



执笔人：张斌，朱鹤，孙子涵，赵红蕾

## 宏观部分：走出低通胀才能走进经济繁荣

- 2023 年经济运行中劳动力市场偏弱，物价偏低，需求不足凸显。居民、企业和政府的总收入增速较 2022 年下降 1.6 个百分点，经济体感差。
- 如能实现合理需求水平，2023 年实际经济增速要比现实中的实际 GDP 增速高 1.4 个百分点，名义 GDP 增速比现实中的名义 GDP 增速高 3.0 个百分点。名义 GDP 在目前基础上提高 3.8 万亿，居民、企业、政府分别提高 2.3 万亿、9 千亿和 6 千亿元。
- 疫情结束以后，疫情后遗症仍在，再加上房地产超预期下调、对个别行业的管制政策等多方面影响，市场自发需求偏弱。政府主导的支出增长（2.4%）远低于私人部门支出增长（5.1%），政策利率下调远低于通胀下行幅度，真实利率大幅攀升（2.4 个百分点）。政府支出和货币政策没能发挥逆周期作用。
- 2024 年经济运行仍面临严重的需求不足挑战。实现 2024 年的合意经济增长和通货膨胀目标，需要“双十一”：政府举债不低于 11 万亿，政策利率下调带动真实利率充分下降，充分运用 PSL 工具保持合理政府投资，社融增速不低于 11%。

## 专题部分：制造业投资与产业升级

- 2020 年以来我国制造业投资增速持续高于总投资和 GDP 增速，民营企业投资占比进一步上升，制造业投资主要集中在电气设备、计算机通讯信息等少数行业。
- 制造业投资和产业升级有两个规律性现象：一是制造业活动在总体经济活动中的占比由升到降，二是制造业有着高度相似、一步一个台阶的产业升级轨迹。这些规律现象背后有着相同的制造业成长逻辑。
- 我国的制造业活动占比、制造业升级路线与国际经验高度一致。制造业投资高于全社会固定资产投资难以持续，现代化服务业发展对于制造业升级是必要保障。
- 产能过剩现象在产业成长初期很普遍，原因可能来自多个方面：需求不足，企业之间的信息不对称、企业对风险的态度、政府补贴、过度的刺激政策或者刺激政策工具不当等。
- 产能过剩不等于资源浪费或者是资源配置失衡。产能过剩形成过程中有合理因素和不合理因素。应对产能过剩，不能一味地限制加入行业的企业数量或者限制产能，应该更多倚重于调整补贴政策，减少使用以总量政策为目标的结构性的政策工具，不能绑架逆周期政策。



## 走出低通胀才能走进经济繁荣

### ——2023 年宏观经济回顾与 2024 年展望

#### 一、2023 年我国经济运行主要特点

##### 1、经济运行的主要挑战仍然是需求不足

城镇失业率总体回落，但劳动力市场需求较弱，景气程度依然偏低。2023 年城镇调查失业率平均值为 5.2%，31 个大城市城镇调查失业率为 5.4%，失业情况总体而言较 2022 年好转但高于疫情前水平。从 PMI 分项指标看，我国制造业、非制造业的 PMI 从业人员指标分别为 48.4% 和 47.5%，处于荣枯线以下。2023 年农村外出务工劳动力收入平均同比增速 3.7%，与 2022 年持平，远低于 2020 年疫情之前年增速不低于 6.5% 的水平。从规模以上工业企业的平均用工人数变化看，大部分的制造业行业，包括计算机、通信和其他电子设备制造业、金属制品业、大部分原材料和中间品制造业以及全部消费品制造业都在减少员工。



图 1 城镇调查失业率

图 2 规模以上工业企业平均用工人数变化

数据来源：WIND

与劳动力市场缺口对应的是通胀水平仍然处于低位。2023 年我国 CPI 同比上涨 0.2%，相比 2022 年下降了 1.8 个百分点。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.7%，较 2022 年回落 0.2 个百分点。PPI 增速也始终处于负值区间，四季度 PPI 环比增速由平转降，累计同比降幅扩大到-3.0%。2023 年全年 GDP 平



减指数-0.5%，远低于去年 1.8%。



图 3 CPI 和核心 CPI 同比增速

数据来源：WIND

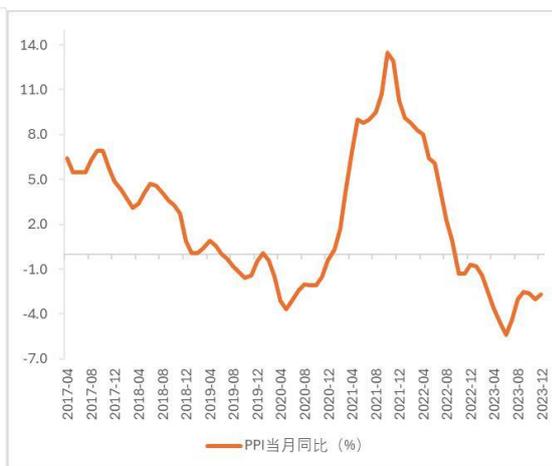


图 4 PPI 同比增速

**经济增长潜力未能得到充分释放。**菲利普斯曲线提供了短期内理解通货膨胀与经济增长关系的理论框架：如果经济运行面临需求不足，通胀水平降低，经济增长低于潜在增速。我国 2013 年至今的数据表明<sup>1</sup>，核心 CPI 与实际 GDP 增速之间大约是 1:1.1 的相关关系，核心 CPI 与 GDP 平减指数增速之间大约是 1:1.2 的相关关系。2023 年我国核心 CPI 是 0.7%。如果 2023 年的核心 CPI 达到 2% 的合意通胀水平，需求也处于相对合理的水平，2023 年实际经济增速要比现实中的实际 GDP 增速高 1.4 个百分点，名义 GDP 增速要比现实中的名义 GDP 增速高 3.0 个百分点。这大约对应着名义 GDP 提高 3.8 万亿，按照过去十年的收入分配格局，居民、企业和政府收入分别提高 2.3 万亿、9 千亿和 6 千亿元。

**名义 GDP 增速过低，经济体感差。**2023 年名义 GDP 同比增速 4.2%，低于 2022 年的 5.8%。这是过去二十年当中仅高于 2020 年的第二低年份。名义 GDP 增速是居民、企业和政府收入合计的增速，最能代表经济主体的体感，过低的名义 GDP 增速不仅带来了较差的经济体感，也不利于改善经济主体对未来的预期。

**2023 年运行的主要矛盾是需求不足。**中央经济工作会议指出，2023 经济面回升向好面临的困难和挑战包括有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、

<sup>1</sup> 我们剔除了 2020 年和 2022 年的数据，并使用 2020-2021 年的两年平均 GDP 增速替代 2021 年实际 GDP 增速做回归。



不确定性上升。这些困难和挑战中，摆在首位的是需求不足。通过提高有效需求，把通货膨胀率提升到2%左右的合理水平，有利于提升企业收入和居民收入，有利于化解产能过剩，有利于提升社会预期，有利于化解各种风险隐患，有利于畅通国内经济大循环。把中国自己的事情做好了，对于应对外部环境变化也是最好的准备。



图5 名义GDP增速



图6 消费者信心指数

数据来源：国家统计局

## 2、消费复苏不及预期，政府支出减速加剧需求不足

从经济三大需求的结构来看，2023年前三个季度累计，最终消费带来了4.3个百分点的GDP增长，资本形成1.6个百分点，净出口-0.7个百分点。2023年GDP中消费、投资、净出口的占比分别为53.7%、43.1%、3.1%，消费支出占比有所提高，投资和净出口占比下降。



图7 GDP三大需求对GDP增速的拉动

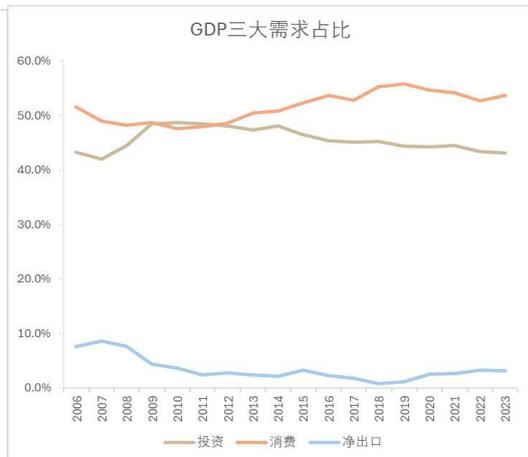


图8 GDP三大需求占比



数据来源：WIND，作者测算

**居民消费的改善程度不及预期。**2023年，社会消费品零售总额同比增长7.2%，商品零售和餐饮收入分别增长5.8%和20.4%，相比2022年有明显提升。与趋势水平相比，居民消费增长的改善仍然不够充分。2023年生活必需品中的食品烟酒消费已经恢复到趋势值以上，满足消费升级需求且在2012年以来保持较高消费增速的服务类消费项目仍然低于趋势值，其中，教育文化和娱乐、生活用品、衣着和交通通信消费显著偏离其趋势值4到9个百分点不等，这些消费支出占全部消费的比例接近37%。



图9 社会消费品零售当月同比增速  
数据来源：WIND，作者测算

图10 八大类消费偏离趋势度

从支出主体角度看，这里把总支出区分为政府主导的支出、私人部门主导的支出和净出口三个部分。我们用了两种方法。一种方法是用四本账的广义财政支出加上政府主导的基建投资，计算得到政府主导支出，然后用GDP减去政府主导的支出和净出口，得到私人部门支出。另一种方法是基于资金流量表数据将支出法GDP分为六部分，分别是政府消费、政府投资、居民消费、居民投资、企业投资和净出口，其中政府主导支出等于政府消费加政府投资，私人部门支出等于居民消费、居民投资、企业投资三者相加的总和。

两种方法的计算结果都表明政府主导的支出增速明显低于GDP增速，政府主导的支出增速下降，而不是私人部门支出增速下降，成为2024年需求不足的最主要拖累。2023年政府主导的支出增速下降至2.4%，其中剔除基建投资的一



般公共预算支出增速 3.5%，政府基础基金支出增速-14.6%，政府主导基建投资增速 6%。政府主导的支出增速低于名义 GDP 增速，相比 2023 年 5.1% 的私人部门消费和投资支出增速低了 2.7 个百分点，政府支出由拉动项转为拖累项。作为对比，2013-2019 年期间，政府支出增速平均比私人部门支出增速高 1.3 个百分点。



图 11 各个经济主体支出增速  
数据来源：WIND，作者测算



图 12 支出法 GDP 经济主体结构拆解

### 3、制造业“新三样”领跑出口，服务业升级放缓

**制造业投资保持韧性，高技术产业投资较快增长。**2023 年固定资产投资总体下行，同比增长 3.0%，较 2022 年下降了 2.1 个百分点。投资中主要的拖累因素是房地产开发投资持续探底，同比下降 9.6%。受公共设施管理业投资回落影响，基建投资较 2022 年下降了 3.5 个百分点，同比增速为 5.9%。制造业投资稳中有升，同比增长 6.5%，其中，电气机械及器材制造、仪器仪表、汽车、化学原料及化学制品投资增速分别为 32.2%、21.5%、19.4%和 13.4%，以汽车、电气电子为代表的制造业新动能明显加速，相关投资大幅增加。

**出口产品结构优化。**在世界经济复苏乏力、国际市场不确定因素较多的背景下，2023 年我国出口累计增速为-4.6%，占全球出口份额略有提升，在全球产业链供应链中的重要地位也基本保持稳定。随着 2022 年高基数效应逐渐消退，11 月和 12 月的出口增速转正，结束了前 6 个月的下跌趋势；出口金额的量价特征出现分化，三季度以来出口数量对出口增长的拉动呈现持续上升态势，与价格对出口增长的拖累形成了鲜明对比。根据中国汽车工业协会的统计，2023 年 1-11



月我国汽车企业共出口整车 441 万辆，其中传统燃油车出口 332 万辆，同比增长 51.5%；新能源汽车出口 109 万辆，同比增长 83.5%。从服装、家电、家具等“老三样”到以新能源汽车为代表的“新三样”，我国的贸易结构保持优化，出口新动能高速增长。2023 年 1-11 月，电动载人汽车、太阳能电池、蓄电池等合计出口增长 59.3%，拉动整体出口增长约 1 个百分点。

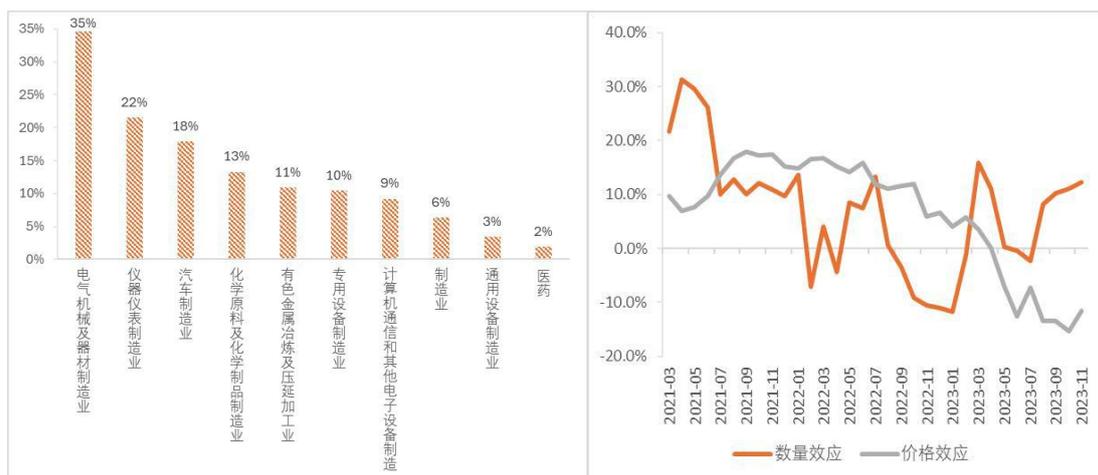


图 13 2023 年制造业细分行业累计投资增速 图 14 出口金额的数量和价格效应发生背离  
数据来源：WIND、海关总署

**服务业转型加速，亮点与难点并存。**2023 年我国服务业企业生产经营整体恢复，服务业生产指数累计同比增长 8.0%，1-11 月规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 8.5%。服务业新业态快速发展，2023 年实物商品网上零售额累计同比增长 8.4%，占社会消费品零售总额的比重达到 27.6%，较 2022 年上升 0.4 个百分点；移动互联网流量迅速增长，累计增速高达 14.6%；快递市场规模不断扩大，业务量突破千亿件。

随着居民可支配收入增速和家庭资产增速显著放缓，居民消费者信心显著下降，限制了居民的消费升级能力。对于服务业而言，医疗健康、教育培训、文化娱乐、体育等服务业因为需求不足，行业盈利受到明显的负面冲击，对这些行业的各种类型风险投资大幅下降。此外，对金融、互联网中部分细分行业的行业管制政策正处于过渡期，投资者对未来行业发展前景有较大不确定预期，也限制了对这些行业的投资。



## 二、经济运行低于潜在增速的主要原因

疫情结束以后，疫情冲击对我国居民、企业和政府的资产负债表冲击并没有随之结束，疫情后遗症仍在，再加上房地产超预期下调、对个别行业的管制政策等多方面影响，市场自发需求偏弱。政府主导的支出增长远低于私人部门支出增长，政策利率下调远低于通胀下行幅度造成真实利率大幅攀升，政府支出和货币政策没能发挥逆周期作用。

房地产市场调整的深度和持续时间超预期。2023年初，市场和政策层面普遍预期房地产市场调整将暂告一段落，但结果是2023年房地产市场的调整并未结束，降幅依然显著。在2022年较低基数的基础上，2023年我国房地产投资同比下降9.6%，销售面积同比下降8.5%，新开工面积累计减少20.4%。克尔瑞公布的百强房企数据下降幅度更显著，2023年百强房企销售操盘金额同比下降了16.5%，300城土地市场成交面积下降了20%，成交金额下降了18%。

房地产市场未能如期企稳有多方面原因，从国际经验来看，我国房地产调整的时间和幅度并不是特别异常。CF40的两篇研究报告<sup>2</sup>都指出，其他国家走出房地产危机的影响普遍需要3-5年，有些样本（日本）或许需要8-10年甚至更长的时间。在房地产完成调整之前，其对宏观经济的影响难以消除。此外，房地产企业普遍面临比较严格的融资约束，无论是已经暴雷的房企，还是尚未出险的房企在资本市场上难以得到有效的资金支持。这或许是房地产企业无法完成自救、市场难以进入自发修复的重要原因。

地方政府维持收支平衡的压力不断增加，收入下降导致政府主导的支出水平下降。一方面，房地产市场下行导致土地出让金收入继续大幅减少。2023年1-11月，我国地方政府性基金收入48179亿元，比2022年同期减少了8128亿，同比下降了14.4%。其中，国有土地出让金收入为42031亿，比2022年同期减少了9143亿元，同比下降了17.9%。这一降幅与克尔瑞公布的300城市土地成交金额的降幅几乎一样。

另一方面，为更好遏制地方政府隐性债务增速，监管部门加大了对地方融资平台的清理整顿力度，地方政府面临更强的融资约束。2023年1-11月，全国城

<sup>2</sup> 两篇报告分别是CF40工作论文《长尾》和CF40观察简报《长尾2》。



投债净融资规模 10573 亿元，同比下滑 19%。此外，房地产和其他工业部门营收下降带来税收增速下降，最终导致 2023 年 1-11 月我国一般公共预算支出加上政府性基金支出的总支出规模为 321643 亿元，比去年同期还少了 1600 亿元。照此外推，2023 年全年我国广义财政支出规模预期为 36.7 万亿，同比增速为-1%，显著低于 2023 年初政府工作报告中的 7% 广义财政预算支出增速。

**名义利率下降幅度不及价格水平下行，真实利率明显上升。**2023 年，央行两次降低存款准备金率累计 0.5 个百分点，两次下降逆回购操作和中期借贷便利（MLF）等政策利率，降幅分别为 20 个基点和 25 个基点。但在央行降低名义利率的同时，我国价格水平下降的速度明显更快。2022 年 12 月，我国 CPI 同比增速为 2.1%，到 2023 年 12 月，我国 CPI 同比增速只有-0.3%，下降了 2.4 个百分点。这意味着我国的真实利率较 2022 年底上升了 2.4 个百分点，真实利率上升会增加储蓄需求，抑制投资需求，让需求不足的问题变得更加突出。

**政府、企业和居民支出下降的负反馈。**经济运行当中，每个部门的收入都取决于其他部门的消费支出或者投资支出，而支出多少又会受到收入的影响，收入和支出相互反馈。一旦陷入收入和支出的负反馈，需求不足就会凸显。一旦出现这种情况，就需要宏观政策主动出手，发挥逆周期调节职能，打破支出下降的负反馈。货币政策通过下调利率等方式降低私人部门债务支出，提高资产估值，帮助私人部门改善资产负债表，刺激私人部门的消费和投资支出。财政政策则要增加名义财政支出以稳定总需求水平，至少应做到财政支出增速大于名义 GDP 增速。然而，2023 年我国货币和财政政策并未体现出明显的逆周期性，反而表现出一定的顺周期性，让各部门支出下降的负反馈变得更加严重。

### 三、实现明年经济增速目标的政策组合

2023 年中国经济完成了年初制定的经济增速目标，但如果不能走出需求不足，中国的经济增长潜力将始终得不到充分释放。正如最近召开的中央经济工作会议指出的，进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战，包括有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升等。在这些困难和挑战中，需



求不足的矛盾首当其冲，因为部分行业产能过剩、社会预期偏弱以及金融风险和  
各种隐患都与其高度相关，甚至很大程度上是需求不足环境下的表现。解决了有  
效需求不足，其他很多困难和挑战也会大大缓解甚至消失。

**扩大总需求，无论是扩大消费还是投资需求，都要落实在信贷增长上面。**

信贷上去了，居民、企业和政府口袋里面的钱变多了，支出和收入就上去了，盈  
利和投资也就上去了。现阶段扩大信贷主要还是三个依托：一是财政政策发力，  
政府举债；二是货币政策发力，降低政策利率；三是稳住房地产市场，不能再有  
进一步的大幅下滑。从国际经验和历史经验来看，解决需求不足，只要逆周期政  
策力度够了，信贷就能上去，需求不足就能大大缓解。

**一是财政政策发力，政府举债总规模不低于 11 万亿。**假设 2024 年经济增长  
目标为实际 GDP 增速 5%，GDP 平减指数 1.5%，GDP 名义增速目标 6.5%，要实现  
这样的增速目标需要达到的广义财政支出（公共财政支出+政府性基金支出）规  
模应约为 40 万亿。考虑到未来可能面临的其他风险，政府至少需要举债 11 万亿  
才有望实现全年的名义增速目标。测算逻辑如下：

6.5%的名义 GDP 增速对应了 8.2 万亿的名义 GDP 增量，按照 2012-2019 年名  
义 GDP 增量与广义财政支出增量的关系，8.2 万亿新增 GDP 需要的广义财政支出  
增量规模大约 3 万亿。2024 年的广义财政支出规模应约为 40 万亿。

与 6.5%的名义 GDP 增速相对应，2024 年我国公共财政收入增速约为 5.1%，  
其中税收收入受持续推行减税降费的影响，增速低于名义增速，为 5%，非税收  
收入的增速与名义 GDP 增速相当，为 6.5%，低于 2022 和 2023 年的增速水平。这  
种情况下，对应的公共财政收入规模为 23 万亿，其中税收收入 19 万亿，非税收  
收入 4 万亿。

政府性基金收入则取决于房地产市场的企稳情况。假定 2024 年房地产企业  
在土地市场上保持现有的退出速度而不会加速退出，那么参照 2023 年的经验，  
2024 年政府性基金收入还会比 2023 年约少 1 万亿，2024 年政府性基金收入规模  
约为 5.7 万亿。

综上，2024 年我国广义财政收入总规模预计为 29 万亿，为实现与 6.5%的名



义增速相匹配的广义财政支出强度，需要政府举债来填补的广义财政赤字规模为11万亿。如果房地产市场没有及时企稳，房地产企业可能会加速退出房地产市场并导致政府性基金收入继续下降，那么对应的广义赤字缺口还会增加。此外，2024年全球经济继续面临下行压力，外需可能在当前基础上进一步下滑并带来新的总需求缺口。需要说明的是，这里的广义政府举债增长，只是部分包括了政府主导基础设施投资建设的资金支持，实现与GDP增长目标相匹配的基建投资增长，还需要来自政策性金融机构和商业金融机构的融资。

政府举债11万亿增加支出，相当于GDP的8.2%，不会对财政可持续性造成压力。我国目前通胀率较低，私人部门储蓄大于投资，政府通过举债增加支出，不会带来通货膨胀，不仅不会挤出私人部门支出，反而会拉动私人部门支出，更充分地利用经济资源。CF40在2022年四季度的宏观经济专题报告“逆周期公共部门支出和政府债务可持续性”指出，未来如果将我国的广义政府债务/GDP维持在目前水平，对应的赤字率在6-7%之间。采取逆周期政策期间，赤字率可显著高于这个平均水平。

二是充分降低政策利率，社会融资规模增速目标应在11%以上。积极的货币政策对走出需求不足局面至关重要。让货币政策助力核心CPI的提升，需要把真实利率降下来，只有把真实利率降下来，才是有利于私人部门投资和消费支出的货币政策环境。因此，2024年的货币政策应该更积极一些，政策利率调整幅度更大一些，要走在市场前面把真实利率大幅度地降下来。

降低政策利率，是总量政策，也是最精准的宏观政策，这是通过更有利于投资和消费的金融环境，让数以亿计的投资者和消费者自己选择如何扩大支出。根据我们保守的估算，通过充分降低政策利率，可以让居民、企业和政府每年减少利息支付不低于6万亿，同时增加金融资产估值不少于15万亿，这会极大地改善各个部门的现金流和资产负债表，让大家有钱花，有消费和投资的底气。

中央经济工作会议提出“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”要求，隐含了预期管理的意思，放在当下来看就是要通过货币政策操作避免出现通缩预期，减轻社会融资规模和通胀之间的背离。根据CF40



的研究<sup>3</sup>，过去五年每年新增社会融资规模中有超过 10 万亿是用于已有债务的利息支出，只有扣除利息支出后的新增社会融资规模上台阶，才能支持更高的 GDP 增长。按照 2022 年以后，大约每 4 元新增社会融资规模可以转换为 1 元新增名义 GDP 的基准来匡算，如果 2024 年名义 GDP 增长 6.5%，新增 8.2 万亿元名义 GDP，这需要新增包括利息支出在内的社会融资规模约 44.8 万亿元，**对应的社会融资规模存量增速 11.4%**。实现这个目标，除了以上提到的政府增加举债和通过降低政策利率刺激私人部门举债，还需要用好用足 PSL 政策工具支持基础设施、旧城改造相关投资，全年大概需要 2-3 万亿的规模。

**三是供求两端同时发力稳住房地产市场。**CF40 的研究成果表明<sup>4</sup>，当下中国的房地产企业更像是具有房地产开发业务的“影子银行”，作为非典型的影子银行系统，我国房地产业的资产负债规模已经超过了一些现有持牌金融机构的资产负债之和。当前，房地产全行业都面临非常明显的流动性困境，部分房地产企业面临偿付困境，实际净资产已经为负。房地产行业是我国的支柱性行业，房地产企业的困境同时也是系统性困境。应尽快转变以“保交楼”和“属地原则”为主的房地产债务处置思路，采用更具全局性、系统性和适用于处置金融风险的方式来处置房地产企业。具体来说，一是通过政府信用背书，阻断银行等金融系统对房地产企业的“挤兑”，帮助房地产企业恢复正常融资渠道。二是通过取消限购，降低房贷利率、对首套房购房者采取优惠贷款利率，帮助开发商化解商住楼、车位等沉淀资产等措施，改善房地产企业现金流。

<sup>3</sup> 朱鹤、郭凯，“钱去哪里了”也许问错了问题，CF40 观察·简报。

<sup>4</sup> 朱鹤、郭凯，论房地产企业的影子银行性质，CF40 观察·简报。



执笔人：张斌、朱鹤、孙子涵、赵红蕾

## 专题部分：制造业投资与产业升级

### 主要观点

尽管面临多重冲击，我国制造业近年来表现出了很强的韧性。如何看待过去三年制造业投资的相对强势表现？未来制造业投资增长的势头是否持续？这个过程中是否存在过度投资和产能过剩隐患？我们首先观察发达国家在类似发展阶的制造业升级表现，给出制造业投资和产业升级的一般性解释框架。在此基础上，比较和验证我国制造业升级的逻辑是否符合相关特征事实和规律。最后，我们简要讨论了如何看待制造业产能过剩问题。文章的主要发现如下：

- 2020 年以来我国制造业投资增速持续高于总投资和 GDP 增速，民营企业投资占比进一步上升，制造业投资主要集中在电气设备、计算机通讯信息等少数行业。
- 制造业投资和产业升级有两个规律性现象：一是制造业活动在总体经济活动中的占比由升到降，二是制造业有着高度相似、一步一个台阶的产业升级轨迹。这些规律现象背后有着相同的制造业成长逻辑。
- 我国的制造业活动占比、制造业升级路线与国际经验高度一致。制造业投资高于全社会固定资产投资难以持续，现代化服务业发展对于制造业升级是必要保障。
- 产能过剩现象在产业成长初期很普遍，原因可能来自多个方面：需求不足，企业之间的信息不对称、企业对风险的态度、政府补贴、过度的刺激政策或者刺激政策工具不当等。
- 产能过剩不等于资源浪费或者是资源配置失衡。产能过剩形成过程中有合理因素和不合理因素。应对产能过剩，不能一味地限制加入行业的企业数量或者限制产能，应该更多倚重于调整补贴政策，减少使用以总量政策为目标的结构性政策工具，不能绑架逆周期政策。



尽管面临疫情冲击、地缘政治冲突以及需求偏弱等多重冲击，我国制造业近年来表现出了很强的韧性。2020年以来我国制造业投资增速持续高于总投资和GDP增速。这与2012-2019年期间我国的制造业投资增速大部分时间低于总投资增速和GDP增速形成反差。

从投资主体来看，民营企业在我国制造业投资中份额进一步扩大，且占据绝对主导地位。2021-2023年民营制造业投资增速高于全部制造业投资增速，民营制造业投资在全部制造业投资中的占比从86%上升到93%。以制造业上市公司为样本，民营企业在制造业企业数量中的占比从2020年的64.9%上升到2023年的70.2%，延续了过去二十年来民营企业在全部制造业上市公司中的持续上升态势。中央和地方国有企业在制造业企业数量中的占比从2020年的24%下降到2023年的19.7%。



图1 制造业固定资产投资增速

数据来源：WIND，作者测算



图2 民营制造业投资增速

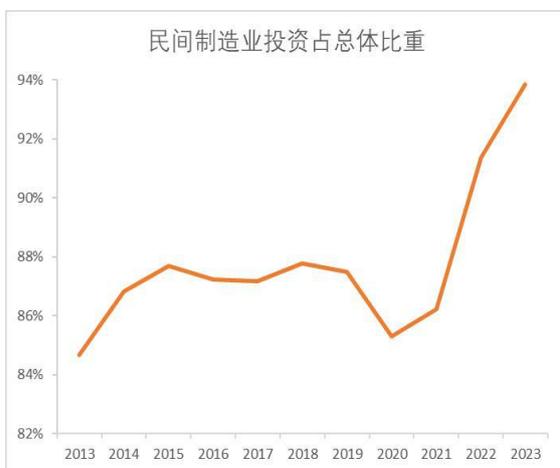


图3 民间制造业投资占比

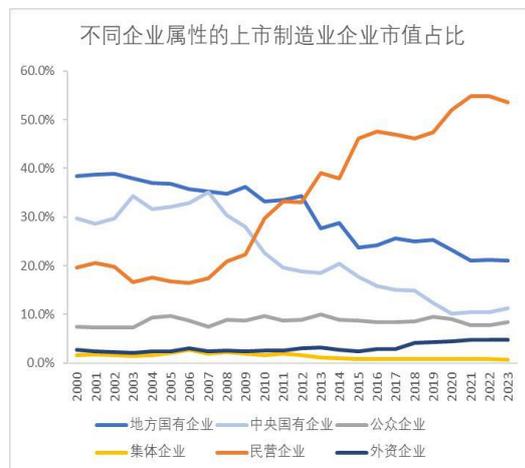


图4 民营企业市值占比



数据来源：WIND，作者测算

从投资行业分布来看，制造业投资增长主要集中在少数几个行业。计算机、通信和其他电子设备制造业和电气机械及器材制造业这两个子行业解释了过去三年制造业投资增量的三分之一。加上化学原料及化学制品制造业和专用设备制造业，这四个子行业就解释了过去三年 50%以上的制造业投资增量。

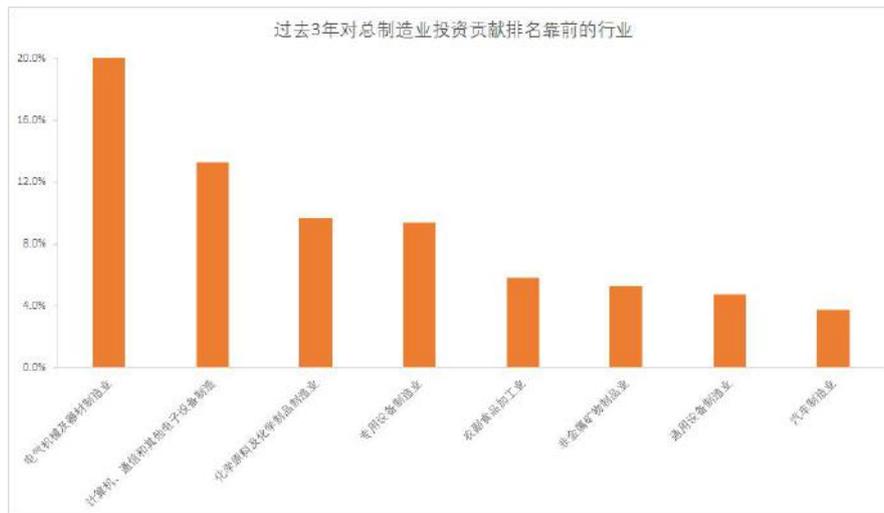


图 5 2021-2023 年对投资贡献度排名靠前的行业

数据来源：WIND，作者测算

如何看待过去三年制造业投资的相对强势表现？未来制造业投资增速高于全部固定资产投资增速和 GDP 增速的势头是否持续？这个过程中是否存在过度投资和产能过剩隐患？为了更好地理解上述问题，我们首先观察发达国家在类似发展阶的制造业升级表现，总结其中的规律，给出制造业投资和产业升级的一般性解释框架。在此基础上，比较和验证我国制造业升级的逻辑是否符合同样的特征事实和规律。最后，我们简要讨论了如何看待制造业产能过剩问题。

## 一、高收入国家制造业产业升级的一般性规律

无论从制造业的总量增长还是制造业内部的结构变化来看，高收入国家的制造业发展进程中都存在高度一致的规律性现象。这些规律性现象并非偶然，背后有着相同的增长逻辑。

### 1、制造业在经济活动中的占比呈现出驼峰型变化轨迹



从低收入水平到人均 8000-9000 美元（购买力平价），制造业在经济活动中的占比持续上升。具体表现为制造业增加值在 GDP 中的占比，制造业就业在全部就业中的占比，以及制造业产品消费在全部消费中的占比的持续上升。

人均收入超过 8000-9000 美元（购买力平价），制造业增加值在 GDP 中的占比达到 30-40% 的峰值以后，制造业活动在经济中的占比趋势性下降。具体表现为制造业增加值在 GDP 中的占比，制造业就业在全部就业中的占比，以及制造业产品消费在全部消费中的占比的持续下降。

从时间上看，主要发达经济体在二战以后按照人均收入水平高低，依次呈现制造业占比指标的驼峰型变化：英国（1960）、法国（1965）、德国（1969）、日本（1970）、澳大利亚（1970）、西班牙（1972）、意大利（1976）、台湾（1986）、韩国（1992）。

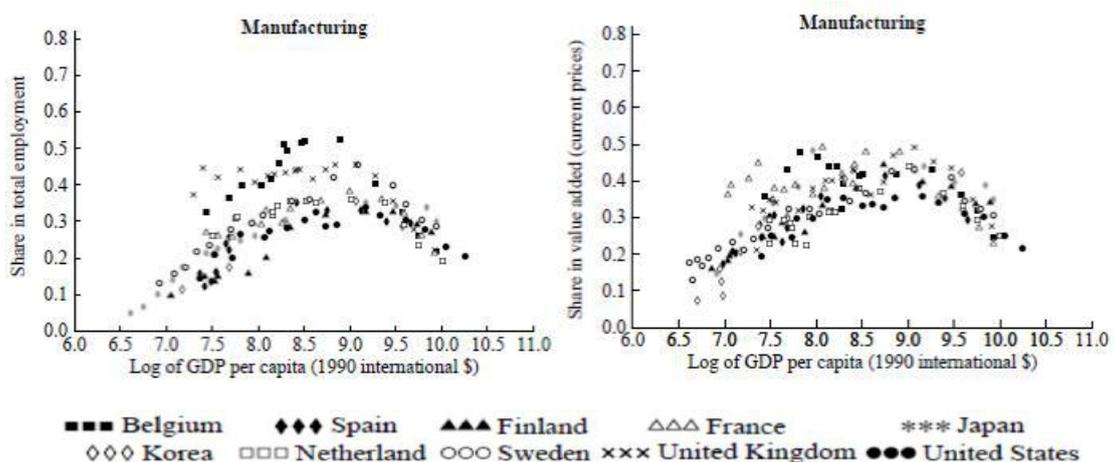


图 6 制造业活动在经济中的占比呈现驼峰型变化轨迹

数据来源：转引自罗格森等<sup>5</sup>

与制造业在经济活动中的份额下降相对应，服务业在经济活动中的份额上升。但并非所有的服务业都在制造业高峰期以后出现更快的增长，只有人力资本密集型服务业才会更快增长。日本、韩国、中国台湾、美国、英国、德国、法国、比利时、意大利、西班牙、芬兰、瑞典、荷兰等 13 个经济体在工业化高峰期以后，较多使用人力资本的金融、保险、房地产和商业、医疗、教育和政府公共服务等行业无论是增加值占比还是就业占比都在持续上升；较少使用人力资本的贸易、餐饮和酒店、运输、仓储、交通和信息增加值占比则是下降或者

<sup>5</sup> Rogerson R , Valentinyi A , Herrendorf B . Growth and Structural Transformation[C]// Meeting Papers. Society for Economic Dynamics, 2007.

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/365210124141011110>