



# 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

(2023年9月) (总第67期)

## 回暖迹象渐显的中国宏观经济

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2023年9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67期）

## 回暖迹象渐显的中国宏观经济

报告人：王晋斌

2023年9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

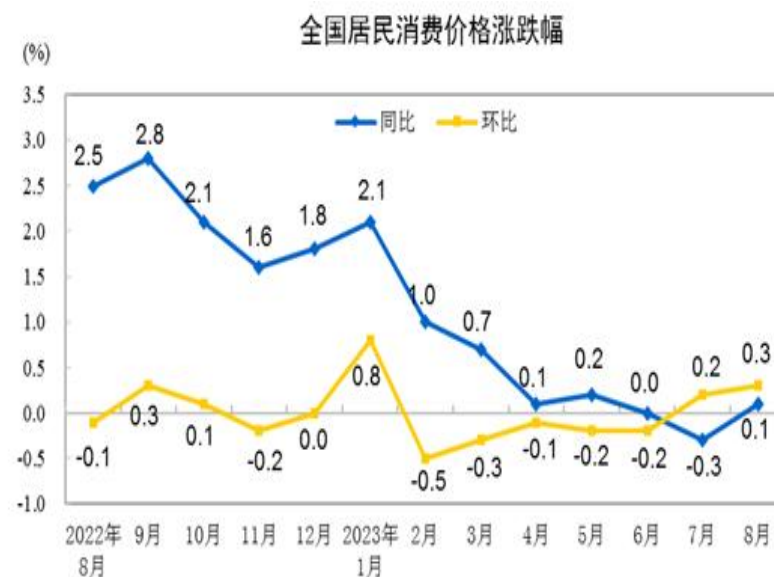
- 一、 回暖迹象渐显的经济指标
- 二、 经济回暖中需要关注的问题
- 三、 相关思考与政策建议

# 一、回暖迹象渐显的经济指标

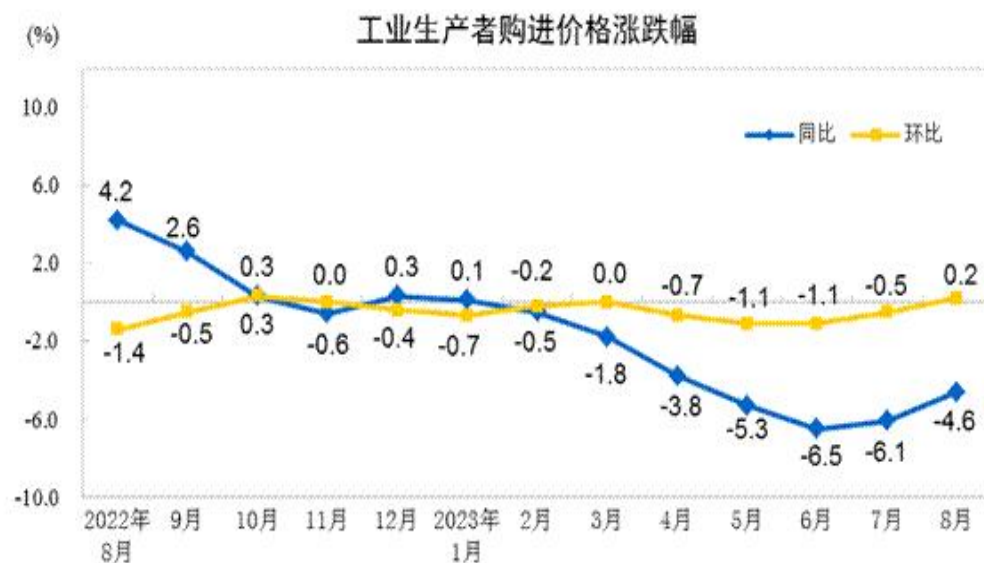
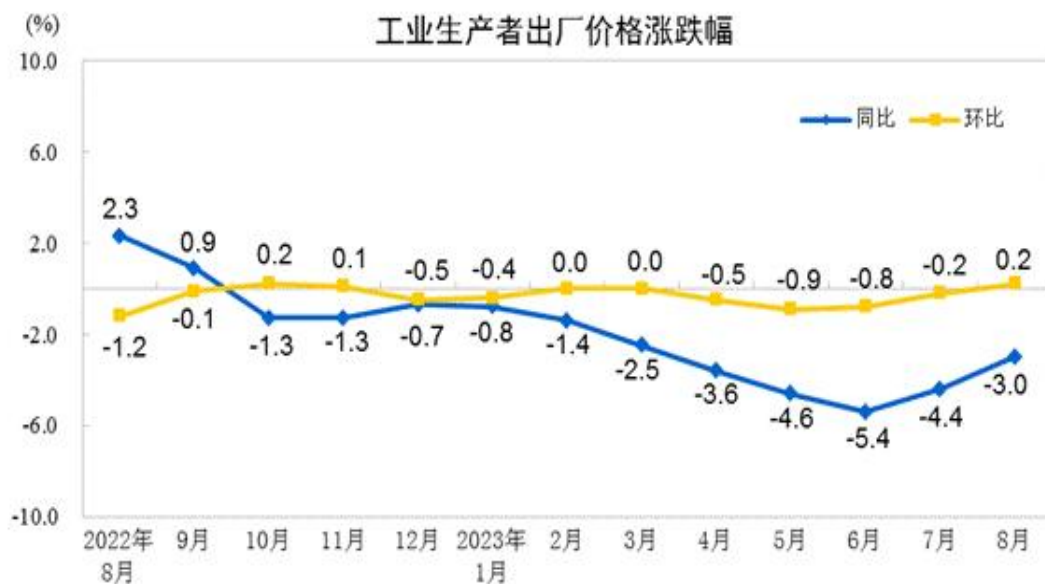
## 指标1：物价边际回暖

2023年8月份，**全国居民消费价格同比上涨0.1%**。其中，城市上涨0.2%，农村下降0.2%；食品价格下降1.7%，非食品价格上涨0.5%；消费品价格下降0.7%，**服务价格上涨1.3%**。1-8月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨0.5%。8月份，全国居民消费价格环比上涨0.3%，**连续2个月环比正增长**。其中，城市上涨0.2%，农村上涨0.4%；食品价格上涨0.5%，非食品价格上涨0.2%；消费品价格上涨0.4%，服务价格上涨0.1%。8月份食品烟酒类价格同比下降0.5%，**影响CPI（居民消费价格指数）下降约0.14个百分点**。食品中畜肉类价格下降10.5%，**影响CPI下降约0.36个百分点**。考虑到基数较高和畜肉类价格下降对CPI的负面影响，CPI回暖。

从环比来看，8月份食品烟酒类价格环比上涨0.4%，影响CPI上涨约0.10个百分点。其他七大类价格环比四涨一平两降（7月份六涨一降；**6月份两涨五降**）。其中，交通通信、教育文化娱乐价格分别上涨1.0%和0.2%，居住、医疗保健价格均上涨0.1%；其他用品及服务价格持平；生活用品及服务、衣着价格分别下降0.3%和0.1%。



8月份全国工业生产者出厂价格同比下降3.0%，降幅收窄，**环比上涨0.2%**；工业生产者购进价格同比下降4.6%，降幅收窄，**环比上涨0.2%**。1-8月工业生产者出厂价格比上年同期下降3.2%，工业生产者购进价格下降3.6%。**8月份出厂价格和购进价格均出现了3月份以来首次环比上涨。**



## 指标2：社会消费品零售总额边际回暖

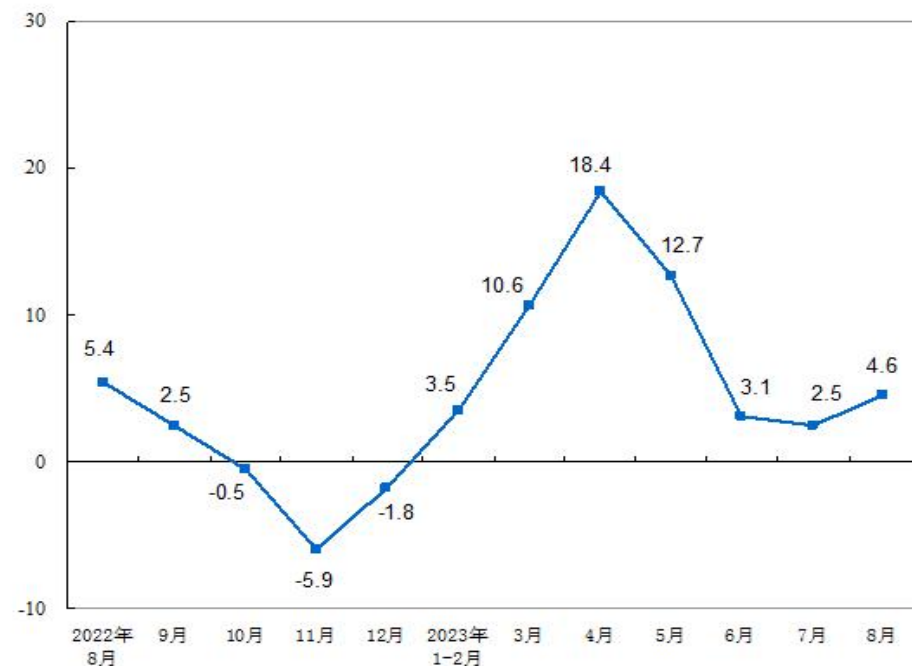
8月份，社会消费品零售总额37933亿元，同比增长**4.6%**，**环比增长3.2%**（7月份36761亿元）。其中，除汽车以外的消费品零售额33820亿元，增长5.1%。

1-8月份，社会消费品零售总额302281亿元，**同比增长7.0%**。其中，除汽车以外的消费品零售额271888亿元，增长7.2%。

8月份，城镇消费品零售额32974亿元，同比增长**4.4%**；乡村消费品零售额4959亿元，增长**6.3%**。

1-8月份，城镇消费品零售额262426亿元，同比增长**6.9%**；乡村消费品零售额39855亿元，增长**7.6%**。

(%) 社会消费品零售总额同比增速



2023年8月份社会消费品零售总额主要数据

分类项的销售反映出：整体上居民基本生活消费表现良好，居民消费行为正常，不存在消费不足的依据。销售总量够，但存在结构性分化。

与房地产有关的消费疲软，建筑装潢、家电类和家具等，与前期的政策调控及高房价相关，也属于正常。

耐用品在国内的消费略显疲态。汽车、通讯器材等1-8月份同比增速在5%以下。尤其是8月份汽车销售同比只有1.1%。

指标	8月		1-8月	
	绝对量 (亿元)	同比增长 (%)	绝对量 (亿元)	同比增长 (%)
社会消费品零售总额	37933	4.6	302281	7.0
其中：除汽车以外的消费品零售额	33820	5.1	271888	7.2
其中：限额以上单位消费品零售额	14461	3.1	113364	5.9
其中：实物商品网上零售额	-	-	79821	9.5
按经营地分				
城镇	32974	4.4	262426	6.9
乡村	4959	6.3	39855	7.6
按消费类型分				
餐饮收入	4212	12.4	32818	19.4
其中：限额以上单位餐饮收入	1125	10.4	8510	19.8
商品零售	33721	3.7	269463	5.6
其中：限额以上单位商品零售	13336	2.5	104854	5.0
粮油、食品类	1493	4.5	12082	4.9
饮料类	250	0.8	1929	1.2
烟酒类	414	4.3	3446	7.9
服装、鞋帽、针纺织品类	982	4.5	8760	10.6
化妆品类	321	9.7	2639	7.5
金银珠宝类	283	7.2	2188	12.8
日用品类	616	1.5	4922	3.9
体育、娱乐用品类	96	-0.7	772	8.0
家用电器和音像器材类	672	-2.9	5655	-0.4
中西药品类	523	3.7	4334	9.3
文化办公用品类	353	-8.4	2543	-5.7
家具类	130	4.8	941	3.4
通讯器材类	455	8.5	4081	4.4
石油及制品类	2070	6.0	15346	6.2
汽车类	4112	1.1	30393	4.9
建筑及装潢材料类	128	-11.4	982	-7.8

## 指标3：工业增加值边际回暖

8月份，规模以上工业增加值同比**实际增长4.5%**（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，8月份，规模以上工业增加值比上月增长**0.50%**。1-8月份，规模以上工业增加值同比增长**3.9%**。

分行业看，8月份，41个大类行业中有**23个**行业增加值保持同比增长，与7月份持平。今年上半年，41个大类行业中有**26个**行业增加值保持同比增长，上半年规模以上工业增加值同比增长**3.8%**。**1-8月份增加值同比上涨，但增加值保持同比增长的行业数量下降，说明工业修复是不平衡修复。**

**相比上半年，8月份**饮料和精制茶制造业由增长0.2%变为下降2.9%，通用设备制造业由增长3.6%变为下降0.8%，专用设备制造业由增长5.5%变为下降0.5%。非金属矿物制品业由增长0.4%变为下降1.6%。同时，石油和天然气开采业增长、农副食品加工业增长、纺织业、黑色金属冶炼和压延加工业、计算机、通信和其他电子设备制造业都出现了比较快的增长。





# 指标4：制造业PMI边际回暖

8月份制造业采购经理指数 (PMI) 为**49.7%**，比上月上升0.4个百分点，制造业景气水平进一步改善。**大、中、小型企业**PMI分别为50.8%、49.6%和47.7%，比上月**上升0.5、0.6和0.3个百分点**。

在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数低于临界点。**新订单指数近5个月以来首次高于临界点**。

