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8月）（总第57期）

内生动力培育期的中国宏观经济

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8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57期）

内生动力培育期的中国宏观经济

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

目录

一、相关经济指标

二、为什么是培育内生动力的关键期？

三、如何培育内生动力？

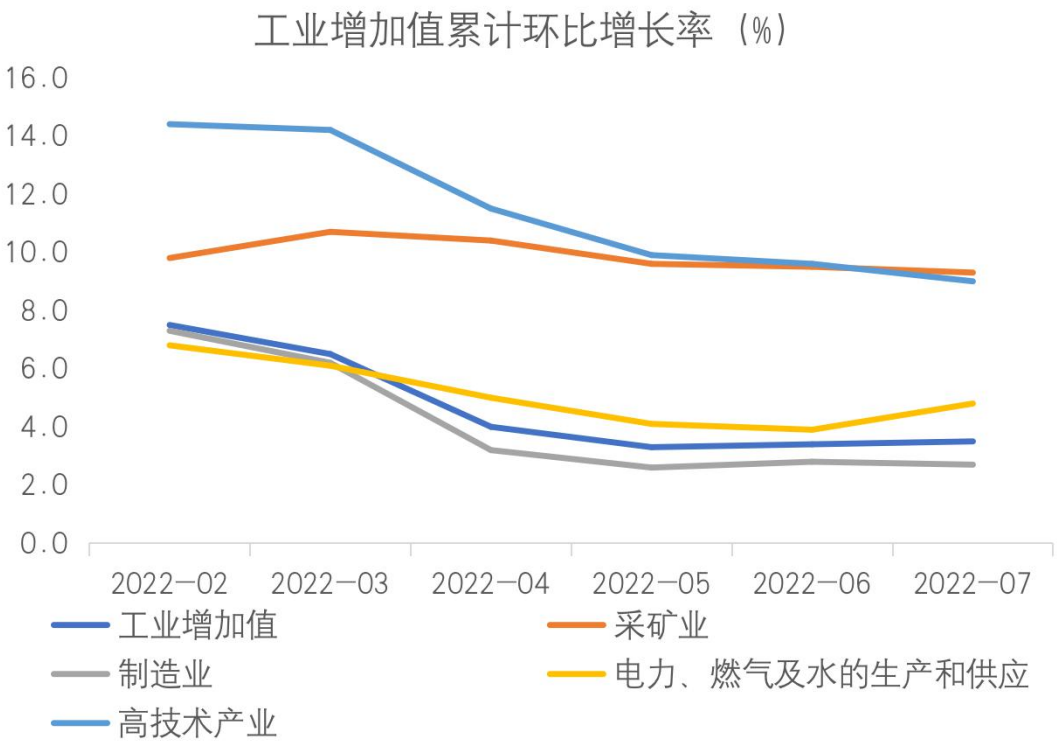
一、相关经济指标

1、PMI指标：4月份以来出现的部分PMI指标改善出现逆转趋

中国制造业采购经理指数各指标情况（经季节调整，%）

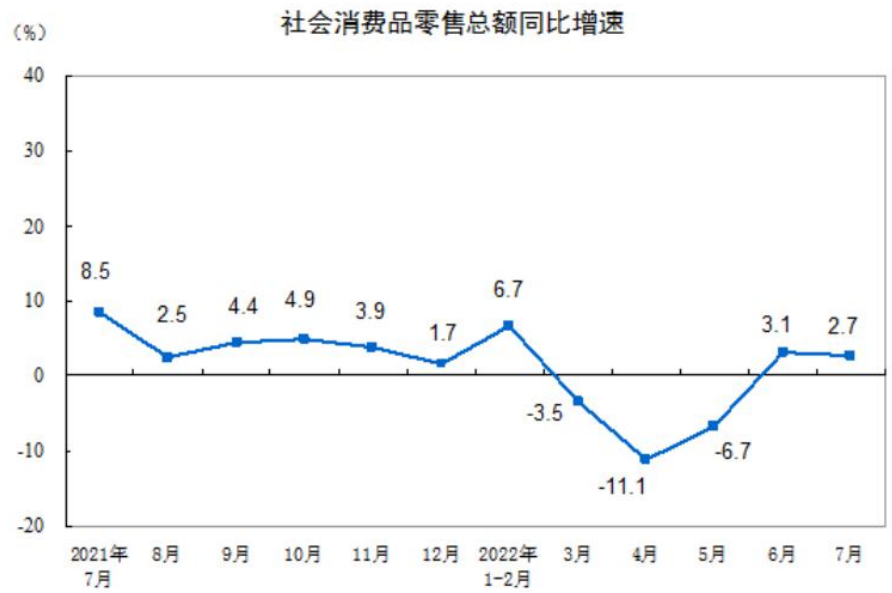
	PMI	生产	新订单	从业人员	新出口订单	进口	采购量	主要原材料购进价格	出厂价格	在手订单	生产经营活动预期
2021.07	50.4	51.0	50.9	49.6	47.7	49.4	50.8	62.9	53.8	46.1	57.8
2021.08	50.1	50.9	49.6	49.6	46.7	48.3	50.3	61.3	53.4	45.9	57.5
2021.09	49.6	49.5	49.3	49.0	46.2	46.8	49.7	63.5	56.4	45.6	56.4
2021.10	49.2	48.4	48.8	48.8	46.6	47.5	48.9	72.1	61.1	45.0	53.6
2021.11	50.1	52.0	49.4	48.9	48.5	48.1	50.2	52.9	48.9	45.7	53.8
2021.12	50.3	51.4	49.7	49.1	48.1	48.2	50.8	48.1	45.5	45.6	54.3
2022.01	50.1	50.9	49.3	48.9	48.4	47.2	50.2	56.4	50.9	45.8	57.5
2022.02	50.2	50.4	50.7	49.2	49.0	48.6	50.9	60.0	54.1	45.2	58.7
2022.03	49.5	49.5	48.8	48.6	47.2	46.9	48.7	66.1	56.7	46.1	55.7
2022.04	47.4	44.4	42.6	47.2	41.6	42.9	43.5	64.2	54.4	46.0	53.3
2022.05	49.6	49.7	48.2	47.6	46.2	45.1	48.4	55.8	49.5	45.0	53.9
2022.06	50.2	52.8	50.4	48.7	49.5	49.2	51.1	52.0	46.3	44.2	55.2
2022.07	49.0	49.8	48.5	48.6	47.4	46.9	48.9	40.4	40.1	42.6	52.0

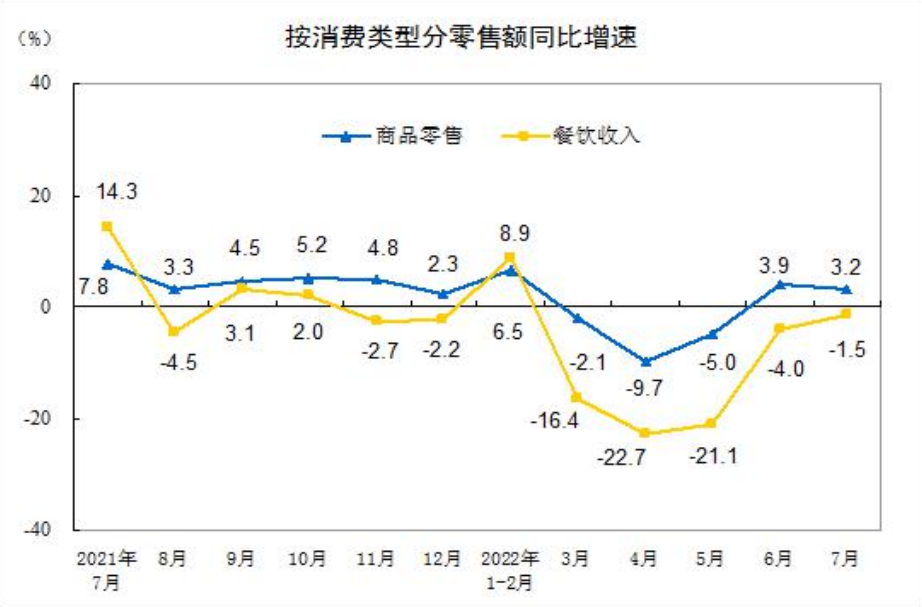
2、工业生产整体改善速度放缓



7月份，规模以上工业增加值同比实际增长3.8%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，7月份，规模以上工业增加值比上月增长0.38%。1—7月份，规模以上工业增加值同比增长3.5%。

分产品看，新能源汽车、太阳能电池等绿色智能产品产量同比分别增长112.7%、33.9%。





3、消费复苏趋势减弱

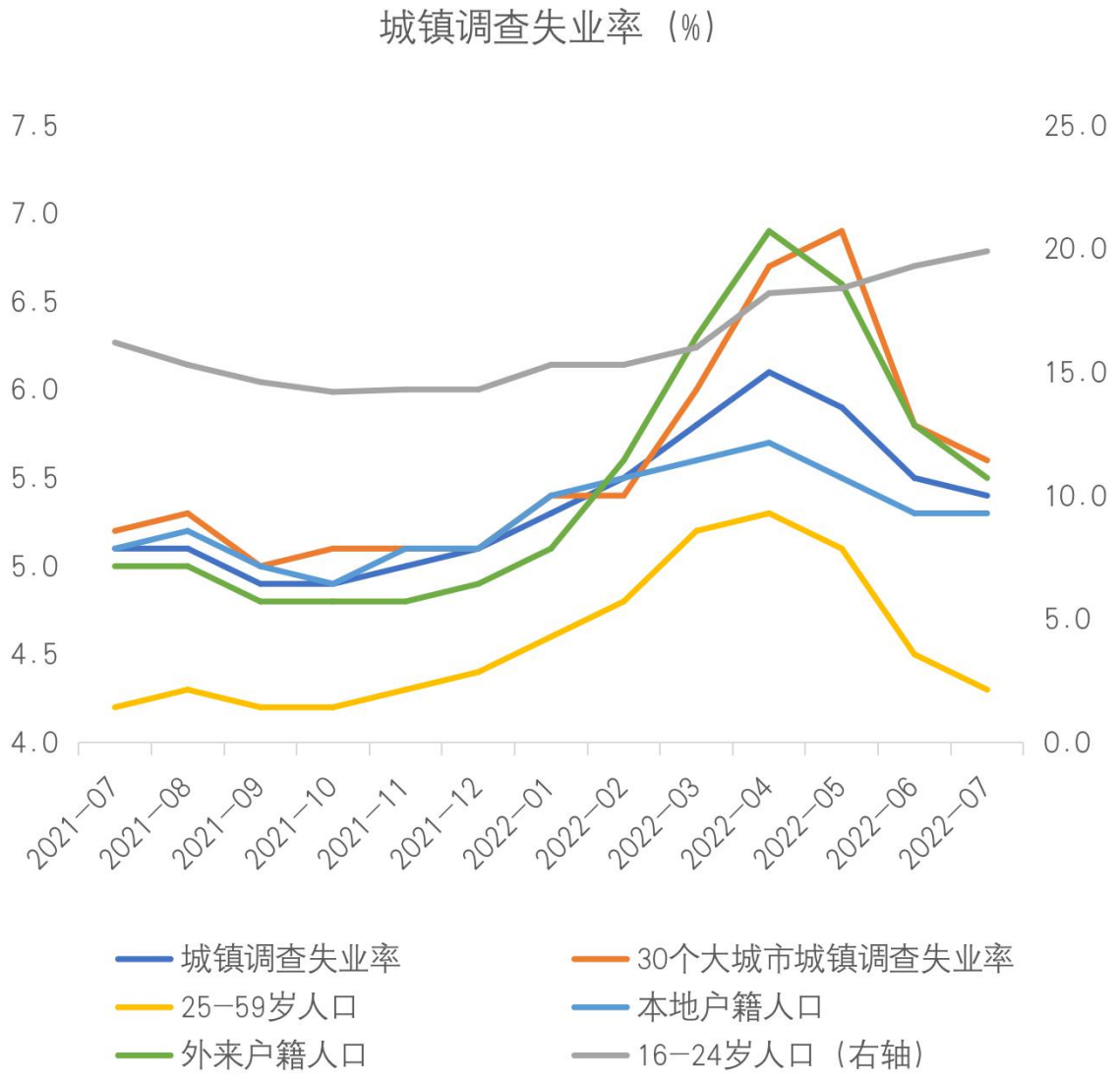
7月份社会消费品零售总额35870亿元，同比增长2.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额32046亿元，增长1.9%。

1-7月份，社会消费品零售总额246302亿元，同比下降0.2%。其中，除汽车以外的消费品零售额221332亿元，增长0.2%。

按消费类型分，7月份商品零售32176亿元，同比增长3.2%；餐饮收入3694亿元，下降1.5%。1—7月份，商品零售222568亿元，同比增长0.5%；餐饮收入23734亿元，下降6.8%。

1-7月份，全国网上零售额73224亿元，同比增长3.2%。其中，实物商品网上零售额63153亿元，增长5.7%。

4、就业缺口得到局部改善



就业改善：4月份城镇调查失业率为6.1%，5月份下降到5.9%，6月份降至5.5%。7月份，全国城镇调查失业率为5.4%，比上月下降0.1个百分点。

分户籍看，本地户籍人口调查失业率为5.3%；外来户籍人口调查失业率为5.5%，其中外来农业户籍人口调查失业率为5.1%。

分年龄看，16-24岁、25-59岁人口调查失业率分别为19.9%和4.3%。

31个大城市城镇调查失业率为5.6%。

5、稳增长迫切需要稳投资

1—7月份，全国固定资产投资（不含农户）319812亿元，同比增长5.7%。其中，民间固定资产投资178073亿元，同比增长2.7%。从环比看，7月份固定资产投资（不含农户）增长0.16%。

分产业看，第一产业投资8077亿元，同比增长2.4%；第二产业投资101083亿元，增长10.4%；第三产业投资210652亿元，增长3.7%。第三产业成为制约投资的主要因素。

第二产业中，工业投资同比增长10.5%。其中，采矿业投资增长8.3%，制造业投资增长9.9%，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长15.1%。

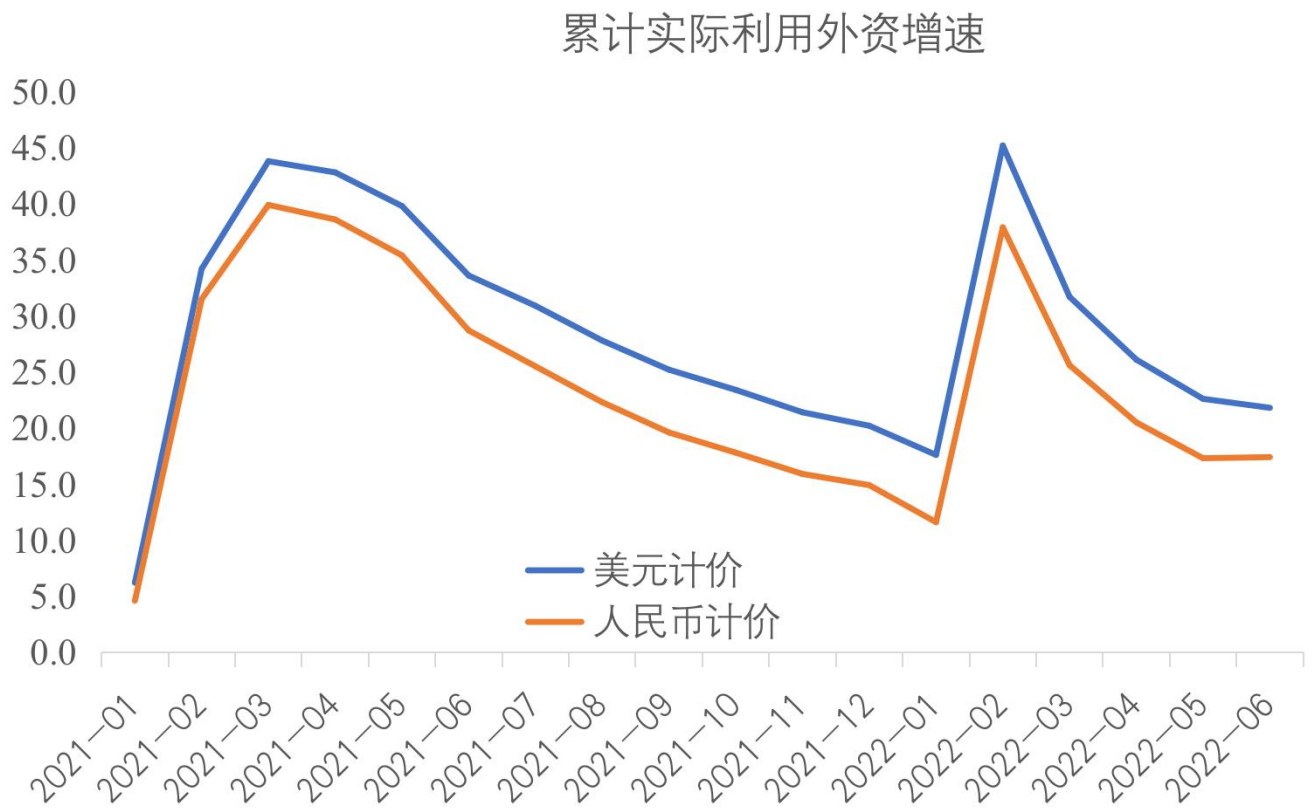
第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长7.4%。其中，水利管理业投资增长14.5%，公共设施管理业投资增长11.7%，道路运输业投资下降0.2%，铁路运输业投资下降5.0%。

6、出口超预期：稳外贸稳外资政策取得成效

7月份，我国进出口总值3.81万亿元，增长16.6%。其中，出口2.25万亿元，增长23.9%；进口1.56万亿元，增长7.4%。

前7月，我国进出口总值23.6万亿元，比去年同期增长10.4%。其中，出口13.37万亿元，同比增长14.7%；进口10.23万亿元，同比增长5.3%。

7、实际利用外资保持较高增速：稳外贸稳外资政策取得成效

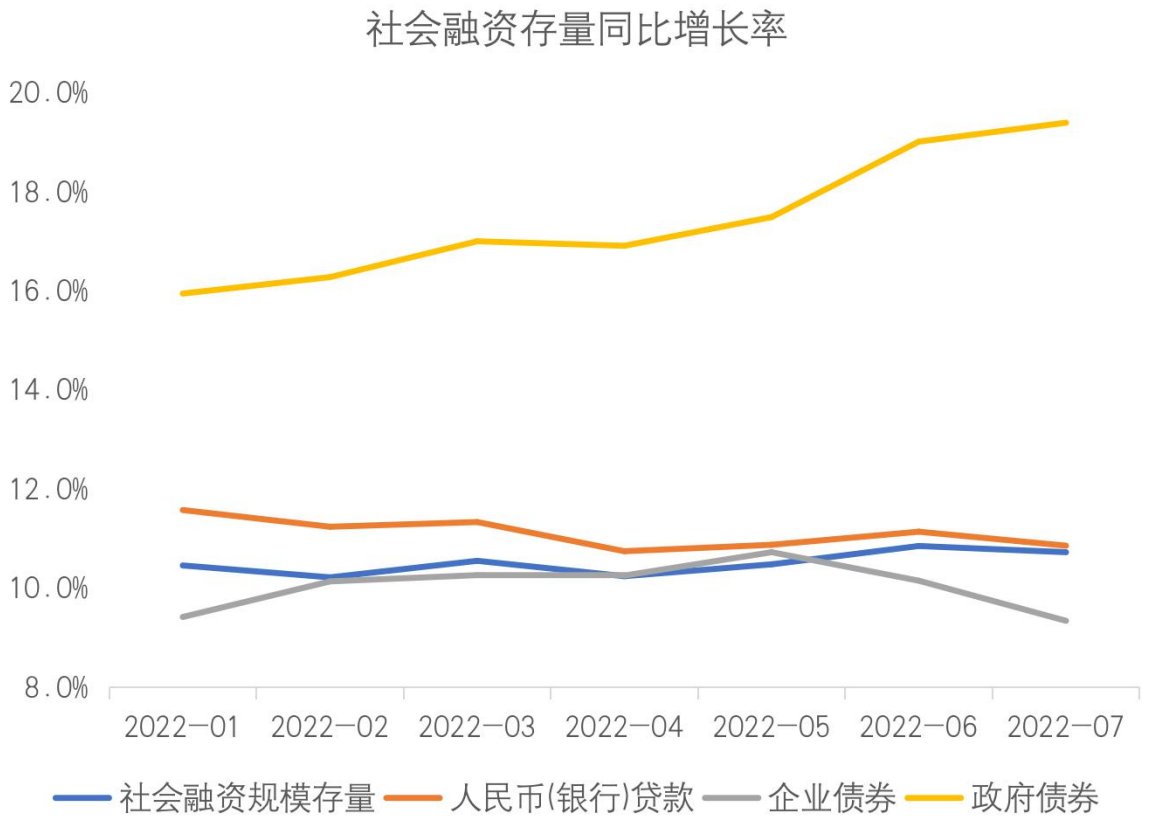


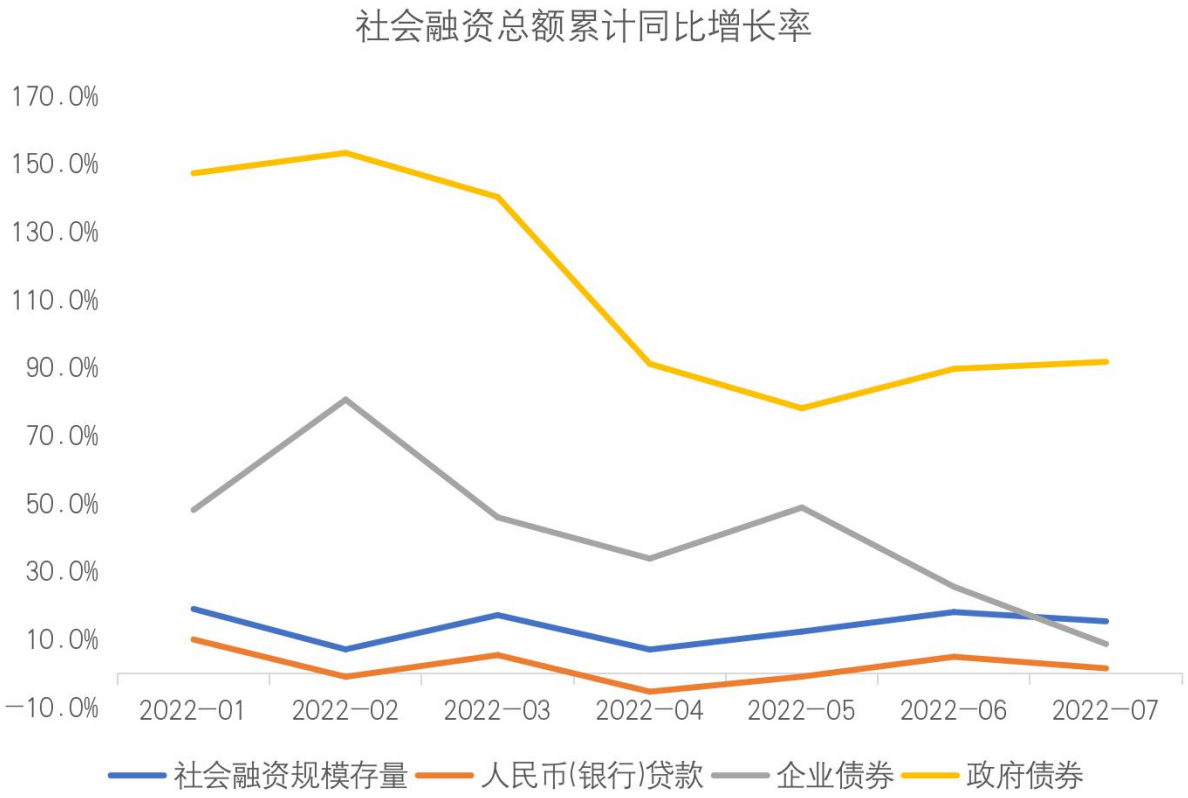
2022年1-6月，全国实际使用外资金额7233.1亿元人民币，按可比口径同比增长17.4%，折合1123.5亿美元，增长21.8%。

从行业看，服务业实际使用外资金额5371.3亿元人民币，增长9.2%。高技术产业实际使用外资增长33.6%，其中高技术制造业增长31.1%，高技术服务业增长34.4%。

从来源地看，韩国、美国、德国实际对华投资分别增长37.2%、26.1%和13.9%（含通过自由港投资数据）。

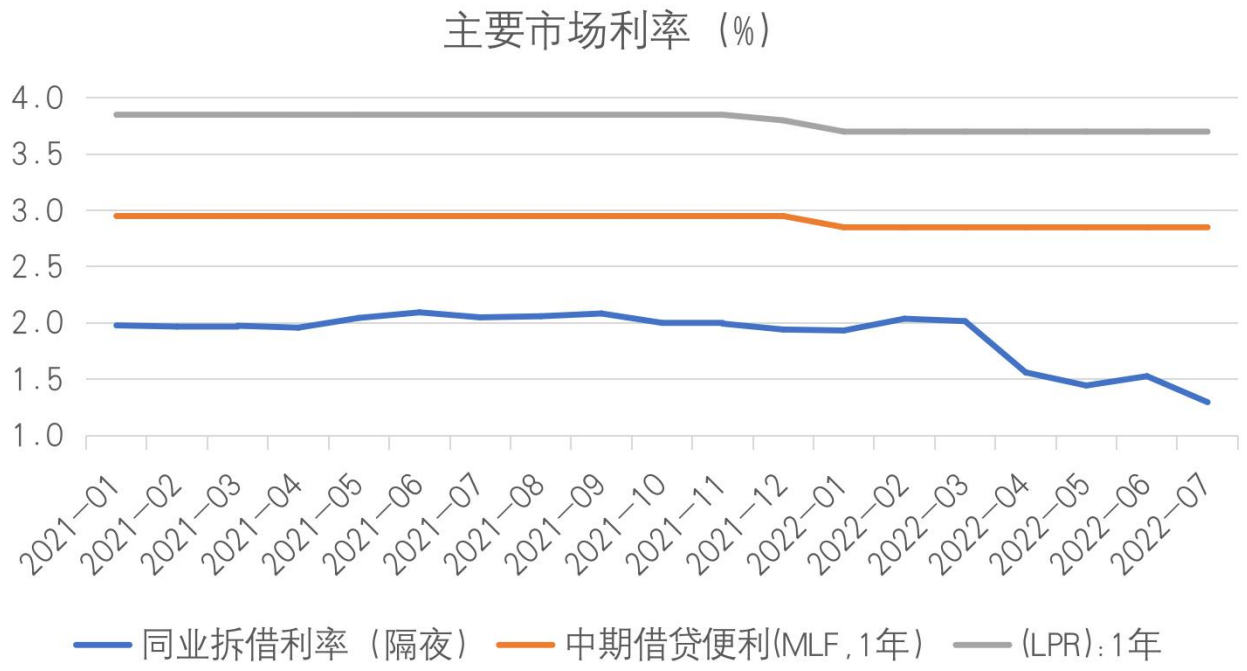
8、社融和信贷发力支持经济恢复





2022年7月末社会融资规模存量为334.9万亿元，同比增长10.7%。其中，人民币贷款余额同比增长10.9%；外币贷款同比下降3.6%；委托贷款同比下降0.2%；信托贷款同比下降28.3%；未贴现的银行承兑汇票同比下降21.9%；企业债券余额为31.5万亿元，同比增长9.3%；政府债券余额为58.12万亿元，同比增长19.4%；非金融企业境内股票余额为10.11万亿元，同比增长14.4%。

8、社融和信贷发力支持经济恢复



7月份1年期LPR平均为3.70%。

8月15日，央行开展4000亿元中期借贷便利(MLF)操作(含对8月16日MLF到期的续做)和20亿元公开市场逆回购操作。中期借贷便利(MLF)操作和公开市场逆回购操作的中标利率分别为2.75%、2.0%，均较前期下降10个基点。

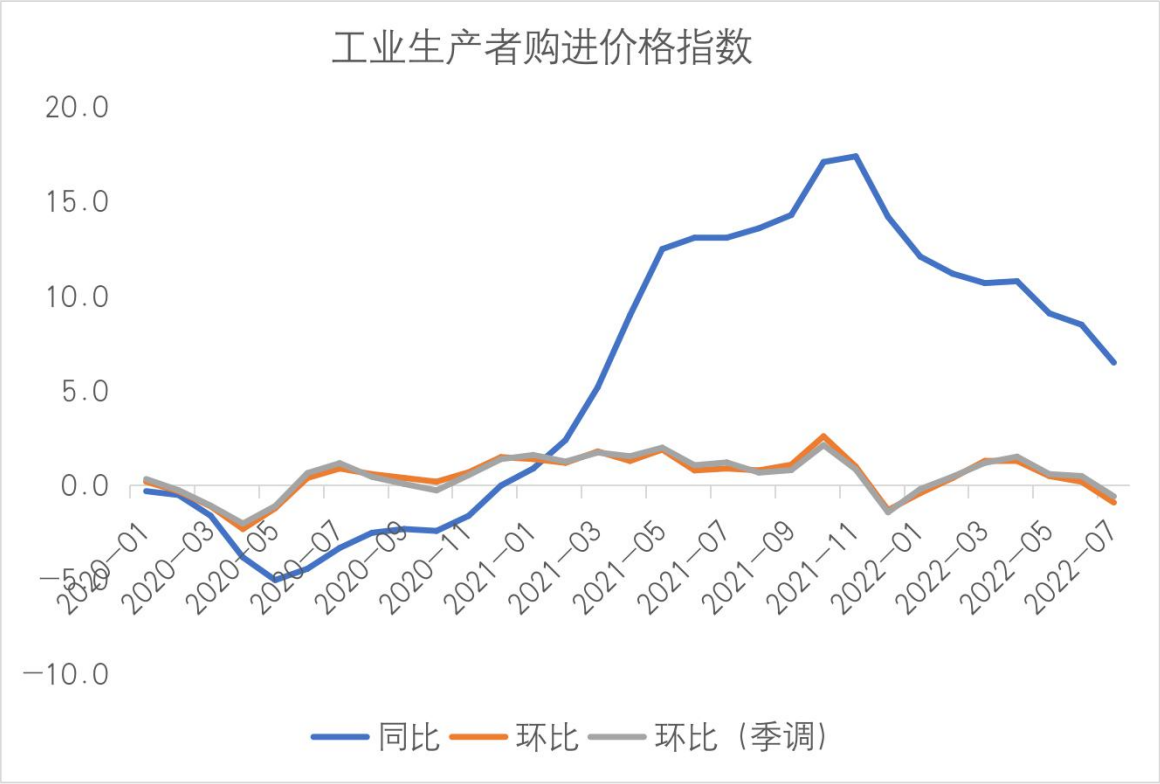
二、为什么是培育内生动力的关键期？

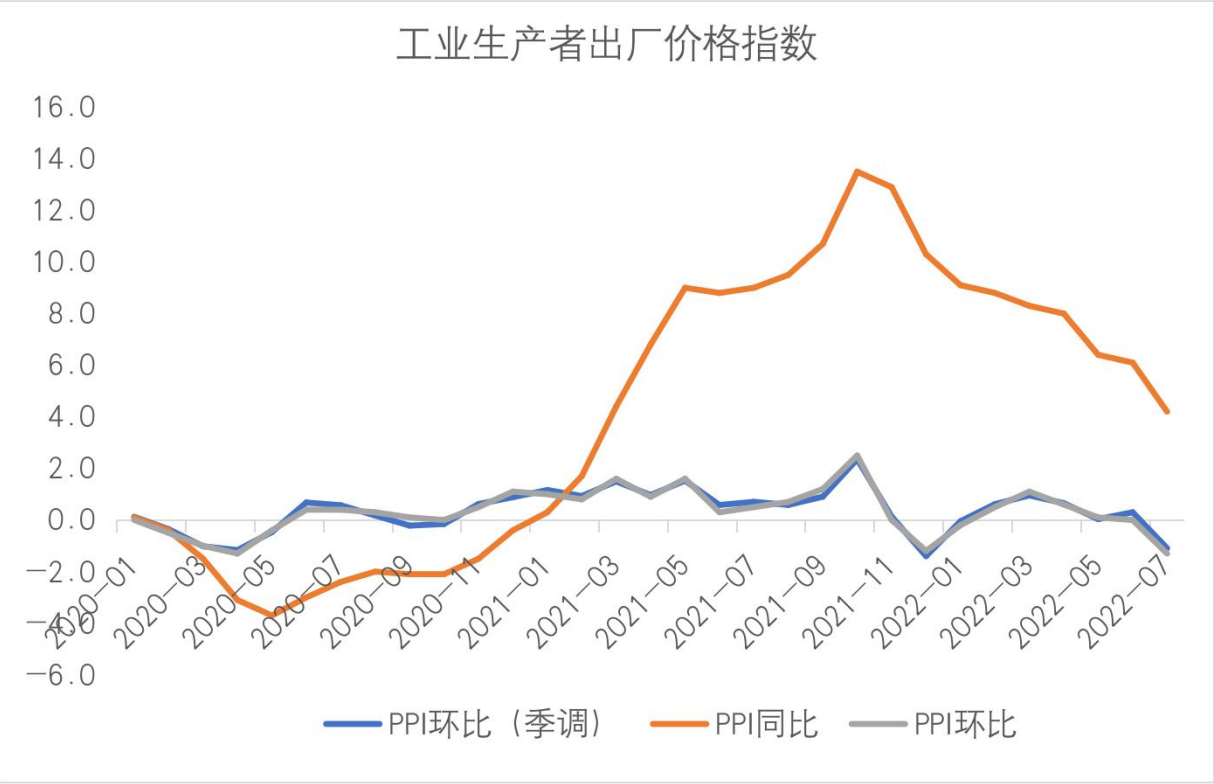
1、PMI显示5-6月份短暂上升后，7月份出现全面回落。（解封反弹接近尾声）

中国制造业采购经理指数各指标情况（经季节调整，%）

	PMI	生产	新订单	从业人员	新出口订单	进口	采购量	主要原材料购进价格	出厂价格	在手订单	生产经营活动预期
2021.07	50.4	51.0	50.9	49.6	47.7	49.4	50.8	62.9	53.8	46.1	57.8
2021.08	50.1	50.9	49.6	49.6	46.7	48.3	50.3	61.3	53.4	45.9	57.5
2021.09	49.6	49.5	49.3	49.0	46.2	46.8	49.7	63.5	56.4	45.6	56.4
2021.10	49.2	48.4	48.8	48.8	46.6	47.5	48.9	72.1	61.1	45.0	53.6
2021.11	50.1	52.0	49.4	48.9	48.5	48.1	50.2	52.9	48.9	45.7	53.8
2021.12	50.3	51.4	49.7	49.1	48.1	48.2	50.8	48.1	45.5	45.6	54.3
2022.01	50.1	50.9	49.3	48.9	48.4	47.2	50.2	56.4	50.9	45.8	57.5
2022.02	50.2	50.4	50.7	49.2	49.0	48.6	50.9	60.0	54.1	45.2	58.7
2022.03	49.5	49.5	48.8	48.6	47.2	46.9	48.7	66.1	56.7	46.1	55.7
2022.04	47.4	44.4	42.6	47.2	41.6	42.9	43.5	64.2	54.4	46.0	53.3
2022.05	49.6	49.7	48.2	47.6	46.2	45.1	48.4	55.8	49.5	45.0	53.9
2022.06	50.2	52.8	50.4	48.7	49.5	49.2	51.1	52.0	46.3	44.2	55.2
2022.07	49.0	49.8	48.5	48.6	47.4	46.9	48.9	40.4	40.1	42.6	52.0

2、工业部门生产价格指数下降印证投资需求不足

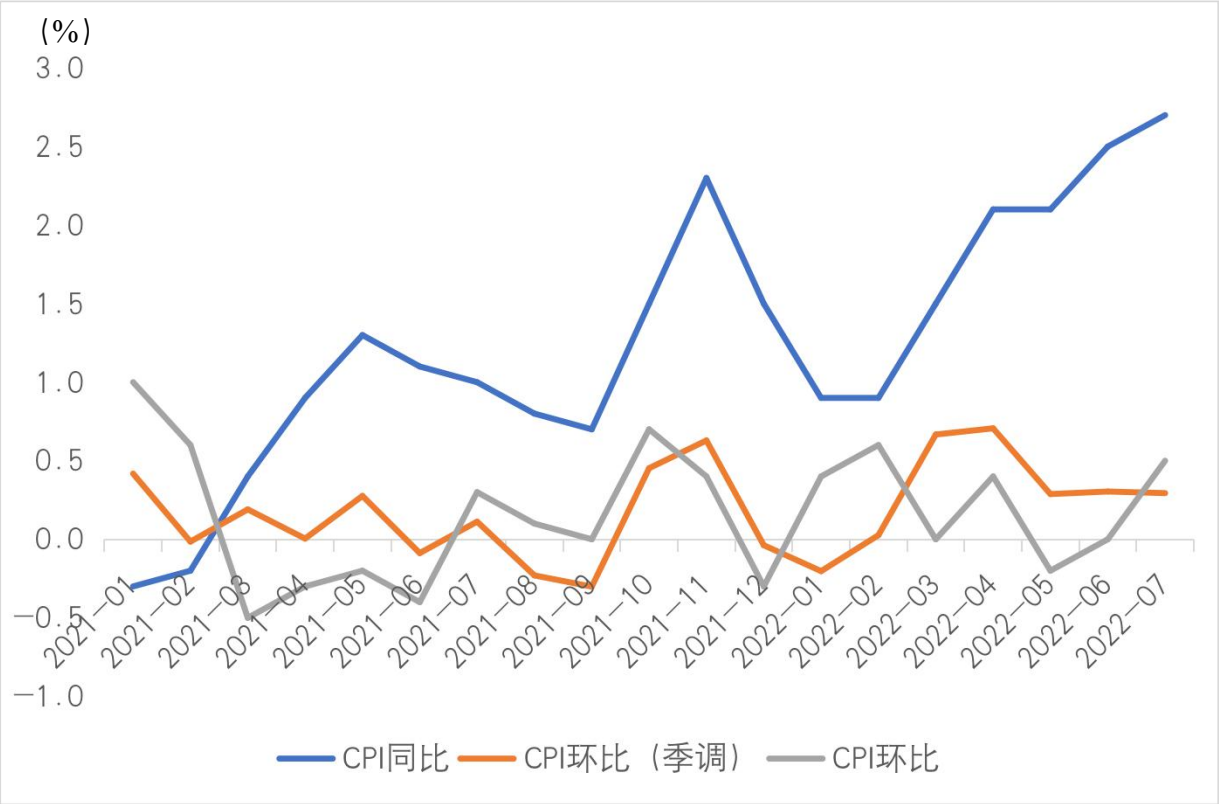


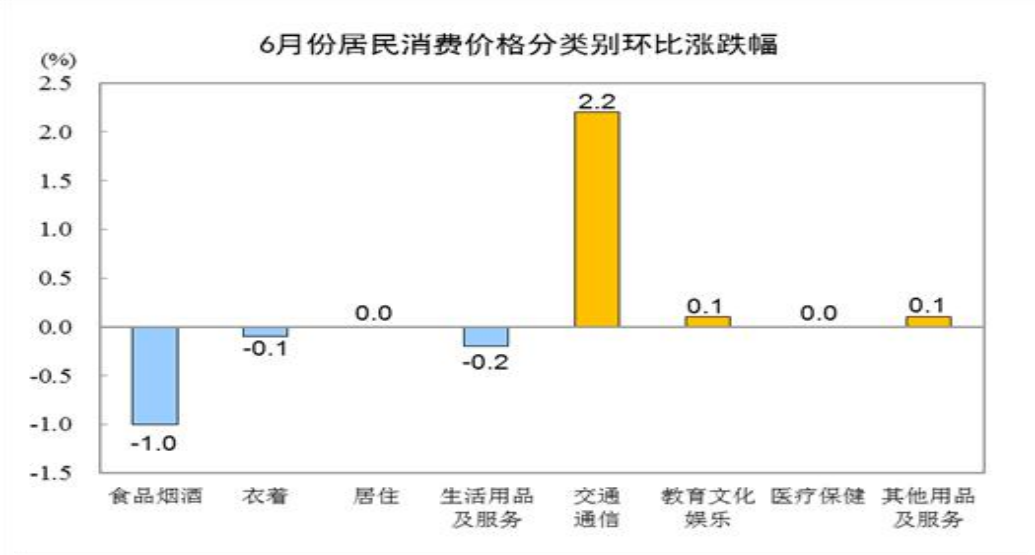


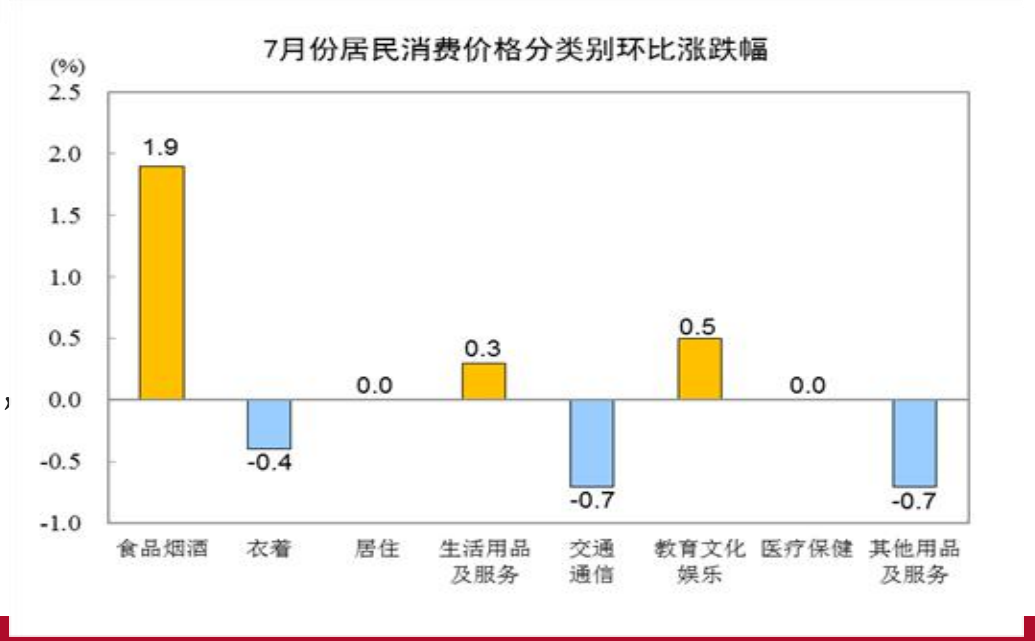
7月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨4.2%，涨幅比上月回落1.9个百分点；环比下降1.3%。工业生产者购进价格同比上涨6.5%，环比下降0.9%。

1-7月份，全国工业生产者出厂价格、工业生产者购进价格同比分别上涨7.2%、9.8%。

3、物价水平同比上涨，主要是季节性因素影响

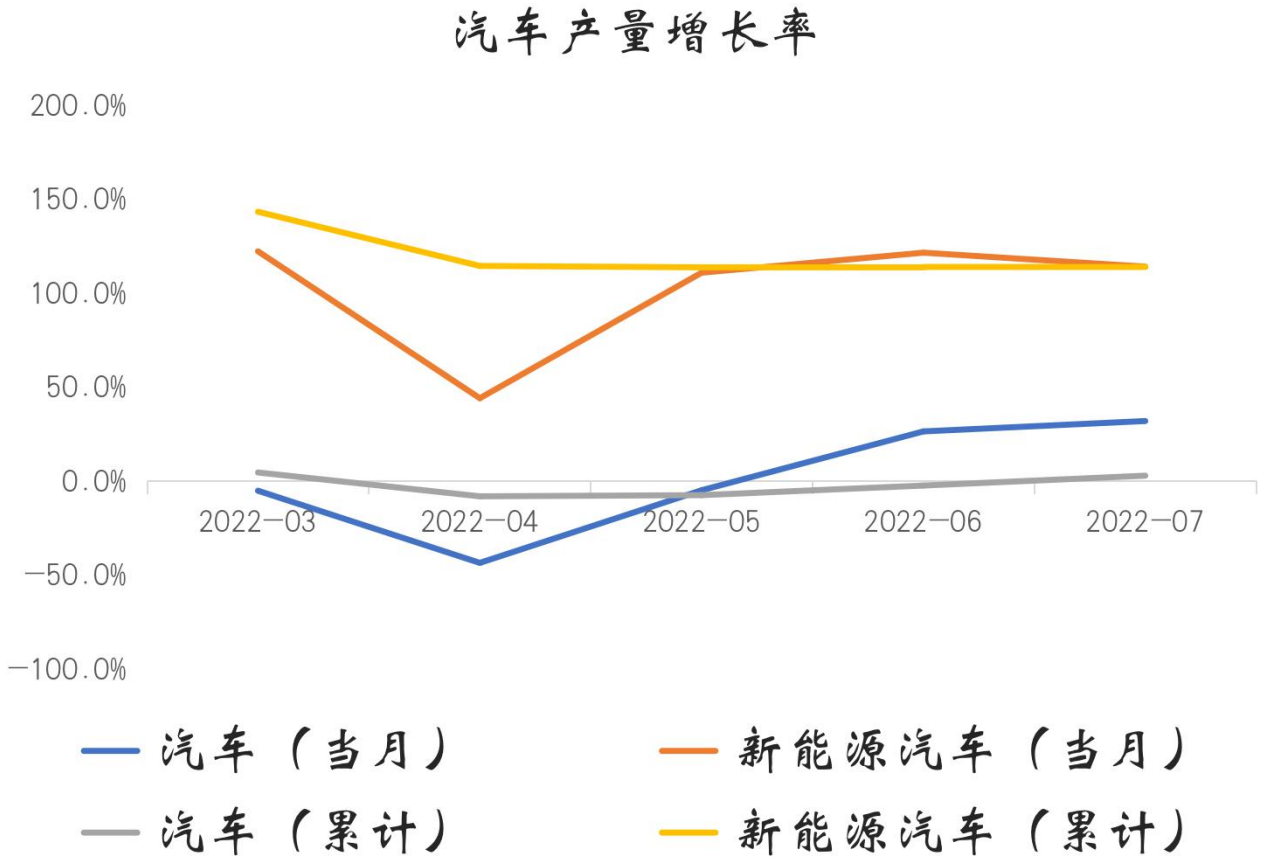






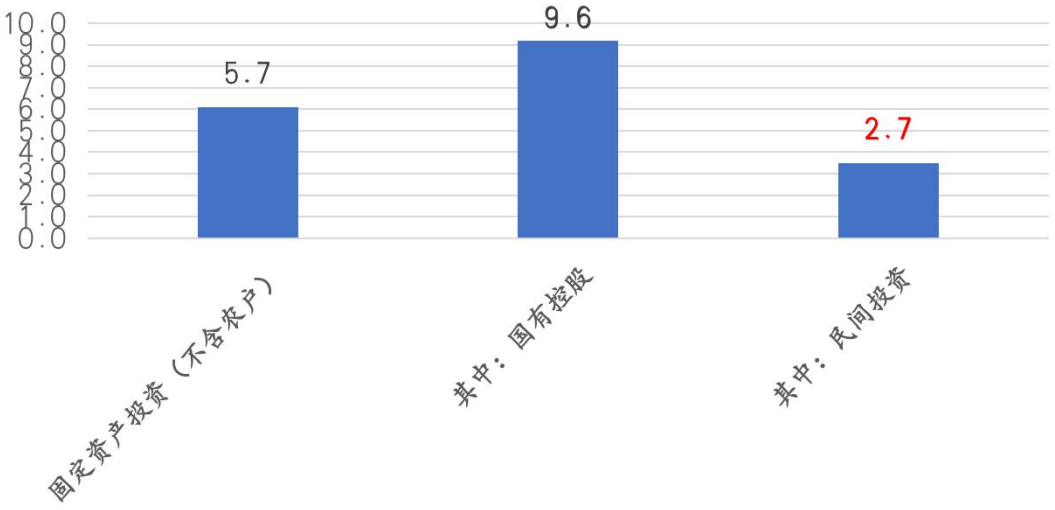
7月份，受猪肉、鲜菜等食品价格上涨及季节性因素影响，CPI环比由平转涨（0.5%，季节调整后约为0.3%），同比涨幅略有扩大（2.7%）。

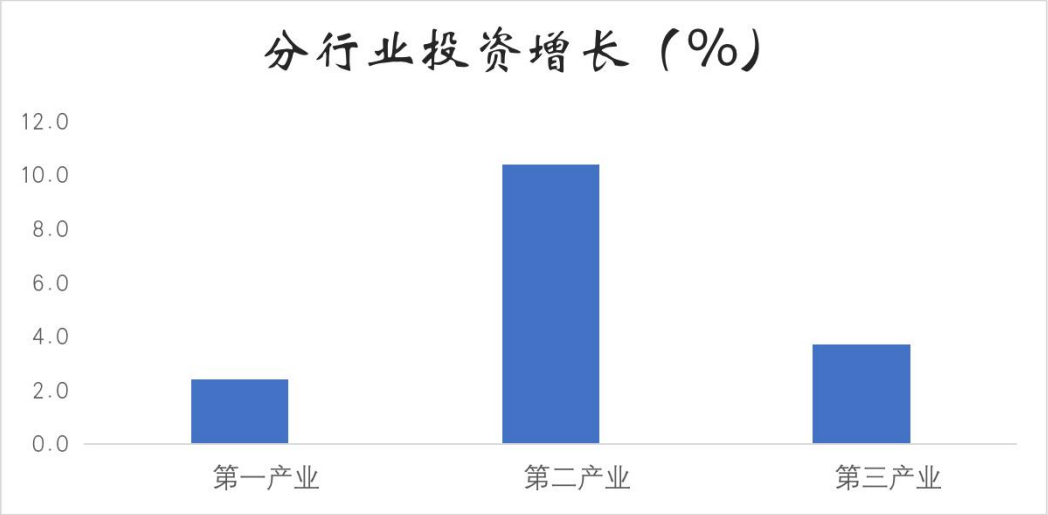
4、汽车产量增速上升



分行业看，7月份汽车制造业增长22.5%。分产品看，7月份，汽车244.5万辆，增长31.5%，其中新能源汽车61.9万辆，增长112.7%。

5、第三产业和民间投资尚未得到启动





无论同比还是环比增速，都出现了一定幅度的下降。

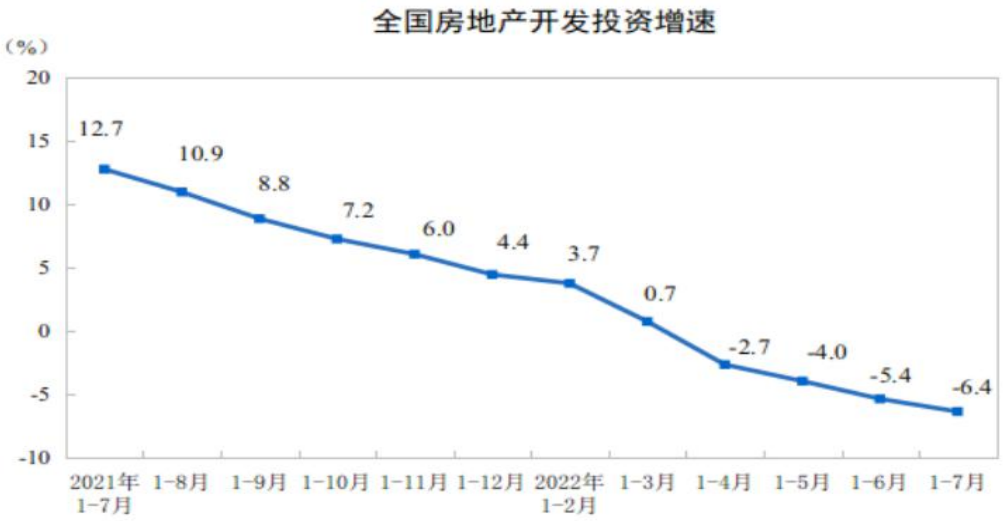
分产业看，第一产业投资同比增长2.4%；第二产业投资增长10.4%；第三产业投资增长3.7%。第三产业成为制约投资的主要因素。

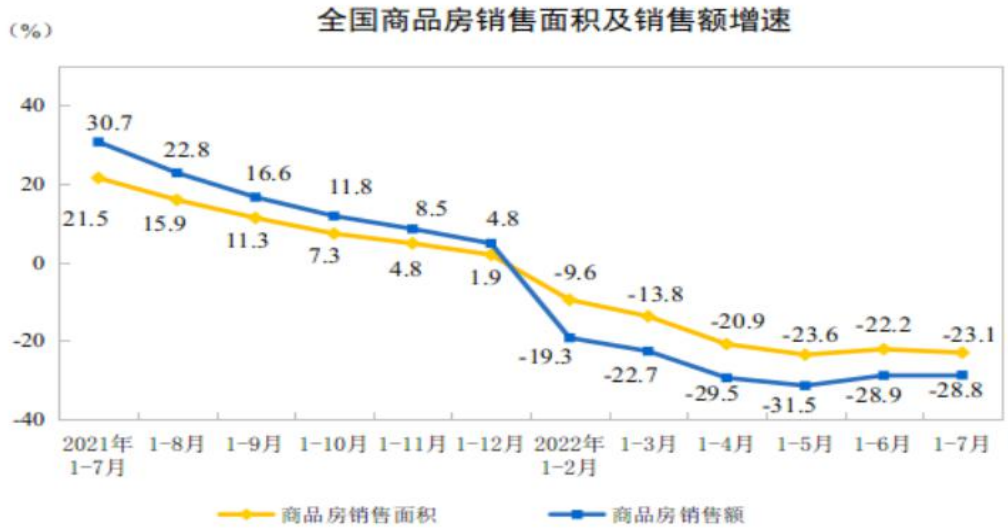
第二产业中，工业投资同比增长10.5%。其中，采矿业投资增长8.3%，制造业投资增长9.9%，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长15.1%。

第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长7.4%。其中，水利管理业投资增长14.5%，公共设施管理业投资增长11.7%，道路运输业投资下降0.2%，铁路运输业投资下降5.0%。

企业类型中，国有控股企业投资增长率9.6%，民间投资增长率仅为2.7%。

6、房地产去库存压力增加，投资持续下滑





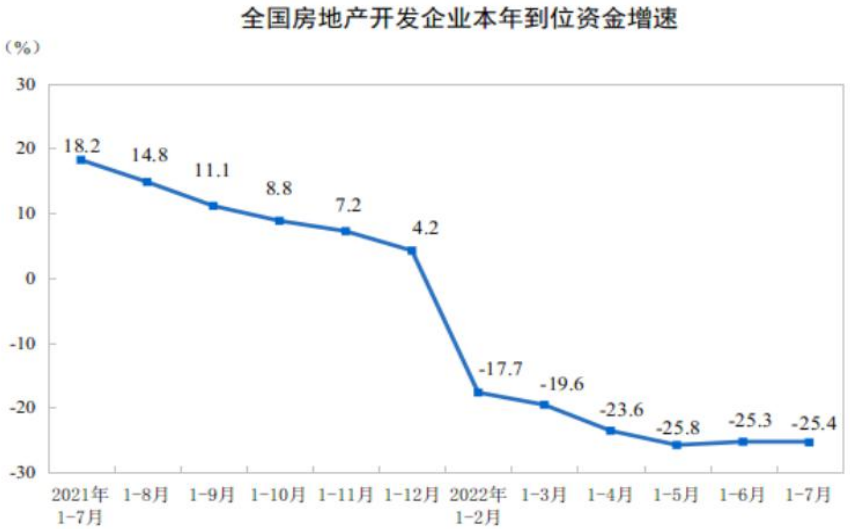
1-7月份，全国房地产开发投资79462亿元，同比下降6.4%；其中，住宅投资60238亿元，下降5.8%。

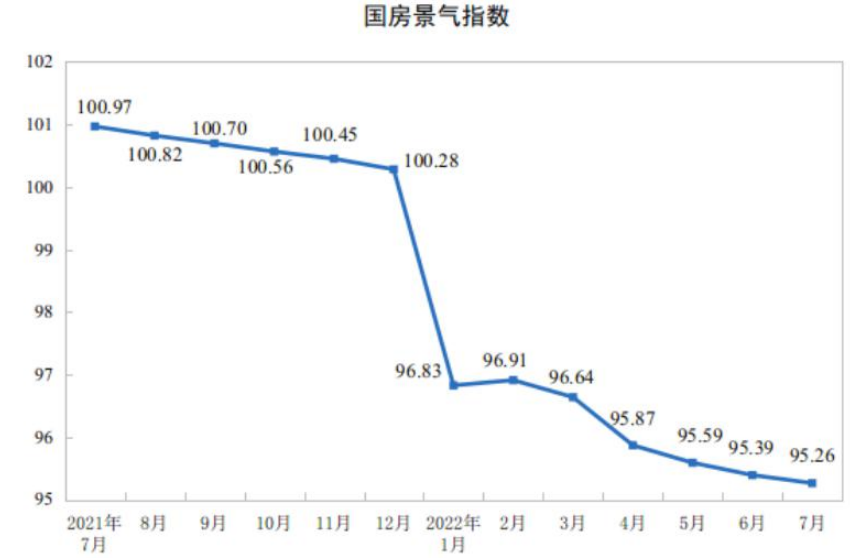
1-7月份，房地产开发企业房屋施工面积同比下降3.7%。其中，住宅施工面积下降3.8%。房屋新开工面积下降36.1%。房屋竣工面积下降23.3%。

1-7月份，商品房销售面积78178万平方米，同比下降23.1%，其中住宅销售面积下降27.1%。商品房销售额75763亿元，下降28.8%，其中住宅销售额下降31.4%。

7月末，商品房待售面积54655万平方米，同比增长7.5%。其中，住宅待售面积增长14.1%。

7、房地产行业处于稳定资金链的关键期



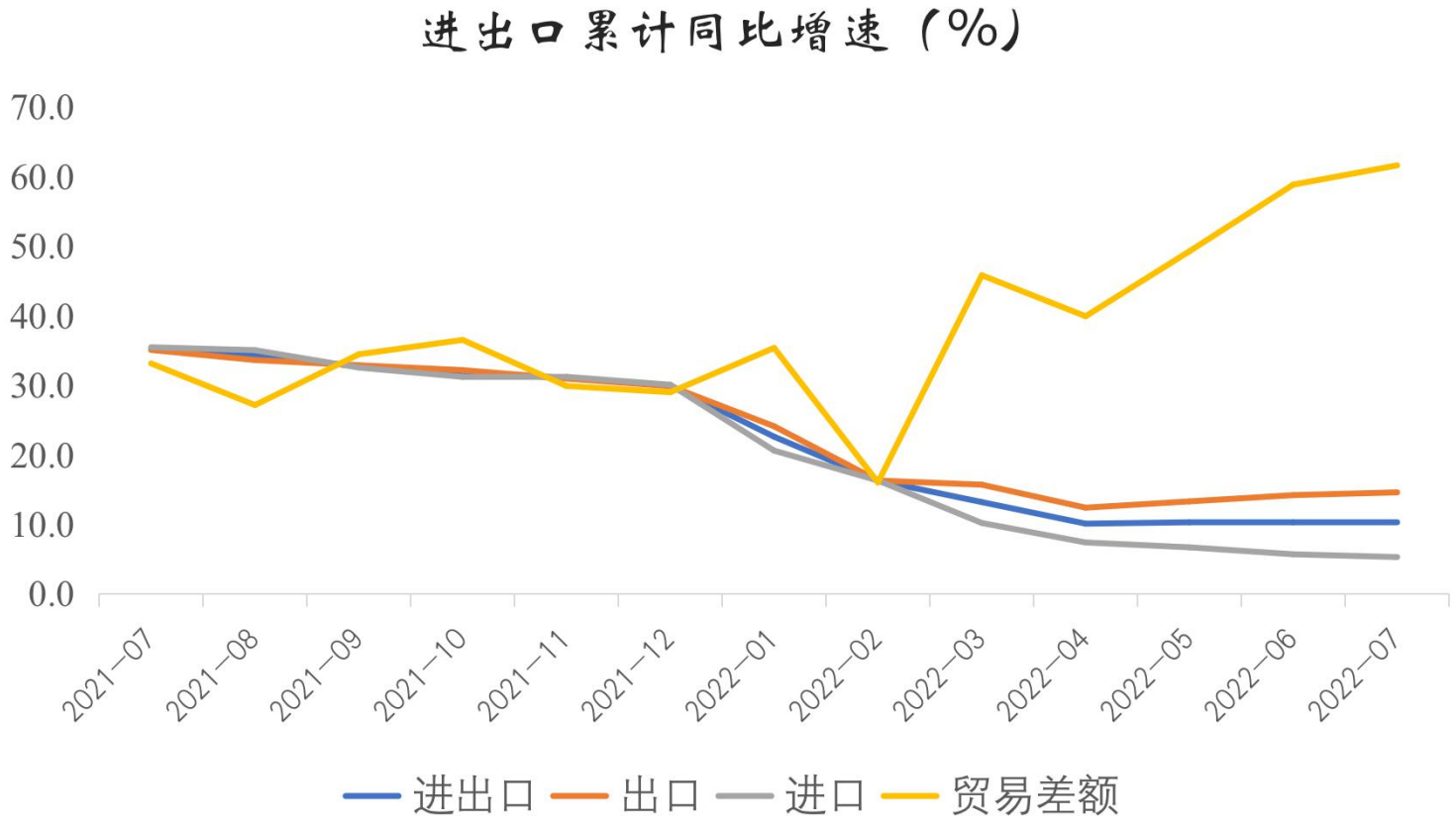


1-7月份房地产开发企业到位资金同比下降25.4%。其中国内贷款下降28.4%；利用外资增长20.7%；自筹资金下降11.4%；定金及预收款下降37.1%；个人按揭贷款下降25.2%。

7月份，一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨3.1%和0.9%。二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别下降0.5%和2.5%。三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别下降3.2%和3.9%点。

7月份，一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.3%，二手住宅销售价格环比上涨0.2%。二线城市新建商品住宅销售价格环比由上月上涨0.1%转为持平；二手住宅销售价格环比下降0.2%。三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比均下降0.3%，降幅均与上月相同。

8、出口超预期，但增长效应逐渐削弱



今年前7个月，我国货物贸易进出口总值23.6万亿元人民币，同比增长10.4%。其中，出口13.37万亿元，同比增长14.7%；进口10.23万亿元，同比增长5.3%，贸易顺差3.14万亿元，同比增长81.5%。

整体来看，与6月份相比，7月份经济新的变化主要体现在两个方面：

- （1）短期金融风险，包括房地产风险和汇率风险，得到一定程度的释放；
- （2）解封带来的短期经济增速改善效应正逐渐退却。

三、如何努力做到持续恢复？

中共中央政治局2022年7月28日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。

- 会议强调，做好下半年经济工作，要坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。
- 宏观政策要在扩大需求上积极作为。财政货币政策要有效弥补社会需求不足。用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额。货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。要提高产业链供应链稳定性和国际竞争力，畅通交通物流，优化国内产业链布局，支持中西部地区改善基础设施和营商环境。

7月29日召开的国务院常务会议，部署进一步扩需求举措，推动有效投资和增加消费等问题。

高度重视国际经贸环境的变化

贸易战、金融战和科技战短期内难以缓和，国际经贸形势有可能进一步恶化。

（1）出口关税短期内难以全面取消；

（2）科技战可能进一步升级，美国商务部，对EDA（电子设计自动化）软件；金刚石和氧化镓为代表的超宽禁带半导体材料；燃气涡轮发动机使用的压力增益燃烧（PGC）等四项技术实施新的出口管制。

（3）全球经济可能加速陷入“长期停滞”状态。

促进消费者和投资者信心转变

（1）下半年影响中国经济复苏的国内主要不确定性依然是疫情防控带来的不确定性。目前疫情仍呈现多点局地散发的局面。

（2）严格落实中央精神，更加科学地统筹疫情防控与经济发展，严格执行国家制定的疫情防治政策。随着疫情防控新政策和新型药物的问世，坚决杜绝疫情防控简单化、“一刀切”和“层层加码”问题，切实提高疫情防控的科学性和精准性。

（3）加大对民众，特别是困难群体的生活救助。

稳供给和扩需求政策双管齐下

（1）需要继续保障煤炭、天然气产量，稳定能源供应。坚持不懈的作好粮食安全工作。

（2）货币政策应主要立足国内，处理好“六稳六保”与防范金融风险的关系。

- 进一步降低融资成本。
- 正确认识物价稳定。7月份消费者价格指数同比上升不要是由猪肉价格引起，粮食价格相对稳定。在消费需求整体疲弱的情况下，猪肉价格上涨主要是供给方面的因素造成的。

（3）财政政策用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额。

- 尽快解决专项债实施过程中的制度性阻碍因素。
- 中央财政应该加大财政支持力度。

重点关注就业问题

（1）在稳增长一揽子政策框架指导下，通过保主体来促就业、增收入。尤其平台经济动能的恢复与发展对于就业有重要作用。

7月份，分年龄段城镇调查失业率显示，16-24岁人口调查失业率为19.9%，、25-59岁人口调查失业率为4.3%。

青年人长期失业率偏高不仅会损害经济增长潜力，还会产生社会稳定问题。

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：内生动力培育期的中国宏观经济

8 月 17 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 8 月）于线上举行。**百度财经、网易财经、新浪财经、财经、凤凰网财经、搜狐财经、WIND、同花顺财经、中证金牛座、好看视频**多家媒体平台线上直播，**同时在线观看人数近三十万人次。**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“内生动力培育期的中国宏观经济”**，知名经济学家**刘元春、陆挺、邢自强、李超、易峘、范志勇**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**范志勇**代表论坛发布 CMF 中国宏观经济月度数据分析报告。

报告围绕以下三部分内容展开：

一、相关经济指标；

二、为什么当前是培育内生动力的关键期；

三、如何培育内生动力。

一、相关经济指标

1、PMI 指标：4 月份以来出现的部分 PMI 指标改善出现逆转趋势。PMI 是宏观经济的领先指标，从 PMI 数据来看，5 月份开始上海解封之后，中国宏观经济指标出现反弹，特别是 5、6 月份很多指标陆续达到 50 以上，但 7 月份 PMI 数据相对 6 月份出现了普遍

回落，整体指标普遍在 50 以下。

中国制造业采购经理指数各指标情况（经季节调整，%）

	PMI	生产	新订单	从业人员	新出口订单	进口	采购量	主要原材料购进价格	出厂价格	在手订单	生产经营活动预期
2021.07	50.4	51.0	50.9	49.6	47.7	49.4	50.8	62.9	53.8	46.1	57.8
2021.08	50.1	50.9	49.6	49.6	46.7	48.3	50.3	61.3	53.4	45.9	57.5
2021.09	49.6	49.5	49.3	49.0	46.2	46.8	49.7	63.5	56.4	45.6	56.4
2021.10	49.2	48.4	48.8	48.8	46.6	47.5	48.9	72.1	61.1	45.0	53.6
2021.11	50.1	52.0	49.4	48.9	48.5	48.1	50.2	52.9	48.9	45.7	53.8
2021.12	50.3	51.4	49.7	49.1	48.1	48.2	50.8	48.1	45.5	45.6	54.3
2022.01	50.1	50.9	49.3	48.9	48.4	47.2	50.2	56.4	50.9	45.8	57.5
2022.02	50.2	50.4	50.7	49.2	49.0	48.6	50.9	60.0	54.1	45.2	58.7
2022.03	49.5	49.5	48.8	48.6	47.2	46.9	48.7	66.1	56.7	46.1	55.7
2022.04	47.4	44.4	42.6	47.2	41.6	42.9	43.5	64.2	54.4	46.0	53.3
2022.05	49.6	49.7	48.2	47.6	46.2	45.1	48.4	55.8	49.5	45.0	53.9
2022.06	50.2	52.8	50.4	48.7	49.5	49.2	51.1	52.0	46.3	44.2	55.2
2022.07	49.0	49.8	48.5	48.6	47.4	46.9	48.9	40.4	40.1	42.6	52.0

2、工业生产整体改善速度放缓。工业生产对中国经济增长和就业是非常重要的指标。根据同比增长数据，7 月份规模以上工业增加值同比增长率 3.8，虽然与上个月 3.9 相比仅仅出现很小的下降，但这个下降终结了 4 月份以来反弹的趋势。如果分不同行业来看，在工业增加值指标中，除了采矿业维持在 10%以上，大行业看整个制造业都比较低。此外，在结构上还能看到高技术行业增长率相对较高，在整体增速放缓的情况下，伴随着一些结构性改善。

3、消费复苏趋势减弱。消费是中国宏观经济总支出的一个重要组成部分，对于稳定和拉动经济增长发挥了重要作用。对于消费的增长，参考社会消费品零售总额增长率指标来考察，该指标和工业增长率指标呈现出类似的变化特征，4、5 月份之后这个指标呈现强劲反弹，主要是由于上海解封之后带来的供给和需求方面全面改善。同样，7 月相比 6 月份指标出现了略微下降，这是整体消费情况。

4、就业缺口得到局部改善。7 月份全国城镇调查失业率 5.4%，比上个月下降 0.1

个百分点，其中按户籍来说，本地户籍人口调查失业率 5.3%，外来户籍调查失业率是 5.1%，外来农民工农业户籍调查失业率是 5.1%。分年龄段看，25-59 岁人口调查失业率是 4.3%，但是 16-24 岁人口调查失业率为 19.9%，这后续可能会产生一些负面影响。

5、稳增长迫切需要稳投资。投资增长率和消费的情况类似，但同比增长率没有出现消费在前几个月的负增长，不过要注意到固定资产投资同比增速延续了去年以来下降的趋势。在今年年初增长率为 12.2%，但是从 3 月份开始增长率持续下降，1-7 月份全国固定资产投资增长率为 5.7%，其中民间固定资产投资只有 2.7%，剩下更高的是国有企业和公共部门的投资，这代表着在经济下行通道中，国家或国有企业在稳定投资需求、稳定宏观经济方面发挥了更重要的作用。分产业看，第一产业投资增长率 2.4%，第二产业增长率是 10.4%，第三产业服务业投资增长率只有 3.7%。受疫情影响对服务业造成的不确定性冲击相对比较严重，这极大程度地限制了服务业投资的热情。

6、出口超预期。7 月份，中国进出口总额达到 16.6%的较高水平。自中国第一波疫情得到控制后，我国的进出口一直保持着比较高的增长率，甚至超出了疫情之前，这是疫情暴发之后中国经济一个比较亮眼的表现。7 月份出口增长率达到 23.9%，进口增长率 7.4%。从前七个月表现看，进出口总额增长率是 10.4%，其中仍然是出口增速高于进口增速，出口是 14.7%，进口是 5.3%。今年截止到 7 月，累计贸易顺差超过 4800 亿人民币，相比去年同期只有不到 3000 亿，可以看到国际贸易顺差有着较快的积累，对于稳定整体 GDP 增长做出了重要贡献。

7、实际利用外资保持较高增速：稳外贸稳外资政策取得成效。今年 1-6 月，实际利用外资达到 7200 亿人民币，增长率 17.4%，折合成美元的增长率达到 21.8%，我国利用外资的增速依然维持在比较高的水平。特别是一些高技术制造业和高技术服务业利用外资的增长率仍然在 30%以上，一些主要的外资来源地国家仍然保持比较高的对华投资，像韩国、美国、德国，这表明在全球经济困难时期中国经济仍然保持了比较亮眼的表现，国际投资者对中国经济还是保持着较强的信心。

8、社融和信贷发力支持经济恢复。7 月份社融存量规模同比增长 10.7%，这个增长

率在今年以来一直保持着相对稳定。从内部结构来看，同比增长率中表现最快的是政府债券，增长规模接近 20%，这说明在经济下行阶段宏观经济政策特别是财政政策发挥了非常重要的支撑和引领作用。但是在增量方面出现了低于预期的情况。货币市场利率方面，由于国际经济形势的变化，特别是由于美国处在高通胀和加息的政策通道上，而我国处在利率比较低，而且经济有下行压力的情况下，所以关于中国利率政策调整有一些争论。最新数据显示 LMF 中期借贷便利的利率已经开始有一些下降，预期在未来一段时间将会带动存款利率下降，存款利率下降无疑可以为实体经济进一步复苏起到一定的支撑作用，这也是上个月月底政治局会议提出的要求。

二、为什么当前是培育内生动力的关键期？

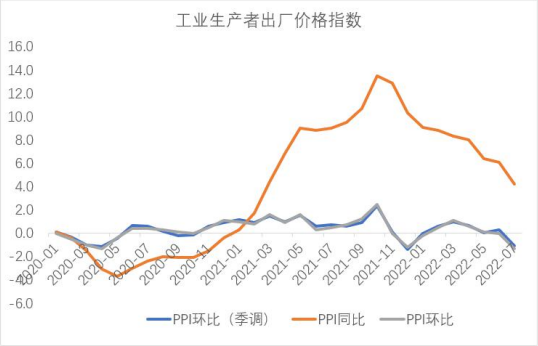
根据上述 7 月份公布数据的基本情况，我们认为这些数据表现出的中国宏观经济面临的阶段性反弹，由于解封造成中国经济进入正轨所创造出的增速上升效应，现在经过两个多月的释放基本上已经接近尾声，在全球经济陷入滞胀或衰退的大背景下，中国宏观经济现在正处在一个常规状态。

在这个阶段，尽管政府已经发挥了重要作用，包括财政政策和国有企业在稳定宏观经济方面都发挥了重要的作用，但是到目前为止以民营经济为代表的私营部门还没有完全启动。所以，对于中国经济持续的复苏和增长，当前最重要的一个工作就是培育内生的增长动力，因为依靠政府刺激可以帮我们暂时性渡过难关，但持续性增长仍然来自于民营企业。

1、7 月 PMI 数据普遍低于 50，而且比上个月要低，有些指标低的速度还相对比较快，**说明由于解封造成的经济数据短期的复苏接近了尾声**。

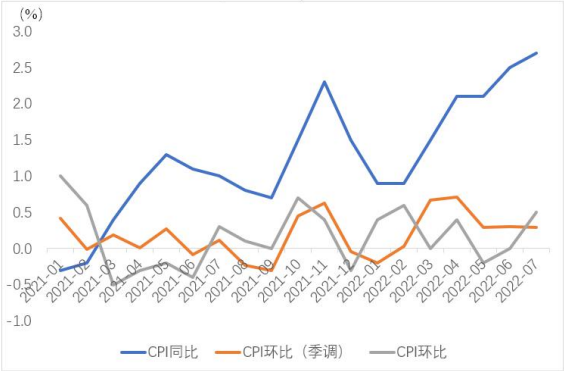
2、工业部门生产价格指数下降印证投资需求不足。在全球高通胀情况下，很多国家工业部门生产价格指数或者原材料的购进价格指数持续维持高位，但对于我国来讲，PPI 同比增长率相对国际普遍水平较低，且持续呈下降趋势。降趋势对于降低企业的经营成本有一个有利的作用，但是同时也表明对工业品的需求整体也处在一个相对比较薄弱或者是疲弱的状态。

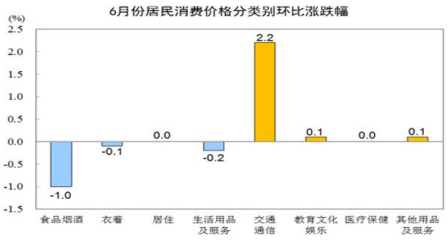
工业部门生产价格指数下降印证投资需求不足



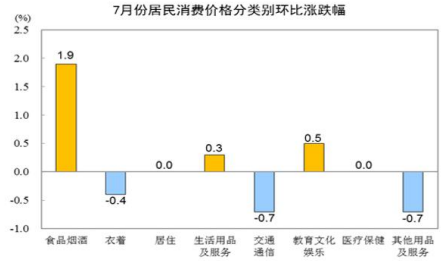
3、物价水平同比上涨，主要是季节性因素影响。尽管 CPI 同比增长率 7 月份有所上升超过 2.5%，达到 2.7%，但通过考察发现，造成 CPI 上升的原因主要来自于食品，主要是由于猪肉和鲜菜价格上升造成的，而粮食价格并没有出现过快增长。虽然全球粮食供应短缺，而且粮食这种产品本身也具有大宗商品的意义，但是我国从 CPI 来说粮食价格相对保持稳定。整体看 PPI 和 CPI，再次印证了消费和投资现在都处在相对比较弱的情况。

物价水平同比上涨，主要是季节性因素影响



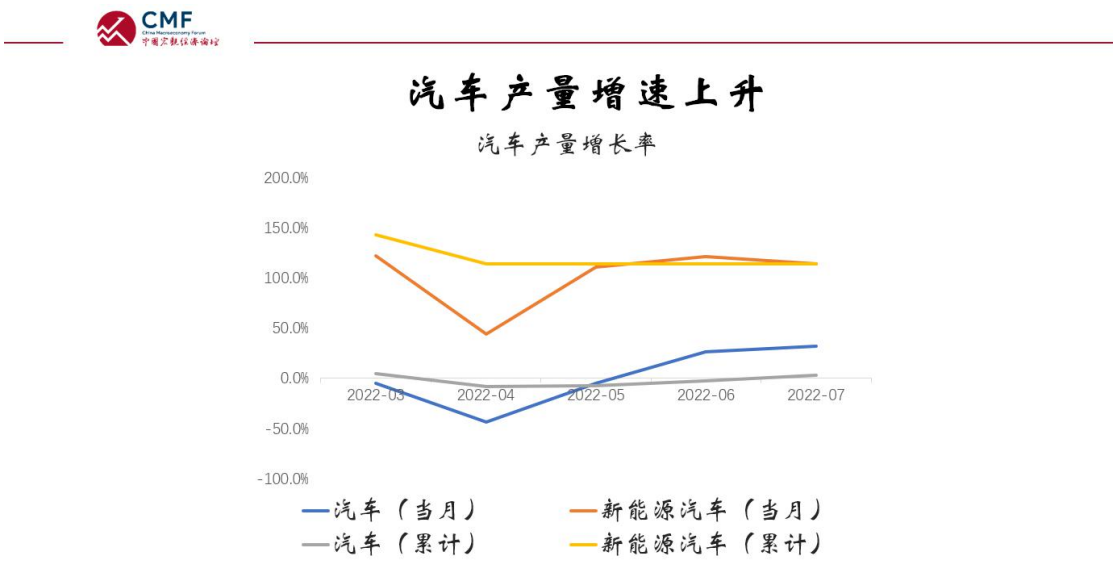


7月份，受猪肉、鲜菜等食品价格上涨及季节性因素影响，CPI环比由平转涨（0.5%，季节调整后约为0.3%），同比涨幅略有扩大（2.7%）。



4、汽车产量增速上升。汽车行业和房地产行业是对中国经济有重大影响的两个行

业。随着芯片供应相对改善，新能源汽车的产量增长比较快，从 4 月份是负的，现在已经达到比较高水平的正增长，超过 22%，这预示着前几个月由于疫情所造成的供给和需求的紊乱已经得到大幅缓解。



5、第三产业和民间投资尚未得到启动。投资整体下降的背景下，国有部门的投资仍然维持在接近 10%的水平，民间投资 7 月份只有 2.7%。投资目前维持在 5.7%主要是由于国有部门在经济下滑通道下做出的重要贡献，民营部门投资急需启动。

6、房地产去库存压力增加，投资持续下滑。房地产投资占比较高，投资持续处在下降通道。1-7 月份同比增长率是-6.4%，投资下降源于全国房地产销售水平的持续下滑，1-7 月份商品房的销售面积同比增长率-23%，和上个月基本持平，从今年以来 4 月份之后累计增长率都在-20%左右，没有出现普遍改善的情况。

7、房地产行业处于稳定资金链的关键期。一方面销售面积在下降，另一方面资金到位情况也在下降。当然房地产企业在目前情况下也已经降低了商品房供给速度，但是待售商品房仍然在增长，房地产企业中商品房库存量在增加。这种情况下需要降低对房地产开发的投资，这也带来了房地产企业资金增速的下降。

8、出口超预期，但增长效应逐渐削弱。出口的情况整体总量表现不错，但注意到

进口增速比较低，按照今年以来各个月份的累计增长率看，出口增长率相对稳定，但进口增长速度是持续在下滑。这样一来造成的外汇储备或者贸易顺差现在呈现比较快速的增长。

整体来看，与 6 月份相比，7 月份经济新的变化主要体现在两个方面：

（1）短期金融风险，包括房地产风险和汇率风险得到一定程度的释放；保交楼政策正在发挥积极作用，由于美国货币政策调整造成的全球汇率风险的问题，也得到一定程度的释放。

（2）解封带来的短期经济增速改善效应正逐渐退却。但另一方面，我们也观察到中国由于上海和北京的解封带来的宏观经济复苏效应正在逐渐消退，所以急需培育我国经济增长的内生的动力来源。

三、如何努力做到持续恢复？

第一，**高度重视国际经贸环境的变化。**不要对国际经贸环境的改善有太高的期待，虽然我国的国际贸易和外商投资状况相对比较有利，但也注意到包括贸易战、金融摩擦、科技摩擦短期难以缓解甚至还有进一步恶化的情况。(1)出口关税短期内难以全面取消；（2）科技战可能进一步升级；（3）全球经济可能加速陷入“长期停滞”状态。

第二，**促进消费者和投资者信心转变。**对于中国经济最根本的一个不确定性的来源是疫情防控影响，这些对宏观经济复苏造成极大的不确定性，深刻伤害到了投资者和消费者的信心，所以加强防控工作仍然要加强科学性，平衡疫情防控和经济复苏的关系。要坚决杜绝疫情防控简单化、“一刀切”和“层层加码”问题，加大对民众，特别是困难群体的生活救助。

第三，**稳供给和扩需求政策双管齐下。**关于供给仍然要持续做好主要能源和粮食供给，在全球市场动荡的情况下，能够为宏观经济创造一个稳定的环境。保障电力供应，避免拉闸限电，是回复经济的重要基础。总需求政策，包括财政政策和货币政策都要解

决好“六稳六保”与防范金融风险的平衡。

第四，**重点关注就业问题。**尤其是年轻人就业问题，虽然整体城镇调查失业率处在下降通道，但年轻人失业率仍然接近 20%，年轻人特别是大学毕业生面临很大的就业压力，如果年轻人就业问题得不到很好的解决，不仅会损害长期的经济增长的潜力，还会造成一些社会稳定的问题。

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济月度数据分析报告，各位嘉宾对当前宏观经济形势展开研讨。

上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人刘元春指出 7 月份从消费、从投资、从价格水平这些方面都体现出一个明显回落的过程，使我们对未来充满了疑虑。但更重要的是要解释清楚，目前这些数据回落的性质是什么？根源是什么？以及这些回落的趋势是一种短期现象还是一种趋势性的变化。

他认为从目前消费回落、投资增速回落来看，内需不足的问题处在新的一个阶段。导致内需不足的因素主要有五个方面：**第一个核心因素依然是疫情；第二个超预期的变化是高温因素；第三个很重要的原因是房地产深度调整；第四个很重要的原因是财政问题比大家想象得要严重，特别是地方财政的困难程度比预期来得猛、来得早；第五个很重要的原因是民间投资状况不妙。**这五大方面叠加在一起，形成了预期进一步减弱的状况。

摩根士丹利中国首席经济学家邢自强对当前经济遇到的一些下行压力以及因此要推出的一些政策选择进行了分析。他指出海外需求冲击、疫情反复和当前防疫策略延续的影响、房地产风险的蔓延三方面可能会对未来经济增长产生较大压力。这种增速的放缓可能会对消费者信心和行为、企业投资产生永久性伤疤。当前几大困局的交织会持续多久，取决于政策纠偏和市场信心恢复程度。

在政策方面，邢自强指出，7 月份的经济数据已经验证了没有 V 型经济复苏，四季度会不会更好也取决于政策发力。给老百姓直接的扶助，不管是消费券还是其他形式，

或者给企业直接的补贴，可能会有较好的效果。对于房地产现在面临的下行风险，需要未来几个月迅速推出一些国家级别的直接干预政策，以打破当前的恶性循环。

野村证券中国首席经济学家陆挺的发言主题为**“切勿低估经济下行的压力和高估宽松政策的空间及效果”**，他指出下半年中国经济可能面临四类风险：第一，新冠疫情还在，过去三个月在全球再度恶化，明年春季不管是否防疫政策出现变化，经济上都面临非常大的坎。第二，房地产行业面临四个恶性循环，一是断供潮加剧，削弱购房信心，二是地方政府进一步收紧预售款管理政策，进一步恶化房企的现金流，三是房企没有资金买地造成地价下跌，从而造成房价下跌的预期，四是地方政府因为土地销售的暴跌，被迫对体制内员工等进行降薪，削弱购房需求。目前的节点很难打破这些恶性循环。第三，今年财政收入缺口比较大，财政问题非常严重，严重影响地方政府的支出，导致总需求出现螺旋式下降的风险。第四，随着出口屡次超预期，价值国外需求结构的调整，未来出口增速可能减弱。

在政策方面，陆挺认为下半年不仅不存在过度宽松刺激的问题，反而会出现刺激力度不足，应对和处置风险不及时的问题。第一，现在传统货币政策空间效果有限。第二，财政方面今年下半年受到制约。第三，专项债方面，有限的资金难以发挥明显作用。除了货币和财政政策之外，今年下半年的政策关键是如何纾困房地产市场，目前来看近期出现大规模货币化棚改的可能性不大。

华泰证券首席经济学家易峘进一步讨论了 7 月的数据所体现的问题，并提出了政策建议。一，工业数据方面，今年 7 月工业增长只有一点几，抛开高温导致的民用电力增长，实际工业可能比表观看到的更弱。二，消费数据也比较差，反映出疫情持续性的影响，还有收入下降和预期不稳带来的可选消费收缩。三，投资增速降低，社融数据大幅不及预期，一大块是地产拖累，另一大块是外需走弱的影响。

在政策建议方面，第一，防疫政策需要更清晰的预期，否则实体经济没有办法恢复活力。第二，地产政策，需要更有公信力和更坚决的政策，来阻断金融风险的传导和大家心理上的怀疑。第三，财政政策，要加一些赤字额度，最好以低成本国家信用地方债

来弥补财政缺口。第四，货币政策，在全球美元流动性收紧，短端利率上升的周期中，的确空间比较小，但长端的五年 LPR 更加积极的下调可能是非常必要。

浙商证券首席经济学家李超从几个方面对经济基本面进行了展望，讨论了政策可能演变的趋势。第一，关于 6 月份经济转弱态势核心原因，他认为房地产是核心原因。第二，从经济增长来看有几个变量可能会存在与市场预期不一致的地方：一是全球总需求的回落不一定会连累中国出口；二是制造业下半年可能会有很强的复苏；三是关于消费方面不一定很悲观，可能比市场预期要强。第三，房地产政策的角度来看，需要因城施策，适当的放开一些对刚需和改善性住房的限贷限购政策，要压实地方政府责任，中央资金如何安排以支持地方政府值得关注。第四，财政方面，可以调动明年的资源专项债，在限额之内尽量的把这个收支缺口弥补上，实现财政的稳健。第五，货币政策，现在面临较大的困境，在宽货币+宽信用的组合下，整个短端流动性过于充裕，中长期来看，金融稳定也在积累大量的问题。

刘元春：价格疲软反映中国经济要高度重视需求端问题

刘元春 上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人

以下观点整理自刘元春在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（第 57 期）上的发言

7 月份各类数据都出现了一些超预期的回落，大家都认为在疫情后经济出现恢复性反弹是一种必然的现象，但是 7 月份从消费、从投资、从价格水平这些方面都体现出一个明显回落的过程，使我们对未来充满了疑虑。但更重要的是要解释清楚，目前这些数据回落的性质是什么？根源是什么？以及这些回落的趋势是一种短期现象还是一种趋势性的变化。

从目前消费回落、投资增速回落来看，内需不足的问题处在新的一个阶段。与此同时，供给存在着疲软状态，工业增加值回落 0.1 个百分点，服务业增长指数回落 0.7 个百分点。在供给需求同步出现回落的状况，更重要的数据解读在于价格，虽然目前 CPI 指数在上扬，提升了 0.2 个百分点，但是如果剔除食品和能源价格之后，核心 CPI 只是在 0.8%，涨幅比上个月回落了 0.2 个百分点，这表明在需求疲软和供给冲击两重作用下，需求疲软显得更为主导更为明显。价格疲软反映出中国经济一定要高度重视需求端的问题，当然供给端也要进行进一步的关注。因此从大的面上，有效需求特别是内需不足的问题，目前在进一步凸显。

是什么样的因素导致内需不足呢？

第一个核心因素依然是疫情。从国家发布的数据就可以看到，全国新增本土确诊病例数，6 月份平均只是在 40-50 的新增的水平，但是在 7 月份，这些病例持续到接近每天 100 例，到 7 月 18 日达到了 200 例，整个 7 月全国新增病例较 6 月份增加了 7、8 倍，疫情散发是导致我们看到 6 月份经济反弹出现疲软的一个很重要原因。这从疫情区

域的高频参数能够体现得很明显，上海 7 月份出现了一些反弹，直接导致上海的地铁人数从 6 月份的 100 多万下降到 70 多万。更为重要的是由八类高频指数所合成的高频经济活动指数，在整个 7 月份是低于 2019 年平均均值基点的，改变了 6 月份持续反弹的状况。所以，疫情对于整个经济、社会仍然是核心的影响参数。在目前政策条件下，只要疫情多点散发，整个经济社会都很难进入到一个常态水平，这是大家都能够看到的。

第二个超预期的变化就是高温因素。今年 7 月全国大部分地区气温偏高，平均气温比去年、前年都要多一度多，更为重要的是浙江、四川、云南、贵州、上海这些地方是属于当地观测最热的一个月，浙江、江西、福建、新疆等多地突破了历史极限值，这就导致全国很多区域电力供应从高峰时期的电力短缺转变为全天电力双缺的局面。这个局面导致很多区域对高耗能产业进行了拉闸限电，采取了拉闸保民的举措，因此工业增加值出现了回落。回落的很重要原因一是高耗能行业，二是一些电子类的行业，电子类行业包括新经济行业也属于高耗能行业。而且我们看到同时由于高温，导致劳动力生产状况也是不正常的。所以，疫情叠加高温，所带来的这种超预期影响是以往大多数分析家没有重点看到的。

第三个很重要的原因是房地产深度调整。特别由于烂尾断供所带来的房地产预期雪上加霜，以及各类头部企业暴雷现象频出，头部企业的财务整顿状况比大家预期的要严峻、要困难，周期要更长。这就导致所看到三四个城市的房地产销售自 6 月反弹之后出现一个明显回落，这个回落所带来的影响非常严峻。刚才谈到消费有所疲软，但消费疲软集中在哪些方面，这是我们要重点研究的。消费疲软，一是餐饮消费仍然没有转正。二是各种外出的服务类消费、旅游消费大不如前。三是家具、装修，与房地产基建建筑相关联的消费负增长，大家不买房就不会进行装修，也不会进行大批量的家电购买和耐用品的购买。7 月份的消费，一些超常规的数据，最为明显的就是金银珠宝类同比反弹了 22.1%，文化办公用品增长了 11.5%，石油制品增长了 14.2%，汽车类消费增长了 9.7%，这些参数说明正常的消费还是在复苏阶段，但与房地产、与疫情相关的消费出现明显下滑。因此，疫情和房地产的调整不仅影响投资进度，投资的信心，同时，也对消费产生了边际性压力。

第四个很重要的原因是以往都认识到，但是没有想到它来得这么快，**这就是财政问题比大家想象得要严重，特别是地方财政的困难程度比预期来得猛、来得早。**目前，从网络上就会看到，郫城县公交停运，乐山将景区收入一次性打包进行买断，很多县级交通部门开始促销卖罚单，同时还有南充阆中拍卖学校机关事业单位食品的特许经营。这些现象表明，地方财政已经举步维艰。如果从宏观数据来看表现更为明显：第一，财政增长速度和预期之间的这种差异，导致地方财政较以往上半年收支缺口突破 2 万亿的规模。第二，土地财政基金类支出正增长，但是土地出让金收入出现腰斩现象，特别是很多三四线城市的腰斩是一个普遍现象。稳经济一揽子措施，大量的工程，大量的项目，一些政策的落实都要依靠基层政府，地方财政来进行落实，但是我们看到原计划四季度才会普遍出现的问题，在三季度已经开始全面抬头。这个现象是政策实施中要重点关注的一个问题，也就是各项政策层层分解，相应的一些财权、事权都落地到基层，但是基层目前在几年疫情的挤压下已经出现了严重的透支现象，透支的状况比我们想象的压力要大。

第五个很重要的原因是民间投资状况不妙。民间投资在今年 7 月份不仅没有持续回升，同比增长速度只有 2.7%，相较于 6 月份民间投资反而回落了 0.8 个点，资本躺平已经成为大家热议的现象。实际上资本躺平不仅仅关乎于资本规范的问题，更重要的是关乎于资本投资未来收益的问题。从目前看，民间投资资本收益存在着大量的不确定性，民间投资、民间资本的观望情绪很强烈。因此，7 月份社融严重低于预期，严重低于去年前年同期水平，很重要的一点就是企业和居民不愿意加杠杆，核心在于未来的收益的不确定。如何使各类资本鼓足信心，能够放心大胆的进行投资，进行加杠杆，目前成为一个重点。当然，民间投资下滑一个很重要的主体并不在于制造业，而在于房地产，因为大量的房地产投资都是归口于民间投资，房地产投资的持续下滑、房地产前景的低迷，对于民间资本的积极性也是很大的一个冲击。7 月 28 日政治局会议专门对于国有资本、民间资本和外资信心提振进行了一些说明，在这上面可能需要有进一步的政策来进行。

这五大方面叠加在一起，就会形成我们所讲的预期进一步减弱的状况。这种状况从 8 月中旬的数据来看，目前并没有得到很好的缓解，反而出现了持续加码。大家看到单日疫情已经从 7 月份平均每天 100 例上升到目前的 400-500 例的区间，增长了差不多四

五倍。目前的高温在进一步蔓延，电力短缺问题已经波及到 28 个省市，这个问题也很头痛。房地产的深度调整比我们想象得要深，比我们想象的要更持久，8 月的这一现象可能还会进一步发酵，当然财政问题也是如此。因此，我们所看到的一些零星的超常规冲击，在中期已经形成一些趋势，因此，对于疫情、高温、房地产、地方财政、民间资本这几大因素要有一个深度系统的考虑，同时，出台相应的政策，这些政策很重要的一点就是前期我们讨论过的，需要重点从供给侧向需求侧进行转移，从地方政府向中央政府进行转移，从常态化的复苏向对重点风险重点行业全面帮扶的转变，同时，也需要在疫情精准防控与经济社会持续发展的平衡间有一些新思路。

陆挺：经济下行压力再度加大，宽松政策仍需加码

陆挺 野村证券中国首席经济学家

以下观点整理自陆挺在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（第 57 期）上的发言

谢谢 CMF 的邀请。我上次参加 CMF 的论坛是4月中旬，那时上海已经封城半个月，当时我发言的题目是“切勿低估经济下行的压力和高估宽松政策的空间及效果”。这个题目，其实可以在今天这个会上再用一次。

过去四个月中国经济发生了很多事情，经济学家对一些关键问题的认识和预期也发生了很大的变化。四月下旬和五月上中旬是最悲观的时刻，五月底之后的一个月，随着上海解封，包括房地产在内的一些数据改善，大家开始乐观；最近一个月，随着新冠病例的上升，断供潮，以及房地产数据再度走弱，大家又开始面对严峻的现实。

六月份大家普遍较为乐观的时候，有一个流行的观点，就是下半年复苏会比较强劲，政府会努力尽量达成今年5.5%的年度 GDP 目标，因此会出台较多刺激政策，甚至有经济学家认为有可能造成叠加效应，从而发生经济过热的风险。我个人还是偏向于谨慎一些。有些政策确实对经济复苏产生了立竿见影的影响，比如由于汽车购置税减半使得汽车销售增速剧增到20%左右。但我认为下半年经济复苏的基础不牢，疫情还没有过去，各类风险还在，下行压力还会很大，经济增速可能还可能会出现较大的波动。政策方面，不仅不存在过度刺激的风险，反而是存在宽松刺激力度不足，刺激方式不到位，风险应对不及时等问题，房地产可能和其他板块一起螺旋式下行，我们不能掉以轻心。

先说经济下行压力。有关经济数据，刚才范志勇教授已经做了详细的介绍，我就不重复了。我在这里主要讲四类下半年我们会面临的风险。

首先，新冠病毒还在，过去三个月疫情其实在全球再度恶化，日均病例从30万例曾经一度上升到了一百万例以上，目前还在80万例左右，不过因为很多国家放弃了强制检

测，这个病例数字是被严重低估的。六月底以来，我国大陆每日确诊加无症状病例的人数从不足40上升到了超过2000；澳门一度处于半封城之中；香港这边，最近新增病例每天在4000以上，昨天已经接近5000。

相对于新冠暴发初期，目前的新冠病毒变种毒性降低，但传播力要强很多，防疫难度上升、清零成本越来越高。又因为绝大部分国家已经选择“与病毒共存”并大幅度放开，客观上加大我国的清零难度。从疫情的持续时间角度来看，今年已经是抗疫的第三年。随着疫情的延续，企业、居民和政府的资源消耗加剧，疲惫感上升，预期更加不稳，这会影响家庭和企业的耐用品消费和投资。

我在今年五月下旬的时候提出了一个“新冠经济周期”的概念。在我看来，我国已经出现了由于疫情波动而导致的周期波动的问题。这个周期中，病例上升时，全员检测力度和封城力度随之上升，消费、投资甚至是出口都会受到影响，经济因而走弱。此时政府刺激经济的力度也会加大。过了一段时间，在政府强力手段之下疫情得到控制，之前封城的城市开始解封，刺激政策也开始发挥作用，经济就触底反弹。但是随着城市的解封，核酸检测频率降低，人流回潮，报复性聚集消费上升，新冠病例可能会再度上升，防疫力度被迫随之升级，经济又会冷下来。

未来几个月，我国经济有可能因为疫情而产生较大的波动，波动大小在于病毒的传播力度和政府防疫策略的演进，因此复苏之路未必平坦。值得一提的是，现在大家都预期明年三月份以后我国会显著加大退出动态清零的步伐，我的基准假设也是如此。但明年三月若没有清晰的政策指引逐步退出清零，市场难免失望，预期进一步减弱。但若真的放开，也不可低估初期感染的人数。总之，明年不管是否退出清零，还有一个坎，一个非常大的坎。

第二个风险是房地产。房地产及其上下游产业链贡献了我国1/4的 GDP，影响巨大。在过去20年中，每次遇到经济不景气，政府需要刺激拉动需求时，放松对房地产的管制，拉动住房投资需求一直都是最重要的工具。不搞清楚房地产走势，就很难真正把握未来一段时间中国经济的走势。六月的销售虽然有所改善，但七月的数据显示销售又恶化。

目前房地产行业的形势是非常严峻的，跟疫情前水平相比，很多指标都处于被腰斩的状态；不夸张的说，是我国住房改革启动以来最困难的时刻。

房地产行业目前面临四个恶性循环。一是断供潮加剧了居民对于房企不能履行交房承诺的担心，恶化了已经形成的一个恶性循环，也就是居民因为担心交房问题不敢买房，而新房销售暴跌进一步导致开发商现金流紧张而没有能力盖房。**二是迫使地方政府进一步大幅收紧预售款管理政策，**单个地方政府这么做是理性的，但从群体角度来讲未必理性，会进一步恶化房企的现金流。**三是房企现在更没有资金去买地，**造成地价下跌，进而造成房价下跌预期，影响新房销售。**四是地方政府因土地销售暴跌，**被迫对公务员事业单位人员降薪，而这部分人群是很多中小城市购房的主力之一，因此也会导致新房销售下跌。在我看来，要打破这些恶性循环非常不容易，房地产行业在下半年还不能轻言复苏。

除此之外，还有几个原因使得房地产行业的复苏非常困难：一是因为疫情还存在较大的不确定性，加上失业率较高，尤其是年轻人的失业率非常高，很多人不敢下决心贷款购房。第二，2015-2018年货币化棚改已经大量前置了三四五线的房地产需求，降低了这轮房地产方面宽松刺激政策的效果。第三，从政策角度来看，尽管从地方层面来说房地产调控已经有较大程度的放松，但在中央层面，受种种限制，大幅度刺激的空间较小。

第三个风险是今年财政收入缺口非常大，保障财政支出的压力比较重。从今年“两会”设置的全年预算支出来看，力度很强。但问题是，在制作预算的时候，高估了预算内收入，更是大幅高估了以卖地收入为主的、预算外的政府性基金收入。根据今年两会的预算，以宽口径估计，我估计这个缺口大概在6万亿人民币，因为经济下行而造成的预算内的缺口大概在2.5万亿；又因为房企大量缩减购地，地方政府卖地收入要比预算少3.5万亿以上。我们有很多分析人士认为应该用地方政府的土地净收入来计算，这样财政缺口就小很多。这也不无道理，但我认为这种计算方法严重低估了政府的财政缺口和对政府实际支出水平的影响，这是因为跟土地支出相关的很多费用，诸如拆迁补偿和三通一平等，实际上也是重要的政府支出，也推动诸多需求，不能被忽视。今年庞大的

财政缺口，如果不能及时有效的填补，将严重影响地方政府的支出，也因为公务员教师降薪等原因，导致总需求出现一些螺旋式下降的风险。

下半年经济增长方面最后一个风险是在出口方面。尽管到目前为止出口屡屡超越预期，但下半年下行的压力还是客观存在的。背后有几个因素，一是出口本身基数高，过去两年出口迅猛增长；二是从国外消费结构来看，随着越来越多的国家选择与病毒共存，经济回到正轨，消费重心从耐用品和实物切换到服务消费，这也会降低对我国产品的需求。三是中国以外的全球经济增速因为高通胀、俄乌局势、政策紧缩等原因，而可能在下半年开始出现大幅下滑。

有关当前经济面临的问题，一个新增加的风险是目前我国很多地方的高温和干旱天气已经导致了一些地方的电力供应短缺，这也可能会对经济在短期内带来一定的负面影响。

我今天要讲的第二个方面，就是在政策方面，下半年不仅不存在过度刺激的问题，反而是有可能出现刺激力度不足、应对和处置风险不及时的问题。

前传统货币政策的空间和效果都有限了。经过周一的降息之后，降息的空间很小，原因主要有两个，一是其他主要经济体基本上都在大幅度加息，境内外利差拉大，导致资金外流。二是存款利率已经很低，没有空间降低，而所谓降息实际上主要就是降低贷款利率，而为了保证银行的利润，这方面降息的空间已经非常小了。降准的空间也小，大银行还有，小银行的准备金率已经接近乃至达到下限。降息和降准的效果也有限。目前我国的宏观问题主要不是资金太贵、可贷资金不够的问题，而是有效信贷需求不够的问题。实际上就本周一的降息而言，银行间市场利率一直大幅度低于正常利率，因此调低央行公开市场逆回购利率的象征意义大于实际意义。

因此下半年的政策重担在财政方面，但财政发力受到三个方面的制约。**一是如我之前所说的，缺口实在太大，过去一段时间，很多举措包括增加政策性银行信贷额度等政策其实都是在弥补这个缺口。**虽然很多学者和业内人士呼吁发行特别国债，或直接增加赤字率，但这些措施都需要走全国人大的法律程序，难度较大。过去两个月已经新增

了11000亿政策性银行的贷款额度，下半年的缺口弥补可能主要还是要靠政策性金融机构，因此空间和力度可能受到一些限制。

二是受疫情影响，财政刺激政策的效果会被打些折扣。这是由于防疫支出快速上升，用掉了本来可以用在其他很多领域的资金，而防疫支出的溢出效应较小，很难带动其他领域的消费和投资。另外，一些地方疫情爆发时，由于封城等措施，很多工程建设的进度也受影响，频繁的全员检测也影响原材料运输和工程进度。

三是在专项债方面，虽然今年的额度已经尽早发完，明年的额度今年四季度还能提前发，但专项债资金不能用于一般性支出，其使用的方向受到诸多限制。很多地方政府在房地产行业快速萎缩的背景下，有限的资金首先要放到维持政府基本运转和防疫方面，加上卖地困难，因此提供配套资金投资于基础设施的意愿和能力都受到影响。

货币财政政策之外，今年下半年政策方面的关键是如何纾困房地产市场。目前市场在猜测是否会有新一轮的货币化棚改。我觉得近期出台大规模货币化棚改的可能性不大。2015-18年的货币化棚改前置了很多中小城市的住房需求；这个政策的后遗症太大，目前环境下很难在中小城市被再度使用。而在我国大城市，土地供应有明显的瓶颈，一旦需求侧刺激过度，很容易导致房价报复性上涨，这也使得中央政府不敢贸然刺激大城市的住房需求。而没有中央的支持，地方政府自己的棚改政策包括房票等工具是不会有太大意义的。

最后总结一下。经济在六月出现复苏之后，目前下行压力再次加大。下行风险不可低估，我们更不用担心经济过热，也不用担心政策刺激力度过猛。下半年政策的关键是在防疫方面尽量减小代价，尽量给出清晰的退出预期，这样有助于投资和耐用品消费。财政政策方面，除了加快建设已经安排好的已经开工的工程之外，想法设法弥补今年的财政缺口，如有可能，最好能直接提高今年赤字率，从而增加国债和地方政府债发行，保障乃至加大一般性支出力度，保障地方政府基本运行；通过适度的财政和金融支持，保基本民生、保市场主体。房地产方面，当务之急，是保交房。虽然保交房方面，牵涉面太广，政策若设计不当，很容易导致大规模的道德风险，但保交房仍然是目前房地产

政策的一个较好切入点。最后，在人口流入的大城市最好能一方面加大土地供应，另一方面进一步给这些城市的房地产政策松绑，这样才能真正的让我国房地产行业软着陆。

邢自强：经济面临“永久伤疤”风险

邢自强 摩根士丹利中国首席经济学家

以下观点整理自邢自强在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（第 57 期）上的发言

地产下行风险蔓延，防疫与稳经济如何平衡，外部需求下滑，是今年甚至明年面临的三大主要压力，压力测试之下传导风险不容乐观。而企业不敢投，居民不敢花的“伤痕效应”不断凸显。要避免演变成永久性的经济伤疤，需要力挽狂澜的政策力度，清晰无误的纠偏信号，包容开放的改革新进展。

一、压力测试经济三大风险

第一，海外问题是通胀，是供给不足。中国问题是增长，是需求不足。对海外来讲，现阶段主要矛盾是需求恢复了，供给却不足，过去两年刺激过度的后遗症，正逢全球供给冲击，导致通胀高企，包括美联储在内的全球中央银行正在大幅加息，通过矫枉过正来应对通胀。但客观而言，这一问题不见得会对美国经济产生伤筋动骨的永久性伤疤。从居民端到企业端，美国本轮的资产负债表比较健康，并没有经历过去几轮周期中非常离谱的加杠杆行为。因此，尽管现在通过矫枉过正快跑加息来压制通胀，从而带来技术性衰退的风险，但大部分企业和居民部门似乎都可以熬过去。最近两个月全球资本市场也开始认识到这一点，美国与中国的表现再度出现了此消彼涨的情况，即尽管美国还在加息，通胀也在高处徘徊，但美国企业总体对未来长期的预期并未紊乱，其自身盈利状况也相对健康的。这跟7、80年代美国遇到的大滞胀的风险，并不能相提并论。而美国政府在近期试图抑制通胀的同时，并未停止一些长远举措，连续通过了几项重要法案，从新能源投资，到芯片和科技产业自主化，普遍受到其国内商界的欢迎。因此本轮即使由于加息治理通胀引发技术性衰退，美国经济未见得产生永久性的伤疤，其潜在增长率有望保持稳定。

但对中国经济而言，当务之急是怎样让居民部门、企业部门走出当前困局，不出现

影响长期潜在增速的永久性伤疤。当前，应对疫情的手段进入第三年，房地产的调整下滑进入第二年，过去两年一枝独秀的出口也由于欧美衰退风险而渐入拐点。怎样避免这三大因素交织对经济和就业出现系统性冲击，是今天交流的主题。

压力测试表明，如果无力挽狂澜的政策魄力，下半年和明年中国经济或处于准衰退边缘，更易产生永久性的伤疤，致使经济增长提前下台阶。过去几个月我在不同的场合，包括像 CMF 宏观经济月度数据分析会上，都分析了下半年经济可能是非常弱的复苏，难言重回正常轨迹。当时我预计三季度的增速可能在2.5-3%之间，这还是得到了去年低基数的带动。但远谈不上“回到正常轨迹”。当时更趋乐观的一些学者认为，下半年会有类似 V 型复苏，一旦大城市解封，3-4季度增长即回到6-7%，全年即使实现不了当初制定的5.5%的目标，也有望达到4-5%以上，稳定就业。当时我的观点相比更偏保守谨慎，而如今7月份以来的经济指标似乎显示了经济依然弱势。背后原因还是在于，疫情防控策略对经济的影响仍在艰难平衡，房地产下行对经济产生的溢出效应仍在蔓延，以及外需可能逐渐出现拐点仍威胁中国出口。我们近期在研究中展开了压力测试，就是假设这几个情形在未来几个月扩展，得不到政策及时纠偏，潜在影响有多大。

首先，倘若疫情反复，继续沿用当前防控策略管理，对今年下半年和明年经济可能会带来两个百分点左右的冲击。

其次，房地产下行风险继续蔓延，更多房地产企业流动性出险，对经济的影响或许高达3-4个百分点，并波及金融风险。当前房地产企业出险不断，购房人对房地产按时交付的信心更趋低迷，倘若房地产销售和价格进一步下跌，有可能引发非线性扩散，我们的压力测试研究表明，到今年年底如果房地产销售还没有企稳，延续目前下滑趋势，则这一传导链条中，更多房企倒下——》房地产的上下游继续受需求和欠款双层冲击——》就业承压，消费预期悲观——》对下半年和明年整体经济的影响高达3-4个百分点。这一情形下，抵押物（房屋）最终价值不得不显著重估，对金融体系的传染效应也会有一个非线性的扩散上升。

最后，外需转弱，美国在不断加息下需求技术性衰退，欧洲的俄罗斯油气彻底断供

也面临衰退，对中国出口的影响，是从今年1-7月份15%左右的增速大幅下降。今年上半年 GDP 增速中，净出口贡献了三分之一。欧美今年下半年逐渐出现衰退，出口独木难撑，对 GDP 的拖累大约超过一个百分点。

总结一下，经济下行的三大风险，对我们的影响分别是1、2、3个百分点。海外需求冲击大约是一个百分点的 GDP 拖累，疫情反复遭遇静态管理防疫策略迟迟不变，对 GDP 的冲击可达两个百分点，如果再叠加房地产风险的蔓延，或带来额外的三个百分点冲击。这三种局面，哪怕只出现两个，夹击起来对经济就是滚雪球式的冲击，不只是三季度中国经济增长只在2-3%的准衰退状态，可能未来三四个季度都会保持在类似的低增长水平上。从事多年经济周期分析可知，在中国、印度等新兴市场中，不需要出现负增长，只要当经济增速偏离了潜在增速两个标准差时，市场主体的感受就处于实质衰退中。也就是说，假如我们做的压力测试中的三个情形中任由一两个实现，那么可能直到明年上半年都有类似衰退的风险，这或带来三大影响：金融风险扩散，社会就业压力接近历史高点，“东升西降”的长期判断面临挑战。

二、经济出现了“永久性伤疤”么？

永久性伤疤的观察，有两个角度，一是对投资，即海内外企业将来在中国的资本支出和创新研发意愿；二是对消费，即中国居民的长期收入预期，消费习惯等。

在投资层面，不论是民营企业还是外资企业，都在面临不敢投的问题。外资企业被中美竞争性对抗的大格局裹挟，美国采取了竞争性冲突的经贸政策，不断地在半导体、新能源电池等敏感技术领域加高壁垒，希望用产业政策鼓励敏感行业搬回美国或者所谓美国友好国家中。这是政界的政策。但最终决定依然取决于商界、跨国企业本身。跨国企业们几年前几乎没有太多从中国逐步转移走、多元化的念头，因为中国提供的机遇与竞争力无以伦比。但是最近一年，地缘政治不确定性发散，而海内外疫情策略差异加大，外资重审全球产业链布局的迫切感急剧加大。今年6月份，我们再次调研了414家跨国企业，他们投资意愿在中西方关系变化、国际地缘政治紧张、中国防疫策略不给出未来路线图的三重影响之下，发生了重大重塑，对产业链备份以及分散投资日渐重视。几年前，

这些企业新增 FDI（外商直接投资），50%都会优先考虑中国，而现在这个比例下降到不到23%，此消彼长之下，在新增投资中受益更多的是墨西哥、东南亚、越南、印度等经济体，以逐步实现备份产业链的诉求。我参加了不少跨国企业的亚洲高管与其全球高管、董事会的研讨，最大的问题是，远在欧美的全球总部对中国的疫情防控走向、居民消费低迷持续长度、地产引发的风险传导链条，和地缘政治长期的潜在风险，较为担忧，而当地（中国或者亚洲）的一把手，无法在以上几个层面给出清晰的答案，因而说服不了全球一把手。防疫严格和国境准封闭的状态会持续多久？中国老百姓当前消费低迷的局面，是否会因为地产下行的新常态，而成为永久性的伤疤？今年秋冬之后，这些因素是否会有更明确的路线图？在中国的负责人说服不了总部。这就导致了我们调研的414家跨国企业，不少开始考虑新的 FDI、投资方向。

在消费层面，我们定期开展的一项消费者大数据调研显示，虽然去年影响老百姓的消费行为还往往是短期因素，譬如防疫措施之下出行不便减少旅游。但是今年以来最近两期的调研显示，相当一部分消费者逐步表现出长期的心理和收入上的伤疤。在2000多家居民户中，现在担心房贷还款压力、家庭资产负债表恶化、现金流恶化的，从今年初的不到10%，现在上升到24%左右。即4个市民中有1个开始呈现出长期的心理预期冲击，过去对于日子蒸蒸日上的美好向往，似乎遭遇了不小的挫折。这或许跟过去两年，经历了线下中小商户断断续续关门停业、互联网、教辅、房地产等失业情况不断增长等因素打击后，对未来收入的预期从稳定的白领工作降级至边缘的灵活就业。对于一个人的职业和技能轨迹而言，两年的脱轨，可能引发几十年的长久影响。因此尽管决策层也提供了消费方面的支持政策，消费者预期和职业发展积累的永久性伤疤，可能导致即便疫情防控政策放开，报复性的消费行为也难以重来。

如果上述观察到的从企业投资，到居民消费的“伤痕”效应不断强化，中国潜在增长空间面临较大的重估，可能使得全球从政界到商界，对于“东升西降”的趋势判断也进行重估。

三、政策力挽狂澜，弥补“经济伤疤”

第一，力挽狂澜的政策力度。财政政策进一步加大直接扶助力度。市场曾经翘首期盼的通过发行特别国债增加赤字，来给老百姓直接的扶助，不管是消费券还是给企业直接的补贴，都是能取得较大的乘数效应、比较有效的政策之一，是在经济和防疫之间取得平衡的一种权衡之举。当然，如果退而求其次，从增加公共基建开支的角度考虑，由于今年的专项债发完了，最近官方提出要用好专项债的限额空间，也会增加一下基建等支持力度，但是这更多是从公共基建的角度出发，如果要直接针对当前受到经济影响最重，甚至呈现永久性伤疤的线下中小商户、服务业和消费者，那么消费券、补助、企业雇员补贴，都是可取的方式。

第二，清晰无误的纠偏信号。房地产领域，如果当前的预期不断转弱，开发商流动性不断趋紧的恶性循环不被打破，到今年年底，房地产销售比峰值会低出40%-50%。在这种情况下它对建筑业、下游行业等其他领域的溢出效应就是非线性的。当前，采取了很多以地方政府压实主体责任来推动项目复工的政策，但可能不足以完全打破这种恶性循环。解决这一问题需要中央级别系统性的政策。比如，对已经出险的企业进行注资甚至国有化，对还没有出险的企业从流动性的层面给予清晰无误的无条件支持。同时要跟时间赛跑，加大需求端政策实施的力度。不然一旦风险传染，可能会造成失业率升高，银行不良贷款和信贷风险提升。因此，中央级别的房地产纾困政策刻不容缓。

能否避免永久性的经济伤疤，也取决于能否探索出更加常态化的防疫方式，早日让经济和生活回到正轨。过去两年，我国“动态清零”政策总体非常成功，不仅在病毒初始毒株毒性大、疫苗与药物当时还匮乏的局面下，保护了人民生命，还在当时全球停摆、生产不足的情况下，中国出口发展蓬勃，成为全球必需品供应的安全港。但当前海外需求回落，出口“拐点”可能已经出现。在此背景下，则更要依靠内需来拉动经济，而扩大内需的关键，在于平衡好经济与防疫之间的关系。疫情两年多以来，毒株的致命性不断变弱，疫苗和治疗药物等保护作用不断增加，海外很多经济体都经历了从严防死守到常态化防疫的转变。其中很关键的一点，是及时评估疫情的变化，补上公共卫生手段的短板。我们也欣喜地看到，过去几个月，我国在高危人群的疫苗接种率方面取得了很大成绩。自上海“静默管理”以来，全国老年人第三针疫苗接种率从51%上升到67%，上升了16个百分点。如果能把反复进行全民核酸检测的资源和决心，部分投入到疫苗接种上，

迅速将老年人第三针疫苗接种率提升到85%以上，可能就为下一阶段的更可持续的疫情防控奠定好基础。实际上，韩国、新加坡、新西兰、澳大利亚等国，和中国香港、台湾地区，都曾经依靠严防死守来实现清零，但在老年人加强针接种率达到80%之后，采取了更加开放的疫情应对策略，所以目前那些国家及地区的奥密克戎疫情虽然感染人数众多，但平均重症率、死亡率已经控制在接近流感的水平，医疗资源也未出现挤兑，这些经验值得参考。

平台经济领域，经历了过去两年多的“反垄断”、补上监管短板，防止无序扩张，监管框架经历了大刀阔斧的重置，市场主体当前的信心是比较脆弱的，对未来充满不确定感。监管部门可以积极地提高房地产的监管框架透明度与稳定性，对过去一些“运动式”监管加码的做法予以纠偏。最近官方出现了一些鼓励平台经济发展的声音，但仍需进一步落实。目前，数字安全审查之后的进展，满足了安全监管的企业如何开启和打通上市等多重融资渠道，以及中美审计监管的进展，这些偏正面的政策信号传递出来以后，如果能够进一步落地执行，将会对恢复企业和其他市场主体信心起到帮助。

李超：展望经济基本面，预测政策变化趋势

李超 浙商证券首席经济学家

以下观点整理自李超在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（第 57 期）上的发言

一、房地产是6月份经济转弱态势的核心原因

梳理今年房地产的脉络，地产对今年土地出让收入和货币政策是一个核心影响变量。这个变量在 5、6 月份形成了相对良性的预期，因为总体而言，房地产调控政策从 2016 年 10 月份之后是因城施策的。这样的房地产调控措施使得一、二线和三、四线城市很多房地产政策调控节奏都错开了。

5、6 月份，中央银行首先下调了首套房利率 20BP，此后单独下调 5 年期 LPR 15BP，核心都是针对房地产。**整个 6 月份的房地产销售数据出现了明显的改善，前三周二线城市地产销售出现了大幅提升，到第四周一、三线城市出现了明显的改善。**这个拐点出现的主要原因是房地产本身的断供潮，从月初以来，很多城市断供行为开始出现，由于开发商现金流有限，出现了一些尾盘无法盖完的情况，按揭的问题也逐渐开始出现，也对银行造成一定负面影响，进而拖累整个房地产市场，使得卖地收入下降，从而影响整个财政预算和货币政策信用扩张的趋势。从已公布的经济和金融的数据来看都符合这一态势，社融数据主要以票据为主导，整个的居民按揭出现了较大程度的下滑。

在经济数据层面，工业增加值核心也受房地产产业的拖累。出口数据还是不错的，从这个角度来看，房地产是一个牵一发动全身的核心变量。**即使二季度地产投资是-6%左右的水平，实际上的地产销售数据或更弱。**城市更新支撑了今年地产投资，否则实际的地产投资会更差，销售驱动的传统投资，这对地产后周期产业链的拖累也是比较严重的，这是几个基本面的变量。

二、下半年的自然的经济增长可能会存在与市场预期不一致的地方

第一，全球总需求的回落不一定拖累中国出口。全球总需求的回落会对海外供给产生一定程度上的影响。去年第四季度，中国的中小企业不接订单，主要是因为原材料和运费价格的高企。但是，海外拼命接订单，因为总体产能停止的时间太长了，所以必须要接订单。本以为今年是经济复苏的态势，但实际结果并不是，而且由于物价高企，工人们对工资上涨的需求很旺盛，海外的工会组织都会组织相应的罢工，这会扰动海外的生产行为。在海外的供给不稳定、不连续的情况下，当中国的疫情控制住之后，中国的物流供应能力充足，所以这些订单还有可能。下半年典型的是全球贸易蛋糕的比例在变小，但中国切的比例在变大，所以出口层面不至于给出特别悲观的预期。

第二，制造业的变量仍旧强势。今年我们一直前瞻提示，制造业强链补链和产业基础再造两个方向依旧强劲。7 月份政治局会议强调“要投资绿灯的案例”，这个案例未来是要在全社会推广的，大家要给予重视，其实主要就是制造业强链补链和产业基础再造这两个方向。强链补链包括半导体、上游设备，产业基础再造分成两化，产业智能化和产业新能源化。智能化包括机器人、无人工厂。产业新能源化的赛道范围较大，且壁垒不高，包括转型做新能源和新能源驱动中上游的一些需求在内的各种因素都对制造业有比较强的拉动，所以，今年其实到下半年制造业也是一个很强的复苏。

第三，CPI 整体仍处于上涨趋势。尽管消费的修复效果不算很强，但我们可以看到，在价格层面，这个月的 CPI 包括航空上涨 6.1%，酒店上涨 5%，旅游上涨 3.5%，这些都是高于整体 CPI，说明部分行业出现了一定的出清。很多小餐饮、小酒店民宿倒闭了，大企业由于前期原材料价格比较高，加上需求不太好，盈利效果欠佳，所以会借此机会涨价，这对名义社零有一定的推动作用。从政府消费的角度，今年由于预算安排重点倾向于政府消费，测核酸、防疫人员的日常开支这些都有助于拉动政府消费。所以，下半年消费不一定悲观，这是主要可能比市场预期强的一些变量。

三、传统变量面临较大压力

首先，**基建主要受到炎热天气的影响较大**，此外也受资金安排的影响，如果出现资金缺口，预计将利用专项债的限额，预计仍有 1.5 万亿左右的余量。预计全年基建增速

7.8%左右。

其次，**疫情暴发以来，房地产行业的处境一直不易。**房地产中长期规划未出，房企债务问题核心依靠临时性方式给予解决。然而，7 月底的中央政治局会议明确要求，整个房地产调控的核心是保交楼稳民生，保交楼是关键。因此，**首要的任务就是要压实地方政府责任。**但是地方政府目前面临最大的困境是资金不足，因此要关注中央将来的资金安排政策能够怎么支持地方政府，而市场可能关注一些房地产的救市基金等等，这些都值得期待和研究。如果资金能够下沉到地方，楼是能够盖好的，所以，对地产投资还是能够有一定的支撑。但对地产销售的带动存在一定的不确定性，如果能够延续 6 月份的态势，那将是最好的结果。如果不是，比如居民即便看到复工的势头，而且不是表演式复工而是真实复工，楼也都盖好了，但居民依然采取观望态度，地产的压力就会比较大。

另外，**从房地产政策的角度来看，我们需要因城施策，适当放开一些对刚需和改善性住房的限贷限购政策。**因为我们把这个态势摆得比较积极，才能扭转这样一个态势，否则如果只是简单地把楼盖完，可能缺少系统性的改变，从而导致仍然很难系统性地释放房地产市场的压力，这和 5、6 月份再去应对这个问题似乎并不完全一致。所以，所有政策的核心都集中在房地产这个问题上。

对货币政策，现在面临的困境较大。因为货币流动性宽松，再加上“宽货币+宽信用”的组合，整个短端流动性过于充裕。现在待回购债券余额是 7 万亿，史上最高，票据的套利等行为实际上呈现了一定的金融空转。如果 CPI 在 9 月份突破 3%，中央银行肯定有这个意愿去解决这一问题。

但现在由于经济数据，整个 7 月份基本面需求过弱，从国务院层面肯定希望我们能够把重心放在稳定需求上，所以，有 10 个 BP 的降息信号，可能会对央行收紧短端流动性节奏出现一定的扰动，当然市场也关心会不会降价缩量解决这个问题，比如 MLF 的操作，到期 6000 亿但只续做了 4000 亿，其实可以做量去降价，毕竟 DR007 的中枢只有 1.3%-1.5%，离 7 天回购利率 2%还有一定距离，会不会有这样一个回归过程？这种左右

互搏的思路，我个人认为不太可能，其实就是节奏被打乱了。

央行也很在意收短端流动性或者短端利率正常化，可能需要一定的时间。未来有哪些信号代表着短端流动性收紧的变化呢？一是房地产市场本身比较稳定了，这是一个重要前提。其次，CPI 突破阈值也是一个重要的充分条件。从中长期来看，金融稳定也在积累大量的问题，而在杠杆和套利问题上，短期内做不到，现在还在稳定基本面的过程中。

易峘：深度解析 7 月数据——下半年增长面临挑战

易峘 华泰证券首席经济学家

以下观点整理自易峘在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（第 57 期）上的发言

7 月的数据说明在消费、投资、出口等方面都出现了问题，有些已经在减速通道，有些已经出现疲态。下半年经济增长挑战比较大，形势不容乐观。

一、7月数据解读

1、工业数据——全面低于预期

工业增加值变化显示，7 月相比 6 月工业总量同比增长 3.8%，大幅低于市场预期 5%左右，虽然总量上只比 6 月小幅下行 0.1 个百分点的增速，但分项看是极其不均匀且存在着一些不可持续的因素。值得一提的是，去年 7 月基数很低，所以环比上是比较弱的增速。如果把主要行业分开看，除了石油电力以及汽车之外，其他基本上都是减速的，工业生产基本全部减速。**今年上半年整体盈利增长比较大的是出口相关行业**，顺差从去年同期二点几增加到今年同期 5.4，同期上升了 2.5-3 个百分点，这对增长的提振作用很大。在欧洲能源危机和全球能源价格上涨的情况下，我们国家出口行业的成本优势很明显的，下游的冶炼、化工、机械设备这一系列的都是减速，这从全球 PMI 数据可以看出订单下滑比较快，尤其是一些比较敏感的电子行业和早中期行业。

其次分析一些增长加速的行业。一是石油，石油的结构性较强；二是电力，其中民用电上升 27%，工业用电下降 0.1%，主要是由于天气炎热；三是汽车制造，但其中有去年低基数原因，去掉该原因真正加速的是新能源车，这和国内油价电价之间的差距有一定的关系，电动车的低端线卖得相对更好。如果去掉电动车和天气热造成的电力的这个数字，今年 7 月工业增长只有一点几，民用电 27 个点的涨幅大部分归于高气温的关系，所以整套数据经过仔细分析，增长加速的程度可能比表面的更弱一些。

2、消费数据——无报复性消费的蓬勃现象

6 月复产复工的过程中，月初整个产能利用率或者出行活跃程度较弱，月尾的上行趋势也不显著。6 月份零售实现了 3.1%的增长，到 7 月理论上应该比 6 月份强一些，但 7 月数据反映的是半途折返的零售走势，这和地产整个产业链的断贷风波有关，也反映出疫情持续性所带来的收入下降和预期不稳导致了可选消费收缩。零售数据的社零增速变化，一个增长项是餐饮，月初到月尾产能利用率或者活跃度不一样，月平均比 6 月高一些，这可以理解，但仔细看数据餐饮还是-1.5%的增长，是一个温和的回升，不存在同国外一样的报复性回升，缺口也没有补上。8 月的问题会更大一些，各个旅游景点的疫情爆发使得高频出行指数又下降了。唯一增速的可选消费是金银珠宝。和地产相关的家具、装潢行业占到零售的 10%，在地产去杠杆影响和地产断贷风波以后再度下行非常明显。家电行业因为高温原因，空调的增速明显，其他都比较弱。所以，如果去掉高温、餐饮稍微回补、金银珠宝类投资或消费的原因之外，**消费数据实际比表观出来的 2.7 更弱一些，没有看到报复性消费的蓬勃景象。**受到疫情影响，8 月份数据也不会太好，从高频数据来看较 7 月还是上升的。所以，消费和工业中的问题有些相似，受到地产整个产业链的影响，工业出口出现了走弱的态势，消费或者零售的诸如家具、家装、服装鞋帽等出口板块也在下行。

3、投资数据——投资下行受房地产影响巨大

首先，地产断贷风波后，6 月份的反弹提前结束了，7 月基本面全面下行。一个没有杠杆的行业如果收入跌了四成，持续一年多的话，也可以看到这个行业里集中度大幅提升，根据二八定律，有大量的尾部公司会退出市场。而地产行业是个杠杆相当高的行业，有些开发商的杠杆率高过 100%，这样一个行业如果销售下降三四成持续这么长时间，常识上来说问题是很大的。从 7 月数据看也体现了这一点，所以**房地产是投资下行的主要不利因素**。7 月份以断贷事件和它的演绎作为拐点，6 月份的弱萎缩就结束了。从 7 月开始，如果维持这一趋势的话，从基本面数据来看，**第三季度比疫情冲击极大的二季度只坏不好，销售可能会再度下行。**

其次，针对金融风险传导以及保交楼压力，以及信心如何重塑等一系列的问题，需要分析开发商在手现金数据，来判断是否停止消耗或者现金流有没有边际好转。**目前来看不仅没有边际好转，7 月份还是全面恶化的态势。**所以，LPR 下调和还贷需求上升也和预期有关，如果预期不转变的话，现在很多的包括边际上放松限购限贷政策等保底政策，都不足以扭转下行的局面。**因此在不同时点上的政策的力度应该不一样，而且公信力和力度要越来越大才能扭转这一局势。**但是金融风险的指标显示，地产商的资产负债表还在快速恶化。最近的断贷风波，保交楼导致三个月竣工平均-36%的增长，去年下半年基数很高，因此保交楼在 7 月份还没有看到实质性效果，新开工面积环比已经到了-70 折年率，同比也是-45%，总体看供需两弱，但是从政策上来看，新开工数字也说明政策上空间不大，真正有需求的地方，只要一放反而会供不应求，房价就出现压力。但是，现在在地方财政状况下，没有需求的地方也很难。人口流出的城市是否真的像 2015 年、2016 年那样只付 20%的首付，第一做不到，第二长期看对银行压力也比较大。**所以，对房地产的政策，逆转需求趋势的可能性不大，但如果真的要保金融风险底线，那么可能需要进一步大力增加政策力度。**这在社融数据里也有体现。这个月社融数据中看到地产相关的整条产业链，包括房贷、非标、信托、信用债里面的平台债风险都开始出现问题，在海外也大幅上升，继续在实体和金融两条链条上的传导。一块实体中从投资端到消费端，再到就业服务端，从地产商到整个供应链信用评级，从地方政府平台，到地方财政，最后到地方银行这些都是连在一起的。所以，看社融数据大幅不及预期，一方面是地产拖累，另一方面也看到外需出现走弱的态势，外币贷款下降，企业短期和中长期贷款都不及预期。在地方政府资金压力比较大的情况下，地产投资是-12%增长，但地方政府或基建投资在低基数下 7 月份还是略走弱的，这个没有出现预期的逆周期的大幅上升的趋势，可能也和财政的一些制约有关。

4、数据的总结和展望

整个数据表明三个方面的增长都比较弱。第二季度的主要矛盾是疫情，第三季度的主要矛盾又回到地产和相关产业链上，不管是实体经济从上游到下游到服务，还是金融整个传导链条上，都呈现出了资产负债表开始收缩、风险偏好开始下降的态势，下半年仍然挑战严峻。

6 月的时候，我们对下半年的预期是差不多同比 4.9 的增长，这是低基数下的预期，这个预期并不高，但是地产断贷的问题在 7 月份发生后，这个拐点比我们想得来得更早一些，本来觉得 6 月到 7 月可能是一个恢复性的区间，8 月、9 月开始基本面再度走弱，但这次提前了，所以，**下半年的增长预期不一定能够达到之前的预测**。

二、政策建议

第一，防疫政策需要更清晰的预期，否则实体经济没有办法恢复活力，更不用说资本开支和雇佣方面的计划。在疫苗覆盖率上升病毒的危害性渐渐下降的时候，要准备好接受防疫政策的改变，从而理顺预期。

第二，地产政策守住底线，避免过度放开。新开工增长快一年半了，现在是-45%的增长，其实在房源不足的一线或者真正有需求的城市，如果大规模放开政策的话，可能会触到“房住不炒”的政策底线。三四线人口流出城市也有长期的一些痼疾，在条件上和长期防风险的目标一致性上都不可能达成 2015 年、2016 年那样的政策。**所以地产政策现在要更多的保底线，现在主要是保交楼。**从 7 月数字来说，还是要加把力。现在金融风险的传导是和时间赛跑，现在政策滞后于地产周期了，这个从性质来看，更像是大家对整个民营开发商的偿付能力产生怀疑，像是一种“挤兑”。虽然说“房住不炒”，但地产仍然有一些资产和投资性质，不希望它跌。政府现在愿意保交楼，把这个风险去除，问题在于这个过程中的交易成本仍然很高，**所以需要更有公信力和更坚决的政策，更透明的操作来阻断所谓“挤兑”的负循环，重塑大家的信心。**

第三，财政方面增加赤字额度以补上预算缺口。今年上半年，地方财政的一般公共预算收入和政府性基金收入下降了 28%，年初预算是涨 0.6，这一进一出 3 万亿缺口，现在看来这个是持续的，可能比上半年更差。一般性预算收入在政府层面也下跌了 10%，两项相加赤字光在地方政府层面就扩大了 4 万亿。现在地方债额度理论上来说今年已经发完了，三四季度地方政府在财政上的制约可能会非常大，更影响它在一些保民生，保底线，保交楼，防风险政策上的执行，也会危机促基建的力度，以及地方政府平台偿债能力恢复，一系列债务的问题会出来，更不要说正常政府职能的运作。**所以，财政赶快**

要加一些赤字额度，最好以低成本国家信用地方债这一类来做，可能会比较有效地补上这个缺口。否则下半年的财政相对于去年下半年，总体赤字很难再涨，外需下行的问题更大。

第四，货币政策方面积极下调五年 LPR。货币政策在全球美元流动性收紧，短端利率上升的周期中，的确空间比较小。但是，长端的五年 LPR 更加积极的下调是非常必要的，现在还贷从本质上来说，就是大家在整个投资回报率预期上感觉很难达到现在近 6%的房贷利率，房贷利率显然和现在整体经济的投资回报率也是不匹配的，无法阻止大家在资产配置上希望能够减少高利率的负债的需求。如果真的是按行政式手段减缓房贷的话，操作成本会比较高，五年 LPR 在能够降的区间里尽可能更多的降。如果今年五年 LPR 下调 50 个 BP，差不多能让今年的房贷支出负担占可支配收入的比例打平。但是疫情之后，可支配收入的增长可能会比之前更低一些，即使把房贷支出负担打平，也需要下调 50 个 BP 以上的 LPR，现在五年 LPR 才下调了 20，打平要 30 个点以上。扭转预期可能要更高，毕竟中国的负债率比较高，利率下调对实体经济也是一个修复。

CMF
China Macroeconomy Forum
中国宏观经济论坛

把脉中国经济　传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forcasting 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：