

中国探路者：

2024 第一季度更新

Daniel Rosen、Matt Mingey、Camille Boullenois 和 Laura Gormley 著

Kawashima Iwami 译

2024 年五月

在 2024 年的第一个季度，当积极的消息与增长的出口和来自欧洲、亚洲、北美洲和其他地方（以反倾销税为形式）的政治谴责相抵触时，有关中国国内需求状况的争论达到高潮。北京竭力维护 2023 年十一月在旧金山亚太经合组织（APEC）会议期间拜登与习近平会晤以来更具建设性的经济叙事。气候合作和全球债务谈判散发出来积极的氛围，由台湾大选期间中国相对有限的行动背书。但是，这一回暖趋势很脆弱：当有关中国境内萎靡的需求导致贸易溢出效应的担忧迅速蔓延时，中国内部经济和财政的逆风盘在外部期望上投下阴影。只有中国展现出与市场规范的趋同，对外关系才能积极发展。基于《中国探路者》框架，显而易见情况相反，市场经济体将于七月在意大利普利亚举办的 G7 领导人峰会上讨论如何应对。

中国在 2024 年第一季度的宏观叙事

今年肇始，北京宣布其 2023 年国内生产总值（GDP）增长结果与计划完美契合，正好在目标底线之上，为 5.2 个百分点。这造成了一系列不断发酵的争辩、讨论和质疑。大量据称增长的指标，包括政府财政刺激力度，在国内外的经济学家眼中看来处于平缓或消极状态。除了这些疑问，北京为 2024 年第一季度宣示了同样的剧本：经济将增长 5 个百分点，由积极的财政支持背书。

从积极的一面看，因为我们认为，2022 和 2023 年都是增长极慢或持平的年份（0—1.5 个百分点），我们预计中国在 2024 年第一季度的经济确实会略有改善。在数年的房地产危机后，该行业更可能进入周期性稳定。整体上房地产又出现了一个负增长季度，但一些指标最终回正。并且，电动汽车（EV）、电池和可再生能源领域的强劲是无疑的。

周期性增长和一些亮点产业不足以构建一个可持续发展的未来。在中国之外，鉴于孱弱的国内需求和无力的（anemic）家庭与政府的消费支持政策，发达和（令人惊奇的是）发展中经济体在本季度加紧行动解决贸易溢出效应担忧。第一季度伊始，各发达经济体的特使（emissaries）敦促北京在其 2024 年工作计划中建立需求支持，以便清楚地观察，

而非仅支持供给侧；在本季度末，中国对此做法的反对和其“产能过剩问题”占据了讨论。美国、欧盟和日本已经公开了它们对中国产能模式的系统性担忧，如上游区域的钢，中游的传统芯片，和终端下游产品如电动汽车、风电机和其他东西。它们正讨论单边、双边和（随着七月中旬的 G7 领导人峰会临近）多边操作来抵御（push back）。

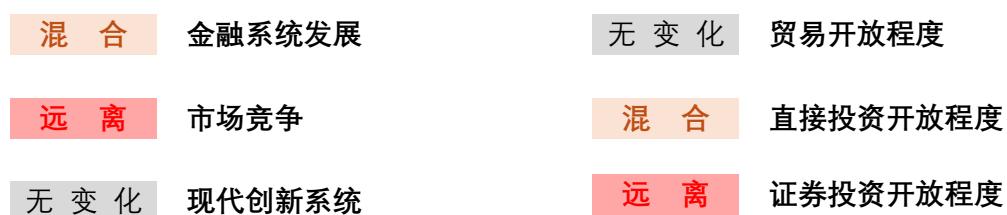
年度政治日历上最重要的事件，全国人民代表大会，并不支持刺激需求的政策措施，反而在事实上表明了对提高贸易顺差的支持。自 2000 年来，以对外开放为导向的中国发展高层论坛与外国企业领袖开展交流，为跨国企业提供了积极的指导。但在紧闭的大门背后，许多外国公司报告称，如果想要维持在中国市场中的地位，它们就会持续受到出口压力，必要时甚至需要亏损。官方媒体坚持认为习近平主席是邓小平倡导的改革开放的旗手。然而，从我们《探路者》的视角来看，[官方对平衡增长的呼吁](#)并未得到可靠计划支持以继续尚未完成的要事。在 2013 年，习曾呼吁国有制改革、企业治理改革、财政和税务改革，等等，但这些从未付诸实践。

第二季度趋势一览

正如我们在年度《中国探路者》报告中解释的那样，如果这个国家想要实现潜在的增长，那么一个允许争议的中国监管机构，以及对一党专政政治权力的制衡，是必不可少的。图 1 总结了我们在 2024 年第一季度对趋向或远离市场经济规范的行动的印象，刻画了结果。北京宣布或展示的措施（在下文第二部分详细展开），最好的情况下也不过是权宜之计，最差的情况下则是适得其反，因为它们只是在推迟终将到来的结果。

图 1

2024 年第一季度政策热图（heatmap）：中国更加靠近还是远离市场经济规范？



源：中国探路者（CHINA PATHFINDER）。“混合”（MIXED）评价表示该组别（CLUSTER）已经出现了重要的政策，既有向市场经济规范靠近的举措，也有远离的现象。“无变化”评价表明在有关市场经济规范方面，该组没有任何可见的政策深刻影响中国的整体举措。关于各个组别的详细解读，参见 [HTTPS://CHINAPATHFINDER.ORG/](https://CHINAPATHFINDER.ORG/)。

图 1 反映了中国在国内财政系统、市场竞争和创新系统，以及对贸易、直接投资和证券投资开放程度有重大影响的政策活动方向。该热图源自机构内部政策追踪，该追踪在第一季度衡量和评估中国政策的重大影响。行动基于其对中国发展路径趋向或远离市场经济规范的系统性影响（systemic importance）。一项政策的影响（importance）评估包含

关于政府优先事项考量的顶层政治信号，发布和执行机构在中国政府层级中的权威，以及政策对中国经济的重大影响。

第二部分：2024 年一月—三月政策详情：强颜欢笑¹

金融体系

本季度，当国家（state）将投资实体（“国家队”）在资本市场买入有价证券以抵抗（counteract）因政策和经济信号而失落的市场信心时，在中国金融体系，稳定性就压倒了效率。官方有关改善增长条件的花言巧语和众人期待的政策相左。三月全国人民代表大会（NPC）和中国人民政治协商会议（CPPCC）——合称“两会”，标志着每年政策循环的顶点（apex）——对于北京而言是一个重要的表明促进增长意愿的机会，但收效甚微。

尽管人们希望全国人大能够宣布大规模的（major）财政刺激，但是 2024 年首个季度的政府支持还是弱于预期，甚至弱于 2023 年同期。北京展示了一系列措施和赤字目标与债券配额的名义增长。但该支持几乎没有促进消费。中央政府仍然不愿使用中国人民银行（PBOC）资产负债表来刺激，而是告诉地方政府再次创造性地寻找资源，就像它们曾数年给房地产开发商出售土地那样。结果，严重的财政拮据依旧悬在地方政府开支的头上。全国人大宣布的最大的措施——发行一万亿特别国债——并非用于缓解信贷压力，而是用于为某些技术领域的产业政策提供资金。

这种财政态度与该时期货币政策发展相矛盾。鉴于现有银行业体系的巨大规模（资产 58 万亿美元，约占全球 GDP 的 55%），中国现在无法像过去一般驱使信贷和投资增速一致，这意味着北京不再能如过去一样通过金融体系分配信贷增长来管理经济。相反，官员们正诉诸非传统货币缓解措施，使用央行的资产负债表和定向流动性注入（targeted liquidity injections），而非降息和调整银行存款准备金率。央行确实在一月削减了存款准备金率，但这很大程度上是一个支撑股票市场（equity market）的尝试。

资产负债表扩张可能改善流通性状况，但这也会向影子银行²资产（shadow banking assets）回流，还会鼓励中国债券市场上的投机头寸³（speculative positions）。当私人企业中的信贷需求维持低迷时，这一切都是用信贷给金融业而非实体经济引资。然而，按

¹ 强颜欢笑：原文为“Putting on a brave face”。

² 影子银行：指提供和传统商业银行类似的金融服务的非银行中介机构，例如理财、非银行金融机构贷款。

³ 头寸：即市场上货币流通量。

揭利率的减少或许会帮助减缓房地产去杠杆的步伐，并提升房地产消费，即使几乎没有购房者准备跳进萧条的房产市场。

市场竞争

正如在金融体系讨论中反映的那样，北京的第一季度政策焦点正好在利用供给侧措施激励产业制造上，而非纠偏，为家庭消费和政府转移支付提供更多需求侧支持。这种做法与逐渐升温的全球对中国泛滥的产业产能过剩的担忧相背离。通过补贴和信贷宽限 (credit forbearance) 支持陷入困境的企业已经将亏损产业企业比例从 2021 年的 15% 提升至 2023 年的 22%。2024 年三月 《政府工作报告》 没有表现转型迹象，而是为关键行业加强投资指导，并因此进一步强化了政府在资源配置上的作用。

中国在本季度持续开展“魅力攻势” (charm offensive) 来复兴或至少稳定正在撤离的对内外国直接投资 (foreign direct investment, FDI)。在二月，国务院 (最高政府行政机构) 发布了一项计划来吸引外资，包括承诺改善营商环境、减少行政负担、扩大关键产业市场准入，以及为外国企业提供公平的竞技场。在全国人大，《政府工作报告》详细阐发了这一消息，使用通常的辞藻称：“国有企业、民营企业、外资企业都是现代化建设的重要力量。”在三月末，中国发展高层论坛召开，供外国 CEO 和中国领导人在北京互动。尽管这些经商的先生们 (他们全都是“先生”) ¹称赞这些承诺，但会议上，他们都私下表达出观望的态度。市场竞争依赖于透明度，而透明仍旧缺失：象征性的事情就是李强总理拒绝在年度大会上召开新闻发布会，这是三十年来的首次。

创新

中国加强了对高产产业的政府支持，扩大在科学技术 (S&T) 上的财政开支，在经济方面需要更强政权介入的产业政策措施上倾力一搏²。

三月《政府工作报告》确认，科技自主和产业体系现代化是 2024 年首要任务 (地位高于往年)。对应地，今年的中央科技预算增长了 10%，在政府开支主要领域中占比最大。中央政府也期望地方官员优先支持创新，尽管他们的财政空间正不断缩小。

通过一系列传统和非传统补贴，中央政府加大了高产产业支持力度，包括经费和税收支持。一月出台的一项工业和信息化部 (MIIT) 政策勾勒了高产产业区划和新基础设施的发展、专项投资基金，以及对银行贷款和战略行业资本投入的更加严密的指导。地方政府很快采纳了本地的支持计划来落实上述措施。

尽管北京的创新项目支持搞得沸沸扬扬，中国还是面临外国技术的抵制。限制 (半导体

¹ 此处原文为“While the businessmen (they were entirely men) …”。在英语中，businessman 既有商人的意思，又有“男”商人的意思。

² 倾力一搏：原文为“doubling down”，意为“双倍下注”。

领域的）技术转移、分割数据和信息通信技术（ICT）服务¹，以及对例如电动汽车和可再生能源产品进口的阻碍的政策，本季度达到了一个新的高度。中国辩称其扶持措施是针对外国限制的回应，其他国家的政府也会提出类似的论点，这是合理的。

贸易

中国在产能过剩行业的贸易顺差在本季度举世瞩目。支持产业的同时忽视家庭和政府消费已经迫使产能过剩和出口的迅猛增长——尤其是在数量方面，尤其是绿色技术，如电动汽车，和可再生能源行业。三月召开的全国人民代表大会表示了对提高贸易顺差的支持，而不是结构性调整的计划。李总理的《政府工作报告》聚焦提高工业生产，尤其是制造业，并承诺北京努力帮助公司通过类似出口信贷和出口信用保险的机制，向外国市场出口他们的过剩产品。

北京的麻木不仁在全世界激起了担忧。在美国财政部长珍尼特·耶伦的四月中国之行期间，产能过剩是讨论的一个关键点。欧盟委员会启动了针对中国太阳能和风能补贴的调查。[巴西](#)、印度、[墨西哥](#)和[南非](#)全部在第一季度采取了反倾销行动以回应中国的低价出口冲击。

中国没有承认各国的担忧，反而选择了报复和防御性手段。在欧盟委员会宣布针对中国电动汽车补贴的调查的数周后，北京启动了一项对欧盟进口白兰地的反倾销探查。中国还就美国针对电动车和可再生能源的税收抵免措施，向世界贸易组织（WTO）提起了争端解决申请。中国还提供了一项间接回应，称其低价出口将减少全球通货膨胀。然而，外国贸易保护措施或将加强，直到中国采取更有效的步骤解决国内供给/需求失衡问题。

直接投资

据商务部（MOFCOM）[数据](#)，2024年一月至二月期间，实际使用外商投资同比下降19.9个百分点。去年同期，中国正因新冠肺炎疫情的迅速蔓延而陷入困境，因此人们预期，基于基数效应，今年的数据将会有改善。2023年对内直接投资增长[下降至自1993年以来从未有过的谷值](#)，且这一趋势持续至今。大量指标指向FDI的持续撤离。我们将其归因于针对外资和私人商务利润的明显敌意、政策透明度的缺失以及下降的宏观经济预期。营商环境挑战不是新鲜事；但是对长期增长放缓的恐惧是。

为了抵消这些变化，官员们本季度试图通过一系列高级别对话和活动来重振外国投资者的兴趣。三月，“投资中国”[首场活动](#)举行，随后便是在[法国](#)和[丹麦](#)举行的圆桌会议。关于是否会受到高级官员接待的不确定信号持续数周后，[美国企业高管在2024年中国发展高层论坛](#)结束后，得到了与习近平互动逾一小时的机会。作为鼓励外国投资的努力，当局做出更多市场改革承诺。

¹ 通常指通过分割数据储存和通讯业务，强行要求企业将数据储存在本国，并限制数据的跨境传输。

除了上述公共和私人关系上的努力，三月，国务院发布了一项二十四点方案。这些措施建立在类似的 2023 年投资促进计划的基础上，并进一步制定了 2024 年 3 月《政府工作报告》中概述的目标。措施包括：缩减对外资关闭的行业的外商投资准入负面清单，该清单最后更新于 2021 年；扩大鼓励外商投资产业目录（又名“目录”）。然而，这些措施大体上仅限于特定行业（集中于制造业和少数服务业），而非普遍适用，而且规则的实施还有很长的路要走。其他的政策发展试图进一步安抚外商投资者的紧张情绪。最值得注意的是，互联网信息办公室（CAC）推出了期盼已久的规定，放松了对大多数跨境信息流通的限制。先前的数据规定是外国企业在合规方面感到焦虑（compliance anxiety）的主要原因之一。此外，有迹象表明省级层面的政策实施正在进行，例如新颁布的工信部指导方针，放宽试点区域内外资在电信行业的参与。许多人仍然认为这些措施执行不力，并质疑它们不能处理营商环境的核心问题：过度证券化和地方保护主义。反间谍法依旧被视作一个巨大的阻碍，因为其激化了在华工作的外国员工的焦虑感，压制了市场研究活动，并使其更难获得投资青睐。2024 年三月通过的新国安法，给香港增添了额外的桎梏，加强了外国投资者对他们可能会在安全相关的措施中被扫地出门的担忧。

来自中国企业的对外 FDI 在 2024 第一季度表现强劲。据商务部报告，二月非金融对外直接投资同比增长了 5.5%，虽然这低于 2023 年的两位数增长率。两会重申了巩固和振兴一带一路倡议的优先事项，包括强化政策性金融（policy finance）的作用。中国持续推动新能源基础设施和绿色科技供应链相关领域的投资，例如在东南亚、拉丁美洲、中东和非洲的采矿和电动汽车电池投入，以及在欧盟的绿色技术制造业。

证券投资开放程度

本季度，中国股市的干预措施凸显了当局在稳定因宏观经济状况不佳而陷入困境的资本市场时面临的压力。本年度开端，单月的一次骤降恶化了 2024 年的前景，有政府背景的投资者开始疯狂买入以稳定价格。在二月，政府支持的投资者在国内股市和交易所交易基金（ETFs）买入了逾 500 亿美元。这短期内能有效稳定价格——股票在二月在宣布的和流传的双重介入行动中增长了 20%——但本季度底股票价格再次回落。与此同时，本季度更多外国投机资本进入中国债券市场，以利用在岸美元异常定价的优势，导致投资组合从股票流出与流入债券的资金形成鲜明对比。尽管政策制定者希望促进国内 ETF 发展，但是发行人仍然限制了外资 ETF 交易，因为寻求投资日本和美国股票的散户投资者已经大量涌入这些 ETF。

在微观层面，监管机构严厉打击量化交易公司，限制其卖空能力，并传唤许多公司进行强制性“合规培训”（compliance training），告诫他们避免可能会对市场产生负面影响的交易行为。中国证券监督管理委员会（CSRC）也承诺改善首次公开募股（IPO）和合规要求，并提高一些公司的上市难度。此举意在安抚投资者，但与去年促进国有企业股市上市的措施产生了鲜明对比，投资者们仍然对市场波动持怀疑态度，并对上市企业财务造假指控感到担忧。此举也与去年收紧海外 IPO 规则后海外上市数量下降形成鲜明对

比。

在此期间的货币政策支持也已优先支持股市。除了在二月下旬降低了按揭贷款率，以通过住房市场刺激整体经济活动，央行在一月 24 日匆忙召开的新闻发布会上提出下调存款准备金率（reserve requirement ratio, RRR）以为市场提供更多现金，这是中国自 COVID-19 疫情高峰以来最大的一次降准。

2024 年第一季度跨经济政策导向

今日地产，明日中国。¹两年的衰落无人能够力挽，本季度，稳定终于成为可能。但上升在目前不太可能。北京的增长目标（百分之五）在当今中国最好的情况下也高于潜在趋势，如果结构性问题得不到处理，恢复更加无望。无论是理解为通过多样化来摆脱对具有垄断市场的权力的单一供应商的过度依赖，还是理解为落实经济安全措施，温和的恢复都不太可能阻止外国企业走向“去风险化”。美国、欧洲、日本和其他国家正在评估中国潜在需求缺口，并得出结论认为这意味着贸易溢出效应：他们计划应对这一问题。解决这项宏观经济失衡需要结构性经济改革，这也是为什么图一的热图即使显示没有变化也令人担忧。

第三部分：年中展望

今天，中国的政策相较于过去，更加迅速地激起了外国贸易保护的反应。这是因为外国观察者自新冠清零政策结束以来一直在仔细地观察中国，没有把他们的经济和投资计划仅仅建立在中国美化后的官方数据上。在先前的时期中，当疲乏的中国需求导致了产量过剩的溢出效应，中国官方 GDP 数据却几乎没有受到影响。这种情况也出现在 2015 年，当时官方实体经济活动指标同比持平，或 2018—19 年，当时实体经济活动指标有几乎十八个月处于负值。相反地，在 2023—24 年分析师们资讯观察实际政策执行，尤其是家庭消费方面的财政支持政策，以及或为政府开启新一轮开支铺平道路的地方债务重组。然而，在[国际货币基金组织第四条磋商新闻发布稿](#)和 2024 年三月的[《政府工作报告》](#)中，官方评论指出，北京将减少对消费和政府支出能力的刺激，同时鼓励净出口的进一步增长。

知道这一出口浪潮即将到来，使得市场经济体的民选领导人有了义务去采取行动。那是发达经济体政府承诺采取贸易保护措施背后的驱动力。自卫行动很可能会针对电动汽车、绿色能源、钢、药品和其他产品的制造。这不仅仅是七国集团（G7）的事务：南非、印度、巴西和土耳其也已经在上个月宣布了新的反倾销措施以应对汹涌的中国出口浪潮，甚至俄罗斯也宣布了贸易措施来遏止中国内燃机汽车的进口。北京的回应集中在过剩产能的技术定义（这一定义本身并不清晰）、其规模经济效应、以及目前在许多这些产品

¹ 原文为“*As goes property, so goes China.*”喻指房地产行业在中国经济中具有风向标作用。化用自谚语“*As California goes, so goes the nation.*”意思是加州的政策或趋势往往预示着美国全国的未来走向。

制造中所具有的比较优势（暂且不论过去的补贴政策和重商主义贸易政策对此的影响），以及外国企业在助推中国当前产能形成中的作用。

中国的这些辩驳已经被预料到了。美国财政部长耶伦在 2024 年四月访华期间专注产能过剩，她准备好回应这些辩驳。同样在四月，在欧盟执行副主席玛格丽特·维斯塔格承诺改进欧洲应对系统性产能过剩的措施的第二天，欧盟委员会发表了一份逾 700 页的更新报告，陈述需要采取贸易防御措施的中国经济扭曲问题，并附有 3535 条脚注。

讨论已经超越了是否值得采取贸易保护措施应对的问题，以及如何以恰当、集体的方式行动。日本贸易顺差在 1980 年代导致了美国、加拿大、英国和其他欧洲大国的联合行动，通过协调汇率重估推行调整措施，意图使外国商品在日本更具竞争力，日本商品在外国传播更广。这些分别是 1985 年和 1987 年的《广场协定》和《卢浮宫协定》。据当时观察，边境贸易措施只是处理经济失衡的权宜之计；真正的解决需要在问题经济体内部实施结构性经济改革。

G7 领导人会议在 2024 年六月 13—15 日于意大利普利亚召开，将讨论中国产能过剩问题。包括关税和反补贴税在内的措施明确将被讨论。G7 领导人们可能还会询问，集体边境壁垒是否会迫使北京实施自愿出口限制（voluntary export restraints, VER）。在 G7 最为担忧的行业（如电动汽车、清洁能源产品和传统芯片），中国实施的出口许可、出口税、指标或其他措施，或将先发制止最严厉的外国贸易行动。中国要想被认真看待，其可能还需要出台实质性的政策以支持国内需求。只有这样才能从供需两方面解决产能过剩问题。

但即使是结合在当前难以想象的 VER 和国内消费者刺激政策，也只是改革的第一步。中国的结构性改革只有投入大量时间才能服众。除非金融系统有深远改革，正如我们在探路者年报中讨论的那样，否则零星的贸易促进措施和短期财政政策将无法解决长期问题。

鸣谢

Daniel Rosen、Matt Mingey、Camille Boullenois 和 Laura Gormley 著。

作者希望感谢中国探路者顾问理事会成员：Steven Denning、Gary Rieschel 和 Jack Wadsworth，他们的鼎力使得本项目成为可能。

Sophia Busch、Charles Lichfield、Josh Lipsky 和 Jeremy Mark 是来自大西洋理事会地缘经济中心（Atlantic Council's GeoEconomics Center）的主要贡献者。