



## 2020 年第三季度中国宏观经济形势分析与预测报告



## 以改革开放深化构建内外循环良性互动局面

“中国宏观经济形势分析与预测”课题组

上海财经大学高等研究院

二〇二〇年十月二十七日

## 目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 一、当前中国经济运行的主要特征.....                 | 3  |
| (一) 消费进一步回暖, 投资增速转正, 对外贸易增速迅速恢复..... | 3  |
| (二) CPI 和 PPI 剪刀差逐渐缩小.....           | 8  |
| (三) 劳动力市场稳步复苏.....                   | 10 |
| (四) 金融市场流动性合理充裕, 实体经济融资成本持续下降.....   | 14 |
| (五) 企业贷款需求仍旺盛, 融资缺口呈扩大趋势.....        | 15 |
| (六) 外储稳中有升, 人民币兑美元汇率有所升值.....        | 17 |
| (七) 财政收支降幅收窄, 地方债务负担加重.....          | 18 |
| 二、中国经济面临的主要风险因素.....                 | 20 |
| (一) 家庭部门继续累积债务, 疫情导致不同群体预期分化.....    | 20 |
| (二) 疫情影响消退楼市逐渐回暖, 房企限制政策确保预期平稳.....  | 22 |
| (三) 新冠肺炎第二波疫情下, 全球经济增长陷入困局.....      | 24 |
| 三、辩证处理内外循环促进改革开放深化.....              | 26 |
| (一) 脱离外循环而片面强调内循环行不通.....            | 26 |
| (二) 内外双循环两手抓促进改革开放深化.....            | 28 |

**报告导读：**中国 2020 年前三季度宏观经济数据日前公布，国内生产总值（GDP）按可比价格计算同比增长 0.7%，实现累计增速年内首次由负转正，为实现全年经济正增长打下了基础。由于相对辩证处理好了新冠疫情防控与经济复工复产的关系，中国也成为全球主要经济体中首个经济增速由负转正的经济体，但面对错综复杂的国内外环境，中国经济所面临的风险与挑战仍不容小觑。从内部看，尽管三季度消费增速由负转正，但 0.9%的增速仅是低水平恢复，前三季度累计增速仍然为负，且家庭部门存在储备现金“过冬”的不利消费倾向；制造业投资不振，增速跌幅较大；民间投资虽然持续回升，但同比仍然负增长；地方政府债务到期高峰隐现。从外部看，新冠疫情在全球的大流行及冬季第二波疫情的潜在冲击，使得全球经济增长陷入困境，中国的外贸增速下滑风险持续。

面对新冠疫情给百年未有之大变局带来的新变化，中国提出了“加快形成以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局”的要求。由于中国的巨大市场和经济的充满活力，在美国对中国全面遏制的背景下，当然眼下需要好好发展内部经济，可以形成一定程度的内循环，但外循环决不能丢。无论是短期政策应对，还是中长期改革治理，都应该在这个大的前提下来筹划。如果只是单纯关注中国自身的局部均衡而忽视世界的全局一般均衡，不进行深层次多方位的综合治理改革，将会面临诸多瓶颈、短板和挑战，并可能导致经济不平衡不充分发展的问题更加严重，使得中国陷入中等收入陷阱的可能性大大加强，就容易再次陷入走向封闭的陷阱。

接下来，本报告将从当前中国经济运行的主要特征、风险因素及其对策建议三个方面展开论述。

## 一、当前中国经济运行的主要特征

### （一）消费进一步回暖，投资增速转正，对外贸易增速迅速恢复

#### （1）消费进一步回暖，实际同比增速首次转正

2020 年第三季度社会消费品零售总额达到 101067.8 亿元，季度名义同比增速为 -0.4%，降幅较前两季度明显收窄。其中 8 月份社会消费品零售总额为 33570.6 亿元，名义同比增速首次转正，为 0.5%。9 月份社会消费品零售总额继续攀升至 35294.7 亿元，实际同比增速亦首次转正，为 2.4%。

餐饮类消费降幅进一步收窄，但增速反弹放缓。餐饮类消费包含在家和在外就餐，以及食品和服务类的花销，受疫情冲击尤为严重。其名义同比增速在第一季度降到-43.4%之后，见底反弹，在第二季度增长强劲。第三季度疫情好转，叠加各地餐饮类消费券和促销活动的刺激，7、8、9各月份餐饮类消费的继续回暖，但势头弱于上一季度，名义同比分别为-11.0%、-7.0%和-2.9%。虽然餐饮类消费正在有力回归，但其对社会消费品零售总额的拉动作用仍没有释放出来。课题组分析认为，在疫情得到缓解的同时，仍存在小范围爆发的可能，民众对在外就餐保持一定的克制。随着天气转冷和国外输入型疫情零散爆发的不可预见性，餐饮类消费的增速可能会进一步放缓。

网上零售类消费在疫情期间异军突起，增速呈现明显的逆周期趋势。其累计同比增速在今年上半年达到6.9%，更在6月份达到19.0%。随着疫情的趋缓，线下消费逐步放开，网上零售类增速回落，7、8、9各月份名义同比增速为18.9%、13.3%和10.1%。网上零售类消费中的商品类消费呈现与总体网络消费相同的趋势，同比增速在今年上半年持续攀升，于6月份达到最大值，随即在第三季度出现下降。然而，值得指出的是，网上零售类消费中的服务类消费随着疫情的缓解，稳步好转，其同比增速在9月份达到5.52%。

按销售额划分，限额以上企业增速稳健，7、8、9各月份名义同比增速分别为2.2%、4.4%和5.3%。对第三季度社会消费品零售总额增速的贡献率超过30%。在限额以上企业中，以衣着类，金银珠宝类，汽车类和文化办公用品类的消费增长最为明显；食品类和中医药增速平稳；而建筑装潢类、家具类和家用电器类等居住类耐用品消费增速处于低位。

第三季度，服装类消费在疫情期间被压抑的需求被进一步释放出来，其9份同比增长8.3%，为近两年来最高点。这一方面说明随着疫情的趋缓，复工复产的脚步加快，人们对服装类的需求加大。另一方面也反映了各个线下、线上商家大力度的优惠促销活动对服装类消费的提升起到了有效的刺激作用。与此同时，金银珠宝类的消费也迅猛攀升，其名义同比增速在8月份达到近两年来最大值，15.3%，实际同比增速也持续增大。然而值得注意的是，名义同比和实际同比增速之间的差距也在持续扩大，这与三月中旬以来持续攀升并在8月份达到最高点的金价银价格相吻合。因此，名义同比增速的大幅提高在一定程度上受价格的影响。实际同比增速的提高，更有可能是预防性心理的驱动：预计价格将持续上涨而追加购买，而非受收入增加的影响（疫情期间，收入普遍降低）。

汽车类消费连续三个月为正，7、8、9月份的同比增速分别为12.3%，11.8%和11.2%，明显高于去年同期水平。汽车类消费的迅猛反弹主要得益于各类汽车消费的刺激政策落地实施。继4月底国家发改委等十一部门发布的《关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知》之后，各地纷纷涌现出大量相应政策力图通过实施税收优惠、加大新能源汽车的补贴力度、畅通二手车市场和加大消费信贷支持力度等一系列政策回补汽车消费。例如，上海出台一系列新能源汽车和减小排放的补贴政策；深圳对不同票面金额的乘用车实施累进制补贴；所有限牌限购城市均放松限牌限购相关政策。综合疫情的负向冲击和各类政策的正面刺激，中国汽车协会预计今年全年汽车销量同比仍然下降，降幅在4%左右。同时需要警惕的是，汽车消费方面出现了结构性变化的趋势：乘用车低端车型和豪华车两极分化明显，其中1-9月份豪华汽车的累计增速在20%以上，远高于社会消费品零售总额的增速。课题组分析认为，汽车消费的两极分化一定程度上反映了居民收入和消费的不平等性进一步的恶化。疫情之后，要加强关注中低收入人群的就业和收入。

食品类消费和中医药类的消费成为疫情期间的必需品。食品类消费增速自3月份以来稳步回落，在8月降到4.2%。受中秋节叠加国庆节的影响，9月份食品类增速的名义同比增速回升至7.8%，实际累计增速亦恢复到0.7%。1至9月食品类累计增速为10.6%，与去年同期基本持平。中西药类的消费增速自3月份以来在7.8%附近平稳震荡。药品类消费的平稳说明人们对疫情已形成稳定预期。课题组分析认为，进入秋季，疫情可能出现反复，但是对药品类的消费将大致与前两季度类似。

建筑装潢类消费、家具类消费和家用电器类消费增速在第三季度呈现比较低的态势，同比增速不显著区别于0。课题组分析认为，这主要是疫情影响了家庭可支配收入，从而降低了人们对居住类耐用品的消费需求。

## **(2) 投资增速转正，边际增速放缓**

全社会固定资产投资名义增速由负转正，增速回升较前期放缓。2020年三季度全社会固定资产投资名义累计同比上升0.8%，比1-8月份累计增速回升了1.1个百分点，比2020年中回升3.9个百分点。整体民间投资同比增速降幅收窄1.3个百分点至-1.5%，比2020年中降幅收窄5.8个百分点。分大类看，制造业投资增速跌幅仍然较大，房地产业投资增速较高，基建投资回升不及预期。

2020年三季度，制造业投资增速同比下降6.5%，比1-8月份降幅收窄1.6个百分点，比年中降幅收窄5.2个百分点。制造业投资最多的几个行业里，高技术制造业中的计算

