CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济月度数据分析会

（2020年10月）（总第42期）

促进形成新发展格局的疫后复苏路径

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

2020年10月

促进形成新发展格局的疫后复苏路径
——CMF 中国宏观经济月度数据分析报告
（2020 年 10 月）[1]

[1] 本报告为中国人民大学中国宏观经济论坛（CMF）研究成果，执笔人为于泽。本报告基础数据来自中国宏观经济论坛、国家统计局、Wind 数据库。

摘 要

9 月份的宏观数据基本全面转正，前三季度 GDP 累计实现正增长。宏观经济稳定恢复增长态势一方面体现了中国经济面对冲击的韧性，展现了中国经济长期向好的雄厚基础，另一方面也是 “六稳”、“六保”政策持续发力，尤其是供给侧保市场主体，对经济产生了良好的托底效应，填补了一季度疫情直接冲击产生的巨坑。同时，在全球疫情，特别是欧美发达国家疫情二次爆发的环境下，我国出口在全球产业链中替代性增强，带动了贸易顺差迅速上升。这些因素在四季度还可以持续，经济能够稳定恢复增长态势，为完成全年经济社会发展目标创造有利条件。

从国内动力来看，当前的疫后经济复苏主要的推动力量是基础设施建设投资和房地产投资，同时投资带动卡车等销售，稳定了汽车需求。但是，消费延续了 2019 年以来相对疲弱的态势。消费没有及时跟进导致投资的乘数效应未能发挥。疫情一季度对于中国的冲击主要体现在直接影响，二季度复工复产之后，保市场主体政策维护了各类企业的现金流，修复资产负债表，推动了供给侧的恢复。此后，经济运行主线回归 2019 年的运行趋势，即制造业投资和消费不足。在这个逻辑的作用下，乘数效应不足，当前经济复苏路径对就业的支撑力度较弱，失业率依然维持在相对高位。这就影响了居民收入，致使消费更加不足，经济更加需要基础设施建设和房地产投资的支撑。这种支撑没有乘数放大难以波及各下游终端产业，导致价格出现下滑，进一步拖累制造业投资。当前复苏路径在市场内部没有形成自动的循环模式，经济循环还不顺畅，存在经济增速不及预期的风险。

目前的经济复苏路径对潜在产出存在影响，值得特别关注。对中国宏观经济的分析要打破短期经济波动与长期潜在增长的二分法。诚然，不是每次经济波动都会影响潜在产出。但是，我国由于结构性问题、此次疫情对不同行业冲击显著差异和保市场主体产生的供需错配，当前疫情复苏路径会影响未来的潜在增长。在目前的路径下，行业内头部企业和中小微企业两级分化明显，地区经济差距加大，数字要素未能与传统要素相结合，存在寻租倾向等。

这就要求我们将复苏路径导向新发展格局，不能简单为了复苏为将来带来巨大的调整成本，会在未来产生新的经济下行压力。我国的新发展格局需要发挥国内消费在经济循环中的核心作用，促进加工贸易向一般贸易转型，特别是解决生产要素供给、市场需求和技术的安全问题。在目前的情况下，进出口受到疫情影响，我国暂时性演练了国内大循环为主体，但是暴露了诸多问题。未来需要通过加快改革推进消费升级、加工贸易转型和国内供给体系重构。

国内经济大循环可以对比美国转型经验。1929 年大萧条之前，由于美国逐渐融入世界经济体系，美国丰富的土地资源加入世界禀赋，导致农产品全世界性供给过剩，农产品价格快速下跌，农民收入大幅度下降。在这个过程中，土地价值大幅度下降，农民财富下降，无法支付转型的固定成本。金融机构手中的土地相关资产价值下降，导致了金融机构破产，金融紧缩。由于转型困难，农民只能减少消费，这又降低了工业品需求，带动工业开始了下滑。在大萧条期间，罗斯福新政并不是以大规模宽松货币为导向，而是社会改革等政策促进了美国经济转

型了国内消费为主。

这要求我们在货币政策要保持总量稳定，当前不能紧缩，但也不必要过分放松。在整体上，可以考虑适当加杠杆和应对人民币长期升值态势。进一步通过注册制改革调整我国资产价格，改善收入分配，特别是通过分红形成国内资金流动循环。改变以恩格尔效应推动消费升级的路径，即通过推动经济增长就带来消费升级的简单传导，未来更多依靠科技创新推动相对价格效应促进消费升级，将数据要素真正导入企业生产过程，实现数据要素对传统要素的赋能和价值提升。

一、经济指标全面转正，稳定恢复增长态势

三季度中国宏观经济持续二季度以来的增长态势，带动前三季度累计指标陆续转正。GDP 增速、规模以上工业增加值、固定资产投资增速、进出口总额、居民收入名义和实际增速实现了前三季度累计增速转正；社会消费品零售总额季度增速转正；PMI 连续 7 个月维持在荣枯线以上；房地产投资增速持续上升，保持了较强韧性；疫情冲击下，新动能逐步聚集。至 9 月份，全年就业指标已接近完成，为完成全年经济社会发展目标创造有利条件。

（一）经济稳定复苏

第三季度，我国 GDP 增速保持上行。以不变价计，GDP 初步核算数为 266172 亿元，同比增长 4.9%。分产业看，三大产业增加值同比增速均有所上升。其中第一、二产业已基本恢复至疫前水平，但第三产业相对恢复较慢，4.3%的当季同比增速仍显著低于去年同期的 7.1%。

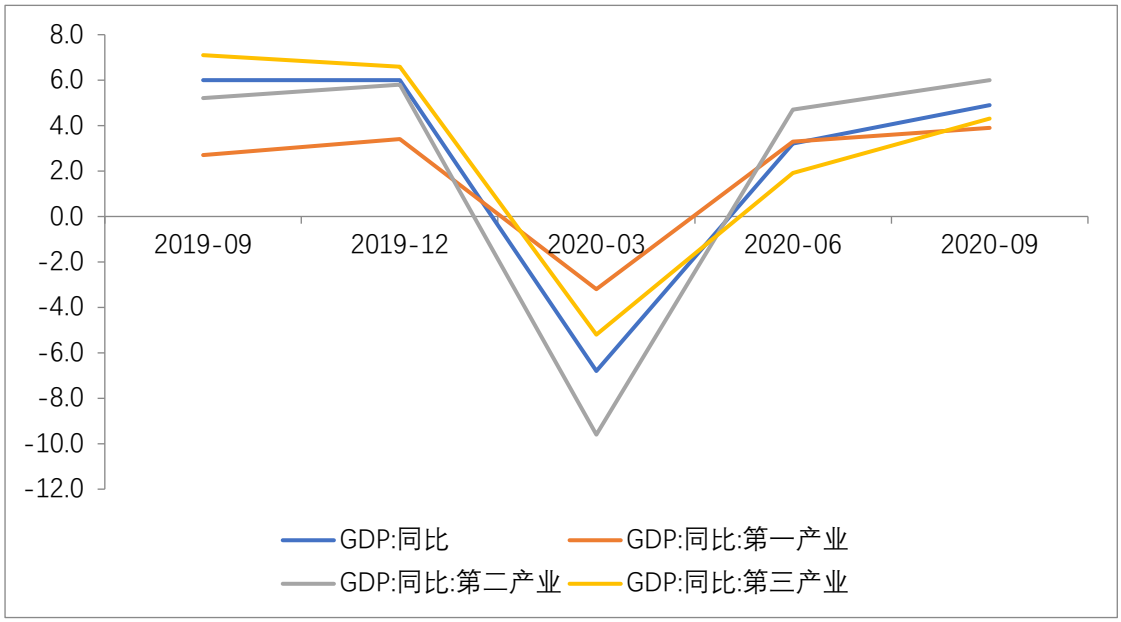


图 1 GDP 增速（%）

从重点行业来看，前三季度，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业等现代服务业增加值分别增长 15.9%、7.0%，增速加快；工业、制造业、建筑业和房地产业等累计同比增速由负转正；交通运输、仓储和邮政业，批发和零售业，住宿和餐饮业，租赁和商务服务业以及其他行业累计降幅继续收窄。

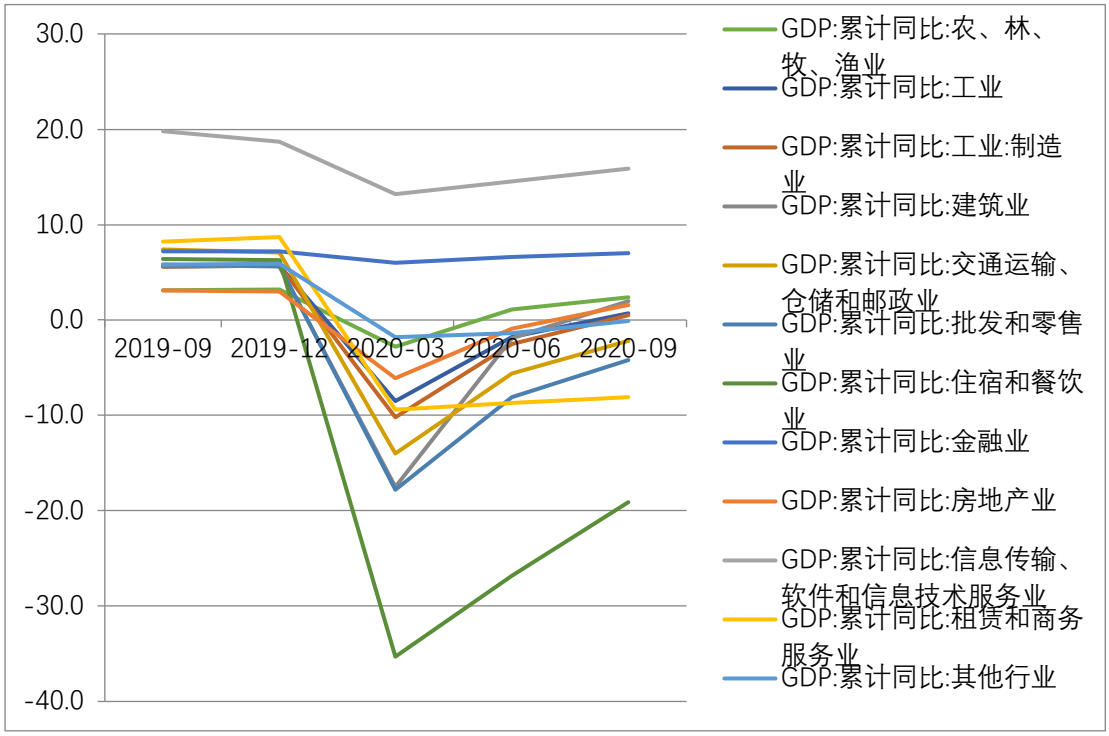


图 2 重点行业增加值增速（%）

（二）工业生产活跃度提升

工业生产加快增长。9 月份，我国规模以上工业增加值同比实际增长 6.9%，增速较 8 月份加快 1.3 个百分点。1-9 月份，规模以上工业增加值同比增长 1.2%。分三大门类看，制造业部门对工业部门增长的贡献最大。9 月份，采矿业增加值同比增长 2.2%，增速较 8 月份加快 0.6 个百分点；制造业增长 7.6%，加快 1.6 个百分点，生产明显好转；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.5%，回落 1.3 个百分点；高技术制造业增长 7.8%，加快 0.2 个百分点。

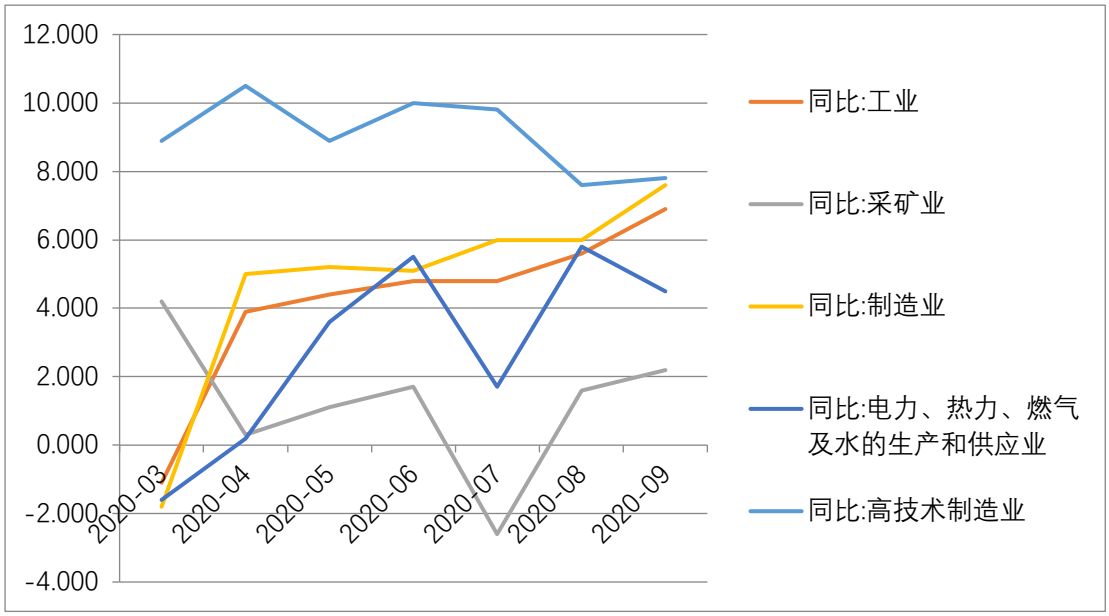


图 3 工业增加值增速（%）

多数产品和行业实现增长，增长面持续扩大。分产品看，9 月份，612 种产品中有 426 种产品同比增长。从主要产品来看，钢材 11806 万吨，同比增长 12.3%；水泥 23341 万吨，增长 6.4%；汽车 246.1 万辆，增长 13.8%，其中，新能源汽车 13.6 万辆，增长 51.1%；工业机器人 23194 万套，增长 51.4%；集成电路 241 亿块，增长 16.4%。分行业看，9 月份，41 个大类行业中有 35 个行业增加值保持同比增长。其中增长较快的有：汽车制造业增长 16.4%，电气机械和器材制造业增长 15.9%，非金属矿物制品业增长 9.0%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 9.0%，通用设备制造业增长 12.5%，专用设备制造业增长 8.0%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 8.0%。汽车制造业工业增加值增速高于同期全国规模以上工业企业增加值 9.5 个百分点，依旧是拉动工业增长的主要动力。

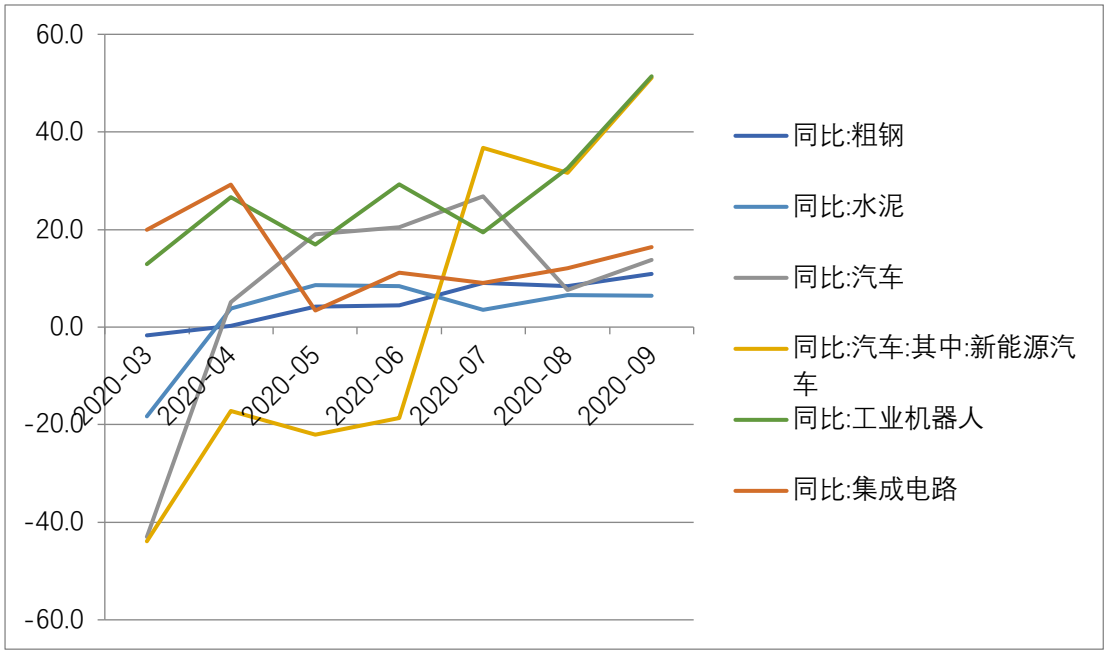


图 3 主要工业品产量增速（%）

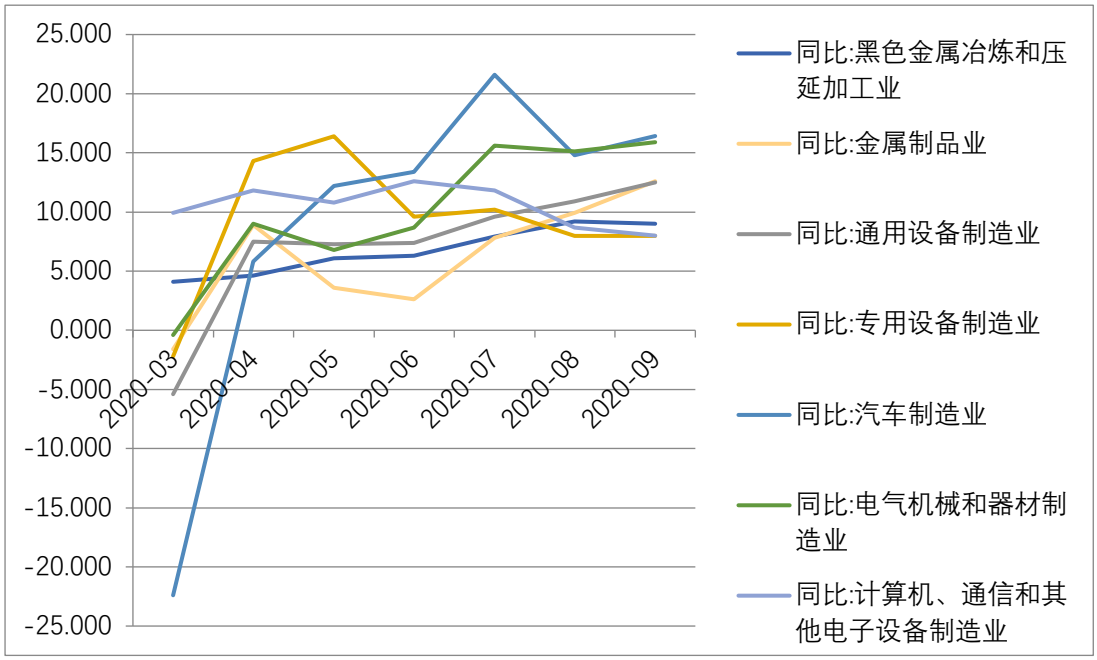


图 4 主要行业工业增加值同比增速（%）

工业增加值提升越来越依赖于内需上升。今年 6 月份以来，工业企业出口交货值同比增速持续下滑。9 月份同比负增长 1.8%，1-9 月份累计同比负增长 3.1%。工业企业出口交货值增速低于工业增加值增速，工业增长动力越来越依赖于内需。

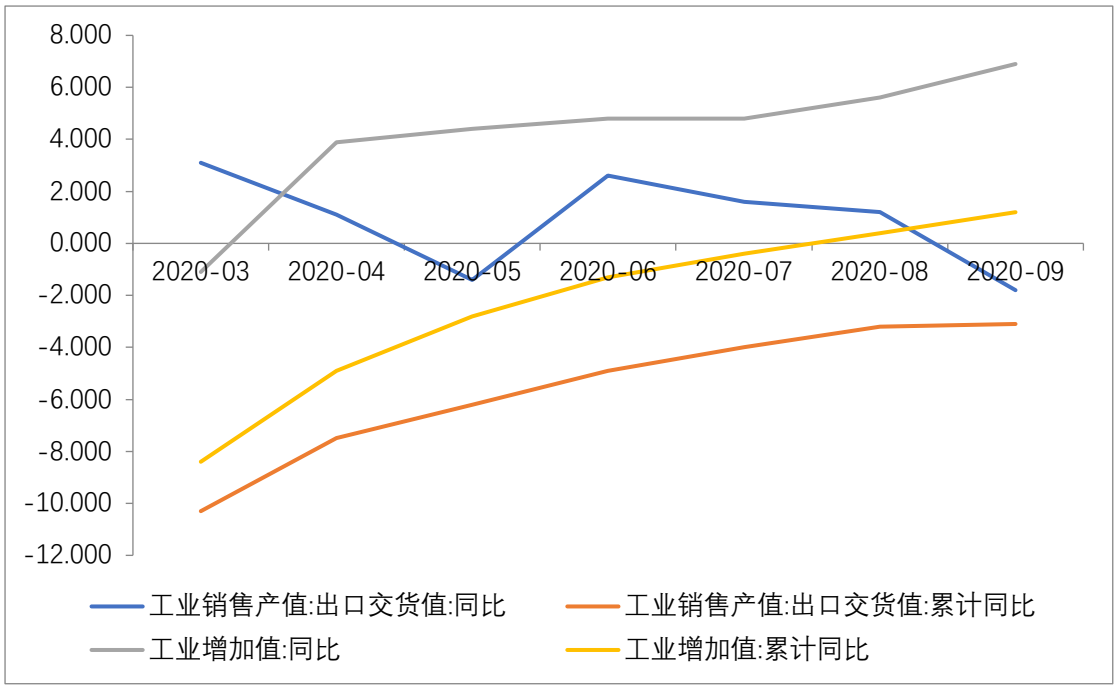


图 5 工业增长依靠内需

（三）投资继续回升

1-9 月份，全国固定资产投资（不含农户）436530 亿元，由 1-8 月份同比下降 0.3%转为同比增长 0.8%。其中，民间固定资产投资 243998 亿元，下降 1.5%，降幅比 1-8 月份收窄 1.3 个百分点。制造业投资累计下降 6.5%，降幅收窄 1.6 个百分点，继续保持稳步恢复态势；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）显著改善，由 1-8 月份同比下降 0.3%转为同比增长 0.2%；房地产开发投资加快增长，实现 5.6%的增速，比 1-8 月份提高 1.0 个百分点。

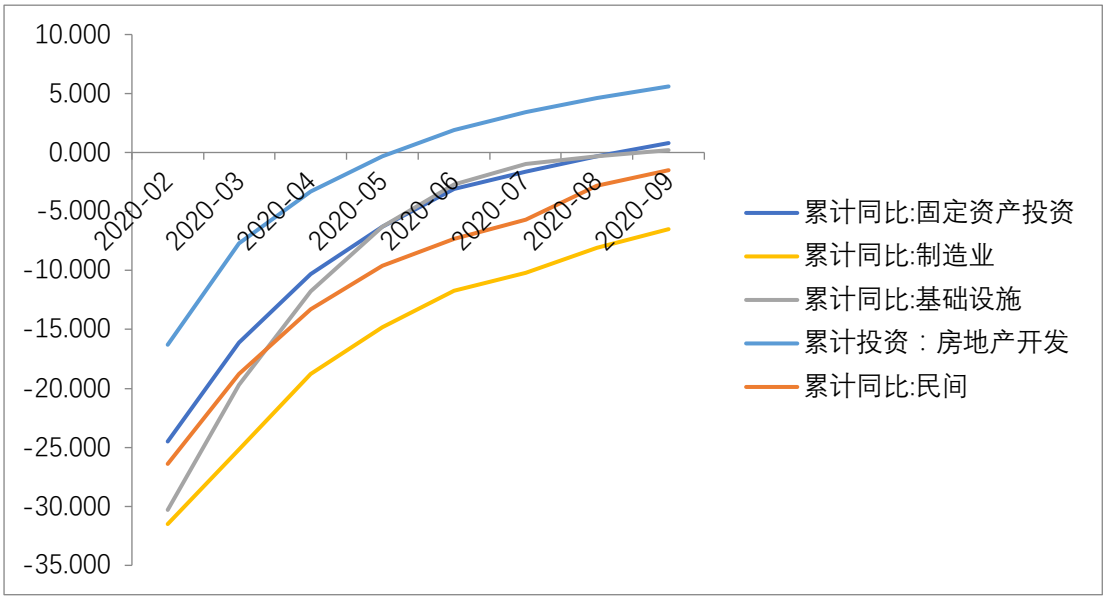


图 6 固定资产投资累计同比增速（%）

三次产业投资加快增长。其中，第一产业投资 11653 亿元，同比增长 14.5%，增速比 1-8 月份提高 3.0 个百分点；第二产业投资 125084 亿元，下降 3.4%，降幅收窄 1.4 个百分点；第三产业投资 299793 亿元，增长 2.3%，增速提高 0.9 个百分点。

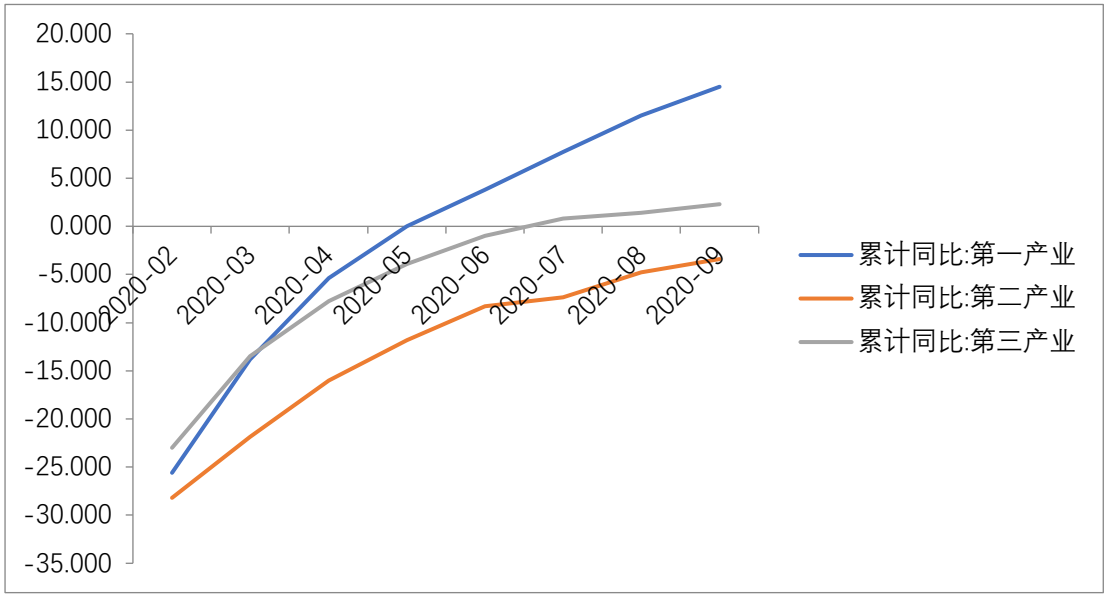


图 7 三次产业投资累计同比增速（%）

（四）消费需求稳步回暖

1-9 月份，社会消费品零售总额 273324 亿元，同比下降 7.2%。其中，除汽车以外的消费品零售额 246588 亿元，下降 7.2%。累计增速在下降，主要是因为前期疫情冲击对消费需求的影响带来的。近几个月社会消费品零售总额增速已经呈现出回升态势。9 月份，社会消费品零售总额 35295 亿元，同比增长 3.3%，连续 2 个月实现正增长。其中，除汽车以外的消费品零售额 31428 亿元，增长 2.4%。从趋势上看，目前的零售正处于摆脱疫情深度冲击的恢复过程中。

伴随着实物消费的较快增长，服务消费也在加快恢复。9 月份，商品零售 31579 亿元，同比增长 4.1%，连续几个月呈现正增长；餐饮收入 3715 亿元，同比下降 2.9%，降幅连续收窄，已经慢慢接近正常水平。

电商表现出逆势成长的态势。1—9 月份，全国网上零售额 80065 亿元，同比增长 9.7%，比 1—8 月提高 0.2 个百分点。其中，实物商品网上零售额 66477 亿元，增长 15.3%，占社会消费品零售总额的比重为 24.3%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长 35.7%、3.3%和 16.8%。总体来看，在疫情冲击下，网上消费对于保障民生以及整体经济的增长都起到了非常重要的作用。

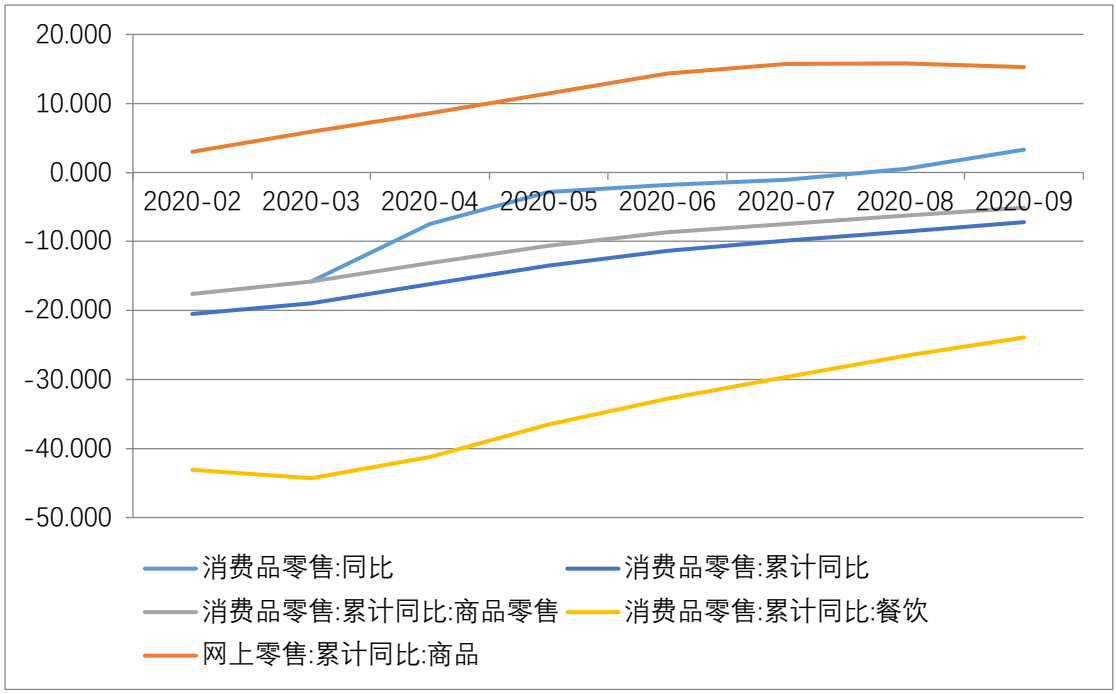


图 8 社会消费品零售总额增速（%）

（五）对外贸易超预期改善

9 月份，我国进出口总值 4425.2 亿美元，同比增速 11.4 个百分点，较 8 月同比增速回升 7.2 个百分点；其中，出口 2397.6 亿美元，同比增速 9.9 个百分点，较 8 月同比增速回升 0.4 个百分点；进口 2027.6 亿美元，同比增加 13.2%，较 8 月同比增速大幅上行 15.3 个百分点。9 月贸易顺差 370 亿元美元，较 8 月小幅回落。在内外需持续改善的带动下，我国进出口增速均超预期回升。首先，从出口来看，一方面全球经济重启改善了外需；另一方面海外供给缺失，我国出口对其他国家形成替代，并凭借国内完备的产业链和快速修复的产能迅速挤占其他国家市场份额。其次，从进口来看，国内工业生产的进一步回暖提振了很大一部分进口需求，一般贸易和进料加工贸易同比大幅攀升是拉动进口同比增速上升的主因；此外，粮食、大豆等农产品进口大幅回升或与中美第一阶段贸易协议的推进有关。

从进出口品种来看，1-9 月份累计出口正增长的产品包括医疗器械、纺织物、家用电器、塑料制品、集成电路、自动数据处理、灯具照明、通用机械设备、中药材、高新技术产品、家具及其零件、机电产品等；而消费品（食品、农产品、日用品）、工业原材料（铜材、钢材、铁矿石）、集成电路和医疗产品累计进口正增长较大。9 月份我国出口商品中，高新技术与机电产品维持了较高增速，劳动密集型产品持续改善，而防疫物资出口增速继续放缓；进口商品中，汽车、集成电路和半导体等工业品需求大幅提升，农产品进口也显著改善。

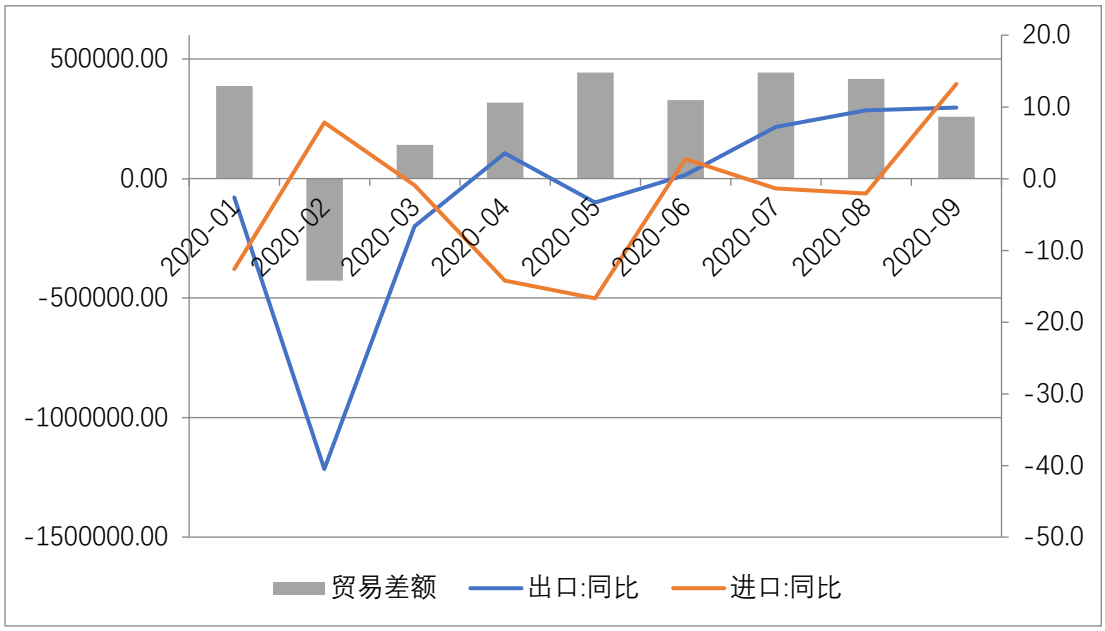


图 9 进出口统计

（六）社会融资环境维持宽松

9 月份，广义货币（M2）余额 216.41 万亿元，同比增长 10.9%，增速环比大幅回升 0.5 个百分点。其背后的原因包括信贷继续扩张以及财政的加速投放。

9 月份，我国社会融资规模增量为 3.48 万亿元，同比大幅多增 9630 亿元，同比增速达 13.5%，环比提升 0.2 个百分点，为 2018 年 1 月以来的最高点。其中，政府债券净融资约 1 万亿元，同比多增 6326 亿元，仍为主要贡献。前三季度社会融资规模增量累计为 29.62 万亿元，比上年同期多 9.01 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 16.69 万亿元，同比多增 2.79 万亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 3052 亿元，同比多增 3863 亿元；委托贷款减少 3190 亿元，同比少减 3264 亿元；信托贷款减少 4137 亿元，同比多减 3059 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 5676 亿元，同比多增 1.09 万亿元；企业债券净融资 4.1 万亿元，同比多 1.65 万亿元；政府债券净融资 6.73 万亿元，同比多 2.74 万亿元；非金融企业境内股票融资 6099 亿元，同比多 3756 亿元。

