



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF 宏观经济月度数据分析会

(2021年10月) (总第50期)

回归、成本冲击和跨周期调节下的 中国宏观经济

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2021年10月

回归、成本冲击和跨周期调节下的中国宏观经济

——CMF 中国宏观经济月度数据分析报告

(2021年10月)*

* 本报告为中国宏观经济论坛（CMF）团队集体研究成果，执笔人为于泽。本报告基础数据来自中国宏观经济论坛、国家统计局、Wind 数据库。

摘要

三季度中国宏观经济增速虽有放缓，但仍然引领全球经济复苏，可以实现全年经济增长目标。总体来看，三季度我国国民经济保持了恢复态势，主要宏观指标仍处于合理区间，就业得以改善，居民收入提高较快，结构调整稳步推进，质量效益持续提升，面对本土疫情、洪涝灾害、电力紧平衡等冲击，展示了很强的增长韧性。

对于三季度的宏观经济，一个核心问题是经济动能是不是出现了大幅度的趋势性下降，四季度乃至明年，经济增速会不会继续大幅度下降，持续性“破五”？综合判断是“不会”。

第一，三季度的宏观经济受到较大的短期冲击。假定三季度延续一、二季度经济复苏的趋势，如果没有各项冲击，三季度同比增速大致在 5.5% 左右。而实际增速只有 4.9%，经济下行貌似严重。但是，8 月份是消费中一个很重要的时点，伴随中小学假期和大量工作人员带薪休假，是重要的旅游消费节点。8 月份疫情冲击等对消费的影响，大约导致 GDP 增速下降了 0.3 个百分点。综合考虑这些因素，经济放缓还是在合理区间内。

第二，对当前宏观经济的分析，不能简单从某个季度进行推断。我国疫情后经济复苏是一个大的阶段，不能割裂开、一个季度一个季度分析，过度解读当前的数据。相比于 2020 年，经济进入 2021 年之后，复苏的动能并没有发生本质的改变。尤其在消费方面，2020 年三季度农民工返城和学生线下开学是消费复苏的重要动力，而在 2021 年上述因素已经常态化，不再成为环比的重要动力。主要消费动能来自于中产阶级收入修复之后的跨期替代和流动性约束缓和，而这种修复动力对消费的拉动作用是持续存在的，加之出口拉动，能够保持经济的韧性。但消费修复动力比较单一，因此环比增速相对难以实现突破。由于 2020 年一二季度基数较低，2021 年前两个季度同比较快增长，但随着基数逐渐抬升，同比

增速必然逐渐放缓。综合判断，经济还在复苏的轨道上，不会出现持续突破合理区间的现象。

第三，目前的需求侧动能趋势确实存在放缓的趋势，需要高度重视。一方面是房地产。商品房库存降至近十年的低位，9月末商品房待售面积比8月末减少296万平方米。在这种状态下，正常来说房地产企业应该补库存，但实际选择了“躺平”。1-9月份土地购置面积同比下降8.5%，新开工面积下降4.5%，房地产企业预期不稳定。另一方面是出口下行压力逐渐加大。欧美复工复产，居民消费从商品向服务消费转型，美国需求局部见顶，我国逐渐加大从美国的进口，这些因素都对我国的贸易顺差产生了一定的影响。

综合判断，我们对当前的中国经济不能过于乐观，不能轻言疫后新周期，但也不能过于悲观，认为中国经济将要突破底线，持续大幅下行。在疫情后，我国经济运行已经逐渐回到原有逻辑，总需求不足问题将持续出现。这就导致环比增速很难出现较大幅度的上行，但也不会轻易突破原有经济逻辑，展现足够的韧性。由于环比经济增速容易存在较大波动，导致经济的季度同比增速会有较大波动。这就要求我们一方面要前瞻性做出预判，同时也一定要保持定力，不要简单受到高频数据的扰动。未来一段时间，我们要着重关注供给侧的冲击。能源价格和化工产品价格维持高位，全球供应链修复需要时间。供给侧冲击提升成本，叠加总需求不足会对企业产生巨大压力，必须加大企业扶持力度，稳住中国经济基本盘。

上述经济运行逻辑要求我们在政策上着重考虑以下六点。第一，强化跨周期调节，跨越周期性因素，稳定经济增长趋势，更要“跨出”周期，突破现有经济循环模式。“跨出”周期调节关键在于构建新发展格局，促进新循环模式形成。新发展格局不是简单在原有循环模式下打通经济堵点，原有堵点恰恰是既有经济循环模式造成的，需要跨出现有模式才能解决问题。未来需要以数字技术为支撑，共同富裕为基础，“双碳”建设为方向。第二，以降成本为短期政策核心。进一步在财政政策上考虑结构性减税，特别是要对财政支出结构进行合理调整，保证减税能够可持续、并有效直达企业。同时在货币政策上考虑降准，以低成本资金

取代高成本的公开市场投放。第三，通过制度性改革扩大内需。第四，保持企业，尤其是房地产企业的合理利润，促进房地产行业健康稳定发展。第五，稳定宏观政策、特别是行业政策预期。第六，加快推进综合性改革。

一、供需两侧冲击，经济动能放缓中展现韧性

三季度中国宏观经济增速虽有放缓，但是仍然引领全球经济复苏，可以实现全年经济增长目标。总体来看，三季度我国国民经济保持了恢复态势，主要宏观指标仍然处于合理区间，就业得以改善，居民收入提高较快，结构调整稳步推进，质量效益持续提升，面对本土疫情、洪涝灾害、电力紧平衡等冲击展示了很强的增长韧性。

（一）经济实现持续复苏，没有突破合理区间

第三季度，我国 GDP 增速保持上行。受上年同期基数抬升影响，以及疫情、汛情等冲击，前三季度经济同比增速比上半年有所回落，但仍然延续扩张势头，两年平均增速仍保持较快增长。以不变价计，GDP 初步核算数为 823131 亿元，同比增长 9.8%，两年平均增长 5.2%。分产业看，三大产业增加值同比增速均有所回落。其中，第一产业增加值 51430 亿元，同比增长 7.4%，两年平均增长 4.8%；第二产业增加值 320940 亿元，同比增长 10.6%，两年平均增长 5.7%；第三产业增加值 450761 亿元，同比增长 9.5%，两年平均增长 4.9%。整体看，第二产业持续成为本次以后复苏的主要动力。

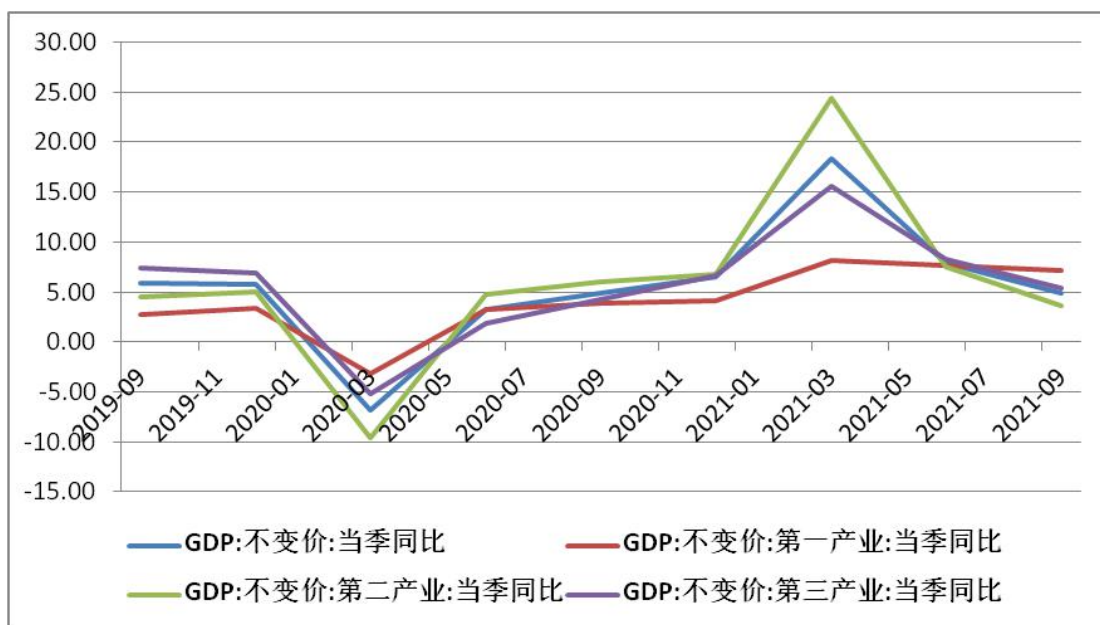


图 1 GDP 增速 (%)

分季度看，一季度同比增长 18.3%，两年平均增长 5.0%；二季度同比增长 7.9%，两年平均增长 5.5%；三季度同比增长 4.9%，两年平均增长 4.9%。三季度增速破 5，给人一种疑问，是不是经济动能大幅度放缓了。总体看，经济动能在本土疫情、洪涝灾害、行业政策调整等冲击下确有放缓，但是并没有突破底线。假定三季度延续一二季度经济复苏的趋势，没有各项冲击，三季度同比增速大致在 5.5% 左右。这样看，经济动能确实有所下降。这也体现在三季度环比增速只有 0.2%。但是，考虑到 8 月份的疫情冲击等对消费的影响，大致对 GDP 增速下降了 0.3 个百分点。综合判断，总体动能基本上还是保持了平稳。

与整体经济走势相仿，到三季度，重点行业增加值增速迅速冲高后回落，但整体上仍高于疫前水平。

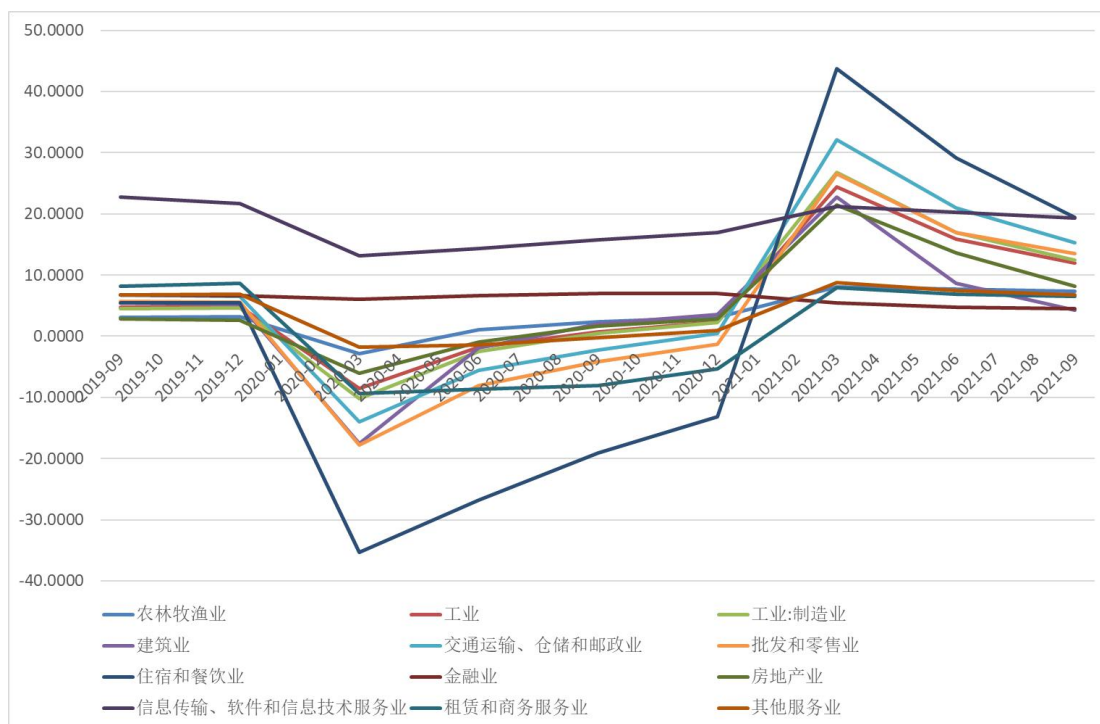


图 2 重点行业增加值增速 (%)

(二) 工业生产超额恢复、动能逐渐放缓

工业生产实现了超额恢复。前三季度，全国规模以上工业增加值同比增长 11.8%，两年平均增长 6.4%。6.4% 的增速比 2019 年同期加快了 0.8 个百分点，

回到了2017、2018年的状态。前三季度，工业产能利用率为77.6%，较去年同期提高4.5个百分点，较2019年同期提高1.4个百分点，也为近年来同期较高水平。分三大门类看，前三季度采矿业增加值同比增长4.7%，制造业增长12.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长12.0%。高技术制造业增加值同比增长20.1%，两年平均增长12.8%。工业升级势头延续。

产业循环不断改善，产能利用率逐季提升。三季度，全国工业产能利用率为77.1%，比上年同期上升0.4个百分点。分三大门类看，三季度，采矿业产能利用率为76.0%，比上年同期上升2.1个百分点；制造业产能利用率为77.3%，上升0.1个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业产能利用率为75.3%，上升2.5个百分点。

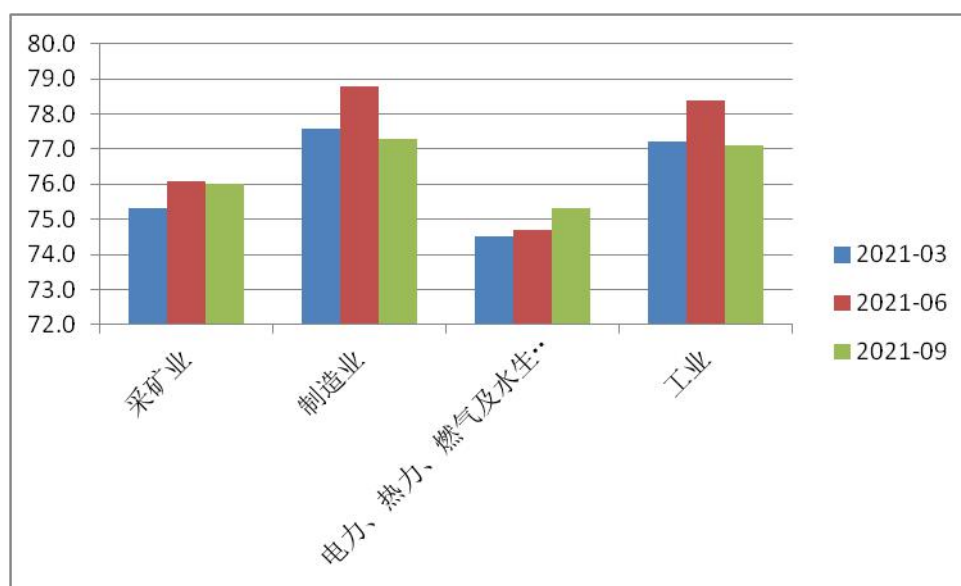


图3 工业产能利用率 (%)

这种超额恢复的动能来自哪里？从前三季度来看，新能源汽车、工业机器人、集成电路产量保持较高增速，同比分别增长172.5%、57.8%、43.1%，两年平均增速均超过28%。这三类产品背后体现了三大动能，国内消费、国内投资和出口。从总量来看，新能源汽车虽然增速很高，但是主要受益于低基数。出口还是目前的主要动力。前三季度，工业出口交货值增速加快。1—9月份，规模以上工业出口交货值同比增长19.4%，连续两个月增速加快，两年平均增速为7.6%。汽车

制造业出口交货值同比增长 48.0%，受益于特斯拉的出口，新能源车整车制造业出口大幅增长 8.1 倍；金属制品业出口交货值同比增长 45.5%；化工、电气机械、通用设备行业分别增长 32.7%、24.4%、22.6%，保持快速增长态势。

在超额恢复的过程中，第三季度的动能也在放缓。9 月份，规模以上工业增加值同比增长 3.1%，两年平均增长 5.0%，比一二季度有所下行。9 月份，采矿业增加值同比增长 3.2%，增速较 8 月份加快 0.7 个百分点；制造业增长 2.4%，增速回落 3.1 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 9.7%，增速加快 3.4 个百分点，生产明显好转；高技术产业增长 14.0%，增速回落 4.3 个百分点。

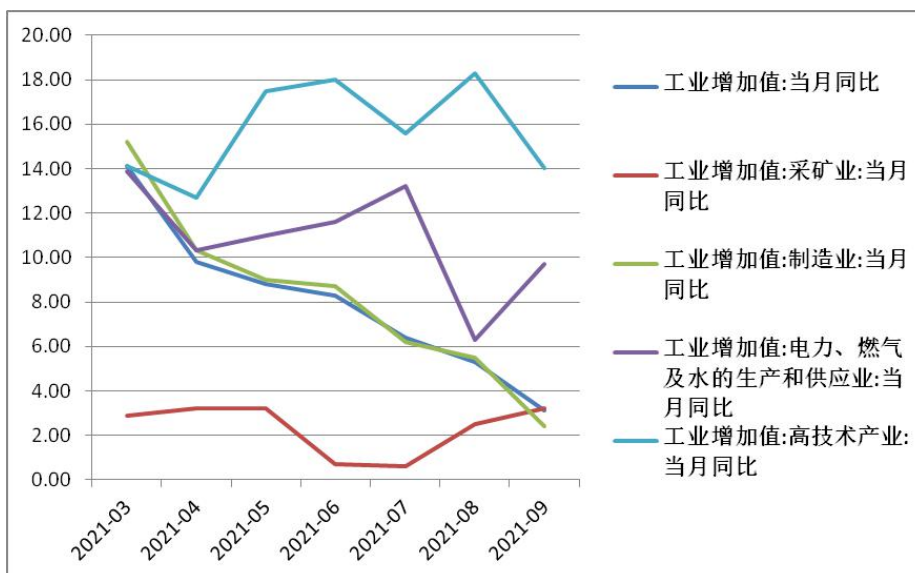


图 4 工业增加值增速 (%)

工业生产增长面受到一定冲击，主要工业品产量和主要行业工业增加值增速均有所回落。首先，分产品看，9 月份，612 种产品中有 255 种产品产量同比增长。钢材 10195 万吨，同比下降 14.8%；水泥 20504 万吨，下降 13.0%；十种有色金属 523 万吨，下降 1.6%；乙烯 223 万吨，增长 9.3%；汽车 218.6 万辆，下降 13.7%，其中，新能源汽车 36.2 万辆，增长 141.3%；发电量 6751 亿千瓦时，增长 4.9%；原油加工量 5607 万吨，下降 2.6%。其次，分行业看，9 月份，41 个大类行业中有 30 个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业增长 2.5%，纺

织业下降 5.8%，化学原料和化学制品制造业同比持平，非金属矿物制品业下降 1.1%，黑色金属冶炼和压延加工业下降 9.7%，有色金属冶炼和压延加工业增长 1.2%，通用设备制造业增长 3.0%，专用设备制造业增长 8.8%，汽车制造业下降 8.2%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 7.9%，电气机械和器材制造业增长 6.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 9.5%，电力、热力生产和供应业增长 8.9%。

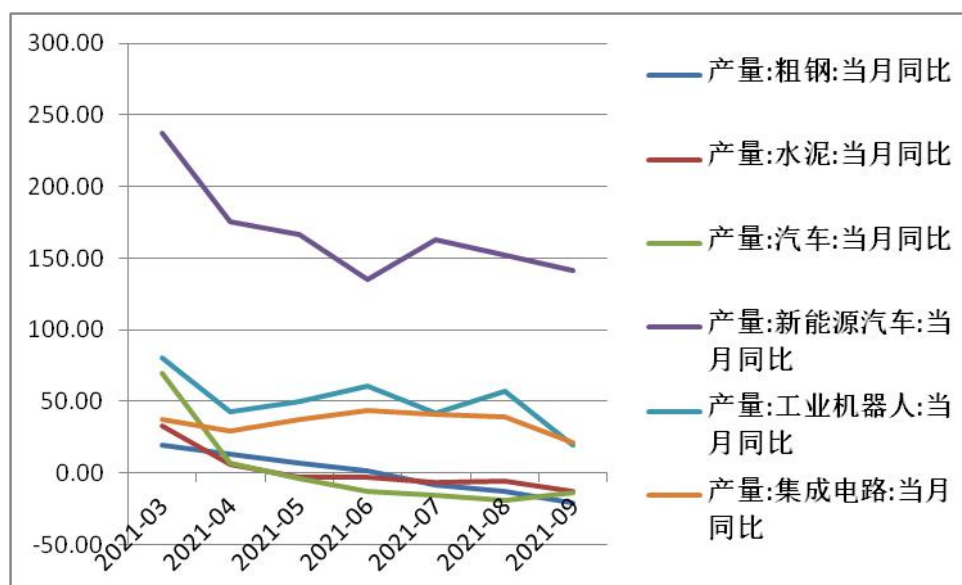


图 5 主要工业品产量增速 (%)

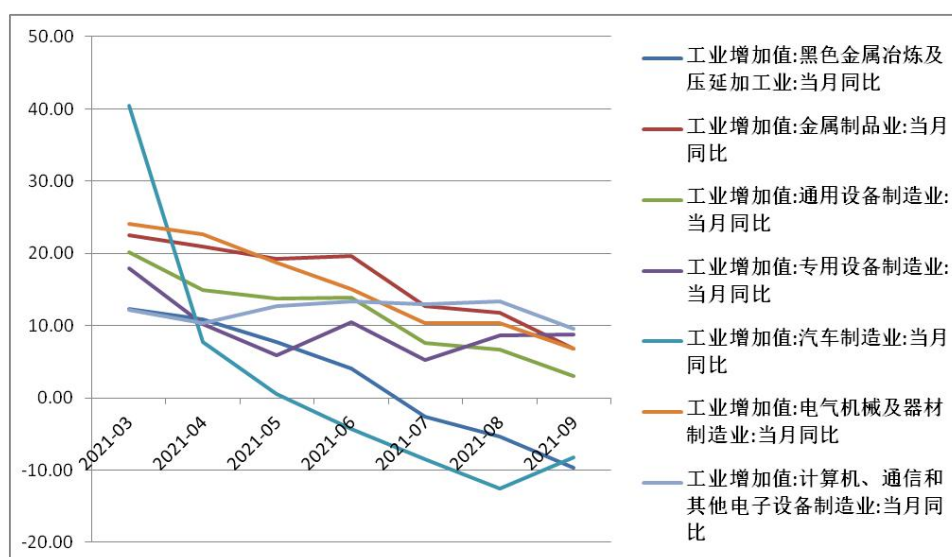


图 6 主要行业工业增加值同比增速 (%)

与工业超额恢复动能相同，三季度工业增速放缓的主要原因也正在于出口动能的下行。9月份PMI跌破荣枯线，一个重要原因是新出口订单下滑到46.2。

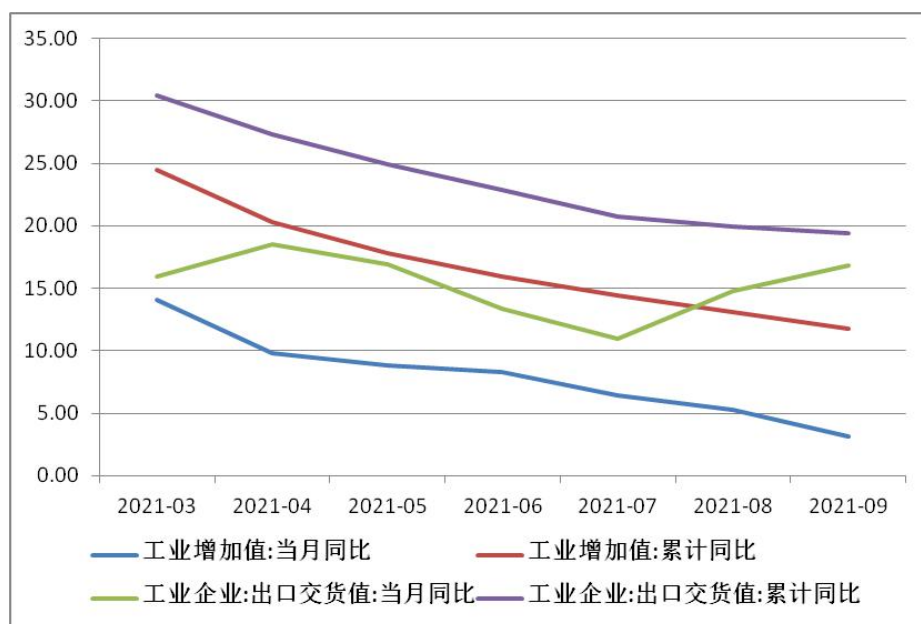


图7 工业增长依靠外需

(三) 服务业尚未完全恢复，金融增速放缓

前三季度服务业增加值同比增长9.5%，两年平均增长4.9%。相比2019年同期7.3%的增速还有一定差距。但是，服务业还是很好的起到了稳定经济的作用。服务业增加值占国内生产总值比重为54.8%，对经济增长的贡献率为54.2%，拉动国内生产总值增长5.3个百分点。

从动能来看，受到疫情影响较大的交通运输、仓储和邮政、批发和零售业持续得到恢复，在低基数的作用下，成为服务业恢复的动力。从一贯的动力来看，前三季度，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业增加值同比分别增长19.3%和4.5%，两年平均分别增长17.6%和5.7%，合计拉动服务业增加值增长2.0个百分点。9月份，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业生产指数同比分别增长15.9%和4.8%，两年平均分别增长16.0%和6.6%，合计拉动当月服务业生产指数增长2.3个百分点，对当月服务业生产指数贡献率达44.2%。

当然，我们也要看到，在三季度，服务业增加值同比增长 5.4%，两年平均增长 4.9%，相比于一二季度都有所下滑。这里面的一个因素是三季度房地产对服务业的拉动作用下滑，从一季度拉动 GDP1.61 个百分点，下滑到 0.61 个百分点。2021 年服务业增速最大的影响因素之一还在于金融。今年金融业累计同比增长一直处在中低位，三季度累计同比增速只有 4.5%，比 2019 年同期 6.7% 下行较大。

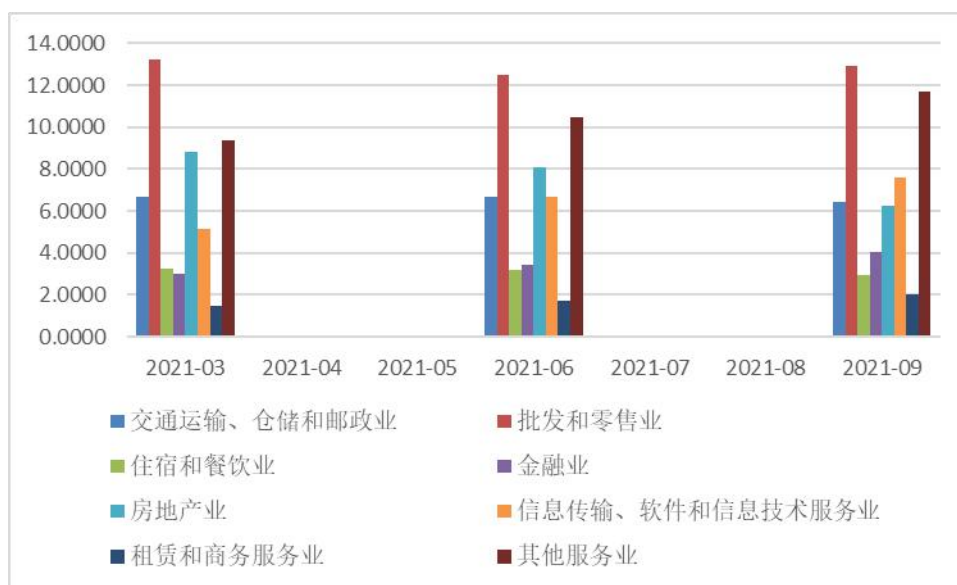


图 8 GDP 累计同比贡献率

(四) 投资总体保持稳定，动能有所下降

从需求侧看，固定资产投资保持了比较平稳的增长。1—9 月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 7.3%；比 2019 年同期增长 7.7%，两年平均增长 3.8%。在稳定增长的同时，相比 2019 年同期 5.4% 还有一定差距。

分领域看，前三季度基础设施投资（不含电力）同比增长 1.5%，两年平均增长 0.4%；制造业投资同比增长 14.8%，两年平均增长 3.3%；房地产开发投资同比增长 8.8%，两年平均增长 7.2%。目前，房地产投资依然保持比较突出态势，成为了固定资产投资的稳定器。这里面最大的下行因素是基建投资，相比 2019 年 4% 有了很大下行。这种下行背后一方面是投资项目日益稀缺，另一方面，地方政府受制于各类债务，投资能力下行。在地产调控政策的作用下，房地产投

资有所下行，尤其相比 2019 年同期 10% 的增速，动能有了较大下滑。

同时，目前的民间投资力量也在逐步下行。到三季度，民间投资同比增长 9.8%，两年平均增长 3.7%，相比于 2019 年同期 4.7% 也还需要恢复。

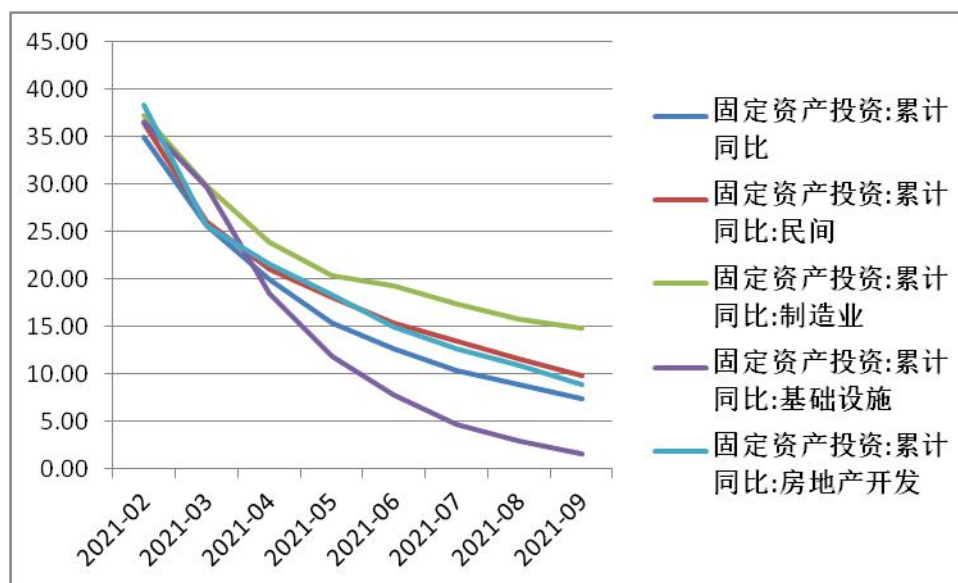


图 9 固定资产投资累计同比增速 (%)

三次产业投资增长放缓。其中，第一产业投资同比增长 14.0%；第二产业投资增长 12.2%；第三产业投资增长 5.0%。动能和总投资类似，呈现下行态势。

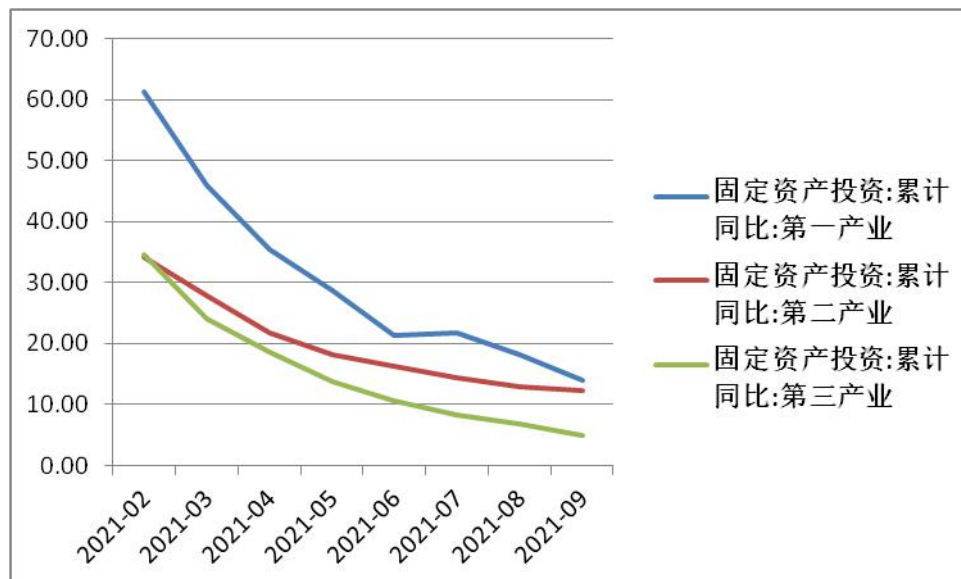


图 10 三次产业投资累计同比增速 (%)

(五) 消费需求维持复苏态势

三季度以来，消费维持了复苏态势。9 月份，社会消费品零售总额同比增长 4.4%；比 2019 年 9 月份增长 7.8%，两年平均增速为 3.8%。除价格因素，9 月份社会消费品零售总额同比实际增长 2.5%。1—9 月份，社会消费品零售总额同比增长 16.4%，比 2019 年同期增长 8.0%，两年平均增长 3.9%。其中，除汽车以外的消费品零售额增长 16.3%，维持了很好的活力。

按消费类型分，前三季度，商品零售额同比增长 15.0%，比 2019 年同期增长 9.1%。前三季度，餐饮收入同比增长 29.8%，比 2019 年同期下降 1.2%，餐饮消费规模仍未完全恢复。从月度数据看，9 月份，商品零售额同比增长 4.5%，增速比上月加快 1.2 个百分点；与 2019 年同期相比增长 8.7%，增速比上月加快 3.8 个百分点。9 月份餐饮收入由降转增，同比增长 3.1%，8 月为同比下降 4.5%。

升级类和基本生活类商品销售增长较快。按商品类别分，前三季度限额以上单位金银珠宝类、体育娱乐用品类、文化办公用品类等升级类商品零售额同比分别增长 41.6%、28.6%、21.7%；饮料类、服装鞋帽针纺织品类、日用品类等基本生活类商品零售额同比分别增长 23.4%、20.6%、16.0%。

网上消费受到的冲击相对较小，增速缓慢下降。1—9月份，全国网上零售额91871亿元，同比增长18.5%。其中，实物商品网上零售额75042亿元，增长15.2%，占社会消费品零售总额的比重为23.6%。总体来看，在疫情冲击下，网上消费对于保障民生以及整体经济的增长仍起到了非常重要的作用。

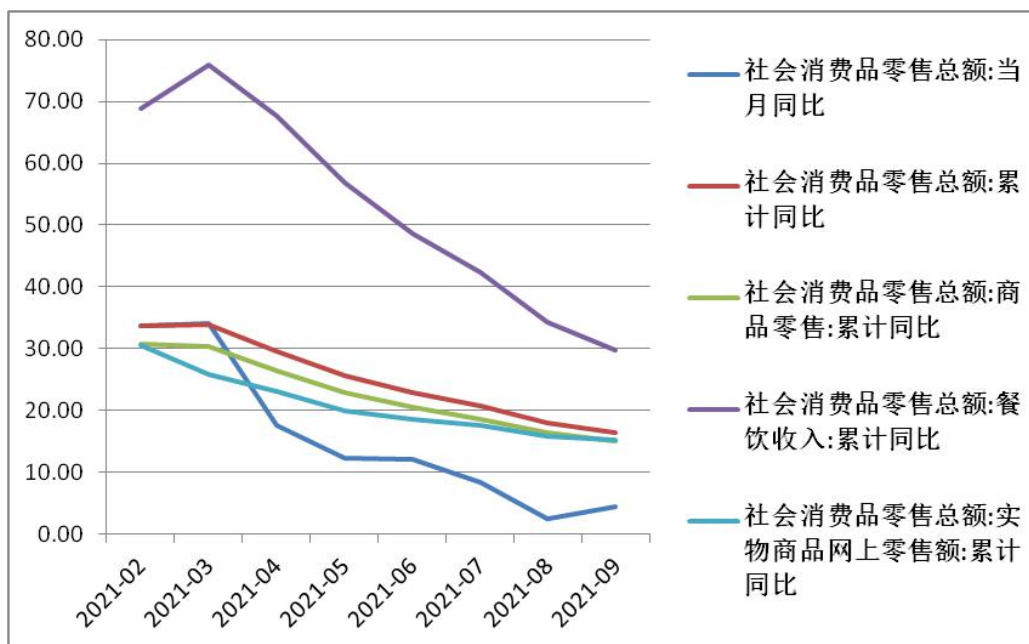


图 11 社会消费品零售总额增速 (%)

(六) 对外贸易显著改善

货物进出口较快增长。前三季度，货物进出口总额283264亿元，同比增长22.7%。其中，出口155477亿元，增长22.7%；进口127787亿元，增长22.6%；进出口相抵，贸易顺差27691亿元。9月份，进出口总额35329亿元，同比增长15.4%。其中，出口19830亿元，增长19.9%；进口15498亿元，增长10.1%。

贸易结构持续改善。前三季度，机电产品出口同比增长23%，高于整体出口增速0.3个百分点，占出口总额的比重为58.8%。一般贸易进出口占进出口总额的比重为61.8%，比上年同期提高1.4个百分点。民营企业进出口同比增长28.5%，占进出口总额的比重为48.2%。

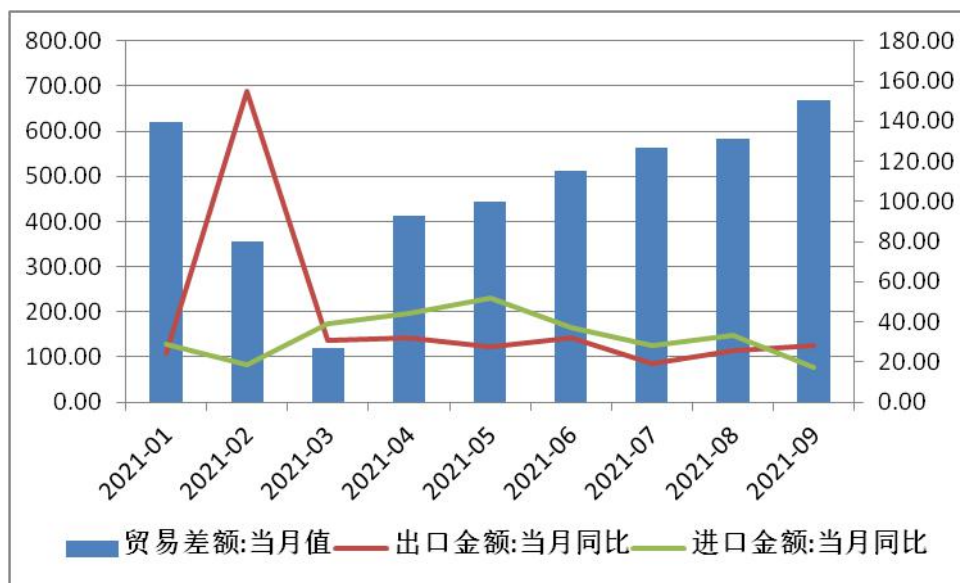


图 12 进出口统计

(七) 社会融资环境维持宽松

9 月份，广义货币（M2）余额 234.28 万亿元，同比增长 8.3%，增速比上月高 0.1 个百分点，说明本月信贷派生能力有所增强，同时财政支出有所增加，使 M2 小幅改善。

9 月份，社会融资规模存量为 308.05 万亿元，同比增长 10%，涨幅回落 0.3 个百分点，为疫情以来新低。这主要由于表内贷款、表外融资、政府债券少增导致，既是由于去年基数较高，也反映出有效需求偏弱。9 月份，社会融资规模增量为 2.9 万亿元，比上年同期少 5675 亿元，比 2019 年同期多 3876 亿元。前三季度社会融资规模增量累计为 24.75 万亿元，比上年同期少 4.87 万亿元，比 2019 年同期多 4.14 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 16.83 万亿元，同比多增 1400 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 2531 亿元，同比少增 521 亿元；委托贷款减少 1142 亿元，同比少减 2048 亿元；信托贷款减少 1.23 万亿元，同比多减 8133 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 2228 亿元，同比多减 7904 亿元；企业债券净融资 2.43 万亿元，同比少 1.66 万亿元；政府债券净融资 4.42 万亿元，同比少 2.32 万亿元；非金融企业境内股票融资 8142 亿元，同比多 2043 亿元。

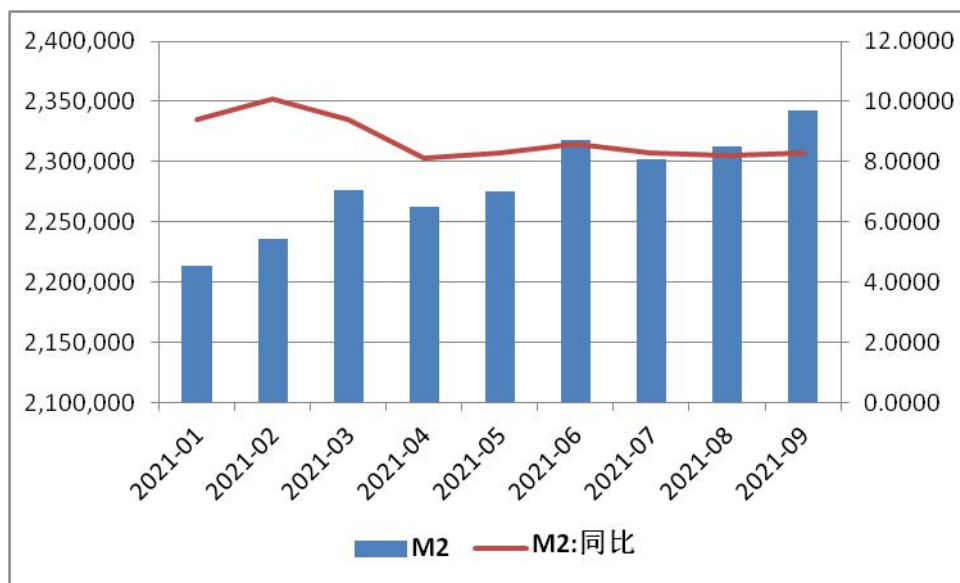


图 13 货币供应（M2）量及增速

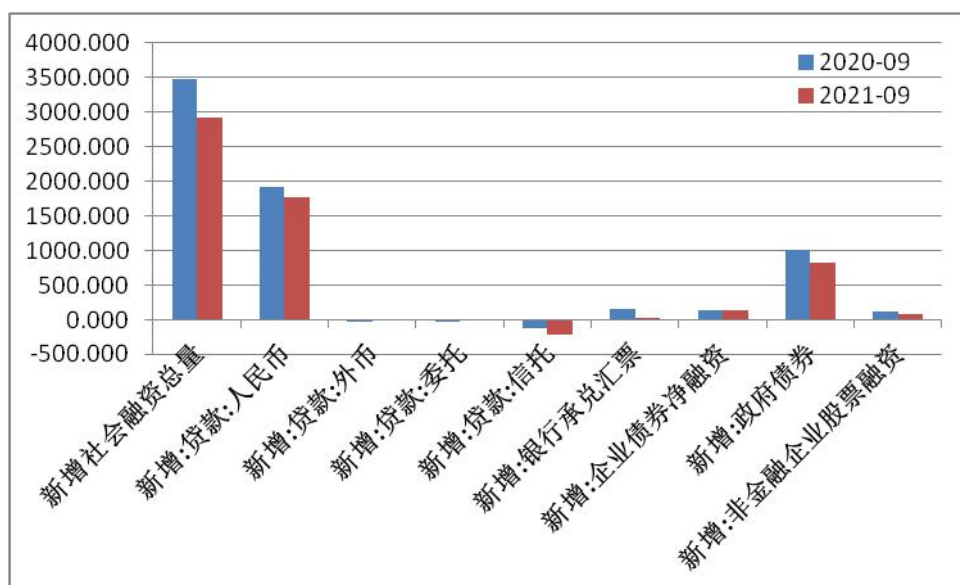


图 14 新增社融结构

从信贷情况来看，9月份新增人民币贷款 1.66 万亿元，比上月多增 4400 亿元。总量虽有改善，但结构仍不够理想，中长期贷款同比少增，体现了实体经济融资需求偏弱。前三季度，我国人民币贷款增加 16.72 万亿元，同比多增 4624 亿元。分部门看，住户贷款增加 6.35 万亿元，其中，短期贷款增加 1.63 万亿元，中长期贷款增加 4.72 万亿元；企（事）业单位贷款增加 10.48 万亿元，其中，

短期贷款增加 1.04 万亿元，中长期贷款增加 8.33 万亿元，票据融资增加 8148 亿元；非银行业金融机构贷款减少 1619 亿元。

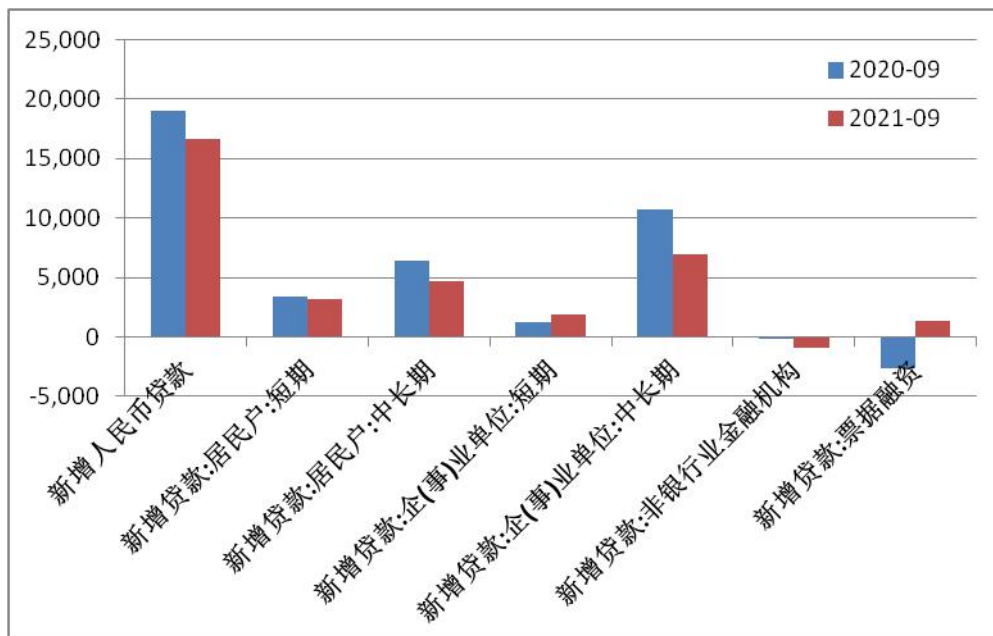


图 15 新增信贷结构

(八) 价格剪刀差扩大，通货膨胀总体可控

前三季度，全国居民消费价格（CPI）同比上涨 0.6%，涨幅比上半年扩大 0.1 个百分点。9 月份，CPI 同比上涨 0.7%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。其中，食品价格下降 5.2%，降幅比上月扩大 1.1 个百分点，影响 CPI 下降约 0.98 个百分点。食品中，猪肉价格下降 46.9%，降幅扩大 2.0 个百分点；淡水鱼、鸡蛋和食用植物油价格分别上涨 21.0%、14.2%和 9.2%，涨幅均有回落。非食品价格上涨 2.0%，涨幅扩大 0.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.65 个百分点。非食品中，工业消费品价格上涨 2.8%，涨幅扩大 0.3 个百分点，其中汽油和柴油价格分别上涨 23.4%和 25.7%，涨幅均有扩大；服务价格上涨 1.4%，涨幅回落 0.1 个百分点，其中飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格分别上涨 15.7%、8.7%和 1.2%，涨幅均有回落。

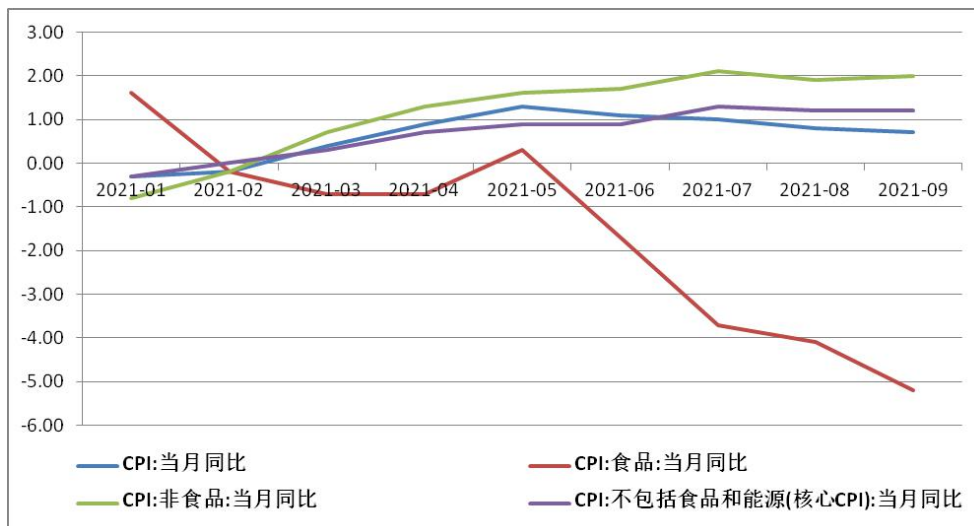


图 16 CPI 同比 (%)

从环比看，9月份CPI由上月上涨0.1%转为持平。其中，食品价格由上月上涨0.8%转为下降0.7%，影响CPI下降约0.12个百分点。食品中，猪肉和水产品供应充足，价格分别下降5.1%和2.5%，降幅比上月均有扩大。非食品价格由上月下降0.1%转为上涨0.2%，影响CPI上涨约0.16个百分点。非食品中，工业消费品价格由上月下降0.2%转为上涨0.3%。其中，受原材料价格上涨等因素影响，水泥、液化石油气和小汽车价格均有上涨，涨幅在0.6%—7.6%之间；冬装新品上市，服装价格上涨0.8%。服务价格由上月持平转为上涨0.1%。其中，新学期开学部分学校收费上调，教育服务价格上涨1.7%；暑期结束叠加散点疫情影响，飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格分别下降9.9%、3.3%和2.2%。

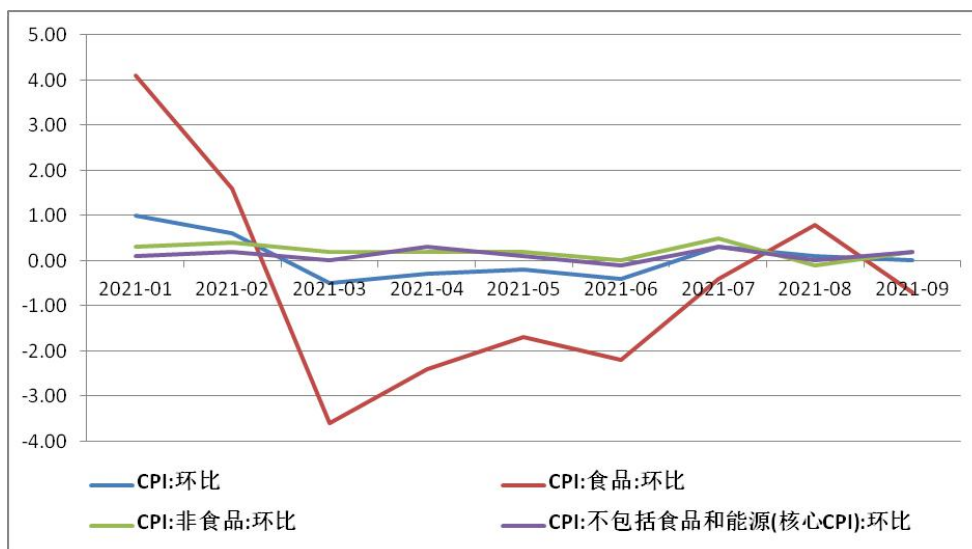


图 17 CPI 环比 (%)

9 月份，PPI 同比上涨 10.7%，涨幅比上月扩大 1.2 个百分点。其中，生产资料价格上涨 14.2%，涨幅扩大 1.5 个百分点；生活资料价格上涨 0.4%，涨幅扩大 0.1 个百分点。可以看到，PPI 触及了 1996 年以来的新高。调查的 40 个工业行业大类中，价格上涨的有 36 个，比上月增加 4 个。主要行业价格涨幅均有所扩大，其中煤炭开采和洗选业价格上涨 74.9%，涨幅比上月扩大 17.8 个百分点；石油和天然气开采业价格上涨 43.6%，扩大 2.3 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨 40.5%，扩大 5.2 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 34.9%，扩大 0.8 个百分点；化学原料和化学制品制造业价格上涨 25.5%，扩大 1.5 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 24.6%，扩大 2.8 个百分点。上述 6 个行业合计影响 PPI 上涨约 8.42 个百分点，约占总涨幅的八成。

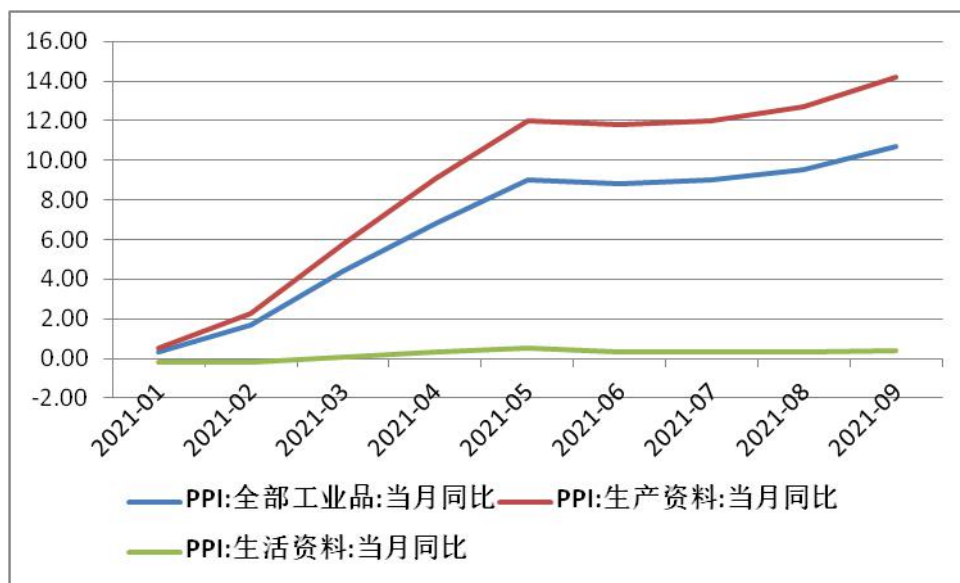


图 18 PPI 同比 (%)

从环比看，PPI 上涨 1.2%，涨幅比上月扩大 0.5 个百分点。其中，生产资料价格上涨 1.5%，涨幅扩大 0.6 个百分点；生活资料价格持平。受需求旺盛叠加供应持续偏紧影响，煤炭加工业价格上涨 18.9%，煤炭开采和洗选业价格上涨 12.1%，合计影响 PPI 上涨约 0.50 个百分点。部分高耗能行业生产受限，价格上涨较多，其中有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 2.9%，水泥等非金属矿物制品业价格上涨 2.9%，化学原料和化学制品制造业价格上涨 2.0%，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 1.8%，合计影响 PPI 上涨约 0.57 个百分点。另外，进口天然气价格上涨等因素推动国内燃气生产和供应业价格上涨 2.5%，国际铁矿石价格下降等因素带动国内黑色金属矿采选业价格下降 8.7%。

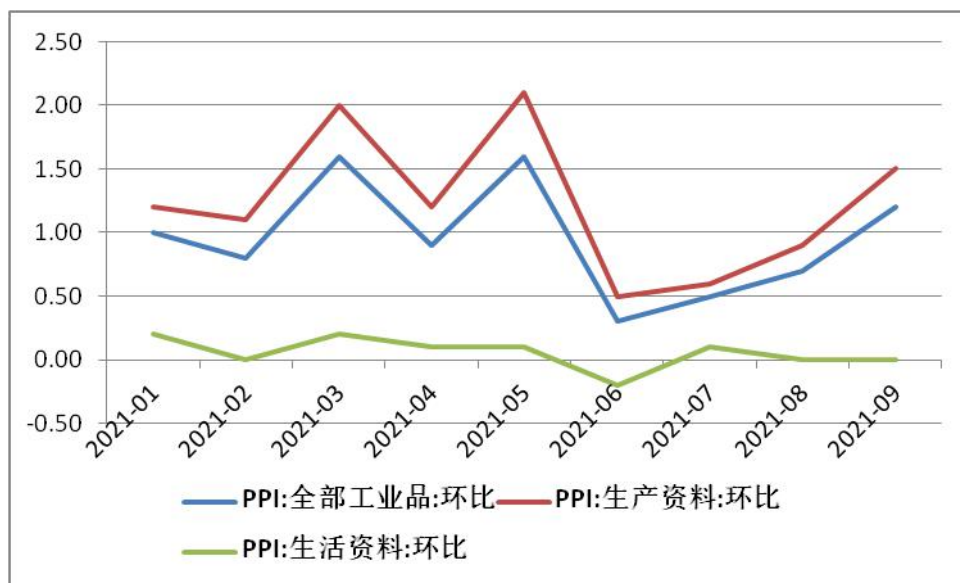


图 19 PPI 环比 (%)

工业出厂品价格和下游消费者价格之间剪刀差的扩大并不意味着拿去猪都是通胀。猪周期下行确实对消费者价格稳定起到了很大作用，但是我们也要看到，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅与上月相同。这个涨幅与 2019 年之前的核心 CPI 涨幅基本持平，还处在较低阶段，并不是处在历史高位。同时，我国从 2016 年以来，PPI 向 CPI 的传导就不通畅，并没有迅速传导。

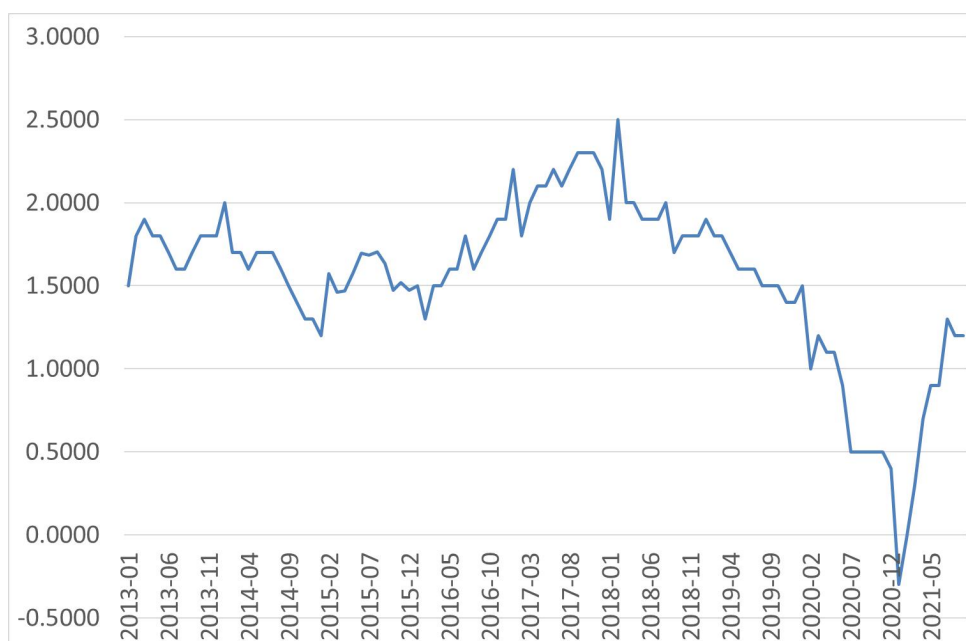


图 20 核心 CPI 当月同比 (%)

