



HKU
BUSINESS
SCHOOL
港大經管學院

中国经济 分析和展望 2023

序言

百年未见的变局之中，国际政治经济风云变幻，科技发展迅猛无比，巨大的挑战和机会交汇，全球经济未来前景莫测。作为世界第二大经济体，中国经济长期以来是世界经济增长的主要贡献者，现在对于全球经济的稳定和增长依然至关重要。而在进入中等收入水平之后，中国经济的复杂性与日俱增，可持续增长面临的挑战也更为艰巨。在这样的时代背景下，经济学界深入细致的研究中国经济，系统理解其发展趋势，洞悉其挑战和潜力，就变得格外的迫切。

香港大学经管学院致力于成为研究中国经济的世界级学术重地。学院一直秉承以学术为本，已经建立了具有相当国际学术水准的师资队伍，并积极不断地谋求壮大和发展。2022年，“香港大学中国经济研究所”应运而生，以集聚学院内外国际国内的智力资源，为全球的中国经济学人提供一个国际交流的平台，推动对中国经济的深入持久的研究。研究所将支持各种学术研究，组织各类学术交流，并计划举办年度“中国与全球经济研讨学术会议”，以及“中国经济香江论坛”。此外，研究所将发布“中国经济：分析和展望”年度报告，汇集对当年中国经济所面临重要问题的研究成果。每份年度报告，并不是对当年中国经济做一个全面的预测或展望，也不追求涵盖中国经济中的所有重要问题。报告中的研究成果，力求有针对性，以严谨的学术分析和独立的判断，对中国经济中的重要问题提供新的视角和理解。

“中国经济：分析和展望-2023”正是此年度报告的首期。2022年，新冠疫情、俄乌战争、美联储加息等等因素下，中国经济面临了前所未有的巨大压力。当前全球经济金融形势持续扑朔迷离。中国2023年两会刚刚结束，新一届政府确立了今年经济政策工作重点，力争实现经济的稳定增长。目标清晰高远，但挑战和问题显然也很艰巨。本报告收集了香港大学经管学院多位教授的研究成果，剖析有关宏观经济、金融、增长、就业、环保、投资、企业家信心等关键问题，相信一定会为理解中国经济发展的现状和未来带来有益的启发和思考。

报告第一章，毛振华教授分析和讨论疫情后中国宏观经济现状与未来发展前景。文章首先详细解析了2022年中国经济修复两度受阻，全年GDP增长低于预期的原因。随后梳理了2023年中国经济面临的内外多重挑战，尤其指出需要持续关注非金融部门资产负债表的演化，警惕资产负债表衰退的风险，需要高度重视在潜在增速下移背景下如何保持持续增长的政策应对。

巴曙松教授和牛播坤博士在报告第二章中详细总结了2022年以来中国金融体系在汇率波动、信贷、地产金融、股市注册制改革、以及人民币国际化等方面所面临的挑战和取得的进步，分析了2023年中国金融体系面临的主要问题和改革的方向。他们特别指出，疫情后的J曲线效应有望趋于相对平缓，信贷增长仍将受制于疫情政策调整后对供给端的冲击，中期预期缓慢修复等疤痕效应不容忽视。

报告第三章，朱晓冬教授探讨中国经济长期增长率的演变。中国 GDP 增长率在最近十五年一直呈下滑趋势。从2007年超过13%的增长率，一路下降到2019年的不足6%。文章通过探究过去15年中国经济长期增长的动力，解构中国经济增长率下降的原因，并预测未来十多年经济增长的趋势。文章指出，提高生产率的增长率对中国未来十几年的增长至关重要，而中央放权及自下而上的政策改革是加快生产率增长的关键因素。

新冠疫情持续三年，对年轻人就业带来了巨大的负面影响。这一冲击通过影响人力资本积累，对他们未来职业发展和收入都会产生更为持久的影响。在第四章中，李晋教授和贡洁博士关注疫后年轻人就业和职业发展问题，致力于探寻有效的政策措施来促进人力资本积累和改善劳动力市场匹配，以达到促进年轻人疫后职业发展之目的。

在报告第五章中，何国俊博士回顾了中国自2013年以来在污染治理方面取得的成就并对未来环境保护政策进行展望。文章认为中国未来环境监管强度将会在边际上放松。同时，污染治理手段也将从未端治理（空气污染物）转向以产业结构升级和能源结构调整为主的源头治理（减碳）。文章还对中国未来环境政策提出了五点建议。

在报告第六章中，张红松博士分析新冠疫情对中国固定资产投资和经济增长的影响。文章通过比较分析2008年全球金融危机对中国经济的影响，试图解析疫情冲击对中国固定资产投资和经济增长的短期、长期影响及其原因，以期为合理有效的应对政策提供参考。文章认为，增强投资者信心和消费者信心，以及降低投资摩擦是加快固定资产投资恢复快速增长的关键。

后疫情时代的经济重启，很重要的一环就是恢复私营部门的信心。当前企业家群体信心恢复的障碍是什么呢？在本报告最后一章，陈衡博士进行了一项大规模的企业家信心和生存状态调查，对影响信心的因素进行了详细分析。文章发现，中国的对外关系是企业家对中国经济前景信心的一个重要因素。

蔡洪滨

港大经管学院院长兼经济学讲座教授
香港大学中国经济研究所所长

目录 CONTENTS

01 中国经济改善可期，仍需关注资产负债表演化

13 2023 年中国金融体系回顾与展望

25 中国经济增长：经验教训与未来挑战

31 中国青年就业：现实、成因及政策建议

43 环境、气候变化与双碳政策

59 以史为鉴：新冠与疫后中国的投资与增长

67 企业家信心和疫情后的经济重启



**中国经济改善可期，仍需关注资产负债表演化
——中国宏观经济 2022 年回顾与 2023 年展望**

中国经济改善可期，仍需关注资产负债表演化

中国宏观经济 2022 年回顾与 2023 年展望

毛振华教授¹

香港大学经济学实务教授

2022 年，在新冠疫情的扰动下，中国经济修复两度受阻，全年 GDP 仅同比增长 3%，低于年度预期目标。随着中国疫情防控政策的调整，今年一季度以来中国经济修复态势明显加强，但中国经济仍需直面内外多重挑战，尤其需要持续关注非金融部门资产负债表演化，警惕资产负债表衰退风险。2023 年，中国 GDP 增速有望提升至 5% 以上，但在潜在增速下移背景下，仍需持续通过结构性改革增强经济社会发展韧性、释放经济增长潜能。

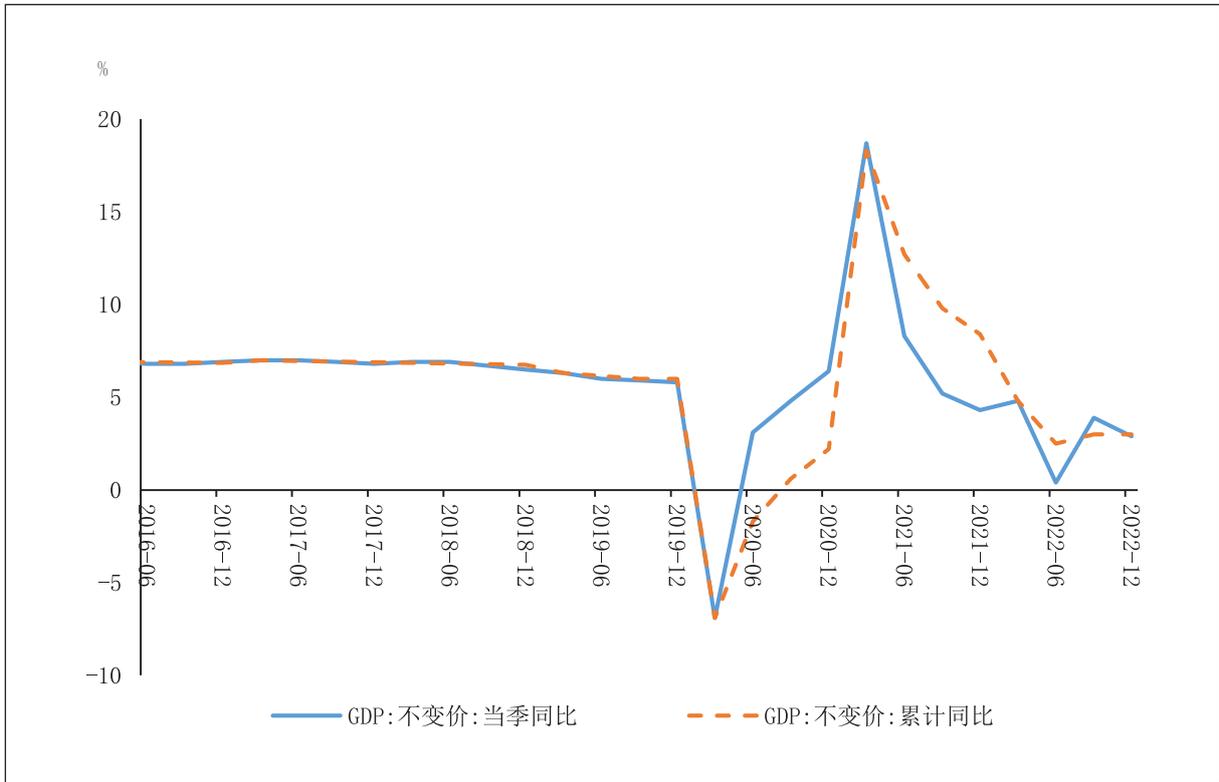
一、2022 年中国经济回顾：疫情反复下经济修复两度受阻

2022 年，在新冠病毒传染性增强的背景下，疫情在中国内地持续散发，导致经济修复进程于二季度、四季度两度受阻，制约全年经济增长。不过，随着 2022 年底中国疫情防控政策调整，对新冠感染实施“乙类乙管”，全面放开国门，2023 年一季度以来疫情对中国经济的制约已经显著弱化，经济修复势头加强，但仍需关注长达三年的疫情冲击对微观主体带来的压力。

2022 年，受新冠疫情影响，中国经济修复两度受阻。2020 爆发的新冠疫情对中国经济产生了持续冲击。2020-2021 年，新冠病毒的传染性较弱，中国严格的疫情防控措施相对有效，使得中国经济能在疫情冲击后迅速修复，2020 年、2021 年中国 GDP 分别同比增长 2.2%、8.4%，领先于全球其他主要经济体，在全球经济普遍低迷的情况下保持了一定的错峰增长优势。但是，2022 年以来，新冠病毒毒性弱化但传染性大为增强，海外经济体逐步放开疫情管控，生产持续修复，中国“错峰增长”优势不再，相反，疫情持续散发和严格的疫情防控措施导致产业链、供应链受阻，叠加房地产对经济的支撑弱化和俄乌冲突等外部突发事件的冲击，中国经济修复节奏和力度受到了较大程度的扰动。2022 年，中国经济修复两度受阻，二季度受疫情在上海、北京以及江苏、浙江等经济重镇集中爆发影响，当季 GDP 出现 2020 年以来的二度探底，仅同比增长 0.4%，三季度经济有所修复，但四季度前期严格的疫情防控措施和疫情防控放开后随之而来的全民免疫高峰对经济带来极大扰动，导致经济当季同比增速再度下滑至 2.9%，全年 GDP 仅同比增长 3%，远低于 5.5% 左右的预期增速。不过，随着疫情防控政策的调整，疫情对 2023 年一季度经济的冲击明显弱化，当前中国经济修复步伐已经有所加快。值得一提的是，尽管疫情以来全球其他主要经济体均采取了大规模的量化宽松政策，但中国的经济刺激政策仍然相对克制，叠加国内需求疲弱等因素的影响，2022 年，在欧美等西方经济体面临较大的通胀压力的同时，中国的通胀水平整体依然相对较低，通胀压力相对可控。

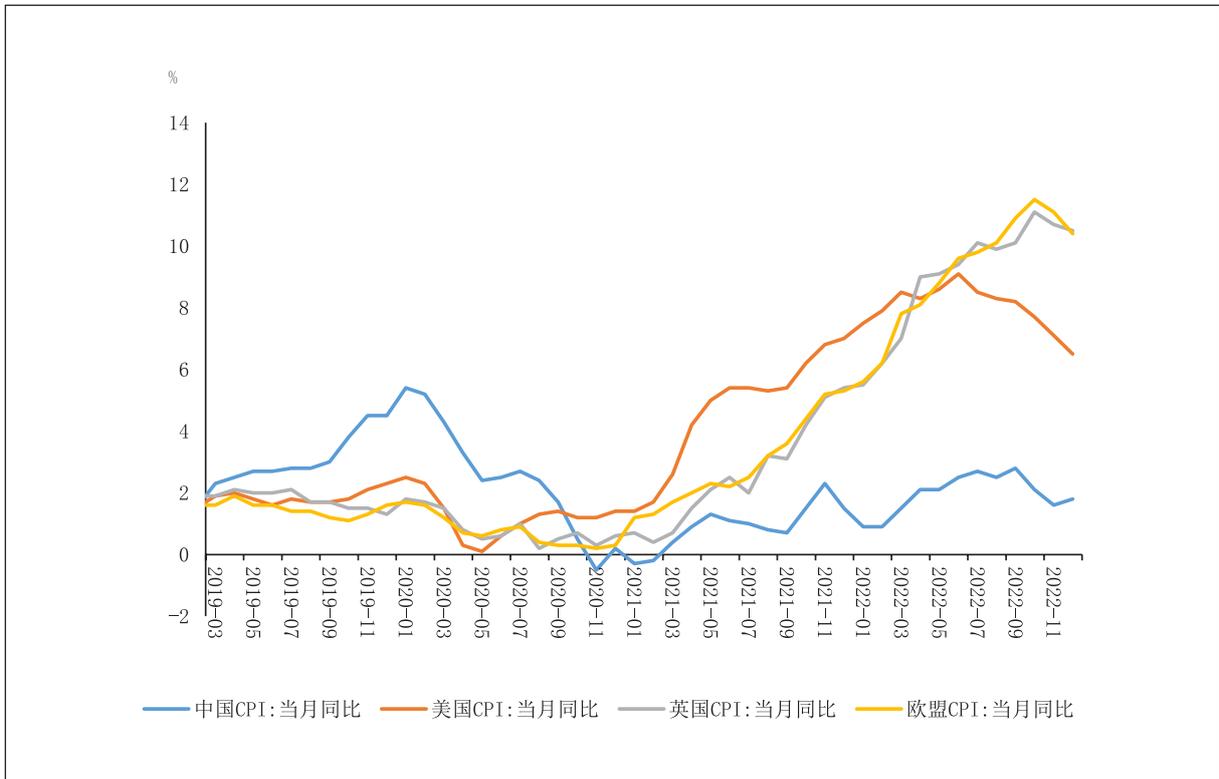
1. 作者为港大经管学院经济学实务教授，中诚信国际信用评级有限责任公司首席经济学家。

图 1：疫情反复导致中国经济修复一波三折



数据来源：wind

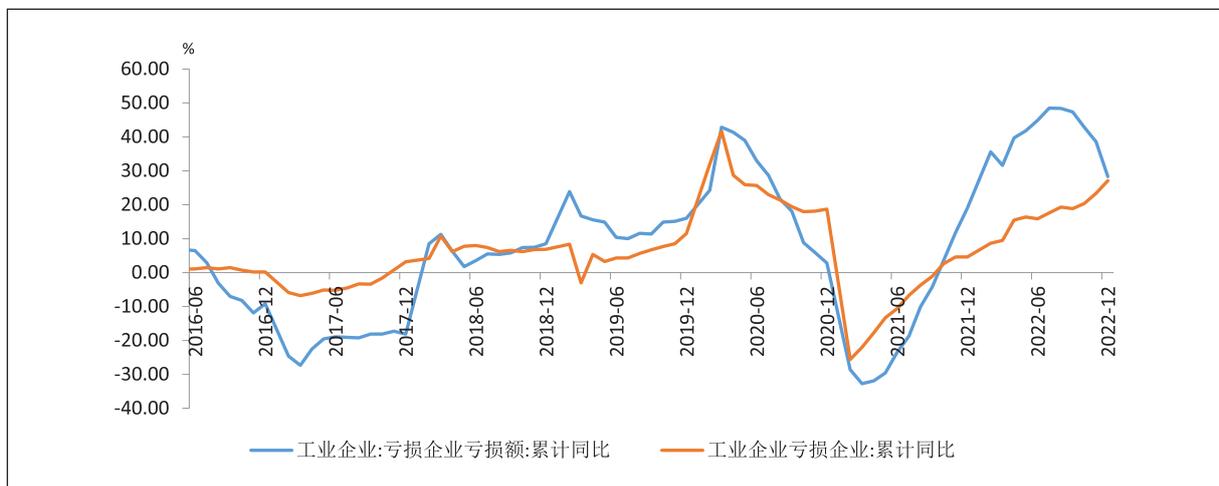
图 2：中国的通胀压力相对较小



数据来源：wind

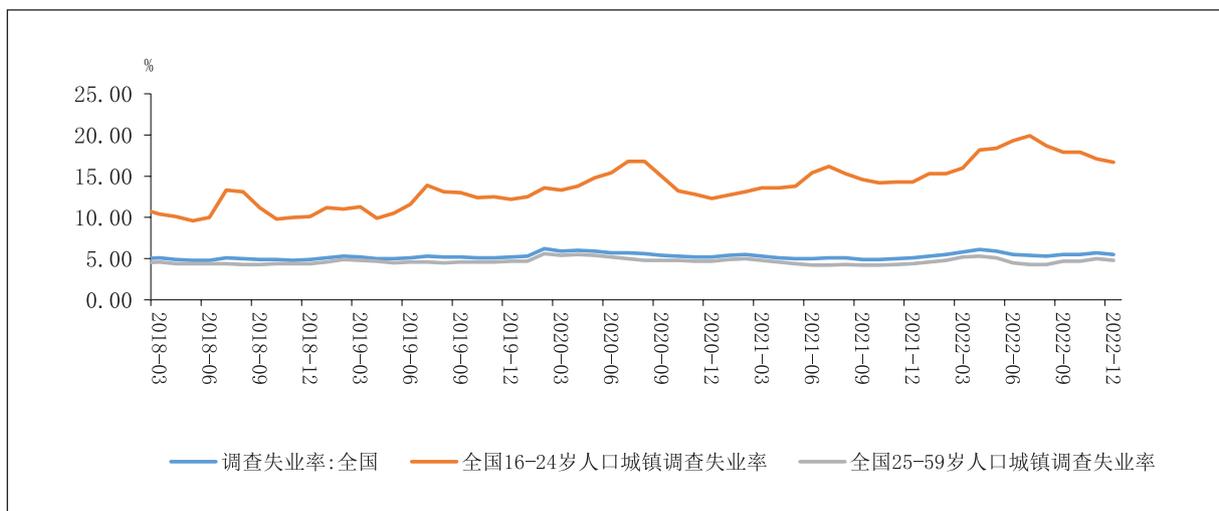
长达三年的疫情冲击对微观主体产生了深远影响，仍需持续关注微观主体所面临的压力。在关注疫情给中国宏观经济带来的冲击的同时，也必须高度关注疫情对微观主体运行带来的影响。长达三年的疫情冲击下，企业尤其是中小企业面临的困难加剧，不少中小企业甚至退出了市场，仍在持续经营的企业压力也明显加大，2022年工业企业利润同比下滑4%，规模以上工业企业亏损家数、亏损额同比居高不下。企业尤其是中小企业是提供就业的主要载体，在企业部门生产经营压力凸显的情况下，居民部门压力同样有所加大。截至2022年底，城镇调查失业率为5.5%，显著高于上年同期的5.1%，尤为值得一提的是，16-24岁青年群体的调查失业率持续处于16%以上的高位，年轻群体失业率远超过前几年，且在互联网、教育、房地产等领域头部企业均大规模裁员的背景下，25-59岁群体的就业质量或有所下降。微观主体是宏观经济运行的微观基础，微观主体状况的恶化对于扩大生产和消费都有不利影响，影响经济修复，导致负向循环。如果说企业等微观主体是宏观经济的毛细血管，那么，经历过三年疫情冲击，不少毛细血管已经堵塞甚至坏死，要实现毛细血管的修复，并非一蹴而就，而是需要持之以恒的努力。

图 3：工业企业亏损面扩大



数据来源：wind

图 4：居民部门就业压力持续



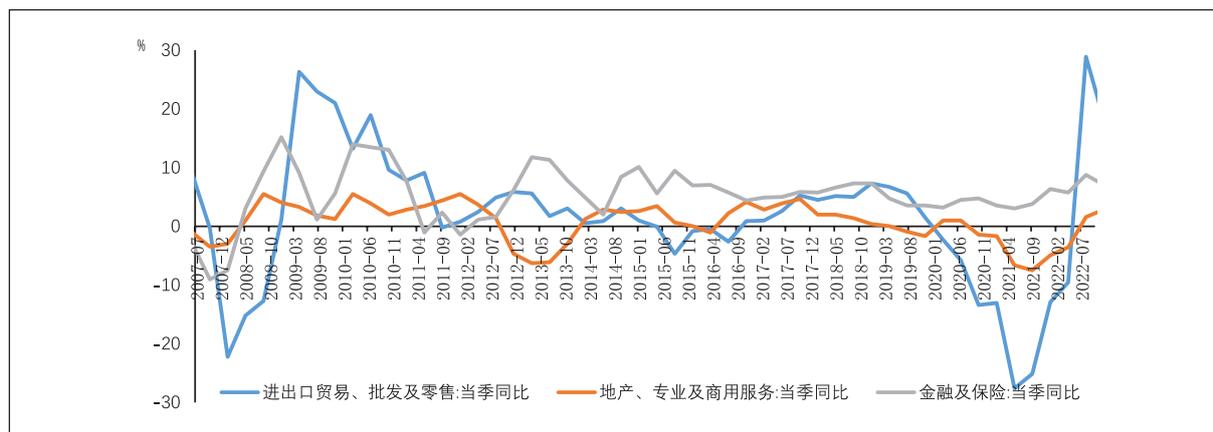
数据来源：wind

二、中国经济仍面临内外多重挑战，关注高债务压力下的资产负债表演化

在防疫政策调整、稳增长政策持续加码发力下，中国经济有望走出疫情拖累，实现回暖。但当前经济运行中仍然存在来自于内外部多重风险挑战，如全球百年未有之大变局下的外部地缘政治与全球化“退潮”风险，房地产行业转型发展过程中面临的挑战，需求侧修复面临的不确定性，等等。尤为值得一提的是，中国在长期的发展过程中积累了巨量债务，在近几年疫情冲击经济下行压力加大、预期转弱的背景下，非金融各部门均面临一定的资产负债表收缩压力，未来仍需持续关注高债务压力下的资产负债表演化，警惕出现资产负债表衰退。

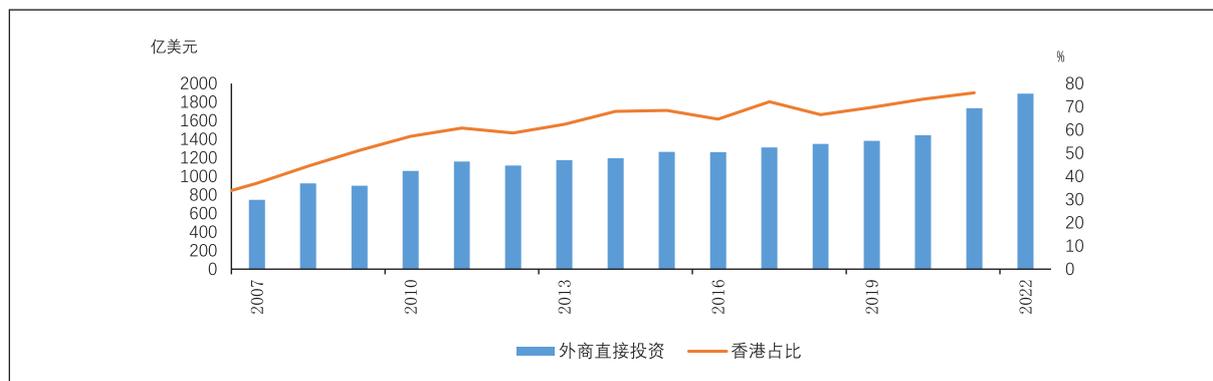
其一，百年未有之大变局下，外部不确定性、不稳定性持续存在。俄乌冲突以来，全球政经格局加速演变，当前俄乌冲突仍在持续，并呈长期化趋势，未来两三年内，预计地缘政治冲突仍可能是全球面临的主要威胁之一，叠加中美博弈基调不改，全球贸易保护主义加剧，全球化“退潮”进一步显现，中国经济面临的外部环境仍严峻复杂。值得一提的是，作为中国对外的重要窗口，在百年变局下，香港贸易中心与金融中心地位受到挑战，这将对中国经济深度参与经济全球化带来阻碍。

图 5：香港贸易、金融等传统支柱行业共振下行



数据来源：wind

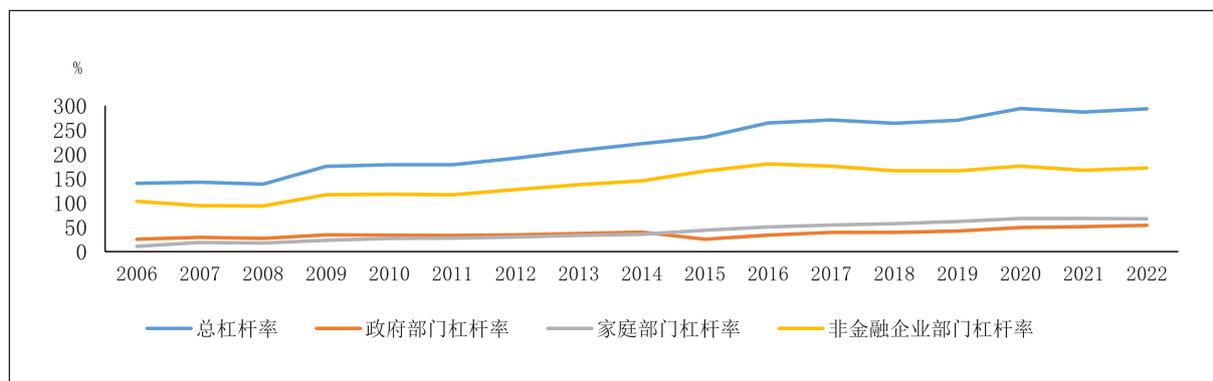
图 6：外资通过香港地区进入中国内地



数据来源：wind

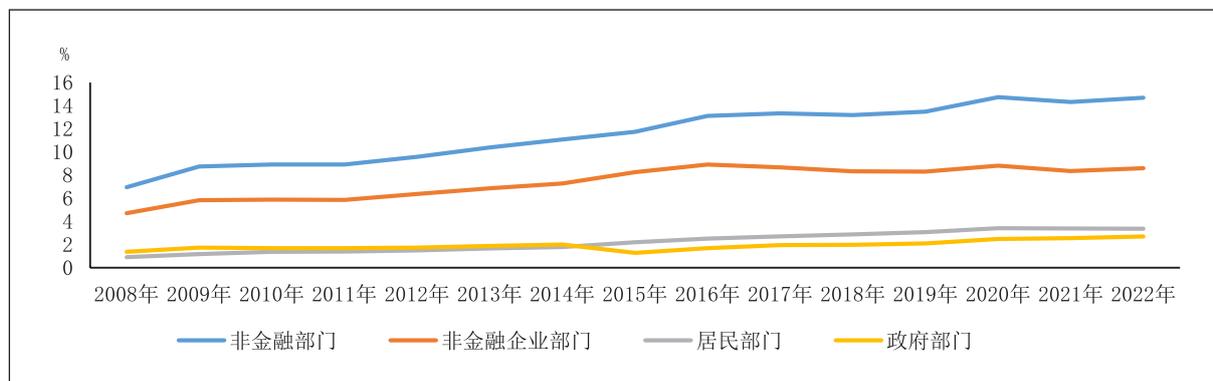
其二，债务水平处于高位，需持续关注实体部门的资产负债表演化，警惕高债务水平下的资产负债表衰退风险。新冠疫情以来，为对冲疫情冲击，稳增长政策持续加码发力，中国债务规模有所攀升。根据中诚信国际的测算，截至 2022 年底中国大陆非金融部门总债务为 355.5 万亿元，杠杆率为 293.8%。在此债务水平下，如果平均融资成本为 3%，则每年的利息支出约为 GDP 的 9%；如果平均融资成本为 5%，则每年的利息支出占 GDP 的比重达到 14% 以上，这将加大债务脆弱性。在当前的经济下行期，高债务压力还使得资产负债表衰退的风险加大。根据资产负债表衰退理论，在资产价格泡沫破灭之后，负债企业资产端严重缩水，而负债端价值不变，使得企业面临资不抵债的境地，企业的生产经营目标会由“利润最大化”转为“负债最小化”，在一致性预期下，有可能导致“合成谬误”，导致经济体陷入持久衰退，即“资产负债表衰退”。我国虽尚未出现大幅度的资产价格下跌，但疫情三年，企业现金流恶化，尤其是信心不足导致微观主体行为发生改变，企业主动缩减负债，资产价格一度面临下行压力，资产负债表衰退压力隐隐显现。根据中诚信国际研究院的测算，到 2022 年底非金融企业部门杠杆率为 171.98%，较 2016 年的历史高点回落 8.3 个百分点；同时，受房地产市场低迷居民房贷增长放缓、疫情冲击之下居民谨慎性动机增强影响，2021 年以来居民部门杠杆率连续两年回落，这是金融危机以来首次出现这一现象；而稳增长压力下政府部门虽有扩表动机，但在疫情反复叠加土地财政弱化下，近三年地方财政收支矛盾加剧，地方政府扩表受到制约。在经济修复仍然面临多重压力、预期整体偏弱情况下，仍需持续关注实体部门资产负债表演化，警惕实体部门资产负债表衰退风险。

图 7：非金融企业与居民杠杆率波动回落



数据来源：wind, BIS, 中诚信国际研究院宏观债务风险数据库

图 8：各部门付息额占 GDP 比重（按 5% 测算）

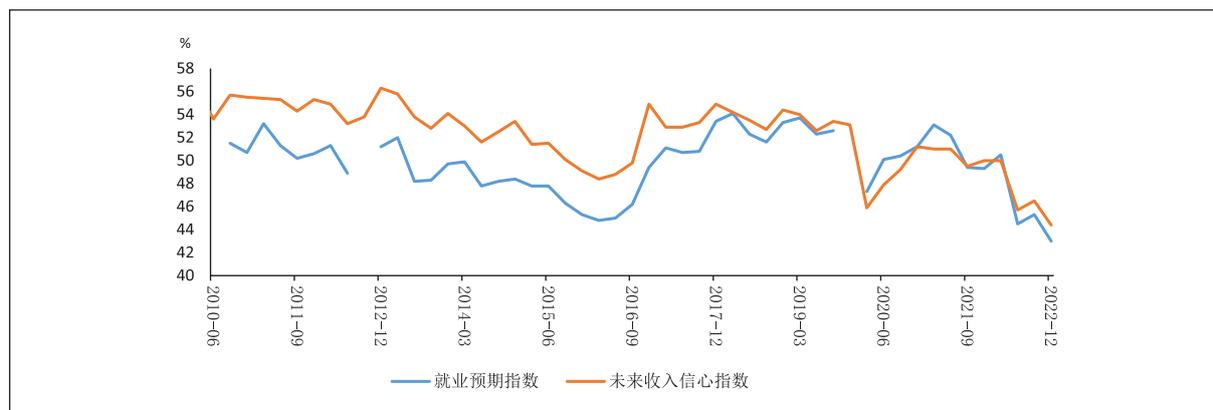


数据来源：wind, BIS, 中诚信国际研究院宏观债务风险数据库

其三，持续关注房地产转向新发展模式过程中的潜在风险。从2020年下半年起，随着“三道红线”、“两集中”等房地产严调控政策的颁布叠加行业周期下行，房地产投资和消费大幅走弱，对经济增长产生了拖累。为稳地价、稳房价、稳预期，2021年四季度以来，房地产调控政策边际调整，多项稳房地产政策先后出台，从供需两端支持房地产市场，2023年房地产对经济的拖累有望减轻。但站在经济结构调整与行业发展长周期上看，人口结构变化和城镇化速度降低等因素均表明房地产行业已从供不应求阶段转向供需结构性调整阶段，房地产调控政策的调整并不会改变这一中长期趋势。在此过程中，仍需持续关注房地产领域的潜在风险。一是房地产行业债务总量大，仍需警惕其风险传导。根据中诚信国际研究院估算，截至2022年底，房地产领域所承担的债务（包括贷款、信托、债券融资）总规模约为58.8万亿元，占当年度GDP的比重接近50%（48.6%），剔除居民部门承担的按揭贷款后，房地产企业所承担的债务总规模约在20万亿元左右。且房地产具有准金融属性，产业链条长，涉及面广，一旦处置不当则容易引起风险外溢，需避免出现处置风险的风险。二是仍需关注经济降低房地产依赖过程中经济增长动力弱化问题。此外，国有土地使用权出让收入是地方政府性基金的主要收入来源（2022年为90.6%），而政府性基金收入占广义财政收入²的比重在27%以上（2022年为27.66%），是地方政府发展经济的重要资金来源，房地产走弱将导致土地财政弱化，这或进一步加剧地方财政收支压力。

其四，需求的修复仍存不确定性，内需修复面临多重制约，全球经济疲软下外需走弱压力较大。一方面，随着宏观经济的整体修复，2023年微观经济主体的境况或将边际改善，但当前居民和企业预期依然偏弱，且长达三年的疫情对微观主体行为习惯带来的改变短期内也较难扭转，企业经营趋于保守，投资趋于谨慎，居民对未来就业以及收入的悲观预期短期内也难以改变，居民消费倾向偏低³，仍将扰动内需修复节奏。另一方面，在中国防疫政策放开及全球通胀压力边际缓解、全球金融环境有所改善下，IMF在2023年1月的最新预测中对2022年、2023年全球经济增长预测值较2022年10月小幅上调，但全球经济放缓的趋势并未转变，IMF预计2023年全球经济增速将回落至2.9%（2022年为3.4%）。全球经济走弱、需求放缓下，中国外需仍持续承压，出口对经济增长的带动作用弱化。