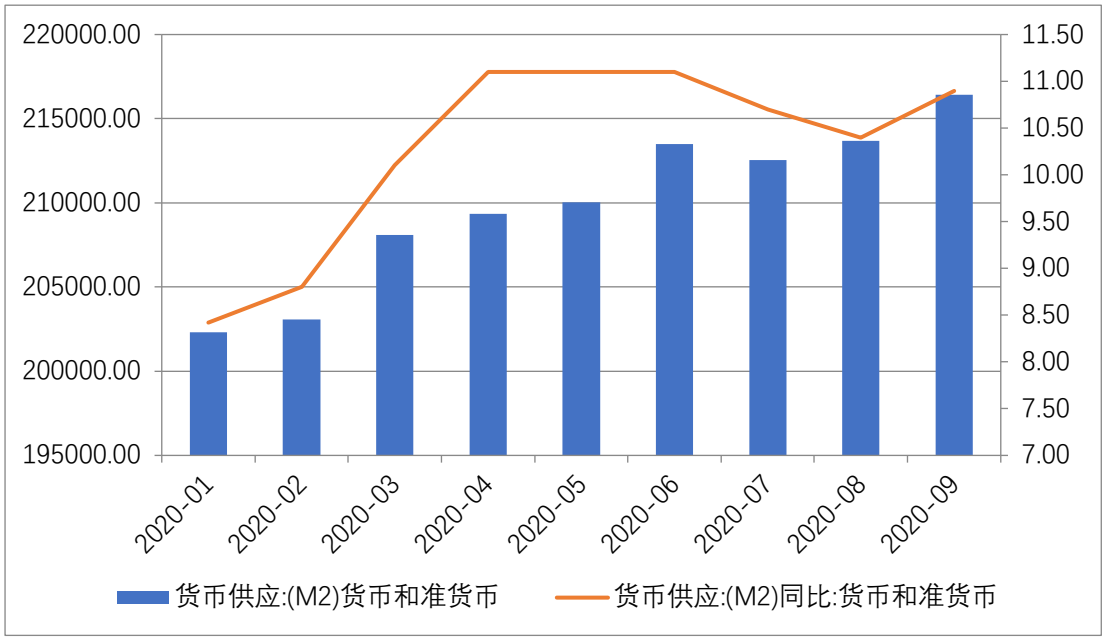


图 10 货币供应（M2）量及增速

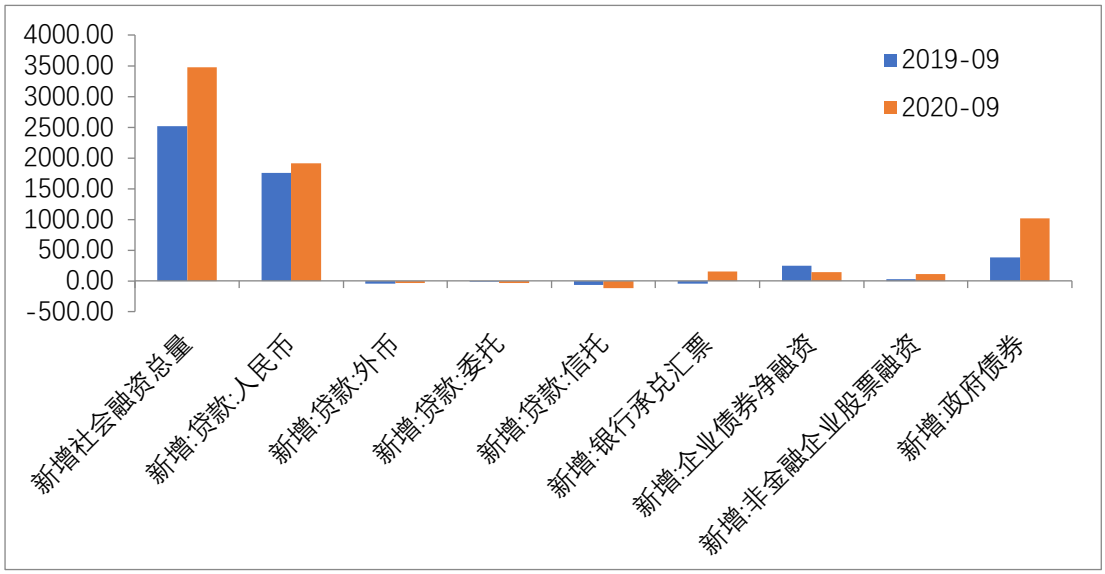


图 11 新增社融结构

从信贷情况来看，9 月份我国新增人民币贷款 1.9 万亿元，同比多增 2047 亿元。其中，居民部门新增信贷 9607 亿元，同比多增 2057 亿元；居民中长贷 6362 亿元，同比多增 1419 亿元；居民短贷 3394 亿元，同比多增 687 亿元，继续支撑消费复苏。企业贷款增加约 9500 亿元，同比少增 655 亿元。其中票据融资受银行信贷政策收紧的影响而继续多减超 4400 亿元；企业短贷增加 1274 亿元，同比少增 1276 亿元；但企业中长贷新增 1.07 万亿元，同比多增 5043 亿元，同比增幅创 2017 年 5 月以来的新高，反映出企业投资活动的加速回暖。

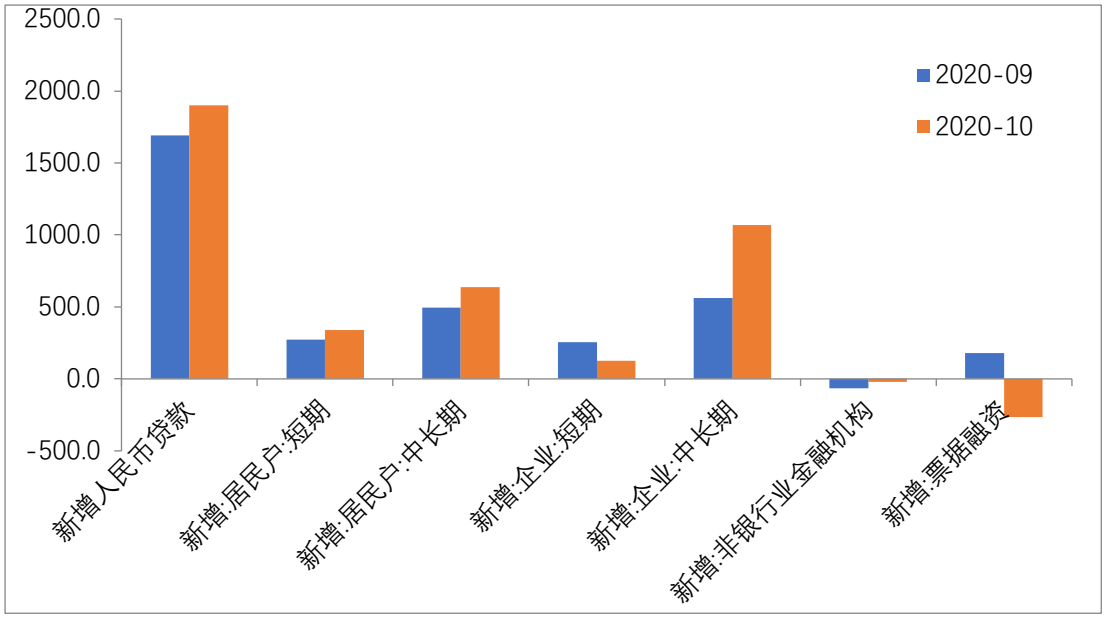


图 12 新增信贷结构

(七)通胀态势温和

9 月份，全国居民消费价格（CPI）同比上涨 1.7%，涨幅比上月回落 0.7 个百分点。其中，食品价格上涨 7.9%，非食品价格持平。1-9 月份，全国居民消费价格同比上涨 3.3%。分类别看，食品中，畜肉类价格上涨 22.6%，影响 CPI 上涨约 1.39 个百分点，其中猪肉价格上涨 25.5%，涨幅比上月大幅回落 27.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.00 个百分点；鲜菜价格上涨 17.2%，涨幅扩大 5.5 个百分点；鲜果价格下降 6.9%，降幅收窄 12.9 个百分点。非食品中，其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 4.3%、1.5%和 0.7%；交通和通信、居住、衣着、生活用品及服务价格分别下降 3.6%、0.8%、0.4%和 0.1%。扣除食品和能源后的核心 CPI 上涨 0.5%，走势较为平稳。据测算，在 9 月份 1.7%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 1.2 个百分点，新涨价影响约为 0.5 个百分点。

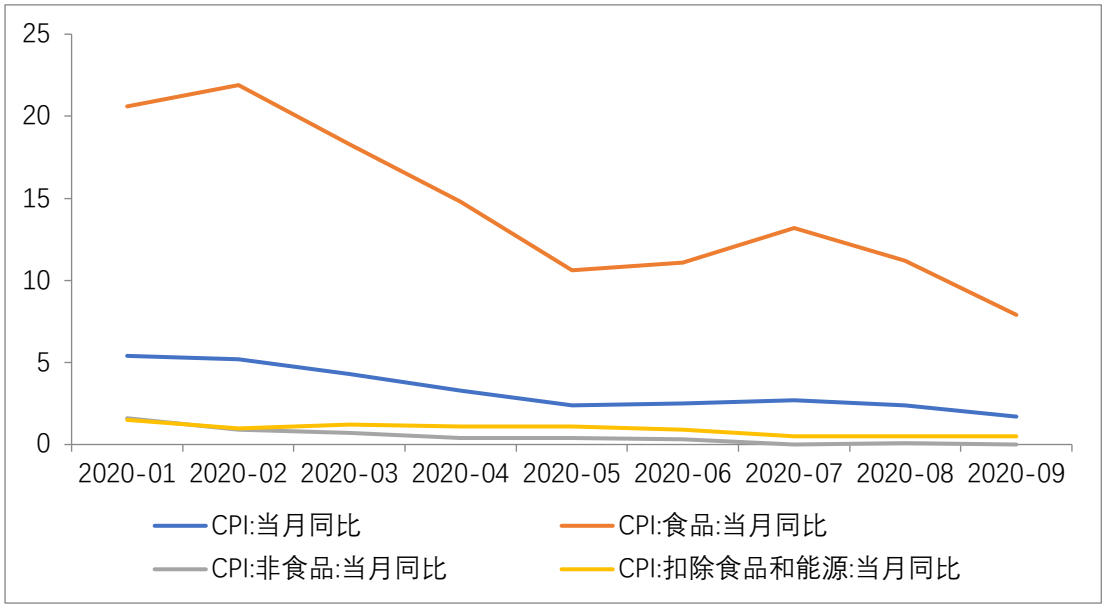


图 13 CPI 同比(%)

从环比看，9 月份全国居民消费价格上涨 0.2%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。其中，食品价格上涨 0.4%，涨幅比上月回落 1.0 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.09 个百分点。食品中，受季节和节日等因素叠加影响，鲜果价格由上月下降 0.4%转为上涨 7.3%;受季节因素及部分地区降雨影响,鲜菜价格继续上涨 2.4%,但涨幅略有回落；随着生猪生产持续恢复和储备猪肉投放增多，猪肉供给有所增加，猪肉价格由上月上涨 1.2%转为下降 1.6%。非食品价格上涨 0.2%，涨幅比上

月扩大 0.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.14 个百分点。非食品中，随着夏秋换季上新、文娱消费逐步恢复以及新学期开学后课外教育及部分民办学校收费上涨，衣着、教育文化和娱乐价格分别上涨 0.9%和 0.8%；居住、生活用品及服务、医疗保健价格均持平；其他用品和服务、交通和通信价格分别下降 0.9%和 0.1%。

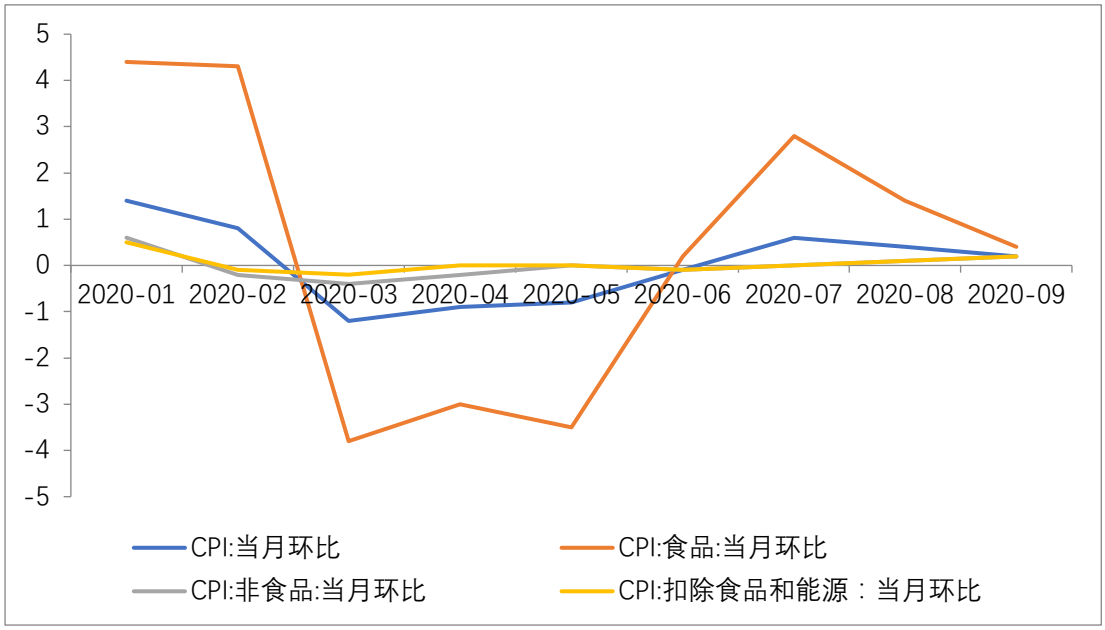


图 14 CPI 环比(%)

9 月份，全国工业生产者出厂价格（PPI）同比下降 2.1%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点。1-9 月份，工业生产者出厂价格比去年同期下降 2.0%。分类别看，9 月份，生产资料价格同比下降 2.8%，降幅比上月收窄 0.2 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 2.05 个百分点。其中，采掘工业、原材料工业和加工工业价格分别下降 4.8%、6.2%和 1.3%。生活资料价格同比由上月上涨 0.6%转为下降 0.1%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.02 个百分点。其中，食品价格上涨 2.1%，衣着、一般日用品和耐用消费品价格分别下降 1.7%、0.8%和 1.9%。据测算，在 9 月份 2.1%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响为 0，新涨价影响约为-2.1 个百分点。

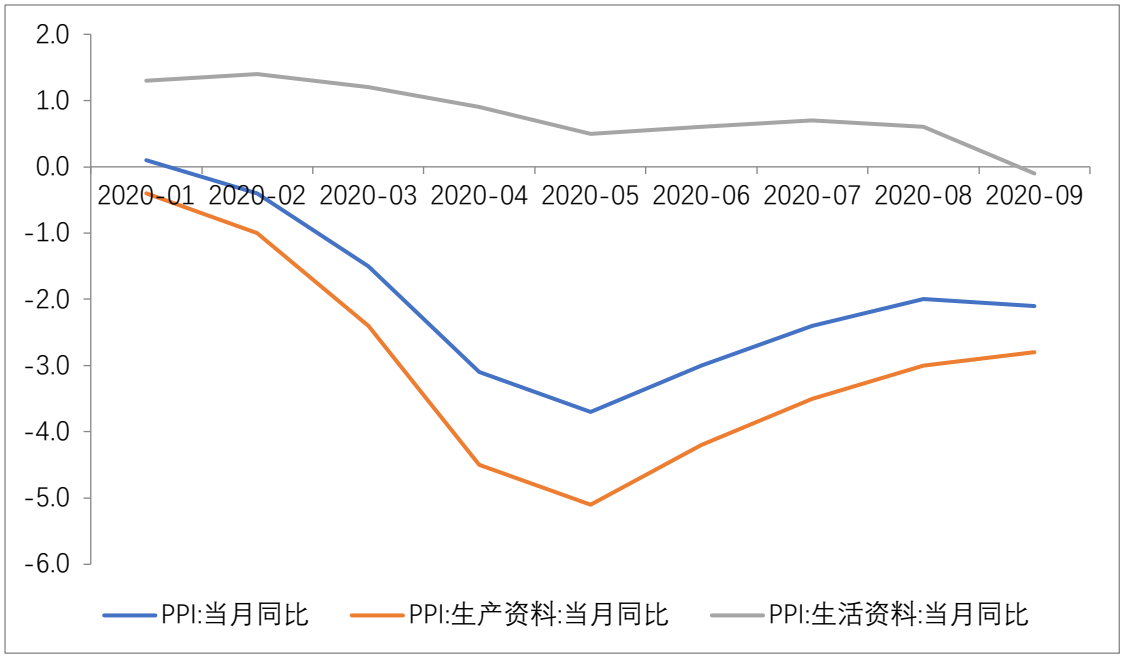


图 15 PPI 同比（%）

环比来看，9 月份，全国工业生产者出厂价格上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。这反映出我国国内工业生产和需求稳定恢复的良好态势。其中，生产资料价格上涨 0.2%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.13 个百分点。其中，采掘工业、原材料工业和加工工业价格分别上涨 0.6%、0.3%和 0.1%。生活资料价格由上月上涨 0.1%转为下降 0.1%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.03 个百分点。其中，食品价格持平，衣着、一般日用品和耐用消费品价格分别下降 0.2%、0.1%和 0.3%。

