



宏观研究

【粤开宏观】当前宏观政策面临的两大“叙事陷阱”

2024 年 09 月 01 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002

电话：13645711472

邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】如何看待产业外迁与企业出海？——出口系列研究之二》2024-08-29

《【粤开宏观】中国式现代化的财税改革逻辑》2024-08-28

《【粤开宏观】数字经济时代财税体系面临的挑战与发展趋势》2024-08-28

《【粤开宏观】注册制改革的评估与建议》2024-08-26

《【粤开宏观】当前经济运行的明线与暗线》2024-08-15

摘要

“叙事陷阱”是叙事经济学中的一个重要概念，是指微观主体容易被某些广为流传的经济叙事所影响，从而陷入误区或做出不符合长期利益的判断。这些叙事可能是由于长久以来深入人心，但时移世易，未能与时俱进；也可能是复杂问题简单化，片面分析；抑或是迎合公众情绪，得出倾向性结论。

宏观政策在制定、沟通、实施等方面均有赖于社会共识，因此会在一定程度上受到“叙事陷阱”的干扰。凝聚共识、求得最大公约数，推动改革和进步，是经济社会活动所有参与主体的应有责任。

一、当前宏观政策面临两大“叙事陷阱”

（一）长期以来经济增长主要看实际 GDP 增速，而决定居民工资、企业营收和政府收入的是名义增速，只看实际增速导致宏观数据与微观感受背离，且削弱了政策稳增长的紧迫性

上半年实际 GDP 同比增长 5%，但名义 GDP 同比仅增长 4.1%，名义 GDP 增速已连续 5 个季度低于实际 GDP 增速。从增强微观主体获得感、提振预期和信心等角度，有必要尽快推动名义 GDP 增速回升；但传统政策框架难以及时转变，政府“5%左右”的全年经济增速目标锚定的是实际 GDP 增速，实际 GDP 增速高于名义 GDP 增速，削弱了政策稳增长的紧迫性。

（二）宏观政策容易受到诸如“大水漫灌”等污名化指责，限制了政策稳增长的力度；要区分正常的逆周期调节与大水漫灌，高质量发展与逆周期调节不矛盾

某种程度上来说，社会舆论对 2008 年底“四万亿投资”以及 2015-2018 年棚改货币化副作用的过度渲染，导致当前政策空间显著收窄。强刺激政策确实在事后造成了通胀高企、产能过剩、房价快速上涨等不利影响，但也要看到，在当时国际金融危机剧烈冲击、房地产库存居高不下的严峻形势下，强有力的政策将中国经济快速拉出衰退泥潭、避免了房地产危机爆发，没有重蹈日本的覆辙。对政策的正面效果和负面效果应给予客观公正的评价，如此才能提升宏观调控的科学性和有效性。

二、叙事体系变化的根本原因是发展阶段和供需形势变化，中国经济从“供给不足”转向“需求不足”

（一）供需形势变化，通胀从“易涨难跌”转为“易跌难涨”

当经济发展到一定阶段，生产能力显著提高，供需形势发生逆转，需求成为制约经济发展的短板。居民不急于消费，持币观望；企业为了将产品卖出去，



出现内卷式竞争，物价持续低迷。这时宏观调控的重点是扩大总需求、推动物价回升，名义增速比实际增速更重要。

通胀压力的变化还导致了一个奇特现象：近年来无论 PPI 同比是高是低，中下游工业企业均反映自身经营困难。

（二）政策效果边际减弱，同样的刺激力度，在过去属于强刺激，如今可能只相当于弱刺激

当居民已满足基本需求，逐步转向升级性需求；企业过去那种依靠债务扩张进行简单规模复制的发展模式不再适用，而是要通过创新实现产品和服务升级；地方政府也开启“抢人大战”、争夺需求。需求的内生增长动能趋弱，宏观调控刺激需求的难度增大，政策效果也随之减弱。

以房地产市场的变迁为例，随着房地产供求关系发生重大变化，本轮房地产调控持续放松，首付比例和房贷利率降至历史新低，却未能有效提振居民购房需求，个人住房贷款余额同比连续 5 个季度负增长。相较于担忧房地产调控放松可能导致房价快速上涨的风险，当务之急是尽快稳住房价、扭转房价下行预期。

三、建议：重构宏观调控目标体系，以更大力度的政策举措推动名义 GDP 增速回升

（一）重构宏观调控政策目标体系

第一，高度重视物价指标，经济增速目标更加重视名义 GDP 增速，在保留实际 GDP 增速目标的基础上，探索某种形式的名义 GDP 目标制，凝聚稳增长力量。建议将名义 GDP 增速维持在某个政策目标水平附近，能够在一定程度上克服通胀目标制的非对称性。例如，当前物价持续低迷，宏观政策要推动物价回升，公众可能会质疑为什么要增加居民生活成本，但如果从名义 GDP 的角度来解释，政策是为了提高大家的收入，就更容易被接受。

第二，财政政策应更多盯住支出增速，而非赤字率，真正做到逆周期调节。由于赤字率受限，我国的财政政策呈现出顺周期特征，削弱了逆周期调控的功能。在经济下行周期，政府税收和土地出让收入下滑，政府举债规模有限，导致财政支出增速下滑，难以有效托底经济。有必要突破赤字率 3%警戒线的观念认知，充分发挥财政政策逆周期调节的功能。赤字率 3%不是“铁律”，欧美国家在国际金融危机时期都突破这一界限。

第三，货币政策应更多关注实际利率，即名义利率减通胀水平，货币政策的通胀目标应该是对称的，应对物价下行压力与抗击通胀同等重要。我国的货币政策实践呈现出非对称性，对物价低迷的重视程度低于通胀。建议增强货币政策透明度，稳定公众通胀预期。例如公布央行关注的通胀指标和目标，以可置信的政策操作将公众的中长期通胀预期锚定在合理水平。政策力度衡量上应更加关注实际利率，而不是名义利率。2024 年二季度，金融机构人民币贷款加权平均利率为 3.7%，创 2008 年以来新低；但由于物价持续低迷，减去 GDP 平减指数后的实际利率为 4.4%，仍处于历史高位。

（二）以更大力度的政策举措推动名义 GDP 增速回升

一是积极的财政政策要在稳增长中发挥更大作用，可考虑增发国债，扩大总



需求，确保必要的支出力度。

二是货币政策应承担起稳定物价的职责，该降准降准，该降息降息。

三是尽快稳定房地产、股市等资产价格，改善微观主体资产负债表，提振市场信心。

四是推动收入分配、财政体制、户籍制度等方面的改革，化解居民消费率偏低的长期问题。

风险提示：外部冲击超预期、稳增长政策超预期



目 录

一、当前宏观政策面临两大“叙事陷阱”	5
（一）长期以来经济增长主要看实际 GDP 增速，导致当前宏观数据与微观感受背离，削弱了政策稳增长紧迫性	5
（二）宏观政策容易受到诸如“大水漫灌”等污名化指责，限制了政策稳增长的力度	6
二、叙事体系变化的根本原因是发展阶段和供需形势变化，中国经济从“供给不足”转向“需求不足”	7
（一）供需形势变化，通胀从“易涨难跌”转为“易跌难涨”	7
（二）政策效果边际减弱，同样的刺激力度，在过去属于强刺激，如今可能只相当于弱刺激	8
三、建议：重构宏观调控目标体系，以更大力度的政策举措推动名义 GDP 增速回升	10
（一）重构宏观调控目标体系	10
1、高度重视物价指标，经济增速目标更加重视名义 GDP 增速，在保留实际 GDP 增速目标的基础上，探索名义 GDP 目标制	10
2、财政政策应更多盯住支出增速目标，而非赤字率目标，真正做到逆周期调节	10
3、货币政策的通胀目标应该是对称的，应对物价低迷与抗击通胀同等重要，政策力度衡量上应更加关注实际利率	11
（二）以更大力度的政策举措推动名义 GDP 增速回升	12
1、积极的财政政策要在稳增长中发挥更大作用	12
2、货币政策应承担起稳定物价的职责	13
3、尽快稳定房地产、股市等资产价格，改善微观主体资产负债表，提振市场信心	13
4、推动收入分配、财政体制、户籍制度等方面的改革，化解居民消费率偏低的长期问题	14

图表目录

图表 1： GDP 平减指数已连续 5 个季度为负	5
图表 2：“四万亿投资”带动中国经济快速反弹，但也引发通胀高企和产能过剩等问题	6
图表 3： 2019 年以来，上下游价格传导明显不畅	8
图表 4： 一线城市二手房价格显著回落	9
图表 5： 房贷利率与房贷余额同比均创历史新低	9
图表 6： 当前财政支出力度总体偏弱	11
图表 7： 2012 年以来，CPI 与核心 CPI 同比显著低于通胀目标	12
图表 8： 当前名义利率创历史新低，但实际利率仍处高位	12



一、当前宏观政策面临两大“叙事陷阱”

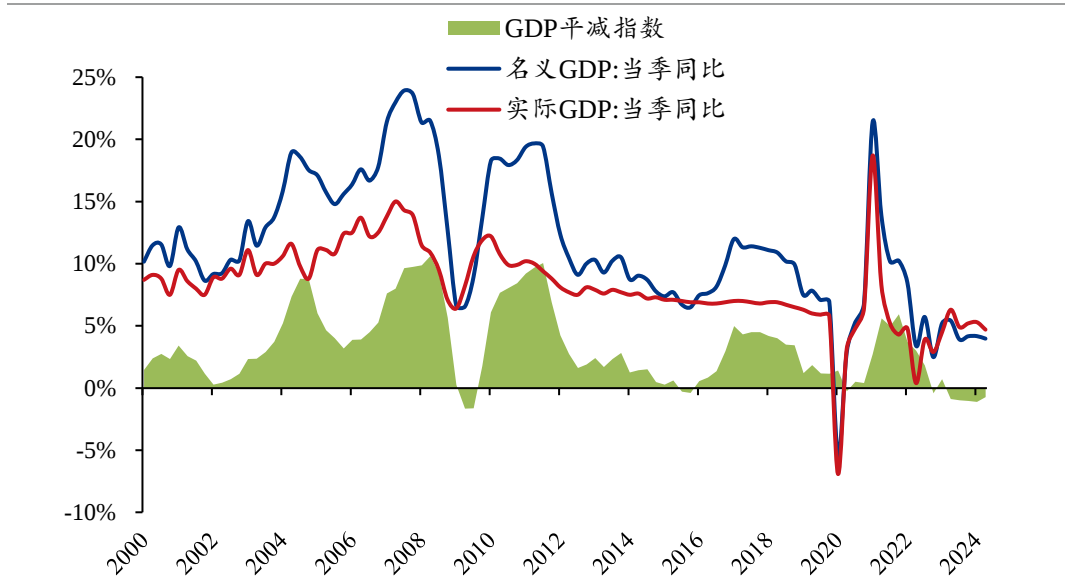
（一）长期以来经济增长主要看实际 GDP 增速，导致当前宏观数据与微观感受背离，削弱了政策稳增长紧迫性

GDP 是衡量经济发展成果和社会总体福利水平的综合指标。但名义 GDP 容易受物价水平影响，严重的通货膨胀会夸大经济增长，例如近年来阿根廷饱受经济衰退与恶性通胀之苦，虽然 2024 年一季度实际 GDP 同比仅为-5.1%，但 CPI 同比高达 272.8%，将名义 GDP 同比推高至 245.1%，使其彻底失去了指示意义。因此各主要发达经济体和新兴市场经济体均使用反映实物量的实际 GDP 增速作为经济增长的观测指标，我国在提及经济增速时也通常是指实际 GDP 增速，包括过去的“保 8”和近两年的“保 5”。

然而，当前物价持续低迷背景下，名义 GDP 增速的指示作用显著增强。当前中国经济的一个突出特征是宏观数据与微观感受背离，背后是名义 GDP 增速与实际 GDP 增速背离。上半年实际 GDP 同比增长 5%，但名义 GDP 同比仅增长 4.1%，名义 GDP 增速已连续 5 个季度低于实际 GDP 增速。一方面，名义 GDP 与微观主体更为紧密，直接关系到居民工资、企业营收和政府收入，进而影响市场预期和信心；另一方面，市场经济依靠价格机制运行，价格反映了消费偏好、市场供求等重要信息，当前经济面临有效需求不足、部分行业供需失衡等问题。

从增强微观主体获得感、提振预期和信心等角度，有必要尽快推动名义 GDP 增速回升；但传统政策框架难以及时转变，政府“5%左右”的全年经济增速目标仍锚定实际 GDP 增速，实际 GDP 增速高于名义 GDP 增速，削弱了政策稳增长的紧迫性。

图表1：GDP 平减指数已连续 5 个季度为负



资料来源：Wind、粤开证券研究院



（二）宏观政策容易受到诸如“大水漫灌”等污名化指责，限制了政策稳增长的力度

当前宏观数据与微观感受背离、名义 GDP 增速与实际 GDP 增速背离，直接原因是物价持续低迷。然而相较于抑制通胀，宏观政策在推动物价回升上面临更大压力。

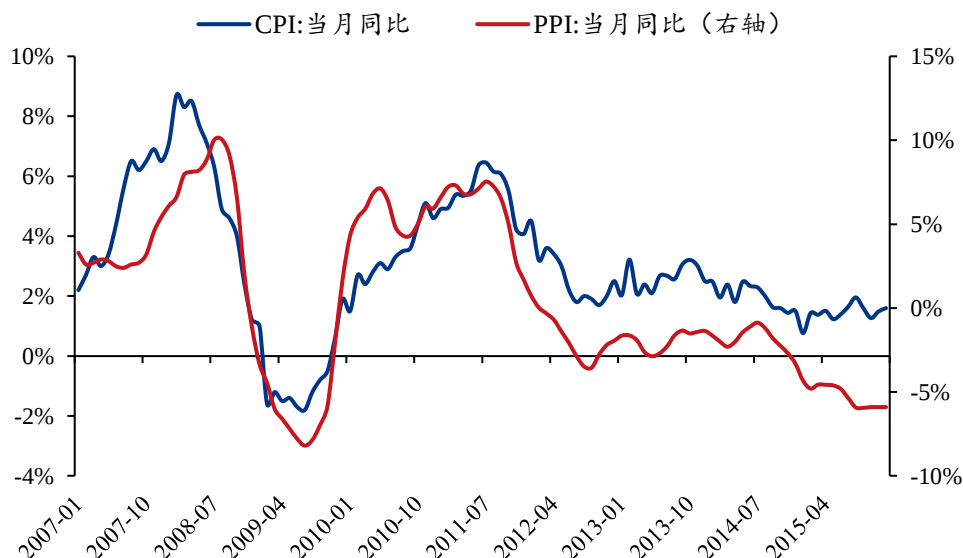
一是公众舆论压力更大。高通胀导致的生活成本上升，感知和痛苦立竿见影；而低通胀的危害在初期并不明显，甚至会带来生活成本下降的好处。抑制通胀的紧缩政策较少有争议，但宽松政策却容易引发征收通胀税、刺激资产价格泡沫等担忧和指责。

二是政策力度和效果更难掌控。抑制高通胀，需要收紧财政和货币政策，总体结果相对确定，风险是可能导致经济增速放缓和失业率上升，但可以相机抉择、及时调整。而一旦经济陷入通缩，微观主体预期和信心不振，可能引发“流动性陷阱”和“减税降费陷阱”，削弱货币政策和财政政策的效果，导致需要非常大的刺激力度。而大力度的刺激政策面临巨大的政策成本和舆论压力，可能使其无法及时出台或持续实施。学术界和政策界普遍认为，日本经济“失去的三十年”，很大程度上要归咎于日本政府对于刺激政策和走出通缩的不坚定。

某种程度上来说，社会舆论对 2008 年底“四万亿投资”以及 2015-2018 年棚改货币化副作用的过度渲染，导致当前政策空间显著收窄。强刺激政策确实在事后造成了通胀高企、产能过剩、房价快速上涨等不利影响，但也要看到，在当时国际金融危机剧烈冲击、房地产库存居高不下的严峻形势下，强有力的政策将中国经济快速拉出衰退泥潭、避免了房地产危机爆发，没有重蹈日本的覆辙。

对政策的正面效果和负面效果应给予客观公正的评价，如此才能提升宏观调控的科学性和有效性。如果动不动就将正常的货币政策操作打上“放水”或“大水漫灌”的标签，势必会矫枉过正，干扰宏观政策的制定和实施，最终不利于经济平稳健康发展。相较之下，2020 年疫情爆发后，美国果断实施货币政策量化宽松和大规模财政刺激，虽然引发了通胀大幅上升，但总体上还是获得了正面评价。

图表2：“四万亿投资”带动中国经济快速反弹，但也引发通胀高企和产能过剩等问题



资料来源：Wind、粤开证券研究院



二、叙事体系变化的根本原因是发展阶段和供需形势变化，中国经济从“供给不足”转向“需求不足”

过去成立的“叙事”成为如今的“陷阱”，背后是中国经济发展阶段的转变。随着改革开放以来四十余年的飞跃式发展，中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，社会主要矛盾从“人民日益增长的物质文化需要同落后的社会生产之间的矛盾”转化为“人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾”，其中房地产领域尤为典型，房地产市场供求关系发生重大变化，从“有没有”转向“好不好”。

（一）供需形势变化，通胀从“易涨难跌”转为“易跌难涨”

经济发展的初期阶段，生产能力偏低，但居民消费和企业投资意愿强烈，需求旺、供给弱，因此宏观调控侧重于防范经济过热和通胀上升，经济增长指标主要看实际 GDP 增速。

而当经济发展到一定阶段，生产能力显著提高，供需形势发生逆转，需求反而成为制约经济发展的短板。居民不急于消费，持币观望；企业为了将产品卖出去，出现内卷式竞争，物价持续低迷。这时宏观调控的重点是扩大总需求、推动物价回升，名义增速比实际增速更重要。

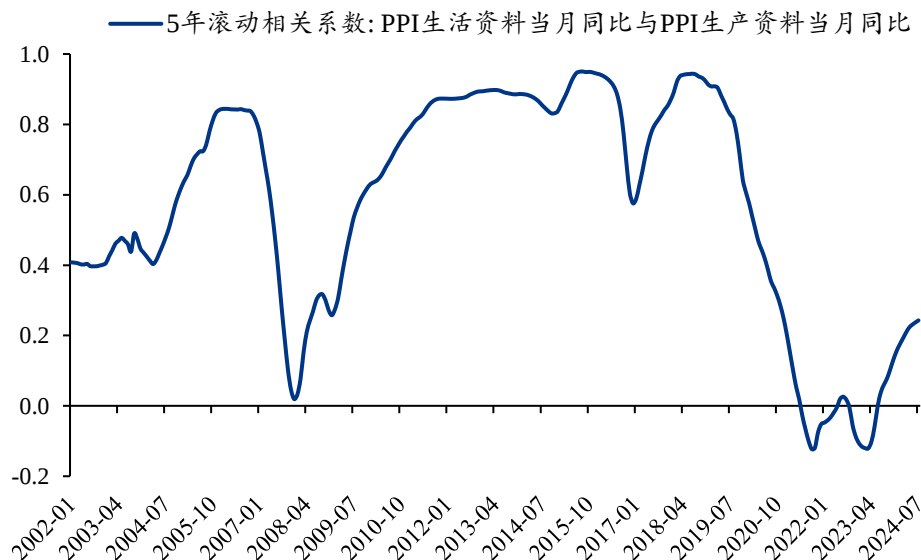
通胀压力的变化导致了一个奇特现象：近年来无论 PPI 同比是高是低，中下游工业企业均反映自身经营困难。这与历史经验不相符，一般认为，工业企业营收和利润与 PPI 同比正相关，PPI 同比高则企业效益好，PPI 同比低则企业效益差。

过去是供给不足的阶段，如果是需求因素导致 PPI 同比上升，中下游工业企业因为终端需求旺盛，营收和利润增长；如果是供给因素导致上游原材料价格上涨，也能顺畅传导至下游终端价格，保障中下游工业企业的盈利空间。

但如今是需求不足的阶段，当上游原材料价格上涨带动 PPI 同比上升，中下游工业企业面临生产成本上升和终端需求不足的双重压力，利润空间大幅收窄；而当上游原材料价格下降带动 PPI 同比回落时，虽然生产成本下降，但中下游工业企业依然面临终端需求低迷的困境，经营状况未能明显好转。2019 年以来，PPI 中生活资料与生产资料价格同比的 5 年滚动相关系数快速下滑并处于低位，反映出上下游价格传导不畅。



图表3：2019 年以来，上下游价格传导明显不畅



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（二）政策效果边际减弱，同样的刺激力度，在过去属于强刺激，如今可能只相当于弱刺激

在供给不足的阶段，居民的消费和住房需求还没有得到基本满足，企业面临广阔的市场前景和投资机会，经济增长带来政绩和税收，激励地方政府积极招商引资并进行基建投资。因此当经济出现暂时性下行压力时，宏观调控只需适度刺激，就能发挥较大的撬动作用。而且由于生产能力有限，政策刺激下的需求大幅增长，容易引发经济过热和通货膨胀。

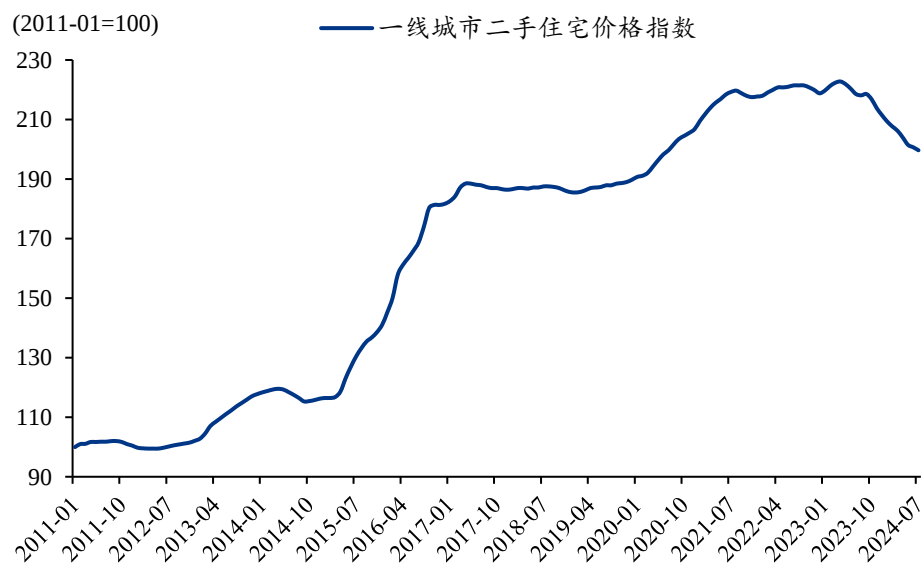
而在需求不足的阶段，居民已满足基本需求，逐步转向升级性需求；企业过去那种依靠债务扩张进行简单规模复制的发展模式不再适用，而是要通过创新实现产品和服务升级；地方政府也开启“抢人大战”、争夺需求。当需求的内生增长动能趋弱，宏观调控刺激需求的难度增大，政策效果也随之减弱。

房地产市场的变迁便是典型例证。过去住房供给不足，房地产市场的波动取决于居民购房需求的波动，而购房需求又受到房地产调控政策的影响，因此前几轮房地产周期是典型的政策周期，调控收紧则楼市下行，调控放松则楼市上行。人多房少，“京沪永远涨”这样的叙事才会在前几轮周期中成立。

但随着房地产供求关系发生重大变化，本轮房地产下行周期与前几轮显著不同：一线城市二手房价格大幅回落，截至 2024 年 7 月，已从高点回落 10.4%；房地产调控持续放松，首付比例和房贷利率降至历史新低，却未能有效提振居民购房需求，个人住房贷款余额同比连续 5 个季度负增长。相较于担忧房地产调控放松可能导致房价快速上涨的风险，当务之急是尽快稳住房价、扭转房价下行预期。

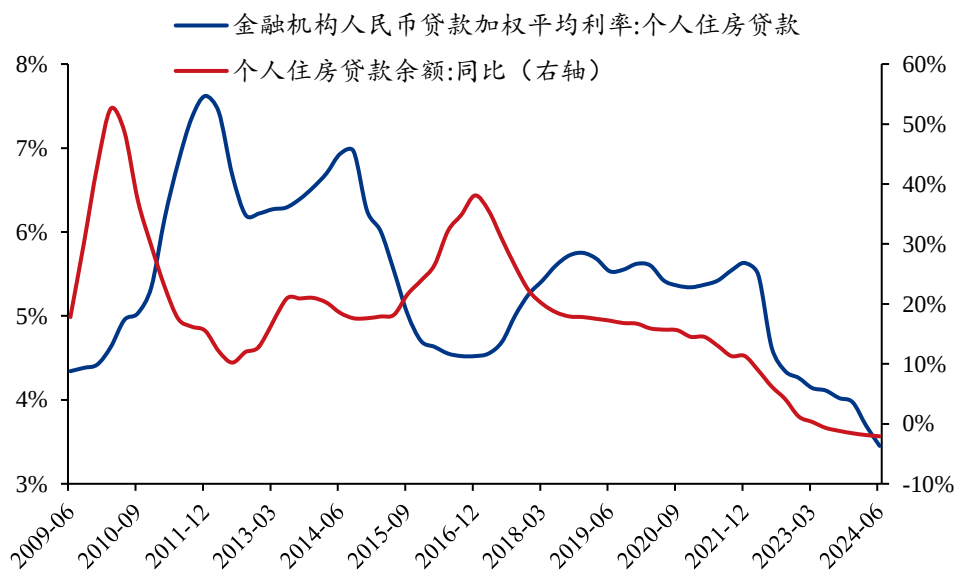


图表4：一线城市二手房价格显著回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表5：房贷利率与房贷余额同比均创历史新低



资料来源：Wind、粤开证券研究院



三、建议：重构宏观调控目标体系，以更大力度的政策举措推动名义 GDP 增速回升

（一）重构宏观调控目标体系

1、高度重视物价指标，经济增速目标更加重视名义 GDP 增速，在保留实际 GDP 增速目标的基础上，探索名义 GDP 目标制

2008 年国际金融危机后，发达经济体中曾开展过将央行的“通胀目标制”改为“名义 GDP 目标制”的讨论，即将名义 GDP 增速维持在某个政策目标水平附近。虽然最终因各种原因未实施，但也具有较强的借鉴意义。

名义 GDP 目标制能够在一定程度上克服通胀目标制的非对称性。例如，当前物价持续低迷，宏观政策要推动物价回升，公众可能会质疑为什么要增加大家的生活成本，但如果从名义 GDP 的角度来解释，政策是为了提高大家的收入，就更容易被接受。

我国的宏观调控目标中包括经济增长和物价稳定，合在一起就是某种形式的名义 GDP 目标制，如今有必要将其更明确地表达出来，让政策部门和社会公众更好地领会理解，从而凝聚共识、团结力量，增强经济持续回升向好态势。

2、财政政策应更多盯住支出增速目标，而非赤字率目标，真正做到逆周期调节

坚守财政纪律，守住赤字率不超过 3% 的红线，对于防范通胀和政府债务风险等发挥了重要作用。但也带来了一些负面影响，**由于赤字率受限，我国的财政政策呈现出顺周期特征，削弱了逆周期调控的功能。**在经济下行周期，政府税收和土地出让收入下滑，政府举债规模有限，导致财政支出增速下滑，难以有效托底经济。

按照今年《政府工作报告》部署，积极的财政政策继续加力提效。赤字、专项债与超长期特别国债合计 8.96 万亿元，超过去年赤字与专项债的 7.68 万亿元，也超过去年赤字、专项债与增发国债之和的 8.68 万亿元。考虑到去年四季度发行的 1 万亿元用于减灾防灾建设的增发国债主要在今年使用，今年的财政实际支出力度将明显增强，成为加快经济恢复的重要力量。

但年初以来，受财政收入增长不及预期、专项债发行进度偏慢等影响，财政支出力度总体偏弱，导致出现“预期差”。1-7 月全国一般公共预算收入同比-2.6%，全国政府性基金预算收入同比-18.5%（其中，国有土地使用权出让收入同比-22.3%），由此 1-7 月一般公共预算收入和政府性基金预算两本预算的收入之和同比为-5.3%；同时 1-7 月专项债发行进度仅为 45.5%，低于近几年历史同期。财政收入增长与专项债发行不及预期导致一般公共预算支出与政府性基金预算支出之和同比为-2%，低于名义经济增速。

有必要打破赤字率 3% 警戒线的观念认知，充分发挥财政政策逆周期调节的功能。赤字率 3% 不是“铁律”，欧美国家在国际金融危机时期都突破这一界限。突破 3% 也不是不讲财政纪律，因为财政纪律约束的主要力量在财政激励约束机制和管理制度。



图表6：当前财政支出力度总体偏弱



资料来源：Wind、粤开证券研究院

3、货币政策的通胀目标应该是对称的，应对物价低迷与抗击通胀同等重要，政策力度衡量上应更加关注实际利率

虽然客观上，相较于抗击通胀，央行在应对物价下行压力时会面临更多阻力和更大压力；但从宏观调控的本意来看，二者并无高下之分，最优通胀水平的政策含义是对称的，即通胀偏高时应紧缩政策以抑制通胀，通胀偏低时应扩张政策以刺激通胀，将通胀水平维持在政策目标附近。

我国的货币政策实践呈现出非对称性，对物价低迷的重视程度明显不足。政府工作报告确定的CPI增速目标虽然是“3%左右”，但实际上是不要突破3%，保持在3%以下。2012年以来，CPI和核心CPI同比长期徘徊在3%甚至2%以下，CPI同比仅在2019年因非洲猪瘟和环保限产导致的“超级猪周期”而短暂突破3%。

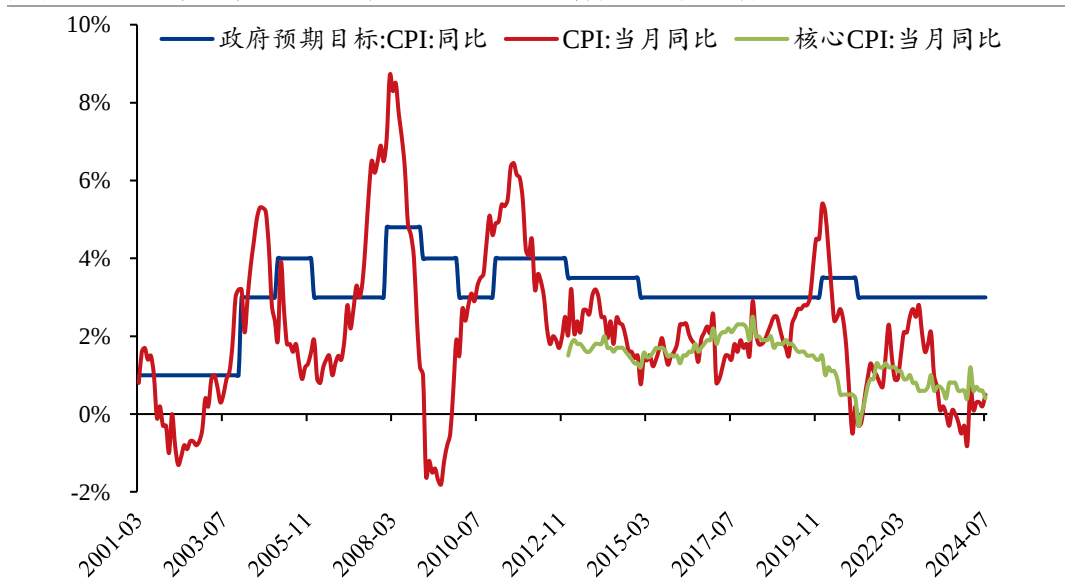
发达经济体则更加重视物价低迷的危害。例如，针对疫情前和疫情初期通胀持续低于政策目标的2%，美联储于2020年8月提出“平均通胀目标制”，将容忍此后一段时间内的通胀适度高于2%。如果不是大规模财政刺激以及俄乌冲突等供给因素推高了美国通胀，美联储的货币政策或将持续保持宽松。日本央行也在饱受通缩之苦后，于2013年初明确提出，要用两年左右的时间将通胀推升至2%，但如果剔除2014年消费税上调的短暂影响，直到2022年才在各方面因素共同作用下勉强达成目标。

建议增强货币政策透明度，稳定公众通胀预期。例如可将“稳健的货币政策”改为宽松、中性、紧缩等更明确的表述，公布央行关注的通胀指标和目标，以可置信的政策操作将公众的中长期通胀预期锚定在合理水平。西方主要央行为了更好地稳定居民通胀预期以及与公众进行政策沟通，通常将总体CPI明确为通胀目标的锚定指标，美联储也选择了与居民消费感受更相关的总体PCE。

政策力度衡量上应更加关注实际利率，而不是名义利率。货币政策持续加大金融对实体经济的支持力度，2024年二季度，金融机构人民币贷款加权平均利率为3.7%，创2008年以来新低；但由于物价持续低迷，减去GDP平减指数后的实际利率为4.4%，仍处于历史高位，抑制了居民消费和企业投资，表明货币政策应进一步发力。



图表7：2012年以来，CPI与核心CPI同比显著低于通胀目标



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表8：当前名义利率创历史新低，但实际利率仍处高位



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（二）以更大力度的政策举措推动名义GDP增速回升

1、积极的财政政策要在稳增长中发挥更大作用

财政政策相对货币政策，不仅具有逆周期调节的效果，还有结构性调整和改革的功能。更重要的是，当前货币政策难以有效发挥效果，易出现流动性宽松但社会融资规模



不振的局面。

下阶段积极的财政政策可从以下三个方面加力提效：

一是增发国债，扩大总需求，确保必要的支出力度。1) 充分研究考虑是否追加年内预算赤字规模，新增赤字可通过增发国债实现，弥补因税收和土地出让收入下行而减少的支出安排，确保必要的支出强度。2) 加快专项债发行，并尽快形成实物工作量，推动财政支出增速快速回升。

二是优化“化债”政策，推动地方从应急状态回归常态。1) 对于当前部分地方政府化债压力较大，可以考虑采取中央发行国债转贷地方、政策性金融机构给地方政府发放贷款、继续发行特殊再融资债券等三个方式缓解地方压力，避免出现流动性风险，确保“三保”支出，以时间换空间。2) 以区县为单位制定和执行化债政策，更加注重精细化管理和差异化施策；严控新增政府投资项目的区域范围从以省为单位调整为以市县为单位，避免误伤部分地市（县）政府投资。3) 强化政策间的协同配合，尤其是强化与环保、规划、审计等部门的配合，避免出现有资源资产，但被其他制度限制导致资源资产难以被盘活的现象。4) 坚持在发展中化债，研究延长隐性债务清零时间，避免 2028 年清零导致地方政府刚性化债进而带来经济的收缩效应。5) 进一步压实地方政府责任，积极盘活资源、强化资源统筹能力、提高支出效率，建立起化债的激励约束制度，对于地方好的做法和创新案例予以表彰和政治晋升激励，调动各方化债的创造性。

三是从长期看，优化财政政策实施方式，财政政策从重投资转向投资和消费并重，更好发挥财政政策效能，推动高质量发展；推动新一轮财税体制改革，激发各主体活力。

2、货币政策应承担起稳定物价的职责

稳健的货币政策要灵活适度、精准有效，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配，把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量，加强政策协调配合，保持物价在合理水平。

一是降准降息政策空间相对充足。当前金融机构加权平均存款准备金率为 7%，7 天逆回购操作利率为 1.7%，仍有下调空间。美联储大概率将于 9 月开启降息周期，美债收益率和美元指数趋于下行，对人民币汇率的压力减轻，从而减少对国内降准降息的掣肘。

二是积极运用结构性货币政策工具，加大对大规模设备更新和消费品以旧换新、地方政府收购存量商品房的金融支持。截至二季度末，5000 亿元额度的科技创新和技术改造再贷款、3000 亿元额度的保障性住房再贷款，分别仅使用了 0 和 121 亿元。

三是研究储备增量政策举措，增强宏观政策的协调配合，支持积极的财政政策更好发力见效。例如充实货币政策工具箱，丰富和完善基础货币投放方式，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖；充分考虑超长期特别国债发行对流动性供求的影响，保持银行体系流动性合理充裕。

3、尽快稳定房地产、股市等资产价格，改善微观主体资产负债表，提振市场信心

当前稳定房地产市场的核心是保供给、促需求和稳房价。

一是解除非必要的限购措施，释放潜在购房需求。当前全国仅剩北京、上海、广州、深圳、天津以及海南省 6 地仍在执行限购政策，有必要进一步放松。例如，放开郊区限购、大户型限购、商住限购，降低非本地户籍购房社保年限，增加多孩家庭购房指标等。



二是降低居民购房成本，增强居民购房意愿和能力。当前房贷利率仍有下调空间，二季度个人住房贷款利率低于一般贷款利率 0.68 个百分点，与 2009 年四季度和 2016 年第三季度的 1.46 和 1.13 个百分点存在较大差距；交易税费也有调整空间，例如购房减征契税、二手房交易减免增值税和个人所得税、一线城市取消普通住宅和非普通住宅标准等。此外，地方政府也可根据自身情况提供购房补贴，进一步减轻居民购房负担。

三是加大中央财政对地方的支持力度，推进政府收储工作顺利进行。建议中央政府发行特别国债，转贷给地方政府缓解地方政府流动性风险；拓宽地方政府专项债资金使用范围，允许专项债用于支持地方政府收储。

四是引导鼓励高品质住宅产品开发，以优质供给满足居民合理需求。建议根据不同城市的去化周期以及不同地段住宅受欢迎程度，将核心地段的部分商业用地修改为住宅用地，满足居民对好地段、高品质商品房的需求；放开郊区供地 1.0 容积率限制，优化架空层、阳台等空间以及社区公共配套设施的指标计算规则；鼓励优质优价，不再实施新建商品住房销售价格指导等。

五是做好保交房工作，化解房企债务风险，打消居民购房顾虑。一方面，进一步发挥城市房地产融资协调机制作用，地方政府、房地产企业、金融机构各尽其责，全力推进在建已售难交付商品房项目处置，保障购房人群的合法权益；另一方面，支持优质房企盘活存量资产，化解债务风险，增强市场信心，例如支持房企以土地储备、商业地产、物业管理费等为抵押品或底层资产，申请银行贷款或发行 REITs（不动产投资信托基金）、ABS（资产支持证券）等筹集资金，改善流动性状况。

股票市场方面，则应提高上市公司质量，保证入口畅通的同时加大退市力度，加大对违法违规行为的惩处力度；继续强化分红导向，优化分红、回购制度，提高市场长期吸引力；加大长期资金引入力度等。

4、推动收入分配、财政体制、户籍制度等方面的改革，化解居民消费率偏低的长期问题

消费从根本上取决于三个方面：消费能力（收入）、消费意愿（医疗、养老、教育等社保体系的完善程度）以及供给的适配性。如果这些根本问题不解决，消费很难大幅增加。消费是经济发展的目的，而不是工具，经济发展是为了满足居民更好的消费，而不是让消费成为工具。

提振消费不能仅靠刺激，而是要推动改革、完善机制：一是进一步改善国民收入分配结构，通过完善税制、增加转移支付、加快农村土地市场化流转等方式，提高居民尤其是中低收入群体在国民收入分配中的比重。二是优化财政支出结构，降低财政供养人员和基建支出比例，支出结构从以“物”为主走向以“人”为主。三是加快户籍制度改革，加快推进农民工市民化进程，稳定农民工预期，提高其边际消费倾向。四是从供给端发力，优化供给结构，进一步提升高端制造业在制造业中的比重。五是放宽旅游、文化、医疗、养老、家政服务等服务消费领域的市场准入，同时加强标准建设和有效监管。



分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021 年 7 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com