机、通信和其他电子设备制造业增速为 9.3%，医药制造业投资增速仍然较高，1-9 月份增速为 21.2%。其他行业包括非金属矿物制品业、电气机械及器材制造业、化学原料及化学制品制造业、通用设备制造业、专用设备制造业、汽车制造业等行业 1-9 月利润增速均持续回升，降幅较 1-8 月份继续收窄。1-9 月工业增加值累计同比增速 1.2%，较 1-8 月上升 0.8 个百分点，较 2020 年中上升 2.5 个百分点，当月同比增速表现更为强劲，主要叠加因素为工业生产端已经充分恢复，需求端逐渐改善，下游消费表现亮眼，且海外疫情因素使得订单回流。随着工业企业利润增速好转，制造业投资增速回升仍保持一定态势。目前全球经济政策保持宽松、新冠疫苗研发出现曙光，预计明年年中推广接种，有助经济逐渐修复，且美国大选政党之争带来的不确定性降低，且由于基数效应，明年经济有望进一步好转

基建投资增速上升 2.4%，不含电力、热力、燃气及水的生产和制造业的基建投资增速上升 0.2%，增速首次转正，比 1-8 月份增速增加 0.5 个百分点，比 2020 年中回升 2.9 个百分点。**基建投资增速低于预期**，全口径基建投资增速在 5 月回升速度达到最高值，随后的 6-8 月增速回升速度下降，主要原因是前期降雨洪水等灾害天气影响项目落地，财政收入下滑缩减投资性支出，优质项目储备不足等因素。2020 年 6 月-7 月，南方和中部多省市包括贵州、湖北、湖南发生降雨洪涝灾害，强降雨影响地方项目施工进度。从政府资金收支来看，由于减税降费等措施，全国一般公共预算收入同比增速较去年下降，债务付息、就业和社会保障、卫生健康支出较高，因此挤压投资性支出，使得基建相关的环保、交运、公共事业等支出增速较低；今年 1-9 月地方政府性基金收入预算同比较去年同期下滑 3.3%，由于专项债发行额度大幅增长叠加特别国债发行，地方政府性基金支出预算同比大幅增长。对于支出的投入，国务院常务会议要求新增专项债全部用于基建项目，限制土地储备和房地产相关项目，使得地方缺乏优质项目的问题突出，今年政府性基金支出较慢。预计未来基建投资可能继续缓慢回升，但全年增速很可能不及预期。

房地产投资保持较高增长但上升幅度收窄。1-9 月房地产投资增速 5.6%，较 1-8 月回升了 1.0 个百分点，其中东部地区累计同比增长 6.5%，中部地区累计同比增长 0.9%，西部地区累计同比增长 8.1%，分别较 1-8 月回升 1 个百分点、2 个百分点和 0.2 个百分点，东北地区投资增长 4.4%，增速提高 0.4 个百分点。从房地产类别来看，住宅投资增速 6.1%，办公楼投资增速 0.5%，商业地产投资-2.5%，分别较 1-8 月回升 0.8 个百分点、

1.5个百分点和0.4个百分点。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-9月累计同比增长-2.9%和13.8%，较1-8月分别下降了0.5个百分点和上升了2.6个百分点。1-9月房地产新开工面积累计同比增长-3.4%，较1-8月上升0.2个百分点，施工面积同比增长3.1%，较1-8月下降0.2个百分点，竣工面积同比增长-11.6%，较1-8月下降0.8个百分点。另外，房屋销售面积增速降幅也有所收窄。但展望未来，由于房地产调控力度尤其是融资约束趋于收紧，**预计明年房地产投资增速可能开始下行。**

分地区看，1-9月东部地区投资同比增长2.5%，增速比1-8月份提高0.7个百分点；中部地区投资下降4.3%，降幅收窄2.0个百分点；西部地区、东北地区投资分别增长3.3%和2.9%，增速分别提高0.6和0.7个百分点。分产业看，1-9月第一产业投资同比增长14.5%，增速比1—8月份提高3.0个百分点；第二产业投资下降3.4%，降幅收窄1.4个百分点；第三产业投资增长2.3%，增速提高0.9个百分点。

### **(3) 对外贸易增速迅速恢复，货物贸易顺差均较去年同期有所增加**

2020年第一季度，受中美贸易战和COVID-19全球蔓延的双重影响，进、出口增速均出现较大幅度下滑。随着我国疫情逐步被控制，二、三季度进、出口增速逐渐恢复，尤其是三季度恢复较快。2020年前三季度，进出口、出口、进口的增速分别为-1.8%、-0.8%、-3.1%。受年初以来人民币汇率波动的影响，以人民币计价的进出口增速略高于以美元计价的进出口增速，进出口、出口、进口的人民币值增速分别为0.7%、1.8%、-0.6%。出口方面，2020年三季度实现大幅正增长，7、8、9月分别增长7.2%、9.5%和9.9%，有效拉动出口增长。前三季度累计出口额已经与去年全年基本持平，2020年全年将大概率实现正增长（2019年全年增长0.51%），整体表现将好于去年。进口方面，随着国内生产和消费需求的不断恢复，进口的负增长态势也有所改善。尤其是9月当月，进口增速为13.2%，即使剔除基数效应的影响，9月份当月增速仍然为正，说明进口需求持续改善。国外疫情严重地区的进口增速较去年全年出现较大幅度下降，如南非、欧盟等，其他地区的进口增速较去年全年普遍回升。差额方面，由于出口恢复速度好于进口恢复速度，导致今年前三季度贸易顺差较去年同期增长317亿美元。从贸易方式上看，加工贸易受疫情影响更大，恢复速度也更慢。而一般贸易受影响较小，恢复速度更快。进出口表现强劲主要原因有：**第一，疫情期间出口价格迅速上涨，支撑出口额迅速恢复。**2020年3至7月份，出口价格平均增长6.2%，而出口数量平均增长-0.02%，可见出口的复苏主要源于出口价格的上涨。课题组的测算结果也表明，全球疫情蔓延对出口价格有显著

的正向影响。出口产品的替代弹性越大，疫情期间其价格涨幅越大，数量受到的冲击越小，这主要是因为其他国家受疫情影响，这些替代产品的生产急剧下降。因此，得益于中国疫情的控制和生产率先恢复，弹性越大的产品其出口反弹速度越快。此外，中国有力的疫情防控及生产恢复一定程度上提升了中国出口产品的竞争力。这些因素均使得中国在疫情期间出口份额不降反升<sup>1</sup>。**第二，中美之间较低的贸易基数的影响。**2019年受中美贸易战的影响，中国对美国出口下降12.5%，从美国进口下降20.9%。在2019年较低的基数和中美疫情走势分化的共同影响下，2020年前三季度，中国对美国出口和从美国进口分别增长-0.8%和0.2%，支撑了进出口的迅速恢复。**第三，跨境电商的发展有效缓解了疫情对外贸的负面冲击。**2020年4月份，国务院同意在46个地区和城市设立跨境电商综合试验区，商务部、海关总署、税务总局等部门也出台一系列政策支持跨境电商交易，极大促进了线下贸易向线上贸易的转移，部分缓解了疫情对线下贸易的负面影响。2020年前三季度，我国通过海关跨境电商管理平台进出口1873.9亿元，同比增长52.8%。跨境电商成为疫情下稳定进出口增速的重要方式。2020年1至8月，服务贸易总额为3989.2亿美元，同比增长-19.5%，其中，服务贸易出口总额为1491.2亿美元，同比增长-5.4%；服务贸易进口总额为2498.1亿美元，同比增长-26.1%；服务贸易逆差为1006.9亿美元，较去年同期减少797.0亿美元。

## （二）CPI 和 PPI 剪刀差逐渐缩小

2020年第三季度CPI同比增速分别为2.7%、2.4%、1.7%，第三季度平均同比增幅为2.27%，大幅低于2020年上半年3.8%的同比增速。时隔18个月9月CPI同比增速重新回到“1”时代，通胀水平温和可控。7、8、9月份扣除食品和能源的核心CPI同比增速均为0.5%，低于2020年上半年平均1.2%的同比增速。2020年第三季度CPI与核心CPI出现差异的主要原因是食品价格的变化，其中第三季度食品价格平均同比上涨10.7%（上半年食品价格上涨16.2%），而第三季度非食品价格平均同比上涨0.03%（上半年非食品价格上涨0.7%）。

2020年7、8、9月份CPI波动主要受食品价格波动影响。7、8、9月份食品价格同比增速分别为13.2%、11.2%、7.9%，影响CPI上涨约2.65、2.27、1.65个百分点。与之相比，7、8、9月份非食品价格同比增速波动较小，分别上升0、0.1%、0，影响CPI

---

<sup>1</sup> WTO于2020年6月发布的《全球贸易数据与展望》报告显示，乐观情况下，2020年全球贸易量仍将萎缩13%，而中国前三季度累计出口额已基本与去年全年持平，今年将大概率正增长。在此情况下，中国出口占世界市场份额将扩大。



上涨约 0、0.08、0 个百分点。第三季度食品价格变化主要是由猪肉价格变化所带动。第三季度猪肉价格高位回落，并叠加基数效应，7、8、9 月份猪肉价格同比增速快速下滑，分别为 85.7%、52.6%、25.5%，影响 CPI 上涨分别为 2.32、1.74、1.0 个百分点。考虑到养猪周期，未来一年内猪肉供给将不断增加，叠加 2019 年第四季度较高的基数效应，预计未来一年内猪肉价格同比增速将呈现总体下降趋势。除了猪肉价格外，鲜菜和鲜果价格变化也对 CPI 有着重要的影响。2020 年 7、8、9 月份鲜菜价格同比增速分别为 7.9%、11.7%、17.2%，影响 CPI 上涨约 0.19、0.29、0.41 个百分点，大幅高于上半年平均 3.4% 的同比增速，主要受夏季多地洪涝灾害等不利天气的影响。如果 2020 年冬季出现极寒天气，鲜菜价格对 CPI 的拉动将进一步大幅上升。受天气和基数效应影响，7、8、9 月份鲜果价格同比降幅亦有所收窄，分别为-27.7%、-19.8%、-6.9%，分别影响 CPI 下降约 0.60、0.38、0.12 个百分点。第三季度鲜菜和鲜果同比增速的上升抵消了部分猪肉价格同比增速的下降。