图9：居民就业及收入预期较为悲观

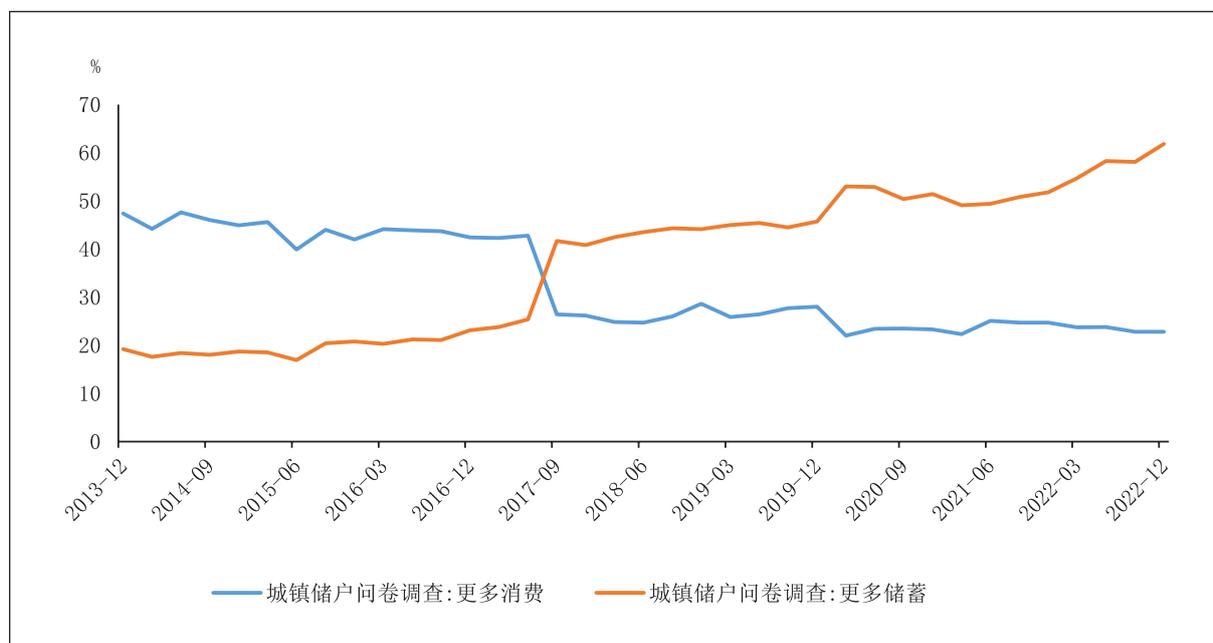


数据来源：wind，中国人民银行城镇储户调查问卷

2. 一般公共预算收入与政府性基金收入之和。

3. 2022年四季度城镇储户未来就业预期指数降至有统计以来低点，选择“更多消费占比”亦处于近年来偏低水平，选择“更多储蓄占比”则为有统计以来高点。

图 10：居民消费倾向偏低



数据来源：wind，中国人民银行城镇储户调查问卷

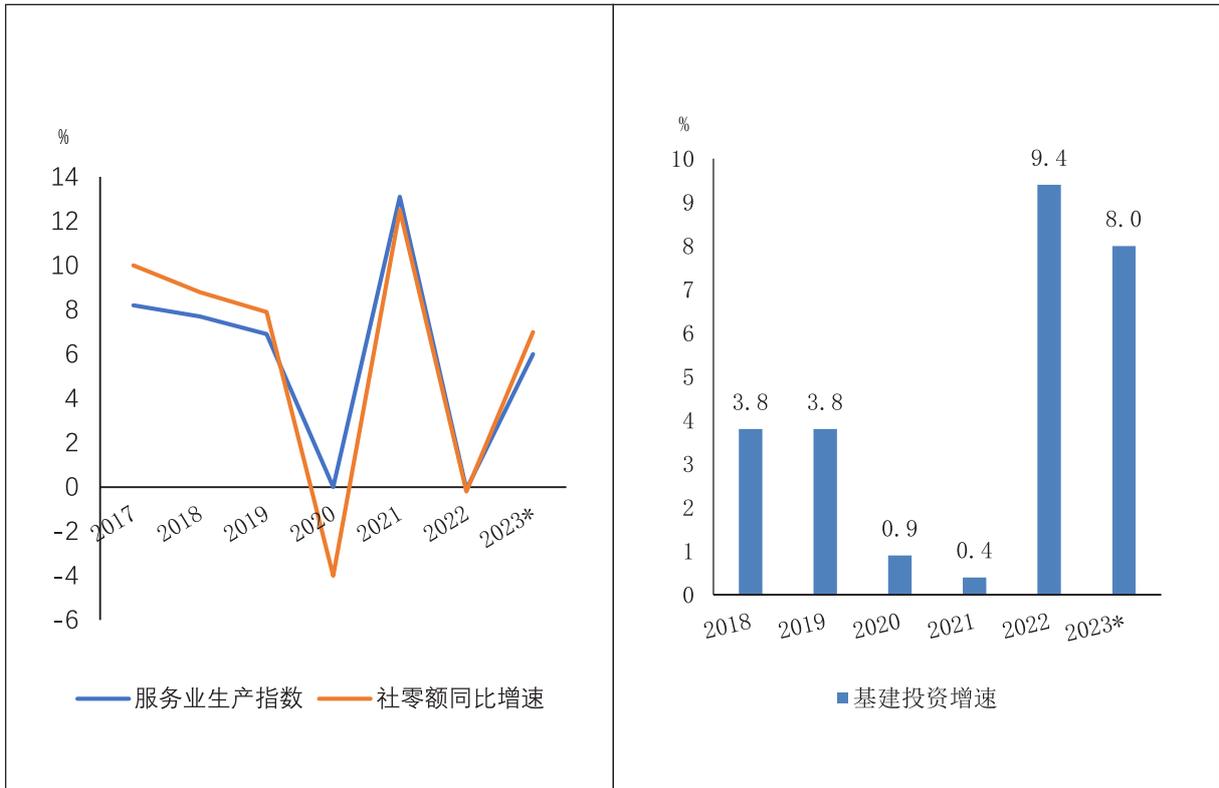
三、2023 年经济修复预期加强，但需关注潜在增速下移

综合来看，2020 年以来疫情冲击放大了中国经济的波动性，加之房地产市场调整以及复杂严峻的国际地缘政经环境，2020-2022 年的 GDP 复合增长率约为 4.4%，显著低于疫情之前。随着支撑经济回暖的因素增多，2023 年中国经济修复预期加强。但也应当看到，随着资本、劳动等要素边际效率的降，叠加疫情冲击，中国潜在经济增速或将出现一定下移。但总体来看，中国经济在中长期内依然具有持续增长的韧性，需要不断发掘并释放经济增长的潜能。

2023 年中国经济运行积极因素有所增多，全年 GDP 增速有望提升至 5% 以上。虽然疫情冲击所留下的“疤痕效应”、出口增速的回落压力、房地产行业转型的风险以及债务高位运行依然将制约中国经济运行，但 2023 年支撑经济修复的积极因素有所增多：一是疫情及疫情防控对于经济的拖累快速消退，经济社会生活基本恢复常态；二是消费和服务业迎来修复窗口，2022 年 12 月疫情防控放开之后，服务业生产指数和社零额增速的降幅显著收窄，相较 11 月分别收窄了 1.1 个百分点和 4.1 个百分点，2023 年服务业生产指数及社零额同比增速或将从 2022 年的 -0.1% 左右修复至 6% 以上；三是政治周期转换之下发展重回第一要务，地方政府发展经济的积极性增强，宏观政策重心回到“稳增长”，基建投资增速或保持在 8% 以上的高位；四是随着房地产融资政策支持力度的加大以及各地限购限售政策的放松，房地产投资对于经济的拖累有望减轻。综合来看，考虑到疫情免疫高峰的时间、经济修复节奏以及基数效应的影响，2023 年经济可能呈“N”字形修复，一季度的宏观增速可能相对较低，二季度将为增速高点。利用趋势分解法简单估算，2023 年四个季或呈现出“N 字型”走势，全年增速或为 5.3% 左右，较之 2022 年修复预期明显加强。

图 11：2023 年服务业生产及消费有望显著改善

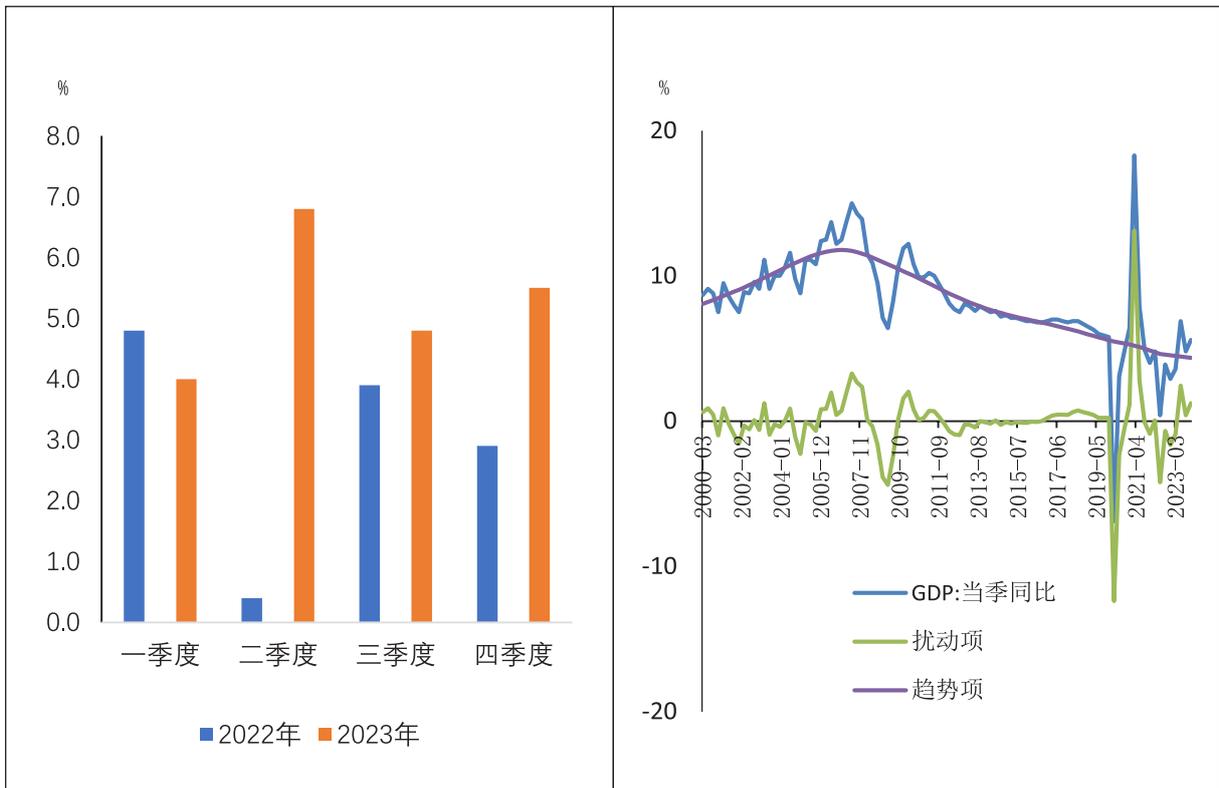
图 12：2023 年基建投资增速或将保持高位



数据来源：Wind，中诚信国际研究院测算

图 13：2023 年四个季度增速呈现“N”字型

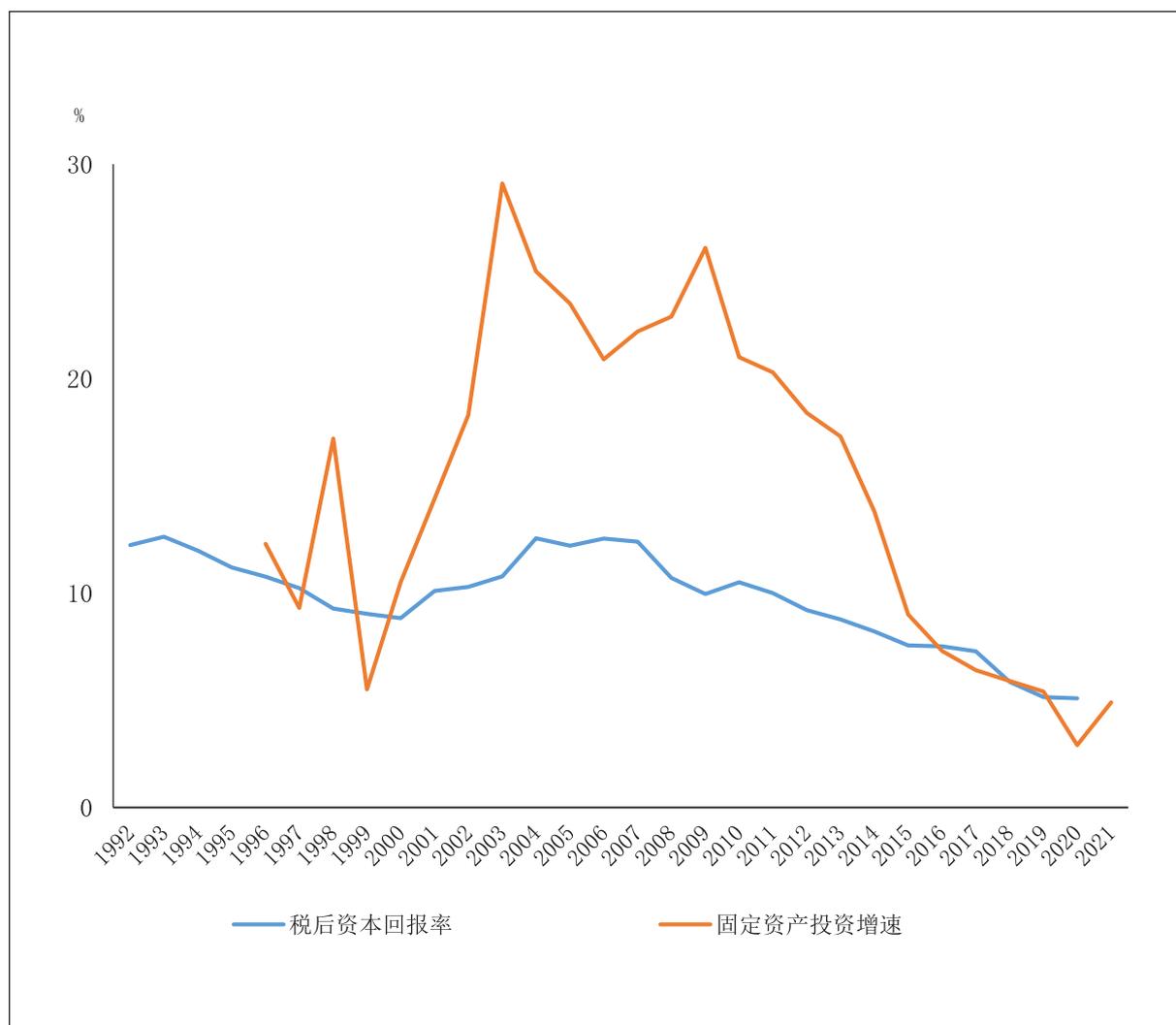
图 14：利用趋势分解法估算 GDP 增速



数据来源：Wind，中诚信国际研究院测算

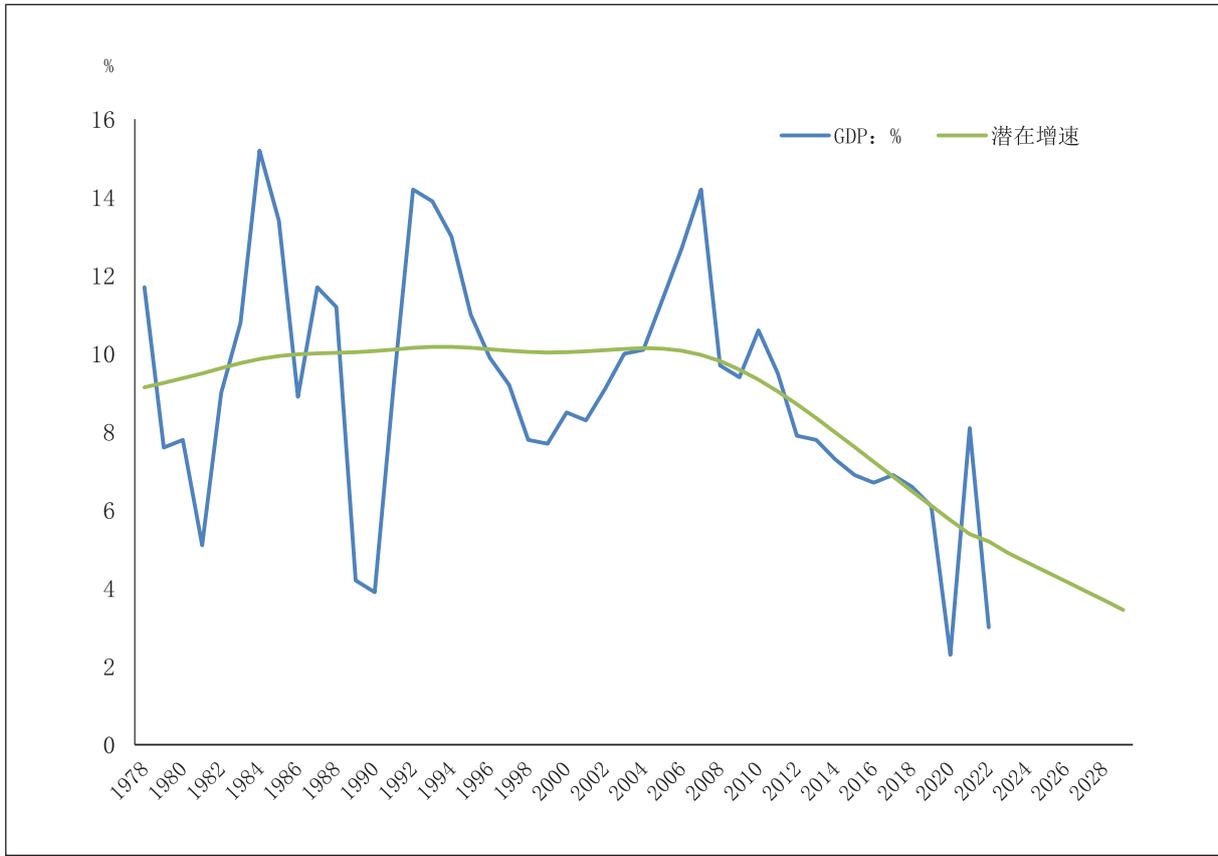
从中长期来看，需关注中国经济潜在增速下移压力。根据萨缪尔森等人的定义，潜在经济增速是指经济资源和生产要素被充分利用状态下的经济增长。通过索罗模型等经济增长模型，一般可以将经济增长分解为资本、劳动和技术进步对于增长的贡献，其中技术贡献一般通过全要素生产率来衡量，既包括科技进步，也包括制度变革。假设科技和制度没有变化，潜在增速一般呈现不断下行的趋势：从资本要素看，资本投入呈现边际回报递减，主要经济体的固定资产投资增速也总体下行；从劳动要素看，主要经济体皆呈现人口增速放缓、老龄化及劳动参与率下行，并且出现劳动生产率增速下滑。从中国的实际情况看，2010年之后资本回报率和固定资产投资增速总体呈现双双下滑的走势，追加资本投入所拉动的产值增加边际走低，其中资本回报率从2010年的10.5%下行至2020年的5.1%左右。从劳动要素看，第一是老龄化以及少子化或将带来劳动年龄人口比重的降低。同时，中国劳动参与率自2011年开始持续下行，疫情爆发之后加速下滑，从2011年的71.1%下行至2021年的68.1%，表明退出经济活动的劳动年龄人口也在增加。此外，劳动生产率增速也在走低，中国全员劳动生产率同比增速由2010年的10.2%下行至疫情前2019年的6.2%。从实际数据来看，利用滤波方法简单测算，十四五期间中国GDP潜在平均增速或为4.8%左右，2025年GDP潜在增速或下行至4.4%，从中长期看，中国经济增长的支撑线或也将从疫情前的5.5%左右下行至4%。

图 15：中国资本回报率近年来延续回落



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院, 笔者测算

图 16：HP 滤波方法计算潜在增速显著下行



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院, 笔者测算

中国经济韧性犹存，挖掘经济增长潜力努力保持较高增速依然是必要的。虽然潜在经济增速或面临下行压力，但中长期来看，中国经济依然具有较强的增长韧性：一是具有超大规模市场优势，需求端有超过 14 亿人口的消费需求，其中约 4 亿人口的中等收入群体具有较强的消费升级需求，供给端具备大而全的工业体系，并具有占全球制造业增加值 30% 的稳定产能；二是构建国内经济大循环仍有潜力和空间，2018-2022 年间中国经济的平均消费乘数为 3.5，显著大于 1.6 的投资乘数，扩大消费将对经济形成稳定支撑；三是经济转型与产业升级将进一步释放高技术制造业的辐射带动作用，比如中国已成为全球新能源汽车的最大市场与产地，“三电”、自动驾驶等行业将进一步扩容；四是京津冀、长三角、粤港澳、长江中游及成渝都市圈等区域增长极经济活力较强，在东、西、南、北、中五个方位持续形成发展引擎。当前，中国虽然在总量上已经成为全球第二大经济体，但是在人均意义上依旧距离发达国家有较远的差距。在 2025 年，中国人均 GDP 达到高收入国家水平问题不大，但若完成“二十大”提出的在 2035 年达到中等发达国家水平的发展目标，长期平均经济增速需要达到 5.1% 以上，才能在 2035 年达到 3 万美元左右的人均 GDP。同时，中国经济还存在较大的人群差别、城乡差别和区域差别，经济社会发展过程中的矛盾还需要在“蛋糕”较快增大中解决。在此背景下，宏观政策要坚持“发展是第一要务”原则，避免社会运行过度政治化。在当前经济存在下行压力的情况下，尤其需要重申“以经济建设为中心”，继续将 GDP 增长目标作为政府部门的最为重要的考核指标，以提升政府部门发展经济的积极性。与此同时，针对疫情冲击微观主体受损严重的实际情况，宏观政策应注重“与民休息”，加大民生工程投入力度，支持鼓励民间资本投资兴业，夯实经济行稳致远的微观基础，释放经济增长潜能。

参考文献

[1] 袁海霞, 王秋凤, 张林, 张文宇, 王晨. 寒意虽存, 春山可望——2022年宏观经济与大类资产配置分析与2023年展望. 中诚信国际工作论文, 2023年1月.

[2] 王开科, 曾五一. 资本回报率宏观核算法的进一步改进和再测算 [J]. 统计研究, 2020, 37(9):13.

[3] 毛振华, 张林, 张堃, 袁海霞. 稳增长与防风险: 我国宏观经济政策重心转换的实践与效果评估 [J]. 金融理论探索, 2022, 206(06):13.

[4] 中国社会科学院经济研究所, 《中国经济报告》总报告组. 全球经济大变局, 中国潜在增长率与后疫情时期高质量发展 [J]. 经济研究, 2021, 55(8):20.

[5] 张涛, 侯宇恒, 苗子清, 党印. 资产负债表衰退: 理论溯源、日本经历与中国情况的模拟 [J]. 金融发展, 2022 (02): 17.

[6] 中国人民银行, 2022年第四季度城镇储户问卷调查报告

[7] 香港特区政府政府统计处 <https://www.censtatd.gov.hk/sc/>



2023 年中国金融体系回顾与展望

2023 年中国金融体系回顾与展望

巴曙松教授

中国宏观经济学会副会长

中国银行业协会首席经济学家

牛播坤博士

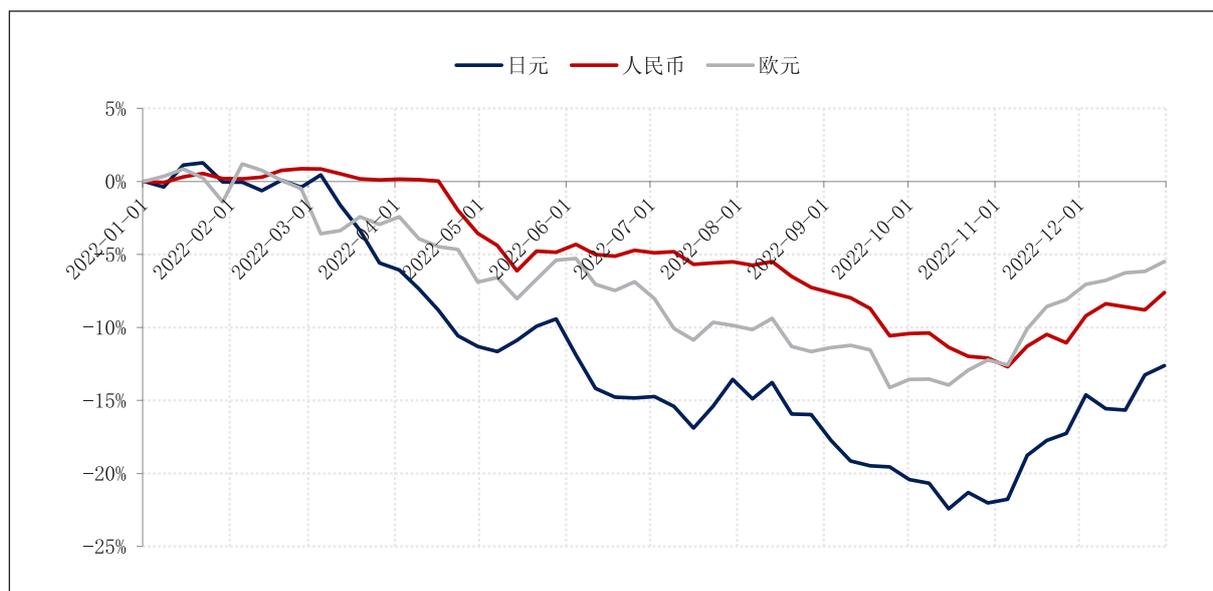
华创证券首席经济学家

过去的 2022 年，中国金融体系经受了同时来自外部和内部的压力，外有美联储加息、资金外流压力，内有企业、居民资产负债表深度调整带来的信贷收缩。2023 年，疫情后的 J 曲线效应有望相对平缓，信贷增长仍将在一定程度上受制于疫情政策调整后对供给端的冲击，以及中期预期缓慢修复等疤痕效应。更中长期看，地产大周期见顶将带来金融扩张模式和城市化路径、以及产业发展模式的深刻调整，也将是未来一段时间观察中国金融波动的重要线索之一。

一、2022：多重压力下的中国金融体系

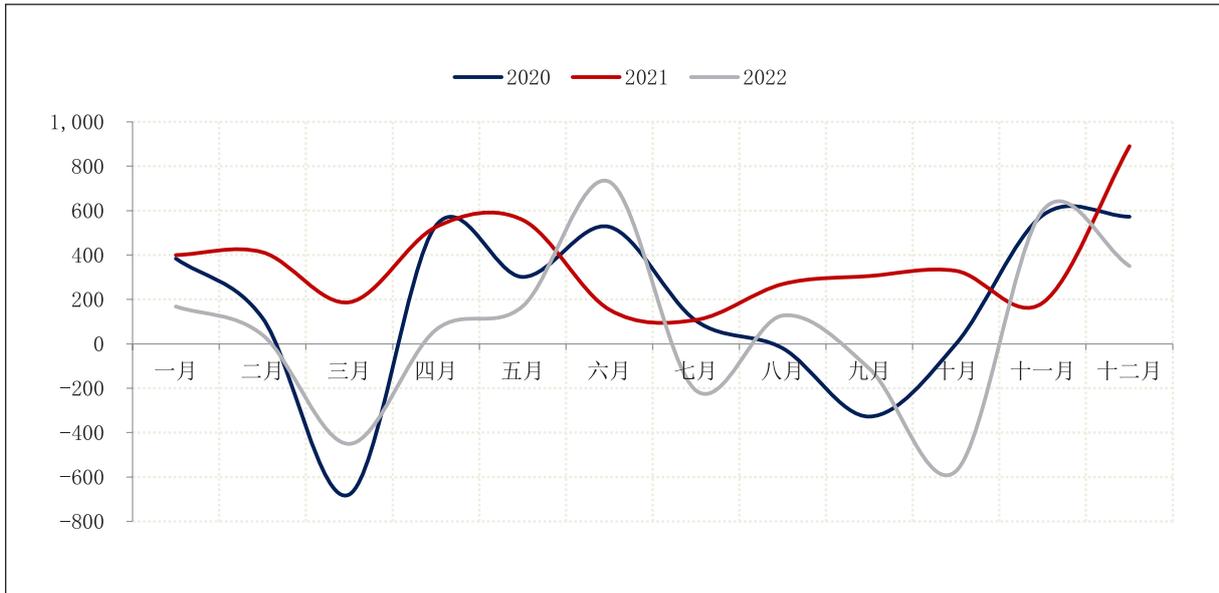
美联储持续升息、部分行业监管政策调整等因素形成外部流动性缺口，人民币汇率的灵活波动部分吸收了外部冲击压力。2022 年全球新兴市场普遍遭遇了美联储 7 次累计加息 425 个基点的重压。联邦基金利率区间上调至 4.25%-4.50%，达到 15 年以来最高值，美元无风险收益率的快速大幅提升促使美元指数创下 20 年新高，2022 年人民币对美元中间价贬值超 9%，一度创下人民币对美元汇率 14 年来的新低，振幅达 16%，也正是在这样的汇率波动中，人民币汇率弹性和韧性得到了增强，双向波动逐步实现了常态化。此外，俄乌冲突引发的全球供应链和价值链重构、中国互联网等行业监管政策的大幅调整也使得部分外资对于中国金融体系的想法短期内趋于谨慎。截至 2022 年 12 月 28 日，2022 年以来 A 股北向资金累计净流入 910.36 亿元，仅为 2021 年全年净流入额的约 20%；以投资移动互联网为主的美元基金也大面积退潮，清科数据显示，2022 年上半年美元基金募资下降了约 60%。

图 1：人民币、日元、欧元对美元贬值幅度（以 2022 年 1 月 1 日为基期）



资料来源：Wind

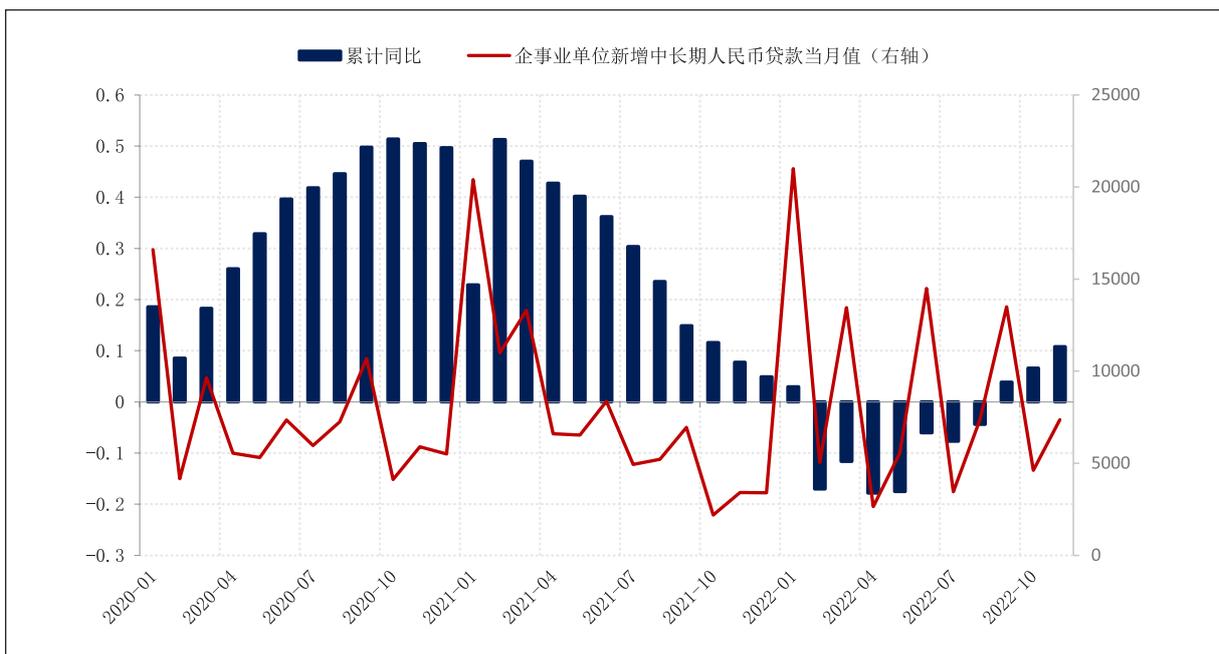
图 2: 2020-2022 年北向资金流入 (亿元)



资料来源: Wind

2022 年严格的防疫政策显著影响到企业的信贷需求, 使得信贷增长更多依靠政策力量的刺激。2022 年, 为应对传播力更强的新冠变异毒株, 频繁大面积封控较前两年明显增多, 在抑制病毒传播的同时也客观上削弱了产业链和供应链稳定性, 疫情的不确定性严重冲击了企业预期, 产能扩张意愿持续回落, 信贷等金融需求也因此大幅萎缩。从信贷数据上可以看到, 企业中长期贷款、信托及委托贷款所构成的企业中长期融资需求在 2022 年 1-6 月同比回落约 1.3%, 后续随着政策性金融工具的发力, 企业中长期贷款才出现回暖, 但其与专项债的亦步亦趋, 反映其增量或更多与基建项目相关。

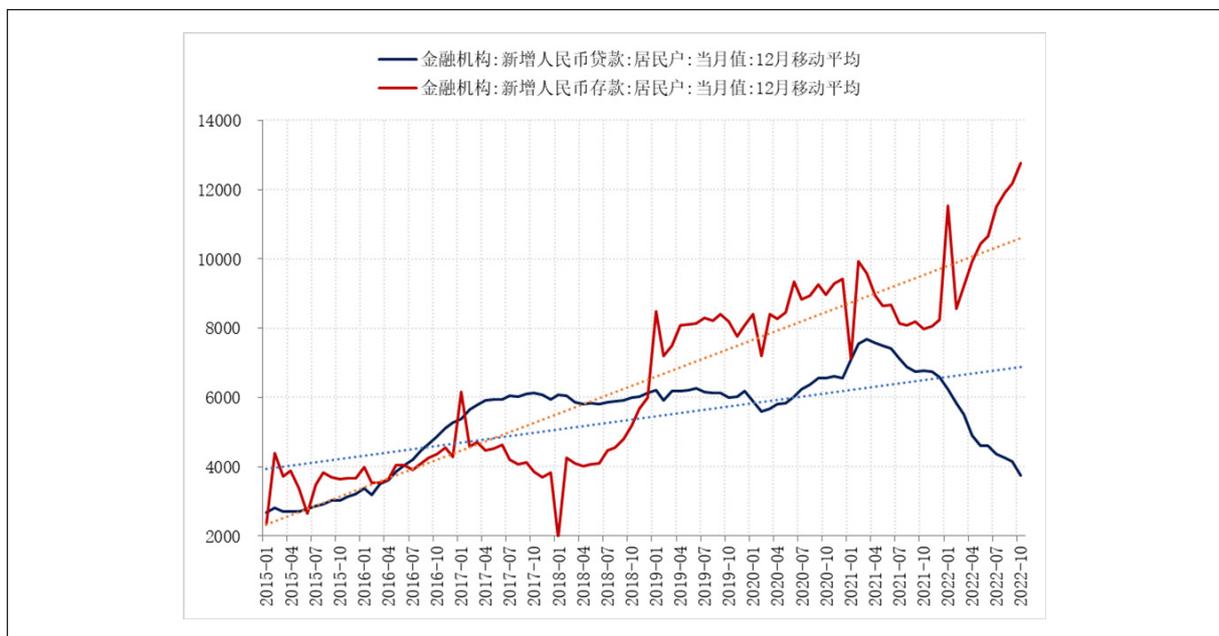
图 3: 2022 年企业中长期贷款 (亿元) 及同比增速



资料来源: Wind

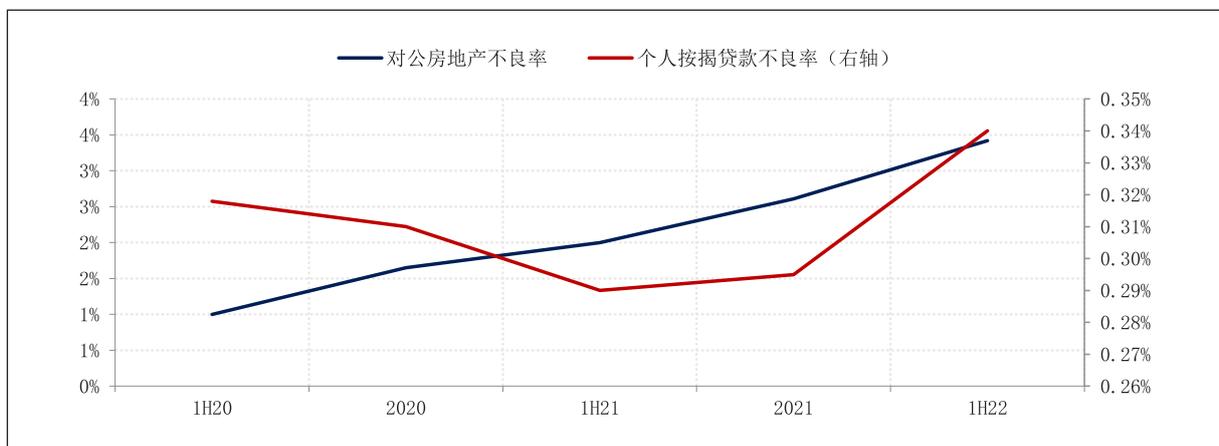
地产下行周期中，收缩的居民资产负债表、受损的房地产行业资产负债表对与房地产相关的融资体系产生显著的调整压力，并在金融体系产生一系列连带效应。地产下行周期叠加严厉的地产调控政策最终在 2022 年推动中国房地产市场出现明显调整，陷入了地产企业现金流受损——房屋不能按期交付——居民观望——地产企业现金流进一步恶化的负面循环。在金融层面上，相应体现为：一是中国家庭部门的债务融资速度趋势性下降，2021 年 -2022 年中国居民部门债务增速为 5.4%，相比于 2015-2020 年的 18.5% 下降了 70.9；同期居民部门的存款增速却从 11.1% 上升到 17.4%。二是金融体系资产质量面临挑战。从上市银行数据看，2022 年上半年个人按揭贷款不良率抬升明显，对公房地产贷款不良率更是呈连续三年的上升态势，升至 3.42%。与此同时，地产债及与土地出让收入密切相关的城投债也不同程度的面临压力。直到 2022 年 8 月，地产融资三支箭政策陆续推出，市场的风险情绪才得以缓和。

