



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF 中国宏观经济月度数据分析报告

(2022年12月) (总第60期)

从筑底企稳迈向温和 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12月



CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济月度数据分析会 第60期

从筑底企稳迈向温和复苏的 中国宏观经济

报告人：秦聪

2022年12月17日

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限公司

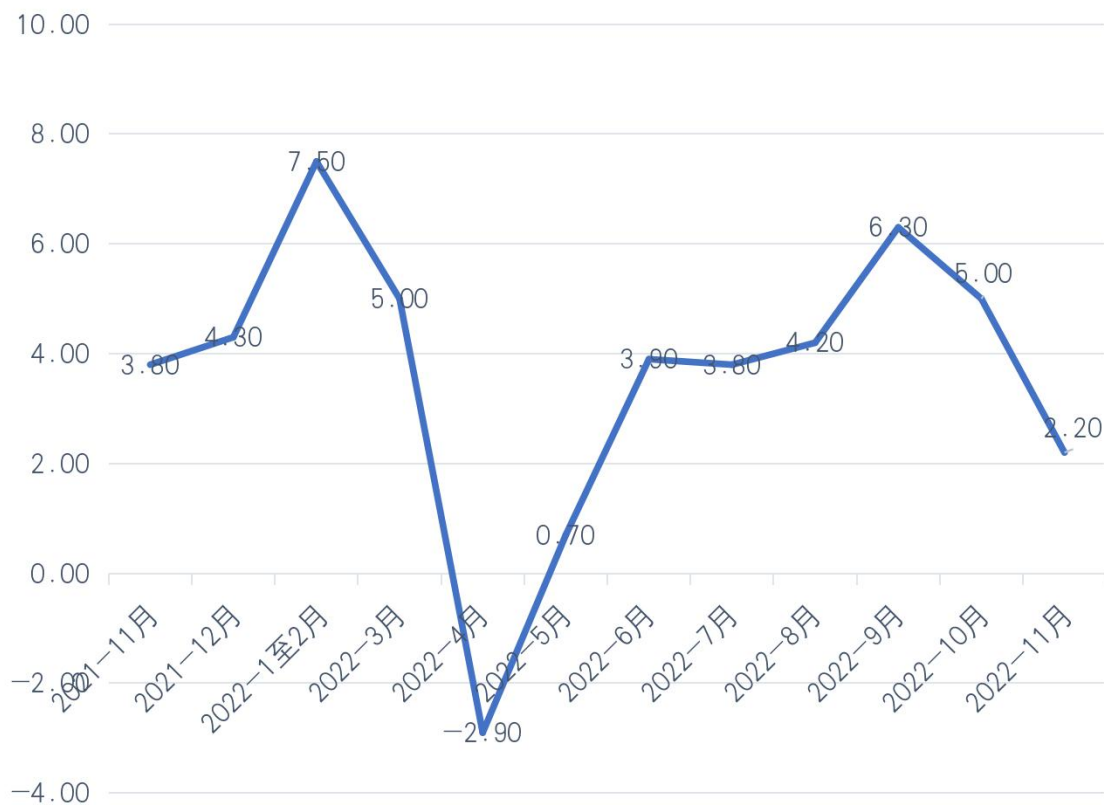
承办单位：中国人民大学经济研究所

目 录

- 一、压力与韧性并存的宏观经济
- 二、支持温和复苏的有利因素
- 三、他山之石：值得借鉴的国际经验
- 四、政策建议

1.1. 工业生产走弱，但温和增长态势未发生根本改变

规模以上工业增加值同比增长速度



门类	11月	1-11月
采矿业	5.90	7.60
制造业	2.00	3.30
其中：高技术产业	2.00	8.00
电力、燃气及水的生产和供应业	-1.50	4.80
所有制	11月	1-11月
国有及国有控股企业	2.20	3.50
股份制企业	4.00	4.90
外商及港澳台投资企业	-3.70	-0.30
私营企业	1.60	3.20

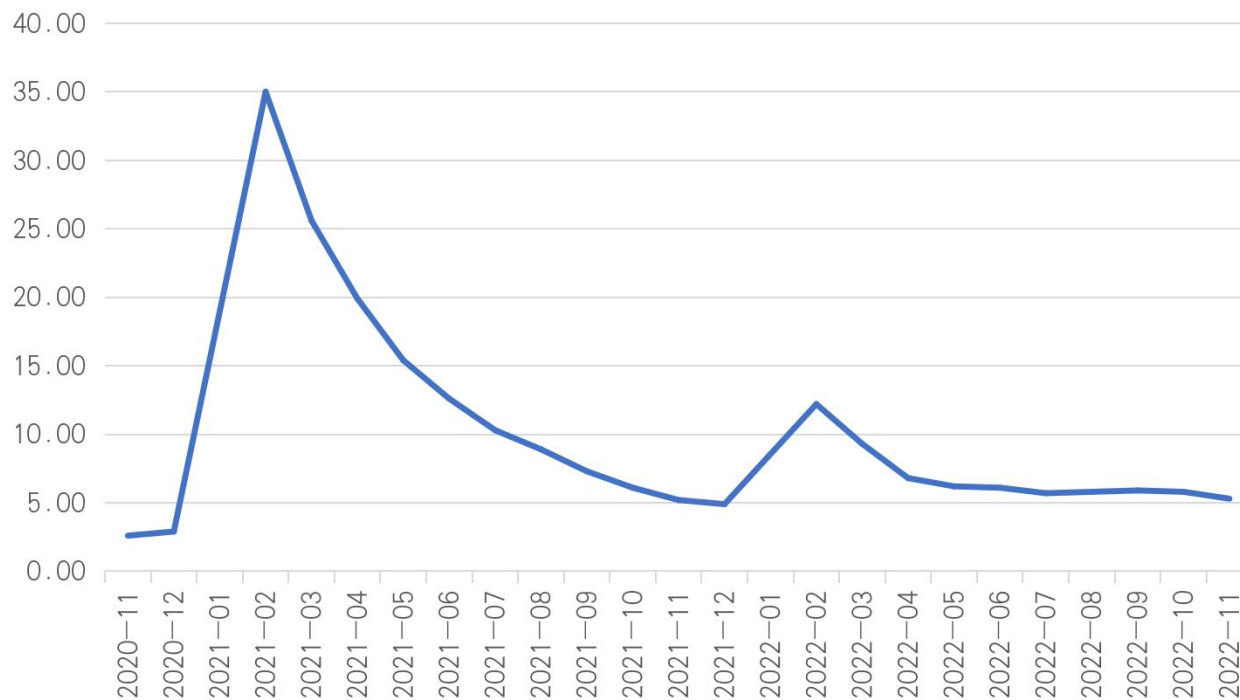
11月工业增加值特征

- 特征1：内外因素叠加导致工业生产下滑。
 - 国内因素主要是受疫情冲击的影响，工业生产循环受阻、产销衔接不畅、经营困难增多
 - 国际因素主要指世界经济收缩放缓，导致出口出现下滑
- 特征2：高技术制造业起到一定支撑作用。
- 特征3：新能源、新材料、高技术产品高速增长。
 - 新能源产品生产保持高速，新能源汽车产量同比增长60.5%，充电桩、光伏电池、风力发电机组等新能源产品产量分别增长69.0%、68.6%、50.7%
 - 新材料产品生产高位加快，太阳能工业用超白玻璃、多晶硅、单晶硅等产品产量分别增长110.3%、103.4%、77.4%，较10月份加快30.3、7.2、17.5个百分点
 - 高技术产品较快增长，移动通信基站设备、民用飞机、民用无人机等产品产量分别增长41.2%、30.8%、24.3%。
- 特征4：外资企业降幅最大。

1.2. 固定资产投资动力不足，但领域内存在分化

- 特征1：固定资产投资动力不足。1-11月份固定资产投资同比增长5.3%，增速比1-10月份下降0.5个百分点，连续第二个月下滑，且呈加速下行趋势。

固定资产投资完成额：累计同比



1.2. 固定资产投资动力不足，但领域内存在分化

- 特征2：民间投资动力不足。分投资主体看，1-11月民间固定资产投资和国有控股企业固定资产投资累计同比分别为1.1%和10.2%，较1-10月分别下滑0.5和0.6个百分点。分产业来看，三次产业累计同比均较前值下滑，第三产业下滑幅度最小。

投资主体	2022年1-11月	2022年1-10月
民间投资	1.10	1.60
国有控股	10.20	10.80

产业	2022年1-11月	2022年1-10月
第一产业	0.70	1.40
第二产业	10.10	10.80
第三产业	3.20	3.70

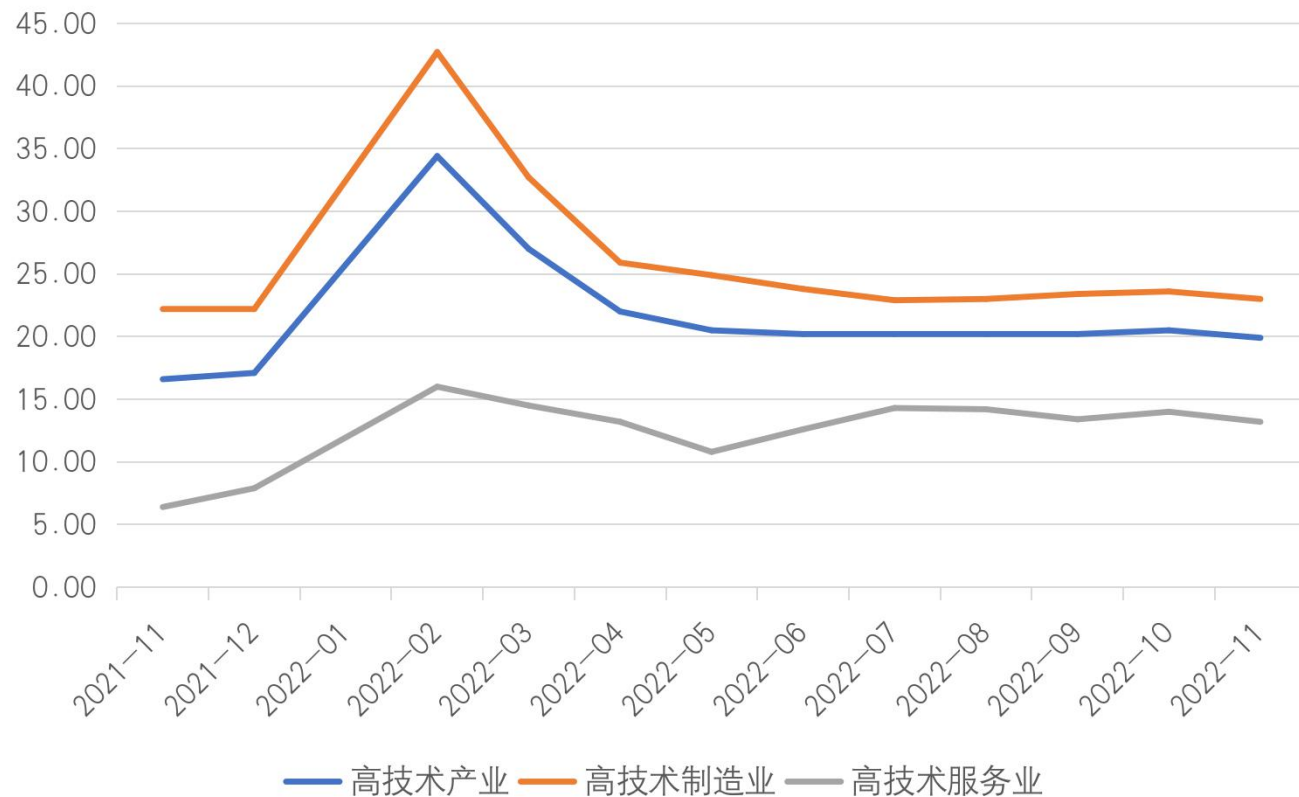
1.2. 固定资产投资动力不足，但领域内存在分化

- 特征3：基础设施投资连续加快。主要是受适度超前开展基础设施投资，加快布局新型基础设施建设，加强薄弱领域补短板的政策支持所致。



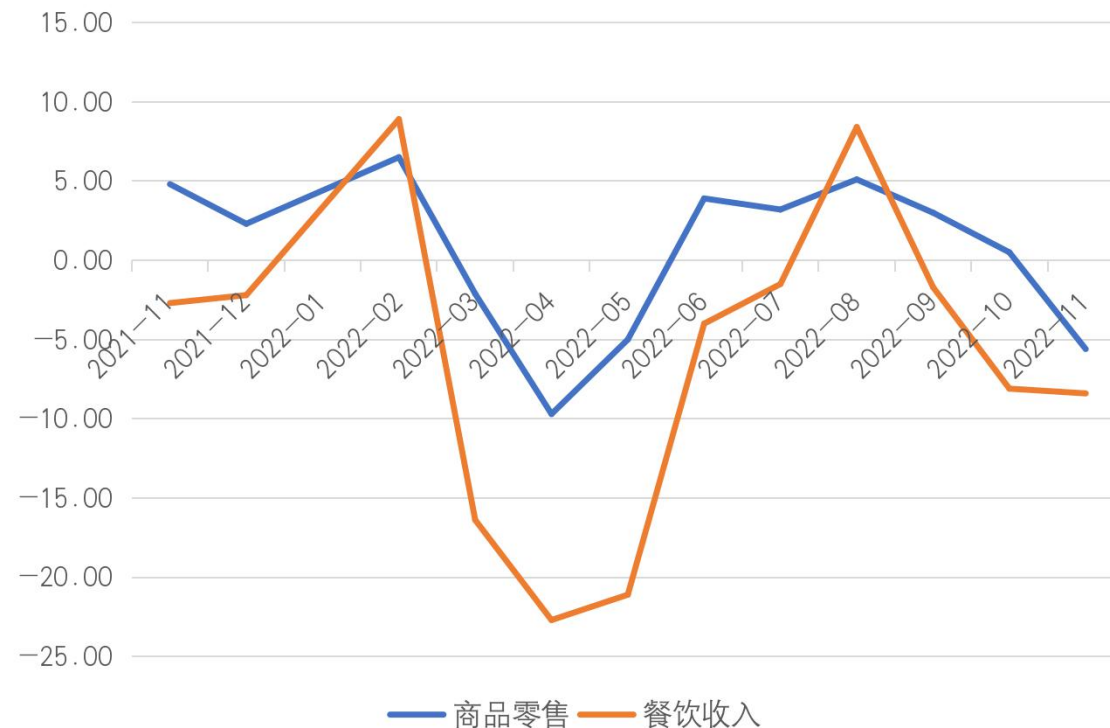
1.2. 固定资产投资动力不足，但领域内存在分化

- 特征4：高技术制造业和社会领域投资增长较快。
第一，经济转型升级持续推进，高技术产业发展向好。第二，党中央高度关注民生发展，各地区各部门积极增加民生投入。



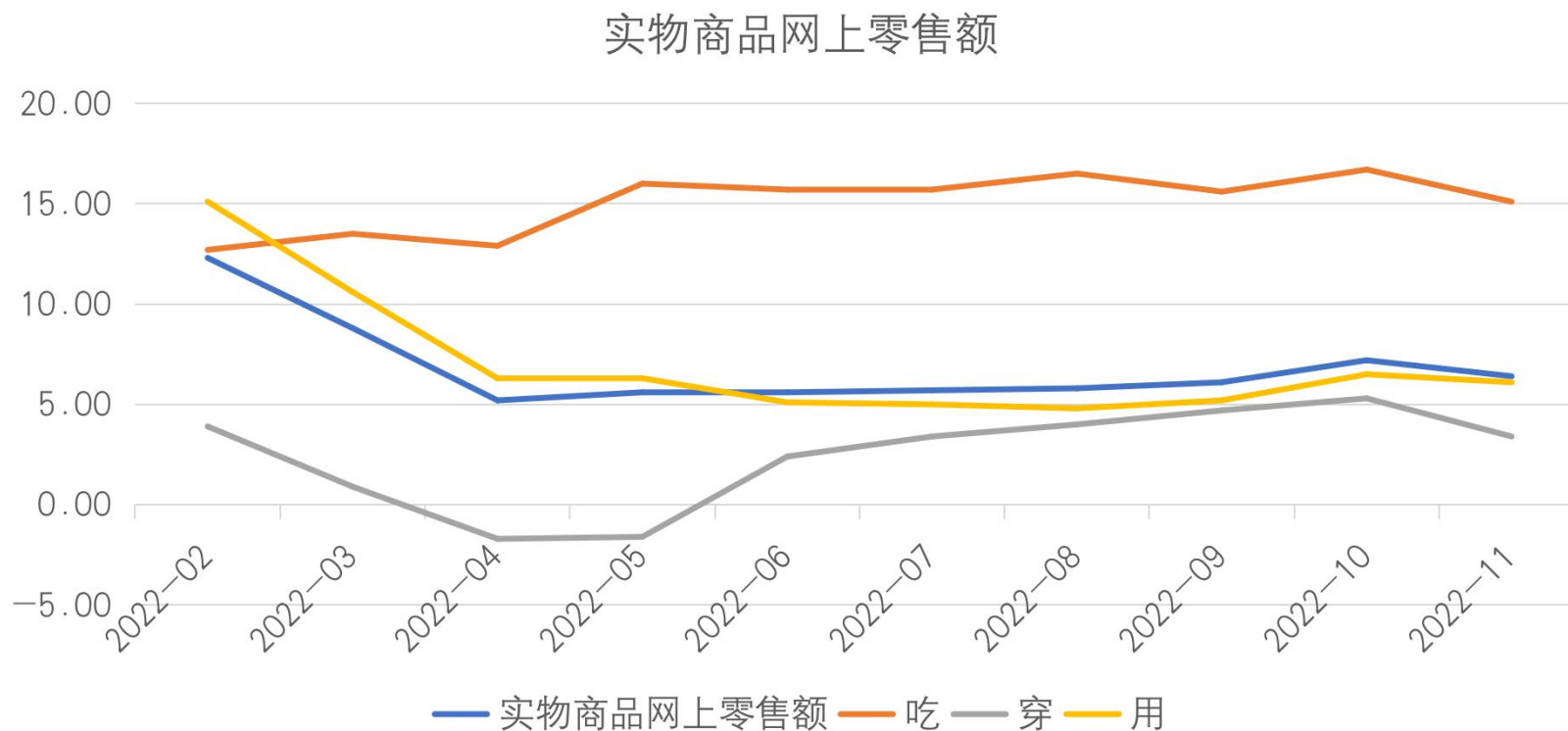
1.3. 消费市场明显承压，市场销售降幅有所扩大

➤ 特征1：疫情对消费市场短期扰动影响明显，消费持续回落。



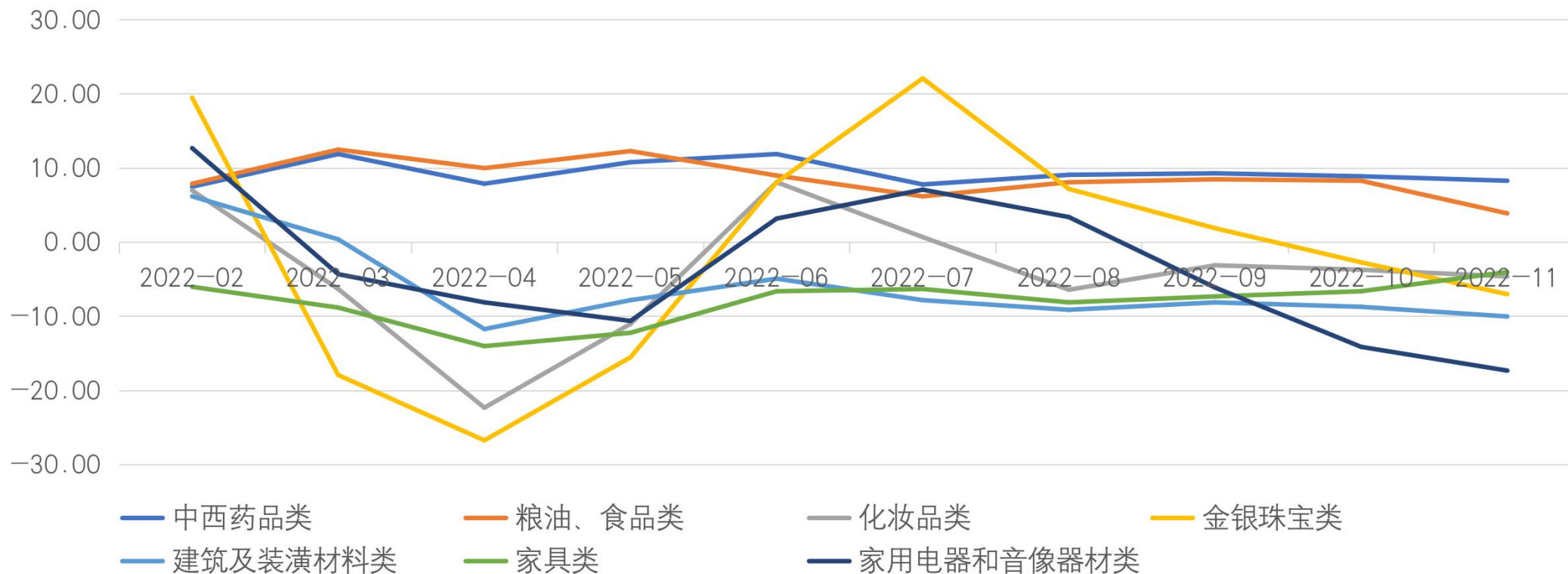
1.3. 消费市场明显承压，市场销售降幅有所扩大

➤ 特征2：线上消费需求释放带动作用明显。



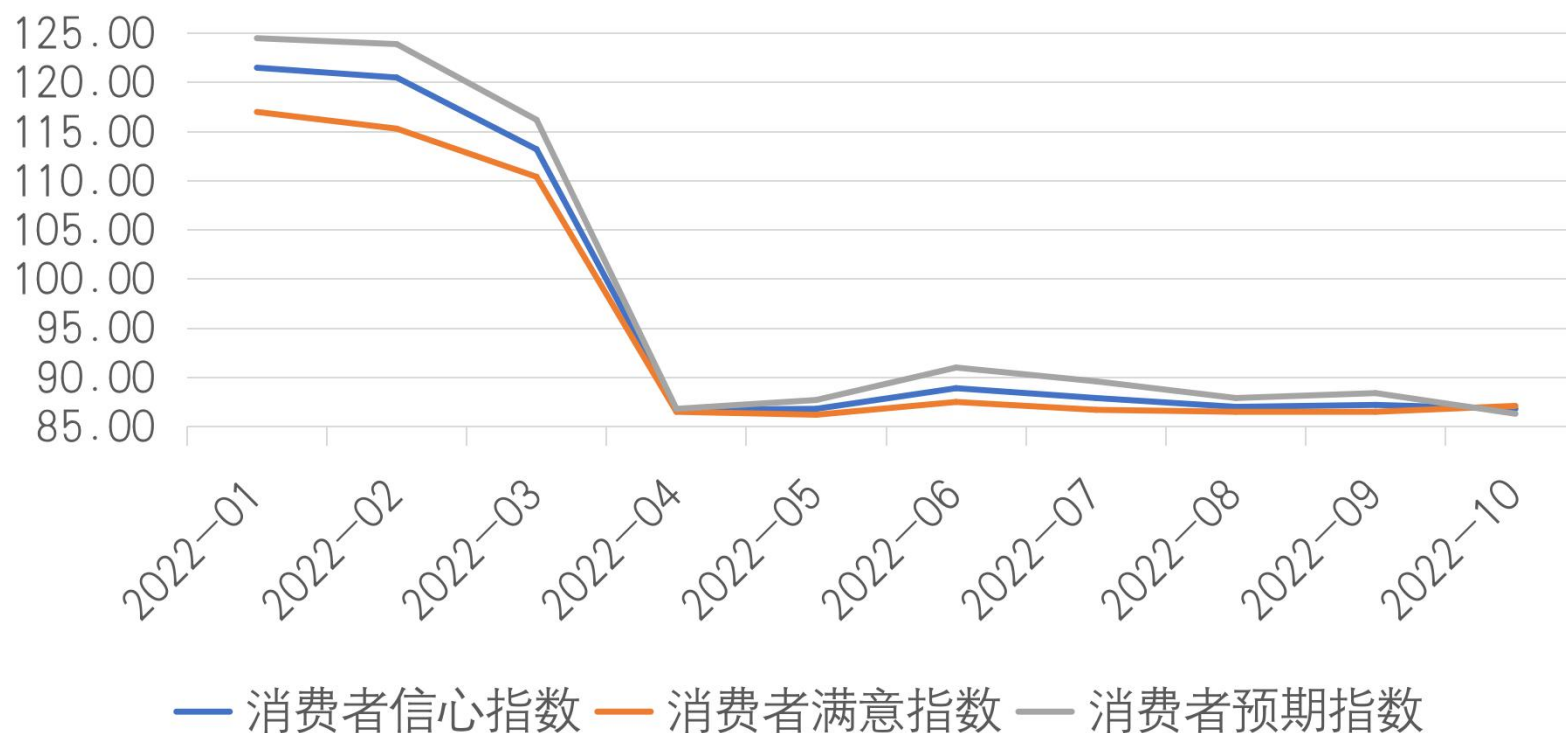
1.3. 消费市场明显承压，市场销售降幅有所扩大

➤ 特征3：中西药品类和必需消费品类增势良好，可选消费品类及房地产产业链相关产品类仍有下行压力。



1.3. 消费市场明显承压，市场销售降幅有所扩大

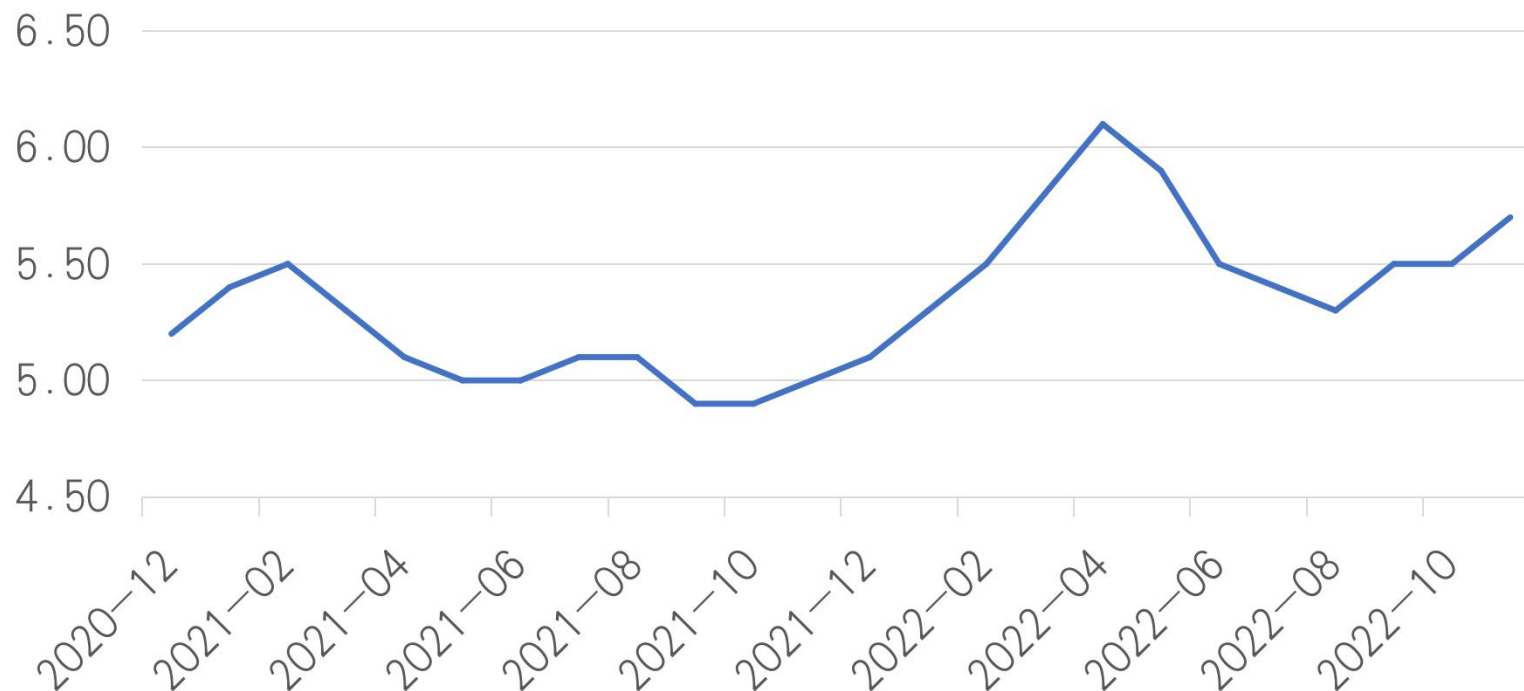
➤ 特征4：消费信心有待提振。



除对消费造成直接冲击外，疫情还通过就业途径对消费造成间接影响。

➤ 11月就业总量问题：失业率上升。

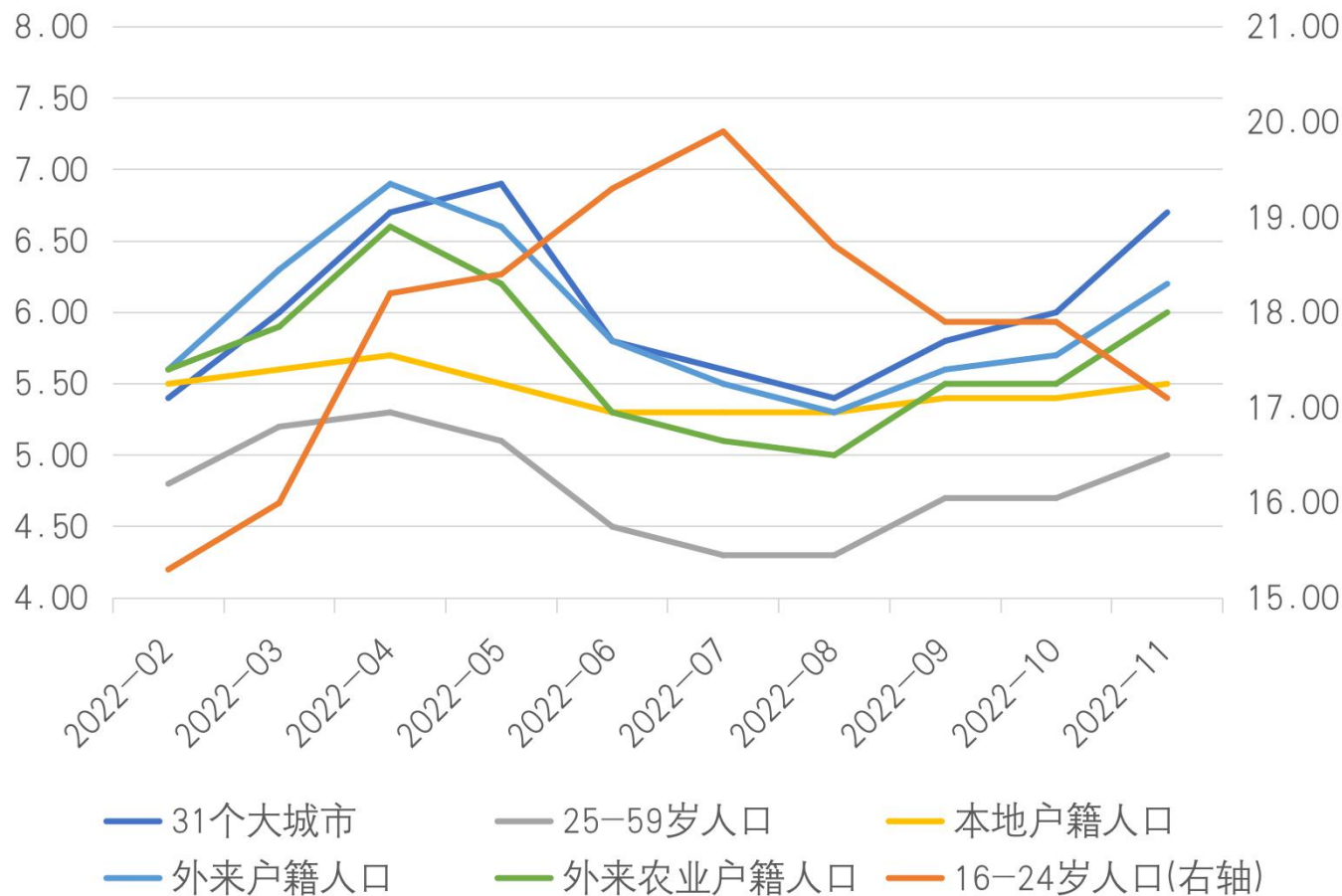
城镇调查失业率



除对消费造成直接冲击外，疫情还通过就业途径对消费造成间接影响。

➤ 11月就业结构问题：

- (1) 青年群体失业率回落，但中年群体失业率上升
- (2) 外来务工群体失业率攀升



1.4. 出口超预期下滑，外需严重不足

2022年11月外贸总体情况

按美元计价：进出口5223.4亿美元，同比-9.5%。

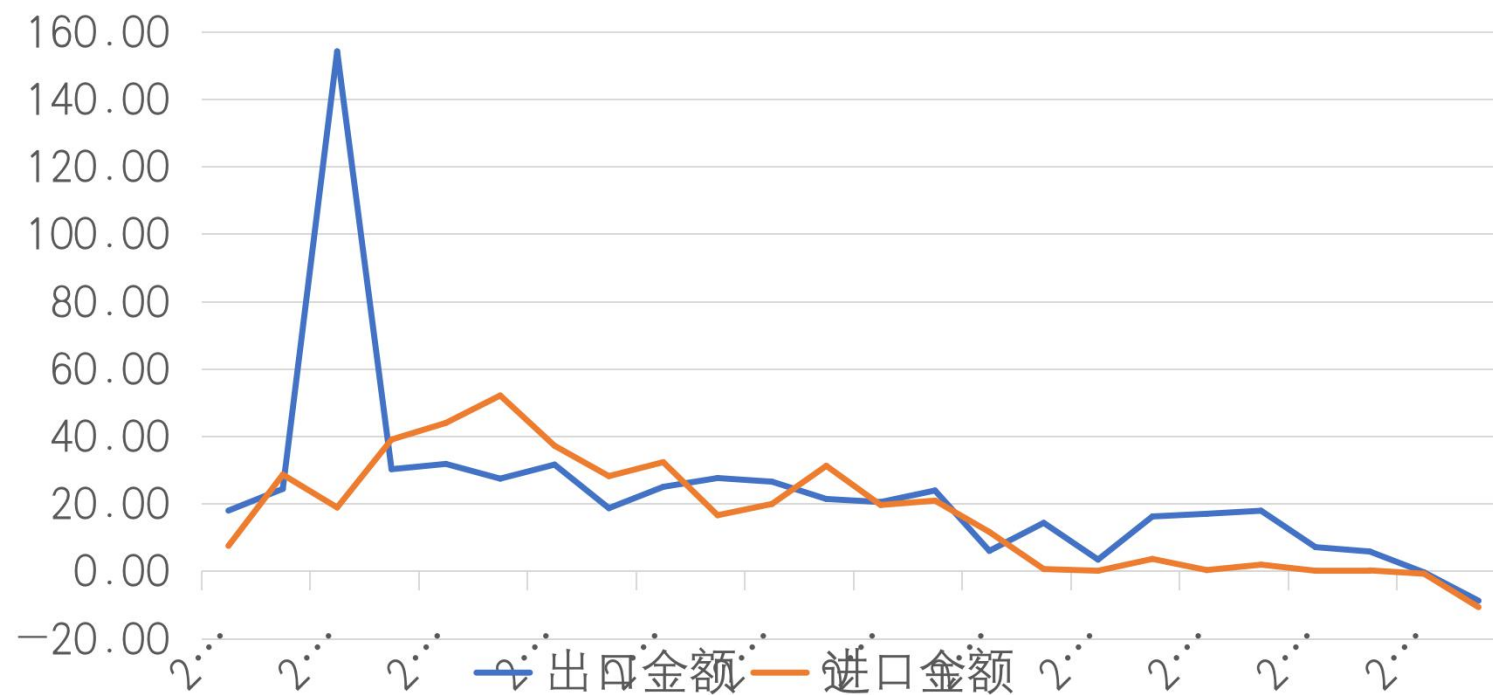
出口2960.9亿美元，同比-8.7%。

进口2262.5亿美元，同比-10.6%。

1.4. 出口超预期下滑，外需严重不足

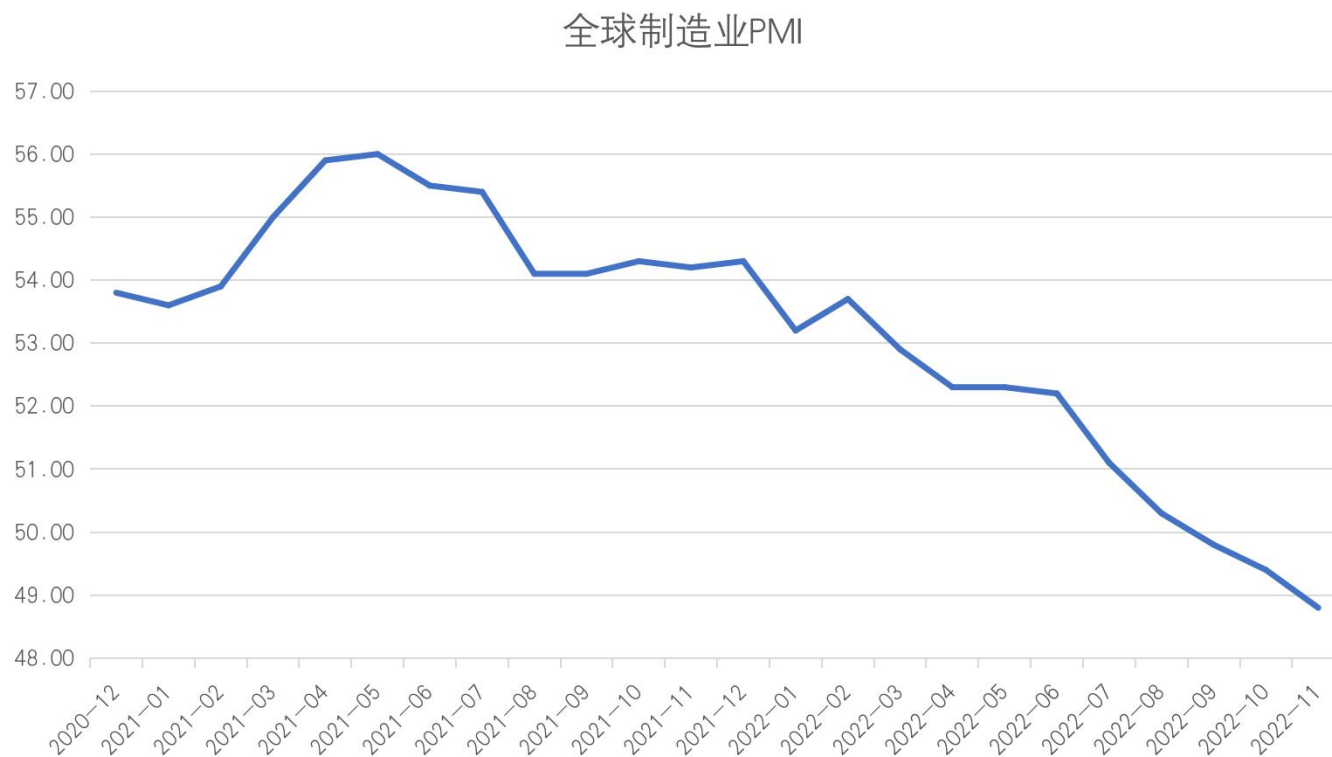
➤ 特征1：出口超预期下滑。

11月出口同比-8.7%，为2020年3月以来最低值，较10月降幅扩大8.4个百分点。



1.4. 出口超预期下滑，外需严重不足

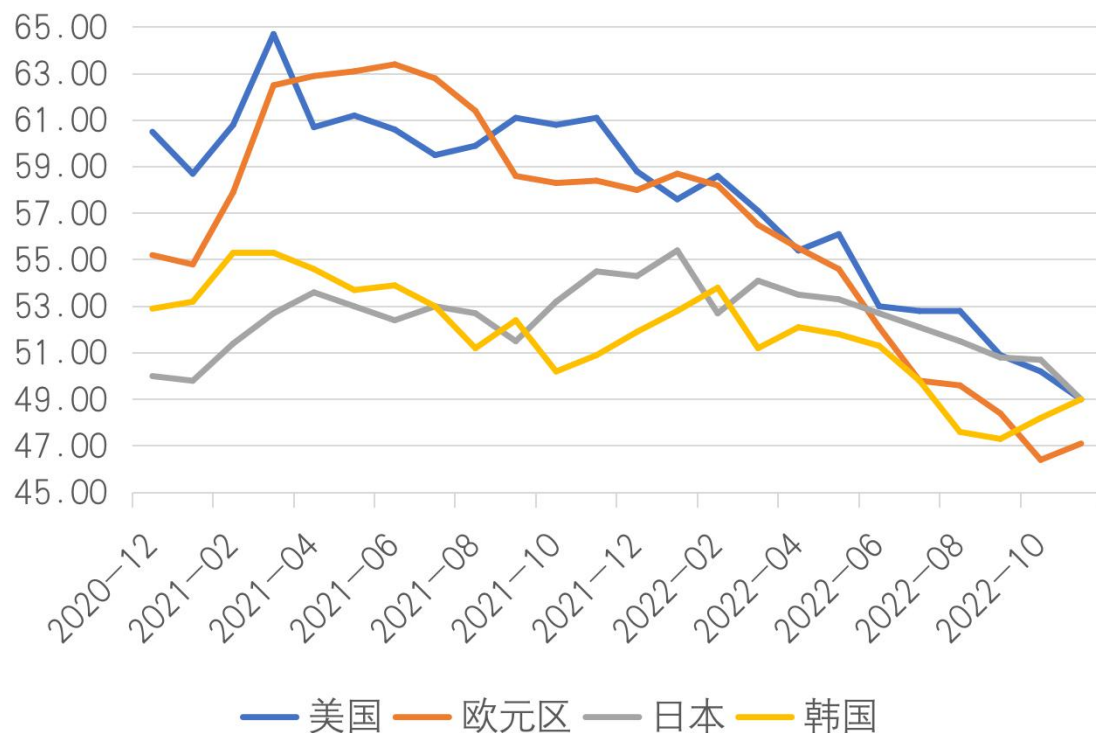
➤ 特征2：外需回落导致出口下滑。



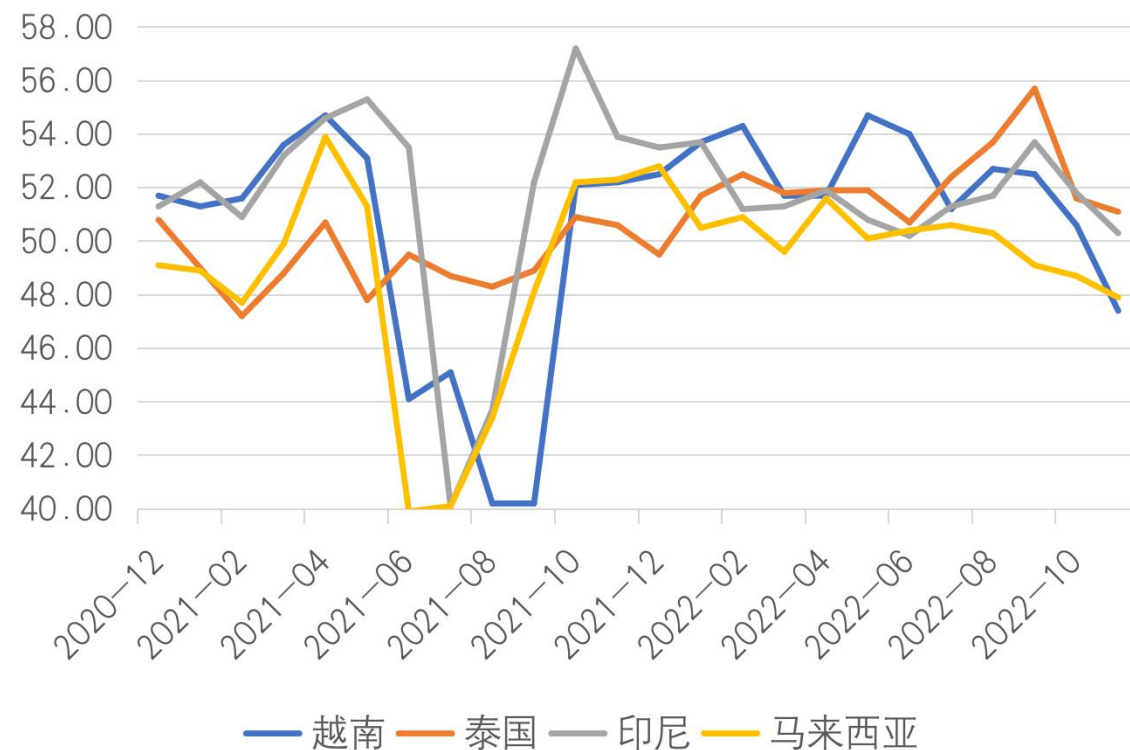
1.4. 出口超预期下滑，外需严重不足

➤ 特征2：外需回落导致出口下滑。

主要发达经济体制造业PMI

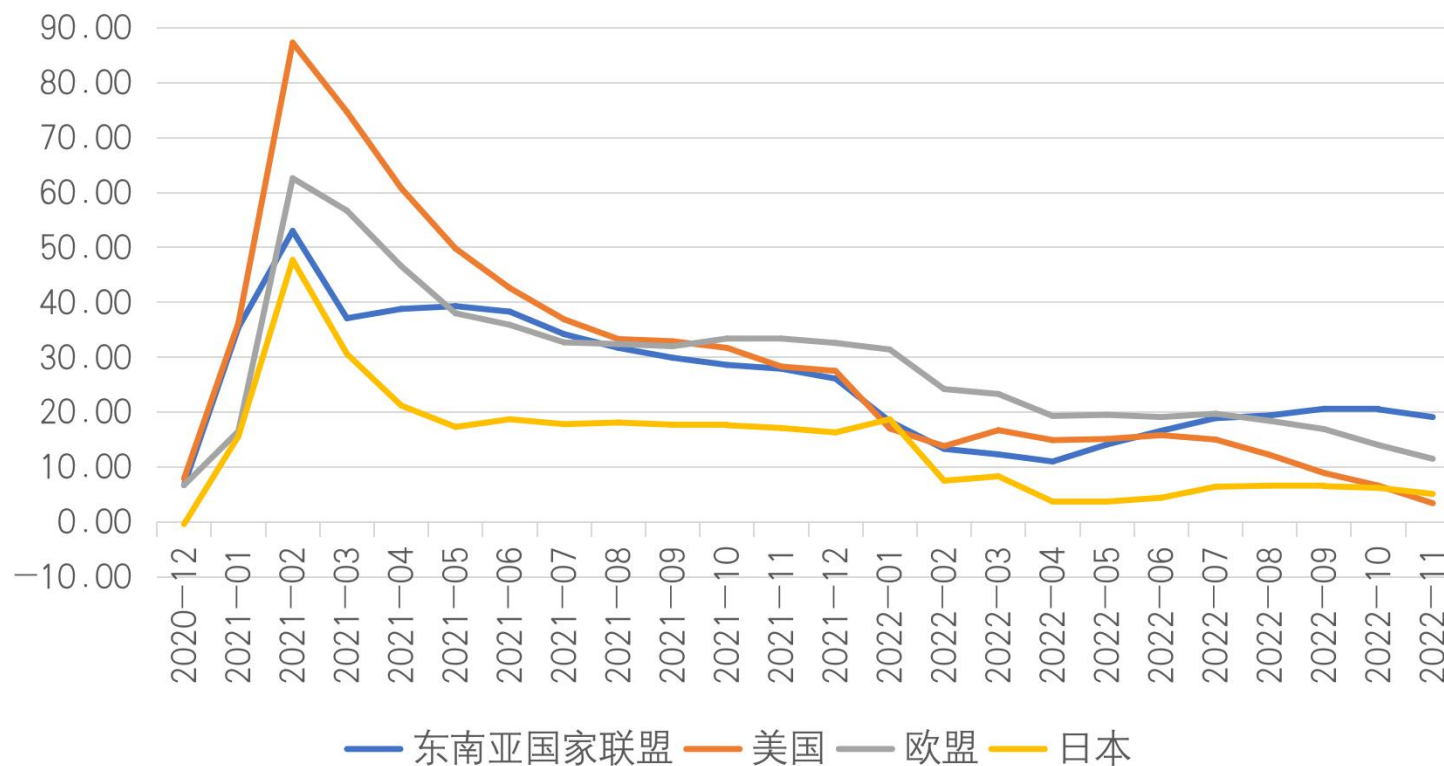


东盟国家制造业PMI



1.4. 出口超预期下滑，外需严重不足

➤ 特征2：外需回落导致出口下滑。



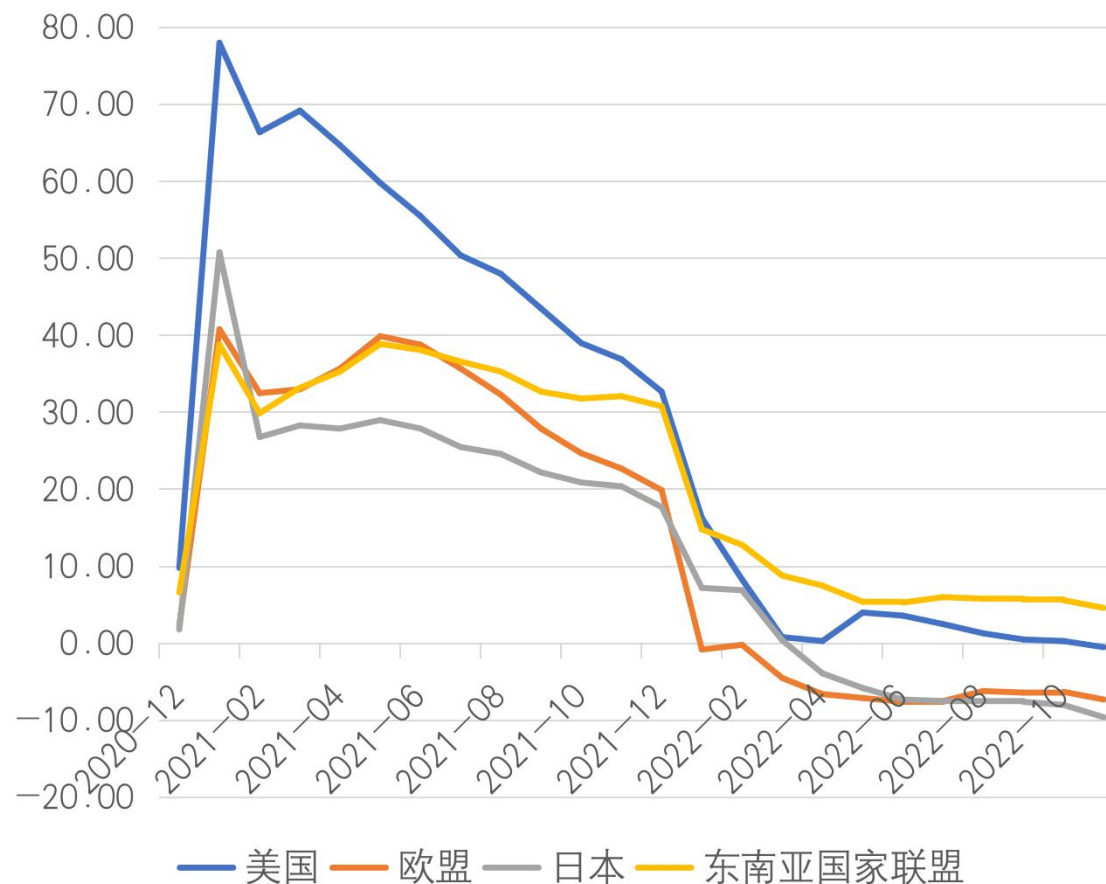
1.4. 出口超预期下滑，外需严重不足

➤ 特征3：高技术产品出口下滑明显。

高新技术产品、机电产品、七大劳动密集型产品同比分别下降23.9%、11.4%和12.8%，比10月降幅分别扩大16.3、10.7和3.1个百分点。

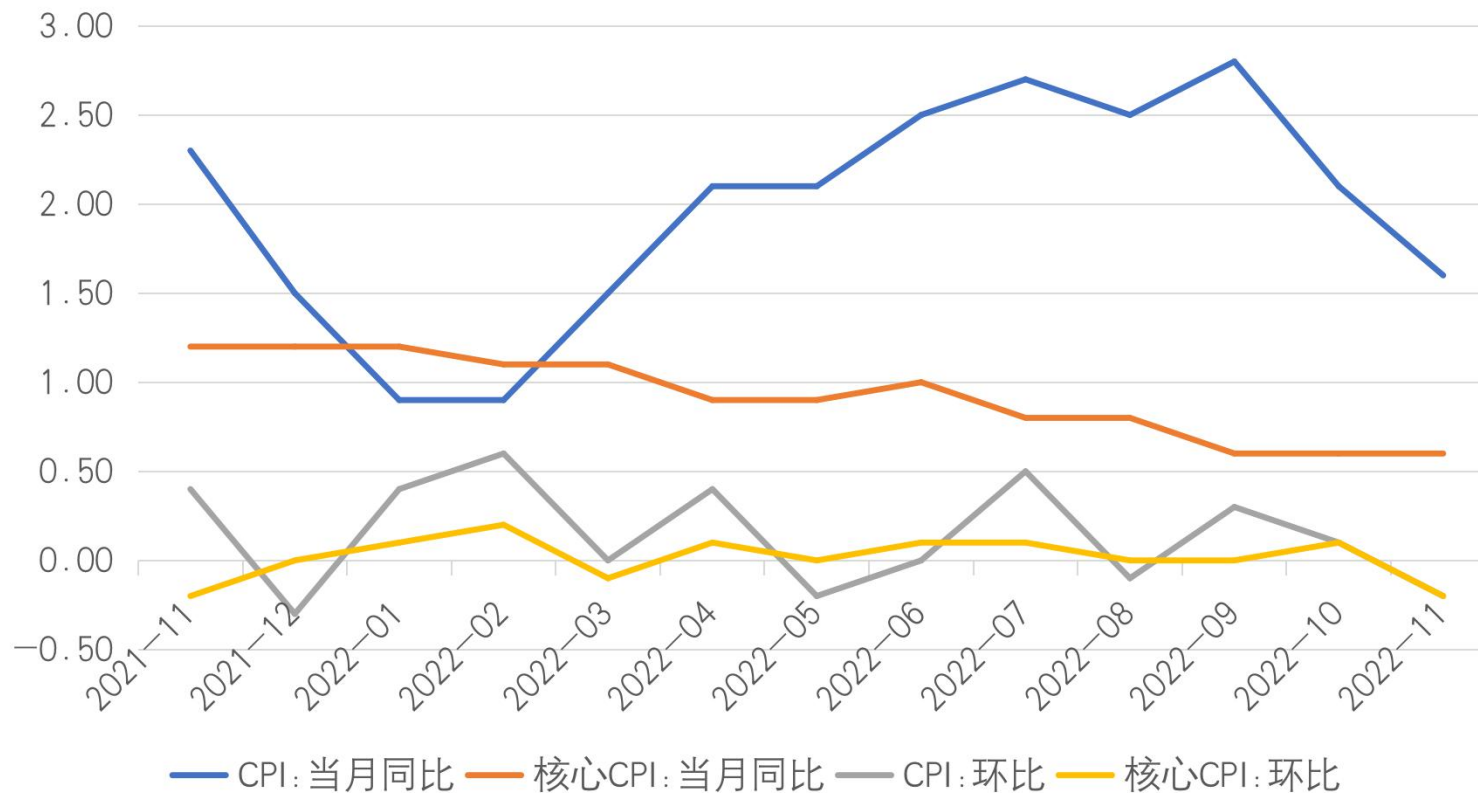
进口超预期回落，折射出国内需求不足。

- 11月进口同比-10.6%，比10月降幅扩大9.9个百分点。
- 来自主要贸易伙伴的进口均呈回落态势：11月自美国、欧盟、日本、东南亚进口同比-7.3%、-16.3%、-24.5%、-3.7%，分别回落5.7、11.2、14.0、8.3个百分点。



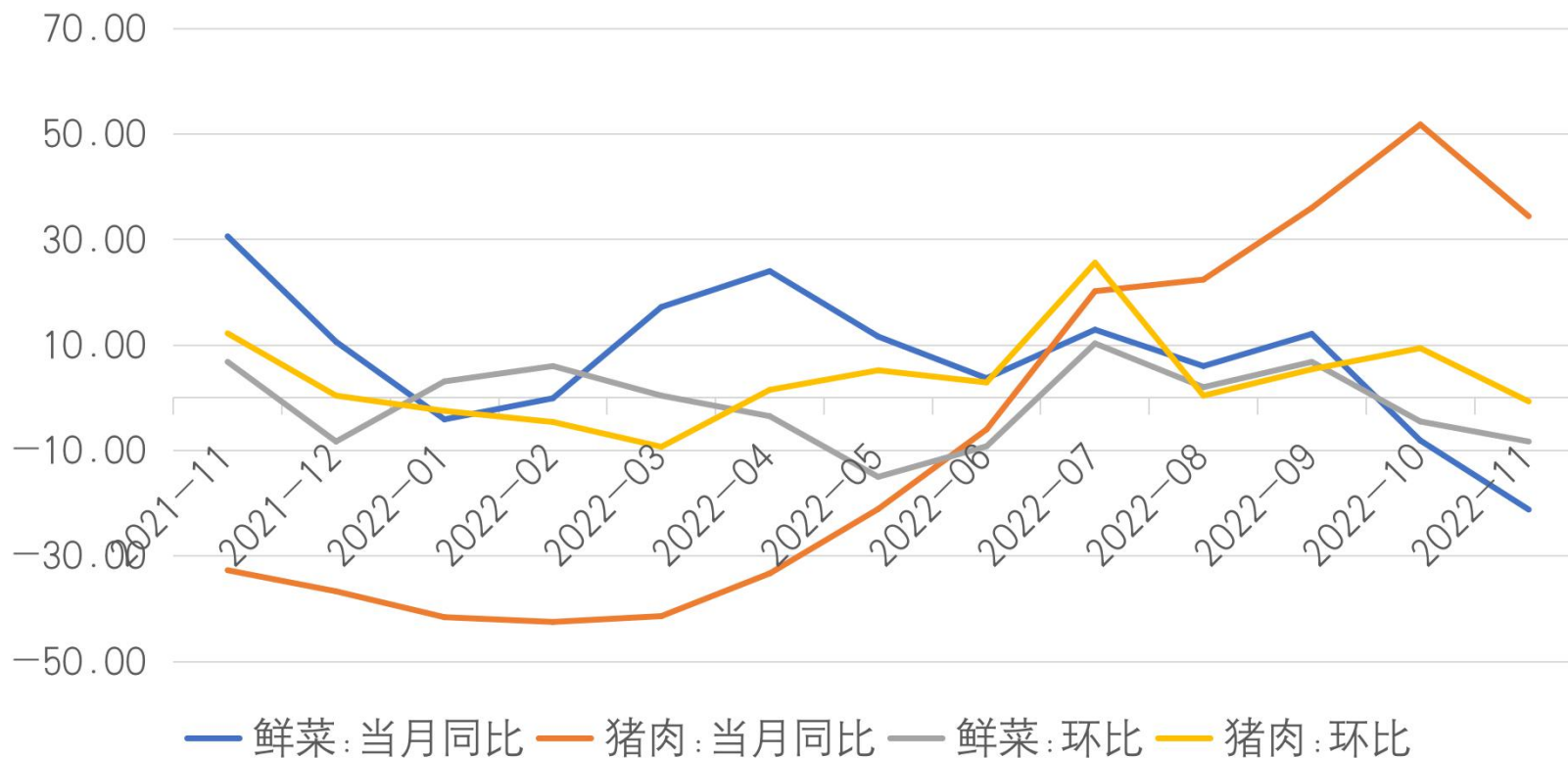
1.5. 价格指数回落，反映内需不振

➤ CPI特征1：我国居民消费价格继续保持温和上涨态势，同比和环比均有所回落。



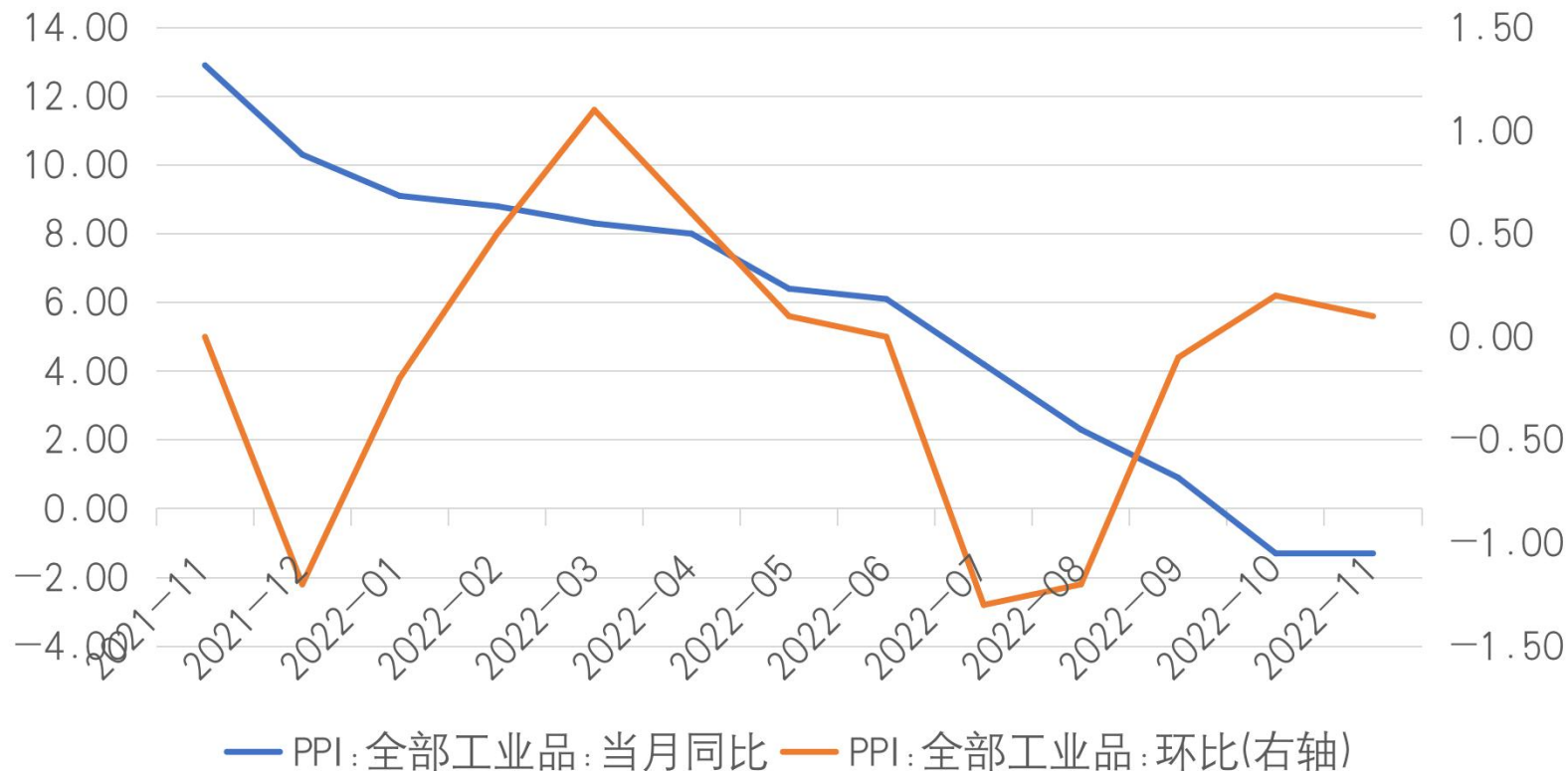
1.5. 价格指数回落，反映内需不振

➤ CPI特征2：食品价格涨幅回落拉动CPI回落。



1.5. 价格指数回落，反映内需不振

➤ PPI特征：受高基数效应叠加保供稳价政策影响，11月PPI同比为负，环比涨幅收窄。



1.6. 社融低于预期，主要受债券和贷款拖累；信贷增速放缓，企业端与居民端分化。

	社会融资规模	新增人民币贷款	新增外币贷款	新增委托贷款	新增信托贷款	新增未贴现银行承兑汇票	企业债券融资	非金融企业境内股票融资	政府债券
2021-11	25983.00	13021.00	-134.00	35.00	-2190.00	-383.00	4006.00	1294.00	8158.00
2021-12	23682.00	10350.00	-649.00	-416.00	-4553.00	-1419.00	2167.00	2075.00	11674.00
2022-01	61770.00	41988.00	1031.00	428.00	-680.00	4733.00	5850.00	1439.00	6026.00
2022-02	12184.00	9084.00	480.00	-74.00	-751.00	-4228.00	3624.00	585.00	2722.00
2022-03	46538.00	32291.00	239.00	107.00	-259.00	287.00	3724.00	958.00	7074.00
2022-04	9368.00	3616.00	-760.00	-2.00	-615.00	-2557.00	3693.00	1166.00	3912.00
2022-05	28406.00	18230.00	-240.00	-132.00	-619.00	-1068.00	357.00	292.00	10582.00
2022-06	51941.00	30540.00	-291.00	-380.00	-828.00	1066.00	2361.00	589.00	16216.00
2022-07	7628.00	4088.00	-1137.00	89.00	-398.00	-2744.00	803.00	1437.00	3998.00
2022-08	24623.00	13344.00	-826.00	1755.00	-472.00	3486.00	1423.00	1251.00	3045.00
2022-09	35413.00	25686.00	-713.00	1508.00	-191.00	132.00	348.00	1022.00	5533.00
2022-10	9079.00	4431.00	-724.00	470.00	-61.00	-2157.00	2325.00	788.00	2791.00
2022-11	19900.00	11400.00	-648.00	-88.00	-365.00	190.00	596.00	788.00	6520.00

1.6. 社融低于预期，主要受债券和贷款拖累；信贷增速放缓，企业端与居民端分化。

- **社融低于预期，主要受债券和贷款拖累。** 11月新增社融1.99万亿元，较去年同期少增6109亿元；存量规模343.19万亿，同比增长10%，较上月回落0.3个百分点。从分项数据来看：（1）新增企业债券596亿元，较去年同期少增3410亿元，占新增社融少增的55.8%。主要原因可能包括，到期量较大、债市调整抬高企业融资成本导致信用债取消发行的规模较大；（2）新增政府债券6520亿元，同比少增1638亿元，占新增社融少增的26.8%。这与去年同期高基数和发行节奏错位有关；（3）在社融口径下，新增人民币贷款1.14万亿元，同比少增1621亿元，占新增社融少增的26.5%。

1.6. 社融低于预期，主要受债券和贷款拖累；信贷增速放缓，企业端与居民端分化。

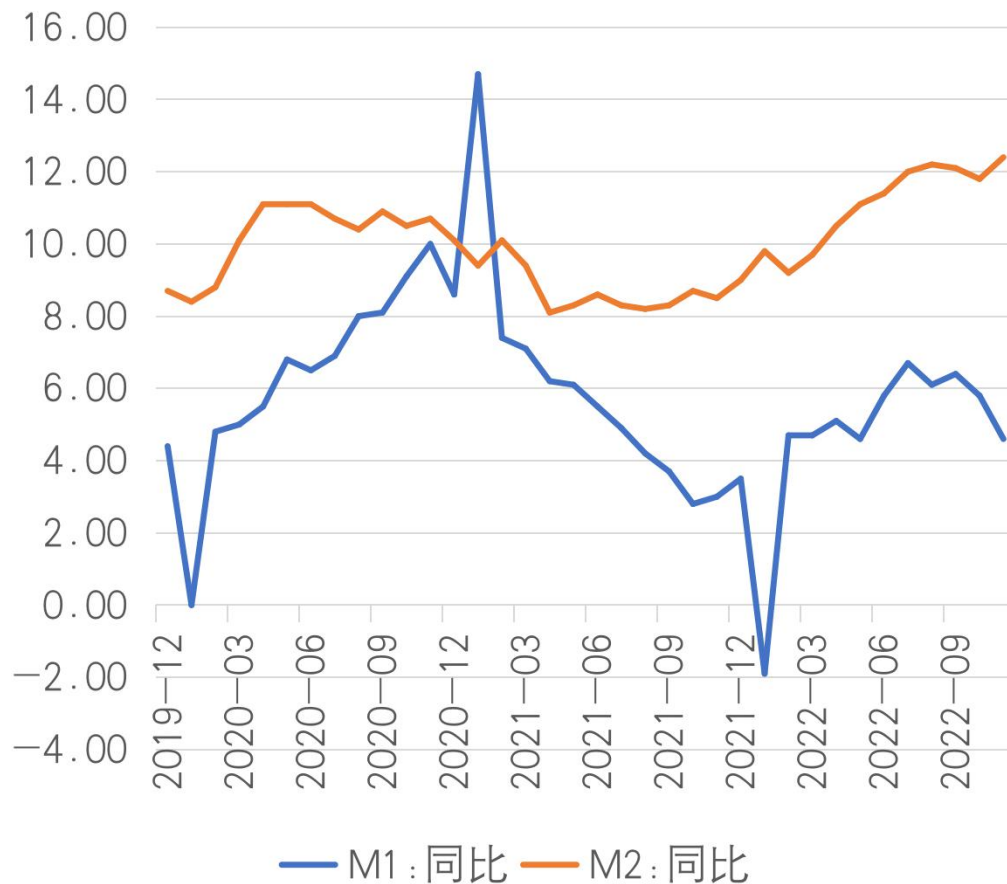
	新增人民币贷款	短期贷款及票据融资	企(事)业单位:短期	企(事)业单位:中长期	居民户:短期	居民户:中长期	非银行业金融机构
2021-11	12700.00	3532.00	410.00	3417.00	1517.00	5821.00	-364.00
2021-12	11300.00	3190.00	-1054.00	3393.00	157.00	3558.00	553.00
2022-01	39800.00	12894.00	10100.00	21000.00	1006.00	7424.00	-1417.00
2022-02	12300.00	4252.00	4111.00	5052.00	-2911.00	-459.00	1790.00
2022-03	31300.00	15124.00	8089.00	13448.00	3848.00	3735.00	-454.00
2022-04	6454.00	1344.13	-1948.00	2652.00	-1855.87	-313.72	1379.00
2022-05	18900.00	11611.00	2642.00	5551.00	1840.00	1047.00	461.00
2022-06	28100.00	11983.87	6906.00	14497.00	4281.87	4166.72	-1656.00
2022-07	6790.00	-679.00	-3546.00	3459.00	-269.00	1486.00	1476.00
2022-08	12500.00	3392.00	-121.00	7353.00	1922.00	2658.00	-425.00
2022-09	24700.00	8778.00	6567.00	13488.00	3038.00	3456.00	-930.00
2022-10	6152.00	-450.00	-1843.00	4623.00	-512.00	332.00	1140.00
2022-11	12100.00	1833.00	-241.00	7367.00	525.00	2103.00	-99.00

1.6. 社融低于预期，主要受债券和贷款拖累；信贷增速放缓，企业端与居民端分化。

- **信贷增速放缓，企业端与居民端分化。** 11月，在金融机构口径下，新增人民币贷款信贷1.21万亿元，同比少增600亿元。（1）企业端：企业贷款增加8837亿元，同比多增3158亿元。短期贷款减少、中长期贷款增加，反映企业融资结构优化，以及企业投资意愿增强。（2）居民端：短期贷款和中长期贷款均同比少增，反映房地产市场低迷和消费意愿及能力受限。

货币供给

- 11月，M1同比增速为4.6%，较上月回落1.2个百分点；M2同比增速为12.4%，较上月回升0.6个百分点。M2与M1之间的剪刀差进一步扩大，意味着实体经济活跃度持续走弱。
- 从存款分项来看：（1）M2超预期回升主要是由居民存款拉动。主要原因是受疫情影响，居民出行受限、消费场景受限导致消费能力得不到释放，叠加预防性储蓄意愿增强，共同导致居民存款增加。（2）非银金融机构存款新增6680亿元，同比多增6937亿元，反映了股市情况的变化。



1.7.制造业PMI反映了本轮疫情的持续冲击

➤ 特征2：供需持续走弱、库存累积上行

	生产	新订单	进口	新出口订单	在手订单	原材料库存	产成品库存	供货商配送时间	生产经营活动预期
2021-11	52.00	49.40	48.10	48.50	45.70	47.70	47.90	48.20	53.80
2021-12	51.40	49.70	48.20	48.10	45.60	49.20	48.50	48.30	54.30
2022-01	50.90	49.30	47.20	48.40	45.80	49.10	48.00	47.60	57.50
2022-02	50.40	50.70	48.60	49.00	45.20	48.10	47.30	48.20	58.70
2022-03	49.50	48.80	46.90	47.20	46.10	47.30	48.90	46.50	55.70
2022-04	44.40	42.60	42.90	41.60	46.00	46.50	50.30	37.20	53.30
2022-05	49.70	48.20	45.10	46.20	45.00	47.90	49.30	44.10	53.90
2022-06	52.80	50.40	49.20	49.50	44.20	48.10	48.60	51.30	55.20
2022-07	49.80	48.50	46.90	47.40	42.60	47.90	48.00	50.10	52.00
2022-08	49.80	49.20	47.80	48.10	43.10	48.00	45.20	49.50	52.30
2022-09	51.50	49.80	48.10	47.00	44.10	47.60	47.30	48.70	53.40
2022-10	49.60	48.10	47.90	47.60	43.90	47.70	48.00	47.10	52.60
2022-11	47.80	46.40	47.10	46.70	43.40	46.70	48.10	46.70	48.90

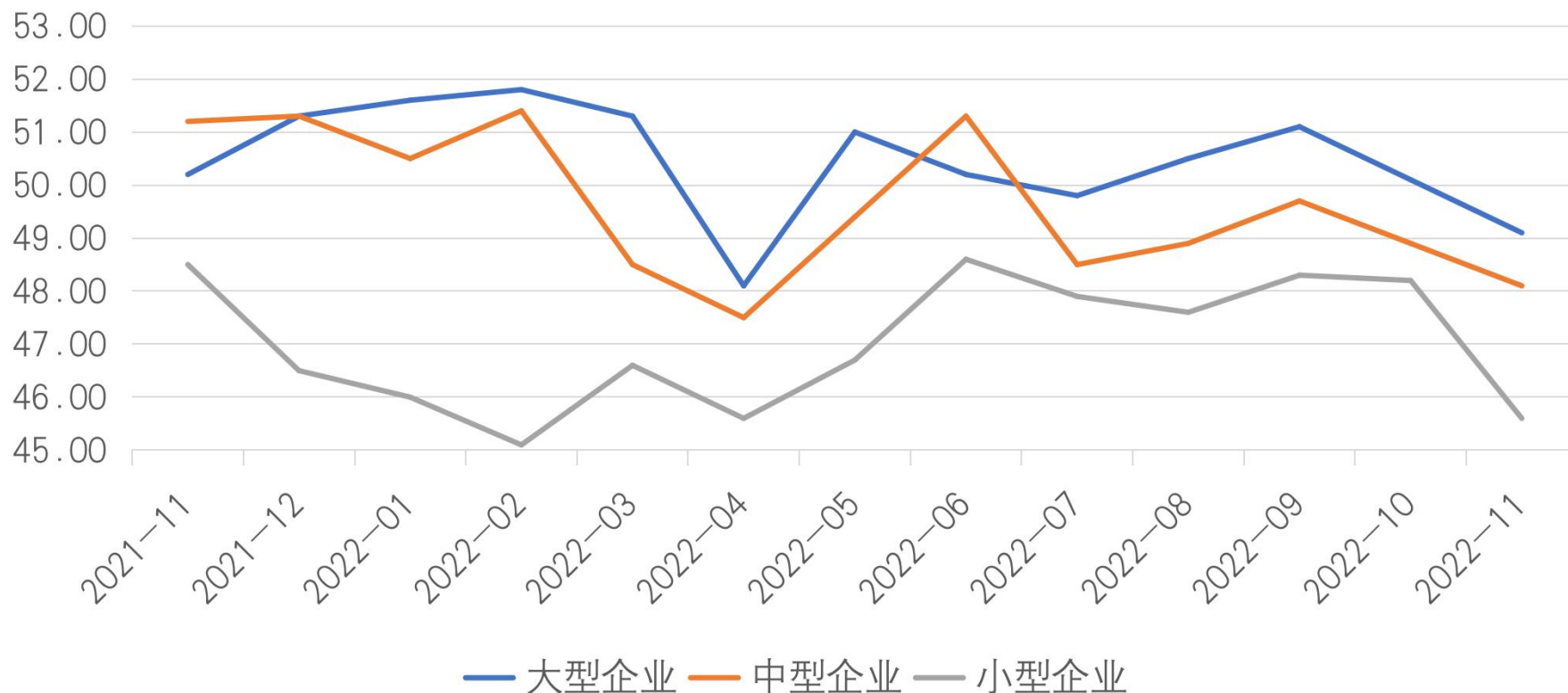
1.7.制造业PMI反映了本轮疫情的持续冲击

➤ 特征3：配送时间指数偏低

供应商配送时间指数延续了7月以来的持续下降趋势，再次下滑0.4个百分点至46.7%。这反映了受疫情封控影响而造成的物流运输困难加大，可能也是导致产成品库存继续累积的一个原因。

1.7.制造业PMI反映了本轮疫情的持续冲击

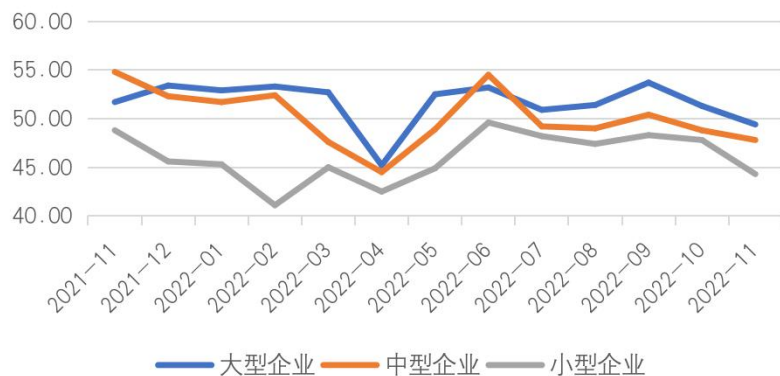
➤ 特征4：小型企业景气指数回落更为明显



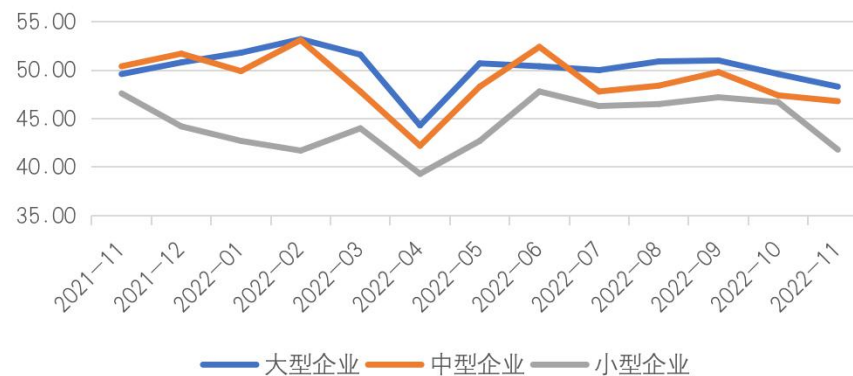
1.7.制造业PMI反映了本轮疫情的持续冲击

➤ 特征4：小型企业景气指数回落更为明显

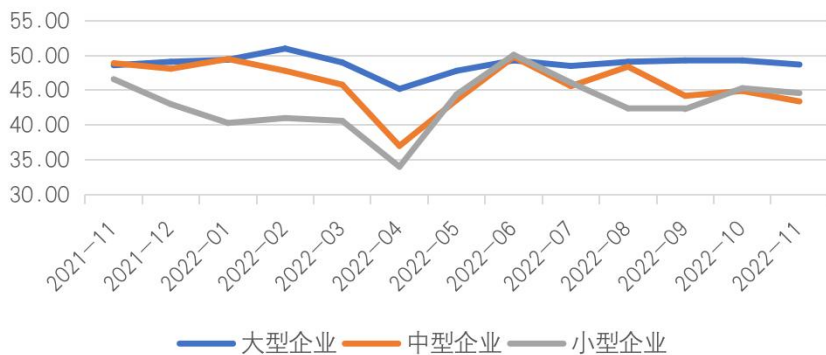
PMI：生产



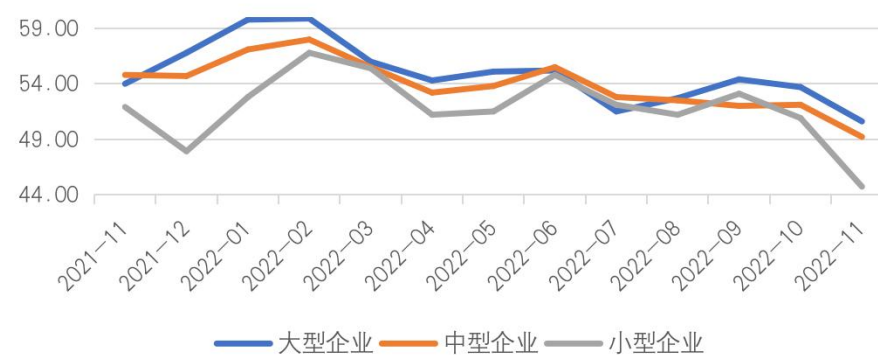
PMI：新订单



PMI：新出口订单

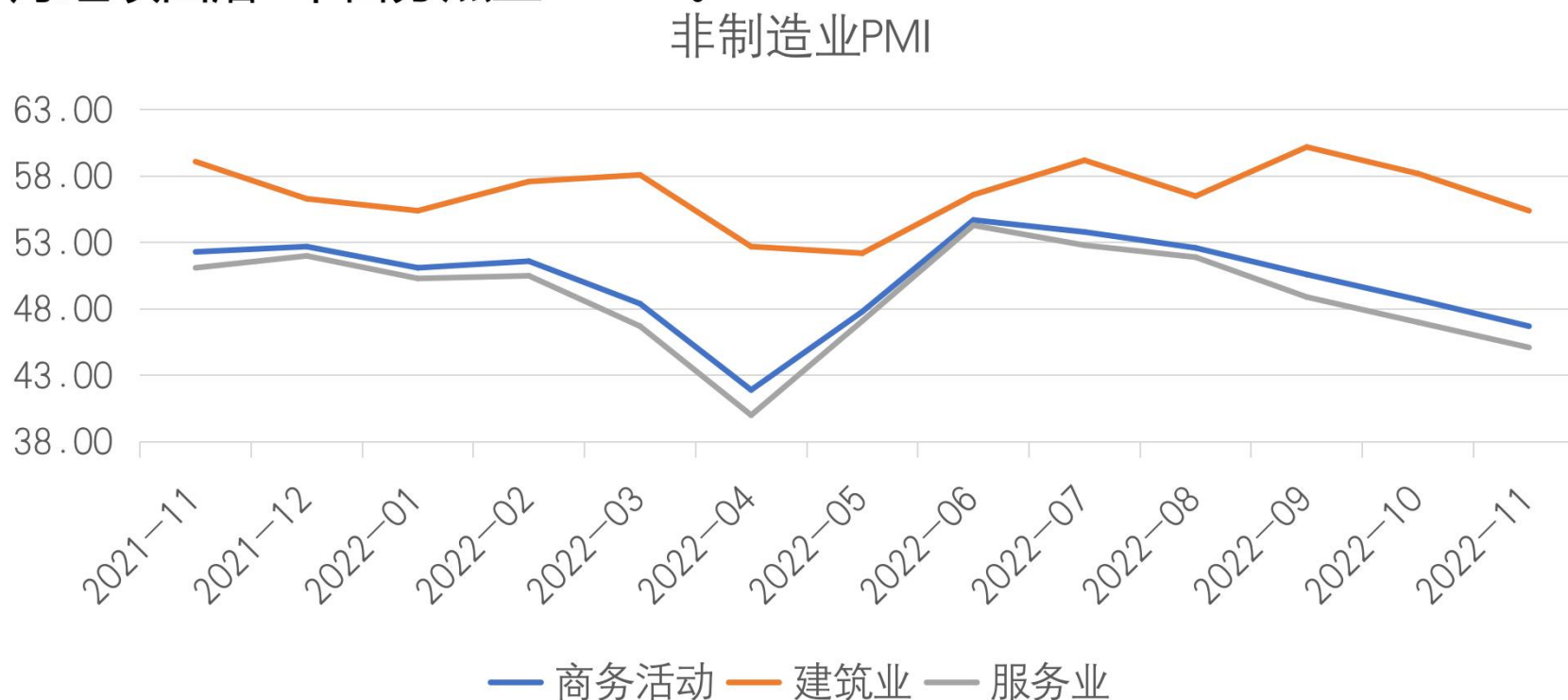


PMI：生产经营活动预期



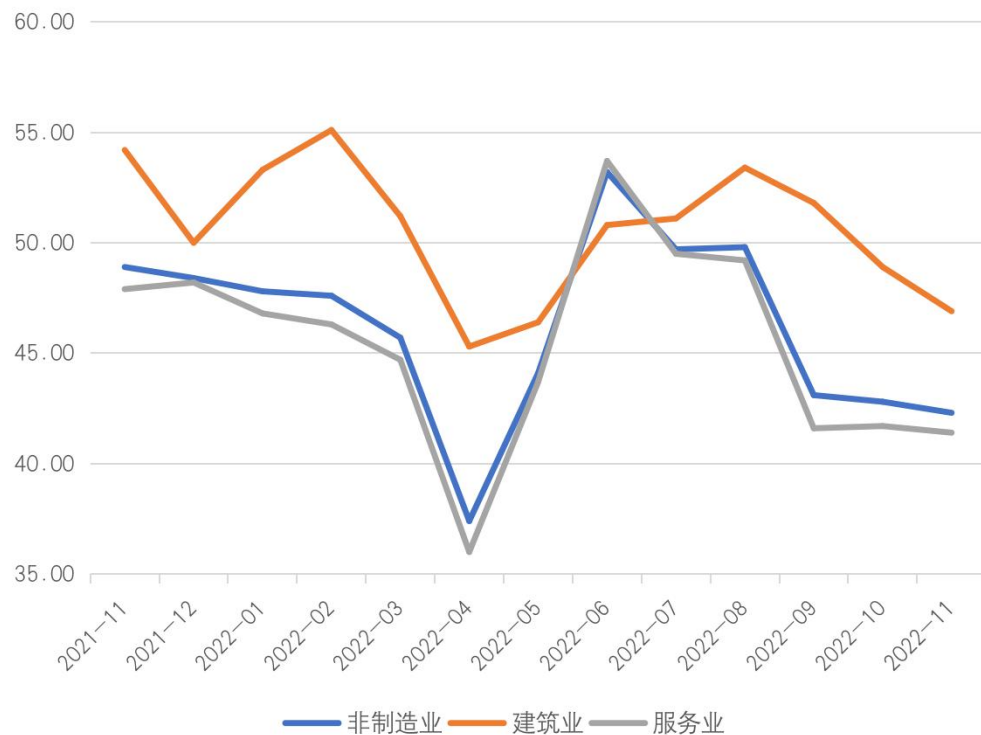
1.8. 非制造业商务活动指数继续回落，服务业和建筑业拖累

- 非制造业经济活动总体继续放缓。11月，非制造业PMI延续了下半年的持续下滑趋势，本月继续回落2个百分点至46.7%。



1.8. 非制造业商务活动指数继续回落，服务业和建筑业拖累

新订单



业务活动预期



目 录

- 一、压力与韧性并存的宏观经济
- 二、支持温和复苏的有利因素
- 三、他山之石：值得借鉴的国际经验
- 四、政策建议

因素1：疫情防控政策的调整。

疫情防控政策更加科学精准，经济发展重回主线。

2023年是全面贯彻落实党的二十大精神开局之年。随着《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》出台，经济社会生活开始逐步迈向回归。12月6日召开的政治局会议和今年的中央经济工作会议释放了明确的稳增长信号，2023年经济有望在政策带动下实现复苏。

因素2：政策落实得到保障。

国务院督导组赴多地“回头看”，狠抓政策落实、加速政策落实。

11月22日，国务院常务会议提出，国务院将向地方派出督导工作组，对稳经济一揽子政策措施落实情况进行督导。目前，据不完全统计，督导组已进至山东、福建、湖南、江西等省份。根据相关报道，本轮督导的重点包括：政策性开发性金融工具支持项目开工建设、设备更新改造、稳经济一揽子政策和接续措施落实。主要作用机制是：以中央督导促地方传导，畅通政策传导、落实地方责任，通过现场指导，解决地方“不会干，不敢干，不想干”的问题。主要目标是：依法依规推动项目加快开工建设，加快形成实物工作量，为稳住宏观经济大盘提供支撑。

因素3：地方政府积极性回升。

疫情防控持续优化，地方政府主动性增强。

在疫情期间，“疫情防控+经济增长”的多元考核激励一定程度上偏重于前者，导致地方政府发展动力不足；随着疫情防控松绑，在经济社会回归发展主线的同时，官员激励也将逐步向经济增长回归。我们已经看到地方政府陆续出台措施，主动作为，回应微观主体的诉求。特别是进入12月以来，一些省份基于本地区情况制定出台了政策措施，为企业纾解困难提供政策支持。例如，北京市出台了《北京市积极应对疫情影响助企纾困的若干措施》。

因素4：财政政策持续发力。

财政政策持续发力，政策接续已有保障。首先，年内财政政策持续发力，政策效果已经显现。

首先，年内财政政策持续发力，政策效果已经显现。（1）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。（2）今年前11个月，新增专项债发行规模超过4万亿元，创历史新高。（3）充分利用财政性、开发性金融工具为基建融资。11月PSL净投放3675亿元，7399亿元金融工具资金已全部投放完毕，支持的项目大部分已开工建设，正在加快形成实物工作量。

其次，政策接续已有保障，预计政策力度将进一步加强。从已经出台的政策来看，多地已经于11月下达2023年专项债提前批额度。

因素5：房地产行业政策利好。

三箭已发，效果初现。

11月，70个大中城市中，新建商品房销售价格环比下降的城市有51个，比上月减少7个；二手房销售价格环比下降城市有62个，个数与上月相同。新房市场好转主要有两个原因：**政策端**，中央保交楼政策叠加部分城市购房政策的调整；**融资端**，“三支箭”为房企从债券、信贷、股权三方面纾解资金压力提供了支持，**房企资金面因而改善**。不过政策效果尚未传导至生产和消费端。1-11月，全国房地产开发投资同比下降9.8%，降幅比1-10月扩大1个百分点；房地产开发企业房屋施工面积同比下降6.5%，降幅比1-10月扩大0.8个百分点；商品房销售面积同比下降23.3%，降幅比1-10月扩大1.0个百分点。这是由于本轮政策主要是针对房企的，传导能力弱且传导需要时间，还需后续政策支持。

因素6：央地政策聚焦民间投资。

针对民间投资动力不足的问题，10月底，国家发展改革委已经印发《关于进一步完善政策环境加大力度支持民间投资发展的意见》，支持民间投资参与102项重大工程等项目建设，支持民间投资参与科技创新项目建设。鉴于这一政策效果尚未明显显现，近期，一些地方政府结合辖区情况出台了地方版的“民间投资发展计划”。例如，山西省出台了《关于进一步促进民间投资的实施意见》，提出40条举措促进民间投资发展。

因素7：外贸大省出海抢单，积极破局外需不足。

为应对外需不足的局面，地方政府利用疫情防控政策调整的东风，积极出海洽谈订单。从出海省份来看：目前，已经至少有浙江、江苏、广东、福建、山东、四川、海南、湖南等八个省份组织进行了出海抢订单。主要是外贸总额和依存度较高的省份。从出海目的地来看：主要集中在日本、东盟和欧洲。

因素8：俄乌冲突迎来相持时期，地缘政治因素趋于稳定。

自2022年2月24日俄乌冲突爆发以来，历经俄军进攻、双方僵持和乌军反攻三个主要阶段后，双方再次进入相持阶段。预计这一轮相持将具有一定的持续性。一方面，9月份俄方的局部军事动员表明军力和后勤补给可能存在隐患，且俄军以战促谈的战略目标日渐明朗；另一方面，乌方得到的援助不足，且根据美方的表态，对乌援助可能继续削减，乌方不具备大规模反攻的能力。

目 录

- 一、压力与韧性并存的宏观经济
- 二、支持温和复苏的有利因素
- 三、他山之石：值得借鉴的国际经验
- 四、政策建议

经验1：高度重视政策间的横向协调，避免政出多门导致政策冲突。

多部门出台政策导致政策间存在冲突、政策效果背离政策预期，这一问题 是各国复苏之路、回归之路上普遍遇到的问题。许多国家越发意识到政策协调的重要性，并践行了多种政策协调机制。

具体来说，OECD国家的做法大致可以分为三类：第一类是利用现有机构进行政策协调，例如西班牙和德国将国会作为协调机构；第二类是建立工作组，例如加拿大、新西兰、葡萄牙和爱尔兰；第三类是成立新的政策协调部门，例如比利时、英国、意大利和斯洛文尼亚。

经验2：高度重视政府间的纵向协调，避免地方执行违背中央意图。

在单一制的国家中，经济政策往往是由中央政府制定，而由地方政府负责执行。在政策执行过程中，地方政府有可能主动（出于自身利益考量）或者被动（对于政策理解有误）违背中央政策意图。

为此，一些国家利用原有的转移支付体系来约束地方政府行为，还有一些国家（例如，西班牙和墨西哥）建立了专门的纵向协调机制。

经验3：政策措施呈现阶段性分化。

在疫情前期，政策主要是普惠性的，重点照顾中小微企业，而政策理念是以应对疫情对经济的冲击为主。

在疫情后期，政策更加具有结构性，政策理念逐步转为利用疫情冲击实现经济结构优化为主。

第一，新旧政策有计划接续。

第二，加速打造平台经济和促进企业数字化转型。

经验4：就业政策特别关注于青年群体。

一是宏观的导向政策，旨在表明政府对于年轻人就业（失业）问题的关心。

二是对青年求职者提供补贴。

三是鼓励企业雇佣年轻人，为符合条件的企业提供补贴。

四是为年轻人提供技能培训，以便让年轻人获得更多技能，符合市场需求。

五是加强政府的就业服务能力，减少就业市场信息搜寻的时间和其他成本。

六是为年轻的待业者提供心理辅导，关注精神健康。

经验5：利用财政政策刺激消费。

第一，在税收政策上，OECD国家往往选择一两个税种集中发力。

涉及税种	国家
个人所得税	澳大利亚、加拿大、爱尔兰、意大利
增值税	捷克、希腊、挪威
企业所得税	匈牙利
消费税	日本、拉脱维亚
个人所得+税增值税	德国
个人所得税+消费税	韩国
个人所得税+企业所得税	美国
企业所得税+增值税	比利时
个人所得税+企业所得税+增值税	智利

经验5：利用财政政策刺激消费。

第二，政策重点以提高居民收入为主，对重点行业给予支持。

国家	涉及税种	具体措施
比利时	企业所得税	餐饮消费扣除比例从69%变为全额扣除
	增值税	餐饮业增值税税率从12%降至6%。
德国	增值税	餐饮业增值税税率从19%降至7%。
捷克	增值税	住宿、文化、体育行业税率从15%降至10%
希腊	增值税	文体活动适用13%的低税率。
西班牙	增值税	电子书籍和报纸使用4%的税率
韩国	消费税	汽车消费税从70%下降至30%。
拉脱维亚	消费税	降低石油产品的消费税税率
日本	消费税	降低环保相关的消费税

目 录

- 一、压力与韧性并存的宏观经济
- 二、支持温和复苏的有利因素
- 三、他山之石：值得借鉴的国际经验
- 四、政策建议

4.1. 短期的宏观政策需要把握好三个层次的主线

- 第一，在宏观层面，应坚持以我为主，稳定宏观环境，维持经济增速。
- 第二，在制度层面，应完善政府间协调机制，畅通市场与政府沟通机制。
- 第三，在政策制定侧面，短期的抓手有三个方面。
 - ✓ 在“基建发力、聚焦短板”的思路下投资应当率先发力，通过短期刺激持续释放稳预期信号，并为后续政策创造空间。
 - ✓ 继续为中小企业制定量身定制支持政策。
 - ✓ 可考虑加大消费券发放力度提振短期消费，但发放制度必须进一步优化。

4.2. 长期来看，应以增强产业链供应链安全保障能力、扎实推动共同富裕、健全现代市场和流通体系为着手

- 第一，增强产业链供应链安全保障能力。
 - 加大科技投入，推进制造业补链强链。
 - 要保障事关国计民生的基础产业安全稳定运行。
- 第二，扎实推动共同富裕，根本上提升居民消费能力。
 - 持续优化初次分配格局
 - 逐步健全再分配机制
 - 重视发挥第三次分配作用。
- 第三，健全现代市场和流通体系。

寒冬已至，春日可期。坚定信心，迎接回归。



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇



CMF 中国宏观经济月度数据分析报告发布：从筑底企稳迈向温和复苏的中国宏观经济

12月17日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司联合主办的CMF宏观经济月度数据分析会（2022年12月）于线上举行。

本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席**杨瑞龙**、中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席，中诚信国际首席经济学家**毛振华**联合主持，**聚焦“从筑底企稳迈向温和复苏的中国宏观经济”**，来自学界、企业界的知名经济学家及行业专家**毛振华、钟正生、明明、芦哲、宋雪涛、秦聪**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学国家发展与战略研究院副教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**秦聪**代表论坛发布CMF中国宏观经济月度数据分析报告。

报告围绕以下四个方面展开：

- 一、 压力与韧性并存的宏观经济
- 二、 支持温和复苏的有利因素
- 三、 他山之石：值得借鉴的国际经验
- 四、 政策建议

一、压力与韧性并存的宏观经济

1、工业生产走弱，但温和增长的态势并未发生根本改变

1.1. 工业生产走弱，但温和增长态势未发生根本改变



门类	11月	1-11月
采矿业	5.90	7.60
制造业	2.00	3.30
其中：高技术产业	2.00	8.00
电力、燃气及水的生产和供应业	-1.50	4.80
所有制	11月	1-11月
国有及国有控股企业	2.20	3.50
股份制企业	4.00	4.90
外商及港澳台投资企业	-3.70	-0.30
私营企业	1.60	3.20

从生产端来看，工业生产回落，11月份规模以上工业增加值同比增长2.2%，较10月份回落2.8个百分点。但温和增长态势未发生根本改变。1-11月工业增加值累计同比增长3.8%，较1-10月份小幅回落0.2个百分点。

按门类划分，采矿业增加值累计同比增速最快，而电力热力燃气及水生产和供应业回落最快；按经济类型划分，除外资企业外累计同比均为正，但较前值均有回落。

具体而言，11月工业增加值呈现以下特征：

1) 内外因素叠加导致工业生产下滑

国内因素主要为受疫情冲击影响，工业生产循环受阻，产销衔接不畅，经营困难增多；国际因素主要是指世界经济收缩放缓，导致出口出现下滑。

2) 高技术制造业起到一定支撑作用

尽管高技术制造业增加值当月同比较前值下滑，但仍保持正增长；且从1-11月份累计值来看，高技术制造业增加值同比增长8.0%，快于全部规模以上工业4.2个百分点。

3) 新能源、新材料、高技术产品高速增长

4) 外资企业降幅最大

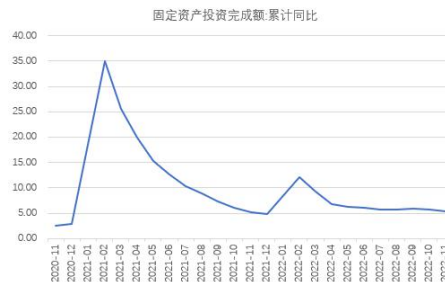
2、固定资产投资动力不足，但领域内存在分化

总体而言，11月份的投资突出表现为：固定资产投资动力不足，但领域内存在分化。具体呈现以下四个特征：

1) 固定资产投资动力不足

1.2. 固定资产投资动力不足，但领域内存在分化

➤ 特征1：固定资产投资动力不足。1-11月份固定资产投资同比增长5.3%，增速比1-10月份下降0.5个百分点，连续第二个月下滑，且呈加速下行趋势。



1-11月固定资产投资同比增长5.3%，增速比1-10月份下降0.5个百分点，连续第二个月下滑，且呈加速下行的趋势。

2) 民间投资动力不足

1.2. 固定资产投资动力不足，但领域内存在分化

➤ 特征2：民间投资动力不足。分投资主体看，1-11月民间固定资产投资和国有控股企业固定资产投资累计同比分别为1.1%和10.2%，较1-10月分别下滑0.5和0.6个百分点。分产业来看，三次产业累计同比均较前值下滑，第三产业下滑幅度最小。

投资主体	2022年1-11月	2022年1-10月
民间投资	1.10	1.60
国有控股	10.20	10.80

产业	2022年1-11月	2022年1-10月
第一产业	0.70	1.40
第二产业	10.10	10.80
第三产业	3.20	3.70

分投资主体来看，1-11月民间固定资产投资和国有控股企业固定资产投资累计同比分别为1.1%和10.2%，较1-10月份分别下滑了0.5和0.6个百分点。

3) 基础设施投资连续加快

1.2. 固定资产投资动力不足，但领域内存在分化

➤ 特征3：基础设施投资连续加快。主要是受适度超前开展基础设施投资，加快布局新型基础设施建设，加强薄弱领域补短板的政策支持所致。

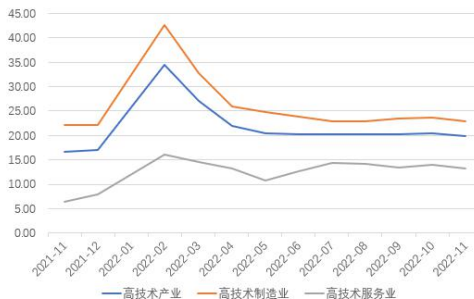


1—11月份，基础设施投资同比增长8.9%，增速比1-10月份加快0.2个百分点，连续七个月回升。主要受益于适度超前开展基础设施投资，加快布局新型基础设施建设，加强薄弱领域补短板的政策支持等。

4) 高技术制造业和社会领域投资增长较快

1.2. 固定资产投资动力不足，但领域内存在分化

➤ 特征4：高技术制造业和社会领域投资增长较快。第一，经济转型升级持续推进，高技术产业发展向好。第二，党中央高度关注民生发展，各地区各部门积极增加民生投入。



第一，经济转型升级持续推进，高技术产业发展向好。第二，党中央高度关注民生发展，各地区各部门积极增加民生投入。

3、消费市场明显承压，市场销售降幅有所扩大

1) 疫情对消费市场短期扰动影响明显，消费持续回落

1.3. 消费市场明显承压，市场销售降幅有所扩大

➤ 特征1：疫情对消费市场短期扰动影响明显，消费持续回落。



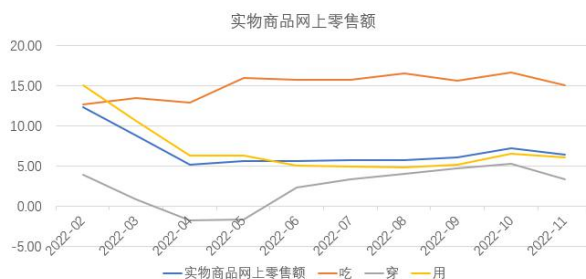
11月社会消费品零售总额同比下降5.9%，较上月回落5.4个百分点，连续第三个月回落。商品零售大幅回落，主要是受市场规模占社零总额比重较大的出行类商品销售下降的影响。餐饮收入的降幅虽然较上月大幅收窄，但仍反映出餐饮等基础性消费持续

承压的困境。

2) 线上消费需求释放带动作用明显

1.3.消费市场明显承压，市场销售降幅有所扩大

➢ 特征2：线上消费需求释放带动作用明显。

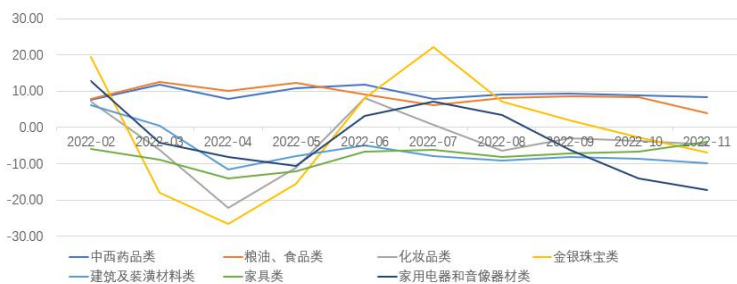


1-11 月份，全国食物商品网上零售额同比增长 6.4%，虽然较前值下滑，但增速明显快于线下商品的销售，占社零比重为 27.1%，较前值有所提高。

3) 中西药品类和必需消费品类增势良好，可选消费品类及房地产产业链相关品类仍有下行压力

1.3.消费市场明显承压，市场销售降幅有所扩大

➢ 特征3：中西药品类和必需消费品类增势良好，可选消费品类及房地产产业链相关品类仍有下行压力。



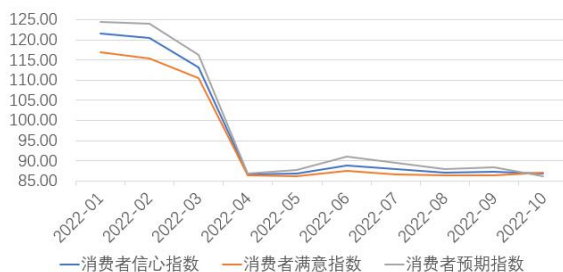
11 月中西药品类消费同比增长 8.3%，较上月回落 0.6 个百分点，但仍处于高位。

受高基数影响，粮油食品类同比增长 3.9%，较上月回落 4.4 个百分点，但仍维持了正增长。化妆品类和金银珠宝类同比为负值，且呈回落态势；建筑及装璜材料类，家用电器和音像器材也呈现相同的变化趋势。

4) 消费信心有待提振

1.3. 消费市场明显承压，市场销售降幅有所扩大

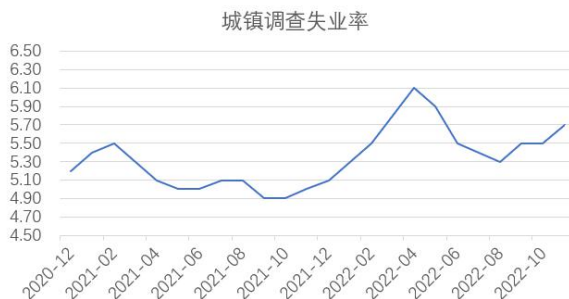
➤ 特征4: 消费信心有待提振。



10 月份，消费者满意指数有所回升，但是信心指数和预期指数回落，体现了目前消费者信心不足、消费预期不稳。

除对消费造成直接冲击外，疫情还通过就业途径对消费造成间接影响。

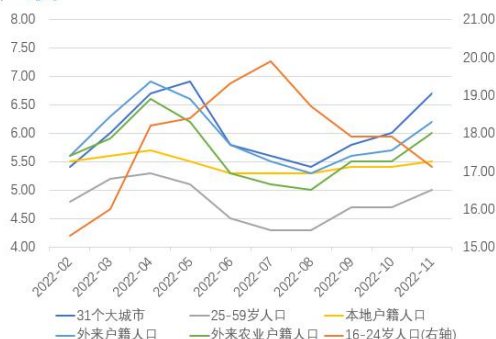
➤ 11月就业总量问题：失业率上升。



除对消费造成直接冲击外，疫情还通过就业途径对消费造成间接影响。

► 11月就业结构问题：

- (1) 青年群体失业率回落，但中年群体失业率上升
- (2) 外来务工群体失业率攀升



除对消费造成直接冲击外，疫情还通过就业途径对消费造成间接影响。首先，总量上表现为失业率上升。11月份全国城镇失业率为5.7%，较10月增加0.2个百分点。其次，结构上两点值得关注：一是青年群体失业率回落，但中年群体失业率上升；二是外来务工群体失业率攀升，外来户籍人口失业率和外来农业人口户籍失业率分别为6.2%和6%，较上月均上升了0.5个百分点。

4、出口超预期下滑，外需严重不足

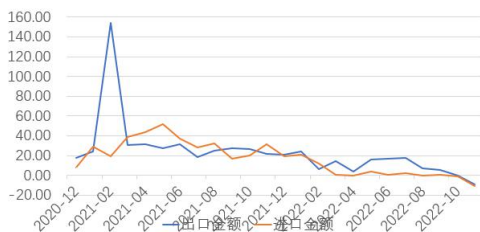
11月，按美元计价我国进出口5223.4亿美元，同比-9.5%。出口2960.9亿美元，同比-8.7%。进口2262.5亿美元，同比-10.6%。

1) 出口超预期下滑

1.4.出口超预期下滑，外需严重不足

➢ 特征1：出口超预期下滑。

11月出口同比-8.7%，为2020年3月以来最低值，较10月降幅扩大8.4个百分点。



11月出口同比-8.7%，为2020年3月以来最低值，较10月降幅扩大8.4个百分点。

2) 外需回落导致出口下滑

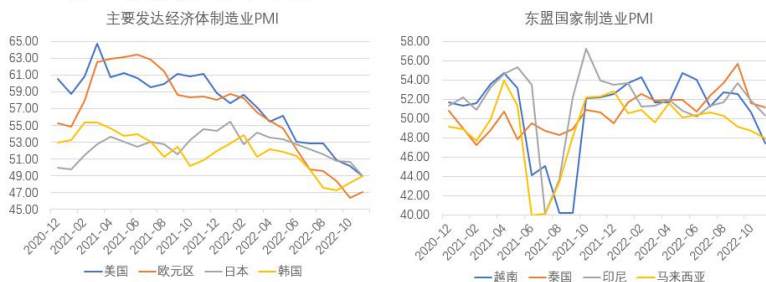
1.4.出口超预期下滑，外需严重不足

➢ 特征2：外需回落导致出口下滑。



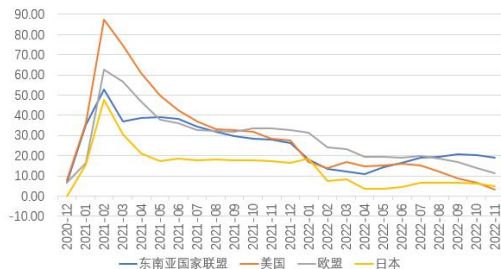
1.4.出口超预期下滑，外需严重不足

➢ 特征2：外需回落导致出口下滑。



1.4. 出口超预期下滑，外需严重不足

➤ 特征2：外需回落导致出口下滑。



11月，全球制造业PMI降至48.8%，美、欧、日、韩的制造业PMI指数分别为49.0%、47.1%、49.0%和49.0%，均位于枯荣线以下。主要东盟国家同样面临着下行压力，尽管一部分国家仍处在枯荣线以上，但已经出现了下降的趋势。发达经济体需求不振，导致了我国出口减少，同时也导致了东盟国家对我国原材料和中间品的需求出现了下降。

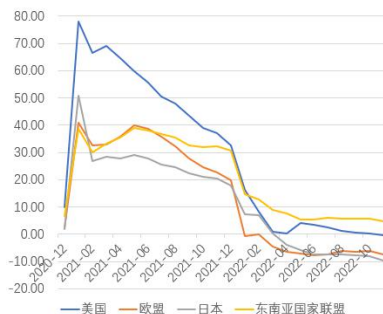
3) 高技术产品出口下滑明显

高新技术产品、机电产品、七大劳动密集型产品同比分别下降23.9%、11.4%和12.8%，分别比10月降幅扩大了16.3、10.7和3.1个百分点。

4) 进口超预期回落折射出国内需求不足

进口超预期回落，折射出国内需求不足。

- 11月进口同比-10.6%，比10月降幅扩大9.9个百分点。
- 来自主要贸易伙伴的进口均呈回落态势：11月自美国、欧盟、日本、东南亚进口同比-7.3%、-16.3%、-24.5%、-3.7%，分别回落5.7、11.2、14.0、8.3个百分点。



11月进口同比-10.6%，比10月降幅扩大9.9个百分点，为2020年6月以来新低。来自主要贸易伙伴的进口均呈回落态势。

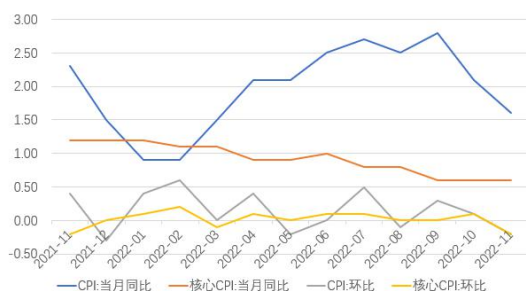
5、价格指数回落，反映内需不振

11月CPI特征：

1) 我国居民消费价格继续保持温和上涨态势，同比和环比均有所回落

1.5. 价格指数回落，反映内需不振

➢ CPI特征1：我国居民消费价格继续保持温和上涨态势，同比和环比均有所回落。



11月，CPI 同比上涨 1.6%，较上月回落 0.5 个百分点；环比-0.2%，较上月回落 0.3 个百分点。扣除食品和能源的核心 CPI 同比上涨 0.6%，涨幅与上月持平，但环比下降。

2) 食品价格涨幅回落拉动 CPI 回落

1.5. 价格指数回落，反映内需不振

► CPI特征2: 食品价格涨幅回落拉动CPI回落。



猪肉和鲜菜价格回落尤为明显，拉低 CPI 涨幅。主要原因是，一方面猪肉供给增加明显显现。临近年底生猪出栏节奏加快，加之中央储备猪肉投放，调节效应继续显现，市场压栏惜售的情况有所缓解，带动了猪肉的价格回落。另一方面，鲜菜供应较为充足。天气条件较好，对鲜菜生长较为有利，鲜菜供给增加，也拉低了鲜菜的价格。

11 月 PPI 特征:

1.5. 价格指数回落，反映内需不振

► PPI特征: 受高基数效应叠加保供稳价政策影响，11月PPI同比为负，环比涨幅收窄。



受高基数效应叠加保供稳价政策影响，11月PPI同比为负，环比涨幅收窄。11月PPI同比下降1.3%，与上月持平；环比上升0.1%，较上月下降0.1个百分点。

6、社融低于预期，信贷增速放缓

1) 社融低于预期，主要受债券和贷款拖累



一、压力与韧性并存的宏观经济

1.6. 社融低于预期，主要受债券和贷款拖累；信贷增速放缓，企业端与居民端分化。

	社会融资规模	新增人民币贷款	新增外币贷款	新增委托贷款	新增信托贷款	新增未贴现银行承兑汇票	企业债券融资	非金融企业境内股票融资	政府债券
2021-11	25983.00	13021.00	-134.00	35.00	-2190.00	-383.00	4006.00	1294.00	8158.00
2021-12	23682.00	10350.00	-649.00	-416.00	-4553.00	-1419.00	2167.00	2075.00	11674.00
2022-01	61770.00	41988.00	1031.00	428.00	-680.00	4733.00	5850.00	1439.00	6026.00
2022-02	12184.00	9084.00	480.00	-74.00	-751.00	-4228.00	3624.00	585.00	2722.00
2022-03	46538.00	32291.00	239.00	107.00	-259.00	287.00	3724.00	958.00	7074.00
2022-04	9368.00	3616.00	-760.00	-2.00	-615.00	-2557.00	3693.00	1166.00	3912.00
2022-05	28406.00	18230.00	-240.00	-132.00	-619.00	-1068.00	357.00	292.00	10582.00
2022-06	51941.00	30540.00	-291.00	-380.00	-828.00	1066.00	2361.00	589.00	16216.00
2022-07	7628.00	4088.00	-1137.00	89.00	-398.00	-2744.00	803.00	1437.00	3998.00
2022-08	24623.00	13344.00	-826.00	1755.00	-472.00	3486.00	1423.00	1251.00	3045.00
2022-09	35413.00	25686.00	-713.00	1508.00	-191.00	132.00	348.00	1022.00	5533.00
2022-10	9079.00	4431.00	-724.00	470.00	-61.00	-2157.00	2325.00	788.00	2791.00
2022-11	19900.00	11400.00	-648.00	-88.00	-365.00	190.00	596.00	788.00	6520.00



一、压力与韧性并存的宏观经济

1.6. 社融低于预期，主要受债券和贷款拖累；信贷增速放缓，企业端与居民端分化。

	新增人民币贷款	短期贷款及票据融资	企(事)业单位:短期	企(事)业单位:中长期	居民户:短期	居民户:中长期	非银行金融机构
2021-11	12700.00	3532.00	410.00	3417.00	1517.00	5821.00	-364.00
2021-12	11300.00	3190.00	-1054.00	3393.00	157.00	3558.00	553.00
2022-01	39800.00	12894.00	10100.00	21000.00	1006.00	7424.00	-1417.00
2022-02	12300.00	4252.00	4111.00	5052.00	-2911.00	-459.00	1790.00
2022-03	31300.00	15124.00	8089.00	13448.00	3848.00	3735.00	-454.00
2022-04	6454.00	1344.13	-1948.00	2652.00	-1855.87	-313.72	1379.00
2022-05	18900.00	11611.00	2642.00	5551.00	1840.00	1047.00	461.00
2022-06	28100.00	11983.87	6906.00	14497.00	4281.87	4166.72	-1656.00
2022-07	6790.00	-679.00	-3546.00	3459.00	-269.00	1486.00	1476.00
2022-08	12500.00	3392.00	-121.00	7353.00	1922.00	2658.00	-425.00
2022-09	24700.00	8778.00	6567.00	13488.00	3038.00	3456.00	-930.00
2022-10	6152.00	-450.00	-1843.00	4623.00	-512.00	332.00	1140.00
2022-11	12100.00	1833.00	-241.00	7367.00	525.00	2103.00	-99.00

11月新增社融1.99万亿元，较去年同期少增6109亿元；存量规模343.19万亿，同比增长10%，较上月回落0.3个百分点。

从分项数据来看，新增企业债券596亿元，较去年同期少增3410亿元，主要的原因可能包括到期量比较大，债市调整抬高企业融资成本，导致信用债发行规模比较大等。新增政府债券6520亿元，同比少增1638亿元，这与去年同期高基数和发行节奏错位有

关。

2) 信贷的增速放缓，企业端与居民端呈现分化

11月，在金融机构口径下，新增人民币贷款信贷 1.21 万亿元，同比少增 600 亿元。

企业端短期贷款减少，中长期贷款增加，反映了企业融资端结构的优化。由于长期贷款往往是用于固定资产投资，这表明企业的投资意愿在增强。居民端短期贷款和中长期贷款均同比少增，反映了房地产市场低迷和消费意愿及能力受限，11月服务业 PMI 的下行也能印证这一点。



一、压力与韧性并存的宏观经济

货币供给

- 11月，M1同比增速为4.6%，较上月回落1.2个百分点；M2同比增速为12.4%，较上月回升0.6个百分点。M2与M1之间的剪刀差进一步扩大，意味着实体经济活跃度持续走弱。
- 从存款分项来看：（1）M2超预期回升主要是由居民存款拉动。主要原因是受疫情影响，居民出行受限、消费场景受限导致消费能力得不到释放，叠加预防性储蓄意愿增强，共同导致居民存款增加。（2）非银金融机构存款新增6680亿元，同比多增6937亿元，反映了股市情况的变化。



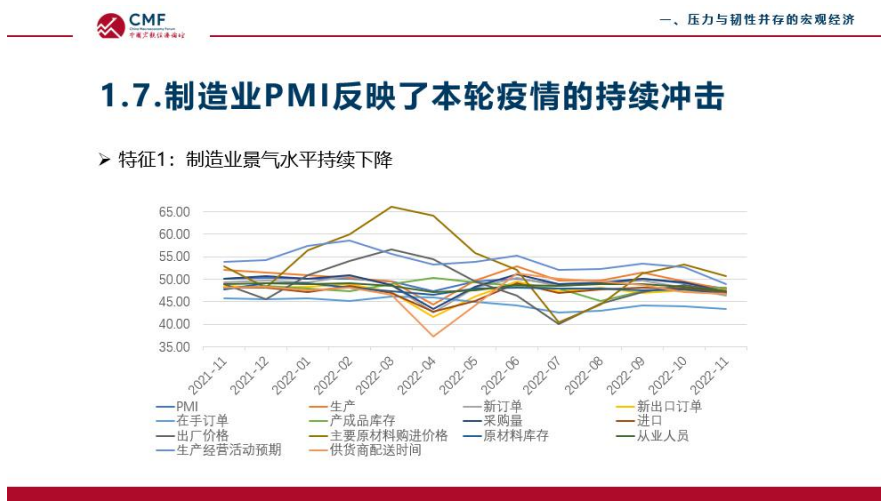
在货币供给方面，11月M1同比增速为4.6%，较上月回落1.2个百分点。M2同比增速为12.4%，较上月回落0.6个百分点。M2与M1之间的剪刀差进一步扩大，意味着实体经济活跃度持续走弱。

从存款分项来看，M2超预期回升主要是由居民存款拉动。受疫情影响，居民出行受限，消费场景受限导致消费能力得不到释放，叠加预防性储蓄意愿增强，共同导致居民存款增加。非银金融机构存款新增同比多增6937亿元，反映出股市情况相关的变化。

7、制造业 PMI 反映了本轮疫情的持续冲击

11月制造业PMI特征:

1) 制造业景气水平持续下降



PMI 是宏观经济的领先指标。在经历了今年前三季度的弱企稳之后，四季度受疫情超预期冲击，工业生产难以延续之前的弱企稳趋势。11月的PMI除主要的原材料购进价格之外均在枯荣线以下，绝大多数指标低于10月的数据，且呈加速下行的趋势。

2) 供需持续走弱，库存积累上行



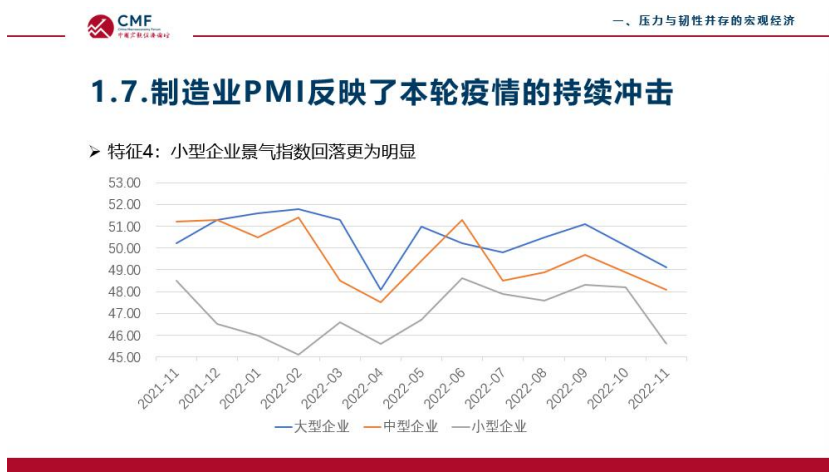
从生产端来看，11月生产回落1.8个百分点至47.8%，表明生产端趋弱。从需求端

来看，新订单指数回落 1.7 个百分点至 46.4%，反映出受疫情影响内需趋弱。进口指数回落 0.8 个百分点至 47.1%，也能够侧面印证内需趋弱。新出口订单指数回落 0.9 个百分点至 46.7%，创下半年新低，在手订单指数回落 0.5 个百分点至 43.4%，意味着外需走弱，且与当月的进出口数据相互印证，表明当前制造业的出口面临着较大的下行风险。此外，原材料库存指数回落 1 个百分点至 46.7%，产成品库存指数小幅上升 0.1 个百分点至 48.1%，创下半年新高。

3) 配送时间指数偏低

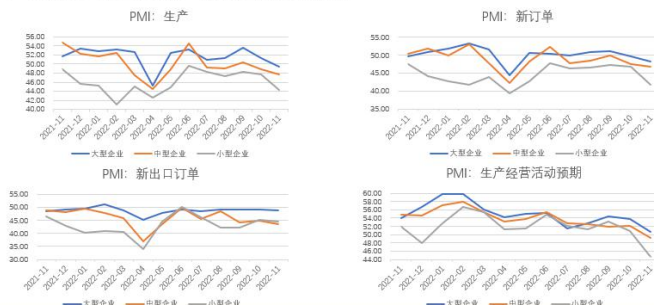
供应商配送时间指数延续了 7 月以来的持续下降趋势，再次下滑 0.4 个百分点至 46.7%。这反映了受疫情封控影响而造成的物流运输困难加大，可能导致产成品库存继续累积。

4) 小型企业景气指数回落更为明显



1.7. 制造业PMI反映了本轮疫情的持续冲击

► 特征4：小型企业景气指数回落更为明显

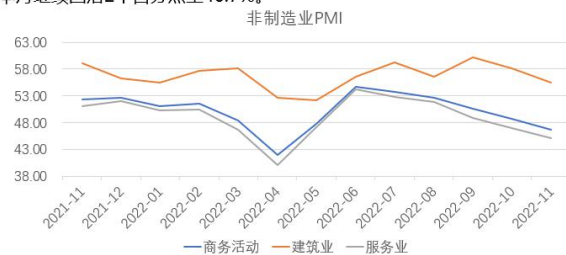


从主要分项数据来看，小型企业的生产、新订单、生产经营活动预期等指标回落幅度均大于大中型企业，意味着本轮冲击对小企业的影响更大。

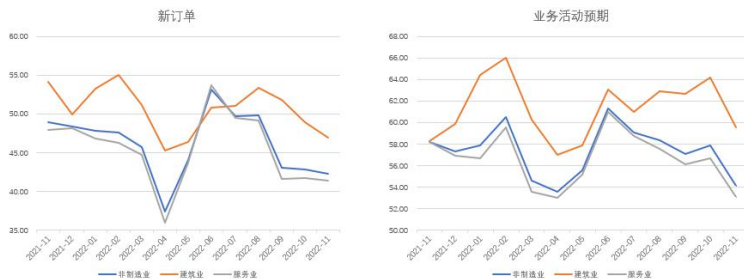
8、非制造业商务活动指数继续回落，服务业和建筑业拖累

1.8. 非制造业商务活动指数继续回落，服务业和建筑业拖累

► 非制造业经济活动总体继续放缓。11月，非制造业PMI延续了下半年的持续下滑趋势，本月继续回落2个百分点至46.7%。



1.8. 非制造业商务活动指数继续回落，服务业和建筑业拖累



非制造业总体经济活动继续放缓。11月非制造业PMI延续了下半年的持续下滑趋势，本月继续回落2个百分点至46.7%。服务业总体仍继续走弱，在被调查的21个行业中有15个行业位于收缩的区间。建筑业下行压力也凸显，但总体仍表现扩张。服务业与建筑业的下行压力也体现在各自的新订单指数和业务活动预期指数均有所回落。

二、支持温和复苏的有利因素

11月底至12月初，国家已经出台了相关政策解决各种问题，但受政策时滞性的影响，效果尚未被11月的数据所反映出来。这些有利因素或有利政策将为温和复苏提供支持。

1、疫情防控政策的调整

疫情防控政策更加科学精准，经济发展重回主线。2023年是全面贯彻落实党的二十大精神开局之年。随着《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》出台，经济社会生活开始逐步回归。12月6日召开的政治局会议和今年的中央经济工作会议释放了明确的稳增长信号，2023年经济有望在政策的带动下实现复苏。

2、政策落实得到保障

国务院督导组赴多地“回头看”，狠抓政策落实、加速政策落实。11月22日，国

务院常务会议提出，国务院将向地方派出督导组，对稳经济一揽子政策措施的落实进行督导。据不完全统计，督导组已经进至山东、福建、湖南、江西等省份。根据相关报道，本轮督导的重点包括政策性金融开发工具支持项目开工建设、设备更新改造、稳经济一揽子政策和接续措施的落实等。

3、地方政府积极性回升

疫情防控持续优化，地方政府主动性增强。在疫情期间，“疫情防控+经济增长”的多元考核激励一定程度上偏重于前者，导致地方政府发展动力不足。随着疫情防控松绑，在经济社会回归发展主线的同时，官员激励也将逐步向经济增长回归。地方政府已经开始陆续出台措施，主动作为，回应微观主体的诉求。特别是进入12月以来，一些省份基于本地区情况制定出台了政策措施，为企业纾解困难提供政策支持。例如，北京市出台了《北京市积极应对疫情影响助企纾困的若干措施》。

4、财政政策持续发力，政府接续已有保障

1) 年内财政政策持续发力，政策效果已经显现

在供需走弱预期不稳的压力之下，财政打开了政策空间，为保障财政支出力度提供了较为充足的资金支持。具体措施包括盘活地方2019年以来结存的5000多亿专项债限额，今年以来发行了创历史新高规模的超过4万亿的专项债，以及充分利用财政性、开发性金融工具为基建融资等。

2) 政策的接续已经有保障，预计政策力度将进一步加强

从已经出台的政策来看，多地已经于11月下达2023年专项债提前批额度，这也有助于保障项目的接续，为“保收关、抢开局”打好基础。从投资的先行指标看，1-11月份新开工项目计划总投资同比增长20.3%，投资项目到位资金增长21.5%，这为投资持续稳定增长提供了有力支持。

根据近期召开的政治局会议，财政政策依然要保持积极的态势，而且积极的财政政

策要加力提效，这与 2018 年底中央经济工作会议对于积极财政政策的表述是相同的。从 2019 年的情况来看，加力的表现是赤字率的提高和专项债发行额度的提高，而提效则对于资金投向提出了要求，明年财政资金支持预计将进一步得到保证。

5、房地产行业正利好，三箭已发，效果初现

11 月的数据显示，整体来看，新房的情况好于二手房，这主要是由两点原因造成：一是政策端，中央保交楼政策叠加部分城市购房政策的调整，特别是对限购措施的调整；二是融资端，“三支箭”为房企从债券、信贷、股权三方面疏解资金压力提供有力支持，房企资金面因而改善。但由于本轮政策主要是针对房企的，其传导能力较弱且具有时滞性，还需要后续的政策加以支持。

6、央地政策聚焦民间投资

针对民间投资动力不足的问题，10 月底，国家发展改革委已经印发《关于进一步完善政策环境加大力度支持民间投资发展的意见》，支持民间投资参与 102 项重大工程等项目建设，支持民间投资参与科技创新项目建设。鉴于这一政策效果尚未明显显现，近期一些地方政府结合辖区情况出台了地方版的民间投资支持政策。例如，山西省出台了《关于进一步促进民间投资的实施意见》，提出了 40 条举措，促进民间投资发展。

7、外贸大省出海抢单，积极破局外需不足

为应对外需不足的局面，地方政府利用疫情防控政策调整的东风，积极出海洽谈订单。从出海省份来看，主要是外贸总额和依存度较高的省份在进行出海抢单。目前至少有浙江、江苏、广东、福建、山东、四川、海南、湖南等八个省份出海抢单。出海目的地主要集中在日本、东盟和欧洲等地区。

8、俄乌冲突迎来相持时期，地缘政治因素趋于稳定

一方面，9 月份俄方局部军事动员表明其军力和后勤补给可能存在隐患，而且俄军以战促谈的战略目标日趋明朗；另一方面，乌方得到的援助不足，根据美方的表态，对

乌援助有可能继续削减，这导致乌方不具备大规模反攻的能力。

三、他山之石：值得借鉴的国际经验

正如在疫情暴发后的三年以来，中国宏观经济论坛（CMF）一直强调的，我国的经济的发展应当首先解决好疫情在短期内的反复冲击，尽快回归到疫情之前的长期发展主线上来。随着《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》的出台，国民经济和社会生活将实现有序回归。

OECD 国家和部分东盟国家在回归过程中已经进行了一些尝试，为我们提供一些值得借鉴的经验。

1、高度重视政策间的横向协调，避免政出多门导致政策冲突

多部门出台政策导致政策间存在冲突、政策效果背离政策预期。这一问题是各国复苏之路、回归之路上普遍遇到的问题，他们越发认识到了协调重要性，践行多种协调机制。

2、高度重视政府间的纵向协调，避免地方执行违背中央意图

在单一制国家中，经济政策往往是由中央政府制定，而地方政府负责执行。在政策执行过程中，地方政府有可能主动或被动违背中央政策意图。为此，一些国家利用已有的转移支付体系来约束地方政府行为，还有一些国家例如西班牙和墨西哥等则是成立了专门的纵向协调机制。

3、政策措施呈现阶段性分化

在疫情前期，政策主要是普惠性的，重点照顾中小微企业，而政策理念是以应对疫情对经济的冲击为主。在疫情后期，政策更加具有结构性，政策理念逐步转为以利用疫情冲击实现经济结构优化为主，具体表现为：

1) 新旧政策有计划接续

普惠性政策采取了渐进式的退出方式，而非简单的直接取消。政策退出按照公开的、既定的时间线推进，有助于市场对此形成明确的预期，避免产生新的风险。此外，后续政策的重点要具有针对性，明确向创新型及高效型的企业倾斜。

2) 加速打造平台经济和促进企业数字化转型

OECD 国家普遍以疫情带来的变化为契机，实现加速打造平台经济和促进企业数字化转型。

4、就业政策特别关注于青年群体

与我国的情况类似，OECD 国家青年群体的失业率远高于其他群体，针对这一问题，OECD 国家出台了六个方面的重要政策。一是宏观的导向政策，旨在表明政府对于年轻人就业（失业）问题的关心；二是对青年求职者提供补贴；三是鼓励企业雇佣年轻人，为符合条件的企业提供补贴；四是为年轻人提供技能培训，以便让年轻人获得更多技能，符合市场需求；五是加强政府的就业服务能力，减少就业市场信息搜寻的时间和其他成本；六是为年轻的待业者提供心理辅导，关注精神健康。

5、利用财政政策刺激消费

经验5：利用财政政策刺激消费。

第一，在税收政策上，OECD国家往往选择一两个税种集中发力。

涉及税种	国家
个人所得税	澳大利亚、加拿大、爱尔兰、意大利
增值税	捷克、希腊、挪威
企业所得税	匈牙利
消费税	日本、拉脱维亚
个人所得+税增值税	德国
个人所得+消费税	韩国
个人所得+企业所得税	美国
企业所得税+增值税	比利时
个人所得+企业所得税+增值税	智利

经验5：利用财政政策刺激消费。

第二，政策重点以提高居民收入为主，对重点行业给予支持。

国家	涉及税种	具体措施
比利时	企业所得税	餐饮消费扣除比例从69%变为全额扣除
	增值税	餐饮业增值税税率从12%降至6%。
德国	增值税	餐饮业增值税税率从19%降至7%。
捷克	增值税	住宿、文化、体育行业税率从15%降至10%
希腊	增值税	文体活动适用13%的低税率。
西班牙	增值税	电子书籍和报纸使用4%的税率
韩国	消费税	汽车消费税从70%下降至30%。
拉脱维亚	消费税	降低石油产品的消费税税率
日本	消费税	降低环保相关的消费税

在 38 个 OECD 国家中，能够找到明确出台了针对消费政策的国家有 16 个，接近半数。从具体政策来看，呈现出两个共性特征：一是在税收政策上，OECD 国家往往选择其中一两个税种进行集中发力，而不是采用所有的税种进行一揽子组合；二是政策重点是以提高居民收入为主，对重点行业给予了支持。基本上所有的政策的本质都是为了提高家庭的收入水平，并对文化、住宿、餐饮行业以及汽车行业和石油消费进行重点扶持。

四、政策建议

当前，我国正处在经济发展的关键时期，这对宏观政策提出了较高要求。短期国内疫情超预期的冲击具有持续性，防疫政策调整具有时滞性，叠加国际环境承压，导致稳增长、稳就业、稳物价的任务仍然艰巨。长期来看，如何让温和复苏更好地为回归长期发展的主线打下更加坚实的基础，这对于政策设计提出了更高的要求。

1、短期的宏观政策需要把握好三个层次的主线

- 1) 在宏观层面，应坚持以我为主，稳定宏观经济，维持经济增速
- 2) 在制度层面，应完善政府间协调机制，畅通市场与政府沟通机制
- 3) 在政策制定层面，短期的抓手有三个方向

第一，在“基建发力、聚焦短板”的思路下投资应率先发力，通过短期刺激政策释

放稳预期信号，并为后续政策创造空间。

第二，继续为中小企业量身定制支持政策。要继续深化结构性减税降费改革，进一步减轻中小企业成本负担，为企业提供充足的现金流；还可以考虑对特定行业给予一定的扶持；此外，临时性政策的退出不宜过快，要做好涉及中小企业政策调整的接续工作。

第三，可以考虑加大消费券发放力度提振短期消费，但发放制度必须要进行进一步优化。需要注意的是，近期刷单、倒卖消费券的现象频发，导致消费券与消费者脱离，影响了政策效果。

2、长期来看，应从增强产业链供应链安全保障能力、扎实推动共同富裕、健全现代市场和流通体系着手

1) 增强产业链供应链安全保障能力

一是要加大科技投入，推进制造业补链强链；二是要保障事关国计民生的基础产业安全稳定运行。

2) 扎实推动共同富裕，根本上提升居民消费能力

一是持续优化初次分配格局，二是逐步健全再分配机制，三是重视发挥第三次分配作用。

3) 健全现代市场和流通体系，加快形成全国统一大市场

要健全市场体系基础制度，建设现代流通体系优化生产要素配置，有效提高市场运行和流通的效率，促进生产与需求的紧密结合。

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济月度数据分析报告，各位专家围绕“明年经济的复苏态势、当前的工作重点”等问题展开讨论。

中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席，

中诚信国际首席经济学家**毛振华**认为，新的防疫政策出台后，工作重点要重新聚焦到发展经济上来。当前的经济政策延续了过去的稳增长和防风险的基本理念，并把房地产问题放在金融稳定的首要位置。此外，要加强需求侧的工作，想办法扩大内需。

短期内受疫情集中暴发的影响，今年的经济增长率可能达不到4%。**明年经济可能会出现强刺激、弱修复的状态，很多重要领域仍需突破，因此建议将明年的增长目标设定在5%。**为实现该目标，首先，要将中心工作聚焦在发展经济，改善心理预期，提升发展信心；此外，财政政策要更加加力提效。可以通过发放消费券等方式稳定市场，扩大内需。

德邦证券首席经济学家**芦哲**认为，明年中国经济存在一定的下行压力，且上半年的压力可能更大，下半年随着内生性的消费和投资的复苏，压力有望减轻。因此，**中国的逆周期货币政策和财政政策主要发力点应该在上半年。**

货币政策方面，明年将更倾向于精准有力的结构性货币政策，用直达实体、精准滴灌的政策刺激经济和稳增长。财政政策方面，由于当前地方政府债务压力已经很大，明年不会像今年上半年一样依靠较多的地方政府专项债，而将更多依靠政策性金融债。

中信证券首席经济学家**明明**认为，明年经济会出现较明显的复苏过程，GDP增速将达到5%左右。若政策能够切实超预期发力，可能实现5%以上的增长。长期来看，需要关注的是未来复苏的高度和可持续性程度，其中重要的因素是消费。此外，中国过去常用的政策传导渠道，地方政府、城投加房地产均受到了约束和限制，可能会影响稳增长政策的效果。从海外情况来看，随着明年下半年欧美国家经济进入衰退，我国出口可能面临压力，并且若美国通胀时间延长，国内经济环境可能继续面临挑战。在这种情况下，预期引导非常重要。**政策要达预期，甚至超预期实行，这样才能扭转信心。**

天风证券研究所首席分析师**宋雪涛**指出，今年宏观经济的主要矛盾是疫情和房地产，分别对应短期主要矛盾和长期主要矛盾。从疫情方面来说，中国不太会出现像欧美一样供应链断裂、劳动供给不足、供给型通胀甚至滞胀的局面，但消费的复苏路径和程度取决于过渡期的长短。房地产方面，明年总需求大概率继续回落，其中刚性需求会是

下降最快的，这与新增城镇人口明显放缓有直接关系；改善性需求比较稳定，但边际缓慢回落；更新需求将出现先下后上的过程。出口方面，若美国经济向好，我国供给端能够很快恢复，明年从出口到制造将依然是中国发展的主旋律。

宋雪涛提出了三方面政策建议：1) 过渡期越短，越有助于消费恢复；2) 房地产需求向下难以逆转，可以通过加快房地产供给出清挽回部分需求；3) 出口供给是核心，要在供应链、产业链、科技等方面增加投资。

中国首席经济学家论坛理事**钟正生**认为，出口方面，能源危机对欧洲的冲击并未远去，美国经济硬着陆的风险也在增加。因此欧美经济衰退的风险依然存在，我国出口仍面临回落压力；消费方面，由于中国家庭更多的是防御性储蓄，超额储蓄动用可能不会那么充分和迅速，消费内生的修复较慢，需要外生刺激；投资方面，制造业投资受到终端需求不足的制约，企业家信心需要进一步提振；房地产方面，纾困政策从落地到见效需要时间，明年跌幅大概率收窄，具体程度取决于保交楼等政策的实施。

钟正生建议：1) 加大宏观调控力度，可以考虑提高财政赤字率至 3%甚至 3%以上；2) 社融增速需要维持在 10%左右，保证对实体经济的支持力度不明显缩减；3) 集中推出一批绿灯投资案例真正落到实处；4) 房地产政策方面，可以考虑政府有条件的赎买、设立房地产的坏账银行，或者扩大纾困资金规模。

毛振华：2023 年要努力争取突破经济“强政策、弱修复”格局

毛振华 中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛(CMF)

联席主席，中诚信国际首席经济学家

以下观点整理自毛振华在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 60 期）上的发言

一、 中央经济工作会议针对性强、信息量大，令人振奋

近日举行的中央经济工作会议是党的二十大后首次中央经济工作会议，备受各界关注。总体来看，针对当前经济复苏基础不牢、“三重压力”仍存的情况，此次中央经济工作会议有针对性地提出了一系列新的重要思想，作出了一系列对未来中国经济运行影响重大的重要决策，信息量十分丰富，令人振奋。具体来看，我认为此次中央经济工作会议主要有以下值得重点关注的要点：

首先，**强调将工作重点转移到发展经济上来，这是最关键、最重要的判断。**过去三年，各级政府花费了大量人力、物力开展疫情防控工作，对保障人民群众身体健康、生命安全起到了非常大的积极作用，但也不可避免地使得经济工作在政府工作中的重要性有所降低。当前，随着新冠病毒致病性的弱化，疫情防控面临新形势，此次中央经济工作会议明确提出，“因时因势优化疫情防控措施”，“着力保健康、防重症”，疫情防控政策的调整为将工作重心转移到发展经济上来创造了条件，有助于明年全力以赴拼经济。同时，二十大召开后，各省份领导班子人事安排落定，有助于地方政府更集中精力发展经济，政治周期转换也为经济发展注入了新的动力。

其次，**明确了更为扩张性的政策取向，但仍然坚持稳增长、防风险双底线思维。**我曾经多次提出，在当前经济复苏基础不牢的背景下，宏观政策要继续坚持扩张性的政策取向，谨慎使用收缩性政策。此次中央经济工作会议明确，“明年要坚持稳字当头、

稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度”，明年有望继续实施扩张性的宏观政策，为经济修复保驾护航。但值得一提的是，尽管高度重视稳增长，但并非“大水漫灌”，中央经济工作仍然强调“积极的财政政策要加力提效”、“稳健的货币政策要精准有力”、“有效防范化解重大经济金融风险”，宏观政策总体上依然坚持了稳增长、防风险的双底线思维，在以稳增长为政策重心同时，仍然坚持守住不发生系统性风险底线。尤为值得一提的是，在有效防范化解重大经济金融风险方面，着重强调要妥善处置和防范房地产领域风险，对房地产领域风险予以重点关注，并明确了“推动房地产业向新发展模式平稳过渡”的中长期目标。

再次，明确回应各界关注的社会经济重点问题，提振市场信心。其一，会议再次强调“切实落实‘两个毫不动摇’”，态度明确地对社会上一些错误认识予以纠正。过去几年，受国内外政治经济环境的影响，社会思潮出现了一定程度上的变异，一些人对是否坚持“两个毫不动摇”存在疑虑和动摇，在一定程度上影响了企业家和社会各界的信心。此次会议针对社会上关于“两个毫不动摇”的不正确议论，旗帜鲜明地亮明了态度，可以说是抓住了问题的要害和关键，非常有针对性，有助于改善预期、提振信心。在这一政策基调下，后续在平台经济、房地产、教育等领域的政策微调或可期待。其二，在稳外贸、稳外资方面出现了新提法，非常有针对性。此次会议强调要“更大力度吸引和利用外资”，并针对疫情以来海内外交流受阻的情况，有针对性地提出“要为外商来华从事贸易投资洽谈提供最大程度的便利”，这是此前从未有过的，体现了中央对稳外贸、稳外资工作的高度重视，有助于提振外资企业信心。其三，从战略全局出发，在扩大内需、产业政策、科技政策、社会民生政策等方面都作了明确安排。产业政策强调“发展和安全并举”，科技政策强调“聚焦自立自强”，社会政策强调“兜牢民生底线”，这既是明年一年的政策安排，也是中长期的战略举措，统筹短期与长期，着眼于应对全球百年未有之大变局下的内外环境演化，观大势、谋全局，体现了高度的战略思维。此外，针对经济运行中需求疲弱的情况，会议强调“要把恢复和扩大消费摆在优先位置”，并与供给侧改革有机结合起来，既体现了政策的延续性，也体现了政策与时俱进的调整。

二、2023 年要努力争取突破经济“强政策、弱修复”格局

中央经济工作会议的召开，为明年经济工作的开展定下了政策基调。根据中央经济工作会议的精神，稳增长政策有望继续加力，一些有助于提振市场信心的措施也将陆续出台，为经济修复保驾护航。但经历了长达三年的疫情冲击后，2023 年经济修复仍然面临多重挑战，宏观政策仍需有的放矢稳增长。

2022 年经济增速或低于 4%，建议 2023 年经济增长预期目标设置在 5%左右。今年以来，受疫情反复频发、俄乌冲突等因素影响，经济运行中供给冲击、需求收缩、预期走弱三重压力有所加大。近期以来，虽然随着疫情防控政策调整，后续经济修复的动力将有所增强，但四季度中国经济仍然面临着防控政策放开以后全民免疫高峰的冲击，经济短期内或仍难见明显反弹，甚至有可能出现短时下行。在此背景下，2022 年全年经济增长很可能达不到 4%，甚至有可能在 3.5%以下，无法实现全年经济增长 5.5%左右的预期目标。当然，今年政府工作报告提出的预期目标本就略高于当时市场预期，有提出一个相对较高的经济增长目标以提振各方发展经济的积极性和信心的意图。今年以来，俄乌冲突、新冠疫情等超预期冲击加大，未能实现预期经济增长目标也在情理之中。根据我们的测算，2023-2025 年我国经济的潜在增速或在 4.1%左右。在此背景下，若将 2023 年经济增长预期目标定在 5%左右，则 2022-2023 年两年平均增速基本能达到潜在增速。在中央经济工作会议明确提出一系列稳增长和结构调整措施的背景下，宏观政策对于经济修复的支持力度将有望加大，叠加疫情防控政策的调整，在综合利用好各方面条件的背景下，从可行性上来说，2023 年达到 5%左右的经济增长目标是可能的。

经济运行中仍面临多重困难挑战，实现 5%左右的经济增长并非易事。一方面，长达三年的疫情冲击对我国经济运行产生了深远影响，企业尤其是中小企业面临的困难加剧，不少中小企业已经退出了市场。如果说企业等微观主体是宏观经济的毛细血管，那么，当前不少毛细血管已经堵塞甚至坏死，要在此基础上实现毛细血管的修复，并非一蹴而就，而是需要持之以恒的努力。另一方面，疫情防控政策放开后的一段过渡期内，新冠疫情对经济运行的负面影响仍将持续，虽然当前部分一线城市全民免疫高峰或已经过去，但广大的二三线城市在未来几个月内仍可能面临疫情高峰的冲击，受此影响明年

一季度经济增速大概率是全年的低点，拖累全年经济增长。综合来看，新的一年，中国经济仍有多重急难险滩要闯，在重塑经济发展动能、缓释经济金融风险等方面仍有许多工作要做。稍有不慎，2023年经济就很有可能出现“强政策、弱修复”格局。

宏观政策仍需有的放矢稳增长，争取突破“强政策、弱修复”格局。首先，也是最关键的，就是要落实好中央经济工作会议精神，把思想认识统一到发展经济上来。2023年是新时代新征程的开局之年，是即将在明年“两会”上任新一届政府机构领导班子的开局之年，是疫情防控政策调整之后的开局之年。在如此关键的一年，尤其需要各级政府部门统一思想，按照中央经济工作会议的要求，将工作重心转移到发展经济上来，这是做好2023年经济工作的思想基础。在此基调上，要落实好中央经济工作会议精神，适当调整一些引发市场误读的政策，改善预期、提振信心，充分发挥政府、企业、个人的主观能动性，形成推动经济发展的合力。**其次，财政政策仍需进一步加力提效，并与扩大内需政策有机结合。**中央经济工作会议明确强调了“积极的财政政策要加力提效”，但从具体政策操作来看，各界还是有更多期待，如财政政策与产业政策、科技政策、民生政策的有机结合。我从2020年开始就一直呼吁参考美国、香港等经济体经验，向全体民众发放消费券，金额在每人5000元左右，以稳定市场、扩大内需、改善民生。如果这一措施能在春节前落地，对于改善民生，让人们过一个欢快的春节，以饱满的精神迎接下一年的经济工作具有重要的积极作用。**再次，货币政策在不大水漫灌的基础上，要切实做到精准有力。**2008年金融危机以来，我国在长期的宏观调控实践中，逐步形成了稳增长、防风险的双底线思维。虽然明年仍有必要加大稳增长力度，但仍需要坚持防风险的底线，不搞大水漫灌。但与此同时，货币政策仍需做到精准有力，针对当前宽货币向宽信用传导不畅，企业“贷款难”与金融机构“放款难”并存的局面，有必要出台一些综合性的措施，提振信心，确保精准有力的货币宽松传导至实体经济。

新的一年即将到来，希望能在中央经济工作会议精神的指引下，更好地动员社会各界的力量，齐心协力争取明年更好的经济增长结果，突破“强政策、弱修复”格局，推动中国经济行稳致远。

钟正生：对中国经济应多一些乐观

钟正生 中国首席经济学家论坛理事

以下观点整理自钟正生在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 60 期）上的发言

一、经济形势分析

站在这个时点上，对中国经济毫无疑问可以更乐观一些，但在乐观分析之前先看看最近中国经济发生的一些变化。拉动中国经济的三驾马车中，出口方面，**疫情三年中国出口市占率一直处于非常平稳甚至略有回升的状态，中国产业链和供应链都有很强的韧性。**出口最大的问题是外需，判断欧美经济衰退的风险。欧洲经济衰退风险明年依然存在，最近欧洲经济表现不错，欧元对美元汇率也有反弹，一个重要原因是俄乌战争带来的能源危机冲击没有想象那么大。因为欧洲的原油和天然气储备比较充分，加上今年是暖冬，所以欧洲的制造业和经济景气程度还不错。

有很多专家对欧洲经济看法可能太过乐观了，因为天然气储备只够今年冬天使用。明年俄乌战争还没有一个明确结局，哪怕像现在有些专家分析的进入持久战和消耗战，也不排除俄罗斯完全切断对欧洲的天然气供应。所以，明年欧洲天然气储备还要从头再来，但从何而来是一个悬而未决的问题。所以，**能源危机对欧洲的冲击并未远去。**

美国经济方面，**美国消费数据整体不错，美国房地产市场在降温**，但是对美国经济的冲击也不大，因为金融体系对房地产风险的暴露非常有限，而且美国的金融体系尤其银行体系非常稳健，**整体看美国经济衰退压力不是那么大。**但非常矛盾的是，**美国经济表现越好，美国的高通胀就可能越难降低。**现在，拉动美国通胀的因素已经从供给逐渐转向需求，需求的第一大因素是房租，第二大因素是核心服务，而服务与实际工资增速飞快上扬是相关的，所以美联储也挺左右为难的。最近，11月美联储议息会议大幅下调了明年美国经济预期，也大幅上调了对失业率的预期，在美联储看来美国经济“硬着陆”的风险在增加，“软着陆”的概率在降低。也就是为了“驯服”高通胀，可能需要

付出更多经济衰退的代价。所以，问题不仅仅在于对美国经济体的判断，也在于经济和通胀之间美联储该做何权衡。

今年上半年美联储基本都走在曲线的后面，其声誉也受到极大的损害。从现在开始往后，美联储为了维护信誉，加息决定上会更加坚决，加息终点可能更高，这也打消了明年下半年美联储降息的预期。美联储之所以这么鹰派，一定是看到美国经济表现不错，所以美国通胀不太容易降下来。但不管怎样，**如果欧美经济进入衰退的风险加大，中国出口回落的压力会进一步体现**。11月份中国出口数据-8.7%，其回落速度比之前预期得更快，所以，外循环虽然仍很重要，但外循环的贡献率肯定会明显下降。

在消费方面，今年社会零售品消费增速一直在回落，但前三季度居民存款比去年同比多增加 4.72 万亿人民币，这在四季度会更高。大家对明年消费修复高度的看法，关键在于这笔**超额储蓄能否充分利用**。如果是美国，美国当时家庭的超额储蓄率一度高达 22%，这是美国政府大笔发钱的结果。这种免费的午餐，美国家庭直接就消耗掉了。但中国更多的可能是预防性储蓄，这一轮**预防性储蓄的动用可能不会那么充分，也不会那么迅速**。

第一个原因是中国家庭的资产负债表没有想象的那么稳健。中国家庭今年二季度还本付息占可支配收入的比例是 15.7%，这比大多数发达经济体都要高，所以中国家庭财务状况并不是那么稳健。中国国家重点实验室的数据显示，进入疫情这三年，中国家庭的杠杆率上升速度是偏快的。

第二个原因是目前关于经济和就业的不确定性依然很高，在高债务压力之下预防性储蓄的需求还是很强。今年有 1000 多万大学生毕业，明年还有 1000 多万大学生毕业，除非经济有明显的修复，这 2000 多万大学生的就业就是一个问题。如果一个家庭里有一位大学生迟迟无法就业，影响到的不仅是这一位大学生的消费，也会影响整个家庭的消费。

投资方面，**基建毫无疑问依然是未来稳投资的重中之重**。但今年以来基建投资的资金来源中，最重要的不是来自于公共财政，也不是来自于银行贷款或者市场化融资，主

要来自于地方专项债以及广义财政工具比如政策性金融工具的支持。基建投资目前没有太大的问题，依然会维持高增。制造业投资也是重中之重，我们对中国制造业投资从终端需求来源和投入产出表的角度分析可知，**制造业投资若要高增，需要找准终端需求的来源**。过去两年，中国制造业新增投资中，有两成的终端需求来自于地产，有六成左右的终端需求来自于出口，所以，**基本上有八成左右来自于地产和出口**。现在地产还在调整之中，出口已经颓势尽显，所以制造业面临的问题是终端需求的来源相应承压的问题。

制造业遇到另外一个非常重要的问题是，**制造业投资八成以上是民间投资，所以高度取决于民营企业家的信心**。经济政策不确定性指数反映了企业家对宏观经济前景能否看得清楚，该指数从2020年下半年到去年的三季度一直是平稳回落的。当时中国疫情封控比较好，人们对未来政策前景相对看得更清晰一些，所以那时候民间投资保持了不错的增速。但这个指数从去年四季度开始又重新攀高，这与新一轮奥密克戎疫情肆虐有关，也与对地产和平台企业的整顿脱不了关系。这种情况下，可以看到从今年年初开始，固定资产投资还能维持不错的增长，但民间投资增速一路下滑。所以，**制造业投资面临的一是终端需求不足的制约，二是企业家信心的提振问题**。最近，政治局会议和中央经济工作会议上关于民营企业的发展给出了很多强力的举措信号，相信后续会有更多的提振。

在房地产方面可以看到，在“三箭齐发”后，刚刚公布的11月份数据进一步回落。这说明短期疫情的冲击对房地产的销售和施工带来很大的影响，也说明地产纾困政策从落地到见效也需要时间。我们预计**明年房地产投资大概率是跌幅收窄**，而收窄到什么程度，能否转为零增长或者微弱的正增长，需要看后续纾困政策的加码和实施情况。目前，从领先指标看，新开工面积同比短期或将触底，竣工面积同比大概率将加速。**新开工方面**，100大中城市土地成交面积同比增速正持续上行，其拐点领先新开工面积约半年；**竣工方面**，2021年三季度至今，因为开发商的流动性出现问题，应竣工而未竣工的商品房面积持续累积，而存量项目施工面积占年施工面积的75%-80%。**所以现在的主要任务是保交楼**，这有助于存量项目的施工和房地产投资的向上修复。总之，我们预计明年全年房地产投资在-3%，若保交楼推进效果较好，或房地产有额外政策出台，那么有

可能更接近零值。

总体看，中国经济的“三驾马车”似乎都遇到了很大的挑战。不过，这次政治局会议尤其这次的中央经济工作会议能够直面问题，一旦找出问题症结，解决问题的办法总是有的。所以，对中国经济的判断可以略微乐观一点，毕竟今年是一个低基数，在中央经济工作会议上也强调要加大宏观调控力度，所以财政货币政策支持力度肯定是有增无减的。再加上虽然目前来看消费恢复的程度难以判断，但可以把这次奥密克戎当成新一轮冲击，冲击后经济有一个自然修复的过程，这种修复的力量也不宜太过于低估。所以，这两次会议吹响了凝神聚力搞经济的集结号，后续相信随着疫情形势的明朗，宏观政策的加力，可以期待中国经济的“平稳修复”。

二、政策建议

1、加大宏观调控力度

财政政策上，明年是财政政策大年，赤字率提高到 3%、甚至突破 3%都是可以考虑的。广义的财政支持力度，比如政策性金融性工具，这些都不能明显缩减，广义财政支持力度要比今年更强。

2、保证社融增速维持在 10%左右

明年社融增速要维持在 10%左右，保证对实体经济支持力度不明显缩减。目前社融增速与广义货币 M2 增速出现差距扩大的问题，从一个侧面说明有效融资需求仍然低迷。按明年 5%实际经济增速计算，我们估算明年 CPI 在 1.6%左右，PPI 在-1.1%左右，这样 GDP 平减指数差不多在 0-1%之间，这样明年名义 GDP 增速就在 6%左右，再加上一到两个百分点的上修幅度，10%的社融增速其实就还有两个百分点的超额，若如此货币政策对实体经济的支持力度是非常不错的。到明年政府“两会”期间把这些指标更加明确一些，给大家更加清晰的信号。

3、财政政策的着力点需从减税降费转向支出端

今年大规模实施减税降费，预计超过 2.8 万亿，这极大缓解了纳税主体的现金流的压力。但实际上**减税降费政策的边际效益已经在大为衰减了**。大量的中小企业是经济的毛细血管，疫情进入第三个年头，不少毛细血管已逐渐堵塞或者坏死，都使得减税的边际效应很有限。减税降费的政策前提是**企业有订单、有现金流、可盈利**，但考虑到当前的经济形势，这个前提可能越来越不能满足了。**所以财政政策要向支出端发力，要把恢复和扩大消费摆在优先的位置**。除了支持住房、新能源汽车和养老服务之外，也可以适当增加公共消费，因为从经验来看公共消费对私人消费有挤入效应。另外，**向特定群体发放更大规模的消费券也是一个选项**。之所以向特定群体发放，是因为今年中国居民的超额储蓄里，可能很多是中高收入人群的超额储蓄，中低收入人群是不太可能有太多超额储蓄的。所以，无差异的发放消费券，不仅财政负担更重，拉动消费的效果也有限。所以，或许向灵活就业群体或者受疫情冲击更大的群体，有针对性地发放消费券，或者设置一个差异式的、累退式的消费券补助形式，可能效果更好。

4、将“集中推出一批绿灯投资案例”尽快落到实处

中央经济工作会议上再次强调了“两个毫不动摇”，指出要对“两个毫不动摇”的不正确言论必须要亮明态度、毫不含糊。目前，政府对数字经济和平台经济的看法已经发生了一些变化，这些都是非常积极的信号。但从发出信号到真正的形成支持，**需要发挥榜样的力量**。比如，今年 4 月中央政治局会议指出要“集中推出一批绿灯投资案例”，要尽快落到实处，这样才能发挥榜样的力量，更快把民营企业家的信心调动起来。如前所述，民间投资占到中国制造业投资的八成以上，这对整个制造业投资的企稳至关重要。

5、考虑房地产有条件地“赎买”

我仍然建议房地产纾困考虑有条件的“赎买”。赎买并不是指没有底线地去救助，而是指**将短期纾困房地产与构建房地产新发展模式相结合，助力解决目前房地产销售端起不来的问题**。比如，政府是不是可以考虑出资购买民营房企停建待交的楼盘作为保障性住房。之前有建议称，是否可以借鉴美国房地美房利美模式，设立房地产领域的坏账银行，对优质出险民营房企直接输血，设计好激励相容的规则。若这个建议囿于国情

不同不能采纳，其实**房地产纾困资金规模或许可以进一步扩大**。这些纾困资金，未必是肉包子打狗有去无回的。中国城镇化进程仍然有提升的空间，城市圈、都市圈辐射发展依然有溢出效应。中长期看，房地产仍然是中国经济的支柱产业。所以以时间换空间，不管是坏账银行资金，还是大规模纾困资金都能变为好账。房地产占到中国经济三分之一到四分之一的权重，房地产负增长时间越长，对中国经济的拖累就越大。而**房地产增长转正，哪怕是略微的正增长，都能支撑中国经济**，这不仅有利于中国经济平稳复苏，也有利于宏观政策上腾出手脚。

6、有序应对退出冲击波

退出冲击波 (Exit Wave) 其实就是刚刚放开疫情管控的时候会带来一波大规模的传染。在这个时候，**有序应对退出冲击波，平稳有序渡过流行期是非常关键的**。加快疫苗接种，尤其是对 80 岁以上老年群体的接种，大力储备新冠药物，加快建设重症病床这些都是目前的政策优先项。这些措施如果做好，会压平曲线，也就是压低感染人次曲线上升的斜率，这有助于缓释企业和居民因为恐慌自发减少经济活动的现象，这样才能更好地展开疫情防控和经济社会发展。**可能要到明年春节后，我们与病毒共存的新常态会更清晰，那时候经济和生活的恢复才可能更充分。**

7、稳定中美关系，稳定供应链产业链

要避免中美之间从竞争走向对抗，避免像美国芯片法案那样不断升温的经济战。这为我国产业兼顾发展和安全创造了有利的条件，也会给企业家更有利的预期和更充分的信心。根据今年 8 月美中全国贸易委员会对中国商业环境的调查，如果**跨国公司要选择将供应链迁出中国，第一个原因是疫情防控，第二个是供应链韧性，第三个是中美关系的变局**。现在疫情防控放开了，也许已经不是第一个优先关注的。此时，中美关系稳定有利于供应链产业链的稳定，有利于跨国公司更多留在中国，这毫无疑问对中国的企业家也一样，他们会有更稳定的预期和更充分的信心。从资本市场来看，今年人民币汇率有两轮贬值，中概股和港股有阶段性震荡，除了有关我国经济基本面羸弱和疫情一波波冲击的因素外，地缘政治走势的不确定性也是重要诱因。所以，产业发展与安全并

举，要把大国关系稳定下来，全球供应链重置调整是大势所趋，但我们不希望调整的节奏太快。

最后一点，**最近外资特别看好中国 A 股市场**。这有很多理由，首先 A 股市场估值还是偏低的，是一个价值洼地；其次明年美国经济可能遇到逆风，但中国经济毕竟属于疫后常态化复苏的阶段；再次美联储加息的前期和中期，大量美元回流美国，但到美联储加息末期，大量回流美国的资金可能会重新回流新兴市场。届时资本回流会令新兴市场受益，而中国作为新兴市场中的佼佼者会更加受益。**外资这么看好中国，我们国内尤其可以对中国经济多一些乐观**。目前政策面的积极信号明白无误地发出来了，后续怎么做实、做细，怎么把市场的信心真正激发起来，这是最关键的。

明明：宏观政策应做到不达目的不罢休

明明 中信证券首席经济学家

以下观点整理自明明在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 60 期）上的发言

疫情之后随着整个经济逐步恢复正常化，明年经济肯定会有一个比较明显的复苏过程，也许在一季度或者二季度会出现高点。对于明年整个宏观经济的判断，如果政策能够切实发力，实现 5% 以上的 GDP 增速的概率比较大。

但是，现在有必要思考一些长期问题。比如，从长期经济增长来看，疫情可能是一个阶段性的扰动，未来也许还会有一个季度或者半年的扰动时间。但从更长的周期来看，中国经济增速潜在的“锚”在哪里？资本市场以及越来越多的人也在关注未来经济复苏的预期，这个预期不是中国经济能否复苏，而是**未来复苏的高度和可持续性有多强，这是明年值得我们关注的一点**。疫情必然会成为过去式，在疫情之后，未来的生活工作中，经济是会回到正常水平甚至超过 2019 年疫情前的水平，还是会逐步下台阶，回到 2015 年-2019 年那种 GDP 慢慢从 7 到 6，未来从 6 到 5，甚至 5 到 4 的过程。这个可能是未来资本市场包括宏观政策需要关注的一点。

一、 中长期问题

1、消费层面：应采取消费券这种直达性政策拉动经济

不管是中央经济工作会议，还是最近发布的《需求战略纲要》核心都聚焦在需求侧，而需求侧最重要的毫无疑问是消费。这两年受疫情冲击，消费下行预期比较大，上个月是-5.9%的增速，情况不容乐观。明年消费大概率会回升，但能否回升到 7-8% 的正常水平是大家比较担心的。

总体看这两年城镇居民收入增速和名义 GDP 走势比较吻合，同时出现另外一个问题，居民收入下降的背景下更多的资金被存了起来，储蓄在大幅增长，这和消费者对未来的不确定性的担忧预期有关。明年经济恢复正常化之后，这些超额储蓄能否动员成为投资或者消费，这可能是大家比较关注的。很多人讨论储蓄率提升后的分配情况，认为增加的储蓄多是一些高收入人群的富裕资金，这对中低收入人群的收入增速，以及实际的资产负债表可能造成更大的压力。所以从需求端来看，要实现长期的经济增速，需要把握未来消费潜力所在。我个人非常赞同消费券政策，应该更大程度、更加积极、更加坚定地用消费券这种直达消费者的财政政策拉动经济。过去传统政策更多是通过投资拉动经济，而投资需要有一个从企业再传导到居民的过程，传导的链条很长，所以在这个过程中，直接刺激消费者是非常必要的。过去发达国家应对经济和金融危机的经验也表明，面对经济危机财政和央行应该坚定地进行扩张性的政策。

2、政策传导的渠道层面：着力解决地产和城投两个主要渠道

过去中国最常用且最高效的政策传导渠道，就是地方政府、城投加上房地产，即所谓的“左手地产，右手城投”。但是现在地产和城投这两个传统的传导渠道都受到了约束和限制。

1) 地产方面：从需求端发力，进一步放开限购限贷政策

地产自 10 月份以来的表现还是比较超预期的，但总体看地产政策仍集中在供给端，更多是通过防范化解金融风险，下一步房地产政策应该着力刺激需求端。如果需求端没有形成正循环，供给端的政策可能没有办法进一步传导至整个产业链。现在能做到的只能是保证优质的房地产企业不再出现违约的问题。明年地产投资提升，经济增速投资弹性才能有所好转，所以根本问题还是在需求端。

从需求端看，一线城市作为全国房地产市场的风向标，限购限贷政策有必要进一步放开。今年央行通过降准降息快速引导了整个贷款加权平均利率的下降，下个月随着存量按揭贷款考核基准的切换，整个按揭贷款的压力会有所减轻。但是从长期来看，如

果没有需求端的扩张即房地产销售的提升，大家对于房价的稳定预期，以及整个房地产市场的循环可能很难建立。

2) 城投方面：杠杆率扩张和转移支付机制共同支撑稳增长工作

中央经济工作会议对地方政府债务风险包括财政可持续性上总体延续了比较紧的调子，但相信地方政府会对债务进行管控。如果未来地方政府债务有约束，同时又寄希望更大的财政扩张刺激经济时，若将政策性银行作为抓手，通过一些表外或者准财政工作进行刺激，那么可以看到最近这两年受到冲击最大的是地方政府的公共预算。根据统计数据，今年三十多个省除一两个资源大省公共财政收入正增长之外，基本上剩下的都是负增长。包括北京、上海都是百分之负十几、二十的增速，地方公共财政压力如此大的原因不仅是投资，还包括很多有必要保证的一般预算，覆盖了像公务员工资、教师、警察医生工资等“三公经费”。目前地方政府债务仍然处在一个两难的境地，从发达国家的经验来看，中央政府的杠杆率是相对比较低的。中央经济工作会议提出了有效的转移支付机制，希望未来中央政府杠杆率的扩张加上转移支付的机制，能够有效地支撑地方政府的正常运行和相关稳增长的工作。

综上，如果不能很好地解决地产和城投两个传导的主要渠道，有可能会对稳增长政策形成一定的折扣。

二、 海外的情况

1、增长方面：明年出口压力加剧

过去两到三年，中国经济的一个意外之喜就是出口增速持续超预期，很长一段时间保持在 20%左右的增速，而且从全球的贸易份额来看，中国的贸易份额也是大幅增长的。这得益于国内疫情防控政策和完整的产业链，但这些问题近期都在发生变化。近期出口商品中医药用品、医疗器械、纺织用品的出口增速明显下降，再叠加海外的经济衰退的风险，中国对于欧洲和美国的出口增速从 8 月份以来逐月下降。明年大概率会面

临一个更恶劣的外部环境，甚至到明年下半年，美国经济进入衰退之后，我们的出口压力有可能会更大。长期来看，应该关注如何提升中国的出口增长动力，以及从区域结构和产品结构来看，如何稳定外需和出口。出口压力的预期来自于，一方面欧美订单在减少，另一方面制造业产能迁出移走的可能性增加。在贸易摩擦之后，全球政府的主要贸易政策就是引导制造业回流，在这个大背景下，我国的制造业特别是中低端制造业会不会也面临流出压力。从整个贸易环境来看，我国面临着两头压力，一头是明年海外衰退的问题，另一头是中低端的加工制造业有流出的风险。所以，稳住两头的同时做大中间层，做大制造业，这可能是决定中国经济长期增速的一个核心问题，这对明年稳增长也有极为重要的意义。

2、通胀方面：明年美联储放松的预判可能出现偏差

针对通胀问题存在比较大的分歧，比如本周美联储议息会议，鲍威尔持偏鹰派的言语，包括要保持利率在限制性水平更长的时间，而且指出2023年不可能降息，要2024年再去考虑美联储是否降息。但资本市场的解读似乎偏鸽派，赌美联储一定会放松，提前转向降息。这里的核心问题是大家对全球通胀判断的分歧。过去十多年，大家已经习惯了全球保持低通胀，从全球宏观角度看，低通胀、甚至通缩、零利率、负利率、QE就是全球宏观的一个必然终点。但这一轮通胀出现了很多新兴的问题，疫情本身的扰动、人口结构变化对长期通胀的影响、加上疫情之后对很多人就业心理和生活的影响。美国就业市场之所以这么紧张，很重要的一点就是受到疫情影响。有的人基于健康问题没有办法再继续工作，也有人觉得与其上班工作不如享受生活，所以导致整个美国劳动力市场缺少了150万人的供给，造成了就业市场的紧张，工资必然上涨。所以，大家一致判断明年美元美债利率走弱，整个国内经济环境金融压力会减小，货币政策的约束条件也会减小，但这个判断可能会出现一些阶段性的偏差。比如明年美国的通胀没有想象中下来那么快，美联储暂停加息的时间也不会那么早，持续保持的限制性利率的水平时间比较长，这对我们思考明年整个外部环境也是比较大的一个影响。

三、市场预期情况

都说市场弱现实、强预期，经济数据还不好，包括刚刚公布的 11 月份的数据，除基建和制造业勉强稳定之外其他数据都快速下行。但现在预期变化很快，目前预期已经在交易经济复苏了，这也是这一两年国内资本市场出现比较大的波动的原因。这两年国内资本市场更多都是在炒预期，炒政策未来的传闻或者方向，**从政策设计的角度来看，预期引导也是非常重要的。**所以最近的领导讲话对明年的经济增长给出了非常强的信心的判断，这是一个很好的开始。但是，**在实际政策落地上，千万不要出现不达预期或者犹豫的情况。**现在经济面临巨大的困难，**宏观政策应该做到不达目的不罢休，直到经济稳定或者出现了比较明确的复苏趋势再收手。**现在大家对于政策都有很大的期待，政策层也给出了一些比较积极的声音，所以，希望政策落地能够达到预期甚至能够超预期，这样才能够扭转信心，使得明年经济开局工作迎来一个更好的局面。

芦哲：明年经济总体企稳向好，货币财政政策体现结构性特征

芦哲 德邦证券首席经济学家

以下观点整理自芦哲在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 60 期）上的发言

一、明年上半年经济下行压力较大，是政策发力的主要时点

明年中国经济存在一定的下行压力，且 Q1、Q2 的压力大于 Q3、Q4。Q1 受到疫情影响，会出现比较严重的供应链断裂停摆以及医疗等问题，春季开工也会受到影响。这是防疫过程中不得不经历的阵痛，二季度开始会好转。按照海外的经验，防疫放开后，整体经济格局肯定会企稳向好、温和复苏，但企业家的信心和居民投资消费的意愿不会立刻上行，仍然会经历一段时间低位运行。因此，排除基数效应，**明年上半年经济增长的压力略大一些，下半年随着内生性的消费和投资的恢复，压力会逐步减轻。**

中国逆周期政策和宏观经济调节政策主要发力点应放在上半年。下半年如果能够形成良好的消费和投资内循环的自生性增长，对逆周期货币和财政政策的诉求就相对较低。因此，上半年是中国逆周期政策发力的重要时点。

二、货币政策：直达实体、精准滴灌

经济工作会议中，对货币政策的定调是“精准有力”，跟去年相比差异不是特别大。这四个字最重要的是“精准”，这意味着明年总量型货币政策的选择会滞后于结构型货币政策的选择。“有力”也主要是指精准有力的结构型货币政策的发力方式。

总量型货币政策是指 MLF 的下调。降息、降 LPR、降准不是不会做，只是政策空间较小。根据央行人事安排以及三月份的货政报告，**中央更倾向于用直达实体、精准滴灌**

的货币政策去刺激经济和稳增长。比如最近三个月 PSL 放量大概 6000 亿，用于保交楼等一系列稳增长方面，再贷款和贴息贷款也在发力。为了更好地实现精准，可能会创设一些新的政策工具，来支持信创、高端制造、国防军工和生物医药等二十大点名的重点行业。

央行在总量型货币政策上受到一定掣肘，主要出于对通货膨胀的担忧。目前的经济数据，无论是 CPI 还是 PPI，都没有反映出通货膨胀的压力，但央行货政报告中体现出了对明年下半年的通胀形势的担忧。今年 M2 水平非常高，狭义赤字率不高，但广义赤字率比较高的，释放了政策“笼中虎”。从海外情况来看，美国也出现了结构性物价上涨，导致美联储不惜牺牲经济增长实施如此强劲的加息。这并不意味着明年下半年一定会出现大规模超预期 CPI 上行，我们认为通缩仍将是主要情形。但需要对通胀保持警惕，尤其是 1、2 月份随着防疫放开之后，要注意观察相关数字的变化。

美国在疫情放开之后，劳动力和服务业成本刚性上涨，导致 CPI 连连超预期，这主要是出于工资刚性。补贴了钱之后大家的就业意愿低，导致刚性工资拖累服务业的就业成本。目前我国的疫情主要集中在一线城市，在这个时点上对外卖、配送工作人员的需求远高于正常情况下的需求。中国不存在像美国那么严重的结构性错配，但随着疫情的进一步扩散，叠加 2 月份春节的影响，三四线城市包括农村地区也会存在这样的压力。我们最担忧的是，明年的货币政策跨过宽货币直接做宽信用。由于担心 M2 过高、下半年通胀风险过高，若 1、2 月份的数据表现出结构性通胀的问题，会抑制上半年货币政策放量的力度，这反而是一个政策的下行风险。

三、财政政策：更多依靠政策性金融债而非专项债

经济工作会议中提到财政政策要加力提效，明显比去年更加积极，但今年财政赤字率未必大幅高于去年。去年，全国人大认为 2022 年将是疫情常态化的一年，对应常态化的赤字率是 2.8%。今年出现了一系列不可控的因素，导致广义赤字率较高，非计入预算的政策性金融债的发行量较多。明年依然是有压力的，预计全年外需也是负增长，

因此需要财政加力。从加力的表述来看，赤字率肯定要高于今年 2.8%，但难以超过 3%。

预计明年经济增长目标会设定在 5%左右，且专项债的额度比今年略有上升。一方面，赤字率和专项债额度的提升体现了财政的加力和提效。另一方面，财政赤字率没有大举上浮。一些人判断赤字率可能会提升至 3.4%甚至 3.5、3.6，我认为不会出现这种情况。因为即便是给到 4.0 的赤字率，也不能完全解决明年中国稳增长财政发力的核心问题。

今年上半年的财政发力中，地方政府承担了主要的作用，专项债前倾带来一季度经济尤其是基建的开门红。但下半年，基建仍在一个比较高的稳增长水平上，依靠的不仅是专项债资金，而更多的是政策性金融债。今年财政连发两次政策性金融债，一次三千、一次四千多，加起来超过七千。政策性金融债不计入赤字率，不改变今年的赤字情况，但弥补了今年财政的第二本账土地收入的明显不足，也熨平了中国下半年基建增速出现大幅波动的风险。

目前地方政府债务压力非常大，并且防疫政策还在转型过程中，可能会出现社会面、医疗面、经济面和供应链的紊乱。因此，对地方政府主要诉求是稳住防疫，稳住健康医疗，稳住基本民生、稳住社会安全，不发生系统性社会治安事件和群体性事件。明年地方政府不会像今年上半年一样，依靠较多的专项债前倾成为财政发力的主角。

明年财政发力的主角，应该是预算外的资金，比如今年使用的政策性金融债。政策性金融债实施的决策难度比专项债小很多，是非常高效的。地方专项债从立项到开工需要大约半年的时间，但对于政策性金融债，经常会出现司局长直接到各地审批项目的情况，会派督导组，让高等级部级甚至副国级官员督促项目的落地和实物工作量的形成。相比专项债，政策性金融债这种结构性政策工具既可以通过国开行和农开行，观察到每一笔资金的使用情况，又可以看到实物工作的开展进展情况，可控力是非常强的，应该作为明年财政政策发力的重点。

总体来说，中国明年经济大的方向是企稳向好、温和复苏，但是在货币和财政会表现出和今年略有不同的结构性差异。

宋雪涛：增加供给投资是长期最有性价比的政策

宋雪涛 天风证券研究所首席分析师

以下观点整理自宋雪涛在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 60 期）上的发言

一、国内经济：疫情和房地产问题

对国内经济而言，关于明年的经济和政策有两个方面，一是实然性，一是应然性。实然性指的是整体状态应该是什么样的，应然性指的是政策上还能做什么。总结 2022 年宏观经济的主要矛盾，主要有两方面，短期的主要矛盾是疫情，长期的主要矛盾则是房地产。

1、短期主要矛盾——疫情

对于疫情而言，目前很多经济学上的经验都值得借鉴。明年，在疫情形势发生变化后，中国经济的走势的关键点主要有两部分，分别是对**就业和生产**的影响和对**消费**的影响。

1) 对就业和生产的影响不大

最近，包括鲍威尔在 12 月初的一个关于美国通胀的分析会议上讲到，在美国通胀的环境中，现在最坚挺的是核心服务价格。核心服务价格中很大一部分来自劳动力市场，虽然目前劳动力市场的失业率低，但是劳动参与率并没有回到疫情前的水平，目前的劳动力缺口大约有 200 万，这造成了服务价格的高企。尽管房价在回落，房租也会滞后性的回落，商品价格也已经出现了明显的回落，但服务价格仍然维持高位，原因也主要是劳动力因素的影响。劳动力因素的影响还可能会有后遗症，造成劳动力市场短缺的问题。而对中国而言，这个问题不是明年中国经济风险之一，因为过程中的供给的短缺造成物价上涨、供给型通胀，甚至包括就业和工业生产的冲击。

一个多月前团队做的研究具体对比了各个经济体过去三年时间，从2020年初到2022年的9、10月份的整个劳动力市场恢复的情况。研究分别从经济、政策、疫情三个层面研究了影响一个经济体的劳动力市场的恢复效果的因素。首先，疫情的影响只是可能的影响之一。之所以是“之一”，原因在于除疫情以外，老龄化、退休潮等也对劳动供给产生了一定影响，这在美国和欧洲的某些国家表现得尤为明显。因为这些经济体很多在二战后出现了婴儿潮，而在婴儿潮中出生的小孩大致会从七、八十年代开始进入劳动力市场。而到了最近他们的年龄可能刚好到了65岁，正好到了退休年龄。因此，最近在欧美市场可能会迎来大范围的退休潮。

其次，政府也给予了财政补贴，这与中国的情况有很大的不同。在中国，对政府送来的钱和老百姓自己攒的钱，老百姓的消费意愿是不一样的，更不愿意花自己攒下来的钱。除此之外，中国的中低收入群体手停口停，没有形成超额储蓄和预防性储蓄；预防性储蓄主要集中在中高收入群体，而这个群体的消费意愿比较低。在美国，情况则恰恰相反：美国政府是比较广泛地给家庭发放补贴。所以，超额储蓄上升之后，大量消费的需求就被激发出来了。中国不是靠发钱来带动消费的。居民对未来的收入预期下降，包括投资意愿下降，从而开始缩表，进而带来超额储蓄。这确实会影响到劳动力供给。这在海外有经验可循，毕竟不上班就能拿到钱，肯定比上班要舒服，而且还没有感染的风险。

但是，对于疫情来说，不同的毒株对劳动供给、对生产的影响是不一样的。结论是，我们发现2020年初的野生型病株，包括2020年底阿尔法毒株在内，这两次感染确实会影响到劳动力供给，进而影响到生产，以及产生了后来持续不断的供给型的通胀、滞胀，供应链的断裂。除了经济因素和政策因素之外，和疫情相关的大概率是这两次冲击。但是，从2021年下半年开始的德尔塔，到2021年、2022年的奥密克戎，这两次并不影响劳动供给，这是一个很关键的结论。对于中国来说，中国不太可能出现像欧美一样供应链断裂，劳动供给不足，供给型通胀甚至滞胀的情况。这也就解释了，亚洲国家，特别是我们周边的一些国家和地区，大多数都是在奥密克戎毒株肆虐的时候开始放开的。从这些经济体的经验来看，他们的劳动力的恢复其实比疫情前要好，劳动供给和劳动参与率明显要高。

这是从实然的角度，我们先忽略政策的因素，把经济当成一个自然的修复过程来看。这个路径上，供给会受到冲击，从而可能产生短期的影响。但是，**对中国而言，持续的影响大概率不会出现。**反观美国，疫情以来，美国出现了持续的劳动供给不足现象，劳动参与率下降一个多点，出现了大概 200 万的劳动供给缺口。此外，美国的新增速和核心增速居高不下，通胀压力一直存在，让美联储骑虎难下、进退两难。

2) 对消费的影响比疫情放开前好

对消费的影响相对比较复杂，总体上消费肯定是会恢复的，无论是场景上还是意愿上，疫情后的恢复空间要多于疫情前。但关键的问题是，恢复的路径是什么样的，恢复的程度是什么样的，不同的经济体表现出来的差异还是很大的。

我们研究之后发现，**导致不同经济体恢复差异的核心原因与总感染数量没有关系，反而跟疫情防控力度有关。**比如某个经济体的总感染人数占总人口的比例为 50%，甚至更高，并不影响消费恢复。但是，这一过程花的时间长短，的确会影响到消费的恢复。如果这一过程只用了三个月时间，那消费可能短期受影响会更大，但它恢复的弹性会更好，恢复空间可能会更大；如果这一过程用了一年的时间，或者在经历了两三轮疫情暴发后才感染了 50%，那消费的恢复过程可能就是一波三折的。所以，不同经济体渡过这个过程的方式不一样，时间不一样，对消费的影响就不一样。有的经济体一蹴而就，经济很快就能够反弹；有的是一波三折的，比如日本和中国香港就属于这种方式。

所以，中国的疫情防控力度如果还一直保持，那么消费的恢复弹性就比较弱，恢复过程可能会一波三折。而像韩国、澳大利亚这些国家，它们的防控政策放开的比较快，在第一波大量的感染之后，后面两三波影响就没有第一波这么大，消费恢复的弹性会更好一些。

2、长期主要矛盾——房地产

房地产是国内经济最重要的一块。研究发现，无论供给侧的各种政策能够起到多大的作用，关键问题还是房地产的需求。包括放开信贷、债券、股权在内的房企融资，亦

或是加快房企出清，保障优质头部房企融资的条件，都属于供给侧的政策。但是，房企卖多少套房，关键还是跟居民的需求有关。在这个阶段，投机的需求，即不为自住和租赁，只为涨价的需求，几乎没有了。所以，对房地产的真实需求就来自于人的需求。一般来说，**真实需求有三种，一种是刚性需求，一种是改善性需求**，这也是在经济工作会议上特别提出的，**还有一种是更新需求**。刚性需求对应的消费群体就是新增的城市人口，特别是有购房能力和购房意愿的，且属于某一个年龄段为主的新增城镇人口。改善性需求主要是对应存量城镇人口住房面积的提升。中国人均住房面积为 33-34 平，但这是建筑面积，除掉公摊以后的套内面积约为 26-27 平。更新需求和房地产的房龄有直接的关系，不同的年龄段的房子对应着拆迁。这三种需求未来对应什么走势，决定了目前这些政策能否起到作用或者能够起到多大的作用，也决定了长期的房地产市场、销售和长期的投资能够到达什么水平，这是很关键的问题，包括对长期经济增长的影响。

研究结果发现，**刚需是未来下降最快的，这和新增城镇人口明显放缓有直接的关系**。一方面，总人口数量在下滑；另一方面，城镇化率的增长在明显放缓。其次是改善性需求，这个是未来比较稳定的增量，但是它在边际上也是在回落的，只是说回落速度非常慢，一直保持在 4.5 亿平-5 亿平。第三是更新需求。更新需求和房龄有关，现在主要拆除的房子还是以 2000 年以前甚至 90 年代以前的老房子、棚户区为主。到了 2030 年以后，三十年以上房龄的房子会产生拆迁，未来的更新需求是一个先下后上的过程，但是，总需求还是一个持续的回落，只是说今年回落的特别多，今年的真实的销售数据甚至比实际的需求来的还要差。此外，今年的销售数据还有 4-5% 的偏离，这个偏离主要是因为房企出险不能按时交付和竣工带来的犹豫、观望和需求的抑制。对明年而言，一方面，房地产对宏观经济包括经济增长的中枢至关重要；另一方面，从真实需求的角度的讲，真实需求相比今年大概率会回落，因为今年的真实需求大概错杀了 5%。明年，在宏观经济特别是经济政策稳定预期之后，地产销售在出现负偏离上的错杀可能性比较小，甚至有可能把今年的一部分需求后置到明年完成和兑现。但长期来看，房地产销售还会继续回落，大概到 9 亿-10 亿平的位置才能企稳。反过来讲，地产投资在短期内大概率会被今年大幅下跌的地产销售所拖累。至少在明年上半年，无论从开工角度还是土地购置角度来看，都可能出现大幅负增长。从明年全年来说，因保证交付而加快施工竣

工，对地产投资在投资后端有一些支撑，但全年地产投资依然为负。

所以，对国内经济而言，疫情和地产这两个问题，基本上就决定了明年经济大体上的状况。疫情决定了消费一定是恢复的，但恢复的过程和程度因过峰的方式而宜。但整体看各个经济体的经验，一是对生产影响不大，二是消费会比放开前好，但很难完全恢复到疫情前的水平。房地产决定了明年的地产销售到投资依然是负增长，经济很难有一个很强烈的恢复，经济的恢复更多靠内生动力、信心和预期，这是主要抓手，而不是靠大的刺激或地产端的需求侧的刺激。但是，相比今年，对经济额外的拖累可能会减轻。

二、海外经济：美国经济的衰退分歧

海外经济明年最大的分歧，或者可能现在是一致预期，但可能未来又会变成分歧的，就是美国经济会不会衰退。市场预期今年发生很大调整，去年年底各大投行对2022年美国一致预测会向好发展，甚至IMF预测涨幅会达到5%以上，其余投行的平均预测在4%-5%之间。但现实情况是，今年美国经济的涨幅只有2%左右，且一路下调。到现在这个时点，各大投行对明年美国经济预测又是一致性看空，认为美国经济明年会衰退，从小幅衰退到深度衰退不等。但是，这个预期可能又一次出错。明年的海外经济，特别是美国经济，不衰退的可能性甚至要大于深度衰退的可能性。因为目前看不到美国有深度危机或者资源错配的现象。首先，美国的居民收入的增速很高，虽然目前有200万人处于失业状态，但拥有工作的人很有工作的安全感。其次，美国居民的消费意愿很强，甚至流量的储蓄率和新增收入边际储蓄率都降到了历史最低水平。美国居民敢消费、不储蓄，同时美国居民的借贷意愿和消费意愿也很强。

美国失业压力大、需求不足，目前看仅仅发生在一些科技企业上。过去两年，特别是疫情以来，线上办公刺激了很多线上需求，而科技的需求正在被排挤。但是大多数的制造业部门和服务业部门缺人，这就形成一个局面：美国经济，特别是居民端，从收入到消费、储蓄、工作都很有安全感，资产负债表也很干净。如果把过去三年当成一个历史窗口可以看出，供给不足才是主要矛盾，是通胀的主要原因，是货币升值还是贬值的主要的定价因素。未来三年，至少在未来一年内，这个主要矛盾不大会轻易改变，依

然是供给不足决定了通胀、货币，以及各个国家资产价格的走势。

三、对缓解两大主要矛盾的政策建议

从明年的需求来看，如果美国没有什么问题，中国放开之后，短期内会提供一个供给冲击，这能使供给端能够很快恢复。明年“从出口到制造”依然是中国经济发展到当前阶段的一个主旋律。所以，从政策建议来讲和前面讲的经济方面基本对应。

一是关于消费，从恢复的角度来讲，周边经济体的经验告诉我们，**放开的速度越快，消费恢复的就能更好一点**；否则，消费恢复的过程和程度就会稍微弱一些。

二是从地产的角度来讲，需求向下难以逆转，但今年的需求有错杀和过度的成分，这个和交房、和对于房企的预期出现比较大的抑制有直接的关系。所以，**通过加快供给的出清，也能一定程度上把短期的需求挽回一部分，但对长期的需求而言需要接受它的下行趋势。**

三是出口供给方面，作为核心部分，出口的供应链、产业链、科技和制造是政策的重心。过去三年告诉我们，2020年，全球的劳动力紧缺，**有劳动力，制造业就会强大**；2021年，**全球缺船、缺集装箱、缺工人，有完备的供应链体系，制造业会强大**；2022年，**全球缺能源，有好的能源基础设施，有稳定的能源供给，制造业就会强大**。而对于2023年和2024年，这两年会告诉我们新的东西，告诉我们在供给上增加投资，在供应链、产业链、科技产业上增加投资，一定是长期最有性价比的政策。



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：

