



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

(2023年5月) (总第64期)

亟待预期修复和改革重启的 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

2023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64期

亟待预期修复和改革重启 的中国宏观经济

报告人：刘瑞明

2023年5月18日

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

报告框架

- **第一部分 宏观经济稳步复苏，增长动力有待进一步激活**
- **第二部分 传统动力疲软，深层次原因在于结构性失衡**
- **第三部分 重启改革修复预期，加速经济全面复苏**

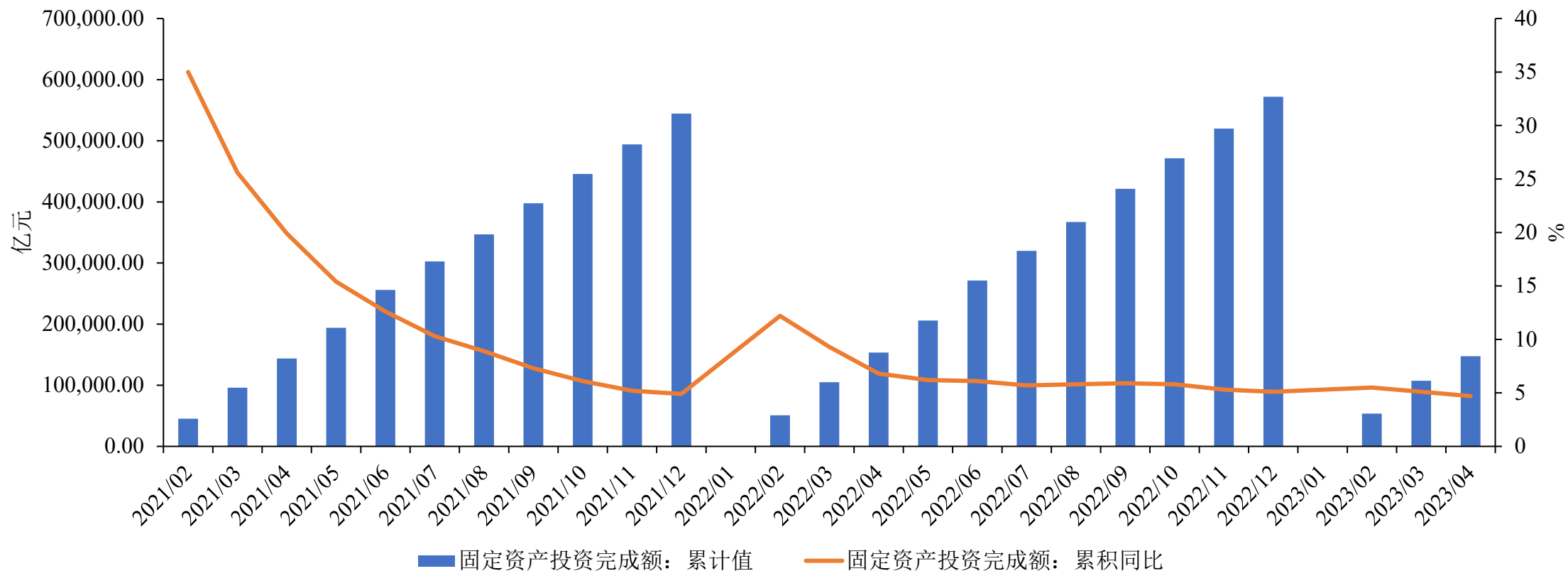
第一部分 宏观经济稳步复苏，但增长动力仍有待激活

- 2019年，面对突如其来的疫情冲击，中国政府坚持人民至上、生命至上的原则，筑起防疫长城，最终取得了全面的胜利。2023年初，党中央在充分统筹疫情防控和经济社会发展的条件下，做出全面放开的果断决定，如何复苏经济成为各级政府的第一要务。
- 面对复杂严峻的国际环境等多重考验，在以习近平总书记为核心的党中央坚强领导下，各地区各部门认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，坚持稳字当头、稳中求进。在一系列国家刺激政策的支撑下，中国经济开始持续复苏。
- 然而，经济稳步复苏中还存在着传统动力疲弱的紧迫问题制约了复苏的步伐：民间投资依然有待进一步激发、结构性失业问题短期凸显、消费难以持续增长、贸易出现结构性分化等。

判断1：国内宏观经济平稳复苏，但复苏速度有待进一步提高，下行压力依然明显。

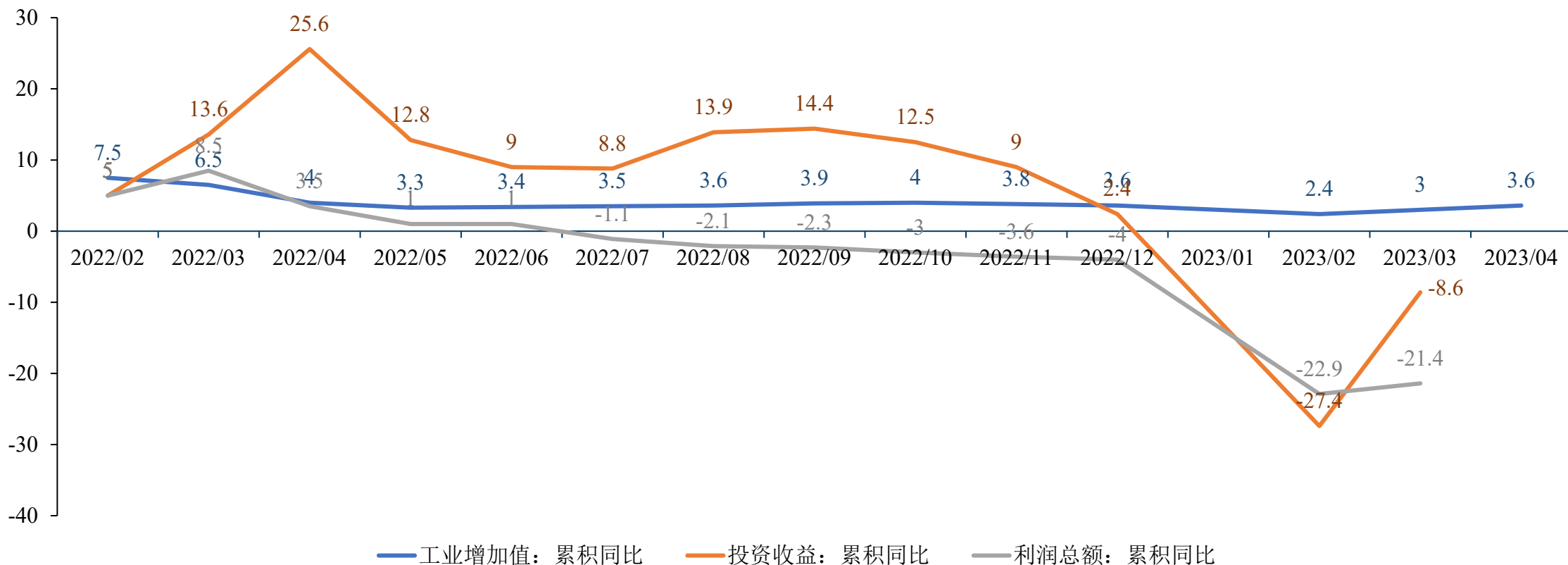
2023年1-4月，国民经济稳步复苏。固定资产投资继续修复，全国固定资产投资（不含农户）总额累积同比增长4.7%。4月份，社会消费品零售总额34910亿元，同比增长18.4%，比上月加快7.8个百分点；环比增长0.49%。4月份，货物进出口总额34347亿元，同比增长8.9%。其中，出口20265亿元，增长16.8%；进口14081亿元，下降0.8%。

(一) 固定资产投资持续修复，但修复速度有待提高



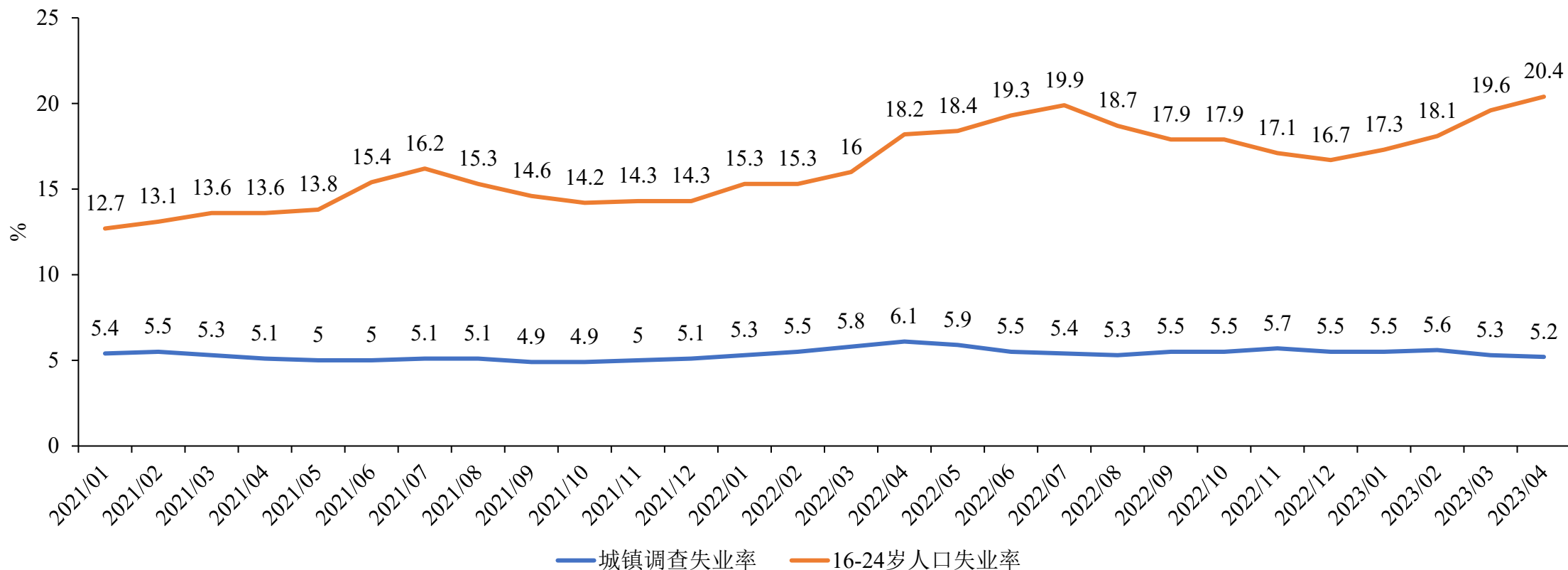
2023年1-4月，全国固定资产投资（不含农户）累积金额达1.47万亿元，累积同比增长4.7%，但是增长速度仍然不高，且整体持续呈现持续下降的趋势。

(二) 工业企业增加值扩张，但企业效益不高



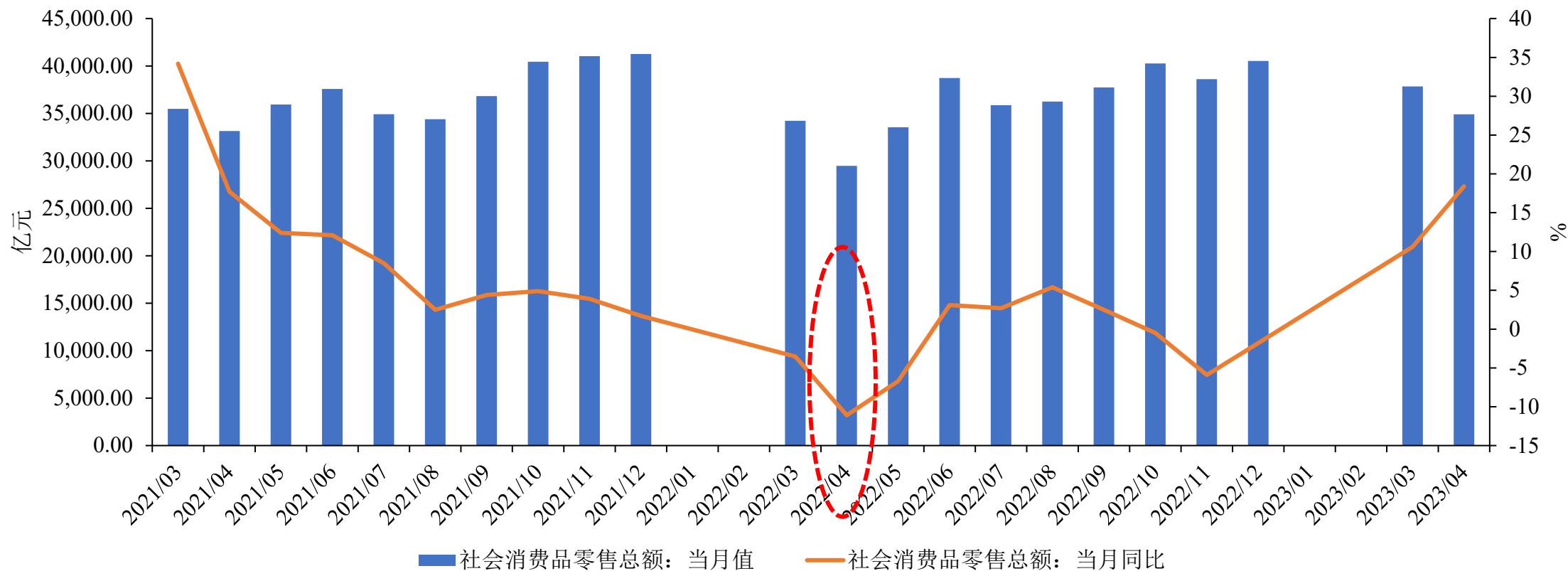
2023年1-4月，工业增加值累积同比达到3.6%，工业规模复苏加速。但企业效益并不高，2023年1-3月，投资收益累积同比增长-8.6%，利润总额累积同比增长-21.4%。

(三) 失业率整体稳定，但青年就业问题还很严重



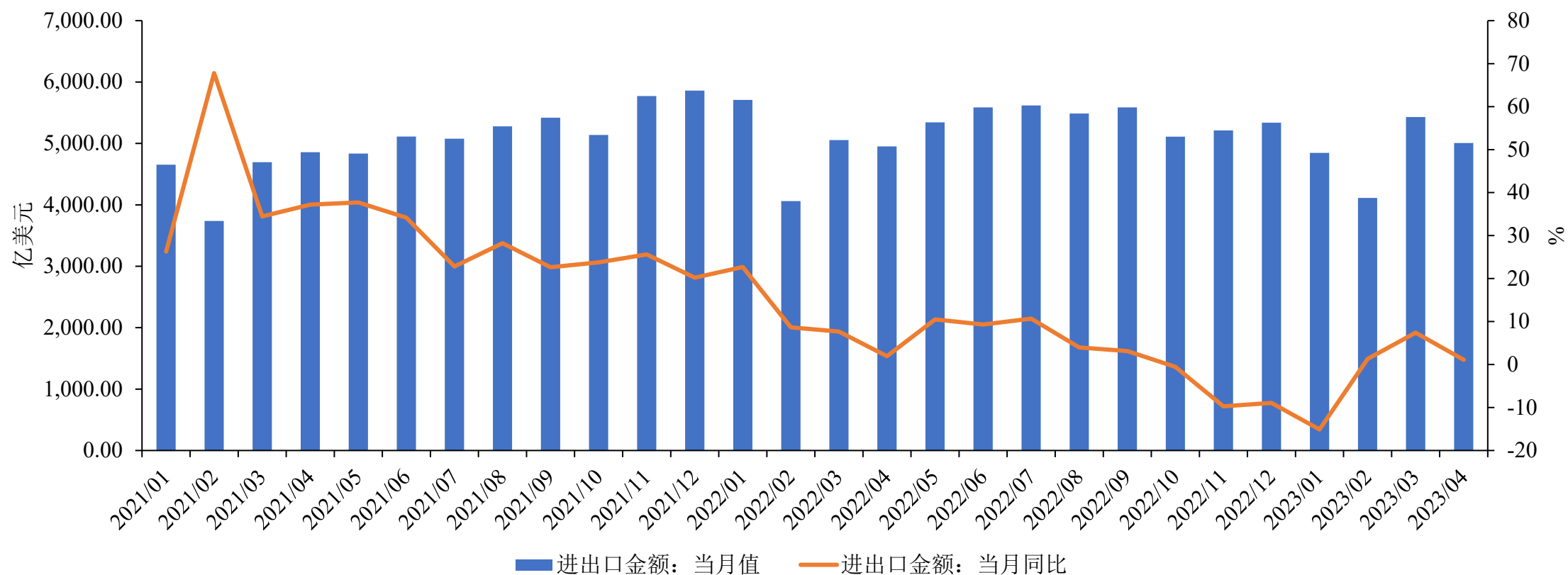
投资修复创造就业，2023年4月，失业率进一步降低，达到5.2%，相比于2022年同期下降了0.9个百分点。但16-24岁人口失业率持续攀升，2023年4月达到20.4%，显示出解决大学毕业生等青年就业问题的紧迫性。

(四) 消费大幅提高，但不可忽视低基数效应的贡献

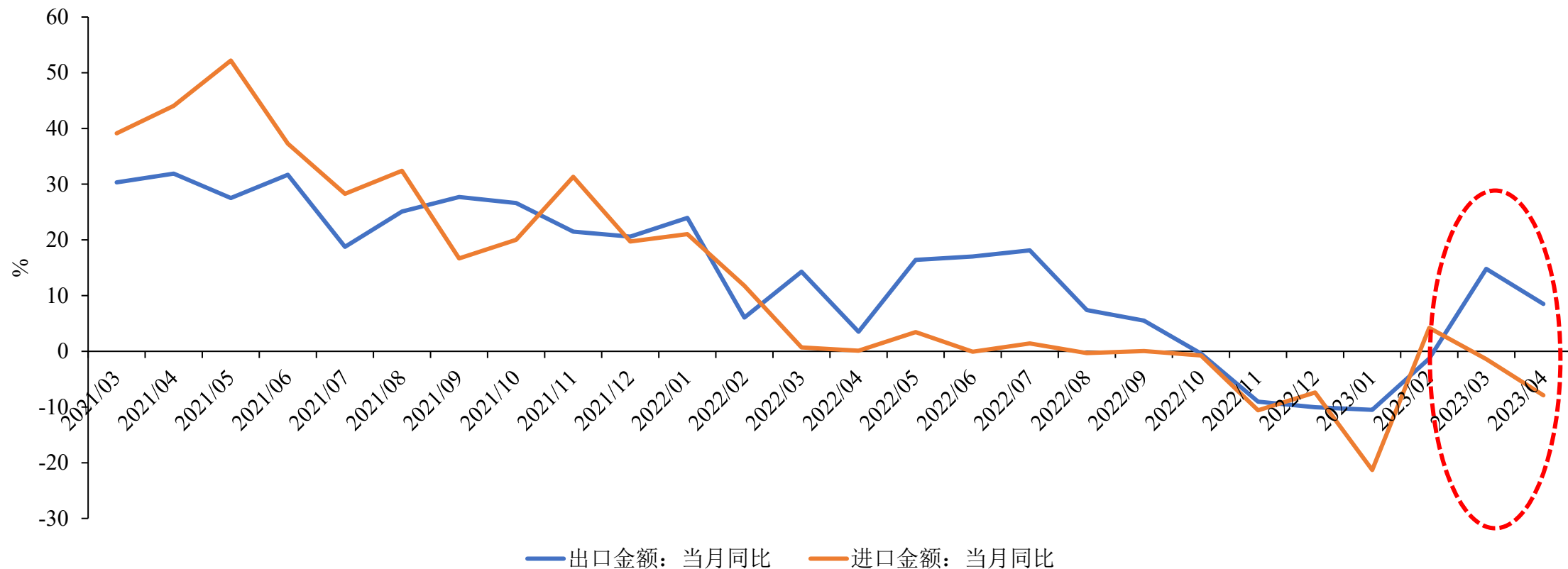


2023年4月，社会消费品零售总额34910亿元，同比增长18.4%，大幅提升。但是这种增长更多地受到了2022年的低基数效应以及报复性消费效应的影响，消费信心有待于进一步恢复。

(五) 贸易总量回暖，进出口分化需要保持高度警惕



2023年4月，进出口贸易总额5006.3亿美元，同比增长1.1%，相比于年初同比负增长有所回暖，但增长速度仍然处于低位。



2023年4月，出口和进口金额同比增长率分别达到8.5%和-7.9%，呈现出巨大的分化态势。贸易差额同比增长82.3%。虽然逆转了2023年初贸易逆差的趋势，但也在一定程度上显示出国内市场活力不足的问题。

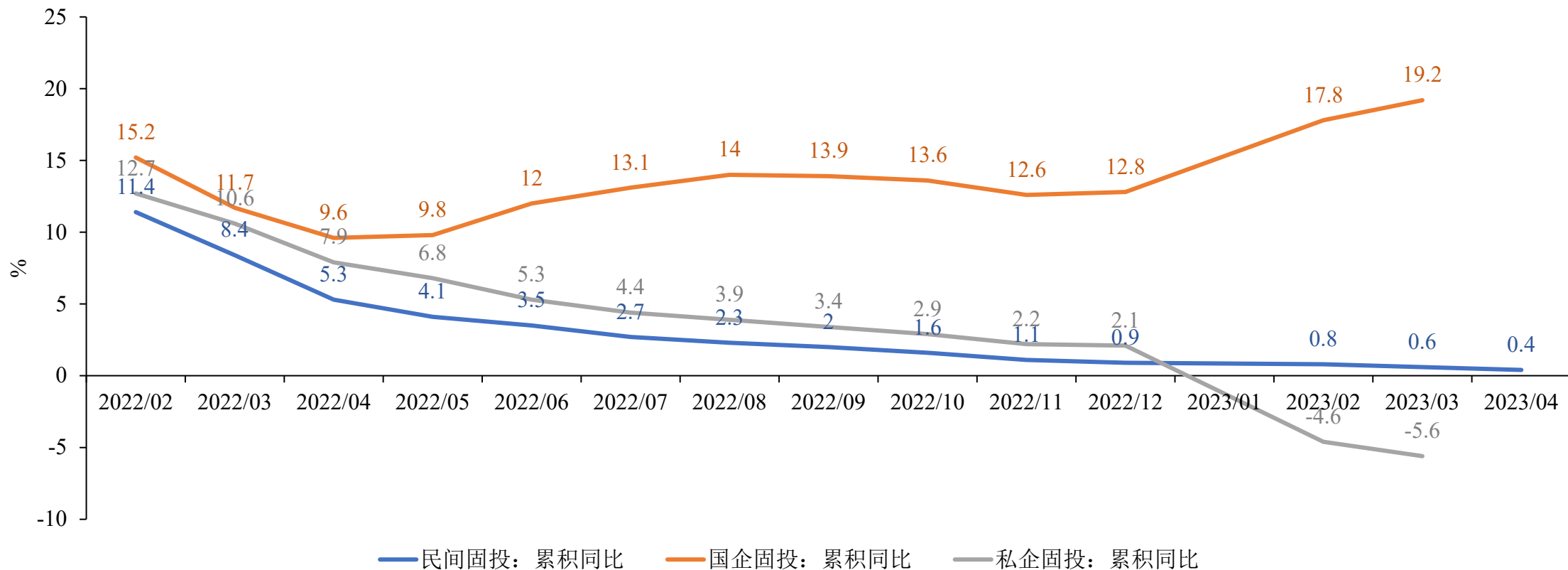
综上，近期中国经济整体呈现出稳步复苏的态势，但复苏的速度仍然有待进一步提高。固定资产投资虽在平稳增长，但速度有待提高；工业部门加速扩张，但效益不高；失业率虽然稳定，但包括大学生在内的青年群体面临较为严峻的就业形势；消费水平虽然大幅提高，但主要得益于低基数效应；进出口虽然有所回暖，但增长速度偏低，且进口出现大幅萎缩。

整体来看，中国宏观经济未来仍然面临着较大的下行压力，主要原因在于传统动力下行过快，新动能尚未被全面激活！

判断2：经济复苏中隐藏较大下行压力，主要原因是市场主体预期不稳，投资和消费动力不足，导致增长动力疲软。

2023年4月，中国社会融资规模存量达到1.22万亿元，同比增长达到30.49%，居民贷款减少2411亿元；各类信心指数均呈现负增长，PMI和消费者信心指数分别为49.2和94.9，表明市场预期不稳；M2同比增长率为12.4%，处于高位，但CPI仅仅达到0.1%，表明货币政策的刺激作用正在减弱。

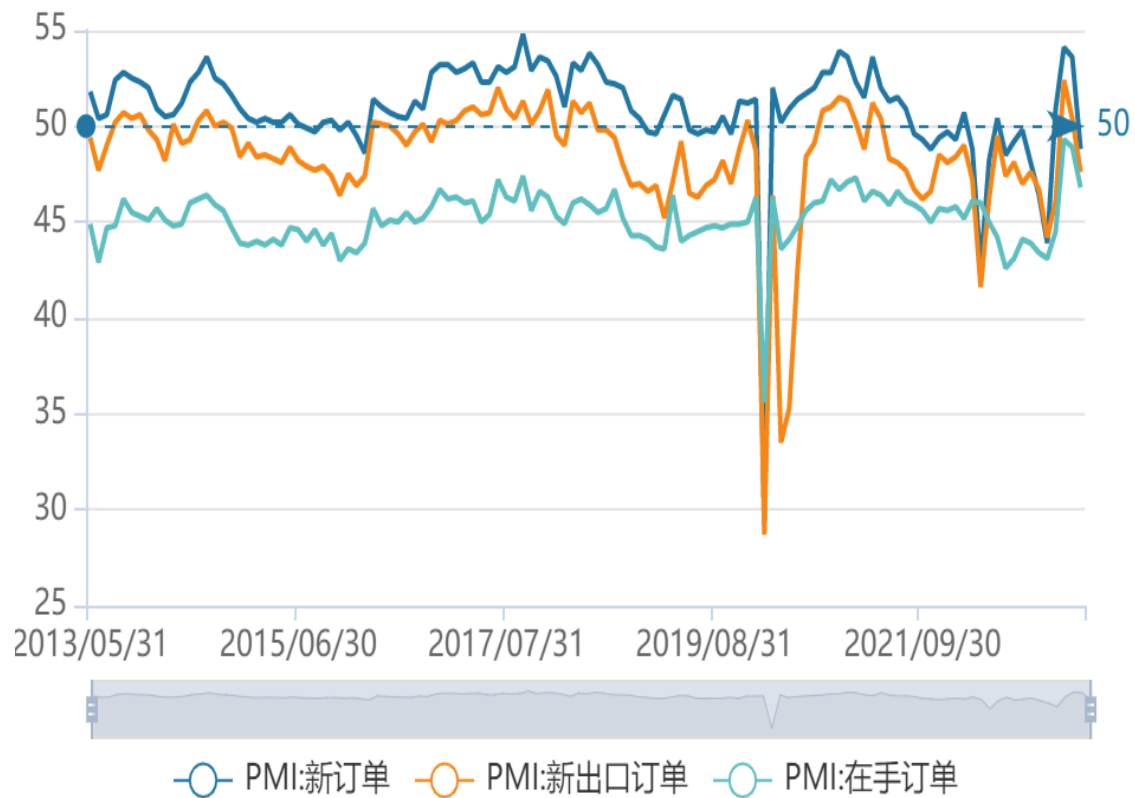
(一) 固投虽有所修复，但国民两类主体分化严重



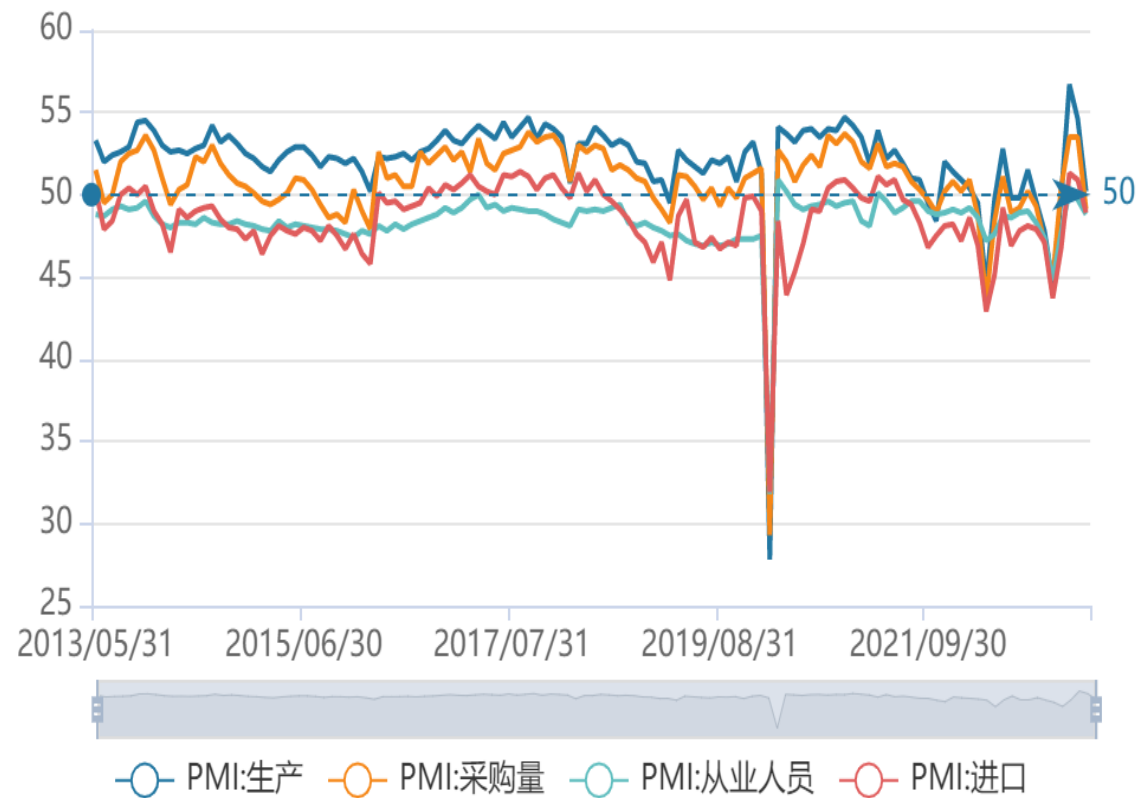
2023年1-4月，在全国固投累积同比增长4.7%的背景下，民间固投累积同比增长仅为0.4%，投资增长主要来源于国有及国有控股企业。另外，2023年1-3月，国企固投累积同比增长达到19.2%，私营企业这一指标为负，-5.6%。

PMI指数低于荣枯线，亟待提升

需求端 - 订单指数

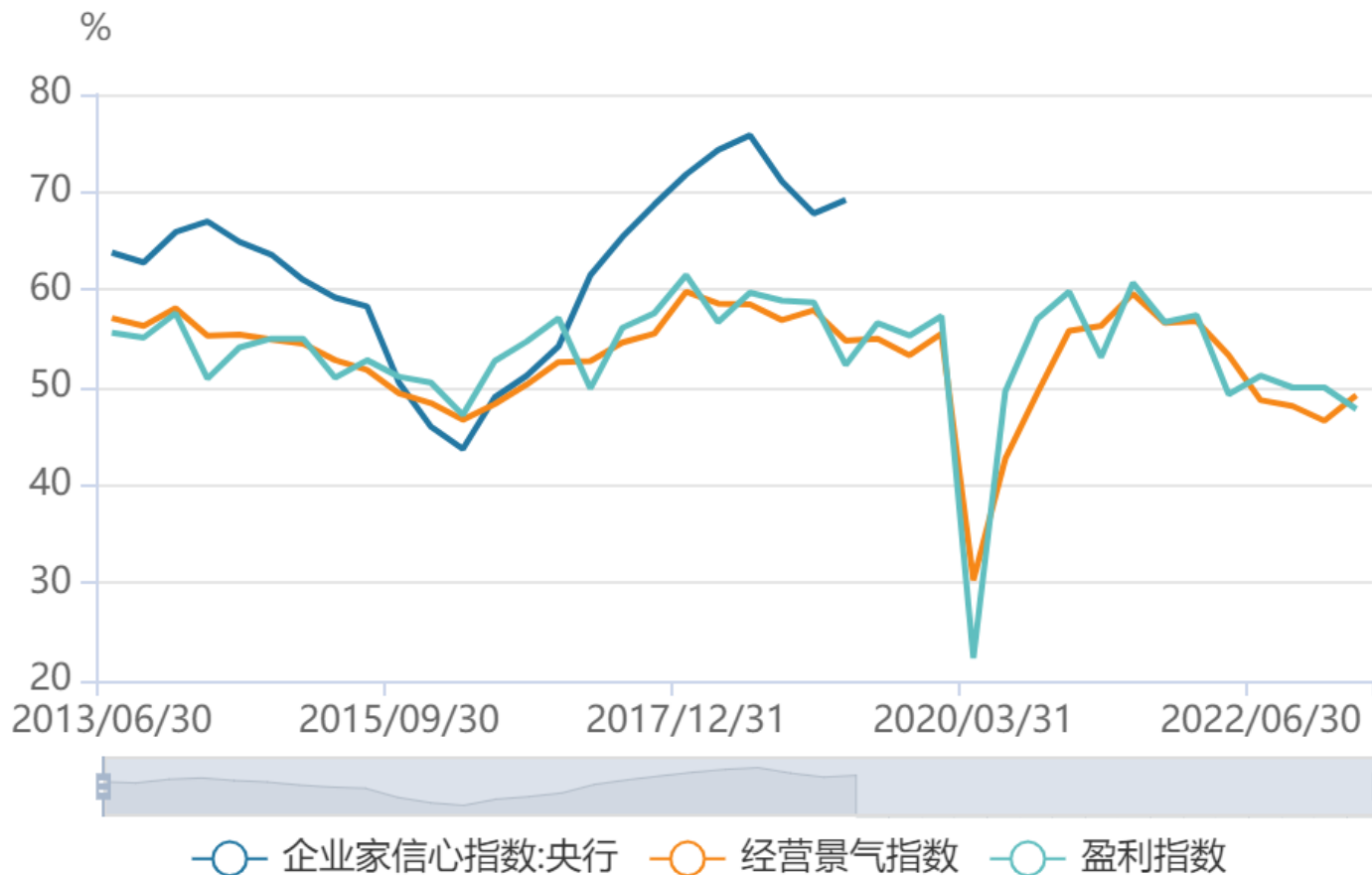


供给端指数



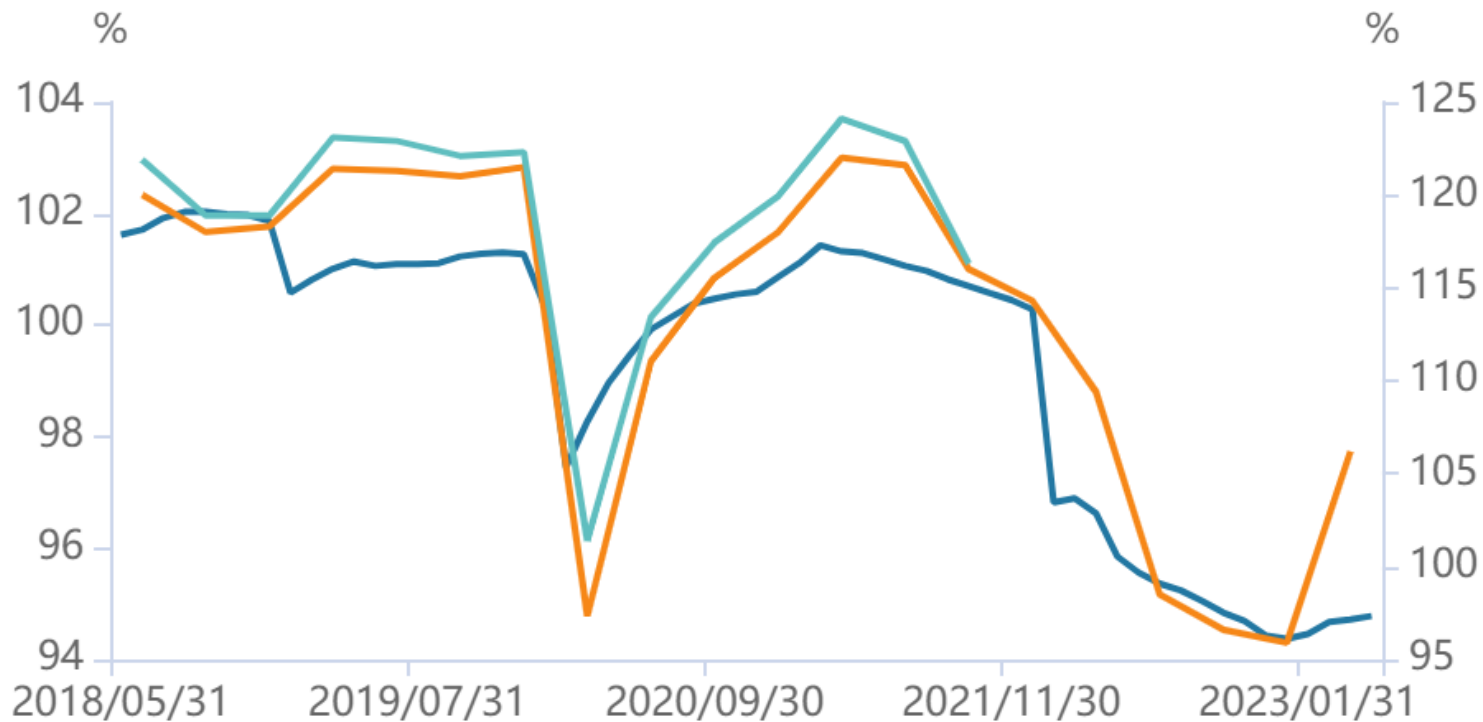
经营景气指数和盈利指数低于荣枯线，有待提升

企业家信心指数，经营景气指数与盈利指数



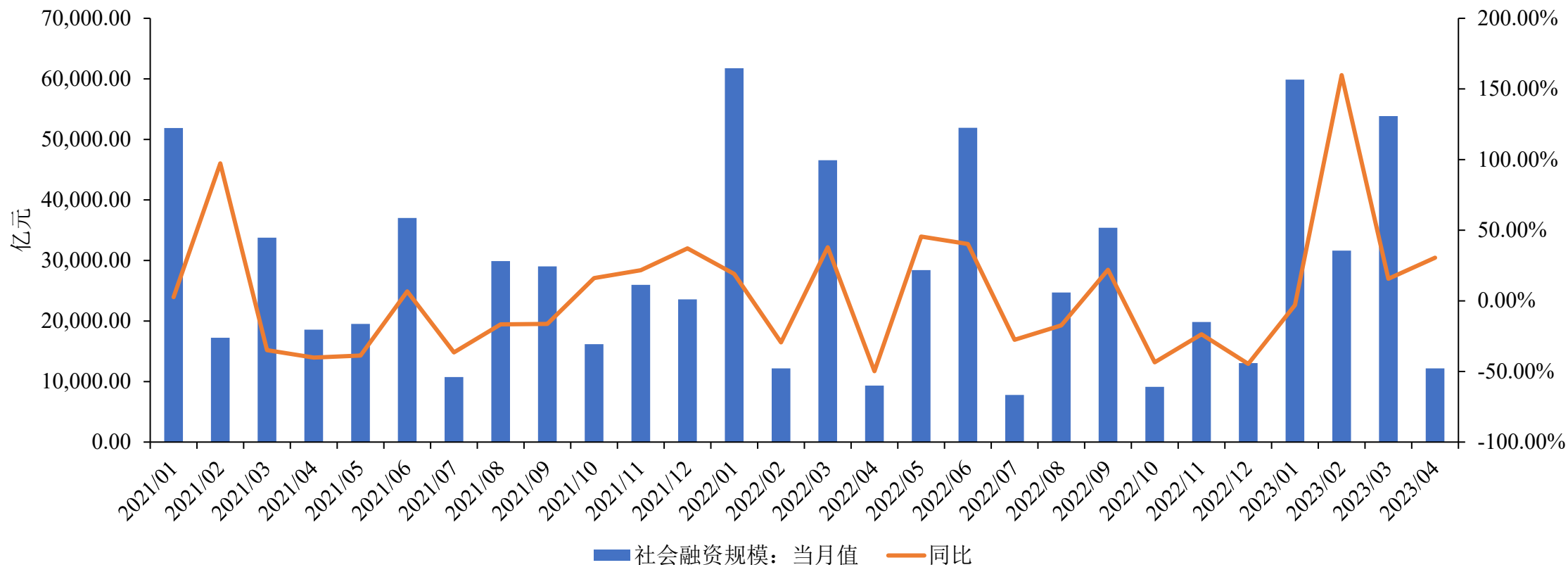
房地产支撑动力有所下降

国房景气指数涵盖拿地、资金、投资、需求等多个维度

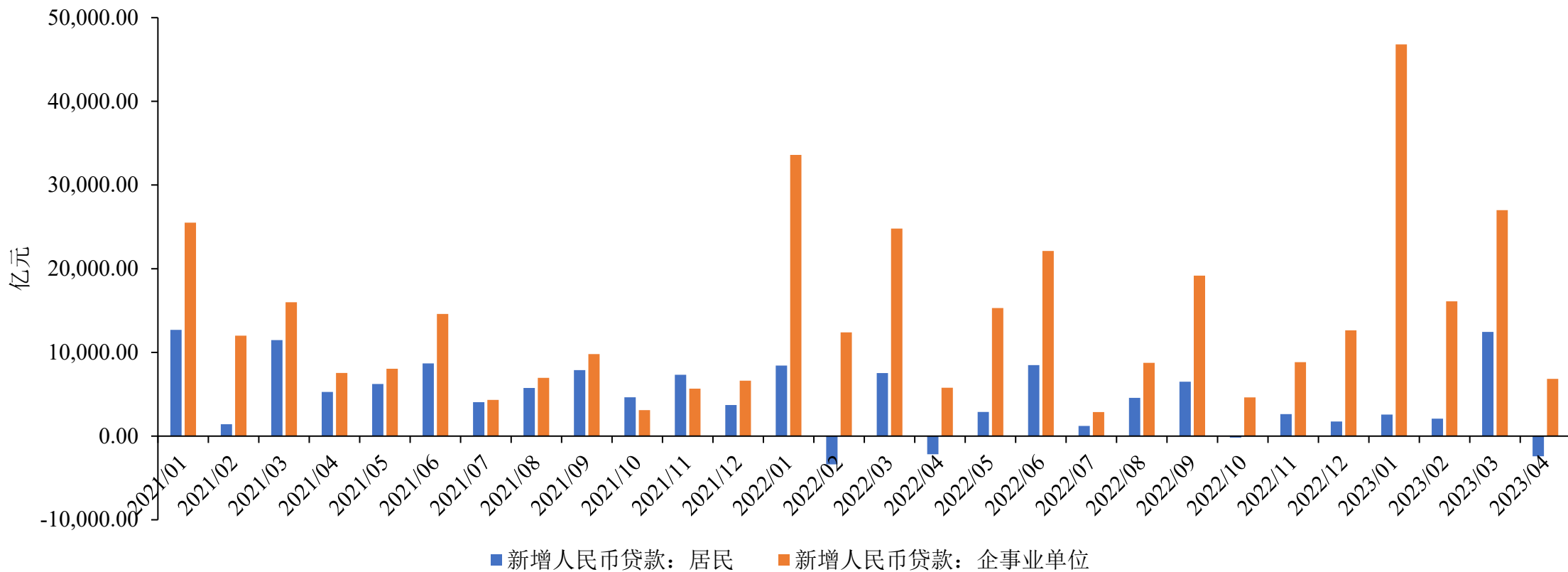


- 国房景气指数
- 企业家信心指数:房地产业 (右)
- 企业景气指数:房地产业 (右)

(二) 社融整体不及预期，居民贷款缩量

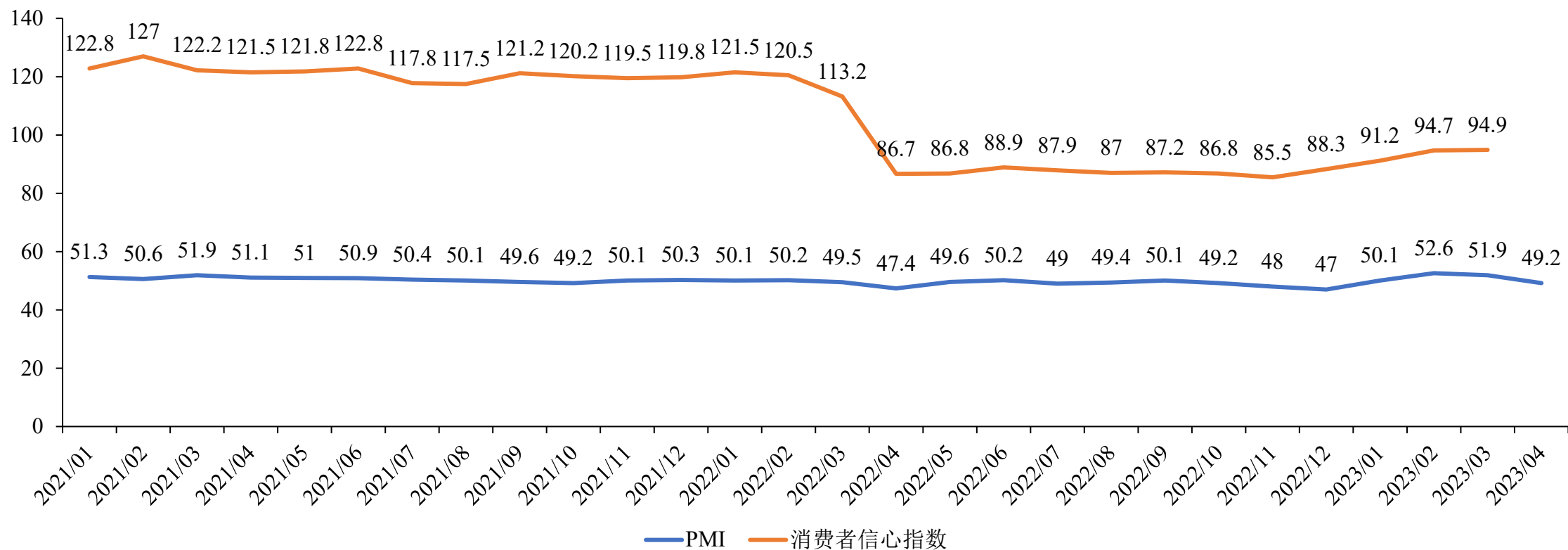


2023年4月，社会融资规模存量为1.22万亿元，虽然同比增长达到30.49%，但仍然处于低位，相比于2021年4月减少了约0.64万亿。



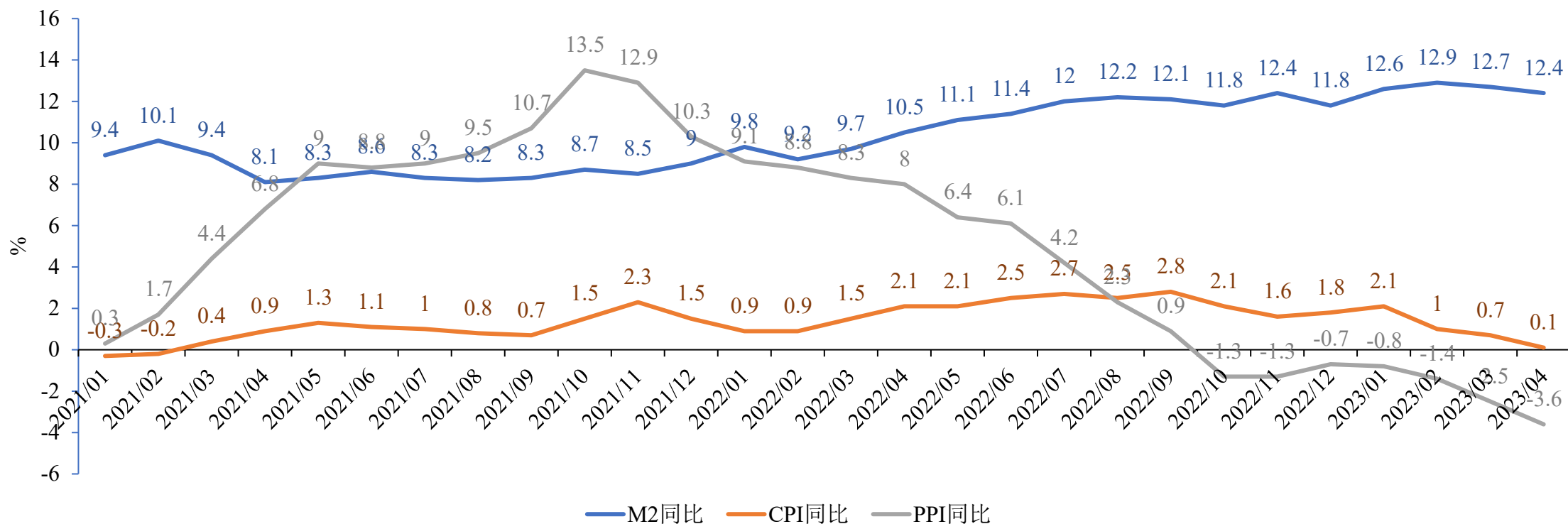
在贷款方面，2023年4月，企事业单位贷款表现相对强势，新增贷款6839亿元，比2022同期高出18.24%。居民贷款缩量，减少2411亿元，表现出需求疲软的态势。

(三) 市场预期不稳，各类信心指数负增长



上述现象的主要原因是市场预期不稳、动力不足。2023年4月，PMI达到49.2，位于荣枯线以下，生产者信心下降。消费者信心为94.9，收缩速度有所缓解，但仍显不足。

(四) 货币政策的刺激作用衰退，CPI-PPI双双走低



市场预期不稳、动力不足削弱货币政策效力。2023年4月，M2同比增长12.4%，连续4个月超过12%，但是CPI仅达到0.1%，PPI为-3.6%。可见，货币政策对经济的刺激作用有限，由于市场需求有限，大量货币在金融系统中“空转”。

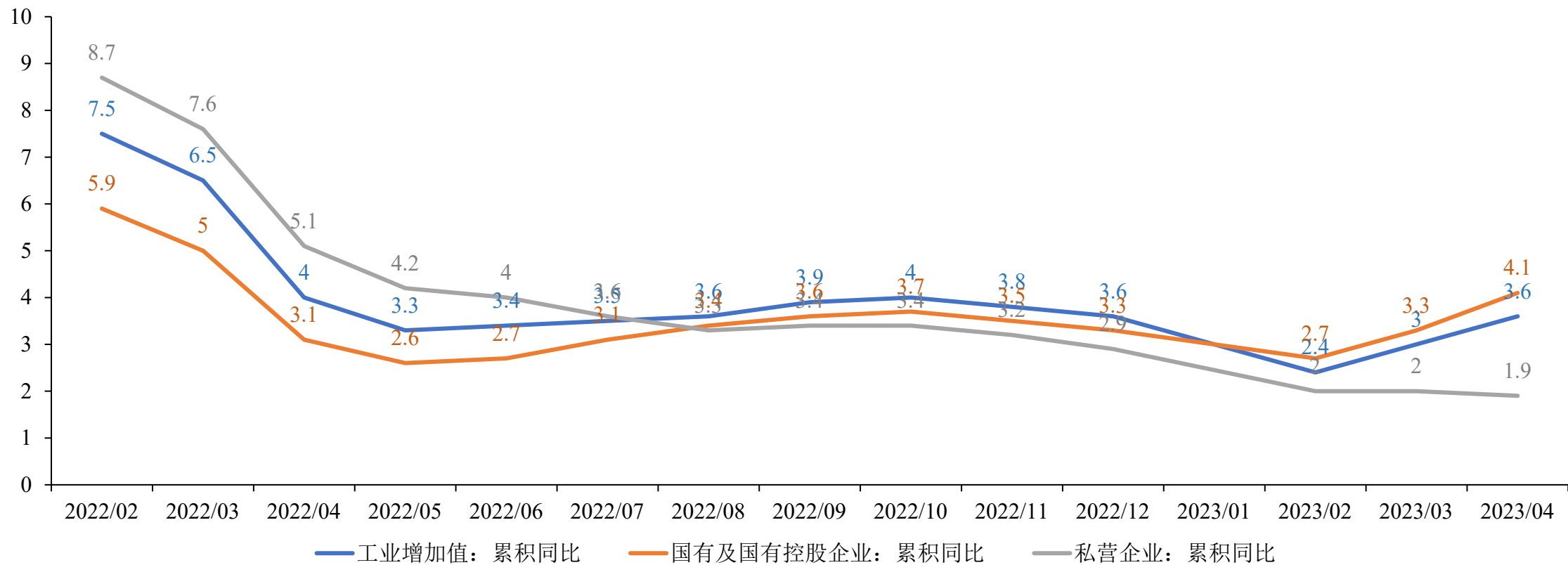
第二部分 传统动力疲软的深层次原因在于结构性失衡

当前中国经济内部面临着投资下行、消费不振等一系列阵痛，外部又受到俄乌冲突持续、中美关系尚未出现明显缓和等冲击，经济预期逐渐转弱，需要保持高度警惕。虽然中央多次利用财政、货币政策试图提振需求、平滑冲击从而稳定预期，但政策始终没能达到预期效果。实际上，其深层原因在于中国经济一些结构性失衡问题长期没能得到有效缓解，导致财政和货币政策的非意图后果。

判断3：投资动力不足的根本原因是内部结构失衡 问题叠加外部不确定性，产生放大效应。

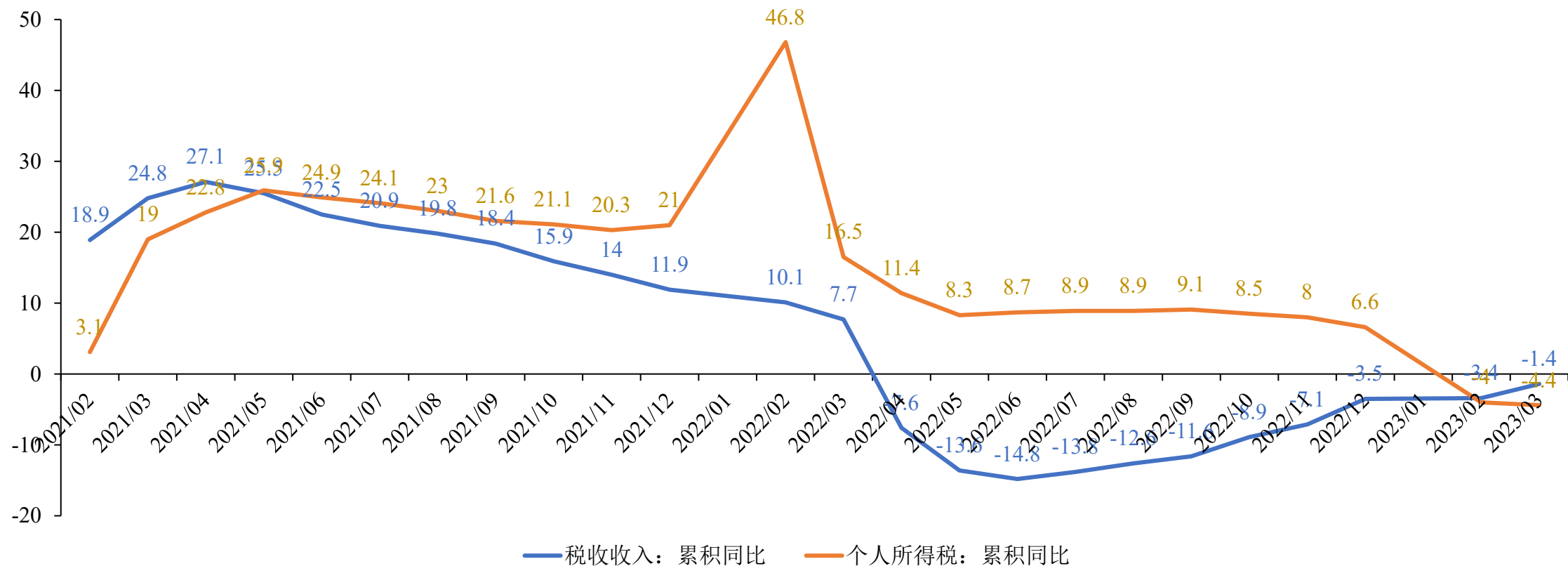
- 上游要素市场和下游实体经济非对称竞争，利润分化，抑制实体经济投资需求，预期转向低迷。
- 下游实体经济消费需求疲软、预期不稳。
- 结构性失衡下，一旦供给侧不利冲击来临，失衡的供给侧结构将放大冲击，会进一步恶化有效需求和心理预期。

(一) 工业部门扩张内部结构性分化明显



前文已经展示了固定资产投资内部出现的分化，工业企业内部同样如此。2023年1-4月，工业增加值累积同比达到3.6%，工业规模复苏加速。其中，国有及国有控股企业达到4.1%，超过均值，而私营企业仅达到1.9%。

(二) 经济修复对居民收入有待加强



国民两类企业的分化不利于居民收入的提升。2023年1-3月，政府税收收入累积同比-1.4%，小幅下降，但整体呈现回升态势。其中，个人所得税累积同比-4.4%，表明经济的修复还未能传递到个人收入上。

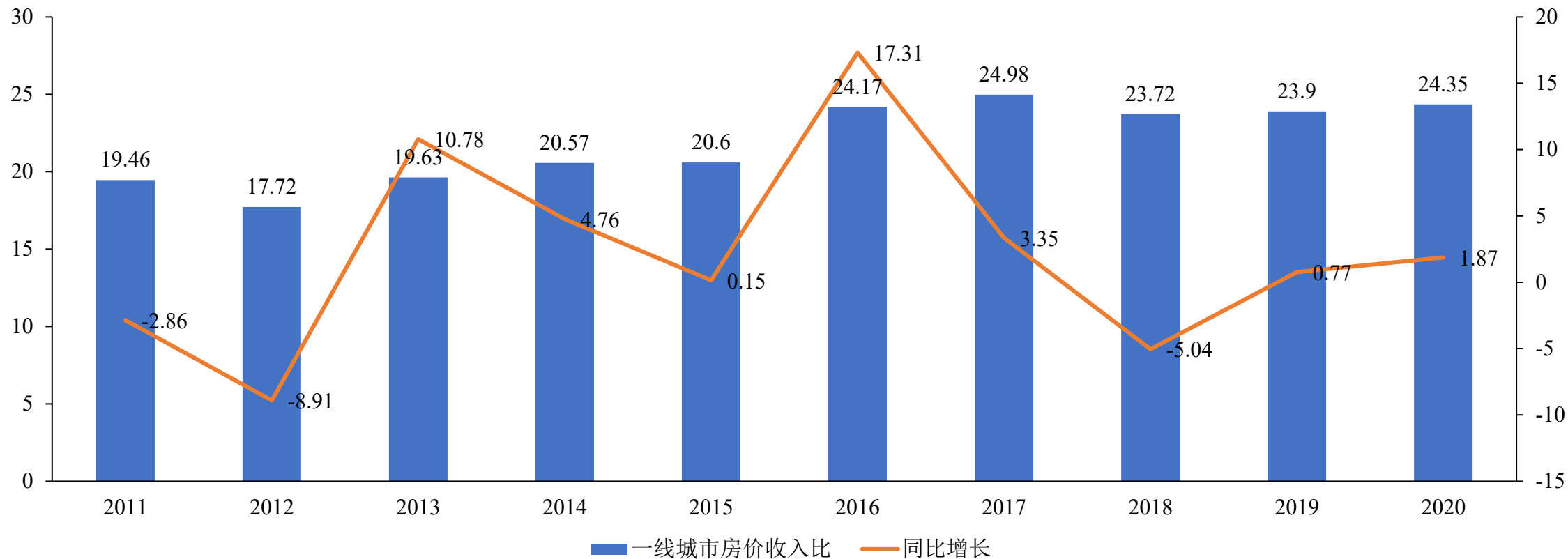
(三) 外部环境的不确定性降低预期

- 世界经济普遍走低，外部需求面临不确定性。近期，IMF将2023年全球经济增速预测值下调0.1个百分点至2.8%，并将五年后的中期增长预测值下调至3.0%，这是1990年以来的新低。
- 中美关系尚未出现明显的缓和迹象。中美近期接触增多，但是美方对中国在科技、金融等多个领域的限制措施没有实质改变。
- 俄乌冲突仍在持续，地缘政治风险仍然不可忽视。

判断4：在投资动力不足背景下，劳动力市场“结构失衡”问题凸显，导致消费者需求不足，进一步对投资主体形成负面反馈，使得传统动力陷入低迷。

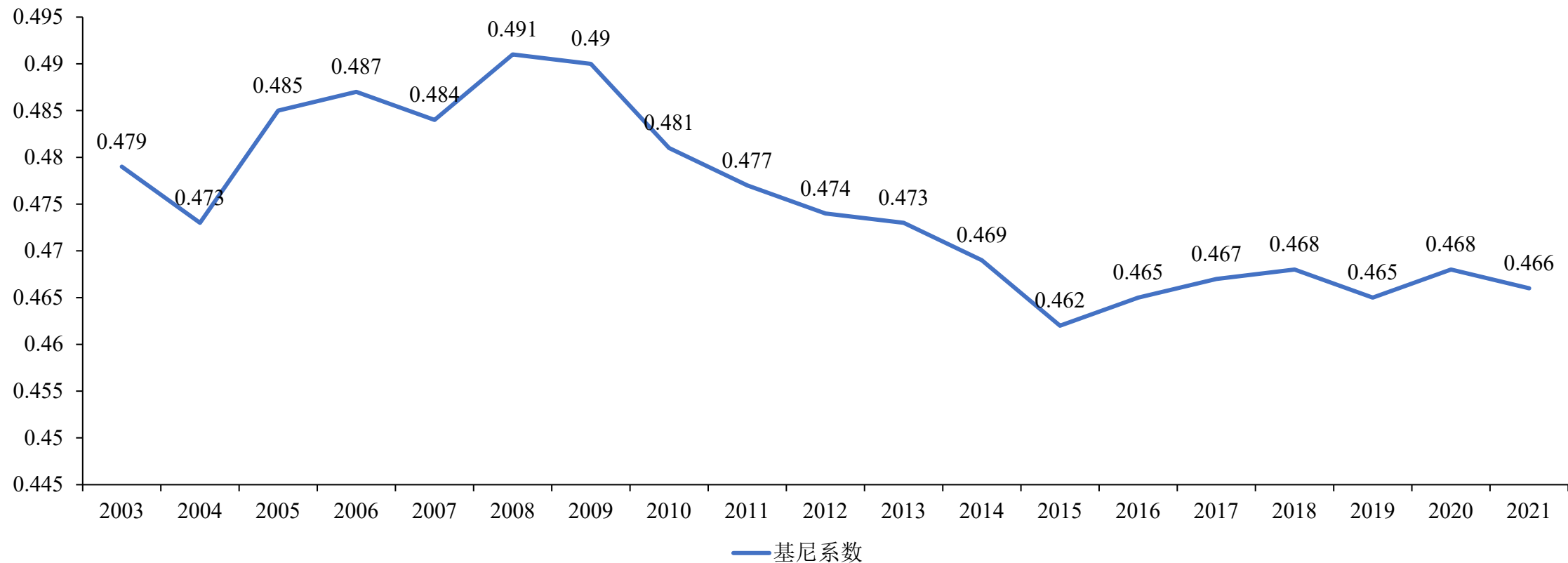
企业投资动力不足，导致新增就业岗位有限。劳动力市场整体失业率虽然稳定，但包括大学生在内的青年就业问题依然严峻，导致消费者预期不稳。在此背景下，房价高压、收入差距等结构性问题的存在导致消费者动力进一步受到挫伤，并进而对企业形成市场需求不足的反馈。最终，传统动力难以释放活力，加剧经济复苏难度。

(一) 房价高企不下



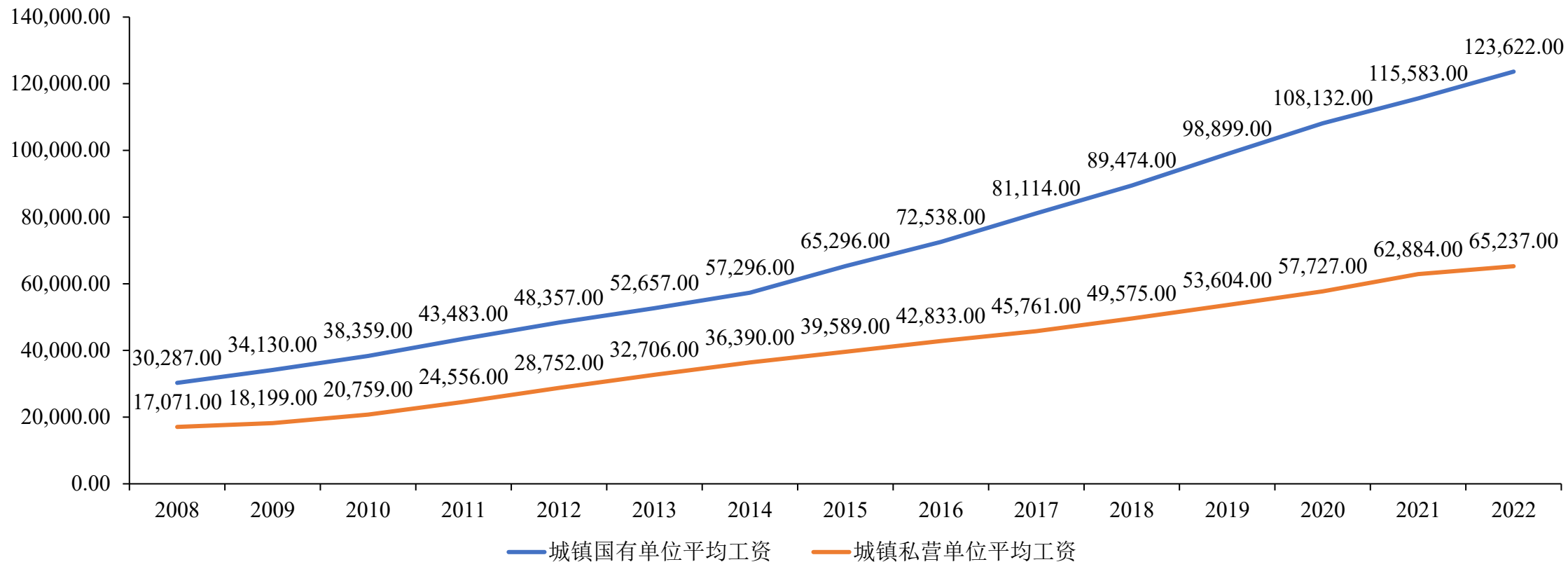
中国当前房价高压不下，不利于提振消费需求。一线城市房价收入比在2022年达到24.35，同比增长1.87%，仍然在不断扩大。

(二) 收入差距：基尼系数



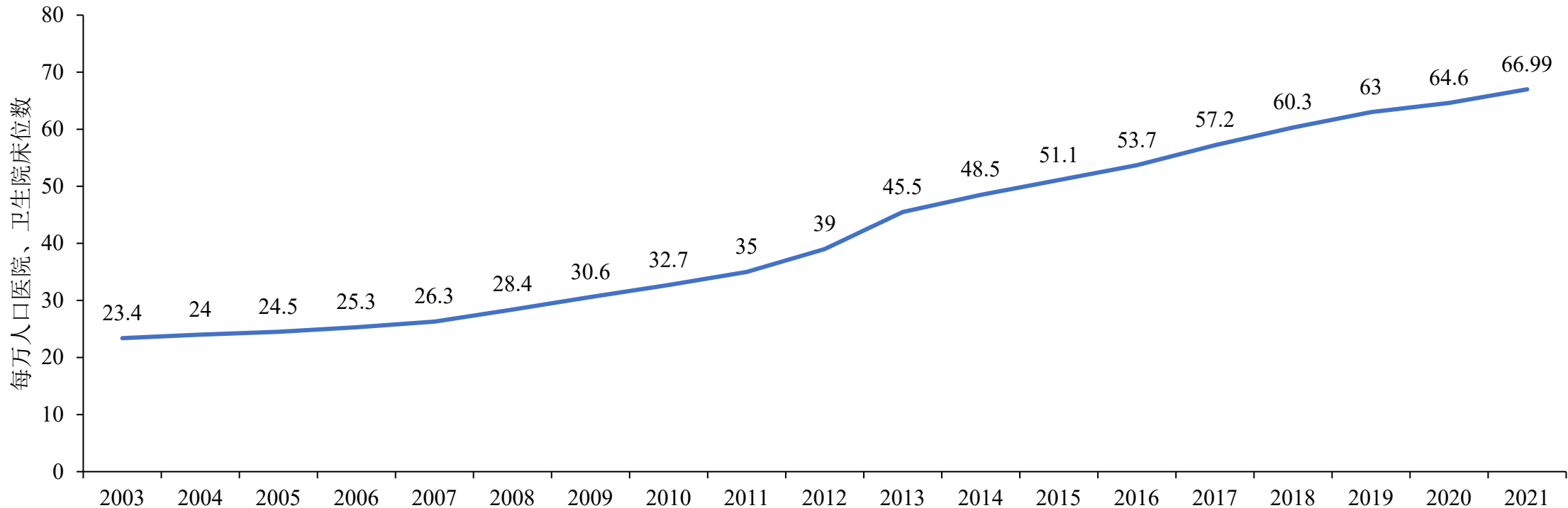
中国基尼系数在2008年达到0.491的顶峰后不断下降，2015年达到谷底0.462，但近些年还有不断上升的趋势，2021年达到0.466，远超0.4的警戒线，亟待改善。

(二) 收入差距：所有制差距



中国城镇国有单位就业人员的平均工资在2022年达到12.36万元，而私营企业仅有6.52万元，仅有国有单位的约1/2。从整体趋势来看，2022年私营单位工资相比于2021年在降低，两类企业工资的差距不断扩大。

(三) 社会保障与公共服务

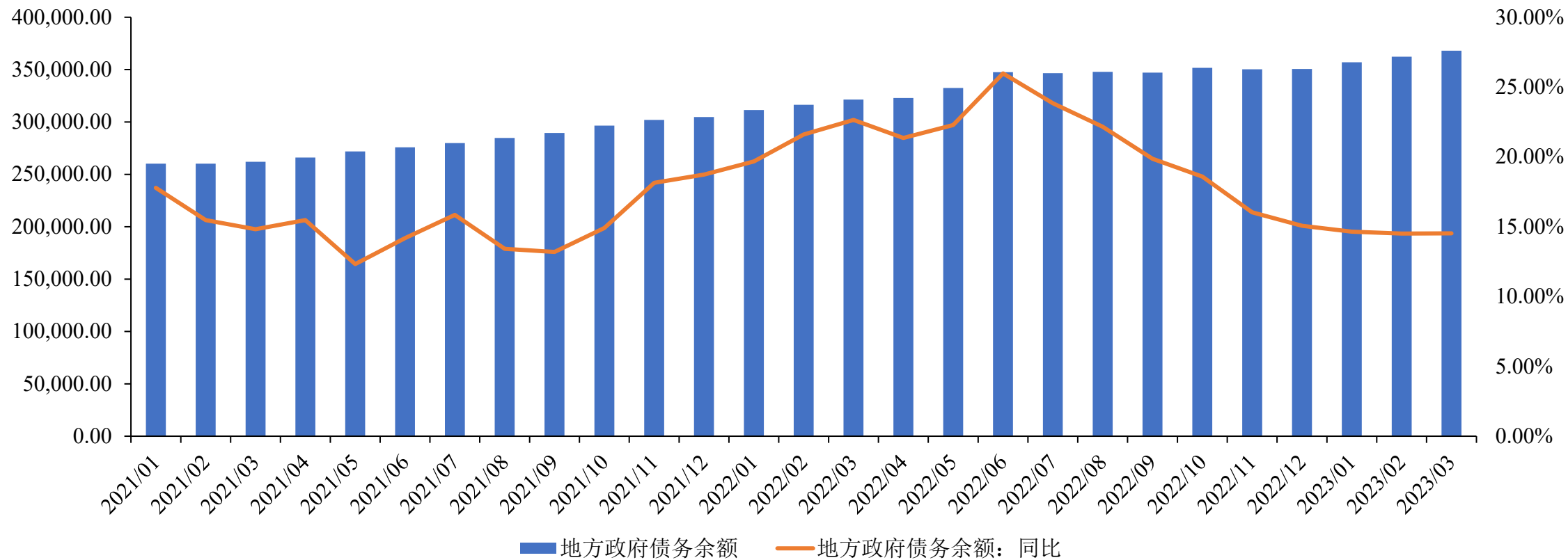


良好地社会保障与公共服务能够有效减少居民的预防性储蓄，从而扩大消费支出。近年来，中国的社会保障与公共服务得到了良好的改善，以医疗服务为例，每万人医院、卫生院床位数在2011-2021年翻了近一番。但是，中国当前的公共服务仍然存在着质量不好，区域差距大等问题需要改善。

判断5：在转型期，政府面临着多重任务，而内部激励机制尚未完全实现相容，在一定程度上抑制了政府投资的积极性。

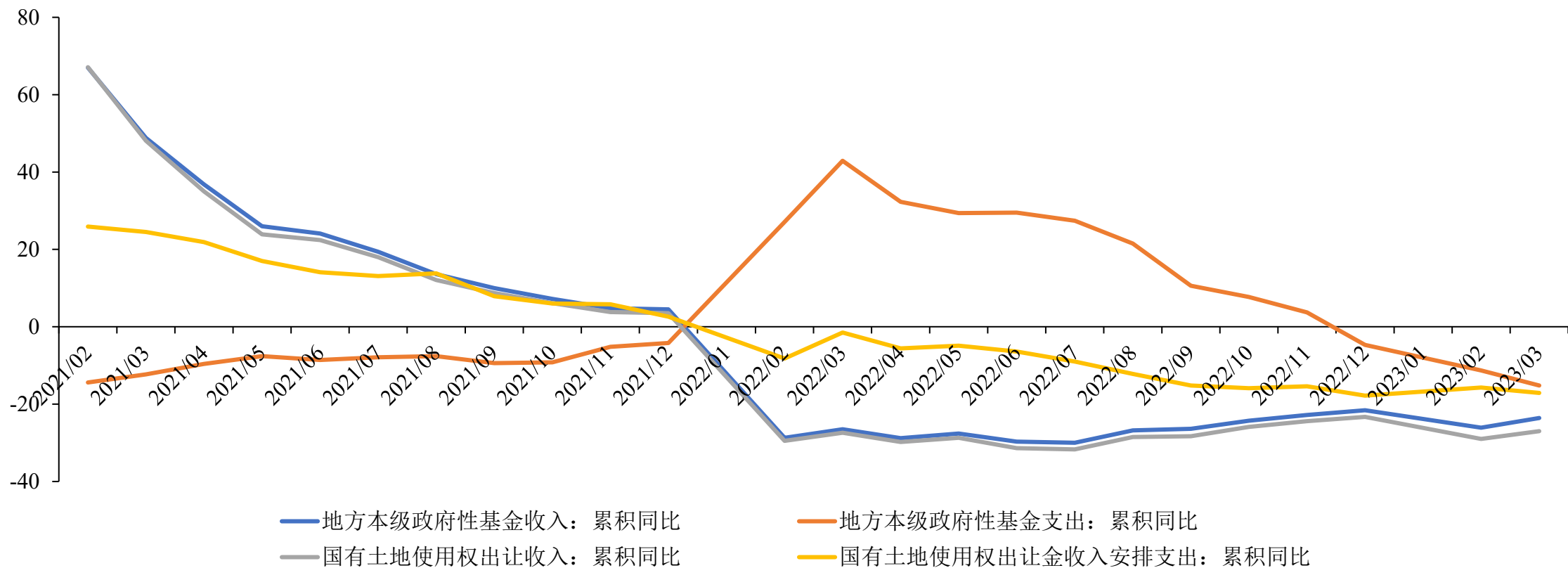
中国自改革开放以来所取得的经济成就在很大程度上归功于政府部门，尤其是地方政府不竭余力的付出，这依赖于一套相容的激励制度充分调动了中央和地方的积极性。在转型期，地方政府的任务开始显现，在同时处理环境保护、经济增长、社会稳定等问题的时候，任务之间的替代性制约了地方政府的积极性。尤其是，在过去三年的抗疫工作中，地方政府积累的高昂的债务，变得极其脆弱。因此，如何优化政府内部的治理结构和激励机制对于中国未来快速复苏和可持续增长至关重要。

(一) 地方政府债务积累速度有所放缓，但仍处高位



2023年3月，地方政府债务余额达到36.8万亿元，同比增长14.53%，债务累积速度有所放缓。

(二) 受债务、房市衰退等影响，城投投资能力降低



2023年1-3月，地方本级政府性基金收入和支出累积同比分别达到-23.6%和-15.2%，主要是由于国有土地使用权出让收入（累积同比：-27%）和国有土地使用权出让金收入安排的支出（累积同比-17.10%）大大下降。

第三部分 重启改革修复预期，加速经济全面复苏

- 宏观经济复苏中传统动力疲软的深层原因在于供给侧结构性失衡。
- 若要全面推动经济复苏，坚持供给侧结构性改革是必由之路。

判断6：若要推动经济全面持续复苏，唯有坚持供给侧结构性改革。

- 短期：信心比黄金重要，通过“清单式”措施提振市场信心；
- 中长期：建立更加稳定、精准的财政和货币政策体系，支撑经济持续复苏；
- 长期：全面重启改革，通过供给侧结构性改革破解增长障碍，实现高质量发展。

（一）短期：出台清单式支持措施，提振市场信心

当前中国宏观经济复苏中的主要问题在于市场主体预期不稳、动力不足，导致传统动力不足，因此短期内修复其信心至关重要。

- 出台“实体经济N条”等清单式措施支持市场主体发展，稳定市场主体信心；
- 通过公布计划表、路线图的方式坚决破除一切有违市场公平竞争的制度性障碍，向市场展示改革的决心；
- 持续深化“放管服”改革，充分利用现代信息技术降低交易成本，优化营商环境。

（二）中长期：建立稳定、精准的宏观调控机制，提升政策效能

在整体预期不稳、动力不足的背景下，财政、货币政策的效力逐渐下降。因而迫切需要进一步加强政策的稳定性和精准性。

- 政策要稳，避免“急转弯”和“大起大落”，稳定市场主体的预期；
- 政策更要准，加大对中小企业、高科技企业等薄弱环节的支持力度，增强减税降费政策的精准性和针对性，以提升民营经济的投资积极性；
- 建立财政资金直达机制。一是要充分利用地方信息确定直达目标群体；二是要建立覆盖事前、事中和事后的监督评价体系，合理优化预算支出。

(三) 长期：全面重启改革，通过供给侧结构性改革破解增长障碍，实现高质量发展

- 进一步优化地方政府的考核激励机制和容错机制，激发地方政府的发展动力；
- 调整完善税收制度，通过稳步推进房产税等方式，在化解房地产压力、财政不可持续性的同时，激发长期经济增长的潜力。
- 破除行政性垄断，尤其是打破要素市场的壁垒，实现上下游联动改革，激发民间投资动力，增进整体经济动力。
- 通过引入多元供应主体，通过引入市场主体供应+政府严格监管的方式，缓解教育、医疗、养老等基本生存需求品供给的短缺，降低生存性支出，释放消费空间。
-



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇



CMF月度报告发布，亟待预期修复和改革重启的中国宏观经济

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（2023年5月）于线上举行。

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)联合创始人、联席主席**杨瑞龙**主持，**聚焦“亟待预期修复和改革重启的中国宏观经济”**，来自政界、学界、企业界的知名经济学家及行业专家**刘元春、毛振华、张平、陆挺、陈洪斌、刘瑞明**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学国家发展与战略研究院教授、中国宏观经济论坛(CMF)主要成员**刘瑞明**代表论坛发布CMF中国宏观经济月度数据分析报告。

报告围绕以下三个方面展开：

- 一、宏观经济稳步复苏，增长动力有待进一步激活
- 二、传统动力疲软的深层次原因在于结构性失衡
- 三、重启改革修复预期，加速经济全面复苏

一、宏观经济稳步复苏，增长动力有待进一步激活

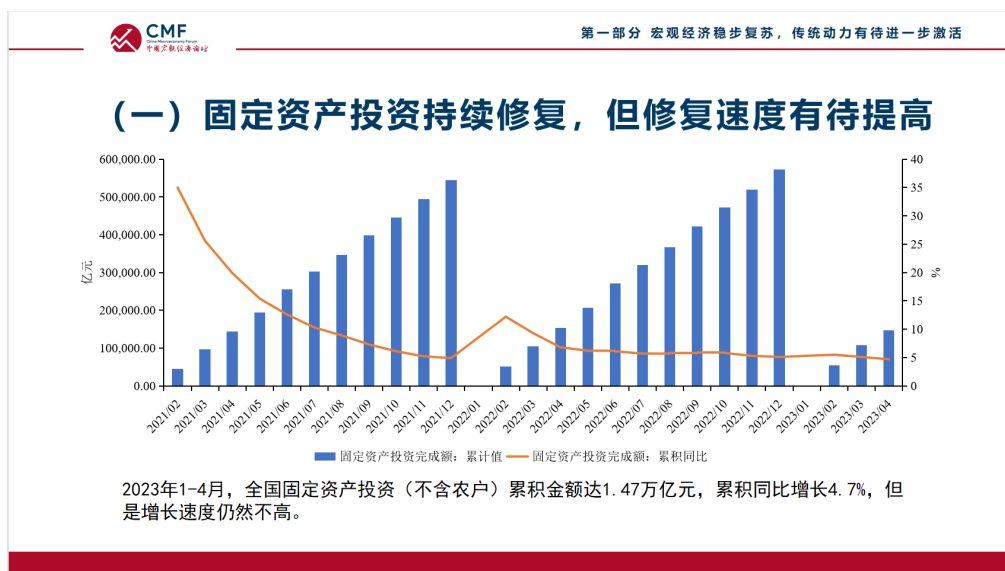
过去三年里，面临巨大的疫情冲击，中国政府在坚持人民至上、生命至上原则的基础上，筑起防疫的长城，取得了全面的胜利。今年初，党中央在充分统筹疫情防控和经济社会发展的条件下，做出了全面开放的果断决定。当前，复苏经济成为了各级政府的第一要务。面对复杂严峻的情境，在党中央的坚强领导下，各级政府都开始认真贯彻落实党中央的决策部署，一系列国家政策都得到了落实，经济也逐渐开始复苏。然而，在

复苏的过程中，还存在着传统动力疲弱的紧迫问题，制约了复苏的步伐。

1、国内宏观经济平稳复苏，但复苏速度有待进一步提高，下行压力依然明显

1-4月，国民经济稳步复苏。固定资产投资继续修复，全国固投累计同比增长4.7%；社零消费增长18.4%，比上个月加快7.8个百分点，环比增长0.49%。在看到各项指标持续增长的同时，我们也要考虑到上年同期低基数的影响。4月，我国货物进出口额同比增长8.9%，但出口和进口的表现存在分化。

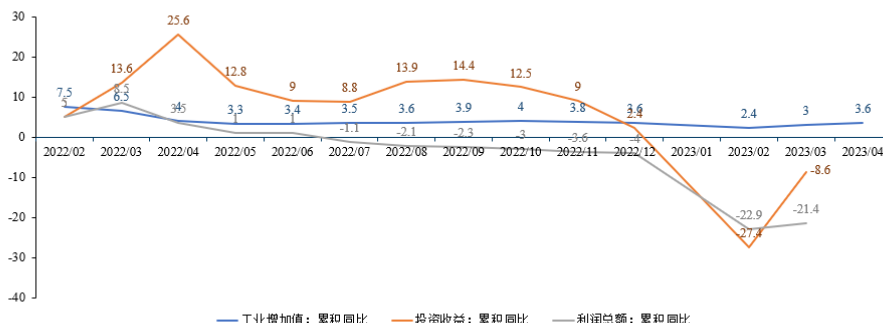
1) 固定资产投资持续修复，但修复速度有待提高



固定资产投资是中国经济增长的主要动力。1-4月，全国固投累计金额达到1.47万亿元，累计同比增长4.7%。与历史数据相比，该增速仍然不是很高。

2) 工企增加值扩张，但企业效益不高

(二) 工企增加值扩张，但企业效益不高

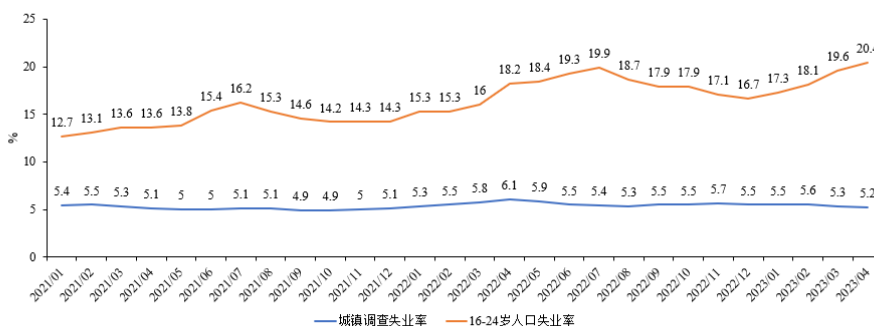


2023年1-4月，工业增加值累积同比增长3.6%，工业规模复苏加速。但企业效益并不高，2023年1-3月，投资收益累积同比增长-8.6%，利润总额累积同比增长-21.4%。

1-4月，工业增加值累计同比达到3.6%。工业规模复苏加速，但企业的投资效益并不高。1-3月，投资收益累计同比下降8.6%，利润总额累计同比下降21.4%，说明企业还没有达到总体盈利的状态。企业如果没有获得利润，就没有进一步投资的能力和动力，这是亟待解决的核心问题之一。

3) 失业率整体稳定，但青年就业问题还很严重

(三) 失业率整体稳定，但青年就业问题还很严重



投资修复创造就业，2023年4月，失业率进一步降低，达到5.2%，相比于2022年同期下降了0.9个百分点。但16-24岁人口失业率持续攀升，2023年4月达到20.4%，显示出解决大学毕业生等青年就业问题的紧迫性。

4月，整体失业率进一步降低至5.2%，与2022年同期相比下降了0.9个百分点。值得关注的是，16-24岁人口失业率持续攀升，达到了20.4%。这表明，解决以大学毕业生为

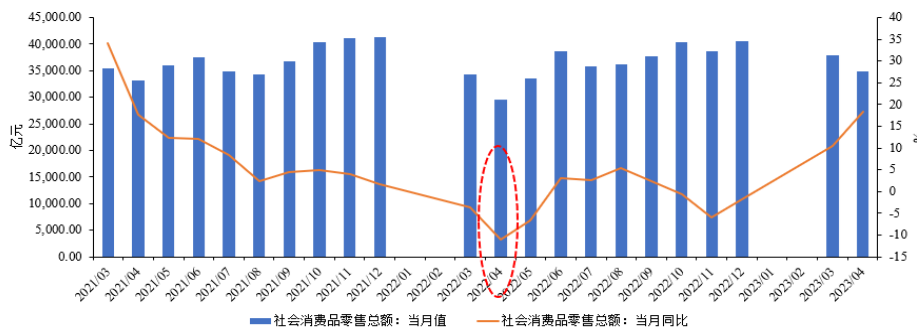
代表的青年就业问题迫在眉睫。

4) 消费大幅提高，但不可忽视低基数效应的贡献



第一部分 宏观经济稳步复苏，传统动力有待进一步激活

(四) 消费大幅提高，但不可忽视低基数效应的贡献



2023年4月，社会消费品零售总额34910亿元，同比增长18.4%，大幅提升。但是这种增长更多地受到了2022年的低基数效应以及报复性消费效应的影响，消费信心有待于进一步恢复。

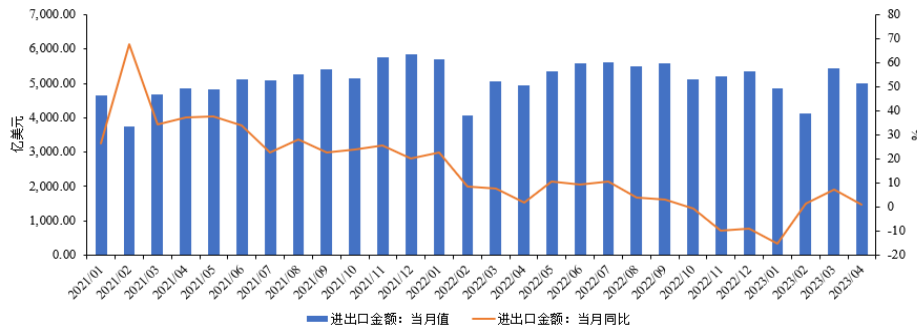
4月，社零消费总额达到34910亿元，同比大幅增长18.4%。但这种增长更多是受到了2022年的低基数效应以及报复性消费效应的影响。长期来看，消费信心和消费能力仍然有待进一步恢复。

5) 贸易总量回暖，进出口分化

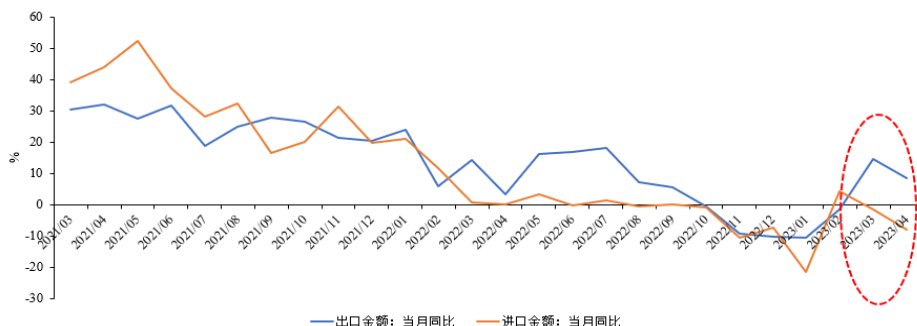


第一部分 宏观经济稳步复苏，传统动力有待进一步激活

(五) 贸易总量回暖，进出口分化需要保持高度警惕



2023年4月，进出口贸易总额5006.3亿美元，同比增长1.1%，相比于年初同比负增长有所回暖，但增长速度仍然处于低位。



2023年4月，出口和进口金额同比增长率分别达到8.5%和-7.9%，呈现出巨大的分化态势。贸易差额同比增长82.3%。虽然逆转了2023年初贸易逆差的趋势，但也在一定程度上显示出国内市场活力不足的问题。

4月，我国进出口贸易总额为5006亿美元，同比增长1.1%，相比于年初的负增长有所回暖，但增长速度依然处于低位。从近几年的数据来看，进出口额同比增速呈现出持续下行的趋势，给经济带来了较大的压力。特别是4月出口和进口金额同比增速分别达到8.5%和-7.9%，呈现出分化的状态。一方面，出口保持着较为良好的状况，一定程度上支撑了经济增长；另一方面，进口较弱，反映出国内需求不足和市场活力不足的问题。

总体来看，近期中国经济呈现出稳步复苏的态势，但仍然面临着长期性压力。这种长期性压力的产生，主要是由于传统经济增长动力下行过快，而新动能尚未全面激活。在后续的发展过程中，要进一步激发新的增长动力，从而支撑经济长期高质量增长。

2、市场主体预期不稳，投资和消费动力不足，导致增长动力疲软

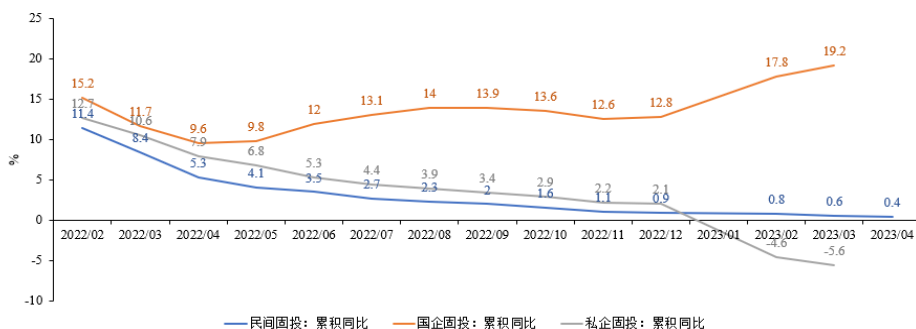
近年来，我们持续面临着国际环境的不稳定性和不确定性。因此，在“三驾马车”中，投资和消费的作用越来越重要。如果投资和消费受到了较大的下行压力，整体经济增长必然会面临动力不足的问题。

4月，社会融资规模达到1.22万亿元，同比增长30.49%；居民贷款减少2411亿元；各类信心指数均呈现出下行的态势，尤其是PMI、消费者信心指数和企业经营指数都处于荣枯线附近甚至低于荣枯线水平，这表明市场信心不稳。M2同比增速达到12.4%，处

于近年来的高位，但增长效果并不明显，表明货币政策的刺激作用正在减弱。

1) 固投虽有所修复，但国民两类主体分化严重

(一) 固投虽有所修复，但国民两类主体分化严重

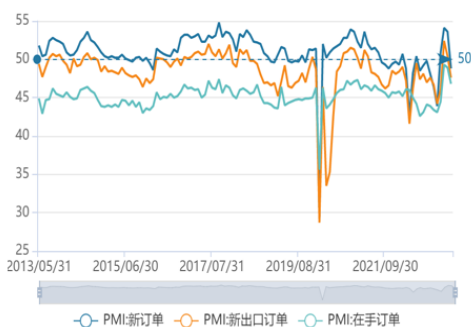


2023年1-4月，在全国固投累积同比增长4.7%的背景下，民间固投累积同比增长仅为0.4%，投资增长主要来源于国有及国有控股企业。另外，2023年1-3月，国企固投累积同比增长达到19.2%，私营企业这一指标为负，-5.6%。

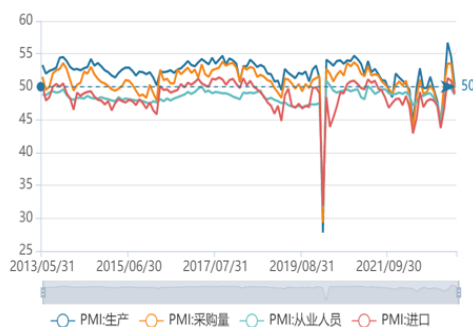
1-4月，全国固投累计同比增长4.7%，但民间固投累计同比增长仅为0.4%，表明投资增长主要来源于国有和国有控股企业。从1-3月的数据来看，国企固投累计同比增长19.2%，而民企固投同比下滑5.6%，呈现出分化的状态。

PMI指数低于荣枯线，亟待提升

需求端 - 订单指数



供给端指数



经营景气指数和盈利指数低于荣枯线，有待提升

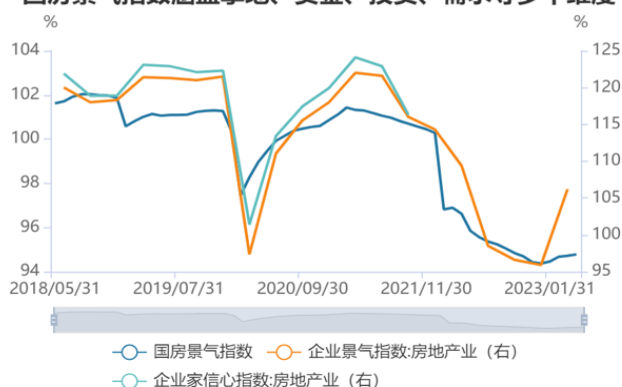
企业家信心指数，经营景气指数与盈利指数



目前，PMI指数略低于荣枯线，反映出国内市场信心仍未恢复，亟待提升。导致这个现象的关键因素是，企业的盈利指数和景气指数没有得到有效修复。在利润没有得到保证的情形下，企业很难进行大规模的投资，从而无法带动经济复苏和就业增长。近几个月，企业景气指数和盈利指数一直处于波动式的下行状态，表明企业经营环境同样亟待修复。

房地产支撑动力有所下降

国房景气指数涵盖拿地、资金、投资、需求等多个维度

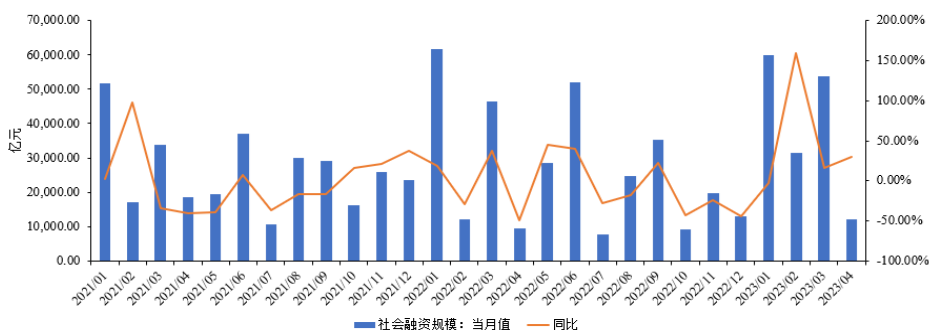


房地产是传统投资动力的重要支撑。但近年来，房地产经历了较大波折。尽管最近几个月里，房地产市场有所恢复，但仍处在历史低位，对于经济增长的拉动作用不如从

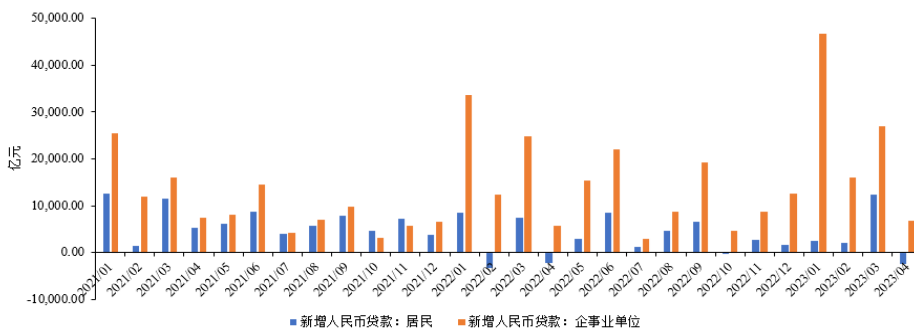
前。一方面，我们希望房地产价格比较稳定，甚至能够逐渐下行，让老百姓都能买得起房子；另一方面，我们又需要房地产投资，这就引发了长期内的两难问题。

2) 社融整体不及预期，居民贷款缩量

(二) 社融整体不及预期，居民贷款缩量



2023年4月，社会融资规模存量为1.22万亿元，虽然同比增长达到30.49%，但仍然处于低位，相比于2021年4月减少了约0.64万亿。



在贷款方面，2023年4月，企事业单位贷款表现相对强势，新增贷款6839亿元，比2022年同期高出18.24%。居民贷款缩量，减少2411亿元，表现出需求疲软的态度。

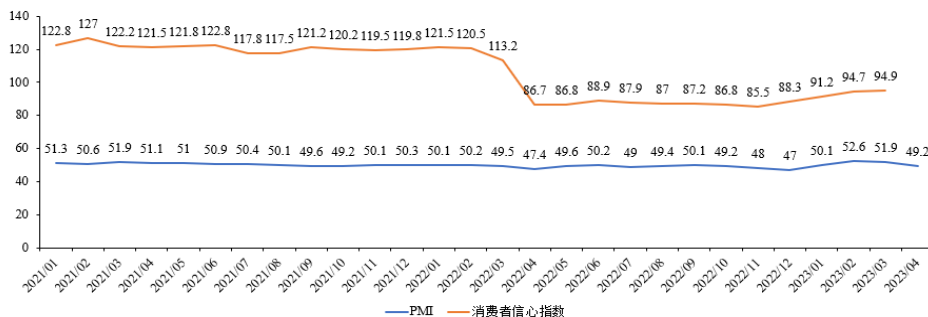
4月，社会融资规模存量达到1.22万亿元，同比增长30.49%，相较2021年同期减少了约0.64%万亿元。贷款方面，企事业单位贷款表现比较强势，新增贷款6839亿元，比2022年同期高出18.24%；居民贷款缩量，减少2411亿元，表现出居民信心不足，需求疲软的态度。

3) 市场预期不稳，各类信心指数负增长



第一部分 宏观经济稳步复苏，传统动力有待进一步激活

(三) 市场预期不稳，各类信心指数负增长



上述现象的主要原因是市场预期不稳、动力不足。2023年4月，PMI达到49.2，位于荣枯线以下，生产者信心下降。消费者信心为94.9，收缩速度有所缓解，但仍显不足。

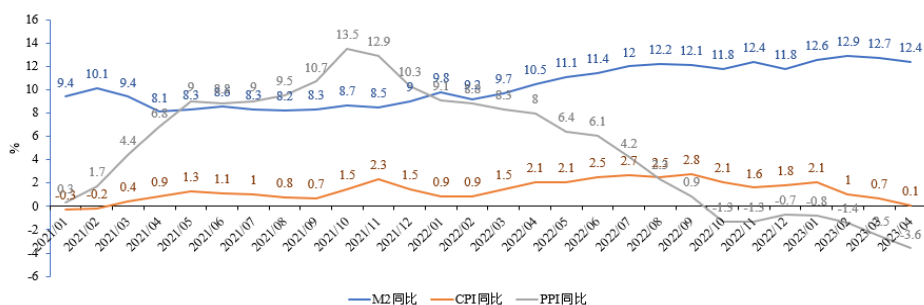
4月，PMI指数下降至49.2，位于50的荣枯线以下，表明生产者信心有所下降；消费者信心指数为94.9，同样有待提振。

4) 货币政策的刺激作用衰退，CPI-PPI 双双走低



第一部分 宏观经济稳步复苏，传统动力有待进一步激活

(四) 货币政策的刺激作用衰退，CPI-PPI双双走低



市场预期不稳、动力不足削弱货币政策效力。2023年4月，M2同比增长12.4%，连续4个月超过12%，但是CPI仅达到0.1%，PPI为-3.6%。可见，货币政策对经济的刺激作用有限，由于市场需求有限，大量货币在金融系统中“空转”。

货币政策是刺激和调控经济的重要手段，但目前，货币政策的效率可能在不断降低。这表明市场预期不稳，动力不足。4月，M2同比增速达到12.4%的相对高位，并且连续4

个月超过12%；而CPI仅为0.1%，PPI为-3.6%，说明大量货币在金融系统里“空转”，没有传导到实体经济中。

二、传统动力疲软的深层次原因在于结构性失衡

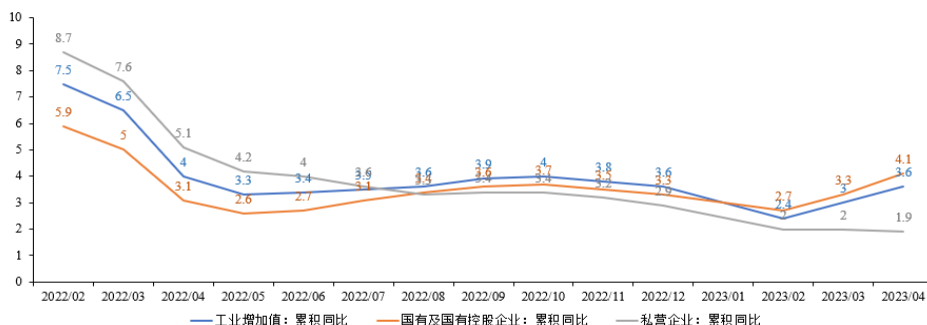
1、投资动力不足的根本原因是内部结构失衡，叠加外部不确定性，产生放大效应

最近几年，国家出台了一系列政策推进供给侧结构性改革，但在具体落地过程中仍存在诸多困难。其中一个重要的原因是：上游要素市场主体和下游实体经济主体之间存在非对称竞争，从而导致利润分化。

当前，在上游要素市场，进入壁垒非常高，而下游实体经济是高度竞争的，由此会产生非对称竞争。这种非对称竞争将导致利润分化：下游实体经济的利润非常稀薄，而上游利润非常丰厚。一旦上游占据了一定有利的市场地位，就相当于获得了一种隐性税收的能力，下游的激烈竞争必然会导致利润转移到上游市场，由此形成了利润的分化。这可能会导致下游实体经济的需求疲软、投资动力不足，给实体经济带来非常大的压力。在这种结构性失衡的背景下，由于货币追逐利润，货币政策可能会导致一些产品价格猛涨，例如，在过去几年出现的房地产和大宗商品市场价格剧烈波动。因此，当前问题的核心在于结构失衡。若不能有效缓解结构性失衡，短期的宏观调控将无法达到预期效果，甚至可能会产生非意图后果。

1) 工业部门扩张内部结构化分化明显

(一) 工业部门扩张内部结构性分化明显

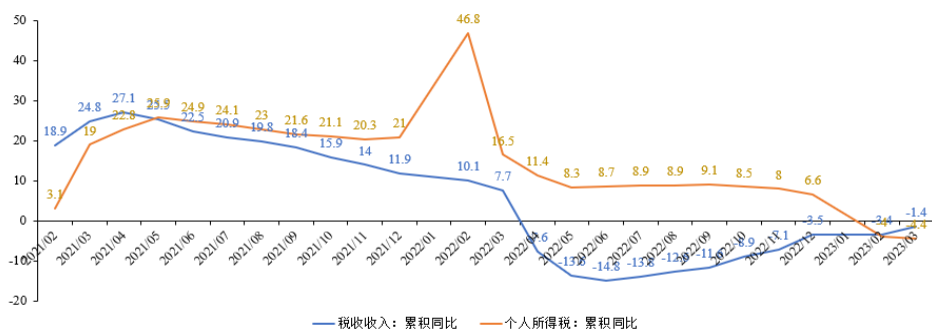


前文已经展示了固定资产投资内部出现的分化，工业企业内部同样如此。2023年1-4月，工业增加值累积同比达到3.6%，工业规模复苏加速。其中，国有及国有控股企业达到4.1%，超过均值，而私营企业仅达到1.9%。

经济是一个循环体系：投资带动就业，就业产生收入，进而带动消费，消费又能进一步拉动投资。当前，我国工业规模快速扩大，但国有和私营企业之间依然存在较大差异，这种差异不利于居民收入的提升。

2) 经济修复对居民收入有待加强

(二) 经济修复对居民收入有待加强



国民两类企业的分化不利于居民收入的提升。2023年1-3月，政府税收收入累积同比-1.4%，小幅下降，但整体呈现回升态势。其中，个人所得税累积同比-4.4%，表明经济的修复还未能传递到个人收入上。

个人所得税累计同比增速为负，说明投资的拉动效应没有传导到个人收入上，经济的整体循环可能会有迟滞。

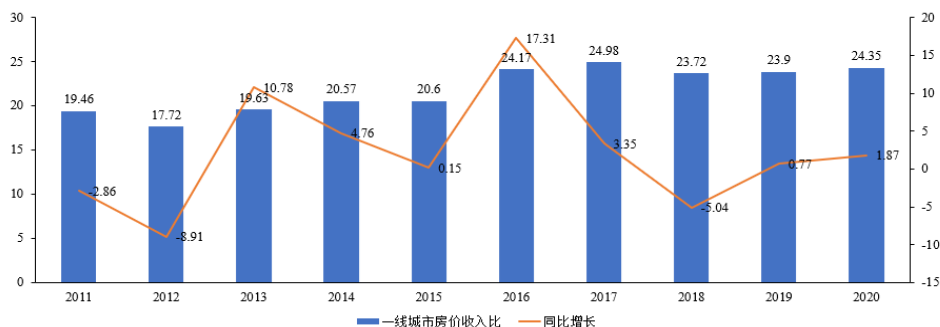
3) 外部环境的不确定性降低预期

最近几年，全球经济震荡，政治局势不稳定，我国的外部环境依然面临较大的不确定性，中美及其他地区间的地缘政治风险不可忽视。

2、劳动力市场“结构失衡”问题凸显，使得传统动力陷入低迷

1) 房价高企不下

(一) 房价高企不下

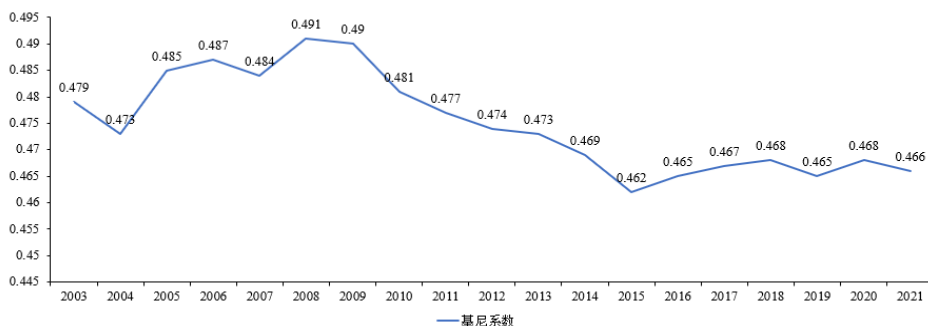


中国当前房价高压不下，不利于提振消费需求。一线城市房价收入比在2022年达到24.35，同比增长1.87%，仍然在不断扩大。

当前，我国房价高压不下，不利于提振消费需求。一线城市房价收入比在2022年达到24.35，同比增长1.87%，并且依然在不断扩大，这将会威胁到经济增长。研究表明，过高的房价不仅会影响消费，也会影响制造业投资和创新，导致一系列严重后果。因此，目前亟需通过房地产市场的合理调节来恢复其他经济增长动力。

2) 收入差距仍然较大

(二) 收入差距：基尼系数

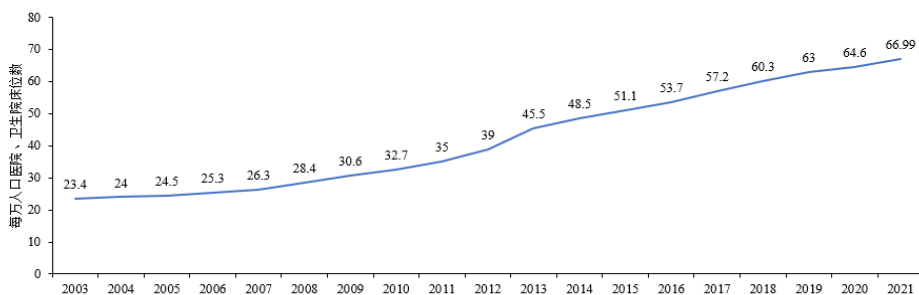


中国基尼系数在2008年达到0.491的顶峰后不断下降，2015年达到谷底0.462，但近些年还有不断上升的趋势，2021年达到0.466，远超0.4的警戒线，亟待改善。

近年来，尽管我国的收入差距有所波动，但相较世界整体依然处于高位，这是抑制居民消费需求的重要因素。

3) 社会保障与公共服务的支出太高

(三) 社会保障与公共服务



良好地社会保障与公共服务能够有效减少居民的预防性储蓄，从而扩大消费支出。近年来，中国的社会保障与公共服务得到了良好的改善，以医疗服务为例，每万人医院、卫生院床位数在2011-2021年翻了近一番。但是，中国当前的公共服务仍然存在着质量不好，区域差距大等问题需要改善。

另一个抑制消费的因素是过高的基本公共服务和生存性支出，比如教育、医疗、社会保障等。若这个问题不能得到很好的解决，人们就会增加预防性储蓄，降低消费支出，从而抑制经济的长期增长。

3、内部激励机制尚未完全实现相容，在一定程度上抑制了政府投资的积极性

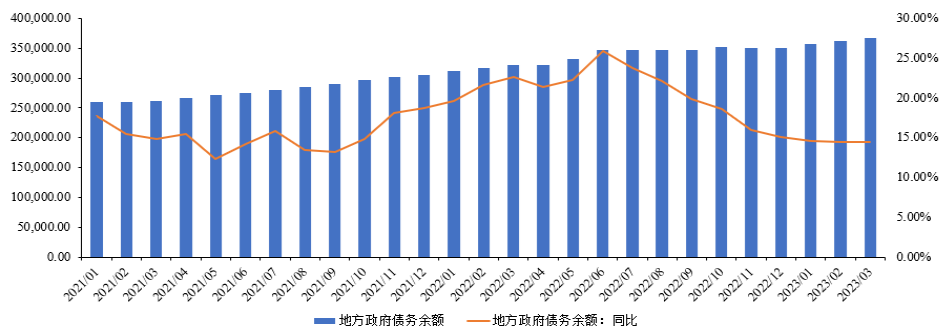
在转型期，地方政府的多任务职能开始显现，任务之间的替代性可能会制约政府的增长积极性。尤其是在过去三年中，政府积累了高昂的债务，变得极其脆弱。因此，优化政府内部的治理结构和激励机制，对于中国经济未来的快速复苏和可持续增长至关重要。

1) 地方政府债务累积速度有所放缓，但仍处高位



第二部分 传统动力疲软的深层次原因在于结构性失衡

(一) 地方政府债务累积速度有所放缓，但仍处高位

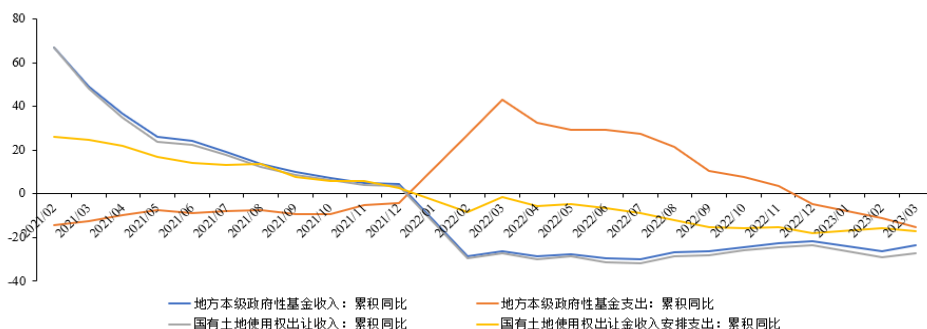


2023年3月，地方政府债务余额达到36.8万亿元，同比增长14.53%，债务累积速度有所放缓。

截至2023年3月，地方政府债务余额达到36.8万亿元，同比增长14.53%。债务的进一步累积使得地方政府投资动力和能力不足。

2) 受债市、房市的影响，城投投资能力降低

(二) 受债务、房市衰退等影响，城投投资能力降低



2023年1-3月，地方本级政府性基金收入和支出累积同比分别达到-23.6%和-15.2%，主要是由于国有土地使用权出让收入（累积同比：-27%）和国有土地使用权出让收入安排的支出（累积同比-17.10%）大大下降。

企业主体、居民消费主体和政府主体都处于下行压力比较大的状态，经济增长提升的空间亟需扩展。

三、重启改革修复预期，加速经济全面复苏

短期内出台一些措施是非常必要的，但更重要的是要修复和解决长期问题。如果不能解决这些长期问题，在解决短期问题时甚至有可能会衍生出非意图后果。推动中国经济长期复苏的前提是要坚持长期改革，尤其是要坚持供给侧结构性改革。

1、短期：出台清单式支持措施，提振市场信心

短期内，市场主体呈现出预期不稳、动力不足、信心不足的状态。因此，有必要通过出台“实体经济N条”等清单式措施，支持市场主体发展，明确市场方向和信心，从而使得市场能够形成一致预期。尤其是要通过明确的改革计划表、改革路线图和改革截止时点等方式，坚决破解有违市场公平竞争的制度性障碍，让民众看到加大改革的决心和能力。此外，要持续深化“放管服”改革，充分利用现代信息技术降低交易成本，优化营商环境。

2、中长期：建立稳定、精准的宏观调控机制，提升政策效能

中长期内，宏观调控机制非常重要。在整体预期不稳、动力不足的背景下，财政和货币政策的效力逐步下降，甚至可能会引发非意图后果。因此，迫切需要加强政策的稳定性和精准性。尤其是要强调政策的稳定性，避免“急转弯”和“大起大落”，因为它们会干扰市场主体的预期。政策也要更精准，尤其是要通过一系列政策提振民营经济投资的积极性，推动国民经济复苏。

3、长期：全面重启改革，通过供给侧结构性改革破解增长障碍，实现高质量发展

要进一步优化调整地方政府的考核激励机制和容错机制，使地方政府处于激励相容的状态，从而激发其发展的动力。此外，要调整完善税收制度，通过稳步推进房产税等方式，在化解房地产压力、财政不可持续性的同时，激发长期经济增长的潜力。

去年，党中央、国务院发布了要素市场改革意见，这个意见非常重要。如果能出台一些具体的举措，使意见中的条款不断落地，就能够实现上下游的联动改革。在上游改革激发上游市场活力的同时，带动下游市场活力，从而大幅提升整体经济动力。

传统的生存性物品，如教育、医疗、养老等，更多地依赖政府的支出。但政府支出面临着两个问题，一是政府资金的有限性；二是在传统激励机制下，政府动力的有限性。教育、医疗、养老都是长期的，与现有的以GDP为核心的短期考核和激励机制不匹配，导致这些产品和服务供给不足。因此，应引入多元供应主体，通过市场化方式来化解这部分产品的供应压力，降低老百姓的生存性支出，在增大供给的同时释放消费空间。在引入这些市场主体时，应相对放松准入门槛，同时加强对产品和服务质量的监管。

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济月度数据分析报告，各位专家围绕“当前宏观经济态势、未来中国经济走势”等问题展开讨论。

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）联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家毛振华指出，当前宏观经济的主要矛盾是分化，其中，最重要的是供给和需求的分化。从供给端来看，第三产业修复相对较好，而制造业修复较慢。在投资领域，基建投资修复较快，而房地产和制造业投资修复较慢。稳房价

的核心不是降房价，而是防止房地产价格快速回落，甚至扭转居民对于房地产价格持续下行的预期。

要针对一些具体的问题，比如需求不足，居民不敢消费等，出台短期的、有力度的应对政策，完全依赖长期政策难以解决当前的问题。长期改变和提升劳动力报酬是非常漫长且痛苦的过程，但短期内可以采取一些措施，比如发放消费券等。

中国社科院上市公司研究中心主任张平认为，从4月的数据来看，二季度经济增长环比一季度会有降低，但上半年同比增速依然会达到6%-7%。当前，我国正面临经济循环不畅的问题：青年失业率较高，导致消费乘数较小；企业利润走低，加上PPI走弱，导致投资乘数较小；全球经济收缩导致我国出口产能过剩，商品回到国内市场，从而压制物价上涨；政府负债累累，导致其支出乘数也较小；实际利率走高，物价下降，对实体经济打击巨大。

复苏需要依靠就业，其核心是以市场化的改革调整服务业管制，扩大服务业就业，让高知识人才在服务业领域中发展，实现产业的知识密集型升级。此外，应调整福利支出政策，让国家多承担全国统一大市场的支出，缓解地方财政和企业支出压力。最后，要降低贷款利率，改善居民和企业的资产负债表。

鹏扬基金首席经济学家陈洪斌指出，中国经济正处于复苏阶段，而美国经济正在衰退，并且这种衰退可能会加速。贸易方面，发达经济体对我国的出口贡献逐渐降低，我国出口的主要支撑来自于“一带一路”国家；消费方面，社零增速不错，但要考虑去年同期的低基数效应；扣除全球大宗商品市场价格的影响后，CPI-PPI的变化其实不大；过高的定期存款利率导致在社融、贷款、M2创新高的条件下，商品价格仍然出现下降。

青年是经济中最活跃的部分，解决青年的就业问题，对于发展经济至关重要。现代高端制造业能够解决的就业非常有限，因此需要更多地依靠服务业来解决就业问题。政策应出台相关政策，鼓励第三产业和民营经济快速发展，增加居民的净收入。

野村证券中国首席经济学家**陆挺**认为，今年中国经济的复苏之路将是不平坦的。本轮复苏与之前相比，存在三方面的差别：1) 中国和其他国家的复苏进程不同步，全球性的经济增速下降导致我国外需走弱；2) 当前我国面临的地缘政治环境恶劣，抑制了整体经济复苏的势头；3) 房地产复苏势头较弱，行业面临的复苏阻力巨大。**二季度经济增速环比一季度会有明显下行，政策会维持比较宽松的状态，不太可能调整收紧。**

政策建议：1) 坚持对外开放，通过简化过境流程等方式，扩大对外交流，缓解当前紧张的地缘政治局势，吸引更多 FDI；2) 在房地产方面，降低不必要的管制，让土地的供应和人口流入更好地匹配起来；3) 提振市场信心，让大家对未来有所期待。

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**认为，在本轮经济复苏的过程中，要重点关注资产负债表的修复状况，以及经济主体在资产负债表修复过程中，各种预期的变化情况。

目前来看，中国经济已经开始全面复苏，**但由于结构性分化，资产负债表的修复没有全面展开。**从企业端来看，国有企业一季度利润达到1万多亿，同比增长12.4%，而中小企业利润反而出现了负增长；从居民端来看，拉动消费增长的关键人群的收入没有明显增加，并且青年人的失业率持续上扬，这将会抑制消费复苏；从政府端来看，一些中西部地区的政府在债务等条件的约束下，税收负增长，而非税收收入持续正增长，导致积极的财政政策难以落实到位。

刘元春：从资产负债表角度分析中国经济复苏路径

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（总第64期）上的发言

一、短期分析必须要深入资产负债表

我主要想从资产负债表的角度来谈谈对当前一些数据变化以及未来形势变化的看法。

为什么要从这个角度而不是简单地就国家统计局发展的一季度和四月份的数据进行解读呢？原因在于本轮复苏与我们通常所说的周期性复苏有着很大的差别。三年疫情对各个经济主体、资产负债表行为模式的冲击与我们通常“由繁荣到萧条再到复苏”的传统周期调整是不同的。因此，在这轮复苏里，我们需要关注资产负债表修复的状况以及经济主体在资产负债表修复过程中各种预期和内生动力的变化状况，而不是简单地基于流量来进行分析，这是十分重要的。因为三年疫情对我们社会运行的模式、资产负债表的状态，以及对于社会的心态都带来了巨大的冲击。因此，我们在进行短期经济分析时，就必须深入到存量、深入到资产负债表来进行研究。

二、企业资产负债表：大型企业和中小企业的修复分化严重

从目前社会修复和交易修复的阶段来看，5月份的数据显示当前社会修复已经完成，交易修复也已经出现了明显的上扬，但仍未完成。最重要的是，目前我们未步入到修复的第二个阶段，即在进一步交易修复的基础上出现利润修复，从而带动资产负债表修复的阶段。

因此，在这样一个特殊阶段，企业资产负债表的修复出现了非常大的分化。国有企业在一季度整体利润达到了1万多亿，同比增长12.4%，但中小企业尤其是下游端的中小企业和服务类中小企业，不但没有出现全面的交易修复，反而在社会重启过程中出现了进一步回落，利润呈现出持续的负增长。从中国人民大学、邮储、工信部联合编制的“小微指数”可以看到，“小微指数”在二月份反弹到高点之后出现了明显的回落，三月份、四月份小微经营状况也呈现出持续性的回落。国家公布的小型企业 PMI 指数已经低于“荣枯线”，整体经营总额相关的一系列财务参数出现持续的恶化。

大型企业中小企业，尤其小微企业的分化非常明显。民营企业特别是房地产相关的民营企业没有出现资产负债表的改善，虽然房地产整体资金来源改变去年极度恶化的状态，渡过了最危险的时期（也就是去年底到春节全面恶化的状态），但是它的资金来源在四月份仍然呈现出负增长的状态。如果资金来源总体呈现负增长，这就表明资产负债表没有出现改善，反而正处于调整与恶化的状况中，即在开发板块和金融板块分拆之中，房地产企业的流动性存在结构性的改善，但总体状况仍相对较差。

从民营企业角度看，在大量的资金涌入国有企业、大量资助项目落地国有企业的情况下，它所产生的复苏效应并不明显。市场主体的信心虽然有所好转，但是依然处于相对低迷的状况。因此，民营企业由于资产负债表和利润没有出现根本性改善，它的投资出现持续回落也是十分自然的。在四月份，民间投资增长速度从去年底的0.9%回落到现在0.4%左右的水平，这体现出我们复苏的进程以及扩张性政策尚未在根本上使民营企业在利润和资产负债表上做出改善。因此，它的预期和动能也很难出现大幅度上扬。

我们从企业整体状况的分化，资产负债表改善的分化状况中能够明确看到，目前我们政策实施力度还不足以全面启动经济复苏，政策传递速度并不是“一马平川”，而是比我们传统意义上想象的要慢。

三、居民资产负债表：中低人群收入未出现明显增加

我们要关注的第二张资产负债表是居民资产负债表。虽然居民一季度收入同比增长

5.1%，实际增速 3.8%，但 4%左右的居民收入增长并不足以给“拉动消费的关键人群”在收入和资产负债表带来明显拉动效应。这是由于在疫情期间，很多中低收入人群的收入分配状况是恶化的，典型事实就是中低收入阶层占整体收入比重和占 GDP 比重是下降的。这也就是说，我们启动消费最为核心的载体——中低收入人群的收入没有明显增加，这值得我们高度关注。

更重要的是，从宏观角度来看，3.8%的实际增长速度要明显低于 4.5%的 GDP 增长速度。此时，国民收入分配中间便出现了一种收缩性的分配，也就是说大量资金用于投资资金，而没有用于消费资金。这是由于居民收入没有出现超国民收入，而出现了收缩性的状况。这种状况在过去三年中已经出现，它一旦出现必定会引发我们整体收入的下降，收入的下降也会引起需求的下降，进一步影响价格，再影响利润，从而产生价格下降与工资收入减少之间的正反馈体系。这种循环如果出现，对于下一步的复苏会产生不利影响。

因此，从宏观角度来看，居民收入增长速度过于低于 GDP 增长速度时，收入分配进一步偏向企业和政府会导致消费提振难以具有宏观格局上的支撑。当然，从中低收入人群来看，虽然边际人群（特别是农民工）外出务工的比重和工作时日显示出上涨的状态，但引领社会消费的年轻人就业率处于持续下降的状况，这对我们相关的消费启动会产生明显的收缩效应。因此，我们需要关注农民工、年轻人的收入增长和就业情况以及资产负债表的情况。党和政府的消费政策也关注到这个点——简单的消费刺激不是我们的重点，让大水漫灌刺激消费更不是我们的选项，我们是要在增加居民收入的基础上来进行消费的修复和扩张！所以，我们必须要有中期视角，通过形成居民收入四个部分的有效增收机制来进行短期政策的构建和相应的中期预期的调整。具体而言：

1、工资性收入

该收入目前处于相对疲软的状况，这就要求我们必须高度重视目前各行业所形成的“降薪潮”。在目前价格水平下滑的状况下，如果让“降薪潮”形成一种潮流，对于预期和消费的修复是十分不利的。我们不能让这种“价格下降—收入下降”的螺旋

机制形成。美国目前重点防范的是形成“价格上涨—工资上涨”的螺旋机制，我们则需要思考相反的问题。

2、经营性收入

小微企业和业主的经营性收入明显出现大幅下降。那么如何在中小企业低迷状态持续蔓延的情况下，加大对于中小企业的帮扶力度呢？虽然目前国务院和地方政府都出台了进一步的帮扶政策，但值得注意的是，帮扶的力度不能递减，甚至在某种程度上需要进行加大，从而帮助中小企业突破当前的难关。

3、财产性收入

如在本次 CMF 宏观经济月度数据分析会中，有些嘉宾提到了房地产的问题和理财产品的问题，我同样也认为整体资产价格的稳定与反弹有利于整体居民资产负债表的改进。因此，“物价下降”和“金融产品价格下降”，这种“双下降”会导致居民预期承压。

4、转移支付

近几年，尤其是今年的转移支付增长速度都比平均增长速度低，这说明我们需要加快落实民生型政府的建设，并在实施积极性财政政策时，实施“更积极”的转移支付政策，这是社会稳定的关键。“稳转移支付”和“稳安全网”在中期布局上起着基础性的作用。因此，居民资产负债表没有改善（仅3.8%实际增长速度），甚至对于消费起支撑作用的一些边际人群，（如果考虑到结构性因素）他们的资产负债表不但没有改善，反而出现恶化，这样的现象值得我们高度重视。当下，我们出台一些关于中期定位收入增长的方案是极其重要的。

四、政府资产负债表：积极的财政政策依然“不积极”

第三张资产负债表是政府资产负债表。一季度财政收入已经转正，这是一个非常重要的信号，也是中国经济复苏十分重要的基石。如果我们考虑到结构、发达地区和内陆地区、中央政府和地方政府（地方政府考虑到省级和县级的财政），我认为财政收入约0.6%的正增长还不足以支撑基层财政的全面改善。我们当前面临的状态是，一些中西部政府在债务、房地产和经济低迷的约束下，它的税收仍然处在负增长的状态，非税收入还在持续正增长，这样导致政府积极的财政政策“不能到位”。这个“不能到位”体现为目前一季度广义的支出，即一般公共预算支出加上基金类的支出实际增长速度远未达到预期的6%左右，反而低于1%的低水平。因此，从广义财政支出的角度来看，积极的财政政策依然是不积极的。

考虑到总体财政政策“不积极”、存在结构性的约束和地方政府尤其县级政府资产负债的恶化。地方财政导致许多宏观政策难以在基层落地和形成微观的渗透性，这也要求我们在财政政策上：一是在节奏上要靠前发力；二是在总量上要进一步向宽松调整；三是在结构上要中央财政要加大发力的力度。在目前进行阶段转换中，中央担当更大的重任是十分重要的。

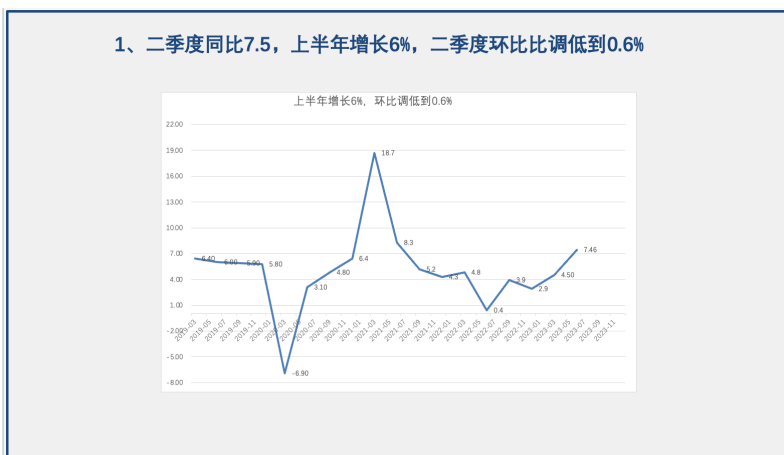
目前中国经济的复苏收入已经全面开启，但由于结构性分化，资产负债表修复尚未全面展开。因此，在4月份、5月份出现一些参数的回调和波动是十分正常的现象，这也决定了我们在向第二阶段利润修复和资产负债表修复进程中，政策一定要着眼于目前资产负债表的变化和结构性主体在相应的资产负债表和行动变异上的分化，从而从更深的角度来分析目前宏观运行的新机制、新现象、新规律，同时在政策上给予相应的调整。

张平：结构性改革是解决当下问题的根本性途径 复苏

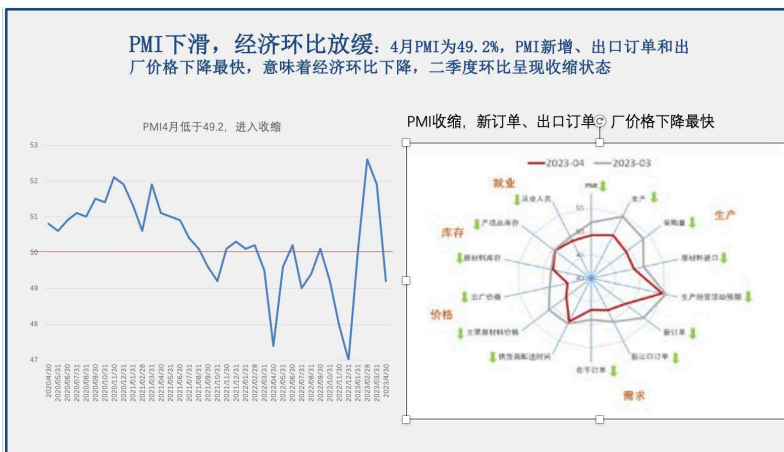
张平 中国社科院上市公司研究中心主任

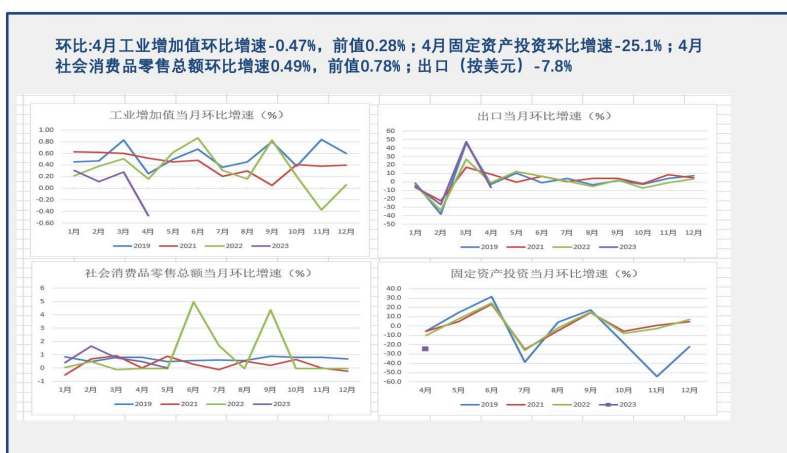
以下观点整理自张平在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第64期）上的发言

一、复苏继续：同比增长，环比下降

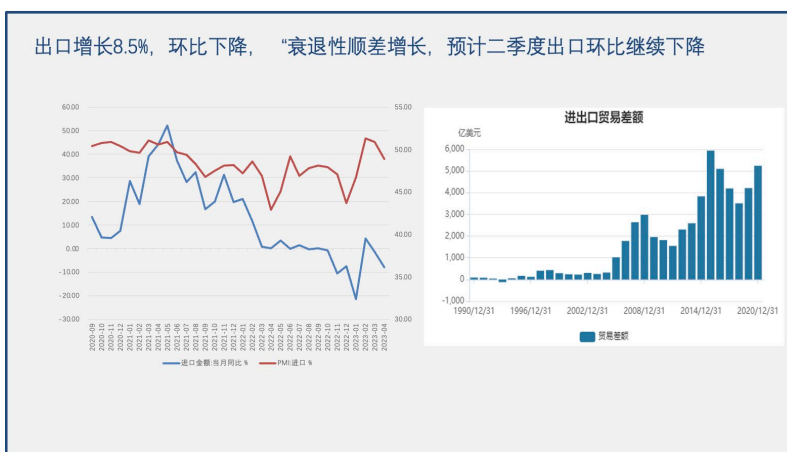


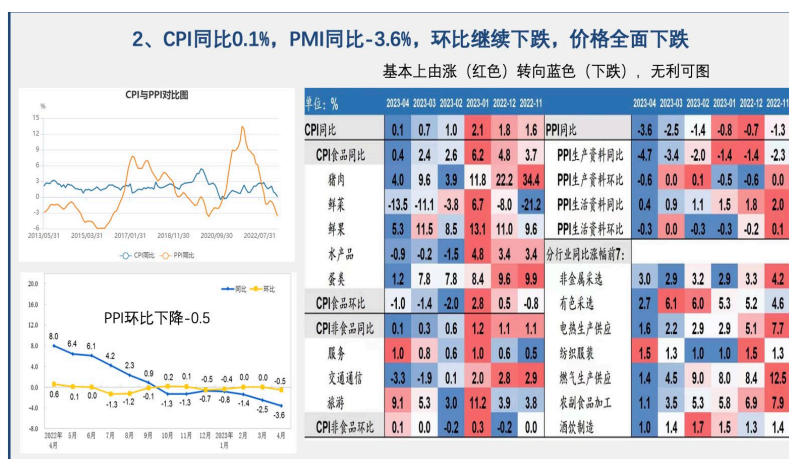
从复苏角度来看，今年一季度经济环比增长2.2%。基于当前所有数据，我将调低二季度经济增长率，即将二季度环比增长率调低到0.6%的水平。在此情况下，上半年仍有6%的增长。





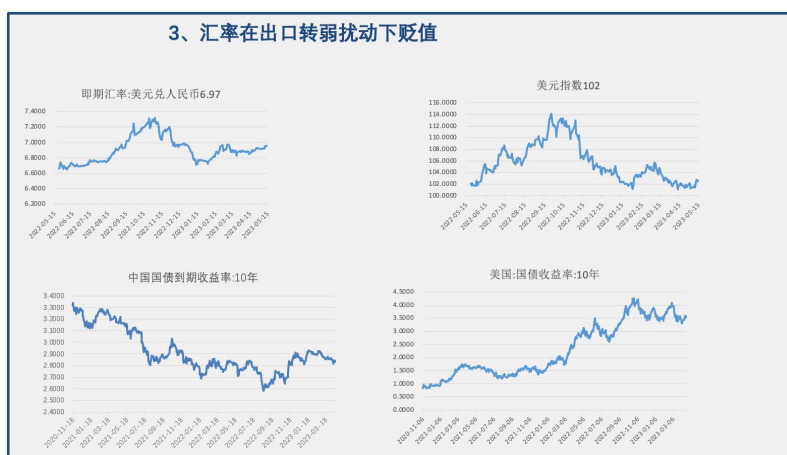
我调低环比增长率的原因如下：从当前数据可知，我们经济增长放缓，尤其是作为二季度开头月的四月，所有的环比数据都承受很大压力。首先是作为典型的环比数据的PMI，我们可以从数据中看到，新订单、出厂订单和出厂价格下降迅速。与此同时，工业增加值、固定资产投资、出口环比增速都处于下降状态，仅社会消费品零售总额环比增速略有上涨。所以，从消费、投资和出口的角度看，仅消费和出口中的净出口（后文详细讲述）环比上涨；从第一、二、三产业的角度看，其中最重要的工业增加值环比增长率也出现了大幅回落。因此，我将整体环比增速调到低于1%的水平。





从出口的角度上看，出口出现了衰退性顺差，即整体出口环比增速下降，但进口环比下降更快，从而顺差提高。这表现在商品市场上，是出现了一系列的价格问题。在上图中，我们都能看到原来不管是CPI还是PPI，两头（2022年11月份、12月份和2023年1月份），上涨的部分（红色部分）还比较多，还存在所谓的通货膨胀；但到了4月份，CPI有两个行业是上涨的（红色），一是服务业，二是旅游；PPI的情况更为残酷，到了4月份仅有纺织、服装行业是上涨的（红色），而其他增长情况都进入低温区了。这里值得大家关注的是，虽然对大部分人来说，通货膨胀是不好的，但对企业的盈利状态来说则是完全不同的概念。这是因为企业盈利需要依靠一定的价格。因此，我们可以看到企业盈利的特征是非常严峻的。

关于盈利的特征严峻的问题，可以看到一季度工业利润下降21.4%。如果在这种条件下，PPI处于负的区间，CPI接近0.1%，并且大量行业环比增长为负值，比如原材料行业也不再盈利，我们可以认为当前上游、中游和下游的利润情况中没有有一个行业处于发展较好的状态。从这样的架构中，我们能清晰地理解到整体经济是处于复苏但是偏冷的状态中的。从同比增长角度看，尽管依据我的预测，今年二季度同比增长能达到7.5%的水平，两个月加总后，同比增长基本能达到6%，但这种增长主要是源于去年基数较小。从环比增长角度来看，目前状况并不乐观，虽然第一季度环比增长十分快速，达2.2%，但二季度环比增速迅速减弱。我认为这种减弱主要来自于产能，并且市场上各行业的环比数据也都不太理想。这一点在本次CMF月度报告中，刘瑞明教授已经讲得十分详细了。



从汇率方面来看，我们当前出口处于比较强劲的状态，但汇率未来会面临较大的贬值压力。昨天（5月17日）人民币兑美元跌破7，一方面美元指数也上涨到了102，接近至103；另一方面，对出口转弱以后，我们出口环比下跌也有影响。总的来说，因为当前汇率处于比较坚挺的状态，所以对出口来说，汇率现在是中性的，没有特别的激励，但对于资产市场来说，贬值预期引起了资产市场的波动。

总而言之，我们同比增长依然处于不错的态势（上半年同比增长高达6%，二季度能超过7%），但从环比增长角度上看，消费环比增长未达到同比预期和市场预期，出口、投资、房地产、工业增加值、利润环比增长都在下降，甚至出现负增长，并且市场CPI只有0.1%，PPI仅有-3.6%，这些都证明了我们整个经济体出现了一些问题和经济复苏动力似乎在减弱。我认为这里动力下降的原因是：循环不畅，需求激励效果下降。

二、循环不畅，需求激励效果下降

我们一直在使用较强的需求刺激，而这个刺激目前已经到了预期下降的阶段。这里的原因就是循环不畅。宏观数据中M2连续四个月在12%以上，按照央行的指引，M2应该大致和名义GDP同步。我们名义GDP是多少呢？以我们GDP增长6%-7%和通货膨胀为1%-2%算，名义GDP大致为8%。如果按照央行的政策指引（M2与名义GDP大致相同），现在的货币实际上比这个目标高出50%以上。因此，我们可以说央行一直没有放松过需求激励。那么，市场上就出现了央行的货币激励与物价下跌或环比下降相背离的特征。

这种相背离的特征就证明我们的货币并没有激励到体制内。因而，出现了所谓的“经济循环不畅”的问题。

经济学非常讲究经济循环的问题，具体有以下六种问题。

1、消费乘数

消费乘数取决于我们的就业和收入，“收入好了就敢消费”。年轻人失业率之前约为19%，4月份已经达到20%。从中我们可以看到当前就业情况不好。新增就业不好，一季度人均收入增长率低于GDP增长，这也证明在循环中收入份额并没有出现大幅的提高，反而出现下跌。上述情况再加上目前失业预期提高，使得边际消费倾向变低，从而导致我们当前消费乘数小。

2、投资乘数

由于企业利润下降，加之PPI走弱，所以企业基本没有盈利预期。因此，在4月份民营企业投资已经开始呈现负增长。对于房地产市场来说，老百姓也不认为房地产市场还有盈利的空间。这是因为现在中国城市化率65%以上了，大概70%达到顶点（大概三、四年，最多五年中国城市化率就基本达到顶峰），在这种情况下，城市化不再可能系统性和持续性地推高房地产市场价格，中国居民投资存在着结构性的问题。并且，中国住房存量非常大，所以二手房规模也很大，而居民在四月份不断还贷，增加存款。这样的还贷特征可以被认为是居民在收缩杠杆、居民认为现在没有投资机会。企业因为没有利润前景不愿意贷款，居民没有房地产投资也不愿意贷款，所以他们都进行了一系列贷款调整。因此，尽管当前货币政策宽松，但它的实际效果并不好。

3、出口乘数

这在当前也是十分严重的问题。因为中国的产能都是基于全球产能的。在现在“新的全球化转变”后，大家开始追求“供应链安全”，在这样的情况下，很多国家在进行全球化的收缩，再加上发达国家美国的经济收缩，使得我们基于全球化市场的产能出现

明显过剩。这显得我们“物产丰富”，也导致我们商品变得廉价。出口不足压制了国内市场所有的物价上涨。所以，大家目前也不会因为出口好而增加出口投资。自疫情以来，我们在制造业投资也放慢了速度，这也主要是出口乘数变动导致的。

4、政府支出乘数

由于政府负债累累，并且没有新的税收和支出的调整，所以，政府也没有很强的能力支持政府支出乘数的提升。

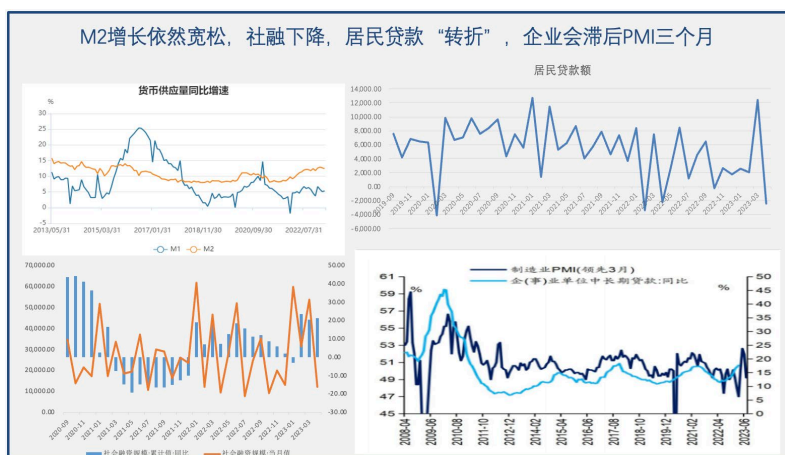
5、货币乘数

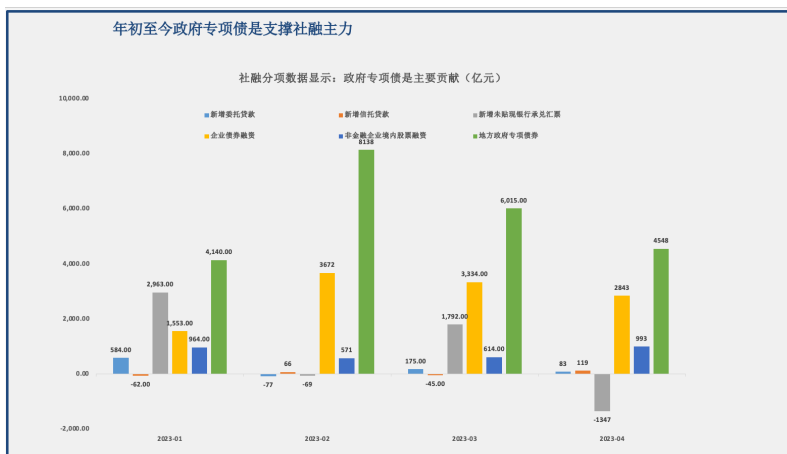
关于现在在进行的利率调整，这里我也不再细讲。

6、物价下降，实际利率走高

这会打击整个资产负债表，我也不再多讲。

进一步的，结合上面谈到的乘数，我们来看看基本数据，具体数据分析如下：



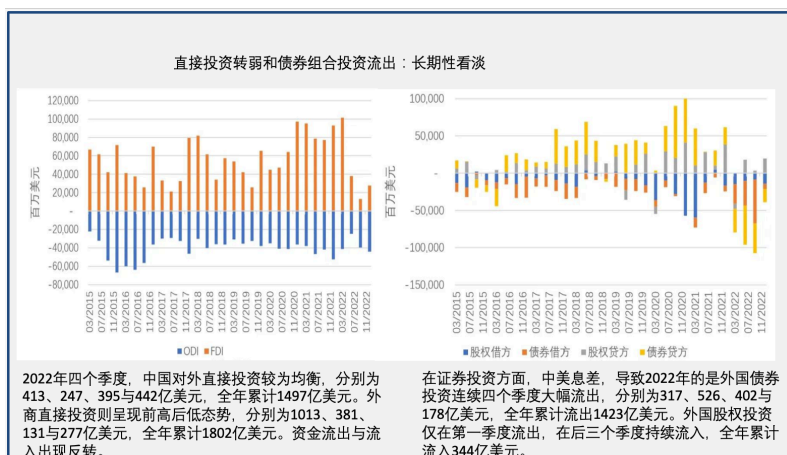


不仅居民贷款已经“转折”，并且企业贷款额也会在 PMI 下降三个月出现转折。二季度新增信贷出现转折是必然的。这有两方面的原因：一方面央行继续扩张需求，另一方面是人们更倾向于不贷款。这便是目前经济中的潜在压力。现在贷款的主体包括社会融资都主要靠政府融资和投资。就如上文所提到的实际利率比较高，使得居民和企业呈现更强的储蓄特征。以此可以看出，现在微观主体贷款主要还是要靠政府。然而，地方政府的能力正在下降，这是由于政府没有土地扩张和一系列新的财政税收制度（在支出和税收方面）的改革，导致原来靠卖地获得收入的模式很难持续。现在，地方政府主要靠债券以新还旧的方式进行滚动持续，这使得他们的利息支出越来越高。所以，在我们上文讲述的“循环不畅”三大主体中，只有一个主体在进行债务的滚存，但它也不具备进一步扩张债务的能力。



从企业中长期贷款角度看，企业中长期贷款尽管有扩张，但也是以政府和国有平台

为基准的，民营投资已经呈现出下降趋势。



从国际上看，FDI 在去年第一季度出现大规模增长，然后开始持续下降。组合投资，中国的安全资产、债券也持续地流出，我们作为长期性投资之地看淡。

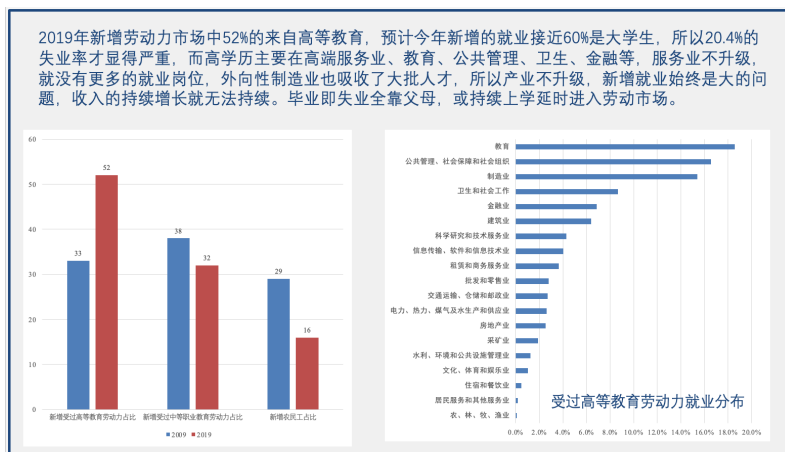
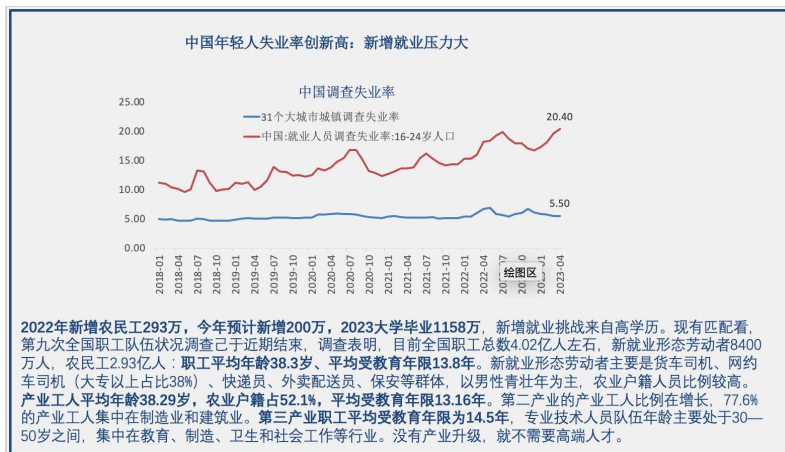


从实际利率角度看，银行5月15日集体降低了存款利率，这证明现在存贷利差很大。我们现在面临着“贷款放不出去，存款太多”的局面。我们应该降低贷款利率，而不是降低存款利率来促进消费。从上图中，我们可以看到净息差摇摇上升，这主要是由于贷款利率过高导致老百姓不敢借钱。

三、复苏靠就业，就业靠结构性改革

上文所提及的循环不畅导致的问题非常严峻，主要是从金融层面展开分析。但我们

经济复苏最主要的还是要靠实体。这是因为在所有应对经济下滑的理论中，不论是凯恩斯主义还是量化宽松政策，最核心的策略就是要解决就业问题或者更简单来讲，就是要解决消费者“手中的钱”的问题。如果消费者没有收入，不论是经济萧条还是受疫情影响，这个循环就会变得十分不畅。所以，“靠就业促进经济复苏”是十分重要的。



从就业上看，当前新增就业（而不是传统就业）面临的挑战最大。主要的原因是：在新增劳动力市场中，大多数是大学毕业的高质量人才，他们的就业集中于服务业，然而由于2021年教改开始了一系列管制，导致我们的服务业发展比较弱，难以创造更多的就业岗位。这几年出口带动了中国制造业的发展，外向型制造业也吸收了大批人才，所以产业不升级，也会加剧新增就业问题。

[无标题] 消费、产业结构升级进程慢与高素质教育人才就业结构的不匹配

指标	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
可支配收入 (元)	21966.2	23821.0	25973.8	28228.0	30732.8	32188.8	35128.1	36883
广义人力资本消费占比 (%)	20.85%	21.21%	21.75%	22.10%	22.91%	20.45%	21.92%	21.13%
知识密集的服务业比重 (%)	28.04%	29.03%	29.31%	29.89%	30.81%	31.71%	30.71%	31.13%
知识密集行业就业 (%)	36.29%	37.46%	38.99%	40.65%	45.24%	46.26%	47.08%	--

从上图中的结构，我们可以看出知识密集的服务业比重没有出现太大的变化，而知识密集行业就业比重在不断提高。因此，如果不发展知识密集的服务业，只大量生产高质量的人，就会加剧产业结构和人才的匹配问题，使新增就业形势进一步严峻化。

按行业预计由人工智能及相关技术取代/新增的给中国岗位 (2017-2037)

	取代岗位		新增岗位		净影响	
	(%)	(百万)	(%)	(百万)	(%)	(百万)
服务业	-21%	-72	50%	169	29%	97
建筑业	-25%	-15	48%	29	23%	14
工业	-36%	-59	39%	63	3%	4
农业	-27%	-57	16%	35	-10%	-22
总计	-26%	-204	38%	297	12%	93

资料来源：普华永道分析（百分比是指以2017年为基准年的就业情况变化）

并且从人工智能的替代效应上看，人工智能对服务业对净影响越来越大，而对制造业呈现下降的趋势。所以，我们必须积极发展服务业。

最后，我在此简单地提出一些政策选择。中国经济处于下行趋势的核心原因是居民收入较低，企业也因此没有利润预期。在这种条件下，政策核心是以市场化的改革调整服务业的管制，来扩大服务业的就业，让高知识人才能在服务业领域发展，实现产业的知识密集性升级。此外，从短期上看，国家应该调整福利支出政策，让国家更多承担全国统一大市场的支出、降低企业的支出和缓解地方政府的财政收支压力。此外，还应降低贷款利率，改善居民和企业的资产负债表，进行房地产改革等。

陆挺：复苏之路更加崎岖，提振信心仍是关键

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（总第 64 期）上的发言

感谢人大 CMF 的邀请，上次参加 CMF 的线上会议是在一月中旬。在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2023 年 1 月）上，我阐述了今年经济复苏可能会面临的一些挑战，建议政府将今年 GDP 增速目标设在 5% 左右，还提出今年中国经济增长反弹的关键在于提升国民信心。我特别提到，“今年会面临的诸多挑战中，最关键的一点是如何从政策角度恢复国内经济参与者对中国经济的信心。如果大家的信心完全恢复，那么不仅今年经济会明显反弹，甚至明年和后年也能持续复苏。所以，相信今年对政府来讲最重要的任务，就是让国际社会和国内经济参与者看到支持整个经济方面的政策，包括对企业、对开放的政策，通过政策给大家建立信心，从而使中国疫后经济回到正常发展的轨道。”五个月过去了，我还是会坚持这些想法和表述。

今天的发言，我在五个月前的发言上做个更新。我国经济目前无疑处于疫后的复苏之中。一季度 GDP 同比增速超预期的反弹至 4.5%；五一黄金周期间，旅游、出行和餐饮等指标已经接近乃至超出疫情前的水平。但复苏的可持续性如何？宏观政策是否应该继续发力，还是应适度收缩？如果复苏不能持续，瓶颈究竟是在什么地方？这些都是我们当前所迫切需要认真思考的问题。温故而知新，通过对比以往的经济复苏，可以加深我们对当前经济形势的理解并做出更好的研判。总的说来，本轮复苏和以往的复苏相比，在外部环境和内生动力方面有着非常大的差别，目前复苏的根基并不牢固，脉冲式的报复性消费反弹之后，复苏势头可能会明显减弱。宽松的货币财政政策还不能轻易退出，市场化方向的结构改革应该接力，提振信心和扩大对外开放是未来复苏可否持续的关键。

过去十余年中的经济周期中，大规模的经济复苏主要有两次：一次是在 2008 年的雷曼危机之后，另外一次是在 2015 年的股灾之后。与这两次复苏相比，本轮复苏在三个地方是有显著差别的。

首先是外部环境不一样。前面两轮的复苏都是和全球经济的反弹绑定在一起的。尽管各经济体的复苏时间有先后，幅度也不同，但中国与全球的复苏大致是同步的。反观当下的全球经济，各国复苏的起点主要取决于其疫情结束的时点。中国以外的大部分国家的防疫措施在 2021 年春和 2022 春之间就已大幅放松，生产和生活快速走向正常，经济增速大幅反弹并引发通胀，美欧等发达经济体甚至引发了上世纪八十年代初以来最高的通胀，最终迫使其央行从 2022 年春季开始大幅高速的加息。受加息和其他因素的影响，美欧经济增速从去年下半年开始明显下滑。如美国的 GDP 增速从去年季度的 3.2% 下滑至四季度的 2.6% 和今年一季度的 1.1%，今年二季度很有可能降到 0.5% 左右。美联储快速加息之下，最近美国一些中型银行接连爆雷，对未来几个月的美国实体经济必然会产生一定程度的负面影响。因此，尽管美国最近有些经济指标还不错，美国下半年陷入衰退的可能性还是不低的。

我国是在去年 12 月初结束动态清零政策的，今年一月底初步形成群体免疫，之后经济增速开始反弹。因此在我国经济开始复苏时，全球经济尤其是美欧等发达经济体的经济增速已经处于下行通道之中。2021 年我国出口增速 30%，去年 7%，今年一季度 0.5%，降速已经非常明显的。三月份出口增速虽然大幅跃升至 14.8%，但可能是受一些短期特别因素影响的结果，大概率是不可持续的。外需疲软必然会抑制我国今年的经济复苏力度，下半年这个制约因素可能会更加明显。

不一样的外部环境还体现在地缘政治方面。我们要客观地看到，和前两次复苏相比，这次复苏面临着极为复杂和困难的国际政治环境。我国对外关系中，最重要的是中美关系。2018 年中美贸易冲突爆发之后中美关系急转直下，疫情和俄乌战争使得中美关系进一步恶化。最近几个月我国在外交上有不小进展，但总体形势还是非常严峻的。地缘政治问题主要通过以下几个渠道对我国本轮复苏产生影响：**一是**美国等发达国家对我国的科技禁运变本加厉，直接影响我国的科技进步和产业升级，也直接影响外商直接投资和境内主体的制造业投资。**二是**从全球供应链角度来讲，美国通过《芯片法案》等立法，鼓励跨国公司转移产能到美国及其友好国家，这也会影响跨国公司对我国的新增投资。**三是**地缘政治问题对我国企业家和高净值人士信心有一定的冲击，间接导致他们在边际上降低在境内的投资和消费需求；一部分人群有较高意愿加大在境外的资产配置，从而

对本轮经济复苏造成一定的阻力。

本轮复苏和以往复苏的第二个显著差别是在房地产方面。房地产这个板块对我国GDP贡献在四分之一左右，而对经济波动的影响可能远超四分之一，这是因为房地产行业还扮演一个极为重要的、通过信贷市场来传递宽松货币和信贷政策的作用。前面几轮复苏中，毫不夸张地说房地产是每次复苏的发动机和领头羊。上一轮2016-17年的复苏之中，因为货币化棚改对房地产市场的巨幅拉动，流向房地产行业的新增贷款曾经在2016年的下半年超过银行总体新增贷款的50%；而在今年一季度，这个比例只有6%。房地产市场在疫后的二、三和四月期间有过短暂的复苏，但反弹力度从四月中下旬开始快速减弱。根据中国前100个开发商的数据，今年四月份新房销售面积只有2019年的53%，而在三月份这个比例是65%。根据国家统计局的数据，今年一季度开发商新开工面积同比下降19%，而这是在去年全年已经下降39%的基础之上的萎缩。

为什么本轮经济复苏之中房地产行业的复苏会如此艰难？原因是多方面的。一是**长期趋势使然**，中国潜在经济增速下降，城市化在**减速**，年轻人口已经开始萎缩，城市住房存量经过多年高增长之后已经高企。二是**周期因素**，在2015-2018年间的货币化棚改中，中央直接通过印钞来刺激低线城市的住房需求，前置了很多地方的住房需求。又由于棚改资金的分配和市场需求基本无关，导致资源严重错配，大量低线城市房价在2017年之后呈现较大幅度的下跌，直接损害了当地居民的资产负债表和对住房购置的信心。三是**限售、限购和限价等调控政策在很多大城市依然存在**，城市土地供应没有跟上中国城市化发展的需要，热点大城市房价由于住宅供应不足而过高，抑制了合理需求，而不少低线城市住宅用地未必能合理利用。四是在过去两年中，因为“**五道红线**”等在融资方面的严厉压制，大部分民营房企处于**实际违约或濒临违约的境地之中**，很多地方的“保交房”问题还没有得到妥善解决，民营房企信誉度大幅受损。目前多数民营房企处于业务收缩的状态，国有房企是新开工和新盘销售的主力。但之前国有房企只占市场份额的两成多，不可能在短期内填补民企留下的巨大空缺。总之，对于房地产板块，我们不能因为前两三个月某些城市的疫后反弹而掉以轻心。

房地产行业的低迷还会产生一系列的溢出效应，尤其是在地方财政方面，这也是和

之前复苏有很大差别的地方。在这次房地产行业大幅下滑之前，主要通过开发商购地，房地产行业对我国地方政府财政的贡献超过 40%。但我国一季度地方政府卖地收入同比下降 27%，又因为去年全年这笔收入已经下降了 23%，所以从全国层面来讲，政府卖地收入已被腰斩。而且因为有不少土地被卖给了本地政府经营的城投公司，实际情况还要糟糕一些。地方财政的困难会造成恶性循环，比如降低公务员和教师薪酬以及压缩投资规模，最后导致总需求低迷，降低经济复苏的可持续性。

此外，如今土地销售主要集中在一二线大城市，绝大部分低线城市财政情况非常艰难，最后造成本轮复苏和之前的复苏相比，地域性极强，区域差距和大小城市之间的差距进一步拉大。而这种扩大的区域差距反过来又会抑制总需求，尤其是地方政府的实际投资需求。这是因为资金较为充裕的大城市因为土地供给等种种制约因素，不可能大干快上，而大量资金短缺的城市被迫缩减投资规模。从今年年初开始，在央行并没有降息的背景之下，尽管经济增速显著回升，我国的市场利率不仅没有上升，反而有所下行，十年期国债利率从一月底的 2.92% 下降到了最近的 2.73%，表明我国的真实信贷和投资需求是较为疲软的。

本轮复苏和以往复苏的第三个差别是在居民消费方面。从正面来讲，之前被疫情抑制的消费需求和供给会同时被释放，疫后解封对宏观经济有一个很大的脉冲效应。在刚过去的黄金周里，国内各主要旅游景点人山人海，就是这种效应的体现，这是之前几轮复苏没有的现象。但这种脉冲效应是很难持久的，我们不能过于陶醉在这种报复性消费反弹所带来的繁荣之中。这是因为在过去几年中，疫情和其他因素对居民消费能力和消费意愿产生了深远的影响。一是疫情带来的疤痕效应。我国居民经历了三年疫情，除个别几个季度之外，封控对诸如旅游、交通和餐饮等服务业造成了很大的冲击，不少家庭的收入锐减，储蓄被大量消耗。二是因为房地产行业的萎缩带来的负面财富效应，加上土地财政收入锐减，体制内人士的收入在全国各地普遍出现了不同程度的下跌。三是中国经济除了受疫情和房地产下滑的影响之外，教育培训和平台经济等领域也经历了巨幅调整。这些因素加总起来，导致真实的失业率居高不下，尤其是青年失业率现在高达 20.4%。四是因为种种原因，居民对未来的信心不够，对未来收入增长的预期可能低于疫情之前，从而加大了预防性储蓄的力度。一季度我国智能手机出货量和乘用车销售量

同比分别下降了-13.8%和-7.3%，某种程度上已经体现了这些效应。

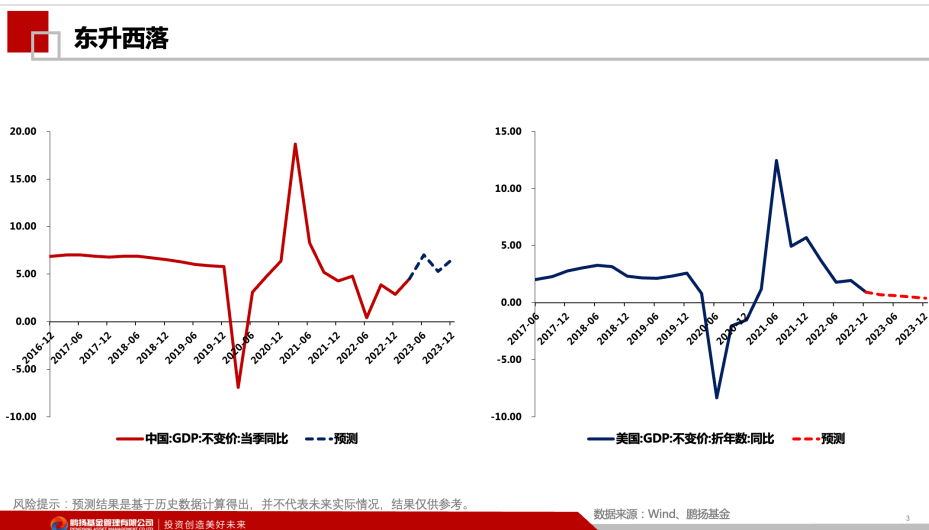
通过对这几个周期复苏的比较，我们能做出一些推论。首先，不能因为一季度超预期的 GDP 增速而过于乐观。我们要看到基于疫后服务消费的报复性反弹所形成的甜蜜期可能是短暂的，随着这种脉冲效应的衰减，今年下半年我国经济复苏面临的阻力是不小的。第二，从短期宏观政策上来讲，虽然我们未必需要加码目前的宽松刺激力度，但现在还不是退出宽松政策的时候，还需要小心翼翼的呵护尚未稳固的复苏。第三，当下经济复苏的瓶颈主要不在于货币财政政策是否足够宽松，而是在于能否通过一系列的**市场化法治化结构性政策调整**，再次鼓起民间的信心，**激发起民间和外资的积极性**，让**市场在土地资金等要素配置中发挥更为关键的作用**。最近召开的第二十届中央财经委员会第一次会议上，中央领导做了高屋建瓴的部署，我认为中间有两点特别值得重视，一是要“坚持开放合作，不能闭门造车”，二是要“倍加珍惜爱护优秀企业家”。如果能真正落实好这两点，最近经济复苏的良好势头是可以在一定程度上延续的。

陈洪斌：借鉴长沙经验推动经济复苏

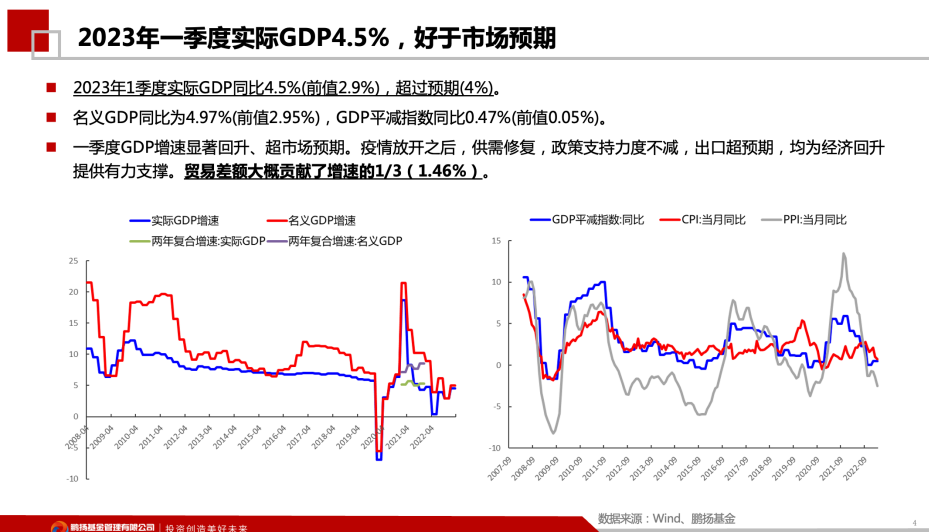
陈洪斌 鹏扬基金首席经济学家

以下观点整理自陈洪斌在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第64期）上的发言

一、出口

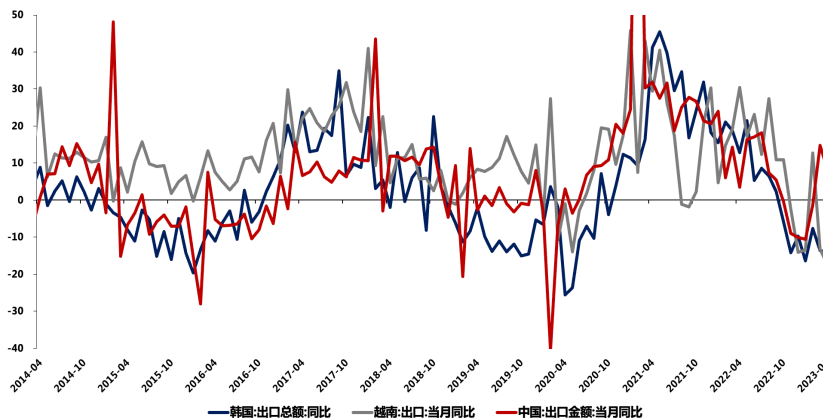


全球经济其实用一张图就可以概括。从上图中可以看出，中国经济现在处于弱复苏阶段，而美国经济可能面临加速衰退、各种问题激化的局面。



中国一季度 GDP 增速为4.5%，是略超市场预期的。这里存在着隐形忧患，就是出口贡献度过高，达总增速的1/3。今年出口面临着全球需求萎缩和去年高基数两方面因素影响，然而在这样的情况下，出口仍然出现高增长，这是非常奇怪的事情。

3月后越韩出口与中国出口出现分化

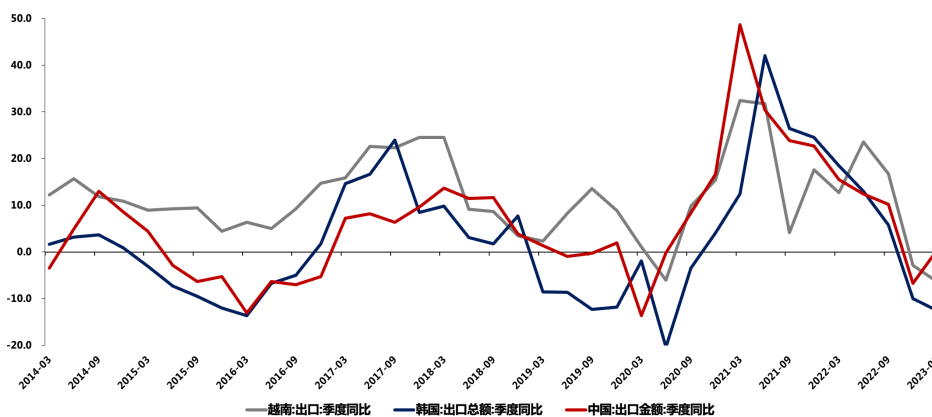


鹏扬基金资产管理公司 | 投资创造美好未来

数据来源: Wind, 鹏扬基金

6

越韩出口与中国出口走势相似，中国出口压力仍然较大



鹏扬基金资产管理公司 | 投资创造美好未来

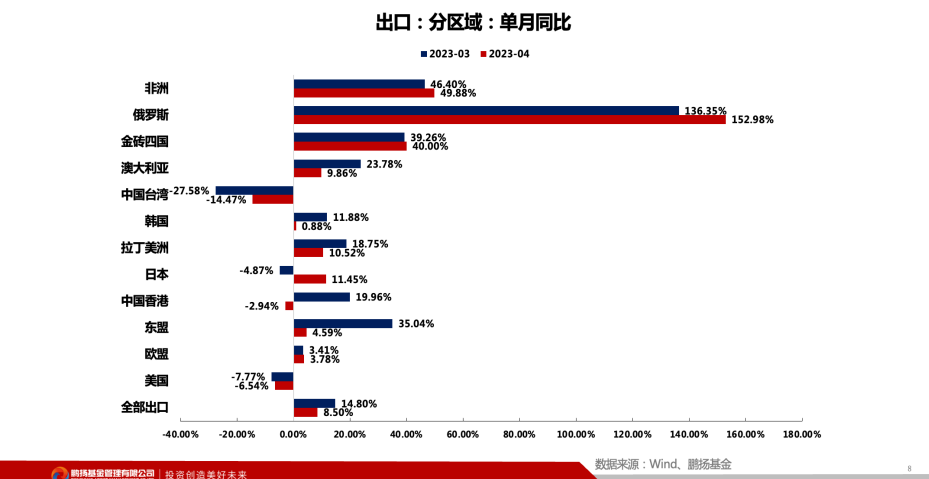
数据来源: Wind, 鹏扬基金

7

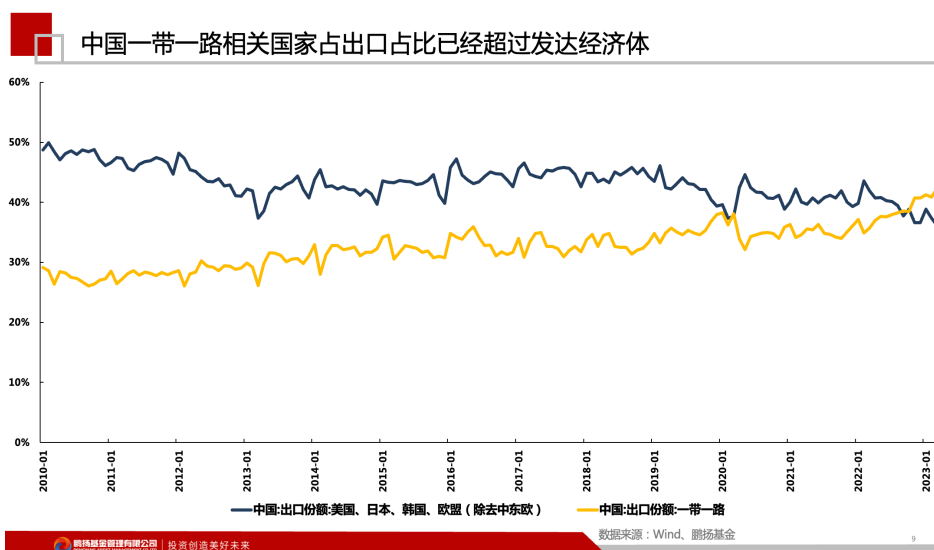
为什么奇怪呢？是因为出口预测值是比较低的，而三四月份的实际出口额非常高。这些出口是哪儿来的？一谈到出口高，我们会主要考虑发达国家对我们的经济贡献，如美国、欧洲、日本、韩国。但真的是这样吗？从国别对比的角度看，季度数据显示出韩

国、越南的出口状况并不好，只有中国出口出现大幅度反弹。到底是哪些国家支持了我们？

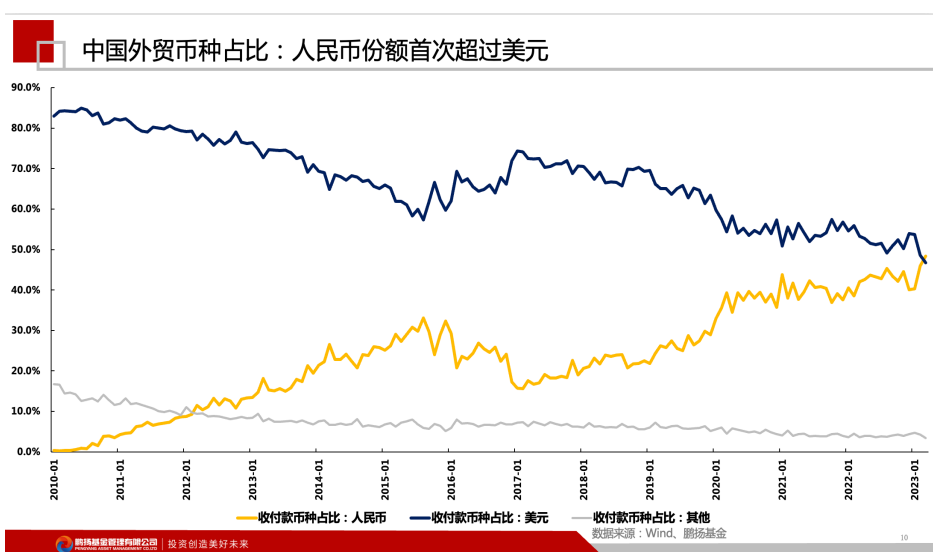
出口区域特征：对一带一路、新兴市场国家增速很高



从上图数据可以看出，我们今年一季度出口的增长和发达国家几乎没有关系，主要是来自于新兴市场。具体是哪些国家呢？非洲呈现49%的高增长，并且去年基数也不低；俄罗斯增长达152%；金砖四国，从当前口径来讲达40%；拉美增长18%；东盟3月份增长35%，4月份增长相对较弱，我们对其6月增长数据持乐观态度。分析我们能很清楚地看到，为我国出口贡献最大的是亚非拉“一带一路”沿线国家。这打破了我们常规的认知。因为从全球来看，这些新兴市场国家总量占比不到30%，怎么能给中国贡献这么多出口呢？在此，大家肯定能想到是由于港口贸易。值得我们重点关注的是，这究竟是短期问题（如季节因素和一些订单的问题）还是一个长期问题？如果是长期问题，就有比较大的意义。



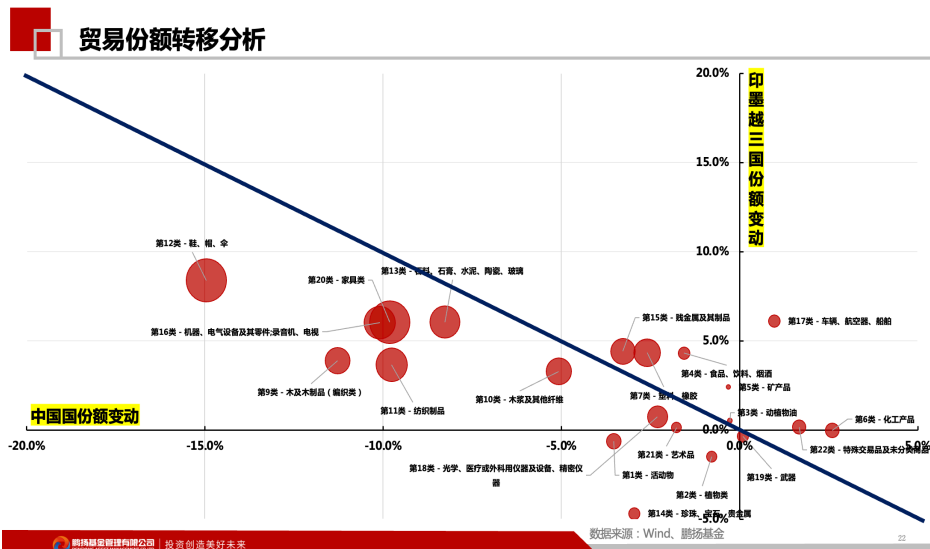
上图中黄色线体现出着“一带一路”十多年来对我们国家贸易的贡献一直在增长。蓝色线是美国、欧洲、日韩发达国家对我国贸易的贡献，在长期上是下降的，尤其在2008年次贷危机之后，这个趋势非常明显。在贸易战时，我们就已经看到了“一带一路”国家在我国贸易品类出口中替代了发达经济体；在新冠疫情之后，因为全球产业链断裂，发达经济体从我们国家购买防疫物资，出口占比有短期提升。从目前数据来看，未来5-10年，我们会和新兴市场国家、“一带一路”国家发展更多地贸易，与发达经济体的贸易则会一直下降，这不仅是由于发达经济体对我们制裁和排挤，也是由于它们本身的经济增量存在着问题。



出口的结构特征：高端制造整体具有韧性，汽车出口增速高位上行

- 防疫用品增速回落**：医疗仪器及器械4月出口同比7.4%（3月12.8%，1、2月-13.6%，22年全年-5.8%）；纺织纱线4月出口同比3.9%（3月9.1%，1、2月-22.5%，12月-23%，22年全年2%）。
 - 出行消费整体增速回落**：箱包4月出口同比36.8%（3月90.1%，1、2月2.3%，12月14.3%，22年全年22.2%），服装4月出口同比14%（3月30.9%，1、2月-14.9%，12月-10.3%，22年全年3.2%）；玩具4月出口同比-0.5%（1、2月-10.7，12月-10.1%，22年全年5.6%）。
 - 地产后周期耐用消费品增速回落**：家具4月出口同比0%（3月13.7%，1、2月-17.5%，12月-14.8%，22年全年）；灯具4月出口同比7.2%（3月38%，1、2月-17.6%，12月-11.9%，22年全年-6.1%）；家电4月出口同比2.24%（3月11.9%，1、2月-13.2%，12月-20.95%，22年全年-13.3%）。
 - 消费电子降幅收窄，但延续弱势**：自动数据处理设备及零部件4月同比-10.7%（3月-20.5%，1、2月-32.1%，12月-29.1%，11月-20.7%，10月-10.4%，22年全年-7.5%）；手机4月出口同比-12.75%（3月-31.9%，1、2月2%，12月-29.2%，11月-33%，10月7%，22年全年-2.5%）。
 - 高端制造整体具有韧性：集成电路降幅扩大、高新技术降幅收窄，机电保持韧性，其中汽车增速高位进一步上行**：集成电路出口降幅扩大，4月-7.3%（3月-3%，1、2月-26%，12月-16%，22年全年）；高新技术出口降幅收窄，4月-5.9%（3月-10.4%，1、2月-18.8%，12月25.8%，22年全年0.3%），机电产品保持韧性，4月10.4%（3月12.3%，1、2月-7.4%，12月-12.9%，22年全年3.6%）。**汽车出口增速高位上行：4月同比195.7%**（3月123.8%，1、2月65.2%，12月90.7%，22年全年74.7%）。
- ◆ **宏观线索**：消费结构、海外地产、高端制造均发生重大切换。

从整体出口占比角度来看，在短端上，“一带一路”国家贸易上超越发达经济体发生在什么时候？红色是贸易的均线，“一带一路”国家基本有向上拉动作用，而美国各发达经济体从去年三季度开始一直在拖后腿。这样的趋势一直都是存在的。所以，我们认为，即便短端有波动，长期来看这个趋势是不会改变的。所以，关于第一部分整体经济方面的建议，我认为我们应该在与“一带一路”国家的贸易上投入更多的力量。因为这不仅从短期上对我们国家经济有一定的支撑作用，更重要的是，从长期角度上看，我们和美国等其他发达经济体之间的关系会逐步恶化，贸易量占比会持续走低。这是由于我国经济结构在从中低端向高端迈进的过程中，会对这些发达经济体产生大量的替代作用，这些经济体没有办法在内心认可我们，因为我们把他们“踢出去了”。比如，今年2月份中国的汽车出口首次超越日本，成为了全球第一大汽车出口国。日本的经济增长（如果产业链延伸上下游）有60%来自于汽车，在这种情况下，我们不能指望我们和日本关系很好。这种长期性政治问题值得我们高度关注。当然这其中也有转口贸易问题，我就不多细说了。

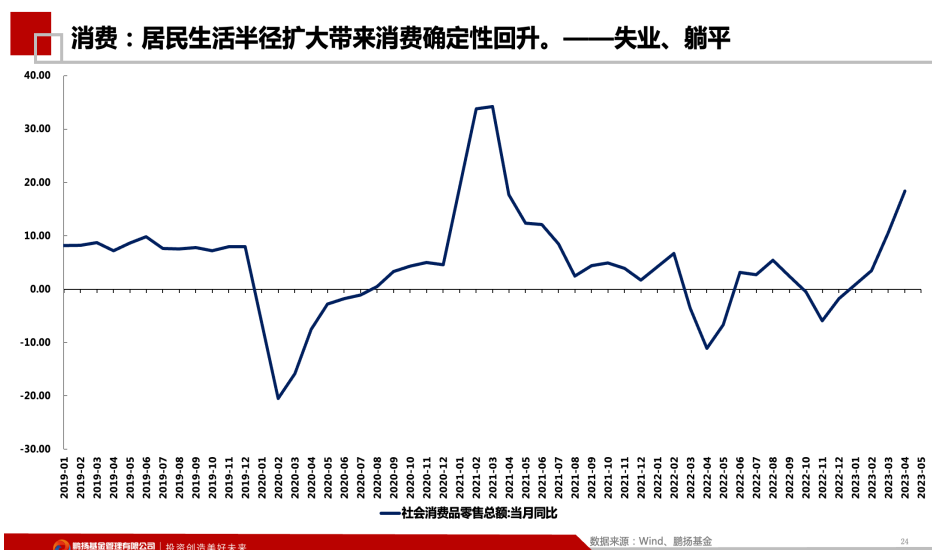


从产业链的角度，数据显示，中低端存在着向外转出的趋势，高端则呈现出转入的趋势，并且越来越密集。从整个贸易份额上看，在中低端的鞋、纺织品、帽子等领域里，我们与其他后发国家相比不太有竞争优势，因为发达经济体会把我们的份额转过去，而这些后发国家自己也能生产。但在高端制造业中，中国竞争是具有很强竞争优势的。因为我们效率高，并且成本也比发达经济体低。

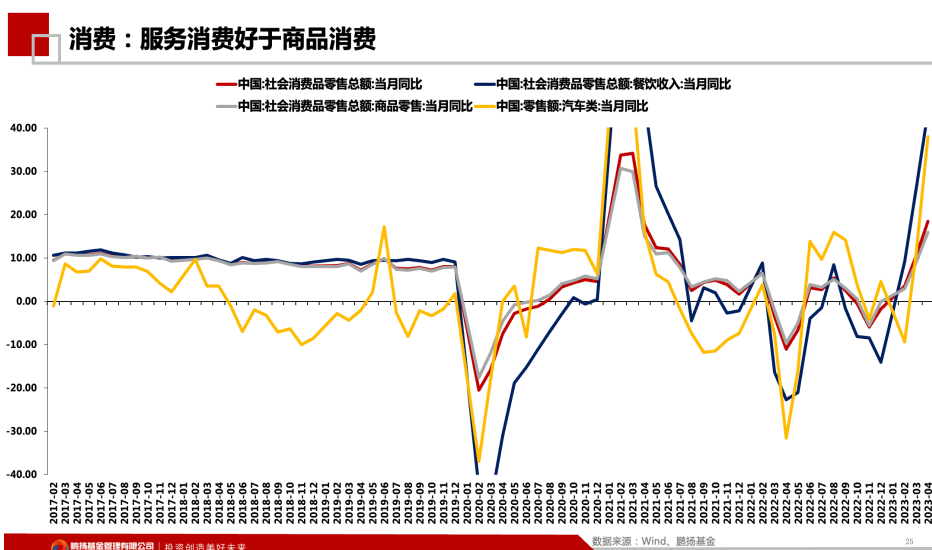
中央在二十大、两会上反复提到高质量增长的概念。这不仅仅是长期战略问题，更是生死问题。如果我们不往前走，我们会被吃掉；我们走得慢了，我们的节奏就会垮掉。所以我们必须往前走，而且必须替代其他发达经济体。这个过程我们只能自己加速，而且不可避免。

二、消费

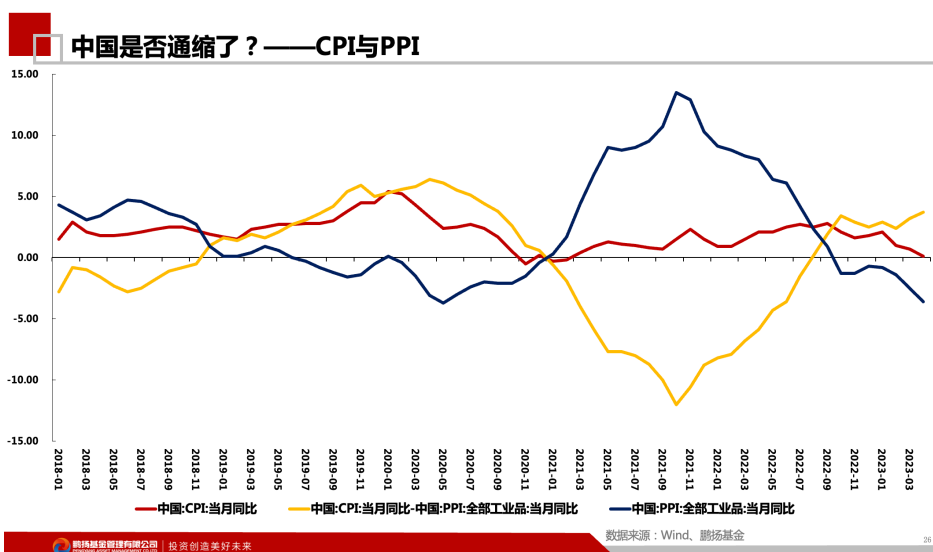
在这个部分中，我主要围绕消费数据和两个焦点词汇“失业”和“躺平”谈谈我的看法。



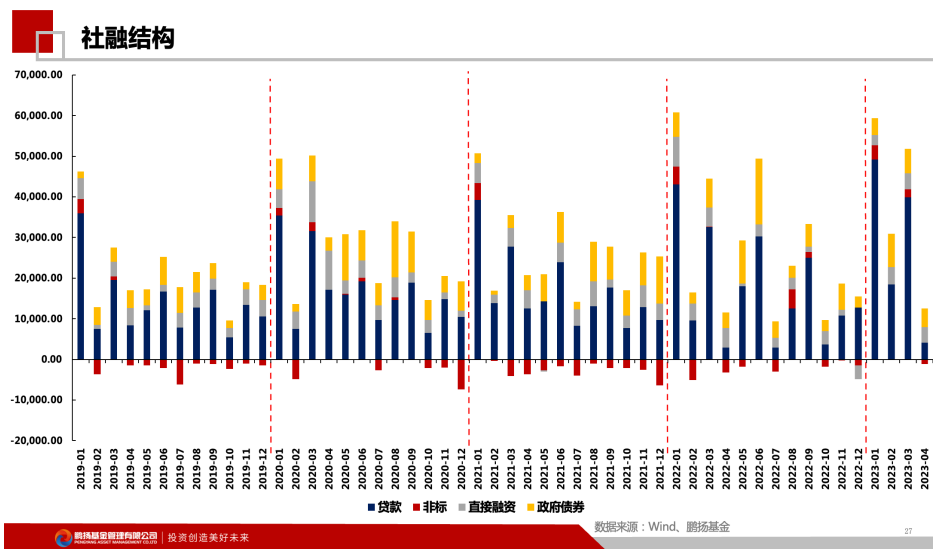
从消费数据上看,我们近期的社会零售总额数据非常不错。但值得注意的是,去年这个时候,全国大部分区域处于封城的状态。虽然这个数据和封城比是不错的,但如果和三年、五年均值比,是十分不佳的。

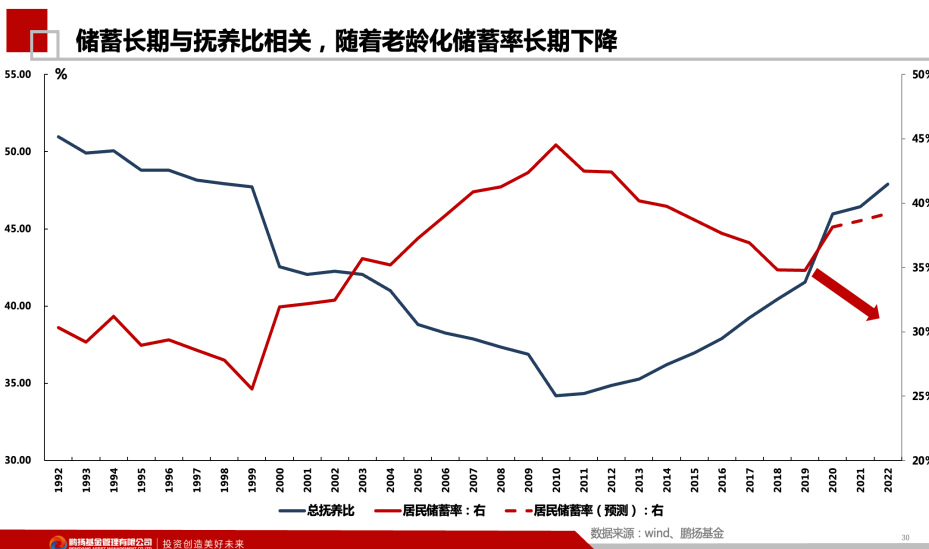
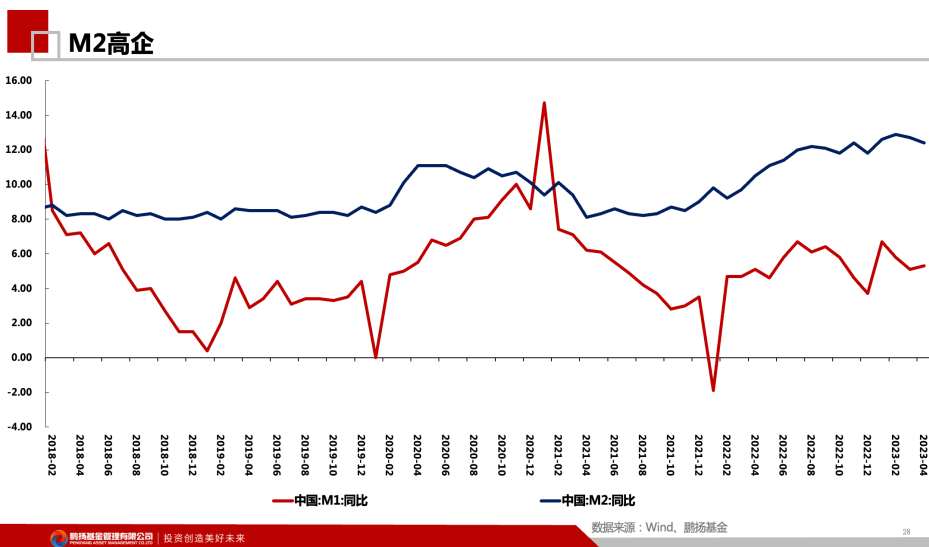


从分类数据看,表面上餐饮、汽车和零售的数据都很不错。但值得注意的是,这也是和封城时期在做比较,而不是过去三年、五年的均值。所以,这里的数据看似很乐观,实际不乐观。这就是市场预期较弱,大家形成弱复苏共识的原因。



从看消费品价格角度看，虽然消费品价格走弱，但我认为这并不完全体现通缩。因为PPI是全球共振的，它不由我们定价，比如原油、天然气、黑色、有色金属等都是由海外定价，它们价格暴跌，传导到下游后，会导致消费品价格下降。所以我们需要把它们扣除。我们用CPI-PPI后，可以发现变化其实并不大。





奇怪的是，我们社会融资规模、贷款和 M2都在一季度创新高。在这么好的货币金融条件下，为什么价格还能往下走呢？答案很简单，我们的超额储蓄（M2-M1）当前涨到历史最高值，大量存款形成了“堰塞湖”。这个高超额储蓄是正常的吗？从全球的角度看，存款和抚养比都成反比，和老龄化成正比，即人口结构老龄化程度越高，存款越少。这可以从韩国、日本、法国、欧洲的数据中看出来。由此，我们便可以知道，这样的超额存款是短期的异象。

这个短期问题出在哪儿呢？我们认为是在定期存款利率上，之前定期存款利率过高。我们前段时间的定期存款利率是2015年制定的，当时经济增长是7%，而去年经济增长是3%。如果定在三点多的定期存款利率是高于经济增长率，更高于潜在增长率的。当潜在增长率不能支撑这样高的定期存款利率时，会形成巨大的套利空间，也就是“堰塞湖”的形成。所以，我一直在和央行、有关部门呼吁此事，我认为当前如此高的定期存款利率将无法活跃整体经济。这不是核心的问题，但是一个基础性条件。

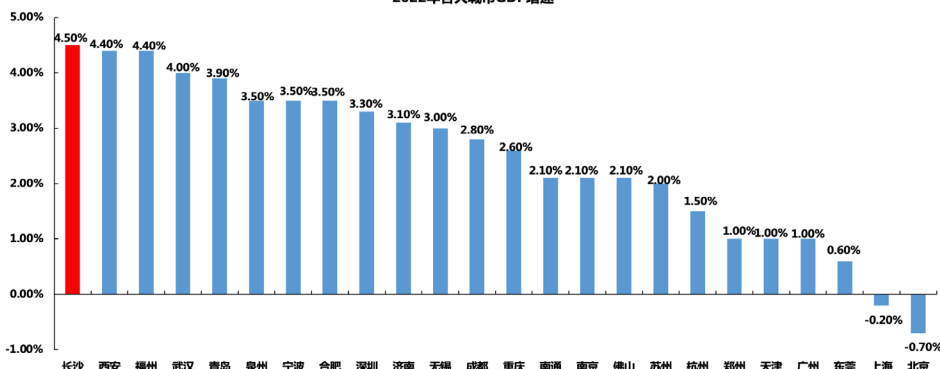
如果说“躺平”，年轻人的失业是“躺平”，那么中老年人呢？比如我这个年纪怎么躺平呢？我也不想上班但做不到，因为家里上有老下有小，还得有社会责任感，单位还有一定的职务，总不能不负责任。年轻人就比较洒脱了，一人吃饱全家不饿，所以可以不上班。但是中老年人也一样可以“躺平”，怎么躺平？钱躺平就是躺平。对于我们这种年纪说天天在家睡觉，钱还在全球跟着远洋船队，跟着金融市场曲线在全球到处攻城略地，那说明你没“真躺平”，别看你天天在喝茶、钓鱼、下棋，其实这个人并没有“躺平”，但钱躺平了就说明中老年人真躺平了。所以，目前中老年人是处于“躺平”状态的。最近一段时间青年人失业率达到历史最高值。我认为这是个很好的问题，它不是一种病，简直是“一味药”。

为什么这么说呢？大家想一下，在原始状态下，大家要共同对抗自然挑战，找食物、狩猎、耕种，二十来岁的年轻人怎么可能躺平呢？他们是最活跃的，最具创造力的，最有冲劲的，机会成本最低的，甚至经济成本也是最低的人。在我小的时候，我感觉二十多岁没钱也无所谓，也不在乎犯错，在法律框架内都敢干，在单位加班一个月都不觉得累，这就是年轻人，很正常。现在这些人不结婚、不上班、不买房、不生孩子，不就业，为什么呢？我认为应该解决他们的问题，如果他们的问题解决了，就不需要其他的经济政策了，因为青年人的就业问题就是一味药方。

2022年万亿级别城市GDP增速

- 2022年长沙GDP增速为4.5%，在全国24个万亿GDP城市里名列第一。

2022年各大城市GDP增速

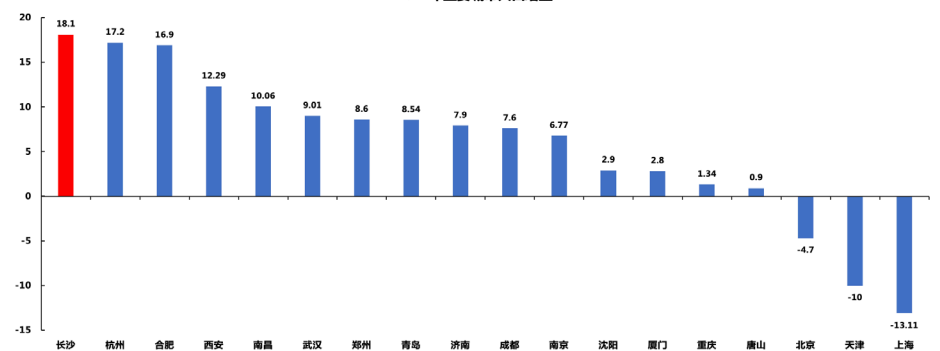


数据来源：Wind、鹏扬基金

2022年主要城市人口增量

- 长沙2022年常住人口达1042.06万，相比上一年，新增18.13万，增长率为1.8%，根据已经公布人口的城市统计，人口增量为全国第1。

2022年主要城市人口增量

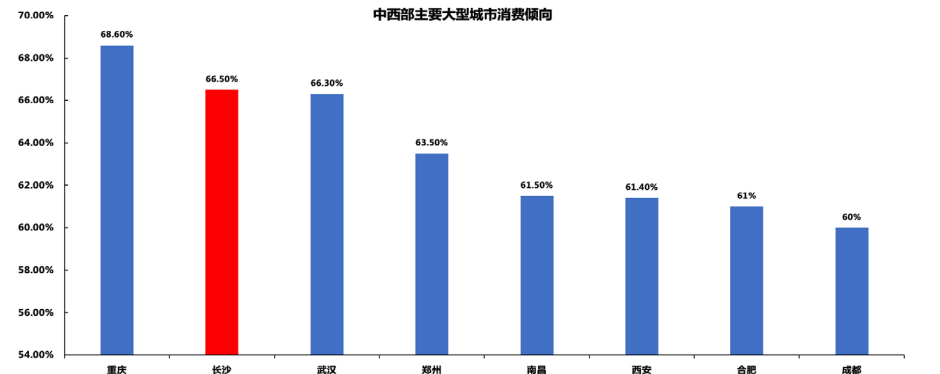


数据来源：Wind、鹏扬基金

中西部主要大型城市消费倾向

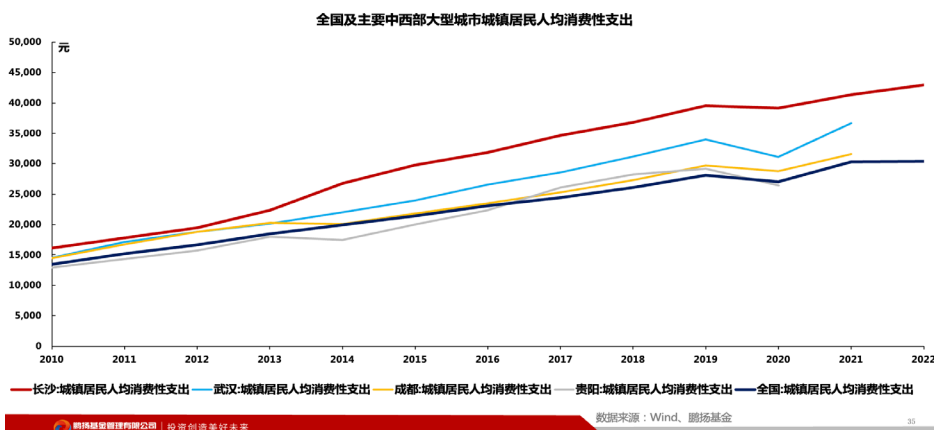
- 长沙在主要中西部大城市中消费倾向较高。换句话说，长沙人“既有钱，也爱花钱”，消费活力高。

中西部主要大型城市消费倾向

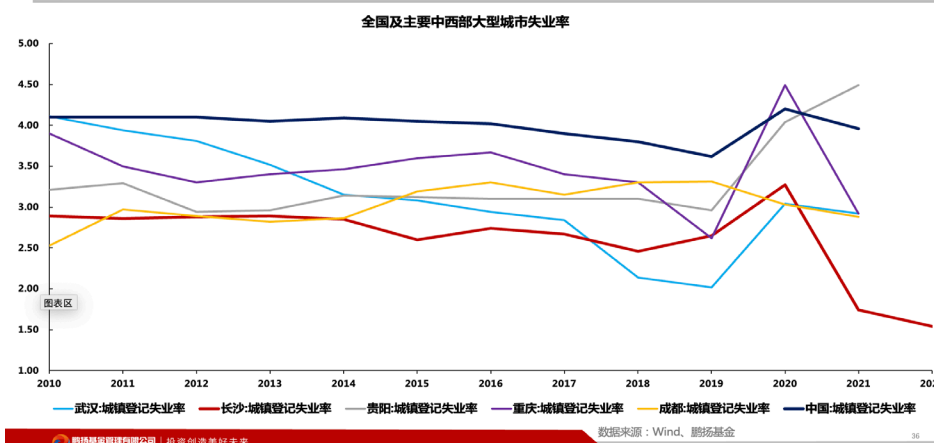


数据来源：Wind、鹏扬基金

长沙城镇居民消费支出持续高于全国均值



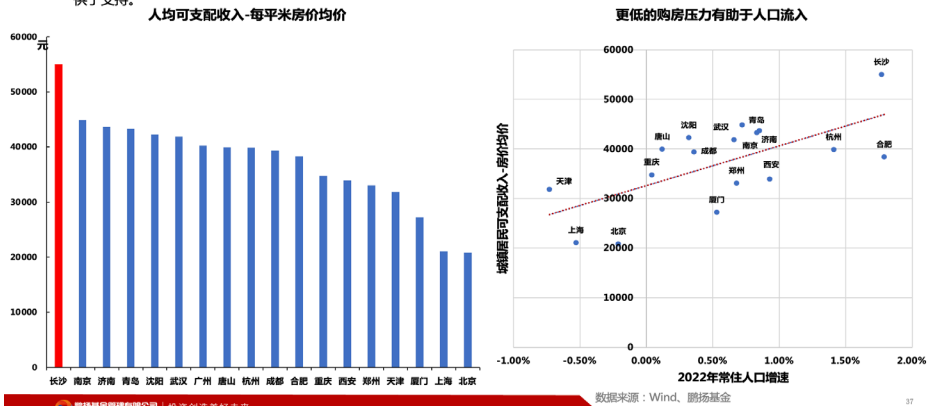
长沙就业情况好于全国水平



中国把这个“病”治疗得比较好的城市是怎么做的呢？以长沙为例，在去年中国经济形势不好，平均增长3%的情况下，长沙的GDP增速在所有的城市（尤其是大城市）中位列第一。在过去这些年中，中国经济增长状况比较好，城市GDP增长可以依赖城投地产、土地财政等。但现在就纯拼实力、拼创造、拼制造而言，长沙交的答卷是十分不错。在去年，北京和上海GDP呈现负增长，而长沙GDP增速在全国排第一。并且，它的人口增量和增速也是全国第一。在消费方面，与相邻的城市，包括大中城市相比，长沙排在前三，其主要消费数据远高于中国的均值。在就业与失业方面，大多数城市不敢公布去年失业率的情况下，长沙敢公布失业率，并且它比往年还低，这说明长沙不存在年轻人失业的问题。

各大城市可支配收入-房价

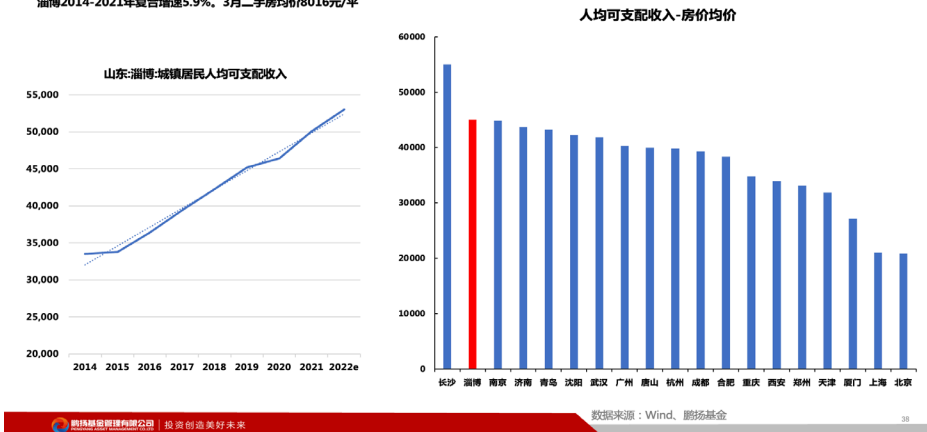
根据各大城市2022年城镇居民人均可支配收入与最新的房价均价计算，长沙居民的房价较为友好，安居成本较低，这为长沙吸引人才流入提供了支持。



长沙是怎么做到的呢？我们研究了长沙的各项政策和指标，其中它的收入不是全中国最高的，房价也不是全中国最低的，但把它们相减，即用它的收入-房价会发现，我们便会发现它是全国真正的净收入最高、老百姓手里拿到钱最多的一个城市。长沙会不会只是一个特例呢？从我们对全中国大中城市的研究上看，基本数据是围绕着这条线在均匀地分布，说明其中的正相关关系非常明显。

淄博

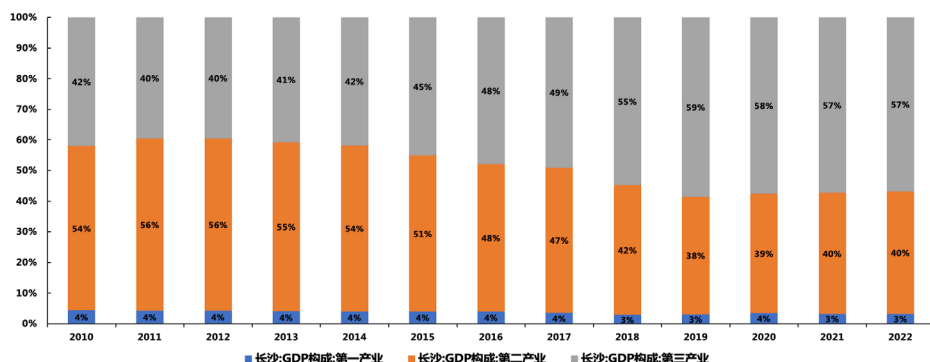
淄博2014-2021年复合增速5.9%，3月二手房均价8016元/平



又比如最近比较火爆的淄博。如果将淄博纳入排名，淄博能在全中国排第二。这体现出淄博的老百姓能真正安居乐业拿到钱、赚钱真赚到手了。

长沙产业结构

■ 长沙服务业及工业较为发达，2022年第二产业及第三产业分别占GDP的40%和57%，并且第三产业的占比持续提升中。

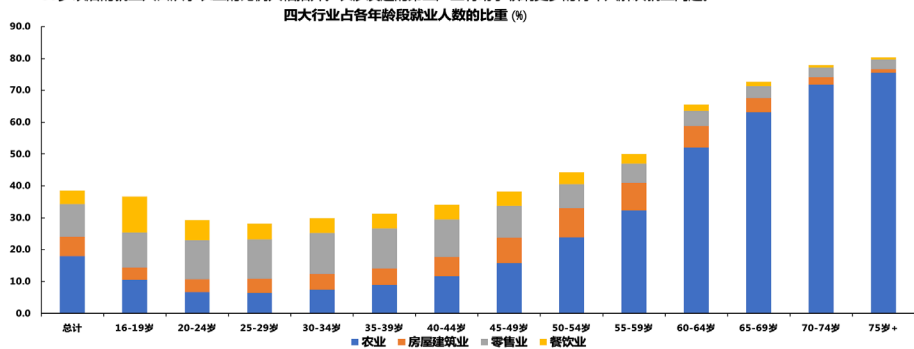


数据来源：Wind、鹏扬基金

长沙还有一个特征，就是第三产业发展得很好。我之前认为如果一个国家太重视第三产业，抛弃了制造业，会出现产业空心化，导致潜在增长率下降。但现在我的观念发生了变化。我认为现代制造业、高端制造业和智能制造能解决的就业问题非常少。解决就业主要得靠第三产业。所以，服务业和我们现代的制造业可以相辅相成、共同发展，共同促进，甚至是互相支持。大家都知道长沙很发达，有湖南卫视等一系列文体、娱乐等第三产业，我们认为长沙这个案例的经济发展模式也不错。

各年龄段就业行业分布

■ 农业、零售、房建、餐饮4大行业就业容量明显高于其他行业，制造业就业相对分散。全年龄段来看，四大行业占总就业人数的38.6%。制造业就业相对分散，占比较高的纺织、电子制造行业的就业人数占比也在2%以下。
■ 分年龄段看，青年就业以零售业及餐饮业为主，更偏向于服务业。24-49岁就业者，随着年龄的增长，从事房屋建筑业及农业的比重逐步提高。59岁以后的就业人口从事农业的比例大幅抬升。长沙发达的第三产业有助于吸纳更多的青年人解决就业问题。

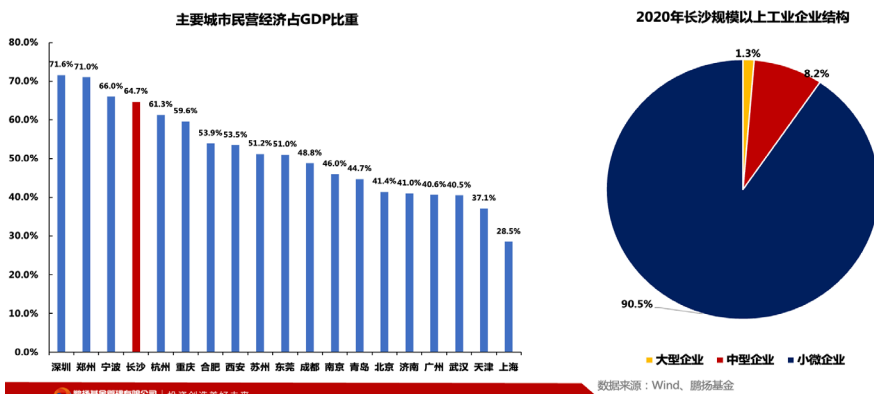


数据来源：智联招聘、长江证券、鹏扬基金

从各年龄段的问题上看，基本上制造业吸收很少，主要就业靠的是服务业。

发达的民营经济

- 民营企业相较于大型国企，招聘要求相对较低，招聘需求更为灵活，能够更好的满足中青年的就业需求。长沙民营经济活力较强，2021年为全市贡献了64.7%的GDP，50%以上的高新技术产值，满足了65%以上的“四上”企业就业人员就业。



长沙还有一个特点，就是民营经济占比特别高，仅次于深圳、宁波等这些特殊地区。在内陆城市里基本位居前列。这些特征给我们指向一个共同问题，就是我们下一步的经济政策应该怎么解决呢？我认为应该鼓励服务业、第三产业和民营经济的发展，另外也要对房价进行调整。这在今天有非常大的争议。

我知道房价下降会给金融行业带来很多问题。但我认为，从经济学角度来讲，一切事物本质的价值是资产价格折现出现现金流收入，但当前本质的价值和现在的经济增长已经不匹配了。比如存款利率问题，若当前定期存款无风险收益为3.5%，经济增长才3%，老百姓怎么可能在3%的经济增长下，不要这3.5%的无风险收益还去投资呢？这本身就是引导大家“躺平”。所以，本质上这种高房价其实和美国高通胀一样，带来经济增长的成本太高了，尤其是房价里自带久期，自然而然会把我们未来的收入吸纳进来。我在深圳时，房价一夜之间从7万元涨到13万，而我的朋友拿130万的年薪买了2000万的房子。我问他为什么敢买？他说我前年有80万薪酬，去年有100万的薪酬，今年130万，十年以后不得500万薪酬。所以，他觉得2000万对他不是问题。但未来经济增长不及预期，收入不好，单位还裁员，他还会有这种预期吗？这种房价是非理性繁荣，不是正常的增长。我们欠多了最后都得要还，不可能有天上掉馅饼的事儿。这是我个人的建议，当然这是有争议的，仅供各位专家参考。

以上的观点可能不太全面，但每个专题都有百页以上的PPT和数据，仅仅拿出了其中几页PPT和大家共享和探讨。感谢大家！



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：

