



刘元春：防范经济内生增长 动能持续下滑



【财新网】(专栏作家 刘元春)

一、受内生与外生因素影响，供需两端同时增速收缩

目前的经济形势很敏感，整个社会需要一些真正能够把脉的言论，说明当前经济到底在哪些方面出现了问题。以下是我的看法：

GDP 季度同比增速从 18.3%回落到 4.9%并不新奇。我们原本预测也是会从 15%、16%逐步回归到 5%左右这样一个区间水平。三季度同比增速 4.9%超乎预期，但更重要的是两年平均增速从 5.5%下降到 4.9%，表明复苏持续上扬的态势受到了各种因素的冲击。对于当前这种局面，持续复苏到经济常态化至关重要，但更重要的是分析清楚导致这种局面产生的因素是什么。

我认为，4.9%的增速源自供给端和需求端两个端口的收缩，特别是供给端虽然累计增速还在六点多，但如果工业增加值回落到三点多，就会对整体经济运行带来系统性的冲击。同时，更重要的一点是服务业的生产指数徘徊不前，这种状况到底只是与疫情相关联，还是与其他因素相关联，有待琢磨。对于消费端，消费下滑最核心的主因，一是疫情带来大量的服务类消费、接触性消费的下滑以及假日经济、旅游业的疲软；二是供给链的扰动所带来的消费端的一些变化，也就是汽车消费出现了 11%-13%的回落，这种回落主要与芯片荒有关，同时也与整个汽车消费结构以及消费配套服务的供给状况密切相关。

从投资来看，一方面是整体信心的低迷，投资收益预期的下滑以及不确定性导致观望；另一方面，对于中国投资起到至关重要的三驾马车受到几个因素的制约。这些因素包括：1、基础设施建设处在“十三五”与“十四五”交替期、接续期甚至是真空期，“十四五”中大量的大型项目还没有到位，地方政府的投资库存严重不足，从而导致整个投资的接续受到了剧烈的影响。2、原材料价格的上涨，对建筑业以及其它很多行业的冲击明显。3、投资方面另外一个很重要的板块就是房地产，房地产调控实际上对于整个行业的影响是非常剧烈的。

因此，如果分析供需两端都出现的增速收缩，就会看到难以从单一因素得到解释，如果梳理的话，可以梳理出以下几大方面：

首先是外生因素。第一是疫情的扰乱。在当前这样的环境下，政策决策者和分析者一定要把疫情作为一个基本前提和背景。第二是极端天气。第三是世界经济。世界经济带来的最大变化是大宗商品价格持续上扬，目前大宗商品价格指数已经突破了170的关口，较今年年初上涨了60%-70%。并且，目前看来以能源为主体的大宗商品价格的冲击还会持续，这是大家公认的一点，而分歧点在于，大宗商品价格的这种上扬到底是中国因素导致的，还是由于供给的瓶颈因素导致的；是由于供应链的瓶颈断裂导致的，还是由于金融因素导致的。大家对短期趋势有共识，但对中期分化有很大的争论。

从内生因素来看，第一个是宏观经济政策可能常态化还过早。中国是

全球刺激政策、疫情扶困政策等超常规政策率先回收、宏观经济政策率先常态化的国家。这里面，中国上半年花两个季度使中国的财政支出和信贷支出增速回归到常态水平，有没有整个战略定位失误的问题，是我们要研究的。在目前疫情依然没有取得最终胜利，世界经济依然处于复苏的艰难期，中国率先复苏，如何巩固复苏的成就，使它能够稳步达到常态化状态，我们需要的可能不是简单的宏观经济政策的常态化。

第二个内生的因素是在宏观经济政策常态化的情况下，不仅财政货币增长速度要逐步削减，更重要的是开始关注深层次的结构性和风险性问题，对此，需要强调是在房地产上，在一些长效性建设举措出台的同时配合短期政策的控制。在房地产政策的基础上，对一些高能耗行业也进行了大量的调整。另外，第二个转向是从总量政策开始向结构问题转换，从复苏政策、保增长政策开始向控风险的方向进行转换。

第三个很重要的内生因素是我们正处在“十三五”与“十四五”项目交接期，正处于旧基建与新基建的项目交接期。从三月份“两会”通过的“十四五”规划，会看到国家围绕着新发展格局进行了全面布局，原本这种投资规模应该对经济的拉动不小，但事实是地方政府在各种因素的叠加下整个行动力大幅下降。一是项目库存量太少，二是大量的定向资金使用效率低下，三是能够灵活使用的各种预算外的基金由于土地的流拍导致政府控制能力大幅度下降。因此，这就出现了一个很严重的问题，即投资出现了一个断档期，而不是持续的加速期。政府这个发动机，特别是地方政

府，在换届过程中，在战略转型过程中的接续效果并不如想象中那么好。

第四个很重要的内生因素就是政策协调出现很多问题，从煤炭荒拉闸限电再次显现出事后调整、事后协调带来的一些风险。

因此，把这些因素进行全面梳理之后就on能够看到，外生的、世界的、内部的、总量的、结构的大致可以进行分类，在分类的过程中，才能知道下一步进行纠错的方向和重点在什么地方。

二、防范经济内生增长动能持续下滑需要加大宏观总量政策力度

按照目前的态势，经济持续下滑将是趋势性的。经济到底运行怎么样一定要看它的内生动能，这取决于三大主体的收益，也就是企业的利润、居民的收入以及政府的财政。一到三季度 GDP 增速 9.8%，居民收入增长 9.7%，企业利润同比增长 22%，国家公共财政同比增长 18%，如果从这几个数字来看应该说内生财力支撑还是不错的。但事实上，这都是在基数效应和累计效应作用下谈到的“不错”。

如果从三季度来看就会发现几个问题，第一个问题是高达 10.7%的 PPI 和低达 0.7%的 CPI，直接意味着中国企业的成本挤压已经达到了历史新高。这个成本挤压直接导致大量的企业利润在利润转移和利润侵蚀中间出现了大幅分化。比如，煤炭行业利润增长了 2.41 倍，但纺织行业利润降低到 2.3%，电力是-15.3%，黑色金属利润增长了 1.678 倍，汽车的利润下降到 5.5%，这种行业分化会直接导致整个国民经济传递出现瓶颈，需要

关注。

另外一个参数是 1 到 9 月份进口价格指数上涨了 18.2%，出口价格指数只上涨了 5.7%，进口与出口的贸易条件恶化了 13 个百分点，这意味着利润要减少上万亿，而这个上万亿是由国内企业来承担的，所以，近期订单特别是短期订单很多，但是很多企业不敢接，不能够大规模接，原因就是有一部分企业利润已经很薄，还有一部分企业实际上没利润，而只是为了使企业延续而运转。因此，在利润越来越薄的状况下，企业进一步扩大生产进行投资的动能就会大幅下降。

从居民来看，农村居民上涨幅度比城市居民上涨幅度要大，这意味着城市居民的可支配收入低于 9.8%，也就是低于 GDP 增速。而这里面表现出了很重要的几个变化：第一个变化是工资性收入有所上升；第二个变化是经营性收入已经开始有所下降；第三个变化是金融性收益持平；第四个变化是转移性收入明显下降。因此，居民收益从目前的状态下看，收益预期并不看好。但是，更为麻烦的是政府，因为沿海区域政府、发达区域政府和落后区域政府收入差别很大，这种差别可能导致有些地方政府的收入

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28275

