



管涛：稳增长的市场与政策逻辑



意见领袖 | 管涛

明年经济工作的重心是稳增长，政策如何发力，何为关键问题，备受关注。



扩内需是明年经济稳增长的关键

国务院常务会议指出，今年我国进出口快速增长，为稳定经济增长作出重要贡献，但当前外贸面临的不确定不稳定不平衡因素增多。

目前市场对明年中国出口前景有两派观点。一派是，随着全球疫苗接种普及，各国经济重新开放，明年中国可能出现出口订单流失、全球市场

份额下降（见图 1）。这将意味着外需对中国经济增长拉动作用减弱。另一派是，因疫苗接种比率偏低或病毒变异导致免疫逃逸，明年大部分时间全球疫情继续肆虐甚至跨年，中国出口表现可能继续超预期。

图 1：中国各季进出口市场份额（单位：%）



数据来源：世界贸易组织； WIND； 中银证券

凭澜观涛

在第一种情形下，明年稳增长需要及时启动内需，避免内外需紧缩“双碰头”。在第二种情形下，全球经济重启受阻，将抑制中国出口增长空间。同时，疫情防控常态化将继续抑制国内消费和投资恢复。即便明年中国出口市场份额进一步上升，对经济增长拉动作用增强，但难抵内需收缩，整体经济仍只能维持较低水平的均衡（见图 2）。由此可见，无论哪种情形，实施好扩大内需战略，增强发展内生动力（见图 3），都是稳定宏观经济大

盘的关键。

图 2：支出法中国季度 GDP 累计实际同比增长及其构成（单位：%）



资料来源：国家统计局； WIND； 中银证券

凭澜观涛

图 3：固定资产投资和社会消费品零售累计同比增速（单位：%）



资料来源：国家统计局； WIND； 中银证券

凭澜观涛

扩内需无非扩大国内消费和投资需求。首先来看扩大消费需求的潜力。一方面，疫情防控对线下消费、服务消费，尤其是接触性、聚集性消费等场景有较大冲击（见图 4）。这种影响短期内难以消除，未来还可能有疤痕效应。另一方面，疫情叠加监管政策，影响居民就业和收入，抑制居民消费能力和意愿。今年虽已超额完全年城镇新增就业目标，但尚未达到疫情前水平，更没有将去年就业损失完全弥补回来（见图 5）。同时，疫情防控还加大了收入分配差距（见图 6）。这是当前鼓励消费政策效果不彰的重要原因。居民储蓄意愿上升、消费倾向降低，在疫情过后仍有可能延续。

图 4：部分社会消费品零售分项数据的累计同比增速（单位：%）



资料来源：国家统计局； WIND； 中银证券

凭澜观涛

图 5：全国三次产业就业状况（单位：万人）



资料来源：国家统计局； WIND； 中银证券

凭溯观涛

图 6：城镇居民人均可支配收入平均增长及中位数增长（单位：%）



资料来源：国家统计局； WIND； 中银证券

凭澜观涛

再来看扩大投资需求的空间。从现价看，投资恢复情况要好于消费，但鉴于 PPI 累计涨幅远高于 CPI，从不变价看，投资对经济增长拖累更大（见图 2）。扩投资的入手点要具体情况具体分析。

今年高技术产业和制造业投资表现较好，但明年发展存在不确定性。

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_35256

