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

（2022年9月）（总第58期）

转折适应期中的中国宏观经济

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

2022年9月

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济月度数据分析会（第58期）

转折适应期中的中国宏观经济

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

主要讨论问题

- 8月份进出口数据变化是周期还是拐点？
- 房地产何时会筑底回升？
- 基建和制造业投资能有效对冲房地产投资吗？
- 如何进一步稳住消费？
- 三季度后经济能企稳吗？
- 物价会持续破3吗？
- 美联储加息周期会持续多久？
- 宏观政策如何定位和进一步发力？

主要观点

- 宏观经济面临四重转折，8月份的数据进一步确认了这种变化。
  - 在中国经济韧性和政策托底的作用下，3季度经济能够进一步巩固向好趋势，并为四季度奠定基础，实现年内从二季度下滑到企稳的转折。
  - 房地产和出口呈现趋势性下行，从2019年以来的经济运行模式面临转折，经济企稳还需要新动能。
  - 未来经济逐渐实现动能转折，走向新发展格局下的制造业投资和现代化基础设施投资引领的，但呈现高成本特征的新发展阶段。
  - 全球经济走完从1980年代以来的增长周期，进入了新一轮的长期波动（long swing），通货膨胀持续时间将会超过各国央行预期。

主要观点

- 房地产市场由于城市化模式进入转折点，从高周转下沉模式转向存量优化的制造业模式，将有较长的模式调整期。
- 宏观政策定位需要进一步对冲房地产和出口的压力，并重点从短期应对走向修复经济主体资产负债表，集聚经济恢复的内生动能。
- 最为重要的是，转折期核心需要强化预期管理，帮助经济主体平滑过度。
- 货币、金融政策要进一步发力，建议下调准备金率，全面做强国内资本市场和香港股市，提升资本市场的财富效应。
- 美国加息周期会超过美联储预期，但不必过于担心汇率。

目录

供需指标回升、年内拐点确认

房地产和出口趋势性变化

制造业和基建投资引领高成本周期

世界经济进入新的长周期

宏观政策定位与建议

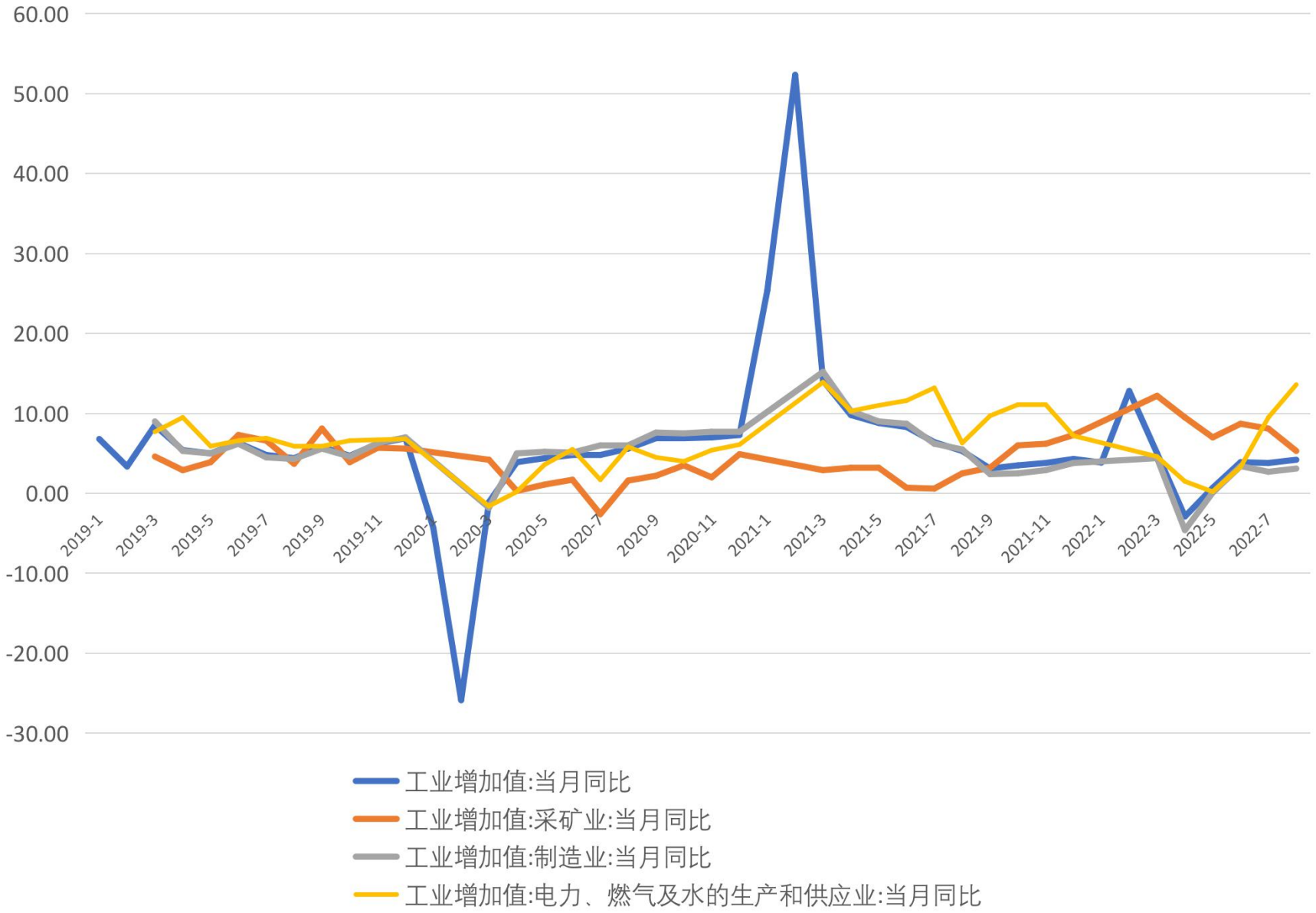
一、主要供需指标普遍回升

工业生产超额恢复

•2022年1-8月份规模以上工业增加值同比增长3.6%，较1-7月份提高0.1个百分点

•8月当月规上工业增加值同比增长4.2%，较7月份提高0.4个百分点

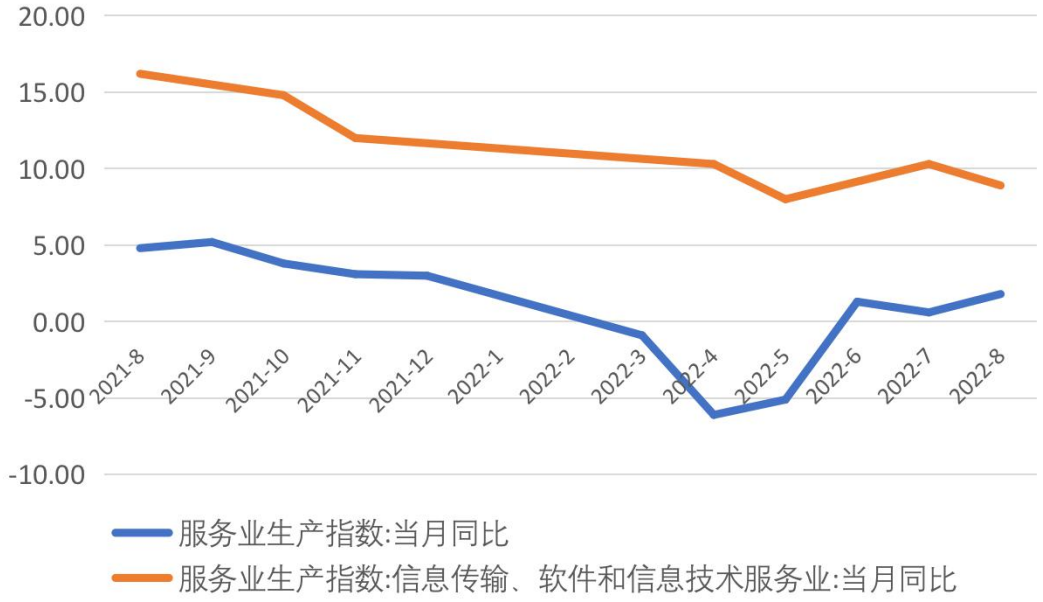
•8月份，制造业采购经理指数为49.4%，比上月上升0.4个百分点；企业生产经营活动预期指数为52.3%，上升0.3个百分点。

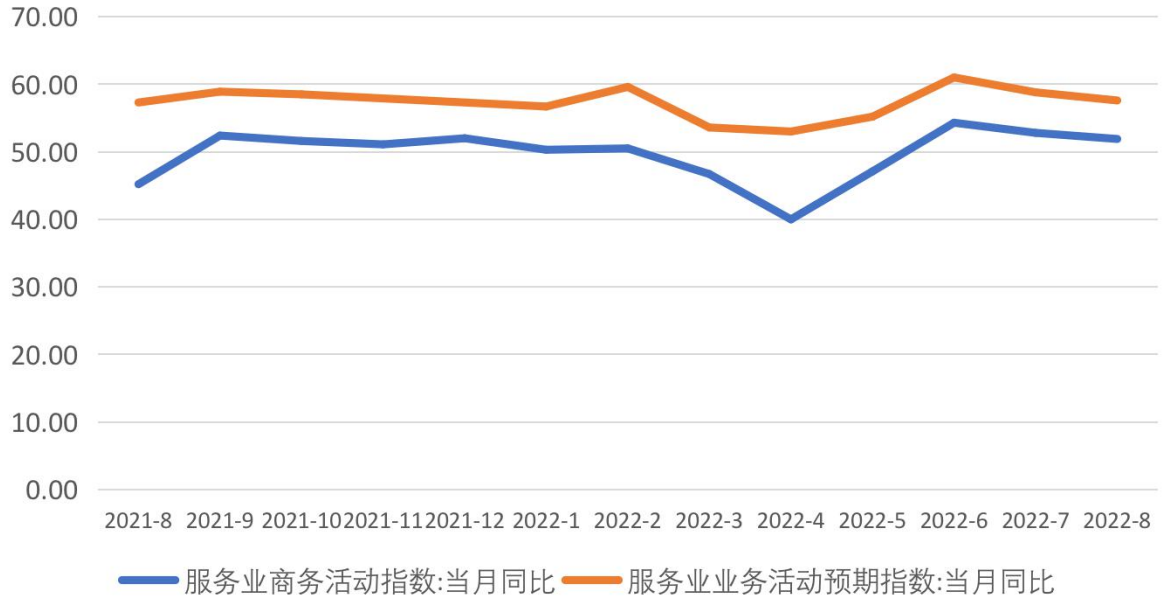


工业动能

- 高温天气带动用电需求增加，电力热力燃气及水的生产和供应业增加值增速较上月大幅提高 4.1 个百分点至 13.6%
- 8月份采矿业虽然生产继续放缓，增加值增速较 7 月回落 2.8 个百分点至5%，但也为工业增长提供了部分支撑。
- 受医药制造和计算机通信电子制造业生产下滑影响，高技术制造业增加值同比增长4.6%，较上月继续有所回落，但增速仍高于全部制造业 1.5 个百分点。
- 8月份新能源汽车、移动通信基站设备、太阳能电池等绿色智能产品产量同比增速分别高达 117.0%、25.7%、21.6%
- 出口交货值增速进一步放缓，内需的拉动作用相对增强。

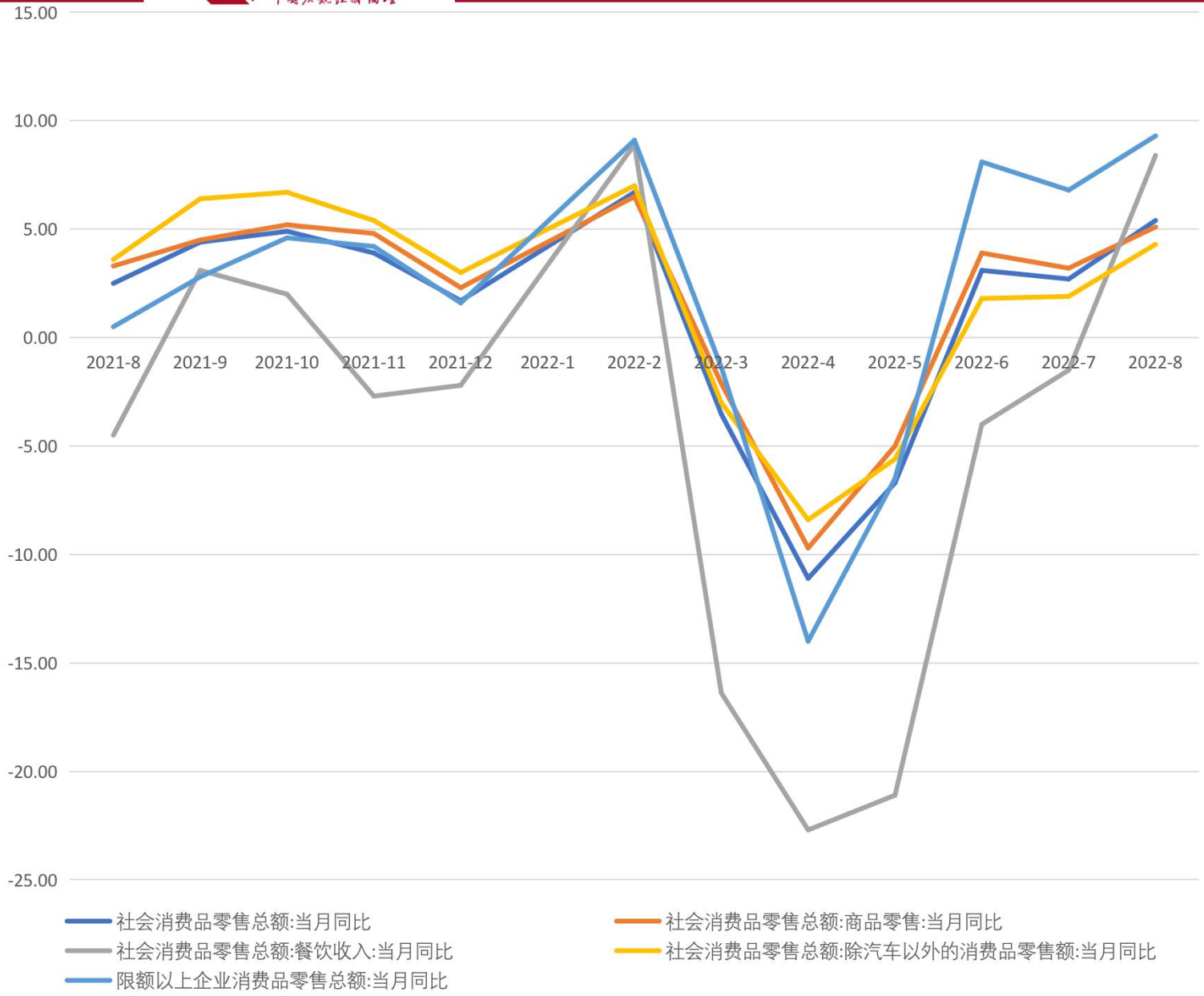
服务业展现韧性，企稳增长





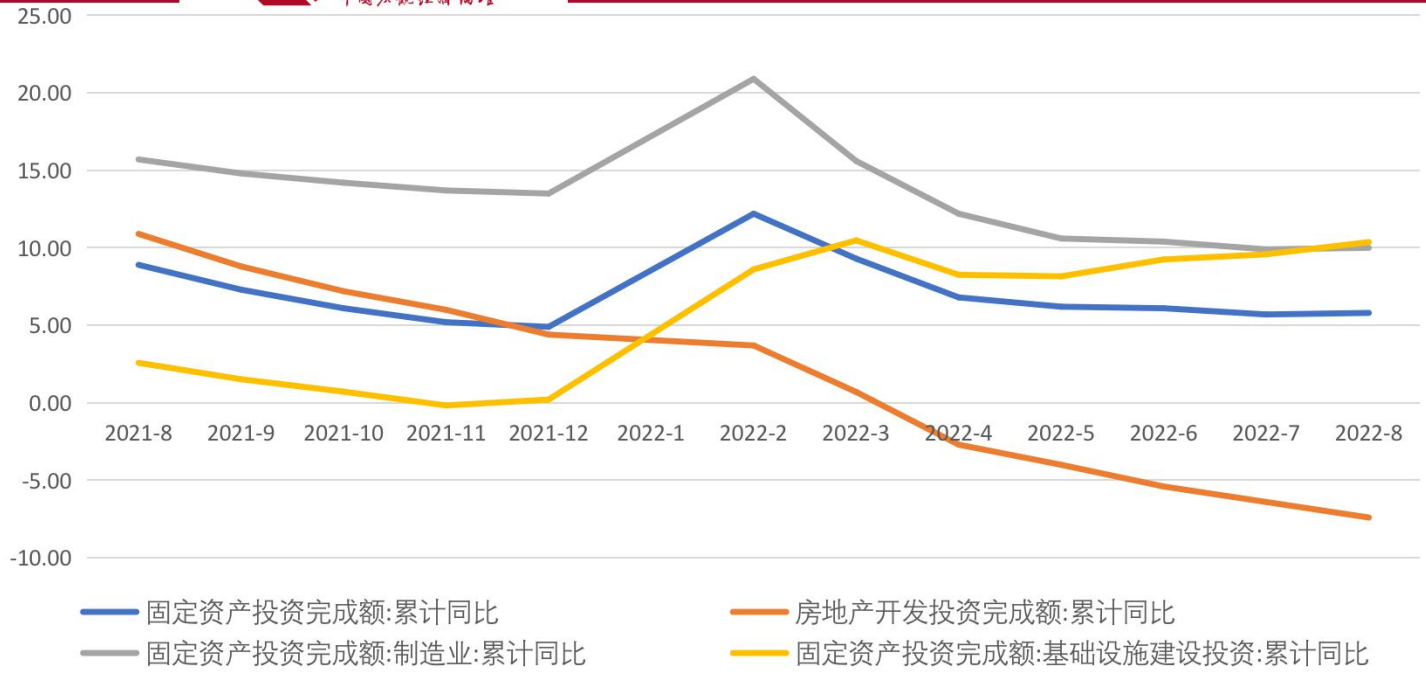
- 8月份，全国服务业生产指数同比增长1.8%，比上月加快1.2个百分点。其中，信息传输、软件和信息技术服务业，住宿和餐饮业，金融业生产指数分别增长8.9%、7.4%、4.8%。
- 1-8月份，全国服务业生产指数同比持平，1-7月份为下降0.3%。
- 1-7月份，规模以上服务业企业营业收入同比增长4.2%；其中卫生和社会工作，信息传输、软件和信息技术服务业，科学研究和技术服务业企业分别增长8.2%、7.9%、7.0%。
- 8月份，服务业商务活动指数为51.9%；其中，住宿、餐饮、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数位于55.0%以上较高景气区间。从市场预期看，服务业业务活动预期指数为57.6%。

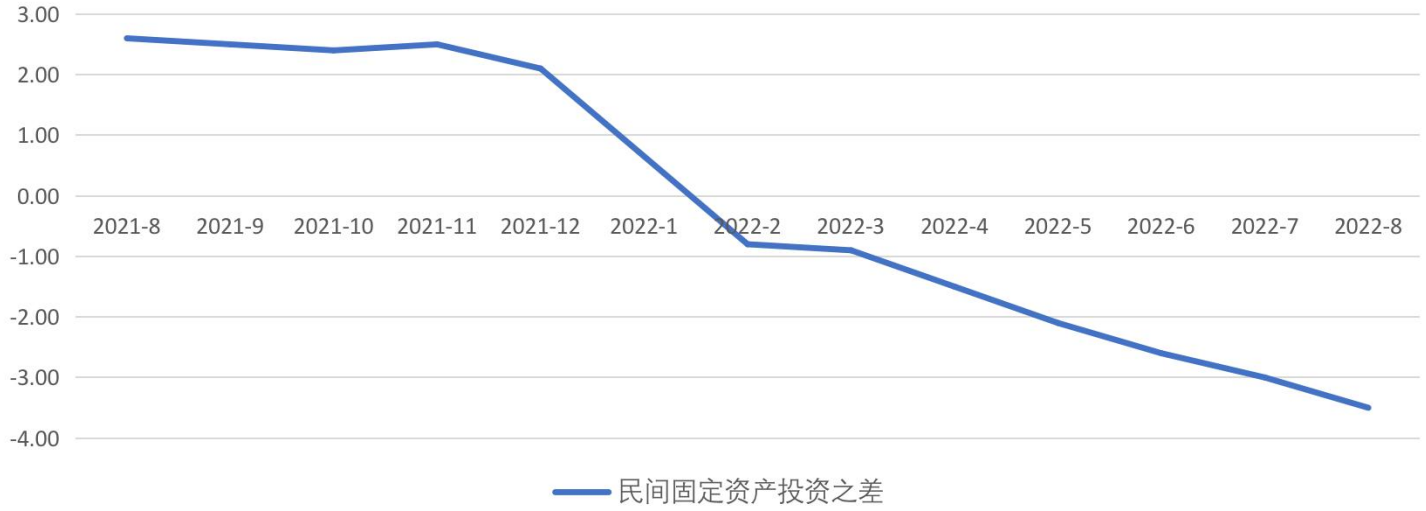
汽车和餐饮推动消费复苏



- 8月份，社会消费品零售总额同比增长5.4%，比上月加快2.7个百分点；环比下降0.05%。
- 城镇消费品零售额同比增长5.5%；乡村消费品零售额增长5.0%。
- 商品零售同比增长5.1%；餐饮收入增长8.4%。
- 基本生活消费稳定增长，限额以上单位粮油食品类、饮料类商品零售额分别增长8.1%、5.8%。
- 1-8月份，社会消费品零售总额同比增长0.5%，1-7月份为下降0.2%。
- 全国网上零售额增长3.7%。

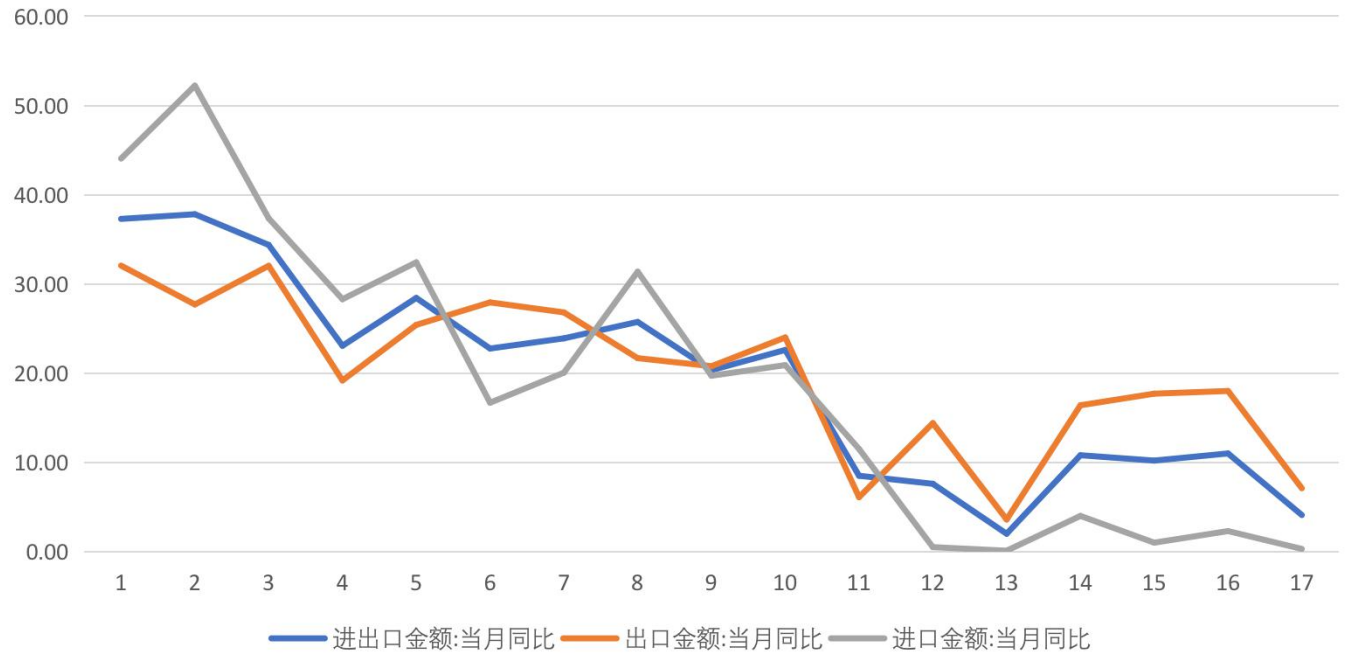
基建和制造业推动投资保持稳定





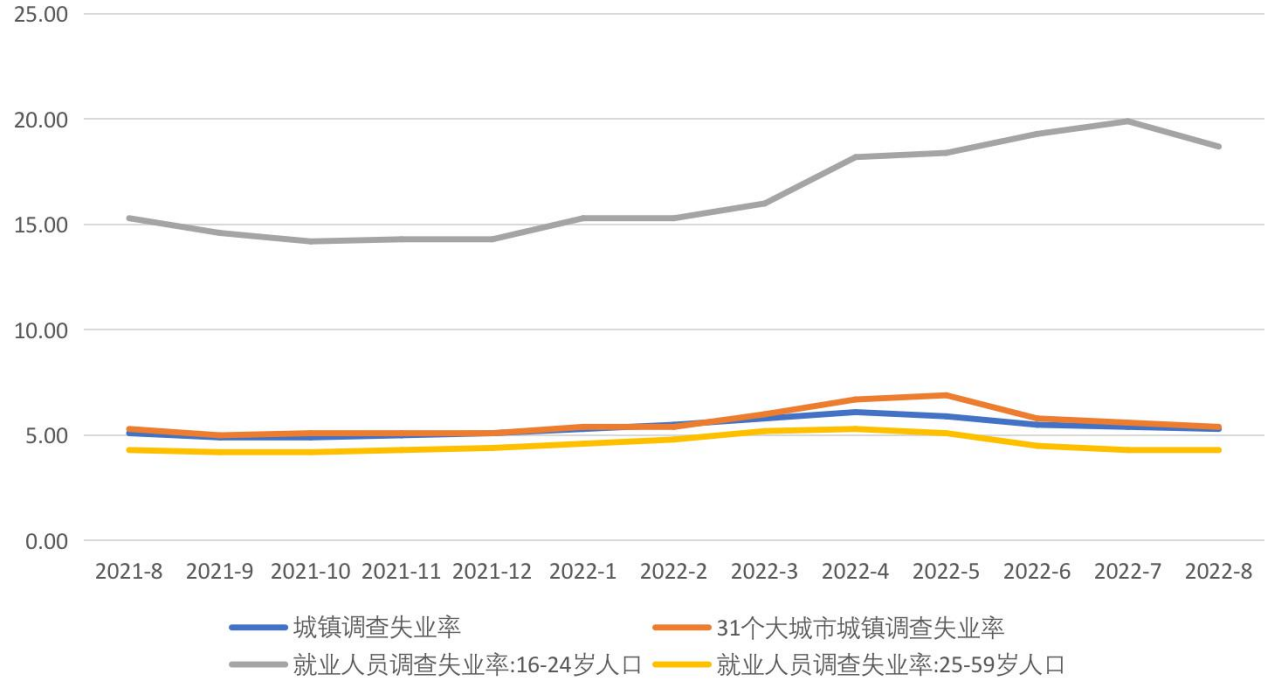
- 1-8月份，固定资产投资（不含农户）同比增长5.8%，比1-7月份加快0.1个百分点；8月份环比增长0.36%。
- 分领域看，基础设施投资同比增长8.3%，比1-7月份加快0.9个百分点；制造业投资增长10.0%，加快0.1个百分点；房地产开发投资下降7.4%，降幅比1-7月扩大1.0个百分点。
- 民间投资增长2.3%，进一步下降0.4个百分点。
- 高技术产业投资增长20.2%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长23.0%、14.2%。社会领域投资增长14.1%，其中卫生、教育投资分别增长32.6%、8.3%。

对外贸易动力下降



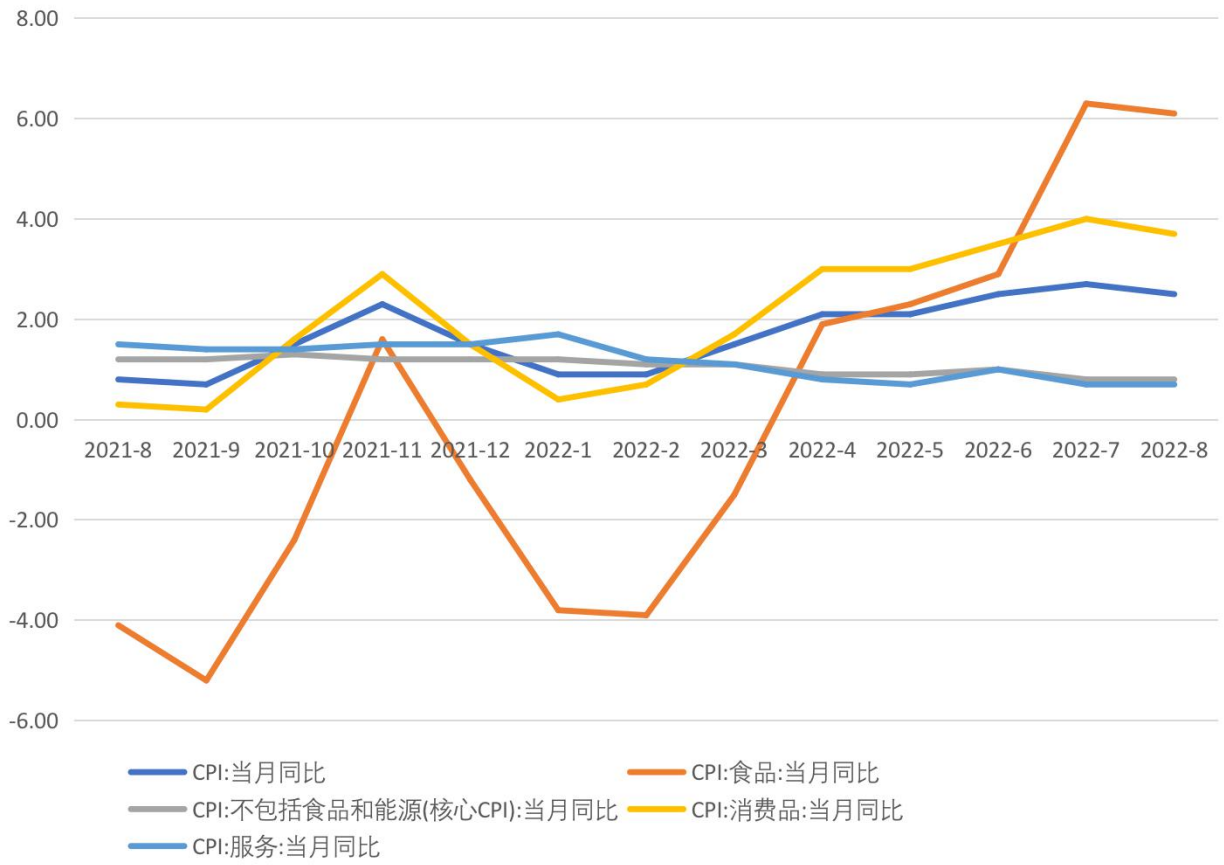
- 8月份，以人民币计价，货物进出口总额同比增长8.6%。其中，出口增长11.8%；进口增长4.6%，增速近乎腰斩。进出口相抵，贸易顺差5359亿元。美元计价增速放缓更为严峻。
- 1-8月份，以人民币计价，货物进出口总额同比增长10.1%。其中，出口增长14.2%；进口增长5.2%。
- 8月对美出口同比为-3.8%，低于前值的11.0%；对欧出口同比为11.1%，低于前值的23.2%；对日出口同比为7.7%，低于前值的19.0%。对东盟出口同比为25.1%，低于前值的33.5%；对印度出口同比为15.9%，低于前值的52.6%。

就业形势依然严峻，但边际改善



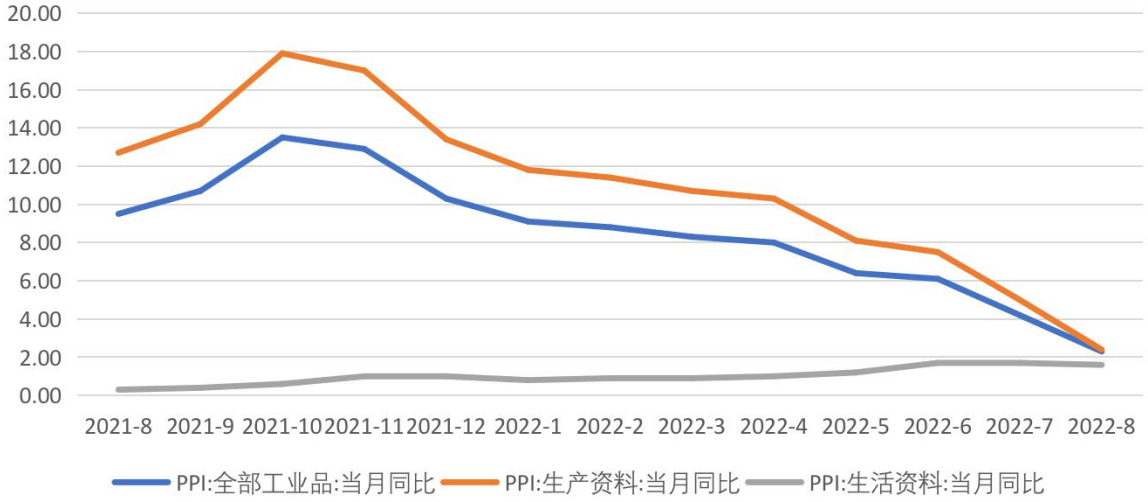
- 1-8月份，全国城镇新增就业898万人。
- 8月份，全国城镇调查失业率为5.3%，比上月下降0.1个百分点。本地户籍人口调查失业率为5.3%；外来户籍人口调查失业率为5.3%，其中外来农业户籍人口调查失业率为5.0%。
- 16-24岁人口调查失业率为18.7%，比上月下降1.2个百分点；25-59岁人口调查失业率为4.3%，与上月持平。31个大城市城镇调查失业率为5.4%。
- 全国企业就业人员周平均工作时间为48.0小时。

价格增速平稳

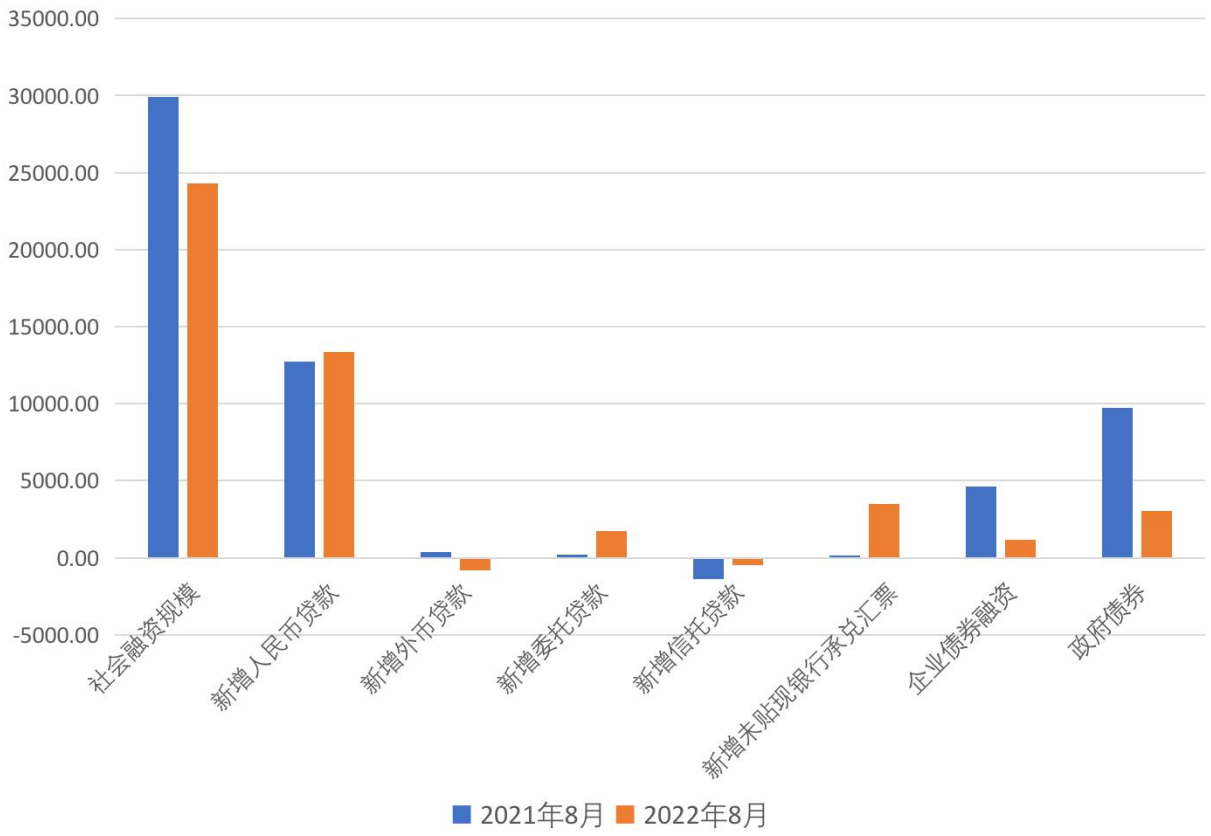


•8月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨2.3%，涨幅比上月回落1.9个百分点；环比下降1.2%。
•工业生产者购进价格同比上涨4.2%，环比下降1.4%。
•1-8月份，全国工业生产者出厂价格、工业生产者购进价格同比分别上涨6.6%、9.1%。

•8月份，全国居民消费价格（CPI）同比上涨2.5%，涨幅比上月回落0.2个百分点；环比下降0.1%。
•食品烟酒价格同比上涨4.5%，衣着价格上涨0.6%，居住价格上涨0.6%，生活用品及服务价格上涨1.3%，交通通信价格上涨4.9%，教育文化娱乐价格上涨1.6%，医疗保健价格上涨0.7%，其他用品及服务价格上涨2.2%。
•在食品烟酒价格中，粮食价格上涨3.3%，鲜菜价格上涨6.0%，鲜果价格上涨16.3%，猪肉价格上涨22.4%。
•扣除食品和能源价格后的核心CPI同比上涨0.8%，涨幅与上月相同。
•1-8月份，全国居民消费价格同比上涨1.9%。

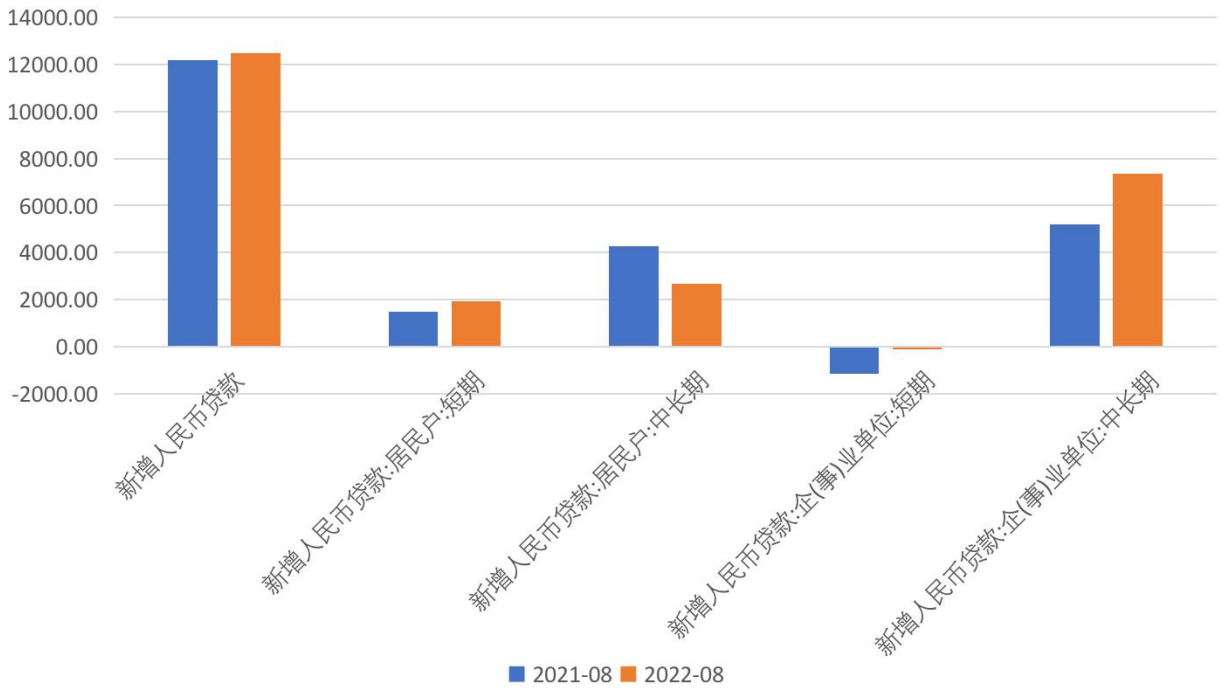


社会融资保持平稳



•8月新增人民币贷款1.25万亿，同比多增390亿。
•企业部门同比多增1787亿，短贷、中长贷均比7月份改善，分别同比少减1028亿、多增2138亿。
•居民部门同比少增1175亿，居民部门短贷、中长贷分别同比多增426亿、同比少增1601亿。

•8月社会融资存量增速为10.5%，小幅回落。
•8月新增社融2.43万亿元，较7月大幅增加，但同比仍少增5593亿元。
•8月未贴现票据、委托贷款、信托贷款分别同比多3358、1578、890亿，是社融主要支撑。政府及企业债券同比少增6693亿、3501亿，成主要拖累。

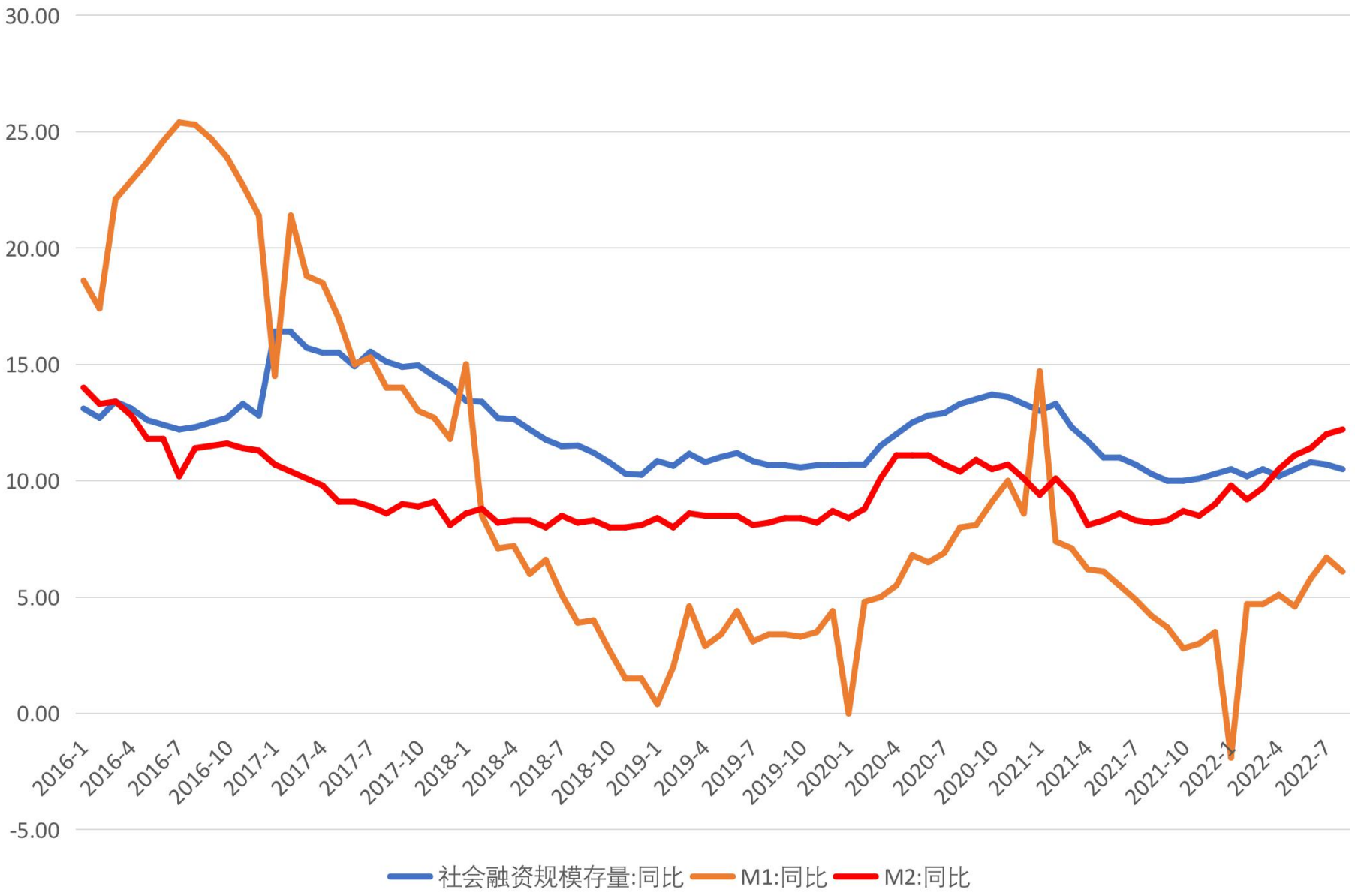


货币总量宽松

•8月份增长12.2%，比7月份提高了0.2个百分点。

•财政存款和储蓄回表推动了M2保持在较高增速，居民、企业存款分别同比多增4948亿、3943亿，财政存款同比多减2572亿。

•M1增速回落至6.1%。



辩证看待当前经济

- 企稳增长
  - 政策托底：基建和制造业投资，汽车限上零售额8月同比增长15.9%提高6.2个百分点。
  - 低基数：消费（2021年8月同比增长2.5%）和工业生产（2021年8月工业增加值同比增长5.3%）
  - 能够在未来保持合理增速
- 弱修复
  - 疫情
  - 8月工业增加值环比增长0.32 %，低于历史同期
  - 消费：金银珠宝、文化用品、通讯器材、化妆品类的增速较上月回落。同时，地产后周期消费的拖累增强，家具类和建筑装潢类零售额同比进一步收缩，家电和音像器材类消费增速也有回落。
  - 房地产和出口

二、房地产和出口趋势性变化

房地产

- 供需失衡
  - 人们进了城：城镇化率65%，适龄人口见顶。
  - 进城的人们有了房：中国目前人均住房从5平方到19年统计时48平方米，到了2020年已经到41平方米。全世界发达国家里，欧洲、美国人均50平米。近五年累计成交74亿平方米和63万亿元，5年时间，销售占到过去20年的41%和56%。
  - 供给多：2000年新建1亿平米，2010年10亿，2016-2017是17亿平米，建设量涨了16倍。20年翻了4番。2020年，中国之外全世界新建住宅20亿平方。
  - 资本内循环房价高：增量模式推动了人口、土地和金融政策，推高了房价。从房价收入比看，以使用面积算，北上广深市中心房价收入比分别为41、32、28、32，高于纽约的7，伦敦的10，东京的10从绝对房价看，全球前十大房价高城市，中国占一半。

房地产

- 深层影响因素：经济增长从高速度到高质量，以地谋发展时代结束
  - 高速增长时期城镇化：人口流动（40%）、城市范围扩大（40%）、城镇人口自然增长（20%）
  - 高质量发展时期城镇化：人口和资源要素聚集，以人为核心的城镇化
- 房地产行业发展模式
  - 高速增长时期：增量、下沉
  - 高质量发展时期：核心城市
- 调整难点
  - 土地是不动产，流动性会快速消失

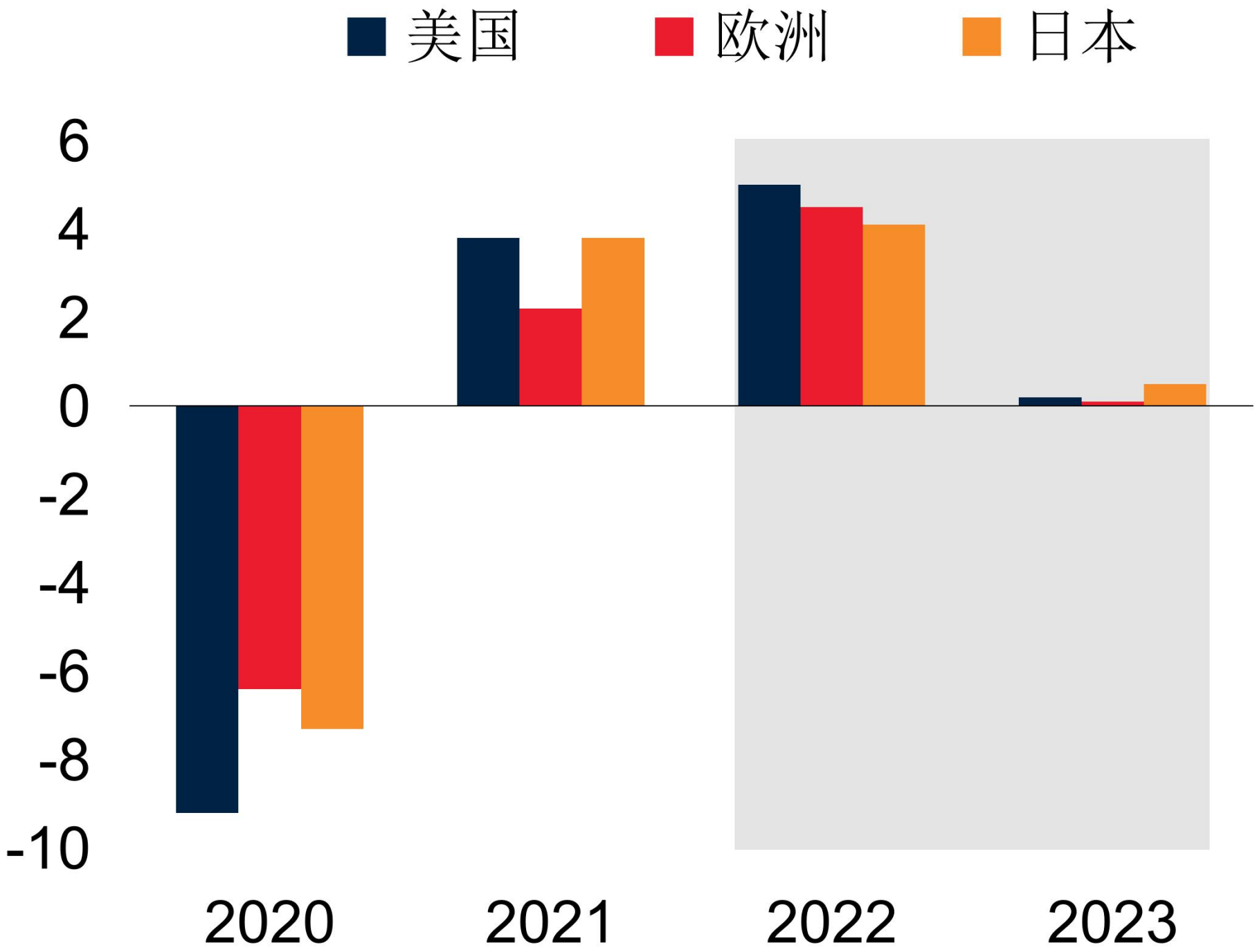
房地产

- 房地产市场对金融政策十分敏感
  - “十四五”去杠杆
  - 过去十年，居民杠杆率上涨了6.68倍，个人住房贷款余额超过38万亿
  - 房地产商负债率90%
  - 新房、二手房指导价
  - 三道红线、贷款集中度管理、预售资金监管收严、限购限贷限价

出口趋势性拐点

- 机械设备出口放缓、服装、玩具等劳动密集型产品、后地产周期产品等增速放缓显示世界经济面临压力
  - 7月26日IMF发布最新一期《世界经济展望报告》，IMF将2022年和2023年全球经济增长预期分别下调至3.2%和2.9%，这是该机构自今年1月以来第三次下调，为0.4和0.7个百分点。
  - IMF对美国2022年和2023年经济增长预期分别为2.3%和1.0%，分别比4月预测下调1.4和1.3个百分点。美国在2023年第四季度的实际GDP同比增速仅为0.6%，可能陷入技术性衰退。
  - 欧元区今明两年经济增长预期分别为2.6%和1.2%，较4月预测分别下调0.2和1.1个百分点。
  - 美国制造业PMI7-8月回落至52.8。摩根大通全球综合PMI7月和8月分别为50.8、49.3。

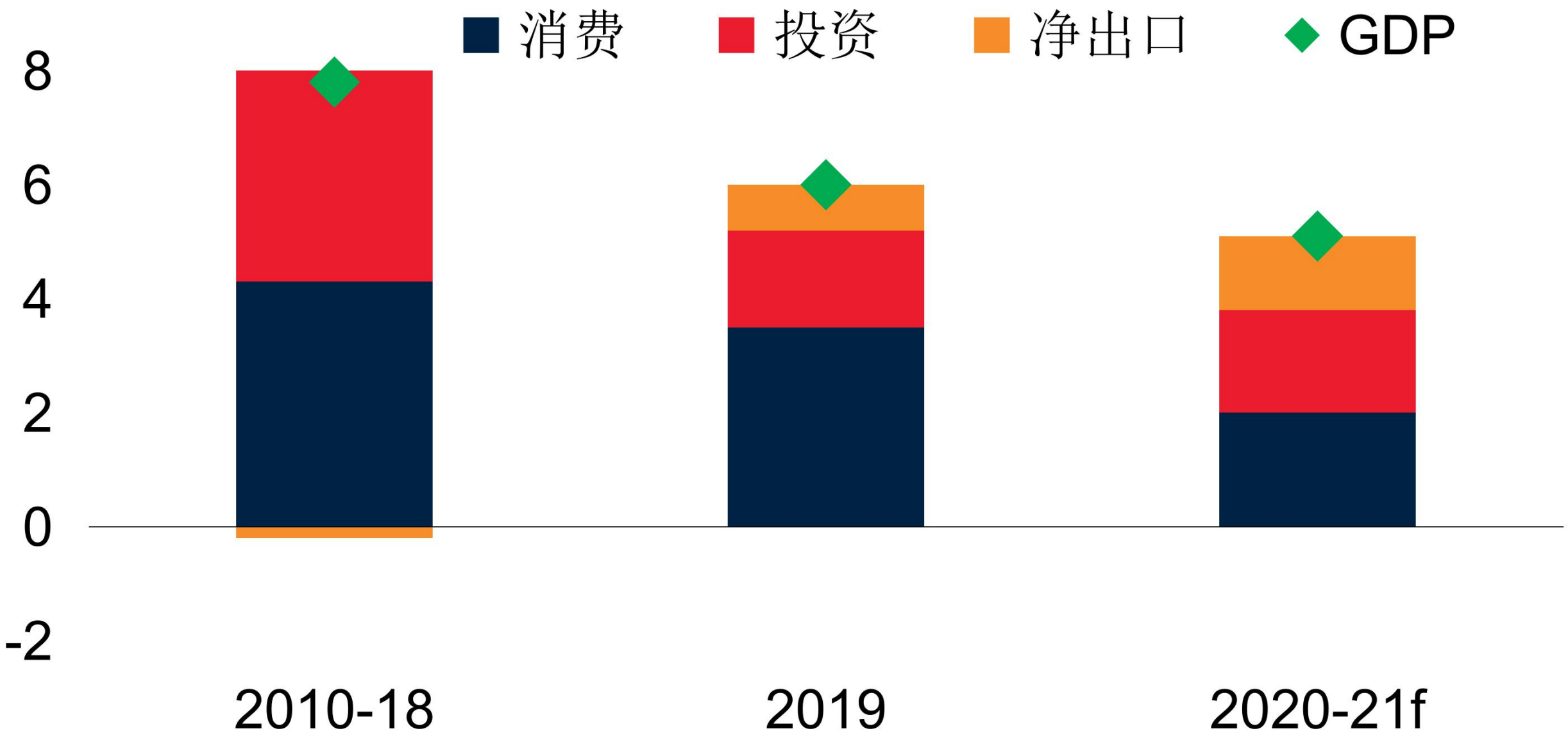
2020-2021年，不变价之美国个人消费支出中商品支出年均复合增长8.1%，服务支出年均复合增长-1.4%。
电子产品、集成电路、防疫用品低增长



出口趋势性拐点

- 量价变化，从量跌价涨到量价齐跌
  - 出口增速六成以上来自于价格因素
  - 7月美元计价的出口价格指数同比增长9.9%，处于较高水平，但是8月有所回落。
  - 八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量由7月底同比增长同比29.3%下滑到8月底的-2.2%。

经济增长



2019周期动能急剧转折

- 特征
  - 国内房地产投资+汽车消费、国外净出口
  - 消费总体不振
  - 上下游行业与价格分化，民营企业压力不断加大
- 伴随着房地产和出口的趋势性变化，2019年以来的经济周期动力逐渐耗竭，稳增长需要对此有足够准备。
  - 各项环比数据并不理想
  - 房地产下行后上游进一步分化，对中游企业的价格压力会不断增大

三、制造业和现代化基础设施体系建设引领新周期

新周期新变化

- 新发展展格局下的新动能正在不断聚集，正在逐步走出2019年以来房地产投资、汽车消费和出口三大动力模式。
- 新动能1：制造业投资
  - 以科技为支撑，数字化为载体，绿色化为方向，实现融合发展
  - 补短板
  - 财政、货币、创新政策等全力支持

新周期新变化

- 新动能2：现代化基础设施体系。4月26日召开中央财经委员会第十一次会议，研究全面加强基础设施建设问题。
  - 适度超前基建提到了更高的位置，成为一个中期的任务，而不是简单的稳增长任务了。
  - 更加强调从国家安全的角度考虑基建，这就为冗余建设等提供了可能，项目的来源更加多样化。

新周期新变化

- 要立足长远，强化基础设施发展对国土空间开发保护、生产力布局和国家重大战略的支撑，加快新型基础设施建设，提升传统基础设施水平。
- 要适度超前，布局有利于引领产业发展和维护国家安全的基础设施，同时把握好超前建设的度。
- 要科学规划，贯彻新发展理念，立足全生命周期，统筹各类基础设施布局，实现互联互通、共建共享、协调联动。
- 要多轮驱动，发挥政府和市场、中央和地方、国有资本和社会资本多方面作用，分层分类加强基础设施建设。
- 要注重效益，既要算经济账，又要算综合账，提高基础设施全生命周期综合效益。

新周期新变化

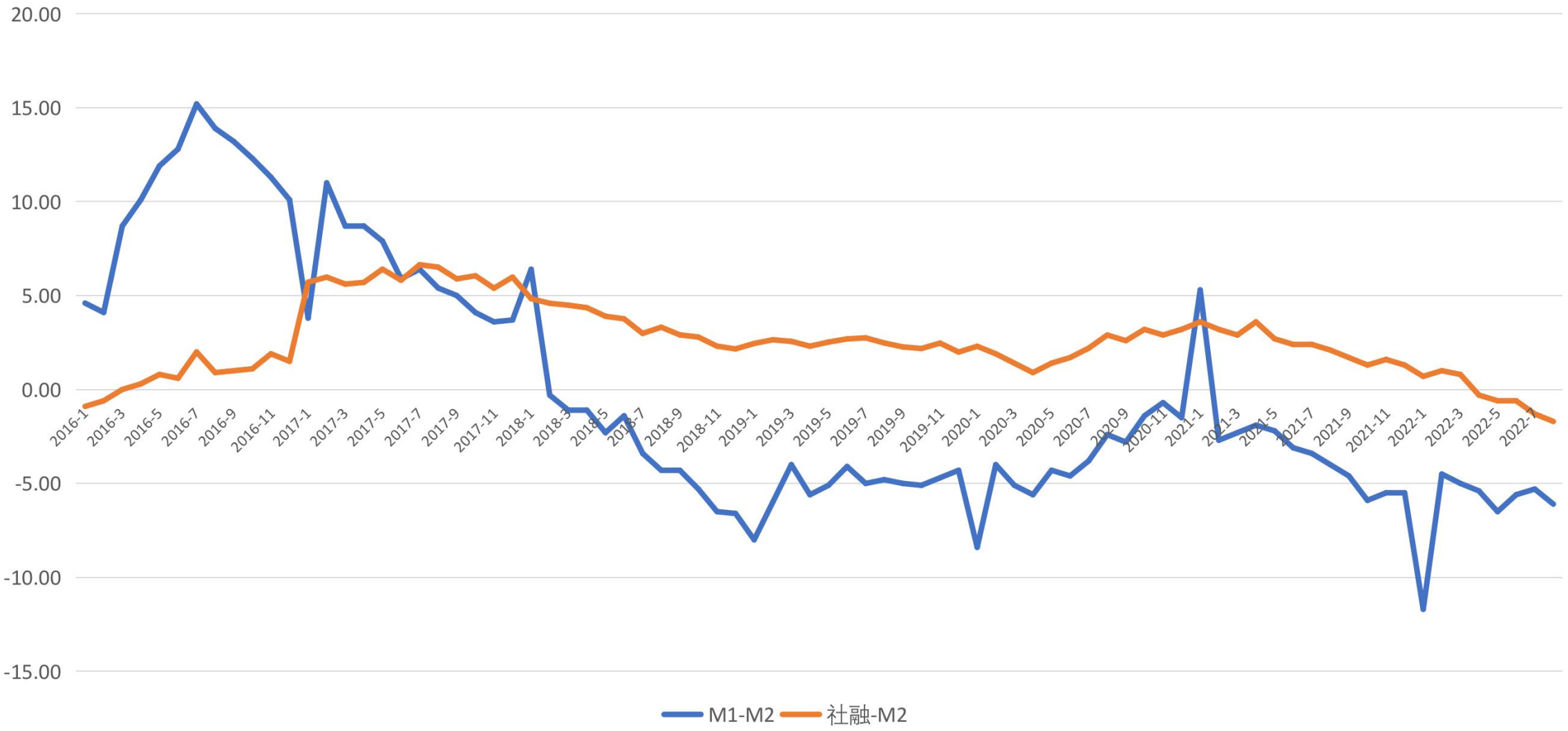
- 新动能3：决策落实
  - 党的十九大以来，中央财经委员会深入研究一批事关根本和长远的重大问题，发挥了战略引导作用。加强党中央对经济工作的领导，要重视政治引领、纲举目张，重视统筹发展和安全，重视科学制定战略策略，重视实践创新、理论创新，重视远近结合、标本兼治，重视狠抓落实。
  - 要统筹发展和安全两件大事，牢固树立底线思维，切实加强重大风险预测预警能力，有切实管用的应对预案及具体可操作的举措。各地区各部门要准确领会中央财经委员会决策部署精神，主动担责、积极作为，共同推动决策部署落实落好。要加强评估督导，搞好综合平衡，有问题及时纠偏。要增强贯彻落实的有效性，以实践结果评价各方面贯彻落实成效。要引导好市场预期，讲清楚政策导向和原则，稳定市场信心。要加强督促检查，开展跟踪问效，不断提高贯彻落实的成效。

	高速增长阶段	高质量发展阶段
人口	人口红利、女性就业和农民工	出生率下降、女性退出劳动力市场和新生代职场
技术进步模式	学习和山寨模式	基础研究和自立自强
投资	外延式扩张（工业化、外需、城镇化）	基础设施互联互通和一些新技术、新产品、新业态、新商业模式的投资机会大量涌现，对创新投融资方式提出了新要求
市场环境	模仿型排浪式消费阶段基本结束；供给不足；数量扩张和价格竞争	个性化、多样化消费渐成主流，保证产品质量安全、通过创新供给激活需求的重要性显著上升；传统产业供给能力大幅超出需求，产业结构必须优化升级，企业兼并重组、生产相对集中不可避免，新兴产业、服务业、小微企业作用更加凸显，生产小型化、智能化、专业化将成为产业组织新特征；逐步转向质量型、差异化为主的竞争，统一全国市场、提高资源配置效率是经济发展的内生性要求，必须深化改革开放，加快形成统一透明、有序规范的市场环境
资源环境	能源资源和生态环境空间相对较大	环境承载能力已经达到或接近上限，必须顺应人民群众对良好生态环境的期待，推动形成绿色低碳循环发展新方式
外部环境	在贸易成本下降逻辑推动下，从商品贸易到价值链贸易	从经济逻辑逐渐转向政治逻辑
风险和宏观调控	经济增长化解风险；全面刺激政策空间大	伴随着经济增速下调，各类隐性风险逐步显性化，风险总体可控，但化解以高杠杆和泡沫化为主要特征的各类风险将持续一段时间，必须标本兼治、对症下药，建立健全化解各类风险的体制机制；全面刺激政策的边际效果明显递减，既要全面化解产能过剩，也要通过发挥市场机制作用探索未来产业发展方向，必须全面把握总供求关系新变化，科学进行宏观调控

新周期新特征

- 经济进入成本上升阶段
  - 劳动力逆转，生产成本上升，生产率提升困难
  - 全球化进入新格局，国家与社会割裂，政治性考虑增强
  - 债务不断积累
  - 利息负担和通货膨胀压力加大
  - 全球变暖“黑天鹅”成群结队
- 消费不振的情况下经济效率会不断下降
- 数字技术有曙光
  - 降低人与人见面成本，元宇宙推动降成本

资金剪刀差不断扩大


20.00
15.00
10.00
5.00
0.00
-5.00
-10.00
-15.00
2016-1
2016-3
2016-5
2016-7
2016-9
2016-11
2017-1
2017-3
2017-5
2017-7
2017-9
2017-11
2018-1
2018-3
2018-5
2018-7
2018-9
2018-11
2019-1
2019-3
2019-5
2019-7
2019-9
2019-11
2020-1
2020-3
2020-5
2020-7
2020-9
2020-11
2021-1
2021-3
2021-5
2021-7
2021-9
2021-11
2022-1
2022-3
2022-5
2022-7
M1-M2
社融-M2

四、世界经济进入新的长周期

世界经济新周期

- 影响未来经济的主要外部因素是世界经济通货膨胀，这个周期会有多久？
- 从中长期看短期，可以更好的理解本轮通货膨胀。经历过两个大的循环模式。一个是福特-凯恩斯模式，一个是灵活积累模式。在循环模式转折期的特征是高通货膨胀。
- 福特-凯恩斯模式是市场经济循环长期发展探索中最终形成的一种主导模式。这种模式是大规模生产、大众消费、平稳的劳动力供给体制、泰勒制为代表的高效率管理策略等。
- 但是由于资本积累存在的固有问题，必然会产生消费不足等现象，最终带来了1929年到33年的大萧条。在罗斯福新政和凯恩斯主义的推动下，国家权力开始适度介入市场经济，弥补消费不足。

世界经济新周期

- 在二战之后，通过战争期间孕育的新技术，福特-凯恩斯模式将新技术导入经济循环，带来了稳定的经济增长。汽车、造船、石油化工、橡胶、电器消费、房地产成为了经济增长的助推器。
- 不断创造新的需求，产生了以房地产供给推动和中产阶级文化吸引等多个方面形成的郊区化、运输和交通系统扩大以及新一波全球化浪潮。
- 这种模式中也存在很多生产和循环固有的问题。大规模生产一定意味着大规模的市场开发，有效需求不足始终是一个循环核心问题。这就导致利润率不断下降，同时经济体系的刻板性不断增强，会更加依靠灵活的货币政策注入流动性维持繁荣，但这必然带来通货膨胀。最终经济会逐渐走向滞胀。

世界经济新周期

- 灵活积累就形成了一种有效的对抗式循环。
- 灵活积累模式依靠劳动过程、劳动力市场、产品和消费模式相关的灵活性，其特征是出现了全新的生产部门、提供金融服务的各种新方式、新市场，最终商业、技术和组织创新得到了极大的强化。
- 新的积累模式下，原有的经济冲击效果也就不再相同。例如，布兰查德等发现上世纪90年代之后石油冲击对于世界经济的影响正在逐渐减弱，其背后的关键因素在于经济的循环模式发生了结构性转型。

世界经济新周期

- 信息技术的崛起极大强化了灵活积累模式。
- 通过信息技术，不断下降的运输和交易成本，使得决策可以传到更为广阔和多样化的全球空间，全球化不断推进。
- 通过灵活积累模式，劳动力市场出现了彻底的重构，较为刻板的雇佣模式全面走向外包等灵活劳动力模式。
- 灵活生产体制使产品创新的速度得以加快，在消费方面伴随着更加快速变化的时尚、调动一切的消费至上主义。生产即消费的文化产业得到了极大发展，短视频等模式又不断侵入原有的文化行业。

世界经济新周期

- 在灵活积累模式下，对信息和金融要素的控制成为了制胜的关键。
- 解除金融管制成为了上世纪80年代之后的流行词。全球股票市场、商品期货市场、货币交易市场等意味着单一世界金融体系的形成。
- 最终这种金融作为主要调节模式的灵活积累体制，导致了债务的不断攀升，最终爆发了2008年全球金融危机。
- 在全球金融危机后，我们并没有走出灵活积累模式。西方国家陷入了“永久停滞”困境。量化宽松等政策必须不断加码，债务成为世界重大问题。
- 美国通货膨胀持续将超过美联储预期，加息周期延长。
- 在这样一个历史周期中，只要我们做好自己的事，不用过于担心人民币汇率。

五、政策建议

政策建议

- 宏观政策定位需要进一步对冲房地产和出口的压力，并重点从短期应对走向修复经济主体资产负债表，集聚经济恢复的内生动能。
  - 需要对冲房地产和出口的趋势性变化，目前的基建和制造业投资还不足够
  - 修复资产负债表才能有经济内生动力

第一步：纾困兜底 → 第二步：复工复产 → 第三步：刺激经济 → 第四步：修复加改革

政策建议

- 在落实现有政策从基础上，以降成本为政策核心
  - 在财政政策上考虑结构性减税，特别是要对财政支出结构进行合理调整，保证减税能够可持续、并有效直达企业。
  - 考虑到MLF大量到期，货币政策进一步降准，以低成本资金取代高成本的公开市场投放。
  - 推动物流体系改革，进一步降低物流成本。
  - 产业政策上推进元宇宙降低人与人交往成本

政策建议

- 给定收入，提高消费占比
  - 产品快速更新扩大消费量
  - 产品扩大到更广的范围
  - 消费人群扩大
  - 发现和创造新的需求
- 提高收入
  - 收入分配：共同富裕
  - 提高财产性收入：从房地产到股市，做强香港资本市场
  - 跨期收入转移：普惠金融

政策建议

- 着力加强政策预期管理。
  - 稳定宏观政策、特别是行业政策预期。
  - 企业对于政策目的、未来配套措施、行业发展环境等不够明了，导致部分企业选择躺平，长期观望。
  - 居民对于未来经济环境感觉不确定，适应新阶段。

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发布：转折适应期中的中国宏观经济

9 月 18 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（2022 年 9 月）于线上举行。**百度财经、网易财经、新浪财经、搜狐财经、WIND、同花顺财经、证券时报、中证金牛座**等多家媒体平台线上直播，同时在线观看人数近**五十万**人次。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）联席主席**杨瑞龙**主持，**聚焦“转折适应期中的中国宏观经济”**，来自学界、企业界的知名经济学家及行业专家**刘元春、毛振华、鲁政委、伍戈、李湛、于泽**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济学院教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**于泽**代表论坛发布 CMF 中国宏观经济月度数据报告。

报告围绕以下六个方面展开：

一、基本观点；

二、主要供需指标普遍回升；

三、房地产和出口趋势性变化；

四、制造业和基建投资引领高成本周期；

五、世界宏观政策定位与建议

六、经济进入新的长周期。

一、基本观点

本次报告基本的结论判断如下：8 月份宏观数据确认了中国宏观经济面对的转折。所以，我们把 8 月份的宏观数据称之为“四重奏”或者四重转折。

第一重转折是三季度经济能够进一步巩固向好趋势，并为四季度奠定基础，实现年内从二季度下滑到企稳的转折。

第二重转折是房地产和出口呈现趋势性下行，从 2019 年至今的经济运行模式面临转折，经济企稳还需要新动能。

第三重转折是今年的宏观经济一条主线是 2019 年开启的周期遇到的动力下行，同时开启了另一条主线，新发展格局下孕育的新动能，包括制造业投资和现代化基础设施引领。我们判断未来经济逐渐实现动能转折，在新动能引领下中国经济将走向新发展格局下的制造业投资和现代化基础设施投资引领的、但呈现高成本特征的新发展阶段。

第四重转折，更大维度的转折是来自于世界经济。当前的世界经济基本走完了从 1980 年以来的长周期，正在进入一个新一轮的长期波动（long swing）。在两个长周期的转换期非常类似于上世纪 60 年代末、70 年代初的情况，整个世界会面临着比较严重的通货膨胀问题，而这个持续时间会超出目前央行的预期。

在这个“四重奏”之下重点是房地产，我们认为房地产处在转折期，会有一个较长的调整期。由于国内的城市化模式进入了新时点，房地产市场从原来的高周转下沉模式正在走向存量优化的制造业模式。因为房地产市场面对的是一种模式的转型，这不是简单地放开限购能够解决的问题，因此房地产的调整有一个相对漫长的模式调整期。

在“宏观经济四重奏”的条件下，短期政策要企稳需要进一步发力，对冲房地产和出口压力，从目前短期的一些应急手段走向修复经济主体资产负债表，集聚经济恢复内生动能的新阶段。

在这个阶段里，最为核心的是预期管理，帮助经济主体平滑过度。因为我们目前宏观经济面临转折四重奏，在这样一个“四重奏”的条件下，会导致预期发生很大的改

变。在这种情况下，预期管理会成为宏观政策最核心也是首要面对的挑战。

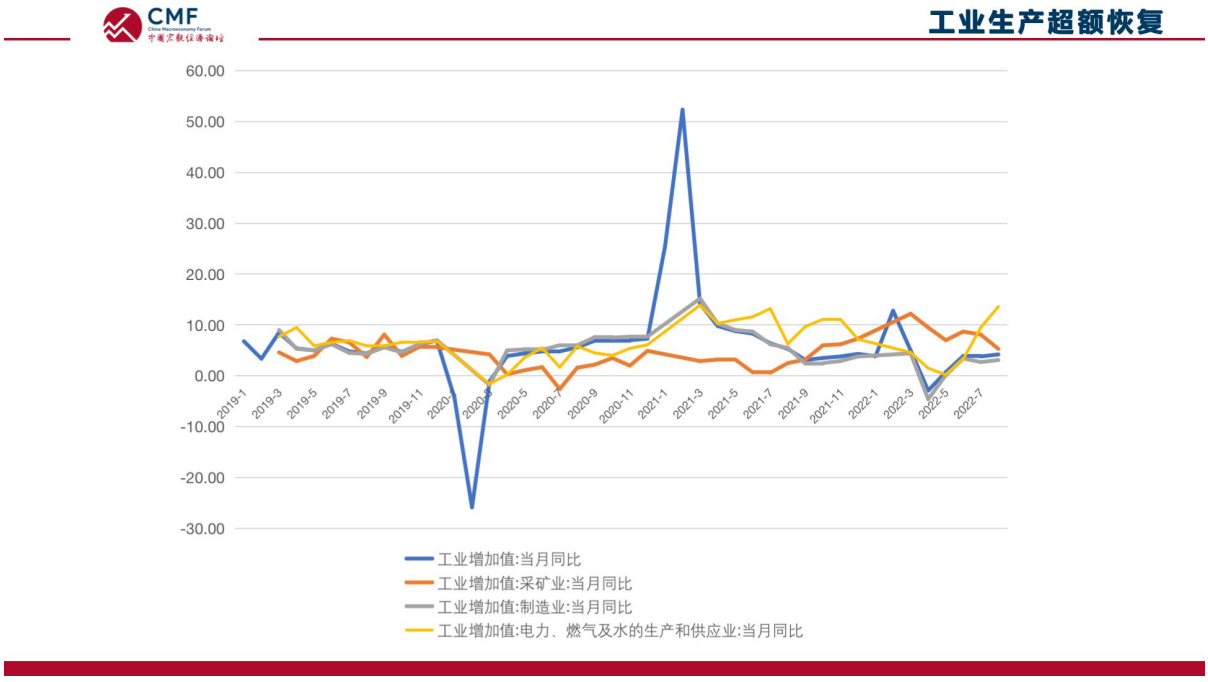
除此之外，财政和货币政策可以进一步发力。在货币政策上建议进一步全面下调准备金率，全面做强国内资本市场，尤其是着力考虑对香港股市的支持，提升资本市场的财富效应。

美国的加息周期，我们判断会超过美联储现在的预期，但是在美联储的加息过程中不用过于担心汇率产生的冲击。

二、主要供需指标普遍回升

8 月份主要供需指标的普遍回升，进一步确认了三季度成为国内从二季度下滑到企稳的非常关键的转折。

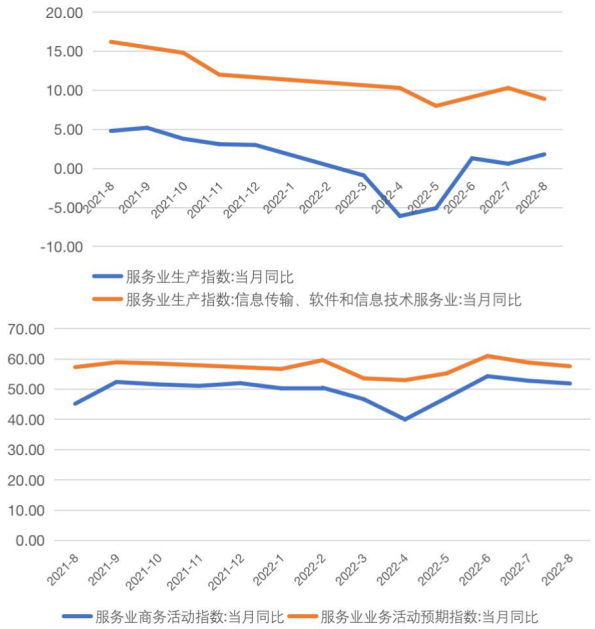
从工业生产总量数据来看，8 月份数据比 7 月份有一个比较全面的回升。1-8 月份的工业增加值同比增长 3.6%，比 1-7 月份提高 0.1 个百分点。8 月份当月增长是 4.2%，比 7 月份提高 0.4 个百分点。同时制造业经理人采购指数是 49.4%，比 7 月上升 0.4 个百分点；企业生产经营活动预期指数为 52.3%，也比 7 月份上升 0.3 个百分点。



对工业数据回升背后的动能，简要从行业层面做一个分解。第一，由于 8 月份高温天气带动的用电需求增加，所以电力、热力、燃气、水的供应增加值比上个月大幅提高 4.1 个百分点至 13.6%。第二，8 月份另外一个动力来自于采矿业。虽然采矿业增加值增速在持续回落，8 月份也延续了这个回落的态势，但还是达到了 5%，也为工业增长提供了支撑。第三，从制造业内部角度来讲，高技术制造业同样受制于目前的消费电子行业的影响，增加值增速也在下行，但增速仍高于全部制造业 1.5 个百分点。第四，制造业内部对工业增速很大的支撑来自于新能源汽车、移动通信基站、太阳能电池等绿色产品进一步的发力，尤其是新能源汽车同比增长了 117%。**通过对上述的动力进行分解，再结合 8 月份出口交货值增速进一步放缓，能够发现 8 月份工业超预期反弹主要动能是来自于国内。**一方面来自于低基数效应，另一方面，也是政策托底的结果，第三个原因是制造业正在向绿色化转型提供了动能。因此，在国内动力的支撑下 8 月份工业数据实现了超预期反弹。

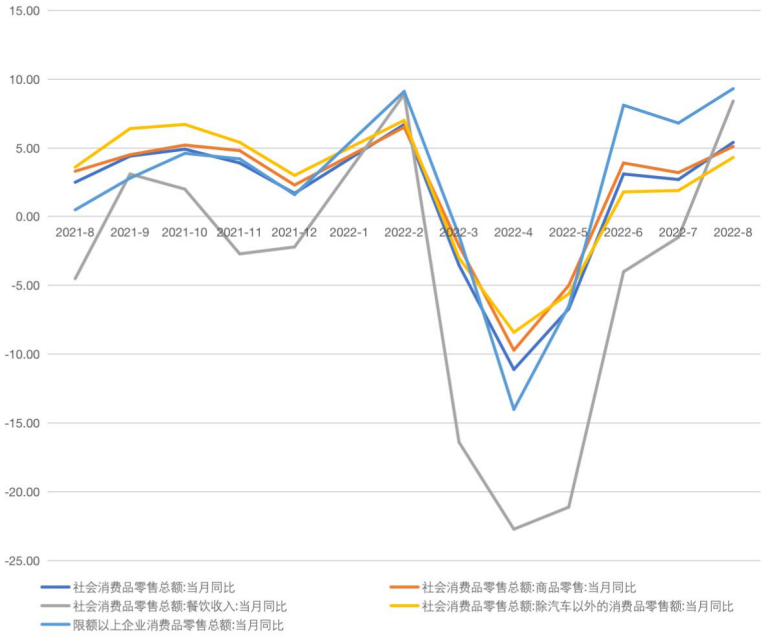
服务业同样实现较好的态势。在供给侧，1-8 月份，全国服务业生产指数同比持平，1-7 月份下降 0.3%。1-7 月份，规模以上服务业企业营业收入同比增长 4.2%；其中卫生和社会工作，信息传输、软件和信息技术服务业，科学研究和技术服务业企业分别增长 8.2%、7.9%、7.0%。8 月份，服务业商务活动指数为 51.9%；其中，住宿、餐饮、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数位于 55.0%以上较高景气区间。虽然 8 月份的时候国内疫情依然有散发态势，但随着疫情应对政策的优化，支撑了旅游、住宿、餐饮等行业，使得服务业实现了一定的回升。从市场预期看，服务业业务活动预期指数为 57.6%。

服务业展现韧性，企稳增长



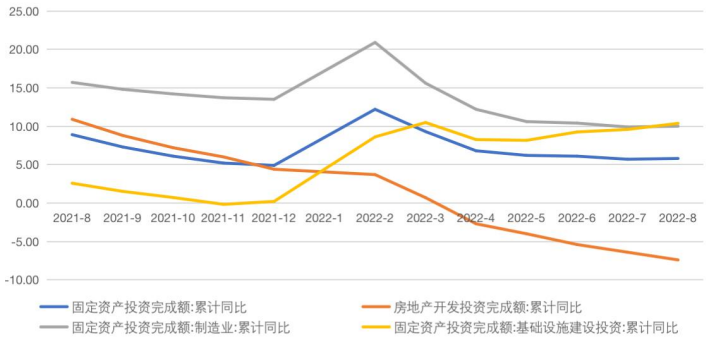
在供给侧回升之外，同样看到需求侧在改善。8 月份社会消费品零售总额同比增长 5.4%，比上月加快 2.7 个百分点，其中非常值得注意的是餐饮收入增长了 8.4%，实现了深“V”增速转折。4 月份全国餐饮业进入冰封状态，8 月份随着暑期旅游、各地发餐饮消费券等一系列政策举措的支持，使得 8 月份社零尤其是餐饮收入实现了较好的恢复。但是，网购增速继续呈现了放缓态势。

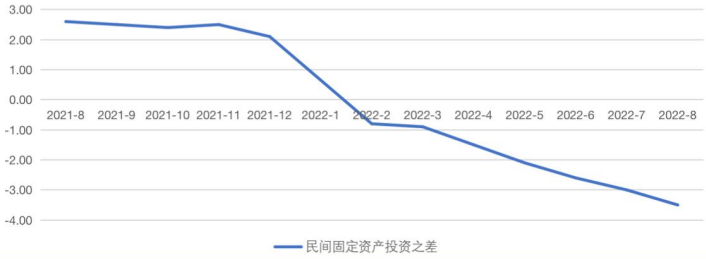
汽车和餐饮推动消费复苏



投资在 8 月份也呈现了一个稳定的态势，同比增长 5.8%，比 1-7 月份加快 0.1 个百分点；8 月份环比增长 0.36%。分领域看，基建制造业投资成为核心支撑力量。基建投资同比增速 8.3%，比 1-7 月份加快了 0.9 个百分点，制造业投资增速 10%，加快 0.1 个百分点。同时，要注意到房地产投资增速降幅 7.4%，比 1-7 月份进一步扩大。还需要注意的另外一个数据是民间投资增速下降到了 2.3%。**总体来看，目前在基建和制造业的支撑下投资保持了一个相对稳定的态势，但是在投资中，代表市场内生动力的民间投资存在疲弱态势。**

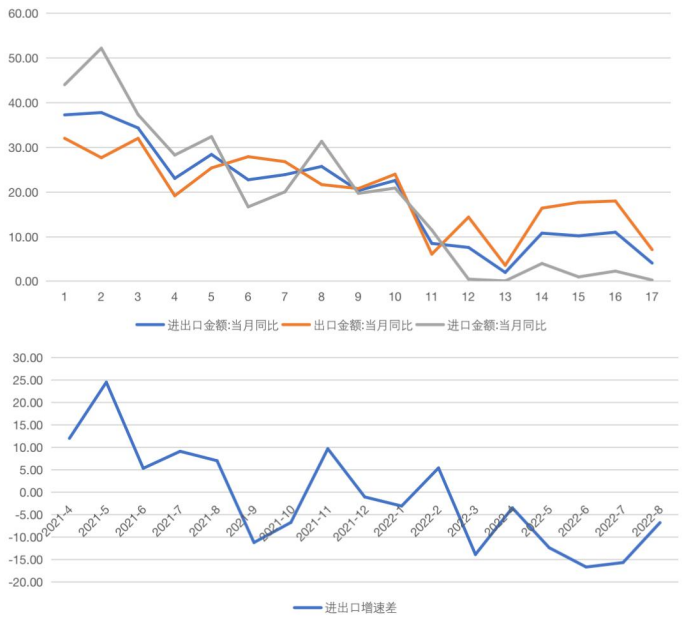
基建和制造业推动投资保持稳定





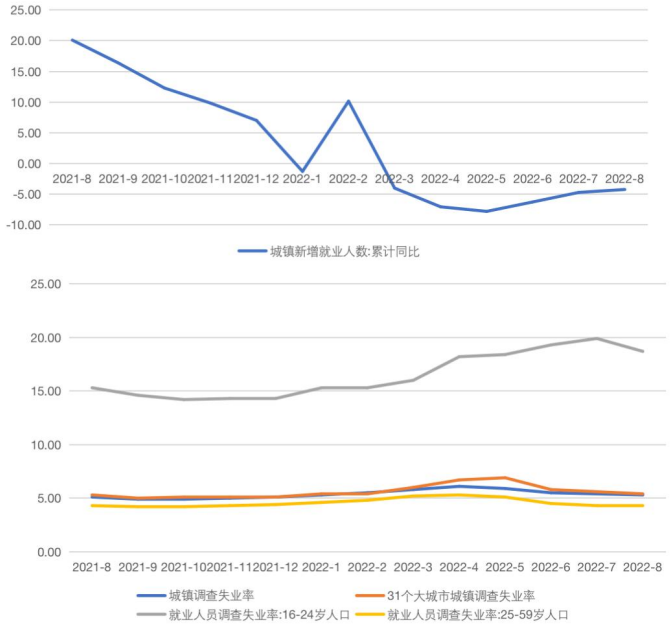
8 月份在需求侧最大的变化来自于对外贸易。无论以人民币或者以美元计价，整个对外贸易增速都出现了大幅度下行，近乎腰斩。这种情况下，整个进出总量增速在大幅放缓。这个放缓是全面性的放缓，从出口目的地看，对于世界各地的出口增速比前期 7 月份都有所放缓，尤其值得注意的是对美国的增速由正转负。这就产生一个问题：8 月份对外贸易的情况是否是整个对外贸易的趋势性在发生变化，原来的高位增长态势是否会发生改变？但是在这个过程中，同样会看到贸易顺差表现还是不错的。**重要的一个原因来自于进口下降速度比出速度快得多，所以可以看到进出口增速差呈现了扩大的态势。**由于进口放缓更多，所以贸易顺差还可以维持。**在这个意义上，如果看贸易对于宏观经济的贡献，仅看顺差表现还可以，但整个贸易的趋势在 8 月份遇到一个挑战。**

对外贸易动力下降



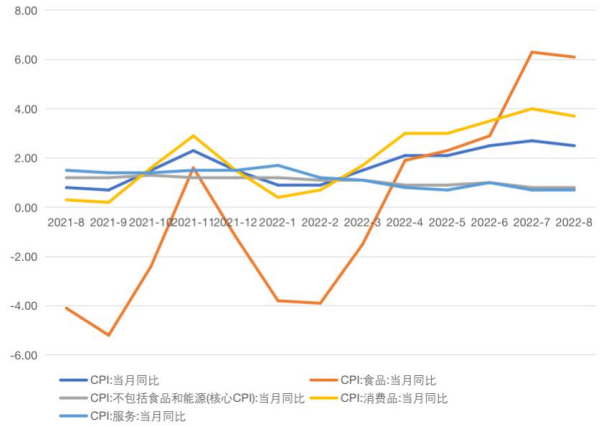
总体看，8 月份从供给侧的工业和服务业，需求侧的消费和投资总体呈现了改善的态势。**由于供需两侧都实现了改善的态势，所以，就业出现了边际改善。**今年就业形势总体看还是比较严峻的，1-8 月份，全国城镇新增就业 898 万人，相比 2021 年有所减少。8 月份，全国城镇调查失业率为 5.3%，比上月下降 0.1 个百分点。本地户籍人口调查失业率为 5.3%；外来户籍人口调查失业率为 5.3%，其中外来农业户籍人口调查失业率为 5.0%。**目前的就业形势相对于 2021 年来说依然是非常严峻，但是在严峻的形势下，以劳动市场上相对弱势的人口而言就业边际上正在改善。**16-24 岁人口调查失业率为 18.7%，比上月下降 1.2 个百分点；25-59 岁人口调查失业率为 4.3%，与上月持平。无论从农民工还是大学生就业的角度而言，我国就业形势在改善的过程中。

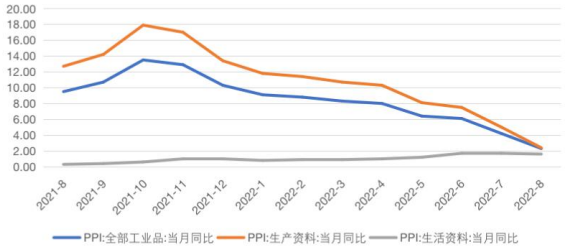
就业形势依然严峻，但边际改善



在就业改善过程中，物价保持了总体平稳态势。8 月份居民消费价格涨幅比上个月进一步回落了 0.2 个百分点。在 8 月份居民消费价格涨幅中核心力量来自于食品，现在正在进入新一轮猪周期上涨的态势，如果扣除食品和能源，核心 CPI 涨幅只有 0.8。通过数据可以明显看到，从 2019 年以来核心 CPI 的涨幅是逐渐放缓的态势。因为核心 CPI 度量消费者价格的黏性，核心 CPI 保持低位，反映了消费不振。**因为核心 CPI 处于低位，居民消费价格整体向上动能有限。**目前对于 CPI 主要推动力量来自于食品，对这一项我们判断是，目前猪周期和传统的猪周期已经不一样了，生产结构发生了转变，从原来农户散养为主正在逐渐过渡到大型工业化养殖模式。由于整个猪肉生产模式发生改变，加之前两年国家储备的猪肉，**总体判断因为猪周期上行和基数等原因，猪肉价格呈现上涨态势，但总体对物价是可控的。**另一方面，与需求不振相对应的是，工业生产者出厂价格指数和工业购进价格指数在增速上也不断放缓。除了需求因素以外，这个放缓的背后存在着一个高基数的原因，在 2021 年实际上工业品出厂价格指数，也就是上游价格指数上涨非常高，在这样的高基数下整个价格目前处在高位震荡期。**总体上，无论从消费端还是企业端，8 月份物价基本维持了相对稳定的态势。**

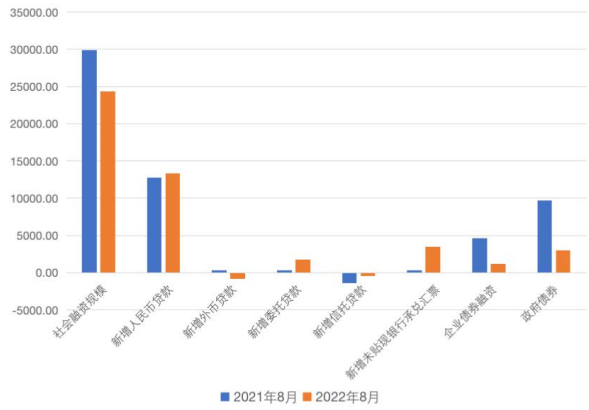
价格增速平稳

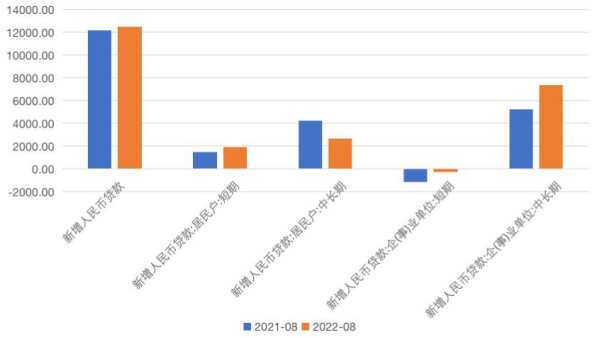




与 8 月份经济小幅超预期回升对应的是社融也保持了基本稳定的态势。社融存量增速 10.5%，稍微有一定的下降，但基本保持稳定。新增社融 8 月份 2.43 万亿，比 7 月份出现了大幅上升，但是比去年同期少增 5000 亿以上，这反映了经济总体疲弱的态势。需要特别注意的是，未贴现票据等短期融资主要支撑社融。**在政策前置的背景下，地方政府债务发行比去年同期大幅减少了，同时由于当前的经济环境企业债务发行也呈现下行态势，成为社融主要的拖累力量。**

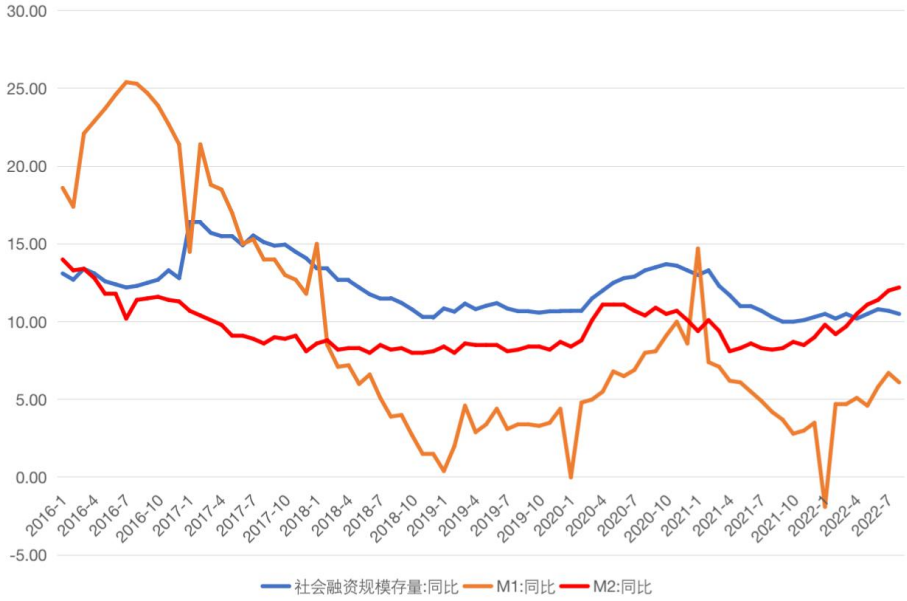
社会融资保持平稳





与社融相对应的是 8 月份人民币贷款同比多增 390 亿，基本保持一个相对稳定的态势。从企业部门来说，贷款结构全面改善，短贷和长贷都呈现修复态势。居民部门延续了今年形势，长期贷款同比下行，到 8 月份同比少增 1600 亿，主要反映了房地产相对疲弱。

货币总量宽松



总结一下， 相对 7 月份，8 月份绝大部分供需指标全面回升，小幅超过预期。综合 7 月份、8 月份、9 月份的高频数据，可以基本判断二季度经济下行，到了三季度中国经济整体已经实现了相对稳定的修复态势。这个修复态势，也为四季度奠定了基础。**总体判断，三季度经济应该能够实现一个合理的恢复性增长。**8 月份的数据小幅超出市场预期，这个超预期成分一方面体现了政策对宏观经济的强力支撑，比如基建、制造业投资、对汽车消费大力支持导致汽车消费大幅上行。另一方面背后有低基数效应。去年 8 月疫情，很多的生产活动受到了一定的影响。虽然今年同样也面对这样的一些问题，比如义乌疫情影响小商品产销、高温限电等一系列的问题，但总体由于去年的低基数效应，消费和工业增加。但是排除掉低基数效应之后，综合判断 7 月份、8 月份和 9 月份高频数据，三季度通过宏观政策的托底以及中国经济本身巨大的韧性，实现了在 4、5 月份面对疫情后向上的恢复性增长态势。

在这个态势里要注意到，这种恢复是一个弱修复态势。一方面还在受到疫情的扰动，另一方面，很多环比数据并不是非常理想，尤其是消费上，7、8 月份之后消费的疲弱态势表现比较明显。消费除了汽车这一亮点之外，在很多方面，比如金银珠宝、地产后周期消费上还是存在一定的限制。但是更主要的是，房地产和出口目前遇到较大挑战。如果要去判断未来的经济修复过程，核心变量还在于房地产和出口。

三、房地产和出口趋势性变化

（一）房地产

对房地产而言，简单看它的供需表面情况，目前的供需确实存在着比较大的失衡。从需求侧来讲，房地产的需求一方面来自于城镇化，城镇化率达到 65%，这个 65%是全国层面，包括了大量的西部地区。如果主要考虑东南沿海，实际上城镇化率已经超过了 70%。另一方面，15-64 岁适龄购房人群已经见顶。目前中国居住面积并不低，到 2020 年人均住房面积达到 41 平方米，所以，在需求的角度来讲，需求增速在放缓。另一方面，供给实际上还是保持了一个相对的高位。因此，在供需失衡的条件下，房价是存在着内生调整动力的。对于房地产而言它不是一个同质商品，一定要考虑到它的区域性。

房价在不同区域存在着不同的调整压力，但因为房地产构成了居民财富的绝大部分，所以房地产价格调整对于整个中国经济而言甚至可以说是决定性的。在这种情况下，房地产和民生这个领域的巨大联系，使得稳房价一直是一个核心基调。由于这种情况，虽然房地产价格有内生调整动力，但是在目前的情况下还是基本上保持了一个稳定。

房地产供需出现很大的失衡，那是不是各地放开限购这些问题就能解决呢？其实并不是，这次的房地产调整时间会比较长，需要在国家统一层面进行政策解决。

房地产市场冰冻三尺非一日之寒。房地产市场的背后是中国经济发展模式正在调整。行业的红利是来自于中国经济增长的红利，中国经济增长模式如果一旦转型，处在风口的行业就会发生变化。房地产和中国城市化模式紧密相连。从 1978 年以来中国的城镇化模式大致是“442 模式”，城镇人口增加 40%来自于人口流动，40%来自于城市范围扩大，20%来自于城镇人口的自然增长。在这种情况下，城镇化的 80%是人口流动和城市范围扩大，比如城中村。城镇化的增量模式，带来了房地产的高速增长。房地产市场同样也是增量模式。这种增量模式会变为一个逐渐的下沉模式。在一、二线城市房地产增长见顶后会逐渐下沉到三四线城市。随着现在城镇化更加走向以人为核心的新型城镇化，推动已经在城镇人口的城镇化。**城镇化从原来数量推动模式走向高质量，导致了对于房地产需求结构以及房地产模式的转型，更多地会回归一线、二线核心城市，从原来的增量下沉模式走向核心城市的存量优化模式。**这样的模式调整对于房地产而言有一个非常大的问题，房地产企业手里拿的土地是不可移动的。谈房地产总量有时候是没有意义的，比如每年房地产需求有 10-11 万亿平米，只是单纯谈这个总量没有意义。首先它地域分布不均，二是土地不具有流动性，如果全国有 10 万亿，但是在某个城市这里没有就是没有。**所以，房地产增量下沉模式回归核心城市的存量模式，面临最大的调整困境是土地不具有流动性。**从这个意义上来讲，很多深根于三、四线城市甚至五、六线城市的房企面临了极大的转型成本，甚至无法完成转型，因为无法在一二线城市买到地，靠它自身没法转型，甚至靠当地政府也无法完成转型，因为当地政府手里有的还是当地的土地。**随着房地产模式的转型，在这种情况下需要在全国层面进一步优化配置资源。**

