



张明：当前的宏观形势与下 阶段政策取向



意见领袖 | 张明

我今天主要分析中国当前的宏观经济形势,以及下一阶段的政策走势。我要讲四个问题:第一,简要分析全球经济和金融市场。第二,简要概括当前中国经济的外部环境。第三,梳理中国经济增长面临的诸多挑战。第四,展望 2023 年的宏观政策,这里面也包含我们的政策建议。



首先,简要分析一下全球经济和金融市场。

在宏观经济方面,第一个判断是,随着主要国家对疫情防控的措施开始弱化,新冠疫情对于全球经济增长和供应链稳定的冲击正在逐渐消退。第二个判断是,美国的通货膨胀率已经触顶,但是仍将在高位盘整较长时间,本轮美联储加息周期可能在明年上半年结束。第三个判断是,关于大

大宗商品，一方面俄乌冲突依然在持续，另一方面全球经济增速在 2023 年下降的前景会压制大宗商品价格上涨。作为上述三个判断的集合，我们认为全球经济已经开始进入新一轮滞胀，在明年，部分经济体比如说欧元区可能会陷入衰退。最后一个判断是，在未来两三年内，金融危机或许不是全球的主要威胁，但是地缘政治冲突可能是全球面临的重要威胁。

在金融市场方面，美国的长期利率已经见顶，或者即将在明年上半年见顶。美国十年期国债收益率的顶部可能就在 4.3%到 4.5%左右。美元指数有望在明年上半年见顶，顶部超过 120 的概率不会太高，很可能在 115 到 118 之间。如果长期利率和美元指数的走向如上所述，我们可以推出如下几个判断：第一，美股的波动性依然比较高，不排除美股再次显著下滑的可能性；第二，黄金价格近期波动比较大，我们认为，跌到每盎司 1600-1700 美元价位的黄金具备定投价值。俄乌冲突之后，美国联合盟国冻结了俄罗斯的外汇储备，使得全球投资者开始怀疑美国国债是不是还是全球最重要的安全资产，这一点无疑利好黄金；第三，大宗商品价格短期内将会维持双向波动。如果明年下半年美元指数明显回落，不排除大宗商品价格在明年下半年显著反弹的可能性；第四，今年新兴市场和发展中国家已经有不少出现了问题，比如说斯里兰卡、巴基斯坦、阿根廷、土耳其等。鉴于未来一段时间内全球无风险利率依然处在高位，新兴市场和发展中国家的金融震荡还没有结束。

其次，简要概括一下中国面临的外部环境。

从短期来看，有如下几个核心判断：第一，随着明年主要发达经济体增速的回落，以及欧盟部分经济体可能步入衰退，和今年相比，外需会有明显减弱，这会导致中国的出口增速恢复常态。大家知道，自疫情暴发之后的近三年时间以来，出口强劲增长一直是拉动中国经济增长最重要的引擎之一；第二，今年随着美联储陡峭地加息缩表，中国出现了明显的短期资本外流。明年，随着人民币对美元汇率的贬值预期逐渐减弱，明年下半年人民币兑美元汇率甚至可能出现一波反弹，中国的短期资本外流可能明显放缓；第三，在最近召开的 G20 印尼峰会之后，中美关系短期内有望边际回暖，民间交流有望恢复得更快一些。

从中期来看，第一，自 2016 年以来，全球化开始退潮。全球化退潮降低了资源在全球范围内优化配置的能力，这其实是本轮全球通胀飙升的根本原因。全球化退潮将会削弱外循环对中国经济增长的带动作用；第二，近年来，全球范围内无论是产业链还是其他领域，区域化、集团化的现象不断加强。我们的一个核心判断是，未来几年间东盟地区会成为大国经济外交博弈的焦点，无论是中国、美国、日本还是欧盟，都会对这个地方非常感兴趣；第三，随着今年中期选举后共和党拿下众议院，意味着民主党能够在国内推动重大议题的概率在下降。一旦国内议题推不动，民主党政府可能更加重视外部。因此，未来两年内中美关系可能会面临一些新变数或者新挑战。

再次，简要梳理当前中国经济面临的挑战，不妨从表层和深层两种视

角展开。

从表层来看，最近的高频宏观数据比较令人忧虑，以下是一些例子：第一，10月社会消费品零售总额同比增速由正转负，这是疫情暴发之后第三次由正转负；第二，10月制造业和房地产投资累计同比增速双双下降；第三，10月进出口同比增速双双转负；第四，10月制造业和服务业 PMI 均低于 50 的荣枯线；第五，10月 PPI 增速由正转负；第六，10月 M1 和 M2 同比增速双双下降。10月份的数据，让我们觉得四季度的经济增速可能要比市场之前预期的水平偏弱一些。

从深层次来看，中国经济还面临一系列挑战，有待于进一步进行应对。

一是在居民消费方面。当前的消费放缓主要源自两个原因，一是居民收入增速明显放缓，二是消费者信心指数大幅下滑。基于上述两方面因素，居民部门会集体推迟耐用品消费，这是一个很大的问题，当然这与疫情的持续关系密切。

二是在制造业投资方面，一方面大宗商品价格仍在高位，另一方面 PPI 同比增速转正为负，这意味着上中游工业企业利润空间受到挤压，因此未来一段时间制造业增速不容乐观。

三是在房地产方面，最近很多监管政策在放松，无论是购房方面还是开发商贷款方面，但是由于开发商和购房者的预期已经发生趋势性改变，短期内，很难指望这一波政策放松可以导致房地产投资增速显著反弹。但

是反过来，如果没有这一波政策放松，房地产领域的系统性风险可能会进一步爆发。

四是在金融风险方面，随着经济增速持续低于潜在增速，各类金融风险都在酝酿甚至显性化，包括房地产风险、地方政府债务相关风险、信用债违约风险、中小金融机构的风险。

五是从更长期的视角来看，令人担忧的是中国经济增长效率的下降，例如全要素生产率的下滑、劳动生产率的下滑、增量资本产出比的下滑等。导致增长效率下滑的一个重要原因，是各类民营企业目前举步维艰。

最后，简要展望一下 2023 年的宏观政策。

根据前面对国际宏观形势、中国外部环境以及中国宏观形势的勾画，大家能看出来，当前中国经济的最主要矛盾依然是总需求不足，依然是现实经济增速显著低于潜在增速。因此，当前最主要的问题是怎么让中国经济增速尽快回归到潜在增速上来。最重要的，还是要更好地统筹疫情防控和经济增长。

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_49436