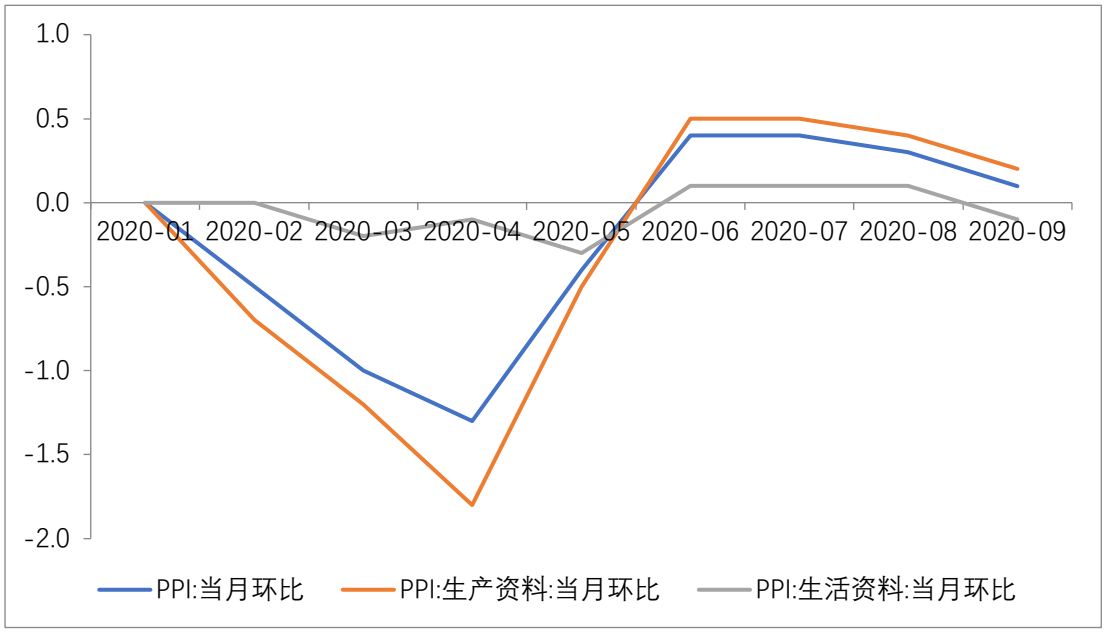


图 16 PPI 环比（%）

（八）宏观景气持续回升

随着统筹疫情防控和经济社会发展工作的持续推进，我国经济保持稳定复苏态势，经济景气度不断回升，市场主体信心增强。9 月份，中国采购经理指数均明显上升，其中制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数为 51.5%、55.9%和 55.1%，分别比上月上升 0.5、0.7 和 0.6 个百分点。

9 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.5%，比上月上升 0.5 个百分点，制造业总体保持平稳扩张态势。9 月份 PMI 主要呈现出如下特点：一是供需两端同步回升。随着供需持续恢复和传统生产旺季的到来，企业采购意愿增强，市场活跃度提升，其中生产指数和新订单指数为 54.0%和 52.8%，分别上月高出 0.5 和 0.8 个百分点。而从具体行业来看，食品及酒饮料精制茶、通用设备、专用设备、计算机通信电子设备等制造业生产指数和新订单指数均位于 55.0%以上，且均高于上月。二是进出口指数升至荣枯线以上。9 月份，制造业新出口订单指数和进口指数为 50.8%和 50.4%，分别高于上月 1.7 和 1.4 个百分点，这反映出近来一系列稳外贸政策的落地生效，加上国际市场需求局部回暖带来的制造业进出口进一步改善。三是小型企业景气显著回升。9 月份，大、中、小型企业 PMI 为 52.5%，50.7%和 50.1%，其中小型企业自 6 月份以来首次升至荣枯线以上，这不仅得益于制造业传统生产旺季的利好，而且还反映出一系列针对小微企业的纾困帮扶政策落地见效。四是部分重点行业景气回升加快。其中高技术制造业和装备制造业 PMI 为 54.5%和 53.0%，分别比上月高出 1.7 和 0.3 个百分点，反映出产业升级步伐加快，新动能带动作用有所增强。

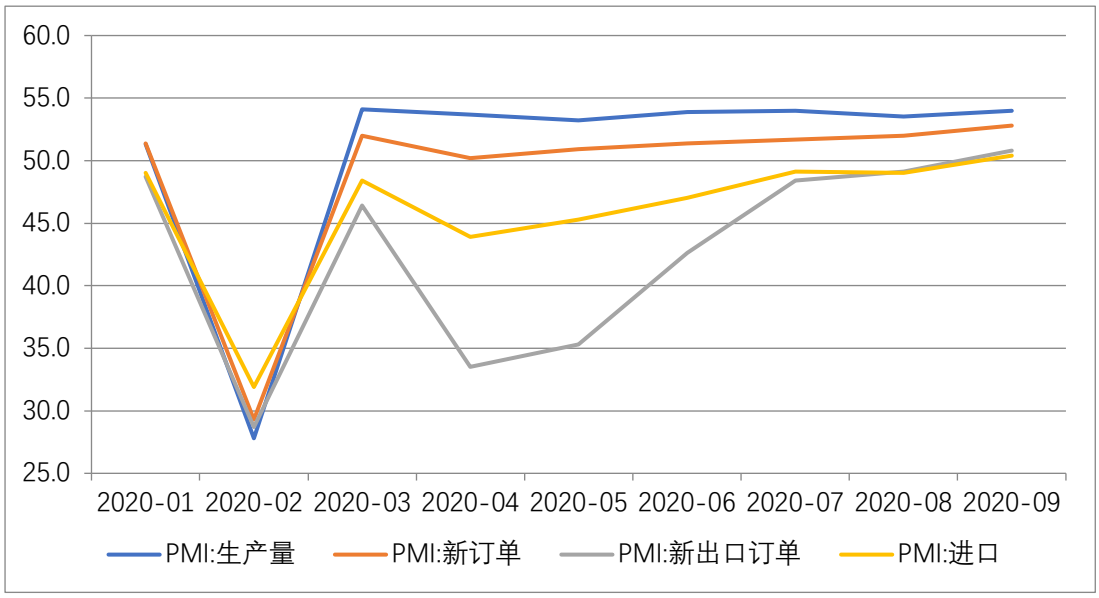


图 17 PMI 主要分项（%）

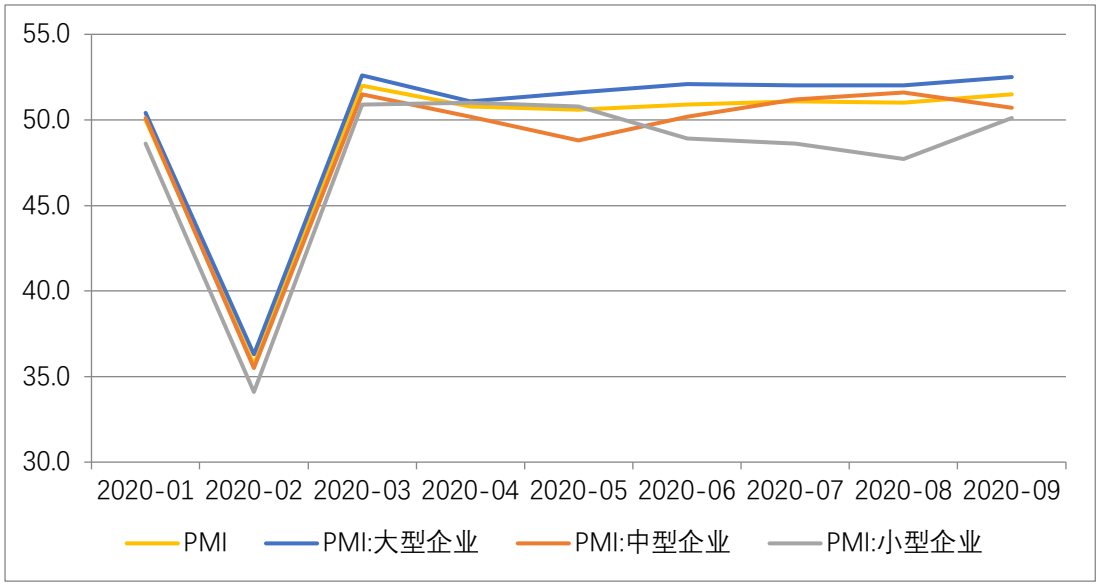


图 18 PMI(%)

9 月份，非制造业商务活动指数为 55.9%，高于上月 0.7 个百分点，表明非制造业景气回升。新订单指数为 54.0%，比上月上升 1.7 个百分点，表明非制造业市场需求增加。业务活动预期指数为 63.0%，比上月上升 0.9 个百分点，位于高位景气区间，表明非制造业企业对未来市场发展信心增强。

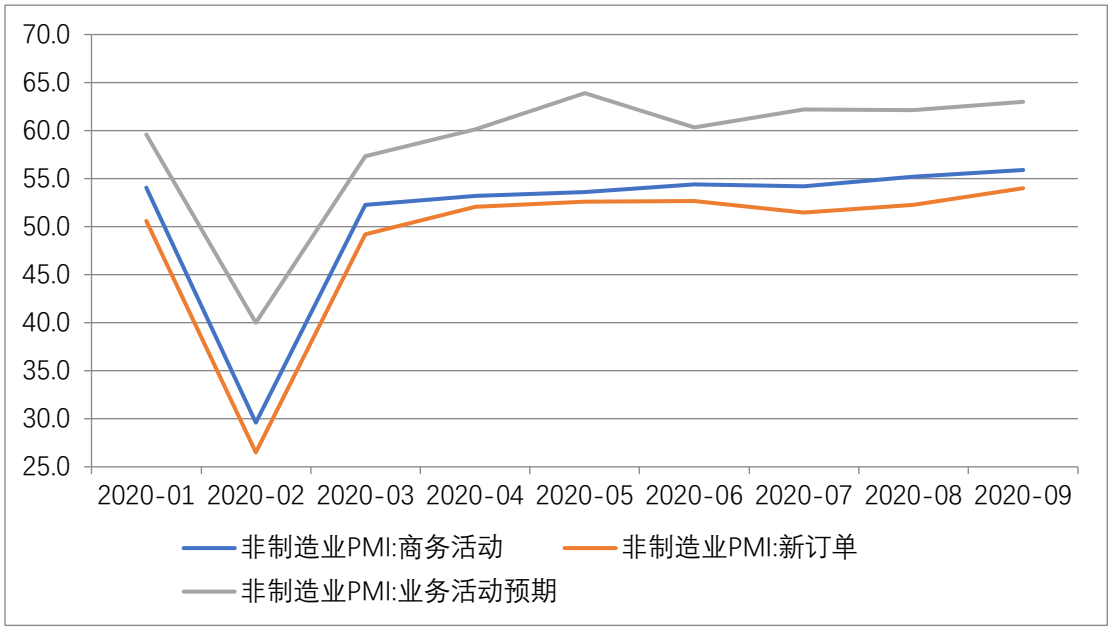


图 19 非制造业 PMI（%）

（九）企业经营状况逐步好转

企业生产经营状况好转，供需循环逐步改善，工业企业利润稳定增长。8 月份，全国规模以上工业企业利润同比增长 19.1%，延续稳定增长态势；从 1-8 月看，累计利润同比下降 4.4%，降幅比 1-7 月份收窄 3.7 个百分点。

企业亏损额下降，亏损面逐月缩小。8 月份，亏损企业亏损额同比大幅下降 37.0%，累计同比下降至 27.1%；亏损面相比上月收窄 1.2 个百分点。

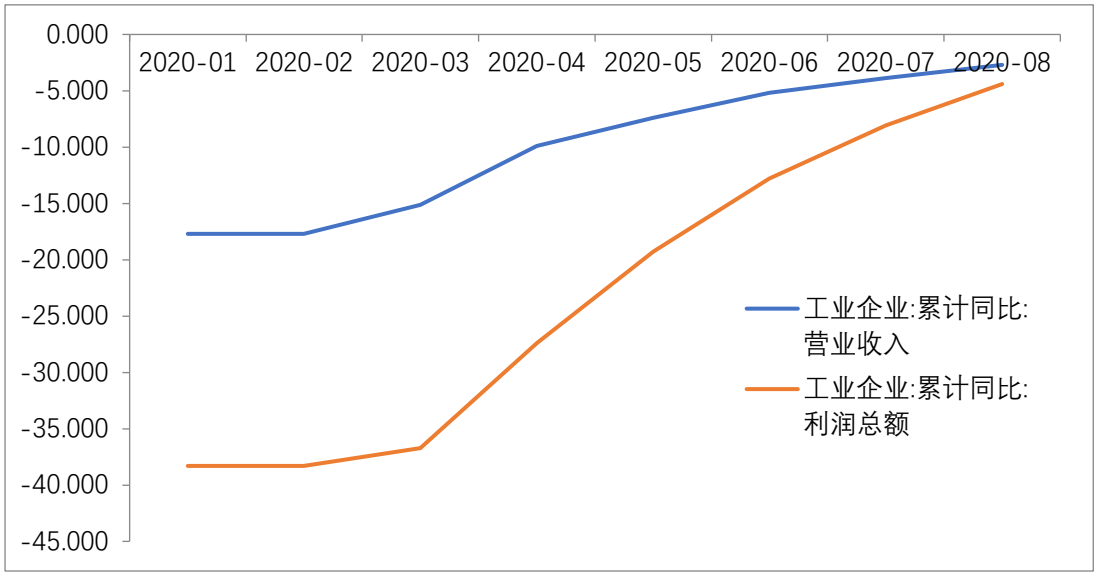


图 20 工业企业效益

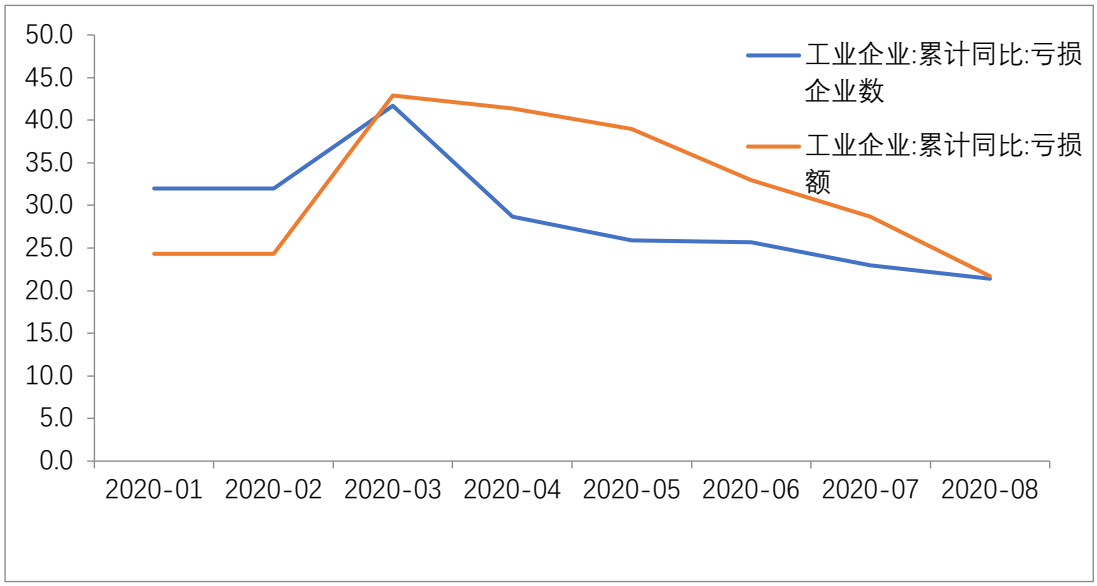


图 21 工业企业亏损情况

9 月份，服务业生产指数同比增长 5.4%，连续 5 个月正增长。1-9 月份，服务业生产指数累计下降 2.6%，降幅不断收窄。服务业多数行业都实现了正增长。9 月份，构成服务业生产指数的 8 个行业中有 6 个行业的生产指数已经实现正增长，其中，信息传输软件和信息技术服务业增长在两位数以上。

