



# CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF 中国宏观经济月度数据分析报告

( 2022年10月 ) ( 总第59期 )

## 压力下韧性凸显的中国宏观经济

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

2022年10月



**CMF**

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济月度数据分析会（第59期）

# 压力下韧性凸显的中国宏观经济

报告人：邹静娴

2022年10月26日

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

# 当前所在时点的多重意义（时间坐标）

1. 历史定位：20大-定位了现在是向第二个百年奋斗目标进军的关键时刻；
2. 月度：“金九银十”-传统销售旺季；
3. 季度：三季度-季度（3/4+）；
4. 年末：眼下中央经济工作会议即将召开-确定明年的经济增长目标

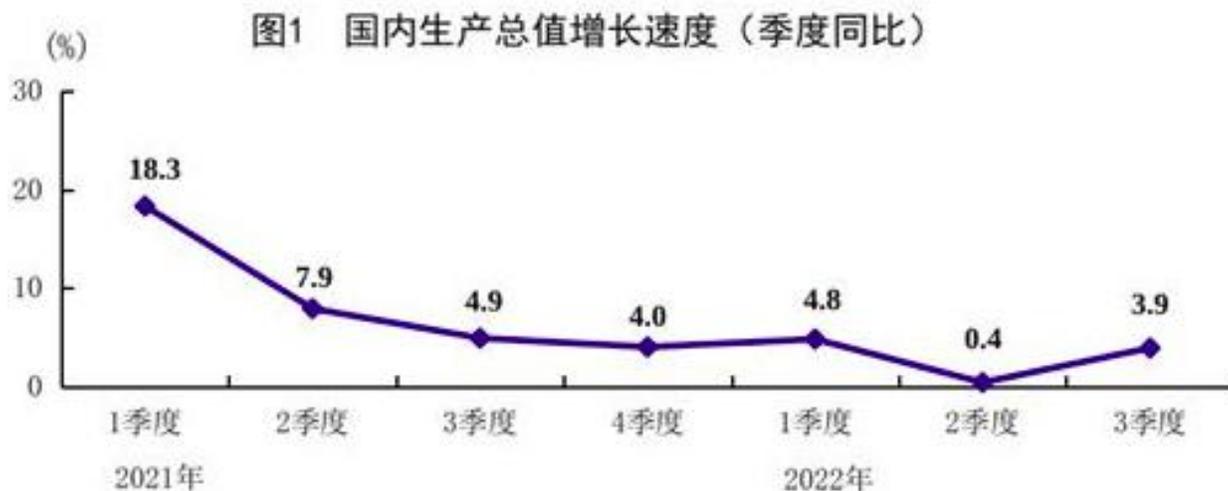
对下一步中国经济形势的研判至关重要

开门见山：**边际好转，低位企稳**

# Q1：当前数据怎么看？

# 第三季度宏观经济形势边际好转，经济实现低位企稳

- Q1-3我国经济增速分别为4.8%、0.4%和3.9%；前三季度3.0%。



- 数字怎么样？
  - Q3-3.9%，怎么看？→超出市场预期（3.6-3.7%）
  - Q1~3-3.0%，怎么看？

# 边际好转，低位企稳

国际比较视野下来看，中-美；起跑点不一样-DID（时间维度：去年末-现在）；

2022年增速预测	中国	美国	差距
2021.12	5.6% ↓	5.2%	0.4%
2022.10	3.2%	1.6% (9月FED, 0.2%) ↓	1.6%+

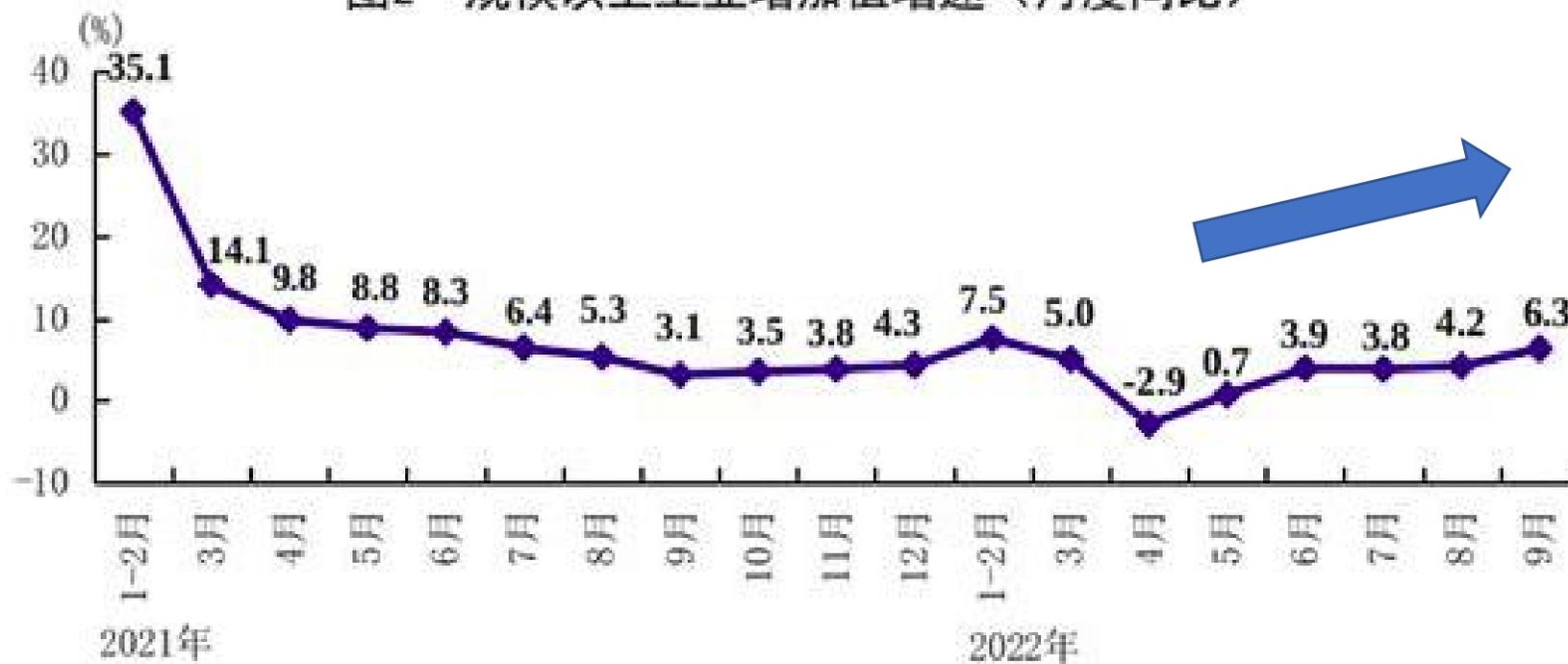
- 启示：
  - 纵向（跟自己比）-不及以往；横向（国际比较）-世界前列，来之不易；
  - 外部超预期冲击（受俄乌冲突、高温干旱、疫情反复）；耶伦：高通胀（疫情）。

# 边际好转，低位企稳

从供给面来看

□ 9月份规模以上工业增加值同比增长6.3%（基建），延续上涨势头（前值4.2%）；

图2 规模以上工业增加值增速（月度同比）



# 边际好转，低位企稳

供给面在复苏，但基础仍有待夯实——弱复苏

□ 9月份PMI（采购经理人指数）重回荣枯线以上，达到50.1，制造业、建筑业有所回升，但服务业有所回落。

□ 9月PPI同比上涨0.9%，前值2.3%。

# 边际好转，低位企稳

## 需求面（重点）

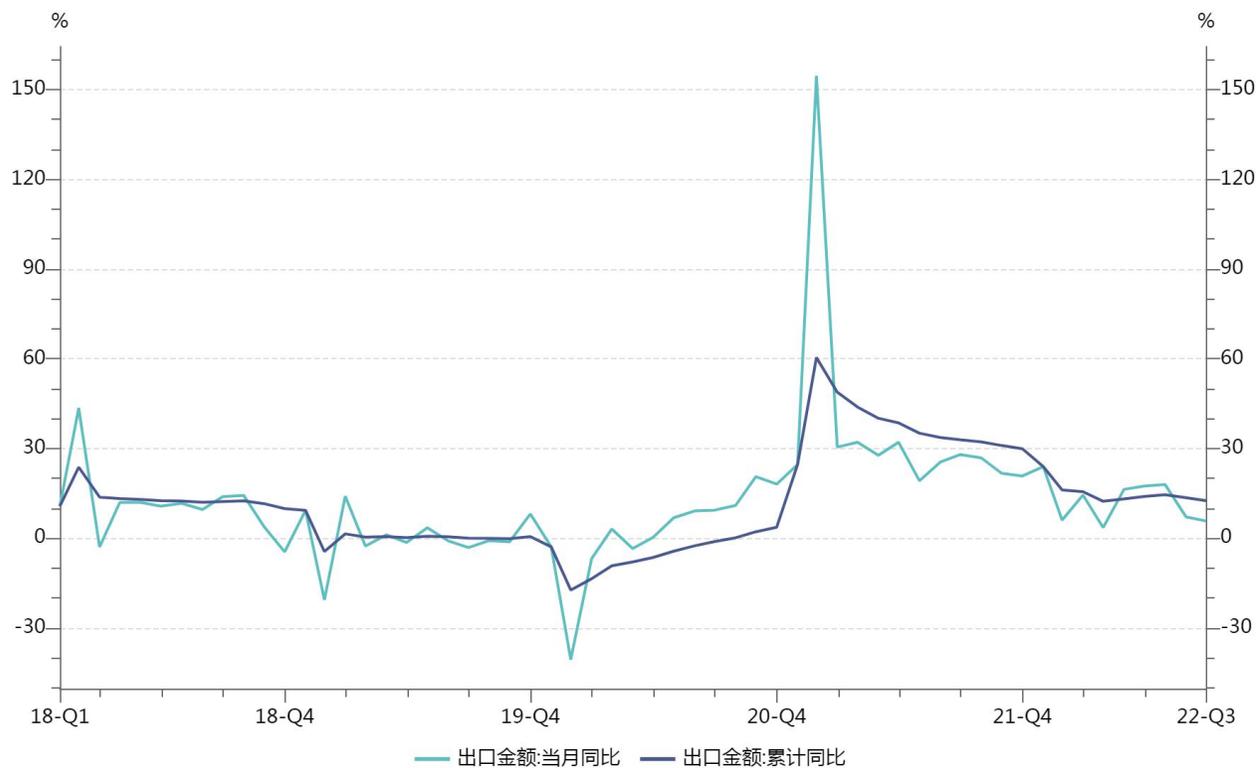
□ 今年增长主线：两大**拉动**（**出口、基建**），两大**拖累**（**消费、地产**）

□ 后续：拉得动吗？还拖累吗？

# 需求面：“两大拉动↑+两大拖累↓”

## □ 拉动1：出口

- 1-9月以美元计出口累计同比增速为12.5%，显示出口较强韧性。



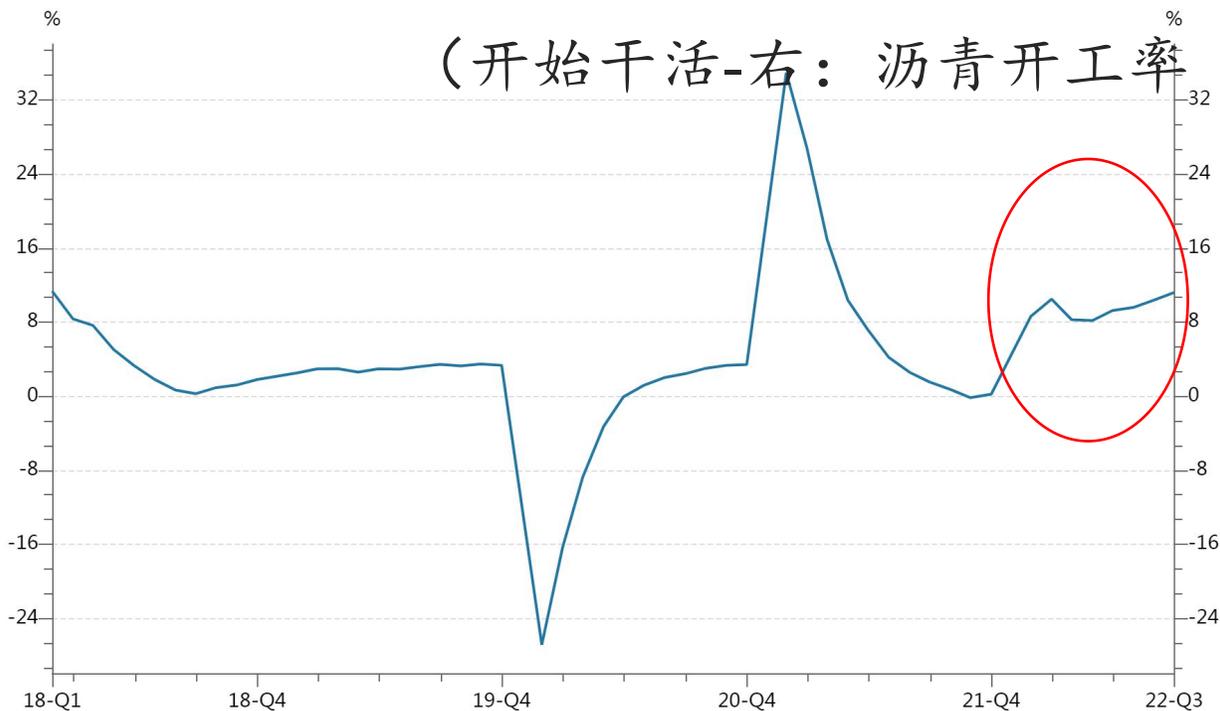
数据来源：Wind

# 需求面：“两大拉动+两大拖累”

## □ 拉动2：基建【现状】

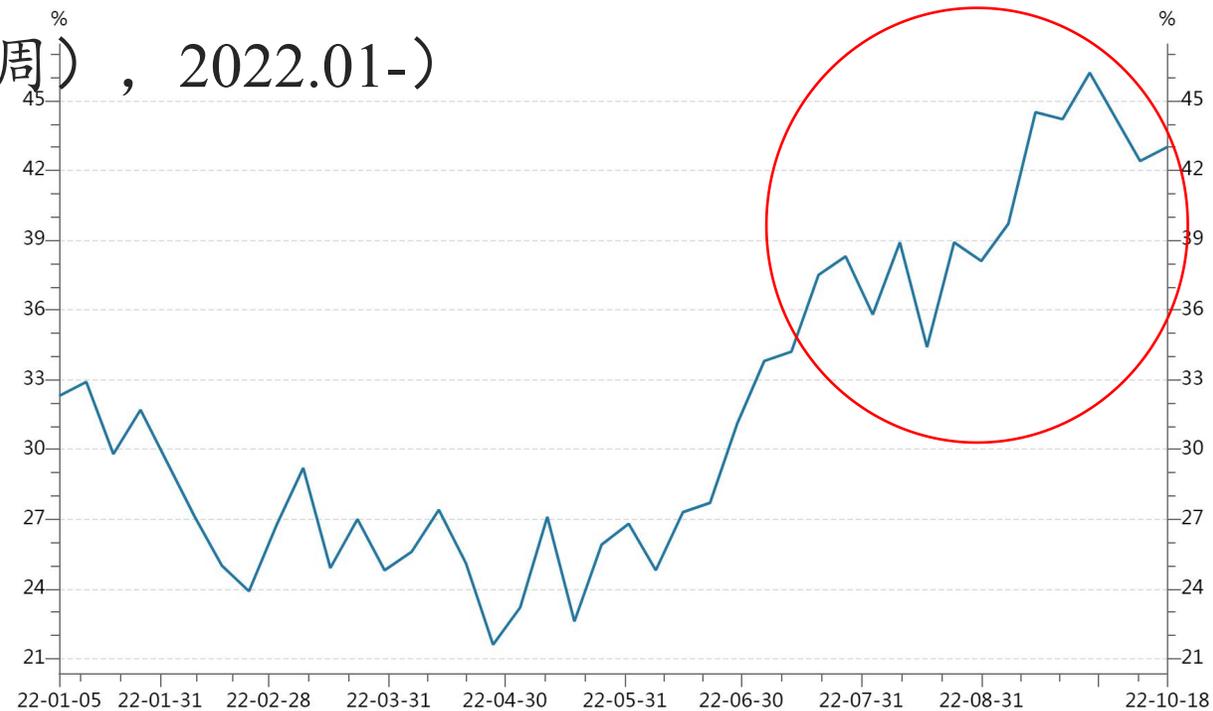
- 今年基建投资增速整体较高水平（左：2018-）
- 为何Q3表现尤为突出？前端开工加快转化为中后期的实物工作量

（开始干活-右：沥青开工率（周），2022.01-）



— 固定资产投资完成额:基础设施建设投资:累计同比

数据来源：Wind



— 开工率:石油沥青装置

数据来源：Wind

# 需求面：“两大拉动+两大拖累”

□ 拉动2：基建【原因】OR，三季度解决了基建前期哪些问题（“三无/三没有”）

- 没资金→6000亿政策性开发性金融工具（8月-3000,9月-超千）+盘活地方5000多亿元专项债限额；
- 没法干→防疫政策逐步优化、精细化；前期高温限电因素大幅消退；
- 没动力→国务院督导组；7月政治局会议“经济大省勇挑大梁”×“锦标赛”

# 需求面：“两大拉动+两大拖累”

□ 两大**拉动**：出口+基建

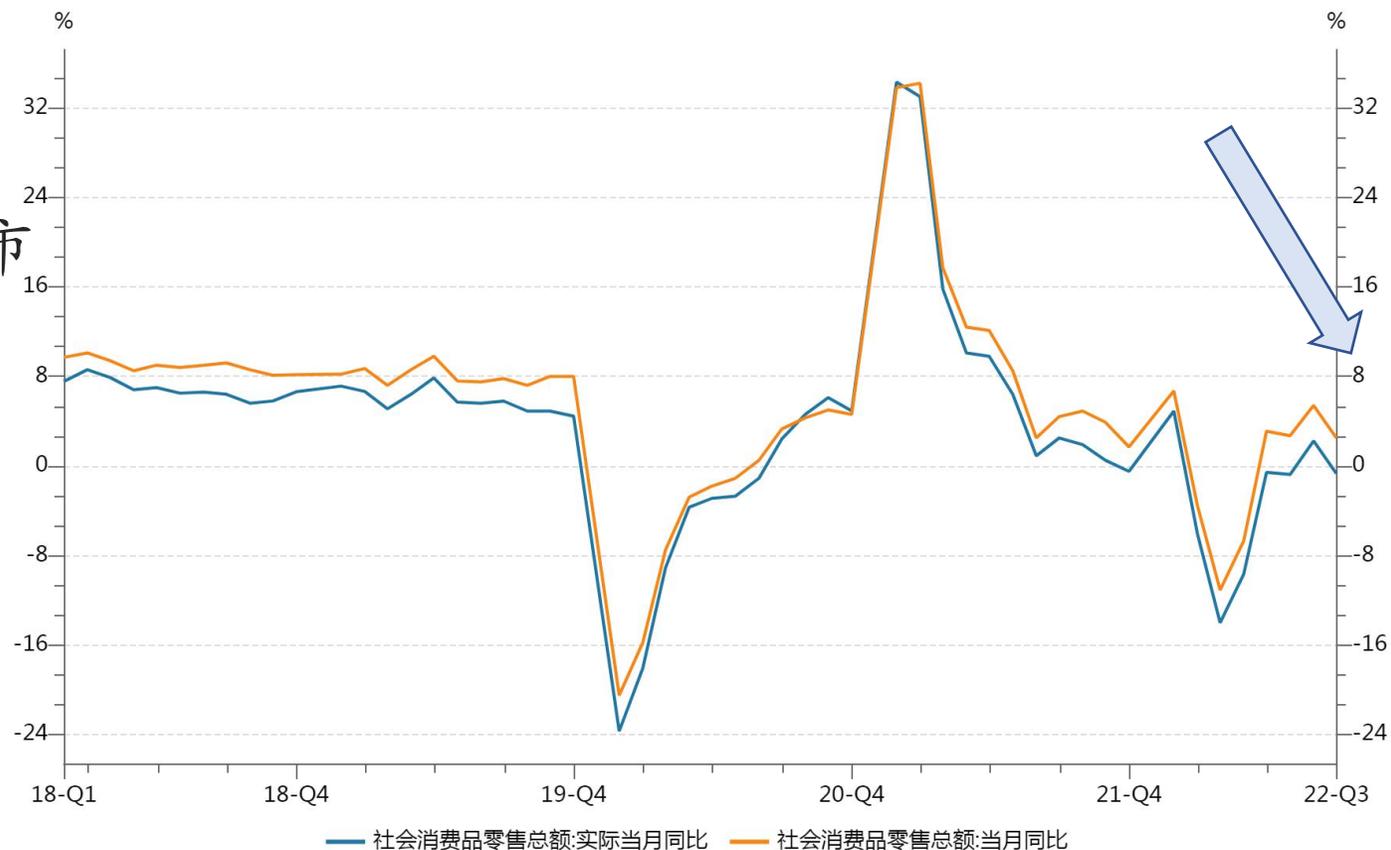
---

□ 两大**拖累**：消费+地产

# 需求面：“两大拉动+两大拖累”

## □ 拖累1：消费

- 社零：显示出内需疲弱。
- 社零同比增速2.5%，同时低于市场预期（2.9+%）及前值5.4%；
- 社零实际同比增速-0.68%；

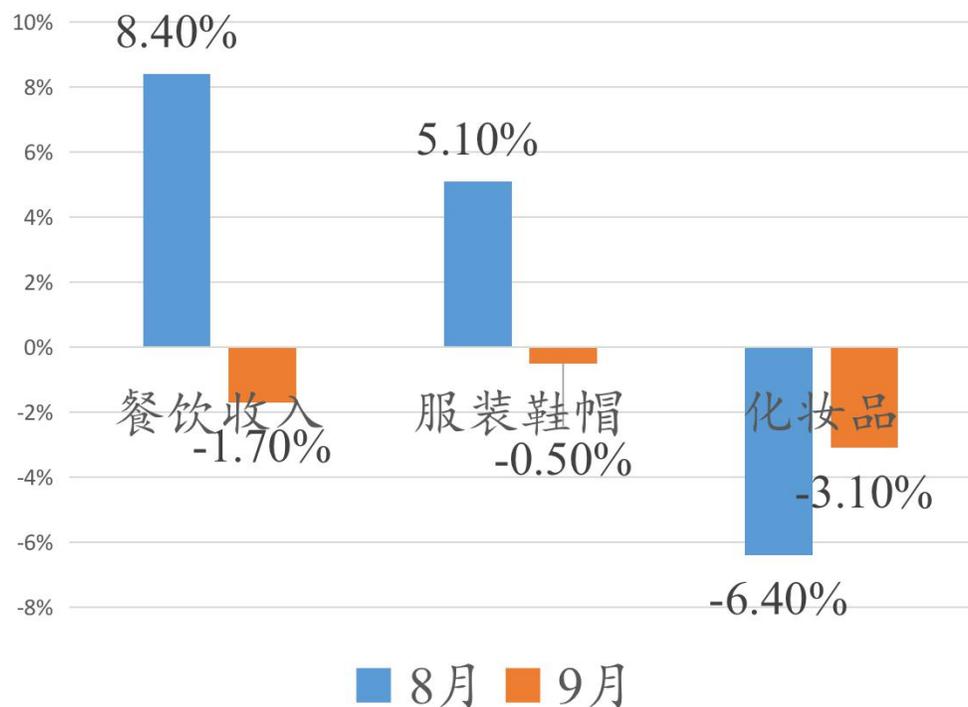


数据来源：Wind

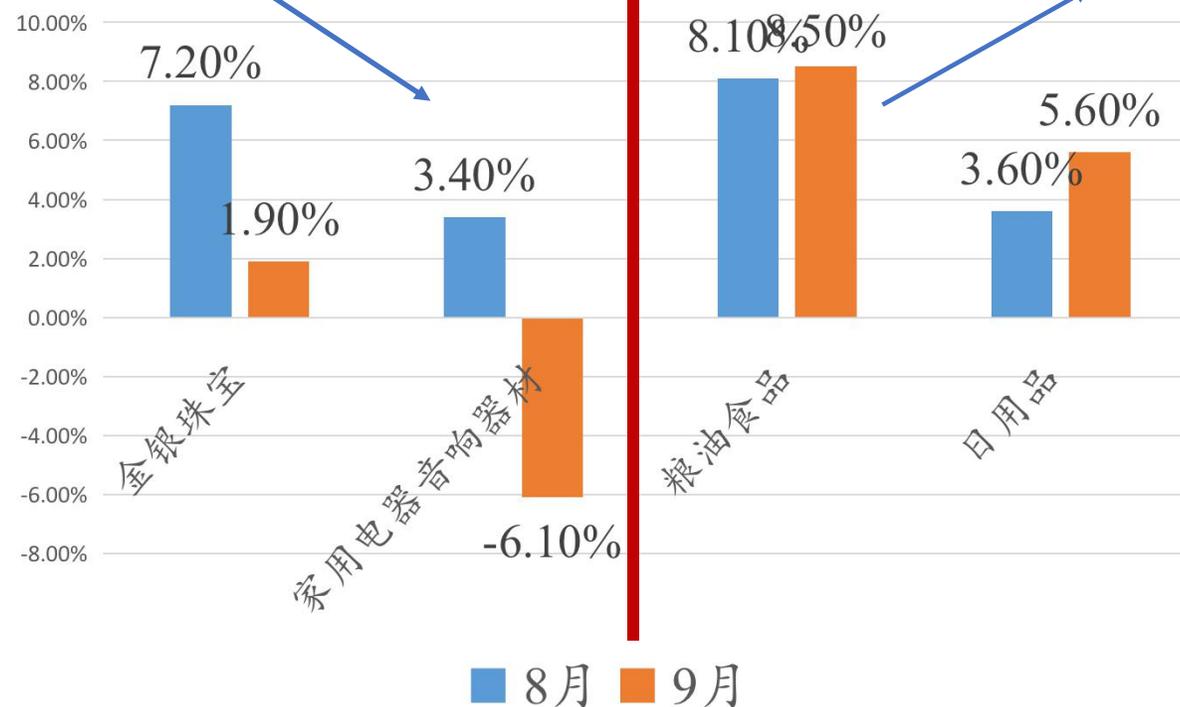
# 需求面：“两大拉动+两大拖累”

