



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF 中国宏观经济月度数据分析报告

(2023年12月) (第69期)

迈向平衡增长的中国宏观经济

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2023年12月



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济月度数据分析会 第69期

迈向平衡增长的中国宏观经济

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

承办单位：中国人民大学经济研究所



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

迈向平衡增长的中国宏观经济

报告人：秦聪

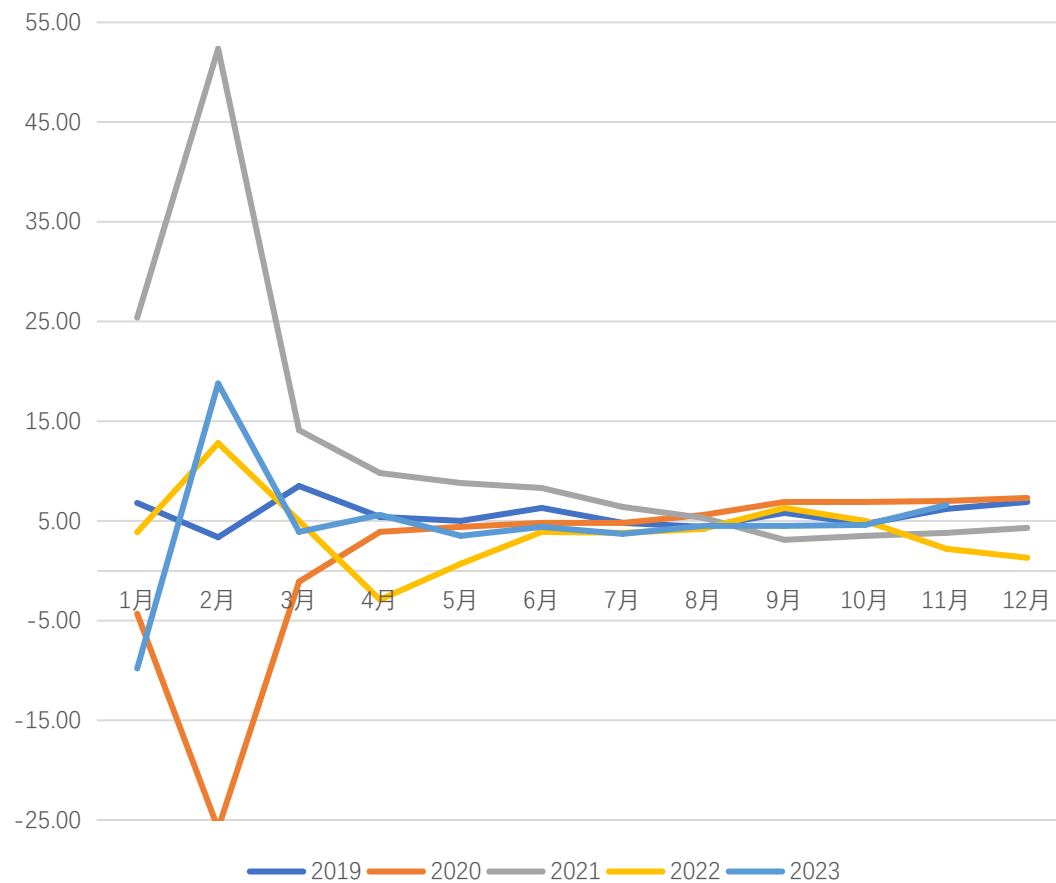
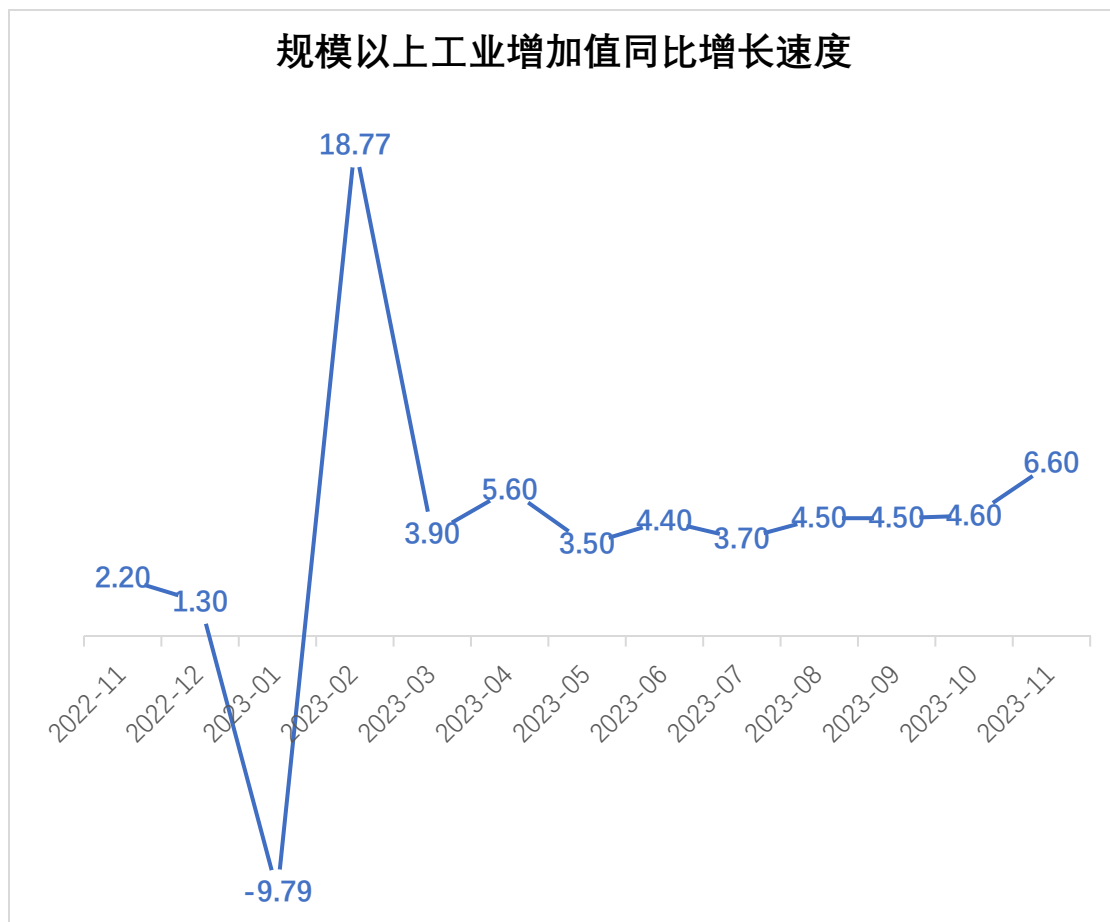
2023年12月17日

目 录

- 一、持续回升向好与内外压力并存的宏观经济
- 二、支持平衡增长的可利因素及对未采的一些研判
- 三、政策建议

1.1. 工业生产恢复加快，行业分化依旧明显

规模以上工业增加值同比增长速度



1.1. 工业生产恢复加快，行业分化依旧明显

门类	11月	1-11月
采矿业	3.90	2.10
制造业	6.70	4.70
其中：高技术产业	6.20	2.30
电力、燃气及水的生产和供应业	9.90	3.90

所有制	11月	1-11月
国有及国有控股企业	7.30	4.80
股份制企业	7.20	5.10
外商及港澳台投资企业	4.40	0.90
私营企业	5.20	2.80

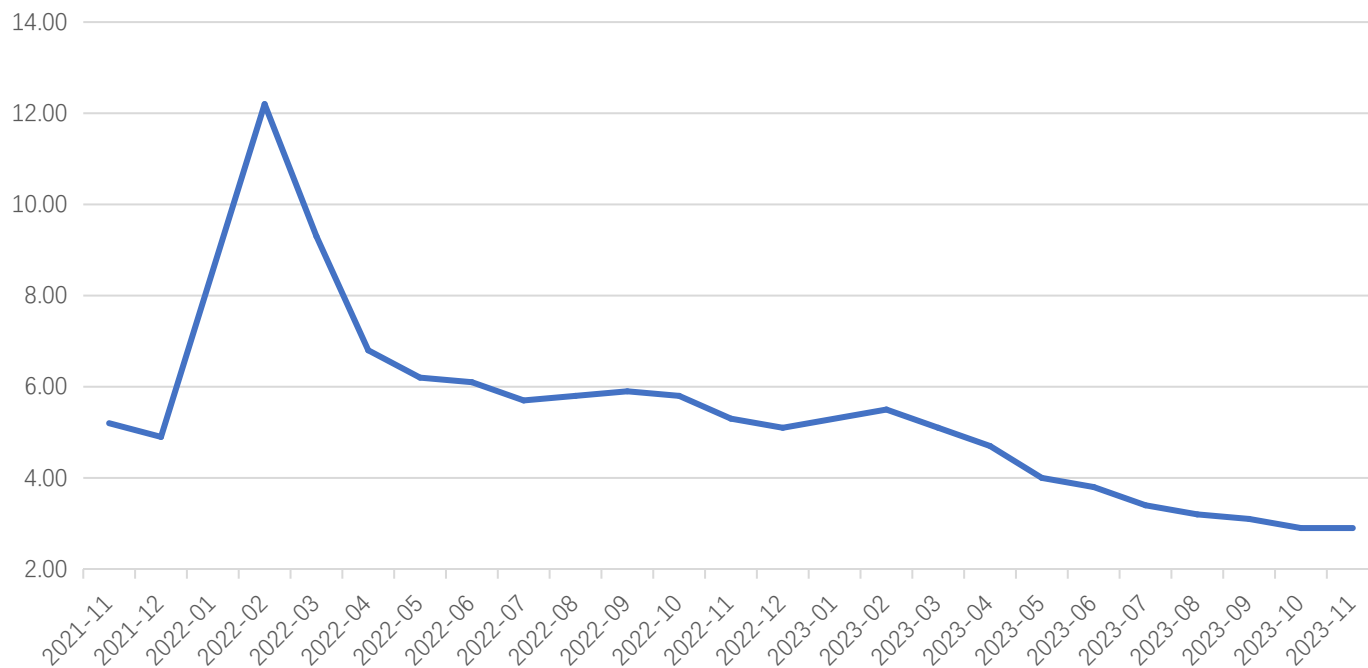
11月工业增加值特征

- 特征1：内外因素叠加推动工业生产恢复超预期。
 - 国内因素：一是低基数的影响；二是有利因素多于不利因素
 - 国际因素：外需在收缩区间边际改善
- 特征2：冬季供暖需求推动采矿业和电力热力燃气及水生产和供应业增速提升。
 - 煤炭开采和洗选业当月同比增速5.2%，较前值提高1.9个百分点
 - 发电量当月同比增速8.4%，较前值提高3.2个百分点
- 特征3：制造业累计增速相对放缓，但行业分化明显。
 - 受内外需刺激，汽车制造业增加值同比增速20.7%，高于前值约10个百分点；
 - 受基建和制造业投资劳动需求所致，黑色金属、有色金属压延加工业、化学原料及化学制品制造业等维持高位。
- 特征4：高技术产业喜忧参半。

1.2. 固定资产投资平稳增长，结构有所改善

- 特征1：固定资产投资下行趋势放缓。1-11月份固定资产投资同比增长2.9%，增速与前值持平，结束了年内增速持续下行的趋势。

固定资产投资完成额累计同比



1.2. 固定资产投资平稳增长，结构有所改善

- 特征2：民间投资动力不足。分投资主体看，1-11月民间固定资产投资累计同比-0.5%，扣除房地产开发投资同比增长9.1%，均与前值持平。国有控股企业固定资产投资为6.5%，较前值下滑0.2个百分点。分产业来看，第一产业较前值提升1.1个百分点，第二产业与前值持平，第三产业小幅下滑0.1个百分点。

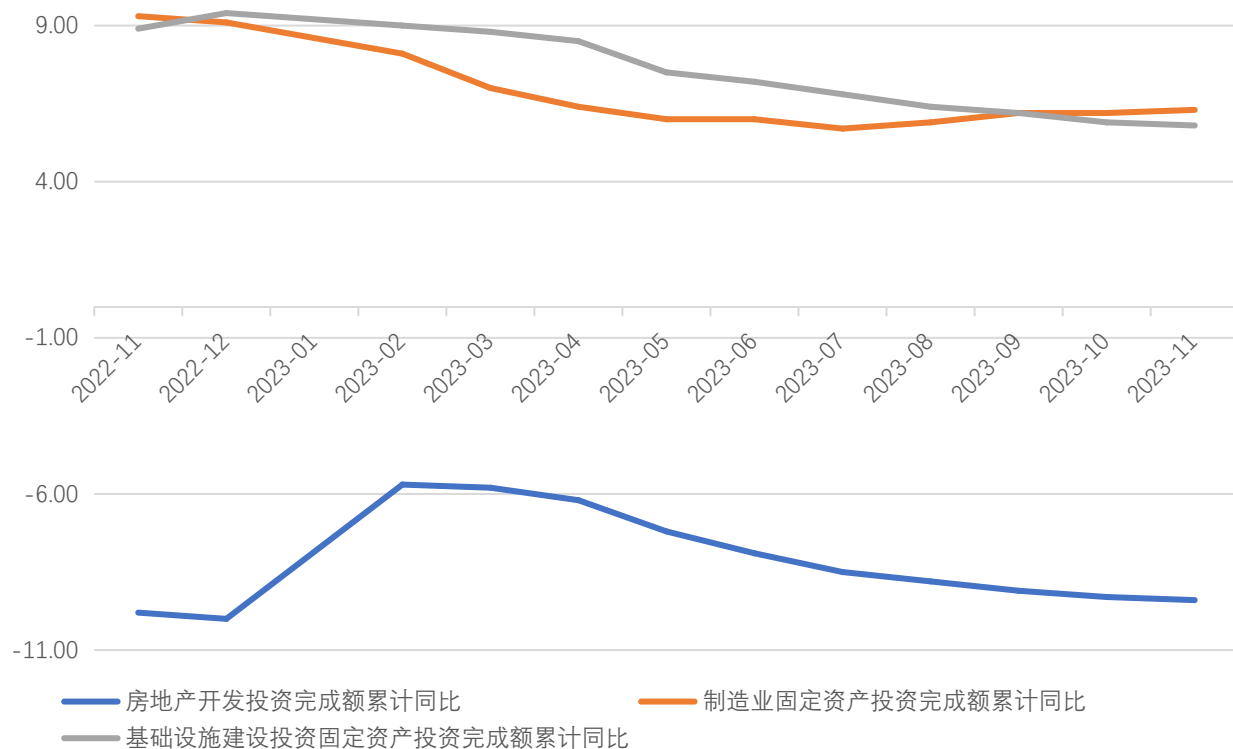
投资主体	2023年1-11月	2023年1-10月
民间投资	-0.5	-0.5
国有控股	6.50	6.70

产业	2023年1-11月	2023年1-10月
第一产业	-0.20	-1.30
第二产业	9.00	9.00
第三产业	0.30	0.40

1.2. 固定资产投资平稳增长，结构有所改善

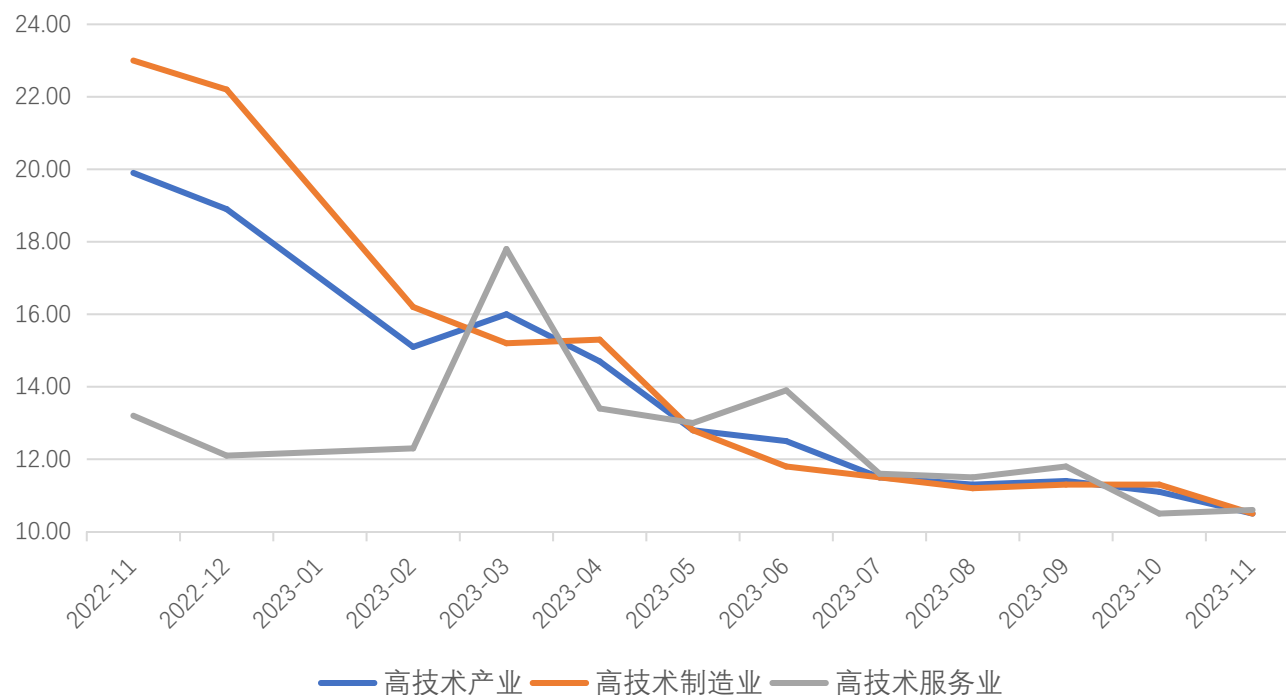
➤ 特征3：制造业投资回升、基础设施投资加快、房地产投资不振。

- 1-11月制造业投资累计同比增速6.3%，较前值提升0.1个百分点。11月当月制造业投资增速同比为7.1%，较上月大幅0.9个百分点。
- 1—11月份，基础设施投资同比增长5.8%，略低于前值0.1个百分点，降幅收窄；当月基础设施投资同比增长5.0%，高于前值1.3个百分点。
- 房地产投资同比增长-9.4%，较前值下降0.1个百分点。这与当前房地产持续走弱相关。



1.2. 固定资产投资平稳增长，结构有所改善

➤ 特征4：高技术产业增速较快，制造业服务业增速分化。1-11月高技术产业投资同比增长10.5%，低于前值11.1%；其中高技术制造业和高技术服务业投资均保持两位数的增速。

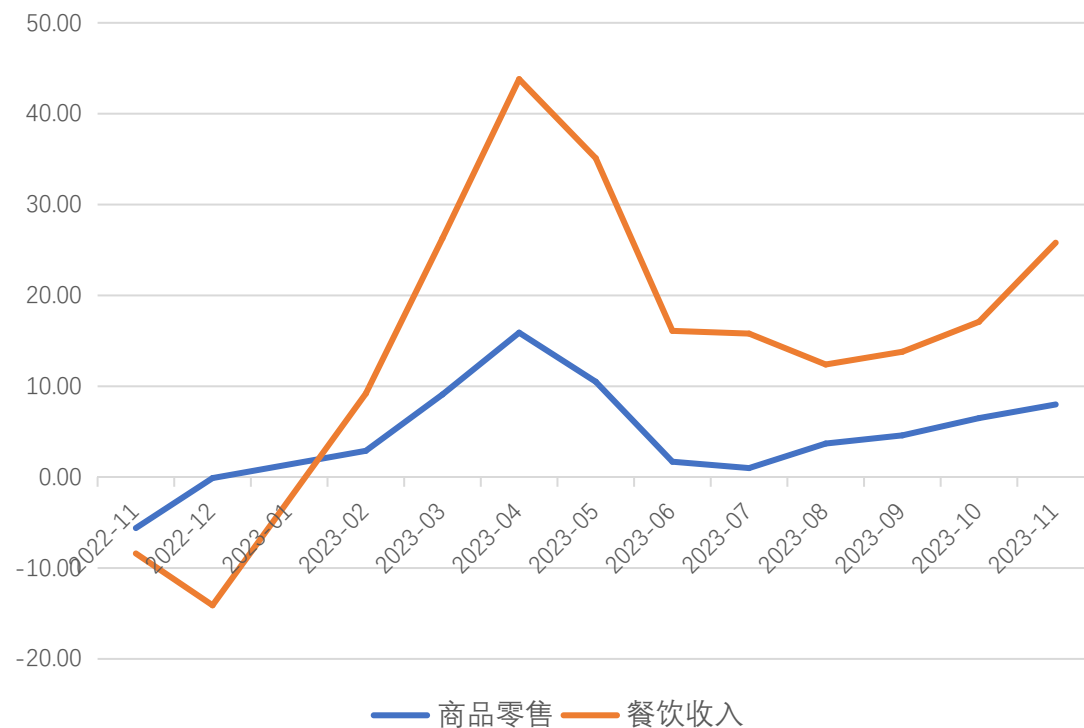


1.3. 消费修复有所放缓，信心恢复价值千金

➤ 特征1：低基数催动消费增长。



➤ 特征2：接触式消费持续恢复，商品消费实际表现不佳。



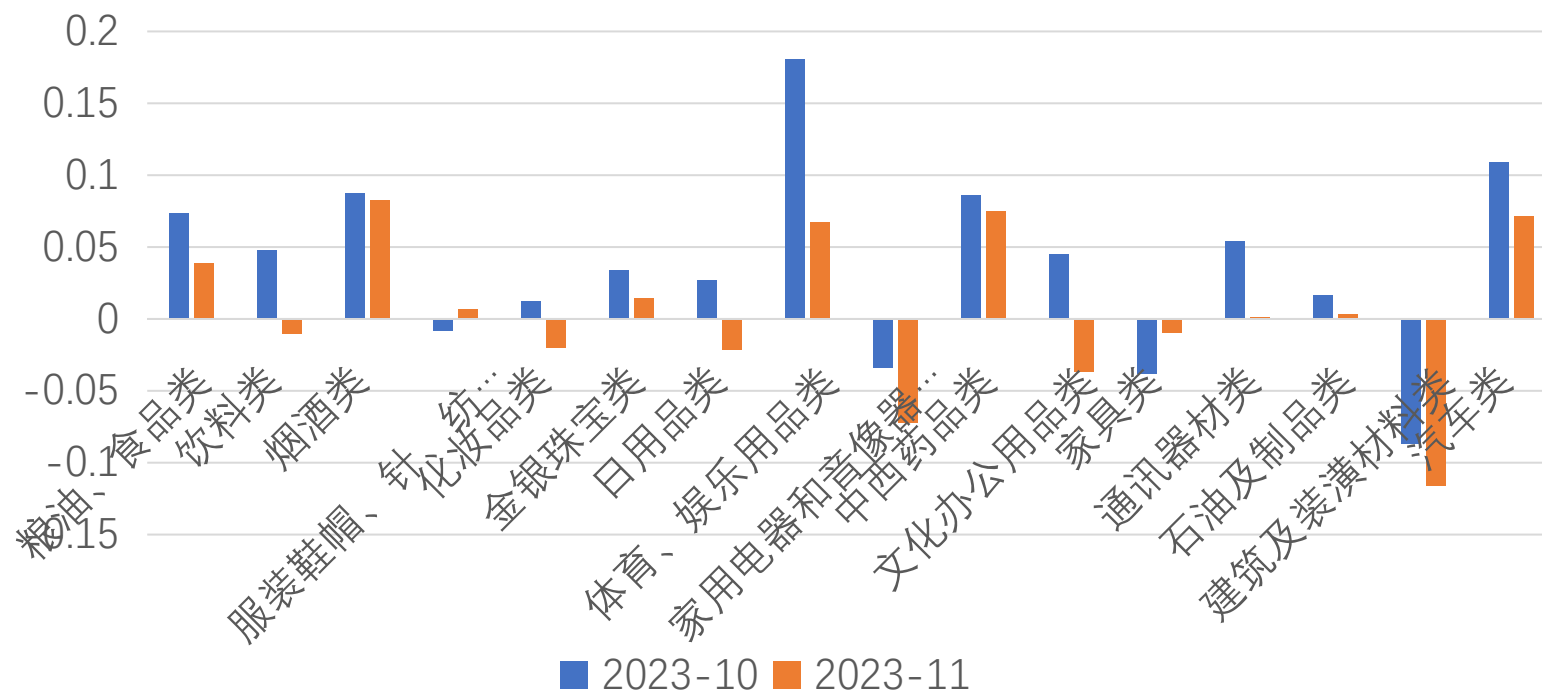
1.3. 消费修复有所放缓，信心恢复价值千金

- 特征3：线上消费不及预期。
- 1-11月份，全国实物商品网上零售额同比增长8.3%，较1-10月同比下降0.1个百分点；且占社会消费品零售总额的比重为27.5%，比1-10月份提高0.8个百分点。
- “双十一”期间，电商平台和直播平台累计销售额增速较往年有所放缓。



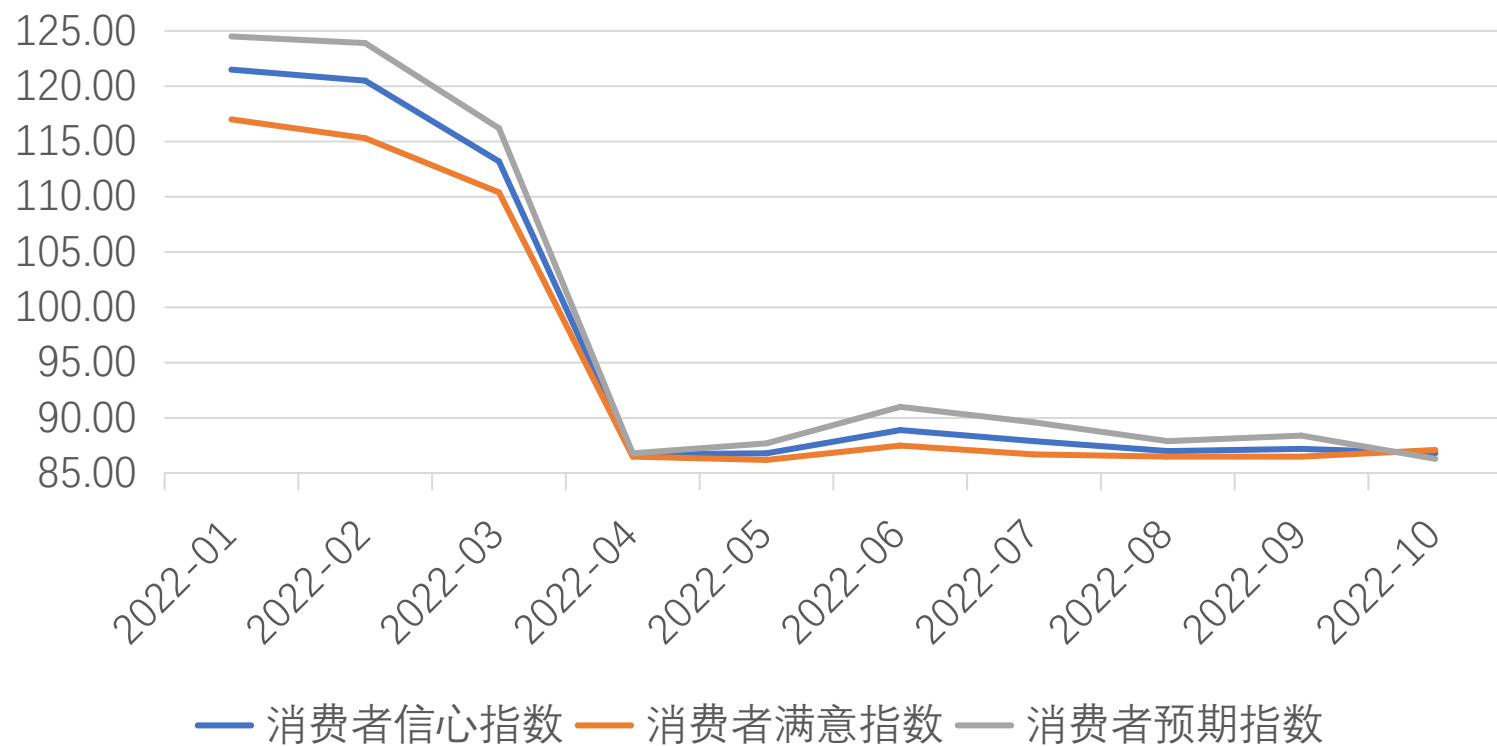
1.3. 消费修复有所放缓，信心恢复价值千金

- 特征4：中西药品类和必需消费品类表现较好，可选消费品类及房地产产业链相关产品类仍有下行压力。



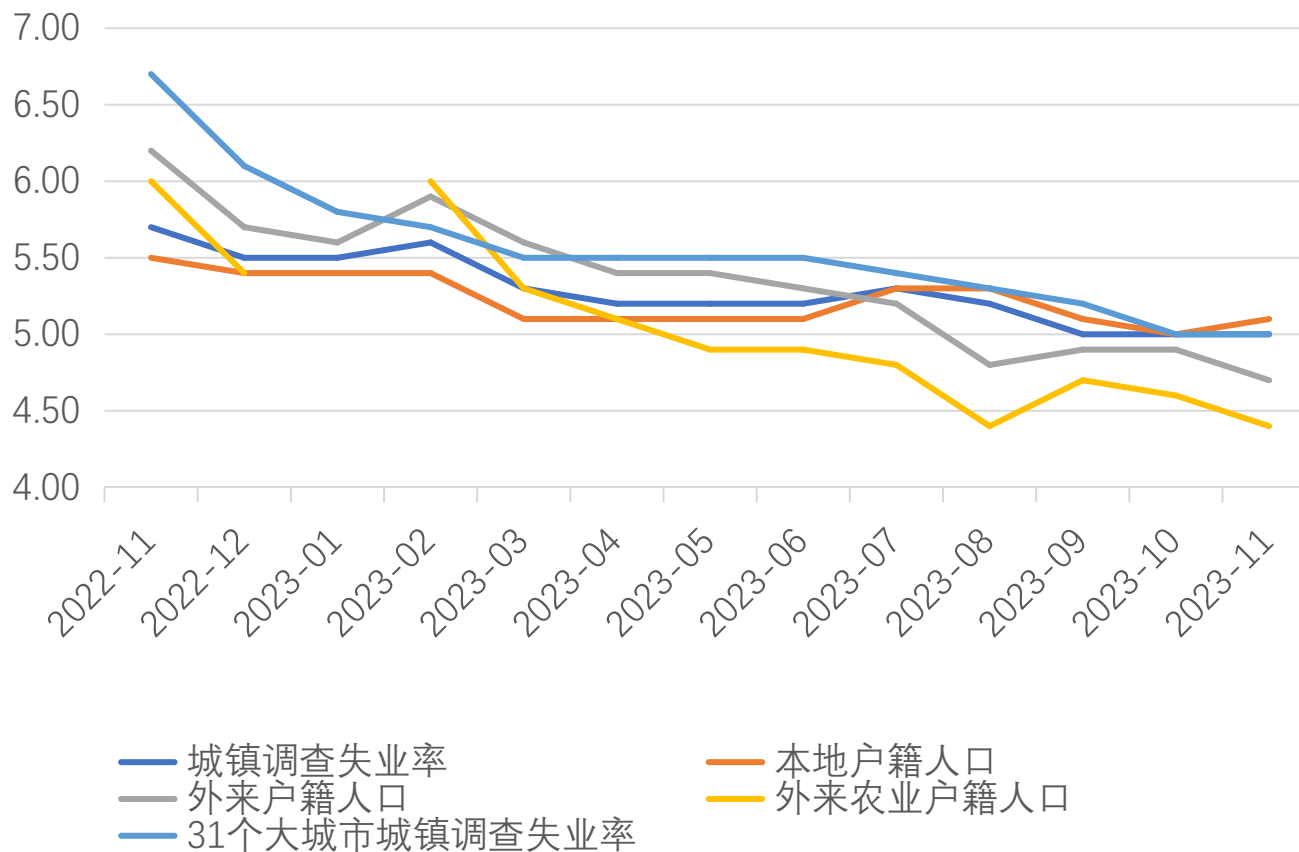
1.3. 消费修复有所放缓，信心恢复价值千金

➤ 特征5：消费信心持续增强。



就业形势总体稳定，城镇调查失业率与上月持平。

- 11月份，全国城镇调查失业率和31个大城市城镇调查失业率均为5.0%，均与前值持平。
- 本地户籍劳动力调查失业率为5.1%，高于上月0.1个百分点；外来户籍劳动力调查失业率为4.7%，其中外来农业户籍劳动力调查失业率为4.4%，均较前值下降0.2个百分点。



1.4. 外需边际改善推动出口转正，进口回落反映内需仍然不强

2023年11月外贸总体情况

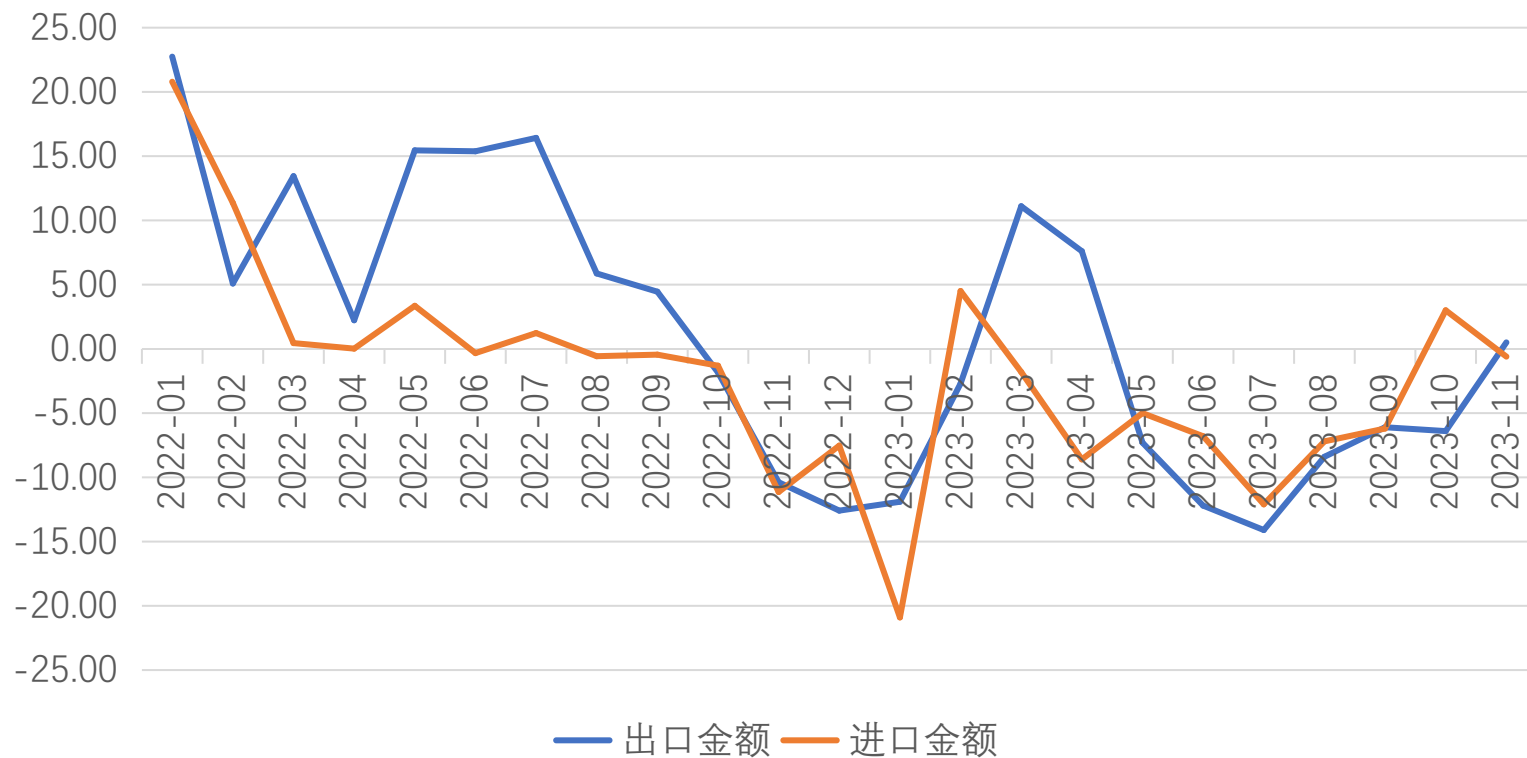
按美元计价：进出口5154.7亿美元，同比持平。

出口2919.3亿美元，同比0.5%。

进口2235.4亿美元，同比-0.6%。

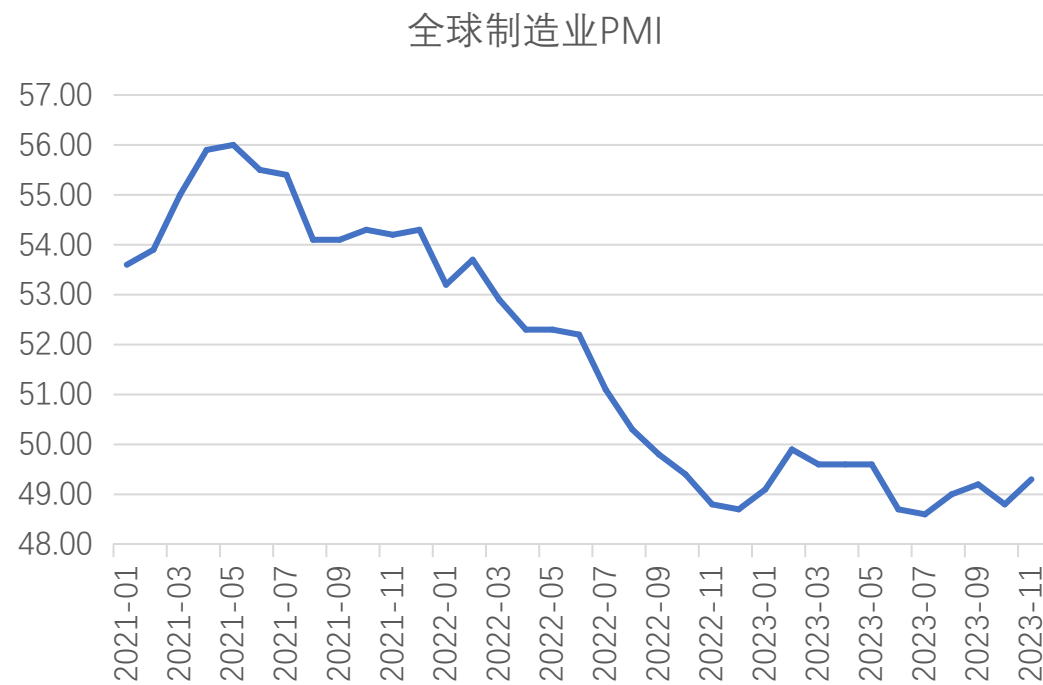
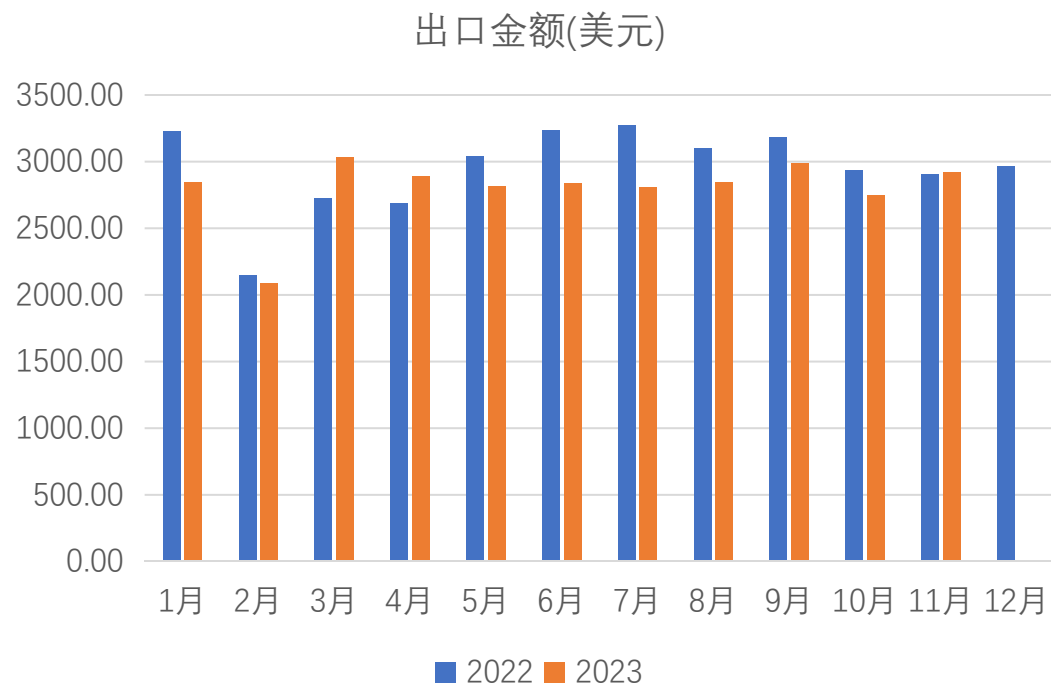
1.4. 外需边际改善推动出口转正，进口回落反映内需仍然不强

➤ 特征1：11月出口同比增速0.5%，自5月份以来第一次由负转正。



1.4. 外需边际改善推动出口转正，进口回落反映内需仍然不强

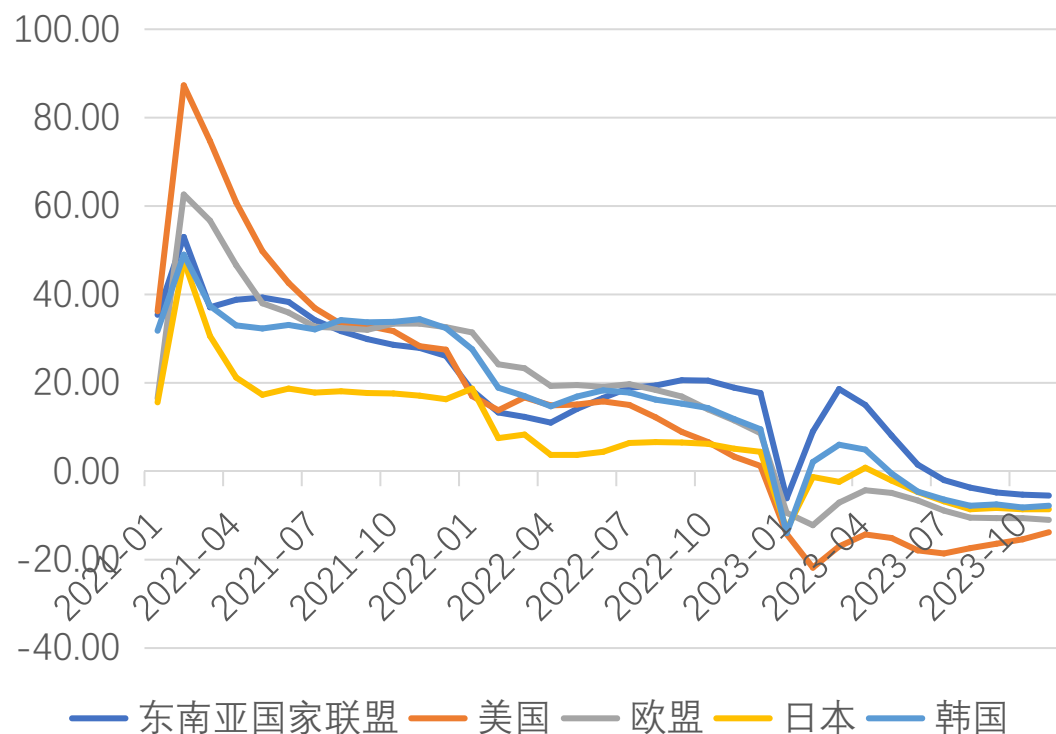
➤ 特征2：去年同期基数较低，外需位于收缩区间但小幅回暖。



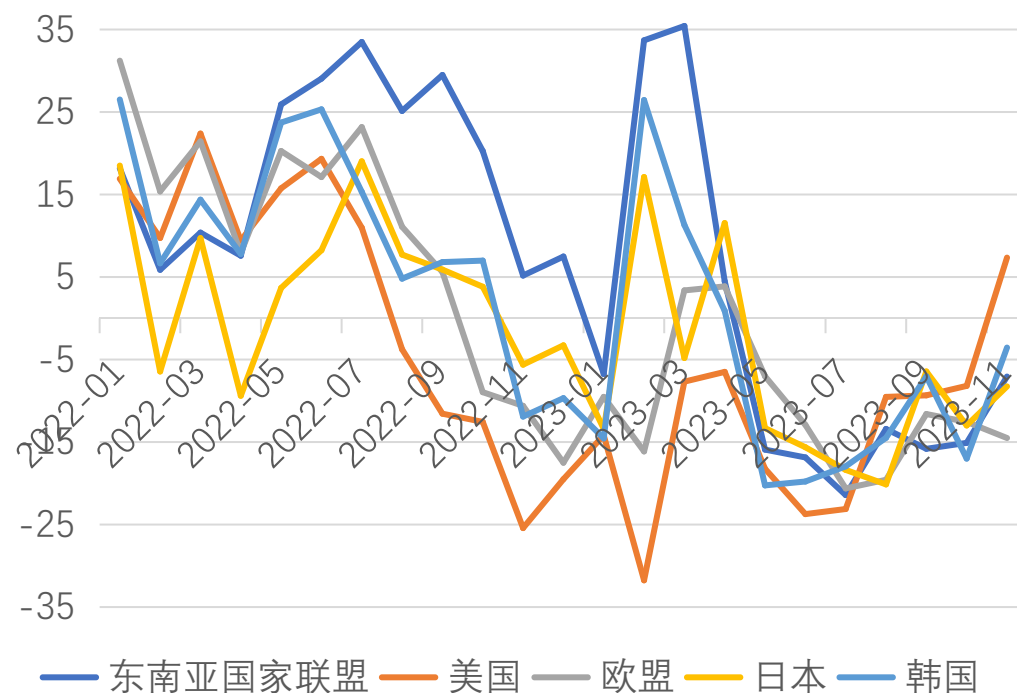
1.4. 外需边际改善推动出口转正，进口回落反映内需仍然不强

➤ 特征2：去年同期基数较低，外需位于收缩区间但小幅回暖。

出口金额累计同比



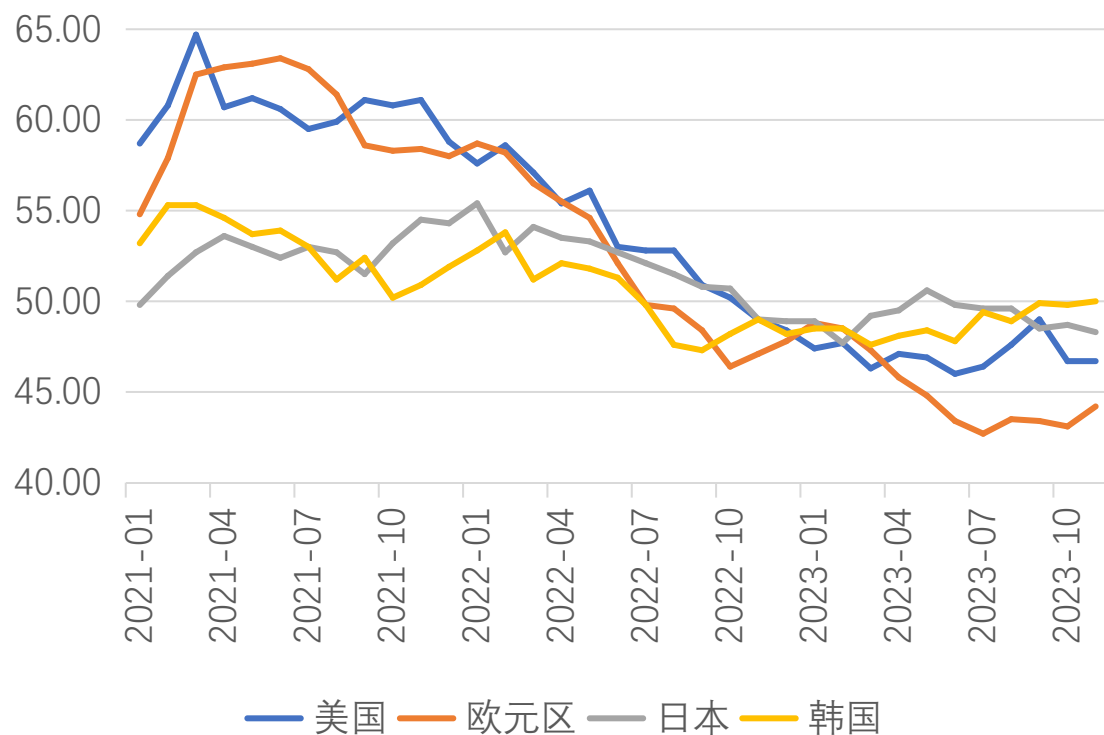
出口金额当月同比



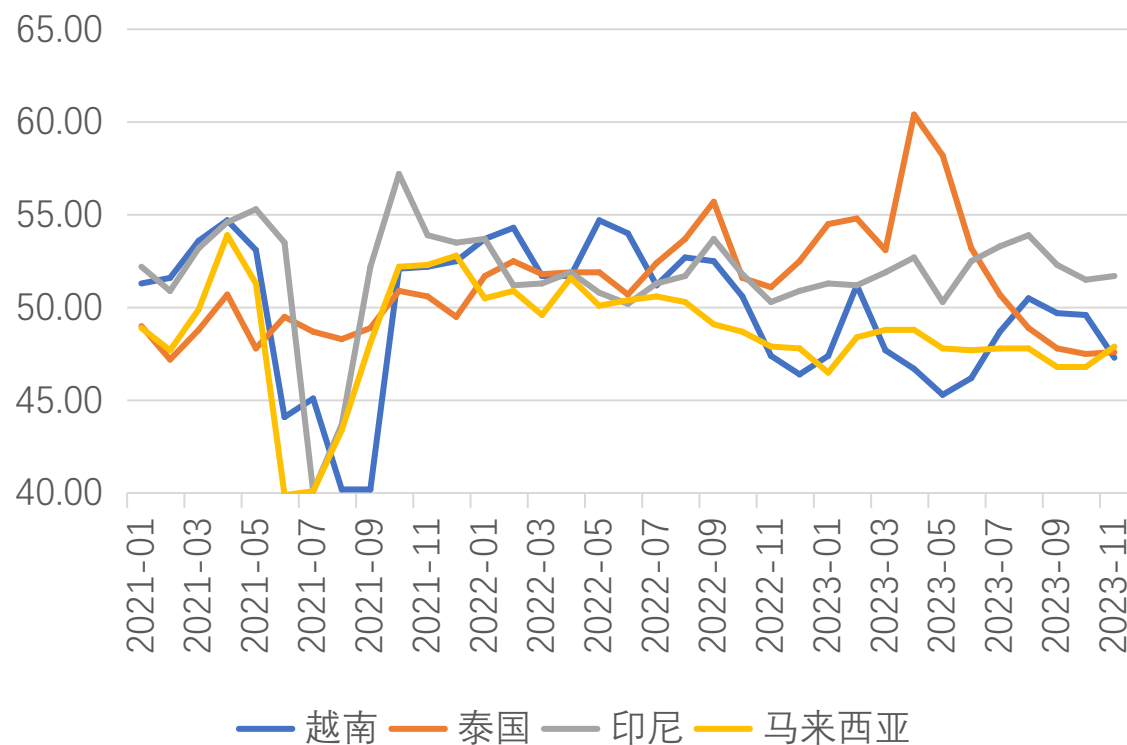
1.4. 外需边际改善推动出口转正，进口回落反映内需仍然不强

➤ 特征2：去年同期基数较低，外需位于收缩区间但小幅回暖。

主要发达经济体制造业PMI

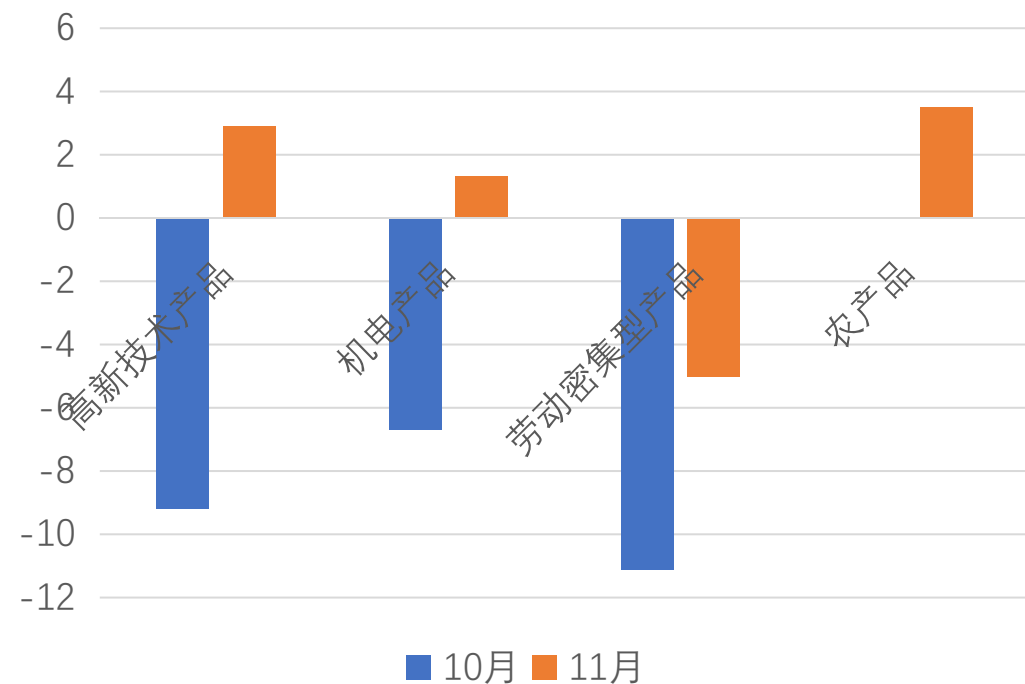


东盟国家制造业PMI



1.4. 外需边际改善推动出口转正，进口回落反映内需仍然不强

- 特征3：产品间出口增速存在明显差异。
- 11月高新技术和机电产品同比增速分别为2.9%、1.3%，均高于前值-9.2%、-6.7%；劳动密集型产品同比增速-5.0%，高于前值-11.1%。
- 高新技术产品增速由负转正，主要是受手机、集成电路、自动数据处理设备及其零部件等产品增速抬升的影响。但因基数影响，汽车、钢材出口同比增速则有所回落。多数劳动密集型产品出口增速降幅收窄，但仍然偏弱。

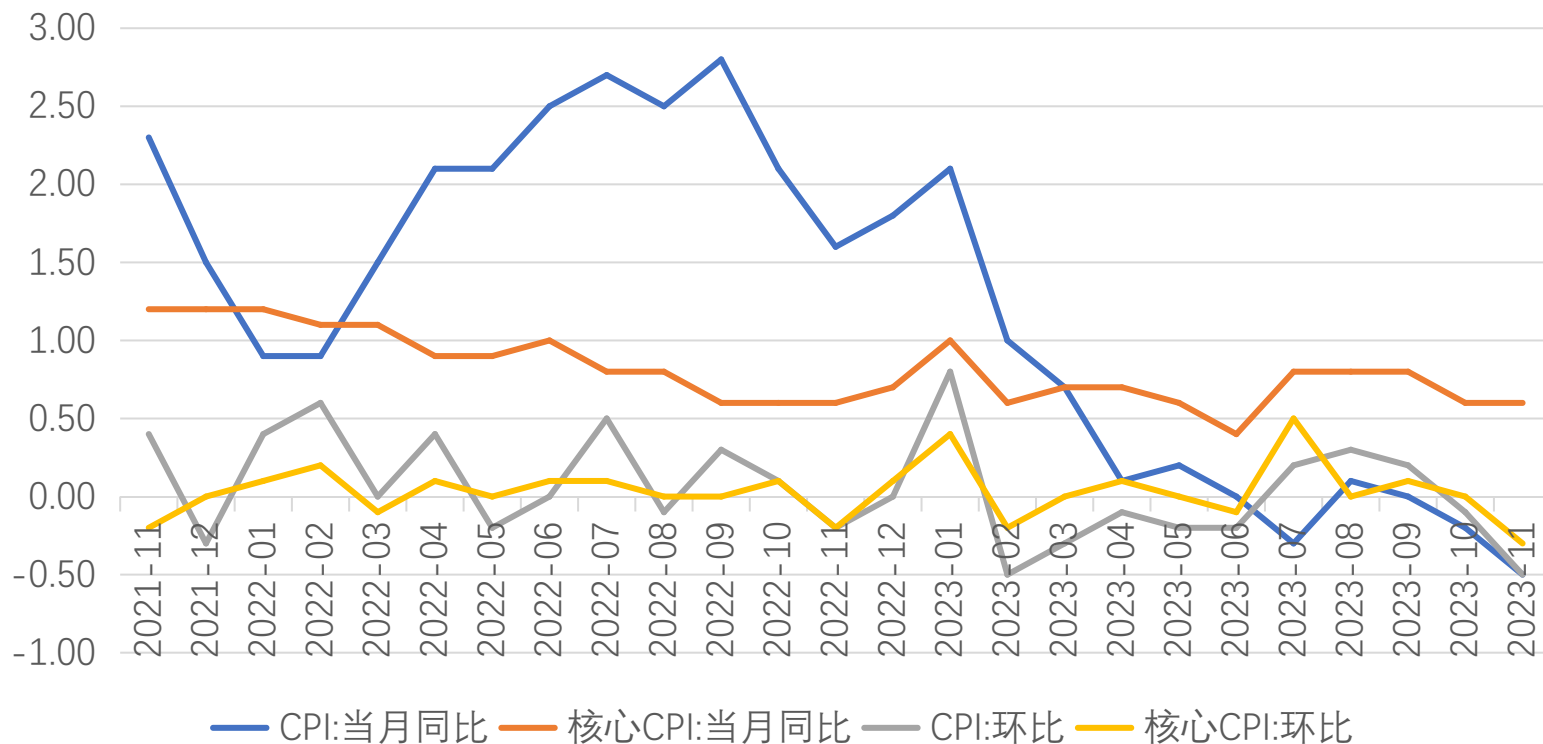


进口回落，折射出国内需求不足。

- 11月进口同比-0.6%，前值为3%；环比2.4%，低于近5年同期均值。
- 主要原因在于：（1）油价下行带动大宗能源商品进口同比快速下滑；（2）内需不足——11月制造业 PMI 小幅回落，需求仍然不稳。

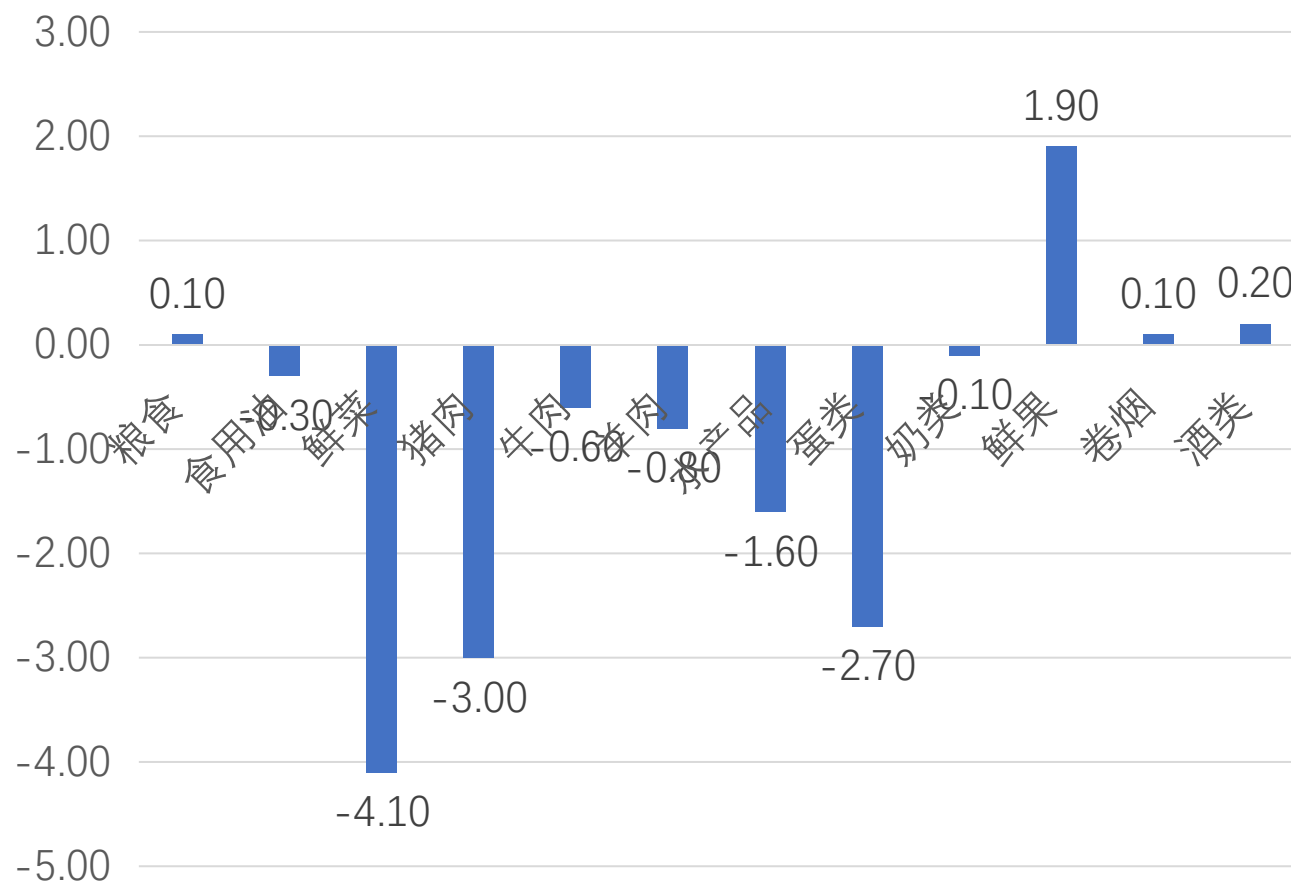
1.5. 市场物价有所下降，核心CPI总体稳定

➤ CPI特征1：物价低位平稳运行——CPI加速回落，但核心CPI保持稳定。



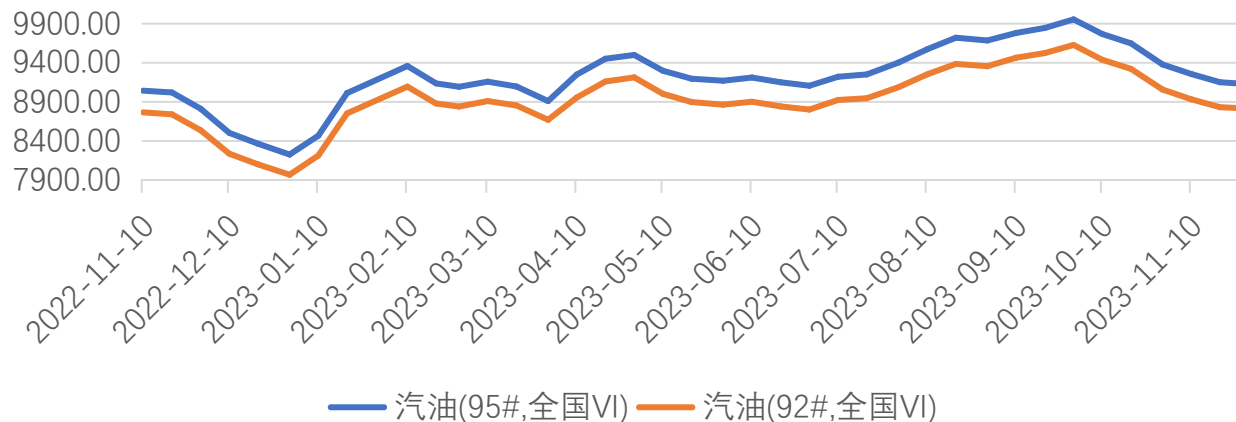
1.5. 市场物价有所下降，核心CPI总体稳定

- CPI特征2：食品价格超季节性下行、能源价格波动下行、旅游出行进入淡季共同拉动CPI回落。
- 食品方面，11月份，食品价格环比下降0.9%，降幅超季节性水平0.8个百分点，影响CPI下降约0.17个百分点。

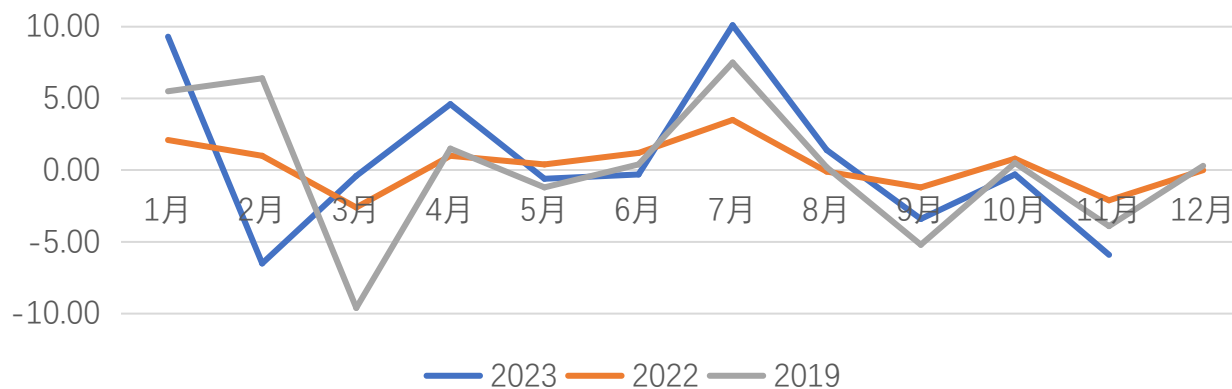


1.5. 市场物价有所下降，核心CPI总体稳定

- CPI特征2：食品价格超季节性下行、能源价格波动下行、旅游出行进入淡季共同拉动CPI回落。
- 非食品方面，11月份，非食品价格同比上涨0.4%，前值为0.7%；环比-0.4%，前值为0%，二者均低于前值。
- 从拖累因素来看，一是受国际油价下行影响，二是由于旅游出行进入淡季。

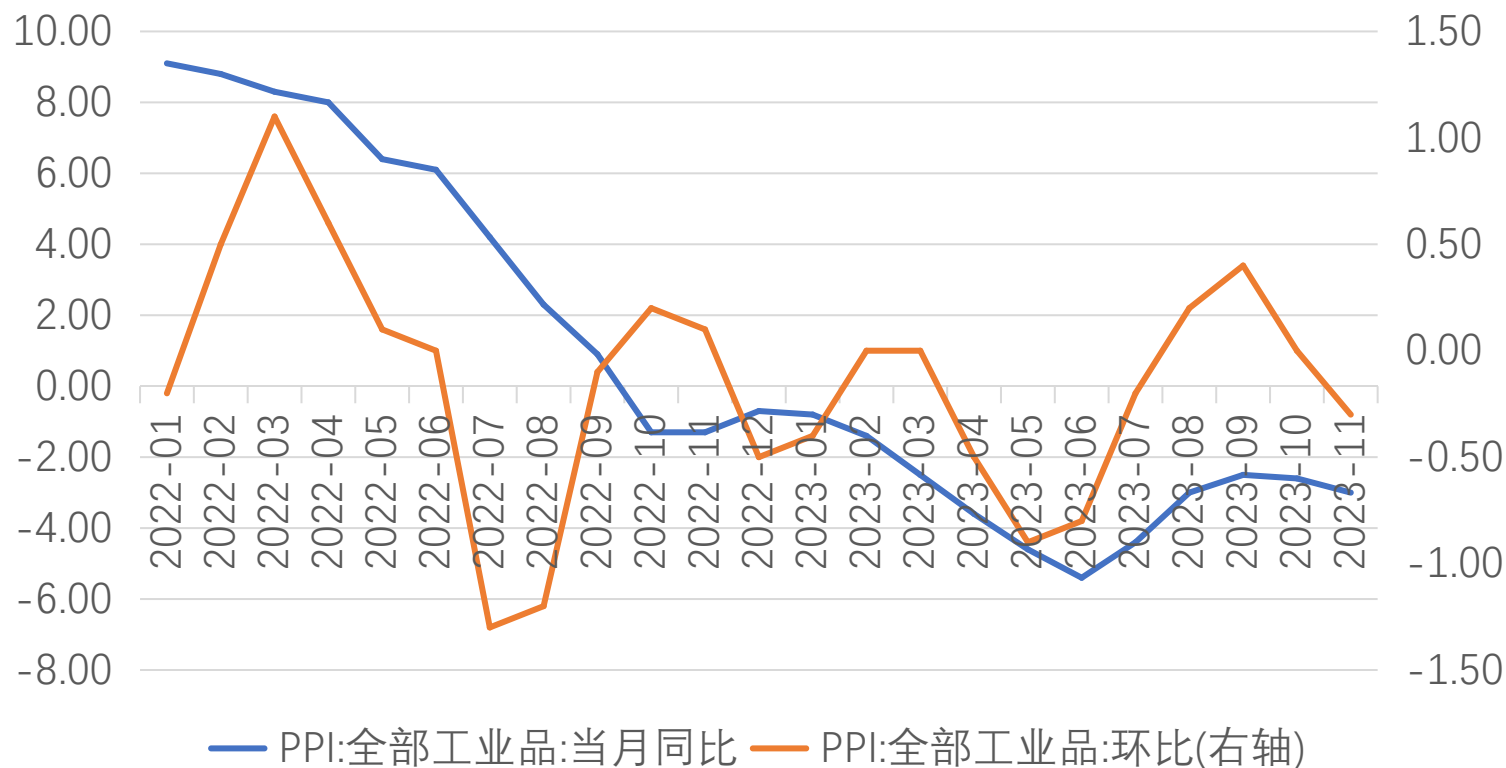


CPI:教育文化和娱乐:旅游:环比



1.5. 市场物价有所下降，核心CPI总体稳定

- PPI特征：受国际大宗商品价格回落和去年同期高基数影响，11月PPI同比环比均呈为负增长。



1.6. 社融增速继续回升，信贷增速低于预期。

	社会融资规模	新增人民币贷款	新增外币贷款	新增委托贷款	新增信托贷款	新增未贴现银行承兑汇票	企业债券融资	非金融企业境内股票融资	政府债券
2022-11	19837.00	11448.00	-648.00	-88.00	-365.00	191.00	604.00	788.00	6520.00
2022-12	13058.00	14401.00	-1665.00	-101.00	-764.00	-554.00	-4887.00	1443.00	2809.00
2023-01	59954.00	49314.00	-131.00	584.00	-62.00	2963.00	1636.00	964.00	4140.00
2023-02	31605.00	18184.00	310.00	-77.00	66.00	-69.00	3657.00	571.00	8138.00
2023-03	53860.00	39487.00	427.00	175.00	-45.00	1792.00	3350.00	614.00	6015.00
2023-04	12240.00	4431.00	-319.00	83.00	119.00	-1345.00	2931.00	993.00	4548.00
2023-05	15540.00	12219.00	-338.00	35.00	303.00	-1795.00	-2164.00	753.00	5571.00
2023-06	42265.00	32413.00	-191.00	-56.00	-154.00	-691.00	2249.00	700.00	5371.00
2023-07	5364.00	364.00	-339.00	8.00	230.00	-1963.00	1288.00	786.00	4109.00
2023-08	31272.00	13412.00	-201.00	97.00	-221.00	1129.00	2781.00	1036.00	11759.00
2023-09	41305.00	25369.00	-583.00	208.00	402.00	2397.00	629.00	326.00	9920.00
2023-10	18452.00	4837.00	152.00	-429.00	393.00	-2536.00	1144.00	321.00	15638.00
2023-11	24500.00	11100.00	-357.00	-386.00	197.00	203.00	1330.00	359.00	11500.00

1.6. 社融增速继续回升，信贷增速低于预期。

- **社融基本符合预期，政府债券为主要拉动项。** 11月新增社融2.45万亿元，较去年同期多增4556亿元，这与预期2.45万亿基本相符，高于季节性；存量规模376.39万亿，同比增长9.4%，较上月增长0.1个百分点。从分项数据来看：（1）新增政府债券1.15亿元，同比多增4992亿元，是11月社融的主要拉动项，主要与特殊再融资债集中发行有关。（2）新增企业债券1330亿元，较去年同期多增726亿。受低基数影响，企业债融资边际改善。（3）在社融口径下，新增人民币贷款1.11万亿元，同比少增447亿元，指向当前实体经济融资需求仍较弱。

1.6. 社融增速继续回升，信贷增速低于预期。

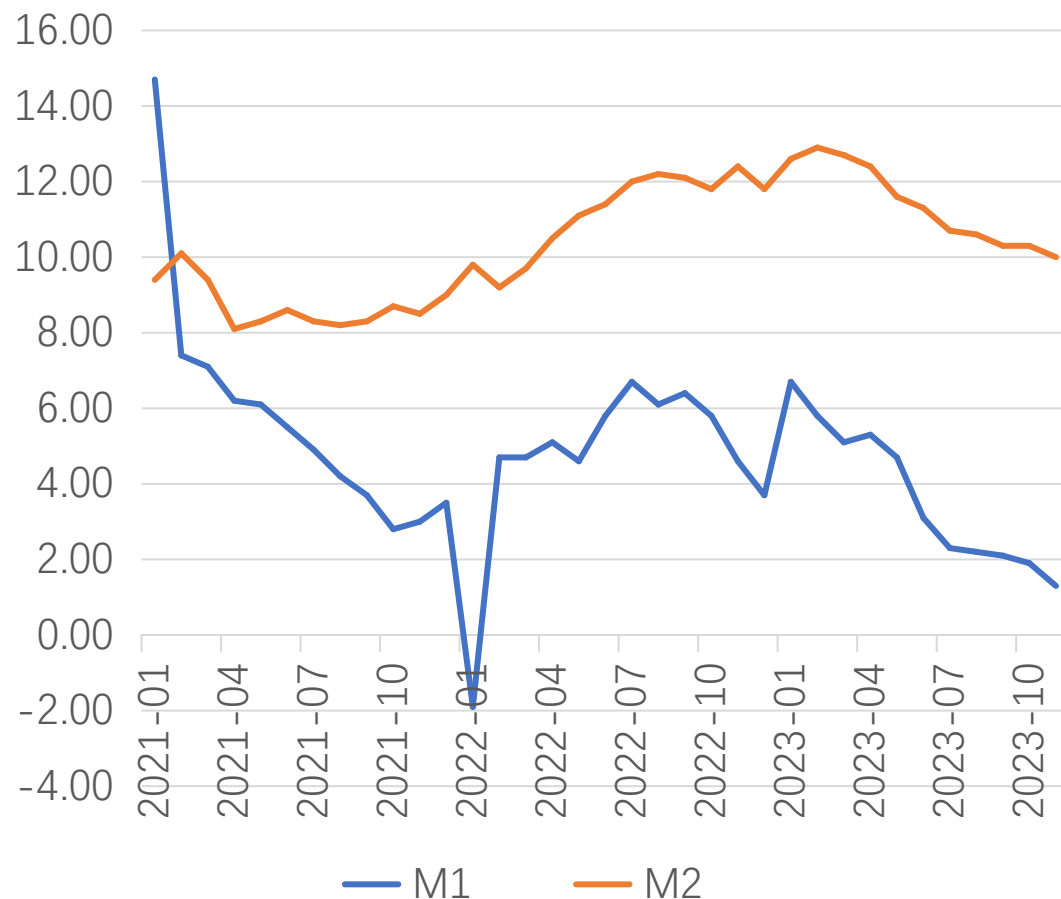
	新增人民币贷款	短期贷款及票据融资	企(事)业单位:短期	企(事)业单位:中长期	居民户:短期	居民户:中长期	非银行业金融机构
2022-11	12100.00	1833.00	-241.00	7367.00	525.00	2103.00	-99.00
2022-12	14000.00	617.00	-416.00	12110.00	-113.00	1865.00	-11.00
2023-01	49000.00	11314.00	15100.00	35000.00	341.00	2231.00	-585.00
2023-02	18100.00	6014.00	5785.00	11100.00	1218.00	863.00	173.00
2023-03	38900.00	12222.00	10815.00	20700.00	6094.00	6348.00	-379.00
2023-04	7188.00	-1074.00	-1099.00	6669.00	-1255.00	-1156.00	2134.00
2023-05	13600.00	2758.00	350.00	7698.00	1988.00	1684.00	604.00
2023-06	30500.00	11542.00	7449.00	15933.00	4914.00	4630.00	-1962.00
2023-07	3459.00	-1523.00	-3785.00	2712.00	-1335.00	-672.00	2170.00
2023-08	13600.00	5391.00	-401.00	6444.00	2320.00	1602.00	-358.00
2023-09	23100.00	7401.00	5686.00	12544.00	3215.00	5470.00	-1844.00
2023-10	7384.00	353.00	-1770.00	3828.00	-1053.00	707.00	2088.00
2023-11	10900.00	4391.00	1705.00	4460.00	594.00	2331.00	-207.00

1.6. 社融增速继续回升，信贷增速低于预期。

- **信贷增速放缓，企业端与居民端分化。** 11月，在金融机构口径下，新增人民币贷款信贷1.09万亿元，同比由多增转为少增1368亿元，低于预期1.21万亿。(1) 企业端总体来看：企业贷款增加8221亿元，同比少增616亿元。11月新增企业短期贷款1705亿元，同比多增1946亿元；中长期贷款增加4460亿元，同比少增2907亿元；短增长减反映了企业投资意愿不强。同时，新增票据融资2092亿元，同比多增543亿元。(2) 居民端总体来看：居民贷款增加2925亿元，同比多增298亿元。居民短贷增加594亿元，同比多增69亿元；中长期贷款增加2331亿元，同比多增228亿元。但多增主要是低基数影响，居民融资意愿仍较弱。

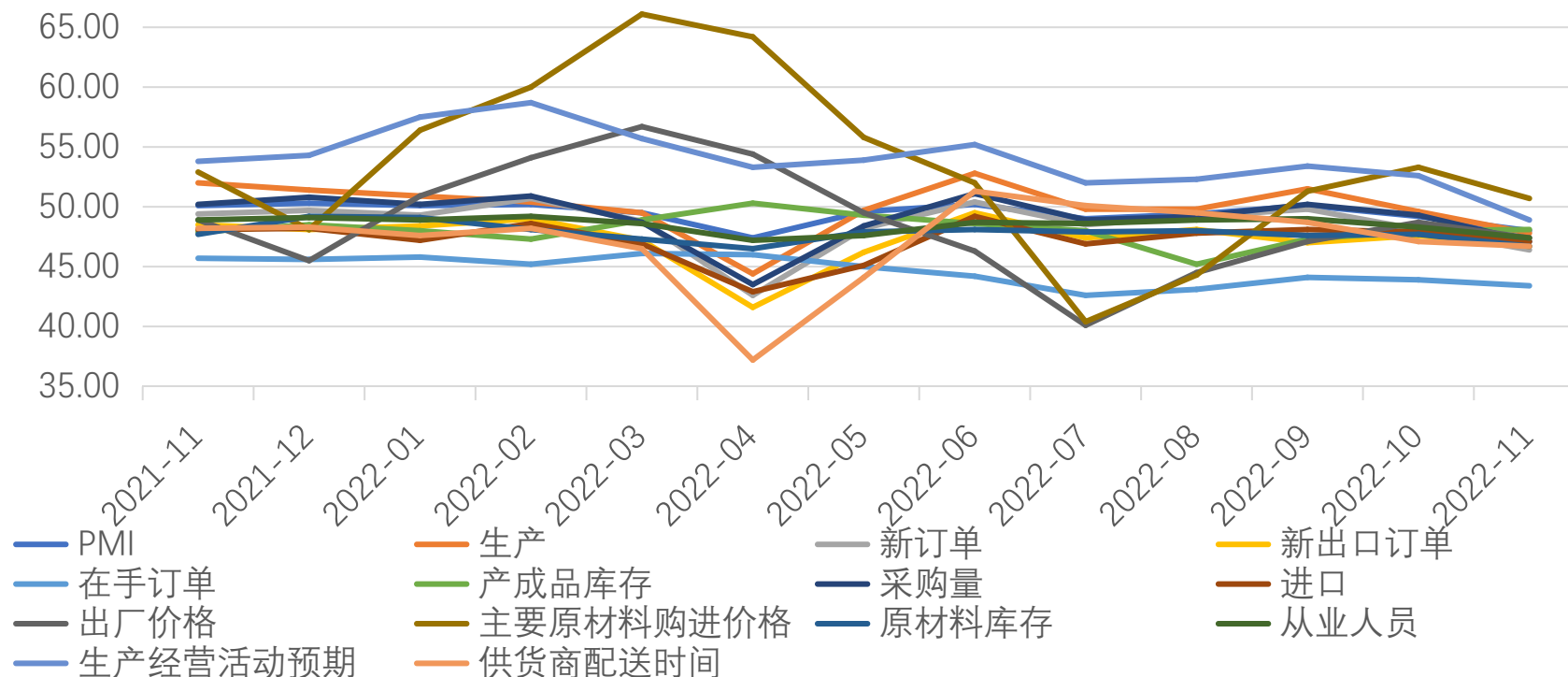
货币供给：M1、M2增速同步回落。

- 11月，M1同比增速为1.3%，较上月回落0.6个百分点；M2同比增速为10.0%，较上月回落0.3个百分点。M2与M1之间的剪刀差进一步扩大，意味着实体经济活跃度持续走弱。
- 从存款分项来看：（1）受高基数影响，11月居民存款新增9089亿元，同比少增13411亿元。非金融性企业存款同比多增511亿元。说明居民消费及企业投资意愿不强。（2）财政存款同比增速从10月的9%加快至10.2%，边际拖累M2同比增速。（3）非银金融机构存款新增15700亿元，同比多增9020亿元。



1.7. 制造业PMI回落，供需两端趋弱

- 特征1：制造业PMI回落。11月的PMI数据除主要原材料购进价格外均在枯荣线以下，绝大多数指标低于10月数据，且呈加速下行趋势。



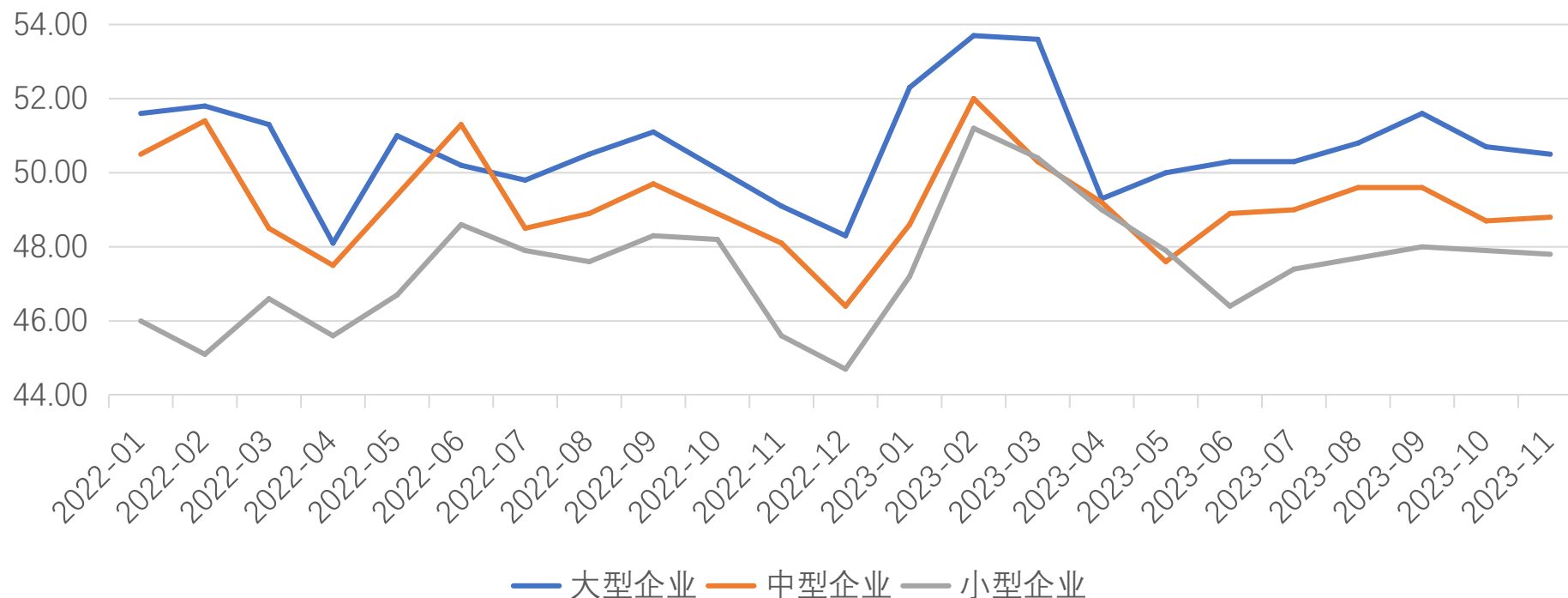
1.7. 制造业PMI回落，供需两端趋弱

➤ 特征2：供需趋弱、库存累积上行

	生产	采购量	原材料库存	新订单	新出口订单	进口	从业人员	供货商配送时间	生产经营活动预期
2023-01	49.80	50.40	49.60	50.90	46.10	46.70	47.70	47.60	55.60
2023-02	56.70	53.50	49.80	54.10	52.40	51.30	50.20	52.00	57.50
2023-03	54.60	53.50	48.30	53.60	50.40	50.90	49.70	50.80	55.50
2023-04	50.20	49.10	47.90	48.80	47.60	48.90	48.80	50.30	54.70
2023-05	49.60	49.00	47.60	48.30	47.20	48.60	48.40	50.50	54.10
2023-06	50.30	48.90	47.40	48.60	46.40	47.00	48.20	50.40	53.40
2023-07	50.20	49.50	48.20	49.50	46.30	46.80	48.10	50.50	55.10
2023-08	51.90	50.50	48.40	50.20	46.70	48.90	48.00	51.60	55.60
2023-09	52.70	50.70	48.50	50.50	47.80	47.60	48.10	50.80	55.50
2023-10	50.90	49.80	48.20	49.50	46.80	47.50	48.00	50.20	55.60
2023-11	50.70	49.60	48.00	49.40	46.30	47.30	48.10	50.30	55.80

1.7. 制造业PMI回落，供需两端趋弱

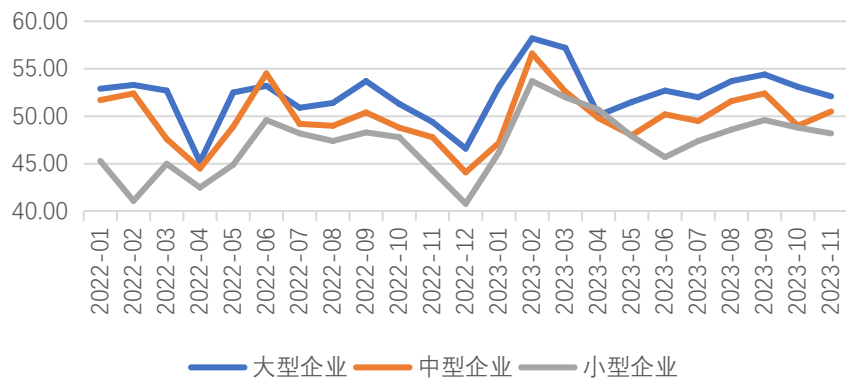
➤ 特征3：PMI指数主要由大型制造业企业支撑，而受小型制造业企业拖累。



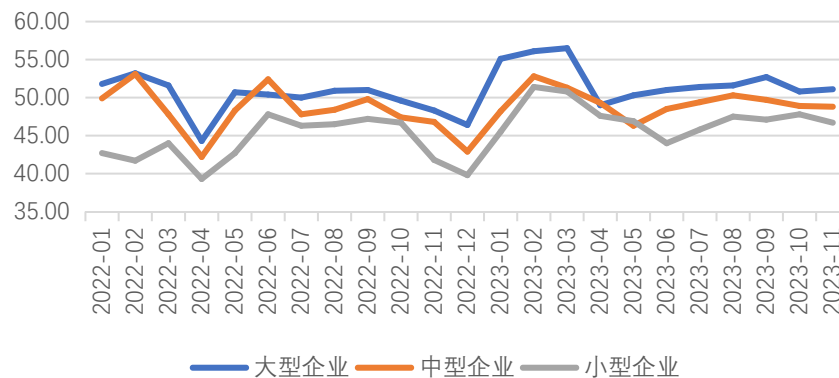
1.7. 制造业PMI回落，供需两端趋弱

➤ 特征3：PMI指数主要由大型制造业企业支撑，而受小型制造业企业拖累。

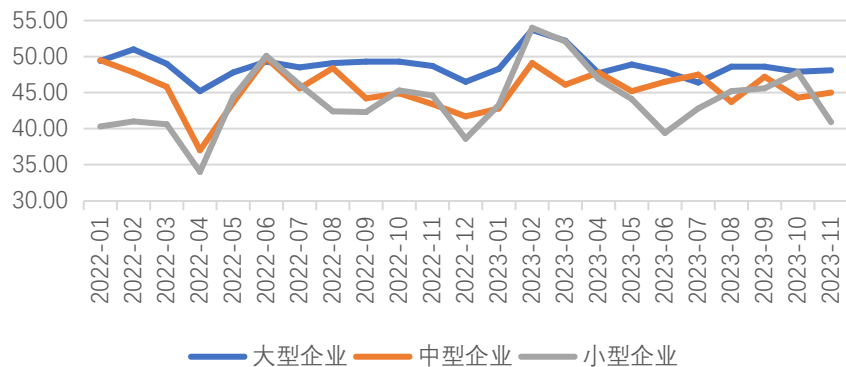
PMI：生产



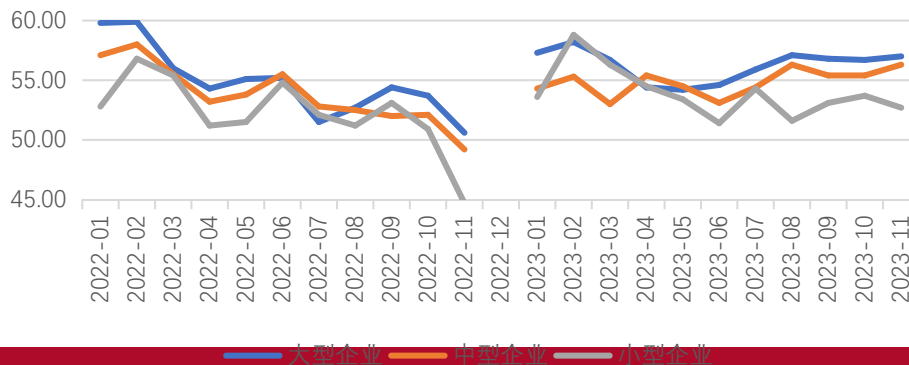
PMI：新订单



PMI：新出口订单

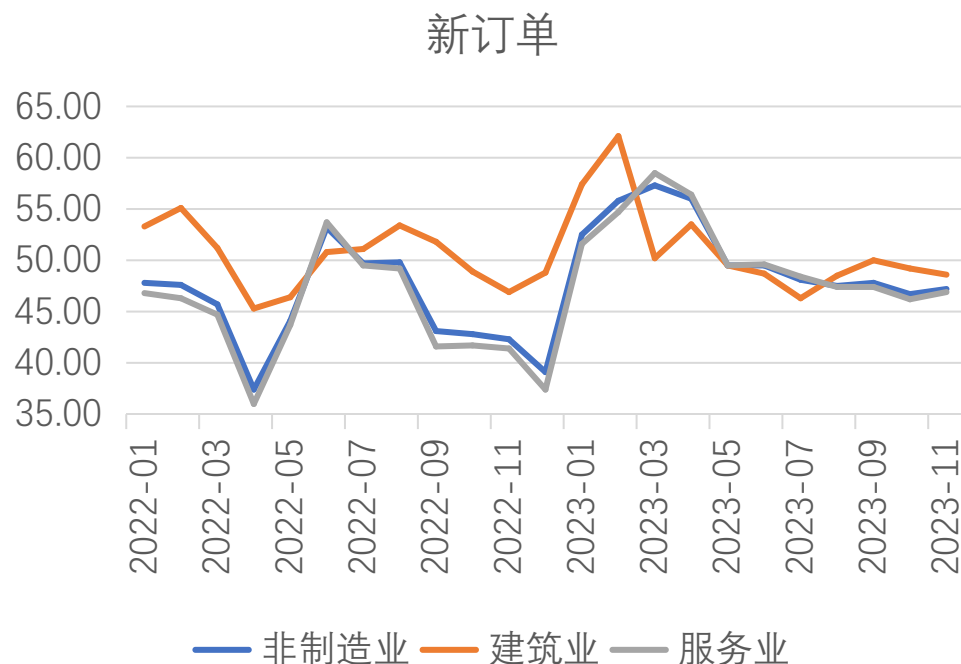
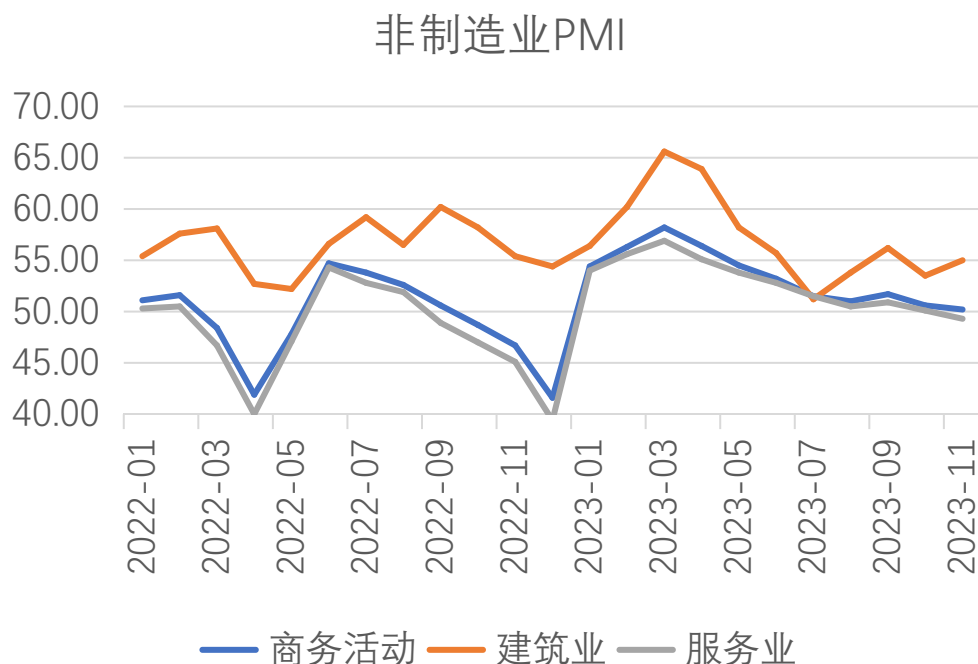


PMI：生产经营活动预期



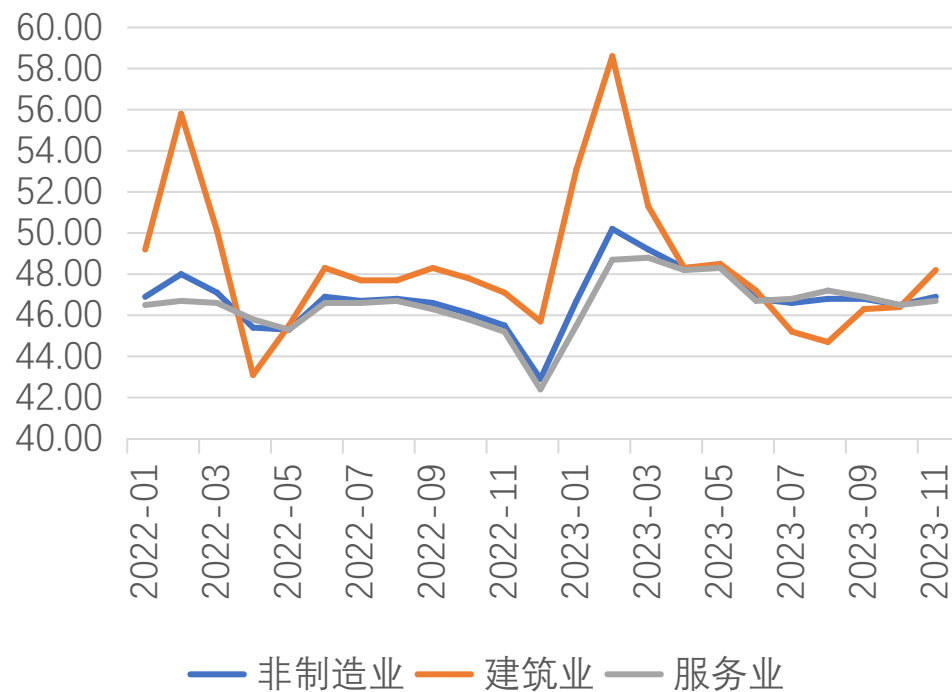
1.8. 非制造业商务活动指数小幅回落，服务业和建筑业走势分化

- 非制造业商务活动指数小幅回落：11月，非制造业商务活动PMI指数为50.2%，较前值回落0.4个百分点。服务业指数落入收缩区间、建筑业指数在景气区间小幅上升。

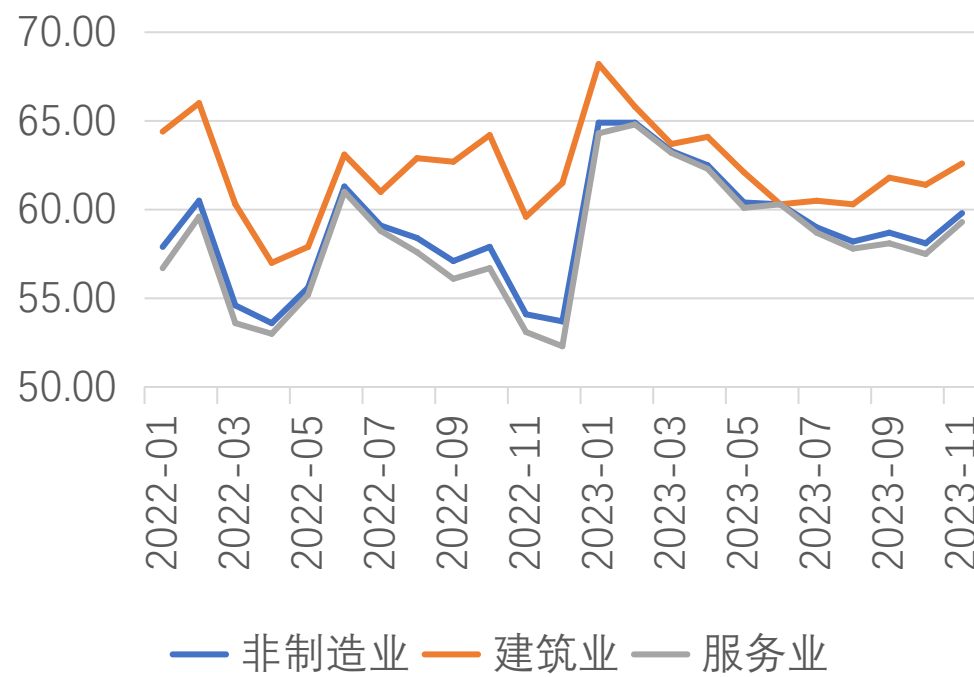


1.8. 非制造业商务活动指数小幅回落，服务业和建筑业走势分化

从业人员



业务活动预期



目 录

- 一、持续回升向好与内外压力并存的宏观经济
- 二、支持平衡增长的可利因素及对未采的一些研判**
- 三、政策建议

1：工业生产

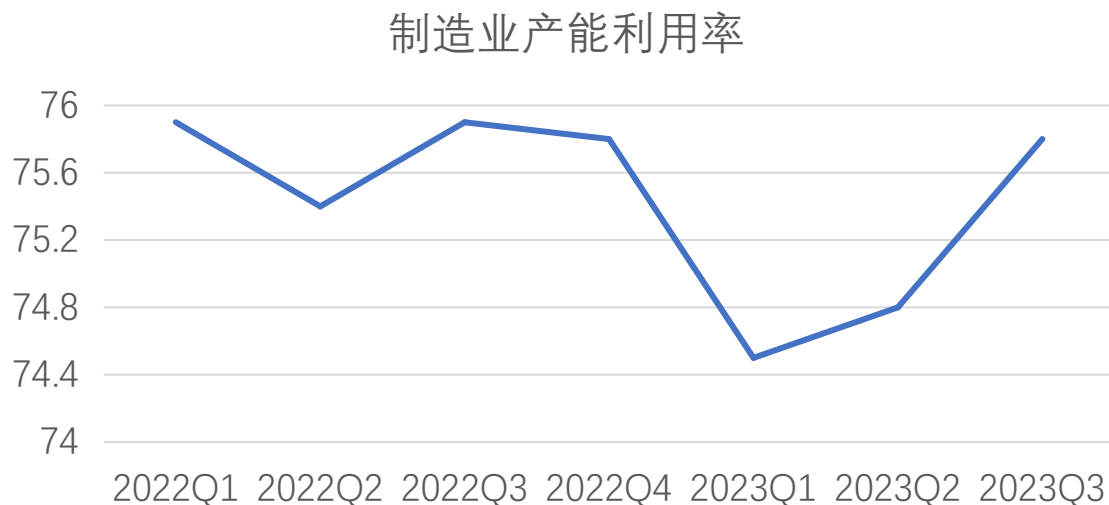
年内，由于去年12月基数进一步下沉，受低基数影响，12月工业增加值同比增速有望加快收官。

下一年度，预计政策将推动需求端持续修复，为工业增长提供支撑。

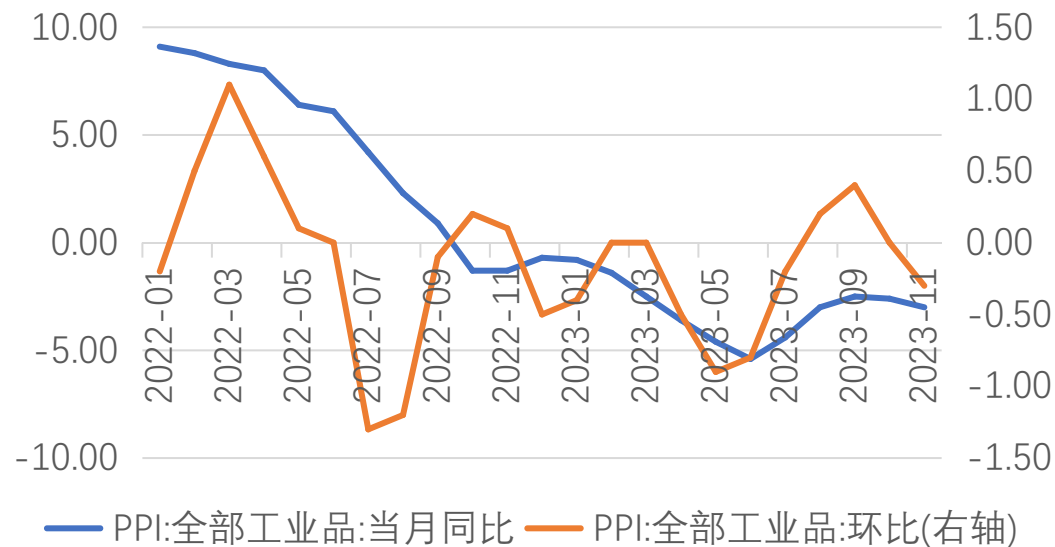
2：固定资产投资

制造业：

(1) 工业产能利用率开始止跌回升



(2) PPI 降幅收窄

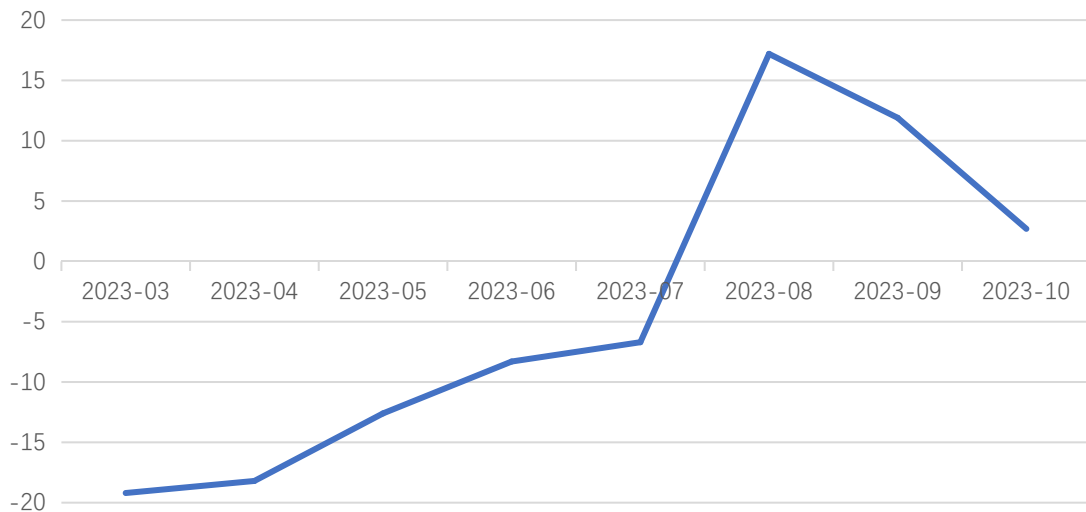


2：固定资产投资

制造业：

(3) 规模以上工业企业利润连续3月同比正增长

规模以上工业企业利润总额当月同比



(4) 高技术产业景气度延续回升。

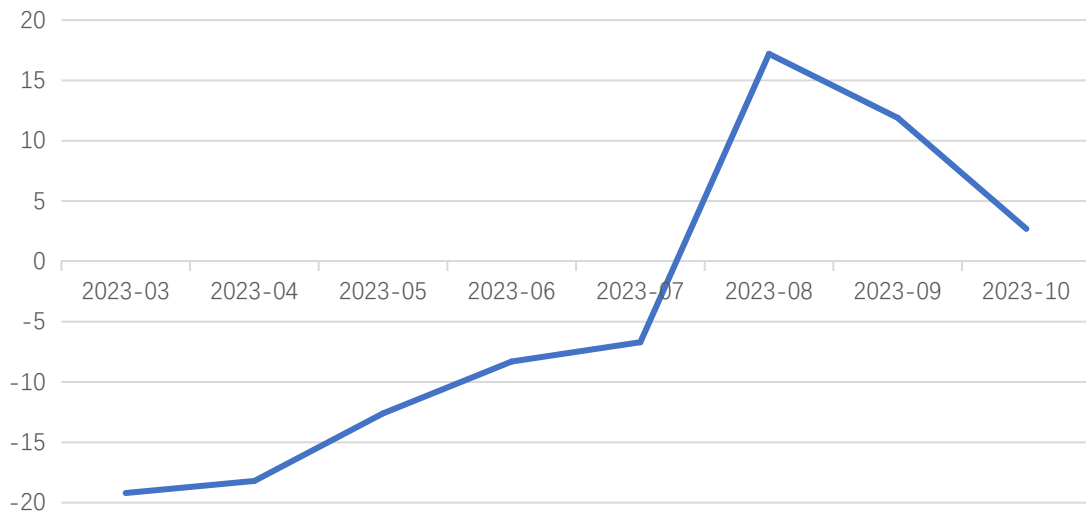
11月，制造业PMI处于扩张区间的行业数量为6个，包括专用设备、电气机械器材制造业、计算机通信电子设备及仪器仪表制造业。

2：固定资产投资

制造业：

(3) 规模以上工业企业利润连续3月同比正增长

规模以上工业企业利润总额当月同比



(4) 高技术产业景气度延续回升。

11月，制造业PMI处于扩张区间的行业数量为6个，包括专用设备、电气机械器材制造业、计算机通信电子设备及仪器仪表制造业。

2：固定资产投资

基建：

万亿增发国债发行并将形成实物工作量，有助于为基建投资提供支撑。

房地产：

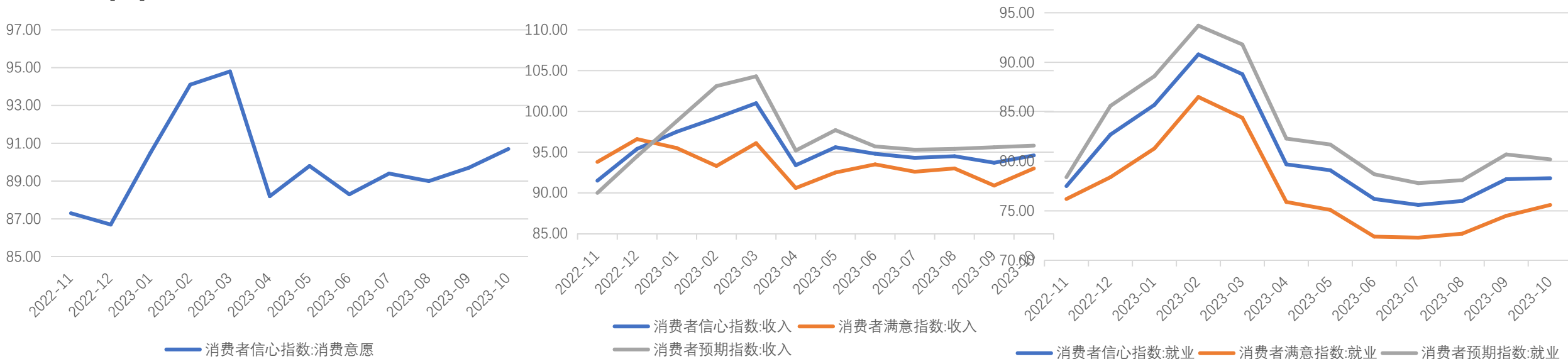
各地针对性房地产政策出台与落地，特别是北京和上海近日的政策，叠加年底保交楼进度预计将加快，尽管短期内楼市出现拐点的可能性不大，但有助于延缓地产行业持续下行的趋势。

11月，非制造业PMI处于扩张区间的行业下降至8个，房屋建筑业等地产相关行业均处在景气区间。

中央经济工作会议：积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。

3：消费

- (1) 消费意愿持续增强，影响消费能力的收入和就业信心指数和预期指数也基本呈上升态势。
- (2) 政策预计将推动地产行业边际改善，有助于房地产产业链相关品类的消费增长。



4：进出口

出口端：

(1) 短期受低基数影响，出口增速或将继续边际改善

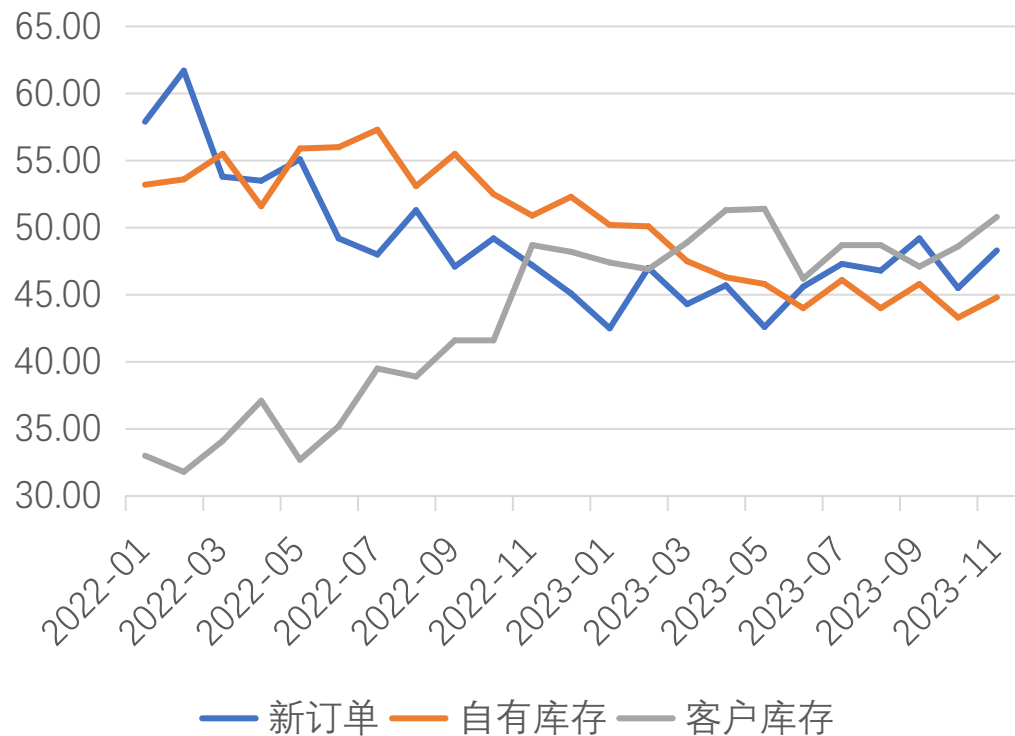
(2) 美国补库趋势正在形成、经济在短期内仍将维持韧性

进口端：

(1) 前期万亿国债落地将形成实物工作量，预计带动相关商品需求

(2) 后期中央经济工作会议后有望出台进一步扩大内需的政策

美国:ISM:制造业PMI

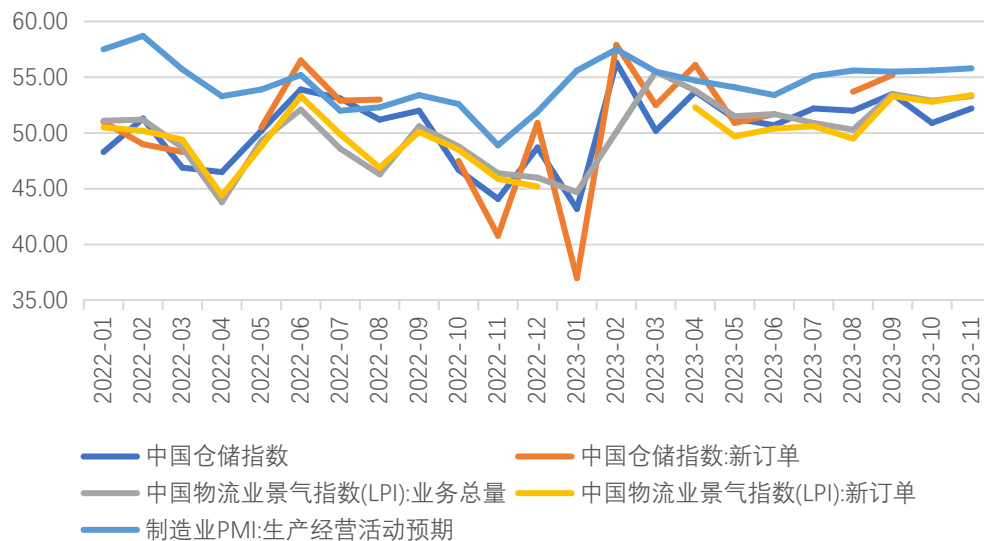
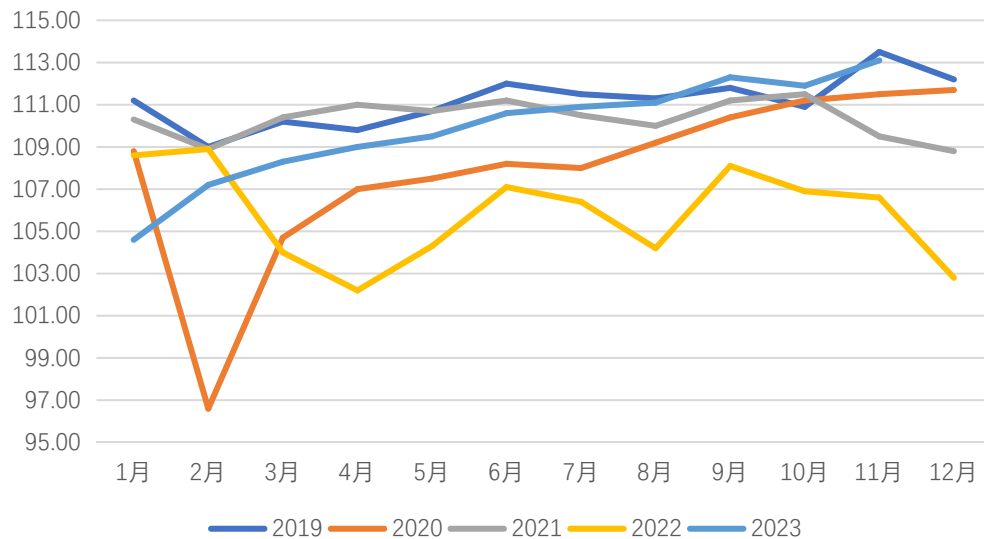


5：物价水平

物价短期还将维持低位，未来将回归常态水平

- (1) 年内第三批中央猪肉储备收储工作将启动
- (2) 多省份密集发放消费券
- (3) 年内电商物流指数持续修复，11月已修复至接近疫情前水平
- (4) 物流业景气指数、中国仓储指数、制造业生产经营活动预期指数位于较高景气区间

“要做好岁末年初重要民生商品保供稳价”



目 录

- 一、持续回升向好与内外压力并存的宏观经济
- 二、支持平衡增长的有利因素及对未来的一些研判
- 三、政策建议

3.1. 短期的宏观政策需要把握好两个层次的主线

- 在宏观层面，应多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策。
 - ✓ 加快纲领性文件向政策措施转化
 - ✓ 加快既定政策尽快落地
 - ✓ 适时出台增量工具持续提振市场信心
- 在政策制定侧面，短期的抓手有四个方面。
 - ✓ 积极的财政政策要适度加力、提质增效
 - ✓ 兜牢基层“三保”底线
 - ✓ 严控一般性支出
 - ✓ 为失业青年群体提供阶段性消费补贴，或向低收入群体适时适量发放消费券

3.2.长期来看，在谋划新一轮财税体制改革的背景下，财政应以问题为导向，以改革谋优化

- **第一，理顺央地财政关系，建立财权与事权相匹配的制度体系。**
 - 短期内，提高中央事权和支出责任，减轻地方政府支出压力。
 - 长期来看，应进一步加强地方税体系建设，确定地方主体税种，增强地方收入自主权；
应进一步完善财政转移支付制度，提高转移支付资金分配的科学性和透明性。
- **第二，完善专项债制度，持续有效防范化解重点领域风险。**
- **第三，完善预算管理体系，更好地发挥宏观政策逆周期和跨周期调节的功能。**
- **第四，完善财政政策和货币政策间的协调机制。**

谢谢!



CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇



CMF月度报告发布，聚焦迈向平衡增长的中国宏观经济

12月17日，CMF 宏观经济月度数据分析会（2023年12月）于线上举行。

本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席**杨瑞龙**主持，聚焦“迈向平衡增长的中国宏观经济”，来自学界、企业界的知名经济学家**毛振华**、**鄂志寰**、**余向荣**、**明明**、**李湛**、**秦聪**联合解析。

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

报告围绕以下三个方面展开：

- 一、持续回升向好与内外压力并存的宏观经济
- 二、支持平衡增长的有利因素及对未来的一些研判
- 三、政策建议

一、持续回升向好与内外压力并存的宏观经济

今年中国的宏观经济呈现出疫后各行业分化复苏的特征。由于疫情影响衰减，新动能涌现和预计政策调整，明年有望成为由分化迈向平衡增长的一年。

从11月的数据来看，随着各项宏观政策发力显效，国民经济持续回升向好。但鉴于国内需求仍显不足，外部不稳定因素仍然较多，经济回升向好基础仍需巩固，分化式增长有必要，也有基础向平衡式增长转变。在近期中央经济工作会议的指引下，预期未来的政策对平衡增长将提供更多的支持。

1、工业生产恢复加快，行业分化依旧明显

1.1. 工业生产恢复加快，行业分化依旧明显



11月，规模以上工业增加值同比增长6.6%，高于市场预期值5.7%，较10月的4.6%增加了2个百分点。当月同比增速处于近五年同期较高水平，略高于疫情前2019年的增速。

按门类划分，采矿业当月同比增速为4.9%，较前值加快1个百分点，为年内最高值，但累计同比增速为2.1%，仍拖累工业下行。电力、燃气及水的生产和供应业增速最快，11月当月同比增速为9.9%。

分经济类型来看，各类企业当月增速均高于前值。其中，国有及股份制企业当月及累计增速均高于外资和私营企业。

11月工业增加值的特征如下：

特征1：内外因素叠加推动工业生产恢复超预期。国际方面，主要是受益于外需在收缩区间边际改善。国内方面，一是受益于低基数的影响，二是有利因素多于不利因素。

特征2：冬季供暖需求推动采矿业和电力、热力、燃气及水生产和供应业增速提升。受冬季供暖特别是部分地区提前供暖的影响，煤炭开采和洗选业当月同比增速为5.2%，较前值提高1.9个百分点。11月发电量同比增速为8.4%，其背后逻辑是供暖需求拉动了电力需求，电厂补库拉动了煤炭需求。

特征3：制造业累计增速相对放缓，但行业分化明显。受内外需刺激，汽车制造业增加值同比增速为20.7%，较前值提高约10个百分点。受基建和制造业投资拉动需求所致，黑色金属、

有色金属压延加工业、化学原料及化学制品制造业等行业增速维持高位。

特征4：高技术产业喜忧参半。高技术产业增加值当月和累计同比增速均高于前值，但新能源汽车产量同比增速低于去年同期水平，部分高技术产品产量出现下滑。

2、固定资产投资平稳增长，结构有所改善

1.2. 固定资产投资平稳增长，结构有所改善

➤ 特征1：固定资产投资下行趋势放缓。1-11月份固定资产投资同比增长2.9%，增速与前值持平，结束了年内增速持续下行的趋势。



特征1：固定资产投资下行趋势放缓。1-11月，固定资产投资同比增长2.9%，增速与前值持平，结束了年内增速持续下行的趋势。

特征2：民间投资动力不足。分投资主体来看，1-11月，民间固定资产投资累计同比增速为-0.5%，扣除房地产开发投资后，同比增长9.1%，均与前值持平。

特征3：制造业投资回升，基础设施投资加快，房地产投资不振。1-11月制造业投资累计同比增长6.3%，较前值提升0.1个百分点；11月当月制造业投资同比增速为7.1%，较上月提升0.9个百分点。1-11月，基础设施投资同比增长5.8%，略低于前值，降幅收窄；11月当月基础设施投资同比增长5.0%，较前值提升1.3个百分点。1-11月，房地产开发投资同比下滑9.4%，较前值下降0.1个百分点，这与当前房地产持续走弱相关。

特征4：高技术产业增速较快，制造业与服务业增速分化。1-11月，高技术产业投资同比增长10.5%，低于前值11.1%。其中，高技术制造业和高技术服务业投资均保持两位数的增长。

高技术制造业中，航空、航天器及设备制造业，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增速均低于前值；而在高技术服务业中，专业技术服务业投资增速大幅高于前值。

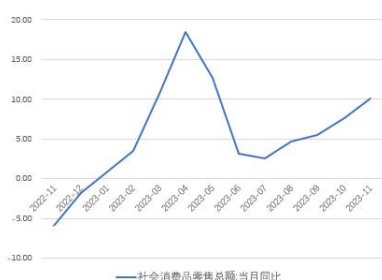
3、消费修复有所放缓，信心恢复价值千金



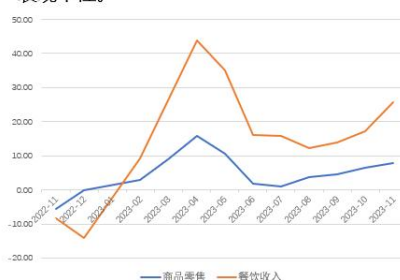
一、持续回升向好与内外压力并存的宏观经济

1.3. 消费修复有所放缓，信心恢复价值千金

➤ 特征1：低基数催动消费增长。



➤ 特征2：接触式消费持续恢复，商品消费实际表现不佳。



特征1：低基数推动消费增长。11月，社零总额同比增速为10.1%，较前值提升2.5个百分点。值得注意的是，这是在低基数背景下取得的成长。若按两年平均增速计算则为1.8%，仅为前值的一半，这主要是受到CPI回落、线上消费增速放缓和可选消费品增速回落等因素的影响。

特征2：接触式消费持续恢复，商品消费实际表现不佳。11月，商品零售同比增长6.5%，较上月增长1.5个百分点。剔除基数影响后，两年平均增速仅为1%，低于前值的3.5%。餐饮收入两年平均增速为7.3%，高于前值的3.7%。

特征3：线上消费不及预期。1-11月，全国实物商品网上零售额同比增长8.3%，较前值下降0.1个百分点。双十一期间，电商平台和直播平台的累计销售额增速较往年有所放缓。

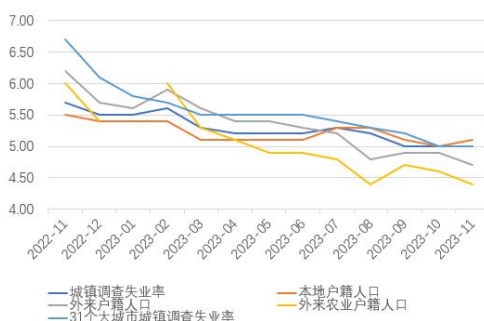
特征4：中西药品类和必需消费品表现较好，可选消费品类及房地产产业链相关品类仍有下行压力。11月，受近期流感高发的影响，中西药品类商品两年平均增速较上月回落，但仍处于高位。粮油食品类和烟酒类增速较上月回落，但仍维持正增长。化妆品类、体育娱乐用品类和通讯器材类增速下滑较多。此外，受房地产低迷的影响，与地产相关的品类同比加速

下行。

特征5：消费信心持续增强。10月，消费者信心指数、满意指数继续延续下半年的回升态势，预期指数小幅回落0.1个百分点。

就业形势总体稳定，城镇调查失业率为上月持平。

- 11月份，全国城镇调查失业率和31个大城市城镇调查失业率均为5.0%，均与前值持平。
- 本地户籍劳动力调查失业率为5.1%，高于上月0.1个百分点；外来户籍劳动力调查失业率为4.7%，其中外来农业户籍劳动力调查失业率为4.4%，均较前值下降0.2个百分点。



就业形势总体稳定，城镇调查失业率为上月持平。11月，全国城镇调查失业率和31个大城市城镇调查失业率均为5.0%，均与前值持平。本地户籍劳动力调查失业率为5.1%，较上月提升0.1个百分点；外来户籍劳动力调查失业率为4.7%，其中外来农业户籍劳动力调查失业率为4.4%，二者均较前值下降0.2个百分点。

4、外需边际改善推动出口转正，进口回落反映内需仍然不强

11月，出口同比增速转正，外需在收缩区间的小幅好转以及出口的低基数均有贡献。进口同比增速回落，反映出内需仍然不强。按照美元计价，11月进出口总额为5154.7亿美元，同比持平。出口额为2919.3亿美元，同比增长0.5%；进口额为2235.4亿美元，同比下滑0.6%。

特征1：11月出口同比增速0.5%，自今年5月份以来第一次由负转正。

特征2：去年同期基数较低，外需在收缩区间小幅回暖。一方面，去年同期基数较低，11月出口金额显著下行。另一方面，尽管外需仍处于收缩期间内，但边际出现改善。11月，全球制造业PMI为49.3%，较10月有所回升。在发达经济体中，欧元区和韩国制造业PMI指数较10

月小幅回升；主要东盟国家有所分化，印尼处在扩张区间，泰国、马来西亚在收缩区间内边际改善，而越南在收缩区间加速下行。

发达经济体需求不振，导致我国对其出口减少。11月，中国对美国出口增速为7.35%，自去年8月以来首次录得正值；对欧洲出口增速则为-14.51%，降幅进一步扩大；对日本和东盟的出口增速降幅收窄。

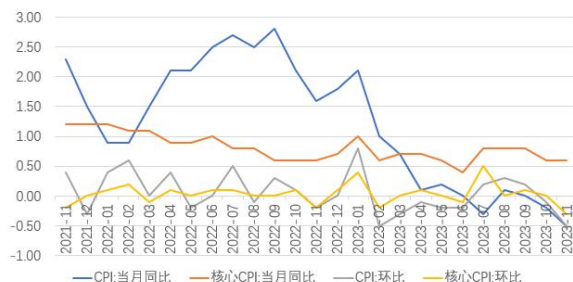
特征3：产品间出口增速存在着明显的差异。受基数影响，11月高新技术和机电产品同比增速均高于前值，高新技术产品增速由负转正，主要是受到手机集成电路、自动数据处理设备及其零部件等产品出口增速提升的影响。汽车、钢材出口同比增速有所回落。多数劳动密集型产品出口增速降幅收窄，但仍然偏弱。

进口增速回落折射出国内需求不足。11月，我国进口同比增速为-0.6%，前值为3%；环比增速为2.4%，低于近五年同期均值。进口回落的主要原因在于：1）油价下行带动大宗能源商品进口同比增速快速下滑；2）内需不足：11月制造业PMI小幅回落，需求仍然不稳。

5、市场物价有所下降，核心CPI总体稳定

1.5. 市场物价有所下降，核心CPI总体稳定

➤ CPI特征1：物价低位平稳运行——CPI加速回落，但核心CPI保持稳定。



特征1：物价低位平稳运行，CPI加速回落，但核心CPI保持稳定。11月，CPI同比、环比增速均为-0.5%，分别较上月回落0.3和0.4个百分点。扣除食品和能源的核心CPI同比增长0.6%，增速与上月持平，继续保持温和上涨，但环比下降0.3%，这与消费数据相互印证，反映出当

前居民消费偏弱。

特征2：食品价格超季节性下降，能源价格波动下行，旅游出行进入淡季，共同拉动CPI回落。具体而言，11月，食品价格环比下降0.9%，降幅超季节性水平0.8个百分点，影响CPI下降约0.17个百分点。分项来看，由于11月全国大部分地区平均气温高于常年，有利于农产品的生产和储运，鲜菜、鸡蛋和水产品等鲜活食品价格分别下降4.1%，3.1%和1.6%，降幅均超季节性水平。同样受到天气偏暖的影响，部分腌腊需求延后，叠加生猪出栏量增加的影响，猪肉价格也呈超季节性回落。鲜果价格季节性上涨了1.9%。

非食品价格同比和环比增速均低于前值。从拖累因素来看，一是受国际油价下行的影响，国内汽油价格下降2.8%，为今年以来的最大降幅；二是由于旅游出行进入淡季，机票、宾馆住宿、旅游和交通工具租赁费用价格出现不同程度的下降。

受国际大宗商品价格回落和去年同期高基数的影响，11月PPI同比、环比均呈负增长。11月，PPI同比下降3%，降幅进一步扩大，环比下降0.3%，较上月下降0.3个百分点。

6、社融增速继续回升，信贷增速则低于预期

社融基本符合预期，政府债券为主要拉动项。11月，新增社融2.45万亿元，较去年同期多增4556亿元，与预期的2.45万亿元基本相符，高于季节性水平。社融存量规模为376.39万亿元，同比增长9.4%，较上月增长0.1个百分点。从分项数据来看，11月新增政府债券1.15万亿元，是社融增长的主要拉动项，主要与特殊再融资债集中发行有关；新增企业债券1330亿元，较去年同期多增726亿元。受低基数影响，企业债融资边际改善。在社融口径下，11月新增人民币贷款1.11万亿，同比少增447亿元，指向当前实体经济融资需求仍然偏弱。

信贷增速放缓，企业端与居民端分化。在金融机构口径下，11月新增人民币贷款信贷1.09万亿元，同比由多增转为少增1368亿元，低于预期的1.21万亿。其中：1）11月新增企业贷款8221亿元，同比少增616亿元。企业短期贷款同比多增1946亿元，中长期贷款同比少增2907亿元。短增长减反映出企业投资意愿不强。2）11月新增居民贷款2925亿元，同比多增298亿元。居民短贷和中长期贷款均同比多增，但这主要是受到低基数的影响，居民本身的融资意愿仍是偏弱的。

货币供给：M1、M2增速同步回落。

- 11月，M1同比增速为1.3%，较上月回落0.6个百分点；M2同比增速为10.0%，较上月回落0.3个百分点。M2与M1之间的剪刀差进一步扩大，意味着实体经济活跃度持续走弱。
- 从存款分项来看：（1）受高基数影响，11月居民存款新增9089亿元，同比少增13411亿元。非金融性企业存款同比多增511亿元。说明居民消费及企业投资意愿不强。（2）财政存款同比增速从10月的9%加快至10.2%，边际拖累M2同比增速。（3）非银金融机构存款新增15700亿元，同比多增9020亿元。



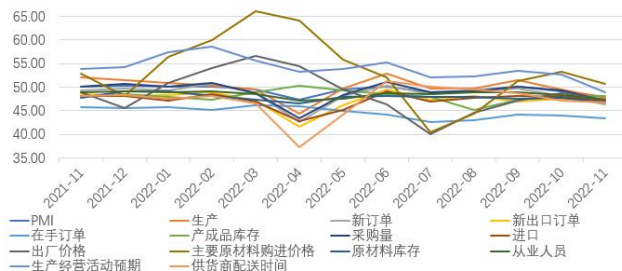
M1、M2增速同步回落。11月，M1同比增速为1.3%，较上月回落0.6个百分点；M2同比增速为10%，较上个月回落0.3个百分点。M2与M1之间的剪刀差进一步扩大，意味着实体经济活跃度持续走弱。从存款分项来看，受高基数的影响，11月居民存款同比少增13411亿元，非金融性企业存款同比多增511亿元，说明居民消费及企业投资意愿不强。财政存款减少3293亿元，同比少减388亿元，财政存款同比增速加快，边际拖累了M2同比增速。

非银金融机构存款新增15700亿元，同比多增9020亿元。结合企业和居民存款数据，这可能有两种解释：一是特殊再融资债置换了部分拖欠的企业账款，这部分资金流向了理财产品；二是存款利率下调可能导致居民存款也流向理财产品。

7、制造业PMI回落，供需两端趋弱

1.7. 制造业PMI回落，供需两端趋弱

- 特征1：制造业PMI回落。11月的PMI数据除主要原材料购进价格外均在枯荣线以下，绝大多数指标低于10月数据，且呈加速下行趋势。



特征1：11月制造业PMI指数为49.4%，位于枯荣线下方，连续第二个月呈回落态势，弱于季节性水平。除主要原材料购进价格外均在枯荣线以下，绝大多数指标低于10月数据，且呈加速下行的趋势。

特征2：供需趋弱，库存积累上行。从分项数据来看，在生产端，11月生产指数较10月小幅回落0.2个百分点至50.7%，降幅收窄，虽然仍处在扩张期间，但表现弱于季节性水平，生产活跃度下降。采购量和原材料库存指数均较10月下降0.2个百分点。分行业来看，景气度较高的行业主要有金属制品、通用设备、交通运输设备等；景气度较低的行业则主要是纺织、化纤、橡胶塑料等劳动密集型行业，这与出口的分行业数据是类似的。在需求端，新订单指数回落0.1个百分点至49.4%，反映出内需趋弱；进口指数回落0.2个百分点至47.3%，侧面验证内需趋弱的判断；新出口订单指数回落0.5个百分点至46.3%，与7月的录数相同，为年内的次低值，这意味着外需走弱，与当月的进出口数据能够相互验证，表明当前制造业出口存在下行风险。

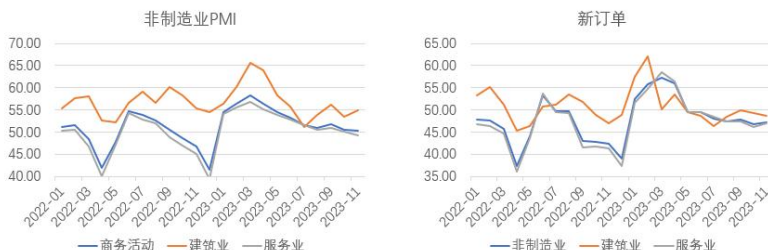
11月，生产经营活动预期指数为55.8%，较10月回升0.2个百分点，企业预期持续修复，先行指标的持续改善或指向未来的供需有修复的可能。

特征3：PMI指数主要由大型制造业企业支撑，而受小型制造业企业拖累。11月，大中型企业的新出口订单均有回升，而小型企业仍处于收缩区间且加速下行，这意味着外需不足对出口型小企业的冲击是最大的。大中型企业生产经营预期继续改善，而小企业仍在下滑。

8、非制造业商务活动指数小幅回落，服务业和建筑业走势分化

1.8. 非制造业商务活动指数小幅回落，服务业和建筑业走势分化

► 非制造业商务活动指数小幅回落：11月，非制造业商务活动PMI指数为50.2%，较前值回落0.4个百分点。服务业指数落入收缩区间、建筑业指数在景气区间小幅上升。



11月，非制造业商务活动PMI指数为50.2%，较前值50.6%回落0.4个百分点；非制造业服务业PMI指数为49.3%，较10月回落0.8个百分点，落入收缩区间。一方面，这与国庆假期后，旅游相关行业的高位回落有关；另一方面，这可能与价格因素的影响相关。

非制造业建筑业PMI指数在景气区间内小幅上升。11月，建筑业PMI指数为55.0%，较10月回升了1.5个百分点；新订单指数由前值的49.2%降至48.6%，表明需求偏弱；生产活动在收缩区间内有所改善，从业人员指数为48.2%，较10月上升1.8个百分点，业务活动预期指数为62.6%，较10月上升1.2个百分点。

二、支持平衡增长的有利因素及对未来的研判

尽管11月部分指标表现不及预期，经济仍呈现出分化复苏的态势，但仍然可以捕捉到一些支持平衡增长的有利因素，并据此做出研判。

1、工业生产

年内，由于去年12月基数的进一步下沉，受低基数影响，12月工业增加值同比增速有望加快收官。下一年度，预计政策将推动需求端持续修复，为工业增长提供支撑。

2、固定资产投资

制造业有望起到支撑的作用。工业产能利用率开始止跌回升，PPI的降幅在逐渐收窄。10月，规模以上工业企业利润连续三个月同比正增长。更重要的是，高技术产业景气度持续回升。11月，制造业PMI处于扩张区间的行业数量为6个，包括专用设备、电气机械制造、计算机通信电子设备及仪器仪表制造业。

基建方面，万亿增发国债发行并将形成实物工作量，有助于为基建投资提供支撑。

房地产方面，各地针对性房地产政策陆续出台与落地，特别是北京和上海近日的政策，叠加年底保加楼进度预计加快，尽管短期内楼市出现拐点的可能性不大，但有助于延缓地产相关产业持续下行的趋势。

11月，非制造业PMI处于扩张区间的行业下降至8个，但房屋建筑业、土木工程建筑业以及建筑安装、建筑装饰业等地产相关行业均处在景气区间。更重要的是，中央经济工作会议对于促进房地产市场平稳健康发展做出了相关部署，有助于推动房地产行业投资增加。

3、消费

消费者消费意愿持续增强，影响消费能力的收入和就业信心指数以及预期指数也基本呈上升态势。政策预计将推动地产行业边际改善，有助于房地产产业链相关品类的消费增长。

4、进出口

短期内，受低基数的影响，出口增速或将继续边际改善，特别是去年12月的出口基数较11月是进一步下降的。更长期内，今年11月出口改善主要是受美国补库存的影响，而从美国制造业PMI新订单、库存指数来看，补库存趋势正在逐渐形成，从就业等指标来看，美国经济在一定时期内仍将保持一定的韧性，有助于延续补库的趋势。

进口端，前期万亿国债将形成实物工作量，带动相关商品需求；后期中央经济工作会议有望出台进一步扩大内需的政策，将有助于拉动进口。

5、物价水平

预计短期内物价水平还将维持低位，未来将回归常态水平。尽管CPI同比和环比连续两个月为负，但更应该解读为物价短期低位运行的标志，而不是出现长期通缩的信号。该判断的依据是：1）发改委将会同有关部门启动年内第三批中央猪肉储备收储工作，推动生猪价格合理回升；2）多省份密集发放了消费券；3）11月中国电商物流指数为113.1%，环比有所提高，已经修复至接近疫情前的水平；4）物流业景气指数、中国仓储指数、制造业生产经营活动预期指数均位于较高景气区间。

短期物价维持低位判断的主要依据是，中央经济工作会议做出了“要做好岁末年初重要民生商品保供稳价”的指示。

三、政策建议

1、短期的宏观政策需要把握好两个层次的主线

在宏观层面，应推出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策。一是加快纲领性文件向政策措施转化，持续呵护微观主体的预期；二是加快既定政策尽快落地，形成实物工作量，缩短政策的实施周期；三是适时出台增量工具，持续提振市场的信心。

在政策制定层面，短期的抓手有四个方面：

第一，积极的财政政策要适度加力，提质增效。尽管投资对当前经济拉动的边际效应已经趋弱，但预算内投资拉动社会投资依然是稳增长的重要抓手，而今年的财政投资力度有所不足。在投资端，支出政策主要涉及到政府采购；而在消费端，一是加大支持实施现有商业建设活动，二是针对消费不足的问题，在7月以来出台了涉及家电、家具、家纺家装、人工智能、家电下乡等多个领域的刺激政策。然而，政策效果不及预期，一个重要的原因是在需求和信心不足的情况下，减税很难带来预期的经济增长。相反，由于税收下滑，将削弱中央宏观调控的能力，可能会限制后续政策的选择和空间。此外，在动用等量财政资金的情境下，支出乘数远高于税收乘数。因此转向结构性减税降费势在必行，收入政策不宜进一步加码；由于支出政策往往能够作用于微观主体，因此对于稳增长和稳预期的作用可能是更好的。

第二，兜牢基层“三保”底线。以保证“三保”支出为底线，在财政支出安排中优先考虑，切实保障基本民生、工资发放和机构的运转。

第三，严控一般性支出。2017年、2019年的中央经济工作会议已经对此有所提及，这并不是后疫情时期财政压力之下的应对政策，而是常态化要求的回归，特别是“党政机关要习惯过紧日子”这一表述，其重点在于控制行政管理支出不合理增长，严控“三公”经费的预算。

第四，在促消费方面，短期内可考虑为失业青年群体提供阶段性消费补贴或者向低收入群体适时适量发放消费券。消费券的成本应当由中央来承担，避免加重地方政府的财政负担。

2、在谋划新一轮财税体制的改革背景之下，财政应以问题为导向，以改革谋优化

第一，应当理顺央地财政关系，建立财权与事权相匹配的制度体系。在短期之内，提高中央事权和支出责任，减轻地方政府支出压力。特别是应进一步提高中央在中央和地方共担事权当中所承担的比例，增加中央政府在社保与跨区域项目中的支出责任。长期来看，应进一步加强地方税体系的建设，确定地方主体税种，增加地方收入的自主权；进一步完善财政转移支付制度，提高转移支付资金分配的科学性和透明性。

第二，完善专项债制度，持续防范化解重点领域的风险。一是要严把准入关，二是要加快资金拨付，三是要压实监管责任，规范国债资金的使用。

第三，完善预算管理体系，更好地发挥宏观政策逆周期和跨周期调节的功能。11月7日召开的中央全面深化改革委员会第三次会议强调了国有资本经营预算的重要性，这是优化完善预算管理体系改革的重要一步。在此基础上，后续的改革应该进一步提升预算的规范性和透明度，建立健全资本预算的统筹协调机制，更好地发挥全口径预算体系的整体调控功能。

第四，完善财政政策和货币政策之间的协调机制。从近期的财政化债到中央金融工作会议对金融工作的部署，再到中央经济工作会议的召开，可以看出当前的宏观调控仍然是以财政政策为主，货币政策需要提高政治站位加以配合。这意味着不仅货币政策可能会受到财政政策的影响，财政政策特别是地方债务风险化解等工作的结果，也取决于货币政策的配合。

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济月度数据分析报告，各位专家围绕“对当前宏观经济形势的判断和分析、对明年宏观经济走势的预测”等问题展开讨论。

中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家**毛振华**认为，现在的价格信号反映出经济的疲弱状态，CPI 仍在低位运行，PPI 也有所回落，尤其是进口回落，反映出国内消费需求的疲弱。

为应对资产价格下行，需要双管齐下，一方面解决 CPI 下行的通缩压力，另一方面要解决资产价格下行引发的资产负债表缩表问题，是经济长期投资于信心低迷的重要领域。此外，价格发行机制和价格信号之间的正确传导非常重要，因此要继续推进市场化改革，建立正常的价格发行机制，培育良好的市场竞争机制。

花旗银行大中华区首席经济学家**余向荣**指出，11月份经济数据喜忧参半，固定资产投资增长没有明显起色，出口、工业生产等数据超预期增长，局部数据显示制造业投资、服务业消费、耐用品消费等指标仍保有韧劲。整体而言，目前经济形势并未出现严重低迷的情况，预期不会出现市场所担忧的“第三次探底”。从短周期的角度看，今年7月份可能是本轮经济短周期的底部，目前经济处于波浪式复苏的路径上，经济复苏并没有脱轨。

中国经济增长后续的走势可能延续双轨复苏的特征，较为波折，信心的修复也需要时间，政策支持不可缺位。鉴于中央经济工作会议对当前形势的清醒认知和积极的政策定调，预测明年的经济增长目标可能设在5%左右。在总需求不足、预期不振的情况下，公共部门主动扩大投资和消费是走出当前经济困境的必由之路。

招商基金研究部首席经济学家**李湛**认为，中国宏观经济面临的外部约束条件有望得到缓解。一方面，美联储可能会在明年上半年开启预防性降息，下半年继续降息。美国开启降息通道将放缓对中国整体资产的外部约束，并缓解中美货币政策周期错位的约束。另一方面，近期能源价格持续下跌开始传导至欧元区的通胀数据上，通胀压力逐渐减弱。若美联储转向，欧央行可能跟随美国降息，这将有助于全球制造业周期企稳回升。

我们应该充分汲取美、日等国利用杠杆率修复经济的经验和教训，并将提振信心放在首位。若中央财政持续坚决地通过加杠杆来对冲三重压力，预测明年有望实现5%的 GDP 增长，

与今年基本持平。希望明年能够维持今年突破3%赤字率的目标，从而扭转市场的预期，帮助传统经济部门回归正轨。

中信证券首席经济学家**明明**认为，若明年的GDP增长目标定在5%，将有助于提振市场信心。在此背景下，稳定目前的广义资产价格，包括房地产价格、股票市场价格，以及广谱利率走势等，是非常重要的。

房地产方面，目前前端销售和开工的数据还没有完全传导到投资，并且从房价和库存的角度来看，市场还未出清，去库存的周期可能还会持续。股票市场方面，今年股市表现不及预期，未来需要更加关注股票市场制度改革，建立良性的投融资循环。同时，也要充分发挥资本市场的财富效应，使其长期、稳定地提供正向资金回报。在政策方面，财政政策应在化解地方债务风险的同时，继续发挥稳增长作用；同时，要尽快降低名义政策利率，解决不同利率之间相对关系不均衡的问题，避免资金空转。

中国银行（香港）首席经济学家**鄂志寰**指出，中国经济增长的动能正逐渐由投资驱动和外需拉动转向消费增长。外需方面，全球性的高利率环境可能会在明年出现调整，美联储降息预期较高，但降息是以经济增长放缓为基础的，在此背景下，预计外需仍然偏弱。投资方面，房地产市场的超调情况较为严重，需要做出根本性的调整。同时，要加大吸引外资的力度，应对产业链转移的问题。消费方面，三季度最终消费对GDP贡献的提升非常明显，若想继续发挥消费对经济的作用，需要更加关注对消费能力的培育。

过去几年财政政策的力度始终偏弱，跟不上市场需求，因此提升名义赤字率是完全有必要的。同时，明年的降准空间比较充足，尤其是内地银行的存款准备金率。更重要的是，我们要努力实现政策之间的自洽以及逻辑的一致性，来提升政策效果，也要对市场对相关政策的反应给予足够的关注。

毛振华：关注价格信号，价格企稳是经济企稳的重要标志

毛振华 中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）

联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家

以下观点整理自毛振华在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 69 期）

上的发言

今年以来经济实现恢复性增长，但经济反弹力度低于预期，原因在于从周期视角来看，目前经济仍未达到周期性复苏的阶段。三季度以来，在多项稳增长政策的支撑下，经济总体呈现出波浪式修复态势，出现一定筑底企稳迹象，刚刚结束的中央经济工作会议提出明年经济工作要坚持“稳中求进、以进促稳、先立后破”，政策稳增长的信号进一步明确。但是，当前经济运行中出现物价与资产价格同时走低的压力，这说明中国经济周期筑底过程尚未完成。价格是市场供给和需求共同作用的结果，是反映宏观经济形势和运行特征的重要参考指标。物价与资产价格承压，反映当前经济供需失衡问题仍较为突出，同时也一定程度上反映了此前出台的多项政策并未能根本性的扭转微观主体对于经济走弱的预期。坚持问题导向原则，面对当前供需矛盾突出、需求偏弱以及市场主体预期不足的问题，我认为当前及未来一段时间，需更加关注价格的走势，一定意义上可以说价格企稳才是经济真正企稳的重要体现。

一、今年以来价格水平持续低迷，通缩风险值得高度警惕

当前物价水平低位运行的同时资产价格也有所承压，经济筑底过程中仍存在通缩压力。今年以来货币政策持续发力稳增长，流动性合理充裕，M2 始终维持两位数的较高增速水平，但宽货币之下，以 CPI 衡量的物价水平并未随之上行反而持续低位波动，10 月、11 月 CPI 已经连续两个月为负，特别是商品价格表现不佳，11 月 CPI 中的消费品价格同比已经下滑至 -1.4%，同时本月 PPI 同比降幅也有所扩大。与价格相对应，1-11 月社会消费品零售总额中的商品零售额两年复合同比仅增长 3.2%，较 8%左右的常态化水平仍有较大差距，且当前消费者信心指数不到 90%，距离 120%的常态水平差距也较大。除物价水平持续低位波动之外，房地产等资产价格也承受走低压力，今年以来大中城市新建商品住宅价格指数、二手住宅价格

指数同比持续负增长，股票市场价格也有所回落，截至 11 月上证综指相较年初回调了约 5%。可见虽然经济出现一定恢复性增长，但价格水平并未同步改善，价格持续低迷表明当前我国仍处于经济筑底阶段，经济周期中的复苏阶段尚未到来。在经济筑底的过程中，需要警惕物价与资产价格的同步走弱，避免陷入资产负债表衰退风险。

二、价格信号指向经济筑底企稳过程中面临两个关键问题

一是需求不足。消费需求不足是总需求不足的重要表现。收入是消费的重要影响因素，居民的收入水平是决定其消费支出能力的关键，因此国内消费需求不足的问题也可以理解为收入的问题。此前在疫情扰动下，居民收入增速显著放缓，当前居民的收入缺口仍未完全弥补，特别是疫情期间倒闭的部分企业尤其是小企业以及个体工商户并没有重新营业，这些经营性收入方面的损失可能是不可逆的。同时部分“手停口停”的底层劳动者如滴滴司机、外卖人员的收入状况也未现明显好转，底层就业的压力、青年就业的压力均仍较大。此外，随着近两年行业监管政策调整，教育培训、互联网、房地产等行业的从业人员的收入，以及教师、医生等群体的工资外收入均受到一定影响。若居民收入水平不改善，消费需求不足的格局就难以改变。

二是预期偏弱。除物价水平外，资产价格的下行或更加值得关注。资产价格与财富效应关系密切，资产价格的下行会导致居民财富缩水，预期走弱，进而影响到消费需求。今年以来出台了一系列稳地产政策组合拳，但行业处于深度调整阶段下房价低迷态势并未根本扭转，11 月 70 大中城市新建商品住宅价格指数和二手住宅价格指数同比分别为-0.7%和-3.7%，较 10 月份分别回落 0.1 个百分点和 0.3 个百分点，商品房销售、房屋新开工数据仍欠佳，房地产市场调整是否已经触及底部仍待进一步观察。房地产作为居民财富的重要载体，其价格持续下行使得居民部门因资产受损而趋于谨慎，不愿也不敢消费，对于未来收入以及资产价格的预期也趋于悲观。

综上，价格信号反映出我国仍处于长经济周期中的筑底阶段，筑牢底部的核心是要筑牢价格底部。我们既要关注物价的走势，也要关注资产价格的走势，要防止二者出现持续同步走低的局面，夯实经济周期底部修复的基础。

三、双管齐下应对价格下行压力

从国际上来看，20 世纪 90 年代初，日本经济在资产价格泡沫破灭后步入长期衰退，期间通胀水平持续位于低位。当前我国也面临类似的价格下行压力，需要双管齐下稳妥应对这一问题，一方面着力于化解通缩风险，另一方面要阻止资产价格持续下行，避免引发资产负债表缩表。

建议将基建领域的投资支出转移为消费领域的补贴支出，可分批次发放 10 万亿左右规模的现金或数字货币。如前所述，宽货币之下价格低迷的问题并未扭转，需求不足、预期偏弱下仅靠货币政策难以有效解决这一问题，需要加大在财政领域的政策力度。但需要注意的是，凯恩斯主义式的公共投资扩张刺激或并非总是有效的。以日本为例，为应对资产泡沫破裂以及经济增速下行，日本采取了极为宽松的财政政策和货币政策，推出零利率和量化宽松政策，政府加大支出扩大基建规模，但从实际情况来看，由于投资效率的下降，日本公共投资增速上行的同时，经济增速并未摆脱低迷，且挤占了其他部门的资源，居民部门的消费支出增速也显著下行。在我国基建投资效率较低、消费乘数显著高于投资乘数的当下，财政支出的发力点应在于扩大居民消费。我想再次呼吁我此前的建议，在消费领域分批发放 10 万亿规模左右的现金消费补贴，从而提升消费能力、提振消费信心，少 10 万亿基建投资，多 10 万亿的消费补贴对于当前经济修复或更为有效。

缓建保障房减缓房地产供给，尽快遏制房地产下行趋势。长期以来我国的政策思路都是从稳定供给端入手，在当前的房地产市场调整领域亦是如此，比如面对房地产投资的下滑，政策试图通过大量建设保障房来产生增量投资，但是这种投资在短期是需求，中长期内却形成供给，并且将因供给增加而形成房价进一步下行的压力。政府部门需加快出台相关的政策措施支撑资产价格，而不是致力于增加供给，否则政策的实际效果和政策预期可能将南辕北辙。建议政府暂缓建设保障房，可通过收购现有的存量商品房转化为保障性租赁住房。大规模的保障房建设包括旧改都是在供给端发力，房地产供给端过剩的问题已经较为严重，在需求端发力提振价格或更为有效。

持续深化市场体制改革，优化价格发现机制。价格机制是市场机制的核心，市场决定价格是市场在资源配置中起决定性作用的关键。坚持市场在资源配置中起决定性作用，需要充分发挥市场决定价格作用，推动价格改革向纵深发展。只有正确的价格发现机制才能正确的引导资源配置，不同所有制类型的企业通过公平竞争完成市场交换是实现“正确”的价格发

现机制的基础，从这个角度来看，仍需持续优化营商环境，促进商品和要素在领域间、区域间自由流动、公平交易，坚持不同所有制企业之间的公平竞争和良性竞争，需要高度关注当前民营经济投资萎缩、经营困难的情况，否则市场上的价格信号会变得不够清晰，无法清楚的反映供需状况，甚至有可能错误指导资源配置，进一步加大当前的供需失衡矛盾。

鄂志寰：从“三驾马车”看中国经济结构性调整

鄂志寰 中国银行（香港）首席经济学家

以下观点整理自鄂志寰在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 69 期）上的发言

2024年全球经济将呈现低增长、中通胀和高美元利率等特点，进一步驱动全球产业链加速重构。面对外部不确定性环境，中国应立足自身，加快推动经济转型，提升消费在经济增长中的贡献占比，实现经济增长动力由投资和外需拉动向最终消费的切换。长远而言，逐渐由商品出口转向资本输出，通过提升对外投资的规模和效率，提高 GNP 相比 GDP 的水平，增加国民对经济增长的获得感。

一、外需可能出现边际改善

2023年，外需面临“高基数、低价格、弱外需”三大压力，上半年出口金额负增长，出口跌幅在7至9月份出现收敛，出口结构发生较大变化，外贸部门新旧动能更替明显。

2024年外需表现需要关注以下三个方面：

第一，全球经济金融发展趋势。2024年，全球性高利率环境将出现逆转，目前金融市场普遍预计美联储将在明年下半年开始减息，幅度介于80到120个基点。减息的主要触发因素是经济减速和通胀受控，因此，来自美、欧的外部需求可能较弱。

第二，地缘政治风险及大国博弈持续推动中国外贸结构调整。俄乌冲突爆发后，中国的主要出口国从美欧转向了东盟及其他新兴经济体，“一带一路”和 RCEP 区域在中国出口中的重要性持续上升。

第三，全球绿色低碳转型的进展。基于中国现行的出口结构，欧盟即将推出碳关税，可能在一定程度上增加中国对欧出口的关税负担。

2024年外贸部门仍然承受一定的压力，需要采取政策措施推动外贸边际改善。

二、发挥投资拉动经济增长的作用

第一，基建投资对中国经济复苏具有重要的拉动作用。今年财政政策在有效带动和扩大全社会投资方面取得了一些成效。2024年，财政政策仍是推动基建投资实现高个位数增长的重要力量，从而持续推动经济复苏进程。

第二，从投资构成看，地产投资在固定资产投资中占据较大比例，目前地产市场已明显超调。房地产行业泡沫带来的系统性风险和流动性风险亟待解决。目前推出了一些政策措施，加大对城中村改造、保障性住房建设等的支持力度，房地产因城施策等，将在一定程度上带动房地产行业投资。

第三，关注产业链转移对中国投资及利用外资的影响。自2018年美国发动中美贸易战以来，全球产业链开始出现割裂和转移现象，新冠疫情在一定程度上加速了产业链的调整。欧美国家纷纷采取措施，鼓励投资重归本国和实现产业链的多元化，美国推出通胀保护法案，欧盟对于中国电动车出口施加壁垒，欧美日对于中国芯片和高端制造业获取其高端技术进行限制和审查，中国的部分外贸订单转向东盟、印度和拉美等新兴市场。2024年，全球产业链的调整诱因可能不会出现明显转变。

从微观层面看，跨国公司在全球范围内重新布局供应链，外资流入东南亚等市场。从实际情况看，产业链转移的原因也具有多样性。部分产业因欧美等需求方提出的要求，不得不将产业链转移至东盟等国；也有一些企业是基于市场化的选择，为了更好地利用东盟等区域的资源 and 市场进行转移；还有部分产业链转移是受到国内相关政策的影响，如国内出台“限废令”等，一些包装纸制造企业转移到东南亚完成原料的进口和加工，在满足国内环保要求后出口到国内市场。

从宏观层面看，产业链转移可能影响中国在全球贸易中的占比及利用外资的规模。2023年三季度中国国际收支表中直接投资项出现赤字，吸引外资需要考虑产业链转移的影响。

从日本经验看，在上个世纪的美日贸易战后，日本出现了大量的产业转移，虽然日本国内经济经历了“失去的三十年”，但是这部分转移的产业带动了东南亚的经济增长，增强了日本的境外经济实力。从1996年开始，日本贸易自由化，陆续与新加坡、墨西哥、菲律宾等

国签订自由贸易协议。2000年以后，日本对欧洲的投资规模占比增加。日本企业对外投资逐渐由传统制造业转向非制造业及资本、技术密集型制造业转移，出海企业从大企业转向中小企业。投资主体和投资目的地的多元化程度提升，保证了日本对外投资规模的稳步增长。

中国持续优化经济结构，在吸引外资的同时，也开始加大对外投资，在“一带一路”沿线国家的投资更多地转向市场主导。既要看到国内产业发展对经济的贡献，也要看到未来“一带一路”沿线区域和周边国家对中国经济增长的贡献。为此，需要关注 GNP 与 GDP 的相关关系，实现二者的有机平衡。中国作为全球第二大经济体，人均 GDP 已超过12000美元，进入转向中等收入国家的关键阶段，在过往的多数年份，中国的 GNP 仍然低于 GDP 数值，但是，GNP 与 GDP 的数值变换应该只是时间问题。综合来看，中国要实现 GNP 对 GDP 的超越，需要有效增加私营部门（企业和家庭）的对外投资，达到对外直接投资和证券投资的存量超过外资在中国的直接投资和证券投资存量的程度。

三、中国经济增长动能转向消费驱动

近年来，中国经济转型已在持续推进，选取2015年至2023年第三季度的季度数据分析发现，最终消费对于 GDP 增长的贡献从64.1%上升至94.8%，固定资本形成总额对 GDP 增长的贡献从16.7%上升至22.3%，但净出口对 GDP 增长的贡献则从19.2%下降至-17.1%。

今年以来，相比投资和净出口，消费对于中国 GDP 增长的贡献更加明显。国家统计局发布数据显示，2023年前三季度中国国内生产总值同比增长5.2%。其中，最终消费支出对经济增长贡献率达到94.8%，拉动 GDP 增长4.6个百分点；资本形成总额对经济增长的贡献率是22.3%，拉动 GDP 增长1.1个百分点；货物和服务净出口对经济增长的贡献率是-17.1%，向下拉动 GDP 0.8个百分点。

在中国经济增长向更多依赖消费驱动的转型方面，存在一些利好因素。一方面，随着近年增收降税等政策红利密集释放，消费提档升级的新空间在不断拓展，另一方面，新兴消费群体快速崛起和城镇化水平不断提高，新型城镇化正处于提速阶段，也在为消费市场积蓄潜在力量。更长远来看，持续提升居民收入、培育消费能力始终是扩大内需的关键。

四、加强宏观政策协调，推动经济增长

1、财政政策加力提效

中央经济工作会议提出财政政策加力提效，要求保持财政支出的强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具。下一步的关键是推动“稳中求进、以进促稳、先立后破”原则的落实，在政策推出过程中充分考虑市场预期和对市场的影响，更好地实现政策与市场的沟通。

财政政策推动经济增长，需要考虑多方面的因素。在2014年之前，狭义赤字率和广义赤字率基本保持一致，在2015年之后，广义赤字率与狭义赤字率的差距拉大，到2020年广义赤字率甚至高于狭义赤字率近一倍，随后差距有所收窄，预计明年广义赤字率仍有明显上升的可能。因此在关注狭义赤字率的同时，也要考虑广义赤字率的约束，可能在一定程度上限制财政政策对经济增长的推动空间。

2、货币政策仍有降准及降息空间

货币政策方面，预计2024年的降准空间较为充足，随着内地银行存款准备金率在未来发力，可以释放更大的流动性支持经济增长。

利率调整需要考虑中美利差倒挂问题。尽管目前中国名义利率低于美国，但扣除通货膨胀后的实际利率水平高于美国，名义利率倒挂对人民币汇率产生了显著压力。如果明年下半年美联储降息80到100个基点，名义利率调整方面可能获得更大的政策空间。

3、强化宏观政策协调配合

从“先破后立”和“以进促稳”角度，在多项政策实施和相互作用方面，需要实现不同宏观政策之间的自洽和逻辑的一致性，提升政策制定效果。同时也要关注市场对相关政策的反应，并给予足够关注。为避免政策左右互搏情况，政策制定部门可以加强协调。出台推动经济增长政策的同时，有效地提升政策的协调性和相互的配合性，为中国经济带来新动力。

余向荣：经济双轨弱复苏，政策需协同发力

余向荣 花旗银行大中华区首席经济学家

以下观点整理自余向荣在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 69 期）上的发言

一、复苏之路不平坦

今年以来，经济重启效应恰逢房地产深度调整，经济复苏之路坎坷不平。从最近几个月数据来看，经济尚未走出明显趋势，但呈现出几个重要特征。

1、“双轨式”复苏

房地产及相关行业还未走出困境。11月份房地产投资和销售依然深度负增长，新开工在低基数上单月同比增长5%，出现了一点筑底迹象，但其持续性有待观察。房地产价格动能进一步走弱，其中二手房出现了全国普跌的情况。零售方面，与地产相关的建筑及装潢材料等需求疲软，同比大幅下滑。工业方面，对地产敞口大的重工业生产，如水泥、平板玻璃等，在低基数上同比有所增长，但相对其他行业仍显疲态。

非地产相关行业则延续复苏态势。出口自7月以来降幅持续收窄，并于11月重回正增长。零售方面，基础消费和耐用品消费，如汽车和消费电子等，整体保持较好复苏势头。服务业消费整体依然稳健，但需关注后续持续性。

在去地产化过程中，经济呈现冷热不均、“双轨式”复苏特征。整体经济增长动能要取决于“地产轨”和“非地产轨”之间相对力量的对比，复苏路径会比较波折，部分月份会受地产拖累较为严重，而另一些月份则可受出口和消费等非地产行业支撑较多。如何管控好“双轨式”复苏是目前宏观经济政策面临的重大挑战。

2、弱势复苏

如果没有各个行业共振向好，整体经济增长动能可能不会太强势。如果“地产轨”走弱明显、持续时间长，它可能会向其他非地产行业产生明显的外溢效应。11月份经济数据喜忧参半，在房地产拖累下，固定资产投资以及房地产相关零售没有明显起色，而出口、工业生产等数据则超预期增长。局部数据显示制造业投资、服务业以及耐用品消费等依然保有韧劲。总体而言，经济并未失速，市场所担忧的“第三次探底”预计不会出现。从周期视角看，今年7月可能是本轮经济短周期的底部，目前经济处于波浪式复苏路径上，并未脱轨。

3、“准通缩”式复苏

11月数据显示，“准通缩”压力有所加大。CPI 同比下降0.5%，为2009年以来最低。PPI 同比下降3%，连续第二个月降幅扩大。目前通胀面临三重夹击：第一，食品价格下跌严重拖累 CPI 读数；第二，油价以及能源价格调整影响 CPI 中交通等相关成分；第三，更重要的是，在去地产化转型中，总需求缺口较大，11月核心 CPI 环比下降0.3%，为有记录以来最低。核心通胀中有两个信号值得关注：

第一，租金价格已经连续三个月环比下跌。这在非疫情年份是不多见的，一方面说明房地产价格调整开始对租金有所传导，另一方面也说明城市经济活力不足。

第二，旅游价格也连续三个月环比下降，而且降幅较大，11月下跌近6%。旅游、出行等活动对疫后复苏起到了非常重要的支撑作用。随着疫情放开红利逐步消退，明年消费、特别是服务业消费更加需要依靠有机增长，充满了挑战。

总体来看，我预计2023年 GDP 平减指数下降接近1%，是多年未见的，说明总需求不足的问题较为突出。

4、信心不足的复苏

在经济尚未走出明显趋势、物价仍处于“准通缩”的情况下，预期修复必然滞后，而且存在自我增强、自我实现的风险。信心不足的现象在消费者、民企、外资和资本市场等领域均有明显体现。

最令我担忧的指标是 M1 超低增长。11 月 M1 同比仅增 1.3%，创历史新低（剔除受春节扰动较大的月份）。这背后原因可能有二：一是企业家信心不足，持有活化存款意愿较低，资本开支和补库需求较弱；二是地产下行影响，由房地产交易等活动带来的在途活期存款增长乏力。从实证上看，M1-M2 增速差大概领先 PPI 通胀约 6 个月。其逻辑也简单，如果企业不愿意持有活化存款，这意味着未来资本开支和补库存需求可能不会太强，通胀继续面临下行压力。换句话说，在未来一段时间里，通胀指标可能依然在低位徘徊，总需求依然不足，这反过来可能会进一步削弱信心。在当前情况下，必须谨防出现物价和信心之间出现相互增强的“负向螺旋”。

总之，经济短周期底部似已确认，暂时不会出现“第三次探底”。然而，后续走势或许仍将延续“双轨”特征、仍将较为波折，信心修复也需要时间。经济在波折中复苏，政策支持不可缺位。

二、宏观政策待破局

1、经济目标“以进促稳”

中央经济工作会议对面临的困难和挑战已有清醒认识，对宏观政策定调更加积极。我判断，明年经济增长目标可能设在“5%左右”，这既是现实需要，也有实现可能。自从经济进入“L”型增长以来，政府已连年下调增速目标，现在似乎是时候释放一个经济触底的信号。“以进促稳”的定调可能隐含了更加进取的经济目标。在企业和居民信心不足的情况下，政府确有必要释放更明确的稳增长信号。从实现可能性来看，今年 GDP 平减指数为负，经济或许已经运行在潜在水平之下。如果政策发力，我国有条件实现 5% 左右的增长。

2、财政与准财政政策主导逆周期调控

增长目标固然重要，但实现目标的配套政策更加重要。在总需求不足、预期不振的情况下，公共部门主动扩大投资和消费是走出当前困境的必由之路。

财政方面，政府在 10 月份修订预算，追加了 1 万亿元资金，将赤字率从 3% 提到 3.8%。其中 5 千亿元直接结转到明年，而剩下 5 千亿元很大程度上也要到明年才能转化为实物工作量。这些

已经在为明年开局做了一定铺垫。同时，预算修订也释放出一个信号，即所谓赤字率3%的红线可能未必是个硬约束。据此，我乐观预测明年赤字率有望保持在3.8%的水平之上；即便赤字率重回3%左右，我也认为预算外支持会更加积极，安排1万亿元特别国债或长期建设国债以助力稳增长。

换句话说，在10月份财政发力之后，明年两会上可能还会追加1万亿元或更高的财政增量资金，而通过直接提高赤字率的形式实现对市场的信号作用会更加积极。在当前情况下，减税降费的乘数效应会比较弱，财政政策还是要侧重支出端发力。更直接、有力地支持住户部门非常有必要。同时，我也认为基建投资仍是明年稳增长的重要抓手。在新旧动能转换过程中，相配套的基础设施升级是必不可少的。产业升级、应对气候变化、绿色转型等时代主题也对应着不断增长和变化的基建需求。

准财政方面，政策也应加大支持力度。最近政策文件中频繁提及的“三大工程”可以直接对地产投资起到托底作用。“三大工程”的规模和资金来源目前还存在很大不确定性。如果有较强的政策决心，我认为PSL（抵押补充贷款）重启以及其他稳定的长期资金支持是通过“三大工程”助力地产投资企稳必不可少的条件。2022年PSL重启后做了近万亿元规模。如果明年PSL回归，我预测也是万亿左右。

财政和准财政政策将在明年稳增长组合中起到引领和主导作用，但也需要宽松货币政策的配合。我预计，央行大概率在明年1季度和2季度进行降准以投放流动性。我们预测，美联储明年从7月份开始降息100个基点，我国外汇市场压力或会随之缓解。外部约束解除带来一定的降息空间。我预计，央行明年有20个基点左右的降息空间。货币宽松更多通过流动性和社融投放等数量指标实现，而降息等价格指标调整也有一定空间。

3、积极宏观政策重在执行

回顾过去一年，实际上我们没少出政策，从降准降息到房地产政策调整，再到预算修订，但政策效果似乎不及预期。从市场角度来看，一方面，今年政策出台很大程度上有滞后性，是反应式的，而不是领先的、主动式的，这导致同等力度政策对信心的提振作用有所打折；另一方面，今年政策节奏与市场预期似乎存在一定的错配，在经济需要支持时，市场预期会推出的政策未见落地，而当市场已经打消政策期待时，又有未预期的措施出台，那么其效果

必然会减弱一些。拖得越久，一旦下行调整形成趋势，扭转形势所需的政策力量往往也会更大。

中央经济工作会议指出要增强宏观政策取向一致性。这实际上对明年政策执行提出了更高的要求。如果明年宏观政策能够靠前发力、足量发力，而且把握好节奏、加强协调，那么其对于稳定增长、提振信心的效果将会更加明显。此外，及时到位以及逻辑自洽的政策沟通对于锚定预期也是必不可少的。

明明：关注广义资产价格

明 明 中信证券首席经济学家

以下观点整理自明明在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 69 期）上的发言

一、广义资产价格亟需稳定

资产价格的表现是判断宏观经济周期的潜在指标。参考日本经济泡沫时期的经验，在其资产负债表大衰退的背景下，日本的资产价格大幅下跌，从90年代初期到90年代中期，日本的股票市场和房地产价格几乎腰斩，资产价格下降导致居民财富缩水以及对未来收入预期减弱，从而加剧经济与金融循环恶化问题。我们预期明年经济增长目标定在5%左右有助于提振市场信心，在此背景下，稳定当前的广义资产价格尤为重要，包括房地产、股票市场及广谱利率走势等。

1、地产周期尚未见底

地产方面，多重利好政策减小了地产市场下行斜率，但仍然存一定的下行压力。在地产寻底过程中，地产销售、地产开工和地产投资非常重要，特别是地产投资需要额外关注。今年以来，地产销售和地产开工情况与疫情前相比下降约50%。地产开工方面，疫情前地产开工每年最高可达22亿平方米，今年预计地产开工不超过10亿平方米。地产销售方面，疫情前地产销售每年最高超过17亿平方米，今年预计地产销售不超过12亿平方米。从地产开工和地产销售的前瞻数据来看，平均下跌近50%，但地产投资下跌幅度仅20%，这意味着地产前端的下行还未完全传导至地产投资。所以展望明年，地产投资存在较大的下行压力。乐观来看，中央经济会议关于“三大工程”、地产发展新模式等定调有助于稳定地产投资下降趋势，但预计总体上明年地产投资依旧对经济产生拖累。本轮地产周期尚未见底，下行周期或长于预期。房价收入比方面，目前中国的北上广深一线城市的房价收入比基本为40倍左右，和其他国家相比仍然偏高。地产库存方面，中国的地产库存也比较高。因此地产方面的问题，一是前端地产销售和地产开工的下行压力还没有完全传导至地产投资商，二是从房价和库存角度，市场仍然没有出清，按目前的趋势预测去库存周期还要持续一段时间。

2、股市资金需要良性循环

今年股票市场整体表现不及预期。展望明年，如何稳定股票市场、提高居民的财产性收入，是稳定宏观经济的要点。

第一，股票市场制度改革受到广泛关注，包括分红制度、减持制度、财务造假监管、长期资金入市等，宏观经济角度的核心问题是投资和融资功能如何协调配合。资本市场的核心功能是投资和融资，二者是硬币两面，不能顾此失彼。当前股票市场改革需要建立良性的投融资循环。上市公司应该通过高质量发展提高资产价格和股票市值，进而回报股东和投资者，为下一次的融资打基础。目前从整个资本市场的法制和文化角度，还有进一步改革和优化的空间。

第二，资本市场对居民部门的财富效应不明显，甚至导致居民财富负增长。资本市场是居民财产性收入的重要一环，如何稳定地提供长期正向资金回报，是决定资本市场乃至宏观经济内生循环的重要问题。稳定资本市场的核心问题是如何尽快扭转经济预期，改变强预期弱现实的局面。

二、财政货币政策需进一步发力

1、广义财政政策仍有空间

财政政策方面，明年的普遍趋势是进一步扩大中央财政和加大杠杆，广义财政对宏观经济的影响可能更为明显。聚焦地方财政，中央经济工作会议提出经济大省要扛起稳增长的重担，明年地方财政如何在平衡地方债务、化解风险的同时，发挥稳增长作用，是亟待解决的问题。同时还有政策性金融，今年的政策性金融发力并不明显，可能潜在发力点在明年。在中央财政扩张的背景下，地方财政和政策性金融能否在明年发挥积极作用值得考虑。

2、实际利率需再降

货币政策方面，需要尽快降低实际利率。考虑到通胀水平，目前的实际利率实际上还处于相对限制性水平。根据全球大宗商品的情况，未来短期内 CPI 大幅回升的概率不大，预计明年的 CPI 和 PPI 仍是缓慢小幅回升趋势。在此背景下，我认为 LPR 需尽快下降到4%甚至更

低的水平。利率快速下降并不会直接导致资金空转。资金空转问题并非由利率下行导致，而是由利率结构不均衡导致。目前资产端的平均回报率大约下降至3%以下，但同业存款利率和长期存款利率等负债端仍保持相对高的水平。资产端收益率下降过快，而负债的利率下降较慢，导致资金在金融体系多个机构间流转，没有流入或者至少没有直接流入实体经济。因此资金空转问题的来源还是资金内部结构不均衡。从货币政策角度看，一是需要尽快降低名义政策利率，二是要解决不同利率之间相对不均衡的问题。如此才能在避免资金空转的条件下，更好地降低实体经济的融资成本，支持明年经济复苏。

李湛：呼吁更积极的财政政策，为经济复苏注入强动能

李 湛 招商基金研究部首席经济学家

以下观点整理自李湛在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 69 期）上的发言

一、外部形势有望好转

乐观预测外部约束条件有望缓解。在12月的美联储 FOMC 议息会议上，鲍威尔主席并未反驳市场关于美联储宽松货币政策看似激进的预测，同时我们也认为不排除美联储会在明年3月份开启首次预防性的降息。美联储可能上半年开启预防性降息，下半年继续降息。这种市场预期导致在美联储召开年内最后一次议息会议后，10年期美债收益率回落至4%以下，引起全球大类资产价格全面上涨。美国开启降息通道将放缓对中国整体资产的外部约束，以及缓解中美货币政策周期错位的约束。

欧央行方面，近期能源价格持续下跌开始传导至欧元区的通胀数据上，通胀压力逐渐减弱，从历史上看，就业情况和美联储转向是欧央行转向的重要参考条件。所以如果美联储转向，欧央行可能跟随美联储降息。对实体经济而言，这将有助于全球制造业周期企稳回升。我国制造业回升的动能取决于美联储明年一阶段的降息幅度和明年下半年实质性降息幅度，以及我国制造业企稳的内生动能。贸易方面，如果美联储的预防性降息可以使欧美经济软着陆或实现浅衰退的话，全球出口的链条会好转。对中国外需的较为乐观预测是欧美的经济保持韧性，同时处于补库存周期中，这将有利于中国的出口进一步向好。

二、内部仍存信心不足问题

1、国内需求修复尚不稳固

11月份的经济数据显示目前的经济复苏动能仍然由供给推动，社会融资规模、新增人民币贷款、M1、M2等指标说明社融总量符合预期，但自发融资的需求仍然偏弱，社融的结构有待优化。11月积极财政持续发力，政府债是社融的主要支撑项，包括发行特殊再融资债约3530

亿元、新增地方政府专项债约1805亿元，拉动政府部门净融资同比多增4980亿元。M1增速进一步下降，显示资金活化程度进一步降低，说明信心需要进一步修复。

在欧美处于通胀压力中时，中国由于企业盈利下降和房地产部门去杠杆过程，加大了CPI和PPI下行压力，因此需要在财政上加大杠杆，做反向托底。

2、用好杠杆率促进稳增长

我们应该充分汲取国际利用杠杆率修复经济的经验和教训。日本在经济泡沫后存在很长的经济复苏周期，虽然近年来日本经济在波折中逐渐好转，但在三十年周期中，安倍的“三支箭”在前二十年和近十年的取向和持续力度完全不同。大衰退后，全球需求下降导致日本的房地产、居民消费、企业投资都陷入低迷中，央行基准利率近十年维持在零或零以下。在前十年甚至前二十年中，日本修复经济的教训是前期的政策刺激不足，后期居民和企业的通缩预期强化导致政策失效。一旦市场的通缩预期形成并且强化后，常规性的货币政策效用非常有限。同时日本的财政政策效果也低于预期。因为日本政府更迭过快，每次财政政策的执行都有重复部分，且效益无法延续。当然还有很多因素拉低了其财政政策的效果，包括日本国内的经济效益不佳、基建的规模收益递减、地方政府财务状况不良导致财政政策乘数效应低于预期、广岛协议等。总的来说，货币政策和财政政策失效导致日本做出的很多努力都效果欠佳。

美国在次贷危机后吸取了日本90年代反向刺激政策不足的经验教训。在次贷危机后，美国财政和货币政策刺激力度迅速加大，扭转了居民部门和企业部门的预期，基本上只用了三年就走出了经济危机。

基于美日的经验，当通胀有下滑征兆时，如果采取去杠杆的做法，可能初期能缓解通胀下滑压力，但同时也会导致经济增速快速下行，致使杠杆率下降幅度不及预期，甚至在经济增速下降过快的情况下使得杠杆率反向增长。而如果强化财政和货币政策的逆周期调节作用，在初期不免会引起杠杆率快速增长，但一旦杠杆率的快速增长带动GDP修复，就会因为分母效应使杠杆率逐渐回落至正常状态。所以在利用杠杆率修复经济时，不能影响到经济自身的修复能力，否则效果可能不尽如人意。

3、将提振信心放在首位

聚焦国际对经济周期的反向操作，立足于中国现实的情况，当前阶段需要把提振信心放在首位。如果明年中央财政持续坚决地加杠杆，对冲三重压力，我们预测明年有望实现 GDP 5% 的增长，跟今年基本持平。内生的经济修复能力大概能实现 GDP 增速 4.6%，与 5% 之间的差距需要政府做逆周期调节。

在房地产对国内整体经济形成拖累的情况下，强调提振信心更显重要。房地产周期有三个效应，包括财富效应、挤出效应和正向的效应，正向的效应体现为居民将购房的资金转移至消费，比如今年汽车和旅游的消费都有所增长。但总体上地产低迷拖累了内需，居民部门的风险偏好急速下降，银行的活期定存、货基及债基基金相对于权益型基金更受欢迎，且由于财富效应，房地产所有者财富减少，进一步拖累消费和投资。因此，近期的中央金融工作会议特别提到了把提振信心放在首位。中央及早并持续性地加码，推进货币政策在总量和结构上进一步协调财政政策，在稳增长的同时释放积极信号，从而扭转市场对于通胀和地产行业财富效应带来的预期。

4、推动传统经济部门回归正常发展

在定调高质量发展道路迈进的同时，也希望传统经济部门回归正常发展。新旧经济在加速转化，今年汽车工业生产总产值有望突破 10 万亿元，狭义的房地产行业总值也近乎 10 万亿元，包括新能源、半导体、消费电子、通讯等的高端战略性新兴产业总值在今年有望突破 15 万亿元，因此从对 GDP 的贡献角度，在新旧动能转化过程中新动能增长速度更快，新兴经济部门超过了以房地产基建为代表的传统经济部门，但政府仍然需要稳住传统经济部门，因为传统经济部门对税收、居民部门的影响上，仍强于新经济带来的影响。因此希望明年中央政府的财政继续加码，维持今年突破 3% 赤字率的目标，来扭转市场的预期，帮助传统经济部门回归正轨。



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：