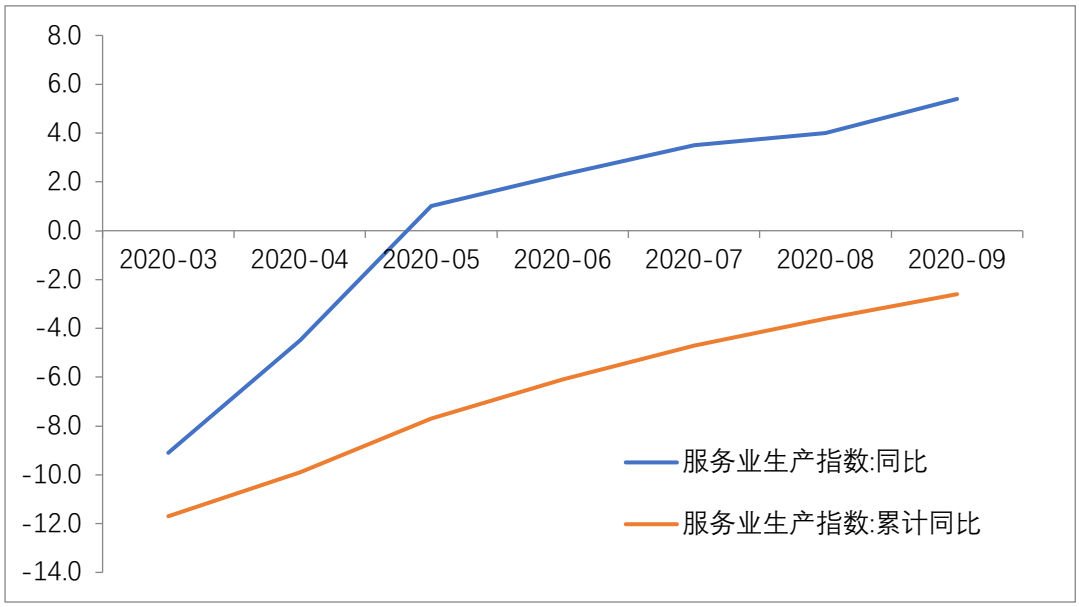


图 22 服务业生产指数增速（%）

（十）产能利用率稳步提升

产业循环不断改善，产能利用率逐季提升。三季度，全国工业产能利用率为 76.7%，比上年同期上升 0.3 个百分点，比二季度上升 2.3 个百分点。分三大门

类看，三季度，采矿业产能利用率为 73.9%，比二季度上升 1.8 个百分点；制造业产能利用率为 77.2%，比二季度上升 2.4 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业产能利用率为 72.8%，比二季度上升 2.2 个百分点。分重点行业看，三季度，通用设备制造业为 79.0%，回升了 1.7 个百分点；汽车制造业为 77.6%，回升 3 个百分点；计算机、通信和其他电子设备制造业为 78.9%，回升 0.5 个百分点。

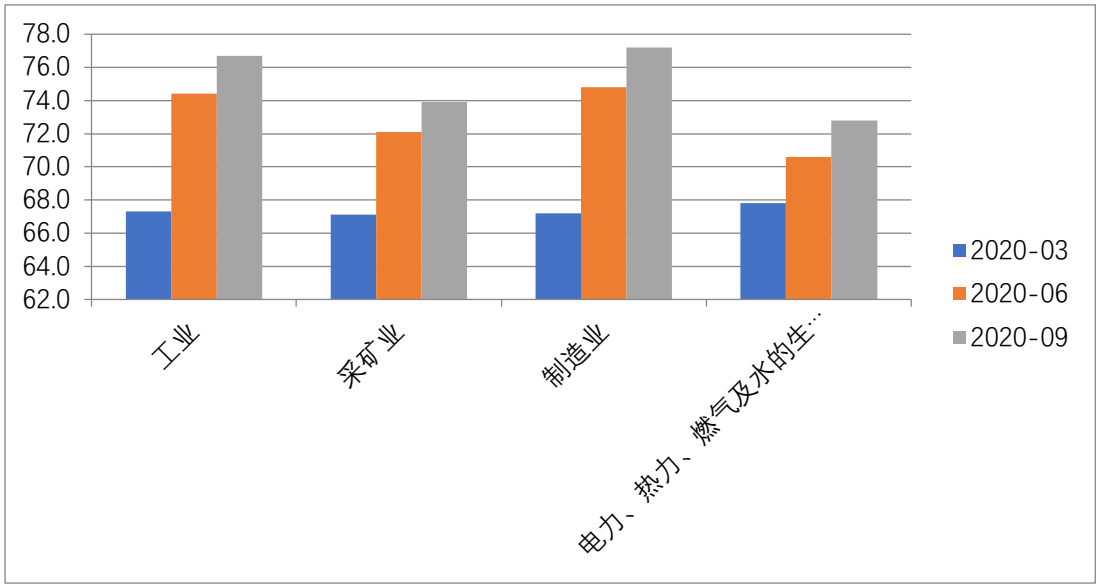


图 23 工业产能利用率（%）

二、疫情放大器下的经济趋势性回归和疫后潜在增长

前三季度稳定向好，在全球取得了最为亮眼的成绩，这体现了中国经济的韧性，“六稳”、“六保”的政策推动和疫情下的全球生产调整。但是，也要看到，在一季度宏观政策将中国经济托出深坑之后，二季度后经济逐渐回归 2019 年的经济运行逻辑，疫情进一步放大了原有的制造业投资和消费下行趋势。这就导致了基础设施建设和房地产投资带动汽车产业，但是消费的乘数作用发挥受到限制。当前复苏路径在市场内部没有形成自动的循环模式，经济循环还不顺畅，存在经济增速不及预期的风险。同时，此次疫情进一步放大我国的结构性问题，对未来潜在产出存在影响。

（一）政策托底：保主体稳经济

今年的宏观政策整体以托底为主，在保市场主体的大方向下，通过一季度集

中发力，二三季度保持政策取向，但是把握政策节奏，稳定中国经济。

第一，财政政策直指市场主体。财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债，共 2 万亿元。减免社保费，动用失业保险结存，推动国有商业银行让利，自然垄断性企业降价，以降低企业的经营成本，共约 4 万亿。这两部分资金直接指向广大中小微企业，确保最易受到冲击的主体生存。保住了市场主体就保住了就业，就保住了民生和消费。加上新增 1.6 万亿地方债增加投资，这部分资金基本上抵消了新冠疫情对一季度经济的影响，将经济带回到正常轨道。

第二，一季度加大流动性投放，降低资金价格。2 月 3 日和 4 日，共开展了 1.7 万亿公开市场短期逆回购操作，支持了春节后金融市场的平稳运行。从 2 月中旬开始连续暂停公开市场逆回购操作，并通过逆回购到期适当回笼流动性，引导流动性总量向常态水平回归。一季度末，适量开展 7 天期逆回购操作。4 月末，公开市场 7 天期逆回购操作中标利率从 2.50%下降至 2.20%，下行了 30 个基点，MLF 中标利率也下行 30 个基点，引导货币市场利率中枢下移，并通过 LPR 传导进一步降低实体经济融资成本。第一季度，累计开展常备借贷便利操作共 1027 亿元。4 月 10 日，下调各期限常备借贷便利 30 个基点。一季度累计开展中期借贷便利操作 6000 亿元，期限均为 1 年。2 月 17 日， 1 年期中期借贷便利操作的中标利率较上期下降 10 个基点。4 月 15 日，利率为 2.95%，较上期下降 20 个基点。此外，第一季度每月开展 1 次、共 160 亿元 CBS 操作，促进银行永续债流动性，并三次降低准备金率。

第三，疫情前期通过三批再贷款再贴现提供信贷支持。1 月 31 日，向主要全国性银行和湖北等 10 个重点省（市）的部分地方法人银行提供总计 3000 亿元低成本专项再贷款资金，支持金融机构向直接参与防疫的重点医用物品和生活物资的生产、运输和销售重点企业提供优惠利率信贷支持，发放贷款的实际融资成本降至 1.6% 以下。2 月 26 日增加再贷款再贴现专用额度 5000 亿元，同时，下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点至 2.5%，发放的贷款利率不高于 4.35%。4 月 20 日增加再贷款再贴现额度 1 万亿元，引导中小银行以 5.5 左右的优惠利率向量大面广的中小微企业提供贷款。

第四，疫情中加大对中小微流动性支持。印发《关于对中小微企业贷款实施

临时性延期还本付息的通知》，中小微企业，给予临时性延期还本付息安排，可延期到 6 月 30 日。鼓励金融机构发行小微企业专项金融债券 1315 亿元。二季度末，普惠小微贷款余额 13.55 万亿元，同比增长 26.5%，增速比上季末高 2.9 个百分点；上半年增加 1.97 万亿元，同比多增 7539 亿元。6 月 1 日，人民银行联合四部委发布了《关于加大小微企业信贷支持力度的通知》。央行将按季度购买符合条件的地方法人银行业金融机构 2020 年 3 月 1 日至 12 月 31 日新发放的普惠小微信用贷款的 40%，贷款期限不少于 6 个月。

第五，五月份后，货币政策为代表的宏观政策维持紧平衡。一季度，在流动性等各项政策支持下，各类型市场利率也大幅走低。从无风险收益率看，隔夜银行间质押式回购利率（DR001）月均值从 1 月份的 1.91%一路下降至 4 月份的 0.99%，1 年期和 10 年期中债国债收益率月均值也分别从 1 月的 2.09%、3.09%下降至 4 月的 1.25%和 2.54%。面向实体企业的信用类利率下降明显，2 季度金融机构人民币一般贷款加权平均利率为 5.26%，较 2019 年 4 季度下降 0.48 个百分点。其中，受再贷款等专项政策支持及监管关于支持中小微企业融资专项考核要求等因素影响，小微企业融资利率快速下行，长三角一带小微企业贷款利率最低可至 3.8%左右，大型企业和小微企业贷款利率出现一定“倒挂”。

进入五月份以后，随着全国范围内的疫情形势得到有效控制，实体经济复工复产形势较好，债券市场开始连续调整。10 月份，DR001 回调至 1.9%左右，1 年期和 10 年期国债收益率分别回升至 2.7%和 3.2%左右，较年内最低值回升约 160 个和 75 个基点。后续，随着市场对宏观经济反弹甚至出现较高速增长的预期不断增强，信贷需求相对旺盛，货币政策应该会持续维持资金供给紧平衡，市场收益率整体维持相对高位震荡，且承受一定的上行压力。

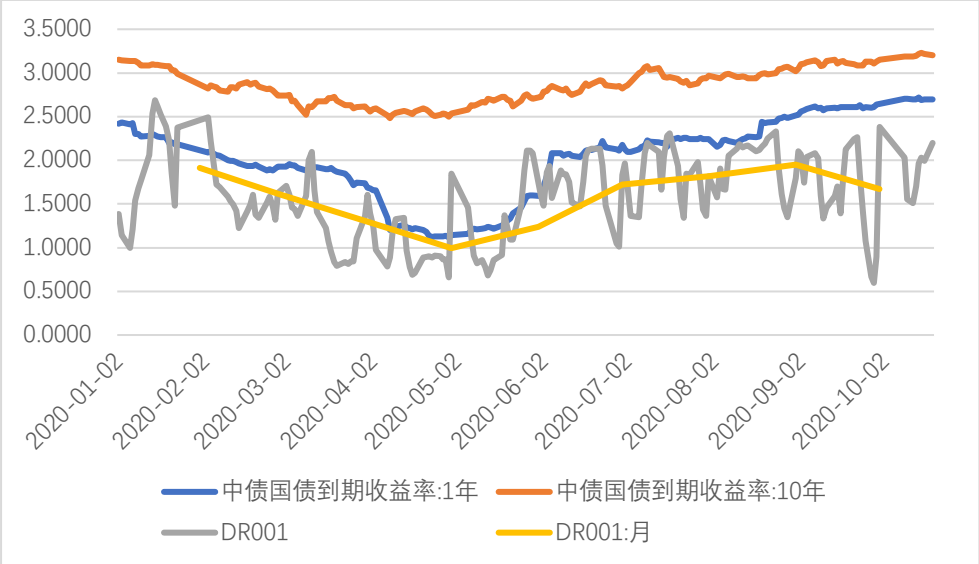


图 24：无风险收益率走势图

同时，从信用类利率走势看，与无风险收益率出现的 V 型走势存在一定差异，目前宽信用的状况仍然较为明显。尽管 4 月份以来资金市场无风险收益率的上行带动了信用类利率同步走高，但信用利差并未出现较大扩大，甚至还出现一定程度收窄。10 月份以来，AA+级产业债信用利差月度均值约为 149 个基点，较 2 月份的高点 203 个基点收窄 54 个基点，证明在当前宽信用、紧货币的形势下，宏观调控始终在寻求支持实体经济复苏和控制杠杆率之间寻求平衡，资金类价格的紧张更多的局限于银行层面，向实体融资利率的传导速度相对缓慢。后续随着利率债回调趋势逐步明显，利率上升趋势有可能会向信用类债券传导，信用利差可能会逐步转向走阔，宽信用、紧货币很难长期维持。

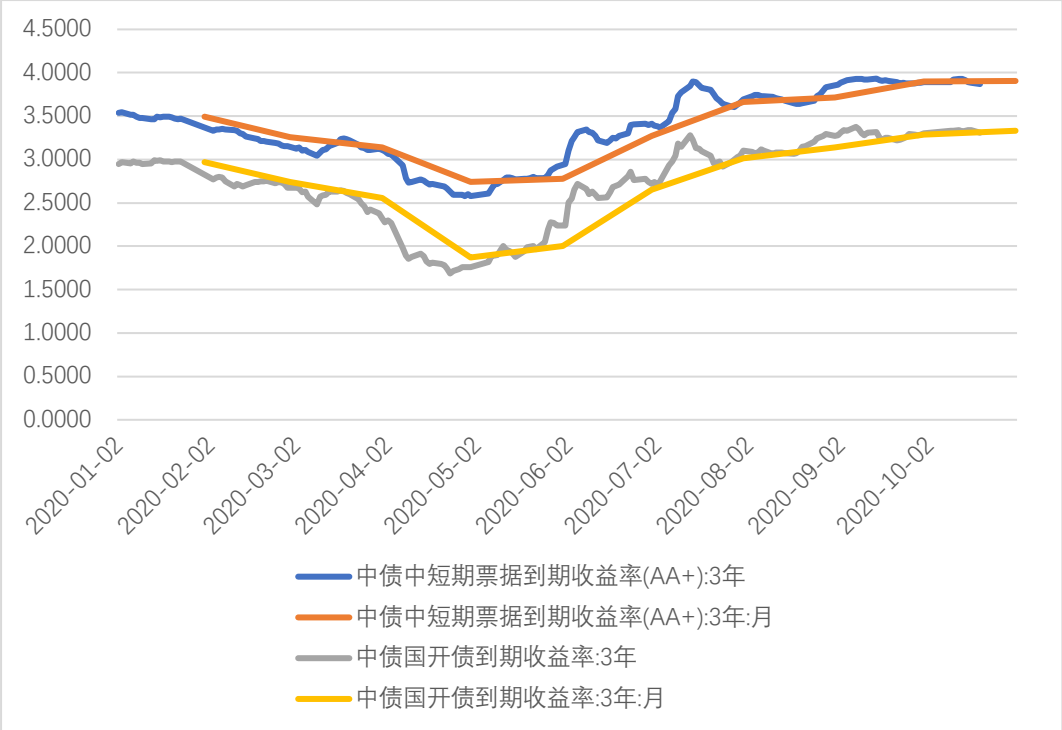


图 25：有风险收益率走势图

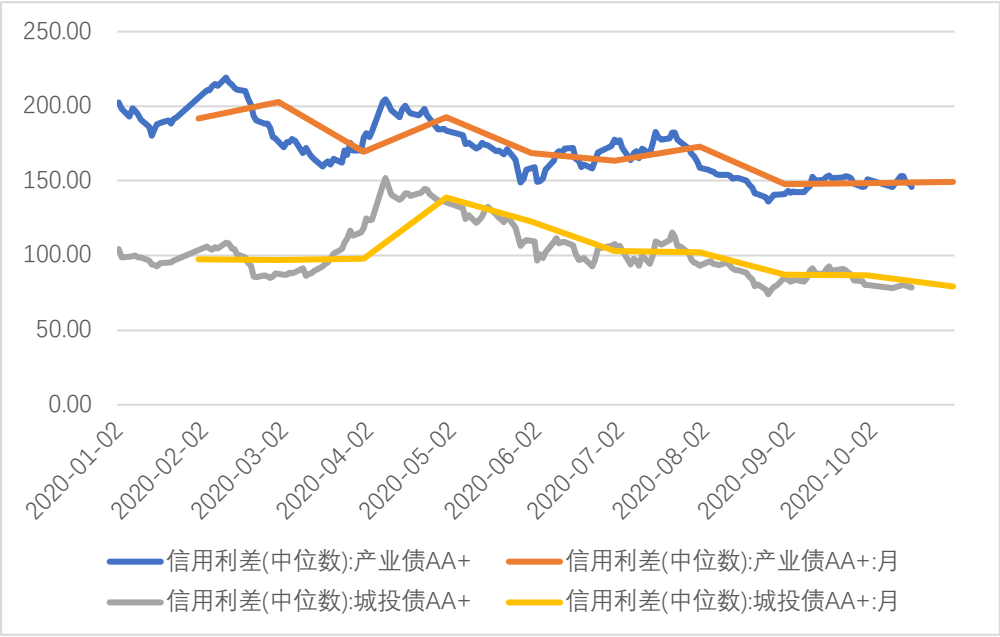


图 26：产业债信用利差走势图

（二）疫情放大周期性问题：经济回归 2019 年趋势

在五月份政策逐渐趋稳之后，经济更多开始回归 2019 年发展趋势。房地产投资持续高位运行和基础建设投资逐步回暖稳定了投资。同时，虽然面对进口和出口的下降，净出口呈现超预期的支撑作用。但是，消费相对疲弱带动制造业下

行导致了经济下行压力加大。

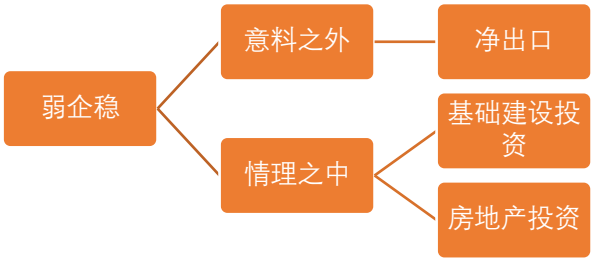


图 27 2019 年经济

2019 年资本形成总额拉动 GDP 增长 1.9 个百分点，下降了 0.3 个百分点，最终消费支出拉动 GDP 增长 3.53 个百分点，下降 1.47 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.67 个百分点，上升 1.27 个百分点。

固定资产投资(不含农户)增速为 5.4%，其中房地产开发投资增速达到 9.9%，提升 0.4 个百分点；基建投资增速 3.33%，增速回升 1.54 个百分点，不含电力与去年持平，支撑了投资增速。然而，核心支柱的制造业投资增速则出现大幅下滑，仅增长 3.1%，增速大幅回落了 6.4 个百分点。

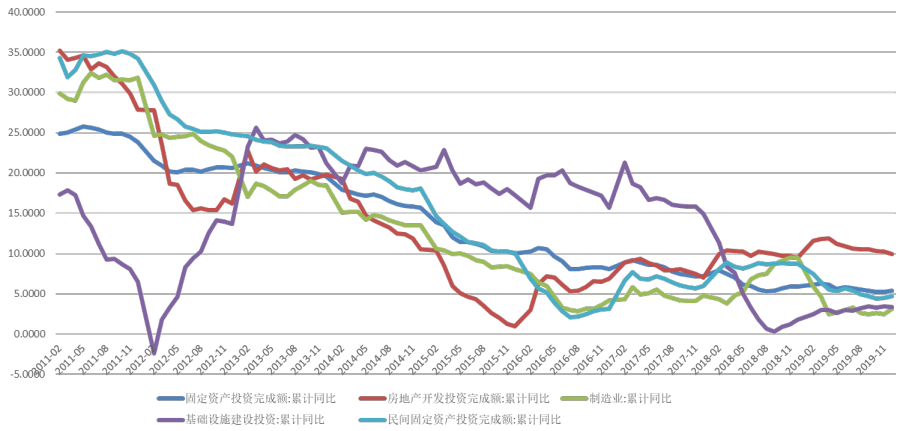


图 28 固定资产投资

社会消费品零售总额名义累计增速为 8.0%，增速下降 1 个百分点，汽车以外增速 9%。网上商品和服务增速 16.5%，比去年增速下降 7.4 个百分点。实际累计增速 6%，比去年全年增速下降 0.9 个百分点。

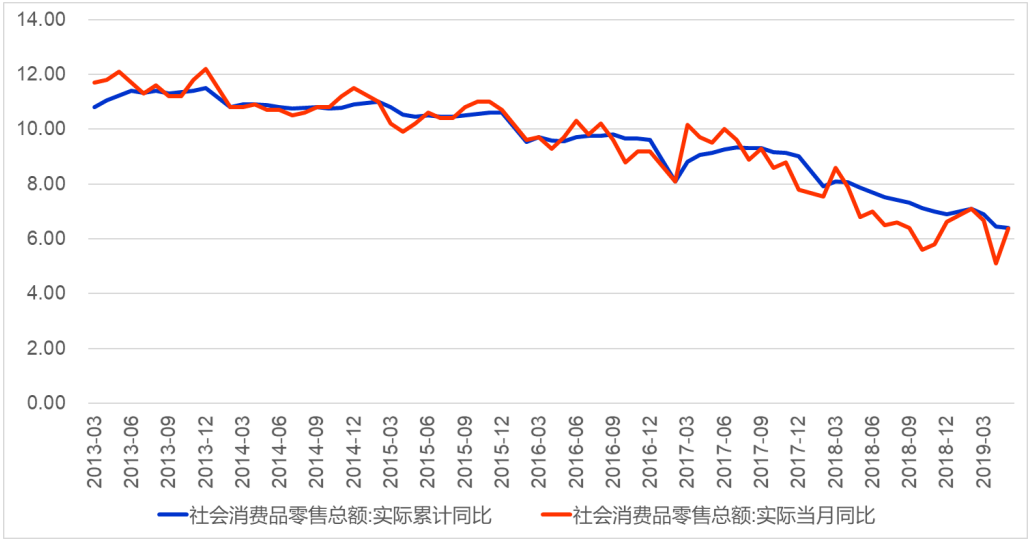


图 29 社会消费品零售总额

今年以来，延续了 2019 年在投资和汽车领域的特征。

第一是房地产市场持续升温。2019 年年底至 2020 年年初，受疫情影响，房屋施工面积和竣工面积均遭遇巨大冲击，尤其是竣工面积的累计增速显著大幅度下降。随着疫情防控工作的开展以及国内疫情形势的好转，房屋施工面积和竣工面积开始回升。房屋新开工面积增速保持平稳上升，竣工面积增速经历快速回升之后趋于平稳。1-9 月份，房地产开发企业房屋施工面积 859820 万平方米，同比增长 3.1%，增速比 1-8 月份回落 0.2 个百分点。其中，住宅施工面积 607031 万平方米，增长 4.0%。房屋新开工面积 160090 万平方米，下降 3.4%，降幅收窄 0.2 个百分点。其中，住宅新开工面积 117193 万平方米，下降 4.2%。房屋竣工面积 41338 万平方米，下降 11.6%，降幅扩大 0.8 个百分点。其中，住宅竣工面积 29597 万平方米，下降 10.5%。

自今年 2 月份以来，房地产开发企业土地购置面积和土地购置费逐渐摆脱疫情冲击的影响，开始回升。三季度，土地购置面积和土地购置费增速放缓甚至出现回落态势。1-9 月份，房地产开发企业土地购置面积 15011 万平方米，同比下降 2.9%，降幅比 1-8 月份扩大 0.5 个百分点。土地购置费累计增速由 7 月份 8.5% 下降至 8 月份的 8.2%，降幅为 0.3 个百分点。这可能与各地区楼市调控政策加码有关。

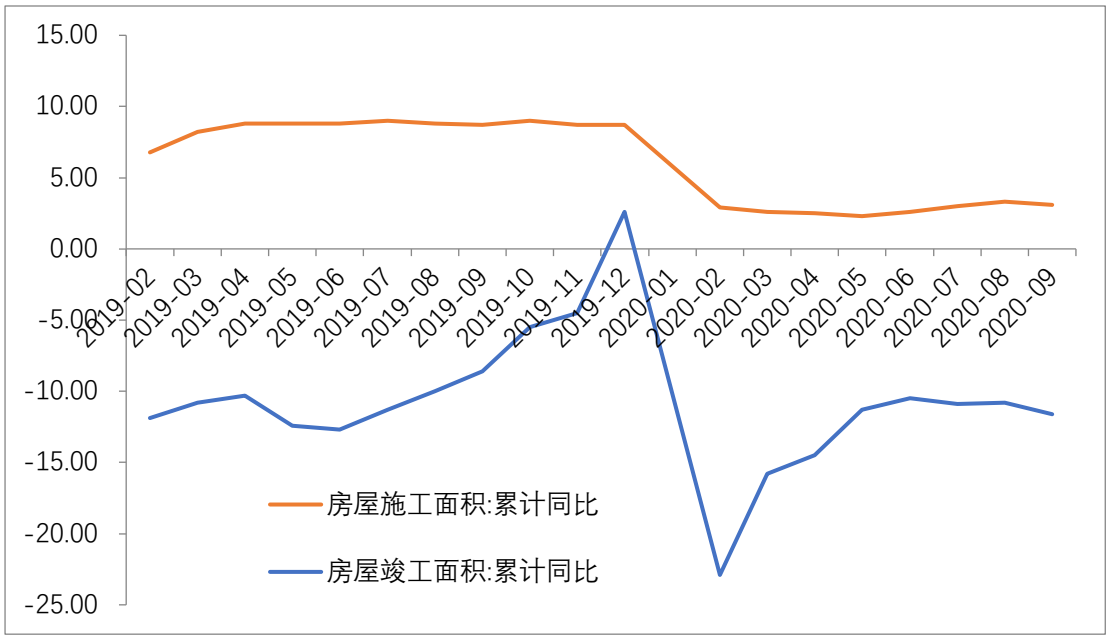


图 30 房地产市场升温

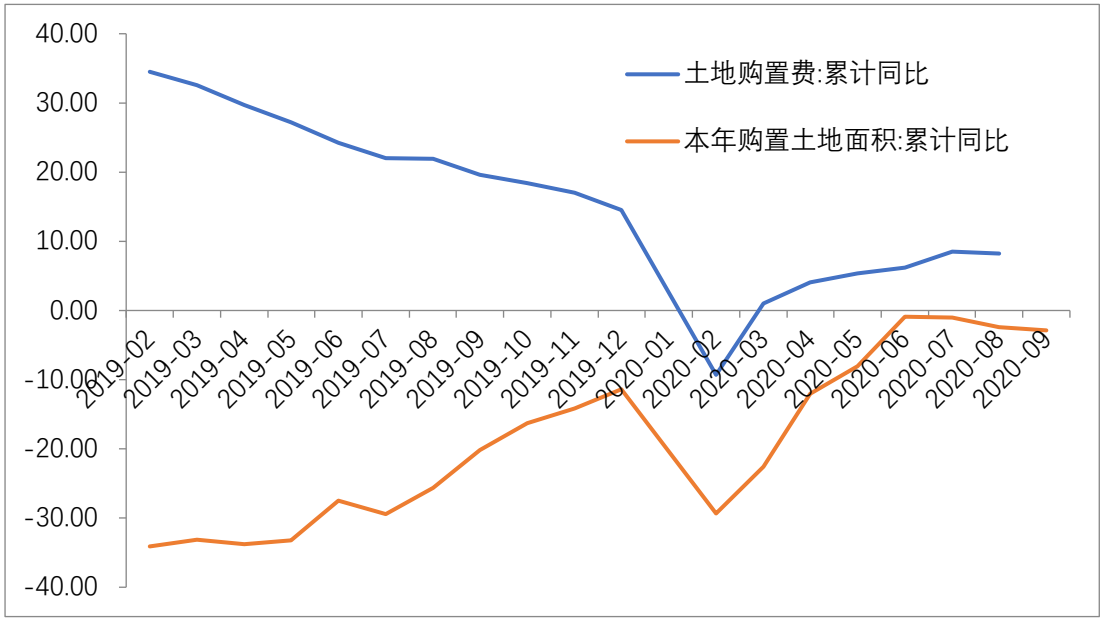


图 31 土地购置统计

第二是汽车市场加速回暖。自 2019 年二季度以来，汽车产销增速不断提升，汽车市场呈现出加速回暖的态势。今年年初由于疫情影响，汽车产销大幅下降；3-4 月份国内疫情形势渐趋好转，汽车产销大幅度提升；9 月份国内经济形势继续向好，“六稳”“六保”任务落实成效日益显现，使得国内汽车产业发展的恢复速度远远好于预期，汽车产销也保持了较快增长，回暖趋势明显。其中，汽车生产 252.4 万辆，同比增长 14.11%；汽车销售 256.5 万辆，同比增长 12.85%。前

三季度，汽车产销分别达到 1695.7 万辆和 1711.6 万辆，同比降幅分别收窄至 6.7%和 6.9%。

新能源汽车增长势头强劲。9 月份，新能源汽车生产 13.6 万辆，同比增长 48%，前三季度累计生产 73.8 万辆，下降 18.7%；销售 13.8 万辆，同比增长 67.7%，前三季度累计销售 73.4 万辆，下降 17.7%。

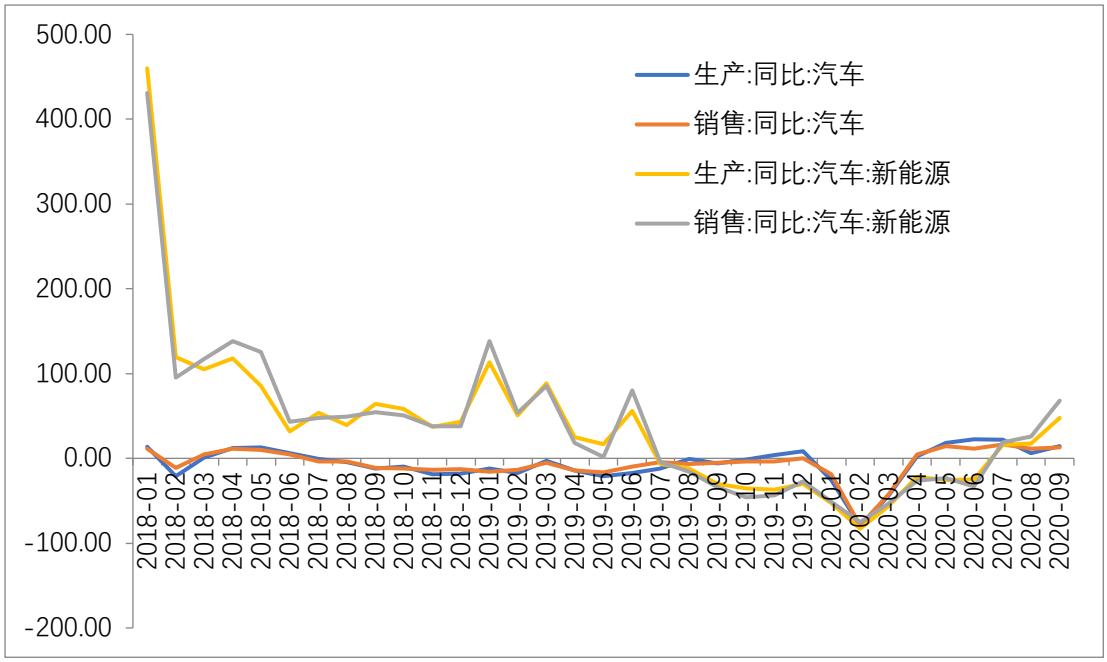


图 32 汽车产销增速

在这样的情况下，2020 年的经济持续体现为基础设施建设投资和房地产投资主导的投资拉动型。在此带动下，卡车和挖掘机销量持续上升。据中国工程机械工业协会统计，9 月销售挖掘机 2.6 万台，同比增长 65%；同比增速加快 14 个百分点。1-9 月份增长为 32%，累计增速加快 3 个百分点。

