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10月）（总第68期）

内需逐步企稳的中国宏观经济

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10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68期）

内需逐步企稳的中国宏观经济

报告人：于春海

2023年10月20日

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

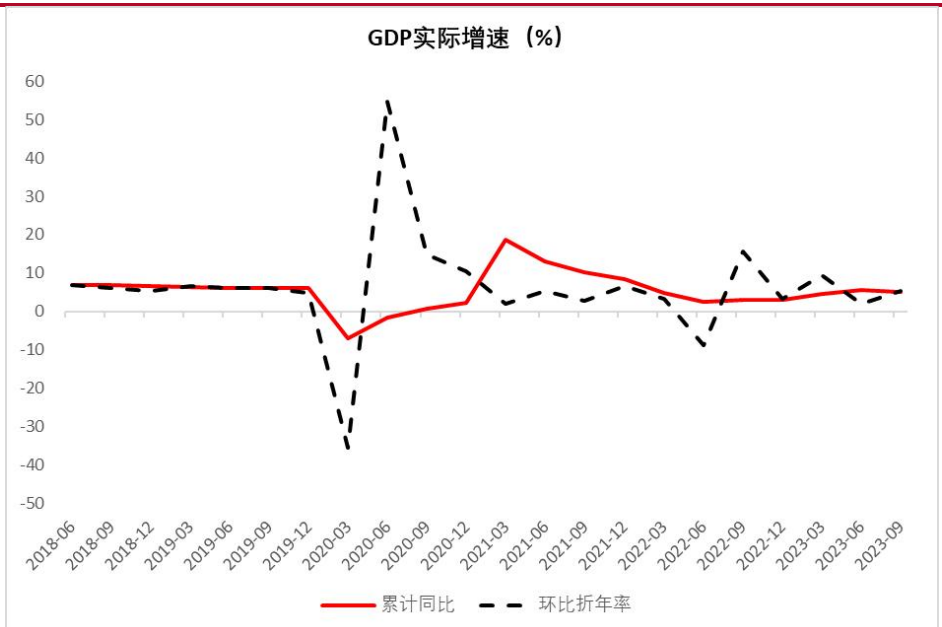
➢国民经济持续向好，经济复苏动能转强

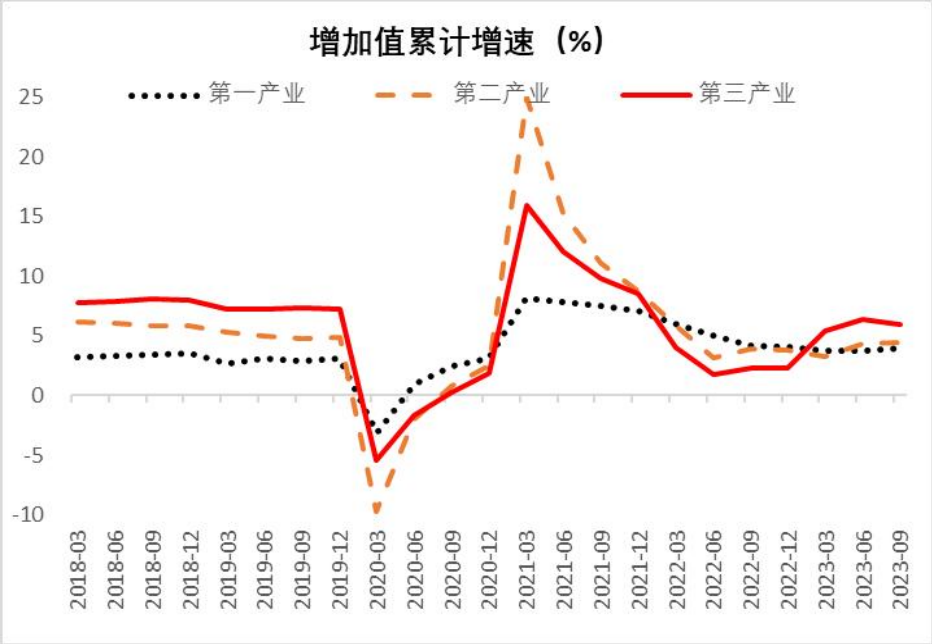
2023年1-3季度，我国实际GDP同比增长5.2%，三次产业分别增长4%、4.4%和6%。

3季度，GDP实际同比增长4.9%，环比增长1.3%，环比增长折年率5.3%。

3季度的两年增速4.4%，明显高于2季度的3.3%；环比增速折年率5.3%，比2季度高2.3个百分点。

7月24日政治局会议以来，在财政、货币、房地产、产业、消费、就业等方面出台的一系列宏观政策，以扩大内需、提振信心和防范风险为导向，宏观政策调控力度不断加大，带动了经济复苏动能的转强。



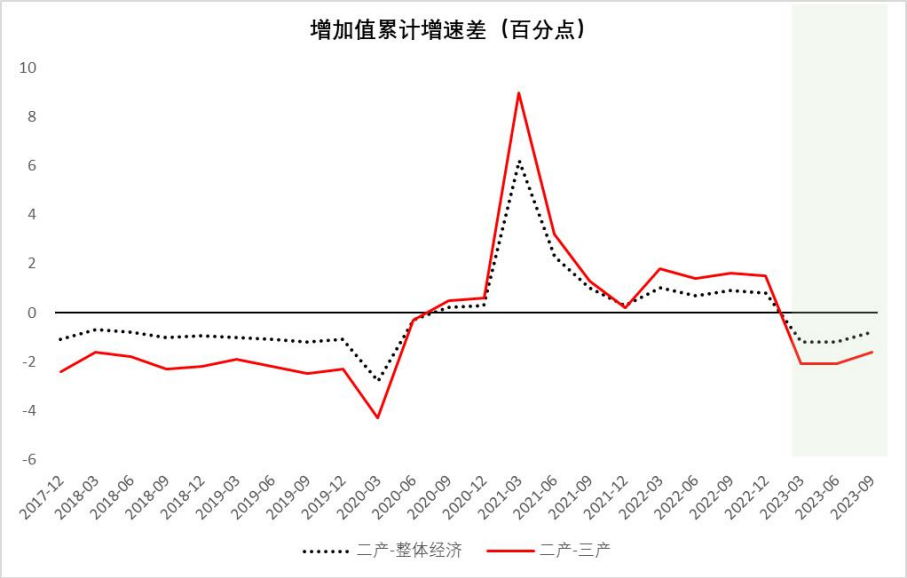


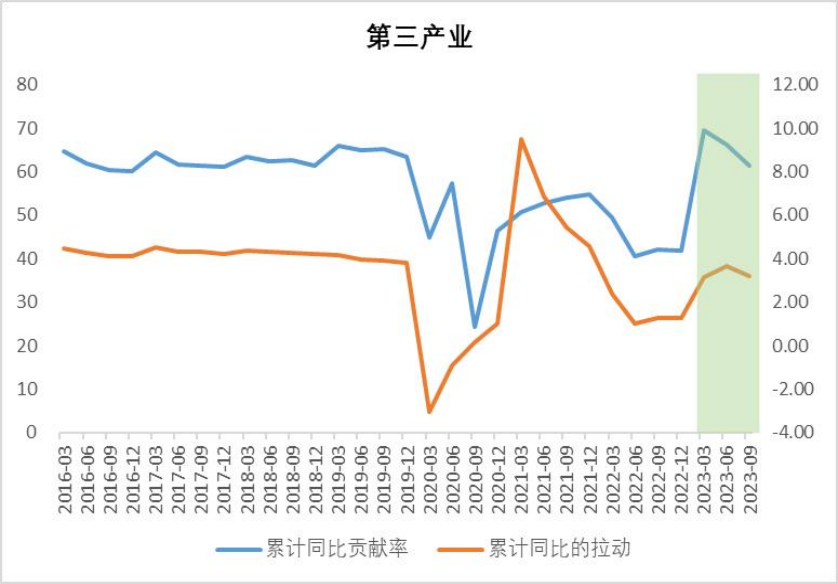
• 在供给侧，服务业的恢复尤为明显

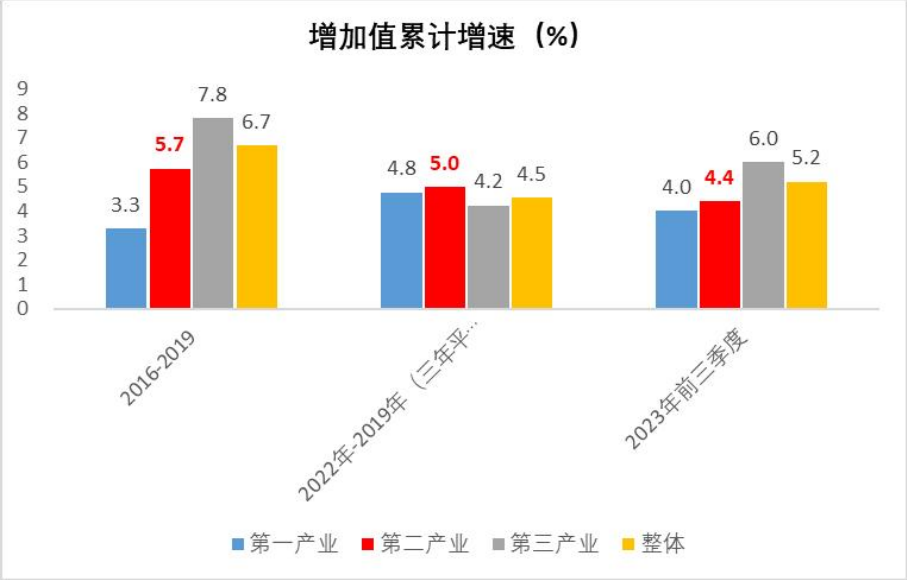
前三季度，服务业累计同比增长6%，其中，住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，交通运输、仓储和邮政业，金融业增加值分别增长14.4%、12.1%、9.5%、7.5%、7.0%。

前三季度，服务业增速比二产高出1.6个百分点，比整体经济高出0.8个百分点；服务业对GDP增长的贡献和拉动接近于疫情前水平。

服务业的特性决定了其扩张主要是由国内需求驱动的，3季度消费持续修复、特别是服务消费增长较快，推动了服务业的快速扩张。



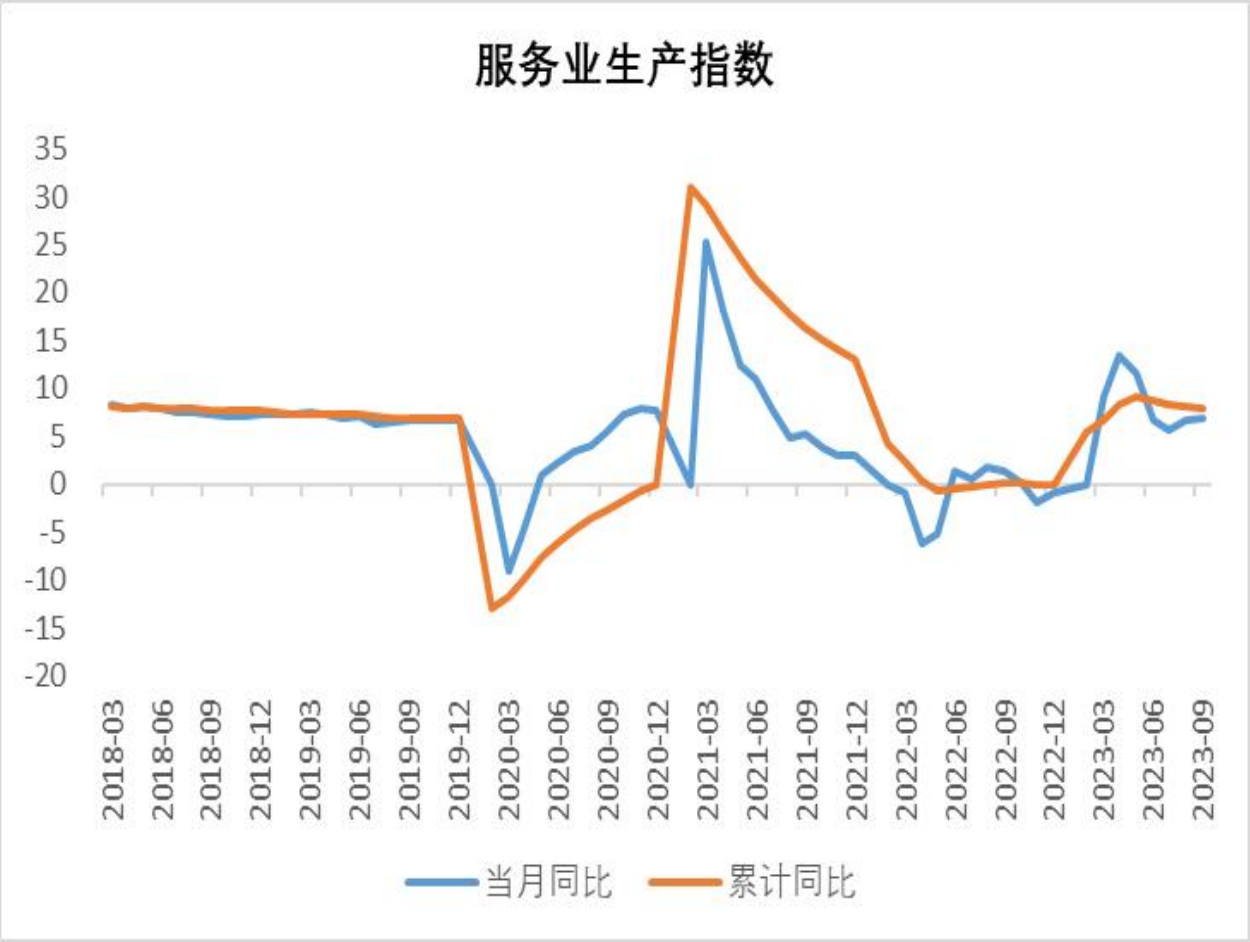




9月份，服务业生产指数同比增长6.9%，较8月提高0.1个百分点，连续2个月回升，四年复合增速较8月提升0.4个百分点。

住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，交通运输、仓储和邮政业生产指数分别增长17.7%、11.3%、9.3%。

1-8月份，全国规模以上服务业企业营业收入同比增长7.2%。



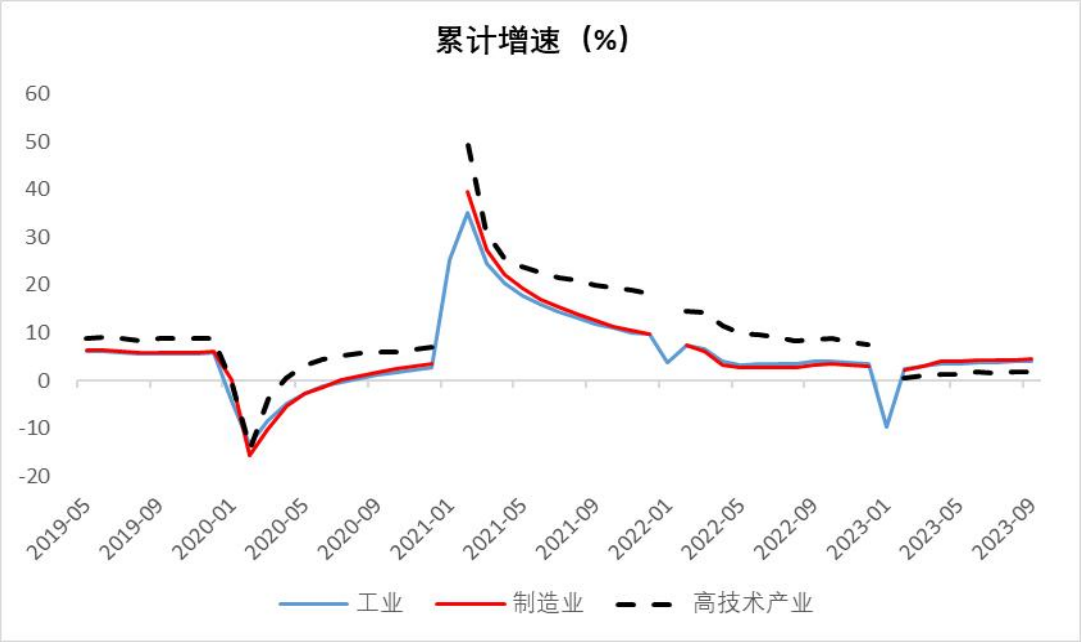
• 工业生产呈现改善迹象，制造业生产恢复加快

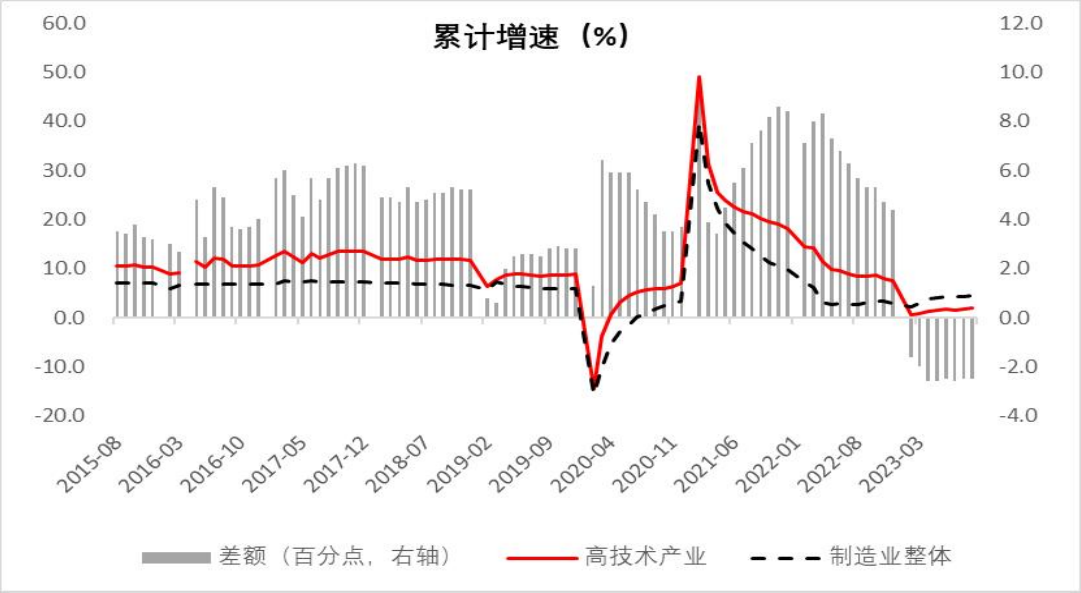
1-3季度，工业增加值增长4%；3季度，工业增加值当季同比增长4.2%；9月份，工业增加值当月同比增长4.5%，环比增长0.36%。

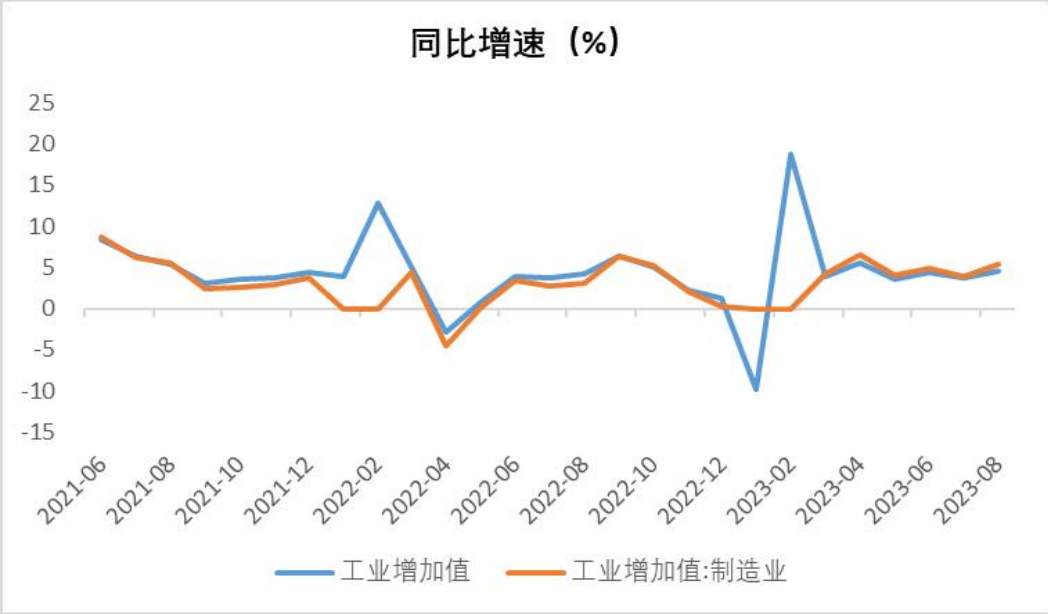
9月份，规模以上工业增加值同比增长4.5%，增速与上月持平，两年平均增速为5.4%，比上月提高1个百分点，保持恢复向好的势头。

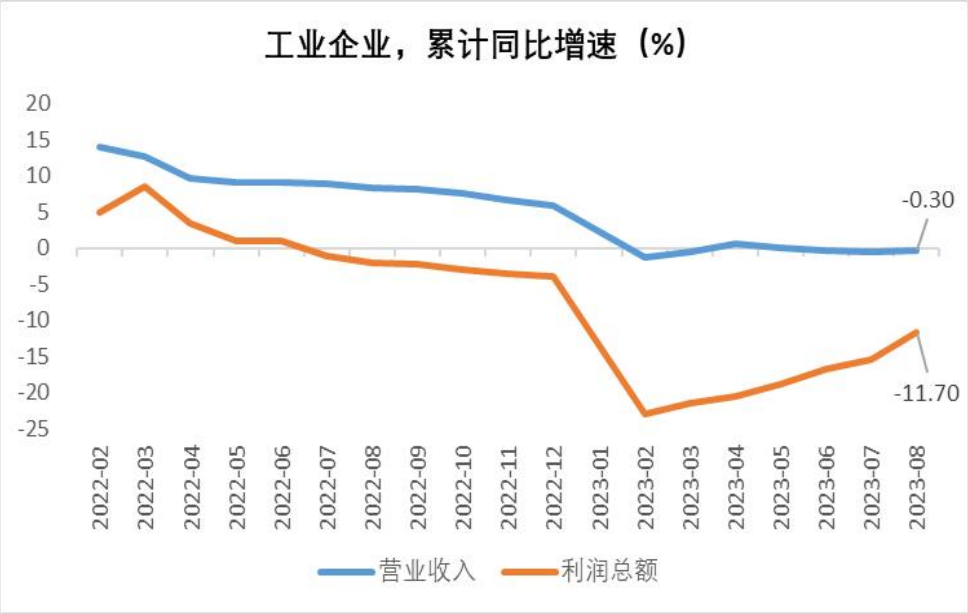
无论是工业还是制造业，增速均低于GDP整体增速，既与今年来的消费增长偏向于服务有关，也与外需低迷有关。

制造业特别是装备制造业增速高于整个工业部门。但是，高技术产业的增速低于整个工业部门，这一点是值得关注。









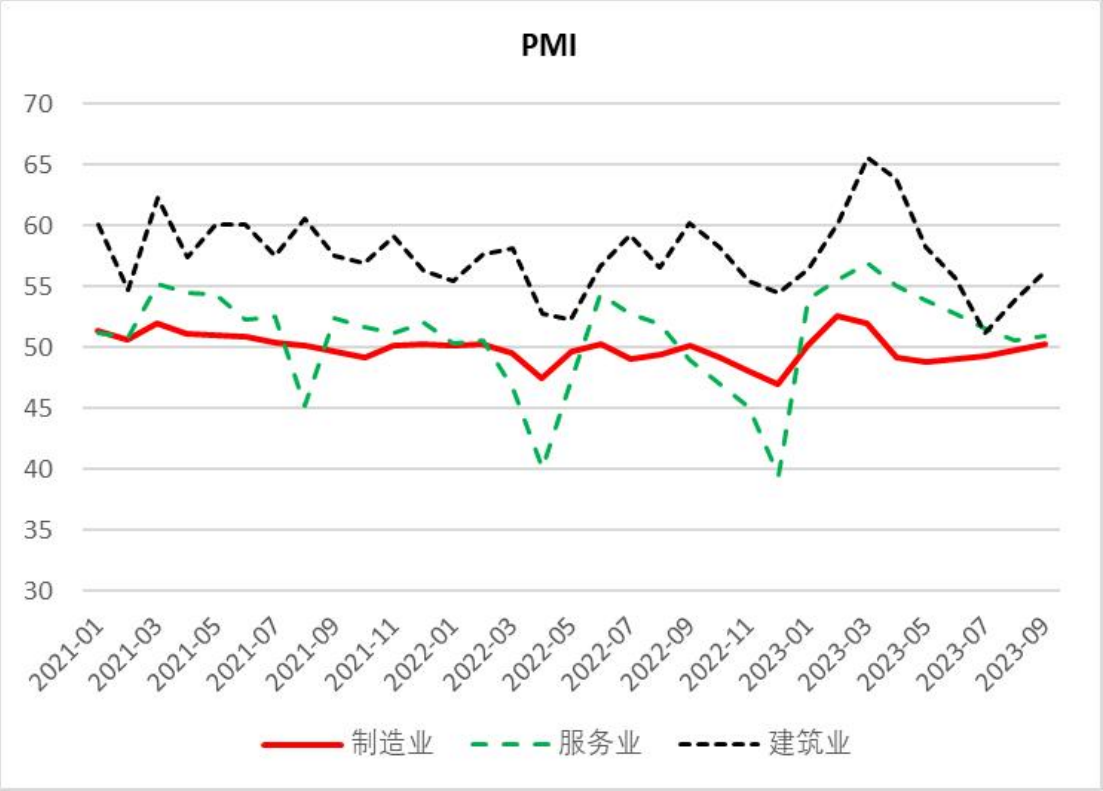
1-8月，工业企业利润总额累计同比下降11.7%，降幅比1-7月收窄3.8个百分点；8月，工业企业利润总额当月同比增长17.2%，环比增长25.2%。