图 4：中国家庭部门资产负债表扩张速度



资料来源：Wind

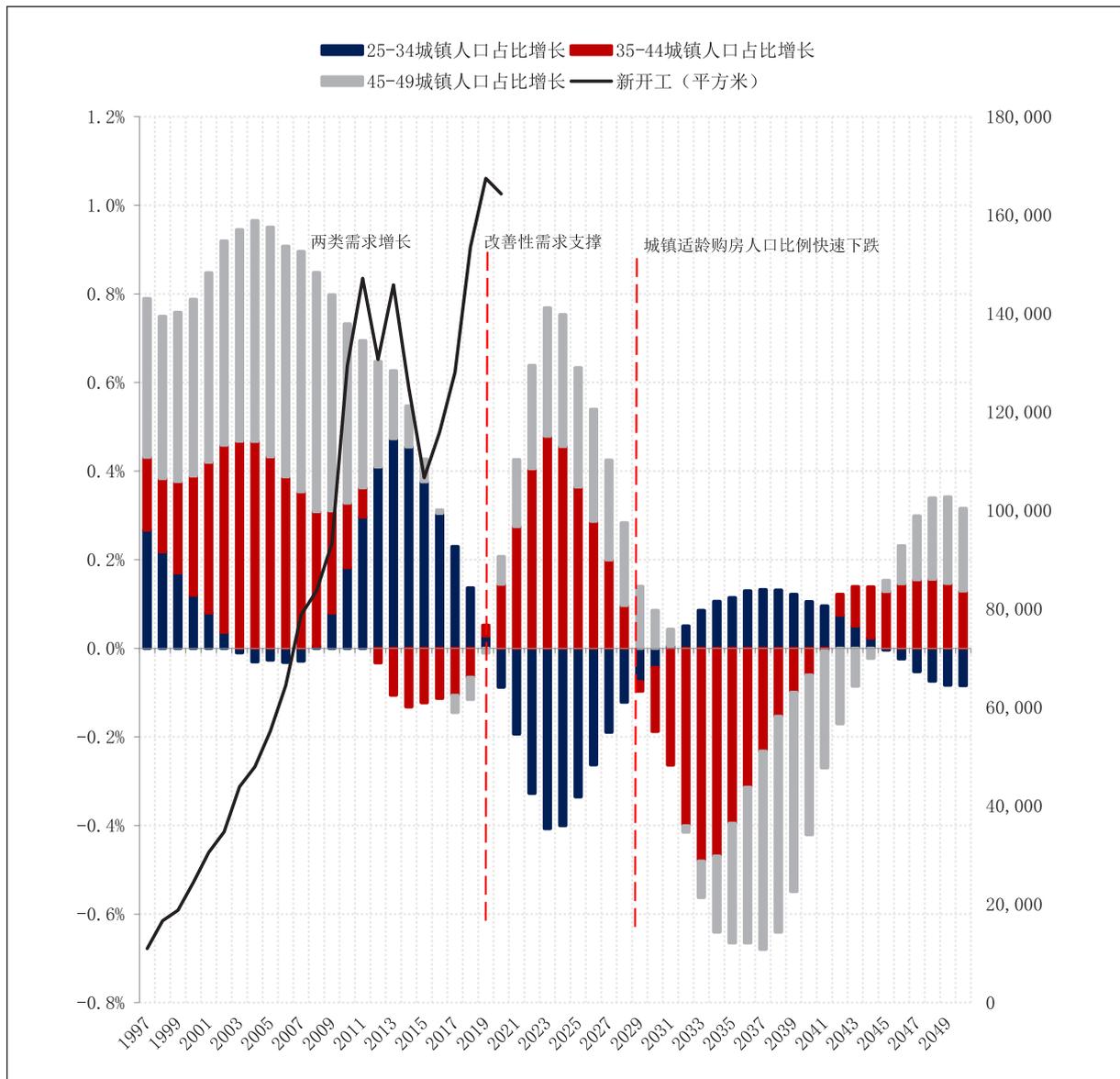
图 5：上市银行个人按揭及对公房地产贷款不良率



资料来源：公司财报

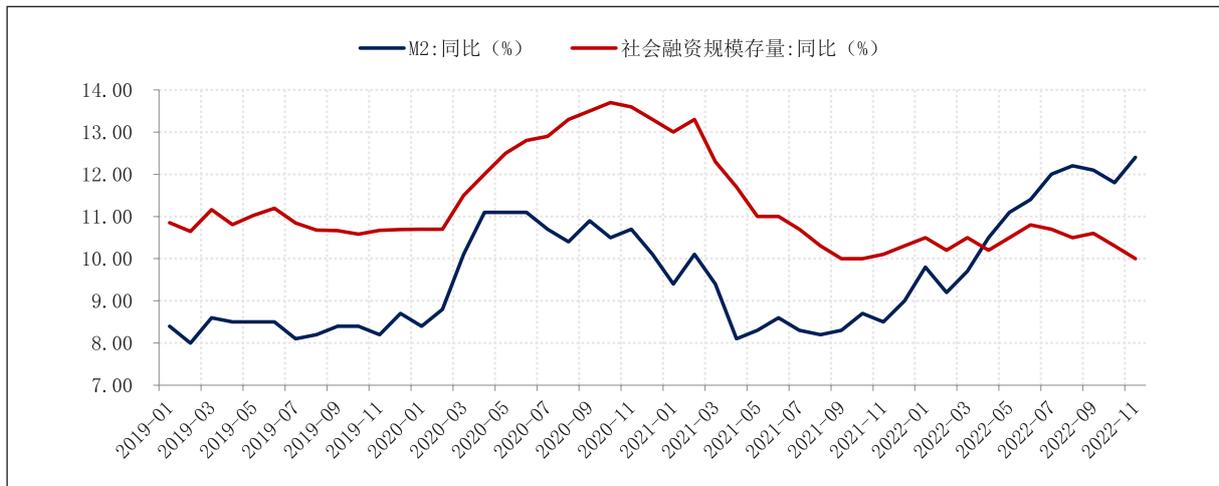
融资需求模式面临转换，与房地产相关的融资需求疲弱，市场化的信贷需求下降，使得带有明显政策导向的一系列政策刺激在 2022 年的信贷扩张中发挥主要的作用。中国地产大周期的见顶回落，意味着过去在房地产高歌猛进时期的房地产驱动的金融急速扩张将暂告一段落。然而，2022 年，“三道红线”、“集中购地”等一系列政策的叠加促使中国房地产投资增速陡然下降至 -10% 左右，大幅低于已经完成城市化进程的主要发达国家房地产平均约为 2-3% 的投资增速，并使得商业银行体系原来习惯于房地产扩张驱动的信贷增长模式面临失速的风险。在房地产调控政策压力下，2022 年全年信贷增长能够录得 11.1% 的增长，更多依赖于政策驱动，而非主要依靠市场化的真实融资需求。2022 年下半年，专项债、政策性金融工具、中长期制造业贷款等扭转了企业中长期贷款负增长的态势。央行相继推出了碳减排支持再贷款、科技创新再贷款、保交楼再贷款等 10 多个结构性工具。需要关注的是，非市场化的信贷投放可持续性和资产质量如何值得关注。另外，随着中国房地产行业的见顶回落，如何构建未来由金融市场自发驱动的货币信贷增长模式也同样值得关注。

图 6：中国房地产大周期趋于见顶



资料来源：联合国，Choice

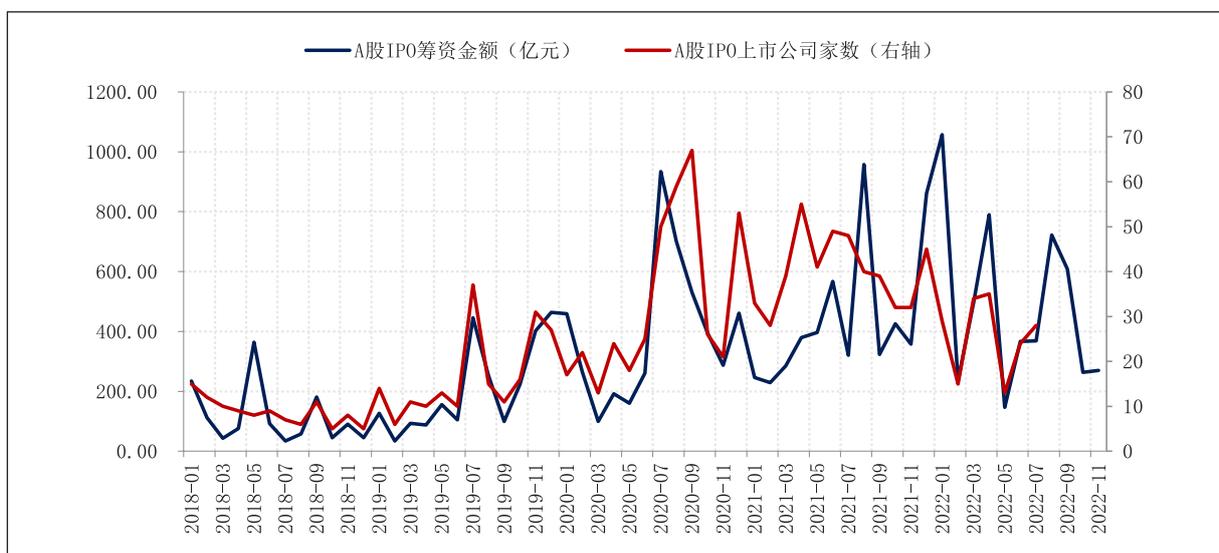
图 7: 2019-2022 年 M2 及社融增速



资料来源: Wind

股票市场的注册制改革持续推进，中国本土资本市场的快速发展体现出中国融资结构调整和直接融资发展的强劲增长趋势。2022 年，以注册制改革为关键的中国资本市场改革持续推进，资本市场的包容性和适应性持续提升，实施注册制的科创板、创业板和北交所等，成为 A 股市场 IPO 的主场地。在全球主要资本市场 IPO 多数处于低迷的背景之下，中国境内市场首次公开发行（IPO）募资额创下新高，上市公司达 428 家，年度募资额创历史新高，成为全球资本市场融资领域难得的一抹亮色。与此同时，由于中概股估值下挫、审计争议等问题，中国企业赴美上市持续趋冷。截至 2022 年 12 月 28 日，Wind 数据显示，中国公司赴美上市共融资 5.82 亿美元，较 2021 年全年融资额约减少 96%。中国资本市场以注册制为代表的上市制度的完善、本土居民资产加大金融资产配置的趋势部分对冲了外部流动性缺口的影响。一级市场也在呈现类似的变化，相比于美元基金的短期内大幅撤退，地方政府产业基金如火如荼，地方政府积极以定制化基金形态引导产业升级。截至 2022 年上半年，累计已设立 2050 支政府引导基金。

图 8: 2018 年 -2022 年 A 股 IPO 募资额及公司数量



资料来源: Wind

动荡的国际环境为人民币国际化提供了新的动力，中国金融开放开始强调以规则、标准等的高水平制度性开放为主要特征。国际清算银行 (BIS) 最新调查显示，近三年来人民币外汇交易在全球市场的份额由 4.3% 增长至 7%，排名由第八位上升至第五位，成为上升速度最快的货币。2022 年，中国人民银行进一步优化人民币清算行海外布局，稳步推进双边货币合作，共与 40 个国家和地区的中央银行或货币当局签署过双边本币互换协议。2022 年 5 月，国际货币基金组织 (IMF) 开展了人民币入篮以来的首次 SDR 篮子货币审查，一致同意维持 SDR 篮子货币构成不变，并将人民币权重由 10.92% 上调至 12.28%。2020 年 7 月，国务院金融稳定发展委员会办公室宣布了一系列金融业进一步对外开放的政策措施，其中包括允许外资机构在华开展信用评级业务时，可以对银行间债券市场和交易所债券市场的所有种类债券评级；允许外资机构获得银行间债券市场 A 类主承销牌照；进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场。2022 年 12 月，香港宣布其证券市场即将推出“港币 - 人民币双柜台模式”（双柜台模式）及双柜台庄家机制，进一步支持人民币计价的股票在离岸市场上实现更大范围的交易，拓展人民币国际化的新空间。

自债券通“北向通”开通以来，中国债券市场的国际化程度不断提高，截至 2022 年 12 月末，境外机构持有银行间市场债券 3.39 万亿元，约占银行间债券市场总托管量的 2.7%。2022 年，监管机构先后发布《关于进一步便利境外机构投资者投资中国债券市场有关事宜》等多项规定，进一步统一便利了中国债券市场对外开放的制度框架、资金管理规则和融资规则等。2022 年 7 月 4 日，香港与内地监管机构联合公告，开展香港与内地利率互换市场互联互通合作，便利境内外投资者通过“互换通”参与香港与内地两个金融衍生品市场，并支持在香港推出国债期货，这为香港发展成为人民币资产的风险管理中心提供了新的政策突破。

沪深港通机制持续优化完善。2022 年 6 月 24 日，中国证监会发布《关于交易型开放式基金纳入互联互通相关安排的公告》，进一步深化内地与香港股票市场交易互联互通机制。7 月 4 日，交易型开放式基金正式纳入内地与香港股票市场交易互联互通机制。12 月 19 日，中国证监会、香港证监会联合公告原则同意两地交易所进一步扩大股票互联互通标的范围，特别是准备将国际公司纳入港股通，一方面会为内地投资者通关港股通便捷地配置更为广泛的国际资产，同时也进一步强化香港作为国际金融中心的连接中国与世界的独特地位。

二、2023：迎来疫后复苏的中国金融行业

中国疫后复苏之路并不平坦，金融业依然面临高度不确定的经济环境，疫情管控的调整并不必然会带来经济金融的大幅反弹。考察美国、英国、德国、法国、日本、韩国、越南、中国台湾、中国香港九个经济体的防疫调整过程及宏观经济表现，管控松动后的经济复苏一波三折。其中，疫情管制放开后居民消费倾向比较难回到2019年，日本、韩国目前为止均低于2018-2019年；消费往往会有脉冲修复，但一旦再出现疫情重新爆发之时会呈现二次探底，例如中国台湾，5-6月连续两个月单月确诊量达到万分之700以上，2季度消费增速低于1季度；劳动力供给恢复缓慢；核心服务业通胀普遍上行。从2022年12月及四季度的PMI数据、央行调查数据、高频数据等系列指标来看，经济面临的困难并未显著改善，有些是防疫政策调整后偏短期的，有些是受全球经济回落、居民消费信心回落等影响偏中期的。2023年，短期疫情政策的调整形势复杂，供给端产业链供应链面临冲击，需求短期也难有非常亮眼的表现，中长期预期不稳、企业效率降低等疤痕效应尚待时间修复，意味着2023年的稳增长并不容易，金融业面临的宏观环境依旧有高度的不确定性。特别需要指出的是，2022年疫情管控加强并非是造成此轮中国经济回落的单一因素，2021年下半年经济走弱的迹象已经显现，从更长的时间阶段看，伴随着经济的转型，中国经济增长速度呈现逐级回落的趋势。因此，不能寄望于疫情管控的调整会带来经济非常明显的大幅反弹。

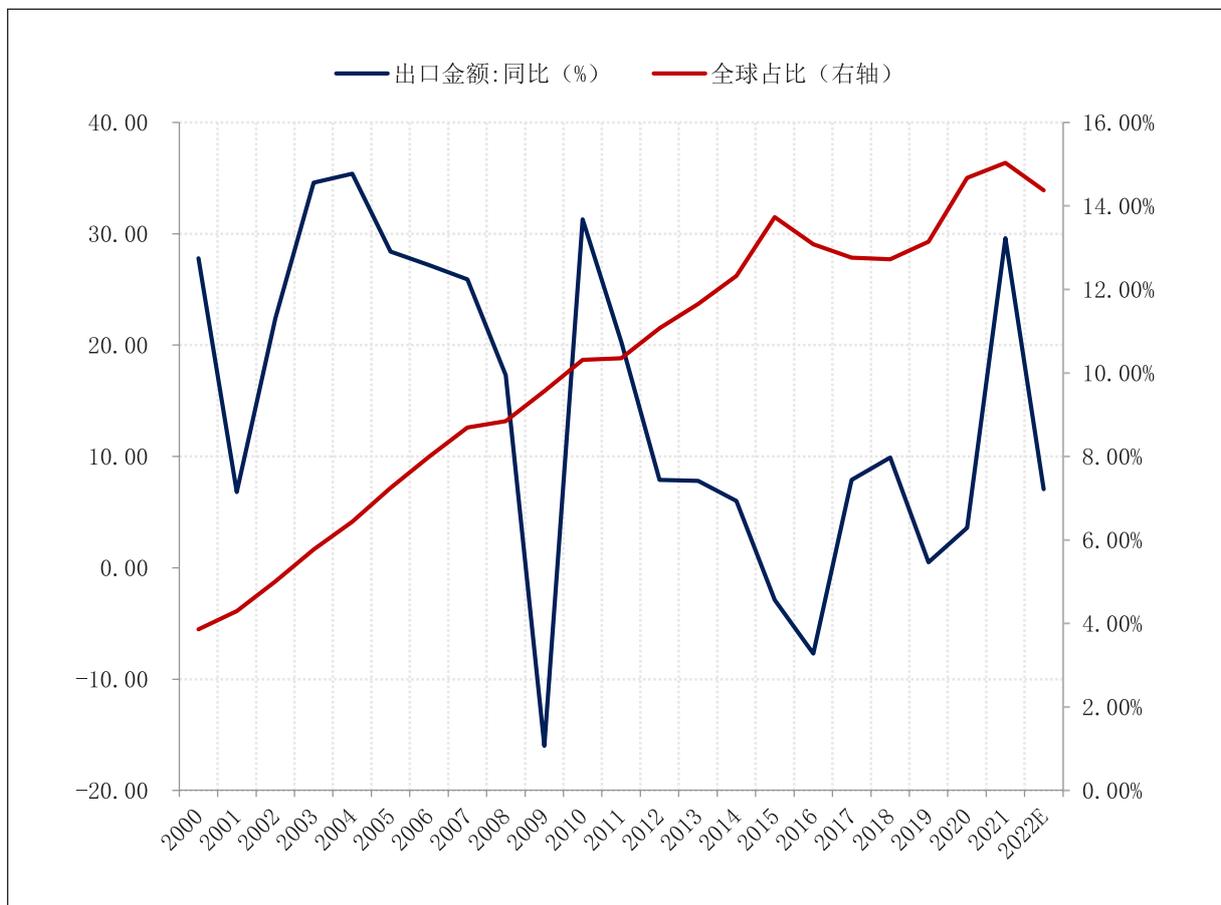
图9：主要国家疫后私人消费倾向复苏情况（私人消费占GDP比重与2019年同期的比较）



资料来源：OECD

2023 年中国的外部不利因素从美联储持续快速紧缩转换为全球经济低迷带来的出口下滑。2023 年全球经济通胀压力不减，美联储加息步伐依旧会相对激进。最新点阵图显示，市场普遍预期联邦市场公开利率将达到 5.75%。与此同时，全球总需求不足成为 2023 年全球经济增长新的挑战。国际货币基金组织预测，2023 年全球经济的增长率是 2.7%，OECD 的预测是 2.2%，世界银行将对 2023 年全球经济增长从 3% 下调到了 1.9%，WTO 预计 2023 年全球商品贸易量将仅增长 1.0%，远低于此前估计的 3.4%。这将使得过去三年持续支撑中国经济增长的出口动力显著承压。2020 年起，中国出口增速持续超出市场预期，占比中枢从 14% 抬升至 16%，净出口对中国经济增长的贡献率持续保持着相当高的水平，即便是 2022 年在出口增速持续回落的情形下，净出口对经济增长的贡献率依然高达 17.1%。目前，基于对 2023 年全球经济的谨慎展望，市场预计 2023 年中国出口增速将下滑至 -2% 左右，并对经济形成负向贡献。金融层面的直接影响来自于，美联储紧缩和出口下挫均带来新兴市场流动性的被动紧缩，而出口下挫的影响路径会更多表现为实体信贷需求和流动性循环放缓，这将为 2023 年的金融政策带来新的挑战。

图 10：中国出口增速及全球占比

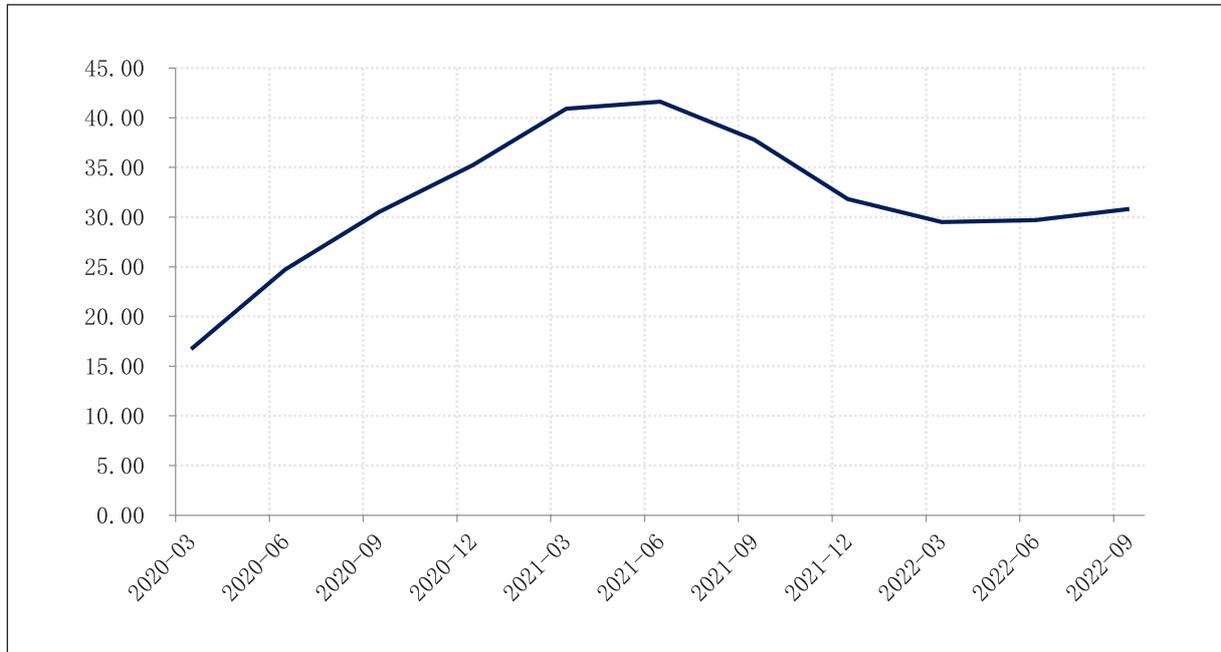


资料来源：Wind，UNCTAD

中国的政策性、结构性的金融工具有望在 2023 年继续发力，短期政策驱动的信贷增长的模式预计会持续。2022 年下半年来，各类专项再贷款、开发性政策性金融工具等成为常规的财政货币工具之外的“第三条道路”。基于 2023 年复苏之路并非一帆风顺，结构性政策金融工具仍将担当重任，中国央行对 2023 年货币政策的表述是“总量要够、结构要准”。结构上，基建、制造业预计依旧会是政策金融发力的重点领域。2022 年政

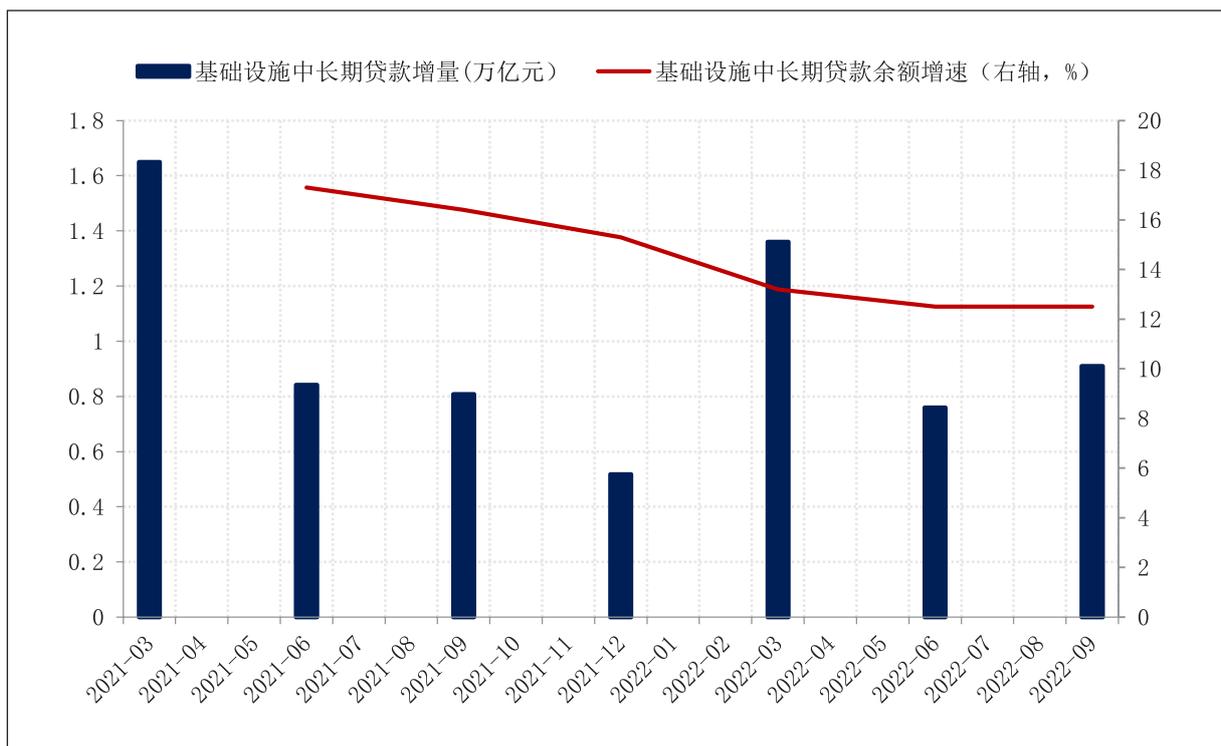
策性金融工具合计投放 7400 亿元，对应项目超过 2700 个。2022 年制造业贷款新增 5 万亿左右，同比多增 2 万亿，增速明显高于各项贷款。预计 2023 年基建和制造业贷款仍将维持高景气度，短期政策驱动信贷增长的特征仍会较为显著。

图 11: 制造业中长期贷款余额增速 (%)



资料来源：中国人民银行

图 12: 基建中长期贷款

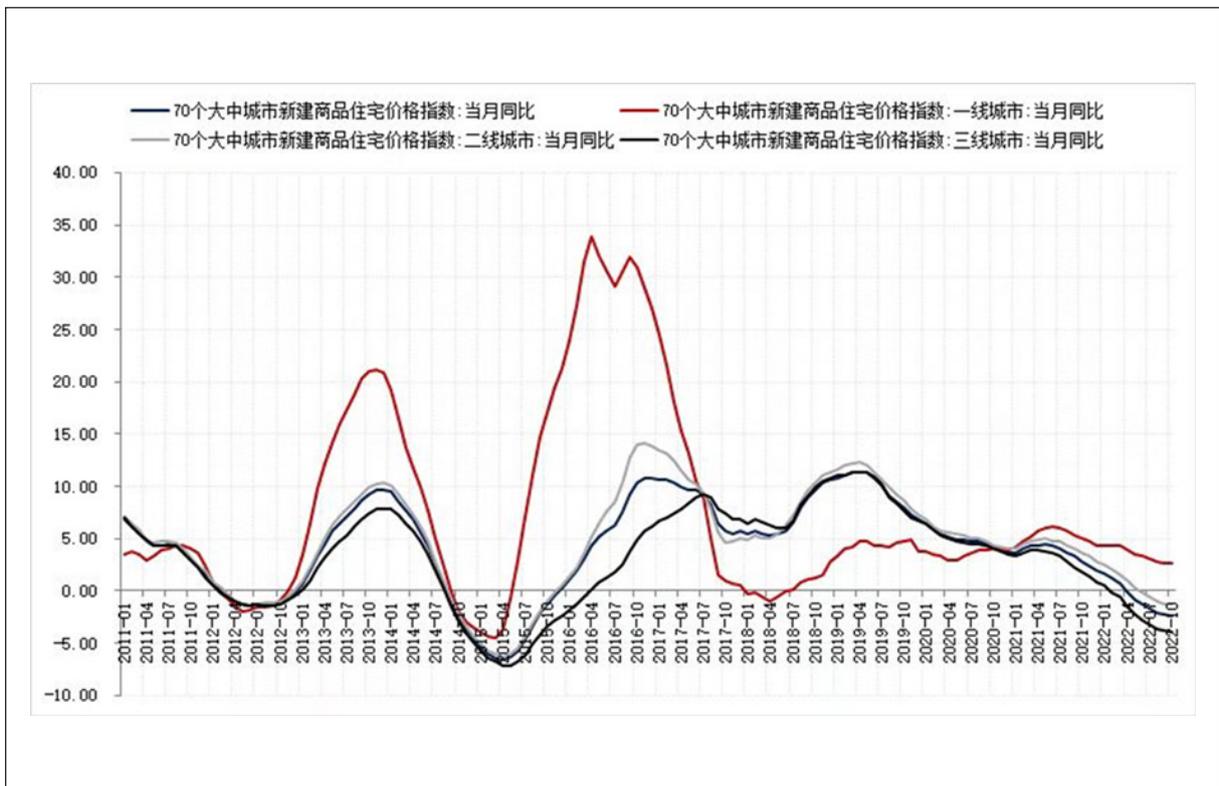


资料来源：中国人民银行

加剧分化的中国房地产市场将带来金融发展模式的继续重塑。2022 年 8 月以来，房企融资支持政策密集出台，信贷、债券和股权融资三箭齐发，地产企业资产负债表出现缓慢修复迹象。但当前与历次政策放松周期最大不同在于，土地市场难以全面回暖叠加前期土地储备的释放，居民购房逻辑发生根本转变，需求端改善不容乐观。即便 2023 年限购限贷全面取消，居民部门资产负债表全面扩张恐难以实现，不同城市的区域分化特征将愈发显著。

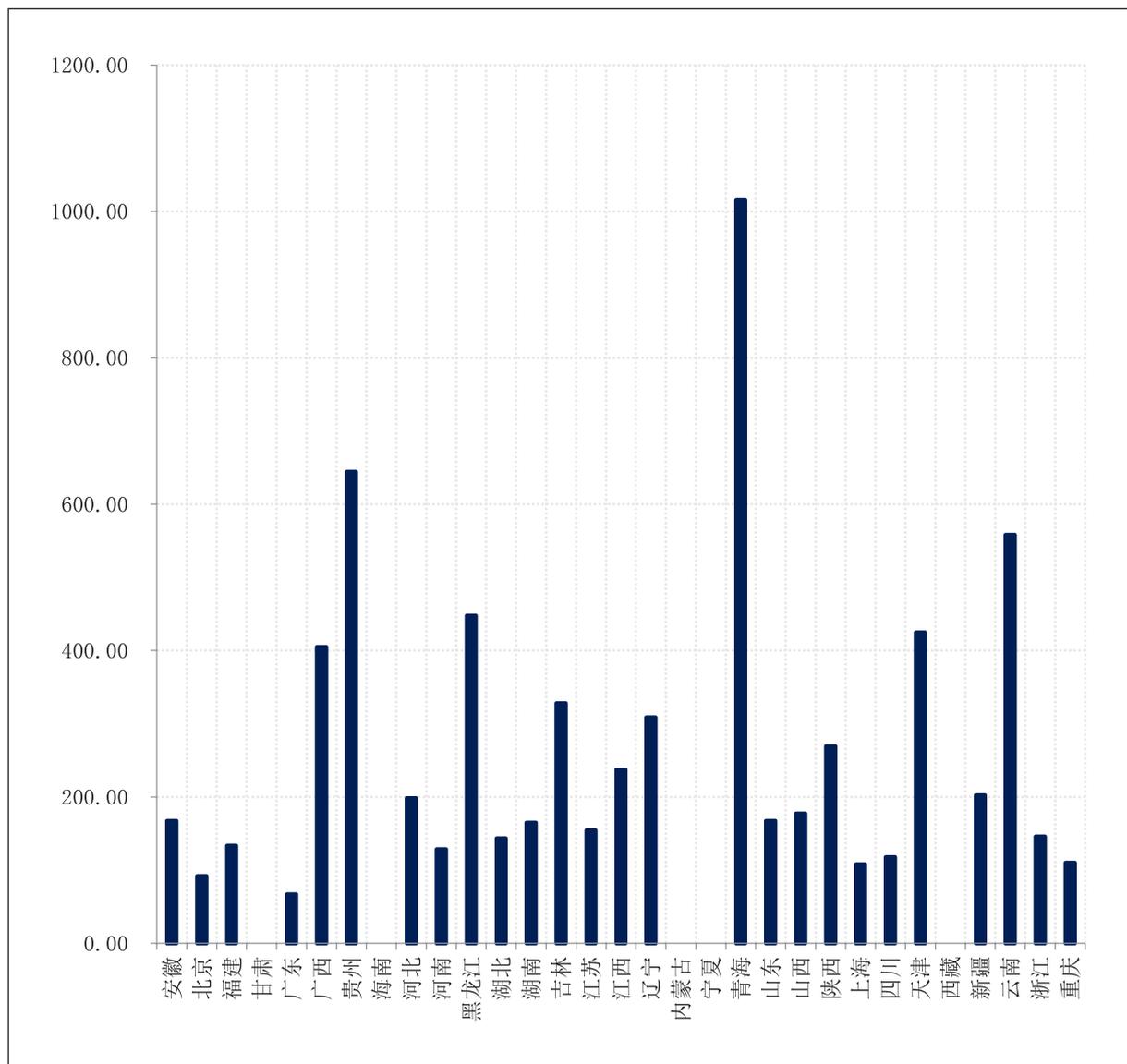
同时，地产大周期的趋于见顶，意味着房地产企业加杠杆拿地为地方政府提供资本推动工业化和城镇化，地方政府以土地财政、土地金融撬动城市和产业的经营模式需作出转变。产业驱动城市、吸引人口流入成为地产增长的新逻辑。地方政府债务风险在缺乏土地财政支持下难以全面缓释，相应的信贷、金融增长的区域及城市分化也由此会继续展开。

图 13: 70 城房价走势



资料来源：Wind

图 14：地方政府债务风险分化（各省城投债 1 月 3 日信用利差中位数，BP）



资料来源：Wind

在中国资产管理市场上，净值化、政策激励共同驱动中国财富管理市场转型增长，人口老龄化加速驱动养老金融体系突破发展。2022年，是中国的银行理财全面净值化元年。一向被视为资金“避风港”的银行理财产品出现两轮产品“破净”，步入净值波动常态化阶段。银行理财收益率代表着财富管理市场的无风险收益率，其破净和波动加大，使得中国整体财富管理市场的风险偏好更为市场化。同时，伴随人口老龄化的加速和出生率的持续走低，养老金融体系的建设日益紧迫。2022年，个人养老金制度建设加快进程，个人养老金个人所得税优惠落地。上述因素预计在2023年及未来较长一段时间驱动中国财富管理市场的长期增长。



中国经济增长：经验教训与未来挑战

中国经济增长：经验教训与未来挑战

朱晓冬教授¹

香港大学经济学学术领域主任

经济学教授

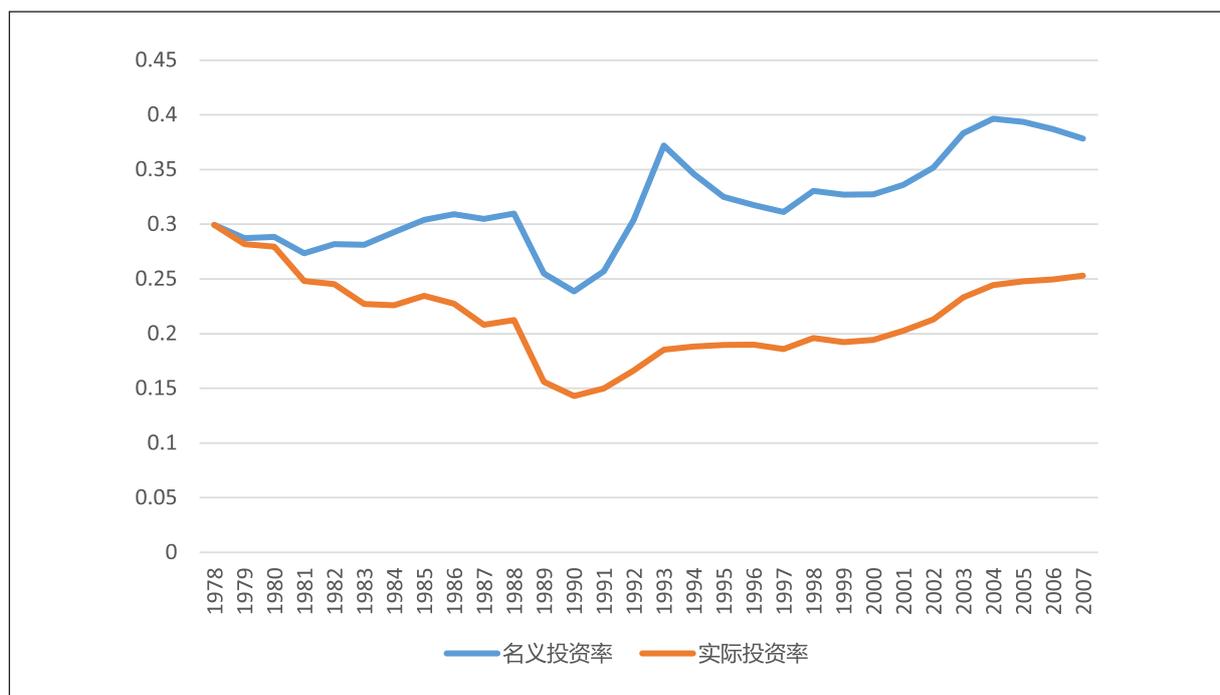
中国 GDP 增长率在最近十五年一直呈下滑趋势。2007 年中国 GDP 增长率达到 13.3% 的峰值，到了 2019 年，GDP 增长率下降了一半以上，为 5.8%。新冠肺炎疫情及疫情防控政策导致 GDP 增速进一步放缓。2020 年中国 GDP 增长率降至 2.2%，创下 1976 年以来的最低水平。2021 年中国 GDP 增长率反弹至 8% 后，在 2022 年又下滑到 3%。

为何在过去的十五年里，中国经济增长显著放缓？未来十五年中国经济增长前景如何？中国该采取哪些措施来扭转 GDP 增长率下滑的趋势？在此过程中，中国又面临着哪些挑战？为解答上述问题，让我们先来看下 1978 年至 2007 年期间，中国经济快速增长的驱动力有哪些。

1978-2007 年中国经济增长驱动力

许多人认为，这一时期中国经济快速增长是由以地方政府和国有部门主导的固定资产投资的高增长率推动的，即所谓的投资拉动型增长模式。这种说法是错误的。

图 1: 固定资产投资率



1. 港大经管学院, email: xdzhu@hku.hk.

图 1 显示了 1978 年至 2007 年期间中国固定资本投资率。名义投资率（衡量固定资本形成总额占名义 GDP 的比率）确实从 1978 年的 30% 左右提升到了 2007 年的 38%。但是，1990 年之前，名义投资率增长的原因是投资成本的上升。实际投资率（即在控制投资成本变化后，衡量投资的实际价值占实际 GDP 的比率）却从 1978 年的 30% 下降到了 1990 年的 15%。因此，1990 年之前中国经济的增长不可能是由投资率的提升所推动的。

自 1990 年以来，实际投资率的确从 15% 增长到了 25%。但在 1990 年至 2007 年期间，这种增长对中国经济的增长有多大贡献呢？答案是：贡献不大。在此期间，中国 GDP 年均增长率为 9.5%。利用标准增长模型，假设整个 17 年期间实际投资率都保持在 15% 的情况下，我们对反事实的 GDP 增长率做了模拟。² 模拟显示，如果实际投资率没有增长，GDP 的年均增幅将略微下降至 8.5%。也就是说，投资率的提升对中国 GDP 增长的贡献率只有 1%。

那么，这一时期中国经济增长的主要驱动力是什么？在 Zhu (2012)³ 的文章中，我提出驱动力来自生产效率的改进。1990 年至 2007 年期间，中国全要素生产率 (TFP)（衡量经济总生产效率的指标）年均增长 4.5%，这甚至高于亚洲四小龙香港、新加坡、韩国和台湾在 1965-1990 年奇迹增长期间的 TFP 增长率。TFP 的快速增长不仅直接促进了 GDP 的增长，而且通过允许资本在相同投资率下更快地积累，间接促进了 GDP 增长。同样，利用标准增长模型进行的模拟显示，如果在此期间 TFP 没有增长，即使实际投资率从 15% 上升到 25%，中国的年均 GDP 增长率也会降至 3.5%，即下降 6 个百分点。

模拟结果清楚地表明，1990-2007 年期间，中国经济增长的主要驱动力是 TFP 增长，而不是投资率的提高。

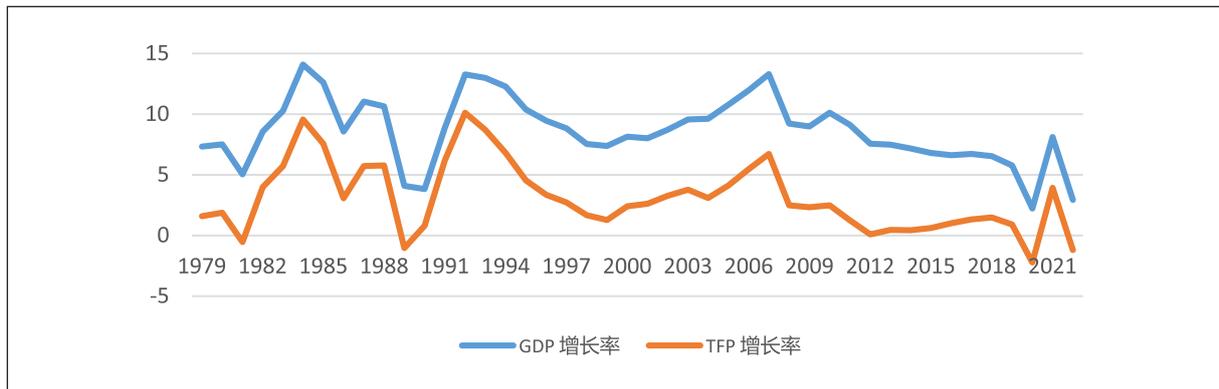
2007 年以后中国经济增长放缓的原因

TFP 增长不仅在 1990-2007 年期间对中国 GDP 增长至关重要，在过去的四十五年间也一直相当重要。图 2 显示了 1978 年至 2022 年期间中国 GDP 增长率与 TFP 增长率。我们可以看大，GDP 增长提速时期总是与 TFP 增长上升有关，而 GDP 增长放缓时期也是 TFP 增长下滑时期。在中国经济快速增长的 1978-2007 年期间，TFP 年均增长 4% 以上。而在过去十五年经济增长放缓期间，TFP 年均增幅仅为 1%。简单地说，中国 GDP 增长放缓的主要原因是 TFP 增长缓慢。虽然中美贸易争端、新冠肺炎疫情以及俄乌战争都可能对中国过去五年的 GDP 增长产生了负面影响，但 GDP 增长放缓早在 2008 年就开始了，而当时中国 TFP 增长也正开始放缓。

2. 利用标准索洛增长模型进行模拟。有关数据和模拟方法的详情，请访问作者的个人网站：www.xiaodongzhu.net。

3. Zhu, Xiaodong. "Understanding China's Growth: Past, Present, and Future." *Journal of Economic Perspectives*, Vol.26, No.4, Fall, 2012, pp.103-24.

图 2. 中国 TFP 增长和 TFP 增长: 1978-2022



对 2023-2035 年中国 GDP 增长的预测

考虑到 TFP 增长的重要性，我们现在再次利用标准增长模型的模拟来研究在未来 TFP 增幅不一的情景下，中国经济的增长前景。在模拟过程中，我们需要对中国未来的就业和人力资本增长做一些假设。假设由于人口老龄化，总就业人数每年下降 0.5%；假设劳动力的平均人力资本每年增加 1.3%，这也是中国过去十年的年均人力资本增长率。我们考虑五种不同的情况：

- (1) TFP 不增长、固定资本投资率年均增长 0.5%
- (2) TFP 年均增长 1%、固定资本投资率年均增长 0.5%
- (3) TFP 年均增长 2%
- (4) TFP 年均增长 2%、固定资本投资率年均降低 0.5%
- (5) TFP 年均增长 3%

图 3. 不同情况下中国 GDP 增长率的预测

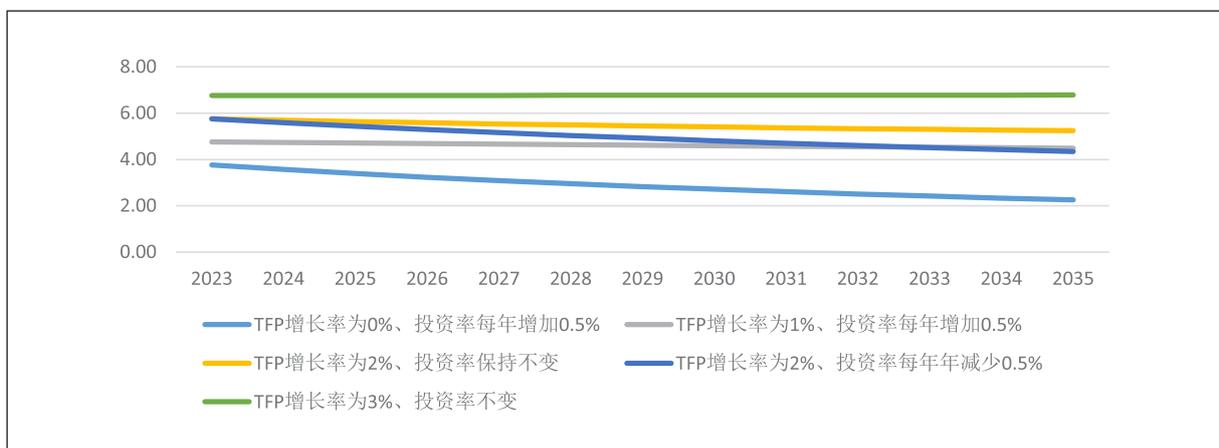


图 3 和表 1 显示了所有五种情况下 2023-2035 年期间中国 GDP 增长率的预测情况。TFP 零增长是最差的一种情况，在这种情况下，总生产效率并未得到任何改善。如果 TFP 没有增长，2023 年 GDP 增长率将仅为 3.76%，远低于政府制定的 5% 的目标。假设政府每年将固定资本投资率提高 0.5% 以刺激经济增长，在这种情况下，名义投资率在 2035 年将超过 51%。尽管投资率不断上升，但由于资本投资回报率不断下滑，2023 年 3.7% 的 GDP 增长率将无法持续，到 2035 年，GDP 增长率预测将降至 2.25%，而 2023 年至 2035 年的年均 GDP 增长率预计仅为 2.9%。

接下来，考虑 TFP 增长 1% 的情况。这是中国 TFP 在过去 15 年间的年均增幅。同样，假设政府每年将固定资本投资率提高 0.5%。在这种情况下，2023 年 GDP 增长率预计为 4.76%，仍略低于政府制定的 5% 的目标。在这种情况下，2023-2035 年期间的年均 GDP 增长率预计为 4.62%。

第三种情况，假设 TFP 年均增长 2%，而投资率不增加。在这种情况下，2023 年的 GDP 增长率预计为 5.76%，超过了政府制定的 5% 的目标。未来 12 年，GDP 增长率可能略有下降，但到 2035 年 GDP 增长率仍将超过 5%。在这种情况下，2023 年至 2035 年的年均 GDP 增长率预计为 5.47%。

在上面三种情况中，我们都假设固定资本投资率上升或保持不变。还有一种可能的情况是，由于储蓄率下降，导致投资率下降，而储蓄率下降的原因与人口老龄化有关，就像日本自 1970 年以后发生的情况。假设 TFP 年均增长 2%，而固定资本投资率每年降低 0.5%。在这种情况下，GDP 增长率下滑的稍快一些，到 2035 年下降至 4.34%。尽管如此，由于 TFP 增长率保持在 2%，2023 年至 2035 年的年均 GDP 增长率预计为 4.97%，非常接近政府制定的 2023 年增长 5% 的目标。

最后，我们考虑最乐观的情况，即 TFP 以每年 3% 的速度增长，而投资率保持不变。这种情况下，2023 年至 2035 年期间，GDP 增长率将大致保持稳定，预计年均增长率为 6.77%。

表 1. 2023-2035 年中国 GDP 增长率预测

TFP 年增长率	0%	1%	2%	2%	3%
投资率年度变化	0.50%	0.50%	0%	-0.50%	0
年度					
2023	3.76	4.76	5.76	5.76	6.76
2024	3.57	4.74	5.70	5.59	6.76
2025	3.39	4.71	5.64	5.44	6.76
2026	3.24	4.69	5.59	5.29	6.77
2027	3.09	4.67	5.54	5.16	6.77
2028	2.95	4.64	5.49	5.04	6.77
2029	2.83	4.62	5.45	4.92	6.77
2030	2.72	4.60	5.41	4.81	6.77
2031	2.61	4.57	5.37	4.71	6.78
2032	2.51	4.55	5.33	4.61	6.78
2033	2.42	4.53	5.30	4.51	6.78
2034	2.33	4.51	5.27	4.42	6.78
2035	2.25	4.48	5.24	4.34	6.78
平均	2.90	4.62	5.47	4.97	6.77

总之，中国未来 GDP 增长在很大程度上取决于其 TFP 的增长。如果 TFP 没有增长，那么即使政府将固定资产投资率每年提高 0.5%，中国在 2023-2035 年期间的 GDP 年均增长率也将低于 3%。但是，如果 TFP 年均增长 2%，即使投资率下降，2023 年至 2035 年期间中国 GDP 年均增长率仍将接近 5%。如果 TFP 年增长率达到 3%，且投资率保持不变，那么，2023 年至 2035 年期间，中国 GDP 增长就不会放缓，保持每年 6.77% 左右的增长。

中国生产率的挑战

那么，关于中国未来经济增长的关键问题是：如何将 TFP 从 1% 提高到 2% 甚至 3%。2007 年之前，中国 TFP 年均增幅超过 4%，原因是改革和权力下放，引发了很多自下而上的政策和制度变化。2007 年开始，中国政府更多地强调政策的顶层设计以及“集中力量办大事”的举国体制，这种做法可能实现了一些短期目标，如 2010 年全球金融危机后的增长复苏和基础设施建设的快速扩张，但付出的是经济效率下滑的巨大代价。没有了自下而上的政策改革，中国的 TFP 增长表现不佳，年均增长率仅为 1%，远低于 2007 年之前的 4%。在最近的一次新闻发布会上，国务院总理李强告诉记者，中国应该重振上世纪八九十年代江浙两省的民营企业企业家创业精神，我希望这标志着由自上而下的顶层设计和实施方法回归到自下而上的自发性政策变革的潜在变化。自下而上的政策变革在上世纪八九十年代非常有效，成功地推动了令人瞩目的 TFP 增长，对未来中国的经济增长也是一个至关重要的决定因素。



中国青年就业：现实、成因及政策建议

中国青年就业：现实、成因及政策建议

贡洁博士

香港大学管理及商业策略副教授

李晋教授

香港大学管理及商业策略学术领域主任

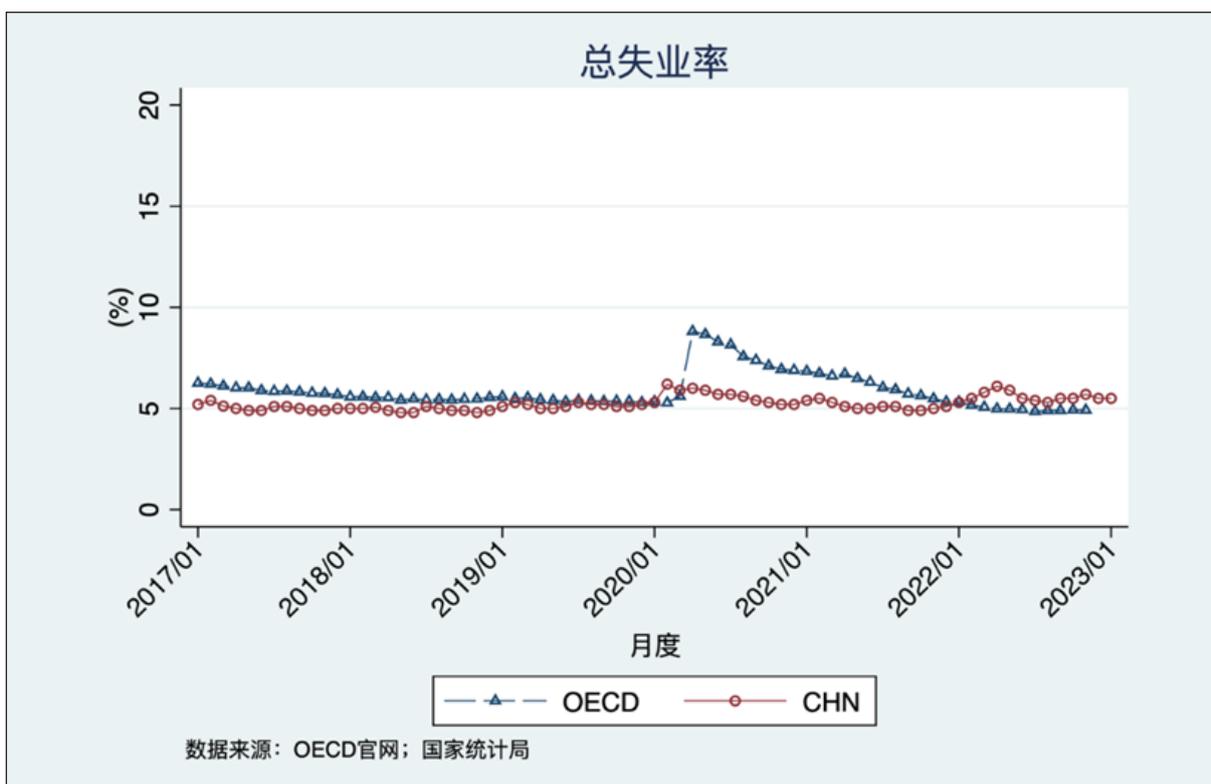
经济学、管理及商业策略教授

内容摘要

新冠疫情期间，中国青年（16-24岁）失业率急剧上升。即使经济恢复正常，失业率上升也可能对青年劳动者产生显著的长期影响。然而，从长远来看，青年劳动者的职业生涯预计将进一步受到供需因素的负面影响。我们从人力资本形成和职业匹配角度讨论能够改善青年劳动者职业生涯的政策。我们不建议向青年劳动者提供教育/培训补贴。但我们建议制定政策，对雇佣并培训青年劳动者的企业发放补贴。本文讨论了应对哪类企业发放补贴，并提醒注意由此产生的道德风险问题。我们倾向于采用包括工资贷款和长期就业激励措施在内的补贴政策。

1: 现实与后果

新冠疫情期间及之后，人们普遍关注疲软的劳动力市场，尤其是在这期间进入劳动力市场的青年劳动者的经济前景。回顾过去5年的汇总数据，中国总体失业率保持在5%左右，与经合组织国家（OECD）相当，也曾因疫情封控措施导致失业率临时升高。但是，青年劳动者的处境似乎更为艰难：16-24岁劳动者的失业率比总体失业率至少高出5个百分点。截至2022年底，超过15%的中国青年劳动者（16-24岁）找不到工作，与经合组织国家（OECD）的差距似乎不会很快就能缩小。





有些人认为，这种损害情况是新冠疫情特有的，不会一直持续下去。但即使疫情冲击是暂时的，疫情冲击对劳动者，特别是那些初次踏入劳动力市场的劳动者的影响也可能是持久的。有诸多方面的原因，例如，见 Li 和 Yu (2017) 的讨论。但从根本上说，劳动力市场不是商品市场。雇主提供的不仅仅是工作岗位，还有劳动者的职业生涯。如果第一份工作相当不错但却错过了，这可能意味着错过了好的人力资本积累机会，错过了探索与个人性格和能力相匹配的工作岗位的机会。长期以来，经济学家一直在证明劳动者职业生涯初期失业率的重要性，甚至用“同辈效应”一词来描述其重要性。

例如，Baker、Gibbs 和 Holmstrom (1994) 利用一家企业的人事数据表明，初次就业时同期员工的平均工资会对几年后的工资产生影响。随后的公司内部研究（见 Gibbs 和 Hendricks (2004)）也证明了相同雇佣关系中的同辈效应。在整个经济层面，Beaudry 和 DiNardo (1991) 的开创性工作表明（下表 2），工资取决于过去的劳动力市场情况。两位作者的研究表明，初次就业时的失业率对劳动者工资的影响大于同期的失业率（第 4 行）。

TABLE 2
RESULTS FROM PSID AND CPS

	Contemporaneous Unemployment Rate	Unemployment at Start of Job	Minimum Rate since Start of Job	Data
1.	-.020 (.002)	...	...	PSID (levels)
2.	...	-.030 (.002)	...	PSID (levels)
3.	...	...	-.045 (.003)	PSID (levels)
4.	-.010 (.002)	-.025 (.002)	...	PSID (levels)
5.	-.001 (.002)	...	-.044 (.003)	PSID (levels)
6.	.000 (.002)	.013 (.004)	-.059 (.006)	PSID (levels)
7.	-.014 (.002)	...	...	PSID (fixed effect)
8.	...	-.021 (.003)	...	PSID (fixed effect)
9.	...	...	-.029 (.003)	PSID (fixed effect)
10.	-.007 (.0025)	-.006 (.007)	-.029 (.008)	PSID (fixed effect)
11.	...	-.017 (.002)	...	CPS (levels)
12.	...	...	-.031 (.003)	CPS (levels)
13.	...	.004 (.003)	-.036 (.005)	CPS (levels)

我们想要强调的是，不利的就业市场所带来的长期影响是经济学中证据最充分的事实之一。在经济不景气的情况下进入美国劳动力市场，通常伴随着收入、工作周数和工时数的下降。头 10 年的收入损失约为 6%，此后的收入损失仍然严重（Schwandt 和 von Wachter, 2019）。在大衰退期间进入劳动力市场的毕业生就业率较低，工资损失严重，其影响是持久性的（Rothstein 2020）。

青年劳动者找到的工作质量似乎也更差：经济衰退期间，毕业生在平均规模较小、工资较低的企业就业，这解释了 40-50% 的长期收入损失的原因（Oreopoulos 等 2012）。由于初次就业的质量较低，那些在经济衰退期间毕业的青年劳动者即使在经济复苏后也很难找到更好的工作（Kahn 2010）。与此相关的是，斯坦福大学的 Paul Oyer (2008) 的研究表明，经济衰退时期毕业的 MBA 研究生去华尔街的可能性要小很多，因此，估计整个职业生涯的收入损失为 150 万至 500 万美元。

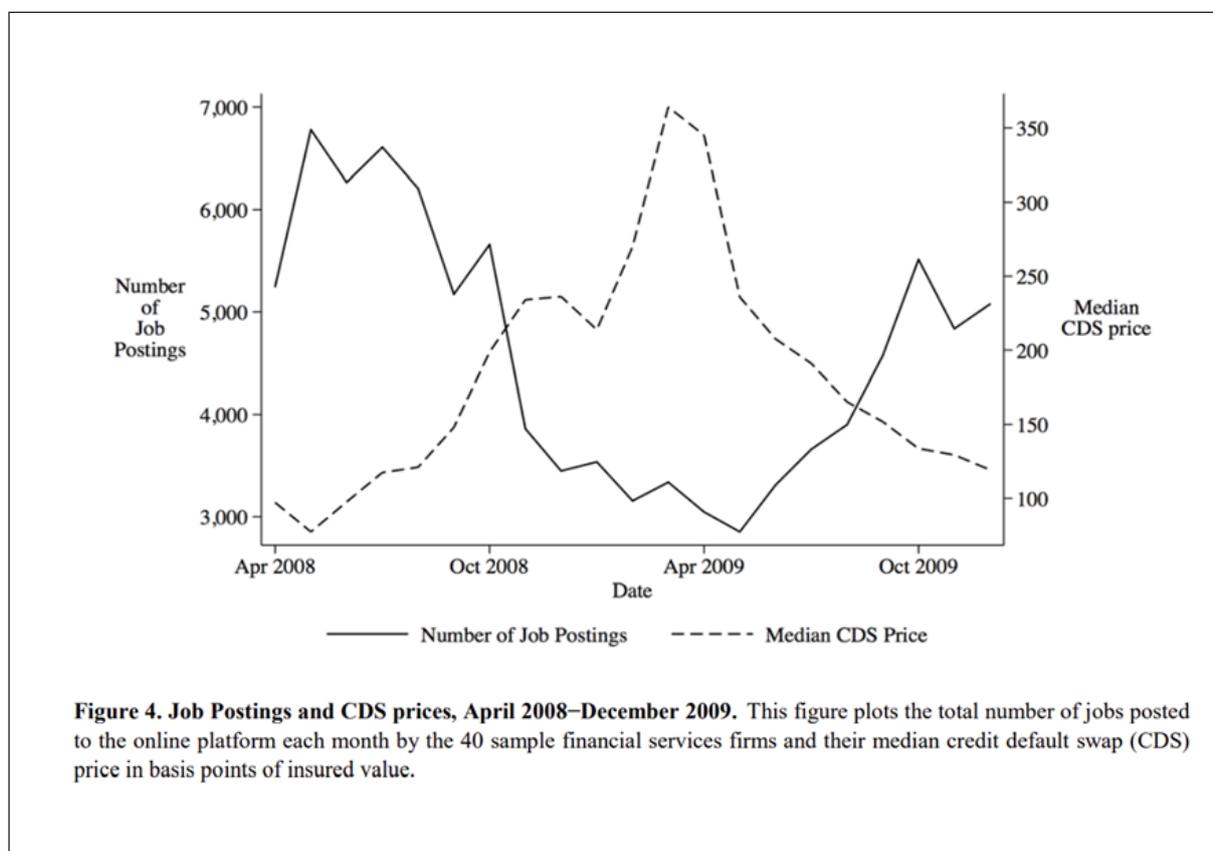
虽然目前无法证明新冠疫情的长期影响，但有证据表明，疫情影响也将是长期的。Aucejo 等 (2020) 估计了新冠疫情对目前大学生的因果影响，发现保留工资下降了 2%，2020 年春夏季毕业的学生预计在毕业前找到工作的可能性下降了 35 个百分点。受访者还认为，他们的长期结果会受到影响，预计 35 岁时的收入将下降近 2.5%。前景悲观可能会影响受访者目前的幸福感，以及随后基于认知的求职和劳动力市场行为。

此外，Gong 等 (2023) 的研究表明，新冠疫情期间毕业的新加坡大学生预计，受疫情影响，当前和未来的劳动力市场结果将显著恶化。毕业半年左右，这些毕业生认为疫情使他们的就业机会减少了 17%，月工资减少了 12.5%。他们还预计，疫情损害影响将长期存在，并且预计 35 岁时的工资将比未受新冠疫情影响的情况低 10%。

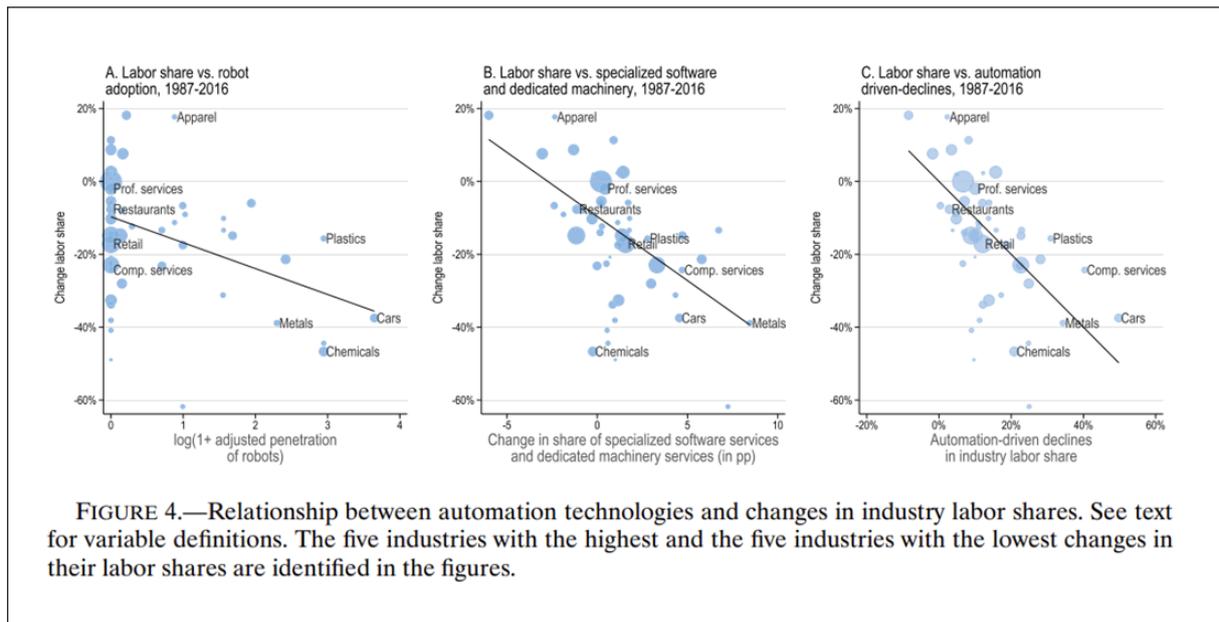
2：原因

上一节说明了新冠疫情期间，中国青年失业率上升，并讨论了其潜在的长期后果。在说明解决这一问题的政策建议之前，我们先对导致失业率上升的结构性因素进行分析。我们将讨论分为与劳动力供需相关的几大因素，对长期因素和短期因素进行说明。

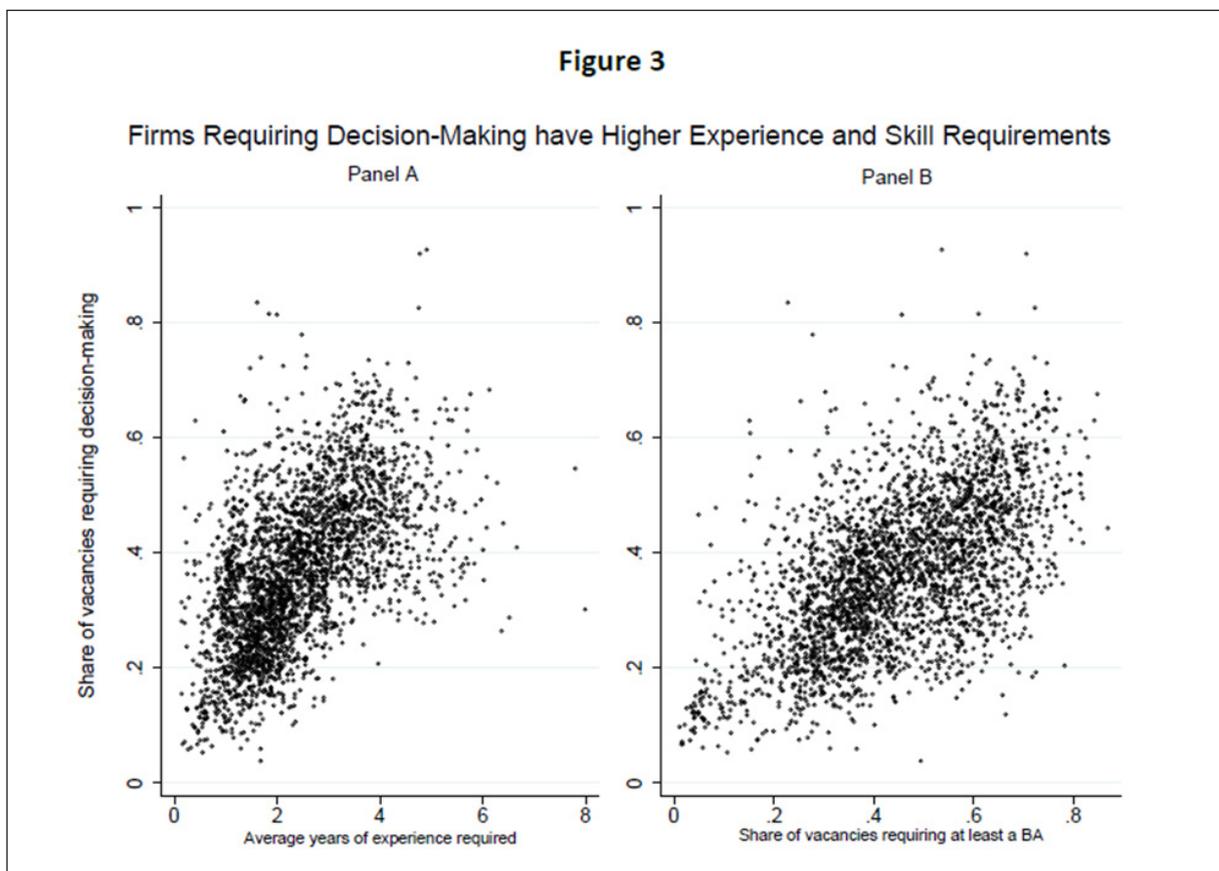
首先，影响短期需求的一个关键因素是企业面临资金紧张问题。企业的财务状况直接影响其招聘和留用人才的能力。企业如果陷入困境往往导致其支付较低的工资，并缩减员工规模。平均就业率因债券契约违约而下降 10% (Falato 和 Liang 2012)，因债券违约而下降 27% (Agrawal 和 Matsa 2013)，因破产申请而下降 50% 及以上 (Hotchkiss 1995)。Brown 和 Matsa (2016) 的研究证明 (下图 4) 企业发布的招聘岗位数量与其信用违约互换 (CDS) 中间价之间的关联。当 CDS 价格较高时，表明企业拖欠信贷义务的风险更高，企业发布的工作岗位就会减少，每次招聘吸引的求职者也会大大减少。



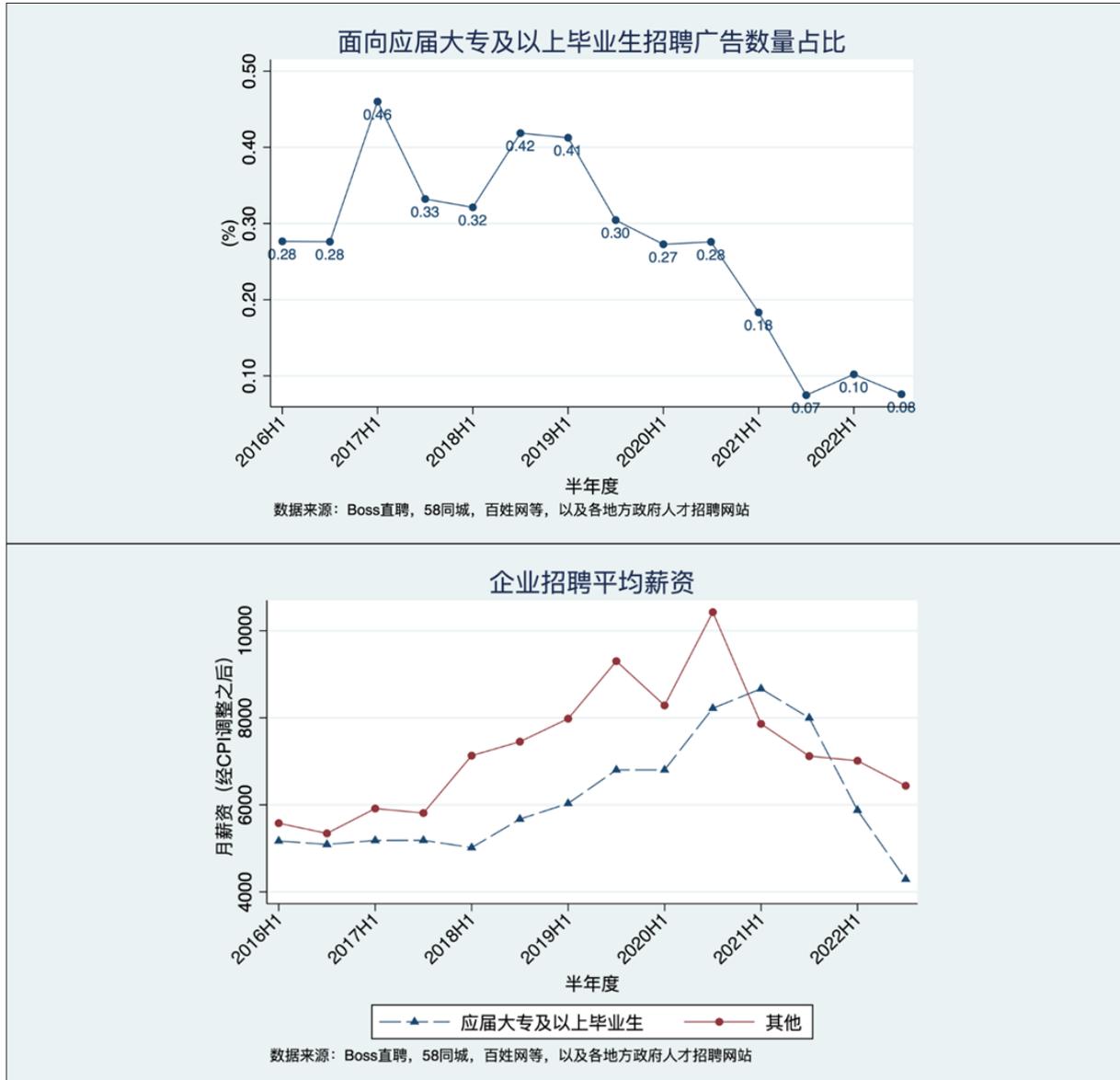
其次，虽然企业的资金紧张问题是劳动力需求的一个关键因素，但他们的招聘决策具有前瞻性，因此会受到决定劳动者长期生产力的因素的影响。其中一个关键趋势是人工智能 (AI) 的兴起。企业越来越多地在日常工作中采用机器人和人工智能取代人力。Acemoglu 和 Restrepo (2022) 的研究表明 (下图 4) 自动化与行业劳动力份额变化之间的存在负相关关系。两位学者的研究显示了劳动力份额变化与机器人渗透率之间强烈负相关 (A 组)，与专业软件和专用机械服务的综合变化 (B 组) 也负相关。C 组呈现了实际劳动力份额变化与基于三个自动化指标预测的劳动力下降程度，这三个指标结合可解释劳动力份额变化的 45%。Acemoglu 和 Restrepo 进一步估计，工作替代率提高 25%，将造成 (相对) 工资下降约 40%。



第三，正是因为劳动者在日常工作中越来越多地被机器所取代，剩下的工作通常是非常规的，需要具备与客户互动、适应环境和在突发情况下决策的“软技能”。与常规工作相比，这类技能往往需要更长的时间来积累经验，这使得青年劳动者在劳动力市场上处于不太有利的地位。Deming (2022) 的研究显示（图 3-A 组），需要决策能力的岗位空缺比例与所需的平均经验年数之间存在很强的正相关关系。对“软技能”的需求也可以解释美国劳动者的年龄收入状况向外移动的趋势——收入峰值年龄从接近 40 岁移动到 55 岁左右。



与非常规工作所带来的对经验的需求一致，我们看到面向青年劳动者的职位空缺有所减少。从发布在中国各大招聘平台上的招聘广告中，我们可以观察到，应届大学毕业生可申请的职位份额已从2017年的30-40%下降到2022年的不到10%。这意味着，即使随着企业从疫情中复苏，提供更多的就业岗位，但面向青年劳动者的机会增加有限。



