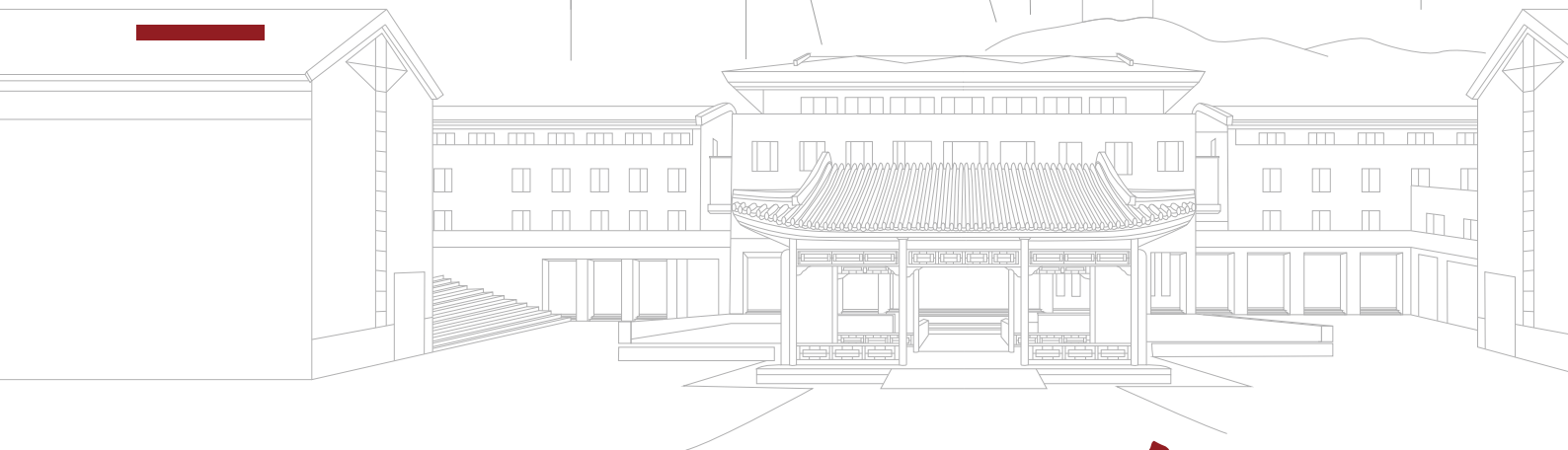




北京大学国家发展研究院
National School of Development

中国经济2023

复盘与瞭望



北大承泽

参考

003期

2023年8月

主管：北京大学国家发展研究院

主办：北大国发院智库，北大国发院传播中心



目录

中国经济2023：复盘与瞭望

热点分析

02

- 许宪春：经济形势——下行压力仍较大.....03
- 姚洋：下半年经济破局，促需求是关键..... 06

产业观察

09

- 赵波：当前房地产行业困境的成因与出路 10
- 冯仑：中国房地产进入后开发时代 转变认知是关键 14
- 周传忠：房地产业的当务之急是化解风险，关键举措是支持优质房企债务重组..... 18

管理课堂

21

- 朱丽：AI 前沿研究速递——AIGC 对多领域任务的革命性影响.....22
- 关明生：中小企业家如何走出身累心累？25
- 宫玉振：变局时代的经营策略与管理定力27

承泽精选

29

- 伍戈：经济企稳的条件.....30
- 黄卓：激活中国经济新动能的三个着力点35
- 徐高：中国经济的短期压力和长期出路..... 39

01.

热点分析

编者按：

2023年7月18日，国家统计局公布了今年二季度GDP增速为6.3%，上半年GDP增速为5.5%，经济增速不及市场预期。由于当前经济存在需求不足、预期偏弱等问题，下半年经济增长仍存在较大压力，预计下半年增速为5.0%。要提升市场信心、扭转市场预期，政府需要多措并举刺激需求，如增大房地产政策调整力度、放宽汽车限购政策、发放消费券刺激消费、拓宽地方政府融资渠道等。经济形势变好，民营企业信心才会恢复，青年失业率问题才能迎刃而解。

许宪春：经济形势——下行压力仍较大

姚洋：下半年经济破局，促需求是关键



许宪春¹：经济形势——下行压力仍较大

经济形势是政策界、企业界和学术界普遍关心的重大问题。科学分析研判经济形势，是政府政策制定和企业投资运行的重要基础。本文运用统计数据，从生产、需求和收入三个角度对中国经济上半年运行的重要特点进行归纳，对下半年进行简要展望。

从生产角度看，上半年经济运行表现出以下三个方面重要特点

一、经济增速恢复较快，两年平均增速仍然较低。

上半年，GDP 同比增长 5.5%，增速比一季度回升 1.0 个百分点，比去年同期提高 3.0 个百分点，比疫情三年，即 2020-2022 年的平均增速提高 1.0 个百分点，经济增速恢复较快。分季度看，一季度 GDP 同比增长 4.5%，二季度增长 6.3%，一季度增速比去年四季度回升 1.6 个百分点，二季度比一季度回升 1.8 个百分点，也

体现出经济增速恢复较快的特点。

但是，从两年平均增速看，上半年 GDP 增长 4.0%，二季度增长 3.3%，比 2020-2022 年三年 GDP 平均增速分别低 0.5 和 1.2 个百分点。所以，今年上半年，尤其是二季度，GDP 增速受去年同期基数影响较大，从两年平均增速看，上半年，尤其是二季度 GDP 增速仍然较低。

二、第三产业增加值增速加快，对经济增长的拉动作用进一步增强。

上半年，第三产业增加值增长 6.4%，增速比一季度加快 1.0 个百分点，比去年同期提高 4.6 个百分点，比 2020-2022 年三年平均增速高 2.3 个百分点，在三次产业中增速最高，对 GDP 增长的贡献率达 66.1%，拉动经济增长约 3.6 个百分点，继续对经济增长起主拉动作用，且拉动作用进一步增强。

在第三产业中，接触型服务业增加值增速加快。上半年，住宿和餐饮业、交通运输仓储

1. 许宪春：北大国发院特约研究员。



和邮政业、批发和零售业增加值同比分别增长15.5%、6.9%和6.6%，增速分别比一季度加快1.9、2.1和1.1个百分点。现代服务业增加值增速加快。上半年，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业增加值分别增长12.9%和10.1%，增速分别比一季度加快1.7和4.1个百分点。房地产业增加值增速回落。上半年，房地产业增加值零增长，增速比一季度回落1.3个百分点。

三、第二产业增加值增速提高，仍低于 GDP 增速。

上半年，第二产业增加值增长4.3%，增速比一季度提高1.0个百分点，比同期GDP增速低1.2个百分点。其中，工业增加值增长3.7%，在国家统计局公布的所有行业中除房地产业外增速最低。建筑业增加值增长7.7%，增速比一季度提高1.0个百分点。

从需求角度看，上半年经济运行表现出以下三个方面重要特点

一、消费需求对经济增长的拉动作用明显增强，但仍然不足。

年初以来，疫情影响逐步消退、各地促消费政策显效发力，带动消费需求较快增长，对经济增长的拉动作用明显增强。上半年，消费需求对经济增长的贡献率为77.2%，比一季度提高10.6个百分点；拉动GDP增长4.2个百分点，比一季度提高1.2个百分点。

从住户调查数据看，上半年，全国居民人均消费支出同比名义增长8.4%，实际增长7.6%，名义增速比一季度提高3.0个百分点；实际增速提高3.6个百分点，均明显提升。

但是，上半年，消费需求对经济增长的贡献率较大，拉动GDP增长的百分点较多，实际上

与去年同期基数较低有关。上半年，住户调查全国居民人均消费支出同比名义增速和实际增速均比一季度明显提升，也是由于去年同期基数较低的影响。如果剔除去年基数的影响，按两年平均计算，上半年全国居民人均消费支出同比名义增长5.4%，实际增长4.1%，均明显低于疫情前的水平。所以，与疫情前相比，消费需求仍然不足。

二、投资需求增速有所回落，对经济增长的贡献率有所减弱。

上半年，投资需求对经济增长的贡献率为33.6%，比一季度下降1.1个百分点；拉动GDP增长1.8个百分点，比一季度提高0.2个百分点。上半年，全国固定资产投资（不含农户）增长3.8%，增速比一季度回落1.3个百分点。上半年，投资需求对经济增长的贡献率有所减弱。

分三大投资领域看，增速均有所回落。上半年，制造业投资同比增长6.0%，增速比一季度回落1个百分点；基础设施投资增长7.2%，增速比一季度回落1.6个百分点；房地产开发投资下降7.9%，降幅比一季度扩大2.1个百分点，从一季度降幅收窄的走势中再次逆转。

三、净出口需求进一步走弱，对经济增长的下拉作用加重。

上半年，净出口需求对经济增长的贡献率为-10.8%，比一季度降低9.5个百分点；向下拉动GDP增长0.6个百分点，比一季度多向下拉动0.5个百分点。

根据海关总署发布数据，上半年，货物贸易出口同比增长3.7%，进口下降0.1%，与一季度相比，出口增速回落4.7个百分点，进口增速回落0.3个百分点，货物贸易顺差增速回落。

这是由于全球经济恢复乏力，同时伴随高通胀，为抑制高通胀而出台的收缩性货币政策不可避免地加速了需求收缩，全球贸易需求低迷不可避免地导致我国净出口需求低迷。

从收入角度，上半年经济运行表现出以下三个方面重要特点

一、居民收入增速继续回升，两年平均增速仍明显低于疫情前水平。

上半年，全国居民人均可支配收入同比名义增长6.5%，实际增长5.8%，名义增速比一季度回升1.4个百分点，实际增速回升2.0个百分点，名义增速和实际增速在一季度比去年全年均有所回升的基础上继续回升。与2019年相比，名义增速低2.4个百分点，实际增速持平。

由于去年同期基数较低，剔除基数影响，按两年平均计算，上半年，全国居民人均可支配收入同比名义增长5.6%，实际增长4.4%，名义增速比2019年低3.3个百分点，实际增速低1.4个百分点，名义增速和实际增速仍明显低于疫情前水平。

二、规模以上工业企业利润总额持续下降，降幅逐月收窄。

上半年，规模以上工业企业利润总额同比下降16.8%，降幅比一季度缩小4.6个百分点。1-2月份，规模以上工业企业利润总额同比下降22.9%；1-3月份，下降21.4%，降幅比

1-2月份收窄1.5个百分点；1-4月份，下降20.6%；降幅比1-3月份收窄0.8个百分点；1-5月份，下降18.8%，降幅比1-4月份收窄1.8个百分点。1-6月份，下降16.8%，降幅比1-5月份收窄2.0个百分点。

三、受去年同期增值税大规模留抵退税等因素影响，全国一般公共预算收入增速明显提高。

一季度，全国一般公共预算收入同比增长0.5%，增速比1-2月份提高1.7个百分点，实现由负转正。上半年，全国一般公共预算收入同比增长13.3%，增速比一季度提高12.8个百分点。去年同期增值税大规模留抵退税，基数较低，拉高了今年上半年全国一般公共预算收入同比增速。

下半年展望

2022年下半年GDP增速较低，有利于今年下半年GDP增速的恢复，但由于当前经济存在需求不足、预期偏弱等问题，下半年经济增长仍存在较大压力。预计下半年经济增长能达到5%左右，全年经济增速在5.0%—5.5%区间。



姚洋²：下半年经济破局，促需求是关键

题记：2023年二季度和上半年的经济数据不及预期，如何认知其中的原因，如何找准问题所在并有针对性地提出解决问题的建议和发力点。为此，北大国发院助理研究员、国发院BiMBA商学院副院长杜晓梦特别专访北大博雅特聘教授、国发院院长、国发院BiMBA商学院院长、东南大学执行院长、中国经济研究中心主任姚洋教授。

当前的经济困局及原因

2023年7月18日，国家统计局公布了今年二季度的GDP增速为6.3%，上半年GDP增速为5.5%。市场曾普遍预期今年的增长速度会显著高于潜在增长速度，因为去年基数很低，再加上经济在疫情后的复苏期内，理应增长速度更快一点。然而，二季度的增长速度并未达到预期，这可能出乎很多人的意料。

增速不及预期的主要原因在于当前的需求不足。

内需方面，尽管餐饮、住宿和出行等已基本

恢复，零售增长速度也不低，但是这种消费存在上限；比较严重的房地产消费仍然处于下行通道之中，而且第二季度的下行非常严重。由于房地产对上下游产业的影响很大，房地产的下降带来的经济负增长至少一到两个百分点；汽车的消费比疫情期间略有恢复，但增长也不及预期，很多城市仍在限购；政府投资方面受疫情带来的疤痕效应比较明显，有些地方不得不用财政收入偿还疫情期间留下的债务，甚至不得不举债为财政供养人员发工资，因此地方政府的基建投资也不可能增长太快。

外需方面，欧美对经济的刺激早已经结束，并转为加息阶段。世界经济整体速度下降，导致中国的出口在二季度徘徊不前。我国未像越南等国那样猛烈地下跌20%左右，因为出口市场和产品都已经比较多元化，比如新兴市场已经占据一定的份额，这个出口数据已经实属不易。问题在于，下半年出口数据改善的可能性不大。世界经济周期有其自然规律，在全球贸易的低谷期，中国不可能独善其身，出口短期内难有起色，更谈不上大幅反弹。

2. 姚洋：北大博雅特聘教授、国发院院长、国发院BiMBA商学院院长、东南大学执行院长、中国经济研究中心主任、《经济学（季刊）》主编、中国经济学年会理事长、当代经济学基金会理事长、中国经济50人成员。

下半年应对经济挑战的关键点

虽然面对重重挑战，多个因素叠加，但我们要认识到中国经济的基本面依然是好的，未来仍然是有希望的。关键是我们能看准问题的症结，找准解决问题的突破口，并切切实实落地。

在我看来，如下七个方面都值得我们认真地思考和科学地行动。

第一，增大房地产政策调整力度。

看到二季度的数据出人意料之后，中央很快对房地产的判断发生了改变，认为房地产的供需关系已经出现根本性变化，需求不及过去旺盛。针对这一情况，就应该取消限购限价等过去打压需求的措施，给市场释放明确信号，表明国家对于房地产的调控已经转变，并且是真实的转变。然而，现在出台的一些房地产政策，比如“认房不认贷”等政策，力度显然还不够。当然，所谓“更大力度的政策”，并不意味着要对房地产再来一番刺激，而是让房地产业回归常态。常态应该接近于一种稳态，快速的甚至断崖似的下行也不是市场的常态。既然房地产正在回归常态，不再是值得格外关注的行业，就应该取消历史上的管制措施，回归一个正常的市场，用市场的行为出清劣质的企业和项目。尽管我们国家的住宅地产总量已经到了一个饱和点，但在结构方面还有很大的调整空间，因为人口还在继续流动，进入一、二线城市工作的年轻人的住房需求巨大且远远未得到满足，居住是人民群众对美好生活向往的重要组成部分，应该让这部分人的需求有满足的机会。

第二，取消所有的汽车限购措施，至少第一步放开新能源汽车的限购。

虽然我们的城市有治理交通拥堵的压力，但治理拥堵可以使用其他方法，别的国家已经创造了很好的模式可以借鉴，尤其是在 AI 和大数据日渐成熟的情况下，智能城市正在成为可能。同时，