图1 制造业PMI指数（经季节调整）

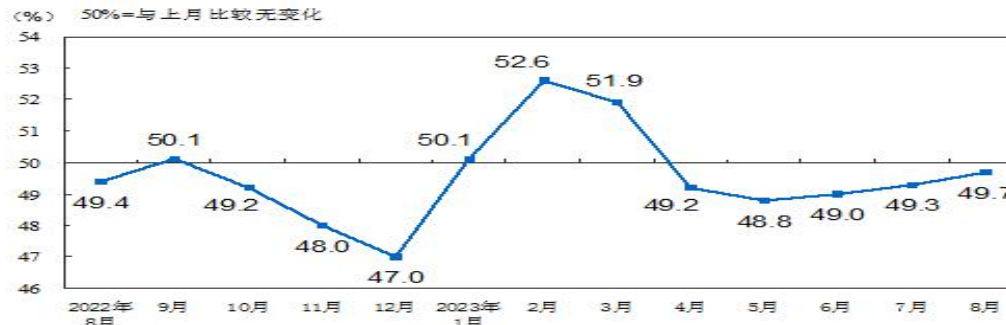


表1 中国制造业PMI及构成指数（经季节调整）

单位：%

	PMI	生产	新订单	原材料库存	从业人员	供应商配送时间
2022年8月	49.4	49.8	49.2	48.0	48.9	49.5
2022年9月	50.1	51.5	49.8	47.6	49.0	48.7
2022年10月	49.2	49.6	48.1	47.7	48.3	47.1
2022年11月	48.0	47.8	46.4	46.7	47.4	46.7
2022年12月	47.0	44.6	43.9	47.1	44.8	40.1
2023年1月	50.1	49.8	50.9	49.6	47.7	47.6
2023年2月	52.6	56.7	54.1	49.8	50.2	52.0
2023年3月	51.9	54.6	53.6	48.3	49.7	50.8
2023年4月	49.2	50.2	48.8	47.9	48.8	50.3
2023年5月	48.8	49.6	48.3	47.6	48.4	50.5
2023年6月	49.0	50.3	48.6	47.4	48.2	50.4
2023年7月	49.3	50.2	49.5	48.2	48.1	50.5
2023年8月	49.7	51.9	50.2	48.4	48.0	51.6

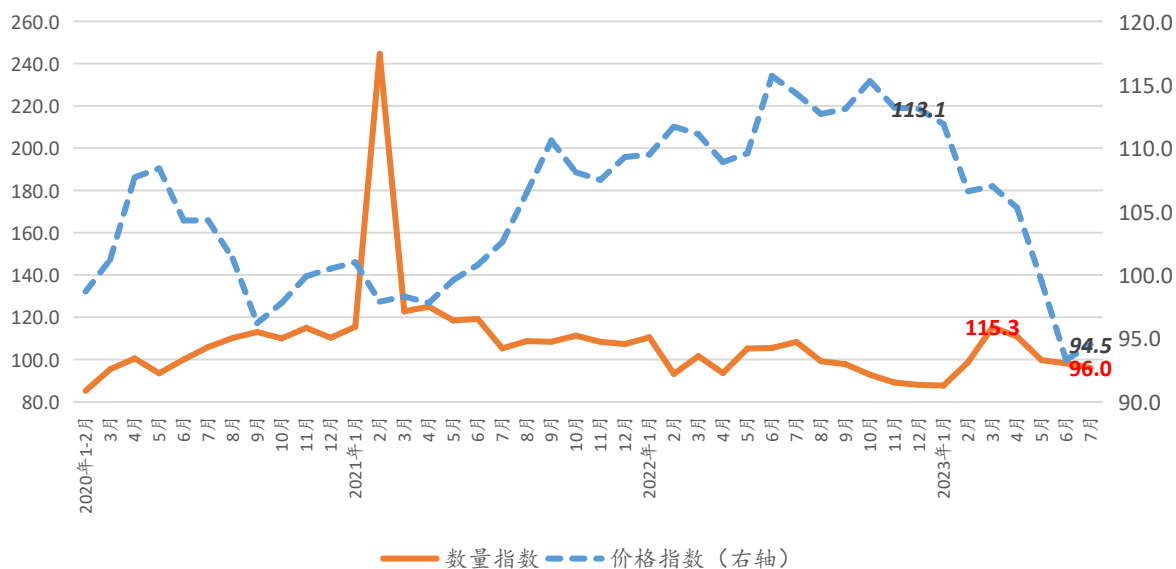
## 指标5：进口数量指数边际仍在回暖区域

今年前8个月，我国进出口总值27.08万亿元人民币，同比微降0.1%。按美元计价，今年前8个月我国进出口总值3.89万亿美元，下降6.5%。

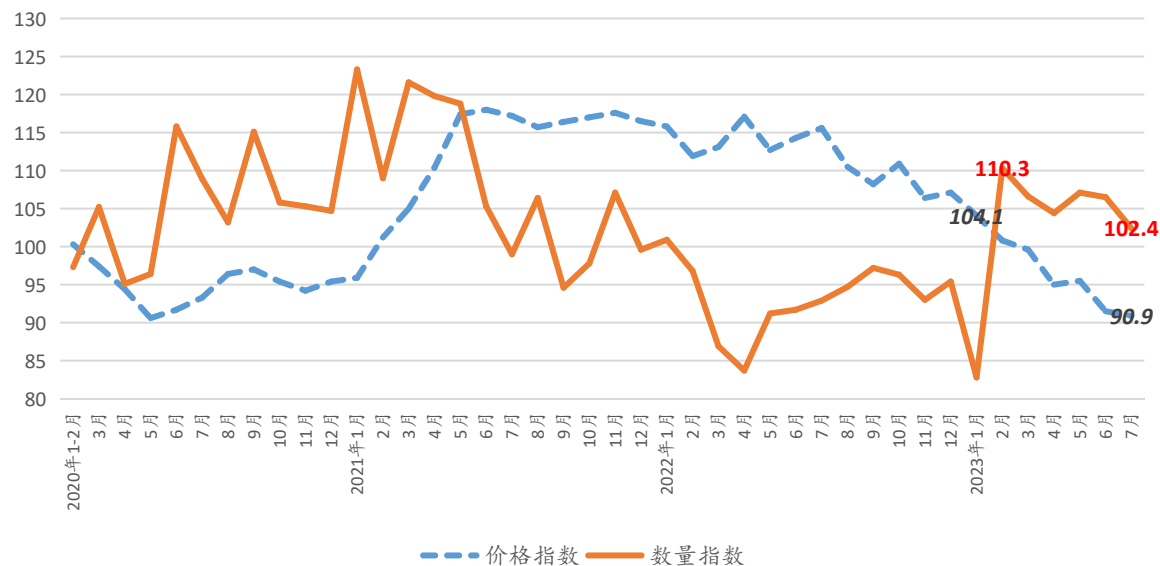
8月份当月，我国进出口3.59万亿元，同比仍下降了2.5%，环比则增长了3.9%。其中，出口2.04万亿元，同比下降3.2%，出口环比增长1.2%；进口1.55万亿元，同比下降1.6%，进口环比增长7.6%。

按美元计价，8月份我国进出口5013.8亿美元，下降8.2%。其中，出口2848.7亿美元，下降8.8%；进口2165.1亿美元，下降7.3%。

### 出口价格和数量



### 进口价格和数量



从今年进出口情况看，进出口下降中**价格效应**的作用更大。进口数量指数从今年2月份以来一直在100以上；而出口数量指数从5月份以来低于100，外部需求减弱。

## 指标6：社会融资规模回暖

今年前8个月人民币贷款增加17.44万亿元，**同比多增1.76万亿元**。8月份人民币贷款增加1.36万亿元，**同比多增868亿元**。前8个月社会融资规模增量累计为25.21万亿元，**比上年同期多8420亿元**。8月份社会融资规模增量为3.12万亿元，**比上年同期多6316亿元**。8月末，广义货币(M2)余额286.93万亿元，**同比增长10.6%**。

**8月份人民币贷款增加1.36万亿元，同比多增868亿元**。分部门看，**住户贷款增加3922亿元**，其中，短期贷款增加2320亿元，中长期贷款增加1602亿元；企（事）业单位贷款增加9488亿元，其中，短期贷款减少401亿元，**中长期贷款增加6444亿元**，票据融资增加3472亿元；非银行业金融机构贷款减少358亿元。

**8月份社会融资规模增量为3.12万亿元，比上年同期多6316亿元**。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加1.34万亿元，**同比少增102亿元**；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少201亿元，**同比少减625亿元**；委托贷款增加97亿元，**同比少增1658亿元**；信托贷款减少221亿元，**同比少减251亿元**；未贴现的银行承兑汇票增加1129亿元，**同比少增2357亿元**；企业债券净融资2698亿元，**同比多1186亿元**；**政府债券净融资1.18万亿元，同比多8714亿元**；非金融企业境内股票融资1036亿元，**同比少215亿元**。专项债发行显著放量，带动政府债券融资大幅增加，增加了社融规模，政策效应显现。

## 二、经济回暖中需要关注的问题

### 指标1：固定资产投资增速偏弱，恢复不平衡

(1) **今年以来投资同比增速持续下降。**1-8月份，全国固定资产投资（不含农户）327042亿元，同比增长3.2%（按可比口径计算，详见附注7），其中，制造业投资增长5.9%，增速比1-7月份加快0.2个百分点。从环比看，8月份固定资产投资（不含农户）增长0.26%。

(2) **民间投资意愿不强。**1-8月份，民间固定资产投资169479亿元（占比51.8%），同比下降0.7%。

(3) **第三产业投资增速较缓。**固定资产投资217593亿元（占比66.5%），增长0.9%。

(4) **区域不平衡。一升三降：**东部地区投资同比增长5.6%，中部地区投资下降1.6%，西部地区投资下降0.6%，东北地区投资下降3.1%。

(5) **房地产投资继续呈现下滑趋势（占比23.5%）。1-8月份下降8.8%。**国家统计局：2021年房地产开发投资占固定资产总投资比重27.1%，2013-2021年均增长9.2%。

固定资产投资拉动主要靠：**第二产业**投资102520亿元（占比31.3%），增长8.8%。其中，工业投资同比增长8.8%，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长26.5%。**第三产业中基础设施投资**（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长6.4%。**区域上投资增长完全靠东部地区。**

固定资产投资（不含农户）同比增速



全国房地产开发投资增速

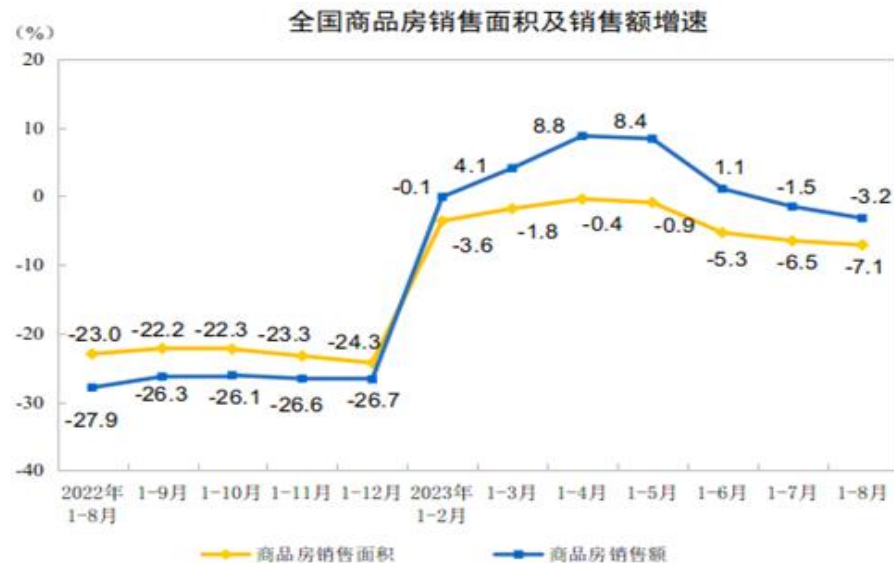


## 指标2：房地产的市场出清功能尚未完全形成

1-8月份，商品房销售面积73949万平方米，**同比下降7.1%**，其中住宅销售面积下降5.5%。商品房销售额78158亿元，下降3.2%，其中住宅销售额下降1.5%。8月末，商品房待售面积64795万平方米，同比增长18.2%。其中，住宅待售面积增长**19.9%**。

1-8月份，房地产开发企业房屋施工面积806415万平方米，**同比下降7.1%**。其中，住宅施工面积567792万平方米，下降7.3%。房屋新开工面积63891万平方米，下降24.4%。其中，住宅新开工面积46636万平方米，**下降24.7%**。房屋竣工面积43726万平方米，**增长19.2%**。其中，住宅竣工面积31775万平方米，增长19.5%。“保交楼”政策效果明显。

1-8月份，房地产开发企业到位资金87116亿元，**同比下降12.9%**。其中，国内贷款10671亿元，下降12.8%；利用外资35亿元，下降41.6%；**自筹资金27195亿元，下降22.9%**；定金及预收款30185亿元，下降7.3%；个人按揭贷款15453亿元，下降4.3%。



## 指标2：房地产的市场出清功能尚未完全形成

表2 2023年1-8月份东中西部和东北地区房地产开发投资情况

地区	投资额 (亿元)	同比增长 (%)	
		住宅	住宅
全国总计	76900	58425	-8.8
东部地区	45589	33643	-3.7
中部地区	15075	12306	-8.4
西部地区	14167	10872	-19.7
东北地区	2069	1604	-26.6

表3 2023年1-8月份东中西部和东北地区房地产销售情况

地区	商品房销售面积		商品房销售额	
	绝对数 (万平方米)	同比增长 (%)	绝对数 (亿元)	同比增长 (%)
全国总计	73949	-7.1	78158	-3.2
东部地区	33470	-3.9	48004	-0.7
中部地区	19263	-11.1	14271	-8.9
西部地区	18629	-9.0	14027	-4.5
东北地区	2586	-1.7	1855	-8.5

东北地区房地产销售面积下降1.7%，销售额下降8.5%，**市场出清机制开始发挥作用**。东部、中部和西部地区的市场出清功能尚未展开。目前房地产政策侧重于居民端购房便利和降低成本，在商品房待销售面积近6.5亿平方米（同比增长18.2%）；住宅待销售面积超3.1亿平方米（同比增长19.9%）的背景下，除了一线城市和热门城市（程度）以外，大部分地区需要通过降价来逐步市场出清。从目前情况看，**市场出清应该更可能是一个中长期的过程，形成房地产市场的“软着陆”**。8月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为**93.56**，再创新低。

## 指标2：房地产的市场出清功能尚未完全形成

8月份，中国70个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨的城市分别有17个和3个，比上月均减少3个。8月份，一线城市新建商品住宅销售价格环比由上月持平转为下降0.2%。二线城市新建商品住宅销售价格环比下降0.2%，降幅与上月相同；三线城市新建商品住宅销售价格环比下降0.4%，降幅比上月扩大0.1个百分点。从二手住宅价格来看，8月份一线、二线、三线城市二手住宅销售价格环比分别下降0.2%、0.5%和0.4%。

近期出台一系列重磅利好政策提振市场，房地产市场是否已见底不能匆忙下结论。这要取决于居民购房意愿、房地产企业财务承压能力以及政策放松和激励的力度。

表1：2023年8月70个大中城市新建商品住宅销售价格指数

城市	环比	同比		城市	环比	同比	
	上月=100	上月=100	上年同期=100		上月=100	上月=100	上年同期=100
北京	99.8	102.8	104.1	唐山	99.7	98.8	98.3
天津	99.6	100.6	99.2	秦皇岛	99.9	96.4	95.4
石家庄	99.3	99.3	98.8	包头	99.3	97.4	97.1
太原	100.2	99.5	97.7	丹东	99.8	98.2	97.0
呼和浩特	99.9	99.9	98.5	锦州	100.0	98.6	97.5
沈阳	100.1	97.3	96.3	吉林	99.5	98.2	96.8
大连	100.3	95.8	95.4	牡丹江	99.6	96.1	96.9
长春	99.2	95.3	95.6	无锡	99.7	97.9	98.9
哈尔滨	99.4	97.7	96.1	徐州	99.2	100.3	100.3
上海	100.1	104.1	104.4	扬州	99.0	100.0	99.9
南京	99.6	99.8	100.5	温州	99.6	96.2	94.6
杭州	100.1	103.3	105.0	金华	98.9	95.7	97.0
宁波	99.8	103.4	103.1	蚌埠	99.9	99.9	99.0
合肥	99.8	102.3	103.4	安庆	99.7	100.3	98.4
福州	99.7	98.6	98.6	泉州	100.1	98.2	96.3
厦门	99.7	97.7	97.4	九江	99.6	99.9	99.6
南昌	99.5	101.2	101.9	赣州	99.4	97.3	98.6
济南	99.9	103.1	103.1	烟台	100.2	100.3	99.6
青岛	99.8	101.5	101.9	济宁	99.8	97.9	96.7
郑州	99.5	99.0	99.1	洛阳	99.2	97.8	97.3
武汉	99.5	100.5	98.0	平顶山	99.3	98.1	98.2
长沙	100.3	103.5	103.5	宜昌	100.1	96.5	96.0
广州	99.7	98.6	99.4	襄阳	99.8	99.3	98.0
深圳	99.4	97.0	98.2	岳阳	99.1	96.5	94.9
南宁	99.5	98.1	97.6	常德	99.8	98.2	96.5
海口	100.4	102.3	101.8	韶关	99.5	99.1	98.9
重庆	100.1	101.8	100.6	湛江	99.4	101.0	97.5
成都	100.3	106.4	107.8	惠州	99.6	96.4	97.4
贵阳	99.9	98.3	98.2	桂林	99.5	97.4	97.1
昆明	99.4	99.0	98.5	北海	100.3	101.5	96.1
西安	100.4	101.9	101.6	三亚	100.4	102.8	101.1
兰州	99.5	99.9	97.4	漳州	99.4	98.9	97.9
西宁	98.9	99.0	99.1	南充	99.6	100.9	100.1
银川	100.3	101.7	101.9	宜宾	99.6	100.9	100.7
乌鲁木齐	100.1	100.6	100.9	大理	99.4	97.6	96.9

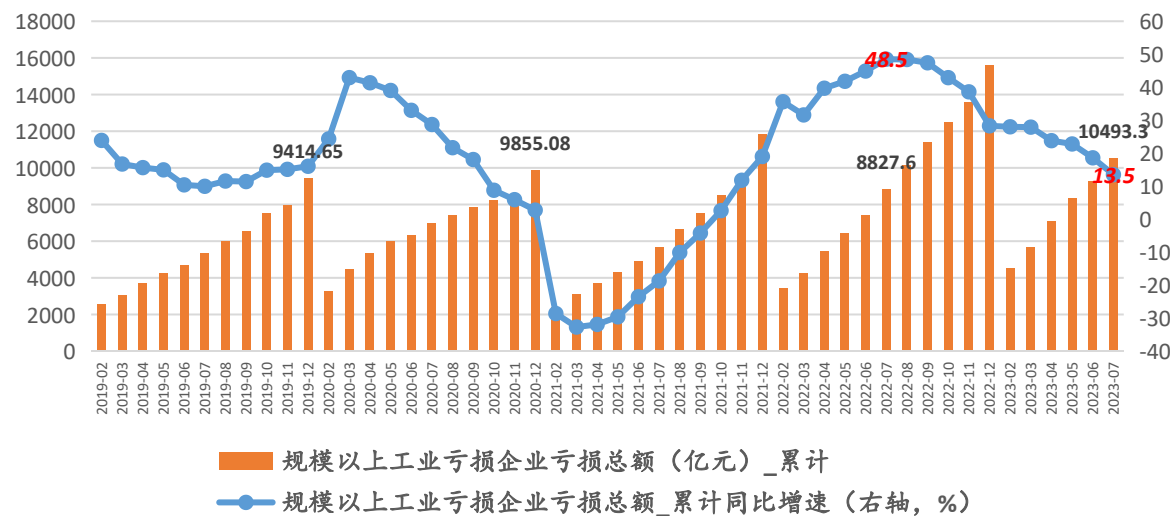
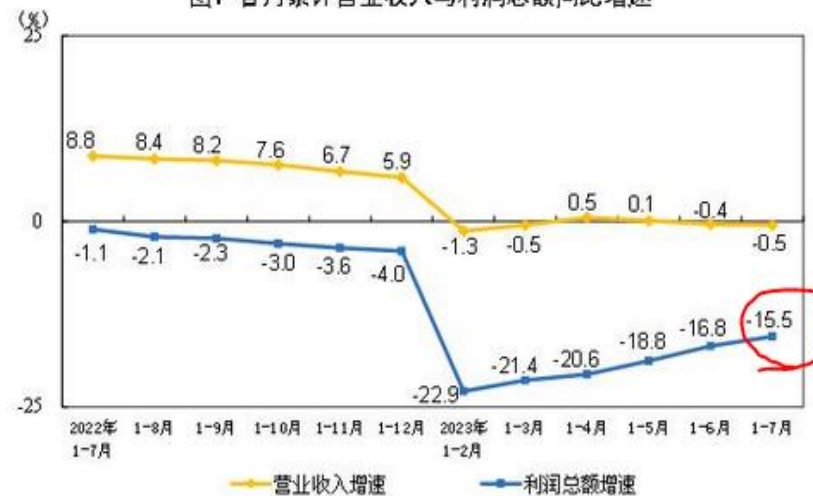
### 指标3：工业企业利润下降幅度收窄，仍处于负增长区间

1-7月份，全国规模以上工业企业实现利润总额39439.8亿元，同比**下降15.5%**，降幅比1-6月份收窄1.3个百分点。

1-7月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额13805.9亿元，同比下降20.3%；股份制企业实现利润总额28835.6亿元，下降16.6%；外商及港澳台商投资企业实现利润总额9355.7亿元，下降12.4%；私营企业实现利润总额10226.6亿元，下降10.7%。

1-7月份，全国规模以上工业企业累计亏损1.05万亿元，同比**增速13.5%**，**累计亏损增速在下降，亏损额在扩大**。1-7月份累计亏损已经超过2019年和2020年全年的亏损，也超过2022年1-7月份0.88万亿元亏损。

图1 各月累计营业收入与利润总额同比增速





## 指标4：高技术行业投资增速处于高位，增速有所放缓

1-8月份高技术产业投资同比增长**11.3%**。其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长**11.2%**、**11.5%**。

1-7月份高技术产业投资同比增长**11.5%**。其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长**11.5%**、**11.6%**。

1-6月份，高技术产业投资增长**12.5%**。其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长**11.8%**、**13.9%**。

1-5月份高技术产业投资同比增长**12.8%**，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长**12.8%**、**13.0%**。

1-4月份高技术产业投资同比增长**14.7%**，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长**15.3%**、**13.4%**。

按照海关数据，1-7月份高新技术出口**下降8.8%**（人民币计价）。

## 指标5：汇率有一定承压，总体能保持平稳

从人民币对美元汇率（CFETS）来看，8月1日收盘价7.1663，8月31日收盘7.2904，人民币兑美元贬值了1.73%。美元指数8月1日收盘价102.2125，8月31日收盘103.6297，上涨了1.39%。

美国货币政策控通胀的效果存在“时滞”，加上8月以来能源价格上涨，8月份美国CPI同比3.7%，8月CPI环比增长0.6%，核心CPI同比4.3%，环比0.2%。中国宏观政策效果存在“时滞”，出台的政策均需要经过市场解读、消化，判断政策与市场原先预期之间的差异，然后才能进入发挥作用的阶段。两个“时滞”是近期人民币汇率波动的主因。

央行出台了一系列政策，包括提高跨境融资系数、降低外汇存款准备金率、发行离岸央行票据等。对于稳定汇率起到了积极作用。

## 指标6：股市表现与经济回暖之间不匹配

7月24日中共中央政治局召开会议。会议指出，要活跃资本市场，提振投资者信心。8月18日证监会表示，为活跃资本市场，提振投资者信心，未来将采取以下六大措施：一是加快投资端改革，大力发展权益类基金；二是提高上市公司投资吸引力，更好回报投资者；三是优化完善交易机制，提升交易便利性；四是激发市场机构活力，促进行业高质量发展；五是支持香港市场发展，统筹提升A股、港股活跃度；六是加强跨部委协同，形成活跃资本市场合力。8月21日活跃资本市场25条措施出台。近期从降低交易成本、放缓IPO，进一步规范大股东减持等。

8月1日上证指数收盘3290.95，8月31日为3119.88，8月份下跌5.2%。截止9月15日为3117.74。

8月1日深圳成指收盘11143.23，8月31日为10418.21，8月份下跌6.5%。截止9月15日为10144.59。

8月1日科创板指数收盘2223.80，8月31日为2102.57，8月份下跌5.5%。截止9月15日为2002.73。

股市的表现与经济指标回暖之间不匹配，没有起到提振信心的作用，甚至带来了负面情绪。

### 三、相关思考与政策建议

8月份的数据显示，总体上**中国经济需求端和生产端有所回暖，回暖迹象渐显**。需求端集中体现在物价和社会商品零售总额上；生产端集中体现在工业增加值增速上。国内供需改善也体现在进口数量指数上（超过100），也综合体现在失业率比上个月下降0.1个百分点上。外部需求由于主要经济体控通胀、地缘冲突和经贸摩擦等因素存在一定的压力。在**稳增长、提预期、控风险**政策密集出台的背景下，政策效应会存在一定的“时滞”。进一步稳定并提升内需，以下建议供参考。

建议1：政策充分考虑市场的预期值。政策出台超过市场预期能推动预期持续改善，起到相应的作用。

建议2：继续稳定消费及消费预期。今年以来居民支出增长超过了收入增长，消费的内生潜力得到了释放（今年上半年全国居民人均可支配收入实际增长5.8%，全国居民人均消费支出实际增长7.6%）。

建议3：明确鼓励房地产开发企业降价销售，通过市场出清实现财务资金回笼。

建议4：关注汽车生产与销售之间未来的匹配关系。1-8月份汽车投资同比增长19.1%，国内汽车销售同比增长4.9%。（1-7月份汽车出口数量增长57.4%，金额增长78.5%；电动汽车出口数量增长107.3%，出口金额增长168.4%）。

建议5：关注能源价格上涨对企业成本的外部冲击（沙特和俄罗斯减产130万桶/日带来油价上涨）。

建议6：外部环境复杂多变背景下，要高度重视部分跨国公司产业链持续外迁（人民币计价，1-7月外商出口下降9.6%，进口下降9.1%；而整体出口增长1.5%，进口下降1.1%）。

建议7：资本市场可以进行更深层改革。改变股市主要是融资功能的观念；用基本制度确立一个以保护中小投资者利益为核心的股市；用基本制度确立公司大股东以及高管必须立足长期经营企业才有资格在中国股市上融资，从而实现科技-产业-金融之间良性循环，活跃资本市场，提振信心。

感谢主持人、各位专家和CMF工作团队！



**CMF**  
China Macroeconomy Forum  
中國宏觀經濟論壇



# CMF月度报告发布，深析“回暖迹象渐显的中国宏观经济”

9月17日，CMF 宏观经济月度数据分析会（2023年9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）联合创始人、联席主席**杨瑞龙**主持，**聚焦“回暖迹象渐显的中国宏观经济”**，来自学界、企业界的知名经济学家**缪延亮、邢自强、何海峰、王涵、谭卓、王晋斌**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济学院常务副书记、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**王晋斌**代表论坛发布 CMF 中国宏观经济月度数据分析报告。

报告围绕以下三个方面展开：

- 一、回暖迹象渐显的经济指标
- 二、经济回暖中需要关注的问题
- 三、相关思考与政策建议

## 一、回暖迹象渐显的经济指标

### 1、物价边际回暖

## 一、回暖迹象渐显的经济指标

### 指标1：物价边际回暖

2023年8月份，全国居民消费价格同比上涨0.1%。其中，城市上涨0.2%，农村下降0.2%；食品价格下降1.7%，非食品价格上涨0.5%；消费品价格下降0.7%，服务价格上涨1.3%。1-8月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨0.5%。8月份，全国居民消费价格环比上涨0.3%，连续2个月环比正增长。其中，城市上涨0.2%，农村上涨0.4%；食品价格上涨0.5%，非食品价格上涨0.2%；消费品价格上涨0.4%，服务价格上涨0.1%。8月份食品烟酒类价格同比下降0.5%，影响CPI（居民消费价格指数）下降约0.14个百分点。食品中畜肉类价格下降10.5%，影响CPI下降约0.36个百分点。考虑到基数较高和畜肉类价格下降对CPI的负面影响，CPI回暖。

从环比来看，8月份食品烟酒类价格环比上涨0.4%，影响CPI上涨约0.10个百分点。其他七大类价格环比四涨一平两降（7月份六涨一降；6月份两涨五降）。其中，交通通信、教育文化娱乐价格分别上涨1.0%和0.2%，居住、医疗保健价格均上涨0.1%；其他用品及服务价格持平；生活用品及服务、衣着价格分别下降0.3%和0.1%。



8月份，我国CPI由降转升，同比增速为0.1%。其中，服务价格同比上涨1.3%。CPI环比上涨0.3%，连续两个月环比实现正增长。由于食品中畜肉类价格下降了10.5%，影响CPI下降约0.36个百分点。考虑到去年8月份基数相对较高，再剔除畜肉类价格下降的负面影响，8月的CPI同比增速近0.5%，物价边际回暖迹象明确。

从环比角度来看，8月份，除食品烟酒之外，其他7大类价格环比四涨一平两降，明显好于6月份的两涨五降。因此，从需求端来看，物价同样边际回暖。

8月份全国工业生产者出厂价格同比下降3.0%，降幅收窄，环比上涨0.2%；工业生产者购进价格同比下降4.6%，降幅收窄，环比上涨0.2%。1-8月工业生产者出厂价格比上年同期下降3.2%，工业生产者购进价格下降3.6%。8月份出厂价格和购进价格均出现了3月份以来首次环比上涨。



从PPI来看，8月份，工业生产者出厂价格和购进价格环比都呈现正增长。尽管环比上涨幅度不算大，同比还是负增长，但这是今年3月以来，我国工业生产者出厂价格和购进价格首次出现环比上涨，出现回暖迹象。

## 2、社会消费品零售总额边际回暖



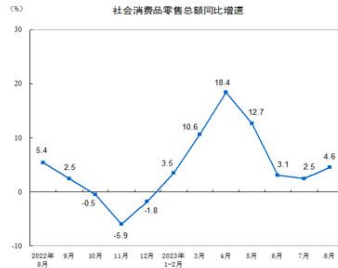
### 指标2：社会消费品零售总额边际回暖

8月份，社会消费品零售总额37933亿元，同比增长**4.6%**，环比增长**3.2%**（7月份36761亿元）。其中，除汽车以外的消费品零售额33820亿元，增长5.1%。

1-8月份，社会消费品零售总额302281亿元，同比增长**7.0%**。其中，除汽车以外的消费品零售额271888亿元，增长7.2%。

8月份，城镇消费品零售额32974亿元，同比增长**4.4%**；乡村消费品零售额4959亿元，增长**6.3%**。

1-8月份，城镇消费品零售额262426亿元，同比增长**6.9%**；乡村消费品零售额39855亿元，增长**7.6%**。



8月份，社会消费品零售总额为3.79万亿元，同比增长4.6%，环比增长3.2%，复苏态势良好。其中，除汽车以外的消费品零售额为3.38万亿元，同比增长5.1%，汽车销售增速整体放缓。1-8月份，社零总额同比增长7.0%，比较符合预期。分区域来看，8月城镇消费品零售总额同比增长4.4%，乡村同比增长6.3%；1-8月城镇消费品零售总额累计增长6.9%，乡村累计增长7.6%。城镇消费品零售额占社零总额的85%左右，维持了相对较好的增长，对社零的增长有明显的拉动效应。8月份社零增速较6、7月均有增加，由于去年9、10月的基数较低，预期未来几个月社零总额边际回暖的趋势是比较明确的。



2023年8月份社会消费品零售总额主要数据

分类项的销售反映出：整体上居民基本生活消费表现良好，居民消费行为正常，**不存在消费不足的依据**。销售总量够，**但存在结构性分化**。

与房地产有关的消费疲软，建筑装饰、家电类和家具等，与前期的政策调控及高房价相关，也属于正常。

耐用品在国内的消费略显疲态。汽车、通讯器材等1-8月份同比增速在5%以下。尤其是8月份汽车销售同比只有1.1%。

指标	8月		1-8月	
	绝对量 (亿元)	同比增长 (%)	绝对量 (亿元)	同比增长 (%)
社会消费品零售总额	37933	4.6	302281	7.0
其中：除汽车以外的消费品零售额	33820	5.1	271888	7.2
其中：限额以上单位消费品零售额	14461	3.1	113364	5.9
其中：实物商品网上零售额	-	-	79821	9.5
按经营地分				
城镇	32974	4.4	262426	6.9
乡村	4959	6.3	39855	7.6
按消费类型分				
餐饮收入	4212	12.4	32818	19.4
其中：限额以上单位餐饮收入	1125	10.4	8510	19.8
商品零售	33721	3.7	269463	3.6
其中：限额以上单位商品零售	13336	2.5	104834	5.0
粮油、食品类	1493	4.5	12082	4.9
饮料类	250	0.8	1929	1.2
服装、鞋帽、针织品类	414	4.3	3446	7.9
化妆品类	982	4.5	8760	10.6
金银珠宝类	321	9.7	2639	7.5
金银饰品类	283	7.2	2188	12.8
日用品类	616	1.5	4922	3.9
体育用品类	96	-0.7	772	8.0
家用电器和音像器材类	672	-2.9	5655	-3.4
中西药品类	523	3.7	4334	9.3
文化办公用品类	353	8.4	2548	-5.7
家具类	130	4.8	941	3.4
通讯器材类	455	8.5	4081	4.4
石油及制品类	2070	6.0	15346	6.2
汽车类	4112	1.1	30393	4.9
建筑及装潢材料类	128	-11.4	982	-15.8

从分类项的销售情况来看，消费总体回暖趋势明确，但存在结构性分化。与房地产有关



的销售相对疲软，1-8月份，建筑装璜零售额同比下滑7.8%，家具类零售同比增长3.4%，这与前期的政策调控及高房价，还有当前房地产市场相对疲软有关，也是比较正常的情况。值得关注的是，耐用品的消费呈现疲态，比如1-8月通信器材、汽车的销售额同比增速都在5%以下，尤其是8月汽车销售额同比增速为1.1%。后期需要采取相应措施，尽力让耐用品消费持续增长。

### 3、工业增加值边际回暖



#### 指标3：工业增加值边际回暖

8月份，规模以上工业增加值同比**实际增长4.5%**（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，8月份，规模以上工业增加值比上月增长**0.50%**。1-8月份，规模以上工业增加值同比增长**3.9%**。

分行业看，8月份，41个大类行业中有**23个**行业增加值保持同比增长，与7月份持平。今年上半年，41个大类行业中有**26个**行业增加值保持同比增长，上半年规模以上工业增加值同比增长**3.8%**。**1-8月份增加值同比上涨，但增加值保持同比增长的行业数量下降，说明工业修复是不平衡修复。**

**相比上半年，8月份**饮料和精制茶制造业由增长0.2%变为下降2.9%，通用设备制造业由增长3.6%变为下降0.8%，专用设备制造业由增长5.5%变为下降0.5%，非金属矿物制品业由增长0.4%变为下降1.6%。同时，石油和天然气开采业增长，农副食品加工业增长，纺织业、黑色金属冶炼和压延加工业、计算机、通信和其他电子设备制造业都出现了比较快的增长。



8月份，我国工业增加值同比实际增长4.5%，高于前三个月，环比增长0.5%。整体来看，生产端处于恢复状态，但恢复不平衡。8月份，在41个大类行业中，有23个行业的增加值同比保持正增长，而今年上半年有26个行业增加值同比增长，这说明虽然工业增加值同比增速有提高，但存在行业分化。总量有所增长，但保持正增长的行业数量有所下降，表明这是一种不平衡的修复。

### 4、制造业PMI边际回暖

#### 指标4：制造业PMI边际回暖

8月份制造业采购经理指数 (PMI) 为49.7%，比上月上升0.4个百分点，制造业景气水平进一步改善。**大、中、小型企业PMI**分别为50.8%、49.6%和47.7%，比上月**上升0.5、0.6和0.3个百分点**。

在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数低于临界点。**新订单指数近5个月以来首次高于临界点**。

图1 制造业PMI指数 (经季节调整)

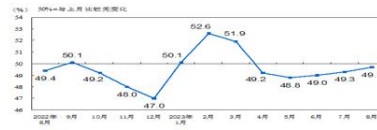


表1 中国制造业PMI及构成指数 (经季节调整)

	PMI	生产	新订单	原材料库存	从业人员	供应商配送时间
2022年8月	49.4	49.8	49.2	48.0	48.9	49.3
2022年9月	50.1	51.5	49.8	47.6	49.0	48.7
2022年10月	49.2	49.6	48.1	47.7	48.3	47.1
2022年11月	48.0	47.8	46.4	46.7	47.4	46.7
2022年12月	47.0	44.6	43.9	47.1	44.8	40.1
2023年1月	50.1	49.8	50.9	49.6	47.7	47.6
2023年2月	52.6	56.7	54.1	49.8	50.2	52.0
2023年3月	51.9	54.6	53.6	48.3	49.7	50.8
2023年4月	49.2	50.2	48.8	47.9	48.8	50.3
2023年5月	48.8	49.6	48.3	47.6	48.4	50.5
2023年6月	49.0	50.5	48.6	47.4	48.2	50.4
2023年7月	49.3	50.2	49.5	48.2	48.1	50.5
2023年8月	49.7	51.9	50.2	48.4	48.0	51.6

制造业PMI持续上升，从5月的48.8%上升到8月的49.7%。8月份，大中小型企业的PMI都出现上涨，表明制造业PMI的回暖是整体性的。在构成PMI的五个分类指标中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间都高于临界值，尤其是新定单指数近5个月来首次超过50%的临界点。制造业PMI也有明显的回暖迹象。

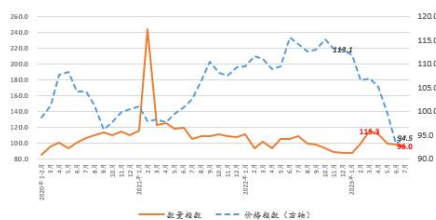
#### 5、进口数量指数边际仍在回暖区域

##### 指标5：进口数量指数边际仍在回暖区域

今年前8个月，我国进出口总值27.08万亿元人民币，同比微降0.1%。按美元计价，今年前8个月我国进出口总值3.89万亿美元，下降6.5%。

8月份当月，我国进出口3.59万亿元，同比仍下降了2.5%，**环比则增长了3.9%**。其中，出口2.04万亿元，同比下降3.2%，**出口环比增长1.2%**；进口1.55万亿元，同比下降1.6%，**进口环比增长7.6%**。按美元计价，8月份我国进出口5013.8亿美元，下降8.2%。其中，出口2848.7亿美元，**下降8.8%**；进口2165.1亿美元，**下降7.3%**。

出口价格和数量



进口价格和数量



从今年进出口情况看，进出口下降中**价格效应**的作用更大。进口数量指数从今年2月份以来一直在100以上；而出口数量指数从5月份以来低于100，外部需求减弱。

今年以来，我国进出口承压。前8个月按照人民币计价的进出口总额同比微降0.1%，按照美元计价同比下降6.5%。8月份，以人民币计价的进出口总额同比下降2.5%，环比增长3.9%，相较7月有所改善。其中，出口环比增长1.2%，进口环比增长7.6%，增幅较大。由于币值换算问题，按照美元计价的进出口总额同比下降8.2%，其中出口下降8.8%，进口下降7.3%。依照

海关的统计数据，从价格和数量来看，中国的出口价格指数从年初的113.1下降到94.5，出口数量指数从115.3下降到96，价格指数和数量指数降幅都比较大。进口方面，我国的进口价格指数从年初的104.1下降到90.9。这表明随着海外通胀下行，进出口价格的下降趋势明显。但从数量角度来看，2月的进口数量指数为110.3，7月为102.4，进口数量指数边际仍在回暖区域，表明国内的需求仍处于回暖区域。

## 6、社融规模回暖

今年前8个月，人民币贷款增加了1.76万亿，广义货币同比增长达到10.6%，在5%增长率和0.5%的通胀水平下，增速并不算低。8月人民币贷款增加1.36万亿元，同比多增800多亿，中长期贷款增加6000多亿，表明央行的一系列降息政策对刺激信贷起到了积极作用。8月社融规模同比增长较多，增量达到3.12万亿，同比多增6000多亿。社融的增长主要是依靠政府拉动。8月份政府债券净融资达到1.18万亿，同比多增8000多亿。专项债发行显著放量，带动政府债券融资大幅增加，增加了社融规模，政策效应显现。

## 二、经济回暖中需要关注的问题

### 1、固定资产投资增速偏弱，恢复不平衡

#### 二、经济回暖中需要关注的问题

##### 指标1：固定资产投资增速偏弱，恢复不平衡

(1) **今年以来投资同比增速持续下降。**1-8月份，全国固定资产投资（不含农户）327042亿元，同比增长3.2%（按可比口径计算，详见附注7），其中，制造业投资增长5.9%，增速比1-7月份加快0.2个百分点。从环比看，8月份固定资产投资（不含农户）增长0.26%。

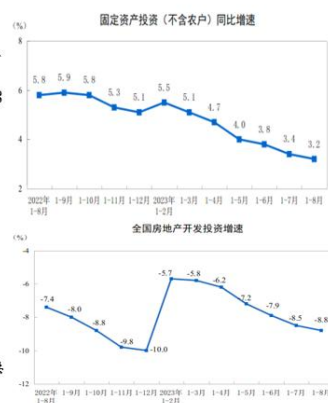
(2) **民间投资意愿不强。**1-8月份，民间固定资产投资169479亿元（占比51.8%），同比下降0.7%。

(3) **第三产业投资增速较缓。**固定资产投资217593亿元（占比66.5%），增长0.9%。

(4) **区域不平衡。一升三降：**东部地区投资同比增长5.6%，中部地区投资下降1.6%，西部地区投资下降0.6%，东北地区投资下降3.1%。

(5) **房地产投资继续呈现下滑趋势（占比23.5%）。1-8月份下降8.8%。**国家统计局：2021年房地产开发投资占固定资产投资比重27.1%，2013-2021年平均增长9.2%。

固定资产投资拉动主要靠：**第二产业投资**102520亿元（占比31.3%），增长8.8%。其中，工业投资同比增长8.8%，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长26.5%。**第三产业中基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）**同比增长6.4%。**区域上投资增长完全靠东部地区。**



现阶段，从人均GDP的角度看，投资对于创新性增长是非常重要的。投资存在的问题主要体现在以下几个方面：

### (1) 今年以来投资同比增速持续下滑

全国固定资产投资同比增速从2023年1-2月的5.5%下降到8月的3.2%，呈现持续下滑的趋势。

### (2) 民间投资意愿还不强

1-8月，民间投资占固定资产投资总额比重接近52%，同比下降0.7%，民间投资的下滑是导致投资增速整体下滑的重要原因。

### (3) 第三产业投资增速较缓

第三产业投资占投资总额比重达到66.5%，同比增长0.9%，增速较缓。第三产业投资与服务业的就业密切相关，该领域的投资放缓或对就业形成一定的压力。

### (4) 区域不平衡

东部地区投资同比增长5.6%，是投资增长的唯一来源，中部、西部、东北等地区的投资同比均有下降。

### (5) 房地产投资持续下滑

房地产投资额同比增速从2023年1-2月的-5.7%下降至8月的-8.8%，占固定资产投资总额的比重下滑至23%左右。2021年房地产开发投资占固定资产总投资比重为27.1%，2013-2021年均增长9.2%。房地产投资的下滑也是固定资产投资下滑的主要原因。

总体来看，我国固定资产投资的增长主要依靠第二产业的拉动。第二产业投资同比增长8.8%，占投资总额的31.3%。其中，工业投资同比增长8.8%，电力、燃气等的投资同比增长26.5%，二者是主要的拉动因素。第三产业中，基础设施投资同比增长6.4%，也是投资增长的重要来源。分区域来看，我国投资额增长依靠东部地区，固定资产投资恢复也呈现区域不平衡的局面。

## 2、房地产的市场出清功能尚未完全形成

### 指标2：房地产的市场出清功能尚未完全形成

1-8月份，商品房销售面积73949万平方米，**同比下降7.1%**，其中住宅销售面积下降5.5%。商品房销售额78158亿元，下降3.2%，其中住宅销售额下降1.5%。8月末，商品房待售面积64795万平方米，同比增长18.2%。其中，住宅待售面积增长19.9%。

1-8月份，房地产开发企业房屋施工面积806415万平方米，**同比下降7.1%**。其中，住宅施工面积567792万平方米，下降7.3%。房屋新开工面积63891万平方米，下降24.4%。其中，住宅新开工面积46636万平方米，**下降24.7%**。房屋竣工面积43726万平方米，**增长19.2%**。其中，住宅竣工面积31775万平方米，增长19.5%。“保交楼”政策效果明显。

1-8月份，房地产开发企业到位资金87116亿元，**同比下降12.9%**。其中，国内贷款10671亿元，下降12.8%；利用外资35亿元，下降41.6%；**自筹资金27195亿元，下降22.9%**；定金及预收款30185亿元，下降7.3%；个人按揭贷款15453亿元，下降4.3%。



1-8月，商品房销售面积和开发企业房屋施工面积同比都下降7.1%。截至8月末，住宅待售面积接近20%。房地产竣工面积增长较快，“保交楼”政策效果明显。从资金角度来看，房地产开发企业到位资金呈现下滑趋势，1-8月同比下降近13%，其中自筹资金下降23%，降幅最大。自筹资金和内源融资的下降表明房地产企业难以依靠销售住房来获得融资，市场出清功能尚未完全形成。

### 指标2：房地产的市场出清功能尚未完全形成

表2 2023年1-8月份东中西部及东北地区房地产开发投资情况

地区	投资额 (亿元)		同比增长 (%)	
	总投资	住宅	总投资	住宅
全国总计	76900	58425	-8.8	-8.0
东部地区	45589	33643	-3.7	-3.1
中部地区	15075	12306	-8.4	-7.1
西部地区	14167	10872	-19.7	-18.3
东北地区	2069	1604	-26.6	-28.8

表3 2023年1-8月份东中西部及东北地区房地产销售情况

地区	商品房销售面积		商品房销售额	
	绝对数 (万平方米)	同比增长 (%)	绝对数 (亿元)	同比增长 (%)
全国总计	73949	-7.1	78158	-3.2
东部地区	33470	-3.9	48004	-6.7
中部地区	19263	-11.1	14271	-8.9
西部地区	18629	-9.0	14027	-4.5
东北地区	2386	-1.7	1833	-8.5

东北地区房地产销售面积下降1.7%，销售额下降8.5%，**市场出清机制开始发挥作用**。东部、中部和西部地区的市场出清功能尚未展开。目前房地产政策侧重于居民端购房便利和降低成本，在商品房待售面积近6.5亿平方米（同比增长18.2%）；住宅待售面积超3.1亿平方米（同比增长19.9%）的背景下，除了一线城市和热门城市（程度）以外，大部分地区需要通过降价来逐步市场出清。从目前情况看，**市场出清应该更可能是一个中长期的过程，形成房地产市场的“软着陆”**。8月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为**93.56**，再创新低。

以上两个表格分别体现了中国东北地区和中西部地区的房地产开发和销售情况。1-8月，东北地区房地产投资额同比下滑26.6%，住宅投资额同比下滑28.8%，销售面积下滑1.7%，销售额下滑8.5%。这表明东北地区的房地产降价销售或者说市场出清机制在发挥作用。但从全国情况来看，房地产销售面积同比下降7.1%，而商品房销售额下降3.2%，下滑幅度小于销售面积，表明全国房地产市场通过降价销售的出清功能并没有较好地实现。目前，我国房地产

政策侧重于居民端的购房便利和降低成本，在商品房待售面积近6.5亿平方米，同比增长18.2%，住宅待售面积3.1亿平方米，同比增长接近20%的背景下，除一线城市和热门城市之外，大部分地区都需要通过降价来逐步实现市场出清。8月房地产开发景气指数为93.56，再创新低。这表明市场出清可能是一个中长期的过程，房地产市场将在中长期中呈现“软着陆”。

8月份，全国70个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨的城市分别有17个和3个，比上月均减少3个。部分城市销售价格环比上升，主要是一些一线城市和热门城市。三线城市新建商品住宅销售价格环比下降0.4%，降幅比上月扩大0.1个百分点。房地产最终还是需要通过降价实现市场资金的回笼，通过市场出清，完成从生产到销售的过程。

近期国家出台了一系列重磅利好政策，对于房地产市场是否见底还不能匆忙下结论。这要取决于居民的购房意愿，房地产企业的财务承压能力，以及政策放松和激励的力度。政策效果立竿见影有难度，因为这三者之间还会有较长的博弈时间。

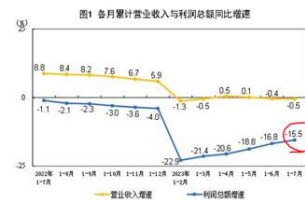
### 3、工业企业利润下降幅度收窄，但仍处于负增长区间

指标3：工业企业利润下降幅度收窄，仍处于负增长区间

1-7月份，全国规模以上工业企业实现利润总额39439.8亿元，同比**下降15.5%**，降幅比1-6月份收窄1.3个百分点。

1-7月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额13805.9亿元，同比下降20.3%；股份制企业实现利润总额28835.6亿元，下降16.6%；外商及港澳台商投资企业实现利润总额9355.7亿元，下降12.4%；私营企业实现利润总额10226.6亿元，下降10.7%。

1-7月份，全国规模以上工业企业累计亏损1.05万亿元，同比**增长13.5%**，**累计亏损增速在下降，亏损额在扩大**。1-7月份累计亏损已经超过2019年和2020年全年的亏损，也超过2022年1-7月份0.88万亿元亏损。



1-7月，规模以上工业企业利润同比下降15.5%，降幅相较1-6月有所收窄；规模以上工业企业累计亏损1.05万亿，同比增长13.5%，亏损速度有所放缓，但亏损额还在扩大。1-7月份累计亏损超过了2019年和2020年全年的亏损，也超过了2022年1-7月份0.88万亿元的亏损。整体来讲，工业企业利润降幅收窄，但仍然处于负增长区间。

#### 4、高技术行业投资增速处于高位，增速有所放缓

1-4月，我国高技术投资同比增长14.7%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长15.3%和13.4%。1-8月，高技术投资同比增速降低至11.3%，其中高技术制造业和高技术服务业投资同比增速也分别下降至11.2%和11.5%。1-7月，以人民币计价的高新技术出口同比下降8.8%，出口下降一定程度上可能是导致高技术投资增速放缓的因素。

#### 5、汇率有一定承压，总体能保持平稳

8月份，人民币对美元贬值了1.73%，美元指数上涨1.39%，两者差距不是很大。目前，人民币对美元的贬值主要有两个原因，一是美国货币政策控通胀的效果存在时滞，8月美国CPI同比增长3.7%，核心CPI同比增长4.3%，环比增长0.2%。中国宏观政策效果也存在时滞，因为出台的政策都要经过市场解读、消化，判断政策与之前预期的差异，然后才能进入发挥作用的阶段。中美宏观政策“时滞”是导致近期人民币汇率波动的主因。此外，近期欧元区经济的下行在一定程度上也导致了美元指数上涨。央行出台了一系列的政策，包括提高跨境融资系数、降低外汇储备准备金率、发行离岸央行票据等，这对稳汇率有一定的积极作用。汇率有一定承压，但总体能保持平稳。当前，美联储货币政策对全球的负外溢性仍在持续，可能还会持续较长时间。

#### 6、股市表现与经济回暖之间不匹配

7月24日，中共中央政治局会议提出，要活跃资本市场，提振投资者信心；8月18日，证监会提出，为活跃资本市场，提振投资者信心，未来将采取六大措施；8月21日活跃资本市场的“25条”措施出台。近期，在降低交易成本，放缓IPO，规范大股东减持等方面也不断有政策出台。但是从股市表现来看，8月上证指数累计下跌5.2%，深成指下跌6.5%，科创板下跌5.5%，股市的表现与经济指标回暖之间不匹配，说明这些股市政策尚没有起到提振信心的作用，甚至可能带来了一些负面市场情绪。

### 三、相关思考与政策建议

8月的经济数据显示，总体上中国经济的生产和需求端都有所修复，回暖迹象渐显。需求

端恢复集中体现在物价和社会商品零售总额上；生产端恢复集中体现在工业增加值增速上。国内供需改善还体现在进口数量指数上。失业率相较上个月下降了0.1个百分点，也表明供需有所改善。由于主要经济体控通胀、地缘冲突和经贸摩擦等因素，我国外需仍然面临着一定压力。

在**稳增长、提预期、控风险**政策密集出台的背景下，政策效应会存在一定的时滞。当前经济回暖迹象明显，但还需进一步稳定和提升内需。

### 1、政策出台要充分考虑市场预期值

出台的政策超过市场预期能推动预期持续改善，发挥其相应的作用。比如，当前出台了很多有关股市的政策，如果过于侧重交易层面的改变，政策效果可能不及预期。

### 2、继续稳定消费和消费预期

今年以来，居民支出增长超过了收入增长，消费的内生潜力得到了释放。上半年，全国居民人均可支配收入实际增长5.8%，人均消费支出实际增长7.6%。为了稳定消费预期，各地出台了很多政策，对于稳定消费起到了积极的作用。

### 3、明确鼓励房地产开发企业降价销售，通过市场出清实现财务资金回笼

通过较大幅度地降价销售，才能能够实现房地产的资金回笼。目前有不少地方的房价都在降低，但还没有明确鼓励降价销售的政策出台。

### 4、关注汽车生产和销售

1-8月份，汽车投资同比增速很高，达到19.1%，而国内汽车销售同比仅增长了4.9%。汽车投资的增长主要依靠出口来消化。1-7月份，我国汽车出口数量增长57.4%，出口金额增长78.5%。其中，电动车出口数量增长107%，出口金额增长168%。近期，包括欧盟在内的部分海外经济体出台了一系列对电动汽车进口的限制，未来要重视汽车的大规模生产和销售之间的匹配关系，避免出现生产和消费不匹配导致的资源错配。



## 5、需要关注能源价格上涨对企业成本的外部冲击

尽管当前通胀率不高，但企业利润同比增速还是负值。能源价格上涨会进一步挤压企业利润，尤其是8月以来，沙特和俄罗斯减产130万桶/日，导致国际原油价格明显上升，从70多美元/桶上升到目前地90多美元/桶，需要关注其对企业成本的冲击。

## 6、外部环境复杂多变的情况下要高度重视跨国公司产业的外迁

1-7月份，以人民币计价的外商投资企业出口额下降9.6%，进口额下降9.1%，而整体出口额增长1.5%，进口额下降1.1%。外商进出口增速的降幅明显大于整体进出口的变化幅度。需要高度重视这种产业链的持续外迁风险，稳外资、稳外贸是中长期战略。

## 7、资本市场可以进行更深层次的改革

要改变股市以融资功能为主的观念，多方位思考金融的功能。用基本制度确立一个以保护中小投资者利益为核心的股市；确保公司大股东以及高管立足长期经营，该企业才有资格在中国股市上融资，从而实现科技-产业-金融之间良性循环，活跃资本市场，提振信心。

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“对当前宏观经济形势的判断和分析、对未来宏观经济走势的预测”等问题展开讨论。

兴业证券首席经济学家王涵指出，今年的经济走势很大程度上受到库存周期的影响。1-2月，由于市场对今年的经济增长充满希望，生产和订单出现了反季节性的大幅回升，导致库存累积。3-5月，库存高企和需求恢复间出现了较大背离，导致经济大幅去库存。6月以来，供需趋于平衡。目前，无论是CPI还是PPI都达到了周期底部，未来回升的确定性较高。结构层面上，出口和地产这两个传统的经济动力开始减弱，而新兴高科技产业的增加值开始回升。

政策建议：（1）债务稳存量仍然非常重要；（2）需要从机制层面解决结构性问题；（3）在全球产业链重构的背景下，突破卡脖子技术对于我国至关重要，可以通过利率宽松、财政产业投入力度加大和资本市场建设三管齐下，更好地建设现代化产业体系。

摩根士丹利中国首席经济学家**邢自强**认为，8月的数据表明当前经济有企稳回升的迹象，但由于中长期内，中国面临着债务、人口、通缩、逆全球化等挑战，需要出台更加及时和有力的一揽子宏观宽松政策，从而助力调整经济结构，防范金融风险。

中国并没有陷入类似日本九十年代的资产负债表衰退。一方面，当前中国的人均 GDP 不足美国的1/5，潜在增长空间更大；另一方面，在本轮房地产去杠杆引发对投资和消费的影响之前，中国资产价格的整体涨幅比日本更小；此外，中国政府的政策空间仍然充足，尤其是货币和财政政策的协调宽松仍有空间，可以构建一个潜在政策组合五部曲，即再通胀、再平衡、重组、改革、重振民企信心。

国泰君安证券首席经济学家**何海峰**指出，全球的经济和金融基本盘美国占比较大，因此当美国的经济金融发生比较大的波动时，带来的外溢影响也会比较大。美国大概率会“软着陆”，这将为中国经济创造一个比较有利的宏观环境和金融环境。当前经济处于低谷期，需要寻找增长的新动能。预计中国全年经济增速为5.6%左右，三、四季度的增速会逐渐提升。

政策建议：货币金融政策方面，要注重活跃资本市场，提振资本市场信心；财政政策方面，要理顺中央和地方财权事权，有效发挥转移支付的作用；投资政策方面，要大力支持民间投资；外贸政策方面，要进一步稳外资、稳外贸；此外，要大力发展以数字技术为引导的新兴产业，为经济增长提供新动能。

中金公司董事总经理**缪延亮**认为，股票市场表现的決定因素是人们对于基本面的预期。当前中国的风险溢价处于高位，从根本上来讲，主要是因为疫情的疤痕效应和中长期的结构性因素。

当前是逆转基本面和预期相互叠加的负面循环的重要时间窗口。**理想路径是通过强有力的政策措施，让居民部门的信心有所恢复，从而增加支出，带动企业部门投资，形成从政策端到居民端再到企业端的良性循环和互动。**我们有足够的政策空间和增长潜力，并且资产负债表在经历了过去四十年的持续高增长后，也有足够的韧性。

招商银行研究院宏观经济研究所所长**谭卓**指出，当前名义 GDP 的下行幅度超过了实际 GDP 的下行幅度，这主要是因为价格出现了反常的低迷现象。从今年的维度来看，CPI 和 PPI 在

年中都已触底，未来将会迎来温和的上升，但考虑到中长期我国仍面临着供需失衡的格局，因此通胀的中枢相较疫情前可能会有下行。

在当前的大背景下，金融和经济数据的关系出现了一些不同于以往的现象，比如 M2 增速已经高出名义 GDP 增速近 6 个百分点，货币在经济中的流转效率明显下降。一方面，居民的经济行为可能会向疫情前回归，另一方面，居民的金融行为可能难以回归以前的状态。预计未来居民部门的新增存款中枢较疫情前可能会有系统性上升。

# 缪延亮：当前经济处于关键换挡期，对政策需保持信心

缪延亮 中金公司董事总经理

以下观点整理自缪延亮在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第67期）上的发言

## 一、资本市场表现与经济表现不匹配的原因

今年以来，虽然我国经济增长稍弱于预期，但仍是全球少数上半年 GDP 增速在5%以上的经济体。从全球来看，今年日本汇率贬值幅度超过10%，但资本市场涨幅仍然在20%以上，美国资本市场的涨幅也在两位数以上，而我国证券市场表现不及预期。之所以会出现资本市场表现与经济表现不匹配的情况，主要是因为预期较差。

预期体现在风险溢价上，可以从两个指标进行分析，中国沪深300指数的风险溢价在6.5%-7%左右的历史高位，而美国标普500的风险溢价在1%左右的历史低位上。根据历史情况，两国的股权风险溢价一般是同步变动的，但2022年以来出现了背离且2023年背离幅度加大，即我国风险溢价在高位，而美国风险溢价在低位，这说明市场对美国股市非常乐观。

**股票市场表现的決定因素是人們對於基本面的預期。**今年3-4月，我對於美國“軟著陸”的預期就開始上升了，雖然目前這個預期已經逐漸被市場消化，但由於政策收緊的滯後效應，還需要進一步觀察。當前中國的風險溢價處於高位，主要表現為兩個現象，一是人們對定期存款的追逐，無論是居民還是企業端，定期存款的占比都在70%以上。二是上市企業現金處於相對高位，因此出現了居民消費不足，企業投資也不足的問題。更值得擔心的是，高新技術產業投資的同比增速持續下滑，這除了與外需走弱、出口下降有關，更可能的是與過去幾年部分製造業經歷高速擴張後，內外需求放緩帶來一定的產能過剩壓力相關。

從根本上講，導致中國當前風險溢價處於高位的原因有兩個：一是疫情的疤痕效應，二是中長期的結構性因素。

## 1、疫情的疤痕效应

疫情前后持续了近三年，很少有人测算其带来的疤痕效应有多大。我选了两个比较有代表性的新一线城市，2015年到2019年，这两个城市的增长速度基本一致，而到2019年之后，由于受到疫情影响的程度不同，其中一个城市的经济增长偏离了长期增长路径约10个百分点，另一个城市则偏离长期增长路径15个百分点。这也意味着，三年疫情可能也将使得收入比预期水平降低10-15个百分点，这对于资产负债表的冲击是很大的。

## 2、中长期的结构性因素

疫情期间，我们经历了四个中长期的结构性拐点：一是人口拐点。2022年，我国人口出现了自60年代以来的首次下滑，减少了85万人；二是房价拐点。全国二手房价格指数的高点出现在2021年8月；三是去全球化，或者逆全球化思潮。随着疫情的爆发，各国的人文交流减少，加上2022年俄乌冲突爆发，部分地区出现了阵营化倾向；四是居民的信心或收入预期拐点。2020年居民部门的杠杆率达到62.3%，随后基本持平而不再上升。

以上四个拐点相叠加，表现为以房地产和信用周期共振为代表的金融周期的拐点。实际上，这表明我们过去的经济增长模式正面临挑战，必须要转方式、调结构。

## 二、政策仍有效，需要保持信心

当前市场上的“政策无效论”主要有两种观点，一是认为我们已经陷入流动性陷阱，二是认为中国会出现日本式的资产负债表衰退。我觉得两种情况都没有出现。我们有足够的政策空间，也有时间窗口来采取果断、强力的政策措施，逆转现状。

### 1、当前我们没有陷入流动性陷阱

流动性陷阱最典型的特征，就是居民和企业部门以持有活期存款为主，而当前我国居民和企业持有的70%以上是定期存款。定期和活期存款的共同之处在于它们都是流动性，差别在于二者利率不同。在我们陷入流动性陷阱之前，政策都是有效的。降低利率可以从两个方向发挥作用，一是降低定期存款的比例，使资金得到进一步的优化配置；二是

从各国经验来看，无风险利率下降对应股市性价比上升，因此降低利率有助于改善估值和提振资本市场信心。

## 2、目前没有出现资产负债表衰退

资产负债表衰退是指所有的部门，包括居民、企业和政府部门都在收紧资产负债表，并且这是一个恶性循环。但现在，中国没有出现这种恶性循环，仍有一些部门，比如国有企业的资产负债表是扩张的，只是扩张速度在放缓；如果从上市公司维度，能看到房地产以外的非金融行业资产也仍在扩张，而金融行业资产负债表扩张加快。而且中国的中央政府部门杠杆率在全球相对较低，具备一定的提升空间。

当前是逆转基本面和预期相互叠加的负面循环的重要时间窗口。**理想路径是通过强有力的政策措施，让居民部门的信心有所恢复，从而增加支出，带动企业部门投资，形成从政策端到居民端再到企业端的良性循环和互动。**

## 三、当前经济处于换挡期，未来增长仍有较大空间

政策刺激可以通过多种方式进行，过去支持房地产的方式在房地产周期拐点出现后作用效率会下降，而且过去通过政策性金融支持投资带来的效果可能导致当期的需求成为下一期的供给，最终导致产能过剩加剧，意味着旧模式可能难以持续。考虑到当前的结构性不平衡，以及城乡差距等问题，财政支出的增加可以通过与原来主要依靠准财政和投资不同的方式来实现。比如，针对失业青年提供失业保险；减轻育儿负担，提高生育率等。90年代，日本就在医疗保险和养老保险之外设立了一种护理保险。随着人口老龄化的加速，我国老年人的护理负担也会越来越重。类似护理保险的推出既可以在短期内缓解经济压力，也可以在长期中提高经济的增长潜力。

总结来说，当前市场上有很多种声音，一方面是由于预期较差，另一方面是因为还没有完全适应当前经济的发展阶段。在过去很长的一段时间里，中国经济规模每十年甚至每七年就能翻一番，平均增速达到7%-10%。而现在经济增速降低到5%左右，意味着经济规模每十五年才能翻一番。在以房地产为代表的城镇化和工业化快速发展的阶段过去之后，我们需要寻找新动力，在此过程中要逐渐适应高质量发展阶段。

从总量上看，当前出现了一些经济增长放缓、市场低迷的表现；但如果自下而上看，在中国经济转型升级、新中国制造、绿色转型和自主创新等符合高质量发展的领域还有大量的投资机会。因此，对于当前经济形势要辩证看待。总量上，经济的确出现了一些问题；但从结构上来说，由于经济正处于增长方式和结构转型的换挡期，必然会出现不适应的情况，但同时也要看到还有很多新的增长点和投资机会。**我们有足够的政策空间，并且资产负债表经历了过去四十年的持续高增长，也有足够的韧性。**日本的金融周期拐点出现时，其人均 GDP 已经超过了美国，而我国当前的人均 GDP 不足美国的1/5，这意味着我国经济还有相当大的增长潜力。此外，按户籍人口计算，当前我国的城镇化率不到50%，相比发达经济体仍有较大提升空间。近期易行长发表在《当前经济运行中的几个特点》的文章中，也提到建议通过户籍改革推动城镇化，释放消费潜力，并且对在城镇工作期间的农民工提供更好的保障。这一点我也非常认同，支持边际消费倾向更高的人群对于释放消费活力，提振经济增长有积极影响。

# 邢自强：重启信心五部曲

邢自强 摩根士丹利中国首席经济学家

以下观点整理自邢自强在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第67期）上的发言

## 一、经济初现企稳迹象，政策仍有发力需要

当前，海外对中国经济的态度是谨慎甚至悲观的，这超越了单纯的周期性月度数据的因素，更多的是对于中长期内，中国在面临债务、人口、通缩和逆全球化等挑战的背景下，能否持续增长，跨越中等收入陷阱的担忧。8月的经济活动似乎出现了企稳逐渐回升的迹象。但市场对中长期问题仍有担忧。从中国自身成功经验，和海外正反两方面教训来看，需要出台更加及时有力的一揽子宏观宽松政策，特别是财政和货币的协调宽松，实现增长和物价的回升，才能营造出有利于调整经济结构，防范金融风险的环境，打破债务-通缩负反馈的循环。

具体而言，8月的经济指标有两个亮点：一是消费层面，出行类的消费恢复势头强劲，外出旅行和餐饮的表现都很不错。二是在经历了长达半年的去库存后，很多制造业的产能库存处于相对低位，甚至可能出现小幅再库存的局面，叠加政策支持，短期工业生产将有所支撑。

在中央财政继续加大发行地方政府专项债的基础上，9、10月经济或将继续企稳。预计四季度经济增速好于三季度，从谷底中逐步走出。与此同时，人们对于债务、人口、逆全球化等中长期挑战对于经济增长潜力影响的担忧仍在。比如，当前中国房地产依然处在深度去杠杆的过程中，对经济的影响程度可能还会加深，既拖累投资，也会波及到居民消费。在此过程中，海外经验教训表明，如何不采用协调的财政和货币宽松政策，有可能出现名义GDP增速的降幅，更甚于债务增速降幅，导致越想去杠杆，杠杆率（债务/名义GDP）反而越高。美国在1930年代的大萧条期间，以及日本在90年代的通缩期间都曾有过类似教训，即在去杠杆的过程中没有及时通过宽松货币和财政政策营造良好的宏观环境，利率明显高于经济增速。当时美日分别刚经历过泡沫经济，出于对一旦放松



政策会造成资源错配的担忧，其决策层极为谨慎，不愿采取大规模的宽松政策。但从结果来看，这反而使得他们陷入低通胀、低增长的循环，最终走出这个循环的代价更大。美国出现了大萧条，日本则陷入了长达二十年的通缩。

相比之下，吸取经验教训，中国有充分的政策选项可以避免陷入类似日本90年代的资产负债表衰退或者通缩。和海外相比，中国仍有不少积极因素，更有充足的政策空间。

### 1、中国潜在增长空间更大

当前中国人均收入为12700美元左右，是美国的17%，过去三十年中国一直在缩小与美国的收入差距，但今年差距略有拉大，源于中国名义GDP增速慢于美国，叠加汇率因素。这显示中国还有巨大的追赶空间，生产率可以进一步提升。相比之下，日本在1990年的人均收入已达到28400美元，甚至高于当时的美国收入，其生产率的提升空间已经衰微。

### 2、房地产去杠杆之前，中国资产价格累计涨幅较小

很多海外研究认为中国和1990年的日本一样，房地产也有较大泡沫。但从资产价格的涨幅来说，中国和日本还是有较大差别。在1980年代，日本的企业部门利用杠杆大量购买土地和房产，导致地价持续上涨。到1990年，日本的土地价值已经是GDP的5、6倍了。日本资本市场也是如此，东京证券交易所的股票市值占GDP比重从1982年的34%上升到1989年的142%。作为对比，在本轮地产去杠杆之前，我国房地产和股票价格的涨幅都比较小，房地产价值占GDP的比重在260%左右，股票占GDP比67%。我国资产价格并未如日本当时一样极端。

### 3、中国的政策空间充足

目前，中国的政策空间仍然较大，特别是中央财政和货币政策的协调宽松方面大有作为。十五年前，中国和美国中央政府债务占GDP的比重相近，均为20%左右，而十五年后的今天，美国联邦政府债务率接近100%，中国还是20%，中国有着非常良性的中央政府债务水平。自去年底调整疫情政策以来，我国货币政策率先放松，通过降息降准鼓励放

贷；但财政政策相对而言引而不发，根据我们计算，广义财政政策上半年收缩了4个百分点。因此，如果能够真正加大财政政策力度，与货币政策协调宽松，将会对支持经济复苏、走出低增长、低通胀的循环，起到重大作用。

## 二、重启信心的五部曲

根据上述中国自身优势因素，和海外美日等正反面经验，我们总结了重启市场信心，打破经济悲观预期的政策五部曲：再通胀、再平衡、重组、改革、重振民企信心。

### 1、再通胀

中央政府财政政策发力，为一些超大城市的城中村改造、保障型住房建设、绿色基建等提供支持。扩大中央政府预算类赤字，扩大地方专项债规模，使用准财政类手段比如PSL等工具，有助于帮助中国走出低物价水平的泥潭。

### 2、再平衡

决策层可能会担忧采取一轮刺激政策将导致资源错配，出现产能过剩、杠杆过高的局面，造成“后遗症”。再平衡是本轮财政宽松政策与以往的不同之处。西方国家通常采取的是对消费者的直接刺激，比如给老百姓发钱发券，对于中国来说，如果这种措施较难施行，至少可以增加对社会保障体系和社会福利的投资，比如对家庭教育、医疗、养老和失业保险福利的投入，以及福利覆盖农民工群体成为新市民，享受到和市民一样的户口福利，从而减少老百姓的后顾之忧，增加消费倾向。这种再平衡措施既可以减少对于刺激转化为将来的无效投资的担忧，又针对信心最薄弱的居民部门提供了消费支持。

### 3、重组

当前我国面临的债务问题，一是房地产，二是与此相关的地方隐性债。中央政府提出要出台一揽子化债方案，短期内用流动性工具减轻地方政府还款付息的流动性层面的压力。未来可能需要出台更加明确有力的化债方案，比如中央和地方政府进行债务置换；通过国有资产改革来增加地方政府的国有资产收益，增加国企分红和股权转移，对地方融资平台注入资产，匹配其负债等；银行对地方隐性贷款出台延期等安排。

#### 4、改革

对还有生产力提升空间的部门进行改革，比如引入以市场为导向的国企激励机制，改善公司治理，进一步提高国有部门的生产效率。

#### 5、重振民企的信心

在提振民企信心方面，今年已经出台了很多政策方案，但如果能够出台一些更加标杆性的举措，比如向部分企业发放其等待已久的牌照，允许企业恢复国内国外上市等，将进一步重振民企信心。

总体来说，8月的数据显示短期经济正在筑底，有企稳回升的迹象，但对于中长期的债务、人口、逆全球化等问题还需要更有力的政策协调来打破负反馈循环。与日本不同，中国当前具有更大的增长空间和政策工具选项，市场期盼这些政策空间得到落地使用。

最后落脚到活跃资本市场，重振投资者信心，这是决策层非常重要的表态。资本市场是经济信心的晴雨表，与经济预期密切相关。二季度以来，外资对中国资本市场的信心不足，因为投资者看重的主要是名义 GDP 的增长，即经济增速加通货膨胀率。今年一直有关于通缩风险的讨论，一旦物价不涨了，名义 GDP 增速就会偏低，拖累了投资预期回报。今年美国名义 GDP 增长预计5.7%，日本预计6%，印度接近10%。由于我国 PPI 为负，CPI 接近0，GDP 平减指数处于通缩区间，导致名义 GDP 增长当前仅为3%多，这是几十年来中国名义 GDP 增速首次低于美国、日本和印度。但如果我们及时有力采取协调宽松和改革的五部曲，走出低物价-低增长循环，我们预计中国的名义 GDP 有望在未来两到三年回升到5%左右，市场预期也会逐渐转好。

# 何海峰：经济发展的外部环境渐稳，数字经济将成为新动能

何海峰 国泰君安证券首席经济学家

以下观点整理自何海峰在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第67期）上的发言

## 一、外部环境渐稳，经济形势总体向好

### 1、美国大概率“软着陆”，全球经济稳定性提升

中国是世界公认的全球经济增长引擎，因此当中国的经济增长放缓时，全球经济也很难有好的起色。同时，全球经济与金融的基本盘仍以美国为中心，特别是当美国经济金融发生较大波动时，其外溢影响还是比较大的。因此，分析中国的经济形势，要从以美国为主的外围经济形势入手。前不久，美国公布了二季度相关经济数据，基本结论是“软着陆”概率大大提升，其财长耶伦也再次强调了这一点。这对于全球经济，特别是对于中国经济来说是非常重要的。

美国大概率会实现“软着陆”，主要表现在三个方面：一是通胀在下降。过去三四十年来，美国从未经历过如此严峻的高通胀局面。美联储霍尔鲍威尔在演讲中强调，2%的目标仍然是未来美联储政策的核心目标。PCE 个人消费支出价格指数上涨2.5%，剔除食品和能源的核心 PCE 上涨3.7%，低于预期值。二是美国经济的增长还在持续，二季度 GDP 同比增长2.1%，低于第一次预估的2.4%，但相比一季度2%的年化增速来说是有所增长的。三是虽然就业在放缓，但总体是比较稳定的。这里有一个重要的指标，美国辞职人数连续两个月大幅下降，说明劳动力市场总体是向好的。从职务空缺和劳动力流动的调查数据来看，也是两年多以来最低的。从以上三个方面来看，美国经济“软着陆”的可能性大大提升。

除了美国，日本也很重要。日本连续两个季度 GDP 实现正增长，这是比较少见的。日本新首相和新央行行长也提出了一系列的新政策。以德国为主要代表的欧洲情况不是

特别好，连续两个季度 GDP 都出现了负增长。总体来看，外部环境稳定的可能性越来越大，这将为中国创造一个比较有利的宏观和金融环境。

根据 WTO、IMF 相关数据，疫情冲击后，全球贸易持续低迷，明年有可能继续下行，能实现3%的增长就很不容易了。其中伴随着碎片化和逆全球化的思潮，这对中国的冲击会比较大，可能会导致订单转移、产业转移等。

## 2、我国经济总体向好，但隐忧仍存

从统计局公布的8月经济数据来看，我国经济形势总体在恢复向好，主要有三个特点：

一是经济增速在加快，二是 CPI 同比、PPI 环比由负转正。尽管有些指标仍在下降，但降幅也是在收窄的。价格指数和资本市场的影响传导至居民侧，可能会产生叠加效应。

三是进出口降幅收窄。近几年，中国的贸易对象发生了很大变化，以前美国是我国第一大贸易对象，欧盟第二，而现在东盟成为了我国第一大贸易对象，我国对美国的贸易逐渐下降。根据美国的数据，我国对美国出口占美国总进口的比重由20%多下降到了百分之十四。与此同时，墨西哥、越南等国对美国的贸易大幅增长，这导致了我国部分订单和产业的转移。比如，一些原产地是中国的产品会取道墨西哥和越南，这部分的增长反而是中国对美国出口的降幅的一倍以上。另一方面，如果美国经济“软着陆”能够消除经贸领域以及其他领域的摩擦，中国的外部环境就会大大改善。实际上，也正是由于外需的下降，导致今年一、二季度以来我国经济恢复进程不及预期，因此要将重心转移到内需上。

金融数据方面，降息发挥了很大的作用。同时，也要看到目前中国金融市场主要还是以银行为主的间接金融，除了银行外，其他行业占总资产的比重仅为10%。政治局会议提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”，因此未来以资本市场为主的直接金融将会有更多发力。

与此同时，数据中也有一些隐忧。从投资方面来看，目前制造业投资占比最大，其次是基建投资。由于近年来房地产政策的调整，房地产投资已经由第三位下滑至第四位，

服务业投资成为了第三驾马车。对于中国来说，产业链条最长，涉及范围最广的行业就是房地产，因此在房地产投资和销售方面还需要继续发力。

当前经济恢复处于低谷期，需要找到新动能。8月，统计局发布了2022年经济发展新动能指数，总体同比增长了近30%。从分项指标来看，贡献最大的是网络经济，同比增长了40%，对总值的贡献超过90%。网络经济的快速发展离不开中国在5G方面的提前布局，以及对跨境电商、移动互联网的大力支持。

另一方面，转型升级指数对总值的贡献基本为0。要创新驱动必须要转型升级，转型升级指数涉及到一些中期的指标，比如战略新兴产业占比等。这些新动能指数的增长情况表明，不论是对于短期运行还是中长期发展来说，我们要做的事还有很多。

## 二、对全年经济形势的预期

对于全年的经济增长预测我们年初是6.0%，但考虑到外需的复杂性，特别是对美国、日本、韩国贸易的不及预期，可能会拖累全年增长，**预计全年GDP增速在5.4-5.6%，三季度为4.8%，四季度为5.4-5.5%**。分区域看，根据年初地方政府提出的指标进行测算，大概增速是6%。国际上的预测在5.2%-5.4%，我们认为最高可能会达到5.6%左右。预计全年工业增加值同比增长超过4.2%。投资方面，预计房地产投资不会转正，制造业投资同比增长5.4%，基建投资增速为8%，社消零售总额增速为7.3%，全年CPI增速转正，PPI降幅会继续收窄。

预期之所以会发生变化，一方面是由于疫情影响了居民收入、消费和预期，带来了疤痕效应。另一方面，从历史经验国际事实来看，IMF首席布兰查德通过对22个国家五十多年的166次衰退的研究发现，磁滞效应使得冲击发生以后经济增速会低于潜在增速，供给和需求两端都会受到损害。在磁滞效应+疤痕效应的影响下，我们对于全年增速的预期有所下调。

## 三、政策建议

现在政策的定调是“两稳一防”，稳增长是第一位的，如果没有经济增长，中国经济将面临很大的麻烦；稳就业排在第二位，其中涉及到一些重点的群体，比如青少年等；

防风险排在第三位，强调要全力做好稳增长、稳就业、防风险工作。从具体措施上来说，包括转方式、调结构、增动能。

## 1、宏观金融政策/货币金融政策

除了央行和金融监管总局的政策之外，一定要注重资本市场的政策。因为资本市场是现代成熟经济的晴雨表，中国的金融转型和金融体系调整一定会朝着现代资本市场的方向发展。尽管现在直接融资体量还不够，但要实现科技-产业-金融的良性循环，就一定要有现代资本市场。因此，要进一步活跃资本市场，发挥市场功能，增强市场信心。

## 2、财政政策

下半年财政政策要加力提效。一方面，财政政策还有空间。过去几年中，市场主体发生了很大变化，中小企业、民营企业，以及个体工商户都受到了疫情的巨大冲击。国家出台了一系列政策，改善这些企业的经营状况，包括延缓纳税、退补等。未来，要进一步理顺中央和地方财权事权，有效发挥转移支付的作用，实现财政政策调控。

## 3、投资政策

近期，发改委提出支持民间资本参与重大项目。由于我国一半以上的投资来自于民间，鼓励民营资本参与重大项目投资将进一步提高民间投资的积极性。

## 4、外贸政策

要准确把握当前外贸外资形势，稳住外贸外资基本盘，更好服务经济社会发展大局。

## 5、产业政策

产业升级必须要依靠新兴产业。新兴产业一般可以分为两类，新兴战略产业和未来产业。“十四五”规划和二十大提出了八大新兴产业与九大未来产业，在产业政策方面提出新产业的概念，并与数字经济紧密融合。十多年来，数字经济的增速一直是GDP增

速的近2倍，以数字技术为引导的新兴产业和未来产业将成为我国最重要的产业政策，也将成为经济增长的新动能。



# 王涵：“利率+财政+资本市场”三管齐下，建立现代化产业体系

王涵 兴业证券首席经济学家

以下观点整理自王涵在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第67期）上的发言

## 一、1-8月经济数据的特征

### 1、库存周期的扰动明显

今年的经济走势很大程度上受到库存周期的影响。由于疫情冲击，去年四季度的宏观经济数据表现不佳，PMI、生产、订单指数都出现了非常大幅的下降。但与此同时，大家对今年的经济增长是充满期望的。很多人觉得，抗疫政策调整之后，经济会很快有所恢复。因此在今年1-2月的传统淡季，生产和订单出现了反季节性的大幅上升。

这在很大程度上是因为人们对开春之后的需求预期较强。海外经济体从疫情中恢复后，人们的第一反应是尽快进行消费；而由于文化问题，中国人大多选择在1-2月份进行大量生产，因此出现了库存的累积。但3月的传统旺季来临后，大家却发现消费不足。库存高企和需求恢复缓慢间出现了巨大背离，导致3-5月份经济大幅去库存，这一表现在4月份最为突出。去库存对经济的影响体现在企业生产和订单环节，不仅企业生产弱，而且还要剔除终端环节去库存的需求，也就是说企业拿到的订单是小于终端需求的。对于经济复苏的偏高预期和供需错配导致去库存，使得二季度时大家的预期极度悲观，企业开始主动压降生产。

进入6月以后，从各种数据来看，供需基本趋于平衡。尽管在当前时点，企业还没有进入补库周期，但随着库存逐渐消化，企业的生产与终端需求逐渐平衡。因此，从价格层面来说，6月之后很多商品的价格企稳回升。目前，我认为无论是CPI还是PPI都已触底，未来二者的同比增速都会呈现不断上升的趋势。随着价格的逐渐回升，一方面，人们对于通缩的预期会逐渐降低；另一方面，到明年上半年，PPI有望从接近-5%回升到0

左右，这对于企业的利润和营收都会有比较明显的正面贡献，一定程度上将改变企业当前谨慎的行为模式。

## 2、传统动力减弱

从结构层面来看，过去十多年对经济有巨大拉动效应的传统动力开始减弱，尤其是房地产和出口。

### 1) 出口

一方面，在疫情期间，由于许多国家的产业链中断，导致中国在全球需求恢复的同时，出口市占率不断上升。从去年中期开始，以美元计的全球进口总额开始见顶回落。另一方面，随着竞争对手的生产能力恢复，中国出口的市占率也开始下降。从这个角度来说，出口端承压的情况可能会持续。

### 2) 房地产

很多人对于地产行业的预期比较悲观。我们进行了一个相对压力测试，把2015年以来所有存量购房人群按照其购房价格和购房区间做一个累计密度函数的估计。在存量购房人群中，大概有10%的人认为房价比其当时的购买价格更低。与今年一季度末的低点相比，目前全国范围的房价是有所回暖的。但如果房地产价格无法继续企稳，后期阶段性价格下跌可能会导致购房者的亏损比例加速扩大。

从最近的情况来看，国家出台了一系列针对房地产市场的政策，但能否尽快稳定市场预期仍然存在不确定性。

总结来说，房地产、出口等中长期的结构性支撑似乎开始出现系统性减弱的情况。

## 3、高科技产业增加值增速终于开始回升

从8月份的数据来看，高科技产业增加值同比增速出现回升。比如，在去年9-10月份到今年7月的三个季度中，计算机、通信和其他电子设备制造业的工业增加值同比增速出

现了断崖式下跌。去年8月，美国通过了《通信法案》；10月拜登政府出台了一系列针对中国高科技行业的管制措施，这一定程度上导致了高科技领域工业增加值的低位徘徊。从8月的情况来看，数据终于有所回升了，这是非常好的现象。但是也需要注意到，去年8月的基数相对偏低，因此数据的反弹到底是由于基数效应，还是由于企业经过一段时间的供应链调整后终于重新开始盈利了，还有待进一步观察。

但从卡脖子技术的角度来讲，过去两年全球产业链面临着巨大的重构压力。一方面，疫情期间，很多国家的产业链韧性出现问题，因此企业会自发地进行产业链调整；另一方面，部分西方国家筑起“小院高墙”，一定程度上也使得全球产业链面临重构。从数据上看，2020年全球疫情爆发，跨境外商直接投资中，发达国家的绿地投资绝对水平自二十多年以来首次超过新兴市场，明显开始推动产业链回流。这一类跨境绿地投资主要集中在新能源、计算机、通信等高科技领域。从后期情况看，中国能否尽快突破相关行业的卡脖子技术，能否在全球尤其是高科技产业大规模重构的背景下不掉队，甚至突破前期的一些限制，对于我国的经济的发展至关重要。因此，8月高科技领域工业增加值同比增速的反弹是非常值得欣喜和关注的事情。

从国内民间投资的情况来看，近期民间投资增速整体放缓，产业投资相对悲观。整体上看，固定资产投资中，民间投资的占比的确从高峰时期的64%下降到了57%。但从具体结构来看，拖累主要来自于第三产业，其中最主要的是房地产。从第二产业尤其是制造业的情况来看，民间投资的占比不仅没有下降，反而从前期的85%上升到了92%。在全球产业链重构的背景下，中国民营企业也在不断加大对制造业和第二产业的投资。民营企业信心下降的情况并没有发生在第二产业，尤其没有发生在高科技领域。此时，通过适时的引导和政策呵护可能会将全球产业链重构转变为有利局面，让中国进一步突破前期的外部限制。

#### 4、资本市场对中国经济的预期接近历史低点

资本市场的表现和中国经济之间存在巨大的背离。从数据上看，在全球主要市场当前的市净率历史分位数中，中国的MSCI指数排名倒数第一，倒数第二的是MSCI所有在

岸和离岸市场的加总数据，倒数第三的是 A 股的 MSCI 指数。尽管中国的经济数据不断回升，但投资者对于中国未来经济增长的预期处于历史低位。

一方面，较低的市场预期导致企业融资难度加大；另一方面，其中可能存在巨大的预期差。从数据来看，今年年初中国的 MSCI 指数走势并没有明显低于其他市场，主要的变化出现在3-4月份，也就是经济层面上预期差最大的时候。由于1-2月份市场预期今年的需求会有比较明显的回升，因此库存逐渐累积；但3-4月份却发现需求恢复比较缓慢，因此经济进入明显的去库存周期，引发了市场对于短期经济增长的悲观预期，并进一步带来对长期经济增长的悲观预期。A 股的 MSCI 指数自今年4月起开始快速跑输全球市场走势。若市场对中国经济增长的预期能够逐渐企稳，资本市场的表现也会有一定恢复，这种恢复能够和经济形成正向循环，对经济的长治久安很有帮助。

## 二、政策建议

### 1、债务稳存量依然非常重要

当前，我国需要调整货币政策的目标。2008年次贷危机爆发后，人民银行出台了一系列托底政策，国务院也出台了4万亿政策刺激经济，当时货币政策的主要目标是信用扩张。当前形势与次贷危机相比有明显不同，当时中国的宏观杠杆率不到2.5%，而今年已经达到了283%。在这种情况下，货币政策除了需要鼓励信用扩张，刺激经济之外，还需要确保存量债务的付息压力不会使得债务率进一步上升。

据我们测算，若要使中长期名义 GDP 的增长率保持在7%左右，对应全社会存量债务的平均付息成本就不能大幅高于3%。如果存量债务的平均利率高于3%，就意味着每年的利息支付将大于新增的名义 GDP 规模，在这种情况下，债务率会越来越高。央行的货币政策是本轮经济转型和调整能够继续进行的关键。

### 2、需要从机制层面解决结构性问题

当前，我国面临着一些结构性问题，比如房地产和地方债务问题等。很多人认为中央财政需要出台力度更大的政策来解决这些问题。值得关注的是，2015年以来，中国财

政收入占 GDP 的比重连续七年下滑。从下滑幅度来看，1994年分税制以来财政收入占 GDP 比重增加带来的红利中，有一半已经消失了，这与我国减税降费、托底经济的政策有关，和营改增的政策也有一定关系。但无论是出于什么原因，现在中国财政收入占 GDP 的比重已经不如前几年健康了。很多人认为当前财政政策的力度比预期要小，有部分原因就是政策节奏的考量，财力受限也是一个客观因素。

一方面，解决地方政府债务和房地产问题都需要财政支出；另一方面，财政收入占 GDP 的比重持续下滑。因此，要找到解决方案，就需要在机制层面进行改革，比如成立一些以中央资本金和市场化手段进行融资的 SPV。一方面，这些主体不会对中央财政产生巨大冲击，另一方面，它们能够提升市场对于解决房地产和债务问题的信心。

### 3、尽快突破卡脖子技术

**全球价值链重构的方向对于未来中国产业升级的方向至关重要。**在此过程中，最重要是能否突破卡脖子技术。从最近华为新芯片的发布上，我们已经看到了希望，但要系统性地建设现代化产业体系，还需要从以下三个方向发力：

一是利率要低。低利率不仅不会让存量债务失控，还会降低创新的资金成本。二是政府需要有产业投入。去年拜登政府发布的国家安全战略报告指出，不能单纯依靠市场的力量，国家产业战略投资是工业发展与创新的基础。事实上，美国也意识到创新是无法单纯依靠市场的力量进行的，尤其是一些投入成本大、风险高的基础设施型产业。比如光刻机的产业投入成本和风险巨大，就算做到了全球第一，每年的营收和利润也是相对有限的，但这样的行业有巨大的正外部效应，非常适合由政府或国有企业投入。三是若要避免政府在产业投资的过程中走错方向，资本市场优胜劣汰的机制是非常重要的。利率宽松+产业投入力度加大+资本市场建设三管齐下，才能更好地建设现代化产业体系。

# 谭卓：经济与金融数据出现多重异象，重视需求端政策提振信心

谭卓 招商银行研究院宏观经济研究所所长

以下观点整理自谭卓在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第67期）上的发言

## 一、需求端疤痕效应明显，通胀有望触底回升

7月末的政治局会议对当前经济修复状况做出了描述：波浪式发展、曲折式前进。一季度，我国经历了经济修复的波峰，二季度又到了谷底。从8月数据来看，经济出现了边际回暖的迹象。

如果从两年平均增速的视角来看，当前名义 GDP 的下行幅度超过了实际 GDP 的下行幅度。相较一季度，二季度两年平均的实际 GDP 增速下行了1.4个百分点，而名义 GDP 增速下行了2.5个百分点，这导致企业营收和利润相较产出下滑更多，对于企业和居民都是不利的。

之所以会产生这样的差距，主要是由于价格出现了反常的低迷，不论是 CPI 还是 PPI 都是如此。当前需求比供给弱得多，其中既有疫情冲击的影响，也有一些结构性因素的拖累。在加入 WTO 之后，中国逐渐建立了世界上最强大的制造业和工业体系，成为世界工厂。并且在疫情冲击之下，我们对于供给端的保护较强，因此需求端的疤痕效应更加明显。

CPI 通胀是美国以及欧洲各国货币政策的主要目标，所以大家非常关注 CPI 通胀的变化。但对于中国这样一个生产型国家来说，PPI 负增长更值得警惕。从过往情况来看，我国的 PPI 通缩和货币政策调整、企业盈利的相关性更高，对居民的就业和收入也会产生深远影响。

从今年的维度来看，CPI 通胀和 PPI 通胀都已经在年中触底，未来将有一个温和上升的过程。但考虑到中长期内我国仍然面临着供需失衡的格局，预计通胀中枢相较疫情之前可能会有下行。

## 二、经济与金融数据出现异象

当前我国的金融和经济数据之中出现了一些于不同以往的现象。过往在厘定 M2 增速目标时，有一个经验法则，即 M2 增速目标等于名义 GDP 增速目标加上两个百分点。但当前，M2 增速已经高出名义 GDP 增速近 6 个百分点，比疫前三年高出 7 个百分点。从货币数量论的角度来看，将名义 GDP 除 M2 作为货币流通速度的表征，这个指标当前已经下行到了历史最低位置。因此，市场上自然而然会出现很多对于流动性陷阱的讨论。**但我认为我们并没有处在典型的流动性陷阱中，因为货币政策还有相当大的空间，利率还没有降到零。**不过，当前这种金融异象仍然值得政策决策者予以关注和警惕。

货币在经济中的流转效率出现明显下降，其根源在于三大主体的行为发生了非常深刻的变化。一是过去几年，居民杠杆率出现了走平甚至边际下行的现象，这与房地产变局息息相关。二是企业也普遍在规避风险，一方面由于利润出现下滑，其资本开支能力和意愿都在下降；另一方面，由于资金供给充裕，不少企业将资金转为理财或者定期存款，M2 和 M1 的剪刀差不断扩大。三是在高债务约束下，政府部门的收支行为也出现了审慎和保守的倾向。

如果把三大主体的经济金融行为加总，就会发现 M2 和社融之间的关系出现了逆转。过去，社融增速均高于 M2 增速，意味着资产端的扩张速度远远高于负债端的扩张速度，广义流动性存在缺口。但是现在广义流动性不同寻常地出现了盈余的状况，它表明宏观环境正在经历非常深刻的变化。**不论对居民、企业还是政府来说，延续过往扩张性经济行为的回报下降，不确定性上升。**某种程度上，这与日本九十年代的资产负债表衰退有一些相似之处，同样需要引起我们的警觉。

## 三、储蓄和存款的经济意义

在经济学意义上，居民存款和居民储蓄是两个既紧密关联又截然不同的概念。居民在取得收入后进行消费，剩下的资金就是储蓄，而存款则是居民的资产配置或者说金融行为。从居民现金流量的角度来说，资金流入端是收入与借贷，支出端可以是消费，可以是金融投资，也可以是存款。据此，我们可以得到储蓄和存款之间的关系： $S = D + F - B$ ，即存款只是储蓄的一部分。储蓄（S）的去向可以是存款（D），也可以是金融投资（F），包括房地产投资、理财投资以及股票投资等，还可以用于偿还贷款（-B）。

若将疫前三年的趋势增长水平作为潜在的水平进行比较，在三年疫情中，居民部门积累的超额储蓄是3.6万亿，超额存款超过10万亿，超额储蓄的规模远远小于超额存款。此前市场普遍预期，今年“超额储蓄”下降会支撑我国消费复苏。但居民部门积累得更多的，是“超额存款”。存款下降，消费并不一定会上升，居民可能只是将存款转化为其他金融资产，例如银行理财。

值得注意的是，当前的储蓄积累行为明显有别于以往。在疫情之前，储蓄积累是扩张型的，是因为收入的增速超过了消费，但在疫情冲击之下，居民部门的收入相较疫前趋势增长水平是下降的，但却仍然在积累储蓄，这主要是因为消费的跌幅超过收入的跌幅。简而言之，当前超额储蓄的积累是收缩型的。

站在当前时点推演，居民的经济行为和金融行为可能会发生某种程度上的分化，即居民的经济行为，无论是收入、消费还是储蓄，随着经济的常态化都可能会向疫前回归。随着信心回暖，居民部门不太可能继续新增超额储蓄。但另一方面，居民的金融行为可能难以回到疫前的状态，这是由于疫前居民将很多资金投向了房地产市场，而如今，我国资本市场还有待发展和完善，难以承接过往会流向房地产市场的庞大资金。因此，我猜想未来居民部门的新增存款中枢相较疫前可能会出现趋势性的上移。

关于储蓄，经济学有一个理论叫做节俭悖论。从长期看，储蓄是投资的基础，是我国过往以投资为驱动的经济增长模式的核心所在，即通过高储蓄推动高投资，最终成为世界工厂。但是从短期看，对于当下来说，高储蓄会挤出消费。当前收缩型的超额储蓄反而会对经济增长不利，因为它会加剧供需失衡，既不利于消费的复苏，也无法促进投



资。因此，我们应当更好地平衡当下和未来，更好平衡转型和复苏，只有渡过当前的难关，才能拥有更加美好的未来。

#### 四、政策建议

在政策托举之下，今年 GDP 增速预计刚好达到5%的经济增长目标。在上半年经济增长5.5%的基础上，下半年增速要达到4.6%，这在当前的形势下仍具挑战。

政策建议方面，一是提振信心应注重政策的信号作用，保持一定强度，超过市场预期。二是在政策结构上，应当有所侧重。在当前供需失衡格局下，应该更加重视需求端政策，通过提振消费、鼓励私人部门投资等来畅通供需循环。三是更好平衡当下和未来，短期内政策加大逆周期调节力度，高效运用中央财政和货币政策空间，筑牢经济复苏基础。



**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:

