



# CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

中国宏观经济分析与预测

年度论坛（2022-2023）（总第62期）

## 大调整中温和复苏的中国宏观经济

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11月

报告总负责人：

刘元春 杨瑞龙 毛振华

报告执笔人：

于 泽 刘元春 闫 衍 刘晓光

# 大调整下温和复苏的中国宏观经济

## ——CMF 中国宏观经济分析与预测报告<sup>①</sup>

### (2022-2023)

#### 摘要

在超预期的疫情、俄乌冲突和高温干旱冲击下，面对需求收缩、供给冲击和预期转弱的局面，在党中央的坚强领导下，通过对疫情的进一步精准防控、积极有效的政策托底和国内完整的产业链与超大市场的支撑，中国经济在一季度开门红，二季度深度下行后，三季度完成底部回升，四季度延续趋稳态势，完成全年就业和价格目标，三四季度后经济增长正在逐渐回归合理区间。纵观全年经济运行的变化，2022年经济运行的大逻辑是“三重压力”周期性下行因素为主线，超预期因素，尤其是疫情冲击，成为了重要的放大器，在政策对冲和经济内生韧性的基础上，形成了弱企稳态势。当前中国经济根本问题是周期性的下行力量，尤其是总需求收缩和信心不足。在总需求收缩中，房地产深度调整是今年的核心特征，上游延伸到钢铁、建材等行业，下游延伸到地产后周期消费。即使剔除房地产和疫情的影响，消费疲弱依然疲弱，是目前中国经济的核心底色。

2023年中国宏观经济运行的核心逻辑是，在不断优化疫情精准防控措施，提升防控效率的大背景下，国内外结构性因素正在加速进入变化的临界点，处在关键的转换期，同时，总需求收缩和信心不足等周期性下行因素延续，改革、发展、稳定三者之间不断再平衡的复杂局面。结构性因素调整近年来一直在发生，但是在疫情全球大流行期间，因为应急政策，部分结构性调整迟滞。在2023年，结构性调整将要进入加速期，大调整将成为经济的核心

<sup>①</sup> 本报告为中国宏观经济论坛（CMF）研究成果。报告执笔人为：于泽、刘元春、闫衍、刘晓光。报告中的数据除注明出处之外，皆出自 Wind 数据库和中国宏观经济论坛（CMF）团队测算，如有遗漏，请联系更正。

背景，需要加以重视。综合判断结构性、周期性和疫情等因素，2023年经济将实现温和复苏，在基准情形下预计实际增长4.8%，名义增长6.3%。分季度看，剔除二季度低基数导致的异常值，2023年各季度将呈现逐渐加速态势。

为了更好地回归“十四五”期间中国经济的潜在增长率、衔接“十四五”和2035远景目标，稳定就业和政府、企业与居民收入，稳定信心，避免欧洲出现过的低增长导致长期“后遗症”效应，在基准预测的情形下努力进取，建议2023年经济增长目标设定为5%。为实现此目标，2023年需要抓住国内外，尤其是国内结构转换的关键时期，根据疫情发展不断优化精准防控措施，激发市场主体活力，系统深化改革的基础上突出重点，以推进财税体制改革为核心，旗帜鲜明以积极的总量宏观政策对冲周期性下行因素，财政赤字率设定为3%，明确货币政策稳健偏宽松，将中国经济加速引入新发展格局。

世界和中国经济一直在进行着缓慢的结构性变化，2023年结构性因素的变化进入临界点，会加剧显现。在人口老龄化、资源环境、市场环境等常规性慢变量的结构性因素变化之外，2023年，中国经济处在国际和国内经济动能同时加速进入结构性转换的临界期。首先，世界主要经济体进入低增长、低贸易、低投资，高债务、高通胀、高风险的“三低三高”为特征的调整期。这背后深层次原因是主要经济体经济循环模式逐步重构，从目前灵活型的供给和需求模式逐渐回归到“灵活版”的罗斯福新政模式，国家的力量不断强化，形成军事、民用基础设施、新能源技术和资源的全球争夺战，深刻影响未来的世界经济走向。在这种调整中，结构性因素决定通货膨胀持续时间，周期性因素决定通货膨胀的幅度。伴随着周期性因素中下行力量加大，欧美不会出现工资-价格螺旋，通胀增速已经见顶。但是，欧美各国循环模式重构产生成本上升，带动核心通货膨胀持续高位运行，使得通货膨胀粘性加大，通货膨胀持续时间延长并且具有极大的不确定性。同时伴随着低增长，货币政策处在两难选择中。2023年，欧美日等各央行会放缓加息速度，但是高利率状态持续较长时期。同时，欧美央行减缓缩表速度，在传统的加息周期中采用一定的量化宽松政策，市场收益率曲线更加扁平。这种高利率状态将会导致欧美各国进入一定的衰退期，衰退的幅度和先后主要取决于各国政府的国家力量强化程度，美国将会优于欧洲和日本。在各国国家能力不断强化和能源价格逐渐趋稳的背景下，此轮欧美各国经济下行总体幅度处在可控范围内，不会陷入深度衰退。欧美的经济和货币政策走势意味着明年我国出口将会进一步下行，但是发生断崖式下降的概率极小。同时，汇率将会呈现宽幅震荡，但是处在可控区间，为国内独立自主的货币政策留下空间。

其次，国内经济循环的动力也正在发生结构性调整，处在关键的转换期。一方面，2019年以来，尤其是在疫情后的经济复苏进程中，房地产投资和出口是最为核心的引领力量。目前，这两个因素已经形成了趋势的转折，2022年开启了加速下行模式，2023年难以再提供有效动力，2019年以来的经济循环模式将能以持续。另一方面，在“二十大”精神的指引下，通过过去十年伟大变革取得的系统性经济工作理念不断增强、国有企业改革、科技进步、中等收入群体提升和新能源产业等内生动力推动，2023年中国经济将会进入新发展格局加快落地期，为经济发展提供新动能。新发展格局加速落地表现为：1) 国内统一大市场助力内需接力外需；2) 科技自立自强助力产业链供应链锻长板、补短板；3) 战略性新兴产业融合集群发展将进入快车道；4) 现代化基础设施体系进入加速形成期；5) 金融供给侧结构性改革助力实体经济融资环境不断改善；6) 数字经济与实体经济进入加速融合期；7) 乡村振兴和区域协调发展加速深化落实；8) 高水平对外开放将会不断开花结果；9) 军民融合提供新的发展机遇，进一步助力统筹安全与发展。

在国际国内两大结构性因素加速调整期中，2023年的中国经济机遇与挑战并存。综合考虑不断优化的疫情精准防控和目前周期性因素的延续，2023年宏观经济孕育六方面的上升力量和六方面的抑制性因素。上升力量主要体现为：1) 疫情防控更加精准，管控资源得以释放，人员流动性增加，促进消费和服务业复苏；2) 房地产底部确认，竣工等后端有望高增长，带动房地产后周期消费复苏；3) 基建投资保持高位运行；4) 制造业投资内生动力将持续提升；5) 供给侧不利因素更加温和；6) 低基数推动同比增速。与之对照的是，2023年也将同时面对六方面抑制性因素：1) 结构性因素制约下消费恢复还需要时日，依然主要依靠汽车消费支撑；2) 出口下行压力加大，成为主要拖累因素，但是幅度温和；3) 企业和家庭部门资产负债表脆弱，去杠杆动机增强；4) 深层次问题还有待进一步解决，市场信心没有完全恢复，民营企业投资受到制约；5) 经济运行效率持续下滑；6) 高成本约束进一步增强。

综合上述因素，2023年中国宏观经济将会呈现温和增长，如果剔除2季度异常值，全年呈现逐渐加速态势。同时，由于周期性下行因素持续，可能放大结构性调整中的不利方面。2023年的中国经济面临着十方面的风险：1) 土地资产的非流动性和房地产销售低迷在资产侧延迟房地产市场企稳；2) 地方政府融资平台收入低增长，债务风险加剧；3) 地方政府资产负债表进一步恶化，保运转和保民生压力加大；4) 俄乌冲突长期化进一步地催生地缘政治风险；

5) 产业链结构性变化引发出出口增速超预期下滑; 6) 汇率宽幅波动已发金融市场震荡; 7) 青年劳动就业问题长期化; 8) 低收入群体保障不足, 社会风险加剧; 9) 极端天气风险加剧; 10) 行政性宏观政策扭曲市场资源配置, 导致原有短期问题长期化和新的结构性扭曲。

面对复杂局面, 为了更好地支撑中国经济, 实现 5% 的目标增长率, 2023 年经济工作要坚持稳字当头、稳中求进的总基调, 在系统协调的政策基础上, 进一步发力。

第一, 抓好三个突破点, 进一步做到精准化疫情防控。首先, 在“二十条”优化措施之后, 要进一步凝聚共识。其次, 统一各地方防控政策执行标准。再次, 国家层面明确标准, 着力解决跨省市人员流动问题。“二十条”措施明确了处置标准, 在本地行政区域内的防控措施得到了优化。但是, 各地对外来人员管控标准不一, “落地检”之后管控政策不一致, 尤其是返回当地后管控政策存在很大的不确定性, 影响人员流动, 需要进一步明确标准, 着力优化和统一。

第二, 突出重点深化改革。利用好“二十大”红利, 在系统性基础上, 以激发市场主体活力为核心, 重点推进财税体制改革。在复杂的结构性因素加速转变期, 改革需要加强顶层设计和统筹安排。在此基础上, 更需要进一步针对性突出重点来深化改革。2023 年改革的重点需要在结构性因素与周期性因素交织点推进, 一箭双雕, 以改革推动经济新动能落地, 从制度上舒缓地方政府财政压力, 矫正地方政府激励。十八届三中全会以来, 财税体制改革的总体目标是建立与国家治理体系和治理能力现代化相匹配的现代财政制度。这就要求我们进一步以中国式现代化道路为主线, 推进财政收入体制、财政支出体制、预算管理体制和财政管理体制。继续推进财税体制改革需要保持宏观税负基本稳定、保持财政收入占比基本稳定、中央财政收入占比基本稳定。在这样的前提下, 财税体制改革更重要的是理顺税收逻辑, 调整收入和支出的结构。

第三, 逆周期政策保持总量宽松。2023 年总量宏观政策需要保持宽松, 不能用疫情防控措施和改革代替逆周期宏观政策。首先, 疫情是周期性下行力量的放大器, 但不是中国经济的本质原因, 总需求不足下宏观政策不能过快退出。其次, 不同于前期增量改革下, 改革本身就是稳定经济的力量。目前的改革是存量改革, 利益格局调整容易产生“先破后立”, 不能用改革代替稳增长。这意味着还需要宽松的宏观政策为改革创造良好的环境, 防止政策过度收缩导致的风险叠加。再次, 宽松的宏观政策修复企业和家庭资产负债表, 才能有效应对

明年的复杂局面。最后，欧美紧缩政策节奏的放缓也为我国政策提供了更大的宽松空间。

坚持就业优先，继续实施积极的财政政策。2023年逆周期政策重点加大货币政策力度。要依据货币政策传导机制，全面、准确理解“不要大水漫灌”，总量性与结构性货币政策配合，全面降准置换MLF，稳定流动性的同时降低金融机构负债成本。通过再贷款、普惠金融等渠道进一步加大对制造业智能化、绿色化升级和中小微企业支持。逆周期和跨周期调节综合考虑宏观审慎管理，进一步提升金融机构行动空间。

第四，结构性政策以“降成本”为导向畅通国民经济循环。首先，在行业政策上，以元宇宙为突破点，推动数字经济和实体经济深度融合。在商品运输成本、信息成本下降之后，以人与人交流成本下降启动新行业红利。元宇宙从消费端转向生产端塑造数字化人与人交流场景，推动产业链升级。其次，在提供投资案例的基础上，着力解决好“红绿灯”设计机制，与市场充分沟通，让企业充分理解。最后，完善煤炭价格形成机制，稳定能源成本。2023年需要进一步稳定生产；密切监控煤炭市场价格运行，对极端事件做好应急预案；搭建政府参与的煤炭市场信息平台、构建政府有效调控下的煤炭市场价格形成机制、形成可控的价格协调机制。

第五，系统性推出房地产解决方案。短期以稳为核心。以“保交楼、稳民生”为核心，压实多方责任、建立、用好房地产稳定保障基金。因城施策用足用好政策工具箱，进一步释放前期挤压的刚性购房需求和合理改善性需求，推动地产销售回归正常状态。因城施策实施房地产调控政策，保持房地产融资平稳有序，满足刚性和改善性住房需求，稳步优化预售资金监管、探索商品房预售制度改革。有效盘活房地产企业存量资产和城市的低效资产，推动化解及处置出险房企债务风险。长期中促进资产端调整。加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，推进城市更新。推动都市圈城市群发展战略，有序培育现代化都市圈，优化房地产市场区域结构性失衡问题，通过都市圈提升土地资产流动性。建立住房和土地联动机制，优化土地供给政策，逐步降低土地财政依赖。推动房企向综合运营开发业务模式转型。构建房企新业务模式稳定的长期融资机制。

第六，逐渐走出应急思路，着力解决好中小企业长期修复问题。继续针对受疫情冲击较大的行业出台有针对性的具体政策。继续解决好物流不畅问题。重点解决好中小企业账款回收问题。全生命周期支持中小企业融资。扩大需求是盘活中小企业的根本途径。切实推进

负面清单管理、强化竞争政策基础性地位，为小微企业进入生产性服务业和公共服务领域破除进入障碍。

**关键词：**中国宏观经济；弱企稳；疫情；房地产；消费；新发展格局

## 第一部分 总论与预测

2022年是中国经济在党中央的坚强领导下，面对“三重压力”，抵御超预期冲击的一年。一方面，国内超大规模市场、完整的产业链、新能源相关产业持续向好以及贸易顺差保持高位，为中国宏观经济能够企稳提供了持续的动力和坚实的基础；另一方面，新冠疫情的反复大范围爆发、俄乌冲突扰动世界市场、高温干旱、房地产市场深度调整、能源价格处在高位、信心不断减弱使得中国经济在二季度大幅下行后，三四季度只实现了弱企稳，负向产出缺口持续，经济复苏进程较为缓慢。

与前期预测分析和各类研究相比，2022年中国宏观经济呈现出以下十四个新现象、新问题和新特征：

1、国内超大市场、完整的产业链和不断优化的能源等经济安全措施是中国宏观经济在受到疫情等超预期冲击后经济企稳的核心基础。在完整的产业链支撑下，外贸在2022年上半年是经济企稳的关键动力，保持了出口和顺差的不断提升。下半年国内需求接棒外需，推动经济趋稳向好。

2、新能源产业链、汽车产业链、高技术产业持续保持高景气，带动化学原料及化学制品制造业、有色金属冶炼及压延加工、电气机械和器材制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业投资强劲增长，带动制造业投资动力回升，成为稳定投资、稳定经济的重要力量。

3、科技自立自强战略的全面推进、产业链和供应链铸长板补短板，制造业技改投资增速持续高于全部制造业投资，技改投资占全部制造业投资的比重上升，中国新旧动能转换在超预期冲击下保持在稳定运行轨道。

4、新发展格局逐渐确立、高质量发展不断深化、民生补短板不断提速、发展模式不断优化、保障国家安全持续深入，直接推动现代化基础设施投资上升，内容不断升级优化，信息传输业等投资持续保持高位，稳固了中国经济长期发展基础的同时也成为面对超预期冲击稳定经济的重要力量。

5、消费者价格低位运行、核心 CPI 低迷、工业出厂品价格指数下行转负和产出缺口的变化，表明总需求不足是 2022 年经济的核心问题。同时，长期的总需求不足对短期供给能力，尤其是潜在增长能力产生负向影响，具有影响长期化的苗头。

6、房地产深度调整是 2022 年总需求不振的核心特征之一。行业下行趋势之深、持续时间之长、地区分化之剧烈均是历史首次出现。房地产行业调整上游延伸到钢铁、建材等行业，下游延伸到地产后周期消费，成为经济下行重要力量，相关风险不断显现。在 2021 年四季度后，涉房地产相关政策不断优化，但效果并不理想。疫情、周期性原因和政策因素已经不能满意地解释本轮房地产下行，城镇化模式转型等结构性因素在信心不足等问题放大下全面急性发作是本轮房地产剧烈调整的深层次原因，房地产已经进入到业务模式重构的新时期。由于土地资产的非流动性，房地产企业受制于资产端调整困局，简单的“一城一策”不能有效化解，房地产行业转型尚需时日。

7、消费不足是制约经济回暖的重要因素。从疫后修复数据来看，疫情后消费虽然有段时间反弹，但是持续修力量弱。消费不足既有房地产后周期消费拖累，更有金银珠宝等消费增速下行表现了居民储蓄意愿不断增强，流动性动机不断上升。收入增速放缓、信心不振、提升渠道受阻等因素意味着消费低位徘徊还将持续一段时间。

8、下半年出口增速大幅度下滑标志着我国在疫情期间出口高增长态势的结束。伴随着退出疫情宽松政策，转向货币紧缩，欧美经济逐步走弱，疫情期间我国利用国内产业链替代国外生产链条中断情况逐渐结束，欧美消费者提高消费中服务占比，降低商品占比，我国出口动力不断减弱，高速增长阶段已经结束，对未来的经济增长带来风险。

9、去杠杆等现象表明预期转弱问题进一步放大。市场主体面对脆弱的资产负债表，对于疫情变化、政策调整、战略定位在高度不确定条件下风险态度非常谨慎。企业和家庭部门流动性动机上升，长期经济决策推迟。

10、经济运行效率放缓明显。在上海保卫战之后，我国的客运量和货运量都没有完全恢复，尤其是客运量下降较大。货币 M2 增速持续快于社会融资增速，表现出新增融资沉淀化，不能有效转化为总需求。

11、俄乌冲突等地缘政治风险加速演进，不断向经济风险转变。俄乌冲突是近年来地缘政治风险不断上升的集中体现。随着欧美防疫政策转向，国内问题日益国际化，地缘政治风险进一步累积，并通过局部爆发向世界能源波动、粮食安全等经济问题不断转化，对我国面对的国际环境和经济供给侧成本带来较大挑战。

12、高温天气等扰动加剧。夏季高温干旱对能源供给和需求都产生了较大冲击，干扰正常生产秩序和居民生活秩序。在全球变暖的大背景下，极端天气可能常态化，对经济的影响逐渐加大。

13、青年就业问题凸显。16-24 岁青年失业率持续高位，波动幅度较大，且修复能力弱，呈发散趋势。这背后是经济下行压力加大，企业收缩开支等周期性因素和青年就业目标与现实岗位之间结构性矛盾突出等因素交织。部分年轻人对找工作信心下降，选择躺平，青年失业问题存在住不长期化倾向，对社会人力资本接力和消费等供需两侧都产生持续影响。

14、财政收支压力加大，地方政府财政运行秩序挑战加剧。2022 年财政压力是历次经济调整中都没有经历过的严峻局面。一方面税收收入在经济下行和留抵退税等政策下持续放缓，另一方面，房地产市场不振带动政府性基金收入下滑。财政压力尤其体现在县以下地方政府，保基本民生、保基层运转压力不断加大。

上述 14 个现象表明，2022 年中国宏观经济在面对“三重压力”和超预期因素叠加的情况下，经济复苏的进程复杂，也更加乏力。因此，从综合的角度看，经济修复还需要一段时间，需要进一步做好固本培元的工作，不是简单大规模刺激就能解决问题。同时，也要将经济增速尽快抬升，防止长期低于潜在增速带来的“后遗症”效应，导致短期问题长期化和结构化。

短期中，我国能否稳固经济趋稳向好的态势，主要取决于以下几方面的因素：

1) 冬季国内疫情是否会变为较长时间的“多点密发”，导致经济社会秩序进一步变异，资源进一步向防控倾斜；2) 房地产是否可以缓解甚至部分逆转当前深度调整的趋势；3) 消费是否可以触底企稳；4) 制造业投资能否保持良好态势，稳定投资大盘；5) 欧美衰退速度和幅度是否会超预期，并由此带动出口下行；6) 美联储是否会超预期加息，同时加息周期延长导致的不确定性是否进一步增大；7) 地方财政压力是不是会发生风险，能不能支撑稳大盘经济政策；8) 市场信心能不能得到修复；9) 经济运行效率能不能得以提升；10) 稳大盘宏观经济政策能不能平稳延续，并逐步从应急转向全面复苏。

从中期来看，2023年是“二十大”召开后的红利窗口期，“十四五”规划承前启后期，同时也是国际、国内发展格局进入结构性加速调整期。一方面，新发展格局进入加速落地期，动能会逐步提升，供给侧制约因素逐渐缓和；另一方面西方发达国家内部经济循环模式调整表现为外部全球化进程破碎化、地缘政治风险频发，我国需求收缩和预期转弱挑战加大，局面更加复杂，需要稳中求进应对好机遇与挑战。2023年中国宏观经济很可能面对以下系列挑战。

1、新冠疫情和防控政策的优化调整仍然在很大程度上决定社会经济活动的常态化的进程，2023年将是极具考验性的一年。一是西方主要国家在疫情防控上全面放开，国内能不能更好的凝聚共识，对社会治理和经济运行都有极大影响；二是西方疫情防控全面放开后进入新产品周期和供应商调整周期，对我国进出口带来巨大的不确定性；三是中国疫情防控模式的调整过程将伴随着我国经济社会运行逻辑巨大的磨合成本，这些冲击都带有强烈不确定性。

2、世界经济进入大调整期，导致出现低增长、低贸易、低投资，高债务、高通胀、高风险的运行特征，使得世界地缘政治风险加剧和本轮欧美加息进程变异。1980年之后，伴随着新自由主义浪潮，欧美进入以灵活劳动力市场和金融自由化为特征的灵活供需的经济循环模式。在1990年之后，伴随着信息成本下降，这种国内经济循环模式向外推动产业链贸易的全球化新模式。伴随着挑战，未来西方主要国家会逐步走向灵活的“罗斯福新政”模式，国家力量进一步强化，突出军事和民用基础设施投资，追求高科技竞争。这对我国存在正反两方面影响。

一方面，欧美的衰退幅度不会过大，对我国出口影响会更加可控，另一方面，产业链贸易会加速调整，出口超预期波动可能性加大，同时欧美通货膨胀持续时间会变长，长时间的利率高位导致世界经济不确定性加大，对我国国际收支影响也会加大。

3、总需求不足的环境下，国内经济动能进入加速调整期。一方面，房地产和出口面对着模式转型。房地产行业从下沉市场、高周转模式逐步转向存量市场、制造业模式；出口面临国际价值链重构问题。另一方面，通过“二十大”的这一系列部署，加之十八大以来一系列重大举措正在逐步进入收获期，高质量发展的支撑体系逐步构建成熟，新发展格局的内生动能不断聚集。在这个结构性转换期，总需求不足的挑战更加尖锐，如何在结构性政策与总量性政策、逆周期政策与跨周期政策之间寻找到新的平衡依然面临许多挑战。

4、构建与新发展格局激励相容的宏观经济治理体系仍是较大考验。我国目前各级政府、各大国有企业、大量民营企业都已经将工作聚集在国家重大战略上来。尤其是地方政府，因为行政考核的需要，所有行动都围绕国家重大战略部署。这有利于凝心聚力，团结一致向前进。但是，由于地方政府、国有企业和国有金融机构具有的锦标赛思维，容易将一致的目标放大为不顾自身条件，全部资源投入某项工作中去，导致行政性的宏观调控政策出台，扭曲了市场资源配置效率。同时，在提供一些投资案例基础上，需要着力解决好“红绿灯”设计机制，与市场充分沟通，让企业对“红绿灯”机制“知其然”，更要“知其所以然”。

根据上述各种定性判断，利用中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM模型，设定2022、2023年主要宏观经济政策假设：（1）名义一般公共预算赤字率为2.8%、3.0%；（2）人民币兑美元平均汇率为6.7、7.2。预测2022-2023年中国宏观经济核心指标增长情况，结果如表1所示。

表1 2022年中国宏观经济核心指标增长预测

预测指标	2019	2020	2021	2022.1-3	2022.1-6	2022.1-9	2022*	2023*
1. 国内生产总值	6.0	2.2	8.1	4.8	2.5	3.0	3.3	4.8

第一产业增加值	3.1	3.1	7.1	6.0	5.0	4.2	3.7	3.5
第二产业增加值	4.9	2.5	8.2	5.8	3.2	3.9	4.2	5.2
第三产业增加值	7.2	1.9	8.2	4.0	1.8	2.3	2.6	4.5
2. 固定资产投资完成额	5.4	2.9	4.9	9.3	6.1	5.9	5.8	6.0
社会消费品零售总额	8.0	-3.9	12.5	3.3	-0.7	0.7	1.0	6.5
3. 出口总额（美元计价）	0.5	3.6	29.9	15.5	13.9	12.5	8.7	-3.0
进口总额（美元计价）	-2.7	-0.6	30.1	10.6	5.8	4.1	3.0	-1.0
贸易盈余（亿美元）	4211	5240	6759	1550	3796	6452	8878	8059
4. 消费者物价指数	2.9	2.5	0.9	1.1	1.7	2.0	2.0	2.1
工业生产者价格指数	-0.3	-1.8	8.1	8.7	7.7	5.9	4.0	-0.5
GDP 平减指数	1.2	0.5	4.4	4.0	3.7	3.1	2.8	1.5
5. 广义货币（M2）	8.7	10.1	9.0	9.7	11.4	12.1	11.6	11.0
社会融资总额存量	10.7	13.3	10.3	10.5	10.8	10.6	10.2	10.5
6. 政府收入	6.2	0.5	8.8	0.2	-14.7	-11.6	-9.2	7.0
公共财政收入	3.8	-3.9	10.7	8.6	-10.2	-6.6	-4.0	8.0
政府性基金收入	12.0	10.6	4.8	-25.6	-28.4	-24.8	-20.0	5.0

注：\*表示预测值。

1、2022年，“三重压力”叠加“两大超预期冲击”对短期中国宏观经济运行产生了巨大下行压力。预计全年经济增速为3.3%左右，远低于年初5.5%的增长目标，也显著低于2021年8.1%的同比增速和5.1%的两年平均增速。

2、在供给端，三大产业增速均出现一定程度回落。其中，第三产业受疫情冲击较为严重，增加值增速仅为2.6%，较2021年增速回落5.6个百分点；第二产业在出口的强劲带动下保持了相对平稳，增加值增速为4.2%，较2021年回落4.0个百分点；第一产业在相关政策支持下持续好于往年，增速达到3.7%左右。

3、在需求端，三大需求走势分化明显。其中，消费需求持续低迷，社会消费品零售总额名义增速预计仅为1.0%左右，较2021年增速回落11.5个百分点；基建投资大幅提速带动投资需求保持相对平稳，固定资产投资增速为5.8%左右，较2021年增速提高0.9个百分点，发挥了稳定经济的托底作用；在全球产业链供应链尚未完全恢复、外需正处于由强转弱的进程中，出口延续强劲增长态势，预计出口总额（以美元计价）同比增长8.7%，贸易顺差扩大至约8800亿美元，同比增长31%，对短期经济增长的贡献率大幅上扬。

4、2022 年物价运行总体平稳。其中，在食品和能源价格大幅上涨的推动下，CPI 同比涨幅整体有所回升，预计为 2.0%左右。但在供需同步回落中需求端收缩力量更为明显，PPI 同比涨幅从高位持续快速回落，预计全年涨幅为 4.0%左右，较 2021 年涨幅回落 4.1 个百分点，其中四季度由正转负。

5、2022 年货币信贷政策转向宽松。全年广义货币（M2）供应量同比增长 11.6%，较 2021 年提高 2.6 个百分点；然而市场内生性紧缩特征明显，社会融资总额存量同比增长 10.2%，低于 M2 增速 1.4 个百分点，也较 2021 年回落 0.1 个百分点。

6、受宏观经济下滑和房地产市场深度调整影响，2022 年政府收入大幅减少。预计公共财政收入同比下降 4%左右，政府性基金收入下降 20%左右，两项合计下降 9.2%，财政收支压力显著加大。

7、展望 2023 年，在疫情防控政策再调整、宏观经济政策再定位、微观市场主体修复以及十四五规划项目加快落实等因素的作用下，中国宏观经济下行压力有望得到极大缓解，逐步逆转 2022 年经济复苏乏力、增速回落的势头，各方面增长表现将逐步回归常态。预计 2023 年实际 GDP 增速将回升到 4.8%左右。

8、2023 年供需两端有望实现有效修复。在供给端，受疫情防控严重影响的服务业将加快反弹，第三产业增加值增速将达到 4.5%左右；第二产业实现平稳增长，增加值增速为 5.2%。在需求端，随着疫情因素极大缓和，受抑制的消费和投资需求将得到充分释放，预计消费和投资增速分别为 6.5%和 6.0%左右。

9、2023 年全球经济加速放缓导致外需收缩，同时全球产业链供应链修复下供给能力提升，两方面因素叠加，预计我国出口增速将出现明显下滑，负增长 3%，贸易顺差回落。

10、随着供求关系再平衡，2023 年物价水平将趋于稳定。随着食品价格恢复和国际能源价格回落，预计 CPI 涨幅将保持在 2.1%左右，PPI 可能出现小幅负增长 0.5%，GDP 平减指数回落至 1.5%。

11、2023 年是党的二十大召开之后，加快构建新发展格局、推动经济高质量发展、全面建设社会主义现代化国家的一年。货币供应量和社会融资总额的增速将保持平稳，与名义 GDP 增速大致匹配，同时继续加大财政支出力度。预计 M2 增速将稳定在 11%左右，社会融资存量增速保持在 10.5%左右。政府收入在公共财政收入和政府性基金收入企稳回升的作用下恢复增长，预计增速为 7%左右，其中，公共财政收入增长 8%，政府性基金收入增长 5%。

## 第二部分 弱企稳的 2022 年中国宏观经济

### （一）经济触底企稳，但基础不牢

1. 实际 GDP 增速“弱企稳”，但名义 GDP 增速加快下滑，反映总需求偏弱带来价格紧缩效应。

2022 年前三季度中国经济增长总体呈现“弱企稳”的特点。首先，前三季度，按不变价格计算，中国 GDP 同比增长 3%，较去年增速下降 6.8%，比 2019 年前三季度增速下降 3%。分产业看，第一产业同比增长 4.2%，较去年增速下降了 3.3%，比 2019 年增速加快了 1.3%；第二产业同比增长 3.9%，较去年增速下降了 6.7%，比 2019 年增速加快了 1.59%；第三产业同比增长 2.3%，较去年增速下降了 7.2%，比 2019 年增速下降了 2.7%。数据表明，疫后经济复苏过程中，第一产业和第二产业增速趋于正常水平，甚至可以说已经获得了超常恢复，超过了 2019 年的增速。但第三产业萎靡，是导致经济增速放缓的主要原因。其次，受到疫情影响，GDP 季度增速波动较大，第二季度增速明显下滑。分季度看，第一季度同比增长 4.8%，第二季度同比增长 0.4%，第三季度同比增长 3.9%。第二季度增速受到疫情引发的上海保卫战等影响，进入了多年未有的谷底，在三季度后经济企稳复苏。

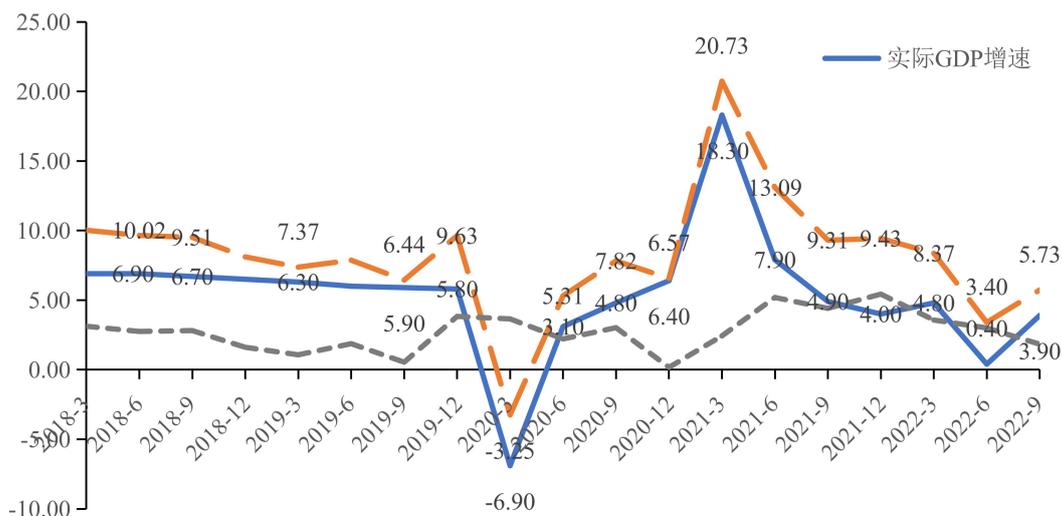


图 1 中国实际 GDP 与名义 GDP 增速

从实际 GDP 和名义 GDP 增速的变化来看，名义 GDP 速度明显加快下滑，两者差值不断减小，反映总需求偏弱带来价格紧缩效应。

从以当季环比增速构建的定基指数看，2022 年前三季度中国的实际产出水平低于了长期增长趋势线，第二季度产出水平相比长期增长趋势线的下行缺口最大，第三季度有所回升，但总体仍存在不小的缺口。

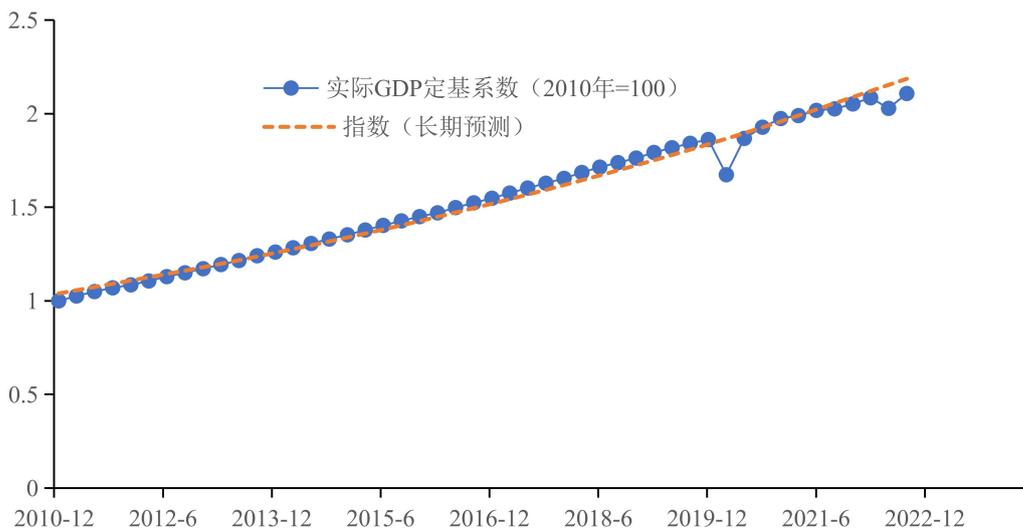


图 2 中国实际产出水平偏离长期增长趋势线

## 2. 虽有各种冲击，内需接棒外需推动工业生产继续超预期恢复，服务业受到疫情影响没有完全恢复

(1) 从工业生产来看，受到疫情冲击，2022年工业生产第一季度和第二季度波动变化较大，但下半年逐步回归常态化。2月份规模以上工业增加值同比增长高达12.8%，而4月份同比增长-2.9%，5月份同比增长恢复到0.7%。从工业产能利用率来看，一季度产能利用率为75.8%，二季度为75.1%，三季度为75.6%，处于近年同期较差水平。受到高温干旱天气等影响，三季度工业产能利用率为75.6%，比上年同期下降1.5个百分点。从当月同比来看，工业生产在二季度后恢复较好，9月份规模以上工业同比增长6.3%，10月份虽然当月同比下降到5%，但是也处在较好水平。

工业生产在疫情以外，供给侧因素是一个主要影响因素，成为正反两方面的双刃剑。从正面看，2022年能源紧平衡带动采矿业成为了工业主要支持力，虽然10月份累计增速降到7.9%，仍然是高于工业增加值累计增速4.5个百分点。从负面因素看，受“芯片荒”持续影响，汽车制造业一度拖累工业下行工业影响明显。4月份、5月份汽车制造业当月同比下降分别为-31.8%、-7%。6月份以后，汽车制造业迅速恢复，当月同比增长均高于16%，其中8月份同比增长高达30.5%。

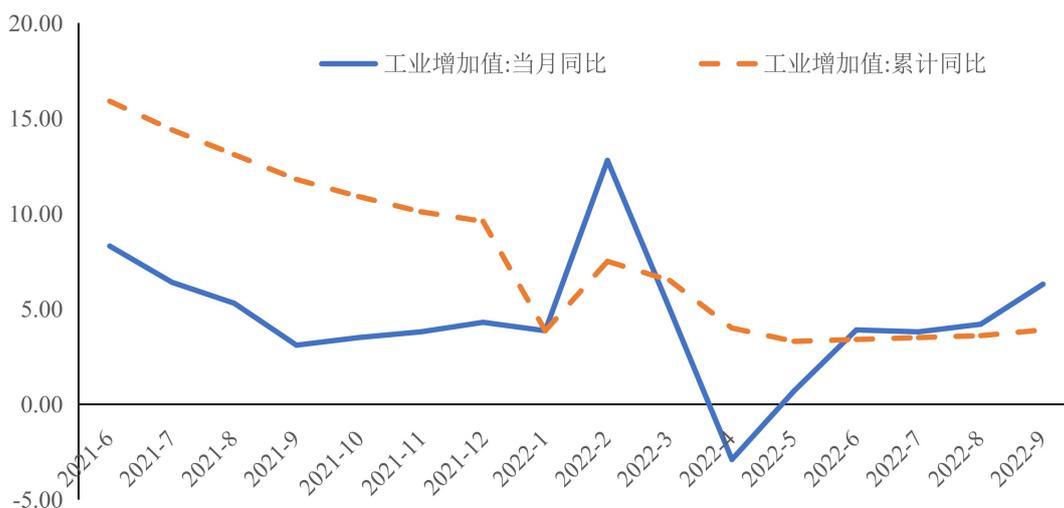


图 3 工业增加值累计增速

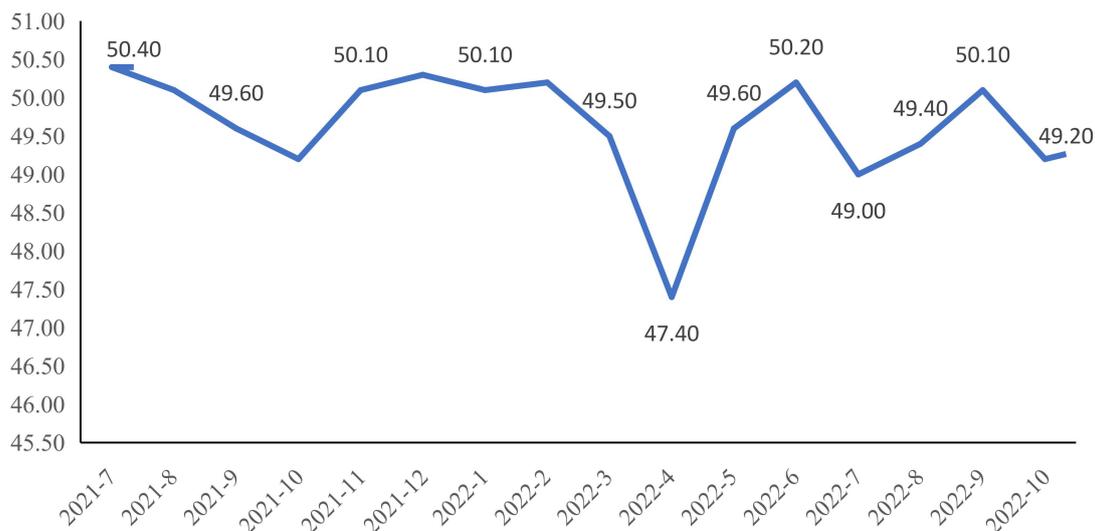


图 4 中国工业增速波动较大，三季度逐渐恢复

2021 年制造业恢复的主要动力来自于出口。2022 年，出口依然提供了有力地支撑，新能源汽车等出口有效带动了制造复苏。但是，2022 年制造业复苏动力在三季度后，更加依靠内需，尤其是新能源汽车消费。7 月份之后，出口交货值增速不断降低，与工业企稳形成了鲜明的对比。

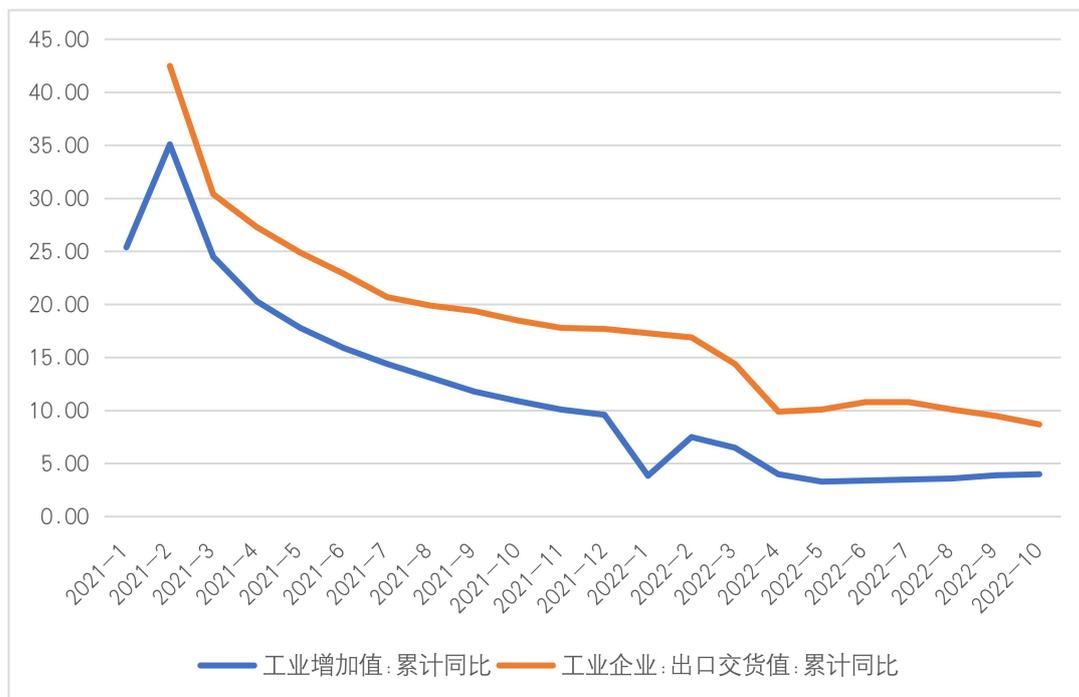


图 5 出口交货值增速放缓

(2) 2022 年，因疫情反复爆发，服务业生产受较大影响。1-10 月，服务业生产指数同比增长 0.1%，低于近年同期水平。前三季度，服务业增加值同比增长 3.2%，其中二季度下降 0.4%。信息传输、软件和信息技术服务业，交通运输、仓储和邮政业增加值同比分别增长 8.54%、0.3%，均低于近年来同期水平(除 2020 年外)。1-9 月份，规模以上服务业企业营业收入同比增长 4.7%，低于 2017-2019 年同期水平。

从动态边际来看，服务业生产有所恢复，但仍在低位徘徊不前。当月同比看，3 月份以后服务业生产指数一度跌为负数，6 月份服务业生产指数有所回升，但同比仅增长 1.3%，较去年同期大幅跌落 9.6%。7、8、9 月服务业生产指数仍在 1%附近徘徊，10 月份更是降到 0.1%，并未出现抬升趋势。



图 6 中国服务业生产指数由负转正，但一直在低位徘徊

表 2 中国各大产业复苏进展

	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
<b>GDP</b>	<b>6.40</b>	18.30	7.90	4.90	4.00	4.80	0.40	<b>3.90</b>
第一产业	<b>4.30</b>	8.10	7.60	7.10	6.40	6.00	4.40	<b>3.40</b>

第二产业	<b>6.70</b>	24.40	7.50	3.60	2.50	5.80	0.90	<b>5.20</b>
第三产业	<b>6.60</b>	15.60	8.30	5.40	4.60	4.00	-0.40	<b>3.20</b>
农林牧渔业	<b>4.40</b>	8.00	7.50	7.10	6.40	6.10	4.50	<b>3.60</b>
工业	<b>6.80</b>	24.40	8.80	4.90	3.80	6.40	0.40	<b>4.60</b>
制造业	<b>7.40</b>	26.80	9.20	4.60	3.10	6.10	-0.30	<b>4.00</b>
建筑业	<b>5.80</b>	22.80	1.80	-1.80	-2.10	1.40	3.60	<b>7.80</b>
批发和零售业	<b>6.80</b>	26.60	9.60	7.60	5.90	3.90	-1.80	<b>1.60</b>
交通运输、仓储和邮政业	<b>8.00</b>	32.10	12.70	5.90	4.00	2.10	-3.50	<b>2.60</b>
住宿和餐饮业	<b>-0.80</b>	43.70	17.10	5.70	4.70	-0.30	-5.30	<b>2.80</b>
金融业	<b>5.90</b>	5.40	4.10	4.00	5.50	5.10	5.90	<b>5.50</b>
<b>房地产业</b>	<b>4.90</b>	21.40	7.10	-1.60	-2.90	-2.00	-7.00	<b>-4.20</b>
信息传输、软件和信息技术服务业	<b>21.00</b>	21.20	19.50	17.10	11.50	10.80	7.60	<b>7.90</b>
租赁和商务服务业	<b>4.80</b>	7.90	5.80	5.80	5.60	5.10	-3.30	<b>5.40</b>
其他行业	<b>4.40</b>	8.80	6.20	5.20	5.00	4.90	-0.20	<b>4.40</b>

从细分产业来看，三季度以来的下行压力主要来自以下几个方面：第一是房地产市场持续深度调整，房地产业持续萎缩。前三季度，房地产业增加值累计同比增速为-4.4%。第二是疫情反复爆发较大冲击，服务业整体徘徊不前。其中，住宿和餐饮业勉强开始实现正增长；租赁和商务服务业，批发和零售业，交通运输、仓储和邮政业增速低于近年来同期水平；金融业，信息传输、软件和信息技术服务业持续保持稳定增长，但房地产业一直呈现负增长态势。第三是疫后修复能力变弱。大部分服务业第二季度都不景气，如交通运输、仓储和邮政业和租赁和商务服务业，第二季度增加值同比增速跌至-3.5%、-3.3%。虽然第三季度趋于回升，但大都低于近年来同期水平。

### 3. 投资推动总需求逐渐恢复，但整体疲弱

(1) 制造业和基建投资增速保持高位，房地产投资深度调整，固定资产投资增速基本平稳。1-10 月份，固定资产投资累计同比增长 5.8%，较上半年增速回落 0.3%，下半年固定资产增速较为平稳。基础设施建设投资受到政策强有力的征程，在 5 月份后增速稳步上升，10 月份累计同比增速达 11.4%。房地产投资持续深度调整，10 月份累计同比增速跌至-8.8%，从 2021 年投资的拉动力量成为成为了严重拖累因素。总体来说，2022 年基础设施建设投资和制造业投资强劲复苏，但房地产开发投资的下跌及民间投资的低迷形成拖累，投资复苏相对较弱。

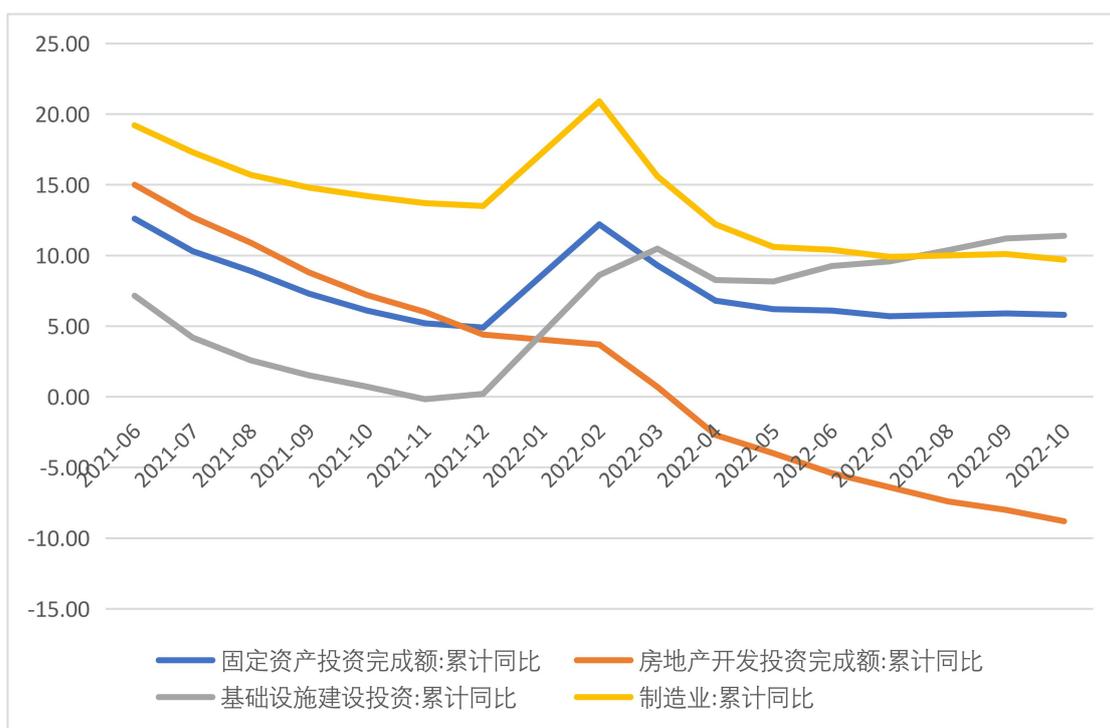


图 7 固定资产投资同比增速

从经季调后的环比增速来看，上半年，投资月环比增速平均为 0.94%，7-10 月分别为 0.11%、0.36%、0.48%、0.12%，复苏动力不及上半年。投资增长动力减弱主要源于房地产投资不断减少。

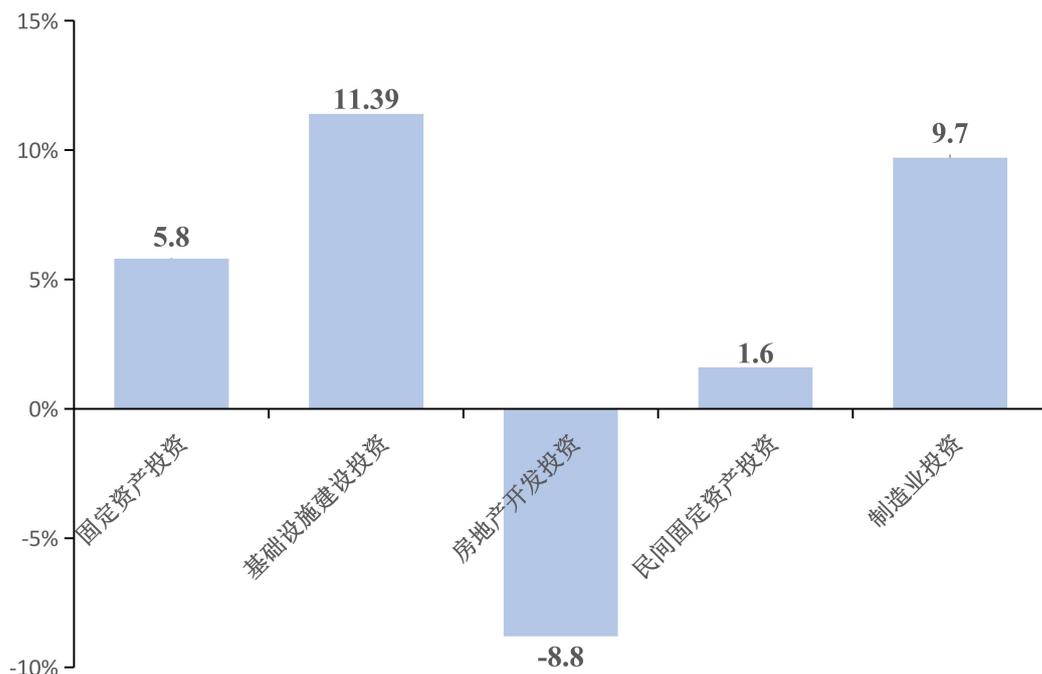


图 8 2022 年 1-10 月份各项投资累计同比增速对比

(2) 在消费方面，疫情反复导致接触性服务消费增长放缓，叠加房地产后周期消费不振，消费复苏进程严重受挫，消费水平不仅没有向长期增长趋势线回归，反而有急转直下的态势。1-10 月份，剔除价格因素，社会消费品零售总额实际累计较上半年回升 1.16%，但同比减少 2.24%。从全年的消费趋势来看，第二季度消费明显低迷，5 月份社会消费品零售总额实际同比减少 9.68%，虽然 8 月份短暂回升至 2.23%，但 9 月份、10 月份由于疫情再次爆发，又回跌至 -0.68%、-2.74%。剔除价格因素后，4 月份之后，社会消费品零售总额累计同比增速一直为负数，大致维持在 -3% 到 -2% 之间的水平，第二季度消费低迷后，第三季度消费复苏进程停滞。从经季调的环比增速来看，上半年消费月环比增速平均为 -0.01%，其中 6 月份疫后反弹为 2.35%。但下半年增速回落，8、9、10 月份分别下降至 -0.29%、0.14%、-0.68%。