“双碳”的压力也不再像起初感觉那么大，很多新能源技术正在快速提升。对汽车限购不是一个很好的办法，这对老百姓正常的需求也是一种压制。因此，我们应该放开汽车限购，至少第一步放开新能源汽车的限购，这将对汽车行业的发展极其有利。新能源汽车作为我国的支柱产业，可以很快地消化创新成本，占领发展高地。

第三，发放消费券，刺激消费。

老百姓的消费不起来，企业就没有订单。但要想让老百姓提升消费，需要的是收入增加或收入预期改善，这又来自于企业预期改善，订单增加。因此，政府必须想办法打破这种弱循环，给大家发消费券或现金，让大家在工资等原有收入不改变的情况下增加消费，让企业增加订单。根据测算，发一块钱的消费券能带来八毛钱到九毛钱的 GDP，相比之下，一块钱的投资只能带来两毛钱的 GDP，所以，对消费的刺激更能直接拉动 GDP 的增长。如果政府能够给十四亿人发人均 1000 元的消费券，将拉动 GDP 一个百分点的增长。

第四，允许地方政府在公开市场募集资金。

基建和新基建投资主要靠地方政府，但经历几年疫情和连续的房地产调控之后，地方政府的财政收入状况不是很好，同时地方债又面临很大的约束，这种情况下，基建很难有较快的增长。假设地方政府要修一条地铁需要 200 亿，中央政府批的资金有 100 亿，那么剩下的 100 亿需要地方政府筹措，就需要到公开市场上去融资。然而，中央政府严格控制地方政府的举债，地方政府筹措不到资金，基建方面就要打折扣。要想解决这个矛盾，需要分短期和长期两种措施。短期内应允许地方政府发信用债，至少是允许一些信用比较好的政府发债，让地方政府能够运转下去，让基建项目能够顺利进行。至于地方政府财权和事权匹配的长期问题，需要找到长期可行的解决办法，需要切实进行一些相关的制度改革。



第五，经济形势变好，民营企业信心自然会好。

企业家是经济发展的关键力量，经济环境不好时，企业的信心容易下降。要想提振企业家的信心，首先要让经济在短期内恢复正增长，特别是利润要由负转正。经济是个循环，如果不考虑外贸，它基本上是个闭环，况且我国进出口对GDP的贡献已经接近于零。我们要认识到，这个循环可以高速周转，也可以低速周转。现在的问题是内循环越转越慢，需要在某一个点上注入新的活力、新的动力，让这个闭环转得快一点。目前的情况来看，肯定是需求端更需要注入新的力量，通过房地产和汽车的需求拉动，把整个经济刺激起来，然后对于各个环节、各个行业都会有一定的提振，经济的转动就会加速。

第六，经济形势变好之后，青年人失业率问题就会迎刃而解。

上半年还有一个数据引起广泛关注，青年失业率达到21.3%。青年失业率的上升主要由疫情发生之后经济下行的压力造成，技术替代当然也会造成一些工作岗位的消失，但是并不多。现在仍处在疫情的疤痕阶段，经济的恢复尚不够好，很多疫情期间倒闭的企业至今尚未重启，就业机会自然少一些。解决办法只能是短期内尽快提振经济。因为青年失业率跟整个经济形势高度相关，就业和经济增长是一枚硬币的两面，经济形势好转后，就业问题自然就会得以解决。

第七，解决下半年的经济挑战需要将短期问题和长期问题分开处理。

当前的经济形势非常复杂。

首先，政府要有正确的判断，建立正确的分析框架。短期的事情要用短期的办法来解决，长期的问题要用长期的办法来解决，比如在体制方面做一些调整。想用短期的办法来解决长期的结构性问题，是行不通的。

其次，要下定决心。短期的一些方法可能会加重长期的结构性问题。比如，房地产一放开调控，又出现房地产泡沫怎么办？还有地方政府的负债问题，不让地方政府发债投资就上不去，允许其增加负债，那地方债的问题就解决不了。要建立把长期问题和短期问题分开处理的框架，短期先把经济繁荣起来，即使有一定出现房地产泡沫和增加地方政府负债的风险，但仍然需要坚定地去做。先把短期问题解决好，毕竟我们不能倒在黎明之前，必须先把今天扛过去。而且只有把短期问题解决好，我们才有解决长期问题的资本。长期的问题当然也重要，一定要想长期的办法来解决。

问题的关键在于把短期问题和长期问题厘清，不要混淆。改革要在经济好的时候改，经济差的时候不宜进行大手术。一定要在天晴时修屋顶，下雨时要先避雨。

02.

产业观察

编者按：

房地产是中国国民经济的支柱产业，然而近几年的“三条红线”、房企爆雷、“保交楼”……中国房地产行业的重重困境为多重不确定性影响之下的宏观经济增添了更多寒意。在经历了2023年第一季度的反弹之后，房地产行业在第二季度严重下行，不仅拖累GDP的复苏，而且出现品牌房企的现金流或债务风险事件，有引发系统性风险之忧。如何认知这一轮的房地产下行？如何化解当前的风险？怎样正确认知房地产行业？当前行业困境的成因和解决之道何在？房地产领域未来何去何从？如何重建一个可持续的房地产市场？为此，北大国发院传播中心主任、《北大承泽参考》执行主编王贤青，与北大国发院副研究员梅亮共同采访了北大国发院经济学副教授赵波，万通集团创始人、董事长冯仑，以及房地产业资深从业者、国发院EMBA校友周传忠。

赵 波：当前房地产行业困境的成因与出路

冯 仑：中国房地产进入后开发时代 转变认知是关键

周传忠：房地产业的当务之急是化解风险，关键举措是支持优质房企债务重组



赵波³：当前房地产行业困境的成因与出路

改革开放以来中国房地产市场发展的四个阶段

房地产包括房产和地产两个部分。1998年的“房改”正式启动了中国的“房产”市场，但我们不能忽视此前1978年-1986年这个阶段在城镇土地制度改革方面的重要意义。

城镇土地制度市场化相关改革发端于经济特区，新中国第一宗土地拍卖就出现在1987年深圳蛇口。当时为了消除全国城市土地出让的政策障碍，全国人大常委会1988年颁布了宪法修正案，土地的使用权可以依照法律规定转让，实际上是让土地的转让合法化。进入1990年代，国务院出台了有关城镇国有土地使用权出让和转让的暂行条例，规定土地使用者要向国家支付土地出让金（1994年分税制改革后，土地出让金对地方政府的重要性逐渐增加）。该条例同时也出现了诸如住宅用地、工业用地年限等相关规定。

所有这些举措都指向了土地制度的市场化改革，这是领先于房产改革的。从逻辑上讲，1998年的“房改”有个先决条件，就是土地制度的改革。

接下来1987-1997这个阶段，虽然城镇土地制度有所变化，但大量人口的居住问题主要还是通过国家福利分房解决，整个社会的消费能力亦非常有限，因此这个阶段，可将其定位为房地产向市场化过渡的阶段。

1998年到2015年应当看成一个整体阶段。房地产市场高速发展，以“国六条”“国四条”为代表的调控不断，但这些调控都不持久。包括2008年全球金融危机之际出现的一些应对之策，虽然其中也有因危机误判导致的政策过激反应，但放到房地产市场整体大发展的背景下，这些调控的影响多为暂时，并未阻遏房地产市场的高歌猛进。

2016年提出的“房住不炒”是堪比1998

3. 赵波：北大国发院经济学特聘副教授、博士生导师。曾为美联储明尼苏达分行研究部、明尼苏达大学、澳大利亚莫纳什大学访问学者，主要研究领域为宏观经济学、经济增长、劳动经济学和房地产经济学，主要研究发表在 Review of Economic Dynamics, Journal of Economic Dynamics and Control, Economic Theory 等经济学国际顶级杂志以及《经济学（季刊）》、《金融研究》等权威杂志。

年“房改”、具有里程碑意义的变革。政策层面开始出现一种把房地产视同“非实体经济”（或“虚拟经济”）的倾向。社会普遍认为制造业是实体经济，金融和各种资源要多向实体经济倾斜，非实体经济往往不在鼓励之列，尤其是金融方面。这是一个关键变化。同时，在此阶段，房企的集中度进一步提升，很多大企业的流动性危机也在这个阶段伏笔。房地产市场因此进入一个相对低速的、深度调整的转型阶段，直到今天。

当前房地产市场困境的成因

剖析当前房地产行业面临的困局，需要理解一个大的政策背景：2016年“房住不炒”的方向确立后，决策层开始将房地产置于一种“非实体经济”的框架。一个明显的情况是，以央行为代表的金融系统在“金融服务实体经济”的大政方针之下对房地产市场的支持锐减。金融及监管部门的态度是国家对房地产行业定位变化的一个缩影，政策层面已经转而重点关注房地产行业的泡沫及其可能产生的风险，不再是其作为支柱产业的价值，这是很大的转折点。

总体来看，当前房地产市场遭遇困境的原因有两方面：内因是房企普遍高杠杆造成的“先天不足”，一旦风吹草动极易出现流动性问题，并有引发系统性风险的可能；外因则是新冠疫情造成的经济下行周期叠加房地产行业监管周期，造成房企雪上加霜。

展开来讲，就内因而言，高杠杆率是中国房地产企业的基本特征。房地产企业杠杆率普遍达到百分之七八十，远远高于制造业。房地产开发过程中，土地是最大的成本，行业重资产属性非常突出；在中国房地产市场快速发展的大背景下，整个行业收益率一直处于较高水平，而且银行放贷越多，房企能借到的钱越多，利润率越高，因为中国房地产市场是期房销售为主，这也是不少企业愿意主动加杠杆谋求高增长的主因。只要房

价一直上涨的预期和坚定的金融支持不变，企业就愿意不断加杠杆，多拿地，扩规模，由此形成“三高”（高杠杆、高周转、高利润率）模式。

就外因而言，首先是监管周期。中国对房地产行业的监管并非一味打压，而是呈现出多轮刺激与抑制相互交替的周期性。例如在2004-2007年房价增长过快时，国家连续出台“国八条”“国六条”进行调控；2008年次贷危机使经济承压，政府又主动刺激市场。本轮调控中“三条红线”的规定，在一定程度上与美国当年的金融危机有关。高杠杆背景下，资产价格稍有波动，行业的系统性风险就会立刻放大，这让监管层忧心重重。与针对房企的“三条红线”同时出台的，还有针对银行机构的“贷款集中管理制度”，以及“保交楼”背景下各地政府加强商品房预售资金监管的规定等，这些调控政策叠加是理解本轮房地产行业困境的重要前提；其次是经济周期，新冠疫情对全球经济冲击很大，中国经济走出疫情影响比预期要慢，这部分跟全球经济增长慢也有关系。与2008年危机不同的是，当时房地产投资虽然被“国八条”“国六条”抑制，但行业跌幅有限，回暖迅速，因为人们的收入和房价上涨预期未变，加上政府的态度是明确支持，而不是坚定防范风险。这是目前房地产市场表现糟糕且复苏困难的重要外因。

解决方案：改变监管思路 + 取消不合理的限制 + 政府主动助企

当前房企面临的现实问题是房子卖不动，现金流吃紧，融不到钱，无法挺过眼前这一关，严厉的监管政策和难以到位的金融支持，以及“保交楼”的要求，加剧了房企的困难。

就供需关系而言，在民众对于住房的需求并未锐减，流动性充足的前提下，房企的产能也不会有大问题。房地产行业的问题并不是“商品问题”，无法通过房企自身调节产能或降价解决。



房地产市场是牵一发动全身的市场，既通过土地市场影响地方政府收入，又通过信贷影响到银行经营乃至金融稳定。而且不同于一般的商品市场，“卖不动就降价”的逻辑难以成立。如果当前房价跌去30%，在房企平均70%负债率的背景下，房企马上就面临负资产甚至有破产风险，同时银行贷款变成坏账，地方政府土地出让价格也会受影响，老百姓也会考虑断供，更不会因此增加买房。

因此，房地产问题无法单靠企业或行业自身调整解决，需要政府出面总体协调，顶层布局。不依托中央政府层面的主动干预，只靠片面的惠企措施或者是一些地方性的刺激行为，不足以力挽狂澜。

政策层面，关键是别再把房地产行业视为“非实体经济”甚至“虚拟经济”，要改变监管思路，这会导致银行对房地产行业的信心严重不足，无法提供贷款支持，加剧行业困境。

2021年下半年至今，政府陆续出台了一些刺激政策（鼓励或者支持一些房地产企业发债、成立救助基金进行干预等）。相关数据显示，房地产企业获得的贷款存量从2021年之后基本再未增加，个人部门、居民部门从金融部门获得的住房贷款存量从2021年之后基本上也再未增加。就实际效果而言，金融体系当前并未采取针对房地产行业成规模的、有效的实质性动作。今年的几次降息虽然从需求侧带来一些刺激，但在经济下行压力面前也不足以提振房地产市场的信心。

在当前的困难面前，还有哪些牌可以打？货币政策不是房地产市场的专属，且降息力度无法骤然加大。副作用比较小的可行之策是取消房地产领域一些不合理、不必要的限制，比如各种形式的限购政策（套数限制、户口要求、社保年限）、限贷政策（首付比率，二套房政策）、税费要求（交易税、契税等）等规定。其他一些可供尝试的办法包括，利用现有资产或组建新的金融资产管理公司去救助房企，购买一些风险较大、困难较大

房企的资产，或者参股。只要救助成功，这些资产将来有机会在市场上溢价出售，政府也不会亏。当前房企的问题是贷不到款，扛不过今天，不是明天没有前途。因此，政府积极帮助房企纾困，既有利于房企过关，也有助于地方政府缓解财政压力。

对房地产行业的认知纠偏

在公众认知和社会话语体系当中，房地产对GDP的拉动作用被放大。按照任泽平的观点，房地产（狭义的房地产属于服务业）及其相关产业链对GDP拉动的贡献率为17%。这个计算基于两点，第一是行业自身规模，第二是其带动作用大小，两者相乘。如果按同样计算方法，批发零售业的对应数值达到34%，农民牧渔产品服务业为31%，金融为30%，建筑业为22.4%，化学产品为21.5%，房地产行业排不进前五名。房地产企业拉动GDP相对于其他行业并不突出。纵然房地产行业在我国的固定资产投资中占比较高，但对GDP的贡献并不像有些经济学家计算的那么大。

房地产行业真正的重要性，来源于中国的特殊国情：第一，土地出让收入是中国地方政府的重要财源。房地产市场下行，地方政府利益直接受损；第二，房地产有很强的金融属性，房子卖得多，银行给房企的贷款就多，反之则拖累银行业发展。过去很长一段时间的房地产行业景气导致银行很多贷款都投到房地产行业，两者深度绑定，房地产直接影响到金融稳定。对于老百姓也是如此，房产是中国很多家庭最重要的资产。可交易，可融资，可储值，我们不能否认房地产的金融属性。

因此，从政府到公众，对于房地产行业的认识需要转变：房地产行业的重要性首先表现在其具有很强的金融属性，其次土地出让收入是地方财政的主要来源，最后才是拉动经济的马车。因

此我们不能严重高估房地产行业对GDP的贡献，同时又严重低估其在地方财政和金融方面的重要意义，尤其在监管思路上不能否定其金融属性。

房地产行业趋势：低增速和品质化

长期来看，中国的城市化率、人口结构等客观指标决定了房地产将长期保持在较低增速。如果按照每年5%的住宅新增面积测算，到2050年中国的人均住房面积将是85平方米；如果按照10%的增速来，2050年我们的人均住房面积将达到210平方米。相对而言，5%可能是一个合理的水平。这意味着房地产行业总量在当前的基础上不会有大的增长。

