



执笔人：张斌，朱鹤，孙子涵，赵红蕾

## 宏观部分：走出低通胀才能走进经济繁荣

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

## 专题部分：制造业投资与产业升级

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



## 走出低通胀才能走进经济繁荣

### ——2023 年宏观经济回顾与 2024 年展望

#### 一、2023 年我国经济运行主要特点

##### 1、经济运行的主要挑战仍然是需求不足

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

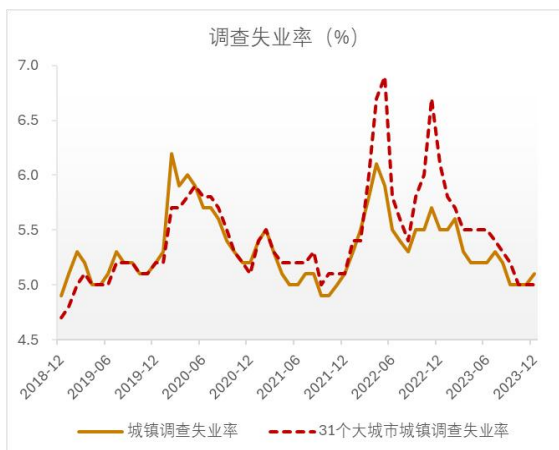


图 1 城镇调查失业率



图 2 规模以上工业企业平均用工人数变化

数据来源：WIND

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



减指数-0.5%，远低于去年 1.8%。

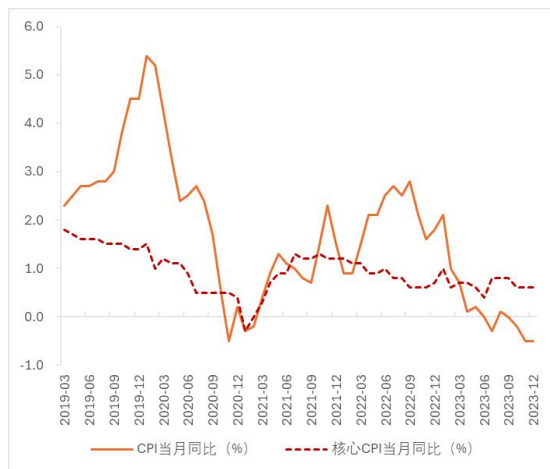


图3 CPI和核心CPI同比增速

数据来源：WIND



图4 PPI同比增速

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

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

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

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



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

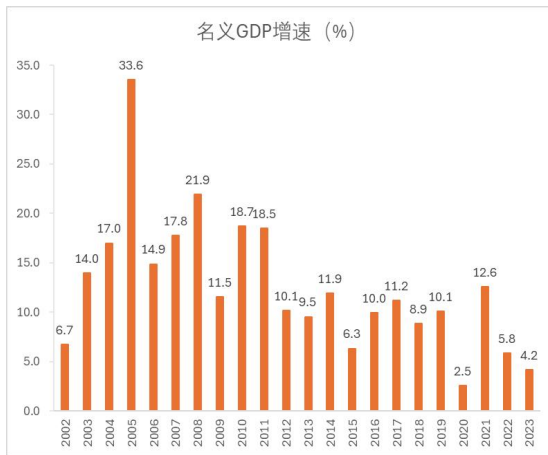


图 5 名义 GDP 增速

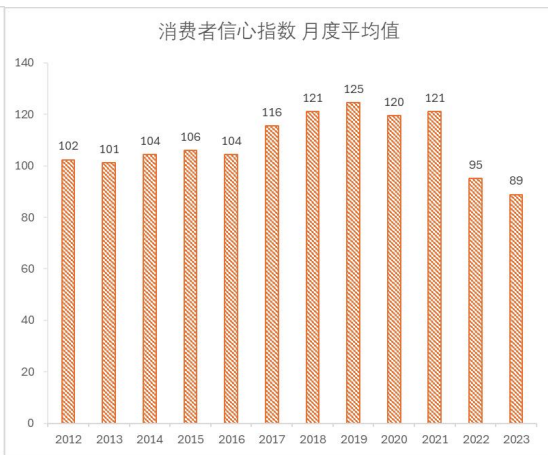


图 6 消费者信心指数

数据来源：国家统计局

## 2、消费复苏不及预期，政府支出减速加剧需求不足

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

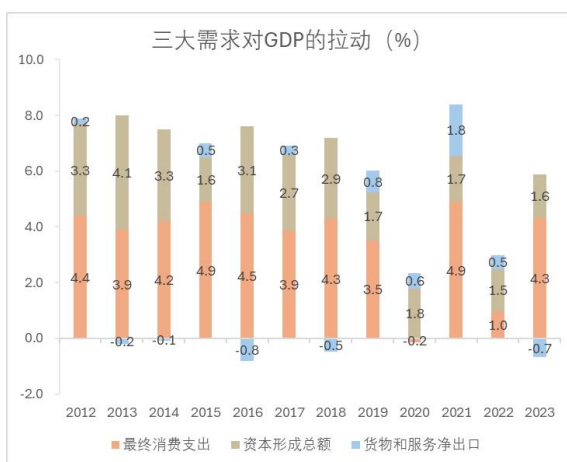


图 7 GDP 三大需求对 GDP 增速的拉动

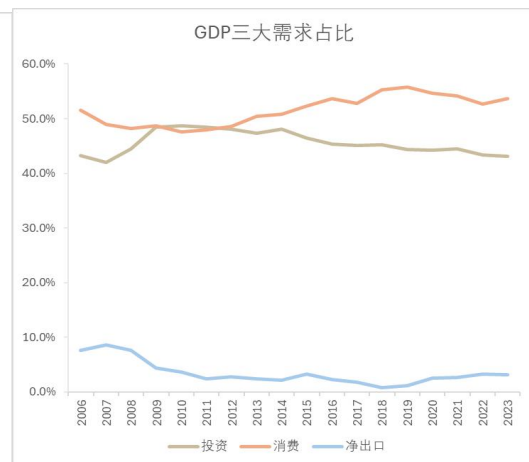


图 8 GDP 三大需求占比



数据来源：WIND，作者测算

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

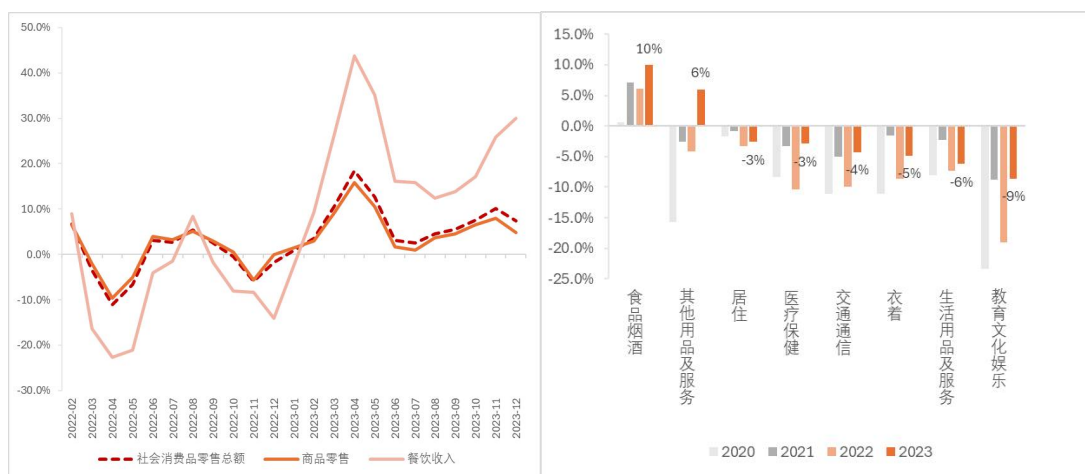


图9 社会消费品零售当月同比增速  
数据来源：WIND，作者测算

图10 八大类消费偏离趋势度

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

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



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

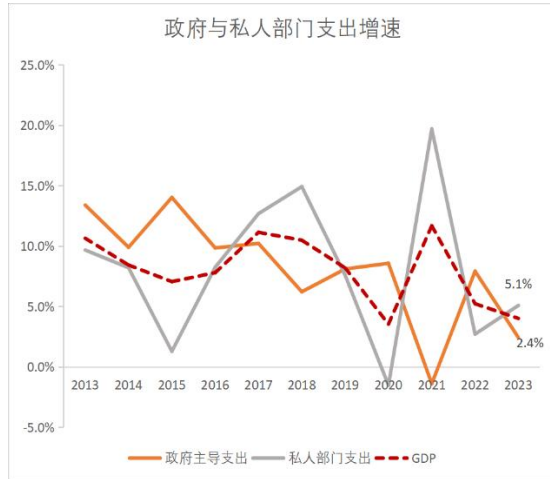


图 11 各个经济主体支出增速  
数据来源：WIND，作者测算

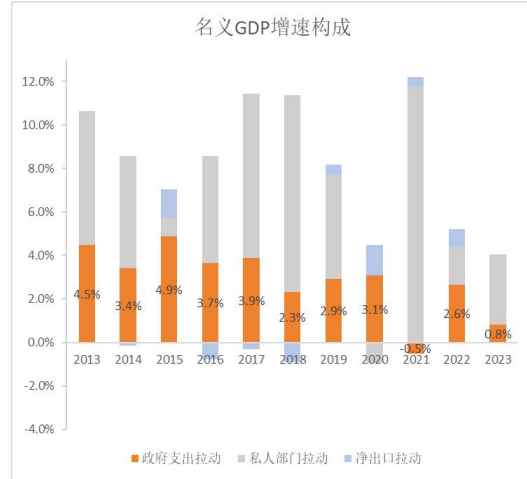


图 12 支出法 GDP 经济主体结构拆解

### 3、制造业“新三样”领跑出口，服务业升级放缓

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

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



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

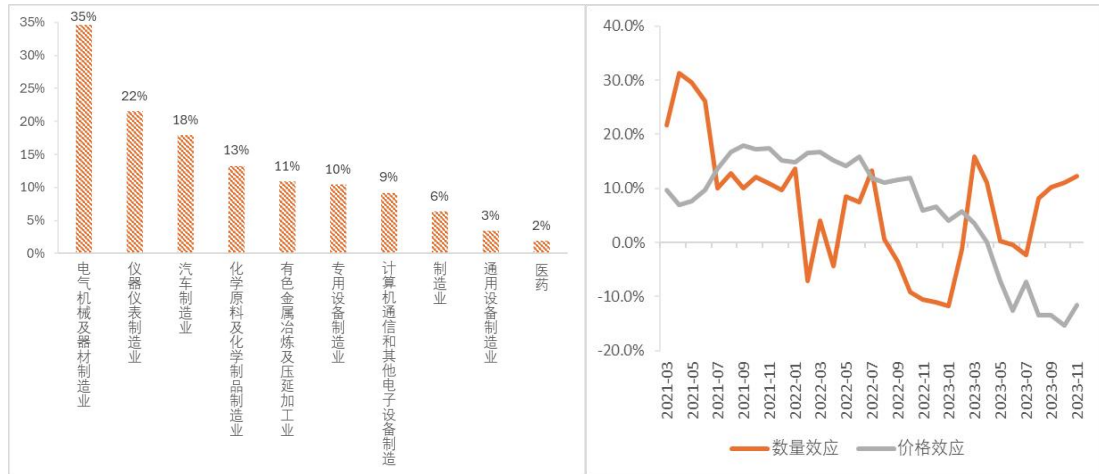


图 13 2023 年制造业细分行业累计投资增速 图 14 出口金额的数量和价格效应发生背离  
数据来源：WIND、海关总署

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

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



## 二、经济运行低于潜在增速的主要原因

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

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

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

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

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

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





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

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

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

### 三、实现明年经济增速目标的政策组合

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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



