



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

中国宏观经济分析与预测

(2021-2022) (总第59期)

疫情反复与结构性调整冲击下的 中国宏观经济复苏

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2021年11月

报告总负责人：

刘元春 杨瑞龙 毛振华

报告执笔人：

刘元春 闫 衍 刘晓光

疫情反复与结构性调整冲击下 的中国宏观经济复苏 ——CMF 中国宏观经济分析与预测报告¹ (2021-2022)

摘要

2021 年是中国宏观经济持续复苏的一年，呈现出“前高后低”、“结构分化”和“压力加剧”的运行特征。一方面，疫情防控的总体稳定、外资外贸的景气持续、高新技术产业的持续向好以及全面小康目标的顺利完成，为中国宏观经济在疫情期间的持续复苏提供了持续的动力和坚实的基础；另一方面，新冠疫情的反复、极端天气的出现、大宗商品价格的高企、宏观经济政策的快速常态化、房地产和碳减排等结构性调整政策的同步实施、金融风险的控制以及平台整顿引发的社会舆情变异，使中国宏观经济下行压力自 2 季度持续上扬，经济复苏进程有所放缓，负向产出缺口有所扩大，前高后低的态势明显放大。

2021 年中国宏观经济呈现出十一大新现象、新问题和新特征，表明中国宏观经济复苏的进程十分复杂，影响经济复苏进程的力量既有外生因素也有内生因素，既有短期波动和周期调整，也有中长期结构性因素冲击，更有政策协调的因素：1、成功的疫情防控和中国制造体系的强大依然是中国经济持续复苏的核心基础之一，中国疫情防控红利和全球供应中心效应有中期化的趋势，外需对 2021 年中国宏观经济复苏的贡献出现超预期的持续。2、中国科技自立自强战略的全面启动、疫情带来的工作方式和生活方式的变化以及全球对高技术制成品的需求持续上扬，导致疫情期间创新驱动发展态势持续向好，数字经济占比持续上升，高新技术行业利润增速与投资增速保持高位运转，研发投入新型激励体系开始出现，新旧动能转换在疫情期间得到了加速。3、2 季度以来经济逐季回落难以用基数效应、

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

疫情反复、天气变化等外生因素得到满意的解释，中国宏观经济政策的过快常态化、各种结构性政策的非预期性叠加以及中国结构性大转型的全面出现是本轮经济下行压力加大的深层次核心原因所在。4、各类先行参数的变异和市场主体预期的回落充分说明市场预期发生了系统性的变化，市场主体对疫情变化、政策调整、战略定位在高度不确定性条件下持非常审慎的态度。5、国际大宗商品价格上涨导致输入性通胀和上游成本上涨的冲击，而几大价差的出现说明成本冲击的价格传递效应很弱，各类企业的利润侵蚀持续逐级递增，大量中小企业难以承受需求下滑与成本上升两端挤压，市场复苏的内生动力存在变异的可能。6、1-2 季度宏观数据的向好导致中国过早过快地采取了宏观经济政策常态化，使货币政策力度指数、财政政策力度指数以及金融条件指数进入过紧的区域，导致整体宏观经济复苏难以抵御疫情波动、外部冲击以及各种结构性调整带来的叠加冲击。7、煤电荒带来的电力供求缺口快速扩大是中国供给端下滑的另一个核心因素，是绿色转型进程中供给摩擦与政策协调失灵的产物，难以在短期内得到缓解。8、国际供应链瓶颈问题持续时间比预期要长、产生的冲击比预期要强烈，汽车行业缺芯问题对中国总需求和总供给都带来强劲的冲击。9、房地产管控政策的加码以及长效机制改革的全面启动标志着中国房地产市场进入到新时期，去金融化、去土地财政以及存量调整等战略定位决定了与房地产相关的宏观变量将面临趋势性回落，对于短期宏观稳定和风险控制提出了更高的要求。10、中国宏观债务率的持续高企导致中国融资的本息支付率大幅度上升，地方债务总量问责制、房地产战略调整导致中国资金循环模式发生变化，标准的稳健货币政策很容易带来结构性的紧缩和相应的风险。11、2 季度以来供给端和需求端都出现明显复苏乏力的现象，但核心 CPI 和产出缺口变化表明需求端复苏力量的收缩更为明显，而在持续疫情冲击和结构性政策作用下，短期供给能力的损失以及潜在增长能力的下降也值得高度关注。从综合性角度来看，宏观经济政策即使进行快速调整，也难以对冲多因素、多层次的下滑压力，四季度增速将进一步回落。

2022 年是党的 20 大召开之年，十四五规划全面落实、新发展格局全面布局的一年，更是各地政府全面换届之后的一年。2022 年中国宏观经济必将逆转 2021 年经济复苏乏力、增速回落的势头。一方面它将部分延续 2021 年宏观经济复苏的动力和基础，另一方面在宏观经济政策再定位、协调体系再调整以及十四五规划全面落实等因素的作用下，宏观经济下行压力将得到极大的缓解。但值得注意的是，与 2021 年不同的是，2022 年中国宏观经济很可能面临以下系列新挑战：1、新冠疫情防控的进程依然将在很大程度上决定社会经济活动的常态化的进程，但与 2021 年不同的是，2022 年西方主要国家很可能在疫情防控上全面放开，这将对我国疫情防控模式带来巨大的挑战，对中国宏观经济内外部运行逻辑带来巨大的冲击，引发后疫情时代全球产业链和供应链调整的再调整。2、全球通货膨胀的出现、美国量化宽松货币政策的陆续退出、美国三大新刺激政策的落地与美国财政赤字的持续扩大、全球金融市场的新动荡以及全球供应链在疫后的持续调整将给中国宏观经济的外部环境带来正反两方面的不确定性冲击。3、2022 年是 20 大召开年，传统的政治经济逻辑要求宏观经济保持较好向上的态势，一方面调整现有的短期宏观经济政策定位势在必行，

但另一方面，在现有政策实施的体系下很可能出现宽松的叠加，导致中国宏观经济复苏在“紧缩叠加”与“宽松叠加”之间徘徊。4、2021-2022 年是从传统要素驱动全面向创新驱动的大转型、从简单的开放性发展战略向双循环新发展格局战略的大转型、从高污染高排放向低污染低排放的绿色大转型、房地产-地方财税体系大转型等四大转型全面启动和全面叠加的年份，中长期的结构性大调整将持续与短期稳增长、控风险产生冲突，如何在结构性政策与总量性政策、逆周期政策与跨周期政策之间寻找到新的平衡依然面临许多挑战。

根据上述定性判断，设定系列参数，利用中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM 模型，预测如下：

1、2021 年中国宏观经济持续复苏，但受基数因素和下半年复苏势头放缓影响，前高后低的态势明显，预计第四季度实际 GDP 增长 3.9%，两年平均增长 5.2%，全年经济增长 8.1%，两年平均增长 5.1%。2021 年价格走势分化明显，受需求不足和食品价格回落影响，全年 CPI 涨幅预计为 0.8%，12 月当月重新突破 1%，受大宗商品价格上涨影响，PPI 全年涨幅预计达到 7.9%，12 月达到 13.1%，这导致全年 GDP 平减指数达到 5.4%，为 2016 年以来的新高。在供给端，第二产业实现强劲增长，增加值同比增速达到 8.5%，两年平均增长 5.5%，第三产业深度修复，增速反弹至 8.1%，两年平均增长 5.1%；第一产业增速也显著高于往年，达到 6.7%，两年平均增长 4.8%。在需求端，固定资产投资和消费进一步恢复，同比增速分别达到 5.8%和 12.8%，两年平均增长 4.3%和 4.1%，实际恢复水平仍然偏弱；出口延续强劲增长态势，同比增长 30.1%，两年平均增长 16.1%，贸易顺差扩大至约 6400 亿美元，对 GDP 增长的贡献率大幅上扬。2021 年货币信贷政策整体收紧，货币供应量（M2）同比增长 9.0%，社会融资总额存量增长 11.0%，分别较 2020 年回落 1.1 和 2.3 个百分点。在经济复苏和低基数因素作用下，2021 年政府收入明显改善，公共财政收入同比增长 14.2%，政府性基金收入增长 7.8%，合计增长 12.1%，为 2022 年实施积极财政政策创造了空间。

2、2022 年在宏观经济政策再定位、协调体系再调整以及十四五规划全面落实等因素的作用下，中国宏观经济下行压力将得到极大的缓解，各方面增长表现将逐步回归常态。预计全年实际 GDP 增速将达到 5.5%左右，并呈现前低后高的运行态势，预计第 1 季度将重回 5.0%之上，至第 4 季度趋稳于 5.6%。2022 年供需两端将进一步深度修复并趋于平衡。在供给端，第三产业将加快补齐缺口，增速达到 6.5%左右；第二产业开始向正常水平回落，增速收于 4.5%。在需求端，受房地产投资下滑影响，投资将有所回落，受疫情等因素影响，消费继续恢复但仍存在缺口，预计增速分别为 4.4%和 6.8%。2022 年全球疫情和世界经济形势趋于复杂，叠加高基数因素，出口增速将出现明显回落，预计同比增长 5.2%，但贸易顺差仍将保持高位。随着供求趋于平衡，2022 年物价水平将最终走向平稳，预计 CPI 涨幅回升至 2.1%，PPI 涨幅回落至 4.0%，GDP 平减指数为 3.4%。2022 年宏观经济政策再定位将创造相对宽松的政策环境，货币供应量和社会融资总额的增速将保持平稳，与名义 GDP 增速大致匹配，同时加大财政扩张力度。预计 M2 增速将稳定在 8.5%左右，社会融资存量增速保持在 10%左右。受政府性基金收入下滑影响，政府收入将明显回落，预计增长 4.1%。

在上述判断和预测的基础上，报告提出了系列政策建议：

第一，科学设定 2022 年经济增长目标，建议提出“基于疫情的增长目标”，以更好地发挥预期引领作用。

第二，综合考虑各方面因素，2022 年基准增长目标不宜设定过低，建议在 5.5% 左右。

第三，高度重视 2022 年价格环境的复杂性，这决定了宏观调控需要进行分类精准调整。

第四，坚持从系统论出发，按照中国特色宏观治理框架科学实施宏观政策，统筹解决周期性问题与结构性问题，实现增长动力与波动管理有机统一。在总体政策定位上保持相对宽松的宏观政策环境，使积极的财政政策真正积极，稳健的货币政策真正稳健。

第五，货币政策需要做好应对经济增速回调以及美联储“加息缩表”风波的准备。

第六，财政政策需要出台消费导向的减税降费政策和民生导向的收入补贴措施。

第七，完善宏观审慎调控框架，注重稳增长与防风险在中长期内的动态平衡。

第八，加快十四五规划项目落地，提升基建投资增速，发挥跨周期调节作用。

第九，推进关键要素市场化改革，理顺煤电价格关系，做好应对全球能源危机的准备。

第十，延续中小微企业税费减免政策和就业稳岗补贴，扭转中小微企业全面放缓态势。

第十一，科学调整疫情防控政策，利用大数据等信息手段优化疫情管控方式。

第十二，利用好预期管理工具，加强市场沟通，降低宏观政策的不确定性。

最后，在新发展格局的统领下，深入推进结构性改革和结构调整，通过构建新红利和解决结构性问题来充分释放中国经济的潜在增长空间。

关键词：中国宏观经济；经济复苏；疫情；结构性调整；增长预测；十四五

第一部分 总论与预测

2021 年是中国宏观经济持续复苏的一年，呈现出“前高后低”、“结构分化”和“压力加剧”的运行特征。一方面，疫情防控的总体稳定、外资外贸的景气持续、高新技术产业的持续向好以及全面小康目标的顺利完成，为中国宏观经济在疫情期间的持续复苏提供了持续的动力和坚实的基础；另一方面，新冠疫情的反复、极端天气的出现、大宗商品价格的高企、宏观经济政策的快速常态化、房地产和碳减排等结构性调整政策的同步实施、金融风险的控制以及平台整顿引发的社会舆情变异，使中国宏观经济下行的压力自 2 季度持续上扬，经济复苏进程有所放缓，负向产出缺口有所扩大，前高后低的态势明显放大。

与前期预测分析和各类研究相比，2021 年中国宏观经济呈现出以下十一大新现象、新问题和新特征：

1、成功的疫情防控和中国制造体系的强大依然是中国宏观经济在疫情期间持续复苏的核心基础之一，中国外贸和外资的持续高涨依然是经济复苏的核心动能之一。中外防疫能力的差别以及全球供应链的脆弱性使中国疫情防控红利

和全球供应中心效应有中期化的趋势，2021 年中国外需的宏观经济复苏的贡献不仅没有出现明显回落，反而出现超预期的持续。

2、中国科技自立自强战略的全面启动、新冠疫情带来的工作方式和生活方式的变化以及全球对高技术制成品的需求持续上扬，直接导致疫情期间创新驱动发展态势持续向好，数字经济占比持续上升，高新技术行业利润增速与投资增速保持高位运转，研发投入新型激励体系开始出现，中国新旧动能转换在疫情期间得到了加速。

3、2 季度以来经济逐季回落难以用基数效应、疫情反复、天气变化等外生因素得到满意的解释。剔除基数效应，参照非疫情暴发和非天气恶劣区域或部门的表现，可以看到中国宏观经济政策的过快常态化、各种结构性政策的非预期性叠加以及中国结构性大转型的全面出现是本轮经济下行压力加大的深层次核心原因所在。因此，本轮经济增速的回落具有强烈的趋势性特征和结构性特征，我们不仅需要在短期总量政策、结构性逆周期政策上进行对冲，同时也需要中期跨周期调节政策做出相应的调整。

4、各类先行参数的变异和市场主体预期的回落充分说明市场预期已经发生了系统性的变化。这不仅反应了市场主体对短期政策调整所做出的不乐观的态度，更重要的是反映了市场主体对于疫情变化、政策调整、战略定位在高度不确定性条件下持非常审慎的态度。

5、国际大宗商品价格上涨导致中国出现输入性通胀和上游成本上涨的冲击，对中国制造业和原材料密集行业带来了较大的压力。但国际大宗商品价格的上涨难以全面解释中国面临的供给端成本冲击的压力。进口价格指数涨幅高于出口价格指数 8 个百分点，生产者购进价格指数高于生产者出厂价格指数 3.6 个百分点，PPI 生产资料价格高于 PPI 生活资料价格 8.1 个百分点，PPI 高于 CPI 达 10 个百分点，说明成本冲击的价格传递效应很弱，中国各类企业的利润侵蚀从进口到出口、从上游产业到下游产业已经持续逐级递增，大量中小企业难以承受需求下滑与成本上升的两端挤压，市场复苏的内生动力存在变异的可能。

6、1-2 季度宏观数据的向好导致中国过早、过快地采取了宏观经济政策的常态化，使货币政策力度指数、财政政策力度指数以及金融条件指数进入过紧的区域，导致整体宏观经济复苏难以抵御疫情波动、外部冲击以及各种结构性调整带来的叠加冲击。

7、煤电荒带来的电力供求缺口快速扩大是中国供给端下滑的另一个核心因素。煤电荒的出现不仅与煤炭价格上扬有关，更重要的是绿色转型进程中供给摩擦与政策协调失灵的产物，电力瓶颈现象难以在短期内得到缓解。

8、国际供应链瓶颈问题持续的时间比预期要长、发生的范围比预期要大，产生的冲击比预期要强烈。汽车行业缺芯问题对中国总需求和总供给都带来强

劲的冲击，国际供应链的恢复将对中国经济带来比较复杂的变化。

9、房地产管控政策的加码以及房地产长效机制改革的全面启动标志着中国房地产市场进入到新时期，去金融化、去土地财政以及存量调整等战略定位决定了与房地产相关的宏观变量将面临趋势性回落，短期逆周期政策难以且也不必要过度进行对冲性操作。恒大事件的出现要求中国短期逆周期调节、宏观审慎监管以及中期结构性改革需要新思路，未来存量调整时期对于短期宏观稳定和风险控制提出了更高的要求。

10、中国宏观债务率的持续高企导致中国融资的本息支付率大幅度上升，导致市场对于流动性要求的机制体系发生变化，地方债务总量问责制、房地产持续贯彻“房住不炒”的战略导致中国资金循环模式发生变化，风险释放和风险暴露的模式也将发生变化，常态下的标准稳健货币政策很容易带来结构性的紧缩和相应的风险。

11、2 季度以来供给端和需求端都出现明显复苏乏力的现象，但核心 CPI 和产出缺口的变化表明，需求端复苏力量的收缩更为明显，同时在持续疫情冲击和结构性政策作用下，短期供给能力的损失以及潜在增长能力的下降也值得高度关注。

上述 11 个现象的出现表明，2021 年中国宏观经济复苏的进程十分复杂，影响经济复苏进程的力量既有外生因素也有内生因素，既有短期波动和周期调整，也有中长期结构性因素的冲击，更有政策协调的因素。因此，从综合角度来看，宏观经济政策即使进行快速调整，也难以对冲多因素、多层次的下滑压力，第四季度宏观经济复苏将持续乏力，经济增长速度将进一步回落。

从短期来看，我们能否快速逆转中国经济复苏乏力的局面，主要取决于以下几个方面的因素：一是煤电荒是否会能够在短期得到有效解决；二是房地产信贷政策的放松是否可以逆转当前趋势性的下滑趋势；三是汽车芯片荒是否能够在短期内可以得到缓和，从而使中国经济复苏在供需两端得到释放；四是几大价格背离的现象会持续多久，这种背离带来的成本负担是否超越了很多市场主体的承受能力；五是冬季国内疫情是否会从“多点散发”演化为“多点密发”，从而导致经济社会秩序的变异；六是欧美通货膨胀的全面显现是否会导致中国需求持续上扬；七是美国退出数量宽松是否会在边际引起中国金融市场的调整；八是全球供应链和产业链面临的各种短期瓶颈约束是否已经中期化，导致中国外需的窗口期得到较长的延续；九是宏观经济政策是否进行总体性再定位，全面改变财政和货币政策力度偏紧的局面；十是各种运动式的结构性政策是否能够脱离“层层叠加”与“几碰头”的困境，中国宏观经济治理体系在反思中是否能够得到快速的改善，结构性政策与总量性政策、逆周期政策与跨周期政策都能够寻找到新的平衡。

从中期来看，2022年是党的20大召开之年，十四五规划全面落实的一年，新发展格局全面布局的一年，更是各地政府全面换届之后的一年。2022年中国宏观经济必将逆转2021年经济复苏乏力、增速回落的势头。一方面它将部分延续2021年宏观经济复苏的动力和基础，另一方面在宏观经济政策再定位、协调体系再调整以及十四五规划全面落实等因素的作用下，宏观经济下行压力将得到极大的缓解。但值得注意的是，与2021年不同的是，2022年中国宏观经济很可能面临以下系列新挑战。

1、新冠疫情防控的进程依然将在很大程度上决定社会经济活动的常态化的进程，但与2021年不同的是，2022年西方主要国家很可能在疫情防控上全面放开，这将对我国疫情防控模式带来巨大的挑战，从而对中国宏观经济内外部运行逻辑带来巨大的冲击。一是西方疫情防控全面放开将引发后疫情时代全球产业链和供应链调整的再调整，从而对我国进出口带来巨大的不确定性；二是中国疫情防控模式不管是否做出全面调整，我国经济社会的运行逻辑都将面临巨大的冲击，这些冲击都带有强烈不确定性。

2、全球通货膨胀的出现、美国量化宽松货币政策的陆续退出、美国三大新刺激政策的落地与美国财政赤字的持续扩大、全球金融市场的新动荡以及全球供应链在疫后的持续调整将给中国宏观经济的外部环境带来正反两方面的不确定性冲击。1) 一方面，全球消费品价格的上扬将带来中国贸易品竞争力的上扬，另一方面，大宗商品价格持续上扬又将使成本冲击的力度加强，输入性通货膨胀的压力加大。2) 美国物价上涨和赤字财政将加大对中国的需求，导致美国的对华贸易政策全面转向，但美国前期持续量宽以及量宽调整带来的金融市场的震荡很可能导致人民币汇率过度升值；3) 欧美疫情的全面放开可能导致全球供应链和产业链调整进一步加速，但也可能在调整中出现更严重的新的供应链瓶颈约束问题。

3、2022年是20大召开年，传统的政治经济逻辑要求宏观经济保持较好向上的态势，一方面调整现有的短期宏观经济政策定位势在必行，但另一方面，在现有政策实施的体系下很可能出现宽松的叠加，导致中国宏观经济复苏在“紧缩叠加”与“宽松叠加”之间徘徊。

4、2021-2022年是从传统要素驱动全面向创新驱动的大转型、从简单的开放性发展战略向双循环新发展格局战略的大转型、从高污染高排放向低污染低排放的绿色大转型、房地产-地方财税体系大转型等四大转型全面启动和全面叠加的年份，中长期的结构性大调整将持续与短期稳增长、控风险产生冲突，如何在结构性政策与总量性政策、逆周期政策与跨周期政策之间寻找到新的平衡依然面临许多挑战。

根据上述各种定性判断，利用中国人民大学中国宏观经济分析与预测模

型—CMAFM 模型，设定 2021 年和 2022 年主要宏观经济政策假设：（1）名义一般公共预算赤字率分别为 3.2%和 3.0%；（2）人民币兑美元平均汇率为分别为 6.4 和 6.3。预测 2021 和 2022 年中国宏观经济核心指标增长情况，结果如表 1 所示。

表 1 2021 年中国宏观经济核心指标增长预测

预测指标	2019	2020	2021.1-3	2021.1-6	2021.1-9	2021*	2022*
1. 国内生产总值	6.0	2.3	18.3	12.7	9.8	8.1	5.5
其中：第一产业增加值	3.1	3.0	8.1	7.8	7.4	6.7	3.2
第二产业增加值	4.9	2.6	24.4	14.8	10.6	8.5	4.5
第三产业增加值	7.2	2.1	15.6	11.8	9.5	8.1	6.5
2. 固定资产投资完成额	5.4	2.9	25.6	12.6	7.3	5.8	4.4
社会消费品零售总额	8.0	-3.9	33.9	23	16.4	12.8	6.8
3. 出口总额（美元计价）	0.5	3.6	48.8	38.6	33	30.1	5.2
进口总额（美元计价）	-2.7	-0.8	29.3	36.6	32.6	31.9	4.9
贸易盈余（亿美元）	4211	5269	1094	2461	4275	6445	6916
4. 消费者物价指数	2.9	2.5	0.0	0.5	0.6	0.8	2.1
工业生产者价格指数	-0.3	-1.8	2.1	5.1	6.7	7.9	4.0
GDP 平减指数	1.2	0.7	2.4	3.8	4.2	5.4	3.4
5. 广义货币（M2）	8.7	10.1	9.4	8.6	8.3	9.0	8.5
社会融资总额存量	10.7	13.3	12.3	11	10	11	10
6. 政府收入	6.2	0.5	29.3	22.4	14.7	12.1	4.1
公共财政收入	3.8	-3.9	24.2	21.8	16.3	14.2	7.9
政府性基金收入	12.0	10.6	47.9	24.1	10.5	7.8	-3.5

注：*表示预测值。

1、2021 年中国宏观经济持续复苏，但受基数因素和下半年复苏势头放缓影响，前高后低的态势明显。预计第四季度实际 GDP 增速跌破 4%，仅为 3.9%，两年平均增长 5.2%，较三季度回升；预计全年增速达到 8.1%，实现全年 6%以上增长目标，较 2020 年增速回升 5.8 个百分点，两年平均增长 5.1%，低于 2019 年增速。

2、在供给端，三大产业复苏明显，其中，第二产业实现强劲增长，增加值增速达到 8.5%，较 2020 年上扬 5.9 个百分点，两年平均增长 5.5%；第三产业深度修复，增加值增速反弹到 8.1%左右，较 2020 年上扬 6.0 个百分点，两年平均增长 5.1%；第一产业增加值增速也显著高于往年，达到 6.7%左右，较 2020 年上扬 3.7 个百分点，两年平均增长 4.8%。

3、在需求端，固定资产投资和消费进一步恢复，但实际恢复水平仍然偏弱，同比增速分别达到 5.8%和 12.8%，两年平均增长 4.3%和 4.1%。中外防疫能力

的差别以及全球供应链的脆弱性使中国疫情防控红利和全球供应中心效应有中期化的趋势，2021 年我国出口延续强劲增长态势，同比增长 30.1%，两年平均增长 16.1%，贸易顺差扩大至约 6400 亿美元，对 GDP 增长贡献度大幅度上扬。

4、2021 年价格走势分化明显，其中受需求不足和食品价格回落影响，预计全年 CPI 涨幅为 0.8%，12 月当月重新突破 1%，受大宗商品价格上涨影响，PPI 全年涨幅预计达到 7.9%，12 月达到 13.1%，这导致全年 GDP 平减指数达到 5.4%，创 2012 年以来的新高。

5、2021 年货币信贷政策持续收紧，直至 4 季度边际放松，全年广义货币（M2）供应量同比增长 9.0%，社会融资总额存量增长 11.0%，分别较 2020 年回落 1.1 和 2.3 个百分点，分别低于 2021 年名义 GDP 增速各 4.5 个百分点和 2.5 个百分点。

6、在经济复苏和低基数因素作用下，2021 年政府收入明显改善，公共财政收入同比增长 14.2%，政府性基金收入增长 7.8%，两项合计增长 12.1%，低于名义 GDP 增速 1.4 个百分点，为 2022 年实施更加积极的财政政策创造了空间。

7、2022 年在宏观经济政策再定位、协调体系再调整以及十四五规划全面落实等因素的作用下，中国宏观经济下行压力将得到极大的缓解，逐步逆转 2021 年下半年经济复苏乏力、增速回落的势头，各方面增长表现将逐步回归常态。预计全年实际 GDP 增速将达到 5.5% 左右，并呈现前低后高的运行态势，预计 2022 年第 1 季度将重回 5.0% 之上，至第 4 季度趋稳于 5.6%。

8、2022 年供需两端将进一步深度修复并趋于平衡。在供给端，第三产业将进行深度修复，短板行业加快补齐缺口，增加值增速将达到 6.5% 左右；第二产业将开始向正常增长水平回落，增加值增速为 4.5%。在需求端，受房地产投资下滑影响，固定资产投资将有所回落，受疫情等因素影响，消费继续恢复但仍存在缺口，预计消费和投资增速分别为 4.4% 和 6.8%。2022 年全球疫情和世界经济形势趋于复杂，叠加高基数因素，预计 2022 年出口增速将出现明显回落，同比增长 5.2%，但贸易顺差仍将保持高位，达到 6900 亿美元左右。

9、随着供求趋于平衡，2022 年物价水平将最终走向平稳，但由于食品价格的恢复和国际能源价格运行在高位，预计 CPI 涨幅将回升至 2.1%，PPI 涨幅将回落至 4.0%，GDP 平减指数达到 3.4%。

10、2022 年是党的 20 大召开之年，十四五规划全面落实的一年，新发展格局全面布局的一年，更是各地政府全面换届之后的一年，宏观经济政策再定位将创造相对宽松的政策环境。货币供应量和社会融资总额的增速将保持平稳，与名义 GDP 增速大致匹配，同时加大财政扩张力度。预计 M2 增速将稳定在 8.5% 左右，社会融资存量增速保持在 10% 左右。政府收入将在公共财政预算收入趋稳和政府性基金收入下滑的作用下明显回落。预计政府收入增速下降至

4.1%，其中，公共预算财政收入增速回落至 7.9%，与名义 GDP 增速大致相当，政府性基金收入受房地产市场调整影响出现负增长 3.5%。

第二部分 复苏进程延续的 2021 年中国宏观经济

2021 年，在党中央的坚强领导下，中国持续巩固疫情防控和经济复苏成果，始终走在全球主要经济体复苏前列。上半年，中国经济实现较强劲的增长，为完成全年预期目标打下了坚实的基础，GDP 规模相对美国的比重由疫情前的 2/3（66.9%）大幅跃升至 3/4（74.2%），中美不平衡的博弈格局有望进一步打破。进入下半年以来，中国宏观经济运行出现了一些新的重要变化，经济结构持续优化，但是整体景气度有所下降。“生产强、需求弱，外需强、内需弱”的供需失衡格局在第三季度发生了不利变异，导致出现“供需双弱”的局面，而非此前所预期的需求加速恢复进而匹配供给。

随着下半年复苏势头放缓，中国经济总体步入了一个较为关键的时期，这对宏观政策力度和精准度的把握提出了更高的要求。一是 7 月以来，境外输入引起的疫情反复、极端天气引发的灾情险情，导致部分消费领域增长放缓，消费复苏进程严重受挫，消费水平不仅没有进一步向长期增长趋势线回归，反而出现急转直下的态势。二是 7 月以来，基建投资增速明显放缓，带动固定资产投资增速平稳回落。三是 7 月份以来，国际大宗商品价格上涨以及国内双控预期，导致生产者价格涨幅进一步提升，而消费者价格涨幅继续回落，生产侧与需求侧价格分化加剧，对于中下游行业特别是中小企业的生产经营造成非常不利的影响。四是 7 月份以来，受以上因素综合影响，工业生产开始高位回落，服务业生产徘徊不前下行缺口扩大。

虽然第三季度经济复苏进程遭遇短期曲折，但是经济复苏中的有利因素也在逐渐增多。首先，投资结构持续优化，带来市场动力增强。一是制造业投资增速加快。二是民间投资加速恢复。三是高技术产业投资保持高速增长。其次，出口增长韧性增强，第四季度将继续发挥需求支撑作用。其次，就业形势总体稳定，对于居民收入增长具有基础支撑作用。最后，居民收入保持较快增长，扩大消费仍有动力。未来短期宏观政策重点在于，充分挖掘国内消费市场潜力、激发投资增长活力，尽快打破“生产强、需求弱，外需强、内需弱”的格局，避免持续陷入“供需双弱”局面。

1、国民经济实现恢复性增长，产出水平向长期增长趋势线回归进程受阻

2021 年以来，随着外需的持续上扬和内生动能的逐步恢复，中国宏观经济呈现稳健复苏态势，而随着规模性政策逐步退出、宏观政策的边际收紧和战略转换的部署实施，宏观经济复苏势头有所放缓。

2021 年中国经济增长呈现以下特点：一，**总体强劲**。前三季度，按可比价格计算，中国 GDP 同比增长 9.8%，两年平均增长 5.2%。分产业看，第一产业

同比增长 7.4%，两年平均增长 4.8%；第二产业同比增长 10.6%，两年平均增长 5.7%；第三产业同比增长 9.5%，两年平均增长 4.9%。二，同比增速逐季走低。分季度看，一季度同比增长 18.3%，二季度同比增长 7.9%，三季度同比增长 4.9%。三，两年平均增速波动调整。分季度看，一季度两年平均增长 5.0%，二季度两年平均增长 5.5%，三季度两年平均增长 4.9%。四，环比增速剧烈波动。从经季节调整后的环比增速看，一季度增长 0.2%，二季度增长 1.2%，三季度增长 0.2%。

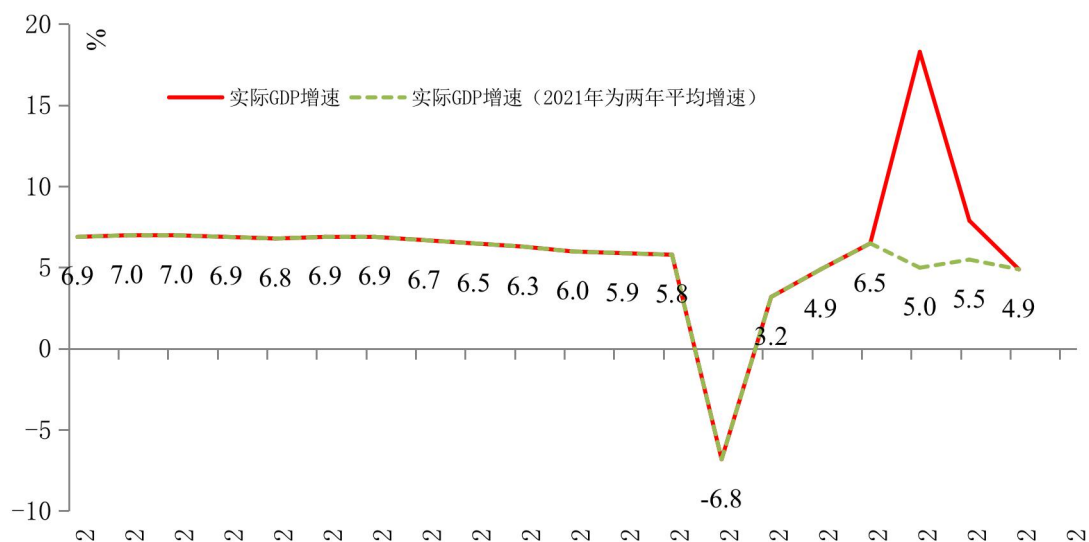


图1 中国实际 GDP 增速

从以当季环比增速构建的定基指数看，继 2020 年第四季度中国的实际产出水平首次回升到长期增长趋势线，2021 年以来有逐渐偏离这一回归趋势的态势，产出水平相比长期增长趋势线的下行缺口逐季扩大，宏观政策需要重新评估。

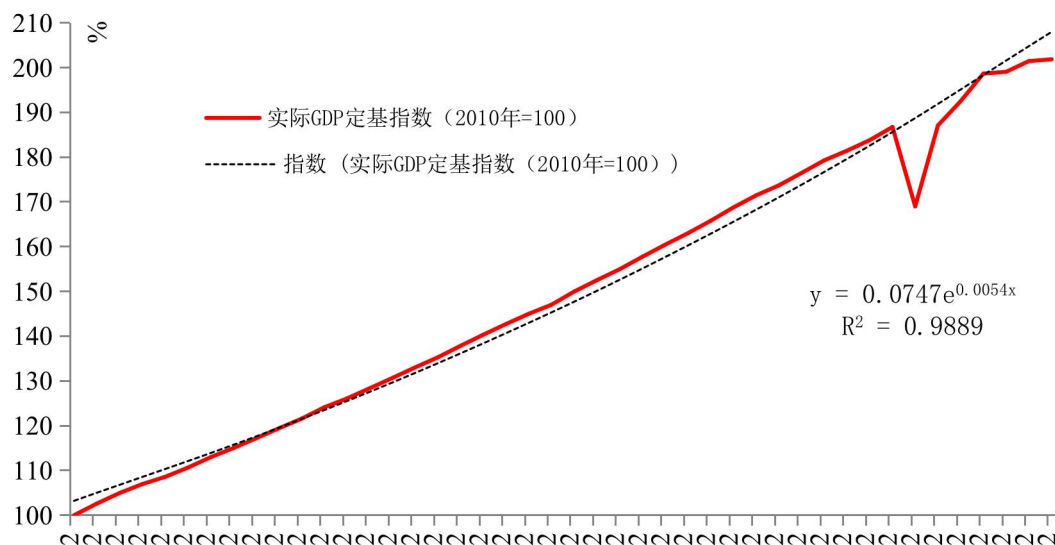


图2 中国实际产出水平向长期增长趋势线的回归态势

2021年中国经济尚未完全摆脱疫情冲击的影响，仍需要扩张性的宏观调控政策进行逆周期调节。按照疫情前的增长趋势，2020-2021年的潜在经济增速为5.5%-6.0%。2020年由于疫情的突然暴发，实际GDP增速为2.3%，其中1-3季度同比增速分别为-6.8%、3.2%、4.9%，造成负向产出缺口，第4季度增速为6.5%，高于常态化增速，暂时填平了产出缺口。2021年中国经济整体实现强劲的复苏，如果按照较低标准，同比增速高于常态化水平，但若按照较高标准，两年平均增速始终低于疫情前的增长趋势，特别是第三季度的同比增速和两年平均增速均为4.9%，均低于长期增速趋势，导致产出缺口扩大。考虑到疫情暴发至今已经持续了两年，据测算表明，当前中国经济不仅存在供需失衡导致的产出缺口，同时还出现了潜在增速中枢下降的问题。



图3 中国经济可能出现了潜在增速中枢下降的问题

2、工业生产从高速增长回归常态，服务业生产受疫情影响仍未完全恢复

2021年，工业生产延续高速增长态势，下半年开始逐步回归常态。1-9月份，规模以上工业增加值同比增长11.8%，两年平均增长6.4%，增速高于疫情前的正常水平。分三大门类看，1-9月份采矿业增加值同比增长4.7%，制造业增长12.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长12.0%。一季度工业产能利用率达到77.2%，为近几年同期最高水平，三季度工业产能利用率为77.1%，处于近年同期较好水平，说明工业生产充分恢复。

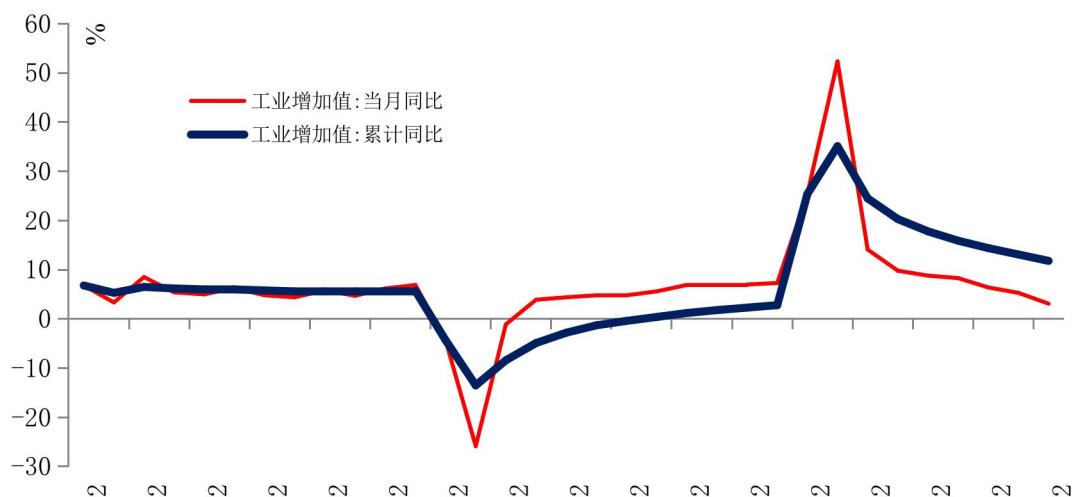


图4 中国工业增速快速反弹

但是从动态边际上来看，工业生产有逐步减弱的势头。9月份，规模以上

工业增加值同比增长 3.1%，两年平均增长 5.0%，环比增长 0.05%。其中，受“芯片荒”带来的汽车生产下降影响，汽车在工业下滑中的作用明显。从先行指标看，9 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.6%，这是自去年 3 月以来首次降至临界点以下，显示制造业景气水平回落。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数、原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均低于临界点。

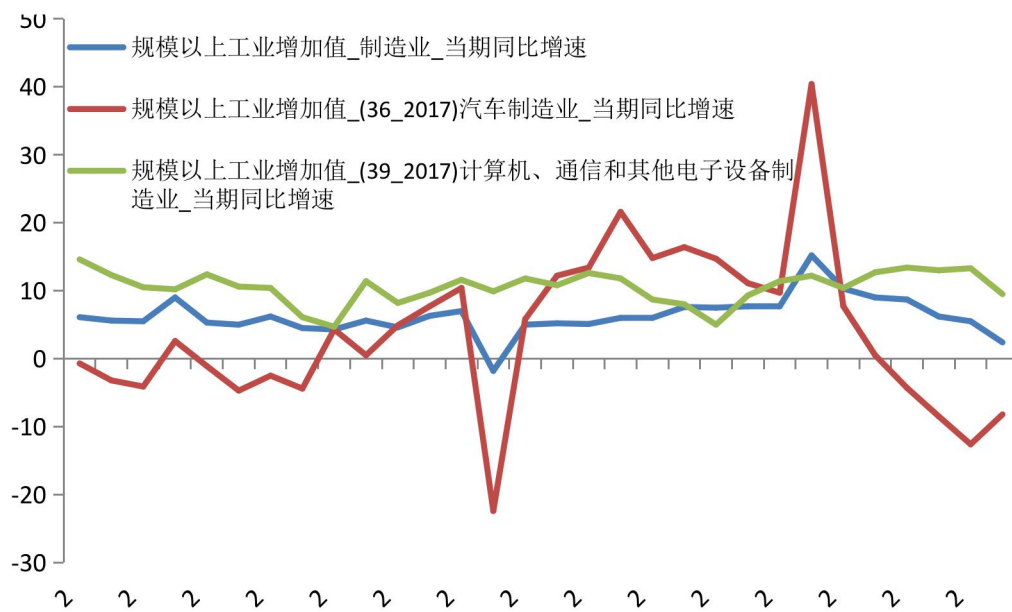


图 5 汽车在工业下滑中的作用明显

2021 年，服务业生产仍受疫情影响，尚未完全恢复。1-9 月份，服务业生产指数同比增长 16.3%，两年平均增长 6.4%，仍低于 2019 年同期 7.0% 的水平。前三季度，服务业增加值同比增长 9.5%，两年平均增长 4.9%；其中，信息传输、软件和信息技术服务业，交通运输、仓储和邮政业增加值同比分别增长 19.3%、15.3%，两年平均分别增长 17.6%、6.2%。1-8 月份，规模以上服务业企业营业收入同比增长 25.6%，两年平均增长 10.7%。

从动态边际上来看，服务业生产有低位徘徊不前的势头。8 月份服务业商务活动指数一度跌入“荣枯临界值”以下，8、9 月份服务业生产指数同比仅增长 4.8%、5.2%，较 6 月份大幅回落 6.1、5.7 个百分点，两年平均增长 4.4%、5.3%，较 6 月份回落 2.1、1.2 个百分点，也明显低于 2019 年同期 6.7% 的水平。

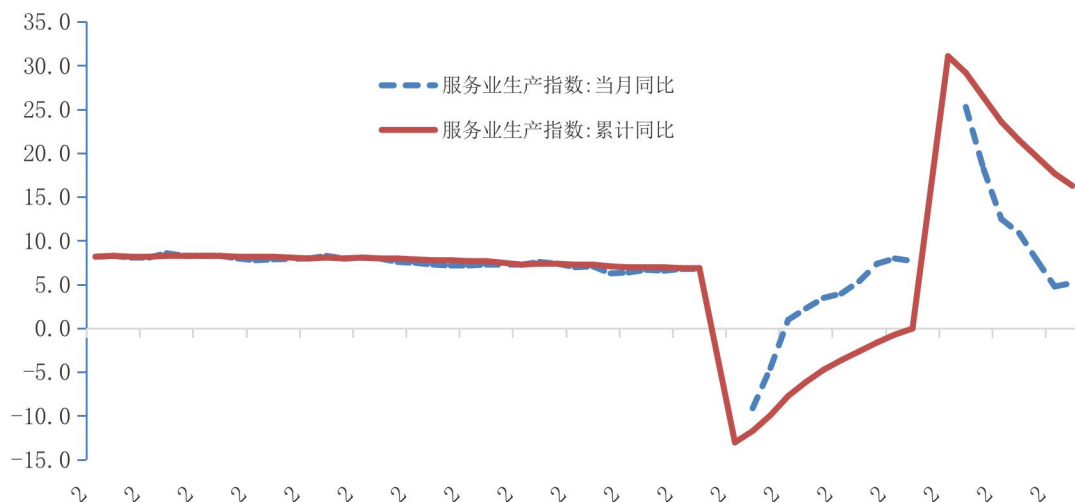


图 6 中国服务业生产指数由负转正

从细分产业看，三季度以来的下行压力主要来自以下几个方面：一是近期房地产市场调控，使得房地产业和建筑业增速较快下滑。三季度，建筑业增加值同比增速为-1.8%、房地产业增加值同比增速为-1.6%，两年平均增速分别为3.0%、2.3%，均较三季度显著回落。二是由于内需持续不足，制造业增加值增速开始高位回落，带动工业增速下行，虽然目前仍略高于疫情前的水平，但叠加同期建筑业增速下行，第二产业增速开始低于疫情前的水平。三是部分服务业仍处在补齐缺口的进程中，复苏进度层次不齐，使得服务业整体徘徊不前。其中，住宿和餐饮业勉强开始实现正增长，租赁和商务服务业恢复到疫情前的99.2%；批发和零售业，交通运输、仓储和邮政业增速基本恢复到疫情前的水平，但后者近期出现较快下滑；金融业，信息传输、软件和信息技术服务业持续保持稳定增长，但房地产业近期出现较快下滑。

表 2 中国各大产业复苏进展

	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
GDP	5.8	-6.8	3.2	4.9	6.5	5.0	5.5	4.9
第一产业	3.4	-3.2	3.3	3.9	4.1	2.3	5.4	5.5
第二产业	5.0	-9.6	4.7	6.0	6.8	6.0	6.1	4.8
第三产业	6.9	-5.2	1.9	4.3	6.7	4.7	5.1	4.8
农林牧渔业	3.5	-2.8	3.4	4.0	4.2	2.5	5.4	5.5
工业	5.0	-8.5	4.1	5.6	6.9	6.7	6.4	5.2
制造业	4.8	-10.2	4.4	6.1	7.3	6.7	6.8	5.3
建筑业	4.9	-17.5	7.8	8.1	6.6	0.7	4.8	3.0

批发和零售业	5.3	-17.8	1.2	3.1	6.3	2.0	5.3	5.3
交通运输、 仓储和邮政业	5.7	-14.0	1.7	3.9	7.6	6.6	7.1	4.9
住宿和餐饮业	5.3	-35.3	-18.0	-5.1	2.7	-3.6	-2.0	0.2
金融业	6.5	6.0	7.2	7.9	7.0	5.7	5.6	5.9
房地产业	2.1	-6.1	4.1	6.3	6.7	6.8	5.6	2.3
信息传输、 软件和信息 技术服务业	18.6	13.2	15.7	18.8	19.7	17.1	17.6	17.9
租赁和商务 服务业	10.0	-9.4	-8.0	-6.9	2.2	-1.1	-1.3	-0.8
其他行业	7.1	-1.8	-0.9	2.3	4.5	3.4	2.6	3.7

3、外资外贸保持强劲增长，消费投资复苏节奏延缓，内需动力有待加强

在宏观经济运行层面，内需不足下的供需失衡局面在第三季度进一步强化，并发生了不利变异，导致出现“供需双弱”的局面，而非此前预期的需求加速复苏匹配供给。

一是7月以来，境外输入引起的疫情反复、极端天气引发的灾情险情，导致部分消费领域增长放缓，消费复苏进程严重受挫，消费水平不仅没有进一步向长期增长趋势线回归，反而出现急转直下的态势。1-9月份，剔除价格因素，社会消费品零售总额实际累计同比增长15.0%，两年平均增长2.2%，较上半年回落0.4个百分点。特别是8月份，社会消费品零售总额实际同比仅增长0.9%，相比2019年8月份实际下降0.2%。从两年平均实际增速来看，上半年消费处于逐月回升的态势，反映了消费水平在向长期增长趋势线回归，6月份恢复至3.3%，然而，7月份、8月份则连续下降至1.7%、-0.1%，9月份回调为2.4%，同比增长2.5%，说明第三季度消费复苏进程停滞。从经季调的环比增速来看，上半年消费月环比增速平均为0.4%，其中5、6月份平均为0.55%，但7、8、9月份则分别下降至-0.23%、0.22%、0.30%。

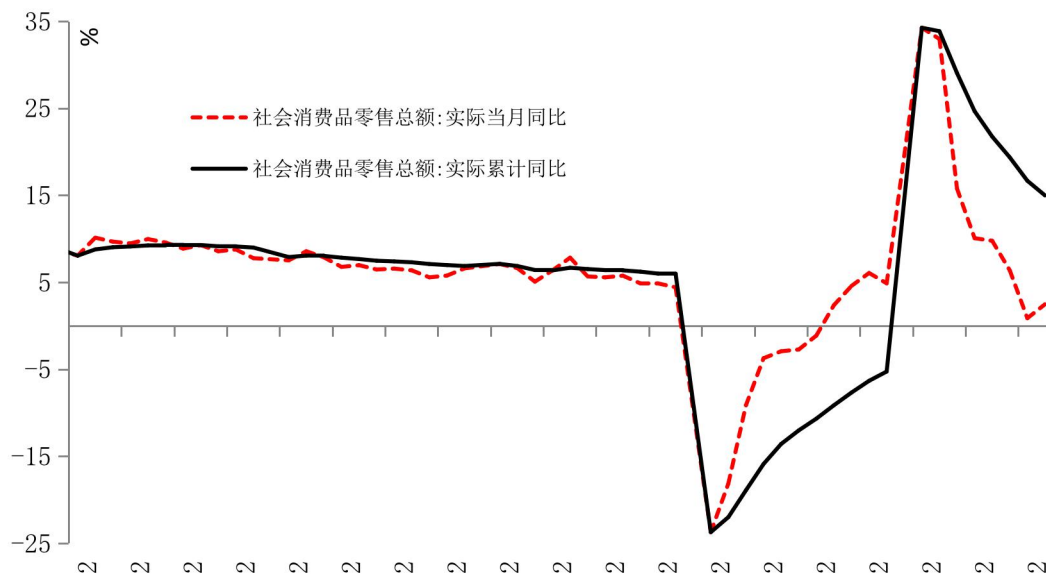


图7 中国消费的同比增速

二是7月以来，基建投资和房地产投资放缓，固定资产投资增速平稳回落。1-9月份，固定资产投资同比增长7.3%，比上半年增速回落5.3个百分点；两年平均增长3.8%，比上半年增速回落0.6个百分点，说明投资进一步回升的动力减弱。从经季调后的环比增速来看，上半年，投资月环比增速平均为0.18%，7-9月分别为0.08%、0.16%、0.17%，复苏动力不及上半年。投资增长动力减弱主要源于基础设施投资增长放缓。1-9月份，基础设施投资同比仅增长1.5%，两年平均仅增长0.4%，均较上半年增速大幅回落，也明显低于疫情前的增长水平。1-9月份，房地产开发投资同比增长8.8%，两年平均增长7.2%，也较上半年有所放缓，特别是在同比意义上的投资增长拉动作用减弱。

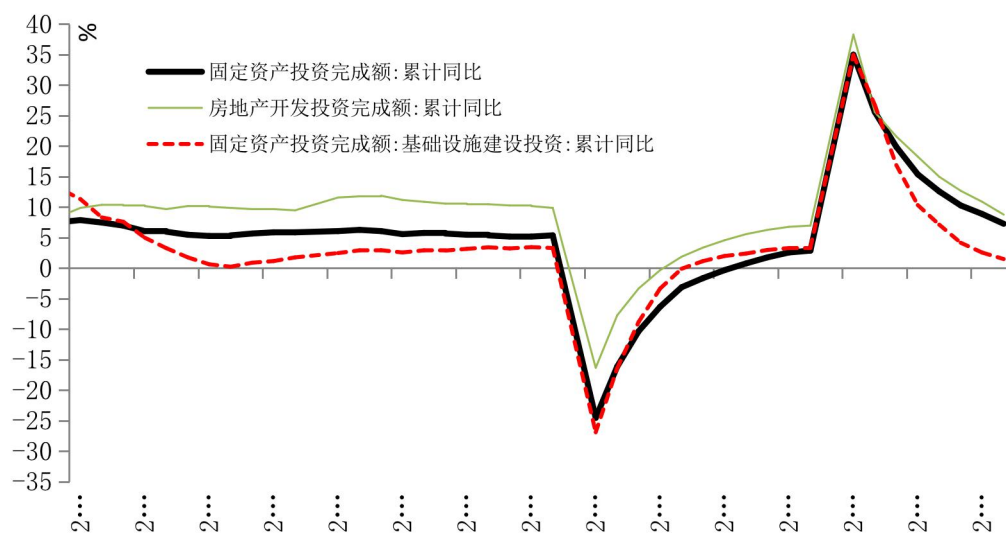


图 8 中国投资的同比增速

总体来说，尽管 2021 年民间投资和制造业投资强劲复苏，但复苏力度目前仍难以弥补基建投资和房地产投资的较快回落。

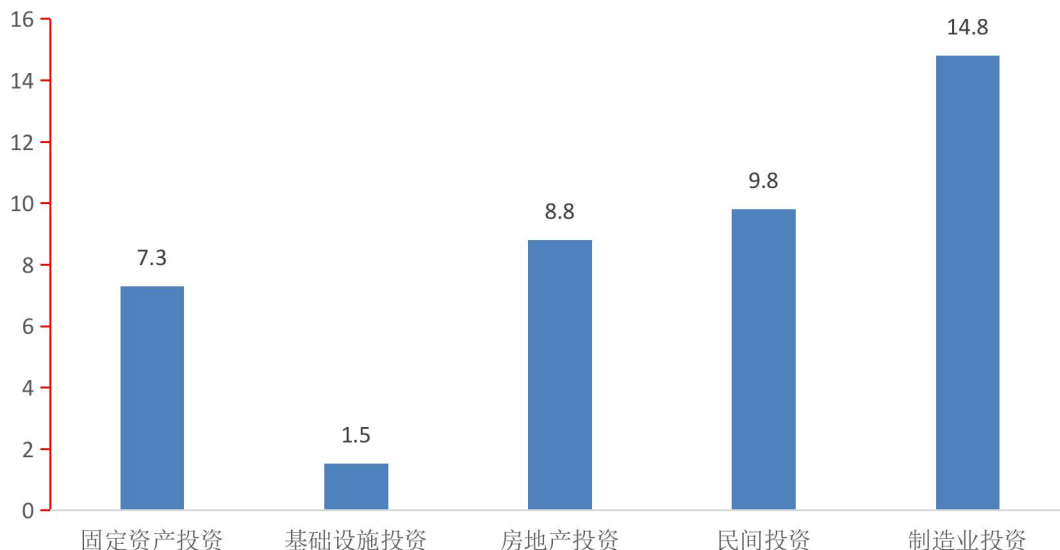


图 9 2021 年前三季度各项投资同比增速对比

三是外贸外资延续强劲增长态势，内需不足所产生的供需缺口，严重依赖于外需的填补。1-9 月份，以美元计价，我国出口累计同比增长 33%，两年平均增长 14.6%；出口累计同比增长 32.6%，两年平均增长 13.5%；净出口同比增长 35%，两年平均增长 20.5%；其中，9 月份，出口继续保持高速增长，当月净出口达到 668 亿美元的年内单月最高值。货物贸易不仅对我国经济同比增长产生较强拉动作用，且两年平均增速也超过疫情前的水平，有力支撑了中国经济的常态化进程。同时，1-8 月份，我国实际使用外商直接投资 1138 亿美元，同比增长 27.8%，两年平均增长 12.9%，显著好于疫情前的增长情况。外需之所以能够保持强劲增长，源于 2020 年下半年以来，中国与世界疫情防控进程的不同步、中国与世界供应链重启的不同步，使得中国的产业优势得到了充分发挥，不仅为世界各国提供了疫情物资和生活物资的供给基础，也保证了中国出口不仅没有随着世界贸易的崩溃而崩溃，反而逆势出现超预期增长，为中国内循环的重启和经济整体复苏提供了时间窗口。2021 年以来，在全球规模性政策的刺激下，国内外生产相对需求恢复的不同步为我国出口进一步提供了增长动力。

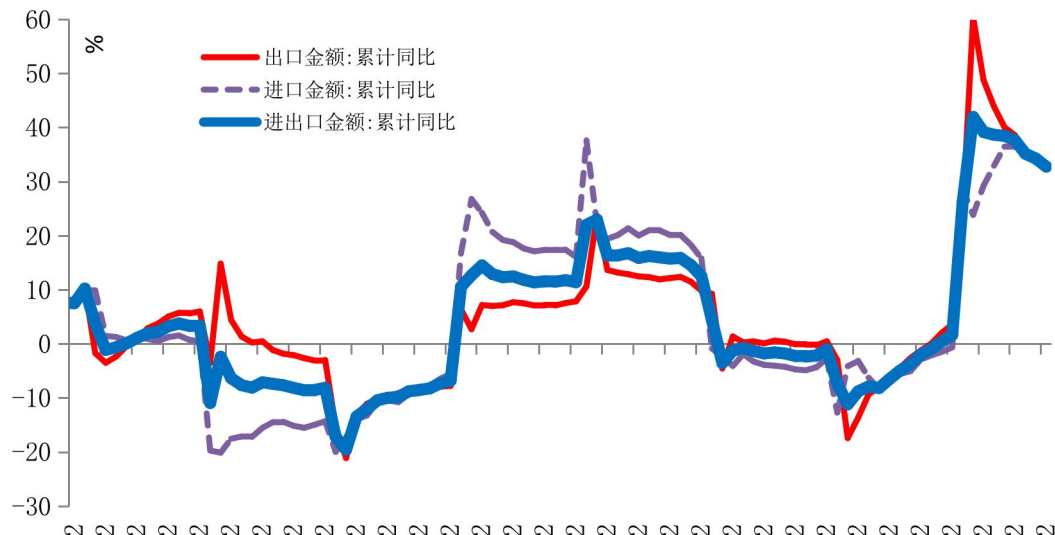


图 10 中国对外贸易增速走势

四是7月份以来，消费者价格涨幅继续回落，生产者价格涨幅进一步提升，生产侧和需求侧价格分化加剧。9月份，CPI同比上涨0.7%，较6月份回落0.4个百分点，重回“0+”时代；其中，食品价格下降5.2%，核心CPI上涨1.2%。9月份，工业生产者出厂价格同比上涨10.7%，环比上涨1.2%；工业生产者购进价格同比上涨14.3%，环比上涨1.1%。可见，从投入到产出、再到最终消费，价格走势的分化层层加大，这事实上形成了对中下游生产者利润空间的挤压，对于中下游行业特别是中小企业的生产经营造成非常不利的影响。

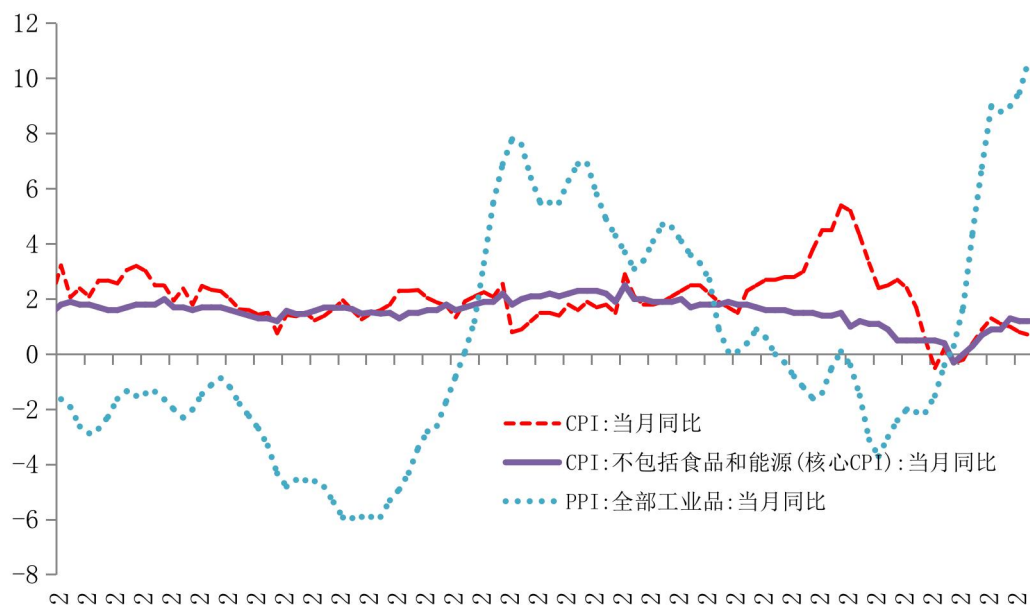


图 11 中国价格指数走势分化

4、企业绩效、居民就业、政府收入全面改善，微观基础得到进一步修复

1) 从企业绩效指标看，随着经济逐渐走出疫情冲击下的低迷状态，企业利润额出现大幅增长，亏损面和亏损额显著缩小，资产负债率下降。1-8 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 56051 亿元，同比增长 49.5%，两年平均增长 19.5%；规模以上工业企业营业收入利润率为 7.01%，同比提高 1.20 个百分点。1-8 月份，在 41 个工业大类行业中，37 个行业利润总额同比增长，1 个行业扭亏为盈，1 个行业持平，2 个行业下降。工业企业亏损家数同比减少 3.7%，亏损企业亏损额减少 10.1%。

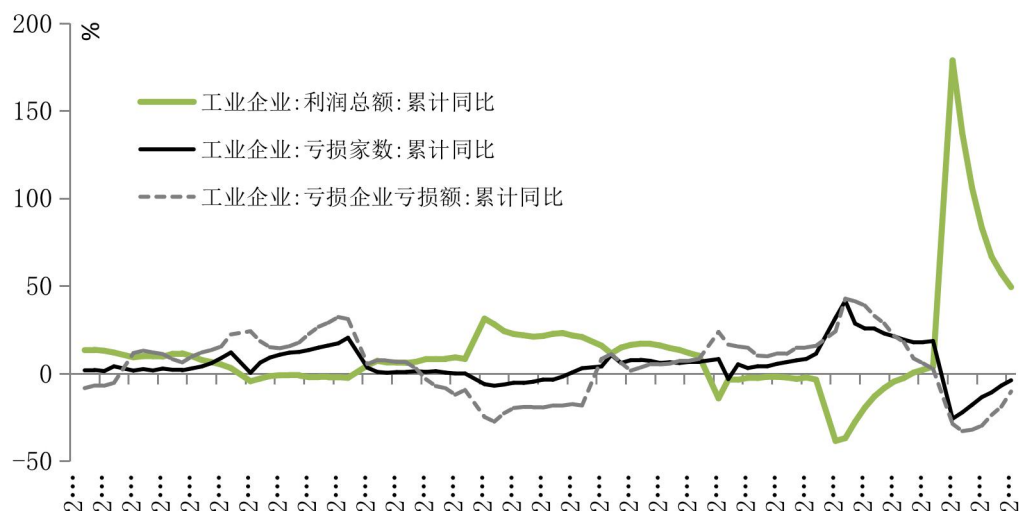


图 12 中国工业企业绩效出现显著改善

企业绩效的显著改善，有利于企业投资的复苏和债务风险的化解。9 月末，规模以上工业企业资产同比增长 9.1%，负债增长 8.2%，所有者权益增长 10.4%，资产负债率为 56.3%，环比降低 0.1 个百分点，同比降低 0.5 个百分点。

2) 从居民就业形势看，随着经济稳步复苏，城镇调查失业率显著下降，居民收入稳步增长。今年以来，稳就业、保就业和促就业等多维度同时发力的就业优先政策，很好地起到了稳定就业形势的效果，加上经济稳健恢复带来的用工需求的增加，新动能加速成长带来的更多的新增灵活就业岗位，多重有利因素的共同作用促成了稳定的就业形势。1-9 月份，全国城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标的 95.0%。9 月份，城镇调查失业率 4.9%，既低于 2020 年同期的 5.4%，也低于 2019 年同期的 5.2%；就业人员每周平均工作时数 47.8 小时，既高于 2020 年同期的 46.8 小时，也高于 2019 年同期的 46.7 小时。其中，25-59 岁人口的失业率为 4.2%，处于 2018 年 1 月以来的历史最低水平；16-24 岁人口的失业率为 14.6%，相比 2019 年同期的 13% 仍然偏高，但低于 2020 年同期的 15%，且处于下降进程中。

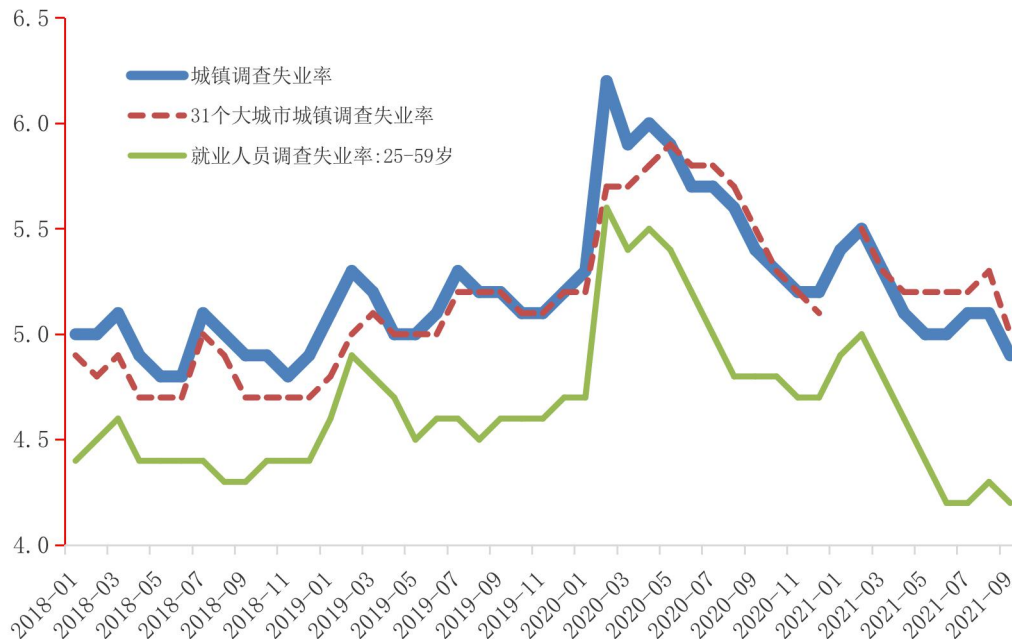


图 13 中国就业压力逐步减轻

就业形势总体稳定，有力支撑了居民收入较快增长。前三季度，全国居民人均可支配收入同比名义增长 10.4%，两年平均增长 7.1%，扣除价格因素，实际同比增长 9.7%，两年平均增长 5.1%，与经济增长基本同步。居民可支配收入保持较快增长，有利于消费潜力加速释放。

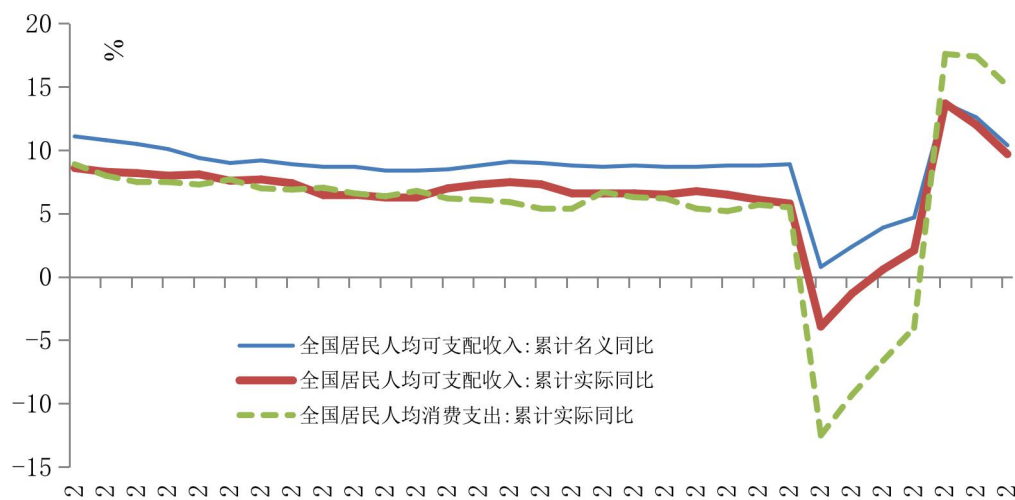


图 14 中国居民收入增长对消费增长有支撑

3) 从政府收入看，随着经济复苏，公共财政收入和政府性基金收入明显改善。1-8 月份，公共财政收入累计同比增长 18.4%，其中税收收入累计同比增长 19.8%；同时，全国政府性基金收入累计同比增长 14.2%，均较去年同期明显改善，也反映了经济基本面好转。政府各项收入的提高，既有利于地方政府债务压力的化解，也进一步提高了财政政策空间和未来应对风险冲击的能力。

不过，从边际上来讲，随着三季度宏观经济放缓，公共财政收入特别是地方本级财政收入增速明显放缓，9月份当月同比出现负增长。

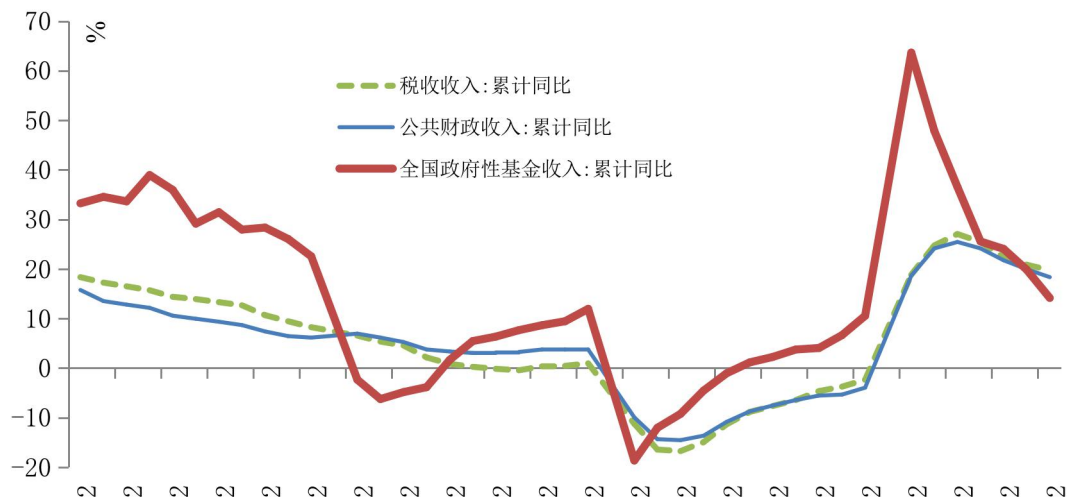


图 15 财政收入和基金收入增长情况

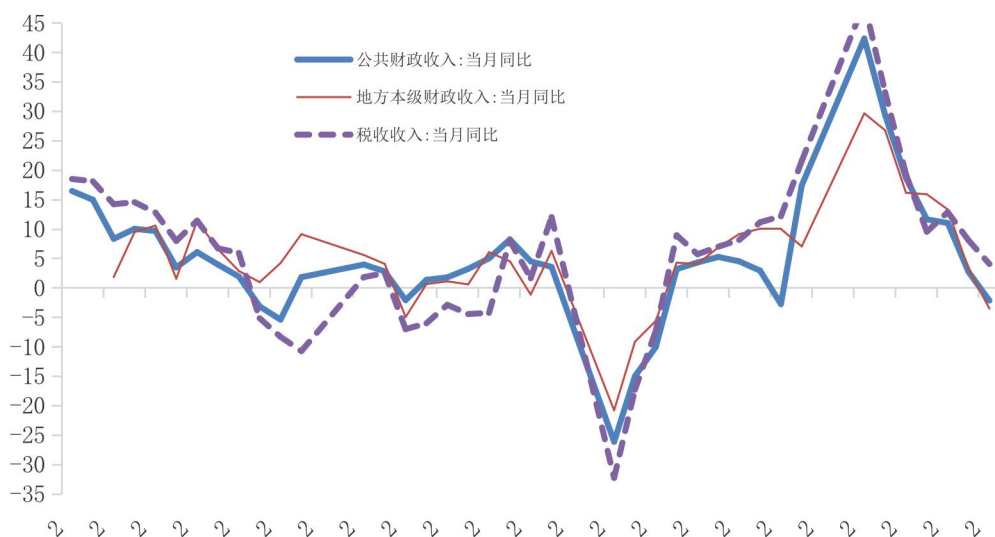


图 16 中国公共财政收入当月同比增速走势

5、宏观经济景气度整体走弱，先行指标下行，外汇与股票市场依然稳定

从先行指标来看，各类先行参数下滑，表明中国宏观经济景气度边际回落，而且结构性指标显示趋势性回落比较明显，经济下行压力比参数反映的更大。

1) 制造业及服务业 PMI 指数由强走弱。9 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.6%，这是自去年 3 月以来首次降至荣枯临界值以下，显示制造业景气水平回落。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数、原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均低

于临界点。8 月份，服务业 PMI 指数一度跌入荣枯临界值以下至 45.2%，9 月份虽有反弹，但相比上半年明显较弱。

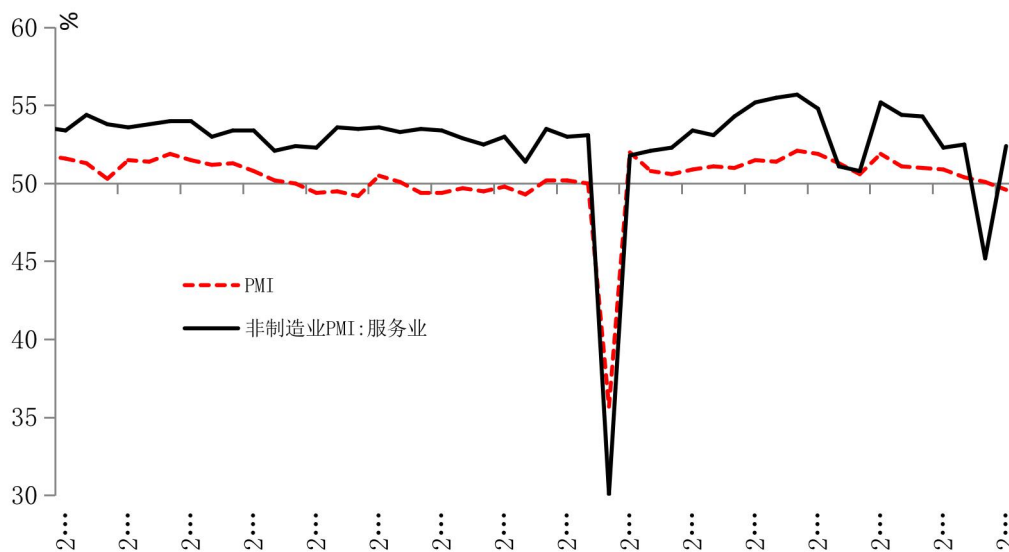


图 17 中国制造业及服务业 PMI 指数总体走弱

2) 深入考虑 PMI 参数的结构性变化，PMI 和非制造业 PMI 主要依靠投入品价格和销售价格参数居高来支撑，而对于未来发展更为重要的新订单和出口新订单都在枯荣线以下。

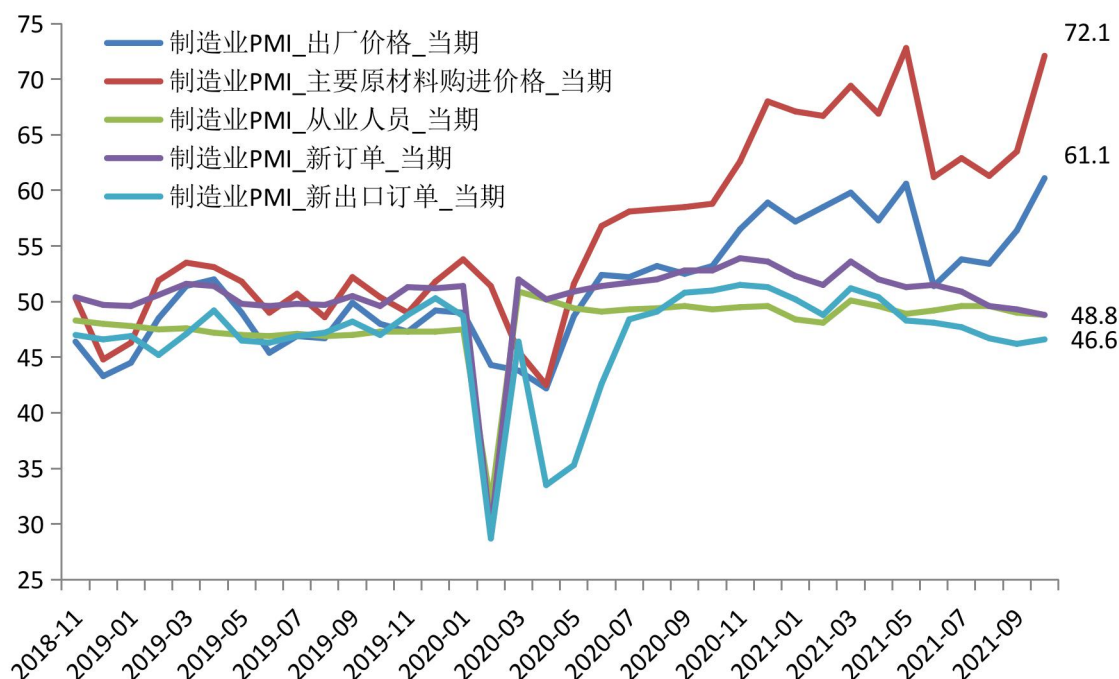


图 18 PMI 参数主要受价格支撑

3) PMI 新订单指数趋势性回落，进入紧缩区间。3 月份以来，PMI 新订单指数开始高位回落，8 月份起跌入 50% 的荣枯线之下，10 月份为 48.8%；新出口订单指数同步回落，10 月份为 46.6%。对比新订单指数与新出口订单指数下

滑，内需市场需求进入关键阶段。

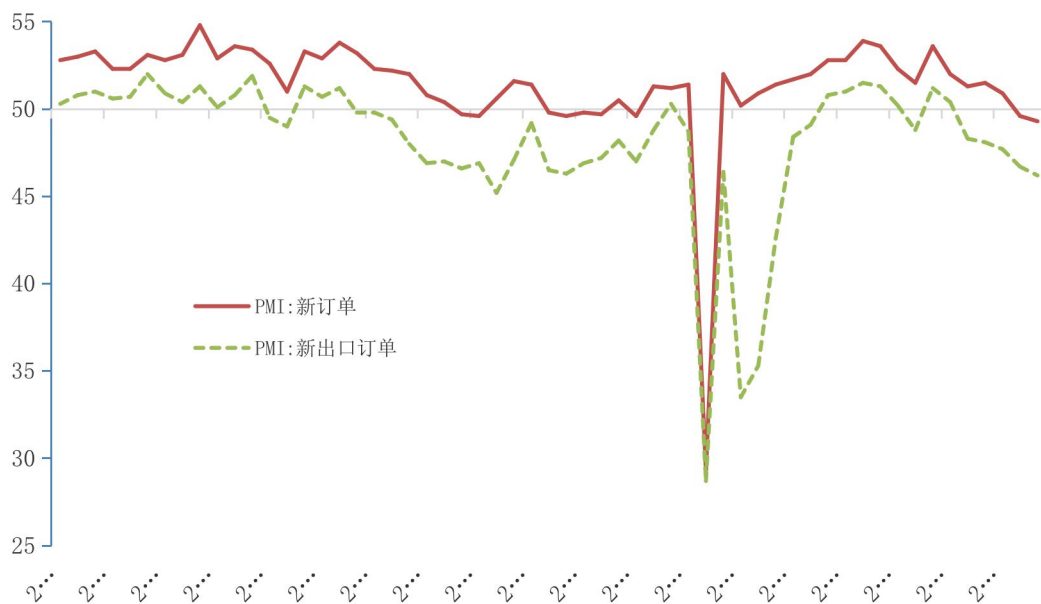


图 19 PMI 新订单指数趋势性回落至紧缩区间

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

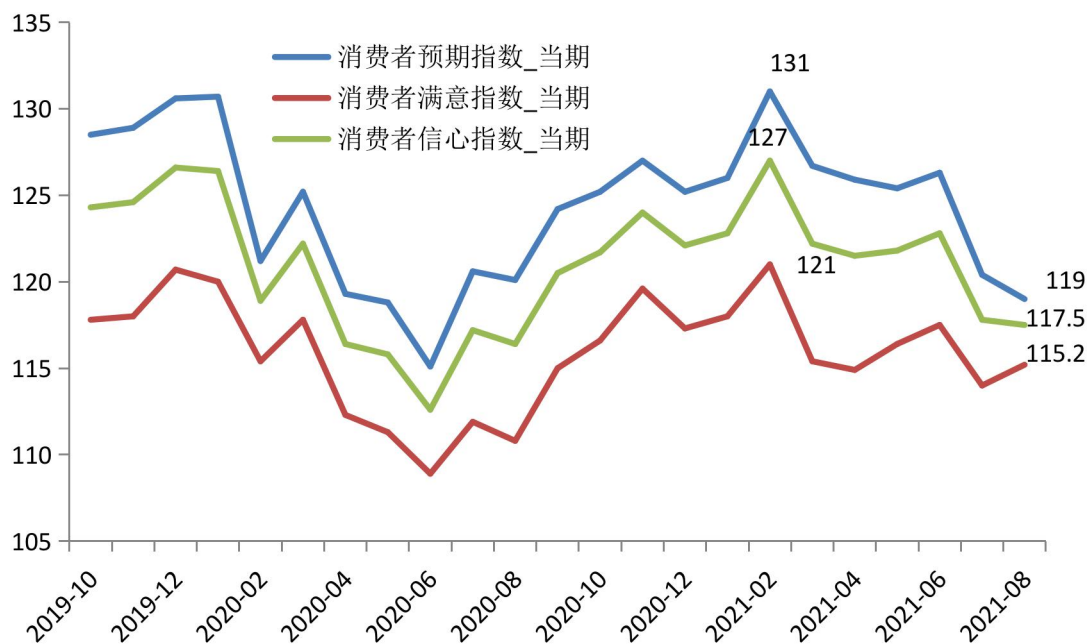


图 20 消费者指数趋势性回落

最后，值得注意的是 2021 年中国宏观经济景气指数的走势，下半年以来先行指数、一致指数、滞后指数已经全部下行。与以往周期所不同的是，三者发生转折的顺序则是滞后指数在前、先行指数在后，这表明当前中国宏观经济运行逻辑与以往时期存在本质区别，对于当前经济形势的认识和下阶段的判断绝不能简单化处理。

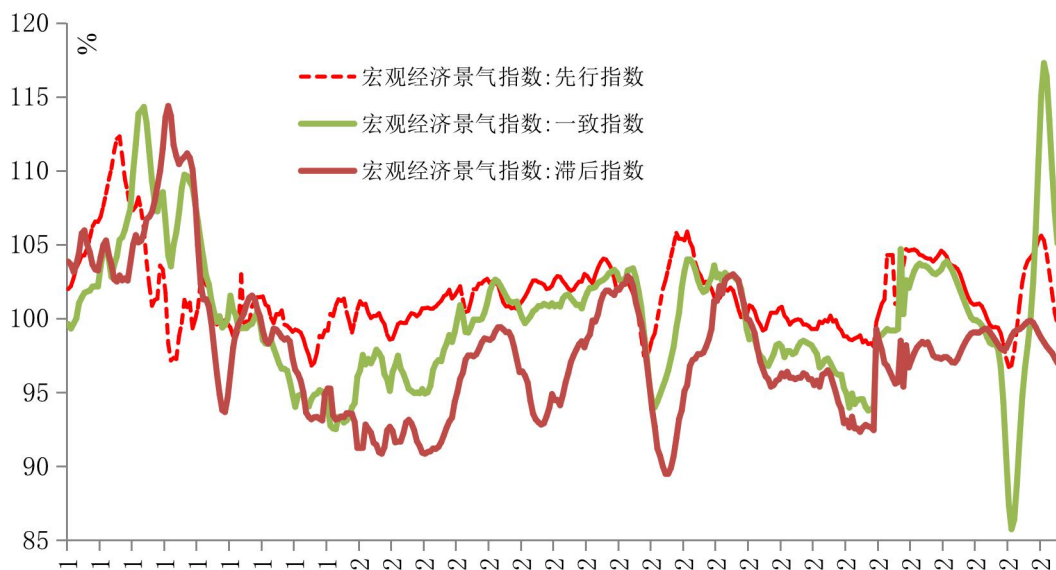


图 21 先行指数、一致指数、滞后指数走势

说明：一致指数反映当前经济的基本走势，由工业生产、就业、社会需求（投资、消费、外贸）、社会收入（国家税收、企业利润、居民收入）等 4 个方面合成；先行指数是由一组领先于一致指数的先行指标合成，用于对经济未来的走势进行预测；滞后指数是由落后于一致指数的滞后指标合成得到，用于对经济循环的峰与谷的一种确认。

受出口强劲支撑，人民币汇率稳中有升。9 月份，官方外汇储备为 32006 亿美元，比 2019 年同期增加 1082 亿美元，人民币兑美元汇率从 2019 年同期的 7.07 大幅升值至 6.49。人民币汇率的持续升值反映了中国经济基本面的不断改善，也反映了国际市场对人民币币值稳定的信心。

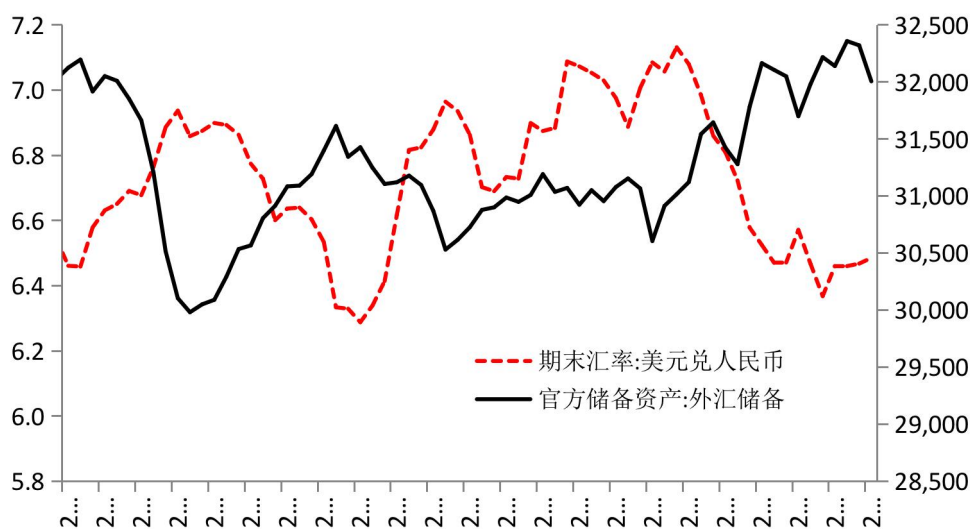


图 22 人民币汇率和官方外汇储备走势

股票市场总体稳定，股权融资功能增强。截至 2021 年 10 月 18 日，上证综合指数、深证综合指数、沪深 300 指数分别较 2019 年底上涨 17.0%、39.4%、19.0%。上证 A 股总市值较 2019 年底增长 30.4%，平均市盈率从 14.3 倍提高至 16.3 倍。非金融企业境内股票融资规模快速增长，2020 年达到 8923 亿元，比 2019 年增长 1.6 倍，2021 年前三季度为 8142 亿元，比 2020 年同期增长 33.5%。

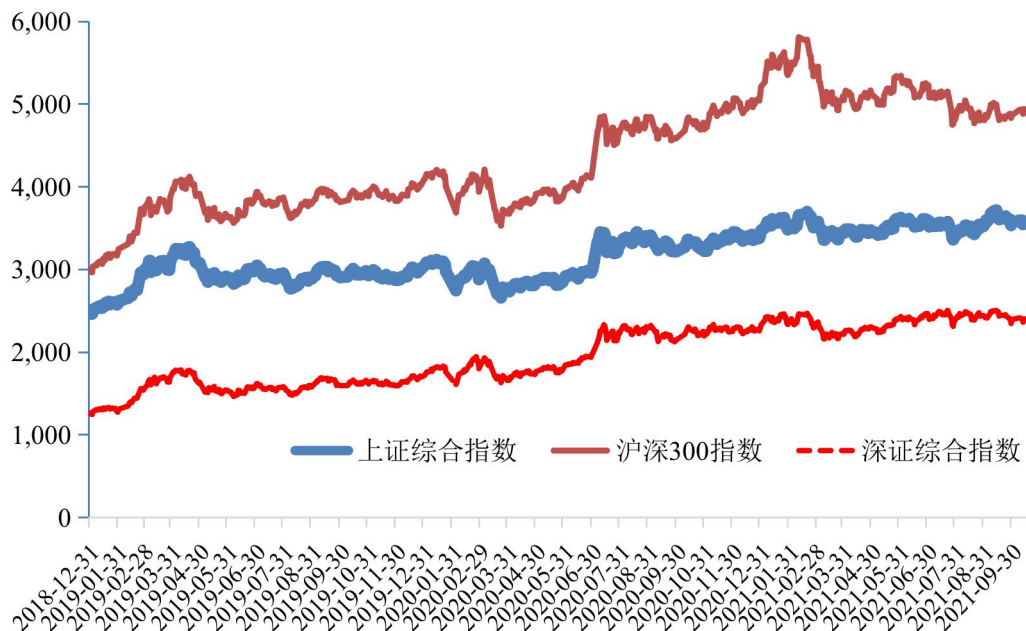


图 23 中国三大股指走势

总体来讲，当前经济复苏依然在可控的范围之内。上半年中国经济较为强劲的增长为完成全年预期目标打下了坚实的基础，然而三季度以来出现的新一轮经济下行压力，意味着经济复苏基础还不稳固、复苏进程还面临不确定性。从谨慎乐观的角度讲，在供给面全面修复、外需依旧稳健的情况下，只要宏观政策重新调整定位，使得内需加速提升、国民经济循环畅通，经济增长的内生动力必将不断增强，中国宏观经济也将重回稳健复苏轨道。

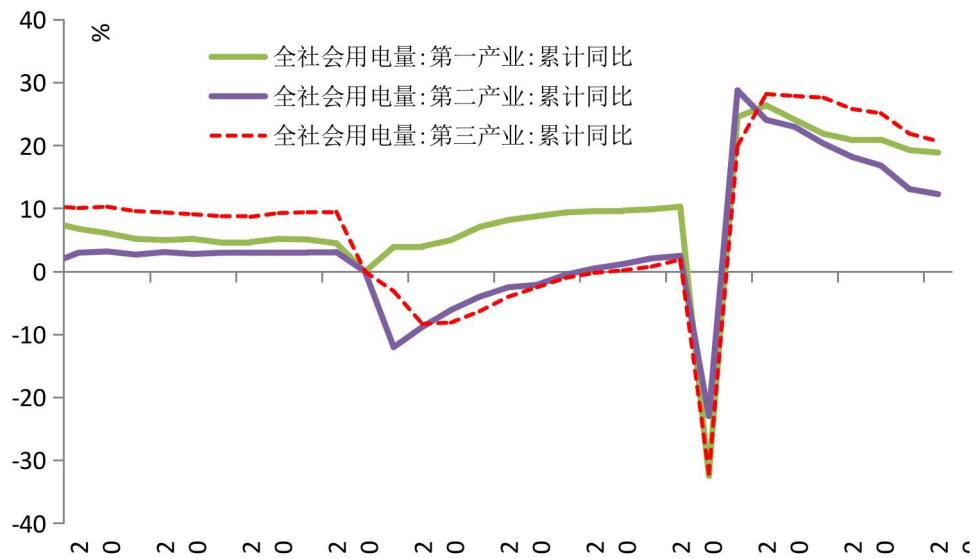


图 24 中国三大产业用电量指标增长强劲

第三部分 短期下行压力加大的中国宏观经济

2021 年中国宏观经济复苏的进程十分复杂，影响经济复苏进程的力量既有外生因素也有内生因素，既有短期波动和周期调整，也有中长期结构性因素的冲击，更有政策协调的因素。新冠疫情的反复、极端天气的出现、大宗商品价格的高企、宏观经济政策的快速常态化、房地产和碳减排等结构性调整政策的同步实施、金融风险的控制以及平台整顿引发的社会舆情变异，使中国宏观经济下行的压力自 2 季度持续上扬，经济复苏进程有所放缓，负向产出缺口有所扩大，前高后低的态势明显放大。从综合角度来看，即使宏观经济政策进行快速调整，也难以对冲多因素、多层次的下滑压力，2021 年第四季度中国宏观经济复苏将持续乏力，经济增长速度将进一步回落。当前及未来一段时期，中国经济主要面临以下主要几大风险点。

1、内需持续不足导致经济复苏动力不断弱化超过荣枯临界点的风险

去年二季度至今，我国经济内需偏弱的供需结构失衡问题就一直持续存在，并随着时间的推移而不断强化，导致宏观经济体系指标比例越来越不协调，内生复苏动力边际减弱，目前已经达到了一个临界点。从核心宏观经济指标两年平均增速对比来看，工业生产和出口的高速增长是支撑 2021 年中国经济增长的核心力量，但由于消费和投资持续低迷，9 月份工业增加值同比增长 3.1%，增速已经下滑至临界点以下，10 月份制造业 PMI 指数下滑至 49.2%，已经连续 2 个月处于紧缩区间。服务业由于兼具供给和内需双重属性，复苏进度持续徘徊不前。三季度，经过季节性调整后的实际 GDP 环比增速仅为 0.2%（折年率为 0.8%），不仅相比二季度的 1.2% 回落幅度过大，也显著低于正常时期的环比增速（2018、2019 年同期实际 GDP 环比增速均为 1.3%）。三季度环比增速放缓，也使得经济同比增速和两年平均增速“破 5”，均为 4.9%。

在内需恢复仍不充分、供需结构仍不平衡的情况下，消费和投资需求的进一步下滑尤其值得高度关注，特别是随着时间的推移，消费相比增长趋势线的缺口持续扩大，制造业投资和民间投资复苏力度又难以弥补基建投资和房地产投资的较快回落。一个值得警惕的关键问题是，外需较强掩盖了内需极弱的总需求不足矛盾，而且与当前加快构建以国内大循环为主体的双循环新发展格局明显相悖。其结果是，出口的超预期增长难以发挥向投资和消费等的溢出传导效应，反而使得企业盈利和投资预期紊乱，居民收入和消费信心不足，叠加疫情防控期延长，内需不足的问题难以自我纠正。三季度以来的疫情演化和经济形势变化充分说明，供给向上拉动需求的力量已经式微，需求向下拖累供给的力量反而加速抬头。

表 3 中国宏观经济核心指标增长对比

	2019 年	2021 年 1 季度 (两年平均)	2021 年 1-2 季度 (两年平均)	2021 年 1-3 季度 (两年平均)
国内生产总值增速	6.0	5.0	5.3	5.2
第一产业增加值	3.1	2.3	4.3	4.8
第二产业增加值	4.9	6.0	6.1	5.6
工业增加值	5.7	6.8	7.0	6.4
制造业增加值	6.0	6.9	7.5	7.0
第三产业增加值	7.2	4.7	4.9	4.9
服务业生产指数	6.9	6.8	6.8	6.4
社会消费品零售总额	8.0	4.1	4.4	3.9
固定资产投资总额	5.4	2.7	4.5	4.0
房地产开发投资	9.9	7.6	8.2	7.2
基础设施投资	3.8	2.3	2.4	0.4
制造业投资	3.1	-2.0	2.0	3.3
出口总额（美元计价）	0.5	13.3	13.8	14.6
进口总额（美元计价）	-2.7	11.9	13.1	13.5

注：国内生产总值、三大产业增加值为实际增速，其余为名义增速。

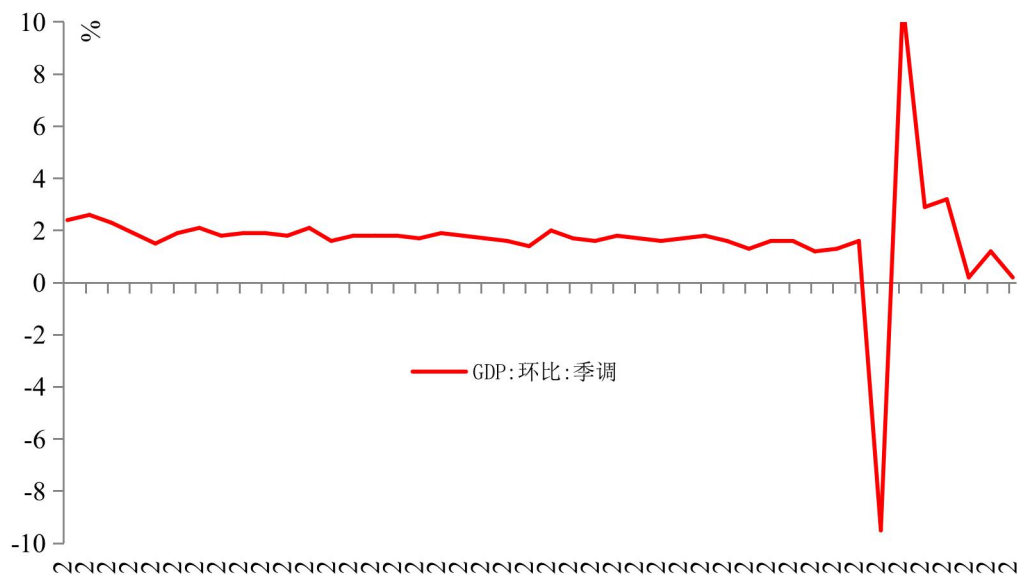


图 25 实际 GDP 环比增速放缓

2、出口的超预期增长难以充分发挥溢出效应导致投资预期紊乱的风险

2020 年全球各国经济都笼罩在新冠疫情阴影之下，而我国 GDP 总量首次突破百万亿，比 2019 年增长 2.3%，是全球唯一实现经济正增长的主要经济体，其中贸易对我国 GDP 增长起到了关键性支撑作用。在疫情暴发之前，2017 年-2019 年每季度货物和服务净出口对 GDP 增长贡献率平均仅为 3.0%，平均拉动 GDP 增长 0.2 个百分点，甚至不少季度净出口的增长贡献为负值；在疫情暴发之后，在经历了 2020 年第一季度大幅度震荡后，出口快速回稳攀升，净出口对 GDP 增长维持较高的正贡献，成为拉动经济复苏的重要引擎；2020 年第二季度至 2021 年第三季度净出口对 GDP 的季度平均增长贡献率高达 20.4%，平均拉动季度 GDP 增长 1.2 个百分点。随着我国高利润率的设备工业产品出口持续增长以及国际市场需求逐步回升，预计在未来一段时间内我国净出口将保持缓慢增长，对 GDP 增长贡献率仍会维持正向支撑。

具体来看，从拉动经济增长的“三驾马车”来看，投资和消费一直是经济增长的主力因素。在疫情暴发之前，2017 年-2019 年投资和消费对每季度 GDP 的增长贡献率平均分别为 37.0%和 60.0%，货物和服务净出口对经济增长贡献率非常小，该期间净出口对季度 GDP 增长贡献率平均仅为 3.0%，平均拉动 GDP 增长 0.2 个百分点，甚至 2017 年第一季度、2018 年第一至第三季度、2019 年第四季度净出口的增长贡献为负值。在经历 2020 年第一季度大幅度震荡后，进出口快速回稳，净出口对 GDP 增长维持较高的正贡献，成为拉动经济复苏的重要引擎。2020 年第一季度至 2021 年第三季度净出口对 GDP 的季度平均增长贡献率高达 19.7%，尤其是 2021 年第一季度 GDP 增长 18.8 个百分点，净出口拉动 4.4 个百分点，是近十年来最好的水平。

在 2021 年第一季度之后，净出口对 GDP 增长拉动的贡献率有所下降，2021 年第二季度净出口对 GDP 增长贡献率下降为 9.7%，第三季度回升至 21.7%。近年来我国工业经济结构不断转型升级，相应的出口产品也向高端化转变，传统初级产品、原材料和劳动密集型产品出口日渐减少，而以车辆和机电为代表的设备工业产品出口持续攀高，这些高利润率的设备工业产品出口增长能够继续支撑净出口对 GDP 增长的正向贡献率，并且 2021 年以来世界各国疫情逐渐得到控制，世界经济呈现复苏态势，国际市场需求逐步回升，因此我国净出口有望在未来一段时间内保持正向增长，预计净出口对 GDP 的增长贡献率仍会维持在正值区间。

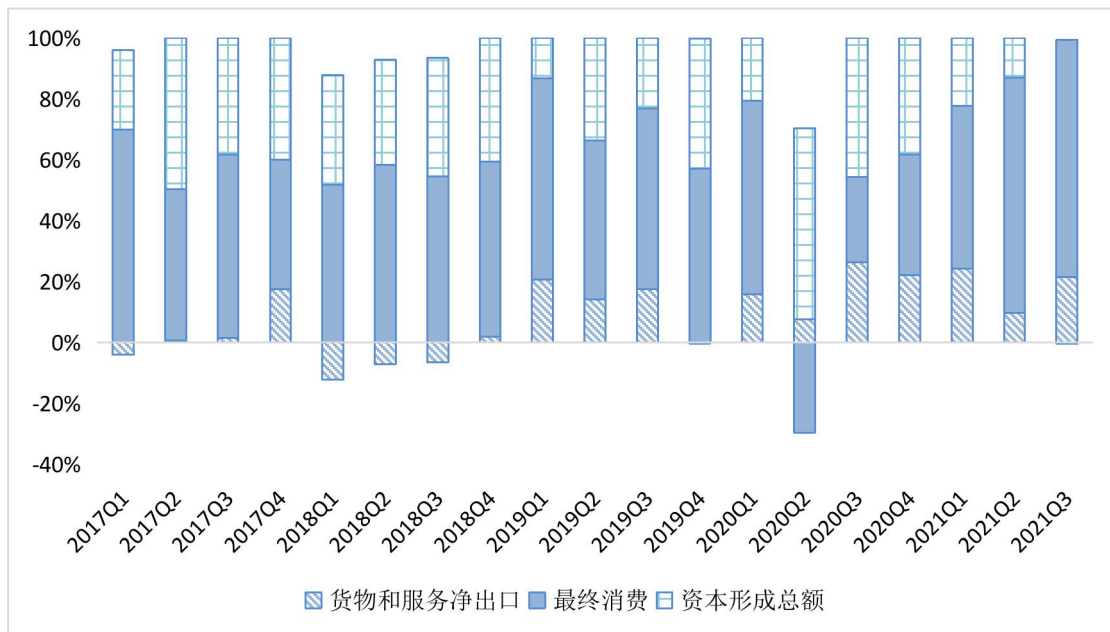


图 0-26 2017-2021 年三大需求对 GDP 的增长贡献率

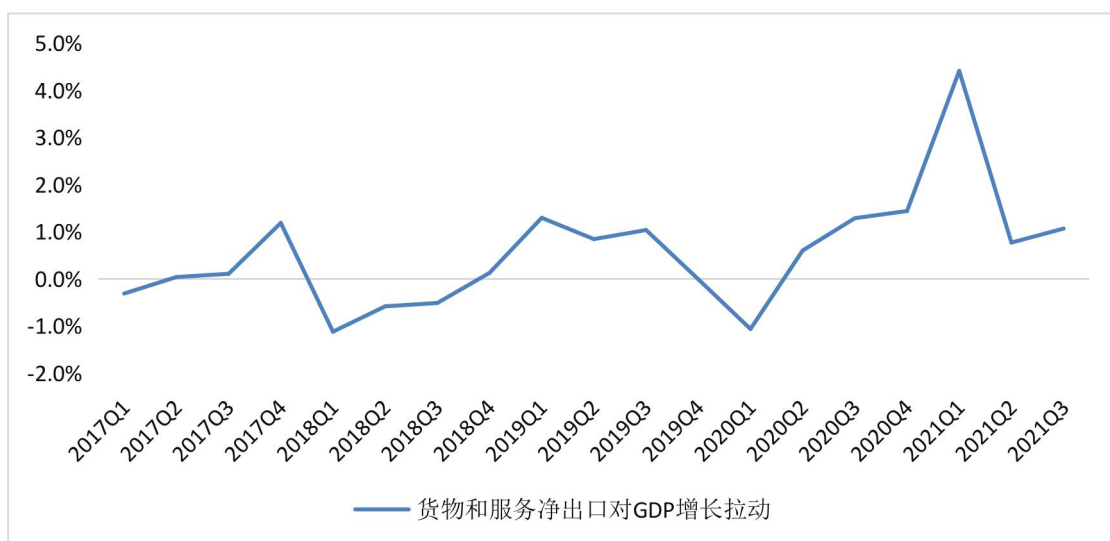


图 0-27 2017-2021 年货物和服务净出口对 GDP 增长拉动

但值得注意的是，从简单的开放性发展战略转向双循环新发展格局战略的大转变意味着，尽管我国出口的超预期增长产生了上述短期增长拉动效应，但却难以像以往那样充分发挥对企业投资的溢出传导效应，甚至带来投资预期的紊乱，即尽管外贸企业的短期绩效指标明显改善，但对未来却充满悲观预期。

一方面，在加快构建以国内大循环为主体的双循环新发展格局下，由于内需迟迟没有常态化，尽管企业绩效出现明显改善，但企业经营压力和资金周转压力不减。8 月末，规模以上工业企业应收账款 18.1 万亿元，同比增长 12.1%，产成品存货 5.2 万亿元，增长 14.2%，无论是规模还是增速均处于近年来较高水平，说明企业库存积压问题较为突出，企业间资金周转较为紧张。这也导致

9 月份工业生产明显放缓，规模以上工业增加值同比实际增长 3.1%，两年平均增长 5.0%，环比增长 0.05%。截至 9 月末，规模以上工业企业应收账款 18.3 万亿元，同比增长 11.5%，产成品存货 5.2 万亿元，增长 13.7%。

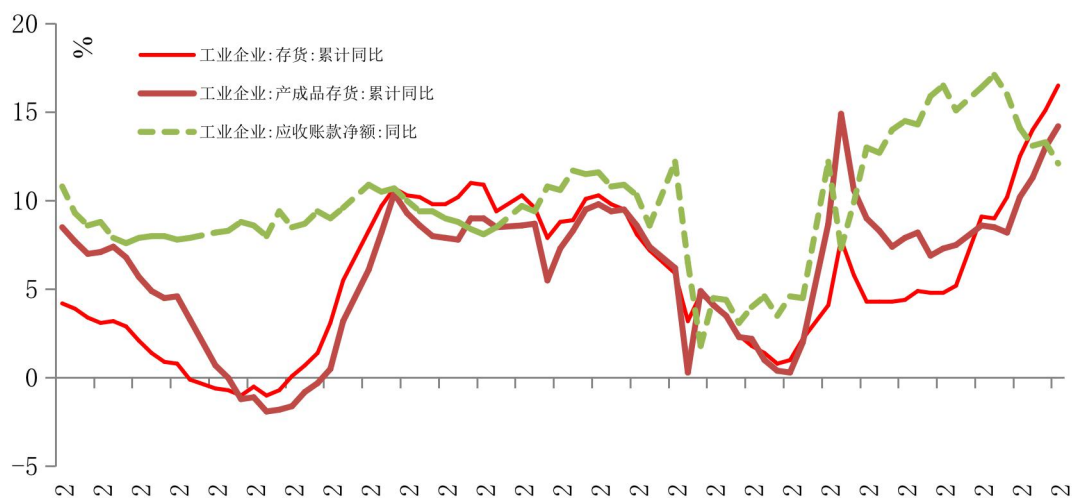


图 28 中国工业企业面临库存积压和资金周转困难

另一方面，尽管随着企业绩效的修复，制造业投资与民间投资加快复苏，同比增速高于总体投资增速，投资占比不断提高，但是从固定资产投资的三大构成看，设备工器具购置投资持续低迷。1-9 月份，建筑安装工程投资同比增长 11.5%，比 2019 年同期增长 12.5%，其他费用投资增长 1.9%，比 2019 年同期增长 10.3%，但是，设备工器具购置投资同比减少 3.8%，比 2019 年同期减少 13.5%。设备工器具购置投资持续负增长，表明企业投资的信心恢复得还不充分，中期预期还比较低迷。如何激发市场主体的积极性和活跃程度，总体走出信心不足的局面，依然是下阶段政策调整和制度改革的一个重点。

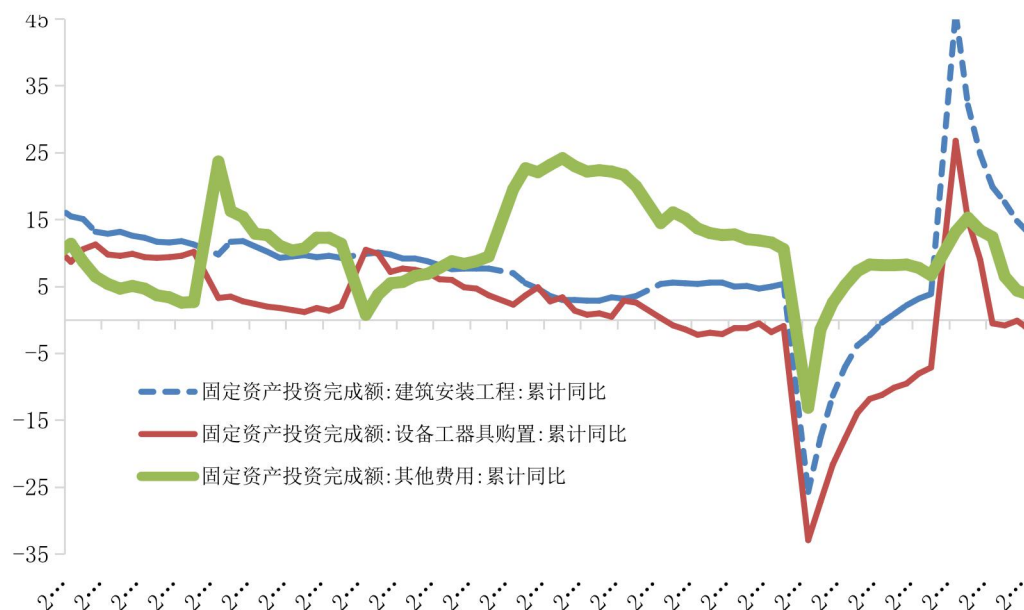


图 29 中国投资复苏的基础并不稳固

在基建和房地产投资放缓的情况下，企业投资预期低迷导致固定资产投资增速全面回落的风险。在严控房地产市场的约束下，房地产开发贷款增速持续较快下滑，资金周转风险上扬，部分前期业务扩张激进的房企出现严重违约，房屋新开工面积和土地购置面积走势弱化，预示着未来房地产投资下行压力急剧加大。同时，随着专项债发行规模的收窄和地方政府行为模式的调整，基建投资增长动力明显不足，基建投资增速持续低于总体投资增速，对投资的拉动作用从逆周期调节变为顺周期变化。

3、居民未来收入信心低迷导致消费增长潜力出现“永久性下滑”的风险

当前就业形势总体稳定，全国居民人均可支配收入与经济增长基本同步，但是居民对于未来收入信心严重不足，消费行为出现保守化倾向。根据央行城镇储户问卷调查，2021 年居民未来收入信心指数整体处于历史性低位，三季度进一步下滑至 49.5%，跌入紧缩区间。相应地，2021 年居民存款余额同比增速保持高位运行，消费支出保守化倾向明显，终端需求不足必然影响国民经济循环。特别是进入三季度以来，居民消费支出持续低迷，从两年平均增速来看，实际消费增长几乎停滞。我们判断，消费增长潜力可能已经出现“永久性下滑”，这对于经济增长和加快构建以国内大循环为主体的双循环新发展格局非常关键。

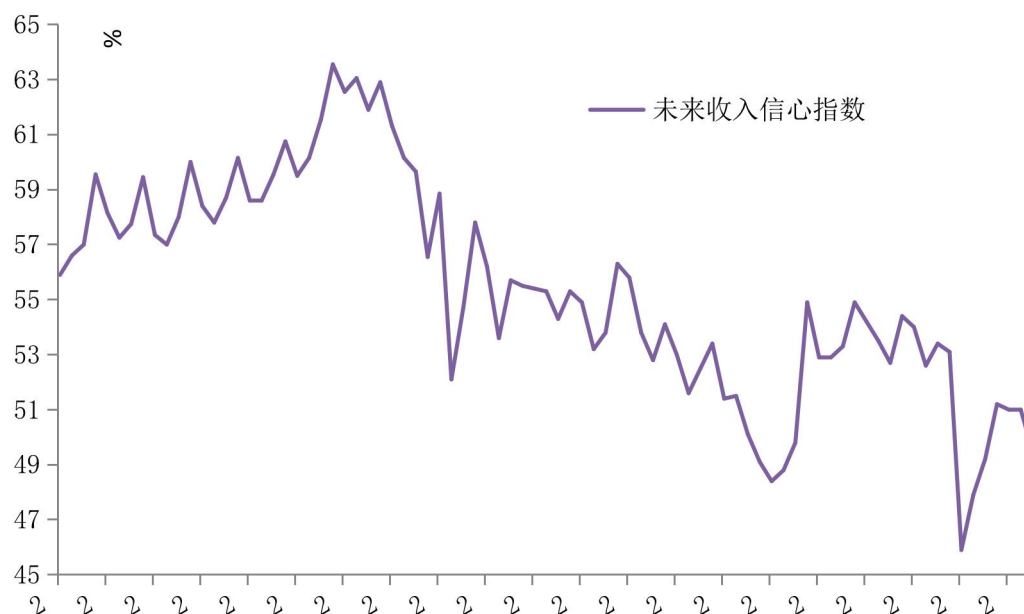


图 30 居民未来收入信心指数下滑

去年下半年至今年上半年，各类经济主体绩效持续改善，企业恢复盈利、居民收入实现增长、财政收入获得支撑。2020 年企业存款余额、居民存款余额同比增速跃升至历史高位，形成“蓄势待发”之势。2021 年企业存款开始陆续

投入使用，余额增速向常态水平回落，但是居民存款余额增速持续保持高位，消费支出保守化倾向明显。

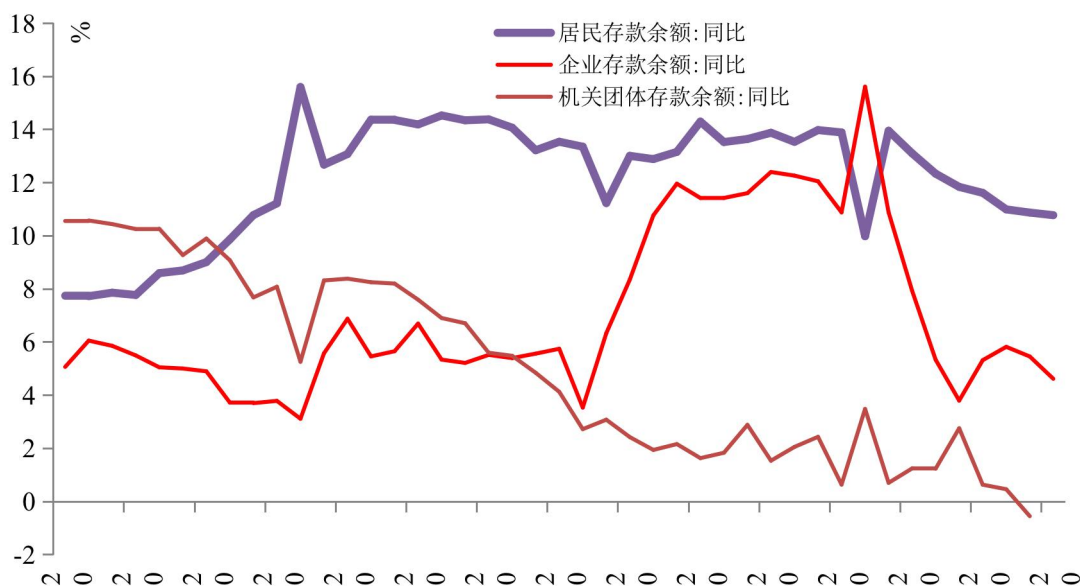


图 31 各类存款余额同比增速变化情况

2021 年以来，消费的两年平均增速始终低位徘徊，第三季度下行压力再度加大，特别是 8 月份一度出现负增长。从中长期来看，近 5 年来，我国消费的实际同比增速呈现加速下滑趋势。2015 年及之前的社会消费品零售总额实际增速在 10% 以上，2016 年为 9.6%，2017 年为 9.0%，2018 年下降至 6.9%，2019 年进一步下降为 6.0%，其中 2019 年 10-12 月，当月同比实际增速已经下滑至 4.9%、4.9%、4.5%。这说明早在疫情暴发之前，消费走低的问题已经较为严重，从原来高于实际 GDP 增速转变为低于实际 GDP 增速，严重偏离了“需求牵引供给、供给创造需求”的动态平衡。2020 年疫情暴发后，消费需求进一步遭遇严重打击，社会消费品零售总额实际同比负增长 5.2%。消费需求不足将严重制约投资需求的扩张。投资在短期内是需求，在中长期又会形成新的供给能力。随着消费需求持续走低，投资增速也面临较大下行压力。

可见，消费的回升潜力可能已经出现“永久性下滑”，这对于经济增长和加快构建以国内大循环为主体的双循环新发展格局非常关键。疫情冲击造成的社会心理变化、就业压力和收入预期下降，使得消费需求持续面临严峻挑战。当前扩大内需的关键在于从趋势上扩大消费，提升中期消费潜力，既需要持续改善居民收入，也需要提高居民对未来收入的信心。

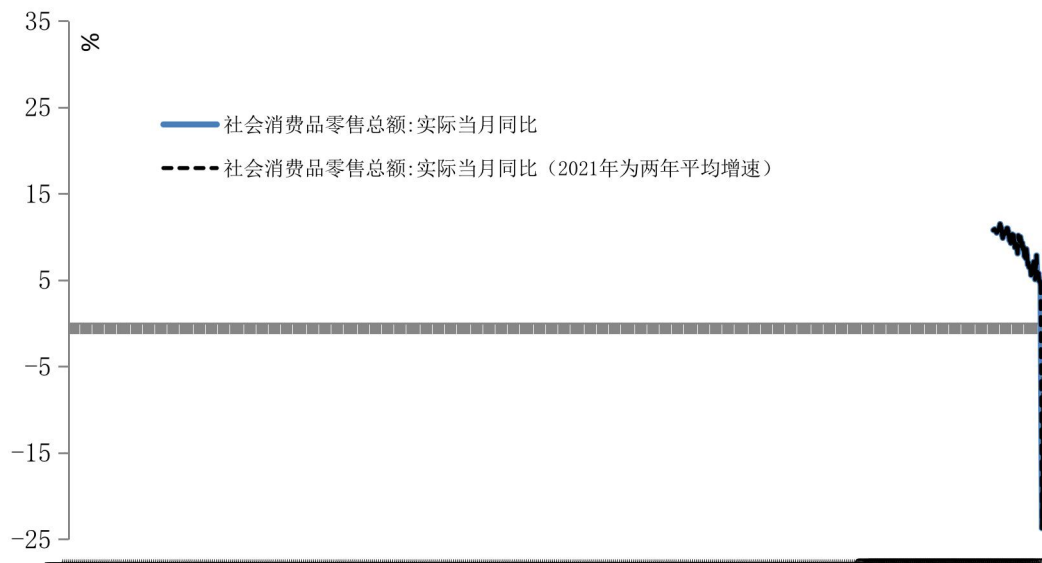


图 32 社会消费品零售总额实际同比增速

4、大宗商品价格上涨和传递效应减弱导致市场复苏内生动力变异的风险

2021 年国际大宗商品价格持续上涨，目前已远超疫情前的水平，叠加国内近期能耗双控和远期双碳目标影响，企业生产成本和 PPI 价格指数急剧上扬。截至 10 月份，布伦特原油现货价平均回升到 83.7 美元/桶，创近五年来的新高。作为原油等大宗商品进口国，能源价格回升推动我国企业生产成本急速上升；PPI 与 CPI、工业购进与出厂价格、进口与出口价格差持续扩大，企业增长的利润空间受到明显侵蚀，中下游企业承受较大成本分摊压力，特别是议价能力较弱的中小企业利润受到挤压。中小企业调查显示，在制造型企业中，九成企业表示大宗商品价格上涨显著增加了原材料采购成本，八成企业表示无法提价，七成企业表示无法提价且无法通过控制其他成本费用支出来维持利润不变。

总体来看，年初以来，受大宗商品价格冲击，我国 PPI 与 CPI、工业购进与出厂价格、进口与出口价格差持续扩大，企业增长的利润空间受到明显侵蚀。一方面，受内需不足影响，CPI 涨幅始终运行在历史低位；另一方面，在全球制造业回升、流动性泛滥、大宗商品出口国疫情持续等诸多因素影响，国际大宗商品价格急速上涨，叠加国内能耗管控趋严，推动 PPI 涨幅较快上扬。

从不同价格指数的涨幅对比来看，国际大宗商品价格上涨导致中国出现输入性通胀和上游成本上涨的冲击，对中国制造业和原材料密集行业带来了较大的压力，但国际大宗商品价格的上涨难以全面解释中国面临的供给端成本冲击的压力。进口价格指数涨幅高于出口价格指数 8 个百分点，生产者购进价格指数高于生产者出厂价格指数 3.6 个百分点，PPI 生产资料价格高于 PPI 生活资料价格 8.1 个百分点，PPI 高于 CPI 达 10 个百分点，说明成本冲击的价格传递效应

很弱，中国各类企业的利润侵蚀从进口到出口、从上游产业到下游产业已经持续逐级递增，大量中小企业难以承受需求下滑与成本上升的两端挤压，市场复苏的内生动力存在变异的可能。

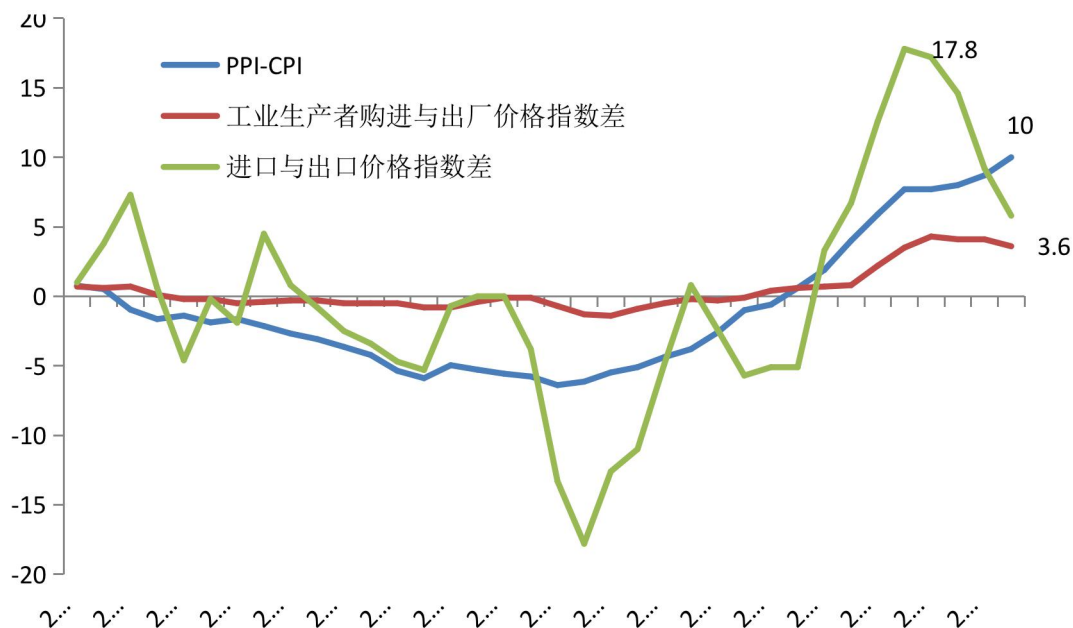


图 33 2021 年三组价差明显扩大

1) “PPI 涨幅-CPI 涨幅”缺口从1月份的0.6个百分点，持续扩大到9月份的10.0个百分点，特别是“生产资料PPI 涨幅-消费品CPI 涨幅”缺口从1月份的0.6个百分点，持续扩大到9月份的14.0个百分点。

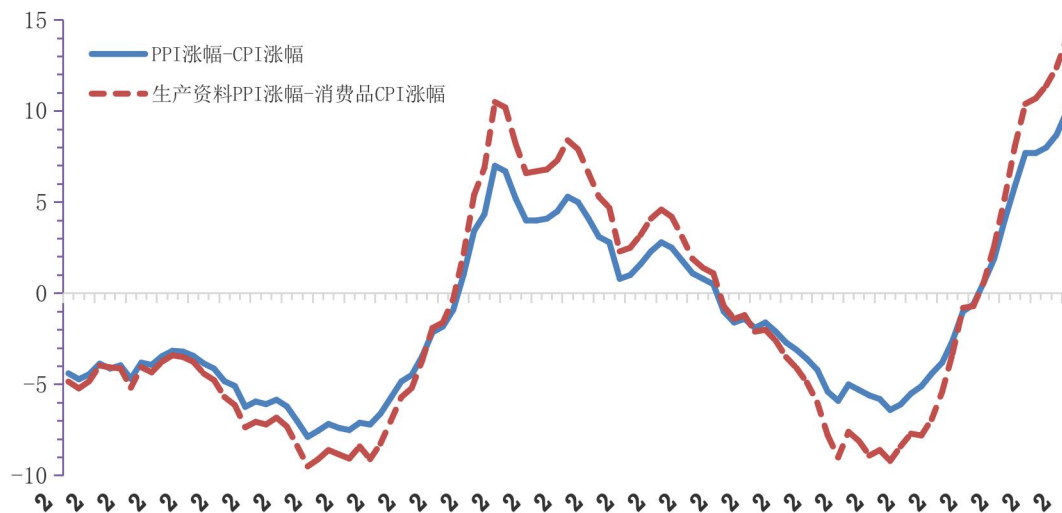


图 34 PPI-CPI 缺口逆转

2) 消费品和服务价格涨幅经过过去几年震荡调整，总体处于低位运行状态。其中，消费品CPI同比涨幅从1月份的-0.1%回升至5月份的1.6%后，再度下行至9月份的0.2%，主要是由于食品价格涨幅从5月份的0.3%再度转跌至-

5.4%；服务品 CPI 同比涨幅从 1 月份的-0.7%持续回升至 9 月份的 1.4%，但仍处于历史较低水平，反映了需求不足的矛盾仍在。

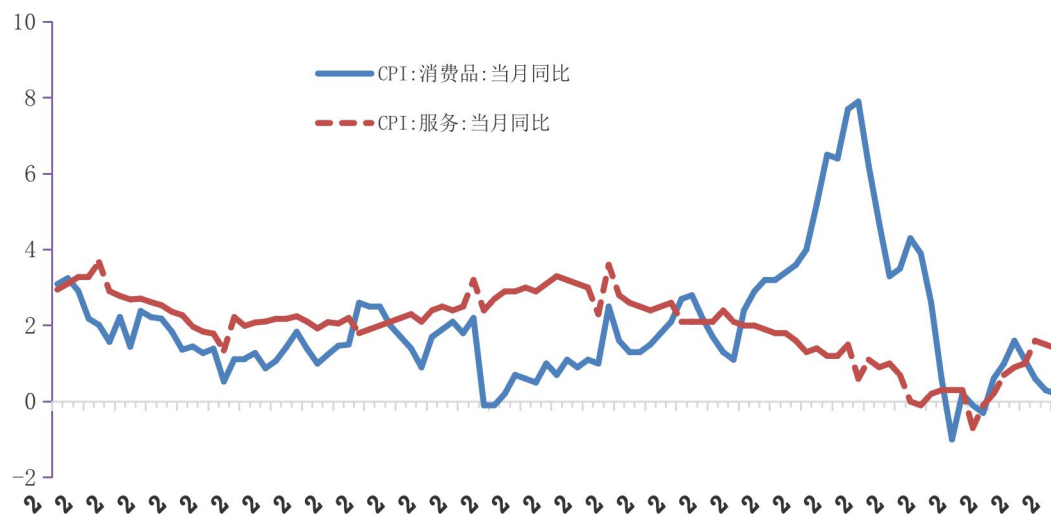


图 35 中国消费品和服务价格涨幅低位运行

3) 相比 CPI 涨幅的低位运行，生产资料价格急速上涨，同比涨幅自年初以来呈现急剧扩大的趋势。生产资料 PPI 同比涨幅从 1 月份的 0.5%急速回升至 5 月份的 12.0%，在 6、7 月份短暂趋稳后，8、9 月份再度飙升至 14.2%；而生活资料 PPI 涨幅仅从-0.2%小幅回升至 0.4%，勉强走出通缩区间。

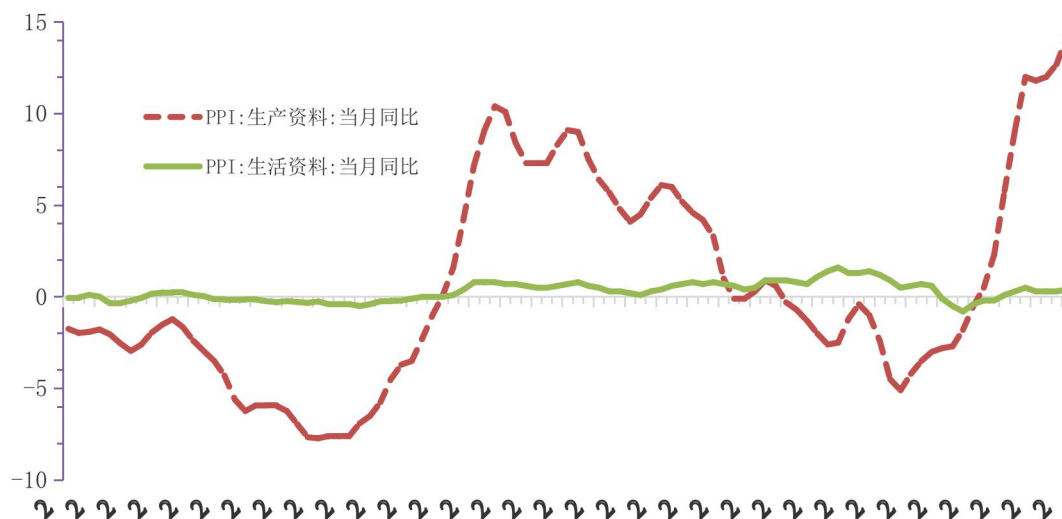


图 36 中国生产资料价格涨幅快速上扬

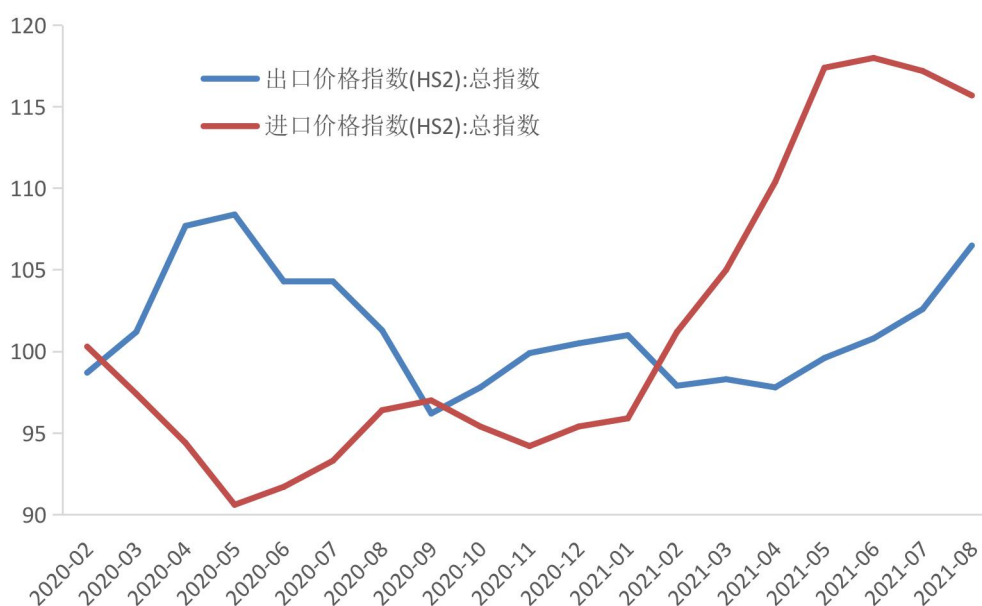


图 37 中国生产资料价格涨幅快速上扬

5、中小微企业恢复速度全面放缓导致经营困难局面难以扭转的风险

相比规模以上企业，中小企业经营压力和脆弱性更大。无论是在疫情期间还是在经济恢复过程中，规模以下企业各方面压力都明显更大。2021 年下半年以来，受国内局部地区疫情散发、洪涝灾害以及周期性和财政政策退出等因素影响，生产和内需恢复动能持续偏弱，经济下行压力明显加大，中小微企业经营恢复速度放缓。

中小企业协会调查显示，中小微企业前三大成本支出项——人力、原材料和房屋租金的压力持续加大，其中微型企业人力成本压力最大，中小型企业原材料成本压力最大；六成以上制造型企业因大宗商品价格上涨导致原材料成本上升、无法提价而致利润压缩至极限；有迫切融资需求的企业中，近七成是为了缓解流动资金压力。在招工用工方面，企业用工需求持续低迷，近六成企业已经超过半年以上未招工。

从中小企业协会公布的指数来看，中国中小企业发展指数在连续 4 个季度上升后，已连续两个季度下降。三季度中小企业发展指数（SMEDI）为 86.7，比上季度下降 0.5 个点，低于去年同期和 2019 年同期水平，处于去年三季度以来的最低点。其中，分行业指数两升一平五降，分项指数全面下降。

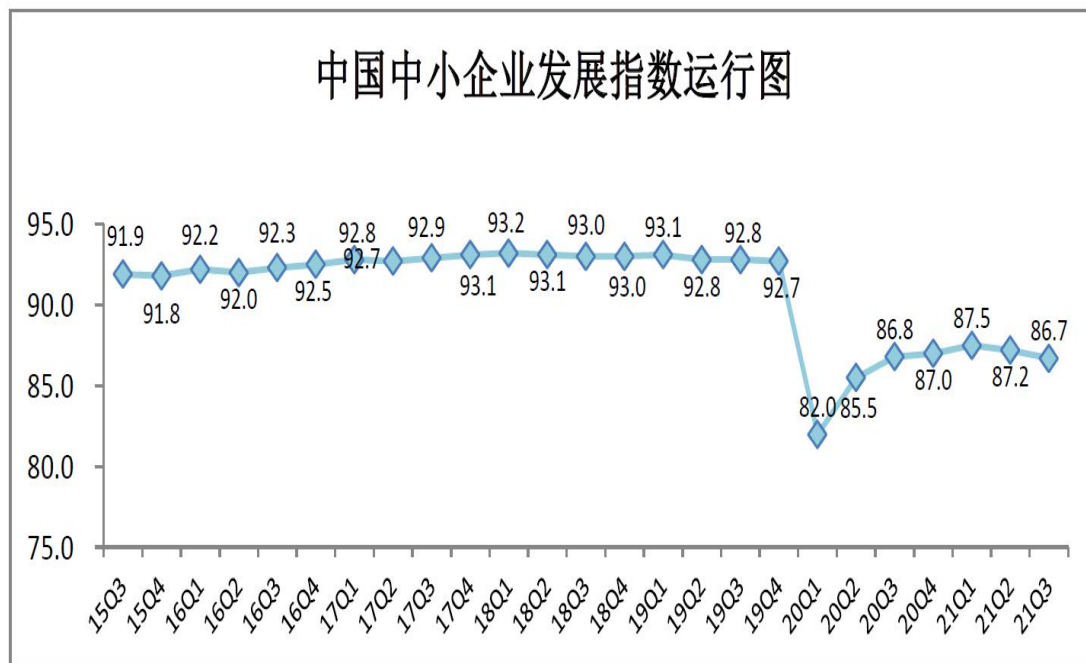


图 38 中国中小企业发展指数运行图

根据经济日报-中国邮政储蓄银行小微企业运行指数，10月指数较9月有所回落。今年下半年以来，小微企业运行指数出现较大波动，而且一直位于收缩区间，这表明受一系列外生冲击影响，小微企业经营面临较大不确定性，运行复苏缓慢。

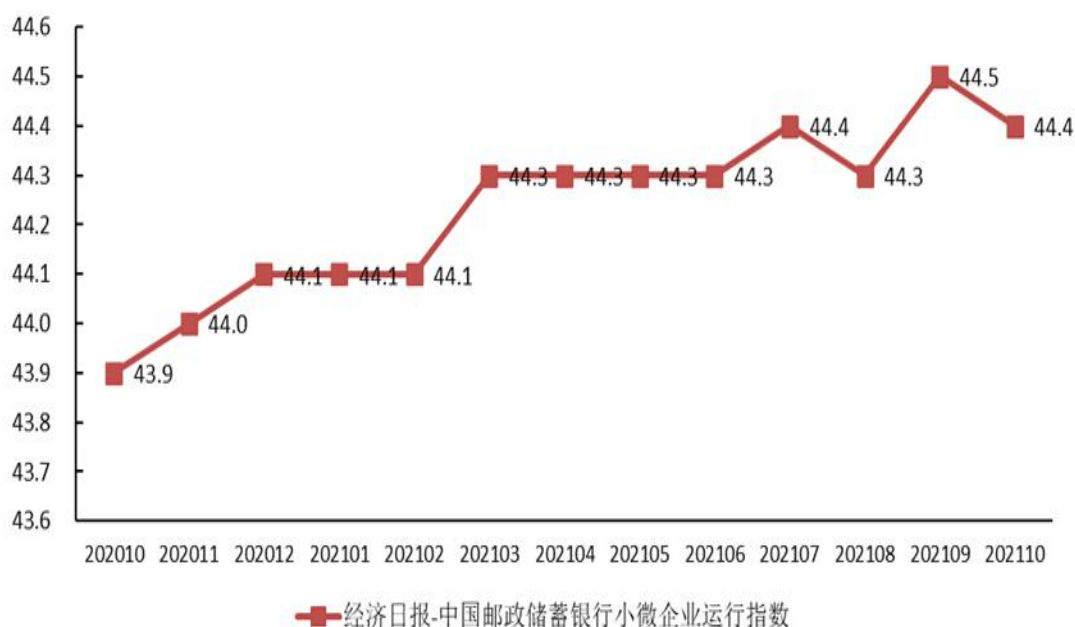


图 39 经济日报-中国邮政储蓄银行小微企业运行指数

根据阿里研究院对平台中小企业调查，中小微企业的经营恢复出现放缓、停滞，尤其中型企业经营困难加剧趋势最为明显。调查向企业询问了“今年三

季度销售额相比去年同期的变化情况”。在全部的受访企业中，9%认为显著增长（涨幅大于20%）、16.9%认为有所增长（涨幅在5%-20%之间）、17.9%认为基本持平（涨跌幅在5%以内）、21.2%认为有所下滑（降幅在5%-20%），另有35%认为显著下滑（降幅大于20%）。与往期调查结果相比较，阿里调查的三季度企业经营状况反馈与二季度保持持平，表明从今年二季度开始，中小微企业经营恢复出现放缓、停滞。这一结果也与中国中小企业协会编制发布的月度“中小企业发展指数（SMEDI）”基本一致。该指数在今年二、三季度连续回落，低于去年同期和2019年同期水平。

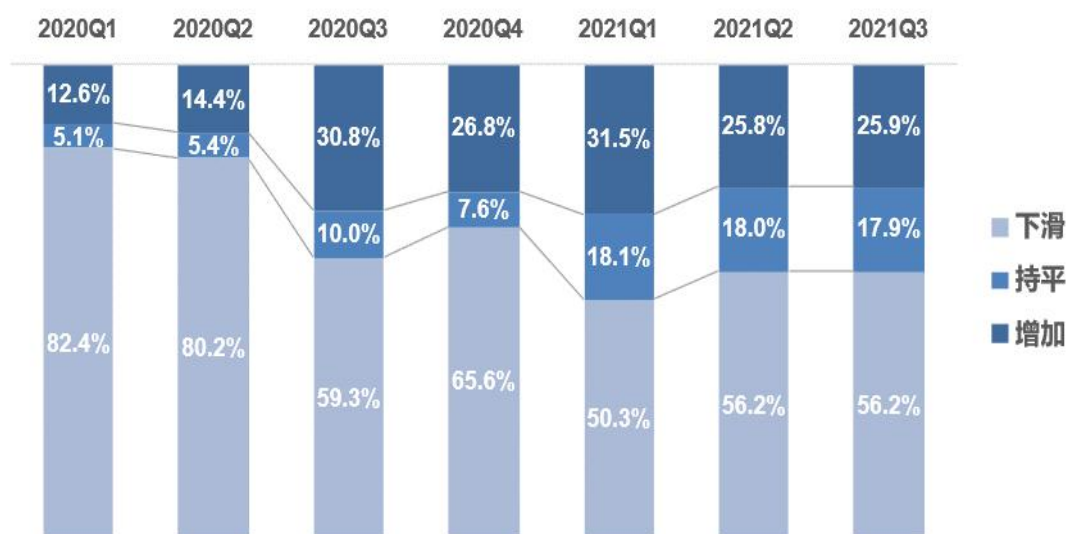


图40 2020年以来各季度受访企业销售额变化的勾选区间

特别值得关注的是，三季度中小微企业复苏放缓的态势是全面性的，且10月以来仍未好转。首先，分内容来看，分项指数全面下降。如下表所示，资金指数由升转降，劳动力指数由平转降，宏观经济感受指数和成本指数继续下降，这四项指数仍保持在景气临界值100以上；综合经营指数、市场指数、投入指数和效益指数均比上季度有所下降，且仍处于景气临界值100以下，效益指数仍然处于最低位。

表4 中小企业景气指数-分项指数

分项指数	2021Q3	2021Q2	涨幅 (21Q3-21Q2)
总指数	86.7	87.2	↓ -0.5
宏观经济感受指数	100.6	101.3	↓ -0.7
综合经营指数	95.7	96.4	↓ -0.7
市场指数	79	79.2	↓ -0.2
成本指数	115	116.2	↓ -1.2
资金指数	101.7	102.2	↓ -0.5
劳动力指数	105.2	105.4	↓ -0.2
投入指数	81.3	81.5	↓ -0.2
效益指数	61.7	62.2	↓ -0.5

其次，分行业来看，与第二季度相比，第三季度分行业指数两升一平五降。从中国中小企业协会公布的分行业指数来看，除批发零售业和住宿餐饮业指数分别上升 0.1 个点和 0.2 个点，交通运输邮政仓储业指数持平外，工业、建筑业、房地产业、社会服务和信息传输计算机软件业比上季度分别下降 0.7、0.7、0.8、0.3 和 0.3 个点，八个分行业指数均处于景气临界值 100 以下。

表 5 中小企业景气指数-分行业

分行业	2021Q3	2021Q2	涨幅 (21Q3-21Q2)
总指数	86.7	87.2	↓ -0.5
工业	87.2	87.9	↓ -0.7
建筑业	90.7	91.4	↓ -0.7
交通运输	76.9	76.9	→ 0
房地产	94.3	95.1	↓ -0.8
批发零售业	87.3	87.2	↑ 0.1
社会服务业	88.3	88.6	↓ -0.3
信息传输软件业	83.3	83.6	↓ -0.3
住宿餐饮业	67.8	67.6	↑ 0.2

最后，10 月以来放缓态势并未好转。根据“经济日报-中国邮政储蓄银行小微企业运行指数”，10 月份，七大行业小微企业指数呈现“两平五降”态势。其中农林牧渔小微企业运行指数为 43.6，下降 0.2 个点；制造业小微企业运行指数为 45.3，与上月持平；建筑业小微企业运行指数为 40.7，下降 0.1 个点；交通运输小微企业运行指数为 43.1，与上月持平；批发零售小微企业运行指数为 45.6，下降 0.2 个点；住宿餐饮业小微企业运行指数为 40.4，下降 0.1 个点；服务业小微企业运行指数为 41.4，下降 0.1 个点。

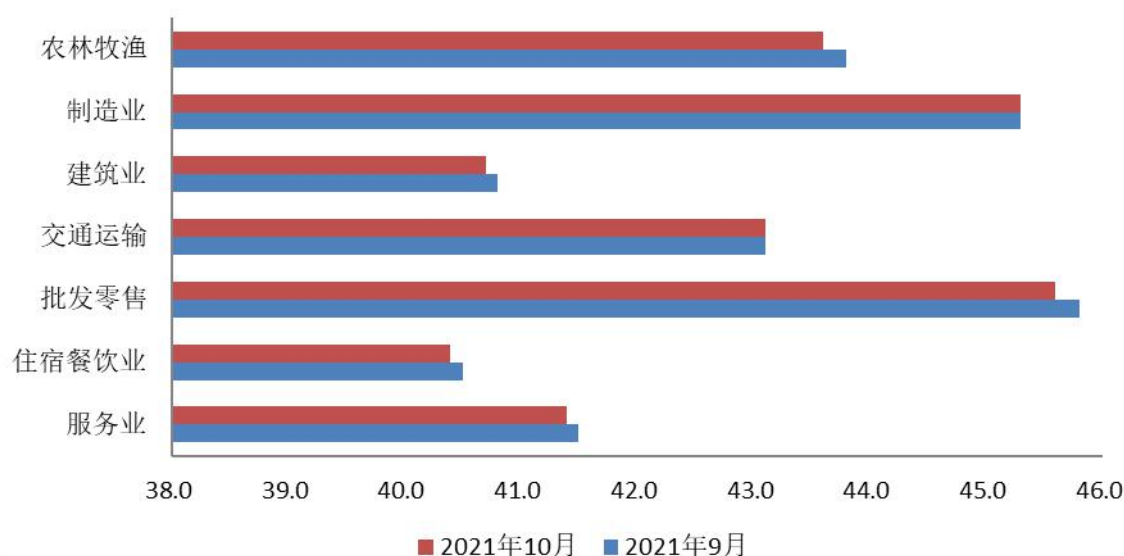


图 41 经济日报-中国邮政储蓄银行小微企业分行业指数

总体来看，中小企业发展指数反映出中小企业三季度运行情况有以下主要特点：企业信心有待稳固，市场预期有所回落，经营成本持续上升，资金紧张局面有所抬头，劳动力供应上升、需求下降，企业效益仍处低位，投资意愿仍显不足，行业景气状况继续分化。

6、就业领域结构性问题突出导致未来失业压力再度反弹的风险

2021年以来，失业率持续下降，就业状态不断改善，但敏感群体就业压力依然较大，特别是毕业生和农民工群体就业和收入受冲击相对较大。疫情以来，16-24岁人口与25-59岁人口的失业率走势分化，显示青年群体的就业压力相对较大。9月份，25-59岁人口调查失业率为4.2%，已经低于疫情前的水平，但16-24岁人口调查失业率高达14.6%，仍明显高于疫情前的水平。2021年高校毕业生规模达到909万人，创历史新高，随着高校毕业生集中进入劳动力市场，大学生群体就业持续承压。

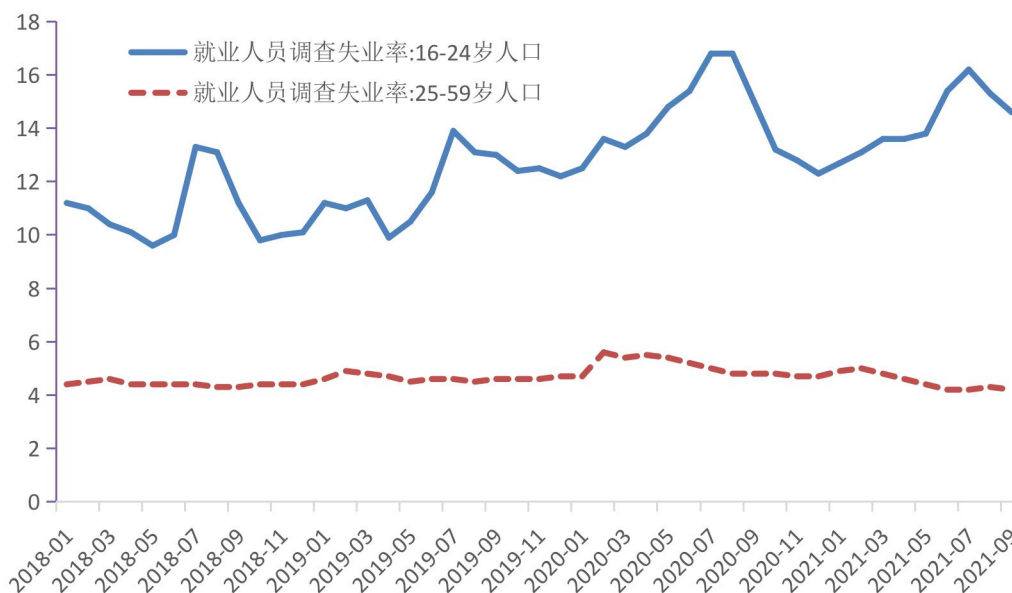


图 42 中国不同年龄群体失业率走势分化

农民工群体就业形势好转，但累计收入损失依然较大。2020年农村外出务工人员人数同比减少2.7%，农村外出务工月均收入同比增长2.8%，两方面因素合计，农民工群体外出务工总收入与2019年基本持平，低于全国居民收入增长水平。2021年前3季度，农村外出务工人员人数同比增长2.0%，但比2019年同期减少0.2%；农村外出务工月均收入同比增长10.4%，比2019年同期增长12.7%，两年平均增长6.2%；农民工群体外出务工总收入比2019年同期增长12.5%，两年平均增长6.1%，仍低于全国居民收入增速。

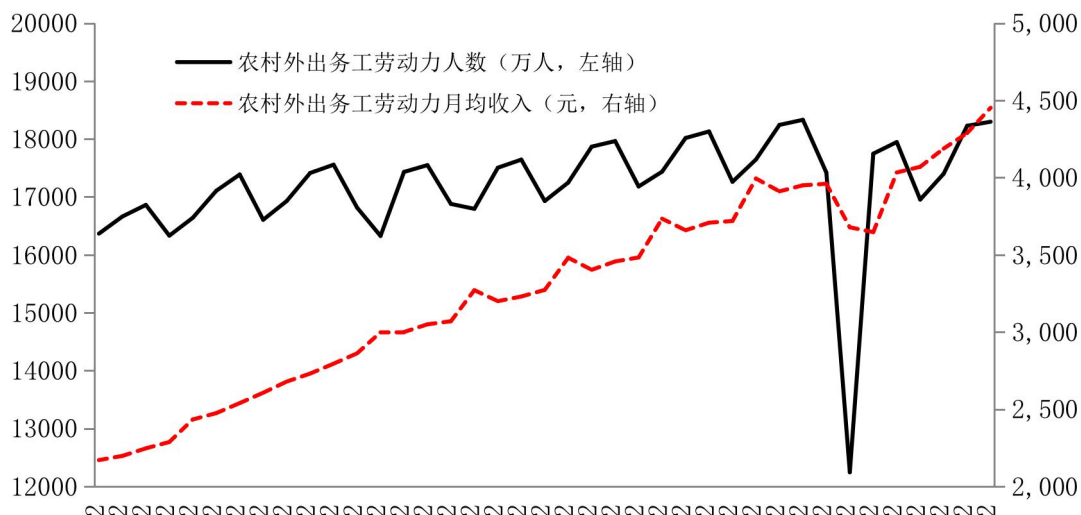


图 43 中国外出农民工人数和月均收入下滑

另一方面，据中小微企业调查显示，劳动力供需矛盾趋紧，企业用工需求持续低迷。与第二季度（6月下旬）相比，三季度有 27.0%的企业表示企业员工总数减少，61.9%的企业员工数没有变化，而仅有 11.0%的企业员工总数有所增加。分企业规模来看，中型企业中用工需求上升的企业比例最大，达到 26%，同时，中型企业之间的用工需求也表现出较大差异，有 27%的中型企业反映企业员工数减少，47%的中型企业反映员工数没有变化。所有企业中，微型企业的用工需求最为稳定。具体到减员的原因，82.7%的企业表示是由于“订单减少造成的经营困难”，6.9%的企业是“原有员工离职，没有进行补员性招聘”，4.9%的企业表示是“正常的季节性调整”。

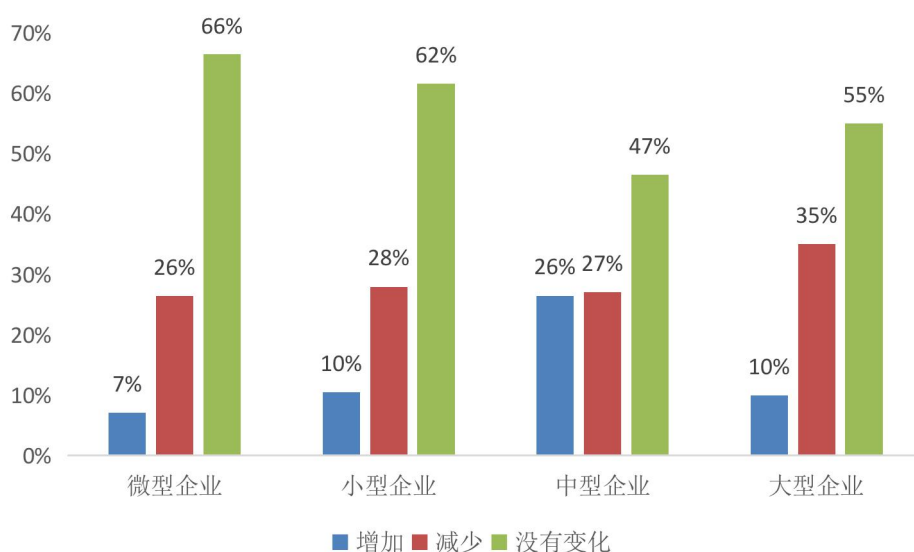


图 44 企业员工数量与第二季度相比的变化

上述调查结果也能一定程度印证劳动力市场的宏观情况。随着高校毕业生

逐步进入劳动力市场，三季度劳动力供应略有上升，但由于局部疫情反复、生产活动放缓，以及8月下旬以来部分地区限电限产政策，导致企业劳动力需求疲软，劳动力市场供需矛盾趋紧。中国中小企业协会编制发布的“中小企业景气指数（SEMDI）”也印证了这一矛盾：三季度该指数的劳动力指数中，需求指数为99.0，环比下降了0.6；供应指数为111.4，环比上升了0.3。

受访企业中，超过一年没有招工的占38.8%，超过半年以上没有招工的占56.6%；近一个月内有招过工的仅占18.5%。分企业规模来看，微型企业招工最不频繁，中型企业近期招工需求较大。有招工意愿和计划的企业，依旧更倾向于招聘有经验的社会人士和灵活就业人员，对应届毕业生的招聘意愿较二季度有所上升、但绝对数仍然偏低。三季度，有招聘应届高校毕业生意愿的企业占比为9.4%，比二季度提高了4个百分点，但比同期有意招聘兼职等灵活就业人员、社会人士的比例分别低了8.1和7.3个百分点。

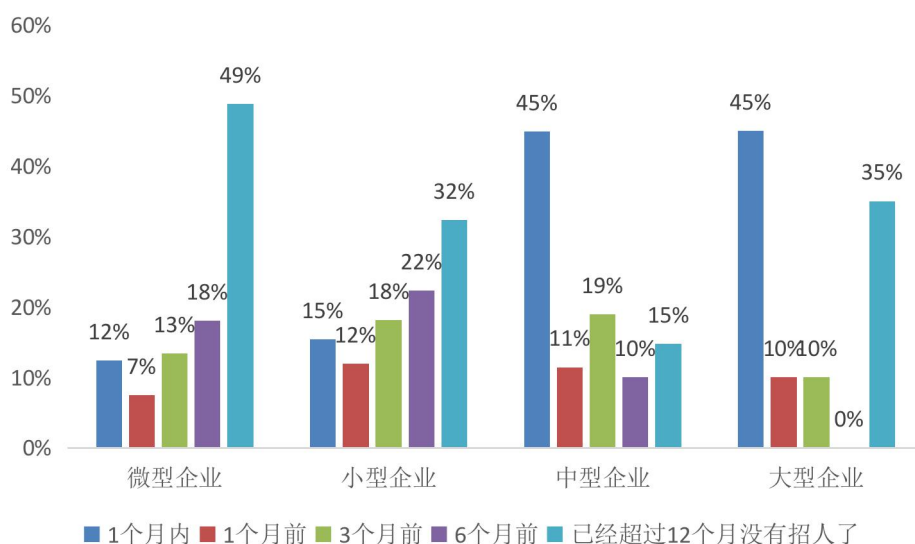


图 45 企业最近一次招用人员的时间

三季度是高校毕业生的毕业季，人社部门实施毕业生就业政策“打包办”，加快落实社保补贴、培训补贴等政策，鼓励中小微企业更多吸纳毕业生就业，拓宽市场化就业渠道，取得积极成效。但毕竟我国大部分中小微企业属于生产链的中低端，需求的人员大部分为一线普工，花费较低成本的社会人员即可满足其需求，甚至在部分行业“用工荒”的生产旺季，小时工的招聘也是很普遍的现象。就业不充分质量不高甚至隐形失业等问题，仍需一段时期的消化。

7、房地产市场大调整导致固定资产投资和经济下行压力全面加大的风险

2021年，我国房地产政策坚持“房住不炒”总基调，强化预期管理，落实降杠杆，促进租购并举，房地产市场稳中有降，土地市场降温显著，部分房企“活下去”成为迫切命题。年初以来，中央和地方密集出台调控政策，热点城

市政策亦持续完善“打补丁”，叠加信贷环境收紧，购房者置业节奏放缓，市场预期转变，全国房地产市场迅速降温。新房、二手房价格涨幅持续收窄，房价下跌的城市数量明显增加，商品房成交规模大幅下降，土地供需规模持续下降，土地市场降温显著。

各能级城市新房供应规模均低于往年同期，其中一线城市规模相对平稳，二三线城市三季度内则回落显著。7-8月，全国100个重点城市商品住宅成交面积8386万平方米，较2020年和2019年同期分别下降18%和9%，月均成交面积相较二季度下降18%。其中4个一线城市总计成交615万平方米，较2020年同期和2021年二季度分别微降2%和3%，较2019年同期增长24%。充裕的购房需求支撑下一线城市三季度成交规模仍维持较高水平；但受制于土地和新房集中入市带来的短期供应不足，相较前值仍有一定回落。26个二线城市成交共计4239万平方米，较2020年和2019年同期分别下降14%和11%，月均成交面积较二季度下降20%。70个三四线城市商品住宅总成交面积3532万平方米，较2020年和2019年同期分别下降24%和10%，月均成交面积较二季度下降18%。东部沿海强市与边缘弱市市场表现分化加大，调控与信贷收紧下部分高热城市已有降温迹象。而“以价换量”成为在售项目冲量常态后，对楼市成交刺激效用边际递减，购房者观望情绪加剧下楼市进一步降温。此前高热城市在三季度出台新政收紧调控后，7-8月新房成交规模较二季度月均已出现20%以上收窄。

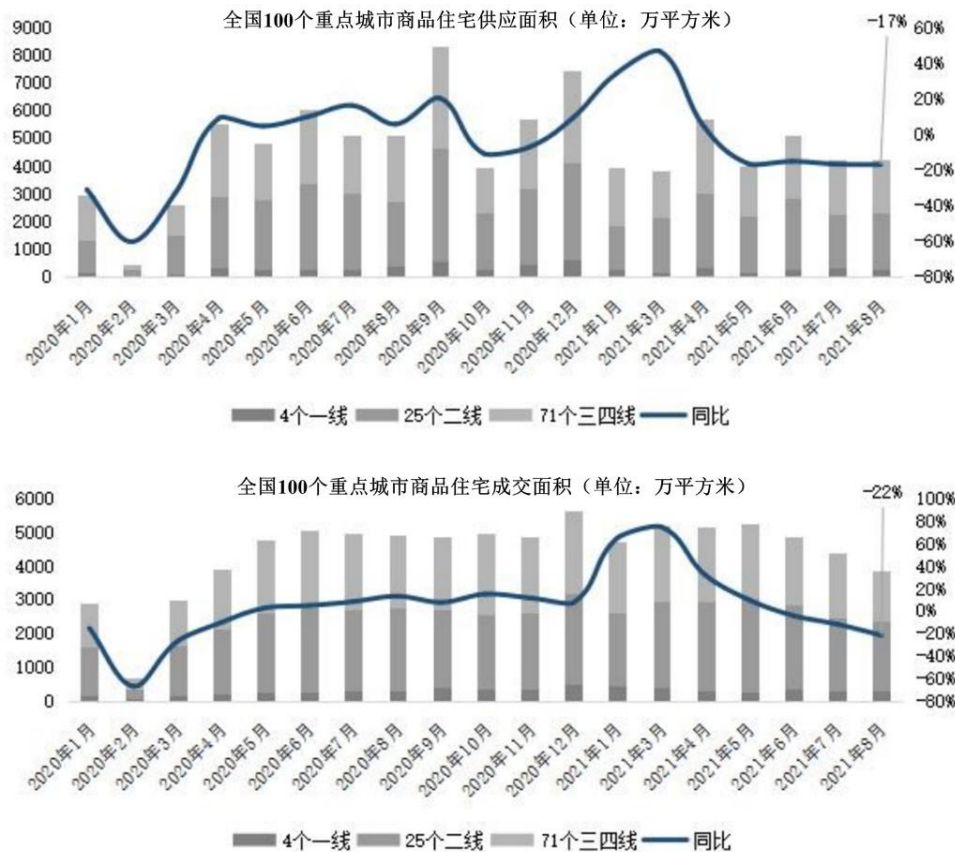


图 46 2021 年百城商品房供给和成交情况

9 月份，28 个重点城市新建商品住宅成交面积为 1947 万平方米，“金九”销售将冷淡收场。环比降幅 5%，较 2020 年和 2019 年同期分别下降 23% 和 15%。一线城市总成交为 263 万平方米，同比和环比分别下降 29% 和 16%。二三线城市总成交 1684 万平方米，同比和环比分别下降 28% 和 5%。28 个城市中除成都和西安以外，其他城市均出现不同幅度的下降。

表 6 2021 年 9 月 28 个重点城市新建商品住宅成交情况（单位：万平方米）

等级	城市	成交面积	环比	同比	等级	城市	成交面积	环比	同比
一线城市	上海	68	-28%	-38%	二三线城市	厦门	16	-53%	-16%
	北京	83	7%	-7%		天津	97	-4%	-20%
	广州	74	2%	-36%		武汉	145	29%	-27%
	深圳	38	-45%	-34%		西安	103	25%	24%
	合计	263	-16%	-29%		长春	53	-12%	-53%
二三线城市	成都	163	14%	14%		长沙	81	-4%	-54%
	福州	33	-17%	-1%		郑州	73	29%	-31%
	海口	40	-2%	-22%		常州	57	14%	-28%
	杭州	156	-29%	25%		东莞	31	-2%	-60%
	合肥	51	-23%	-27%		佛山	52	-19%	-60%
	济南	67	-15%	-8%		无锡	41	-18%	-26%
	昆明	41	-14%	-59%		宿州	-	-	-
	南京	70	24%	-7%		徐州	80	17%	-41%
	南宁	35	-14%	-55%		合计	1684	-5%	-28%
	宁波	97	0%	-39%					
	青岛	103	-27%	-30%		总计	1947	-6%	-28%

数据来源：CRIC 数据库

土地供需规模持续下降，土地市场降温显著。今年2月自然资源部明确22个重点城市住宅用地供应实施“一年三供”的集中供地政策，要求科学编制并公布实施住宅用地供应计划，做好住宅用地信息公开，公告供应量不得低于近五年平均完成交易量，重点城市实行两集中一年三供，住宅用地出让方案要增加溢价率、竞价轮次和最高限价稳控预案等。针对第一批次集中供地出现的新问题，8月又从禁马甲公司报名、建立有效的购地资金审查制度、限定土地溢价率上限15%等方面对政策进行调整和“补丁”。因此从年中以来，各地土地市场降温明显，集中供地试点城市土地成交规模下降，全国范围土地市场也开始全面降温，土地成交面积从年中以来持续负增长且降幅扩大，土地流拍、撤牌量增多，土地溢价率亦迅速下滑。

进入三季度，土地成交量逐月递减，各能级城市表现均不及二季度。从今年7月开始，全国300城土地市场成交量逐月回落。截至9月23日，第三季度经营性土地成交建面达到35347万平方米，环比下降36%，同比降幅更高达45%。前三季度成交总建筑面积为134597万平方米，同比下降25%。分城市能级来看，各能级城市成交表现均不及二季度，尤其是一线城市，三季度成交量环比下降89%，同比降幅也高达79%；二线、三四线城市成交建面也环比分别下降65%和20%，供地量较二季度明显在缩减。受集中供地政策的影响，各能级城市前三季度表现均不及去年同期，尤其是三线城市，同比去年同期降幅高达25%，供地力度明显减弱。

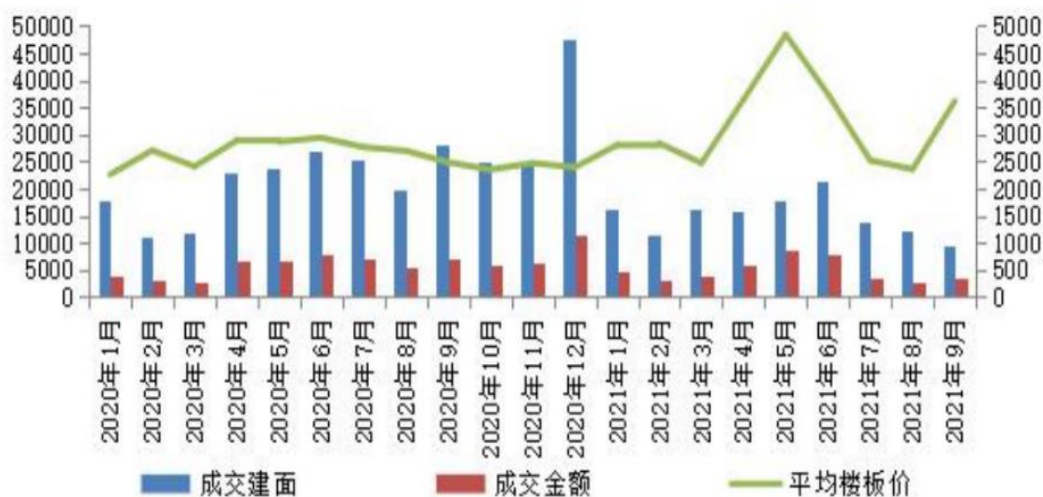


图 47 全国 300 城土地成交量价情况月度趋势

土拍遇冷、流拍加剧。2021年首批集中供地市场热度较高，中央提出加快完善“稳地价”工作机制，重点城市陆续调整第二批次地块出让要求，主要从完善房地价联动、降低拿地成本、提升土拍门槛、引入品质相关要求四个方面优化土拍规则。但内外部环境变化下房企拿地紧迫性下降，政策调控和房地产

金融审慎管理延续常态化，房企资金承压下拿地意愿受抑制。重点城市土地市场整体降温，但城市之间和城市内部市场分化加剧，热点城市优质地块吸引力不减，多宗地块竞价达到上限价格，而部分利润空间小、位置较偏远、配建要求高的地块多以底价成交，或出现流拍和撤牌情况。在热点城市市场调控易紧难松、房企资金链紧张的影响下，重点城市的流拍率恐将延续高位运行。

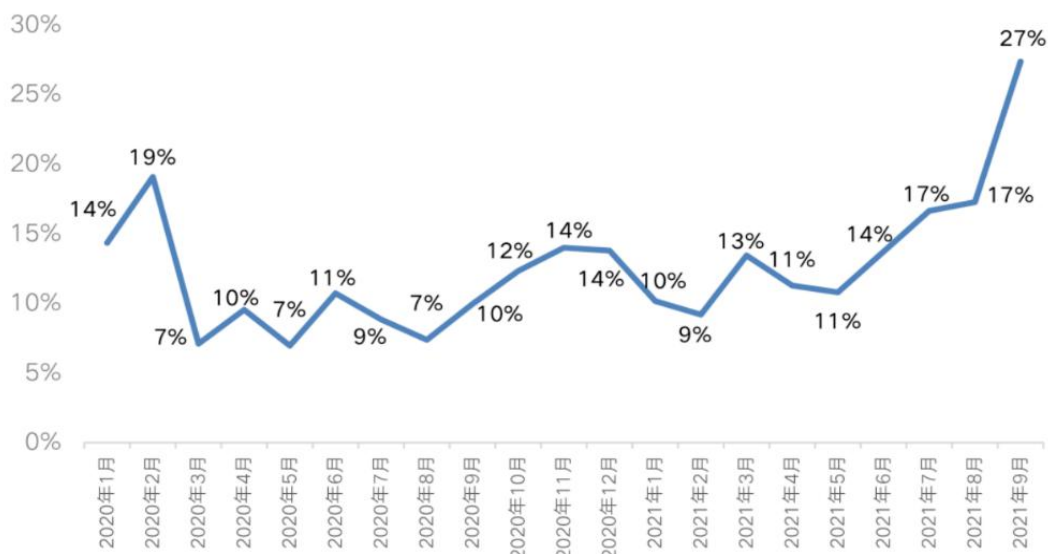


图 48 重点城市土地流拍率走势（数据来源：CRIC）

从溢价率水平来看，前三季度土地成交溢价率 14.5%，与上半年整体溢价率相比下降 2 个百分点，和去年同期微降 0.5 个百分点。第三季度市场热度较二季度下降 8.7 个百分点至 8.2%。分月来看，7、8 月份市场热度较二季度已经有所下降，受房企现金流紧缩的影响，降温趋势在 9 月份愈发明显，降至 3.9%，创下历史新低。各能级城市溢价率表现一致，三季度溢价率环比均下滑。其中，二线城市降幅最为明显，整体溢价率由 17% 降至 4%。

在房地产行业高杠杆、高负债的背景下，为增强房地产企业融资的市场化、规则化、透明度，央行、住建部 2020 年 8 月出台了重点房地产企业资金监测和融资管理的“三线四档”规则。这一措施有利于倒逼企业控负债、降杠杆，矫正房企盲目扩张的经营行为。同年 12 月底，央行、银保监会出台了银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度，分档设置了房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限，倒逼金融机构对新增房地产贷款采取刚性措施。由于政策管束严格，“三道红线”等政策直接管控企业所利用的资源总量，从源头上打破了房企依靠高杠杆、高负债的发展逻辑，叠加债务压力和融资受限，房企普遍投资放缓、拿地谨慎。但行业集中度仍在高位，“强者恒强”格局未变，未来或将持续分化。

投资降速，争抢回款。2021 年 1-8 月，全国房地产开发投资额为 9.8 万亿元，同比增长 10.9%。进入三季度，开发投资额增速明显放缓，7 月和 8 月单月同比增速仅为 1.4% 和 0.3%。50 强房企二季度投资总额达到 1.2 万亿，创 2020 年以来新高，但三季度，二轮集中供地暂缓、调控更加严格之下，投资力度大

幅放缓：2021年7-8月，50强房企投资金额不足3000亿，超过八成房企的投资力度较上半年明显下滑。投资力度大幅回落，一方面是由于监管划定了投资额不得超过销售额40%的红线，部分上半年积极投资的房企不得不降低投资力度，保证不碰红线；另一方面，在首轮供地热度较高的情况下，第二轮集中供地大面积延迟，也导致部分房企处于核心城市“无地可拿”状态。

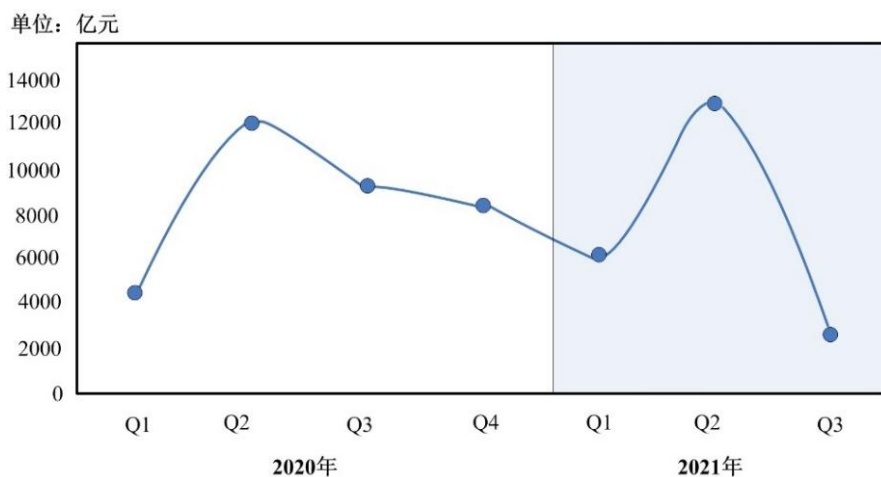


图 49 2020 年-2021 年 50 强房企拿地金额走势（数据来源：CRIC 数据库）

房企资金端持续承压，现金流安全性迎来考验，加快回款成为短期内房企工作重心。1-9月，房屋新开工面积同比下降4.5%，购置土地面积同比下降8.5%，房地产开发投资同比增速放缓至8.8%，但房屋竣工面积同比增长23.4%。可以预见，房地产投资在今年四季度或仍有支撑，但2022年大概率增长停滞。

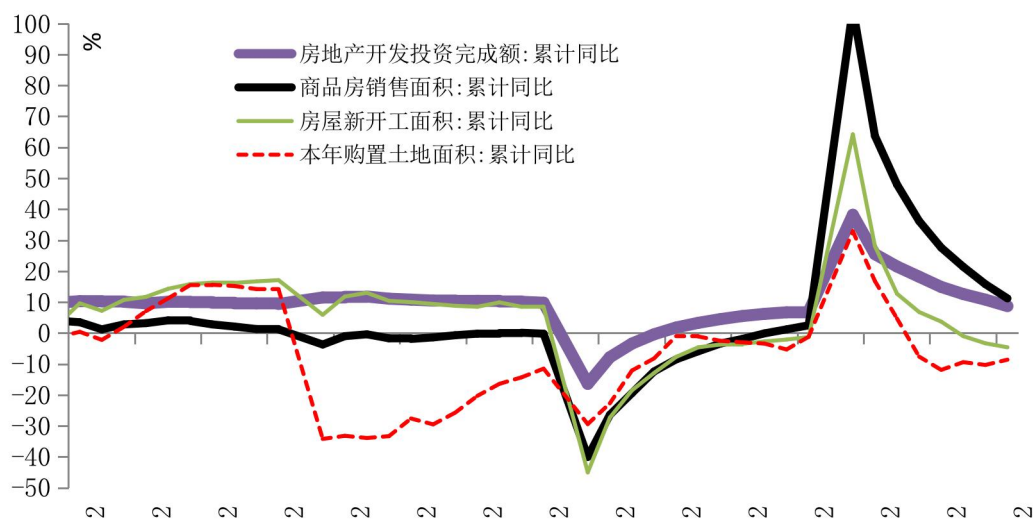


图 50 房地产投资先行指标走势弱化

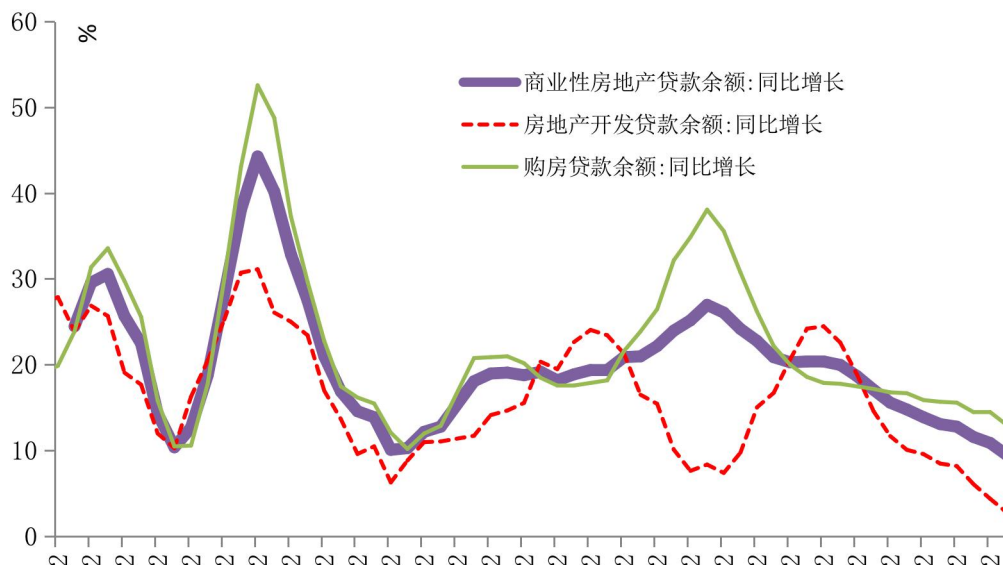


图 51 房地产贷款增速持续下行

8、重点领域金融风险短期集中释放超出经济复苏阶段可承受能力的风险

在疫情“黑天鹅”风险仍存、经济修复基础仍不稳固的背景下，在以融资平台为举债主体的地方政府隐性债务风险仍处高位的情况下，在房地产投资占固定资产投资比重仍达 28% 的情况下，房地产市场强监管和几大转型不仅使得信用风险加速释放，而且存在同区域、跨产业链主体之间的风险传导。如何妥善处置和缓释现有的风险，把握好政策的节奏和力度，避免出现“处置风险的风险”，成为跨周期宏观调控必须面对的重要课题。一方面，我国债务风险特别是房地产行业已经累积至高位，当前至 2022 年仍然是债务偿还高峰期，需关注融资持续收紧下的企业流动性风险。另一方面，近两年我国房地产市场持续处于较为严格的监管环境之中，叠加融资环境收缩，地产企业债务风险开始呈现加速释放态势。今年以来，华夏幸福、蓝光、恒大等大型房地产企业陆续出现现金流紧张状况。前三季度，地产债券违约共计 545 亿元，较去年同期大幅增加 432 亿元。在疫情“黑天鹅”风险仍存、经济修复基础仍不稳固的背景下，地产行业债务风险如果大规模爆发甚至引发系统性风险，将对我国宏观经济的修复和平稳运行带来巨大挑战。在推动房地产行业风险缓释乃至出清、推动经济转型的过程中，仍然需要对改革和转型的成本有着清醒的认识，注重风险缓释的节奏和力度，避免房地产行业债务风险超预期爆发导致风险的传导和扩散，尽量降低经济转型的成本。

1) 房地产领域债务风险，监管趋严下行业信用风险加速释放

我国房地产行业债务风险已经累积至高位。粗略估算，到今年末包括居民按揭贷款在内的房地产贷款余额占 GDP 的比重或将超过 50%。在剔除居民部门

承担的按揭贷款之后，地产企业所承担的债务压力依然突出。粗略估算，截至2021年上半年，我国房地产企业所承担的债务（包含房地产开发贷、保障性开发贷款、信用债及信托融资）总规模约在21.7万亿元左右，占GDP比重约为20%。当然，房地产企业可能还会存在委托贷款、明股实债的权益类信托、民间借贷等类型的少量有息债务，实际承担的债务总规模及其GDP占比或高于估算数值。且当前到2022年或仍然是房地产债务的偿还高峰，需高度关注地产融资收紧背景下的地产企业流动性风险。

房地产监管收紧，地产企业信用风险加速暴露。近两年中国房地产市场持续处于较为严格的监管环境之中，自2020年下半年“三条红线”、2021年初银行业金融机构房地产贷款集中度管理以及2021年上半年“集中供地”等制度出台以来，中国房地产企业面临持续趋严的政策监管，未来房地产税试点的落地或将进一步对房地产的需求端产生深远影响。偏紧的政策监管使得房地产行业外部融资收到了明显限制。根据中诚信国际统计，今年前三季度房地产债券发行4126亿元，净融资为-1409亿元，债券净融资收缩明显。与此同时，投向房地产的资金信托持续下滑，根据中国信托业数据，截至2021年2季度末，投向房地产业务的资金信托余额为2.08万亿元，同比下降16.94%。尤为值得一提的是，“集中供地”政策或将使得房地产企业盈利空间进一步压缩，且对其资金调配及运营能力提出更大挑战。在房地产调控趋严叠加融资环境的收缩背景下，地产企业债务风险呈加速释放态势，今年以来华夏幸福、蓝光、恒大等大型房地产企业陆续出现现金流紧张状况，根据中诚信国际统计，前三季度地产债券违约共计544.5亿元，较去年同期大幅增加432.4亿元。在疫情“黑天鹅”风险仍存、经济修复基础仍不稳固的背景下，地产行业债务风险如果大规模爆发甚至引发系统性风险，将对我国宏观经济的修复和平稳运行带来巨大挑战。在推动房地产行业风险缓释乃至出清、推动经济转型的过程中，仍然需要对改革和转型的成本有着清醒的认识，要注重风险缓释的节奏和力度，避免房地产行业债务风险超预期爆发导致风险的传导和扩散，尽量降低经济转型的成本。

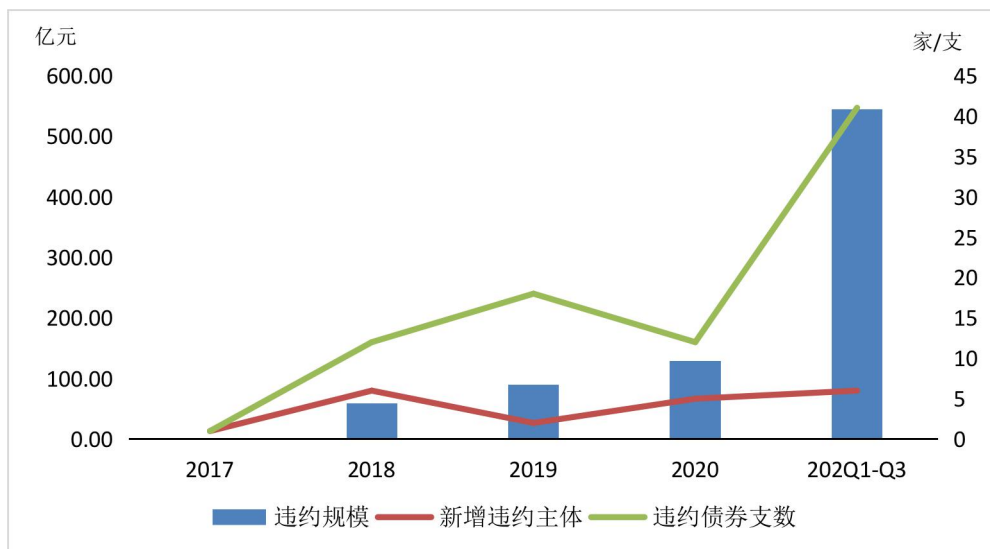


图 52 地产企业债券违约情况

2) 地方政府隐性债务风险不减，区域债务风险分化加剧

地方政府债务监管进一步趋严，需持续关注融资平台再融资能力和风险。

今年以来，随着经济持续修复，信用周期开始转换，“315 国常会”提出政府部门杠杆率要有所降低，在政府部门直接债务压降空间不足的背景下，本轮降杠杆将以压降城投企业相关隐性债务为主，对此，监管部门陆续出台政策多维度限制城投融资。**控制增量方面**，融资限制政策密集出台，城投融资面临区域、资质双维度收紧，交易所推出的城投债发行分档管理办法、银保监会发布的“15 号文”等政策对债务风险较高地区的融资平台发债或新增流动资金贷款进行严格限制，同时，国资委发文进一步加强地方国有企业债务管控、上交所强调从严审核弱资质发行人标准等，都对高负债及弱资质城投企业融资能力带来一定程度影响；**化解存量方面**，“5 号文”提出清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，助力减少隐性债务存量，在此过程中城投信仰或面临逐步打破的可能。此外，江苏省、内蒙古、河南省等各地政府聚焦融资平台管理、统筹资源资产，持续推进隐性债务化解，并坚决防止国企债券违约事件发生。**整体来看，弱区域、弱资质城投企业再融资难度明显加大，部分债务负担较重的融资平台或将难以通过“借新还旧”的方式对到期债务进行实质性展期、缓释债务滚动压力。**

再融资受阻导致城投企业信用风险有所暴露，区域债务风险分化加剧。据公开信息显示，2021 年 1-9 月，共发生 16 起非标产品违约涉及 31 家城投平台；共计 7 家融资平台主体级别下调，23 家融资平台评级展望下调，涉及融资平台行政层级集中于区县级，下调原因包括区域财力较弱或融资环境恶化、短期偿债压力较大、营收情况恶化、对外担保存在一定或有风险、涉及较多债务履约纠纷等。疫情冲击下各区域债务风险普遍上升，考虑到以债务率为核心参考的

分档管理政策，部分区域的城投企业融资会面临受阻，债务风险的分化后进一步加剧。结合财政部“红橙黄绿”分档标准，按照中诚信国际估算，2020年只考虑显性债务时，26个数据可得的省份中，共有5省纳入黄色档、21省纳入绿色档。考虑到疫后各地经济财政实力恢复进度不一，叠加区域化债资源差异较大，政府降杠杆背景下不同区域债务风险分化或进一步加剧，需持续关注各地尤其是弱实力区域风险演化。

城投债到期高峰和融资受限背景下，城投企业还本付息压力或将显著加重。从整体到期情况看，近三年（2021年-2023年）是城投债到期及回售高峰，每年到期及回售规模均超过3万亿元，融资平台偿债压力较大。从信用等级看，处于到期高峰的城投债普遍资质较高，2022年AA级及以上主体到期及回售规模合计3.14万亿元，规模占比接近100%；从到期及回售主体情况看，未来三年内到期及回售城投债券共涉及城投企业1919家，部分平台对政府回款的依赖仍然较高。由于城投债发行主体盈利能力相对较弱，自身经营性现金流对债务难以形成有效覆盖，同时弱资质及高负债企业融资也将进一步受限，较难依赖再融资途径偿债，还本付息压力或将显著加重；此外，对于疫情冲击后经济财政实力仍然较弱的区域，地方政府收支矛盾仍较突出，对当地融资平台的支持意愿和支持能力均受限，需持续关注债务承载能力较弱区域融资平台企业的信用风险状况。

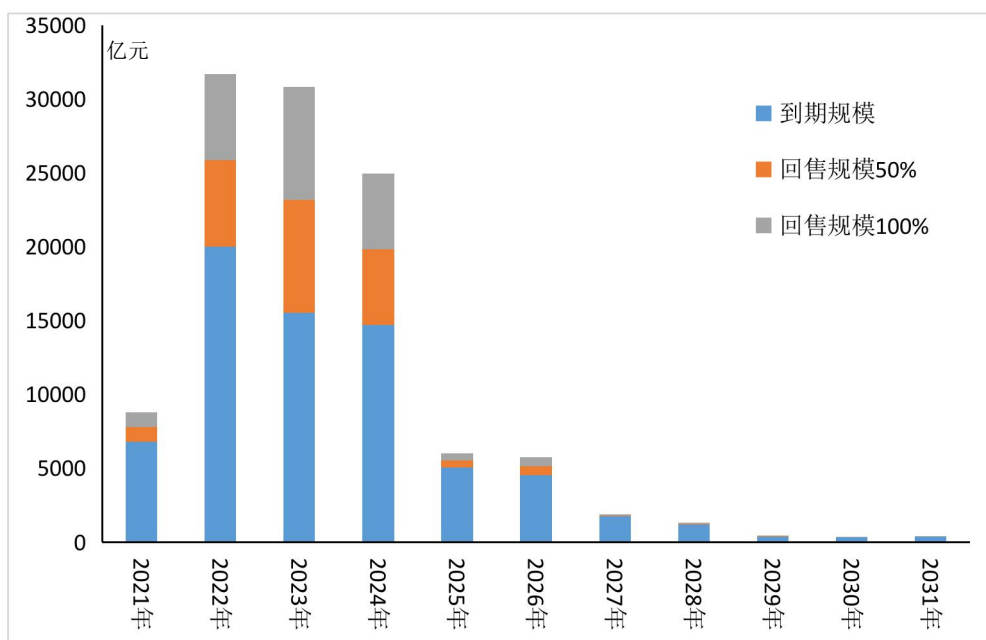


图 53 2021年-2031年城投债到期及回售规模统计²

3) 企业生产经营及再融资压力不减，警惕流动性风险向同区域、同产业链企业传导

² 2021年仅统计四季度到期及回售的城投债，并非全年到期及回售城投债规模。

2021 年以来宏观经济修复总体呈现放缓趋势，在供需不平衡背景下，需求偏弱叠加原材料价格上行，微观主体企业面临市场需求与成本的双重压力，自身修复表现较弱，部分行业企业盈利及获现能力改善程度走弱。特别是中小型的中下游企业面临的成本压力或许更为严峻，利润空间或更加有限。同时，货币政策逐步回归常态化，并继续维持稳健基调，信用环境结构性收紧，多数企业外部融资能力走弱。在此背景下，年内信用风险持续释放，据中诚信国际统计，1-9 月共有 142 支债券发生违约，规模合计 1687.80 亿元，同比增长 95%；违约发行人共 43 家，其中首次违约发行人 19 家，同比减少 3 家。总的来看，在宏观修复趋缓、宏观杠杆率仍处高位、信用虽边际宽松但仍以结构宽松为主的多重约束下，企业再融资压力与生产经营压力不减，部分领域企业仍存在风险释放压力。从新增违约发行人特点来看，年内新增违约发行人均呈现除集团性、大型民营企业的特点。且受违约风险成集团性爆发、个别大型违约企业破产重整或触发交叉违约条款等影响，今年以来违约债券支数和规模大幅增加。信用风险特征方面，新增违约发行人所属行业普遍面临经营或融资压力，导致经营业绩、融资能力受到不利影响，内部和外部融资来源收紧；从发行人自身而言，新增违约主体存在业务扩张激进、债务规模高企、关联企业风险传染、公司治理存在缺陷等共性特征。

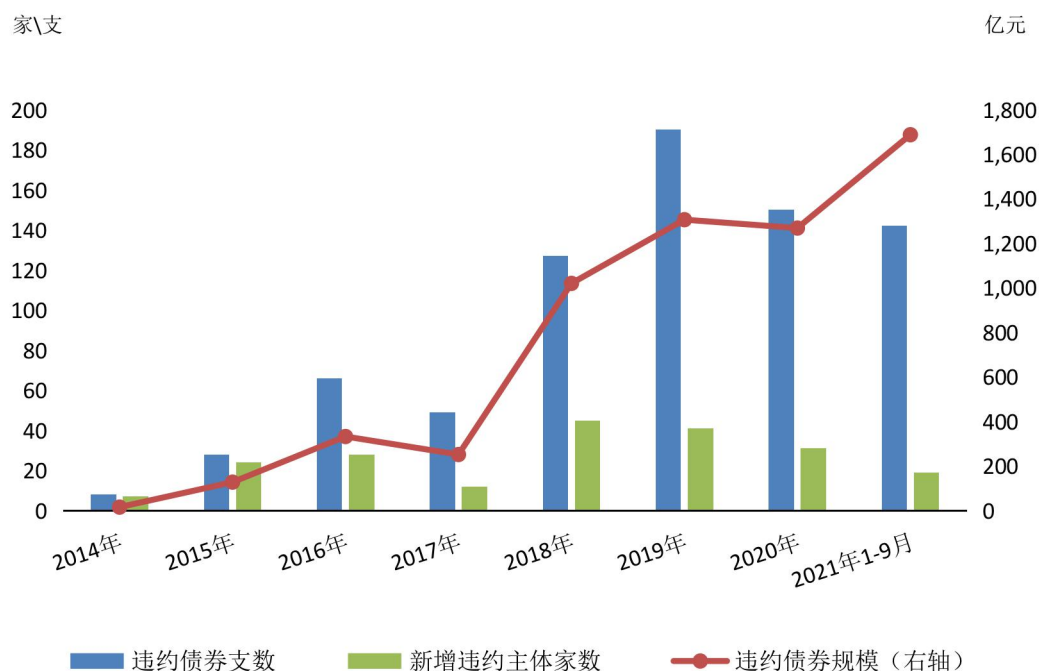


图 54 债券市场历史违约情况

个体企业债务风险的爆发后，通常会通过多种微观的传染途径相结合的方式直接向区域内部、产业链上下游的企业进行传导。具体来看，对于产业链上下游而言，债务风险可能会沿着上下游企业之间资金往来和货物供给的途径进行传播，即以上下游企业应收账款、预付账款以及供应链为载体的风险传染，

进而诱发整个产业链的流动性风险。区域内部的风险传染则主要通过区域内企业的互保链和以地方银行为中间媒介的间接风险传染。此外，企业集团内部信用风险联动问题也不可忽视。近年来，无论从负面评级行动表现还是从违约事件情况来看，企业集团内部信用风险的联动特征都尤为明显，主要表现为集团化组织的企业内部治理及管理缺陷、关联方资金占用、母公司控制权集中等一系列问题的凸显，加速信用风险在企业集团内部传导。目前非金融企业部门杠杆率水平依旧较高，其债务风险的发酵不仅会抬升整个企业集团、区域或产业链的债务风险，也会对整个金融体系产生连锁反应，有可能引发系统性金融危机。因此，在政策趋于常态、跨周期调控的背景下，经济运行中不确定性因素增多下行压力加大，企业经营基本面改善放缓，有可能导致杠杆率的被动攀升，加剧债务风险，仍需警惕非金融企业部门企业的流动性风险向同区域、同产业链企业传导的可能。

9、部分地区几大转型压力叠加导致经济增长下行压力全面加大的风险

从不同地区恢复情况看，目前全国各地已普遍实现恢复性增长。2021 年前三季度，31 个省（市、区）普遍实现了较为强劲的经济复苏。从同比增长情况看，由于基数效应，前三季度各省增速均超过 6.5%，最高为湖北的 18.7%，最低为青海的 6.7%，平均值为 9.4%，其中有 24 个省区市在 8% 以上。但是，相比 2019 年的增长趋势，多数省区市两年平均增速仍未回归到疫情前的状态，意味着未来仍有进一步强化的空间。而且由于三季度经济增长放缓，不仅大部分省份的 GDP 两年平均增速相比上半年有所下滑，而且相比疫情前的增速差距有所扩大，说明三季度宏观经济放缓是普遍性的，未来宏观政策需要加强逆周期调节力度，助推中国宏观经济重回稳健复苏轨道。从地区经济规模前五名来看，广东、江苏、山东、浙江、河南五省 GDP 总量占全国的比重超过四成，是全国经济增长的核心引擎，前三季度两年平均增速分别为 5.1%、6.3%、5.8%、6.4%、3.7%，其中仅江苏超过了其 2019 年 6.1% 的增速，而河南由于洪涝灾情离 2019 年 7% 的增速仍有较大差距。

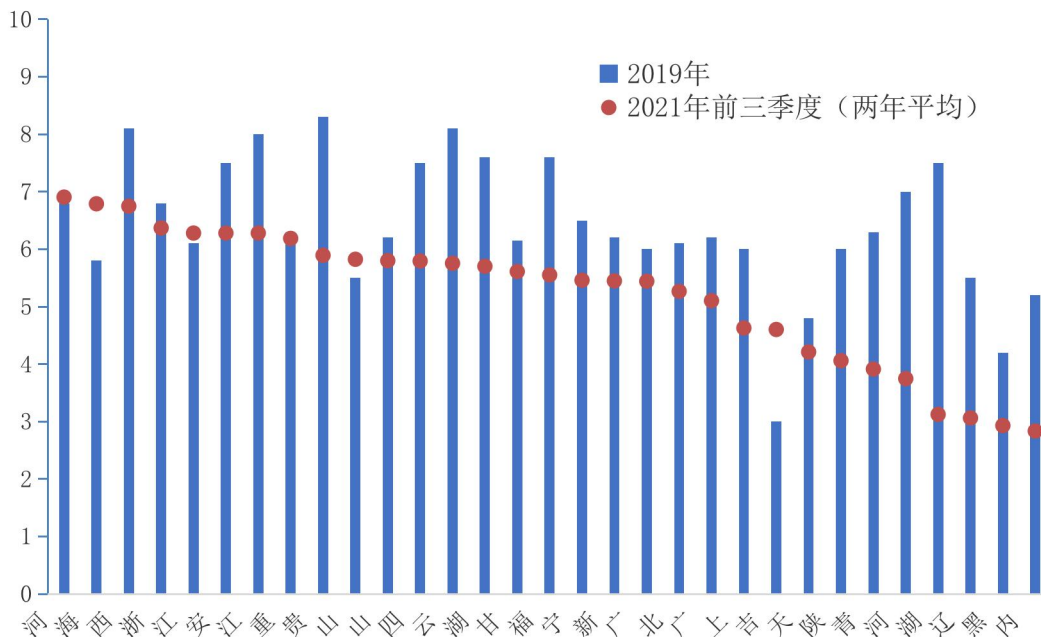
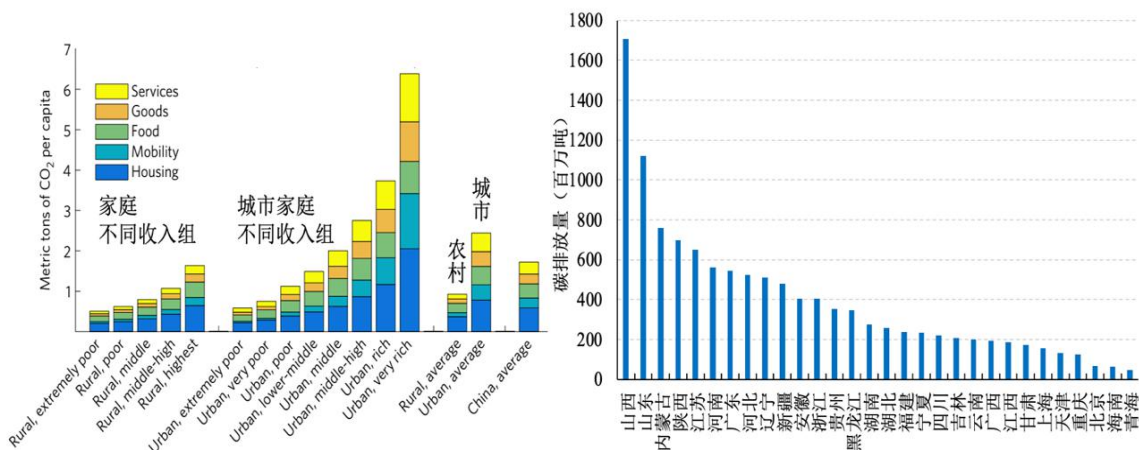


图 55 中国各地区两年平均实际 GDP 增速

但是，随着我国从高污染高排放向低污染低排放的绿色大转型、房地产-地方财税体系大转型等几大转型的全面启动和全面叠加，未来部分地区增长压力将显著加大。以绿色大转型为例，从碳排放分布来看，我国碳排放在不同地区 and 不同收入人群间差异巨大，存在着碳排放不平等现象，经济水平或收入水平较低的地方碳排放水平反而相对较高。从地区角度，中国超过 70% 的省份处于低排放、低发展阶段，北京、上海等经济发达省份实现了碳排放与经济发展水平的脱钩，经济欠发达的东中西部碳排放不平等情况较收入不平等情况更加严重，其中西部地区不平等现象更为严峻。从家庭角度，低收入家庭的排放份额超过其经济份额，可能与低收入家庭主要消耗煤炭、高收入家庭以电力作为主要能源有关。



不同收入群体的碳排放差异

不同省份的碳排放差异

图 8 不同地区和不同人群的碳排放差异³

10、疫情防控期不断被动延长导致传统产业复苏持续低迷的风险

最后还值得高度关注的是，病毒的不断变异使得全球疫情持续期不断延长，这不仅导致世界经济复苏进程放缓、不确定性增加，而且使得我国疫情防控期被动延长，部分领域经济活动至今无法恢复正常，受疫情管制影响较大的传统产业复苏面临天花板制约。从三大产业看，相比疫情之前，当前我国经济产出缺口迟迟难以弥补主要是在于服务业增长乏力，其相比疫情前的长期趋势仍有超过 2 个百分点的产出缺口。疫情暴发以来，信息传输、软件和信息技术服务业、金融业等高新产业一直保持较快增长，但传统服务业截至目前仍还处在补齐缺口的过程中。从各行业增加值两年平均增速来看，截至三季度，住宿和餐饮业才开始勉强实现正增长 0.2%，租赁和商务服务业仍负增长 0.8%，交通运输、仓储和邮政业以及房地产业在上半年修复后下半年又出现较快下滑。高新产业与传统产业复苏进度层次不齐，使得服务业整体徘徊不前，中国经济也就始终难以回到疫情前的增长轨道。

³ 资料来源：Wiedenhofer, D., Guan, D., Liu, Z., Meng, J., Zhang, N., & Wei, Y. M. (2017). Unequal household carbon footprints in China. *Nature Climate Change*, 7(1), 75-80.

第四部分 结构性调整冲击与外部环境变异下的中国宏观经济

2021-2022 年是从传统要素驱动全面向创新驱动的大转型、从简单的开放性发展战略向双循环新发展格局战略的大转型、从高污染高排放向低污染低排放的绿色大转型、房地产-地方财税体系大转型等四大转型全面启动和全面叠加的年份，中长期的结构性大调整将持续与短期稳增长、控风险产生冲突，如何在结构性政策与总量性政策、逆周期政策与跨周期政策之间寻找到新的平衡依然面临许多挑战。与此同时，外部环境变异和不确定性上升也会对我国宏观经济运行产生持续冲击。一方面，新冠疫情防治的进程依然将在很大程度上决定社会经济活动的常态化的进程，但与 2021 年不同的是，2022 年西方主要国家很可能在疫情防控上全面放开，这将对我国疫情防控模式带来巨大的挑战，从而对中国宏观经济内外部运行逻辑带来巨大的冲击。另一方面，全球通货膨胀的出现、美国量化宽松货币政策的陆续退出、美国三大新刺激政策的落地与美国财政赤字的持续扩大、全球金融市场的新动荡以及全球供应链在疫后的持续调整将给中国宏观经济的外部环境带来正反两方面的不确定性冲击。

（一）内部四大结构性转型全面启动和叠加的中短期冲击

在疫情防控与经济复苏延续的掩护下，2021 年中国全面开启了四大结构性转型。理解中国经济复苏的短期波动、科学预判 2022 年中国宏观经济走势，都需要深刻认识四大转型的短期影响及其导致的宏观经济运行机理变化。

1、经济增长驱动力大转型

转型一：从传统要素驱动全面向创新驱动的大转型。传统投资与技术投资、传统投资与技术投资、研发投资对于短期宏观经济稳定和中期经济增长潜力的作用具有重大差别，新基建和旧基建对于短期稳定的作用和跨周期的作用不同，新基建很难承担传统基建所具有的逆周期与跨周期相统一的功能。

转型二：从简单的开放性发展战略转向双循环新发展格局战略的大转变。打破世界传统国际分工的格局，要求在关键技术、关键产业、关键环节的控制力上全面强化，很多产业链和供应链必须建立国内体系和备胎体系，因此全球产业链供应链重构必然导致几个必须关注的问题：1）效率水平和增值中枢的下降；2）产业链和供应链转变过程中的摩擦和瓶颈现象的出现；3）政府主导性的强化；4）出口的超预期增长难以充分发挥溢出传导效应，带来预期的紊乱。

1) 创新引致的经济增长停滞之“谜”

当前，发达国家经济发展过程中普遍出现了一个发展之“谜”，即随着发达国家政府和企业层面创新研发投入持续增加，R&D 经费投入占 GDP 比重稳定

在一个较高位水平，但是大多数发达国家的真实 GDP 增速乃至经济潜在增速却并未随之获得有效增长，相反，经济增速则长期相对处于一个较低水平增速甚至零增长、负增长状态。由此必然带来的疑问是，为什么这些国家的创新研发投入难以支撑经济增长？这就是创新引致的经济增长停滞之“谜”。

从一国的创新研发投入的结构性角度来看，可以区分为基础研究（Basic Research）和应用研究（Applied Research）。基础研究一般由一国的高等院校或政府所属科研机构来承担，部分由大型企业或跨国企业内部的研发机构来实施，对经济增长具有两个方面的影响效应：一方面，其既可以通过对产业发展的长期溢出效应，逐步放大成为一国乃至全球的经济增长动力；另一方面，其也可以因为仅仅局限在高等院校、政府所属科研机构或者单个企业内部，难以对产业发展和经济增长形成有效溢出效应。对比来看，应用研究主要由一国的企业部门来承担，其主要是帮助企业获得企业个体层面的创新垄断优势和市场竞争优势，而难以对一国的产业发函或经济增长总体层面产生溢出效应。因而，可以从狭义的角度来看，应用研究的投入，多数情况是有利于个体企业层面的垄断竞争优势和获取垄断利润能力，而对一国的产业或经济整体层面的拉动作用相对有限。因此，可归纳出一国的创新投入对经济增长可能产生的如下不同形式和内在逻辑的复杂影响效应：

——经济增长促进型的创新投入。核心思想是一国各主体的创新研发投入对 GDP 产生的乘数效应相对较大，具体可表述为如下形式的作用渠道：一条机制是“基础研究→高等院校+各类科研机构+企业部门→对 GDP 乘数效应较大→有效促进经济增长”，另一条机制是“应用研究→企业部门+各类科研机构+高等院校→对 GDP 乘数效应较大→有效促进经济增长”。这其中，针对第一条机制，导致其对经济促进效应产生的关键环节就是，无论是高等院校，或是各类科研机构以及企业部门，在基础研究方面的投入均可以对产业部门和经济总体层面产生较大范围的溢出效应；针对第二条机制，导致其对经济促进效应产生的关键环节就是，无论是企业部门，抑或科研机构部门和高等院校部门，在应用研究方面的投入均可以对产业部门和经济总体层面产生较大范围的溢出效应。

——经济增长停滞性的创新投入。核心思想是一国各主体的创新研发投入对 GDP 产生的乘数效应相对较小，具体可表达为如下形式的可能作用渠道：一条机制是“基础研究→高等院校+各类科研机构+企业部门→对 GDP 乘数效应较小→难以促进经济增长”，另一条机制是“应用研究→企业部门+各类科研机构+高等院校→对 GDP 乘数效应较小→难促进经济增长”。这其中，针对第一条机制，导致其难以对经济促进效应产生的关键环节就是，由于大多数国家特别是发展中国家的基础研究主要由高等院校部门来执行的，较小部分是由政府所属的科研机构来实施的，而较少由企业部门来承担，这就难免会造成的问题是，

一方面，高等院校以及政府所属的科研机构在基础研究方面的投入，既可能由于基础研究到应用研究的转化和溢出具有较高不确定性，大部分基础研究方向并不能有效转化为产业增长机会和现实生产率，也可能因为类似中国这样处于转型背景国家的高等院校以及政府所属的科研机构，在构建贯通式的产学研一体化体系的各环节中存在突出的机制体制障碍，造成从基础研究到产业发展的“头部失灵”和“肠梗阻”等困局；而针对第二条机制，导致其难以对经济增长产生促进效应的关键问题在于，由于应用研究主要是由企业部门来实施的，一方面，无论是从企业的工艺创新或产品创新角度，还是从企业的渐进性创新或突破性创新角度来看，企业进行创新研发投入的根本目的就是瞄准通过打造企业创新垄断势力来获得创新超额利润，企业非但不愿意进行创新的扩散和溢出，相反，偏向于采取知识产权策略保护自身的创新知识和技术秘密。这就导致了个体企业层面的创新研发投入难以带来一国经济增长的内在原因；另一方面，从各国对创新研发活动的现实操作手段来看，倾向于采取各种财政扶持政策对企业主导的应用研究活动进行激励，这就产生的困局是，单个企业或特定领域企业内的创新研发投入相对越多，越是会强化特定企业的创新垄断优势，进而越是会削弱创新对经济增长的总体溢出效应和促进效应。这就是当前很多国家的创新引致经济增长停滞之“谜”的核心动因。

2) 理解创新投入对经济增长异质性乘数效应的新理论框架

要科学理解一国的创新投入对经济增长可能具有的复杂影响效应，就必然从一国创新活动的内在结构性特征角度，来细致地探讨不同类型、不同主体的创新活动对经济增长可能产生的支撑效应。

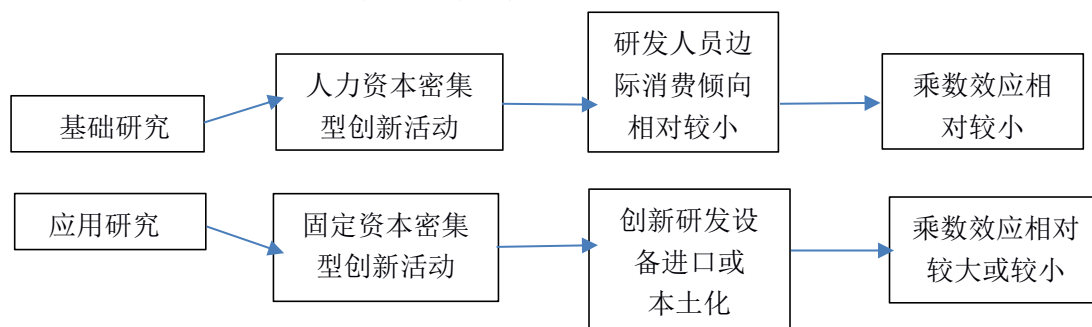


图 56 一国不同类型的创新投入对经济增长影响效应的内在逻辑

首先，如上图展示的机制信息是一国不同类型的创新投入对经济增长产生影响效应的不同机制：第一条机制是“基础研究→偏向于人力资本密集型创新活动→相对高收入阶层的研发人员边际消费倾向相对较小→对 GDP 的乘数效应相对较小”。在此机制中，需要理解的两个关键环节是：一方面，针对大多数的基础研究活动而言，均是偏向于人力资本密集型创新活动，特比是需要全球顶级的科学家和高级专业化人才的集聚效应以及全球有竞争力的薪资水平加以支

撑。很显然，基础研究活动的主要支出就是研发人员的各种人力成本支出；另一方面，针对相对高收入水平的创新研发人力资本群体，由于大部分时间和精力可能花在科研工作方面，消费边际倾向必然相对较低，因此，其对 GDP 乘数效应也必然相对较小，进而导致基础研究投入对 GDP 促进效应或拉动效应相对较弱。第二条机制是“应用研究→偏向于固定资本密集型创新活动→对本国产业链拉动效应较大+对外国产业链拉动效应较大→对 GDP 的乘数效应相对较大或较小”。具体来看，在此机制中，仍然需要理解的两个关键环节是：一方面，针对大多数的应用研究活动而言，应该是具有偏向于固定资本密集型特征的创新活动。固定资本密集型的产品通常具有较长的产业链传递效应，导致在一般情形下应用研究投入活动应该具有较大的乘数效应，进而更能拉动一国的 GDP 增长；另一方面，在类似中国这样的发展中国家之中，在创新研发活动所需要的大多数高端研发设备和关键原材料需要进口的情形下，应用研究活动所蕴含的固定资本密集型投入活动，显然会拉动进口国的 GDP 增长，而非本土的产业链发展和 GDP 增长，因此，导致应用研究对一国 GDP 增长的乘数效应相对较弱，进而对一国 GDP 的拉动效应较小。

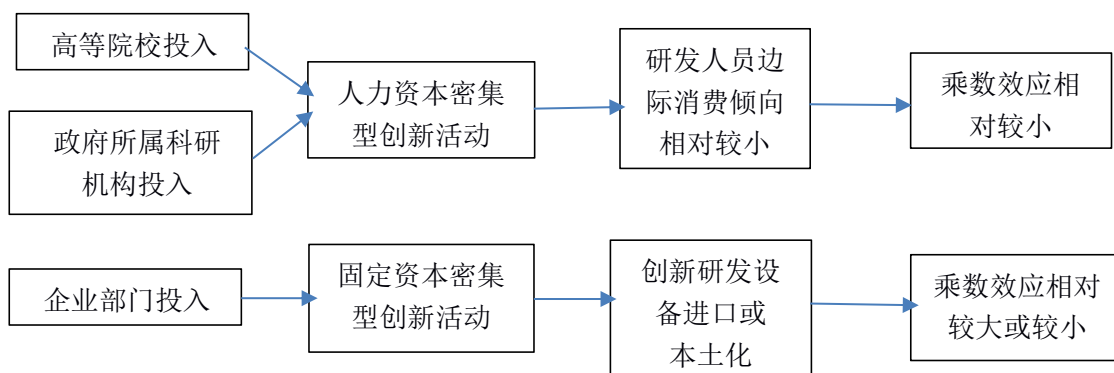


图 57 一国不同主体的创新投入对经济增长影响效应的内在逻辑

其次，上图展示的机制信息是一国不同主体的创新投入对经济增长产生影响效应的不同机制：遵循类似的逻辑，第一条机制是“高等院校+政府所属科研机构→偏向于人力资本密集型创新活动→相对高收入阶层的研发人员边际消费倾向相对较小→对 GDP 的乘数效应相对较小”。在此机制中，关键的环节是理解高等院校和政府所属的科研机构部门主要承担的研发活动的基本特征，按照一般逻辑，一国的高等院校和政府所属的科研机构部门是一国的基础研究和应用基础研究的主要承担者，因此，可以得到的判断是，其必然对 GDP 带来的乘数效应相对较小，因而对 GDP 的支撑作用就相对较弱。第二条机制是“企业部门→偏向于固定资本密集型创新活动→对本国产业链拉动效应较大+对外国产业链拉动效应较大→对 GDP 的乘数效应相对较大或较小”。针对此机制，可以得到的判断是，一国的企业部门是应用研究投入活动的主要承担者，由此可以得

到的判断是，倘若在企业部门的应用研究活动需要的关键研发设备和原材料均是需要进口的前提下，其必然对 GDP 带来的乘数效应相对较小，进而也就对 GDP 所产生的支撑作用就显得相对较弱。

结合以上提出的理解一国的创新投入对经济增长所产生影响效应及其内在机制的新理论框架，就可以分析和解释当前部分发达国家乃至发展中国家发生的“创新对经济增长的停滞效应”重大现象。一方面，针对这些发达国家和发展中国家而言，程度不等地均存在着“基础研究→高等院校+各类科研机构+企业部门→对 GDP 乘数效应较小→难以促进经济增长”以及“应用研究→企业部门+各类科研机构+高等院校→对 GDP 乘数效应较小→难促进经济增长”的特定机制。事实上，现代国家的基础研究或者是应用研究，均存在对 GDP 的乘数效应较小的困局，进而削弱了创新投入对国家经济增长的促进效应和拉动效应。另一方面，从创新投入对经济增长具有的较小乘数效应的内在成因来看，主要是存在“基础研究→偏向于人力资本密集型创新活动→相对高收入阶层的研发人员边际消费倾向相对较小→对 GDP 的乘数效应相对较小”以及“应用研究→偏向于固定资本密集型创新活动→对本国产业链拉动效应较大+对外国产业链拉动效应较大→对 GDP 的乘数效应相对较大或较小”的特定机制。即便转换分析视角，从一国的创新投入活动的不同承担主体来看，是由于存在“高等院校+政府所属科研机构→偏向于人力资本密集型创新活动→相对高收入阶层的研发人员边际消费倾向相对较小→对 GDP 的乘数效应相对较小”以及“企业部门→偏向于固定资本密集型创新活动→对本国产业链拉动效应较大+对外国产业链拉动效应较大→对 GDP 的乘数效应相对较大或较小”的特定机制。

3) 十四五期间中国全面启动科技创新对 GDP 支撑效应可能存在的停滞效应甚至断裂效应

结合以上提出的新理论框架，当前中国的科技创新投入投资要对 GDP 增长形成有效的支撑效应，存在如下方面的一系列突出的机制体制性障碍问题：

第一，中国各级政府依靠政治投资驱动周期的通行做法，已经与当前迫切需要实施创新驱动发展战略和实现科技自立自强的内在需求不相适应，非但不能有效激发创新投入对 GDP 增长的支撑效应，相反，却有可能由于阻断创新链和产业链之间的融合发展关系，削弱创新投入对中国 GDP 增长的支撑效应。一方面，从 2000 年至 2020 年期间的十五规划、十一五规划、十二五规划、十三五规划的 R&D 经费支出额增长率变化趋势来看，可以初步出的一个重要变化规律是，在其中的任何一个五年规划期间的最后一年，均呈现 R&D 经费支出额增速下滑的态势，然后再进入下一轮五年规划的第一年或第二年期间，R&D 经费支出额增速又出现了较大幅度上涨的态势。另一方面，从这些特定的变化规律可以说明，中国各级政府在激励地区 R&D 经费投入方面，可能存在较为

突出的官员政绩激励下的政治驱动型周期特征。具体表现为，在进入新一轮五年规划的前期，各级政府官员存在加大 R&D 经费投入的激励动机，而在此轮五年规划的末期，各级政府官员对 R&D 经费投入的激励动机均出现了弱化特征。我们在实地调研中发现，中国各级政府在实施对关键核心技术创新、颠覆性技术创新和关键共性技术创新突破的支持资助政策方面，在不同五年规划的衔接和过渡期间，存在显著的政策非衔接性现象和资助断裂效应。十三五规划期间，由于中国遭受了美国针对中国发起的技术创新和关键高科技产品的封锁和围堵策略，使得中国重点产业链的关键核心技术创新领域面临诸多“卡脖子”问题，中国战略性新兴产业的重环节领域面临“掉链子”问题。在此压力之下，中国各级政府针对性地实施了相关领域的重大科技攻关专项。然而，在十四五期间的第一年，中国部分政府并未周密考虑针对这些“卡脖子”关键核心技术创新领域和“掉链子”领域必须实施持续性资助计划的必要性和重要性，导致部分研发项目出现了相对停滞现象，从而影响了中国实施科技自立自强和保障产业链安全等重大战略的实施效果，进而抑制了中国创新投入对经济高质量发展的支撑效应。

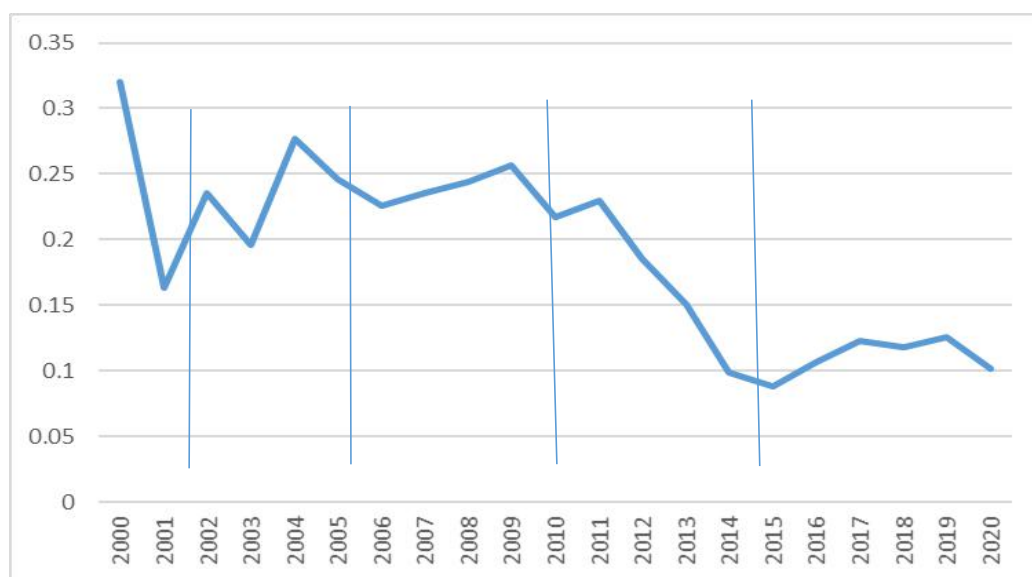


图 58 中国五年规划期间 R&D 经费支出额增长率的变化趋势

第二，中国在 R&D 投入方面长期存在突出的“重应用、轻基础”问题、在基础研究投入方面长期存在“政府投入相对不足、企业投入严重缺位”的发展困局，使得当前中国的创新投入难以对短期经济增长形成更为有力的支撑效应。从创新链和产业链一体化融合发展的角度来看，中国当前的 R&D 投入存在较为明显的结构性扭曲效应。具体表现在，一方面，在 2010 年至 2020 年期间，中国的基础研究投入由 2010 年的 324 亿元增长到 2020 年的 1467 亿元，十年期间增速高达 352%，同期，应用研究和试验开发研究分别由 2010 年的 894

和 5844 亿元增长到 2020 年的 2757 和 20169 亿元，十年期间的增速分别为 208% 和 245%。虽然基础研究投入的增速相对较高，但是，由于中国基础研究投入的基数相对较小，导致中国基础研究投入规模与应用研究和试验开发研究投入规模的绝对差距仍然在显著扩大。更为重要的是，中国基础研究占 R&D 经费投入的比重在 2020 年仅仅达到 6.0%，而美国这样的发达国家基础研究投入占 R&D 经费比重长期维持在 15% 以上。这就深刻说明，中国在基础研究方面的投入特别是政府部门的财政资金投入，已经严重滞后于中国打造全球创新型国家前列国家的发展目标，从而严重削弱了基础研究对中国 GDP 增长应有的长期溢出效应和支撑作用。另一方面，依据国家统计局在 2018 和 2019 年发布的《全国科技经费投入统计公报》披露的信息，2018 和 2019 年企业部门实施的基础研究经费分别为 33.5 和 50.8 亿元，分别占基础研究经费投入额的 3.1% 和 3.8%。事实上，发达国家的企业部门特别是全球领先的高科技企业（跨国公司）已经是基础研究的主要承担者，发达国家私人企业部门基础研究投入占国家基础研究投入的比重，已经远远高于中国。依据 Akcigit et al. (2021) 提供的数据，在 20 世纪 90 年代，法国私人企业部门在基础研究方面投入就占到国家基础研究投入的 15% 以上。而 Howitt (2000) 估计在 1993 年至 1997 年期间，美国私人企业部门基础研究投入占到国家基础研究投入的 22% 以上。导致中国私人企业部门进行基础研究投入动力不足的一个重要原因，就在于对于私人企业部门的基础研究乃至应用基础研究活动的本质特征存在认知误区。其中，容易陷入一个重要认识误区是，企业部门的基础研究和应用基础研究经费投入，应该由企业部门自己来组织和承担，理由是由高等院校和各类科研机构承担的基础研究和应用基础研究具有公共产品以及外部性特征，而企业部门承担的基础研究和应用基础研究活动本质上就具有私人产品性质，不属于政府财政资金支持的范围。很显然，这种误判实质上是误解基础研究或应用基础研究活动的公共产品及其外部性特征，本质上与承担主体并无直接关系，只与基础研究和应用基础研究活动自身的性质密切相关。在这种思维的指引下，中国多数企业部门的基础研究和应用基础研究投入难以直接得到政府财政资金的直接支持，相反，各级政府却偏好于使用财政资金对企业基础研究和应用基础研究之外的产业化研究直接支持，造成中国各级政府对企业部门研发活动财政资金支持之间的“本末倒置”现象，严重抑制了中国企业部门从事基础研究乃至应用基础研究的内在动力，进一步削弱了科技创新投入对中国长期增长的支撑效应。

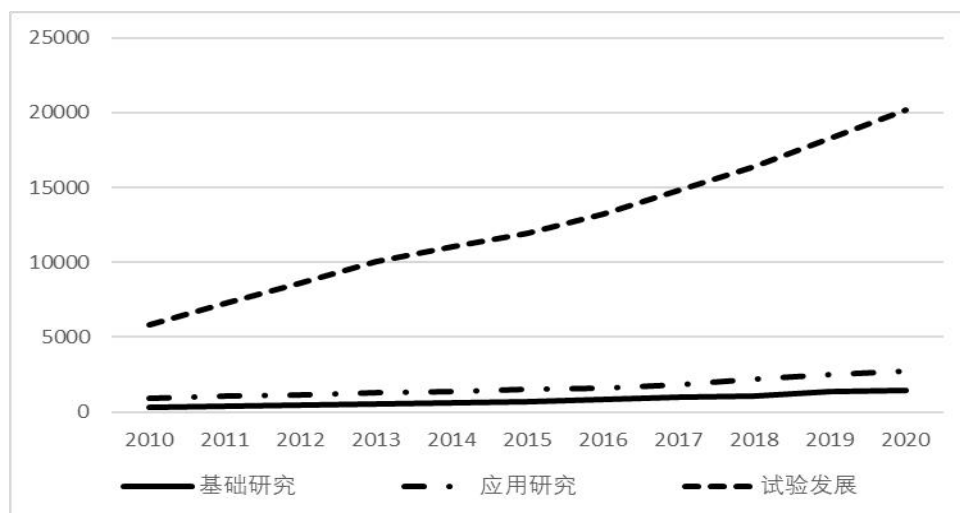


图 59 中国基础研究、应用研究和试验开发研究投入的变化趋势

第三，中国企业部门实施的应用研究和试验开发研究，主要是侧重于信息网络体系建设和打造数字经济优势，而对制约产业链的关键核心技术创新、技术颠覆性创新、关键共性技术创新等方面的投入严重不足。从数字经济和关键核心技术创新这两个方面的创新投入对中国 GDP 增长的支撑效应来看，由于关键核心技术创新突破对产业链的全球竞争优势具有整体决定性作用，对产业链上下游企业培育和发展有着更为广泛的催生作用和拉动作用，相反，数字经济则可能会强化单个企业平台的网络垄断效应，甚至对中国的全要素生产率增长蕴含着难以忽略的“索罗悖论”效应，对比来看，这就会导致偏向于数字经济优势导向的创新投入，难以对 GDP 增长形成足够的支撑效应，而偏重于破除制约产业链安全发展和竞争优势提升的关键核心技术创新的创新投入，则可以更为有效地促进中国 GDP 增长。

第四，中国 R&D 经费投入规模存在显著的地域不平衡性特征，突出表现在 R&D 经费投入规模集中少数东部发达省份地区，这就意味着中国尚未形成有效的国内创新链分工体系，同时，也就意味着中国的创新投入并未促成基于国内统一大市场的产业链分工体系的形成，阻碍创新投入对中国 GDP 的支撑效应。可以观察到的基本事实是，中国 R&D 经费投入主要集中在北京、上海、广东、浙江、江苏等这些东部少数发达省份地区。2010 年至 2020 年期间，这五个省份地区 R&D 经费投入总和占全国的比重，由 2010 年的 49.05% 逐步上升到 2020 年的 50.37%，在 2019 年达到最大值 51.06%，占据中国 R&D 经费投入的半壁江山。这就说明，虽然中国的中部、西部和东北地区省份地区的 R&D 经费投入也呈现出逐步增长，但是，北京、上海、广东、浙江、江苏这五个省份地区的 R&D 经费投入增速相对更快，在全国的领先优势和“马太效应”更加突出。从绝对差距看，2020 年，东、中、西部地区 R&D 经费投入规模分别为 16517 亿元、4663 亿元和 3213 亿元，与 2010 年相比，东部地区的与中部、

西部的 R&D 经费投入规模绝对值逐步扩大。这就导致了难以形成国内创新链和产业链融合发展的大循环体系，迫使难以充分利用自身快速扩张和升级换代的内需市场和统一大市场，来形成有效支撑经济增长的内生型动力机制。

第五，从中国政府在 R&D 经费投入角度来看，存在中央政府财政投入呈现缓慢增长态势以及投入规模相对不足的重大现象，并且，针对经济高质量发展的逆周期调节思维和政策体系尚未形成。一方面，中央政府财政投入呈现缓慢增长态势。另一方面，全球新冠疫情事件对中国 R&D 经费投入中的政府支出造成了负面冲击效应。在全球新冠疫情冲击的 2020 年，国家财政科学技术支出额比上年减少 622.4 亿元，下降 5.8%。其中，中央财政科学技术支出额下降 9.9%，地方财政科学技术支出额下降 3.2%。由此可见，中国各级政府并未形成利用加大创新研发投入的策略，来对冲外部事件带来的 GDP 下滑效应的逆经济周期调节思维，并未很好地发挥政府创新研发投入的“自动稳定器”功能。

第六，由于严重依赖国外研发设备和关键原材料进口，削弱了高等院校、政府所属科研机构乃至企业部门实施的基础研究以及应用研究投入对中国 GDP 的乘数效应和拉动效应。中国海关总署提供的数据显示，仅仅在 2019 年，中国在科研仪器这一项的进口投入就高达 3380 亿人民币，同年，中国的总进口额为 20685 亿，科研仪器的进口额已经占到中国总进口额的 16%。客观事实是，中国从发达国家进口的科研仪器中，不仅仅包括各种高精度光学仪器以及各类半导体仪器，还必须进口大量与这些仪器配套的专业零部件，用来维持这些进口仪器的正常运行。因此，中国在科研仪器方面的实际进口额比重要远远高于 16%，可能会达到 20% 左右。中国从发达国家进口的各种科研仪器设备及其关键零配件和原材料，既容易受到“卡脖子”式问题的束缚，也会由于支付过高的购买价格而大幅度提高中国科研投入成本，降低中国企业创新研发投入能力和动力。更为重要的是，科研仪器设备及其相关的关键零配件和原材料，不仅仅是一国前沿和高端自主创新能力的集中体现，更是一国的创新链和产业链能否具有独立自主功能的决定性因素。而且，中国从发达国家进口的各种科研仪器设备及其关键零配件和原材料，会严重地降低创新投入对中国 GDP 增长的乘数效应，进而削弱创新投入对中国 GDP 增长的拉动效应。

第七，中国当前关键核心技术创新突破的投资面临极大风险，一旦中国通过巨大投入形成了对重点产业链领域的关键核心技术创新突破，形成了产品生产能力和市场优势，美国为首的发达国家就会采取技术和产品解禁的方式，通过低价市场倾销方式，彻底遏制中国关键核心技术创新突破企业产品的销售空间、盈利机会和后续研发投入能力，进而从根本上削弱中国企业自主创新能力的提升，从造成中国的政府和企业创新投入，难以对国内产业链形成有效的拉

动作用，也难以对中国的 GDP 增长形成有效的支撑效应。当前中国正在实施的科技自立自强发展战略所面临的外部最大风险，就是以美国为首的西方发达国家针对中国的科技自立自强战略以及关键核心技术创新突破实施的“抽梯子”式的威胁风险，其含义就是，一旦中国政府或企业通过巨额的前期研发投入实现了某个领域的关键核心技术创新突破，就会遭遇掌握市场优势的发达国家跨国企业的低价倾销式竞争压力，造成政府和企业的前期巨额研发投入难以通过市场销售获得补偿，抽掉中国企业通过创新研发活动来创造企业盈利能力的“梯子”，从根本上摧毁中国企业创新研发投入的内在动力。在这种困境之下，中国企业就逐步丧失了“卡脖子”领域的关键核心技术创新方面的创新研发投入动力，进一步降低中国企业部门的创新投入对 GDP 的乘数效应，削弱创新投入对 GDP 增长的支撑效应。

4) 十四五期间中国全面启动科技创新投入对经济增长支撑效应的具体途径与规模预测

针对中国已经全面进入高质量阶段的新发展格局而言，必须加快落实十四五期间“坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑”的重大战略目标。这就意味着，必须研究的重大问题，科技创新投入投资究竟能够在多大程度上支撑十四五期间中国的 GDP 增长目标，从而保证 2021 年至 2035 年期间中国 GDP 规模再翻一番的既定发展战略目标。换言之，在中国以制造业为主的实体经济部门投资动力相对不足，以及在“房子不是用来炒的，是用来住的”核心思想指引下，导致房地产部门投资动力下滑等诸多方面条件的多重约束前提下，如何通过激发中国全方位的创新投入投资动力，来弥补和抵消中国经济新旧动能转化过程中形成的有效投资缺口，进而重塑和强化中国经济的内生型增长动力。

依据我们以上提出的理解创新投入对一国经济增长复杂影响效应的新理论框架，根据当前创新投入的内在结构性特征以及不同的承担主体，可以将科技创新投入对中国经济增长可能产生的有效支撑作用及其具体规模，归纳为如下不同形式的具体途径：

首先，从总体层面的“科技经费投入→GDP 增长”渠道来看，2020 年中国的研究与试验发展（R&D）经费投入额为 24393.1 亿元，相比 2019 年的增速为 10.2%。特别是在 2016 年至 2019 年期间，中国的 R&D 经费投入年均增长率为 11.8%，增速高于美国（7.3%）、日本（0.7%）等科技强国。而中国 2020 年的 R&D 经费投入强度达到 2.4%，已从 2016 年的世界第 16 位提升到 2020 年的第 12 位，接近 OECD 国家的平均水平。然而，更需要看到的重要事实是，2020 年美国的 R&D 经费投入约为 51724 亿元，而 2020 年中国的 R&D 经费投入规模总量仅为美国同期的 54%。虽然中国的 R&D 经费投入规模已经稳居全球第二

位，但是，在当前中国的科技创新面临美国为首的西方发达国家的全面封锁和遏制的情形下，中国必须针对美国的科技创新全面封锁和遏制策略加快实施重点产业链的“卡脖子”关键核心技术创新突破策略。因此，这就意味着在十四五末中国的 R&D 经费投入规模应该接近甚至超过美国的 R&D 经费投入规模。由此，我们得出的一个基本判断是，在十四五期间，中国的 R&D 经费投入规模需要实施“倍增”计划，从 2020 年的 24393 亿元增长到 2025 年的 49000 元左右，五年期间的 R&D 经费投入增加规模应为 24500 亿元左右。

其次，从“基础研究投入→GDP 增长”渠道来看，2020 年中国的基础研究经费投入为 1467 亿元，比上年增长 9.8%，与全国 R&D 经费投入规模的比重为 6.01%。进入 21 世纪以来，全球主要发达国家将全面加大基础研究投入作为维持经济增长的核心基础。具体来看，加拿大联邦政府将 2018 财年基础研究经费预算猛增 25%，被称为“亲科学”的预算。德国政府决定自 2018 年起除原有高校科研经费外，每年额外投入 3.85 亿欧元专门资助精英大学开展科学研究。韩国和俄罗斯近年均将 40% 以上的政府研发经费用于资助基础研究，韩国政府 2019 财年基础研究经费预算同比增长 23%，俄罗斯最新出台的 2030 年科技发展规划提出，确保基础研究投入占全社会研发投入比重不低于 2015 年的 14.4% 的水平。2020 年 5 月美国国会一项新法案提议未来 5 年向美国国家科学基金会额外拨付 1000 亿美元，其中最大一部分资金用于资助若干大学技术中心在 10 个关键领域的基础研究。考虑到美国的基础研究经费投入与全国 R&D 经费投入规模的比重已经在 15% 以上，中国显然要在十四五期间快速且有质量保证地提高自己的基础研究投入规模，特别是要强化政府和企业基础研究投入方面的主体地位。由此，我们也得出的一个基本判断是，按照十四五规划的既定目标，到十四五末的基础研究经费投入与全国 R&D 经费投入规模的比重要达到 8%，如果按照中国的 R&D 经费投入增速保持在 12.5% 水平，十四五末的基础研究经费投入规模应该达到 3518 亿元。因此，在十四五期间，中国政府和企业要在基础研究投入方面积极实施“倍增”计划，从 2020 年的 1467 亿元增长到 2025 年的 3518 元左右，五年期间基础研究投入的增加规模应为 2040 亿元左右。依据美国在基础研究方面的投入规模，在 2020 年就达到了 7759 亿元，因此，中国要全方位应对美国在科技创新方面的封锁和遏制策略，就必须尽快在基础研究投入方面先取得规模优势，再逐步取得质量优势。为此，在十五五末中国应该在基础研究投入规模方面必须实施追赶美国的发展计划，有必要尽快达到 8000 亿元左右的投入规模。对比来看，从“应用研究投入→GDP 增长”渠道来看，2020 年中国的应用研究经费 2757 亿元，增长 10.4%。与此同时，试验发展经费 20169 亿元，增长 10.2%。应用研究和试验发展经费所占比重分别为 11.3% 和 82.7%。按照国际统计惯例，应用研究和试验发展可以统称为应用研究（Applied

Research)。事实上，中国在应用研究投入方面存在难以忽略的结构性问题，主要表现在应用研究方面的投入相对不足，导致中国始终存在从基础研究到产业化转化方面的阻碍。因此，在十四五期间，一方面，中国要积极实施应用研究领域的“倍增”计划，将应用研究经费投入由 2020 年的 22926 亿元，提高到 2025 年的 46000 亿元，五年期间应用研究投入的增加规模应为 23000 亿元左右。另一方面，要主动调整应用研究投入结构，适当提高应用研究经费在总 R&D 经费支出中的比重，可由 2020 年的 11.3% 适度调整到 2025 年的 25% 左右。

最后，从“高等院校和政府所属科研机构 R&D 投入→GDP 增长”渠道角度来看，2020 年政府所属研究机构经费支出 3408.8 亿元，增长 10.6%；高等学校经费支出 1882.5 亿元，增长 4.8%。其中，政府所属研究机构和高等学校经费支出占全国 R&D 经费支出比重分别为 14.0% 和 7.7%。由此，我们也可以得出的基本判断是，一方面，在十四五期间中国的 R&D 经费投入规模迫切需要实施“倍增”计划的前提下，政府所属研究机构经费支出由 2020 年的 3408.8 亿元增加到 2025 年的 6800 亿元，同期，高等学校经费支出由 2020 年的 1882.5 亿元提升到 2025 年的 3800 亿元左右。因此，五年期间高等院校和政府所属科研机构 R&D 投入的增加规模，应该分别为 3400 亿元和 1900 亿元总左右。客观事实是，为了尽快促进中国全面进入全球创新型国家的领先行列，需要通过加大针对重点领域、前瞻性领域的基础研究和应用基础研究；另一方面，中国高等院校在全球领先的原始创新、前沿研究和基础研究能力方面的自主能力不足，实质上与政府财政投入的相对不足密切相关。因此，必须从顶层设计层面加大对中国顶级高等院校基础研究的各种形式资助力度，尤其要激励中国的高等院校顶级人才聚焦最为前沿的科学探索领域的研究工作。为此，在十四五期间可以适度增加针对一流高等院校或一流学科的原始创新、前沿研究和基础研究方面的财政资助力度，可以在十四五期间针对高等院校和政府所属科研机构实施瞄准原始创新、前沿研究和基础研究领域的重点资助计划，力争主要依靠加大政府的财政投入，在十四五末促使高等院校和政府所属科研机构 R&D 投入的增加规模分别达到 4500 亿元和 3000 亿元总左右。对比来看，从“企业部门 R&D 投入→GDP 增长”渠道角度来看，2020 年中国企业部门的 R&D 经费支出为 18673.8 亿元，比上年增长 10.4%。很显然，中国的企业部门已经是 R&D 经费投入的主体，2020 年企业部门的 R&D 经费投入所占比重为 76.6%。然而，中国企业部门既有的研发投入规模和结构模式，既与中国的科技自立自强和企业技术创新能力全面提升的内在需求不相匹配，也与提升产业链现代化水平和打造现代产业体系的内在需求不相匹配。由此，十四五期间，基于中国正在全面进入的创新驱动高质量发展阶段的基本事实，企业部门的 R&D 经费投入规模仍然有相当大的提升潜力空间，有必要实施针对企业部门特别是高端制造业部门的研发

投入有效增长计划的必要性。为此，我们预测，十四五期间企业部门的 R&D 经费投入增速为平均 12% 的情形下，到 2025 年末企业部门的 R&D 经费投入规模达到 32909.62 亿元，五年期间增长 14240 亿元左右。

综合以上的分析，在初步假定中国不同类型创新活动或不同形式创新主体的研发投入对 GDP 可能产生的异质性乘数效应，可以得出的初步判断是：一，从总体层面来看，在十四五期间，中国的总研发投入对 GDP 可能带来的增加值规模可能达到 39200 亿元，对十四五起期间的 GDP 拉动效应年均可以达到 0.8 个百分点；二，从基础研究角度来看，在十四五期间，中国的基础研究投入对 GDP 可能带来的增加值规模可能达到 2650-2990 亿元，对十四五起期间的 GDP 拉动效应年均可以达到 0.1 个百分点；三，从应用研究角度来看，在十四五期间，中国的应用研究投入对 GDP 可能带来的增加值规模可能达到 36800 亿元，对十四五起期间的 GDP 拉动效应年均可以达到 0.7 个百分点。类似地，从高等院校及政府所属科研机构角度来看，在十四五期间，中国的高等院校及政府所属科研机构部门研究投入对 GDP 可能带来的增加值规模可能达到 9750 亿元，对十四五起期间的 GDP 拉动效应年均可以达到 0.3 个百分点。从企业角度来看，在十四五期间，中国的企业部门研究投入对 GDP 可能带来的增加值规模可能会达到 24208 亿元，对十四五起期间的 GDP 拉动效应年均可以达到 0.5 个百分点。

表 7 十四五时期中国研发投入对 GDP 拉动效应预测

	2025 相对 2020 年增长预测	GDP 拉动 乘数效应	2025 相对 2020 年增长预测	十四五期间年均 GDP 拉动作用
基础研究	2040-2300 亿元	1.3	2650-2990 亿元	0.1%
应用研究	23000 亿元	1.6	36800 亿元	0.7%
高等院校及政府 所属科研机构	7500 亿元	1.3	9750 亿元	0.3%
企业部门	14240 亿元	1.7	24208 亿元	0.5%
总 R&D 经费投入	24500 亿元	1.6	39200 亿元	0.8%

2、从高污染高排放向低污染低排放的绿色大转型

转型三：绿色大转型。能耗双控、双碳战略要求中国生产方式必须有一个大的变革，而这种变革首先是成本增长，然后是成本增长促进技术替代，然后是生产方式变化带来的绿色收益获取。这种生产方式转变与一般技术创新带来的生产方式变革不同——一般技术创新带来的首先是成本的节省、利润的增长、需求的拓展，它会直接产生内生动力，绿色转型则首先是确权之后的成本分摊和成本增长，发展的内生动力和市场动力不足，很多行动都具有公共品属性，必须政府先行，而且对短期 GDP 的拉动不明显。

碳排放具有空间无关性，是一种全球公共品，碳减排具有成本与收益的不

对称性。任何地区排放的二氧化碳造成的温室效应影响都是全球性的，排放带来的经济利益为排放者享有，而其不利影响需要所有人一起承担，反之，减排成本由减排国家或者个体承担，而全球受益。

能源是联系碳排放与经济发展的关键环节，碳排放会受到经济总量、产业结构和能源供给结构的共同影响。能源的生产和消费是人类经济活动的基本条件，几乎所有的现代经济系统的正常运行高度依赖于能源，并从总量和结构两个方面影响碳排放量。经济活动总量越大，对能源需求量越大，碳排放量往往越大。由于不同产业的能源消耗强度和类型存在差异，国家或地区的碳排放总量与产业结构密切相关。能源生产技术体现在可提供的能源类别中，不同能源类别碳排放因子不同，化石能源在供给结构中的占比决定了单位能源排放量。

能源结构转型与产业结构调整是推动碳排放与经济增长脱钩的重要因素。从社会经济生产角度看，能源是必要投入要素，但不同能源类别碳排放因子不同，因此存在相对脱钩的可能性。各经济体的人均碳排放水平同人均 GDP 之间呈现一定程度的正相关性，但部分国家已出现脱钩趋势。一方面，随着太阳能、风能等可再生能源发电量在全球能源结构中的比重不断增加，化石能源比例下降，带动产业发展低碳化，促进二氧化碳排放水平的降低。另一方面，经济全球化助推碳排放转移。从生产侧核算原则下，部分国家较高的发展水平仅带来了少量的排放，呈现脱钩趋势，例如日本、德国、英国、法国和意大利等国。然而考虑贸易中的隐含碳排放，交易排放量往往从亚洲流向北美和欧洲。西欧、美洲和许多非洲国家的大部分地区是碳排放的净进口国，而东欧和亚洲的大部分地区是净出口国。

我国碳排放仍然处在“总量高、增量高”的历史阶段，且是贸易隐含碳排放的最大净出口国。从流量角度看，我国是世界上最大的能源消费国，年碳排放总量居世界第一位。2019 年，我国碳排放量达 101.7 亿吨，占全球总量的 28%。随着中国加入世界贸易组织，经济全球化给我国的生产力发展带来了巨大动力，二氧化碳排放量也是在这一节点开始加速上升，从 2000 年的 33.5 亿吨迅速增长到 2011 年的 92.7 亿吨。随着经济增幅的趋缓以及节能减排力度的加大，我国二氧化碳排放量自 2011 年起增速显著放缓，年均增速 0.02%，近几年又呈现出升高态势。同时，中国基于消费的碳排放量比基于生产的碳排放量低 14%，是贸易隐含碳排放的最大净出口国。我国作为商品出口大国，其账户中的排放量将最终出口到其他国家或地区使用或消费。

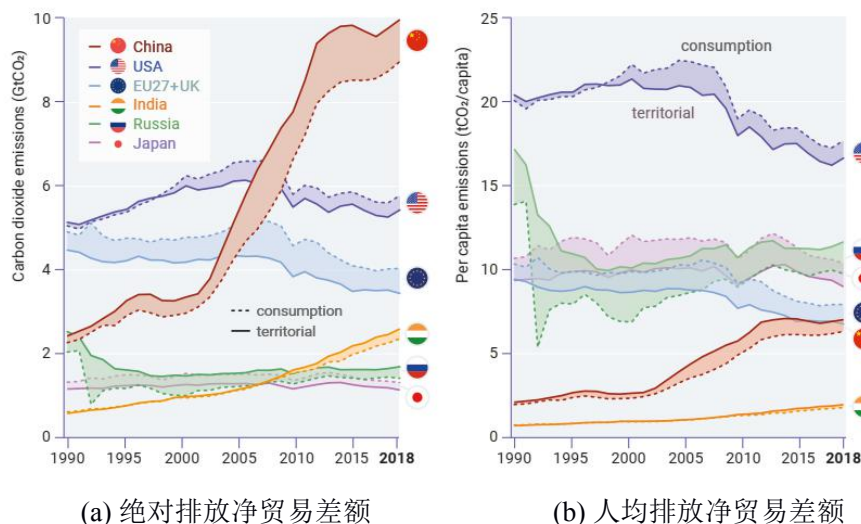
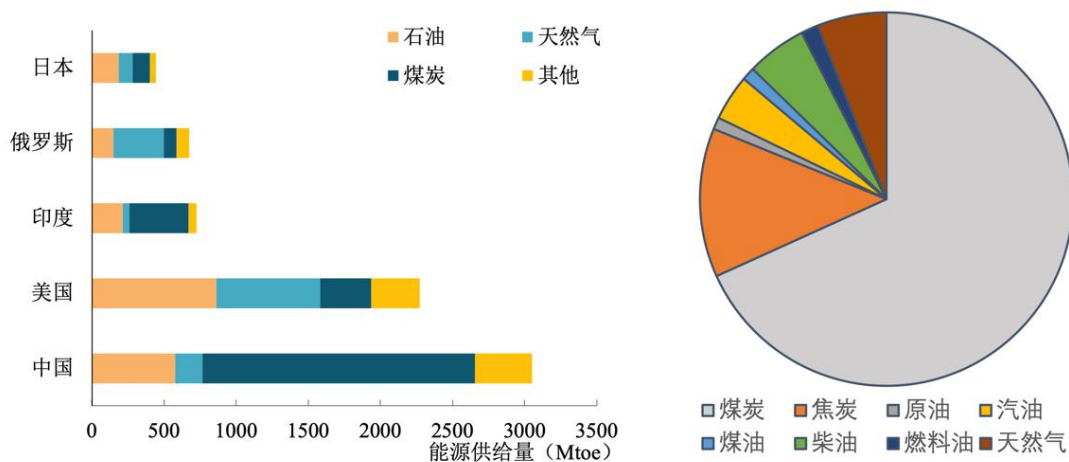


图 60 全球主要经济体碳排放净贸易差额⁴

从供给侧看，我国碳排放之所以呈现出如此“总量高、强度大”的特点，与我国以煤炭为主的能源供给结构密不可分。改革开放近 40 年以来，煤炭长期处于我国能源供应的基础性地位，占比从 80% 缓慢下降至 65%。以煤炭为主的能源生产结构是由我国能源资源禀赋所决定的，在短时间内不会发生较大变化。以煤炭为主的能源结构是我国碳排放总量高、强度大的主要原因。而煤炭行业作为一个碳排放的传统“大户”，要实现碳减排目标，将面临巨大挑战。



从终端需求看，我国制造业是能源消费和碳排放大户，也是经济增长主力。能源消费是支撑产业发展的基石，我国制造业的能源消费量远远大于农业部门、建筑业部门、生活部门等的能源消费量，占全部行业能源消费的 50% 以上。2018 年，我国制造业能源消费量达到 25.9 亿吨标准煤，占全部行业能源消费的 54.8%。目前，我国已成为制造大国并朝着制造强国的方向不断迈进。国家设置

⁴ 资料来源：UNEP, Emissions Gap Report 2020, <https://www.unep.org/zh-hans/emissions-gap-report-2020>

的短、中、长期三个目标也充分体现了其对制造业的高度重视。然而，制造业作为我国经济增长主力的同时，也是我国碳排放大户，我国碳排放始终保持“二·三一”型，80%以上的碳排放来自于工业生产，并且主要集中在电力、钢铁、非金属矿物制品这三个高碳排部门，这些行业集中度较高，且不断上升，抓住它们的能源消费量与能效水平，就抓住了碳排放的“牛鼻子”。

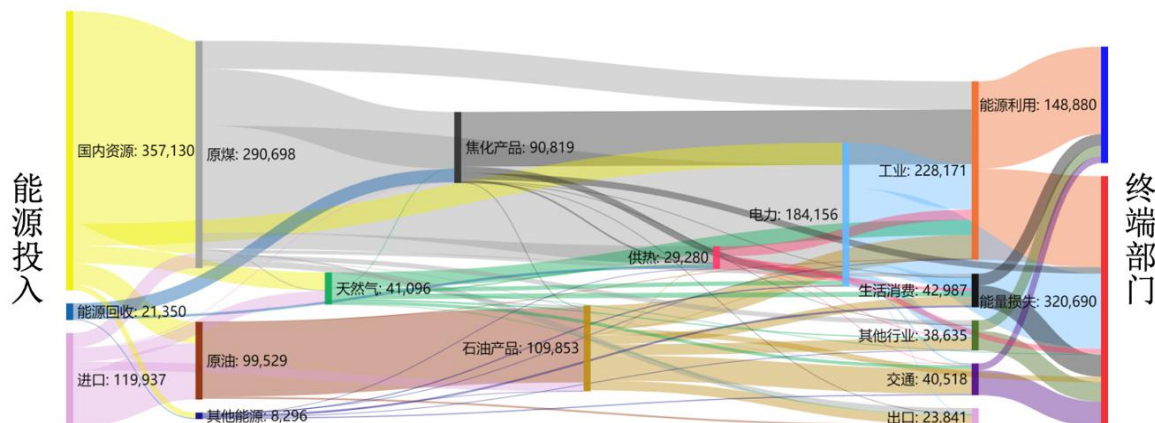
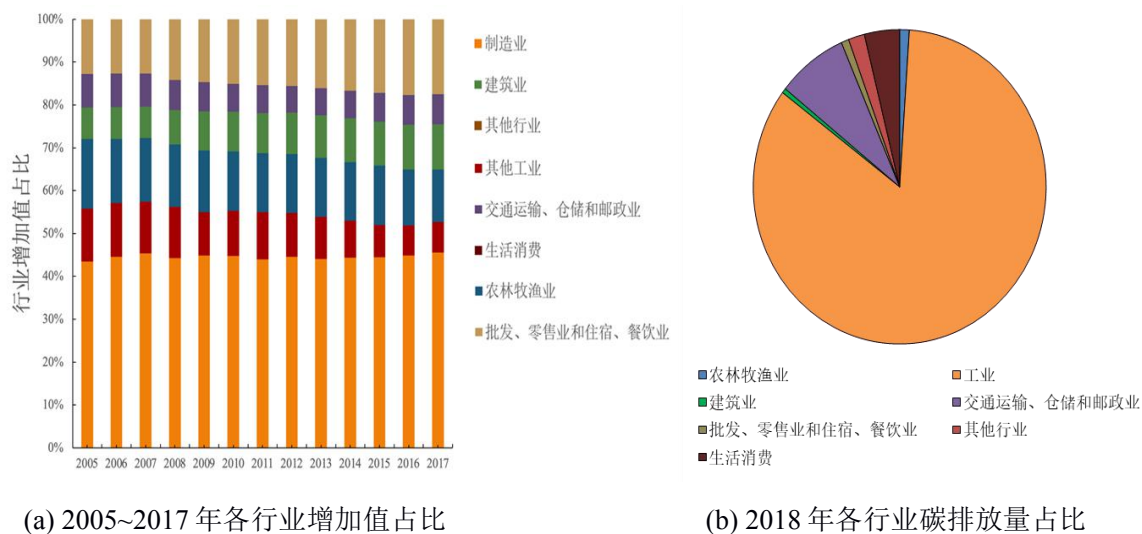


图 62 2019 年全国能流图



(a) 2005~2017 年各行业增加值占比

(b) 2018 年各行业碳排放量占比

图 63 各行业增加值与碳排放量占比

我国高耗能高排放制造行业的能效水平持续提升，目前已达世界先进水平。无论从直接还是完全碳排放强度，我国发电、供热、金属（钢铁、铝）等高耗能行业是碳排放的主力军。2010 年以来，我国近 90% 的工业废气排放都来自高耗能行业。2000-2017 年，高耗能产业的直接二氧化碳排放量持续增长，2015 年超过全部产业排放的 80%。高耗能（高排放）行业平均碳排放增速仍在 5% 以上，2013 年后增速有所放缓。我国自 2005 年开始实施企业节能低碳行动，包括阶梯电价、能效标准和能效标识政策、能效“领跑者”计划、重点行业单位产品能耗限额标准等，主要高耗能行业基本实现全覆盖，2 万余家高耗能企业的能源利用效率持续提升。从单位产品耗能来看，我国部分高耗能行业的能效

水平已经是世界先进水平。例如煤电 2020 年度电煤耗平均为 310g，远超世界平均水平。

从全球碳经济的典型事实和中国碳经济的基本事实来看，实现双碳目标与经济高质量发展在长期和短期内都面临着众多复杂的挑战和约束，尤其是在短期内技术水平和能源结构稳定的条件下，其面临的挑战更为严峻。

现阶段至 2035 年是低碳转型的重要蓄力期，同时也是我国经济转型和发展的爬坡期，实现“双碳”目标的同时也要保持一定的经济增长速度和经济发展质量。为实现 2035 年基本实现社会主义现代化、2050 年人均收入达到中等发达国家水平的战略方针，建立低碳体系的同时要兼顾经济发展的速度和质量。中国人民大学团队预测，若要在 2035 年实现人均 GDP 超过 2 万美元，2020-2035 年中国 GDP 增长率须达到 5% 左右。如何实现减排不减能源消费、减排不减经济体量，是我国目前发展的严峻挑战。

目前，我国发展阶段尚处于工业化和城镇化进程中，短期内，碳排放量的限制构成对经济增长和产业结构调整的紧约束，对经济增长与保持制造业比重稳定的目标造成冲击。2020 年制造业占中国 GDP 比值超过 26%，是国民经济的支柱产业，同时，制造业也是中国能源消费最大、碳排放最突出的终端部门。一方面，钢铁、石化、化工等高耗能产业减排的达成极大程度依赖于节能与产业结构调整。而我国自“十一五”开始将单位 GDP 能耗降低作为经济社会发展的重要约束性指标之一，三个五年规划期以来，在该指标的引领和倒逼下，我国高耗能产业通过淘汰落后工艺设备，实施重点节能工程，持续提升能源利用效率，目前很多产品和行业的能耗水平都已达到较为先进的水平，节能潜力已得到较为充分的释放。由于短期内技术水平的稳定性，碳排放量的限制给传统能耗产业带来巨大的经营压力。另一方面，我国制造业比重所呈现的过早过快下降态势，不利于中国经济的向好向快增长。应该注意到，高耗能产业比重并不是越低越好，完整的产业链、高端制造业以及生产性服务业也需要高耗能产业的产品提供原材料。制造业是全社会基础物质生产和产业创新的“脊梁”，尤其对我国这样一个发展中大国，其重要性怎么强调都不为过。我们要吸取部分发达国家产业空心化的教训，不能一味追求服务业占比上升、高耗能占比下降等指标，行业协调发展才能保持经济持续健康发展。

因此，在技术水平和需求结构稳定的条件下，碳排放量的限制构成对经济增长的紧约束，碳减排的经济代价较大，社会将面临经济增长与碳减排的短期权衡取舍。中国人民大学张红霞团队利用多部门环境投入产出模型，模拟分析未来在达到 GDP 增长目标的情况下，如何实现 2030 年碳达峰目标。结果表明我国三产与二产的相对比例与碳排放总量增长率之间呈现出显著的负相关性，在中国 GDP 发展水平达到预期的约束下，减排技术进步、减排目标实现与制造

业占比稳定是不可能同时完成的“三元悖论”。具体而言，这三者难以同时达到：若要减排技术进步相对容易实现，又要制造业增加值占 GDP 的比重相对稳定，减排目标就难以实现（如情景 1）；若要实现减排目标，供给侧的减排技术进步又不够快，需要需求侧发力，则难以保证制造业在经济中的比重（如情景 2 和情景 5）；若要实现减排目标，又要制造业的相对稳定，则必须要求供给侧发力，直接排放系数需要飞速下降，这对于减排技术的要求相对较高（如情景 3 和情景 4）。因此，在减排过程中要妥善规划二三产业占比，不可操之过急。

表 8 减排技术进步稳健性、制造业占比稳定性与减排目标可实现性的“三元悖论”关系

情景设定		1	2	3	4	5
变化幅度	减排技术	小	中等	较大	大	中等
	需求结构	小	较大	中等	中等	大
项目	减排技术进步实现	容易	较容易	较困难	困难	较容易
	制造业稳定性	强	较弱	较强	较强	弱
	减排目标完成	不能	恰好	能	能	恰好

从社会公平角度看，实现“双碳”目标的同时要兼顾公平，区域、城乡、收入差距也会影响减排政策的制定和落实，要纠正“运动式”减碳，维持经济正常运行。实现共同富裕是中国特色社会主义现代化建设的根本奋斗目标，所以减排的过程中也要注重横向公平。横向公平主要指不同经济体或地区 and 不同收入人群等的碳排放权公平或减排目标设置的公平性。显而易见的是，减排需要付出经济代价。在技术、结构约束情境下，若要在短期内实现碳减排，只能通过压缩碳排放部门的生产规模、放缓经济增长来实现。在长期中，技术进步、经济与能源结构优化则是碳减排的主要途径。但无论是长期还是短期，碳减排都面临着高昂的成本，处于不同发展阶段、不同地区、不同收入水平的人群，其减排的成本也存在巨大差异。要在各区域和群体之间统筹分配减排责任，理清减排次序，纠正非理性无效率的“运动式”减碳。其主要表现为地方和企业面对双碳目标，未立先破，脱离实际经济发展情况和全国统筹要求，或是盲目跟风表态，采用过严的管控措施，或是不作为，缺乏双碳工作的系统性研究，或是铺摊子，盲目上马高耗能、高排放项目“冲高峰”。这种“运动式”减碳叠加煤炭等大宗商品的价格波动会扩大对宏观经济的冲击，产生大规模停电限电等现象，会严重影响经济社会平稳运行。

3、房地产-地方财税体系大转型

转型四：房地产-地方财税体系大转型。中国土地制度的二元属性曾为中国工业化、城市化找到了绝佳的助力器和加速器。房地产长效机制的改革虽然不

会过度动摇房地产的支柱产业的地位，但是会改变地方政府收入运行体系，逼迫地方政府运行模式进行革命性变化，同时也会改变中国金融深化的逻辑。地方政府-房地产-金融机构-地方国有企业相互促进的融资体系将全面变革。有待确立的是双轨住房提供机制在短期稳增长中间的作用、房地产预期以及地方政府的动力。

1) 中国房地产新时代已来，长期改革势在必行，短期稳定需靠政府发力

首先，要超越传统的短周期和长周期的视角，一定要认识到中国房地产新时代已经到来。这个新时代超越了短期行政管控所带来的短期波动，也超越了一般意义上人口变化和库存周期变化所带来的周期性波动。中国未来整个房地产的基础运行机制基于以下三方面的原因将发生革命性的变化：

一是由于土地财政走到尽头，城市土地的供应模式发生根本性的变化。过去基于中国土地的二元体系，构建了以地兴市，以地兴企，以土地作为杠杆快速工业化、城镇化、金融化的模式，促进了中国经济奇迹的形成。但是目前这种模式已经走到了末端，它所产生的收益在下降、成本在急剧上升。中国要进入到高质量发展就必须纠正过去的这种内生推动体系，目前国家已经开始试点改革城市建设用地的形成机制和城市租赁房的土地供应机制。地方发展和地方竞标赛的模式也将发生巨大变化。

二是国家出台了大量“房住不炒”的政策措施，特别是房地产税全面试点的推出宣告房地产的存量调整时代已经到来，房地产的金融属性将收缩到有限的范围。以土地为杠杆的金融扩张过程要发生拐点性变化，中国金融深化的逻辑将作出调整。

三是房地产供应模式将从过去 20 多年的“单一市场轨”转向“市场-政府双轨并行”。不仅稳房价、稳地价和稳预期的机制，同时房地产绑架短期宏观经济政策的模式也将发生改变。不仅中国人口增速、转移性人口增速以及城镇化速度的放缓将大大降低商品房的需求，存量调整以及政府给低收入人群提供的保障性住房也将大大改变房地产商传统盈利模式。这种体制的变化决定了中国房地产市场进入一个新的时期，这种新的时期的转换就决定了我们不能用传统库存周期或者库兹涅茨周期，或者短期宏观稳定的行政调控周期来解释最近的房地产的变化。

其次，未来房地产大改革的序幕全面拉开，导致目前这一轮房地产的变化实际上是一种趋势性变化，而不是短期波动。因此在这种趋势性的变化中，就要把市场预期、企业行为、政府行为把握清楚。我们需要判断政府管控能不能对市场主体的预期以及对于中长期改革程度产生根本性的影响，如果不行，在短期稳市场的举措上就要有新思路，而不是在传统思路上面打转。

再次，目前支撑市场的力量不足以稳定当前整个宏观经济，因此需要通过

政府轨进行发力。以前应对房地产市场的大调整都是政府轨通过各种政策来进行支撑，但政府轨的支撑力量以往都是用于去库存，降成本等措施扶持房地产商稳定宏观。而这种行政管控放松、政府扶持最后会导致一种恶性循环——越控制越涨价，房地产资产负债率以及房价朝着我们非既定的方向调整。其中最大的原因就是没有走出过去的调控与高涨之间的相互作用的怪圈。因此这一轮我们完全可以抛弃这样的一种调控模式。当前很重要的是政府轨的力量要纠正房地产市场自身在定价、在资源配置和自身企业发展上的一些不足，要行使看得见的手的功能。其中很重要的发力点就是新型城镇化，要为城市广大的中低收入阶层提供经济适用房、廉租房、共有产权房，同时在短期投资和中长期消费上给予整个宏观上的支持。因此，我们认为政府轨以及租赁市场在未来五年的构建是短期支撑房地产市场和宏观稳定的重要力量，也是支持长效机制改革一个重要辅助手段。过去房地产长效机制的建设难以持续的改进，一大原因就是房地产在整个宏观的支柱地位所带来的影响太强烈。因此，房地产绑架宏观经济，从而绑架我们改革的模式一定要解套。

最后，最近美联储所出具的关于中国金融风险的警示，以及罗格夫最近研究中国房地产市场的报告引起了国际市场的关注，认为恒大事件会引发中国整体宏观以及世界金融的变化。我认为这种观点过度夸大了中国当前的状况，因为目前房地产占 GDP 的比重和对 GDP 的影响还没有达到欧美最高的水平。同时中国围绕着房地产市场所做的杠杆虽然很高，但中国相应的房地产金融衍生品很少，更为重要的支撑是大量的自住需求。所以，我认为美联储和罗格夫的研究对于中国房地产市场的运行机制还不是很了解，对于中国下一轮调控房地产市场的举措也不是很清楚，而仅是从一些数据进行的简单的外推。2008 年后研究中国房地产的国外报告有很多种，他们都会得出中国房地产市场会崩溃的结论，但事实上并未崩溃。我们可以关注国外的观点，但我们也要旗帜鲜明地对这些观点进行针对性的研究，发表我们的看法。我认为目前中国政府对于恒大事件的处理应该是没有问题的，同时恒大事件对于房地产的预期调整有很大的影响，但事实上这些调整是我们本身政策目标的一环。当然我们在降杠杆的方法上应该更加审慎，特别对于目前这种高债务、高还本付息率的运行状态，对流动性的管理方式需要更高的艺术和更好的方法，而不是简单地采取行政管控。这样就可以避免过度系统性的传导机制，从而按照既定方法、管控模式和体系，使中国经济在未来调整中更为平稳。

当然，近期房地产市场趋势性回落已经形成，短期内难以进行扭转，并且我们也不希望恢复到过去那种短期、周期性变动模式之中。当前我们要推行基础性改革和短期稳定相并行的一种模式来推动经济的高质量发展。

2) 房地产业健康发展需要“三大类举措并用”并保持中长期改革定力

我们必须明确房地产市场未来的中长期目标，保持战略定力，在长效机制上破题。一是中长期的改革和长效机制的变化要坚定不移的推进，不要因为暂时性的波动而立刻停止。二是在短期宏观稳定、防止系统性风险上一定要加大力度。因为去杠杆本身就是一种风险行为，永远比加杠杆所带来的风险要强劲得多。因此，要把风险防范放在一个战略高度，它和改革推进是并行的两条线，但不意味着是捆绑的两条线，千万不能为了短期稳定来绑架改革进程。三是政府发挥短期稳定的作用要遵循供求规律，特别是短期和中长期的供求规律。政府的功能不是简单地约束市场和放宽市场，而是政府在一系列具有公共品属性的房地产上面有所作为，全力配合新型城镇化，全力配合低收入阶层的收入倍增计划，给他们提供充裕的租赁服务和低端住房的供给。这样能够维持消费投资的稳定，促进和谐社会建设，同时弥补当前一些财政和相关项目渗透性比较差的缺陷。

目前，我国已经开启城市土地收储制度的改革、地方政府的土地财政体系的改革以及城市住房供应体系的改革，房地产行业的微观基础也已经发生拐点性变化。这些改革和调整，需要保持整个房地产市场平稳地变化，土地价格、房地产价格、市场体系不能出现过度波动，同时与宏观经济相关联的投资不能出现过度波动。国家出台的一系列的政策已经开始从原来短期管控、强力管控为主，向中长期长效机制建设逐步过渡，这个过渡就要求：第一，要通过市场轨和政府轨来提供房地产的供给，同时保证房地产投资稳定。通过政府轨力度的逐步加强使城市房地产供求关系达到相对平衡而抑制房价上扬。要为农民工和低收入群体提供政策性保障住房，并且比重要达到一个很高的水平。第二，土地价格方面，可以把集体建设用地直接进行入市，而不通过政府收储，如此可以使土地价格的现成机制和土地财政制度得到很好地调整。

综上所述，四大转型在 2021-2022 年的全面启动和全面叠加，使得中长期的结构性大调整持续与短期稳增长、控风险产生冲突，如何在结构性政策与总量性政策、逆周期政策与跨周期政策之间寻找到新的平衡依然面临许多挑战。四大转型不仅从各自方面对短期中国宏观经济运行产生剧烈影响，不可避免地会加大短期经济下行压力，而且由于相互之间存在政策协调问题，还会进一步叠加交叉产生强化效应。

（二）外部环境四大变异的中短期冲击

中国宏观经济能否完全实现常态化，不仅取决于中国政策常态化的路径和战略转换的方式以及政策调整和大转型中的风险控制，同时也受到外部环境变化的影响。首先，与 2021 年不同的是，2022 年西方主要国家很可能在疫情防控上全面放开，这将对我国疫情防控模式带来巨大的挑战，从而对我国宏观经

济内外部运行逻辑带来巨大的冲击。一是西方疫情防控全面放开将引发后疫情时代全球产业链和供应链调整的再调整，从而对我国进出口带来巨大的不确定性；二是中国疫情防控模式不管是否做出全面调整，我国经济社会的运行逻辑都将面临巨大的冲击，这些冲击都带有强烈不确定性。其次，全球通货膨胀的出现、美国量化宽松货币政策的陆续退出、美国三大新刺激政策的落地与美国财政赤字的持续扩大、全球金融市场的新动荡以及全球供应链在疫后的持续调整将给中国宏观经济的外部环境带来正反两方面的不确定性冲击。1) 一方面，全球消费品价格的上扬将带来中国贸易品竞争力的上扬，另一方面，大宗商品价格持续上扬又将使成本冲击的力度加强，输入性通货膨胀的压力加大。2) 美国物价上涨和赤字财政将加大对中国的需求，导致美国的对华贸易政策全面转向，但美国前期持续量宽以及量宽调整带来的金融市场的震荡很可能导致人民币汇率过度升值；3) 欧美疫情的全面放开可能导致全球供应链和产业链调整进一步加速，但也可能在调整中出现更严重的新的供应链瓶颈约束问题。

1、全球疫情持续期延长，导致国内疫情防控期被动延长

全球疫情持续期不断延长，不仅导致世界经济复苏放缓、增长预期下调、不确定性增加，而且使得我国国内疫情防控期被动延长，迟迟无法恢复常态。

2021 年尽管疫苗研制成功并在全球范围内广泛使用，使得全球疫情形势总体向好，但病毒的不断变异导致疫情持续期大大延长。截至 10 月底，2021 年新增的确诊病例已经达到 2020 年全年的 2 倍，且每天仍有数十万新增确诊病例。世界经济在稳步复苏中出现分化和放缓迹象，2021 和 2022 年增长预期不断下调。

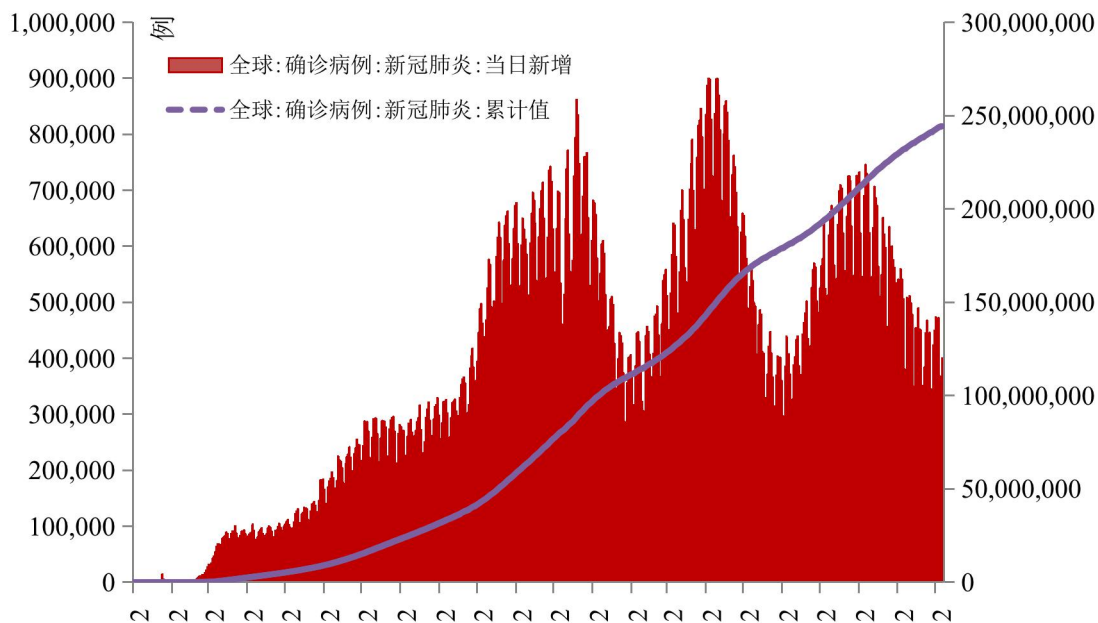


图 64 全球疫情持续期延长

2021 年全球疫情的持续对中国经济的影响已经从“外资外贸”转向“经济环境”，即由于外部环境持续处于疫情状态，尽管国内的疫情早已经得到控制，但却永远无法解除防控状态，中国经济也就始终无法回归到疫情前到运行状态。从统计数据可以看出，自 2020 年 2 季度起至今，国内每日新增确诊病例就已经控制在 100 以内，且大部分时期为零星确诊病例或境外输入病例。但只要国外疫情没有清零，国内就始终面临疫情的威胁，全国各地就无法完全正常运行，居民消费以及旅游等服务业就一直受到疫情防控的影响。

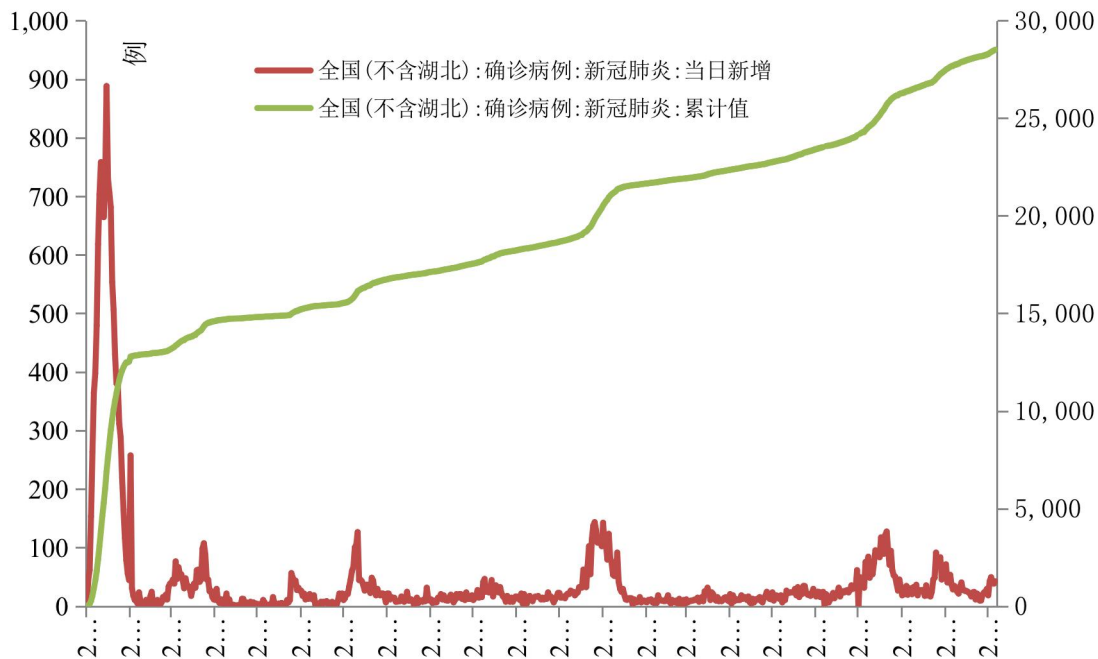


图 65 中国被动持续处于疫情防控状态

世界经济增长预期下调。下半年以来，多个国际组织对今明两年全球经济增长预期较上半年时的预期下调，显示全球经济复苏进程放缓。根据国际货币基金组织(IMF)10月份发布的《世界经济展望》报告，2021年世界经济增长预期为5.9%，较7月份预测下调0.1个百分点；其中，发达经济体增长5.2%，较7月份预测下调0.4个百分点，美国增长6.0%，较7月份预测下调1.0个百分点；新兴市场和发展中经济体增长6.4%，较4月份预测下调0.3个百分点，中国增长8.0%，较7月份预测下调0.1个百分点，较4月份预测下调0.4个百分点。

目前不同发展阶段的经济体在疫情中的恢复情况各不相同。发达经济体经济复苏相对较为强劲，美国强刺激快速复苏，欧元区慢刺激缓慢复苏，日本理性管控缓慢复苏等，发达国家各项指数包括GDP、PMI、CPI等都出现较为强势的增长趋势。发展中经济体则在疫情中艰难恢复经济，印度疫情反复复燃面临多轮疫情影响，俄罗斯经济逐步缓慢复苏，巴西经济前景得到改善，越南经济从高增长急剧转向停滞，南非经济持续不容乐观等。

总览当前的国际经济金融市场环境，自2020年年初至今，发达经济体货币政策、财政货币持续极度宽松，经济脱实相虚的风险已非常之大，资产价格和通胀压力已经全面显现，对于经济下行的忍耐度已经达到新的临机点。下阶段，随着美联储政策转向及市场风险偏好发生逆转，很可能触发资产泡沫破灭。

2、国际大宗商品价格上涨，超过疫情前水平，引发所谓“能源危机”

2021年大宗商品价格持续较快上涨。一方面是全球制造业回暖、美元持续

宽松导致需求回升，另一方面是疫情和减排政策导致供给减少，国际大宗商品价格指数出现较大涨幅，价格指数纷纷回升至 2019 年水平之上。10 月份，布伦特原油现货价平均回升到 83.7 美元/桶，创近五年来的新高。作为原油等大宗商品进口国，能源价格回升推动我国 PPI 价格指数出现快速上升，在 PPI-CPI 传导受阻的背景下，中下游企业承受较大成本压力。

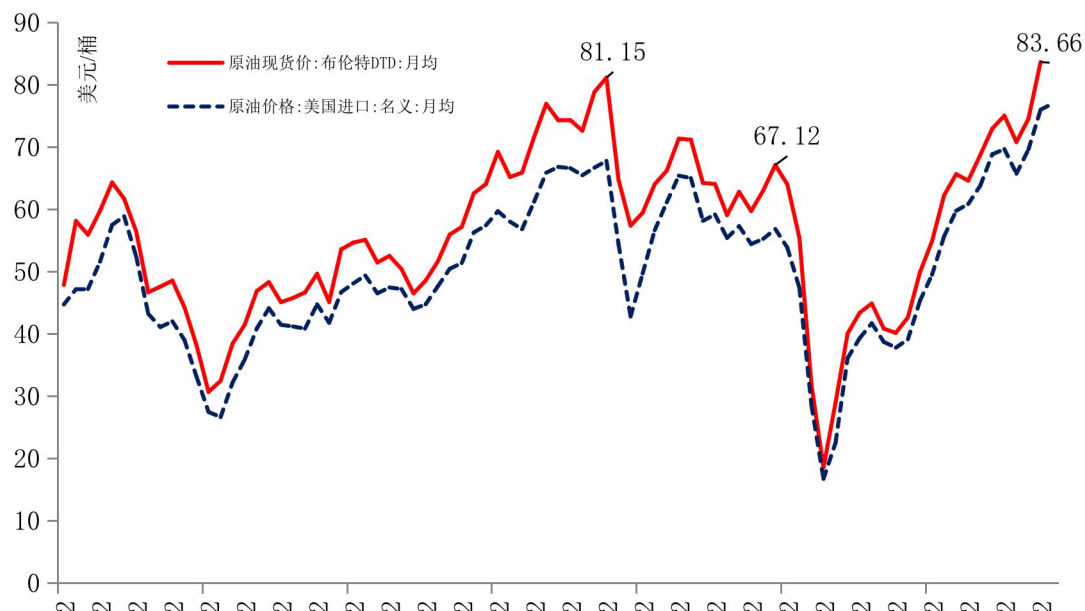


图 66 2021 年国际原油价格大幅回升

2020 年下半年以来，国内大宗商品价格持续上涨，至 2021 年年中大宗商品价格指数相比年初增幅已近 30%，相比疫情前 2019 年最高点也超过 20%，且下半年以来呈现高位上升势头。各类大宗商品指数和大宗商品价格总指数均呈现阶梯状上升趋势，原油、铁矿石、铜、农产品等价格再创近年来新高。

展望 2022 年，国际大宗商品价格仍将保持高位。一方面是全球制造业回暖、美元持续宽松导致需求回升，另一方面是疫情和减排政策导致供给减少，除非世界经济出现重大风险实践，国际大宗商品价格难以短期回落。特别是能源价格已经成为一个全球性问题，将会在中期内持续构成约束。在全球应对气候变暖、走向碳中和的过程中，煤炭使用必然受到限制，但是过去 10 年全球经济低增长下能源投资持续下行，替代能源投入还不充分，风力、水电等绿色能源供给还不稳定，储能方案成本较高，这就导致了全球能源供给存在一个转型期，在一定程度上类似于上世纪 70 年代的石油供给冲击。预计 2022 年国际油价仍将处在高位，持续对生产、交通、居住等成本产生冲击。

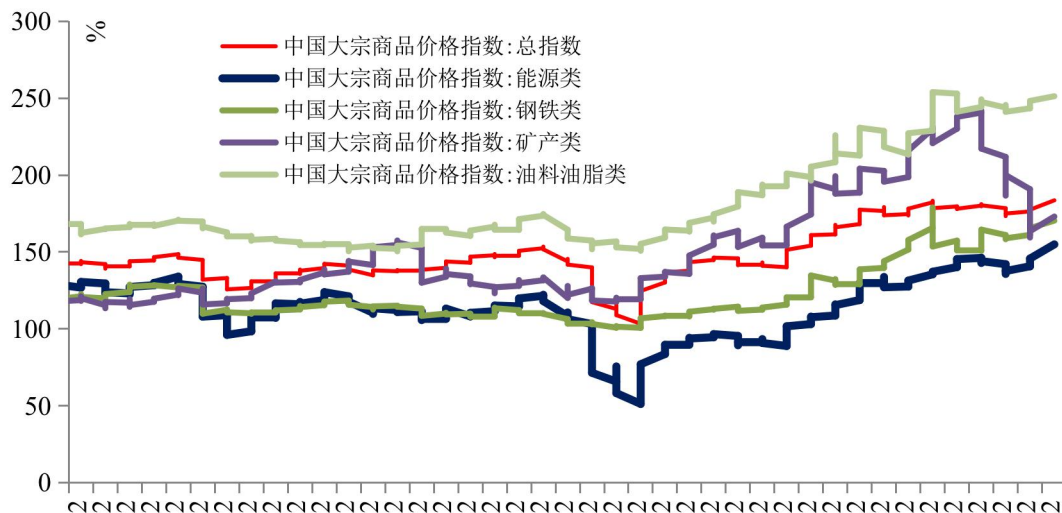


图 67 2021 年中国大宗商品价格持续上涨

在经济复苏动力放缓、企业营收减弱的情况下，原材料成本大幅上涨显著挤压企业利润，特别是议价能力较弱的中小微企业。在针对中小企业调查的全部受访企业中，50%的企业直接从事生产、制造、加工业务，属于前店后厂的制造型企业。在这些企业中，94.2%的企业认为大宗商品价格上涨显著增加了企业原材料采购成本。

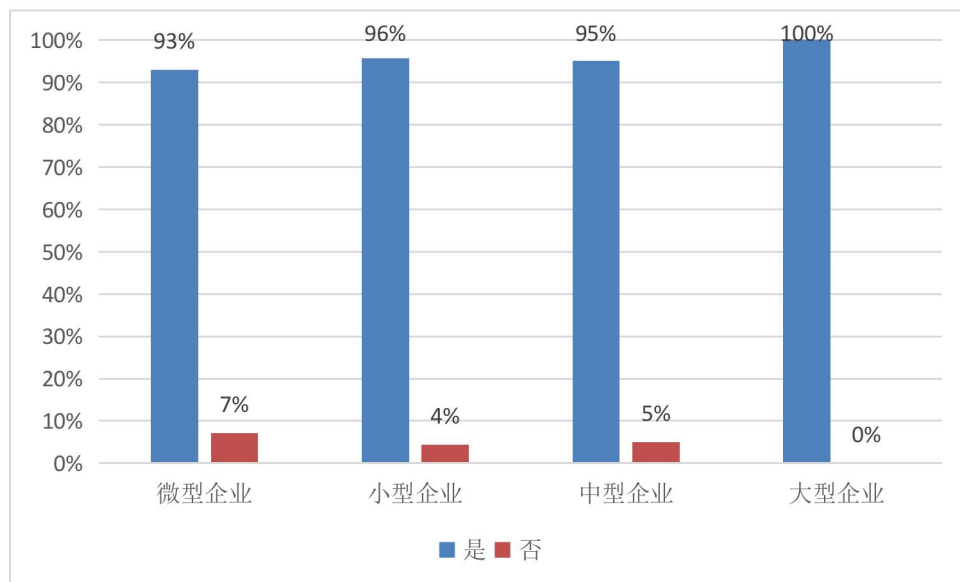


图 68 大宗商品价格上涨是否显著增加了企业原材料采购成本

为了解原材料成本向最终产品价格和企业利润结构的传导效应，进一步询问企业如何应对大宗商品价格上涨造成的原材料成本上升，调查结果显示，与大型企业相比，中小微企业的议价能力更弱，无法通过提价来转嫁上升的原材料成本。其中，原材料价格上涨对中型企业的利润结构影响最大，大部分中型企业无法通过控制其他成本费用支出来维持利润不变。

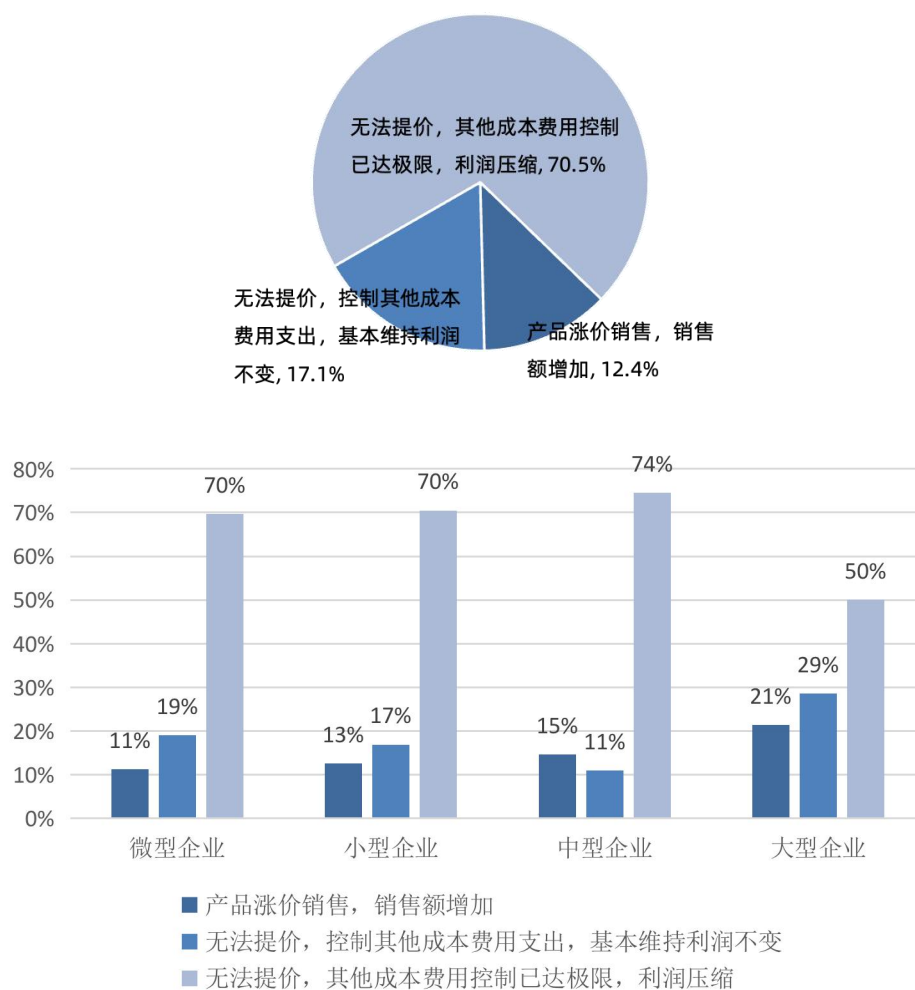


图 69 大宗商品价格上涨对制造型企业原材料成本负担的影响

3、世界经济面临滞胀风险，美联储货币政策转向或引发市场动荡

2020 年以来，世界主要经济体为应对疫情，实施了一系列超常规经济政策，在推动各国经济复苏的同时，也带来财政赤字恶化、通胀压力上升、债务风险加剧等一系列问题，给未来世界经济发展增添了一系列不稳定和不确定因素，也使中国面临的外部经济环境日趋复杂。一方面，各国大规模财政救助与刺激政策使得全球政府债务风险上升、政策空间收窄，尤其是脆弱经济体和外债比例较高的经济体，未来财政政策空间已经非常有限。另一方面，全球持续维持极低利率水平，资产泡沫风险上扬。主要经济体政策性利率纷纷降至历史极低水平，极大地刺激了全球资产价格上涨，严重脱离经济基本面恢复情况。其中，美国政策利率为 0-0.25%、日本为-0.1%、欧元区为 0.0%，英国为 0.1%。

特别是美国实施了极度宽松的货币政策和财政政策。2020 年 3 月起美联储大幅降息 1.5 个百分点至 0-0.25%，并采取新一轮量化宽松政策，截至 2021 年 10 月底，美联储资产负债表已从疫情前约 4 万亿美元急剧扩张到 8.5 万亿美元，相比 2019 年底扩大了 1.1 倍。同时，美国政府债务规模达到 28.9 万亿美元上限，

比 2019 年底大幅扩张了 5.7 万亿美元，政府债务率从 2019 年的 106% 急剧扩张到 2020 年的 128.7%，2021 年进一步上升到 130% 以上。

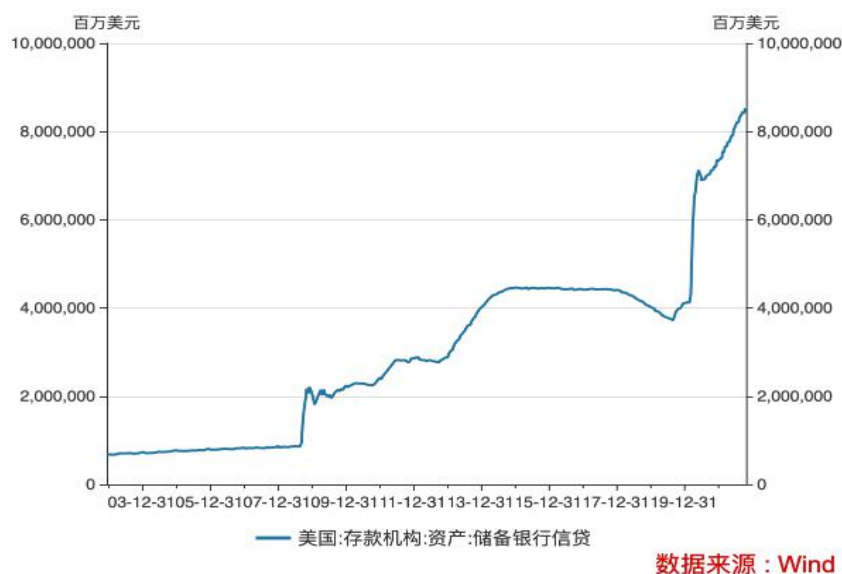


图 70 美联储资产负债表急剧扩张

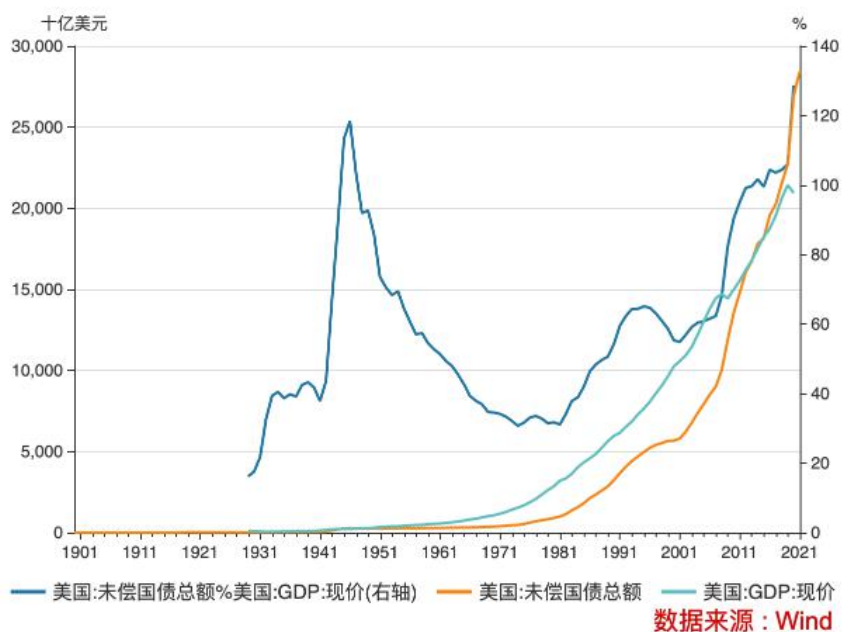


图 71 美国政府债务急速攀升

随着美国经济面临的通货膨胀和资产泡沫压力日益加大，美联储货币政策必将转向。目前，美国的失业率已趋于稳定，美国 CPI 于 2 月开始出现指数型上涨，4 月份达到 4.2%，6 月份达到 5.3%。截至 9 月份，美国失业率已降至 4.8%，同时 CPI 达到 5.4%，连续 4 个月位于 5% 以上较高通胀水平。

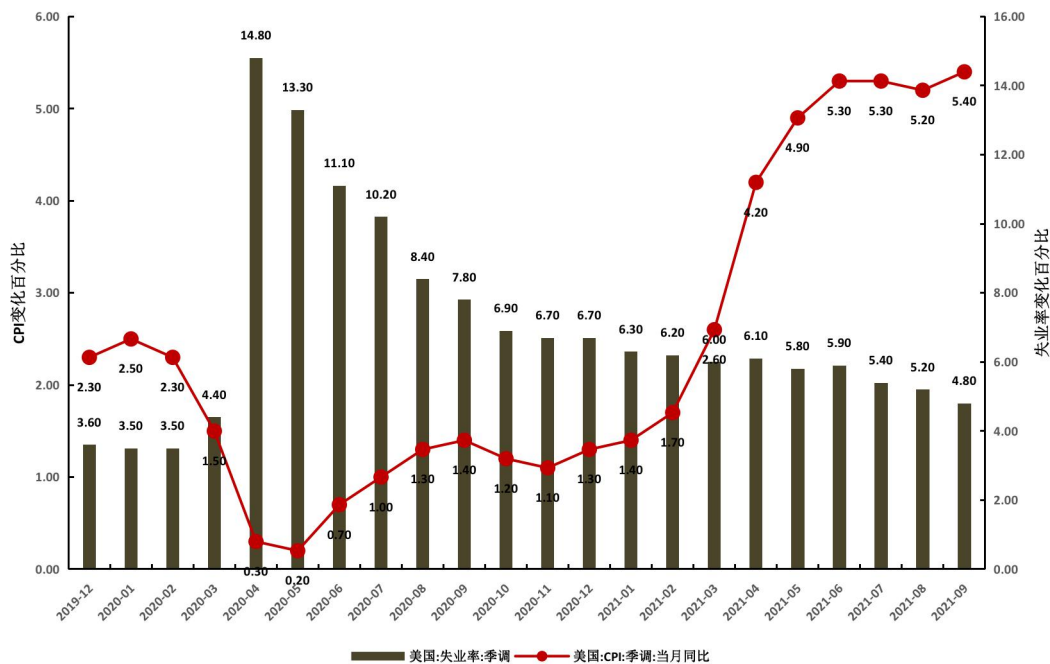


图 72 美国 CPI 指数和失业率变动情况

美联储货币政策转向也将加快欧央行货币政策转向。2021 年起，欧元区 CPI 同比也开始快速上涨，于 2021 年 8 月同比上涨 3%，达到 2011 年 11 月以来近十年的最高点。欧盟统计局表示，能源成本是 8 月 CPI 达到最高值的主要驱动力。该情况说明，随着欧元区经济恢复，欧元区的通货膨胀在一定情况下也开始加剧，以后可能会面临通货膨胀的压力。其中，由于低基数因素，德国 CPI 出现快速上升的趋势，于 2021 年 9 月达到 1993 年以来最大增幅，上涨原因主要是能源价格和增值税回升。法国 CPI 走势与德国相似，但是涨幅没有德国明显，主要上涨原因也在于能源价格和服务价格的上涨。

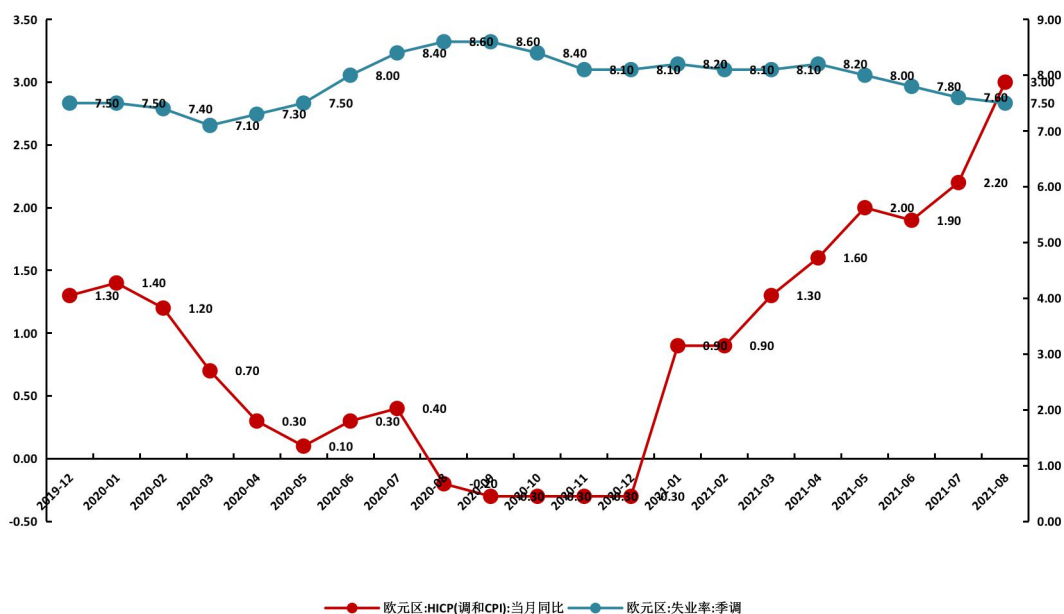


图 73 欧元区 CPI 指数和失业率变动情况

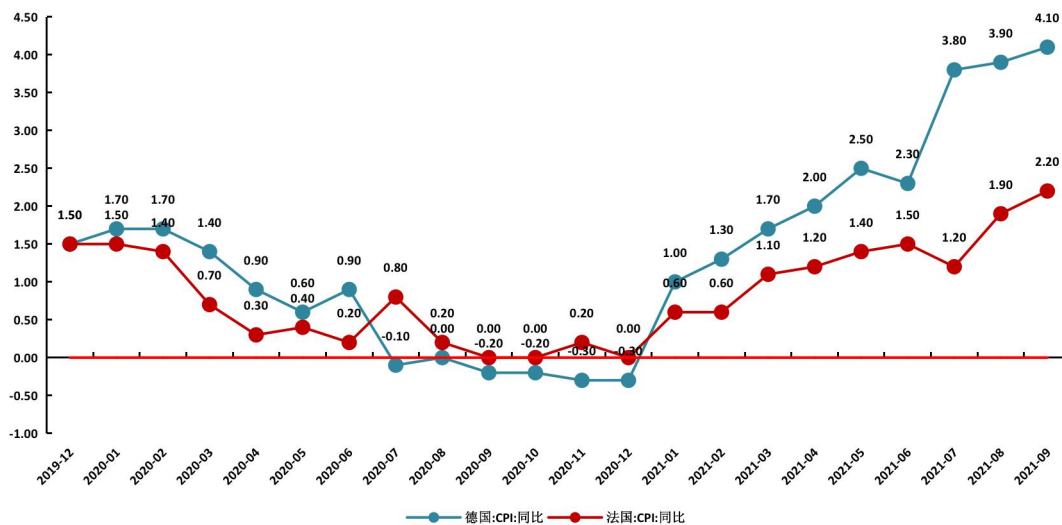


图 74 德国和法国 CPI 指数变动情况

未来一段时期，我国外部环境的主要变量在于美欧等发达经济体的经济和贸易政策转向。一方面是美欧财政货币政策退出的溢出效应，另一方面是美欧对华贸易政策的不确定性，两方面都可能会对我国外向型经济产生新的冲击。

4、中美大国关系紧张，国际政治经济格局剧烈变化，地缘政治风险上扬

疫情以来，美国阶段性放弃了经常账户再平衡，激进的财政货币刺激政策使其对外贸易赤字屡创历史新高，加剧了全球的外部不平衡，也导致通胀输出和重拾贸易摩擦风险。从美国经常账户贸易变化情况来看，新冠肺炎疫情暴发以来，美国货物贸易逆差不断增加、服务贸易顺差不断减少，月度对外贸易赤字从 2020 年 2 月份的 380 亿美元扩大到 2021 年 9 月份的 809 亿美元；其中，货物贸易逆差从 604 亿美元上升 982 亿美元。根据 IMF 报告，2020 年美国对外贸易逆差占 GDP 的比例达到 2.95%，比 2019 年增加 0.74 个百分点，预计 2021 年将达到 3.5%，比 2020 年进一步增加 0.52 个百分点，创下 2009 年以来的对外贸易最大赤字率。

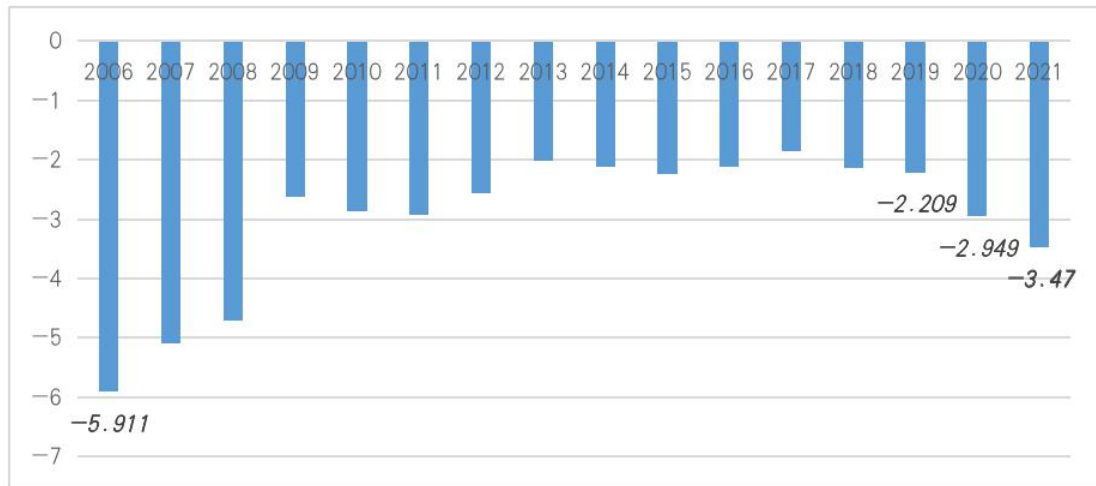


图 75 美国对外贸易赤字占 GDP 的比例 (%)

数据来源：IMF, WEO, October 2021。

历史上，美国因为经常账户赤字发起的贸易摩擦、汇率摩擦的例子很多，因为长期的大规模贸易赤字不利于美国提高实体经济的竞争力和维护美元国际货币体系。如果美国经济取得了实质性修复，美国经济进入了扩张区间，外部贸易赤字问题就很可能被重新提上美国对外经济政策的议程。

除了经济基本面因素，决策层的态度同样是影响中美经贸走向的重要因素。整体而言，不同于特朗普时代的对华鹰派成员，拜登核心内阁成员以奥巴马时代的建制派精英为主，是全球化和自由贸易的受益者，对华态度基本一致，强调自由、规则与竞争。但必须指出的是，面对我国经贸快速崛起与国际地位上升的既定事实，即使美国两党存在分歧，但在对华经贸态度上却尤为一致。相较于商人出身的特朗普，作为一名更为熟悉我国的政治家，拜登更了解国家层面在贸易领域的对华策略，对比特朗普政府“立竿见影”的关税制裁，拜登更可能采取诸多非关税措施限制我国贸易发展。6月3日，拜登签署行政令，增加了对中国企业“黑名单”的数量，对中国企业的打压力度加大。可以预测，未来美国将进一步加强 TTIP、美日、美韩等贸易协定的推进，通过在知识产权、投资规则、国有企业等相关边境后经贸规则的全面升级以实现对我国未来经贸发展的打压。此外，由于总统交接所带来的转换成本影响，先前与特朗普政府在贸易领域所取得的谈判成果大概率在未来的执行过程中受到相应阻碍，增加了中美双方未来的贸易不确定性。

综合考虑美国当前的经济情况、拜登及班底对华经贸态度，受目前美国“供小于求”特征的影响，为尽快提振经济，在短期内美国将受全球产业链、供应链运行影响，增加与我国的原材料、中间品贸易，并在此基础上有一定条件地消减特朗普时期所遗留的加征关税。但在长期内，受所谓“平等”贸易的主张影响，拜登政府可能会联合其他贸易伙伴，从边境后贸易规则入手对我国对外贸易发难，并借助如原产地规则、知识产权规则等贸易手段促进相关产业

链回流美国，以重振相关工业发展，使得我国对美贸易条件出现恶化，进而降低双边经贸规模。近期美国新政府动作频出，无疑增加了中美贸易关系新的不确定性。随着疫情形势扭转，中美贸易冲突可能再次成为左右中国经济和世界经济的重要因素。因此，未来中美关系绝非坦途，双方在贸易、科技、金融等其他领域的摩擦会更加频繁，需要提前做好各种应对。

综上所述，今明两年外部环境的复杂化对国际循环体系的冲击及其对我国贸易的影响将有新的表现。全球经济复苏进程的延迟、国际冲突的加剧、全球供应链的重构以及“去中国化”的抬头，都可能使中国经济面临的外部压力上扬，提前稳住内部经济循环基本盘是应对外部冲击和大国竞争的核心基础。因此在各种战略准备中，进一步恢复中国经济运行的基本盘，不断巩固住内部产业链的竞争力和畅通性是我们立于不败之地的关键。在外部贸易投资和政治摩擦高峰期到来之前，全面扩充国内市场需求，快速促进市场循环的常态化，是当前窗口期的必然之举。

第五部分 中国宏观经济政策评估和再定位

当前中国宏观经济运行还没有完全达到常态化水平，全球疫情形势和世界经济复苏仍存在较大的不确定性，经济结构分化和冷热不均的情况将导致短板效应显化和局部风险上扬。未来一段时期，我国仍需保持相对宽松的宏观政策，特别是积极的财政政策和稳健的货币政策的组合，在超常规政策退出的同时，利用常规性扩张政策填补政策力量下滑的空缺，并在十四五规划的实施和战略布局中加快培育国民经济循环的内生动力。

1、伴随超常规政策退出，财政政策力度缩小、节奏后移，货币政策持续收紧，使得中国宏观经济的政策性支撑力量全面减少

不同于2020年宏观政策强有力地支撑中国宏观经济快速复苏，2021年以来，超常规政策逐步退出，常规性财政政策节奏后移、力度缩小，货币政策回归防风险基调，使得宏观政策整体收紧，经济反弹的政策支撑力明显减少，成为影响短期经济走势的核心因素之一。

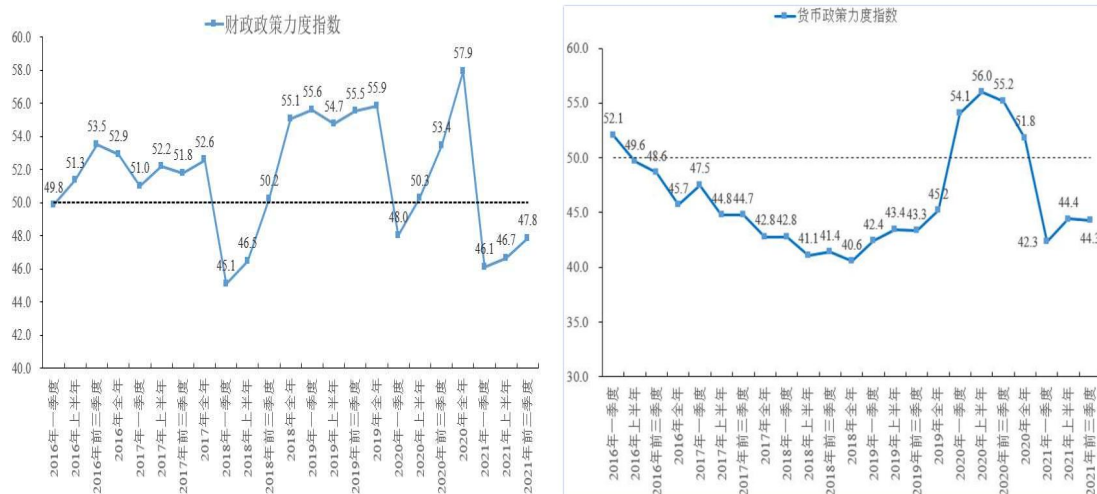


图 76 2021 年财政政策与货币政策力度显著下降

1) 2021 年财政政策整体收紧。2020 年财政赤字达 62693 亿元，政府性基金赤字达 24510 亿元，广义赤字达 87203 亿元，相应的三个赤字率分别达到 6.2%、2.4%、8.6%。2021 年前三季度，财政赤字缩小为 15273 亿元，规模为 2016 年以来同期最低水平，政府性基金赤字 10355 亿元，广义赤字缩小为 25628 亿元，三个赤字率分别为 1.86%、1.26%、3.1%。广义赤字率特别是财政赤字率不仅显著低于 2020 年水平，也明显低于 2018-2019 年同期水平以及 2021 年预算水平。考虑到政策时滞，下半年宏观经济受到财政政策支撑的力度较弱。

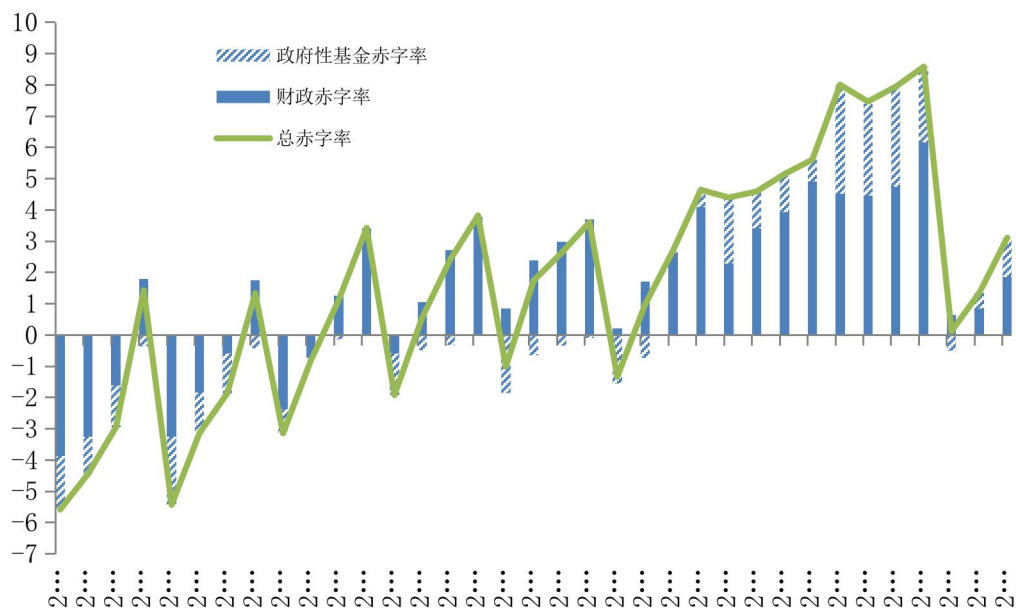


图 77 2021 年前三季度赤字率显著下降

从收支两方面增长情况对比来看，财政政策紧缩情况更为明显。1-9 月份，财政收入同比增长 16.3%，比 2019 年同期增长 8.9%；财政支出同比增长 2.3%，比 2019 年同期增长 0.4%；财政赤字规模同比减少 55.3%，比 2019 年同期减少 45.3%。可见，狭义财政政策事实上转入收缩阶段。1-9 月份，政府性基金收入同比增长 10.5%，比 2019 年同期增长 14.8%；支出同比减少 8.8%，比 2019 年同期增长 15.6%；赤字规模同比减少 55.3%，比 2019 年同期增长 20.3%。可见，政府性基金政策相比 2020 年也有明显收缩，不过仍高于 2019 年。而且，今年地方政府专项债发行节奏明显放缓，发行规模同比骤降。

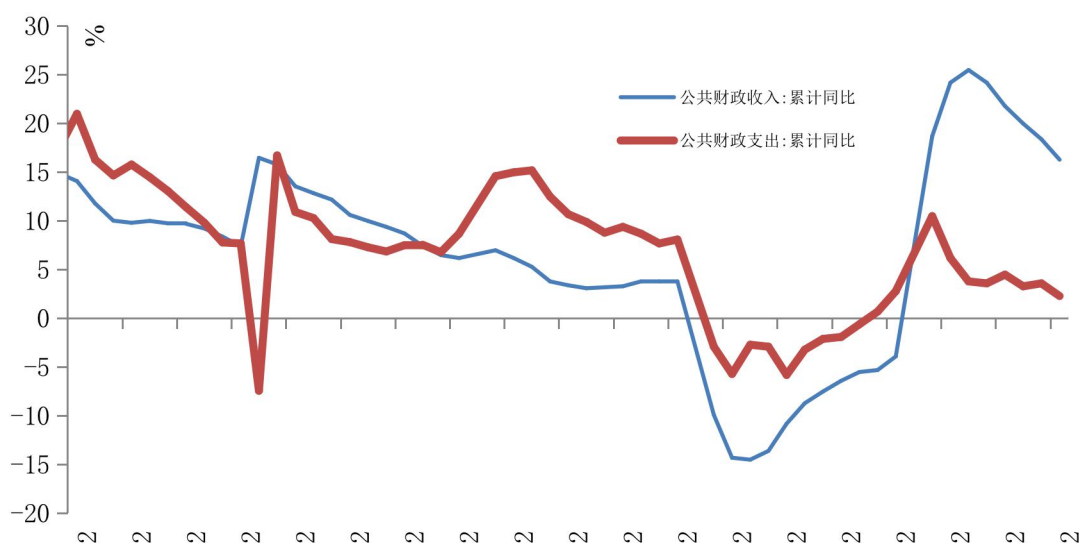


图 78 公共财政收入和支出增速走势

2) 年初财政预算安排富有空间。从中央经济工作会议和年初《预算报告》来看, 2021 年的财政政策调整实际预留了较大空间, 广义赤字的预算规模虽然小于 2020 年预算, 但是大于 2020 年决算, 也显著高于往年。同时在政策定位上强调要保持财政政策的连续性、稳定性, 保持对经济恢复的必要支持力度, 兼顾稳增长和防风险需要, 合理安排赤字、债务、支出规模, 不急转弯, 把握好时度效。年初预算安排和政策定位体现了财政政策以积极姿态向常态回归。

首先, 2020 年广义赤字实际上合计仅使用了 8.72 万亿, 比预算安排的广义赤字少了 2.5 万亿。由于疫情冲击, 2020 年财政预设的支持力度史无前例, 广义预算赤字安排规模达 11.2 万亿, 包括一般公共预算赤字 3.76 万亿、地方专项债 3.75 万亿、一般公共预算中的调入资金及使用结转结余 2.7 万亿、特别国债 1 万亿。但是由于中国经济超预期复苏, 2020 年一般公共预算和政府性基金预算实际收入均高于预算收入, 尤其是政府性基金收入比预算高出 1.2 万亿; 同时, 一般公共预算、政府性基金预算和国有资本经营预算的实际支出均低于预算支出, 尤其是政府性基金支出比预算少了 0.8 万亿。

其次, 2021 年广义预算赤字规模虽比 2020 年广义预算赤字减少 2.3 万亿, 但是比 2020 年实际所执行的赤字规模不降反增了 2000 亿。具体来说, 2021 年的广义预算赤字安排合计为 8.9 万亿, 包括一般公共预算赤字 3.57 万亿、地方专项债 3.65 万亿、一般公共预算中的调入资金及使用结转结余 1.68 万亿。其中, 预算减少的部分主要是特别国债不再发行而减少 1 万亿、一般公共预算中的调入资金及使用结转结余 (跨周期调节的“蓄水池”) 减少 1.02 万亿, 但在一般公共预算赤字和地方专项债上仅有略微下调。

最后, 2021 年一般公共预算支出和政策性基金预算支出规模比 2020 年的决算数增加了 1.86 万亿元, 2021 年一般公共预算收入和政策性基金预算收入规模比 2020 年决算数减少了 2.3 万亿元, 收支两方面合计 4.16 万亿元。可见, 按照年初预算, 2021 年财政政策具有较大空间维持积极宽松的状态。

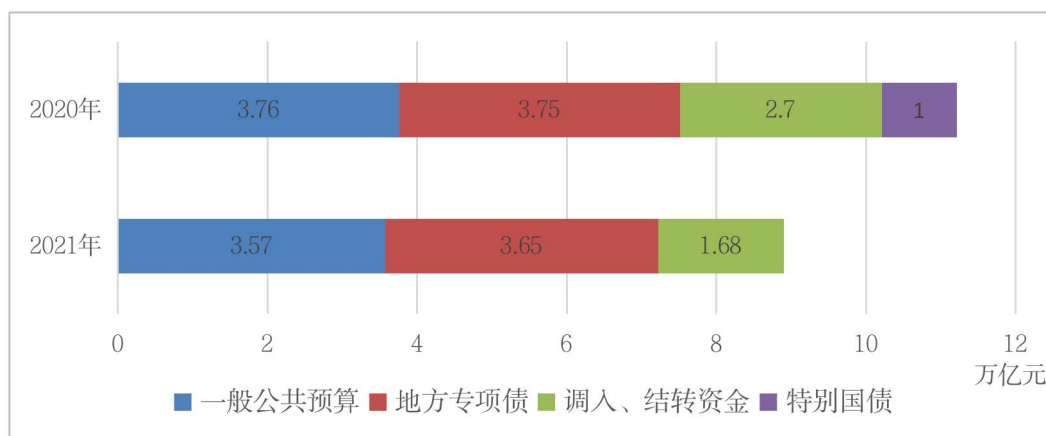


图 79 2020 年和 2021 年财政预算赤字安排对比

注：2020 年和 2021 年均为预算数据。

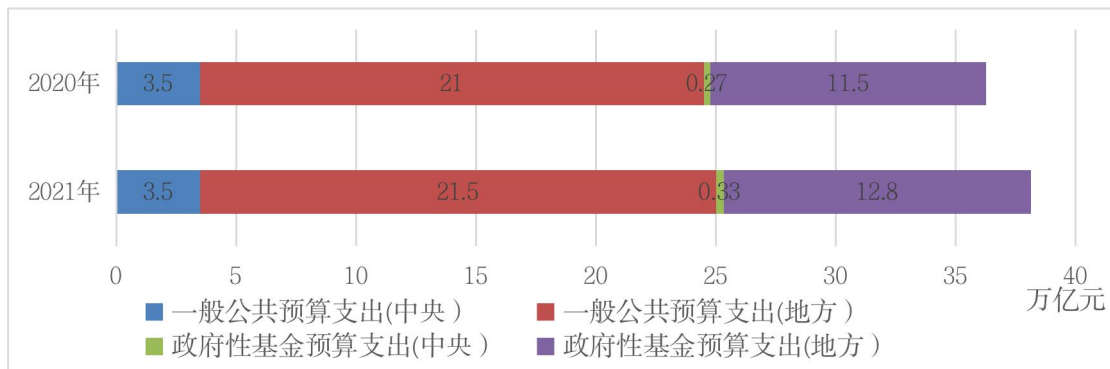


图 80 2020 年和 2021 年财政预算支出安排对比

注：2020 年为决算数据，2021 年为预算数据。

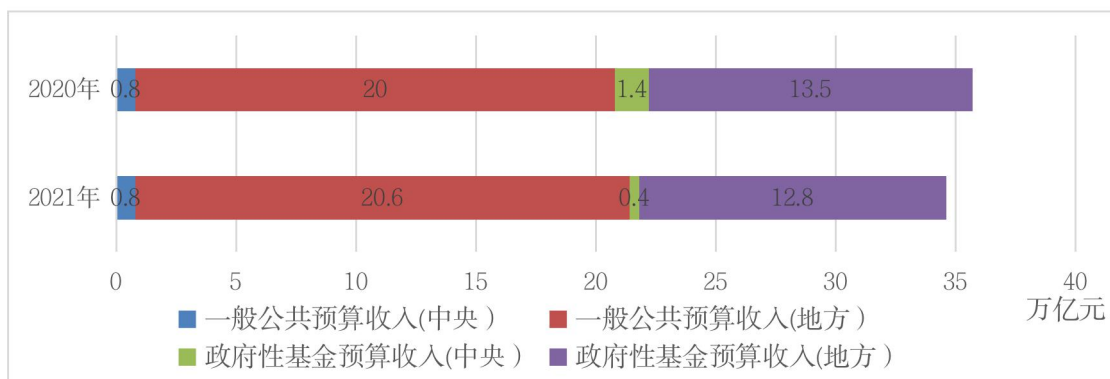


图 81 2020 年和 2021 年财政预算收入安排对比

注：2020 年为决算数据，2021 年为预算数据。

2、货币政策边际收紧，社融和 M2 增速单向下行，政策重点转向防范化解金融风险

自去年 3 季度以来，货币政策已经开始边际调整，数量上的收缩和价格上的上调反映了对金融风险的高度关注。一方面是经济复苏下企业融资需求上升，另一方面是债务高企下的滚动压力和违约风险显化。兼顾稳增长与防风险需要，2021 年货币政策选择了数量收缩与融资成本下降相结合的组合模式，维持市场流动性合理充裕。从实际执行情况来看，货币政策总体偏紧，社融和 M2 增速单向下行，缺乏足够的灵活性，尤其是面对下半年以来的宏观经济形势变化，没有发挥应有的逆周期调节作用。

1) 货币政策回归稳健中性，广义货币供给和信用规模收紧。自去年 3 季度开始，基础货币供应量和广义货币供应量持续减速下行；自去年 4 季度开始，社会融资规模存量和流量增速持续减速下行。9 月份，M2 同比增长 8.3%，较去年 6 月份回落 2.9 个百分点，较去年同期回落 2.6 个百分点，甚至低于 2019 年同期，显示货币政策明显收紧。9 月份，社会融资规模存量同比增长 10.0%，较去年 10 月份回落 3.7 个百分点，较 2019 年同期低 0.7 个百分点。前 9 个月，

社会融资规模增量为 24.75 万亿元，较去年同期减少 4.87 万亿元。

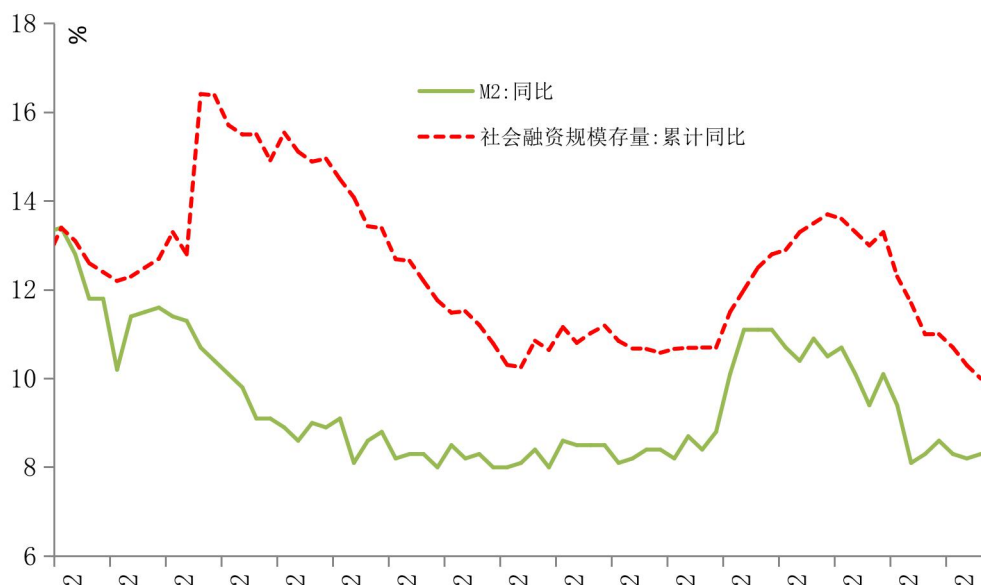


图 82 货币政策明显收紧

具体来看，首先，从基础货币发行量来看，9 月份，M0 同比增长 5.5%，M1 同比增长 3.7%，分别较 2020 年同期增速回落 5.6 和 4.4 个百分点，回到 2019 年增速水平。M0 和 M1 增速的明显回落，反映了央行有意收紧货币投放力度，并根据市场反应不断调整。其次，从社会融资结构看，信用市场条件明显趋紧，债券融资规模回落。1-9 月份，企业债券净融资 2.43 万亿元，同比少 1.67 万亿元；政府债券融资 4.42 万亿元，同比少 2.31 万亿元，与 2020 年的扩张形成鲜明对比。同时，新增委托贷款、新增信托贷款、新增未贴现银行承兑汇票融资规模也持续收缩，同比少 1.4 万亿元。相比 2020 年同期，仅新增人民币贷款规模小幅扩张 1400 亿元、新增股票融资规模扩张 2000 亿元，难抵信用整体紧缩。

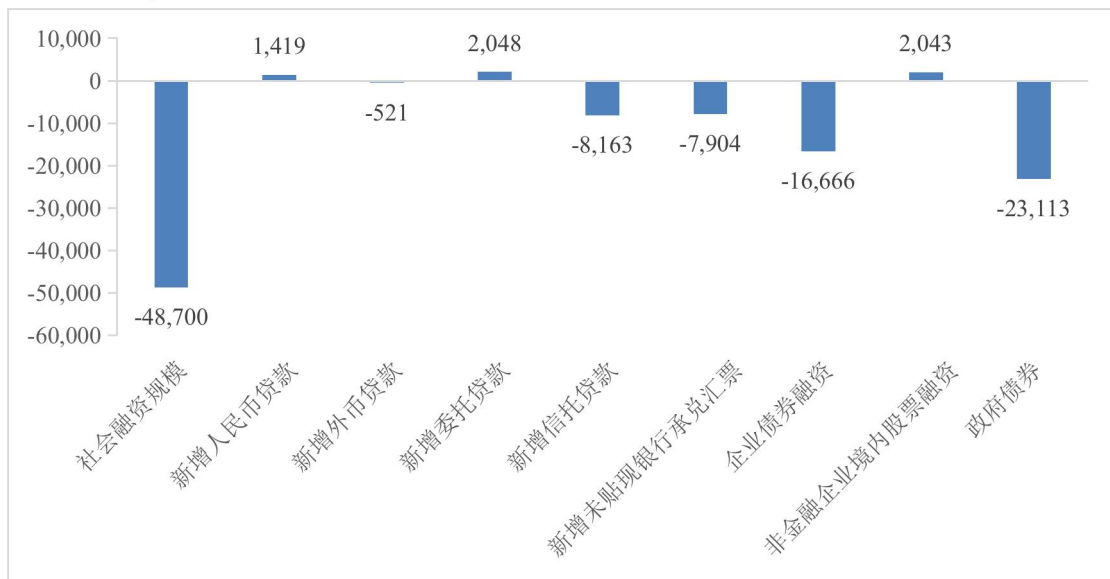


图 83 2021 年前三季度社会融资规模同比变化

2) 贷款利率持续稳定，货币市场流动性合理充裕。疫情暴发以来，一年期贷款基础利率（LPR）累计下调了 0.3 个百分点，2021 年 10 月份为 3.85%，自去年 4 月以来连续 19 个月维持不变。二季度，金融机构人民币贷款加权平均利率为 4.9%，连续 6 个季度维持在 5.0% 左右；其中一般贷款利率为 5.2%，连续 5 个季度维持在 5.3% 左右；个人住房贷款利率为 5.4%，连续 5 个季度维持在 5.4% 左右。仅从信贷市场价格来看，中国经济仿佛没有经历疫情冲击，经济复苏进程也是一马平川，这显然是有问题的。年初至今，货币市场利率总体平稳，10 月份，上海银行间同业拆放利率（Shibor）隔夜利率为 1.96%，与 2 月份持平；3 个月期 Shibor 利率为 2.43%，10 年期中债国债到期收益率为 2.97%，较 2 月份微降 0.2 个百分点。

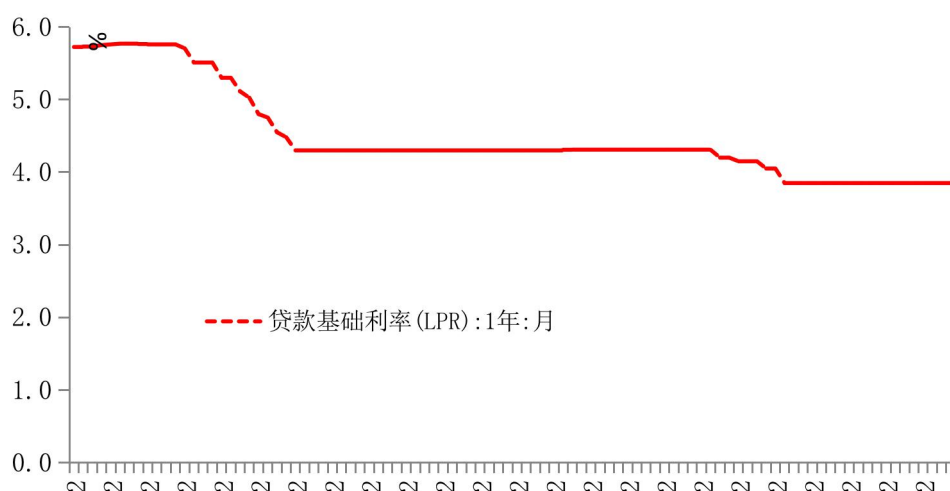


图 84 LPR 自 2020 年 4 月小幅下调后维持不变

3) 从国际比较来看，中国金融条件是世界大国中最紧的。根据国际货

货币基金组织（IMF）的测算，无论是相比美国、欧元区以及其它发达经济体，还是相比新兴市场经济体，当前中国金融条件都是全球最紧的。

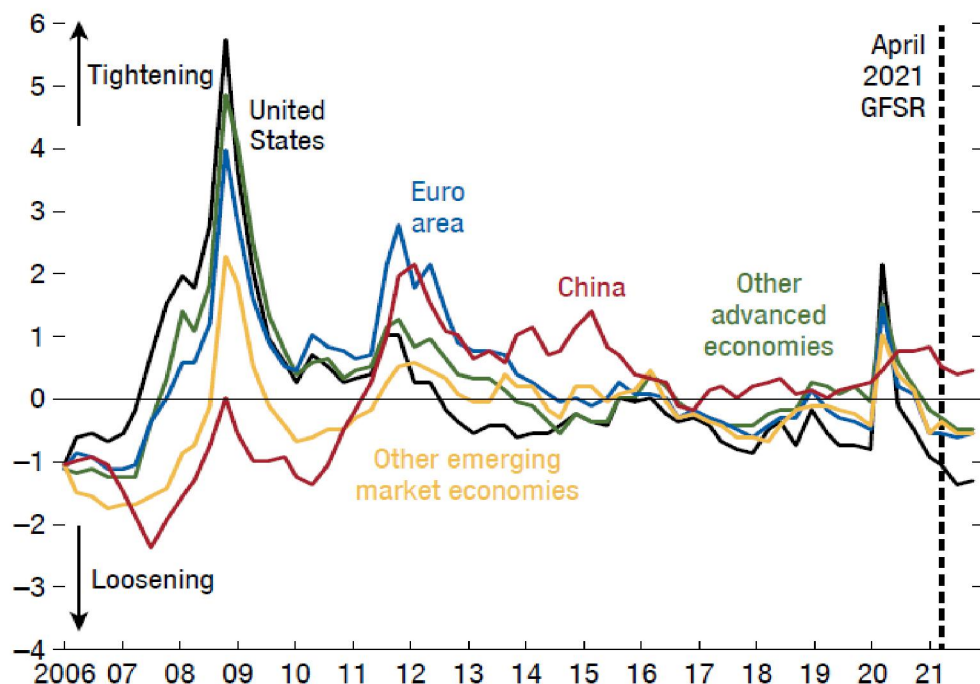


图 85 全球主要经济体金融条件对比

4) 从贷款需求的角度看，受宏观经济下行压力加大、金融条件偏紧影响，我国企业贷款需求开始出现内生性回落。年初以来，大、中、小型企业贷款需求指数纷纷下行，三季度分别降至 56.2%、60.7%、72.1%，比一季度回落了 7.6、6.1、4.4 个百分点。在经济复苏进程尚未完成的情况下，企业贷款需求出现明显回落，并不是一个好的迹象，意味着未来一段时期投资复苏动力放缓。

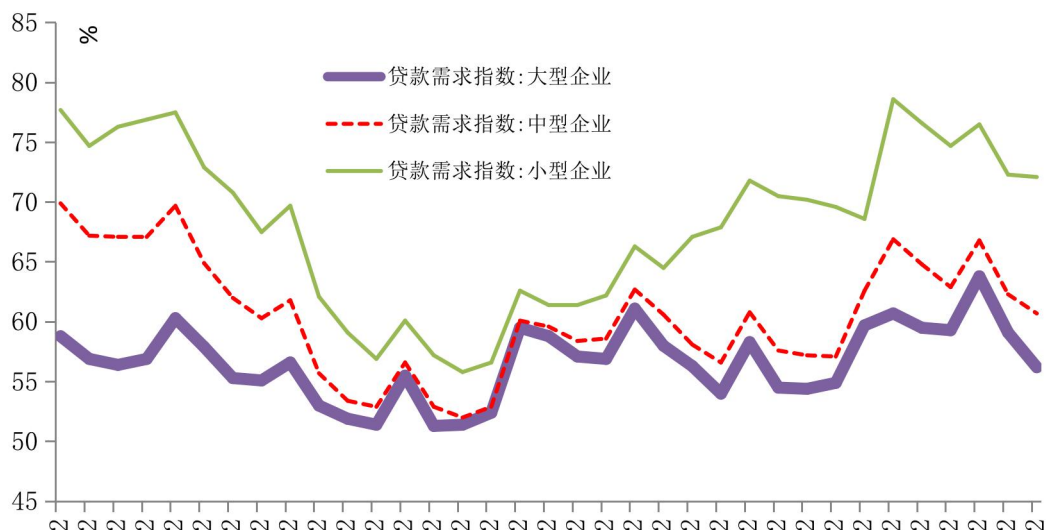


图 86 企业贷款需求开始回落

统筹稳增长与防风险，未来必须思考一个重要问题：高债务和高本息还债

率下的货币政策定位！随着我国非金融部门债务率达到 286% 左右，融资付息率达到接近 70%，其中，城投债还本付息在 2021 年达到 3.6 万亿，借新还旧比率达到 85% 左右。在这种情况下，存量债务的小比例调整意味着增量债务的大幅波动，一定程度的信贷收紧可能意味着短期投资流量的极度萎缩。

3、十四五规划的实施和项目布局、构建双循环新发展格局所带来的战略转换效应，预计将从 2022 年开始对经济增长提供支撑力量

2021 年是国家十四五规划通过和各地区开始布局的一年，2022 年将是规划全面实施和具体项目落地的一年。按照中国各级政府制定和实施十四五规划的通行和惯例做法，在五年规划的第一年制定总体规划以及各项具体执行规划，在五年规划的第二年才开始真正落实规划中的各项举措。而在以往的五年规划实施过程中，这些惯例做法带来的负面问题并不显著。然而，在中国已经全面进入结构性改革深水区的情形下，针对中国在十四五规划期间的各项重大改革举措而言，其核心目标是通过加快推进供给侧结构性改革和需求侧结构性改革，依靠塑造中国作为超大规模经济体中二者之间具有的独特相互联动机制，即“需求拉动供给、供给创造需求”的良性循环发展机制，进而遏制住中国经济潜在增速过早过快下滑的苗头，促进中国结构性经济潜在增速的稳定和提升。因此，这些惯例做法所造成的负面问题就非常突出，很有可能会导致中国各级政府延缓和错失依靠结构性改革推升结构性经济潜在增速的发展契机，迫使中国在愈加复杂的国内外经济形势下面临更大的经济下行压力。就中短期而言，2022 年中国将真正进入十四五规划的具体实施阶段。战略转型和战略替换带来的科技创新自立自强的布局、产业链供应链的安全性布局、国内大循环的畅通与短板的补足、扩大内需战略层面的启动等举措，不仅将引发市场经济主体预期的改变，同时也将替代短期宏观调控政策成为需求扩张的一个基础性力量。

相比于“十三五”规划，“十四五”规划具有以下几个新特点：1）经济发展更加注重结构优化和质量效益。“十三五”规划明确提出了“经济保持中高速增长，到 2020 年国内生产总值和城乡居民人均收入比 2010 年翻一番”的主要目标，而“十四五”规划中却并未出现对经济增速的具体要求，而是指出“发展必须坚持新发展理念，在质量效益明显提升的基础上实现经济持续健康发展，增长潜力充分发挥，国内生产总值年均增长保持在合理区间、各年度视情提出”。2）更加强调科技创新和研发投入，关注创新驱动。在“十四五”规划中，关于科技创新和研发投入有了更为具体的要求和目标，包括“全社会研发经费投入增长大于 7%”、“基础研究经费投入占研发经费投入比重提高到 8% 以上”等。3）产业数字化加速推进，数字经济和实体经济深度融合。“十四五”规划明确提出了“2025 年数字经济核心产业增加值占 GDP 比重达到 10%”的目标。根据中国信息通信研究院预测，2025 年中国数字经济规模将达到 60 万亿元，数

数字经济作为中国经济高质量发展的新引擎，将会催生出多种新业态、新模式和新产业。4) 绿色经济、绿色能源加快发展。一方面，“十四五”规划提出“大力发展绿色经济，加快发展方式绿色转型”；另一方面提出“落实 2030 年应对气候变化国家自主贡献目标，制定 2030 年前碳排放达峰行动方案”。碳中和相关政策的推进要求我们构建起清洁、高效、安全的能源体系，完善能源消费总量和强度双控制度，重点控制化石能源消费，提高非化石能源使用量。由此可以预见，这将会推动“十四五”时期我国绿色经济和绿色能源的蓬勃发展。5) 城乡、区域协调发展，中等收入群体显著扩大。“十四五”规划中，“现代农业农村建设工程”、“新型城镇化建设工程”、“粤港澳大湾区建设工程”、“促进边境发展工程”等项目工程充分说明我国政府推动城乡、区域协调发展的决心；“坚持居民收入增长和经济增长基本同步、劳动报酬提高和劳动生产率提高基本同步，持续提高低收入群体收入，扩大中等收入群体”，强调促进共同富裕。以上这些措施将会释放出巨大的消费潜力。

目前，全国 31 个省（市）均不同程度地公布了本地区的重大项目建设计划。通过对全国 31 个省（市）重大项目计划的梳理，2021 年各地区重大项目建设计划主要有以下几个特点：第一，从各省重点项目投资计划来看，项目数量在数百到数千之间，项目投资金额在百亿到万亿之间。第二，项目质量进一步提升。各省（市）发布的重大项目计划均符合国家和本地区“十四五”相关规划，注重经济结构优化和质量效益、注重科技创新和研发投入。第三，战略性新兴产业项目数量较多。各省（市）的产业项目较多，主要涵盖领域为新基建、新能源新材料、生物医药、新型城镇化、高端装备制造、大数据建设等。第四，注重民生保障。例如，新疆共安排民生在内等五大领域重点项目 350 项，总投资 16493 亿元，宁夏共安排民生保障在内等六大领域项目 247 个。第五，项目的区域分布更加优化。比如，江苏省的苏中、苏北地区产业项目的数量和质态均好于往年。第六，项目计划具有较强的动态性。各地区分批次公布项目计划，如天津市第一批重大项目共 287 个，总投资 2540 亿元，第二批重大项目 446 个，总投资 3107 亿元。

表 9 2021 年各地区重大项目建设计划

省（市）	重大项目建设计划
北京	2021 年，北京市将继续谋划实施“3 个 100”工程，集中精力推进 100 个基础设施、100 个民生改善和 100 个科技创新及高精尖产业项目，项目总投资超 1.3 万亿元，计划 2021 年完成投资约 2780 亿元
天津	2021 年，天津市第一批重大项目共 287 个，总投资 2540 亿元；第二批重大项目共 446 个，总投资 3107 亿元
河北	2021 年，河北省共安排省重点项目 682 项，总投资 11896.5 亿元，年度预计投资 2810.6 亿元。其中，新开工项目 252 项、续建项目 318 项、建成投产项目 112 项
山西	2021 年，山西省共有 512 个项目被确定为省级重点工程项目，包括新基建、新技术、新材料、新装备、新产品、新业态、新型城镇化、重大传统基础设施及其他产业九个

领域	
内蒙古	2019年, 内蒙古发改委公布了2019—2021年自治区级重大项目滚动计划, 一共407个重大项目, 2021年剩余续建的项目共115个, 预计今年底都将完工
辽宁	2021年, 辽宁省预计全年实施项目总数9859个, 总投资5.1万亿元
吉林	2021年, 吉林省5000万元及以上在建项目4198个
黑龙江	2021年, 黑龙江公布了220个重大项目, 总投资8451.8亿元, 其中哈尔滨市、大庆市、齐齐哈尔市的项目数量位居全省前三
上海	2021年, 上海市共安排了213个年度重大项目, 其中正式项目166项, 年度计划投资1730亿元, 另外还有47个预备项目也在筹备中
江苏	2021年, 江苏省初步安排项目240个, 其中实施项目220个、储备项目20个, 年度计划投资5530亿元
浙江	2021年, 浙江省计划安排省重点建设项目618个, 总投资38070亿元, 年度计划投资4605亿元
安徽	2021年, 安徽省共有7800多个重点项目投资计划
福建	2021年, 福建省确定2021年度省重点项目1620个, 总投资4.01万亿元
江西	2021年, 江西省实施重点项目2033个, 总投资15514亿元, 年度计划完成投资3829亿元
山东	2021年, 山东省发布2021年省重点项目名单, 明确推进1100个省重点项目, 总投资1.3万亿元
河南	2021年, 河南省重点建设项目名单共列项目1371个, 总投资4.4万亿元。其中2021年计划完成投资1.1万亿元
湖北	2021年, 湖北省共安排项目307个, 年度计划投资2067.01亿元
湖南	2021年, 湖北省共安排项目301个, 总投资1.89万亿元, 年度计划投资4194亿元
广东	2021年, 广东省安排省重点建设项目1395个, 年度计划投资8000亿元。1-7月, 全省重点项目完成投资约5725亿元, 为年度计划投资的71.6%
广西	2021年, 广西公布了三批重大项目名单, 第一批重大项目共1724项, 总投资34965.3亿元; 第二批重大项目共272项, 总投资4911亿元; 第三批重大项目共170项, 总投资共1810.9亿元, 年度计划投资45.2亿元
海南	2021年, 海南省共安排省重点(重大)项目129个, 总投资3810亿元, 年度计划投资782亿元
重庆	2021年, 重庆市发布市级重大项目的实施通知。其中, 重大建设项目894个, 估算总投资约2.8万亿元, 年度计划完成投资3532亿元
四川	2021年, 四川省新开工重点建设211个项目
贵州	2021年, 贵州集中开工项目118个, 总投资909.72亿元, 今年将完成投资196亿元
云南	2021年, 云南省将实施“四个一百”重点建设项目共计805个, 总投资4.8万亿元, 年度计划完成投资5778.2亿元
西藏	2021年, 西藏全区计划实施公路交通建设项目182个, 1至3月开(复)工61个, 开复工率达到33.5%, 实现农牧民转移就业人数1712人, 增加农牧民劳务收入1090.53万元
陕西	2021年, 陕西省初步安排省级重点建设项目542个, 总投资2.19万亿元, 年度投资4295亿元
甘肃	2021年, 甘肃省重点规划了208个省级重大项目, 总投资11208.54亿元
青海	2021年, 青海省共安排239个省级重大项目
宁夏	2021年, 宁夏全年计划完成投资165亿元。其中包含先行区建设、新型基础设施、新型城镇化、乡村振兴、文化旅游、民生保障六大领域项目247个
新疆	2021年, 新疆共安排水利、交通、能源、产业、民生等五大领域重点项目350项, 总投资16493亿元

资料来源: 中国政府网、各省(市)人民政府网及各省(市)发改委。

“十四五”规划项目作为加快构建新发展格局和推动经济高质量发展的具

体安排，也必将对短期宏观经济运行产生强大支撑力量。通过“十四五”规划及各地区重大项目安排可以看出，今后一段时间内，新基建、新能源等一系列新兴技术产业将受到政府的大力支持，创新和科技发展将成为投资的重点关注领域。可以说，《纲要》进一步明确了政府投资和社会投资的分工领域，完善了投资机制。可以预见的是，新型基础设施建设有助于促进消费、改善民生，并通过这些基础设施建设为盈利性的社会投资提供更加良好的经营环境。《纲要》中特别指明了要发挥市场的主导作用，这意味着社会资本在“十四五”阶段将有较多投资机会。同时，“新基建”相比“铁公基”的突出优势本身也在于民间资本有更多投资机会，为民营企业特别是高科技企业带来了重要投资机会。“十四五”规划更加重视创新的发展理念，战略性新兴产业进一步发展壮大，制造业持续优化升级。新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等战略性新兴产业加快发展，传统产业得到提升，化工、造纸等重点行业企业改造升级。

当前扩大消费既是经济发展的关键动力，更是满足人民日益增长的物质文化需求的现实方案，要点在于使居民能消费、愿消费、敢消费。“十四五”规划的多个重大项目增加了居民的消费能力，提高了居民的消费意愿，一定程度上解决了居民消费的后顾之忧。首先，“十四五”规划对基本公共服务提出了更高的标准，在第四十六章、四十七章中都有相关论述。其次，在《纲要》第四十八章中对于缩小收入分配差距提出更多政策方案，这些措施都有助于提升居民消费能力，使居民有信心有底气消费。而在提高居民消费意愿的方面，“十四五”规划中的项目有助于提高我国各行各业的生产服务水平。“十四五”规划的多个章节都部署了关于促进消费的政策措施，其中第四章指出，我们要推进科技前沿领域研发，第一个前沿领域就是新一代人工智能，在当下，“人工智能+”成为消费的重要引擎，各类家务机器人等电子产品得到了广泛推崇。《纲要》的第八章强调，要推动制造业产业升级，深入实施质量提升行动，推动制造业产品“增品种、提品质、创品牌”，这些举措有助于提升国内产品对居民的消费吸引力，使得居民有意愿消费。特别是在《纲要》的第十四章中，着重强调了新形势下全面促进消费的几大要点，包括提升传统消费、培育新型消费、发展服务消费、适当增加公共消费、扩大节假日消费。第十四章中还提出要培育建设国际消费中心城市，打造一批区域消费中心，这些规划落地工作已经陆续展开。需要引起重视的是，《纲要》中确定的扩大内需并不是单纯的短期刺激政策，而是审时度势的基于中长期判断的战略选择，这种战略选择兼顾短期和中长期的政策选择，是短期救助与刺激政策和中长期结构性政策实施的有机结合。对于促进居民消费，在当前和今后的一段时间都需要兼顾总量刺激和结构改善。

第六部分 结论与政策建议

2021 年是中国宏观经济持续复苏的一年，呈现出“前高后低”、“结构分化”和“压力加剧”的运行特征。一系列新现象、新问题和新特征的出现表明，2021 年中国宏观经济复苏的进程十分复杂，影响经济复苏进程的力量既有外生因素也有内生因素，既有短期波动和周期调整，又有中长期结构性因素的冲击，更有政策协调的因素。因此，从综合性角度来看，宏观经济政策即使进行快速调整，也难以对冲多因素、多层次的下滑压力，2021 年第四季度中国宏观经济复苏将持续乏力，经济增长速度将进一步回落。从中期来看，2022 年是党的 20 大召开之年，十四五规划全面落实的一年，新发展格局全面布局的一年，更是各地政府全面换届之后的一年。2022 年中国宏观经济必将逆转 2021 年经济复苏乏力、增速回落的势头。一方面它将部分延续 2021 年宏观经济复苏的动力和基础，另一方面在宏观经济政策再定位、协调体系再调整以及十四五规划全面落实等因素的作用下，宏观经济下行压力将得到极大的缓解。但值得注意的是，与 2021 年不同的是，2022 年中国宏观经济将面临系列新挑战。对此，我们提出以下几点政策建议。

（一）科学判断当前经济下行力量，采取分类应对方法进行应对。2022 年宏观经济政策应当根据总量缺口和结构性问题采取再定位。

第一，科学设定 2022 年经济增长目标，建议提出“基于疫情的增长目标”，以更好地发挥预期引领作用。全球疫情持续期不断延长，不仅导致世界经济复苏进程放缓、增长预期下调、不确定性增加，也使得我国疫情防控期被动延长，经济活动迟迟无法恢复常态。实事求是地讲，我们拥有 2003 年迅速战胜“非典”的经验，在 2020 年应对突发疫情方面非常成功，但我们没有 2021 年这种“疫情拉锯战”的经验，宏观决策部门和微观市场主体都承受较大心理压力。展望 2022 年，尽管疫苗研制成功并在全球范围内使用，使得全球疫情形势总体向好，但病毒的不断变异很可能导致疫情持续期再度延长。因此，提出“基于疫情的增长目标”，不仅有助于稳定市场预期、科学制定宏观政策，而且能够为深入推进结构性改革、解决结构性问题提供空间，使我国中长期经济增长更加稳健。

第二，2022 年经济增长目标的设定应当考虑以下几大因素：1）供需两端不对称的收缩和产出缺口的最新变化；2）充分考虑疫情带来的供给损失和潜在供给瓶颈因素的存在；3）要求解决 1200 万左右城镇新增就业，同时考虑 GDP 就业弹性的下降带来的冲击；4）必须为各类结构性政策的出台留出经济缓冲空间，适度提高宏观经济对各类改革、风险控制、结构调整的弹性和韧性；5）必须充分考虑美国经济在 3 大救助政策作用 2022 年经济复苏的情况，考虑大国博弈全面上扬阶段经济增速竞争的作用；6）同时考虑特殊政治年份中保持经济运

行宏观稳定和不出现地板现象的重要性。因此，2022 年宏观经济增长目标不宜设定过低，建议在 5.5% 左右。

第三，高度重视 2022 年价格环境的复杂性。一方面需要高度重视国际大宗商品价格的持续变异，特别是能源价格的持续上涨，另一方面也要重视 PPI 向 CPI 传递效率随着时间的变化而变异。中国宏观经济政策应当全面研究新形势下价格形成新机制，特别是对于三大价格剪刀差的研究，同时应当对 GDP 平减指数的变化在宏观经济政策上有所呼应，在一些结构性价格问题采取相应的行政管控和结构调整措施。2022 年中国 CPI 将有所回升、PPI 将出现明显回落，GDP 平减指数回落，这决定了中国宏观经济调控的复杂性，需要进行分类精准调整。

第四，坚持从系统论出发，按照中国特色宏观治理框架实施宏观政策，统筹解决周期性问题与结构性问题，实现增长动力与波动管理、跨周期与逆周期政策有机统一。1) 在总体政策定位上保持相对宽松的宏观政策环境，改变目前“名义宽松，实际偏紧”的宏观经济政策困境，使积极的财政政策真正积极，稳健的货币政策真正稳健；2) 必须重新认识高债务条件下流动性充裕的内涵，防止还本付息占用过多新增融资的空间；3) 高度重视财政政策和货币政策在疫情期间的传导机制，认识到机制疏通比政策目标定位更重要；4) 高度重视供给侧瓶颈约束问题在疫情期间产生的重大冲击，必须针对当前“缺电”、“缺煤”、“缺芯”、“缺柜”等问题采取专项行动进行缓解，并对未来潜在供给侧的问题进行全面梳理和研判；5) 认识研究中国宏观经济治理体系存在的短板，防止再次出现“多重叠加”、“层层加码”和“几碰头”问题，对结构性政策的出台做好总体协调和综合研判；6) 进一步研究清楚“双碳战略”、“科技自立自强战略”、“房地产长效机制建设战略”以及其他战略在短期宏观稳定、中期债务水平、长期增长潜力等维度的冲击，防止简单化进行战略实施和战略调控；7) 全面研究 4 大转型全面叠加下宏观经济运行的新规律，防止用旧方法、旧思路、旧工具来处理新问题和新现象；8) 充分研究逆周期和跨周期相容的新工具和新操作模式。

第五，货币政策需要做好应对经济增速回调以及美联储“加息缩表”风波的准备。1) 利用好降准工具，同时增加结构性货币政策工具，完善分化经济的兜底机制。我国当前复苏路径还需要政策支撑，货币政策需要在总需求不足和结构性问题固化之间找到平衡点，政策取向和力度都需要更加灵活适度。总量经济下行压力叠加成本冲击加大，需要货币政策利用好降准工具。同时，面对经济分化的大格局，货币政策需要强调结构性、精准性和直达性。结构型货币政策发挥作用的前提是金融市场不完美，市场分割较为严重。这正是我国目前的状况。在通过总量政策无法保证货币政策能够精准直达时，需要加强结构性

货币政策工具，通过直达性政策对中小微企业和薄弱环节进行扶持，防止经济进一步分化，通过绿色货币政策工具进一步加大对于绿色投资的支持，启动经济新增长点，对冲下行惯性。2) 在普惠和防风险的前提下，保持杠杆率的稳定。推动以消费为基础的国内大循环，需要进一步增加普惠性消费金融力度。保持杠杆率稳定的核心条件是经济增长速度高于利率，利用未来的高增长化解信贷风险。在加强监管和信贷风险控制下，推动正规金融体系和金融科技的融合，提升普惠金融力度。3) 做好应对美联储“加息缩表”风波的准备。美国通胀和资产价格均已经严重超调，目前已经释放“加息缩表”信号，相关市场预期和反向操作将会相应展开。未来将会有越来越多的新兴市场国家被迫加入加息阵营，中国目前已经偏紧的货币政策是否具有相应的加息空间，很可能会影响中国经济的常态化进程。

第六，财政政策出台消费导向的减税降费政策和民生导向的收入补贴措施。

1) 疫情暴发以来，相比欧美，我国在居民消费和收入补贴方面的政策力度始终较小，居民消费也始终没有出现强劲复苏，而且近期又出现回落态势，对经济的拖累效应愈发凸显。尽管强劲出口暂时掩盖了内需不足的矛盾，但一方面2022年出口大概率将会回落，另一方面，适应逆全球化和后疫情时代的特征，需要在发展观念上更加强调内生动力和安全的维度，这就必须以内需作为经济增长和科技创新方向的主要动力，在扩大内需、挖掘内需潜力方面出台一揽子综合方案，向消费促进倾斜、向收入分配改革领域延伸。2) 稳定基建投资和政府端房地产投资。3) 2022年的财政政策还应配合十四五规划的战略布局，进行财政支出结构的重点调整。一是加强科技创新攻关的支出；二是对于国内大循环关键产业链布局的调整；三是积极对接新的扩大内需战略。以国内大循环为主体，意味着在关键核心技术、高新技术上的布局，在核心产业上进行国产替代的布局，以及在出口转内销等方面的一系列布局，都需要未来财税改革的配合，需要产业政策和贸易政策的调整，以实现新战略与传统战略的对接。

第七，完善宏观审慎调控框架，注重稳增长与防风险在中长期内的动态平衡。宏观调控需进一步落实稳增长与防风险之间的动态平衡，把握政策调控的方式、节奏与力度。既要避免因防风险而忽略了经济基本面修复，加大经济下行压力，导致杠杆率被动攀升；更要避免防风险力度过大、节奏过快，导致局部风险急速释放并向其他领域蔓延，引发系统性风险；同时也要避免为稳增长重回刺激政策老路，再度进入“债务—投资”驱动的增长模式。高度重视经济复苏时政策退出带来的风险问题，需要把“稳杠杆”作为短期宏观监管目标，考虑金融成本持续下降与货币数量收缩相组合的模式进行定位。对于特殊行业和特殊群体的一些纾困政策可以采取逐步退坡的方式，防止政策悬崖带来的新风险。对于中小微企业的部分财政货币扶持可以出台新的政策进行续接，阶段

性延期还本付息和金融系统让利政策等特殊政策应当进行安排适度的过渡措施，不宜快速退出。部分专项再贷款再贴现、中小企业信用贷款支持工具在未来一段时期内还可以继续发挥作用。既要看到目前利息偿还高达 GDP16%左右的负担所带来的国民经济循环的压力和风险积累的问题，也要防止在政策退出和债务调整过程中资金链断裂导致的风险无序释放与风险制造的叠加。

第八，加快十四五规划项目实施和布局，发挥预期引领和跨周期调节作用。2021 年是十四五规划通过和战略布局的一年，2022 年是十四五规划全面实施和项目落地的一年，在构建双循环新发展格局的统领下，通过加快科技自立自强的布局、产业链供应链的安全性布局、国内大循环畅通与短板的补足、扩大内需战略具体举措的启动，不仅有望改善市场主体预期，也有利于替代非常规刺激政策成为短期需求扩张的基础性力量。在中国已经全面进入结构性改革深水区的情形下，针对中国在十四五规划期间的各项重大改革举措而言，其核心目标是通过加快推进供给侧结构性改革和需求侧结构性改革，依靠塑造中国作为超大规模经济体中二者之间具有的独特相互联动机制，即“需求拉动供给、供给创造需求”的良性循环发展机制，进而遏制住中国经济潜在增速过早过快下滑的苗头，促进中国结构性经济潜在增速的稳定和提升。因此，必须着力避免各级政府延缓和错失依靠结构性改革推升结构性经济潜在增速的发展契机。尤其是面对美国等西方国家针对中国实施的科技创新全面封锁策略以及针对中国高科技产业和战略新兴产业链的围堵策略，对保障中国经济发展权力安全带来了的巨大挑战，迫切需要中国国家各级政府尽一切可能优先采取有效的应对措施。倘若 2022 年中国各级政府仍不能全面启动和落实十四五规划的核心政策，仍将注意力集中在应对疫情防控或对地方经济带来的短期负面冲击方面，对切实落实十四五规划既定的核心改革举措重视不够，很有可能错失中国保障自身产业链、供应链、创新链、技术链安全的战略机会，甚至压缩中国主动应对美国为首的西方发达国家的经济封锁策略自主能力的战略空间，迫使在十四五期间乃至 2035 年期间中国经济高质量发展陷入到更加被动的格局中。

第九，推进关键要素市场化改革，理顺煤电价格关系，做好应对能源危机的准备。9 月份我国多地出现拉闸限电等现象，同时国际能源价格也在大幅度攀升，能源价格成为一个全球性问题，并将会在中期内持续构成约束。在全球应对气候变暖、走向碳中和的过程中，煤炭使用必然受到限制，但是过去 10 年全球经济低增长下能源投资持续下行，替代能源投入还不充分，风力、水电等绿色能源供给还不稳定，储能方案成本较高，这就导致了全球能源供给存在一个转型期，在一定程度上类似于上世纪 70 年代的石油供给冲击。预计明年国际油价仍将处在高位，持续对生产、交通、居住等成本产生冲击。我国电力问题既是国际大趋势中的一部分，也有其特殊性。一方面，我国煤电价格市场化机

制还存在较大调整空间。今年煤炭价格涨幅巨大，但是电价上浮比例有限，需要进一步理顺煤电价格体系。另一方面，在电力的需求端，除了工业超额复苏，新型基建和电源替代也产生很大的新增电力需求。例如，5G 基站空载状态下是 4G 基站能耗的 2.5 倍，满载状态下是 4G 基站的 3.5 倍，同时单位空间 5G 基站密度大幅度提升，2021 年新增电力需求 300 亿千瓦时。同时，数据中心建设新增电力需求 700 亿千瓦时。在“双碳”建设中，电源替代效应更是值得特别关注。工业领域电气化、电锅炉、电窑炉，建筑、交通、农业、商业服务等都产生了大量新增电力需求，2021 年新增电力需求 1900 亿千瓦时。因此，我国电力紧张还会在一段时间内维持，对工业生产产生一定的抑制作用。未来电力紧张会逐渐转换为能源成本高位运行，对宏观经济持续产生成本冲击。

第十，就业政策继续实施企业稳岗补贴，增加大学生和青年群体就业渠道，鼓励企业增加应届生就业岗位。发挥灵活就业的补充性优势，做好求职引导和信息对接服务。此外中小企业调查显示，企业普遍对各项税收优惠政策感受明显、反馈较好，而对租金减免、信贷便利优惠等方面政策的感受较弱。

第十一，科学调整疫情防控政策，利用大数据等信息手段优化疫情管控方式。在可控条件下，适度放松出行、会议、旅游、餐饮等经济活动限制，促进服务业等相关产业恢复，对受到调控影响的住宿餐饮和交通运输企业适当补贴。

第十二，利用预期管理工具，加强市场沟通，降低宏观政策的不确定性。今年以来，为了防止资本无序扩张，对平台经济、房地产市场、教育文化产业等进行了大量整顿，为实现能耗双控目标，紧急采取了拉闸限电等短期措施，这些从根本上有利于促进未来良性发展的战略举措，由于缺乏良好的市场沟通和预期管理，对市场主体活动产生了干扰。微观主体对经济运行的直接感受与宏观数据的表现产生一定的背离，社会不同阶层对宏观经济形势的认识也出现强劲的分化。2022 年我国面临的内外部经济环境将更为复杂，包括美国等发达国家宏观政策转向、国内宏观经济下行产生的悲观情绪、市场主体对经济困难忍受度的下降等，尤其需要利用好预期管理工具，降低宏观政策不确定性及其影响。

（二）针对十四五时期的风险挑战，需要抢抓疫情期间我国经济率先复苏的窗口期，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，并在新发展格局的统领下，深入推进改革和结构调整，构建新红利和解决结构性问题，充分释放中国经济的潜在增长空间。

第一，在战略层面，科学设定十四五及 2035 经济增长目标，并通过改革和结构性大调整，提升中国经济增长潜力，使未来 15 年经济增长的平均增长中枢提升到合意的 4.8% 以上。一是通过创新驱动战略、科技强国战略以及人才强国战略，全面推进技术进步，全面突破当前关键技术和核心技术的“卡脖子约束”，

实现中国的新技术红利；二是全面推进关键领域改革，构建第二轮制度红利；三是通过人才强国和教育强国战略，推进人口红利转化为人力资源红利；四是全面构建百年未有之大变局的合作平台和新的竞争力，突破价值链和分工链重构的瓶颈约束，构建新一轮全球化红利。利用构建双循环新发展格局战略来统领、调整、重构、深化过去的各种战略，通过新4大红利构建来较大幅度提升潜在增速，中国就完全有能力实现2035年收入翻番、达到中等发达国家水平的合意发展目标。

第二，在构建新发展格局过程中，特别是在国家十四五规划实施的过程中，加强顶层设计，从中央层面优化调整现有的区域发展战略以及区域性发展规划，培育北方经济的新增长极，全面重塑南北经济格局。传统的东中西划分方法及其相应的发展战略已经难以应对区域经济分化面临的新问题。相比“长三角”等其它几大区域性增长极，北方唯一的“京津冀”无论是在自身经济增长，还是对周边地区的辐射带动作用方面，都越来越难以发挥应有的力度。同时，原中部六省在经济结构互补性上存在天然不足，而且实际上也分属不同的区域经济圈，各自面向不同的方向布局，缺乏向心力，难以实现有效合作和协调发展。例如，安徽等省市战略布局的重点明显是面向长三角地区。建议探索论证新“山东、河南、河北、山西、陕西”一线的区域一体化协同发展战略，以重振北方经济，更为全国打造一个新的增长极。

第三，加快推出弹性延迟退休年龄政策，这对增加劳动力有效供给和促进经济增长都具有积极效应，更直接增强了养老金系统的可持续性。在人口老龄化背景下，我国出台延迟退休政策已是势在必行，相关部门也酝酿许久。何时以及如何出台，在于协调好三个时间点：一是必须抢抓劳动人口退休高峰期，以保证政策效果；二是同时要瞄准新进入劳动力市场人口低谷期，以发挥调节作用；三是还应尽量借助宏观经济上行期，以利于政策推行。从我国历年出生人数和未来宏观经济环境预判，2022-2023年同时满足三个条件，需及时开启延迟退休政策，再往后，政策效果将迅速衰减。根据测算，从2022-23年开始实施延迟退休政策效果显著，特别是政策实施的前5期，每期可使城市劳动力供给增长200-300万人，拉动GDP增长超过0.5个百分点。这将有效缓解工作年龄人口下降带来的不利影响，为我国实现向注重质量的二次人口红利转换提供宝贵的窗口期。在具体实施过程中，需要充分掌握不同群体的利益诉求和接受度，做到有的放矢。特别是对利益受损群体提供相应的补贴和激励措施，将提高养老金替代率的需求与实施延迟退休挂钩。

第四，在扩大内需、挖掘内需潜力方面，需要有一揽子综合方案。该方案不能够简单地等同于凯恩斯的“总需求管理政策”，而必须真正从扩大内需战略的层面展开，需要中长期的改革方案、中期的战略调整方案和短期的政策方案

相配合，这就要求我们从制度层面、机制层面和政策层面来进行多维调整。因此，在完成了脱贫攻坚目标和解决相对贫困时期的主要矛盾之后，需要重点推出中产阶层倍增计划，从数量倍增和收入倍增两个维度展开。目前的税制安排在缩小收入分配和财富差距层面，都越来越难以发挥应有的调节作用。

第五，在激发市场活力方面，对于各类微观市场主体积极性问题需要保持高度关注，特别是目前民营企业投资激励问题，以及地方政府一些官员存在为官不为、能力不足等问题。如何在这方面做足文章，使民营企业投资信心、居民消费信心、社会投资空间进一步提升，依然是我们未来需要解决的最为重要的几个微观结构性问题。因此，关键领域的改革必须要全面实施、保证落地，真正激发各阶层微观主体的积极性。十九届五中全会公报中，有效市场和有为政府被放在了核心位置。实际上，中国特色社会主义市场经济体系的改革关键在于政府的改革，必须要通过构建服务型政府、法治型政府、数字型政府，让政府的定位和管理职能发生根本性的改变，从而进一步优化营商环境。

第六，适应逆全球化和后疫情时代的特征，在传统发展观念的基础上更加强调内生动力和安全的维度，让我国经济的基本盘更坚实、更具弹性和韧性，确保不发生影响现代化进程的系统性风险。安全是发展的前提，发展是安全的保障，需要把安全观念贯彻到发展的各领域和全过程，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑，把扩大内需作为战略基点。一是对于关键技术、核心技术要加强自我发展、自主研究，突破目前卡脖子问题。二是加快构建新发展格局，牢牢抓住国内需求作为出发点和落脚点来进行相应的战略布局。三是更加重视防范极端风险的出现。“十四五”时期，我国将经历百年未有之大变局的加速期以及全球经济格局的重构期。大国经济发展必须把安全问题上升到一个新的高度，对于扩大开放过程中的安全性，对于国际风险的把控能力，必须要与经济发展规模、速度相匹配。四是构建更高水平开放型经济新体制，通过高水平开放来打造新的竞争平台。在全球贸易投资环境仍具有极大不确定性的背景下，不仅要强调对外开放的规模与速度，更要强调开放的效率与安全，在外贸结构和产业布局上进行不断优化。各类产业的全球化布局要更加注重效益和风险的控制，适度压减规模大周期长的海外投资项目。



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：