（二）出口趋势性拐点

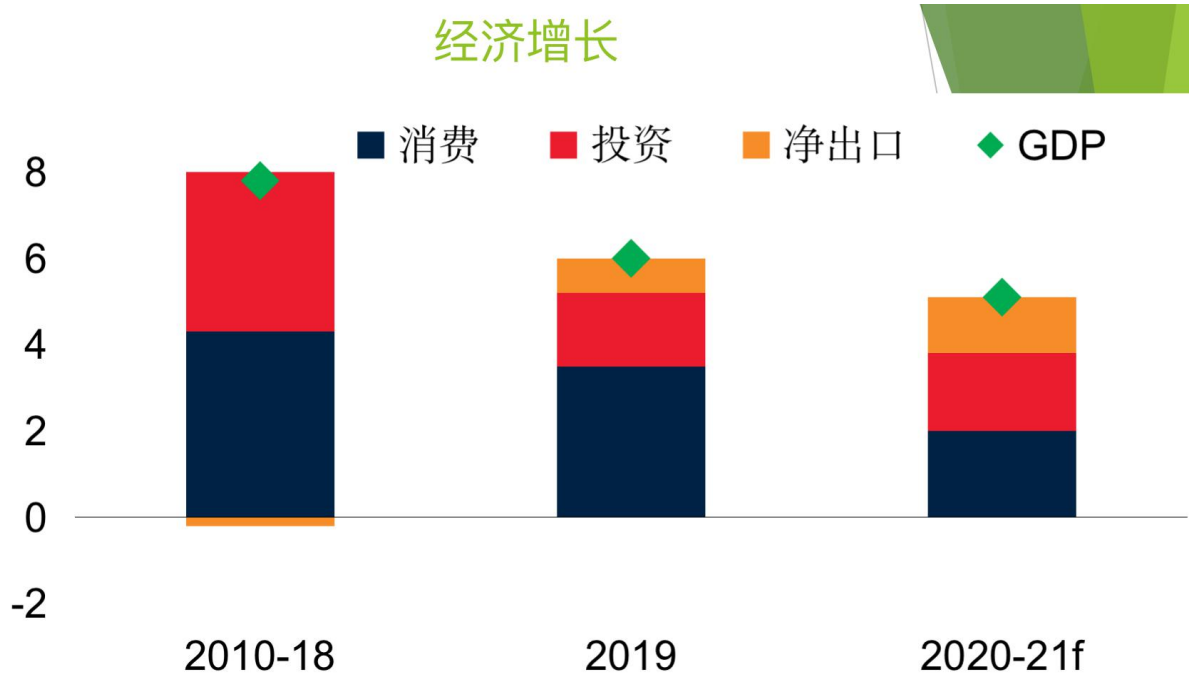
8 月份我们看到第二个趋势性变化来自于出口。对于出口我们整体判断原来高位增长态势会逐渐放缓，出口总量会保持高位，但是增速会从原来的高增速逐渐放缓。

一是欧美整个经济的下行。像美国制造业 PMI 到 7、8 月份已经开始回落，摩根大通全球 PMI7、8 月份下降到 50%和 49.3%，目前全球经济下行。

二是因为中国出口高增速一部分来自于欧美在疫情期间停工停产和商品消费对服务消费的替代，但是这部分原因逐渐消失。

三是量价变化，从量跌价涨到量价齐跌。过去这段时间，出口高速增长的背后有一个价格支撑因素。原来出口增速中 60%以上总体来自于价格变化。但目前价格趋势在发生改变，出口价格指数在开始回落，再叠加数量下行，出口从原来的量跌价涨到现在正在走向量价齐跌。

综合这三个方面可以大致判断，房地产和出口从增速角度有一个趋势性的变化。出口从原来的高增速逐渐放缓，而房地产会有一个较长的调整期。**因此，综合这两个判断，我们就会发现房地产和出口在未来对于经济还是会产生很大的压力，而过去这几年中国经济的核心动力就在于房地产和出口。**



上图是对中国经济的分解。2010 年到 2018 年中国经济是一个模式，它主要依靠内需的消费和投资。2019 年经济发生根本性变化，内需增速在放缓，出口呈现了非常大的支撑作用，核心力量是三个动力：房地产投资、汽车消费和出口。由于疫情强化了 2019 年以来的周期， 2020 年和 2021 年是“放大版”的 2019 年，在疫后恢复中并没有走出 2019 年经济运行的模式。由于今年房地产投资和出口这两个因素都会出现趋势性变化，所以整个 2019 周期的动能在急剧消耗。**因此在稳增长的时候必须要有新的动能，也就是要走出 2019 周期才能真正稳住中国经济的增长。**

四、制造业和现代化基础设施体系建设引领新周期

新发展格局下的新动能正在不断聚集，正在逐步走出 2019 年以来房地产投资、汽车消费和出口三大动力模式。

一是制造业。在“十四五”期间以科技为支撑，数字化为载体，绿色化为方向，实现制造业的高质量发展。

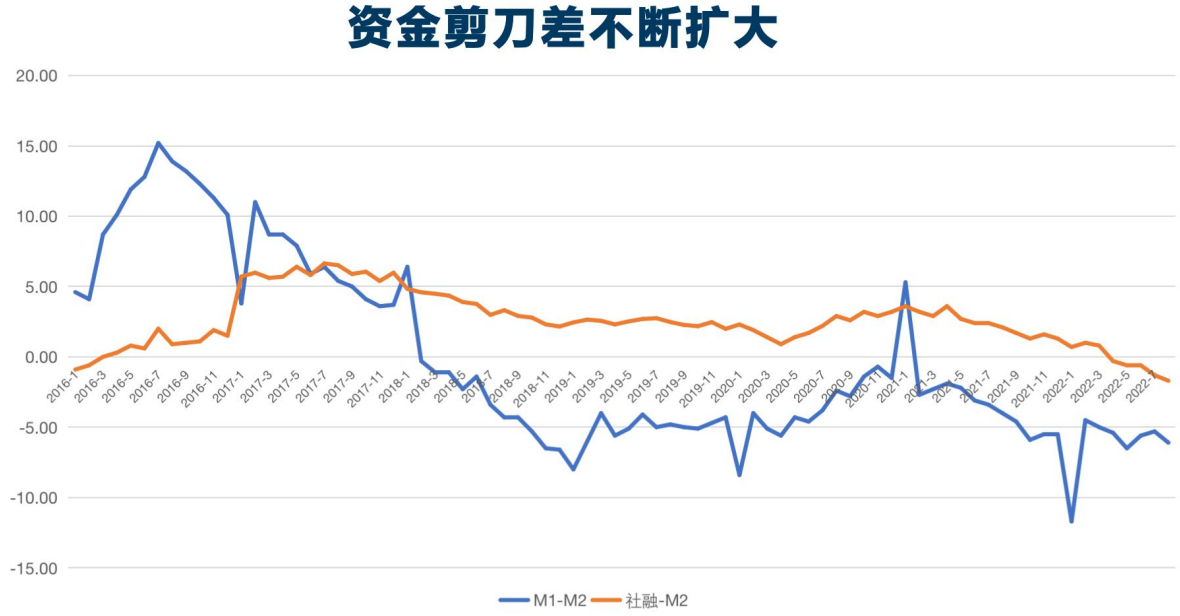
二是现代化基础设施体系。4 月 26 日召开了中央财经委员会第 11 次会议，将基础

设施建设全面提升为现代化基建体系，把基建进一步纳入现代化经济格局成为新发展格局的新动能。

三是决策的落实，这个问题涉及到地方政府的行为。2019 年为什么会进入一个新周期，这个背后有两类群体的行为变异，一类群体是地方政府，一类群体是民营企业。推动决策落实正在对于地方政府行为进行一定的重塑。

综合这三个方面判断，未来中国经济具备新动能，同时也在数据上看到基建和制造业投资的支撑。**但是，不能把这个支撑简单的和以前进行对比，因为我们正在进入全面的高成本时代。**中国经济的基本参数在过去几年发生了根本性的变化，比如人口、技术进步、投资和市场环境等等。因为整个环境发生了变化，经济成本在不断的上行，因此。未来的新阶段，新动能面对的问题是一个高成本周期。

在这样一个高成本周期中，看到一个表现数据就是资金剪刀差不断扩大，一是 M1、M2 之差不断扩大，二是 M2 和社融之差不断扩大。尤其是 M2 和社融，社融是一个流量，而 M2 是一个存量，这两个剪刀差不断扩大。打一个比方，有一个浴缸，一边注水、一边放水，如果经济循环很通畅，流量可以很大，但是存量并不会表现很多变化。但如果经济循环不通畅，比如浴缸的出水口给堵上了，只有进水没有出水，必然产生结果是浴缸的存量发生巨大变化。**所以 M2 和社融增速之差会不断扩大，反映目前的资金使用效率在下降，而资金使用效率的下降对应于当前的一个高成本周期。**在这种情况下，资金使用效率下降、高成本周期，未来的新动能在启动中国经济时就需要解决这些堵点。



五、世界经济进入新的长周期

稳定中国经济，在外部环境上，如何判断美联储和世界的加息周期，就涉及到如何理解当前的通货膨胀。确实可以看到像俄乌冲突能源价格对通货膨胀的推动作用。但如果把时间拉得再长一点看，当前有点类似于上世纪 70 年代，正好处于两种经济模式的交叠期。**上世纪 30 年代以后，尤其是二战期间，整个经济进入了福特-凯恩斯模式，以大企业垄断经营、工会集体谈判作为特征。**但是由于资本积累存在的固有问题，必然会产生消费不足等现象，最终带来了 1929 年到 33 年的大萧条。在罗斯福新政和凯恩斯主义的推动下，国家开始适度介入市场经济，弥补消费不足。在二战之后，通过战争期间孕育的新技术，福特-凯恩斯模式将新技术导入经济循环，带来了稳定的经济增长。汽车、造船、石油化工、橡胶、电器消费、房地产成为了经济增长的助推器。不断创造新的需求，产生了以房地产供给推动和中产阶级文化吸引等多个方面形成的郊区化、运输和交通系统扩大以及新一波全球化浪潮。这种模式中也存在很多生产和循环固有的问题。大规模生产一定意味着大规模的市场开发，有效需求不足始终是一个循环核心问题。这就导致利润率不断下降，同时经济体系的刻板性不断增强，会更加依靠灵活的货币政策注入流动性维持繁荣，但这必然带来通货膨胀。最终经济会逐渐走向滞胀。

上世纪60年代后为了应对这种滞胀的结果，全球经济转向了灵活积累模式。灵活积累模式依靠劳动过程、劳动力市场、产品和消费模式相关的灵活性，其特征是出现了全新的生产部门、提供金融服务的各种新方式、新市场，最终商业、技术和组织创新得到了极大的强化。因为我们知道，技术并不是中性的，技术会从属于当时企业的盈利模式，由于灵活积累模式塑造了企业盈利模式，使得信息技术极大的强化了灵活外包，随着数字技术的发展进一步体现为了现在大量的灵活就业。

在灵活积累模式下，对信息和金融要素的控制成为了致胜关键。但这种致胜关键最终产生的结果是2008年全球金融危机，2008年危机后一直没有解决灵活积累模式背后所蕴含的根本矛盾。由于解决不了这种根本矛盾，表现为了最终的通货膨胀。所以，可以看到美国的通货膨胀整体的黏性、核心CPI黏性会不断加大。因此，我们的判断是加息周期会比美联储预想要长。这次通货膨胀不是简单的石油价格等引起的，更多要关注美国本身的经济结构调整。而在这样一个历史周期中，我们需要站在更高的维度上做好自己的事情，在这个维度上不用过于担心人民币汇率。

六、政策建议

基于上述对8月份数据确认整个经济的“四重奏变奏曲”，我们的政策建议是：

1、宏观政策定位需要进一步对冲房地产和出口的压力，并重点从短期应对走向修复经济主体资产负债表，集聚经济恢复的内生动能。目前的基建和制造业增速已经不低了，但是，这个增速因为面对高成本周期，它的带动作用实际上是有限的。所以，我们仅仅依靠这两个是不够的，还需要直面房地产和出口的变化。同时，最关键的要修复各经济主体的资产负债表。因为中国经济的复苏，实际上可以说分为四个步骤，从最开始的纾困到复工复产到刺激经济，最后需要修复+改革，重振中国的内生动力。

2.在落实现有政策从基础上，以降成本为政策核心。一在财政政策上考虑结构性减税，特别是要对财政支出结构进行合理调整，保证减税能够可持续、并有效直达企业；二是面对9月份、10月份有大量的MLF到期建议进一步降准，准备金相当于对金融体系和银行征的一种税，在目前经济下行态势下降低融资成本，一方面可以代替MLF的成

本，另一方面可以更好地稳定金融业；三是进一步推动物流体系改革，降低物流成本；四是在产业政策上进一步加大对元宇宙行业的支持，元宇宙行业涉及到很多的产业模式，但有一个很大的发展方向就是降低人与人的交往成本，降低经济运行成本。

3、修复资产负债表涉及到如何稳消费。稳消费从目前的选择来说更可行的方式在于提高居民收入，有几个维度。一是通过共同富裕的方式，我们的共同富裕是发展型的共同富裕。二是一定要着力提高财产型收入，这表现为从房地产模式转型，更加依托中国股市的财富效应。所以要强化股市建设，进一步通过股市提高财产性收入。着力做好香港资本市场的稳定工作，因为如果面对着全球经济周期转折和中国经济发展模式的转折，香港市场是联系大陆和世界市场的核心纽带，必须要进一步做强香港资本市场，通过香港资本市场进一步稳定人民币海外市场。三是通过普惠金融进一步对于居民融资提供优惠。

4、着力加强政策预期管理。在经济“四重奏”的转折期，很多问题以前没有经历过，尤其是企业主体、政府主体、居民主体，需要适应转折期，这种适应和平稳过渡一定要进一步强化预期管理。

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“当前经济态势、未来下半年以及明年上半年经济走势、政策建议”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）联席主席，中诚信集团董事长**毛振华**指出，做好自己的事，中国依然会是在全球最有影响、最值得关注的一个亮点。**从短期数据来看，由于疫情和疫情防控政策的影响，8 月份经济修复的效果较为理想。从中长期角度看，未来两三年内，中国经济还处在正在进行的调整期。**关于房地产，要认认真真踏踏实实做好底线思维，在房价下行的背景下长时间漫长的去库存，彻底放弃房地产还能够作为未来经济增长重要引擎的想法。

长江证券首席经济学家**伍戈**认为**观察中国当下经济形势不能简单看同比和环比数据，要通过各个数据相互佐证，避免单纯观察每个数据所导致的片面性认识。**微观主体预期转弱的问题到现在还没有得到根本性扭转，在某些领域预期恶化还在持续甚至加

剧。**从这个意义来讲，至少到明年上半年，经济压力还是非常大的。**同时，要警惕一些短期因素长期化的问题，以房地产为例，如果出现了长期化的因素，如果地产增速长期都是-10%或-20%的增长，很有可能产生对资产负债表衰退的急剧的担心以及对流动性陷阱急剧的担心。**在政策如何扭转预期问题上，日本当年走出预期衰退和长期衰退的很重要的原因是政策发挥了作用，包括货币政策、财政政策等，这些都是站在目前时点值得中国去借鉴或者是防微杜渐的。**

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**认为对于**目前信心的问题需要在研究中国宏观经济时，全面进行一些视角的转换，把它放到世界整体经济状况里进行重新评价、重新审视。**在全球处于新时期全面开启，经济总量和结构处在全面调整的状况下，中国面临着危与机。第一，全球增长中枢的下降，无一例外会导致中国经济增速的下滑。第二，全球物价水平持续高涨，我们物价水平不仅没有跟随性上涨，反而在 8 月份出现进一步回落。这样一个价格缺口的出现，恰恰是中国作为全球制造中心的大国地位很重要的重塑或突围的好时点。第三，在目前全球金融风险全面上扬、美元传统地位虽然指数有所上扬但是交易水平在下降的状况里，中国应当会成为未来国际资本的很重要的集聚地。第四，全球资本市场的调整，欧美可能刚刚开始，而我们已经进入到深度阶段，再坚持几个月触底回升的迹象应该是全面显现。**因此，目前市场主体应该在全球滞胀的过程中，寻找到未来支撑经济发展的新动能、新支撑点，从而使我们的信心得到转折性的变化。**

招商基金研究部首席经济学家**李湛**指出中美或中欧这些主要经济体的经济周期处于相对错位的阶段。中国经济先是见底后呈现弱复苏态势，欧美则从滞胀往衰退走，这给了国内包括宏观货币或者财政的跨周期调节、逆周期调节的空间。从微观流动性来看，低利率是常态。**整体从全球市场看内稳外险，外部风险相对比较大，欧洲央行和美联储加息预期最近带来市场一周的大幅调整并外溢到国际市场，但中国内部市场的复苏巩固稳定是中枢，如果这一点做好了，市场的稳定尤其在资本市场会体现出来。**

兴业银行首席经济学家**鲁政委**认为稳大盘政策起到了一定的作用，所以，8 月份数据总体略超市场预期。就下半年总体看法，他认为需要把稳增长作为头等大事。从外需

角度来看，放缓毫无疑问，并且海外主要经济体的紧缩仍然在进程中。从内需角度来看，内需扩大总体上还是要让地产循环畅通起来。就政策而言，未来要从中长期考虑中国的问题。**一是百年变局加速演进下全球产业链重构。二是做好房地产由一级市场向二级市场转变，三是推动公共服务价格体制机制的改革，解决绿色转型和债务的问题，四是中国货币政策的选择一定要有全球视野。**

刘元春：从全球视角看当前中国经济的危与机

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（第 58 期）上的发言

8 月份的经济运行状况总体是符合预期的。新冠疫情依然多点散发，房地产依然持续深度调整，地缘政治对于社会经济主体的冲击日益加剧，再叠加极端天气对短期经济的冲击，中国宏观经济面临的需求疲软、供给冲击、预期转弱的形势没有得到根本性的改变也是十分正常的。

但我们也应当看到，5 月份出台的稳增长一揽子措施依然在发挥稳定宏观的作用，8 月份除出口数据以外的经济数据出现了同步改善，这种统计层面的改善与市场主体的体感有一定的背离，核心原因在于很多人认为，这些边际改善不仅没有使经济运行常态化，同时也没有使**市场主体的信心得到提振。**但这种观点需要调整，我们需要在研究中国宏观经济时进行适度的视角转换，把中国经济运行的状况放到世界整体经济里进行重新评价、重新审视。

一、欧美宏观数据的变化

一是美国实际 GDP 环比折年率一季度为-1.6%，二季度为-0.9%，在技术上进入一个衰退的状态。但与此同时，美国 8 月通货膨胀率依然高达 8.3%。而劳动力市场依然表现出十分强劲的态势，失业率达到历史新低 3.5%，劳动薪金水平三个月滑动平均增长依然达到 4.7%。**这种结构性变化可能意味着美国未来的调整会更为复杂——它一方面可能促进美联储更为激进的加息，另一方面会导致美国的金融市场和整体经济调整超越传统预期，“硬着陆”有可能从黑天鹅演变为灰犀牛。**

二是欧洲低速增长和高通胀在二季度全面显现。欧盟物价水平 8 月上涨到 9.1%，

预计整个四季度欧洲物价水平将随着天然气和其他能源价格的持续上扬进一步上涨。因此，这启动了欧盟全面进行激进加息的进程。

在这些因素的推动下，世界多个研究团队对世界经济的预期在今年的 8 月份进行了下调。比如 IMF 把目前世界经济增长的速度从原来的 3.6%下调到 2.9%，世界银行从原来所预计的 4.1%下调到今年 8 月份的 2.8%，这种调整还在进一步蔓延。最近几个国际团队对于今年世界经济增长速度的预测平均已经下调到 2.5%，明年下调到 1.9%。

三是随着世界经济增长的变化，全球股市做出了迅速且激进的调整。事实上，中国股市的调整与世界股市的调整是小巫见大巫，二季度全球股市下降了 22%。美国道琼斯指数在本周下降了 4.13%，纳斯达克下降了 5.48%，标普下降了 4.77%，全球平均下降接近 10%，而上证综指从 7 月初到现在仅下降了 7%。

四是全球房价指数也出现了全面调整。去年全球房价指数同比上涨 6.2%，今年特别是 7、8 月份全球房价指数基本上开始处于一个零增长状态，增长速度回调 6 个点左右。在这里更为重要的是房地产抵押贷款利率，美国目前的房地产抵押贷款利率已经从去年的 3%点多上涨到 6.13%，上调幅度达到了 300 多个基点。

五是全球货币指数在美元持续上扬的同时出现了剧烈的调整，大部分发达国家货币和新兴经济体货币快速贬值。人民币兑美元汇率是否破 7 的问题是近期关注的热点话题，也是市场信心不足产生的原因之一。人民币从今年 3 月的 6.30 持续贬值到 9 月 20 日的 7.02，贬值幅度达到 11%，但必须看到反映人民币综合实力的人民币汇率指数依然保持在 100 以上。美元指数强势稳定在 110%左右的水平，但今年以来日元指数下调了超过 27%，韩币下降了 18%，欧元下降了 5%，并跌破了 1：1 的历史大关。其他新兴市场经济体的货币平均下降了接近 30%。**因此，人民币在全球货币市场的表现并不差，不能只看与美元之间的比价。**

在全球通胀持续上扬、增加速度加速下滑、金融市场进入到全面大幅度调整的时期，中国经济要想在这样的状况里不受到影响是不可能的。因此，**我们分析中国经济未来的走向时，一定要把握在全球变化中，中国经济未来可能产生的变化，这可能是**

至关重要的问题，也是正确处理市场主体信心重构的关键性话题。

二、中国的危与机

在全球处于新时期全面开启、经济总量和结构处在全面调整的状况下，中国的危与机到底是什么？这是我们研究中国的宏观经济数据时要讨论的问题。

一是全球增长中枢的下降，无一例外会导致中国经济增速的下滑。中国经济是世界经济的一部分，全球需求的下降、供给能力的变化以及技术创新水平、研发能力的变化，一定会对中国产生影响。因此，从正常的外需需求的路径，出口会受到冲击这是毫无疑问的。

二是全球物价水平持续高涨，我们物价水平不仅没有跟随性上涨，反而在 8 月份出现进一步回落。这样一个价格缺口的出现，恰恰是中国作为全球制造中心的大国地位很重要的重塑或突围的好时点，这是我们需要把握的。在这一轮全球价格水平上涨中，一方面我们会受到一定冲击，特别是供给层面，这使得进口价格指数会有相对偏高的状态。但另一方面，也会看到近期出口价格指数上涨更快，这说明世界对我们的需求依然存在。这种成本优势、价格优势在未来的全球竞争中会进一步凸显。在全球通货膨胀的解决方案中，中国是供给侧层面最好的解决答案。

三是全球货币政策快速加息。目前会看到加息频率、加息幅度比我们想象得要快。很重要的一点原因是，西方发达国家通货膨胀所产生的社会冲击，远远高于它的经济冲击，选民无法承受 5%以上的通货膨胀率，因此欧美都需要快速让通货膨胀率回落到 5%以下的水平。虽然中国在降息上“羞羞答答”，但实际上很多银行的贷款利率已经从过去的五点多下降到了个别银行的二点多，我们降息的速度或者实际降息速度比我们宣称得要快。在这个过程中，是否会带来内外利差的变化，导致大规模的套利，进而导致金融市场的动荡？**目前看这种现象不像以往我们所思考的单一环境，在目前全球金融风险全面上扬、美元传统地位虽然指数有所上扬但是交易水平下降的状况里，中国应当会成为未来国际资本的重要集聚地，这是很大的一个变化，我们应在审慎调整中把握机会或回避可能面临的冲击。**

四是在全球房地产市场调整的过程中，中国房地产的调整速度比世界房地产调整速度起码要快八个月以上。中国房地产调整不仅仅是政策主动为之的调整，也是基础参数调整的产物，更重要的是，它还是目前整个房地产头部企业经营生产方式大变革的产物。这个调整过程越早越好。因此，从世界的角度看，世界房地产在过去三年的宽货币刺激下所产生的泡沫还没有开始释放，但中国房地产泡沫的问题已经在加速释放，且已经处于低点。对金融市场风险控制能力的差异决定了中国与主要经济体之间的竞争关系，也决定了人民币汇率相对价格的走势。人民币相对价格中长期虽然取决于宏观基础参数，但是短期一定取决于对中国与其他国家对风险控制能力的差异。比如，美元和人民币汇率肯定取决于美国科技股泡沫风险控制，以及房地产风险控制的相对状况。目前中国房地产虽然处于极度低迷的状态，但是它的风险释放实际上已经达到了很高的水平，与世界相比可能处于一个风险控制较好的状态。**所以，从全球资本市场的调整来看，欧美可能刚刚开始，而中国已进入到深度阶段，再坚持几个月触底回升的迹象将会全面显现。**

从这些角度来看，目前市场主体的信心低迷，预期疲软状况没有得到根本性改变符合整体宏观经济发展方向。如果与世界进行比较，中国经济无论从未来增长，未来金融条件指数的变化，未来通胀的变化，未来金融市场价格变化的角度，应该会在世界经济新低迷、全球滞胀的环境中寻找到信心回升的支点。我对中国经济不悲观，一是中国结构性变化已经全面展开，二是整个世界经济中未来动态调整的相对关系对中国有利。**我认为目前市场主体应该在全球滞胀的过程中，寻找到未来支撑经济发展的新动能、新支撑点，来使我们的信心得到转折性的变化。**

当然，我们一方面要认识到这种格局性的变化，另一方面在政策上要抓住转危为机的契机，在改革方面要有进一步的举措，要充分回应市场主体，特别是民营经济主体所关心的问题，给予肯定性、确定性的回答。不能在理论上出现模糊、政策上出现矛盾，这样更有利于我们对市场信心的树立。**树立信心，一方面是转换视角，从世界的角度看中国。另一方面是从未来改革的角度看中国。**二十大即将召开，新一届班子即将上马，他们在现代化新征程上所推出的改革战略和进一步稳经济的新政策是值得我们市场主体期待的。

毛振华：疫情的经济影响正朝着可预期的方向演进

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）联席主席

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（第 58 期）上的发言

从 8 月经济数据来看，在疫情和防控较第二季度影响趋缓的情况下，产业链、供应链持续修复,经济整体边际改善。但是，对于经济形势的分析不仅需要关注影响经济短期波动的变量，同时也需要从中长期的周期视角对经济运行变化进行观察和判断。以下我将从相对中长期的视角对当前的经济形势谈一点我的想法。

一、新冠疫情对经济的影响正朝着可预期的方向演进

新冠疫情对中国经济产生了严重冲击，扰乱了既有的宏观政策节奏。新冠疫情的暴发是人类历史上最为严峻的挑战之一，是近三年来中国经济遭遇的最大黑天鹅事件，且当前仍未结束。新冠疫情对中国经济运行产生了多方面的深远影响，加剧了中国经济的下行压力，也扰乱了既有的宏观调控节奏。具体来看，2016 年下半年至 2017 年，在供给侧结构性改革效果显现和全球经济复苏带动下，中国宏观调控的重心转向以防风险为主，有效防范和化解了部分金融风险隐患。2018 年 3 月，美国单方面挑起对中国的贸易战，我国经济运行的外部环境恶化，不确定性上升，我国被迫调整经济调控政策，加大了稳增长力度，并在随后提出“双循环”的新发展格局，加速内循环建设步伐，补短板、抓科技，着力加快推进转变经济增长方式。但 2020 年以来，随着新冠疫情的出现，疫情已经成为我国经济运行的主要影响因素，我国宏观政策重心也主要以疫情防控和对冲疫情的负面影响为主。当然，在过去的两年多来，由于我国有效的疫情防控政策，供给端在全球率先修复，为我国出口赢得了错峰增长优势，这是疫情以来我国经济运行一个重要的亮点。但值得关注的是，随着疫情影响在全球的逐步弱化，海外生产逐步修复，叠加全球经济修复疲软、外需走弱，8 月份我国出口增速大幅回落，错峰增长优势正在明显弱化。在这样一个新的背景下，如何判断未来新冠疫情对经济的影响？**对此，**

我的观点是，虽然当前疫情扰动仍存，但疫情对经济运行的影响正在朝着可预期的方向演进。与当前我国依然采取较为严格的疫情防控措施不同，西方国家已经基本采取“躺平”式抗疫，并为此付出了较高的医学和人文成本，随之而来的则是其经济生活已经恢复至与疫情前较为接近的水平。尽管当前我国继续采取相对较严格的防疫政策，但伴随防疫的精准性、科学性提升，防疫成本也将逐步降低。随着时间的流逝，疫情对人们生活的影响以及经济社会发展的影响也将逐渐弱化。疫情终将过去。

二、房地产业面临着短期风险和长期调整

疫情对经济的影响虽逐渐弱化，但疫情发生后，经济增速放缓，消费、投资均受到冲击。尤为值得一提的是，疫情下部分长期以来我国面临的客观问题进一步显化，其中房地产行业的转变不容忽视。

房地产下行趋势进一步确认，房地产不会再成为拉动经济增长的主引擎。房地产行业目前面临的问题表面上看是资金、流动性的问题，但从长期来看，则是一个周期性问题。导致该问题出现的最为根本的原因是长期以来人口增长的拐点已经出现，供需拐点已至。从供给端来看，长期高投入后中国房地产的累计供给量即便在全球范围看也位于较高水平，且房地产库存量当前同样处于较高水平；从需求端来看，人口增长拐点已至的情况下，疫情冲击下居民收入增速放缓，消费者购房需求进一步减弱；此外，就业压力加大、居民预期走弱等都对房地产市场运行产生影响。**资金链问题是当前房地产问题的结果而非原因，同时也是房地产剧烈波动开始的标志。房地产下行的趋势难以改变，这是供求规律所决定的。面对当前房地产的问题要做好底线思维，彻底放弃房地产还能够作为未来经济增长重要引擎的想法。**从全球范围来看，西方发达国家早已不再依靠房地产作为其主要增长引擎，主要依赖房地产来带动经济增长的路径已不复存在。因此，房地产问题，不仅是短期风险，也是长期影响中国经济增长拉动因素转换的长期问题。

三、百年未有之大变局加速演化，对此要做好充足准备

疫情以来，美国经济受到重创，期间拜登取代特朗普成为美国新一届总统，但是中

美博弈基调并未因此发生改变。曾几何时，经济全球化使得技术进步、资金流动与全球市场紧密相连。但 2018 年中美贸易战暴发，逆全球化进一步加剧，今年爆发的俄乌冲突又进一步加快了全球不同阵营分化步伐。在全球政经形势风云突变的当下，中美双方都在进行压力测试，包括此前欧美等经济体将俄罗斯踢出 SWIFT 系统，欧洲宣布要告别对俄罗斯的能源依赖等等，均可看做在进行压力测试。站在百年未有之大变局的历史节点，我们要高度警惕外部环境发生的变化，并做好充分准备以应对来自于外部各方的潜在威胁。此外，在美联储短期内大幅加息下，人民币汇率突破“7”，汇率走贬或会对经济运行产生一些波动，但也不必过于担忧。我国实行有管理的浮动汇率制，有充足的外汇工具用以“稳汇率”，在其他货币对美元大幅贬值的情况下，人民币对美元贬值，对其他货币还是升值的。

总体来看，今年以来，俄乌冲突以及疫情超预期大范围反复使经济面临的“三重压力”加剧，全年达成 5.5%左右的经济增速目标难度加大。但相较于关注短期内是否达成经济目标，当前更为重要的是需关注经济运行中的中长期问题。未来几年内，中国经济仍处于调整期，资金使用效率、债务风险、新旧动能转换等等，均需要我们做出更加冷静的思考，政策也需要从中长期着手，着力推动中国经济行稳致远。只要我们做好自己的事，中国经济依然会是全球最有影响、最值得关注的一个亮点。

鲁政委：稳增长首先要畅通循环

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（第 58 期）上的发言

一、8月数据解读——略超预期

对于 8 月份的数据情况，我概括为一句话，就是**稳大盘政策起到了一定的作用，所以 8 月份数据总体略超市场预期。**之所以说它超市场预期，是因为 7 月份的数据有所走弱，公布的 PMI 相对 7 月份有所下行，但是最后看到固定资产投资累计同比数据，零售数据和工业增加值数据都出现了反弹，从这个意义上是超预期的。这主要是**政策引导结构变化起到了非常明显的作用。一是政策对新能源汽车的刺激起到了多方面积极作用。**工业增加值的回升很大程度上来自于汽车，工业企业投资或者企业投资回升主要来自于新能源汽车领域。消费回升汽车起到巨大的作用。一句话概括，**汽车刺激既带动消费，又带动工业增加值，还带动了投资。二是对新能源领域的投资**，国家进行各地的风光大基地建设，包括分布式新能源鼓励，这些都是政策引导结构变化的非常积极的反应。

二、下半年经济形势——稳增长为头等大事

下半年总体看法还是需要把稳增长作为头等大事。具体有两个方面。**一是从外需来说放缓毫无疑问会继续**，而且如果从集装箱运价角度来看，速度还是会非常快，有点断崖式的味道。7 月份还看见出口是两位数增长，8 月份已经变成了个位数，现在看集装箱运价数据已经接近-20%的同比表现，这个速度还是太快了，需要引起注意，同时海外主要经济体的紧缩仍然在进程中。**二是内需扩大总体上还是要让地产循环畅通起来**，内需有很多方面，如果要抓住中间的核心和重点，眼下还要让地产循环畅通起来。中长期角度人口结构、城镇化、中国房地产不能永远保持过去几年的增长，很可能要调整，那么现在的关键是是否能让这个过程变得更平稳。同时大家觉得地产是一个趋势的变化，和限购政策无关，那既然无关是否可以放开。我记得十几年前有专家说，这是一个“降

烧药”，这个药一降降了十年，现在烧确实也降下来了。所以，这个药方就需要进一步优化了。

（一）释放改善性需求，这有很大的空间。**一类是对新房子的需求。**现在城里接近一半人的房子房龄已经超过了二十年，在这当中还有差不多一半的房子房龄在三十多年，这意味着没有电梯，很可能卫生间也不是很好，厨房的配备也不像现在这么现代，这一部分人应该有改善性需求可以释放出来。**还有一类是对常住人口住房的需求。**现在不少地方还有很多购房资格限制，有钱买但是没有资格买，或者资格门槛特别高，比如不交够多长时间的社保不行，或者首付要六成、七成。到现在这个时点上，这些政策是否可以取消，把这部分需求释放出来。

（二）让价格机制恢复弹性。现在一方面整体房地产库存居高不下，特别是二三线城市都非常高，但价格好像不怎么动，这样就影响了市场出清的速度。不论是卖房子的地产商还是买房子的百姓都希望降一点，但房价就是不动，那么大家就会持币观望。

（三）重视恢复地产畅通的时间。从循环的角度，忍的时间越长被梗阻组织的机能丧失的面积就越大，最后被救回来的希望就来得越小，就越不容易。为了让宝贵的时间能够被抓住，**我们要遵照中央说的“房子是用来住的，不是用来炒的”，分清中央和地方政策应该承担的责任和角色。**因为房地产调控到现在，之前是国家层面出了很多政策，地方层面也出了很多政策；很多房地产公司是全国层面经营的，在这种局面下，**我们恐怕还不能只靠压实地方责任就能很快地完全解决其中属于全国层面的问题**。中央全国层面要动手，地方也要动手才行，全国和地方结合起来。**地方的责任是保证价格的平稳，全国的责任是要保证循环的畅通。**所以，我建议国家层面可以考虑出政策清单。清单政策的主要指向是用来落实住的不是用来炒的，清单之外的也还可以探索，但不能让地方从一开始就摸着石头过河去探索哪些政策是用来住的，不是用来炒的，这个时间耽误不起，这是问题的关键。

（四）注重融资对于经济的稳大盘和复苏的作用。对于金融机构来说，资本金是非常重要的。所以，到现在为止需要认真想一想金融机构到底有多少渠道可以补充资本金，

而金融机构的资本金不只是一个总的资本充足率的概念，它像鸡蛋一样既要有鸡蛋黄又要有蛋清，所以有一级资本、二级资本，可以发资本债，但债务型的资本工具全部都是二级资本，现在巴塞尔协议以及监管当局还有一级资本的要求，核心资本只能来自于股东权益。股东权益在不断压缩利差的情况下，很可能需要以增发新股的方式来提供。可转债最后还要转股才行，本质上也是增发新股。无论是转股还是增发新股，都需要按照国资委证监会的规定，低于一倍 PB 的不能转股，由此导致商业银行无法补充核心资本。这种状况持续下去，将会引起“资本金紧缩”，从而影响未来商业银行向实体经济提供融资的能力。可以看到这么多年里，绝大多数银行的股价都低于一倍 PB。市场的定价短期可能出现偏离，但我们不能认为市场的定价一直都是不正确，还是要让市场起决定性作用。所以，这个问题必须要疏通，如果不能疏通恐怕金融支持实体融资的能力，在更长一段时间隐患就会变得非常突出。

三、市场转折点上的重点关注问题

现在我们面临很多超长时期的因素在转变，在转折点上风云际会，我们也面临了很多结构性的变轨，以前在那个道上跑，现在要换到新道上跑，至少有几个影响因素。

（一）百年变局加速演进下全球产业链重构。过去大家讲全球经济一体化，后来又讲区域化，大致以美国、欧洲大陆和亚洲三个区域各形成一个区域性产业链中心，但是这次全球的能源危机不管是什么原因，有人说能源价格上涨是在俄乌冲突之前，有人说在之后，反正我们看到欧洲的电价涨了十倍，欧洲的气断了，澳大利亚的电价也涨了六倍。这意味着无论过去的工业基础有多强，拖下去就直接被摧垮了。最主要的不仅是能源贵，更是没了工业的原料。所以这就意味着全球产业布局会再度调整，考虑到不同的产业成熟度和承载能力，产业重新摆布，无论愿意不愿意只能更多地向中国。“青山遮不住，毕竟东流去。”如果注意到德国对我国的 FDI 今年上半年是去年同期的两倍。**我们就要抓住这次全球产业链重构的机会，进一步塑造中国作为全球供应链核心，公共物品核心地位的角色，维持全球产业链的连续性和稳定性。**

在这个大背景下，要**进一步畅通中欧班列，改变目前的经济地理。**我们已经注意到

以前跑不满的中欧班列由于速度更快、效率更高，算起来比海运成本更低，在疫情下跑满了。同时，也看到我们劳动力人口过去是孔雀东南飞，主要去广东、东南沿海打工，现在开始孔雀向南飞了，不仅是东南还有西南，开始去了四川盆地，因为那里有很多出口通过中欧班列开始出去了。纺织品、运动鞋服不仅去东南亚还有很大一部分去了中部省份河南，这都是我们所讲的交通改变的经济地理。为什么沿海能够发展起来，是因为在过去缺乏高速列车的情况下，海运跑得比陆地快，只要火车贯通以后速度很快，运量同样很大，这一点非常关键，我们要坚定地推下去，让它畅通起来。中欧班列使得过去教科书上所讲的产业梯度转移理论变得更为现实，使得内地可以变为出口便利的“沿海”。当然，目前中欧班列还有一个很大的问题，就是独联体国家的轨距和欧洲、和我们的轨距都不一样，中间要重新吊装。如果把轨距统一起来，一气开过去，这样基本上只用换车头不用换车皮，基本上就是属于无人运输模式，显然优于海运（还需要海员），速度就特别快了。

还有这次俄罗斯通过俄乌冲突，重新审视地缘政治之后，我们看到了俄罗斯油气的东移，东移通过三条线路：一是通过三条对中国输油输气的管线往往中国；二是往东方俄国那个港口，就是我国东北境外的那个俄罗斯港口；三是通过西边的航线运到印度的。但是，运到印度的航线距离更长，即使是考虑通过路上公路、油管、船运线路到印度，要经过的国家很多，比如要经过哈萨克斯坦、伊朗，这样的不确定性也很高。**我们要抓住这次俄罗斯油气东移的机会，尝试推动扩建俄罗斯油气管道向我国国内的三条油气管道。因为**所有这些在俄罗斯境内运行，就可以和中国境内接起来，也能使得能源来源更加多元化，能够进一步解决作为全球制造业的中心地位或者维持全球供应链的连续性。也使得我国作为俄油东移的通道，可以向东南亚更多提供成品油。这是百年未有之大变局下可以谋划和抓住的产业链的机会。

（二）房地产的中长周期转变问题。房地产的中长周期已经来临，也不会以人的意志为转移，我们如何面对增量角度没了地产的经济呢？这里涉及到两点，**一是做好房地产由一级市场向二级市场变化**，一级市场是钢筋水泥盖房子，二级市场是房屋的租赁流转修缮，这部分中国市场还没有完全形成。观察日本，随着房地产新建（业务）到顶之后，它们房地产公司的业务并没有受到太大影响，因为它们把二级的租赁、住房管理的

服务做起来了，国内这方面也可以再去努力。**二是做好房屋的更新**，现在只有小更新，小打小闹，每五六年、七八年把家里重刷一遍，但大一点的更新怎么做？国内还没有成体系地发展起来，这种机会还是挺多的。

（三）绿色转型及债务问题。这是两个问题，我为什么放在一起，因为最后解决的方案是一样的。不同的机构估计，绿色转型未来几年需要一百万亿到四五百亿人民币，这个钱怎么出，媒体经常讨论金融要支持绿色转型。其实这不叫支持，而是需要有钱进行。比如光伏、新能源车、风电都是一样的逻辑，所以要形成一套可以市场化盈利的逻辑，要形成现金流，不能收钱的可以收钱，钱收的不够覆盖本息支出的可以多收一点来覆盖本息支出。这就和所谓地方政府的隐性债务、融资平台投资是一个逻辑。融资平台投资、隐性债务的产生就是投了但不能收钱，因为没有为它建立一套收钱的机制，或者说收钱收太少不够覆盖本息。未来十年，对于我们非常关键的就是**公共服务价格体制机制的改革，这既能够在相当程度上解决债务压力，又能够在相当程度上解决中国绿色转型的问题**，所有起作用的关键是搞对价格，这是未来十年的关键，也是学者持之以恒要深入研究的问题。

（四）政策调整视野可以进一步拓展。我记得我的一位同事讲过，他说从我做债以来，当下的形势是我从未见过的，中美两国的国债利差在一年左右的时间里，可以从中国比美国国债高 250 个点，一下子反过来，变成美国比我们要高 100 多个点，这是我没见过的。但是我们看到中美国债利差倒挂之后，市场很平稳，人民币汇率很平稳，股票市场也很平稳，其他的都很平稳。所以，**我们要意识到“我们长大了”**。2008 年金融危机有人写回忆录，当时鲍尔森来到中国寻找帮助解决美国危机时，我们很惊讶，我们还有这个能力，我们突然一下子意识到了，好像我们长大了。通过中美利差的倒挂而国内市场总体平稳，我们应该更加意识到，其实我们进一步成熟了。**这就意味着我们考虑宏观政策时，不能只考虑自身，还要从全球的角度着眼**，不能只眼睛对内考虑传统的利率、准备金率的政策，也要放眼全球从更广义的角度考虑整个货币条件。人民币已经成为 SDR 货币，意味着是被 IMF 承认的国际储备货币，中国的国际资本在相当大程度上已是高度自由流动的了。我们需要考虑在这种背景下如何有效地执行国内的货币政策，我们要更广泛地考虑到货币条件，不仅指利率、准备金率，同时要考虑到汇率被动的受到市

场的影响。

伍戈：从内生性因素着手缓解经济压力

伍戈 长江证券首席经济学家

以下观点整理自伍戈在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（第 58 期）上的发言

一、分析当下——应科学看待数据的结构性变化

疫情以来，很多经济数据同比增速的参考意义是显著下降的，环比数据也不一定靠谱。比如上海由于 6 月 1 日解除静态管理，6 月份的环比数据就极其高，7 月份又可能下来一些，环比数据的另一个很重要的问题在于季节性问题。此外，资本市场也许能够折射出对数据总体的判断，因为市场是用真金白银投票的。如果对经济预期非常好，或者数据非常超预期，那么资本市场会给予非常积极的反馈。但是大家可以看出，近期以来，资本市场并没有给予积极的反馈，或者反馈力度根本不够。数据中是否有最主要的矛盾，或者需要关注的问题，这些是值得深入思考的。下面，我对于近期 8 月份的数据做一个简单的评价。

1、全面科学地看待数据

去年下半年开始出现了经济较快下行的态势，缺煤限电、整治房地产、整治互联网、整治教培行业等等。从去年三季度开始就形成非常低的基数。所以，即使今年下半年中国经济躺着不动，**同比增速也理应不错**。但在这种极低的基数下，**经济增速没有出现显著抬升，实际上说明回升力度是弱的。**即使数据上有一些抬升，但和老百姓、企业家感受到的经济的温度差别依然是非常大的。从这个意义上来说，同比、环比数据都要看清楚，而且也要去除季节性因素地看，这样才能看清楚每一个指标，且进行细致细腻化的处理。否则我个人感觉数据有可能是“骗人”的，取决于观察者是否以科学的方法看待数据。

2、 注重数据的结构性变化

有些数据由于疫情以来经济发生重大变化，所以要注重它的结构性变化。同样统计工业企业的利润，**我们能够统计到的都是规模以上的或者本身就具有强烈的样本性偏差**，这是观察数据时特别值得深入思考的。还有一些数据本身就有各个季节性的规律，比如失业率，在大学生就业期失业率会特别高，在学校发完毕业证之后稍微有所下降，这种下降是否代表着就业形势一定在转好，这也未必。另外值得一提的是，调查失业率中是否有样本偏差，比如一些中青年或者农民工离开城镇重新返乡了，这部分就没有进入到调查失业率的统计中，这部分数据怎么思考，如何去伪存真，都值得我们进一步细化探索。

5 月份以来，国常会有“33 条”拉动经济的方案，最近又有“19 条”，也看到很多政策性金融债、专项债的限额空间在打开，说明**中央层面在尽力想把经济拉起来**。短期一到两个月能看到一些指标上来，这都很正常，但我们更关注的是这种动能是否持续，或者内生性动能是否进行了比较好的修复。如果内生性动能迟迟不能修复，意味着专项债等需要持续的发力，但这种持续发力是否具备意愿、能力呢？**我认为现在有些经济数据往上的带动，更多依赖于外生性的刺激，而不是内生性的动能**。内生性动能包括老百姓消费、服务业、房地产等等，满足人民群众美好生活的向往，也就是衣食住行，住是其中很重要的方面，是老百姓非常重要的内生性动能。**所以看经济数据是否可持续，或者脉冲性数据是否合理，要取决于对内生性的判断。**总体感觉，基建数据偏强，内生性数据偏弱。但基建性偏强的资金来源的可持续性在四季度还是存疑。

二、展望未来——疫情下预期低迷导致巨大压力

就像去年年底中央经济工作会议所说的，**预期转弱似乎没有得到明显扭转，在某些领域预期恶化还在持续甚至加剧**。我着重说一下政府部门，特别是地方政府部门。虽然看到最近中央有很多力量去督导地方政府的发力，但是，通过各种数据折射出，**地方政府目前主动发力的意愿不是很强**。一方面是能力问题，一是因为今年土地出让收入非常低，没有能力进一步的去做更多的投资；二是由于防疫支出很大，有些基层甚至都发不出工资，没有能力去进行扩张或者投资。但是，我个人理解**能力是一方面，更重要的是意愿。**从现在经济增速的位置来看，财政存款是应迅速下降的。但现在看财政存款虽然

有所下降，但还处在相对历史高位，这从一个角度可以理解为有钱不用，或者不敢用或不能用。所以，这就和政府的一些预期有关。中央在各种文件中说到，今年要在几个矛盾中寻求均衡，从文字顺序来看，**中央的各项会议都是把疫情放在前面，协调经济、精准发力是放在稍微后面。**过去一段时间感觉大家的精力没有完全的或者那么大的程度放在经济层面，更多的还是其他层面包括疫情的考量。**这就使得经济恢复比我们想象中弱得多。**

举个例子，贷款利率已经下降了将近 13 个月，但是信贷增速特别是中长期信贷增速持续了 13 个月的下降。利率下降并没有增加贷款，这在过去很难见到，在教科书中，也许一定程度上把它可以定义为“流动性陷阱”。**大家关注的不仅仅是简单的资金成本问题，还受到很多经济因素以外的因素影响，利率刺激不了投资的动力或者消费动力。**这在另外一些指标上也得以体现。过往在专项债发了以后，往往在较短时间内就可以形成明显的实物工作量，最近虽然实物工作量也有所提升，但和已经下达的资金相比，实物工作量上升幅度有限、速度也很缓慢。当然不排除 9 月份、10 月份工作量会上升，但马上会进入冬季施工淡季。从这个意义来讲，**我们判断至少到明年上半年，经济压力还是非常大的。**疫情说实话对整个经济的影响会显著影响大家的预期，这种不确定性对微观主体行为就会产生一种异化。

三、政策建议——避免问题长期化对经济增长的掣肘

要应对上述问题，主要是要预防很多问题的长期化。这里说的长期化不仅是谈人口老龄化和城镇化这些长期因素，而是想强调**我们不能用长期化的指标解释短期的急剧变化。**比如我们无法用人口老龄化、城镇化率来解释过去半年、过去一年中商品房销售 50%以上的降幅。在这个过程中，即使相信中国房地产增速未来肯定达不到疫情以前，我也不认为现在销售-50%是常态，或者用长期的因素能够解释如此的急剧变化。这不能归结为长期因素，还是要归结为短期因素、疫情因素等等。这些问题要警醒，如果出现了长期化的趋势，比如地产增速长期都是负增长，这很有可能产生对资产负债表衰退以及对流动性陷阱急剧的担心。不管是资产负债表衰退还是流动性陷阱，这些词语全部来自于日本“失去的十年”。为了避免这种情况，就意味着**不能让这种短周期的变量成为**

长期性掣肘经济增长的因素，这些问题需要及早解决。

比如现在房地产的供给端还是处在比较麻烦的状况。地产商未来半年左右的现金流，我们大概测算是负的。这种情况持续下去不仅意味着地产公司可能会进一步暴雷，而且对居民端而言，看到有违约风险的房企是不敢买房子的。疫情前影响老百姓房地产需求最重要的变量是利率，但自疫情来以后特别是最近一两年时间，**利率对商品房销售的弹性明显减弱，而老百姓对房地产风险的担心以及在疫情三年之下持续受损的收入，开始显著进入到商品房销售的决定方程式中**。这说明本轮房地产的调整比我们想象中要困难得多。要做好充分的准备，需要有一些行动的勇气。

纵观日本的经验教训，有一些东西是值借鉴的。日本当时走出长期的悲观和经济的持续下行动用了两招：一是**消除经济中和系统内部中影响长期预期不确定性的因素。**比如日本当年最主要影响到预期不确定的因素就是大家互相还不起债或者是由地产引发的金融系统的不良资产。他们刚开始处理时非常优柔寡断，觉得要有市场化的方式去出清。后来发现日本的情况和美国当年大萧条越来越相似，逐步意识到不能完全靠市场化出清，这时候政府开始建立非常强大的资产管理公司来化解风险，化解老百姓作为投资者心中的预期障碍。作为投资者或者老百姓，不能让他们有生产一个产品就降价，生产一个产品就亏损的预期，即出现流动性陷阱和资产负债表衰退。所以要打破内生性的不确定性，而疫情管控的因素是影响我国目前预期稳定很重要的方面，要及时进行科学理性的应对。第二招就是**日本的货币政策、财政政策都发挥了作用**，这些都是我们站在目前时点值得借鉴或是防微杜渐的。

李湛：内部经济弱复苏巩固市场稳定

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（第 58 期）上的发言

一、中国经济见底后呈现弱复苏态势

今年四季度和明年上半年的经济主基调还是复苏和分化。复苏和分化如何演进，首先看国内外经济形势。美国的通胀目前依然处于高位，大概率美联储在 9 月会加息 75 个基点；剔除能源与食品等季节性大宗商品价格影响后，美国核心 CPI 高企是本轮美国通胀面临的突出问题。换言之，即使不考虑石油价格高企，美国通胀仍然处于较高水平，其背后的主要原因是新冠期间劳动力市场短缺造成了“工资-通胀”螺旋。目前来看，在 BA.5 重复感染率提高、移民政策未有明显改变的情况下，美国劳动力市场难以快速回归之前的均衡，因此美联储打破“工资-通胀”螺旋的政策出口不得不选择“加息-衰退”的“触底着陆”。欧洲能源危机因为俄罗斯断气推高欧盟通胀，4 季度欧元区通胀有可能接近 10%，欧央行已经加息 75BP，3-4 季度恐陷入经济衰退。总体看美欧等发达经济体，明显是从滞胀走向衰退。

而**中国 8-9 月份的经济数据显示逐渐企稳，这是一个弱复苏的态势**，其中基建表现亮眼。在党中央和国务院的部署下，一批稳投资、促消费、惠民生的重大项目加速形成实物工作量，为稳住经济大盘提供强劲动力。8 月 29 日，李克强总理出席第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议指出“今年针对新挑战果断推出稳经济一揽子政策和接续政策，力度超过 2020 年，规模合理适度”，随着一揽子政策的落实到位，经济形势有望稳步修复，从而“保持经济运行在合理区间”。由此可看出，**中国与欧美这些主要经济体的经济周期，处于相对错位的阶段。**中国经济见底后到了复苏阶段，而欧美正从滞胀往衰退走，这样就给了国内包括宏观货币或者财政政策的逆周期调节的空间。

从市场角度看，现在市场分歧较大，**目前整个市场的预期或信心不足**。我们现在可

和今年 3-4 月份简单做一个对比：首先，虽然现在疫情多点散发，但和 3 月份深圳、上海的疫情相比弱很多，并且我们动态清零的政策也有一些技术性的优化，这对消费和生产的影响远不及上一次；第二，整个宏观经济政策包括财政和货币政策的确定性宽松一直在持续，这基本不变；第三，地缘政治方面，包括乌克兰危机加剧、俄罗斯石油天然气断供欧盟导致的能源危机确实在继续演化。因此，整体上的影响不如上一次。

二、我国对世界各地区出口的现状分析

（一）8 月份我国出口增速同比较 7 月份大幅下降，说明前期因出口受阻带来的脉冲式修复已经结束，以及外需的走弱已经逐步反映至我国的出口。8 月份摩根大通全球制造业 PMI 为 50.3%，较 7 月下降了 0.8 个百分点，虽然仍处于扩张区间，但已逼近 50%荣枯线。分国家/地区来看，发达国家中，欧洲国家的制造业 PMI 大多处于 50%荣枯线以下，新兴市场国家虽仍处于景气区间，但 PMI 亦出现一定程度下滑。总的来看，由于我国当前主要的出口国家均经历了较为严重的通胀，这导致各大央行持续保持较快加息，其经济增长动能正在逐步放缓。在此情况下，我国出口预计将逐步回落，过去两位数的高速增长阶段可能已经过去。不过考虑到海外主要国家与地区仍处于经济扩张区间，且我国汽车行业出口仍在继续增加，短期内我国出口可能还有一定韧性。

欧洲衰退迫在眉睫，而美国技术性衰退导致了欧洲和美国发达经济体对中国进口的走软。美国对中国进口的负增长使得我国四季度出口会有较大幅度的下滑。出口由前面月份 18%的出口增长速率，下滑到 8%，这对市场信心是有一个冲击的。如果我们从一个更宏大的角度看，因为地缘政治事件，全球产业链重构风险的压力在增大，在能源产业链重构上就已经在加快进行。由于美国对中国包括半导体和新能源相关产业的压制，使得中国在半导体产业往上突破或者对新能源产业的崛起存在隐忧，这种隐忧影响到中国中长期出口和全球产业链重构。中国如何从产业链低端往中高端的微笑曲线的上方走？

中国的**中低端，劳动力密集型**的服装、鞋帽，甚至是一些电子产品，很明显最近十年开始**向东盟、印度走**。中低端这类产业的中长期替代几乎很难避免，我们可以通过产业链的黏性把核心或者微笑曲线价值上端的部分掌握在手上。另一方面，我们对于中高

端产业，尤其是大家一直非常关注的半导体芯片产业，由于美国亚太经济框架实施的围堵，中长期确实承压。同时，美国的通胀消减法案同样延续类似于半导体压制的模式来压制中国新能源产业崛起。

（二）关注外部环境和经济政策的变化。举个例子，新能源产业的一些热门赛道怎样顺利融入到全球大市场中，这是我们新能源战略成功的关键所在。今年新能源的出口包括电池、储能设备、光伏和新能源车，出口到欧洲非常好，这是欧洲能源危机带来的牵引作用，但在大的全球产业链重构背景下风险犹存。可以看到，对欧洲出口分化明显，家电和大部分电子产品比较弱，增速比较高的有电力设备、交通工具等。随着新冠病毒重病和死亡率下降，各国对新冠政策的调整，许多国家新能源方面的需求确实在下降。而能源不光是取暖问题，没有电工厂就要停工，我国的能源价格优势也支撑了前一段时间我国制造业出口。因为欧洲的能源相关法律对居民的保护是优先的，所以制造业产业链上下游在欧洲都受到了影响。欧洲以前对双碳以及绿色环保问题非常激进，在吃不饱饭、各地都在闹罢工的时候，首先考虑的就不是绿色环保了。欧洲老能源包括煤电、核电又开始派上用场了，以及石油天然气能源进口多元化。从传统能源向新能源转化各个国家都要付出代价和成本，欧洲还是没有跨过临界点。如果要跨过临界点，新能源的发展使用要非常有效。我们觉得在欧洲这种不同的声音会越来越强烈，部分民众要求欧洲的主要执政者领导人改变思维方式，更加务实、更加合作解决能源安全问题。

因为美国对中国的战略竞争框架已经非常明显，包括市场和关键技术的进出口。**寻求同欧洲的相互理解，基于合作和市场本身推动发展，中欧基础可能更好。**欧洲基本上还是愿意遵守包括 WTO 在内的全球多边经贸规则。

三、从流动性的角度看市场

现在宏观流动性基本的判断是，**低利率是常态**，内稳外险，外部风险相对比较大，欧洲央行和美联储加息预期最近带来市场一周的大幅调整，外溢到国际市场有目共睹，但中国内部市场的复苏巩固稳定是一个锚，如果内部经济做好了，会在资本市场体现出来。

当前结构性通胀对货币政策制约小，通胀掣肘货币需发生长时间、幅度较大的猪油共振。我国货币政策首要任务仍是稳经济，9 月流动性充裕延续，包括 DR007 和十年期国债收益率都是在相对低的历史低点。**流动性支撑延续。9 月地方政府债券发行提速。**需配合保证流动性整体合理充裕。**市场已充分定价流动性回收，在经济坚实回暖后宏观流动性层面或将面临缓慢回收。**①海外货币政策近期虽然收紧节奏趋缓，但加息方向仍将持续至年末，从而制约我国货币政策进一步宽松；②8 月 MLF 操作已开启缩量，同时利率降 10BP。LPR 也随后调降。资金合理充裕不变，后续满溢流动性将缓慢回收。后续央行在货币操作上会采取收量但松价的操作。

7 月底政治局会议提及“用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额”，后续增量专项债的发行很快落地，逆周期支持增强。截至 8 月 26 日，今年地方政府债券新增专项债已发行 35024 亿元，36500 亿元目标基本已发行完毕。8 月 24 日，国常会指出“依法用好 5000 多亿元专项债结存限额“，这是在新增专项债限额基本发行完毕的基础上追加了专项债结存限额；并且对发行节奏也提出要求“10 月底前发行完毕”。预计在靠前发力的带动下，5000 多亿元的专项债结存限额大部分将于 9 月发行，将主要作为新增专项债发行以用于项目投资。专项债优先支持新型基础设施、新能源项目。

9 月微观流动性延续平稳，基本支撑仍在，主要来自多数高频指标表现尚可，近日成交量连续缩量在 8000 亿以内。虽然北上资金在近期因美联储 9 月加息 75BP 概率大增的带动下转而流出，但是 8 月整月维持正流入，预计后续市场对加息预期“消化”后，北上资金会再度流入。8 月的周度基金发行只数呈现大小周特点、基本稳定在 40-60 只，并且股票型基金成立规模近 200 亿，对微观流动性形成基本支撑。

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：