



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7月) (总第65期)

寻找复苏突破口的中国宏观经济

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7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65期）

寻找复苏突破口的中国宏观经济

报告人：范志勇

2023年7月19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

目 录

一、2023年二季度宏观经济指标解读

二、宏观数据背后的趋势性、周期性和
结构性因素

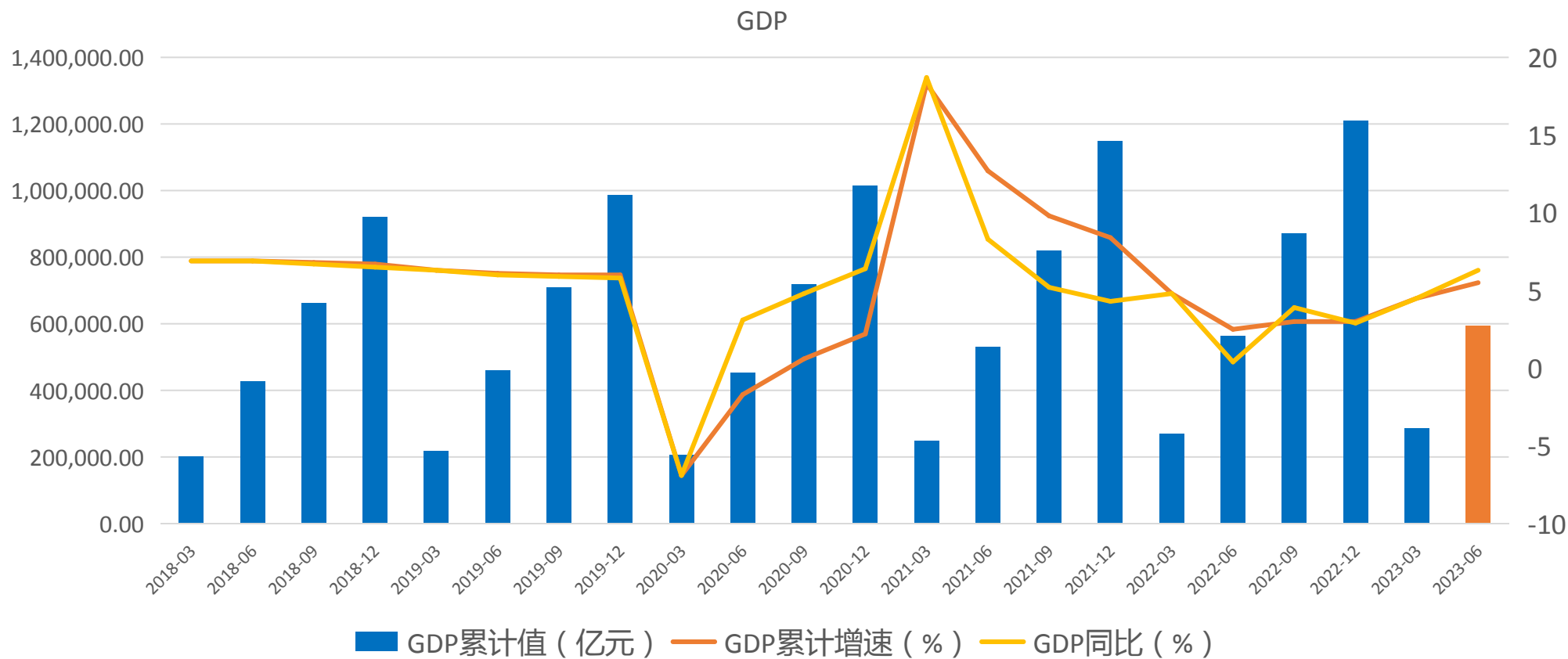
三、宏观政策接力调整

二季度中国宏观经济的主要特征

- GDP复苏趋势进一步稳固。
- CPI和PPI下降中周期性因素和趋势性因素共存。
- 消费、投资和出口面临压力，宏观经济整体供给恢复快于需求复苏格局。

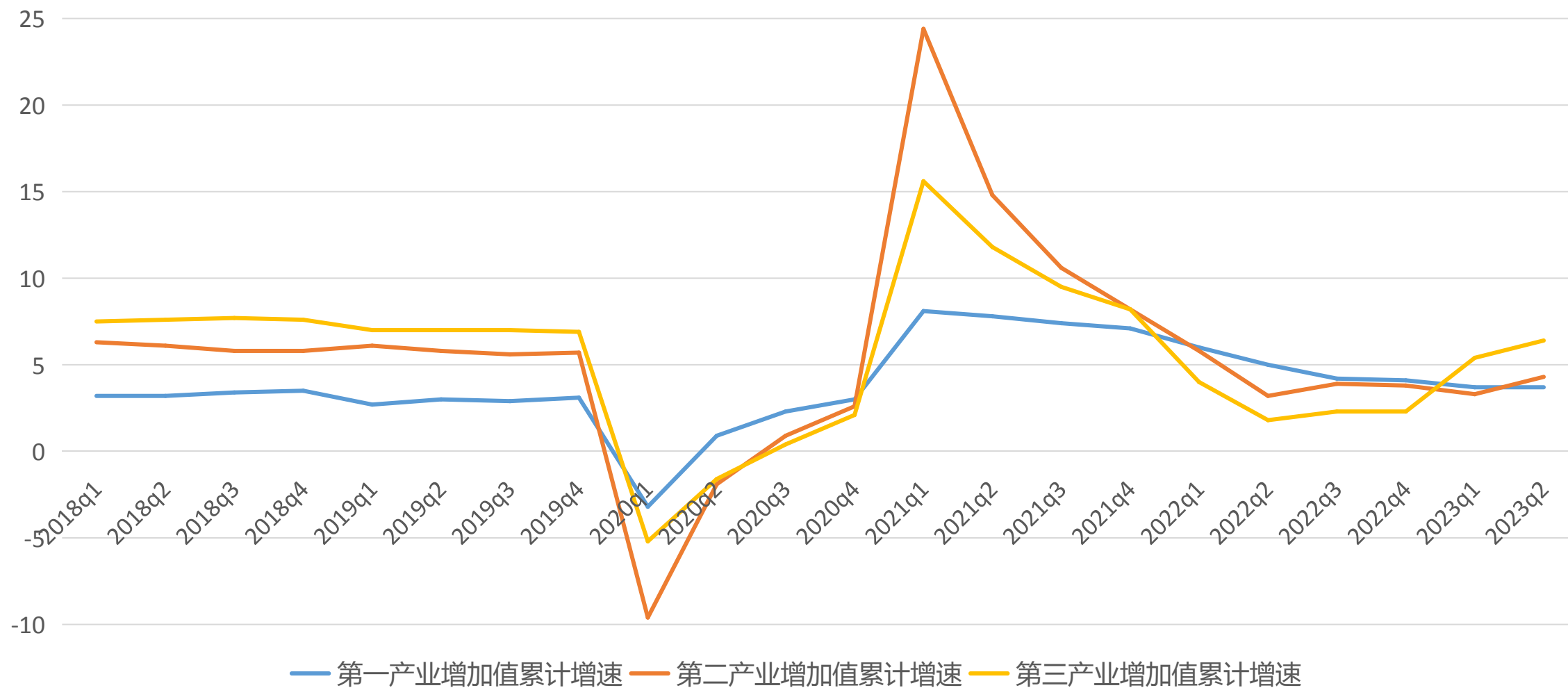
一、产出

- 上半年国内生产总值593034亿元，按不变价格计算，同比增长5.5%，比一季度加快1.0个百分点。经济增长复苏进一步巩固。
- 分季度看，一季度国内生产总值同比增长4.5%，二季度增长6.3%。从环比看，二季度国内生产总值增长0.8%。

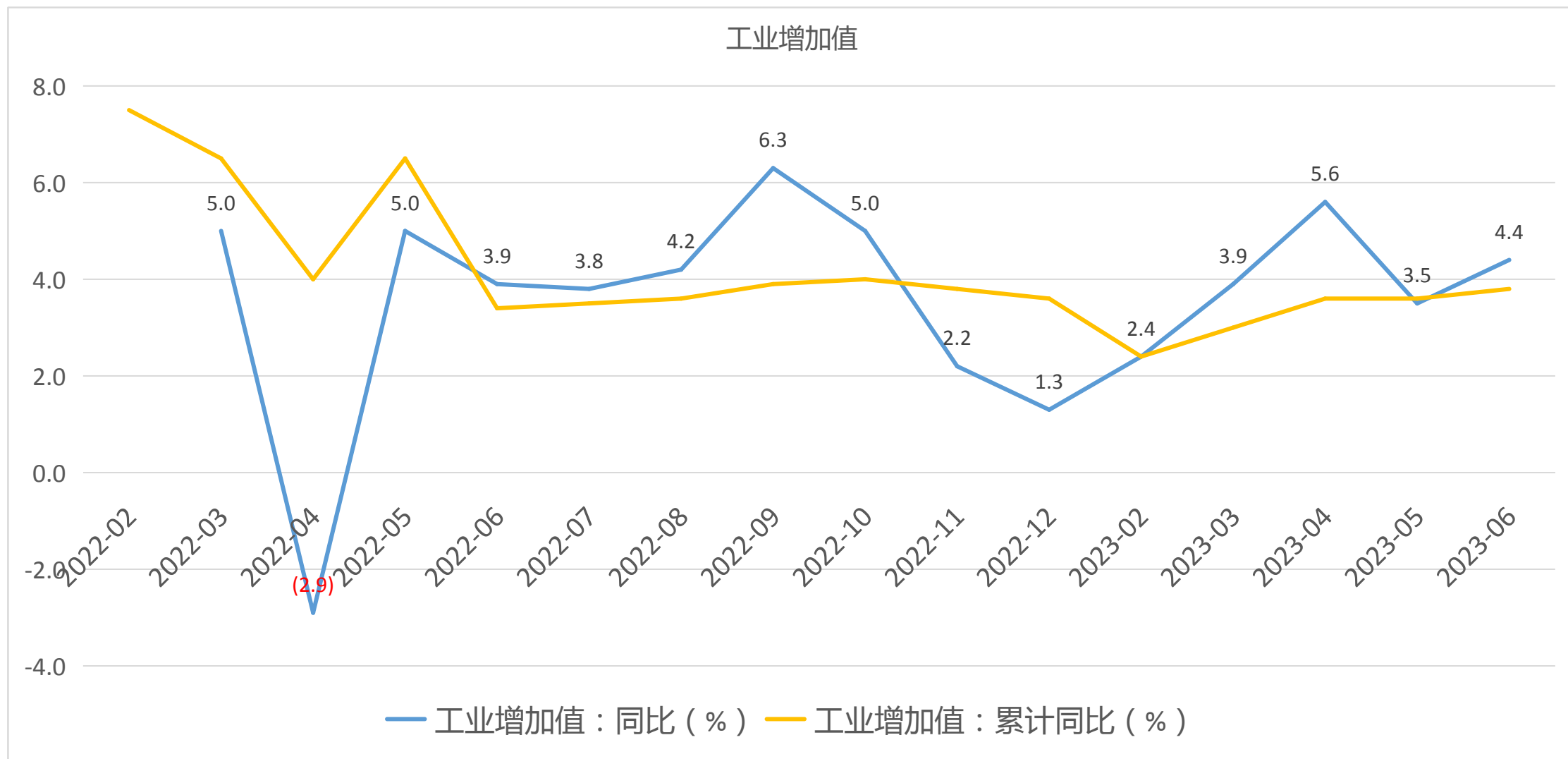


分产业看，上半年第一产业同比增长3.7%；第二产业增加值增长4.3%；第三产业增加值增长6.4%。

各产业增加值累计增速

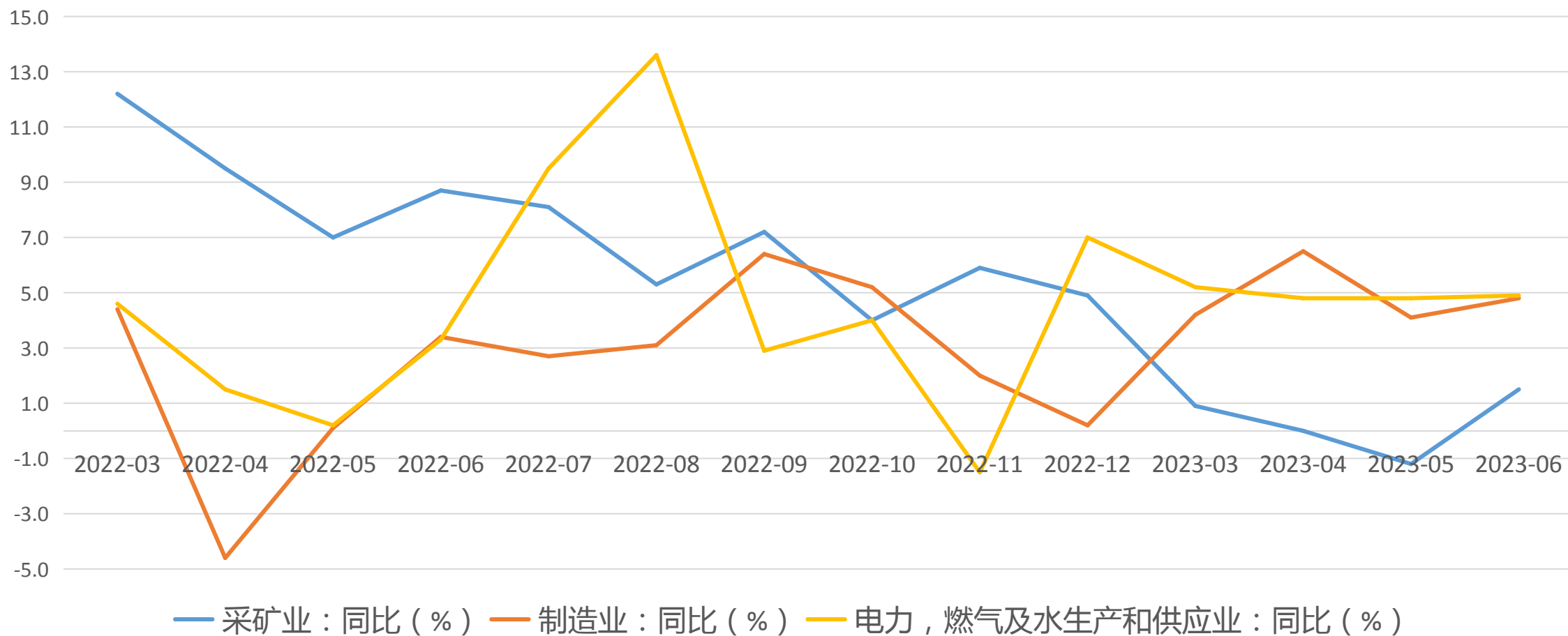


上半年，规模以上工业增加值同比增长3.8%。6月份，规模以上工业增加值同比实际增长4.4%。2023年3月份以来，工业增长值累计同比增速持续上升，6月份累计达到3.8%。



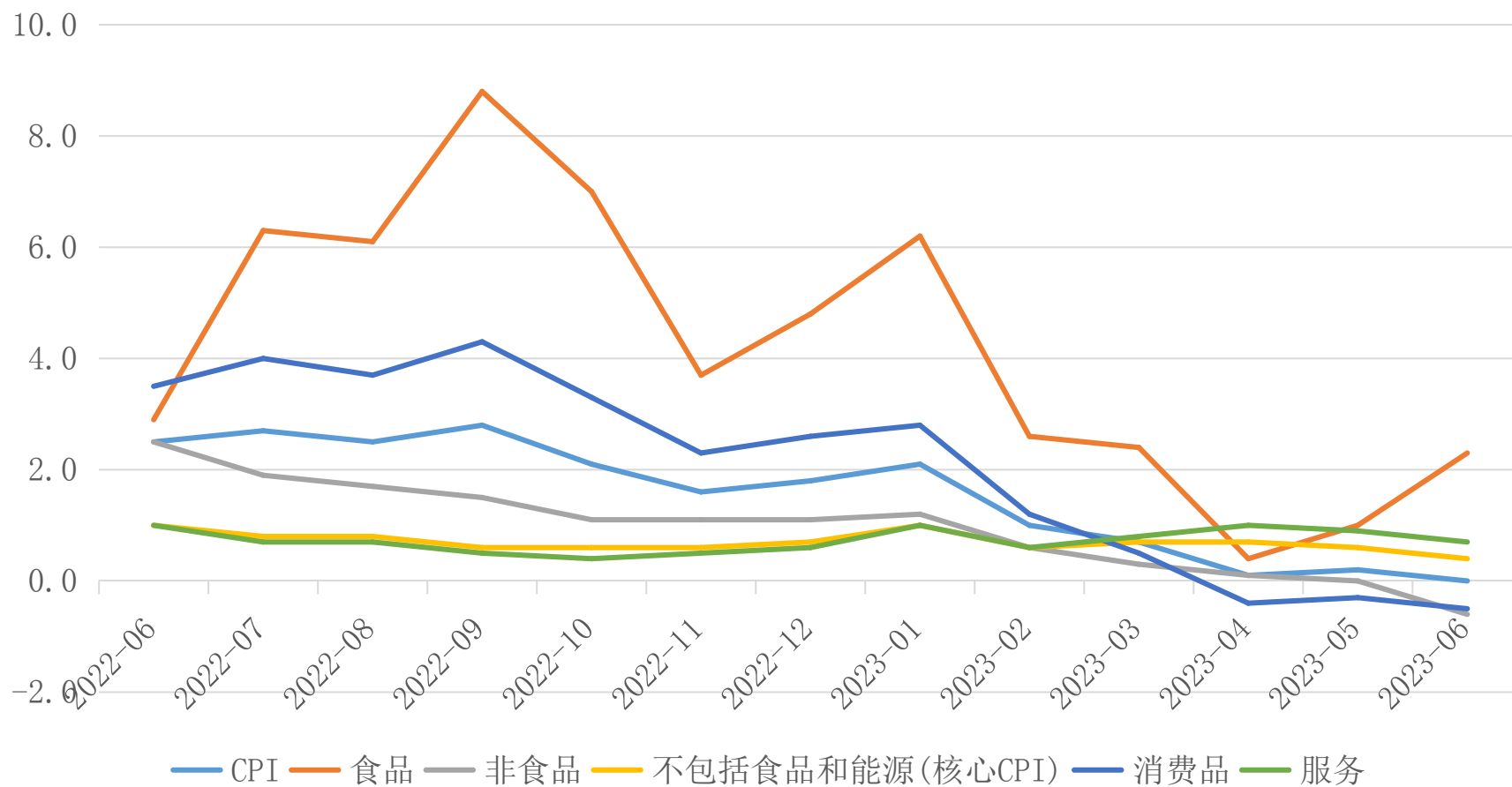
- 分三大门类看，上半年，采矿业增加值同比增长1.7%，制造业增长4.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.1%。6月份，三大门类分别增长1.5%、4.8%和4.9%。
- 采矿业增加值反弹趋势决定复苏前景是否稳固。

分门类工业增加值



二、CPI指标周期性回落

- 2023年6月份，全国居民消费价格同比持平。食品价格上涨2.3%，非食品价格下降0.6%；消费品价格下降0.5%，服务价格上涨0.7%。1-6月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨0.7%。



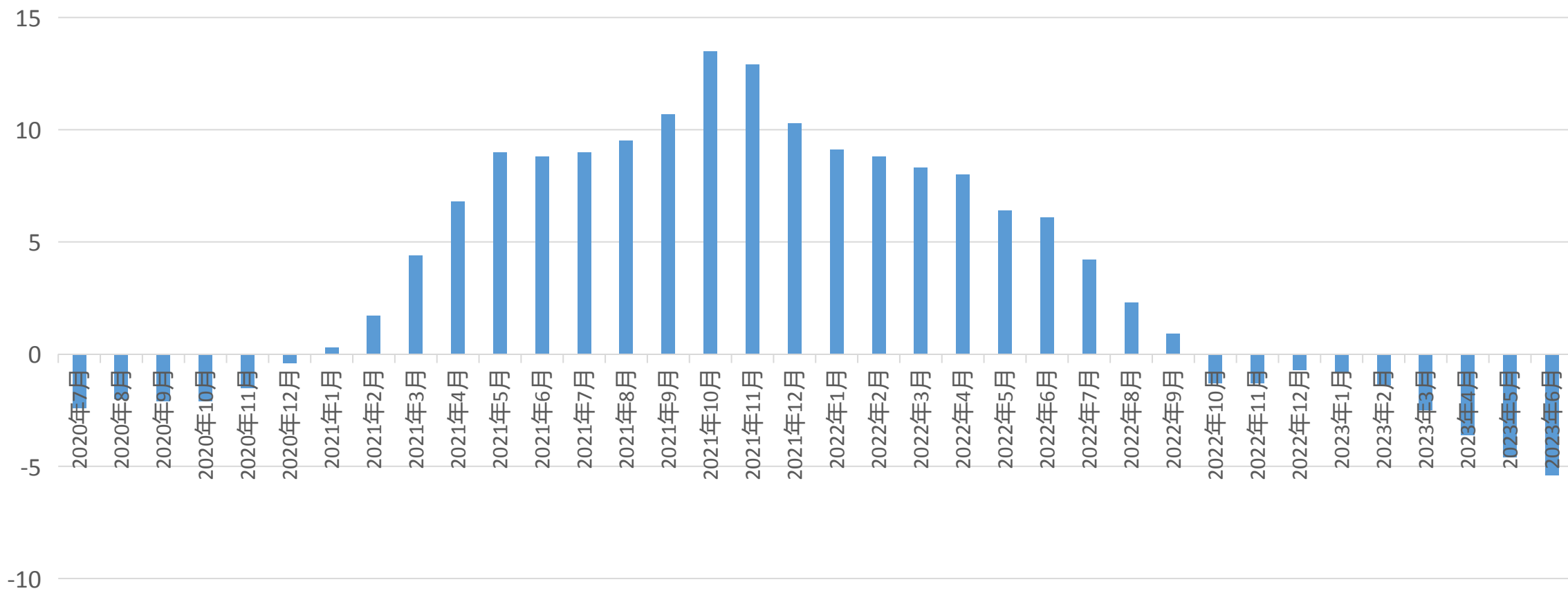
- 交通通信类中，对其影响较大的主要是交通工具及其燃料价格。这部分中，交通工具的价格同比下降4.3%，这与今年上半年激烈的汽车价格战高度相关。在交通工具用燃料方面，同比下降了17.6%，这部分主要受到国际油价下跌所带动。在去年俄乌冲突导致的上升后，今年国际油价大幅下降，带动了大部分大宗商品价格的下跌，这部分影响除了体现在CPI上，也反应在我国的PPI变动上。

	环比涨跌幅 (%)	同比涨跌幅 (%)	1—6月 同比涨跌幅 (%)
五、交通通信	-0.5	-6.5	-2.3
交通工具	-0.4	-4.3	-3.2
交通工具用燃料	-1.3	-17.6	-7.1
交通工具使用和维修	0.1	0.6	0.9
通信工具	-0.2	-1.5	-1.7
通信服务	0.0	-0.2	-0.2
邮递服务	0.0	0.3	0.2

PPI指标处于下行中的周期性因素

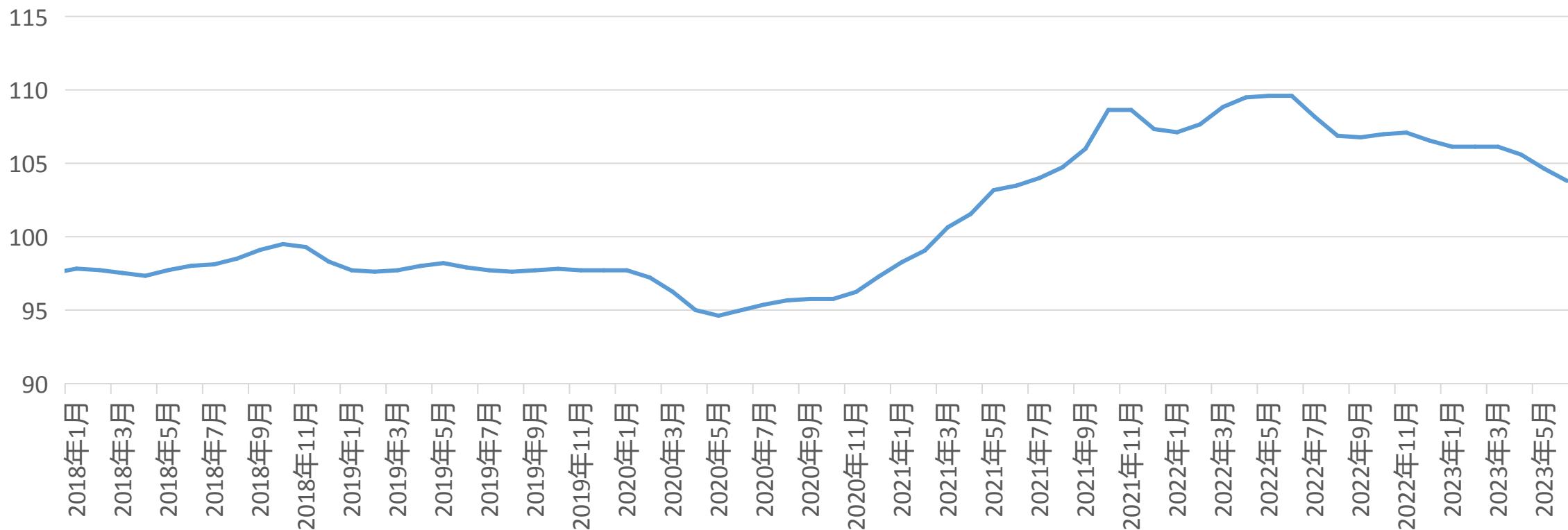
- PPI数据与全球大宗商品价格高度绑定，具有较强的周期性性质。我国PPI数据跟随国际大宗商品价格在2021-2022年大涨之后，在最近出现下行趋势较为正常。

工业生产者出厂价格指数（同比涨幅）

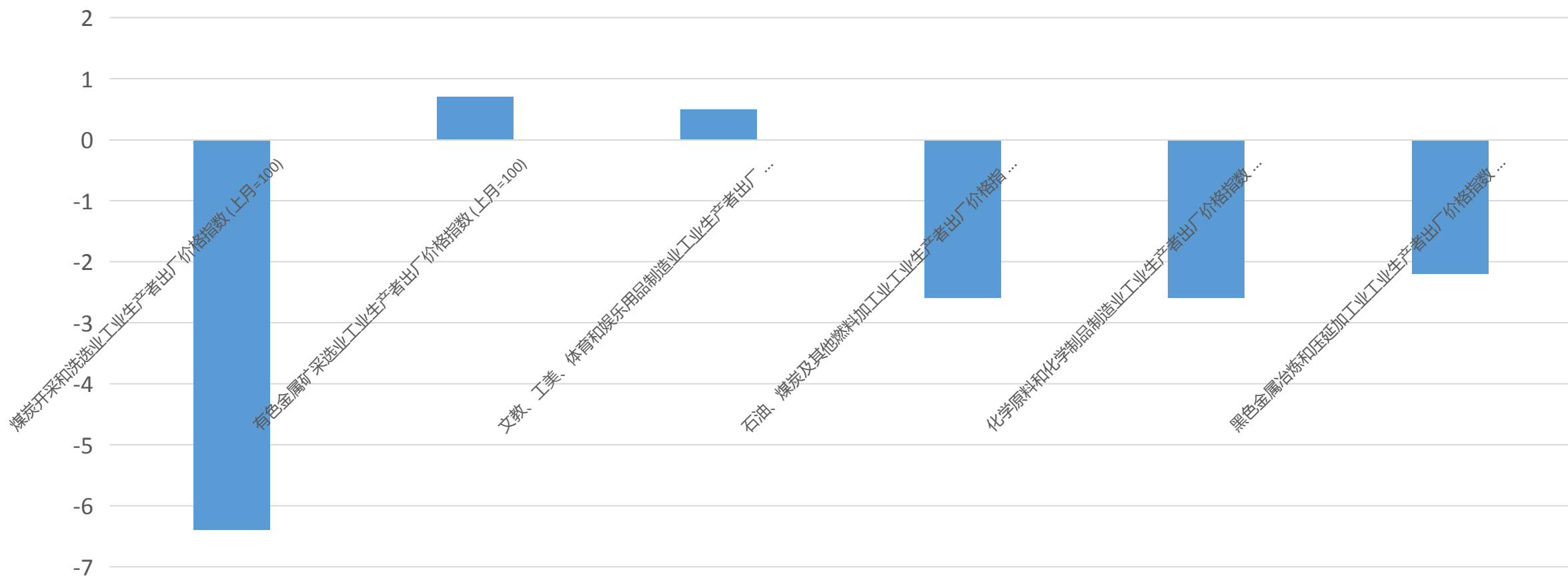


虽然出现了下行，但我国PPI的绝对值尚高于疫情前（2019年）的峰值。所以虽然这次PPI指数的下降，会给我国带来一些输入性通缩压力。但目前来看，该指数收缩主要受过去一年国际大宗商品价格下降影响较大。

PPI (2012年1月=100)

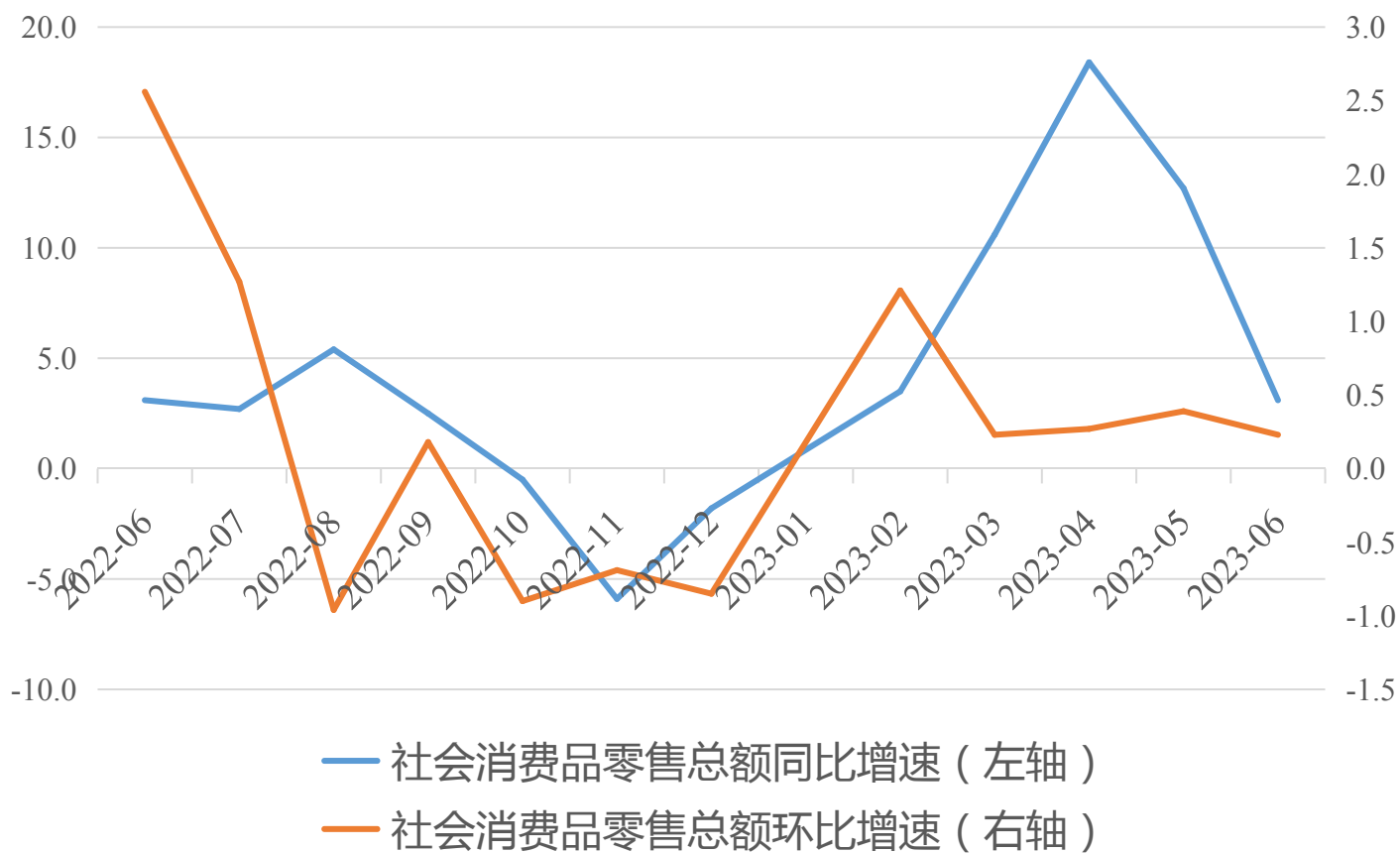


在调查的40个工业大类中，价格下降的有25个，降幅较大的为煤炭开采和洗选业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业以及黑色金属冶炼和压延加工业等。出现上涨的有文教工美体育和娱乐用品制造业和有色金属矿采选业等，但涨幅和跌幅相比相对较小。

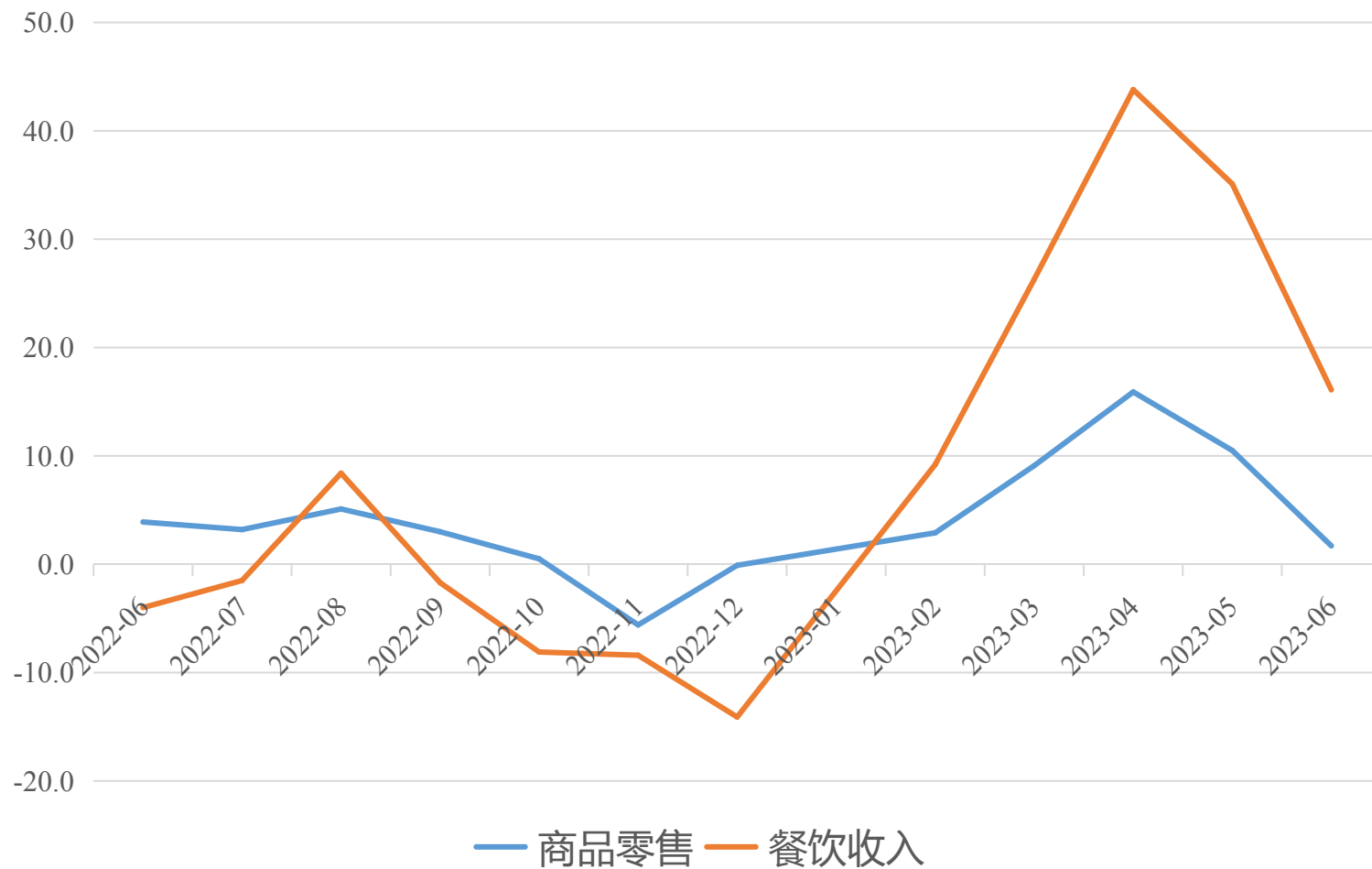


三、消费增速回落

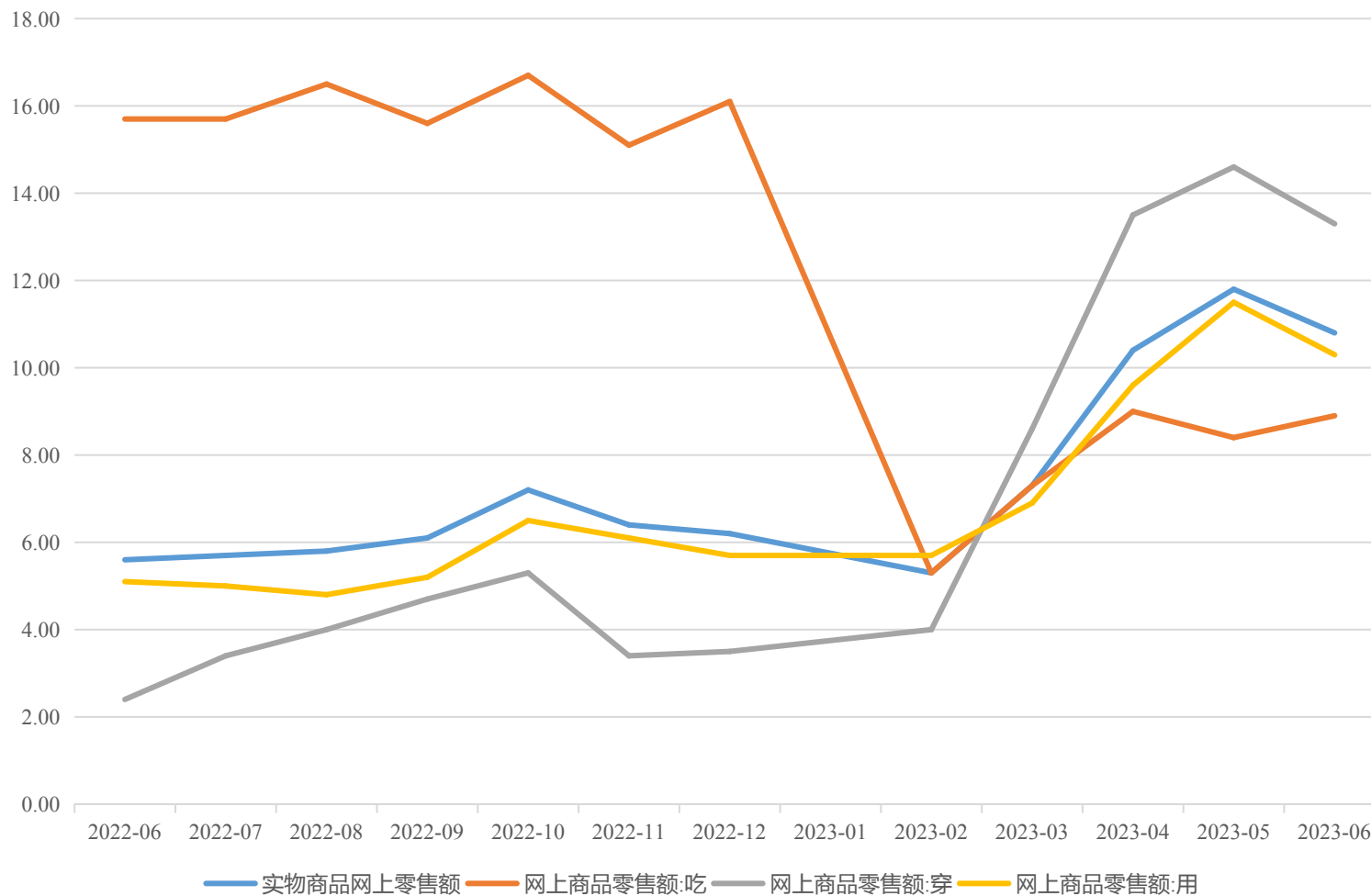
2023年6月，社会消费品零售总额为39951亿元，同比增速为3.1%，环比增速为0.23%，同比环比增速较上月均有所回落。前六个月，社会消费品零售总额为22.75万亿元，同比增长8.2%。



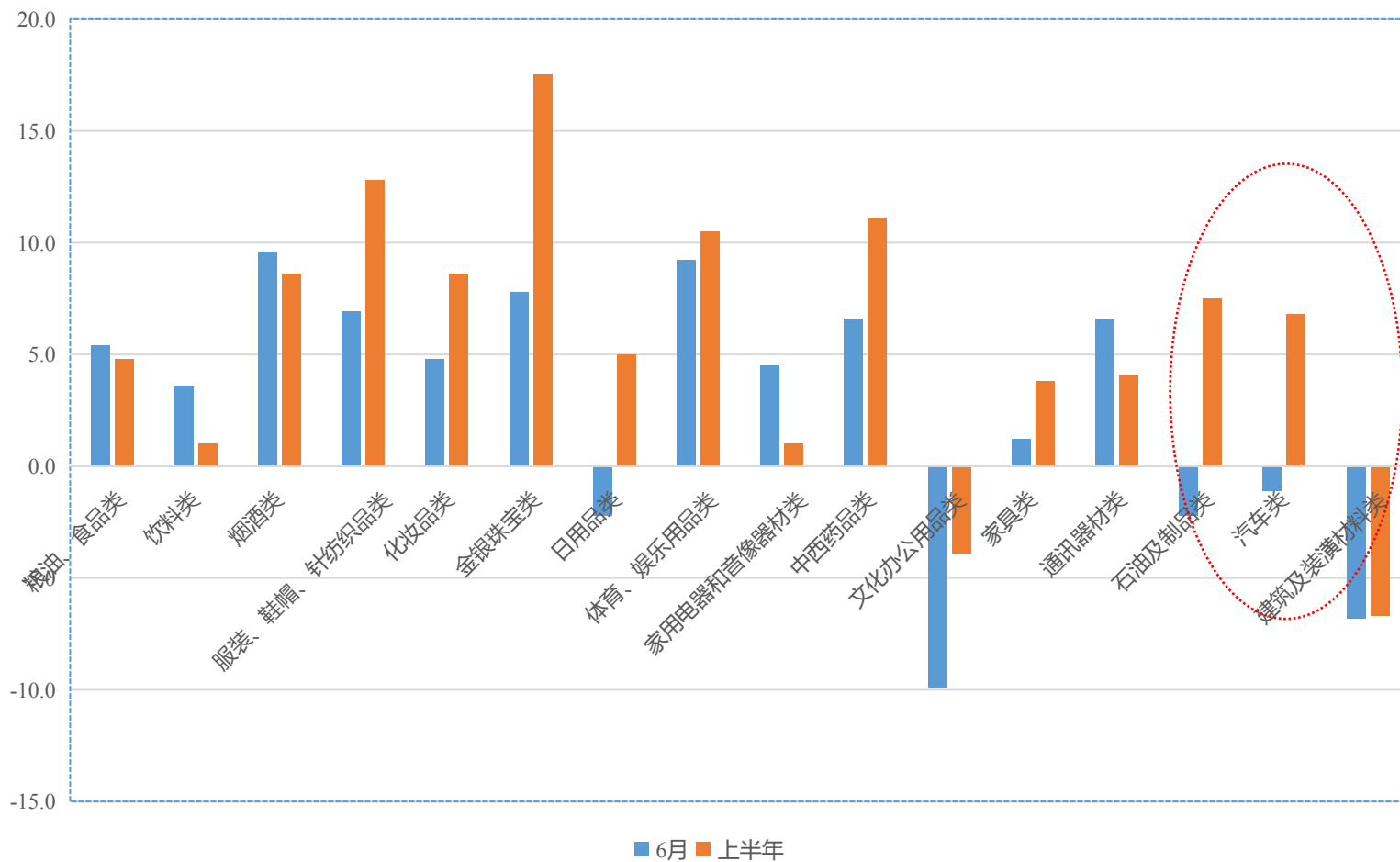
按消费类型来看，6月商品零售同比增速为1.7%，为今年以来的低点；餐饮收入同比增速为16.1%，均较上月有较大回落；按经营单位所在地来看，城镇同比增速为3%，乡村为4.2%，消费增速同步下降。



网上消费增速疫情后首次下滑。2023年1-6月实物商品网上零售额总额为60623亿元，累计同比增速为10.8%，今年来首次出现增速下滑。从分项来看，除食品外，其余消费增速均有下降。

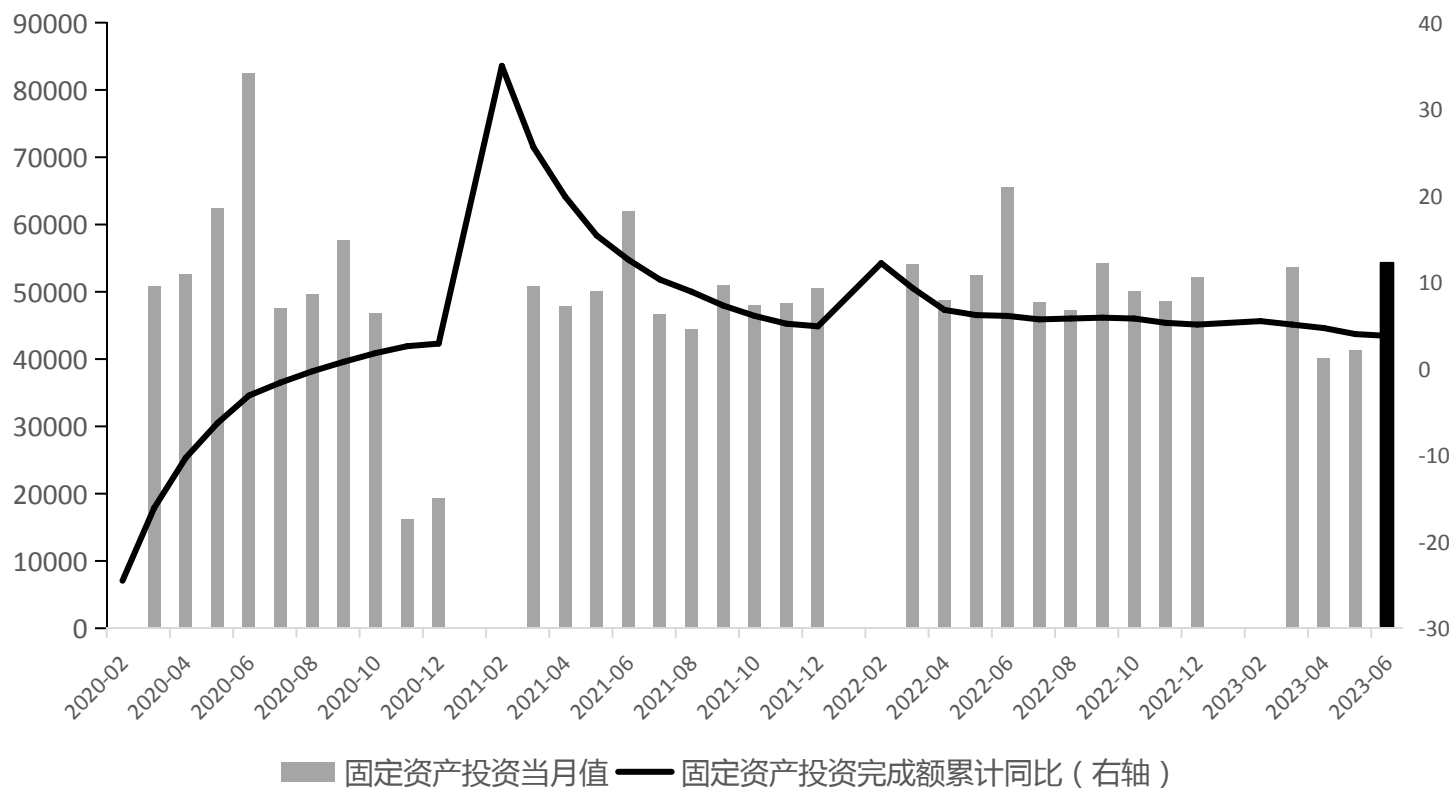


耐用品相关消费同比下降。按商品类型来看，石油及其制品、汽车和建筑装潢材料等耐用品相关商品的消费同比增速为负。受房地产市场降温影响，今年上半年，建筑及装潢材料的消费与去年同期相比下降6.7%。

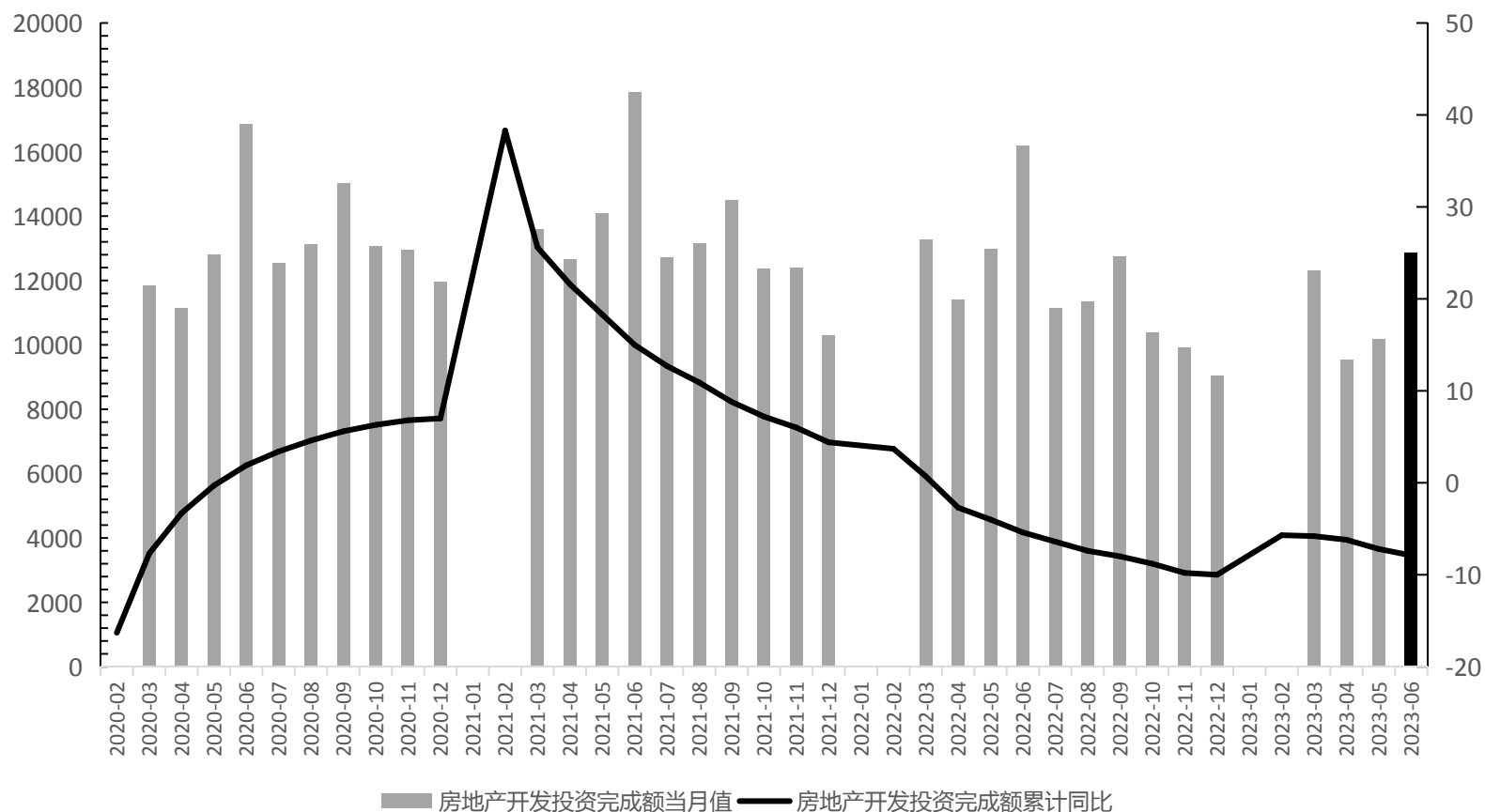


四、投资增速同比下降，环比改善

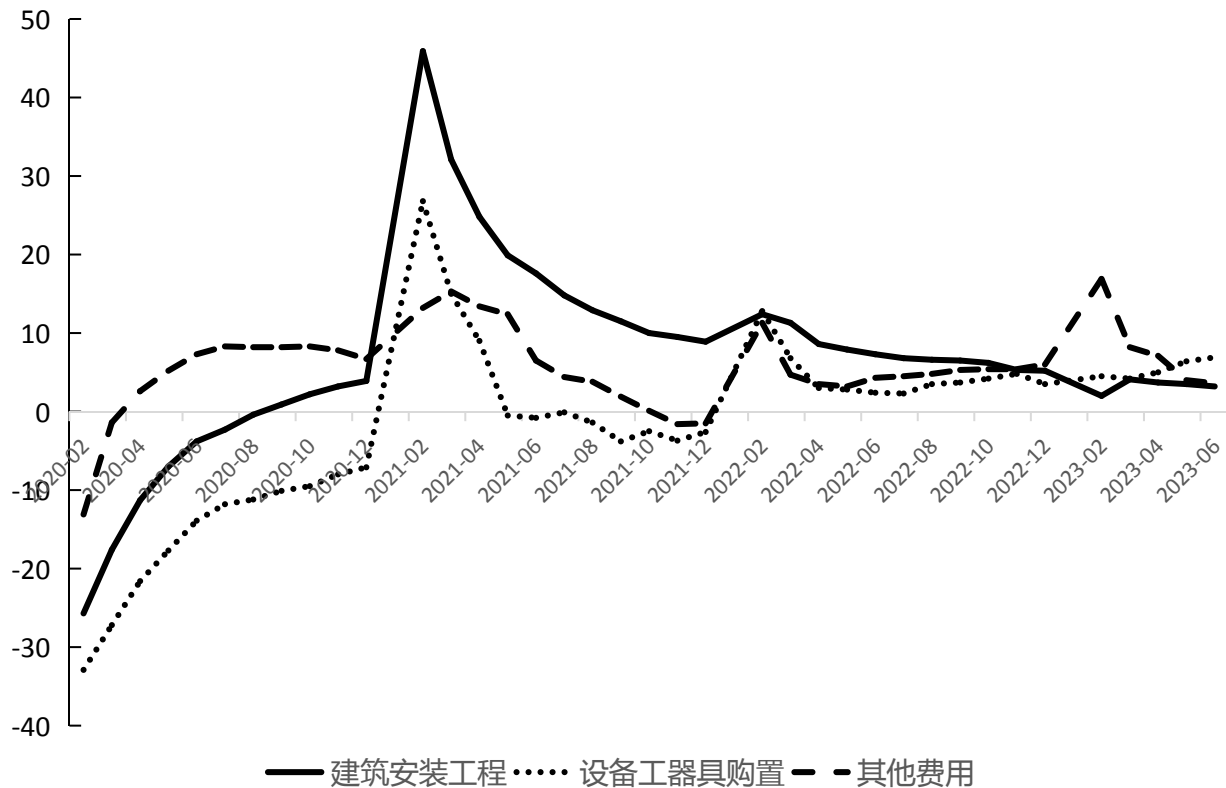
- 前6个月，固定资产投资完成累计24.3万亿，累计同比增长3.8%。
- 6月当月固定资产投资快速增长，完成5.4万亿，季调环比增长0.39%，保持2月以来上升态势。第二季度固定资产投资累计完成13.6万亿。



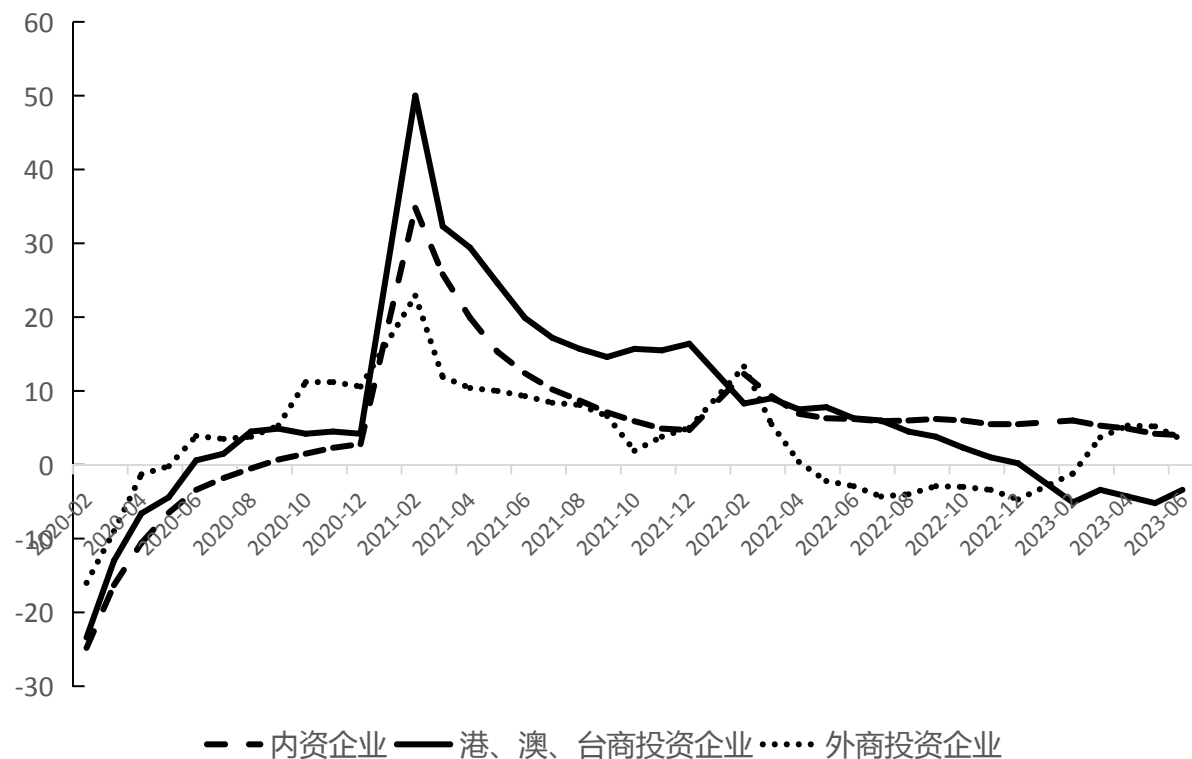
- 房地产投资前6个月累计同比下降7.9%。
- 6月房地产投资完成额快速增长，当月完成1.3万亿，环比有所改善。第二季度固定资产投资累计完成3.3万亿。持续性有待进一步观察。



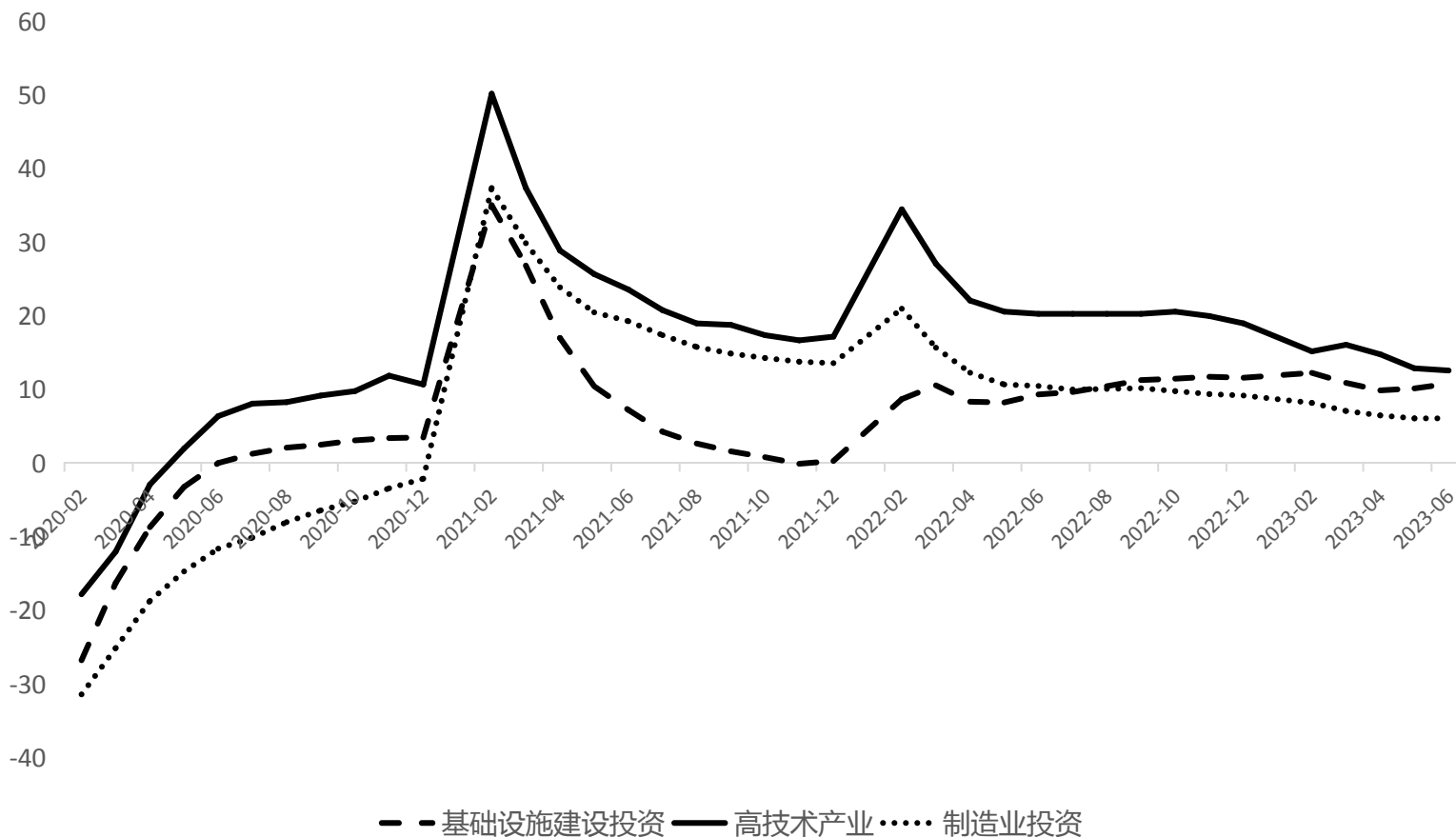
按构成来看，建筑安装工程累计同比增长3.2%，设备工具购置累计同比增长6.9%，其他费用累计同比增长3.6%。



按登记注册类型看，内资企业固定资产投资同比增长4.0%，港澳台商企业固定资产投资下降3.4%，外商企业固定资产投资增长3.4%。

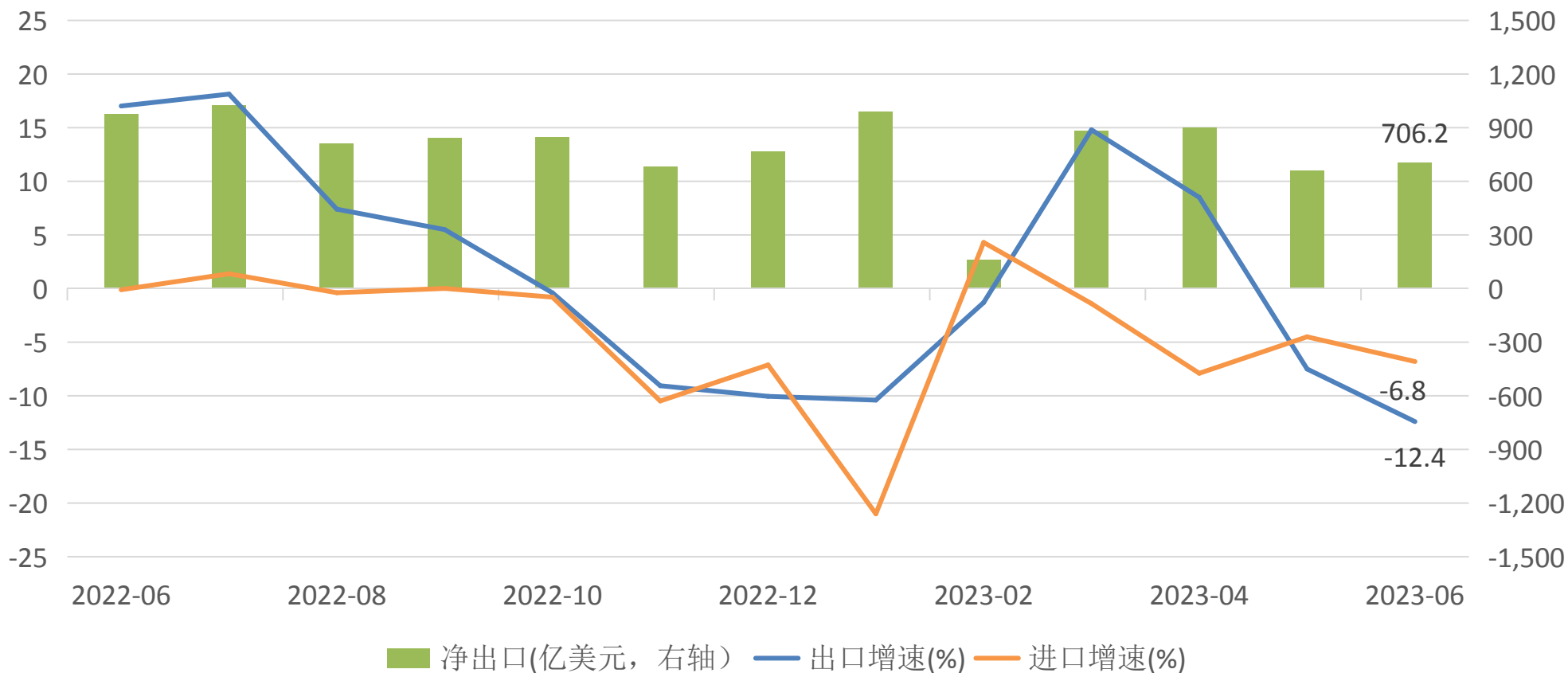


- 按行业来看，基础设施建设投资6月累计同比增长10.7%，增速保持加快趋势。高技术产业6月累计同比增长12.5%，增速维持放缓趋势。制造业投资累计同比增长6%，与5月持平。
- 民间固定资产投资有所下滑，占总固定资产投资的53%，累计同比下降0.2%。



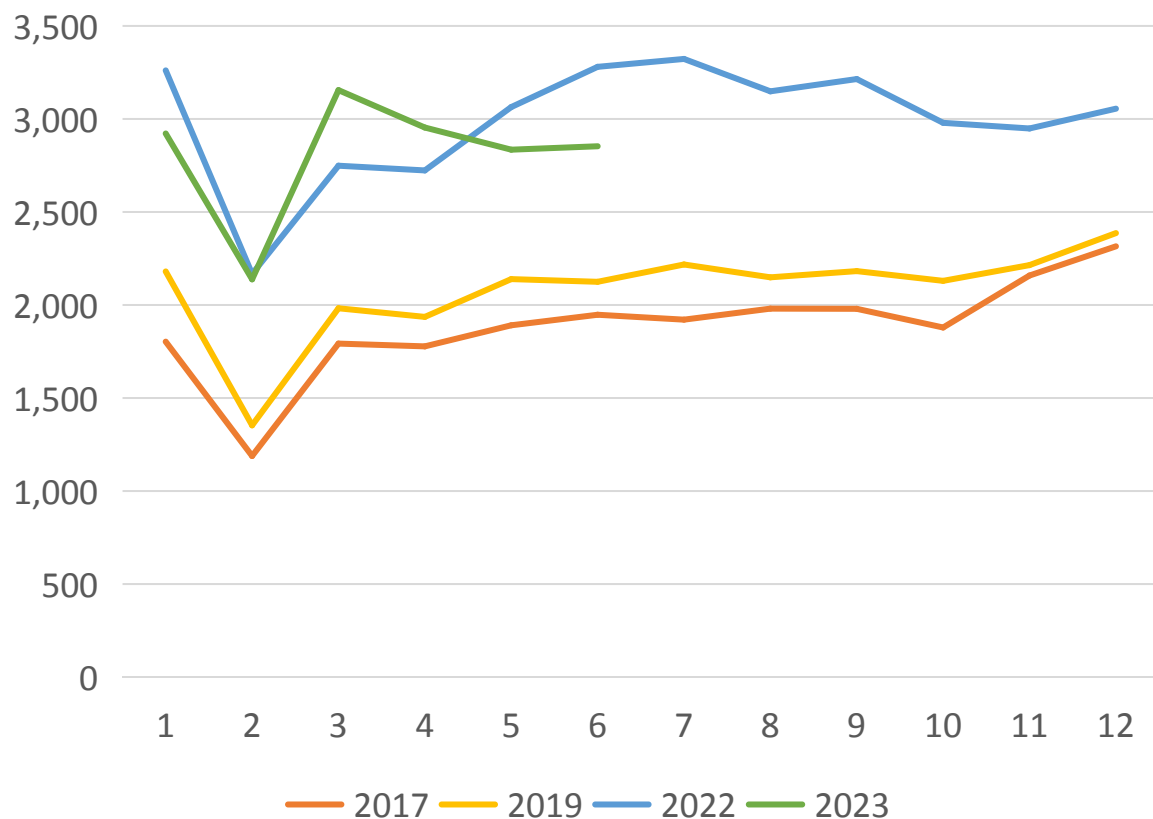
五、进出口同比增速下滑，贸易顺差维持高位

- 2023年6月，以美元计价的出口增速继续下行，同比增速为-12.4%，前值为-7.5%；进口增速为-6.8%，前值为-4.5%，贸易顺差为706.2亿美元。
- 2023年1-6月，中国进出口总值29181.7亿美元，同比下降4.7%，实现贸易顺差4086.9亿美元。

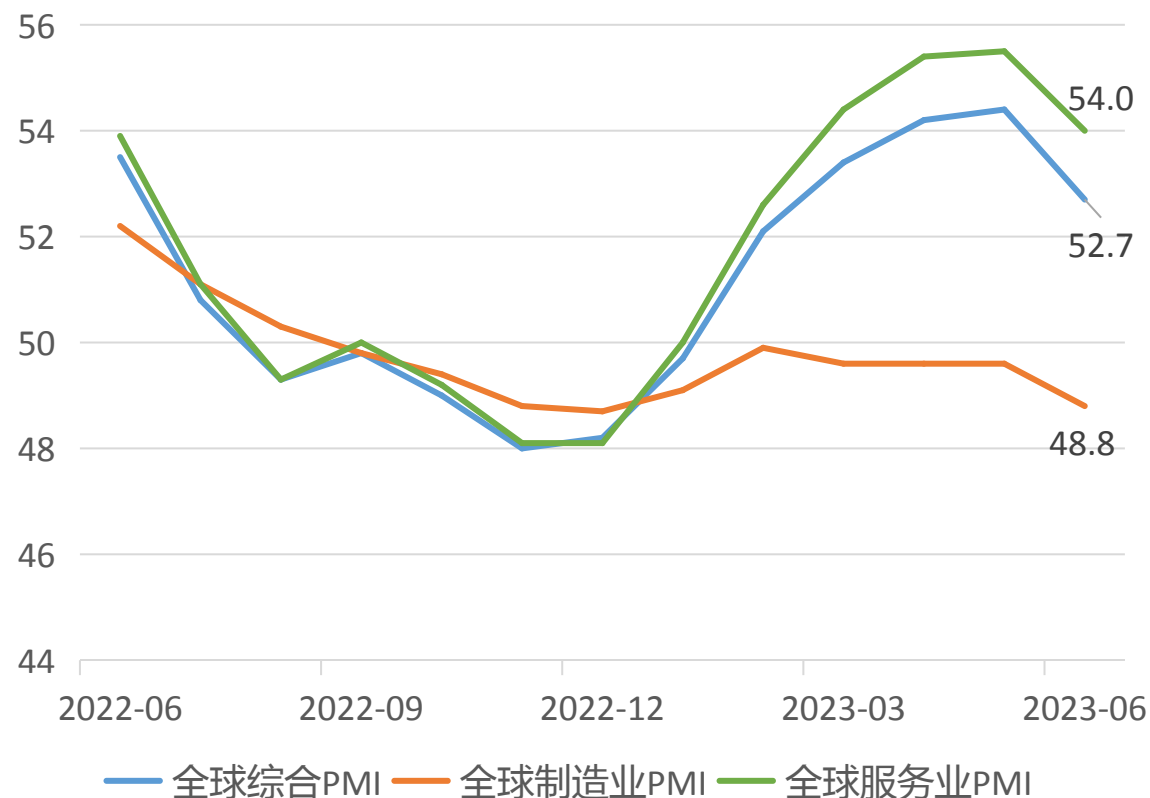


中国出口同比增幅呈下行趋势主要受两个因素影响：一是基数效应，2022年4月-7月出口强劲攀升，导致今年同比增速受到影响；二是海外需求趋缓，制造业和服务业PMI走势双双下滑。

1-12月出口金额



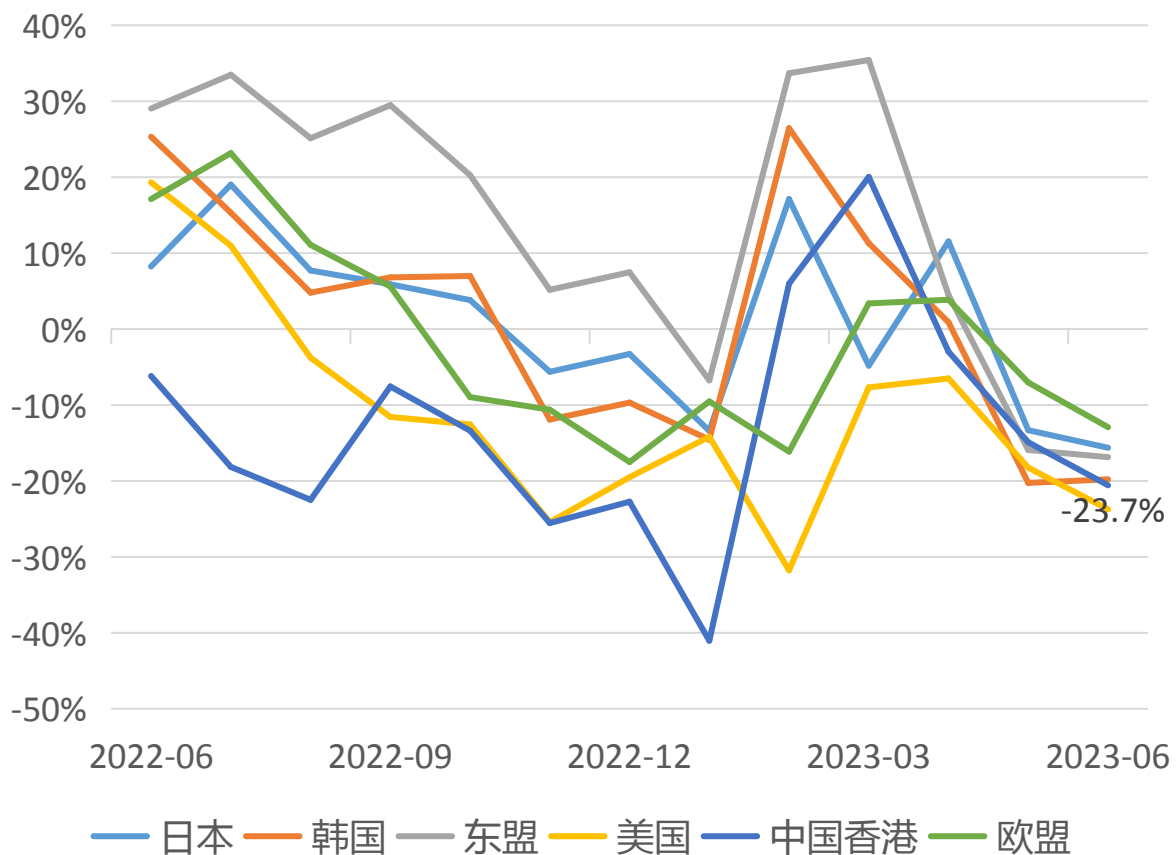
全球PMI指数



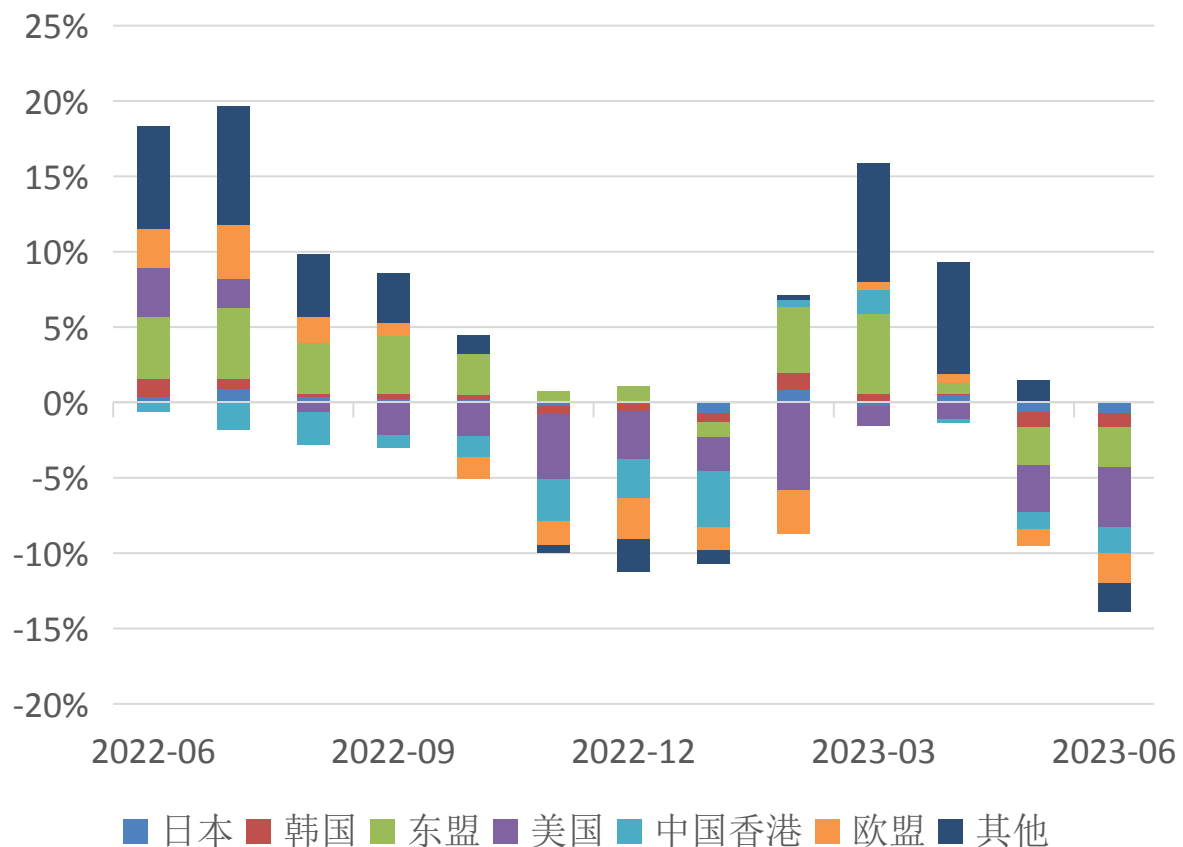
分地区来看，2023年6月对美国、欧盟、东盟等主要目的地出口同比增速均有所下滑，分别为-23.7%、-12.9%、-16.9%。

从出口同比增速贡献度来看，东盟近期从正向的拉动者变为负向的拖累者。

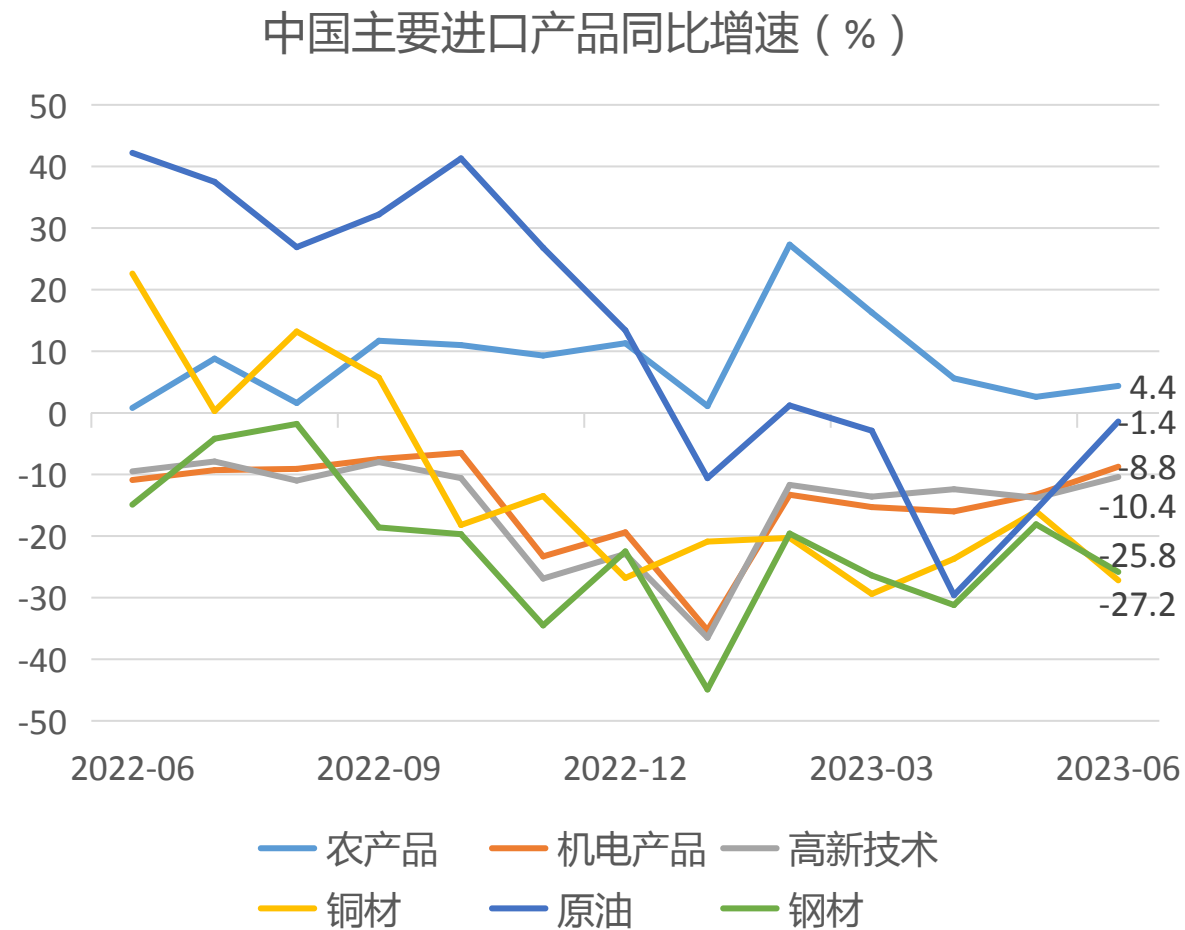
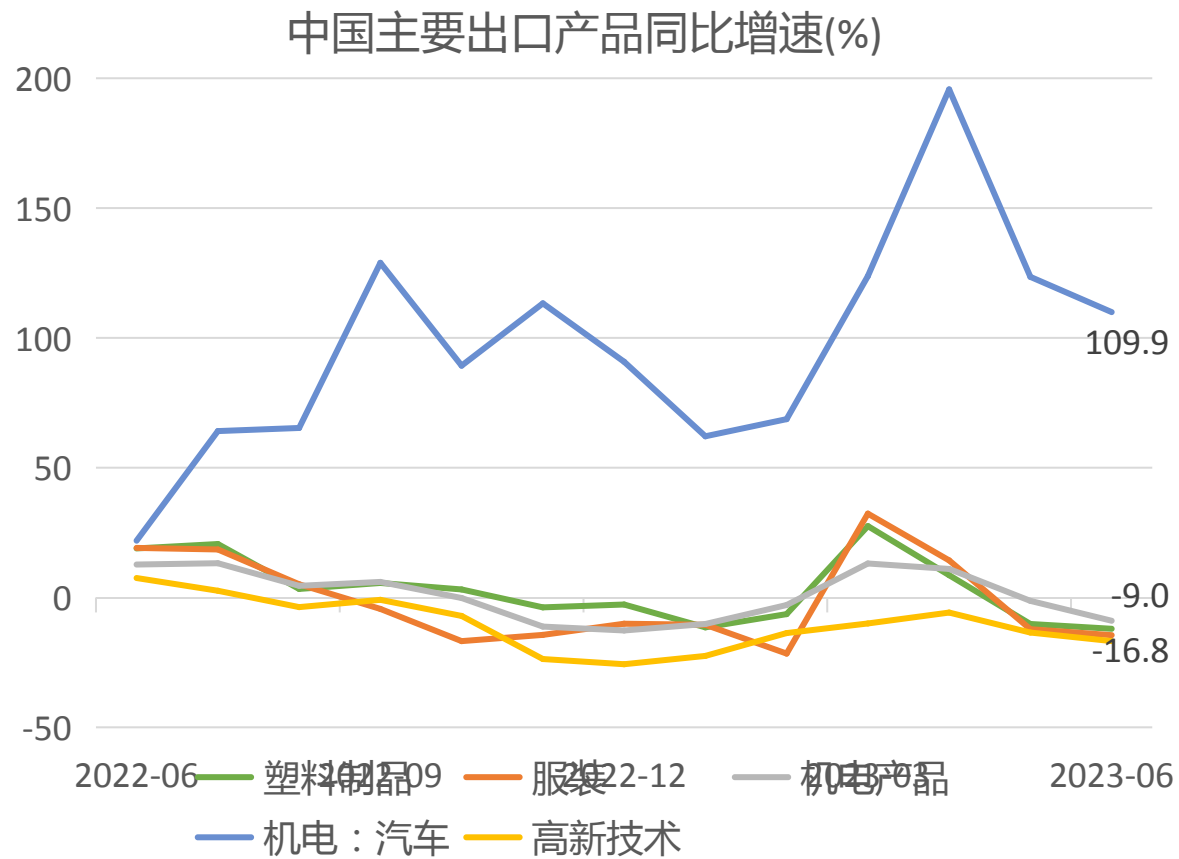
中国对主要出口目的地出口同比增速



分地区出口同比增速贡献



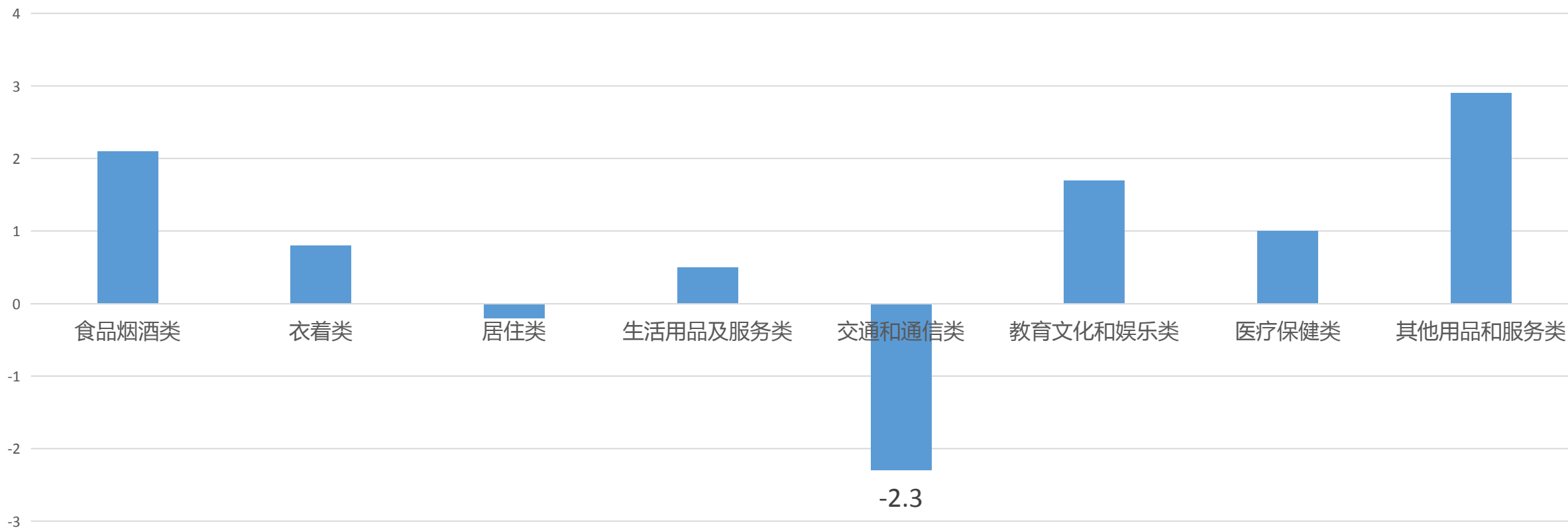
- 分产品来看，2023年6月各主要产品出口增速普遍下滑，但汽车(包括底盘)仍维持高增速(109.9%)。
- 从进口品类来看，农产品、原油、高新技术产品、机电产品同比增速较5月有所改善，但铜材、钢材进口同比分别为-27.2%、-25.8%，降幅扩大。



二、关注宏观经济数据背后的趋势性、周期性和结构性因素

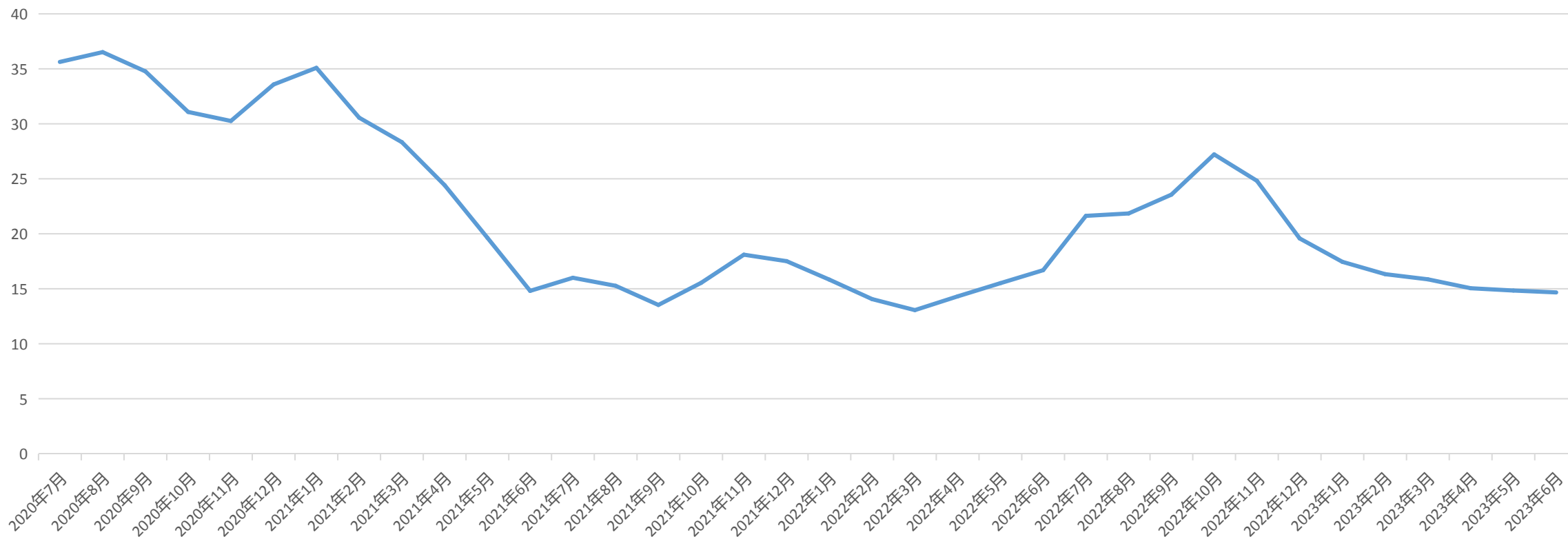
- 总需求和通货膨胀中的趋势性因素和周期性因素
 - 我国经济整体上处于疫情防控新时期，从秩序性恢复向内生性复苏的过渡时期，总需求不足是当前主要矛盾和压力。这些矛盾和压力主要表现为宏观经济中的趋势性因素。
- 但是总需求和通货膨胀指标中的周期性因素也不应忽视。例如，
 - CPI同比增速中的“七升一降”；
 - 食品价格中的猪肉价格下降因素；
 - PPI同比增速中大宗商品价格下降因素；

- 如何理解CPI增速下降的现象？居民消费指数分部门显示，在大部分细分选项上，6月份的CPI数据处于正增长区间，而负增长方向主要受到交通和通信类和居住类的影响。



在6月份的CPI数据中，猪牛羊的同比环比价格也出现了大幅下降。在CPI计算中猪肉价格亦占据较大权重。生猪是一种周期性较强的商品，从去年年底，我国猪肉价格进入了一轮新的下行周期，这与上面的交通通信类相结合，一起带动了6月份的CPI整体保持低通胀水平。

活猪（中等）集贸市场价格



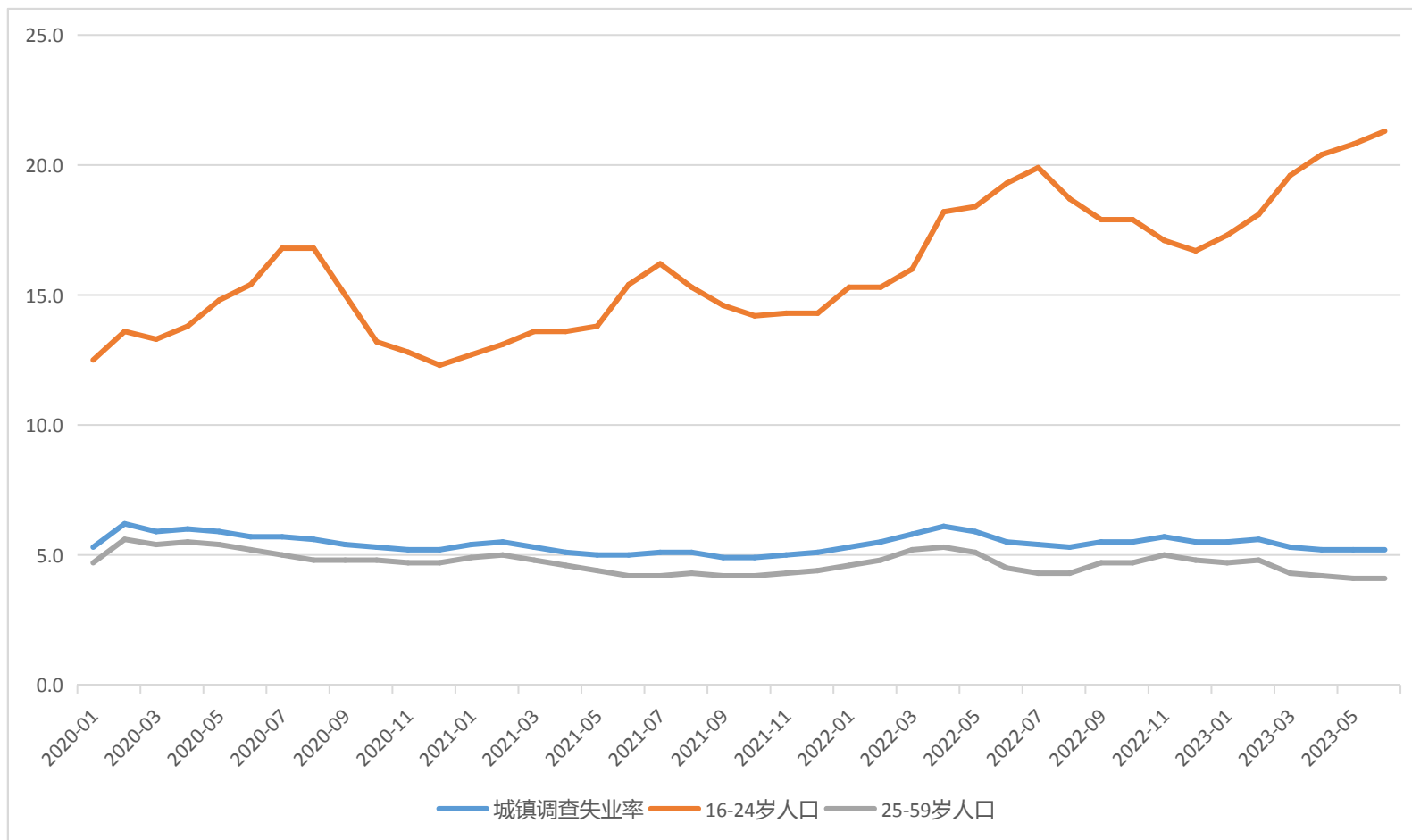
在大宗商品方面，在2021年中，各类大宗商品均经历了不同程度的暴涨。由于俄乌冲突，国际油价在2022年3月达到顶峰，这与我国PPI指数在去年的上半年的上涨密切相关。但进入2023年后，国际油价的持续性下跌也带动我国PPI出现同比跌幅。

期货结算价(连续):布伦特原油



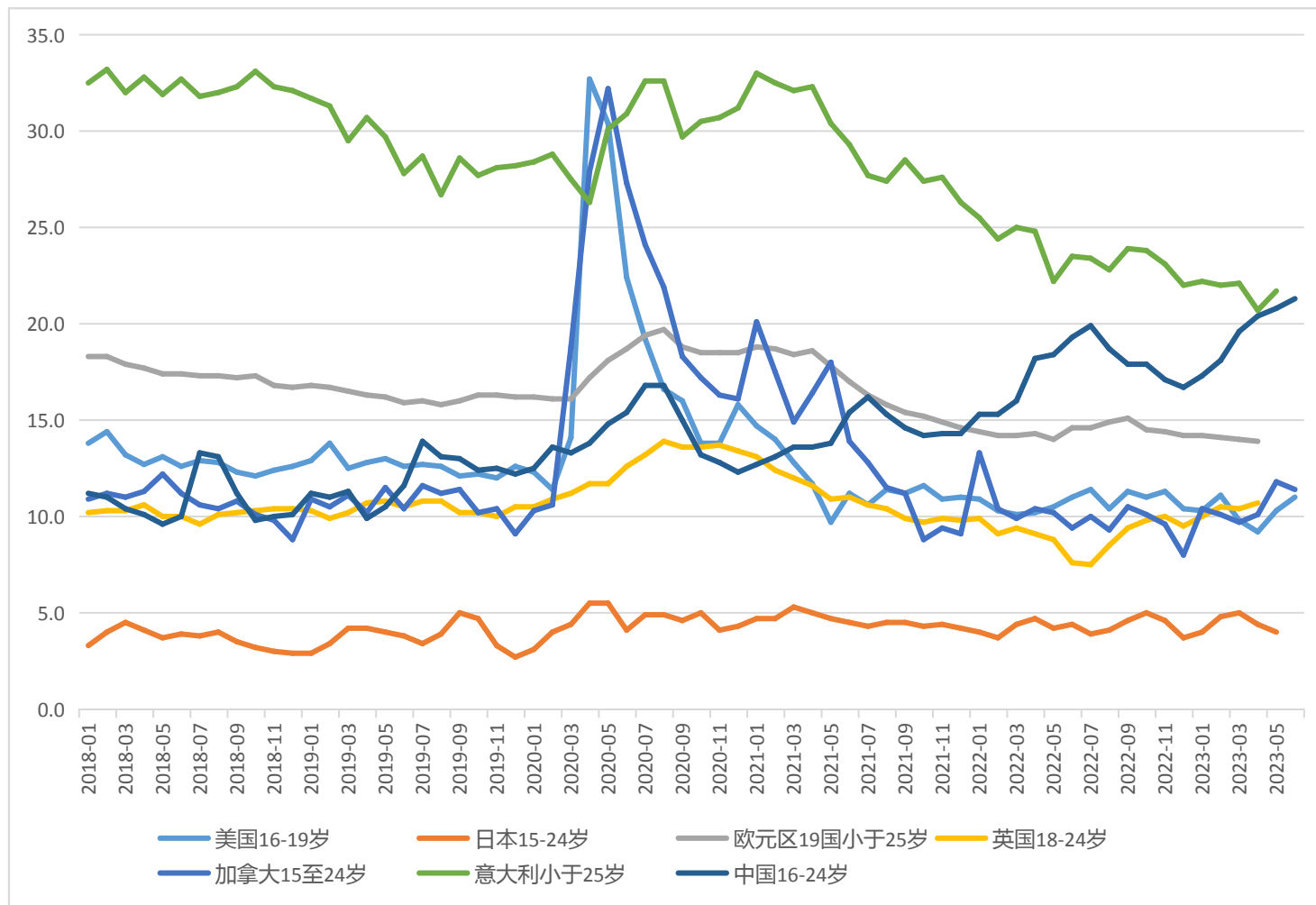
失业中的摩擦性因素

- 2023年上半年，全国城镇调查失业率平均值为5.3%，比一季度下降0.2个百分点。6月份，全国城镇调查失业率为5.2%，与上月持平。16-24岁、25-59岁劳动力调查失业率分别为21.3%、4.1%。



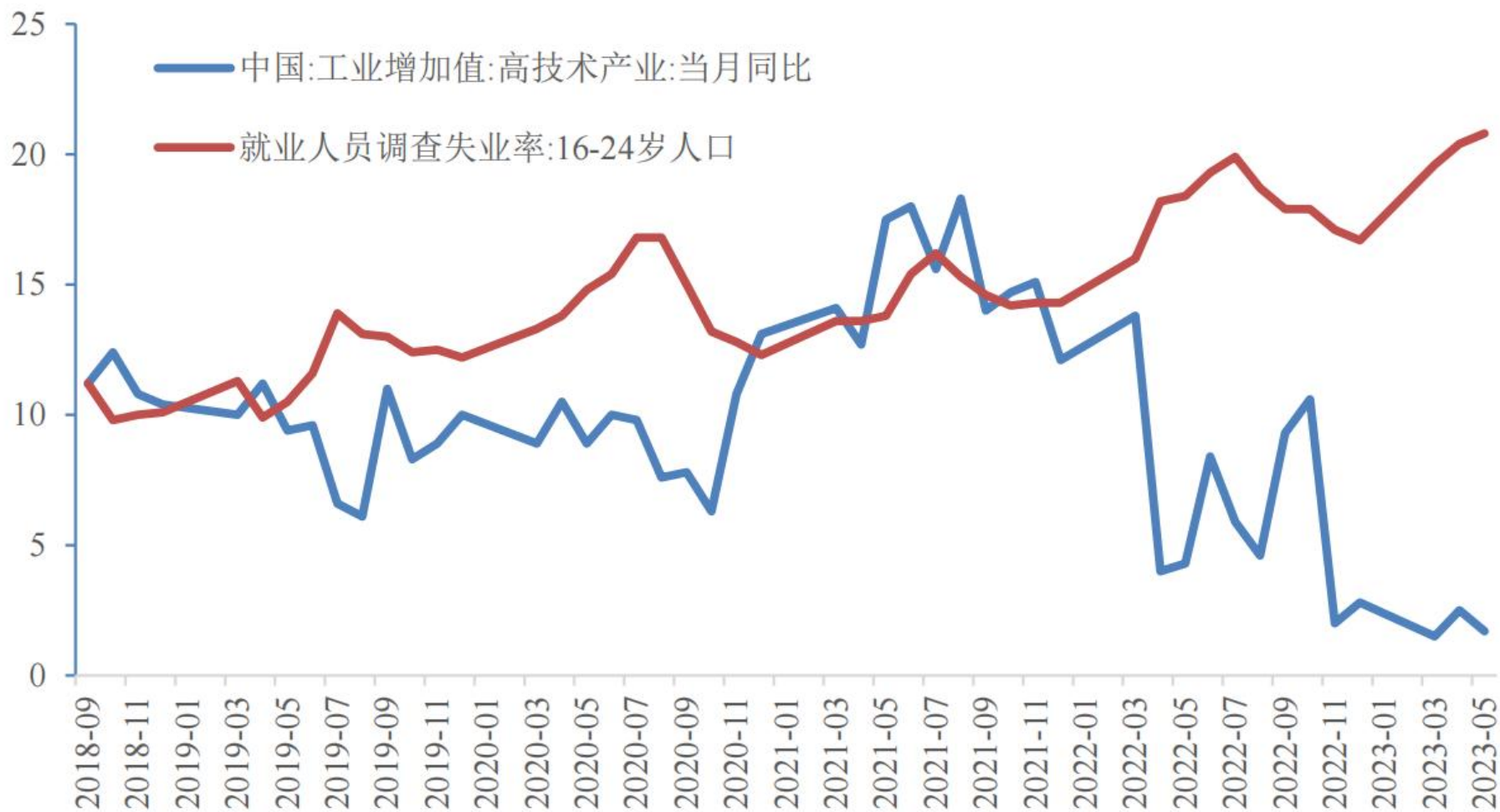
青年失业率的国际比较

- 2021年之后全球主要国家的青年失业率基本呈现下降趋势。大国中只有中国青年失业率出现逆势上升趋势，目前与意大利水平相当。



青年失业率的国际比较

- 宏观经济的结构性调整，比如教培行业、平台企业的业务调整等；比如人工智能在制造业中的应用等都可对青年就业造成直接的冲击。



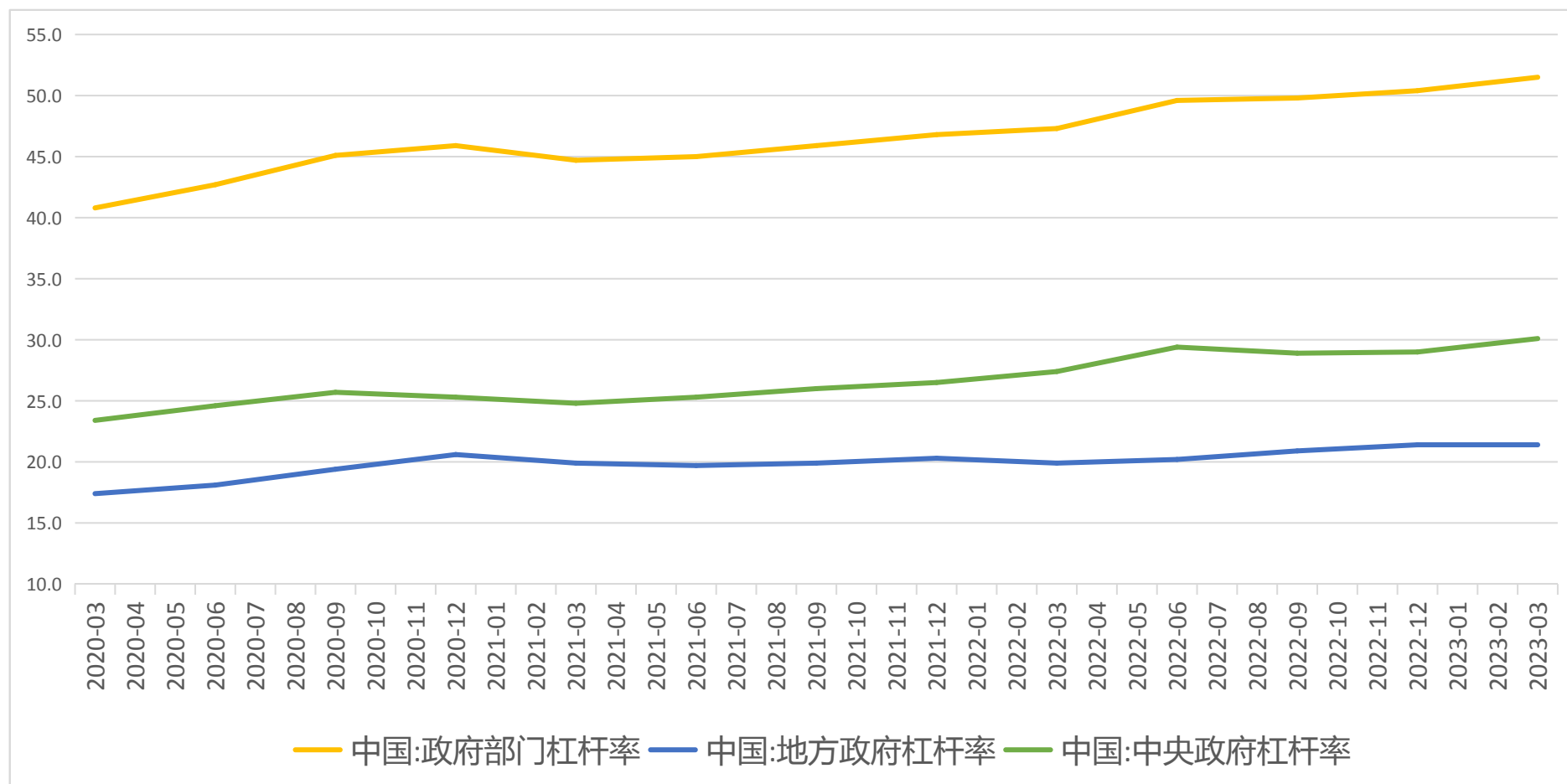
三、为经济复苏创造有利的宽松条件

- 随着中国经济由以后秩序恢复转入内生性复苏阶段，经济工作的重点从短期救助转向有效需求快速扩展，建议加大扩内需力度，特别是促消费和稳投资力度。
- 实现向市场型深度复苏的顺利转换，需要宏观政策接力调整，为经济复苏创造宽松的政策环境。
- 2023年是十四五规划中期之间，综合考虑目前我国宏观经济的运行状况，有必要继续实施更加积极的宏观经济政策，在策略层面上进行一些调整。

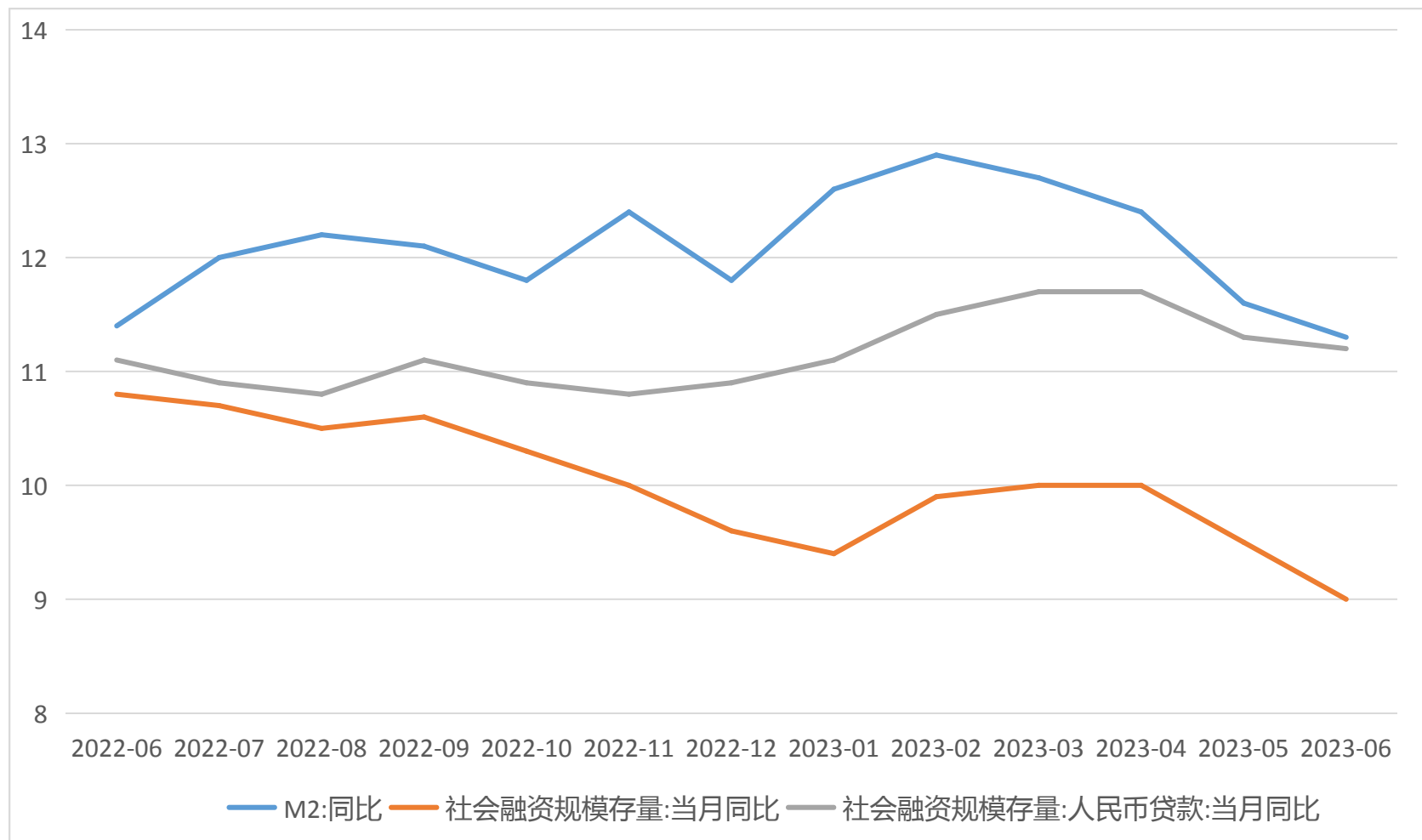
三、为经济复苏创造宽松的政策环境

- 积极政策应以扩张性财政政策为主，财政政策重在提供外生推动力；辅以宽松的货币政策，货币政策主要为复苏提供宽松环境。财政政策目标更加精准，时滞更短。
 - 扩张性财政政策应以中央政府为主，以地方政府为辅。
 - 扩张性财政政策应以实施“补贴性”政策为主，辅以免税降费政策。
 - 除个别战略性新兴行业外，财政补贴应该以直接补贴家庭为主，以补贴企业为辅。
 - 扩张性货币政策以价格型工具为主，数量型供给为辅，避免私人部门杠杆率无效上升。

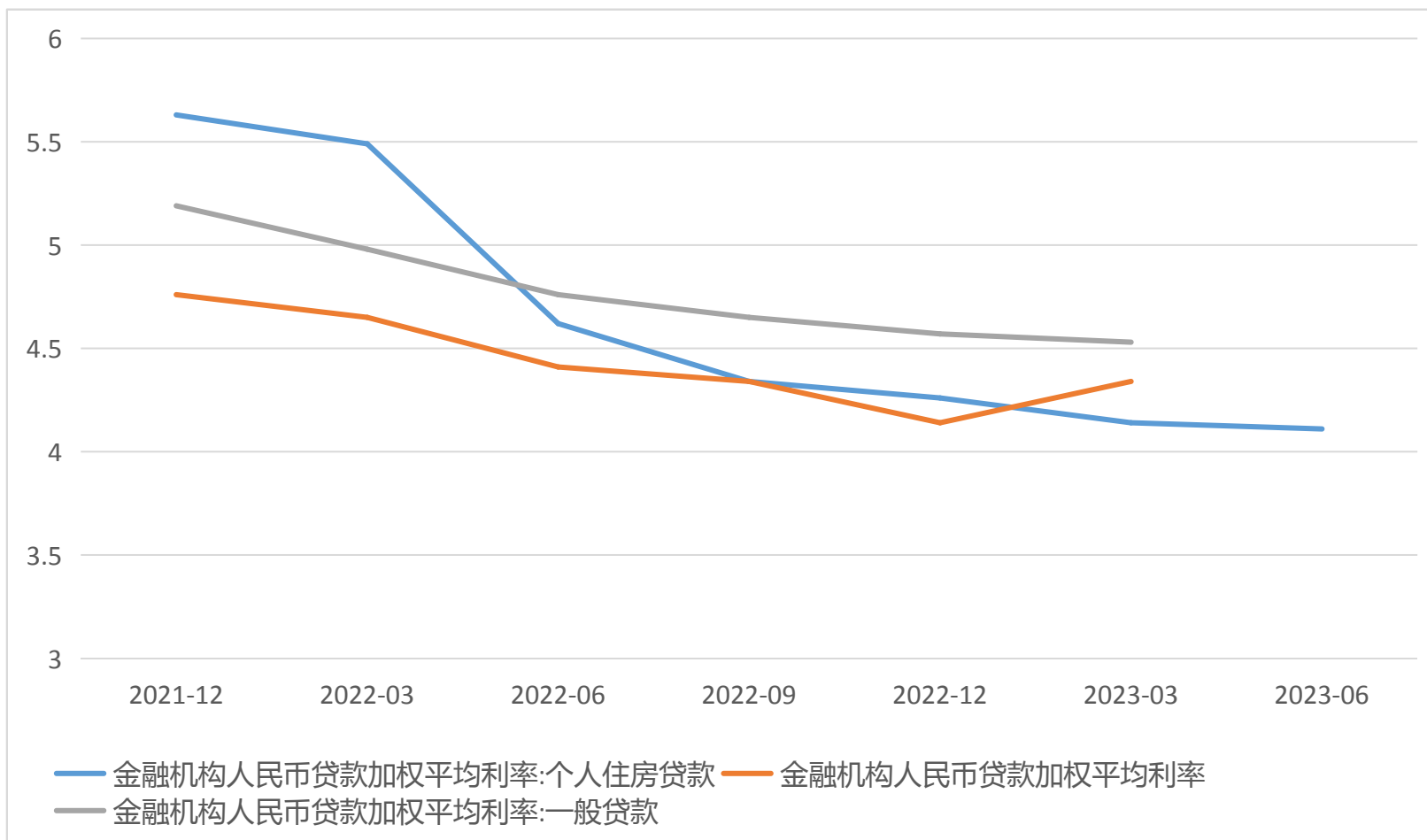
- 2020年之后，中国实体经济部门杠杆率共上升20.9个百分点，其中政府部门整体杠杆率提升了10.7个百分点，中央政府杠杆率上升4个百分点，地方政府杠杆率上升6.7个百分点。截至2023年一季度，政府部门杠杆率为51.5%。



货币政策方面，信贷规模稳定增长。上半年我国2023年6月份，广义货币M2、社会融资规模存量同比增速为11.3%、9%。社会融资规模中人民币贷款存量同比增速为11.2%。



企业融资和居民信贷成本稳中有降。上半年，新发放企业贷款加权平均利率为3.96%，比上年同期低25个基点；新发放个人住房贷款加权平均利率为4.18%，比上年同期低107个基点。六月末金融机构个人住房贷款加权平均利率为4.11%布。





CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇



CMF 月度报告发布，寻找复苏突破口的中国宏观经济

7月19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7月）于线上举行。

本期论坛由中国人民大学经济学院教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员刘凤良主持，聚焦“寻找复苏突破口的中国宏观经济”，来自政界、学界、企业界的知名经济学家及行业专家毛振华、王庆、陆挺、刘晶、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。

报告围绕以下三个方面展开：

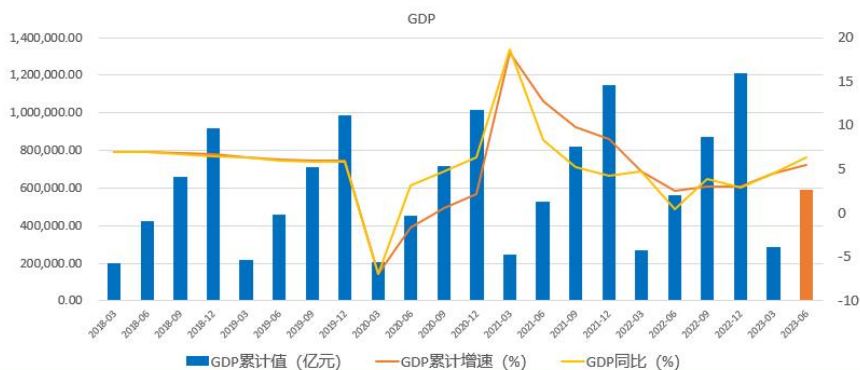
- 一、 2023年二季度宏观经济指标解读
- 二、 宏观数据背后的趋势性、周期性和结构性因素
- 三、 宏观政策接力调整

一、2023年二季度宏观经济指标解读

1、产出

一、产出

- 上半年国内生产总值593034亿元，按不变价格计算，同比增长5.5%，比一季度加快1.0个百分点。经济增长复苏进一步巩固。
- 分季度看，一季度国内生产总值同比增长4.5%，二季度增长6.3%。从环比看，二季度国内生产总值增长0.8%。



在全球经济增速放缓的大背景下，今年年初，政府制定了5%左右的全年增长目标。从二季度数据来看，上半年GDP同比增长率为5.5%，高于5%的目标。同时，上半年整体增速比一季度增速快1个百分点，这主要是由于疫情防控政策的调整。一季度，我们还没有完全从防疫政策中退出；二季度以来，经济社会生活逐渐恢复到正常状态。

从环比增速来看，二季度环比增速仅比一季度增长了0.8%左右。在正常情况下，如果要达到5%左右的全年增长目标，每个季度的环比增速应该接近1.5%。因此，从同比数据来看，今年完成5%的增长目标应该是没有问题；但是从环比增速来看，今年下半年或明年上半年经济增长可能会面临一定压力。

分产业来看，中国作为世界工厂，要想维持5%左右的经济增速，第二产业的经济增长就需要维持在中高速水平。在疫情前的2018年-2019年，每年的GDP增速在6%左右，工业增加值增速也在6%左右。但今年上半年，第二产业经济增速只有4.3%，明显低于5%。第一产业占GDP规模相对比较小，不到10%，因此第二产业和第三产业是GDP增长的主要推动力。目前来看，第二产业增速还没有完全恢复到疫情爆发前6%左右的水平，也就是说，到目前为止中国仍处于弱复苏的状态。

进一步细分来看，上半年规模以上工业增加值同比增速更低，只有3.8%。尽管今

年以来，规模以上工业增加值增速不断上升，但上升速度似乎低于预期，还没有达到4%。相比疫情前，增速仍然存在明显下降。这同样表明，工业增加值的恢复速度相对较慢。

分采矿业、制造业和电力热力三个行业来看，上半年采矿业增加值增速仅为1.7%。作为上游产业，采矿业的需求主要受到下游产业的影响，经济学称之为“引致需求”。只有当下游产业预期有一个较快增速时，对上游产业的产品需求才会增加。因此，采矿业等上游产业的经济增长状况能够很好地反映出未来经济的走势，或者下游产业对未来经济的预期。在三大门类中，采矿业的增速是最低的，并且自2022年以来持续下降。到目前为止，除采矿业之外的其他两个门类的经济增速都接近5%。因此，可以看出市场对未来经济的整体预期相对偏弱。上游产业的复苏状况决定了经济复苏前景是否稳固，只有当对未来经济的预期比较乐观时，经济复苏才能恢复到比较稳健的状态。

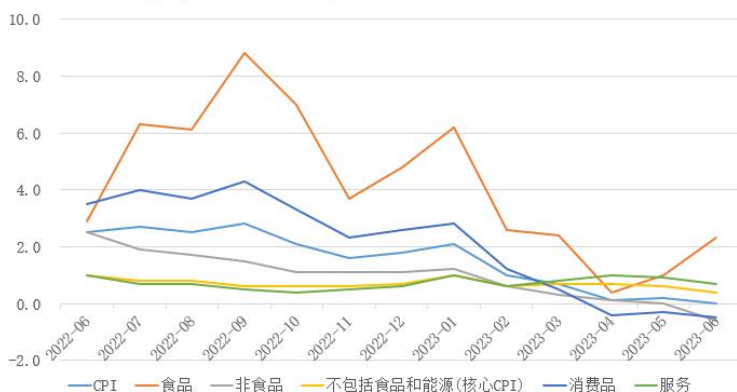
总结来说，上半年GDP增速企稳，但是未来的经济增速可能会低于预期。

2、CPI 指标周期性回落



二、CPI 指标周期性回落

- 2023年6月份，全国居民消费价格同比持平。食品价格上涨2.3%，非食品价格下降0.6%；消费品价格下降0.5%，服务价格上涨0.7%。1-6月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨0.7%。



数据显示，6月全国CPI同比增速持平，意味着今年6月的CPI和2022年6月相比零增长。

细分产业来看，CPI中食品价格上涨 2.3%，比较接近正常水平；非食品价格下降 0.6%，消费品价格下降 0.5%，服务价格上升 0.7%。以上数据表明，商品中可能会有一些门类的增速出现下滑。1-6 月CPI同比上涨 0.7%，也是比较低的水平。正常情况下，对于发达国家来说，2%左右是正常的增速水平，发展中国家增速则会略高一些。**较低的CPI增速反映出社会对消费的需求并不是特别强劲，并且抵御外生负面冲击的能力相对较弱。**

把CPI增速分为八大类进行分析，可以看出交通通信类价格增速为-2.3%，居住类租房价格增速为-0.2%，二者的负增长是CPI整体增速较低的主要原因。从居住的角度来看，房租价格的下降说明城市居民的租房需求是下降的，表明经济复苏形势仍然相对较弱。

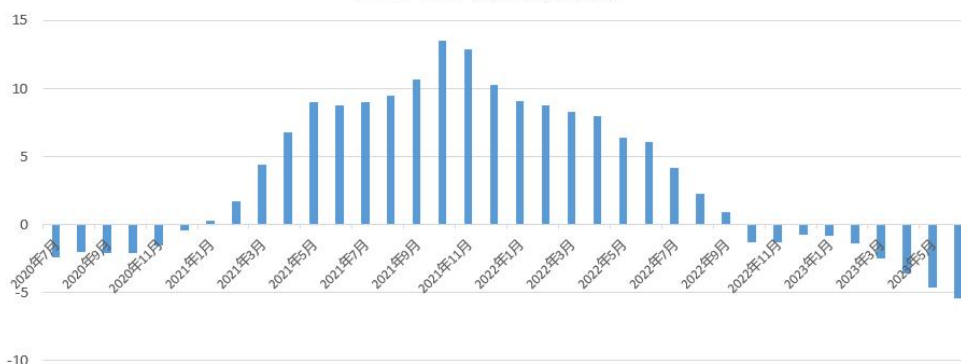
导致交通通信类价格下降较多的原因主要有两个：一是交通工具。今年年初，在特斯拉的引导下，中国汽车行业展开了一轮价格战，汽车价格下降带动了CPI中交通工具价格的下降。这一下降对于一般消费者来说是比较好的现象，并且推动了中国汽车产业的高速发展；二是交通工具用燃料的价格同比下降了 17.6%，这主要是全球能源价格下降造成的。去年，俄乌冲突导致能源价格快速上升，而今年以来能源价格出现了下降趋势。这一下降同样对于经济复苏和人民生活有正面的推动作用。



PPI指标处于下行中的周期性因素

- PPI数据与全球大宗商品价格高度绑定，具有较强的周期性性质。我国PPI数据跟随国际大宗商品价格在2021-2022年大涨之后，在最近出现下行趋势较为正常。

工业生产者出厂价格指数（同比涨幅）



去年年底，PPI同比增速由正变负，并且跌幅持续扩大。今年 6 月，PPI 同比下降

5.4%。PPI从2021年底增长超过10%，到现在下跌-5.4%，经历了过山车一样的变化。定基比数据能够反映出工业品出厂价格的绝对水平。以2012年1月为基期，可以看到工业品出厂价格绝对水平在2022年二季度达到阶段性高位之后，呈现出下降趋势。目前为止，中国的工业品出厂价格绝对水平大致相当于2021年，比疫情前高出5%-6%。和疫情前相比，现在的PPI工业品绝对价格并没有下降，而是上升了5-6%左右；但与去年年中相比，PPI价格出现了比较明显的下滑。

分类别来看，40个工业大类中价格下降的类别有25个，其中大部分仍然是化石燃料类、化学原料类等上游产业。这些上游产业商品出厂价格的下降再次印证了下游需求不旺盛的状况。目前，下游企业对存货的需求较低，难以带动上游产业产品价格上升。在经济周期出现反转的时候，下游企业往往会增加存货，一个存货周期往往就可以推动产品价格出现反转，但目前还没有看到这个趋势。

3、消费增速回落



三、消费增速回落

2023年6月，社会消费品零售总额为39951亿元，同比增速为3.1%，环比增速为0.23%，同比环比增速较上月均有所回落。前六个月，社会消费品零售总额为22.75万亿元，同比增长8.2%。



从CPI和PPI同比增长情况可以看出，目前总需求处在偏弱的状况。从消费的角度来看，上图中蓝色的线代表社会消费品零售总额的同比增速，在4月达到顶峰，5、6月份出现下降。导致同比增速呈现出过山车式变化的主要原因是基数效应。随着疫情防

控政策放松，消费行为在4月份出现报复性反弹，但消费的热情很快出现下降，慢慢回归到了正常状态。因此，4月以来消费同比增速出现下降。6月，社零总额同比增长3.1%，环比增长0.23%。环比增速0.23%对应的年增长率不到3%，反映出消费需求的增速仍然处在较低水平。

从具体消费产品种类来看，疫情防控放松后，反弹得最快的是接触类服务业，包括餐饮、旅游等。餐饮业在4月出现明显反弹，随后增速也逐渐下滑，其他商品零售业也有类似趋势。同时，不仅城市的消费增速出现下滑，农村地区也出现了相同的变化趋势。

不仅如此，网上消费增速也出现了下滑。疫情期间，由于线下消费场景受限，大多数消费是以网络形式进行的，网上消费平均增速在16%左右。今年以来，这一增速仅为10.8%，相较往年基本腰斩。电商促销等对人民生活的影响也在逐渐降低，这说明线上消费增长模式进入了新的时代。

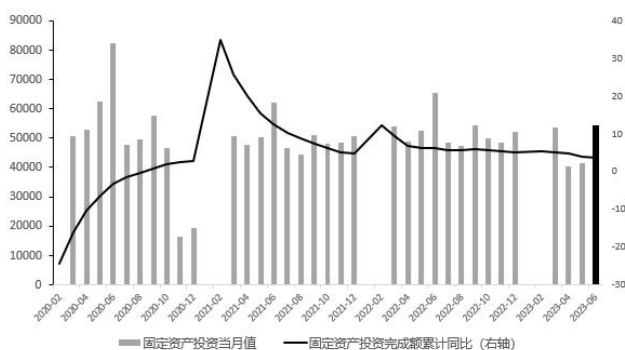
具体消费领域中，有几个明显的现象。一方面，汽车降价幅度较大，但6月汽车消费量增速却为负，说明降价并没有推动汽车消费大幅增长。此外，受房地产市场环境的影响，建筑及装潢类消费相比去年同期也出现了明显下降。

4、投资增速同比下降，环比改善



四、投资增速同比下降，环比改善

- 前6个月，固定资产投资完成累计24.3万亿，累计同比增长3.8%。
- 6月当月固定资产投资快速增长，完成5.4万亿，季调环比增长0.39%，保持2月以来上升态势。第二季度固定资产投资累计完成13.6万亿。



投资和消费的情况类似，区别在于投资没有像消费一样，随着疫情放开，在三四月份出现一个快速的反弹之后同比下降，而是维持了一个较为平稳的增速，二季度环比一季度略有改善。1-6月，固定资产投资完成额累计增速为3.8%，6月季调后固定资产投资完成额环比增长0.39%。

分行业来看，房地产投资前6个月累计同比下降7.9%，降幅有所收窄，但整体仍然处于下降趋势。受房地产调控影响，建筑安装工程的投资增速也相对较低，只有3.2%；设备工具类投资增速为6.9%，相比其他类别增速较高。

分企业类型来看，内资企业和外资企业投资增速在4.0%，实现了正增长；港澳台企业固定资产投资同比出现3.4%的下降。

分民营部门和公共部门来看，今年上半年民间部门投资增速同比下降0.2%，说明截至目前，无论是经济增长还是宏观经济政策，对民间投资都没有形成比较有力的支撑或者带动作用，民间投资仍处于较弱水平。此外，基建投资累计同比增速为10.7%，高科技投资增速为12.5%，高科技投资增速高于基建投资。

5、进出口情况



五、进出口同比增速下滑，贸易顺差维持高位

- 2023年6月，以美元计价的出口增速继续下行，同比增速为-12.4%，前值为-7.5%；进口增速为-6.8%，前值为-4.5%，贸易顺差为706.2亿美元。
- 2023年1-6月，中国进出口总值29181.7亿美元，同比下降4.7%，实现贸易顺差4086.9亿美元。



疫情期间，进出口是支撑中国GDP增长的主要因素。前6个月，若以美元计价，无论进口还是出口都出现了明显的同比下滑，出口同比下降12.4%，进口同比下降6.8%。前6个月实现的贸易顺差超过4000亿美元，仍然是非常可观的。和2022年相比，进出口同比增速都出现了下降，但仍然维持在可观水平。

进出口同比下滑的原因：第一，对比疫情之前的情况来看，2022年贸易量处于高位。因此受基数效应影响，2023年同比增速出现下滑；第二，随着全球经济增速放缓，海外对中国产品的需求确实面临着增速放缓的压力。

分区域来看，中国对主要贸易伙伴国的出口都在下降，不仅是对于欧美发达国家，还是对于东盟等发展中国家的出口也在下降。东盟对中国出口的贡献由过去一两年的正增长变成了现在的负增长，似乎正在丧失拉动中国出口增长的作用。

从出口产品门类来看，今年上半年大多数产品的出口都是下降的，但汽车维持了非常高的增速水平。6月，汽车出口增速达到109.9%；4月，这一数据甚至接近200%。如今，中国已经超过日本，成为了世界上最大的汽车出口国。除了汽车之外，其他商品的出口和进口都出现了增速放缓的趋势。

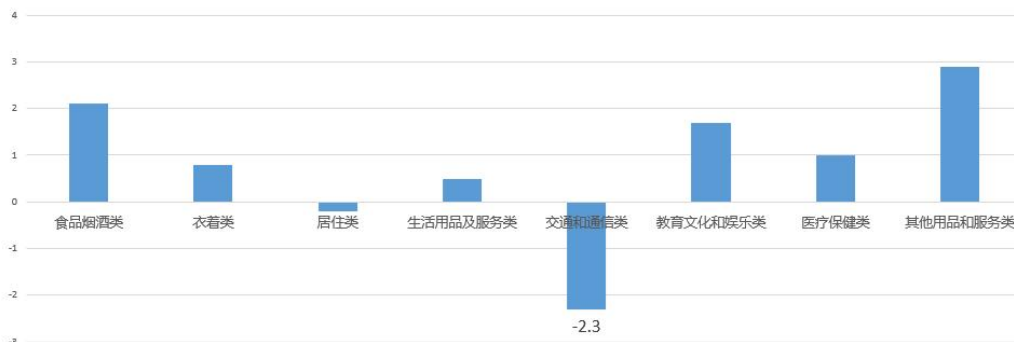
二、宏观数据背后的趋势性、周期性和结构性因素

以上数据表明，从环比角度来看，中国经济复苏趋势尚未稳健。但我们还需要考虑数据的趋势性、周期性因素，对一些特殊的指标加强研究。

1、CPI



- 如何理解CPI增速下降的现象？居民消费指数分部门显示，在大部分细分选项上，6月份的CPI数据处于正增长区间，而负增长方向主要受到交通和通信类和居住类的影响。



CPI同比持平，也就意味着通货膨胀率为0。通常中国居民的食品支出比较高，从而带动通胀率上行。今年上半年，食品增速维持在比较正常的水平上。造成CPI增速持平的主要原因在于，交通和通信类价格的下滑。如果剔除这个因素，其他几个类别仍然维持了相对健康的增速。此外，居住类价格也有小幅下滑，反映出我国经济恢复处在相对弱势的情况。

食品价格增速为2.3%，与猪肉价格面临下降的压力有一定关系。猪肉价格在2022年10月达到阶段性高位，随后开始出现下降趋势。近半年以来，猪肉价格的下降对于消费类乃至整体CPI的较低增速做出了较为明显贡献。

从这两个角度来看，CPI同比增速为零，主要是由于结构性因素。今年上半年，少数几类商品价格明显下滑，导致整体CPI增速为零。

2、PPI

作为世界上最重要的原材料进口国之一，中国的PPI和国际大宗商品价格的变化息息相关。以布伦特原油为例，它的价格在2022年达到高峰后出现下滑，中国的PPI也出现了类似的下降趋势。对于PPI的下降来说，一方面要看到中国的投资或者是对工业品的需求相对不足，另一方面也要看到国际大宗商品价格对其造成的影响。

3、中国失业率的问题



失业中的摩擦性因素

- 2023年上半年，全国城镇调查失业率平均值为5.3%，比一季度下降0.2个百分点。6月份，全国城镇调查失业率为5.2%，与上月持平。16-24岁、25-59岁劳动力调查失业率分别为21.3%、4.1%。

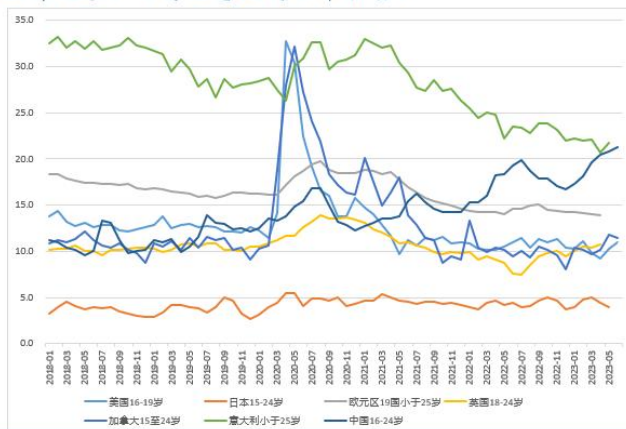


2023年上半年，我国城镇调查失业率在5%左右，是比较正常的水平。但16岁-24岁青年人的调查失业率在疫情管控放松后不但没有下降，反而进一步上升。6月，青年人的调查失业率超过了20%，达到21.3%。这一数据对于普通民众或者一些研究者的冲击是很大的，因为自2018年开始公布青年人调查失业率后，这一数据不仅维持高位，还呈现出上升趋势。

网络上对于如此之高的青年人失业率有很多过度解读，甚至从中派生出很多不科学的指标。比如，一些自媒体的文章中出现累计失业人次的概念，计算出疫情之后我国的累计失业人次超过5000万人，给人们带来中国经济不行的错误印象。这个算法是不严谨的，因为对大多数人来说，失业时间是比较短的，失业时长是由少数人口造成的。因此，累计失业人次这一指标是非常具有误导性的。我们要正确看待我国青年失业率的情况，一方面要警惕这个现象，另一方面，需要考虑中国青年的年龄结构。我国24岁以下人群中，相当大比例的人口还处在求学阶段，这些学生是不计入劳动人口的，在计算失业率时也不包含在其中。

青年失业率的国际比较

- 2021年之后全球主要国家的青年失业率基本呈现下降趋势。大国中只有中国青年失业率出现逆势上升现象，目前与意大利水平相当。



和西方发达国家，甚至一些发展中国家相比，中国青年失业率处在较高水平。上图中，绿色的线是意大利青年人的失业率。各国的统计口径不太一样。意大利统计的25岁以下，我国则是24岁以下。2017年，意大利的青年失业率超过30%，最近出现下降趋势。其他国家的青年失业率要么较低，要么也出现了下降趋势，只有中国的数据没有出现下降，反而逆势上升。这造成了明显的反差，一方面，中国经济复苏的状况比西方发达国家好；另一方面，我国面临如此高的失业率，而其他国家的失业率却在降低。

青年人失业率与整体宏观经济状况出现如此大的脱节，值得我们进一步研究。这种逆势上升可能与近期产业出现的结构性调整 and 变化有关。比如疫情之后推行的教培行业改革，该行业的从业者多为年轻人，因此可能会对年轻人就业造成一定的压力。还有近期平台企业的离职潮的问题。此外，在人工智能、大数据等先进技术应用的过程中，也可能造成失业，这种失业在中国这样的全球制造业中心率先表现出来。据了解，ChatGPT、人工智能等工具可能对于一些行业，比如工业设计、艺术设计、平面展示等造成很大的冲击。过去一些工业产品或者产品的外包装是需要艺术家来设计的，现在则可以通过人工智能模仿某个知名艺术家的设计风格，自动生成一系列的产品，从而对部分传统行业造成了比较严重的替代。因此，部分行业面临的局部、短期就业压力非常大。这些结构性因素可能是导致中国青年人失业率维持高位且逆势上升的原因。

此外，青年人失业率没有向更加年长的人群传导。这更加印证了青年人的失业率可能是由一些结构性因素造成的。因此，我们要客观看待这个问题，不能因为几个数据过度悲观地解读中国经济复苏的情况。

三、宏观政策接力调整

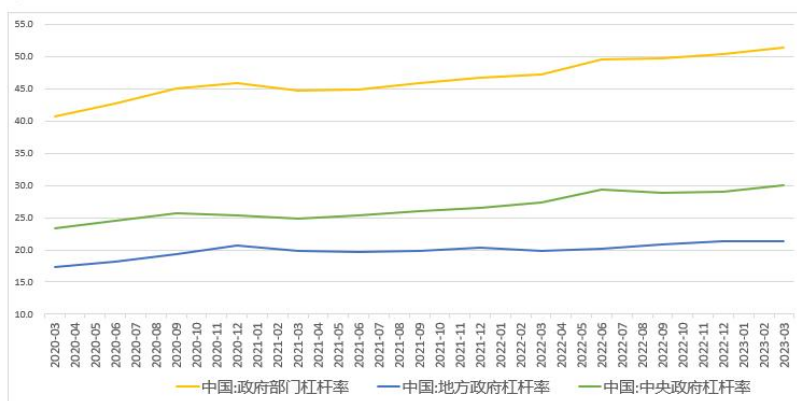
下一步，中国将面临从疫情结束后的秩序复苏，转向依靠内生动力增长形成趋势性增长的过渡阶段。在此过渡阶段中，需要采取一些政策措施。6月的CMF宏观论坛季度报告给出了十四条大的政策建议，这里仅罗列其中的一些基本观点。

在此阶段，宽松的政策环境十分重要。从财政政策和货币政策这两个角度来说，财政政策比货币政策的作用更好，精准性更强，时滞也会更少，能够比较好地实现宏观经济的政策意图。同时，对财政政策来讲，直接给补贴的政策比税收减免政策的效果好。因为税收减免要求企业和家庭有收入，这样才能享受减免。如果企业经营困难没有收入，税收减免政策就没有效果了。同时，补贴类的政策需要以家庭补贴为主，以企业补贴为辅。因为除了少数战略性新兴行业外，补贴可能会带来一些传统行业的无效产能扩张，甚至导致一些僵尸企业僵而不倒。但如果补贴家庭，通过家庭最优化的消费决策，可以使得这些资源配置到促进未来经济发展的方向上去。

对于货币政策来说，价格型货币政策比数量型货币政策的效果更优。价格型货币政策能够为创业、企业技术创新创造一个低利率环境，利于其发展；而数量型的货币政策则可能会导致一些资金进入低效领域，同时造成杠杆率上升。



- 2020年之后，中国实体经济部门杠杆率共上升20.9个百分点，其中政府部门整体杠杆率提升了10.7个百分点，中央政府杠杆率上升4个百分点，地方政府杠杆率上升6.7个百分点。截至2023年一季度，政府部门杠杆率为51.5%。



从中国政府部门的杠杆率来看，截至 2023 年第一季度，中国政府杠杆率刚过 50%，和发达国家相比仍然较低。区分中央政府和地方政府的杠杆率来看，中央政府杠杆率相对较低，因此中国政府目前还有能力采取一些扩张性的财政政策。

货币政策方面，虽然我们在积极推动货币政策，但是M2 增速和社融增速却出现了同比下滑。这表明货币政策虽然有宽松的背景，但是对于货币的需求最后是来自企业和实体经济的，而不是自上而下推动的。因此，对于货币政策来说，**创造一个低利率的环境，激发来自实体经济的需求**，可能比自上而下地增加货币供给对当前经济的刺激效果更好，对未来造成的负面影响也会更小。

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“对当前宏观经济形势的判断和分析、对未来宏观经济走势的预测”等问题展开讨论。

重阳投资董事长兼首席经济学家王庆指出，当前资本市场对经济增长的预期比较悲观，这种预期差主要是由两个因素引起的：1) 今年以来经济呈现出非典型复苏的特点；2) 当前资本市场对于中国经济未来的增长前景有所担忧。中国经济转型和经济增速放缓是没有遭受过类似韩国日本的大范围经济金融危机冲击的，从这个意义上来说，中国的经济转型更加成功，这也是中国经济的奇迹之一。

要时刻警惕未来可能出现的大级别冲击，潜在风险提示就是当前房地产市场、房地产行业面临的问题。当前的主要矛盾是中短期的宏观经济周期性问题，其症结在于内部有效需求不足。因此，当前的政策重点还是要解决有效需求不足问题，加大财政和货币政策，尤其是财政政策的支持力度。

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，要厘清短期和中长期问题。我们所面临的短期问题是疫情冲击、俄乌冲突等黑天鹅扰动；而中长期问题主要是经济的周期性问题。

对此，首先要做更加困难的底线思维和压力测试；其次，要做好应对中长期问题的准备，但对于当下能够解决的问题，特别是能够减缓对中低收入居民的困难的问题要及时出手。此外，针对长期信心的问题，要对症下药，“症”和“药”都不仅来自于经济本身。

汇丰环球研究大中华区首席经济学家**刘晶**认为，**当前中国面临着周期性和结构性问题共存的局面**，给复苏带来了不少挑战。企业部门去杠杆是一个按计划完成的任务，不能作为资产负债表衰退的佐证。在处理新旧转换过程中，需要尽快稳住房地产市场，即使它不是未来的主要增长引擎，但稳住房地产市场对于周期性复苏至关重要，对于新旧动能转换也非常重要。

总体来说，一方面，为了配合新旧动能的顺利转换，地方政府要花更多精力考虑怎样刺激消费、怎样产业升级、怎样更多进行绿色投资，需要帮助他们解决地方政府债务的掣肘。另一方面，中国整体社会福利保障投入，相对于发达国家甚至一些发展中国家是不够的，造成了居民储蓄率一直缓慢上升。因此，要刺激消费就要从更长远角度来让大家愿意花钱，在社会福利上的投入非常重要。

野村证券中国首席经济学家**陆挺**指出，今年上半年，某些方面的经济复苏非常明显，符合甚至超越大家预期，尤其在人流恢复和某些服务业行业的恢复上。但另一方面，物流方面相当低迷，国际航班和疫情前相比，也只恢复了不到50%。

当前经济复苏乏力主要是由于四个原因：1) 外部环境变化，尤其是全球经济增速放缓；2) 地缘政治持续恶化；3) 过去几年产业政策对于民营资本信心的冲击，仍然需要一定时间恢复；4) 房地产行业复苏不明显，仍处于下降过程中。

总体来说，要顺应中国城市化趋势，让市场和政府各就各位来平衡住房的供应和需求，满足民众的住房需求，并以此推动更有效率的城市基础设施投资。在此过程中，加大中央政府支出，也会有更高的效率和回报。

毛振华：应对长期与短期问题需“一把钥匙开一把锁”，避免短期“新问题”演变为长期“老问题”

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)

联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家

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（总第 65 期）上的发言

当前对于宏观经济形势的讨论似乎有些“老生常谈”，对于经济数据的分析基本上也都是在重复过去几个月来的观点。其中，经济修复不及预期已经从最初的“新问题”演变为了“老问题”，从去年市场预期 2023 年经济增速在 5.5% 以上，到今年两会确定目标增速为 5% 左右，再到今年 1-2 月经济修复力度偏弱，再到上半年经济两年复合同比仅为 4%，经济低于预期为时已久。为什么没有出现我们期待的强力复苏？在我看来，当经济处于周期性趋势下行，叠加突发事件冲击时，尽管短期突发事件已经解决，但经济修复很难回归至原有路径，低于预期可能将是一种常态。在这样的背景下，我们需要做好经济将更困难的准备，需要提高对长期经济增速放缓的容忍度，同时也需要做好短期的应对，以避免短期问题进一步积累叠加。

一、受中长期的周期性因素制约，全年增速保“5”压力很大

从年初以来，我对经济修复的观点一直是相对谨慎的。1-2 月份经济修复相对平缓，3 月份出口、接触型消费出现超预期回暖，成为经济修复的主要动力。进入二季度，市场普遍预期 GDP 增速或超过 7%，一方面是因为低基数，一方面是因为二季度 GDP 增速达到 7% 左右，全年经济增速才有望达到 5% 以上。但从实际情况来看，二季度 GDP 增速为 6.3%，两年复合增速仅为 3.3%，若当前经济“弱修复”状态没有显著改观，想要实现全年经济增长 5% 的目标，下半年的压力是很大的。

经济预期与经济现实之间存在落差，主要是忽略或者低估了中长期因素的影响。疫情反复、俄乌冲突等短期冲击扰动下，经济剧烈波动、出现断崖式下行。一般而言，

当短期冲击过后，经济会出现强有力的反弹，并且对长期经济增长率不会形成太大影响。比如 2008 年 5 月汶川地震过后，四川经济增速短期内大幅下滑，但 2009 年上半年经济便基本回归至灾前水平，2010 年一季度四川 GDP 增速反弹至 17.7%。因此当疫情冲击结束后，市场会期待经济增速出现有力反弹。

但我认为，自 2008 年以来中国经济已经处在一轮长周期的下行过程中，潜在增速不断阶梯下行，疫情以来更是在加速下行。当经济处在这种周期下行过程中时，短期性、突发性冲击后的经济复苏力度，就会难以达到预期。

二、长期经济增速下行趋势难以避免，要做好经济更困难的准备

即便今年能够实现 5% 的增速目标，未来几年或也难以见到 5% 以上的 GDP 增长。改革开放以来，中国经济保持了约 30 年的高速增长水平，在 1978-2010 年的 33 年里，我国 GDP 平均增速为 10%，2007 年经济增速一度达到 14.2%。2008 年潜在增速水平已经有所下移，彼时各种资源配置瓶颈也已有所显现，叠加全球金融危机暴发，中国经济增速显著回落。得益于强有力的政策调控力度和经济刺激计划，2010 年我国经济增速强力反弹至 10% 以上。短期的逆周期政策并不能改变周期性趋势，自 2010 年 3 季度以来，实际 GDP 增速基本上以每年 0.5 个百分点的速度下行，如果考虑疫情期间的复合增速水平，这一放缓趋势已持续至今，据测算，我国潜在 GDP 增速也面临持续放缓的趋势，2025 年将下降至 4.4% 的水平。我认为未来可能将很难看到 5% 以上的增长率。

除经济周期问题外，中美博弈等地缘政治周期也出现中长期变化。横向来看，全球贸易可能将在俄乌冲突、中美博弈、科技竞争等因素影响下长期下行，全球经济衰退压力有所加大。相较而言，我国经济保持 4%-5% 的增速，在全球主要经济体中仍处于较高水平，但总体上看，中美博弈的态势将在中长期内持续影响中国经济社会发展的外部环境。自 2018 年美国发起贸易冲突以来，美国对华策略从“脱钩”转到“去风险”，中国经济运行面临的外部环境严峻复杂。一般而言，一个国家面临一个主要的长期因素，就已经会对经济造成很大冲击。当前我国则需要同时承受内外部两个大的冲击。在此背景下，经济中长期下行的趋势已经难以避免和扭转，未来经济将面临更加复杂的局面。

三、短期问题和长期问题分别应对，“一把钥匙开一把锁”

长短期问题叠加下，宏观政策需要有全局的思维和长久的考量。长期因素和短期因素的应对应该分门别类，“一把钥匙开一把锁”。短期的问题一定要尽早处理，尤其要避免“新问题”发展成为“老问题”，需要使用逆周期政策推动经济尽快企稳，尤其在刺激方向和手段上要有所突破。长期的问题要在长期中调整，逐步寻找并确立新的增长动能，要抱有耐心和信心。

传统的经济刺激手段效果在递减。去年至今，专项债、基建等政策手段实际上已经在持续发力，现在来看效果不尽人意，优质的基建项目越来越难挖掘，近年来单位资本形成所需要的固定资产投资越来越多。过去的房地产刺激政策也难以明显奏效，两年之前我预测房价将进入下行拐点，房地产市场面临的表面上是现金流的问题，实际上是销售问题，背后的因素是房价下行趋势和房地产投资动能减弱的问题，房地产当前的下行是过去房价长期高增长的代价，摆脱对房地产的依赖是中国经济的必经之路，我不认为有什么方法能够使得房地产重新成为经济的支柱产业。过去实施的货币政策刺激效果也不佳，今年以来 M2 同比与社融存量增速的剪刀差仍较大，表明资金仍大量淤积在金融体系之内，消费信心不足、投资意愿低迷下，实体经济融资需求不足，要高度警惕贷款人消失的问题，这一问题会直接引起资产负债表收缩。

短期刺激需要在政策手段和方向上有所突破。建议直接向居民发放现金补贴或数字货币，这对于破解短期消费不足的问题可以起到四两拨千斤的作用。**消费的核心问题还是收入问题，而非消费意愿的问题，如果财政政策加大在消费领域发力，效果比投资领域发力或更好，对经济复苏、人民生活改善更有帮助。**对于消费者、资本市场投资者、企业家等微观主体信心不足的问题，不仅要在经济政策层面发力，对于社会思潮等非经济原因带来的问题，也要在这些领域寻找“药方”，消除社会心理中存在的**不安和怀疑因素。**

对于中长期的周期性问题，既要在内部不断推动改革开放，提升全要素生产率，也要努力维持好的国际经贸投资环境，想尽办法破解美国的“新冷战”图谋。中美博

弈已经成为既定事实,对此不应再抱有任何幻想。要在尽力维持好的国际环境的基础上,立足于国内,做好自己的事情。一方面继续坚持底线思维,做好压力测试;另一方面要持续深化改革开放、深化放管服,释放企业家、居民和政府部门的创新和活力,在中长期从根源上提振微观主体信心。总体来看,经过改革开放四十余年来的发展,政府、企业、居民均积蓄了一定的能力来应对经济放缓的压力,因此应抱有平常心和信心,妥善准备并积极应对。完全可以相信,我们能够妥善有力地应对这一次经济修复叠加周期性下行压力的考验,增强经济的韧性与活力,保持经济长期稳定繁荣的格局。

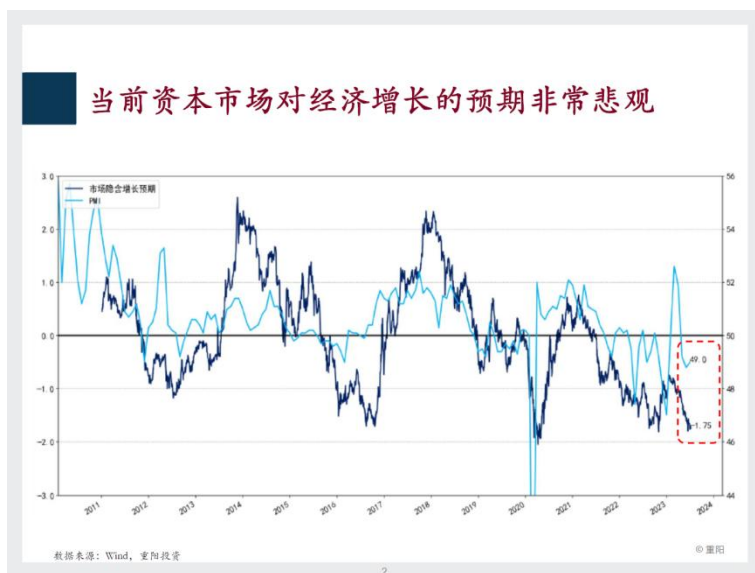
王庆：须要宏观政策针对性解决短期周期性问题， 助力继续实现“无危机转型”

王庆 重阳投资董事长兼首席经济学家

以下观点整理自李迅雷在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 65 期）上的发言

我从资本市场参与者的视角，聚焦“强复苏”VS“弱复苏”之辩，对中国宏观经济形势做出判断，并给出相关政策建议。

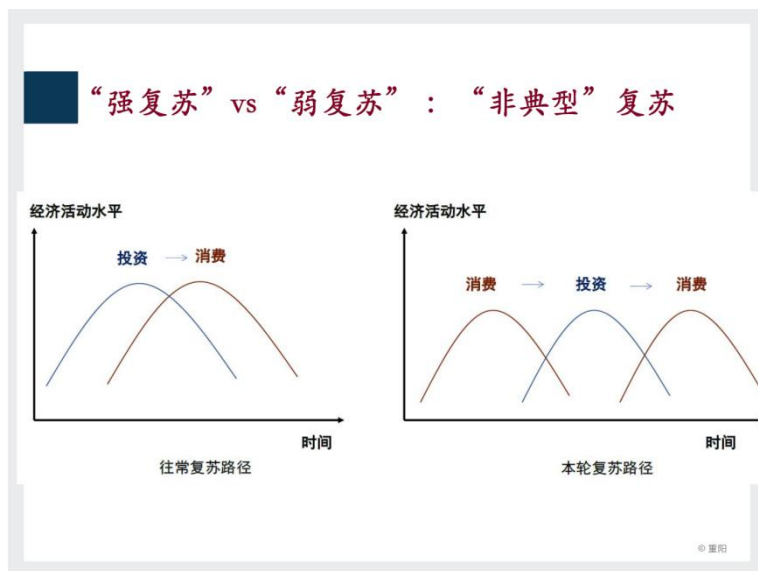
数据展示了我们测算的当前资本市场隐含的经济增长预期和高频周期性指标采购经理人指数之间的关系。一个基本判断，从当前资产价格来看，资本市场对经济增长预期非常悲观。这个悲观一是反映在本身指标处在非常低的位置，更重要的是反映在当前采购经理人指数标识的特点与当前宏观经济的周期阶段性特点存在巨大差距，说明资本市场参与者对未来经济增长的预期比现实更加悲观。



可以从两个方面理解这个预期差：

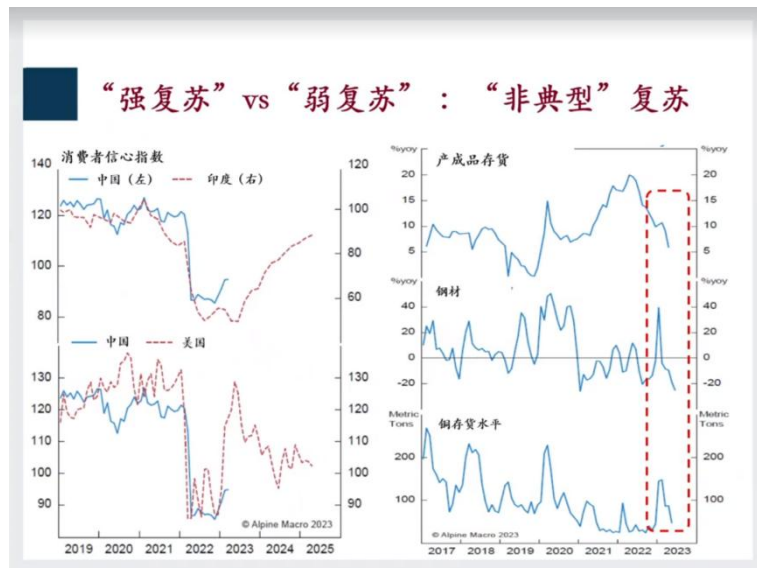
第一，今年以来经济复苏呈现出“非典型复苏”的特点。从中国经济过往特点看，

一个典型的周期复苏，通常是经济从底部起来要有宽松政策环境，政策支持后首先带动基建投资，甚至房地产投资，随着投资活动的恢复，就业、收入和消费被带动起来。本轮复苏不仅是政策放松的周期，疫情防控措施的解除使得本轮复苏和过往不太一样。如右图显示，今年上半年经济表现出先扬后抑，尤其是一季度数据还是比较强的，这主要和疫情防控措施的解除对消费释放的支持有关，“非典型复苏”从短期看提振了经济参与者，包括消费者、生产者、投资者在内的信心。但是由于它的不可持续性，进入二季度以后现实和预期之间产生巨大分化，这种分化本身也进一步弱化了当前资本市场投资者对经济的信心。

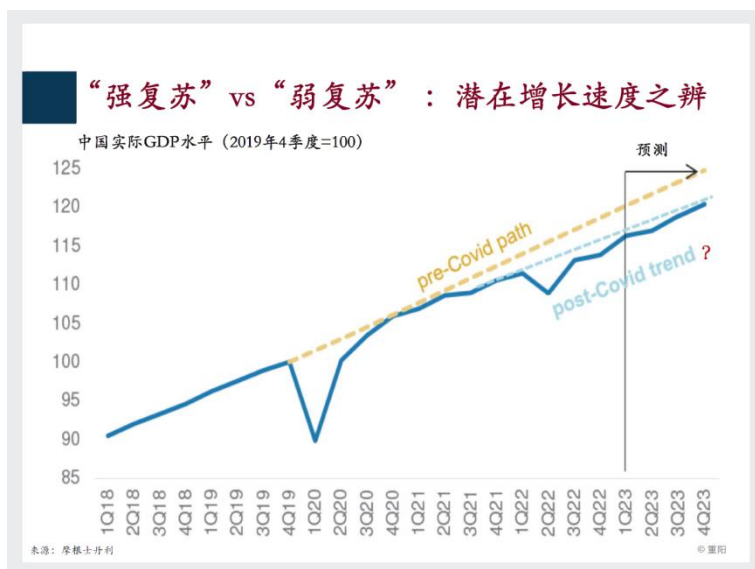


实际上，中国经济今年以来整体仍然在复苏过程中，只不过由于“非典型复苏”对预期造成了更大的扰动。通过比较中国、印度和美国在疫情防控措施的解除时的数据，会发现中国消费者信心指数的变化基本符合其他国家的一些规律性特点。所以，经济活动本身有内在规律性。但是由于非典型复苏的特点，对预期造成了扰动，这种扰动体现在资产价格中，比如股票市场先涨后跌，也体现在实体经济的生产活动中，比如右图呈现的存货变化，在去年年底以及今年年初有一个明显的加存货后又去存货的过程，说明生产者也一定程度上犯了同很多投资者和普通经济参与者一样的错误，之前对经济复苏的短期强度过于乐观，后来有修正，修正本身带来的库存周期的波动也是造成二季度经济数据走弱的一个重要原因。所以，非典型复苏下的预期扰动对经济活动和资本市

场都产生了冲击。



第二，当前资本市场比较悲观的预期除了反映当前的“非典型复苏”造成的扰动外，还有另外一个因素，当前资本市场对于中国经济未来增长前景有相当的担心。图中呈现的两个数据表示，如果中国经济沿着疫情发生前的趋势线走（黄色线），沿着疫情发生后的趋势线走（蓝色线）的情况。目前看资本市场表现这么弱的重要原因是，资本市场前瞻性的判断，担心中国经济潜在增速未来也会出现大幅下移，标志着经历过去三年之后可能是经济增速进一步下台阶的拐点。这是看待当前经济数据以及判断未来需要关注的一点，当前看到的短期经济数据，也是后续整个经济增长趋势变化的过程，甚至是一个开始。



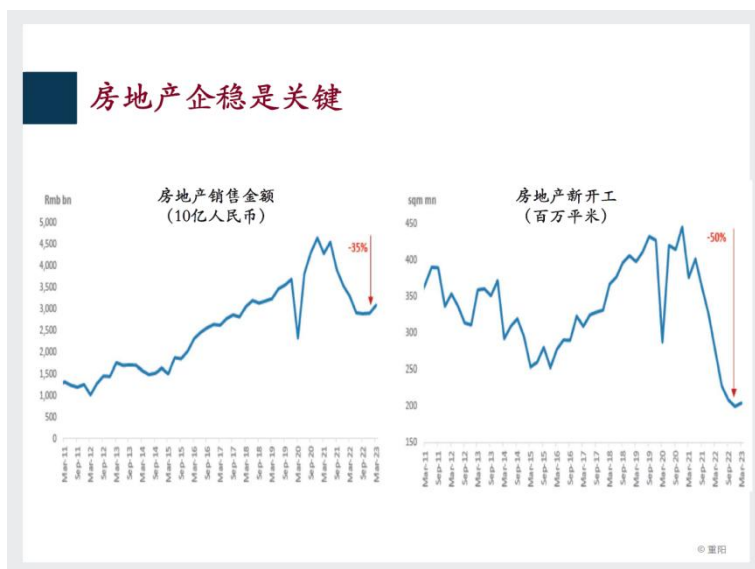
在这方面，我提供一个本人之前做的研究，把这个问题放在更长历史背景和国际比较环境下讨论，会发现当前中国经济增长的长期趋势性变化，可能没有特别不一样的地方。我在2010年曾经做过一个研究，试图预测2010-2020年的经济增速，做过一个相对简单但是有用的横向比较，对比了中国、韩国、日本经济增长过程中的变化。2007年中国经济水平和1988年韩国、1969年日本的绝对水平一致，韩国和日本分别在1988年和1969年出现经济增长拐点，拐点后经济增速持续快速下降。当时我们就提出了一个预判：未来中国经济增速不是减不减，而是如何下降的问题。

十二年后回过头看，我们把数据做了更新，看右下图会发现，中国从2007年到现在的经济增速下降幅度和当年韩国、日本增速下降幅度基本一致，这是一个很有趣的观察。这种简单的统计归纳的背后有没有更深层次的规律性因素，值得后续研究。放在这样一个历史比较和国际比较下看，中国经济增速从2007年以来放缓以及最近的数据，是符合一定规律性的。从这个意义上讲，资本市场对经济增长前景的判断，既有对短期的担心，也有对中长期经济增长趋势性放缓的预期，是有一定道理的。



我想强调和引起大家注意的是另外一点。韩国和日本在其经济速度调整过程中，一度经历短期内快速经济放缓，也就是危机。日本是 70 年代的石油危机，曾经一度造成日本经济增速迅速放缓，后来有所恢复，但并没有改变它的趋势性放缓。韩国是 1997-98 年的亚洲金融危机。日本和韩国在他们经济转型和增速放缓过程中一度遭受过经济危机或金融危机的冲击。从这个角度对比中国和韩国、日本的经验，目前来讲中国经济转型和经济增速放缓没有遭受过类似韩国日本的大范围经济或金融危机冲击的，所以，中国经济转型从这个意义上讲更加成功，也是所谓“中国经济奇迹”在我看来的重要内容之一，即“无危机的转型”。

同时要提醒的是，在经济转型和增速放缓的过程中，经济是容易出问题的，尤其是在有内部或外部冲击的情况下。所以，要时时警惕未来可能出现的大级别冲击，当前这方面的潜在风险提示就是当前房地产市场、房地产行业面临的问题。房地产市场在过去一年承受了巨大压力，出现了断崖式调整，目前出现了初步企稳迹象，但远不确定。如果房地产市场在当前低位企稳，未来经济转型有可能会继续平稳展开；如果今年或后续一段时间继续出现类似去年的断崖式调整，就谈不上复苏了，就有可能出现类似日本和韩国经历的重大冲击，这是一个风险。



这个风险需要宏观经济分析和政策层面高度关注。关于这个问题的讨论，无论是学界还是政策界，往往都有不同观点，大家把短期宏观经济周期性问题 and 中长期转型结构问题结合在一起讨论，不太容易形成共识。我个人的建议，还是一把钥匙开一把锁，在这个问题分析中需要厘清哪些是中短期的宏观周期性问题，哪些是中长期结构性问题，用对应的政策来解决。当前，主要矛盾是中短期的宏观周期性问题，这个问题需要高度关注，症结本身在于内部有效需求不足。昨天公布的统计数据显示，尽管实际 GDP 增速仍然基本符合预期，但名义增长速度是慢于实际 GDP 增长速度的，GDP 平减指数无论是上半年还是二季度同比都是负增长，意味着整体经济有通缩压力，有效需求不足问题比较突出。当前的政策重点还是要解决有效需求不足问题，这一点我非常同意范教授关于政策建议的观点，要加大财政和货币政策的支持力度，尤其是财政政策的支持力度。

从中长期基本面看，房地产市场仍然有健康发展的空间。对于当前中国城市化的水平和中国人口结构的变化，无论是人口红利还是城市化进程仍有空间。所以，当前问题更多的还是宏观周期性问题，需要呼吁更有针对性的宏观政策来解决，解决好的话，中国经济还可以延续奇迹，也就是实现快速经济增长之后的“无危机转型”。

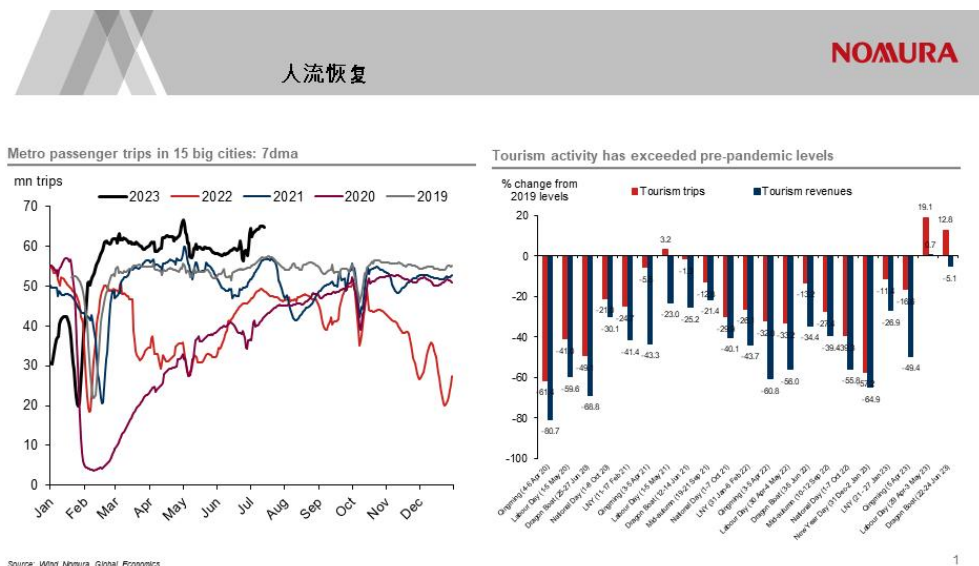
陆挺：清醒评估当前宏观经济下行压力，房地产政策调整需围绕土地配置

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 65 期）上的发言

一、清醒评估当前宏观经济面临的下行压力

今年上半年，某些方面的经济复苏非常明显，符合甚至超越大家预期，尤其在人流恢复和某些服务业行业的恢复上。城市地铁人流、旅游行业的数据明显超越疫情前水平。但另一方面，物流方面相当低迷，从公路交通运输和快递业角度看，现在的水平是经过某些时间段短暂的复苏之后低于去年同期的。另外，境内人流确实已经恢复，包括境内航班，但是和国际间的交流，尤其是国际航班与疫情前相比仍有较大差别。国际航班和疫情前相比，只恢复了不到 50%。

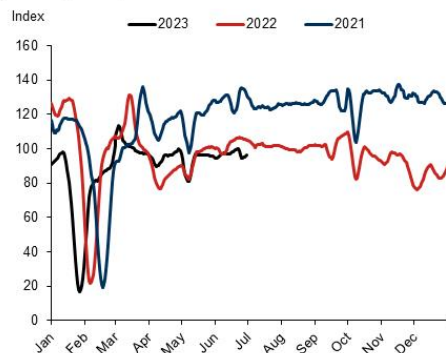


物流低迷

NOMURA

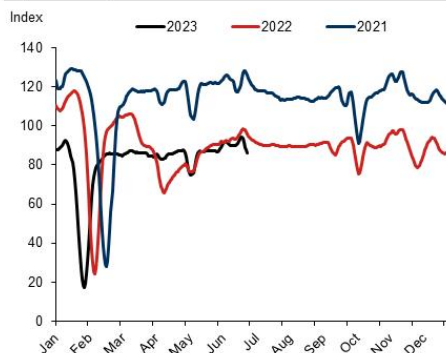
Supply disruptions have eased, while weakening demand has continued to weigh on shipment activity.

Road freight transport turnover index: 7dma



Source: Wind, Nomura Global Economics

Express delivery turnover index: 7dma



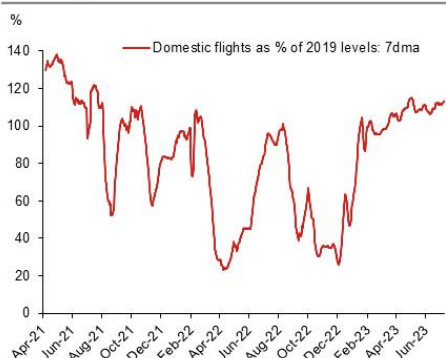
2

境内和跨境截然不同

NOMURA

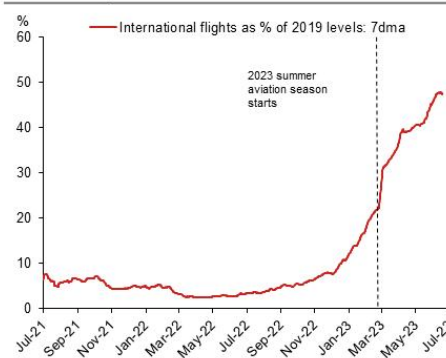
Domestic flights have already well exceeded pre-pandemic levels, while cross-border flights are still tracking at ~40%.

Domestic flights as ~110% of 2019 levels: 7dma



NOTE: International flights includes HK, Macau and Taiwan.
Source: Vantage, Nomura Global Economics

International flights as ~40% of 2019 levels: 7dma



3

所以，首先要清醒地评估当前宏观经济面临的下行压力。从 GDP 环比角度讲，二季度 0.8 不是一个特别乐观的数字，折算年率只有 3.2%，而且还是高于市场预期的。根据各种高频数据看，二季度环比本来连 0.8 都没有。从同比角度看，两年复合增速从一季度 4.6 下降到二季度 3.3，是 2020 年二季度以来最低。一些关键指标在恶化，比如制造业 PMI 连续三个月低于 50 荣枯线。有些指标不能自洽，6 月份工业用电同比增速下降到 2.3%，但工业增加值增速反弹到 4.4%，这些是数据间的冲突。从外需角度看，出口在恶化，出口增速连续两个月低于 0%，而且在 6 月份是 -12.4%，接下来几个月即使有起色也不会太大，目前全球宏观经济形势摆在这里。

清醒评估当前宏观经济面临的下行压力

NOMURA

疫后复苏的甜蜜期后，经济出现二次探底乃至螺旋式下滑的风险上升。

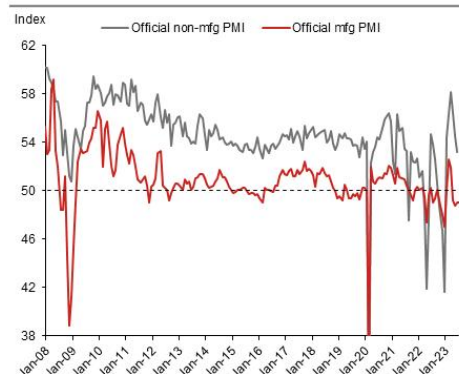
- 二季度GDP环比增速显著下滑：从一季度的2.2%到二季度的0.8%。折算成年率，只有3.2%。
- 二季度GDP同比增速低于预期，两年复合增速从一季度的4.6%降低到二季度的3.3%，是2020年二季度以来最低。
- 一些关键指标在恶化：如制造业PMI；
- 有些指标之间不能自洽：如六月份工业用电同比增速下降至2.3%，而工业增加值显著反弹至4.4%；
- 出口在恶化：六月-12.4%；五月-7.5%；周边经济体出口大都在双位数下跌；
- 房地产行业在恶化，一线城市开始承压，二手房价下跌；商业地产是下一个风险点；
- 房地产行业的恶化对地方财政造成非常大的影响，形成负循环机制，经济面临螺旋式下行的风险。

4

The rising risk of a double dip (I)

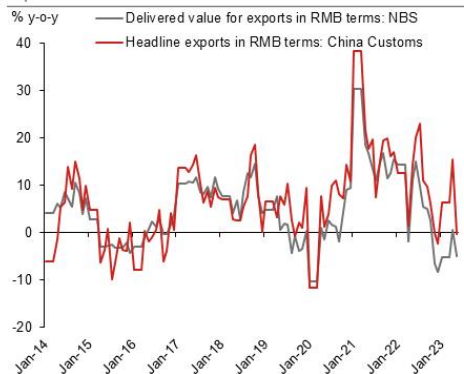
NOMURA

The official PMIs



Source: Wind, Nomura Global Economics

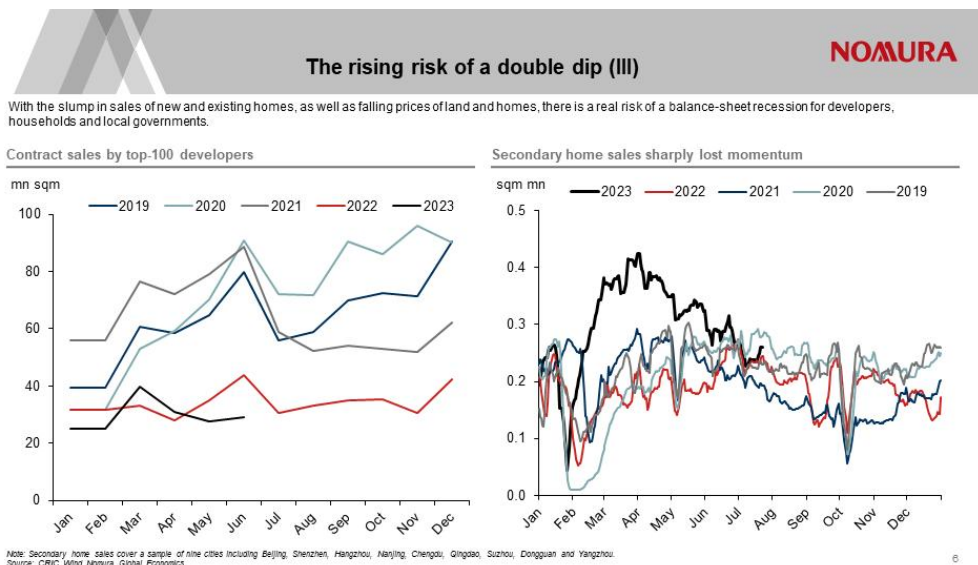
Exports



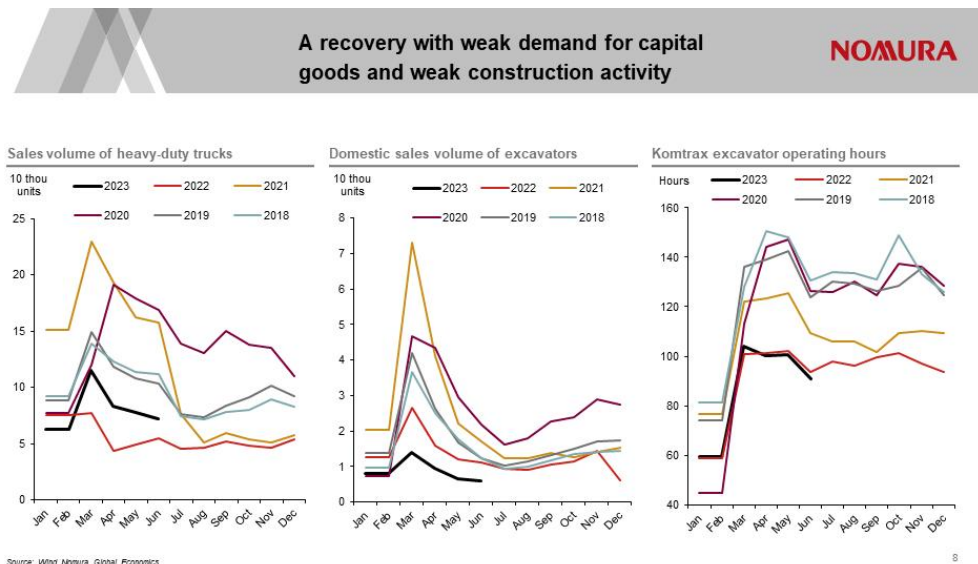
5

最大的问题，毫无疑问是在房地产行业。第一，“蜜月期”已过，即使在二、三、四月份曾经有过比较高企的二手房交易，这里面更多的还是前面积压形成的，现在二手房交易已经低于历史高点的平均。第二，TOP100 开发商新房销售，到6月份只有之前几年的35%左右，可以说房地产行业经历了一次很大的暴跌，而且这样一种下行趋势没有完全被遏制。现在有一个苗头，从低线城市向高线城市的悲观情绪在蔓延，从住宅到商业地产的悲观情绪也在蔓延。第三，之前主要的问题在民企，现在有一些国企也面临相当大的问题，甚至有些在境内做业务的境外房地产公司也面临相当大的问题，可以说房地产问题接下来还会持续对整个经济产生负面影响。新开工去年下降39%，今年以来，截止到6月份同比下降24%，可以说这两个数字累计起来看，现在新开工只有之前的一

半不到。

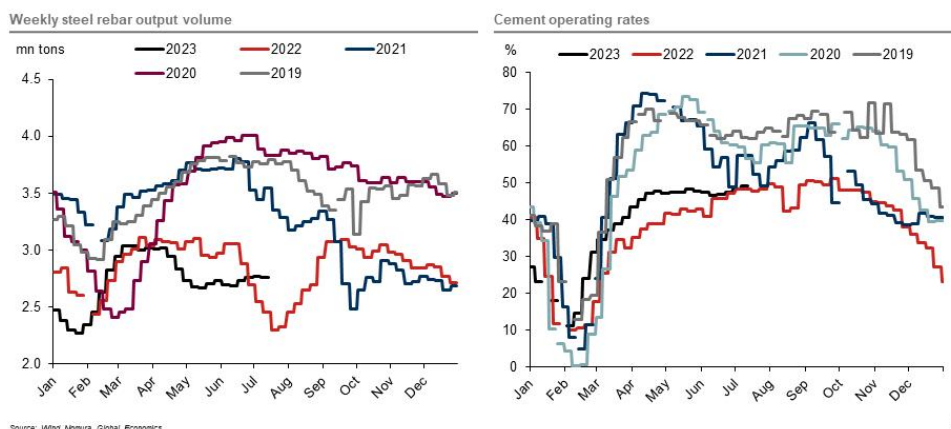


另一方面，房地产问题，毫无疑问对中国地方财政有非常大的影响，对上下游的资本品的需求，包括对重卡、挖掘机的需求产生极大影响，比如挖掘机的需求只有以前高点的零头。对原材料的需求，尤其对钢铁、水泥的需求，也产生了极大的影响，水泥生产过去几个月一直在同比下降，而且是在去年低点上的下降。



Large spillover effects

NOMURA



当前经济复苏乏力有四点原因。一是外部环境不一样，尤其全球经济总体来讲出现下行趋势，周边经济体出口增速都在大幅度下降，都在-10%和-20%的区间。我们面临的外部环境确实比较糟糕，跟以往的经济复苏不同，以往复苏总体来说，外需和内需几乎是同时复苏的，这次很不一样。二是地缘政治在过去半年继续恶化，对经济产生明显影响，主要是通过境外对中国科技禁运，导致一些供应链的转移，和对中国企业家和高净值人士信心的冲击。三是过去几年的产业政策对民营资本信心的冲击，也需要一定时间恢复。四是房地产行业并没有看到明显复苏，相反实际上房地产行业还在下降过程中，还没有真正触底。

我对下半年复苏持谨慎的看法，源于上面的四个原因，尤其是外需处在疲软空间、房地产下降带来螺旋式下降，使得中国经济面临的环境比较严峻，下半年谈复苏为时过早。

二、对目前流行的政策建议的评估

面对目前的情况，我将已有的各种政策建议总结为三类。一是大幅度降息派，甚至把基准利率降到零。二是加大中央政府支出派，包括发消费券，发特别国债来资助地方政府或者置换地方政府融资平台的债务。三是改革派，这中间又分为两类，第一类认为

目前的经济问题主要不是周期问题，而是结构问题，要通过重启市场化方向的改革来提振民营和外资的信心；第二类则认为当前中国经济面临的主要问题是由于分配不公而造成产能高于需求，解决方法是扩大政府规模、壮大国企和大幅增加社会福利。

这些建议都有道理，在一定程度上确实也看到了中国经济面临的很多问题背后的原因，但是，在给定目前的环境下，有些政策建议确实相对来讲可操作性不大。

1、大幅降息政策建议的三点问题

一是中国货币政策利率体系和金融银行体系很难运作将基准利率降到零。这里面机制比较复杂，一旦承诺将银行间利率和其他基准利率降到零，实际上就是要承诺央行无上限释放短中期资金。目前国内的金融监管体系尚无能力去应对这种局面。

二是从过去两年的央行操作和中国金融经济的基本面来看，为保障银行的息差从而维持金融系统的稳定，央行必须通过直接促使银行下调存款利率来给贷款利率的下行提供空间，否则银行利差就会收窄过快从而冲击金融稳定。但从过去一年的经验来看，银行两次下调存款利率，但并没有显著降低银行存款成本，原因是储户是理性经济人，会主动将活期存款转为定期存款。因此，过去一年并没有看到银行存款获取成本的明显下行。这不是说完全没有办法，但如果金融监管机构和央行全方位加码压制银行定期存款利率，降息效果相对来说会更好一些，但这种做法实质上是多年利率改革的倒退。

三是当前我国经济所面临的关键问题是因为民间信心不足以及开发商降杠杆而导致的信贷需求不足，和日本在上世纪九十年代的情形已经有些类似。这种背景之下，不能说降息没用，但对拉动需求的效果已经大打折扣，我们不能以为大幅降息就能有效的拉动需求。

2、“改革派”远水救不了近火

对于“改革派”的建议，即使是远见卓识，但远水是救不了近火的。宏观经济是一个内部各环节相互紧密依赖的体系，需求和供给相辅相成。目前面临的问题确实是在需

求方面明显出现螺旋式下降的过程。需求过快下行时，呼吁推进艰难的体制改革固然值得敬佩，但当务之急首先是保证总需求的基本稳定。

3、加大中央政府支出也不能包治百病

一定程度上我也认可和支持这样一个呼吁。但是也要看到，它不是包治百病的灵丹妙药，不是增加中央政府债务，加大中央政府支出，扩大总需求，中国经济就一定能起来。首先，考虑到分配资金的效率问题，投资回报问题以及后遗症问题。现在面临的情形和十年前、十五年前不同，全国性、网络性的基础设施建设已经完成了相当一部分，现在已经不是大规模搞全国网络建设的阶段，而是进入了以城市基建为主的新阶段。在这种情况下，大幅度增加中央政府的债务和支出，如何在各地之间合理配置资源成为头号难题。如果分配资源不恰当，没有考虑到中国城市化和人口流动的规律，就会带来很大的后遗症。实际上，过去这几年中国经济面临的很多问题和 2015-2018 年政府通过央行印钞而支持的棚改货币化有紧密的联系。第二，要考虑中央政府的支出对民间投资可能有一定挤出效应。如果这方面关系处理不好，增加中央政府的财政支出，一方面确实拉动需求，另一方面如果在这个过程中挤占了很多资源，因为扩大了一些部门的支出，反而对民间信心造成打击也得不偿失。所以，一定要找到一个既能增加中央政府支出，又能够尽量降低挤出效应、减少未来扭曲的后遗症的方式也不容易。

三、政策建议

首先要找到一个方式，既能短期防止需求出现螺旋式下降，又能融入一些结构化改革，给市场放权的部分。一是短期“止血”非常重要，想方设法做好保交房工作，用足用好央行 2000 亿人民币再贷款。二是要做到一定的“输氧”，保障地方政府基本运作；加快摸底地方政府融资平台的还本付息情况，及时纾困，但必需同时加强约束机制。三是加速已开工的基建工程，尤其是跨区域重点工程的施工；保障和加速人口净流入的重点城市的基础设施建设，总体来说在这些地方加快建设回报还是可以的，不至于造成巨大浪费。

最关键的一点，我认为要紧紧抓住中国经济中最重要的一环，也是中国经济目前所面临的重大问题，就是房地产问题。还是应该以房地产为核心，抓住这个牛鼻子，虽然现在谈这个问题不是特别合适，但我们应该正视这个问题，需要一些新理念新思路。总体来说，顺应中国城市化趋势，让市场和政府各就各位来平衡住房的供应和需求，满足民众的住房需求，并以此推动更有效率的城市基础设施投资。在此过程中加大中央政府支出，也会有更高的效率和回报。

1、聚焦房地产的理由

一是房地产依然是中国经济的最重要支柱，对 GDP 贡献超过 20%，对财政贡献在之前高点时超过 38%，房产占城市家庭财富比例超过 70%。过去十几年的几轮复苏中，房地产是每次复苏的发动机。短期内没有哪个行业能够取代房地产业在中国经济中的位置，房地产是目前结构下经济稳住的必要条件。

二是房地产行业还在恶化。

三是房地产行业在中国还有不小的发展空间，现在房地产行业并没有完全过剩。中国工业化远远领先于城市化，城市化尚未完成，还存在巨大的城市住房需求和基建需求。去年中国城镇化率为 65.2%，与发达国家城市化率还有 20%-30%的差距，而且城市户籍人口只占全国人口的 47%左右，外出农民工人数约 1.7 亿，其家属人口为 2.2 亿，扣除在工作居住地已经拥有城镇住房的 4%的农民工人口，实际住房需求约为 1 亿套，这不是短期就能实现的，这是中长期的潜在需求。客观上来讲，农民工的第二、第三代子女回老家的概率越来越小。此外，中国高等教育飞速发展，每年毕业大学生有一千万，这些未来的白领阶层也有很强的流动性，很有可能随着中国产业的区域间转移而迁徙，从而形成新的住房需求。

四是中国城市化的空间布局还有很大的调整空间。过去种种原因，资源确实是在向较小城市倾斜，城市集中度不够，建设中心城市和城市群的力度不够。我们应该从发达国家看到普遍经验，城市化和人口向大城市集中是必然趋势，而且大城市确实具有规模效应和集聚效应，有利于科研研发。从这个角度来讲，我们实际上在这方面还有很大空

间。

2、聚焦房地产的具体建议

一方面确实要考虑大幅放松限价、限购和限售等调控措施，另一方面不是简单的放松和刺激，应该与之前简单的货币化棚改、大规模资金下拨不同，要适度结构性改革，关键是土地资源的重新配置。

第一，城市的住宅、商业和公共建设用地的供给数量应该和就业、户籍人口或者参加社保人数等指标紧密挂钩。考虑到城市的规模效应，挂钩的模式可适当向中心城市和城市群倾斜，加大这些城市的住宅用地供应。这样给定一个放松的预期和给定增加土地的预期，房价未必失控，我们要解决房价的问题最终还是要靠供给。

第二，这个过程也能促进城市之间在争取人口和土地资源方面的有序、良性竞争。现在要解决整个地方政府融资平台的问题，只是资金从上到下转移支付很难解决这个问题，完全切断他们也不现实。在这中间要找到一个促进地方竞争的重要抓手，这个政策在我看来是最重要的抓手。

第三，中央政府的转移支付也应该适度向户籍人口数量增加较快的城市倾斜，以此来鼓励城市开放户籍，尤其是用来帮助农民工落户和新的大学生落户。

第四，开始着手取消在之前房地产过热背景下执行的那些限购限售限价政策。很多限价政策在热点城市导致巨大扭曲，完全背离政策设计的初衷，也已经过时。在目前的背景下应该加大力度清理这些措施，但还是要坚定地在地供应上做好更多工作，一定要把土地供应和城市人口扩张挂钩。

第五，在住房购置政策上，适度向落户农民工和新毕业大学生倾斜。监管机构可为特定人群降低首付比例，降低各类相关税费，鼓励银行给予特别贷款额度，政府可以阶段性贴息，所需资金可由国家财政通过特定渠道提供。

第六，保障房建设的用地指标尽量向人口流入较多的中心城市和城市群倾斜。同商

商品房住宅用地指标一样，保障房用地指标和新增就业、户籍和常住人口等指标挂钩。保障房建设用地也可和商品房用地紧密捆绑，从而提高地方政府建设保障房的积极性。

总体讲，经济下行压力非常大，不要轻言复苏。从政策设计角度看，应该通过城市化和房地产政策调整，紧紧围绕土地配置，在过程中优化中央向地方的转移支付，短期能够拉动经济，同时也给大家看到政府通过改革、放权、要素市场改革来促进中国经济增长的决心。

刘晶：新旧动能转换的关键时点，应对周期性结构性问题共存挑战

刘晶 汇丰环球研究大中华区首席经济学家

以下观点整理自刘晶在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 65 期）上的发言

现在中国面临的一个问题是，周期性和结构性问题共存让这次复苏看起来有不少挑战。王首席讲到这次是非典型复苏，尤其是资本市场对此预期非常不足。我记得在年初时，大家讲到中国复苏时，国际投资者更多关心的是这次中国复苏是否会给世界带来一个输出性通胀，根据中国以前复苏的路径来看，会采取基建+房地产拉动，对大宗商品需求比较强劲。

现在过了半年，大家的讨论变成中国这次复苏是否会对世界产生反通胀压力。因为针对本轮复苏，政府不想用以前的手段，比较大的货币政策的放水，财政政策对传统基建的拉动，以及对房地产放开，来实现复苏。这势必要经历比较缓慢的复苏过程，因为需要消费复苏去慢慢带动，尤其是在疫情期间政府主要是靠帮助企业来刺激整个经济，而不是直接向家庭部门发放救助。所以，中低收入家庭首先需要找到工作，收入有修复，下一步会对过去三年比较少消费的可选性消费商品进行消费，可能再带动投资，再进一步带动消费。这个过程相比之前大家熟悉的路径会漫长一些，而且对于很多中低收入家庭来说，不是信心够了就开始花费超额储蓄，而是需要收入修复才能达到这一点。

最近，大家对于资产负债表衰退的问题有热议，对于中国是否会面临和日本类似的挑战，也是在充分讨论。我们的观点认为，中国现在离资产负债表衰退还很远。目前面临最突出的问题，确实是房地产还没有企稳的问题，但是，在之前房地产过热的时候，中国很多地方政府对于房地产价格已经做出了管控，尤其是大城市对于新房价格有一个所谓的价格上限控制。很多城市存在新房和二手房价格倒挂的情况，例如，今年 5 月份上海云锦东方新房和二手房价格倒挂被大家热议。这种情况，一方面，不能让供给和需求充分地由市场出清；另一方面，目前整体房地产价格调整幅度不大，更多调整表现

为销售量的较大下行。如果能在目前情况下稳住房地产，实际上对价格的冲击不是很大。中国很多城市对于首付的要求比较高，这也说明我们还有较大缓冲空间，很多房屋抵押贷款现在还不至于出现资产值低于抵押款的情况，和日本当时经历的资产负债表衰退非常不一样。

也有人说，现在企业部门和家庭部门都不愿意去借款。这是什么原因？如果讨论企业部门去杠杆，应该把目光放长远，以资产负债表衰退理论闻名的辜朝明之前讲到，疫情前中国很多企业借贷就已经比较少了，这是一个值得警惕的问题。实际上，中国在2012年、2013年中央政府就开始提到去杠杆，自2015年以来去杠杆就成为一个主导工作，从这个背景来说，**企业部门去杠杆其实是一个计划下完成的任务，不能作为资产负债表衰退的佐证。**至于今年年初按揭预付款情况较多，我们认为，很大程度上是购房者出于减少贷款利息成本而做出的预付款决策。虽然一季度数据显示按揭贷款规模增量较低，这可能和大面积提前还贷有关，但是经营贷其实有非常反常的增加，与之对应，我们并没有看到私人投资有很大增加，反而连续处于一个收缩区间。这就证明，一定程度上，经营贷未必作为商业用途，更有可能被作为一种过桥贷款、影子贷款的方式去帮助降低存量房贷的融资成本。最近人民银行指出，银行和购房者可以讨论存量房贷利率，这从需求端较好地稳住了预期。有些人认为，如果融资成本还可能继续下降，不着急借贷买房是一个比较好的选择，中国在抵押贷款再融资上也没有非常好的途径。

有一点需要指出，从各类经济主体角度看，过去十年主要是地方政府在加杠杆，尤其是考虑隐性负债后，城投加杠杆情况比较严重，这也和以前的发展模式有关。以前中国政府拉动经济靠房地产和基建，城投作为非常重要的融资平台去完成基建项目，所以，城投公司很大程度上成为准财政支出。**在讨论新旧动能转换过程中，要用历史的眼光看待问题。**例如，下一阶段政府想专注于长期新动能，向提升国内消费、制造业升级、绿色投资等方面转换，在这个过程中，需要有政策呵护去处理好新旧动能转换问题，尤其房地产本身对于中国经济具有很大重要性。借用前副总理刘鹤的一句话，“房地产业是中国国民经济的支柱产业”，它本身对经济的贡献有25%，再加上对劳动力市场的贡献，整体影响会更大。同时，房地产其实也与地方政府债务问题相关，所以，**在处理新旧转换过程中，需要尽快稳住房地产市场，即使房地产以后不是一个增长引擎，但稳住房**

房地产市场对于周期性复苏至关重要，对于新旧动能转换也非常重要。人民银行上周出台通知，关于“金融 16 条”有一定程度的延续，允许开发商贷款适当延期，一方面支持供给方，另一方面，对于需求方，很多城市的限购限价政策可能会做出优化和调整。

还有很重要的一点，中国过去房地产飞速发展过程中，公有住房和公有租赁房供给不充分。所以，从可负担住房角度来说，不是要调整商品房价格，而是要更多考虑公有住房或公有租赁房供给，让房地产本身变成普通民众也可以去负担的。例如，青岛等城市提出，一些单位的员工宿舍是否可以考虑用存量商品房供给。虽然这对房地产市场也有非常重要的托底作用，但和 2015 年的棚改货币化非常不同，这是由政府主动做转换，不太会造成投机炒房情况，这个方式值得探讨。

此外，财政要发力，让地方政府有动力有资源去发力，去专注于一些新的增长点。过去十几年城投债问题受到中央关注，但实际上城投整体杠杆率是增加的，城投债存量也一直在增加。所以，问题本身并不是资产负债表衰退，但地方政府债的存量需要用系统方法去解决，否则，地方政府会掣肘，需要考虑存量债务置换。同时，一些城投项目是长期基建项目，很难在短期产生经济收益，所以，这个问题确实需要中央政府想一个系统的解决方案。**我们认为，这个系统的解决方案可以参考世纪之交中国银行业改革的思路。**目前的一些解决思路，如债务置换、让银行参与重组、地方隐性债务等，只能是一个过渡性方案，根本问题始终没有解决，只是推后或者从地方政府转移到银行。如果有一个比较整体的解决方案，比如把地方政府资产划分为一部分本身已经有商业价值，所谓 bankable assets，另一部分对应长期基建项目，可以是 non-bankable assets，给它一定时间。例如，很多人估算高铁项目的收益率，最后结论都是放在一个比较长远的时间看，这些重大基建项目都非常有商业价值。这需要一个没有短期还债压力的部门持有运营，一直到它可以带来正向现金流。当然还有一些不良资产，需要剥离和重组。

总的来说，一方面，为了配合新旧动能的顺利转换，要让地方政府花更多精力考虑怎样刺激消费、怎样产业升级、怎样更多进行绿色投资，需要有一个办法帮他们解决一直掣肘的地方政府债务问题。另一方面，中国整体社会福利保障投入，相对于发达国家甚至一些发展中国家是不够的，造成了居民储蓄率一直缓慢上升的过程。要刺激消费就

要从更长远角度让大家愿意花钱，在社会福利上面的投入非常重要。

结束前，我引用 IMF 的一篇工作论文，从潜在增长率角度讲，中国未来增长会怎样？今年二月初 IMF 有一篇工作论文，估算中国长期增长率，这篇论文在资本市场有很多引用，尤其是海外资本市场。当时大家关注点在于，IMF 预期未来五年中国潜在增长率只有 3.6%，在其后的十年只有 2.4%，这个估算数值非常让人担心，说明中国整体的增长潜力有非常大的下滑。但是，这篇文章的重点是说，现在是中国整体推进结构化改革的重要时间点，如果能够推进改革，可能短期由于更多补贴家庭部门而增速略有下滑，但未来经济结构更平衡，还会有新的增长点。在这种假设下，IMF 估算中国至少在未来十五年都会以 4.5% 的增速增长。从 4.5% 和 3.6%、2.4% 的差别，说明**现在是一个非常重要的时间点，要处理好周期性问题，同时也应该为结构性增长动能转换铺路。**



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:

