏观经济面临如下三方面的风险，且三类风险之间存在相互强化的机制，需要密切关注这些风险的动向。

一是经济仍未走出低通胀状态，警惕需求不足环境下的负反馈和并发症。二季度 CPI 同比增速依然保持在 0 附近，PPI 同比增速整个一季度保持在-2 到-3% 之间，已经连续 21 个月负增长，对应的 GDP 缩减指数是-0.7%。在低通胀环境



下，私人部门的自发需求会受到抑制，政府、居民和私人企业之间的支出下降会不断形成负反馈，导致经济复苏动能减弱。持续的需求不足环境下，收入增长偏弱，可能会导致诸多并发症的出现。比如最近几个季度，需求不足环境下地方政府综合财力下降，地方政府大幅增加非税收入，政府拖欠企业的账款增加，这可能会对营商环境带来新的创伤，在舆论的发酵下营商环境变化又会对预期带来新的负面冲击。再比如，需求不足环境下企业收入和盈利低于预期，企业偿债能力下降，债务风险也随之上升，金融机构更趋于保守，这会加剧信贷增长压力和需求不足局面。

二是地方政府化债等因素对地方政府收入的挤压效应不能尽快缓解，导致广义财政支出强度继续走弱并拖累内需恢复，且积累更大的系统性金融风险。接下来，如果不能尽快扩大对地方政府的融资，不仅广义财政支出强度会继续走弱，拖累内需恢复，部分地方政府会迫于刚性支出的压力而转向各种迫不得已的做法。融资方面可能会转向隐性的非标融资，如信托等。这类融资工具不仅融资成本更高，且不易为监管所察觉，是构成系统性金融风险的重要来源。

三是房企现金流未显著改善，房地产债务压力或危及金融稳定形势。2024年二季度以来，我国政府在稳定房地产市场方面继续加码，需求侧的限制性政策基本全面退出。但是，针对房地产企业本身的政策仍未破局，房企现金流状况还在恶化，债务压力没有得到明显缓解。以“517新政”为代表的房地产政策，大力支持了居民购房需求，二手房交易活跃，但是新房销售未见明显改善。保障性住房再贷款覆盖范围偏窄，对消化存量住房的效果仍待进一步发挥。本轮房价的下降幅度已远超历史上其他时期，一些数据显示房价近三年内累计下降超过20%，且目前下行势头不减。如果房价继续下行，不仅房企大面积资不抵债，部分居民或将“跌光首付”引发断供风险，这将直接波及到金融体系，可能催生金融体系和宏观经济的系统性风险。

为更好地应对上述风险，提高经济复苏的内生动能，宏观逆周期政策还需继续发力，同时在稳定房地产市场方面增加政策力度。

首先，力争完成年初制定的预算支出目标，把握好化债节奏。一是要加快政府债券发行力度，充分完成年初制定的发债计划。二是增加债券发行。考虑到税收和土地销售收入下降，年初制定的一般公共预算支出和政府基金支出增长很难



达到预期目标。但是为了走出需求不足局面，目前有能力改变局面的还是政府。把广义政府支出增长保持在高于名义 GDP 增速的水平上，需要额外发债增加政府支出。三是把握好化债力度，避免市场自发信贷增速放缓与压降地方政府债务的叠加，避免地方政府层层加码的债务压降任务分派。在市场自发信贷增速显著放缓的时期，地方政府财力相对拮据，压降地方政府债务不仅难度大，而且会形成政府支出下降和市场支出下降相互强化的恶性循环局面。这种时期内对待平台债务应该以降低债务成本、延长债务期限结构为主，将保持必要的现金流、不暴雷作为工作重点。

其次，货币政策还需继续发力，淡化融资总量目标不能等同于放弃总量目标，**需要保持能够支持经济复苏的社会融资总量。**二季度以来，央行持续关注我国长期利率走势，并屡次表达对长期利率持续走低的担忧。然而市场上对长期国债的需求依然旺盛，长期国债利率依然走低。长期国债利率走低主要来自对长期通胀预期的走低，以及信用扩张减速带来的资产荒加剧。长期利率下降是市场主体对经济运行的定价结果。要实现更可持续的经济复苏，货币政策需要通过大幅降低短期利率的方式，提升通胀预期，实现维持正常利率曲线形态的政策目标。此外，淡化融资总量目标不能等同于放弃总量目标，经济可持续复苏离不开金融数据的改善。

最后，**稳住房地产市场仍是保持经济复苏的关键，需要更直接的房地产企业债务化解政策，缓解房地产企业面临的现金流约束。**房地产企业的困境同时也是系统性困境，目前仍没有单一行业可以弥补房地产市场调整对宏观经济的负面冲击。中央政府主导下的为房企增信，帮助部分房地产企业重组资产负债表，可能是救助房企、稳定房市最快速有效的方法。此外，应进一步完善消化存量房产的政策，可优化预售资金管理、调整税收征管，以缓解房企现金流紧张。还可考虑继续放松一线城市限购以提振住房需求。



走出贸易失衡

主要观点

21 世纪以来我国经历了三次持续扩张的贸易顺差。我们解释了贸易顺差攀升背后的原因，并从多个角度对贸易顺差进行了福利评估，提出了应对贸易失衡的政策建议。文章的主要发现和建议如下：

- 2000 年至今，我国经历了三轮显著的货物贸易顺差增加，分别发生在 2004 至 2007 年期间、2012 至 2015 年期间和 2018 年至今。通过 HP 滤波法对贸易顺差/GDP 的分解表明，我国贸易顺差/GDP 的趋势成分大概在 3.5-4%之间，周期成分在正负 2%。
- 贸易顺差的趋势性成分背后有合理因素，也有不合理成分，不合理成分主要是来自遏制国内消费和投资的市场失灵和政策扭曲。贸易顺差的周期性成分来自国内外经济周期的变化，也包含了逆周期政策选择的影响。
- 我国的投资和消费仍有较大提升空间。以减少国内消费和投资为代价获取的贸易顺差，面临着很高的机会成本。贸易顺差所积累的海外资本的真实收益率不高，多数时候甚至低于国内资产的实际收益率。贸易顺差持续扩大不可避免地带来贸易争端和贸易制裁增加。
- 走出贸易失衡，要通过减小和消除各种市场失灵和市场摩擦，减少不当的政策干预，减少贸易失衡中的不合理成分。结构政策重点：1，改变地方政府激励，把投资和生产补贴转向公共福利支出；2，打破服务业进入壁垒，推动公平市场竞争；3，推动金融服务业改革，更好服务企业融资和居民养老保险。周期政策重点：1，用足逆周期政策，保持人民币汇率弹性；2，稳定房地产市场政策；3，把握好地方政府化解债务的政策节奏。



一、21 世纪以来的贸易顺差

2000 年至今，我国经历了三轮显著的货物贸易顺差增加。第一次发生在 2004 至 2007 年间，在这段时期内，货物贸易顺差占 GDP 的比例从不到 2% 急剧上升至 7.5%，顺差达到了 2 万亿人民币。第二次出现在 2012 至 2015 年，货物贸易顺差占比从前期低点 2.1% 上升至 5.3%，顺差达到了 3.6 万亿人民币。第三次上升始于 2018 年，并持续至今，货物贸易顺差占比再次上升至 4.6%，顺差达到了 5.7 万亿人民币。

我国的货物贸易当中，出口主要是制造业产品，进口主要是制造业产品和矿产品。制造业贸易余额占 GDP 的比例变化较贸易顺差占 GDP 的比例变化波动幅度更大。在 2004 至 2007 年期间，制造业贸易余额占 GDP 的比率从 1.8% 快速攀升至 7.4%；2012 至 2015 年间，该比率再次从 2.3% 增长至 5.7%；从 2018 年开始，制造业贸易余额占比再度回升，到 2023 年达到 5.3%，接近前一轮的高点。

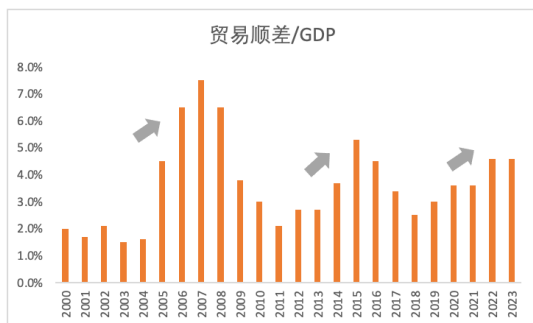


图 1 中国贸易顺差/GDP 的周期性变化

图 2 中国制造业贸易顺差/GDP 的周期性变化

数据来源：WIND，作者测算

三轮贸易顺差上升过程背后有着显著不同的结构性特征。

第一轮贸易顺差积累期间（2004-2007 年），出口和进口都保持 20-30% 的高速增长，出口的增速超过进口，快速推高了贸易顺差。这一时期在贸易顺差快速上升的同时，我国的非储备金融项目也出现大量顺差，形成了“双顺差”格局。双顺差促使外汇储备大量增加，人民币面临持续的升值压力。

第二轮贸易顺差积累期间（2012-2015 年），出口和进口增速都在显著下降，进口增速的下降幅度更大，带来了贸易顺差扩大。这个时期的非储备金融项目的差额出现逆转，从顺差转为逆差，人民币汇率经历了先升值后贬值的变化。



第三轮贸易顺差积累期间（2018 年至今），出口增速和进口增速均有较大波动，进口增速始终低于出口增速，贸易顺差持续放大。非储备金融项目持续逆差，人民币汇率在大部分时间内面临贬值压力。

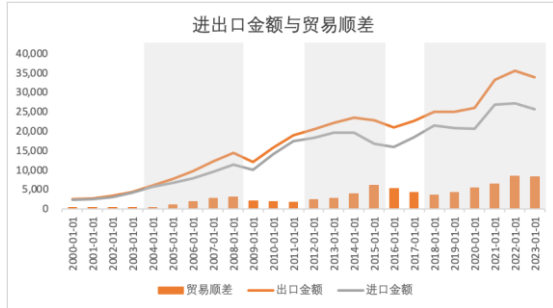


图3 进出口金额与贸易顺差

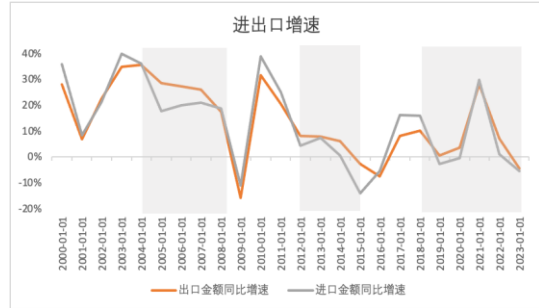


图4 进出口增速

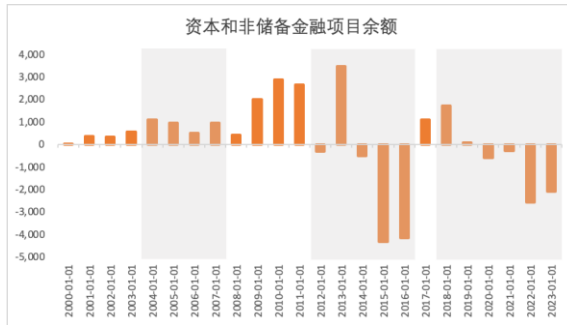


图5 资本和非储备金融项目余额



图6 人民币汇率

数据来源：WIND，作者测算

表1 三次贸易顺差积累期间的背景比较

	出口和进口表现	资本和非储备金融项目	人民币汇率
第一轮贸易顺差积累期间（2004-2007年）	出口和进口高速增长，且出口增加更快	顺差	持续的升值压力
第二轮贸易顺差积累期间（2012-2015年）	出口和进口快速下降，进口下降更快	顺差转逆差	先升值后贬值
第三轮贸易顺差积累期间（2018年至今）	进出口增速波动较大，出口增速始终大于进口	逆差	多数时间面临贬值压力

从区域来源看，美国仍然是对我国贸易顺差贡献最大的经济体，2023 年我国对美国贸易顺差 3361 亿美元，占 2023 年贸易顺差总额的 40%以上。来自亚洲国家的贸易顺差贡献也逐渐增加，一方面，东盟超越美欧成为我国最大的贸易伙伴，对贸易顺差的贡献显著增长；



另一方面，我国对日韩的贸易依赖度有所下降，逆差规模持续缩小。

从企业主体看，私营企业在我国出口中的占比持续上升，成为贸易顺差最主要的贡献力量。2014-2023 年的十年间，私营企业出口在全部出口中的占比从 40.8% 上升到 62%，外商投资企业出口在全部出口中的占比从 45.9% 下降到 28.6%，国有企业和其他类型企业出口占比变化不大。

从商品类型看，过去二十年，包括矿石燃料在内的矿产品始终保持逆差，纺织服装鞋帽等传统劳动密集型产品对顺差贡献的逐渐被机电设备所替代。此外，随着电动汽车等出口的爆发式增长，我国在汽车及零部件领域的出口竞争力得以提升，该部门对贸易顺差的贡献率在最近几年大幅上升。

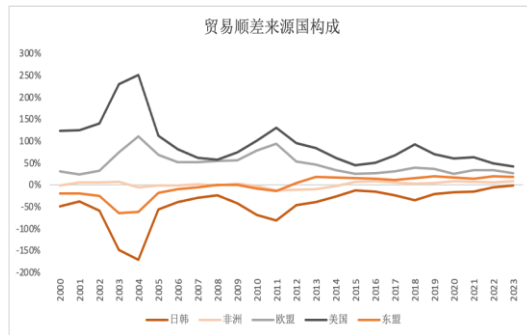


图 7 贸易顺差的来源国结构

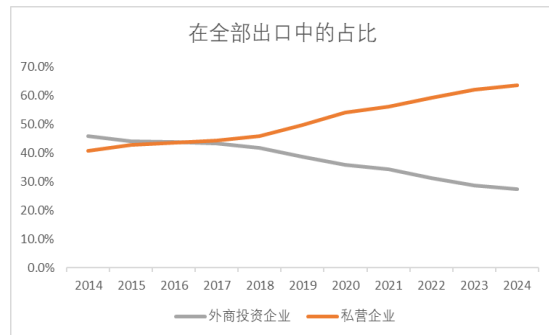


图 8 主导贸易顺差的企业主体

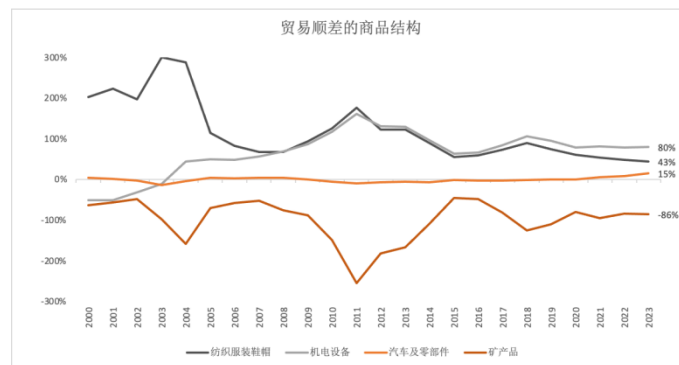


图 9 贸易顺差的商品结构

数据来源：WIND，作者测算

二、理解贸易顺差



为了更好地理解我国贸易顺差占比三次攀升背后的影响因素，我们用 HP 滤波法对我国贸易顺差/GDP 的趋势成分和周期成分做了分解。趋势成分背后是结构性的、跨越经济周期的中长期力量。周期成分背后是总量的、周期性的短中期力量。HP 滤波是一种通过平滑方法，结论高度依赖样本长度，由此得出的趋势性和周期性成分未必非常准确，但还是能够提供一个区间范围的参考。通过这个 HP 滤波方法的分解，我国贸易顺差/GDP 的趋势成分大概在 3.5-4%之间，周期成分在正负 2%。这两个成分对于理解我国的贸易顺差变化都非常重要。接下来我们对这趋势性力量和周期性力量分别做出解释。

（一）趋势性力量

理解贸易顺差背后的趋势性力量，要回答的问题是哪些长期的、结构性的力量使得国内的资源不能转化为国内消费和国内投资，而以贸易顺差的方式交由国外使用这些资源。这是一个历史悠久、在学术上有非常多争论的话题。特别是在进入 21 世纪以后，中国贸易顺差迅速扩大，引发了国际学术界对全球失衡的广泛讨论，其对全球失衡的结构性原因也做出了丰富解释。限于篇幅这里仅列举部分有代表性的观点。



图 10 对贸易顺差的分解

数据来源：WIND，作者测算

一是立足于全球，从发展中国家金融市场发育不足（金融市场摩擦）角度展开的解释（Gourinchas and Rey, 2013；Caballero et al., 2008；Mendoza, et al. 2009）。这类解释认为，新兴市场的金融市场不发达，不能提供足够的安全金融资产，而发达国家在提供安全金融资产方面更有优势，由此带来了发展中国家通过贸易顺差积累安全的（海外）金融资产的资源配置模式。与此相关的解释还包括由于发展中国家金融市场不发达，预防性储蓄较多，自主资本回报率（autarky returns，指在没有外部因素影响下的本国自然利率）较低，于是通过贸易顺差的方式满足对海外安全资产的需求。



二是聚焦于中国，重点解释中国的贸易顺差。代表性的观点包括：1，宋峥（Song et al., 2011）等强调信贷配给歧视对储蓄和投资缺口的影响，由于金融体系将信贷分配给技术进步慢且总体市场份额萎缩的国有部门，致使技术进步快且总体市场份额扩张的私人部门只能依靠自身的储蓄扩大投资。随着国有部门总体规模的下降，总体储蓄将大于投资并带来贸易顺差。2，鞠建东等（Ju et al., 2012）强调降低关税等贸易开放政策虽然在局部均衡条件下会增加进口并导致贸易逆差，但在一般均衡条件下可能会造成资本从劳动密集型产业国家流入资本密集型产业国家，导致经常项目顺差。3，余永定（Yu, 2015）指出由于中国的经常项目基本开放，而资本项目开放的部分主要是直接投资，理解中国经常项目和资本项目双顺差的关键在于为什么直接投资顺差没有导致相应的经常项目逆差。政府大量鼓励 FDI 和出口的一揽子政策组合促成了经常项目和资本项目双顺差的局面。4，魏尚进等（Du and Wei, 2010）强调由于性别比例的原因，中国家庭需要大量储蓄买房，由此带来了过高的储蓄和贸易顺差。此外，还有一些分析指出，中国的社会福利保障水平相对较低，带来了居民部门的过度储蓄，这也会推动贸易顺差的上升。5，徐朝阳、张斌（2014）强调供给抑制政策带来的经常项目盈余。由于改革政策不到位，中国在医疗、教育、金融服务和交通运输等领域存在供给抑制政策，导致资源过度流入贸易品部门，形成过剩产能，因而必须通过贸易顺差实现贸易品市场出清。6，张斌、茅锐（2016）强调中国的工业化赶超政策当中，对工业部门发展有大量的补贴政策，这些政策会刺激更多的贸易品生产，提高储蓄率，压低资本边际回报率，产生更大的贸易顺差。

（二） 周期性力量

周期性力量是短期内主导贸易顺差变化更具决定性的力量。回顾 21 世纪以来的三轮贸易顺差攀升，背后都有不同的周期性力量驱动贸易顺差变化。

第一阶段：2004-2007 年。这一时期我国正处于工业化高峰期，一方面是国内快速提高的消费需求和投资需求；另一方面是美国正处于房地产市场泡沫的上升期，我国面临的外需增长同样非常强劲。从结果来看，这个期间的出口增长高于进口增长，似乎是更强有力的外需造成了贸易顺差的持续扩张。但这个解释还远远不够。2004-2007 年期间，我国外汇储备增加 1.1 万亿美元。如果在那个期间中国没有持续干预外汇市场，没有通过大量买入外汇压低人民币汇率，不会出现经常项目顺差和非储备金融项目顺差的双顺差局面。根据国际收支平衡表的等式关系，在没有外汇市场干预的情况下，经常项目和非储备金融项目之和应该等



于零。如果没有外汇市场干预，可能出现的结果是贸易顺差大幅收窄、人民币显著升值和金融项目逆差的情况，甚至是贸易逆差、人民币显著升值和金融项目顺差的情况。对 2004-2007 年期间我国贸易顺差扩张的解释，离不开美国房地产价格泡沫催生的外需扩张，也离不开这个期间中国的大幅外汇市场干预。

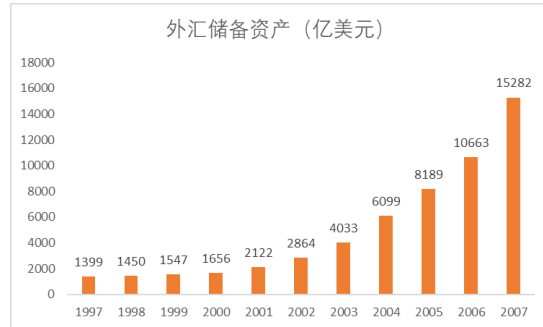
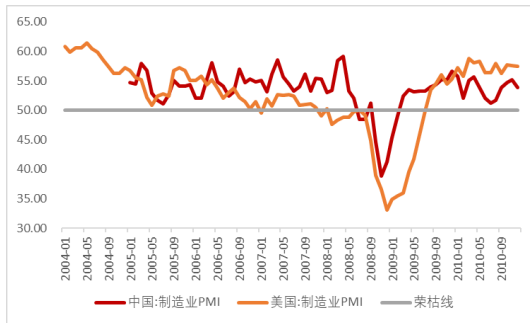


图 11 第一阶段中美制造业 PMI 对比

图 12 第一阶段我国的外汇储备规模

数据来源：WIND，作者测算

第二阶段：2012-2015 年。美欧等发达经济体尚未走出全球金融危机，欧洲爆发了主权债务危机，这导致了外需显著走弱，中国的出口增速下行。与此同时，在国内信贷政策紧缩的环境下，内需放缓更加突出。全社会融资总额增速从 2012 年的同比增速 19.1% 下降到 2015 年 12.4%，PPI 连续五十多个月负增长。内需的放缓带来了进口增速更大幅度的下降，推动了贸易顺差扩大。这个期间的贸易顺差变化与外汇市场干预也有一定关系，2012 年到 2013 年期间，我国外汇储备规模从 3.3 万亿美元上升到 3.8 万亿美元，2014 年外汇储备规模变化很小，2015 年外汇储备又下降到 3.3 万亿美元。与 2004-2007 年相比，外汇市场干预对贸易顺差变化的影响较小。快速的内需下降成为贸易顺差扩大最重要的周期性原因。

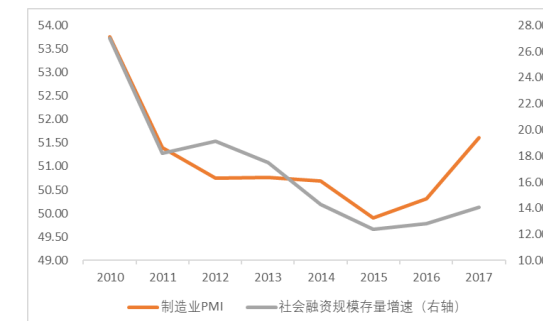
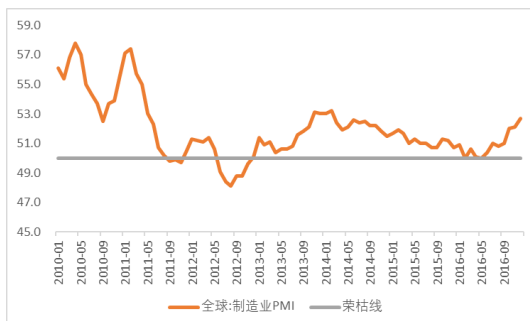


图 13 第二阶段全球制造业 PMI

图 14 我国制造业 PMI 与社会融资规模存量增速

数据来源：WIND，作者测算



第三阶段：2018 年至今。这个期间国外经济经历了疫情冲击，应对疫情的超常规经济刺激计划和此后的刺激政策退出，带来了我国出口的大起大落。这一时期我国宏观经济接连承受了三次比较显著的冲击，分别是 2018 年开启的地方政府债务收缩，2020-2022 年的新冠疫情冲击，以及 2021 年下半年开始并延续至今的房地产市场快速收缩。这三轮冲击对总需求带来了严重负面影响，全社会购买力大幅下降，全面反映物价水平变化的 GDP 缩减因子快速下降陷入负值区间，全社会融资增速从 2017 年的 14.1% 下降至 2024 年中期的 8.4%。宏观经济管理当局采取了增加举债支出、降低政策利率和保交楼等多种方法对冲各种负面冲击的影响，但是从结果来看，广义财政支出增速大幅下降甚至低于名义 GDP 增速，没能拉动总需求增长；政策利率降幅远低于通胀下降幅度，真实利率不降反升，难以支持投资和消费增长；尽管针对房地产市场的政策不断出新，但房地产企业现金流枯竭和暴雷的风险一直没有解除，房地产投资和销售仍在大幅下降。由于内需的快速下降，进口也随之快速下降，贸易顺差放大。

与前面两轮贸易顺差攀升过程中频繁出现的外汇市场干预不同，2018 年至今的贸易顺差迅速放大过程中，非储备金融项目逆差随之放大，货币当局基本退出了外汇市场干预，人民币对美元汇率从 2018 年的 6.4 贬值到 2024 年中期的 7.2，人民币名义有效汇率从 99.3 上升到 106。解释这个期间的贸易顺差持续放大，还需要回答的问题是为什么贸易顺差放大没有带来人民币汇率显著升值。对此有两方面的解释，一是由于内需不足，国内的消费和投资乏力，对人民币资产回报率缺乏信心，对人民币需求下降；二是美元加息和人民币降息拉大了中美利差，再加上美元计价资产的收益率较高，吸引资本持有美元计价资产。

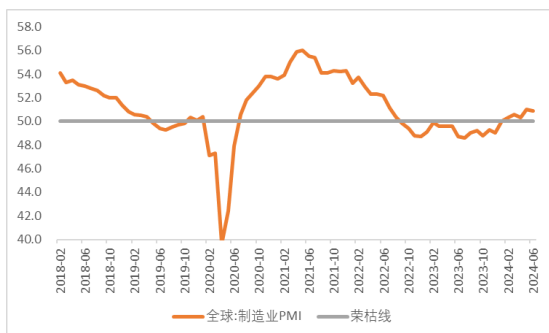


图 15 第三阶段全球制造业 PMI

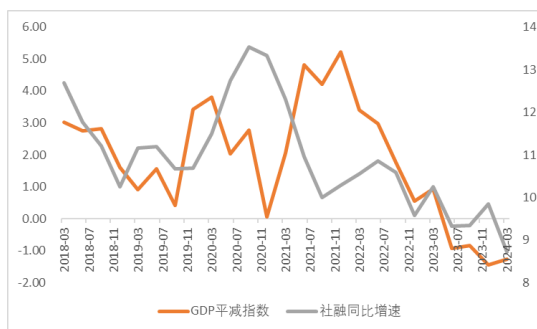


图 16 我国 GDP 平减指数与社会融资增速

数据来源：WIND，作者测算



三、如何看待和评估贸易顺差

主流的宏观经济模型为我们看待和评估贸易顺差提供了一个出发点：在没有市场摩擦的完美宏观经济模型里面，贸易余额是一个国家私人部门储蓄和投资动态优化行为的结果，**为了实现跨期最大化的平滑消费**，私人部门在受到类似生产率冲击或者其他类型冲击的时候会调整其当期的储蓄和投资行为，贸易顺差变化也随之而来。在这样的模型里面，贸易顺差变化是私人部门动态优化的结果，是跨期优化资源配置的结果。然而这仅仅是个出发点，现实世界中的市场不完美，各种市场摩擦和失灵普遍存在，政府对市场的各种干预也普遍存在，考虑到这些因素以后，贸易顺差余额变化就未必是跨期优化资源配置的结果。