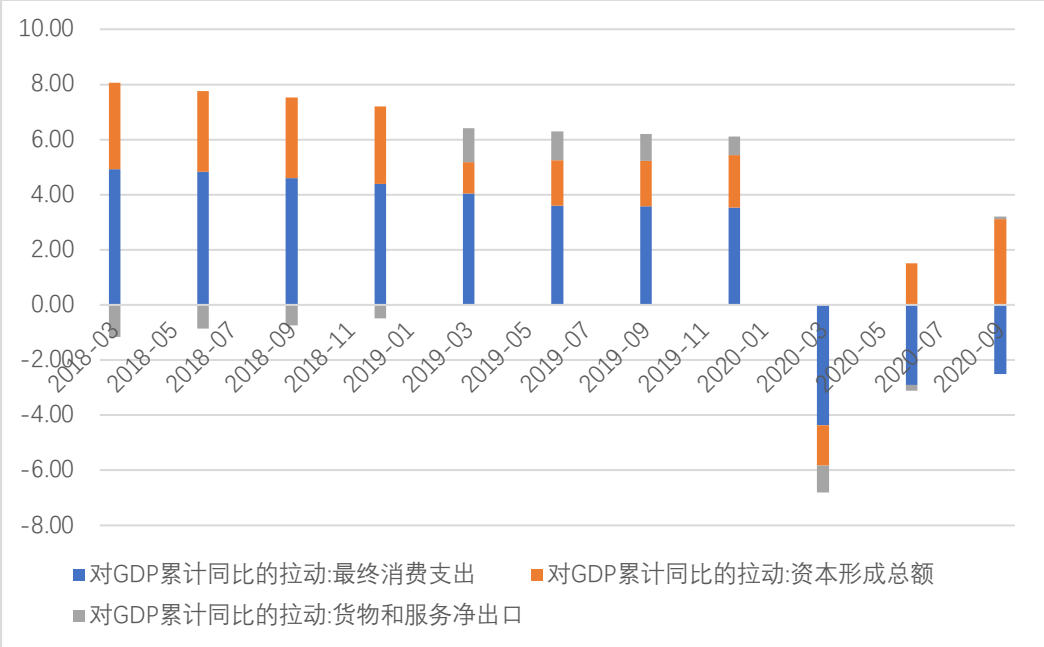


图 33 经济增长动力分解

在保主体推动复工复产情况下，由于消费还存在不足，导致了核心 CPI 持续下行。

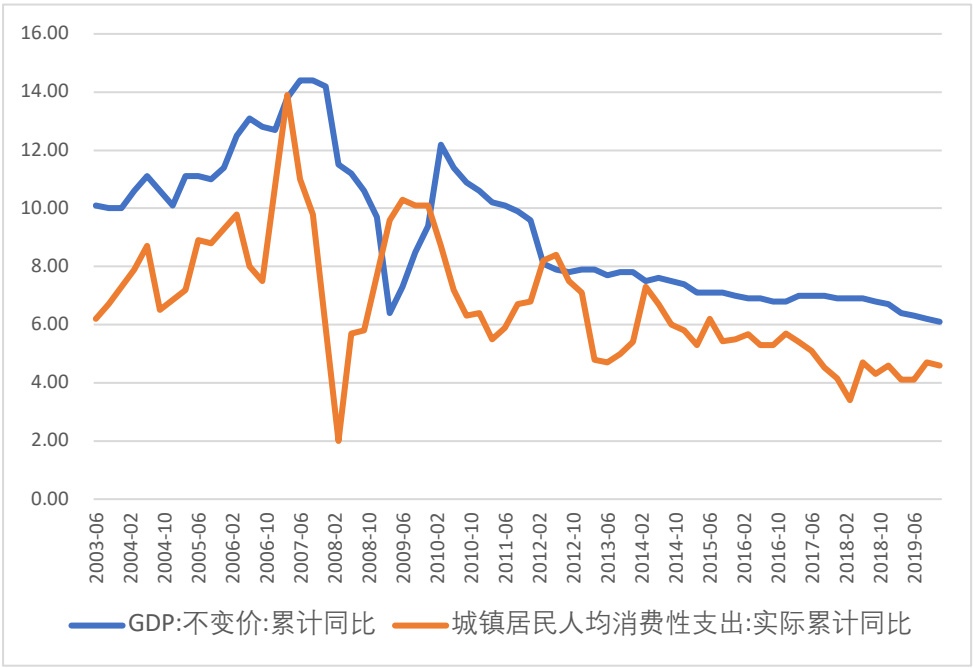


图 34 经济增速与消费

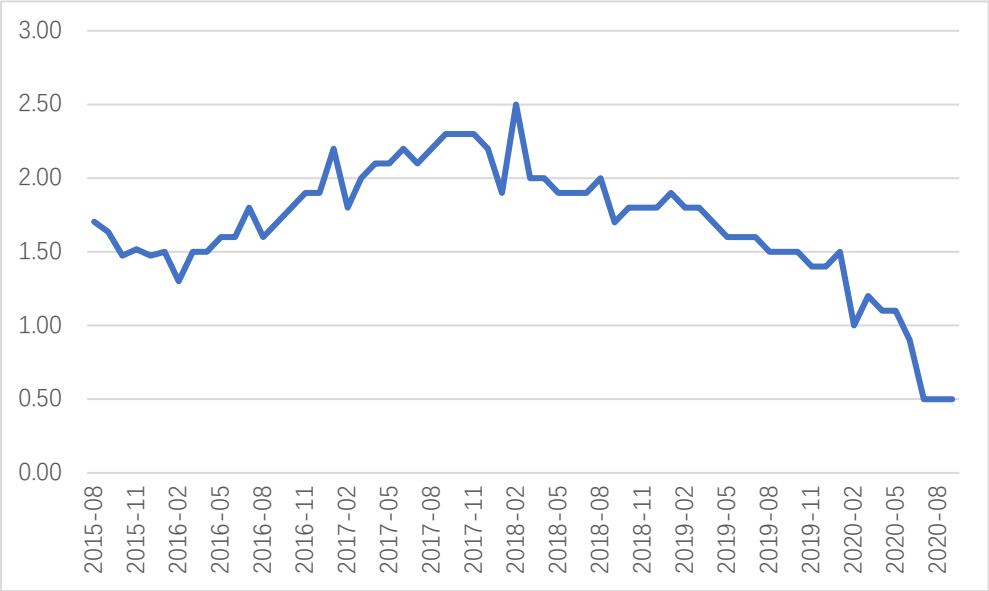


图 35 核心 CPI

（三）疫情放大结构性问题：潜在产出影响

目前的经济复苏路径对潜在产出存在影响，值得特别关注。对中国宏观经济的分析要打破短期经济波动与长期潜在增长的二分法。诚然，不是每次经济波动都会影响潜在产出。例如，在西方国家，经济波动很多时候是市场的暂时性失衡，会在较短时间内进行调整。例如，美国 1991 年、2001 年等的衰退。

但是，我国由于结构性问题、此次疫情对不同行业冲击显著差异和保市场主体产生的供需错配，当前疫情复苏路径会影响未来的潜在增长。在目前的路径下，行业内头部企业和中小微企业两级分化明显，地区经济差距加大，数字要素未能与传统要素相结合，存在寻租倾向等。

在一季度，由于对中小微企业的大量支持，大型企业和小型企业的复苏路径基本相同。在回归市场逻辑之后，由于需求有限，大型企业更加具有优势，导致了复苏分化，中小企业的困难加大。

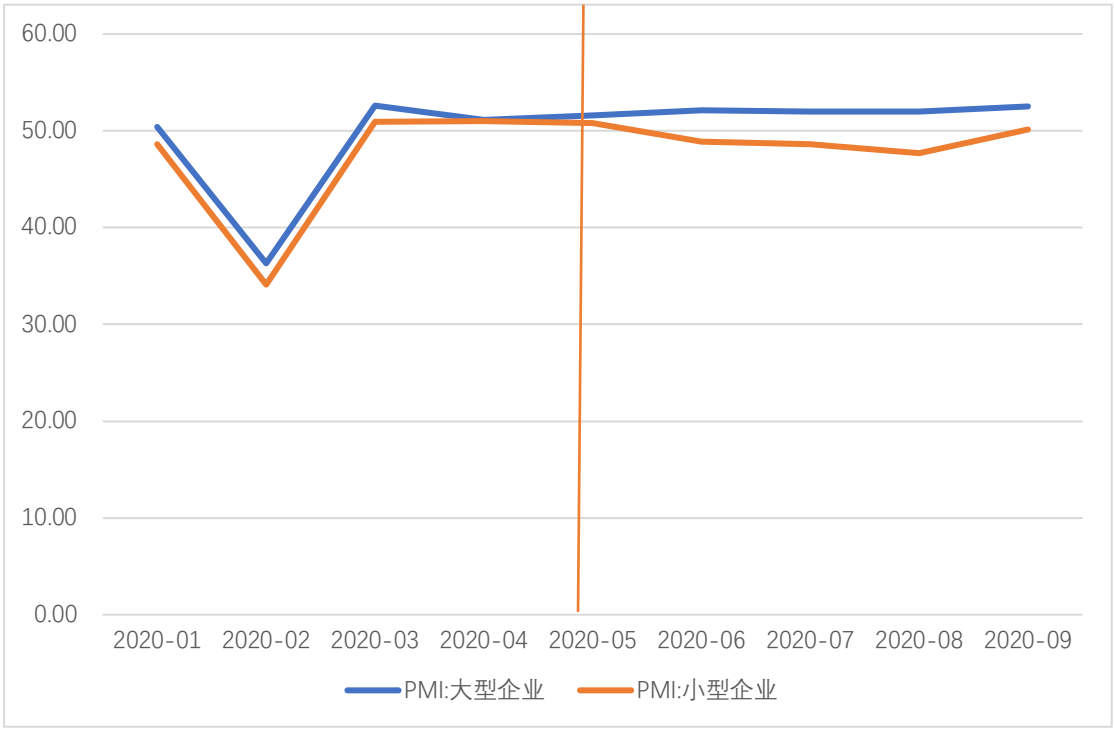


图 36 PMI

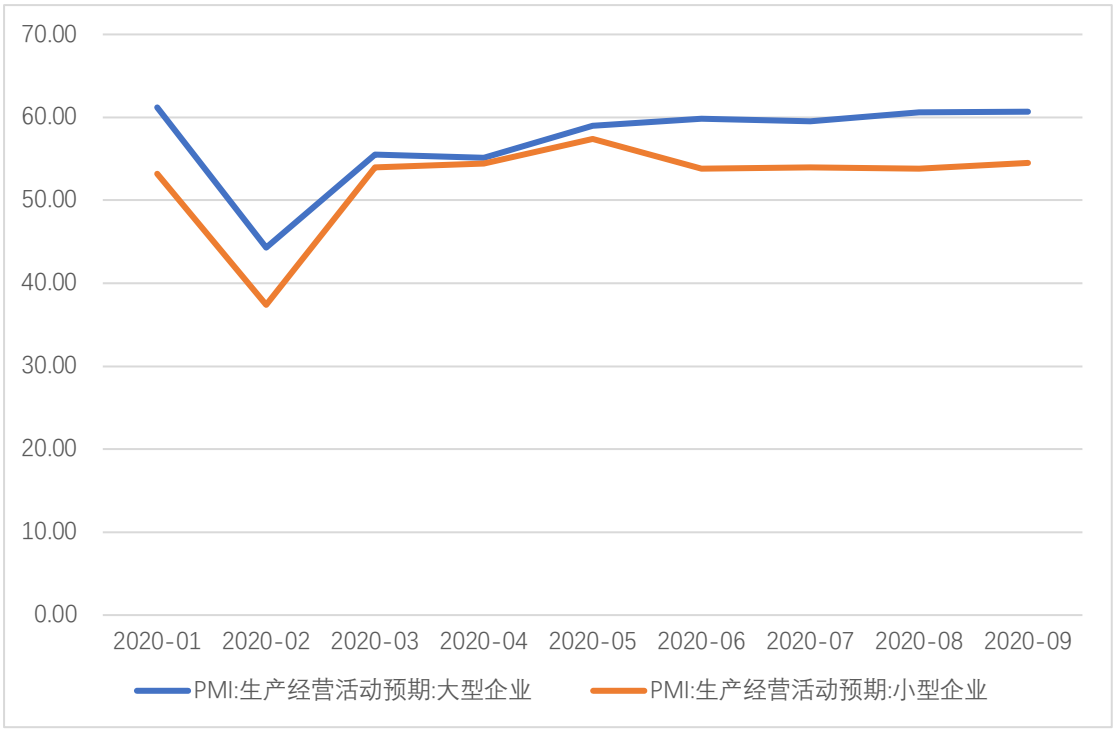


图 37 PMI:生产经营活动预期

在经济的复苏过程中，京津冀和东北为代表的北方经济明显复苏步伐较慢。在我国内部的经济循环过程中，北方经济日渐脱离市场的运行逻辑，导致近年来增速的持续下降。

表 1 二季度经济复苏

省份	GDP:不变价:累计同比 %	省份	GDP:不变价:累计同比 %
西藏	5.1000	山东	-0.2000
新疆	3.3000	河南	-0.3000
贵州	1.5000	陕西	-0.3000
甘肃	1.5000	吉林	-0.4000
湖南	1.3000	河北	-0.5000
宁夏	1.3000	山西	-1.4000
青海	1.0000	广东	-2.5000
江苏	0.9000	上海	-2.6000
江西	0.9000	海南	-2.6000
广西	0.8000	北京	-3.2000
重庆	0.8000	内蒙古	-3.8000
安徽	0.7000	天津	-3.9000
四川	0.5600	辽宁	-3.9000
浙江	0.5000	黑龙江	-4.9000
福建	0.5000	湖北	-19.3000
云南	0.5000		

近年来，我国收入分配结构是有所改善的，但是在疫情的冲击下，我国收入分配结构有所恶化。中位数收入增速低于平均增速，表明中低收入者在疫情中受到了更大影响。

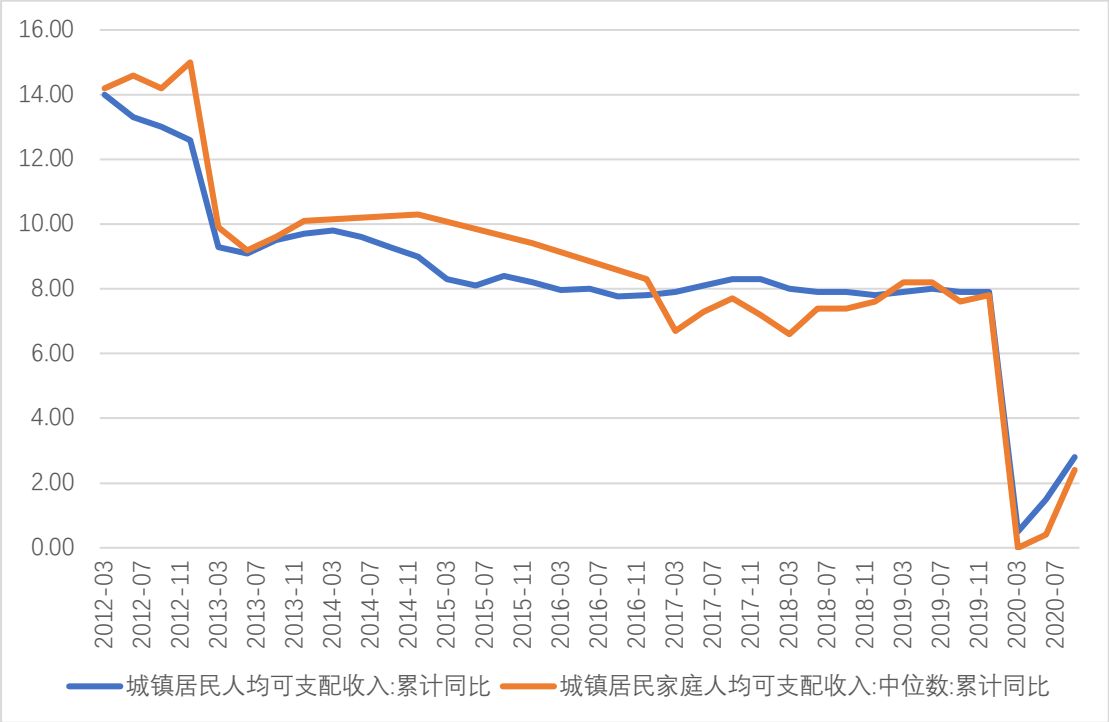


图 38 收入增速

三、导向形成新发展格局的疫后恢复路径

未来需要将复苏路径导向新发展格局，不能简单为了复苏为将来带来巨大的调整成本，会在未来产生新的经济下行压力。我国的新发展格局需要发挥国内消费在经济循环中的核心作用，促进加工贸易向一般贸易转型，特别是解决生产要素供给、市场需求和技术的安全问题。在目前的情况下，进出口受到疫情影响，我国暂时性演练了国内大循环为主体，但是暴露了诸多问题，潜在产出受到影响。未来需要通过加快改革推进消费升级、加工贸易转型和国内供给体系重构。

我国的新发展格局需要发挥国内消费在经济循环中的核心作用，促进加工贸易向一般贸易转型，特别是解决生产要素供给、市场需求和技术的安全问题。

经过 70 年的建设，我国已经建立了世界上最为完整的工业体系，220 多种产品产量世界第一。在前期打下的良好基础上，加入 WTO 之后，我国的生产能力实现了跃升。1995 年，我国的制造业产能为世界 6%，2007 年达到 16%，到了 2017 年攀升至 32%。我国的汽车、纺织服装、电子机械、计算机等产能得到了迅速提升。

在改革开放的初期，我国更多是进口原材料和中间品，在国内进行组装。在

过去十年，我国国内供应链长度越来越长，产业在国内实现了更多的垂直一体化。同时，我国还进入了很多新产品领域。

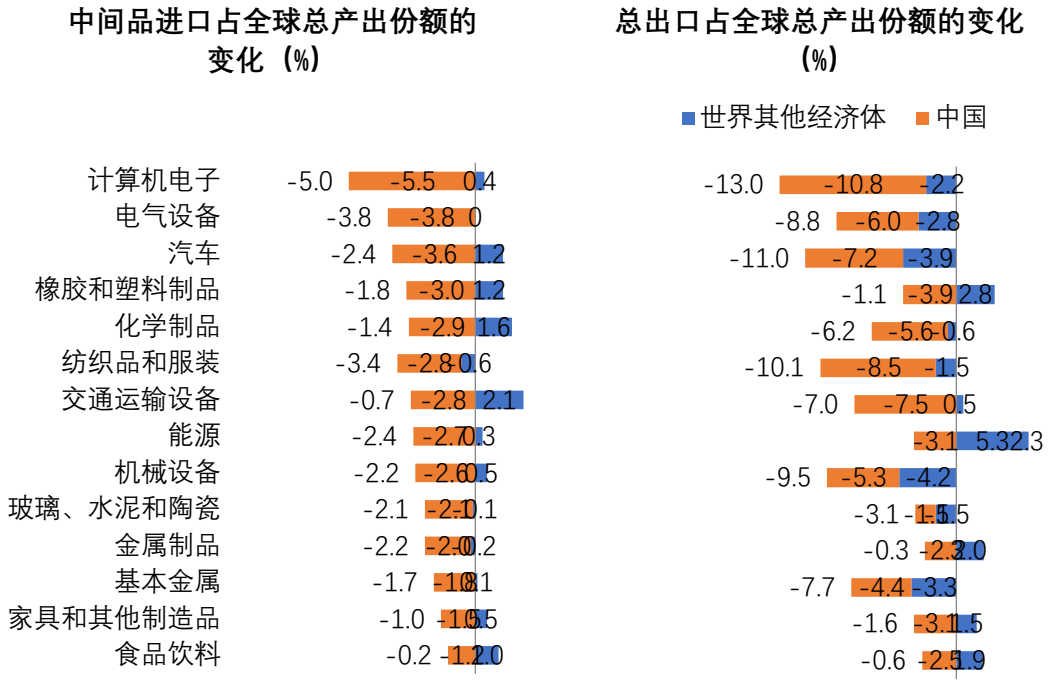


图 39 全球供应链缩短

资料来源：*MGI*, 2019.

由于中国国内产业链越来越完善，跨境中间品贸易量越来越小，这在一定程度上导致了世界贸易量的减少。在 2007 年至 2017 年期间，中间品贸易下降了 5.1%。这主要来自中国进口的减少。

我国生产能力的提升近年来得益于中国的研发进展。2018 年中国研发支出占 GDP 比重达到 2.2%，相比 2008 年提高了 0.7 个百分点；发明专利申请授权数达到 43.2 万件，是 2008 年的 4.6 倍。

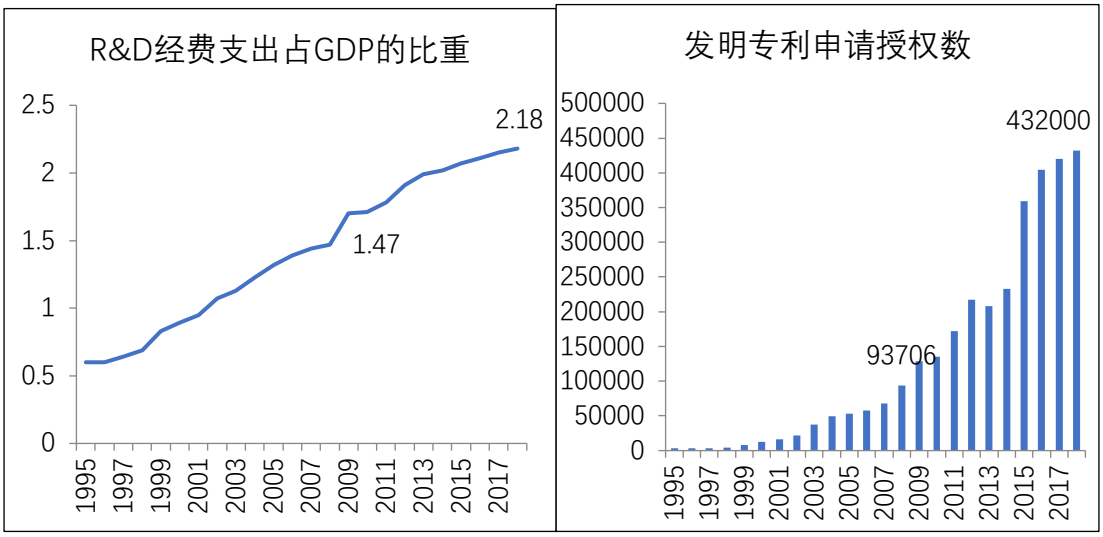


图 40 中国研发经费支出和发明专利申请授权数快速上升

高人均收入带来了世界上最为庞大的中产阶层，是中国消费最为核心的支撑点。在过去十年，全球消费增长最快的地区就是亚太。根据麦肯锡的预测，2030 年世界的消费额将达到 10.6 万亿美元，是 2017 年的一倍，其中 60%来自亚太地区的消费上升。到 2025 年，发展中国家将消费 2/3 的工业制造产品。在这个变化中，最大部分就来自中国。2017 年，中国占到了世界消费的 10%，2030 年，将占到世界消费的 16%。在中国的消费中，90 后正在成为主力，这个全体正在积累财富，愿意提前消费，更加适应新零售技术，移动端消费占比持续攀升。

当前的复苏路径还没充分发挥消费的支撑作用。这就暴露了我国形成新发展格局中存在着诸多障碍。特别是疫情对潜在产出的扰动，会干扰我国的转型路径，需要在未来进一步优化政策，促进转型。

国内经济大循环可以对比美国转型经验。1929 年大萧条之前，由于美国逐渐融入世界经济体系，美国丰富的土地资源加入世界禀赋，导致农产品全世界性供给过剩，农产品价格快速下跌，农民收入大幅度下降。在这个过程中，土地价值大幅度下降，农民财富下降，无法支付转型的固定成本。金融机构手中的土地相关资产价值下降，导致了金融机构破产，金融紧缩。由于转型困难，农民只能减少消费，这又降低了工业品需求，带动工业开始了下滑。在大萧条期间，罗斯福新政并不是以大规模宽松货币为导向，而是社会改革等政策促进了美国经济转型了国内消费为主。在这些改革中，信贷权开始成为民众的基本权利之一。美国的信贷一方面支撑力量是创新，通过未来的高回报率跑赢利率。另一发面是美元的国际储备地位，形成世界安全资产。

四、政策建议

第一，财政和货币政策维持当前力度。总体看，我国当前的复苏路径还需要政策支撑。当前政策很好地在总需求不足和结构性问题固化找到了平衡点。未来政策取向和力度都需要继续保持。

第二，适当增加杠杆率。上半年宏观杠杆率较去年底攀升约 12.6 个百分点，达到 285.6%左右。推动以消费为基础的大循环，需要进一步增加普惠性消费金融力度。在加强监管和信贷风险控制下，推动正规金融体系和金融科技的融合，提升普惠金融力度。

第三，应对人民币升值趋势。国内大循环为主体、**国内国**际双循**环**相互促进的新格局需要人民币国际化程度的提升，通过中国供给安全资产，提升国内留存的消费。这就意味着未来我国人民币国际化需求会逐步加速，需要对升值趋势预留政策空间。

第四，推进资本市场改革。资本市场注册制改革是一项关系全局的改革。通过注册制逐渐形成分红推动的财富积累，形成资金在国内的循环，才能支持国内大循环为主体。在改革中要加强配套措施的推进，考虑政策的协调问题。

第五，通过相对价格效应推动消费升级。改革开放以来，推动我国消费升级的主要动力是收入增加。根据第四次全国经济普查数据修订后，2019 年中国人均 GDP 已经超过 1 万美元，接近世界人均 GDP 的 1.13 万美元。随着收入增加，我国恩格尔系数为 29.33%，达到联合国富裕水平的标准，进入发达国家行列，比 1978 年减少了 30 个百分点。国民储蓄率下降到 46.4%，国民消费率在过去 8 年中提升了 5 个百分点，消费支出占居民可支配收入的比重为 70.6%。消费升级加速，在实物产品方面，吃、穿等基本生活类商品占社会消费品零售总额的比重明显降低，社会信息化程度不断提高，电脑、手机等信息产品消费快速增长。服务性消费日益成为居民消费的主要构成，文化娱乐、休闲旅游、大众餐饮、教育培训、医疗卫生、健康养生等服务性消费成为新的消费热点，体验类消费快速发展。

利用各品类消费支出衡量结构。只有收入效应起作用比只有相对价格效应起作用时对数据的拟合更好，且后者甚至得到与实际数据变化趋势相反的拟合值，这意味着收入效应对模型拟合的贡献更大，是导致不同部门消费支出比重变化的主要动力。

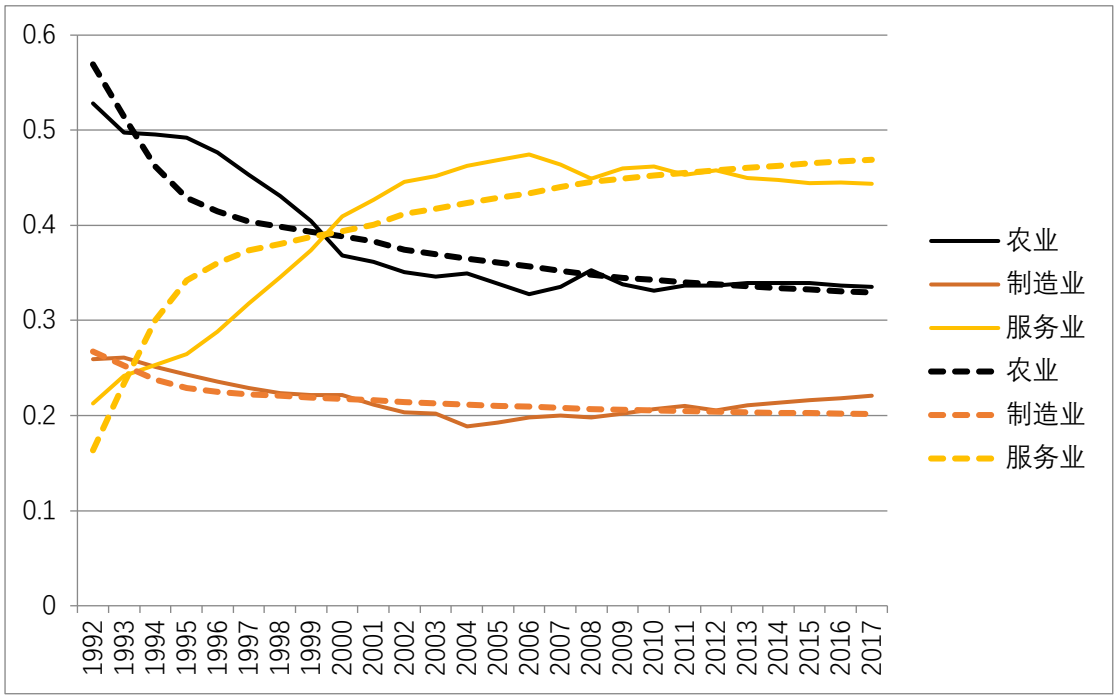


图 41：相对价格不变拟合值与实际数据

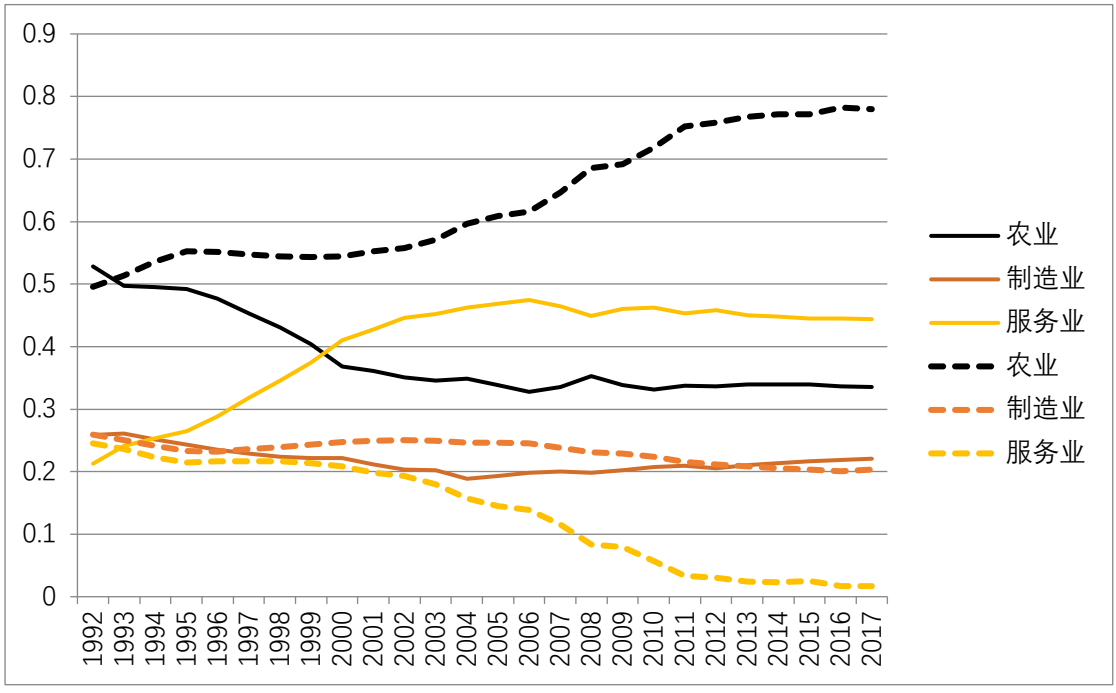


图 42：总消费支出不变拟合值与实际数据

从消费增加值来看，反事实分析表明，只有收入效应起作用比只有相对价格效应起作用时对数据的拟合更好，且后者也得到与实际数据变化趋势相反的拟合值。因此可以得到与最终消费支出方法下相一致的结论，即收入效应是导致不同部门消费增加值比重变化的主要动力。

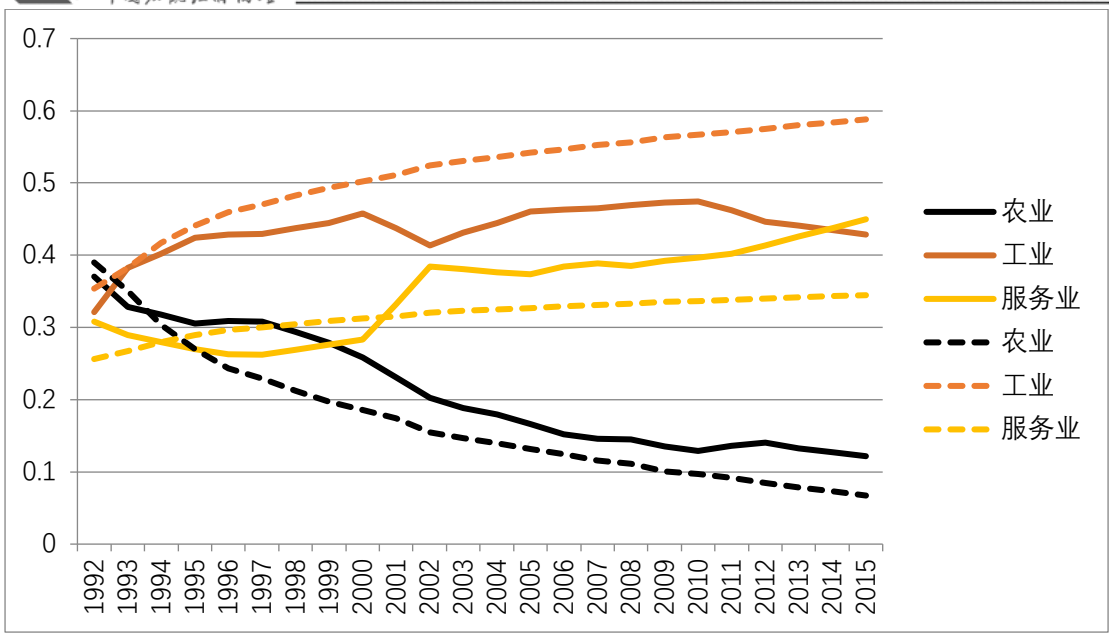


图 43：相对价格不变拟合值与实际数据

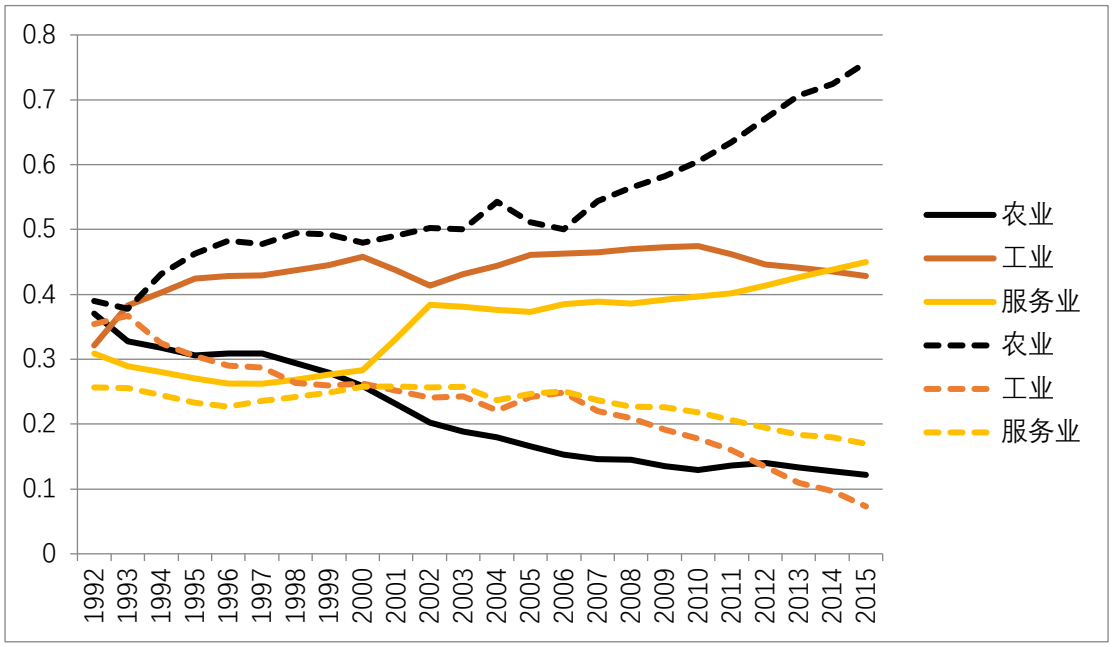


图 44：总消费增加值不变拟合值与实际数据

总体看，我国消费升级在 2015 年之前，基本上以收入效应为主。在此之后，逐步开始转向了相对价格效应。未来，需要进一步从相对价格效应入手，提升消费升级。

第六，投资伴随消费导向。在赶超阶段，政府更需要的是进行基本的基础设施建设，例如公路、通信等方面。通过这些方式，可以降低企业出口的固定成本，促进出口和学习，提升生产效率。在创新阶段，基础设施建设的简单引导性开始下降，更需要关注的是融资和风险分担等问题。

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：