□ 拖累1：消费（细分，消费能力限制——场景+收入）

场景（社交半径）：餐饮+社交类消费弱



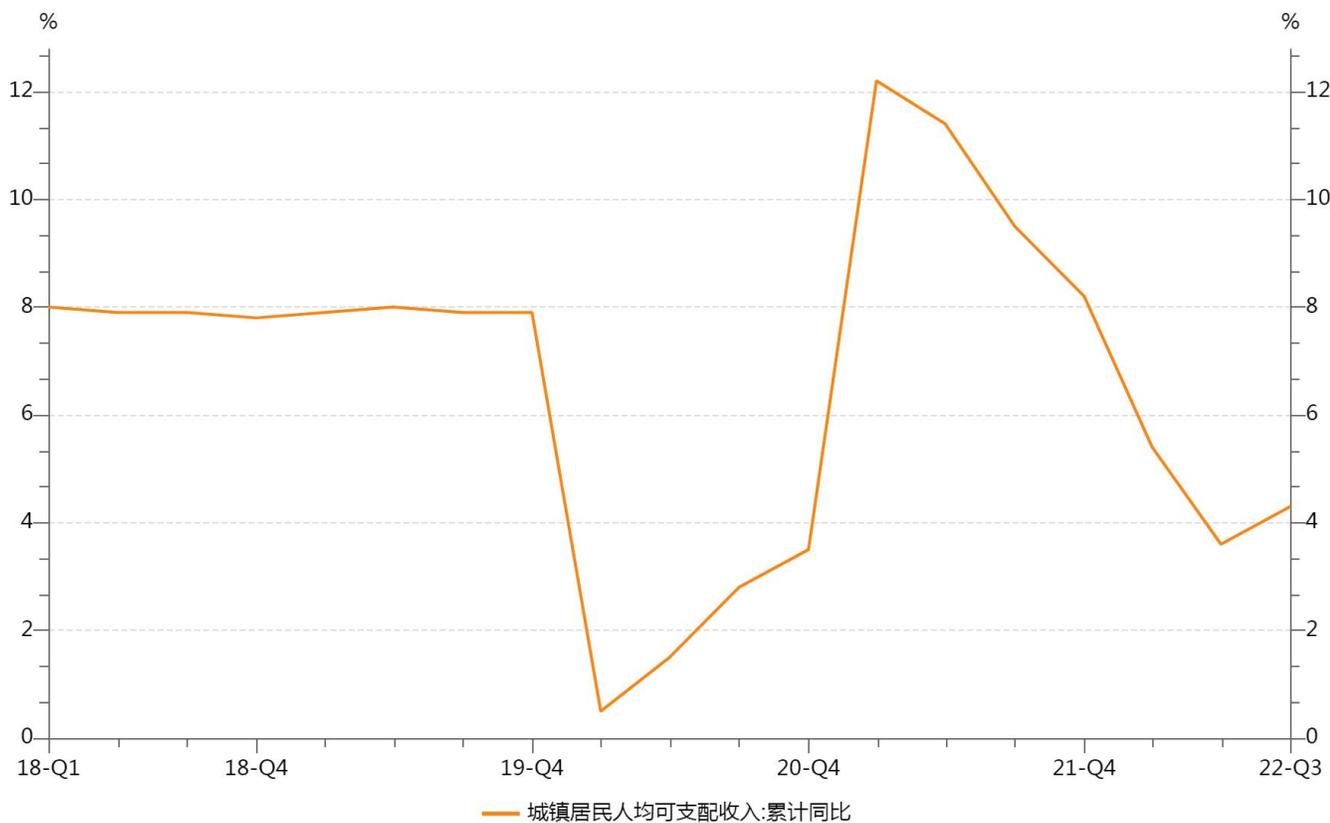
收入：非刚需消费弱于刚需类消费



# 需求面：“两大拉动+两大拖累”

## □ 拖累1：消费【原因】

- 影响消费最重要的是收入和预期：
- 收入：前三季度全国居民人均可支配收入累计同比增长4.3%，收入仍处于修复过程。



数据来源：Wind

# 需求面：“两大拉动+两大拖累”

## □ 拖累1：消费【原因】

- 消费-收入和预期：
- 预期：央行公布的居民对于未来就业、未来收入等调查数据，虽有改善，但仍不乐观。

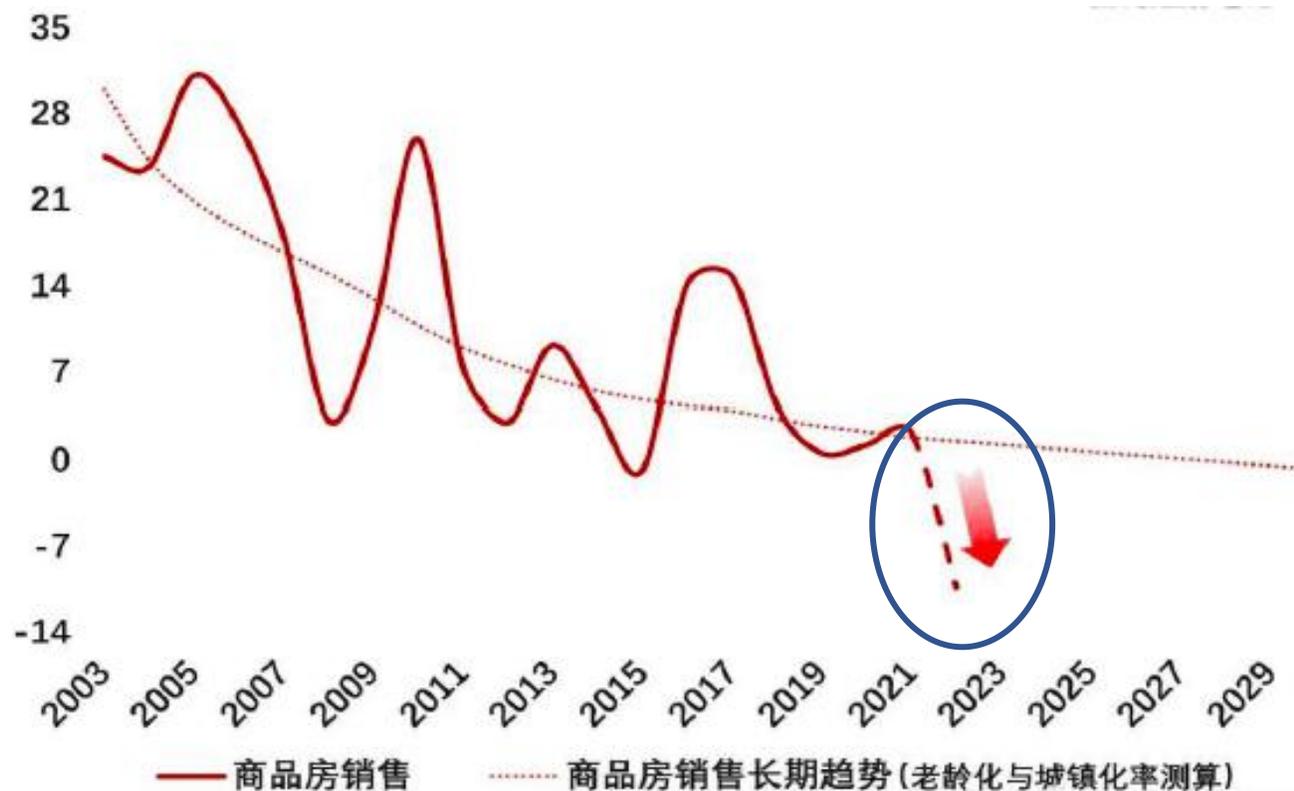


数据来源：Wind

# 需求面：“两大拉动+两大拖累”

## □ 拖累2：地产【现状】

- 多原因：基本面（人口结构、城市化）+政策主动调整+融资模式变化
- 目前应关注的是供给端的融资问题



注：图引自伍戈经济笔记

# 需求面：“两大拉动+两大拖累”

## □ 拖累2：地产【原因】

- 问题出在供给端：融资
  - 城投配资（城投自顾不暇，“三道红线”）
  - 自15年起，“应付款”（10%，上下游工程款拖欠）  
（经济好没问题，但疫情使之不可持续）

# Q2：未来经济怎么看？

- 延续“两大**拉动**，两大**拖累**”框架分析；
  - “拉动”（出口、基建）还能继续拉吗？
  - “拖累”（消费、地产）还会继续拖吗？

# 未来怎么看：“两大拉动+两大拖累”框架

## 拉动1：出口——危中蘊機

□ “危”已有苗头：9月份出口5.7%；7、8月17.9%、7.1%

□ “危”源何处？

① 未来欧美等国的衰退是大概率事件

② 西方等国“近岸/友岸外包”、“制造业回流”等政策的实施

③ 统计角度，前期出口价格因素导致高基数效应。

# 未来怎么看：“两大拉动+两大拖累”框架

**拉动1：出口**——危中蘊機，“機”在何方？

写在数据前的话，“情怀”：

- 中国经济有其独特韧性，这种韧性是靠不少细分领域里的“隐形冠军”、赶超赛道（如：新能源、电动汽车）上的行业领跑者和千千万万奋发图强的劳动者（底色）支撑的。
- 他们在不确定的浪潮中已经逐渐适应、调整、整装待发（疫情三年+，短期冲击→给定约束下调整，出口体现在：）

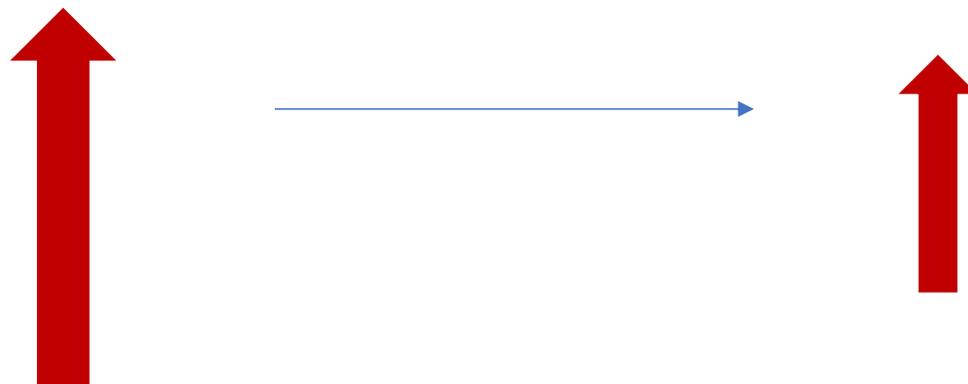
# 未来怎么看：“两大拉动+两大拖累”框架

**拉动1：出口**——危中有机，“机”在何方？

- ① 出口国别结构日趋多元化。对欧美↓，对东盟国家以及“一带一路”沿线国家的出口↑：9月对美同比降幅继续扩大（-3.8%↓-11.6%），对东盟同比增幅继续扩大（25.1%↑29.5%）；
- ② 出口产品结构逐步改善。前三季度我国对海外防疫物品、玩具服装等传统劳动密集型产品出口放缓，但汽车、成品油、钢材出口大幅增加；
- ③ 俄乌冲突后欧洲各国能源价格飙升，高成本背景下将进一步凸显中国制造的比较优势；也势必增加欧洲等国对清洁能源（太阳能、风能）的需求，而中国在太阳能、风能设备上已经形成了一定的优势。

# 未来怎么看：“两大拉动+两大拖累”框架

判断1：拉动力量之一出口：危中有机



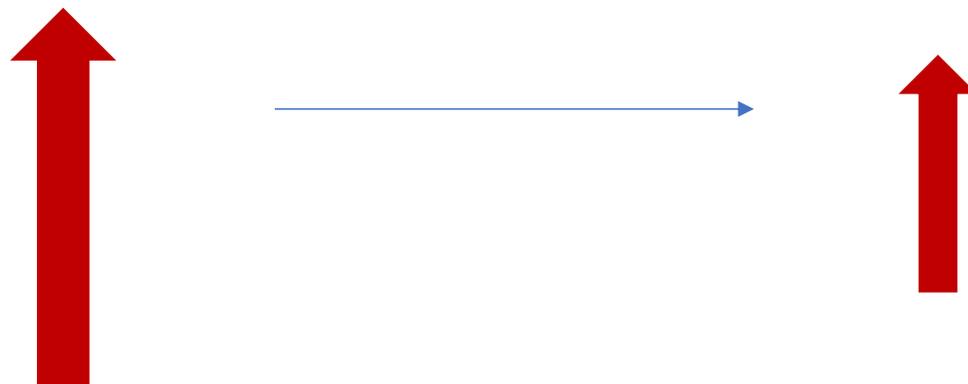
# 未来怎么看：“两大拉动+两大拖累”框架

**拉动2：基建**——后续主要是实物量转换、落实

- Q3发力，主要因为解决了“没资金、没法干、没动力”三大问题
- 后期这些政策效果依旧存在，持续发力，但可能边际减弱（e.g. 资金6000+5000）

# 未来怎么看：“两大拉动+两大拖累”框架

判断2：拉动力量之二基建：存量落实



# 未来怎么看：“两大拉动+两大拖累”框架

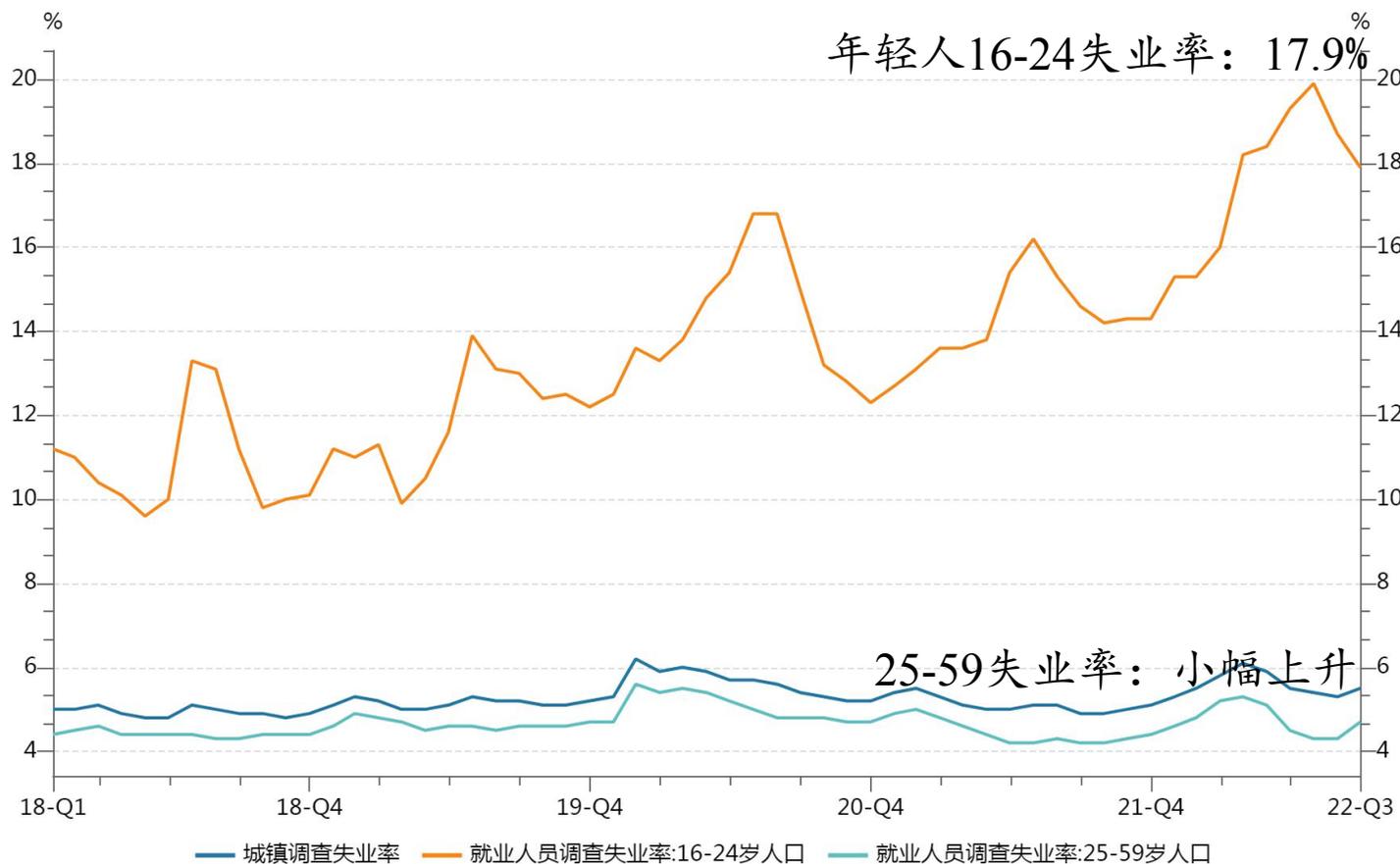
**拖累1：消费**——主要取决于预期及收入的恢复

□ 预期：有所改善，但仍处于低位

□ 收入：就业-失业率，25-59岁↑；

16-24在↓，但仍处于17.9%高位

□ 有改善绩效，但基础仍不牢固



数据来源：Wind

# 未来怎么看：“两大拉动+两大拖累”框架

判断3：拖累力量之一消费：依赖于收入+预期改善



# 未来怎么看：“两大拉动+两大拖累”框架

**拖累2：地产**——冰冻三尺非一日之寒，“慢性病”

- 找准症结：供给端的融资环节。
- 给定现状，“房住不炒”总基调下，找准政策发力点
  - “保交楼”“保项目”不保企业，切实推动“保交楼”专项资金加快落地；
  - 警惕：当前多地刺激政策→需求面——可能的问题：“不敢买”；类“滞涨”（需求强+供给弱，最差局面）
- 积极面：
  - “至暗时刻”可能已过；比欧美等国更早出清