第四，另一个挑战预计来自延迟退休政策。青年劳动者希望蓬勃发展，但他们的职业生涯可能会由于老员工在企业的年限增加而停滞不前。如果老员工延迟退休，青年劳动者在其职业生涯中几乎没有提拔和进步的机会。有人可能会认为，青年劳动者的职业生涯如果因为更高的职位没有空缺而受阻时，企业可以选择另设更多的高级职位。企业如果无法设立这样的职位，那么劳动者可以选择跳槽到另一家有这样职位的企业。但是，由于增长放缓或经济衰退，企业很难新设职位，劳动者也不易跳槽到其他企业，那么负面的职业溢出效应就产生了影响。实际上，Bianchi等（2022）的研究显示，2011年意大利养老金改革推迟退休年龄，降低了青年劳动者的工资增长和职位晋升速度。平均退休年龄延迟增加一个标准差（0.07年），相对于退休年龄改革前的工资增长，青年劳动者的工资增长每年下降2.7%。

最后，劳动力供应也是推动失业率上升的一个关键因素，尤其是对大学毕业生来说。进入劳动力市场的大学应届毕业生数量从2011年的600万增加到2021年的830万，而且这一上升趋势仍在继续。



3: 政策建议

考虑到中国近期青年失业率的规模及其潜在的长期后果，我们需要政策来帮助青年劳动者就业。当然，政策建议取决于政策目标。在此，我们并不对某项具体的政策目标进行评价，而是利用标准经济学框架来研究政策目标。经济学框架区分价值提升政策与再分配政策。用经济学术语来说，即区分把结果转移到帕累托边界的政策与沿着帕累托边界改变结果的政策。在讨论中，我们不会把重点放在再分配政策上，即如何分配蛋糕。我们研究的是如何提升价值的政策，也就是把蛋糕做大的政策。

然而，使用这些价值提升的政策必须要小心谨慎。经济学上得到的一个重要教训是：市场体系虽然不完善，但不容易适应政策的改进。市场可能效率低下，但政策干预通常效率更低或存在误导性。例如，著名的哈佛劳工经济学家理查德·弗里曼（Richard Freeman）在1976年曾痛惜美国人教育过度（Freeman 1976）。但随后的研究表明，美国的教育回报率实际上有所增加，而不是减少（Murphy 和 Katz 1992）。

为了使价值提升政策行之有效，研究学者和政策制定者必须清楚市场失灵的根源。要识别市场失灵情况，不妨退一步问问：运转良好的劳动力市场是什么样的，目前的情况与运转良好的劳动力市场有何不同？在理想的劳动力市场中，青年劳动者具备人力资本，与需要这些技能的雇主相匹配，积累经验，并在职业生涯中稳扎稳打。青年劳动者通过教育、经验、在职培训等积累人力资本。潜在雇主会权衡雇佣和培训青年劳动者的利益和成本，同时考虑存在更有经验的劳动者和可能的资本（如机器）的可能。在理想的劳动力市场中，劳动者与雇主之间的匹配是契合的。也就是说，劳动者-雇主匹配会产生正向价值。

对理想化劳动力市场的讨论意味着，当劳动者无法恰当开发人力资本或无法找到合适类型的雇主时，就会出现效率低下的情况。接下来，我们将重点关注解决劳动者在开发人力资本方面效率低下的政策。解决人力资本投资的政策也能解决雇主和劳动者之间匹配效率低下的问题（经过适当的改进），因此我们省略了关于匹配的讨论，以避免论文过于冗长。

根据 Becker (1964)，我们将人力资本分解为一般人力资本和企业特定人力资本。广义上讲，一般人力资本是指无论劳动者去哪里，都能提高其生产力的能力和技能。企业特定人力资本是指在所雇佣的特定企业中提高劳动者生产力的人力资本。这一区别相当重要，原因在于劳动者（而非企业）有投资自身一般人力资本的动机，而企业（而不是劳动者）有动力对劳动者的企业特定人力资本进行投资。

劳动者没有有效地对自身一般人力资本进行投资有两个原因。首先，劳动者经济上比较紧张，相关案例见 Lang 和 Ruud (1986) 的研究。其次，人力资本投资存在外部性 (Kremer 1993)。为解决第一种效率低下的问题，政策建议之一是对劳动者的教育和培训进行补贴，或者理想情况下，针对低收入青年劳动者进行补贴的政策。然而，针对低收入劳动者进行补贴的政策，经济学逻辑显示，与其对劳动者的教育进行补贴，倒不如简单地补贴劳动者。**我们讨论的底线是，不建议采取对教育 / 培训进行补贴的政策。**

其次，针对人力资本投资的外部性问题，最相关的外部性来自雇主的行为。尤其是，许多类型的人力资本，即广义的在职培训，要求企业采取直接行动，如将劳动者分配到优质的项目中并提供指导，更极端一些，要首先为劳动者提供工作岗位。这一讨论表明，从一开始就鼓励企业雇佣劳动者，并鼓励企业促进劳动者培训，可以带来政策收益。

显而易见的政策建议是对企业雇佣和培训青年劳动者进行补贴。推动这一政策建议，自然会遇到的问题是，应该补贴什么类型的企业，有什么负面后果吗？如果有，该怎么解决？要解决第一个问题，必须要结合企业资金紧张程度和外部性（人力资本投资）的大小进行回答。具体来说，资金更为紧张的企业（受新冠疫情影响更严重）应优先获得补贴。在这里我们不讨论如何衡量企业（在雇佣劳动者时）面临的资金紧张程度，只略提示用托宾 Q 系数和劳动力份额相结合作为一个起点。对于人力资本外部性的大小，可能的衡量标准是观察劳动者在整个生命周期中的收入状况。如果劳动者的收入形态有更高的斜率，那么人力资本投资对他们来说尤为重要。这表明，补贴应优先考虑劳动者收入 / 工资增长较快的行业中的企业。**总之，我们建议为企业提供培训和雇佣劳动者的补贴。此外，补贴应对资金更紧张、员工人力资本投资回报率更高的企业倾斜。**

我们注意到，在新冠疫情导致经济衰退期间，不少国家扩大了原有的积极劳动力市场政策，并颁布了新的雇佣补贴和就业培训计划。例如，新加坡推出了一项大规模的积极劳动力市场政策——SGUnited 培训计划，旨在为疫情期间毕业的大学生提供工资补贴和职业培训计划。这项干预措施为应届毕业生提供了在各主办单位长达 9 个月的培训机会。培训津贴的 80% 由政府出资。

这项培训计划预计可以将新冠疫情对短期就业的影响降低 60%，对短期工资和长期工资的影响，可以分别减少 16% 和 25%。在毕业约 2 年后进行的一项跟踪调查中，参与者报告称，约 30% 的实习职位已经转为常规职位。有意思的是，尽管青年劳动者似乎根据自己能否从中受益而选择是否参加该培训计划，但参与者和未参与者都感受到了政

策的积极影响。这表明，培训的选择价值超过了潜在的拥挤效应，这也是培训项目的一个常见政策担忧。

	当前环境		假设环境		主观效果	
	新冠疫情 有培训项目	新冠疫情 无培训项目	无新冠疫情	培训项目的效果	新冠疫情的影响	
	(1)	(2)	(3)	(1) - (2)	(2) - (3)	
Panel A: 2020年11月调查 (N = 2534)						
2022年1月有全职工作的概率 [预期]	0.838	0.741	0.896	0.097*** [0.004]	-0.155*** [0.004]	
Log(2022年1月月薪) [预期]	8.246 (0.298)	8.221 (0.322)	8.344 (0.273)	0.026*** [0.003]	-0.123*** [0.003]	
Log(35岁月薪) [预期]	8.774 (0.436)	8.750 (0.453)	8.858 (0.430)	0.024*** [0.002]	-0.108*** [0.003]	
Panel B: 2022年8月跟踪调查 (N = 967)						
	(1)	(2)	(1) - (2)			
是否有全职工作	0.855	0.751	0.104*** [0.014]			
Log(月薪)	8.507 (0.275)	8.421 (0.293)	0.063*** [0.005]			
Log(35岁月薪) [预期]	9.017 (0.371)	8.986 (0.385)	0.032*** [0.004]			
35岁时的工作满意度 [预期]	6.771 (1.537)	6.926 (1.475)	0.154*** [0.031]			

我们还注意到，Kluve（2010）和 Card 等人（2010）利用美国和欧洲的研究进行的荟萃分析发现，课堂和在职等培训计划从短期上看似乎收效甚微，但中期效果显著。总体来说，受补贴的私营部门就业表现略好于培训项目，而受补贴的公共部门就业相对低效。

对于第二个问题，即如何应对补贴企业的负面后果，需要注意的一个问题是，一旦企业获得补贴（尤其是在招聘上），他们可能会雇佣一些寻常情况下不会雇佣的劳动者，只临时雇佣这些劳动者（例如实习），会忽视对其人力资本的投资，在劳动者实习结束就解除雇佣关系。换句话说，招聘补贴可能会给引发企业道德风险问题，可能会导致招聘和培训效率低下。道德风险问题不可能轻易消除。但为了减轻这个问题，其中一种可能的解决办法是**向企业提供招聘工资贷款，而不是直接采用工资补贴**。工资贷款减轻了企业资金紧张的情况。贷款需要偿还，这一要求使得企业不太可能降低雇佣标准。这样就减轻了招聘的道德风险问题。

最后，为减轻培训的道德风险问题，其中一种解决办法是，**如果劳动者能够从企业获得长期工作岗位，就向企业发放奖励**。例如，一旦劳动者与企业签订长期雇佣合同，企业就可以获得额外补贴（额度取决于劳动者在企业的工作年限）。当然，这种类型的激励措施可能会造成政策扭曲（如激励措施使企业比其他情况下更有留住劳动者的意愿），设计此类激励措施时应注意背景情况。

我们回到第 1 节讨论的 Beaudry 和 DiNardo（1991）的研究，并对政策讨论做一个总结。我们提到，首次就业时的失业率对劳动者的职业生涯有着长期的影响。但更为重要的因素是自首次就业以来的最低失业率（见表格第 6 行）。最低失业率是经济繁荣、稳步增长的指标。这表明，青年劳动者的职业生涯从根本上取决于整体经济状况的好坏。

参考文献

Acemoglu, Daron, and Pascual Restrepo. “Tasks, automation, and the rise in US wage inequality.” *Econometrica* 90, no. 5 (2022): 1973-2016.

Agrawal, Ashwini K., and David A. Matsa. “Labor unemployment risk and corporate financing decisions.” *Journal of Financial Economics* 108, no. 2 (2013): 449-470.

Aucejo, Esteban M., Jacob French, Maria Paola Ugalde Araya, and Basit Zafar. “The impact of COVID-19 on student experiences and expectations: Evidence from a survey.” *Journal of public economics* 191 (2020): 104271.

Baker, George, Michael Gibbs, and Bengt Holmstrom. “The wage policy of a firm.” *The Quarterly Journal of Economics* 109, no. 4 (1994): 921-955.

Beaudry, Paul, and John DiNardo. “The effect of implicit contracts on the movement of wages over the business cycle: Evidence from micro data.” *Journal of political Economy* 99, no. 4 (1991): 665-688.

Becker, Gary S. “Human capital: A theoretical and empirical analysis, with special reference to education.” University of Chicago press, 2009.

Bianchi, Nicola, Giulia Bovini, Jin Li, Matteo Paradisi, and Michael Powell. “Career Spillovers in Internal Labour Markets.” *The Review of Economic Studies*.

Brown, Jennifer, and David A. Matsa. “Boarding a sinking ship? An investigation of job applications to distressed firms.” *The Journal of Finance* 71, no. 2 (2016): 507-550.

Card, David, Jochen Kluge, and Andrea Weber. “Active labour market policy evaluations: A meta - analysis.” *The economic journal* 120, no. 548 (2010): F452-F477.

Deming, David J. “The growing importance of decision-making on the job.” No. w28733. National Bureau of Economic Research, 2021.

Falato, Antonio, and Nellie Liang. “Do creditor rights increase employment risk? Evidence from loan covenants.” *The Journal of Finance* 71, no. 6 (2016): 2545-2590.

Freeman, Richard, “The Overeducated American” , New York, Academic Press, 1976.

Gibbs, Michael, and Wallace Hendricks. “Do formal salary systems really matter?” *ILR Review* 58, no. 1 (2004): 71-93.

Gong, Jie, Jessica Pan, Zhi Xing Tan, and Basit Zafar. “Undoing the pandemic’s scars: traineeships and the labor market experiences and expectations of college graduates.” Working paper.

Hotchkiss, Edith Shwalb. “Postbankruptcy performance and management turnover.” *The Journal of Finance* 50, no. 1 (1995): 3-21.

Kahn, Lisa B. “The long-term labor market consequences of graduating from college in a bad economy.” *Labour economics* 17, no. 2 (2010): 303-316.

Katz, Lawrence F., and Kevin M. Murphy. “Changes in relative wages, 1963–1987: supply and demand factors.” *The quarterly journal of economics* 107, no. 1 (1992): 35-78.

Kluge, Jochen. “The effectiveness of European active labor market programs.” *Labour economics* 17, no. 6 (2010): 904-918.

Kremer, Michael. “The O-ring theory of economic development.” *The quarterly journal of economics* 108, no. 3 (1993): 551-575.

Lang, Kevin, and Paul A. Ruud. “Returns to schooling, implicit discount rates and black-white wage differentials.” *The Review of Economics and Statistics* (1986): 41-47.

Li, Jin, and Jun Yu. “A theory of turnover and wage dynamics.” *Economic Inquiry* 55, no. 1 (2017): 223-236.

Oreopoulos, Philip, Till Von Wachter, and Andrew Heisz. “The short-and long-term career effects of graduating in a recession.” *American Economic Journal: Applied Economics* 4, no. 1 (2012): 1-29.

Oyer, Paul. “The making of an investment banker: Stock market shocks, career choice, and lifetime income.” *The Journal of Finance* 63, no. 6 (2008): 2601-2628.

Rothstein, Jesse, “The Lost Generation? Labor Market Outcomes for Post Great Recession Entrants,” Technical Report, National Bureau of Economic Research, <https://www.nber.org/papers/w27516> 2020.

Schwandt, Hannes, and Till Von Wachter. “Unlucky cohorts: Estimating the long-term effects of entering the labor market in a recession in large cross-sectional data sets.” *Journal of Labor Economics* 37, no. S1 (2019): S161-S198.



环境、气候变化与双碳政策

环境、气候变化与双碳政策

何国俊博士

香港大学经济学、管理及商业策略副教授

中国经济研究所副总监

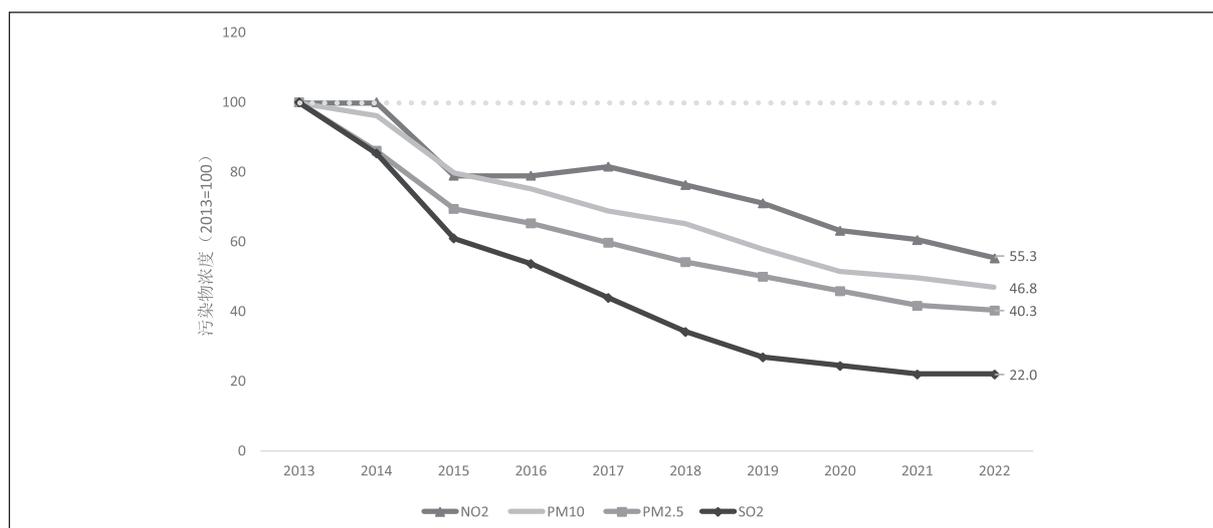
一、大气环境与水环境治理

1. “向污染宣战”以来，空气污染治理、水污染治理成就

从1998年到2016年，中国一直是世界上污染最严重的几个国家之一。在2010年，中国更是成为世界上最大的能源和煤炭消耗国、最大的二氧化碳和二氧化硫排放国。污染不仅会对公众健康带来极大危害，同时也会对人力资本积累和长期经济增长造成负面影响。为了解决污染问题，李克强总理在2014年国务院的政府工作报告中提出“要像对贫困宣战一样，坚决向污染宣战”。从那以后，中国政府采取了一系列措施来控制环境污染，包括将PM2.5指标纳入减排考核体系、建立全国自动监测系统来收集污染数据并加以实时公开、将环境质量列为官员考核晋升的重要指标、以及建立全国碳排放权交易市场等，极大的改善了环境质量。

具体而言，大气环境方面，2013年以来，中国地级及以上城市PM2.5浓度减少了约60%，PM10浓度减少了53%，SO2和NO2浓度分别下降了78%和45%。尤其是在2013年之后的7年，污染物浓度下降幅度明显，这四种污染物浓度分别下降54%，49%，76%和37%（图1）。

图1 中国地级及以上城市主要污染物平均浓度变化趋势，2013-2022



注：全国338个地级及以上城市从2015年才开始全部开展空气质量新标准检测，2015年之前的数据只包含161个地级及以上城市。

数据来源：《中国环境状况公报》

京津冀、长三角、珠三角地区是大气污染防治的重点区域，于2013年开始开展区域联防联控。10年来，这3个重点区域的污染治理成效显著。京津冀地区作为空气污染

危机的重灾区，PM2.5 浓度自 2013 年以来下降了 58%，长三角和珠三角地区自 2013 年以来分别下降了 54% 和 60%（图 2）。

图 2 中国各重点地区 PM2.5 平均浓度变化趋势，2013-2022

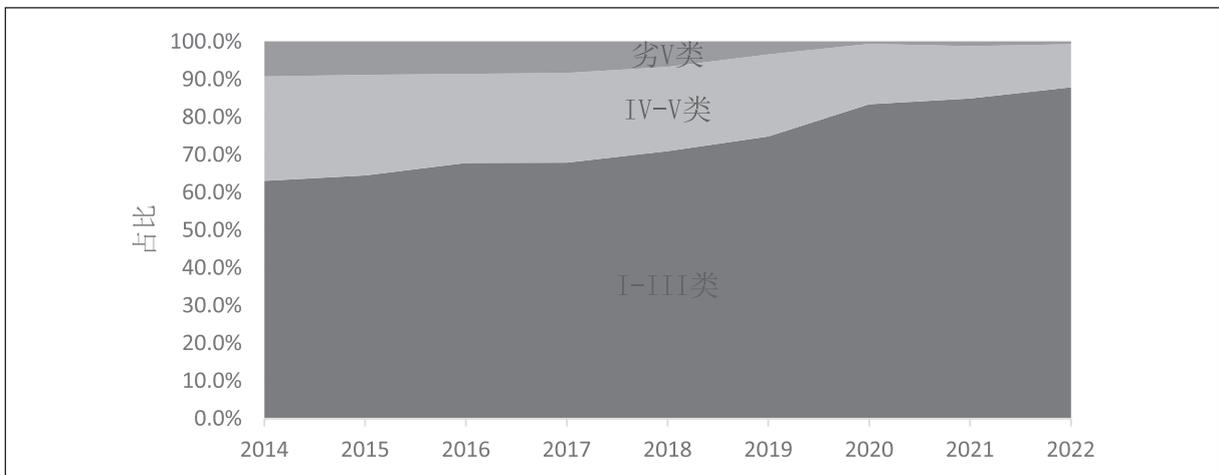


数据来源：《中国环境状况公报》

国际社会横向对比的情况下，中国的环境质量改善则显得更为突出。例如，据统计 (Greenstone, He, and Lee 2022)，从 2013 年到 2022 年，印度、巴基斯坦、孟加拉国等南亚发展中国家的 PM2.5 浓度都在升高，而中国则是唯一取得了空气质量显著提高的发展中大国，其颗粒物污染下降量占全球颗粒物污染下降总量的四分之三以上。中国的邻国印度，其整体污染水平则显著上升，并贡献了全球污染增加总量的 44%。进一步将中国所取得的成绩与美国历史上最重要的环境治理政策——《清洁空气法案》横向对比，会发现中国在更短的时间内取得了更大的成功。美国在 1970 年颁布《清洁空气法案》后，用了近 30 年时间，才达到同等比例的减排量，并且这期间美国还发生了数次经济萧条。

与此同时，中国在控制水污染、土壤、噪音污染等方面均取得了较大成就，为改善人民群众的健康和生活水平做出了重要的贡献。以水环境为例，2022 年，3641 个国家地表水考核断面中，水质优良 (I-III 类) 断面比例为 87.9%，而这一比例在 2014 年为 63.1%，上升了 24.8 个百分点；劣 V 类断面比例为 0.7%，相比 2014 年下降 8.5 个百分点 (图 3)。

图 3 全国地表水水质类别比例趋势，2014-2022



数据来源：《中国环境状况公报》

综上，中国“向污染宣战”以来环境污染治理的成就突出，污染物水平发生较大降幅。已有的一系列研究表明，环境质量与人群健康和人力资本积累有直接的因果关系。污染的降低不仅能够降低死亡率和各类疾病发病率，同时也能提高劳动生产率、有利于经济的长期可持续发展（如 Greenstone et al. (2021)）。根据空气质量寿命指数（AQLI）进行估算，相比于长期暴露在 2013 年的空气污染中，如果中国 2020 年的空气质量如果能够长期保持下去，将让全国人均预期寿命增加超过 2 年（Greenstone, He, and Lee 2022）。

2. 未来环境污染治理展望

中国过去十年在环境保护领域取得的成就有目共睹，其整体的空气质量已经基本符合中国国家标准。然而，随着企业边际减排成本的提高，进一步的改善环境质量将变得更为困难。与此同时，中国的污染控制主要依靠“命令控制型”的政策，其优点是能够在短时间内确保污染源迅速降低污染物排放。然而，这种管控方式随着减排的进一步增加所带来的成本和激励扭曲正在迅速变大。可以预见，未来监管机构在平衡各方利益的时候将变得更加困难。此外，在过去两年，新冠疫情和国际贸易摩擦进一步给中国企业的生产经营活动带来负面影响。

在多重负面冲击叠加的情况下，我们预测未来几年内中国对污染物控制的政策不会继续加码。2023 年环境监管强度将会在边际上放松，政府短期也不会再出台更严格的大气和水污染治理政策。保增长、促就业、稳物价、提高重点科技领域技术攻关和促进国家安全等方面将会是未来几年的政府主要工作目标。

表 1 “十四五”时期社会经济发展有关环境的指标

类别	指标	2020 年	2025 年	年均 / 累计	属性
绿色生态	单位 GDP 能源消耗降低 (%)	—	—	[13.5]	约束性
	单位 GDP 二氧化碳排放降低 (%)	—	—	[18]	约束性
	地级及以上城市空气质量优良天数比率 (%)	87	87.5	—	约束性
	地表水达到或好于 III 类水体比例 (%)	83.4	85	—	约束性
	森林覆盖率 (%)	23.2*	24.1	—	约束性

注：[] 内为 5 年累计数；* 表示 2019 年数据。

事实上，从图 1 至图 3 能看到，自 2020 年开始，中国空气质量与水质量的总体改善幅度趋于平缓。表 1 进一步列出了“十四五”时期社会经济发展所规划处的环境指标。可以看出，空气质量、地表水质量等政策指标的变化不大，而环境保护的重点将从污染治理转向绿色低碳发展。由于大气污染物和二氧化碳的排放均来自于化石能源的燃烧，未来大气污染防治将与温室气体控排融合：在减碳的时候自然提高空气质量。污染治理手段也将从末端治理（空气污染物）转向以产业结构升级和能源结构调整为主的源头治理（减碳）。

二、气候变化与碳中和

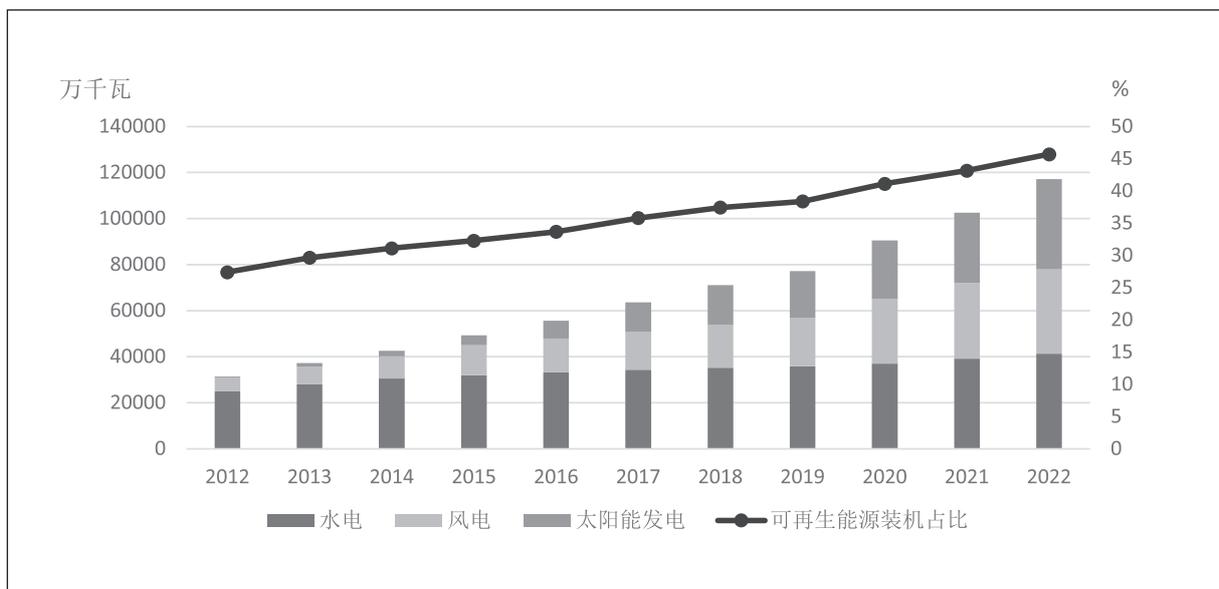
1. 双碳政策出台与投资

为了应对全球气候变化，实现发展方式绿色低碳转型，中国在 2020 年 9 月向世界作出“二氧化碳力争于 2030 年前达到峰值，力争 2060 年前实现碳中和”的承诺。到 2030 年，中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比 2005 年下降 65% 以上，非化石能源占一次能源比重将达到 25% 左右。

为如期达成此目标，中国政府提出了 20 余项落实新目标的重要政策和举措。本文列举其中比较重要的经济措施。第一，大力发展绿色金融，向清洁能源、节能环保、碳减排技术等减排重点领域内的企业提供减排贷款。据中国人民银行统计¹，截止 2022 年末，金融机构绿色贷款余额 20.03 万亿元，同比增长 38.5%，比上年末高 5.5 个百分点。从用途看，基础设施绿色升级产业、包括风电和光伏发电在内的清洁能源产业、以及节能环保产业贷款余额分别为 9.82、5.68 和 3.08 万亿元，同比分别增长 32.8%、34.9% 和 59.1%。

第二，财税政策支持。中央财政不断加大投入力度，对可再生能源发电给予固定电价下的补贴政策。截至 2022 年底，可再生能源装机由 2012 年的 3.1 亿千瓦升至 11.7 亿千瓦，占总发电装机容量比重也由 2012 年的 27% 升至 46%，其中水电、风电、光伏发电装机分别达到 4.1 亿千瓦，3.7 亿千瓦和 3.9 亿千瓦，均位居世界第一（图 4）。同时建立完善的新能源汽车财政支持体系，不仅给予车辆购置补贴，还减免新能源汽车的购置税和车船税。中国汽车工业协会数据显示，2013 年时新能源汽车销量不足 2 万辆，而在 2022 年，国内新能源汽车产销分别达到 705.8 万辆和 688.7 万辆，相比 2021 年分别增长 96.9% 和 93.4%，新能源汽车市场占有率达 25.6%，连续 8 年位居全球第一（图 5）。

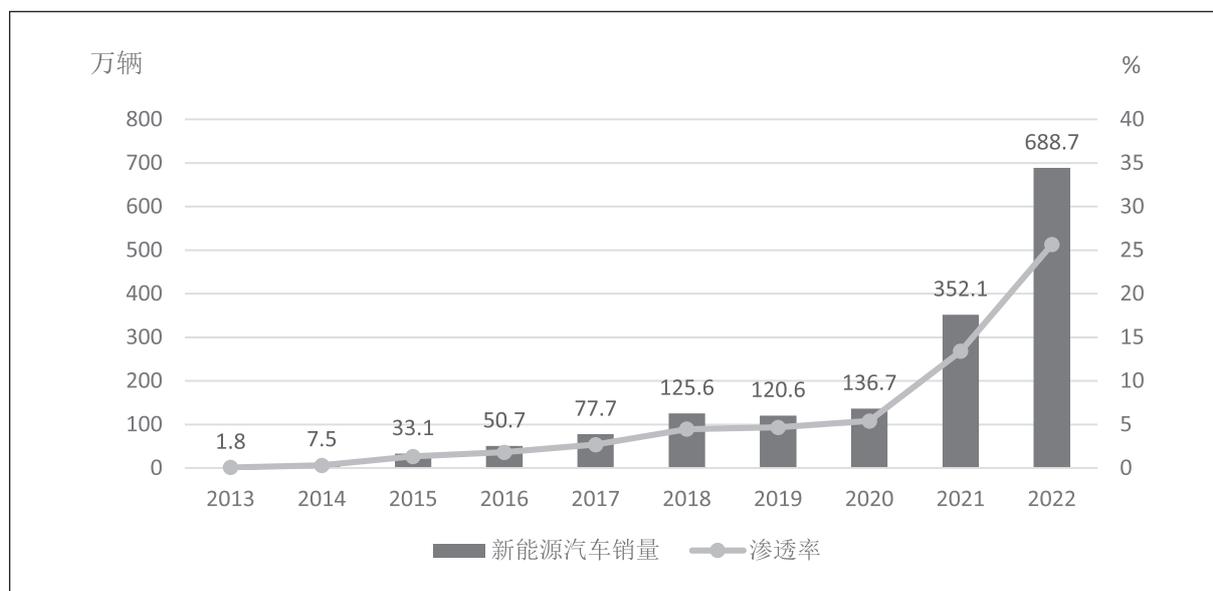
图 4 中国主要可再生能源发电装机容量及占比，2012-2022



数据来源：中电联电力统计与数据中心、国家能源局，<https://cec.org.cn/template2/index.html?177>。

1. <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4784452/index.html>

图 5 中国新能源汽车年度销量及渗透率，2013-2022



数据来源：中国汽车工业协会，http://www.caam.org.cn/chn/5/cate_39/con_5236639.html。

第三，政府绿色采购。前文的金融财税政策主要是从生产端着力，而绿色发展的难点在于消费端。现阶段中国绿色消费主要以政府绿色采购为主。政府采购作为国家宏观调控的一种方式，是实现双碳目标的重要手段之一。通过绿色采购，能够增加低碳节能产品的使用、提高企业低碳创新能力、优化中国的产业结构从而助力“双碳”目标实现。截至 2022 年 12 月 31 日，实施“政府采购支持绿色建材促进建筑品质提升”政策的地区包括北京市朝阳区、南京市等 48 个市（市辖区），纳入政策实施范围的项目包括医院、学校等政府采购工程项目。

2. 全国碳市场

要实现以较小的社会成本达成既定的减碳目标，碳排放交易作为一种运用市场手段限制温室气体排放的政策工具，受到越来越多的国家和地区的青睐。截至 2022 年 12 月 31 日，全球共有 34 个碳排放交易体系投入使用，这些碳排放交易体系的司法管辖区的温室气体排放量、GDP、人口分别占全球总量的 17%、55%、和 1/3 (World Bank 2022a)。

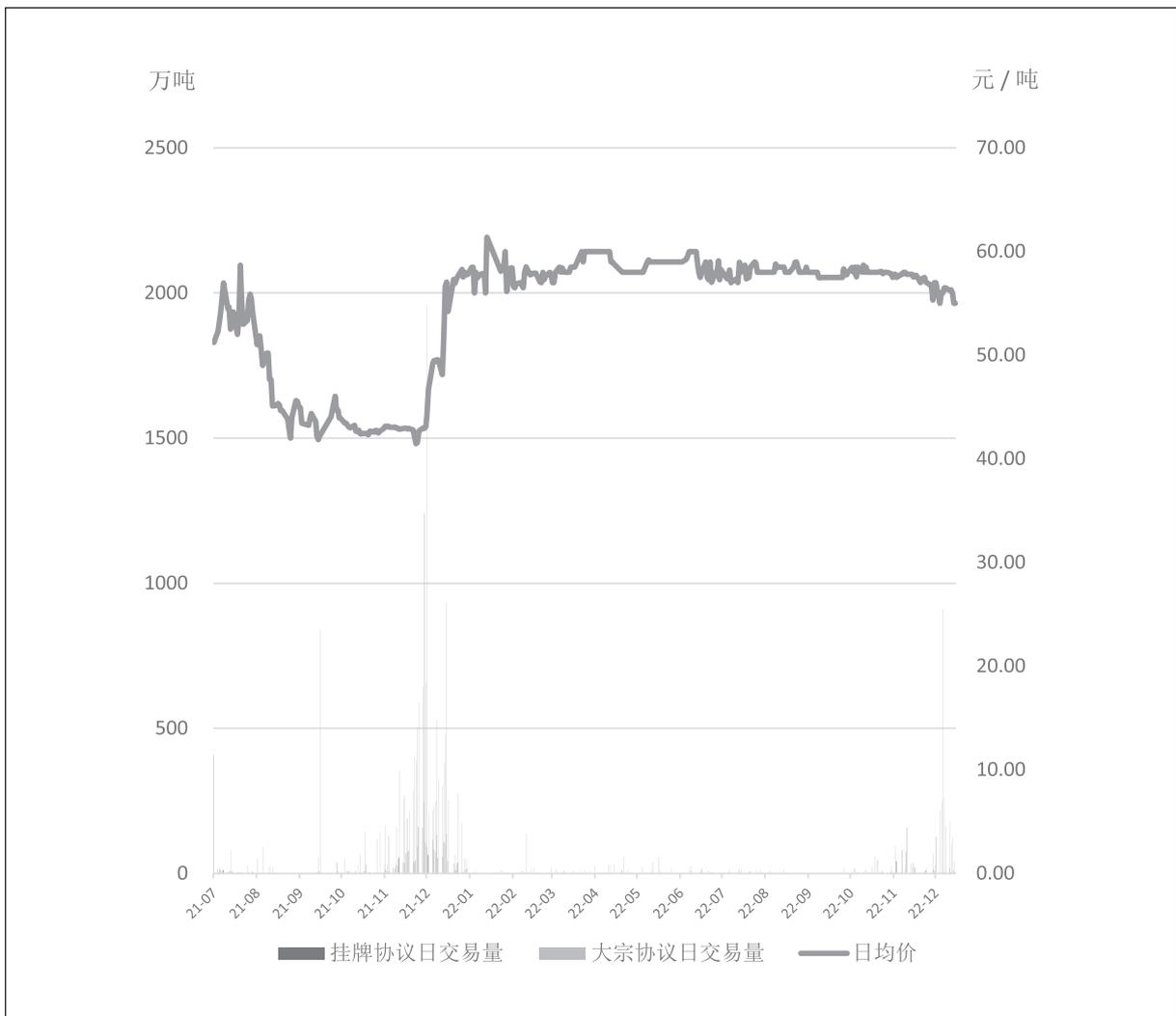
中国的全国碳市场于 2017 年底完成总体设计并正式启动，并于 2021 年 7 月 16 日开始上线交易。截至 2022 年 12 月 31 日，碳配额累积交易量达 2.30 亿吨，累计交易额达 104.75 亿元。目前全国碳市场已纳入发电行业，覆盖全国碳排放量的 45%，是全球规模最大的碳市场。

中国的全国碳市场不同于传统意义上的限额与交易制度 (cap-and-trade)，而是一种可交易绩效标准 (Tradable Performance Standard)：企业可以交易碳配额以使其碳排放强度（排放与产出之比）不超过规定的标准。可交易绩效标准的目标在于减少碳市场所覆盖设施单位产出的平均碳排放量（基于强度的体系），而不是直接限制碳排放总量（基于总量的体系）。

2022年，全国碳市场年成交量5088.95万吨，其中大宗协议交易比例为87.78%，挂牌协议交易的比例为12.22%。年交易额28.14亿元，其中挂牌协议交易成交额3.58亿元，大宗协议交易成交额24.56亿元。挂牌协议交易成交均价为57.54元/吨，较2021年的47.16元/吨提升22.00%。

中国的全国碳市场运行存在如下特点：首先，纳入的排放单位存在明显的地区聚集现象。全国碳市场覆盖的重点排放单位主要集中在东北综合经济区、黄河中游综合经济区以及东部沿海综合经济区。其次，市场活跃度仍有较大提升空间。2022年全国碳市场换手率在2%-3%范围内波动，低于七个区域碳市场约5%的平均换手率，更远低于欧盟碳市场约500%的换手率，这表明全国碳市场仍处于发展初期，市场活跃度仍存在较大提升空间。再者，交易量呈现“潮汐现象”，即年初和年末交易活跃，而在年中表现低迷，1-2月、11-12月成交量分别占全年总成交量的19%、66%（图6）。全国碳市场在1月上旬交易量较多主要是由于第一个履约周期刚结束，交易量仍位于波峰，2月-10月日交易量绝大多数位于50万吨以下，而11月-12月交易量明显上升。最后，日成交均价相对平稳（图6）。总体上日成交均价围绕58元/吨上下波动，相较于2021年的47元/吨有所提升。

图6 全国碳市场成交量及成交价格情况，2021-2022



数据来源：上海环境能源交易所，www.cneex.com。

3. 2023 中国碳政策展望

中国的全国碳市场处于发展初期，仍存在较大的改进空间。未来全国碳市场将进一步加深市场化程度，完善制度建设与市场监管机制。具体而言，首先，预计全国碳市场在未来会持续扩容，水泥制造、炼钢和平板玻璃制造等行业可能会被率先纳入碳市场交易，届时全国碳市场覆盖范围将进一步扩大，并将涵盖全国超过 70% 的碳排放量。其次，预计全国碳市场会增加更多碳金融产品种类。全国碳市场下一步将参考区域碳市场和国际碳市场建设的经验，增加碳金融衍生产品种类，从而提升其交易活跃度。最后，2023 年将出台《碳排放交易管理暂行条例》和相关政策，进一步规范全国碳市场核算、核查与监管体系。2021 年 5 月 17 日，生态环境部发布关于公开征求《碳排放权交易管理暂行条例（草案修改稿）》意见的通知，预计《碳排放权交易管理暂行条例》将在 2023 年发布并实施。

新能源汽车方面，受 2023 年购置补贴退出影响，部分新能源汽车的销量可能承受一定压力（那些不具有市场竞争力的品牌和车型）。但是新能源汽车作为全球汽车产业转型升级的主要方向以及中国实现二氧化碳减排目标和产业高质量发展的重要抓手，预计仍将在 2023 年保持较快增长态势，并在更大范围内替代传统汽车。根据中国电动汽车百人会预计，2023 年新能源汽车产销涨幅和新车渗透率都将在 40% 左右，整体销量规模有望触达 1,000 万辆。

新能源发电方面，尽管中央财政不再给予新能源上网电价补贴，但是这也不会影响中国新能源发电的持续和高速发展。根据中电联《2023 年度全国电力供需形势分析预测报告》预测，中国 2023 年水电、风电和太阳能发电装机容量将分别达到 4.2 亿千瓦、4.3 亿千瓦和 4.9 亿千瓦，太阳能发电及风电装机规模均将在 2023 年首次超过水电装机规模。

三、国际视角

1. 欧盟碳关税协议

2022 年底，为了遏制碳泄露，即碳排放从严格限制排放的地区转移到气候相关法规较为宽松的地区，欧洲议会与欧盟理事会就欧盟碳边境调节机制 (CBAM) 达成临时协议。将对来自碳价格较低或没有碳价格的国家的进口产品征收碳关税，其征收范围包括所有出口欧盟的国家的钢铁、铝、电力、水泥等高碳排放行业。碳关税计划于 2023 年 10 月开始运作，并于 2026 年正式开始征收。此举首次将气候变化法规纳入全球贸易规则，虽说其目的是避免碳泄露，但是可能会为正常的进出口建立一种非贸易壁垒，使欧盟企业获得更好的贸易竞争地位。

中国作为欧盟第一大进口贸易伙伴国，短期来看，中国出口贸易成本将会因 CBAM 的实施而增加。2022 年，欧盟 ETS 碳价平均价格约为 586.7 元 / 吨，而国内碳排放配额的均价约为 55.3 元 / 吨，国内出口欧盟商品所排放的每吨二氧化碳将承担约 531.4 元的边境调节成本。考虑到 CBAM 计算的依据是隐含碳排放，根据刘斌和赵飞 (2021) 的测算，中国出口到欧盟贸易中的隐含碳排放约为 2.7 亿吨，按照每吨 531.4 元的调节成本，中国每年将承担 1434.8 亿元的碳边境调节成本。

2

为了应对 CBAM 的实施，中国的相关企业应该提前测算自身碳排放并及时评估 CBAM 可能带来的影响。其次，企业要提早制定减排规划，逐步增加清洁能源占比，并引入先进的绿色减排工艺，实现自身产业绿色升级。最后，企业应该加大研发投入，积极研制深度脱碳设备。这不仅有助于提高其对欧出口的国际竞争力，也符合国内碳减排的要求。

从长远来看，欧盟碳关税所覆盖的领域与中国推动绿色升级的重点行业存在较大重合度，这在一定程度上能够加快中国产业结构绿色转型，促进碳市场的完善与发展，并最终有利于实现双碳目标。

2. 能源危机

2022 年 2 月 24 日，俄乌冲突爆发，包括欧盟在内的西方国家对俄罗斯制裁不断加码，从而导致国际能源市场出现巨幅震荡，欧洲电价更是达到历史新高 (图 7)。电价的飙升给欧洲以铝业、陶瓷与玻璃制造业等为代表的高耗能工业造成了很大的压力。同时高能源价格也影响着欧洲整个工业供应链和中小型企业，给欧洲国家的供应安全、出口能力和创造就业都带来巨大的挑战。

之后，欧盟采取了一系列措施应对能源危机。这些举措集中在削减需求、限价、补贴和暴利税等方面，同时持续推进 REPowerEU 方案²和 Fit for 55 气候一揽子计划³的

2. 该计划提出，将欧盟“减碳 55%”政策组合中 2030 年可再生能源占比的总体目标从之前的 40% 提高到 45% (2021 年该数据为 22%)，以此来摆脱欧盟对于俄罗斯能源的依赖。

3. 该计划是欧盟为实现其在气候变化方面的零碳目标而推出，旨在减少欧盟的温室气体排放量，加强气候适应性和减少能源消耗。

商讨，加速能源结构转型和摆脱对俄气的依赖。除了欧盟层面，欧洲各国也相继出台不同的政策应对危机。在能源供给侧，各国寻找替代天然气进口源，暂时重启已经关停的煤电并延寿核电。在消费侧，多国实施了不同程度的减增值税，零售电价限价或者补贴电费，向脆弱收入人群发补贴，援助工商业等措施。

图 7 欧洲主要国家的批发电价趋势，2018-2022



注：图中数据为季度数据。

数据来源：EMBER, <https://ember-climate.org/>。

虽然“价格管制 + 财政补贴”的能源纾困措施在短期内起到一定效果，但是这些补贴也给欧洲各国的财政带来了负担。此外，俄乌冲突仍在持续，能源价格可能继续保持高位，欧洲仍将面临能源短缺的困境。由于能源价格高涨以及通货膨胀预期，世界银行(2023)预期欧元区 2023 年的经济增长率为零。

由于中国石油和天然气大量依赖进口，国际能源价格上涨导致外汇支出增加，输入性通胀的压力自然增加，国内通货膨胀承压有所加大。但受益于国内保供稳价政策的调控，2022 年中国通胀水平总体比较温和，核心 CPI 处于较低水平。此外，欧洲生产受限加大了对中国工业产品的需求，这尤其利好那些高耗能的化工、玻璃、金属制品等相关企业的出口。但是中期来讲，欧洲能源危机可能引发经济衰退，使得经济需求整体性放缓，这将对占比更高的消费品以及资本品带来下行压力，对中国未来出口的冲击或将更严重。

3. 国际碳市场

目前，全球范围内碳排放权交易体系主要分布在欧洲，东南亚和北美地区。下表对2022年全球主要的碳排放权交易体系进行了总结。

表2 全球主要碳排放交易体系总体发展情况

地区	成交均价 (美元/ 吨 CO ₂)	排放覆盖 率 (%)	价格波动 率 (%)	碳排放强度 (吨 CO ₂ / 万美元)	经济效益 (%)	纳入大类行 业个数 (个)
欧盟	87.3	39	6.00	1.60	0.21	3
英国	96.3	28	4.00	1.06	0.19	3
中国 (全国)	8.85	44	2.00	5.95	-	1
韩国	20.19	73	6.00	3.35	0.01	5
新西兰	50.07	49	3.00	3.17	0.37	7
美国 (RGGI)	-	16	-	-	-	1

注：成交均价等于每日交易价格的均值，碳排放覆盖率表示碳市场覆盖的碳排放量占该地区碳排放总量比率，价格波动率等于每期价格较上一期价格波动率取平均，碳排放强度等于2021年行政地区碳排放总量比上该行政地区2021年GDP，经济效益等于2021年行政地区通过拍卖碳配额获得的收入比上该行政地区2021年GDP，纳入大类行业个数表示电力、工业、建筑、交通、航空、废弃物、林业等7大行业中被纳入该行政地区碳市场的个数。

数据来源：万得数据。

其中欧盟碳市场成交均价和价格波动率在全球范围内居于较高水平，其他指标则处于中等水平。美国RGGI碳排放覆盖率和纳入行业个数在全球范围内均处于较低水平。相较于其他主要的碳排放交易体系，中国的全国碳市场的碳排放强度仍处于高位，其成交均价和价格波动率处于较低水平（分别为8.85美元/吨和2%）。

2022年，俄乌冲突以及随之加码的对俄制裁使得欧洲许多国家碳中和计划有所变化。例如，2022年7月6日，欧盟议会通过投票将天然气纳入《欧盟可持续金融分类目录》，此举意味着天然气在特定条件下可以被归类为可持续能源；法国在2022年10月1日宣布退出《能源宪章条约》，被指责违背了碳中和的宗旨。总的来讲，2022年内地缘政治风险加大了国际碳市场短期内的不确定性，预计这种不确定性仍将在下一年持续。

中长期来讲，国际碳市场的发展势头向好，许多亚洲国家正开始尝试建立本国的碳排放交易体系，而且预计各国将进一步扩大碳市场覆盖行业范围，进一步提升国内企业的碳减排意识；世界银行和国际货币基金组织等国际机构也可能会加大对贫困国家碳减

排的经济援助，并引导国际社会对因气候变化而受损害的脆弱地区给予经济补偿；全球碳市场合作也将进一步加深，不同地区的碳产品的全球流通将成为可能。另外能源危机可能在一定程度上加快欧洲国家进行能源结构调整以及绿色转型的步伐，从而有利于欧洲乃至全球碳市场的稳定发展。

随着中国碳市场的国际化发展，中国碳市场与全球碳市场的联系也越来越紧密。例如，港交所在 2022 年 10 月份推出了国家碳市场交易平台 Core Climate，致力于将资本与香港、中国内地以及全球各地的气候相关产品和机遇链接起来。借助香港作为全球金融中心的优势，拥有全球最大体量和发展潜力的中国碳市场正逐步开始与海外发达市场接轨。与此同时，中国政府也在积极探索碳市场的国际合作，从而提升其国际碳定价能力。中国也正进一步加快与国际碳交易机制间的政策协调，建立与国际碳市场发展相对应的国家标准。

四、政策建议

1. 完善碳价形成机制

中国有运用命令控制型手段解决环境问题的惯例，世界银行 (2022b) 对中国 1978 年到 2019 年间出台的两千多项环境政策进行了分类，结果表明，近四分之三是命令控制型政策。这类政策没有考虑不同排放源减排成本的巨大差异，从而无法实现成本有效性。而基于市场化的减排手段成本更低，效率更高，因此未来政策应该更多转向市场化的减排手段。

其次，全国碳市场目前的碳价非常低，仅仅只有欧盟碳市场价格的十分之一（表 2）。理论上讲，最优的碳价应该等于碳的社会成本，即每增加一吨二氧化碳排放对社会造成的损害，过低的碳价不利于碳市场实现其价格发现及激励约束的功能。由于良好的价格机制尚未形成，中国的碳市场总交易量在配额总量中的占比较低。企业参与碳交易更多是被动应对履约要求、而非主动寻求投资机会，导致碳配额的投资价值无法体现。对此，应该考虑允许更多的市场主体参与碳市场的交易，设计更多的碳金融衍生产品，从而提升碳市场的活跃度。

此外，中国的碳市场设计与大多数国家的碳市场不同。中国的碳市场是基于可交易绩效标准（能耗强度）的碳市场，而非总量限制型碳市场。这种基于强度的市场设计实际上是给予电力生产一定补贴、并限制减少产量作为一种减排手段发挥其作用。除此自外，对于本身碳排放强度较低的发电厂，可能受此激励而扩大产出。这些因素叠加在一起，使得中国基于强度的制度设计丧失了碳市场的成本有效性。因此我们建议尽快过渡到严格控制碳排放配额总量的分配机制，并且对预期年份的排放上限的收紧幅度给予明确和可预测的前瞻性指导，这样不仅可以提高碳减排的成本有效性，还可以让企业以及投资者提前计划并考虑到预期的碳价格上涨。

最后，改革余下的化石燃料补贴也是关键。逐步取消现有的低效率的化石燃料补贴是完善价格激励机制的第一步。对于未被碳市场覆盖的行业，在考虑纳入碳市场覆盖范围之前，可以考虑征收补充性碳税。基于中国已有的税收体系，碳税在行政上也更容易实现，这尤其适用于碳市场会带来较高交易成本的行业。

2. 双碳政策要更多聚焦生产端、尽量不要限制消费端

为了应对未来极端气候带来的超额死亡，政策制定者有两类核心的政策工具：（1）减缓气候变化政策，例如通过降低能源的生产和消费进而减少相关的温室气体排放；（2）适应气候变化政策，例如廉价取暖能源和夏季空调的普及等。如果我们把这两类政策组合在一起看，就会出现一个两难的局面。为了缓解气候变化，政策者通常认为减少能源和电力消费是必须的，很多国家都采取了那些能够降低能源和电力消费需求的政策（例如阶梯电价、节能补贴、拉闸限电等）。然而，由于能源和电力消费对人们适应极端气候极其关键，那么那些降低人们能源电力消费的政策，可能会带来意想不到的巨大的健康成本。例如近期的一项研究表明，日本在福岛核电站事故后的大规模节能政策导致了每年超过 7,700 人因极端气温而死亡 (He and Tanaka Forthcoming)。

为了避免类似的悲剧发生，政策制定者需要把能源电力生产与消耗区分开来我们认为，在指定环境保护和气候变化政策的时候，需要遵循一个基本原则，即“消费者端尽量少限制、生产过程则需更清洁”。在消费者一侧，要减少限制的主要原因是能源消耗（及相应的排放）是人们生活的必需品之一，如果对此进行直接限制，则可能导致社会的普遍不满并带来意想不到的次生伤害。尤其对于中低收入人群，政策需要进一步保障并扩大其基本能源和电力需求。而生产过程要更清洁，则包含两方面含义，第一是要助推污染企业生产工艺的电气化，即更多利用电力进行生产而不是直接消耗化石能源进行生产，第二则是大力发展清洁能源满足增加的电力需求。这样，既能够实现环境保护目标（化石能源被清洁电力替代），又能最大程度避免了直接限制消费者能源使用导致的可能社会成本。与此同时，政策端需要进一步鼓励高效能生产技术与产品的推广和普及，实现用等额电量满足更多能源需求。

3. 提高环境保护治理能力、增加公众参与

环境保护与污染治理通常需要跨区域的合作。在中国，这种跨区域外部性和相应的协调问题，通常通过中央政府以比较低成本的方式进行解决。中国还有独特的官员问责和评价机制（将环保表现与晋升挂钩、一票否决等），这保证地方政府有积极性去治理环境。过去十年中国环境质量的提高很大程度上是由于这些特殊的制度安排。

然而，这种主要依靠政治激励来治理环境的策略在未来可能会面对更多的挑战。在地方政府是单一目标的情况下，如仅需要环保，这种问责机制通常能够发挥很好的效果。但如果政府目标比较多元，广泛的问责或一票否决机制可能就会限制地方政府的风险承担能力。如果地方政府过度厌恶风险，就会对地方经济发展（尤其是投资、创新等）产生不利的影响。

同时，在这种强政治激励体系下，还会出现因信息不对称而导致的普遍的道德风险问题。具体来说，由于中央不能全面的了解到地方政府的行为，地方政府会将有限的精力投入到那些更容易被中央观察到的方面，而忽略那些难以观测到的方面。例如，研究发现，地方政府通常对监测站附近的企业实施严格的监管、而那些没有被监测的地方则睁一只眼闭一只眼（如 He, Wang, and Zhang (2020)）。对于污染的监管也有类似的情况出现，即被纳入监管范围的污染减少，但没被纳入监管范围的污染则会增加。为了避免这样的情况发生，需要进一步推进信息公开，并强调群众监督、公众参与的重要性。例如，环境生态部设立“全国生态环境投诉举报平台”，并要求各级环保机构设立微博、微信公众号等社交平台就是极好的尝试，可在在更大的范围内进行推广。已有的研究发现，这种群众监督与公众参与能够显著降低违规企业的排放 (Buntaine et al. 2022)。

4. 关注气候变化政策的成本转嫁与社会公平问题

政策制定者也需要考虑到气候变化政策的成本转嫁和与之相关的社会公平问题。例如，将中国煤炭依赖型和碳密集型工业经济脱碳必然会导致生产成本上升，从而对消费者和企业造成不利影响。对于需求弹性较低的必需品（例如用电、衣物、食品），碳减排的成本将更多的转嫁给消费者；而对于需求弹性较高的商品（如汽车、电脑、手机），碳减排的成本则主要由厂商承担。对于前者，政策制定者需要特别关注碳减排给低收入家庭的生活产生的影响，可能需要制定适当的补贴政策，保证人居层面的能源公平。

北方冬季集中供暖期的碳排放也需要特殊考虑。在冬季，北方需要通过集中供暖的方式为公用和民用建筑采暖提供热能，这一过程需要燃烧大量的化石能源。集中供暖的碳排放一部分是为了满足能源用户消费引起的排放，一部分是在转换过程中各环节的损耗以及不可避免热力学损失造成的。而这一大碳排放来源在南方城市几乎不存在。如果碳排放政策不考虑南北差异问题、不考虑北方供暖的必要性，很可能导致北方供暖费用大幅提升，甚至影响到人的基础生存。

与此同时，中国现有的碳密集型资本存量中，有很大一部分可能会在未来被淘汰掉，从而对潜在的就业率和经济增长产生影响。一些经济欠发达的北部和西部省份相比东南较富裕的沿海地区更加依赖煤炭和重工业，如果没有相关的政策支持，中国的区域发展也可能因为实现碳中和目标而更加不平衡。政府应该提前制定一系列有关劳动力市场的政策，包括对转移支付、公共就业服务、培训、再培训和创业等，帮助这些行业转型和工人再就业。同时应该有针对性地地为特定地区提供政策支持和投资，重点关注原先煤炭产区的经济增长和绿色转型。

5. 全球经济碳中和的中国角色

作为世界工厂，全球可再生能源发电的需求以及交通行业的电气化在未来几十年将给予中国的生产商巨大机遇，中国需要进一步开放和融入世界、带领全球推进减排行动。例如，中国作为太阳能电池板、风电涡轮机和电动汽车电池等关键绿色产品的主要生产商，应该积极促进这些商品融入全球价值链，推动全球价值链绿色转型。中国也是一个主要的对外投资国，特别是在基础设施建设方面，中国向发展中国家提供的基础设施融资比其他任何国家都多。中国对发展中国家新建项目（如电站、公路、铁路等）是采用低碳还是高碳形式，以及由此产生的不管是当前的还是未来几十年的碳排放都会对全球碳中和产生重大影响。为了充分发挥在全球气候治理方面的作用，中国应该采取措施，为对外投资制定更严格的规则，鼓励接受中国的基础设施基金的发展中经济体选择低碳项目。在提供技术援助时，要充分利用中国自身在发展可再生能源方面的经验来帮助其他国家开辟一条可行的低碳道路，并深化低碳技术市场。

参考文献

Buntaine, Mark T., Michael Greenstone, Guojun He, Mengdi Liu, Shaoda Wang and Bing Zhang, “Does the Squeaky Wheel Get More Grease? The Direct and Indirect Effects of Citizen Participation on Environmental Governance in China,” National Bureau of Economic Researchs, 118 (2022), 30539.

Greenstone, Michael, Guojun He and Kee Lee, “The 2008 Olympics to the 2022 Olympics: China’s Fight to Win its War Against Pollution,” (Energy Policy Institute at the University of Chicago (EPIC), Chicago, 2022).

Greenstone, Michael, Guojun He, Shanjun Li, and Eric Yongchen Zou, “China’s War on Pollution: Evidence from the First 5 Years,” Review of Environmental Economics and Policy, 15 (2021), 281–299 (The University of Chicago Press).

He, Guojun, and Takanao Tanaka, “Energy Saving May Kill: Evidence from the Fukushima Nuclear Accident,” American Economic Journal: Applied Economics, (Forthcoming).

He, Guojun, Shaoda Wang and Bing Zhang, “Watering Down Environmental Regulation in China*,” The Quarterly Journal of Economics, 135 (2020), 2135–2185.

World Bank, “State and Trends of Carbon Pricing 2022,” Serial (Washington, DC, World Bank, 2022a).

——, “China Country Climate and Development Report,” (Washington, DC, The World Bank, 2022b).

——, “Global Economic Prospects,” (Washington, DC, World Bank, 2023).

刘斌和赵飞, “欧盟碳边境调节机制对张国出口的影响于对策建议,” 清华大学学报: 哲学社会科学版, 36 (2021), 185–194.



以史为鉴：新冠与疫后中国的投资与增长

以史为鉴：新冠与疫后中国的投资与增长

张红松博士

香港大学经济学副教授

中国经济研究所副总监

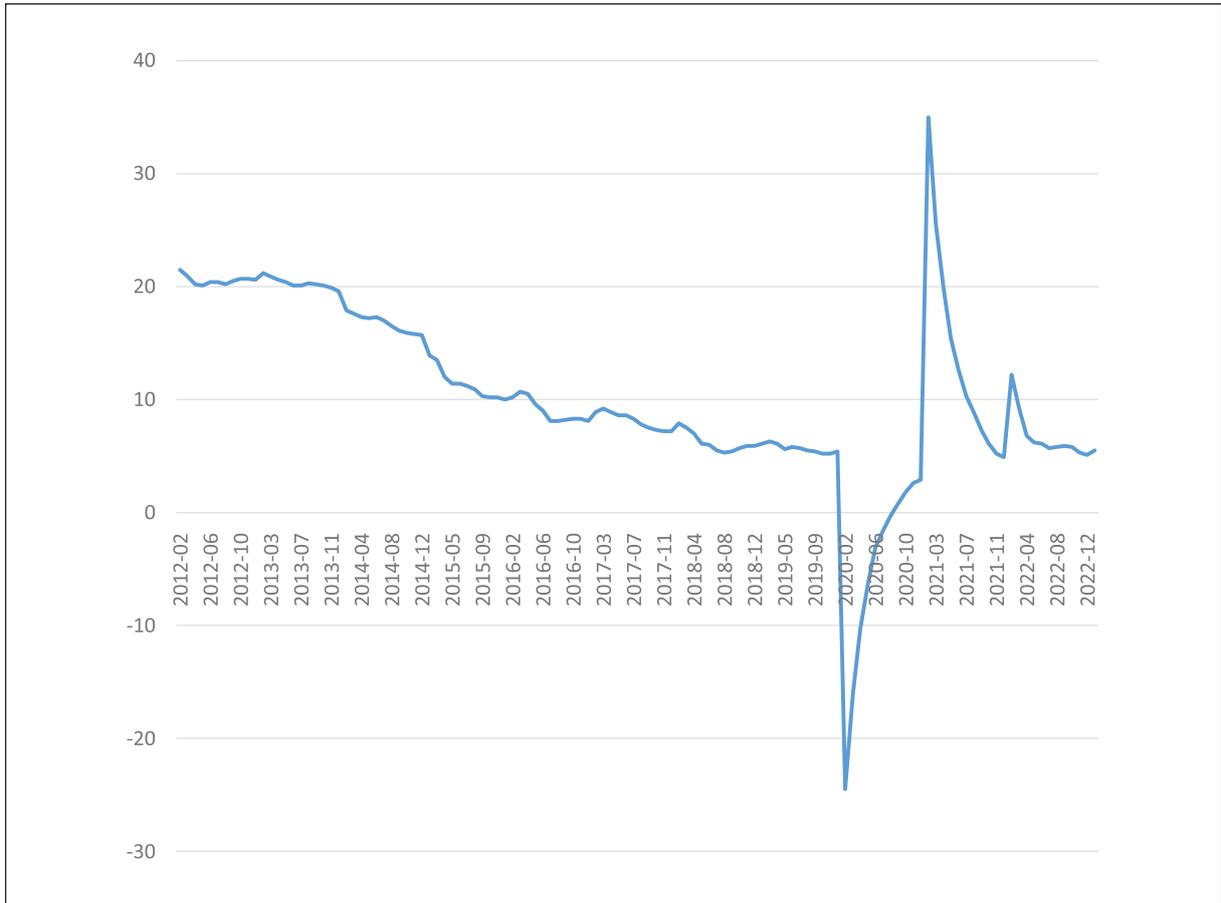
2020年开始的三年新冠疫情，对中国乃至全球的投资和经济增长都影响巨大。根据中国国家统计局数据，中国固定资产投资2020年1-2月累计同比大降24.5%。此后虽有一定增长，但增长率仍然维持在较低水平：2020至2022三年期间维持在2.9%，4.9%，和5.1%，明显低于疫情前的水平。企业和社会固定资产投资的下降对中国经济现状和未来增长都影响巨大。一方面，投资是当前国内生产总值（GDP）保持增长的重要来源；另一方面，当前的固定资产投资决定了未来一段时间的社会生产能力，是未来几年经济增长的重要保障。

因此，以下几个问题对理解新冠疫情后中国经济的现状和未来几年的发展前景非常重要。首先，延续三年的新冠疫情对中国的固定资产投资和经济增长到底有多大影响？其次，因新冠冲击而下降的投资，对中国经济的影响会持续多久？最后，中国能否采取行之有效的政策，消除影响投资和经济增长的障碍，让投资和增长恢复到稳定高质量增长的轨道上来？本文旨在尝试回答这些问题。通过借鉴上一轮大规模经济冲击，即2008年金融危机对中国经济增长和固定资产投资的影响分析，本文以史为鉴，探讨新冠疫情对中国固定资产投资和经济增长的影响，以及投资和增长在疫后恢复的前景和可能的政策选择。

1. 新冠冲击与中国固定资产投资现状

全球性新冠病毒的流行大大影响了中国企业和社会的固定资产投资。根据中国国家统计局官方数据（图一），中国固定资产投资增长率在2012年到2019年期间处于平稳下降趋势。八年间，固定资产投资同比增长率从2012年的20.6%下降到2018年上半年的6%。在新冠爆发前的2018年下半年及至整个2019年，其增长率一直稳定在5.5%附近小幅波动。然而，新冠疫情爆发后，中国固定资产投资在2020年1-2月份骤降24.5%。其后虽然中国很好的控制了新冠的蔓延，固定资产投资增长率有所恢复，但2020全年增长率也仅为2.9%。虽然其增长率在2021和2022年提高到4.9%和5.1%，但仍然低于疫情前的增长率水平。

图 1：中国固定资产投资月度累计增长率（%），2012-2022



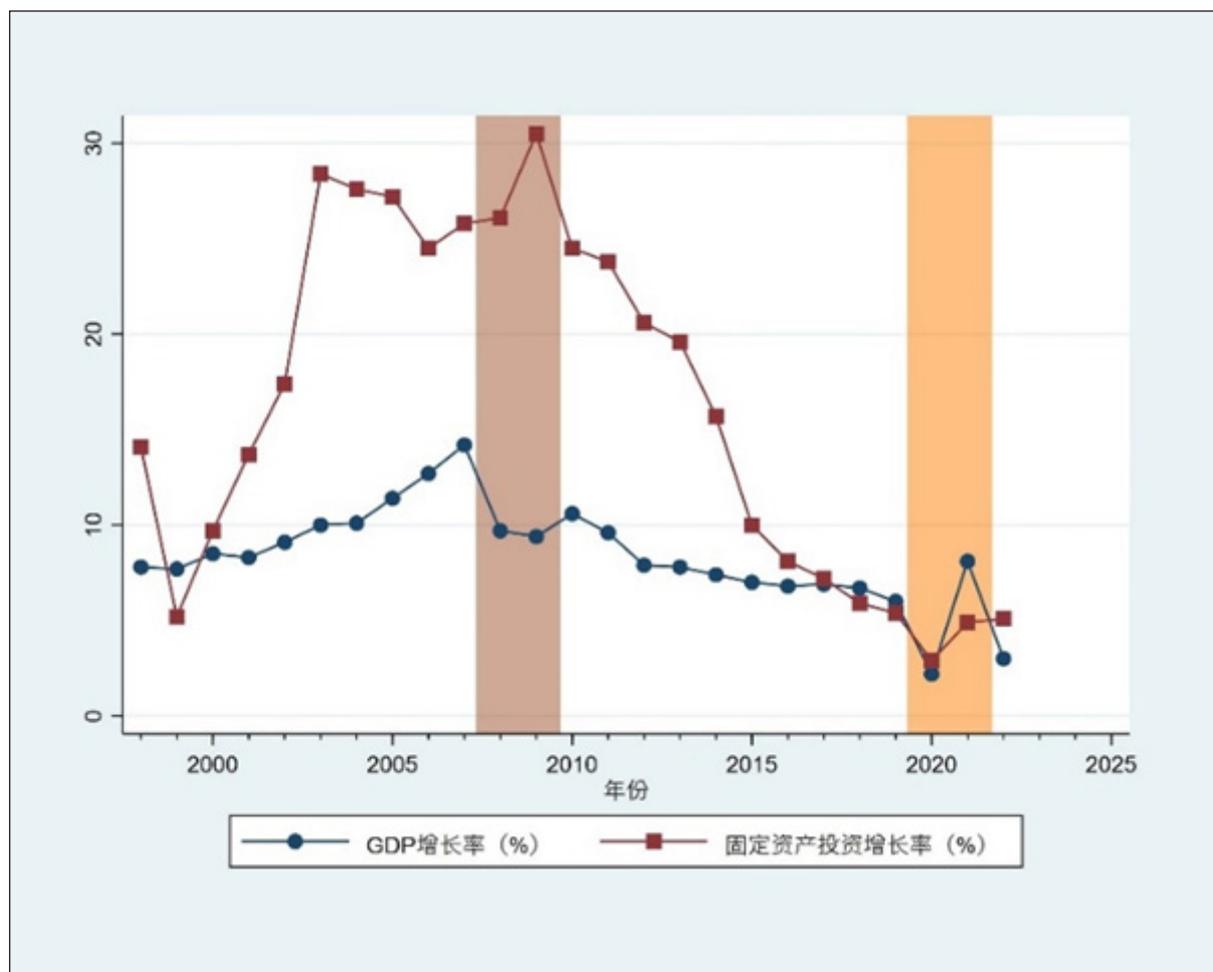
GDP 增长受疫情影响也非常相似。根据中国国家统计局数据，GDP 在新冠疫情前八年间普遍维持 6-7.9% 的稳定增长。GDP 增长率从 2012 年的 7.9% 缓慢下降到 2019 年的 6%，趋势平稳下降。但在 2020 年新冠爆发后的第一季度，中国 GDP 骤跌 6.9%。其后三个季度虽有部分恢复，但 2020 年全年 GDP 增长率仅为 2.2%，为改革开放后 40 多年来最低值。2021 年中国 GDP 增长率虽然提高到 8.1%，但其主要有两个原因。第一是因为短期疫情红利。中国疫情控制到位，而其他国家疫情蔓延，这为中国出口拉动的增长带来了巨大的疫情红利，但这一红利不可持续。等其它国家疫情过去，这一红利会自然减弱以致消失。第二个原因是 2021 年的高增长只是弥补 2020 年的超低增长率。而到了 2022 年中国疫情爆发而全球逐渐放开疫情管制后，中国 GDP 增长率进一步下降为 3%，与疫情冲击前相比，下降了足足一半。因此，新冠疫情毫无疑问对投资和经济增长都对很大的负面冲击。这一冲击，对中国经济的影响有多大？会持续多久？这是我们非常关心的问题。为了回答这些问题，我们以史为鉴，分析 2008 全球金融危机对中国固定资产投资和经济增长的影响。

2. 以史为鉴：全球金融危机、固定资产投资与经济增长

作为中国经济面临的上一轮大型冲击，2008 全球金融危机为我们理解大型经济冲击及其应对政策对固定资产投资和 GDP 增长的影响提供了一个最近期的参考。图二显示 2008 全球金融危机对中国固定资产投资和 GDP 增长的影响。在金融危机爆发之前，中国固定资产投资增长率在加入 WTO 前后一直快速增长，并于 2003 年达到一个高峰，年度增长率高达 28.4%。此后 2003 至 2007 五年期间，其增长率稳定维持在 25% 左右的较高水平。而同期 GDP 增长率也一直处于高位并持续增长，并于 2007 年达到 14.2% 的高峰。

然而，伴随着 2008 年全球金融危机的爆发，中国经济不可避免地承受了极大的压力。这从 2008 年 GDP 增长率的突然下降可见端倪。2008 年 GDP 增长率仅为 9.7%，相比 2007 年几乎下降三分之一。虽然此后由于中国政府实施的史无前例的四万亿刺激政策，大规模资金流入投资领域，中国固定资产投资在 2008 和 2009 两年间持续逆势上涨。其年度增长率于 2009 年达到近期的顶峰，高达 30.5%。但在此之后，便是连续十年的持续下跌。中国固定资产投资年度增长率从 2010 年的 24.5% 一路下跌到 2019 年的 5.4%。受固定资产投资增长放缓以及全球贸易摩擦的影响，中国 GDP 增长率在 2008 年金融危机后也一路走低。从 2010 和 2011 年的 10.6% 和 9.6% 的高水平，一路下降到 2019 年的 6%。

图 2：全球金融危机对固定资产投资和 GDP 的影响



当然，金融危机后固定资产投资增长率和 GDP 增长率连续多年的下跌并不完全是因为全球金融危机以及随后的四万亿刺激的影响。其部分原因是贸易摩擦以及中国经济在连续多年的高速增长后进行经济结构调整的结果。但全球金融危机的影响，以及为了应对危机而实施的四万亿刺激政策所带来的过剩低质产能，确实降低了资本回报率，抑制了后期的投资意愿。这从金融危机后的十年间，对比危机前明显偏低的中国企业家信心指数和企业景气指数也能得到印证。而较低的投资意愿，不仅会拉低当期 GDP 增长率，也会对中长期的 GDP 增长带来负面影响。因此，在面临大型经济冲击（例如全球金融危机以及目前的新冠疫情）后，如何采取行之有效的政策，让固定资产投资在短期内恢复到健康增长的路径上来，对短期和中长期增长都非常重要。

3. 经济冲击后影响投资和增长恢复的主要因素

大型经济冲击之所以对固定资产投资可能产生长期影响，从而让经济增长在中长期受到负面影响，主要是因为以下一些因素。

投资摩擦与投资成本

大量基于微观和宏观的研究证据都已证明投资具有很高的摩擦。这一方面是因为在大型经济冲击之后，企业家和社会重新评估投资机会需要较长时间。另一方面也是因为企业往往面临一定的金融约束。因此，即使认定了投资机会，企业家也需要一定的时间筹集资金以支持投资。而大型负面经济冲击譬如新冠带来的盈利能力的大幅下降则大大加深了金融约束的影响。此外，资金的短缺也会加大企业的投资成本。因此，在面临大的负面经济冲击之后，即使经济已经向好，重启投资和经济增长也需要一个过程。而这个过程短则半年至一年，长则多年。这在很大程度上拉长负面经济冲击，比如新冠疫情，对固定资产投资和经济增长的影响。

此外，不可忽视的一点是负面经济冲击对供应链的打断。贸易战、金融危机、新冠等大型负面经济冲击，打断了不少企业原有的稳定供应与销售渠道。而搜寻新的供应商和重建稳定的供应链，需要时间，并进一步推高企业的投资和生产成本。这也在一定程度会影响企业固定资产投资和经济增长。

投资者信心

重大经济冲击（例如金融危机和新冠疫情）往往对投资者信心会形成打击，影响他们对未来经济形势和投资收益的信心。如图三所示，2008 年全球金融危机之后，短期内企业家信心受到巨大冲击，大跌近三分之一。此后虽然有所恢复，但金融危机后的十年时间中国企业家信心指数平均在 120 左右，总体明显低于危机之前五年的 130 左右的水平。这或许可以部分的解释为何在 2008 年金融危机之后的十年，中国固定资产投资增长率逐年下降的事实。

新冠疫情也是如此。新冠冲击导致中国企业家信心指数在2020年初从124左右骤降到91，大降近三分之一。这和2008年金融危机十分相似。此后由于中国在2020-2021年成功控制了疫情，企业家信心也随之上升，一直到2021年下半年疫情出现反复又开始下降。由于缺少最新的企业家信心数据，我们从与之高度相关的采购经理指数（PMI）探寻端倪。从图四可见，PMI的波动和企业家信心指数高度相关。而在新冠冲击后的初步恢复之后，PMI指数持续走低，在2022年底跌至47。这是2008年金融危机以来，除去2020年初新冠冲击短期效果之外的最低值。企业家信心的下降，必然会影响固定资产投资的增长率以及短期和中期的经济增长。

一点可喜的信息是，随着中国在2023年初放开疫情管制政策以及再次确定以经济发展为核心的政策刺激下，PMI指数在二月快速恢复到52.6的十年高位。当然，对于此复苏尚仍需谨慎对待。这到底是强政策刺激的短期结果，还是企业家信心的长期复苏？作此判断尚需时间和更多数据的支持。

图 3：中国企业家信心指数，2022-2021

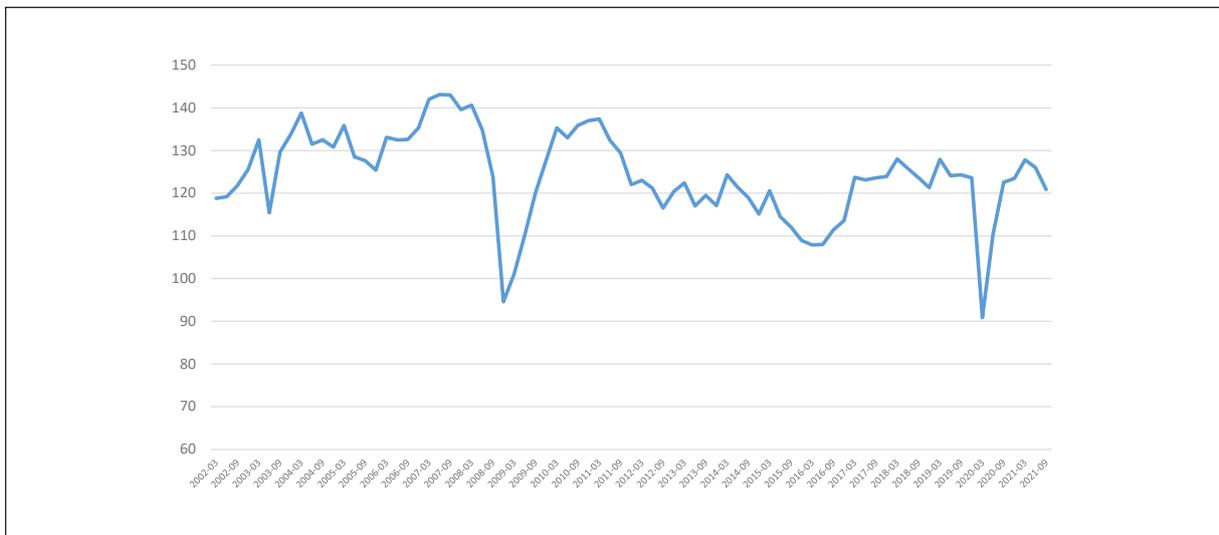
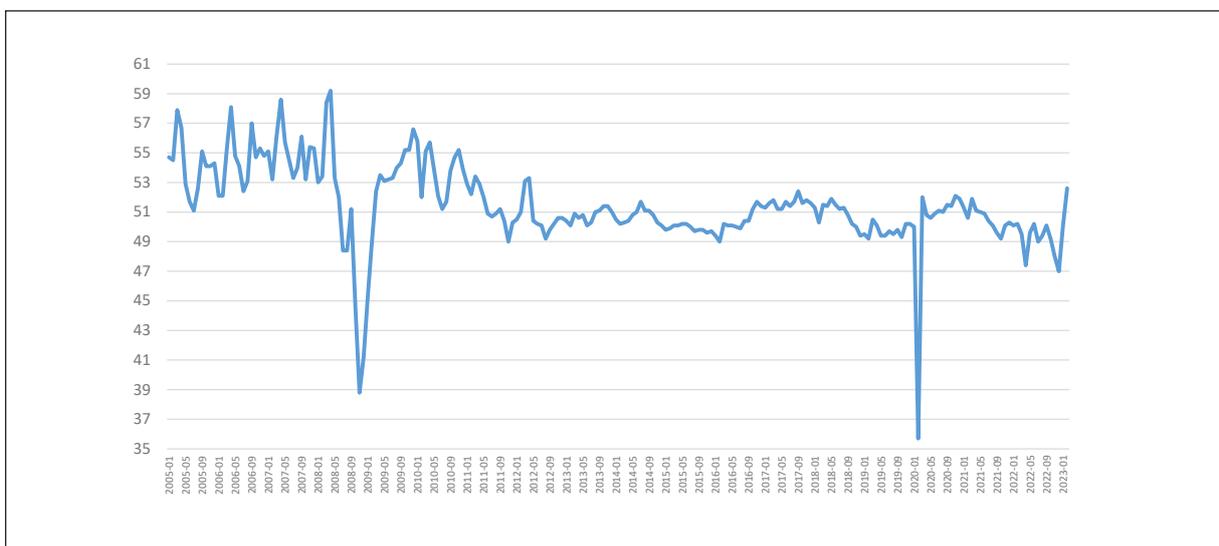
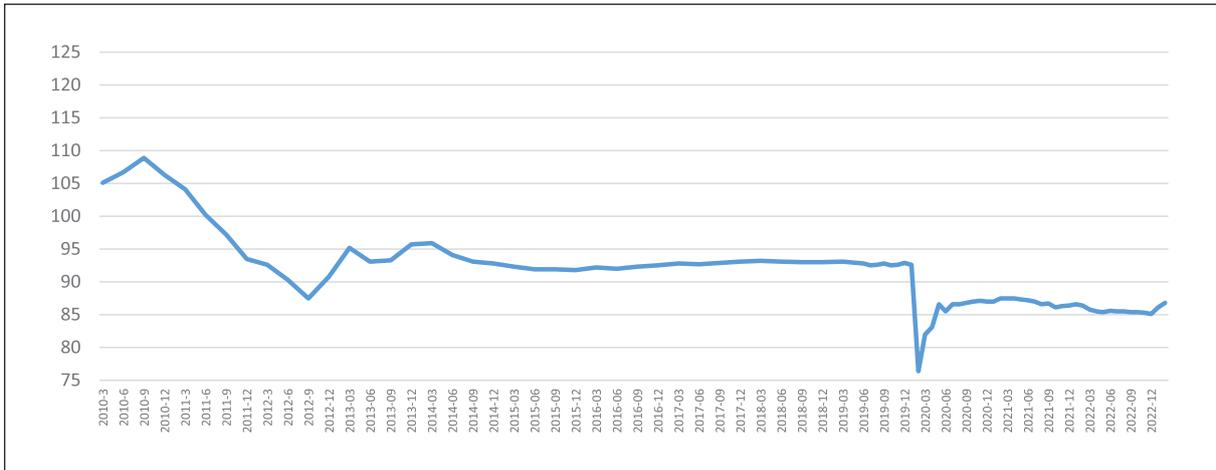


图 4：中国采购经理指数



而中小企业受到新冠疫情的影响可能更大、更久。因为数据起始年份限制，图五呈现 2010-2023 年初中国中小企业发展指数。由图可见，新冠疫情对中小企业不仅有短期巨大影响。更重要的是，相对于 PMI 指数，中小企业发展指数到 2023 年 2 月尚未见明显复苏。这或许说明中小企业面临新冠冲击受到的影响可能更为持久。而作为经济增长和提升就业中最有活力的部分，中小企业的健康发展必须给予足够关注。

图 5：中小企业发展指数



消费者信心

与投资者信心的下降类似，重大经济冲击也对消费者信心形成冲击。如图六所示，2008 金融危机和 2020 年的新冠疫情，都导致了消费者信心的短期下降。而对消费者信心打击最大的，是 2022 年初新冠疫情在上海、北京、浙江等经济重镇的爆发以及由此引发的多地封城政策。消费者信心指数从 2021 年的 120 左右暴跌至低于 90，这一影响远大于 2008 金融危机对中国消费者信心的打击。而且直到目前有数据可查的 2022 年底，消费者信心依然只是小幅回升到略高于 90 的水平。消费者信心的下降，进一步影响需求及投资者对投资收益的预期，从而影响固定资产投资的增长。因此，如何提升消费者信心以扩大需求，是当前政策必须考虑的重要因素。考虑目前逆全球化的势头带来的出口限制，这一点尤为重要。

图 6：中国消费者信心指数



4. 政策建议

基于以上分析可以看出，新冠疫情和 2008 金融危机一样，对中国固定资产投资和经济增长都有巨大的短期负面影响。如何应对这一冲击对中国经济的中长期增长非常重要。这也为审慎的刺激性政策提出了更高的要求。而政策选择的核心，是要考虑如何选取适度的措施消除新冠疫情的巨大短期冲击，又能避免新冠疫情及应对政策像金融危机一样产生长期的负面影响。

首先，政策的一个重点是提振投资者信心，尤其是中小企业投资者信心。鉴于新冠期间，地方政府政策的多变性对投资者信心影响巨大。因此，如何稳定企业家对中央和地方政策稳定性的预期成为重中之重。

其次，提升消费者信心，以提振需求，提高经济增长与投资意愿。在贸易战和逆全球化导致出口增长受限的大背景下，这一点尤其重要。在短期，可以考虑发放消费券、短期消费贷款、教育贷款等短期政策。而在中长期，在条件允许的前提下，可以趁机进一步推进医疗养老改革，提振消费信心。

第三，降低投资摩擦和成本，尤其是中小企业的投资成本。让信贷真正地、直接地到达企业手中。这有利于降低企业投资成本和金融约束，以刺激固定资产投资的增长。

最后，中长期政策应注重和鼓励产业链和区域产业集群的建设，以降低企业投资和生产成本。这也有利于提高经济的韧性以应对未来潜在的经济冲击，支持经济长期稳定发展。



企业家信心和疫情后的经济重启

企业家信心和疫情后的经济重启

陈衡博士

香港大学经济学副教授

1. 再一次经济重启：2022 是不是二十一世纪的 1992 ？

2022 年，奥密克戎疫情在中国大陆多地爆发。中国政府积极采取严厉的防控措施，在相当长一段时间内有效地遏制了疫情的传播。然而，这种政策的经济成本相当高昂，各类经济数据都显示中国经济经历了罕见的困难。2022 年官方公布的 GDP 增长率仅为 3%，是自 1977 年以来的第二低增速（仅高于 2020 年的 2.2%）。消费持续萎缩，社会消费品零售总额同比下降 0.2%。企业发展遭受巨大冲击，规模以上工业企业利润下降 4.0%。房地产开发投资下降 10.0%，是 1999 年有记录以来的首次下跌。与此同时，2022 年 7 月，青年失业率也创下了 19.9% 的新高。

在 2022 年 12 月，中国政府放弃了动态清零的政策，进入了充分放开模式。在中国人口迅速大规模感染之后，奥密克戎疫情在 2023 年初进入尾声。具体而言，12 月 7 日，中国国务院联防联控机制发布了“新十条”以优化防控措施，大幅放松新冠限制措施，并不再坚持清零目标。随后感染人数出现爆炸性增长，据国家疾控局报道，12 月 1 日至 20 日中国累计感染人数接近 2.48 亿。12 月 25 日，国家卫健委宣布不再发布每日疫情信息。最终，于 2023 年 1 月 8 日，中国正式实施“乙类乙管”，将新冠感染排除在检疫传染病管理之外。

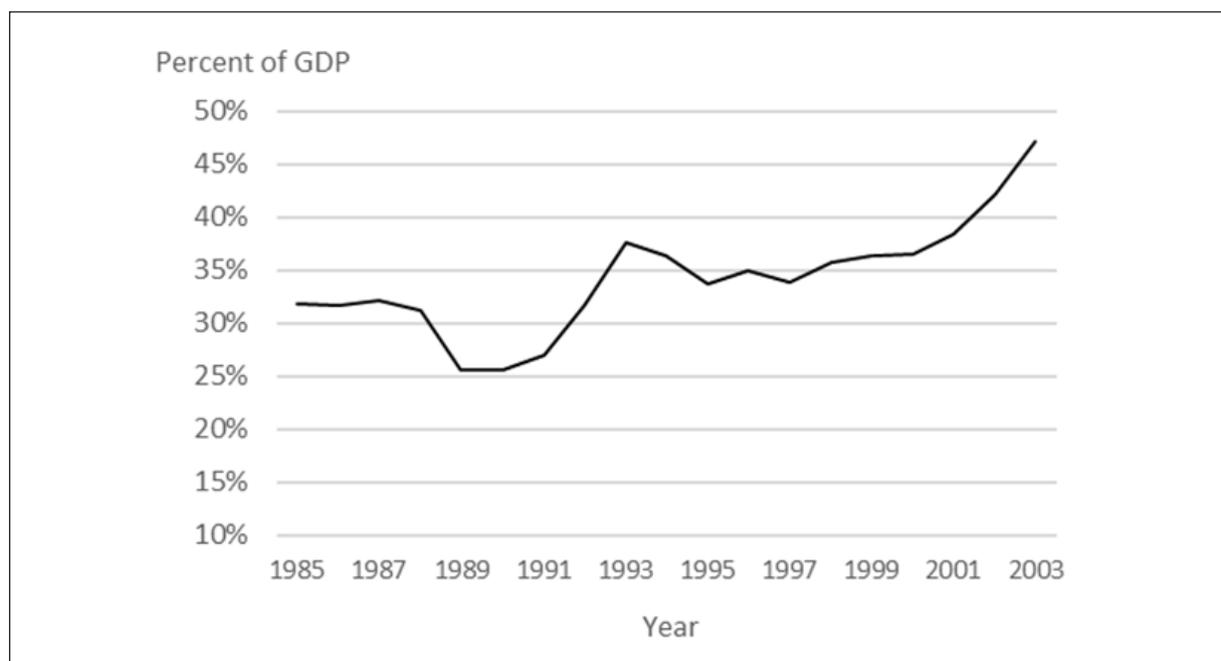
在后疫情时代，经济重启成为了政策制定者和居民部门最为关心的问题。有一种观点认为中国经济会自动、大规模、迅速地反弹，回到之前的相对健康的快速增长模式。例如，联合国经济和社会事务部全球经济监测中心主任哈密德·拉希德认为，消费的持续回暖、居民消费价格指数较低、以及货币和财政政策的支持将使中国经济强劲复苏。另一种观点则相对悲观，认为中国经济的增长将有限度的恢复，但将维持在一个较低增长率的经济模式。新加坡国立大学高级研究员 Sarah Y. Tong 认为，新冠给中国带来的经济冲击可能持续很长一段时间。加之产业升级等结构性因素的制约，以及全球经济放缓和中国外部环境的不确定性，中国的经济减速可能还会持续。

2022 年，中国经济面临的挑战和私人部门对未来的巨大不确定性是过去几十年中罕见的。然而，与 1992 年中国经济面临的巨大挑战相比，2022 年的经济状况和心理状态有很多相似之处。1990 年和 1991 年，中国经济同样经历了改革开放以来最严重的一次总需求不足，即所谓的“经济疲软”。在总需求不足的表面现象之下，私营部门的信心不足以及对前途的不确定是一个重要的因素。事实上，2022 年中国经济面临的问题和三十年前的挑战非常相似。在某种程度上，1992 年的经济重启是以私人部门为先导的，私人部门的重启反映了信心的修复。因此，要带动后疫情时代经济重启，除了通过传统意义上的货币政策、财政政策和基建拉动等政府主导的重启之外，还可以引导私营部门恢复信心以及促进经济活动的恢复，后者成本更低，且更容易产生效果。

图 1 展示了 1985 年至 2003 年中国固定资产投资占 GDP 的百分比。自 1988 年开始，中国固定资产投资占比开始呈现下降态势；到了 1990 年，投资占比已经降至 26%。然而，自 1992 年起，固定资产投资开始大幅回升。1993 年，投资占比接近 40%，且在接下来的十年中一直稳定在 34% 及以上。

如果我们的政策目标是恢复私营部门的信心，消除对未来的种种顾虑，那么关键就在于恢复企业家的信心，消除企业家群体面临的压力的不确定性。当前企业家群体信心恢复的障碍是什么呢？为了研究企业家的信心和相关特征，香港大学经济及工商管理学院和北京大学经济政策研究所联合成立了企业家调研课题组，并由林海清博士主持和推动，进行了一项相当大规模的企业家调查，覆盖了各个行业，参与的企业家数量众多。这次调查为我们理解企业家的心理状态提供了一个极其宝贵的机会。

图 1: 1985-2003 年中国固定资产投资占 GDP 百分比



2. 大型调查数据中的中国企业家

2.1 调查概况

这次调查一共向大约三千名企业家发出了问卷，2412 名企业家回答了此次问卷，其中包括 1312 位大中型企业的企业家与 1100 位小微企业的企业家。大部分企业家所在企业为私营企业，占总数的 87%，另外 7% 的企业为国有企业，6% 为集体企业。

这些企业家所在的企业分布于各个行业，第一产业（农、林、牧、渔业）企业家占 1%，第二产业（采矿业、制造业、电力燃气水和建筑业）占 32%，第三产业（交通运输业、信息服务业、批发零售业、住宿餐饮业、金融业、房地产业、租赁和商业服务业、科研技术业、公共设施业、居民服务业、教育业、卫生业、文化体育及其他）占 67%。绝大部分企业还未上市，上市企业仅占 19%。另外，高新技术企业占比很高，占企业总数的 46%。

此次问卷对各种规模的企业都有所涵盖。其中，19%的企业规模在一百万元及以下，26%的企业规模在一百万到一千万之间，32%的企业规模在一亿以上。各个企业雇佣的员工数也有很大差异，25%的企业雇佣的员工数在10人及以下，24%的企业雇佣了100-500名员工，11%的企业员工数在一千人以上。从营业收入上看，23%的企业营业收入在100万元及以下，而30%的企业营业收入超过1亿元。

在所有参与问卷的企业家中，超过20%的企业家年龄在50岁及以上，也有很大一部分是年轻的企业家，21%的企业家年龄在35岁以下。与大中型企业相比，小微企业的企业家更为年轻：大中型企业企业家的平均年龄为45岁，而小微企业平均年龄为39岁。超过一半的企业家有过自己创立企业的经历，其中，18%的企业家有三次及以上创业经历。

从文化程度来看，这些企业家普遍具有较高的文化水平。本科以下学历的企业家只占18%，本科学历占35%，硕士及以上学历占47%。而大中型企业的企业家平均文化水平显著高于小微企业：大中型企业的企业家之中，67%拥有硕士及以上学位（博士及以上学位占9%），而小微企业中拥有硕士及以上学历的企业家仅占24%（博士学位及以上占3%）。

大中企业与小微企业的企业家的政治面貌也有所不同。大中型企业的企业家中，超过三分之一为共产党员，而小微企业的企业家中，仅有五分之一为共产党员。

根据企业家在问卷中填写的个人年收入，我们发现，大中型企业的企业家之间年收入差异很大，20%的大中型企业企业家年收入在500万元以上，也有21%的企业家年收入不足50万元；而小微企业的企业家年收入则普遍较低，超过一半的小微企业企业家年收入在10万元及以下，46%的企业家年收入在10万元到50万元之间，仅10%的企业家年收入在100万元以上。

从家庭资产结构上看，企业家的自有房产在其所有资产中占比最高，平均占其总资产的46%，其次是金融资产，占总资产的31%。大中型企业企业家所持有的金融资产平均占其总资产的33%，略高于小微企业企业家的28%。

2.2 企业家躺平了吗？谁在躺平？

我们关心的一个核心问题就是企业家是否“躺平”了，什么样的企业家更容易躺平？企业家的投资行为是反应企业家信心的一个重要指标。同时，投资又是拉动经济的一个核心力量。

我们询问了企业家在过去一年内的投资情况。具体来讲，过去一年（2021年暑期至2022年暑期）是否有新增投资情况。尽管疫情对于企业产生了很大的冲击，58%的大中型企业仍进行了新的投资（图2（a））；然而，更多的小微企业则在疫情期间选择了“躺平”，新增投资企业所占比例仅为41%，远低于大中型企业。具体来看，规模100到1000万元的企业中，仅有不到一半的企业在过去一年进行了新的投资，而资产规模在10亿元至50亿的企业中，超过60%的企业都新增了投资（图2（b））。从这个比较来看，疫情和防控措施对于小企业影响更大。这个结果和我们的观察和直觉的是是一致的：在疫情期间，小微企业抗风险能力更弱，更容易遇到经营困难。

图 2: (a) 大中企业与小微企业新增投资比例

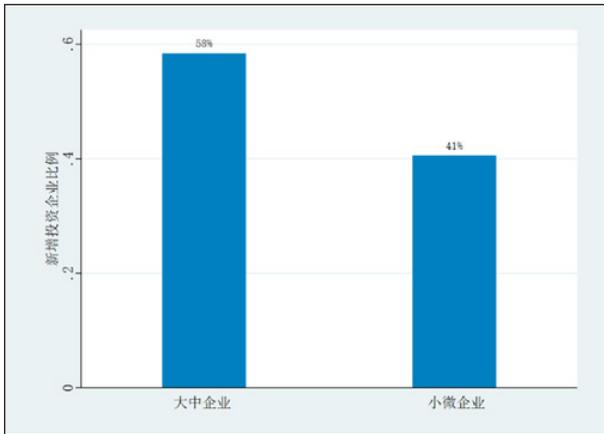
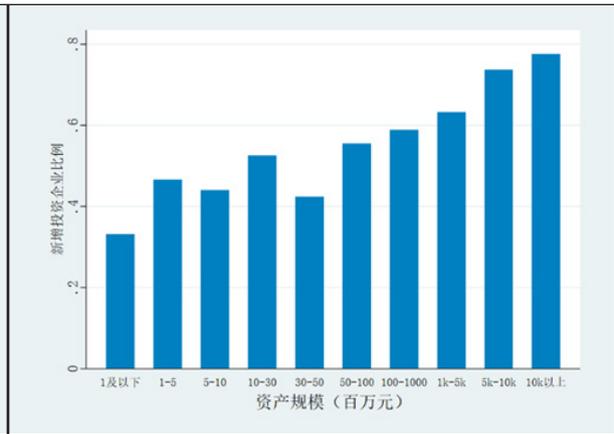
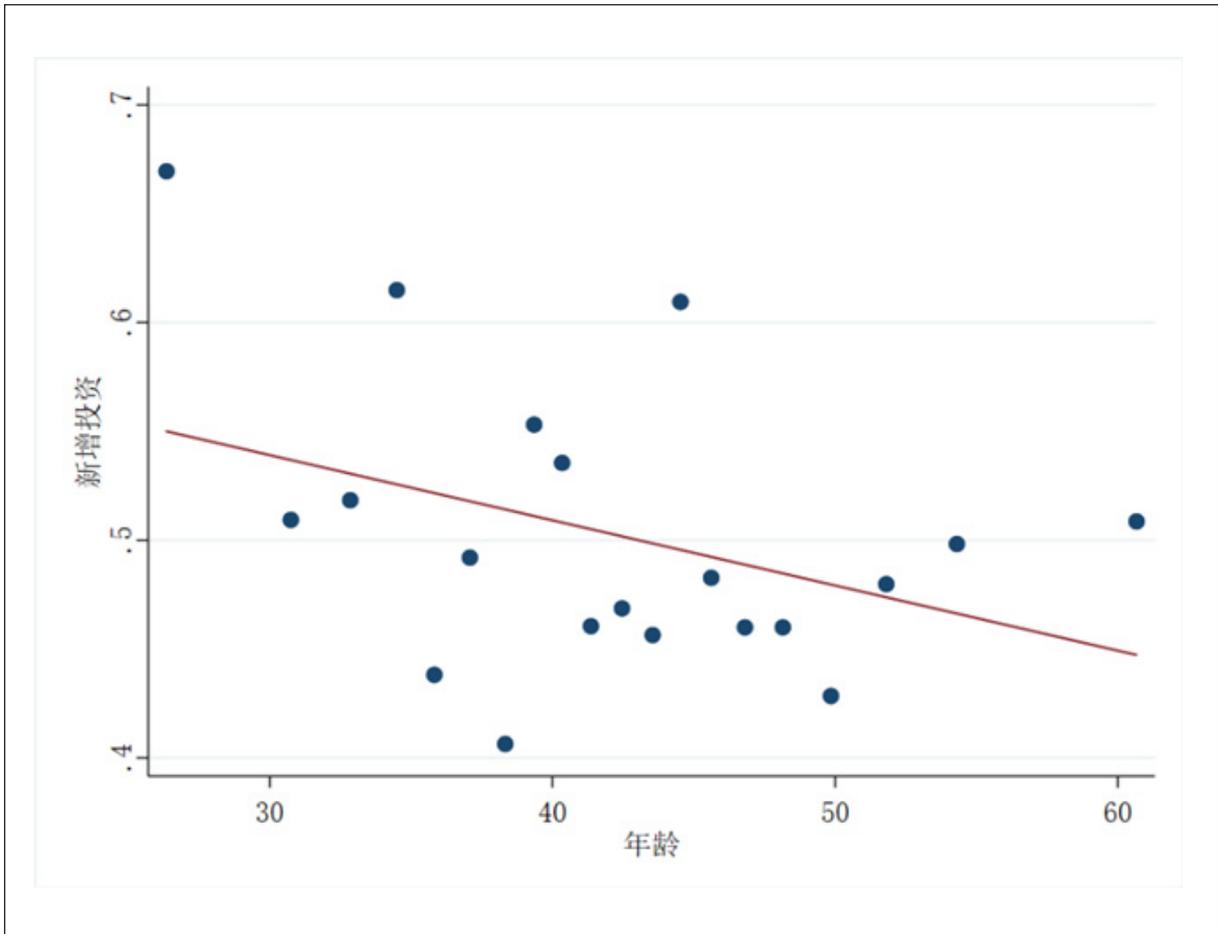


图 2: (b) 不同规模企业新增投资比例



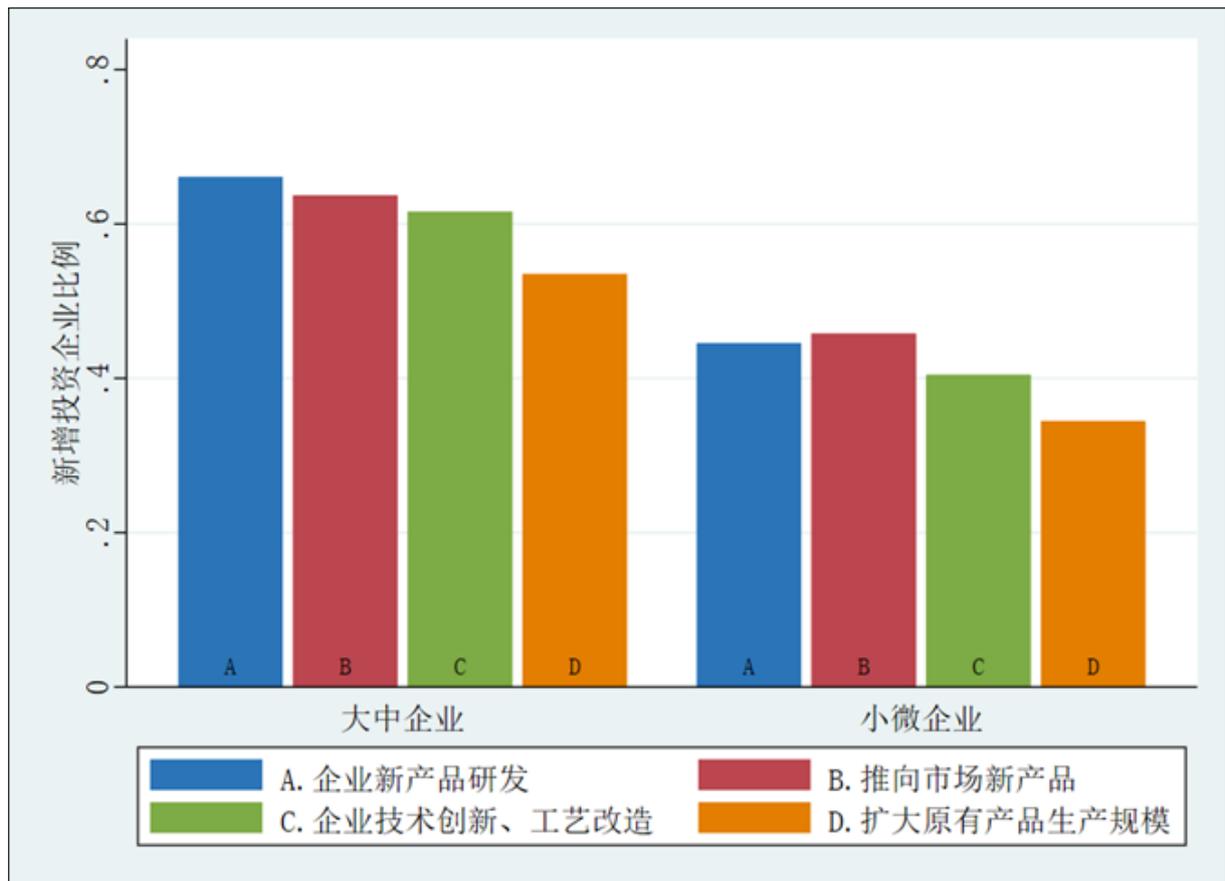
另外，企业的新增投资情况与企业家的年龄也呈现出了相关性。如图 3 所示，在控制了企业家的性别、政治面貌、教育水平、收入、企业的规模与企业所在行业之后，企业家越年轻，他所在的企业更可能新增投资，企业家每年轻 10 岁，其新增投资的概率平均增加 3%。也就是说，年长的企业家更加保守，而年轻的企业家在特殊的经济环境里相对进取，这也反映了年轻一代企业家更加乐观和积极。他们也是未来一段时间内，中国经济走出困境的中坚力量。

图 3: 不同年龄企业家新增投资情况



进一步地，我们将企业投资细分为新产品研发、推向市场新产品、技术创新和工艺改造、扩大原有产品生产规模四个类别，比较了大中企业和小微企业各类别的投资情况。其中，产品研发、推广与技术创新为较长期的投资，而扩大生产规模则为短期投资。如图 5 所示，在疫情冲击下，更多的企业在过去一年进行了较为长期的投资：超过 60% 的大中型企业进行了新产品的研发、推向市场新产品以及技术创新和工艺改造，也有超过 40% 的小微企业进行了这三类投资；但扩大现有产品生产规模的企业相对较少，仅一半的大中企业和约 30% 的小微企业进行了这类短期投资。

图 5: 大中企业与小微企业不同类型新增投资比例



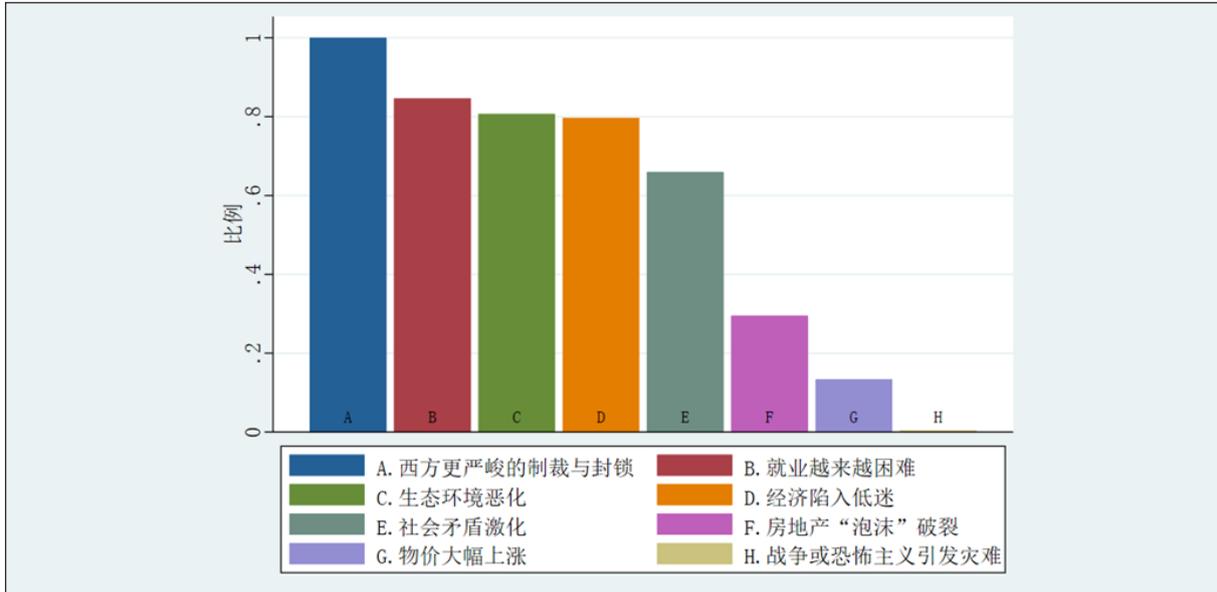
2.3 企业家们都在担心什么？

另一个我们关心的核心问题是：企业家对未来的担忧是什么？企业家担心的因素也就是干扰企业家信心恢复的因素。问卷中设计了这样的问题，“未来五年，我国可能会面临哪些经济和社会风险”，我们一共罗列了八类问题：经济陷入低迷、就业越来越困难、物价大幅上涨、房地产“泡沫”破裂、社会矛盾激化、生态环境恶化、面临西方更严峻的制裁与封锁、爆发战争或恐怖主义引发灾难。我们让企业家们分别对这八个问题发生的可能性进行选择，选择包括“很有可能”、“较有可能”、“不太可能”、“不可能”和“不好说”。

他们对于这些经济、社会问题的担忧程度间接反映了他们对于未来的信心。结果显示（图 7），几乎所有的企业家都认为未来五年会出现西方制裁与封锁，超过 80% 的企业家对就业困难、经济低迷、生态环境恶化表示了担忧，约 70% 的企业家觉得会出现社

会矛盾激化，只有不到 30% 的企业家认为会发生房地产泡沫破裂，约 15% 的企业家认为会出现物价大幅上涨，极少数企业家认为会发生战争或恐怖主义引起的灾难。不同行业、城市的企业家之间没有明显的差异。

图 7: 企业家对各类问题担忧的比例



然而，大中型企业和小微企业的企业家所担忧的问题存在很大差异（图 8）：89% 的小微企业企业家都对就业困难表示担心，而大中型企业中，只有约 80% 的企业家对此表示担心；对经济低迷表示担忧的小微企业企业家比例为 86%，远高于大中型企业的 74%；超过 70% 的小微企业的企业家担心社会矛盾恶化，而担心这一问题的大中型企业的企业家只有 61%；担心物价上涨的小微企业的企业家比例也高于大中型企业；相反，83% 的大中型企业家担心生态环境的恶化，小微企业只有 78%；担心房地产泡沫破灭的大中型企业和小微企业企业家比例则均在 30% 左右。

图 8: 不同规模企业对各类问题担忧的比例

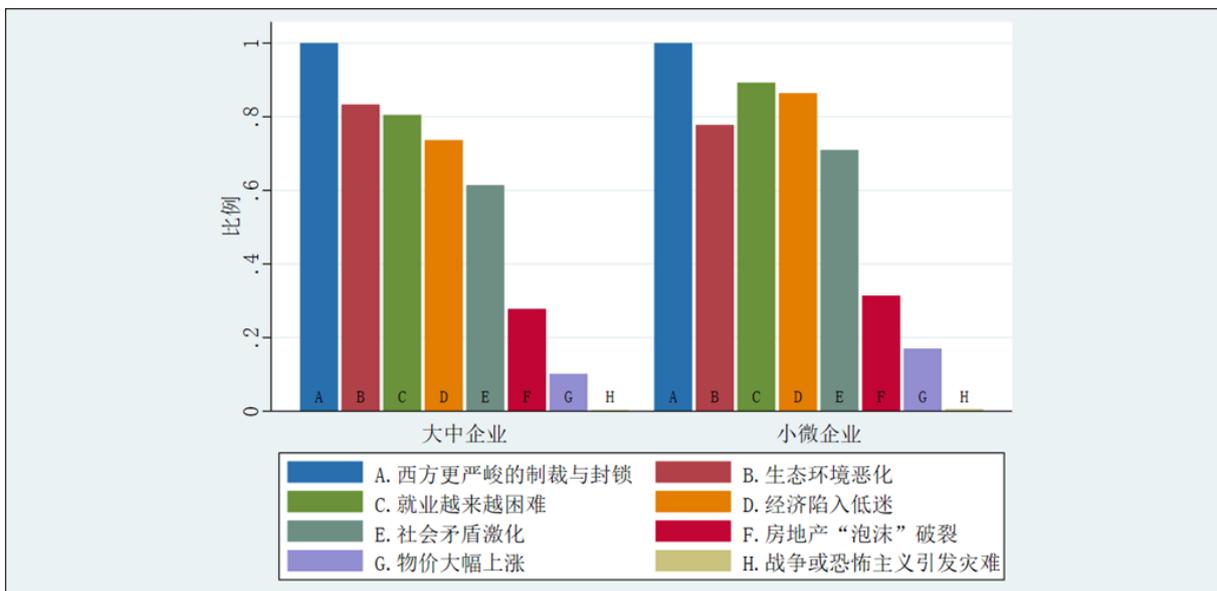


图9更清楚地显示了企业规模与企业家担心的问题之间的关系，在控制了企业家年龄、政治地位、婚姻状况、教育水平、家庭成员数、健康状况和年收入之后，企业的规模越小，企业家越担心经济低迷、就业困难、物价上涨和社会矛盾激化，其中，企业规模对担忧经济低迷的影响最大，对担心社会矛盾的影响相对较小，这反映出小企业对环境整体环境的依赖程度更高。而企业规模越大，企业家则更担心生态环境的恶化。

图9 (a) : 企业规模与对经济低迷的担忧

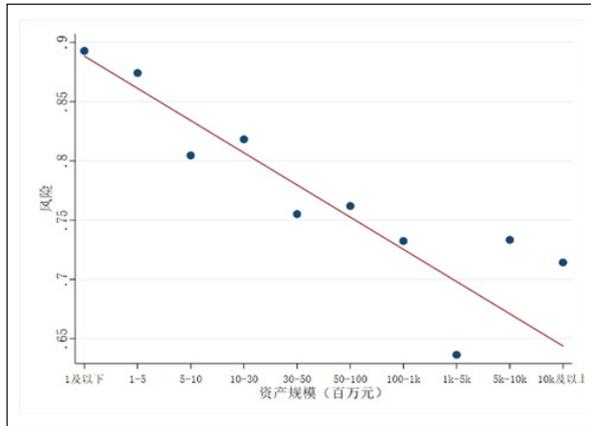


图9: (b) : 企业规模与对就业困难的担忧

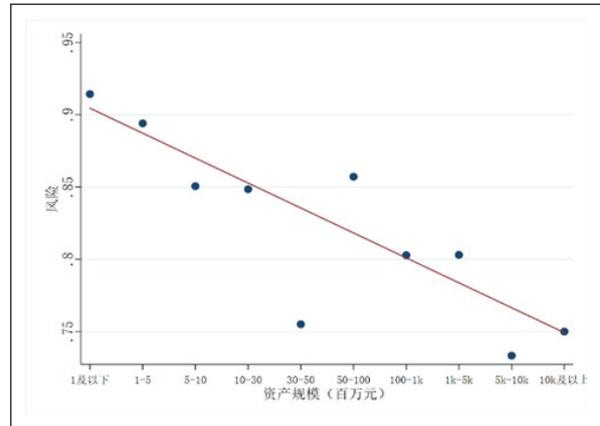


图9 (c) : 企业规模与对物价大幅上涨的担忧

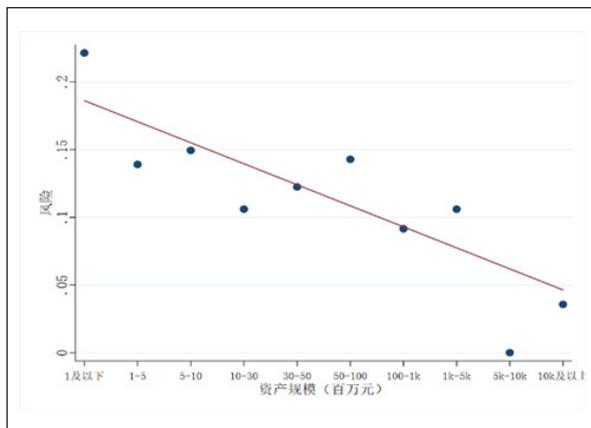


图9 (d) : 企业规模与对社会矛盾激化的担忧

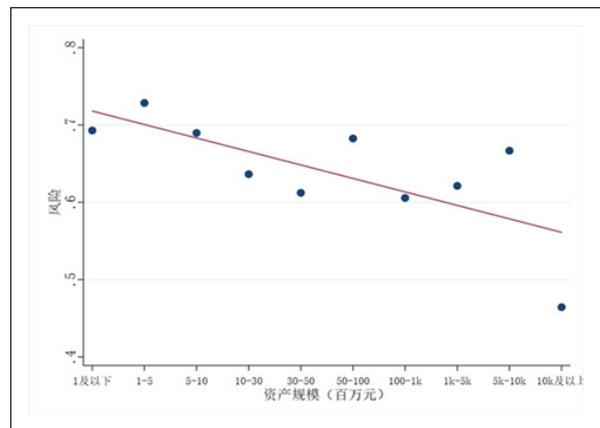


图9 (e) : 企业规模与对房地产“泡沫”破裂的担忧

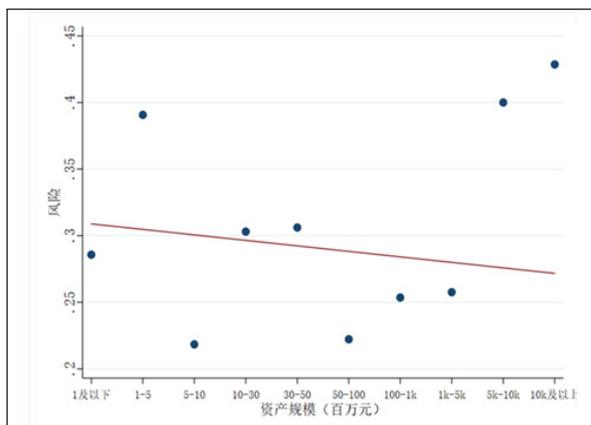
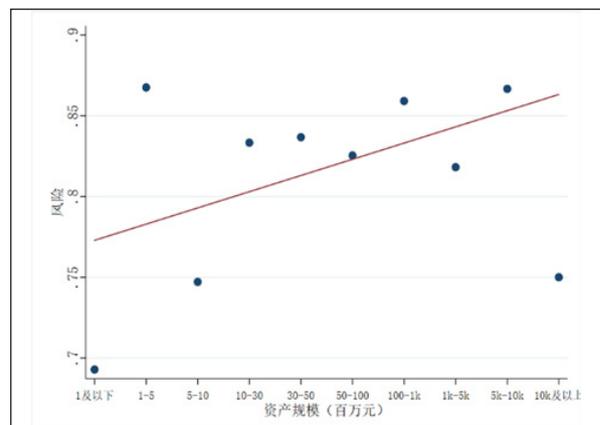


图9 (f) : 企业规模与对生态环境恶化的担忧



2.4 企业家政治地位

另一个影响企业家信心的因素是企业家所认为的自己在社会中扮演的角色，这也是我们关注的一个重点。在问卷中，我们让企业家们对自己的经济地位及政治地位进行了打分。图 11 的结果显示，在控制了企业家的年龄、政治面貌、教育水平、婚姻状况、家庭成员数、健康状况、主观幸福感和企业规模之后，企业家年收入与其自评的经济地位之间呈现正相关关系，年收入越高，企业家认为自己的经济地位越高。这个结果非常容易理解，也是非常直观的。

有意思的是，我们发现在相同的回归分析中，政治地位和企业家的收入不存在这种显著的相关性。也就是说，随着收入的增加，企业家没有提升对自己政治地位的评价。换言之，收入并不能改变提高企业家的自评政治地位。这种反差在利用企业规模进行分析时也是存在的（图 12）：企业规模越大，企业家的自评经济地位有所提高，但政治地位没有发生显著变化。

图 11：企业家收入与自评地位

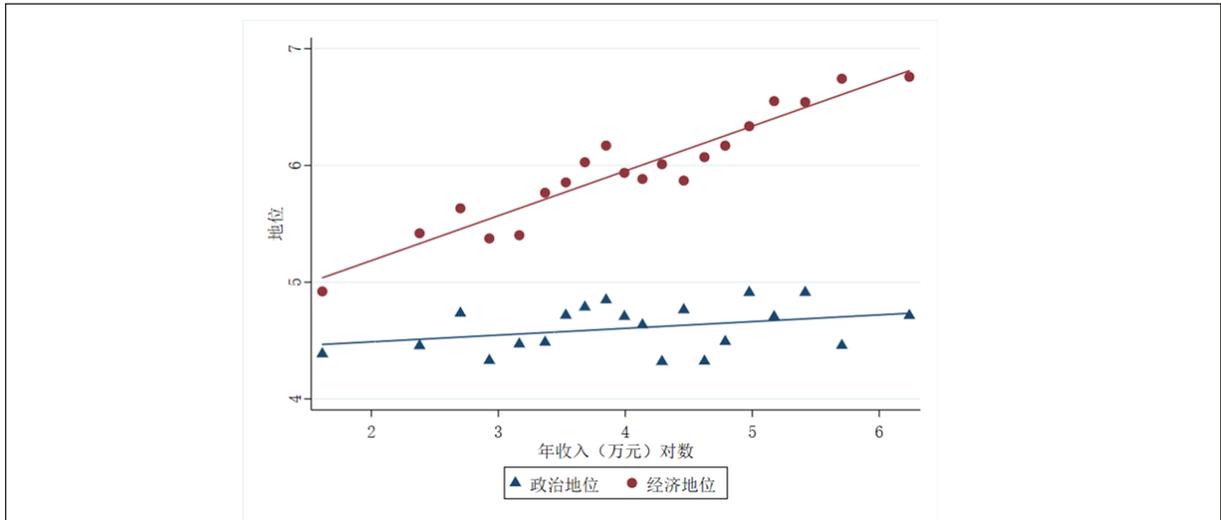
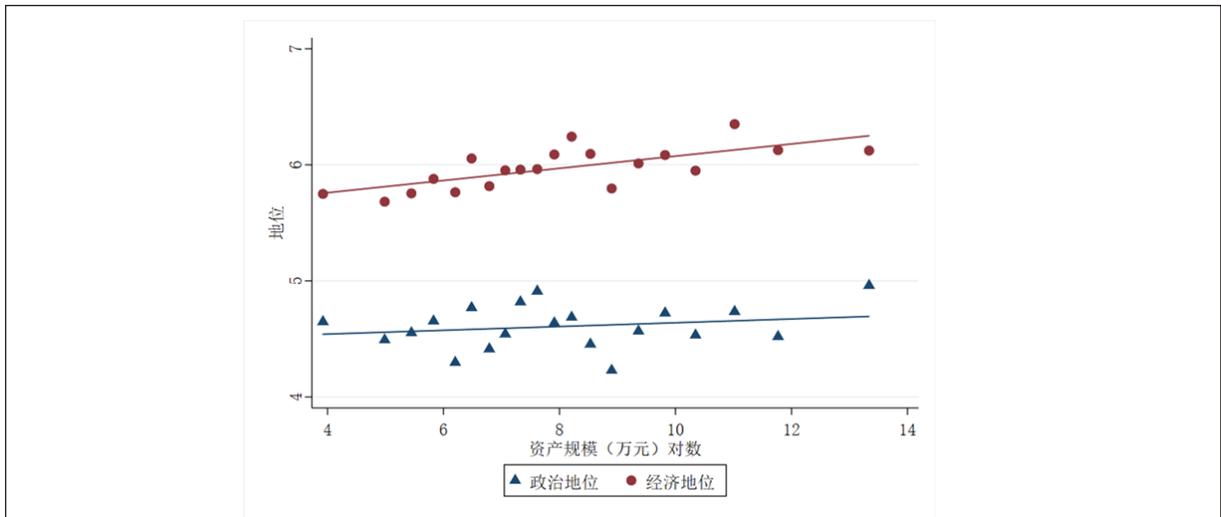


图 12：企业规模与企业家自评地位



企业家对自身地位的认知并不是空洞的概念，而是会直接影响企业家的幸福感、投资决策以及对未来的预期。我们发现在控制了企业家的年龄、政治面貌、教育水平、婚姻状况、家庭成员数、健康状况和年收入之后，企业家自评经济地位、政治地位越高，当前的幸福感越高；而相比于政治地位，经济地位的提升对他们主观幸福感的影响更大：自评经济地位每提高 1 单位，其当前感到幸福的可能性提高 5%；自评政治地位每提高 1 单位，其感到幸福的可能性提高 3.4%（自评地位评分范围在 1-10 之间）。同时，自评经济地位和政治地位越高的企业家也更多地在过去一年进行新的投资，自评经济地位或政治地位每增加 1 单位，其过去一年投资的可能性提高约 2%。企业家的政治地位也影响了其对经济前景的担忧程度，图 15 显示，自评政治地位越高的企业家担心未来经济低迷的可能性越小。

图 13: 企业家自评地位与幸福感

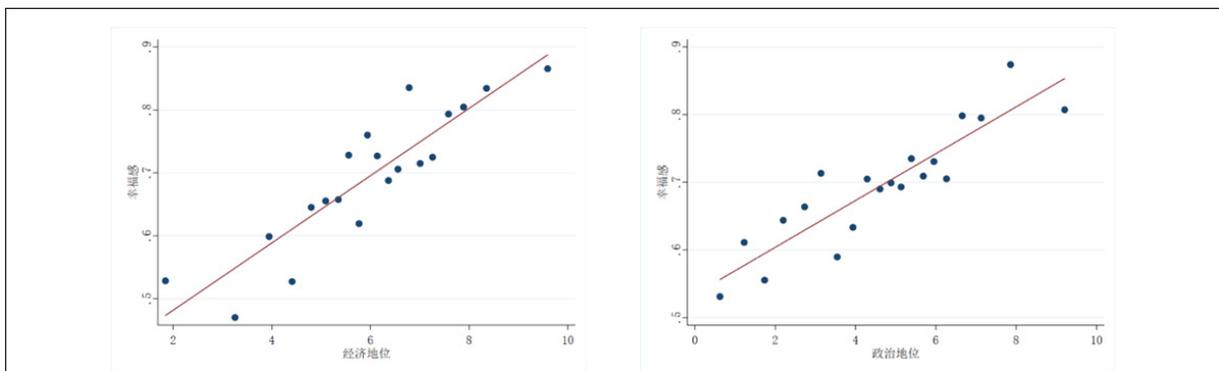


图 14: 企业家自评地位与企业新增投资

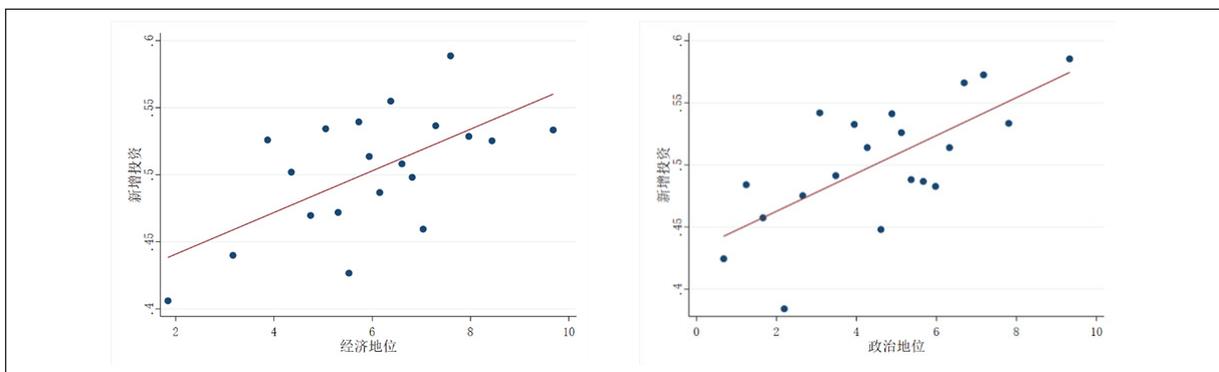
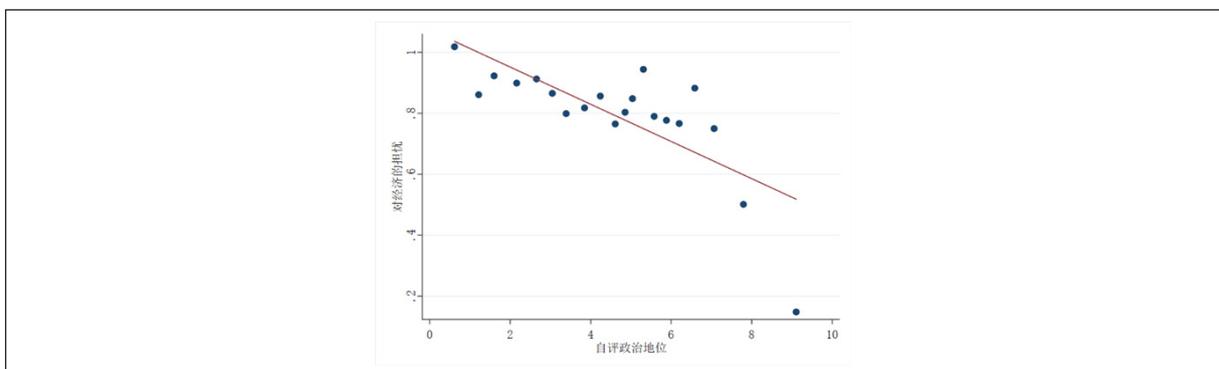


图 15: 企业家自评政治地位与对经济低迷的担忧



2.5 2023 年回访

为了了解疫情结束后企业家的变化，2023 年二月末至三月初，我们对 381 位企业家进行了回访。参与回访的企业家中，51% 的企业家所在的企业在 2022 年新增了投资（图 16），与上一轮问卷相比无明显变化。61% 的企业家计划在 2023 年新增投资，这反映出疫情结束后，企业家的信心得到了提升。其中，在所有 2022 年未新增投资的企业中，32% 计划于 2023 年新增投资，而在 2022 年新增投资的企业中，89% 计划在 2023 年继续新增投资（图 17）。在控制了企业所在行业后，我们得到了同样的结论：图 18 显示，2022 年新增投资的企业在 2023 年更有可能新增投资。

图 16:2022 年和 2023 年新增投资企业比例

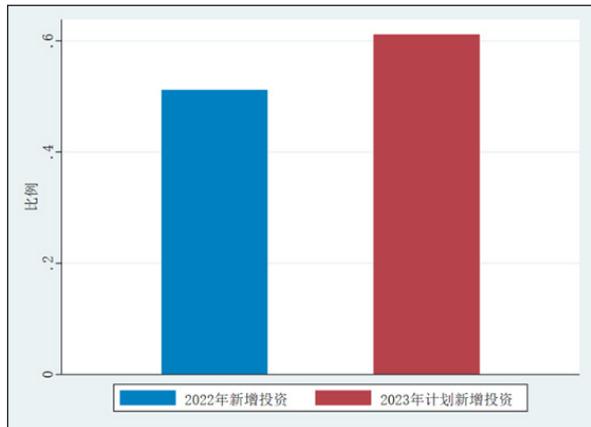


图 17:2023 年继续新增投资企业比例

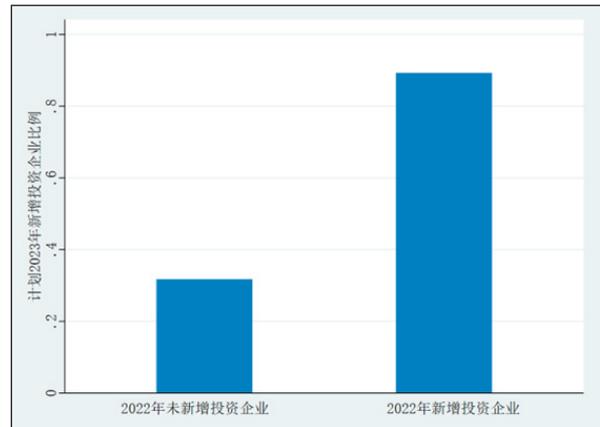
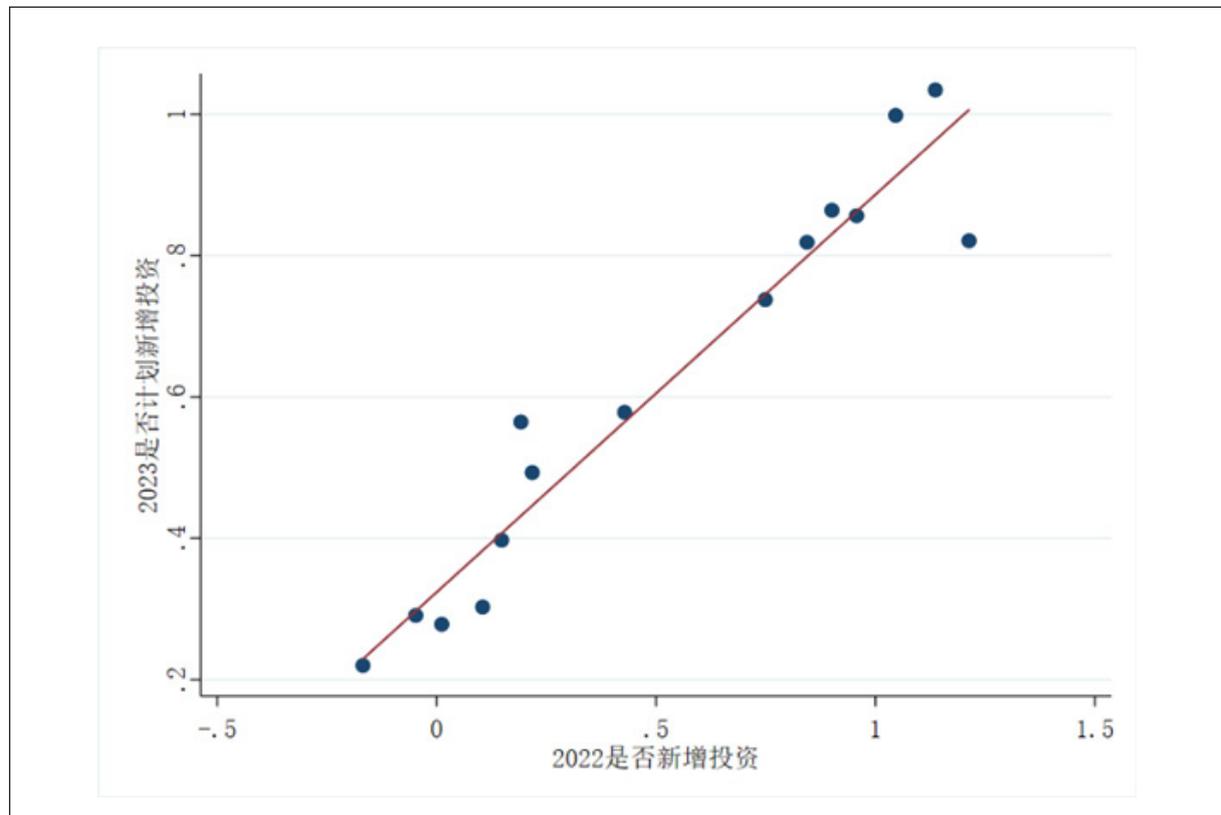


图 18: 2022 年与 2023 年新增投资的关系



从具体的投资用途来看（图 19），一方面，与 2022 年相比，2023 年进行各类投资的企业比例均有所上升。而另一方面，2022 年和 2023 年企业家仍倾向于进行较为长期的投资，尤其是推向市场新产品。

图 19 (a) : 2022 年不同类型新增投资比例

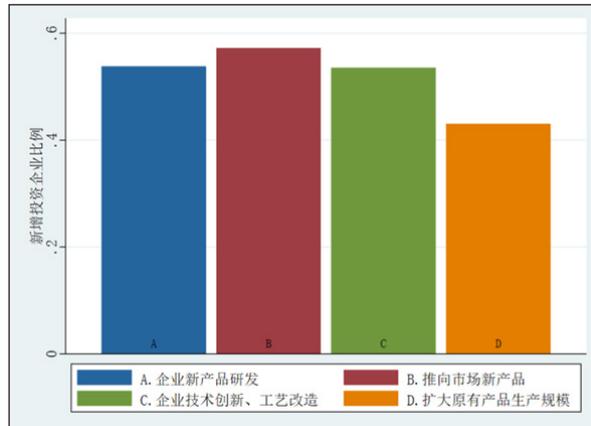
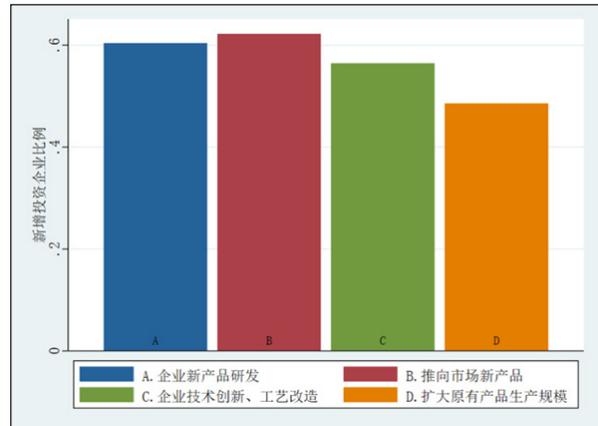
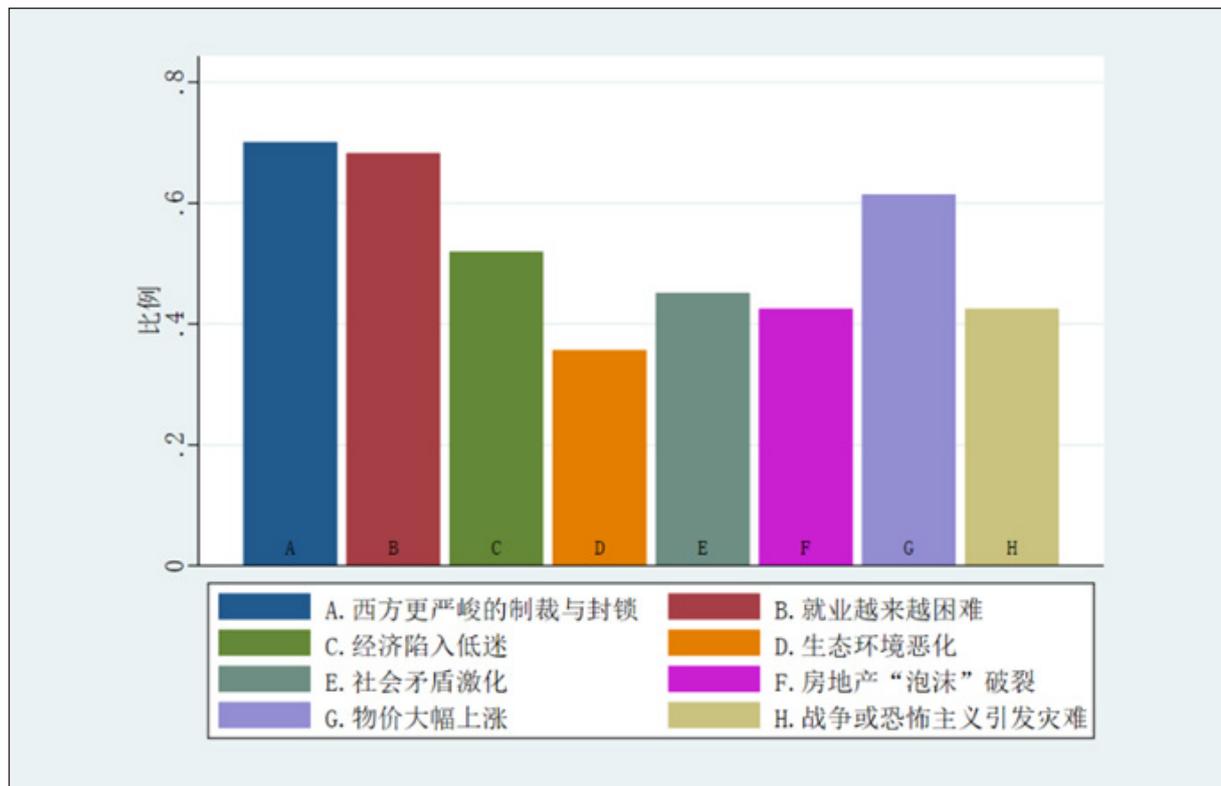


图 19 (b) : 2023 年不同类型新增投资比例



在问卷中，企业家们再次回答了他们对八类经济社会问题的担心程度。图 20 显示，担忧西方制裁的企业家比例由 100% 降至 70%，担心生态环境恶化的比例由 80% 降至 36%，担心就业困难、经济低迷和社会矛盾激化的比例也有所下降。然而，担心物价大幅上涨的企业比例由 13% 升至 43%，担心战争的比例也由 0.3% 升至 43%，担心房地产泡沫破裂的比例也出现了小幅上升。这显示出，疫情后企业家的心理发生了显著变化，他们对未来大环境持续低迷的担忧减弱，但更担心一些突发事件可能引发的冲击。

图 20: 企业家对各类问题担忧的比例



3. 重启中国经济：企业家调查数据揭示的政策建议

我们的调研对于揭示企业家的心理状态提供了一个非常好的机会。我们对企业家的理解和了解也同时构成了相应的政策建议的基础。那么什么样的政策措施会有有效的提振企业家和私营部门的信心，助力经济复苏呢？

3.1 深化改革和“讲好故事”并重

如果我们承认这样一个事实，即我们现今在经济方面遭遇的困难与 1992 年中国所面临的挑战非常相似，那么我们不妨回顾一下当时中国政府是如何引领中国经济摆脱低谷的，或许能为我们提供一些启示。

学界长久以来有一种共识，邓小平南巡讲话解决了是要走回头路，还是要继续改革的问题，稳定了居民部门的人心，鼓舞了信心，为之后的经济起飞奠定了基础。然而，真正能够说服中国经济的参与者们，长江黄河不会倒流的，恰恰是一系列以扩展经济自由为核心的新政策的相继出台。

对那段历史的简单回顾就会发现，尽管股份制改革的试点工作早在 1988 年就已开始筹备，但由于前景不明朗，试点工作一直被搁置。直到 1992 年 2 月，邓小平在南巡期间明确支持股份制改革，随后，《股份有限公司规范意见》和《有限责任公司规范意见》在短短三个月内迅速出台，为企业进行股份制改组和运作提供了法律依据和规范，股份制改革试点也从此全面展开。几乎每个地区都选择了数家企业进行试点，到 1992 年底，全国已经批准设立了 3700 家股份制试点企业。在邓小平改革开放的战略部署下，中国经济发生了深刻的转变，取得了前所未有的巨大成就。

同年，价格改革也在广度和深度上取得了突破性进展。1992 年 9 月，物价局宣布国家将 571 种生产资料产品的定价权交给企业；随后，1993 年 4 月，粮食流通体制改革也开始推进，粮票和油票被取消，粮油商品敞开供应。至此，我国社会零售产品总额的 95%、农副产品收购总额的 90% 和生产资料销售总额的 85% 全部放开，价格由市场供需决定，扩大了市场机制配置社会资源的范围。在市场力量的作用下，中国经济进入了一个更加开放的时代，也为中国经济的快速发展提供了重要的支撑。

证券市场更是经历着翻天覆地的变化。为了解决证券市场出现的违规操作、市场混乱等问题，1992 年 10 月，国务院证券委员会和中国证券监管委员会相继成立，致力于证券市场的管理与投资者合法权益的保护。随之而来的《关于进一步加强证券市场宏观管理的通知》和《股票发行与管理条例》不仅是我国第一个以国务院名义下发的关于股票市场的文件，更是明确了国家对于证券市场的集中监管制度，允许股票发行从上海、深圳试点扩大到全国其他省市。证监会的成立进一步推动了股票发行额度的不断扩大，从 1993 年的 50 亿元增加到 1997 年的 300 亿元，从此，我国资本市场迎来了空前发展。

在随后的 1993 年，我国还颁布了《公司法》，这标志着我国对公司治理进行了系统的制度设计。这部法律排除了政府对企业的行政干预，明确了企业的产业归属和产权关系，确保了不同所有制企业的公平竞争，为公司这一市场主体确立了法律地位。《公司法》的出台不仅使得国有企业股份制改革开始法制化和规范化发展，也为民营企业的投资和创业提供了更为优良的法律环境和平台。

1994年，我国实施了新一轮外贸体制改革，这一改革秉持着公平、竞争和自由的原则。改革方案包括加快审批各类生产企业的进出口经营权，实施外汇收入结汇制、取消各类外汇留成和上缴以及额度管理制度、废止指令性计划，同时承诺在全国范围内保持对外经贸政策的统一性。这些举措使得各类出口企业在相对公平的竞争环境中获得了更多的机遇，有效地推动了出口的增长。仅在1994年，我国的出口总值就突破了1210亿元，比前一年增长了31.9%。

通过上面的简单回顾，我们可以发现，邓小平南巡只是中国经济重启的序幕。真正让私营部门和企业家感到希望的是深化改革和逐渐扩大的经济自由。给予更多的经济自主权，是最好的说服私营部门和企业家的方式。

3.2 和西方世界的关系和经济重启

我们的调查很明确的展示了企业家们最大最核心的忧虑，就是中国经济是否会进一步被制裁，从而失去参与世界经济大循环的机会。从我们的访谈中我们了解到，企业家并不具体地担心自己管理或者拥有的企业直接受到经济制裁，更多的是担心经济制裁会削弱中国经济在科技、外贸等领域的竞争力，使得中国的市场优势被边缘化。

之所以制裁会在企业家群体当中产生如此重要的影响和2022年初开始的俄乌战争紧密相关。西方对俄罗斯的严厉的制裁让俄罗斯的经济逐渐从世界经济循环当中剥离和边缘化，俄罗斯的经济也受到重创。自2022年4月起，俄罗斯GDP连续出现八个月的负增长。与此同时，俄罗斯通胀率一度升至17.8%，达到20年来的最高水平。欧美国家一系列经贸制裁（如限制俄罗斯进口高科技产品、对俄罗斯能源产品出口价格设置上限等）使得俄罗斯实际工业生产同比开始转负，尤其是煤、基础制药、金属矿石、机动车等行业，平均跌幅接近40%。在制裁的压力下，大量国际投资者撤离了俄罗斯市场，到2022年9月底，拥有外国股东的俄罗斯企业数量减少了74.2%。俄罗斯在制裁下遭受的这些危机给中国企业家也带来了恐慌，引发了他们对中国未来可能受到的制裁的担忧，进而动摇了他们投资的信心。

因此，从某种意义上说，重启中国经济的一个重要维度和政策重心应该放到缓和与西方关系的轨道上来。和西方国家的紧张关系，会让企业家们对未来的营商环境产生负面预期，比如，他们可能会认为贸易战的进一步激化会带来关税提高、某些产品的进口受限等不良后果，从而动摇国内私人部门对未来的信心。这种忧虑和对与西方关系的不确定性，在很大程度上会抑制企业投资和扩张的动力与积极性。因此，通过采取对外友好的姿态给中西方的紧张关系降温，改善企业家对制裁的风险评估，是提振中国经济的一个重要方面。具体而言，一方面，可以在外交上更多地通过协商对话来解决分歧，尽可能减少冲突与对抗；另一方面，也可以通过一些措施来营造更有利于国际合作的营商环境，比如加大开放力度，逐步降低外商在中国投资的准入门槛，使外商投资更加自由便利。这不仅有利于减少贸易摩擦，吸引更多外资的加入，还会增强国内私人部门对未来营商环境和经济发展的信心，激励他们更多地进行投资。

3.3 提高政治地位的认知有助于投资信心的恢复

从相对中长期的角度来讲，中国的企业家在现有体制下是有特殊性的。我们的调研展示出，一方面，更高的收入和更大的企业规模确实能够提高企业家对自己经济地位的

评价。但另一方面，企业家对自己政治地位的评价却不随收入和企业规模发生变化，也就是说，企业家与企业自身的成就并不能够提高其自评政治地位。同时，我们的调研发现，企业家的政治地位对于其投资决策有很大的影响。那些政治地位自评相对较高的企业家，在疫情冲击之下更不容易“躺平”，更加积极的投资和扩大经营。

我们的调查结果还显示：企业家对自身政治地位的评价会影响到他们对于经济未来的走势的判断。这一个结果是非常容易理解的，当企业家认为自己的政治地位相对较高时，他们更可能将自己和自己所在的企业视为国家与社会发展的重要组成部分，将企业的发展融入国家的发展大势中，所以，在经济遇到困难的时候，这些政治地位自评比较高的企业家更有主人翁意识，对中国的体制和未来也更有信心，他们更可能在逆境中仍然坚持投资，从而助力经济的恢复。换言之，提高中国企业家在社会中的地位是提振企业家对国家体制认同感的一个重要的方法，对体制的认同感则是企业家对经济的信心的基础。因此，要想鼓励企业家进行投资，除了可以对企业投资给予一些政策支持外，还可以通过提高企业家的对自己政治地位的评价。

由于个人收入与企业规模这些企业家自身的成就并不是他们衡量自己政治地位的指标，企业家对自己政治地位的评价更多地受到外界因素的影响，因此，提升企业家在社会中的地位需要依靠一些外部举措。改善企业家自评政治地位的方法有很多，一方面，可以通过提高企业家的政治参与，企业家的政治参与越多，他们越可能认为自己的政治地位相对较高。比如，可以在政策制定时更多地听取企业家的建议，使企业家感受到，他们不仅仅是企业的掌舵人，也是国家发展的献策者，从而使其自评政治地位有所改善。另一方面，还可以通过为企业发展提供更多的政策支持，当政策导向与企业的发展方向更为一致时，企业家对于大环境的认可度更高，同时也能感受到国家对于企业发展的重视，从而提升企业家对自身政治地位的感知。采取一些有利于企业家提升自评政治地位的措施，将对企业投资起到促进作用。



参与学者名单

巴曙松 教授 / 中国宏观经济学会副会长
中国银行业协会首席经济学家

陈衡 博士 / 香港大学经济学副教授

贡洁 博士 / 香港大学管理及商业策略副教授

何国俊 博士 / 香港大学经济学、管理及商业策略副教授
中国经济研究所副总监

李晋 教授 / 香港大学管理及商业策略学术领域主任
经济学、管理及商业策略教授

毛振华 教授 / 香港大学经济学实务教授

牛播坤 博士 / 华创证券首席经济学家

张红松 博士 / 香港大学经济学副教授
中国经济研究所副总监

朱晓冬 教授 / 香港大学经济学学术领域主任
经济学教授

* 按姓氏拼音排序



HKU
BUSINESS
SCHOOL
港大經管學院