住宅在供给侧呈现低增速的同时，需求侧呈现出对品质要求的提升。过去快速城市化阶段，居民关心的是城里有套房，以后会更关注房子的品质（区位交通、小区环境、科教文卫配套，商业价值等）。就住宅市场趋势而言，过去房企以开发为主，管理或运营为辅。随着新建住宅总面积增速下降，建筑业在房地产当中的占比会慢慢下降，服务业在其中的占比会不断提升，企业的主要任务是怎么把已有的物业运营管理好。所以未来中国房地产企业只有适应这些需求上的转变，

真正做好服务和项目的运营，才能真正赢得市场。

变革的关键：土地制度进一步改革

世界各国普遍经历了大城市不断扩容、小城市和农村人口外流的发展阶段。大城市存在规模经济性，市场经济条件下人口向大城市聚集是规律。理论上讲，大城市人口增多，土地供应量也要增加，小城市人口流出，土地供给应该减少。但中国各级政府垄断土地供给，土地供给并未和实际需求挂钩。人口聚集的大城市担心增加土地供给会拉低地价，影响财政收入，人口外流的中小城市则依然在不断卖地维系收入。在户籍制度松动、人口自由流动的情况下，土地制度的僵硬会导致居民住房需求和住宅开发之间的资源错配。

新形势下，土地供给是否要和常住人口挂钩？人口流出地的地方政府是否会面临土地指标可能减少的情况？这些问题都亟待解决。基于政府垄断土地供给的特殊国情，可供中国房地产行业借鉴参考的外国案例并不多，土地制度进一步改革和“土地财政”的退场才是中国房地产行业命运攸关的“命门”，这是社会各界需要共同面对和思考的问题。



冯仑⁴：中国房地产进入后开发时代 转变认知是关键

住宅地产从“三高”转向“三减”，背后有规律的力量

房地产的交易和投资数据在今年一季度略微反弹之后，二季度明显下跌。首先要澄清一点，通常学者做研究及媒体谈及“房地产”，多在讨论“住宅”，这与房地产行业所指的“房地产”不同。对房地产行业，住宅只是其中一部分，房地产还有其他品类，所以准确地说，地产数据下降主要是指二季度住宅地产的数据下滑。

但住宅地产目前的数据也基本正常，早在2018年前后，万科等地产企业就曾判断：住宅地产这种高增长、高杠杆、高周转、高回报的发展模式已经趋于顶峰，需要慢下来、停下来。

基于国际经验：一国房地产的发展大多从住宅开始，当人均GDP达到1万美元左右时，城镇化率通常超过60%，人口也趋于零增长，城市基础设施、基础空间结构格局基本确定，经济增速亦放缓，这些都是互相伴随的现象。住宅的增长也就由此转慢，甚至趋停。对应的数据还有人均住宅面积，我国城镇人均住宅面积已经超过40平方米，这也符合国际经验。当以上指标或现象一

并出现时，住宅的快速发展会逐步转入“减速、减价、减量”阶段。

因此，房地产行业内部把人均GDP一万美元之前像我国房地产的高速增长，称为“房地产的开发时代”或者是“住宅地产的开发时代”。开发时代的竞争重点是“规模、成本、速度”。2018年开始，我国房地产开始“减速、减价、减量”，也就进入所谓“后开发时代”，意味着整个房地产的主导产品开始从住宅转向非住宅，所以当前供求关系实际上反映了市场需求转变，之前供给侧积压的住宅已经超量。

具体到数据上：我国最高峰时的一手房和二手房成交量每年达到20万亿，去年是12万亿，今年上半年是7万亿，全年大概达12-14万亿。因此，我们对住宅地产行业的理性判断是：未来5-8年，住宅地产市场乐观估计在每年12万亿左右，悲观估计为8万亿左右，体量约为2018年最高峰时的一半。

住宅地产“减”的核心在于行业中高杠杆、发展快的部分。按照国际比较经验，90%的高杠杆住宅公司都将难以继续存在。

6. 冯仑：万通集团创始人、董事长。

我国现在有 7 万多家住宅地产公司，未来这一领域预计只能剩下 6-7 千家，并且集中在经济、人口、就业保持增长的地方，不会平均分布。这些地区会成为未来住宅地产缓慢增长的核心区。经济、人口、就业难以保持增长的地区，房价会非常便宜。比如美国的东西两岸房价很贵，中西部、中南部房价很便宜。

所以综合来看，二季度住宅的数据基本反映了市场供需，无需特别忧虑。

地产行业市场化不足，要既能“办喜事”，也能“办丧事”

事实上，在 2017、2018 年，按照纯粹的市场机制，住宅交易的供需量总量就应该下降，房子也应该随之降价，但当时的政策对需求的管制，叠加疫情防控，掩盖了供需之间的扭曲，市场呈现的仍是房价继续上涨的强烈信号，许多企业也因此依然加大杠杆去投入。今年暴雷的很多企业，包括龙头企业，本质上是简单地把政策信号当成了市场信号，把政策还在压制需求当成了市场依然存在巨大的需求，最终造成对趋势的严重误判。

2022 年底 2023 年初，随着疫情防控政策放开，市场才发现真实需求已经远远不足，尤其是二三四线城市，供给侧的楼盘项目很多，销售不畅，一下子在短期给房地产企业带来巨大的资金周转压力。

我们通常说房地产市场还有巨大的刚需，但很少对刚需细分。刚需应该再分两类：一类是有钱的刚需，可称为刚需。经过三年疫情，这一类群体在减少；另一类是支付能力不足的刚需，其最佳路径是转入住宅租赁市场。

经过三年疫情叠加经济下行，就业总体不振，住宅市场刚需级的刚需明显萎缩，购房者断供的现象时有发生，叠加三条红线等产业政策加码，导致大公司暴雷现象增多。

基于国际经验，即便是全球 500 强企业，暴雷也很正常，不必过于担心，我们应该坚持走市场经济之路，核心是建立一条市场化的消化机制，我称之为“办丧事机制”。我们不能只习惯于“办喜事”，欢迎一家家公司挂牌上市，也要准备好“办丧事”，市场总有企业经营不善，不得不退出市场，有生有死才是健康的市场。

因此，住宅地产行业如今在保交楼的基础上，要多用市场化的手段来应对房企暴雷问题，比如让企业的资产市场化打折处置，公司也可以合法合规地破产清算，不良资产在金融市场开放地买卖交易等。

“因城施策”难以治本

面对住宅地产的困境，现在有个提法是因城施策。我不主张采用“因城施策”手段来重新刺激住宅市场。因为住宅已经进入到减量减速阶段，就如同年轻人过了青春期就不会再长个儿，身高会封顶，变成“横着长”。

因此，我们必须明晰一个判断：不要再对住宅地产保有规模增长的幻想，房地产市场未来的增长是“横着长”，更大的空间属于物流仓储等其他地产品类。

基于这个判断，地方政府对老百姓的需求和地产企业都不要再过分管制，要让市场成为真正的市场，关键是恢复市场信号的准确性，老百姓想买就买，公司想开发就开发，谁有问题就暴雷，按照市场过程破产，政府采取现房销售或相关措施避免老百姓买到烂尾楼即可。

只有“城投”的问题才需要政府介入，因为那是政府投资的，城投公司很多也不是以盈利性为标准，涉及公共服务，流动性也不高，这一部分才真正需要政府来管。

与此相应，政府税收应该着眼于新的房地产



业态，比如物流仓储和医疗健康。后开发时代的房地产主要是以租金为核心，以资产管理和运营为核心，这些资产价值越来越高时，政府可以征收房产税。政府要尽早摆脱对土地财政的依赖，改变税收结构，优化产业，增加房地产以外的税源。

总之，核心是让市场发挥资源配置的决定性作用，激活企业家精神。

地产企业要更新认知

对于房地产企业而言，要看到未来转型的方向。

对原来的住宅地产企业，可以有三个方向：一种是转向垂直领域，做细分市场的产品，比如蓝领公寓、女性公寓、老年公寓；一种是横向细分，比如扎根某一个城市；还有一种跨界创新，比如在日本做住宅最好的企业不是传统开发商，而是丰田房屋、松下房屋，未来房屋会更加智能化，中国未来也可能产生华为房屋、小米房屋等。

对住宅以外的地产企业，如物流仓储中的冷链、数据中心、智能仓库等，这些企业现在都活得很好；大健康领域的房地产企业，以及运营园区的房地产企业等也都活得很好；房地产科技公司、服务公司等，比如 Airbnb，以及专门做写字楼的 SaaS 平台帮助管理大楼物业、收费、机电、出租等；房地产交易平台，比如贝壳、链家等，以及专门做租赁的出租平台等；此外还有房地产金融等，都有很大的空间。这都是后开发时代的房地产，大有可为。

消费者信心与经济基本面高度相关

要想恢复消费端对房地产的信心，不是通过房价稳定就能全部解决的，核心还是依靠就业和经济增长。

如果老百姓能充分就业，公司发展得好，员工能得到加薪，老百姓很快就想买房改善，人们对美好居住的需求还远远没有得到满足。只要经济的基本面进入到一个稳定增长阶段，住宅的需求还是会恢复，甚至不排除再有所上涨。

当前对于住宅需求的信心不足，主要源于人们对整体经济环境、个人未来职业发展、家庭收入预期等存在不确定性。房地产企业本身的风险和房价下行的风险只是一个叠加因素。

未来：住宅地产减量提质，新业态大有可为

未来，中国房地产的发展仍将集中于两大方向：一是住宅。在这个方向上，未来是减量以后转入高质量发展，细分化与工业化是未来的两大特征；二是非住宅地产，包括很多细分品类，比如物流仓储、医疗健康等，很多领域大有可为。

具体而言，住宅地产会在下行过程中逐步找到一个新的均衡，比如整体产值保持在 8-10 万亿。房地产企业的重点不再是规模和份额，而是琢磨如何抓住细分化和工业化（智能化）的趋势。在细分化方面，老年公寓、单身公寓、女性公寓、出租公寓、蓝领公寓都值得发掘。在工业化（智能化）方面，未来造房子可能会像造汽车一样，一些装配式住宅等有可能迎来大规模工业化，质量更高、更环保、更便捷。

对于非住宅地产市场，随着城市化的深入，会持续增长。

我把非住宅房地产又分为七大类：办公地产、商业地产、物流仓储、医疗健康、教育研发、酒店度假、政府物业。这七类地产未来 10-20 年可以一直发展，当人均 GDP 达到 6-8 万美元水平的时候可能才会相对饱满，达到一个高水平的均衡状态。

基于现在的观察，这七大领域中，如下几个领域可能发展得相对更快：

1、物流仓储。其中第一是冷链。当前，城市周边的冷库发展得特别快，因为消费要升级，民众吃生鲜更美好，不管是肉还是海鲜，都离不开冷链；第二是数据中心。数字经济的价值已经众所周知，数据中心当然是数字经济的刚需，发展速度很快；第三是智能仓储。比如京东兴建了很多智能仓库；第四是商业物业。比如北京国贸、SKP 等商业物业依旧都做得非常好。

2、医疗健康。过去大家都是生病才去医院，意味着医院只有一种产品与房地产相关。如今不

同，健康涉及到大量的病前病后检查和康复需求。比如：病前体检和保健，病后康复、康养。同时，随着老龄化深入，养老对应的医疗需求也很大。此外，“轻医疗”也在快速增长，其中的医美这一类消费医疗对空间需求非常大。现在已经有好几个城市在推进“医疗 Mall”，把医美、皮肤管理、美容等各类保健全部集中在“医疗 Mall”。

3、政府物业。政府平台公司做了很多大型园区、大厦、写字楼等，政府还通过兴建剧院、会议中心等提升公共服务。同时，政府还有办公大楼、监狱等不同形式的物业，也是巨大的资产。未来，城市之间要拼吸引力，政府物业同样面临创新发展的需求。



周传忠⁵：房地产业的当务之急是化解风险，关键举措是支持优质房企债务重组

房地产行业的数据令人忧心，尤其是住宅地产，新增投资和销售数据都在二季度断崖式下跌。尽管2、3月份经历了一个小阳春，但综合来看，本年前几个月的成交量比去年同期下降1.5%，其中住宅的成交量比去年同期下降26.5%。根据监测的38个重点城市的数据来看，事实上从3月中旬开始，数据已经开始下滑，一直到现在，每个月都在环比下降，7月份的销售额只有3月份的一半，也是过去五年销售额最低的一个月份。

市场低迷源于三个因素叠加

为什么出现这样的情况？综合来看，主要是过去几年整个房地产行业进入了深度调整，再叠加疫情限制了需求，以及经济周期下行。

首先是供给端。2020年8月，住建部等部门设置了重点房地产企业资金监测和融资管理的规定，被市场简称为“三条红线”，即房企剔除预收款后的资产负债率不得大于70%；房企的净负债率不得大于100%；房企的“现金短债比”小于1；2020年12月，央行和银保监会出台《关

于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，设置了房地产贷款余额占比上限和个人住房贷款余额占比上限，旨在将房地产领域的金融杠杆控制在合理范围内。政策对市场的调整有一定的滞后性，当时影响不大，但一年后的表现已经十分明显，销售额从2021年6月份开始下滑。根据国家统计局的数据，2021年商品房销售金额是18万亿，2022年只有13万亿，下跌了5万亿，调整幅度相当大。

其次是需求端。由于疫情的影响，老百姓阶段性的收入降低是个事实，更重要的是大家对未来的收入信心也下降明显，大部分人买房需要按揭贷款，尤其是年轻人的刚需。贷款的年限需要十年、二十年，如果对未来的收入不确定，很难下定决心买房。再加上一批房地产企业爆出债务不能到期偿还，出现“保交楼”的风险，购房者没有稳定的预期，也会影响购买方的决策。与此相应，没有了房价上涨的预期，反而出现无法交楼的风险，投资类客户也大幅减少。

因此，市场的需求还是存在的，供给能力也没有问题，主要是信心环境出了问题。要想恢复

5. 周传忠：房地产业资深从业者、国发院EMBA校友。

购房者的信心，需要相对平稳的房价、比较稳定的房地产企业市场主体、保质保量的交付和老百姓对自己收入的合理预期。

房企当前的命门是现金流压力

就房地产企业而言，从政策调控伊始，房地产企业这三年来的现金流一直是下降的。因为政策调控，过去的信用融资难以为继。房企以前可以发美元债、企业债，但是目前的情况下，信用债发不出去，企业的信用等级也遭受大幅下调。

在银行方面，对房企的项目融资支持也更加谨慎，也就是企业拿土地做抵押的“开发贷”下降。由于“两道红线”对于银行给房地产企业的放贷有刚性规定，企业融资性的现金流受到直接的、巨大的影响。

在销售方面，因为老百姓的预期转变，房企项目的销售周转率下降，销售回款严重下行，而且经营性的现金流还要去反哺融资性现金流的净流出。

再者，房企还要把“保交楼”作为首要任务，挤压了继续投资的资金。

因此，即使地方政府的供地非常积极，提供的地块也包括市中心较好的地块，但房地产企业并没有充分的资金去拿地。

房企债务问题已是整个行业的系统性问题

从最初个别房地产企业出现债务问题，再到去年大面积企业出现债务问题，甚至碧桂园等被列入优质房地产企业名单的也出现债务问题，说明这已经是行业的系统性问题。

首先，从行业特点来看，过去的高负债、高周转的模式在供需两旺的情况下可行，但需求端

下降时，高杠杆的风险更大。

其次，三条红线等行业调控政策加速了企业降杠杆的过程，迫使企业需要通过降价等手段加快销售来还债，一定程度上形成了踩踏效应。政府希望房地产企业通过快速降杠杆提高安全边际，但忽略了降价可能在一夜之间造成需求端的巨变。