# 未来怎么看：“两大拉动+两大拖累”框架

判断4：拖累力量之二地产：三尺冰寒



# 未来怎么看：小结

今年	判断	明年
出口↑	危中蕴机	↑
基建↑	存量落实	↑
消费↓	收入+预期	↓
地产↓	三尺冰寒	↓

方向不变，力量减弱；  
 压力不小；下一步关键在内需

# 政策建议：加快现有政策落实，增强后续政策协调性

① 审慎评估明年内外部环境，制定适宜的经济发展和增速

□ “跳起来，够得着”

② 加快新旧动能转换、推动新发展格局的全面落实。

□ 前期-“不敢投”；目前-找不到“好项目”投，警惕“乱投”，

没有好项目→导致地方政府短期内找不到增长与发展的抓手

③ 关注安全：时刻紧密关注国际形势发展，针对可能发生的变化甚至极端情况做好预案，保持战略主动。

□ 安全（国家安全、粮食安全、产业链供应链安全等）

□ 二十大中“单列成章”

# 政策建议：加快现有政策落实，增强后续政策协调性

④ 激发潜在消费需求，深化财税体制改革（长期任务）

□ 收入分配

⑤ 提升扩张性政策直达性，推进前期政策落地。

⑥ 金融风险：警惕地产行业上下游三角债问题和地方债务问题集中爆发。

# 政策建议：加快现有政策落实，增强后续政策协调性

## ⑦ 警惕政策“合成谬误”。

- 单个部门角度-合理，合在一起？

- 在经济复苏根基尚不稳固的时候，政策宜松不宜紧，更要防止收缩性政策叠加出现，避免市场过分解读以致恐慌情绪蔓延。

## ⑧ 充分回应市场关切，在一些关键理论问题上不含糊

- 二十大明确提出，坚持社会主义市场经济改革方向，坚持高水平对外开放——积极信号



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇



# CMF 中国宏观经济月度数据分析报告发布：压力下韧性凸显的中国宏观经济

10月26日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司联合主办的CMF宏观经济月度数据分析会（2022年10月）于线上举行。本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席杨瑞龙主持，聚焦“压力下韧性凸显的中国宏观经济”，学界、企业界知名经济学家刘元春、毛振华、丁爽、徐奇渊、赵伟、邹静娴联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学国家发展与战略研究院副教授邹静娴代表论坛发布CMF中国宏观经济月度数据分析报告。

报告围绕以下三个方面展开：

- 一、当前经济现状：边际好转，低位企稳；
- 二、未来经济走势：两大拉动和拖累的力量在方向上延续，但力度上减弱；
- 三、政策建议：加快现有政策落实，增强后续政策协调性。

## 一、当前经济现状：边际好转，低位企稳

在分析具体的经济形势之前，有必要梳理一下当前所在时点的多重意义，也就是我们当前所处的时间坐标：第一，当前最大的历史定位是二十大刚刚确立了现在是在向第二个百年目标进军的关键时刻；第二，从月度的角度，“金九银十”是传统的销售旺季，数据一般都是比较亮眼；第三，从季度的角度，前三季度数据已经全部出来，全年表现能看个大概；第四，年底中央经济工作会议即将召开，马上就要确定明年的经济增长目

标。因此，在这样一个时点上探讨中国经济数据对于下一步形势研判至关重要。

**第三季度宏观经济形势边际好转，经济实现低位企稳。**前三季度经济增速 3.0%，如果纵向和中国以往的高增长相比确实不及以往，但横向放在国际视野比较下，这一增速仍属世界前列，来之不易。为了说明这一点，我们不妨和美国做一个比较：2021 年底，IMF 对中国和美国在 2022 年全年经济增速做了预期，当时预测中国 2022 年增速是 5.6%，美国全年 5.2%，两国增速相差 0.4 个百分点。**经历了接近一年的增长变化后，在俄乌冲突、高温干旱、疫情反复等一系列超预期外部冲击下，两个国家的增速都有所下调，但是美国下调幅度大大超过中国。**在最新 10 月份这一期的 IMF 预测中，中国全年增速被下调到 3.2%，而美国则是被大幅下调到 1.6%。9 月份美联储更是把美国全年增长预期定在 0.2% 这一非常低的水平，因此我们说 3.0% 这个数来之不易。

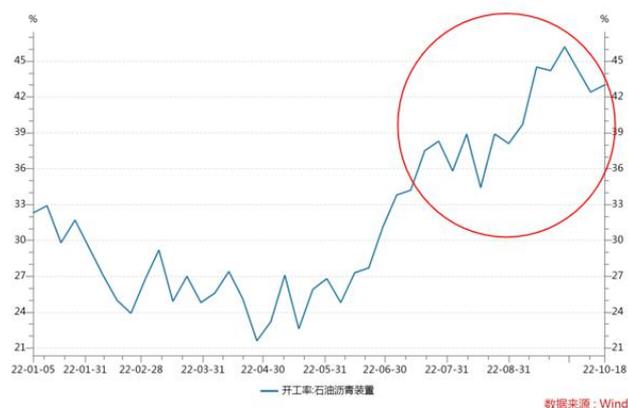
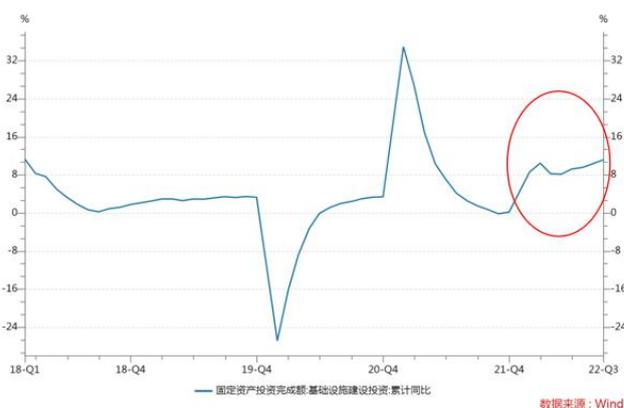
说完概况后，我们将从供给、需求两方面来看，其中又以需求为重点。从供给面来看，九月得益于基建一系列开工的拉动，规模以上工业增加值同比增长 6.3%，延续了此前上涨的势头。**供给面虽然在复苏，但基础仍有待夯实，整体我们认为是一个弱复苏。**“弱”复苏可由以下几组数据说明：一是以全国规模以上企业利润来看，今年 7、8 月份公布的企业利润累计同比增速均未脱离负区间；二是虽然 9 月份 PMI（采购经理人指数）重回荣枯线以上（50.1），但分项来看，回升只发生在制造业和建筑业，服务业反而有所回落；三是 9 月 PPI 同比上涨 0.9%，低于前值 2.3%。

**从需求面来看，今年的增长主线是两大拉动（出口、基建）和两大拖累（消费、地产）。**

两大拉动力量之一是出口。1-9 月，以美元计出口同比增速为 12.5%，显示出较强的韧性。拉动力量之二是基建。今年以来基建投资增速整体维持在一个较高的水平，而三季度基建的表现更是尤为突出，**这其中一个是关键因素是前端的开工在加快转化为中后期的实物工作量。**我们可以用沥青开工率周度高频数据作为实物工作量的观察指标，右图展示的是今年以来沥青开工率周度变化，圈出来的这块是三季度以来的表现。三季度以来，沥青开工率大幅提升，意味着前端开工在加快转化为周中后期的实物工作量。三

季度基建为什么好？这个问题等价于三季度究竟解决了基建前期的哪些问题？我们把前期的问题归结为“三无/三没有问题”——没资金、没法干、没动力。针对“没资金”的问题，中央投放了 6000 亿政策性开发金融工具，同时地方 5000 亿专项债限额被盘活，这其中很多资金都是在三季度集中发放的。“没法干”主要是指防疫政策限制和前期高温限电政策导致无法开工，这些因素在三季度也是大幅消退。“没动力”主要是指地方政府前期可能出于预期不稳等各种原因处于观望状态，对此，三季度开始国务院督导组直接下到地方，同时 7 月份的政治局会议直接点名“经济大省要勇挑大梁”，再叠加中国地方政府之间的“锦标赛机制”，一下子就把地方政府的动力问题给解决了。

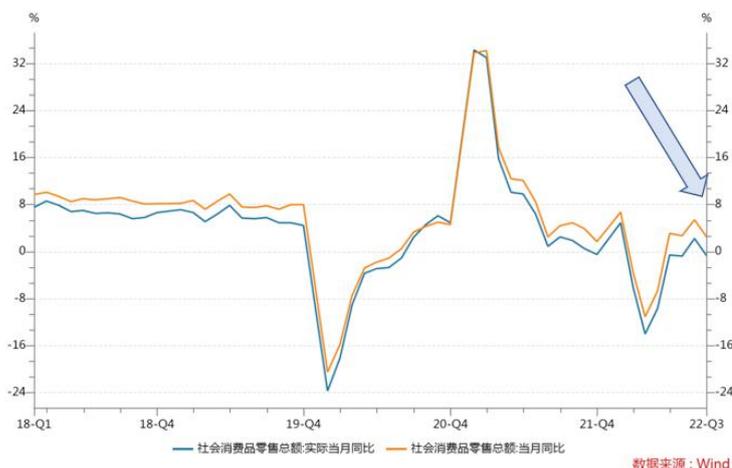
## 需求面：“两大拉动+两大拖累”



两大拖累力量之一是消费。从社会消费品零售总额的情况看，整个内需还是比较疲弱的。9 月份社零同比增速 2.5%，这个数既低于此前的市场预期（约为 2.9%），也低于前值 5.4%。如果剔除价格因素看一下社零同比增速还是一个负值（-0.68%）。

## 需求面：“两大拉动+两大拖累”

### □ 拖累1：消费

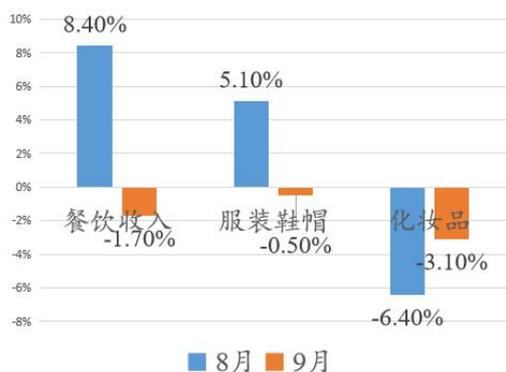


细分来看，消费也不是全都弱，弱的类别主要源于消费场景和居民收入的限制。消费场景受限主要是指由于疫情管控措施使得人们的社交半径大大缩小，这直接导致了餐饮和社交类的消费疲软。左边柱状图蓝色表示8月份的同比增速，橙色的是9月份的同比增速，餐饮收入在8月份还有8.4%的高增长，但是到9月份就变成了-1.7%，服装鞋帽8月份是5.3%的水平，到9月份变成了-0.5%，这都是源于消费场景的受限。除此之外，由于收入受限所导致的消费转弱集中反映在非刚需类消费上：右边这一幅图以红色竖线为界，左边是非刚需类消费，主要代表金银珠宝和家用电器音响器材，这两类非刚需类消费9月较之于8月都有一个明显的下行；右边是偏刚需类的消费，粮油食品和日用品都是有所回升的。

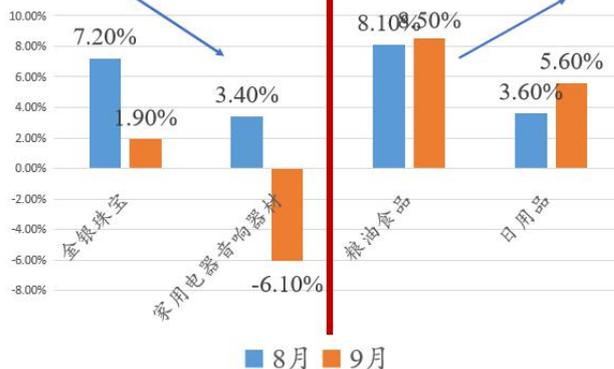
## 需求面：“两大拉动+两大拖累”

□ 拖累1：消费（细分，消费能力限制——场景+收入）

场景（社交半径）：餐饮+社交类消费弱



收入：非刚需消费弱于刚需类消费

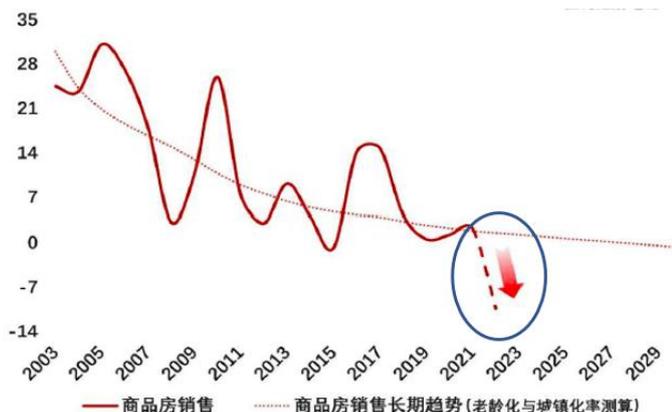


影响消费最重要的因素是收入和预期。从收入上看，前三季度全国居民人均可支配收入累计增速是 4.3%，尽管边际有所改善，但整体仍处在修复过程中。此外，根据央行公布的居民对于未来就业、未来收入等调查数据，居民预期虽有改善，但整体仍不乐观。

最后，拖累力量之二是地产。地产的下滑是由多方面原因导致的，这里面既与人口结构和城市化等基本面因素有关，也与政策的主动调整有关，还与地产行业在过去十余年间融资模式的变化有关。当讨论地产行业下滑时，首先要明确我们到底在关注哪一部分原因导致的下滑。这条虚线代表的是可以由基本面因素解释的长期趋势性下滑（引自：伍戈博士研究），从地产销售的实际情况看，现在已经大大偏离了长期趋势线。换言之，现在地产行业的下滑已经远远超出人口结构和城市化等基本面因素所能解释的部分了，相应超调部分很大程度上是源于供给端的融资问题。

## 需求面：“两大拉动+两大拖累”

### □ 拖累2：地产【现状】



注：图引自伍戈经济笔记

房地产行业供给端融资问题出在哪里？一方面是城投配资，很长时间内城投配资成为了地产行业的重要融资来源，但由于自身面临“三道红线”等诸多限制，城投现在可以说是自顾不暇。另一方面，“应付款”这一项自2015年以来成为了地产行业重要的融资来源，大致占到10%左右。应付款的本质就是上下游的工程款拖欠，这一做法在经济好的时候没有问题，但是疫情的到来，使得这一融资模式不再持续。

## 二、未来经济走势：“两大拉动，两大拖累”在方向上延续，但力量上边际减弱

### （一）两大拉动

#### 1、出口——危中蕴机

我们对于未来出口的整体判断是“危中蕴机”，其中的“危”，可以说苗头已现：9月份出口同比增速在5.7%，而此前7、8月份数据分别是17.9%和7.1%。“危”源于哪里？其一是未来欧美等国的衰退是一个大概率事件。其二西方等国“近岸/友岸外包”、“制造业回流”等政策的实施，都会制约中国未来的出口。其三从统计的角度，前期出口价格因素导致了高基数效应，这也会拉低未来中国出口的增长数据。

说完“危”，再来谈“机”，“机”在何方？在摆数据前，我们不妨先聊点情怀。我们认为，中国的经济具有独特的韧性，这股韧性主要源于三股力量。一是我们在不少细分领域有很多的隐形冠军。二是在新能源、电动汽车上我们有很多行业领跑者。三是中国有着千千万万奋发图强的劳动者。这是中国经济的底色，他们在不确定的浪潮中逐渐在适应、调整、整装待发。疫情发生已经三年有余了，开始的时候大家可能还把疫情当做短期冲击，打算等它过去，但现在大家都在给定的约束下调整自己的行为。

这些调整在出口方面体现在以下几点：一是出口国别日趋多元化。我们对欧美出口在下降，但对东盟和“一带一路”沿线国家的出口在增加。9月份对美出口同比降幅在扩大，由8月份-3.8%进一步下降到-11.6%，与此同时，对东盟出口增幅在扩大，由此前25.1%上升到29.5%。其二是出口产品结构逐步改善。前三季度我国对海外的防疫物品和玩具服装等传统劳动密集型产品出口在放缓，但是汽车、成品油、钢材出口大幅增加。其三是俄乌冲突后欧洲各国能源价格飙升，在全球高成本背景下，中国制造的比较优势将进一步得以凸显。此外，欧洲等国的能源价格飙升也势必增加他们对清洁能源（如：太阳能、风能）的需求，而中国在这些能源设备方面有自己的优势。

综上所述，由于后续危中有机，我们预计之后出口还能成为拉动力量，但这种拉动力量可能会边际减弱。

## 2、基建——后续主要靠实物量的转换、落实

三季度发力主要解决了“没资金、没法干、没动力”三大问题，后续政策效果还会存在，也会持续发力，但也有可能边际减弱。就以资金为例，如果后续再来一轮6000+5000亿规模的资金的难度是比较大的。基于这一判断，我们认为基建后续依靠存量落实还是会起到拉动作用，但是边际可能有所减弱。

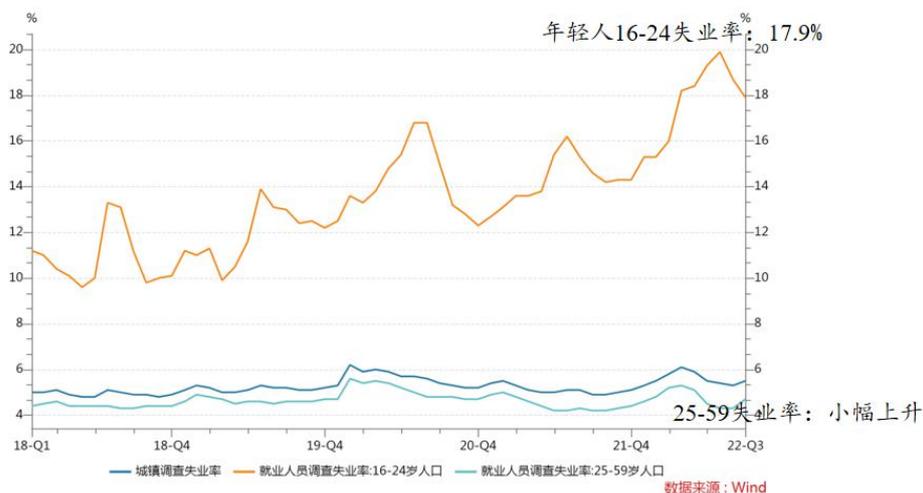
### （二）两大拖累

#### 1、消费——主要取决于预期及收入的恢复

前面已经提到，居民预期虽有所改善，但仍处在历史低位。预期之外，主要看收入，而收入则主要看就业，我们看近期的失业率数据。黄色线是我们最为关注的 16-24 岁的年轻人失业率，9 月份有所下行，但还是维持在 17.9% 这样一个较高的水平。最下方值得关注的绿色线是 25-59 岁的人群失业率，9 月份还有小幅上升，所以从失业率数据来看，虽确有改善，但其基础仍有待夯实。

## 未来怎么看：“两大拉动+两大拖累”框架

拖累1：消费——主要取决于预期及收入的恢复



展望未来，如果将今年主要拖累力量之一的消费置于“收入+预期”这一框架下来看，后续我们觉得它可能还是会成为中国经济的一大拖累，但其力度预计也会在边际上有所减弱。

### 2、地产——冰冻三尺非一日之寒

地产是中国经济的“慢性病”，先要明确其症结是现在供给端融资出了问题。给定现状，在“房住不炒”的总基调下要找准政策发力点。现在政策聚焦于“保交楼、保项目”不保企业。给定这一定位下，要切实推动“保交楼”专项资金的加快落地。当前多地都出台了一定程度的刺激政策，这些刺激政策主要是面向购房需求端，这里可能存在

两个问题：一是在地产企业融资供给问题没有解决的前提下，仅仅去刺激需求，购房者可能还是对房企存在担心，还是不敢买。二是在“弱供给，强需求”的组合下，有可能出现“类滞胀”这一最差的局面。最后，地产行业也有一些积极迹象：一是“慢性病”的急性发作期/至暗时刻可能已经过去了，二是相比欧美，中国在地产方面可能会更早实现出清。结合这些判断，我们认为地产这一“三尺冰寒”明年还将延续拖累势头，但也会在边际上有所好转。

延续“两大拉动、两大拖累”的框架，我们认为后续拉动和拖累的力量在方向上均不会有大的变化，但力量都会在边际上有所减弱。整体而言，明年压力不小，下一步的关键还是在拉动内需。

### 三、政策建议：加快现有政策落实，增强后续政策协调性

第一，鉴于中央经济工作会议马上就要召开，应该审慎评估明年内外部环境，制定适宜的经济发展和增速目标。这里，“适宜的目标”是指“跳起来，够得着”：一方面需要跳起来有一定难度，另一方面又要够得着。

第二，加快新旧动能转换，推动新发展格局的全面落实。加快新旧动能转化不是一句空话，因为如果新旧动能没有及时转换，就会出现一系列的问题。在地方政府层面已有所表现：前期是不敢投，现在有钱有动力又出现了找不到好项目以及不知道往哪投的现象。新旧动能间一旦不能及时转换，将会直接导致地方政府短期内找不到增长与发展的抓手。

第三，关注安全：应该要时刻紧密关注国际形势发展，针对可能发生的变化甚至极端情况做好预案，保持战略主动。这里的安全包括国家安全、粮食安全、产业链供应链安全。在二十大中，“安全”问题被单列成章，其重要性也被提到前所未有的高度。

第四，为了刺激内需中的消费需求，需要进一步深化财税体制改革。这是长期任务，要从收入分配等多方面刺激消费。

第五，提升扩张性政策直达性，推进前期政策落地。

第六，在金融风险方面要重点防范上下游行业三角债问题和地方债务问题的集中爆发。

第七，防止政策的“合成谬误”。一些政策，尤其是紧缩性政策的出台，从单个部门的角度来看可能完全合理，但几个部门政策合在一起可能就会出现“合成谬误”的问题。我们认为在经济复苏根基尚不稳固的时候，政策宜松不宜紧，更要防止收缩性政策叠加出现，避免市场过分解读以致恐慌情绪蔓延的情况。

第八，充分回应市场关切，在一些关键理论上绝不含糊。比如二十大明确提出，坚持社会主义市场经济改革方向，坚持高水平对外开放，这些表述对于市场都是非常积极和明确的信号。

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济月度数据分析报告，各位专家围绕“当前经济态势评价、经济走势研判、政策建议”展开讨论。

渣打银行大中华区首席经济学家丁爽认为三季度增长超过了预期，出现了V型反弹，但这个V型反弹并没有回到经济正常的增长水平上。在本次复苏中，对于外需的依赖较大，表现之一就是前九个月贸易顺差创造了历史最高值。在外需支持下，中国第二产业的恢复和反弹比较快，如建筑业、制造业等对本次复苏的贡献比较大，而第三产业仍然相对低迷，这和疫情防控下缺乏消费条件，以及零售业、服务业消费相对较弱有关。内需偏弱的状况在十月份还没有扭转，四季度开局仍然相对较弱，因此我们预测四季度GDP增长是4.3%——相对第三季度的3.9%略有提升，全年增长维持在3.3%的水平。在政策建议上，丁爽认为目前政策窗口在缩小，宏观效应在下降，要利用宽松的政策窗口，积极优化疫情防控政策，同时改善房地产政策，最终使得经济潜力和韧性能够发挥出来。

中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席，中诚信国际首席经济学家毛振华指出，疫情本身和相应防控政策在供求两侧左右了经济

的增长，四季度的数据不容乐观。他认为当前地产企业出现的资金链问题是由长期供求关系改变所导致的结果，房地产行业将历史性地、不可逆地告别中国经济的主赛道。当前主要问题是如何减少转型期的阵痛以及重新构建对房地产的预估体系。同时，政策应在中小服务业上加大力度，着力维持行业运行。中小服务业与千家万户的民生有密切关系，因此政府应进一步出台更加直接的救助方案。

上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人刘元春指出应抓住问题的本质，科学谋划经济复苏的下一程。中国经济依然在复苏进程中，但是复苏的力度仍然较弱，离常态化水平还有一段距离。当前经济弱复苏重要的原因一是消费不足，二是房地产投资和接触性服务业投资的疲软。抓住问题的本质后要进行谋划，要对目前的政策进行评估，进行反思。当前整体宏观经济政策宽松程度已经不低了，但是从效果来看，并没有真正起到改变预期的作用。科学谋划经济复苏下一程的核心，一方面是利用好二十大的政治红利，另一方面利用好全球秩序混乱带来的战略契机，同时在财政、货币、就业、收入、房地产政策方面进行协同配套，出台新一轮的方案。

国金证券首席经济学家赵伟认为，在九月份之后，经济预期开始出现适当修正，很多金融机构内部经济预期开始出现明显分化。从企业端来看，生产端修复较快，而需求端偏慢，导致企业被动补库。从居民端来看，城乡就业状况均严峻，居民消费意愿低。从企业端和居民端来看，修复弹性和持续性都受到一定压制和影响，很难出现传统周期性复苏的表征。从资金端来看，周期性复苏较困难，稳增长效果存在天花板。由此往后推演，内需弹性不足，外需走弱开始加速，未来半年左右需要警惕经济二次探底压力。根据模型测算，今年四季度GDP增速在3.5%左右，明年一季度GDP增速在3.0%左右，GDP增速在未来两个季度会下降。在政策建议方面，首先，短期“破局”的关键在于激励机制的重建；其次，通过推进标志性项目，加快预期修复；最后，长远来看，建议适当调低增速预期，通过改革的方式激发转型红利。

中国社科院世经政所副所长徐奇渊从产出缺口的视角讨论当下中国经济复苏的状态判断。总体而言复苏还是比较弱，同时存在比较严重的结构性问题，集中表现在制造

业和服务业、上游行业和下游行业、大企业和小企业的结构性问题，由此出现了分化性的影响。从库存周期来看，2020年中国经济突然进入到主动去库存的状态。今年上半年大部分时间，我们都处于一个被动补库存的阶段，经济下行压力还是存在的。市场的弱预期、“心理阴影”还没有完全消除，经济可能存在二次探底的风险。此时企业市场的信心就非常重要，相应的合宜政策也是非常必要的。但是目前在货币政策、财政政策刺激时面临一定的传导障碍，一方面在宽松，但另一方面并没有转化成信用。这需要相应的政策来扭转市场信心，改善预期，传导机制自然打通，宏观经济的复苏也会有更坚实的基础。

# 刘元春：抓住宏观经济问题的本质，科学谋划经济复苏下一程

刘元春 上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人

以下观点整理自刘元春在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 59 期）上的发言

## 一、透过现象看本质：经济弱复苏的原因

三季度数据出来后，整个市场和学界基本达成一致共识：**中国经济依然在复苏进程中，但是复苏的力度仍然较弱，离常态化水平还有一段距离。**之所以复苏进程并没有年初预期的那样顺利，很重要的原因不仅在于去年年底所总结的“供给冲击，需求疲软，预期转弱”三重下行压力依然存在，更为重要的是今年所出现的一系列新问题：一是新冠疫情的重返，其中“上海保卫战”所带来的冲击比预期要强烈。二是俄乌战争带来国际地缘政治的变化，从而导致全球能源价格、大宗商品价格、全球通货膨胀的变异，引发了世界经济的深度调整。三是房地产在多重因素的冲击下出现超预期的深度下滑；四是七、八、九月份异常的天气对生活生产带来了一定的影响。

从第三季度的具体数据看，可以进一步抓住弱复苏面临的关键。

首先，如果从核算数据看，消费贡献率是 41.3%，投资贡献率 26.7%，出口贡献率 32%，所以很多人认为，当前经济复苏主要来源于消费拉动。但事实上，把前三季度的数据与去年同期进行比较，我们会发现消费贡献率较去年同期下降 20.8 个百分点，投资贡献率提升了 8.7 个百分点，出口贡献率提升了 12 个百分点。支撑中国经济当前复苏的核心力量依然是出口-投资！出口的弹性韧性体现为中国经济竞争力，尤其在全球格局变异中，中国制造业大国所展现出来的红利；而投资不仅在于出口带来相应制造业投资的景气，同时也是刺激政策持续发力的产物。事实上，**消费疲软依然是我们复苏发**

力的一个核心重点。

进一步进行数据分析可以看到目前消费复苏疲软的几大核心原因。一是剔除汽车销售之后，拖累消费的主体行业主要是家具行业、装修行业、餐饮、娱乐、运输，这些行业的负增长主要与房地产低迷和疫情多点散发密切相关。因此，消费不足的问题，不仅仅是疫情所带来的社会生产秩序的问题，同时还有房地产深度下滑所带来的问题。

第三季度的投资是一个亮点，特别是制造业投资和第二产业投资都恢复到 10.1%和 11%的状况。2015 年到 2019 年非疫情期间平均投资增速为 5.4%，因此，目前基建和投资的增速已经大大超过常态时期。值得重点关注的是第三产业的投资增速只有 3.9%，其中房地产投资增速为-8%，同时房地产投资占第三产业投资基本接近了 45%，因此，房地产投资的拖累力度是比较大的。当然，接触性服务业的投资状况也十分低迷。因此，目前投资不振的原因主要是房地产投资和接触性服务业投资的疲软。投资领域另一个更为核心的焦点问题是民间投资同比增速已经下滑到近期新低的 2.0%。值得注意的是，我们不能将这个问题泛化。一是制造业领域特别是高新技术的投资如火如荼，不存在资本摊平的问题；二是民间投资中接近 40%集中在房地产，剔除房地产低迷的因素，其他行业并没有想象那么差；三是民间投资预期低迷不仅与一些理论噪音有关，同时也与全球经济增长预期低迷密切相关。

再看看工业领域的变化，无论从工业增加值还是开工率，中国工业已经回到了常态化状态。过去非疫情期间，2015 年-2019 年五年平均工业增加值 6.3%，目前达到 6.9%，开工率也是如此。因此，供应端特别是第二产业供应端已经常态化，但是，需求端依然低迷，这主要与疫情和房地产密切相关。因此，要把问题的主线抓住！一是疫情政策如何进一步科学化、精准化，防止各个地方、各个层级层层加码，这依然是我们的重点，探索在疫情常态防控下如何保证正常的生产生活秩序依然是我们需要关注的焦点；二是房地产是我们的焦点；三是逆转相对低迷的预期和信心依然十分重要。

## 二、科学谋划复苏下一程：抓住国内国际战略契机，多方面政策协同配套

抓住问题的本质后要进行谋划，要对目前的政策进行评估和反思。自五月份出台一

揽子政策后，整个宏观经济政策依然定位于积极的财政政策和稳健的货币政策。事实上，在过去的几个月里，政策像挤牙膏式地进行了加码。如果把过去这五个月所出台的政策进行加总，我们会看到整体宏观经济政策宽松程度已经不低了，但是从效果来看，并没有真正起到改变预期和全面提振信心的作用。虽然目前在投资的实物量、在国有企业生产恢复方面、在出口方面的确还不错，但是为什么弹药快要打光了，预期却还处于相对低迷的状态呢？这是我们要反思的重点。

第一，在**财政**方面，财政支出总量不低，特别是在财政收入急剧下降的过程中，减税费和税收留抵力度还是不小。虽然今年年初界定的财政赤字率是 2.8%，但目前实际赤字率已经达到了 6%的水平。因此，财政必须要思考以下几个问题：

一是**财政收入**中**税收**出现了大幅下滑，但**非税收入**却大幅上涨，这种相背而行对市场信心的影响是十分差的。非税收入的大幅度上涨，不管用什么借口，都不利于市场主体提振信心和逆转预期。因此，政策如何使**税收**和**非税收入**同向而行，是工作的一个重点。

二是**地方财政支出**和**中央财政支出**与两者之间的承受力出现了分化。地方财政在各种**隐形支出**（如**疫情支出**）的压力下，已经出现了大量的**亏空**，导致无法真正启动相应的积极政策。因此，如何将下一步支出任务适度向**中央财政**进行转移，把相应的一些**刺激任务**向**中央事权**进行转移，使**地方支出**、**财政能力**与**刺激任务**的承受能力相匹配，是我们要关注的第二个很重要的问题。

三是**名义赤字率**和**实际赤字率**应该更加**精准匹配**。市场主体更多看到的是**政府工作报告**公布的名义赤字率，而不是**实际赤字率**，政府实际上发了很多钱，但市场主体没有**前瞻性地**感知到。因此，下一阶段对于**名义赤字率**可以进行适度的提高，而不是过度的压低，使**名义赤字率**和**实际赤字率**能够相匹配，从而更加有力地引导市场预期。

四是今年的**财政前置**了一个季度进行实施。这将导致**四季度**在**项目和资金**出现一个**空档期**。因此，目前必须要在**四季度**对于**财政支出前置**带来的相应政策空挡进行再谋划和再补充，否则又会出现今年**四季度**相应项目较弱、相应**财政支出**无法落地的局面，

从而导致复苏进程受到阻碍。

第二，在货币政策方面也存在一些突出的问题。

一是从目前 M2 增速、信贷增速、利率水平来看，货币政策的定位已经发生明显变化，但断断续续和非预期性的货币政策的宽恕并没有在市场预期引导方面产生明显的效果。我们不当遮遮掩掩，用“稳健的货币政策”来掩盖我们陆续宽松的事实。一定要让所有人知道我们的政策定位和取向，以及政府在调控中的价值定位，否则即便我们做了大量的事情，在市场预期引导上也不会起到很好的作用。货币政策的前瞻性和系统谋划性要进一步提前，千万不能一日一变，使市场无法适应。目前通过 MLF、LPR、特殊行业贷款利率的调整，利率水平已经下降得比较快，同时实际利率下降得更快。货币政策在名义上的定位与实际效能要有匹配性，要能够对市场有进一步的引导作用，要有前瞻性、系统性，防止这种非预期的挤牙膏效应。

二是货币政策在持续下行压力以及全球经济低迷的状态下，必须在总量上进行全面再定位，总量为本，结构为辅，而不是相反，否则带来的麻烦不仅仅是短期问题没有得到解决，而且中期问题会更加扭曲。货币政策总量为主一定是在逆周期调整中的一个核心功能，而非结构型为主。其次是价格型为主，数量型辅之。

三是利率与汇率的同步协调也很重要。目前人民币汇率的弹性是充足的，利率的自主性在理论上和实践上都会成立。因此，在目前这样一种全球金融市场大幅波动的状态下，还是应该保证货币政策的相对独立性。

四是要考虑全球金融市场变异对我国资本市场冲击所产生的一系列的宏观影响。我们要考虑在资本市场上进行相应的稳定和对冲，而不是进行一些简单化的操作。

五是货币政策在房地产上面的定位还要有更加清晰的一些思路。

第三，重点要聚焦在**房地产**问题。房地产问题是周期性、结构性因素叠加的产物，处理房地产问题不是简单的周期性政策就能处理的，而是需要结构性对冲。**中国房地产**

发展的模式，需要从香港模式向新加坡模式加速转变。这个加速转变过程中，能够起到长效机制和短期宏观稳定的一种兼容方案，就是对新型城镇化、低收入阶层和农民工的住房问题要进行集中解决。我们建议构建真正意义上的新住房基金，建立新的住房政策性银行，来解决这个超级问题。二十大召开后，以人民为中心的房地产政策符合国策，也符合短期宏观稳定，这是很重要的一个举措。同时，我们认为房地产按照周期性调控模式，重返过去的泡沫，是比目前的状况对中国经济的打击还要严峻的一件事情。因此在房地产政策上还要更加审慎，更加从中长期的角度来考虑短期政策的调控。其中核心要点是出台新的关于中低收入群体住房的解决方案，使中国的房地产模式从过去的香港式的高流转、高杠杆、高风险模式回归到市场与政府二轨的模式。这种加速回归是目前可以做的事情，虽然也许会花费上万亿的资金，但是如果从中期和中国的创新发展以及稳定的角度来看，是值得的。

第四，**就业问题已经凸显了**。就业在过去几年已经产生了累积效应，必须高度关注。二十大报告里专门谈到就业优先政策，指出“就业是最大的民生”。16-24岁青年人失业率已经连续三年超过15%，其中更重要的是大学生就业，特别是本科生就业、高职就业。这个就业人群的实际失业率比目前公布的数据要高，原因是很多高校在上报数据时存在一定水分，因此我们要客观评估目前大学生失业的规模。我建议必须建立相应的大学生就业基金，同时出台以大学生就业为对象的“以工代赈”系统性项目。现有思路是要求各个企业、各大部门超常规扩大就业及招生人数，但我觉得这种举措并不好。我们单列一些项目，让存量部门和企业按照市场原则来进行招工，这样更为合理，否则我们不但没有真正地解决大学生就业的问题，还把整个劳动力市场破坏掉了。

第五，在**消费**上面一定要注重收入问题。前三季度居民可支配名义收入同比增长4.3%，但前三季度名义GDP增长速度是6.2%。从现有货币的角度来讲，居民可支配收入的增长速度是低于GDP名义收入的，这是近两年才出现的特殊现象。2021年居民可支配名义收入增速9.1%，但是GDP增长速度是12.8%。在经济不景气时期国民收入是超低分配，而不是超分配的，这将产生恶性循环的收缩效应，也就是增长越低导致收入更低，收入更低导致消费更低和预期更差，从而导致经济增长速度更低。要打破这种恶性循环，很重要的举措是出台国民收入超分配效应政策，即居民的增长收入要略高于GDP

增长速度。如果没有超分配效应，想要取得一个真正的刺激效应和消费端的扩张是不可能的。现在，我们应当从低收入补贴、价格补贴、消费券以及新消费等方面要有所作为，而不是回避这个问题。因为如果从核算的角度看，如果连续三年居民收入的增长速度大幅度低于 GDP 增长速度，从货币角度看一定会导致中国经济的收缩效应会进一步加强。

总和上述几个问题和应对对策，更为重要的是一定要抓住二十大顺利召开的这种政治红利，在短期内对预期调整产生一个总体性的效应。在财政、货币、就业、收入、房地产政策上配套形成系列方案，与二十大的利好消息同步调整市场的信心和内生动能。同时强化在全球滞胀下转危为机的能力。科学谋划经济复苏下一程的核心，一方面是利用好二十大的政治红利，另一方面利用好全球秩序混乱带来的战略契机，同时在我们的财政、货币、就业、收入、房地产政策等方面进行协同配套，出台新一轮的政策方案。

# 毛振华：疫情防控精准到位是实现经济短期平衡的关键

毛振华 中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛(CMF)联席主席，中诚信国际首席经济学家

以下观点整理自毛振华在中国宏观经济论坛(CMF)宏观经济月度数据分析会(总第59期)上的发言

第三季度的经济数据略好于我们之前的预期，但对四季度的经济增长我觉得仍然不能太乐观：一方面，经济运行中面临的一些挑战和困难依然存在；另一方面，四季度和明年一季度恰逢政府换届，政治周期的转换可能会对稳增长政策的落地效果产生一定的制约。综合来看，今年以来各界对全年经济增长的预期经历了“5.5%——5%以下——4%以下”这样一个回落的过程，从目前情况看，我认为全年经济增长或大概率在4%以下。在这样的经济下行压力下，我们分析经济运行和政策应对要注重问题导向，抓好当前经济运行中迫切需要解决的一些问题。具体来看，我觉得重点应关注以下三个方面的问题：

## 一、疫情防控精准到位是推动实现经济短期平衡的关键

**疫情及疫情防控政策是左右当前我国经济运行的关键因素。**前三季度的经济数据走势主要反映了两种力量的博弈：一种是疫情演化及疫情防控政策，另一种是稳增长政策。从两种力量对经济的影响来看，疫情及疫情防控政策基本上主导了经济走向。如：二季度，上海出现疫情并采取全城静默的方式阻断了疫情传播，但也付出了巨大的经济代价；今年10月以来，国内疫情防控形势同样十分严峻，多地出现疫情，其中不乏一些二线城市同样采取了“静默”等严格的管控方式，疫情对经济增长产生的冲击依然较大。**疫情及疫情防控措施对供需两端均产生了冲击。**从供给端来看，疫情持续近三年，疫情反复及严格的疫情防控政策给企业尤其是从事服务业的中小企业经营带来重创，部分本就处于生存边缘的中小企业加速退出市场。虽然未来随着经济的修复，还会有新的企业成立、发展，但这需要经历漫长的过程，中小企业恢复活力不仅是资金的问题，企业缺

乏信心或是更为重要的原因。除中小企业外，大中型企业生产经营同样受到诸多限制，尤其对于劳动密集型行业企业而言，由于疫情蔓延引发的限制开工、人员不足等问题给企业生产带来严重冲击。同时，疫情还冲击了需求来源和需求结构。疫情冲击下，居民收入增速放缓，居民对未来收入预期较为悲观，消费倾向减弱。同时，疫情发生之后，居民消费更加谨慎，消费降级较为明显，“居家消费”、“宅经济”等也愈发被大众接受。可以说，疫情在一定程度上改变了消费者的消费心理和消费方式并重塑了消费习惯。

**稳增长的关键在于采取合适的疫情防控政策。**今年以来，稳增长被放在更加突出的位置，稳增长政策的重要一环就是宽货币、宽信用，货币政策持续加码发力助企纾困，这虽然对经济修复发挥了重要作用，但当前企业贷款意愿仍旧不足。一方面，疫情下，部分企业生产经营不佳，银行出于防控风险的考量，对其贷款投放较为谨慎；另一方面，预期走弱下，部分企业出现“投资恐惧症”、“债务恐惧症”，导致信贷需求减少，原有宽信用逻辑已经发生改变，需重新思考破解之法。后续制定、执行疫情防控政策要高度注重与推进其与经济修复之间的平衡。相关部门要对此进行认真分析研究，参考国际、国内的有益经验，争取以付出最小防疫代价的方式实现经济修复。

## 二、“保交房”、“去库存”并举，循序渐进化解房地产风险

**房地产已不再是推动中国经济增长的主动力。**我曾在多次发言中提及，房地产市场长期以来供过于求，且近年来人口出生率有所放缓又进一步降低了住房需求，供需矛盾加大。2020年下半年以来，房地产严调控政策频出、房地产企业信用事件频发，房价下行压力进一步加大。在长期供需错配以及房价下行预期不断强化下，房地产市场拐点已至，且其进入下行通道的趋势难以出现根本性扭转。参考西方发达国家经验，当经济发展到一定阶段，特别是人口达到一定规模后，房地产对经济增长的贡献将逐渐减少，改善型和民生型的房地产需求并不足以支撑房地产行业的再次腾飞。我认为，当前我国以房地产作为经济增长的主引擎已经不复存在，对此不应再抱有期待。

**房地产市场风险出清需有序推进，“保交房”的同时也要“去库存”。**房地产行业涉及面广、产业链条长，具有“金融属性”。当前房地产已进入单边下行通道，但不

能任凭房地产价格出现断崖式下跌进而引发金融系统风险，风险缓释过程应有序推进。当前房地产市场“保交房”与“去库存”问题并存，“保交房”是解决民生问题，“去库存”则是要消化房地产企业长期以来的房产库存和大规模的土地储备。“保交楼”、“去库存”既是对当前稳住房地产市场的必然要求，也是为未来促进房地产市场健康发展提供保障，二者需同时进行。在房产库存量高企的当下，若仅仅是以“保资金、保交楼”的方式来稳地产，或造成社会资源的浪费并产生更为严重的信贷危机。但当下房产交易持续低迷，房地产企业“去库存”仍受制约。今年以来，商品房销售额和销售面积增速持续处于深度收缩区间，“金九银十”不再。值得一提的是，房地产交易遇冷也受到一些其他因素的影响，如房地产税的征收时点、方式，等等。中国信贷抵押品中很大一部分是房地产，同时房地产也是居民财富的载体，要充分考量地产下行周期过程中房价下行对居民财富、金融体系带来的冲击和扰动，并做好充足的应对。当然，在房地产市场运行的逻辑已经发生根本改变的情况下，短期内不要寄希望于房地产行业出现大幅改善，政策的制定更应聚焦在如何减少地产转型期带来的阵痛。

### 三、建议采取发放消费券等更为直接的方式促进消费

稳增长政策的制定过程中，既要放眼长远，也要立足当下，既要考虑到政策执行对经济长期平稳运行带来的影响，也要切实解决当前经济运行中存在问题。优化产业结构、加快新兴产业发展有利于经济行稳致远，但对于当下中小企业面临的困难或难解其燃眉之急，当前更为迫切的是要采取更为直接的方式加大对从事服务行业的中小企业的扶持力度，维持行业平稳运行，这与稳民生、保就业紧密相连。建议政策在供需两端发力，一方面下发消费券，这并不是动员商家拿出打折券，而是由财政直接下发给居民；另一方面对于企业给予适当补贴。参考海外，欧美均在疫情期间向居民和企业先后下发不同额度的消费补助和企业补贴，对于改善需求起到了一定效果，我国相关部门也可根据实际情况进行相应消费券和补助的下发。

# 丁爽：改善疫情防控和房地产政策，发挥中国经济韧性

丁爽 渣打银行大中华及北亚首席经济学家

以下观点整理自丁爽在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 59 期）上的发言

## 一、三季度及前九个月经济数据点评

本次 CMF 宏观经济月度数据分析会的主题是“压力下韧性凸显的中国宏观经济”，一方面提出了压力，另一方面提出了韧性，最重要的是怎样发挥中国经济的韧性。

### 1、三季度增长边际好转，低位企稳

三季度增长超过了预期，出现了 V 型反弹。同比增速从一季度的 4.8%，到第二季度的 0.4%，再到三季度的 3.9%。但这个 V 型反弹并没有回到经济正常的增长水平上，还是比较低位的。

三季度出现的反弹是在低基数基础上的反弹。从环比来看，二季度环比增长是 -2.7%，三季度到 3.9%，即使把正负抵销一下，两个季度加起来环比增长差不多是 1%，这是低基数基础上的反弹。从年度同比来看，也是低基数基础上的反弹。去年三季度出现了多重的不利因素，包括水灾、气候等不利因素，以及疫情反复，再加上供电不足导致停电等，导致去年三季度环比增长从第二季度的 1.4% 下降到 0.4%，形成了比较低的基数。从近三年经济复苏的步伐来看，2021 年底之前经济活动已经恢复到非常接近趋势值，但是今年到三季度为止，根据我们测算，经济活动比趋势值低 3% 或者略超过 3%。所以，目前中国经济还是一个弱复苏。

### 2、外需和第二产业对本次复苏贡献较大

中国经济本次复苏依靠外需比较多。从前九个月数据看，中国经济增长的3%有三分之一来自于外需的支持，前九个月贸易顺差创造了历史最高值。在外需支持下，中国第二产业的恢复和反弹比较快，前九个月增长3.9%，明显高于平均增长。同时，建筑业三季度同比增长达到7.8%。**第二产业如建筑业、制造业等对本次复苏的贡献比较大**，而第三产业仍然相对低迷，这和疫情防控下缺乏消费条件，零售业、服务业消费相对较弱有关。

投资方面的表现参差不齐：制造业持续强劲，一直保持着比较高的增长；基建处在追赶的状态，在宏观政策，特别是财政政策支持下，从去年的低位出现了比较明显的反弹；房地产行业下行的趋势还没有收住，负增长还在扩大，包括房地产的投资。

### 3、四季度开局较弱，防疫政策是反弹的关键

十月作为第四季度的开局情况怎么样？从九月下旬到目前为止，中国疫情防控政策，尤其是地方上的做法进一步收紧，所以从数据上来看，十月份经济活动是偏弱的。渣打银行每个月对中国各地方400多家中小企业做一次调研，调研后编制一个“中小企业信心指数”，这个指数也在彭博上公布，时间比官方PMI早一个星期左右。十月份中小企业信心指数跌落到49.9%，九月份是50.9%，下降了一个百分点。当前经济活动和预期经济活动都是往下的，同时制造业和服务业都在走弱，反而出口企业有所好转。**内需偏弱的状况在十月份还没有扭转，四季度开局仍然相对较弱**。这一点可以通过一些高频数据得到印证，比如十月初黄金周的数据，包括电影院票房、客运流量、集装箱吞吐、旅游收入等，不仅仅是黄金周，最近几个星期都是比较低迷的状态。

再看远一点到十一、十二月。假设九、十月份偏紧或者过度收紧的疫情政策有所调整，整体动态清零框架不变，但具体的做法会更加趋近于六、七月份比较宽松的做法，在这种情况下，消费有希望出现一些反弹，特别是餐饮和零售。另一方面，财政一般都是最后两个季度，尤其是第四季度花钱比较多，我们估计今年第四季度财政政策的支持力度相比去年可能会有所消退，这对基建等来说是一个不利因素。

综合起来看，比较弱的十月，加上十一、十二月份出现的一些反弹，**我们预测四季**

度 GDP 增长是同比 4.3%，相对第三季度的 3.9%略有提升，全年增长在 3.3%左右。横向比这个数字还是不错的，但是和我们潜在增长水平相比还是偏低。如果四季度增长 4.3%，测算环比增长差不多是 1.6%。

明年上半年又涉及到很多不确定因素，包括疫情管控政策和房地产的政策，还有宏观政策等。这些政策假设会对明年上半年增长前景有很大的影响，其中重要的一点还是要看中央经济工作会议设定的目标以及政策支持力度。

## 二、政策判断和建议

### 1、政策支持下复苏仍然乏力

#### 1) 货币财政政策支持力度较强

从政策角度看，三季度失业率数据不尽如人意，在九月份从 5.3%上升到 5.5%。年初设定的目标是要把失业率维持在 5.5%以下，再往上升会达不到就业目标，这和中国经济处于趋势值以下相关。为什么现在的复苏还是乏力呢？从政策角度看，政策已经提供了非常大的支持。从货币政策量的角度来说，九月份社会融资总额增长达到 10.6%，前九个月 GDP 名义增长是 6.2%，信贷增长超过名义 GDP 增长 4 个百分点。中央银行不断重申要让信贷增长和名义 GDP 增长相匹配，实际上已经不仅仅是相匹配了，而是加杠杆。从资金价格角度来说，中期借贷便利、LPR 调降，和世界主要央行的做法出现了分化，平均利率也是达到了历史低点。总体来说，货币政策的支持是比较强的。

财政方面，按照我们的算法，今年的财政预算赤字本来就有 6.9%，去年实际执行赤字是 5.2%，赤字率增加了 1.7 个百分点。从执行角度来说，预算执行是前置的，前面的力度比较大，包括减税，特别是近期基建投资的加速。

#### 2) 疫情防控和房地产政策较紧，导致经济低于目标

在政策支持下，经济还是低于目标。最主要的原因是疫情防控政策比较紧，造成对消费的抑制；二是房地产政策数年来非常紧，造成了前面提到的“冰冻三尺”的状况。

这两方面是在宏观政策提供非常大的支持下，经济仍然比较低迷的根源性原因，也造成了宏观政策的政策效应出现递减，虽然出台了很多政策，但是经济所做出的反应还是不如预期。最终还是要靠改善疫情防控政策，改变非此即彼，不是动态清零就是躺平的二元对立思维，运用科学的论证，最终使得经济潜力能够得到恢复。特别是如果服务业和消费能够恢复到 2019 年的水平，即使不说增长，对于中国 GDP 的推动也是非常可观的。

房地产政策上，目前出现了一些转向，包括习主席工作报告口头稿中，没有特别强调“房住不炒”。当然这个总定位是不会变的，但是因为房地产的调整可能出现超调的状况，导致信心不足和销售下降的负反馈循环。**要打破这种循环就需要恢复正常融资，从而恢复购房者对于进入市场的信心。**购房者目前的担忧有两点：首先，他们担心交了钱买了房，是不是能够按期收房；第二，在收到房子的时候房价是不是会下跌。如果这两个问题不得到解决，目前的“保交楼”等，还是头痛医头，脚痛医脚的措施，针对的是特定的问题，但没有全局性。

我们的看法是，就贷款集中度管理而言，在二季度的新增贷款中，房地产新增贷款是负值。房地产行业的新增贷款在新增贷款总额中的比重，比较正常的水平应该是 25-30%，以前曾经超过 30%甚至 40%，那是过度对房地产投资，但看历史 25-30%是比较合理的比例。现在进入房地产的新增贷款快速降到了 20%、10%以下，甚至在二季度出现了负值，这是调整过度的信号。“三道红线”也有调整余地，最终要恢复市场正常的市场化融资循环，这样才能逐步地让房地产市场的信心得到恢复。

## 2、宏观政策需要继续提供支持

目前来看，这两个因素是慢变量，不是马上能够出现转变，在这种情况下，宏观政策还是需要提供足够的支持。现在的问题是财政政策前置刺激，已经提供了很多的支持，但是接下来的空间已经有所缩小。举个例子，财政数据显示，在前九个月中国财政赤字达到 6 万亿以上，去年同期是 2.5 万亿，这说明前九个月财政刺激非常强。但是由于我们有预算赤字的约束，如果要遵守全年占 GDP 的 6.9%的赤字率，这意味着最后三个月赤字空间要比去年同期小，现在测算是绝对值和占 GDP 的比重都会更小。这一点也从九

月份政府性基金预算中的支出数据得到了体现，这个数据在过去几个月是两位数增长，但是在九月份单月出现了 40% 的下降，会对后续基建投资造成影响。由于预算约束很难改变，即使增加 5000 亿地方专项债发行，也不能扭转乾坤。

在这种情况下，从财政政策来说，一方面不应收过头税，也不应削减公务员工资，这些都会对消费造成不利影响。另一方面，今年以来非税收收入上涨太快，这是比较奇怪的。通过增加非税收收入弥补减税造成的收入不足，也会对经济造成不利影响。我们认为，对于赤字超出预算要有一定的容忍度。在今年四季度财政政策空间不足的情况下，可以把明年的一些空间挪到今年来用。

另外是通过货币政策来弥补，特别是信贷政策。从利率的角度，人民币近期受到很大的压力，这方面空间不是太大。**但是从信贷角度，还是要继续支持信贷的投放。**其中，如果房地产政策有一定的调整，自然就会创造贷款需求。同时，建议使用政策性银行，包括支持基建投资，而让商业性银行还是按照商业化的标准去放贷，政策性银行放款可以看作是一种准财政的方式。

总结一下政策建议，目前宽松政策窗口正在缩小，宏观政策效应在下降，要利用剩下的政策支持窗口，积极优化疫情防控政策，同时改善房地产政策，最终使得经济潜力和韧性能够发挥出来。

# 徐奇渊：经济进入被动补库存阶段，下行压力仍存在

徐奇渊 中国社科院世经政所副所长

以下观点整理自徐奇渊在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 59 期）上的发言

## 一、经济有压力也有韧性

### 1、从 CPI 通胀率看，产出缺口貌似比较合意

从产出缺口来看现在宏观经济形势的总体情况。直观感受上可能会觉得产出缺口不太合宜：增速比较弱，反弹虽然超预期，但是相比疫情之前或者和年初设定的增长目标相比，还是明显偏弱的。不过九月 CPI 通胀率比八月有所上升，达到 2.8%，**从通胀率和供求关系来看，产出缺口貌似比较合意。**

那么通胀率比较温和，是不是因为负向供给冲击导致的呢？如果是这样，温和通胀率就并不代表产出缺口处于合意水平。在供给方面我们可以观察劳动力的就业、大宗商品价格两个方面。如果这两个方面都有显著的负面冲击，那温和的通胀率也并不一定意味着产出缺口是合意的。

劳动力市场上，九月调查失业率 5.5%，八月是 5.3%，而疫情之前失业率高的时候也有 5.3%。也就是说，现在的调查失业率相比 2019 年疫情前并没有明显上升，当然这也可能是由于调查失业率本身的口径问题，有些失业的人回到农村，没有进入到调查数据中。而且 16-24 岁年轻人就业压力仍然比较大。不过总体上，如果单独就 CPI 通胀率 2.8%和失业率 5.5%这两个指标来看，产出缺口似乎是比较合宜的。

同时，大宗商品的输入通胀压力最近几个月也在回落，PPI 同比在 9 月份已经回落到了 0.9%、年初以来 PPI 同比增速就一直在下降。所以无论从劳动力、还是从大宗商

品来看，供给方面好像是没有严重的负面冲击。在这种背景下，CPI 通胀率 2.8% 似乎代表了一个合宜的产出缺口。但是另一方面，直观感受上，大家应该感觉到经济调整压力还是比较大的，当然也有韧性。所以经济数据似乎有一些让人困惑，指标上也体出一些结构性的特征。下面先来看这些结构性分化的特征，然后再从库存周期这个角度，看看经济总体状况到底如何。

## 2、结构上来看，经济有压力也有韧性

尽管九月出口增速是个位数，但从年初以来总体是超预期的。内需中，一方面消费、地产等投资比较弱，另一方面基建、制造业比较强，也是有韧性的。另外，去年同期基数比较低，导致今年三季度有些数据看起来比想象中好一些。

特别是出口的韧性很明显，欧洲、美国、日本 PPI 居高不下，使得我国出口也有韧性。日本、美国近期 PPI 同比增速在 10% 左右，欧元区在 40% 左右，中国只有 0.9%，巨大的成本优势对我们出口增长份额是一个支撑。但现在面临着外需走弱的问题，总体外需收缩，增速下降，未来出口有一定的压力。

总体上，我们看到结构指标扑朔迷离，有压力也有韧性。另外，我再补充三个结构性视角的观察：

1) 服务业比工业更加不容易，特别是接触性服务业受到冲击比较大。

2) 工业性行业内部 39 个子行业中，下游比上游压力更大。

从一月至八月的利润数据来看，上游矿采选业，煤炭、石油等矿采选业，这些上游行业利润同比增速非常高，甚至有的行业达到 100% 多，也就是利润比去年翻了一倍，尤其是矿采选业。由于上游能源、矿产价格在涨，制造业中下游行业，比如钢铁等利润的压力比较大，钢铁一月至八月的利润同比增速是 -87%、-88%，这意味着去年的利润到今年绝大部分都消失了。

对应到各省份来看，制造业发达的省份财政税收压力比较大，特别是制造业的税收，

当然这和税收优惠政策也有关系；中西部地区特别是资源大省，比如煤炭这类能源大省今年以来的税收状况比较好，这是工业行业内部上下游分化，同时也体现在地区的分化上。

### 3) 大多数小微企业经济活动还没有恢复到 2019 年末的水平。

中国的 GDP 在 2020 年疫情冲击最严重的时候也是正增长，2021 年增速比较高，今年也是明显的正增长，总体经济活动比疫情前经济活动水平要高。但如果看分行业的小微企业景气指数（光明日报和邮储银行发布），我们把这个指标处理成定期指数，可以看到：**除了制造业，剩下的小微企业仍然没有回到疫情前的景气状况。**比如小微企业中建筑业、交通运输业和住宿餐饮业，这三个重要行业的小微企业景气状况都没有恢复到 2019 年末的水平，小企业困难程度比较大。街边小摊，这种连小微企业也算不上的，原本就没有在 GDP 统计中，现在因为疫情原因退出市场了，GDP 增速下调可能没有体现出这些非正规经济活动的减少。

小微企业对就业、对居民个人收入都是比较重要的，但是对 GDP 增速并没有那么重要。从小微企业景气指数中，可以观察到大多数小微企业经济活动还没有恢复到 2019 年末的状态，这一点值得关注。

## 二、从库存周期看总体经济形势

从库存周期来看，2020 年中国经济突然进入到主动去库存的状态。什么是主动去库存呢？主动去库存是经济比较冷的表现，因为受到不确定性冲击太大，企业生产意愿比较低，不再增加原材料，生产也停滞了，就在消化原来积累的库存，所以产成品、原材料库存都出现了下降。

2020 年底到 2021 年大部分时间，我们进入了被动去库存阶段。这个阶段中，由于预期明显转暖，供求两旺，企业预期非常好，要增加原材料库存。但是经济刚恢复、生产跟不上需求，产成品的库存甚至出现了下降，这是被动去库存阶段，经济在比较景气的状态。

2021 年底到 2022 年初，库存周期跳过了原材料和产成品同时上升的主动加库存阶段，从今年四月份，突然进入到被动加库存的阶段。在这个阶段，产成品库存在上升，出现了滞销，消费需求在下降。比如家电，现在的库存已经是多年来较高的水平，销路不畅。居民收入预期、就业信心受到影响，产成品积压上升。与此同时，企业的信心、预期比较弱，所以企业不是在增加原材料库存，而是在削减原材料库存。

今年以来大部分时间，我们都处于被动补库存的阶段，经济下行压力还是存在的，市场预期偏弱、居民和企业的心理“阴影面积”还没有完全消除，经济可能存在二次探底风险。按照库存周期，接下来又要进入到主动去库存阶段，也就是原材料和产成品库存同时下降，我们要关注这种下行压力。由于一部分新增需求要消化原来积压的产成品库存，经济刺激的效果会打一定的折扣。要扭转这一局面，就要跳过主动去库存阶段，直接跨入被动去库存，也就是进入 2021 年的那种状态。此时企业、市场的信心就非常重要，相应的合意政策也是非常必要的，这是从库存周期对总体经济的观察。

### 三、货币政策传导面临障碍

今年九月份 M2 增速 12% 左右，比去年同期高了三到四个百分点，说明 M2 对应的流动性增速还是比较快的。但是社融增速在 10.5%，跟去年同期社融存量增速基本持平。也就是说，M2 在增长，但 M2 口径的货币还没有有效转化成社融对应的信用，中间的传导机制有问题。这个过程中甚至出现了一些金融空转现象，有一些套利的情况。近几个月以来，通过政策性银行的资本金贷款，我们打通了一些信用传导机制，所以空转现象在九月有所缓解。

但是从 M2 增速减去社融存量增速的差值来看，今年四月份到现在 9 月为止，M2 增速都是高于社融增速。从 2009 年以来，绝大部分时候 M2 增速是低于社融存量增速的，上次出现 M2 增速低于社融存量增速是 2015 年下半年，当时金融市场、经济增速的压力也比较大。再往前，出现这种情况是 2009 年上半年，也是稳增长压力比较大的时候。从 M2 增速和社融增速的关系来看，现在从货币向信用传导的困难程度和 2009 年初、2015 年下半年在一定程度上是可比的。

这意味着目前在货币政策、财政政策刺激时面临一定的传导障碍，也意味着其他方面有的因素比货币、财政宽松是更加重要的，我们要进一步打通这个传导障碍。当前，一方面是货币政策在宽松，但另一方面并没有有效地转化成信用，这并不是政策宽松程度的问题，而是中间传导机制的问题，需要相应的政策来扭转市场信心，改善预期。传导机制打通，宏观经济复苏也会有更坚实的基础。

#### 四、持续扩大内需，关注小微企业困难

现在来看，对于外需而言，明年的外部环境大概率不如今年。美国经济明年将步入衰退，欧洲和日本经济的韧性还比不上美国，应该会更早进入到衰退状态，外部需求对出口支撑的动力会进一步减少。与外需绑在一起的还有制造业投资和生产，也会面临更大的外部压力。

这时候一定要把增长的重心转移到国内，就像二十大报告、十四五规划多次强调的，要推动扩大内需战略，以国内大循环为主体，强大国内市场。明年国际外部环境，不只是实体经济，金融市场压力也仍然面临不确定性，所以一定要有一些政策储备。尤其是我们要看到结构性问题中，比较弱势的行业、企业和群体，比如线下服务业和工业部门中的下游企业，由于上游成本上升非常快，这些企业利润下降也比较快。可以出台对应的结构性税收优惠政策或者一些暂时性、过渡性的政策。此外，还要加大对小微企业的关注力度，尽管他们对经济的拖累在国民经济统计意义上没有那么显著，但一定要关注到其困难及其对民生、对消费、对收入信心的影响。

从库存周期看，经济存在二次探底的风险。在未来两个季度甚至明年上半年，面临的外部压力挑战以及国内经济增长的压力仍然存在。和欧美日等主要经济体相比，我们有充足的政策空间，只要我们要做好政策准备以及实施合意的政策，明年中国经济仍然可以在全球经济中取得相对不错的表现。

# 赵伟：内外需“接力”中，警惕经济阶段性二次“探底”

赵伟 国金证券首席经济学家

以下观点整理自赵伟在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 59 期）上的发言

## 一、九月以来，经济预期出现分化

去年年底以来，金融市场的经济预期波动比较大。从去年年底到今年三月底，经济预期逐步上修；三月底至五月底，由于疫情反复，奥密克戎病毒快速传播对经济冲击比较剧烈，经济预期急速下修。“5.23”国常会稳增长政策加码落地、随后加快落地的过程中，由于宏观数据的修复有滞后性，六月份到八月份之间，金融市场预期变化比较微妙，大家对经济有所期待，但是数据层面不能证实，表现为经济预期越发冷淡。到八月份前后，大家对经济判断一致性转为悲观。

伴随着八、九月份数据陆续公布，**经济预期开始出现适当修正**，在此过程中市场预期开始出现分化，一部分市场人士认为，稳增长政策不断落地，持续加码过程中会有累积效应。这种累积效应，会在今年四季度之后显现，导致四季度及随后的经济表现，可能出现超预期改善。

另一部分人认为，在部分压制因素还存在的条件下，经济活动修复会受到干扰，对经济预期维持悲观。国庆节期间的居民消费和近期的地产销售数据，给这部分观点提供了论据支持。某连锁餐饮企业歇业率相比过去两个节假日更低了，流量却比之前更差；房地产销售数据也持续低迷。

## 二、内需修复弹性不足、外需走弱已在加速

## 1、企业端：实际库存偏高的现状，会约束生产端修复的空间

我们可以看到，八九月份多项经济数据出现改善，但总结来看，改善较为明显的主要是生产端的指标。制造业 PMI 指数的分项涵盖生产、需求、库存、就业等维度，也能很好地区分内需外需的分化。我们以刚公布的 9 月 PMI 指数分项来看，经济活动的改善主要源自生产行为的改善，在生产端改善过程中，终端需求端改善幅度偏慢：1) 生产指数改善 1.7，新订单指数改善 0.6，新出口订单明显走弱；2) 采购量上升 1，原材料库存回落 0.4、产成品库存抬升 2.1，说明生产加快在加大库存的累积。

从工业增加值的分行业数据来看，生产的明显改善可能主要源于：赶工（如黑色、化工为代表），稳增长（如汽车、电气机械设备等为代表）。三季度中前段高温天气、限电等阶段性影响的生产经营活动，在随后天气恢复正常之后会有赶工需求。

如果生产端的修复非常快，而需求端修复偏慢，必然导致企业端的被动补库。当下，实际库存水平目处在历史高位，在现有实际库存处于历史高位情况下，企业端生产行为修复的空间和持续性势必会受到压制。尤其在现有宏观约束下，生产和需求行为存在“天花板效应”，越贴近终端需求，“天花板效应”越明显的背景下，这种影响会更为直接。

## 2、居民端：就业形势严峻，压制收入消费能力和意愿

我们分别从城市就业和农村就业的刻画指标来看。6 月，历史最高水平在去年一季度。在前一年年底的时候，出现过一些行业政策，导致了部分就业压力抬升，使得去年一季度城镇领取失业保险金的人的数量快速上升。2020 年四季度到 2021 年一季度，城镇领取失业保险金的人数出现陡增。目前这一数据处在历史次高水平。

PMI 指数中非制造业板块中，服务业和建筑业都是吸纳农村就业人口的大户，这两个行业从业人员数据都处在历史极低水平，侧面反映了农村就业状况的严峻性。城镇领取失业保险金的人数、处在历史次高水平，反映了城市就业状况比较严峻。在城乡居民就业形势都比较严峻的情况下，居民端的消费能力和意愿会受到抑制。现实经济运行中，我们可以看到预防式储蓄的明显攀升，提前偿还按揭的现象出现等。

从企业端和居民端来看，经济修复弹性和持续性，都受到一定压制和影响，导致经济很难出现传统周期性复苏的表征。很容易看到：内需修复的弹性不足；其中，生产行为受制于实际库存偏高的压制，消费需求受制于就业形势的严峻，投资需求受制于地产链条的低迷。

### 3、资金端：再换个角度，审视经济修复空间弹性

中长期资金走势对经济趋势的影响更大一些，我们依然从居民和企业两端展开。居民端中长期资金主要是以按揭为主，可以看到这个指标还在不断创新低，底在何处尚未可知。企业中长期贷款指标最近一段时间出现了企稳、略微改善的表征，这是否意味着企业行为会出现周期性复苏呢？我们认为比较难。

传统周期下常见的历史规律，如果工业企业亏损额增速连续两年不断增大，工业企业的资产增速就会见顶回落，负债端增速随后也会见顶回落。对应的微观逻辑很朴素，企业如果连续两年出现亏损，扩大再生产的能力和意愿都会受到明显压制，一部分企业的收缩会影响到其他企业。对于单个企业而言，亏损第一年对现金流量表的影响较为直接，第二年就会伤及资产负债表。负债增速之所以会略晚于资产端增速回落，主要是与一些稳增长的政策对于企业加杠杆的激励有关。

我们可以看到，企业中长期贷款表现相对较好，出现企业略改善的迹象，但企业扩大再生产的意愿非常弱。对于很多企业而言，资产负债表修复需要时日，按照历史规律来讲，这个时长起码在一年以上。企业拿到便宜的钱，受限愿意置换贵的债务，富裕的资金愿意通过委托贷款的方式借给其他公司，而不愿意做扩大再生产，导致政策传导效应明显差于以前。

以上问题在传统经济周期也都会出现。“523”国常会稳增长加码之后，伴随着专项债剩余额度重启、政策性金融机构加快放款节奏及提高新增额度、政策性开发性金融工具、再贷款工具等财政、准财政、货币等政策加快落地，地方政府资金项目不匹配的问题有效缓解，实物工作量开始有效推进。稳增长表现为，基建投资继续推升，中微观指标也开始出现改善。

很自然产生一个问题，稳增长政策效力存不存在“天花板”？大部分时候，宏观经济研究，会忽视微观层面的基本约束，产生一些误解。在过去一些年稳增长政策持续推进下，地方政府的债务率在不断抬升，债务负担抬升的过程中，加杠杆带来的支持效果不断下降。我们用城投平台借新还旧的比例，作为刻画地方政府债务承受力的指标。截至今年6月，已有近1/3的省市，城投平台发债融资中借新还旧的比例高达95%左右甚至100%。这意味着，“走老路”式稳增长，几年前就证实不可持续，现在更加行不通了。

债务不断累积的过程中，存量债务对微观主体现金流自由度的压制变得越来越强，这时候债务规模扩张带来的增长支持效果是大打折扣的，会导致未来一段时期压力进一步累积。

#### 4、内外需“接力”中，经济存在“二次探底”风险

稳增长带来的内需修复仍在继续，但弹性不足，同时外需走弱已经开始加快，未来半年左右的时间中，内外需“接力”的过程中，经济存在“二次探底”的风险。

今年八、九月份出口增速已经开始出现明显下滑，高频数据显示近期外贸相关指标下滑速度在加快。十月上旬外贸集装箱吞吐量当旬同比较九月下旬下滑了15个百分点，而九月份外贸空箱量抬升速度过快，已经抬升到20%以上，这都反映了外需走弱的趋势在加快。这很容易导致，在内需修复弹性不足的情况下，外需走弱加快，明年1季度之前经济增速存在进一步下探的风险。我们的模型测算，也在提示经济“二次探底”风险。

### 三、政策建议

#### 1、重塑激励机制、明确规则边界

短期看，“破局”的关键在于激励机制的重建。目前“负向反馈”比较强，需要重建激励机制，打破“负向反馈”，尽快形成正向循环。长期看，需要明晰有形之手与无

形之手的边界，归政府管理的规范管理，该市场决定的交给市场，这样配合激励机制重建的效果会更好，更有利于预期修复。稳增长过程中，子弹已经打出来很多，但是企业居民的经济预期与市场活力依然低迷，这与微观个体激励机制阶段性缺位有一定关系。比如，对老百姓来讲，收入在下降、收入预期在变差，消费能力和意愿收到压制是非常自然的，未来需要更实质的消费支持政策。

## 2、通过推进标志性项目，加快预期修复

近些年，预期波动对经济活动影响变得越来越大。早些年，经济预期极度悲观时，会通过重大会议的召开或者重大项目落地，对于提振市场信心的效果非常显著。此次是否可以通过一些重大标志性项目或者重要会议，推动市场预期显著修复，对经济稳增长效果也能起到相应的支持作用。

## 3、关注微观层面的制约

要客观认识债务问题，存量问题不解决，增量做不出弹性空间，无论是地方政府、金融机构、企业居民都存在类似问题。存量债务累计到一定程度就是会对微观个体的现金流自由度形成实质性压制，如果这时候还是继续出台一些政策鼓励大家加杠杆，带来的效果必然是明显打折扣的，而且对于未来一段时期政策空间的打开是非常不利的。

以地方政府债务为例，存量问题存量解决，流量问题流量解决。加大转移支付的思路，就是帮助解决流量的问题。债务问题需要进一步从机制上有效解决，如果只是纯粹呼吁通过加杠杆的方式，稳增长加码的政策效果会越来越差，也不利于经济的长期可持续发展。长远来看，建议适当调低增速预期，通过改革的方式激发转型红利。



**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：

