



**NIFD**

国家金融与发展实验室  
National Institute for Finance & Development

# NIFD季报

主编:李扬

---

## 国内宏观经济

张平  
杨耀武

2022年11月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、银行业运行、保险业运行、特殊资产行业运行等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

# 中国经济韧性与周期不同步的政策选择

## 摘要

今年以来，面对新冠肺炎疫情扰动与国际地缘政治冲动相互叠加的复杂局面，我国高效统筹疫情防控和经济社会发展，经济运行总体平稳，前三季度我国主要经济指标均较上半年有所回升。从拉动经济增长的动力来看：一是消费对经济增长的拉动作用明显减弱，居民基础性消费占比明显提升；二是受制造业投资保持韧性和基建投资增速回升带动，固定资产投资维持较快增长；三是净出口对经济增长的拉动作用较强，但今年以来外贸出口增速已逐步下降、进口增速在二季度快速下降后三季度仍在走低。

综合我国出口、固定资产投资增速变化以及消费增长可能面临的现实情况，我们预计 2022 年第四季度中国 GDP 增速可能在 4.2% 左右，全年 GDP 增速可能在 3.3% 左右。物价走势方面，预计四季度我国 CPI 同比会较三季度小幅下行，全年涨幅在 2.0% 左右；PPI 同比将继续回落，可能由正转负，全年涨幅在 4.3% 左右。人民币兑美元汇率在前期贬值幅度较大的情况下，四季度出现双向波动的可能性大幅增加，年末可能围绕在 1 美元兑 7.2 元人民币左右波动。

如果以 2019 年前三季度各行业增加值为基期，来看 2020 年前三季度至 2022 年前三季度的各行业复苏状况，可以发现，受疫情影响以来的 2020~2022 年前三季度制造业增加值年均复合增速为 5.3%，是未受疫

本报告负责人：张平

本报告执笔人：

- 杨耀武  
国家金融与发展实验室  
经济增长与金融实验中心研究员
- 张平  
国家金融与发展实验室  
副主任

### 【NIFD 季报】

全球金融市场  
人民币汇率  
国内宏观经济  
宏观杠杆率  
中国金融监管  
中国宏观金融  
中国财政运行  
地方区域财政  
房地产金融  
债券市场  
股票市场  
银行业运行  
保险业运行

情影响的 2019 年前三季度 4.5% 增速的 1.18 倍；同期，服务业年均复合增速为 4.0%，仅为 2019 年前三季度 7.3% 增速的 54.2%。制造业快速增长对冲服务业收缩的态势非常明显。在新冠肺炎疫情的冲击之下，中国制造业能够实现较为强劲的增长，主要得益于制造业完整的供应链体系以及有效的疫情防控，国际供需缺口则提供了良好的外部需求环境。目前来看，这种外部需求环境正在发生改变，全球经济增速逐步放缓甚至在 2023 的出现衰退的概率增加，这可能降低因制造业增长形成的中国经济韧性。通过观察中国经济潜在增长路径与实际增长路径间的偏离，可以看出疫情已经对中国经济增长产生了非常大的冲击；外部需求下降和信用收缩可能对中国经济形成新的二次冲击。

当前，中国经济面临的现实状况主要有以下特征：一是经济处在低通胀和稳定增长的复苏周期中，自身经济潜力和活力还有待充分激发；二是必须直面全球化转变和全球经济增速下滑和信用收缩可能带来的二次冲击。尽管全球化转变已经开始，但全球经济间的关联性依然很强，国际经济走势对中国的影响依然重要。在此情况下，中国要保持战略定力，利用有利的宏观周期解决国内问题、应对国际风险，同时利用高水平的对外开放应对逆全球化进程，共同应对全球绿色转型，积极参与国际金融、数据治理等规则制定与合作。

## 目 录

一、2022 年前三季度我国经济运行基本态势与全年走势预测 .....	1
(一) 前三季度我国经济运行基本情况 .....	1
(二) 2022 年全年我国经济走势预测 .....	2
二、中国经济增长韧性与路径偏移 .....	3
(一) 制造业是中国经济增长韧性的主要来源 .....	3
(二) 中国经济实际增长路径与趋势路径间的偏离 .....	5
三、中国与一些发达国家宏观政策周期的不同步 .....	7
四、利用中国有利的宏观周期积极应对外部收缩冲击 .....	9

## 一、2022 年前三季度我国经济运行基本态势与全年走势预测

### （一）前三季度我国经济运行基本情况

今年以来，面对新冠肺炎疫情扰动与国际地缘政治冲击相互叠加的复杂局面，我国高效统筹疫情防控和经济社会发展，经济运行总体平稳，前三季度我国主要经济指标均较上半年有所回升。今年前三季度，我国国内生产总值（GDP）同比增长 3.0%，比上半年增速提高 0.5 个百分点；其中，第一季度 GDP 实现同比增长 4.8%，第二季度增长 0.4%，第三季度增长 3.9%，经济增长在第二季度触底后第三季度明显回升；我国居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.0%，总体处于窄幅波动之中；主要受 3 月至 5 月部分地区疫情防控形势较为严峻影响，我国城镇调查失业率月均为 5.6%，阶段性突破了 5.5% 以内的目标；在美国货币政策持续收紧的情况下，年初至三季度末，人民币兑美元汇率贬值 10.2%，其中三季度贬值幅度就达到 5.6%。

从拉动经济增长的动力来看：**一是消费对经济增长的拉动作用明显减弱，居民基础性消费占比明显提升。**前三季度，我国最终消费支出对 GDP 增长的贡献率为 41.3%，虽较上半年提高 9.2 个百分点，但较上年同期下降了 20.8 个百分点；居民人均可支配收入实际增长 3.2%，与 GDP 增长基本同步，但城镇居民人均可支配收入实际增速只有 2.3%。在疫情扰动等因素的影响之下，我国居民人均消费支出实际增长 1.5%，比居民人均可支配收入增速低 1.7 个百分点，其中城镇居民人均消费支出下降了 0.2%，比可支配收入增速低 2.5 个百分点。在居民消费结构中，基础消费占比提高，居民食品类、居住类消费占居民消费支出的 54.1%，比上年同期提高 1.0 个百分点，较 2019 年同期提高 2.9 个百分点；一些具有高收入弹性的商品和服务消费出现负增长，如：教育文化娱乐消费占比下降至 10.0%，比上年同期和 2019 年同期分别下降 0.8 个百分点、1.4 个百分点。教育文化娱乐消费下降可能会对长期人力资本积累产生不利影响。

**二是受制造业投资保持韧性和基建投资增速回升带动，固定资产投资维持较快增长。**前三季度，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.9%，虽较上半年小幅回落 0.2 个百分点，但比前两年同期平均增速提高 1.9 个百分点；从固定资产投资各主要分项来看，在一揽子稳定宏观经济大盘政策的推动下，基建投

资明显回升，制造业投资也表现出较强韧性。前三季度，制造业投资同比增长 10.1%，虽比上半年小幅下降 0.3 个百分点，但较前两年同期平均增速提高 6.5 个百分点；基建投资同比增长 8.6%，比上半年提高 1.5 个百分点，较前两年同期平均增速提高 7.8 个百分点；房地产投资同比下降 8.0%，降幅比上半年扩大 2.6 个百分点，较前两年同期平均增速低 15.2 个百分点。

三是净出口对经济增长的拉动作用较强，但今年以来外贸出口增速已逐步下降、进口增速在二季度快速下降后三季度仍在走低。今年前三季度，我国实现贸易顺差 6451.5 亿美元，创同期历史新高。前三季度，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献率为 32.0%，虽较上半年下降 3.8 个百分点，但较去年同期提高 12.0 个百分点。第三季度，受一些发达经济体货币政策收紧步伐加快以及去年同期基数抬升影响，我国出口同比增长 10.1%，比第一、第二季度出口增速分别低 5.4 个百分点、2.4 个百分点，其中 9 月份我国出口同比增速已下降至 5.7%，比 6 月份下降 11.7 个百分点；第三季度，我国进口同比增长仅为 0.9%，比第一、第二季度进口增速分别低 9.7 个百分点、0.7 个百分点，进口增速在二季度出现快速下滑后，三季度继续有所下降，其中 9 月份我国进口同比增速仅为 0.3%，比 6 月份下降 0.4 个百分点。

## **(二) 2022 年全年我国经济走势预测**

在外部需求收缩和去年同期基数抬升的情况下，四季度我国外贸出口增速会继续下行甚至有出现负增长的可能。消费作为经济中的慢变量，会同时受到收入增速变化和预期调整的影响，如果四季度疫情防控形势保持相对稳定，同时各地能将优化疫情防控工作二十条措施细化执行到位，那么消费增长将比前三季度更加稳固。固定资产投资方面，四季度包括专项再贷款支持设备更新改造在内的新一轮信贷政策落地实施，将加大金融支持制造业技改投资力度；房地产投资在“保交楼”、房贷利率下行及换房退税优惠等政策推动下，需求端有望边际修复，叠加去年同期基数下降，对固定资产投资的负向拉动作用可能会有所减缓；在前期已开工建设项目基础上，我国基建投资仍有望保持相对较高增速，但四季度北方严寒天气可能会对基建投资形成一些制约。综合我国出口、固定资产投资增速变化以及消费增长可能面临的现实情况，我们预计 2022 年第四季度中国 GDP 增速可能在 4.2% 左右，全年 GDP 增速可能在 3.3% 左右。物价走势方面，预计四季

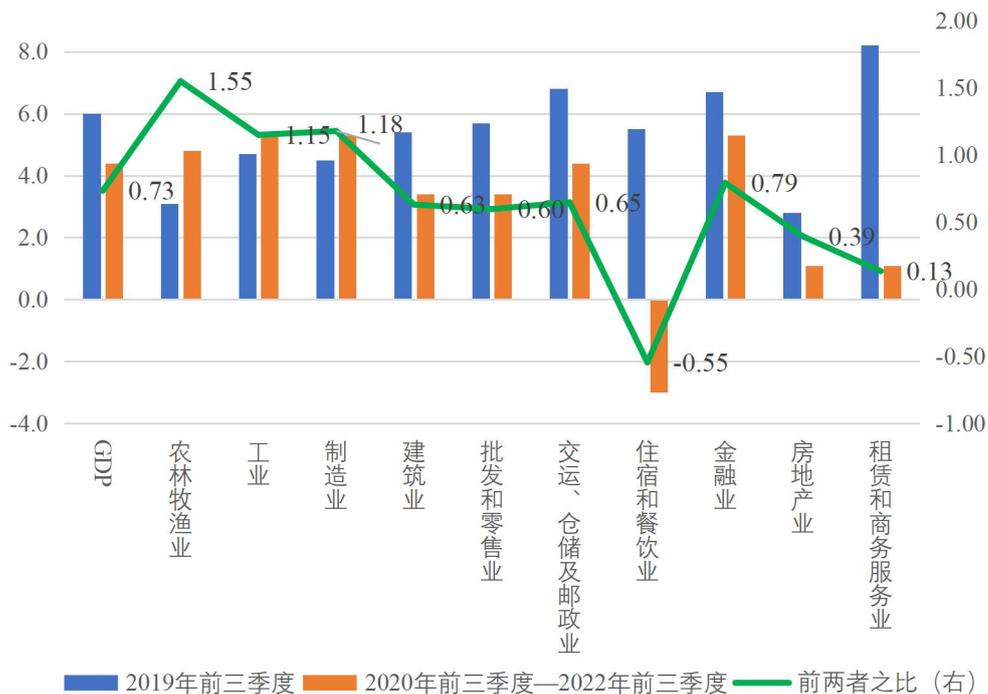
度我国 CPI 同比会较三季度小幅下行，全年涨幅在 2.0%左右；PPI 同比将继续回落，可能由正转负，全年涨幅在 4.3%左右。人民币兑美元汇率在前期贬值幅度较大的情况下，四季度出现双向波动的可能性大幅增加，年末可能围绕在 1 美元兑 7.2 元人民币左右波动。

## 二、中国经济增长韧性与路径偏移

### （一）制造业是中国经济增长韧性的主要来源

在新冠肺炎疫情持续近三年的影响之下，中国经济一直表现出了十足的韧性，2020 年国内生产总值（GDP）增长 2.2%，2021 年恢复至 8.1%，两年平均 5.1%，2022 年前三个季度 GDP 同比增长 3.0%，预计全年增长在 3.3%左右。新冠肺炎疫情暴发以来，全球巨大的供需缺口以及中国拥有的世界上规模最大、门类最齐全的制造业体系率先恢复，是中国经济增长韧性的主要来源。2020 年，中国制造业增加值带动 GDP 增长约 0.7 个百分点，对当年 GDP 增长的贡献率接近 30%；2021 年，制造业增加值带动 GDP 增长 2.7 个百分点，对当年 GDP 增长的贡献率约为 33%。2022 年前三个季度，制造业增加值带动 GDP 增长近 0.9 个百分点，对前三季度 GDP 增长的贡献率接近 30%。在海外对中国制造业产品需求仍较为旺盛的情况下，2022 年前三季度，净出口总体保持较快增速，部分对冲了境内疫情反复导致的国内消费需求收缩。2022 年前三季度，最终消费支出对 GDP 增长的贡献率较 2019 年同期下降 17.8 个百分点，资本形成总额贡献率比 2019 年同期仅增长 3.1%，其他部分则是由净出口的贡献率提高来加以弥补。

新冠肺炎疫情暴发以来，海外需求增加部分对冲了中国内需增速的放缓。在海外需求增长带动下，中国制造业自疫情暴发以来实现了非常充分的复苏。如果以 2019 年前三季度各行业增加值为基期，来看 2020 年前三季度至 2022 年前三季度的各行业复苏状况，可以发现，受疫情影响以来的 2020~2022 年前三季度制造业增加值年均复合增速为 5.3%，是未受疫情影响的 2019 年前三季度 4.5%增速的 1.18 倍；同期，服务业年均复合增速为 4.0%，仅为 2019 年前三季度 7.3%增速的 54.2%。制造业快速增长对冲服务业收缩的态势非常明显。



**图 1 2019 年前三季度与 2020~2022 年同期各行业增加值变动情况**

数据来源：国家统计局。

注：2020~2022 年前三季度为年均复合增速。

在新冠肺炎疫情的冲击之下，中国制造业能够实现较为强劲的增长，主要得益于制造业完整的供应链体系以及有效的疫情防控，国际供需缺口则提供了良好的外部需求环境。但这种外部需求环境正在发生改变，从 2022 年 8、9 月份中国外贸出口数据来看，发达经济体在货币政策收紧步伐加快的情况下，中国对美国出口同比下降 7.9%，中国对欧盟出口同比仅上升 8.4%，中国对东盟的出口仍保持较强劲增长，但东南亚还难以成为最终的消费需求地。欧央行在今年前期已累计加息 125 个基点的情况下，10 月 27 日继续加息 75 个基点；美联储则在今年前期已累计加息 300 个基点的情况下，11 月 2 日继续加息 75 个基点。随着欧美货币政策紧缩步伐持续加快，全球有效需求可能会进一步收缩。同时，加息后美元指数有可能维持高位，导致全球信用收缩。自 2022 年下半年美国连续进行 75 个基点的加息后，人民币兑美元汇率出现了年内的第二波下跌，表明国际信用收缩也对中国产生了影响。预计全球经济需求下降和信用收缩，可能会对 2022 年第四季度以及 2023 年的中国经济增长产生新冠肺炎疫情冲击后的二次冲击。

一些国际组织对中国今年的经济增速进行了预测，2022 年 10 月份国际货币基金组织 (IMF) 发布的《世界经济展望》预测，中国 2022 年 GDP 增速为 3.2%；

世界银行 10 月期《东亚与太平洋地区经济半年报》预测，中国 2022 年的 GDP 增速为 2.8%；经合组织（OECD）9 月份预测 2022 年中国 GDP 增速为 3.2%。根据前三季度增长 3.0%的情况，2022 年中国 GDP 增长在 3.5%以内较为正常，如果疫情在四季度出现较大范围反弹，则仍有可能拖累全年经济增速。当前，新冠病毒仍在不断变异，传染性强但毒性减弱，预计 2023 年疫情对经济的干扰会有所下降，中国 GDP 增速可能会恢复到 4%以上。一些国际组织对中国 2023 年 GDP 增速预测，在基准情形下，IMF 为 4.4%，世界银行为 4.5%，OECD 为 4.7%。同时，世界银行等国际组织对欧美货币收紧步伐加快可能导致的全球性衰退发出了警告，认为这种情形出现的概率正在加大，希望各国做好应对准备。

目前来看，全球经济增速放缓甚至在 2023 出现衰退的概率增大，这可能降低因制造业增长形成的中国经济韧性，主要表现在以下方面。一是发达经济体为了应付前期过度刺激引起的“新冠泡沫”而持续加息，预计 2023 年一季度美联储会加息至 4.5%以上。美国股票市场交易表现出的特征已不仅包含经济衰退的可能，而且开始交易美国房地产—金融再次陷入危机的可能性，欧洲则有可能陷入经济滞胀的状态，这可能极大拖累全球总需求。二是国际地缘政治冲突持续发酵，引发美欧等国加快降低对中国供应链的依赖，这种状况在 2023 年会更加显现。三是因储备货币国家，特别是美国持续加息和美元指数较快上涨，引发全球信用收缩、债务压力增大、汇率波动加剧引发全球经济和金融市场大幅波动。这三大因素都有可能影响中国经济韧性，需要国内出台更多的稳定消费和投资的政策措施，以有效对冲国际的不利影响。

## （二）中国经济实际增长路径与趋势路径间的偏离

2022 年是中国经济在新冠肺炎疫情影响下运行的第三个年头，今年前三季度，中国国内生产总值（GDP）同比增长 3.0%；按照我们的预测，如果第四季度中国经济能够延续回升态势，从而实现 4.2%左右的增长，那么全年 GDP 可实现 3.3%左右增长，如果 2023 年增速介入 4%~5%之间，那么离潜在增长趋势仍有一定距离。

实际上，在新冠肺炎疫情影响尚未显现之前，一些国内外机构就对今后一段时间中国经济增速做出了预测，连结这些增速点就构成了中国经济可能的增长趋势线。按照 2020 年 1 月初世界银行对中国经济增速的预测，2020 年、2021 年、

2022年中国经济增速分别为5.9%、5.8%、5.7%；在差不多同一时间IMF对中国2020年、2021年的经济增速预测值分别为6.0%、5.8%。中国社科院经济研究所《中国经济报告2020》总报告组对2020年、2021年、2022年中国经济增速的预测值分别为5.9%、5.8%、5.6%。上述机构对2020~2022年中国经济增速的预测值均在5.5%以上且非常接近。在此我们利用三家机构预测的平均值作为中国经济在未受疫情影响下的可能增长趋势。通过观察中国经济可能的增长趋势路径与实际增长路径间的偏离，可以看出疫情已经对中国经济增长产生了非常大的冲击；外部需求下降和信用收缩正逐步对中国经济形成新的二次冲击。同时，乌克兰危机所引发的地缘政治冲突仍在持续发酵，可能成为全球化加速转变的重要因素。全球化转变可能成为后疫情时代国际经贸关系中最为核心的调整和挑战。持续的疫情冲击和全球化转变造成世界经济的“永久伤疤”，可能表现为经济增长减速、顽固性通胀等问题，带来经济增长和波动的长期不确定性。中国是全球化的受益者也是推动者，未来的全球化转变可能会对中国经济增长路径产生持续的影响。在中国人口加速老龄化、增长基数不断抬升和全球化转变等多重因素共同影响下，中国经济可能逐步向着3%~5%的年均增速换挡。中国经济实际增长中枢下移，偏离潜在增长趋势，这种偏离可能会固定下来，从而使经济长期按偏移了的路径增长。



图2 新冠肺炎疫情冲击下中国经济实际增速与趋势间的偏离

注：2019年=100

### 三、中国与一些发达国家宏观政策周期的不同步

世界主要经济体周期不同步源于新冠肺炎疫情的冲击。不同于内生在经济体系中的经济、金融危机，新冠肺炎疫情大流行属于自然冲击，其传染性、致死率、流行持续时间、疫苗研发等存在诸多不确定性。各国根据自身特点采取了不同的抗疫和经济救助政策，这直接导致了全球主要经济体宏观经济周期的非同步性。部分发达国家较早采取了“全员免疫”的抗疫策略，相应地在隔离期间采取短期激进的“直升飞机撒钱”式的经济救助政策，直接发放救助至居民家庭，家庭购买力短时间迅速上升，但劳动者居家得到补贴后不愿再劳动等原因导致供给不足，供需失衡。当隔离放松后，迅速产生了“新冠泡沫”（Covid Bubble），促成了美欧国家的高通货膨胀，叠加地缘政治冲突引发的能源价格冲击，导致了美欧国家出现了自大规模全球化以来的最高通货膨胀。美欧采取了连续拉高利率和紧缩信用这类“不惜代价”的调控模式抑制通货膨胀，导致信用紧缩周期快速来临，可能再次引发全球信用收缩和衰退。

当前，全球经济增长的势头已经被乌克兰危机和部分发达国家货币政策收紧所削弱，世界经济在 2021 年出现反弹式复苏后，今明两年的增速将趋于下降。美国在抑制“疫情泡沫”引起的高通货膨胀时也在牺牲增长。2022 年第一、第二季度，美国经济环比负增长，即出现了所谓技术性衰退，但美国内需增长依然强劲；第三季度美国经济环比折年率虽然转为正增长 2.6%，但美联储主席鲍威尔在 11 月议息会议后的新闻发布会上表示，消费者支出增长正在放缓，房产部门的经济活动明显减弱，高利率和较慢的产出增长似乎也给企业固定资产投资带来了压力。从目前的加息步伐看，预计 2022 年底美国联邦基金目标利率区间可能会突破 4.5%，2023 年第一季度继续加息至 4.5% 以上，这增加了美国经济硬着陆的可能性。2022 年 10 月底，美国房地产 30 年抵押债券利率突破 7%，达到近 20 年来的新高，部分市场人士开始担忧美国房地产可能会再现 2008 年的房地产—金融问题，出现所谓经济危机与金融危机叠加。面对高企的通胀，2022 年 10 月欧央行进行了年内连续第二次 75 个基点的大幅加息，预计 2023 年欧洲经济有可能转入全面“滞胀”。由于利率上升，引发债券市场的大幅度波动，一些投资者开始担忧欧洲“滞胀”和“欧债危机”相互叠加。日本则继续保持宽松货币政策，希望通过贬值来提高国际竞争力。美联储和欧央行则持续加息，信用收缩和

美元指数持续上升都会导致全球信用收紧，很多负债较高的发展中国家和新兴经济体发生债务危机的可能性大幅上升。

中国则采取了“动态清零”的抗疫总方针和审慎的经济刺激政策，经济增长保持总体平稳，同时成为全球最早大规模提供工业制造品供给的国家，但由于持续的疫情扰动导致中国的居民消费需求增长受限，经济增速也有所放缓；同时，中国审慎的救助政策克服了经济的大起大落，但复苏步伐也相对温和。2022年，中国经济增速有所放缓，在美欧进入反通胀的信用紧缩周期时，中国进入了降息和扩张信用以促进增长的信用扩张周期。可以看出，面对新冠肺炎疫情这类具有高度不确定性的自然冲击，各主要国家依据自身特色，所采取的防疫和经济救助措施各具特色而难以协调，这也导致各国处在了非常不同的经济周期阶段。

全球各主要经济体处于非常不同的经济周期阶段，导致宏观政策协调难度加大，货币汇率波动加剧，直接影响了全球经济和金融稳定，更多尾部风险可能会不断暴露。展望2023年，各主要经济体都有不同的经济和政策目标，但从目前的政策选择倾向看，都主要是采取以我为主的政策基调，兼顾全球波动。

从现代历史上的三次大的全球性经济衰退来看，政府均成为了最重要的救助者。1929年开始的大萧条使得央行成为了“最后的放款人”，为危机提供流动性，也成就了凯恩斯主义，积极财政政策成为摆脱经济危机的最大政策工具。2008年的国际金融危机使得央行成为了“最后的交易商”，无所不能买，从房地产抵押债到股票ETF，不但可以利用量化宽松的方式向市场注入流动性的，而且可以用扭转交易方式进行国债收益率曲线控制（YCC）来进行资产负债表修复，同时启动财政救助政策。2020年疫情冲击，财政货币一体化进程达到了历史上的顶峰，财政通过货币当局进行负债扩张直接给居民发放补贴，即“直升飞机撒钱”进行救济。这些政策一方面能看出政府具有重要的信用和跨期平抑周期的功能，而且越来越强。但政府干预的效果也不断受到挑战，政府举债会受到加税和高利率的影响，凯恩斯主义受到了“滞胀”的打击，而持续的低利率也先后引发了互联网泡沫和美国房地产的次贷危机，从而引发国际金融危机。新冠疫情后部分发达国家以前所未有的幅度扩表举债，直接引发了这次“新冠泡沫”危机，政府干预具有一定的熨平经济周期功能，同时也受到李嘉图等价等多种经济因素的制约。

全球化转变后，低利率—高增长的组合渐行渐远，国家信用扩张的条件发生

变化，各国经济的周期非同步，各国政府都各自积极探索新的应对周期波动的政策模式。中国在 2023 年预计也要采取基于中国自身发展周期的政策选择，探索中国现代化之路，同时防范全球经济减慢和信用收缩的二次冲击。

#### 四、利用中国有利的宏观周期积极应对外部收缩冲击

当前，中国经济面临的现实状况主要有以下特征：一是经济处在低通胀和稳定增长的复苏周期中，自身经济潜力和活力还有待充分激发；二是必须直面全球化转变和全球经济增速下滑和信用收缩可能带来的二次冲击。尽管全球化转变已经开始，但全球经济间的关联性依然很强，国际经济走势对中国的影响依然重要。在此情况下，中国要保持战略定力，利用有利的宏观周期解决国内问题、应对国际风险，同时利用高水平的对外开放应对逆全球化进程。中国已经加入区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）等区域性组织，获得了应对全球化转变的一些手段，因此要充分利用好 RCEP，积极深化对外开放，共同应对全球绿色转型，积极参与国际金融、数据治理等规则制定与合作。

中国面对全球经济下滑和自身货币政策空间受限等问题，应积极利用自身低通胀的有利条件，把短期稳定和长期发展结合起来，积极化解国内风险，提升中国的竞争力，推动双循环战略实施。从政策组合上看，中国可以推出更为积极的宏观调控政策和改革措施：一是积极调整宏观管理政策框架，基于现代化进程的需要加强财政与金融协同机制，这样才能充分促进复苏和应对外部冲击。在自身货币政策空间受限的情况下，中国关键是要通过降低存贷款息差的方式，降低社会综合融资成本，着力破除贷款利率隐形下限。中国商业银行等金融机构要通过改善服务增加中间业务收入，逐步改变以赚取利差为主的盈利模式。近年来，我国企业融资成本有所下降，但还远远不够；从企业的资产收益率变动状况看，随着我国经济潜在增速下降，企业总资产收益（ROA）整体处于下行过程中，我国 A 股上市公司总资产收益率已有多年低于综合融资成本，这降低了市场主体的投资意愿。在自主经营权得到尊重的情况下，金融机构应当充分竞争、自负盈亏；对于承担额外社会责任可能带来的坏账损失，应当有相应的财政机制配合加以解决。二是利用国内宽松金融条件，通过政策性金融配合财政政策积极处理现有的房地产—金融坏账问题，促进房地产行业良性发展和构建房地产市场长效机制。三是财政政策要积极救助低收入和收入不稳定人群，保证中低收入人群生活

质量，促进消费需求增长，这既是改善民生的要求，也是稳定经济的需要。四是中国成功推动了留抵退税和税收抵扣等税收减免政策，与之相配套的是要更大力度地发挥积极财政支出和政策性银行的支出作用，稳定宏观经济大盘。五是放松对一些行业不必要的管制，增强民营企业信心，千方百计扩大就业。六是加快市场化改革，用更多的竞争政策来激励产业实施技术创新，积极推动多主体参与，提高创新的多元化动力。

版权公告：**【NIFD 季报】**为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。