执笔人：张斌、朱鹤、孙子涵、赵红蕾

## 专题部分：制造业投资与产业升级

### 主要观点

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

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



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

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

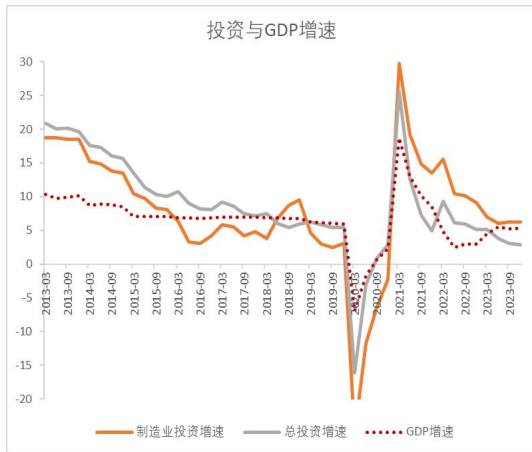


图1 制造业固定资产投资增速

数据来源：WIND，作者测算

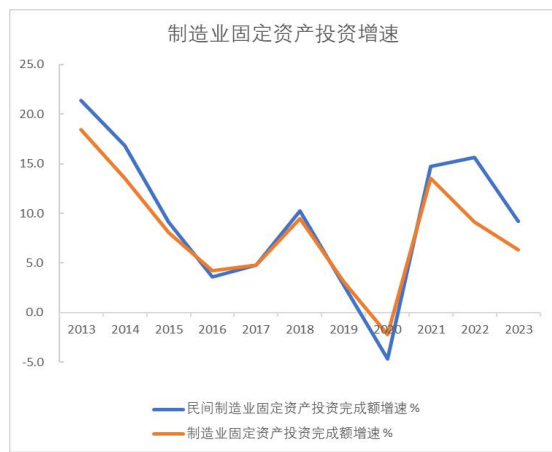


图2 民营制造业投资增速

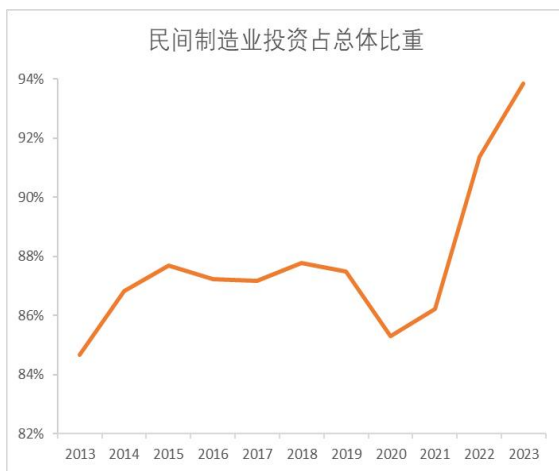


图3 民间制造业投资占比

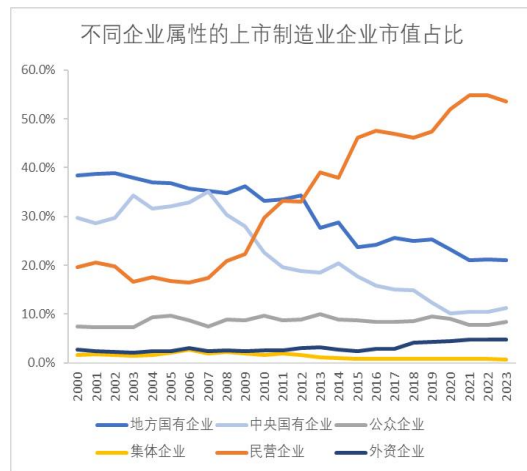


图4 民营企业市值占比



数据来源：WIND，作者测算

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

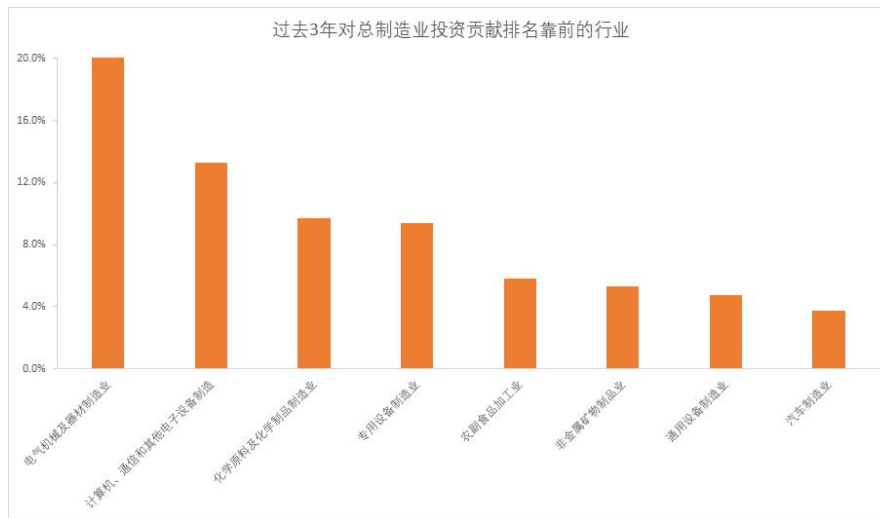


图 5 2021-2023 年对投资贡献度排名靠前的行业

数据来源：WIND，作者测算

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

## 一、高收入国家制造业产业升级的一般性规律

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

### 1、制造业在经济活动中的占比呈现出驼峰型变化轨迹



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

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

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

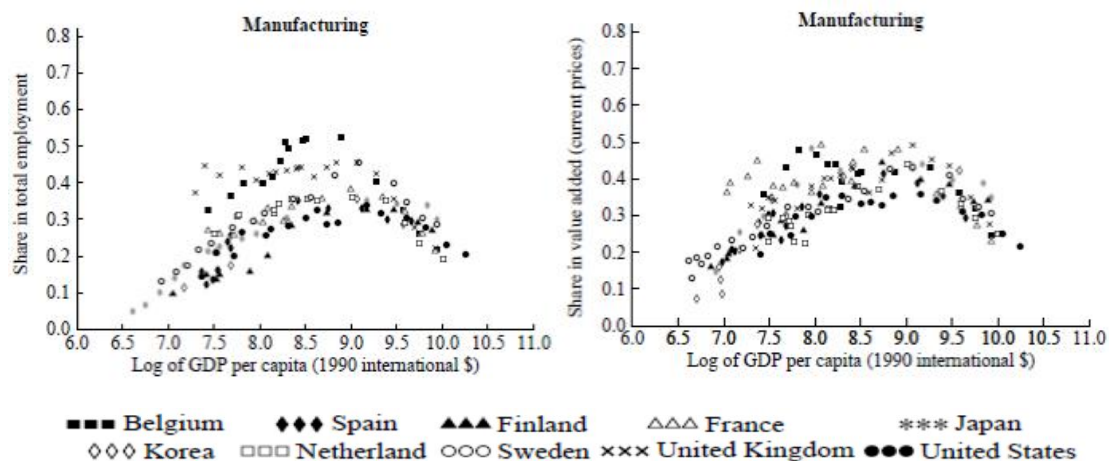


图 6 制造业活动在经济中的占比呈现驼峰型变化轨迹

数据来源：转引自罗格森等<sup>5</sup>

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

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





持平。

两股力量驱动着制造业在经济活动中占比从上升到下降的驼峰型变化。一是需求方的力量。经济由穷到富的过程中，起步是先吃饱肚子，收入里面更多的钱用于吃饱穿暖。吃饱穿暖以后，接下来是各种家用电器、汽车等各种各样的制造业产品，收入里面用于食品的支出比例会下降，制造业产品在经济中的占比会持续上升，这就是大名鼎鼎的恩格尔效应（Engel's law）。再然后呢，随着对一般制造业产品的消费越来越饱和，收入会有更大的比例用于各种服务类支出，教育、个人健康和娱乐、更好的医疗保障等等，这是更高收入水平上进一步改善生活品质的重点内容，也是推动从制造到服务经济结构转型最核心的力量。