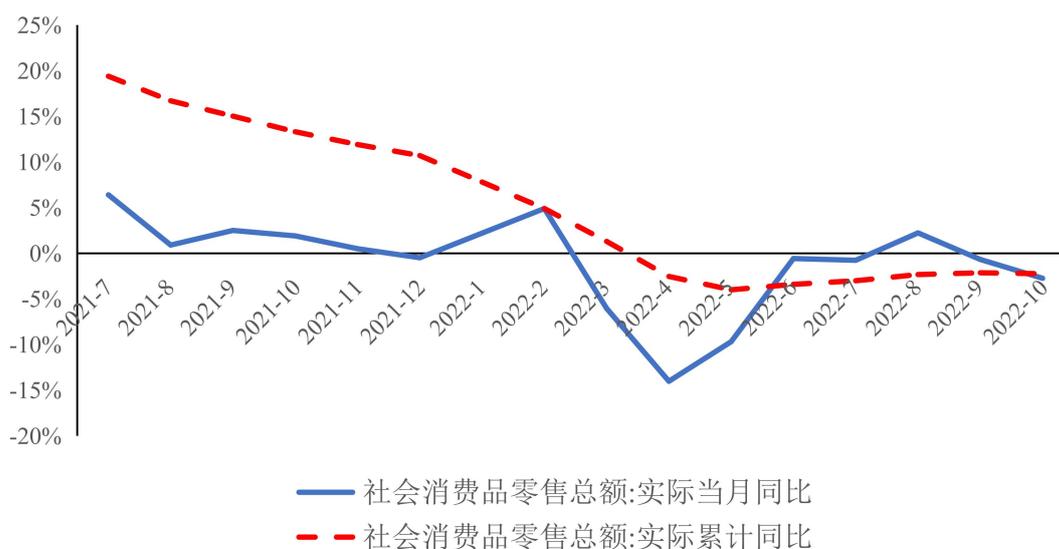


图9 社会零售品总额

(3) 出口在年内转折，从推动力量走向拖累因素。1-10月份，以人民币计价，我国出口累计同比增长11.1%，累计同比增速一直趋于下降；净出口同比增长8.41%，全年净出口增速呈下降态势。总体上看，上半年出口对我国经济同比增长产生较强拉动作用，有力支撑了中国经济的恢复进程。但是，8月份后，情况急转直下。8月份，以人民币计价，货物进出口总额同比增长8.6%。其中，出口增长11.8%；进口增长4.6%，增速近乎腰斩。美元计价增速放缓更为严峻。同时，各出口目的地都出现大幅度下降。8月对美出口同比为-3.8%，低于前值的11.0%；对欧出口同比为11.1%，低于前值的23.2%；对日出口同比为7.7%，低于前值的19.0%。对东盟出口同比为25.1%，低于前值的33.5%；对印度出口同比为15.9%，低于前值的52.6%。10月份以美元计价来看，我国出口从9月份5.7%直接滑落到同比负增长0.3%，是2020年以来我国以美元计价的出口首次负增长。

外需前期能够保持强劲走势，源于2020年下半年以来，中国与世界疫情防控进程的不同步、中国与世界供应链重启的不同步，使得中国的产业优势得到了充分发挥，不仅为世界各国提供了疫情物资和生活物资的供给基础，也保证了中国出口不仅没有随着世界贸易的崩溃而崩溃，反而逆势出现超预期增长，为中国内循环的重启和经济整体复苏提供了时间窗口。但2022年随着全球各国生产相

继开始恢复，加上全球衰退风险加剧，我国出口贸易受到较大挑战，其增长走势同比 2021 年显回落态势。

1-9 月份，我国实际使用外商直接投资 1553 亿美元，同比增长 18.9%，显著好于疫情前的增长情况。

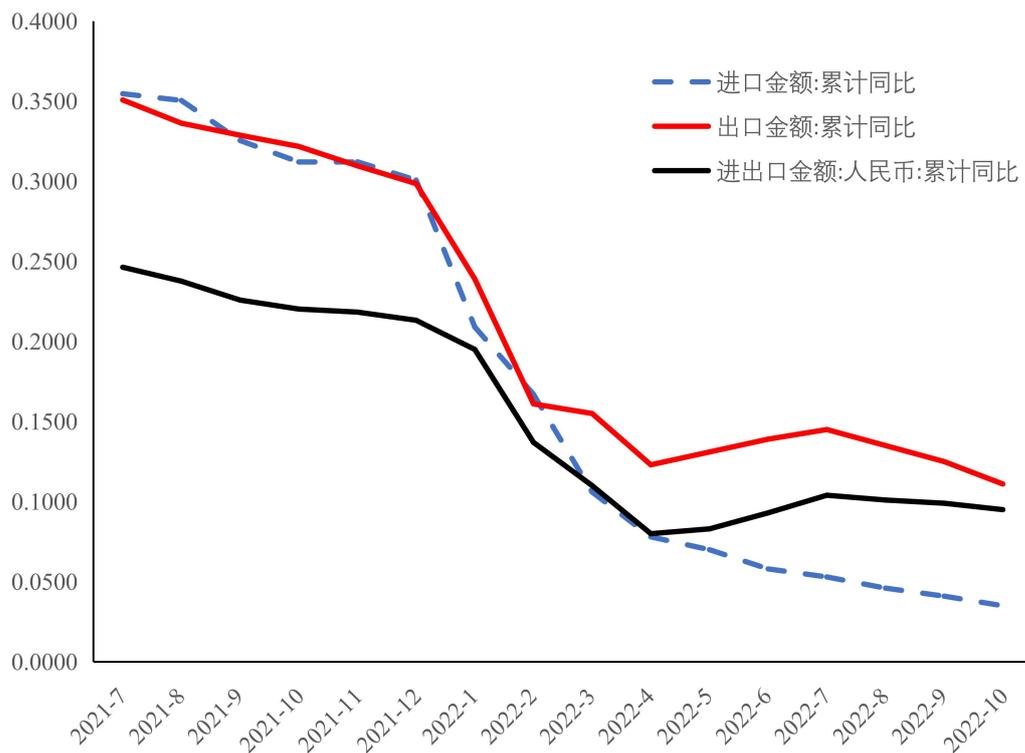


图 10 中国对外贸易增速走势

#### 4. 价格走势进一步确认总需求不足

2022 年 2 月份以来，消费者价格指数缓慢上涨，但是主要表现为食品和能源价格上升，去除食品和能源后，核心 CPI 保持稳定，在 1% 的水平上下徘徊，显著低于 2019 年时期。10 月份，CPI 同比上涨 2.1%，，但主要表现为食品和能源价格上涨。其中，食品价格同比上涨 7%，而核心 CPI 同比上涨仅仅为 0.6%。CPI 缓慢上涨和核心 CPI 的低位稳定，表明消费需求相对萎靡，仍未从疫情中完全恢复过来。

在生产者价格指数方面，1 月份以来，PPI 指数和 PPIRM 指数同比增速呈现

较快的下滑趋势。1 月份工业生产者出厂价格同比上涨 9.1%，环比下降 0.2%；而到了 10 月份，工业生产者出厂价格同比下降 1.3%，环比上涨 0.2%。工业生产者购进价格指数也呈快速下滑趋势，10 月份 PPIRM 同比上涨降为 0.3%，比 1 月份增速跌落 11.8%。

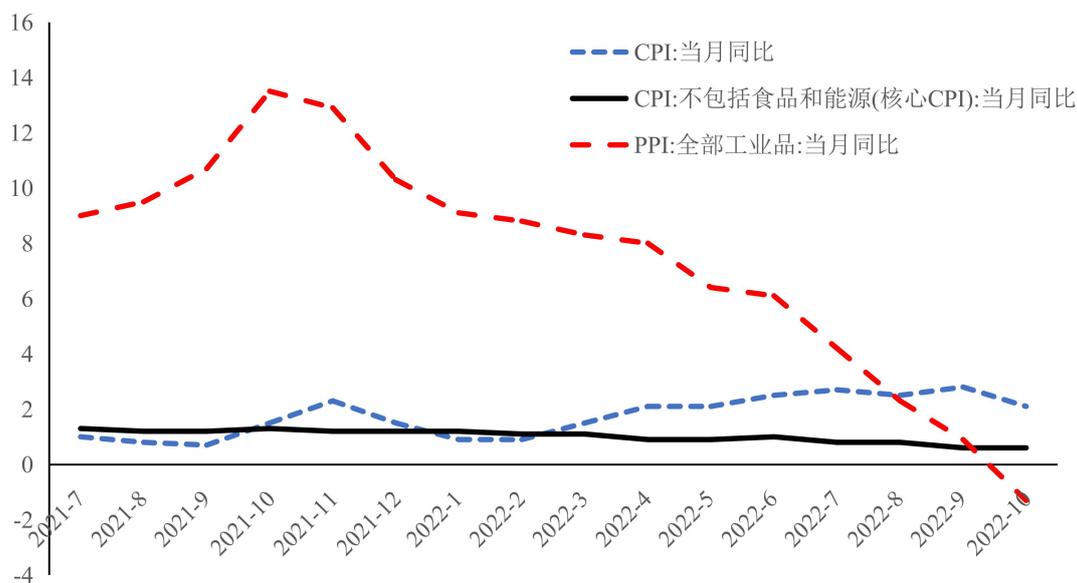


图 11 中国价格指数走势分化

总体而言，消费侧价格低位徘徊，生产侧价格快速回落，反映 2022 年消费需求萎靡，仍未完全恢复；同时生产侧需求又受到房地产不振抑制。上下游价格全面不振，反映了总需求全面不足态势明显。

5. 从微观市场主体看，企业、居民和政府的财务绩效和收入状况恶化，微观市场活力下降，成为影响宏观经济走势的关键机制。

(1) 从企业绩效指标看，由于疫情反复冲击影响生产和消费，企业利润额出现下滑趋势，亏损面和亏损额显著增大，资产负债率向上攀升，企业收入状况恶化。1-9 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 62441.8 亿元，同比降低 2.3%，规模以上工业企业营业收入利润率为 6.23%，同比降低 0.76 个百分点。工业企业亏损家数累计同比增加 29.59%，亏损企业亏损额累计增加 47.4%。

企业收入状况恶化，不利于企业投资复苏并提高了债务风险。9月末，规模以上工业企业资产同比增长9.5%，但负债同比增长9.9%，所有者权益同比增长8.9%，资产负债率攀升至56.8%，同比增加0.5个百分点。

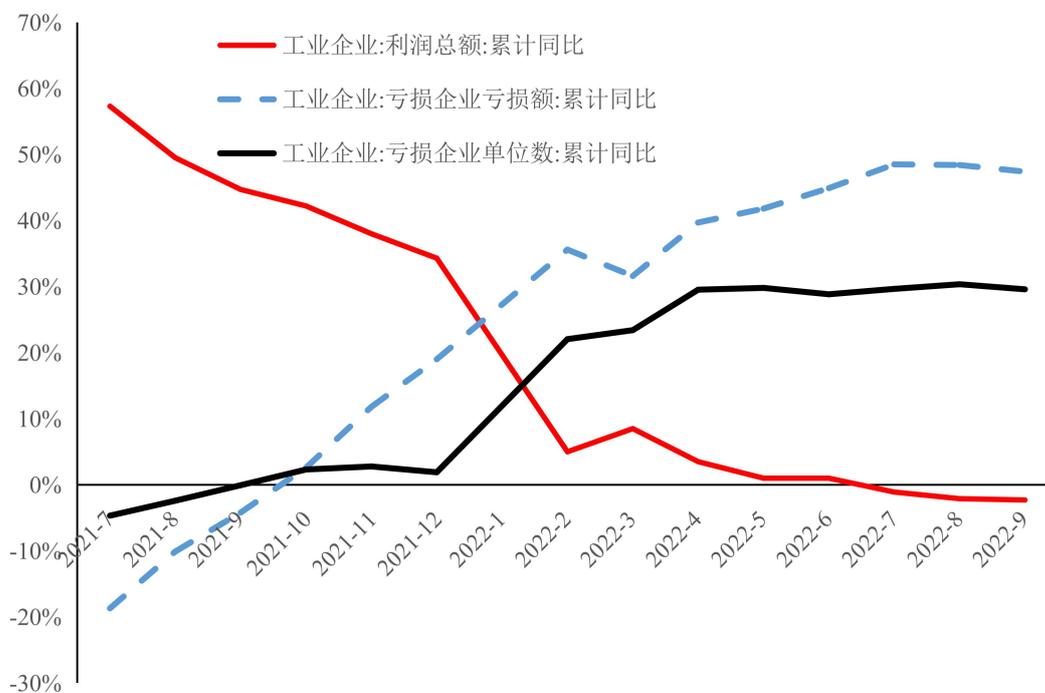


图 12 中国工业企业绩效显著恶化

(2) 从居民就业形势看，就业形势较为严峻，居民收入增速落后于名义经济增速。今年疫情的反复爆发，给企业用工生产带来了较大的挑战，第二季度城镇调查失业率迅速攀升。虽然经过稳就业、保就业和促就业等多维度同时发力的就业优先政策的调节，第三季度失业率有所下降，但截至10月份仍维持在5.5%的水平，比2021年同期水平高出0.6个百分点，比2019年同期水平高出0.4个百分点。其中，25-59岁人口的失业率为4.7%，高于近年来（除2020年外）同期水平；16-24岁人口的失业率为17.9%，7月份更是达到全年最高点19.9%，高于18年来所有时期水平，青年就业问题非常严重。

1-9月份，全国城镇新增就业1001万人，完成全面目标的91%，虽然对于2021年同期下降4个百分点，但是可以顺利完成全年就业目标。

就业形势较为恶化，使得居民收入状况不容乐观。前三季度，全国居民人均可支配收入同比名义增长 5.3%，扣除价格因素，实际同比增长 2.3%，低于经济增长增速。居民可支配收入状况恶化，不利于消费恢复及消费潜力的进一步释放。

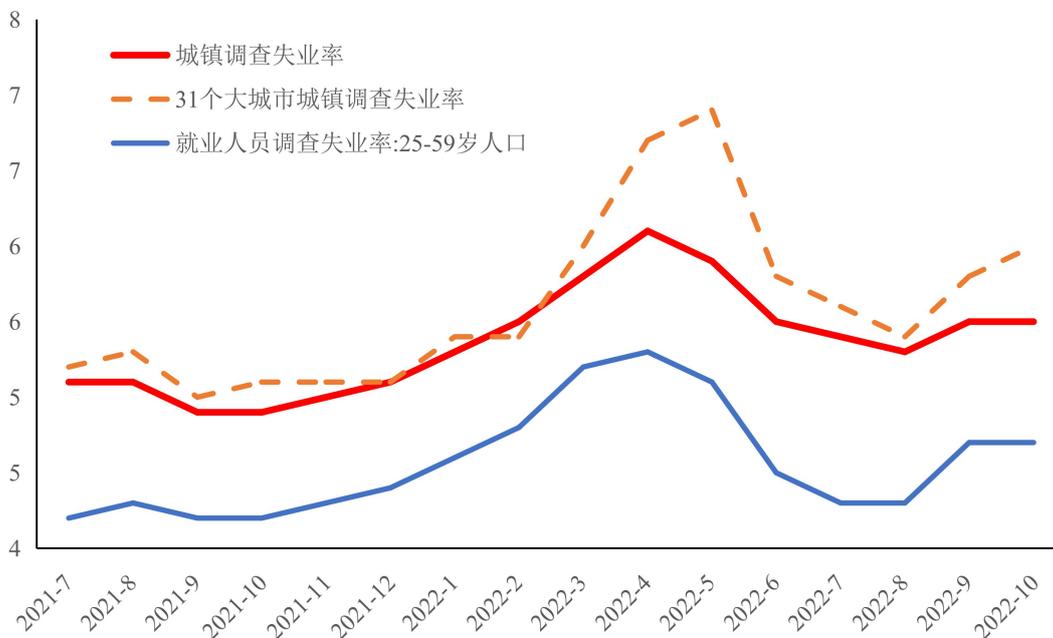


图 13 就业形势依然严峻

(3) 从政府收入看，伴随着经济压力加大，公共财政收入和政府性基金收入压力加大。1-9 月份，公共财政收入累计同比下降 6.6%，其中税收收入累计同比下降 11.6%；同时，全国政府性基金收入累计同比下降 24.9%，均较去年同期明显恶化，也反映了经济基本形势严峻。政府各项收入的恶化，既不利于地方政府债务压力的化解，也进一步缩小了财政政策空间和未来应对风险冲击的能力。

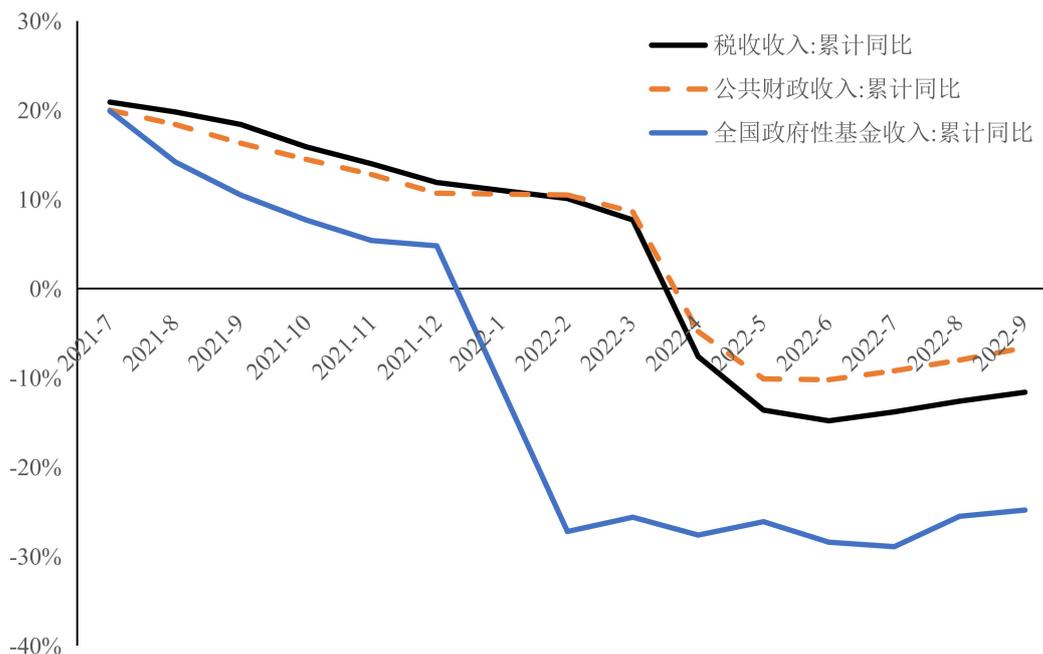


图 14 财政收入和基金收入增长情况

## 6. 宏观经济景气度整体走弱，先行指标下行，外汇和股票市场震荡较为强烈

从先行指标来看，各类先行参数下滑，表明中国宏观经济景气度边际回落，经济下行压力依然较大。

(1) 制造业及服务业 PMI 指数全年总体较弱。10 月份，制造业采购经理指数 (PMI) 为 49.2%，且全年大都都降至荣枯临界值以下，显示制造业发展不景气。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总体都低于临界点，供需两端都相对。第二季度，服务业 PMI 指数一度跌入荣枯临界值以下至 40.0%，6 月份虽有反弹，但 9 月份又跌入临界值之下，10 月份服务业 PMI 指数更是低达 47%。

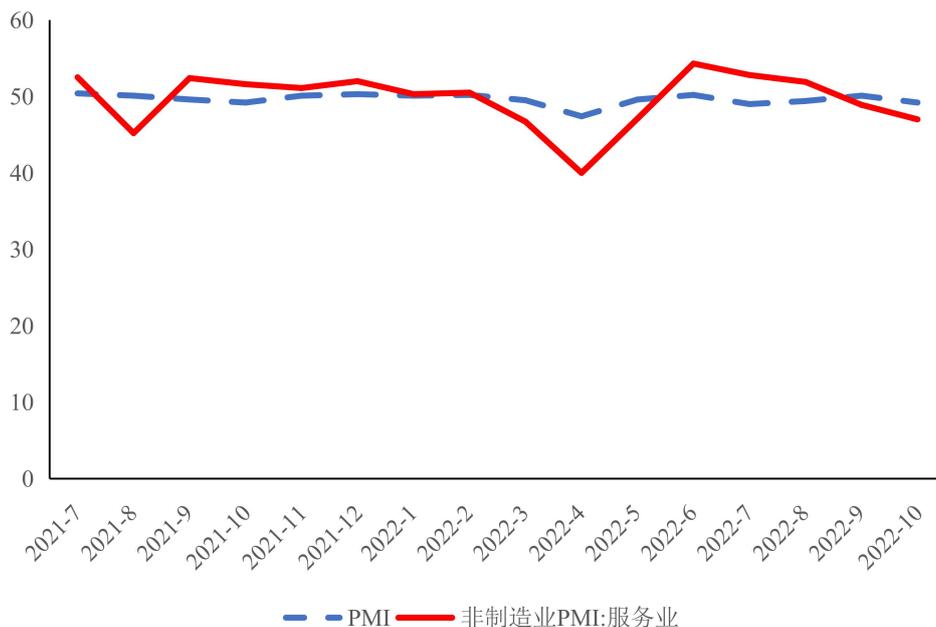


图 15 制造业及服务业 PMI 指数

(2) 深入考虑 PMI 参数的结构性变化，PMI 和非制造业 PMI 主要依靠投入品价格和销售价格参数居高来支撑，但由于经济形势较不景气，这两种指数也持续走低，7 月份以后都跌入荣枯临界值以下，分别为 40.4%和 40.1%。而对于未来发展更为重要的新订单和出口新订单基本都在枯荣线以下。

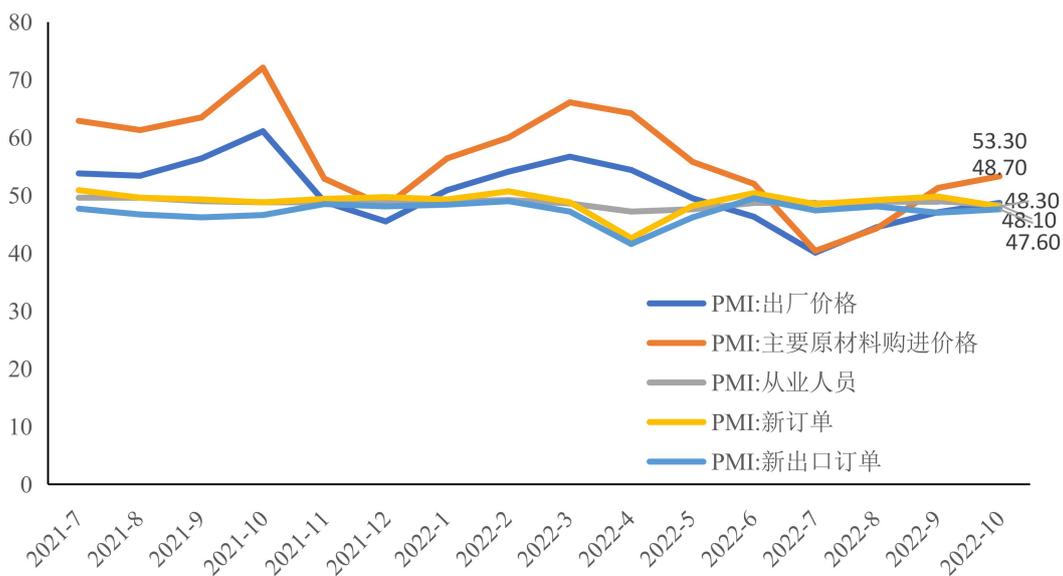


图 16 PMI 参数结构性变化

**(3) PMI 新订单指数和新出口订单指数持续性紧缩，长期低于荣枯临界值。**

1 月份以来，PMI 新订单指数和新出口订单指数长期低于荣枯临界值，4 月份分别跌至 42.6% 和 41.6%，10 月份分别为 48.1%、47.6%。新订单指数与新出口订单指数持续性紧缩表明，内需市场需求持续萎靡不振，尚未从疫情中恢复过来。

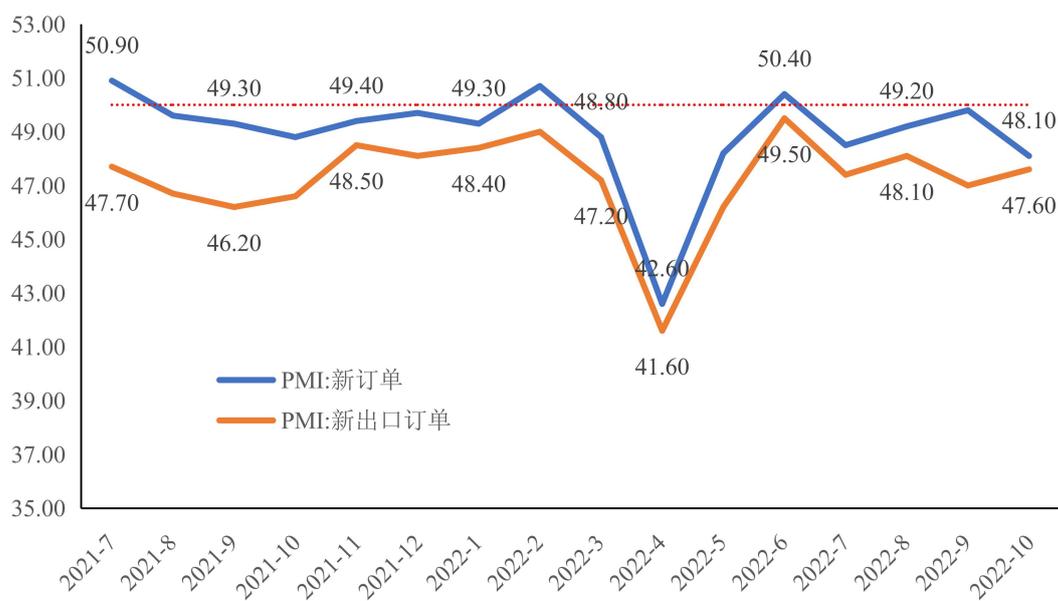


图 17 PMI 新订单指数和新出口订单指数持续性紧缩

**(4) 从需求端来看，消费者等几大微观主体的预期参数自 2 季度断崖式下跌，政策没有较大调整难以在短期扭转下行的局面。**

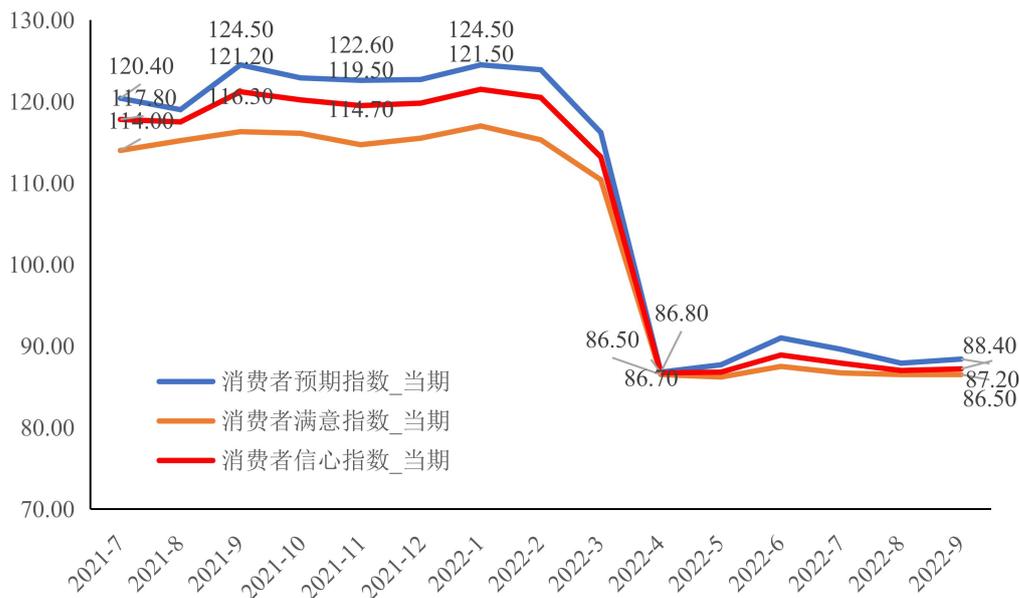


图 18 消费者指数“断崖式”下跌

最后，值得注意的是 2022 年中国宏观经济景气指数的走势，全年先行指数、一致指数下行，但滞后指数上行。

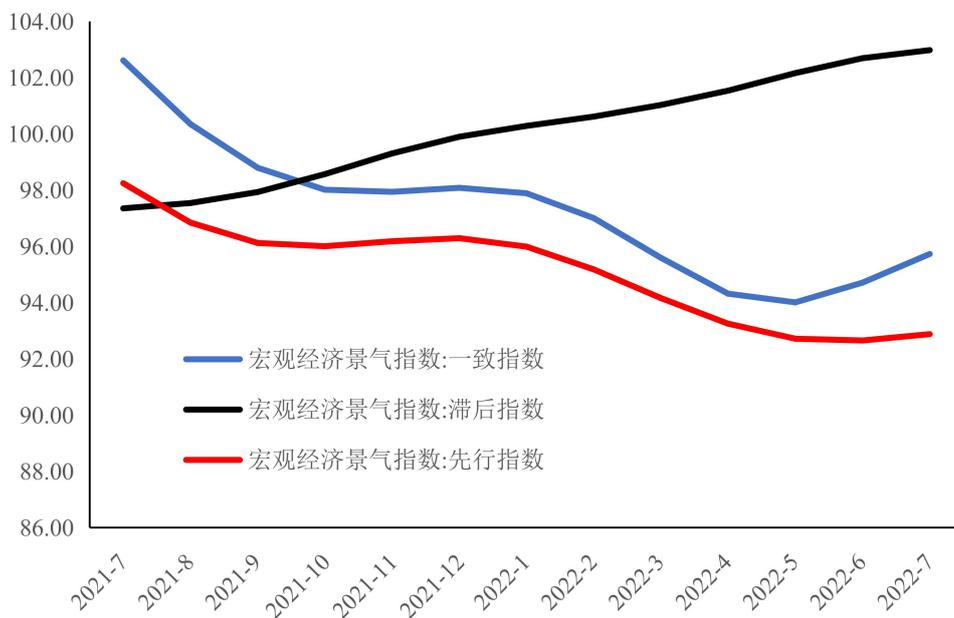


图 19 先行指数、一致指数、滞后指数走势

受欧美等发达国家紧缩性货币政策影响，人民币汇率持续下降，外汇市场

震荡强烈。10月份,官方外汇储备为30524亿美元,比2021年同期减少了1651.87亿美元,比2019年同期减少了527.34亿美元。人民币兑美元汇率从2019年同期的6.39贬值至7.18。人民币汇率的持续贬值来源于欧美等发达国家最近实行的紧缩性货币政策影响,并不能反映国际市场对人民币的信心。但中央银行在实行货币政策时,要做好内外平衡政策方面的安排和考虑,最大限度地降低外部负面因素对国内经济的冲击。

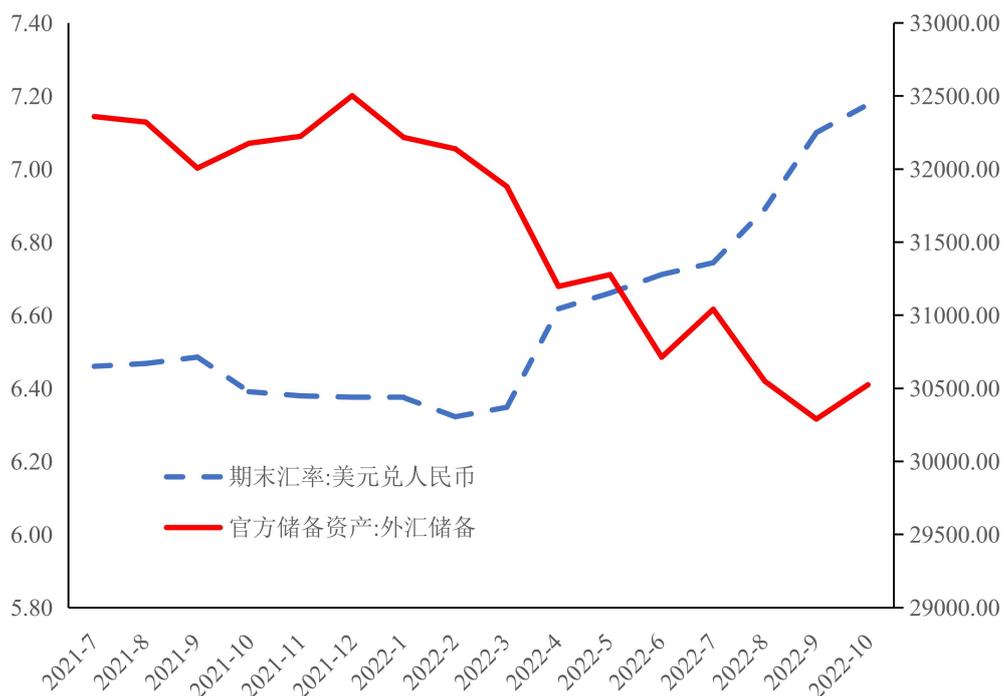


图 20 人民币汇率和官方外汇储备走势

股票市场较为动荡,下行趋势明显。截至2022年11月15日,上证综合指数、深证综合指数、沪深300指数分别较2021年底分别下跌13.9%、21.7%、18.8%。上证A股总市值较2021年底下跌13.70%,平均市盈率从17.24倍下跌至11.52倍。非金融企业境内股票融资规模增速变缓,2022年1-10月达到9526亿元,仅比2021年同期增长5.99%。

总体来讲,当前经济下行压力较大,其中第二季度经济低迷给GDP全年5.5%的增长目标带来较大压力。目前疫情反复爆发,给经济带来新一轮下行压力,经济复苏基础还不稳固,供给面尚未完全修复,消费持续低迷。

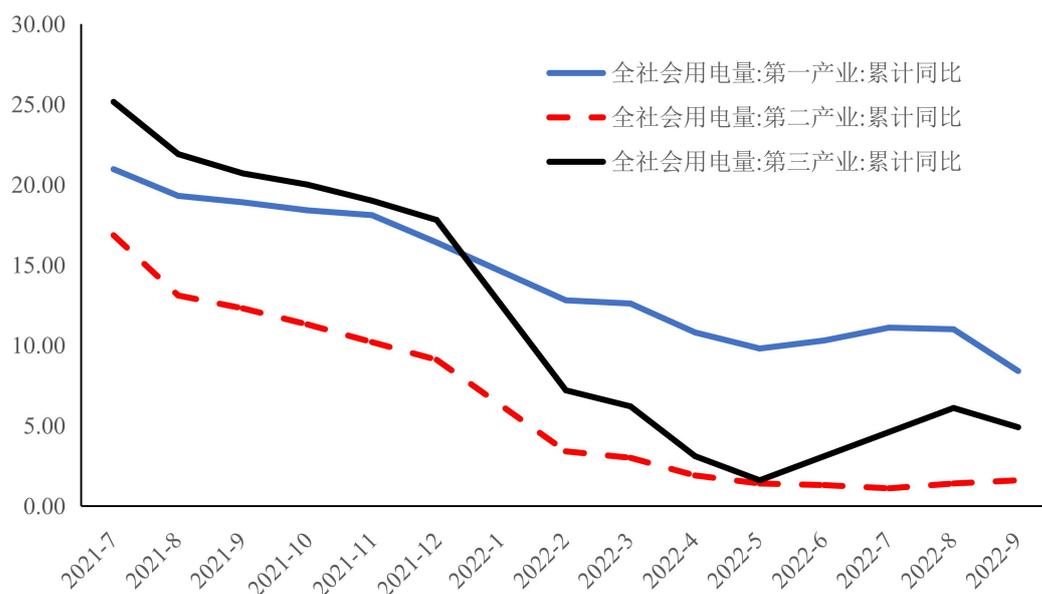


图 21 中国三大产业用电量指标持续走低

## (二) 疫情放大总需求疲弱成为经济下行核心压力

经过对当前宏观数据的梳理，可以看到，面对俄乌冲突、高温干旱，尤其是二季度疫情引发的上海保卫战，经济总体呈现疲弱态势。在 5.23 稳经济大盘一揽子方案以及后继政策的推动下，经济在三季度实现了探底回升，进入了企稳的状态。综合判断，我国当前处于弱企稳状态，经济正在进入稳定增长的轨道，但是稳固的基础还不十分牢靠。那么，这种弱企稳背后的逻辑是什么？经济下行压力主要是疫情变化超预期还是经济内生动能不足，即疫情变化是核心原因还是放大器？

观察到的 2022 年的宏观经济数据背后是两大下行因素和两大上行因素的影响，在角力中产生了弱企稳状态。

第一类下行因素是周期性因素，即在 2021 年底中央经济工作会议中提出了“三重压力”，需求收缩、供给冲击和预期转弱。2022 年全年，房地产投资深度调整、最终国内消费持续疲弱，对内需产生了极大的压力。在供给冲击方面，上半年“芯片荒”导致了汽车产业链受到很大影响。但是，贯穿全年的是能源价格

高位运行，导致企业成本上升。在预期转弱的影响下，企业和居民都在改善现金流，降低负债，导致了主动的降杠杆行为，拖累了企业投资和居民消费。

第二类下行因素是超预期冲击。首当其冲的是疫情冲击。今年3月份-5月份的一轮疫情冲击，确诊病例人数、管控持续时间、波及区域范围以及产业深度均已超越了2020年1-3月的疫情时期。不仅如此，疫情集中暴发在中国经济的核心区、产业链供应链的关键区、以及外资外贸的窗口区，对经济的冲击远远大于2020年。在8月份后，从西藏、新疆、甘肃、宁夏、青海等西北地区疫情再次爆发。冬季以来，全国31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团都面临着疫情的严峻挑战。由于奥密克戎的强传染性，导致防控难度不断加大，疫情爆发的频率不断提高，不断打断正常的经济循环周期，对经济产生了重大影响。同时，由于疫情以来企业和居民的资产负债表恶化，经济对疫情承受力下降，冲击尤为巨大。其次，年初的俄乌冲突和夏季高温干旱，都对本就高企的能源价格产生了助推作用，加大了能源价格导致的供给侧冲击。

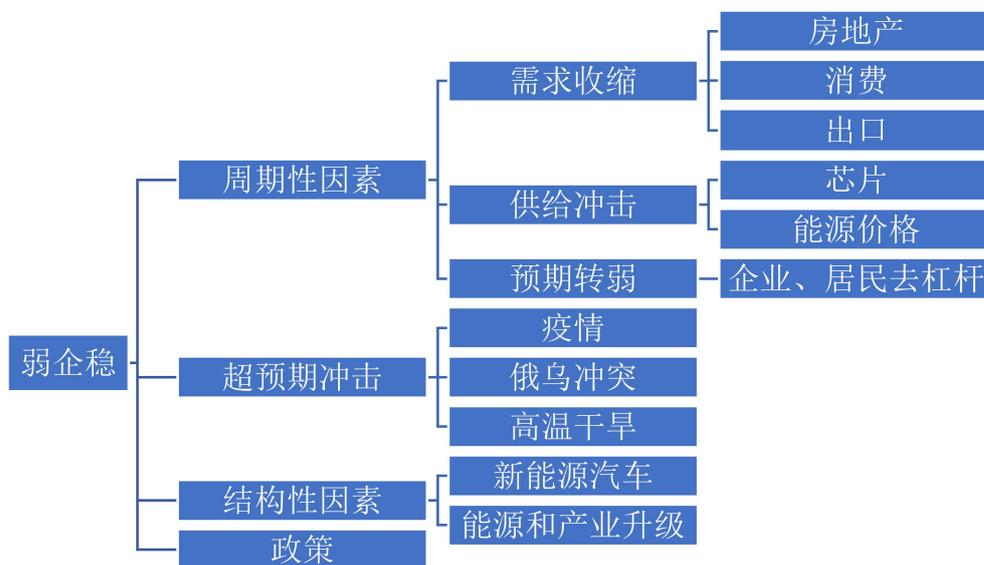


图 22 2022 年宏观经济主要影响因素

第一类上行力量是结构性因素，即中国经济的深层次韧性。一方面，消费端的新能源汽车引领最后一波排浪式消费。我国的消费排浪体现在商品和城乡区域扩散两个维度。上世纪 50~70 年代，“老四件”——自行车、手表、缝纫机、收音

机被形象地概括为“三转一响”；上世纪 80 年代“新六件”——电视机、洗衣机、录音机、电冰箱、电风扇、照相机；到上世纪 90 年代，“老四件”已在农村普及；多数城镇“新六件”趋于饱和，电脑、家用汽车、商品房开始逐步进入家庭消费。新世纪以来，家用汽车和商品房成为消费品的主力。融合了能源革命、消费电子和互联网因素，新能源汽车成为了目前消费因素的集中整合平台，构成了最后一波排浪式力量。另一方面，能源和产业升级也推动了我国供给端重塑和优化，带动了基础设施和制造业投资。

第二类上行力量就是从年初以来，党中央提前谋划，靠前发力的政策支持。在 2021 年底中央经济工作会议之后，专项债发行提速、重大项目开工加快等等因素助推了一季度开门红。在 5 月份之后，推出了稳经济大盘一揽子方案和后继政策，通过不断优化和落实，对经济起到了强有力的支撑作用。

我们需要在这两类力量中进一步找到问题的关键和本质。两类下行力量和两类上行力量相互角力，最终形成了目前的弱企稳局面，经济已经开始企稳，但是基础还不牢固。这种局面意味着下行力量依然较强，上行力量发挥的还不充分。从前面的数据分析中，已经可以看到，我国生产侧恢复较好，问题在于需求侧，也就是周期性下行力量最终在需求中得到了集中体现。在需求侧中，问题的关键是消费。我们熟知，经济周期中，核心的放大器是消费，如果消费收缩，必然会带来叠加的乘数效应。当前的宏观政策为什么难以取得以往的效果，例如，基建的带动作用为什么下降，就在于投资之后消费的乘数作用不断下降，投资能够带动的经济增长也就越来越小，财政政策乘数不断下降。但是，消费不足是疫情导致的还是自身深层次原因的导致的，也就是疫情和消费哪个才是中国经济的本质问题和发动机，哪个又是放大器？

首先，疫情对于经济的影响确实非常巨大。在不考虑政策支撑因素的情况下，分不同情景，模拟分析仅依靠经济系统的内生调整，发现 3-5 月份的疫情冲击对核心变量的影响将随时间递减，年末基本恢复，此轮疫情对 2022 年经济产出的累积损失预计达到 2.0~2.3 个百分点。其中，在基准情景下，中国经济产出水平有望在 6 月份得到基本恢复，但消费和投资需求恢复缓慢，需要到 2022 年四

季度基本恢复，至 2023 年一季度完全恢复，这将产生较大的短期供需失衡压力；  
同时在就业领域，由于劳动供给较快恢复而岗位需求减少将造成显性失业问题。

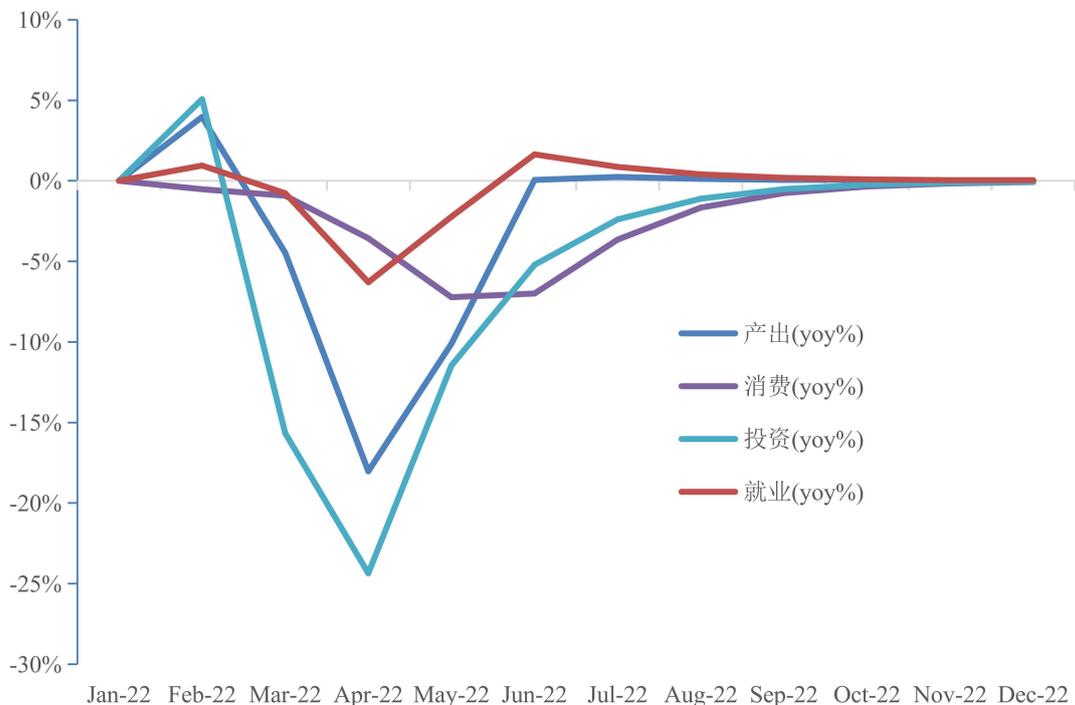


图 23 基准情景下中国经济变量内生调整节奏

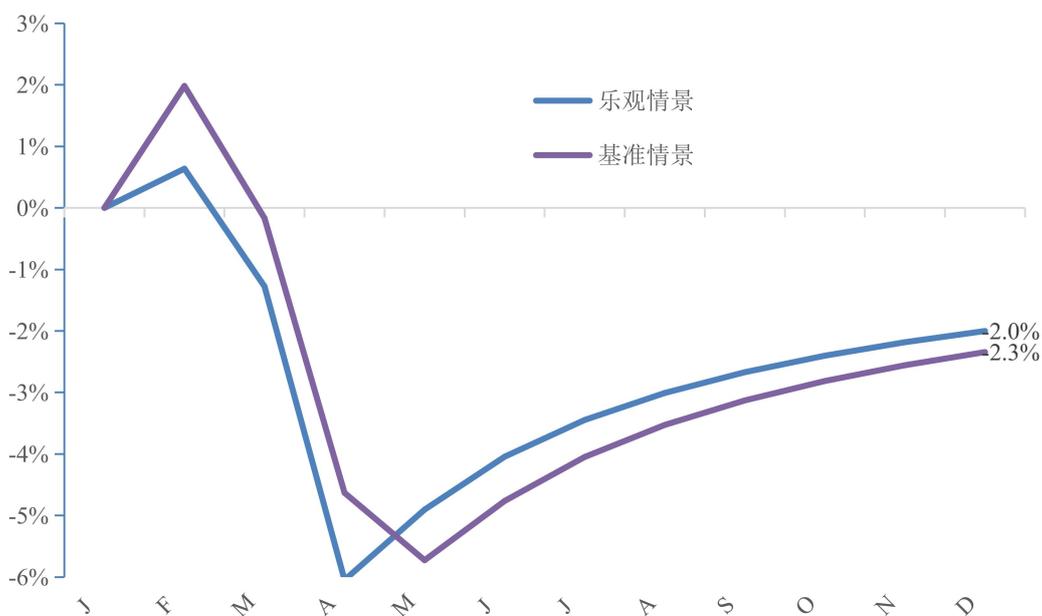


图 24 不同情景下中国经济产出累计调整幅度

由于奥密克戎病毒依然在不断变异，变异后传染性不断提高，这对于我国采取的“动态清零”政策带来了巨大挑战。同时，由于欧美发达国家和东南亚发展中国家都采取了全面放开政策，疫情存在着在持续变异的过程加速传播，中国未来输入性压力将进一步提升，这对于中国疫情暴发的频率和防控的难度具有很大的影响。因此，不断提高的传染性和高频率的突发性将使中国疫情防控面临几何级数增加的经济成本冲击。我们模拟分析了在8月份、11月份再发生一次中等强度疫情的“不利情景”，结果显示，2022年全年累计产出损失将由基准情景和乐观情景的2.3、2.0个百分点提高至4.0个百分点，并且其不利影响还将进一步延续至2023年上半年，从而累计产生更大的损失。

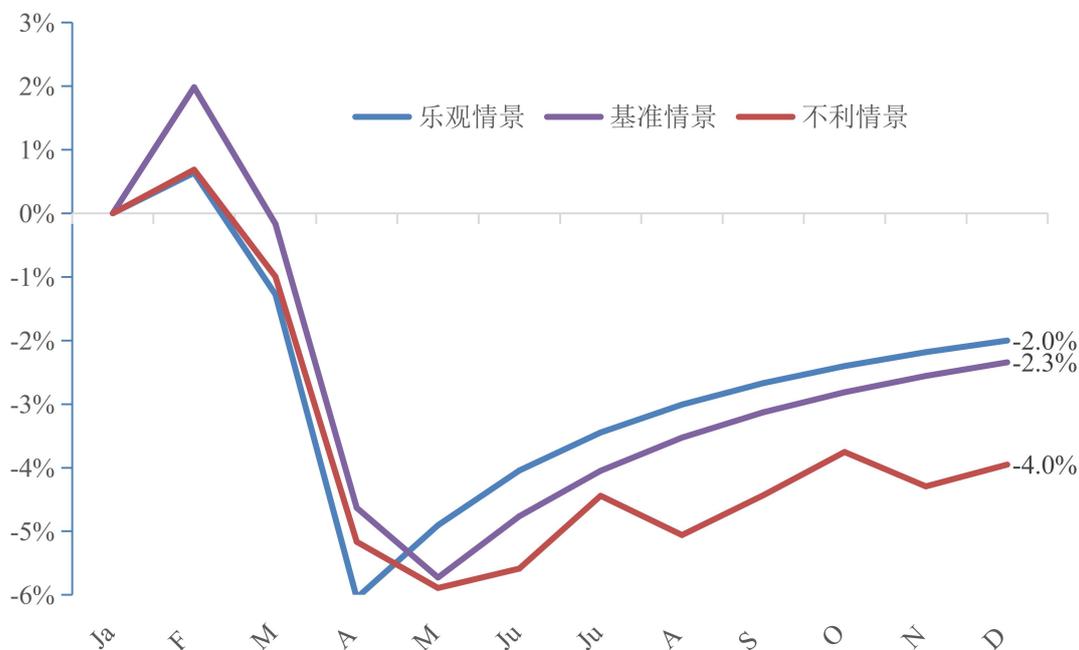


图 25 模拟分析不利情景下中国经济产出累计调整幅度

从上述分析中可以看出，疫情对经济的影响非常巨大，那么，是不是疫情就是中国经济下行的根本性原因？是不是只要解决了这个问题就可以一劳永逸？

从两方面，答案是否定的，中国经济更本质的问题是消费需求本身的疲弱，在疫情下急剧放大，导致了目前的经济状况。

第一方面房地产后周期较大拖累了消费。从今年核算数据来看，到三季度，

消费的贡献率是 41.3%，投资的贡献率 26.7%，出口的贡献率 32%，表面上看，可能会总结为这是我们消费拉动的经济增长的结果。但如果把前三季度的这个数据与去年同期前三季度的这一个数据进行比较，就会发现消费的贡献率较去年同期下降了 20.8 个百分点，投资的贡献率提升了 8.7 个百分点，出口的贡献率提升了 12 个百分点。从需求角度，目前支撑中国经济很重要的一个在于我们中国经济的全球竞争力，尤其是在全球格局变异中间，中国制造业大国所展现出来的这种红利。第二个因素是我们一系列的这种基建政策和大型项目这样的拉动下，所推动的投资的这种上扬。消费疲软是核心重点。

消费目前出现的主要复苏力量来自于汽车销售，占据了消费增量的 60% 左右。带来拖累的主要是建筑及装潢材料类、家具类、家用电器和音像器材类和接触性服务类的消费。前面三类是跟房地产相关的后周期消费，另一个是跟疫情相关。因此，简单分解后，消费不足的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。

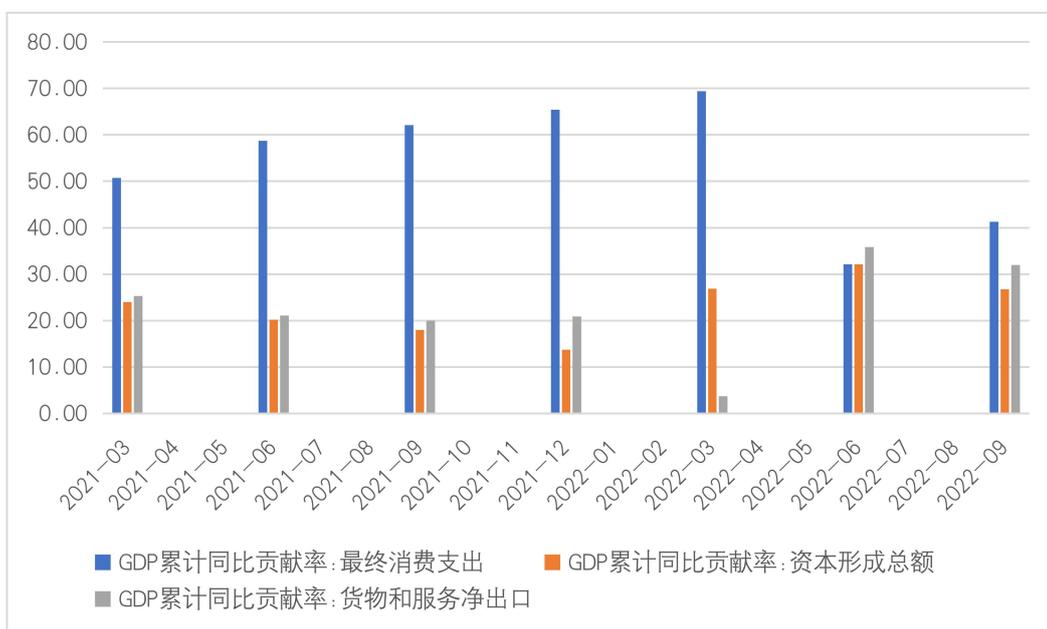


图 26 三大需求贡献率

第二，如果将时间拉回到疫情之前，可以更好地看到中国经济运行的轨迹，消费从 2019 年就处在了疲弱的转折点。此轮疫情后的经济核心词是回归与放大。

在 2020 年 5 月份宏观应急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，并不断放大 2019 年宏观经济运行模式。

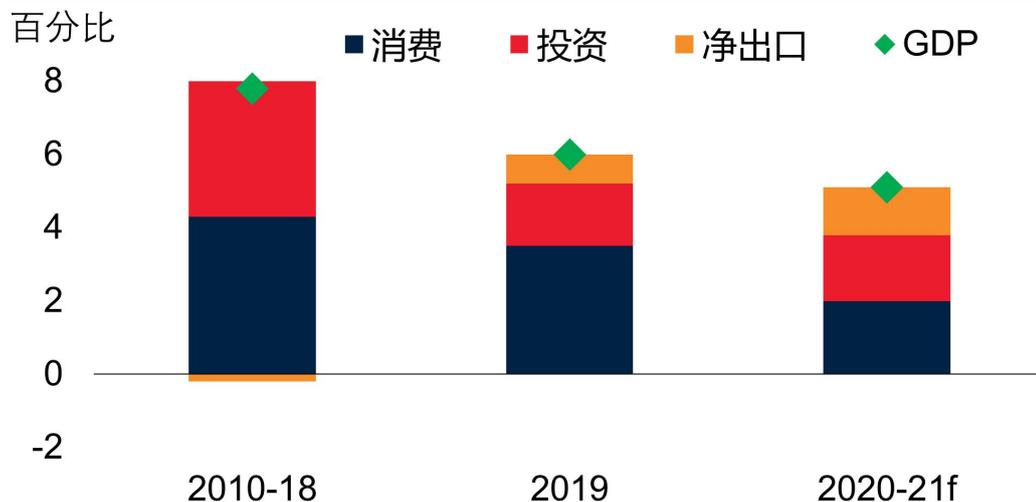


图 27 疫后中国经济运行模式

2019 年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。

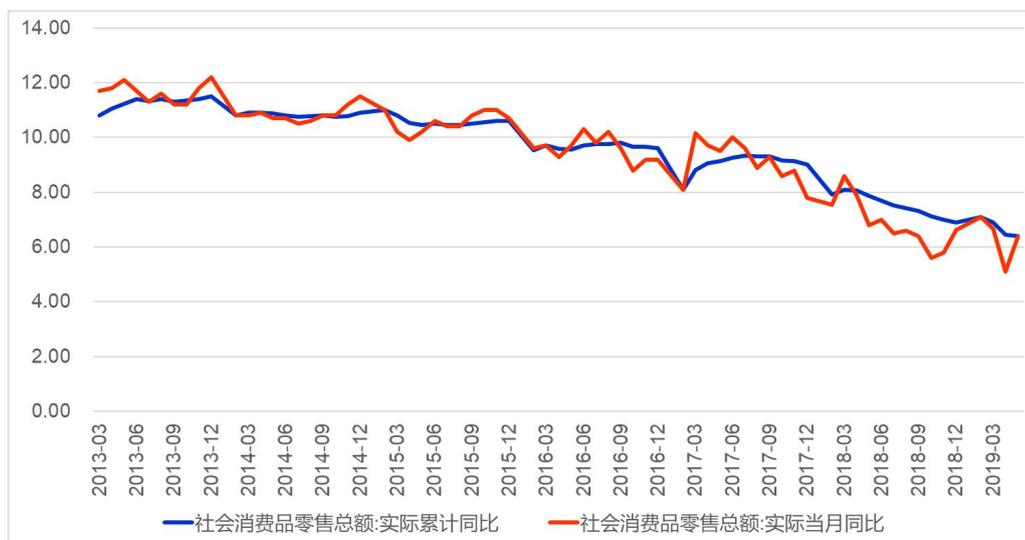


图 28 2019 年社会消费品零售总额增速放缓

2019 年是出口和房地产双轮驱动，抵消基建与制造业投资和消费的下行。疫情进一步强化了 2019 年的趋势，海外停工停产的替代效应强化了出口，房地产保持韧性，疫情不确定性和收入分配进一步抑制消费，这就产生了回归的大趋势。

因此，疫情是在放大 2019 年经济运行模式。即使没有疫情，从趋势上看，疫情将消费原本“温水煮青蛙”缓慢下行的情况，变为了“大火爆炒”快速放缓的态势。

因此，从今年消费下降的主要结构性因素和中期中消费演化趋势，中国经济目前最本质的问题是消费不振，并通过消费乘数放大各种冲击，产生恶性循环。从深层次上，这个问题的背景是经济处在 2019 经济周期模式。疫后复苏这几年一直是在回归和放大 2019 年经济循环的模式，2022 已经开始发生变化，例如，房地产投资深度调整，下半年以来出口增速持续下行。进一步的问题是总消费不足的原因是什么？总需求不足实际上面对着国际和国内的结构性调整，导致动力不足。

### 第三部分 大调整中的世界经济发展趋势

当前和未来一段时期，我国宏观经济面临最大的冲击是来自于外部的国际贸易和国际金融条件变化。在国内市场趋势性疲弱问题没有解决之前，这会对我国经济产生很大的下行压力。当前我国面对的外部冲击非常复杂。2017 年 10 月，习近平总书记在中国共产党第十九次全国代表大会上前瞻性提出：“世界正处于大发展大变革大调整时期”。2017 年 12 月，习近平总书记在接见驻外使节工作会议上发表讲话，提出：“中国特色社会主义进入了新时代。做好新时代外交工作，首先要深刻领会党的十九大精神，正确认识当今时代潮流和国际大势。放眼世界，我们面对的是百年未有之大变局”。分析我国面对的外部机遇和风险，需要从深刻把握百年未有之大变局的角度进行前瞻性判断，而不能简单化、局部化和短期化，仅仅从表面的数据出发，需要进一步厘清大变局的内生动力和未来发

展方向，据此，从中长期中把握短期。总体上判断，当前全球经济进入大调整期，结构性因素和周期性因素并存，但是结构性因素是主因，周期性因素是放大器和扰动。

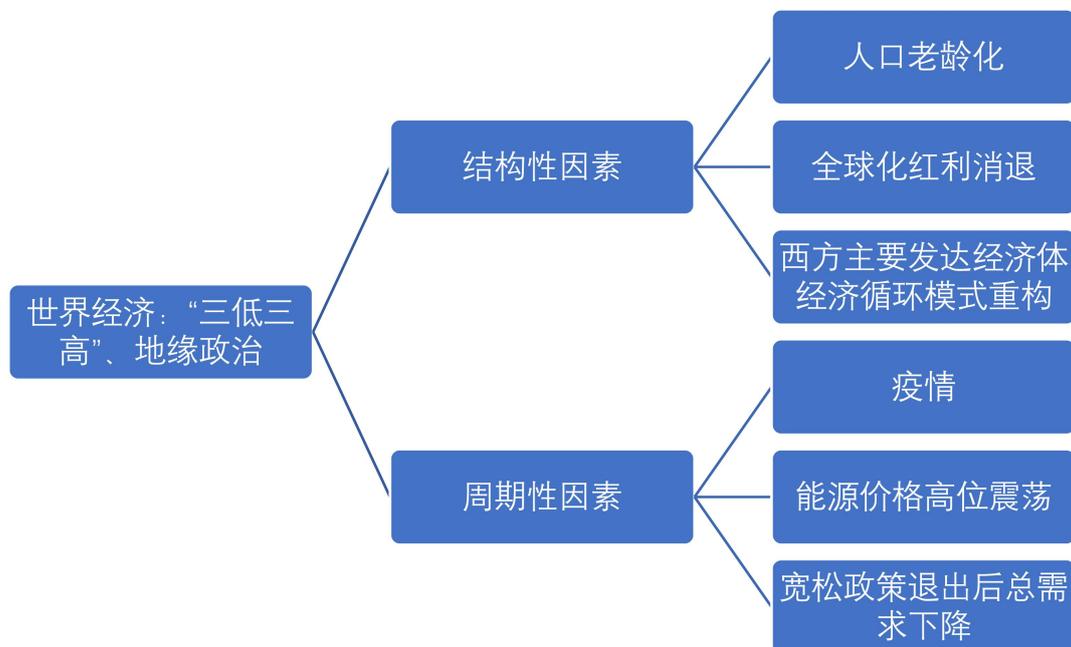


图 29 2023 年世界经济影响因素

从现象上，世界经济会进入低增长、低贸易、低投资，高债务、高通胀、高风险的“三低三高”为特征的大调整期。面对这种调整，从表层原因看，世界经济对应着全球化进程，目前全球化遇到了很多新挑战，最为突出的和显性的是中美经贸摩擦。为什么全球化会遇到逆流？经济学基本原理阐述得很清楚的比较优势为什么在现实中屡屡受到挑战？仅仅是各国的政治家判断出现严重失误吗？实际上，全球化逆流的背后是国际贸易的动力发生变化，但是现有治理框架不适应，产生冲突，各国寻求在国内政治的指导下解决问题，这就成为世界经济大调整的第一层结构性因素。

从工业革命以来，全球化的动力主要是商品运输成本下降。这种动力与布雷顿森林体系相互塑造，产生了二战之后贸易的发展。在上世纪 80、90 年代之后，国际贸易的动力从商品运输成本下降为主，转变为信息成本下降，推动了全球价值链的贸易模式。也正因为这种贸易模式国际贸易行为碎片化微观化发达资本主

义国家产业开始外迁世界 GDP 构成此消彼长对发达国家低收入人群产生冲击可以说国家已经不再是一个分析国际贸易的有效层面一致性作用不断增强这就使得各国国内各种政治势力难以取得有效意见对全球化经济过程的干扰不断涌现。

例如，在中美贸易摩擦中，方的关税举措不仅仅是一种谈判技巧和经济方面的考量，更是美国国内政治局势的变化，是美国国内制造业衰落多年之后的政治反映。中美贸易摩擦更多是政治驱动而不是经济驱动的。当前的 WTO 框架无法有效应对全球产品价值链和资金自由大规模流动的收入分配与经济波动后果，这导致了各国国内政治问题纷纷涌现，反全球化浪潮在全球各地出现。但是，在过去全球化导致的产业链紧密联系和新技术推动的数据流全球化趋势下，经济的全面隔离已经无法办到，全球化不会重现“冷战”中意识形态维度下的全球化格局，而是国内政治冲击主导型的全球化。这意味着未来全球化中不确定性会日益加大，“黑天鹅”事件逐渐常态化。在这种国内政治冲击主导型的全球化中，我国面对的贸易摩擦更可能的走向是一定意义上的以国家安全名义的“科技脱钩”，不会也无法走向全面“经贸脱钩”。

“三低三高”大调整期背后表面原因是全球化红利消失，更深层次是世界各国的经济循环模式又一次进入重构期，将从市场竞争再次回归国家竞争。这种重构是全球经济发展深层次的结构因素。外部世界的全球化是各国内部经济循环模式的表现。在罗斯福新政，尤其是二战之后，世界主要发达经济体进入了福特-凯恩斯这种供需循环模式，以大公司合作性竞争为核心，大公司和工会的集体谈判为主要模式确定稳定的劳资关系和稳定的工作机会，以全球商品和服务贸易形成大市场，但是限制资本过度自由流动，尤其是在国内对金融维持较强管制，限制金融交易性获利机会，将金融导向企业和家庭。布雷顿森林体系、世界贸易组织、IMF 和世界银行等机制和国际机构均以此为基础构建。这种模式在促进了二战后十几年的高速增长后，遇到了体制僵化等问题，只能依靠货币政策提供灵活性和经济扩张动力，最终导致在持续宽松货币政策下产生了高通货膨胀。上世纪 70 年代石油危机，进一步放大了通货膨胀过程，最终导致了滞胀。

面对这种情况，上世纪 80 年代开始，主要发达经济体进入循环模式重构时

期，在理论上就表现为新自由主义思潮，在政治上表现为美国里根政府、英国撒切尔政府上台，在国际上表现为IMF和世界银行为全球资本自由流动正名，拉美全面转向出口拉动战略等等。这种模式的特点是全面减少政府管制，扩大企业竞争，构建更加灵活的劳动市场，加快产品研发与更新，金融自由化推动经济发展等等。伴随着数字技术的逐渐崛起，生产方式俘获技术，数字技术更加强化了经济的灵活竞争模式。这种模式本质上是将全球低成本生产要素纳入进生产过程，生产与消费进一步分离，这就带来了价值链贸易的比重不断上升。在全球低成本要素全面纳入后，这种经济循环模式也就遇到了瓶颈，最终产生了2008-2009年全球大危机。为了缓解危机，被迫再次重启了超级宽松货币政策。但是由于这些货币政策主要导向了高收入人群，广大劳动者并没有获得直接的好处，通货膨胀问题并不严重。在新冠疫情爆发后，随着欧美向消费者的大量直接补贴，再次上演了上世纪70年代的大通胀，同样，在俄乌冲突导致能源价格上行后，通货膨胀再次居高不下。

因此，当前世界经济是周期性因素和结构性因素交织，但主要是结构性因素发生变化，周期性因素产生了放大器，甚至是“最后一根稻草”的作用。在结构性因素的驱动下，全球经济循环模式转型将会走向哪个方向？从历史经验看，这次调整后，美国为代表的发达经济体将会回归“灵活版”的罗斯福新政模式。和现有循环模式的区别在于国家的作用将会进一步加强。西方国家将会逐步改变目前的弱政府状态，构建强但是有限范围的政府，利用政府权力追求国家再次伟大。这就导致外交政策将会更加建立在身份认同和国家利益之上，而不是“全球都市化”。在经济上更加追求军事、能源和民用基础设施投资，全球范围内寻求获取基础资源，对金融部门更加强化监管，从市场交易化盈利模式逐渐导向支持企业和家庭，同时保持国内竞争和全球贸易自由化，进一步弱化国内劳资关系约束，成为“灵活版”的罗斯福新政模式。

在这种新的经济循环模式逐渐形成的结构调整期，叠加周期性因素，2023年欧美经济增速进一步放缓，进入衰退的时间在结构上取决于国家能力和产业链重构承受力，在周期性因素上取决于能源价格冲击的影响。从这个逻辑判断，美国经济强于欧洲和日本。在通货膨胀上，由于其成因主要是结构性加之供给侧能

源冲击，未来还将维持一段时间，但是由于不存在上世纪 70 年代货币政策总需求推动，基本上已经见顶，美联储将会放缓加息幅度，但是回到目标区间还有很长的路要走。在这种情况下，2023 年汇率总体呈现稳定态势，为国内货币政策留出了空间。

## （一）世界经济进入“三低三高”大调整期

### 1. 低增长

2008 年全球金融危机以来，全球经济复苏持续乏力。美国前财长萨默斯提出，全球经济因为结构性因素导致总需求不足，进入了“永久停滞”状态。全球疫情大流行之后，面对供应链中断、海运不畅、芯片荒等供给冲击，经济增速更加下行。从国家和全球实际 GDP 同比增速数据，可以看出近年来呈现缓慢下行趋势，根据 IMF 对于全球 GDP 同比增速的预测，预计直到 2027 年，全球实际 GDP 同比增速维持在 3% 的水平。

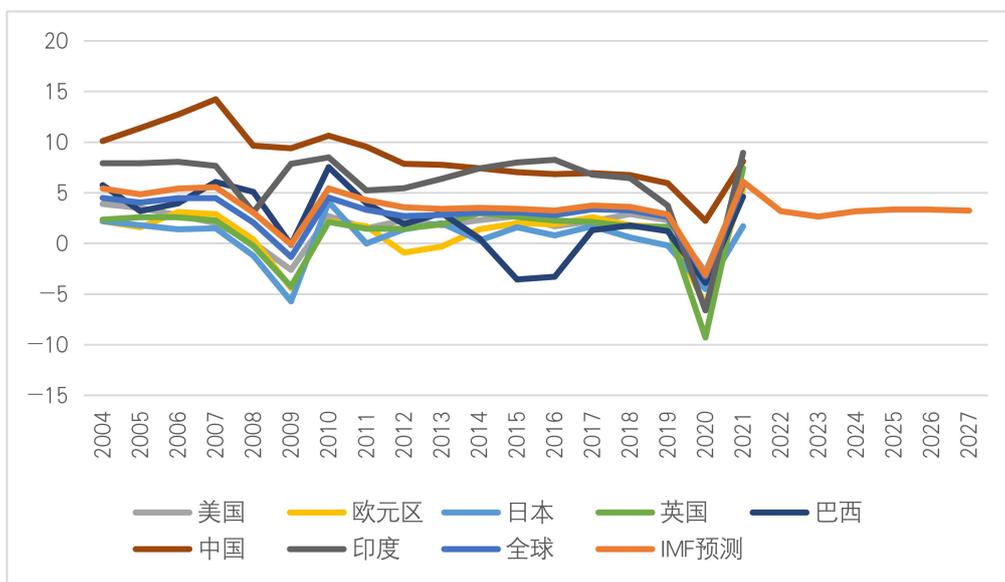


图 30 国家和全球实际 GDP 同比增速 (%)

资料来源：IMF

IMF 对于未来五年的 GDP 增速预测表示，2022 到 2027 年全球 GDP 稳定在 3% 左右，相比 2004-2013 年全球 GDP 增速平均水平降低 1.1% 左右，处于一个较低

的水平，其中，发达国家 GDP 增速低于全球平均水平，从 2023 年开始保持在 2% 水平以下，新型市场和发展中国家经济体 GDP 增速高于全球平均水平，到 2027 年保持在 4% 左右，相比 2004-2013 年 GDP 增速平均水平降低 2.4% 左右。中位数和人均产出也是类似走势，发达国家 2022 年中位数增长率为 5.3%，后逐渐下降，直到 2027 年也只有 1.9% 的水平，新兴市场和发展中国家中位数增长率从 2022 年的 4.3% 逐步下降，直到 2027 年下降到 3.5% 的水平。人均产出方面，发达国家人均产出从 2022 年的 5.1% 逐步下降，到 2024 年的 0.9%，后缓慢回升至 2027 年的 1.4%，仍旧处于较低水平，新兴市场和发展中国家则从 2022 年的 5.9% 逐步下降到 2024 年的 2.6%，后缓慢回升至 2027 年的 3.1%，对于发展中国家来说仍处于较低水平。综上，世界经济进入“低增长”特征的发展路径。

## 2. 低贸易

2014-2023 年之间国际贸易总额平均增速为 2.8%，大幅低于 2004-2013 年 5.4% 的增速均值。经过去除美元涨价因素的实际出口额数据上，2014-2023 年贸易增速为 0.4%，远低于 2004-2013 年 4.1% 的增速均值，体现出当前经济“低贸易”的特征。

2014 年之后的低贸易背后一个重要的结构性因素是全球价值链贸易放缓。随着信息成本的下降，标准化生产的流水线模式从一个国家的工厂开始逐步转型为世界工厂，外包促进了供应链在全球分布。传统制造业的流水线是标准化加工，非常适用于扩大产能，跨国公司倾向于将中间环节外包，利用不同国家在不同要素的比较优势和不同规模报酬贸易的递增，就出现了大量的中间品贸易。在此次危机之前，全球价值链的增长速度都超过了国内生产和传统产成品贸易，成为了世界贸易的主导形式。在这之中，简单全球价值链是中间品一次跨境，在进口后用于生产，产品用于本国消费。复杂价值链是中间品在进口后用于再次加工或者组装，然后产品再次出口，形成多次出口模式。在 2014 年之后，一个最近很有意思的变化，价值链，尤其是复杂价值链增长速度急剧放缓，传统贸易形式再次兴起。这里面需要回答一个问题，这种变化是周期性的还是长期结构性的？

在结构性因素之外，低贸易一部分原因是低增长。此外，在 2022 年，伴随着高通胀，美联储的加息政策使得美国利率上升，货币升值，增加了新兴市场和发展中经济体的融资成本，使得它们的融资实际利率高于发达经济体，同时，其进口美元计价的商品更加昂贵，从而减少进口量，缩减世界贸易额。

### 3. 低投资

全球固定资产投资增速在 2008 年全球金融危机之后不断放缓。针对这一现象，一般认为来自于投资品价格降低和无形资产投资占比上升。在全球价值链贸易下，跨国公司总部更加致力于经营品牌和知识产权，将知识与投资国的要素相结合，带来更高的回报。“轻资产”运行模式成为了企业主流的发展方向。

### 4. 高债务

根据新兴市场和发展中经济体债务占 GDP 百分比数据，自 2012 年后逐步上升，目前达到 64% 左右的水平之上，是近 20 年的高点。IMF 对于发达国家总债务水平的预测结果显示，在 2023 年低点过后，发达国家总债务占 GDP 比重逐步上升，在 2027 年达到 126% 的水平。

根据 IMF，主要发达国家 2022 年以后一段时间债务总额占 GDP 的比例均高于 2004-2013 年均值数据，如美国 2022 年债务总额占 GDP 在 122.1%，远高于 2004-2013 年的 82.3%，这表现出整体经济“高债务”的特征。

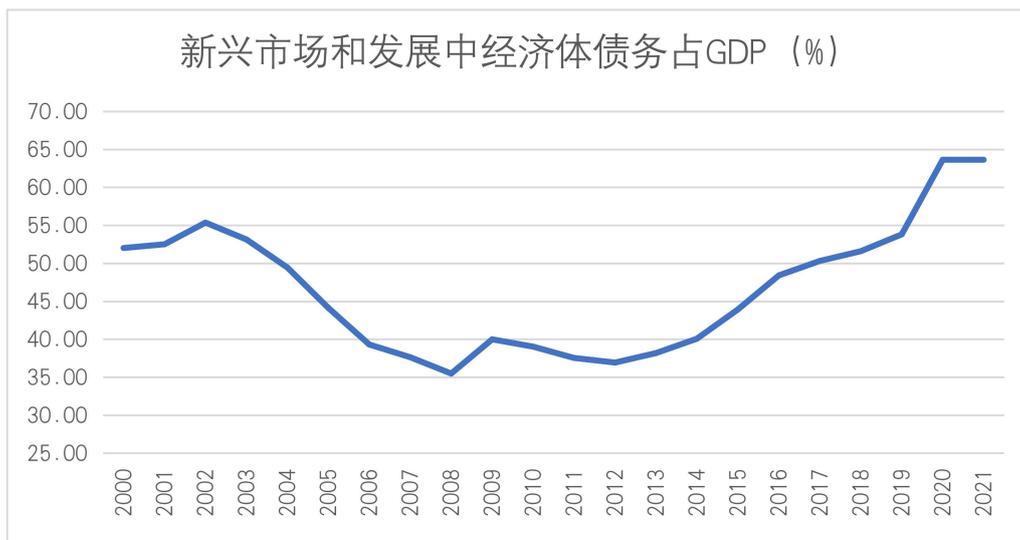


图 31 新兴市场和发展中经济体债务占 GDP  
资料来源：IMF

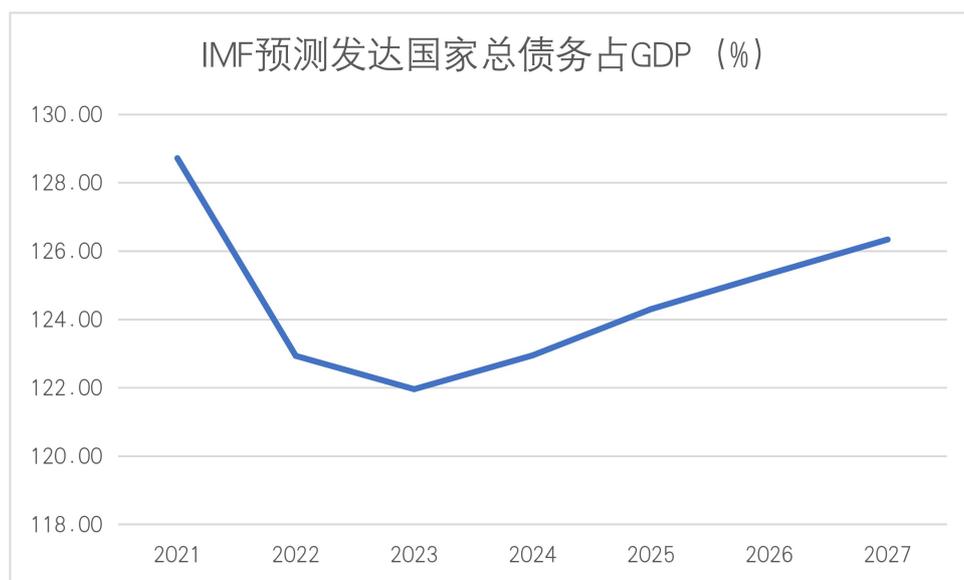


图 32 IMF 预测发达国家总债务  
资料来源：IMF

## 5. 高通胀

通货膨胀是近年来出现在全球范围的普遍经济问题由美国和欧元区核心通货膨胀数据可以得出，目前通货膨胀数据处于高点，虽然美国呈现出拐点向下的趋势，但欧洲仍旧继续向上的势头。

根据 IMF 对于全球经济体通货膨胀的整理和预测数据，发达国家通胀预计在 2027 年达到 1.8%，与往年平均水平 1.6% 接近，美国呈现缓慢下降的趋势，从 2022 年的 7.1% 到 2023 年的 3.6%，而欧洲则是在 2023 年仍旧上升，后转折下降。比较主要各经济体，基本都在 2022 年达到通胀的顶点水平，如亚洲的新兴市场和发展中经济体在 2022 年达到通胀高点 4.1%，欧洲的新兴市场和发展中经济体在 2022 年达到通胀高点 27.8%，拉丁美洲和加勒比地区在 2022 年达到通胀高点 14.1%，中东和中亚地区在 2022 年达到通胀高点 13.8%，撒哈拉以南的非洲在 2022 年达到通胀高点 14.4%，2023 年开始有所下降，逐渐到 2027 年恢复到正常水平。因此世界经济目前并且在未来一定时间内处于“高通胀”的经济背景下。

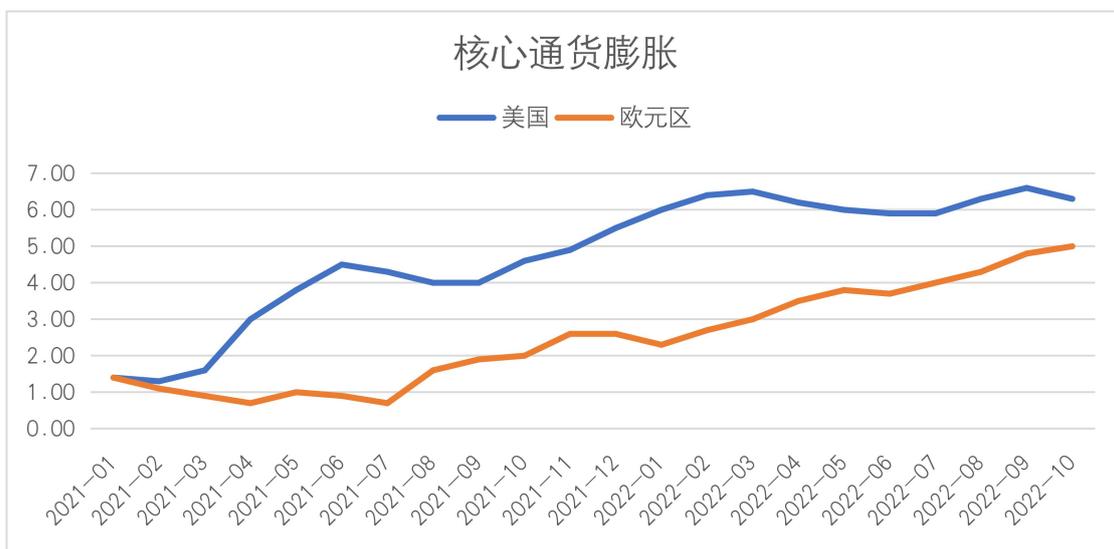


图 33 美国和欧元区核心通货膨胀

## 6. 高风险

通过 IMF 对于发达国家和发展中国家企业调查数据显示，发达国家中企业认为的主要风险中，2021 年初绝大部分为疫情，后占比逐渐减弱，有 3% 左右被通

货膨胀替代，发展中国家也有类似走势。风险逐步由疫情向通胀侧重，发达国家宏观风险提及次数占总风险提及次数的9%左右，新兴市场和发展中国家宏观风险提及次数占总风险提及次数的8%左右。

同时高债务也是高风险的原因之一，在负债率高的环境下，风险一般也处于较高水平。

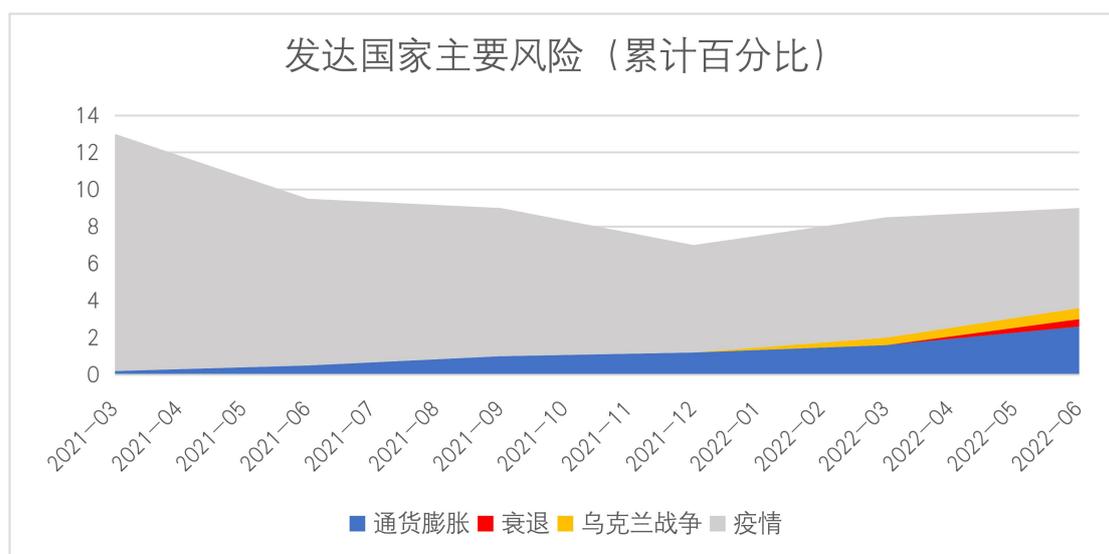


图 34 发达国家企业认为主要宏观风险占比

数据来源：NL Analytics；IMF

图中的每一个区域显示了调查中企业提到各个风险的句子数量占提到风险句子总数的百分比。

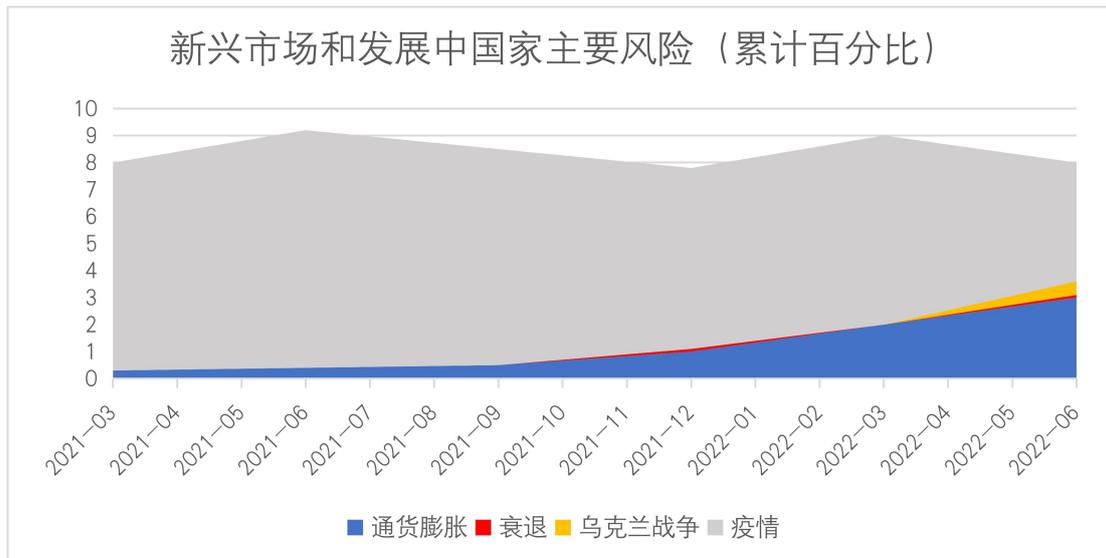


图 35 新兴国家和发展中国家企业认为主要宏观风险占比

数据来源：NL Analytics；IMF

图中的每一个区域显示了调查中企业提到各个风险句子数量占提到风险句子总数的百分比。

## 7. 总结

整体来看，全球实际 GDP 增速在 2020-2023 年达到 2.2% 的低点，然后逐步回升，在 2024-2027 年达到平均增速 3.3% 的水平，仍处于较低增速水平。世界贸易量在 2020-2023 年达到一个 2.1% 的局部低点，然后在 2024-2027 年有所回升，达到 3.6%，但仍低于 2004-2013 年的 5.4% 增速水平。消费者价格衡量的通货膨胀在 2022 年达到近期高点，发达国家为 7.2%，新兴市场和发展中国家为 9.9%，后逐渐回落，发达国家在 2024-2027 年通胀水平恢复到 2% 左右，新兴市场和发展中国家回落至 4.6%。叠加上述低投资、高债务和高风险，世界经济会进入低增长、低贸易、低投资，高债务、高通胀、高风险的“三低三高”为特征的大调整期。

### （二）信息成本下降推动的全球化从经济议题主导转向国内政治议题扰动

“三低三高”调整期的直接原因是全球化红利消失。随着内生动力从商品成本下降到信息成本下降，全球化模式不断演进，从发达国家生产、全球销售变为全球生产、全球销售，价值链贸易崛起。新的全球化模式导致制造和生产服务的

碎片化和离岸化，同时，随着离岸生产产生技术流动。随着知识流动与当地生产要素结合，比较优势出现非国家化，以国家为单位进行国际贸易分析不再合适，参与国都能从全球化中获利这一结论不再成立。国际竞争更加微观化，表现为一些生产阶段受益，一些生产阶段受损。这种微观化的竞争变得更加快速、更加突然、更难以事先预测、更加不可控制。这种不确定性使得社会越来越割裂，政治性会逐渐压倒经济性。由于目前的国家贸易调节机制是二战之后，针对商品贸易协调国与国利益，并不适应目前信息成本下降推动的全球化利益调节的需要，导致了全球贸易协调失灵，一些国家和地区从自身利益出发，需求新的解决方案，导致世界贸易摩擦加剧，全球化红利消失。

### 1. 信息成本下降推动导致全球化走向微观化

全球化是一个社会转型的概念，需要从多元社会维度理解，不能仅仅从经济逻辑理解，要进行综合性分析。全球化是一组社会进程，即将人类的社会状态更加推向全球性。在这个过程中逐渐形成全球性，即全球经济、政治、文化和环境联系和交流不断加强的进程。这种进程产生了一种超越地方结构的新社会秩序，即全球化状态。从经济学的角度，全球化是生产和消费的解绑过程，即本地的生产和消费过程逐渐分离，人们可以消费全世界各国的商品，企业也不仅仅是为了当地生产，会考虑全球消费者。

全球化进程是一个伴随着人类发展持续缓慢演进的过程，可以说是人类发展史永恒的主题。在不同的时期，受到技术、社会结构等约束，具有不同的表现形式。例如，在史前时期，地理和社会障碍使得人类从未实现持久和远程的相互影响，世界更多是通过战争的形式越来越多联系在一起。

伴随着交通工具的改善，丝绸之路将中国与罗马帝国联系在了一起，成为了工业革命之前全球化的主要载体。丝绸之路主要是以中亚作为媒介，一条欧亚大陆贸易路线。加上明朝郑和下西洋，穿越印度洋到达非洲东海岸，这几条贸易路线构成了全球贸易网，将人口最为稠密的欧亚和东北非地区连在了一起。此时的澳洲和美洲大陆尚未成为这一不断扩大的经济、政治、文化网络的组成部分。这一时期的全球化主体是各大帝国和草原游牧民族，全球化的产品主要是方便运输的

轻质量高价值的奢侈品，例如丝绸和茶叶等。这时候的全球化主要是地方生活的补充，不与当地经济形成竞争关系。

伴随着文艺复兴和启蒙运动，在十六世纪至十八世纪初，理性的思维方式和社会组织形成了早期的现代社会。这时候的全球化的核心驱动逐渐转向了西欧。这一时期全球化的主体是从威斯特伐利亚国家体系中演化出来的拥有主权和领土的民族国家。这些民族国家之间的相互依存日益加强愈发密切。1815年至1914年西欧实现了百年和平，是近代全球化最为鼎盛的时期之一。

我们可以将这一阶段看成是全球化真正开启的阶段，因为伴随着市场经济的逐渐向形成，全球化已经不是当地人生活的补充，而是直接和当地人们的传统产品展开直接的竞争。这一阶段大致上是从1815年到1990，全球化的核心动力是商品运输和交易成本的不断下降。

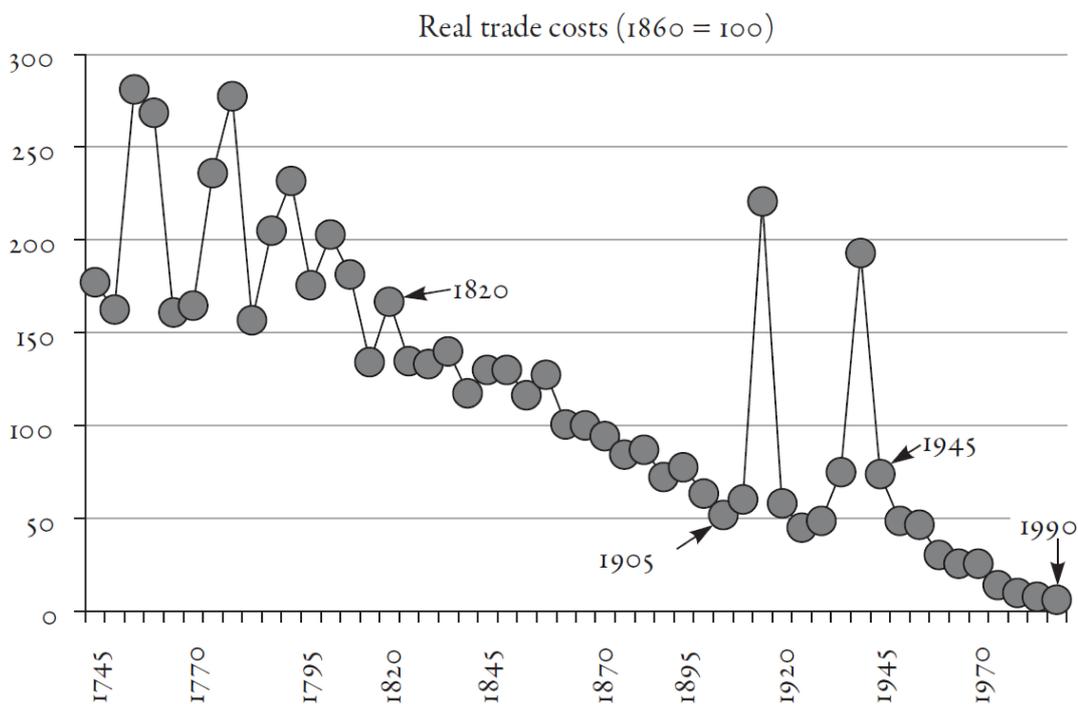


图 36 商品贸易成本  
资料来源：鲍德温（2020）

在一战之前，贸易成本下降来自于两个方面。首先是蒸汽革命改变了海上和

陆路交通。因为受到航程中煤炭供应的限制，在长达几十年的时间里船只一直不能完成从混合动力向单纯依靠蒸汽功能的转变。直到 19 世纪末，全球主要港口都建成了储煤仓库，蒸汽船补充燃料才不再是问题，航运速度进一步加快。同时铁路从根本上降低了散装货物横穿内陆的运输成本，连接了港口，打开了欧洲内陆通向全球经济的大门。其次是金本位制。在跨国银行的带动下，资本与商品相对自由地跨越国界进行流通。这一时期全球化最基本的基础设施是以英镑计价的金本位制度，这使得英镑等货币有可能在世界范围内流通。

但是也正因为金本位制下调整机制的局限性，国与国之间的利益无法得到有效保障。在一些国家面临困难时期，就会通过关税等手段进行强行调整。在一战爆发后，全球化的倒退主要就是无法在国内利益调整和全球化中取得平衡。

这是第一次民族国家的国内政治压到了全球化。各国争相采取高关税，进一步阻断了国际贸易。战争使得生产和消费捆绑，世界分裂为了几个贸易集团。德国、意大利和苏联保持着双边贸易，产业政策上明确奉行独立完整经济体系的目标，并希望能够主导全球。英国通过帝国特惠制将其与殖民地连接在一起。贸易的中断为希特勒的扩张借口——获得生存空间——提供了有力的支持。希特勒为了获得外国的商品，办法是将国际变为国内，将第三帝国的边境向外扩张。

在第二次世界大战之后到 1990 年之间的这段时期。国际贸易又恢复的活力，商品运输和贸易成本又不断下降。

首先，集装箱降低航运成本。船、火车、卡车等降低了商品运输的成本，但是没有解决装货和卸货这一问题。集装箱一方面使航运更加便宜可靠，另一方面装船和卸船可以用大型起重机，最后箱子的标准化有利于更好的处理运输网络，更加容易连接在一起。据估算，这是二战以来最大的贸易动力，效果超过削减关税。

其次，战后成立关税及贸易总协定，真正建立了国际贸易体系，摆脱了原来英格兰银行和英国海军统治世界附带创建贸易的局面。关贸总协定在 1995 年演变为 WTO。其基本原则是世界贸易体系是一个法制体系，而非具体数额的分配

体系，所以关贸总协定和 WTO 注重设计、执行、更新和保障设定的程序、规则和指导方针，而不是关注预先分配数量并配给给各国。关贸总协定建立在 5 条原则基础上。第 1 条具体原则是无歧视。一方面，两国之间无歧视，即最惠国原则，另一方面是一国之内无歧视，即国民待遇原则。第 2 条具体原则是透明。一国贸易限制政策必须形成书面文件，并公之于众。第 3 条具体原则是对等。一个国家进行的关税削减将获得其他国家的对等回报，但是发展中国家可以不做对等关税削减。当然这一原则意味着如果有国家不遵守贸易协定，其他国家也可以进行反击。第 4 条基本原则是灵活。一些经济成员在面对不可抗力力的时候，设定一定的贸易障碍。第 5 条原则是共识决策。在这 5 条原则的基础上，关贸协定推动国际贸易的成功来自于巨无霸效应和顺风车效应。

巨无霸效应是关贸总协定的制度安排将一国关税削减通过制度安排使之成为了一个可以自我持续的良性循环。由于对等原则，本国的关税与出口市场的关税挂钩，只有本国降低关税，出口市场的关税才会随之降低。这样，就在一个国家内部引起了出口企业与进口企业之间的政治斗争，产生了国内支持自由贸易的集团。每一轮关税削减，都会引发滚雪球效应。关税越低，带来更多进口，受进口冲击的行业规模越小，同时出口关税降低，提高了出口商的利润，改变了出口商与进口商的力量对比，不断累积能量。粉碎一切阻碍自由贸易的障碍。

顺风车效应是发展中国家不进行对等减税就可以享受发达国家的关税优惠。由于最惠国待遇原则，发达国家的关税减免自然适用于发展中国家的进口，而这些国家并不需要对等减免。这就产生了特殊的顺风车效应。这种机制不是去解决谈判的阻力，而是把发展中国家放在一个“不需要承担责任就不要反对”的位置上，很多发展中国家根本就不参加关贸总协定的谈判，因为他们只有收益没有损失。

最后，金融促进了全球贸易。在这一时期，借鉴了 1815-1914 之间的经验，西方发达国家以布雷顿森林体系、国际货币基金组织和世界银行为支撑的管制资本主义，实施了有管理资本流动基础上的全球化。

总之，1815-1990 这段时间是商品贸易全球化的黄金时期，通过运输成本和

贸易成本下降推动了全球化。由于专业生产知识集中在发达国家，加上生产的规模经济，全球化模式是几个西方发达国家集中生产，产品在低运输成本和关税的推动下出口全球。这种全球化模式使得北方国家全面实现了工业化，而亚洲等南方国家未能大规模实现工业化。虽然各国经济都有增长，但是北方发达国家的经济增长更快，使得南北间收入水平发生大分流。这段时间的国际贸易繁荣发展也推动了城市化加快发展。在这种模式下，发达国家获利较多。

1990年之后，全球化的动力发生了新变化，商品贸易成本下降不大，但是信息成本大幅度下降。信息与通讯技术革命下，信息处理能力、通讯能力和存储能力大幅度提升。摩尔定律下运算能力18个月翻一番，吉尔德定律下信息传输带宽6个月翻一番。在全球大危机之前，1986至2007年世界信息存储容量每年以23%的速度增长，电信通信以28%的速度增长，计算能力以每年58%的速度增长。

伴随着信息成本的变化，货物空运的快速发展也推动1990年之后的全球化新模式。1990年前后最大的变化在于前苏联领空的全面开放，极大推动了世界空运的便捷性。货物空运的优势不在于成本，关键在于速度。时间的节省带来了货物流动的确定性，从而可以解决国际生产网络中出现的任何问题。

总的来看，1990年之后最大的变化是迅捷性。这种迅捷性伴随着信息成本下降带来的知识流动，推动了全球价值链模式的迅速崛起。与商品贸易模式下国内生产、全球销售的模式主要区别在于，全球价值链模式是跨国公司在国际范围内配制生产过程，知识流动带动了离岸生产。在这种模式下，企业内部的生产任务被打散，在全球内进行资源配置，形成世界生产、全球销售的模式。

伴随着全球资源按配置，在这段时期主要国家接受了新自由主义的观点撤销利率管制，消除信用控制，国有银行和金融机构私有化，金融交易的全球化增加了金融业不同领区域和领域的流动性。但是，在这些金融交易中，很大一部分资金与生产性活动并无关系，更多的是以高风险的对冲基金以及其他只涉及货币交易的货币市场与证券市场的形式增长。这些交易以未来的利润作为赌注快速自由流动产生了很强的繁荣衰退模式，例如一九九七年九八年的东南亚金融危机。

伴随着离岸外包，从 1990 年，G7 国家占全球 GDP 份额 2/3 降到目前不到 50%，下降 17 个百分点。与之对应的，中国、印度、巴西、印度尼西亚、尼日利亚、韩国、澳大利亚、墨西哥、委内瑞拉、波兰以及土耳其收获了其中 14 个百分点，世界剩下的接近 200 个国家占据了 3 个百分点。这些国家的出口增长要么是来自于制造业增长，要么是来自于其他国家带动的原材料增长。这里面只有印度比较特殊，40%来自于服务业。

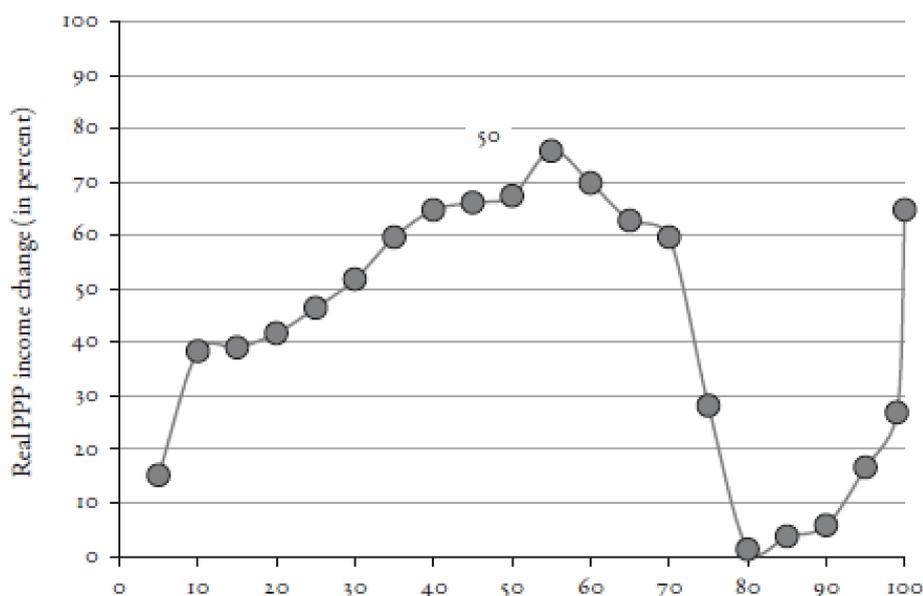


图 37 全球收入极化  
资料来源：鲍德温（2020）

正是由于此次全球化微观化的趋势，并没有带来包容性全球增长，甚至导致了对发展中国家的大量环境破坏等不对称影响，各国国内对参与这样的全球化意见不一。跨国公司产业链企业和金融企业积极参与，很多本土公司面临竞争举步维艰。由于世界贸易组织主要框架是针对国家主体，针对商品贸易，在信息成本推动下，其调节机制失灵。在当前国际组织的调节能力缺失的情况下，全球化回到了类似一战前的情况，国内政治议题开始起到了越来越大的作用，逐渐压过了简单的自由贸易和金融议题。在这种情况下，各国纷纷建立自己的朋友圈，通过新的机制推动信息成本下的贸易和数字贸易。这就使得全球化日益碎片化，各国的开始各自为战。

## 2. 从特朗普到拜登：中美贸易回归 1990 年模式的再挂钩

外部经济环境变化的最重要方面是美国与中国经贸关系的变化。特朗普政府上台以来，在“使美国再次强大”和“美国优先”两大口号的引领下，对世界各国广泛使用了各种贸易保护政策，尤其是采用关税做为主要手段，动辄对各国和各产业加征关税<sup>1</sup>。2017 年 8 月，特朗普授权美国贸易代表办公室（USTR）依据美国《1974 年贸易法》的 301 条款对中国贸易行为展开调查。调查主要内容是中国在技术转移、知识产权和创新方面的行为、政策和实践是否具有不合理性或歧视性，以及是否对美国商业造成负担或形成限制。半年后，美国贸易代表办公室发布调查报告，认定中国在技术转移、知识产权和创新等领域存在不公平行为，并将中国诉诸 WTO，之后于 2018 年 4 月宣布将对价值 500 亿美元的产品加征 25% 的关税。面对美方的指责，中方积极与美方进行谈判，以期能以和平的方式化解双方之间的贸易摩擦，但并未能达成协议。中国于 2018 年 6 月宣布将同样对美国价值 500 亿美元的产品加征 25% 的关税，中美贸易摩擦就此正式打响。之后，美国对中国加征关税的商品规模不断增加，致使中美贸易摩擦不断升级。面对特朗普的政策加码，我国沉着应对，以极大诚意和耐心与特朗普政府进行谈判。历经十余轮谈判，在已经达成了很多方向性共识的情况下，2019 年 5 月特朗普再次将中国对美出口的 2000 亿美元商品关税税率从 10% 提升到 25%。

对特朗普频繁采用关税政策的解读一种观点是谈判工具论，认为特朗普是为了获取最大的经济利益，利用美国的大国地位，以关税为工具欺压他国，逼迫各国就范。在这种观点看来，特朗普采用关税的目的是为了最大化经济利益，其背后还是经济逻辑。持有这种观点的众多人士从经济角度对特朗普进行批评，指责关税不能达到这种目的，征收关税会降低各国的贸易量，对消费者和国内生产者都会产生冲击，降低社会福利。大量的观察家甚至认为特朗普不懂得经济学的基本原理，甚至称之为愚蠢，指责其不了解贸易赤字来自于各国的宏观变量差异，例如美国的低储蓄率和高政府债务必然导致贸易赤字。持有这种观点的人士寄期望于与特朗普政府讲道理，强调贸易战对美国、尤其是美国消费者的巨大成本，

---

<sup>1</sup> 对中美贸易摩擦过程更为详尽的分析，参见中国人民大学宏观经济论坛 2018 年 3 季度报告《以深化改革开放应对外部环境的不确定性：中美贸易战的属性、影响与对策》。

希望美国商界和消费者能够抵制特朗普，改变特朗普的关税决策。

但是，实际情况的演进与这种经济逻辑的设想日益背道而驰，部分从经济观点出发的美国媒体甚至都开始怀疑特朗普是不是存在精神问题，不适合再担任总统。但是，如果要对特朗普关税政策进行理性化，关键就是不要坚持特朗普的主要目的是经济，而更多是将关税当做政治工具，实现自身的政治目的。

**第一，美国启动贸易战并不是在美国经济周期的下行期进行，其追求的不是短期经济利益。**正如 2018 年 3 季度宏观报告所阐述的，与以往美国多在经济下行时制造贸易摩擦以对国内进行反周期调节不同，特朗普发动的本轮贸易战是在美国国内经济景气、同时贸易逆差收窄时进行。从中美谈判中，美国似乎也并没有对中国做出的扩大从美国进口的承诺表现出特别大的兴趣。

一方面，特朗普执政以来，屡次对世界各国征收关税，美国经济一直呈现了增速向上攀升的态势。在征税之前，2018 年 2 季度实际 GDP 增速为 4.1%，达到近年来的最高水平。

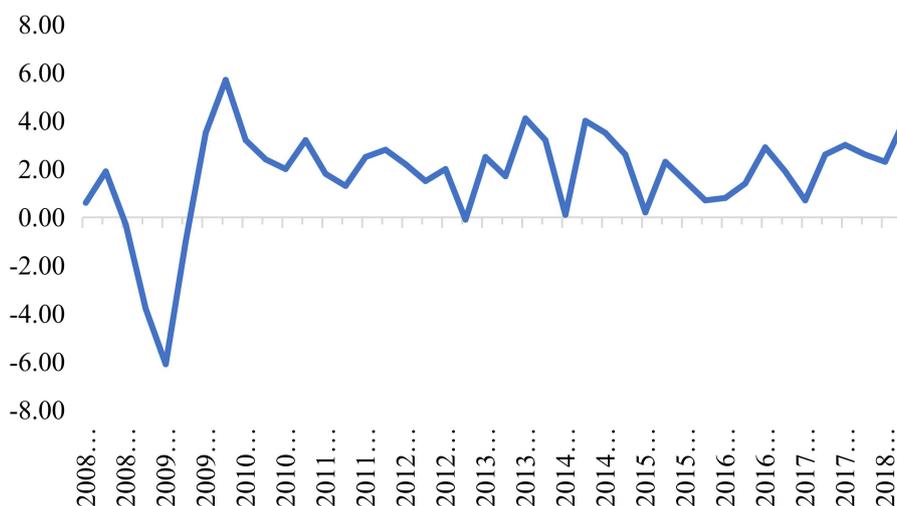


图 38 美国实际 GDP 增长（环比折年率）

在特朗普执政期间，美国失业率持续下降，创下近 10 年来的新低。2010 年以来，美国失业率从 9.9% 的高点持续下降。到 2018 年，美国失业率已经下降至

4%以下。从失业率指标看，美国经济可能已经进入充分就业状态。

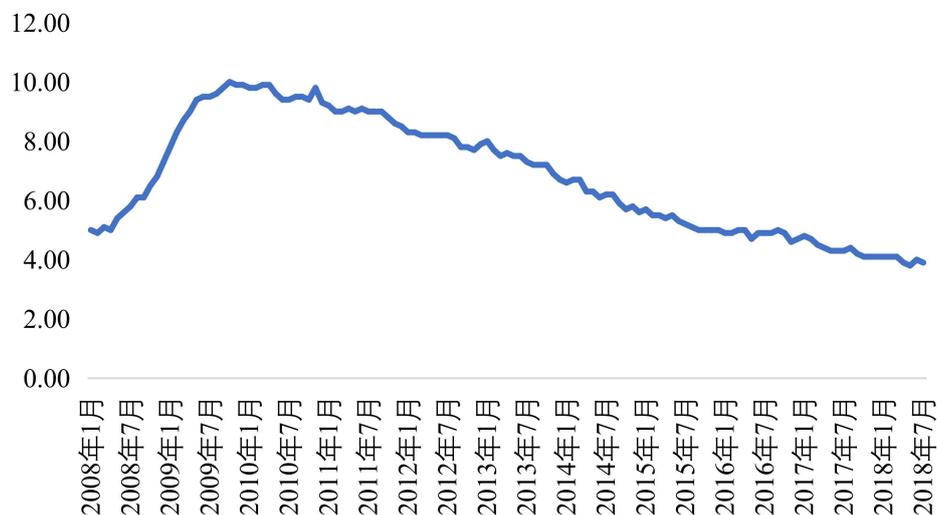


图 39 美国失业率

最后，从景气度来看，美国消费者和投资者信心指数不断攀升。2010 年以来，美国消费者信心指数不断回升，特别是 2017 年以来，美国消费者信心指数已经恢复至接近 100 的高位；与此同时，美国投资信心指数也呈现波动上升的趋势，维持在较高水平。

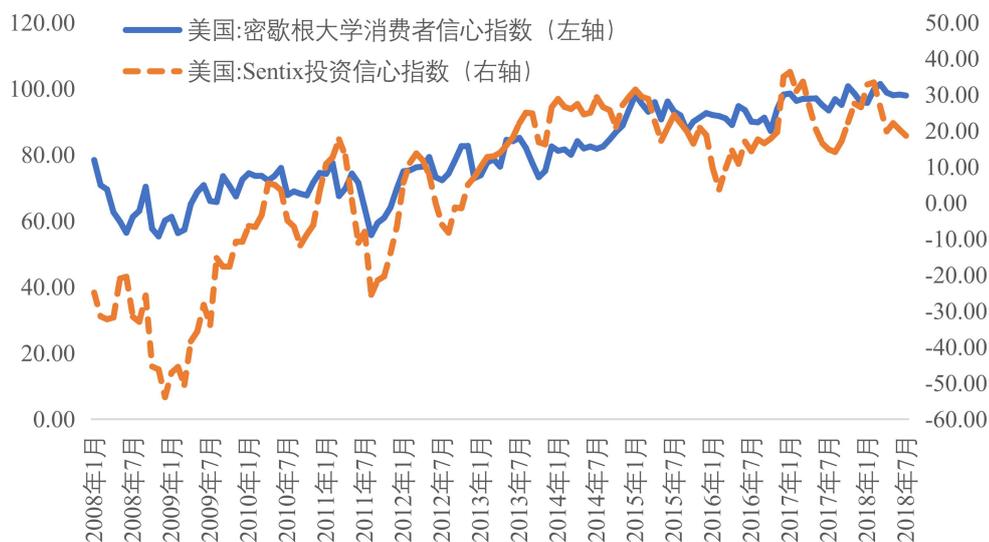


图 40 美国消费者和投资者信心指数

另一方面，从贸易不平衡的角度看，自 2008 年金融危机以来，中美两国的贸易模式在全球再平衡的主题下都已经有了根本性的调整。中国贸易顺差占 GDP 的比重快速下降，从 2007 年的 8.7%，快速下降至 2017 年的 1.7%，已经低于 2000 年中国加入 WTO 前 2.4% 的水平。相应地，尽管美国保持着贸易逆差，但贸易逆差占 GDP 的比重已经从 2007 年的 4.9%，减少至 2017 年的 2.9%，已经小于中国加入 WTO 前 3.7% 的水平。

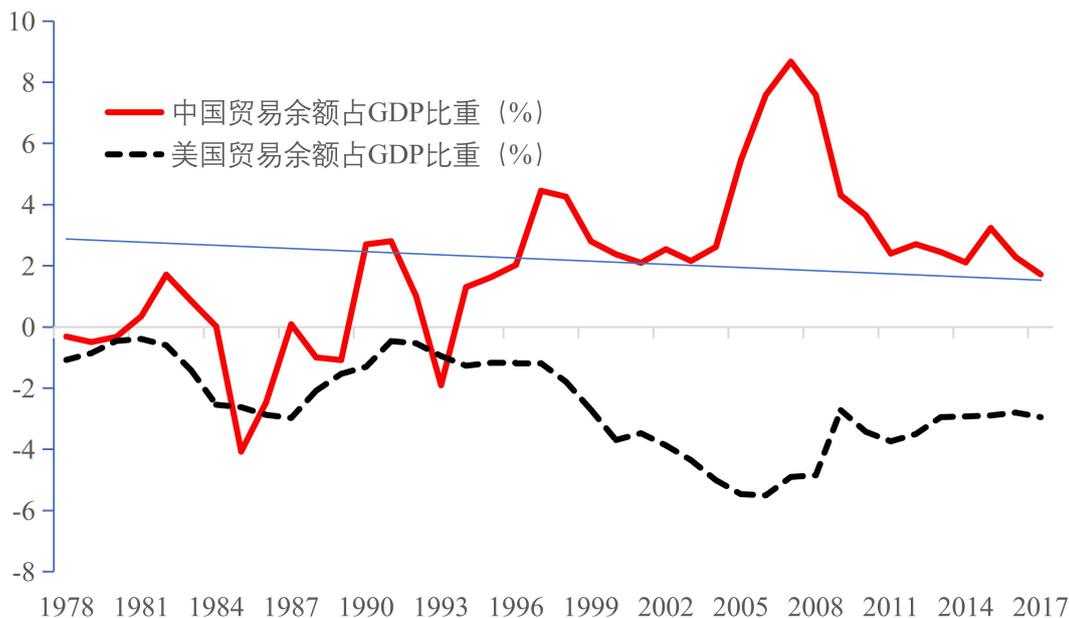


图 41 中美两国贸易余额占 GDP 比重

因此，从特朗普开始的贸易战决不是为了追求短期利益，而是为了实现竞选总统时候的政治追求。特朗普强烈认同美国经济实力衰落，其目的是要重塑美国的国内制造业。2017年12月，特朗普政府公布了执政以来的首份国家安全战略报告，其中将美国国土安全、促进美国繁荣、以力量求和平、提升美国影响力作为四个核心国家利益。伴随着中国在经济规模上的快速追赶令美国感受到压力，特别是制造业规模达到美国的160%，影响到了“美国的影响力”这一核心利益乃至国家安全。因此，在特朗普政府的国家安全战略报告中，着重提出保护美国科技创新生态系统，确保美国在科技创新领域的领先地位。正是这种国内政治目的的追求，特朗普政府对传统盟友也展开了大量贸易攻击，在钢铝、汽车方面以盟友为目标保护国内产业，在知识产权领域，以中国为目标，保持美国企业的核心竞争力。

**第二，从对中国征税来看，其范围非常具有选择性。**仔细看一下特朗普政府对中国产品的征税，我们会发现其并不是像表面所说要解决贸易赤字问题。实际上这个问题并不是特朗普考虑的重点。例如，我国贸易顺差最大的来源是纺织业，占我国贸易顺差的比重超过50%，美国是我国主要的目的地国。虽然纺织品占中国出口的比重已经越来越小，但是纺织品是中国对美贸易顺差的主要来源。

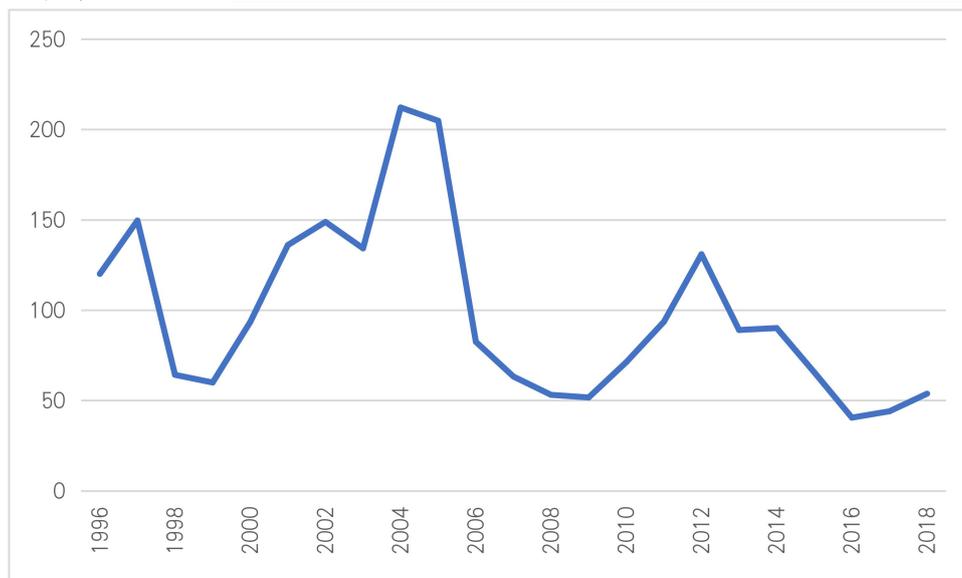


图 42 纺织品贸易顺差比例

由于纺织品贸易在中美贸易中的特殊地位，一直是中美贸易争论的焦点。但在这次征税中，500 亿美元商品清单和 2000 亿美元商品清单均未涉及的商品见下表。这次征收关税非常奇怪的是美国并没有对最大的问题，纺织品进一步下手，而是有意规避了这类产品。

进一步可以发现，美国此次大量对中间品征税，尽量避开消费者和支持其的企业。在特朗普对 2000 亿美元商品征税后，美方对各类别商品征税总比例是 56% 左右，但是，可以明显看出对不同类别商品的区分。

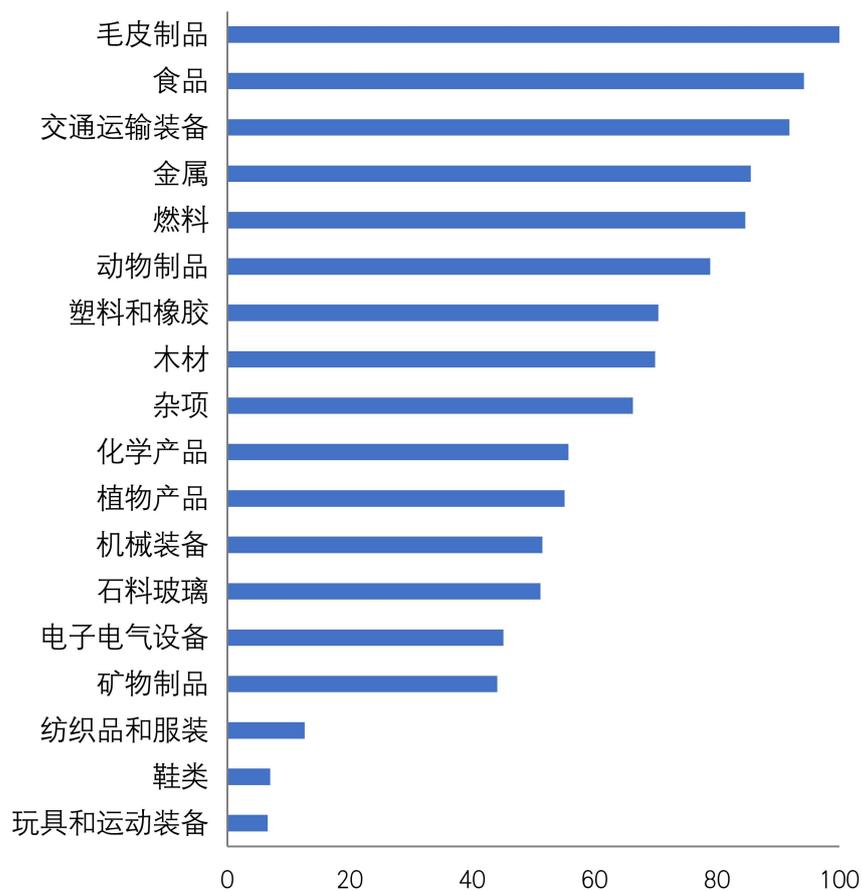


图 43 美方征税商品类别涵盖比重

资料来源: Bown, Chad P. Forthcoming. 2019, [The 2018 US-China Trade Conflict After 40 Years of Special Protection](#). *China Economic Journal*.

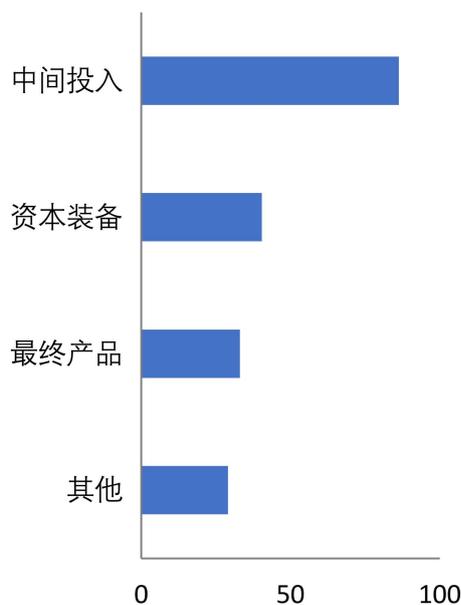


图 44 各大类征税比重

资料来源: Bown, Chad P. Forthcoming. [The 2018 US-China Trade Conflict After 40 Years of Special Protection](#). *China Economic Journal*.

通过避免像服装这样的消费品,特朗普的关税目标涵盖了从中国进口中间投入品的 86% 以上。对零部件征税会增加美国公司的成本,使得美国公司进入全球供应链变得更加困难。

**第三,追求国内价值链和国家安全。**特朗普的目标是“使美国再次强大”。在它看来,美国国内破败的基础设施、制造业的大量外迁正是美国衰落的象征,而衰落的根源在于美国制造的消失。美国长期以来在制造商品和在国内外销售商品的能力上领衔全球国家,在美国经济的几乎每个部门都发挥着至关重要的作用,是美国成为世界头号经济强国的基础。同时,各个时代的先进制造,即用新的制造方法和通过创新实现的新产品的生产都是美国经济引擎和国家安全的支柱。制造业随着新技术和创新不断提高生产力,使经济不断提高新产品,创造全新的产业。制造业的进步在 20 美国的全球经济主导地位中发挥了重要作用。然而,21 世纪出现了巨大的变化,美国制造业出现了大幅下滑。2001 年之后美国制造业从业人数急剧下降,2008 年金融危机更是导致美国制造业大衰退。国家科学技术委员会委员会(2018)报告指出,危机之后虽有好转,到 2018 年制造业就

业人数仍然低于经济衰退前的水平。面对激烈的全球竞争，特朗普政府采取了强有力的行动来捍卫经济，扩大制造业就业，确保强大的制造业，维护国防工业基础和弹性国内供应链。制造业赤字是美国贸易赤字的最主要来源。正如前面看到，在美国的商品贸易赤字中，制造业贸易赤字占据了绝对主力。在 2005 年，制造业贸易赤字达到了顶峰，为 5420 亿美元，之后小幅收窄。美国的制造业贸易赤字主要集中在亚洲，2012 年对亚洲的制造业贸易赤字一度超过了总制造业贸易赤字。在对亚洲的制造业贸易赤字中，对中国的制造业贸易赤字又超过 70%。特朗普认为制造业比例降低，工资收入相对下降，导致了美国工人阶层利益收存，伤害了美国的核心利益。在其任内，特朗普一直试图以买美国货来推动解决这个问题。

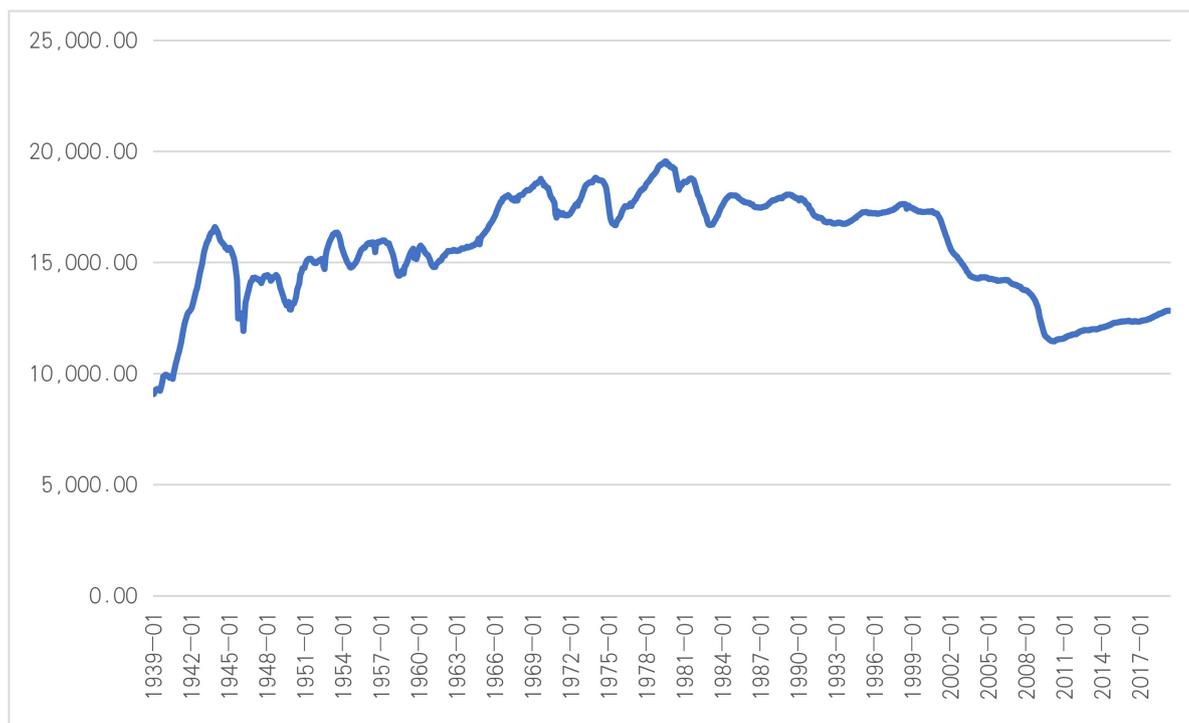


图 45 美国制造业就业人数

在特朗普看来，威胁美国制造业的原因主要有国外产业的不公平竞争、对美国企业知识产权的侵犯和非法移民。在这个推理下，需要采取强有力的行动来打击不公平的全球贸易做法，帮助美国制造商充分发挥潜力。表 3 中列举的美国贸易战基本上精准面对这三个问题：太阳能电池板、洗衣机、钢铝产品和汽车贸易

战针对的是国外企业竞争，对中国贸易战更多针对在华外企的利益和对美国企业的知识产权，非法移民主要针对墨西哥。特朗普适用关税的目的是要达到重振美国制造业的政治目的。通过制造业，培训美国工人，为美国工人提供高工资，提高国内地位。在每次征收关税的推特上面，特朗普都会增加一个注释，规避关税最好的办法是来美国生产。由于特朗普是要解决美国国内的制造业政治问题，所以他的贸易战范围超越了传统的盟友。传统的盟友是基于国际安全等政治问题形成的，是由美国提供国际公共产品等需要联系在一起，更多是意识形态的产物。特朗普的目的是国内政治，并不是以意识形态来进行划分，其未来依然会打击传统盟友。当然，在这个过程中，特朗普也会联合某些盟友对我国实施特别的制裁。

由于特朗普的目的是将国际价值链收缩至北美、甚至美国国内，其行为表现最为明显的就是在新版北美贸易协定和对墨西哥征收关税方面。2018年11月30日签署了代替北美自由贸易协定的《美墨加协定》。当然，新协定还需要各国立法机构批准该协议，才能生效，也就存在了一定变数。协定要求，在美国、墨西哥或加拿大生产的至少75%的部件的汽车或卡车可以零关税出售。相比于目前62.5%的需求增加，该交易旨在激励北美汽车的生产。此外，在这些汽车上完成的工作中，有30%必须由从2020年起由每小时收入不低于16美元（未计入通货膨胀率）的工人完成。到2023年，这一比例将增加到40%。特朗普还利用关税为手段，威胁墨西哥解决边境移民问题。这是在战后很少见的经济手段来解决长期政治问题。

总之，当前美国经济已经开始从属于美国国内政治，在面对不同的政治问题，例如经济增长、国内价值链等的时候，特朗普政府会采用不同的手段。这使得特朗普政府看起来非常不靠谱，出尔反尔，实际上是处于不同时期的政治考虑，不要被一时所迷惑。中美未来经济将会不断面临着摩擦，不会有一个稳定的关系。在于美国国内政治和社会需求。如前所说，美国贸易政策在短期中可能会对资本利益和劳动利益之间的关系进行重新权衡，以纠正多年来对资本利益的过度关注。自上世纪90年代以来，越来越多的美国人认为，“美国为全球经济规则的制定和全球经济增长贡献了巨大力量，但是美国政府却未能有效地帮助美国人赢得全球竞争。”这主要是制造业工人的抱怨。利用非系统性的贸易保护主义措施，促进

少数制造工厂回流美国国内，并不会对资本利益带来太大的负面影响，还能够带来舆论宣传口径下的增加国内制造业就业增加的好处。贸易保护主义措施的增加会导致世界经济的混乱和不确定性，会对中国带来较大冲击。

拜登上任后，并没有改变相关的政策，在延续了一些做法的基础上，进一步通过东亚地缘政治重塑中美经贸关系。

首先，美国通过将公司列入实体清单，扩大美国资本对中国公司的投资限制。美国商务部在实体清单上有约 600 个中国实体，其中 110 多个是自拜登政府上任以来增加的。

其次，在行业内政策上警告美国相关行业与中国展开合作；加大对美国境内中国上市公司的审查力度；限制相关行业核心产品及技术的出口。例如，2021 年 10 月 22 日——美国情报官员警告中国 5 个关键科技行业的公司。美国国家反情报和安全中心发起了一项运动，警告美国公司和研究机构在五个关键技术领域与中国互动的风险：人工智能、量子计算、生物技术、半导体和自主系统。2021 年 12 月 2 日——美国证券交易委员会（SEC）已通过修正案，以最终确定实施《外国公司责任追究法》（HFCAA）中提交和披露要求的规则。新规定推进了一项程序，可能导致 200 多家公司被踢出美国交易所，并可能降低一些中国公司对投资者的吸引力。它还要求通过可变利益实体（VIE）在美国上市的中国公司加强披露。中国和其他外国公司必须声明它们是否由任何外国政府拥有或控制。2022 年 10 月 7 日至 13 日：美国商务部对中国的先进计算和半导体实施新的出口管制。美国商务部实施了全面的新出口管制，要求公司获得向中国出口美国制造的先进计算和半导体产品的许可证。

再次，在地缘政治方面积极挑拨亚太地区对我国的警惕，试图建立起对华壁垒，同时积极挑起世界其他国家对中国抵制。美国和日本承诺加强联盟以对抗中国的崛起。北约将焦点转移到中国，宣布中国是全球安全挑战。G7 峰会后，北大西洋公约组织（NATO）领导人在布鲁塞尔举行的年度峰会上宣布，中国构成全球安全风险。在经贸方面，拜登总统召集了一个定义松散的新经济集团，旨在对抗中国的主导地位，并重申美国在该地区的影响力。除美国、印度、日本和

韩国外，该框架的 13 个成员国还包括澳大利亚、文莱、印度尼西亚、马来西亚、新西兰、菲律宾、新加坡、泰国和越南。这些参与国加起来约占世界经济的 40%，该组织达成的任何具体协议都可能在很大程度上有助于为甚至成员国以外的范围制定标准。

最后，积极寻求竞争，高度警惕中国，试图维持美国的全球领导地位。美国参议院外交关系委员会的民主党主席罗伯特·梅嫩德斯参议员（D-New Jersey）和爱达荷州共和党参议员吉姆·里施提出了一项名为《2021 年战略竞争法》的两党协议。这份近 300 页的法案旨在对抗中国不断扩大的全球影响力。该法案提出了以下政策目标：“维持其（美国）全球领导地位”，并声称中国政府一直在利用其政治、外交、经济、军事、技术和意识形态力量在全球舞台上与美国竞争。2021 年 4 月 21 日，美国参议院外交关系委员会批准《2021 年战略竞争法案》。2021 年 6 月 8 日，美国参议院通过《2021 年创新与竞争法案》与中国竞争。2022 年 2 月 5 日美国众议院通过《美国竞争法》。美国众议院通过了《美国竞争法案》，这是一项旨在加强美国对中国的竞争优势的广泛立法。除其他问题外，该法案概述了美国加强与台湾关系的条款，进一步实施对被指控在新疆省犯下暴行的官员的制裁，并加强对“帮助镇压中国境内宗教和少数民族”的中国公司的审查和审查。目前参议院也通过该法案。同时，美国贸易代表办公室（USTR）在年度报告中加倍强调与中国的竞争。在一系列其他贸易政策目标中，该报告将矛头对准了中国，称“我们必须认识到，中国作为一个庞大的非市场经济体，通过其经济政策和实践独特地扭曲了全球贸易，对美国的生产、投资甚至消费造成了损害”，并且“迫切需要改革”。

总之，无论是民主党还是共和党当政，由于全球化模式的改变，积极寻求重构与中国的经贸联系模式，希望回到 1990 年那么问题是，在信息成本下降推动的全球化红利已经下降的时代，未来中美、全球经贸关系会如何演变？这个问题实际上取决于各国内部的经济运行模式。

### （三）全球化背后新自由主义经济循环模式的未来：重返罗斯福时代？

全球化的背后是各国国内经济循环模式的显现。伴随着信息成本下降的同时，

西方发达经济体也同时正在重塑国内经济循环模式。在 80 年代之后，通过曲折的过程，西方发达国家建立了更加灵活的劳动市场，和以流动性和快速变化为特征的消费，产生了一种新的调节机制。全球化进程的变化背后深层次的结构性原因是经济循环模式的调整与变化。2008 年全球金融危机，标志着这种新的灵活模式也已经遇到了深刻的问题，全球化也随之产生种种逆流。当前，我们又处在经济模式的调整期，将会回归“灵活版”的罗斯福新政模式，这种模式将深刻影响未来的全球红利走势。

### 1. 福特-凯恩斯式供需循环模式

在二十世纪，第一套完整的资本积累调节模式是福特-凯恩斯调节模式。亨利·福特在 1914 年引入了一天工作 8 小时，获得 5 美元的酬劳标准。在这个酬劳标准下，工人按照自动化的汽车流水线节奏进行装配。这开创了福特主义时代。作为经济循环模式的一个创新，福特主义在企业组织和技术上是对以前已经存在的各种要素进行了有效整合。在劳动过程中，它使得劳动分工更加合理。在福特制之前，泰勒的科学管理理论已经开始产生很大影响。在泰勒的理论中，可以通过把每个劳动过程严格按照时间标准拆散为各个部分，并进行有机结合，从而能够迅速提高产量。这种模式已经在很多企业中开始进行实践。但是，福特模式最关键的是，要整合生产和消费，也就是构建一个完整的资本循环。这个循环的标志是大规模生产、新的社会审美下的大众消费、劳动力再生产的新体制、劳动控制和管理的新策略。

按照福特的设想，每天工作 8 小时获得 5 美元，不仅仅是在劳动过程中保证工人遵守高生产率装配线运转所要求的纪律，同时也意味着工人获得了充分的收入和闲暇时间。这是为了消费企业生产出来的巨大的产量。如何保证工人恰当地花自己的钱呢？在 1916 年，福特派了一支社会工人大军，到工人家里去教导工人具有正确的道德观，要正直、诚实、节俭，最关键的要理性的消费能力。这个理性的消费能力就是要达到企业的需求和期望。这一实验并没有持续太久。由于企业无法对抗强大的竞争法则，最终他也只能解雇工人，削减工资。

通过应对 1929 到 1933 年大危机，福特制逐渐从一个企业的做法转变为了一

种社会资本循环调节模式。福特制的全面推广需要解决两个问题。第一个是对工人劳动过程进行再社会化，延长常规化的劳动时间，同时将对生产过程的控制权完全从工人身上剥离，也就是工人几乎成为流水线的一个螺丝钉。福特公司依靠移民来完成的这个体系。即使这样，福特公司的工人离职率也高得惊人。资本支配劳动力市场的途径是通过不断流动的移民和从乡村调动大量后备劳动力来完成的。如果劳工组织力量非常强大，就无法有效地在工厂中推行福特制，工人会更加倾向于强调自身的权利，和争取在生产中掌握更多的信息。

福特制全面推行的第二个问题在于，如何协调国家干预的方式和机制。1929到1933年大危机，在表现上是产品的有效需求不足，深层次是资本积累过剩。这就需要国家加入进来，把工人训练成能适应新的生产体系的社会人，并能够把生产支出花在基础设施上来吸收资本过剩。

工人劳动过程的社会化和国家主动调节经济这两个问题的解决，基本上都是在二战之后才完成的。可以说，第二次世界大战最终奠定了一种新的经济循环模式。这种新的经济模式一度带来了经济的高速增长。在第二次世界大战中孕育成熟的技术和资本相结合带来了许多新产业，汽车、造船、物流、石化、橡胶、电气、建筑成为了经济的新增长点。

可以总结一下，二战之后这种新模式中一系列角色的定位。总的而言，国家承担了宏观政策调节职能，其风格是凯恩斯主义的，企业保证资本循环在有利可图的轨道上，劳动力市场有效组织适应新的生产和消费模式。

在这个过程中，最复杂的角色是工会。由于二战的特殊环境，以及之后的冷战，工会发现自己的位置比较微妙。在这样一个过程中，工会选择了与企业和国家合作。一方面，工会在生产过程中保有较大的权力，保持工人对于工作规范、安全等领域的控制权。同时，工会要求国家尽量提高社会保险、最低工资等方面的保障。但同时，工会也与企业和国家合作。在企业层面，与资本一道，支持提高生产率的福特主义生产技术。工人对于常规化的非技巧性的和去技能化的劳动体系存在着永久的适应性问题，工会扮演了一种调停人的角色，使工人遵循福特主义生产体制对工作的要求。因为工人良好的合作，资本就可以进行稳定的扩张。

在前边讨论的资本循环顺畅进行的条件，就得到了有效的满足，资本和劳动能够相对和谐的相处。企业可以集中进行技术革新，大规模的固定资产投资，通过产品的标准化来实现规模经济，企业管理成为了一个专业的科学知识体系，企业向层级组织进一步演化。

国家也承担了自己的职责。大规模生产要求大量的固定资本投资，同时又要求相对稳定的需求条件以保证稳定的未来利润。为此，国家在二战后积极通过财政和货币政策控制经济循环。这些政策一方面向了公共领域进行巨大投资以保证大规模生产和大众消费，同时，国家通过社会保险、卫生保健、教育、住房等相应支出，为社会工资提供强有力的保障。虽然在美国、欧洲、日本等各个国家管理的具体形式不同，但是所有国家共同点是，通过国家福利主义、凯恩斯主义和控制工资来稳定经济增长，并提高资本循环效率。

这样，到二战之后，福特主义就全面转换为了全社会的资本循环模式。通过与凯恩斯主义调节消费相结合，形成了一种福特——凯恩斯循环。这种循环涉及到生产、交换、分配、消费各个领域，形成了一个相对协调的整体。生产的特点是，大规模流水线高效运作，发挥规模经济。这也意味着，必须要有大众消费来承载相应的产品供给。这就形成了前边分析的消费社会的基础。同时，为了人们能够合理地进行消费，社会文化领域创造了一种全新的美学和文化的商品化，也就是我们在消费社会中看到的消费，不是对商品自然意义的使用价值的简单消费，而是对我们认为的或者社会意义的使用价值的消费，这是一种文化意义上的使用价值。

表 2 福特-凯恩斯式供需循环模式特征

1. 凯恩斯思想和理论主导地位
2. 全球经济：布雷顿森林体系（固定汇率、和黄金挂钩的美元作为世界货币）、中等程度开放的世界（削减关税和一些限制资本自由流动的障碍）
3. 经济中政府的角色 <ul style="list-style-type: none"> <li>a) 凯恩斯财政和货币政策，目标是低失业率和可接受的通货膨胀率</li> <li>b) 基础性产业政府管制</li> <li>c) 金融部门政府管制</li> <li>d) 社会管制：环境、职业安全和健康、消费产品安全</li> </ul>

<ul style="list-style-type: none"> <li>e) 强力反垄断执行</li> <li>f) 高水平的公共产品和服务供给，包括基础设施和教育</li> <li>g) 福利国家</li> <li>h) 累进的收入税</li> </ul>
4. 资本-劳动关系 <ul style="list-style-type: none"> <li>a) 公司和工会之间集体谈判为主</li> <li>b) 高比例的稳定、长期工作</li> </ul>
5. 企业部门 <ul style="list-style-type: none"> <li>a) 合作竞争</li> <li>b) 公司 CEO 从内部晋升</li> <li>c) 公司内部关系服从层级原则</li> <li>d) 金融机构主要向非金融部门和家庭提供融资</li> </ul>

资料来源：David M. Kotz (2015)

福特——凯恩斯循环的基础还是资本的无限积累。二战之后，这种积累全面超越国界，形成了一波全球化高潮。二战后的长期繁荣，非常依赖于国际贸易和国际投资的大规模扩张。得益于二战之后美国的领导地位，福特主义开始在美国之外大规模推广，美国通过马歇尔计划和跨国公司的直接投资，为企业寻找海外市场出路，以克服内部有效需求不足。在海外的大量投资和国际贸易，使美国的剩余生产能力在全球其他地方被吸收，生产扩张的同时，全球的大众市场开始形成。全世界大批人口被吸收合并进了福特——凯恩斯模式。这一段经济发展的黄金期带来了许多新的产业。国际贸易意味着更为廉价的原材料供给，产生了一批新兴行业，银行、保险服务、饭店、机场、旅游等。为了在国际上更好地协调，布雷顿森林体系确定了美元的主导地位，世界银行和国际货币基金组织协调各国的财政和货币政策，将世界商品和资本市场向跨国公司开放。通过美国为核心的军事联盟和权力体系，形成了一种在国际上的支配模式。

总之，福特——凯恩斯循环模式最终形成的是以巨型的跨国公司为基础的生产过程。在这个过程中，企业会进行垂直兼并和横向兼并，实现上下游的垂直整合和行业的水平整合，从而发挥规模经济的效果。通过在全球产品的标准化，将世界生产与世界消费结合在一起，这是一个跨国公司的黄金年代。

经济循环中的矛盾是无法摆脱的。虽然看似福特——凯恩斯循环模式将生产与消费有机地结合在一起，但是在这个模式中依然存在着很多不足之处，积累过

剩到来的矛盾无法解决。

首先，福特主义的工资谈判模式，也就是高工资模式，仅仅局限在正规就业部门。这些部门基本上是标准化的、以规模经济报酬为特征的。在非正规部门，仍然要依赖低工资和低劳动保护。这样，劳动力市场就出现了分割。较为正规的是相对具有垄断性的劳动力市场，另一个是非正规就业部门，劳动力更多是竞争性的。这种劳动力市场的分割经常与种族问题、性别问题交织在一起，产生了复杂的社会运动。

其次，即使是正规就业部门，其劳动力市场也是非常僵化的。在这些部门中由于劳动保护，很难把劳动力从一条流水线转移到另外一条流水线，在被迫接受资本规训的同时，工人也在尽力抵抗着资本将其变成流水线的零部件。

再次，国家需要为个人提供大量的福利，以保证工人能够安心进行稳定的消费。例如，国家设定最低工资、积极推行再分配政策、提供大规模的医疗保健、住房与教育服务，福利制度给国家带来了巨大的财政压力。只有经济保持高速持续发展，国家的福利支出才能通过税收进行良性的循环。但在资本过剩不可避免带来经济增速放缓的情况下，这种理想情况显然不能达到。

再次，在消费者方面，标准化的大众消费，同质化的生活，让消费者感觉到被物质的操控。正如前面所看到的，所谓的消费社会，是物对人的操纵，并不是以人的欲望或者说提升为核心，而是以生产出来的产品能够销售出去作为基本逻辑。这就使得商品拜物教等现象日益严重

最后，福特制导致了第三世界对其现代化进程并不满意。由于这种模式其本质是为了保证发达国家的资本积累，必然会将多余的剩余资本输出到发展中国家。但是，这并不是以帮助发展中国家发展为目的，而是通过输出资本能够更好的寻求回报。发展中国家富有的本地精英选择了与国际资本进行合作，但是，这些合作并不会惠及发展中国家的广大贫民。这就产生了更严重的收入分配问题。

福特制在二战之后能够在国际上全面实行，关键是美国具有超强的生产能力，

而很多国家需要战后恢复，存在着大量的需求。这样就将生产与消费问题在国际上进行了解决。但是，随着欧洲和日本经济全面恢复，这两个地区的国内需求也全面饱和，这就带来了福特模式大生产与大消费之间无法再次保持平衡，产生的结果就是美国净出口开始从盈余转向赤字，大量工人从制造业开始转移。可以看到，1970年代之后美国的商品和服务贸易差额就开始转向赤字，1976年之后，全面进入到贸易赤字时代。美国的财政赤字问题和其他国家货币逐渐强势，都在削弱美元的主导地位。在此之后浮动汇率取代了固定汇率

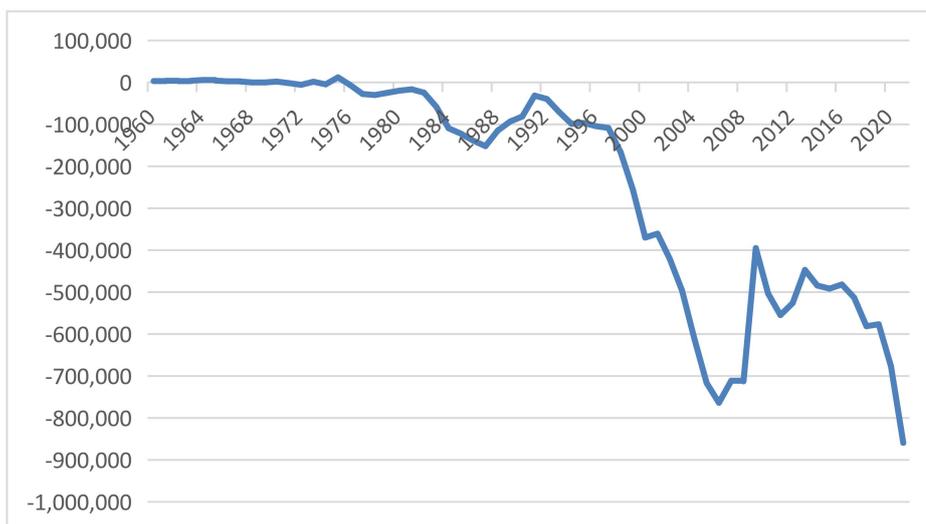


图 46 美国贸易差额

除了这些表面的原因以外，福特制循环模式最大的问题是其固有的刻板性。在大规模的生产体系中，长期和大规模固定资产投资带来了极度的刻板性，这些生产体系排除了设计上的灵活性和消费市场的可变性。国家承担的福利义务越来越常规化，极大限制了国家财政支出。由于各方各面出现的这种僵化特征，唯一灵活的就是货币政策。为了稳定资本循环和经济增长，就需要放松货币。但是这不可避免的产生了通货膨胀。在这样一个环境下，整个上世纪 70 年代，欧美的国家和企业都面临着巨大的困难。很多公司发现自己在日趋激烈的竞争条件下，有大量的过剩劳动力和生产设备。面对这种情况，只能选择进行重建积累模式。

一方面，进一步借助全球化的力量。技术变革、自动化、寻找新的产品等各种努力下，将劳动力控制更多的转向新兴市场国家。这段时期也是全球化快速推进时期。另一方面，除了这种资本过剩带来的资本转移之外，更主要的是西方发达国家从上世纪 80 年代开始经过曲折的探索，逐步开启了一种灵活积累模式。

## 2. 灵活市场化的供需循环模式

福特-凯恩斯模式是以大规模生产和大众消费为基础的。在生产过程中，企业通过兼并重组，构成大型企业，发挥规模经济优势，但是对于劳动采取了高度控制模式。在劳动市场中，较为刻板的就业市场占据主导地位。灵活的循环调节模式依靠同劳动过程、劳动力市场、产品生产和消费模式有关的灵活性，其核心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和新的市场。在这些力量的推动下，商业技术和组织创新得到了极大的强化，但在灵活循环调节模式下，不平衡迅速发展，各个地区之间差距迅速拉大。

这种增强的灵活性对于资本积累来说有利的方面是，能够通过增强的灵活性与机动性，对于工人发挥更强的劳动控制。灵活积累是针对劳动力市场高度的结构性、真实工资上升以及工会力量的一次全面对抗。在这个过程中，劳动力市场经历了一次彻底的重构。面对产品市场越来越强化的竞争，资本需要强化对劳动力的控制，其方式是力求得到更加灵活多样的劳动体制和劳动契约。所以，相对于福特——凯恩斯循环机制下千篇一律的特征，在灵活循环模式下多样性越来越展现。在这个过程中，因为灵活性的目的就是要满足各个公司特殊的需要，我们更加难以获得对于社会全面清晰的认知。例如，让劳动者在需求高峰时工作更久，在业务减少时工作时间缩短，从常规就业走向非全日的临时制度或者转包等灵活就业模式纷纷涌现，这表面上好像增强了劳动者的选择，实际上是资本在更加灵活中加强劳动控制。我们经常的谈及的“逃离算法控制”就是灵活循环积累模式的写照。

在弹性工作模式下，一个公司内部的劳动群体可以划分为多种角色和地位，形成了一种核心——外围体系。核心群体享有更大的工作保障、良好的晋级和技能培训、前景丰厚的养老金和其他权益，但同时也要求适应性更强，更有灵活性，

如果有必要可以随时在地理上进行流动。外围人员包括两类群体。一类是执行日常常规工作的全日制雇员。这些雇员很容易在劳动市场上找到替代的人，例如一般办公职员、秘书、日常的操作工等，这部分群体的周转性极高。第二类外围群体是非全日的不定期的合同工作人员，这部分一般以劳务外包的形式存在。从上世纪 80 年代各国的经验来看，工人并没有非常强烈的反对灵活就业安排。但是，如果考察社会保险、养老金、工资和社会保障等方面，对工人的总体保护水平没有显著的上升。在灵活循环积累模式下，劳动力市场日益依赖在情况变化时可以快速低成本雇佣和解雇的灵活就业人员，这部分人员在劳动力中占比开始大幅度上升。

在福特模式下，劳动力市场存在着分割，正规部门和非正规部门其劳动市场条件有着显著差别。在灵活就业模式下，可以说这两类部门的劳动保障条件都有所下降，但是非正规部门下降的尤其明显，更加突出了社会条件相对较差群体的脆弱性。

劳动力市场结构的变化伴随着生产过程中企业组织形式的变化，灵活性除了体现在外包人员增加之外，更加体现在劳动力市场上多种劳动组织模式和合约类型的竞争。各种类型的转包给小微企业的形成开辟了机会。甚至在有些国家和地区，一些原始的劳动力体制得以恢复。在上个世纪 80 年代之后，纽约、洛杉矶、巴黎、伦敦这些世界城市存在着大量的地下工厂，对工人施加了极为严苛的劳动条件。这些古老劳动组织方式经常是针对移民而组织起来的。劳动劳动模式并不是相互替代的，存在一个最优解，而是相互共存、相互竞争。在灵活模式下，资本可以利用不同模型来相互竞争，实现更加高效的劳动过程。

生产中的各种新技术和组织形式，给传统上的企业组织带来了巨大的冲击。与大规模企业相适应的组织形式和管理技巧、标准化的大规模生产并不容易转向灵活的生产体制，以及灵活体制强调的解决问题模式、速度导向的高度专门化、使用各种技巧适应特殊的目的。如果能够使生产标准化，资本会不吝使用发展中国家低报酬的劳动力。这种不断的外包实际上是将传统的福特制向外不断的扩张，这种灵活模式使得新企业的形成显着加快了。很多新的小企业进入了转包阵营。

可以说，福特模式下大规模生产的规模经济，已经遭到了日益增加的小批量、廉价制造各种商品的抗衡。在很多情况下，竞争压力和争取更好的劳动力控制会导致全新的企业组织形式出现。将福特主义同外包网络结合起来，在面对强化竞争和更大风险时能够具有较大的灵活性，小批量生产和转包绕过了福特主义的刻板，满足了更大范围的市场需求，并能够满足快速变化的市场需求。

灵活生产机制使产品创新的速度加快，并在某种程度上以此为基础增加了对高度专门化和小规模市场的价值发现，小的利基市场逐渐成为了企业的利润来源。在竞争加剧的条件下，能够对小规模市场进行探索，对于企业的生存来说是非常关键的。新的拓展空间和产品创新加快都提高了周转时间，这是资本循环中最为关键的决定因素。一直以来，各种新的自动化技术和新的组织形式，例如即时存货体系，使得周转时间大幅度减少。但是，仅仅加速生产的周转时间没有任何用处，除非消费的周转时间也能够减少。因此，灵活积累在消费方面，伴随着更加密切的关注快速变化的时尚行业的大发展，调动一切形成需求的技巧，并与之形成了一种相应的文化。从审美的角度后，现代主义更加强调差异、短暂、时尚和快速。

消费方面的这些转变，加上生产、收集信息和筹措资金方面的变化，使得上世纪70年代以来，服务业得到了显著的发展。从某种程度上来说，服务业的发展也是福特主义产生的结果。福特主义为了提高制造业效率，也增加了服务业的需求。但是上世纪70年代之后，制造业的收缩更加凸显了服务业的发展。与其说是批发零售业、运输业和个人服务业是70年代之后发展的主力，不如说是金融、保险和房地产方面以及其他的健康和教育部门这种生产性服务业的迅速发展的时代。这种发展一方面可以归因于转包，使得以前制造业内部的各项活动能够分散出来。同时，这种发展也是加快消费周转时间的需要。这些生产型服务使得企业从商品生产转向了事件生产，事件就可以迅速的被消费，而且可以无限的扩大。

所有这一切都助长了一种新的以创新为导向的企业家精神。这种企业家精神强调快速、敏捷地做出决策。但是，我们要注意到，灵活积累模式实际上是一把

双刃剑。为了更好地发挥“灵活性”的作用，在上世纪 80 年代之后，各国都纷纷开启了大规模的解除管制。这导致了企业大规模并购，企业规模不断扩大，各种多元化的公司日益出现。另一方面，小企业也得到了迅速的繁荣。这种发展有两个特征更

第一个是信息的价值在灵活模式下更加突出。灵活模式强调的快捷使得准确和最及时的信息成为了一种具有极高价值的商品，谁能够接近和控制信息，并及时分析数据，就能够集中协调企业的利益。对信息的重视产生了一系列高度专业化的企业服务，以帮助企业提供市场趋势的信息和做出决策有用的即时数据。当然，这也导致了垄断信息产生的巨大的利润。在信息里面，最为特殊的是新知识。接触最新的技术、最新的产品、最新的科学发现就意味着抓住重要的竞争优势。知识本身开始在竞争的基础上被组织起来，世界各国、各企业、各大学都展开了激烈的专利权竞争。组织化的知识生产显著扩大，高校和企业之间开展了密切合作，以硅谷等多种形式展现了新的创新模式。

第二个方面就是全球金融体系的全球。在国际货币基金组织的推动下，全球开始解除对金融创新的控制，推动资本自由流动。资本的自由流动被看成是促进国家经济增长的首要条件之一，在全球形成了全面联系的金融网络。

金融的自由化值得特别注意。为了破解生产与交换、生产与分配、生产与消费之间的矛盾，需要信用体系的帮助。但是，现在的金融已经更多的成为在直接生产商品和服务之外寻求盈利的办法。在金融家看来，企业并不是一个生产产品的平台，而仅仅是一个投资的标的，金融可以通过在市场中寻找所谓估值不正确的企业，加以收购，在包装之后以更高的估值卖出。金融并不关心企业生产什么，而更多的只是把企业作为金融的载体。金融在任何能够产生收益的资产上进行生根和掠夺，相比于福特模式下金融更多从属生产，灵活循环体制中，金融作为协调力量得到了根本性的强化。这意味着货币和金融危机的潜在可能性迅速放大，2008 年金融危机就是其直接表现之一。

在上世纪 80 年代之后，政府有意识地参与了灵活模式的塑造。在撒切尔夫人和里根成功当选之后，他们逐渐退出福利国家。他们抨击实际工资快速上涨和

工会组织，并与工会势力进行激烈对抗。同时，在增长放缓的条件下，加剧的国际竞争迫使所有国家都变得更加“企业化”，国家开始关注维持有利的商业氛围。为了这个目的，劳工和社会运动就受到遏制。

作为同一枚硬币的另外一面，各国政府在与工会进行斗争的同时，在市场上奉行不干预政策，财政也开始变得更少介入经济，稳定宏观经济的任务更多的交给了货币政策。但是有趣的是，虽然政府开始减少对市场的干预，例如英美等国实行了大规模的私有化、大规模废除航空管制等条例，但是对于金融市场却进行了较多的干预。这种干预有趣之处在于，不再是让借款的人风险自担，而是强调借债就必须偿还，尤其是在国际债务上。可以说，国家的干预方式、国家目标以及国家能力在上世纪 80 年代以来，随着资本循环调节模式的改变都在发生改变。上世纪 80 年代新自由主义的成功，标志着一种价值观的转型，从集体规范走向了更加具有竞争性的个人主义。这种个人主义渗透到了很多生活方式和文化之中，很多国家开始强调权利而不是义务，导致的结果就是社会充满了权力的对抗，社会撕裂变的日益严重。

表 3 灵活市场化的供需循环模式

1. 新自由主义思想和理论主导地位
2. 全球经济：移除商品、服务、资本和货币国际贸易障碍
3. 经济中政府的角色 <ul style="list-style-type: none"> <li>a) 放弃总需求管理</li> <li>b) 基础性产业去管制</li> <li>c) 金融部门去管制</li> <li>d) 弱化消费者产品安全、工作安全和环境管制</li> <li>e) 弱化反垄断执行</li> <li>f) 公共产品和服务的私有化和合同化</li> <li>g) 削减或者移除社会福利项目</li> <li>h) 对企业和富人减税</li> </ul>
4. 资本-劳动关系 <ul style="list-style-type: none"> <li>a) 集体议价边缘化</li> <li>b) 工作零工化</li> </ul>
5. 企业部门 <ul style="list-style-type: none"> <li>a) 无限制竞争</li> <li>b) 从公司外部雇佣 CEO</li> <li>c) 市场化原则渗透入公司内部</li> </ul>

d) 金融机构转向新型业务，逐渐脱离非金融部门

资料来源：David M. Kotz（2015）

灵活积累模式本质上是要通过加快周转时间来吸收过剩的资本。越来越激烈的竞争会激发个别企业加快自己的周转时间，只有这样才能获得更多的收益，更容易生存下来。但是，只有在某些条件下，才会产生社会总周转时间的加速，以便在总体上吸收剩余资本。这就意味着我们将强有力地勾销过去的资本，用新技术取代旧技术，所以我们在灵活模式下会感觉到时代的变化越来越频繁。

灵活积累模式并不是劳动者的胜利。在这个模式下，资本通过国际循环在外包的名义下找到了更多低收入国家工人，可以在这里更好地延长劳动时间。另一个方面，创新强化资本周转导致了高技术劳动的重要性，以及如何管理更加灵活的技术创新与市场定位模式，为了未来的积累，资本越来越依赖于作为一种工具的知识劳动力，劳动力内部就出现了严重的分层。上述这两种模式相互结合、互相放大。

总之，1980年之后全球进入灵活循环积累模式，在这之中信息的作用越来越凸显。在前面的分析中，我们知道技术并不是中性的，而是受制于资本作为一种社会关系的约束。资本会不断按照自身循环的需要，俘获技术、限定技术的发展方向。随着信息越来越重要，数字技术自然就成为了灵活积累模式下的一个必然选项。从这个意义上来说，目前的数字技术并不是一个全新的时代，而是灵活积累模式的一个新阶段。但是，数字技术也使得灵活积累模式产生了新的组织形态，循环模式产生了新的变化，只不过这种变化是加强了灵活的供需循环模式。

### 3. 回归“灵活版”罗斯福新政

未来经济循环会如何演变？历史的时钟在左右摇摆中曲折前进。钟摆的动力在政府的不断改变。新自由主义获得的最大收益，灵活劳动市场将会进一步向延续，并不断深化。但是国家在经济中的主导性会日益增强，加大对军事、民用基础设施、新技术等公共投资。在国家的推动下，依然会寻求自由贸易协定，但是进一步凸显国家间竞争，价值链开始服从一定的政治性。

表 4 “灵活版”罗斯福新政

1. 民族主义和个人意识形态性为主导
2. 全球经济： a) 追寻自由贸易协定 b) 追寻在世界范围内控制自然资源 c) 维持军事优势
3. 经济中政府的角色 a) 扩大政府与企业的合作模式 b) 政府管制金融部门 c) 政府对军事和民用基础设施投资 d) 促进创新以维持国家优势，对包括绿色技术在内的新技术进行公共投资 e) 低企业税 f) 有限的公共社会计划 g) 基于成本-收益分析的有限的社会管制（social regulation） h) 有限执行的反垄断法
4. 资本-劳动关系 a) 集体谈判的进一步边缘化，产生雇主主导的雇员协会 b) 进一步零工化的工作
5. 企业部门 a) 回归合作竞争 b) 公司转向关注长期表现 c) 回归公司内部关系服从层级原则 d) 金融机构回归主要向非金融企业提供融资

资料来源：David M. Kotz (2015)

劳动力市场将继续保持目前的形式，资本-劳动力关系仍将以资本主义对劳动力的彻底统治为特征。与全球经济的界面不会发生重大变化。然而，政府的角色会发生变化，企业部门的主要机构和主导思想也会发生变化。与新自由主义资本主义在政府角色方面的主要区别在于对金融部门的监管以克服金融不稳定并将信贷用于生产性用途；扩大对军事和民用基础设施的公共投资；促进创新等。

能够将这种积累的社会结构结合在一起的主导思想是民族主义。这些想法为国家发挥更强大的作用提供了理由。它们还让普通人有一种成为强大实体的一部分的感觉，这将有助于在他们的物质利益有限的情况下被大多数人接受。

这样一套制度不仅是连贯的，而且有可能在很长一段时间内促进盈利能力和稳定的经济扩张。虽然雇主对劳动力的支配会带来利润的增加，但增加国家支出

将解决因不平等加剧而可能出现的需求问题。金融监管将促进国家在全球竞争中的成功以及金融稳定。

这种新的循环模式可能有两种变体。右翼版本将强调建立军队、侵略性的外交政策和对待不同政见者的镇压政策。中间派版本将侧重于建设民用基础设施、通过国际联盟实施的外交政策以及对公民自由的更大尊重。民族主义意识形态和对世界经济主导地位的追求将带来地区甚至全球战争的严重威胁，导致地缘政治风险不断上升。

#### （四）大调整下全球总需求不足

2023 年世界经济是在经济循环模式重构加速的大环境下，总需求不足和能源冲击周期性原因叠加导致经济重现滞胀。作为经济循环模式重构的引领者，美国经济将强于欧洲和日本，后两者将首先进入衰退。在结构性因素的作用下，核心通货膨胀粘性大，通货膨胀持续时间长。意味着外贸冲击总体是可控的，更多是结构性产业链问题，这是一个慢变量，外贸不会急跌。但是，与上世纪 70 年代不同，因为没有需求配合，通货膨胀的高度已经见顶，只是回落的态势会比较缓慢。

##### 1. 美欧日经济增长前景

制造业 PMI、消费者信心和商业信心三个前瞻性指标表明世界主要经济体增速放缓。美国、欧元区、日本、英国、巴西、中国和印度七个经济体的制造业 PMI 在 2021 年下半年至今呈现震荡下行的趋势，表明制造业的收缩，根据美国密歇根大学以及各国统计局公布的消费者和商业信心数据基本处于下行趋势，表明需求和投资缺乏动力，三项前瞻性指标均表现出主要经济体经济增速的下行。

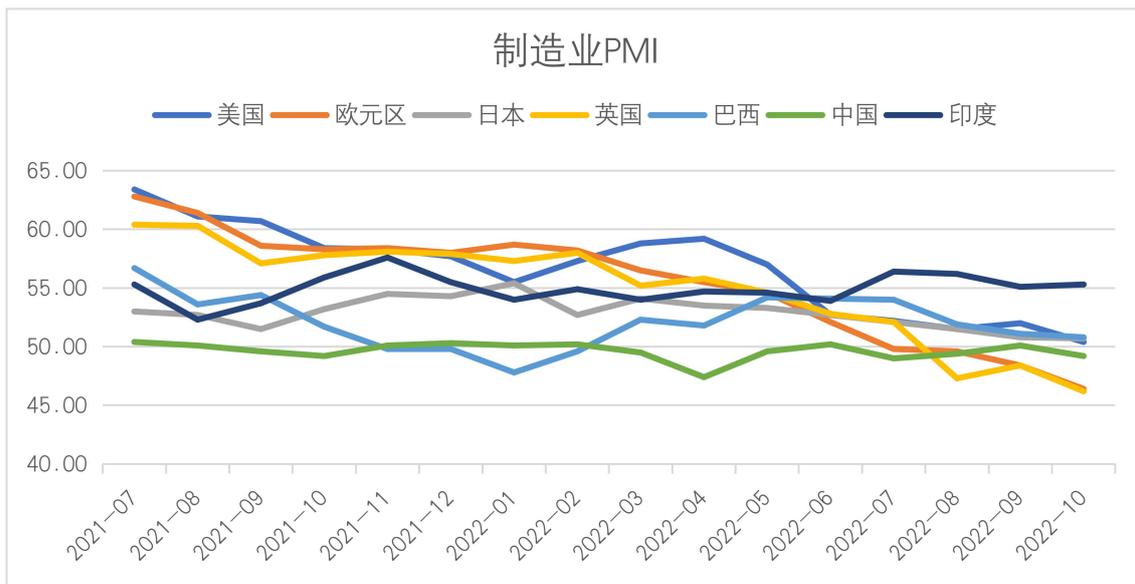


图 47 制造业 PMI

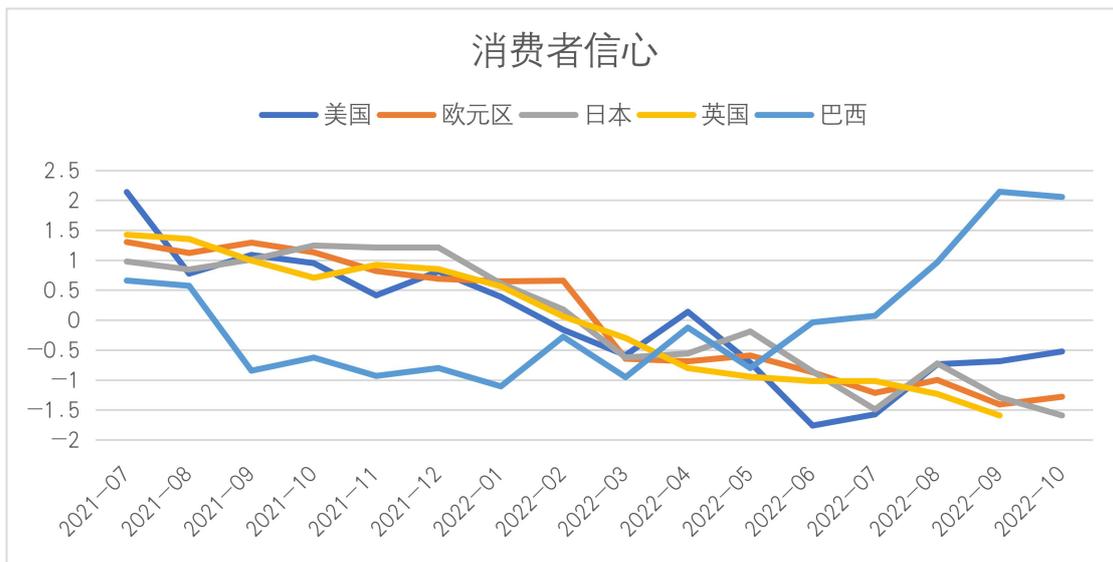


图 48 消费者信心

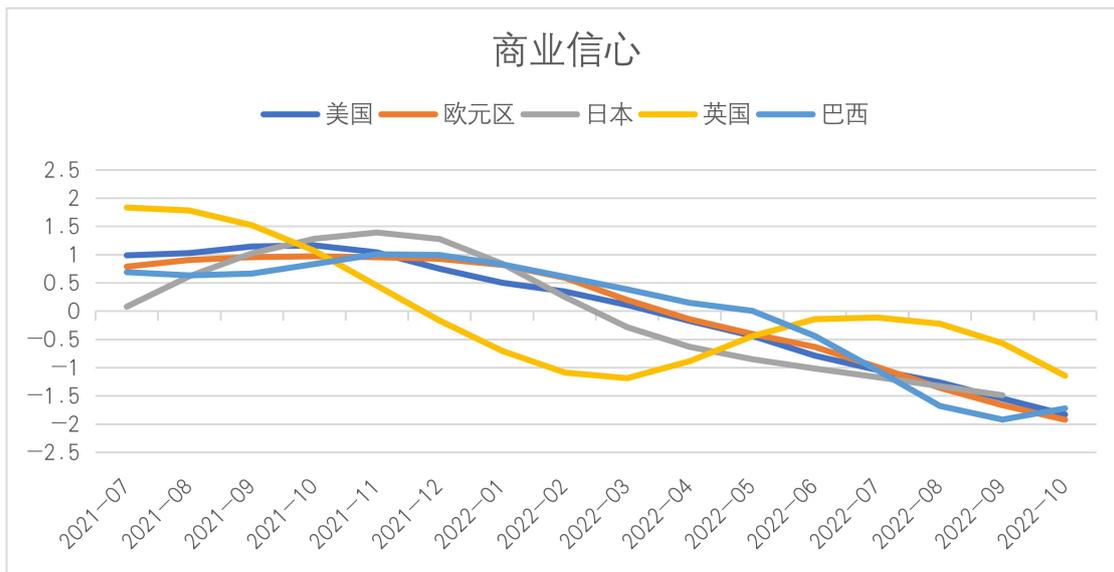


图 49 商业信心

首先，由于欧洲同时面对结构性调整下需求和供给下行压力，将最早进入衰退。2021 年数据欧洲约 48%的煤炭、25%的石油和 48%的天然气进口来自俄罗斯。随着俄乌冲突长期化，欧洲能源危机还将持续，时间越长，对经济拖累的累积效应愈发明显。IMF 研究显示，仅俄罗斯天然气供应中断给欧洲各国造成的产出损失就普遍达 2%左右。此外，能源危机推升欧洲通胀，欧元区货币政策加码紧缩，亦令欧洲衰退风险进一步上升。目前，欧洲各经济领先指标已大幅走弱，欧元区 Sentix 投资信心指数 11 月已降至-30.9，欧元区 19 国消费者信心指数 11 月为-23.9，均处在历史低位。

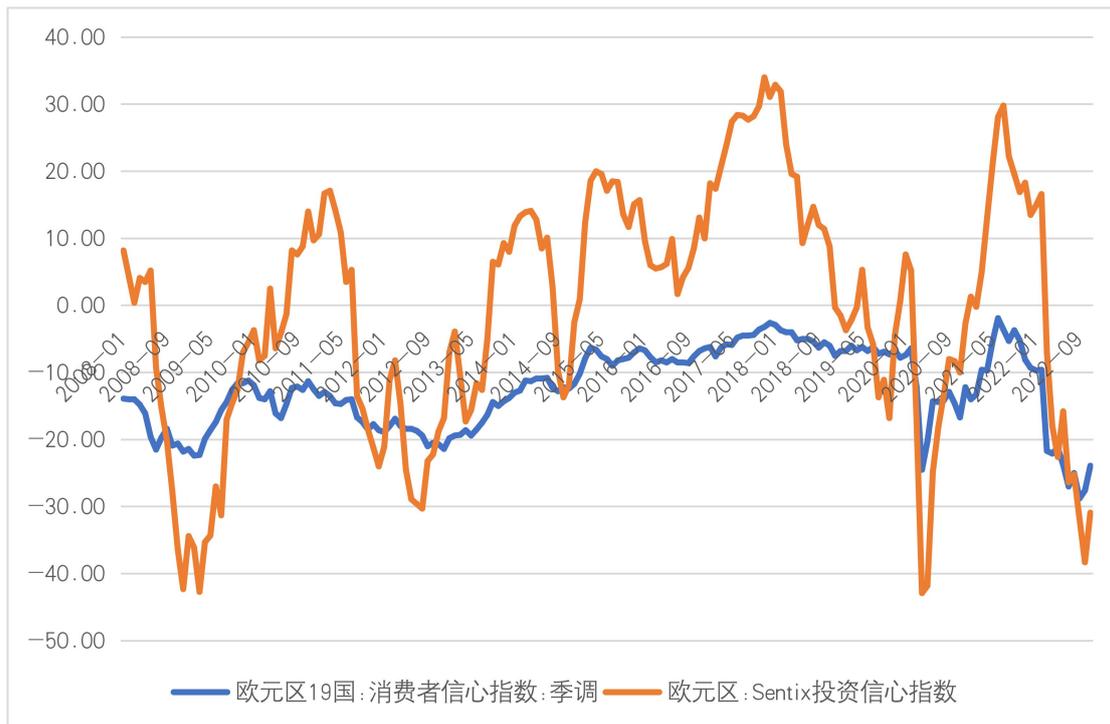


图 50 欧洲经济领先指数

其次，欧洲进入衰退后，世界贸易进一步下降，日本开始正式确认衰退进程。日本当前经济的支撑因素包括 2022 年 3 月下旬，日本防疫政策逐步放松，推动服装、旅游、在外餐饮等在内的消费开始较快恢复。企业盈利改善，推动二季度日本非住户私人部门的投资同比转正。2022 年下半年以来，日本私人消费继续稳步复苏。但是由于供应链受阻（汽车产业链尤为明显），出口放缓，甚至形成贸易逆差。面对这种情况，日本采取了货币贬值策略。这也是延续了平成时代面对经济下行的做法。这无法恢复 2023 年的经济增长。首先，俄乌冲突长期化和日元贬值推动日本消费品通胀，将逐步削弱低收入群体的消费意愿。其次，日本的出口主要依赖欧美的经济增长，如果欧美逐步进入衰退，日本的出口将无法维系。平成时代给日本经济最大的教训就是，出口的价格效应远远小于世界产业链结构因素和欧美经济波动因素，也就是小于数量因素。因此，判断日本也将在明年早期伴随着欧洲进入衰退。

之后，长时间的货币政策紧缩状态将使得利率长期处在高位，对于依靠信贷推动国内消费的美国也会加入衰退的行列。但是由于美国国内经济模式调整弹性

较大，有较大的可能性会避免衰退。

最后，由于亚洲经济主要是出口导向型，用出口总额/GDP 来衡量外贸依存度，2020 年东盟、韩国、中国（不含港澳台）、日本和印度的贸易依存度分别为 53.8%、31.3%、17.7%、12.7%和 10.6%。面对欧美衰退，东南亚等国家面对热钱流出、出口下行的态势，经济增速也将放缓。

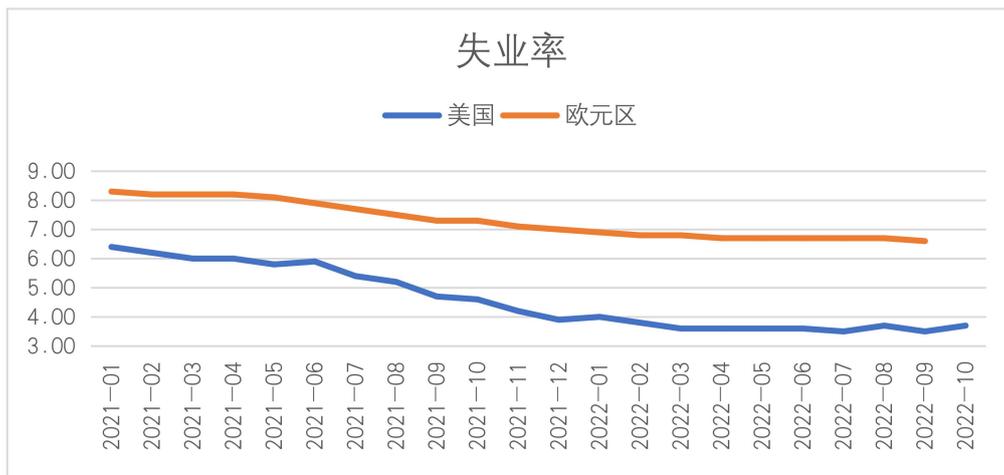


图 51 美国和欧元区失业率

## 2. 美国通货膨胀和货币政策路径

到 9 月份，美国个人消费者支出（PCE）价格同比 6.1%，其中供给冲击的因素占据了 2.91 个百分点，需求驱动占据了 2.08 个百分点，不确定部分（难以区分为供给驱动或者需求驱动）为 1.03 个百分点（图 1）。这显示了美国通胀具有供给冲击和需求拉动的双重性质，且供给冲击对通胀的贡献率要大于需求因素对通胀的贡献率。

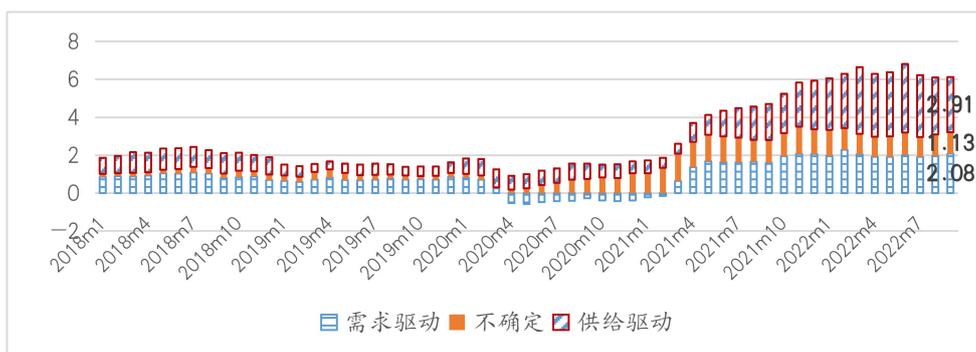


图 52 美国经济 PCE 通胀因素分解

原始数据来源：Shapiro, Adam, 2022. "A Simple Framework to Monitor Inflation." Federal Reserve Bank of San Francisco.

美国通货膨胀背后包括政策性、周期性和结构性原因。从政策性因素看，2020 年 8 月美联储发布了货币政策的新框架，要点是把 2% 通胀目标修改为寻求实现“长期平均 2% 通胀率”的新目标，即当一段时间通货膨胀较低之后，允许通货膨胀超过 2%，但并未给出长期的期限是多久。因此，新框架也可以称为弹性平均通胀目标制。同时，新框架延续了 2012 年货币政策框架中强调的最大限度就业是一个基础广泛和包容性的目标。在这种政策框架下，美联储关注失业导致加息时间偏晚，不得不开启“追赶式”加息。今年 3 月份美国经济中的失业率已经降至 3.6%，几乎是 60 年以来的最低失业率。同时，2022 年 3 月美国经济中的通胀率（CPI）同比高达 8.6%，核心 PCE 同比高达 5.4%。

从周期性原因看，一方面，疫情期间大规模的财政刺激提高了总需求，另一方面，地缘政治博弈等因素导致能源和食品价格出现了大幅度上涨。从去年初开始，由于经济修复前景的预期、OPEC 的限产、疫情影响原油开采等因素的影响，国际市场原油价格在宽裕流动性的推动下出现大幅度上涨。美国能源署对 2022-23 年国际市场原油价格和天然气价格的预测认为，今年和明年能源价格依然保持在高位运行，

**表 5 美国能源署对能源价格的判断**

	2020	2021	2022	2023
布伦特原油（美元）/桶	41.69	70.89	102.13	95.33
汽油零售价（美元/加仑）	2.18	3.02	4.02	3.61
天然气现货价格（美元/百万 BTU）	2.03	3.91	6.49	5.46

依据 FAO 的数据，疫情以来全球食品价格也出现较大的涨幅。在疫情之前，2018-2019 年全球食品价格指数月度均值 95.5，2020 年疫情爆发后，食品价格指数曾经在 2020 年 5 月下跌至 91.1，随后开始上涨，2022 年 3 月达到高点 159.7。截至今年 10 月份为 135.9，基本回到 2021 年末的水平，但相比疫情前的

2018-2019 年的月度均值，上涨幅度高达 42.3%（图 9）。

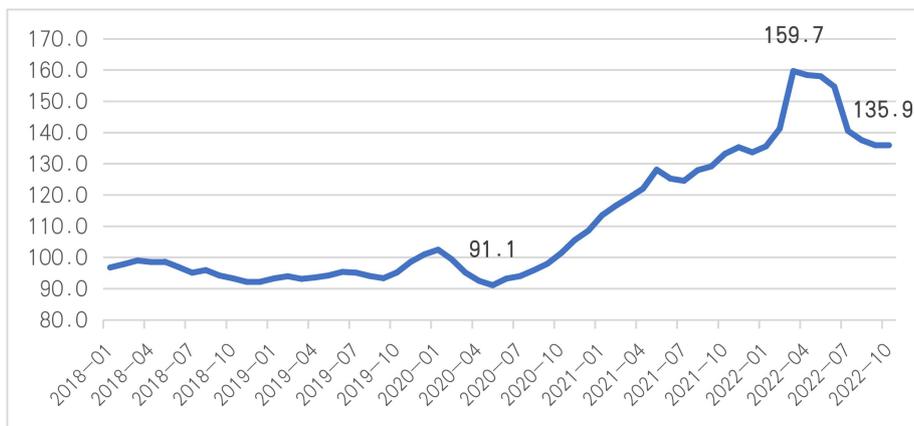


图 53 全球食品价格指数 (2014-2016=100)

数据来源: FAO Food Price Index.

此外，全球供应链瓶颈推高了成本，助推了通胀。截至今年 10 月，全球供应链压力指数为 1.00，相对于去年末的高点 4.30 大幅度下降，但相当于疫情前的水平仍然出现了显著的上涨，全球供应链压力指数 2018-2019 年的月度均值只有 0.19。

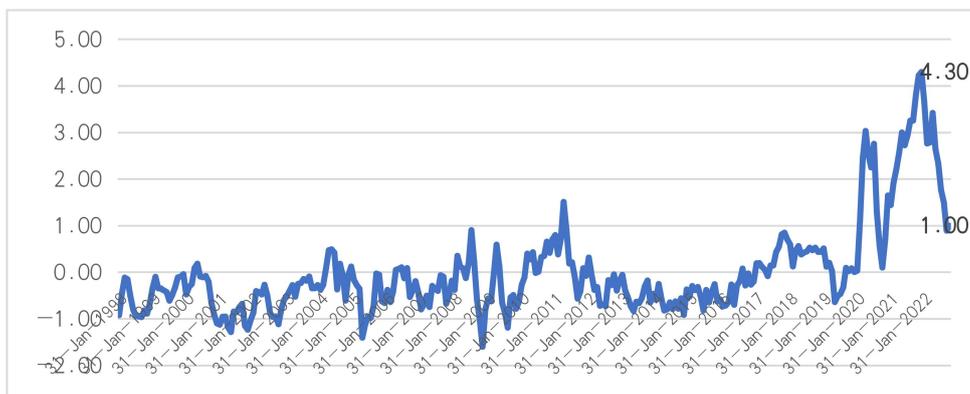


图 53 全球供应链压力指数

数据来源: New York Fed, Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI).

从通货膨胀的形成机理来看，结构性因素决定通货膨胀的粘性，周期性因素决定通货膨胀的高度。随着周期性因素将在 2023 年见顶，美国通货膨胀已经越过了拐点，绝对增长率将有所放缓。但是，由于结构性因素，未来较长时期还将保持在高位，同时具有较大的不确定性。

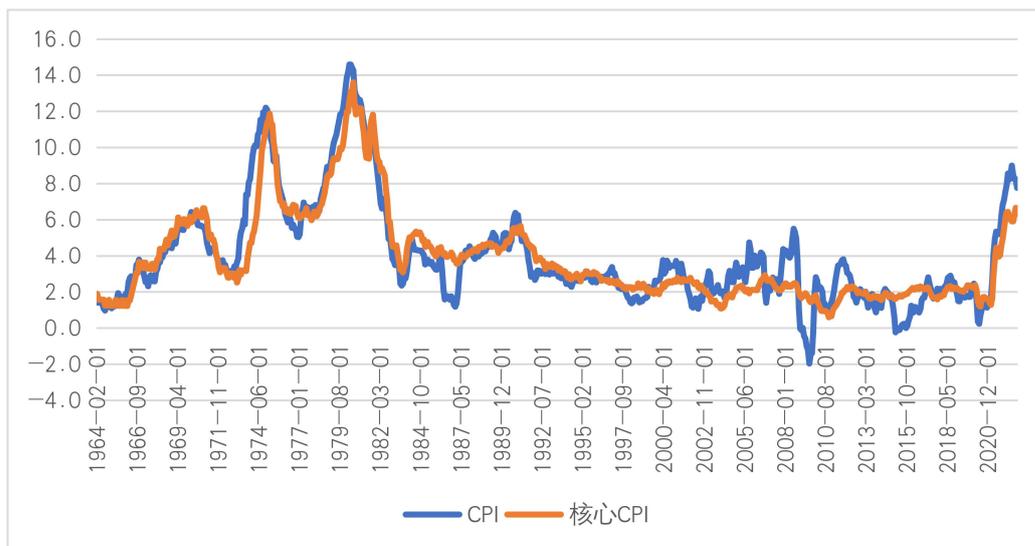


图 54 美国价格水平

这种通货膨胀走势意味着美联储将结束“追赶式”加息，利率增速放缓。同时，由于美联储面对衰退的困扰，缩表幅度有限。次贷危机后美联储的缩表总量 4000 亿美元，占增量 12%。本次美联储的缩表幅度显著小于这个力度。这意味着在明年加息放缓后，世界金融条件将会得到改善，为我国汇率和货币政策留出了空间。

## 第四部分 动能结构调整下的中国经济新征程

面对世界经济大调整，这为我国提供了机遇，也带来了挑战。正在这一时期，我国经济的增长动力也在发生变化。疫情以来，我国经济复苏的主要动力是房地产投资和出口，这两个动力在 2022 年都已经发生了方向性变化，难以再高速增长拉动经济。“二十大”后，我国将进入新发展格局的加速建构期。

### （一）房地产和出口动能趋势性改变 2019 年以来经济运行模式

#### 1. 房地产业务模式转型带动趋势性变化

房地产投资在 2021 年下半年开始下行，2022 年上半年剧烈下滑，“金九银十”难以再现，成为 2022 年经济中重要的下行力量。经过过去一年多的房企市

场调整，房地产行业进入深度调整期，呈现出不同于以往周期的新特点：一是行业下行趋势显著且持续时间较长，商品房单月销售面积与百城住宅价格指数持续回落，带动商品房单月销售额同比大幅下降且降幅不断扩大，其中2022年4月单月销售额已降至2017年以来最低点，同比回落超46个百分点。房地产资金链紧张也导致土地出让市场遇冷，2022年1-9月房地产开发企业土地购置面积累计6448.72万平方米，同比下降53个百分点，土地成交款累计5024亿元，同比下降46.2个百分点。二是区域分化加剧，房地产开发投资连续下滑，但东部和中部地区仍是主要支撑点，2022年1-9月东部和中部地区累计投资同比增速分别为-5.8%、-4.1%，高于全国整体水平，反映出房企投资逐渐从西部和东北部地区撤出，向东部地区集中。此外，不同地区土拍热度分化加剧，虽然整体溢价率有所下降，但一线城市1-9月平均土地溢价率（4.16%）仍高于全国平均水平3.61%，也高于二、三线城市平均溢价率（分别为3.45%、3.18%）。

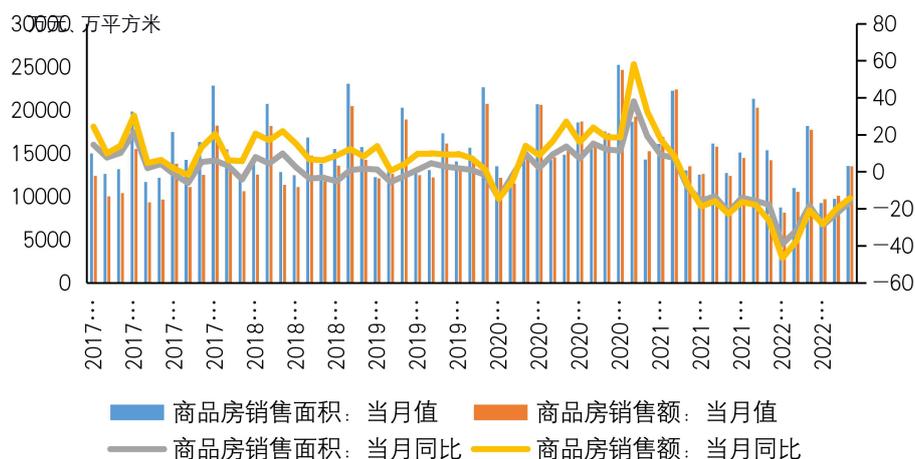


图 55 房地产销售面积和销售额大幅下滑

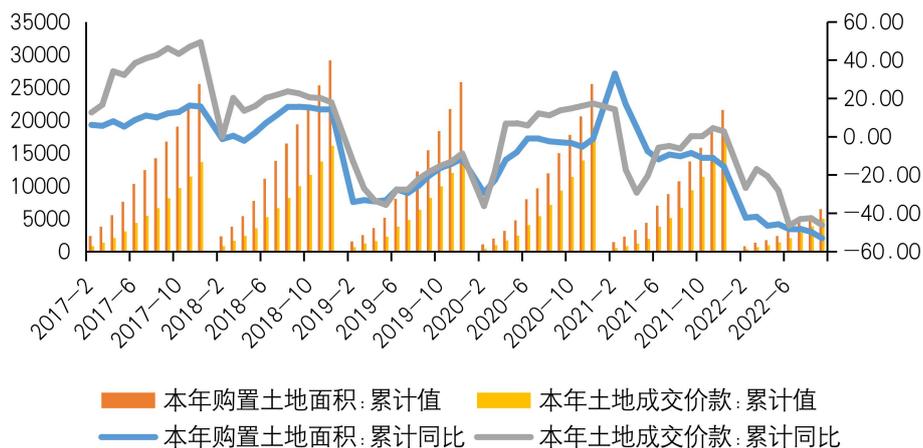


图 56 土地出让市场遇冷，土地成交面积和总额连续下行

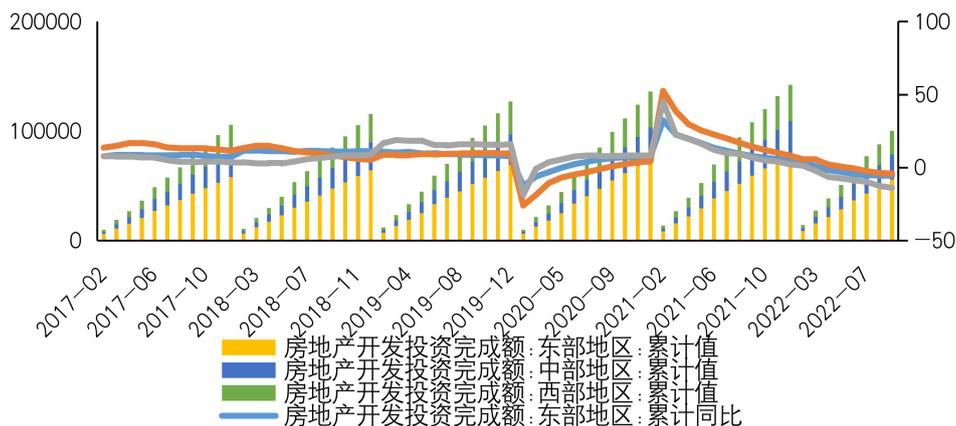


图 57 房地产开发投资区域分化有所加剧

对于这种急性、深度的调整往往从政策、疫情等周期性原因解释。例如，2020年下半年以来，“三道红线”、银行贷款集中度管理、供地“两集中”、房地产税改革试点等房地产调控政策密集落地，从销售、融资和土地供应等多方面加强对房地产市场的调控。**销售层面**，针对部分城市地价、房价上涨较快等问题，多地升级楼市调控政策，深圳、长三角、珠三角等地限购、限贷、限售不断加码，同时严厉打击各类炒房行为，维护房地产市场正常秩序。**融资层面**，弱化房地产金融属性，持续推动房企去杠杆、降负债，出台针对重点房地产企业资金监测和融资管理规则的“三道红线”、银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度以及

压降信托融资额度、严格审批地产债发行、限制房企海外融资等政策，抑制房企债务增长。**土地供应层面**，青岛、天津、北京、杭州等 22 个重点城市推行住宅用地“两集中”同步公开出让，降低土地溢价率，合理引导房价上涨预期。按照这种理解，似乎只要放松房地产调控，就可以拯救市场，实际上并不是这样的情况。

2021 年四季度以来，围绕“稳地价、稳房价、稳预期”，房地产调控政策开始边际调整，以需求端调控为主，供给端调控持续推进，呈现一城一策格局，但整体较为谨慎且放松程度不及以往调控周期。中央层面，出台阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限、下调首套个人住房公积金贷款利率、换购住房个人所得税优惠等政策，支持刚性和改善性住房需求；地方层面，根据中指研究院监测，已有超 250 个省市优化调整政策超 700 次，包括但不限于放松限购、限贷、限售、房贷利率，通过购房补贴、降低房地产交易税费等方式维稳楼市。在政策边际放松的作用下，2022 年三季度商品房销售面积与销售额单月同比降幅逐步收窄，9 月同比增速分别为-16.15%、-14.21%，较 7 月分别回升 12 和 14 个百分点，房屋竣工面积累计同比降幅有所缓和，9 月较 7 月提升 4 个百分点，但新开工面积累计同比降幅进一步扩大至 38%，较年初下降 26 个百分点，土地出让市场持续低迷，房企土地购置面积与成交价款进一步探底，说明市场有一定复苏征兆但整体仍处于低位徘徊。考虑到近期二十大报告再次强调了坚持“房住不炒”基调，以及近期央行针对民营企业和房地产再贷款政策、央行和银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（银发〔2022〕254 号），出台 16 条措施从开发贷、信托、并购贷以及放松预售资金监管政策等，加大支持房地产市场平稳健康发展，后续房地产调控政策或保持整体放松，政策强力刺激态势，但政策落地效果仍待观察。

对这种政策效果不佳的一种解释是疫情。一方面，疫情影响了人们的出行，降低了购买。在城市群中，房地产购买往往来自中心城市的扩散。疫情条件下，中心城市人员不能自由往返其他城市，降低了房地产购买。另一方面，疫情带来的不确定性影响了人们的收入预期，人们现在缺乏的不是贷款获得性，而是未来持续还款的信心。

疫情的影响是不容忽视的，例如，长三角地区房地产市场在上海保卫战之后就一直没有有效复苏。本报告的核心观点是，疫情是放大器，加速了周期性和结构性因素变化，中国经济更要关注核心基本面的问题，而不是疫情结束就自动雨过天晴。一定不能将疫情作为挡箭牌，成为“疫情是个筐，什么都往里面装”。

房地产市场是一种“慢性病”的急性发作。这种慢性病来自人口老龄化少子化趋势加速，主力置业人群占比下降，购房需求接近见顶带动房地产行业潜在增速下行，也来自于人均住房面积增长至高位且区域分化加剧，推动房地产行业进入结构调整期。2020年我国家庭户人均居住面积达到41.76m<sup>2</sup>，其中城市家庭人均住房面积为36.52m<sup>2</sup>，接近2000年的两倍。但是仅仅这些因素不足以形成房地产市场的急性调整。

房地产市场本质上是伴随着城镇化过程的，是城镇化的载体。我国城镇化40%来自人口从农村移动到城市，40%来自城市面积扩大，即从乡村征地，20%来自城市人口的自然繁衍。城市人口住房改善和新增人口的住房需求带来了房地产市场的发展。伴随着增量城镇化模式是房地产企业的市场下沉发展模式。房地产企业和市场机会从一线二线城市，下沉到三线四线城市。

2013年12月，中央城镇化工作会议强调，“要人为本，推进以人为本的城镇化”。2014年3月，十二届全国人大二次会议进一步提出，“要推进以人为本的新型城镇化”；同年3月，中共中央、国务院印发《国家新型城镇化规划（2014—2020年）》，明确要求新型城镇化要“以人的城镇化为核心”。2020年10月，党的十九届五中全会再次强调，要“推进以人为本的新型城镇化”。2021年3月，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》进一步强调，要“坚持走中国特色新型城镇化道路，深入推进以人为本的新型城镇化战略”。

以人为本的新型城镇化战略将增量城镇化模式转变为存量优化模式，重点解决已经在城镇中人口的公共服务均等化。这意味着现有房地产企业下沉开发模式转变回城市更新为代表的存量优化模式。这种模式在目前主要体现在一线和二

线核心地段。

这种调整的困难之处是土地的非流动性导致房地产企业的资产方调整极为困难。房企拥有三线四线等土地，随着城镇化模式的改变，资产价值下降，无法通过有效盘活变为一二线土地。这种资产非流动性类似次贷危机中，雷曼兄弟带来的市场问题。在非流动性无法有效解决之前，房地产的调整还会持续。由于政策的托底，2023年不会进一步下滑，但是无法提供有效的经济助力。

## 2. 出口趋势性变化

2023年后出口的变化既有周期性因素，更有结构性因素。从周期性因素看，欧美国家经济衰退，疫情期间我国生产替代欧美国内生产的过程结束。

从结构性因素看，我国未来更要面对从价值链贸易部分转向产品间贸易。在疫情期间，这种结构性调整无法完成，伴随着西方产业链恢复正常，开始进入到产业链调整中。

第一，中国产业链供应链正在面临被迫转移和被动替代的重大风险。美国在自身新冠疫情得到初步控制的情形下，将其国家战略重心重新聚焦到抓紧实施在自身国内产业链中的“去中国化”策略，限制中国获得全球产业链供应链的高端能力，削弱中国在区域性产业链供应链的主导能力。最为值得高度关注的重大现象是，在多层新冠疫情冲击之下，全球重点制造业产业链供应链向印度和东南亚地区的转移和集聚现象凸显，对中国产业链供应链造成了难以忽略的竞争效应和替代效应。印度出口额快速增长，2021年印度出口额已经达到6689亿美元，同比增长34%。2022年3月份，印度出口额为639亿美元，同比增长14%。2020年印度出口额可能突破7000亿美元，达到日本出口总量90%左右。越南已具备“世界工厂”雏形。2021年越南进出口贸易额突破6000亿美元，2022年贸易总额将达到8000亿美元。2022年第1季度越南货物进出口额达1763.5亿美元，同比增长14.3%。其中出口885.8亿美元，同比增长12.9%。

第二，西方发达国家已经初步形成针对中国产业链供应链全面进行竞争和遏

制的同盟体系。一方面，美国等西方发达国家已经制定压制和排斥中国产业链供应链的政策体系。在 2018 年中美爆发贸易战以来，美国及其同盟国试图重构全球产业链供应链体系，降低中国在全球产业链供应链系统的地位，将印度及东南亚塑造成为新的供应链中心。2021 年 2 月份签订《关于美国供应链的行政命令》，核心目标就是在全产业链供应链体系层面实施“去中国化”策略，将印度和东南亚设定为主要替代目的地。另一方面，西方主要发达国家已经形成针对压制中国产业链供应链的共识以及共同利益体。2021 年中国的制造业增加值规模达到了 31.4 万亿人民币，约合 4.86 万亿美元，约占到全球制造业的三分之一，相当于 G7 之和。中国制造业正在经历的以自主创新能力提升主导的转型升级过程，必然会在一定程度上对德国、日本、韩国、法国、英国和意大利等老牌和新兴制造业强国的利益造成竞争和挤压效应，迫使这些西方主要制造业强国与美国组建同盟体系来应对中国经济挑战。

第三，全球产业链供应链体系的重构与调整会迫使中国同时遭遇与多国的矛盾和冲突。面临美国为首的西方国家针对中国全面实施的全球产业链供应链重构和调整战略，印度和越南等南亚和东南亚国家必然会基于自身利益最大化原则，主动利用这个战略机会深度参与到针对中国产业链供应链的围堵和压制行为，必然会利用全球产业链供应链重构和调整机会抢夺中国制造业份额。为此，在今后一段时期之内，一方面，美国为首的西方国家，必然会采取一切可能激进策略拉拢和游说印度和东南亚国家参与压制和围堵中国产业链供应链的力度必然会加强。而且，日本和韩国必然会深度参与到针对中国产业链供应链的围堵和遏制体系之中。

第四，美国会较大概率利用激化台海冲突来强迫中国台湾地区和大陆之间的产业硬脱钩。台湾地区的集成电路产业和高端制造业依附于美日等西方发达国家主导和掌控的全球产业链供应链体系，美国会主动制造和激化台海冲突，强迫台湾地区和大陆之间产业链供应链关系的弱化和局部脱钩，进一步压缩中国产业链供应链的全球发展空间。

这种贸易结构的根本性变化意味着出口难以再大幅度拉升，如果国内经济复

苏加快，甚至有可能贸易顺差大幅度减少。

如果房地产和出口在大调整中都不再能提供更多的需求，未来中国经济的动能在哪里？

## （二）“二十大”后经济发展趋势：新发展格局构建进入快车道

二十大报告提出，全面建设社会主义现代化国家，是一项伟大而艰巨的事业，前途光明，任重道远。“二十大”作出明确判断，我国发展进入战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多的时期，各种“黑天鹅”、“灰犀牛”事件随时可能发生。一方面，世界百年未有之大变局加速演进，新一轮科技革命和产业变革深入发展，国际力量对比深刻调整，我国发展面临新的战略机遇。另一方面，世纪疫情影响深远，逆全球化思潮抬头，单边主义、保护主义明显上升，世界经济复苏乏力，局部冲突和动荡频发，全球性问题加剧，世界进入新的动荡变革期。因此，必须统筹安全与发展，必须增强忧患意识，坚持底线思维，做到居安思危、未雨绸缪，准备经受风高浪急甚至惊涛骇浪的重大考验。

在工作中，“二十大”再次重申了社会主义初级阶段基本路线。在建设中国特色社会主义前进的道路上，要坚持以经济建设为中心，坚持四项基本原则，坚持改革开放，坚持独立自主、自力更生，坚持道不变、志不改，既不走封闭僵化的老路，也不走改旗易帜的邪路，坚持把国家和民族发展放在自己力量的基点上，坚持把中国发展进步的命运牢牢掌握在自己手中。

“二十大”进一步明确了未来需要的是高质量发展。高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。发展是党执政兴国的第一要务。没有坚实的物质技术基础，就不可能全面建成社会主义现代化强国。走高质量发展道路需要必须完整、准确、全面贯彻新发展理念，坚持社会主义市场经济改革方向，坚持高水平对外开放，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

未来，坚持以推动高质量发展为主题，把实施扩大内需战略同深化供给侧结

结构性改革有机结合起来，增强国内大循环内生动力和可靠性，提升国际循环质量和水平，加快建设现代化经济体系，着力提高全要素生产率，着力提升产业链供应链韧性和安全水平，着力推进城乡融合和区域协调发展，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

通过“二十大”的这一系列部署，加之十八大以来一系列重大举措正在逐步进入收获期，高质量发展的支撑体系逐步构建成熟，新发展格局的内生动能不断聚集，综合判断，2023年我国将迈入构建新发展格局的快车道。

## 1. 新发展格局支撑和引领体系逐步成熟

“二十大”报告指出，要增强国内大循环内生动力和可靠性。过去十年的伟大变革为建设新发展格局奠定了基础。

### 1) 各项工作中系统性理念不断深化、制度化保障不断完善

在发展中虽然一再希望解决，但是系统性、可行性、统一性不够等问题依然存在。近年来，系统性理念不断深化，各方面工作开始逐渐融合，为新发展格局构建了良好的基础。新发展格局之前，我国经济发展战略包括“两头在外、大进大出”的出口导向型战略、扩大内需战略和供给侧结构性改革。这些发展战略都是针对某一时期矛盾的主要方面设定的，具有很强的针对性。新发展格局更进一步，将这三大战略融合，尤其是把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，形成融合供给和需求、国内和国外的良性互动。近年来，这种系统性思维不断落地，构建全国统一大市场，实现数字技术和实体经济的融合。“二十大”报告更是深入体现了这一点，将科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动发展战略融和一体，深入阐述了如何通过融合这三者开辟发展新领域新赛道，不断塑造发展新动能新优势。

从十八届三中全会《关于全面深化改革若干重大问题的决定》，到十九届四中《关于坚持和完善中国特色社会主义制度 推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》，我国注重改革的系统性、完整性和协调性，推进制度

建设，为新发展格局的融合发展奠定了基础。经过多年努力，现代化战略体系和经济治理体系已经初步形成，将系统性观念不断深化、落实。

## 2) 国有企业活力增强、推动新发展格局能力提升

国有企业是中国特色社会主义的重要物质基础和政治基础，是党执政兴国的重要支柱和依靠力量。2020年开始国企改革三年行动。按照设计目标，国企改革三年行动聚焦八个方面的重点任务，致力于达成如下三大目标，即在形成更加成熟定型的中国特色现代企业制度和完善国资监管体制上取得明显成效；在推动国有经济布局优化和结构调整上取得明显成效；在提高国有企业活力和效率上取得明显成效，切实增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力、抗风险能力。

根据国资委的资料，通过三年的努力，各地国有企业公司制改革已基本完成，剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题全面扫尾。完善中国特色现代企业制度、健全市场化经营机制等改革重点领域取得实质性突破，重点领域关键环节改革成果丰硕。以改革促发展，国有资本布局结构进一步优化，国资国企服务保障国家重大战略更加有力，支撑地方经济社会和国家重大战略发展作用显著。

首先，通过三年的改革，中国特色现代企业制度和国资监管体制更加成熟定型，这对于规范化激励国有企业提供了坚实的制度保障。

其次，国有经济布局优化和结构调整取得明显成效。一方面，国企改革三年行动开始以来，各地国资国企进一步聚焦主责主业、做实做强实业，建立进退有序的国有资本动态调整机制，提升产业链供应链韧性和竞争力，加快引导有条件的企业争当现代产业链“链长”，带动产业链上下游企业融通创新、协同发展。国有企业是科技创新的国家队。另一方面，国企改革三年行动开始以来，各地国资国企始终把科技创新作为“头号任务”，加快提升企业自主创新能力，全方位推动国有企业转型升级创新发展。

最后，国有企业活力和效率进一步提高。国企改革三年行动开始后，各国资国企进一步健全完善灵活高效的市场化经营机制，推动各层级企业全面深入实施

三项制度改革，加大对关键岗位核心人才、突出贡献员工和优秀企业家等的激励力度，国有企业市场主体地位进一步增强。

### 3) 超大规模国内市场和中国式创新正在支撑产业高端化发展

新发展格局构建的关键是中国具备了超大的市场规模，并且市场能够和国内企业技术升级形成良性互动。我国同时具有这两个特征。这是因为我国市场规模大的同时，市场又是分级的，为不同企业留出空间，国内企业有了上升的通道。经过多年的积累，我国正在向高端市场迈进。

我们可以按照 2 个维度对产业进行划分。一个是产品质量，一个是产品的复杂度，即产品功能或者说技术的复杂度。这 2 个维度并不一定同时变化。根据这 2 个维度，我们就可以将一个行业划分为多个分割的市场。中国企业往往是从低产品质量和低技术复杂度的市场入手。由于中国市场规模非常巨大，这就为中国企业提供了空间，通过干中学，企业将会逐渐进入到中等质量和复杂度的产品市场。这部分市场又是中国增长最为迅速的市场，使得企业有足够的生存空间。

市场规模还是仅仅提供了可能性，中国能够实现在全球价值链下的产业升级，最为关键的因素是中国式创新。目前的中国式创新不是以上游产业的研发或者新产品发明为主导，而是以下游产业的工程设计为主要表现，包括对现有技术的重新定义和对新产品新技术的商业化实现。这包括用低成本替代品替代材料和组件、升级产品设计以提高可制造性和将新技术集成到已经大规模生产的产品中。工程能力使中国公司可以同时管理速度、数量和成本。

中国的创新也在技术前沿发挥作用。这主要是通过两个渠道完成。

第一个渠道是“使设计成真”，即中国企业将复杂产品快速实现商业化的能力。在此渠道中，中国企业的制造能力和制造经验与国外的高端研发相互协同，以支持速度、数量和成本。此时，因为是新技术，还没有真正的产品。中国公司没有对现有产品进行重新设计，而是部署了创新的制造能力，为大规模生产准备了新技术。在某些情况下，新技术源自（外部）合作伙伴，这些可能没有内部制

造能力，可能无法以可行的价格制造产品，或者可能受到将新技术商业化的资金和工具成本的阻碍。在其他情况下，中国公司基于公共知识领域中新生的技术将自己的产品创新商业化。在这种情况下，新技术的研发方依赖中国公司的生产知识来替换、重新设计和替代零件，直到可以商业可行的价格生产产品为止。因此，与传统的合同制造不同，传统的合同制造仅依靠发展中经济体的公司来管理外资拥有的外观设计和技术的生产过程（Gereffi, 1994; Luthje, 2002），而中国企业则通过更改产品设计以实现成功的商业化。即使这种商业化表面上看起来像合同制造的高度层级模式，在这之中，中国公司与外国合作伙伴之间的互动也往往需要互利共赢和多方向的学习。

第二个渠道是将制造业成为新技术的集成平台。中国庞大的制造业务既有生产规模，又有丰富的专业知识，这为各种国际创新者提供了一个平台，可以将他们的技术快速集成到现有产品中。与前两种中国式创新模式（侧重于现有产品的改进和新技术的商业化）相反，在创新制造的第三种情况下，使用新技术或组件来改进已经批量在中国生产的产品。

此时，外部创新者不只是高端组件供应商，而是供应商与中国合作伙伴合作将其新技术商业化。供应商提供有关可能适用于中国制造商已经大规模生产产品的特定新技术知识。这家中国制造商提供了有关生产的知识，有关在利用现有生产技术的同时如何大规模应用组件新技术的知识以及有关如何改进原始产品的知识。在此过程中，中国制造商的角色与传统出口加工行业中的公司不同。在传统出口加工行业中，零部件进入发展中的经济体，然后组装然后运往国外。但是，在这个知识密集型生产模式中，中国制造商不仅可以简单地将零件固定在一起，还可以帮助合作的公司配置其技术，使其能够提升现有产品，然后管理该技术与现有生产流程的集成。

在生产知识逐渐扩充的过程中，通过一系列的中国式创新，中国企业从低质量的市场逐渐走向中等质量和复杂度的市场，现在具备了向高端市场迈进的能力。

#### 4) 脱贫攻坚孕育着中等收入群体增长

2013—2020年，全国农村贫困人口累计减少9899万人，年均减贫1237万人，贫困发生率年均下降1.3个百分点。中国的脱贫攻坚非常注重增收的可持续性。贫困地区农民收入结构不断改善，为收入持续增长奠定了基础。2020年贫困地区农村居民人均工资性收入4444元，2014—2020年年均增长12.7%，占可支配收入的比重为35.3%，比2013年提高3.7个百分点。经营净收入稳定增长，非农经营收入占比提高。2020年贫困地区农村居民人均经营净收入4391元，2014—2020年年均增长6.7%，占可支配收入的比重为34.9%。其中，人均二三产经营净收入1192元，年均增长12.8%，占可支配收入的比重比2013年提高1.0个百分点。财产、转移净收入快速增长，收入来源更加多元。2020年贫困地区农村居民人均财产净收入、转移净收入分别达到185元和3567元，2014—2020年年均分别增长16.8%、15.4%，合计占可支配收入的比重为29.8%，比2013年提高7.3个百分点。

#### 5) 新能源产业优势引领产业升级

我国在新能源产业实现了换道超车。新能源行业，包括新能源汽车，从制造的角度，非常适合我国的创新模式。我国的创新模式并不是简单进行全面的复制，而是一种反向式设计。中国企业正在通过更改产品设计来削减成本。权衡产品替代方案，使产品功能遵循特定的成本结构，当然这往往会牺牲质量和性能。这种反向设计过程产生的产品类似于原型产品，但是通过简化组件，更便宜的材料以及更好的可制造性设计，可以低成本和难以置信的速度进行大规模生产。因此，后向设计保留了逆向工程的核心特征，因为产品开发过程基于现有产品或产品设计。但是，企业没有尝试复制原始模板，而是创建具有鲜明特征的新产品。成本优势并非主要源于较低的要素成本，而是经过深思熟虑的知识密集型变更产品设计的结果。

以新能源汽车为例，燃油车具有3万多个零部件不同，电动汽车不到三分之一。这意味着，随着汽车电动化转型，很多零部件将没有用武之地，比如火花塞、燃料泵、喷油器等。同时，以特斯拉引领的制造模式是不断减少零部件数量，比

如通过一体化铸造，将很多小的零部件整合。这种模式一方面降低了技术门槛，另一方面正是我国简化组件，更便宜的材料以及更好的可制造性设计这种创新模式的关键。同时，新能源汽车并不是简单的汽车，而是消费电子和互联网的结合平台。实际上，新能源本身是一个整合平台，整合的正是我国的长板。相比于传统造车企业，这种整合性理念的差异直接推动了我国新能源的换道超车。

新能源产业的发展不仅仅是转换一种能源形式，更是塑造产业链的机会。工业革命开始于蒸汽动力，美国的崛起开始于电力。不同的能源会塑造不同的制造模式。新能源会进一步推动电力化、数字化和智能化。通过新能源产业的优势，打开了引领其他行业发展的机遇。

## 2. 构建新发展格局将进入快车道

### 1) 国内统一大市场助力内需接力外需

二十大报告强调要“增强消费对经济发展的基础性作用和投资对优化供给结构的关键作用”。发挥消费和投资的作用，高标准市场体系是核心的支撑力量。统一大市场建设将会进一步推动供给和需求形成良性互动，带动内需接力外需。

统一大市场是社会主义市场经济的基础性组成部分。十四大就提出，要大力发展全国的统一市场，进一步扩大市场的作用，并依据客观规律的要求，运用好经济政策、经济法规、计划指导和必要的行政管理，引导市场健康发展。十四届三中全会提出，规范市场行为，打破地区、部门的分割和封锁，反对不正当竞争，创造平等竞争的环境，形成统一、开放、竞争、有序的大市场。十六届三中全会进一步提出，要加快建设全国统一市场。党的十八届三中全会提出，建设统一开放、竞争有序的市场体系，是使市场在资源配置中起决定性作用的基础。党的十九大提出，清理废除妨碍统一市场和公平竞争的各种规定和做法。党的十九届四中全会提出，建设高标准市场体系，完善公平竞争制度，全面实施市场准入负面清单制度。2020年5月《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》提出以要素市场化配置改革为重点，加快建设统一开放、竞争有序的市场体系，推进要素市场制度建设，实现要素价格市场决定、流动自主有序、配置高效公平。

党的十九届五中全会提出，实施高标准市场体系建设行动，健全市场体系基础制度，坚持平等准入、公正监管、开放有序、诚信守法，形成高效规范、公平竞争的国内统一市场。2021年12月17日，习近平总书记主持召开中央全面深化改革委员会第二十三次会议时强调，构建新发展格局，迫切需要加快建设高效规范、公平竞争、充分开放的全国统一大市场，建立全国统一的市場制度规则，促进商品要素资源在更大范围内畅通流动。2022年4月《中共中央 国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》正式发布。所以，全国统一大市场是30年中国特色社会主义市场经济建设的核心内容。《意见》的出台既是延续，是一以贯之，更是在新时代适应构建新发展格局的全面突破，实现从分项改革到系统集成、协同推进，是市场化改革的压茬推进。

建设全国统一大市场核心是解决超大规模的国内市场支撑新发展格局的潜力没有得到发挥，例如，市场分割和地方保护比较突出，要素和资源市场建设不完善，商品和服务市场质量体系尚不健全，市场监管规则、标准和程序不统一，超大规模市场对技术创新、产业升级的作用发挥还不充分。为了破解这些问题，统一大市场建设的重点从商品市场到要素市场，以市场化、法制化、国际化营商环境建设为基础，突出创新导向和知识产权保护，强化反垄断维护公平竞争。通过统一大市场的建设，能够有效帮助消费和投资形成良好互动，带动国内需求。

## 2) 科技自立自强助力产业链供应链锻长板、补短板

“十四五”规划中明确提出科技自立自强，我国逐步建立起了以国家战略力量为核心的新型举国体制。创新驱动发展战略要求，健全社会主义市场经济条件下新型举国体制，充分发挥国家作为重大科技创新组织者的作用，支持周期长、风险大、难度高、前景好的战略性科学计划和科学工程，抓系统布局、系统组织、跨界集成，把政府、市场、社会等各方面力量拧成一股绳，形成未来的整体优势。要推动有效市场和有为政府更好结合，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，通过市场需求引导创新资源有效配置，形成推进科技创新的强大合力。新型的核心就在于社会主义市场经济，通过科技要素市场建设连接国家战略力量和社会创新资源，实现0到1和1到100的互动。在1到100上发挥了重要作用的中国式

创新模式推动原创研发，特别是国有企业承担“链长”角色，发挥自身的融资等优势，形成创新驱动战略助力产业链供应链锻长板、补短板的支撑。

### 3) 战略性新兴产业融合集群发展进入快车道

仪器仪表、计算机通信电子和机械等高端设备类制造业的产业集群程度普遍较高。这些行业的特征是产业链复杂度较高，需要政府通过建立产业园区的方式统筹规划、引进、布局，从而在一个地区形成较为完整的上下游产业链集群，提高协同效应。

第一，立足在自主可控的全产业链领域全面自主突破的新领域新赛道机会。当前，集成电路产业不仅仅是覆盖基础研究、应用基础研究、应用开发研究、中间试验研究以及工程化产业化研究的全创新链全产业链所有环节的最为重要高技术产业和战略性新兴产业，是凝结人类目前最高科技水平成果的最尖端产品，也是全球所有高技术产业和战略性新兴产业的基础性产业，决定了全球绝大多数传统产业、高技术产业和战略性新兴产业的发展方向。因此，能否在集成电路产业领域实现自主突破，已经成为决定中国实现高水平科技自立自强战略和国家产业链安全的关键突破口。客观事实是，美国利用在自身在全球基础研究领域的绝对领先实力，占据和控制了全球集成电路全创新链和全产业链的关键核心环节，对中国的经济高质量发展和现代化产业体系构建构成直接威胁，必须高度重视中国在集成电路全产业链全供应链全创新链拥有的“弯道超车式”新领域新赛道机会，概括而言，中国集成电路产业体系的自主突破具有三条路线：前端时间换道、中期换道、长期换道。中国集成电路产业的前端时间转型路线是“非 EUV 路径”，意味着不需要 EUV 光刻机就能生产出高质量的芯片。其基本思路是，将 3nm 制程中所使用的纳米环栅（GAA）引入到 14-7nm 工艺平台中以提升性能。在未来 5-10 年之内，中国集成电路行业的发展方向就是用 FD-SOI(FD-SOI)技术取代 FinFET。国内平板加工设备的自主率高达 70%，可以支持 FD-SOI 技术的发展，未来 10 年不会再依赖于 EUV。中国集成电路产业的长期转型，主要是面向未来 10-15 年的发展方向，其中的重点是垂直设备的立体电路。纵向集成电路技术是未来半导体技术发展的必然趋势，垂直 IC 体系结构的目标是往上堆叠立体整合，以达到最

大程度的整合。其需要芯片设计公司、EDA 软件和其它芯片生产部门的协同式自主能力

第二，立足重点产业链的关键核心技术创新领域自主重点突破的新领域新赛道机会。相比传统燃油这个全球最为重要的支柱型产业而言，新能源汽车产业是中国在全球汽车产业体系领域重新获得重大产业优势的全新赛道。截止 2021 年全球汽车保有量高达 70 亿辆，仅中国在 2021 年的汽车保有量就高达 3.02 亿辆；由此可见，新能源汽车特别是电力电池汽车对传统燃油汽车的全面替代，不仅仅是人类交通工具的一次重大技术变革，更是重塑不同国家之间支柱产业体系、改变不同国家经济发展支撑力量的重大战略机遇期。因此，能否在新能源汽车的关键核心技术创新领域获得自主突破能力，在很大程度上事关中国经济高质量发展的成败与否。虽然新能源汽车的零部件数量只有传统汽车的 20%，但是，对新型电子芯片的需求量则是传统燃油车的 10 倍以上，其中，电池、电机、电控等核心零部件是关键所在，上游电池、电机、电控等核心零部件企业成为行业价值链核心，中游整车环节重要性在现阶段有所降低。虽然我国在制造上具有优势，中国新能源汽车产业在培育和促进具有全球品牌优势的本土企业方面仍然处于发展过程之中，更为重要的是，在“电池、电机、电控”核心零部件和关键系统领域的自主创新能力处于严重落后态势，特别是在新能源汽车产业体系中的“电控”产业体系领域缺乏自主创新能力的核心企业，导致中国系新能源汽车产业链体系之中的电机电控系统主要组成部分 IGBT 严重依赖进口，处于随时被美国为首的西方发达国家封锁和遏制的风险关口。当前，以 SiC 等新材料为主的车载集成电路芯片成为全球动力电池汽车产业崛起的关键，美国为首的西方国家已经在以 SiC 等新材料为主的车载集成电路芯片的全产业链体系之中的材料、设备、设计、制造、封装和检测等重要环节进行全面布局，特别是从该产业链的基础研究、应用基础研究和工程化产业化研究等环节进行巨额的政府研发投入支持。为此，中国必须从 SiC 等新材料为主的车载集成电路芯片的全产业链体系的战略角度，抢占关键的发展周期，利用新型举国体制加以前瞻性全面性布局。

第三，立足关键科学检验仪器和设备领域重点自主突破的新领域新赛道机会。关键科学检验仪器和设备，不仅仅决定着中国的基础研究、应用基础研究的自主

能力，考虑到众多的高技术产业和战略性新兴产业在自身的研发设计和生产制造过程中，对高精度的各种科学检验仪器和设备的需求越来越大。而且，越是处于前沿技术创新的产业和企业的研发设计和生产制造活动，对高精度的关键科学检验仪器和设备的依赖性相对越强。而全球的关键科学检验仪器和设备的研发和制造能力均掌握在少数发达国家手中，一旦对中国实施封锁和断供策略，不仅仅会制约中国多数科学研究活动的开展和推进，遏制中国当前构建全球领先国家战略科技力量的布局，更会对中国众多的高技术产业和战略性新兴产业的研发设计和生产制造活动造成致命性的影响。客观事实是，大多数关键科学检验仪器和设备的研发和制造自主能力，自身就是需要从基础研究到应用基础研究再到工程化产业化研究环节的全创新链自主能力，尤其需要具有自主创新能力的众多配套环节的中小微企业所提供的关键零配件元器件、关键材料的全面支持。为此，中国必须将从覆盖全创新链和全产业链环节的关键科学检验仪器和设备的研发和制造自主能力，作为塑造中国现有和潜在产业优势的重要方向之一。

#### 4) 现代化基础设施体系支撑体系成型

我国基础设施建设表层问题是项目和资金不足，深层次是地方政府的激励机制改变下导致了行为的变异。这些问题在 2022 年都得到了一定的解决。

首先，从项目来看，“十四五”规划项目作为加快构建新发展格局和推动经济高质量发展的具体安排，也必将对短期宏观经济运行产生强大支撑力量。通过“十四五”规划及各地区重大项目安排可以看出，今后一段时间内，新基建、新能源等一系列新兴技术产业将受到政府的大力支持，创新和科技发展将成为投资的重点关注领域。可以说，《纲要》进一步明确了政府投资和社会投资的分工领域，完善了投资机制。可以预见的是，新型基础设施建设有助于促进消费、改善民生，并通过这些基础设施建设为盈利性的社会投资提供更加良好的经营环境。

《纲要》中特别指明了要发挥市场的主导作用，这意味着社会资本在“十四五”阶段将有较多投资机会。同时，“新基建”相比“铁公基”的突出优势本身也在于民间资本有更多投资机会，为民营企业特别是高科技企业带来了重要投资机会。

“十四五”规划更加重视创新的发展理念，战略性新兴产业进一步发展壮大，制

制造业持续优化升级。新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等战略性新兴产业加快发展，传统产业得到提升，化工、造纸等重点行业企业改造升级。同时，2022年4月26日召开中央财经委员会第十一次会议，研究全面加强基础设施建设问题。提出适度超前和注重效益的原则。在这种情况下，打破了以往基础设施项目入库中仅仅以某些重点行业和现金流持续稳定且来源合理分散，投资回报良好等经济标准筛选项目的条件。既要算经济账，又要算综合账，提高基础设施全生命周期综合效益，进一步拓宽了项目来源。

其次，从资金来源角度，明去提出，要多轮驱动，发挥政府和市场、中央和地方、国有资本和社会资本多方面作用，分层分类加强基础设施建设。未来，要适应基础设施建设融资需求，拓宽长期资金筹措渠道，加大财政投入，更好集中保障国家重大基础设施建设的资金需求。同时，要推动政府和社会资本合作模式规范发展、阳光运行，引导社会资本参与市政设施投资运营。我国原有基础设施建设主要依靠地方政府，例如专项债等资金，要进一步跑出“增量”和“加速度”并不容易。地方政府面临着较大债务压力，土地财政在房地产市场调整过程中面临困境，政府的现金流紧张。面对这种情况，2022年广义财政工具将成为重大项目的主要资金来源，包含的政策性银行8000亿信贷额度、3000亿政策性金融工具，以及5000亿专项债限额。新的资金来源包括三个方面。第一，金融机构。今年9月，央行向三大政策性银行净投放PSL1082亿元，为2020年3月以来首次使用这一工具，且利率较2020年2月最后一次使用时下调了40个基点至2.40%。第二，资本上次行内。REITs等融资工具不断助力。第三，国有企业，特别是央企，借助自身良好的融资能力和市场环境，需要接棒地方政府，承担更多的主力军作用。

最后，地方政府激励机制在不断完善。我国地方政府的激励机制在一定时间内处在法治政府和全面从严治党的磨合期。面对经济社会发展中不断发生的新问题和新挑战，同时外部约束性激励加大，地方政府的部分干部不能适应。近年来，在培养高素质干部队伍上取得了显著成果。“二十大”报告再次明确提出，坚持严管和厚爱相结合，加强对干部全方位管理和经常性监督，落实“三个区分开来”，

激励干部敢于担当、积极作为。

### 5) 金融供给侧结构性改革助力实体经济融资环境不断改善

习近平总书记指出，金融是国家重要的核心竞争力，金融安全是国家安全的重要组成部分，金融制度是经济社会发展中重要的基础性制度。改革开放以来，我国金融业发展取得了历史性成就。特别是党的十八大以来，我们有序推进金融改革发展、治理金融风险，金融业保持快速发展，金融改革开放有序推进，金融产品日益丰富，金融服务普惠性增强，金融监管得到加强和改进。同时，我国金融业的市場结构、经营理念、创新能力、服务水平还不适应经济高质量发展的要求，诸多矛盾和问题仍然突出。我们要抓住完善金融服务、防范金融风险这个重点，推动金融业高质量发展。

为了破解金融高质量发展中的挑战和难题，核心是近年来不断推进的深化金融供给侧结构性改革。改革贯彻落实新发展理念，强化金融服务功能，找准金融服务重点，以服务实体经济、服务人民生活为本。在几年的改革中，以金融体系结构调整优化为重点，优化融资结构和金融机构体系、市场体系、产品体系，为实体经济发展提供更高质量、更有效率的金融服务。首先，我国正在构建多层次、广覆盖、有差异的银行体系，端正发展理念，坚持以市场需求为导向，积极开发个性化、差异化、定制化金融产品，增加中小金融机构数量和业务比重，改进小微企业和“三农”金融服务。其次，稳步推进了建设一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，完善资本市场基础性制度，把好市场入口和市场出口两道关，加强对交易的全程监管。再次，围绕建设现代化经济的产业体系、市场体系、区域发展体系、绿色发展体系等提供精准金融服务，构建风险投资、银行信贷、债券市场、股票市场等全方位、多层次金融支持服务体系。

在这个过程中，金融机构不断适应新发展环境，更多依靠创新、创造、创意的大趋势，推动金融服务结构和质量转变。要更加注意尊重市场规律、坚持精准支持，选择那些符合国家产业发展方向、主业相对集中于实体经济、技术先进、产品有市场、暂时遇到困难的民营企业重点支持。

## 6) 数字经济与实体经济进入加速融合期

中国在数字经济领域特别是数字经济与商业模式为主的诸多结合领域,实现了对发达国家的“弯道超车式”乃至“全面超越式”发展格局,数字经济与商业模式的创新融合成为支撑中国经济持续增长的重要源泉之一。需要客观认识到的是,当前中国数字经济与商业模式在诸多领域的结合发展模式,由于程度不等地存在“数字泡沫”现象,对中国经济高质量的支撑效应已经面临“天花板”效应,而数字经济对中国经济高质量要形成更为持续性的支撑作用,必须实施数字经济与以制造业为主的实体经济部门的深度融合发展模式,只有中国以制造业为主的实体经济部门实现了与数字经济、人工智能等领域的深度融合,才会构成支撑中国经济高质量增长的核心内生型动力机制。然而,很容易忽略的一个问题是,数字经济和人工智能之类的“软科学”竞争优势,不仅仅取决于数学领域的基础研究实力以及对算法领域中高端人才的培养实力,在很大程度上仍然是由集成电路产业与各种尖端工业设计和应用软件系统等领域的“硬科技”自主能力来决定的。因此,数字经济对中国经济高质量发展所蕴含的重要新领域新赛道机会,不仅仅是体现在数字经济与商业模式等应用场景的融合领域,更应该体现在数字经济、人工智能与以制造业为主的实体经济部门深度融合领域,体现在“软科技”和“硬科技”的深度融合领域,从而更好地激发和塑造中国经济高质量增长的内生型动力机制。

## 7) 乡村振兴和区域协调发展释放巨大需求、创造巨大供给

乡村振兴和区域协调发展背后根本动力是要素的优化配置。2020年3月,中共中央和国务院印发了《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》。2021年底,国务院办公厅印发《要素市场化配置综合改革试点总体方案》。根据方案安排,2023年,试点工作取得阶段性成效,力争在土地、劳动力、资本、技术等要素市场化配置关键环节上实现重要突破,在数据要素市场化配置基础制度建设探索上取得积极进展。

《方案》提出了8个方面试点任务,包括:进一步提高土地要素配置效率,推动劳动力要素合理畅通有序流动,推动资本要素服务实体经济发展,大力促进

技术要素向现实生产力转化，探索建立数据要素流通规则，加强资源环境市场制度建设，健全要素市场治理，进一步发挥要素协同配置效应。

具体来看，土地要素方面，探索赋予试点地区更大土地配置自主权，支持产业用地实行“标准地”出让、不同产业用地类型合理转换，支持探索深化农村宅基地和集体建设用地改革。劳动力要素方面，围绕进一步深化户籍制度改革，试行以经常居住地登记户口制度，支持建立以身份证为标识的人口管理服务制度。资本要素方面，鼓励金融机构开发与中小微企业需求相匹配的信用产品，推动发展多层次股权市场。技术要素方面，着力完善科技创新资源配置方式，探索对重大战略项目、重点产业链和创新链实施创新资源协同配置。数据要素方面，探索“原始数据不出域、数据可用不可见”的交易范式，实现数据使用“可控可计量”，推动完善数据分级分类安全保护制度。资源环境市场方面，支持完善电力、天然气、矿业权等资源市场化交易机制，进一步健全碳排放权、排污权、用能权、用水权等交易机制。

## 8) 高水平对外开放将进入收获期

近年来，我国以“一带一路”建设为核心，不断提升制度性开放，积极参与全球经济治理体系改革。当前，中国出口贸易的目的地地区结构正在发生重大调整，其中，最为显著的变化特征是对美国、欧盟等发达国家的出口依赖逐步降低，而对东盟、非洲、拉丁美洲、俄罗斯、印度等新兴市场的出口份额逐步提升，这就给中国主动利用出口市场维持和促进现有和潜在产业优势升级，带来了重要机遇期。在2000年到2020年的20年期间，中国与欧盟、美国、日本、韩国等传统市场贸易关系地位虽然保持了相对稳定，与这些发达国家的贸易总额占中国外贸总额比重虽然处于持续下降状态，2021年仍然达到38.3%。与此同时，中国与东盟、非洲、拉丁美洲、俄罗斯、印度等新兴市场的贸易总额占中国外贸总额比重，由2001年的16%提升至2021年的30.7%。其中，最为重要的变化趋势是，2020年东盟成为中国最大贸易伙伴，2021年则继续以14.5%的占比继续保持了最大贸易伙伴的地位。这些数据足以说明的客观事实是，在主要发达国家偏向于采取贸易保护主义和刺激制造业国内回流政策的情形下，深刻体现中国现有

和潜在产业优势的出口增长市场，正处于由主要依赖发达国家市场向以新兴国家和区域性一体化国家转移的重要时期。更为重要的是，中国针对新兴国家和区域性一体化国家的进出口贸易，主要进口重要生产性原材料，出口相对具有技术优势的机电产品、重要设备、重要零配件和元器件、重要材料等产品，尤为有利于中国本土企业利用出口市场蕴含的规模经济促进自身技术创新水平提升的良性循环机制。

这种贸易结构优化的背后一方面是制度性开放的深化，另一方面更是我国与周边基础设施建设的升级，正在进入到收获期。我国几年来不断推进和周边的陆路交通建设，2021年底中老铁路开通。2022年上半年，经昆明海关监管验放的中越铁路国际联运列车已达7867节次，累计运输进出口货物17.01万吨，其中，进口货物6.81万吨，进出口贸易总额4.82亿元，同比增长29.96%。中欧班列不断跑出新速度，2022年7月开行量首次突破1500列大关，连续27个月“月行千列”。可以说，经过多年建设，尤其是在疫情下各种新模式的涌现，例如，中欧班列充分发挥国际铁路联运“分段运输”、人员接触少的优势，全力承接海运、空运转移货源，我国正在重构亚洲交通版图，成为亚洲的交通核心。

## 9) 军民融合进入深度发展期

习近平总书记强调，把军民融合发展上升为国家战略，是我们长期探索经济建设和国防建设协调发展规律的重大成果，是从国家发展和安全全局出发做出的重大决策，是应对复杂安全威胁、赢得国家战略优势的重大举措。

首先，军民融合基础设施既可以带动经济，又可以满足国防需求，有效提高国家战时生存能力。长期以来，美、英等西方国家在基础设施建设中，几乎全程贯彻了高速公路与飞机跑道相结合、服务区与兵站相结合、隧道与隐蔽工程相结合、交通枢纽与战储基地相结合的原则（王定明，2018）。经过两次世界大战的检验，这些做法既能大量节约国防经费开支，又能切实提高国家战备水平。

其次，民用技术转为军用，可有效提高军事科技竞争力。例如，从“两弹一星”的研制，到“空警2000”预警机、辽宁舰等一大批高新技术武器装备的问

世，都得益于实施“小核心、大协作”的武器装备科研生产体系，将相关先进科学技术充分运用到军事领域。

再次，当今世界重要的高新技术产业和关键核心技术，几乎都是在军事需求带动下产生和发展起来的。手机、世界第一台计算机、互联网、GPS 全球定位系统都是军队为满足作战需求开发出来的，转为民用后产生了巨大的经济效益。

近年来我国先后出台了《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》《经济建设和国防建设融合发展“十三五”规划》等多项保障军民融合发展的政策法规。

“二十大”再次强调加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国，这些是军民融合的重要发力点。

海洋、航空、空间、网络等关键领域，是军民融合的重中之重。空间技术中的 95%左右属于军民两用技术，在空间领域每投入 1 美元就能产出 7 美元的经济效益。根据相关资料测算，美国“阿波罗登月计划”共耗资 240 亿美元，但带动美国航天产业及一大批相关产业的发展，创造了产值达 2 万亿的利润，投入产出比接近 100 倍。

## 第五部分：2023 年经济增长路径和主要风险

### （一）经济增长路径

面对国际和国内经济动能大调整，展望明年，伴随着疫情防控政策更加精准，房地产市场底部趋稳，供给侧冲击因素相比 2022 年更加缓和，新发展格局构建进入加速期带动新动能，2023 年我国宏观经济如果剔除二季度低基数导致的异常情况，将呈现逐步加速的态势，实现温和增长。但是，由于当前处在国际国内动能的转换期，参考 2021 年相对于 2020 年的恢复，2023 年相对于 2022 年的恢复过程中周期性因素退温，结构性因素更加复杂，尤其是国家、企业和家庭的资产负债表在持续的冲击下已经非常脆弱，信心集聚还不充分，复苏路径较为脆弱，

容错性进一步降低，需要宏观政策给予强力支持。同时，面对机遇与风险挑战并存的发展阶段，保持底线思维，在应对可能的冲击的前提下，高度关注地方政府财政、劳动力市场等结构性因素和周期性因素交织点，防范和化解系统性风险。

## 1. 六大因素支撑 2023 年中国宏观经济进一步复苏

### 1) 疫情防控更加精准，管控资源得以释放

近期，防控优化“二十条”措施出台，主要包括：重点突出“层层加码”的纠正，最大限度减少疫情对经济的影响；防疫封控时间缩短、范围缩小等，例如密接管理由“7+3”调整为“5+3”、不再判断次密接，取消中风险地区等；入境要求“松绑”，取消入境航班熔断机制等。11月12日，国务院联防联控机制召开发布会，会议强调“不断优化疫情的防控举措，不是放松疫情防控工作，而是强调更加科学精准”。11月22日，国家卫健委发言人米锋在国务院联防联控机制新闻发布会上表示，要持续整治层层加码，该管住的要坚决管住，该取消的要坚决取消，该落实的要落实到位，保障好疫情处置期间群众的基本生活和就医需求。11月以来，疫情在全国再次大面积发生，使得部分声音怀疑精准调控不能持续，会不会回到大面积封控的路径上去。我们可以看到，目前各地政府正在积极探索，争取最精准封控。所以，从大的趋势上，2023年管控资源总体可以得到释放。

### 2) 房地产底部确认，竣工等后端和相关消费复苏

今年以来，地产稳增长政策的特征在于双管齐下，需求和供给两端均进行大规模的放松。需求端方面，今年两会之后启动了密集的“因城施策”购房政策，全国近300个城市放松了“限贷、限售、限购、限价”的购房限制；供给端方面，在年中“保交楼”政策的要求之下，对房企项目端的给予政策和资金的大力倾斜，鼓励地方国企、银行和地产企业三方共同参与保交楼，对稳定居民和市场信心起到关键作用。但尽管政策力度空前放大，地产数据的回升至今仍遥遥无期，地产的销售、投资、开工施工竣工、价格等数据仍在低位徘徊。

近期，稳地产政策捷报频传，为当前市场注入信心。11月8日，中国银行间市场交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，合计规模约2500亿，11月10日首单200亿民营房企债券注册发行。2022年11月11日，人民银行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，出台十六条措施支持房地产市场平稳健康发展。

十六条从根本上破除了“保项目不保房企”的观念和预期，从融资、保交楼、受困房企风险处置、保护消费者权益、调整金融监管政策、住房租赁金融六个方面详细给出了纾困的目标和手段。融资方面，本次政策首次在供给端提出“对国有、民营等各类房地产企业一视同仁”，坚持两个不动摇，稳定地产开发贷投放，对需求端的个人住房贷款，要求各地继续因城施策，调整个人住房贷款首付比例和房贷利率下限，最后要求支持开发贷和信托贷款等存量融资合理展期，未来半年内到期的，可允许超出原规定展期一年，给予地产企业一定的喘息时间。保交楼方面，对参与保交楼的商业银行提出配套融资要求，向专项债借款支持项目发放的配套融资在贷款期限内不下调风险分类，并同时支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款。房企风险处置方面，要求做好地产项目并购金融支持，推动地方政府、房企、商业银行、资产管理公司等多方合作推动资产处置。

为了落实好《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，11月23日、24日，工商银行、中国银行、交通银行、邮储银行等国有大行发布消息称，将向包括万科集团、金地集团、碧桂园、美的置业等多家头部房企提供超过10000亿元的意向性授信。

本轮政策发力既突破了地产纾困的传统手段，直击地产困境的痛点，又在地产下行预期悲观的背景下帮助市场重拾信心，是新阶段地产企稳复苏的关键一步。但政策的传导效果和实行效果仍需要时间进一步观察，我们认为，在政策大力支持之下，地产复苏的逻辑将发生改变，需求端的复苏可能与供给端的复苏共振，预计明年会逐步看见销售数据筑底回升，地产良性循环的关键一步就此开始。

### 3) 基建投资保持高位运行

2023 年支撑基础设施投资的因素主要包括。第一，2023 年将进入“十四五”规划承前启后的关键点，是重大项目加速落地期。2016 年以来，重大项目年度计划投资额占当年固定资产投资（不含地产）及基建投资的比例较为稳定，占固定资产投资（不含地产）的比例在 11%左右，占基建投资的比例在 20%-25%。按照中国各级政府制定和实施十四五规划的通行和惯例做法，在五年规划的第一年制定总体规划以及各项具体执行规划，在五年规划的第二年才开始真正落实规划中的各项举措。从项目实施角度，各地重大项目从审批、项目前期管理等方面需要一年左右的时间，2022 年进入项目落地期。在 2022 年加快项目建设推进的大背景下，2023 年将进入全面落地期，可以期待较高的实物工作量。

第二，现代化基础设施支撑体系逐渐成熟，项目落地推进将逐步加快。项目来源、资金来源和地方政府激励机制都在不断完善，基建可持续性不断增强。

第三，基础设施建设仍然是宏观稳定政策的主要发力点。投资三驾马车，房地产、制造业和基础设施建设中，宏观政策能够有效发力的主要是基础设施建设。从资金上，通过狭义和广义的财政支出，政府可以直接支持基础设施建设。从动力上，通过调整考核指标，可以直接激励地方政府。房地产投资受制于业务模式调整，短期内难以有效反弹。制造业投资更多是通过各种激励机制，由市场来完成，不可控因素比较多。宏观政策角度，最直接的发力点就成为了基础设施建设。可以预期，2023 年专项债发行等支持力度能够保持在较高水平，宏观政策有足够的支撑。

### 4) 制造业投资内生动力将持续提升

2023 年最有争议性的一个动力就是制造业投资支撑力度有多大。制造业投资反转的动力非常引人疑惑。其累计同比增速在 2020 年一季度触底后快速反弹，至 2022 年 10 月仍能保持在 10%附近，明显高于疫前水平 2019 年 3.1%的增速，也显著高于 2017-2019 年年均 5.8%的复合增速。从制造业上市企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金来看，2019 年制造业上市企业资本开

支累计同比增速为 4.1%，2022 年三季度末为 20.6%，提升了 16.5 个百分点。

针对这种高增速，直观的理由是寻找同期高增长的因素。在疫后，出口实现了高速增长。故此，部分观点认为，是出口高增速带动了制造业投资。在 2019 年末至 2022 年三季度末期间，中游装备制造业资本开支增速从-5%升至 29.9%，上升了 34.9 个百分点，与出口在疫后的强势相对应。据此观点，可以推测，由于出口增速放缓，带动的制造业投资增速将会放缓，明年对经济的支撑将会下降。2023 年会不会出现这种状况？对于这个问题我们需要进一步梳理制造业投资的主要动力，看到背后的核心动力是什么。

2022 年两个周期性因素提振了制造业投资。首先，大规模留抵退税的提振作用。留抵退税实现了存量资金的盘活。据国泰君安估计，由于折价销售、差异化进销项税率、周期波动等原因，部分进项税额拿不到销项税发票做抵扣，导致资金“沉淀”，估计超过 1 万亿。通过这个渠道，改善了企业现金流。这主要在电子设备制造、交通运输设备制造、电气机械制造、化学品制造、通用设备制造、黑色金属冶炼、纺织等行业。

其次，货币政策和财政激励，鼓励为设备更新改造配置中长期贷款也推动了制造业投资。

从结构性因素来看，制造强国战略引领制造业投资保持在高位。

第一，新能源产业链、汽车产业链的高景气。从 2019 年末至 2022 年三季度末，上游原料制造业资本开支增速从 17.7%升至 25.6%，上升了 7.9 个百分点。其中与新兴产业关系密切的化学原料及化学制品制造业、有色金属冶炼及压延加工表现尤为强势，增速分别提升了 19.7 个百分点与 40.6 个百分点。

第二，“链长制”带来国有企业和地方政府强链补链“锦标赛”，推动了国有企业带动制造业投资。

第三，围绕数字化、双碳和新能源转型的技术改造投资将成为“十四五”时期的重要主题。目前，制造业改建和技术改造投资占制造业投资的比重迅速提高，

对支撑制造业投资的边际贡献较大，固定资产投资中的改建投资增速明显高于新建和扩建。“十四五”时期，制造业技术改造将围绕高端化、数字化、绿色化三个方向转型，拉动制造业投资。

第四，随着消费回暖，将会带动制造业投资。下游消费品制造业资本开支增速从 12.1% 降至 -3.2%，下降了 15.3 个百分点，与疫情约束影响下消费的弱势相对应。如果明年消费能在疫情精准防控、全国统一大市场、居民收入改善等动力下逐步回暖，将明显带动制造业投资。

### 5) 供给侧不利因素更加温和

2022 年的中国经济更是遇到了较大的供给冲击。除了供应链等问题以外，最为明显的是能源价格上涨。第一方面是石油价格。由于勘探等投资周期的原因，石油价格是一个典型的高低位“双周期”模式。2022 年世界原油价格已经突破低位周期，走向 90 到 95 美元左右的高位区间。这种周期性突破背后一方面是在低价格周期导致石油勘探投资不足，供给增加有限，另一方面是产油国和地区担心非化石能源快速发展，不敢进行大幅投资。这种周期性的突破意味着一段时期内石油价格将会在高位区间震荡，抬升生产成本，带来负向供给冲击。

另一个冲击是煤炭价格。由于供需紧平衡，2022 年煤炭价格高位运行。2013 年以来，因为需求下滑、去产能、新能源替代预期等多重原因，煤炭行业投资动力不足，2013 年至 2017 年固定资产投资持续负增长，产能紧张。实际上，我国从 2009 年就成为煤炭进口国，以填补供给缺口。因为影响商品价格的是边际量而不是总产量，煤炭国内供给率虽然高达 90% 以上，但是在国内生产能力没有办法随时弥补进口煤炭波动的情况下，进口煤炭成为了供给最重要的边际影响因素，国内外煤炭价格开始高度联动。在欧洲能源转型放缓和俄乌冲突的影响下，未来一段时间国际煤价还将高位运行。2020 年下半年以来天然气价格快速上涨，欧洲部分燃气机组开始调整用煤炭作为替代。在俄乌冲突下，欧盟国家，尤其是德国，试图减少对俄罗斯天然气的依赖，近期转向印尼购买煤炭，成为国际煤价的新增动力。由于天气、生产性投资不足等原因，印尼煤炭产量下降。因此，预计全年国际煤价高位运行。这将进一步降低国内进口，使得国内煤炭供给偏紧。

这两个因素在 2023 年将会更加温和。石油价格方面，由于欧美经济进入衰退周期，需求放缓，俄乌冲突的放大效应逐步消失，油价预计将 90 美元左右波动。随着国内煤炭新增产能 3 亿吨，供需情况逐步好转。明年的煤炭还将是紧运行，但是价格中枢将稳步下降。

## 6) 低基数推动同比增速

由于 2022 年宏观经济在超预期冲击下走势偏弱，二季度大幅下降后，三四季度仅仅实现弱企稳。剔除二季度异常值，在客观上对于 2023 年经济同比增速形成了一季度高基数、三四季度低基数的效果。因此，考虑低基数效应因素，2023 年下半年同比增速有望逐步提升。

## 2. 六大因素 2023 年的复苏路径相比 2021 年更加平坦

### 1) 结构性因素制约，消费恢复还需要时日

居民消费不足在收入分配、疫情等问题以外，有三个结构性因素变化降低了动力。

第一，假日经济的拉动作用下降。2018 年“十一”黄金周社会零售品总额增长 9.7%，第一次跌破 10%。假日经济拉动消费主要来自于时间配置效应和礼物经济等渠道，但是更来自于旅游群体的下沉。随着下沉趋势逐渐完成，边际拉动作用必然越来越低。

第二，以“影视”为代表的文化产业遇到瓶颈。消费扩张的动力来自于产品更新加快、产品领域增加和消费人群下沉。物质产品，或者说有形产品的更新和领域扩张总是有限的。“无形”产品具有生产与消费一体从而降低流通速度和“阅后即焚”无限消费的特征。近年来，影视业得到了很大发展，带动了消费的提升。国内电影院从 2002 年的 872 家增长到 2019 年的 12408 家，银幕数从 1581 块增长到 2019 年 69787 块。疫情期间，寄期望于观影的报复性反弹，依然坚信影视还在黄金发展期。但观影人次近两年停止增长，票房近四年增速明显放缓。我国观影人次从 2012 年的 4.4 亿，增长 2018 年的 17.16 亿，年均复合增长率达

到 25.5%。国内电影票房从 2012 年的 170.7 亿元增长到 2019 年 642.7 亿元，年均复合增长率达到 20.85%。2019 年电影票房市场增速放缓，全国电影总票房 642.66 亿元，同比增长 5.4%。影视业发展遇到瓶颈的原因包括年轻人观影习惯、网络影视冲击、偷税漏税、资本过度扩张等问题，影视业发展的黄金期已经过去。文化消费还需要新的增长点。

第三，网购的作用到达顶点。网购拉动的的作用机制一方面是降低了购物的成本，通过方便购物，提高消费。另一方面，更主要的是网购渠道有利于市场下沉。在网购现象出现之前，一线城市最开始高档次的消费，产生了很多传统高端的步行街，例如北京的王府井、上海的南京路等。通过这些市场的引领，慢慢扩散到二、三、四线城市。网购的出现，极大加快了消费的扩散，促进了消费。伴随着的也是各地步行街千篇一律，没有当地特色，最终表现为餐饮。同时，网购的下沉作用也将低收入群体聚集成成了一个可以开采的消费宝藏。在传统营销模式下，低收入群体由于非常分散、收入少，很难成为消费的主力。但是，通过网购就可以将这些低收入群体集合在一起，构成一个很大的消费空间。到了 2019 年我国上网人数和上网时长都达到了一个顶点，在这种情况下网购的作用就日渐降低。

总之，在上述这些结构性力量未能得到扭转或者有新的力量足以弥补之前，消费难以实现较大幅度的反转，维持在修复状态。

## 2) 出口下行压力加大，但是拖累相对温和

在 2022 年 8 月份确认拐点之后，10 月份出现负增长后，2023 年由于发达经济体衰退，出口总体将持续面对下行压力。由于西方主要经济体进入经济循环模式的调整期，在形成新的经济循环模式之前，经济将持续低增长。在周期性因素的叠加下，明年将会陷入衰退。疫情之后对企业和家庭的财政支持政策退出，美联储和各主要央行加息导致房地产市场等需求不断下行，日本面对出口的持续低迷，欧洲叠加能源危机。

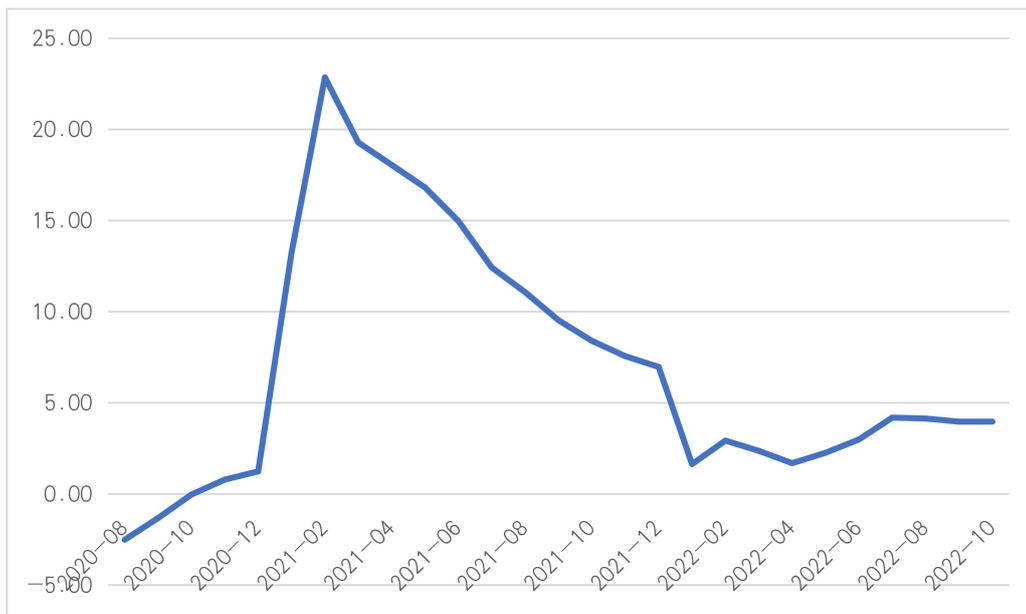


图 58 全国主要港口集装箱吞吐量累计同比

因此，在全球经济全面放缓的态势下，我国出口将面对持续的下行压力。

但是，出口下行通过顺差的渠道对我国经济增长的拖累较为温和。在 2008 年全球金融危机后，经过长时间的不断自发性调整，欧美的经济循环新模式正在逐渐形成。在政治因素的推动下，国家导向性进一步增强。这种情况导致的是低衰退，不会出现断崖式下行。

同时，明年的大宗商品价格总体保持稳定，我国进口需求不会有大的增长。进口一个拉动因素是房地产拉动铁矿石。房地产作为钢材消费的最主要下游，其占比大约为总消费量的 35%左右，房地产是铁矿石需求的重要影响因素。明年房地产后端的竣工将有较大提升，但是新开工是钢材消费主要增量来源。考虑结构因素，一个完整的地产建设周期包括拿地、新开工、正负零、预售、主体封顶、竣工和交房等阶段。一般而言，房屋建设的地下工程用钢量强度显著大于地上工程，这也就导致从新开工到正负零阶段用钢需求占比较高。这个阶段的持续时间大约在 2 到 3 个月之间，但用钢量占比却高达总用钢量的 30%-35%。新开工阶段的地产用钢需求较为集中，而进入地上工程施工阶段后，用钢需求则会出现明显回落，然后在一段时间内保持稳定。进口的另一个拉动因素是基建。基建对工程机械、钢铁、有色金属、建材和煤炭行业产生重要影响。因为基建的内部结构产

生调整，公路、铁路建设空间逐渐变窄，对行业的拉动作用变小。同时，国内消费总体疲弱态势也无法支撑进口。综合这三个因素，2023年的进口依然维持在低位。

这种状态意味着明年我国出口增速也会放缓，考虑到今年的高基数，全年将呈现负增长。由于欧美衰退幅度有限，我国出口总体小幅负增长。同时，明年能源价格相对稳定，国内消费短时间难以提高，进口下降速度更大，仍将呈现“衰退式顺差”，且顺差总体额度依然较大。

### 3) 企业和家庭部门资产负债表脆弱，去杠杆动机增强

一方面是现实的需要，另一方面是对未来不确定性的信心不足，企业和家庭部门都纷纷开启了去杠杆。疫后复苏三年以来，消费端的持续疲弱，大量下游企业承担了巨大压力，甚至可以说是在亏损中坚持，不断消耗原有积累。随着企业减员增效，就业市场竞争更加激烈，居民感受到了收入增长的寒意。随着持续的时间越来越长，“最后一根稻草”随时可能发生，产生非线性的滑坡。面对不确定性，社会的信息分化，全社会一致性预期的形成机制受到冲击，预期转弱问题存在自我强化态势。

企业部门，尤其是小微企业压力较大，脆弱性加大。从经济日报-中国邮政储蓄银行小微企业信心指数来看，近一年来，信心指数围绕52上下波动，今年4月降到最低点，随后连续三个月回升，三季度信心指数高于二季度，10月信心指数较9月上升。

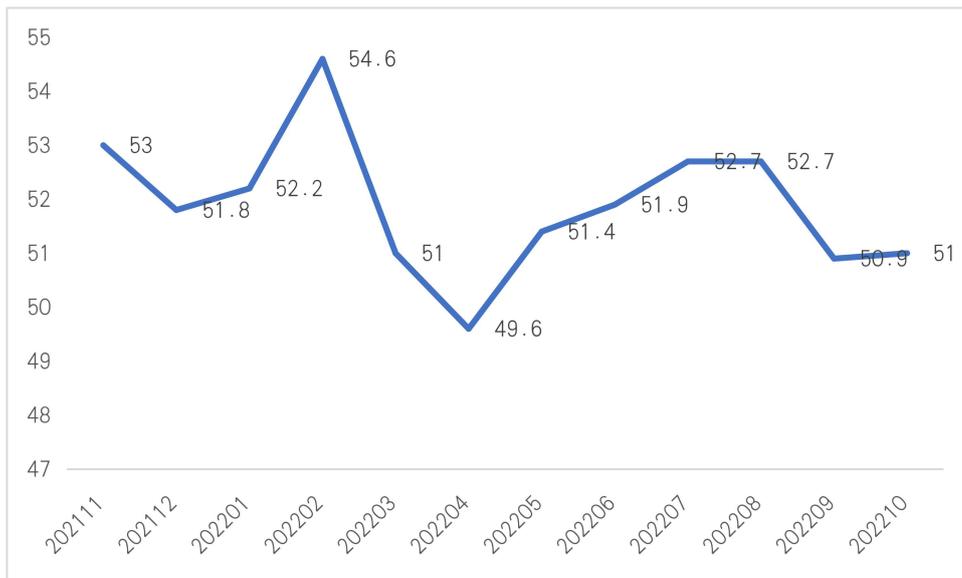


图 59 经济日报-中国邮政储蓄银行小微企业信心指数趋势

从阿里研究院 2022 年第三季度的调查结果来看，企业对未来成本上涨的担忧有所缓解，但对需求的预期再次跌落荣枯线，对员工招聘的信心也有所回落。企业的市场需求信心，在上季度出现大幅提升后、跃上荣枯线之后，本季度又出现明显回落、跌落荣枯线之下，表明企业对未来商机和新订单的乐观程度再次走低。员工招聘信心指数也有所下降，这与企业对于四季度招工活动的意愿偏弱有一致性。经营成本信心指数连续两个季度上升，表明企业对成本上涨的担忧在缓解，这与国家助企纾困政策主要集中在降成本领域、落地效果持续增强有密切关系，也与大宗原材料成本回落有一定关系。

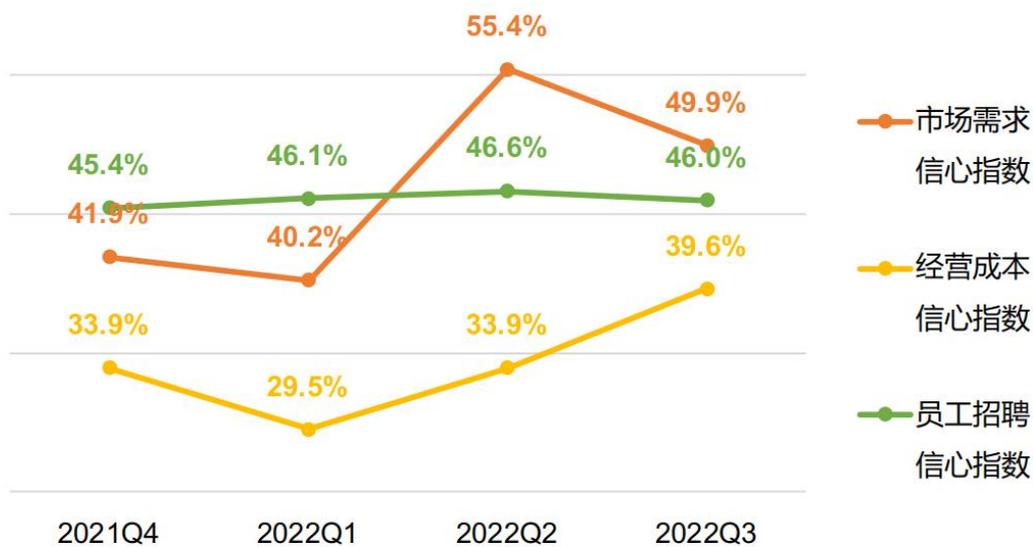


图 60 三类信心指数变化情况  
数据来源：阿里研究院 3 季度调查

疫情冲击预期方面，从邮储银行调查结果来看，各行业中小企业的预期都充满了不确定性，农林牧渔业预期相对乐观，认为经济已经从疫情中恢复或短时间就将恢复的农林牧渔业中小企业占比最高。分地区来看，各地区预期不明确也很普遍，其中西北和西南中小企业认为疫情影响已经过去的占比最低，分别为 11.5%和 9.1%。华东地区中小企业主预期相对明确，对疫情影响持续时间表示不确定的企业主占比最低。

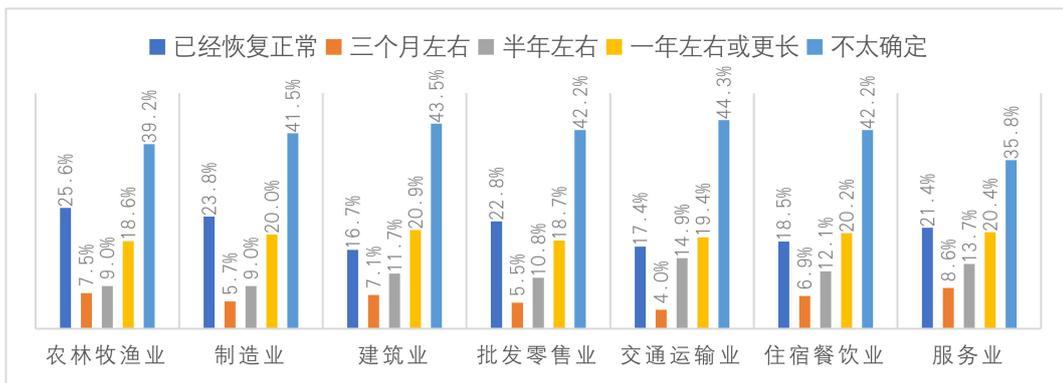


图 61 对于疫情对经济影响，您判断还要多长时间会彻底恢复正常，分行业

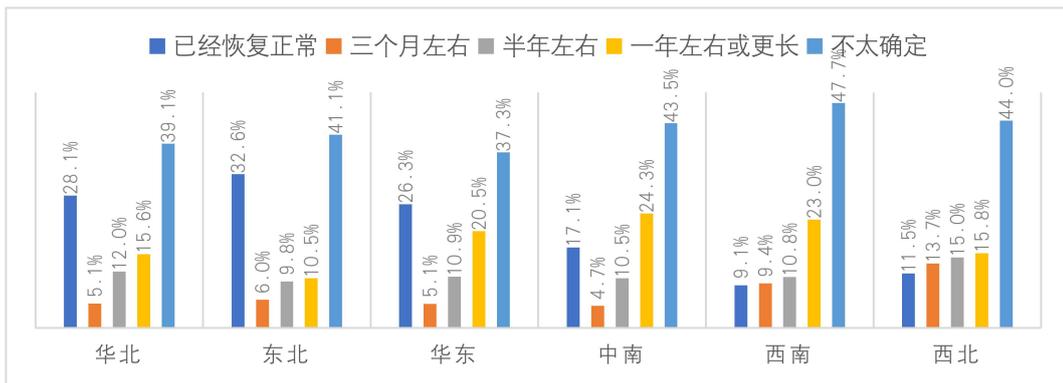


图 62 对于疫情对经济影响，您判断还要多长时间会彻底恢复正常，分地区

企业未来规划方面，疫情影响企业长期规划，15.6%的小微企业放弃原有扩张计划。从邮储银行调查结果来看，大部分企业表示将维持目前规模，6%的企业计划收缩。疫情打乱了约三成企业的经营策略计划，有15.6%的企业因为疫情放弃了原有的扩张计划，现在计划扩张的企业仅占4.8%。

总体上看，中国居民部门杠杆率全球适中。从居民部门债务与GDP(国内生产总值)的比值来看，根据BIS(国际清算银行)的统计，截至2021年末，发达经济体居民部门杠杆率普遍偏高，澳大利亚、韩国和加拿大等国均达到100%以上，美国接近80%，而发展中经济体居民部门杠杆率大多低于50%。中国居民部门负债率录得61.6%。但是我们要注意的，中国居民杠杆率的特征是上升快、负担重、结构性差异巨大。第一，2011-2021年间，受住房类贷款快速增长的影响，中国居民部门杠杆率共计上行33.8个百分点，增幅在全球居于首位。第二，结合收入情况看，中国居民债务收入比从2013年的68.7%一路上行至2020年的119.7%，居民端的负债压力增长迅猛。第三，居民债务压力分布并不平均。低收入家庭一旦陷入债务，负担更为沉重。根据中国家庭追踪调查数据，年收入低于6万元的有负债家庭中，平均债务收入比为285.9%，0.8%的家庭债务超过50万元。此次疫情影响最大的恰恰又是部分中低收入行业。根据2019年城镇非私营单位就业人员分行业平均工资数据，农林牧渔、住宿和餐饮、居民服务和其他服务业三个行业排名后三位。住宿餐饮等服务业是这次影响的重灾区，恢复十分缓慢，加剧了从业人员家庭资产负债表负担。

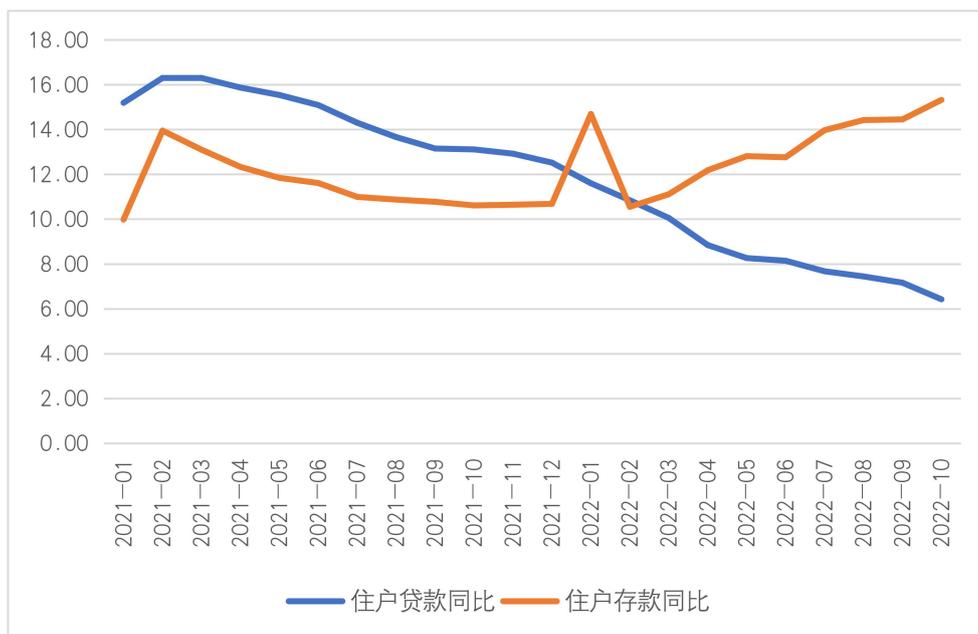


图 63 居民部门存贷款增速

#### 4) 深层次问题待解，市场信心还没有真正恢复，民营企业投资受到制约

首先，市场需求仍然是限制企业信心的重要因素。阿里研究院的调查显示，当前中小企业面临的市场需求依旧不强，超四成企业的商机不到正常状态的30%。将企业当前的商机（客流量、订单量）与常态相比，有41.1%的企业表示“仅为正常状态时的30%左右、甚至更低”，比第二季度的39.1%又扩大了2个百分点。18.1%表示“为正常状态的30%-50%”，17.4%表示“为正常状态的50%-70%”，15.7%表示“为正常状态的70%以上，但还没有完全恢复”，6.2%表示“已经完全恢复正常”，1.4%表示“因双11大促等因素，比正常状态要高”。

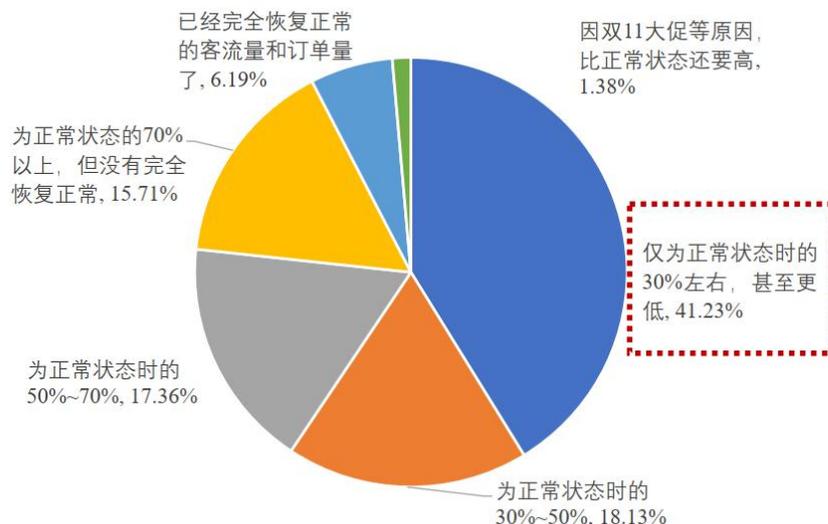


图 64 目前的商机恢复到常态的程度  
数据来源：阿里研究院 3 季度调查

企业的政策诉求也从侧面反映了当前市场需求低迷是影响中小企业发展的重大痛点难点。邮储银行调查发现，政策诉求中呼声最高的是刺激市场需求的政策，有 38.8% 的受访企业认为政府最该立即出台政策刺激市场需求。

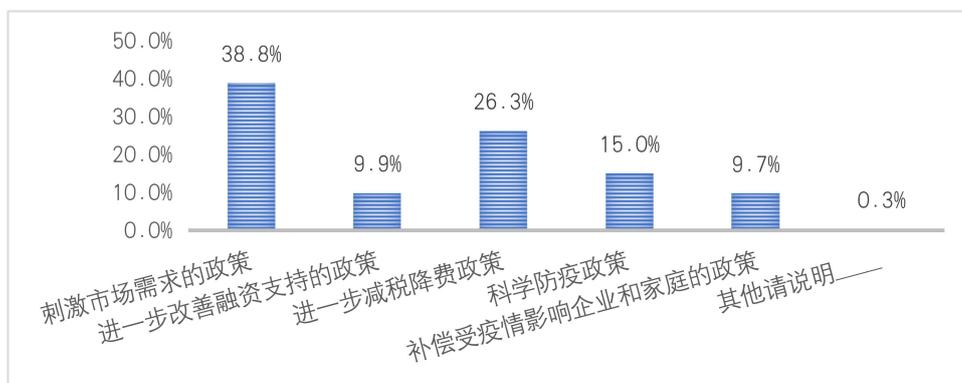


图 65 您认为政府最该立即出台的政策是

其次，企业和市场对于经济政策的深层次调整逻辑还不明确。近期不断有种种干扰市场主体，尤其是民营经济主体的言论。对于这些言论和观点需要加以正面引导，向市场主体说清楚政策方向。“二十大”报告等在实质意义上已经对这些问题进行了说明。但是，由于政府文件政治性较强，其话语体系是市场主体不太容易理解，而且容易产生误解。

## 5) 经济运行效率持续下滑

灵活供给和需求循环模式的核心是加快经济周转速度。当前，中国经济循环速度明显放缓，人员流动和货物流动特别是人员流动已经发生较大变化。数据显示，即使是在 2021 年疫情因素大缓和、经济恢复较为理想的时候，货运量也没有恢复到 2019 年疫情前的水平，更没有恢复到疫情前的增长趋势。2022 年全年货运量更是累计负增长。相比货物流动，人员流动放缓趋势更为明显，客运量在 2020 年 10 月恢复到峰值时也仅为疫情前 2019 年同期的 69%，此后则一直处于下降趋势，2021 年 12 月降至 2019 年同期的 42.9%、2020 年同期的 66.4%，2022 年 10 月则进一步降至 2019 年同期的 27.5%、2020 年同期的 39.85%，2021 年同期 58.8%。中国经济整体变得更“宅”了。

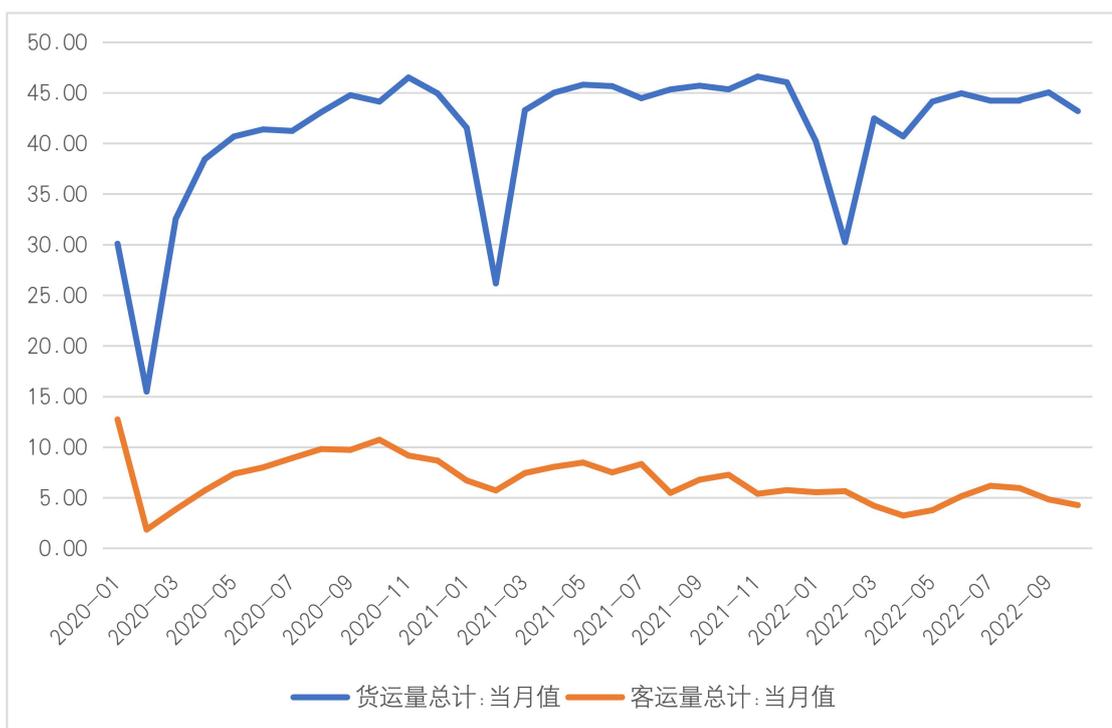


图 66 中国客运量和货运量绝对值走势

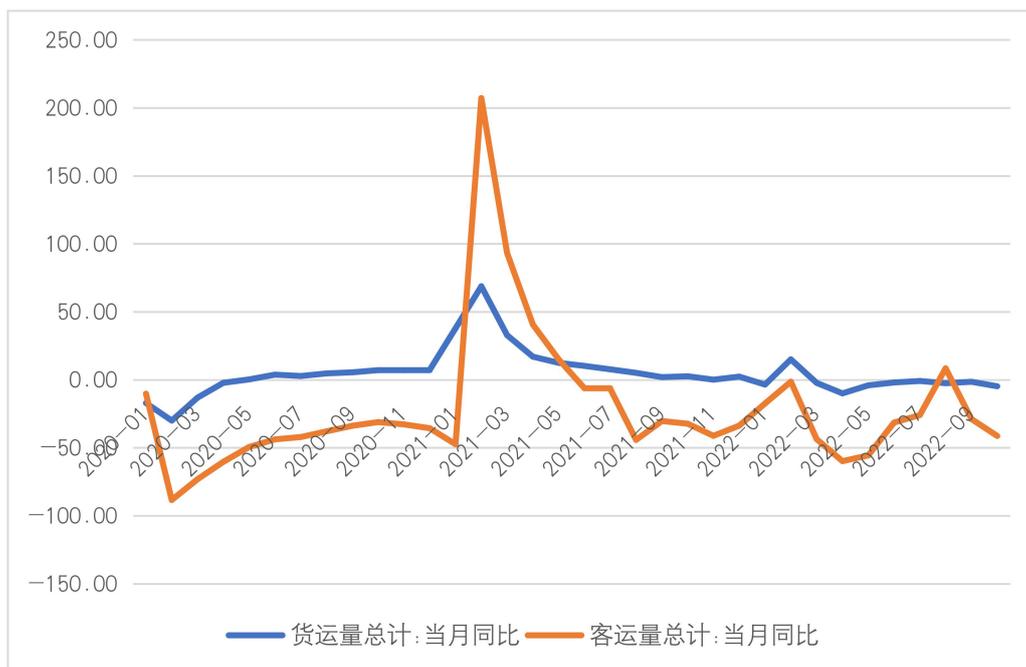


图 67 中国客运量和货运量当月增速

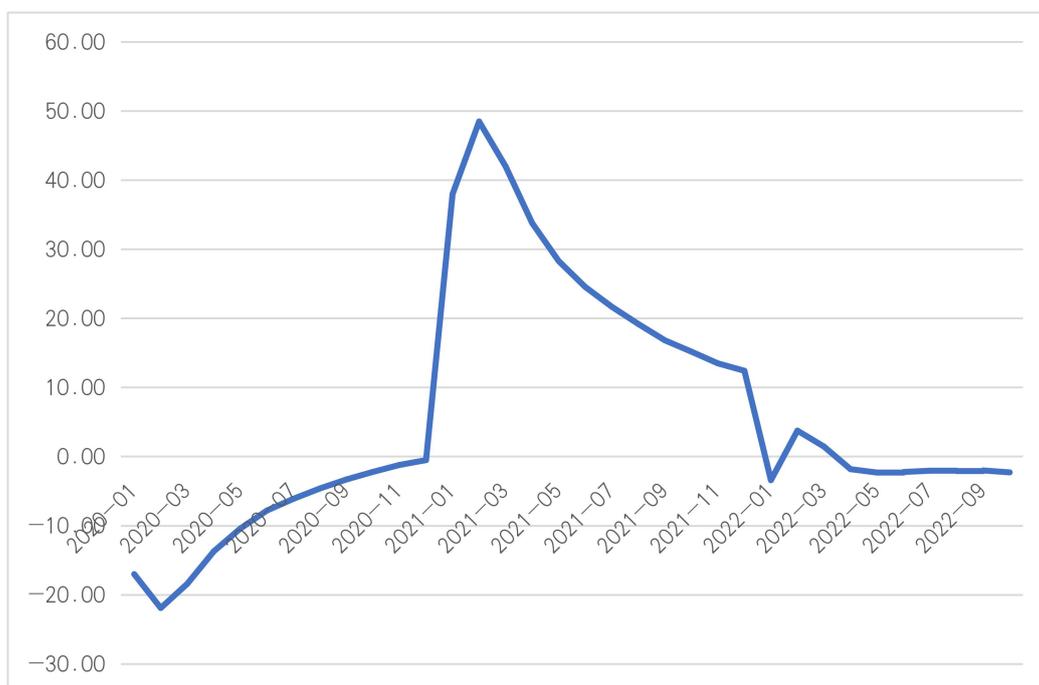


图 68 货运量总计: 累计同比

相比于货运和客运，更能反映中国经济运行效率下降的是两个剪刀差，即 M2 和 M1 的剪刀差，M2 和社融增速的剪刀差。可以看出，2018 年以来 M2 增速一

直快于 M1 增速，2022 年更是快于社融增速。由于 M2 更多是累积的货币，是循环的沉淀，这种增速的剪刀差表明，越来越多的资金在发放信贷后进入了沉淀，而不是转化为资金循环。拉动需求的核心力量是信贷转化为资金循环的效率，随着这种效率降低，必然导致的总需求不振。

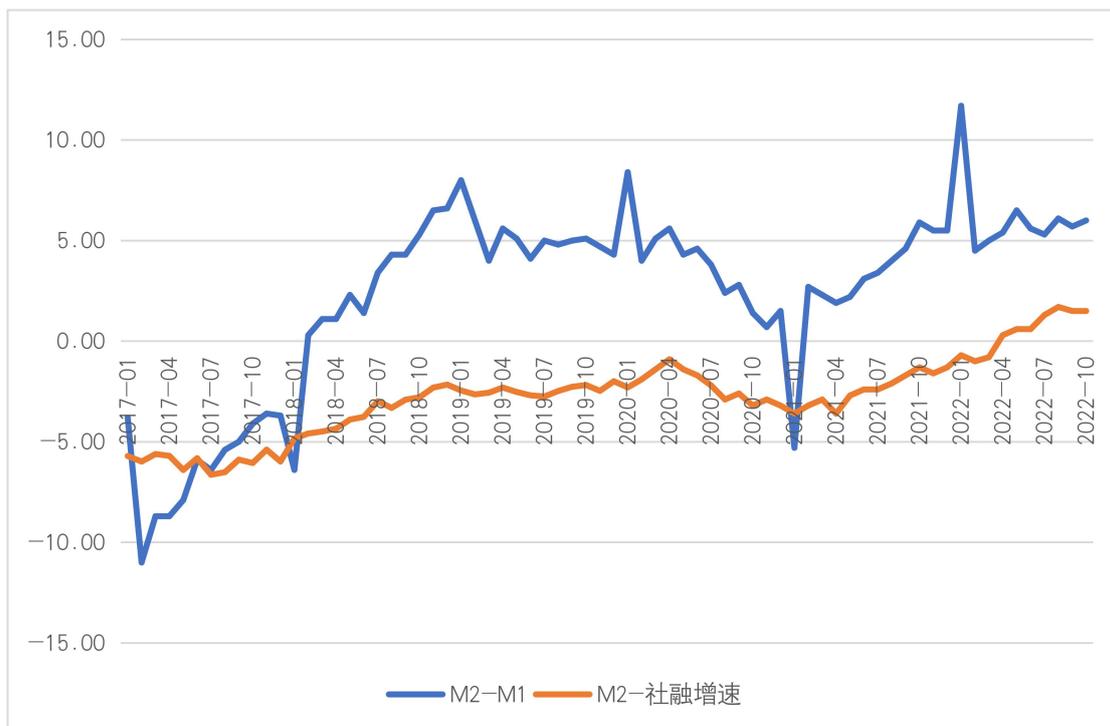


图 69 货币融资增速剪刀差

## 6) 高成本约束进一步增强

第一，我国正在进入老龄化社会，中青年劳动人口数量下降。2011 年开始，15-64 岁人口在总人口中占比开始下降。2014 年开始，15-64 岁人口绝对人数也开始下降。同时，女性劳动参与率下降，退出劳动力市场，成为全职家庭主妇。这使得我国劳动力数量下降，人口数量红利逐渐消失。

第二，我国过去全要素生产率的提高重要动力是对国际技术前沿的学习，通过引进模仿，快速提高全要素生产率，实现赶超。从过去的历史来看，我国对外开放加快时期，全要素生产率都得到了很大提升。一个重要的机制是通过开放带来了新技术，加快向世界前沿的收敛。随着我国日益接近国际前沿，技术模仿的

空间变小。

第三，由于此次全球化并没有带来包容性全球增长，甚至导致了对发展中国家的大量环境破坏等不对称影响，各国国内对参与这样的全球化意见不一。跨国公司产业链企业和金融企业积极参与，很多本土公司面临竞争举步维艰。在当前国际组织的调节能力缺失的情况下，全球化遇到了一战前面临的问题，国内政治议题开始起到了越来越大的作用，逐渐压过了简单的自由贸易和金融议题。在全球价值链面临重构的背景下，企业全球投资会逐渐放缓，这对于我国的出口和制造业生产会有较大影响。

第四，我国产业结构更多是市场规模扩大红利的结果，在人口数量和 90 后人群追求个性化偏好等变化下，需要进一步向质量型升级。但是我国企业的组织形式、内部管理和成本结构都更适应规模导向，而不是精细化品牌管理。这就导致了企业转型困难。

第五，环境约束增强。国内资源约束和全球变暖带来的环境冲击不断加大，传统的资源环境红利逐渐消失。

第六，增量改革市场化改革逐渐消失。在这个过程中，先是乡镇企业，后是各类民间经济主体的大量涌现，极大提高了资源配置效率，提高了生产率。但是，我们也观察到，增量改革的红利正在逐渐消失，进入存量改革时代。

这些因素的变化都指向我国正在进入高成本时代，经济增速存在下滑的压力。

## （二）主要风险

### 1. 土地资产的非流动性和房地产销售低迷在资产侧延迟房地产市场企稳

在“保交楼”等政策推动下，11月8日，中国银行间市场交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，合计规模约2500亿，11月10日首单200亿民营房企债券注册发行。2022年11月11日，人民银行、银保监会发布《关于做好当

前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，出台十六条措施支持房地产市场平稳健康发展。在政策支持下市场将逐步企稳，但是有三个因素有可能会带来进一步的风险。

第一，在结构性因素主导房地产企业资产端，政策性因素主导负债端的大趋势下，目前的政策能够起到“续命”的作用，但是难以真正完成企业的业务模式转型。业务如果要转型，关键是要盘活资产。但是，在结构性因素使得三四线城市土地价值降低的情况下，由于土地的非流动性，使得企业转型极为困难。

第二，房地产企业购买土地存在收回风险。在 2021 年，房地产企业购置了一批较高溢价率的土地。在当前的市场环境下，这部分土地是无法开工的。开发商在拿到《国有土地使用证》证满二年未动工开发的，政府可以无偿收回土地使用权。对于土地闲置认定满 1 年以上未满 2 年的，将按规定收取土地闲置费。对于土地闲置认定满 2 年以上的，市县国土部门报请同级政府批准后，就可注销其土地登记和土地证书，同时由计划、规划、建设等部门撤销相关批准文件，无偿收回土地使用权。近日，恒大在港交所发布公告称，武汉市江夏区人民政府作出关于无偿收回本集团恒大武汉科技旅游城项目 11 宗土地的行政决定，仅针对该项目的其中 11 宗土地，不涉及该项目的其它地块。该项目总计 24 宗土地，净用地面积 5,065.8 亩，此次武汉政府无偿收回的 11 宗土地涉及净用地面积 2,071.3 亩。

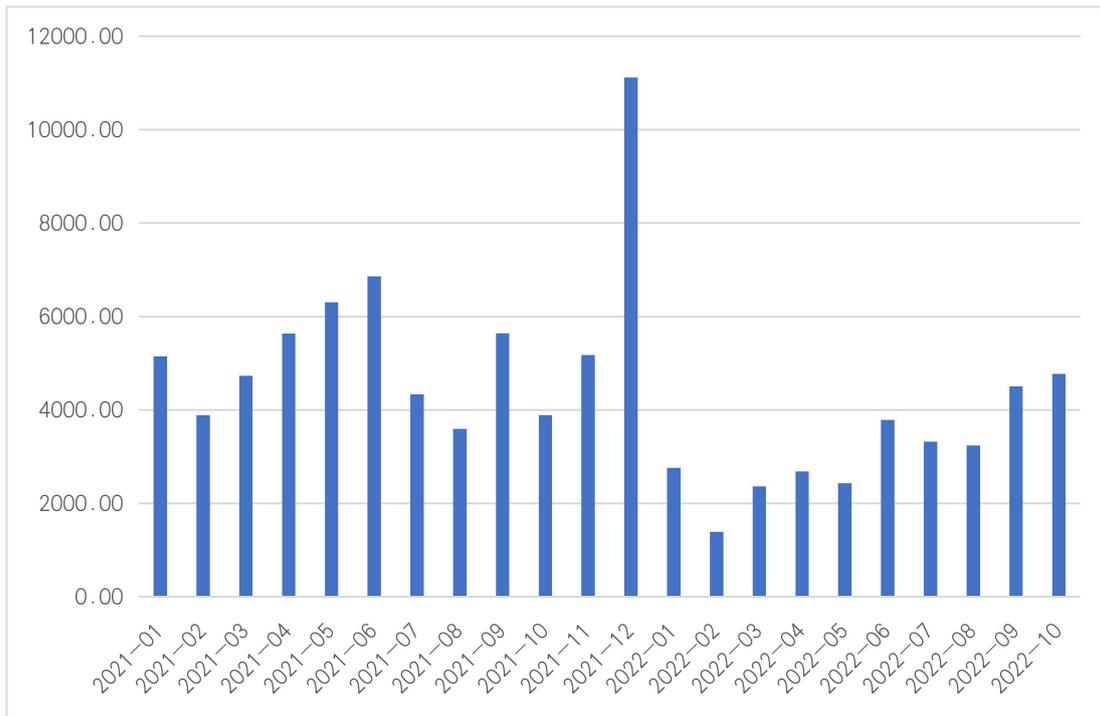


图 70 全国住宅类用地成交土地占地面积（当月值）

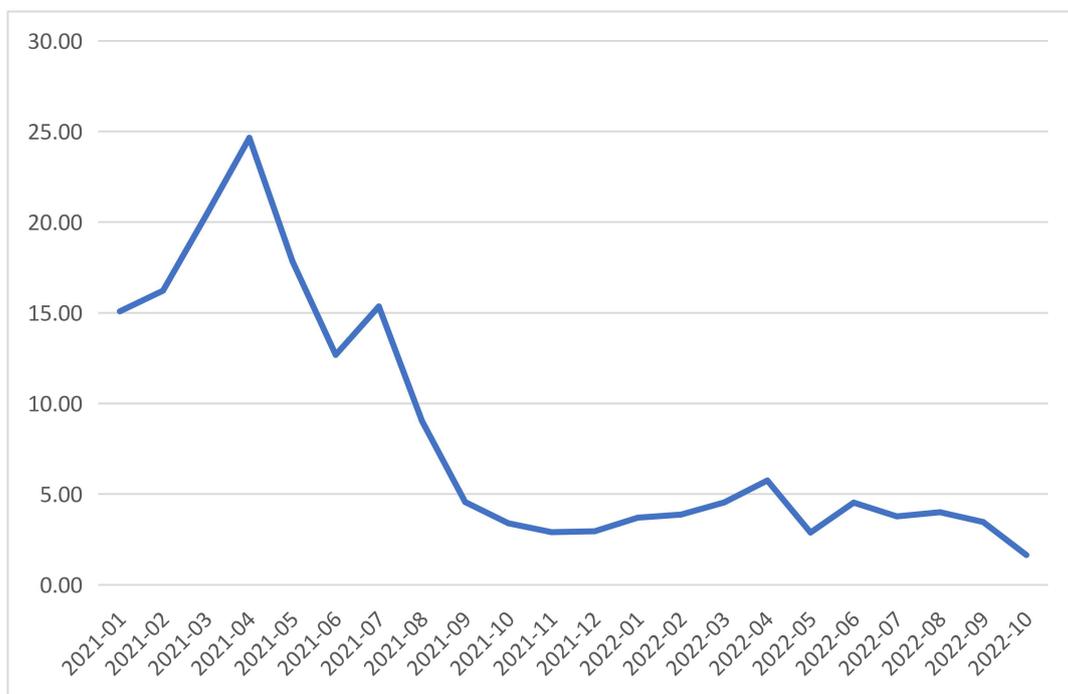


图 71 全国住宅类用地成交土地溢价率（当月值）

第三，在居民去杠杆的大趋势下，2023 年房地产销售难言乐观。这意味着

从收入端进行改善，困难较大，需要谨防部分房企收入下滑导致的企业风险。

## 2. 地方政府融资平台收入低增长，债务风险加剧

地方融资平台诞生于地方政府财权事权矛盾下，是我国财税体制演变中的特有产物，其债务迅速扩张的背后实质上也是地方政府“债务—投资”驱动模式的不断强化，融资平台在地方经济发展、城镇化建设中不仅是地方政府的融资代理人，替地方政府发挥了重要的融资作用，更是其“债务—投资”模式的代理人。基于这种特殊的政企关系，融资平台成为地方政府隐性债务的最主要载体，根据中诚信国际估计，2021年末，地方政府隐性债务规模在48.5-56.7万亿之间，为显性债务的1.60-1.87倍，其中融资平台相关债务占比接近八成，是隐性债务的重要组成，也成为当前防范区域财政风险需要关注的核心问题。

2014年以来，地方政府尽管获得独立举债权，但在发债限额约束及地方财权事权仍不匹配的背景下，发行地方债这一“开前门”举措难以真正满足地方实际资金需求，且在全面加强基础设施建设但地方财政持续承压的当下，地方基建资金缺口进一步放大。同时，地方债仅由省级政府发行，伴随近年来新型城镇化的深入推进，基建下沉趋势进一步确定，对于融资需求更高的地市级政府仅能通过省级政府实现债券融资，融资效率及灵活性均较低。因此，各级地方政府尤其是基层政府对融资平台仍有一定融资依赖，中央关于划清地方政府与企业界线的政策要求在财政压力较大的地方较难落地。

城投业务仍以公益性为主，需依赖地方政府实现盈亏平衡。由于过去城投一直承担地方政府融资职能，二者财务关系难以明确区分，债务权属透明度低。其中的典型融资模式即政府赋予城投土地使用权，城投利用土地使用证融资以进行基础设施建设，此后通过土地出让收入偿还前期借款，在此模式中土地收益是外部融资的重要担保与还款来源。但在当前房地产深度调整、土地出让持续低迷的背景下，土地收益难以作为城投偿债资金来源，债务滚动承压，愈加依赖政府补助。同时，从城投承接项目性质看，基于多年来的特殊融资职能，城投项目主要为政策导向型，依赖地方政府的协调划拨，且集中于资金投入大、投资收益少、回收期长的公益性基础设施项目，投资结构较为单一，缺少足以支撑公益性项目

的经营性项目收益来源，依靠平台自身经营难以实现盈利和现金流的平衡，需要依赖借新还旧实现资金周转，借新还旧比例持续处于 80%以上高位，并需要通过政府补助等方式实现盈亏平衡。

需警惕城投风险在政企间传导并对外蔓延成区域财政风险。

**第一**，地方财政承压下政府支持受限，弱区域城投风险或进一步释放。今年以来，疫情冲击叠加大规模留抵退税实施，房地产持续低迷下土地市场疲弱，地方财政收入增长乏力，而财政支出保持较强度，财政收支矛盾较大，上半年仅 5 省一般公共预算收入同比正增长，超八成省份财政平衡率出现回落，中西部压力尤为凸显。一方面，地方政府对城投的支持能力及意愿均会进一步受限。城投的政府回款及应收类款项可能会进一步增加，资产质量下降，流动性压力也将增大，部分依赖政府补助的平台甚至可能出现利润亏损；而且城投展业也将面临更多困难，例如资金、项目的双重回落，以及由此带来的业务稳定性、市场化业务风险敞口等问题。另一方面，弱区域债务风险将被动攀升，城投再融资将进一步承压。目前城投融资面临以区域债务率指标为标准的融资限制，财政承压或带来债务率的被动攀升，导致城投融资进一步收紧；同时，在二十年来地方政府性债务扩张过程中，金融机构对于政府投资项目广泛存在政府“兜底”幻想，对城投的认可度也与地方政府的支持意愿与能力、政企关系等密切相关，政府支持的弱化也将影响金融机构的支持意愿，但同样需关注政府支持弱化下城投流动性压力凸显、贷款还本付息承压或导致金融机构信贷资产质量恶化风险。

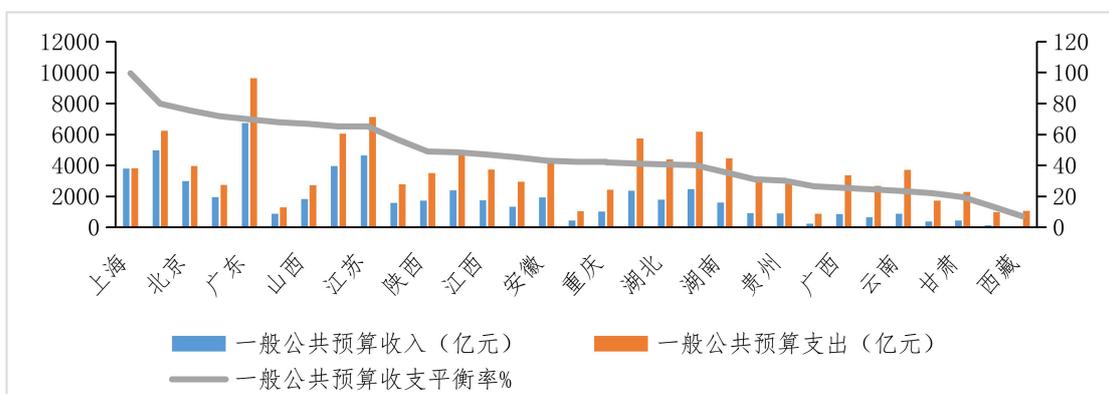


图 72 地方财政承压，中西部地区政府支持能力尤为受限(2022H1)

第二，地产低迷拖累土地财政，警惕房地产行业风险向平台负面传导。7月以来，河南、江苏、湖北等多地“停工断贷”风波持续发酵，进一步打击市场对房地产行业的信心，房企在融资和销售回款双重承压状态下，资金链或将持续处于紧张状态，拿地更趋保守，或对相关区域土地市场及地方政府财政带来一定影响，拖累土地财政进一步弱化。为“稳地价、稳房价、稳预期”，近期中央和各地政府均出台了一系列改善性政策，但房地产行业整体仍处于低位徘徊，且结构分化显著，考虑到二十大报告中再次强调坚持“房住不炒”基调，房地产调控大方向不会改变，后续政策落地效果仍有待观察。在土地市场持续低迷背景下，对土地出让依赖性较高的地方政府对相关城投企业支持力度或有所下降，尤其是对从事城市开发与土地整理的城投企业而言，所依赖的政府回款将减少，信用风险加大。此外，为落实“保交付、保民生”，部分城投企业承接了房地产项目或更多参与保障性安居工程等建设，为相关城投企业创造新的发展机会，但应当正视城投企业因管理逻辑、经营模式、资金周转等差异面临的转型挑战，警惕贸然布局地产业务导致城投陷入新的经营困境，同时警惕房企流动性危机向城投平台负面传导，放大系统性风险。

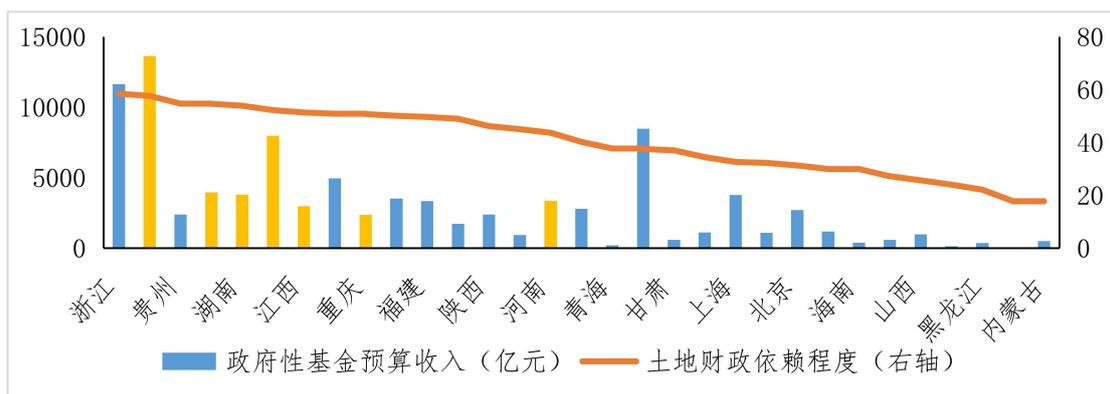


图 73 部分区域财政收入对土地出让依赖较高 (2021 年)

第三，严监管下城投紧融资难有较大转变，偿债高峰下尾部风险或持续暴

露。在严控隐债基调下，部分平台融资持续面临区域、主体双收紧，信贷、债券、非标三大融资渠道依旧受限，叠加城投债到期高峰来临，2023 年到期和回售规模约超 2.4 万亿元，债务滚动持续承压背景下，城投信用风险大概率不断释放，虽然发生公募债券实质性违约的可能性较低，但城投债技术性违约、非标违约等事件或进一步趋常态化，尤其是中西部地方政府财政明显承压、支持能力明显弱化的区域，尾部风险暴露几率持续增加。从目前城投非标违约情况看，多发生于财政实力比较弱的云贵、内蒙古等地，这些区域内地方国企互保担保现象较多，同时在债券发行中设置了交叉违约等特殊条款的情况也越来越多，需关注非标违约风险通过担保链、特殊金融条款传染蔓延的可能。同时，近年来多起城投债技术性违约，如 2018 年兵团六师、2019 年呼经开、2020 年吉林铁投等持续动摇市场对城投刚兑的信仰，近期“19 兰州城投 PPN008”技术性违约事件也进一步加剧了市场对弱区域城投的关注与担忧，且省会城市城投出现违约对区域融资环境影响相对更大，二级市场动荡将进一步加剧后续一级发行难度。

**第四，促基建政策持续加码，地方有限财力下城投再融资分化或加剧。**2022 年以来，一系列促基建措施陆续出台，例如调增 8000 亿政策性银行信贷额度、增加 6000 亿开发性金融工具、盘活 5000 多亿专项债结存限额等，叠加十四五规划落地、二十大定调高质量发展目标，城投企业作为地方基建的主力，或迎来更多政策支持，政策的边际调整也将利好部分城投。但这并不意味着城投监管环境的放松。在隐性债务严监管不改、地方财力有限下，城投企业或面临“两层分化”。参与重点项目建设如“两新一重”领域、乡村振兴领域、新型城镇化等的城投企业或在有限政府财力下获得更多融资支持、更优质的经营资产，有利于自身信用实力提升，而未承担重要职能的城投企业安全边际或有所下滑，再融资或进一步受限。同时，对于承接重点项目的城投而言，同样面临一系列展业风险，例如向新基建等新领域拓展业务时，面临新旧业务衔接问题，易引发投资决策、资金占用、整合管理、运营等风险，“投融建管营”均得到合理处置的情况下城投信用能力将得到提升。

**第五，省以下财政体制改革持续推进，强弱区域城投风险或加速分化。**近年来，全国近五成区县财政自给率不足 30%，该比例明显高于省级和地市级，且

区县财政自给率中枢同样低于省级和地市级。在国发“20号文”推进省以下财政体制改革背景下，区县级城投在区域、业务、融资等方面或面临进一步分化。一方面，由于我国各区域经济财政状况不同，基层财政资源及实际可支配能力各异，不同区域区县财政边际利好程度不一，对当地城投信用实力亦有不同程度的影响。强区域城投或在省级政府帮扶力度加大下，加速市场化转型，提升自身信用资质；而弱区域且未承担重要职能的弱资质区县城投大概率面临因地制宜地清退整合，需警惕信用风险加速释放可能。另一方面，在新的财权与事权机制下，各级政府及财政间的权责关系将更为明确，基建“属地投资”原则弱化，部分区域内相关市县城投业务或面临一定结构性收缩，融资需求或有所抑制，需关注部分城投业务调整后的信用资质变化。此外，国发“20号文”强调加强开发区政府性债务管理，严监管下各类开发区尤其是弱区域开发区城投发债或进一步受到约束，举债融资需求或被合理限制在有限财力内，城投债净融资面临下滑及区域分化可能。

### 3. 地方政府资产负债表进一步恶化，保运转和保民生压力加大

地方政府、平台公司、地方产业内国企之间关系密切，风险相互交织，容易出现风险在同一区域内的三者之间相互传导。从地方政府与平台公司关系来看，尽管近年来政策持续推进城投公司信用与地方政府信用持续剥离，但当前平台公司与地方政府在业务及资金往来等方面仍存在较为密切的关系，平台公司的信用状况仍较为依赖当地经济发展水平和财政实力，平台公司能否顺利从地方政府收回款项对于其企业资金状况、相关债务偿还也将产生重大影响，而当前土地市场持续低迷也对弱化了地方政府能够回款的及时性和能力；反过来由于平台公司公益属性较强，当地政府对其支持力度往往最强，平台公司债务的快速增长可能导致地方政府整体债务负担加重，根据中诚信国际统计，截至2022年上半年，平台公司<sup>1</sup>有息债务约52万亿，其中短期债务占比上升至20%左右，流动性压力逐步加大，由于缺少足够的经营性项目收益来源，依靠平台自身难以实现盈利和现金流的平衡，特殊的政企关系之下地方政府或将面临更大的债务压力，是当前防范区域财政风险需要关注的核心问题。产业类国企经营业务更加市场化，与地方

<sup>1</sup> 仅以披露2022年半年报的发债平台为样本。

政府的关联度相对于平台公司更低，但作为地方经济的重要组成部分，也能够对地方财政经济实力产生影响。而股东身份则决定了地方政府在对产业类国企债务处置方面仍具有一定的责任和义务，特别是对当地经济及就业具有重要作用的国企，一旦债务处置不当，可能对整个区域的信用环境形成较大冲击。而产业类国企及平台公司之间则可能因互联互保而存在风险的相互传导，从目前城投非标违约情况看，2021年以来共有42家平台发生28起非标违约事件，其中，18家平台仅作为担保方违约，7家平台既作为融资方违约、又作为担保方违约，且多集中于云贵、内蒙古等地，尤其需关注财政实力较弱的中西部区域内地方国企信用风险通过担保链条、特殊条款等传染蔓延的可能；除此之外，同样作为地方政府可控制或协调的资源，当重要国企出现债务危机时，地方政府可能协调辖区内其他国企对其进行救助。

二十大报告提出，要牢牢守住不发生系统性风险的底线，在当前地方政府收支压力有增无减、融资平台再融资压力较大、地方产业类国企风险犹存的背景下，需要警惕三者之间风险交织带来的区域财政金融风险问题。特别是考虑到，区域性商业银行的资产中，同区域产业类国企和城投占比较高，区域性金融机构与区域内经济主体深度捆绑，一旦实体端资产质量大面积恶化，会导致风险向辖区内金融机构传导，形成财政金融风险的共振，进而引发区域性系统风险。在这种情况下，应当继续宏观政策需要保持连续性，坚持稳增长与防风险双底线思维，防范多重风险交织下的财政金融风险共振，确保不发生系统性风险底线。

#### 4. 俄乌冲突长期化催生进一步地缘政治风险

俄乌冲突自2022年2月下旬爆发以来，引发全球能源供给危机和粮食安全危机，成为影响2022年全球政治经济走势的最大不确定性因素之一。从目前的战局和未来世界经济、政治发展格局看，俄乌冲突将长期化。1) 俄乌冲突主要方目前没有和谈的迹象，乌克兰方面希望积极进攻，俄罗斯进行了战略性调整；2) 俄罗斯开始大范围攻击乌克兰本土基础设施；3) 在欧美持续资助下，乌克兰开始对俄罗斯本土进行袭击和骚扰；4) 芬兰和瑞典加入北约带来的局势变化；5) 北约对俄罗斯打击和遏制的战略全面升级，导致俄罗斯出现各种变异；6) 英美

等国利用乌克兰危机绑架中国，对中国采取捆绑式的制裁，导致我国进行反击。

## 5. 产业链结构性变化引发出口增速超预期下滑

随着我国面对外部环境的结构性变化，我国的产业链可能在未来一段时间发生较大变化，带来出口增速的超预期下滑。产业链外迁在 2023 年一个核心的爆发点在于欧美产品更新换代，更换零部件供应商。我国在面对美国贸易战，依然可以保持不可替代性的一个原因在于一代产品是很难更换供应商。供应商一般都会参与产品的研发，形成共同的“默知识”。疫情延迟了产品更新换代速度，2023 年将逐步进入到更新换代的周期。在结构性因素推动下，产品更新换代周期可能会导致产业链的迅速变化。在信息成本的推动下，产业链的变化具有极大的不确定性和不可预测性，需要加以重视。

## 6. 汇率宽幅波动引发金融市场震荡

在美联储加息放缓的环境下，明年跨境资金流动态势将会放缓，有利于汇率保持稳定。但是，有两个因素可能导致汇率在总体稳定的态势下宽幅震荡。首先是美联储的加息周期延长，并且具有极大的不确定性。面对这种情况，市场预期可能会随时发生改变，引发各种超预期波动。其次，汇率不仅仅由经济中利差等因素决定，更是受到地缘政治等影响。在欧美调整经济循环模式的情况下，更加追求军事因素，更加影响全球能源安全，地缘政治扰动加大。在汇率发生加大波动的情况下，国内资本市场可能会出现较大震荡，引发国内预期变化。

## 7. 青年劳动就业问题长期化

现在存量就业压力仍在农民工，但增量就业压力已转向高校毕业生。保就业就是要保农民工就业；促就业则是促高校毕业生就业。这是国民经济就业管理的两大核心任务，相对而言，第二个任务要更艰巨，更难应对。因为农民工失业主要表现为周期性失业，用常规的就业干预手段就可以解决；而青年人失业相当部分是自然失业，在短期内用常规手段干预难以奏效。

今年 16-24 岁青年劳动力的失业问题愈发严峻，失业率持续攀升，波动幅度

较大，且修复能力弱，呈发散趋势。2018年1月至2022年9月该群体调查失业率不断攀升，累计增加了8.7个百分点。在这一过程中，失业率的峰值和底部均在不断抬升。分时间段来看，2018年1月至2020年1月失业率增长幅度相对较小，仅上升了1.3个百分点；但2020年2月疫情蔓延以来，失业率持续上升，并没有呈现出收敛的趋势，于2022年7月达到峰值19.9%，创造历史新高，年均增长2.9个百分点。

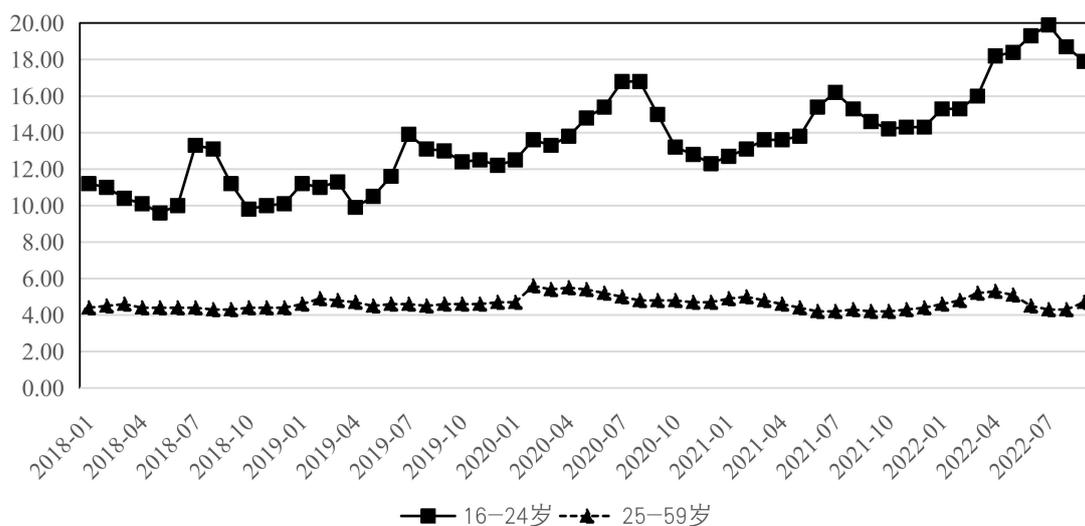


图 74 不同年龄段就业人口调查失业率的波动轨迹对比 (%)

从近年来大幅度提升的16-24岁青年劳动力失业率来看，周期性失业已与结构性失业、摩擦性失业明显交织在一起，周期性的、过渡性的因素对长期的、结构性因素起到了推波助澜的作用。长期面对技能不足的就业困难会严重打击青年失业者的求职信心，进而退出劳动力市场。近年来，高校毕业生“家里蹲”、“躺平”等现象越来越多，究其原因，很大一部分高校毕业生就是丧失了求职信心而选择退出劳动力市场。毕业后从未工作过是2020年城镇青年劳动力失业的主要原因，在16-19岁和20-24岁年龄段失业原因构成中所占比例分别高达56.3%和59.4%，为所有年龄段均值（18.7%）的3倍，而且女性青年毕业后从未工作过的比例在两个年龄段均要高于男性，分别高出5.6和5.8个百分点。这表明16-24岁青年失业群体中半数以上都是因求职信心被打击或者就业期望过高而导致的摩擦性失业，求职过程中的性别歧视也增强了女性的摩擦性失业。

## 8. 低收入群体保障不足，社会风险加剧

由于自身的选择空间小，疫情和周期性因素直接冲击低收入阶层，成为社会成本的主要承担者。面对冲击，由于抵御能力相对较低，容易产生较为严重的社会后果。居民名义收入增速基本与名义 GDP 增速持平，但是疫情期间持续低于名义 GDP 增速。一方面，这回拖累消费增长，另一方面，持续的宏观与微观感知差异导致部分群体产生不安情绪，社会风险加剧。

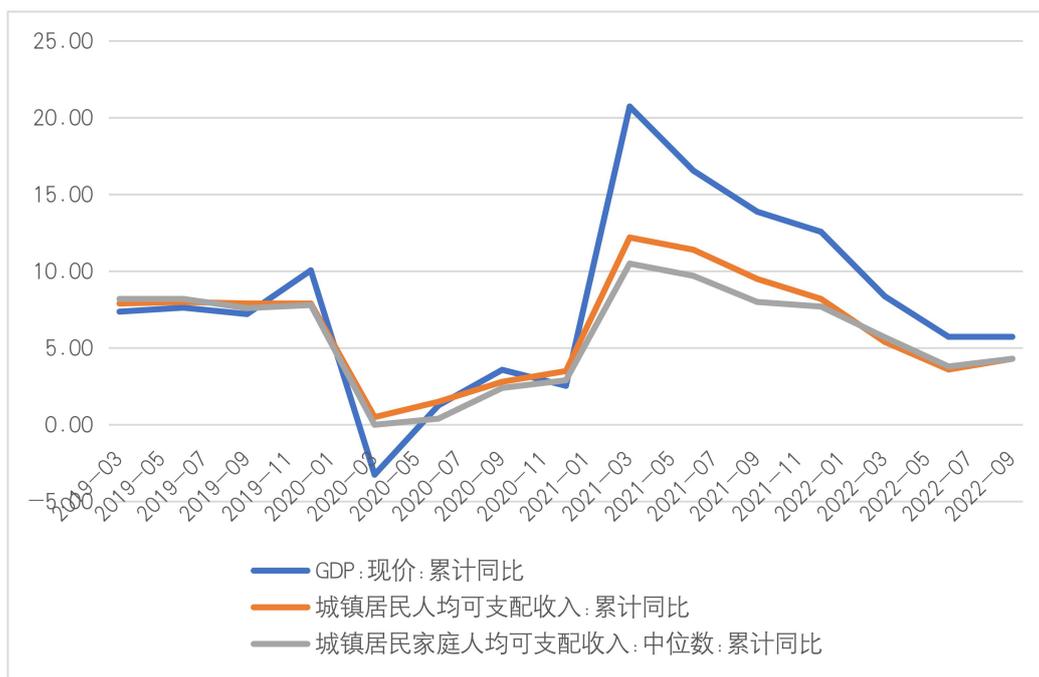


图 75 居民收入和名义 GDP 增速

## 9. 极端天气风险加剧

近年来，全球极端天气事件频发，已成为影响经济安全的重要风险。2022 年夏季高温干旱导致南方用电紧张，影响了生产秩序。近年来，全球极端天气气候事件频发，引发公众对罕见事件不“罕见”的担忧。这种频发背后是全球变暖的折射。根据联合国政府间气候变化专门委员会（IPCC）第六次评估报告，最近 50 年来，全球变暖不仅带来了全球平均温度的升高，还导致了极端天气气候事件呈现出频发、广发、强发和并发的趋势。世界气象组织发布报告也显示，过去 50 年（1970 年至 2019 年间），由于气候变化的影响，灾害数量增加了 5 倍。

极端天气风险主要体现在三个方面。第一，极端天气从供需两端对能源系统产生影响。供给端，极端天气扰动水电和风电供给，从而造成电力紧张；需求端，极端天气加剧用电和燃气需求。第二，极端天气会加剧病毒的跨物种传播。根据《自然》杂志的估计，未来50年内，每年大约发生300次左右的病毒跨物种传播，产生了未来病毒大流行的风险。第三，极端天气扰乱农业生产，危及粮食安全。

## 10. 行政性宏观政策扭曲市场资源配置，导致短期问题长期化和新的结构性扭曲

我国目前各级政府、各大国有企业、大量民营企业都已经将工作聚集在国家重大战略上来。尤其是地方政府，因为行政考核的需要，所有行动都是围绕国家重大战略部署上。这有利于凝心聚力，团结一致向前进。但是，由于地方政府、国有企业和国有金融机构具有的锦标赛思维，容易将一致的目标放大为不顾自身条件，全部资源投入某项工作中去。这容易导致行政性的宏观调控政策出台，扭曲了市场资源配置，导致资源效率下降和结构性扭曲加剧。例如，我国要追求科技自立自强，但不是所有地区都适合搞原创研究。我国要建设双循环新发展格局，不是所有地方都要自我循环。这种行政性扭曲往往表现为地方政府形式主义、官僚主义严重，不从自身出发，盲目追求过高的目标产生扭曲。

## 第六部分 政策建议

### （一）科学设定政策目标与政策原则

2023年经济增长目标的设定应当考虑以下几大因素：1) 供需两端不对称的收缩和产出缺口的最新变化；2) 充分考虑疫情带来的供给损失和潜在供给瓶颈因素的存在；3) 为了更好地回归“十四五”期间中国经济的潜在增长率、衔接“十四五”和2035远景目标；4) 要解决1000-1100万左右城镇新增就业，同时考虑GDP就业弹性的下降带来的冲击；5) 必须为各类结构性政策的出台留出经济缓冲空间，适度提高宏观经济对各类改革、风险控制、结构调整的弹性和韧性；

6) 必须充分考虑欧美经济循环模式调增带来的全球化转型和产业链重构; 7) 引导预期, 稳定企业与居民收信心。综合考虑上述因素, 在报告基准预测的情形下, 建议 2023 年经济增长目标设定为 5%。

在设计宏观政策中要高度重视 2023 年可能面对的复杂情况, 坚持稳中求进。在不断优化疫情精准防控措施, 提升防控效率的大背景下, 国内外结构性因素正在加速进入变化的临界点, 处在关键的转换期, 同时, 总需求收缩和信心不足等周期性下行因素延续。结构性因素和周期性因素, 国际和国内经济动能调整期叠加要求小心谨慎审视经济运行背后的主导力量和新变化, 保持经济稳定运行在合理区间。同时, 2023 年也要抓住“二十大”红利期。通过二十大进一步明确中国经济发展的道路, 及时推出其实可行的新举措, 提升企业和居民信心, 激发经济发展新动能。

2023 年在政策推行过程中要充分考虑疫情这个大环境, 政策要注意一定的优先级, 有序分类, 精准实施。宏观政策首先还是要做好纾困兜底工作, 守住底线。其次, 在不断优化精准防控政策的过程中, 高效推动涉疫地区复工复产, 促进经济平稳运行。再次, 综合运用各种宽松积极的政策手段, 推动经济扩张。最后, 通过改革加快构建新发展格局。

最后, 2023 年的宏观政策要突出重点, 不能仅仅采用应急政策, 更要针对性解决深层次问题。由于业务模式需要进行调整和重构, 需要对房地产系统性设计盘活资产、企业转型等相关政策体系。针对国内外经济动能变化和疫情冲击, 综合性解决中小企业内生动力不足问题。同时, 在系统性基础上, 突出重点, 选择结构性问题和周期性问题交织领域推动改革。

## (二) 抓好三个突破点进一步精准疫情防控

### 1. 进一步凝聚共识

在“二十条”优化措施之后, 要进一步通过信息透明化, 凝聚社会共识。防疫政策能够有效落实需要社会共识。对于奥密克戎病毒, 社会上有种种不同的想

法。政府需要进一步回应重大关切问题，让社会形成共识，降低防疫成本。

## 2. 统一各地方防控政策执行标准

“二十条”优化措施等的出台，就在于明确地方防疫标准，防止层层加码。但是目前各地的执行并不尽相同，导致“外防输入”成为了外防省外往返人员，进一步降低了客流和物流。

## 3. 国家层面进一步明确标准，着力解决跨省市人员流动问题

“二十条”措施明确了处置标准，在本地行政区域内的防控措施得到了优化便利人们的生活和生产经营活动。但是，各地对外来人员管控标准不一，“落地检”之后管控政策不一致，尤其是返回当地后管控政策存在很大的不确定性，影响人员流动，需要进一步明确标准，着力优化和统一。

### （三）用好“二十大”红利，突出重点深化改革

在系统性基础上，以激发市场主体活力为核心，重点推进财税体制改革。在复杂的结构性因素加速转变期，改革需要加强顶层设计和统筹安排。在此基础上，更需要进一步针对性突出重点来深化改革。建议 2023 年改革的重点需要在结构性因素与周期性因素交织点推进，一箭双雕，以改革推动经济新动能落地，从制度上舒缓地方政府财政压力，矫正地方政府激励。

#### 1. 1994 年分税制改革

我国当前的财税体制是建立在 1994 年分税制基础上的。当时改革背景第一是税制不合理，税收流失严重，税收占国民生产总值的比重不断下降，造成财政困难，特别是中央财政困难。第二是在税制方面没有为企业创造公平竞争的环境，影响国有大中型企业活力。第三是税收在调节地区发展和个人收入分配方面没有发挥应有的作用。第四是一些地方越权减免税收和变相增加税收使税法的严肃性和税制的统一性受到损害。面对这些问题，如果不能及时得到解决，不能与社会主义市场经济建设相匹配，削弱公有制的基础地位和中央政府的宏观调控能力，

加剧分配不公的矛盾，影响经济的发展和社安安定。所以，1994年的财税体制改革目标是为适应社会主义市场经济发展的需要，加快税制改革和有关配套改革。

为了更好地落实分税制，实施了一系列配套改革。首先是改革国有企业利润分配制度；其次是同步进行税收管理体制改革，建立以增值税为主体的流转税体系，统一企业所得税；再次是改进预算编制办法硬化预算约束。财政体制改革的背后是要处理好收入分配中国家企业和个人的关系，从而正确处理好积累和消费的关系。多年来财政收入占国民生产总值的比重和中央财政收入占全国财务收入的比重逐年下降，导致国家财政困难增加，赤字不断扩大。

分税制改革的目的是要充分发挥中央和地方两个积极性是国家政治生活和经济生活中的一个重要原则，直接关系到国家的统一，民族的团结和全国经济的协调发展。我国各地经济发展不平衡，赋予地方必要权力，让地方有更多因地制宜的灵活性，发挥地方发展经济的积极性和创造性，有利于增强整个经济的生机和活力。同时，全国经济是一个有机的整体，中央必须顶层规划才能保证总量的平衡和结构优化，维护全国市场的统一，促进国民经济有序运行和协调发展。

## 2. 过去十年财税体制改革

十八届三中全会以来，财税体制改革的总体目标是建立与国家治理体系和治理能力现代化相匹配的现代财政制度。这就要求我们进一步以中国式现代化道路为主线，推进财政收入体制、财政支出体制、预算管理体制和财政管理体制改革。过去十年的改革核心是持续增强了中央的统筹能力，以此支撑国家治理能力。

第一，财政收入体制改革加强资源统筹。过去的十年，税收收入平稳增长，从2012年的11万亿元增加到2021年的17万亿元，年均增长6.2%。财政收入体制的完善为结构性减税降费等国家重点政策奠定财力和制度基础。在税种改革中，“营改增”影响深远。2017年以来，增值税税率“四档变三档”，并且对部分行业试行留抵退税、统一小规模纳税人标准；2020年疫情冲击下，留抵退税政策扩大部分先进制造业全额退还增量留抵税额范围。增值税税负持续降低带动间接税占总税收比例持续下降、2021年相较2012年下降近10个百分点为60.8%。

2022 年稳增长加码下，增值税留抵退税力度创历史新高、前 11 月退税金额已达 2.3 万亿元，为保市场主体提供有力支撑。

第二，税收征管深化改革下，国税、地税合并，部分非税收入征管职责划转等也在一定程度上加强中央对财政资源监管，为规范预算收支奠定基础。2015 年以来，国税、地税由深度合作、到机构合并、到系统化“合成”，税收征管改革从制度和技术上均加强了对财税资源的统筹力度；与此同时，社保费用、土地出让费用等非税收入转由税务部门征收，也有助于收支预算管理的规范化、透明化。

第三，央地支出权责进一步明确。近年来，财税改革围绕建立事权和支出责任相适应的制度，先后推出医疗、教育等公共领域划分清单，共同事权权责划分逐渐明确。从支出结构看，中央事权主要集中在外交、国防粮油物资储备等，在相关领域支出占比超 60%；共同事权主要集中在交通运输、社保就业等，相关领域共同事权转移支付占比约 30%；转移支付支持下，地方承担较大较多事权，在民生、基建等领域支出占比在九成左右。

第四，财政预算体制改革推进，债务逐渐显性化。2014 年地方债务摸底后，化债政策陆续出台。首轮化债主要采取将存量债务纳入预算管理，通过发行置换债将其“显性化”；2015-2018 年，地方发行超 12 万亿元置换债，基本将 2014 年底的不规范存量债务置换完毕。2018 年开始的第二轮侧重化解隐性债务，财政部提出的化债方式中，项目结转资金偿还、转为经营债务、借新还旧、破产清算等均为市场化化债方式。近十年，地方债纳入预算管理、管理制度逐渐规范，发行规模逐年增长。2015 年以来，地方债净融资占央、地政府净融资的比重维持在 40%以上，今年前 10 月这一比重抬升至 83%。其中，地方专项债对稳增长的支撑作用尤为明显，近三年新增专项债发行规模一直维持在 3.5 万亿元以上，而今年财政收支承压下，新增专项债发行规模高达 4.2 万亿元。

第四，财政管理体制进一步深化，转移支付改革等不断取得进展，不断推进省以下财政体制改革。2022 年中央对地方转移支付预算规模近 9.8 万亿元、同比增长 18%，占地方一般财政收入比例增至 46%、较 2012 年提升约 3 个百分点。

同时，转移支付结构优化，2021年一般性转移支付占比较2012年提升近40个百分点至91%，有助于增强地方财政统筹和支配能力。

### 3. 未来改革建议

第一，坚持分税制改革方向，聚焦地方政府财政运行。当前地方政府财政压力较大。一是财政收入状况，它主要由税源、土地交易变化引起；二是财政支出状况，它主要受政府职能履行状况影响，如疫情反复冲击会使得政府相应支出增加；三是积极财政政策的影响，大规模减税降费会影响财政收入和经济运行；四是财税体制因素。2022年5月，国务院办公厅出台了《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》。在党的二十大报告中，关于财政问题提出三个关键词“健全现代预算制度、优化税制结构、完善转移支付体系”，均关系到地方财政体制和地方财政运行问题。未来的改革需要在分税制方向上，转变政府职能，理顺政府与市场、政府与社会的关系。为了既调动地方积极性，又使地方公共物品的提供与上级期待的目标保持一致，应该设立并扩大分类转移支付。

第二，坚持稳定中推进改革。继续推进财税体制改革需要保持宏观税负基本稳定、保持财政收入占比基本稳定、中央财政收入占比基本稳定。在这样的前提下，财税体制改革更重要的是理顺税收逻辑，调整收入和支出的结构。

第三，2023年改革中关注“金税四期”影响。完善税制的一个重要问题是加强稽查工作。统一增值税好处很多，但是如果不加强和稽核工作，造成假造增值税发票造成的危害将相当严重。这个问题关键就是要加强法制加强稽核工作，特别是加强技术手段的运用，打击骗税，一是打击假造假发票，二是打击真票假开。特别是实现全链条征缴。

#### （四）逆周期政策保持总量宽松

2023年总量宏观政策需要保持宽松，不能用疫情防控措施和改革代替逆周期宏观政策。首先，疫情是周期性下行力量的放大器，但不是中国经济的本质原因，宏观政策不能过快退出。其次，不同于前期增量改革下，改革本身就是稳定

经济的力量。目前的改革是存量改革，会导致“先破后立”，产生熊彼特破坏效应，不能用改革代替稳增长。这意味着还需要宽松的宏观政策为改革创造良好的环境，防止政策过度收缩导致的风险叠加。再次，宽松的宏观政策修复企业和家庭资产负债表，才能有效应对明年的复杂局面。最后，欧美紧缩政策放缓也为我国政策提供了更大的宽松空间。

## 1. 坚持就业优先，重点解决青年就业

解决青年就业问题的根本性制度构建应主要从以下三个方面着手。首先，政府应出台专门针对青年劳动力的法律法规，放宽青年劳动力规制的力度，以保就业机会为主，重在长远就业能力的提升，而不是短期的就业权益。青年劳动力作为就业的弱势群体，容易受到最低工资标准的影响。在当前中国青年失业率持续攀升的背景下，最低工资标准的调整需要充分考虑到青年劳动力的特殊情况。以美国为例，该国政府为青年劳动力单设最低工资标准，约相当于其他劳动群体的三分之二，甚至对处于见习期的大学生实行豁免条款，以消除雇主雇佣该群体的后顾之忧。

其次，政府应构建高校毕业生失业保险制度，为失业的高校毕业生提供保障与激励。中国现行失业保险制度的覆盖范围主要以城镇企业、国家机关以及事业单位失业人员为主，并没有涵盖高校毕业生群体，无法为这一群体提供失业保障。为了充分激发高校毕业生的就业潜能，给其提供更充裕的时间完成职业搜寻—匹配过程，亟需将高校毕业生纳入到失业保险体系中，建立自愿参与的“政府+高校+毕业生”的失业保险缴费模式，并建立“梯级递减”的给付模式，领取金额随领取次数的增加而逐级下降，督促和激励高校毕业生积极寻找合适的工作。

最后，政府应完善新就业形态劳动者在劳动用工、社保医疗、权益维护等多方面的管理制度，为青年劳动力的新就业形态就业提供支持和保障。近年来中国数字经济蓬勃发展，新就业形态日益壮大，为缓解青年就业压力提供了新的渠道。但是，新就业形态下企业责任边界模糊、雇佣关系更加隐蔽以及劳动关系认定争议较大（丁守海和夏璋煦，2022），现有的劳动保障体系面临严峻的挑战。因此，政府应强化新就业形态人员劳动用工服务管理，降低青年劳动力非正规就业的参

保条件，健全多方参与的青年劳动力新就业形态保障机制，持续推进该群体的职业技能培训，在数字经济创造性破坏的过程中始终确保对青年劳动力的保护。

## 2 继续实施积极的财政政策

### 1) 2022 年财政运行

第一，财政收入方面。前三季度一般公共预算收入增速呈企稳回升趋势，非税收入成为主要拉动力量。在 2022 年前三季度中，全国一般公共预算收入共计 153151 亿元，同比增长-6.6%。相较于今年前 8 个月同比增速-8.0%，降幅有所收窄；进一步，剔除增值税留抵退税影响后同比增长 4.1%，高于 3.8% 的全年预算收入目标增速。其中，非税收入累计同比增长 23.5%，在税收收入累计同比增速-11.6% 的情况下成为拉动一般公共预算收入增长的主要动力。从当月数据来看，9 月份全国一般公共预算收入为 15108 亿元，同比增速为 8.44%，较 8 月份增速 5.58% 上升 2.86%，但剔除增值税留抵退税影响后增速回落；从趋势上看，延续了自 4 月受疫情冲击后月度同比增速持续回升的趋势，且自 8 月起由负转正；剔除增值税留抵退税影响后，已经是连续第 4 个月呈正增长态势。

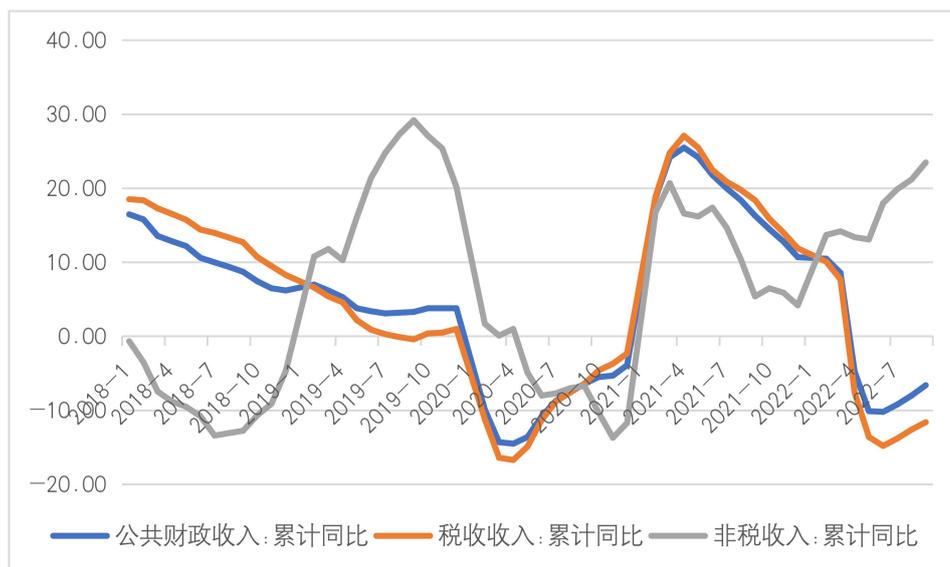


图 76 公共财政收入累计增速

进一步来看，在前三季度中，税收收入共计 124365 亿元，分税种来看：（1）

在经济弱企稳的情况下，与经济运行状况相关的增值税和企业所得税反而略有回落，这可能是受减税、缓缴政策的影响；（2）而拖累税收收入增速的因素则可大致归类为地产行业 and 消费端因素。具体而言，一是与地产相关税种税收收入增速下滑——除土地增值税和契税外，耕地占用税、城镇土地使用税、房产税的前三季度收入累计增速均低于 1-8 月累计增速，而随着房地产行业的调整以及房产税的落地，相关税种可能会在较长时间内处在阵痛期中。二是在消费端，消费不振和消费相关税收对于税收收入的拖累体现在多个方面：消费税收入同比增速 -4.38%，相比于 5.24% 的前值由正转负，主要受烟酒、首饰和乘用车等消费品零售额同期增速回落的影响；车辆购置税收入同比增速从 8 月的 -24.62% 进一步下降至 9 月的 -33.58%，下降幅度扩大与乘用车销量增速高位放缓相互印证；进口环节增值税和消费税当月和累计同比增速也呈下降趋势；不过，个人所得税收入 9 月同比增速和前三季度累计增速均好于前值，这意味着居民收入有所提高，为消费回升提供了一定的基础。

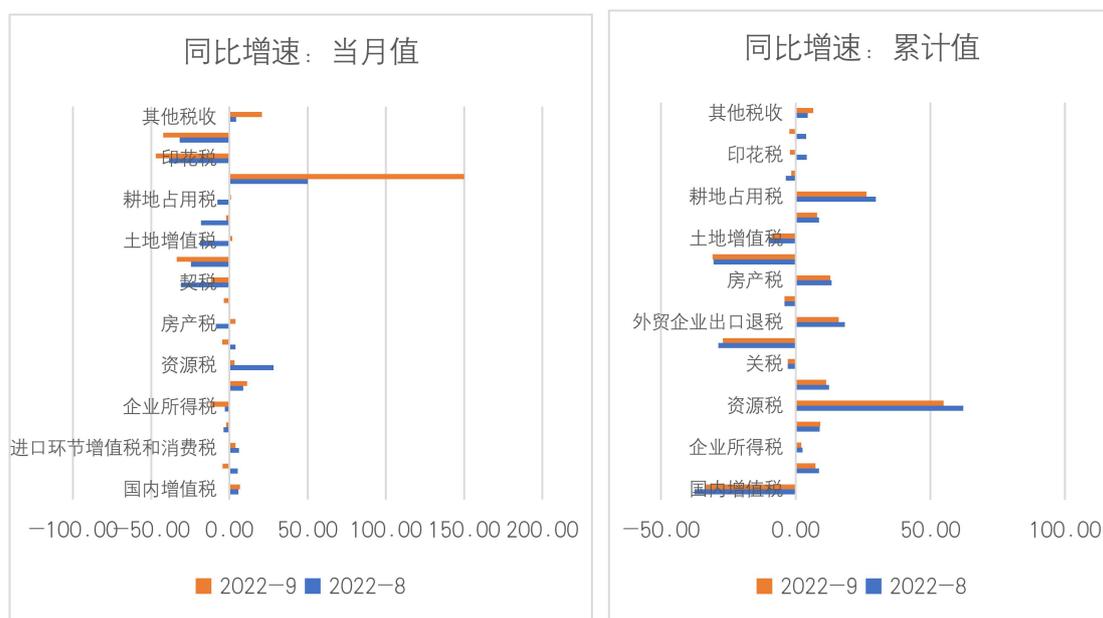


图 77 分税种税收收入同比增速

前三季度政府性基金预算收入增速下滑，主要是受土地出让收入增速下滑拖累。今年前三季度政府性基金预算收入 45898 亿，累计同比增速 -24.8%；9 月份单月同比增速 -19.2%，较 8 月份同比增速 -1.9% 跌幅进一步扩大。主要原因是

国有土地使用权出让收入下滑严重，前三季度累计增速下跌 28.3%，单月同比增速下跌 26.4%，跌幅高于 8 月份 4.9% 的下跌幅度。不过，需要合理解读相关数据：一方面，结合城投拿地较多而房企拿地较少的情况，这确实反映了当前土地市场低迷的现实情况；另一方面，9 月份土地出让收入增速的单月降幅较大也与去年供地延后所导致的同期高基数有关，这也体现在从累计增速上看前 9 个月与前 8 个月的数值大致相当。

**第二，财政支出方面。前三季度财政支出增速放缓，支出进度处于近年来较慢水平。**在 2021 年前三季度中，全国公共财政支出共计 190389 亿元，同比增长 6.2%，较前值 6.3% 略低。从 9 月份当月数据来看，全国公共财政支出 25212 亿元，同比增速为 5.39%，较 8 月前值 5.64% 小幅下降，增速为除 4 月份受疫情冲击外年内单月最低。从政府级次来看，前三季度中央本级财政支出 25014 亿元，累计同比增速 7.0%，为年内最高值；前三季度地方财政支出 165375 亿元，累计同比增速 6.1%，较 8 月前值 6.3% 小幅下降。由此可见，地方支出增速下降是前三季度财政总支出增速放缓的主因。在全年预算执行方面，前三季度一般公共预算支出完成全年预算 71.3%，低于去年同期进度（71.7%），是 2016 年以来同期最低。与收入端进度超前、全年可能实现超收不同，前三季度支出端表现较为迟缓，说明财政支出对经济的支撑作用有限。此外，与去年财政收入较为充足的情况不同，第四季度财政支出加快发力的压力依然较大。

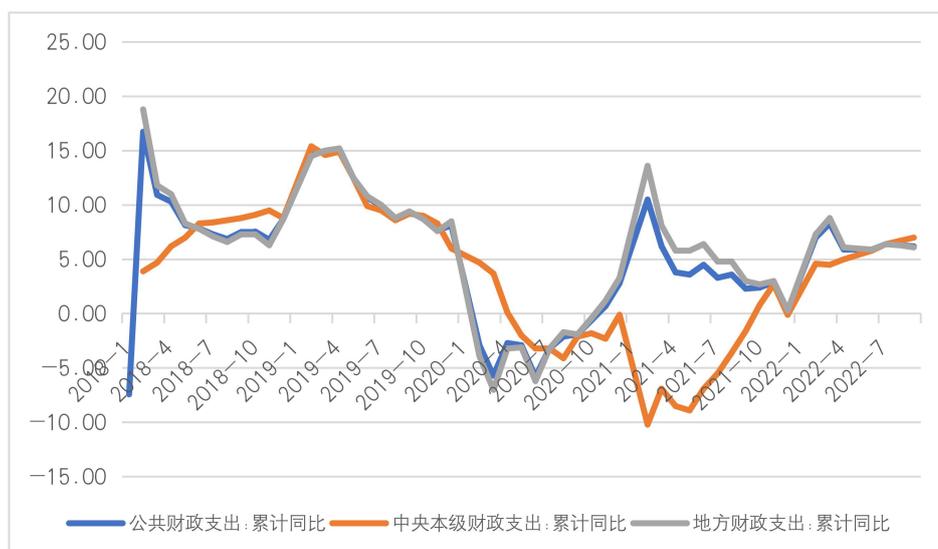


图 78 公共财政支出累计增速

进一步从财政支出结构来看：（1）具有逆周期调节作用的社会保障和就业支出，以及与疫情防控相关的卫生健康支出明显增加；（2）基建投资方面，除农林水事务支出增速的降幅收窄外，交通运输和城乡社区事务的 9 月当月同比增速均较前值下降幅度进一步增大，表明预算内基建发力能力不足，将由 PSL 和政策性、开发性金融工具等“准财政”来补位；（3）民生性支出方面，科技、教育、文旅支出的同比增速均低于前值，特别是文化旅游体育支出增速仍为负值，表明受疫情影响，线下消费特别是旅游业消费的持续疲软，这也与收入端的数据相互印证。

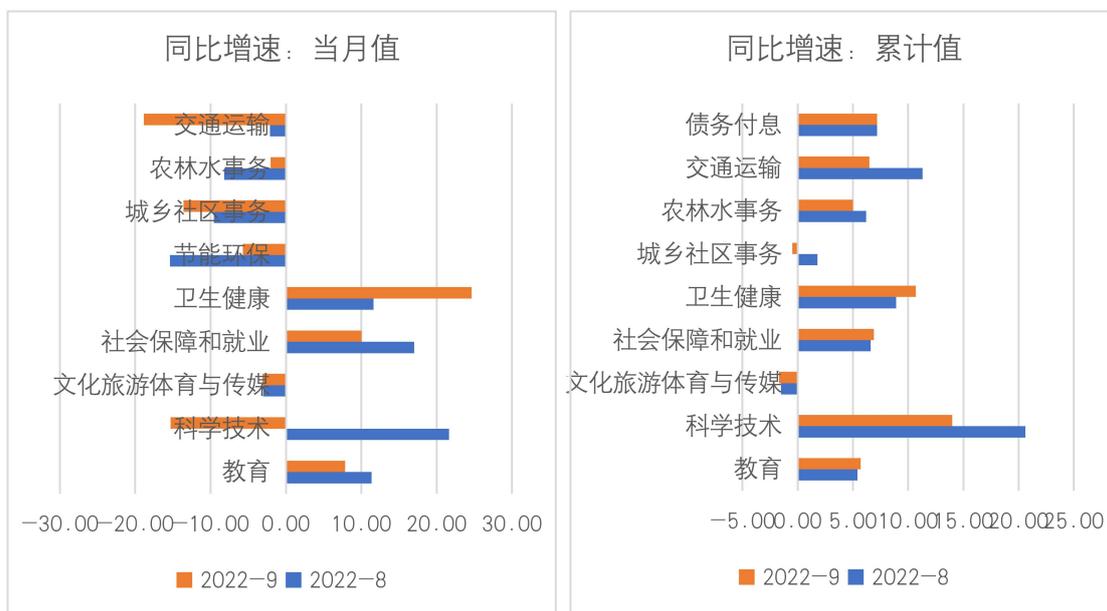


图 79 财政支出分项同比增速

需要指出的是，尽管预算内收入难以为支出提供充足的资金，但有三个来源的资金仍能为今年的财政支出融资纾困，支撑支出任务的完成。第一，10 月底前已经发行了依法盘活的地方 2019 年以来结存的 5000 多亿元专项债限额。第二，财政性、开发性金融工具为基建融资，三大政策性银行已经落实 6000 多亿。其中，根据农业发展银行官网描述：截至 10 月 12 日，农发行已经全面完成 2459 亿元的投放，支持基础设施领域项目 1677 个，涉及项目总投资近 3 万亿元；基金全部用于支持国家明确的市政和产业园区基础设施、交通基础设施、农业农村基础设施、能源基础设施、城乡冷链和重大物流基础设施、社会事业、保障性安

居工程、新型基础设施八个领域。根据国家开发银行官网新闻：截至9月20日，国开基础设施投资基金累计投放资本金3600亿元；优先支持“十四五”规划内、前期工作成熟、三季度能够尽快开工的基础设施重点领域项目。根据进出口银行官网新闻：截至10月12日，进银基础设施基金已完成684亿元基金投放任务，支持114个重大项目，带动项目总投资近万亿元。从投向看，向港口、机场、铁路、公路等交通基础设施领域投放基金462亿元，占比67.6%。第三，预计专项债额度将提前下达，接力盘活的专项债限额和准财政为基建融资。

综上所述，我国仍处在经济弱企稳的阶段，财政政策仍需要保持一定的支出力度，适度扩张仍应是当前的政策主线。

## 2) 2023年财政政策建议

第一，优化财政支出结构，提高财政支出效率。在短期内，我们首先应当在“保障底线、基建发力、聚焦短板”的思路下做好控支。具体来说就是，以保障“三保”支出为底线，在财政支出安排中优先考虑，切实保障基本民生、工资发放和机构运转；确保基础设施投资规模处于合理水平，降低准入门槛，积极引入社会资本。需要特别注意的是，大规模基础设施投资拉动经济的发展模式已经难以为继——基础设施投资的边际收益递减，并且投资效率也在降低；我国的税收动员能力和“土地财政”渐进极致，财政可持续性问题日益突出；这一模式与供给侧结构性改革和创新驱动、高质量发展的理念不相符。这意味着，投资驱动只能是短期阶段性政策，而非长期政策；而且投资领域也需更多聚焦于乡村振兴、补短板和新基建等薄弱环节，而非产能过剩的传统领域。

第二，盘活存量财政资金，提高税收征管水平。一方面，应继续清理闲置财政资金，地方政府应优先利用以往年度结余转存资金、国库库底资金和因项目改变尚未支出的已安排资金弥补自身财政缺口；另一方面，应加大力度追缴以往年度未及时入库的存量资金，坚决清理违规财政专户资金。

第三，加快转移支付拨付，保障地方支出能力。在疫情前，我国实际已经形成了一般公共预算资金满足社会性需求，政府性基金预算资金用于投资的支出划

分模式。考虑到地方政府受疫情影响而财力吃紧，一是要在有效控制转移支付规模过快增长的前提下，应适当增加一般性转移支付来满足社会性需求，特别是向受疫情影响和留抵退税压力较大以至于基层财政运转困难的地区倾斜；二是要在短期内由中央政府作为支出主体，弥补政府性基金预算收入过快下滑导致的地方投资缺口；三是对于中央交托事项，应确保专项转移支付资金拨付到位，实现项目实施主体与资金相匹配。

第四，加强政策协调，疏通政策传导机制。当前，在以财政政策为主的情况下，货币政策可能会受其影响，需要做好两方面的准备。首先，“准财政”可能导致货币扩张。下半年发力的PSL和开发性、政策性金融工具的行政色彩较强，可能形成财政资金和信贷资金配合使用的模式，从而出现财政扩张导致信贷扩张，进而导致货币扩张的情况，做好与货币政策协调。

### 3. 重点加大货币政策逆周期力度

全面、准确理解“不要大水漫灌”，总量性与结构性货币政策配合，全面降准置换MLF，稳定流动性的同时降低金融机构负债成本。通过再贷款、普惠金融等渠道进一步加大对制造业智能化、绿色化升级和中小微企业支持。逆周期和跨周期调节综合考虑宏观审慎管理，进一步提升金融机构行动空间。

#### 1) 货币政策还有宽松空间

首先，从降息的潜在空间来看，绝大部分利率经2022年1月和8月两次调降后均已降至历史最低水平，但保持正利率还有不少空间。市场利率方面，10月份1年期和5年期贷款市场报价利率（LPR）分别为3.65%和4.3%，均为历史最低值。存款利率和一般贷款加权平均利率也已降至历史最低水平。反映银行体系资金供求状况的银行间质押式回购加权利率DR007及定盘利率FDR007自二季度以来已进入1时代，且中枢仍在不断下行，10月份已分别降至1.6%和1.56%，逼近历史最低值1.46%和1.38%（2020年4月）。借贷便利利率方面，除定向中期借贷便利外，常备借贷便利利率与中期借贷便利利率均已于8月份降至历史新低。定向中期借贷便利也处于设立以来的历史低位，但仍有一定的下行空间。

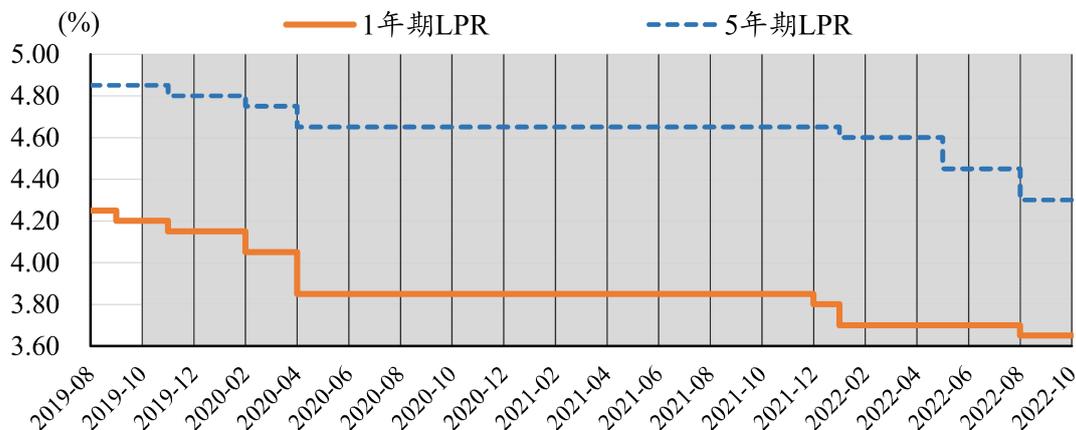


图 80 贷款市场报价利率 (LPR)

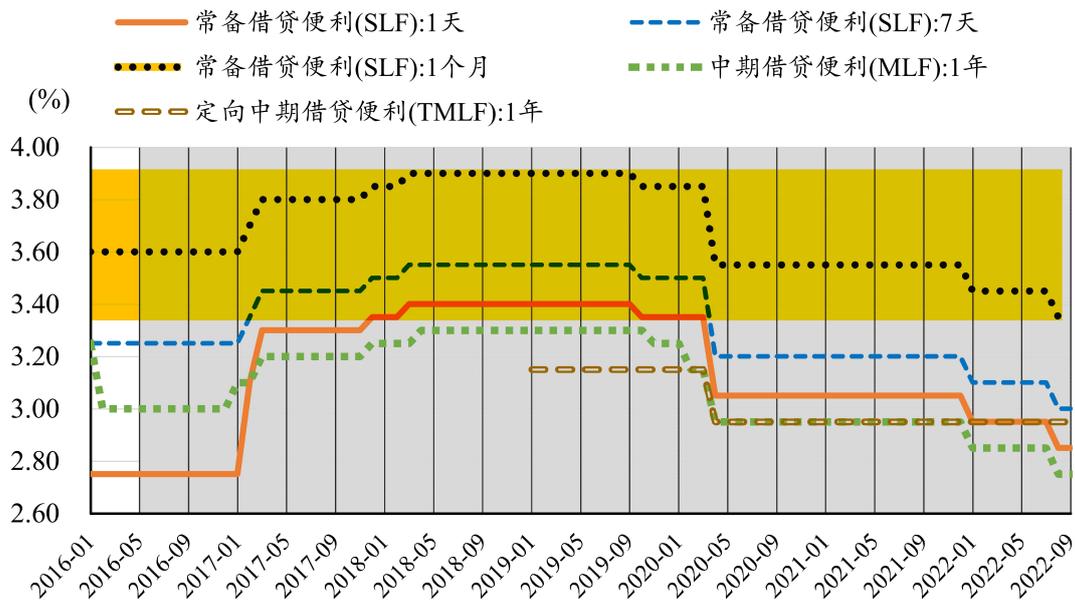


图 81 借贷便利利率

其次，从降准的潜在空间来看，伴随着 12 月 5 日下调 0.25 个百分点，金融机构加权平均存款准备金率降至 7.8%，但距历史最低值 6% 尚有一定空间。前两次调降时间分别为 2021 年 11 月（调降 0.5%）和 2022 年 4 月（调降 0.3%），调整幅度均较小。



图 82 存款准备金率

## 2) 多种政策工具发力可确保人民币汇率维持总体稳定

对于上述货币政策在“以我为主、稳定国内经济”的目标下维持宽松甚至可能更为宽松的情况，一个主要的担心在于：面对美元强势走高、全球掀起加息潮的外部环境，人民币是否会存在汇率大幅贬值的可能？对此，我们的判断是，这种可能性在中央银行现有的政策选项和干预能力下基本不存在。特别是考虑到我国目前通胀压力相对较低，资本流出压力可控，加上政策部门拥有丰富的政策工具，因此汇率波动对货币政策的约束有限，货币政策仍有宽松余地，足以实施正常货币政策，可以有效兼顾内外均衡。

首先，今年以来人民币在主要货币中依然表现稳健。年初至9月16日，美元指数累计上涨14%以上，人民币兑美元汇率中间价下跌8.0%，贬值幅度相对不大，仅为同期美元升值幅度的一半；同时，人民币兑英镑、欧元、日元、韩元等主要非美货币的汇率中间价分别升值8.0%、4.0%、14.1%、7.3%，是目前世界上少数强势货币之一。这说明今年以来人民币也在升值而非全面贬值，只是升值速度慢于美元，人民币汇率波动是美元强势造成的被动调整。

其次，人民币汇率仍在合理均衡水平上保持基本稳定，截至目前尚未成为货币政策的掣肘。尽管人民币兑美元汇率接连突破了6.8、7.0和7.2等重要的心

理关口，但人民币有效汇率指数（CFETS）较 2021 年末基本持平。不仅如此，由于人民币汇率随内外部环境的变化，呈现有涨有跌的双向波动，灵活性增加，成为了吸收内外部冲击的减震器。无论是外部的紧缩金融动荡，还是内部的疫情防控和经济复苏受阻等等，都在人民币汇率上有所体现，这有助于及时释放市场压力，避免预期积累，拓宽了货币政策的自主空间。

再次，资本流动取决于多个因素的共同作用，中美息差只是其中一个，更重要的因素还有汇率预期和国内经济基本面。从数据看，2022 年 3 月以来的人民币汇率调整不影响我国外汇市场平稳运行的基本态势，资本流出压力不大。以 8 月份为例，银行即远期（含期权）结售汇由上年同期逆差 16 亿转为顺差 151 亿美元，环比增加 85 亿美元。其中，货物贸易结售汇顺差环比增加 75 亿美元，贡献了银行结售汇总顺差增加额的 88%，反映了贸易顺差对人民币汇率的支撑作用。特别需要指出的是，今年 3 月份人民币汇率调整以来，至今仅有 5 月份银行结售汇出现了 40 亿美元的少量逆差，其他月份均为顺差，3 至 8 月份累计顺差 615 亿美元。去年同期累计顺差仅 209 亿美元，当时却是美元强、人民币更强。显然，当前人民币弱势不反映境内外汇供求状况，更多反映的是市场情绪。这种量价背离、非供求驱动的汇率调整，宽幅震荡在所难免，更不应影响货币政策的独立性。

此外，市场分析对于汇率波动关注较多，但市场主体保持了理性，境内“低（升值）买高（贬值）卖”的汇率杠杆调节作用得以正常发挥。环比来看，8 月份，剔除远期履约的银行代客收汇结汇率，比今年前 7 个月均值上升 3.5 个百分点，付汇购汇率下降 2.3 个百分点。同比来看，2022 年 3—8 月剔除远期履约的银行代客收汇结汇率均值较 2020 年 6 月—2022 年 2 月（人民币升值期间）的均值高出 3.2 个百分点，付汇购汇率均值则低了 1.7 个百分点，均表明市场结汇意愿增强、购汇动机减弱。这反映了中国对外部门的韧性较 2015 年“8·11”汇改时期明显增强。截至 2022 年 6 月末，中国民间部门对外净负债规模为 1.2 万亿美元，占年化 GDP 比重为 6.6%，明显小于 2015 年 6 月末分别为 2.4 万亿美元、21.8%的水平。民间货币错配改善、汇率双向波动弹性增加，是市场主体处变不惊的重要底层逻辑。事实再次有力地证明，只有国内经济金融体系健康，才能充分享受汇率政策灵活和资本账户开放带来的好处。

最后，经过多年实践，有关部门在应对汇率升贬值和资本流出入方面均积累了丰富的应对经验，能够有效管理市场预期，为汇率稳定提供坚实保障，同时兼顾内外均衡。据国家金融与发展实验室测算，在2022年人民币汇率两次急贬期间，人民银行启用了逆周期调节因子。在3月、5月、6月、7月美联储宣布加息之后的1-3天内，人民币兑美元汇率中间价都有超预期的变动，这意味着人民银行有意采用逆周期因子来对冲美联储加息对本币汇率的负面冲击。例如，美东时间2022年3月16日，美联储宣布加息25个基点，3月17日，中国央行采用逆周期因子调升人民币兑美元汇率中间价的幅度为0.20%。又如，美东时间2022年7月27日，美联储宣布加息75个基点，7月28日，中国央行采用逆周期因子调升人民币兑美元汇率中间价的幅度为0.33%。研究表明，人民银行采用逆周期因子多是以“调升”为主，即让人民币兑美元汇率中间价升值。同时，人民银行使用逆周期因子的时间往往会早于官方公布的时间。可见，在2022年，人民银行已经开始有选择、有节制地启用逆周期因子来维持人民币兑美元汇率的基本稳定。迄今为止，与欧元、日元、英镑等货币相比，人民币兑美元汇率维持了大致稳定，这意味着逆周期因子的调节对稳定人民币汇率的短期波动具有一定效果。

当前，在应对汇率波动方面，人民银行有丰富的政策工具储备，包括外汇存款准备金、远期售汇准备金、中间价窗口指导、调控掉期点、逆周期调节因子、增加外汇衍生合约保证金、大行干预即期市场、缩减离岸人民币池子、加强资本管制、强制部分央企结汇等工具，目前仅动用了逆周期因子、下调外汇存款准备金、提高远期售汇业务的外汇风险准备金率等工具。即便在国内货币政策保持宽松的情况下，美联储继续加息、美元持续走高，或面临更大的超预期冲击，人民银行的政策空间仍较大，风险控制力较强，不会造成比较严重的资本外流和人民币贬值压力。因此，货币政策应着眼于国内宏观经济增长和金融系统稳定性，中美息差、汇率短期的正常波动不应成为政策考虑的主要因素。事实上，在央行的“双支柱”调控框架下，货币政策和汇率稳定相关的宏观审慎政策通过一定的协调配合，完全可以实现内外两方面目标的共同稳定。

#### 4. 以扩大消费为核心着力扩大内需

##### 1) 以汽车为转手、居民部门资产负债表修复为导向扩大消费

**第一，紧紧抓住汽车消费。**汽车消费是目前万亿级以上市场具有持续动力的最大消费品类，是拉动消费的核心源泉。拉动汽车消费尤其以拉动新能源汽车为核心。新能源汽车是消费电子和互联网的整合平台，对于我国产业链拉动作用非常明显，既能够带动投资，也能够带动消费，形成良性循环。进一步加大新能源汽车基础设施建设，便利消费者使用，处理好新能源汽车回收等一系列问题，推动产业链不断延伸。

**第二，出台部分“以工代赈”项目以及标志性项目以改善就业状况及市场预期，提高收入。**拉动消费的根本在于收入和预期的改善，而这些都离不开就业市场的好转。为此，面向大学生的“以工代赈”项目以及一些标志性项目的推出可以较快改善就业形势，同时向市场传递明确的积极信号。

**第三，宽松货币政策维护居民收入。**此次疫情给低收入群体带来额外打击，因此缩小收入差距是提振内需的关键一环。宽松的货币政策可以有效缩小收入分配差距，其主要机制为提高中低收入群体的工作机会和工资水平，并且这一效果大致随收入水平递减而递增。不仅如此，这一“保就业”效果对于就业稳定性较差的个体经营者更加明显。基于这些结果，当下宽松的货币政策应当是应对失业问题，尤其是就业稳定性差群体失业问题的重要手段。就可能的通货膨胀担忧而言，当前在全球范围内中国的通胀问题并不严重，对于货币政策的掣肘较小，我们更应该充分利用好这一宝贵的政策空间

**第四，在部分有条件地区考虑消费券发放。**在消费疲弱的大背景下，对于消费券的呼声很高，其好处之一当然是对于消费的直接刺激作用，此外，相比于对企业供给端的补贴、救助，需求端措施可能带来的长期扭曲要小。下面，通过梳理现有关于消费券的研究结果，主要包括两方面：效果怎么样和具体怎么做。

**效果如何：（1）消费券的刺激效果如何——边际消费倾向（MPC）大致介于**

50%~80%之间。有几组相关案例可供参考：其一，新加坡案例。2008年新加坡给国民派发合计18亿新元（约合人民币90亿元）红包，摊到每个人头上大致是300-400新元（约合人民币1500-2000元）。微观追踪数据发现边际消费倾向大概是80%；其二，香港案例。2021年香港对有永久居留证的市民发放了5000港币电子消费券。香港中文大学宋铮教授等人研究发现边际消费倾向也是80%左右，这应该接近刺激效果上限；其三，中国内地案例。西南财经大学甘犁教授梳理了疫情发生后中国内地的消费券发放情况，估计临时性消费券或消费补贴对应的边际消费倾向约为50%。综上，预计消费券能产生的边际消费倾向介于50%~80%之间；**(2) 多久能产生效果——强且快，时效以周为单位。**宋铮等人基于香港案例发现，第一次发放消费券（2000港币）后，收到消费券的市民（实验组）相比于控制组消费金额增加了600多港币，第二次发放消费券后，实验组当周消费增加900多港币。消费券发放4周后消费增长占消费券价值一半；**(3) 所需规模：规模太小用处不大，对于内地所需规模大致在万亿级别。**

下一步是“怎么做”，主要有以下几方面：**(1) 钱怎么筹：**鉴于各地财政状况相差较大，同时如果各地分别出台消费券措施在政策协调上难度较大，可以按照先中央筹资，后分配到地方的做法；**(2) 消费选项。**既然消费券的目的是刺激消费，那就有必要排除那些可用于个人间转移支付的选项，香港的做法就是直接排除了房租和教育费用；**(3) 对象：**重点向中低收入群体倾向；**(4) 发放渠道：**鉴于中国在数字化方面走在前列，应该充分应用好这些数字化渠道，包括：个税申报系统、社保系统、电商平台等；

尽管消费券在刺激消费方面有积极效果，但是也必须指出如果要在我国实行大规模的消费券政策，**可能出现一些问题：**(1) 消费券可能存在替代和挤出效应；(2) 在发放过程中稍有不慎可能造成城市-农村、线上-线下、不同收入群体之间的政策性不公平，这是更为严重的问题。以个税申报系统为例，这套系统面对的是个人月收入在5000元以上群体，而这部分群体按照楼继伟部长说法在人群中占比仅为14%。在利弊取舍中，应该认识到当前没有哪一种万全的政策，虽然消费券也可能带来政策不公的问题，但除此之外，补贴企业端的政策可能带来更大不公，同时还可能产生产能过剩、僵尸企业等问题。

## 2) 稳定基础设施投资

明年稳投资的重点还在于基础设施投资。重点是保障基础设施投资的资金来源，适度提高专项债额度，建立政策性银行和商业银行支持基础设施投资的长效机制。

## (五) 结构性政策以“降成本”为导向畅通国民经济循环

在结构大调整的环境中，未来的结构性政策需要紧紧扭住“降成本”这个中心，破解高成本时代。在常规的融资成本、物流成本等成本以外，着力推进以元宇宙产业降低交流成本和“红绿灯”机制。

### 1. 推动元宇宙融入生产

我国未来面对在行业政策上，以元宇宙为突破点，推动数字经济和实体经济深度融合。在商品运输成本、信息成本下降之后，以人与人交流成本下降启动新行业红利。元宇宙从消费端转向生产端塑造数字化人与人交流场景，推动产业链升级。

元宇宙是整合多项新技术，且以数字感知技术和区块链技术为核心，通过身份交互方式改变及经济范式变革而产生的下一代互联网应用和社会文明形态进阶。

目前，元宇宙涉及到的行业主要包括六个方面。第一是数字藏品。数字藏品是指使用区块链技术，对应特定的作品、艺术品生成的唯一数字凭证，在保护其数字版权的基础上，实现真实可信的数字化发行、购买、收藏和使用。国内数字藏品市场起步晚，而且监管严格。因此形成的产业规模相对较小。第二是游戏。第三是虚拟人。虚拟人发展历程历经萌芽、探索、高速发展、多样性发展四个阶段。当前处于多样性发展阶段，技术持续成熟发展方向多样，超写实虚拟人超越 2D 形式存在，可以实现拥有自主的情感表达和沟通。虚拟人从早期的手绘、2D 动画萌芽，从影视音乐行业引入虚拟人概念。在探索阶段，得益于计算机的发展，

电脑绘图、动捕技术助力虚拟人发展，也促进了语音合成技术的进一步发展，初代虚拟偶像“初音未来”也是在这个时期诞生。高速发展阶段，深度学习算法、AI 等技术促进了动作捕捉、表情捕捉、渲染等技术的发展，虚拟人可高度还原真人形象并实现实时驱动。各个领域的新兴技术推动虚拟人产业加速成长，近几年，虚拟人更多强调 AI 与虚拟人的结合，旨在应用于生活及泛娱乐场景。第四是文旅。元宇宙极致沉浸式体验、极致时空开放性、极强社交属性、现实虚拟有效互动性和持续可创造性等特性打造有利于突破时间与空间对旅游资源的限制、打通线上与线下文旅体验的界限，建立新型的文旅消费方式。第五是医疗。当前医疗元宇宙产业整体还处于概念早期，但随着医疗健康行业数字化发展进程的快速推进。第六是工业元宇宙。工业元宇宙是一个平行于现实工业世界数字孪生世界。当工业设计、生产、制造的任意一个环节，都有广泛应用和映射的虚拟世界为之赋能和支持，这标志着制造业正式跨入了工业元宇宙时代；当交易、生产开始使用区块链技术进行记录、确权时，意味着我们的制造业深度进入了工业元宇宙阶段。

## 2. 尽快明确“红绿灯”机制

企业面对的最大不确定性是行业政策波动，需要尽快明确“红绿灯”机制，让企业吃下定心丸。在企业对行业监管逻辑不清晰的情况下，部分企业会产生强烈的短期化倾向。当一个商业模式获利后，由于不确定这种模式是不是能够长久存在，企业并不想去完善，而是利用商业模式进行加快变现。在这种情况下政府容易认定企业属于资本无序扩张，对企业部分行为进行干预。这又加强了企业对于政策不确定性的感知，从而形成恶性循环。实体经济的发展需要企业持之以恒，需要稳定的行业政策。部分企业认为“法无禁止即可为”，但是社会主义市场经济有更清晰的边界。这不是通过提供一些“红绿灯”案例就可以解决的。当政府提供案例后，企业就会模仿具体行为，甚至导致资源扭曲。需要借助“二十大”红利从政策规范等角度明确“红绿灯”机制。

## 3. 完善煤炭价格形成机制，稳定能源成本

第一，进一步稳定国内煤炭生产。稳定煤炭价格问题根本上要解决供需之间

“紧平衡”问题。“紧平衡”状态下煤炭进口成为了影响价格的边际量，国际煤炭价格波动成为重大风险源。进一步立足国内资源禀赋，统筹“双碳”工作节奏，在煤炭产能上储备一定的冗余量，稳定国内煤炭生产，对冲煤炭进口和需求波动。

第二，密切监控煤炭市场价格运行，对极端事件做好应急预案。煤炭产能放量需要时间，在“紧平衡”状态下密切监控煤炭市场价格运行，区分价格波动背后的需求因素、生产因素、季节性因素、结构性因素和市场运行等问题，及时有效发现价格变动端倪，对可能的极端天气、新能源发电不稳定、安全生产等问题做出预案，及时与市场沟通，稳定市场预期。

第三，搭建政府参与的煤炭市场信息平台、构建政府有效调控下的煤炭市场价格形成机制、形成可控的价格协调机制。煤炭市场运行的关键问题是需求等基础数据缺失，信息不对称严重，因此政府调控手段有限，容易陷入简单的行政式调控。搭建政府参与的煤炭市场交易大数据平台，摸清市场基础数据，为精准调控提供依据。以获得的供需数据分析等为基础，通过成本加成等方式形成市场煤价格机制，逐步形成较为稳定的市场“价格锚”。以此为基础，构建煤炭价格的动态调整机制。

## （六）推动房地产企业转型

房地产行业转型主要问题在于资产端调整困难，导致市场和购房者信心不足，降低购买意愿，进一步导致房企资产端调整迟滞。需要从此为着力点，构建系统性的调整方案。

### 1. 短期多措并举“保交楼、稳民生”，恢复房地产市场信心

当前房地产市场短期面临最突出问题是信心不足，“停贷”事件持续发酵导致行业历经空前的信心危机考验，房地产企业深陷信用弱化与行业下行风险的双重影响，多措并举“保交楼、稳民生”，采用强有力的外力干预帮助行业走出短期现金流恶性循环，稳定购房人信心，推动房地产市场回归正常轨道。

第一，高度重视并妥善处置停工、停贷风波，以“保交楼、稳民生”为核心，压实多方责任、建立、用好房地产稳定保障基金。地方政府方面，压实资金协调与保交房主体责任，积极协调建筑商、供货商推进停工项目尽快复工，调动各种资源给予支持，“一楼一策”精准施策、提高效率；牵头成立房地产纾困基金，发挥其“保交楼、稳民生”多重效力，推动房企债务风险处置进程，加大对出险房企收并购政策支持。金融机构方面，应在总行层面建立统筹协调机制，组织开展住房项目资金排查，对涉及停贷风波项目进行风险等级分类；积极协调推进停工项目复工，鼓励银行通过“保交楼”专项借款支持已售住房建设交付；强化预售资金监管，追讨违规挪用的预售资金；视情节需要，对购房者提供必要纾困，允许阶段性暂缓还款、减免停贷罚息等，消除衍生影响。

第二，因城施策用足用好政策工具箱，进一步释放前期挤压的刚性购房需求和合理改善性需求，推动地产销售回归正常状态。由于不同城市房地产市场存在明显差异，房地产调控需在全国性政策稳定前提下，鼓励地方政府结合本地市场发展实际，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，落实差异化信贷政策，通过降低首付比例、下调房贷利率、放松房贷条件、提高公积金贷款额度、放松落户限制、加大人才引进等多方面多维度的“稳楼市”政策，进一步释放前期挤压的刚性购房需求和合理改善性需求，推动地产销售向正常状态回归，有效稳定市场预期，促进房地产业健康发展和良性循环。

第三，因城施策实施房地产调控政策，保持房地产融资平稳有序，满足刚性和改善性住房需求优化预售资金监管、探索商品房预售制度改革。一方面，为避免地产行业持续陷入恶性循环，需优化及适度放松地产行业“三道红线”、“贷款集中度”等管控政策；加大金融支持力度，保持房地产融资平稳有序，适度调整房地产信贷政策，鼓励金融机构满足刚性和改善性住房合理融资需求，恢复资本市场房地产企业的融资功能和再融资功能。同时“停贷”事件也暴露出部分城市预售资金监管缺位，部分房企存在违规挪用预售监管资金的情形，需加快出台全国统一层面的城市商品房预售资金监管办法，在增强预售资金监管的同时，兼顾开发企业对资金流动性的合理需求，积极探索商品房预售制度改革，适度提高商品房预售门槛、优化购房款偿还模式。

第四，有效盘活房地产企业存量资产和城市的低效资产，推动化解及处置出险房企债务风险。一方面，通过引入秃鹫基金、AMC 等具有不良资产处置经验的专业机构，采用收并购、破产重组、资产证券化等手段，推动盘活优质资产、提升违约债券处置效率，保障购房人、投资者等多方合法权益。另一方面，鼓励优质房企通过兼并重组等方式加强出险房企存量项目优化整合，有效盘活房地产企业存量资产和城市的低效资产，提升资产质量和规模效益，推动化解及处置出险房企债务风险，扭转房地产投融资市场悲观情况。

## 2. 中长期构建房地产市场长效机制，推动住房结构改革

中长期看，要确保房地产市场平稳运行和健康发展，需进一步完善“稳地价、稳房价、稳预期”房地产长效机制，积极探索房地产行业新发展模式，形成长期稳定的市场预期。

第一，坚持“房住不炒”中心定位，完善住房“双轨制”，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。针对当前中国房地产市场面临多重结构性供需失衡，坚持“房住不炒”中心定位，积极探索房地产行业新发展模式，构建“市场+保障”的住房供应双轨制度，建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，加快完善以公租房、保障性租赁住房、共有产权住房为主体的住房保障体系。培育发展住房租赁市场，扩大租赁住房供给，完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利。完善住房保障基础性制度和支持政策，盘活存量住房资源，推进保障房 REITs 试点，有效增加保障性住房供给。以人口流入多的大城市为重点，扩大保障性租赁住房供给，针对新市民、青年人等群体住房困难问题，提供定向购房补贴及济困，完善政策性和商业性住房金融体系支持，优化住房供给结构失衡。

第二，推动都市圈城市群发展战略，有序培育现代化都市圈，优化房地产市场区域结构性失衡问题，通过都市圈提升土地资产流动性。一是推动都市圈城市群发展战略。当前我国城镇化质量有待进一步提升，推动户籍制度改革、建立健全城市群一体化发展体制机制；通过构建多中心、多层次、多节点的网络型城市群结构，优化房地产市场区域结构性失衡问题。二是有序培育现代化都市圈。以

中心城市辐射带动周边地区发展的城市格局，实现要素便捷流通、资源高效配置和产业协同效应，加强科技赋能、创新驱动，推动产业转型升级，促使现代化产业体系成为拉动经济增长的重要引擎，打造高质量发展的动力源和增长极。

第三，建立住房和土地联动机制，优化土地供给政策，逐步降低土地财政依赖。近期新增土地的购买方主要为当地国有企业，这将会主要导致两个问题：增加地产库存导致供需失衡的同时，加大了地方国企甚至地方政府的债务风险。对于已经拥有较为充足的土地储备或房地产库存过剩的城市，为避免因土地市场供大于求导致的资产价格下跌，可适度暂停新的土地供给，从土地市场端着手实施结构优化、加速去库存。中长期看，“三稳目标”下，“稳地价”无疑是稳房价稳预期的基础，建立健全住房和土地联动机制，优化土地供给政策，从源头遏制地价、房价的上涨，科学合理把握土地供应节奏、结构，积极推进房地产行业供给端改革，发挥价格在土地资源配置中的重要作用，逐步降低土地财政依赖。

第四，稳步推动房地产税立法和改革，抑制投机性需求，优化住房占有结构失衡。在房地产市场稳定、共同富裕等大框架下，参考国际上对于房地产税共性制度建设，按照“立法先行、充分授权、分步推进”的总体思路，积极稳妥推进房地产税立法和改革，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持刚需和改善型住房需求，降低房地产交易缓解税费负担，促进存量资产盘活、有效抑制投机性需求的同时弥补财政收入，有效调节收入分配、规范财富积累机制。但考虑到，当前房地产行业预期转弱、信心不足，且房地产市场区域特征明显且差异较大、情况复杂，需进行逐步摸底及研究，因此扩大房地产税改革试点工作需待房地产市场有所好转时逐步推进、循序渐进。

第五，推动房企向综合运营开发业务模式转型。近年来部分房企开始调整拓展业务布局，探索新业务赛道和新的商业模式，如通过增加持有型物业实现稳定的租金收入，通过代建输出操盘管理经验，通过轻资产运营扩大管理规模等，商业模式的切换和迭代已初见趋势。对于小而精的房企来说，未来仍可专注开发业务，通过区域深耕或推出中低端项目匹配消费者需求，提升开发效率。对于中型房企来说，可在保持一定规模的传统开发业务的基础上，逐步延伸轻资产业务，

以服务为导向，逐步向综合运营开发商转型。房企可通过为居住者提供物业、装修、家政、维保、经纪等多元化增值服务，参与到居住生活服务市场，如将服务领域从公共空间的保安、保洁、保绿延伸至家政、家装、家居等入户私人服务；在老旧小区或老人、儿童占比较高的社区，可联合社区、专业机构提供养老、托幼、改造等公共服务；结合互联网新经济特点，协同互联网企业提供技术服务等。对于综合性大型房企来说，不仅可以基于自身已有规模发展轻资产业务，如商业管理、代建、物业管理等，还可拓展资产管理业务，将资产置入 REITs 或房地产基金，从中收取物业管理费或基金管理费等。

### （七）系统推出中小企业复苏方案

第一，继续针对受疫情冲击较大的行业出台有针对性的具体政策。此次疫情中消费受冲击最大的行业主要有文娱旅游、交通通信、家用设备等，明年仍然需要针对性的纾困政策，针对这些行业需出台有针对性的政策。例如：家用设备行业可以考虑对绿色家电或是家电以旧换新进行补贴；通信行业可以考虑降低上网资费等。

第二，继续解决好物流不畅问题。物流不畅给制造业、交通运输业和批发零售业造成的影响最大，严重干扰了产业链运行。中小企业由于储备能力有限，更加依赖高效物流，需要在前期行之有效的政策基础上，抓好落实，着力解决好中小企业面对的物流问题。

第三，重点解决好中小企业账款回收问题。全国平均来看，小微企业应收账款余额占年营收的 20.6%。超四成的企业面临应收账款到期被拖欠的问题，经常发生应收账款拖欠问题的企业占 5.4%。全国平均来看，小微企业应收账款被拖欠时间一般为两个月。2022 年以来，地方政府还款周期也在不断延长，对中小企业造成压力。

第四，全生命周期支持中小企业融资。目前，普惠金融等对小微企业融资基本能够满足，但是还没有上市的中型企业是最尴尬的，各项融资优惠都无法获得。可以通过“专精特新”等产业政策进一步加大融资扶持力度。

第五，扩大需求是盘活中小企业的根本途径。企业的活力来自于市场。在稳定经济，扩大总需求的基础上，加快建设全国统一大市场，切实推进负面清单管理、强化竞争政策基础性地位，为小微企业进入生产性服务业和公共服务领域破除进入障碍。



**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:

