



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF 中国宏观经济月度数据分析报告

(2022年5月) (总第55期)

内外并重，稳定预期，突破困境

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2022年5月



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济月度数据分析会（第55期）

内外并重，稳定预期，突破困境

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限公司

承办单位：中国人民大学经济研究所



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济月度数据分析报告

内外并重，稳定预期，突破困境

报告人：王孝松

2022年5月18日

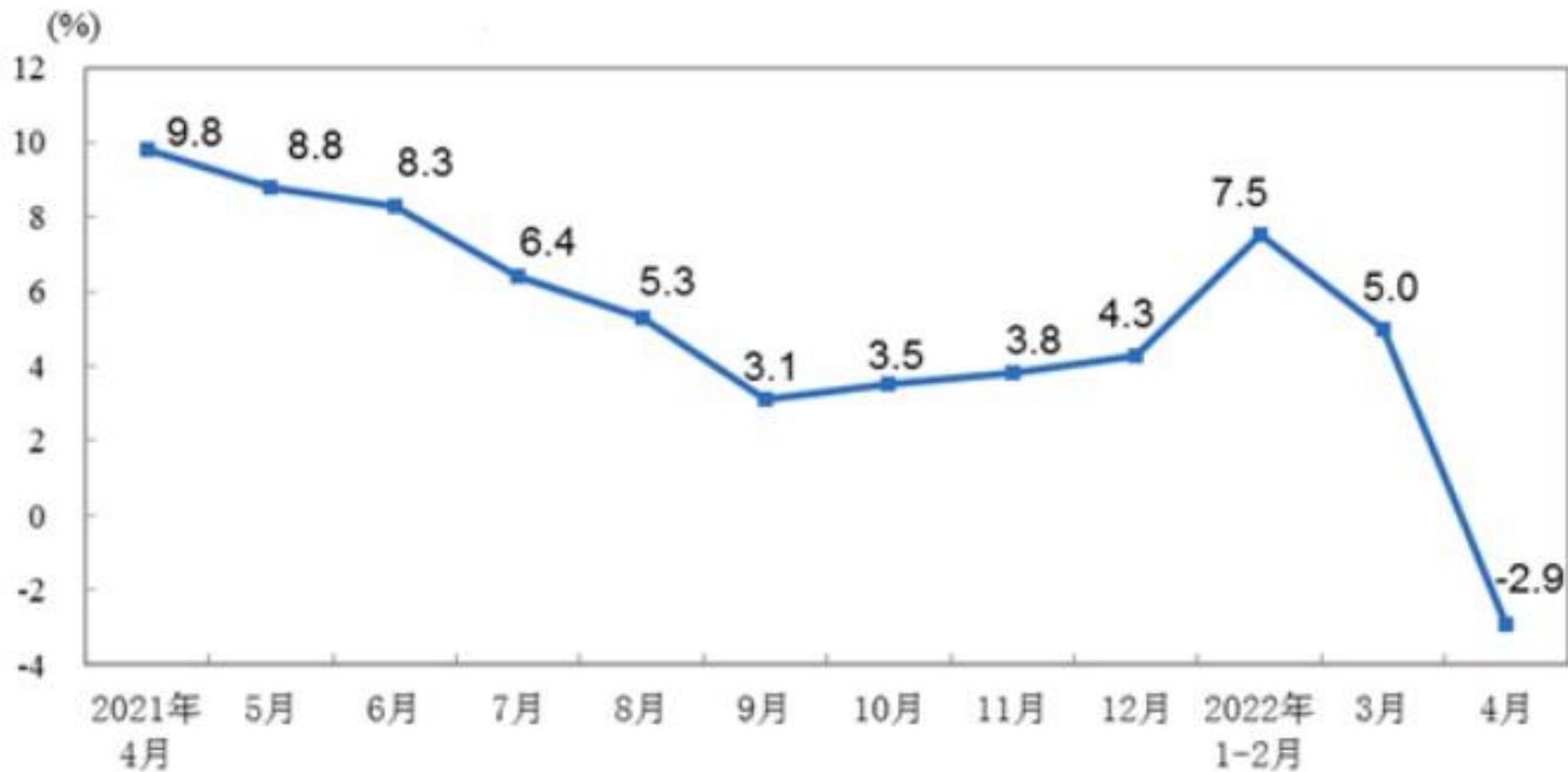
目 录

- 1 国民经济下行压力加大**
- 2 价格指数趋于平稳**
- 3 对外贸易遭遇困境**
- 4 景气指数折射出预期转弱压力**
- 5 警惕地区发展的严重分化**
- 6 内外并重突破困境**

1. 国民经济下行压力加大

- 工业生产走弱
- 固定资产投资动力不足
- 消费的内生动力亟待提升
- 房地产行业下滑明显
- 就业压力凸显
- 社会融资需求偏弱

规模以上工业增加值同比增长率



分三大门类

门类	4月	1-4月
采矿业	9.5	10.4
制造业	—	3.2
其中：高技术制造业	4.6	11.5
电力、热力、燃气及水生产和供应业	4	5

分所有制

所有制	4月	1-4月
国有控股企业	-2.9	3.1
股份制企业	0.5	5.8
外商及港澳台商投资企业	-16.1	-2.8
私营企业	-1.1	5.1

各行业增加值同比增长率

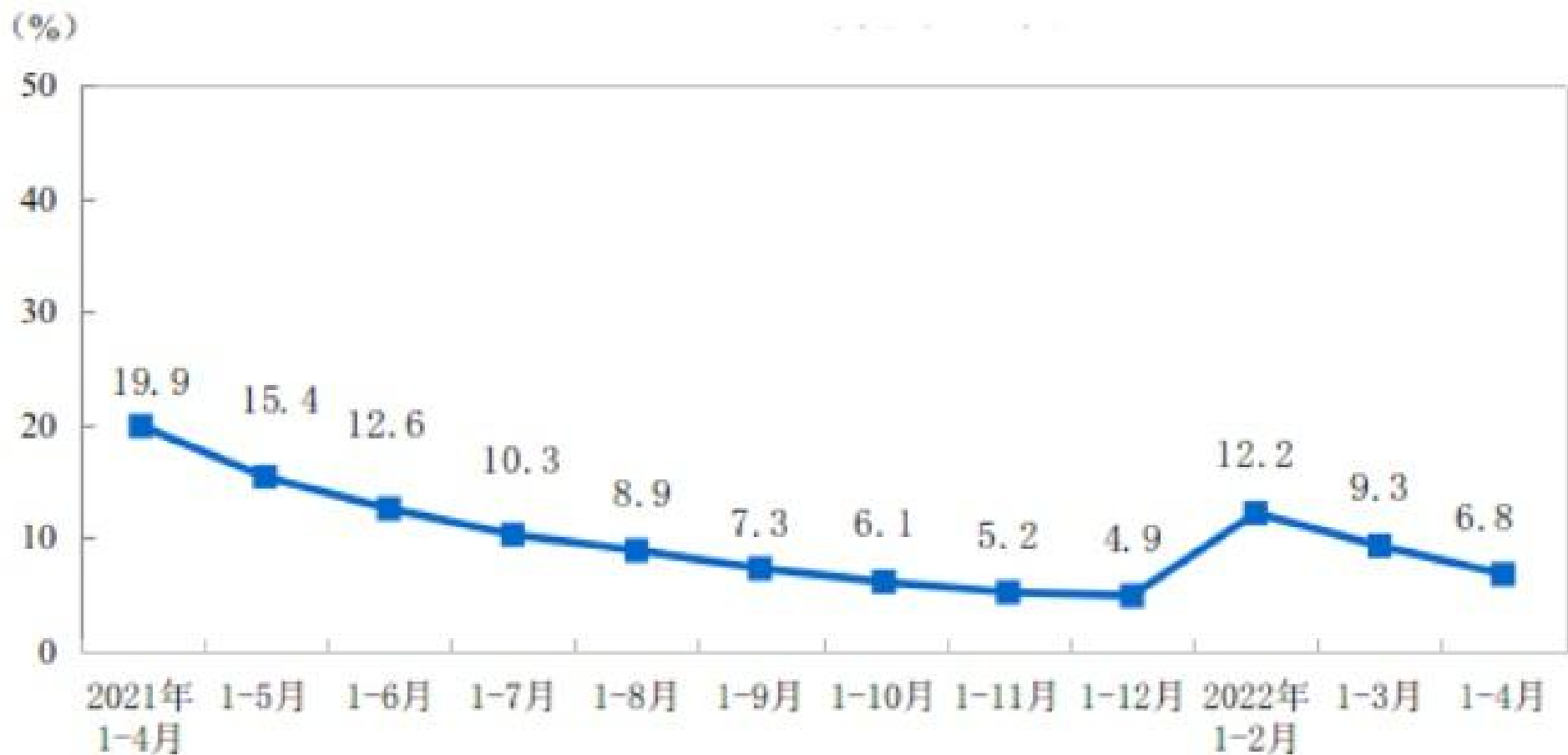
行业	4月	1-4月
煤炭开采和洗选业	13.2	13.2
石油和天然气开采业	7.2	6.4
农副食品加工业	-0.1	4.7
食品制造业	0.1	4.5
酒、饮料和精制茶制造业	0.5	9.2
纺织业	-6.3	0.5
化学原料和化学制品制造业	-0.6	3.3
医药制造业	-3.8	7.6
橡胶和塑料制品业	-8.1	-1.2
非金属矿物制品业	-6.2	-0.9

行业	4月	1-4月
黑色金属冶炼和压延加工业	-4.2	-2.9
有色金属冶炼和压延加工业	1.4	4.1
金属制品业	-6.6	1.5
通用设备制造业	-15.8	-2.7
专用设备制造业	-5.5	4.3
汽车制造业	-31.8	-5.4
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-6.0	0.4
电气机械和器材制造业	1.6	9.2
计算机、通信和其他电子设备制造业	4.9	10.7
电力、热力生产和供应业	0.9	4.3

4月工业增加值特征

- 内外因素共同造成制造业负增长
- 高技术制造业起到一定支撑作用
- 新能源汽车继续保持高速增长
- 外资企业降幅最大

固定资产投资（不含农户）同比增速



按来源划分

类型	同比增长率
国有控股	9.1
民间投资	5.3

按构成划分

构成	同比增长率
建筑安装工程	8.6
设备工器具购置	3.0
其他费用	3.5

按产业划分

产业	同比增长率
第一产业	5.8
第二产业	12.6
第三产业	4.3

按行业划分

行业	同比增长率
农林牧渔业	9.6
采矿业	18.8
制造业	12.2
电力、热力、燃气及水生产和供应业	13
交通运输、仓储和邮政业	7.4
水利、环境和公共设施管理业	7.2
教育	12.5
卫生和社会工作	26.4
文化、体育和娱乐业	5.7

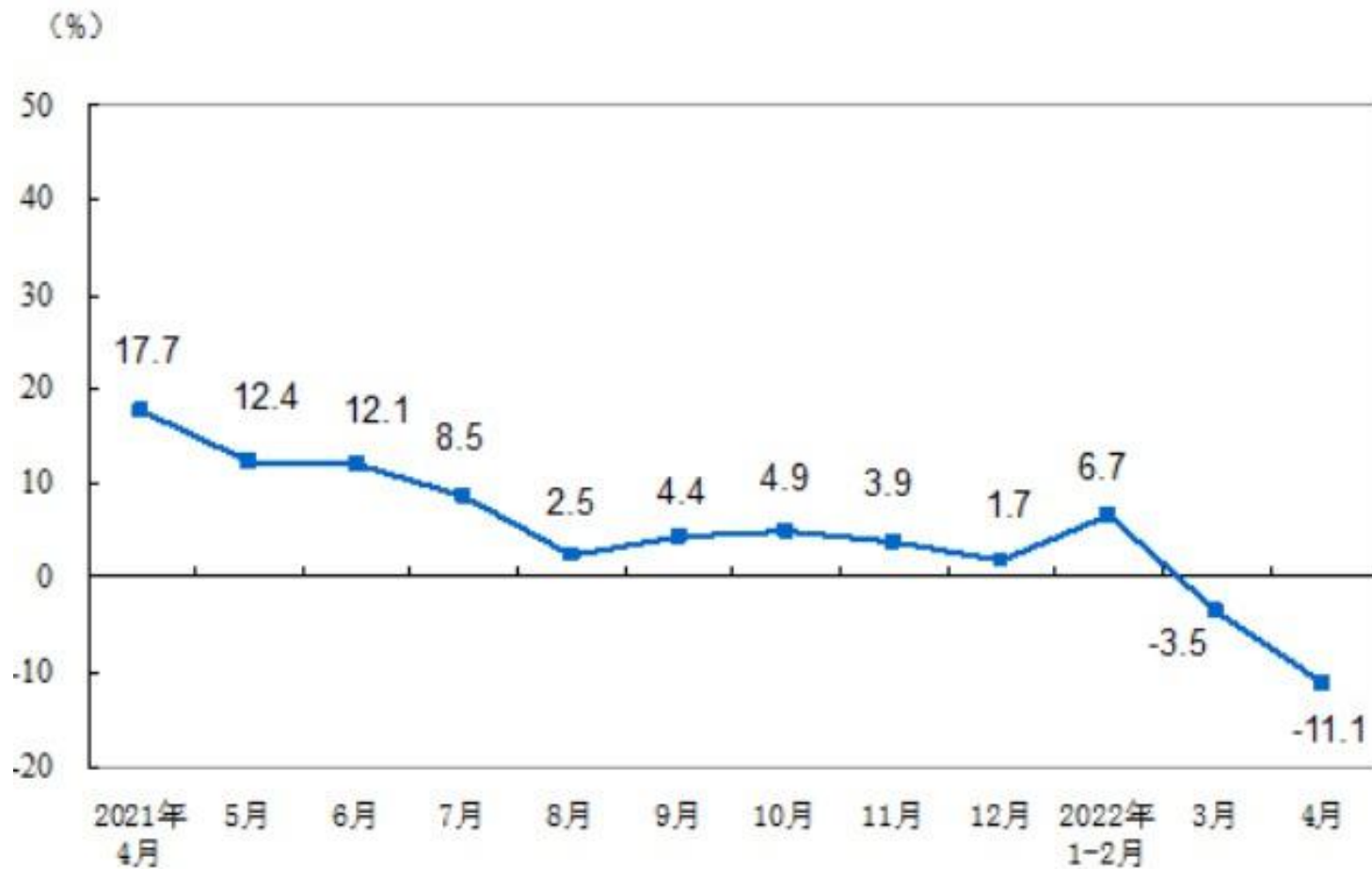
按注册类型

注册类型	同比增长率
内资企业	6.9
港澳台商投资企业	7.5
外商投资企业	0.4

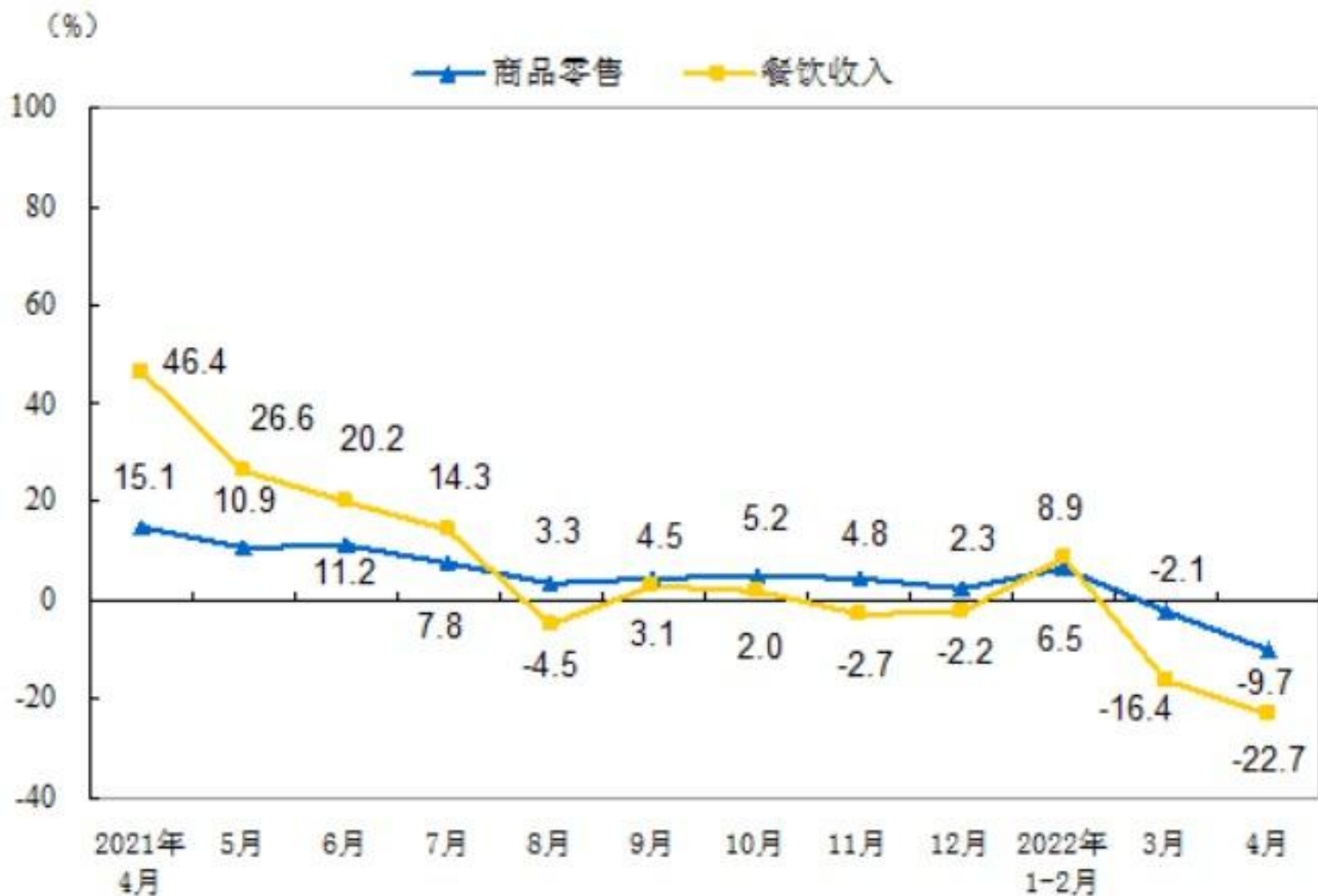
4月固定资产投资特征

- 固定资产投资环比下降
- 民间投资动力不足
- 高技术产业和社会领域投资增长较快
- 基建投资增速回落

社会消费品零售总额同比增长率



按消费类型分零售额同比增速



4月社会消费品零售总额特征

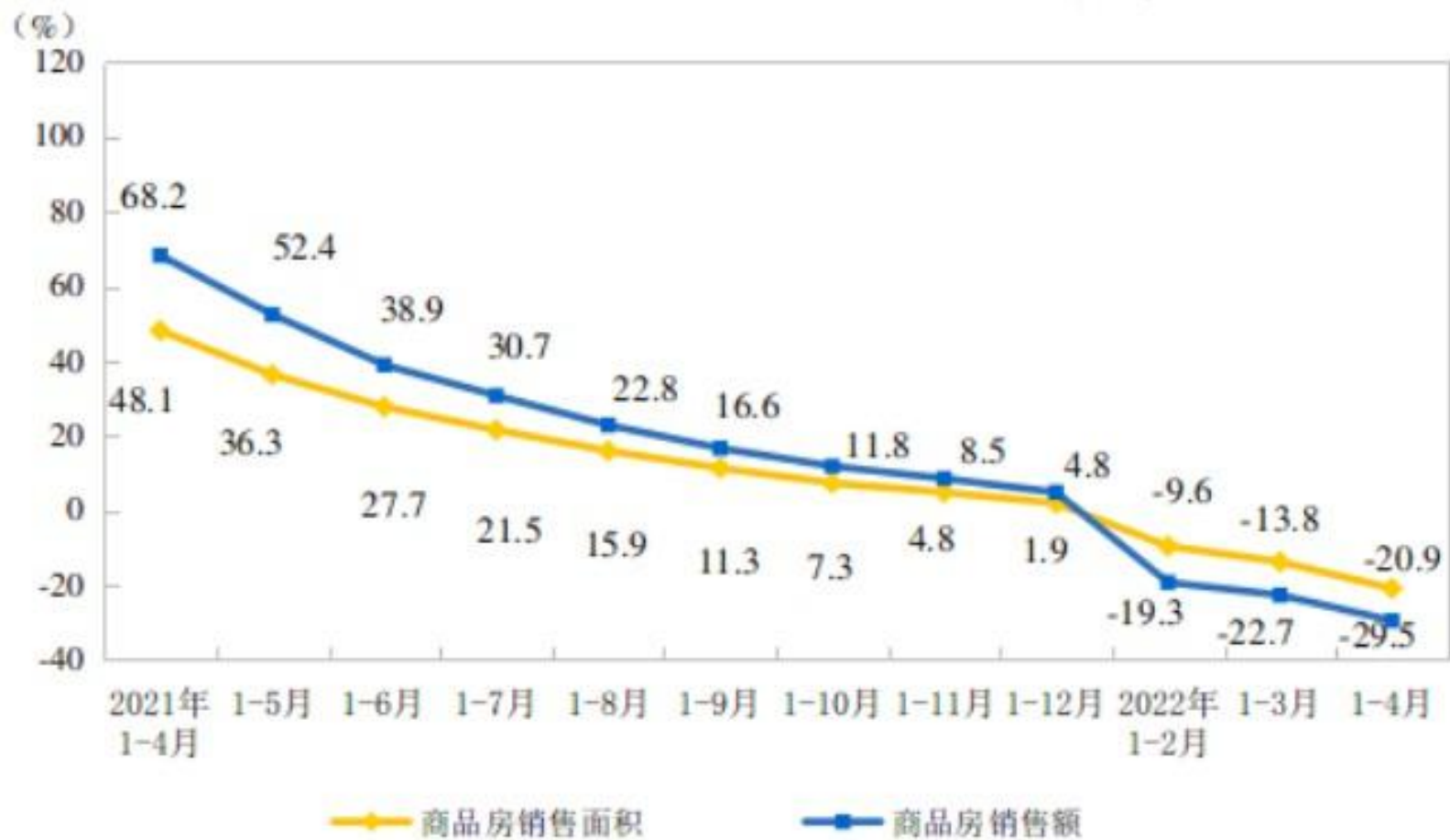
- 社会消费品零售降幅较大
- 疫情因素导致餐饮业大幅下降
- 消费的内生动力亟待提升

房地产投资开发增速

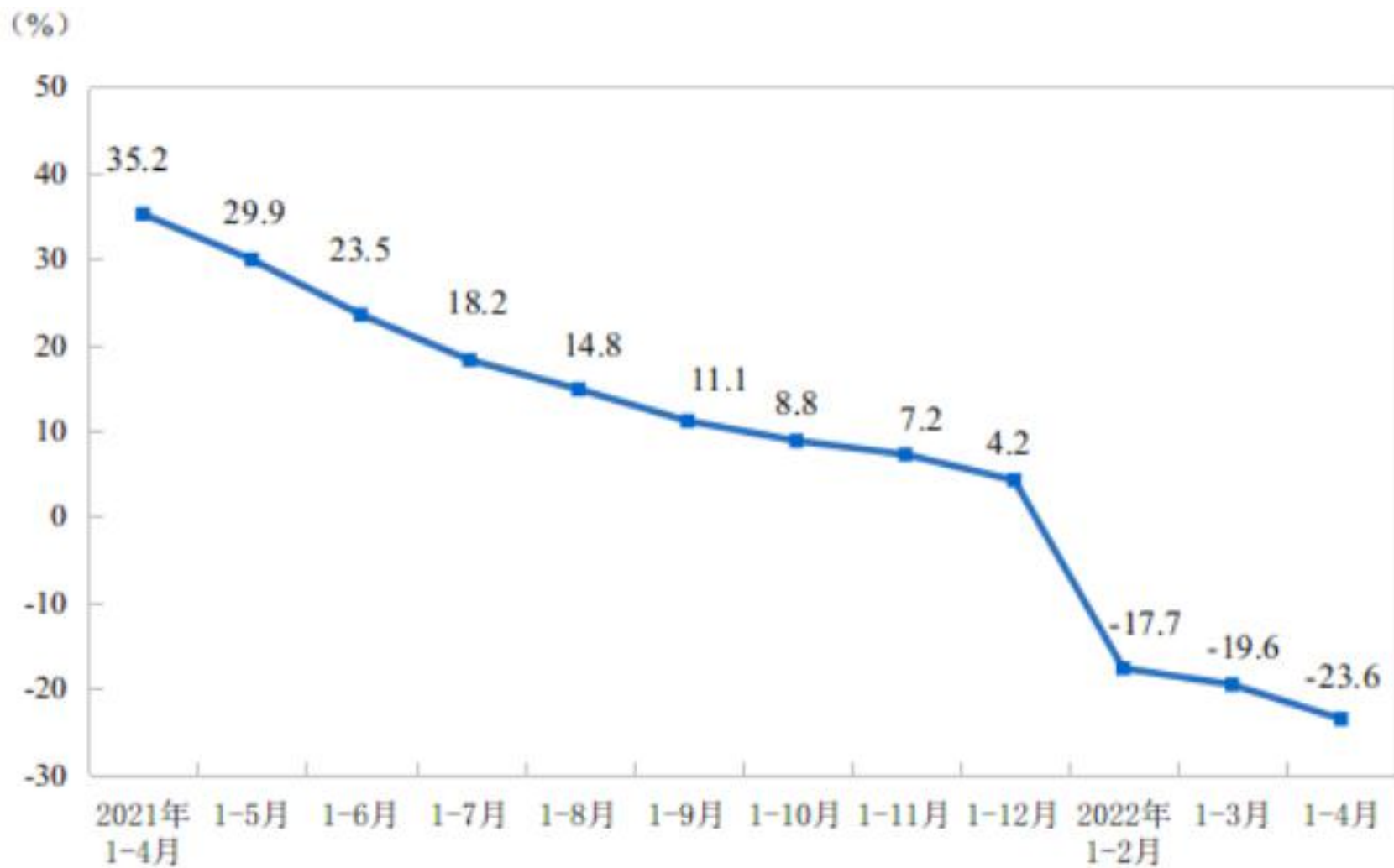
(%)



商品房销售面积和销售额增速



房企本年到位資金增速



4月房地产发展特征

- 开发投资热情持续下降
- 商品房销售面积和销售额下降
- 房企面临资金困境

就业压力凸显

- 4月，城镇调查失业率为6.1%
- 16-24岁失业率18.2%
- 25-29岁失业率5.3%
- 31个大城市城镇调查失业率6.7%

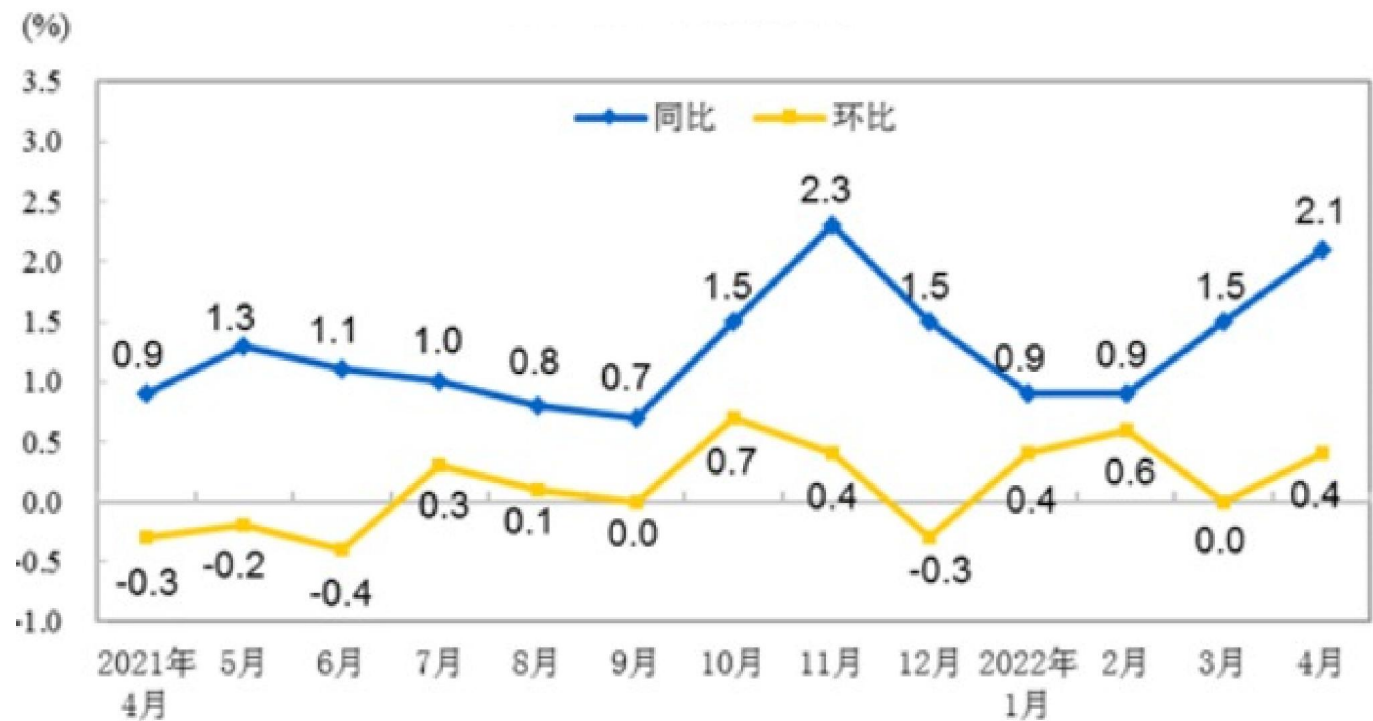
社会融资需求偏弱

- 4月，社会融资规模增量9102亿元，比上年同期少9468亿元
- M2同比增长10.5%，社融与M2增速之差连续三月下滑

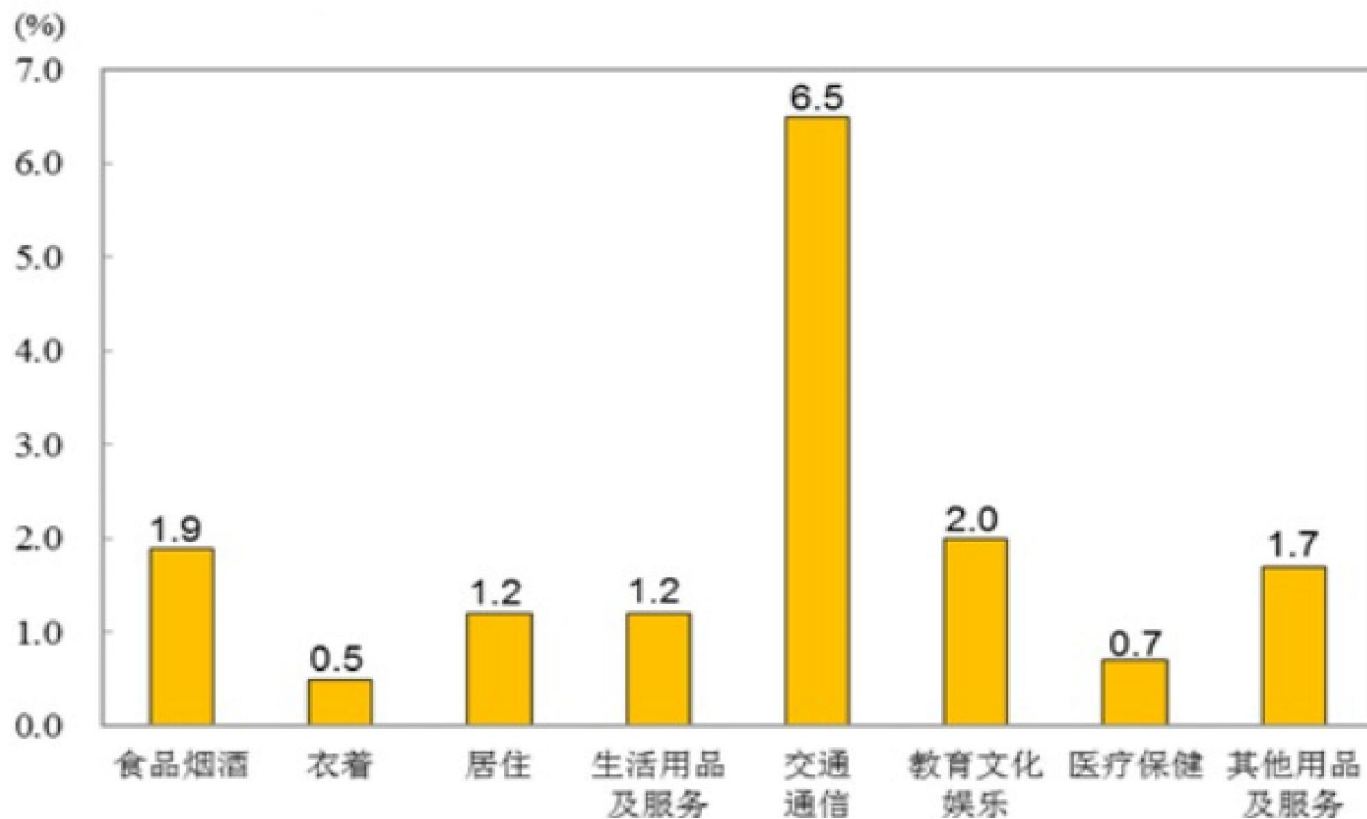
2. 价格指数趋于平稳

- CPI温和上涨
- PPI涨幅回落

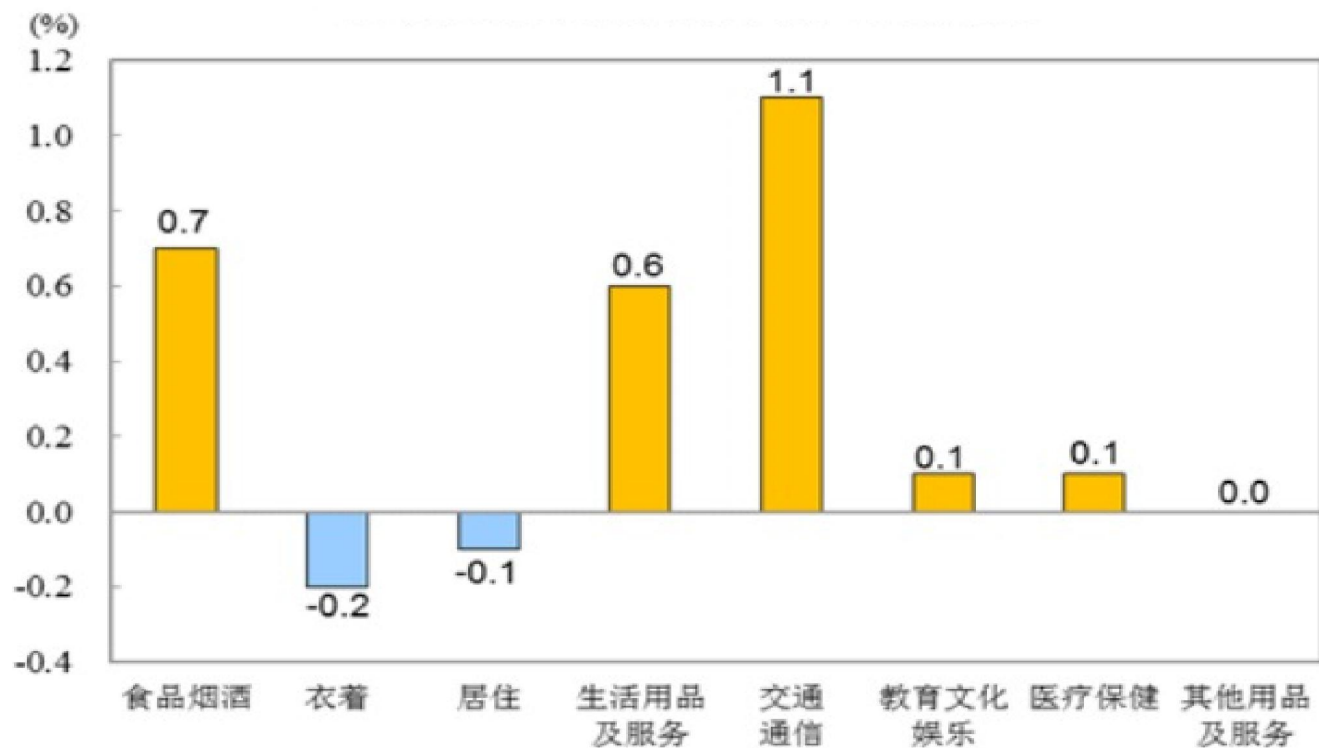
CPI变化率



CPI分类别同比变化率（2022年4月）



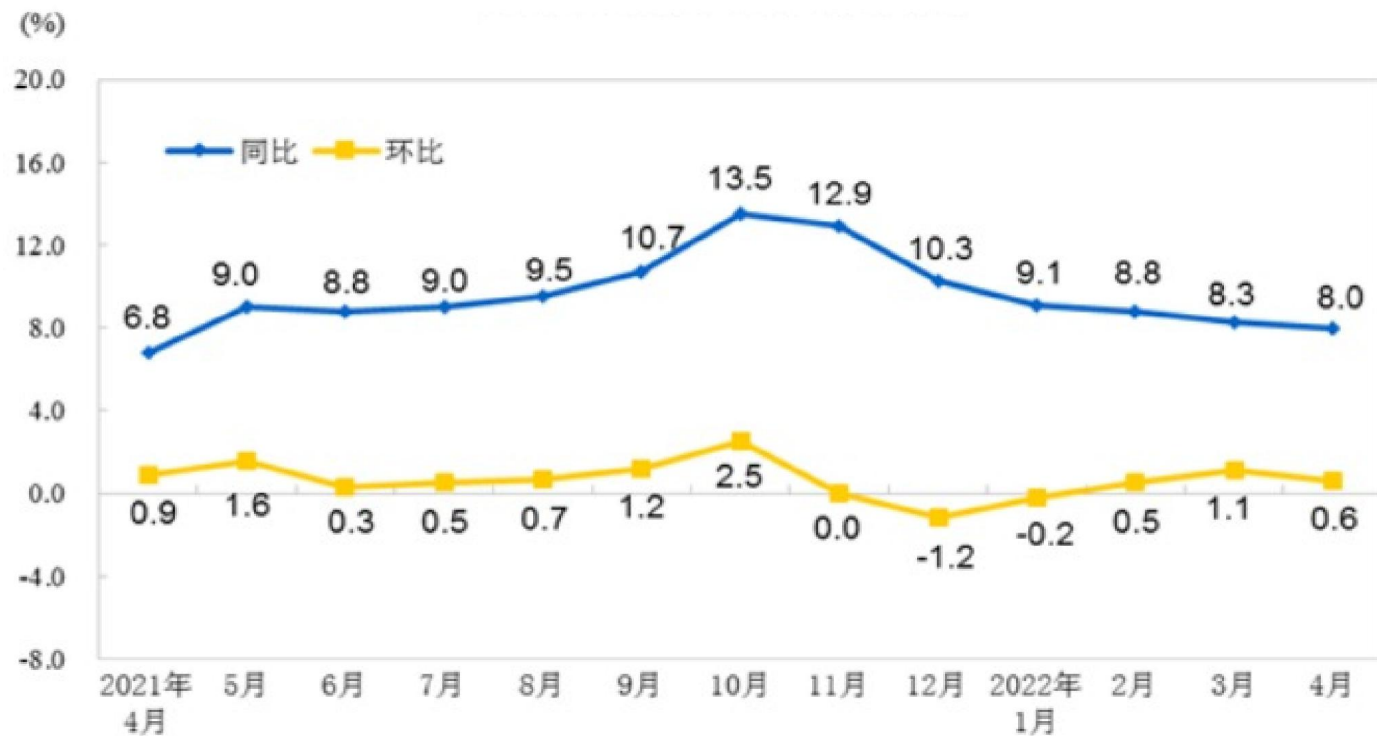
CPI分類別环比变化率（2022年4月）



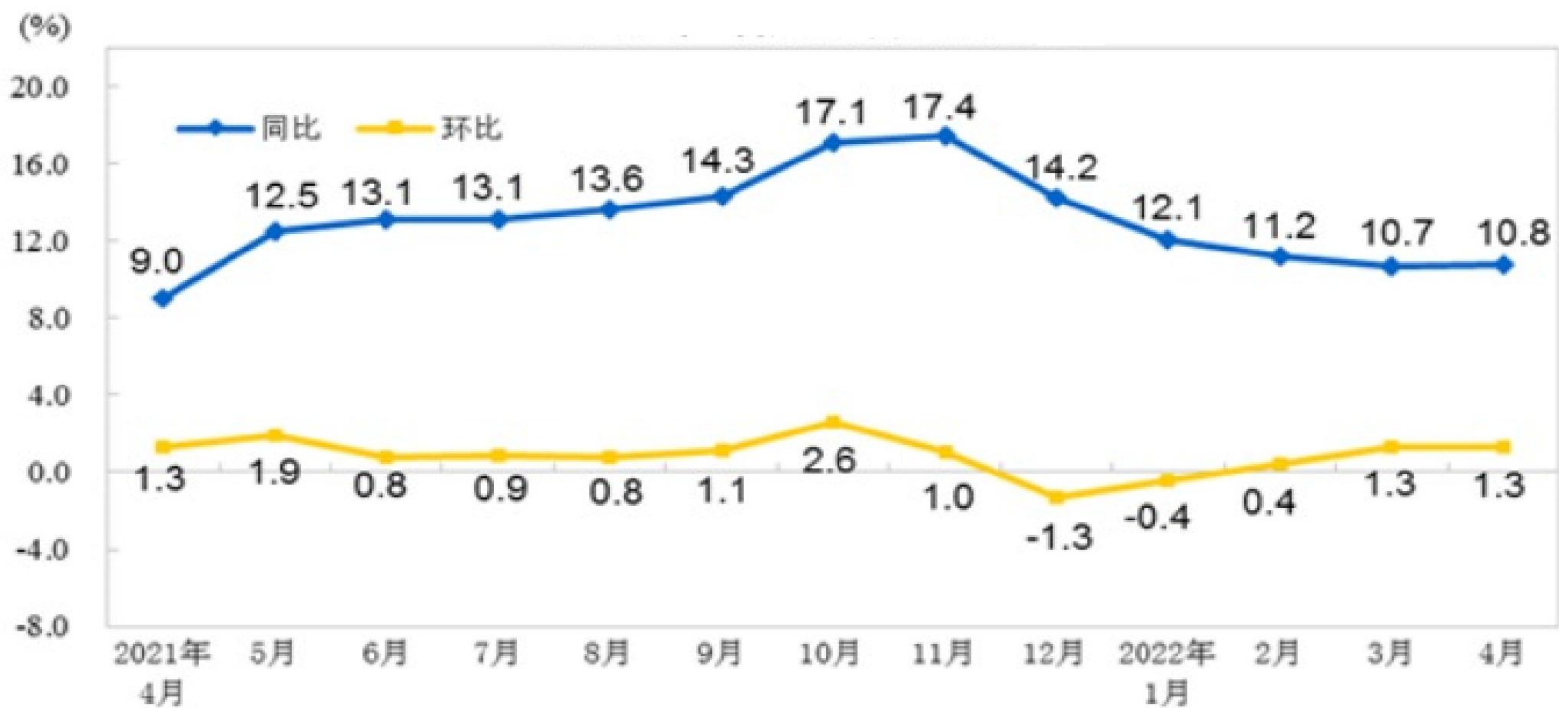
4月CPI特征

- 同比、环比均温和上涨
- 食品烟酒价格同比上升，交通通信涨幅最大
- 鲜菜、鲜果、蛋类、粮食等价格均同比上涨，而畜肉价格显著下降

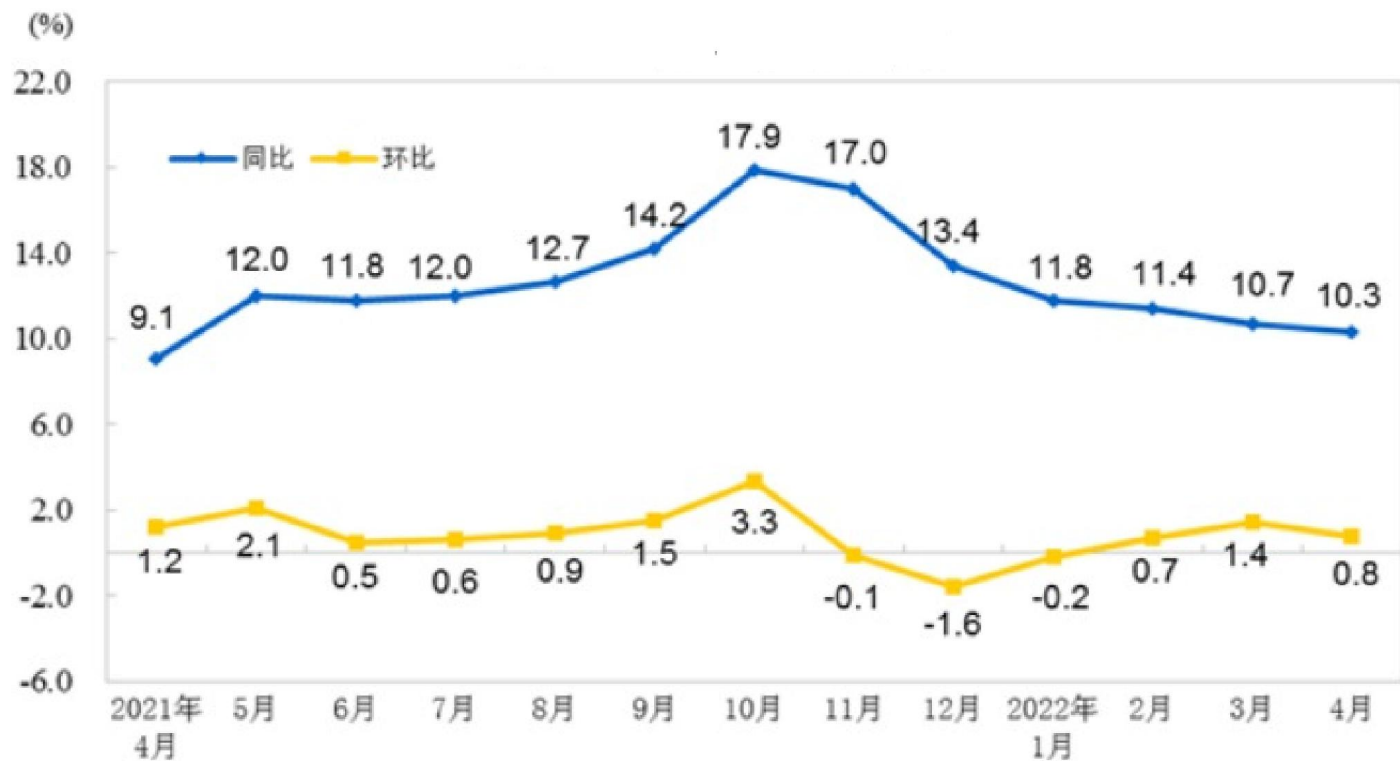
PPI变化率



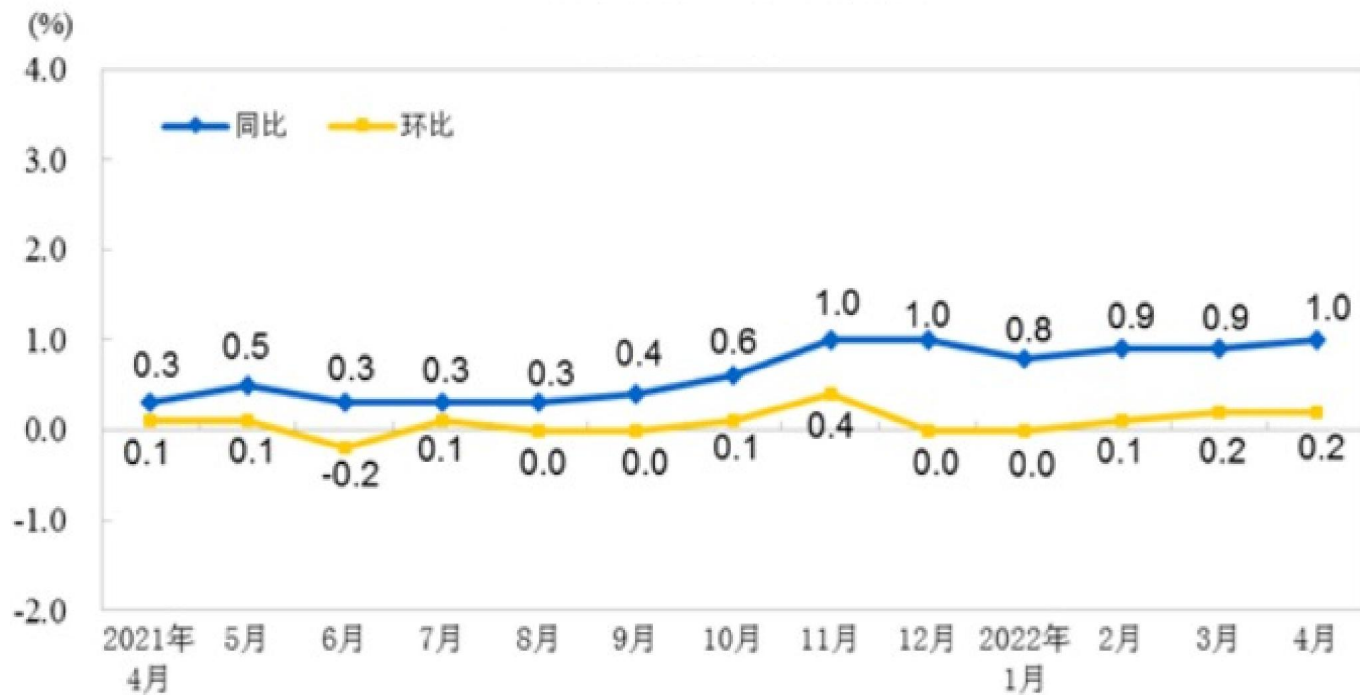
工业生产者购进价格指数 (PPIRM) 变化率



生产资料出厂价格变化率



生活资料出厂价格变化率



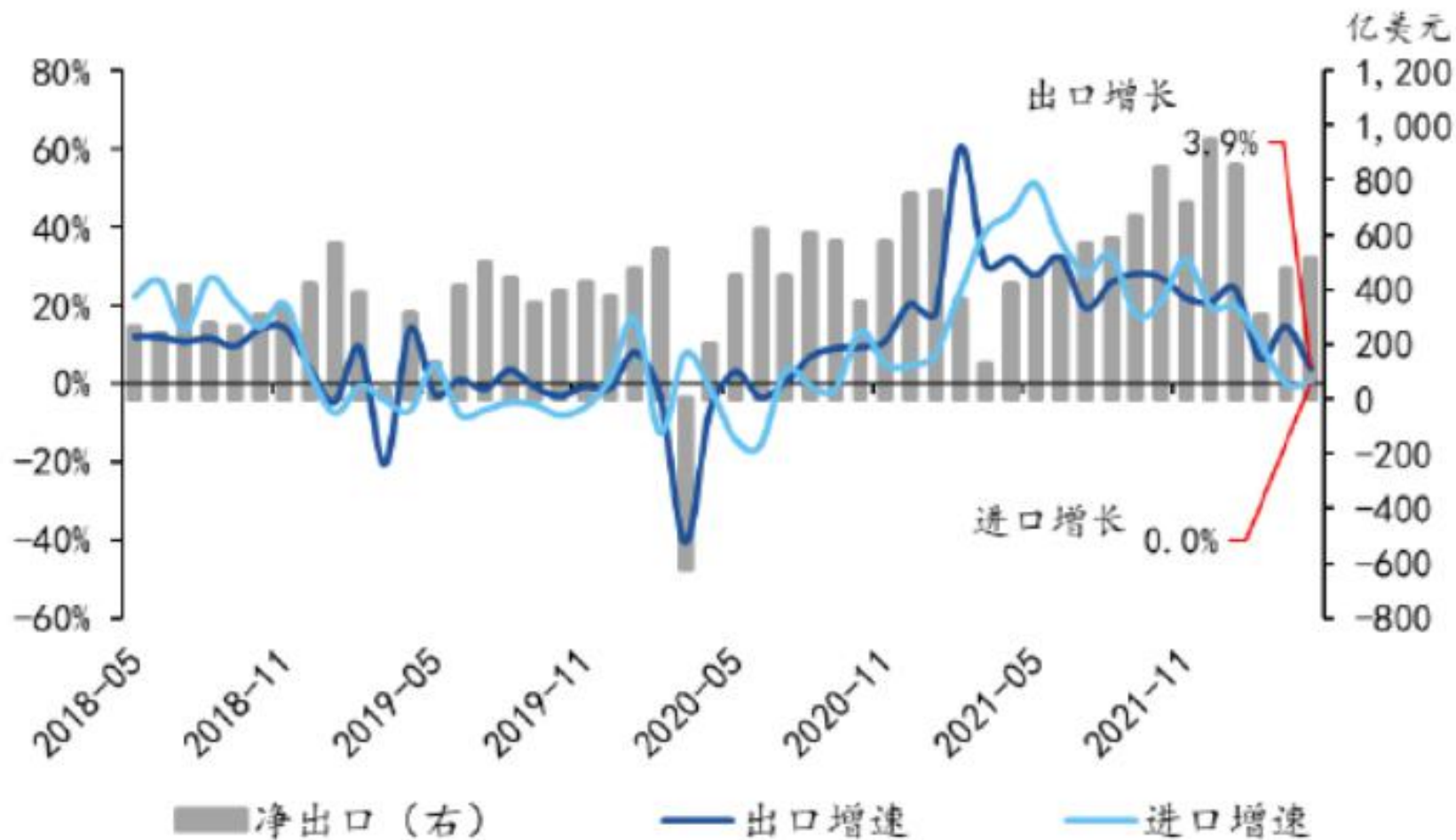
4月PPI特征

- 同比涨幅回落，但仍在高位运行
- 受国际大宗商品价格的影响显著
- 采掘工业价格上涨38.3%，原材料工业价格上涨17.4%

3. 对外贸易遭遇困境

- 内外因素共同造成出口下滑
- 进口零增长但好于预期
- 传统贸易伙伴地位相对稳固
- 多类商品出口全面下降

4月进出口明显下滑



2022年4月外贸总体发展

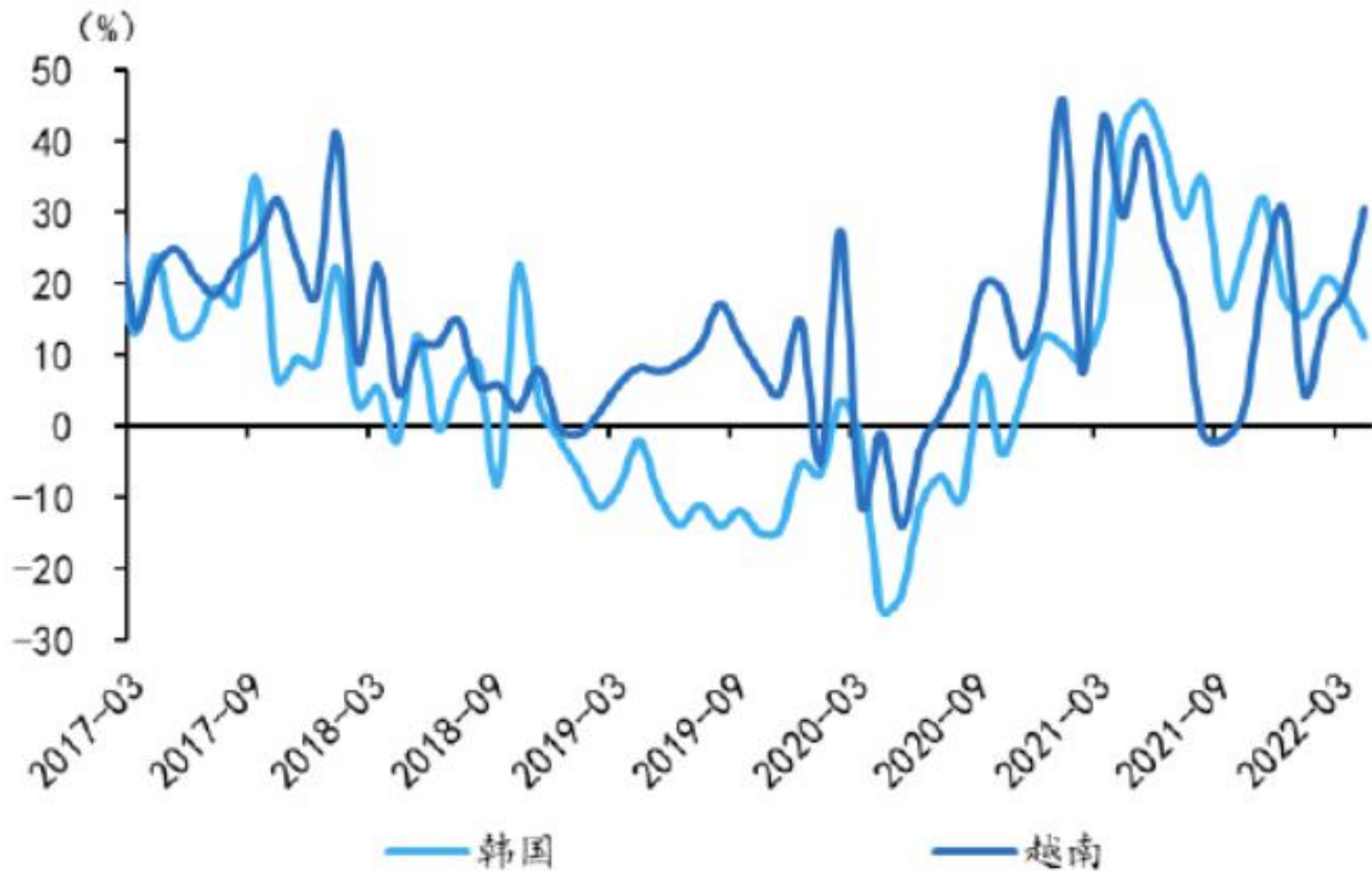
按美元计价：

- 进出口4961.2亿美元，增长2.1%
 - 出口2736.2亿美元，增长3.9%
 - 进口2225.0亿美元，与去年同期持平
- 贸易顺差511.2亿美元，同比、环比均有所增长。

出口下行的成因

- 上海封控措施升级，对出口运输造成较大影响
- 疫情管控影响出口企业开工，降低供应链稳定性
- 东盟国家复工复产进程推进，海外订单转移
- 去年同期基数较高

订单向东南亚转移现象明显



进口零增长，但好于市场预期

- 多地疫情严重，削弱国内生产和消费需求
- 上海疫情防控导致进口通关报关延迟
- 去年同期基数较高
- 价格因素导致进口额高于预期

进口零增长，但好于市场预期

2022年4月，多类产品
进口数量下降、金额上升

商品名称	单位	数量	金额（百万美元）	数量变化（%）	金额变化（%）
肉类（包括杂碎）	万吨	59.20	2347.00	-35.79	-21.03
粮食	万吨	1360.40	7424.90	3.16	28.27
铜矿砂及其精矿	万吨	188.40	4868.00	-1.93	12.48
煤及褐煤	万吨	2354.90	3702.20	8.35	102.26
原油	万吨	4303.00	34225.60	6.62	81.52
成品油	万吨	148.10	1296.80	-24.28	7.16
天然气	万吨	808.80	4260.70	-20.28	31.53
医药材及药品	吨	20916.80	2825.00	-3.71	-13.68
肥料	万吨	85.90	438.50	-20.61	52.15
初级形状的塑料	万吨	240.50	4770.10	-15.73	-7.05
天然及合成橡胶	万吨	53.60	1026.30	-7.11	-2.15
原木及锯材	万立方米	601.00	1442.60	-26.01	-8.03
纸浆	万吨	245.40	1763.10	-6.08	8.11
钢材	万吨	95.60	1503.80	-18.57	1.25
未锻轧铜及铜材	吨	465330.30	4863.60	-4.03	9.17
集成电路	亿个	457.60	34782.00	-16.40	5.10
汽车（包括底盘）	万辆	9.20	6167.10	-6.12	18.24

对主要贸易伙伴的出口变动情况

- 4月，中国对欧盟、美国、东盟和日本出口的当月同比增速分别为
7.91%、9.42%、7.58%和-9.39%
- 除疫情影响外，出口下滑还同海外需求回落有关，4月，欧元区制造业PMI为55.5%，日本制造业PMI为53.5%，环比均有所下降。

从主要贸易伙伴的进口变动情况

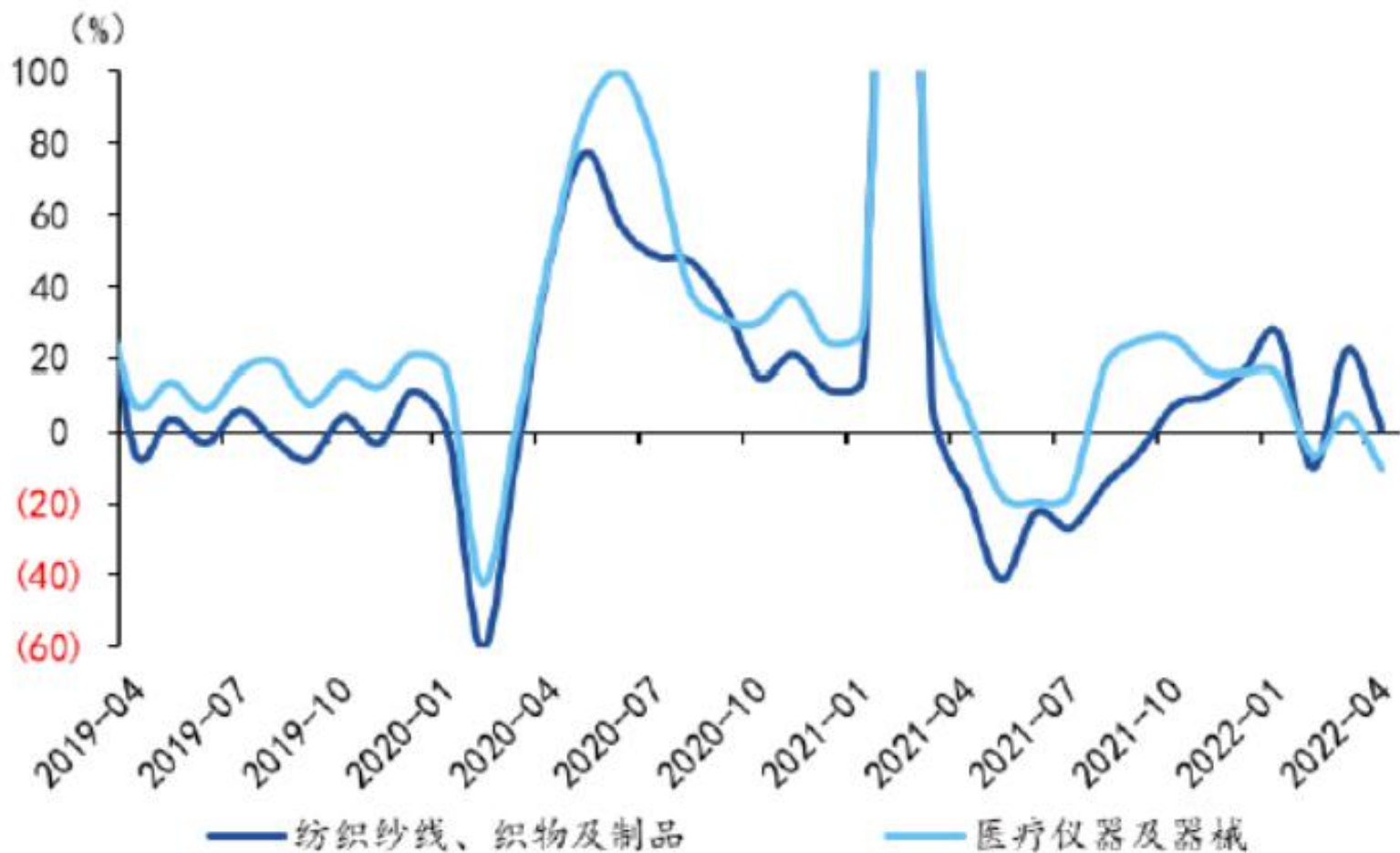
- 4月，中国从美国、欧盟、日本、韩国和东盟进口的同比增速分别为
- -1.24%、-12.52%、-15.13%、-5.61%和4.45%。
- 中国从东盟的进口状况好于其他国家，体现出RCEP协议的支撑作用。
- 中国从美国的进口形势也略有好转，体现出两国经济具有较强的互补性。

同主要贸易伙伴贸易情况（2022年1至4月）

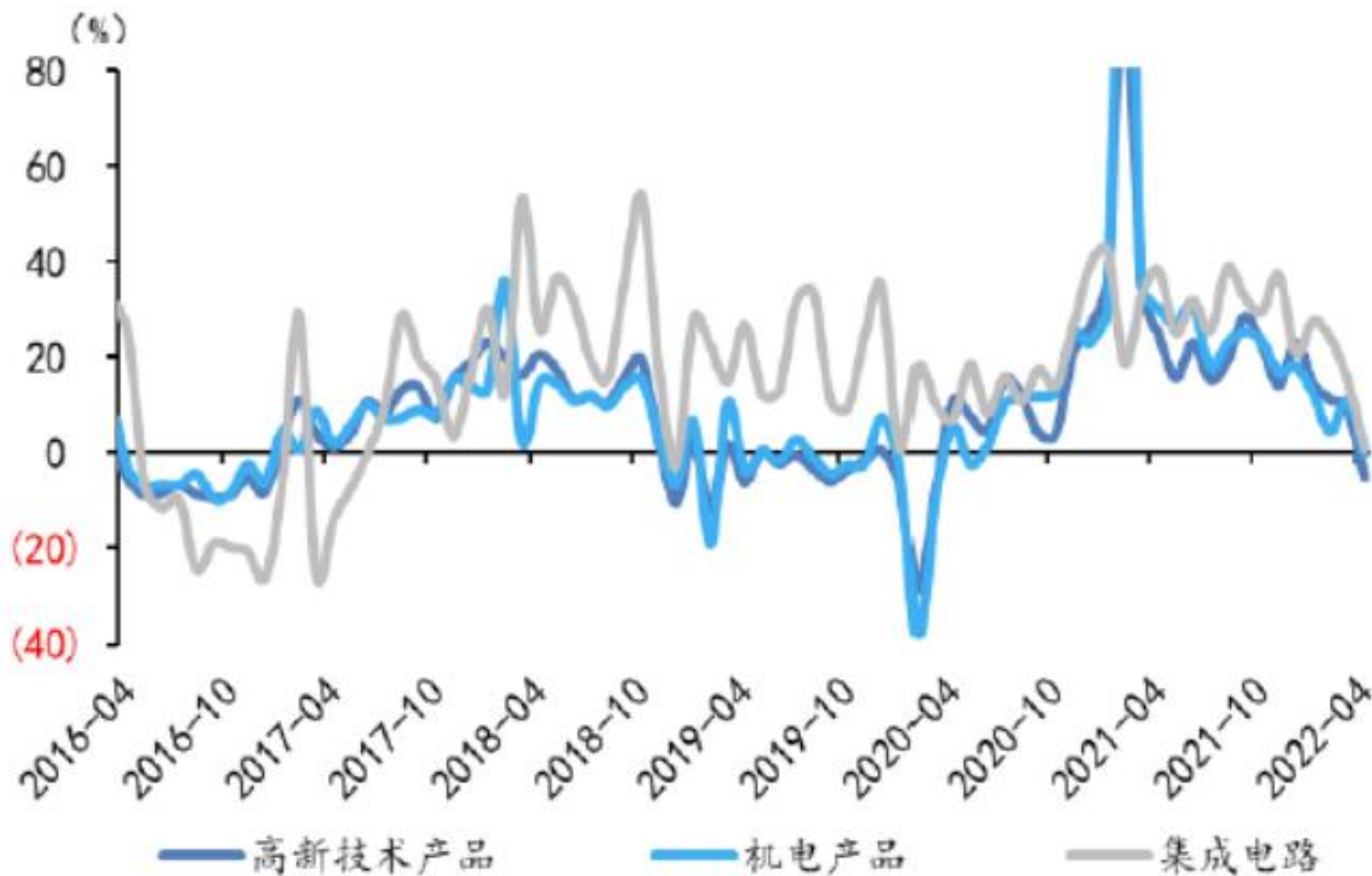
贸易伙伴	进出口	出口	进口
总值	10.1	12.5	7.1
欧盟	8.9	19.3	-6.6
美国	10.9	14.9	0.3
东盟	9.4	11.0	7.5
越南	-5.1	-2.9	-8.5
马来西亚	19.7	25.2	15.6
泰国	7.7	13.7	-1.2
新加坡	1.3	3.5	-1.9
印度尼西亚	28.1	22.6	33.8
菲律宾	10.9	10.0	12.9

贸易伙伴	进出口	出口	进口
日本	-0.5	3.7	-3.9
中国香港	-9.2	-8.7	-26.6
韩国	10.6	14.7	7.8
澳大利亚	-3.4	22.0	-13.0
俄罗斯	25.9	11.3	37.8
印度	10.0	25.6	-36.2
英国	-2.2	-1.6	-4.2
加拿大	8.8	19.9	-7.9
巴西	8.5	17.2	4.1
南非	1.4	17.2	-8.1

防疫物資出口增速下降



生产链复杂产品的出口降幅增大

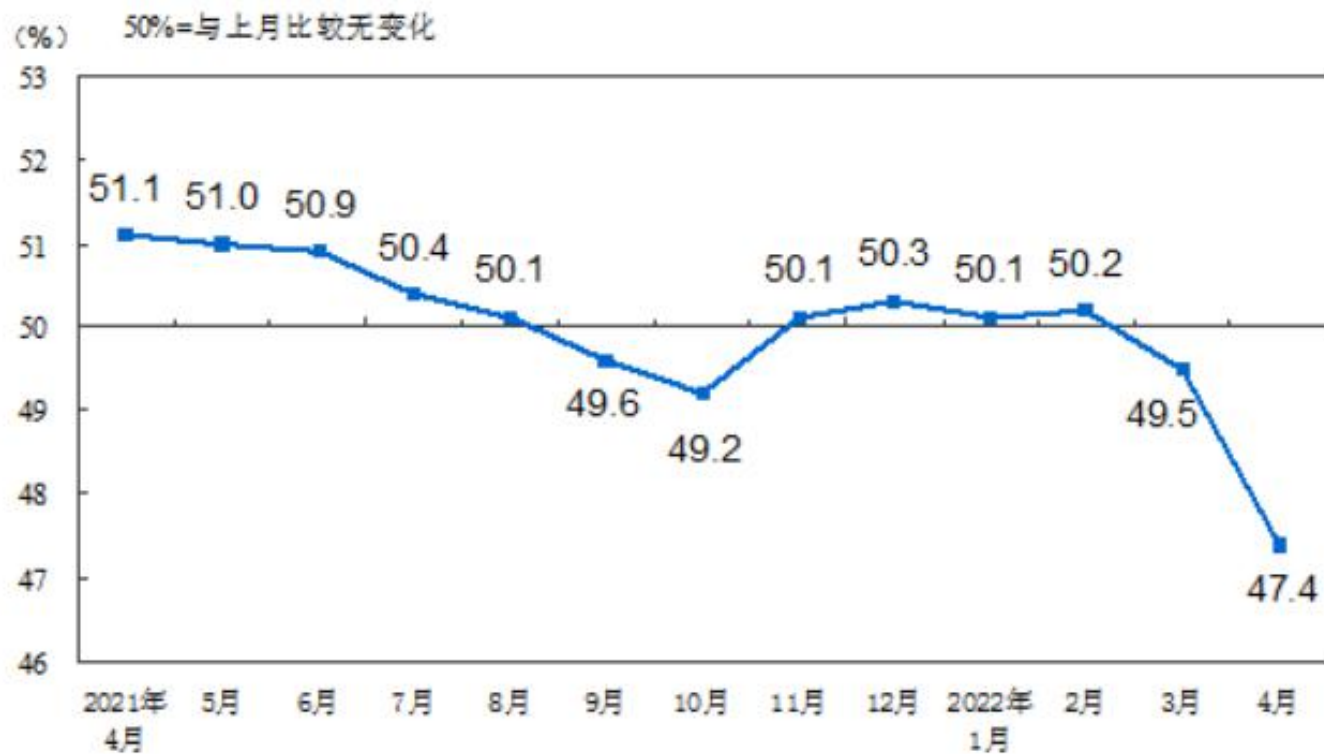


4. 景气指数折射出预期转弱压力

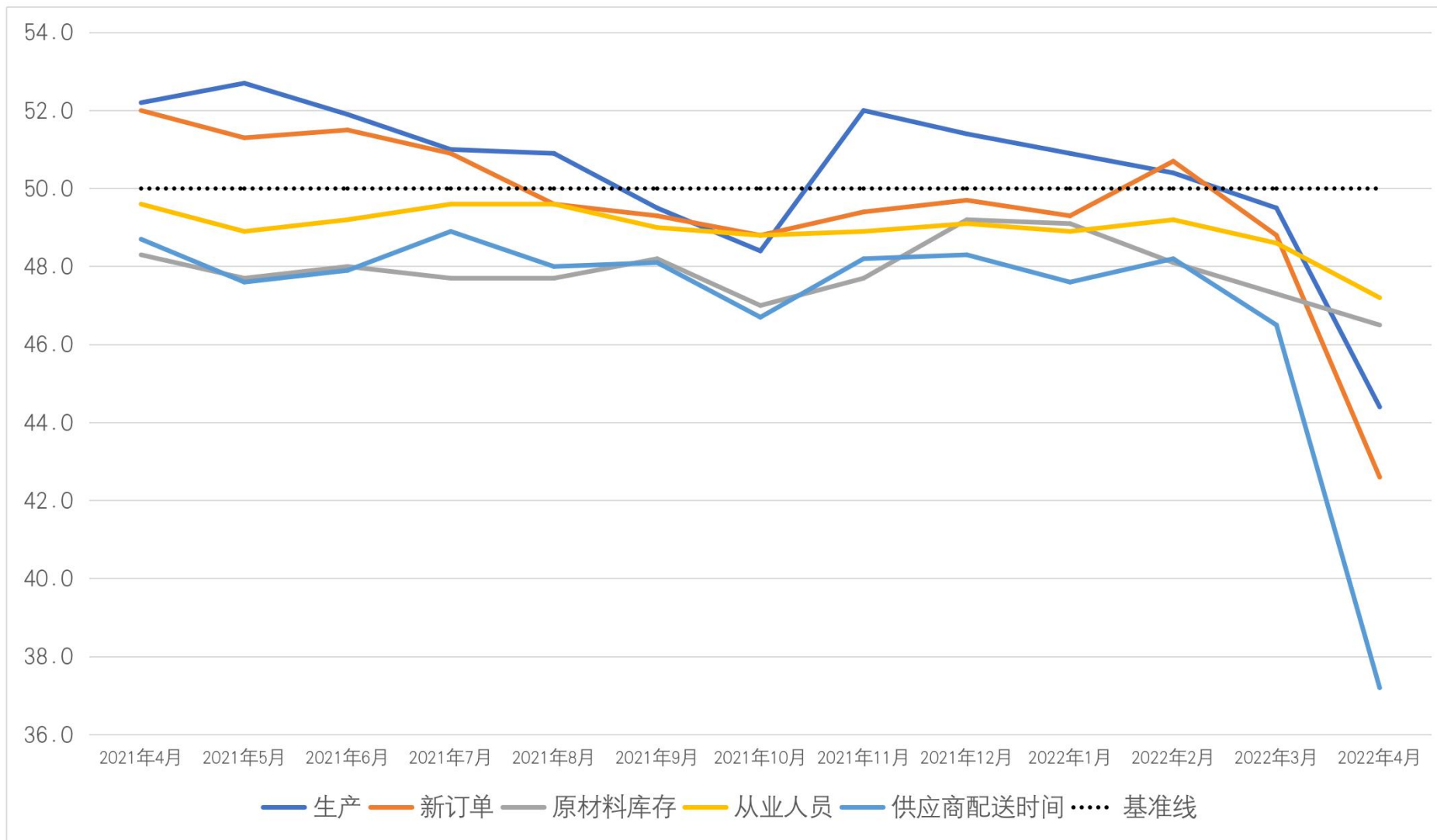
- 企业生产显著下降
- 配送时间指数偏低
- 原材料采购成本仍然较高
- 服务业面临严峻挑战
- 房地产开发动力不足
- 预期因素直接导致股市波动

制造业采购经理指数 (PMI)

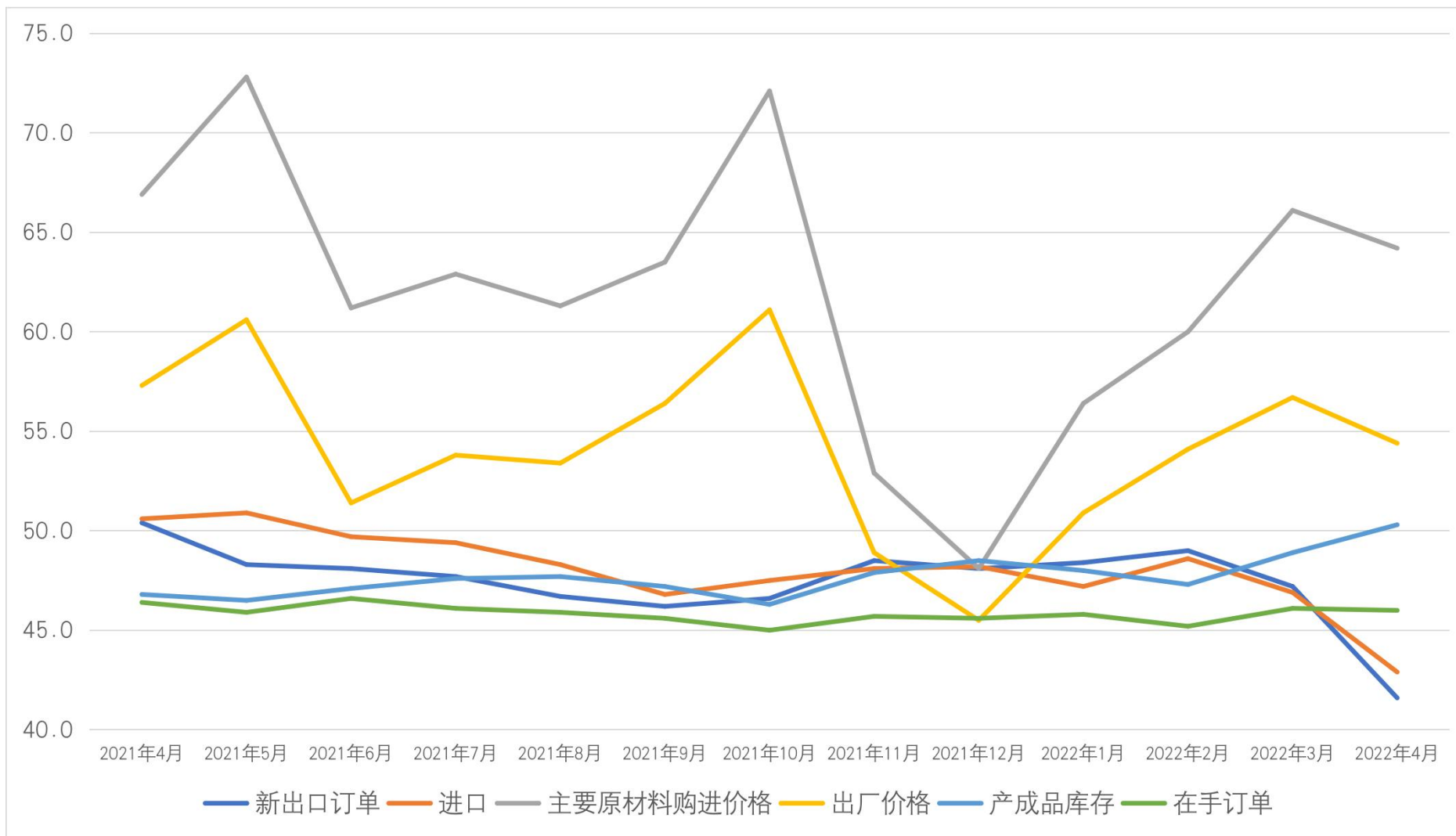
4月份，中国PMI为47.4%，比上月下降2.1个百分点。



PMI构成指数



PMI其他相关指标



4月PMI特征

制造业景气水平持续下降

- 生产指数和新订单指数分别为44.4%和42.6%，比上月下降5.1和6.2个百分点，企业生产显著下降，市场需求继续走低。

配送时间指数偏低

- 供应商配送时间指数持续下降，主要是由于物流运输困难加大，甚至出现中间品供应困难、产成品销售不畅。

4月PMI特征

原材料采购成本仍然较高

- 主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为64.2%和54.4%，低于上月1.9和2.3个百分点，继续位于近期较高运行水平。相关行业原材料采购和产品销售价格持续高位运行，中下游行业成本压力不断加大。

4月PMI特征

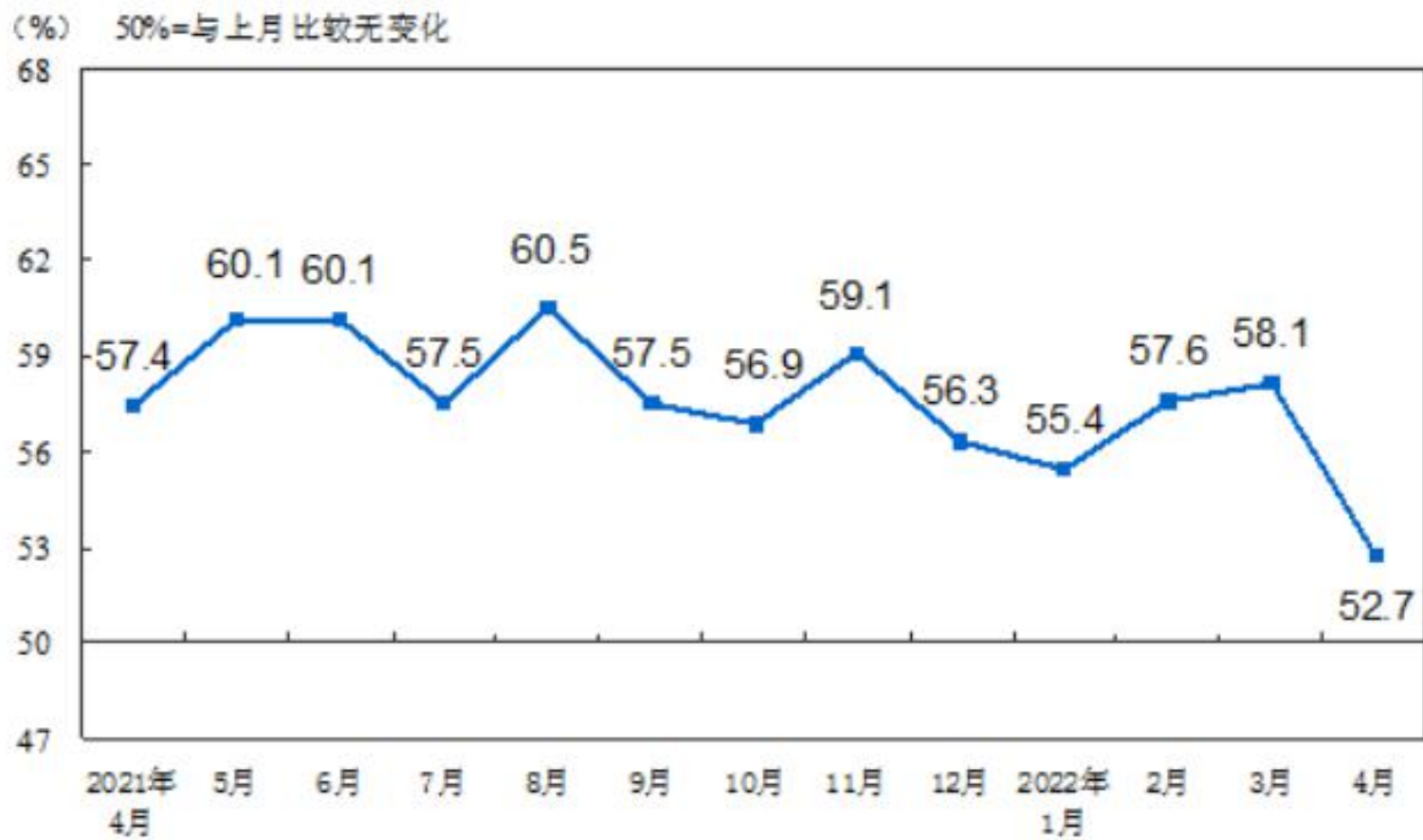
出口面临较大的下行风险

- 2022年4月新出口订单指数和在手订单指数分别为41.6%和46.0%，比上个月分别下降5.6和0.1个百分点，表明近期制造业出口面临较大的下行风险。

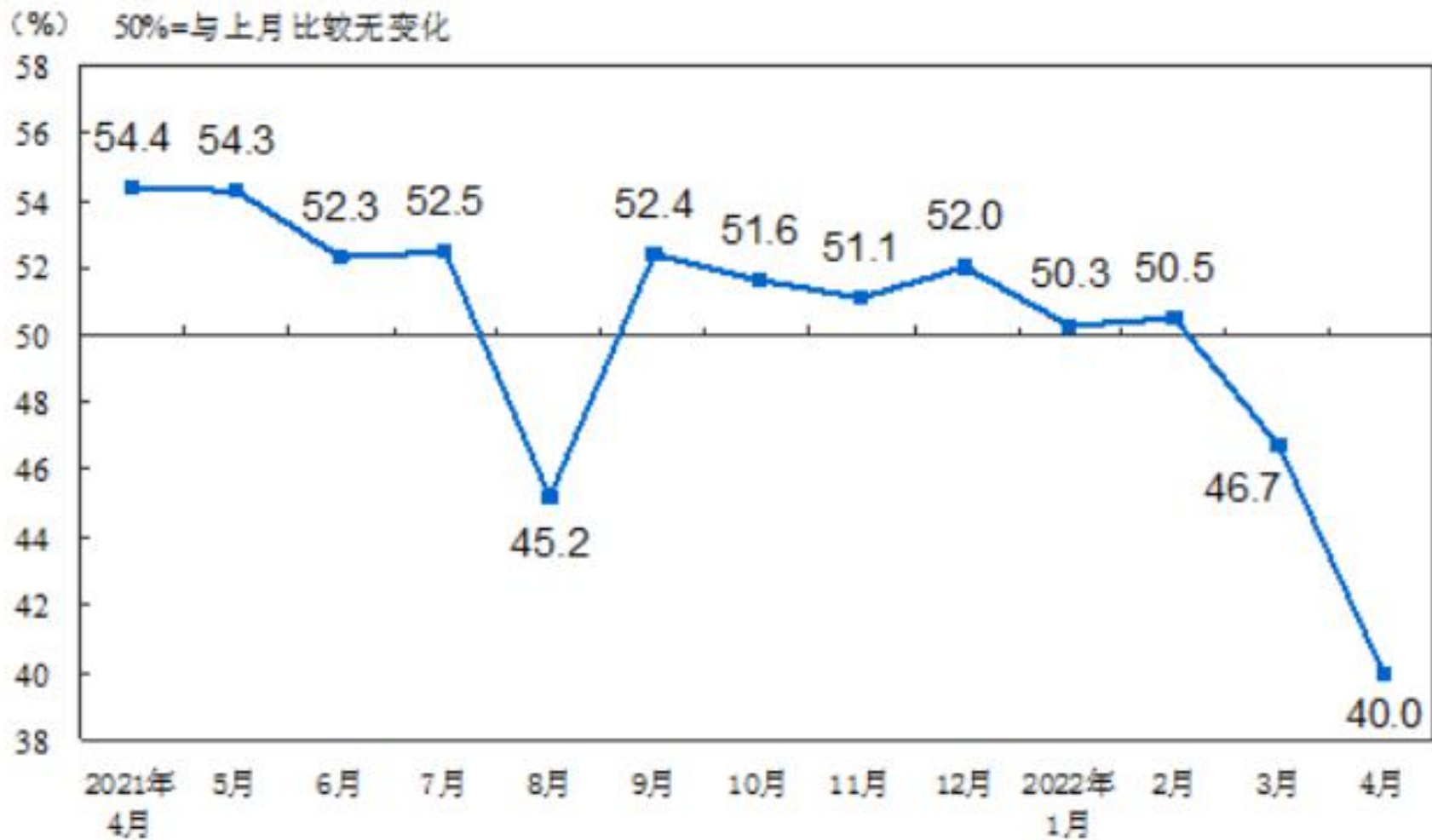
非制造业商务活动指数



建筑业商务活动指数



服务业商务活动指数



综合PMI产出指数



非制造业商务活动指数特征

4月份，非制造业商务活动指数为41.9%，低于上月6.5个百分点，非制造业经营活动总体继续放缓。

➤ 服务业受冲击最为突出

受疫情严重冲击，服务业商务活动指数低于上月6.7个百分点，降至40.0%，连续两个月明显回落，服务业总体走弱。

从行业情况看，调查的21个行业中有19个位于收缩区间，其中航空运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理等接触性聚集性行业商务活动指数仍处于低位收缩区间；批发、邮政、金融等行业降至收缩区间，业务总量由升转降。但电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务的商务活动指数继续位于扩张区间。

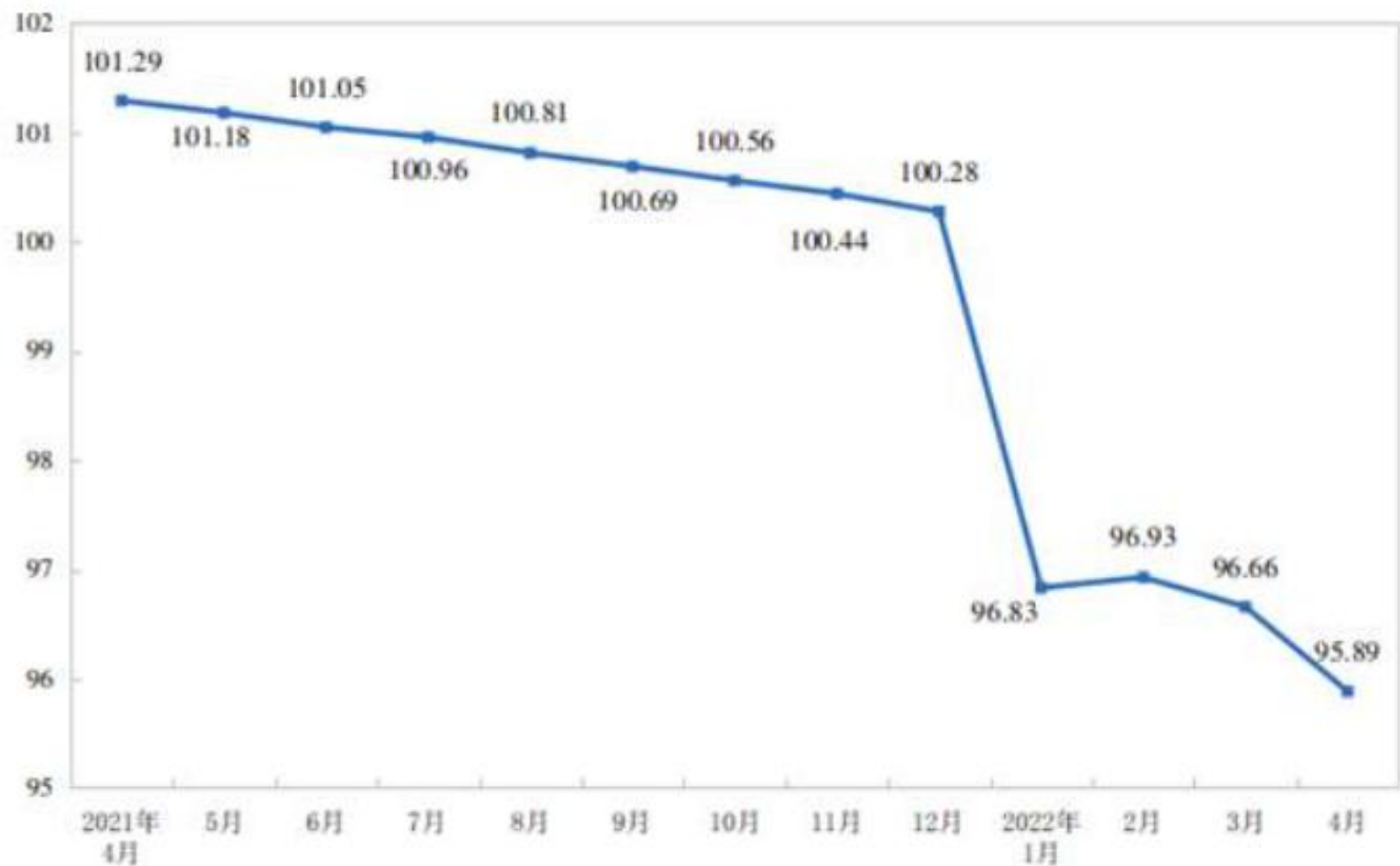
非制造业商务活动指数特征

➤ 建筑业保持扩张

建筑业商务活动指数为52.7%，低于上月5.4个百分点，仍位于扩张区间。

其中，土木工程建筑业商务活动指数为61.0%，连续两个月位于高位景气区间，且新订单指数为52.3%，延续扩张走势，表明随着部分重大基础设施建设适度超前，土木工程建筑业保持较快施工进度，对经济社会恢复发展起到一定支撑作用。

房地产开发景气指数持续下降



预期因素直接导致股市波动



5. 警惕地区发展的严重分化

- 沿海发达地区仍在总量上具有优势
- 部分中西部省区实现了总量较高速增长
- 部分东部省区投资乏力
- 东北地区经济活力亟待加强
- 疫情具有直接影响和间接影响

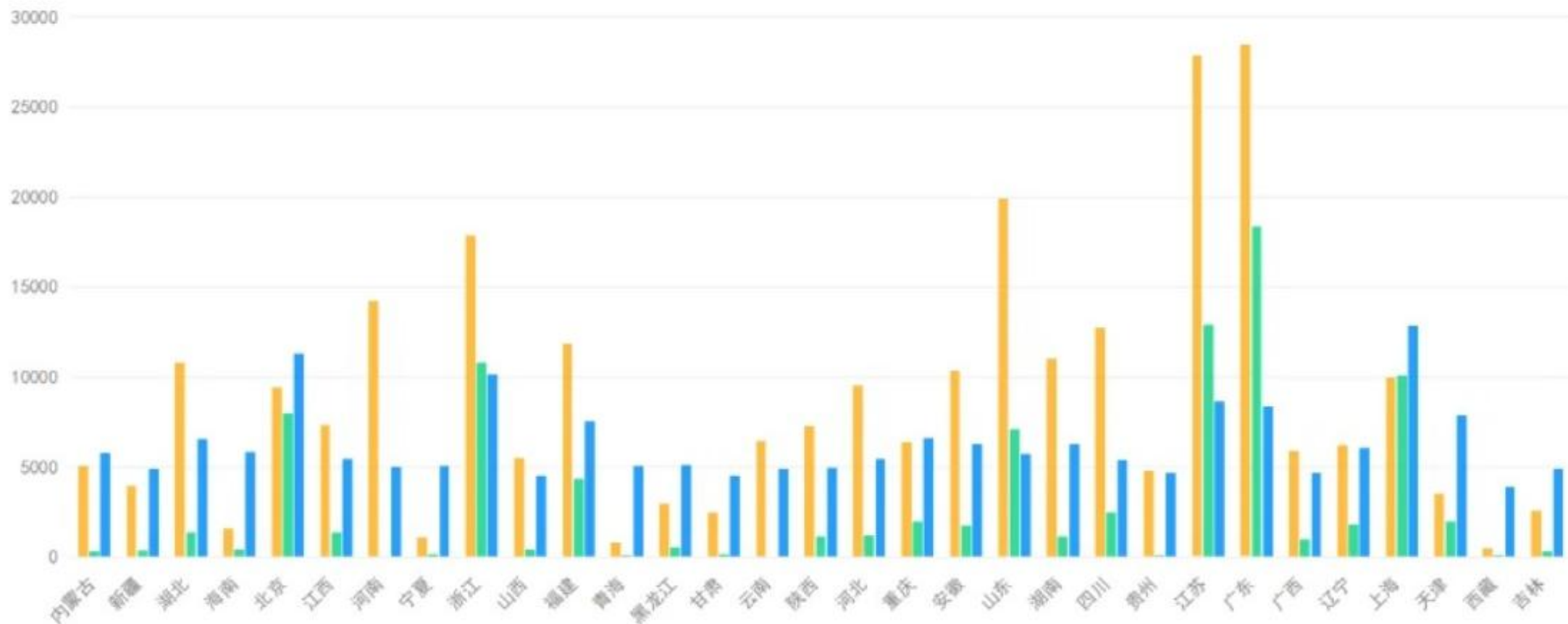
2022年一季度各省经济总量与增速

排名	省份	GDP (亿元)	GDP增速
1	广东	28498.79	3.3%
2	江苏	27859	4.6%
3	山东	19926.8	5.2%
4	浙江	17886	5.1%
5	河南	14228.79	4.7%
6	四川	12739.24	5.3%
7	福建	11859.21	6.7%
8	湖南	11058.16	6.0%
9	湖北	<u>10804.66</u>	6.7%
10	安徽	<u>10347.7</u>	5.2%
11	上海	<u>10010.25</u>	3.1%
12	河北	9559.8	5.2%
13	北京	9413.4	4.8%
14	江西	7320.5	6.9%
15	陕西	7265.41	5.1%

排名	省份	GDP (亿元)	GDP增速
16	云南	6466	5.3%
17	重庆	6398	5.2%
18	辽宁	6214.7	2.7%
19	广西	5914.78	4.9%
20	山西	5513.12	6.5%
21	内蒙古	5078.4	5.8%
22	贵州	4815.49	6.6%
23	新疆	3975.3	7.0%
24	天津	3538.52	0.1%
25	黑龙江	2976.6	5.4%
26	吉林	2576.23	-7.9%
27	甘肃	2479.1	5.3%
28	海南	1593.94	6.0%
29	宁夏	1114.13	5.2%
30	青海	833.3	5.1%
31	西藏	516.79	6.4%

2022年一季度各省主要指标

■ 地区生产总值（亿元） ■ 进出口（亿元） ■ 居民人均消费支出（元）



2022年一季度各省发展特征

1. 沿海发达地区强者恒强

- 广东、江苏、山东三大经济强省继续领先

2. 中部地区崛起迅速

- 湖北、安徽首次超过万亿

3. 部分中西部省区表现亮眼

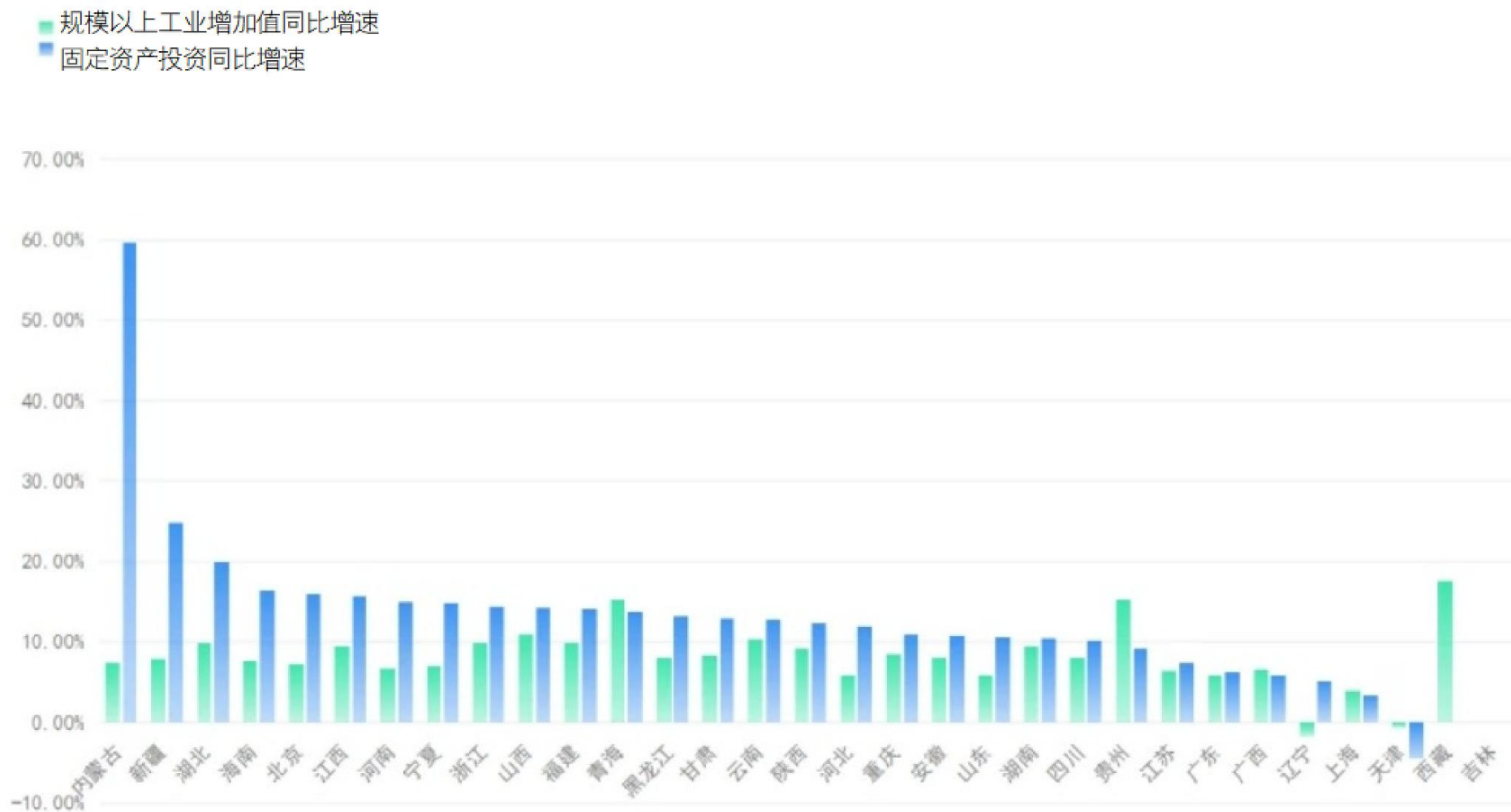
- 新疆、江西增长率为7%和6.9%，排名前两位

新疆：能源拉动；江西：消费拉动

4. 疫情冲击十分严重

- 吉林增长率-7.9%

2022年一季度各省增加值和投资



2022年一季度各省投资特征

1. 多数省区依靠投资拉动增长

- 全国固定资产投资同比增长9.3%，22个省区实现两位数增长

2. 中西部省区在投资领域发力

- 内蒙古固定资产投资同比增长59.6%，居全国首位
- 新疆固定资产投资同比增长24.8%，排在第二位
- 湖北固定资产投资同比增长20%，排在第三位

3. 部分东部省区投资乏力

- 上海固定资产投资同比增长3.3%，排在倒数第二位
- 天津固定资产投资同比下降4.5%，排在倒数第一位

主要城市财政收入显著下降

城市	4月财政收入	同比 (%)	1-4月财政收入	同比 (%)
南京	95	-54.9	601	-15.1
苏州	139.6	-49.6	875.5	-10.4
深圳	255.3	-44	1309.8	-12.6
杭州	154.3	-37	1034	-3.45
宁波	118	-36.1	736	-3.8
重庆	178.8	-35	751	-10.69
武汉	117.4	-29.8	672	-4.73
广州	176.4	-12.76	654	1.22

财政收入下降的原因

1. 增值税留抵退税

今年以来，国家推出了增值税留抵退税的政策，强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度。而增值税留抵退税是从2022年4月份开始申报，进入4月之后，很多企业都开始办理退税手续。

2. 减税、缓税政策的实施

近期，为了给中小企业纾困，国家推出了很多优惠政策，很多地方会根据当地实际情况给予减免税收或者暂缓企业缴纳税收。

财政收入下降的影响

各地在财政收入下降比较明显的背景下，财政支出却增大，很多城市“入不敷出”。

疫情反弹之后，各地除了要承担核酸检测费用、防控费用之外，很多地方还通过各种方式给企业以及居民直接发放补贴，这进一步加大了各地财政支出的压力。

内外并重突破困境

- 经济运行的亮点和恢复趋势
- 短期：发挥有效投资的关键作用
- 中期：优化布局，维护供应链稳定
- 长期：大力提升居民消费能力
- 全方位稳定预期

经济运行的亮点

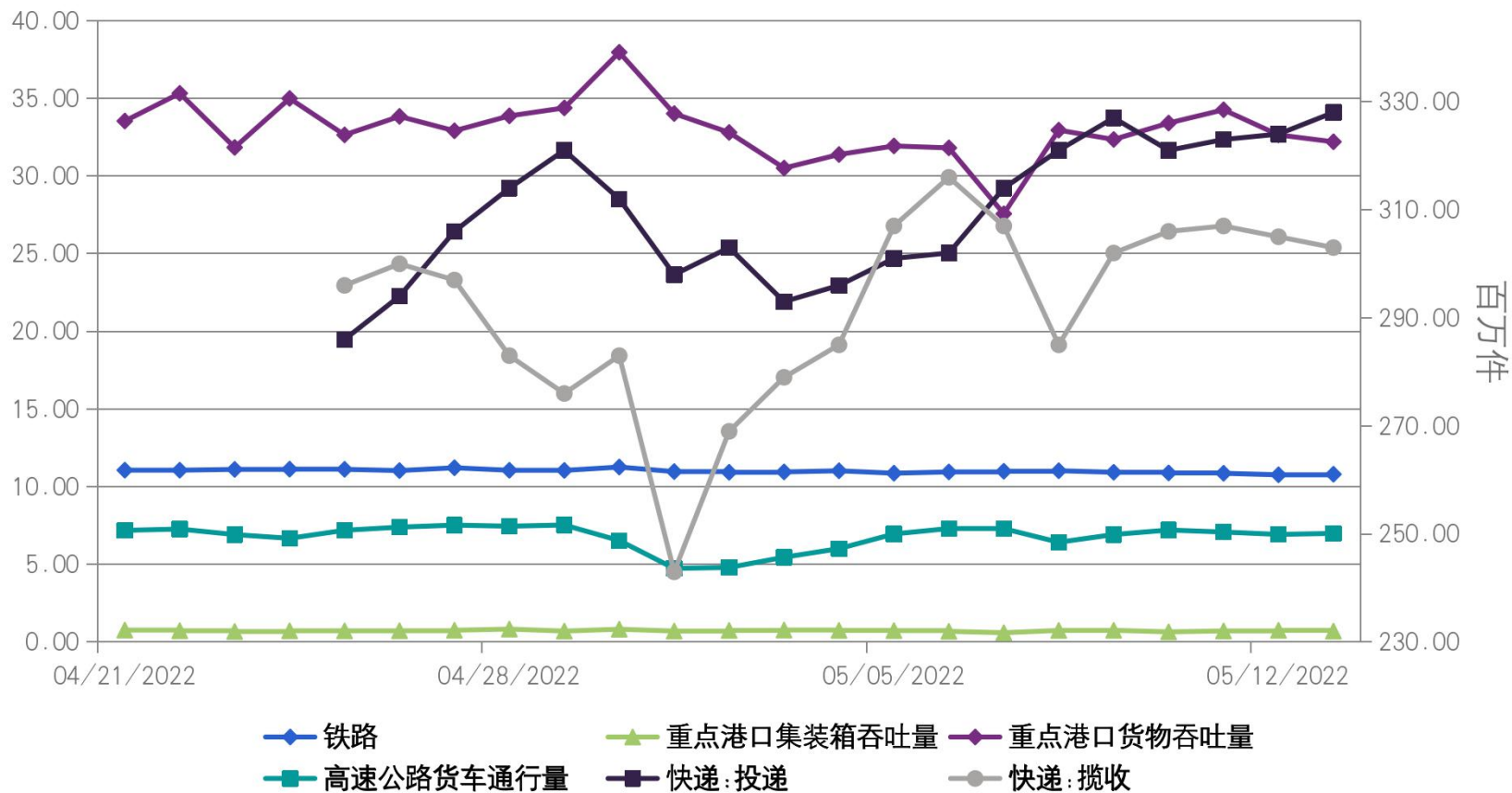
➤ 高技术产业显现出支撑作用

➤ 外资利用状况较好

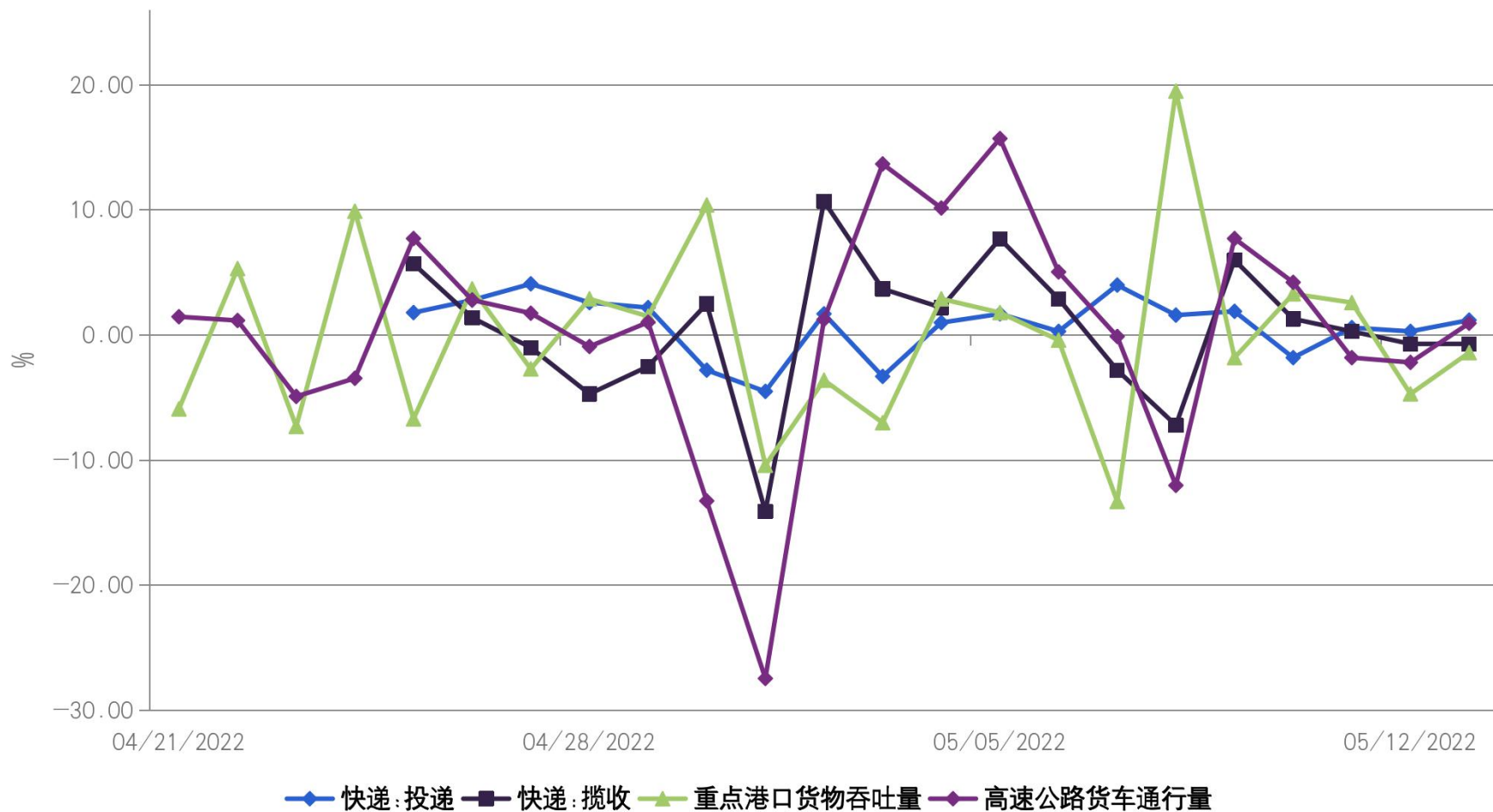
今年1至4月，全国实际使用外资金额4786.1亿元人民币，同比增长20.5%，新增合同外资1亿美元以上大项目185个，相当于平均每天有1.5个外资大项目落地。

➤ 网上商品零售保持增长

4月下旬以来运输业发展状况



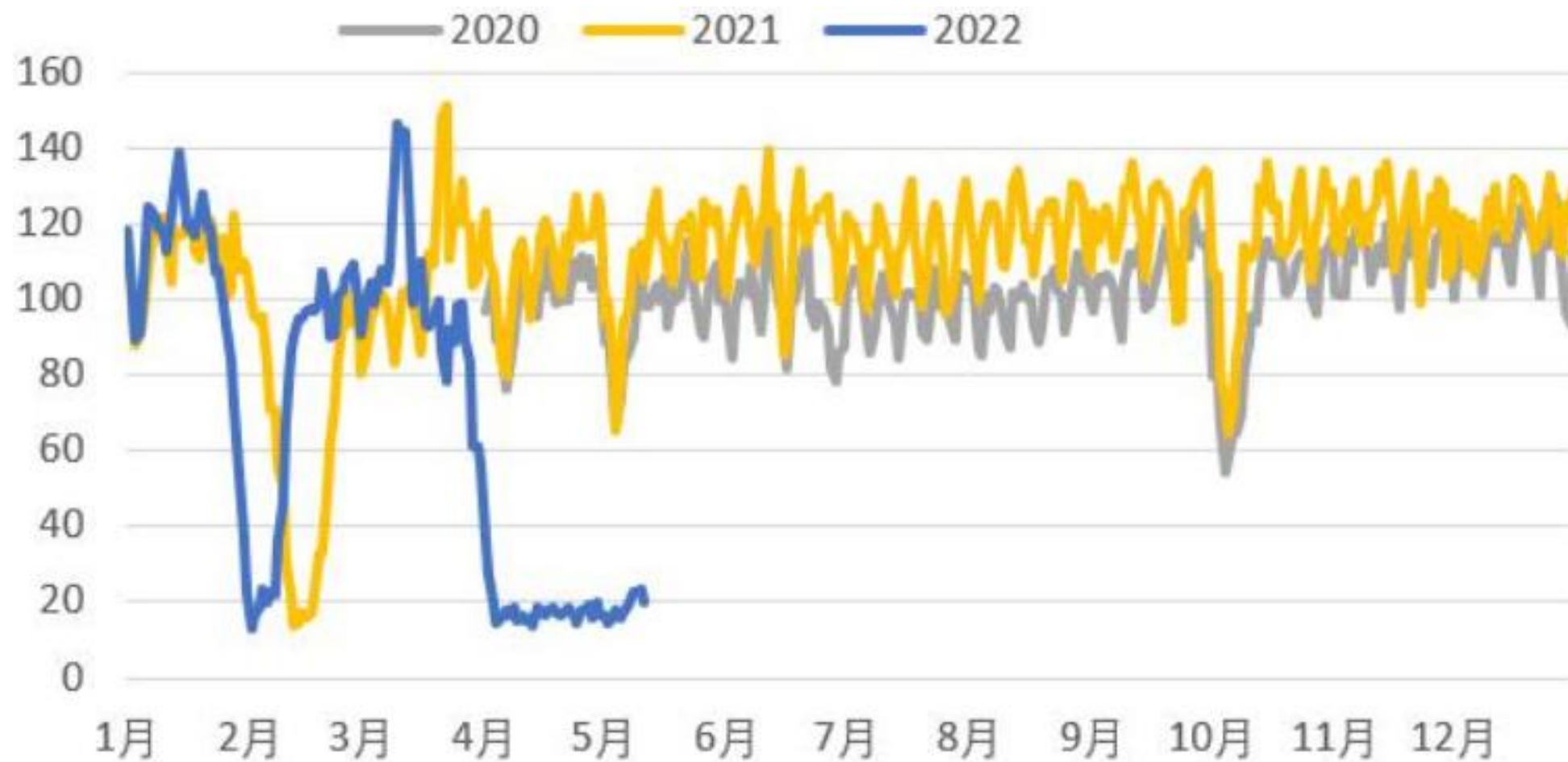
4月下旬以来运输业环比变化率



5月以來貨運流量指數有所回暖



5月以來上海貨運流量指數有所恢復



发挥有效投资的关键作用

- 稳定基建投资
- 重视民生补短板投资
- 发挥大项目投资的积极作用
- 用好政府专项债，充分发挥政府的引导带动作用

➤ 优化布局，维护供应链稳定

- 加强基础研究，提升科技创新能力
- 巩固产业链的完备性
- 维护同主要贸易伙伴的经贸联系
- 各地协同，促成产业的国内转移

劳动密集型产业由东部地区转向中西部及东北地区

➤ 大力提升居民消費能力

- 增收、減負、穩定預期是長期系統性問題
- 切實擴大中等收入群體規模、提升低收入者的收入水平
- 減輕住房、醫療、養老、教育等方面負擔
- 穩定居民收入增長預期

全方位稳定预期

- 稳增长是稳预期的基础和前提
- 在巩固抗疫成果的基础上推进生产和物流恢复
- 加强政策的稳定性和协同性
- 继续推进要素市场改革，推进分配公平
- 坚持竞争中性原则，持续激发市场主体活力



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇



CMF 中国宏观经济月度数据分析报告发布：内外并重，稳定预期，突破困境

5月18日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司联合主办的CMF宏观经济月度数据分析会（2022年5月）于线上举行。百度财经、网易财经、新浪财经、财经、WIND、凤凰网直播、证券时报、南都直播、同花顺直播、中国网、搜狐财经、中证金牛座等多家媒体平台线上直播，同时在线观看人数逾六十万人次。本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席杨瑞龙主持，聚焦“内外并重，稳定预期，突破困境”，政界、学界、企业界经济学家毛振华、余向荣、庞溟、罗志恒、王孝松联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济学院教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员王孝松代表论坛发布CMF中国宏观经济月度数据分析报告。

报告分为六个部分：

- 一、国民经济下行压力加大；
- 二、价格指数趋于平稳；
- 三、对外贸易遭遇困境；
- 四、景气指数折射出预期转弱压力；
- 五、警惕地区发展的严重分化；
- 六、内外并重突破困境。

一、国民经济下行压力加大

4月份的经济数据显示出我国国民经济下行压力加大，其中既有内部原因，又有外部原因。下行压力来自疫情影响、国外需求萎缩，以及经济发展中的结构性问题，但是我国经济整体向好的趋势没有改变。未来要进一步协调好经济发展与疫情防控，把握内外两方面因素，推动我国经济的高质量发展。



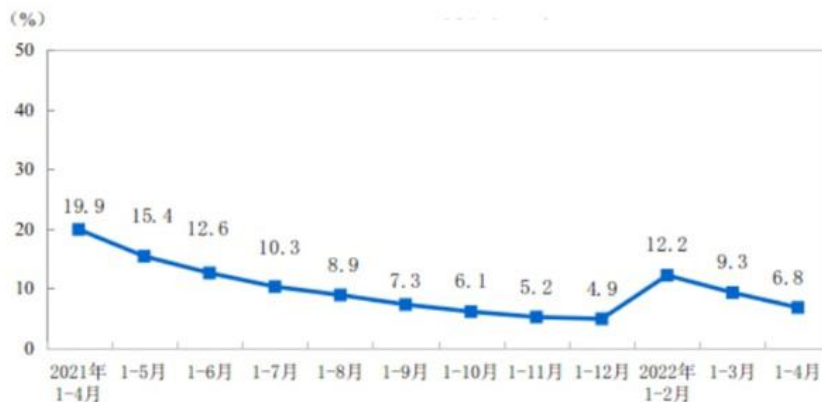
各行业增加值同比增长率

行业	4月	1-4月	行业	4月	1-4月
煤炭开采和洗选业	13.2	13.2	黑色金属冶炼和压延加工业	-4.2	-2.9
石油和天然气开采业	7.2	6.4	有色金属冶炼和压延加工业	1.4	4.1
农副食品加工业	-0.1	4.7	金属制品业	-6.6	1.5
食品制造业	0.1	4.5	通用设备制造业	-15.8	-2.7
酒、饮料和精制茶制造业	0.5	9.2	专用设备制造业	-5.5	4.3
纺织业	-6.3	0.5	汽车制造业	-31.8	-5.4
化学原料和化学制品制造业	-0.6	3.3	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-6.0	0.4
医药制造业	-3.8	7.6	电气机械和器材制造业	1.6	9.2
橡胶和塑料制品业	-8.1	-1.2	计算机、通信和其他电子设备制造业	4.9	10.7
非金属矿物制品业	-6.2	-0.9	电力、热力生产和供应业	0.9	4.3

国家统计局发布的数据显示4月份工业增加值由正转负，其中制造业4月份增速为-4.6%，而高技术制造业4%的增速对制造业发展的支撑作用明显；分所有制看，外商和港澳台商投资企业下滑16%，衰退明显；虽然新能源汽车行业保持了高速增长，但是受到上海疫情的影响，汽车行业整体在4月份出现了幅度较大的下滑。除了受制于国内疫情，外需乏力也是整体工业发展动力不足的重要原因。



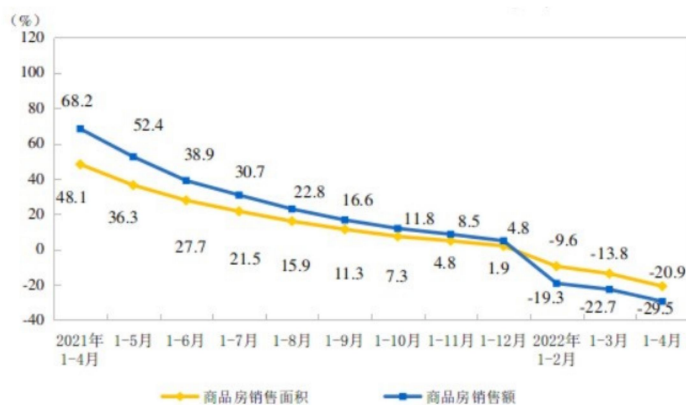
固定资产投资（不含农户）同比增速



投资方面，2022年前四个月固定资产投资增速较低，累计增速为6.8%，并且民间投资动力不足。按构成来看，设备工器具购置和其他费用同比增长率较低；而在三大产业中第三产业投资增速明显低于其他两大产业；从行业来看，高技术产业和社会领域投资增长较快，基建投资增速回落。消费数据显示出我国消费的内生动力亟待提升，2022年3、4月份消费都出现不同程度下滑，其中4月份社会消费品零售总额同比下滑11.1%。在不同消费类型中，又以餐饮业消费下降最为明显。



商品房销售面积和销售额增速



房地产投资开发延续了下行趋势，2022年1-4月份累计增速为-2.7%，行业形势不容乐观。此外房地产行业销售面积和销售金额在今年前四个月均出现累计超过20%以上的降幅，同时房地产企业的资金压力也不断增大。与房地产行业需求下降趋势一致的还有社会融资需求，4月我国社会融资规模增量9102亿元，比上年同期少9468亿元；M2同比增长10.5%，社融与M2增速之差连续三月下滑。

经济下行压力也使得我国就业压力凸显，4月份我国城镇调查失业率为6.1%，其中青年就业和大城市就业问题较为突出。16-24岁人群失业率高达18.2%，另外31个大城市城镇调查失业率为6.7%，超过全国平均水平。

二、价格指数趋于平稳

4月份我国价格指数比较温和，朝着更为合理的状态变化。CPI同比、环比均出现温和上涨，其中交通通信行业增长较快，同比增速达到6.5%；食品价格整体有所上涨但涨幅不大。另一方面，4月份PPI同比涨幅回落，但仍在高位运行。这一特征主要受到国际大宗商品价格波动的影响。具体看来，采掘工业价格上涨38.3%，原材料工业价格上涨17.4%，两者比较突出。除此之外，PPI与CPI差额有所收窄，显示出比较健康的经济发展趋势。

三、对外贸易遭遇困境

不同于3月份的状况，4月份我国对外贸易遭遇困境。以美元计价，4月份我国进出口总额为4961.2亿美元，增长2.1%；其中出口增长3.9%，进口与去年同期持平。此外，贸易顺差为511.2亿美元，同比、环比均有所增长。

4月进出口明显下滑



4月份出口下行，除了去年同期基数较高的原因，还受到内外部因素的双重影响。一方面，上海封控措施升级，对出口运输造成较大影响；叠加疫情管控影响出口企业开工，降低供应链稳定性，也在一定程度上影响到我国的出口。另一方面，东盟国家复工复产进程推进，海外订单转移明显，冲击了我国的出口。

进口方面，虽然4月份数据好于市场预期，但是相比去年同期进口为零增长。首先，疫情的反复削弱了国内生产和消费的需求；并且上海疫情防控导致进口通关报关延迟，这也在一定程度上影响到我国的进口。而最终数据之所以好于市场预期，是因为我国进口商品中有大量大宗商品，这些产品价格上涨也在一定程度上支撑了我国的进口数据。以铜矿、成品油和天然气为例，虽然这三类产品进口数量为负，但最终进口金额却出现不同幅度增长。

同主要贸易伙伴贸易情况（2022年1至4月）

贸易伙伴	进出口	出口	进口	贸易伙伴	进出口	出口	进口
总值	10.1	12.5	7.1	日本	-0.5	3.7	-3.9
欧盟	8.9	19.3	-6.6	中国香港	-9.2	-8.7	-26.6
美国	10.9	14.9	0.3	韩国	10.6	14.7	7.8
东盟	9.4	11.0	7.5	澳大利亚	-3.4	22.0	-13.0
越南	-5.1	-2.9	-8.5	俄罗斯	25.9	11.3	37.8
马来西亚	19.7	25.2	15.6	印度	10.0	25.6	-36.2
泰国	7.7	13.7	-1.2	英国	-2.2	-1.6	-4.2
新加坡	1.3	3.5	-1.9	加拿大	8.8	19.9	-7.9
印度尼西亚	28.1	22.6	33.8	巴西	8.5	17.2	4.1
菲律宾	10.9	10.0	12.9	南非	1.4	17.2	-8.1

从地区看，我国与不同国家和地区贸易往来也有所变化。4月中国对欧盟、美国、东盟和日本出口的当月同比增速分别为7.91%、9.42%、7.58%和-9.39%。除疫情影响外，出口下滑还同海外需求回落有关：4月欧元区制造业PMI为55.5%，日本制造业PMI为53.5%，环比均有所下降。在进口方面，4月中国从美国、欧盟、日本、韩国和东盟进口的同比增速分别为-1.24%、-12.52%、-15.13%、-5.61%和4.45%。其中中国从东盟的进口状况好于其他国家，体现出RCEP协议的支撑作用；此外中国从美国的进口形势也略有好转，体现出两国经济具有较强的互补性。

四、景气指数折射出预期转弱压力

4月份经济数据体现的问题不仅在于我国经济面临的下行压力，更重要的是当前我国预期转弱的问题。首先是工业PMI持续下降至47.4%，构成指数中衰退最严重的是供应商配送时间，这也反映出物流体系的不通畅。PMI构成指数中的新订单、库存、从业人员等指标都在48%以下。另外原材料成本较高，使得中下游行业的成本压力增加，并且新出口订单指数也反映出我国面临较大的出口下行风险，几大因素叠加使得我国制造业景气水平持续下降。

另一方面，4月份非制造业商务活动指数为41.9%，比上个月低6.5个百分点，非

制造业经营活动总体继续放缓。其中服务业受冲击最为严重，服务业商务活动指数低于上月 6.7 个百分点，降至 40.0%；而建筑业稍好，高于 50%。另外受到俄乌冲突等内外部因素的影响，我国股市也出现较为明显的波动。

五、警惕地区发展的严重分化

通过各省发布的经济数据，可以看出地区之间的发展出现一些分化的情况。从总量来看，广东、江苏和山东位列前三；在增速方面，新疆和江西较为突出，受疫情影响较大的吉林出现负增长。从地区看，沿海发达地区强者恒强，中部的湖北和安徽崛起趋势明显。

投资方面，各省工业增加值、固定资产投资增速有所差别。内蒙古 59.6% 的固定资产投资增速明显高于其他省份，共有 22 个省份高于 9.3% 的全国平均值。中西部地区的新疆、湖北投资领域势头强劲，但是部分东部省市投资乏力，上海与天津分列最后两位。

主要城市财政收入显著下降

城市	4月财政收入	同比 (%)	1-4月财政收入	同比 (%)
南京	95	-54.9	601	-15.1
苏州	139.6	-49.6	875.5	-10.4
深圳	255.3	-44	1309.8	-12.6
杭州	154.3	-37	1034	-3.45
宁波	118	-36.1	736	-3.8
重庆	178.8	-35	751	-10.69
武汉	117.4	-29.8	672	-4.73
广州	176.4	-12.76	654	1.22

而在财政方面，南京、苏州、深圳、杭州等几大重要城市 4 月份财政收入下滑较为严重，同比下降 40% 左右。原因有以下几点：第一，增值税留抵退税。国家推出了增

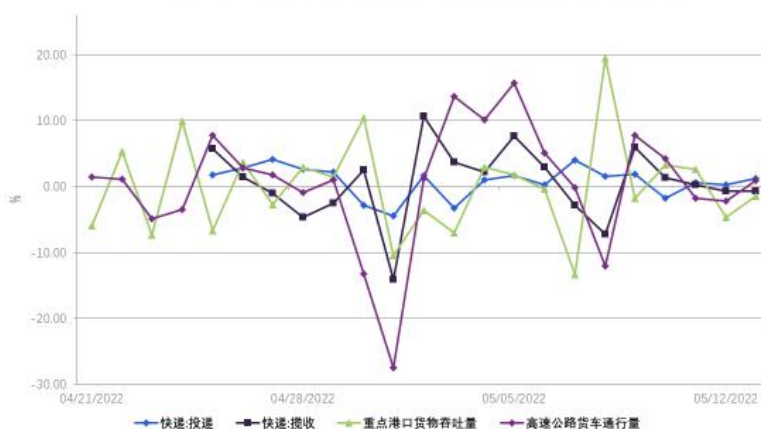
值税留抵退税的政策，进入4月之后，很多企业都开始办理退税手续。**第二**，减税、缓税政策的实施。多地根据当地实际情况给予减免税收或者暂缓企业缴纳税收。与此同时，各地政府在疫情防控、居民补贴上的支出增加了自身的财政压力。

六、内外并重突破困境

4月份的经济数据反映出我国经济发展面临的重重考验，但其中也不乏亮点。一方面，在4月份的经济数据中，在制造业整体增加值回落的情况下，高技术产业逆势上扬；此外我国对外资的利用情况较好，前四个月实际利用外资4786.1亿元，其中大项目有185个；消费方面虽然整体情况不好，但是网上商品零售还是保持了比较健康的发展状况。



4月下旬以来运输业环比变化率



从趋势来看，4月下旬运输业发展状况有所恢复，快递揽收和投递、重点港口货物吞吐等高频数据都在增长；此外5月份以来货运流量指数有所回暖，物流的恢复也将会带来经济活力的恢复。

面对我国经济下行压力，需要从短期、中期和长期全面布局，报告提出以下三点建议：

第一，从短期看要发挥投资的作用。要注重基建和民生补短板方面的投资，要发挥重大项目投资的积极作用，利用好政府专项债，发挥政府的引导带动作用。

第二，从中期看要优化布局，维护供应链稳定。一方面要加大基础研发投入，提升科技创新能力，另一方面要巩固产业链的完备性，攻克关键的卡脖子的环节。此外要维护同主要贸易伙伴的经贸联系，做到国内国外相互促进。并且要积极引导产业的国内转移，利用好中西部地区的资源优势。

第三，从长期看要重视消费的引领作用，大力提升居民消费能力。要切实扩大中等收入群体规模、提升低收入者的收入水平，减轻居民住房、医疗、养老、教育等方面负担，稳定居民收入增长预期。而稳增长是稳预期的基础和前提，要稳增长还需要做好抗疫基础上的生产和物流恢复，加强政策的稳定性和协同性。从长远看要继续推进要素市场改革，推进分配公平，并且坚持竞争中性原则，持续激发市场主体活力，从而推进我国经济的稳步增长。

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济月度数据分析报告，各位专家解读了中国4月份宏观经济数据并对未来经济走势进行预测。

中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席，中诚信集团董事长**毛振华**借助4月份经济数据分析了我国经济面临的内外部形势以及国内市场的信心问题。首先，上海疫情的严重程度及其对我国经济的冲击远远超出预期，除此之外俄乌冲突给全球经济格局带来的变化也对我国经济发展产生了深远的影响。国内外形势的不确定性不仅使得我国在上一轮疫情防控中积累的优势逐步丧失，也使得我国政策的边际效应在下降。另外很重要的一点就是当前国内市场的信心问题，具体表现就是对举债和投资的信心不足。大型民营企业出现的债务问题、房地产价格预期的改变等问题使得当前社会融资下降，这影响到经济的景气度，也使得7月份高校毕业生将要面临的就业形势更加严峻。

对于未来我国经济走势，毛振华认为新冠疫情、国际政治经济形势的变化对我国经济的影响已经成为定局。今年上半年我国的经济形势较为严峻，上半年的缺口需要下半年

年快速拉升，这其中存在一定困难。其能否实现还要取决于以下几方面因素：**第一**，疫情演化以及疫情防控对经济的影响。**第二**，外部因素尤其是出口的影响。但是今年出现的产业转移、俄乌冲突，叠加中美贸易摩擦，都使得我国出口面临压力增加。**第三**，政策力度的预期，我国的政策力度和发力点将影响到国内市场预期和未来经济走势。**第四**，房地产市场的走向。房地产市场的走向关乎我国经济氛围和投资消费市场，会对我国未来经济走势产生较大的影响。

花旗银行中国首席经济学家**余向荣**首先对我国宏观经济进行了分析和预测，他认为疫情对经济的冲击超出了此前市场的预期。4月份数据隐含的当月GDP增速在-3%左右，可能在6月份才能逐步摆脱疫情。对于下半年经济走势，四季度经济可能会回到5.5%左右的增长速度，**全年增速可能在4.2%左右**，面对疫情如此巨大的冲击，这一增长速度还是处于一个比较合理的区间。

对于未来稳增长的政策，如果要真正发挥作用，还取决于**政策意愿、工具和执行**三个方面。在政策意愿方面，4月底的政治局会议非常明确地表达了稳定经济发展、促进就业的导向。而在政策工具上，我国还有比较大的政策空间。一方面在积极推进既定和增量的稳增长举措，包括调整房地产市场政策、企业税收返还以及基建专项债的发行和使用等。在政策执行上，在疫情防控上要做到以快制快，封控措施以天计算；此外已有政策和增量政策要尽快推进，珍惜时间窗口；最后，政策执行不能矫枉过正。要认识到市场信心的恢复是需要时间的，**市场信号的释放需要有行动支持，并且政策的制定要考虑经济的长远发展。**

粤开证券首席经济学家、研究院院长**罗志恒**指出，预计我国经济在三四季度能够回归5%左右的增速，**但是实现全年增长目标还是存在一定难度**。此外对于微观主体，要关注疫情暴发以来的地方政府，要关注疫情防控下地方政府治理体系和治理能力的现代化进程。对于未来经济发展，应该尽快发行2万亿左右的特别国债或者是上调赤字，政策前期要用猛力，等后期稳定了再有序退出。未来我国经济发展还将面临**四大风险**，具体包括疫情冲击加剧了三重压力、房地产风险及其引发的基建不及预期、俄乌冲突导致的输入型通货膨胀、美联储加息引发的资本外流。对于宏观经济下行以及在这种状态

下微观主体产生的避险趋势，除了要求我们尽快恢复正常生活秩序，还需要从财政和货币政策角度发力。**罗志恒认为财政政策要优先于货币政策发力，支出政策要优于收入政策。**要发挥财政政策的总量作用和结构性调节作用；要尽快推行减税降费，做好工资补贴等工作。除此之外，应该发行特别国债以用于基础设施建设、中低收入人群补贴以及地方政府财政压力缓解等方面。

华兴证券首席经济学家兼首席策略分析师**庞溟**认为如果5月份经济数据没有大幅度的改善，第二季度的GDP增速会落入全年低点，会在3%以下。进而使得全年经济增速目标变为“保5%”。**此外疫情对于经济的冲击更多体现在第二季度。**在需求方面，疫情对于服务业冲击剧烈，社零同比下降11.1%，**国内居民消费的低迷也给稳预期、稳主体、稳就业带来了挑战。**投资方面尤其要关注房地产板块，国房景气指数出现断崖式下滑，跌至2016年初以来新低。在A股市场，上市公司累计营收和利润增幅持续下跌，行业表现出现两极分化。

对于未来经济发展，庞溟认为要从以下四方面着手：**首先**，稳增长政策进一步加码，关注总量的同时要关注结构性政策工具。基建投资继续发力，适度推进超前投资。支持政策、财政政策要应出尽出，重点支持对冲内外因素对基本面的消极影响。**第二**，在就业方面要推出就业优先政策，持续扩大就业容量，提升就业质量。重点关注大学生、农民工以及脱贫人口的就业情况。**第三**，房地产行业要因城施策，规范预售资金的管理，优先支付工程款。坚决防止一刀切和过度提高监管额度。**第四**，对于中小企业要落实好助企纾困政策，用改革创新的方法激发活力。从体制上、机制上、法制上要创造良好的经营环境，更加重视结构调整，破除制度性壁垒。

毛振华：当前中国经济面临的主要问题是需求不足、 预期走弱

毛振华 中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛(CMF)

联席主席，中诚信集团董事长

以下观点整理自毛振华在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（第55期）上的发言

去年底的中央经济工作会议提出我国经济面临三重压力，并提出要把稳增长放在更加突出的位置，此后也相继出台了一系列稳增长的政策措施。今年一季度以来，我国宏观经济的运行环境发生了一些新的变化，经济增长面临的风险和挑战有所增加，原有的政策工具箱以及政策执行力度也需随之进行调整。我主要想从以下两个方面对当前经济运行以及未来走势进行探讨。

一、当前经济面临的主要问题是需求不足、信心不足

“新冠疫情”和“俄乌冲突”黑天鹅持续扰动经济修复节奏。一季度以来，疫情在国内的爆发态势超出预期，在全国多地出现蔓延反弹，其中包括上海、深圳等经济重镇，随着防疫形势越发严峻，疫情的防控力度也逐渐趋严，地方工作重点也转移到疫情防控上来。此前上海经历了较长时期的封控状态，当前处于逐步解封状态，后续发展仍待观察。除上海外，当前部分地区仍存在防控政策加码的情况，本轮疫情对经济的影响仍在持续，不能简单预判本轮疫情的威胁已经解除。综合来看，疫情的超预期爆发导致我国经济修复受到干扰，疫情对经济增长的冲击或不亚于2020年一季度。与此同时，俄乌冲突也由区域性的地缘政治冲突演化成一场全球经济和地缘政治格局的转变，这也会对我国的经济发展带来冲击。

政策的边际效应下降，需高度关注需求不足的问题。去年下半年以来，随着经济下行压力的加大，稳增长的力度已有所加大，跨周期的宏观调控政策对今年经济下行的压

力已经做了一些提前布局。但从当前情况来看，在国内需求不足的情况下，稳增长政策效果并未完全显现，政策边际效应有所下降。具体来看，投资增速有所下降，其中民间投资出现大幅下降，4月份增速仅为-0.9%，较3月份大幅回落6.47个百分点。消费同样出现回落，既有居民消费能力下降的原因也受居民消费意愿不足等因素影响。4月份出口大幅下降，出口增速较上月大幅回落10.8个百分点至3.9%。出口增速的大幅回落，不仅是由于疫情干扰下我国供应链出现问题，同时也与部分外需份额转移有关，我国过去拥有的出口错峰优势正在逐渐弱化，出口承压加大。考虑到当前需求疲弱的问题较为突出，未来应适度加大改善需求端的政策力度。

信心不足下微观主体出现“债务恐慌症”、“投资恐慌症”。此前，民企信用风险事件频发，其中不乏一些头部和大型民营企业，引发了寒蝉效应并导致当前社会上存在“债务恐慌症”、“投资恐惧症”的现象。为提振市场信心，国家出台了包括降准在内的一系列稳增长政策，但部分政策并未达到预期的效果。以降准为例，降准释放了流动性，但当前的主要问题并不是金融体系缺乏流动性，而是市场主体的贷款意愿低迷，信心不足下，部分符合贷款条件的企业、个人也不愿向银行贷款进行投资和消费。教育部数据显示今年高校毕业生规模预计1076万人，同比增加167万人，创历史新高，但与此相对应的却是企业投资、扩大再生产意愿不足，这导致我国就业压力进一步凸显，这是值得高度重视的。

二、全年实现5.5%左右的经济增长目标难度加大

多重因素影响下，全年实现5.5%左右的预期目标难度加大。区别于以往政府经济增速目标设定低于民间预测的情况，今年政府对经济增长目标设定在5.5%左右，高于此前多数经济学家预测的5%左右的增速水平。设定5.5%左右的预期增速目标在一定程度上反应了政府对于将经济增速保持在合理区间的信心，同时也有提振市场信心的导向作用。但从当前情况来看，作为经济中心的上海虽处于逐步解封的状态，但经济完全修复尚需时日；五月份以来北京持续处于较为严格的疫情管控之中；与此同时，此前物流不畅导致供应链产业链出现堵点等问题也对全国多地经济增长带来了一定压力，上半年的经济增长难言乐观。而从全年的角度来看，上半年的经济增速缺口要依靠下半年实现

快速拉升并非易事。综合考虑上述情况，全年实现 5.5%左右的预期目标增速存在一定压力。

关注经济运行中存在的多重不确定性。一是**疫情演化以及疫情防控力度**。由于奥密克戎具有较高的传染性，未来疫情演化以及随之采取的疫情防控仍是影响经济增长的一大变量。二是**复工复产的力度**。随着疫情逐渐得到控制，各地开启复工复产。但目前部分地区的工作重心并非经济建设而是仍在疫情防控上，复工复产的力度存在“打折”的现象，未来复工复产的执行力度也是影响经济走势的重要因素。三是**外部因素带来的不确定性**。一方面，**出口错峰优势的弱化速度**。2020年以来，出口对拉动我国经济增长发挥了重要作用。随着疫情对全球经济的冲击减弱、海外供应链的修复以及中外疫情防控的政策差，我国出口的错峰优势有所弱化，电子消费品、耐用消费品等产业出现转移，出口增长难度加大。另一方面，**大国博弈持续存在下美国推动与中国“脱钩”的速度和力度**。当前西方国家对俄罗斯采取的包括金融制裁在内的一系列制裁措施或可看作一场压力测试，未来我国面临同样的压力，既包括金融方面也包括进出口方面。下半年随着俄乌冲突形势逐渐明朗，我国面临的上述压力或进一步加大，我国采取的应对措施也会对我国经济运行带来一定影响。四是**政策的实施力度与发力点**。为应对疫情冲击，西方欧美等国家采取了无节制的量化宽松政策。得益于有效的疫情防控以及出于防风险的考量，我国宏观调控较为克制，也正因如此，当前我国稳增长政策加码仍有操作空间。除施政力度外，政策发力点同样至关重要。五是**房地产调控政策**。虽然当前房地产的调控政策出现边际放松，但当前房地产市场仍持续低迷。作为促进经济增长的支柱产业之一，对房地产相关政策的实施力度将会成为影响下半年经济增长的重要因素。

余向荣：最差的阶段正在过去，后续关键在于政策执行

余向荣 花旗银行中国首席经济学家

以下观点整理自余向荣在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（第 55 期）上的发言

一、下半年经济走势取决于疫情发展和稳增长政策

从预测的角度看，疫情对于经济的冲击力度确实是超出了此前市场的预期。我们测算，4 月份数据隐含的单月 GDP 增速在-3%左右。5 月份会有好转，无论是公共卫生状况还是供应链压力近期都有所缓解。但一些省市如上海、北京、河南、四川等确实还没有摆脱疫情的影响，一些高频指标如房地产销售、服务业需求同比还是处于一个极低的水平。总体而言，5 月份增长能回正就很好了。如果 6 月份能够逐步走出疫情，应该说复工复产都不够，要赶工赶产，那么单月增速也许能够回到 5%以上。乐观地看，二季度 GDP 增速大概能够实现 1.7%的同比增长，但不及预期的风险要大于超预期的可能性。

下半年经济走势主要取决于疫情的发展和稳增长力度，还存在很大的不确定性。目前我们无法预测，下半年会有一波还是两波疫情，会冲击多少个城市。但必须承认，奥密克戎的传染性是呈几何级增长的，要比德尔塔变种要高出两到四倍。常规化的核酸检测和其他优化的防控措施在比较理想的情况下也许能够控制住总体情况，但是局部的疫情冲击可能还是难以避免。同时，为了迎接二十大的召开，疫情防控措施可能还会适当从紧。所以，即便这一波疫情过去了，下半年还是需要计入一部分疫情因素对经济的影响。

同时，稳增长政策还要进一步发力，但政策从落地到生效存在时滞。比如，在住户部门预期普遍偏弱的环境下，最近各地陆续出台的房地产支持政策，最快也要到 7 月份才能反映在房地产销售上，而传导到房地产开发和土地销售上可能需要更长时间。这样来看，第三季度的增长可能回不到 5%。可能要到第四季度随着政策刺激效果明显

显现，经济动能不断累积，增长才有可能回到潜在水平。具体地，我们三季度大概看到接近 4.8% 的增长，四季度或许能回到 5.5%，这样全年增速大概落在 4.2% 附近。这离年初制定的 5.5% 的目标存在一定距离，但在疫情这么大的冲击下，应该说还是处在合理增长的区间。

二、稳增长具备政策意愿和工具，关键要看执行

从稳增长政策的角度看，政策要真正发挥作用需要具备三个因素：一是政策意（intention），二是政策工具（option），三是政策执行（execution）。

首先，政策意愿现在已经非常明确了。四月底政治局会议讲得很清楚，经济要稳住。而一个更为现实的考虑是，我们需要 GDP 增长来创造就业岗位。最近失业率已明显上升，马上进入暑假又有 1100 多万大学生要进入职场，我们需要增长才能保证劳动力市场稳定。

其次，中国政策的腾挪空间依然是充足的。一方面，已经谋划好的稳增长举措正在加紧推进。比较重要的是，我认为现在政府支持房地产的信号是自提出“房住不炒”政策以来最为强烈的。特别是一些准一线城市也开始了比较明显的放松动作，而中央层面的政策比如按揭利率下限也做了一些调整。从中短期来看，我一直认为要稳地产才能稳增长稳预期。现在这个拐点已经过去了。再比如，进入二季度以来，财政政策也在积极发力，给企业部门的税收返还、搞基建的专项债发行和使用以及缓解疫情冲击的纾困政策力度都不小，而且还在加码。另一方面，中央也在积极谋划一些增量政策。可能的选项包括发行特别国债，无论是以抗疫还是建设的名义，而且一旦要做，应该就是以万亿起步的。也可能包括比较直接的预算调整来应对突如其来的奥密克戎冲击。从支出端也看到一些省市，像深圳、广州、宁波等，在疫情得到控制之后，陆续发了一些消费券，后面还会有更多的城市跟进。但我们更希望看到中央政府出资来提振消费。一来，一些地方政府财力有限，力度可能不够。二来，这里面还存在一个激励的问题。中国生产活动分布很不均衡，中西部地区出钱补贴消费，最后可能是帮助东南沿海省份拉动了生产。只有中央出手，既有财力上的保证，也是激励上最为相容的。总之，政府政策工具箱里

还是有很多选择的。现在争论的无非是先拉动消费还是投资的问题，但是对于创造 GDP 而言，这些政策都还是会有效的。

最后，也是最为重要的其实是在执行层面。我认为有两点需要关注。第一点，“时光一去不复返”。一个季度最多 92 天，一个城市如果封城一天，时间上差不多 1%就损失掉了。后面要补回来这一天就需要加倍的刺激，而且可能还不够。因为经济学告诉我们，资源是稀缺的，时间约束是现在最大的约束。要刺激消费，但一日就三餐，一年就一个五一假期；要刺激投资，工程量可以翻倍，但工人一天就二十四小时，只能完成那么多工作量；要刺激生产，有一个词叫产能约束，疫情过后可以赶工，但产能利用率理论值最高只能达到 100%。所以，应该承认跟奥密克戎赛跑，时间可能并不在我们这边。这对政策执行提出了两个要求，也是我的粗浅建议：一是疫情处置真的要以快制快，封控措施可能不能以周计，要以天计，因为被耽误掉的时间后面很难找补。二是现有政策要加快执行，增量政策要尽快出台。无论是支持房地产、刺激消费还是发行特别国债，最好都能够在上半年内拿出来。如果等到二季度经济数据出来再研判、再出台、再执行，政策产生累积效果就要到四季度了，今年的增长就追不回来了。从这个角度来讲，留给我们政策反应的时间窗口是很短的。

第二点，“不过正不能矫枉”。这里要矫正的是市场预期。应该说，现在无论企业、住户还是投资者的信心都是非常脆弱的。从 3 月 16 日金稳委开会以来，相关部门已经多次释放了稳增长信号，也一再强调中国经济稳中向好的基本面没有改变。舆论引导有一些作用，但似乎未能扭转预期。一个原因是大家看到政府有多重目标，既要防控疫情又要稳住增长，还很在意刺激政策带来的负面效果，比如杠杆率的抬升、债务的可持续性等。因此，大家对于稳增长的决心和力度在预期上还存在很大的分歧，一旦在释放稳增长信号之后相关动作没有及时跟进，信心马上又会转弱。多次反复之后，大家就不看信号只等行动了。在目前这个阶段，边际的放松或许不足以改变普遍低迷的市场预期。因此，政策可能不能太计较短期的负面影响，应该着眼长远，在发展中解决问题。能够做到的政策，建议应出尽出，以足量的、坚决的稳增长行动来稳定住预期。

总结一下，中国既有稳增长的意愿，也有足够的回旋余地。现在最需要的是及时和

到位的政策执行。政策发挥作用的三个要素，我们已经具备了前面两个。我倾向于认为在这个时点上也许没有必要过度悲观了，可以对下半年持一个相对建设性的看法，而最大的变量或者说最需要关注的恐怕最后要落在政策执行上。

庞溟：现阶段看完成全年 5.5%增速有难度，政策应从四方面发力

庞溟 华兴证券首席经济学家兼首席策略分析师

以下观点整理自庞溟在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（第 55 期）上的发言

一、完成全年 5.5%的增速有一定难度，但仍需努力完成

我们预测 4 月份 GDP 转负到-1.5%到-2%，5 月份疫情冲击还未完全结束，即使 5 月份回升到 0 附近，6 月份大幅反弹到 6%，二季度 GDP 也仅是 1.5%左右。假设更好的情形，5 月份能够回升到 1.5%到 2%左右，二季度 GDP 有可能回到 2%。换言之，如果 5 月份经济数据没有大幅度改善，二季度的 GDP 会落入全年低点，达到 3%以下。全年经济增速目标从 5.5%左右变成了保 5%。假设二季度的 GDP 落在 3%以下，全年要完成 5%的增长目标，下半年的增长率应该在 6.1-6.7%左右，这一增长要求是比较高的。如果达到 5.5%的目标，下半年要达到 7-8.5%左右的增长，可以说存在着相当大的难度。

我们认为疫情对经济的影响和冲击主要体现在二季度的经济数据上。4 月份数据是比较直观的一个样本和最初的反应。各项指标的全面下滑，处在 2020 年二季度以来最严峻的时刻，市场对总量下行的趋势没有感觉到意外，尤其是境内外投资者预期应该是到了。但大家更加关注预期冲击背后的结构影响，这是比较好的样本，中下游生产受到的影响大于上游产业，消费品制造受到冲击大于原材料加工，中游设备制造和采掘业。在需求方面靠近终端居民的投资、消费和地产受到的冲击是最大的。

需求方面，在服务方面 4 月份以来，全国疫情有多点散发的状况，不少地区纷纷收紧防控措施。统计局统计的 21 个行业中，19 个位于收缩期间，对服务业有剧烈的冲击。5 月份形势有一定的改观，但预计航空运输、住宿、餐饮、生态保护、公共设施管理等接触性、集聚性行业的商务活动指数还是会继续低位徘徊。批发、邮政等行业收缩区间可能还会有比较长的一段时间。在需求方面，社零同比是-11.1%，比上个月-3.5 大幅

度下滑，是2021年4月份以来最低的一个水平。它同样受到疫情之下消费能力削弱、消费场景限制和消费意愿低迷，三重因素的影响。在疫情不确定性下，短期看三重负面的不利因素还会保持，消费方面的复苏最为缓慢。

国内居民消费意愿比较低迷，给稳预期、稳主体、稳就业、稳增长带来挑战。尤其是中小企业经营比较困难，因为四月份中小企业发展指数降到88.3%，连续四个月下降，疫情反复、社会预期趋于谨慎，居民预防性储蓄意愿大幅增强。未来预期转弱的情况下，消费意愿下降，可能会对中长期的消费造成负面影响，像人行一季度储户问卷调查显示，居民储蓄和消费之间的差距是近两年来最高水平，倾向于更多消费的居民比四季度减少了一个百分点，倾向于更多储蓄的居民比例增加了接近三个百分点，可见谨慎性储蓄倾向抬升会拖慢未来经济复苏的步伐，这是一个隐忧。本轮疫情对消费冲击的底部应该在5月，未来消费复苏进程偏缓，到三季度左右才会回到潜在中枢。

就业市场的压力值得警惕。4月份，基本上全国调查失业率，16-24岁、29-59岁各个群体人口调查失业率都比3月份上升0.3、2.2和0.1个百分点，仅次于2020年武汉疫情后的高点，说明社会的有效需求加速回落。另外外来户籍人口失业率偏高，反映出一二线城市就业机会的减少，今年头几个月外来户籍人口调查失业率上升1.3个百分点，到6.9%，同期本地户籍的人口调查失业率只上升0.2个百分点，加上今年1076万普通高校毕业生的人数，环比增加167万人，未来收入预期下降也会拖累消费的能力。同样是本土疫情，今年失业率比去年要严峻，原因是去年出口、制造业生产比较景气，吸纳了一部分就业，去年的失业压力主要还是在制造业。这一轮冲击主要是供应链、工业生产和出口，制造业失业率大幅度走高。今年3月份以来，制造业PMI、非制造业PMI双双大幅下降，有关部门指出，财政政策、货币政策和产业政策各方面政策都应该是稳岗、稳就业为优先导向，稳住经济大盘，这方面可以关注国务院常务会议提出的各项措施，如何立足于像退减税、缓缴社保费和降低融资成本等等，去向稳市场主体、稳岗位、稳就业方向努力。

投资方面主要的关注点还是在房地产。4月份房价环比是低迷的，虽然相关支持措施比较频繁，但是相关指标全面走弱。像国房景气指数断崖式下跌到2016年初以来的

新低 95.89%。从销售指标来看，1-4 月份销售面积同比下降 20%以上，比一季度 13.8% 继续放缓。商品房销售额同比下跌了 30%，也是低于一季度的-22%，这也和居民部门的房地产贷款走势互相印证。显示居民部门还在去杠杆，中长期信贷萎缩程度超过了 2 月份，购房意愿是一个冰点。再加上疫情多期散发的情况，前期宽松措施对房地产的拉动的消化作用是有限的。所以，房地产市场需求依然偏弱，虽然各个部门提出了促进平稳健康发展的相关措施，4 月底以来有 30 个以上的城市陆续放松了限购限贷措施，央行银保监会也放开了首套和新市民住房的信贷约束，不过从目前情况来看，市场信心还是没有修复，房地产预期是转弱的。企业资金压力和流动性风险没有实质性改善，再叠加加上头部房企有一些债务违约的暴露风险，个人收入预期下降，所以，购房者观望情绪明显，拖累了整个房地产销售的下降，虽然新的窗口期正在开启，但是全国楼市还没有全面企稳。

经济潜在的压力反映在近期 A 股市场走势上，通过分析 A 股市场上市公司一季报的结果可以进行一部分概括，上市公司大部分是行业细分领域的排头兵，他们的经营状况比较稳健，在表征经济全貌的代表性方面大家有一些自己的判断。

从一季报来看，整个全 A 公司的累计营收利润增幅是持续下跌的，总体看疫情对一季度经济活动扰动相对可控，营收盈利的环比好于四季度，这和 1-3 月份宏观经济增长 GDP 视角是相互印证的。再加上全 A 即使排除金融、石化等板块来看，一季度业绩环比依然有所提升，所以增长压力更多在二季度反映出来。

从行业表现来看是两极化趋势，周期资源类中，除了中游特征的钢铁、公共事业行业之外，盈利普遍走好。制造业盈利分化，高新制造产业还有两位数的增长，传统制造业是两位数的负增长，受益于跨周期调节的建筑行业业绩同比增长在 10%以上，大幅业绩增速分类排名是往前抬的，反映出基建投资的兜底和走强。消费中，可选消费由于疫情背景依然承压，但拆解经营状况来看，一季报净资产收益率延续了 2021 年中报之后见顶下滑的趋势，企业如果用杜邦三因子拆解的话，企业中受累于销售净利率和资产周转率双双下降，显示出上游成本端的压力下，疫情背景下，下游行业资产周转率下行更加明显。特别是上游强于中下游格局没有明显变化，显示通胀压力没有有效的下游传导，

上游的利润占比持续提升，挤压了中下游产业的利润空间，哪怕从股市的风格分类来看，周期的风格利润占比也是历史高位了。在盈利下行的周期中，中小市值企业的盈利回落幅度远远大于大市值公司，虽然说上市公司已经是排头兵了，但他们中间的“中小企业”，稳增长或者维持增长的难度是更大的，这是可以和宏观相互印证的。

总体来说，经济增长接下来还有很多下行压力，全年增速 5.5% 的目标还要努力实现。因为如果每一百分比增长可以吸纳两百万人就业的话，要实现 1100 万人新就业这个目标，就要实现尽可能地稳增长。不过，这个难度是比较大的。所以，近期以来，疫情防控有所改善，统计局也说实物量指标总体在改善，像复工复产的进行，发用电量等先行指标有一些积极变化。我们刚才推算未来 5 月份生产会有所回暖，但具体回暖的幅度能否同比到 0 以上，这是需要观察的。宏观经济供需双落的格局在二季度会是一个底部，4-5 月份可能是全年经济增速的底部，后续有复工复产、复商复市、基建兜底、地产边际改善方面逐步推进，内需才有可能迎来修复，经济走出谷底。

二、政策应从基建、就业、房地产和中小企业四方面发力

对未来政策建议方面，我们预计稳增长的政策接下来会进一步加码，关注总量的同时应该是结构性政策的工具。首先是基建投资。疫情主要影响的还是施工端，政策端、资金端和项目端依旧支持了后续基建兜底的作用。6 月底专项债发行是有望加速的。今年前 4 个月基建同比增长是 6.5%，应该还是比较快的增长，政策端的利好也是比较频繁，像全面加强基础设施建设、超前投资等等，这方面来说继续发挥了稳定经济增长压舱石的作用。我们梳理一下，像项目审批方面，年内项目审批金额超过 5000 亿，对比去年上半年 2400 亿。资金到位方面，1-4 月份投资到位的资金中，国家预算资金增长 30%，这和 2020 年、2018 年、2012 年的增速比较接近。新开工项目方面，1-4 月份也是增长 28%，在过去十年中仅仅略低于 2012 年。专项债的发行，1-4 月份新增发行进度是接近 40%，4 月份发行规模只有 1038 亿，相比 3 月份比较萎缩，但主要和财政部的要求，去年年底下达提前批的额度 4 月底用完有关系，现在还有 2.3 万亿没有用完。根据 6 月底基本完成 2022 年新增专项债发行工作要求，我们估计 5、6 月份专项债发放会再次提速。各项宏观政策的支持，尤其是支出政策、财政政策应该是应出尽出，而且要快出，应该

尽快发行像基建专项国债、抗疫特别国债、搭配银行贷款，重点支持对冲内外因素对基本面消极的影响，主要还是因为预算草案的编制时间早于3月中下旬爆发的疫情，所以应该是按照疫情发展引入更加灵活的财政安排。另一方面今年的专项债发行是前置的，下半年如果使用增量政策工具发放专项国债和特别国债，可以有力地支持四季度项目建设，使全年基建都具备一定的强度，支撑全年基建投资增长到8%以上。

其次是就业。具体来说，要强化的一是就业优先政策，持续扩大就业容量，提升就业质量，努力实现更高质量的就业。鼓励吸纳就业强的劳动密集型行业、服务业、新业态等在线和线下的发展。二是用足政策，促进大学生就业，多方面拓宽招聘渠道，保证招聘企业的数量、职位和求职的效果。三是对农民工、脱贫人口等重点群体的就业服务，要努力带动更多的农村劳动力就近就业。四是就业帮扶和劳动技能培训等方面要提升培训精准度和有效度，化解就业难和结构性招工难并存的情况。

再次是房地产。去年底以来，各地发行的一系列支持房地产发展的举措，包括调整限购、降低首付比例、发放购房补贴、限售政策调整、多胎家庭购房等等。主要城市的个人房贷利率有所下降，按揭贷款的放款周期也有所缩短。不过，现在疫情导致了土地市场供地结构发生了变化，特别是一部分城市延迟了第一批土拍，再往后会让地产建设的步伐受到影响。同时，核心城市普遍降低土拍门槛，让利房企，但整体行业债务问题也是没有解决的，基本上土拍可以看到都是国企、央企托底，底价成交为主。在疫情形势缓和之后，我们预计房地产销售面积绝对水平应该是见底的，二季度末、三季度初应该有所好转。接下来首先要明确因城施策，尤其是规范加强预售资金的管理，优先支付工程款，严格按照工程节点去拨付资金，坚决防止一刀切，过度提高监管额度，影响按期竣工交付。另一方面预期的引导和政策指导也很重要，通过降低首付贷款和交易税率可以提高购房的意愿和支付的能力。但这一方面也需要银行为房地产行业的稳定健康发展让利，包括改善型需求在内的刚需房贷利率从现在普遍面上的6%上去压价，才能降低购房成本，修复置业情绪。还要加大对地价房价贷款税费的进一步压降成本，这样才能让供需去匹配，才能在疫情防控、静态管理，保证居民看房购房的限制消除之后房地产平稳健康地发展，居民购房需求的疲软才有可能回暖。

最后是中小企业支持方面。中小微企业融资面的覆盖面、可得性、便利性方面等种种难题依然有待于化解，有关部门最近提出对民营企业和中小微企业的包容性方面应该是一个重点。未来需求收缩、供给冲击、预期转弱三重因素影响之下，中小企业的经营状况还是要谨慎看待，未来要更好地推动它的发展还要在多予少取这两方面下工夫，落实好各助企纾困政策，用改革创新的方法激发活力。最关键要认识到给中小企业纾困解难，根本上还要依托于市场主体自己的稳定和发展。要分类指导精准服务，从体制上、机制上、法制上创造良好的经营环境，更加重视结构调整，要深化“放管服”改革，破除体制性制度性的壁垒，对资本设置红绿灯，继续保护企业家精神，激活劳动者的积极性，这样才能尊重和实现微观主体的获得感和满足感，这是维持稳预期和稳主体最关键的落脚点所在。

罗志恒：当前宏观经济面临四大风险，财政政策应尽快发力

罗志恒 粤开证券首席经济学家、研究院院长

以下观点整理自罗志恒在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（第55期）上的发言

一、宏观经济存在四大风险

当前宏观上有四大风险。二季度和4月份是谷底，预计二季度GDP增速在3%左右，三四季度应该能够回到5%左右，由于疫情和国际局势超预期，全年经济实现年初预定的目标有难度。

第一，疫情冲击加剧了三重压力。这次疫情冲击和反弹跟之前的不同，在于它威胁到了产业链供应链的稳定，威胁到整个经济的循环。这次上海疫情反弹不仅仅影响到上海，而且因其产业链的核心位置影响到了长三角。更重要的是上海疫情的防控对策和防控方式的示范效应，让全国其他地区甚至出现了“一例封城”的现象，这对整个经济的影响和冲击是比较大的，这是疫情冲击风险。

第二，当前仍未走出房地产投资和销售下行的恶性循环，房地产不稳的话经济难以稳住。过往大家认为发展房地产和基建就是发展旧经济，我们要发展高科技、发展新基建，要通过消费拉动经济，但是短期从稳住预期、稳住经济增长的角度而言，仍然要靠基建和地产。消费是一个慢变量，它要考虑到消费能力和消费意愿。消费能力就是收入，现在我国的调查失业率6.1%，青年失业率18.2%，这样的情况下又经历了几个月消耗过往的存款，同时面临未来预期高度不确定性。所以，消费很难从短期内改变，长期要靠改革。短期要稳住经济还是要靠房地产和基建。但问题在于房地产至今没有走出恶性循环，部分房地产企业出现了风险，居民基于这种风险的考虑处于暂缓买房，或者暂时不愿意买房的状态，这就导致房地产销售不好，紧接着房地产现金流不好，房地产的

投资又不好，进而影响到银行对它的放贷等等，进入一个恶性循环。同时房地产销售和房企现金流不好以后，又间接影响到土地财政的问题，影响到基建。在严控隐性债务背景之下，专项债发力很难抵销过去其他资金对基建的支撑，现在房地产的风险影响到地方政府的土地财政收入，影响到实际可支配的财力，进而引发基建可能会不及大家预期的水平。

第三，俄罗斯和乌克兰局势引发的输入型通货膨胀。目前随着保供稳价举措，PPI有所回落，但到下半年到底会怎么样恐怕还是需要打一个问号。中国或者全球已经进入到一个高通胀的时代。我们进入到逆全球化的状态，经济循环从效率模式转到安全模式，各国都更注重安全发展，注重在产业链上摆脱对其他政治经济实体的依赖。这就打破了比较优势的分工，经济运行的成本是要上升的。全球清洁能源转型引发成本的抬升，再加上全球老龄化的加剧，从下半年和中长期来看，高通胀可能是要面临的一个问题。

第四，美联储加息引发的资本外流以及对资本市场的承压，也是需要高度关注的一个情况。

当前，宏观上面临这四大风险，当然随着整个疫情形势的缓解，随着财政货币政策发力的状况，下半年经济可能逐步会有一个较好的回升。

二、关注宏观数据之外，还要关注微观主体

当前出现了微观主体避险化的趋势，表现在三个方面。第一，疫情影响了居民对将来不确定性的看法，居民不愿意、不敢消费，边际消费倾向特别低。第二，企业部门，制造业 PMI 中的经营预期指数都在往下走，制造业中长期贷款各方面处在比较低的水平。

第三，也是最重要的是，地方政府的行为逻辑与过往比发生了很大的变化，地方政府对于发展经济的积极性在逐步消退。在过往是单一 GDP 考核，最近这些年越来越强调多元目标考核，不仅要经济增长，还要环境保护，还要防范化解重大风险，现在又加了疫情防控。在多元目标的考核之下，以及中国纵向地看对上级政府负责的情况下，意味着地方政府面临着一票否决的风险要素越来越多。在这种情况下，为了保住正常的晋

升和位置，理性选择就是实行一刀切的政策，就是一切行动找依据，行动更加僵化，因地制宜不够。地方政府看似免责了，看似风险消失了，实际上导致了宏观上更大的风险，风险从地方政府上移到了中央政府，倒逼中央政府出台新的举措。中央三令五申要统筹疫情防控和经济社会发展，但统筹过程中收益是社会的，但是当地如果出现一例病例，风险就是官员个人承担，权责不对等、收益风险不匹配。所以，如何调动地方政府的积极性，重塑对地方政府的激励机制，怎样建设尽职尽责的制度，对于接下来中国的经济发展也好、疫情防控也好，在“百年未有之大变局”的过程中，是尤为重要事情。

三、财政政策应尽快发力，支出政策优于收入政策，尽快发行2万亿特别国债

一是尽快恢复正常的生产生活秩序。每个人都有对美好生活的向往和需要，只要恢复生产生活的正常秩序，供给就能恢复，需求就能得到释放。

二是此时财政政策要优于货币政策尽快发力，支出政策要优于收入政策。在经济下行的时候更多地要依赖财政政策，一方面发挥它总量的作用，另一方面发挥结构性调节的作用。在收入和支出政策这块，支出政策比收入政策更为有效，也更为急迫一些。减税降费要生效的前提条件是有经济活动，是有流量、有盈利，这样减流转税、减所得税才能起到真正的效果。但是现在可以看到部分地区的疫情防控采取了一些过激的政策，导致整个经济活动、经济流量、企业盈利的效果都比较差，这时候采取减税降费的实际感受没有那么强烈。反而采取一些支出政策，比如给予一些补贴，免除房租、给予利息贴息，或者给予工人最低工资补贴和支持，效果可能会更好一些。

具体而言，我认为应该尽快发行特别国债。因为现在疫情对整个经济的冲击，进而对财政的冲击，收入锐减，支出增加，这都是超预期的。这是在三月份全国人大审议预算报告时没有考虑到的情况，非常时期、超预期时期，自然要有非常之举。我们大概测算了一下，起码要有2万亿的规模专项用于三大任务。一是用于基础设施建设，以对冲总需求不足的状况；二是发给特定的中低收入人群现金。这里我们讲的是特定中低收入人群，而不是全民，事实上我国财政承受不了给全民发钱的压力。另外给全民发钱也起不到把有限的财力花在刀刃上。给特定群体发的是现金，而不是消费券，我们发钱的主

要目标不是定位刺激和拉动消费，而在于提高特困人群的抗风险能力，降低焦虑感，以稳定社会和人心的预期。三是现在地方政府压力也非常大，尤其是一些基层地方政府，以前土地出让收入中有一半用于土地平整和拆迁补偿等，基本上剩余一半可自由支配。现在房地产不景气，导致房地产相关税收和土地出让收入这块都在往下走，再加上现在常态化核酸检测支出对地方政府来说也是巨大的压力。如果地方政府连自己的日子都过不下去，谈何给老百姓和市场主体提供更好的公共服务，以及落实减税降费的举措。所以第三个用途是中央对它进行相应的转移支付，以缓解地方政府财政压力。



把脉中国经济 传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forecasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站：<http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号：