二是供给方的力量，主要是制造业相对服务业更快的技术进步。制造业技术进步更快而服务业较慢，制造业用更少的劳动和资本投入就能生产或者从他国交换来足以满足本国需要的制造业产品，制造业在经济中的占比就会越来越小。发达国家制造业占比越来越低，这不能说明发达国家的制造业不行，而恰恰相反是制造业发达的标志。

## 2、制造业有着相似的产业升级轨迹

文一教授<sup>6</sup>总结过成功工业化国家发展的几个阶段：从乡村工业起步，以纺织品为代表的劳动密集型产业引爆第一次工业革命，然后是能源、动力工具、基础设施的工业化三足鼎立时期开启第二次工业革命，再接下来是大规模生产工具的生产，钢、铁、机床、装备制造。主要工业化国家的工业化成长大致遵循这个历程。

英国的工业化进程：1600-1750：乡村工业兴起；1750-1830：第一次工业革命（纺织业）；1830-1850：工业化的三足鼎立阶段，能源（煤炭）、动力工具（蒸汽机）、基础设施（铁路）；1850-1920：第二次工业革命，大规模的生产工具生产，钢、铁、机械设备。

美国的工业化进程：1820年之前：乡村工业兴起；1820-1860：第一次工业革命，纺织品；1830-1870：工业化的三足鼎立，1828-1873的铁路潮；1870-1940：第二次工业革命，钢铁工业、汽车工业、交通通讯、化工、大规模农业。

日本的工业化进程：1868-1890（明治早期）：乡村工业；1890-1920（明治晚期）：第一次工业革命，纺织品；1900-1930：工业三足鼎立；1920-1941：第二次工业革命起步，中

<sup>6</sup> 《伟大的中国工业革命：“发展政治经济学”一般原理批判纲要》，清华大学出版社，2016。



断；1945-1970：第二次工业革命继续。

出口产品结构是一个国家制造业的镜子。通过观察出口商品的结构，也能反映出一个国家的制造业生产能力和国际竞争力变化轨迹。随着人均收入从低到高，主要国家的制造业出口商品都大致经历了类似的演化规律：**先是重点出口纺织、服装等劳动密集型产品，然后到出口钢铁、机械设备、汽车等资本密集型产品，最后以通信计算机和医药等资本和技术密集型产品的出口为主。**从全球贸易的角度看，近年来其他机械设备和汽车占全球出口金额的比重小幅下降，而通信、计算机等电子设备以及医药的占比还在逐渐上升，这同样反映了全球制造业升级的过程。

美国：人均收入不足 1 万美元时，主要的出口商品是农产品和食品；接近 1 万美元时，钢铁、机械设备和汽车的出口份额开始增长；人均收入 3 万美元后，计算机通信等电子设备的出口份额提升；人均收入 5 万美元后，医药出口份额持续上升。



图 7 美国的出口结构变化（1882-1993）

图 8 美国的出口结构变化（1991-2022）

数据来源：帕尔格雷夫世界历史统计，UN Comtrade，Maddison Project Database，作者测算

德国：人均收入 2 万美元后，主要的出口商品是汽车和机械设备；3 万美元后，医药的出口份额稳步提升。

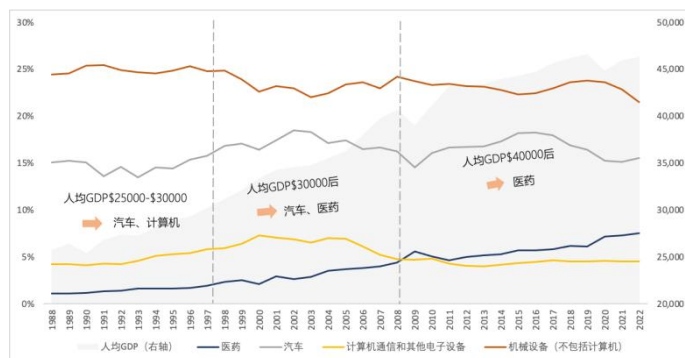


图 9 德国的出口结构变化（1988-2022）



数据来源：UN Comtrade, Maddison Project Database, 作者测算

日本：人均收入不足 1 万美元时，主要的出口商品是纺织品和钢铁；在接近 1 万美元时，机械设备和汽车的出口份额迅速提升；人均收入 2 万美元后，计算机通信等电子设备的出口应有显著增长；3 万美元后，化学制品、橡胶和塑料的出口份额稳步上升。

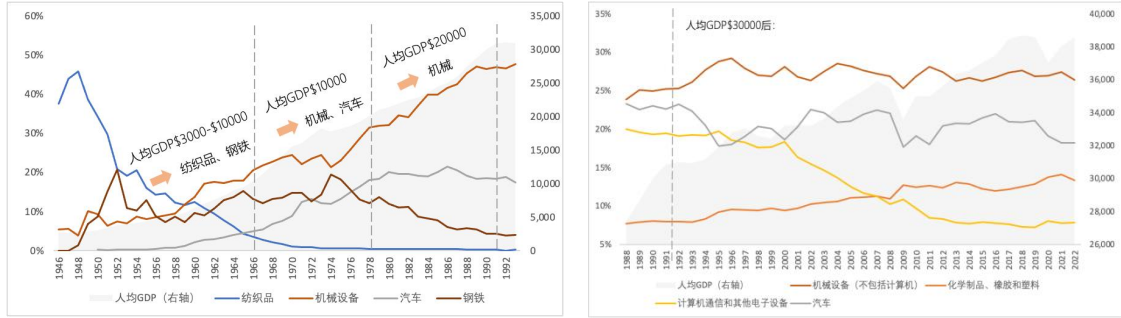


图 10 日本的出口结构变化（1946-1993） 图 11 日本的出口结构变化（1988-2022）

数据来源：帕尔格雷夫世界历史统计，UN Comtrade, Maddison Project Database, 作者测算

韩国：人均收入 5000-8000 美元左右，纺织品和钢铁出口迅速增长；在人均收入接近 1 万美元时，计算机和汽车出口份额提升；人均收入 1 万美元后，计算机、汽车和其他机械设备的出口份额继续攀升，化学制品、橡胶和塑料的出口份额也在持续增长。

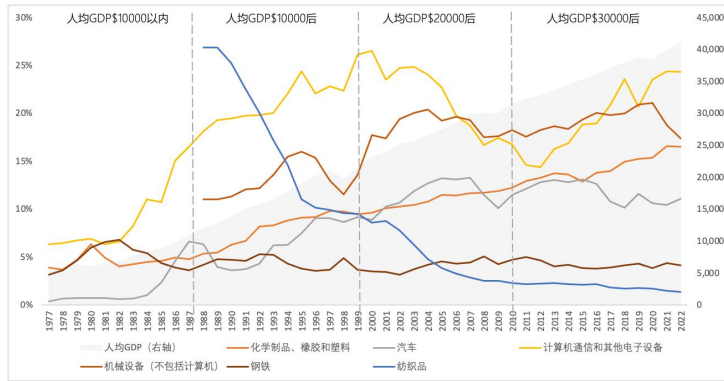


图 12 韩国的出口结构变化（1977-2022）

数据来源：UN Comtrade, Maddison Project Database, 作者测算

表 1 不同收入水平下出口份额显著提升的制造业产品

人均收入	美国	德国	日本	韩国
1 万美元以内	钢铁	--	钢铁	纺织品、钢铁、计算机、汽车
1-2 万美元	机械设备、汽车	--	机械设备、汽车	计算机、机械设备、汽车
2-3 万美元	计算机	汽车、计算机	机械设备	机械设备、汽车、化学制品



3-4 万美元	计算机	汽车、医药	化学制品	计算机、化学制品
4-5 万美元	医药	医药	--	--

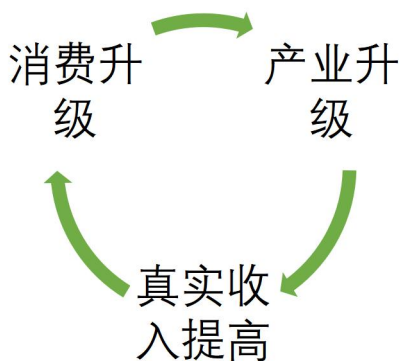
数据来源：帕尔格雷夫世界历史统计，UN Comtrade，Maddison Project Database，作者测算

大部分高收入经济体的制造业升级都大致遵循着从食品、纺织，然后到钢铁、机械设备、汽车等，再到计算机和医药等行业的路线。从要素投入的角度看，制造业升级过程遵循从劳动密集型，到资本密集型，再到技术和信息密集型的升级路线。从增加值角度看，制造业升级过程中的增加值会越来越地从对劳动和资本的回报，转向对人力资本的回报。

为什么会是这样？回答这个问题之前，让我们先看看一个人的成长过程。一个人身体由小到大的成长，遵循着类似的规律。在胎儿阶段，重点发育的是头部和大脑，孩子刚出生以后都是头大身子小；出生以后，先发育成长的是身体主干，胸腔和腹腔；再然后，身体四肢进一步长大、更加健壮。这个规律性现象背后的逻辑是先通过大脑发育赋予指挥身体的能力，胸腹腔的发育赋予从外界吸收更多氧气和能量的能力，然后才是身体四肢赋予人更强行动的能力。这个次序背后是良性互动的成长过程，是一步一个台阶的成长过程，不会颠倒。人身体上任何一个组成部分不会脱离于整个人体，独立成长。

### 3、产业升级的动力来源

产业的成长和人的成长是类似的逻辑。任何一个产业也不会脱离整个经济系统，独立成长。消费升级是生产的最终目的，也是市场的核心驱动力。朝着满足某类产品的消费升级决定了产业升级的方向，产业升级如果得以成功，某类产品价格大幅下降，消费者真实收入水平提高，消费升级实现，与此同时，消费又会朝着新的某类产品增加需求，推动新一轮产业升级。如此不断循环下去，消费升级→产业升级→真实收入提高→消费升级不断循环往复，这个过程中生活品质持续提升，人均真实收入不断增长。



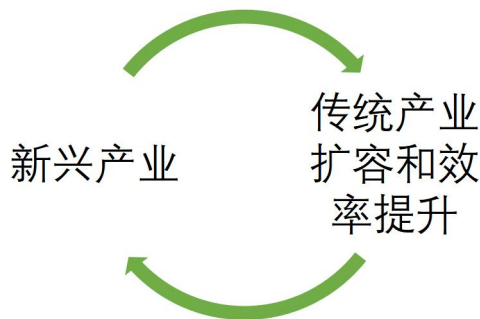


制造业升级路线都大致遵循着从食品、纺织，然后到钢铁、机械设备、汽车等，再到通讯、计算机、医药等行业的路线。这既是制造业的升级路线，同时也是消费者的生活品质升级路线，先是满足服装和食品，然后家用电器、住房、交通，再然后是电子产品、医疗保健产品、功能更复杂设计更精致的升级产品以及环境保护等。**消费升级引领着制造业升级，制造业升级必须与消费升级相匹配。**

#### 4、产业升级的内部逻辑

制造业产业升级过程不会无中生有，往往是传统产业要求市场扩张或者提升效率，以此催生了新产业，新产业的诞生又会激发传统产业的内部革新。

制造业先从纺织、家具这些相对简单、劳动密集型的产业起步。借助于新的技术和管理经验，这些行业大幅提高了产量，接下来面临的问题是产品供给大幅提升以后，卖给谁？如果仅仅是本地市场，需求有限，供给的扩张也就画上句号了。供给扩张画上句号，供给数量不能增加，不能展开进一步的专业化分工，生产效率提升也就画上了句号，经济增长从此中断。



打破僵局的办法是把产品卖到更远的地方，扩张市场。把纺织品卖到更远的地方，需要铁路、火车和煤炭。对新产业的需求由此而生，铁路、动机机车和煤炭产业获得了市场需求和成长机会，与纺织业成长实现了良性互动。对铁路、动机机车和煤炭的需求，又会进一步激发对金融冶炼和压制、装备制造业、能源等产业的需求，带动新产业的成长。

把商品卖到更远的地方是市场扩张的一种方式，另一种市场扩张方式是提高产品的种类和质量。以前是只有样式单一的商品供应，现在是更精美复杂设计、更高技术含量的很多商品供应。这会带来行业内竞争，激发新技术发明和运用，带动新行业的发展。比如前面提到



的铁路、动机机车和煤炭产业的成长并不孤单，这个过程中会激发新的竞争技术的发明，比如用电力替代煤炭，用电气化火车替代最初的内燃机火车头，用汽车、飞机、轮船替代火车等等新技术和新产业的出现。

## 二、我国的制造业投资与产业升级

### 1、我国制造业在经济活动中的占比变化轨迹与国际经验高度一致

从人均收入水平、制造业增加值份额、制造业产品消费支出份额、制造业就业份额等多方面的证据来看，这些指标都经历了从上升到下降的驼峰型变化，中国经济在 2012 年之后全面进入从制造业向服务业的经济结构转型期。

#### 专栏：确定中国从制造到服务转型的时间点

##### 人均收入

中国 2010 年人均 GDP 达到 8063 美元（购买力平价），2012 年 9404 美元。从国际经验来看，8000-9000 美元是从制造到服务转型拐点发生最集中的年份。