就中国的情况来看，贸易顺差所积累的外汇收入主要用于两个部分，一是用于支付经常项目下服务贸易逆差（主要是海外旅游创造的逆差）和投资收益逆差，另一部分是用于积累海外资产。2004-2010年期间，货物贸易所积累的外汇收入当中，绝大部分成为新增的海外净资产，服务贸易项目下的逆差很小，投资收益项目下的逆差也很小。2011-2019年期间，服务项目下的逆差大幅放大，大约要用掉货物贸易顺差的接近一半，大约有一成半用于支付投资收益逆差，剩下的接近四成形成新增的海外净资产。2020-2023年期间，疫情暴发以后，服务贸易项目下的逆差大幅收窄，但是投资项目下的逆差大幅扩大，货物贸易所积累的顺差当中大约 1/4 用于支付服务项目下的逆差，1/4 用于投资收益项目下的逆差，1/2 用于积累新增海外资产。

通过贸易顺差所积累的海外资产难以获得较高的实际投资收益率。以投资于最具代表性的美国国债为例，近十年来美国国债的实际回报率多数时间低于国内实际投资收益率，个别时间段为负收益。特别是 2020 年以来随着美国通货膨胀的高企，美元资产的实际收益率显著大幅下降。不仅美国资产如此，我国持有的欧元和日元等货币计价资产实际收益率也因为通胀普遍上涨而大幅下降。比较而言，我国政府、企业和居民持有的股权类海外资产在通胀期间还能保持较好的投资收益率，但这类资产在我国的海外资产中总体占比较低，根据国际收支头寸表披露的信息，证券投资中的股权类资产在我国全部海外资产中的占比大概在 6-8%之间。

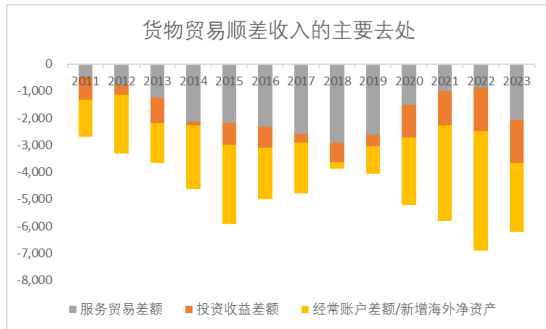


图 17 我国货物贸易顺差的主要去处

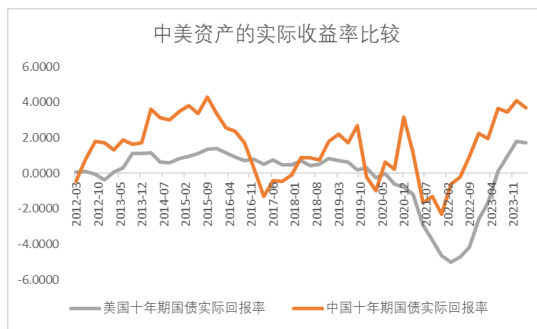


图 18 中美资产的实际收益率比较

数据来源：WIND，作者测算

大规模贸易顺差背后是高额的机会成本。如果一个国家的投资边际回报率已经很低，把资源借给国外并从中获得高于本国的投资收益，不失为优化的资源配置方式。但是，对于难以用商业回报率评价的公共基础设施类投资则很难适用这个原则。如果由于某些市场失灵、政策干预或者其他因素抑制了国内的消费和投资，本国资源不得已用于积累海外资产而不是国内，不符合优化的资源配置格局。在给定的各种市场失灵和政策扭曲环境下，贸易顺差积累的背后牺牲了大量的国内投资和消费，是高额的机会成本。

无论是国内投资还是消费，我国还都有很大的提升空间，需要大量资源投入经济，这些投入不仅是有利于改善当期福利，也是对未来可持续发展的必要保障。投资方面，我国在铁路、公路、机场、电力和燃气、港口码头等基础设施方面有大量投资和长足进步，很多领域已经接近了发达国家水平甚至个别领域超过了发达国家水平，但是在文化、体育、医疗卫生、地下网管等公共领域的投资还有很大差距。比如我国百万人平均拥有的图书馆、博物馆、体育场地面积、护士数量等远远落后于发达国家水平。

消费方面，以汽车和住房两大消费品类为例，我国还远没有发展到饱和水平。我国人均汽车保有量远低于发达国家平均水平，我国已经成为世界最大的汽车生产国，但是人均汽车保有量只有 220 辆/千人，远低于发达国家普遍高于 600 辆/千人的水平。从人均居住面积来看，我国人均居住面积大约 40 平米，这个值大概处于合理区间，但还需要考虑到我国城市和农村仍普遍存在大量质量差且缺少必要维护的建筑，且住房布局存在突出的“错配”。大量人口集中在缺少房子的大城市，而大量中小城市和乡镇的住房空置。根据于飞和郭凯(2024)⁴的估算，我国一线城市住宅缺口 7.39 亿平方米，二线城市 3.82 亿平方米，三线城市过剩

⁴于飞、郭凯，长尾IV：房地产没有过剩只有错配，CF40 研究·简报，2024 年 6 月 30 日。



11.2 亿平方米。考虑到这些因素以后，无论是进一步提升现有居民的住房建筑品质，还是为了让进入大城市生活的外来人口在大城市安家，在住房消费还有很大的提升空间。在支持家庭消费方面，我国政府的福利保障支出也处于较低水平，发达国家政府的社会福利保障支出普遍在 GDP 的 20% 以上，我国目前不到 3%。

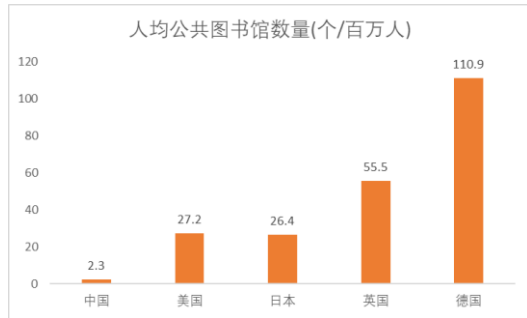


图 19 人均公共图书馆数量的国际比较

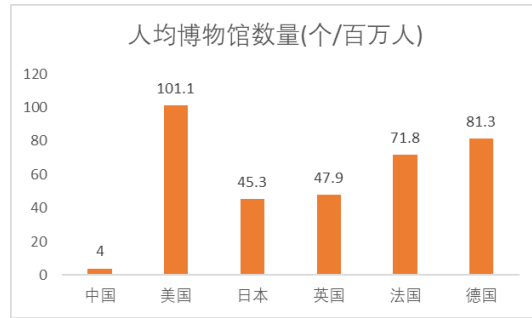


图 20 人均博物馆数量的国际比较

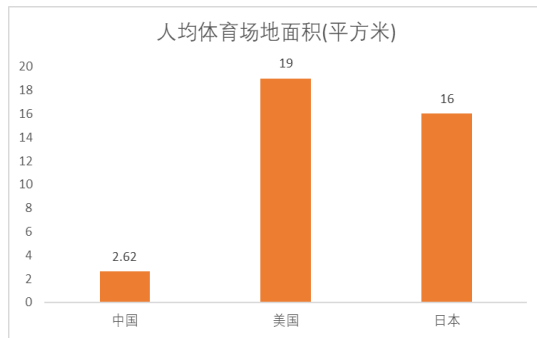


图 21 人均体育场地面积的国际比较

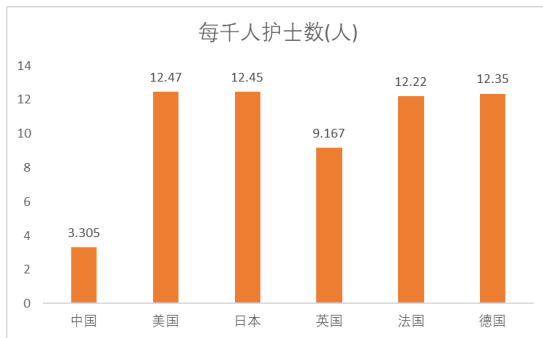


图 22 每千人护士数量的国际比较

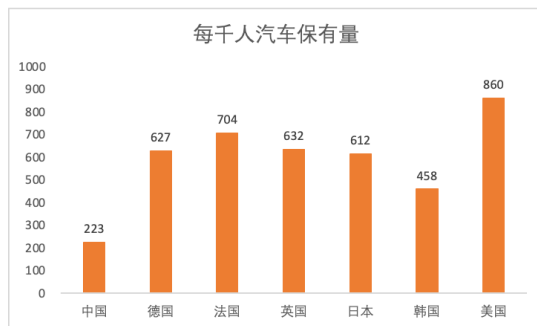


图 23 每千人汽车保有量的国际比较

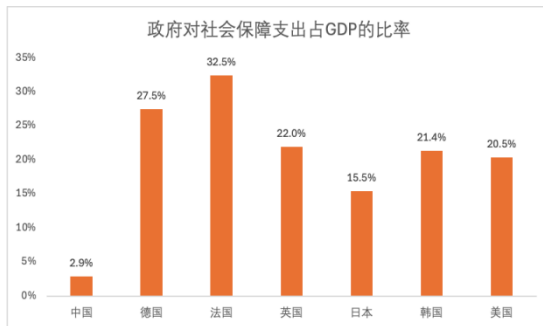


图 24 政府对社会保障支出的占比

数据来源：世界银行，作者测算

贸易顺差扩大势必会带来国家之间的贸易争端增加。一国贸易顺差的扩大对应着贸易伙伴国贸易逆差的扩大，贸易伙伴就会感觉到不断增加的竞争压力，以及企业破产和失业压



力，对贸易的政治关切上升，贸易摩擦随之而来。近期，美国和欧盟均表达了对所谓“产能过剩”问题的担忧，并把“产能过剩”议题与中国的强劲出口表现及其不断增长的贸易顺差紧密关联起来。今年5月，国际货币基金组织（IMF）在上调中国经济增长预期的同时，提醒称依靠产业政策支持重点行业可能导致中国国内的资源配置失衡，并可能损害其贸易伙伴的利益。此外，美国财政部长耶伦在早些时候曾提到：“中国现在的规模太大，以至于世界上的其他国家无法吸收如此庞大的产能。中国的政策举措能够显著影响全球价格，当国际市场被中国的廉价产品淹没时，美国和其他国家的企业的生存能力就会遭受质疑”。白宫发言人也对中国的产业政策提出质疑，认为这些做法会“对美国的供应链和经济安全造成了不可接受的风险”。在此背景下，美国和欧盟相继宣布对从中国进口的电动汽车提高关税。

四、走出贸易失衡

贸易顺差背后有合理成分，也有不合理成分。走出贸易失衡，要通过减小和消除各种市场失灵和市场摩擦，减少不当的政策干预，以此实现更优化的国内资源配置，贸易失衡中的不合理成分也会因此下降。有些不合理的贸易失衡主要来自于国内政策，有些来自于国外的政策，这里我们主要聚焦在国内政策的调整，包括结构类政策和周期性政策两大类型的政策调整。

（一）结构性政策

1， 改变地方政府激励，把投资和生产补贴转向公共福利支出

对贸易品部门（主要是工业企业）投资和生产的补贴政策会增加贸易品生产，扩大贸易顺差。我国与此相关的政策有很多，尤其突出的是地方政府的补贴政策。

地方政府在推动经济发展的工作中，普遍设立了税收、出口、工业增加值或者GDP增长指标，且各地方政府还会在这些目标之间展开比拼，恐落于人后。为了实现目标，各地政府展开了形式多样的补贴和优惠政策（比如税收返还、股权投资、出口奖励、投资奖励、研发奖励、科技奖励等等），希望企业能留在本地，特别是工业企业的投资、出口留在本地。这种竞争让地方政府陷入了博弈困境，也带来了资源配置扭曲和贸易顺差的增加。

中央政府近年来着力推动全国统一大市场建设，反对地方政府通过补贴和优惠政策形成



税收洼地，妨碍市场公平竞争。2024年1月的全国审计工作会议中，首次提出要“深入揭示一些地方招商引资中违规出台小政策、形成税收洼地等问题，严肃查处违规返税乱象”。2024年6月国务院总理李强签署国务院令，公布《公平竞争审查条例》，其中的第二章第十条提及不得给予特定经营者税收优惠；不得给予特定经营者选择性、差异化的财政奖励或者补贴；不得给予特定经营者要素获取、行政事业性收费、政府性基金、社会保险费等方面的优惠。

如果对地方政府的政绩考核目标不变，地方政府还是会变着法子绕开规定，以更加隐蔽的方式给企业好处，吸引企业扩大投资、生产和出口。真正打破地方政府的博弈困境，打破对工业企业和出口的过度补贴，一方面是严格执行《公平竞争审查条例》，特别是防止各种变相补贴；另一方面是改变对地方政府的政绩考核目标。一是对地方政府的经济工作不单独考核工业增加值、出口、进口等指标；二是加大对城市公共设施和公共服务质量、低收入群体和外来打工群体居住生活条件的相关投入和考核；三是加强对营商环境的考核，特别是清理政府拖欠企业的账款、帮助企业突破负面清单以外的各种隐性市场准入壁垒等。

把地方政府宝贵的财力资源从补贴工业企业，转移到提升公共产品和公共服务，转移到支持中低收入外来人口在工作的城市安居，转移到提升低收入人口的生活水平上来。这不仅优化了资源配置，同时也减少了贸易顺差中的不合理成分。

2，打破服务业进入壁垒，推动公平竞争

不利于服务业发展的政策环境，或者是偏低的社会福利保障，偏低的公共管理和公共服务投入，都会减少国内支出水平，扩大贸易顺差。与发达经济体类似发展阶段相比，我国的在“水利、环境和公共设施管理业”、“教育”、“卫生、社会保障和社会福利业”、“公共管理和社会组织”、“文化、体育和娱乐业”等众多服务业的就业占比偏低，相关的服务品质提升滞后。这些行业发展滞后的原因，有些是因为政府相关投入不足，有些是私人部门难以进入或者是进入后面临不公平的市场竞争环境（特别是难以和现有的事业单位展开公平竞争），难以生存。《公平竞争审查条例》第二章第八条对于限制或者变相限制市场准入和退出做出了明确的规定。然而现实操作中，我国有大量的行业 and 部门政策对非公有部门的市场准入设置了大量隐性门槛，真正减低市场准入门槛、实现公平竞争要结合具体行业部门推动改革试点。

3，推动金融服务业改革，更好服务企业融资和居民养老保险



金融是实现从储蓄到投资转化的关键。正如前面文献中所强调的，金融发展滞后和金融摩擦的存在，会从多个渠道遏制本国支出、降低资本回报率，扩大贸易顺差。对我国当前的金融业而言，传统以商业银行为代表的金融服务业已经形成了较大规模和成熟的服务能力，但是对于服务高风险、长周期的投资活动还很不充分，对于服务小微企业融资还有很大提升空间，对于服务居民部门的养老保险还有很大缺口。通过提升这些金融服务，不仅优化了资源配置，同时也减少了贸易顺差中的不合理成分。

（二）周期政策

本轮贸易顺差的放大，有结构性原因，更主要的原因是内需不足，是进口增速的过快下降。改变这种局面的主要政策措施是通过标准的逆周期政策、稳定房地产市场政策和把握好节奏的地方政府化解债务政策扩大内需。前期报告⁵中我们对周期性政策有较多讨论，这里不再赘述。下面我们重点讨论汇率政策。

汇率是调节净出口和资本流动的重要价格工具。我国近年来在贸易顺差迅速放大，经常项目下的服务类贸易逆差并没有大幅增长的背景下，人民币频繁出现贬值压力。这背后的主要原因除了前面提到的内需不足造成经济基本面偏弱和中美利差扩大，还需要考虑人民币汇率的弹性。近一年来，人民币对美元汇率中间价波动幅度大幅下降，基本走出了一条直线；人民币对美元即期汇率自 2023 年底以来持续小幅贬值，波动幅度也大幅下降。在给定内需不足造成经济基本面偏弱和中美利差对汇率的影响下，这种波幅大幅下降的汇率形成机制本身又会形成新的人民币单边小幅贬值预期，加剧资本流出和人民币贬值压力，不利于发挥弹性汇率调节贸易余额和稳定资本流动的作用⁶。

⁵ 参见张斌等，制造业投资与产业升级，2023 年四季度 CF40 宏观政策季度报告。

⁶ 对这个问题更进一步的讨论参见郭凯，升贬一线间，CF40 研究·简报，2024 年 5 月 12 日。