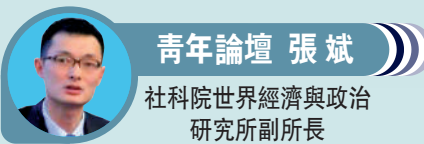


▲新發展階段經濟增長的動力來源，將會逐步轉向知識和技術密集型的行業，同時能夠滿足進一步的產業升級需要，就能夠具備更高的增長潛力。

經濟進入新的發展階段，人民對美好生活的需求在提高，產業升級的動力在轉換，對外經濟合作環境發生巨變。宏觀經濟治理體系需要隨着時代變化及時調整，抓住主要矛盾，解決關鍵問題，才能確保經濟增長動能充沛，不斷鞏固和增強經濟回升向好態勢。

面向新時代的宏觀經濟治理體系改革主要包括三方面的目標：一是提升經濟增長動能；二是保持宏觀經濟穩定；三是促進社會公正。上述三方面目標分別對應着與之匹配的政策工具，各種政策目標和工具之間相互配合、相互銜接，不宜混為一談。

## 新時代下的宏觀治理改革



青年論壇 張斌

社科院世界經濟與政治研究所副所長

首先，提升經濟增長動能，主要是通過營商環境政策、對內和對外貿易政策、產業政策、基礎設施建設等政策工具提升科技水平和優化資源配置，進而提高生產效率。其次，保持宏觀經濟穩定，主要是通過貨幣和財政的逆周期政策工具，讓總需求與總供給平衡，促進物價穩定和充分就業，實現合理的勞動收入增長和企業盈利增長。再次，促進社會公正，主要是通過再分配政策、社會福利和公共服務等政策，提高低收入群體生活福利和公平競爭機會。

### 做好市場不會做的事

當前中國經濟增長動能與過去最大的不同，就是不再通過大規模投資帶動生產率進步和經濟增長。在前一個高速經濟增長時期，中國實現經濟增長的主要方式是通過在工業和建築業部門的大規模投資，帶動了這些領域內的快速技術進步，迅速縮小了與發達國家的生產率差距。市場化改革和對外開放極大地激發了民營經濟的活力並使其積極參與到這個進程中，確保了這個過程的效率；政府長期以來對工業發展、對投資的各種優惠政策環境則是這一過程的加速器。

進入新發展階段以後，中國工業和建築業部門達到了相對較高的生產率水平，形成了充裕的供給能力，充分滿足了市場需求，這些部門的增長潛力也隨之顯著下降。這是經濟增長到一定階段以後自然發生的現象，歐洲、日本、韓國在相同發展階段也遇到過類似情況。新發展階段經濟增長的動力來源會逐步轉向知識和技術密集型的行業，比如高端製造業、教育、科研、醫療健康、體育文娛、商業服務、金融、社會公共服務等。這些行業一方面能夠滿足更高收入水平上的消費升級需要，另一方面能夠滿足更進一步的產業升級需要，具備更高的增長潛力。

順應新發展階段的需要，政府提升經濟增長動能的工作重點是做好市場不會做、做不好、做不了的事，主要內容是進一步改善營商環境，促進市場公平競爭，提升科研和技術能力，完善基礎設施和公共服務。中央政府和地方政府需要合理分工：中央政府要建立和維護好全國統一大市場，確保公平競爭市場環境，推進基礎研究和重大科技項目攻關，完善全國性的重大基礎設施建設；地方政府的經濟工作重點是搞好地方的營商環境，完善基礎設施和公共服務，因地制宜發展地方經濟。一些有財力支

撐、有管理經驗和管理能力的地方政府可以在新興產業培育方面積極作為。地方政府要注意不越界，不與市場爭利，避免造成市場扭曲。

### 防過熱轉向防過冷

當前和未來一段時間，總需求管理工作的主要挑戰是防止經濟偏冷和物價水平偏低，這是由發展階段特徵決定的。在經濟發展和工業化的初期、中期，供給能力偏弱，經濟更頻繁遇到需求過度和通貨膨脹的困擾，宏觀經濟的特徵是「易熱難冷」。經濟發展和工業化水平達到一定高度以後，供給能力大幅提高，經濟更容易遇到需求不足和物價水平偏低的困擾，宏觀經濟的特徵是「易冷難熱」。

發展階段決定了過去的主要任務是防止過熱，現在的主要任務是防止過冷。持續的需求不足環境下，企業盈利和居民收入增長乏力，新增就業困難，經濟增長的獲得感不強，對未來的信心和預期會持續減弱，金融風險和社會不穩定也會增加。需求不足的危害，不僅使資源得不到充分利用，還影響到信心和預期。所以，要高度警惕和堅決阻斷持續的需求不足。

做好總需求管理，關鍵是用好、用足規範的貨幣和財政政策工具。觸發需求不足的因素有很多，可能是外需的突然下降，可能是資產價格泡沫破滅，可能是債務難以持續。無論需求不足的觸發因素是什麼，都會形成收入下降、支出下降、信貸緊縮之間的不斷發酵和惡性循環。打破需求不足局面，關鍵在於打破這種惡性循環。國際和國內的經驗顯示，只要逆周期政策用到位，用超出市場預期的力量改變市場預期，就能走出需求不足局面。

貨幣政策要盡可能發揮政策利率調節總需求的作用。政策利率是威力巨大，最靈活、最精準的逆周期政策，也是世界各國在逆周期調控中最倚重和最常用的政策。應該看到，無論是人民幣匯率、資本流動還是銀行業經營，最根本的支撐還是中國經濟基本面，通過降低政策利率改善經濟基本面，對匯率、資本流動和銀行業經營都是更根本性的支撐。貨幣政策堅持「以我為主」，就應該把走出低通脹、改善經濟基本面放在突出位置。

財政政策要發揮逆周期政策功能，用好政府信用，低成本舉債增加支出。當前中國財政收入增速放緩，特別是地方政府的綜合財力增速放緩更明顯，這給政府支出增長帶來了困難，政府支出難以發揮逆周期功能。這種局面下，政府需要通過擴大債務支持政府支出增長，真正發揮財政支

出的逆周期功能。要汲取過去刺激政策的教訓，對於公益和準公益的政府投資項目，避免從商業金融機構進行高成本、短周期融資，更多發揮政策性金融機構對基礎設施建設的融資支持功能。

### 讓務工人員安居樂業

中國目前仍有超過1.8億的農村外出務工人員。這些人員中的大部分不可能再回到農村工作和生活，但同時也難以在工作所在地城市真正安家，難以享受城市的社會福利保障和各種配套公共服務。把這部分農村外出務工人員群體培育為新市民，培育為新的中等收入群體，使上億個家庭生活發生翻天覆地的變化，是民心所向，是對社會公正的極大促進。

中國已經處於工業化的中後期，具備一定的讓農村外出務工人員定居在城市、享受城市生活的能力。農村外出務工人員進城的住房保障、基礎教育和醫療服務、社會福利保障方面，要靠「兩條腿」走路。一方面，是通過降低准入門檻鼓勵和支持社會資本投入，運用市場自發力量滿足需求；另一方面，是擴大都市圈的住宅用地供應，完善都市圈基礎設施和公共服務，對於剛進城或者低收入家庭給予適當的補貼。

拉長時間看，農村外出務工人員在工作地定居並不會帶來更大的公共財政負擔。農村外出務工人員進城安家會帶動城市的規模經濟效應和消費能力提升，提高稅基。無論是從中國過去經驗來看還是從國際經驗來看，更多人口進城生活帶來的是財政支出和收入的同時快速增長，並不影響到公共財政的可持續性。

在新發展階段，很多傳統看待事物的角度跟不上新時代發展，很多過去曾經發揮了重要作用的傳統做法不再適用，這要求我們必須要深化改革。與此同時，應該看到人有慣性，社會也有慣性，改變傳統的觀念和做法很難在短期內全面完成。在推動改革過程中，不能寄希望於各個領域都在一夜之間完成改革。務實的做法是找到問題的主要矛盾，點上突破，以點帶面。中國過去改革過程中的漸進式改革模式、改革試驗區模式，遵循的就是這種改革智慧，取得了巨大成就。

面向未來的宏觀經濟治理體系改革是個系統工程。推動宏觀經濟治理體系的改革過程中，需要確保方向正確，也需要根據當時的宏觀經濟環境分清輕重緩急。提升經濟增長動能和促進社會公正是結構改革，是長期挑戰，久久為功才會見效。通過提升總需求水平實現宏觀經濟穩定是近期的迫切挑戰，政策力度夠了可以起到立竿見影的效果。

## 日圓趨勢性貶值短期難止



政經熱話 黃文濤

中信建投證券  
首席經濟學家

7月2日，日圓匯率暴跌，日圓兌美元匯率觸及38年以來新低，一度跌至161.75，日圓兌美元的年內累計跌幅擴大至14.8%。

日圓近期下跌的利差邏輯有所改變。2022-2023年，日圓的趨勢性貶值主導因素是美日利差，特別是美國的經濟數據和美國聯儲局動向，日圓基本遵循了「短期看美聯儲，中期看日央行」的基本邏輯。但2024年5月以來，日圓的貶值趨勢與美日利差發生背離，美日利差在美債震盪下行、日債平穩走高的背景下已經逐漸收斂，但日圓貶值趨勢未見扭轉。

本輪日圓貶值或與日本投資者海外資產配置活動有關。海外投資者對日圓的投機性賣空情緒持續高漲。2021年下半年開啟的本輪日圓貶值中，金融機構對日圓的投機性賣空起到推波助瀾的作用，做空情緒並在多次突破關鍵點位後更加高漲。根據美國商品期貨交易委員會（CFTC）數據，6月最後一周美國市場對日圓的投機性空頭淨頭寸達到17.4萬手，創下2008年有數據以來的空頭淨頭寸新高，市場對日圓的預期暫時仍未出現見底的證據。

日本國內進口企業對美元的需求維持高位。2023年以來，隨着日本內需復甦的演進，進口需求持續維持高位，儘管日圓貶值推動出口高增，但貿易始終維持逆差，2024年以來，隨着進口價格止跌回升、重回正增長區間，日本貿易逆差繼續擴大。進口商美元需求也是貶值的壓力之一。

單邊匯率干預的邊際作用在逐步消減。日本當局的匯率干預只能減緩下跌的速度，難以成為趨勢扭轉的決定性因素。4月底、5月初匯率第一次接近160之際，日本財務省進行至少兩次匯率干預操作，共計約98萬億日圓（620億美元），但是干預的作用在逐漸下降，7月初日圓再度突破160，市場預期到165附近可能觸發新一輪干預。日本當局對外匯干預的依賴度在增加，但隨着關鍵點位不斷被突破，市場對干預的信心逐漸下降，投機性交易未減。

中期日圓修正的主導因素還是美日利差，特別是美國的經濟數據和美聯儲動向。美聯儲9月如果降息落地，可能成為日圓觸底的時點。日本當局總體上對日圓貶值的容忍度較高，但近期對貶值的負面影響愈加重視，認為過度貶值

已經對經濟弊大於利。此前，日本央行行長表示關注匯率對通脹影響，暗示後續繼續貶值的話可能提前加息。減緩日圓貶值可能成為日央行7月議息會議的主線議題。

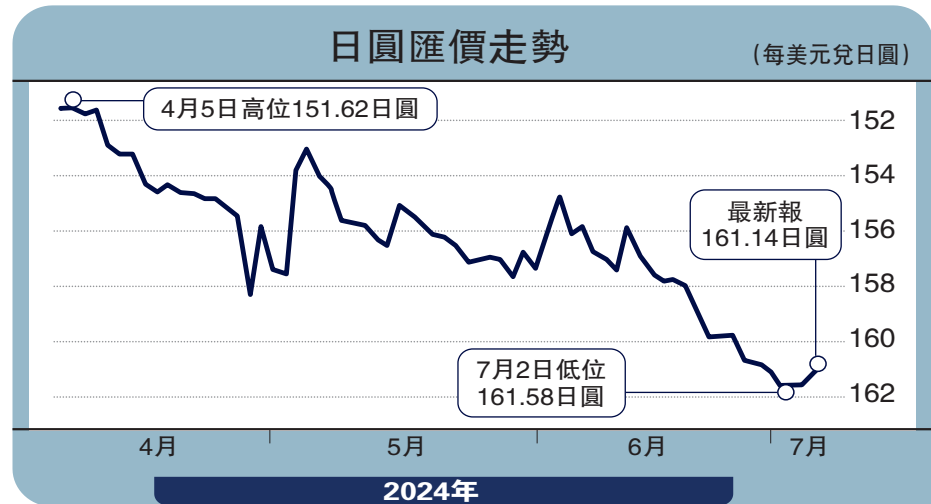
高利率和強美元的組合下，非美貨幣集體面臨貶值的壓力。美元指數在2024年曾短暫回落，但整體依然維持強勢，推動因素包括：（1）歐央行、加拿大央行、瑞士央行等均已開啟降息，而美聯儲行動更為緩慢；（2）今年一季，美國國內生產總值（GDP）環比年化增速雖然大幅放緩，但國內終端需求相對穩健，而歐洲、日本經濟表現相對一般，美強歐弱的格局未出現明顯逆轉信號；（3）俄烏衝突尚未解決，中東局勢大幅惡化，美元仍然發揮避險屬性；（4）美國總統選舉中，候選人特朗普選情邊際走好，其主張的減稅、關稅等政策利好美元走勢。強美元下，不僅日圓，其他發達和新興市場貨幣，均有明顯走弱，匯率壓力成為普遍難題，對於股市和債市形成一定擾動。

### 人幣匯率保持相對堅挺

參考此前經驗和本輪日圓走勢，非美貨幣對美元的匯率走勢，有以下規律值得借鑒：首先，強勢美元下，國內經濟環境好壞很難決定本國貨幣走勢。強美元下，即使國內經濟基本面強勢，仍會受到匯率的挑戰。其次，貨幣政策的邊際操作，較難逆轉匯率趨勢。近期日本央行的操作是一個典型例子，雖然先後開展緊縮和加息操作，但市場難以形成長期持續加息的預期，對日本經濟走勢也缺乏信心，日圓依然大幅走貶。再次，儘管也在貶值，但本輪人民幣相對於其他非美貨幣整體強勢；後續若美元回落，人民幣升值空間亦被壓縮。

人民幣兌美元同樣在2024年再度面臨貶值壓力，從年初7.1左右降至目前7.25下方，接近去年三季度低點，核心因素仍是強美元下的非美貨幣整體貶值趨勢。此外，年中一般也是人民幣的季節性弱勢區間。但如果考慮相對於其他貨幣的走勢，人民幣兌美元的貶值幅度其實偏低，波動區間更小。今年上半年，全球主要貨幣兌美元的平均貶值幅度在4.7%左右，但人民幣僅貶值2.4%。

後續隨着美聯儲降息預期加強，美元指數進一步上升空間有限，若全球經濟在降息支持下邊際走好，美元指數不排除逐步回落，人民幣匯率壓力有望釋放，對國內貨幣政策、股市情緒都將是利好。但由於前期相對堅挺，屆時升值空間或亦受限制。



## 政策加碼 內地樓市迎復甦



樓市智庫 陳永保

中原地產亞太區副主席  
兼住宅部總裁

今年2月底，財政司長陳茂波公布新一份財政預算案為樓市撤辣，廢除了實施十多年來的樓市辣招印花稅，刺激一二手住宅交易全面恢復。

而中央政府發現內地樓市走勢疲弱，也立即推出穩定樓市措施加以扶持。較早前內地多個城市加快跟進「517」提振樓市政策，瀋陽市、天津市及安徽省16市宣布，當地居民首套房按揭首期最低要求降至15%，並取消利率下限；同時，瀋陽市全區域解除限購限售，不再實施新建商品住房銷售價格指導，同樣日前生效。

人民銀行5月17日宣布降低首期比率、撤銷房貸利率下限、調降公積金貸款利率、提供3000億元人民幣再貸款支持國企買樓。新政推出逾一周，一線城市中，上海已放寬樓市限購，廣州及深圳亦下調個人住房貸款最新首期比例和利率下限。「首期」比例調整為25%，

同樣取消利率下限，是日起生效。江蘇省蘇州市房地產長效機制試點工作領導小組日前公布16條樓市措施，包括不再審核購房資格，取消首套房及二套房個人住房貸款利率下限。

摩根士丹利報告稱，繼上海後，深圳及廣州亦宣布放寬限購，符合市場預期，並相信今輪組合式政策應能更好的支持買家情緒，滿足潛在購房人士需求，從而有助未來數個月內房銷售。

### 惠港措施利好零售業

為了促進香港旅遊業，內地3月起開放西安及青島居民個人遊港。日前更宣布將內地居民旅客自香港進境內地攜帶行李物品的免稅額由現行的5000元人民幣提高至1.2萬元人民幣，同時保留在進境口岸免稅店額外購買3000元人民幣免稅商品政策，額度合計1.5萬元人民幣。在新安排下，估算每年能為香港帶來額外約88億元至176億元購物消費額，經濟增加值約27億元至54億元。

中央政府推出措施刺激兩地經濟，有利於就業、樓市及股市向好。