##### 消费支出份额

中国家庭部门制造业产品消费支出占比在 2011 年达到高点，2012 年以后持续下降。2005-2012 年期间，中国家庭消费支出里面增长最快的是家用电器、交通和通讯、服装开支，食品支出增速接近全部消费支出的平均增速，教育文化娱乐服务、居住和医疗保健等支出落后于全部消费支出的平均增速。结构转型期之后的 2013-2018 年，医疗保健支出增速从前一个阶段的最后一名上升到第一名，交通和通讯开支增速依然稳居第二名，教育文化娱乐服务开支增速从倒数第三名上升到第三名，接下来的是居住开支，然后是家庭设备用品和服务开支，对食品和服装的消费支出增速垫底。

##### 工业增加值份额

工业增加值<sup>7</sup>占全部增加值的份额在 2006 年达到过去三十年的高点 41.8%，此后开始持续下降，2014 年下降至 35.8%。制造业增加值份额的时间序列数据较短，只能看到 2004 年以来的数据，2007 年制造业增加值份额达到高点 32.9%，此后开始持续下降。增加值份额同时受到数量和价格变化的影响。观察剔除了价格影响的真实工业增加值和服务业增加值增速。2011 年以前，真实工业增加值增速多数年份都高于服务业增加值真实增速，

<sup>7</sup> 工业包括制造业、采掘业以及电力、燃气和水的生产和供应业，制造业增加值占全部工业增加值 80%以上。现有统计数据中，工业增加值时间序列较长，可以作为长期制造业增加值份额变化的代理变量。



1985-2011年，前者真实增速12.2%，后者10.8%。2012-2014年，真实工业增加值增速落后于真实服务业增加值增速，前者7.5%，后者8.1%，此后这一差距进一步增大。以真实工业增加值份额确定的转型时间是2012年。

### 就业份额

第二产业就业份额的高点是2012年的30.3%，此后开始下降；城镇制造业就业份额相对稳定，自发布统计数据以来一直在28%到29%之间；农民工制造业就业份额自2008年发布以来呈持续下降趋势，从2008年的37.2%下降至2014年的31.3%。第三产业就业份额在过去30年中持续上升，2008年以来上升势头加快，1985-2007年期间第三产业就业份额平均每年增加0.7个百分点，2008-2014年期间平均每年增加1.2个百分点。从就业份额确定的转型时间是在2008-2012年之间。

综合以上数据，中国经济在2012年之后全面进入从制造业向服务业的经济结构转型期。

从国际经验对比看，中国经济结构转型拐点所对应的收入水平在8000-9000美元之间，制造业增加值和工业增加值份额在GDP中占比的峰值分别超过百分之三十和百分之四十。这些经历与高收入国家转型拐点所对应的收入水平和峰值高度一致。拉美国家不然，以巴西和智利为例，在同样计算标准下的人均收入4700美元水平上制造业份额就开始持续下降。

中国不仅是制造到服务经济结构转型所对应的收入水平和制造业份额峰值与高收入经济体类似发展阶段接近，高峰期过后的制造业份额变化也很接近。工业化高峰过后十年，日本、韩国、中国台湾、美国、西德、法国的制造业增加值在GDP中的份额分别是30.3%、30.5%、34.8%、25.3%、33.7%、25.6%，中国2012-2019年期间的份额是30.0%，说明中国相对其他高收入经济体类似发展阶段并没有更大幅地退出制造业。

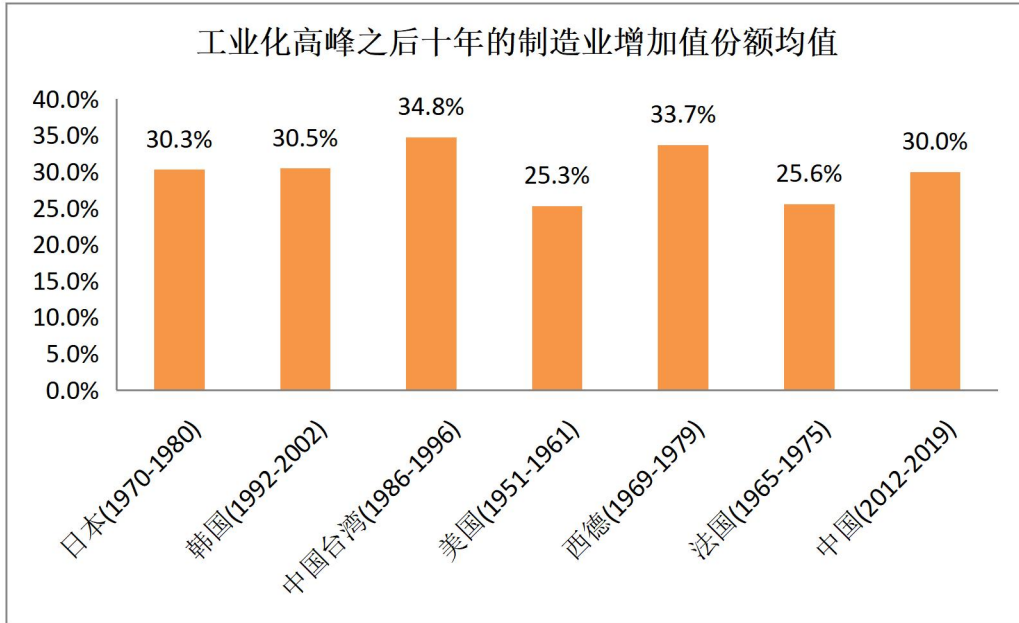


图 13 工业化高峰之后十年的制造业增加值份额均值

数据来源：WIND，作者测算

从制造到服务转型的关键逻辑在于购买力平价下的人均收入达到一定高度，制造业部门在经历充分发展、制造业产品消费逐渐饱和以后才开始转型。中国的情况基本如此，中国先是成为全球制造业大国，制造业产品在国际市场上有充分的竞争力之后才开始转型，这是拉美国家没有经历的。从消费支出的结构变化、主要工业品的需求收入弹性变化来看，中国是经历了对一般制造业产品消费的逐渐饱和以后，才开始过渡到向服务业的转型。

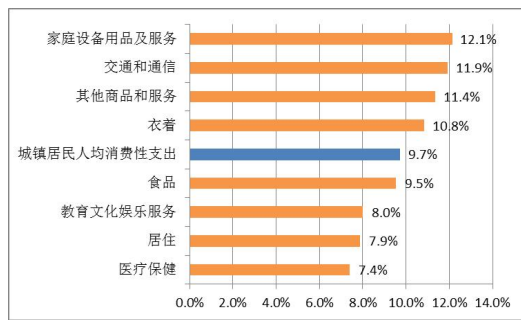


图 14 家庭消费支出（2005-2012）

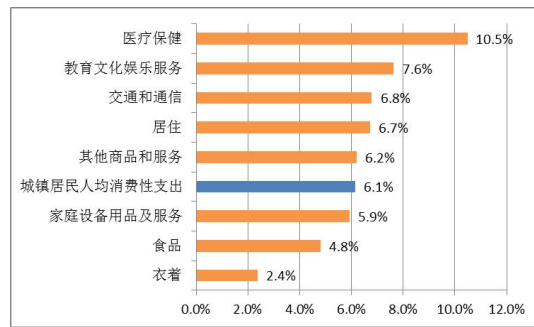


图 15 家庭消费支出（2013-2019）

数据来源：WIND，作者测算

## 2、我国制造业产业升级的变化轨迹与国际经验高度一致

我国制造业产业升级基本符合高收入国家所经历的国际产业升级规律，制造业投资增速符合国际经济增长经验，出口结构也在向更高技术密集度的商品集中。民营企业是推动我国





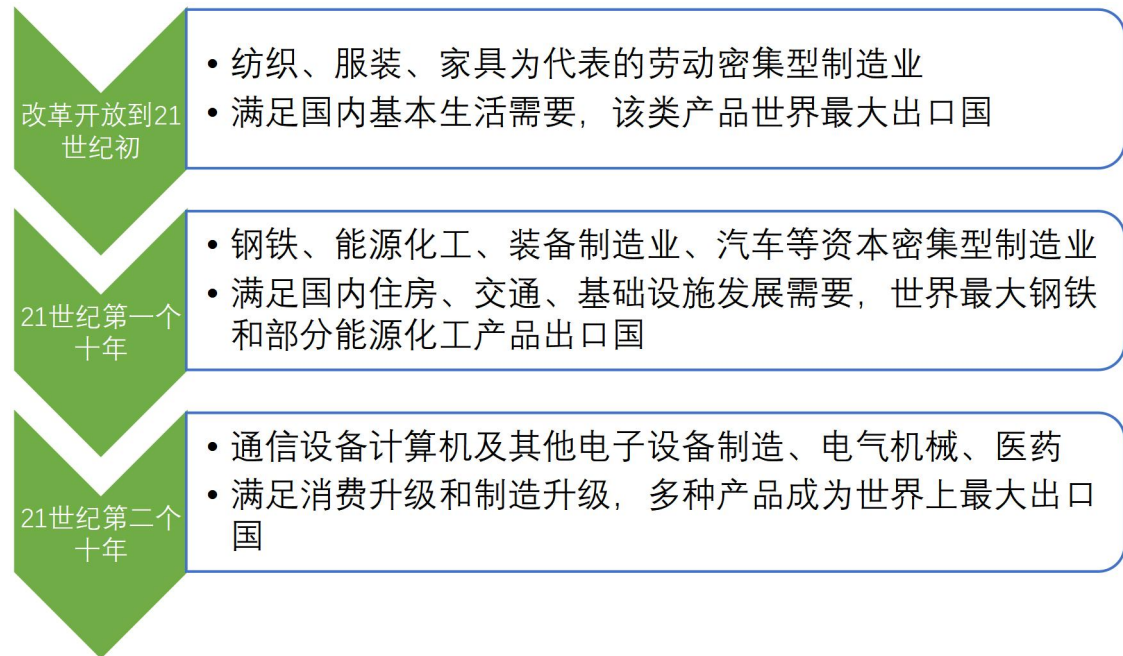
制造业升级的核心推动力量，这一趋势在近几年没有出现变化，制造业领域没有“国进民退”的现象。与制造业升级相对应，我国的居民消费结构也在不断升级，印证了供需互动的制造业演化逻辑。

改革开放以来以来我国制造业行业结构的演化大致经历了三个阶段。

第一个阶段是改革开放到二十一世纪初，这个阶段以纺织、服装、鞋帽、家具为代表的初级制造业是我国制造业的重要组成部分，其在制造业中的资产占比和营收占比较高。我国上世纪九十年代成为上述产品的全球最大出口国。

第二个阶段是二十一世纪初到 2012 年，这个阶段以金属冶炼与压制加工、能源、化工、通用和专用装备制造、汽车行业为代表的资本密集型行业快速成长，在这些行业在制造业投资中的占比上升，资产占比和营收占比上升。

第三个阶段是 2013 年至今，这个阶段以通信设备计算机及其他电子设备、电气机械及器材、医药为代表的更高技术制造业崛起，这些行业在制造业投资中的占比上升，在制造业中的资产占比和营收占比上升。



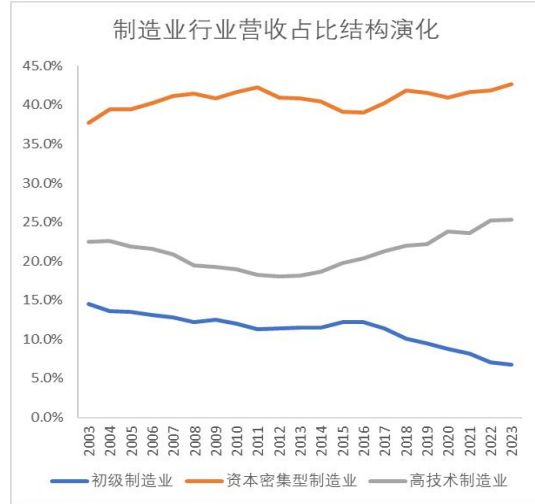
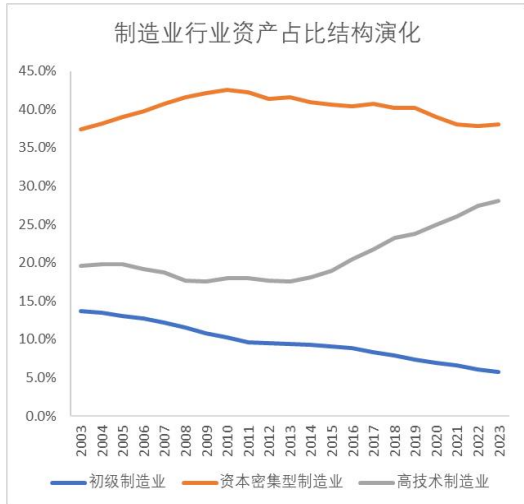


图 16 制造业行业资产占比结构演化      图 17 制造业行业营收占比结构演化

数据来源：WIND，作者测算

我国制造业投资逐渐向少数高技术密集度行业集中。2012年以来，多数制造业行业占投资的比重都在下降，制造业投资越来越集中在通信设备计算机及其他电子设备制造、电气机械、医药等行业。

2020年新冠疫情暴发以来，我国的制造业基本还是延续了此前的行业结构变化轨迹。新能源产业链是带动近年制造业投资扩张的重要因素。以上市公司的数据为例，2022年3620家制造业上市公司当年固投增速为16%，其中156家新能源相关的上市公司的固定资产投资增速是44%，当年占比达到27%，带动整体制造业上市公司增速增加了9.5个百分点，解释了当年整体制造业上市公司投资增速的60%。新能源车的畅销，所带来的汽车投资增长有限，增长更突出的是给传统汽车附加更多功能的通信设备计算机及其他电子设备制造，以及电气机械制造业。

我国出口产品结构也经历了与发达国家类似的升级过程，从劳动密集型为主向资本、技术密集型产品转变。从我国主要出口商品占我国出口总额的比重变化来看，以纺织、服装为代表的初级制造商品出口占比持续下滑，通信计算机等电子设备、机械设备、汽车替代纺织服饰，成为我国对外出口的最主要商品，这三大类出口占总体比重合计近50%。

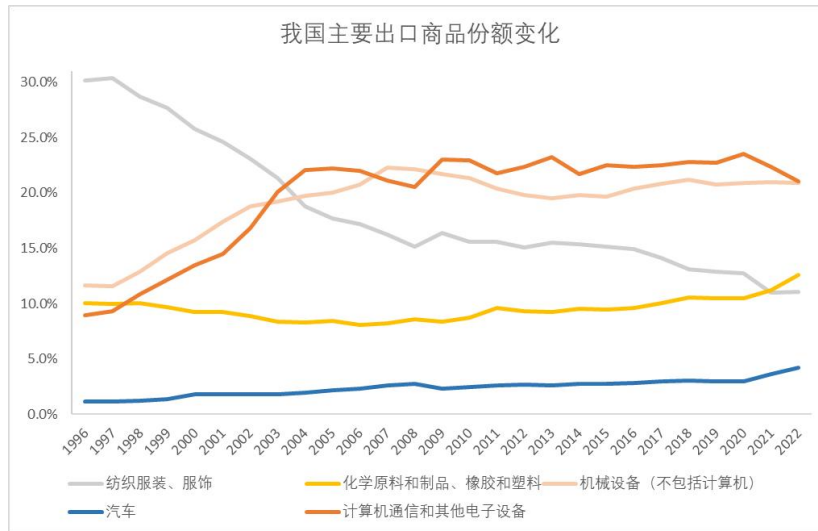


图 18 我国主要出口商品份额变化

数据来源：UN Comtrade，作者测算

从商品出口占全球份额来看，我国保持了通讯计算机等电子设备的优势地位，汽车的出口竞争力不断强化。我国计算机等电子设备出口占比远高于其他经济体，全球市场份额达到 28-30% 之间。近年来，我国汽车出口占全球出口的比重持续上行，全球市场份额快速上升至 10%。