最后是市场买方与卖方的节奏不同频。观察房地产市场是否安全要看“存销比”，如果分母没变（销量），分子变小（存量），市场会变得更安全，但如果分母下降为之前的一半，即使分子没变，存销比也会上升，风险更高。问题是，需求端的变化可以在短时间内完成，购房者看到宏观经济的数据变化，可以一夜之间从买房变成观望，甚至加入卖房队伍，但房企的项目只要开工就必须完成，即使只卖出百分之十，也必须百分之百建造完成。

“因城施策”很好，但还不够，走出行业困境需要系统化政策支持

政府在二季度看到房地产的断崖式下跌后，强调“因城施策”，郑州、浙江等很多地方放开了落户或房地产购买条件。从当前的市场情况来看，已经实现了“房住不炒”的目标，“因城施策”在一定程度上对当前的行业有正向作用，但是点状的政策对于行业系统性的问题不够有效，需要在法制化、市场化的基础上，出台更有力度、更有改革性色彩的政策。

房地产企业的风险分为两类：第一类只是流动性的风险，主要是房地产债务的周期和资产变现的周期天然不匹配。比如企业的信用债或者开发贷平均还款周期只有三年，但资产的变现一般在五年左右，过快的降杠杆加快了债务偿还节奏，即便经营状况良好的企业因为快速降杠杆，也可能出现阶段性的流动性风险；第二类是企业经营过于冒进、管理不够精细等出现了经营性的风险，



资不抵债。

对于这两类企业要采取不同的策略，对于第一类的优质企业，国家应鼓励甚至引导其通过债务重组的方式改善现金流。理想状况下，把债务周期延长，使债务周期和经营性变现周期匹配，这样企业经营节奏就会合理，不会为了应对债务而在经营上采取更激进的策略，防止市场踩踏。优秀的企业运营稳定了，客户就会对市场有信心，重新建立起市场的良性循环。对于第二类风险和相应的企业，就要通过市场化实现出清。

房地产行业也需要在这个过程中反思经营理念，更好地控制资产负债率。

房地产业发展是与中国经济高速增长重叠的，所以整个行业实际上没有经历过重大的调整，过去“三高”的模式一直适用历史上的经济环境，如今才算是系统性碰壁，之后才能吸取教训。经历过经济周期的挑战，房地产企业今后会更好控制资产负债率。

未来方向：经营性物业和旧城改造还有很大提升空间

未来的房地产市场如何？不能简单地一概而论，要从分析房地产的业态开始。

房地产业态主要分为两种：第一类是开发销售型，追求的是杠杆率、周转率和利润率；第二类是资产持有经营型，不为短期出售，而是长期持有，获得租金和经营分成等长期回报。

城市生活是多数人的向往和归宿，从生活品质来讲，首先需要住上一个好房子，然后还需要周边有好的商场等配套，出门度假有好的酒店等。这些需求就是社会进一步往前发展对运营业态的需求。对于运营的业态来讲，不仅仅要求建筑设计、施工质量不错，最重要的是里面的内容和日常运

营服务质量。因此，与城市住宅配套的酒店、商场、康养、体育综合体等地产新业态仍然大有可为。

另外一方面是住宅仍会持续发展，除了人口持续流入大中城市带来刚需和改善性需求之外，还有城市本身的升级问题。经过几十年的发展，大中城市当年的很多房子已经“老龄化”，需要考虑存量资产的更新问题。这既有安全的考虑，也能提升老百姓的生活幸福感。例如，上世纪七八十年代建的旧楼在质量安全、日常使用上可能有不少已经到达出问题的临界点，但拆迁也拆不动。如果国家能给一些政策，允许部分重建，既能让老业主的居住品质升级，也能提升老建筑的容积率和城市空间效率，这个市场同样有前景。

区分保障和改善型需求，保持城市对年轻人的吸引力

房价过高，影响城市对年轻人的吸引力，进而影响人口生育和创新活力。任何一座城市，都要想办法对年轻人保持吸引力，让大家愿意来，尤其是住得起，住得有尊严。

从房地产公司的角度来讲，需要把改善性需求和保障性需求更好地区分。一部分房企做改善性需求，去研发更好的房子、更健康的房子；一部分房企帮政府做保障房，或者政府出资，由房地产公司代建，专门提供方便年轻人租赁或者购买的小户型房产，让产品的需求和供给更合理地匹配。

另外，年轻人也需要对买房有正确的认知，买房本身就不是一件容易的事情，尤其是在大中城市。我国购房者的平均年龄不到30岁，日本是41岁，美国是37岁，英国是35岁，韩国是34岁。年轻人刚毕业两三年就一定要在大中城市买一套房不符合现实规律，要先积攒自己的收入能力。

03.

管理课堂

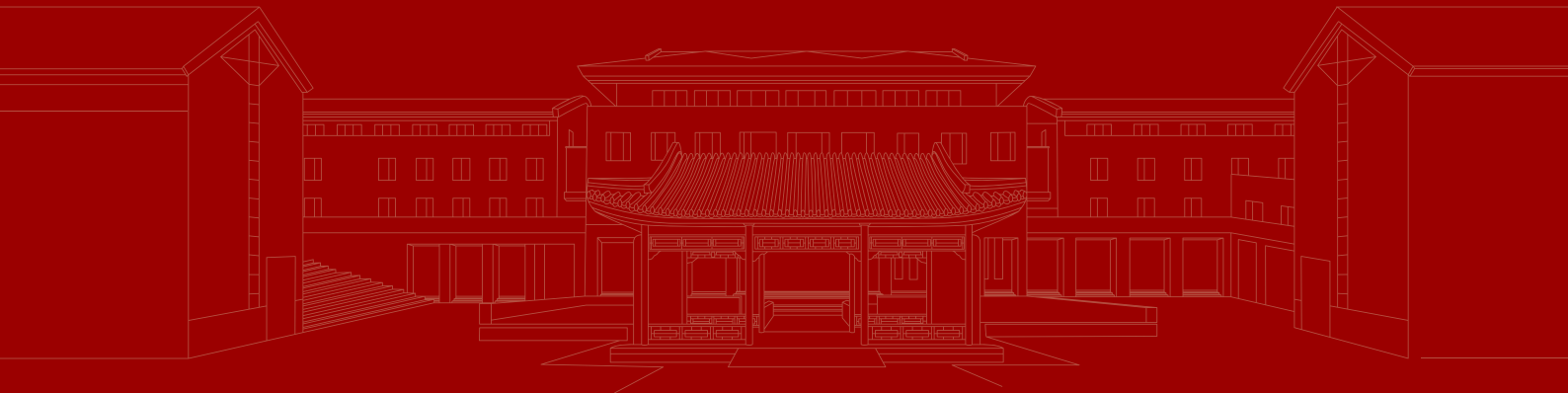
编者按：

2023 年对于企业管理最大的技术变量之一就是 AI 技术的新突破 ChatGPT 问世，不仅在美国引起巨大反响，中国诸多企业也迅速跟进。从管理的角度来看，AIGC 正在迅速超越管理工具和管理对象，正在成为管理的助手，甚至未来有可能成为一定层级的管理者。本期管理课堂一方面精选全球对于 AIGC 最新的研究成果，另一方面精选两篇传统管理文章，在技术变革与环境动荡之时，中小企业家和顶层管理者如何避免心累身累，保持定力。

朱 丽：AI 前沿研究速递——AIGC 对多领域任务的革命性影响

关明生：中小企业家如何走出身累心累？

官玉振：变局时代的经营策略与管理定力



朱丽⁶：AI 前沿研究速递 ——AIGC 对多领域任务的革命 性影响

本文解读 AIGC 对不同工作任务影响，汇总以初级工作任务、中级工作任务、高级工作任务为研究情景的三篇研究，探索 AIGC 技术对于人类工作任务成效的影响。具体选取 2022 年被录用的 PNAS 研究成果 Chatgpt Outperforms Crowd-workers for Text-annotation Tasks，2023 年 7 月发表于 Science 的研究成果 Experimental Evidence on the Productivity Effects of Generative Artificial Intelligence，以及来自哈佛商学院的工作论文 The Crowdless Future? How Generative AI is Shaping the Future of Human Crowdsourcing，以上三项研究分别从 AIGC 对初级数据注释、AIGC 对中级专业写作任务、AIGC 对于高等级别创新性解决方案进行研究。

AIGC 对初级数据注释任务的影响⁷

许多自然语言处理（NLP）应用需要高质量的标注数据支持。在大多数情况下，这需要通过数据标注平台（如 Mturk）上的众包工作者或研究助理等训练有素的标注者来完成。以往，这些任务通常由人类完成，而机器并不擅长。

然而，随着 ChatGPT 的出现，人们开始探索是否可以利用该技术来帮助人类完成这些基础工作任务。苏黎世大学的研究团队对此进行了深入研究。他们的研究表明，通过对 2382 条推文样本进行分析，ChatGPT 在几个注释任务中表现优于众包工作者，包括相关性、立场、主题和框架检测。具体而言，ChatGPT 在五项任

6. 朱丽：北大国发院助理研究员、中国科学院大学经济管理学院博士后。研究聚焦于数字化转型与管理创新，组织行为与人力资源，社会网络与企业创新。

7. 文献来源：Gilardi, F., Alizadeh, M., & Kubli, M. (2023). Chatgpt outperforms crowd-workers for text-annotation tasks. Proceedings of the National Academy of Sciences. <https://doi.org/10.48550/arXiv.2303.15056>

务中有四项的零样本准确性优于众包工作者，并且在所有任务中，ChatGPT 的注释者一致性都优于众包工作者和受过训练的注释者。

研究人员使用研究收集的 2382 条推文样本，这些推文由训练有素的注释者（研究助理）标记为五种不同的任务：相关性、立场、主题和两种框架检测。在实验中，研究者将这些任务作为零样本分类提交给 ChatGPT，并同时提交给 MTurk 上的众包工作者。然后，他们使用两个基准来评估 ChatGPT 的性能：与众包平台上人类工作者的准确性比较，以及与研究助理注释者的准确性比较。结果显示，在五分之四的任务中，ChatGPT 的零样本准确率高于 MTurk。对于所有任务，ChatGPT 的注释者一致性都超过了 MTurk 和训练有素的注释者。此外，从成本的角度来看，ChatGPT 比 MTurk 便宜得多。五个分类任务在 ChatGPT 上的成本约为 68 美元，在 MTurk 上的成本约为 657 美元。ChatGPT 每个注释的成本不到 0.003 美元，比 MTurk 便宜约 20 倍。在准确性和一致性得分方面，ChatGPT 的准确率比众包工作者高约 25%，ChatGPT 两次编码的一致性也高于受训打标员，分别为 91-97% 和 56-79%。这些结果显示了大型语言模型在提高文本分类效率方面的巨大潜力。

研究团队认为，虽然还需要进一步研究来更好地了解 ChatGPT 和其他大型语言模型在更广泛背景下的表现，但研究结果表明，它们有可能改变研究人员进行数据注释的方式，极大地提高文本分类的效率，并对数据标注平台的商业模式产生影响。至少从目前来看，这些发现强调了深入研究大型语言模型的文本标注特性和能力的重要性。

AIGC 对中等专业写作任务生产力的影响⁸

生成式人工智能 ChatGPT 对生产力影响的实验研究于 2023 年 7 月发表在 Science。该研究由麻省理工学院经济系的 Shakked Noy 和 Whitney Zhan 进行。研究结果显示，ChatGPT 显著提高了生产力，使得被试人员的平均任务时间减少了 40%，任务输出质量提高了 18%。ChatGPT 的使用缩小了人与人之间的差异，同时也增加了人们对人工智能的担忧和兴奋。研究者通过在线调研平台 Prolific 招募了 453 名经验丰富、受过大学教育的专业人士作为被试参与了 20-30 分钟的实验，实验要求完成中级专业写作任务。

实验参与者被随机分配为实验组和对照组，其中实验组占 50%。参与实验的人员需要完成两轮任务，第一轮任务没有告知使用 ChatGPT，而在第一个和第二个任务之间，实验组的参与者被要求注册 ChatGPT3.5，并被告知如果发现该技术有用，可以在第二个任务中使用（80% 的人在后续任务中使用 ChatGPT）。对照组的人员则被指导注册 LaTeX 编辑器 Overleaf，以确保两组的注册时间和麻烦成本保持一致，并且没有被告知在第二个任务中可以使用 Overleaf（小于 5% 的人在后续任务中使用 Overleaf）。实验于 2023 年 1 月 27 日至 2023 年 2 月 21 日进行，通过让所有参与实验的人员撰写新闻稿、简短报告、分析计划和电子邮件，实验模拟了营销人员、作者、顾问、数据分析师、人力资源专业人士和经理在职业中的实际任务。任务的输出质量由从事相同职业的经验丰富专业人员进行 1-7 范围内的评分，并且每一份任务结果由 3 名评估者进行评定。

8. 文献来源: Noy, S., & Zhang, W. (2023). Experimental Evidence on the Productivity Effects of Generative Artificial Intelligence. Science, 381, 187 - 192.



为了激励被试产出高质量工作，实验者提供了超出在线实验平台报酬的高额奖金，并对参与者的奖金支付结构进行了交叉随机化，以确保实验结果对不同激励计划的稳健性。在实验过程中，参与者被要求在进行任务时每分钟拍摄一次输出快照，以确保构建客观的活动测量信息并确认 ChatGPT 的实际使用情况。研究者在参与者完成初始实验后的 2 周和 2 个月进行了随访调查，应答率分别为 92% 和 83%。在 2 周的随访中，该实验捕捉到了 ChatGPT 对员工生产力的直接影响。总体而言，ChatGPT 的出现标志着人工智能技术对经济和劳动力市场的巨大不确定性的新时代，该实验是回答已经出现的众多问题的重要第一步。

AIGC 对创新性解决方案的影响⁹

2006 年，Netflix 发起了一项竞赛，公布将给予任何能够将其电影推荐算法准确性提高 10% 的人 100 万美元的奖金。这个竞赛吸引了来自全球数千支团队的参与，三年后，其中一个团队通过采用多种不同的机器学习方法成功实现了这一难以实现的目标。Netflix 的这个事件展示了众包作为一种战略模式的竞争优势。此后，Netflix、乐高、宝洁、星巴克、戴尔等组织都利用众包来挖掘大型多元化群体的智慧，产生创新性的想法和解决方案。生成式人工智能的出现使得机器能够快速有效地产生创意，这引发了人们对于生成式人工智能是否有潜力取代人类众包来获得创新创意解决业务问题的疑问。

基于这个问题，哈佛商学院进行了一项研究，调查了生成式人工智能与人类众包方法在创建创新业务解决方案能力上的差异。该研究团队发起了一项众包挑战，重点关注可持续发展和循环经济的商机。这个挑战吸引了来自多个国家和行业的各种解决方案提供者。研究使用 GPT-4 生成 AI 解决方案，并设定了三个不同的提示级别，每个级别都经过校准，以模拟不同的专家和人群角色。145 名评估者从 234 个人类解决方案和人工智能解决方案中随机选择了 10 个进行评估，总共包含 1885 对评估者 - 解决方案。研究结果显示，人类生成的解决方案和人工智能生成的解决方案在质量上相当。

然而，人类的想法被认为更具更新颖性，而人工智能的解决方案则提供了更好的环境和财务价值。通过使用自然语言技术处理丰富的解决方案文本，研究发现，尽管人类解决方案提供者和 GPT-4 涵盖了相应的行业范围，但人类解决方案表现出更多的语义多样性。在人类提供的解决方案中，语义多样性和新颖性之间存在更紧密的联系。

这表明人类和人工智能在创造新颖性或人类评估新颖性方面存在差异。

通过让人类和人工智能分别撰写可持续发展和循环经济商业方案，该研究探索了生成式人工智能对高度专业任务的影响。同时，它也阐明了人类与人工智能众包解决复杂组织问题的潜力和局限性，并为可能的人类与人工智能综合解决问题的方法奠定了基础。

9. 资料来源：Boussioux, Leonard and N. Lane, Jacqueline and Zhang, Miaomiao and Jacimovic, Vladimir and Lakhani, Karim R., The Crowdless Future? How Generative AI Is Shaping the Future of Human Crowdsourcing (August 7, 2023). *Harvard Business School Technology & Operations Mgt. Unit Working Paper No. 24-005*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4533642> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4533642>.

关明生¹⁰：中小企业家如何走出身累心累？

之前在阿里的工作经历中，我接触到众多从零起步的中小企业老板。得益于当时国家的全面开放政策，特别是进出口权的下放，他们的创新精神得到激励并取得很大的成功。

我亲眼看到他们为企业发展所付出的努力，也见证了他们通过与阿里合作获得了大量询价和外国买家，业务日渐兴旺。然而，竞争也随之加剧。由于创办中小企业的门槛较低，导致竞争者众多。例如，我在书中提到一个生产MP3的厂家，其周围有一百多家类似企业。

如何从如此激烈的竞争中突围而出，成为他们面临的关键问题。不少老板甚至一周七日都在工作，几乎没有休息时间。我曾经去采访一位老板，采访数次被员工打断，每隔几分钟就有人来询问他各种问题，包括产品的选择、定价和生产情况等，而他对每个问题都能详细解答，所有数据几乎都在他脑海中。我好奇地问这位老板是否有休息时间，他说每年只在除夕和初一休假。后来他的员工悄悄告诉我，老板总是最后一个离开工厂，除夕夜，员工在凌晨一两点下班，而老板直到凌晨三四点才结束工作。

后来我才明白，老板们的疲惫有两个方面：心累和身累。

心累源于他们中大多数人没有找到明确的经营策略，每天不停地忙碌，却又收效甚微；身累则是因为他们凡事亲力亲为，承担了大量本该由员工承担的工作，而员工们很多时候只能在旁边做老板的啦啦队。

企业的经营策略不清晰，是因为很多老板对策略存在误解。很多原先在惠普、GE、IBM等国内外大公司做过管理者的老板，内心笃信在原先公司习得的那套“制胜法宝”。然而，《孙子兵法》告诉我们，最简单且深刻的道理——“胜兵先胜而后求战，败兵先战而后求胜”。这句话就清楚地解释了什么是策略。

古代战争可谓生死攸关，如果赢了，你才能继续生存下去；如果输了，你可能会失去一切甚至生命，因此要非常重视战略。想赢就必须首先知道如何去赢，然后再去战斗；反之，如果你先战斗，然后再去寻找胜利的方法，那就很可能会失败。

10. 关明生：阿里巴巴原总裁兼首席运营官、《关乎天下：中小企业赢的秘诀》《关乎天下2：策略与领袖力的要诀》两书作者。



在商场上，老板们虽然不会丧命，但是需要面对来自用户或客户的评判。而要赢得客户，关键是要了解他们的需求，并明确可以为他们提供什么有价值的产品从而去满足他们的需求。

随着企业规模的扩大，原有的运营模式已经不再适用。老板们不能再亲历亲为，而要通过指导他人来实现结果。这并不意味着老板们的工作减少，而是工作内容转变，需要思考自己的公司应该做什么，而无论是产品、生产、市场、销售还是后勤，都需要明确分工。确定分工后，还需

要制定科学的绩效考核制度，只有清晰的奖惩机制才能激励员工去更高效地完成任务。这些工作与创业初期的安排可能完全不同。

过去十几年，我一直想写一本书去帮助中小企业家，但直到去年又遇到疫情隔离才有时间动笔。我在《关乎天下：中小企业赢的秘诀》和《关乎天下2：策略与领袖力的要诀》两本书里深入分析了中小企业面临的问题，帮助企业领导者建立系统、明确分工和实现结果，并且强调了“胜兵先胜，然后求战”这一策略。

宫玉振¹¹：变局时代的经营策略与管理定力

今天中小企业面临的痛点很多、很大，有些中小企业家甚至因此陷入深深的焦虑。问题的解决除了要靠策略和领导力，我认为还有更宏观的因素，即要重视我们所处的时代环境所带来的挑战。对此，不仅中小企业，几乎所有企业都要高度重视。

大家常把当今这个时代叫做“变局时代”。我的《定力》这本书的副标题也是“变局时代管理的底层逻辑”。大变局到底意味着什么？在我看来，大变局最突出的特点就是动荡和不确定性。我常常把过去几十年我们企业面临的战略环境比作“爬山”；今天的战略环境则更像是“冲浪”。

动荡的环境和不确定性让各类企业的管理者都面临很多冲击：

1. 焦虑迷茫。一般而言，稳定可预期的环境是大家都希望看到的，动荡和不确定性则可能带来各种各样的烦躁和焦虑。

2. 急功近利。既然环境和未来都不确定，大家更倾向于抓住眼前的利益，不愿轻易地对未来进行长远投入。

3. 无力感。在随波逐流后，面对依旧不确定的环境，很多人会生出一种强烈的无力感、迷茫感，

甚至失去方向。在这种情况下，有些人干脆放弃，直接“躺平”，再也提不起心气儿去主动塑造命运。

这说明，今天企业面临的问题既有因策略和领导力不足引发的身心俱疲，也有环境变化导致。在过去相对稳定的战略环境产生的管理观念，今天可能已经有明显的滞后性，已经无法帮助我们有效应对这个动荡的时代。我们只有重新梳理变局时代管理的核心理念，才能更有效地驾驭时代。

如何驾驭不确定性？

变局时代最大的挑战其实就是不确定性，战争本质上就是充满不确定的代表性领域。《孙子兵法》中有句话叫“兵形象水”，意思是不确定的动态变化就像流水一样，水无常形。在很大程度上，战争的艺术要求你必须能在动荡而不确定的环境中打胜仗。在《定力：变局时代管理的底层逻辑》这本书的第一部分，我主要围绕“为什么环境越不确定越需要长期主义”展开的讨论。

今天很多中小企业都面临巨大的生存压力，但是我们仍要考虑长远的追求和发展，协调好短期和长期之间的关系。

10. 宫玉振：北大国发院管理学教授、国发院 BiMBA 商学院副院长兼学术委员会副主任、新书《定力：变局时代管理的底层逻辑》作者。



还有一点也很重要，在动荡和不确定的环境中，我们决策的基本原则是什么？在我看来，在不确定的环境中，好的战略决策一般具备两个要素：一是要有清晰的战略意图，作为长远的基本框架；二是为可能到来的种种不确定留足空间，以此保持开放和灵活性。我们的信念和使命越坚定越好，越清晰越好；我们的手段和策略则是越灵活越好，越敏捷越好。

如何驾驭逆境？

变局时代的企业确实要面临更多的挑战，遇到更多的逆境，也注定要打更多更大的恶仗、硬仗，甚至是生死突围之战。在此背景下，应对逆境的能力是变局时代企业管理者必备的基本功之一。

在《定力》这本书的第二部分，我主要围绕逆境中领导力的基本要素展开论述。我举了一些案例，比如红军长征是非常典型的逆境翻盘案例；曾国藩从人生最困难的时期走出来，也值得今天的企业管理者研究；我还引用了古希腊色诺芬带领雇佣军实现生死突围的案例。

基于这三个案例，我总结出了逆境管理的“北斗模式”。“北斗模式”就像北斗七星一样，同样由七大要素构成，包括：坚定的意志力、敏锐的洞察力、果断的决策力、良好的沟通力、坚决的执行力、敏捷的响应力，以及强大的复原力。

真正好的领导，无论所在企业大还是小，绝不允许沮丧、无力感之类的负面情绪来影响自己和组织。其他人可以沮丧，领导者不能沮丧；其他人可以迷茫，领导人反而要指明方向。越是在负能量爆棚的环境中，领导者就越要把积极的正能量传递给组织的每一位成员。领导者不能倒下，这是领导者的必备素质。倘若领导者自己都倒下了，组织也将不复存在。我认为这是逆境领导力的关键。

如何驾驭周期？

动荡的环境充满不确定性，但从较长的历史时段看，每一段动荡的岁月都呈现出周期性。换言之，它们都是历史长河里的一段周期。弄清楚了这个事实，我们就需要具备周期思维。

周期思维是变局时代战略思维里非常重要的组成部分。过去，企业管理者只关注眼前的事件就可以；今天，企业家和管理层必须关注周期，了解周期兴衰更替的历史，在此基础上提前进行战略布局。这样我们就可以理解周期、拥抱周期，甚至利用周期。在历史的周期性变动中，我们也能更加游刃有余地把握好自己和组织的命运，而不是随波逐流。所以我在《定力》这本书的第三部分主要论述了周期问题的重要性。

如何修炼定力？

本书的最后一部分，我回归主题，重点讨论了定力问题。无论是驾驭不确定性、驾驭逆境，还是驾驭周期，一个关键的战略理念就是战略定力。

比如，在晚清那个充满动荡的时代，湘军将领罗泽南曾说过一句话“乱极时站得住，才是有用之学”。越是动荡混乱的时代，越要站稳脚跟，这才是真正有用的学问。这句话体现了战略定力的重要性。人绝不可轻易地为乱世所动摇。越是动荡越困难，我们越需要定力。

从领导力的角度看，不确定性、逆境、周期，以及战略定力，都是大变局时代战略管理的基本理念，也就是底层逻辑。

在《定力：变局时代管理的底层逻辑》这本书中，我从这些方面入手，希望大家能切实提升自己驾驭动荡和不确定环境的能力，把握自己和组织的命运。

04.

承泽精选

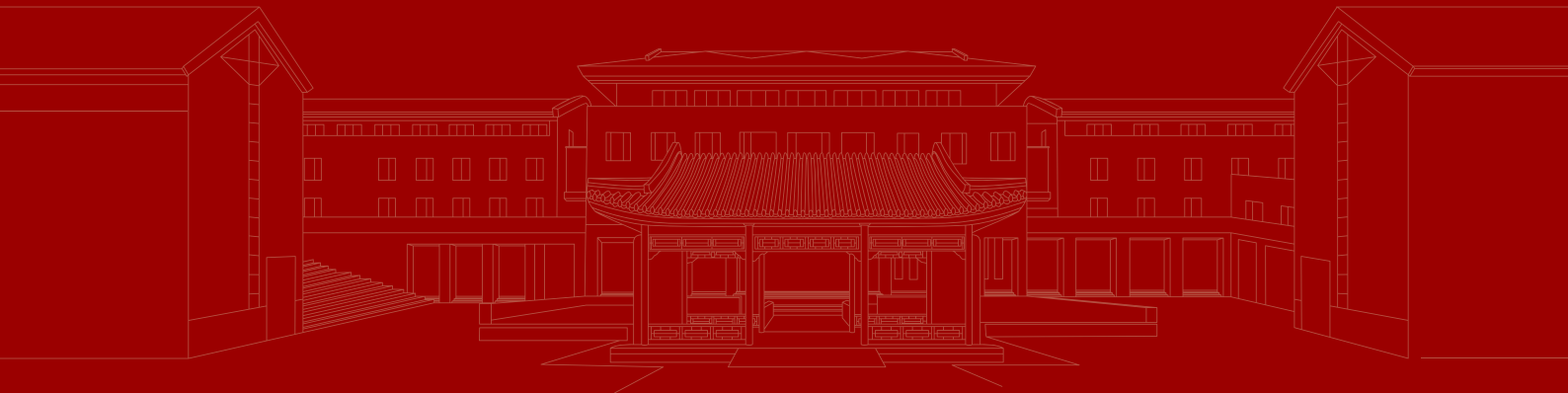
编者按：

2023年，中国经济多个产业复苏明显，但也有不少产业面临新的挑战；同时，我们在国际环境、气候环境和前沿技术等多方面都面临着严峻挑战。为实现2023年度中国经济5%的GDP增长目标，以及到2035年GDP比2020年翻一番（年均4.5%左右）的中长期增长目标，中国经济下一步应该怎么做？创新如何突破并成为经济发展的主驱动力？出口如何保持？制造业、房地产与基础设施的投资如何调整？消费和企业家信心如何提振？中国经济2023年及更长期的经济增长如何展望？为此，我们精选了北大国发院“中国经济观察报告会”上的三篇精彩演讲稿，观点分别来自长江证券首席经济学家伍戈，国发院助理院长、发树学者、数字金融研究中心常务副主任黄卓，以及中银证券总裁助理兼首席经济学家、国发院兼职教授徐高。

伍戈：经济企稳的条件

黄卓：激活中国经济新动能的三个着力点

徐高：中国经济的短期压力和长期出路



伍戈¹²：经济企稳的条件

从第一季度经济数据看，不管同比还是环比，经济确实呈现出良好的修复态势。第二季度的经济数据虽然同比增速较高，但从复合增速和环比增速看，经济修复的基础还没有充分夯实。

如何夯实整个经济？如何让微观主体感受到真正的暖意？

存量影响未来的增量

三年疫情过后，我们正处于以前从未遇到过的环境。在这样的背景下研判经济，是否还能按照过往的思路、周期和规律进行推演？我认为这样的做法值得商榷。

疫情过后，世界上很多国家都在积极修复经济，其中一些场景可为我们参考。

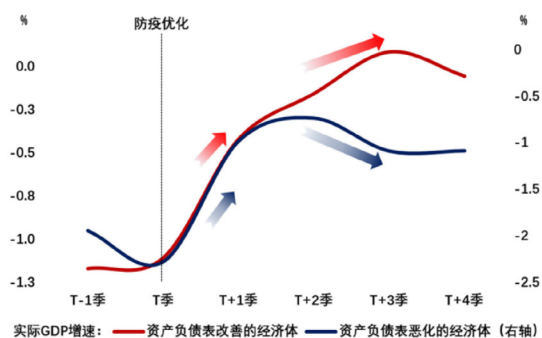


图1

图1中红线代表的国家主要是发达经济体，疫情后经济修复情况总体比较稳健；蓝线代表的国家主要是亚洲新兴市场经济体，它们在经历一个季度左右的增速抬升后，第二季度无论是环比增速还是复合增速都呈现出整体向下的态势。红线国家的居民、企业和政府，其资产负债表在疫情期间并未受到太大损害，总体修复路径比较稳

12. 伍戈：长江证券首席经济学家

健。而对资产负债表受损严重的国家而言，总体修复难度较大。

这样的客观情况为学术研究提供了一个非常有趣的观察视角。以前研究经济的时候，我们通常不愿意看过去，也不重视过去存量对未来增量的影响。三年疫情之后，我们发现过去存量的变化情况可能对未来产生显著的影响。图 1 就告诉我们这样一个道理：不能忽视存量的影响，这种影响往往非常深刻。

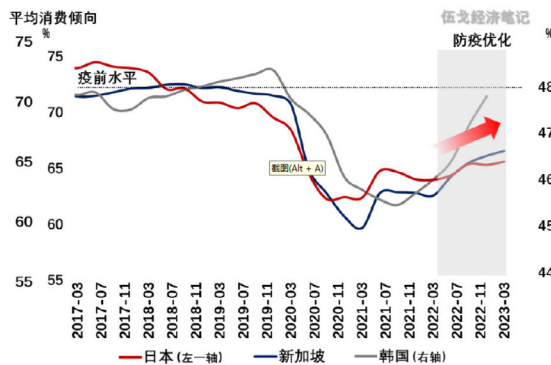


图2

这种深刻的影响可以从图 2 中看到。这是日本、新加坡和韩国的疫后消费情况。这些国家的疫后经济修复已持续至少一年多时间，但老百姓的消费倾向远未恢复到疫情之前。我国也面临类似情况，上半年老百姓的消费倾向远未恢复到疫情之前。

一般而言，如果老百姓的财务状况特别是资产负债状况在头一年或头半年受到损害，会滞后影响到半年后老百姓的贷款和信用扩张强度。

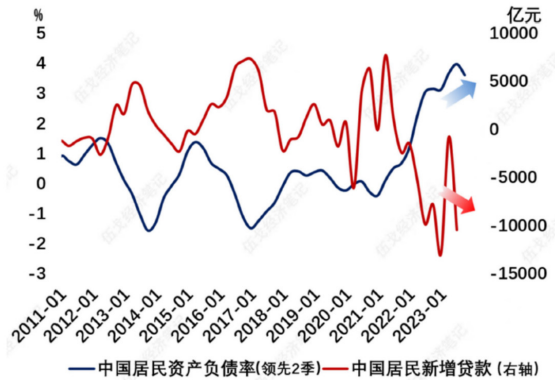


图3

从图 3 可以看出，今年上半年老百姓总体的信贷扩张低于预期。老百姓不仅没有新增贷款，而且开始提前还贷。在这种情况下，消费动力从何而来？从这个意义上看，某些存量确实影响未来的增量。

地产下行再现

对于房地产，需要看绝对数据。图 4 中红线代表今年以来新房和二手房的绝对成交面积量，这一数字弱于疫情三年的各个年份。今年春节后，红线排名第一；到了三四月份，红线排名第二；到 5 月份，红线排名第三；现在六七月份，红线位居第四位。这种压力甚至超过了疫情三年平均商品房市场应该有的水平。当然，导致数据下行的还有其他一些因素，比如老龄化、青年人不愿意结婚等。人口的结构变化肯定会影响商品房销售，这一点我并不否认，但这是一个自然的历史过程。倘若短期内这些数据明显地偏离了长期

均衡，这可能需要政策进行逆周期调整。我们不能用长期的趋势和因素来解释短期数据严重偏离均衡的问题。

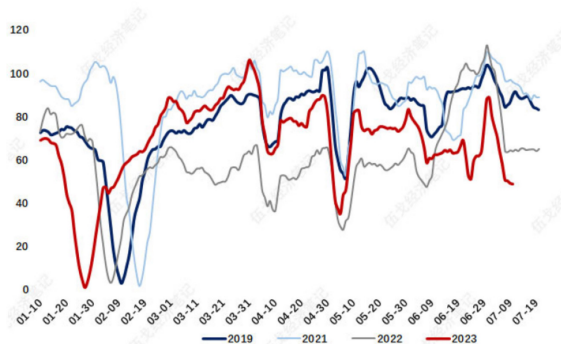


图4

今年以来，房贷利率不断下行。按照过往经验，房贷利率下行时，商品房销量应该上涨，毕竟贷款利率是真金白银地下降，老百姓对此一向很敏感。然而今年，或者说从去年下半年以来，这一“规律”就不复存在。贷款利率明显地、持续地下行，老百姓的购房意愿却并未因此提升，甚至还在下降。我们无法用增量的变化来解释增量，但可以用一些存量信息来解释增量的变化。如果居民前一年的财务或者资产负债表受损，其后续信贷扩张可能受到影响。这在一定程度上可以解释贷款利率下行，商品房销量却未能抬升这一现象。

“房住不炒”是我们的总基调，与此同时也强调“因城施策”。疫情三年，房价下跌的情况总体增多，市场变化快、幅度大。相比之下，政府“因城施策”的应对力度稍显温和。

虽然老龄化是一个长期趋势，但短周期来看，改善性需求依然非常强大。中央一直强调要满足改善性需求，但在实际操作中，老百姓是否能感受到政府对于满足改善性需求的支持力度？比如

在北京，想要满足改善性需求，可能需要卖掉第一套房，再买一套房，其实并不容易。现在大家对大中户型的需求占据了主导，两居、三居甚至更大房型的需求占比逐渐增大。这从一个侧面反映出人们对美好生活的向往和强烈的改善性需求。就当前政策的支持力度看，我认为还有很大的提升空间。

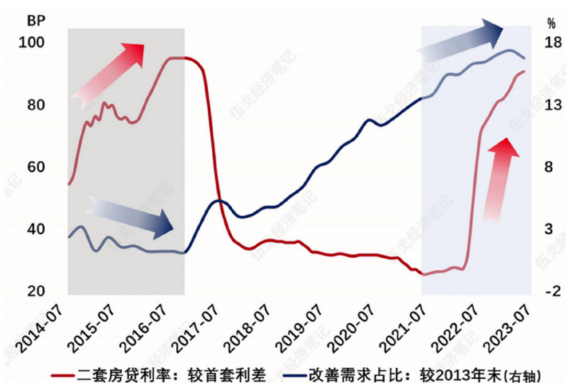


图5

从图5不难看出，如果把最近二套房的房贷利率和首套房的房贷利率进行利差处理，二套房的房贷利率显著高于首套房的房贷利率。如果要支持改善性需求，二套房的房贷利率就不该抬升得如此之快。显然，改善性的刚需存在，但政策的支持力度有待提高。

对房企而言，今年最重要的不是买地和销售，而是“保交楼”。“保交楼”的本质是“还债”，还是存量债、老百姓的债和上下游工程的债。在这样的背景下，买新地、盖新楼对于房企而言不太现实。今年很多房企的主要任务是修复因三年疫情而受损的资产负债表。在修复的过程中，我认为房企不太可能马上扩大信贷。



图6

政府也面临同样的问题。疫情期间，地方政府承担了很多防疫等开支。倘若政府头几年的资产负债表受损，可能直接影响下一年的财政支出。图6中红线代表政府资产负债率的变化，蓝线是广义财政支出状况。红线往往比蓝线领先一年，如果把红线往右后移一年，大致能和代表广义财政支出的蓝线吻合。因此，政府的资产负债表往往会对未来一年政府的财政支出产生影响。

由此可见，不管是企业、居民还是政府，都面临着类似的问题。这个存量受损问题需要一定时间才能化解。

改革开放40多年的过程中，地产和基建已经形成一个循环机制。两者在整个国内信贷和信用扩张中占比很大。一旦出现明显收缩，可能给信用扩张、经济发展乃至就业市场都带来严重的影响。今年年初，包括政府工作报告在内的中央文件似乎普遍预期，基金预算收入，特别是土地出让收入能够企稳，甚至实现正增长。然而半年过去了，这一预期恐怕很难实现。2022年的土地出让收入大概下降了20%，今年在下降20%的基础上可能又要下降10%。

如果不能稳住土地财政，地方的运营压力会

非常大，这会连带影响到基建的动能。或许有人会建议，基建靠发债就能解决。然而实际情况是，基建中的实物工作量，可能更多依赖土地出让收入，无法完全靠当期发债解决问题。

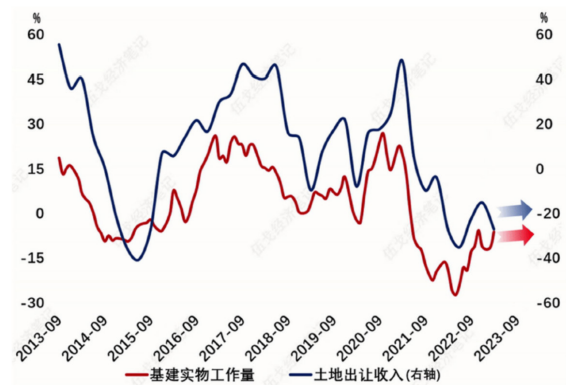


图7

下半年的压力的确不小。倘若没能稳住土地出让收入，下半年逆周期基建的动能可能受到影响。图7中红线代表与基建相关沥青、挖掘机等实物工作量的合成指标，这一指标能够较为真实客观地反映问题。

货币、财政政策如何发力？

今年以来的总体政策并没有收紧。至少从中央基调而言，货币政策要保持稳健。从LPR（贷款市场报价利率）的下降、信贷扩张等种种迹象来看，货币政策总体还是试图走向略微宽松的方向。财政政策也是如此，积极的财政政策看起来并不像要收紧。既然如此，经济的环比增速在经历了一个季度的迅速上行后，为何会出现明显下降？我认为这与真实的政策有关。真实的财政政策是否有所扩张？真实的货币政策有没有收缩？



图8

从货币的视角来看，图8中的蓝色线代表实际利率。今年的名义利率实际是下降的，但由于物价原因，特别是GDP平减指数在过去一段时间里为负，从这个意义上讲，实际利率在过去大半年中一直在抬升。图8在阴影之外的区域，当实际利率往上走的时候，大概率会对应半年或半年之后经济环比动能的趋弱。

实际利率对环比经济增速具有鲜明的前瞻性意义。因此如果实际利率处于高位，尽管名义利率下降，但只要下降幅度不大，无法抵挡实际利率继续上行，未来半年我国经济环比增速的势头可能不会那么强劲。实际利率维持在高位，意味着经济动能的环比增速或将维持在相对低位。

PMI（经理人采购指数）已连续三到四个月位于50以下，根据以往经验，这样的情况往往会迎来货币和财政政策更显著地发力。到目前为止，我们也看到了政策的微调，但市场所期待的那种更加强劲的逆周期政策可能仍在酝酿中。目前的形势似乎尚不足以触发强烈的逆周期调控。比如失业率问题，尽管大家对此有所担心，但从整体调差失业率的情况看，或许要低于年初定下的5.5%的目标，才能激发更强劲的政策发力。

一季度时，经济自发修复，大家不担心经济动能。到第二季度，同比增速情况尚好，或许不足以激发强烈的逆周期调整。可能只有当经济的同比和环比都更加明显地趋缓后，更加强烈的逆周期调整才会出台。

当然，经济运行也不能完全靠政策，还要靠市场的调整出清。过去半年中，市场确实在调整和出清，PPI（生产价格指数）也在不断下行。许多企业通过降价的方式去库存。在一定程度上，去库存是经济企稳复苏的必要条件，但不是充分条件。

经济企稳的充分条件还是与总需求改善相关。假设在三季度看到政策方面更为强烈地发力（无论是货币还是财政政策），经济环比增速或将于三季度末、四季度初进入企稳过程。只有经济环比增速企稳，才能对市场信心以及新旧动能转换发挥更强大的支撑作用。

黄卓¹³：激活中国经济新动能的三个着力点

上半年经济增长数据总体低于市场预期，主要表现为总需求不足，特别是消费、房地产和出口相对疲软。虽然经济总量的重要性毋庸置疑，但现在我们强调高质量发展，经济增长的质量同样值得高度关注。

根据过去一年的数据，在整体显得疲软的经济中，仍不乏亮点，特别是在数字经济和科技创新方面。信通院的数据显示，2022年我国数字经济规模达到50.2万亿元，同比名义增长10.3%，总量稳居世界第二，占GDP比重提升至41.5%。数字经济已成为稳增长和促转型的重要引擎。2022年我国数据产量达到8.1ZB，同比增长22.7%，全球占比达到10.5%。2016-2022年，中国数字经济年均复合增长14.2%，远高于同期GDP增速，并且是同期美国、英国、德国、日本和韩国五国数字经济总体年均复合增速的1.6倍。许多研究测算表明，数字经济对我国经济增长的贡献度仍将持续提升。

另外，一些科技含量较高的产业也有亮点。例如，今年上半年我国汽车出口量已达到214万辆，同比增长75.7%。我国在2022年全年的汽车出口量仅次于日本，排名世界第二，而今年上半年，我国已经成为世界第一大汽车出口国。其中，

新能源汽车出口量达到53.4万辆，同比增长1.6倍。这意味着汽车产业已经成为我国在国际上非常有竞争力的重要产业。

尽管上半年我国整体出口增速不高，但机电产品出口占比同比增长6.3%，已达到出口总值的58.2%。其中，新三样产品（电动载人汽车、锂电池和太阳能电池）的出口增长61.6%。

在科技创新领域，全球高被引科学家的数量是学术界中一个非常重要的指标，它代表了一个国家在基础科学领域的实力。数据显示，中国内地科学家在全球高被引科学家中的比例从2018年的7.9%提升至2022年的16.2%，而美国的比例则从43.4%下降至38.3%。我们的增长百分比与美国的下降百分比大致相当。

去年年底，美国OpenAI公司推出了一款革命性的人工智能产品ChatGPT，令全世界震惊。这再次证明了美国在从0到1的创新方面的卓越能力。但与此同时，中国的科技企业也迅速跟进，推出了类似产品。我的判断是，中国与美国在这一领域的差距可能在一代产品内就能够缩小。中国的科技企业已陆续推出类似产品，百度、华为、阿里、科大讯飞等几个大平台也推出了自己的产

13. 黄卓：北大国发院长特聘副教授、发树学者、北大数字金融研究中心常务副主任、北大计算与数字经济研究院副院长、《经济学（季刊）》副主编。



品。虽然效果还有差距，但我们与美国之间的差距并不遥远。我国顶尖科技企业应该能够跟上美国的步伐。

那么，如何让数字经济和科技创新进一步发挥作用，推动经济增长？我认为有如下三个要点。

激活市场主体信心，尊重市场规律和企业家精神

从宏观数据可以看到，民间投资信心不足是导致投资相对较弱的重要原因之一。那么如何重新激活市场主体的信心？我认为平台经济可以作为很好的例子。

众所周知，平台经济是数字经济中最具代表性、创新活力和科技含量最高的领域。从2020年开始，国家对平台经济进行了一些反垄断、数据安全等治理。从金融市场的角度来看，许多中概股平台企业的估值一度回撤70%甚至更多。

北大国发院对平台经济做过一个课题，由黄益平教授领衔。在一年的时间里，我们对平台经济进行了深入研究，探讨其创新之处，以及如何进行有效治理。课题组总结出平台经济的“三升三降”效应，即扩大交易规模、提高服务效率、改善用户体验、降低成本、控制风险、减少接触。

平台经济为灵活就业提供了机会，同时改善了一些社会治理问题。根据青山资本日前发布的报告，我国约有活跃的网约车司机约700万，外卖员约500万，快递员约300万，网络直播从业者约500万，还有约1000多万卡车司机。平台经济为这些人提供了灵活就业的机会，尤其在经济不景气时，平台成为就业市场的重要缓冲。当经济形势好转时，这些人也可以选择从平台就业中退出，寻找更稳定的工作。

最近，关于平台反垄断问题的治理基本上告一段落。7月12日，李强总理召开了平台企业座

谈会，发改委的网站上也发布了一份调研报告。这份报告除了强调了平台在其他领域的积极影响外，还特别强调了平台在加大技术创新和赋能实体经济方面的投资力度。例如，2023年一季度，我国市值排名前十的平台企业在芯片、自动驾驶、新能源、农业等领域的投资占比环比增加15.6%，投资力度明显增大。2020年至2022年，市值排名前十的平台企业累计研发投入超过5000亿，年均增幅达到15%，授权专利超过5万件，成为数字技术创新的重要力量。

同时，由于平台具备技术、流量和数据等优势，可以帮助整合产业链上下游企业，共同推动数字技术与实体经济的深度融合，提高传统行业的效率。

最后，平台企业立足国内大循环，拓展国内国际双循环，是开拓海外市场提升国际竞争力的关键手段。这些关于平台在不同领域的积极作用，在官方口径中并不常提及，但它们传递了积极的信号。

当然，市场重新获得信心并不容易，尽管我们看到了许多积极信号，但在资本市场和股票市场上，并没有明显反映出对估值的改变。说明投资者的信心还没有恢复。

为更好地发挥平台的作用，尤其是在加快数字经济和实体经济深度融合、帮助传统产业转型升级和提高生产率方面，政府尽快明确相应的制度和规则非常重要。特别是在引领平台方向、支持共同富裕和科技向善等方面，需要在引领方向和微观干预之间取得良好平衡。同时，公平竞争也必须得到保证。理想情况下，可以建立一个负面清单来明确平台在未来不能做什么，负面清单之外均可。

在数字经济和科技创新发展面前，我们的民营企业和小微企业面临着资产负债表损失的问题，尤其是在疫情三年里，许多业务缩减。同时，他们还面临着国内经济和国际环境的不确定性。根

据经济学理论，当不确定性较高时，企业家会推迟投资，因为想等情况明朗后再做决策。因此，任何能够提供积极信号或稳定政策预期的措施，都可以减少企业家的不确定性，从而促进民营企业投资。此外，在人工智能时代，我们需要这些企业家发扬企业家精神，去识别新的市场机会并探索不同的技术路径。

中央财政牵头发力，适度超前布局数字基础设施投资

政府应该采取哪些措施？中央财政应该带头投资数字基础设施，适时适度进行超前布局。中国在基础设施投资方面表现出色，比如高铁和移动网络在全球处于领先地位，因此在数字经济时代，应该以数字基础设施的形式进行投资。尽管这些投资可能在短期内无法见到明显收益，但对于长期经济增长至关重要。

为什么中央财政应该带头投资？传统基础设施投资主要由地方政府承担，通过出售土地来获取收入进行投资，提高土地价值和房地产价格，形成循环。然而，由于房地产市场疲软，地方政府的收入显著下降，并且在数字基础设施领域尚未形成闭环反馈机制。与此同时，许多地方政府债务比例较高，难以承担这一责任。因此，在这种情况下，中央财政应该发挥作用，适度提高赤字比率，进行数字基础设施投资。数字经济具有网络效应，一个地方的基础设施投资会对其他地方产生正向溢出效应，从而惠及全国。

该计划可以涵盖以下几个方面：

1. 投资通信网络基础设施，包括扩容光纤网络、商用化 5G 以及卫星通信等。

2. 建设算力基础设施。类似 ChatGPT 这样的大型模型需要庞大的算力支持。国家正在积极推动“东数西算”工程，并加强算力网络的发展。未来，算力可能像电力一样，在全国范围内进行

调度和协调。

3. 对传统基础设施进行数智化升级改造，包括电力、交通和城市基础设施等方面。通过数智化改造使其更好地运营，并与数字经济产业更好地融合。

4. 建立数据要素市场基础设施。与传统的资本和劳动不同，数据作为生产要素具有独特的特点，包括产权界定不明确、缺乏排他性以及涉及隐私保护等问题。为使数据要素发挥作用并实现流通、交易和有效配置，我们需要建立完整的数据要素交易基础设施。去年我国发布了《数据二十条》，成立了国家数据局，旨在推动数据要素市场的建设。

5. 建设数字金融基础设施，包括央行数字货币的试点以及支持数字支付、结算和征信等信息的基础设施建设。此外，还需要建立支持跨境金融服务的基础设施。

6. 建设数字公共服务基础设施。我们可以通过手机远程完成大部分政府相关服务，尤其是异地服务，例如补办身份证不需要回到老家。这就需要对基础设施进行投资。另外，随着老龄化时代的到来，需要对适老化数字服务进行改造。同时，社会保障体系也可以更加数字化，以适应数字经济形态。例如，在平台上的数千万灵活就业人群并不是传统意义上的雇佣合同，因此为他们提供适当的社会保障体系非常重要。此外，可以利用数字化手段使医疗服务更加便捷，通过大数据识别风险来定价医疗保险，通过互联网的方式使法院服务更易于获取，同时降低成本。在人工智能时代，我们的教育体系需要进行基础设施投资，以培养适应人工智能时代的下一代。

7. 打造重大前沿科学技术领域的国家战略科技力量。目前，我们在顶尖领域面临着被“卡脖子”的局面。为了应对这个挑战，需要投资国家战略科技力量，包括投资国家重点实验室、高水平大学、新型研发机构以及创新型领军企业。此外，还需



要建设一系列科技创新中心、国家科技基础设施和科技创新的公共平台，以促进尖端科学领域的共享和开放。

建设投资者友好型的资本市场，引导资金支持实体经济创新发展

传统的产业融资通常依赖于实物担保，如土地、机器和厂房，在数字经济时代或创新企业中，需要采用新的方式提供融资。因此，我们需要引导整个社会的资金支持实体经济的创新发展。

2018年之前，我国资本市场可以分为两个部分，一部分是银行存款或理财产品，另一部分是股市或资本市场。风险厌恶型投资者可能会将大部分资金投入银行或理财产品，因为它们具有刚性兑付特点；另一部分风险偏好投资者选择投资股市，愿意承担风险。然而，到了2018年，国家推进“资管新规”，打破了刚性兑付，同时坚持房住不炒政策。因此，整个存款端特别是银行理财产品的收益开始下降。房地产也不再是一个吸引人的投资选择。因此，大量的个人财富需要进入权益市场。

在当前市场中，资金通过资本市场进入，以支持实体经济的发展。这本来是一件非常有利的的事情。然而，今年有一个非常有代表性的事件，媒体人胡锡进进入股市，并每天直播自己的股市收益。他提出了一个问题：“不能不说，中国股市长期在3000点左右徘徊，受损的股民注定增多，大家的失望感是有依据的，并且让很多潜在投资者望而却步。”从2009年到现在，指数确实平均在3000点左右波动，存在较大波动性，然而，从长远来看似乎没有多少收益。标普500指数基本上在同一时期也有很大波动，但却显示出明显的上涨趋势。

这是一个非常重要的问题。在讨论资本市场

时，我们通常强调其融资功能。除了主板，还有中小板和科创板。然而，我们经常忽视了资本市场对投资者收益的影响。如果我投资一个长期没有趋势性收益的市场，我的投资收益将会如何呢？

此外，在过去几年中许多行业都经历了严格的监管政策调整，包括但不限于房地产行业，比如医药和教育行业等。房地产调控后，不少房地产企业停业或面临破产，估值大幅下降，有的房企回撤达到80%。医药集采政策大规模执行降低了医保和居民的用药成本，同时我们也看到许多医药企业的估值大幅下降，可能只有原来的一半。教培行业的整顿当然是必要的，但客观上确实导致许多教育企业的估值回撤超过90%。许多平台企业回撤70%-80%。这种行业性整顿出台的速度比较急，企业和投资者来不及进行充分的调整。从投资者角度看，当不同行业的监管政策陆续出台，无法通过分散化来化解这些风险。

另外，我们都知道创新有很高的失败概率，因此需要大量敢于冒险的资金支持，如天使投资和风险投资。风险投资的逻辑是，成功的概率可能只有1%，但一旦成功可能会有几百倍的回报，以弥补极高的失败概率。回顾历史，会发现许多中国科技型互联网企业早期的风险投资都来自国外，因为国外的风险投资具备长期经营风险的理念，并有敢于冒险的投资人。

下一步，我们如何为中国的创新型企业提供敢于冒险的资金？目前，很多风险投资的资金可能来自政府或央企。对于政府和央企主导的资金而言，能否冒险承受如此大的损失或波动？许多资金强调国有资产不能流失，如果在风险投资中遇到重大投资亏损，可能会面临被问责的压力。

我们必须想明白一个问题，创新需要承担风险，我们能承担风险的资金从哪里来？因此我认为，应该建设一个投资者友好型的资本市场，引导那些敢于冒险的资金去支持数字经济和创新发展，这一点至关重要。

徐高¹⁴：中国经济的短期压力和长期出路

第二季度经济数据虽然同比增速看起来还不错，但环比增速已经明显下滑。如果拿今年第二季度的经济增长数据与 2021 年二季度相比，两年累计年化增速只有 3.3%，显然较低。分析 2023 年的经济要少看同比，因为去年二季度和四季度的经济基数很低，对应的今年二季度和四季度的同比增速都不会太差，但这种“看上去不太差”的增速其实具有误导性。

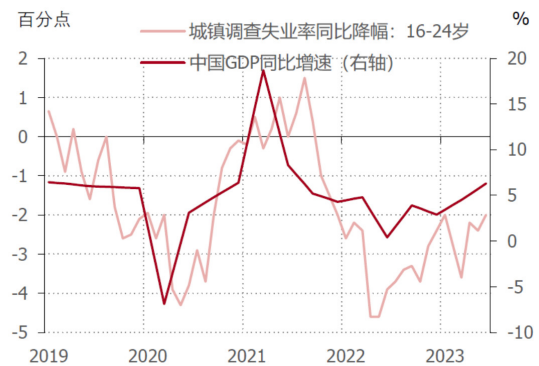


图1

中国经济的短期压力

失业问题与经济增长息息相关

就目前情况看，完成今年 5% 的 GDP 增长目标，可能性虽然较大，但这只代表我们完成目标的把握大，不代表经济情况有多好。当前青年失业率已经超过 21%，问题非常严重。当然，青年人失业主要是结构性问题，我国 25 岁以上人群的失业率还比较平稳。

但失业也有周期性因素。从图 1 可以看出，16-24 岁青年失业率的同比降幅，与 GDP 增速之间存在明显的正相关关系。25 岁到 59 岁年龄段人群，其失业率的同比变化率与经济增长高度正相关。这从一个侧面反映出，失业问题与经济增长密切相关，稳就业就必须稳增长。

总需求不足的状况进一步加剧

14. 徐高：中银证券首席经济学家、北大国发院兼职教授。

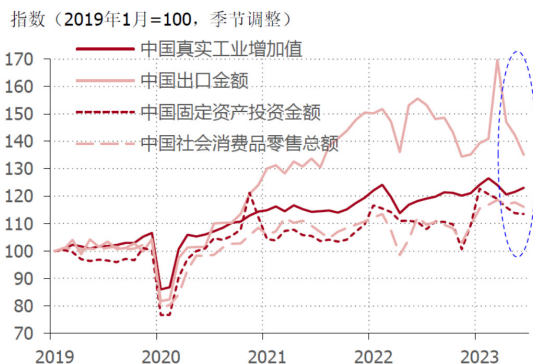


图2

只看经济增长的同比数字具有误导性。图2一目了然地展示了核心指标的绝对水平指数，主要有工业增加值、出口、社会消费品零售总额和固定资产投资这四项指标。今年一季度，内需复苏的势头非常明显；到了二季度，需求面的三个指标，即外需中的出口、内需中的零售以及投资都呈现出明显下行趋势。到今年6月份，只有工业增加值绝对水平虽小幅上升，但仍明显低于今年一季度的高位水平。因此从环比角度看，经济在收缩，绝对水平在下降，经济增速实际为负。如果不能及时稳住各核心指标环比下滑的势头，就算去年四季度经济的基数很低，今年四季度的经济同比增速可能仍然不理想。我认为，当前经济形势远不像同比数字显现出来的那么乐观。

地产投资是内需最大的拖累项

就目前情况看，外需方面，我们能做的不多，美国仍会继续加息，对中国出口的压制作用还会持续。内需方面，目前消费的表现比投资更稳定一些。我认为内需真正的拖累是房地产。

我国的投资主要分为三大块：地产投资、基建投资和制造业投资。今年一季度之后，地产投资开始显著下滑，目前的绝对水平已经降到去年年底的低位。今年6月份，基建投资和制造业投资攀升到前所未有的高位。如果没有这两项数据的带动，6月固定资产投资增率的表现会更让人

失望。然而，6月份基建和制造业投资这种高位运行的状态不可持续。

因而，房地产业重新成为经济的主要矛盾。2022年7月上旬，在国发院的“朗润·格政”活动上我谈了自己的观点：中国的房地产行业因为“三条红线”融资紧缩政策，已经陷入恶性循环，凭自己的力量很难跳出来。一年时间过去了，关于房地产的政策虽然有了一些放松，但房地产业仍然深陷在恶性循环的泥淖中。

地产投资资金来源指数（2018年1月=100，季节调整）

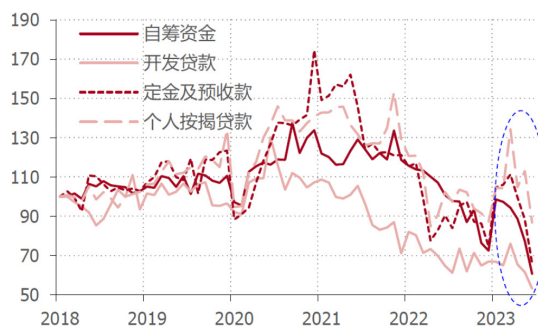


图3

从近年地产投资资金来源的变化情况（图3）中不难看出，在今年一季度，地产业确实出现了一波融资修复。这主要是因为一季度的地产销量出现了一波复苏。与之相关，今年一季度与地产销售相关的融资（例如定金预售款和个人按揭贷款）改善非常明显。

然而在一季度地产销量情况不错的背景下，地产的开发贷，即开发商直接从银行拿到的贷款，其绝对水平仍然处在低位。从清明节至今，地产销量明显萎缩。一季度的这一波销量复苏，很大程度上是伴随疫情防控放开而出现的集中性需求释放。一旦释放结束，地产销量也就重回低迷。过去这几周的地产销量，更是低于过去三年的同期水平，比2020年疫情刚刚暴发时，以及2022年疫情严重冲击经济时的情况还要差。目前地产投资的到位资金（或者说资金来源）的绝对水平，

已经跌破去年年底的低位，并且仍在断崖式下滑。就现在的情况来看，地产行业最坏的时候可能还未到来。

汽车行业是过去三年我国经济的一大亮点

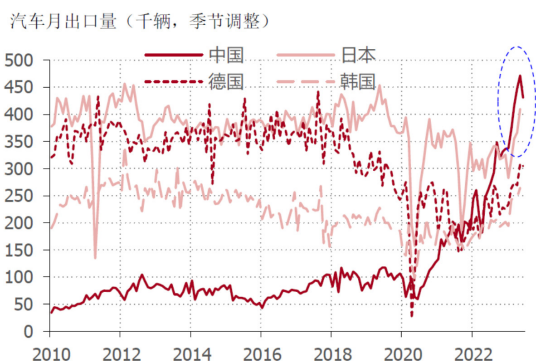


图4

对比中、日、德、韩四个汽车大国近年来的汽车月出口量（图4），可以发现从2020年开始，我国的汽车出口量呈爆发性增长态势，今年已经超过日本，成为世界第一大汽车出口国。我国汽车行业之所以能够取得如此成绩，我认为主要是我国抓住了新能源转型的机遇。2019年年底时，我国新车产量中新能源车的占比不到5%，而现在这一占比已经攀升至三分之一。在新能源转型过程中，我国汽车行业上了一个大台阶。



图5

这种历史性突破不仅表现在出口上，还表现在国内自主品牌的崛起上。2021年之前，中国自主品牌汽车销量一直低于合资品牌。在新能源转型的过程中，自主品牌汽车销量明显崛起，现在已经超过合资品牌。根据中汽协的统计数据，当前我国汽车行业中，重点大型汽车企业一年的营收约为4.5万亿，一年的增加值约为8500亿。

宏观政策需要纠偏

令人遗憾的是，尽管汽车行业在过去几年取得了如此骄人的成绩，实现了历史性的突破，我国现阶段的经济状况还是有些不尽如意。这里有两点启示：

1. 我国供给面产业结构转型的步伐一直没有停歇。这得益于改革开放40多年积累的深厚家底，让我们拥有强大的国际竞争力，技术风口一旦到来就能马上抓住。偌大的汽车行业，我国能跃居世界第一，这让我们对中国竞争力充满信心。

2. 在发现新的经济增长点后，我们的宏观政策仍然偏紧，矮化了一些传统增长引擎的重要作用，比如房地产、地方政府融资和基建。经济的升级发展需要培育新增长点，与此同时也要继续重视传统增长引擎对经济的拉动作用。

今后的宏观政策该如何发力？我认为应就如下几点认知要纠偏：

1. 对债务问题的认知要纠偏。储蓄过剩未必会导致债务危机。

2. 对房地产市场调控政策要纠偏。从人口老龄化的长期角度看，房地产业由盛转衰是必然规律，但我们也要考虑到短期内中国老百姓有巨大的住房改善性需求，这些需求还远未得到满足。如果年轻人连居住尊严都无法得到满足，又何谈成家立业，生儿育女？中国的很多行业都存在供给过剩和产能过剩的情况，唯独房地产业因为土地供给的约束，人民群众对美好居住条件的向往远没有得到满足。这一点需要纠偏。



3. 对中国经济发展模式错误认知的纠偏。目前中国经济的主要问题是内需不足。一旦内需不足，外需又不振，总需求也会变得不足。内需不足本质上与收入分配有关。一个国家的产出就是这个国家的收入，所以 GDP 既是一国总产出，也是总收入。从总量上看，一国肯定具有购买这个国家所有产品的购买力。既然有足够的购买力，为什么市场上的购买行为似乎无法将所有的供给能力全部利用起来？我认为是收入分配有问题，这导致老百姓的购买力与支出意愿不匹配。有些购买力流到了支付意愿偏低的经济主体手中，导致总量上不存在购买力不足的问题，但结构上却表现明显。

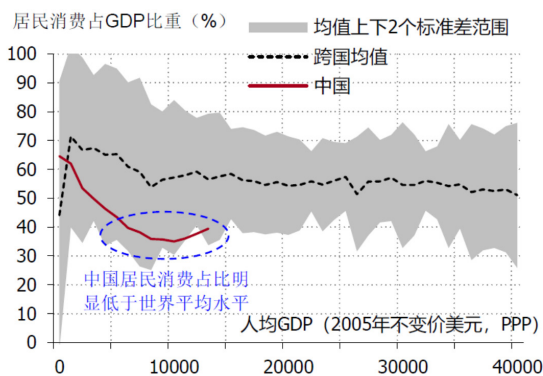


图6

从图6中国居民消费占GDP比重情况不难看出，中国居民收入占比偏低，由此衍生出消费在GDP中的占比偏低。图中的横轴代表人均GDP水平，按照2005年不变价美元计算且去掉了汇率因素。虚线代表世界其他国家的历史经验，是在不同人均GDP水平上，其居民消费占GDP比重的平均水平。阴影是均值上下两个标准差的范围。可以看出，自新中国成立以来，居民消费占GDP的比重持续下滑，目前水平已经低于世界水平20个百分点。

这主要反映出收入分配的问题。在我看来，这不是居民内部收入不平等，而是部门间收入分配不平等，也就是企业部门与居民部门之间的收

入分配有问题。

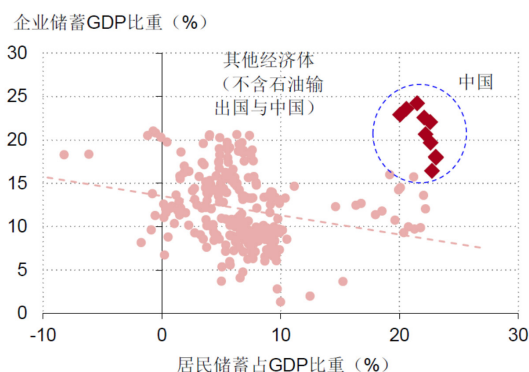


图7

目前我国的情况是消费不足。消费的反面是储蓄，消费不足意味着储蓄高。一个国家的储蓄主要来自居民和企业两个部门。图7呈现了中国储蓄的特点，横轴代表居民储蓄占GDP的比重，纵轴代表企业储蓄占GDP的比重。居民储蓄就是居民收入减去居民消费，企业储蓄就是企业收入减去企业消费。在国民经济核算里，企业收入是企业分红之后留存的利润。

图7中，除我国和石油输出国以外的其他国家，其居民储蓄与企业储蓄间存在此消彼涨的负相关关系。这一点符合经济学中“刺穿企业帷幕”原理。假设企业的股权掌握在居民手中，那企业的储蓄和留存的利润本质上也是居民财富的一部分。倘若企业经营状况非常好，利润很高，即便企业没有分配利润，持有股票的股东和老百姓也能从企业市值不断增加的客观情况中获利，分享企业市值上升带来的财富效应。从这个角度看，企业的钱就是居民的钱，是一件衣服上左右口袋的关系。在这样的背景下，居民会更看重这两个口袋钱的总量是多少，至于是左口袋钱多还是右口袋钱多，这一点并不重要。

我国的企业储蓄和居民储蓄都很高，二者之间缺乏负相关关系。这主要是因为我国的企业部门与居民部门相互割裂。众所周知，我国有大量

国企，按照财政部的统计，2021年金融和非金融企业里，国有净资产约为112万亿人民币。从理论上来说，这些都是老百姓的财富。然而实际上老百姓不会因为国企利润很高而觉得自己更有钱，当然也不敢因此而多消费。除了国企之外，我国还有很多民营企业，股权高度集中在一些巨富手中。这些企业的利润再好，也跟老百姓关系不大。这种财富联系上的割裂，导致企业部门的财富变动，居民感受不到，更不会据此改变自己的消费或储蓄行为。在企业大量储蓄之外，中国老百姓还要自己大量地储蓄。这两项加起来，总储蓄就变得特别高。我认为这就是中国内需不足最核心的原因，即收入分配存在问题。

总体来看，消费才是最终极的需求，投资只是派生性需求，要为消费服务。如果居民从整个国民收入分配中拿走的份额较少，那么居民消费在整个经济中的占比就比较低。居民不敢消费，整个经济就会需求不足，内需不足的问题就会显现。这一问题并不是今天才出现，而是从上世纪90年代中期开始就一直存在，是中国经济长期以来的问题。在1998-2002年我国经济在亚洲金融危机后经历了长达五年的通缩，外需疲软，大量企业去产能甚至倒闭，大量的工人也因此失业。2003-2008年这几年，我国因加入了WTO，加之美国有次贷催生消费，外需的逐渐走强暂时掩盖了内需不足的问题。次贷危机后，特别是我国“四万亿”刺激政策退出后，内需不足的问题又重新浮现。可以说这一问题已经伴随中国经济30多年。

中国经济中长期的四种可能和三条出路

有鉴于此，分析中国经济时就不得不考虑一个前提条件——长期消费不足。在此基础上，我认为中国经济的前景有四种可能，我国有三种对策：

1. 上策是坚持走消费引领的“新路”，通过

消费转型来让消费变成经济增长的主要需求面引擎。这是一条更加可持续且更能惠及民生的路径。居民福利最主要的决定因素是居民的消费水平。如果能把消费占经济的比重提起来，GDP对老百姓福利的拉动作用也会更加凸显。这是中国经济的上策。但要走上这条路，关键是要对我国收入分配结构做有利于消费者部门的重点调整，阻力不小。

2. 如果上面这条路走不通，消费会一直不足，这时候就要看外需。如果像2008年之前那样，有强大外需带动中国经济发展，次贷危机前外需拉动经济向好的美好时光还有可能回来。不过，现在中国的经济体量远大于2008年时，全球经济未必还能带得动体量如此庞大的中国经济。更何况，我们现在身处较为恶劣的国际贸易环境中，贸易保护主义倾向抬头，中美贸易战风险还在上升。在这样的背景下，很难仅凭外需来实现经济的快速增长。

3. 在消费和外需均不足的背景下，中国经济就要不断地靠国内政策刺激投资来创造需求。这一过程难免会形成一些低效甚至无效投资，甚至出现凯恩斯当年向政府建议的“地挖坑填坑游戏”。这看起来是一种资源浪费，但在消费和外需双双疲软之时，不失为一种选择。这是中国经济的中策。

4. 如果国内不愿意积极刺激投资，等待我们的很可能是上世纪1998-2002年那样的通缩，以及伴随长期通缩而来的，真正意义上的“去产能”。“去产能”如果真正变成现实，将导致大量企业倒闭、工人失业。这是中国经济的下策。

一旦陷入“去产能”的漩涡，想要自拔非常难。上世纪1998-2002年的政府，强力去产能长达五年之久，仍未解决这个问题。直到2003年中国加入WTO，中国经济才在外需的拉动下算走出通缩的泥淖。现在有很多人认为，中国经济不需要搞投资、地产、基建，自然而然就能自我修复，重整旗鼓，轻装上阵。对此，我只能说愿望是美好的，现实是残酷的。那种所谓短痛之后的轻装



上阵，发生概率极低。中国经济反而很可能会因此陷入经济萧条。

很明显，中国经济的未来只有上中下三种策略选择。要么选择上策，真正意义上推进消费转型。要做到这一点，核心是调节收入分配，提升居民收入占整个经济的比重。要么中策，靠投资来创造需求，稳定增长。这是一条老路，但至少它还是一条可行的路。如果选择下策，指望一切都能在经济减速的过程中自动得到修正，这将可能使中国经济陷入最差之境。

有人认为可以直接给居民发钱来增加居民收入、刺激消费。就增加居民收入而言，这个方向当然是对的。但它并没有触及我国经济结构的核心矛盾。其他市场经济国家之所以很少产生生产过剩、消费不足的问题，是因为市场化的调节机制在发挥作用。当一个经济体投资过剩时，投资回报率一定会下降。对消费者而言，投资永远伴有机会成本，那就是将准备投资的资源拿去消费所能得到的效用。所以，如果让消费者来决策，面对下降的投资回报率，消费者会愿意减少投资、增加消费。

但如果企业作为独立的实体，不受到消费者的约束，那它对投资回报率大概率不敏感。所有资源都集中在企业身上，不拿去投资也没有他用。这样，投资就会缺乏对投资回报率的敏感性，从而衍生出投资过剩、生产过剩的格局。

全民国企持股计划

如果我们想要调节收入分配，需要建立起自动调节投资的市场化机制。在这个过程中，还需

要避免前苏联、东欧曾经碰到过的内部人控制国有资本的问题。要做到这一点，我认为应该构建一个国有企业所有权的竞争市场。简单来说，可以成立几十个甚至更多国有投资基金，把国有企业的股份分给这些投资基金。这些国有投资基金可以相互买卖国有企业的股份，并把基金的份额分给老百姓。为了杜绝有些老百姓可能因为信息不清楚、不透明而过早地卖掉手中的基金份额，我们可以设立一种机制，规定在一定时间内老百姓不能卖出其国有基金的份额，只能提现国有基金的分红。老百姓也可以在不同国有基金之间转换持有的份额。

这样的做法人为地构建了两个市场，一是老百姓选择国有投资基金的市场，是基金来争取老百姓份额的市场；二是国有投资基金竞争国企所有权的竞争性的市场。

通过这两个市场，老百姓的投资偏好，对投资回报率的接受程度，都可以透过国有投资基金传导到国企本身。当老百姓感受到企业投资回报率较低而希望多分红的时候，国有投资基金会有向老百姓多分红的动力。而国有基金作为国有企业的所有者，会将这种分红的压力传递给国有企业，让国企多分红。这样就在企业和居民这两大部门之间形成了资源来回转移的市场调节机制。

短期来看，上面的想法或许实施的难度较大。在真正推进消费转型的“全民国企持股计划”不能成行的情况下，考虑到收入分配对中国经济的约束，我们约束下最优的选择还是用投资来拉动需求。在这种情况下，不需要过度担忧债务的问题——在生产过剩的环境中，我国债务有很强可持续性。同时要给予房地产、基建充足的融资，发挥其稳健拉动经济增长的引擎作用。

版权

主 管：北京大学国家发展研究院

主 办：北大国发院智库、北大国发院传播中心

主 编：姚洋、黄益平

副 主 编：黄卓

执行主编：王贤青

栏目主编（栏目顺序）：王勋、梅亮、朱丽、白尧

编辑部（按姓氏拼音）：杜晓梦、范保群、何晓贝、王进杰、谢绚丽、许宪春、易媛媛

选题委员会（按姓氏拼音）：

符 永 康（中国新闻社编委、中新经纬总编辑）

高 岚（联想集团人力资源高级副总裁、北大国发院CHO100理事）

何 刚（《财经》杂志主编、《哈佛商业评论》中文版主编）

刘 二 海（愉悦资本创始及执行合伙人、北大国发院EMBA校友）

刘 娟（新华网副总编辑）

刘 军（前美菜网CHO，北大国发院CHO100理事长）

吕 守 升（高潜咨询公司董事长、北大国发院CHO100理事）

马 洪 涛（中央电视台财经频道主持人、北大国发院EMBA校友）

乔 顺 昌（茂天（北京）投资公司总裁、北大国发院EMBA校友）

王 海 明（中国金融四十人论坛秘书长、北大国发院双学位校友）

文 钊（经济观察报执行总编辑）

乌兰图雅（玲珑格致国际公关咨询CEO、北大国发院MBA校友）

武 雪 松（汇源光通信股份有限公司总经理、北大国发院EMBA校友）

许 芳（深圳市人力资源开发研究会理事长、北大国发院CHO100联席理事长）

余 兰（20年知名互联网公司营销高管、AI应用创业阶段、北大国发院EMBA校友）

张 继 伟（财新网总编辑、北大国发院EMBA校友）

赵 雪 源（北大国发院MBA校友）

周 瑛 锋（中央电视台新闻节目主持人、北大国发院EMBA校友）

朱 晓 楠（GC首席人力官及投资MD、北大国发院CHO100成员）

订阅二维码



订阅说明：

订阅服务：扫描订阅二维码进行支付；

订阅咨询：支付成功后，添加以下老师微信获取专属咨询服务；

孙老师、曹老师：13611313475（同微信号）

开通时间：支付成功后的7个工作日内开通；

刊物发布时间：每月上旬

官方微信公众号



北大国发院

合作联系方式

王老师：18600360496

高老师：13911992798（同微信号）