

人大国发院十大核心产品系列

# 政 策 简 报

2023年7月 第12期 总第153期

## 从十大现象观察新一轮复苏后的宏观经济

刘元春



—— 中國人民大學 ——  
**国家发展与战略研究院**  
National Academy of Development and Strategy, RUC

## 人大国发院简介

中国人民大学国家发展与战略研究院（简称“人大国发院”）是中国人民大学集全校之力重点打造的中国特色新型高校智库。现任理事长为学校党委书记张东刚教授，现任院长兼首席专家为校长林尚立教授。2015年人大国发院入选全国首批“国家高端智库”建设试点单位，并入选全球智库百强，2018年初在“中国大学智库机构百强排行榜”中名列第一。

人大国发院积极打造“小平台、大网络，跨学科、重交叉，促创新、高产出”的高端智库平台，围绕经济治理与经济发展、政治治理与法治建设、社会治理与社会创新、公共外交与国际关系四大研究领域，汇聚全校一流学科优质资源，组建跨学科研究团队，对中国面临的各类重大社会经济政治问题进行深入研究。

人大国发院以“中国特色新型高校智库的引领者”为目标，以“国家战略、全球视野、决策咨询、舆论引导”为使命，扎根中国大地，坚守国家战略，秉承时代使命，致力于建设成为“最懂中国的世界一流大学智库”。

地址：北京市海淀区中关村大街59号中国人民大学崇立德楼1105室

网站：<http://NADS.ruc.edu.cn>



人大国发院微信

## 作者简介

刘元春，上海财经大学校长、中国人民大学原副校长、“长江学者”特聘教授、国务院特聘专家、国家“百千万人才工程”有突出贡献中青年专家、国家新世纪人才、“中国经济50人论坛”成员。主要从事宏观经济学、世界经济学等方面的研究，先后获得“全国优秀博士论文奖”“2002年和2009年北京市哲学社会科学优秀成果奖”“第十届和十一届孙冶方经济学奖”“北京市哲学社会科学优秀成果一等奖”“第十届霍英东青年基金奖”“吴玉章社会科学奖优秀奖”、教育部第六届高等学校科学研究优秀成果奖、国家“三个一百”图书奖。在《中国社会科学》《经济研究》等学术刊物发表400余篇论文，出版专著10余本。常规性出席国家经济形势专家座谈会，为中共中央政策研究室、国务院政策研究室、国家货币政策委员会、发改委、财政部等部门聘请专家。

欢迎媒体摘发、转载或采访。

媒体热线：张雯婷；办公电话：010—62510291

---

主办：中国人民大学国家发展与战略研究院（首批国家高端智库试点单位之一）

主编：刘青

编辑部主任：邹静娴

本期责编：邹静娴 张雯婷

## 摘要

新冠疫情防控实施“乙类乙管”后，中国经济开启了新一轮复苏，这也令社会各界开始密切关注中国经济。这一轮不同于传统的周期性复苏，是三年疫情之后的复苏，也是改革开放以来最大一轮、最为深层的一次房地产调整的复苏，更是在全球外部环境超级复杂化的背景下所展开的一轮复苏。在此基础上，我国当前的宏观经济出现了三大需求持续上扬、物价水平却持续回落；货币供应创新高、投资需求却持续下滑；外部环境持续恶化、但出口与外资数据逆势上扬等现象。为了持续振兴经济，保持复苏态势，要实施更大规模的内需扩张，提升微观主体对宏观政策的实施能力，防止“物价—工资”反向循环的形成，对不同市场主体进行分类调整预期。对于这一轮复苏的进程，不能按照传统的模式和教科书的思维定式去作出判断，而是要认识到新的机制、新的现象，从而生成新的治理模式和应对方法，推动经济持续发展。

## 一、新一轮复苏的特征

在疫情影响减弱、新一轮经济复苏的背景下，为了应对宏观经济出现的新现象，促进经济持续回暖并稳步发展，首先要把握新一轮复苏的特征。

第一，这一轮复苏与传统的周期性复苏不同，是三年疫情之后的复苏。三年疫情对社会经济的冲击不仅仅是诅咒效应，它所产生的“疤痕效应”对资产负债表、对经济主体的心理都产生了深刻的影响。

第二，这一轮复苏不仅仅是疫情之后的复苏，同时也是改革开放以来最大一轮、最为深层的一次房地产调整的复苏。长周期、经营模式再叠加政策因素所带来的房地产调整比传统周期要更长、路径要更复杂。

第三，这一轮复苏是在全球外部环境超级复杂化的背景下所展开的一轮复苏。所谓复杂化是百年未有之大变局，不是简单地受到的冲击和动荡，而是科技革命方兴未艾，是地缘政治如火如荼。

在这轮复苏里，大量悲观预期被推翻，因为这些观点并没有认准这一轮加速演变的主导力量是什么。“卡脖子”问题并不是受打压、落后的象征，恰恰是国家发展到一定阶段呈现出弯道超车时所带来的产物，同时也是实现全面超越必须要经历的一道坎。外部环境的复杂化给内部复苏带来的不是简单的危机，而是机遇与挑战并存。要想把握住新一轮复苏的新规律，一定要把握这三大特征，认识到新的机制、新的现象，从而生成新的治理模式和应对方法。

## 二、当前宏观经济的十大现象

### （一）三大需求持续上扬，物价水平却持续回落

一季度数据显示，需求端消费同比上涨 10.6%，投资上涨 5.1%，出口上涨 14.8%，而全国居民消费价格指数同比上涨仅有 1.3%。事实上，这并非萧条，而是需求复苏速度相对较慢。需求复苏与供给复苏在时间上和速度上产生了错位——需求复苏迟滞，动态中需求不足更加严重。

新冠疫情防控实施“乙类乙管”后，所有经济主体全面复工复产，直接影响是供给恢复速度加快，但消费、投资的恢复进程还没有达到预期。社会消费品零售总额虽然上涨了 18.4%，但是销售收入同比只达到了 2019 年的 95% 左右，消费支出模式变异，消费的修复和扩张速度未达预期，物价水平也在持续回落。出现这种矛盾现象的原因有两点：一是经济主体的资产负债表在进行收缩性的调整；二是从资产负债表来看，大量的资金的确流向了企业和居民，转换成为存款，而没有转换成资产消费。

### （二）货币供应创新高，投资需求却持续下滑

一季度数据显示，我国 M2 增速为 12.7%，新增信贷 10.6 万亿，同比增长 11.9%；全国固定资产投资同比增长 5.1%，民间固定资产投资从 0.9% 下降到 0.6%；制造业投资和基础设施投资增速分别从 9% 和 10% 下降到 3 月底的 7% 和 8.8%。从数据中我们读出一个问题：新增贷款为什么没有转化为投资？

货币数量论并没有出现问题，而是货币功能出现重大结构性调整。

一季度 10.6 万亿的贷款没有转化成存款，这种现象在欧美也曾广泛出现，特别是美国和日本。发行了大量的货币，物价水平却基本不动，这种现象被称为“飞利浦式扁平现象”。资金除了可以进行交易，还可以进行资产配置。过去 3 年美国采取“直升机撒钞票”、财政赤字货币化等方式，使纳斯达克道琼指数上扬 40%，房地产价格上涨 30%，但物价水平却基本没有改变。去年美国物价水平突然飙升，直接引起金融大动荡、劳动力市场变异、美元地位受到全面冲击。如果传统资产端没有良好的蓄水池，就会产生货币出笼现象，因此不能简单研究当前的通缩问题，而应展望下半年和明年可能出现的一些价格变异问题。

目前价格水平回落有两个典型因素，第一个是猪周期，猪周期的典型现象是跌得越低，弹得越高，值得关注的是三季度、四季度的转换点。第二个是大宗商品价格，石油价格从去年 90 多美元下跌到目前的 70 美元左右，预计年底将跌至 60 多美元，这对中国是利好消息。与此同时，铜、铝、铁矿石的价格都出现了大幅度调整。事实上大宗商品价格在目前金融动荡的状况下出现回调。一旦金融市场稳定，大宗商品的货币金融化、资产化又会使其反弹。俄乌冲突对大宗商品的地缘政治格局产生了根本性冲击，大宗商品也存在超级变异的可能。

### （三）外部环境持续恶化，但出口与外资数据逆势上扬

国内对出口的预测一般通过出口交货值、出口新订单，以及集装箱指数来判断，由于全球 PMI 下滑、全球经济增速下滑、全球贸易增速下滑、全球金融大动荡、全球投资收缩等持续恶化的外部环境条件，

很多人预测出口会两位数负增长。但事实是 3 月份的出口参数是 14.8%，4 月份是 16.5%，外商直接投资参数 4% 左右，均已达到超预期的发展水平。

支撑今年中国经济出口增长的是新三件和传统机电，新电池、新能源、新设备出口额飙升 60%，能源地缘政治的变化和经济地缘关系的变化提升了世界各国对新能源的需求，因此，中国正逐渐成为引领性力量。中美贸易同比下降 15%，但中国的贸易顺差却在持续增长，这说明中国亚洲战略和“一带一路”战略布局取得了成功，创新驱动战略、以内促外的战略也取得了很好的效果。

#### （四）政府换届效应明显，但地方财政广义支出没有增长

政府的换届效应很明显，地方政府全力拼经济动力很足，但短期效果并不理想，地方财政广义支出并没有上扬，招商引资和跑步前进不明显。一方面是受债务约束的影响，在房地产和经济低迷的压力下，地方政府有心无力；另一方面是因为目前积极的财政政策缺乏微观落地的条件，普遍存在门槛高、政府引导力度不够、细则制定不完善等情况。

#### （五）国有企业利润持续上扬，其他所有制企业的利润却在下滑

国有企业一季度利润总额为 11247.1 亿元，同比增长 12.4%。然而，民营企业利润下滑明显，小微企业的指数以及几大参数回落，情况持续恶化。这种分化是否正常？国有企业能否在扩张中产生足够的拉动效应？大量政策承载的国有企业是否会产生挤出效应？目前的



很多政策是互补型的扩张还是挤出型的扩张？要想保持经济复苏态势，这些问题亟需回答。

### （六）汽车消费刺激政策力度加大，但企业销售收入却出现下滑

频繁出现的价格战导致除比亚迪外其他品牌新能源汽车的销售量均为负增长。虽然我国在新能源战略上非常成功，但是如果这一场价格战让很多布局新能源汽车的企业出现急剧亏损，那么可持续性就会受到挑战。因此，我们需要深度思考消费刺激政策的有效性。消费的确需要修复和扩张，但是消费刺激的有效手段是什么？是汽车消费的持续刺激，还是应在住房装修新一轮的周期上对装修等进行补贴？救消费、促消费，是通过保就业来保消费、通过多渠道增加居民收入来持续维护消费的提升，还是通过一锤子买卖把中国消费鼓动起来，这些都是需要思考的问题。

### （七）房地产一方面极度宽松，但另一方面还在持续限购限贷

目前房地产市场陷入了涨价与降价同样收效甚微的困局。虽然目前房地产市场已经度过了最危险的时期，但是仍不能掉以轻心。原因有以下三点：第一，“保交楼”的任务没有完成；第二，头部企业的新方案没有全面落地；第三，房地产市场资金流入负增长，随时可能面临资产负债表恶化的状况。因此新一轮房地产的调整路径会很复杂。房地产的宏观稳定政策需要新思路，不能简单短期地按照市场端进行刺激，必须在政府保障住房的基础上适度发力，从而产生良好的市场

与政府保障的平衡。单纯的市场刺激不仅很难推动复苏，还可能产生严重的后遗症。

#### （八）一季度数据反弹，但是4月份出现回落

一季度 PMI 高频指数下降，同时 PMI 指数跌破库容线，房地产交易数据4月份出现断崖式回落，中小企业指数连续3个月回落。一季度经济超预期上扬，大部分是补偿性的，小部分是报复性的。社会修复、交易修复一马当先，当报复性的社交、商务活动、会议等恢复正常后，就会产生常态化回落。但是这些回落只是暂时性的，经济基本盘没有发生根本性变化，财政政策全面到位后会起到强烈的支撑效应。

#### （九）各类交易参数大复苏，但利润参数和资产负债表没有明显改善

重大疫情之后的经济复苏一般会经历三个阶段：第一个阶段是社会修复和交易修复；第二个阶段是在交易修复的基础上，利润修复和资产负债表的修复；第三个阶段是资产负债表基础上的扩张。我们目前处于第一阶段提前结束，第二阶段尚未开启，因此出现了有交易没利润的现象。

#### （十）居民可支配收入占 GDP 比重持续下滑，减薪和价格回落现象开始出现

一季度居民可支配收入增长 5.1%，名义 GDP 增速 5.6%。出现了国民收入收缩性的分配，而不是超分配，带来的是持续的收入下降、消费下降、支出下降，同时也会带来物价的进一步下降，进而成为一

个恶性循环。因此宏观上要高度关注减薪潮，防止恶性循环的发生。

### 三、持续振兴经济的措施

中国经济在疫情结束之后的重启效应十分明显，社会修复十分完善，经济修复快速开启。4—5月部分参数由于补偿性反弹消失、阶段性政策效应递减以及利润分化等因素出现回调和波动属于正常现象，房地产交易和投资、外贸进出口环比回调在短期内是大概率事件，但是并不意味着经济修复的停止。为了持续振兴经济，还要实施以下几点措施：

**首先，实施更大规模的内需扩张。**要想让经济修复向第二阶段迈进，财政政策必须全面回归积极的定位，货币政策必须降低传导机制的扭曲，消费政策必须寻找到短期扩张和启动的有效载体。房地产政策必须在防止债务重组风险的前提下理顺各种工具的冲突。

**其次，提升微观主体对宏观政策的实施能力，强化财政直达体系。**货币政策不仅要防止过度结构化带来的扭曲，更要重视流动偏好陷阱和所有制陷阱，要减缓利率扭曲带来的负面效应，不仅需要减少过度偏向化的结构性政策，同时也需要缩小 LPR 政策利率和实际融资利率之间的缺口。

**再次，高度重视物价水平同比和环比增速的回落，防止“物价—工资”反向循环的形成。**“价格下滑、利润下降、工资下降、收入下降、支出下降、价格下滑”的恶性循环将会引发整体性的资产负债表紧缩。为防止这种恶性循环的发生，一方面要快速扩大需求，防止需求相对不足引发的价格下滑；另一方面要通过收入政策调整防止减薪

潮的形成，多渠道增加居民收入。

最后，要对不同市场主体进行分类调整预期。高度重视中小企业持续低迷的问题，不能简单依赖国有企业和大企业扩张带来的涓滴效应，必须强化对小微企业在进一步分类基础上的救助和刺激。对中小企业的预期和信心的调整不仅要建立在产权保护和落实两个“毫不动摇”上，同时盈利局面的扭转是更为关键的因素。企业家们一定要关注近期国家对于宏观经济的再落实和再定位，一定要对于目前经济数据所出现的一些波动有正确的认识，对中国经济持续复苏充满信心。

供稿：中国人民大学国家发展与战略研究院。所有权利保留。任何机构或个人使用此文稿时，应当获得作者同意。如果您想了解人大国发院其它研究报告，请访问 <http://nads.ruc.edu.cn/zkcg/zcjb/index.htm>