从非食品分类来看，交通和通信类、医疗保健类以及教育文化和娱乐类的影响较大。受国际原油价格变动影响，汽油和柴油价格下降，导致交通和通信类价格同比增速相对较低，其中 7、8、9 月份交通和通信类价格同比增速分别为-4.4%、-3.9%、-3.6%。受西药特别是进口药价格下降影响，医疗保健类价格同比增速略有下降，其中 7、8、9 月份医疗保健类价格同比增速分别为 1.6%、1.5%、1.5%。此外，受旅游业逐渐复苏影响，9 月教育文化和娱乐类价格同比增速略有回升，其中 7、8、9 月份教育文化和娱乐类价格同比增速分别为 0.32%、-0.03%、0.65%。

从消费品和服务的分类角度看，2020 年第三季度 CPI 较上半年同比增速大幅下降主要是由消费品价格同比增速快速下降所致。7、8、9 月份消费品价格同比上升分别为 4.3%、3.9%、2.6%，影响 CPI 上涨约 2.67、2.42、1.61 个百分点，均低于 2020 年上半年平均 5.6% 的同比增速。而 7、8、9 月份服务价格同比增速分别为 0%、-0.1%、0.2%，影响 CPI 上涨约 0、-0.04、0.08 个百分点，也均低于 2020 年上半年平均 1.0% 的同比增速。

因此，正如课题组 2020 年第一季度报告和年中报告的预测，第三季度 CPI 同比增速较上半年有所下降。受猪肉价格同比增速快速下降以及非食品价格增速低迷影响，2020 年 9 月 CPI 同比增速重新回到“1”时代。扣除食品和能源的核心 CPI 同比增速第三季度均为 0.5%，创下 2013 年以来新低。非食品价格同比增速已经为 0，创下 08 年金

融危机以来历史新低。考虑到 2019 年下半年食品价格的高基数效应以及目前国外爆发的第二波疫情将导致疫情影响再次扩大，在不发生极端天气的情况下，课题组预计 2020 年第四季度 CPI 同比增速将进一步下降，大概率低于 1%。

2020 年 7、8、9 月份 PPI 同比增速分别为-2.4%、-2.0%、-2.1%，连续 8 个月为负，但跌幅总体缩小；7、8、9 月份 PPI 环比增速分别为 0.4%、0.3%、0.1%，连续 4 个月为正。进一步从分项来看，7、8、9 月份生产资料价格同比增速分别为-3.5%、-3.0%、-2.8%，与上半年同比增速 3.0%变化不大，分别导致 PPI 下降约 2.56、2.19、2.05 个百分点；生活资料同比增速为 0.7%、0.6%、-0.1%，较上半年同比增速 1.0%有所下降，分别导致 PPI 上涨约 0.17、0.15、-0.02 个百分点。特别值得注意的是，9 月生活资料出厂价格指数同比增速自 2016 年 7 月以来首次转负，说明需求仍需进一步提振。

正如课题组 2020 年第一季度报告和年中报告的预测，第三季度 PPI 同比增速较 6 月有所回升，跌幅呈收窄趋势。考虑到下半年国内经济的持续恢复、第二波疫情对全球经济的影响以及基数效应等因素的综合影响，课题组预计第四季度 PPI 同比增幅将在低位震荡。

结合 CPI 和 PPI 的分析，2020 年第四季度 CPI 和 PPI 剪刀差将进一步缩小。

### **（三）劳动力市场稳步复苏**

2020 年三季度失业率下降，新增就业人数完成全年目标 99.8%，居民人均可支配收入上升；扶贫政策效果显著，收入两极差距缩小；农村外出劳动力人数同比降幅收窄，月均收入增长由负转正，但仍未恢复至疫情前平均水平。从长期来看，人口结构问题凸显。老龄化上升势头明显，人口红利逐渐消失，幼年人口占比偏低；人均受教育年限较低，且以初中及以下为主。

#### **（1）失业率下降，新增就业人数降幅收窄，居民人均可支配收入增速转正**

2020 年第三季度失业率下降，新增就业人数同比降幅收窄，PMI 从业人员指数温和上升；全国企业就业人员周平均工作时间恢复正常水平；居民人均可支配收入增速转正，城乡收入差距缩小。

数据显示，7-9 月的全国城镇调查失业率分别为 5.7%、5.6%、5.4%，季度环比下降，月度同比增加 0.4%、0.4%、0.2%。其中，31 个大城市城镇调查失业率为 5.8%、5.7%、5.5%，同比分别增加了 0.6%、0.5%、0.3%；至 9 月新增就业人数累计 898 万人，同比

下降 18.14%，降幅收窄，完成全年任务目标 99.8%。

7-9 月制造业 PMI 从业人员指数分别为 49.3%、49.4%、49.6%。非制造业为 48.1%、48.3%、49.1%。其中，服务业 PMI 从业人员指数分别为 46.7%、47.2%、48.1%，建筑业从业人员指数为 56.2%、54.2%、54.6%。

7-9 月全国企业就业人员周平均工作时间均为 46.8 小时，相比上一季度有所上升，同比分别上升 0.3、0.2、0.1 小时，恢复正常水平。2020 年三季度外出务工农村劳动力人数累计 17952 万人，同比下降 2.1%，农村外出劳动力月收入为 4035 元，同比上升 2.1%。

第三季度居民人均可支配收入累计值为 23781 元，增长率为 0.6%，今年首次转正。城镇与乡村居民可支配收入累计值分别为 32821 元和 12297 元，城镇居民实际收入同比下降 0.3%，农村居民实际收入同比上升 1.6%，农村收入上升速度快于城市。城乡居民收入比值为 2.67，同比下降 0.08，城乡收入差距进一步缩小。

## **(2) 农村外出劳动力人数同比降幅收窄，月收入增长由负转正，但仍未恢复至疫情前平均水平**

2020 年第三季度农村外出劳动力人数为 17952 万人，同比下降 2.1%，降幅有所缩减，但仍未恢复至疫情之前农民工人数相对稳定的水平。农村外出劳动力月收入为 4035 元，同比增加 2.1%。由于国内疫情得到控制，交通运输、生产生活逐步恢复正常，农民工月收入增长今年首次由负转正，但仍未达到 2017 年至 2019 年维持的 6%至 8% 的区间。

## **(3) 农村贫困情况显著改善，收入两极差距缩小**

### **“精准扶贫”以来农村贫困人口数大幅下降**

“精准扶贫”对缩小城乡收入差距具有重要意义。我国极低收入群体基本分布在农村地区，在政策实施后，农村贫困地区居民人均收入增速加快，有效缓解了城乡收入不平等。

国家统计局 2019 年发布的数据显示，低收入组和中间偏下收入组共 40% 家庭户对应的人口为 6.1 亿人，年人均收入为 11485 元，月人均收入近 1000 元。城镇两组的 2019 年人均可支配收入分别为 15549.4 元和 26783.7 元，月人均可支配收入均超过了 1000 元。而农村两组 2019 年人均可支配收入分别为 4262.6 元和 9754.1 元，月人均可支配收入均

低于 1000 元。

经过 7 年的精准扶贫以及 4 年多的脱贫攻坚战，我国现行标准下的农村贫困人口从 9899 万人减少到 2019 年底的 551 万人，国家级贫困县从 832 个减少到今年的 52 个；从 1978 年至 2019 年，我国的贫困发生率由 97.5% 下降到 0.6%。

### 收入两极差距缩小

按居民收入五等分情况来看，高收入组人群可支配收入数额大，增速快；低收入组总体收入水平较低，但人均收入增速最快；收入两极差距缩小；中间三组人均收入均有所增长。

从 2015 年至 2019 年：高收入组家庭人均可支配收入由 54543.5 元增至 76400.7 元，增幅为 21857.18 元，年增长率约为 8.79%；中间偏上收入组家庭收入则由 29437.6 元增至 39230.5 元，年增长率约为 7.45%；中间以及中间偏下收入组家庭人均可支配收入增幅分别为 5714.61 元以及 3882.94 元，年增长率为 6.71% 及 7.34 %；低收入组家庭人均可支配收入由 5221.17 元增至 7380.38 元，增幅为 2159.21 元，年增长率达到为 9.09 %。

### （4）老龄化上升势头明显，人口红利消失，幼年人口占比偏低

自 1960 年来，中国人口结构的变化可大体分为两个阶段：计划生育前与计划生育后。1978 年是全国范围内严格执行计划生育政策的原年，在此之前，中国 0-14 岁人口占比稳定在 40% 左右，15-64 岁人口占比稳定在 56% 左右，65 岁及以上人口占比则在 6% 水平上下波动。计划生育政策后，中国 0-14 岁人口占比显著下降至 2019 年的 17.8%，减少了近 22 个百分点。而 15-64 岁人口占比整体提高至 2019 年的 70.7%。该阶段人口占比提高主要由两方面导致：一、1978 年前 0-14 岁稳定的人口占比保证了 15-64 岁阶段有充足的人口补充；二、计划生育政策下总人口增速放缓。但值得注意的是，15-64 岁人口占比在进入 2010 年后开始呈现下降趋势，这意味着 15-64 岁阶段人口补充速度开始慢于总人口上升的速度。尽管 65 岁及以上人口占比变化幅度较小，仅从 6% 上涨到了 2019 年的 11.5%，但其上升趋势显著，且呈现出逐渐加快的趋势。

与其他国家相比，中国幼年人口占比显著低于同等收入水平国家的平均水平。青壮年人口占比虽整体高于中等、高等收入国家的平均水平，但该阶段人口优势在逐渐消失。老龄化上升趋势快于同等收入水平国家平均水平。

中国 0-14 岁人口占比显著低于同等收入国家的平均水平。与其他国家相比，在计

划生育政策的实施前，中国 0-14 岁人口占比与中等收入国家平均水平相近。进入 19 世纪 80 年代后，尽管中等收入国家 0-14 岁人口占比整体都在下降，但中国 0-14 岁人口占比下降更快更显著。截至 2019 年，中国 0-14 岁人口占比低于其所在收入水平地区（中高等收入国家）其他国家平均水平 4.8 个百分点。与美国相比，自 2004 年后，中国 0-14 岁人口占比开始低于美国，但二者之间的差距有收敛的趋势。以上分析可以看出，中国 0-14 岁人口占比低于其收入对应的正常水平，面临 0-14 岁人口占比偏低的问题。

中国 15-64 岁人口占比增速快于其他地区，但青壮年人口占比总体在不断缩减。中国 15-64 岁人口占比自 19 世纪 80 年代开始超过中等高收入国家（不含中国）的平均水平，并在 2010 年达到最高值：73.27%。从 15-64 岁人口占比绝对数值来看，中国 15-64 岁人口占比仍高于中等收入国家、高等收入国家的平均水平。但从 15-64 岁人口占比的变化趋势来看，中等高收入国家 15-64 岁人口占比趋于稳定，而同为中等高收入国家的中国，其 15-64 岁人口占比却呈下降趋势，下降速度甚至稍快于高等收入国家。

65 岁及以上人口占比上升趋势快于中等高收入国家平均水平。计划生育以来，中国 65 岁及以上人口占比上升速度快于中等高、低收入国家（不含中国）平均水平，2016 年后其上升速度甚至稍快于美国。

#### **（5）我国劳动人口受教育程度低，以初中及以下为主**

我国劳动人口人均受教育年限较低，但提升较快。我国历次人口普查数据显示，我国劳动人口人均受教育年限由 1990 年的 6.8 年提高到 2010 年的 9.1 年，平均每十年提高 1 年左右，这主要得益于我国改革开放四十年来九年义务教育的普及。与美国相比，我国还存在较大差距。美国劳动人口人均受教育年限由 1990 年的 13.7 年下降到 2010 年的 13.4 年，人均受教育年限很高，变化较小。中美劳动人口人均受教育年限差距由 1990 年的 6.9 年缩短到 2010 年的 4.3 年，差距不断缩小。根据联合国《人类发展报告 2016》，2015 年我国 25 岁及以上人口人均受教育年限仅为 7.6 年，远低于美英德法日韩人均 12 年以上的水平。从适龄儿童人均预期受教育年限看，中国为 13.5 年，仍然明显低于发达经济体人均 15 年以上的水平。

我国劳动人口以初中及以下低文化程度人员为主体，但人口受教育程度结构不断优化。我国人口普查数据显示，从 2000 到 2010 年，我国劳动人口初中及以下文化程度人员占比由 87% 下降到 76%；高中文化程度占比由 11.0% 上升到 13.90%；大专文化程度人员占比由 1.2% 上升到 6%；本科及以上学历文化程度人员占比由 0.70% 上升到 4.10%。与美

国相比，我国劳动人口整体受教育程度较低。据美国劳工统计局数据，美国劳动人口受教育程度在初中及以下的人数不断减少，到2010年仅占劳动人口的8.20%；而高中及以上文化程度人员占比接近92%，美国整体受教育程度远高于我国。

#### （四）金融市场流动性合理充裕，实体经济融资成本持续下降

从货币供应来看，2020年三季度M1和M2的同比增速分别为8.1%和10.9%，受贷款增速快速增长的推动，今年货币供应增速均处于2018年以来的最高水平。其中，M1的高速增长主要是央行现金投放高速增长以及活期存款增速恢复的结果，尤其是现金投放的增速为八年来同期最高水平；M2的增速持续上升除了有M1增速持续上升的影响，居民存款保持较高增速也起到了推动作用。

从融资需求来看，前三季度社会融资规模增量为29.62万亿元，同比多增9.01万亿元，实体经济融资需求上升。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加16.69万亿元，同比多增2.79万亿元；企业债券净融资4.1万亿元，同比增加1.65万亿元；非金融企业境内股票融资6099亿元，同比增加3756亿元；表外融资减少1650亿元，同比少减1.1万亿元；外币贷款折合人民币增加3052亿元，同比多增3863亿元。另外，2018年7月以来，社会融资规模统计新增三项内容，即存款类金融机构资产支持证券，贷款核销以及政府债券。其中，政府债券前三季度融资规模为6.73万亿元，同比多增2.74万亿元。截至三季度末，政府债券和企业债券余额的同比增速分别为20.2%和20.6%，较社会融资存量13.5%的同比增速分别高出6.7和7.1个百分点。此外，占据社会融资规模主导地位的人民贷款增速亦保持在13.2%的高位水平。因此，债券融资和人民币贷款是拉动社会融资规模存量增速持续上升的主要力量。

从流动性投放来看，前三季度人民银行在公开市场净投放资金1700亿元，通过中期借贷便利（MLF）共计净投放约4100亿元，并且已在1月至9月共下调存款准备金率三次，共计投放长期资金1.75万亿元。加上为了对冲疫情的影响，央行先后三次设立的专项再贷款再贴现额度共计1.8万亿元。在充分释放流动性的背景下，关键利率均出现不同程度下行。其中，截至9月末，银行间债券7天质押式逆回购加权平均利率为2.3%，同比下降0.4个百分点，一年期MLF中标利率为2.95%，同比下降0.35个百分点；贷款市场报价利率LPR1年期和5年期利率分别为3.85%和4.65%，同比分别下降0.35和0.2个百分点；截至6月末，金融机构人民币贷款一般贷款的加权平均利率为5.26%，同比下降0.68个百分点。当前金融系统内流动性平稳充裕，各类利率均较去年同期水平

明显下降，实体经济融资成本更是持续下降。

此外，在年中报告中，我们曾提出要注意金融系统可能出现的“流动性囤积”的问题，但这一问题从金融机构超额准备金率的数据来看目前正朝有利的方向发展。具体地，截至6月末，金融机构超额准备金率为1.6%，较3月末下降0.5个百分点，与前三年同期平均水平相当。此外，较高的社会融资规模增速以及人民币贷款增速也印证了当前货币政策意图——扩大对实体经济的信用支持——执行效率较高。

关于货币政策的趋势，这主要取决于国内经济恢复的势头以及人民币汇率的波动程度。具体地，一方面欧美等主要经济体为了对冲疫情的影响，纷纷实施了超宽松的货币政策，叠加国内经济率先步入恢复通道，人民币自7月以来持续升值，升值幅度约5.7%，为避免人民币升值过快，预计货币政策的宽松程度会低于上半年的程度。另一方虽然当前国内经济恢复势头较好，但“国内大循环”仍在建立之中，更重要的是全球经济处于衰退之中，其他主要经济体的复苏尚需时日，未来外部需求迅速改善的可能性不大，“国内国外双循环”的建立更是任重道远。因此，为了稳固当前经济恢复的势头以及应对内外部经济可能出现的各种困难，财政政策将继续保持积极，与之相配合货币政策也将更加灵活，人民币贷款，尤其是中小企业的贷款，在贷款利率持续下行的作用下，也将保持较高增速，拉动社会融资需求的增长，预计货币供应增速在基本与名义GDP增速相适应的基础之上适度提高。

#### **（五）企业贷款需求仍旺盛，融资缺口呈扩大趋势**

贷款总体需求指数是反映银行家对贷款总体需求情况判断的景气扩散指数，由中国人民银行针对全国约3000家银行机构开展调查获得，其取值范围在0-100%之间，以50%作为信贷需求的分界线，数值高于50%以上意味着企业贷款需求处于向好或扩张状态。2020年第三季度中国人民银行发布的银行家问卷调查报告显示，企业贷款总体需求指数为73.5%，虽比上季度降低2.3个百分点，但比上年同期提高7.6个百分点，表明实体经济贷款需求仍未得到有效满足。与之相关的银行贷款审批指数，它是反映银行家对贷款审批条件松紧的扩散指数，其取值范围在0-100%之间，数值高于50%以上表示银行放款审批条件较为宽松。2020年第三季度中国人民银行发布的银行家问卷调查报告显示，银行贷款审批指数为56.8%，比上季度降低4个百分点，但仍处于自2015年以来较高水平，这在一定程度上说明银行资金供给相对充裕，但贷款审批条件将有所趋严。

整体而言，第三季度银行贷款审批指数的降幅高于贷款总体需求指数，两者的差值

呈现扩大趋势，高达 16.7%，这进一步表明银行贷款资金供给未能充分满足实体经济贷款需求。若以贷款总体需求指数与银行贷款审批指数的差值来刻画融资缺口，可以看出，融资缺口呈扩大趋势。接下来，课题组分别从资金需求端和资金供给端两个视角对融资缺口的变化予以说明。随着疫情冲击的逐渐消退，国内经济将逐步回归正轨，从贷款资金需求端来看，一方面企业投资信心和预期得以恢复，其有意愿扩大生产和投资规模，预计贷款资金需求将会明显增加。另一方面为对冲疫情以支持实体企业渡过难关，中央和地方政府密集出台了一系列宽货币、扩信用的财政金融纾困政策，加大对企业贷款资金支持力度。这些政策在改善企业融资环境、降低融资成本的同时，也坚定了企业的投资决心，预期实体经济融资需求旺盛的趋势将会持续。从资金供给端来看，前两季度疫情对中国实体经济造成的破坏叠加经济增长疲软的影响，使得商业银行等金融机构资产质量有恶化的趋势，造成商业银行风险加权资产会进一步扩张。特别是在资本强监管背景下，商业银行将面临较大的资本补充压力，预计商业银行未来的风险偏好可能会下降，放贷条件趋严。

分企业规模看，各类规模企业贷款需求指数均有所下降，但呈现分化趋势。其中，大型企业贷款需求指数为 59.5%，比上季度降低 1.2 个百分点；中小微型企业贷款需求指数分别为 64.8%和 76.6%，比上季度下降 2.1 和 2.0 个百分点。从经济运行状况分析，在新冠肺炎疫情的影响下，我国各个行业企业生产经营状况均受到一定程度冲击，特别是一大批风险抵抗能力较差的中小微型企业受到的影响更为严重。可以发现，虽然中小微型企业贷款需求指数有所回落，但仍处于较高水平，且中小微型企业贷款需求指数仍显著高于大型企业，这说明中小微型企业融资难、融资贵的局面依然存在。可能的原因在于，一方面，与大型企业相比，中小微型企业信用违约风险较高，且缺乏抵押资产，使其较难从银行获取贷款资金。另一方面，商业银行在放贷时会考虑风险溢价，给中小微型企业的贷款利率相对较高，且商业银行给中小微型企业发放贷款的流程也较为复杂，贷款效率较低，造成其贷款需求难以得到及时满足。

2020 年初突如其来的新冠肺炎疫情，对当前经济社会发展造成了前所未有的冲击，虽然我国经济长期向好的基本面没有改变，但经济复苏的基础仍需进一步夯实，以促成“以国内大循环为主”的新发展格局。作为国民经济的主体，激发中小微型企业活力是疏通国内经济循环的基本手段。对于中小微型企业而言，其面临“融资难、融资贵”问题一直是其发展道路上的“绊脚石”，为此金融部门不仅在短期内需要为其提供流动性



资金以抵御疫情等不利冲击，更要着眼于长期建立健全与其融资需求相匹配的金融体系，切实提高金融服务实体经济质效，以从根本上充分激发中小微型企业活力。

#### （六）外储稳中有升，人民币兑美元汇率有所升值

第三季度，由于海外疫情出现反弹，世界主要经济体继续受到冲击，加之市场维持对美联储宽松货币政策的预期，美元指数下跌。而我国抗疫、防疫成效显著，经济率先复苏，人民币得到有力支撑。2020年第三季度，外汇储备规模继续站稳3.1万亿美元，且稳中有升。2020年9月末，人民币对美元即期汇率为6.8106，较二季度末升值2635个基点，升值幅度3.87%，比上年末升值2.28%。10月16日人民币兑美元汇率更是冲破6.7，之后继续升值。基于当前外汇市场的运行情况，中国人民银行决定自2020年10月12日，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%下调为0。2020年第三季度人民币在岸与离岸的汇差（离岸减去在岸）较2020年上半年有所减小，9月月均价差为127bp，较上月增加40bp，显示人民币做空压力得到缓解，人民币汇率的市场化形成机制不断完善。

近期人民币升值主要有以下几个影响因素。首先，我国疫情防控走在世界前列，已进入“外防输入、内防反弹”的新阶段，复工复产全面推进，经济率先回暖。其次，疫情反复使得世界各大经济体经济前景堪忧，加之对美联储宽松货币政策的预期，美元指数下跌。第三，美国大选和贸易战仍充满变数。第四，美联储已经全方位动用各种非常规工具为市场提供流动性，联邦基金利率也已重回零利率区间，而中国人民银行仍保持政策定力，保持流动性合理充裕。相比于美国过度宽松的货币政策，我国货币政策仍留有较大的空间，有助于将中美利差维持在高位，提振人民币资产的吸引力。第五，出口形势良好。最后，随着中国积极的实行金融业对外开放，人民币资产越来越受到国际投资者的青睐，这将会吸引国际资金流入中国资本市场。综上所述，课题组认为，短期内，人民币兑美元汇率大概率将在当前水平双向波动，或继续小幅升值。若发生重大黑天鹅事件，人民币则存在贬值风险。例如全球疫情形势急剧恶化导致外需大幅下降、美国大选的不确定性。

在中长期，人民币前景错综复杂。首先，中国外汇储备仍然具有弱点，即使相较进口额度以及短期外债，外汇储备均十分充足，大大高于IMF所提供的警戒线，但是外汇储备/M2比例近来呈现下降趋势，2019年底已经下降至11%以下，远低于IMF建议资本账户开放国家所应具备的20%（或是比对亚洲国家平均约有25%）。今年以来，外汇

储备/M2 比例下降幅度明显增大，9 月降至约 9.89%的水平。自 2015 年“8.11 汇改”以来，净误差与遗漏项所隐含的资本流出从 2015 年接连 3 年呈现了 2000 多亿美元的规模。尽管 2018 年下降到 1790 多亿美元的规模，但 2019 年升至 1980 亿美元。其二，全球疫情形势仍不乐观，经济复苏前景不明朗。其三，需要关注美国大选和中美贸易战的进一步发展。

贬值预期若使用人民币无本金交割远期外汇交易衡量，2020 年第三季度以来，一年、两年与三年期远期外汇交易价格均显示出较高的人民币贬值预期，且三者分化逐渐加大。9 月份，三年期 NDF 显示出市场对人民币的贬值预期高达 6.55%。（1 年 NDF：2020/7：1.75%；2020/9：2.28%。2 年 NDF：2020/7：3.41%；2020/9：3.67%。3 年 NDF：2020/7：5.10%；2020/9：6.55%）。

更长期的汇率走势将受到中国货币政策的目标、各国货币政策、中国经济转型发展等基本面影响。

#### （七）财政收支降幅收窄，地方债务负担加重

截止 2020 年三季度，虽然受新冠疫情影响，财政收入有所下降，但随着宏观经济的显著复苏，降幅有所缩小。公共财政预算收入三季度累计同比增长-6.40%，增幅比 2019 年同期下降 9.7 个百分点，但比 2020 年一季度增加了 7.9 个百分点。其中税收收入累计同比下降 6.4%，比 2019 年同期降低 6 个百分点，其中个人所得税累计增长幅度为 7.3%，降幅主要来自增值税，增值税增长幅度为-13.50%，比去年同期下降 17.7 个百分点。此外，企业所得税累计增长为-4.90%，增幅比上年同期下降 7.6 个百分点，消费税累计下降 5 个百分点，增幅比上年同期大幅下降 20.8 个百分点。受国外疫情影响，关税收入持续收缩，下降 11.60%，上年同期为负增长 3%。

房地产相关收入方面，契税收入累计增长 7.67%，增幅比上年同期上升 1.4 个百分点；土地增值税增速-2.50%，比上年同期下降 13.3 个百分点；耕地占用税收入下降 10.60 个百分点。但土地转让金收入累计增加了 10.3%，增速比上年同期增加 4.5 个百分点。随着房地产市场的回暖，地方政府的土地财政收入有所提高，部分减缓了地方政府债务压力。

非税收入方面，截止第三季度非税收入累计 22,126.00 亿元，同比降低 6.67%，占公共财政收入的比重小幅下降至 15.69%，比去年同期下降了 0.04 个百分点，但离金融

危机前的个位数水平还有较大差距，有必要加快制度建设，进一步规范涉企收费，促进国内经济大循环。

2020年1-9月公共财政支出累计同比下降1.9%，增幅比2019年同期下降11.3%。其中教育支持同比下降1.9%，增幅比2019年同期降低11.6%；科学技术支出降低5.7%，增幅比去年同期下降16.3%；文化旅游体育与传媒累计同比下降1.3%，增幅比去年同期下降6.1%；社会保障与就业累计同比上升8.2%，增幅比去年同比下降1%；卫生健康支出增幅4%，增幅比去年同期下降6%；节能环保累计同比下降15.3%，增幅比去年同期降低29.8%；城乡社区事务支出累计同比下降31.3%，增幅比2019年同期降低43.9%；农林水事务累计同比增加9.9%，增幅比去年同期增加1.2%；交通运输累计同比下降2.5%，增幅比2019年同期下降11%。

同一时期，实际GDP增速降幅为5.5%，小于公共财政支出增速降幅11.3%和公共财政预算收入降幅9.7%。这说明这段时期积极的财政政策主要以减税为主而非扩大财政支出。

**地方政府债务发行高峰已过，节奏放缓。**2020年前三季度全国共发行地方政府债券5.68万亿元，其中一般债券1.98万亿元，专项债券3.7万亿元。专项债发行占比约为65%。在积极财政与“内循环”为主，双循环新发展战略的助推下，地方政府专项债发行不断增加，对补短板、稳投资、扩内需具有一定积极作用，但是需要加强监管，竭力避免未经科学论证脱离地方实际的盲目投资或者面子工程。此外，发行再融资债券总额1.37万亿元，同期地方政府债券到期额为1.41万亿元，借新还旧比例高达96.5%。各地发行的新增专项债券，全部用于国务院确定的七大重点领域和“两新一重”、公共卫生设施建设等重大项目。

继5月和8月发行量突破万亿元之后，9月和10月的发行规模逐渐放缓，分别发行7208亿元和4429亿元。债券发行期限以长期债券为主，平均发行期限15年，期限结构有所优化。平均发行利率在上半年下行之后逐渐回升，全年平均发行利率为3.38%。其中，一般债券3.3%，专项债券3.42%，融资成本总体有所下降，但下半年有抬头态势。

从存量债务看，前三季度，全国地方政府债务余额25.58万亿元。其中，一般债务12.82万亿元，专项债务12.76万亿元；非政府债券形式存量政府债务1915亿元。地方政府债券剩余加权平均年限6.8年，其中一般债券6.1年，专项债券7.4年；加权平均利率3.50%，其中一般债券3.51%，专项债券3.50%。

为了应对疫情和外部冲击，地方债务大量发行，将加重财力薄弱地区的债务负担。2020年到2024年将是地方政府存量债务到期高峰，即使不考虑后续增发债务，每年到期的地方债和城投债总额均超过4万亿元（分别为4.32、4.67、4.22、5.26、4.07万亿元）。地方政府间还债压力具有较大差异，负债率较高的省份包括青海（85.7%）、贵州（76.39%）、天津（76.14%）、新疆（53.42%）、宁夏（52.77%）、吉林（51.64%）等，各省债务集中于省会城市。地方政府的还债能力和隐性担保能力归根结底还是要取决于地方经济发展水平与发展质量。对中西部经济欠发达地区，尤其是高负债地区的债务负担能力有必要持续关注。从城投债利差来看，需要关注的省份包括云南（225.98，AAA）、青海（928.85，AA+）、海南（7294.51，AA）等。

此外，地方债二级市场交易活跃度较低，截至10月23日，地方政府债券余额占债券市场比重为22.95%，但10月份二级市场成交金额占比仅为4.81%。应当进一步规范地方政府举债行为，提高债务发行和资金使用透明度，严控债务风险，合理定价，通过多种措施激活二级市场流通功能。

## 二、中国经济面临的主要风险因素

当前，中国经济面临的风险因素依然很多，下面主要从家庭债务、房地产市场、全球经济环境等相对比较突出的风险维度进行剖析。

### （一）家庭部门继续累积债务，疫情导致不同群体预期分化

家庭金融配置方面，经历了由疫情导致的一季度大滑坡之后，家庭部门债务再次开始持续攀升。从3月份以来，居民户新增人民币中长期贷款当月值均高于2017-2019年的平均值。第三季度中长期贷款新增额甚至达到1.8万亿元，不仅是历年来第三季度的峰值，也超过二季度成为当季新增额的峰值。居民中长期贷款的巨量新增虽有疫情期间贷款合同滞后的影响，但另一方面也反映出后疫情时代房地产市场的升温。居民户新增人民币短期贷款也从4月份开始发力，除7月份较低外，其余月份新增额也均高于2017-2019年的均值。第三季度短期贷款新增7748亿元，虽仅较二季度的8061亿元有所下降，但也是历年来第三季度的新高。无论是中长期贷款，还是短期贷款，二季度的当季新增额均是历史前二新高，只不过短期贷款的新高出现在二季度，中长期贷款的新高出现在三季度。

家庭债务的剧增也反映出家庭部门平滑消费的努力，家庭在受到收入冲击的时候，家庭会尽一切可能平滑消费，而银行贷款仅仅是显性的部分，亲朋好友之间的民间借贷同样值得关注。同时，虽然家庭部门新增贷款维持高位，但其占全部新增贷款的比例却从7月份呈现下降趋势，已经由7月份的76.3%下降至9月份的50.6%，接近2017-2019年的平均值。这也反映出整个市场的宽松状态，家庭部门债务剧增并非特例。

在家庭部门的债务存量方面，截止到2020年8月份，家庭部门共累积了14.8万亿元左右的短期贷款，45.7万亿元左右的中长期贷款。同家庭债务新增额相对应，从4月份开始，家庭债务的累积呈现加速态势。8月份同比增速达到20%，远远超过2019年，虽然短期债务的累积同比增速仍然为负，但降幅逐渐收窄，且在8月份又恢复正增长。后疫情时代家庭的债务结构日趋平稳，从4月份开始，家庭短期贷款与中长期贷款的比值一直稳定在32%。受债务增加与GDP增速下降的双重影响，截至2020年第二季度，家庭部门杠杆率（家庭债务余额与GDP之比）已经升高至59.7%。在全球疫情状况仍不明朗，中国经济仍未完全恢复的背景下，家庭部门积累的大量债务仍然会削弱家庭的现金流，可能成为国内大循环实现的制约因素。

家庭债务在持续累积的同时，家庭存款的增速有所放缓。在经历了一二季度的高速增长后，三季度家庭存款新增有所放缓，当季新增1.62万亿元，不但低于去年同期的1.71万亿元，也低于二季度的1.86万亿元，首次出现三季度比二季度低的情况。虽然疫情的影响仍未结束，但从新增贷款与存款的分化来看，家庭部门更加希望将资产配置在流动性较差，但回报率更高的房产上。

在疫情导致宏观经济疲软的情况下，家庭仍然在加速购买房产。这一方面是“流离失所”的恐惧深入人心的结果，另一方面也是房产在遇到较大收入风险中的保险作用得到体现的结果。利用上海财经大学高等研究院与澎湃新闻的联合调查数据，课题组发现，在当前工作受到疫情的影响并没有显著差异的情况下，在对未来的担心方面（以2021年收入预期衡量），有房无贷的家庭要明显乐观于有房有贷或者无房的家庭。同时在对储蓄的态度上，虽然疫情对不同家庭当前储蓄的影响并不显著，但对未来是否更多储蓄，以及如果有政府的现金补贴的用途上，有房有贷以及无房的家庭明显要更保守，更倾向于未来多储蓄，以及将补贴更多用于储蓄或者还贷而不是消费上，这也反映出这些家庭的预防性储蓄心理。

家庭债务不但影响到不同群体对预期的分化，使得有房贷的家庭以及没有住房的家

庭更加保守，也切切实实影响到了家庭消费，迟滞了消费的复苏。2020年第三季度家庭部门的消费需求仍较疲软，特别是城市家庭。仅看当季值，城镇家庭部门在第三季度当季消费6762元，仍低于去年同期的6814元，农村家庭的当季消费为3221元，略高于去年同期的3043元。并且如果从消费分项来看的话，在八大类消费中，无论是城镇家庭还是农村家庭，除食品烟酒和居住外，在衣着、生活用品及服务、交通和通信、教育、文化和娱乐、医疗保健、其他用品及服务等多项的消费均仍低于去年同期。同样利用上海财经大学高等研究院与澎湃新闻的联合调查数据，课题组还发现，相对于有房无贷的家庭，有房有贷的家庭以及无房的家庭在疫情期间消费下降更多，且有房贷的家庭更加保守，这些家庭普遍预计在2020年下半年消费要显著低于去年同期。“居者有其屋”是每个家庭的理想，疫情期间的人口隔离政策更是突出了这一理念，但如果家庭为此背负沉重的房贷，也确实会影响到消费，进而影响到经济的复苏。

## （二）疫情影响消退楼市逐渐回暖，房企限制政策确保预期平稳

受新冠病毒疫情冲击，今年第一季度全国商品房销售大幅下滑。随着疫情逐步得到控制，下行态势在3月有所放缓。2020年1-9月，全国商品房销售面积11.71亿平方米，累计同比下降1.8%，降幅较1-8月收窄1.5个百分点。销售额11.56万亿元，累计同比上升3.7%，增幅较1-8月扩大2.1个百分点。

分地区看，1—9月份，东部地区商品房销售面积48075万平方米，同比增长2.2%，增速比1—8月份提高1.4个百分点；销售额64424亿元，增长8.9%，增速提高2.3个百分点。中部地区商品房销售面积31459万平方米，下降7.0%，降幅收窄1.5个百分点；销售额22890亿元，下降5.7%，降幅收窄2.1个百分点。西部地区商品房销售面积32687万平方米，下降1.0%，降幅收窄1.7个百分点；销售额24286亿元，增长2.1%，增速提高1.8个百分点。东北地区商品房销售面积4852万平方米，下降8.9%，降幅收窄1.3个百分点；销售额4046亿元，下降5.0%，降幅收窄0.8个百分点。除东部地区量价齐升，西部地区销售额上升以外，其他地区销售面积和销售额均下降，且区域销售额增速均高于销售面积增速，表现出新房价格普涨的特征。

随着疫情逐步得到控制，全国房价整体上有所回升，且保持了稳步上涨的态势。9月70个大中城市新建商品住宅价格指数同比增长4.5%，涨幅较上个月下滑0.2个百分点，比6月低0.4个百分点；9月环比上涨0.3%，涨幅较上个月回落0.3个百分点，较6月份回落0.3个百分点，与去年年底相比，新建商品住宅价格累计上涨了3.3%。3月

70 个大中城市二手住宅价格指数同比上涨 2.2%，涨幅与上个月持平，与 6 月相比也持平；9 月环比上涨 0.3%，与半年末相比，二手住宅价格有一定幅度上涨。

分城市看，9 月一、二、三线城市新建商品住宅价格指数同比分别上涨 3.9%、4.8% 和 4.4%，环比分别上涨 0.4%、0.3%和 0.5%，环比涨幅较上个月分别收窄 0.2、0.3 和 0.5 个百分点，与去年年底相比，一、二、三线城市新建商品住宅价格累计上涨了 3.1%、4%和 5.1%。从二手房看，9 月一、二、三线城市二手住宅价格指数同比分别上涨 7.4%、2.0%和 1.7%，环比分别上涨 0.9%、0.2%和 0.6%，一、二线环比涨幅较上个月分别收窄 0.2、0.1 个百分点，三线环比涨幅与上个月持平，与去年年底相比，一、二、三线城市二手住宅价格累计上涨了 7%、2.6%和 2.9%。

受近年来严厉的信贷调控影响，定金及预收款和个人按揭贷款已经成为了房地产开发企业最重要的资金来源，两者合计占房地产开发企业资金来源的比重已经从 2015 年的 39.28%持续上升到了 2020 年第三季度的 49.08%。伴随疫情的缓解，房地产开发企业的资金来源情况较上半年有一定恢复，今年三季度房地产开发企业资金来源同比上升 2.9%，其中与销售相关的定金与预收款和个人按揭贷款当季同比分别上升 0.5%和 8.4%。销售的回暖使房地产开发企业的土地后续开发也有所回暖，今年前三季度房地产开发企业土地成交价款 9316 亿元，同比上升 13.8%，同期购置土地面积 15011 万平方米，同比下降 2.9%，较之前下降幅度大幅收窄。从 100 个大中城市的土地成交情况看，今年三季度成交土地占地面积当期同比上升 11.37%，显示土地交易回暖较为明显。土地开发回暖也提振了财政收入，今年三季度国有土地使用权出让收入 4.94 万亿元，同比上升 10.3%。

8 月 20 日，住房和城乡建设部、人民银行联合召开房地产企业座谈会，恒大、万科等 12 家房企参与座谈会，主要内容是进一步落实房地产长效机制,实施好房地产金融审慎管理制度,增强房地产企业融资的市场化、规则化和透明度，具体标准涵盖“三条红线”：剔除预收款后的资产负债率大于 70%；净负债率大于 100%；现金短债比小于 1。融资新规可能导致房企融资增速的下降，融资规模的减少。仅从销售和土地交易数据来看，新的紧缩政策暂时未能减缓房地产的扩张和回暖趋势，年内房地产受影响可能不大，“三条红线”的效果或在明年开始显现。目前新冠疫情的影响逐渐消退，生产基本恢复，中央继续坚持“房住不炒”的大方向，部分地区出现房地产贷款收紧的边际调整，加上开发商融资收紧，坚决控制房地产金融风险的决意明显。未来在实行因时制宜，因城施策的前提下，对量价齐升的地区如东部地区，特别是北京、上海这样的一线大城市，应放

宽建设用地指标，从调整供给端控制房价快速上涨，可考虑通过扩大区域房产供给的方式控制中心城市房价，如对长江角地区整体提升建设用地和房屋供给，保持房地产不过热，社会消费平稳，经济平稳。

### （三）新冠肺炎第二波疫情下，全球经济增长陷入困局

2020年二、三季度，新冠肺炎疫情的全球传播曾得到一定程度的控制。在此期间，北美、欧洲主要经济体的景气状况有所好转，社会生产出现了初步恢复的势头。然而，从9月开始，随着北半球进入秋季，新冠肺炎确诊病例数量也进入第二波上升期：欧元区、拉丁美洲、俄罗斯每日确诊病例显著持续增长，而日本在10月的日均新增病例数量也逼近其4月的峰值。短期来看，全球主要经济体消弭此次大流行病影响的前景不容乐观。

在2020~2021年冬季，防疫和复工依然是阻碍我国以外经济体复苏的首要不利因素。另一方面，防疫的客观需要也为中美两国维持贸易和知识产权等方面的已达成的共识提供了条件。以三季度出口数据为例分析，我国出口的恢复与进口的收缩有望使贸易顺差回升并超过去年同期水平，对支持内需恢复、推动经济“外循环”提供了较为坚实的依托。从长期来看，全球经济复苏不及二季度预期，对我国外贸增长常态化的限制也同样明显。

根据国际货币基金组织10月发布的《世界经济展望》及诸地区经济分析报告，预计2020年全球经济规模萎缩将达到4.4个百分点，其中发达经济体萎缩5.8个百分点，新兴市场和发展中经济体萎缩3.3个百分点。课题组认为，多数头部发达国家面对连续两个季度的GDP负增长，在复工复产的迫切要求下应对疫情不力，已经令不景气的生产状况与流行病产生累乘效应。参考IMF的预测数据，课题组判断，我国之外各主要国家和地区的社会生产效率在较长时间内仍然难以完全恢复至2020年以前的水平，但与2020年三季度末的情况相比，2021年之后的全球经济可能会表现出一定程度的缓慢恢复态势。

**美国经济有所好转，第四季度表现将成关键。**2020年二季度，美国实际GDP同比增速最终调整为-9.0%，年化环比增速终值为-31.7%。亚特兰大联邦储备银行和高盛集团分析，三季度美国GDP环比年化增速有望大幅反弹至34%~35%区间，而即便如此，其三季度实际GDP同比仍将下降8%~10%。据国际货币基金组织预测，美国2020年经济实际增长幅度为-4.3%，与6月预测结果相比降幅收窄。



生产消费数据也体现出新冠肺炎疫情的影响在逐渐淡化：7月起，美国采购经理人指数开始走高，并连续4个月高于50，其中10月制造业PMI为53.3，相比9月提升0.1；消费者信心指数逐渐反弹至冷暖分界线以上，9月水平为55.4，与8月的56相比略有回落；商品零售数据在经历二季度强刺激政策导致的显著反弹后逐渐恢复常态，三季度各月的环比增速均位于0.5%~2%区间。

消费者价格水平方面，三季度各月总指数稳定上升，分别为258.7、259.7和260.2，同比上涨0.1%。结合通货膨胀率数据可知，物价上升与二季度的经济刺激政策较为相关。劳动数据方面，尽管三季度各月平均小时工资提升幅度弱于去年同期，但平均每周劳动时间的增加和失业率持续下降都能够说明，美国社会生产的任务已在向正常状态下的合理安排谨慎过渡。另一方面，近期美国大选的结果对于防疫、对华政策和未来的经济政策走向仍存在较多不确定性。

**欧洲和日本服务业受到较大冲击，就业状况不容乐观。**在三季度新冠肺炎第二波冲击中，欧洲国家的防疫准备不足，因而遭受了比北美经济体更为严重的打击。在美国采取措施，逐渐压低每日新增确诊病例的同时，欧洲主要发达国家的确诊人数却表现出增长趋势。总体上，欧元区表现出了明显的失业率上升以及服务行业经营不振，社会活力也在下降。其中欧元区19国2020年二季度同比GDP增速为-11.8%，与一季度的-3.7%相比下降幅度进一步扩大；9月通货膨胀率为-0.3%，比8月降幅扩大了0.1个百分点。IMF对欧元区2020年增长幅度的预测为-8.3%，对比前次-10.2%的预测值缩窄了1.9个百分点。

西欧国家之中，德国、法国和英国的产出同比实际增长率分别为-9.7%、-13.8%和-19.8%，与一季度相比降幅显著扩大，为欧债危机以来出现的最大规模GDP负增长，且数据逼近甚至超过了失业率始终居高不下的意大利（二季度GDP同比萎缩13%）。相对地，德国和英国8月的失业率分别攀升至4.4%和4.5%，为近年新高。日本的情况同样不容乐观：二季度GDP实际同比下降7.9%，失业率则达到3%，为3年来最高值。

对上述发达经济体而言，制造业生产依然能够保持相对正常运行，但服务业受到的冲击较大。2020年三季度，德、法、英等发达经济体的制造业采购经理人指数均维持在荣枯线以上，甚至大致回到了新冠肺炎爆发前的水平。然而，隔离防疫措施减少了居民的日常外出消费，包括日本在内的上述四个经济体服务业采购经理人指数全部低于荣枯线，预计2020年第四季度，欧洲和日本服务业依然难有起色。

部分新兴市场国家和发展中经济体陷入“抗疫”和“增产”两难困境。与防疫工作安排合理、居民有序配合的韩国与东南亚经济体相比，部分新兴市场大国——印度、巴西和俄罗斯的抗疫不力已经对社会生产造成了严重影响。

据俄罗斯卫星通讯社报导，预计 2020 年三季度，俄罗斯 GDP 同比萎缩幅度将达到两位数，从而令全年经济增速下降到-8%左右。在这种情况下，俄罗斯的失业率依然高于 6%，而通货膨胀率也持续走高，于 9 月达到 3.7 个百分点的增幅。类似的情形也存在于印度和巴西，二者的 GDP 萎缩幅度分别为 25.5 和 9.7 个百分点，通货膨胀率也分别上升 7.34 和 3.14 个百分点。与西方发达经济体不同的是，上述国家的隔离措施并未严格限制居民社交活动，因而其服务业受到的打击不大，甚至采购经理人指数在三季度有所回升。预计东欧和拉丁美洲国家的经济运行有继续恶化的可能。

在东盟主要国家中，新加坡和越南的三季度 GDP 增速均维持在 0 以上，物价变动也维持在相对的合理区间，但 9 月失业率出现了明显波动，分别上升至 2.8 和 2.73 个百分点。印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国的产出表现为负增长，分别为 4.19、16.5、15.2 和 9.7 个百分点，且除菲律宾外失业率总体可控。预计东盟地区将率先摆脱新冠肺炎流行的负面影响，率先实现经济复苏。

### 三、辩证处理内外循环促进改革开放深化

当前，新冠疫情肆虐全球，其后果超过 2008 年世界经济金融危机，甚至超过上世纪 2、30 年代的世界大萧条。疫情造成的灾难和损失仍在持续蔓延，截至本季度报告发布之日，全球新冠确诊已超过 4330 万例，死亡超过 116 万例。这也让过去十年来 GDP 增速持续下滑的中国经济雪上加霜，面临着自改革开放以来前所未有的困难，尤其是 2001 年入世后的经济全球化红利濒临大大衰竭的境地。在此背景下，中国提出了“加快形成以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局”的要求。由于中国的巨大市场和经济的充满活力，加上美国对中国的全面遏制，当然眼下需要好好发展内部经济，可以形成一定程度的内循环，但外循环决不能丢，需要尽可能同时发挥外循环的优势。无论是短期政策应对，还是中长期改革治理，都应该在这个大的前提下来筹划。

#### （一）脱离外循环而片面强调内循环行不通

如果没有外循环，特别是和西方发达经济体的外循环，最好的结果也只是次佳而不

是最佳。并且，即使短期内循环发展起来，而抛掉外循环的话，最多只是局部、短期最优，全局、长期最优应是国内国际整体双向流动的大循环。在经济全球化的今天，中国经济已经与世界经济深度关联，你中有我、我中有你，如果只是单纯关注中国自身的局部均衡而忽视世界的全局一般均衡，不进行深层次多方位的综合治理改革，将会面临诸多瓶颈、短板和挑战，并可能导致经济不平衡不充分发展的问题更加严重，使得中国陷入中等收入陷阱的可能性大大加强，就容易再次陷入走向封闭的陷阱。一旦如此，长远后果将会十分严重。

**第一是内需瓶颈。**与世界其他国家 61 亿人，尤其是发达国家超过 10 亿人的外部需求相比，中国 14 亿人的内部需求规模和层次还有较大差距。尽管中国经济总量已达到全球第二，人均 GDP 也已突破 1 万美元，但正如李克强总理所说，中国还有 6 亿人月收入仅 1000 元。也就是，从平均值和中值对比来看，中国的收入分配格局存在收入差距悬殊的巨大问题。中等收入群体比重偏低，城乡差距、区域差距、贫富差距依然很大，效率和公平的辩证关系没有处理好。目前，中国占总人口 20% 的最贫困人口在收入或消费中所占的份额只有 4.7%，占总人口 20% 的最富裕人口占收入或消费的份额则高达 50%。如果中国国民收入水平得不到充分提高，贫富差距问题得不到解决，试图用内需来填补外需的缺口，恐难以实现。数据显示，近年来中国城乡居民收入增速已经出现持续下滑，而新冠疫情更是导致前三季度全国居民人均可支配收入扣除价格因素仅增长 0.6%。早在 90 年代中后期就提出的扩大内需战略，依然面临瓶颈制约。

**第二是技术短板。**得益于改革开放之后的技术引进和开发，中国目前的技术发展水平与改革开放之初已不可同日而语，实现了巨大的飞跃，成就不可否认，但是作为科研机构、作为智库机构，不能对我们与发达国家在科学技术上依然存在的巨大差距视而不见，盲目乐观，以为一切技术创新都可以自力更生了。中国工程院就曾对我国 26 类有代表性的制造业产业进行国际比较分析，结果显示与世界差距大的产业有 10 类，分别是：飞机、航空机载设备及系统、高档数控机床与基础制造装备、机器人、高技术船舶与海洋工程装备、节能汽车、高性能医疗器械、新材料、生物医药、食品。而与世界差距巨大的产业有 5 类，分别是：集成电路及专用设备、操作系统与工业软件、智能制造核心信息设备、航空发动机、农业装备。这从中国最具创新能力的企业华为在遭到美国技术封锁之后的冲击，也可见一斑。中国还需要虚心向西方学习。

**第三是制度挑战。**中国改革开放之前就是以国内大循环为主体，这与当时中国所实

行的计划经济体制有关，因计划经济体制与西方发达国家采用的市场经济体制格格不入，所以中国市场也就无法与外部市场兼容。经过了 40 多年的改革开放，中国虽然已经建立了市场经济体制的基本框架，但是这个体制框架还是很不完善的，市场在资源配置中的决定性作用并没有得到充分发挥，或者说市场经济这个必要条件还需求其他条件的配合，例如国家能力和政府执行力的配合，现实情况是政府在很多方面很多时候所扮演的角色存在错位、越位、缺位同时并存的现象，计划经济的很多残余依然存在，政府主导经济的程度仍然过大。如果失去了开放环境下外循环所带来的体制改革倒逼压力，中国很可能会从市场经济退回到统制经济乃至计划经济的轨道上去。这个风险不是不存在，而对这个风险的防范和化解，很重要的就是要进一步扩大开放。

## （二）内外双循环两手抓促进改革开放深化

中国改革开放一直是两条腿走路，对内改革、对外开放，而这两条用机制设计理论的概念来讲，主要就是希望实现两点：一是把激励搞对，包括内外资的激励，实现激励相容；二是让信息对称，包括内外信息的对称，提升信息效率。这实际上也是一种内外双向流动以此形成国内国际大循环的思想。如果只有放开，而没有开放，没有对人类其他优秀文明成果的吸收借鉴，尤其是对西方成熟市场经济条件下的制度、技术、资金、人才等资源的汲取，中国不可能取得如今这么大的发展成就。中国依然需要对外开放倒逼对内改革的综合治理改革，需要外部竞争激活内部动力，处理好“改革、发展、稳定、创新、治理”五位一体的辩证互动关系。

首先，从制度层面来看，中国所推行的市场经济体制不能过于强调政府作用，过于强调国企作用，而忽视了与世界主流市场经济国家的兼容。过度强调体制特色和优势容易引起外部反弹，使后者不愿承认中国的市场经济地位。真正的市场经济，必然要求要素和商品的跨境自由流动，必然要求对于私有产权的保护，必然要求对国企、民企、外企的公平对待。尤其是外企在倒逼市场化改革方面可以发挥鲑鱼效应。中国需要建立健全更为广纳式的包容性市场经济制度，真正让市场在资源配置中起决定性作用，让政府更好而不是更多地发挥作用，并且政府的作用应该限于维护和服务这两个方面，基于此提升国家能力和政府执行力，而不是动辄干预市场经济活动，以实现跟主要发达国家的经济体制趋同，尽量避免出现“一个世界，两个阵营，两种体系，两个市场”。

其次，从技术层面来看，中国一方面要加强在关键核心领域的科研攻关，这有赖于科技、教育体制的改革深化，另一方面也要认识到不可能在所有技术环节都大包大揽，

**你中有我我中有你，方能确保相互制衡。**当前中国在科技攻关方面存在一种强化举国体制的趋势，这在一些工程科技领域也许可以发挥一定的作用，但其作用有限，在基础科学领域作用更为有限，甚至可能是负作用。现代化和工业革命及当前科学技术创新的高速发展都充分显示，科技创新的主要源泉是自由竞争下的个人主观能动性，而不是政府主导。中国至今基础科学领域仍然薄弱，基础研发与发达国家仍有很大的差距。过去相当一个时期，我们通过引进海外高层次人才、加强国际科技交流合作等方式一定程度上弥补了这个短板，但现在中国的国际教育和科技交流也正面临围追堵截，必须向内下决心改革自身科技教育体制，充分发挥个体创新的主观能动性，但其前提需要有独立之精神、自由之思想和充分竞争。同时，需要纠正什么技术都自己独立搞一套体系的迷思，即使是美英法德日等发达工业国家，也没有完整的技术体系，都依赖于国际分工。

再次，从政策层面来看，中国需要实行国民收入倍增计划，发展壮大中等收入群体，持续推动基尼系数下降、贫困问题持续改善，形成可持续经济增长和提振内需的基础，也为民主法治、公平正义、包容透明的社会治理打下良好基础。中国需要将新时期的经济增长目标放在国民收入增长方面，这是提振内需实现经济良性循环的必要条件，也是实现发展成果为全民共享的必然要求。同时，无论是经济社会发展，短期处事应对，长治久安，还是想要成为得到各国信任和拥护的真正世界强国，都需要满足现代国家治理和良性发展的三要素。除了包容性市场经济制度，规划、清晰明确地执行政策与法律的国家能力之外，还有一个重要的要素就是民主法治、公平正义、包容透明的社会治理，而这最后这一点依赖于公民素养的形成，而公民素养与居民收入水平往往是正相关的。

**本期分析报告撰写人（按姓氏拼音排序）：**

陈旭东、曹林谊、宫健、蒋荷露、李倩、李双建、刘子熙、宁磊、欧声亮、唐荣胜、王小雯、王玉琴、吴化斌、徐佳文、张同斌、赵琳、赵旭霞、朱梅

本报告联系人：陈旭东（021-65903125，[chen.xudong@mail.shufe.edu.cn](mailto:chen.xudong@mail.shufe.edu.cn)）

| 分析内容               | 撰稿人  |
|--------------------|--|
| 全国消费数据分析           | 李倩 副教授（美国纽约州立大学石溪分校经济学博士）                              |
| 全国固定资产投资数据分析       | 王小雯 助理研究员（香港大学经济学博士）                                   |
| 全国家庭债务数据分析         | 宁磊 副研究员（上海财经大学高等研究院博士后）                                |
| 全国劳动力市场数据分析        | 唐荣胜 副教授（美国圣路易斯华盛顿大学经济学博士）<br>蒋荷露 副教授（美国圣路易斯华盛顿大学经济学博士） |
| 全国金融数据、人民币汇率走势分析   | 王玉琴 助理研究员（美国南伊利诺伊大学经济学博士）                              |
|                    | 刘子熙 助理研究员（德国法兰克福大学经济学博士）                               |
|                    | 李双建 助理研究员（上海财经大学高等研究院博士后）                              |
| 全国财政数据分析           | 吴化斌 副研究员（上海财经大学经济学博士）                                  |
|                    | 张同斌 副教授（西班牙巴塞罗那自治大学博士）                                 |
|                    | 欧声亮 副教授（西班牙庞培法布拉大学博士）                                  |
| 全国房地产数据分析          | 王小雯 助理研究员（香港大学经济学博士）                                   |
| 对外贸易数据分析           | 赵琳 助理研究员（中国科学院管理学博士）                                   |
|                    | 徐佳文 副教授（美国波士顿大学博士）                                     |
| 全国 CPI、PPI 与消费数据分析 | 朱梅 副研究员（北京大学金融数学博士）                                    |