8月，工业增加值同比增长4.5%，较上月提高0.8个百分点；PPI当月同比降幅较上月收窄1.4个百分点。量价齐升导共同推动营业收入由降转涨，营业收入在连续三个月下降后实现正增长，由7月份同比下降1.4%转为增长0.8%，由此带动当月利润由降转升。

工业企业改善面扩大，在41个工业大类行业中，30个行业利润增速加快，或降幅收窄、由降转增，行业改善面超七成。

- 制造业PMI重回扩张区间，产需两端继续改善，制造业景气面扩大，但外需仍然收缩。
  - 9月制造业PMI指数50.2%，环比上升0.5个百分点，连续四个月反弹，4月份以来首次升至扩张区间。
    - 生产指数和新订单指数分别52.7%和50.5%，比上月上升0.8和0.3个百分点；新出口订单指数47.8%，较8月回升1.1个百分点；大型企业持续处于扩张区域，中小企业景气回升，但依然处于收缩区间。
  - 在调查的21个行业中，有11个行业PMI位于临界点以上，比上月增加2个。

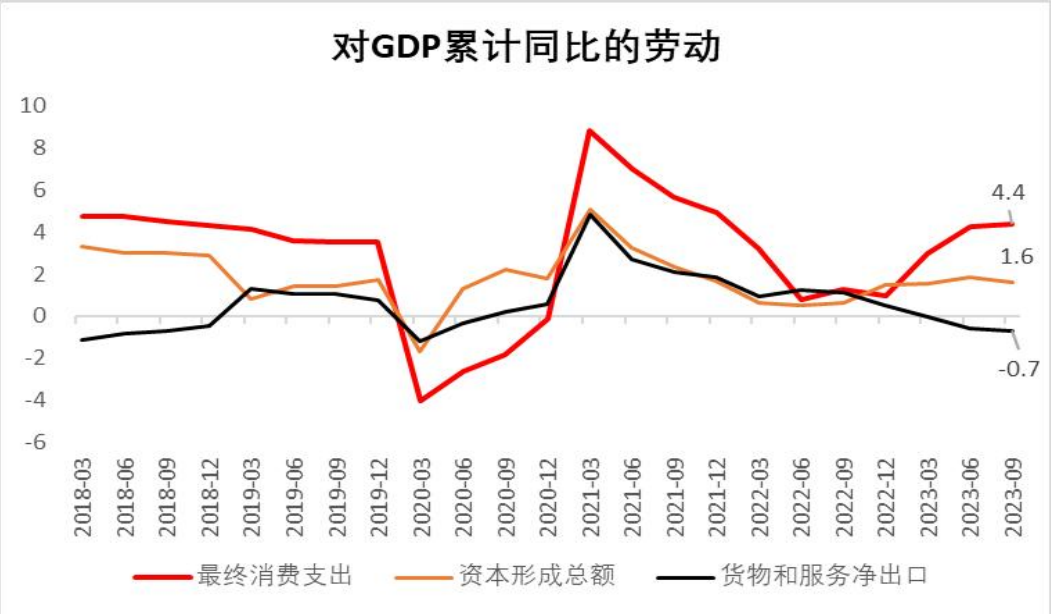
- 服务业PMI止跌反弹，建筑业继续回升。
  - 9月，服务业商务活动指数50.9%，环比回升0.4个百分点，结束连续5个月的下跌趋势。
  - 建筑业商务活动指数56.2%，环比上升2.4个百分点，建筑业生产施工加快。

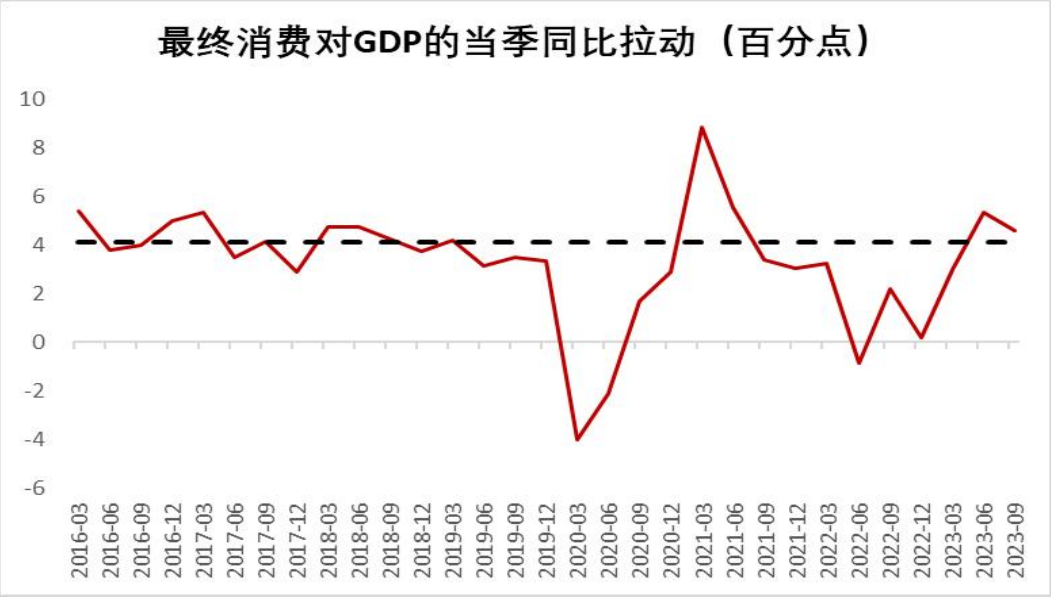


- 在需求侧，促销费政策效果持续显现，最终消费对GDP的拉动恢复到疫情前正常状态。

前3季度，最终消费支出、资本形成和净出口出对GDP增长的贡献分别是83.2%、29.8%和-13%，分别劳动GDP增长4.4、1.6和-0.7个百分点。

3季度，在出口下行和投资增速回落的背景下，最终消费支出贡献了GDP增长的94.8%，较2季度上升了10.3个百分点。





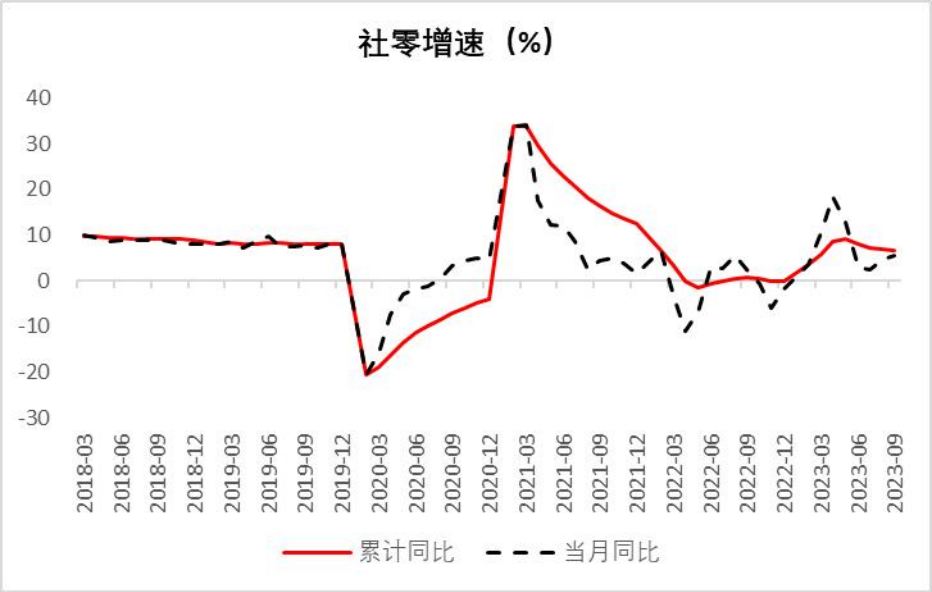
• 消费增长动能继续转强

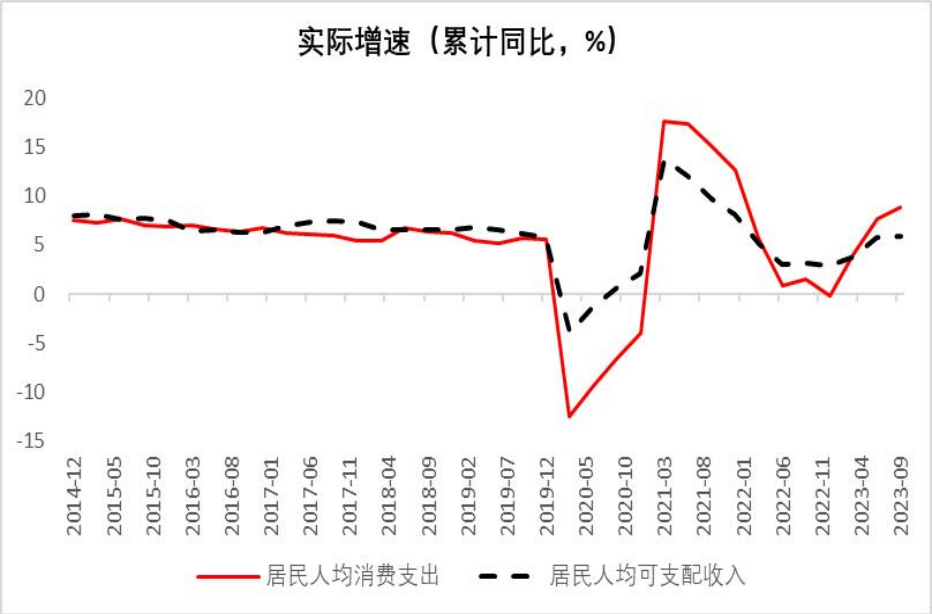
9月，社零同比增长5.5%，增速较8月提高0.9个百分点，连续第二个月回升；相对2019年的四年平均增速为3.7%，较8月份提高0.8个百分点

1-3季度，居民人均消费支出实际增长8.8%，明显高于人均可支配收入5.9%的实际增速。3季度居民平均消费倾向为69.8%，高于2019年同期水平，居民消费意愿显著修复。这反映出，在各项稳增长政策和促消费政策的影响下，居民信心的改善和消费倾向的提升。

前三季度，服务零售额累计增长18.9%，增速远高于社零6.8%的累计增速；居民人均服务性消费支出占居民人均消费支出的比重同比提高了2个百分点。这是疫情之后居民消费行为的短期调整。

但是，在家庭资产负债表尚未完全修复的情况下，消费增速高于可支配收入增速的状况是否可以持续？疫情后消费行为调整带来的服务消费高速增长的情况能够维持多久？





• 固定投资整体低迷，制造业投资加速

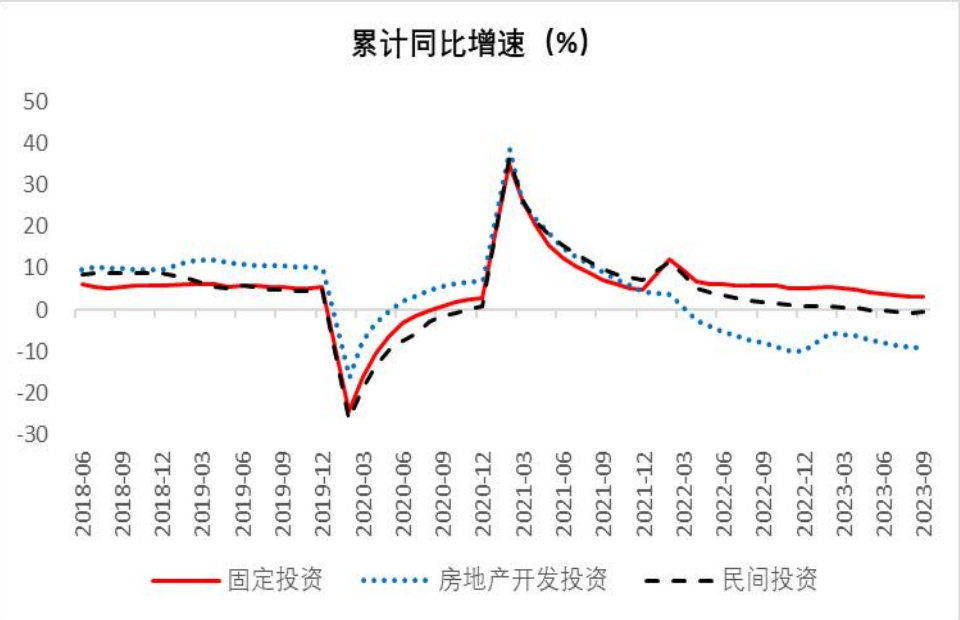
1-9月，固定投资累计增长3.1%，较1-8月放缓0.1个百分点。其中，工业投资增长9%，制造业投资增长6.2%，基础设施投资同比增长8.6%。

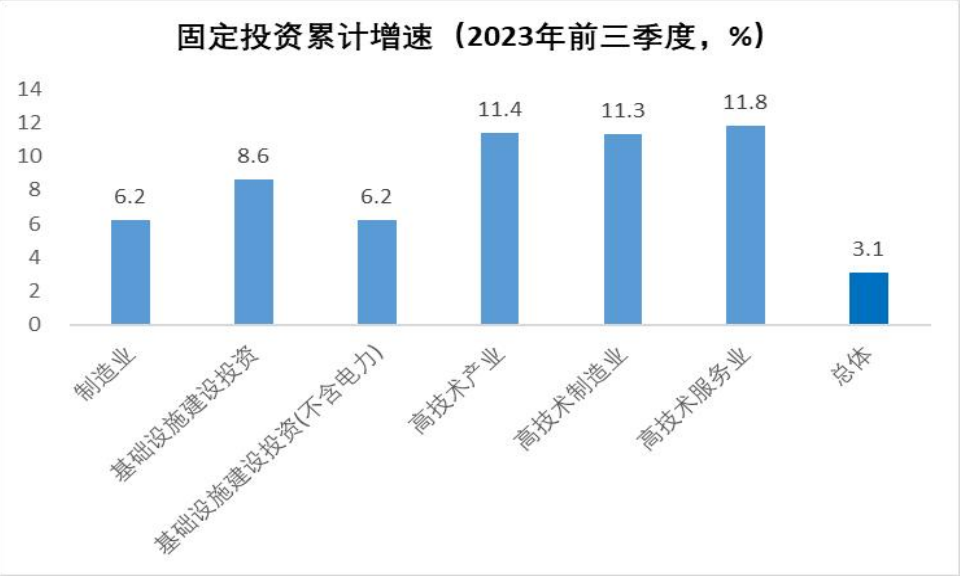
9月，固定投资同比增长2.4%左右，环比增长0.15%。固定投资单月增速有所提高，在其背后，基建投资和制造业投资是支撑固定资产投资的主要力量。

高技术制造业投资维持高增速，汽车、电气机械及器材、计算机通信和其他电子设备的累计同比增速分别为20.4%、38.1%和10.2%。

固定投资整体增速低迷，主要受房地产投资下降的拖累。房地产开发投资占固定投资的份额将近25%，1-9月房地产开发投资同比下降9.1%，降幅比1-8月扩大了0.3个百分点，对整体固定投资的拖累效应比较明显。

民间固定投资依然没有恢复增长。1-9月，民间固定投资同比下降0.6%。这依然是值得关注的问题。





• 外贸下行压力减弱，外需降幅收窄

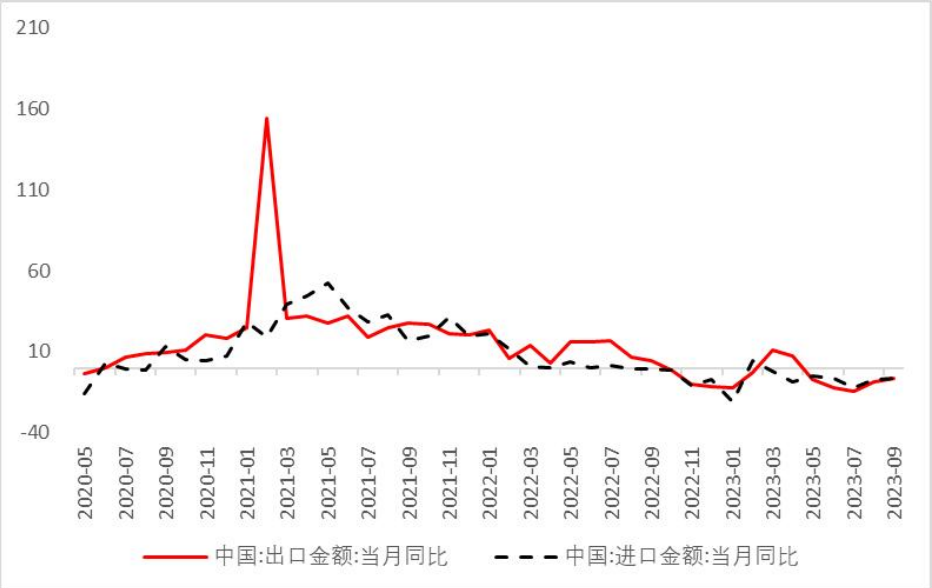
7月份以来，进、出口同比降幅收窄，对外贸易的下行压力开始减弱。9月，出口同比下降6.2%，进口同比下降6.3%，降幅较8月分别收窄2.5和1个百分点。

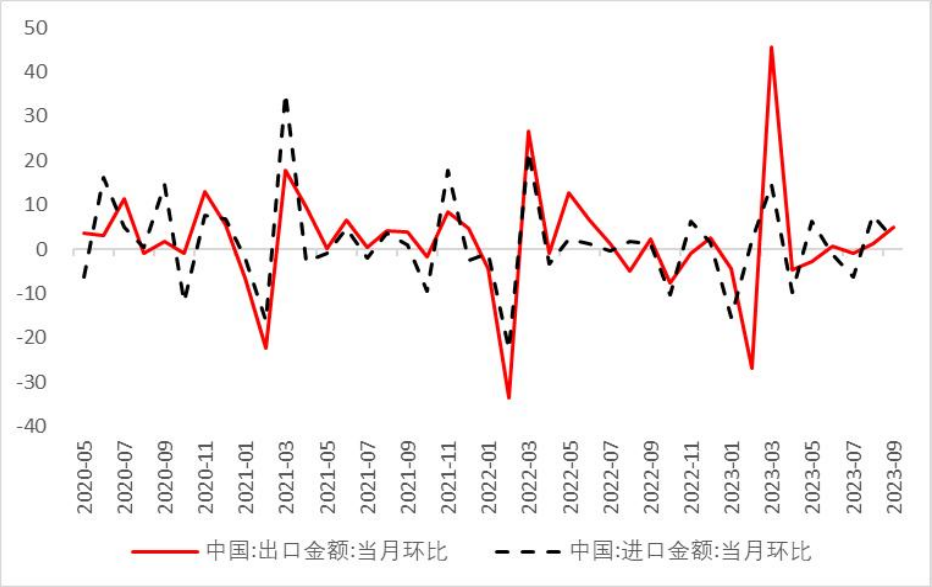
对于2023年进出口动态变化的解读，需要注意到这依然处于疫情后的调整过程。

首先，全球疫情期间，国内外供求缺口的不同步，使得我国对外贸易逆势扩张，进入2023年必然会回调。

其次，延续疫情前的变化和调整趋势，对外贸易作为净需求力量的地位和贡献处于下降趋势。

最后，全球供应链重构趋势及其对全球贸易关系的影响已经有所显现。这种变化无论是微调还是深度调整，对我国来说，可能都是对外贸易的下行压力。

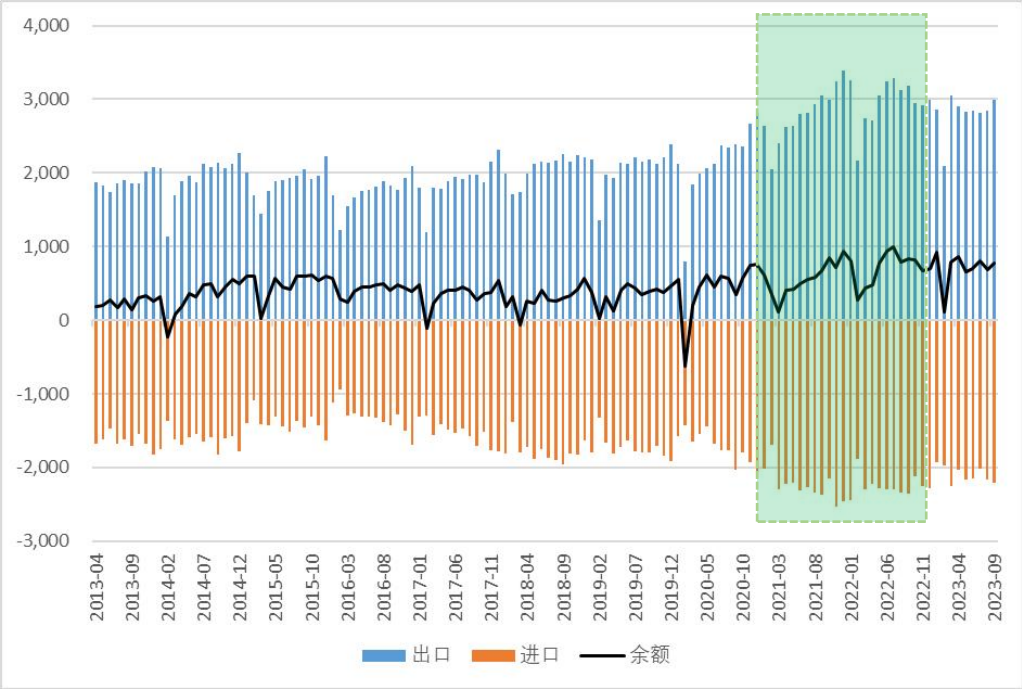


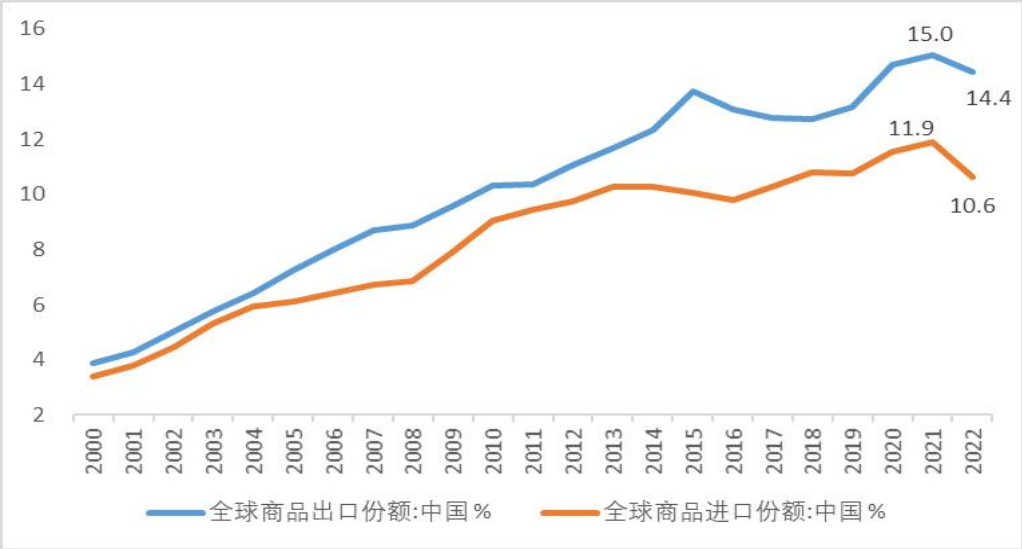


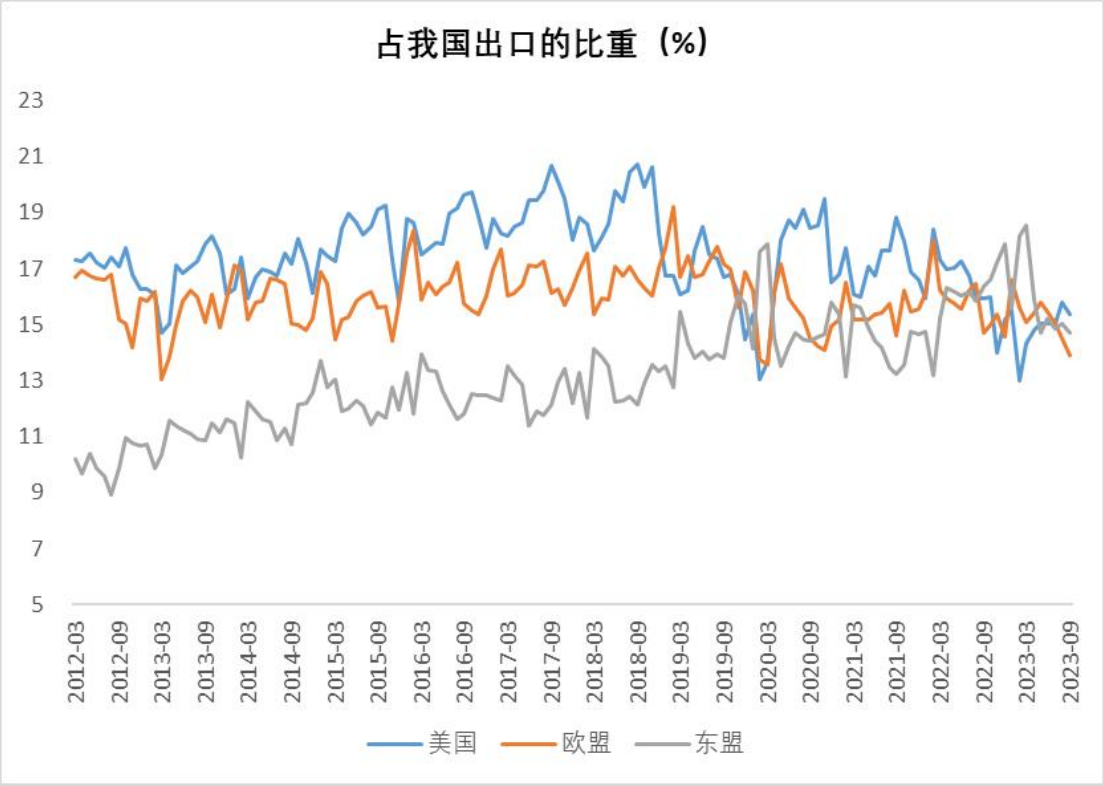
对于今年以来外贸的同比负增长，没有必要过度解读。

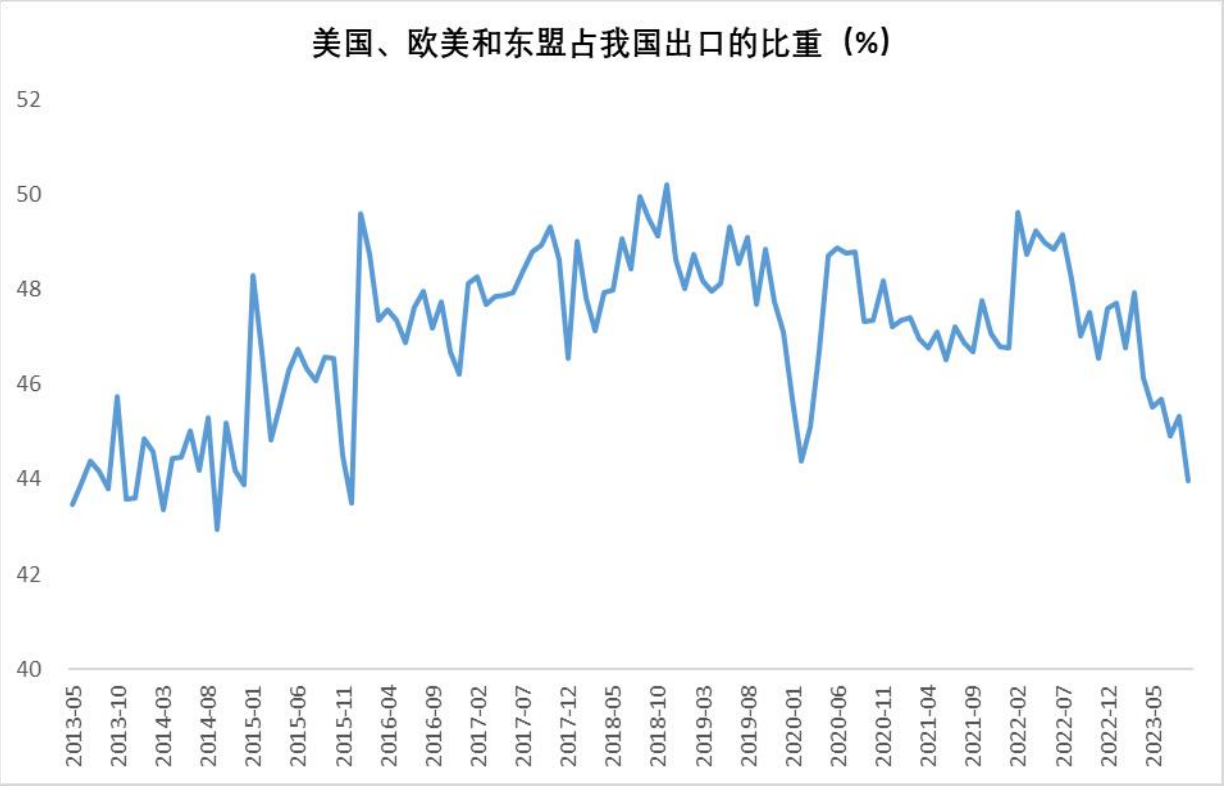
当前我国的货物进出口规模依然处于历史高位。基于前两年的高基数，增速回落甚至是规模收缩，都是比较正常的。过去两年的逆势高速扩张，并不是可持续的正常状态。当前的回调是不可避免的。

但是在未来一段时间，考虑到对前两年逆势扩张的回调，以及全球贸易结构和贸易关系的可能调整，我国外需进一步扩张的动力有限。









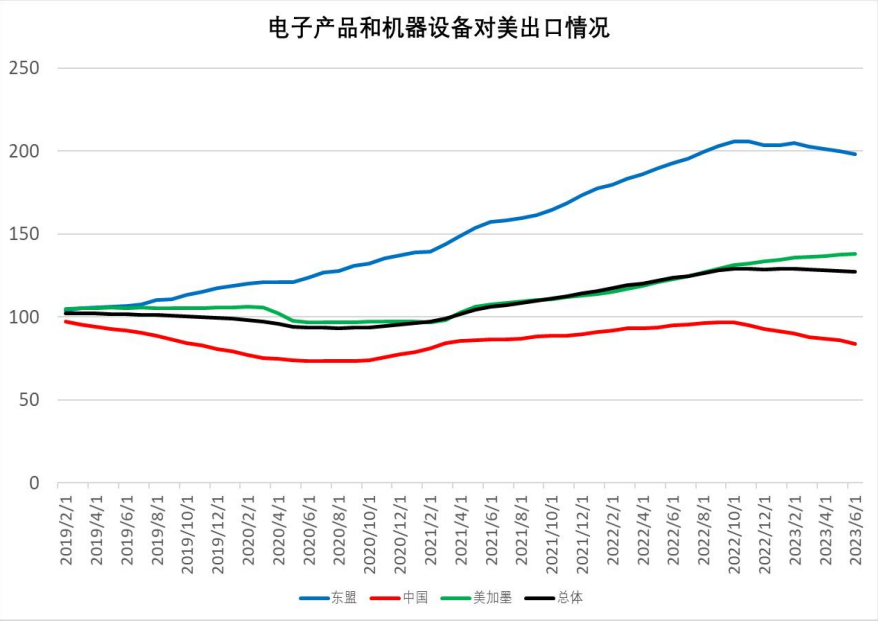
美欧发达市场在我国出口中延续下降趋势，东盟的占比由升转降。美国、欧盟和东盟作为我国传统出口市场，整体占比呈现下降趋势。

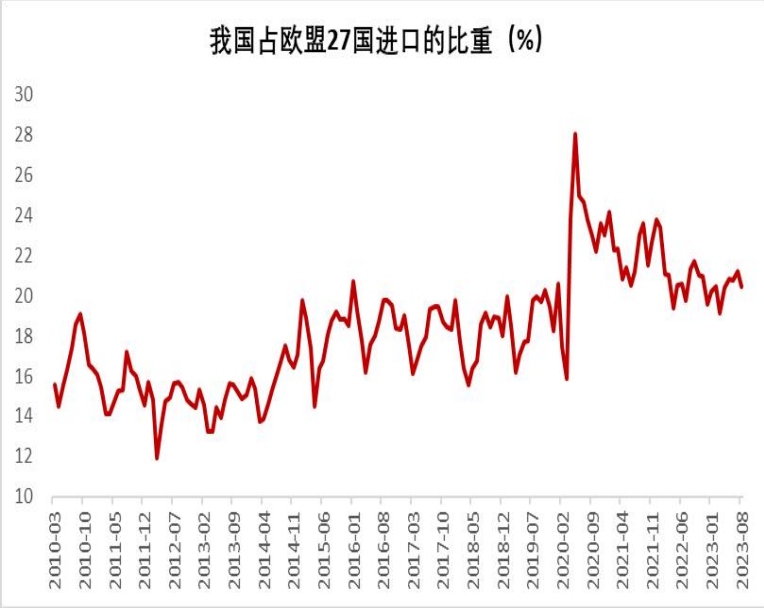
结合2020年至2022年我国货物出口规模的逆势扩张，凸显了非传统市场的地位显著提升。2023年1-10月，对中亚、非洲、拉美等新兴市场的贸易分别增长33.7%、6.7%和5.1%；对共建“一带一路”国家的进出口增长了3.1%，占我国进出口总值的比重上升到46.5%。

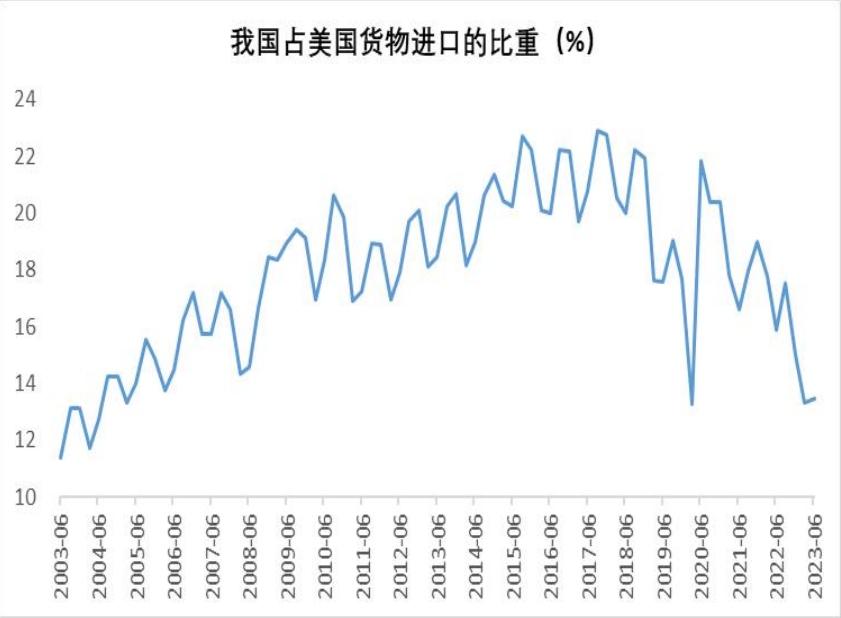
- **关注我国对外贸易关系可能出现的结构性变化**

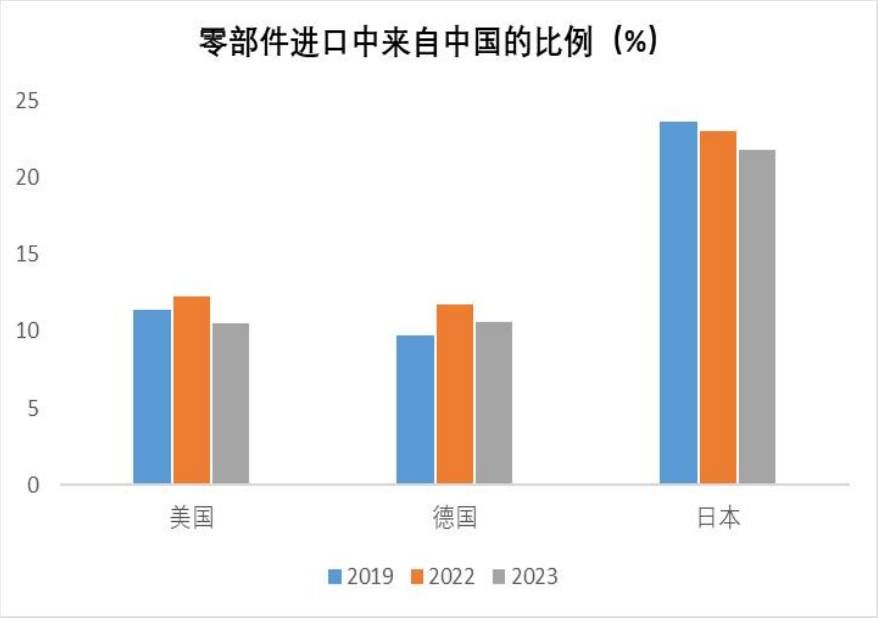
我国占美国货物进口份额显著下降，这在2018年已经出现；占欧盟进口份额在2022年下半年以来波动下降。

已经出现其他新兴经济体在主要发达市场市场上对我国的替代迹象。在美国电子产品和机器设备的进口来源上，逐步从我国转向东盟和墨西哥；在主要发达经济体的零部件进口来源上，我国的占比出现下降趋势。









在美国的进口来源中，我国的占比显著下降，墨西哥和东盟的占比逐步上升。特别是墨西哥，今年上半年超过我国成为美国第一大进口来源国。

另一方面，这些替代我国在美市场份额的国家和地区也增加了从我国的进口。相较于2019年，今年上半年，我国在越南、印尼等东盟国家进口中的占比提高了3个百分点左右，在墨西哥进口中的占比提高了3个百分点左右。总体而言，新兴市场对美出口份额上升，从中国进口份额也在上升。

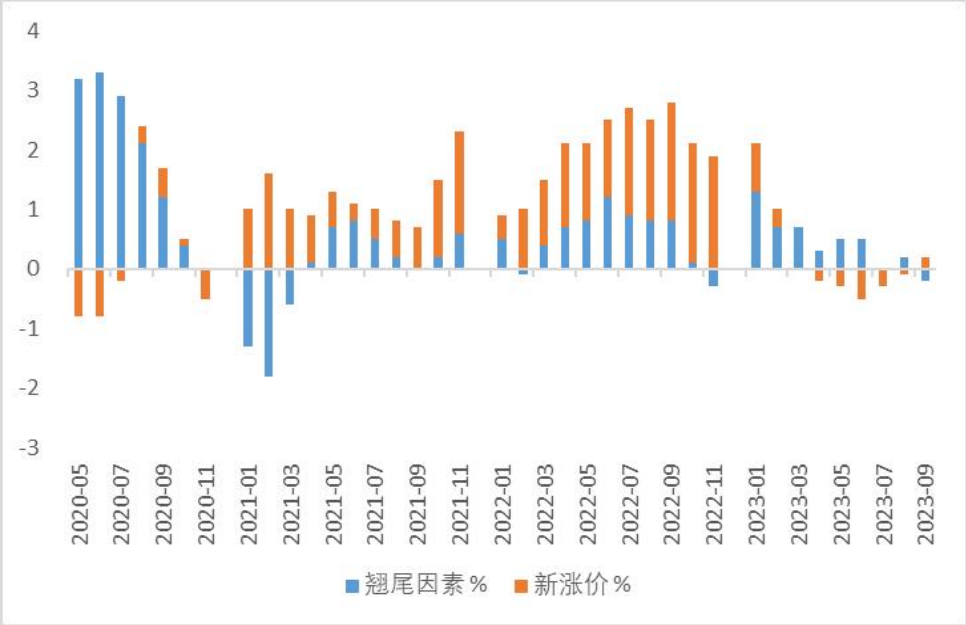
相比2021年，我国消费品特别是劳动密集型消费品出口份额下降，资本品和中间品出口份额上升，在产业链上的位置从下游消费品向中游中间品和资本品升级。这在一定程度上类似于上世纪90年代以后出现的产业链和市场份额转移，从“东亚-中国-欧美”三角分工和贸易模式转向“中国-其他新兴市场-欧美”三角分工和贸易模式。

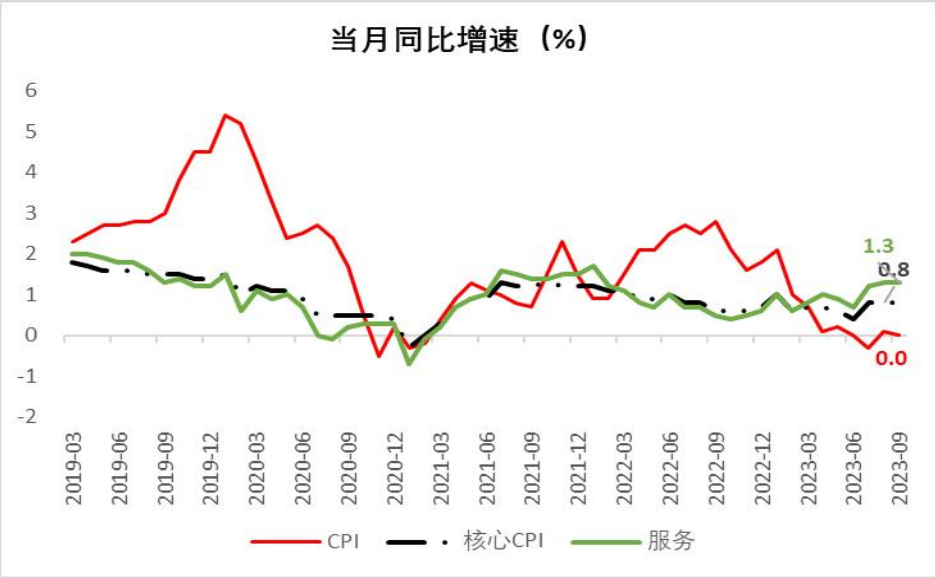
但是这当中存在两个问题：1）长和消之间能否对冲？相较于疫情前，今年我国占美国进口份额下降了3个百分点左右，占墨西哥和东盟等进口份额上升了3个百分点左右，但是由于分子也就是进口规模的巨大差异，在这种消长变化中很可能出现的是我国总体出口规模的萎缩；2）上世纪90年代后“东亚-中国-欧美”分工和贸易模式的形成，依赖于当时的地缘政治关系缓和与地缘经济融合，而当前的背景是地缘政治矛盾上升和地缘经济分裂风险，“中国-其他新兴市场-欧美”这样的跨地缘经济区域的分工和贸易模式，是否具有长期可持续性？

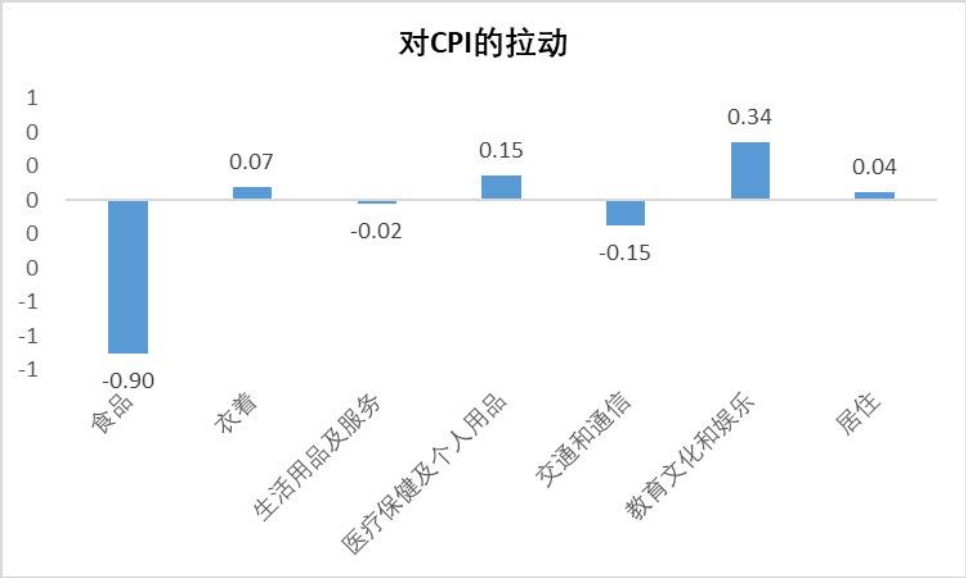
• 居民消费价格温和上涨

前三季度，CPI同比上涨0.4%；9月，CPI同比持平，环比上涨0.2%；9月份，食品价格下降3.2%，影响CPI下降0.9个百分点。

新涨价因素在连续 6 个月负增长后实现转正。新涨价因素由负转正，显示近期集中推出的稳经济、促消费政策初见成效，内需呈现逐步修复势头。



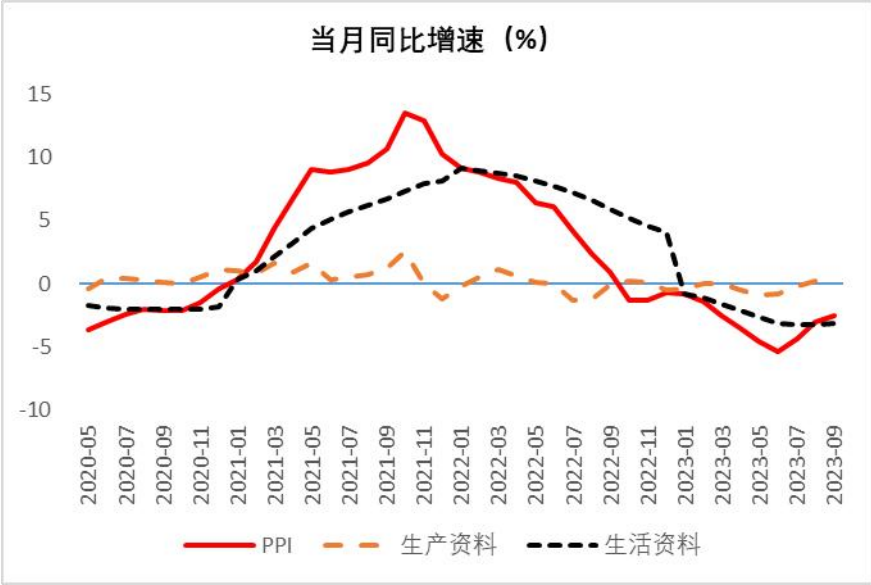


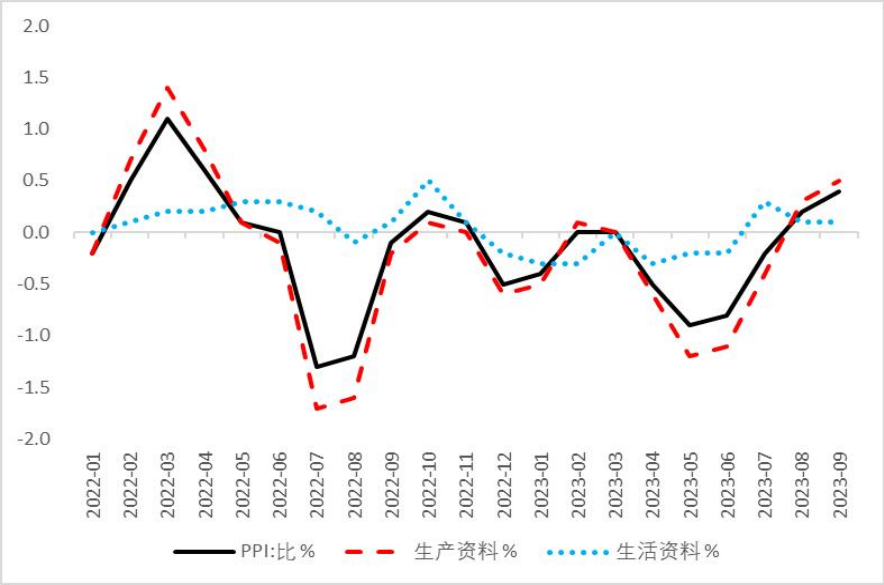


• 工业生产价格降幅连续收窄

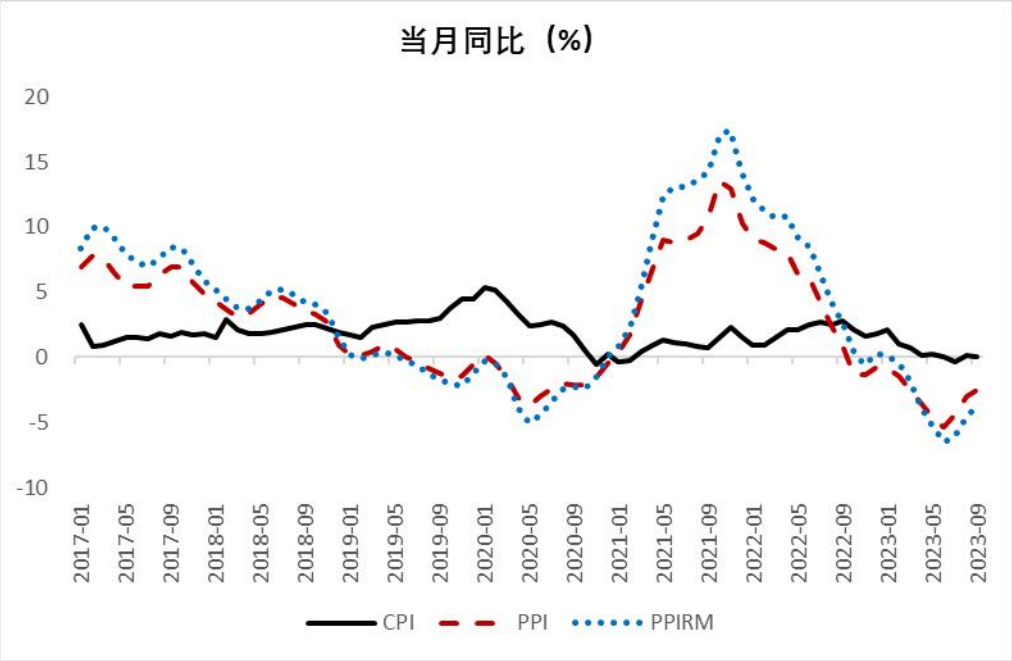
9月，受工业品需求逐步恢复、国际原油价格上涨等因素影响，PPI同比降幅收窄、环比涨幅扩大。

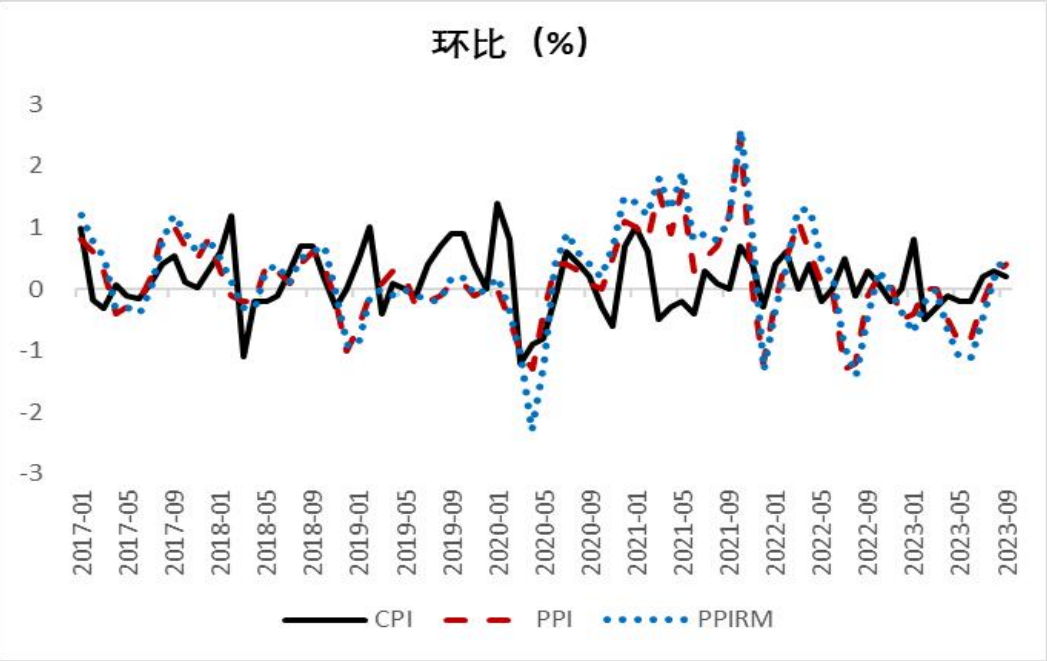
前三季度，PPI同比下降3.1%；9月份同比下降2.5%，降幅比8月收窄0.5个百分点，环比上涨0.4%。前三季度，PPIRM同比下降3.6%；9月份同比下降3.6%，降幅比8月收窄1个百分点，环比上涨0.6%。





PPI环比增速 0.4%，涨幅比上月扩大0.2个百分点。其中，生产资料上涨0.5%，涨幅扩大0.2个百分点，生活资料上涨0.1%，涨幅与上月相同。从环比看，上游采掘业反弹最快，加工业环比由跌转升，下游生活资料回升幅度与上月持平。稳增长政策效力已逐步显现，但上下游之间尚未形成明显“共振”。



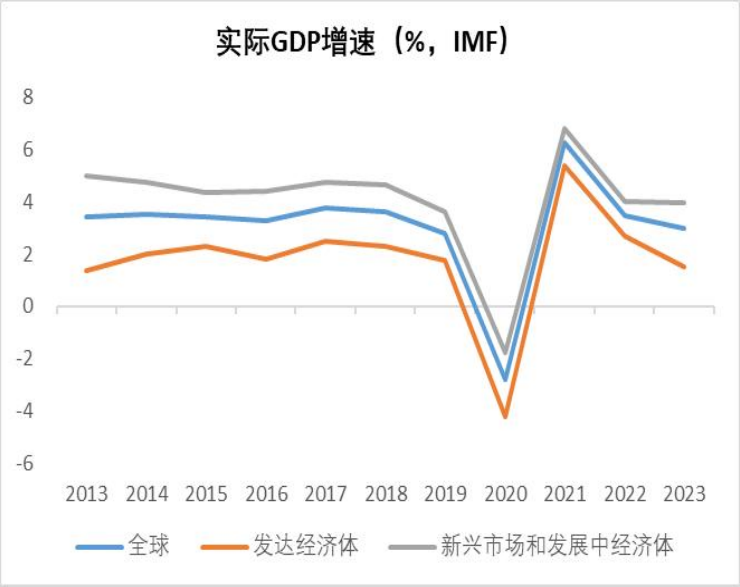


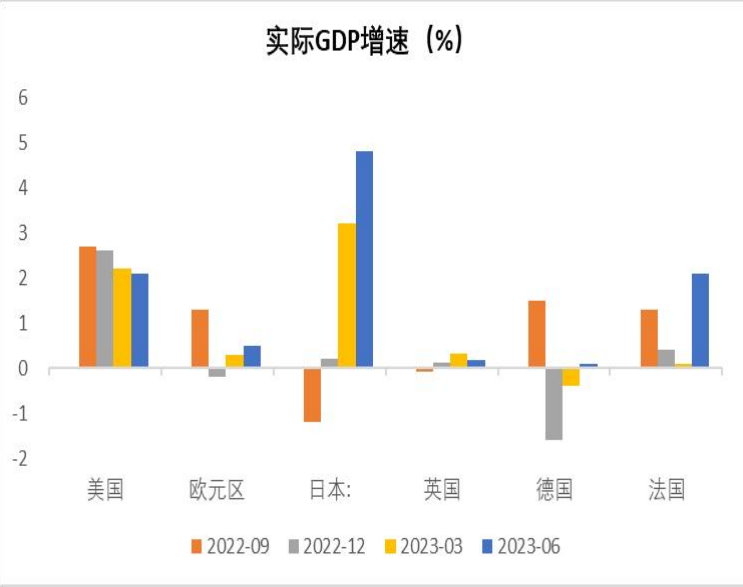
从PPIRM、PPI和CPI变化轨迹的对比看，受供给偏紧和需求改善的双重影响，供给端价格升温强于消费端；CPI与PPI同比增速剪刀差缩小，环比增速剪刀差由正转负，反映消费需求的内生增长力量不足。

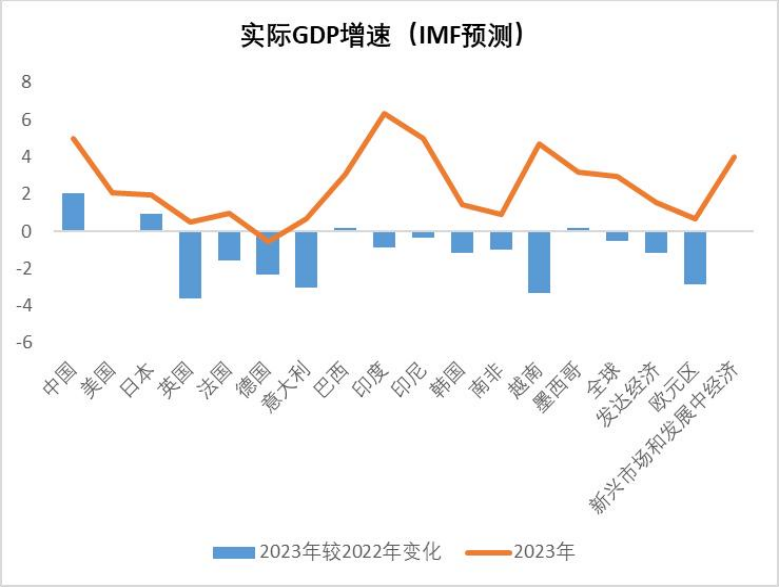
➢世界经济的深层次风险加大

■ 全球经济增速普遍下滑、经济分化加剧

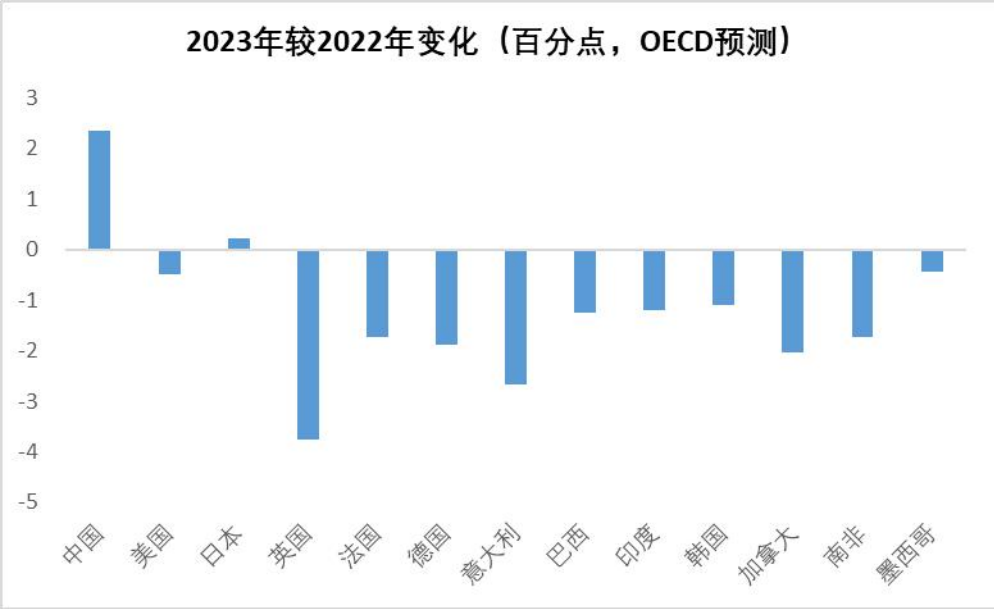
在新冠疫情的长期影响、俄乌冲突、地缘政治矛盾加剧、地缘经济分裂、生活成本危机、全球货币政策环境收紧、财政政策退出、高债务和极端天气等多重冲击叠加下，全球经济显著放缓但是并没有停滞，这反映出全球经济的韧性。但是，2023年在全球经济整体放缓的大背景下，不同国家或地区之间的分化明显扩大。

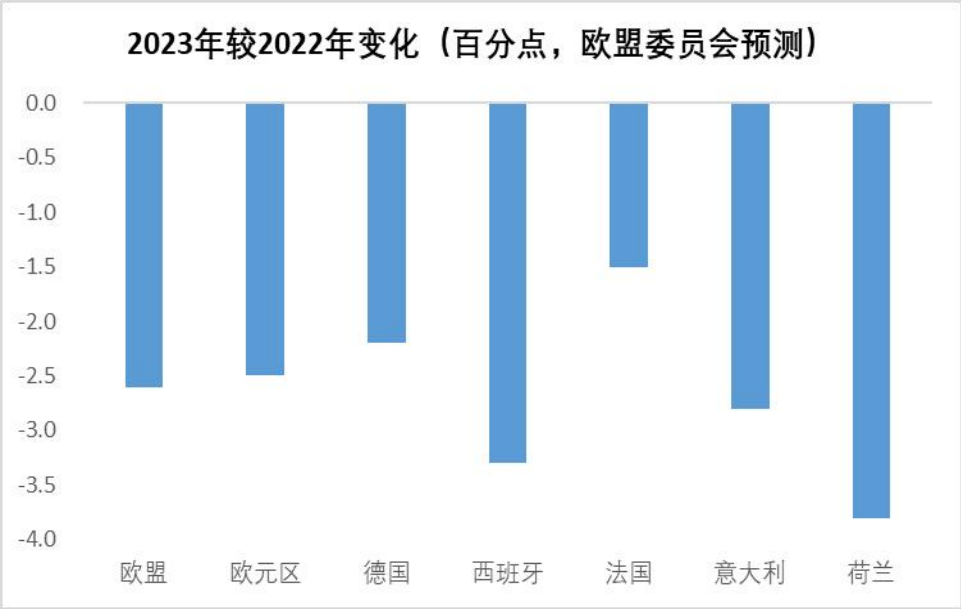


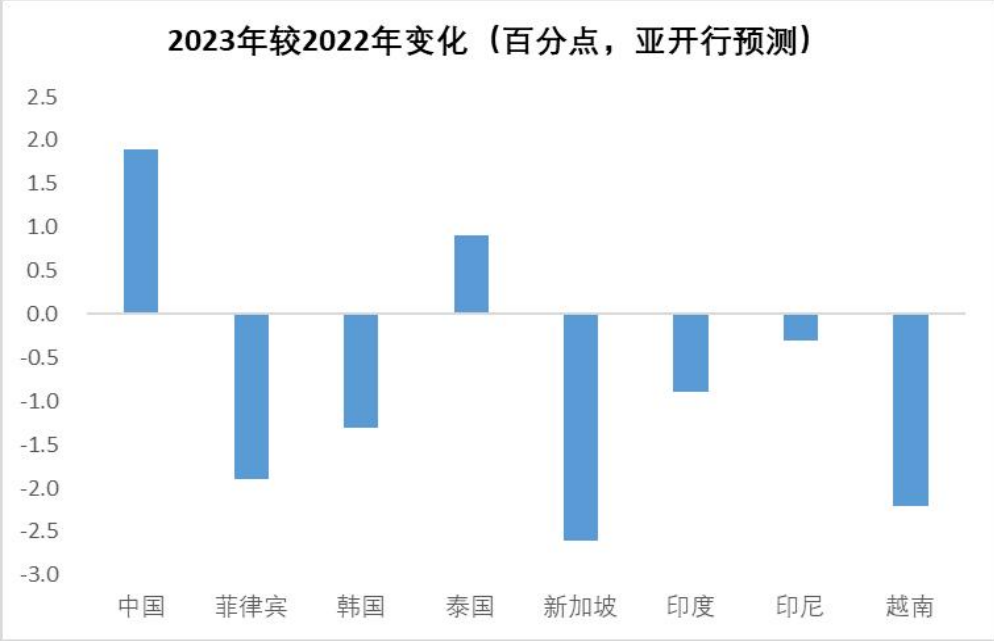


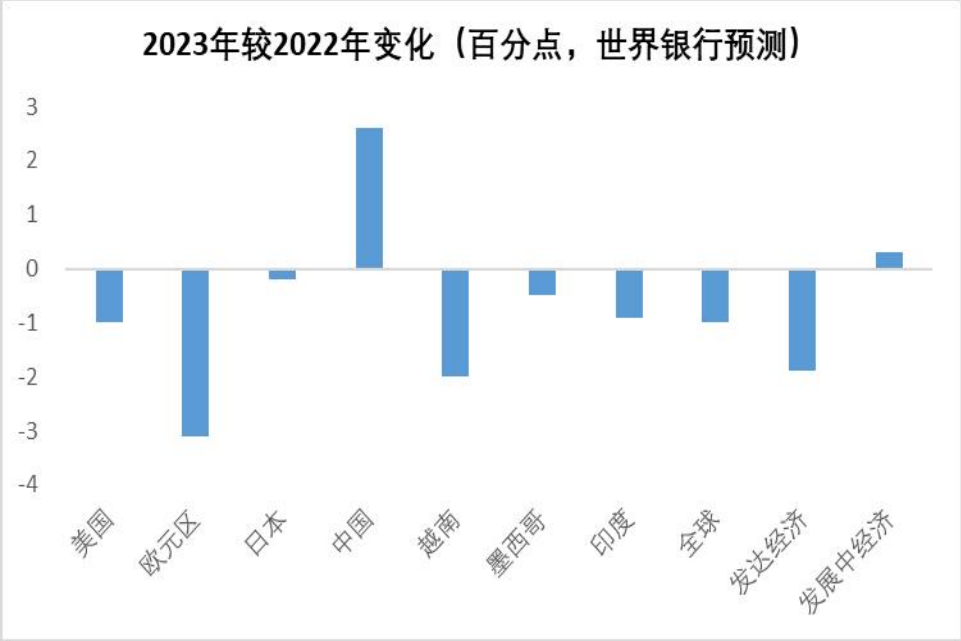


主要国际组织都大幅下调了全球经济及主要经济体的增速预期。





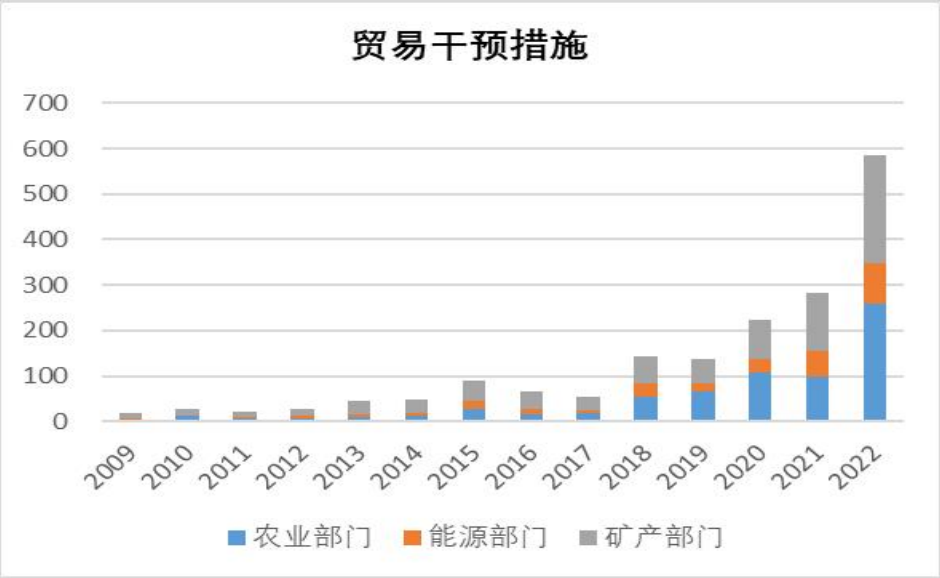




■ 国际贸易增速下降，贸易政策环境未见改善

根据10月份WTO的预测，2023年全球货物贸易量的增速仅有0.8%，比4月份的预测下调了0.9个百分点。

各国实施的针对货物贸易的保护措施，特别是针对农产品和矿产品的贸易干预措施显著增多。



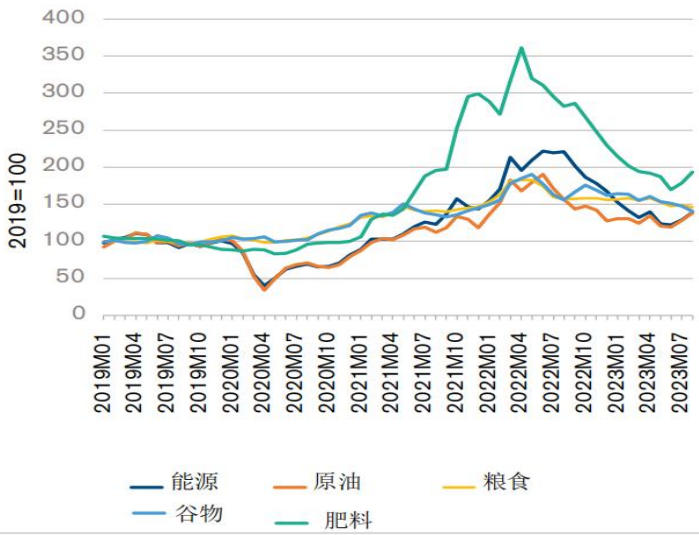
■ 大宗商品价格可能再次走高并引发全球货币金融环境进一步收紧的风险

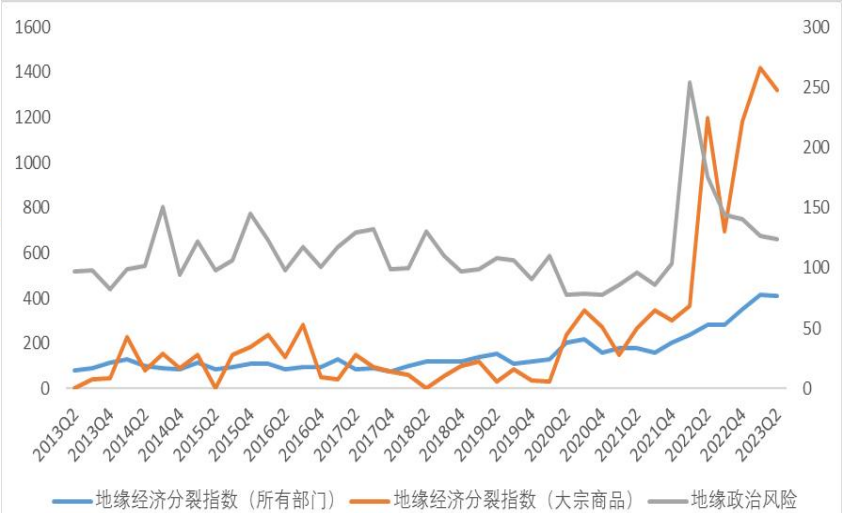
大宗商品价格比2022年的高位明显回落，这为各国控制通货膨胀提供了助力，也使得人们对欧美暂停甚至是逆转货币紧缩进程有了期待。

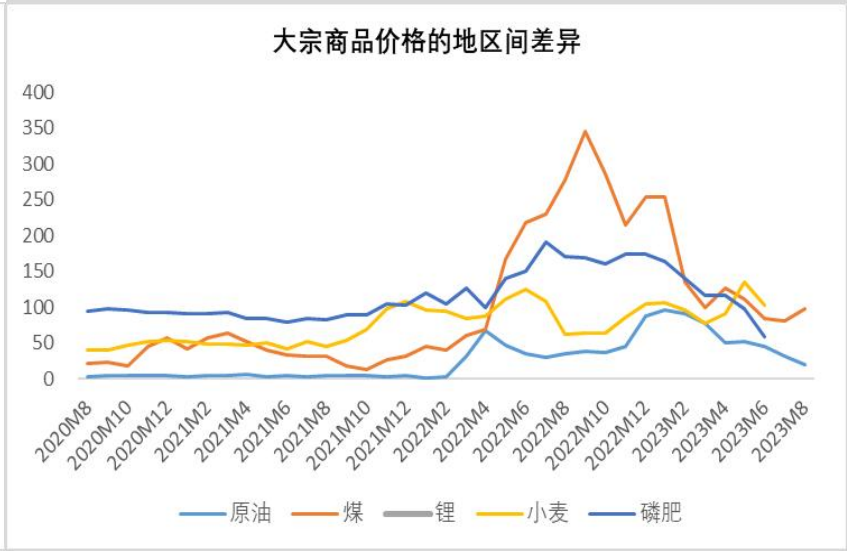
但是，在地缘政治矛盾和气候变化的共同作用下，大宗商品价格再次波动上升。而且，地缘经济割裂还会导致大宗商品市场的割裂，不同地区之间的价格差异扩大。

6月以来OPEC+延长了减产期限，导致石油价格上升。当前中东局势趋于紧张，巴以爆发新一轮大规模冲突并引发中东地缘政治关系的紧张。这必然引发原油价格的上涨。

这增加了欧美货币金融环境变化的不确定性。如果货币金融环境进一步收紧，将加剧全球高债务-弱财政下的金融风险。



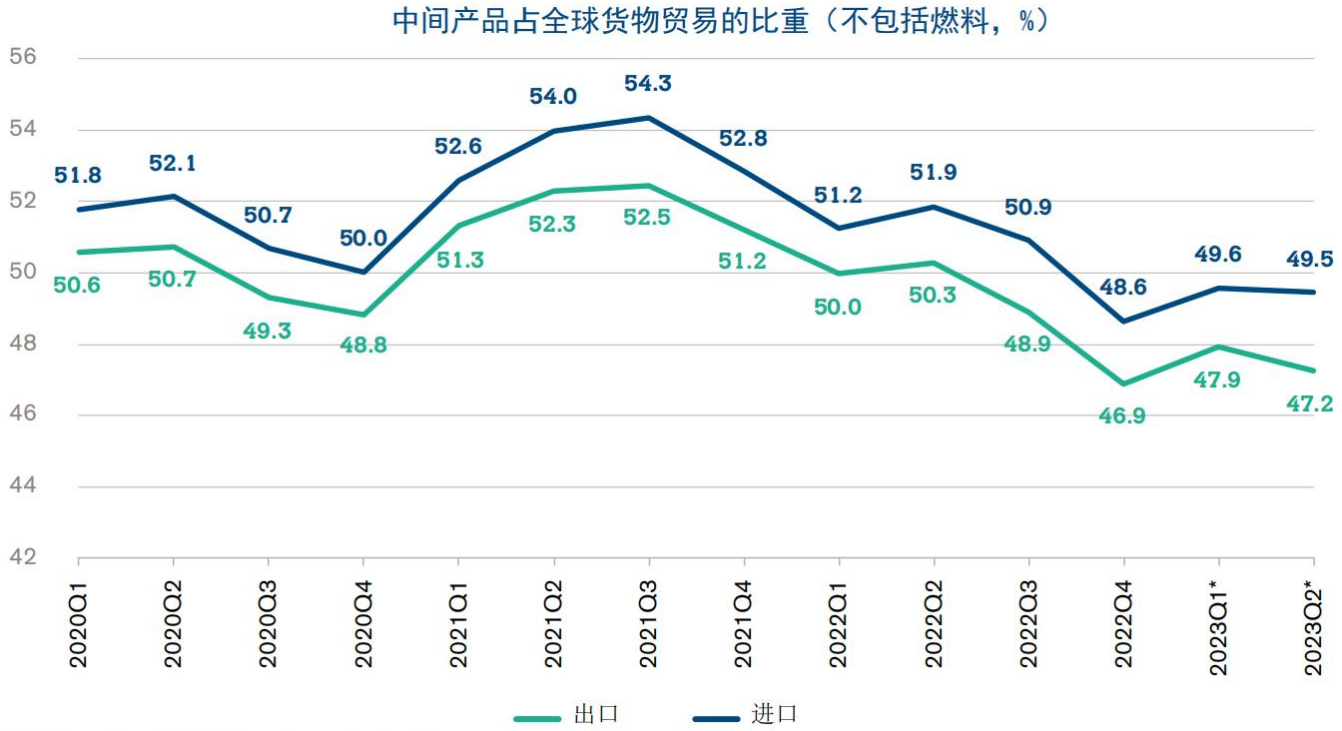




地缘政治矛盾的经济影响特别是地缘经济分裂的迹象已经出现

WTO，世界贸易报告2023年

国际贸易沿着地缘政治分界线重构，初步呈现出向“友岸”调整的迹象。根据在联合国大会上的投票相似性，将不同国家或地区分为假想的地缘政治区域。俄乌冲突以来，假想地缘政治区域内部贸易增速比区域之间快5个百分点点左右。

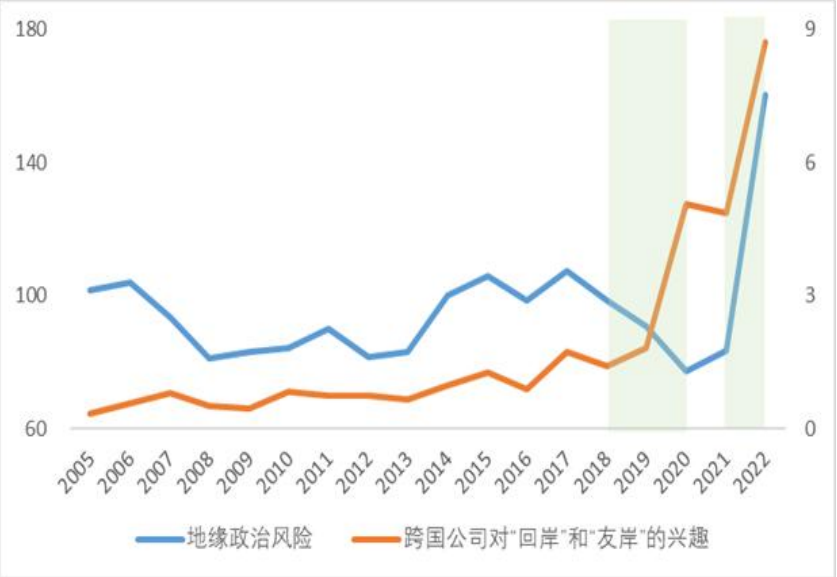


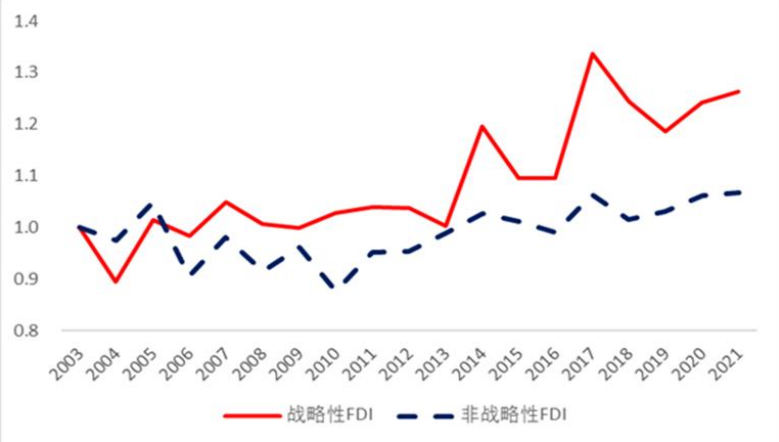
WTO，全球贸易展望与统计，2023年10月

有形产品特别是制成品的生产依然高度依赖复杂的全球供应网络，但是，全球供应链的复杂度已经呈现下降趋势。在全球货物贸易中，中间产品占比从疫情前三年的平均51%降至48.5%。

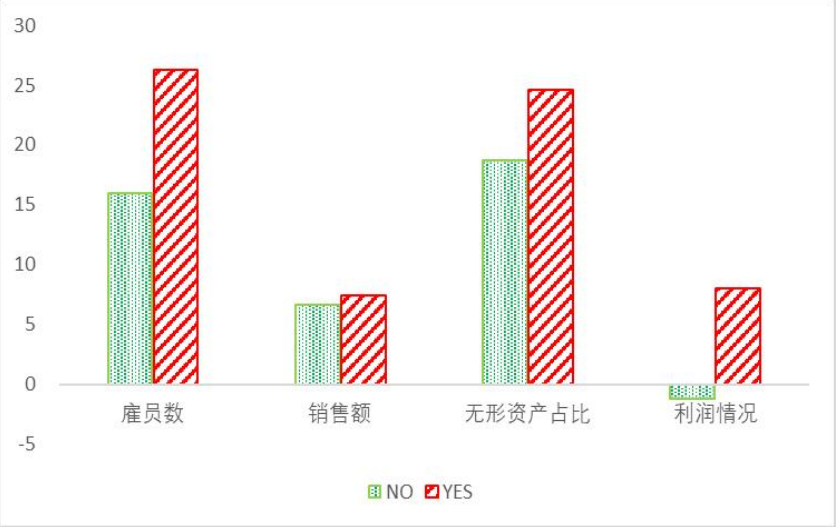
地缘政治因素在FDI决策中的重要性明显提升，特别是战略性产业中的FDI决策。地缘政治因素对全球FDI流动和全球地理分布的影响已经显露，双边FDI越来越集中在地缘政治关系接近的国家或地区之间。

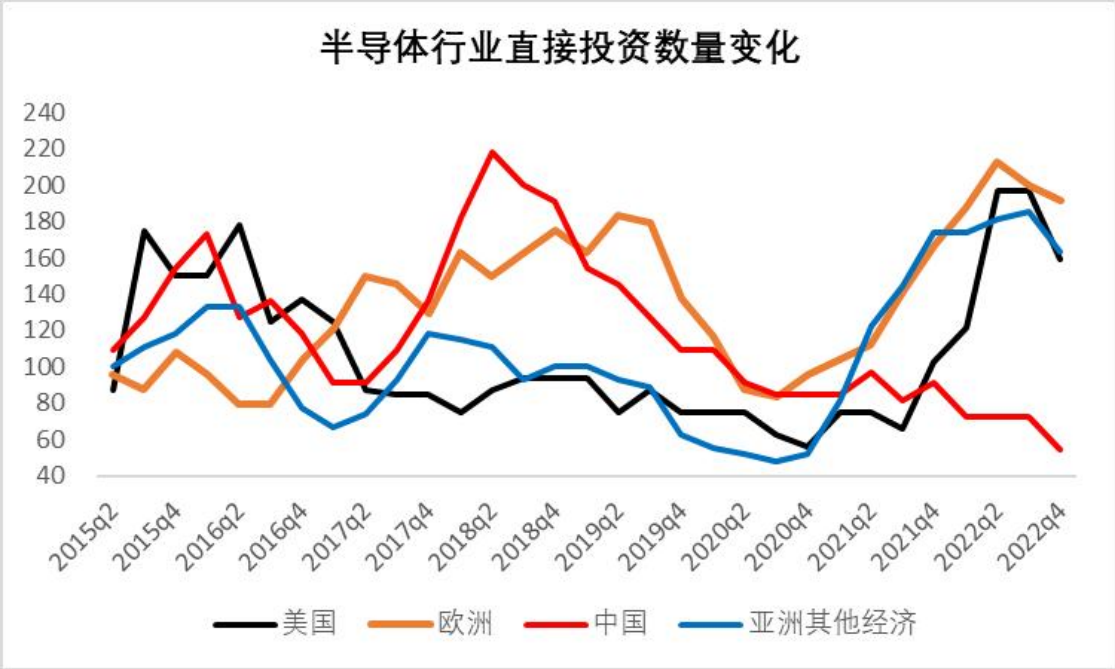
地缘政治因素对企业跨国投资和生产决策的影响提升。伴随地缘政治风险的上升，越来越多的跨国公司对“回岸”和“友岸”的兴趣显著上升。考虑“回岸”、“友岸”或“近岸”策略的公司，平均来看，规模更大、盈利能力更强、知识密集度更高。

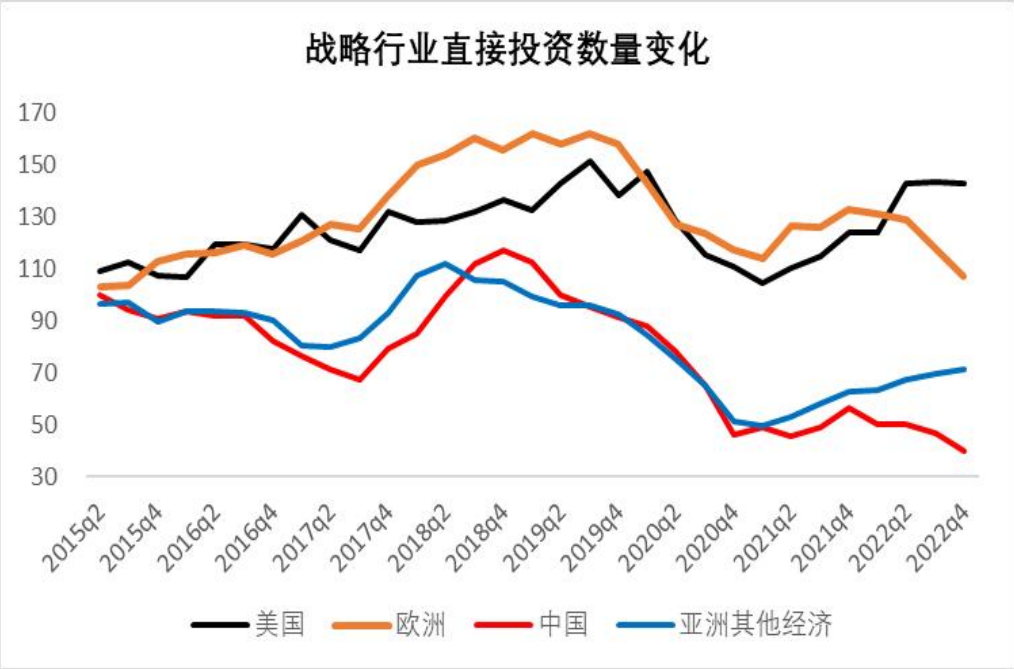




在地缘政治关系接近的国家或地区之间发生战略性FDI和非战略性FDI的可能性（2003年=1）




半导体行业直接投资数量变化
240
220
200
180
160
140
120
100
80
60
40
2015q2
2015q4
2016q2
2016q4
2017q2
2017q4
2018q2
2018q4
2019q2
2019q4
2020q2
2020q4
2021q2
2021q4
2022q2
2022q4
美国
欧洲
中国
亚洲其他经济


战略行业直接投资数量变化
170
150
130
110
90
70
50
30
2015q2
2015q4
2016q2
2016q4
2017q2
2017q4
2018q2
2018q4
2019q2
2019q4
2020q2
2020q4
2021q2
2021q4
2022q2
2022q4
美国
欧洲
中国
亚洲其他经济

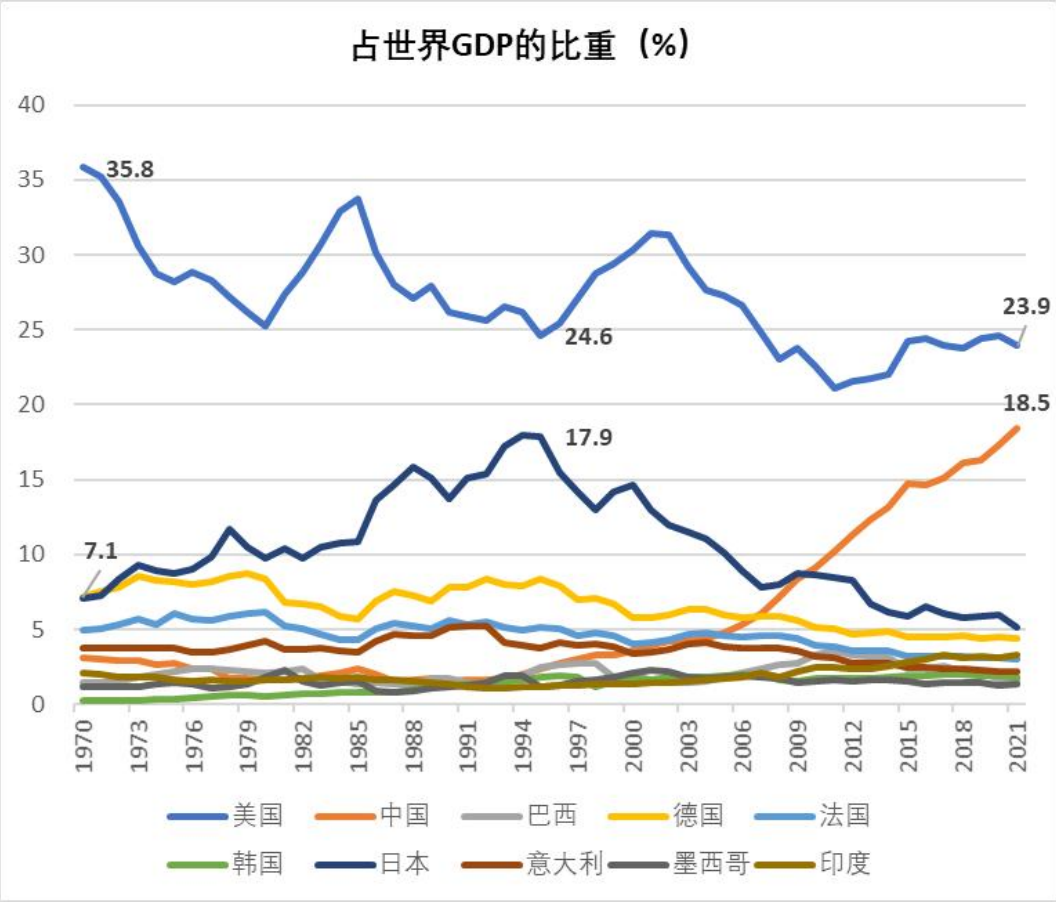
■ 当前世界经济的最大困境在于，缺乏协同解决全球性问题的政治意愿，多边协调和合作难以展开。

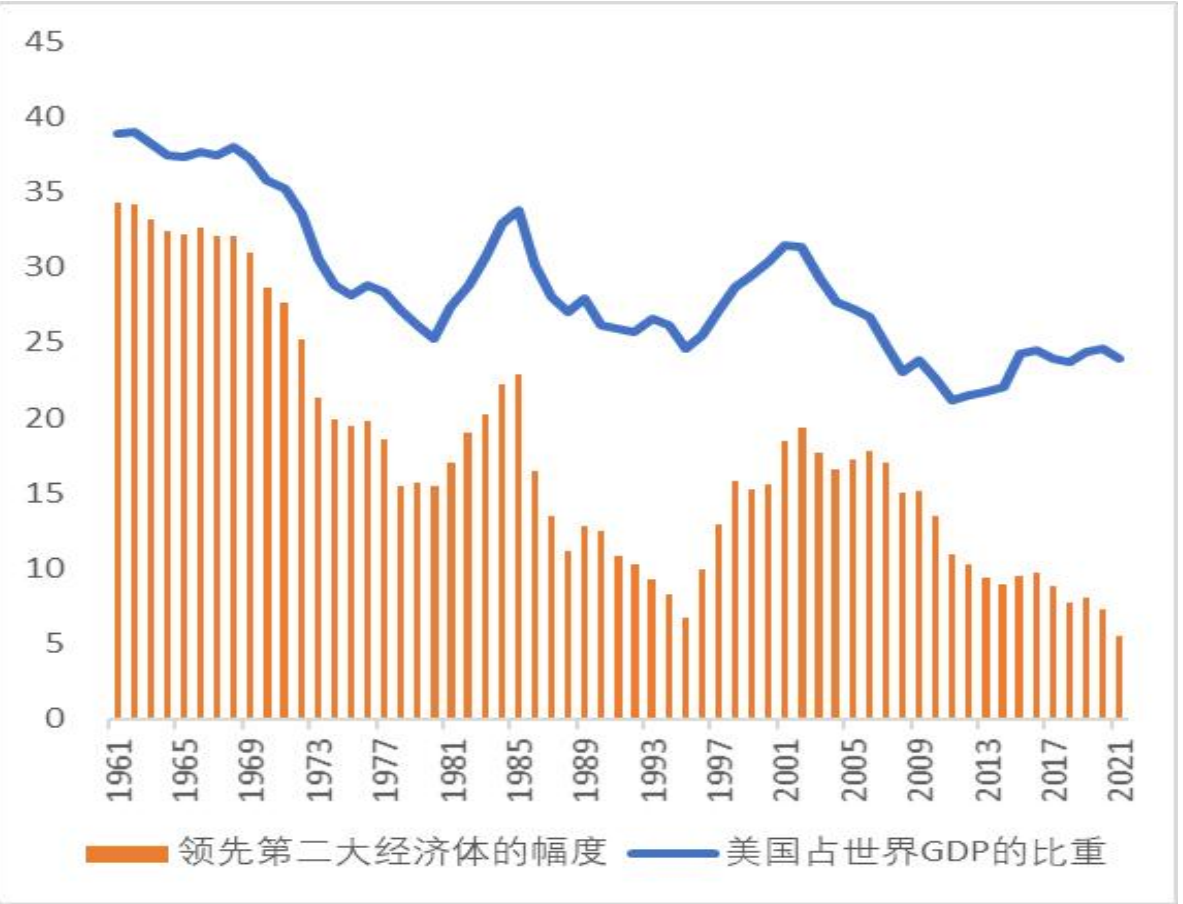
- 近年来，无论是面对全球性疫情这一共同冲击，还是全球经济面临衰退风险乃至金融和经济危机的威胁，主要经济体之间都没有实质性的经济政策协调与合作。这与2008-09金融危机后以G20为平台迅速开展全球协调与合作形成鲜明对比。
- 在美欧不断强化盟友关系，协调地缘政治立场、共同应对地缘政治矛盾的大背景下，面临严重的通货膨胀压力和经济衰退压力的情况下，美欧之间也没有实质性的政经济策协调与合作。

- 在其背后是，在世界经济大变局之下，世界经济作为统一整体的运行基础受到严重削弱。

- 全球化进程中收入分配问题的不断累积与演变，改变了全球化参与者关于全球化好处的政治共识
  - 全球化本身会带来收入分配效应，全球化背后的推动力也能够带来直接的或间接的收入分配效应。
  - 当收入分配问题累积到一定程度，对全球化的不满和对抗力量就会在经济、社会和政治等多维度显露出来，并演变为民粹主义、单边主义和保护主义等思潮和政策。

- 伴随国际经济格局的变化，不同经济体力量对比关系的消长变化，民族国家和政府作为国际竞争主体的地位和作用重新凸显。
  - 不同经济体力量对比差距的缩小，对二战后所形成的、基于鲜明力量差距的国际规则体系和合作协调模式构成挑战，新的治理模式尚在酝酿之中。国际规则和全球治理的主导权之争激化。
  - 对长期竞争优势的关注，对国际关系中权力资源的关注，包括对资本流动、市场、关键原材料、先进技术和设备的控制能力，特别是在技术和创新领先地位上的争夺激化。





战后以来，美国始终保持全球第一大经济体的位置，但是，相对经济实力优势呈现不段下降的趋势。权力和控制力，需要基于明显的实力优势。美国依然是第一大经济体，依然具有最强的综合实力。但是，优势已经明显减弱，已经很难维持绝对的权力和控制力。

- 民族国家和政府行为背后不只是经济逻辑，还有政治逻辑。也就是说，不只是权衡成本和收益，而是权衡成本、收益和安全。大国的行为背后还有对全球影响力和控制力的管制，关注的是相对地位和相对能力。
  - 所考虑的不只是能否获得收益，而且还考虑能否获得相比于竞争对手更多的收益。
  - 国际合作是“双赢”还是“零和”？依赖于各国的行为逻辑和决策目标。
  - 大国博弈、疫情冲击和地缘政治矛盾的叠加，经济安全和国家安全观念强化，在各国行为背后非经济逻辑的影响上升。这导致各国从关注绝对收益转向关注相对收益，俄乌冲突将强化这种地缘政治思维。
  - 政府在特定目标导向和问题导向下的行为模式，蕴藏内在的不协调、矛盾和冲突，难以形成有效的国际政策协调与合作。

- 产业政策的全球性回归
  - 根据联合国产业发展组织（UNIDO）的统计，2009年至2019年，产业政策的数量几乎增长了一倍；产业政策的回归主要发生在发达经济体，高收入国家执行的产业政策的平均数量为95，中、低收入国家执行的产业政策平均数量只有18。
  - 在GTA的贸易政策数据中，被归为产业政策的占比从2009年的19%升至2019年的47%。在各国实施的贸易政策数量上升的同时，其中具有产业政策属性的政策措施上升更快。
  - 针对特定行业或企业实施复杂的非关税措施，是当前全球产业政策的重要特点。

作为对比

- 上世纪80年代，欧美发达经济体为了走出滞涨问题，需要降低成本和提高效率。经济逻辑和市场逻辑符合这样的需求，新自由主义政策实践应运而生，自由开放的市场观念在全球传播和扩散，通过比较优势和市场竞争的结合带来效率提高和经济增长。强调小政府、自由市场和对外开放的“千禧范式”在全球传播扩散，这个过程推动了全球价值链的形成和发展。
  - 在全球更广范围内实现了比较优势和市场竞争的结合，推动国际分工模式和生产模式的转变，也就是全球生产价值链的形成和发展，推动发达经济与发展经济的深度融合和新一轮经济全球化进程，在这个过程中推动成本更大幅度的下降和效率更大幅度的提高，就此开启了世界经济的新周期。
- 在20世纪80年代以来的新一轮全球化进程中，构成世界经济整体的国别经济或地区经济，在目标取向和行为模式上呈现趋同，分工合作和政策协调都更容易展开。

- 近年来，政治经济逻辑下，主要国家之间特别是大国之间，目标取向和行为模式的差异性越来越明显，世界经济作为统一整体的基础和机制受到严重削弱。各国无法通过协调合作推动世界经济循环恢复常态。

面对世界经济的困难与挑战，主要发达经济体的选择并不是加强多边协调与合作，而是推动世界经济沿着地缘政治断层线的分裂。甚至在地缘政治关系亲近的国家或地区之间，也针锋相对地实施具有保护主义倾向的内向型产业政策。

简单的思考与启示

- 从前三季度的情况看，实现年度宏观经济目标应该不太困难。
- 最终消费贡献GDP增长80%甚至90%以上的状态很难持续，特别是疫情后具有超调性质的服务消费扩张及其引领的消费增长，以及资产负债表尚未充分修复情况下的消费倾向显著提升，可持续性都存疑。
- 综合我国国内经济内生调整需求、贸易规模对前期逆势扩张的回调、以及全球经贸关系的结构性调整趋势，都意味着外贸作为总需求力量，进一步增长的空间有限。
- 投资特别是民间投资的力量必须要跟进。但是，尝试了各种政策措施后，依然无法有效刺激民间投资增长，需要从短期宏观调控思维转向长期增长思维，需要在体制机制上作为更具稳定预期的安排。

➢ 高水平开放需要营造更好的外部环境

- 产品和要素开放→制度型开放，不仅要塑造我国的内部环境，还需要塑造良好的外部环境；
- 未来较长一段时间内，外贸和外资的量的扩张和质的提升固然重要，如何改善国际环境可能更为重要。

CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF月度报告发布，深度解析内需逐步企稳的中国宏观经济

10月20日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司联合主办的CMF宏观经济月度数据分析会（2023年10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“内需逐步企稳的中国宏观经济”**，来自政界、学界、企业界的知名经济学家及行业专家**刘元春、毛振华、丁安华、鲁政委、章俊、于春海**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济学院副院长、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**王于春海**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、　国民经济持续向好，经济复苏动能转强

二、　世界经济的深层次风险加大

三、　思考与启示

一、国民经济持续向好，经济复苏动能转强

2023年前三季度，我国实际GDP同比增长5.2%，其中第三季度实际GDP增长4.9%。据测算，若四季度GDP增速达到4.4%-4.5%左右，全年的增长目标就能实现，这不是一件困难的事情。第三季度的两年增速为4.4%，较二季度的3.3%也有明显改善；环比增速折年率达到5.3%，比二季度高2.3个百分点。自7月24日政治局会议以来，财政、货币、地产、消费、就业等方面出台了一系列宏观政策，以扩内需、提信心和防风险为导向，从而带动经济复苏动能转强。

1、供给侧

服务业复苏尤为明显。前三季度，服务业增加值累计同比增长6%，增速比二产高出1.6个百分点，比整体经济高出0.8个百分点，服务业对GDP增长的贡献和拉动接近疫情前水平。

服务业的特性决定了其扩张主要是由国内需求驱动的，三季度消费持续修复，特别是服务消费增长较快，推动了服务业的快速扩张。

9月，服务业生产指数同比增长6.9%，明显回升；1-8月，全国规上服务业企业营业收入同比增长7.2%，增速也相对较高。

工业生产呈现改善迹象，制造业生产恢复加快。9月，规模以上工业增加值同比增长4.5%，两年平均增速为5.4%，较8月有所提高；环比增长0.36%，保持恢复向好的趋势。但与此同时，无论是工业还是制造业，增速均低于GDP整体增速。消费复苏主要是受益于服务业的增长，而制造业在很大程度上依赖于出口。目前，国内对于制造业产品的需求恢复并不明显，加上出口低迷，对制造业增长形成拖累。制造业特别是装备制造业的增速高于整体工业部门，而高技术产业的增速低于整体工业部门，这可能意味着制造业内部结构的变化，值得我们进一步关注和研究。

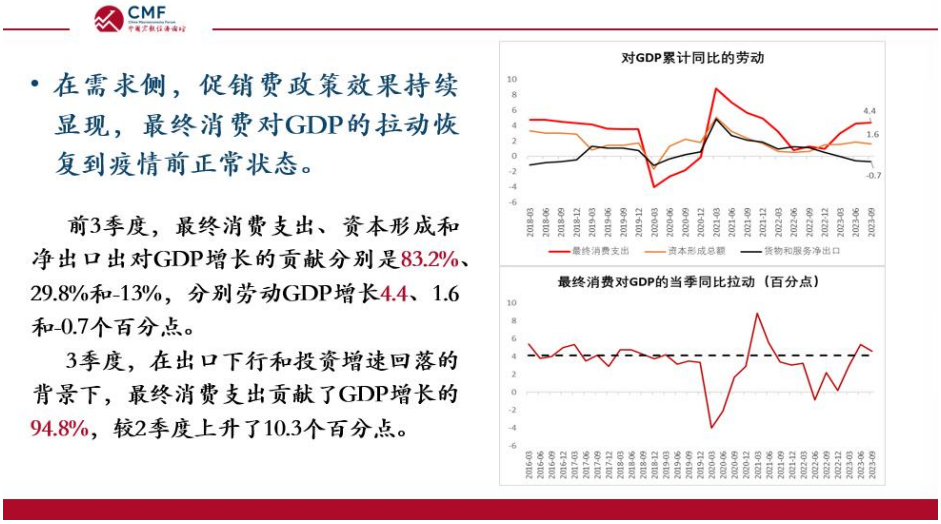
从工业企业的利润情况来看，1-7月，工业企业利润总额持续下滑，8月工业企业利润总额同比增长17.2%，环比大幅增长25.2%。量价齐升导共同推动营业收入由降转涨，营业收入在连续三个月下降后实现正增长，由7月份同比下降1.4%转为增长0.8%，由此带动当月利润由降转升。同时，工业企业改善面有所扩大，在41个工业大类行业中，30个行业利润增速加快，或降幅收窄、由降转增，行业改善面超七成。

从景气指数来看，服务业恢复较为强劲，工业和制造业呈现改善迹象。制造业的PMI在9

月份达到了50.2%，连续四个月反弹，自4月份以来首次升至扩张区间。生产指数、新订单指数和出口指数均有所改善。尽管出口订单指数回升较为明显，但目前仍然处于收缩区域。分企业类型来看，大型企业景气指数持续处于扩张区域，中小企业景气指数虽有一定回升，但也还是在收缩区间。过去一段时间内，大型企业的改善相对明显，而中小企业的改善则不尽如人意。尽管一系列政策不断出台，力度不断加大，但对于中小企业的支持性政策的传导依然不是很顺畅。

9月，服务业商务活动指数为50.9%，在五个月的下跌之后转为上升；建筑业商务活动指数为56.2%，始终处于明显的扩张区间，并且景气程度还在继续提升。

2、需求侧



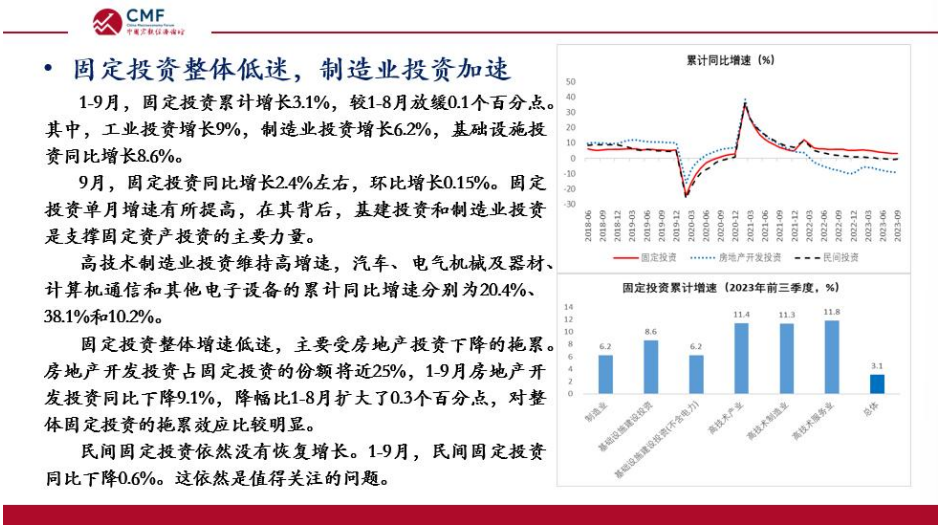
促消费政策效果持续显现，最终消费对GDP的拉动恢复至疫情前正常状态。前三季度，最终消费支出对GDP增长的贡献为83.2%，第三季度最终消费支出对GDP增长的贡献达到94.8%，是非常高的。

消费动能持续转强。从社零情况来看，9月社零同比增长5.5%，增速较8月提高0.9个百分点，连续第二个月回升。 前三季度，居民人均消费支出实际增长8.8%，明显高于人均可支配收入的实际增速5.9%。第三季度，居民平均消费倾向为69.8%，高于2019年同期水平，居民消费意愿显著修复。这反映出，在各项稳增长政策和促消费政策的影响下，居民信心的改善和

消费倾向的提升。

居民消费的增长更多来自于服务。前三季度，服务零售额累计增长18.9%，增速远高于社零的累计增速6.8%；居民人均服务性消费支出占居民人均消费支出的比重同比提高了2个百分点。这是疫情之后居民行为的短期调整。一般而言，在疫情中，居民消费会从服务向有形商品转化，而在疫情之后则会出现相反趋势。但这种调整是相对短期的，长期内居民消费结构中服务性消费和有形产品消费的占比相对稳定，会随着收入等方面的变化缓慢调整。因此，**疫情后服务消费迅速扩张带动居民消费扩张的变化是不可持续的**。

此外，人均消费支出增速明显高于人均可支配收入的情况也与疫情前的正常情况不太相符。过去，人均消费支出增速通常低于人均可支配收入的增速，但今年以来却出现了相反的趋势，在家庭资产负债表没有得到充分修复的情况下，这种趋势的可持续性不是很高。后续需要更多政策层面的支撑，才能维持消费增长动力的持续转强。



从投资情况来看，固定投资整体依然低迷。1-9月，固定投资累计增长3.1%，较1-8月放缓0.1个百分点；9月当月的同比增速仅为2.4%。其中，制造业投资和基础设施投资的支撑作用较强。目前，基建投资增速维持在较高水平，预计未来还将继续提供较高的支撑力。但另一方面，由于固定投资增长主要依靠基建投资拉动，民间固定投资恢复缓慢。疫情以来，民间投资持续低迷。尽管各种政策手段不断出台，但对于民间投资的促进作用却不太明显。固定投资增速低迷的另一个原因是房地产投资下滑。由于房地产开发投资占固定投资的比重接近25%，若房地产投资大幅下降，将对固定投资形成拖累。因此，未来固定投资的增速可能会

依赖于房地产的相关政策态度和政策措施。

外贸方面，7月以来进出口同比降幅持续收窄，对外贸易下行压力开始减弱。9月，出口同比下降6.2%，进口同比下降6.3%，外需仍然面临着较大下行压力，但这可能是疫情后调整过程中的必然现象。

在正常状态下，如果外贸延续疫情前缓慢、稳定增长的趋势，应该不会达到现在的规模。然而在疫情期间，国内外供需缺口的不同步使得我国对外贸易逆势扩张。疫情后，这种不正常的高增长必然会出现回调，因此进出口增速的下滑乃至外贸整体规模的收缩是正常且必然会出现的。

另一方面，我国经济增长的内生动能正在调整，处于逐步构建以内循环为主，内外相互促进的新发展格局的过程中。因此，庞大的对外贸易规模和对外需的高度依赖在疫情前就已经开始有所调整了。在此背景下，外贸出现一定程度的回落也是合理的。此外，近年来全球供应链重构的趋势改变了我国参与国际分工和国际贸易的模式，也对我国外贸造成一定下行压力。考虑到对前两年逆势扩张的回调，以及全球贸易结构和贸易关系的可能调整，我国外需未来进一步扩张的动力有限。

从地理结构上看，美欧发达市场以及东盟等传统市场在我国出口中的占比整体下降。2022年以来，这种下降尤为明显，降幅已经达到了6-7个百分点。与此同时，我国对非传统市场的出口占比显著提升，其中，对中亚、非洲、拉美等新兴市场的贸易额增速较高，对“一带一

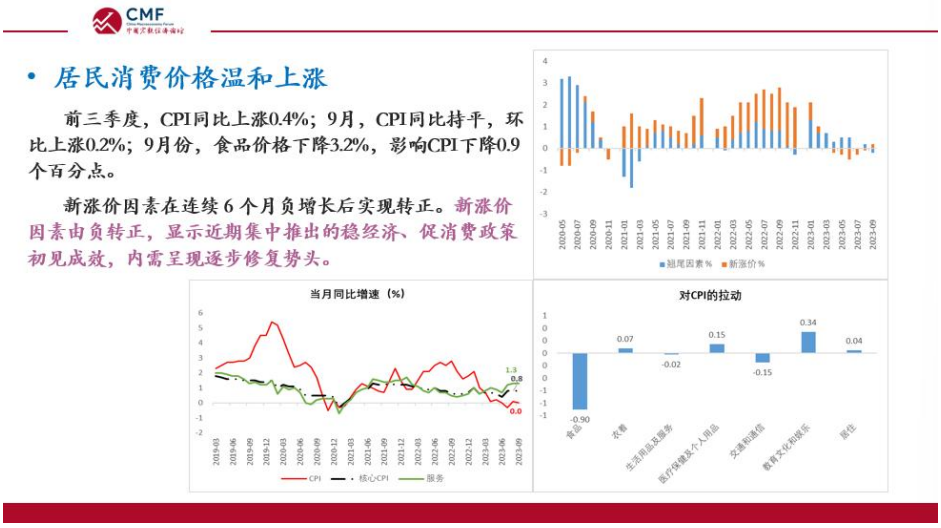
路”国家的贸易规模也持续增长。

我们需要进一步关注对外贸易关系可能出现的结构性变化。2018年起，我国占美国货物进口份额就开始显著下降；我国占欧盟进口份额在疫情期间达到高位，2022年下半年以来呈现波动下降。目前，已经出现了其他新兴经济体在主要发达市场上对我国的替代迹象。比如在美国电子产品和机器设备的进口来源上，逐步从我国转向东盟和墨西哥；在主要发达经济体的零部件进口来源上，我国的占比出现下降趋势。同时，在美国、德国等主要发达经济体的零部件进口来源中，我国的占比在过去几年间持续下滑，这部分市场份额一定程度上从中国转移到了墨西哥、东盟等其他经济体。

一方面，我们对美国的出口减少，而墨西哥、东盟、越南等国对美国的出口增加；另一方面，墨西哥、东盟、越南等国增加了对中国的进口。**新兴市场对美出口份额上升的同时，从我国进口的份额也在上升，因此我们在一定程度上是通过墨西哥等国间接向欧美出口。**从产品类型来看，我国消费品特别是劳动密集型产品的出口份额下降，而资本品和中间品的出口份额上升，在产业链上的位置从下游消费品向中游中间品和资本品升级。这在一定程度上类似于上世纪90年代以后出现的产业链和市场份额转移，从“东亚-中国-欧美”三角分工和贸易模式转向“中国-其他新兴市场-欧美”三角分工和贸易模式。

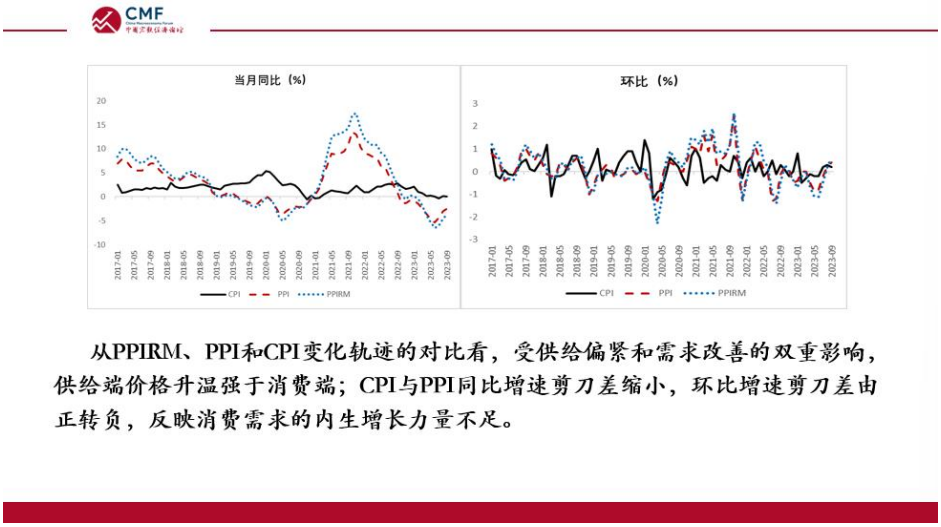
但其中有两点值得担忧：一是这种消长变化能否对冲。相较于疫情前，今年我国占美国进口份额下降了3个百分点左右，占墨西哥、东盟等经济体的进口份额上升了3个百分点左右，但考虑到分子，也就是进口规模的巨大差异，这种消长变化可能会导致我国贸易整体规模的萎缩。二是上世纪90年代后，“东亚-中国-欧盟”三角分工贸易模式的形成是依赖于当时的地缘政治关系缓和与地缘经济融合，而当前地缘政治矛盾和地缘经济分裂的风险上升，“中国-其他新兴市场-欧美”这样的跨地缘经济区域的分工贸易模式是否具有可持续性，值得我们担忧。

3、价格层面



前三季度，CPI同比上涨0.4%；9月，CPI同比持平，环比上涨0.2%。若剔除翘尾因素的影响，可以看到新涨价因素在连续六个月负增长后开始转正，一定程度上显示出近期集中推出的稳经济、促消费政策已经初显成效，内需呈现出逐步修复的势头。

工业生产价格降幅连续收窄。9月，受工业品需求逐步恢复、国际原油价格上涨等因素影响，PPI同比降幅收窄、环比涨幅扩大。其中，生产资料上涨0.5%，涨幅扩大0.2个百分点，生活资料上涨0.1%，涨幅与上月相同。从环比来看，上游采掘业反弹最快，加工业环比由跌转升，下游生活资料回升幅度与上月持平。稳增长政策效力已逐步显现，但上下游之间尚未形成明显“共振”。



对比投入价格、产出价格和消费价格的变化轨迹来看，受供给偏紧和需求改善的双重影

响，供给端价格升温强于消费端；CPI与PPI同比增速剪刀差缩小，环比增速剪刀差由正转负，反映消费需求的内生增长力量不足。

从GDP增速，以及供给侧、需求侧和价格层面的数据来看，经济复苏向好的趋势较为明晰。比如需求侧，内需尤其是消费需求的改善和扩张相对明显。但与此同时，复苏过程中也存在着诸多问题，比如供给侧的服务业扩张相对明显，但制造业则较为低迷；需求侧的消费需求扩张明显，但其中包含了疫情后的恢复性消费特征，长期可持续性堪忧；投资虽然开始出现改善迹象，但仍然没有恢复较为良性的增长；尽管进出口降幅持续收窄，但由于过去几年外贸出现了非常态扩张的现象，导致未来进一步扩张的动力不足。

二、世界经济的深层次风险加大

世界经济的深层次风险加大，将直接影响我国的对外贸易和投资，并间接影响我国相关经济主体的信心和对未来的预期，尤其是对于工业部门和制造业部门来说，世界经济变化产生的影响更为明显。

过去几年中，在新冠疫情的长期影响、俄乌冲突、地缘政治矛盾加剧、地缘经济分裂、生活成本危机、全球货币政策环境收紧、财政政策退出、高债务和极端天气等多重冲击叠加下，全球经济显著放缓但是并没有停滞，这反映出全球经济的韧性。但是，2023年在全球经济整体放缓的大背景下，不同国家或地区之间的分化明显扩大。在10月的经济预测中，几乎所有国际组织和主要机构都下调了对世界经济以及主要经济体的增速预期。其中，对于中国2023年经济增速的预测高于2022年，其他主要经济体均大幅低于2022年。

1、国际贸易增速出现进一步下滑

根据10月WTO的预测，2023年全球货物贸易量的增速仅为0.8%，不仅明显低于去年3%的增速，较4月的预测也下降了0.9个百分点。同时，贸易政策环境也并没有得到明显改善。过去几年中，针对货物贸易，尤其是矿业和农业部门的保护措施仍然非常多。此外，大宗产品价格再次上升的可能性依然存在，这将引发全球货币金融环境进一步收紧。目前，大宗产品价

格较2022年的高位有明显回落，为各国控制通胀提供了帮助，也使得人们对于欧美暂停甚至逆转货币紧缩进程的预期上升。**但近期，在地缘政治矛盾加剧和气候变化的影响下，大宗产品价格重新出现上升趋势。**考虑到当前中东的紧张局势，原油价格上涨的概率相对较大。若大宗产品价格再次明显上升，其所带来的通胀压力将使得欧美货币金融政策进一步收紧。在持续多年的高债务、弱财政背景下，可能会触发相关的金融风险。

2、世界经济出现结构性调整的趋势

地缘政治矛盾的经济影响，特别是地缘经济分裂的迹象已经出现。根据在联合国大会上的投票相似性，将不同国家或地区分为假想的地缘政治区域。俄乌冲突以来，假想地缘政治区域内部贸易增速比区域之间快5个百分点点左右。国际贸易沿着地缘政治分界线重构，初步呈现出向“友岸”调整的迹象。同时，全球供应链和价值链的复杂度呈现下降趋势。尽管中间品在全球供应链中的占比仍然较高，但相较疫情前出现了下降，全球供应链开始出现回调迹象。

地缘政治因素在企业投资和贸易决策，尤其是FDI决策中的重要性明显提升，双边FDI越来越集中在地缘政治关系接近的国家或地区之间。过去几年，地缘政治的影响一定程度上超过了地理距离的影响。重视地缘政治因素的跨国公司对“回岸”和“友岸”的兴趣明显上升，并且规模更大、盈利能力更强、知识密集度更高的公司对于“友岸”和“回岸”的兴趣更为浓厚。此外，一些战略性行业，比如半导体行业也明显体现出地缘政治因素。过去一段时间内，我国半导体行业直接投资数量持续下滑，而其他经济体却保持了较高增长；我国战略行业的直接投资数量也出现了明显的下滑趋势。

世界经济整体增速出现下滑，不同经济体增速的分化也更加明显；贸易增速不仅出现了下滑，还明显体现出地缘政治因素，地缘经济分裂的情况逐渐凸显。世界经济面临的不仅是增速下滑和贸易萎缩，还有分裂的潜在风险。**对此，全球尤其是主要经济体需要加强政策协调，共同应对短期的经济低迷和增速下滑，并防止地缘经济分裂。**

3、国际分工合作难以开展

当前世界经济的最大困境在于，缺乏协同解决全球性问题的政治意愿，多边协调和合作难以展开。近年来，无论是面对全球性疫情这一共同冲击，还是全球经济面临衰退风险乃至金融和经济危机的威胁，主要经济体之间都没有实质性的经济政策协调与合作。这与2008-09金融危机后以G20为平台迅速开展全球协调与合作形成鲜明对比。在美欧不断强化盟友关系，协调地缘政治立场、共同应对地缘政治矛盾的大背景下，面临严重的通货膨胀压力和经济衰退压力的情况下，美欧之间也没有实质性的政经济策协调与合作。在百年未有之大变局下，世界经济作为统一整体的运行基础受到了明显削弱。

这种现象背后的原因是多方面的：首先，在全球化进程中，收入分配问题不断积累，导致人们对于全球化的共识发生变化。无论是全球化进程本身，还是驱动全球化进程的技术和制度层面的调整，可能都会带来直接或间接的收入分配效应，导致收入差距在过去几十年中越来越大。**当收入分配问题累积到一定程度后，人们对于全球化的不满就会体现在社会、经济、政治等多个维度，从而产生民粹主义、保护主义和单边主义思潮。**

伴随国际经济格局的变化，不同经济体的力量此消彼长，民族国家和政府作为国际竞争主体的地位和作用重新凸显。在上世纪70年代，美国占世界GDP的比重几乎超过另外9家主要经济体的总和，具有绝对的控制力。当时，世界经济的治理格局和规则体系都依赖于这样一个极其不对称的力量形势。但随着时间推移，美国的领先地位出现了大幅下降，绝对优势遭到削弱，难以维持权力和控制力。在这种情况下，越来越多的国家开始关注称其竞争优势，以及国际关系中的权力资源。特别是当经济面临频繁的外生冲击，比如疫情、气候变化、地缘政治矛盾时，各国对于安全稳定的关注显著提升，这就要求强化国家和政府的控制力。在过去的国际竞争中，国家和政府逐渐退居幕后，而企业尤其是跨国公司成为了国际竞争的主体。现在则出现了相反的情况：国家意志重新占据主导地位，政府行为也进一步强化。由于国家和政府行为的背后并不仅是经济逻辑，还有政治逻辑，这会导致对一国对全球影响力和控制力的关注上升，从而影响其参与国际合作分工的态度。当关注成本和效率时，国际分工合作就是正和博弈；若关注权力和控制力，国际分工合作将变为零和博弈，**而一旦走向零和博弈，各国就会对国际分工合作产生排斥，政策协调就难以开展。**

4、产业政策出现全球性回归的趋势

根据联合国相关机构统计，2009年至2019年，产业政策的数量几乎增长了一倍；产业政策的回归主要发生在发达经济体，高收入国家执行的产业政策的平均数量为95，是中低收入国家产业政策平均数量的五倍左右。在GTA的贸易政策数据中，产业政策的占比也有显著提升，并且主要是体现在高收入经济体和发达经济体中。

产业政策通常具有较强的内向性和排外性。产业政策的全球性回归意味着相关经济体系的行为目标和行为模式开始发生变化。上世纪80年代，欧美发达经济体为了走出滞胀，摆脱债务危机和金融危机，产生了共同的目标导向，即走向开放型的世界经济，通过国际分工合作实现降成本、提效率、促增长的目的。因此，开放型的世界经济体系逐步形成，东西、南北之间的界限逐渐被打破，全球化进程开始启动，世界经济增速显著提升。

但当下大家需要解决的，并不是降成本和提效率的问题，而是过去积攒下来的全球化进程中的问题，比如收入分配差距及其引发的经济、社会、政治等方面的问题；各国经济力量发生变化后，对于现有的国际治理体系和国际规则体系的冲击；以及不同经济体之间，尤其是大国之间权力和控制力的重新分配问题。由此来看，主要经济体都希望提升自己对世界经济和其他经济体系的控制力和影响力，从而更加希望解决分配问题。在分配的过程中，主要经济体在目标取向和行为模式上的差异性变得越来越明显，导致世界经济作为统一整体的基础和机制受到严重削弱，各国无法通过协调合作推动世界经济循环恢复常态。

三、思考与启示

从前三季度的情况来看，实现年度宏观经济目标应该不太困难。但在经济增长的背后仍然存在一些隐患和需要长期关注的问题。最终消费贡献GDP增长80%甚至90%以上的状态很难持续，特别是疫情后具有超调性质的服务消费扩张及其引领的消费增长，以及资产负债表尚未充分修复情况下的消费倾向显著提升，可持续性都存疑。在资产负债表还没有得到充分修复的情况下，消费倾向明显提升的可持续性也是存疑的。

贸易方面，综合我国国内经济内生调整需求、贸易规模对前期逆势扩张的回调、以及全球经贸关系的结构性调整趋势来看，外贸作为总需求力量，进一步增长的空间有限。在此背景下，投资特别是民间投资的力量必须要跟进。然而我国尝试了各种政策措施后，依然无法

有效刺激民间投资增长。未来，需要从短期宏观调控思维转向长期增长思维，在体制机制上作出更加稳定预期的安排。

此外，高水平对外开放要营造一个相对更好的外部环境。要从过去的产品要素开放转向制度型开放，不仅要塑造我国的内部环境，还需要塑造良好的外部环境。未来较长一段时间内，外贸和外资的量的扩张和质的提升固然重要，如何改善国际环境可能更为重要。

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

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，当前经济有企稳的迹象，但仍面临着继续筑底的压力。一方面，经济增速整体呈现下行趋势；另一方面，缩表背后是人们对于资产价格下行的预期，而资产价格下行将会极大限制投资和负债意愿。

通过强劲的政策带来经济明显反弹是很困难的，因为当前的经济下行可能是底部还未筑牢的表现，因此进一步筑底非常重要。此外，要高度关注日本经济泡沫破灭后资产价格下行带来的教训，克服“躺平”现象。

上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人**刘元春**指出，四季度的政策扩张和积极财政政策的全面回归决定了2024年上半年，我国经济将进一步企稳回升。三中全会的召开将进一步推动改革方案出台，在明年全球政治乱局和经济低迷的背景下，对中国的信心反而会得到提振。

政策建议：1）坚持审慎乐观的定位；2）不宜将明年的增长目标定得过低，**建议在4.5%-5%**；3）财政赤字率也不宜过低，建议在3.2%左右；4）要加大力度解决民生问题；5）在房地产的一揽子政策上依然要有深度的相机调整能力。

招商银行首席经济学家**丁安华**认为，三季度经济增速环比改善的重要原因是暑假期间中国民众服务消费补偿性释放，而这项因素在过去三年中都受到了明显压制。海外方面，三季

度国际经济形势的核心特征是，美国和其他主流经济体的经济基本面剪刀差逐渐扩大，也就是说美国经济表现出了比较强的韧性，其主要原因是在财政政策的支撑下美国经济逐渐走强。

在疫情，发达经济体的逆周期财政政策几乎都是针对家庭部门、住户部门的转移支付，但我们却没有使用这种直达住户部门的转移支付工具。建议政府使用更多的，直达住户部门的政策工具，来提升住户部门或者说最终居民消费者的开支，使得本轮消费复苏具备收入的支撑，从而具有可持续性。

中国银河证券首席经济学家兼研究院院长**章俊**指出，年初以来，我国经济复苏的轨迹符合7月中央政治局会议提出的“波浪式发展、曲折式前进”。**按照当前经济复苏的态势，预测四季度GDP环比增速会回升到1.5%，推动同比增速提升至5.3%，全年的GDP增速也将在5.3%左右。**

消费依然是今年中国经济复苏的主要推动力，其中服务业的支撑作用最为明显。出口增速逐步见底回升，短期内中国出口可能会受益于全球经济的韧性，但长期中贸易隐忧仍存。投资方面，房地产投资拖累作用明显，而基建也未能体现出对于经济的托举作用。总体来说，当前中国经济复苏的基础并不十分稳固，宏观政策依然需要维持较强的力度。

兴业银行首席经济学家**鲁政委**认为，三季度经济数据的反弹略超预期，但未来形势依然复杂，政策还需持续优化发力。要处理好国内和国际的平衡问题，为政策预留出独立的空间。

政策建议：1）房地产方面的政策需要持续优化调整，建议全面放开城市落户的限制；2）地方政府债方面，要加大化债力度，同时解决地方政府新增支出的问题；3）无论是经济领域还是政治和社会领域，不同政策之间都要具有一致性；4）培育新动能的空间还很大，需要将服务领域的改革开放作为下一阶段的重点；5）突破“卡脖子”难题的关键在于人，因此要加大力度吸引海外人才。

毛振华：宏观政策目标应着眼于“筑牢底部”，而非“刺激反弹”

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 68 期）上的发言

从三季度及 9 月份的统计数据来看，当前经济呈现出一定企稳迹象，特别是环比增长较二季度有所回升，且三季度以来部分宏观指标也呈逐月改善态势，一些市场机构开始重新调高经济增长预期值。但是，我们应当清晰的认识到当前经济仍处在筑底的进程中，宏观经济仍存在一定下行压力，特别是资产价格下行过程中企业投资以及居民消费仍存在收缩的压力。后续看，“保四争五”或是未来几年我国经济增速常态，长周期增长的下行趋势具有较大的确定性。根据这一判断，当前宏观调控政策应当以筑牢经济底部为目标，从市场端、消费端发力进行纾困与支撑，而不应试图通过强刺激实现短期反弹。

一、从复合增速看当前经济增长维持在 4%左右，“保四争五”或是未来几年经济增速常态

从前三季度的经济修复来看，二季度经济出现显著回调，三季度边际改善，四季度 GDP 只要实现 4.4%的增长就可以达到 5%的年度增速目标。但是我们也应当看到，年初所公布的年度增速目标是 5%，低于此前预期的 5.5%，表明决策机构对于经济形势的预期还是有一定的预见性，并且为经济运行的不确定性预留出了一定的空间。能够顺利实现年度增长目标有助于稳定市场预期，但需要注意到当前的增速建立在去年较低的基数之上，5%所对应的两年复合增速也仅为 4%，相比 2020 年至 2022 年三年 4.5%的复合增速还要低一些，GDP 增长相较疫情前的常态水平依然较远。2024 年 GDP 保持 5%左右的水平存在一定压力，可以判断，未来几年经济增长或均处于“保四争五”的局面，经济增速中枢将有所下移。

在这一过程中，宏观经济政策所追求的目标应当是如何帮助经济实现筑底，逐步的减缓长期下行的斜率，而非仅着眼于短期的经济反弹。前三季度宽松取向的宏观政策并未实现预

期中的支撑效果，也表明周期性、趋势性、结构性问题的叠加已经制约了刺激政策的效果。

二、资产价格下行之下，企业投资意愿依然受限，居民消费可持续性仍需观察

导致宏观政策效果不佳的主要原因之一是微观主体对于政策信号的引导没有反馈，而带来预期走弱的主要原因又在于资产价格的下行，**过去的高增长以及资产价格上行掩盖并延缓了长期风险问题的暴露，当前的资产价格却已处在下行阶段，企业及居民等微观主体投资和负债意愿降低。**

近两年，社会各界关于资产负债表收缩及衰退的讨论颇多。其中一个重要的原因是人们对于包括房地产在内的资产价格的预期发生了改变，由此前的预期上行转为下行。房地产具有居住和投资的双重属性，是居民财富的载体，也是基础资产，房价下行强化了市场对于整体资产价格下行的预期。从资本市场来看，股票市场也持续表现低迷，上证指数持续在 3000 点的低位区间波动，无论是印花税减半、收紧 IPO，还是三季度 GDP 增速好转，都没有改变股票市场的低迷。一般而言，在经济周期上行期时，经济保持较高的增速水平，资产价格也有所上行，这一过程阶段性的消化了经济运行中的部分矛盾和一些不良资产风险，短期来看对冲了部分债务风险，但在当前经济处于长周期下行期背景下，资产价格下行预期对市场主体的投资、负债意愿将产生较大的制约。

民间投资不足，国有企业也同样面临压力。今年以来，民间投资增速持续低迷，9 月份民间投资累计同比下降 0.6%，而同期固定资产投资增速为 3.1%，基建投资同比增长 6.2%，国有及国有控股单位投资增速为 7.2%，这意味着固定资产投资增长或主要依赖于国有企业，以民间投资为代表的市场内生动力则有所不足。民间投资增速放缓以及民间投资占固定资产投资的比重回落引起广泛关注。这一方面源于民营企业以中小企业居多，受中国经济结构的变化影响较大，商业模式也随之变化，民营中小企业的商业模式面临调整的考验；另一方面，部分大型民企经营也遇到挑战，如平台监管政策调整等；此外疫情以及社会思潮演变等因素也对民营企业经营带来冲击。**国有企业同样面临投资收缩的压力。**从房地产行业来看，国有企业与民营企业同样面临房价下行、销售低迷等问题。尽管从短期来看，国有企业获得的流动性支持或好于民营企业，支持其短期运营，但是从长期来看，在房地产市场拐点已至、房

价步入下行通道的背景下，国有房企经营和投资也将受限。

人均可支配收入增速显著低于人均消费支出增速，消费修复的可持续性仍待观察。今年以来消费实现恢复性增长，主要的拉动力量是服务消费的回暖，前三季度人均消费支出实现8.8%的较高增长。今年1-9月人均可支配收入同比增长5.9%，虽高于GDP增速，但显著低于人均消费支出同比。由于消费的增长与居民收入的增长之间是强关联，加上居民收入的增长是在前期的低基数上实现的，且相对于常态增长趋势线仍有9%左右的缺口，因此后续消费修复的可持续性仍待观察。从微观主体来看，大部分人的实感是收入在减少，包括事业单位、公务员的奖金及福利收入等等都在减少，提高可支配收入依然是支撑消费的关键。从收入、消费、投资的趋势来看，经济筑牢底部的工作还面临很多的考验。

三、筑牢经济底部需要进一步稳定消费，避免形成“躺平”的心理预期

近期我曾反复提醒，对于经济强劲反弹的期待可能将落空，对于凯恩斯主义政策的使用也应当理性适度，特别是我国的产业政策还面临一些机制体制上的特殊性，长期在供给领域的经济刺激可能会进一步加剧经济结构失衡。

建议出台“十万亿”消费支持计划，分期发放以支撑居民部门的资产负债表修复。长期以来我国主要依靠投资来实施逆周期调节，扩大投资支出的政策属于提振内需的短期调控，但从长期来看却是在供给端显著扩大了产能。我国的宏观政策尤其是财政政策在消费端还存在较大的短板。同时，近年来基建对于经济增长的拉动效率在降低，单位基建投资撬动的GDP已经从2007年的高点8.6降至2017年的低点4.8，尽管近年来对于基建投资效率的要求相对严格，但目前依然处在5左右的较低水平。在当前基建投资效率边际放缓及优质项目短缺的背景下，分期发放“十万亿”的现金或者数字货币的消费补贴对于经济的提振作用或较同等规模的基建投资更为有效。

关注经济主体“躺平”现象，提振微观主体信心。在经济长周期出现下行压力的当下，部分企业、居民、甚至政府官员出现了“躺平”的现象。如果政府部门、市场主体包括工薪阶层均降低期待、降低欲望、降低努力，将会对社会经济发展带来持续的负面影响。参考日本经验，上世纪90年代日本资产泡沫破灭后，日本社会也出现低欲望、低投资、低负债的情

况，日本政府采取传统的凯恩斯主义政策，扩大政府负债、加大投资支出，但由于其政府投资效率偏低，且对民间投资产生了挤出效应，最终陷入“失去的二十年”。日本经济进入低迷期时，其人均 GDP 约为 4 万美元左右，尽管民众欲望低迷，但彼时日本已处于高收入与高福利阶段，因此日本的国民幸福感与社会稳定并没有受到太大的冲击。与之相较，当前我国人均 GDP 仅在 1 万美元左右，面对的困难和挑战或更大。因此，我们更要引以为戒，避免陷入“社会躺平、经济低迷”的漩涡。

刘元春：明年经济将持续企稳，风险也将进一步释放

刘元春 上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人

以下观点整理自刘元春在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 68 期）上的发言

一、明年经济将呈现前高后稳的走势

从三季度数据来看，经济短期企稳是大概率事件，政策以及市场主体需要考虑明年经济的整体形势。

第一，明年经济将持续企稳。三季度数据表明7月中央政治局的一些决策具有科学性，其着力点和实施路径具有合理性，因为经济不仅出现了边际改善，更重要的是开始积聚进一步反弹的新力量。四季度，国家政策将进一步加码，尤其是一揽子发债方案和系统性收入分配政策等民生政策将会出台，财政政策将全面回归。这种回归所产生的政策效应大概率会在明年一季度体现。目前，我国宏观政策的调整节奏是在二季度回落，三、四季度进行布局，四季度末到一季度体现政策效应。**因此，四季度的政策扩张和积极财政政策的全面回归决定了2024年上半年，我国经济将进一步企稳回升。**

第二，持续快速的高技术投入以及新发展格局所产生的新布局，特别是国产替代效应将产生系统性效果，持续、全面地提升内需。近期，国内大市场在进行超大规模的补链、提链和壮链，三年持续的高技术投入会产生较好的短期效应。

第三，服务业会进一步修复。服务业复苏是最难也是最慢的，我们在制造业复苏上的政策刺激已经具有较大成效了，因此未来的着力点依然在第三产业。当前，第三产业的投资增速依然没有超过1%，肯定会成为下一步流动性和财政的聚焦点。因此，明年服务业的修复空间相对较大。同时，政策着力点也会更为明确，服务业复苏将成为明年经济发展的主题。

第四，预计房地产投资的下滑将在明年得到有效控制。尽管前三季度房地产投资累计同比下滑了9.1%，但从明年起，房地产总量会有所反弹，投资同比增速也会逐渐转正。

第五，信心的修复将进一步体现出来。当前，信心不足主要体现在民间投资下滑和房地产风险等方面。但事实上，三季度数据对于欧美所倡导的“新一轮中国崩溃论”造成了有力打击，市场人士对于唱衰言论开始有了更理性的认识，对于中国经济的弹性韧性以及中国政府宏观调控的模式有了更理性的判断。“崩溃论”的崩溃对于信心的筑底是有好处的。下一步，随着三中全会的召开，将进一步推动改革方案出台，在明年全球政治乱局和经济低迷的背景下，对中国的信心反而会得到提振。

综合来说，明年经济运行整体依然会呈现出前高后稳的情况，并且持续企稳向好。

二、很多领域的风险将持续释放

第一，明年依然会面临房地产调整的压力。从销售数据来看，房地产还在持续回落，尽管9月边际有所调整，但四季度出现明显好转是较为困难的。更为重要的是，从投资数据以及资金流动性来看，明年房地产市场依然偏紧。从9月和10月上旬的价格数据来看，京沪的房地产价格基本稳住了，但是广深的还没有稳住。一线城市房地产价格的稳定是全国房地产稳定的前提，也是房地产稳定效应扩散的基础。**四季度，预计一线城市房地产稳定的目标可以实现，但二线乃至三线和四线城市的房价还面临着诸多不确定性。**此外，头部企业能否快速完成债务重组，对于稳定房地产市场也是至关重要的。如果在债务问题上犹豫不决，房地产市场仍将面临严峻考验。

第二，目前国家出台的发展方案将会有效解决地方政府的流动性困难，但这还没有触及地方政府的基本功能，特别是没有形成对于债务生成机制的深度解决方案。因此，化债方案的短期效果应该不错，但中期内依然面临着一些不确定性。

第三，传统和新兴过剩产能的问题开始显现。局部地区新兴产能的过剩可能会产生扰动效应，比如新能源汽车，从而造成后遗症，要关注其可能释放的风险。

第四，尽管由于俄乌冲突和巴以战争的爆发，世界政治格局变得更加混乱，一定程度上使中国的外部摩擦和压力进入到了相对平稳期。但事实上，地缘政治冲突和大国博弈无时无刻都可能会发生变异，我们依然面临着一系列潜在的黑天鹅冲击。同时，外贸也会受到影响。明年全球经济大概率持续低迷，更为重要的是，美国的“小院高墙”以及欧美遏制中国的战略在产业链、供应链重构过程中的投资效应已经消失。很多国家在进行再工业化的过程中产生的进口需求可能会下降，新模式的出现可能会对我国成套设备和机电产品的出口产生冲击。以上问题都决定了明年很多领域的风险将会持续释放。

与此同时，明年结构将进一步升级，从而带来更多经济发展的新动能。

三、政策建议

在经济逐渐企稳，风险持续释放和结构进一步升级这三大主体的作用下，对于明年宏观政策定位的建议如下：1）要坚持审慎乐观的定位，不宜过度悲观，也不宜过度乐观；2）不宜将增长目标定得过低。很多人认为当前中国经济的潜在增长速度在不断回落，但这并不是事实。从目前中国整体的创新能力和配置来看，经济潜在的增长空间依然是很大的。很多国家并不看好明年中国的经济形势，特别是 IMF、世行等国际机构同步下调了对明年中国经济增速的预期，基本都低于4.4%。因此，为了提振信心，同时也为了从中国经济的潜在增速出发，**建议将明年的增速目标设定为4.5%-5%**，使两年平均增长速度达到4.8%左右；3）为了解决这一产出缺口，使得积极的财政政策真正积极，明年的财政赤字率不宜过低，建议在3.2%左右，这将为提振有效需求奠定很好的财政基础。积极财政政策的缺位是目前复苏相对缓慢的主要原因，因此只要积极的财政政策回归，这个问题就能得到很好的解决；4）在解决民生问题上加大力度，不能单纯地就投资谈投资，就消费谈消费；5）在房地产的一揽子政策上依然要有深度的相机调整能力，房地产的稳定以及积极财政政策的全面回归将成为明年经济持续企稳的关键。

丁安华：经济回升可持续性尚待观察，宏观经济政策需更多直达居民部门

丁安华　招商银行首席经济学家

以下观点整理自丁安华在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 68 期）上的发言

一、国内经济情况：实际经济恢复与民众“体感温度”存在差距

我完全同意于春海老师对三季度和最新经济数据分析和判断。三季度，特别是9月的经济数据，大家一致认为好于预期。从季度环比看，经济动能有明显改善。三季度季调环比增长1.3%，明显好于二季度的0.5%。至于目前回升势头是否已经企稳，大概还需要观察。

三季度环比改善，一个显而易见的原因是暑假期间中国民众的服务消费得到补偿性释放，这项因素在过去三年都受到明显压制。整个暑假期间的服务消费，特别是出行社交的恢复，导致了服务消费快速的回升。根据国家统计局的数据，9月份最终消费支出对经济增长贡献率提升达到94.8%，这个数据是奇高了。支撑消费回升的原因当然是居民消费倾向的提升，但在可支配收入增长偏缓的背景下，消费倾向的提升是否具有可持续性？当然，我们希望看到消费倾向持续稳定的提升。三季度当季平均消费倾向将近70%，已经高于疫情前几年同期水平，这个数据显然是偏高的，可持续性当然也比较存疑。以前观察消费，主要看社会消费品零售总额的增长，这个数据9月份只有5.5%，不是特别理想。由于这个数据本身不包含服务消费，所以现在大家都比较关注的是人均消费支出的数据。人均消费支出的数据增长很快，达到10.9%，但这个数据的质量存疑。无论如何，我们都可以肯定，从季度环比来看，三季度消费有一个明显回升，特别是服务消费。

三季度 GDP 实现了4.9%的增长，比二季度6.3%有回落，这主要是受到去年基数的扰动。所以，目前市场的普遍共识是4.9%的增长好于预期。需要强调的是，**这个4.9%的增长是在 GDP 平减指数目前为负的背景下实现的，这就导致实际增长数据与民众对于经济增长的“体感温度”有些背离。实际增长4.9%，平减-1.4%，代表名义经济增长只有3.5%，这是大部分民众**

能够感受到的经济增长。因为收入、利润、股价都是名义价格。在经济处于通缩情况下，大家都比去年更加忙碌，每个人都把自己工作、学习、生活的时间安排得满满当当，这体现为劳动的实际付出；而最后所体现的营业收入、劳动收入，由于价格平减，大家都没有享受到与实际劳动付出相匹配的经济成果。我们3.5%的名义增速，与美国6%以上的名义增速，还有相当的距离，民众对经济的体感温度依然偏冷。总而言之，三季度数据，与一般民众真实感受有一定的落差，这种落差有一定的合理性，值得我们关注。

二、海外经济情况：美国经济表现出较强韧性，中国外需边际好于预期

海外方面，三季度国际经济形势核心特征是美国和其他国家的经济基本面剪刀差走阔，美国经济表现出较强的韧性，其主要原因是美国具有较强的财政支撑。美国货币政策在快速收紧（美联储加息），但同时拜登政府正在执行一个庞大的财政计划，部分抵消了货币政策收紧的影响。与此同时，欧元区和其他主要经济体宏观政策是财政和货币“双紧缩”。所以，其他经济体特别是欧元经济体受到双紧缩压制，其衰退风险在上升。可以说，美国可能会存在加息周期更高、更久的假设，但对欧元区并不存在这样一个假设。其他央行可能迫于这样的压力，提前开启降息周期，其结果就是美元指数走势非常强劲。三季度包括过去一个月，美元指数持续运行在105左右甚至上方，市场也在持续抛售欧元、英镑、日元，买入美元。买入美元的一个结果是美元流动性大幅收紧，一些新兴国家和其他经济体的资金流出，股票市场承压。市场预期的美国衰退迟迟没有兑现，看起来美国经济韧性很强。**现在看来，在一个加息以及美元指数走强的背景下，美元流动性风险可能会成为当前全球经济当中的一个比较突出的风险。**

从这个角度讲，海外经济到现在也没有兑现衰退的来临，这使得今年经济出现一个非常有趣的现象：某种程度上来讲，**三季度中国经济数据之所以超预期，可能有部分原因是受到外需边际好于预期的影响。**虽然出口在下滑，但是要知道它比我们的预期还是要好，中国的出口在一个比较高的平台上略有回落，但海外需求比今年年初的预期还是要相对好一些。所以，就9月数据来讲，经济超预期的另一个原因是部分受到外需边际好于预期的影响。虽然出口总体上是今年的负向拉动因素，但从发达国家的通胀、就业、消费看，外围市场需求仍然具有相当韧性，预期的衰退没有来临，导致中国出口表现好于预期。或者说，我们过去曾经

把外需想得过于悲观，这也是为什么三季度数据稍微好于预期的一个可能原因。

三、政策因素：宏观经济政策组合需更多直达居民部门

我有一个观察，这个观察近来一直在我的脑海之中萦绕。这个观察是什么呢？中国在过去几年，经济受到了外部因素很大的冲击，地缘政治、出口环境、中美脱钩、新冠疫情等等。在应对外部冲击时，**我国的逆周期刺激政策组合（或政策工具箱），和海外主流的市场经济比较成熟国家的政策组合有相当大的本质不同。**

举个例子，我们的宏观政策的侧重点是产业政策，产业政策自然是针对企业部门，这是毫无疑问的。在过去三年，中国推出大规模减税降费政策，大约有两到三万亿的规模，这些转移支付政策直达企业部门。这种做法在相当长一段时间，受到国外的诟病。从另一个方面可以看出，我们的政策设计，有一个明显短板，就是**忽略了一个更重要的群体——居民部门。**

过去三年，非常明显的是，发达经济体的财政刺激政策，几乎所有都是直达家庭部门的转移支付，而我们似乎不太会使用这类型的政策工具。比如，采取发放现金或者消费券的方式。当然，直达居民部门的转移支付工具箱，不仅仅是现金补贴或消费券发放，它的目的、手段和内容要丰富许多。

为了刺激消费，曾采取家电下乡、减免新能源车辆购置税等政策，取得一定的效果。但从宏观上看，这其实只是优惠特定厂家、特定商品的推销政策，只针对特定对象的合理性暂且不论，长期看政策效果存疑。因为一旦政策取消，家居、家电、汽车的销售马上就会断崖式下降。所以，我们应该很认真地分析一下，过去几年中国的刺激政策，在直达家庭部门方面究竟取得了什么效果？我个人感觉，似乎政策部门不太会运用这些工具。从社会和经济治理的角度，至今也没有构建出体系化的直达居民部门的政策工具，有些说不过去。未来中国经济可持续增长，需要依靠内需特别是最终消费的拉动。我们必须重构转移支付的工具箱，把政策焦点从产业部门转向居民部门，使得经济激励能够有效地直达居民部门，这一要求比过去任何时候都更加迫切。

章俊：筑底中的中国经济和未来走势
—— 关于全球和中国经济的思考

章 俊 中国银河证券首席经济学家兼研究院院长

以下观点整理自章俊在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 68 期）上的发言

一、三季度GDP超预期，四季度或将维持经济复苏

三季度 GDP 数据略超市场预期，在这个数据公布前，市场一致预期均值在4.5%，结果公布数据是在4.9%。我们在10月初预测三季度 GDP 是4.9%，相对于市场的预期还是认为比较乐观，结果出来的数据和我们的预测比较一致。我们首先分享一下数据超预期的几个方面。

从年初到现在，整个经济复苏符合七月份中央政治局会议提出的“波浪式发展、曲折式前进”的轨迹。今年一季度在疫情政策调整后中国呈现了一个非典型复苏：传统意义上我们所看到的中国经济复苏一般是由投资出口带动的，今年一季度因为疫情政策调控优化，放开之后出现了以前比较少见的由消费和服务业带动的复苏。所以，我们称之为非典型复苏。

进入二季度之后，整个经济出现下行压力，一方面因为消费和服务业复苏动能有所减弱，另一方面宏观政策包括财政支出和货币政策方面，其实开始有所收紧。导致在这个过程中，消费和服务业增长动能放缓，但投资和出口特别是房地产下行压力加大，二者叠加，二季度特别在政治局会议之前整个经济的下行压力明显上升。进入三季度，特别是8、9月份经济开始逐步回归典型复苏。一方面，出口下行压力有所减轻；另一方面，投资层面也有一些亮点。所以，开头先回顾一下，从年初到现在三个季度波动还是非常大的，这也是符合政治局会议中对经济恢复“波浪式发展、曲折式前进”的描述。

回到三季度 GDP 的数字——4.9%，其相对二季度的6.3%有一个放缓，主要是因为去年三季度的基数比较高。环比1.3%，相比二季度0.5%有明显提升，而三季度环比折年率达到5.3%，这个数字还是比较高的。4.9%这个数字超预期主要体现在哪几个方面？**一方面，对目前中国经济复苏动能存在低估，特别是在内需层面。**比如一是在消费层面服务业的复苏，9、10月份

国庆长假期间服务业消费动能非常强；二是整个出口下行有所收窄；三是投资方面，制造业投资是比预期好。所以，叠加这三个方面，其实市场对目前特别是三季度经济复苏动能存在一定程度的低估。**另一方面，对 GDP 平减指数的测算也存在一定的偏差。**三季度 GDP 平减指数相比二季度有所回升，但回升幅度不是特别大，这与连续三个月 PPI 快速回升存在一定的背离，所以市场投资者在测算 GDP 平减指数上跟统计局可能也存在一定的不同，这导致市场在预测三季度 GDP 时可能出现偏低的情况。

从整体看，统计局也表明，三季度数字超预期后，四季度 GDP 达到4.4%就能实现全年5%左右的增长目标，说明四季度稳增长压力明显下降。**按照目前经济复苏的态势和动能，我们预测四季度环比 GDP 增速会回升到1.5%，这会推动四季度同比反弹到5.3%，全年 GDP 增速也在5.3%左右。**今年四季度，一是经济态势会继续维持复苏，二是在宏观政策方面的压力有明显减轻。

二、三季度经济超预期复苏的因素分析

1、消费和服务业是拉动经济的主要因素

从对 GDP 的具体拆分看，毫无疑问，消费和服务业还是推动前三季度 GDP 的主要因素。前三季度 GDP 累计增速达到5.2%，其中消费贡献4.4个百分点，而投资只有1.6个百分点，很明显**消费依然是今年中国经济复苏的主要推动力。**从行业拆分来看，把今年前三季度和去年前三季度各行业累计同比增速作对比，今年前三季度工业累计同比增速3.9%，去年是3.7%，改善幅度并不是特别大。但是要注意到，建筑业非常重要，因为在月度数据中，大家很少关注建筑业，一般关注社零、固定资产投资和工业生产等，都没有把建筑业涉及进去。但是，前三季度的建筑业累计同比增速达到7.2%，去年只有4.8%。**因此，三季度数据中，市场为什么对中国经济复苏的增长动能存在一定低估，对建筑业这块的忽视可能也是一个原因。**

再把服务业拆开看。我们通常跟踪的社会消费品零售总额，除商品之外，服务业只有餐饮包括在里面，餐饮前三季度累计同比增速14%，相比于去年的负值，这块贡献比较大。但是在社会零售商品总额增速里并没有包含其他主要消费分项，比如增速比较高的交运、批发零

售和金融的复苏都是不错的。服务业里唯一拖累经济比较明显的还是房地产，去年前三季度是-4.4%，今年一到三季度是-0.9%。**整体看，前三季度中国经济增长驱动的主要因素是消费，消费中服务业支撑作用最为明显。**

1）消费企稳继续改善，但力度有限

再从月度社零角度看消费的复苏。很明显，9月份社零相对于8月份同比反弹0.9个百分点，环比相对于8月份有所放缓，因为8月份的环比是0.22，9月份社零环比只有0.02。这印证了刚才所说 GDP 中更多包含了服务业分项，因为服务业比较强，所以反映在前三季度的消费比较强，而社零没有包含大部分服务业分项，所以整体还是比较弱。如果看社零分项，汽车包括地产后周期有所企稳，这意味着目前可能是服务业驱动的，而未来如果这种大宗消费品也能企稳，就能够确保四季度到明年消费依然复苏会有可持续性。

2）消费意愿在持续回升

消费企稳或者说能够支撑中国前三季度经济增长的背后原因是消费意愿在回升。首先，我们看央行储户调查今年一二季度的数据，更多消费占比在一二季度持续小幅回升，这也反映了消费意愿在逐步回来。其次，二三季度居民消费支出的增速高于居民收入同比。我们看到居民消费倾向有所上升，即未来可能会带动目前整个超额储蓄有所下降。而目前数据层面是否存在一些技术原因，未来是否可以持续，是有待观察的。至少在短期内，居民支出增速高于收入增速，还是一个积极的信号。最后，我们测算了每个季度居民储蓄率，相比于2018年、2019年正常年份，今年一二季度居民储蓄率差不多要高五个百分点左右，但是回到三季度，居民储蓄率基本接近于2018年、2019年正常水平。结合居民支出和收入增速来看，消费意愿回升的确在短期内已经看到一些积极信号，未来是否可持续仍有待观察。

2、出口增速逐步见底回升

这也三季度 GDP 超预期的因素。刚才丁首席谈到，现在全球经济复苏略超预期，全球经济增长韧性比预期要好。所以我们看到，全球制造业 PMI 和韩国出口增速基本都在同步企稳回升。通常来说，韩国出口一般是和全球同步或者略微领先一些主要的新兴市场国家，因为

韩国出口是所谓“煤矿中的金丝雀”，所以它对全球变化比较敏感。**最近这两个月，中国出口企稳回升，很明显和全球制造业 PMI 同步，回升力度比全球制造业 PMI 略强。所以，中国出口一方面受益于海外，另一方面也跟中国自身的出口产业升级包括内在韧性有关。**

但是这里也有一些隐忧。如果拆开看，目前反弹比较明显的主要还是出口数量，但出口商品价格还在下行，说明目前外需改善依然不是特别稳固，未来仍有待观察。

3、中美库存周期共振现象的重现存在不确定性

现在美国经济其实是超预期的，预计在四季度末或明年一月份美国有一个补库存的需求。历史上，中美库存周期高度相关，存在一定的共振。一般来说，美国补库存、经济上行，会带动全球周期上行，进而拉动中国国内库存周期上行。但是，这一轮美国补库存是否依然会重复这一现象？这可能存在一定的不确定性。因为现在来看，**美国经济的复苏未来会从消费转向房地产投资和制造业投资，而制造业和房地产投资的外溢性相对比较低，所以，中国受益于美国补库存的需求不会像以往那么强。**

4、贸易背后的隐忧

中美地缘政治博弈过程中，美国在友岸近岸外包方面动作比较大。从美国进口看，墨西哥已经超过中国成为美国第一大进口来源地，而美国对中国的科技产品的进口其实在持续下降。所以综合这些，中国的出口可能短期受益于全球经济韧性，但是从长期看，还是有待观察。

5、制造业投资持续改善，地产依然是拖累

从投资看，固定资产投资增速累计同比有所放缓，但是环比增速有明显改善。拆开看，九月份制造业投资改善较为明显、比预期高，主要是高新技术和高端装备制造业的投资依然维持两位数增长。基建和房地产投资依然比较弱，房地产投资下滑或者维持比较高的负的两

位数的增长，基建投资也是比较弱。我们看两个数据，第一，以珠三角在建工地面积看，8月份有所反弹、9月份有回落，即用在建总面积减去施工面积测算的珠三角工地的停工面积在9月份有所回升，新开工有所减弱；第二，观察挖掘机的开工小时数，其在9月份与8月份持平，依然只有90个小时，明显低于疫情前2018年、2019年正常年份的120个小时。**整体来看，这从侧面印证了现在的基建和房地产依然比较弱，房地产是拖累，而基建对整个经济托举或逆周期的效果没有完全体现出来。**

6、房地产短期下行风险加大

房地产下行压力比较大。一方面现在房地产投资同比增速依然维持两位数，所以，整体看还是负增长。另一方面，销售也比较低。目前房地产投资主要是由竣工支撑，所以整个地产库存还是在比较明显的反弹过程中，未来能否实现快速的地产去库存，这是一个重要因素。同时，土地市场依然比较冷。

7、补库存初现曙光

总体看，从经济正向看到出现一个补库存的正面信号。从 PMI 指数看，PMI 新订单和新出口指数都在明显反弹，如果从 PPI 和工业品库存的相关性来看，历史上 PPI 领先工业品产成品库存三个月左右，现在 PPI 已经连续三个月大幅反弹，所以未来工业品库存同比也可能会企稳回升。未来四季度包括明年一季度，补库存需求会成为整个中国经济复苏最重要的积极因素。

8、宏观政策之锚——就业

目前来看，就业比较平稳。1-8月份，城镇新增就业同比多增26万，去年实现了1206万，所以年底实现1200万的新增城镇就业问题不大。制造业 PMI 就业人数比较平稳，有企稳回升迹象。就业人员平均工作小时数是重要的指数，其连续三个月持平后在9月份出现小幅回升，

说明企业产能利用率在回升，短时间内现有在岗工人工作时间更长，未来会向整个就业传导，所以就业有望进一步改善。

长期以来包括中国在内的各国政府在宏观层面都是实施逆周期调节，强调对经济的实时逆向对冲来降低甚至熨平经济周期的波动。2020年7月份政治局会议上首次提出“完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡”。在“跨周期调节”被提出之后，“逆周期调节”开始逐步被淡化。市场对 “跨周期调节”的理解是：在“逆周期调节”的基础上要兼顾经济短期的周期性波动与中长期的结构性问题，增强宏观政策的前瞻性、连续性和稳定性。换而言之，跨周期调节是兼顾逆周期调节和结构性改革的平衡模式。

但是在三年之后的2023年7月政治局会议上，逆周期调节的字眼再次出现在人们的视野中。基于政策立场重回逆周期，以及对传统逆周期政策的凯恩斯主义属性，市场对之后的政策力度充满了乐观期待。但事实上，虽然会后的宏观组合拳频出，但政策力度与市场预期存在一定的差距，由此产生的政策预期差造成了市场在8月份一直处在等待更强力度政策出台的状态，但预期中的强力逆周期政策依然没有出现。

如果我们重新审视7月份政治局会议，会发现有一个令人疑惑的现象。在重提“逆周期调节”的同时，中央对化解重大宏观风险方面相对之前的4月份会议出现了明显变化。一方面，相对于此前“房住不炒”的定位，首次提出了“房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”；另一方面，对地方政府债务的关注点，从严控增量（加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务）转向了化解存量（有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案）。无论是房地产市场供求关系新形势，还是地方政府债务的存量化解，显然都不是单纯的周期性问题，而更多是结构性问题。既然是结构性问题，共识是要更多依靠结构性改革，而不应该是逆周期调节。因此，重提逆周期调节和加强应对房地产和地方政府债务层面的结构性问题成为令人疑惑的矛盾。

如何理解从“跨周期调节”到“不一样的逆周期调节”？

经济基于内在的运行逻辑，在一段时间内会呈现周期性运动规律。根据周期的时间跨度可以分为短周期和长周期。短周期中最受经济分析人士关注的是3年左右的库存周期（基钦周期）和10年左右的设备更新周期（朱格拉周期），特别是前者与宏观政策和资本市场波动高

度相关。而长周期则是对应20年左右的地产周期（库兹涅茨周期）、50-60年的技术进步周期（康波周期）、60年的人口周期，以及桥水资本达里奥提出的长达百年的国家长债务周期。在长周期内，大部分时间是短周期（库存、设备更新）主导经济和市场的波动。虽然长周期因素至关重要，但因为变化缓慢，因此往往被定义为灰犀牛因素。

对应长周期内的不同阶段，宏观政策也要做出相应调整。第一阶段，在长周期的上行周期中，可以通过逆周期政策来熨平周期波动。例如通过宏观政策调控可以对冲库存周期和设备更新周期的影响。第二阶段，当长周期进入下半场时，作为灰犀牛存在的长周期因素会逐步占据主导地位，并导致短周期的规律性会变得极其不稳定。加上宏观政策传导机制不畅导致滞后效应上升，政策频繁变化可能会造成周期波动加大或者周期错位，适时转向实施跨周期调节成为明智和合理的选择。 第三阶段，在面对长周期拐点，往往伴随着经济转型。在此过程中，新旧动能的更替不可能实现无缝衔接，下行风险会显著加大。因此在结构性改革推动经济转型的过程中，需要逆周期政策来配合对冲新旧动能切换过程中的下行风险。而这种逆周期调节显然与此前第一阶段的上行周期过程中熨平经济周期的逆周期调节存在质的区别，

如果我们用驾驶汽车来做个形象的比喻：经验丰富的司机在转弯时，一般都会先反打方向，然后再顺打方向来转弯（例如想要右转，先略微向左打方向，然后再打右方向），目的是为了避免转向过急，造成车身倾斜。交通安全新闻经常报道，重型卡车急转弯会造成车身倾覆，从而酿成悲剧。如果以前的逆周期是发现车子偏离正常行进路线而通过反打方向把车子拉回来，而当前的逆周期是为了转向提供更大的安全保障。中国经济目前体量已经是全球第二大经济体，巨大的经济体量类似重型卡车转弯，更需要适度反向打方向来为转向提供更大的空间和提升安全系数。

逆周期调节内涵的变化说明要以新思路来分析当下的中国经济

全球经济增长在08年次贷危机之后明显增长乏力。发达经济体和新兴市场经济体交替复苏带动全球经济蹒跚前行，波动性和不确定性明显上升。当全球化分工无法继续做大经济，民粹主义势力明显增强，导致全球经济一体化进程放缓甚至局部逆转。中国经济中枢持续下台阶，传统的投资和出口驱动增长模式对经济拉动作用明显下降，特别是基建和地产周期性波动节奏出现紊乱，政策传导效应明显滞后和减弱。这些现象背后是中国人口周期、地产周

期、债务周期，以及外部的全球化周期都出现了趋势性变化，这些长期因素的共振导致短周期规律（例如库存周期）的稳定性下降。经济数据之间往往出现互相矛盾，无法形成一个完整的逻辑链条。

研究宏观经济需要从周期规律出发来进行经济预测和政策判断，全球和中国经济稳态的下降造成经济预测和政策判断的难度显著上升，同时也在一定程度上造成市场预期出现紊乱。稳态下降背后的原因是什么呢？简单来说，当前全球正在面临百年变局，政治、经济、社会等各个层面发生了巨大的变化，国际环境日趋复杂。不稳定性不确定性明显增强导致很多以往有效的规律和成熟的经验失灵，因此简单从历史经验出发去做类比、预测或者甚至在政策层面照抄历史经验，往往会犯下刻舟求剑的错误。

总结一下，目前三季度还是释放出经济复苏的积极信号，我们认为这个动能在四季度可以得到延续。明年一季度，整个经济复苏依然是会延续至四季度。但有一点判断，**宏观政策层面依然要维持比较强的力度，因为现在整个中国经济复苏还存在很大的不确定性，复苏的基础并不是特别稳，还是需要宏观政策的支持。**

鲁政委：多周期叠加下未来经济形势依然复杂，政策需持续优化用力

鲁政委 兴业银行首席经济学家

以下观点整理自鲁政委在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 68 期）上的发言

对于这个季度的数据，我的总体评价是：经济反弹略超预期，但未来形势依然复杂，政策还需要持续优化用力，**主要原因是我们当前正处在多个周期叠加的复杂形势下**。在此背景下，我们未来**还有很多新动能可以释放的空间，关键取决于我们改革的力度，同时还要注意政策之间的协调性和一致性**，特别是要注意处理好国际和国内的平衡问题，保持好适度的政策独立性空间。

我国当前处于多周期叠加之下。第一个周期，是全球权力周期的重构期，就是“百年未有之大变局”，美国无法继续在全球一手遮天，其他非美力量的相对影响力不断提升，全球政治格局进入重组期，这个过程不可避免地会是各方在博弈甚至碰撞中逐步调整适应的持续动荡过程，有时候冲突甚至还会非常激烈，引发剧烈的地缘政治风险。这一周期从逻辑上说应该是一个较长的历史过程。但其投射到当下，美国对我国策动脱钩断链，其实已越来越深刻地影响了我国的贸易和投资格局。

第二个周期，是康波周期的萧条期。康波周期即康德拉季耶夫周期，一个完整的周期通常大致是60年，它在当前就是人们所说的“新一轮技术革命深入发展”，当下代表性的就是我们耳熟能详的数字化、绿色化浪潮。从我国经济分行业的情况来看，今年以来每个月利润累计同比增速均持续为正的三个行业即电气机械、运输设备、专用设备，全部都与绿色化浪潮密切相关。从我国固定资产投资来看，钢筋水泥的“铁公鸡”增速越来越低，而增速更高的是人工智能领域的投资、数据机房（IDC）投资、新能源设备制造和电站等数字化和绿色化的投资。然而，我国这些新技术领域的体量依然与传统经济中代表性的“铁公鸡”不可同日而语，还不难以在后者放缓的情况下提供足够的缓冲、甚至逆转整个经济态势。所以，当前全球都正处于上一轮技术革命的尾声、下一轮技术革命的开端，属于康波的萧条期。

第三个周期，是房地产周期或者说金融周期的下行期。这个周期通常是大约30年左右一个完整周期。房地产在趋势上，主要受到购房年龄人口已经见顶、新增量逐步减少的影响。其在房地产市场上的表现是，我国每年新屋销售面积在2021年到顶之后，未来新屋销售量将逐步减少。由此，房地产对我国经济拉动作用未来将逐步减小，就是我们不得不接受的现实。而根据伯南克的“金融加速器”理论，地产是各个经济体中最重要的金融加速器，它能够有效扩张融资。地产进入下行周期，其对融资的扩张作用也减弱，因而表现为金融周期下行期。当然，在我们国家，大家普遍关注的政府融资平台，实际上和房地产是“一根线上的两个蚂蚱”，都属于地产周期或金融周期中的故事。

第四个周期，是朱格拉周期的去产能期。所谓朱格拉周期就是设备投资周期，完整的周期一般是个7-10年的过程。由于百年未有之大变局造成外需压力（当然也影响内需，比如产业链外移抑制了国内投资），康波周期和房地产周期抑制内需特别是投资需求，由此造成了一种内外双缩压力下的国内产能过剩。这种产能过剩如果主要依赖国内消费来化解，就不得不需要更长的时间去产能才行。由此也使得企业短期内难以进入全面的设备更新周期。

第五个周期，是库存周期的磨底期。库存周期通常大约3年左右一个完整周期。目前从工业产成品库存同比增速来看，我国似乎库存周期已经见底，并出现回升苗头。但是，如果再观察存货周转时间，则仍然处于近年来的高位，因此，我们还很难踏实地确认库存周期已经见底、未来将进入回升通道。

第六个周期，是政策调控周期的预期验证期。自去年以来，我国经济呈现出清晰的政策调控小周期，大致是2个季度。第一个季度预期政策出台和政策出台，第二个季度对政策效果进行验证。通常在第一阶段，经济指标的反应更为积极，而第二阶段经济指标的势头就会有所衰减。我们目前大致处于第一阶段尾声。

多周期叠加下，未来形势依旧复杂，我们还要在未来政策上持续用力，要将更多结构性改革政策融入调控，不断激发新能力。

具体来说，我就给四个方面的建议。

第一，在房地产方面，政策需要持续优化调整，建议全面放开城市落户限制，将改善需

求作为支持重点。现在不少省份都放开了落户限制，但几乎都有一句话省会除外。其实，我们现在已用不着担心去省会城市的人太多，因为我们现在的年轻人口数量相对于城市所建的新城来说，已算不上特别多了。同时，建议把第二套房视同首套房。现在城市里的套户比已经到1了，平均下来每个户籍家庭都有一套房子了，虽然他不一定满意现有的房子。这时候房地产快速去库存的主要需求力量，其实就已经转移到了改善型需求上了。如果我们的政策还是盯住首套，就人为增加了当前房地产市场上抛售压力。其实，目前在城市定居的很多第一代城里人，还有赡养老人的需求，不少家庭一套房子也的确是不够用的。所以，就应该把二套房视同首套房，这将更加有利于房地产。

第二，在地方政府债方面，化债还要持续用力，在用力化解存量债务时还要解决地方政府新增支出来源的问题。

第三，在政策方面，政策一致性也很重要，政治和社会领域的政策要与经济领域协调一致。举个例子，现在大家对新能源投资热情很高，比如风电，但是关于海上风电政策还没有明确，海上风电的投资现在就做不了。同时，保持人民币汇率基本稳定与搞活国内资本市场两者之间，也需要做好平衡。

第四，培育新动能的空间还很大。最新外资清单已经全面放开制造业领域投资限制，而过去三四十年中国经济高速发展得益于制造业的放开和不断的面向国际化。如果我们希望迎来中国经济增长的第二曲线，其重点就是**服务领域的开放与效率提高问题。实际上这个空间是巨大的，我们要明确把服务领域的改革开放作为下一阶段的重点，大家所谓的几“难”（比如看病难等）问题，本质上都是属于服务领域的问题。**

我国经济在房地产之后的新动能是什么？我们仔细考察一下全球的经济发现：**一是医疗领域**，是非常重要、产值很大的领域。**二是 TMT 领域**，TMT 不仅是硬件，还包括软件。中国 TMT 硬件已经很大，从在工业产值中的占比看，计算机通信设备制造业是中国第一大制造业，比汽车还要大（汽车大概只占8%，计算机通信设备制造业要占12%左右）。如果再把软件包括进来，TMT 对经济影响远比大家想象的大得多。所以，很多数字化政策要尽快明确和推出，比如数据、电子信息产业、游戏影视的政策，让 TMT 领域能够得到更快的发展。中国作为历史这么悠久的国家，我们的影视规模应该可以更大，对国家来说影视和游戏的输出也是一种

软实力，这些我们要充分重视它的作用。**三是汽车领域**，大家说得很多，我就不多讲。四是在外贸领域，关键是要加大力度稳住传统市场、拓展非美市场，目前为止成效非常明显，非美领域出口的增加从量上已经弥补了中国对美出口的下降。所以，中国在全球出口中的份额总体是稳中有升的。

最后，突破“卡脖子”难题关键要靠人，我们要加大力度吸引海外人才，包括“一带一路”也有很多优秀的人才。我们在这方面其实也可以尽快出台一些政策。

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

把脉中国经济　传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forcasting 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：