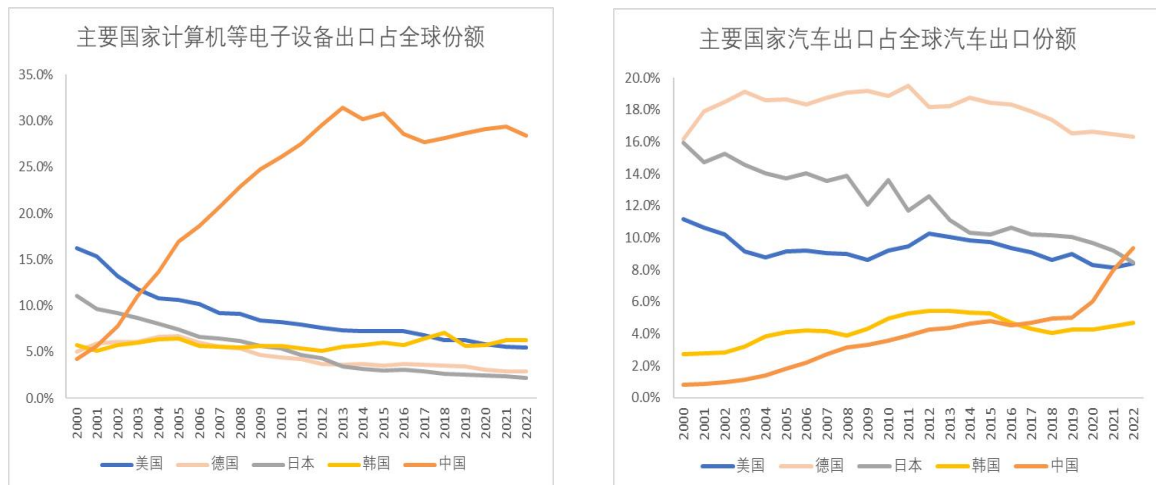


图 19 我国计算机电子设备与汽车出口具有优势地位

数据来源：UN Comtrade，作者测算

制造业产业升级的过程中，民营企业发挥的作用越来越突出。民营企业对市场竞争高度敏感，能够更好地捕捉市场机遇。上市制造业企业中民营企业的数量占比及市值占比均保持上行趋势，2023 年分别为 70.2%、53.6%，代替国有企业成为制造业产业升级的中坚力量，



近年这一趋势也没有明显改变，民间投资占总体制造业投资的比重进一步上行。制造业领域并没有观察到明显的“国进民退”现象。

2021-2023 年民营制造业投资增速高于全部制造业投资增速，民营制造业投资在全部制造业投资中的占比从 86% 上升到 93%。以制造业上市公司为样本，民营企业在制造业企业数量中的占比从 2020 年的 64.9% 上升到 2023 年的 70.2%；民营企业市值占比从 52% 上升到 53.6%，延续了过去二十年来民营企业在全部制造业上市公司中影响力持续上升的态势。中央和地方国有企业在制造业企业数量中的占比从 2020 年的 24% 下降到 2023 年的 19.7%。

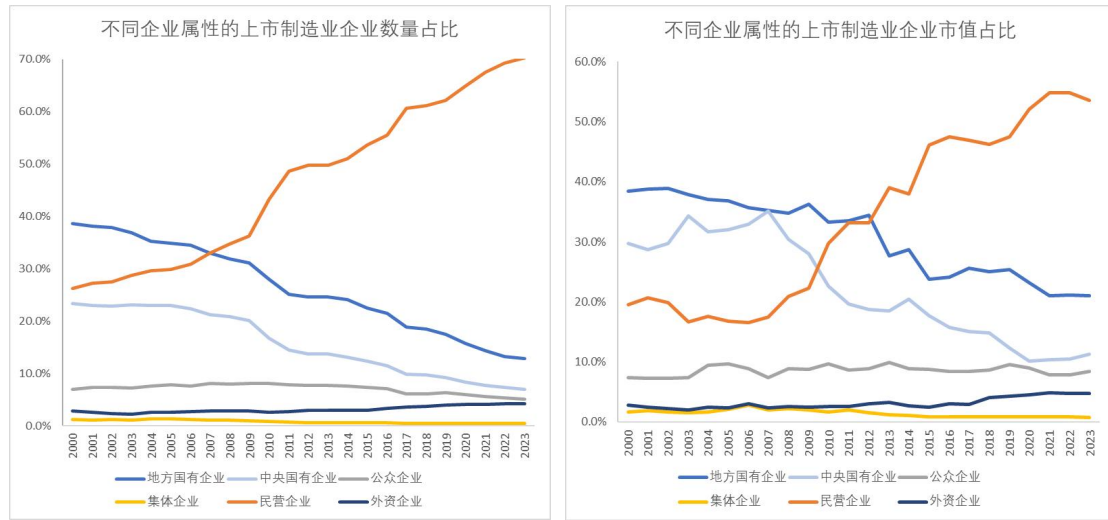


图 20 我国不同企业属性的上市制造业企业数量与市值占比

数据来源：WIND，作者测算

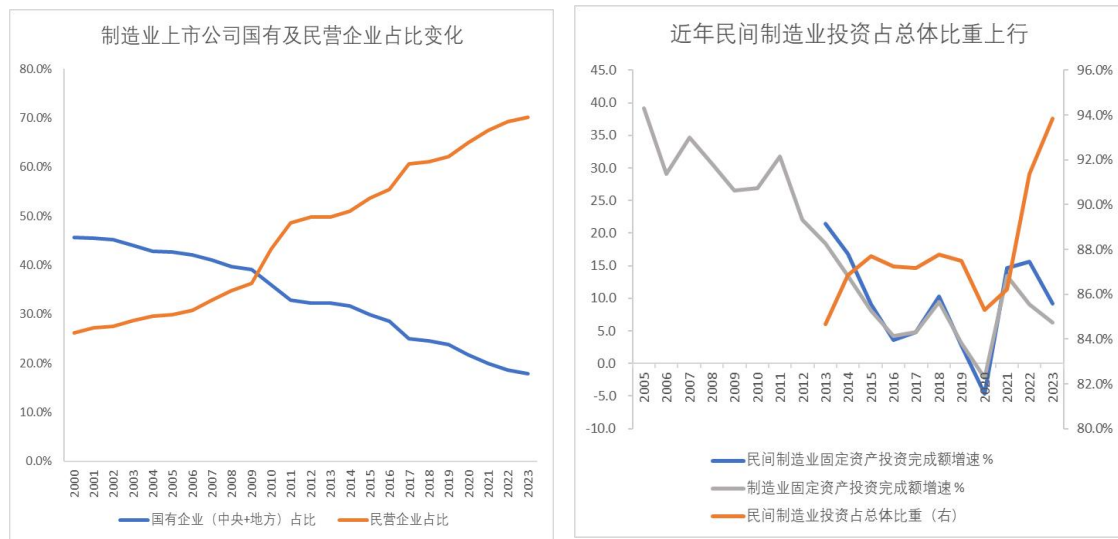


图 21 制造业上市公司国有及民营企业占比

图 22 民间制造业投资占比上行

数据来源：WIND，作者测算

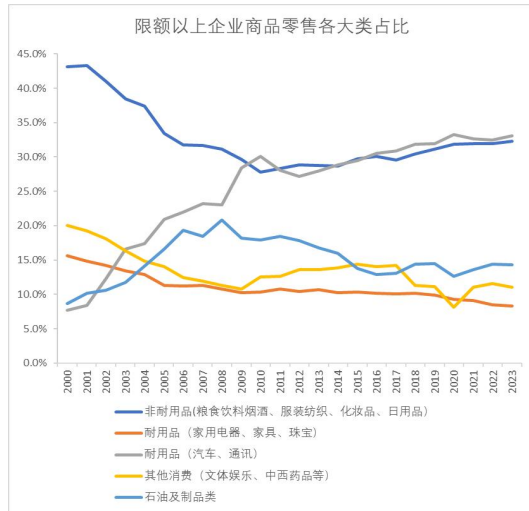


图 23 企业商品零售各大类占比

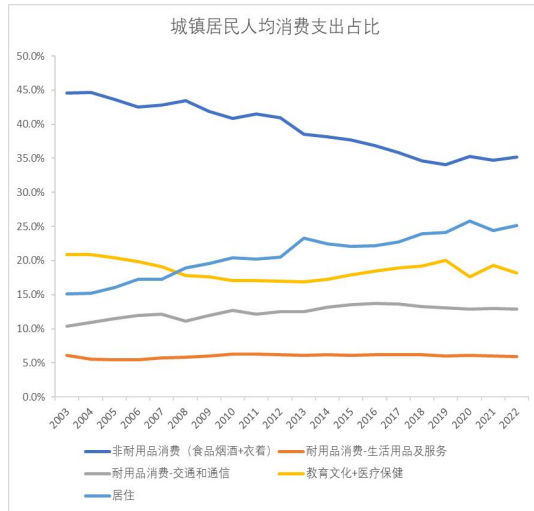


图 24 居民各类商品消费支出占比

数据来源：WIND，作者测算

结合以上对制造业投资和产业国际经验、背后机理以及中国过去多年情况的来看，我国近年来的制造业投资增长快于总体投资增长、高于 GDP 增速的现象更多是特殊阶段的特殊现象。一方面，新能源产业链的崛起阶段性推高了制造业投资；另一方面，疫情后遗症叠加多年来的总需求不足遏制了全社会的投资和 GDP 增速。两方面力量的共同作用下才会造成制造业相对其他行业更快的投资增长。如果中国经济能尽快恢复到正常的产业升级和经济增长状态，现代服务业增速会超过制造业增速，对现代服务业的投资增长会超过制造业投资增长。

### 三、如何看待制造业产能过剩

无论是制定产业政策，还是总量的宏观经济政策，决策者长期以来存在对产能过剩问题的担心。对于产业政策，政府在政策制定过程中一方面希望利用产业政策鼓励新产业的发展；另一方面又担心全国各地遍地开花上项目造成浪费和产能过剩，对新上项目设置纷繁复杂的审批程序。

对于具有总量特征的宏观经济政策，政策制定过程中会担心提升总需求的政策会不会刺激过度的投资，带来今后的产能过剩。例如，为应对 2008 年全球金融危机的冲击，我国政府推出了“四万亿”的刺激计划，大幅增加基建投资，并由此带动了钢铁、能源、装备制造等行业的投资需求，相关行业的产能迅速扩张。随着金融危机的冲击逐渐消退，中国退出了宽松宏观刺激政策，到了 2011 年工业部门开始普遍面临价格下行压力，其中被诟病的重要



原因是前期过度投资导致了普遍的产能过剩。

即便产业政策和宏观政策制定都存在对产能过剩的顾虑，产能过剩还是接连不断发生，从早年的家电行业，到钢铁和其他金属冶炼加工行业，再到光伏和新能源，产能过剩一直伴随着中国制造业的产业成长。这里讨论的问题是如何看待和评价产能过剩，政策制定过程中如何应对产能过剩。

产能过剩本身是一种现象，指的是某一个产业所能生产的产品数量大于客户购买或者期望购买的数量。学术界对于这种现象展开了丰富的讨论，不能想当然地认为产能过剩等价于浪费和缺乏效率，产能过剩是政府过度补贴的表现。产能过剩现象背后，至少存在下面五种原因。

一是总需求不足。总需求不足环境下，很多周期敏感性行业的产品需求明显下降，这些行业面临明显的供大于求现象。这种周期性的供大于求现象，虽然也是产能过剩，但并不能认为是资源浪费和缺乏效率。

二是林毅夫教授为代表提出的“潮涌现象”<sup>8</sup>。“潮涌现象”指的是发展中国家的产业处在世界产业链的内部，在产业升级的过程中企业能够以发达国家的经验做出参考，企业所投资的产业通常具有技术成熟、产品市场已经存在的特点，能够比较一致地判断出哪些行业有前景，于是投资“潮涌”会像波浪一样，一波接一波地出现。造成产能过剩的主要原因，是企业投资在高度共识下的“潮涌”，而单个企业在建厂投资时候面临着信息不对称，并不知道其他投资者新增了多少产能，这样就会造成过度投资和产能过剩。

三是徐朝阳教授<sup>9</sup>等提出的，内生产业结构变迁中自发形成的产能过剩。我们把这种解释称为“黄雀模型”。发达国家的经验表明，某些行业的成长初期产能利用率往往较低，产能过剩现象比较严重。行业进入稳定期以后产能利用率会提升，产能过剩现象大幅缓解甚至消除。徐朝阳等以中国家电、钢铁行业为例，也发现了类似的现象。他们对此做出的解释是新兴行业普遍具有发展前景相对确定，但市场需求存在较大不确定性的特点。高效率企业（黄雀）的投资决策会相对谨慎，这为大量低效率企业留下了市场空间，因此才会出现大量中低效率的企业（螳螂）和投资涌入新兴行业并造成产能过剩的情况。随着新兴行业的发展逐步

<sup>8</sup> 林毅夫, 巫和懋, & 邢亦青. (2010). "潮涌现象"与产能过剩的形成机制. 经济研究(10), 16.

<sup>9</sup> 徐朝阳, 周念利. 市场结构内生变迁与产能过剩治理[J]. 经济研究, 2015, 50(2):13



走向成熟，市场需求的不确定性也会增加，优质企业会逐步挤掉低效率企业，行业产能利用率能达到新的均衡水平。黄雀模型当中，造成产能过剩的原因是风险规避。高效率企业为了规避行业成长初期风险投资不足，给大量中低效率企业留下了进入机会，等行业成长稳定以后高效率企业增加投资，挤掉了大部分的中低效率企业。

四是“风口理论”。正如某知名企业家所说的，风口行业的政策最优惠，钱最便宜，人才最集中。如果不参与到风口行业投资，企业必然会落后。与“潮涌理论”强调信息不对称、“黄雀理论”强调高效率企业规避风险不同，“风口理论”展现了另一种对待风险的态度，为理解产业发展初期的产能过剩现象提供了新的视角。即便很多企业家知道可能会过剩，可能会被淘汰，但是错过了风口会落后并最终丧失竞争力，赶上风口才有了搏一把的机会，他们认为即便最后可能还是会被淘汰，但总比坐以待毙要好。

五是政策干预和扭曲，可以分为横向扭曲和纵向扭曲两个维度，且两个维度在多数情况下存在相互强化的关系。横向扭曲指的是以考核 GDP 增长为核心的官员政治晋升体制让地区之间普遍存在激烈竞争，地方政府常常使用低价出让工业土地、财政专项资金重点支持大企业和大项目、帮助企业获取金融资源和牺牲环境等手段来竞争资本流入，严重扭曲了要素市场价格，最终导致企业生产超过社会福利最大化的过剩产能。

纵向扭曲指的是政府出台了许多产业政策造成不同行业在发展过程中面临非常明显的政策歧视，并直接导致资源过度涌入特定行业，造成这些行业出现产能过剩。地方政府在制定各自的发展规划时，往往会参考类似的产业政策导向，横向竞争会强化产业政策带来的扭曲效应。

六是宏观逆周期政策力度和工具选择不当。力度合理，让通货膨胀率和就业达到合理水平的逆周期政策可以帮助周期敏感性行业消除产能过剩。过度的刺激政策，或者是选择不当的刺激政策工具，可能会给市场带来对未来价格和市场需求的误判，带来过度投资和过度产能。

近十年来，我国大多数时间的核心 CPI 低于 2%，宏观经济运行面临的主要矛盾是需求不足，不是需求过度，在此期间的逆周期政策并没有带来过度的需求和过高的价格，不能用来解释产能过剩。



逆周期政策工具的选择会对企业投资和产能积累带来影响。同样是刺激总需求，可以通过降息的方式，也可以通过结构性的政策工具刺激某些特定行业的投资。通过降息刺激总需求，主要的作用机制是通过降息减少债务成本、提高资产估值，以此改善企业和居民资产负债表和创造更有利的融资环境，由企业和居民自发决定是增加消费还是投资，决定具体增加哪些方面的消费和投资。通过结构性政策刺激总需求，主要作用机制是政府针对某些特定的产业或者部门，通过补贴或者直接购买的方式改善其收入和盈利。比较而言，由企业和居民自发决定增加支出可能更有利于避免过度积累产能，且能更好地为自身行为负责。

总结而言，产业发展初期的产能过剩现象普遍存在，不能把产能过剩等价于资源浪费或者是资源配置失衡。产能过剩形成过程中有合理因素，比如因为企业对待风险态度差异造成的产能过剩；也有不合理因素，比如需求不足、过度的补贴政策以及不当的逆周期政策工具选择。应对产能过剩，不能一味地限制加入行业的企业数量或者限制产能，应该更多倚重于调整补贴政策，减少使用以总量政策为目标的结构性政策工具。