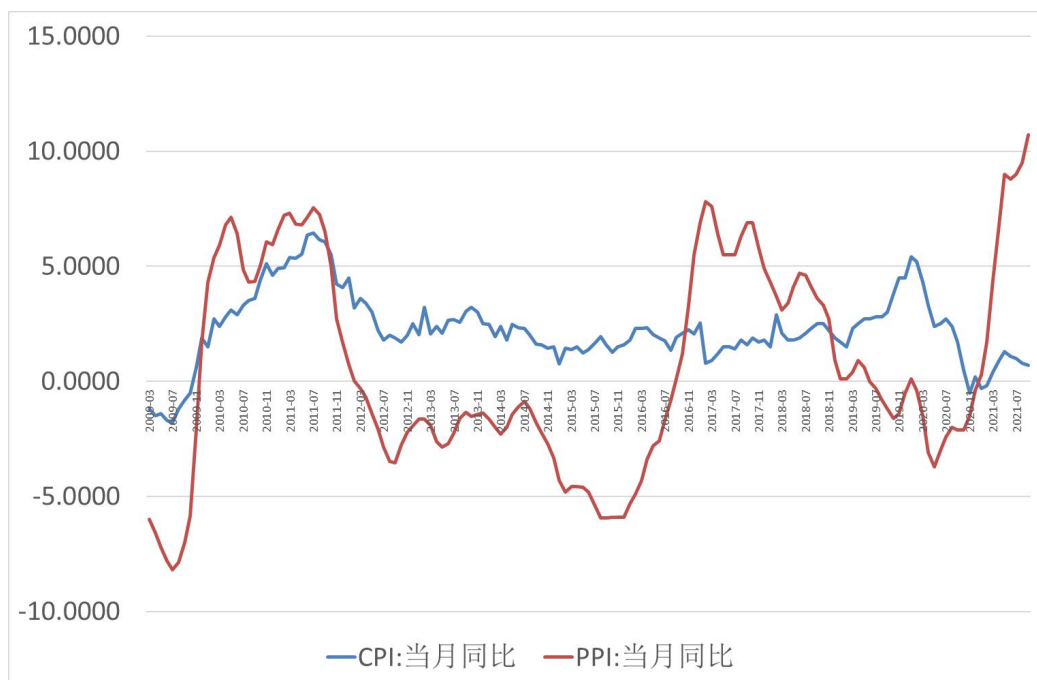


图 21 CPI 和 PPI

(九) 宏观景气基本稳定

三季度，经济景气度基本稳定，但是经济发展“稳中有忧”和增长动力问题值得重视。9 月份，制造业和非制造业 PMI 呈现了分化趋势。制造业 PMI 为 49.6%，比 8 月低 0.5 个百分点，降至 50% 的临界值以下，景气水平有所回落。非制造业商务活动指数为 53.2%，比 8 月高出 5.7 个百分点，升至临界值以上，明非制造业景气水平快速回升。

制造业 PMI 呈现出趋势性下降和内部分化特征。首先，制造业 PMI 从今年 3 月份的最高位 51.9% 逐月下降，9 月份跌破了 50% 的荣枯线。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数、原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均低于临界点。其中生产指数降幅最大，比 8 月下降 1.4 个百分点，表明制造业生产放缓。其次，从企业规模看，大型企业的 PMI 为 50.4%，高于临界值，继续保持扩张趋势，而中型企业和小型企业的 PMI 均位于临界值以下，处于连续下降趋势。其中，小型企业的 PMI 为 47.5%，低于

平均水平。这与当前大企业发展状态良好，中小企业面临较大发展困境的经济现实是一致的。

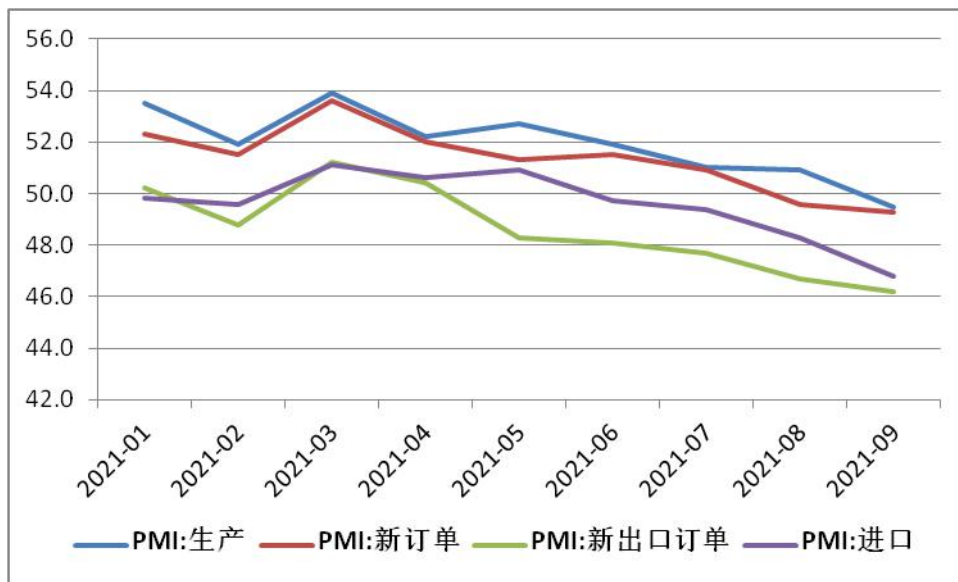


图 22 PMI 主要分项 (%)

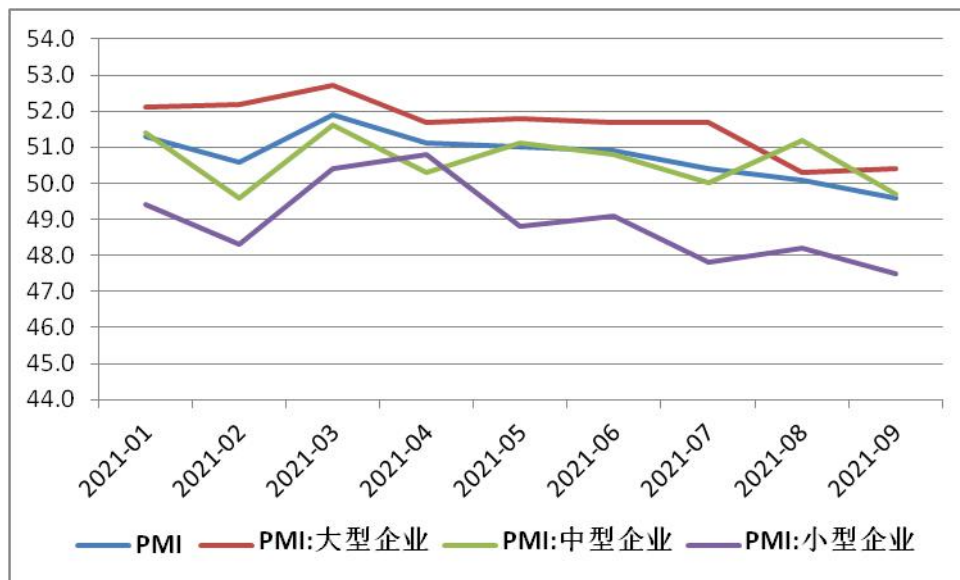


图 23 PMI (%)

非制造业商务活动指数仍然保持在高位。非制造业商务活动指数从 8 月份的 47.5% 开始上升到了 9 月份的 53.2%，但是从今年 3 月份的 56.3% 最高位开始有逐

渐趋缓迹象。非制造业商务活动受到疫情和洪涝灾害影响较大。8月份疫情全国点状和片状散发，以及局部地区的洪涝灾害影响了第三产业的发展。随着疫情防控和防洪救灾效果整体向好，商务活动等服务业逐渐恢复到了正常水平。

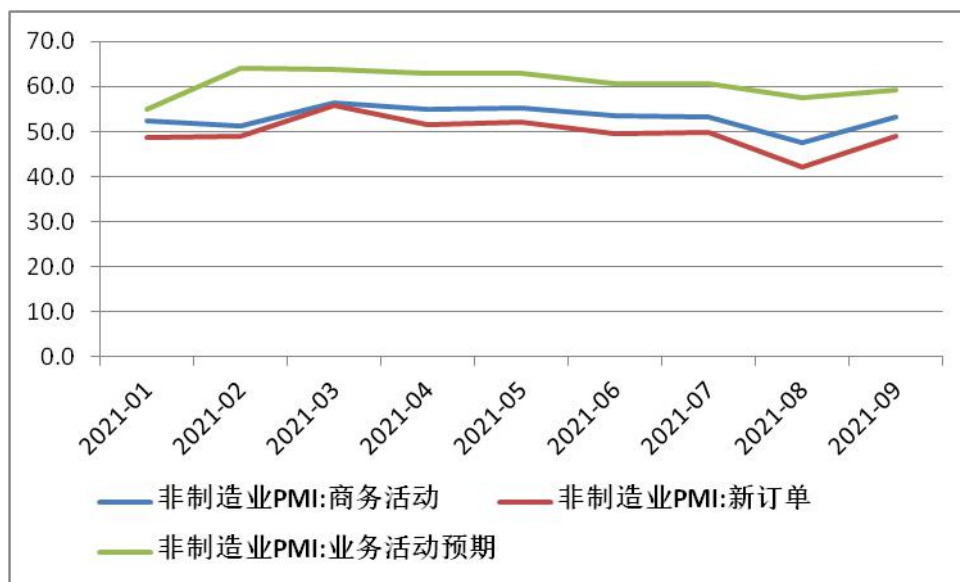


图 24 非制造业 PMI (%)

(十) 企业经营状况持续好转，但是分化严重

企业利润较快增长。1-8月份，全国规模以上工业企业实现利润总额同比增长49.5%，两年平均增长19.5%；规模以上工业企业营业收入利润率为7.01%，同比提高1.20个百分点。

企业亏损额下降，亏损面持续缩小。8月末，规模以上工业企业亏损面为20.8%，同比环比均缩小0.6个百分点。1—8月份，规模以上服务业企业营业收入同比增长25.6%，两年平均增长10.7%，快于2019年同期增速1.2个百分点；规模以上服务业企业利润总额同比增长35.7%，10个行业门类均实现盈利。

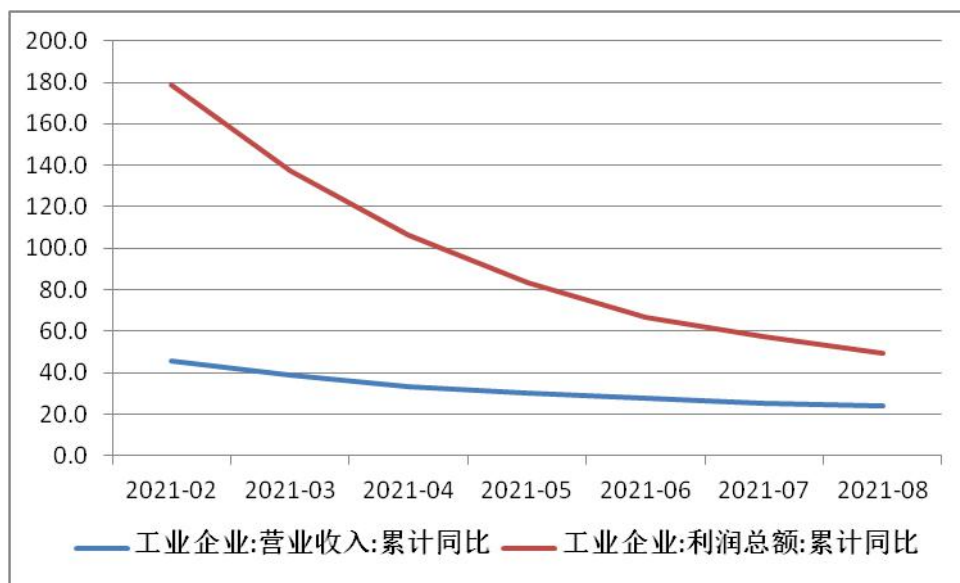


图 25 工业企业效益

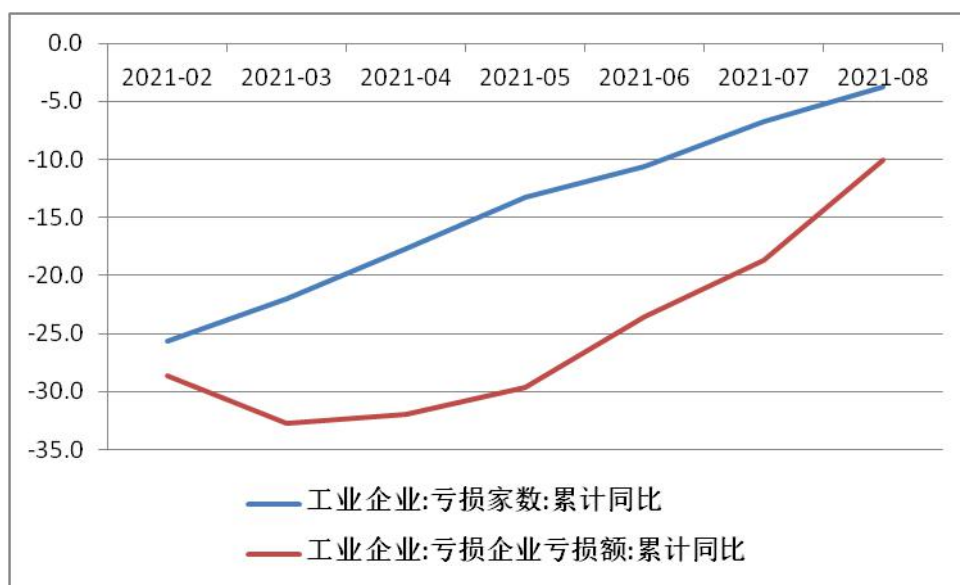


图 26 工业企业亏损情况

服务业生产经营稳定向好。9 月份，全国服务业生产指数同比增长 5.2%，比上月加快 0.4 个百分点；两年平均增长 5.3%，加快 0.9 个百分点。1—8 月份，规模以上服务业企业营业收入同比增长 25.6%，两年平均增长 10.7%，快于 2019 年同期增速 1.2 个百分点；规模以上服务业企业利润总额同比增长 35.7%，10 个行业门类均实现盈利。

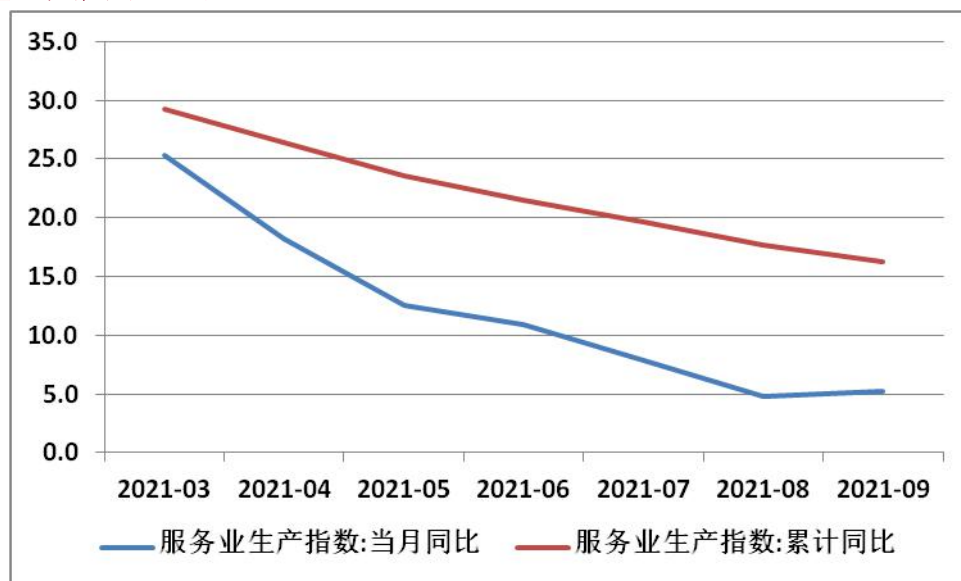


图 27 服务业生产指数增速 (%)

企业资金使用效率有所提升。8月末，应收账款平均回收期、产成品存货周转天数同比分别减少4.4天、1.8天。资产负债率继续保持下降趋势，8月末，企业资产负债率为56.4%，同比下降0.4个百分点。

利润和效率提升的同时，分化日趋严重。上游采矿业和原材料制造业企业利润增长明显。8月份，采矿业、原材料制造业利润同比分别增长1.84倍、39.6%，均明显高于规模以上工业平均水平；两年平均分别增长58.1%、36.0%，增速较8月份分别加快24.0和4.4个百分点。伴随着大宗商品价格总体高位运行推动，煤炭行业利润同比增长2.41倍，增速较上月加快30.0个百分点；油气开采行业利润同比增长2.57倍；有色、化工行业利润分别增长98.9%、66.5%。

8月份，消费品制造业利润同比增长14.4%，高于规模以上工业平均水平4.3个百分点；对规模以上工业利润增长的贡献率为29.5%，比8月提高4.8个百分点，对工业企业效益恢复的支撑作用有所增强。可以看出消费品制造业利润加快恢复，但是和上游产业相比差距明显。

(十一) 收入和就业情况改善

前三季度，全国城镇新增就业1045万人，完成全年目标的95.0%，就业形势

得到改善。9月份，全国城镇调查失业率为4.9%，比上月下降0.2个百分点，比上年同期下降0.5个百分点，为2019年以来的最低水平。本地户籍人口调查失业率为5.0%，外来户籍人口调查失业率为4.8%。16-24岁人口、25-59岁人口调查失业率分别为14.6%、4.2%。31个大城市城镇调查失业率为5.0%，比上月下降0.3个百分点。三季度末，外出务工农村劳动力总量18303万人，比二季度末增加70万人。完成全年就业目标已成定局。

前三季度，全国居民人均可支配收入26265元，同比名义增长10.4%，两年平均增长7.1%；扣除价格因素同比实际增长9.7%，两年平均增长5.1%，与经济增长基本同步。城乡居民同步实现收入改善。城镇居民人均可支配收入35946元，同比名义增长9.5%，实际增长8.7%；农村居民人均可支配收入13726元，同比名义增长11.6%，实际增长11.2%。从收入来源看，全国居民人均工资性收入、经营净收入、财产净收入、转移净收入同比分别名义增长10.6%、12.4%、11.4%、7.9%。城乡居民人均收入比值2.62，比上年同期缩小0.05。但与此同时，全国居民人均可支配收入中位数22157元，同比名义增长8.0%，低于人均支配收入增速，收入分配呈现一定的恶化。

从城镇居民支出可以看出，消费呈现了跨期替代，逐渐修复态势。到3季度，城镇居民人均可支配收入累计同比增速9.5%，人均消费性支出累计同比增速14.2%，2016年以来首次超过收入增速。



图 28 城镇居民人均收支 (%)

伴随着经济修复，政府收入得到很大改善。到 8 月份，全国公共财政收入累计同比增速为 18.4%，其中中央公共财政收入增速 18.9%，地方公共财政收入增速 17.9%。全国政府性基金收入累计同比增长 14.2%，其中中央政府增长 24.6%，地方政府增长 13.6%。地方政府性基金收入增速放缓的主要原因是国有土地使用权出让收入增速为 12.1%。

在政府收入提高的同时，今年政府支出非常克制。到 8 月份，全国公共财政支出累计同比增速仅为 3.6%，其中中央从 2020 年开始带头过紧日子，公共财政支出负增长 3.6%，地方公共财政支出增速 4.8%。全国政府性基金支出累计同比负增长 7.3%，其中中央政府增长 5.7%，地方政府负增长 7.6%，但是地方政府国有土地使用权出让收入安排支出增速为 13.8%。

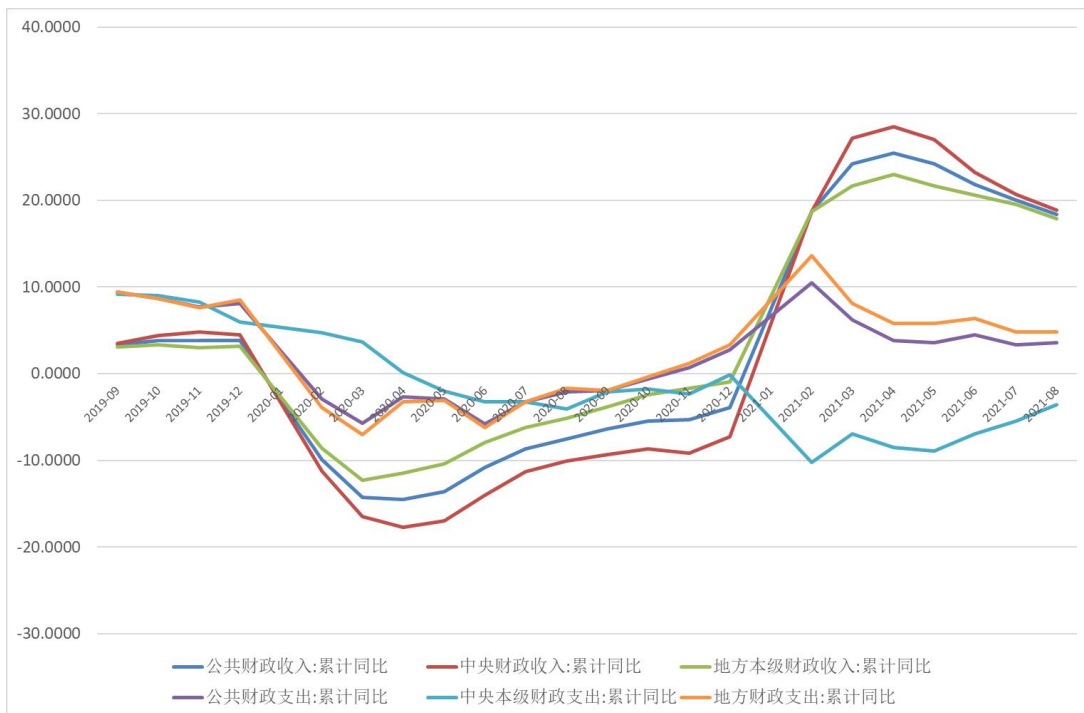


图 29 公共财政收支增速 (%)

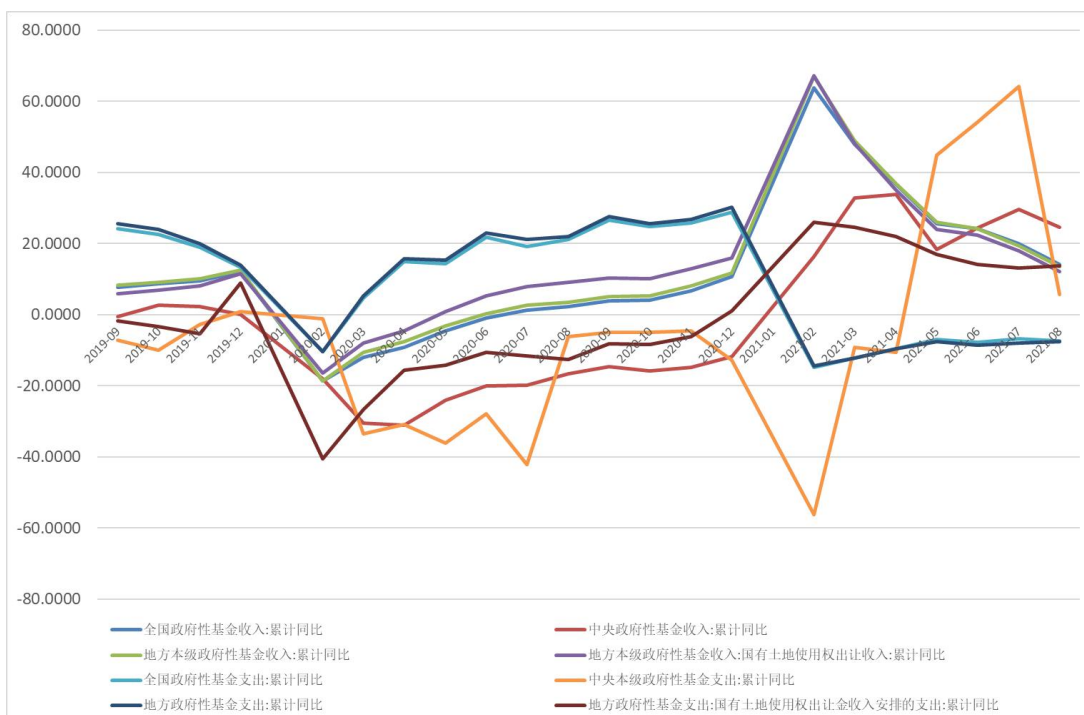


图 30 政府性基金收支增速 (%)

二、经济趋势和循环模式回归

（一）经济动能趋势性回归

对于第三季度的宏观经济，一个核心问题就是经济动能是不是出现了大幅度的趋势性下降，四季度乃至明年，经济增速会不会继续大幅度下降，持续性“破五”？我们的回答是“不会”。

第一，第三季度的宏观经济受到冲击较大。正如报告前面分析，假定三季度延续一二季度经济复苏的趋势，没有各项冲击，三季度同比增速大致在 5.5% 左右。而实际增速只有 4.9%，好像经济下行严重。但是，8 月份是在消费中很重要的一个时点，是中小学假期和大量工作人员带薪休假，是重要的旅游消费节点。考虑到 8 月份的疫情冲击等对消费的影响，大致对 GDP 增速下降了 0.3 个百分点。综合考虑这些因素，经济放缓还是在合理区间内。

第二，对当前宏观经济的分析，不能简单从某个季度进行推断。实际上，我国疫情后经济复苏是一个大的阶段，不能割裂开，一个季度一个季度分析，过度解读当前的数据。宏观经济波动是因为种种原因经济循环速度放缓，甚至出现严重中断。经济循环具有连续性，生产和消费等各个阶段是空间并存，时间继起的过程。这样一个过程具有很强的延续性，需要从 2019 年疫情发生前，到疫情发生后综合分析。

我国在疫后经济复苏大致上可以分为四个阶段。

第一阶段是 2020 年 2 月份到 5 月份。这一阶段经济复苏的主要动力是政策兜底。简单一点理解，就是政府直接加入经济循环，弥补经济停顿，“填补”经济运行的空缺。从无风险收益率看，隔夜银行间质押式回购利率（DR001）月均值从 1 月份的 1.91% 一路下降至 4 月份的 0.99%，1 年期和 10 年期中债国债收益率月均值也分别从 1 月的 2.09%、3.09% 下降至 4 月的 1.25% 和 2.54%。进入五月份以后，随着全国范围内的疫情形势得到有效控制，实体经济复工复产形势较好，债券市场开始连续调整。10 月份，DR001 回调至 1.9% 左右，1 年期和 10 年期国

债收益率分别回升至 2.7%和 3.2%左右，较年内最低值回升约 160 个和 75 个基点。

第二阶段是 2020 年 5 月份到 8 月份。在五月份政策逐渐走向常态化之后，经济更多开始回归 2019 年发展趋势。2019 年的经济循环模式是房地产投资持续高位运行稳定了投资。同时，虽然面对进口和出口的下降，净出口呈现超预期的支撑作用。但是，消费相对疲弱带动制造业下行导致了经济下行压力加大。

2019 年资本形成总额拉动 GDP 增长 1.9 个百分点，下降了 0.3 个百分点，最终消费支出拉动 GDP 增长 3.53 个百分点，下降 1.47 个百分点，对 GDP 增长的贡献率从 2018 年的 65.85 下降到了 57.76，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.67 个百分点，上升 1.27 个百分点。

固定资产投资(不含农户)增速为 5.4%，其中房地产开发投资增速达到 9.9%，提升 0.4 个百分点；基建投资增速 3.33%，增速回升 1.54 个百分点，不含电力与去年持平，支撑了投资增速。然而，核心支柱的制造业投资增速则出现大幅下滑，仅增长 3.1%，增速大幅回落了 6.4 个百分点。

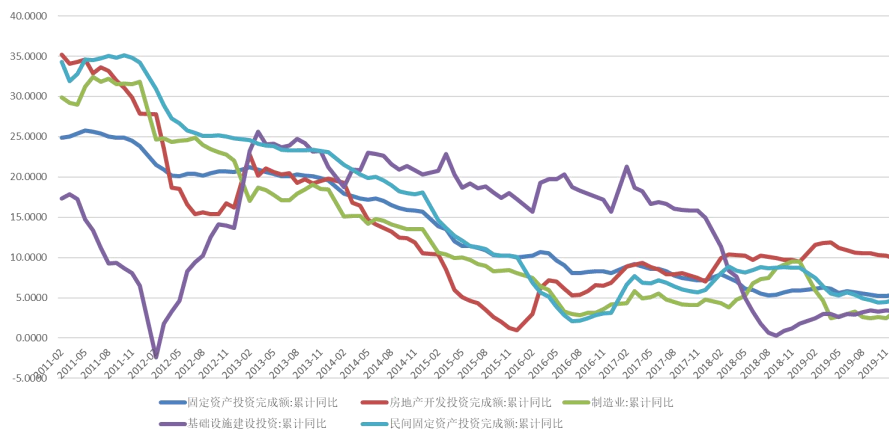


图 31 2019 年固定资产投资

社会消费品零售总额名义累计增速为 8.0%，增速下降 1 个百分点，汽车以外增速 9%。网上商品和服务增速 16.5%，比去年增速下降 7.4 个百分点。实际累计增速 6%，比去年全年增速下降 0.9 个百分点。消费支出对 GDP 增长的贡献

率下降到了 58.6%，处在历史较低水平。

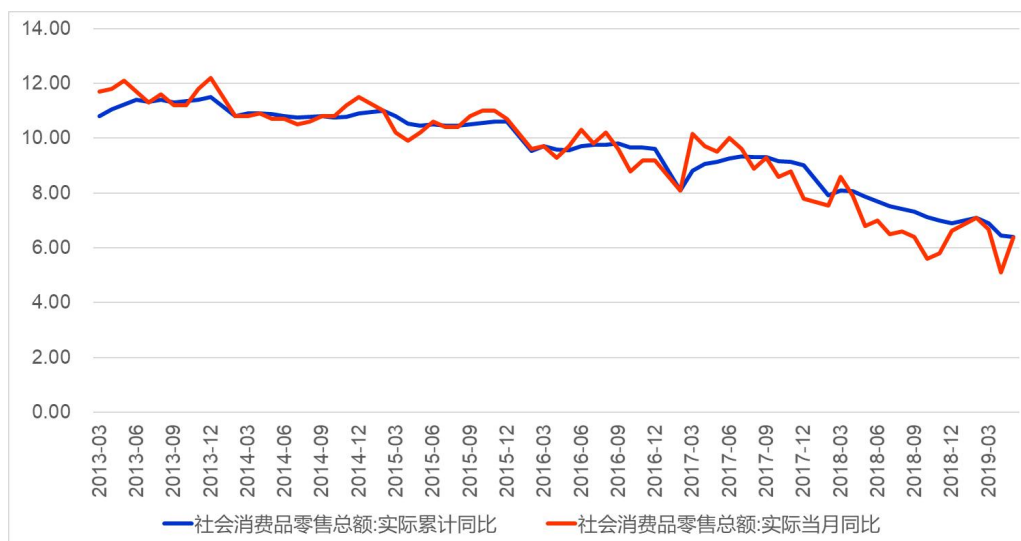


图 32 历年社会消费品零售总额

2020 年 5 月份之后以来，延续了 2019 年在投资和出口的特征。2019 年是出口和房地产双轮驱动，抵消制造业投资和消费下行。疫情进一步强化了 2019 年的趋势，替代效应强化了出口，人口等因素支撑房地产，疫情不确定性和收入分配进一步抑制消费。

第一是房地产市场持续升温。随着疫情防控工作的开展以及国内疫情形势的好转，房屋施工面积和竣工面积开始回升。房屋新开工面积增速保持平稳上升，竣工面积增速经历快速回升之后趋于平稳。

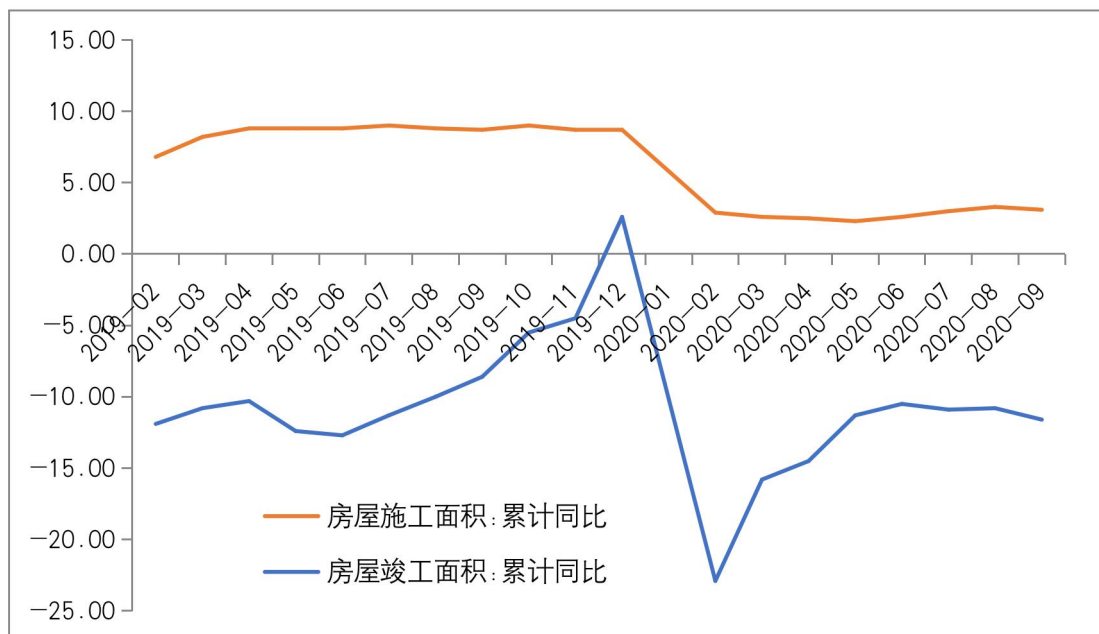


图 33 2020 年房地产市场升温

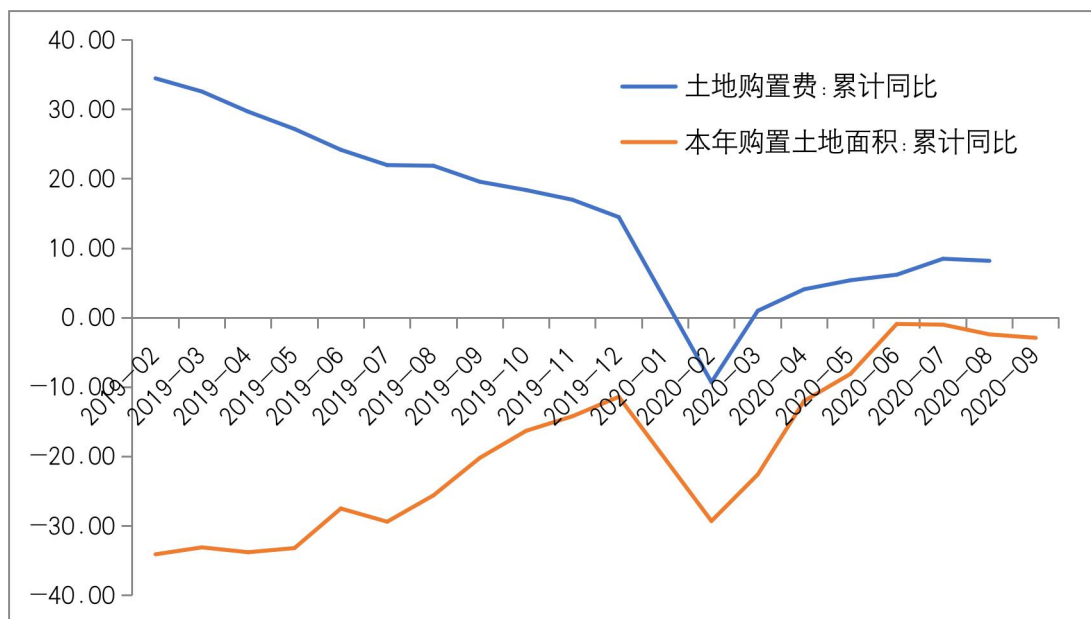


图 34 土地购置统计

第二是贸易顺差加速回升。随着我国控制住疫情,我国的生产逐渐取代世界。同时,由于欧美国家大量补贴家庭,保持了消费的持续上升。这就导致了世界供

给和需求的巨大缺口正好由我国弥补。我国的货物贸易顺差在 5 月份之后迅速收窄，7 月份之后实现了正增长。同时，我国在服务贸易方面，大幅减少了海外旅游、购物等支出，进一步推升了贸易顺差。

但是在 2020 年 5-8 月份，消费存在着超调。也就是说，在 2020 年 2 季度，经济动能主要是来自出口和房地产投资，但是消费还在拖后腿。

第三阶段是 2020 年 9 月到 12 月。这一时期，在延续 2 季度经济动能的同时，新增添了一个动能，消费修复，所以 2020 年 3、4 季度经济数据非常亮眼。在消费修复中有三大动力。

第一个方面，农民工的收入提升提高了消费。农民工在 2020 年 8 月份之后收入实现正增长，推升了消费。

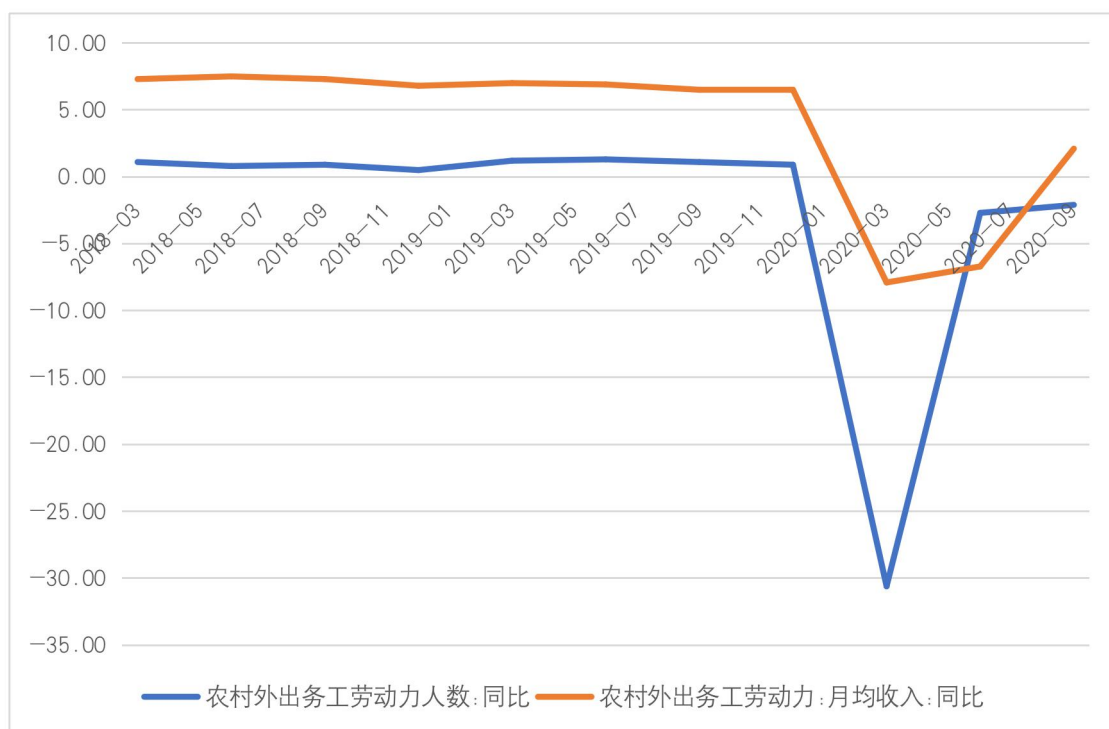


图 35 农民工返城

第二个方面，中产阶级收入逐渐回归。我国受到疫情影响较大的行业会正面冲击中产阶级，导致了消费的挤压。在 2020 年 3 季度逐渐行业修复后，中产修

复成为了一个重要动力。

表 1 2019 年各行业平均工资

就业人员平均工资:信息传输、计算机服务和软件业	161,352.00
就业人员平均工资:科学研究、技术服务和地质勘查业	133,459.00
就业人员平均工资:金融、保险业	131,405.00
就业人员平均工资:卫生、社会保障和社会福利业	108,903.00
就业人员平均工资:电力、煤气及水的生产和供应业	107,733.00
就业人员平均工资:文化、体育和娱乐业	107,708.00
就业人员平均工资:交通运输、仓储和邮政业	97,050.00
就业人员平均工资:公共管理和社会组织	94,369.00
就业人员平均工资:采掘业	91,068.00
就业人员平均工资:批发和零售业	89,047.00
就业人员平均工资:租赁和商务服务业	88,190.00
就业人员平均工资:房地产业	80,157.00
就业人员平均工资:制造业	78,147.00
就业人员平均工资:建筑业	65,580.00
就业人员平均工资:水利、环境和公共设施管理业	61,158.00

就业人员平均工资:居民服务和其他服务业	60,232.00
就业人员平均工资:住宿和餐饮业	50,346.00
就业人员平均工资:农林牧渔	39,340.00

第三个方面，学生开学。这个对于消费的复苏起到了很大作用。

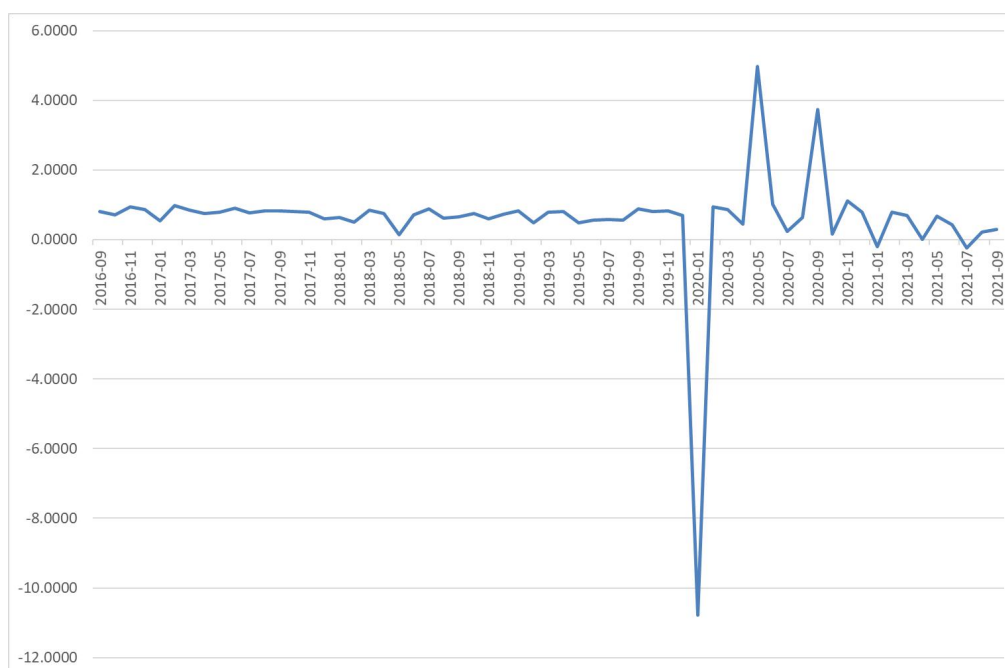


图 36 社会消费品零售总额环比（季调）

总体看，在 2020 年三季度之后，消费修复，但是不是反转。消费在消费不足，乘数不能发挥作用的情况下，经济产生了一定程度的割裂。国内并没有形成一个循环整体。一个是基建和房地产引领部分装备制造业的发展，另一方面是相对较弱的消费和制造业投资循环，未能形成联动。实际上，近年来我国经济这种循环割裂的情况持续出现，2017 年的出口并没有拉动国内经济，也是没有形成消费，表现为价格变化的非同步性。

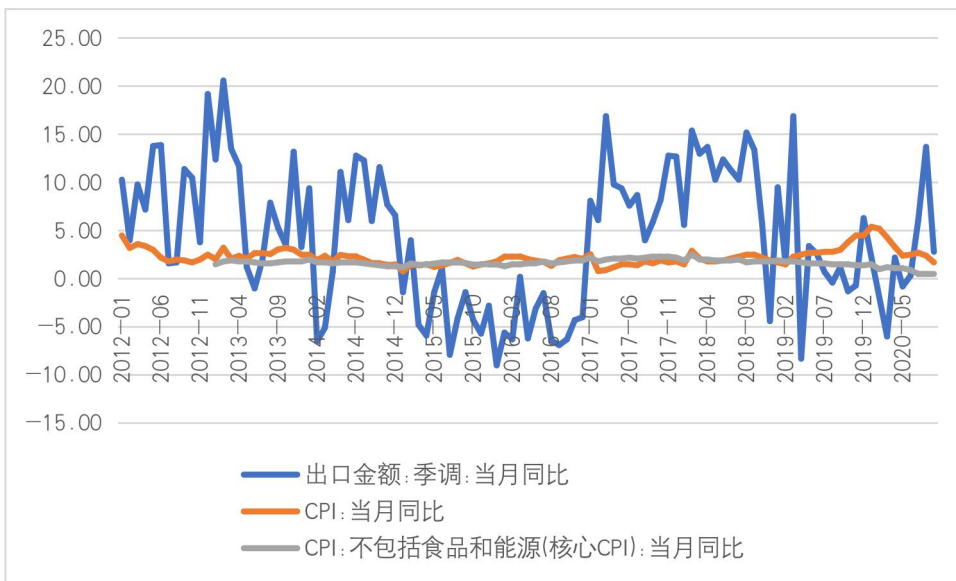
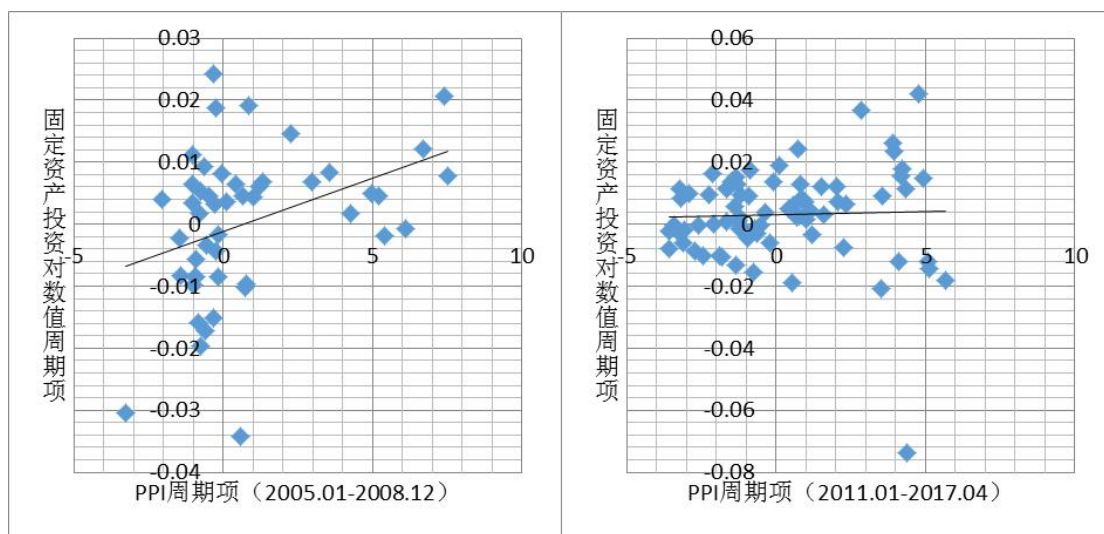


图 37 出口引致经济

传统的经济周期传导方式，即价格上升带动利润增加——资产负债表稳步修复——拉动投资——推动经济上行，在危机后出现了失灵，下游行业难以跟进。



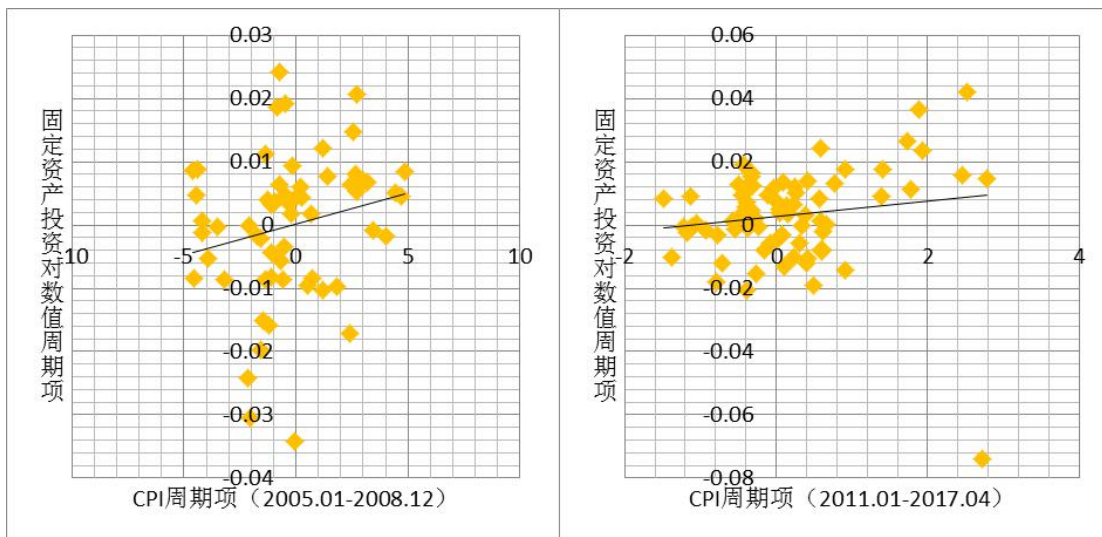


图 38 经济联动放缓

第四阶段，2020 年新动能还需释放。在经济进入 2021 年之后，复苏的动能并没有发生本质的改变。尤其在消费方面，2020 年三季度之后的农民工和开学因素成为了常态化，不是环比的重要动力，主要消费动能来自于中产阶层修复之后的跨期替代和流动性约束缓和。这就导致消费的修复动力是比较有限的。因此环比增速相对难以实现突破，维持在相对较低水平。由于 2020 年一二季度基数较低，就带来了同比较快增长，但是随着基数的逐渐抬升，同比增速必然逐渐放缓。但是综合判断，经济还在复苏的轨道上，不会出现持续突破合理区间的现象。

第三，目前的需求侧动能趋势存在放缓的趋势，需要高度重视。第一是房地产。商品房库存降至近十年的低位，9 月末，商品房待售面积 50285 万平方米，比 8 月末减少 296 万平方米。在这种状态，房企应该补库存，但是选择了“躺平”。1-9 月份土地购置面积同比下降 8.5%；土地成交价款增长 0.3%。新开工走低，1-9 月新开工面积下降 4.5%。竣工保持高位，1-9 月份竣工面积增长 23.4%。同时，房企预期不稳定。第二，出口下行压力逐渐加大。欧美复工复产，从商品消费向服务消费转型，美国需求局部见顶，我国逐渐加大从美国进口，这些因素都对贸易顺差产生一定的影响。

（二）经济循环模式困境

如果我们将视野放的更长，从中长期看短期，可以更好的理解为什么疫情后经济复苏难以走出原有经济循环模式。在市场经济条件下，我们经历过两个大的循环模式。一个是福特-凯恩斯模式，一个是灵活积累模式。

福特-凯恩斯模式是市场经济循环长期发展探索中最终形成的一种主导模式。这种模式是大规模生产、大众消费、平稳的劳动力供给体制、泰勒制为代表的高效率管理策略等。福特模式以流水线整合技术和劳动分工的基础上向工人提供充分的收入和闲暇时间，消费企业生产的大批量产品，带来了我们熟悉的大众消费和消费至上主义等现象。但是由于资本积累存在的固有问题，必然会产生消费不足等现象，最终带来了 1929 年到 33 年的大萧条。在罗斯福新政和凯恩斯主义的推动下，国家权力开始适度介入市场经济，弥补消费不足。

在二战之后，通过战争期间孕育的新技术，福特-凯恩斯模式将新技术导入经济循环，带来了稳定的经济增长。汽车、造船、石油化工、橡胶、电器消费、房地产成为了经济增长的助推器。这种模式需要不断创造新的需求，产生了以房地产供给推动和中产阶级文化吸引等多个方面形成的郊区化、运输和交通系统扩大以及新一波全球化浪潮。因此，二战后的福特-凯恩斯模式不仅仅是一种单纯的大规模生产体制，更是一种全面的生活方式。大规模生产意味着产品的标准化和大众消费，也推动了国际贸易和国际投资的大规模扩张。

这种模式中也存在很多生产和循环固有的问题。大规模生产一定意味着大规模的市场开发，有效需求不足始终是一个循环核心问题。这就导致利润率不断下降，同时经济体系的刻板性不断增强，会更加依靠灵活的货币政策注入流动性维持繁荣，但这必然带来通货膨胀。最终经济会逐渐走向滞胀。上个世纪 70 年代石油危机等只是进一步加重了福特-凯恩斯模式最终的滞胀结果并导致其解体。

面对福特制刻板僵化的模式，灵活积累就形成了一种有效的对抗式循环。灵活积累模式依靠劳动过程、劳动力市场、产品和消费模式相关的灵活性，其特征是出现了全新的生产部门、提供金融服务的各种新方式、新市场，最终商业、技

术和组织创新得到了极大的强化。新的积累模式下，原有的经济冲击效果也就不再相同。例如，布兰查德等发现上世纪 90 年代之后石油冲击对于世界经济的影响正在逐渐减弱，其背后的关键因素在于经济的循环模式发生了结构性转型。

在这个过程中信息技术的崛起极大强化了灵活积累模式。通过信息技术，不断下降的运输和交易成本，使得决策可以传到更为广阔和多样化的全球空间，全球化不断推进。通过灵活积累模式，劳动力市场出现了彻底的重构，较为刻板的雇佣模式全面走向外包等灵活劳动力模式。灵活生产体制使产品创新的速度得以加快，在消费方面伴随着更加快速变化的时尚、调动一切的消费至上主义。生产即消费的文化产业得到了极大发展，短视频等模式又不断侵入原有的文化行业。

在灵活积累模式下，对信息和金融要素的控制成为了制胜的关键。解除金融管制成为了上世纪 80 年代之后的流行词。全球股票市场、商品期货市场、货币交易市场等意味着单一世界金融体系的形成。但最终这种金融作为主要调节模式的灵活积累体制，导致了债务的不断攀升，最终爆发了 2008 年全球金融危机。

在全球金融危机后，我们并没有走出灵活积累模式。西方国家陷入了“永久停滞”困境。量化宽松等政策必须不断加码，债务成为世界重大问题。目前看，全球经济最大的困境是经济循环模式无法有效突破。这也意味着我们不应对明年全球经济复苏过于乐观，欧美国家的复苏更多是回到原有增长轨道，而不是超越原有增长逻辑。

经济循环模式的调整有很大弹性，我们需要避免从单一的技术等维度对经济循环模式进行简单判断。技术和组织的变化有各种原因，例如劳动力和自然资源的稀缺性、新的劳动过程、制度安排、管理体系等等。这意味着简单以所谓的技术周期突破经济循环模式的观点并不成立，社会的演化是一个辩证综合的过程。目前的灵活积累模式已经显露了很多固有问题，但是也存在着调整空间。这意味着在未来一段时间内还将是经济循环的主导模式。但是其固有问题决定经济增速难以大幅上行，同时经济波动发生的频率会越来越快，深度越来越大。

(三) 更应警惕持续供给侧成本冲击

三季度以来，我国经济在延续回归 2019 年经济增长逻辑的同时，伴随着需求侧动能的进一步下行。但是未来短期内更大的冲击还是来自供给侧成本不断上升。

第一，全球能源问题将会在中期内持续构成约束。在 9 月份，我国一些地区出现了拉闸限电等现象。这不能用大旗论来解释。同时期国际能源价格也在大幅度攀升，这也不是简单的阴谋论。能源价格未来将成为一个全球性问题。在全球应对气候变暖，走向碳中和的过程中，煤炭使用必然受到限制。但是，过去 10 年全球经济低增长导致能源投资持续下行，替代能源在全球投入还不充分。同时目前的风力、水电等绿色能源供给还不稳定，储能方案成本较高，这就导致了全球能源供给会存在着一个转型期，部分程度上类似于上世纪 70 年代石油供给全面受限。基于此，综合判断明年国际油价将会处在高位，持续对于生产、交通、居住等成本产生冲击。

我国的电力问题既是这个国际大趋势中的一部分，也有其特殊性。一方面我国煤电价格市场化机制还存在着调整空间。今年煤炭价格涨幅巨大，但是电价上浮比例有限，需要进一步理顺煤电价格体系。另一方面在电力的需求端，工业超额复苏、新型基建和电源替代产生了很大的新增电力需求。例如，5G 基站空载状态下是 4G 基站能耗的 2.5 倍，满载状态下是 4G 基站的 3.5 倍，同时单位空间 5G 基站密度大幅度提升，预计 2021 年新增电力需求 300 亿千瓦时。数据中心建设新增电力需求 700 亿千瓦时。在“双碳”建设中，电源替代效应更是要特别关注。工业领域电气化、电锅炉、电窑炉，建筑、交通、农业、商业服务等都产生了大量新增电力需求，预计 2021 年新增电力需求 1900 亿千瓦时。因此我国电力紧张还是在一段时间内会维持，对四季度的工业生产也会产生一定的抑制作用。未来电力紧张会逐渐转换为能源成本高位运行，对于未来 2 年的宏观经济产生一定冲击。

第二，化工品价格会持续维持高位，突破原有的周期逻辑。无论是绿色发电和还是新能源汽车在未来都会有巨大的发展空间。在这个转换的过程中，出现了

从化石能源向新材料密集型的转变。这就对化工新材料产生了很强支撑。化工从强周期性行业逐渐产生一定的成长性。由于供给调整需要一定时间，在一段时间内部分化工原料会处在相对高位。由于化工的基础性质，这就对下游行业产生了大范围冲击。由于消费复苏还需要时间，企业利润必然受到较大挤压。在成本和需求双重冲击下，中小企业经营会更加困难，违约风险进一步增加。

第三，全球供应链冲击需要一定的时间修复。在此次疫情后全球供应链受到巨大冲击。由于世界各国经济恢复非常不平衡。同时疫情散发的随机性和劳动力供给决策转变导致供应链恢复还需要时间。这也带来了生产和交易成本的攀升，特别是会延误周转时间。

综合判断，我们对当前的中国经济不能过于乐观，不能轻言疫后新周期，但也不能过于悲观，认为中国经济将要突破底线，持续大幅下行。在疫情后，我国经济运行已经逐渐回到原有逻辑，总需求不足问题将持续出现。这就导致环比增速很难出现较大幅度的上行，但是也不会轻易突破原有经济逻辑，展现足够的韧性。由于环比经济增速波动性，产生了季度经济增速会有较大的波动。这就要求我们一方面要前瞻性做出预判，同时也一定要保持定力，不要简单对高频数据扰动。未来一段时间我们要着重关注供给侧冲击。供给侧冲击提升成本，叠加总需求不足对企业会产生巨大压力，必须加大企业扶持力度，稳住中国经济基本盘。

三、政策建议

第一，强化跨周期调节，跨越更要跨出周期。由于经济供需两端受到冲击，宏观政策必须更要考虑长期经济增长效果，需要跨越周期进行调节。一方面，发挥好基建带动作用，进一步适度超前扩大基建规模。另一方面，以科技自立自强和产业链备份等为切入点，加大制造业企业投资。

跨周期调节更要跨出周期，走出现有灵活积累模式。跨周期调节关键是着力构建新发展格局，促进新循环模式形成。新发展格局不能简单在原有循环模式下打通经济原有经济的堵点恰恰是原有循环模式造成的需要超越现有循环模式以数字技术为支撑，共同富裕为基础，“双碳”建设为方向。

第二，以降低成本为短期政策核心。进一步在财政政策上考虑结构性减税，特别是要对财政支出结构进行合理调整，保证减税能够可持续、并有效直达企业。同时在货币政策上考虑进行降准，以低成本资金取代高成本的公开市场投放。推动物流体系改革，进一步降低物流成本。

第三，以制度改革扩大总需求。总需求不足尤其是消费不足一直是一个制约性问题，需要加大力度破解结构性障碍。短期内进一步加大对于汽车消费扶持力度，完善汽车产业链，保障供需。中长期看需要着力破解区域、城乡一体化，加大力度提高中等收入群体比重。我国当前中等收入群体占比约为 29.4%，与欧洲 70%以上，美国 50%以上，还有很大差距。共同富裕要着力解决低收入群体如何迈入中等收入群体，加大中低收入群体的财产性收入，规范劳动市场，进一步稳定和扩大就业。

第四，保持企业，尤其是房地产企业合理利润，促进房地产行业健康稳定发展。目前行业政策执行中一个问题是，地方政府往往通过一刀切的方式压制企业利润，达到调整目标。这在房地产行业表现尤为突出。例如三季度上市房企利润出现了较大幅度的下降，已经逐渐低于整体制造业利润率。这并不利于行业长期平稳健康发展。政策执行还是要考虑市场化手段，以企业持续稳健运行为基础。

第五，稳定宏观政策、特别是行业政策预期。目前部分宏观政策，尤其是行业政策出台后的预期引导效果还不够明显。企业对于政策目的、未来配套措施、行业发展环境等不够明了，导致部分企业选择躺平，长期观望。这对于企业投资、产业升级、高质量发展非常不利。要着力加强政策预期管理。

第六，加快推进综合性改革。我国目前经济结构性问题突出，国内国外问题交织。面对这种情况需要加大改革的综合配套力度，强化改革之间的协调。改革不协调容易导致资源错配。例如，资源不能从夕阳行业转移到朝阳产业，表现为大量的“僵尸企业”。又比如，劳动力由于房价、社保等原因不能在不同城市自由流动，不能更好地发挥中心城市的带动作用。当资源不能得到充分配置，必然导致社会成本上升。未来需要进一步加大综合性改革力度，将经济导向新发展格局。



把脉中国经济 传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forecasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站: <http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号:

