



# 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7月 ) ( 总第56期 )

# 处于持续恢复关键期的中国宏观经济

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56期）

## 处于持续恢复关键期的中国宏观经济

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



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

# 处于持续恢复关键期的中国宏观经济

报告人：王晋斌

2022年7月17日

# 目 录

一、经济处于恢复的相关指标

二、为什么是恢复的关键期？

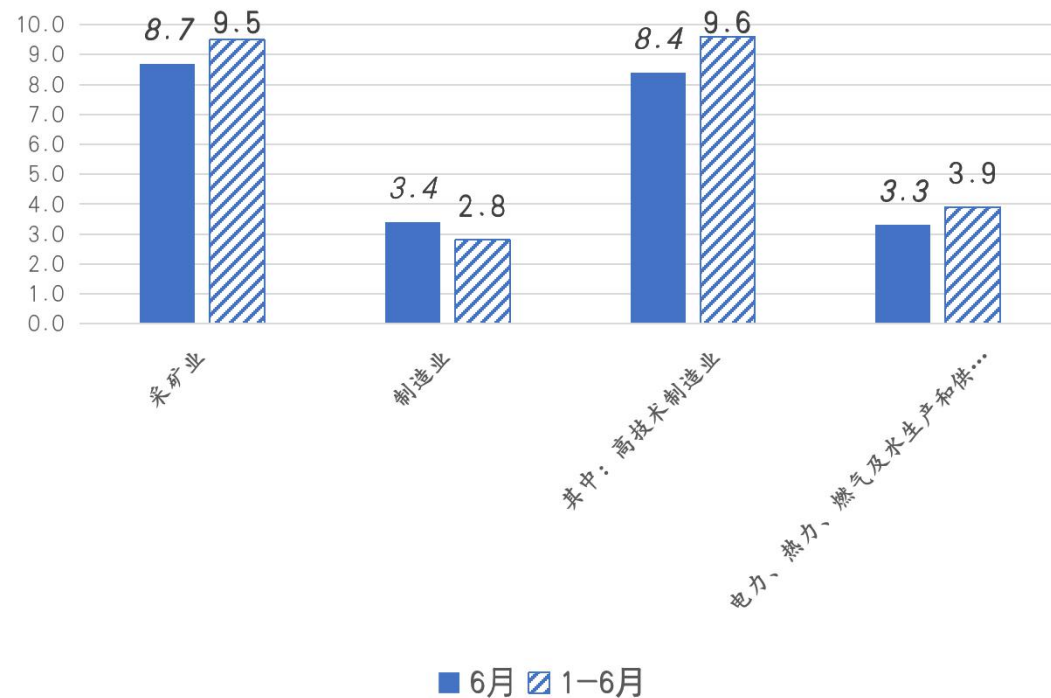
三、如何做到持续恢复？

## 一、经济处于恢复的相关指标

1、PMI指标：4月份以来PMI指标及分项指标大多出现了恢复态势。

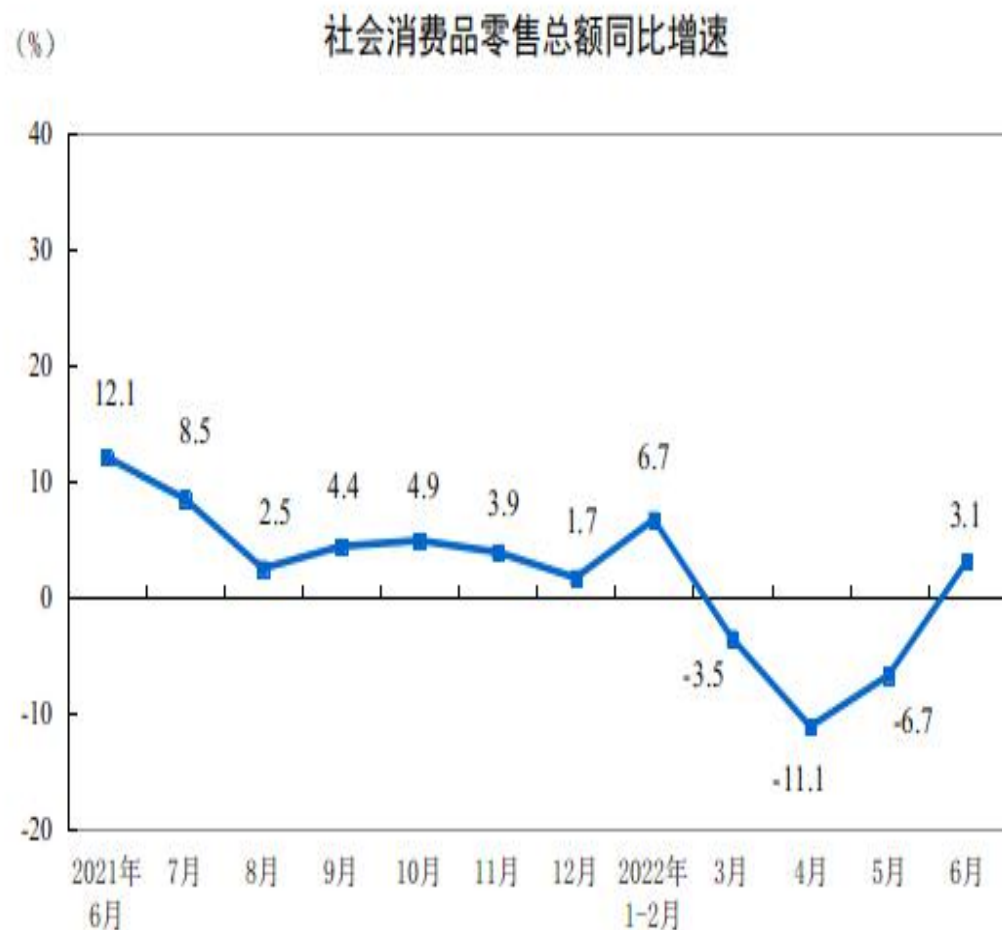
|          | PMI  | 生产   | 新订单  | 原材料库存 | 从业人员 | 供应商配送时间 |
|----------|------|------|------|-------|------|---------|
| 2021年6月  | 50.9 | 51.9 | 51.5 | 48.0  | 49.2 | 47.9    |
| 2021年7月  | 50.4 | 51.0 | 50.9 | 47.7  | 49.6 | 48.9    |
| 2021年8月  | 50.1 | 50.9 | 49.6 | 47.7  | 49.6 | 48.0    |
| 2021年9月  | 49.6 | 49.5 | 49.3 | 48.2  | 49.0 | 48.1    |
| 2021年10月 | 49.2 | 48.4 | 48.8 | 47.0  | 48.8 | 46.7    |
| 2021年11月 | 50.1 | 52.0 | 49.4 | 47.7  | 48.9 | 48.2    |
| 2021年12月 | 50.3 | 51.4 | 49.7 | 49.2  | 49.1 | 48.3    |
| 2022年1月  | 50.1 | 50.9 | 49.3 | 49.1  | 48.9 | 47.6    |
| 2022年2月  | 50.2 | 50.4 | 50.7 | 48.1  | 49.2 | 48.2    |
| 2022年3月  | 49.5 | 49.5 | 48.8 | 47.3  | 48.6 | 46.5    |
| 2022年4月  | 47.4 | 44.4 | 42.6 | 46.5  | 47.2 | 37.2    |
| 2022年5月  | 49.6 | 49.7 | 48.2 | 47.9  | 47.6 | 44.1    |
| 2022年6月  | 50.2 | 52.8 | 50.4 | 48.1  | 48.7 | 51.3    |

## 2、工业生产有所改善，上游和新动能持续。



二季度规模以上工业增加值同比增长0.7%，高于二季度GDP增速0.4%。从地区看，6月份，31个省区市中，21个地区规模以上工业增加值同比增速比上月回升，占67.7%。

### 3、消费有所恢复，偏弱但表现出一定的韧性。



从需求看，6月份社会消费品零售总额由上月下降6.7%转为增长3.1%。

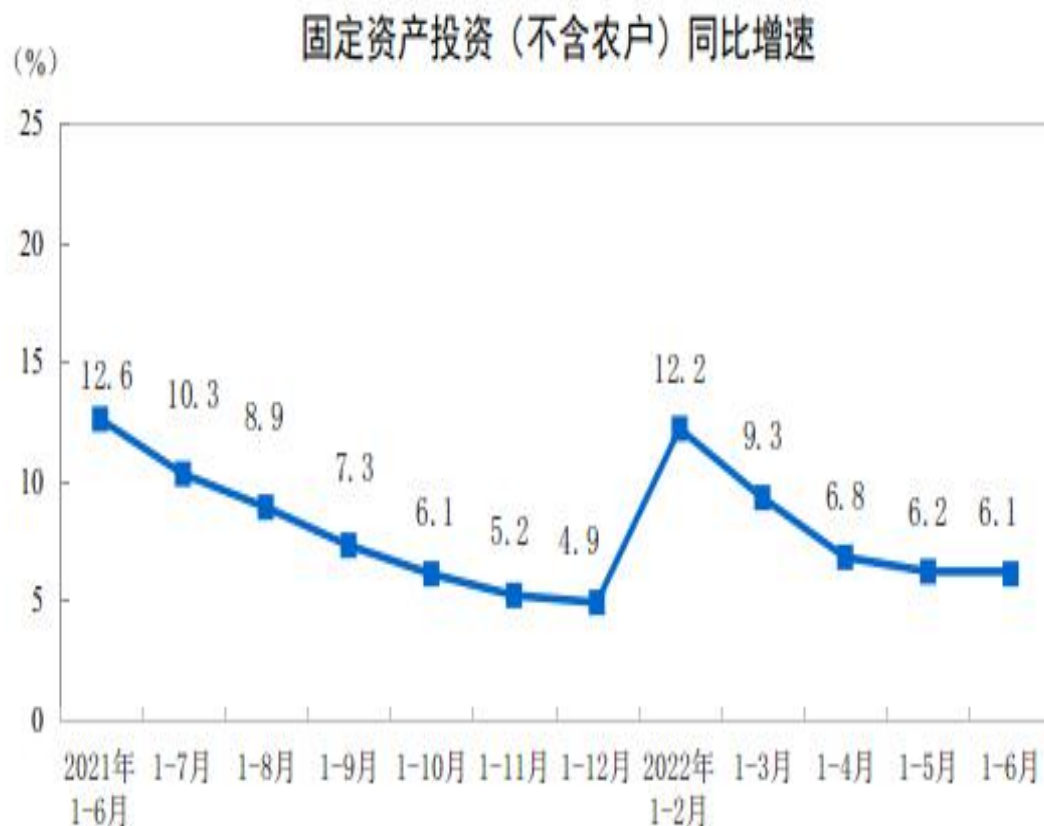
**就业改善：**4月份城镇调查失业率为6.1%，5月份下降到5.9%，6月份降至5.5%。

上半年，社会消费品零售总额210432亿元，同比下降0.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额189251亿元，下降0.1%。上半年，商品零售190392亿元，同比增长0.1%；**餐饮收入20040亿元，下降7.7%。**

上半年，全国居民人均可支配收入18463元，比上年同期名义增长4.7%，扣除价格因素，**实际增长3.0%（高于GDP增速2.5%）。**

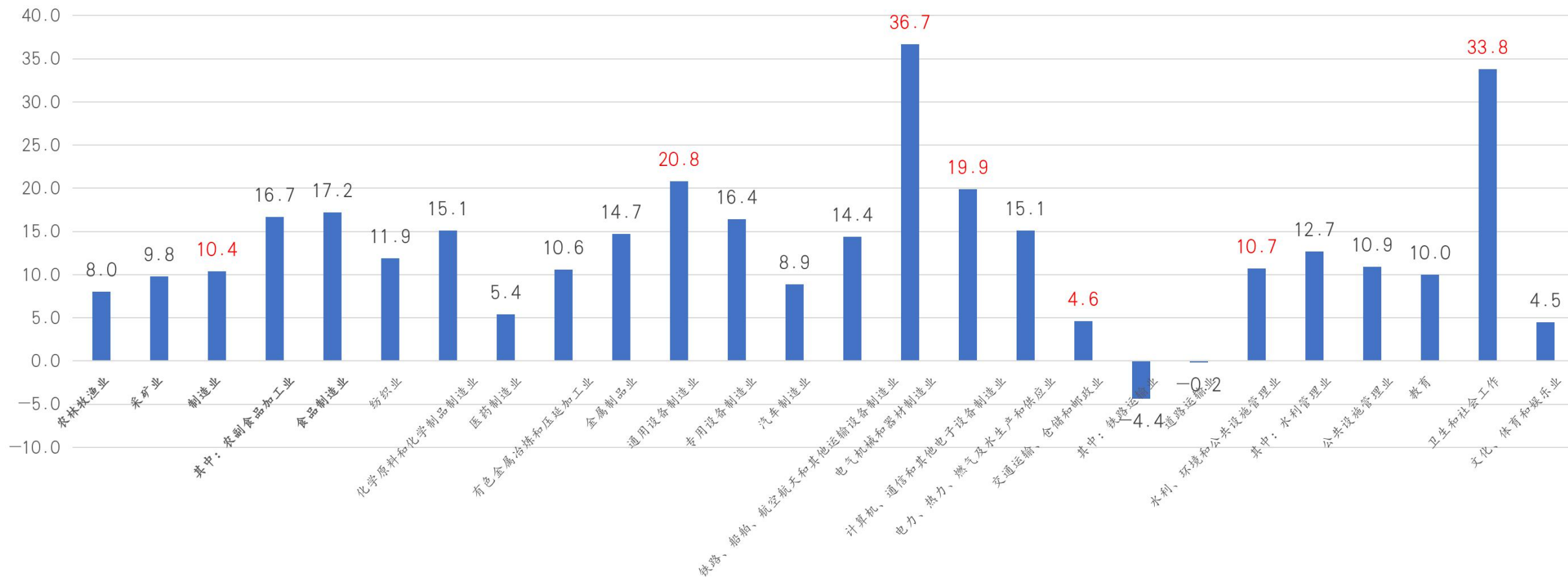
上半年，全国居民人均消费支出11756元，比上年同期名义增长2.5%，扣除价格因素影响，**实际增长0.8%。**

## 4、投资在稳增长和结构升级中作用凸显。



1-6月份，全国固定资产投资（不含农户）271430亿元，**同比增长6.1%**。其中，民间固定资产投资153074亿元，同比增长3.5%。  
从环比看，6月份固定资产投资（不含农户）增长0.95%。2季度固定资产投资（不含农户）同比增长4.2%。

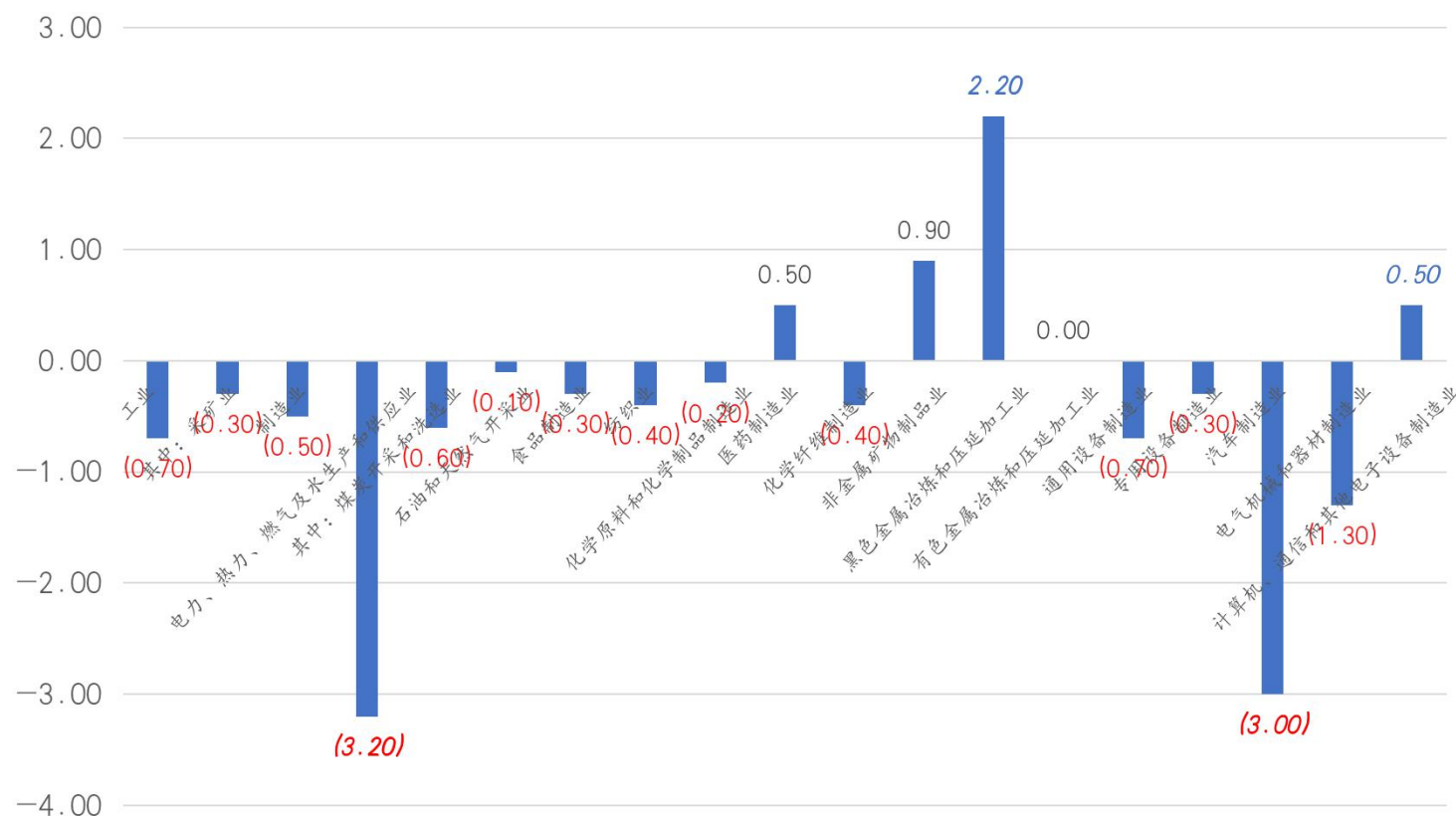
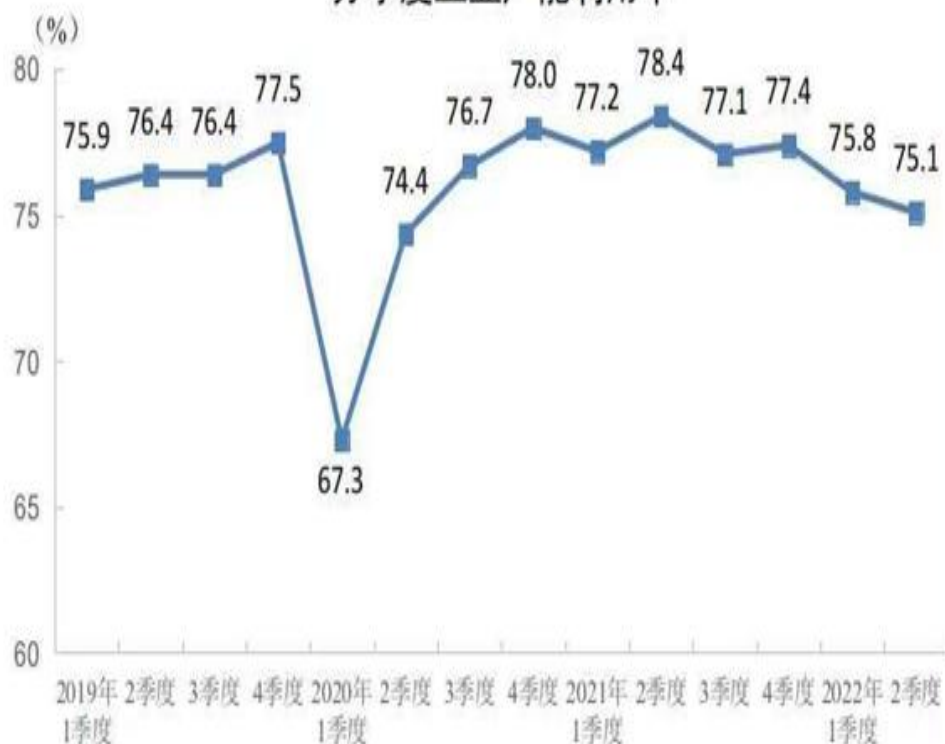
## 4、投资在稳增长和结构升级中作用凸显。



1-6月份投资结构：产业升级和新动能趋势持续发展

5、出口超预期：稳外贸稳外资政策取得成效。生产能力支撑了出口的超预期，享受海外通胀溢价，出口和进口表现出一定程度上相对的“外热内冷”状态。

分季度工业产能利用率



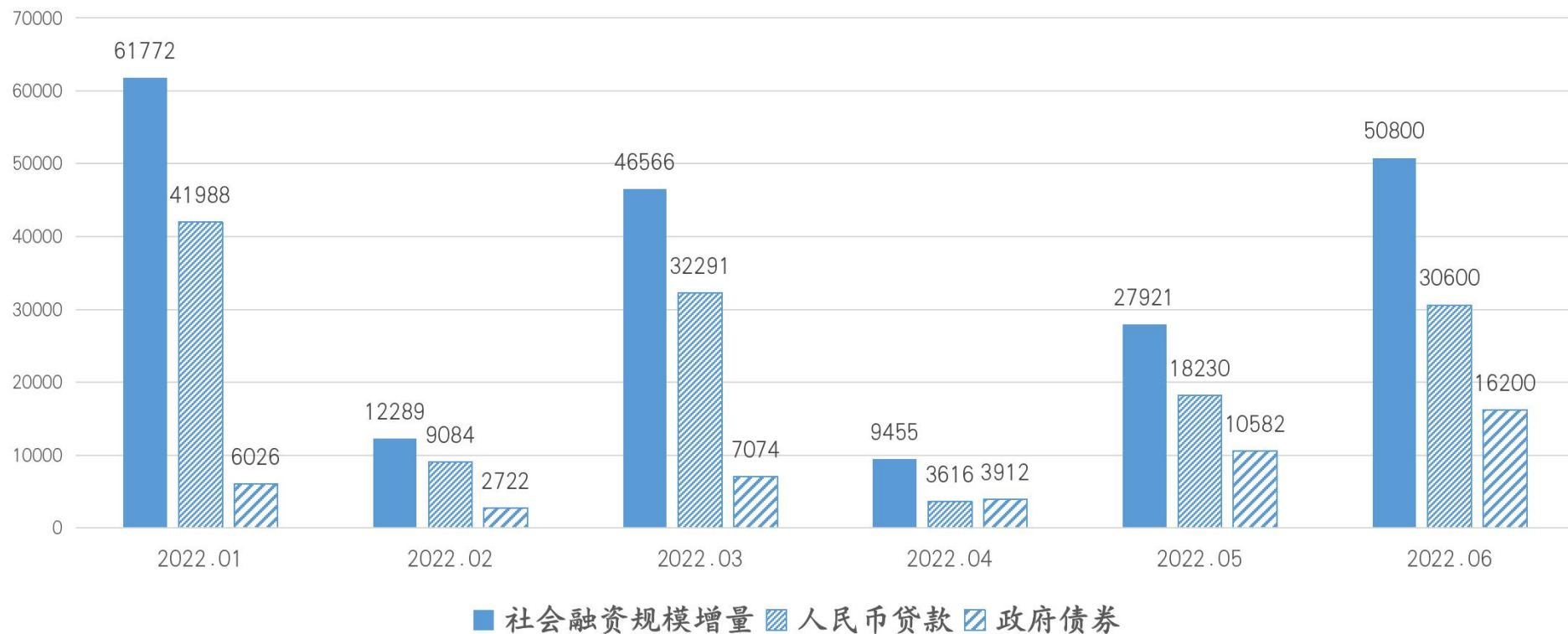
2季度与1季度工业产能利用率之差 (百分点)

## 5、出口超预期：稳外贸稳外资政策取得成效

| 贸易方式     | 进出口         | 出口          | 进口          | 1至6月比去年同期% |      |     |
|----------|-------------|-------------|-------------|------------|------|-----|
|          |             |             |             | 进出口        | 出口   | 进口  |
| 总值（百万美元） | 3,079,124.7 | 1,732,279.9 | 1,346,844.8 | 10.3       | 14.2 | 5.7 |
| 一般贸易     | 1,976,469.0 | 1,112,364.4 | 864,104.7   | 14.2       | 20   | 7.5 |
| 贸易方式     | 进出口         | 出口          | 进口          | 1至6月比去年同期% |      |     |
|          |             |             |             | 进出口        | 出口   | 进口  |
| 总值（亿人民币） | 198,021.8   | 111,416.7   | 86,605.1    | 9.4        | 13.2 | 4.8 |
| 一般贸易     | 127,082.0   | 71,551.4    | 55,530.6    | 13.1       | 19   | 6.5 |

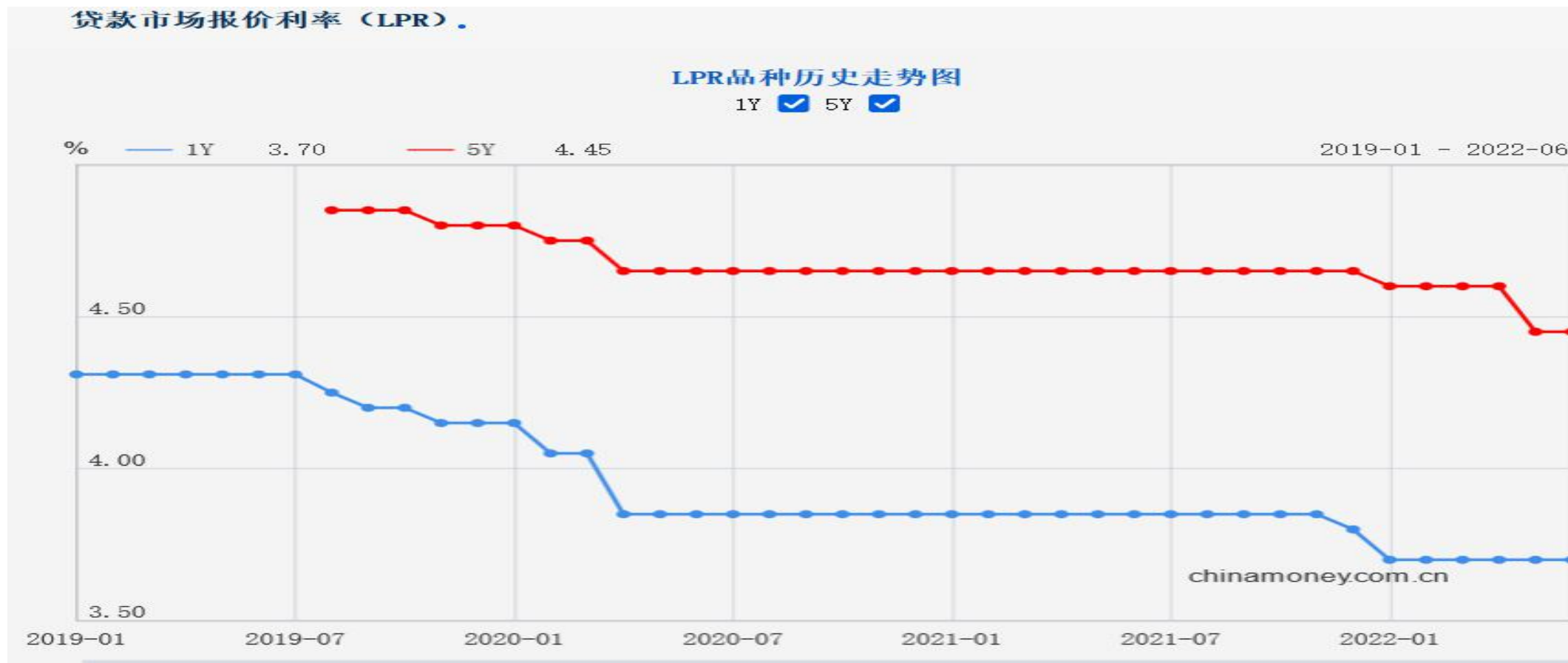
按人民币计价，6月我国出口同比增长22.0%；按美元计价，6月出口同比增长17.9%。

## 6、社融和信贷在努力支持经济恢复



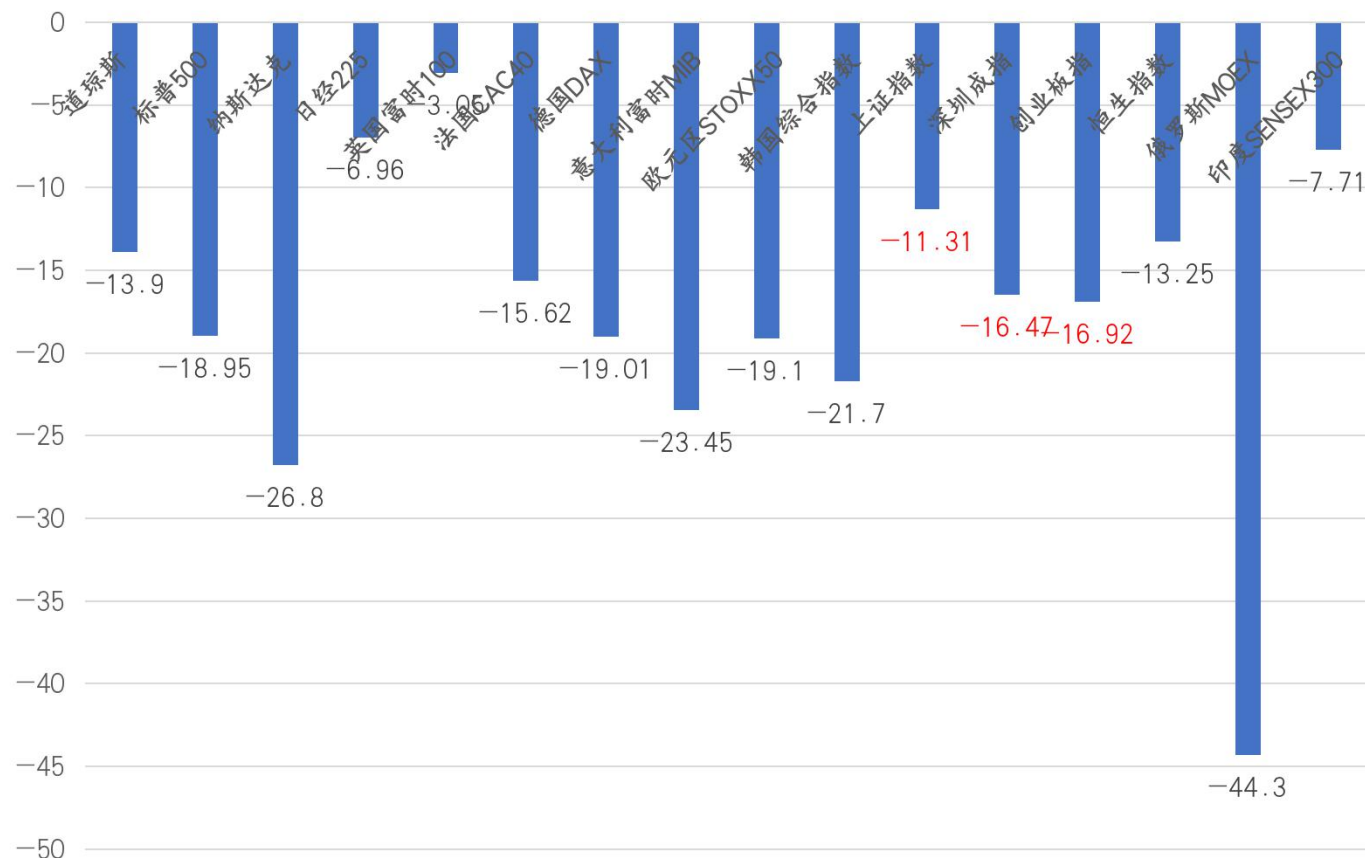
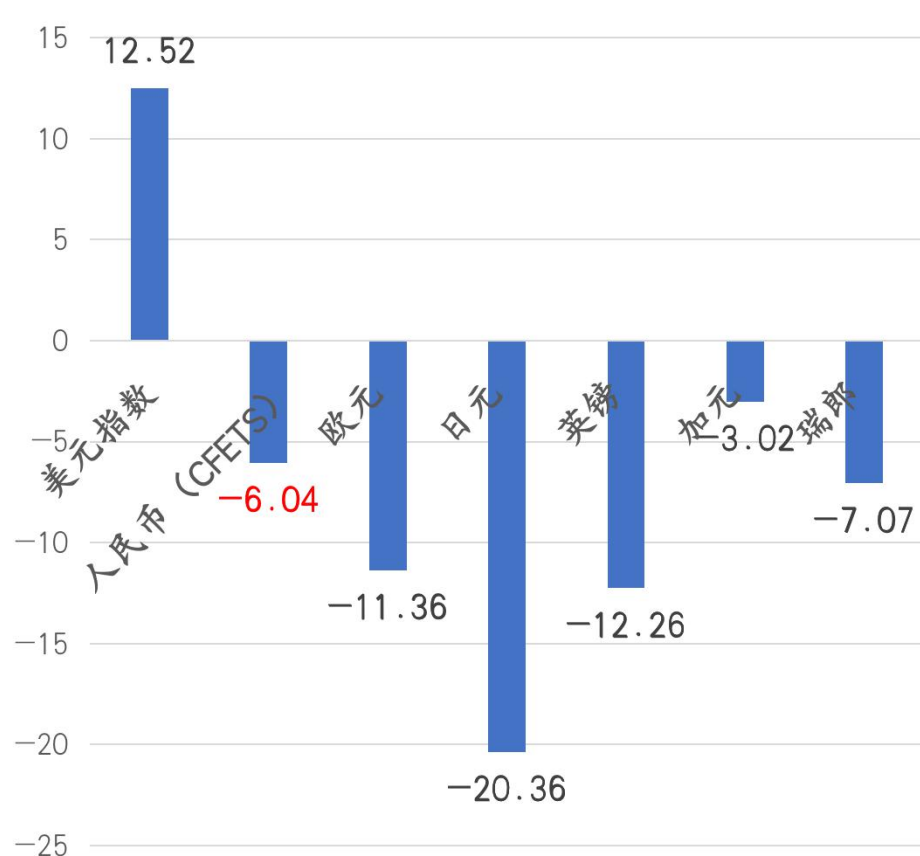
上半年社会融资增量规模达到20.9万亿元。相比2021年上半年17.8万亿元，同比10.8%。6月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的61.4%，同比高0.2个百分点。6月末，广义货币(M2)余额258.15万亿元，同比增长11.4%。**量够才可能通过市场降低成本。**

## 6、社融和信贷在努力支持经济恢复



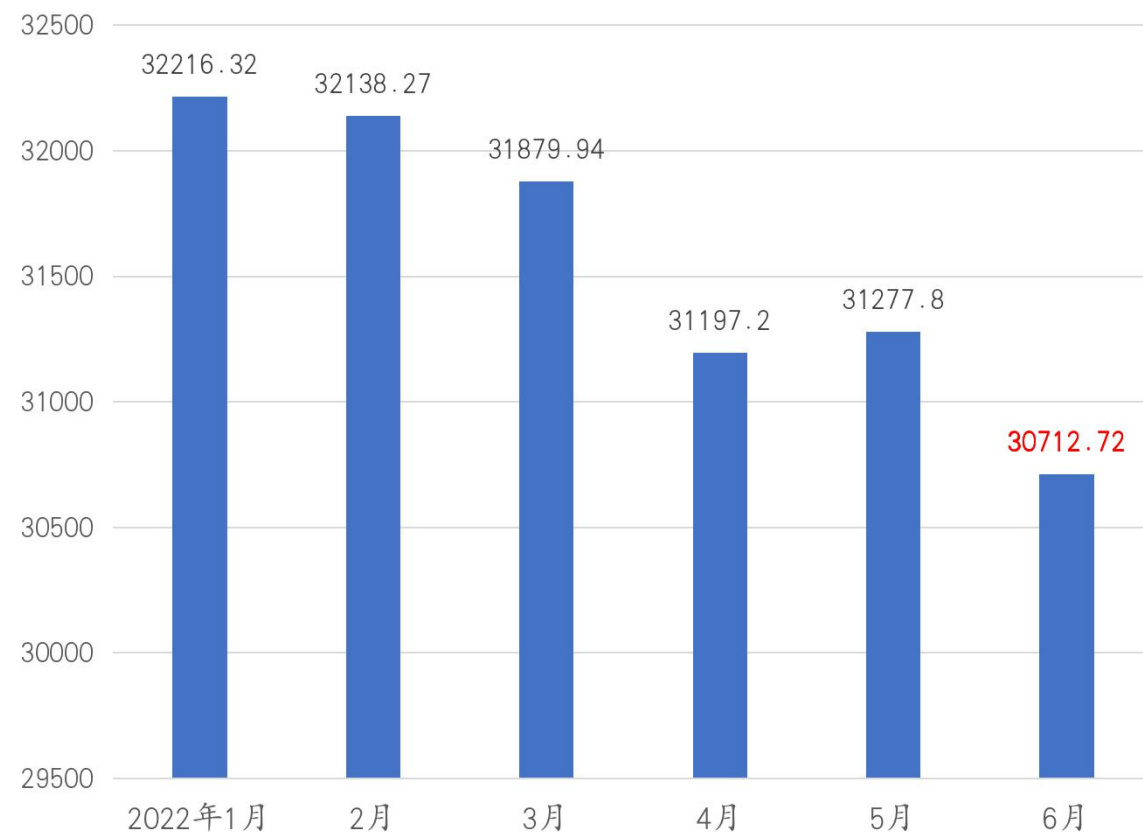
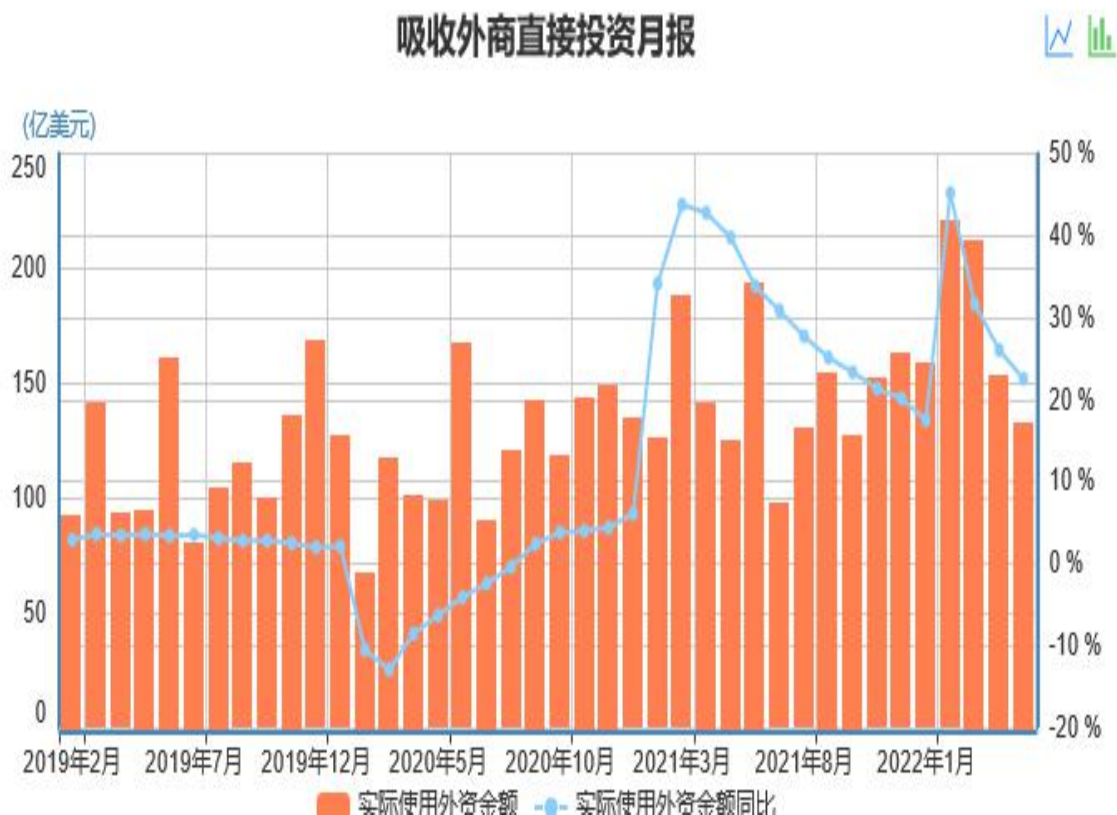
6月份1年期和5年期LPR分别为3.70%和4.45%，前者可以视为央行政策性利率水平。

## 7、汇率、金融市场及跨境资本基本保持平稳运行



高通胀下强美元的冲击，人民币汇率和跨境资本流动保持基本平稳。图中数据截至7月16日。

## 7、汇率、金融市场及跨境资本基本保持平稳运行



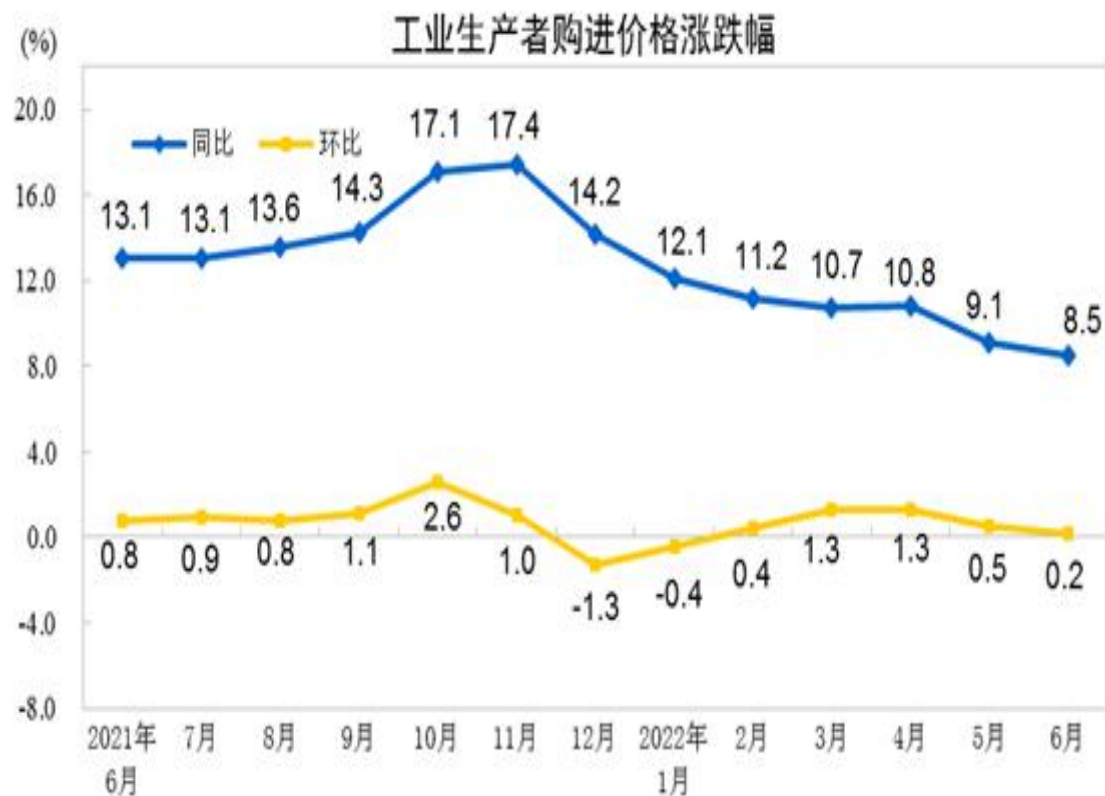
外资持有A股市值由1月底的4.08%下降到6月底的3.94% (2.755万亿), 下降至7月14日的3.56% (2.458万亿)。5月底机构持有债券3.38万亿元, 相比1月债券托管减少了3494.35亿元 (WIND)。

## 二、为什么是恢复的关键期？

1、PMI显示供给冲击、需求不够强劲，主要原材料和出厂价格指数双双回落。

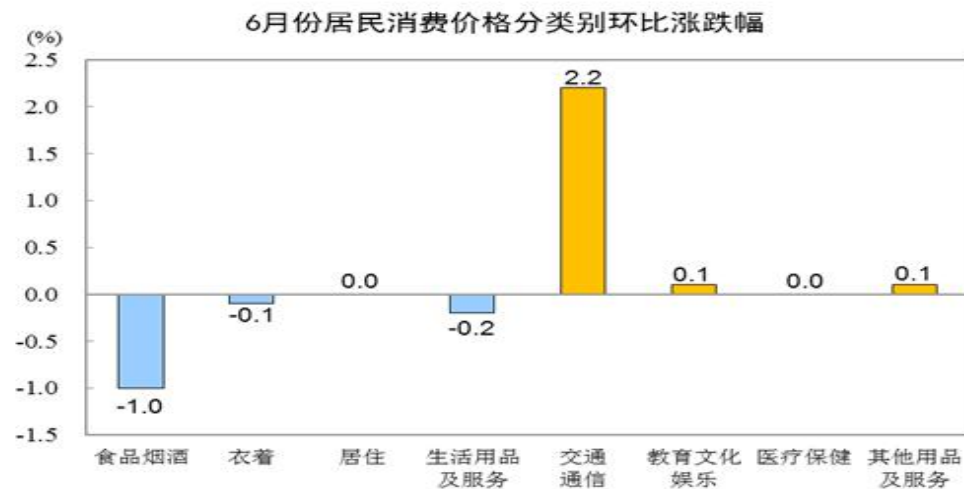
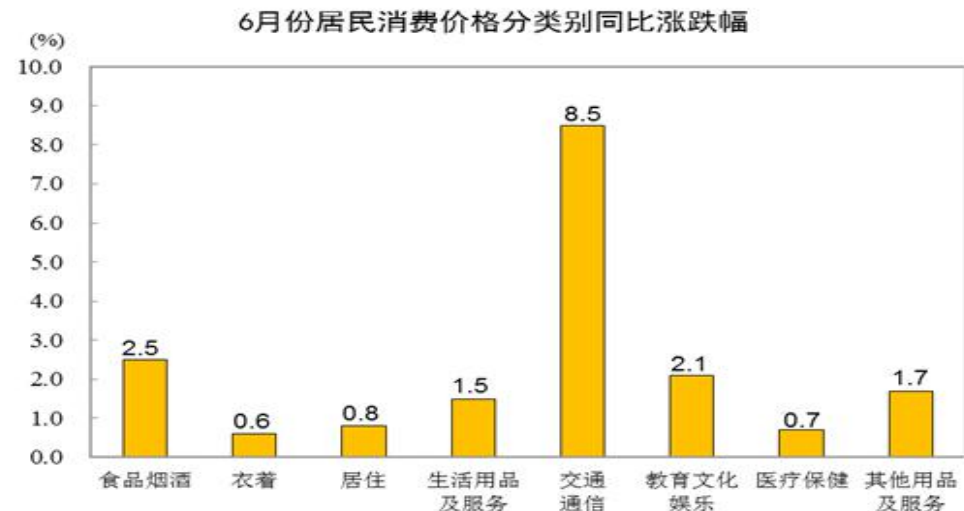
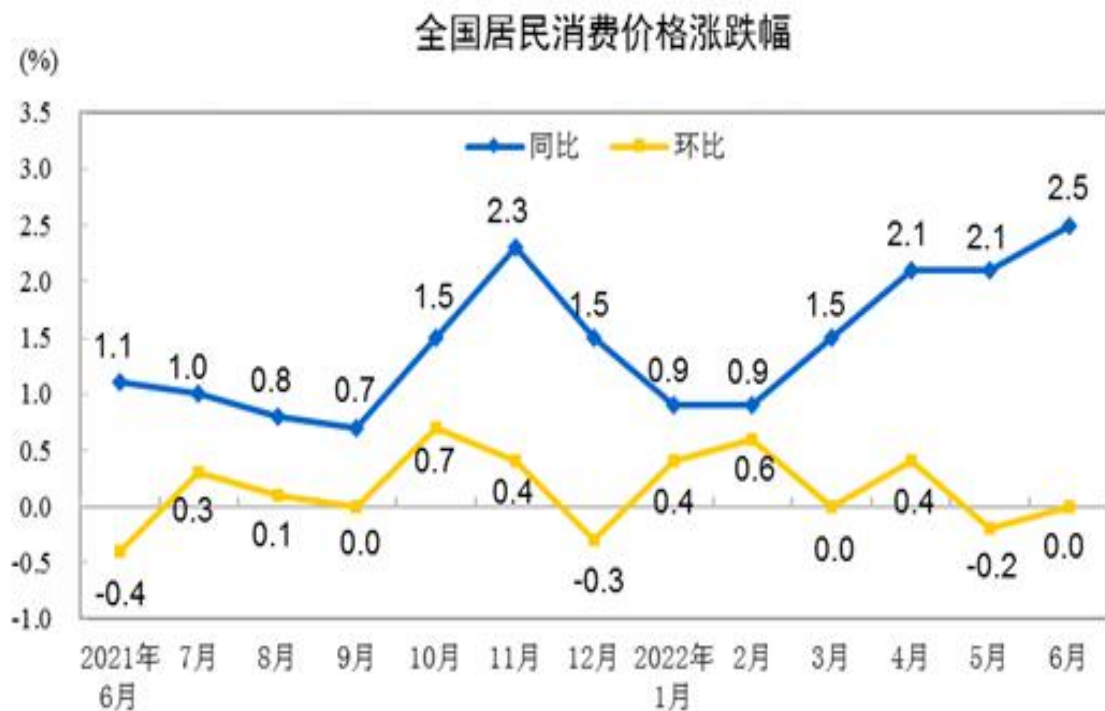
|          | 进口   | 采购量  | 主要原材料购进价格 | 出厂价格 | 产成品库存 |
|----------|------|------|-----------|------|-------|
| 2021年6月  | 49.7 | 51.7 | 61.2      | 51.4 | 47.1  |
| 2021年7月  | 49.4 | 50.8 | 62.9      | 53.8 | 47.6  |
| 2021年8月  | 48.3 | 50.3 | 61.3      | 53.4 | 47.7  |
| 2021年9月  | 46.8 | 49.7 | 63.5      | 56.4 | 47.2  |
| 2021年10月 | 47.5 | 48.9 | 72.1      | 61.1 | 46.3  |
| 2021年11月 | 48.1 | 50.2 | 52.9      | 48.9 | 47.9  |
| 2021年12月 | 48.2 | 50.8 | 48.1      | 45.5 | 48.5  |
| 2022年1月  | 47.2 | 50.2 | 56.4      | 50.9 | 48.0  |
| 2022年2月  | 48.6 | 50.9 | 60.0      | 54.1 | 47.3  |
| 2022年3月  | 46.9 | 48.7 | 66.1      | 56.7 | 48.9  |
| 2022年4月  | 42.9 | 43.5 | 64.2      | 54.4 | 50.3  |
| 2022年5月  | 45.1 | 48.4 | 55.8      | 49.5 | 49.3  |
| 2022年6月  | 49.2 | 51.1 | 52.0      | 46.3 | 48.6  |

## 2、工业部门处于消化成本的关键期



**5月份全国规模以上工业企业利润同比下降6.5%**，降幅较上月收窄2.0个百分点。分门类看，采矿业利润同比增长92.2%，延续快速增长态势；制造业利润下降18.5%，降幅较上月收窄3.9个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业利润同比下降6.2%，降幅明显收窄。分行业看，在41个工业大类行业中，有20个行业利润较上月增速加快或降幅收窄，5个行业利润由降转增，合计占比超六成。**1-5月份，规模以上工业企业利润同比增长1.0%。**

### 3、物价水平上涨，需求端消化成本的空间受到约束



在6月份6.1%的PPI同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为3.8个百分点，**新涨价影响约为2.3个百分点**；在6月份2.5%的CPI同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为1.2个百分点，**新涨价影响约为1.3个百分点**。

The chart displays two indices over time. The Income Sentiment Index (dark blue line) starts at approximately 53% in 2017 Q1, fluctuates between 52% and 55% until 2019 Q4, then drops sharply to a low of about 42% in 2020 Q1. It recovers to around 51% by 2021 Q1 but then declines to approximately 45% by 2022 Q2. The Income Confidence Index (light blue line) starts at about 53% in 2017 Q1, peaks at 55% in 2018 Q1, and generally stays above the sentiment index until the 2020 crash. It also drops sharply to about 46% in 2020 Q1, recovers to around 51% by 2021 Q1, and then declines to approximately 46% by 2022 Q2.

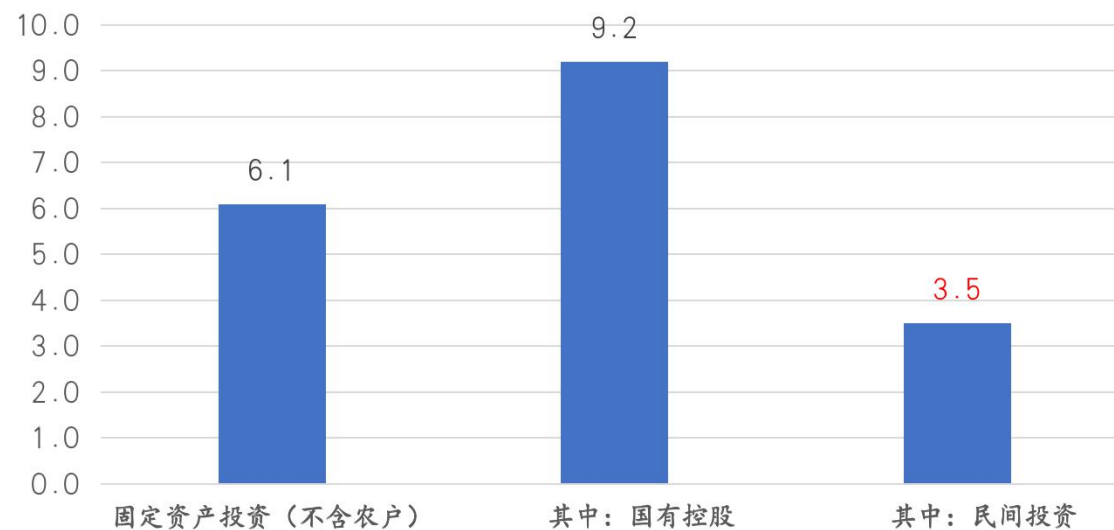
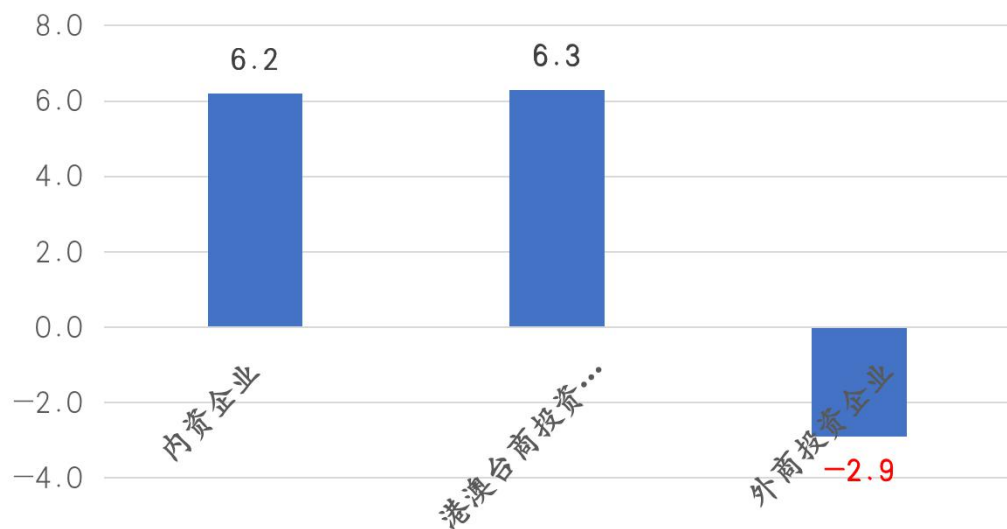
| Quarter | Income Sentiment Index (%) | Income Confidence Index (%) |
|---------|----------------------------|-----------------------------|
| 2017 Q1 | 53                         | 53                          |
| 2017 Q2 | 51                         | 53                          |
| 2017 Q3 | 53                         | 54                          |
| 2017 Q4 | 54                         | 55                          |
| 2018 Q1 | 55                         | 54                          |
| 2018 Q2 | 53                         | 53                          |
| 2018 Q3 | 54                         | 53                          |
| 2018 Q4 | 54                         | 54                          |
| 2019 Q1 | 55                         | 54                          |
| 2019 Q2 | 53                         | 53                          |
| 2019 Q3 | 54                         | 53                          |
| 2019 Q4 | 53                         | 53                          |
| 2020 Q1 | 42                         | 46                          |
| 2020 Q2 | 46                         | 48                          |
| 2020 Q3 | 49                         | 49                          |
| 2020 Q4 | 51                         | 51                          |
| 2021 Q1 | 51                         | 51                          |
| 2021 Q2 | 51                         | 51                          |
| 2021 Q3 | 50                         | 50                          |
| 2021 Q4 | 50                         | 50                          |
| 2022 Q1 | 50                         | 50                          |
| 2022 Q2 | 45                         | 46                          |

本季收入感受指数为44.5%，比上季下降5.7个百分点。其中，10.8%的居民认为收入“增加”，比上季减少3.7个百分点，67.6%的居民认为收入“基本不变”，比上季减少3.9个百分点，21.7%的居民认为收入“减少”，比上季增加7.6个百分点。收入信心指数为45.7%，比上季下降4.3个百分点。

| Year | Quarter | 就业感受指数 (ESI) (%) | 就业预期指数 (EEI) (%) |
|------|---------|------------------|------------------|
| 2017 | Q1      | 42               | 51               |
| 2017 | Q2      | 42               | 51               |
| 2017 | Q3      | 43               | 51               |
| 2017 | Q4      | 45               | 53               |
| 2018 | Q1      | 46               | 54               |
| 2018 | Q2      | 45               | 53               |
| 2018 | Q3      | 44               | 52               |
| 2018 | Q4      | 45               | 53               |
| 2019 | Q1      | 46               | 54               |
| 2019 | Q2      | 44               | 52               |
| 2019 | Q3      | 45               | 53               |
| 2019 | Q4      | 44               | 52               |
| 2020 | Q1      | 38               | 48               |
| 2020 | Q2      | 38               | 50               |
| 2020 | Q3      | 40               | 51               |
| 2020 | Q4      | 42               | 52               |
| 2021 | Q1      | 44               | 53               |
| 2021 | Q2      | 44               | 52               |
| 2021 | Q3      | 41               | 50               |
| 2021 | Q4      | 42               | 50               |
| 2022 | Q1      | 43               | 50               |
| 2022 | Q2      | 36               | 45               |

本季就业感受指数为35.6%，比上季下降6.9个百分点。其中，10.1%的居民认为“形势较好，就业容易”，44.3%的居民认为“一般”，45.6%的居民认为“形势严峻，就业难”或“看不准”。就业预期指数为44.5%，比上季下降6.0个百分点。

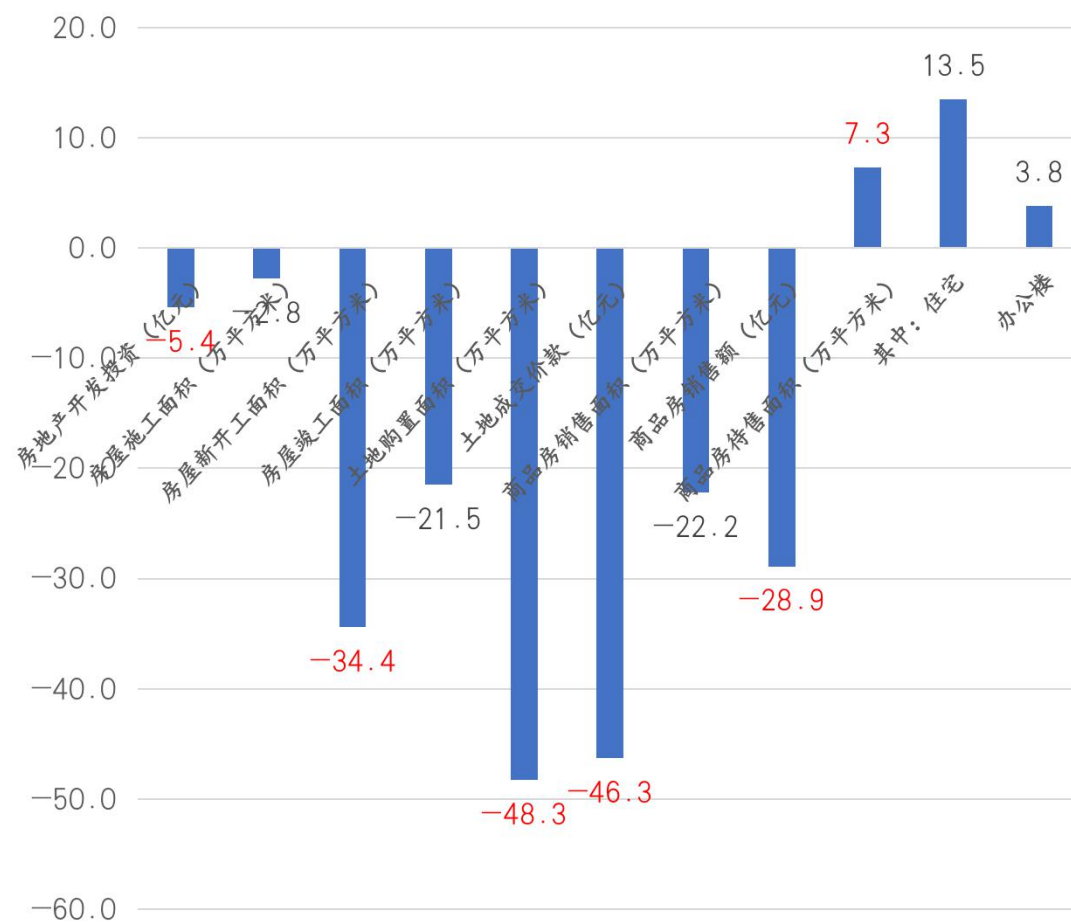
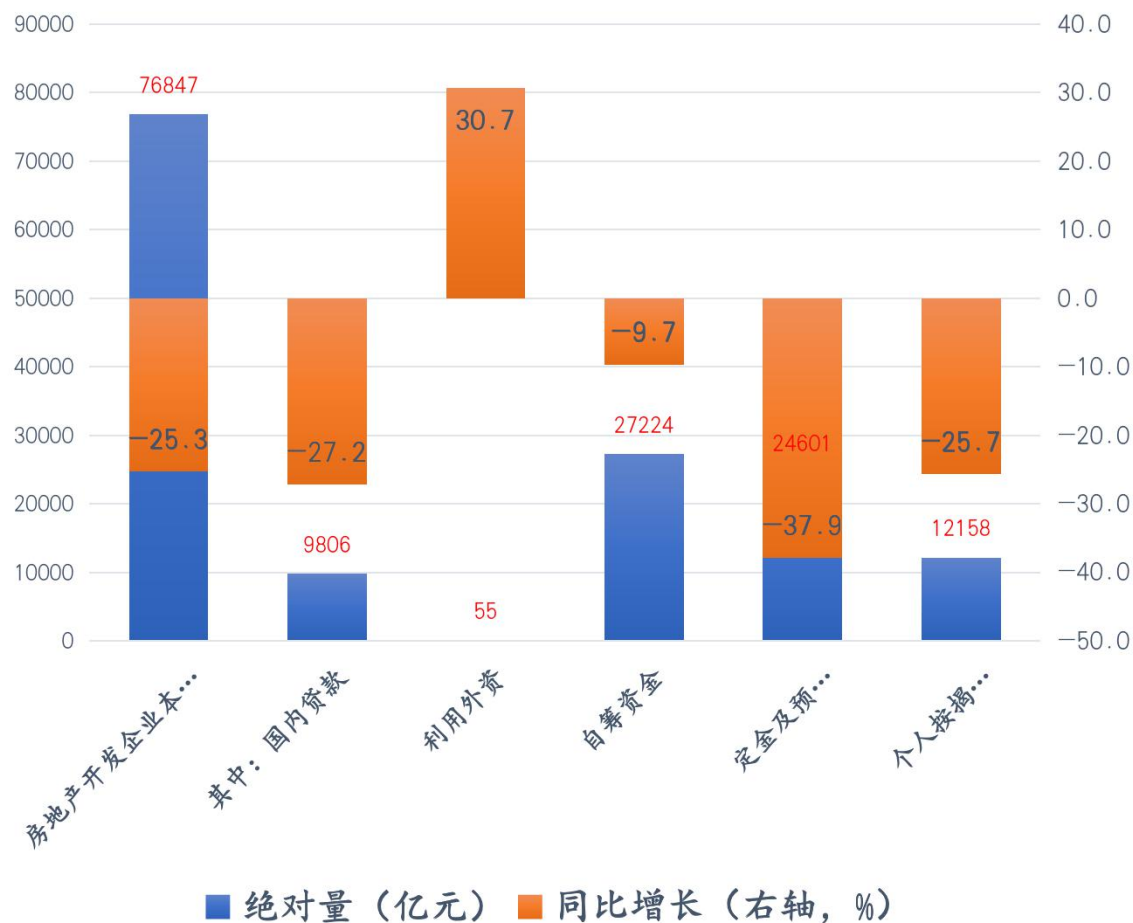
## 5、投资处在改善两个结构性不平衡的关键期



## 6、投资处在遏制房地产开发投资持续下滑的关键期

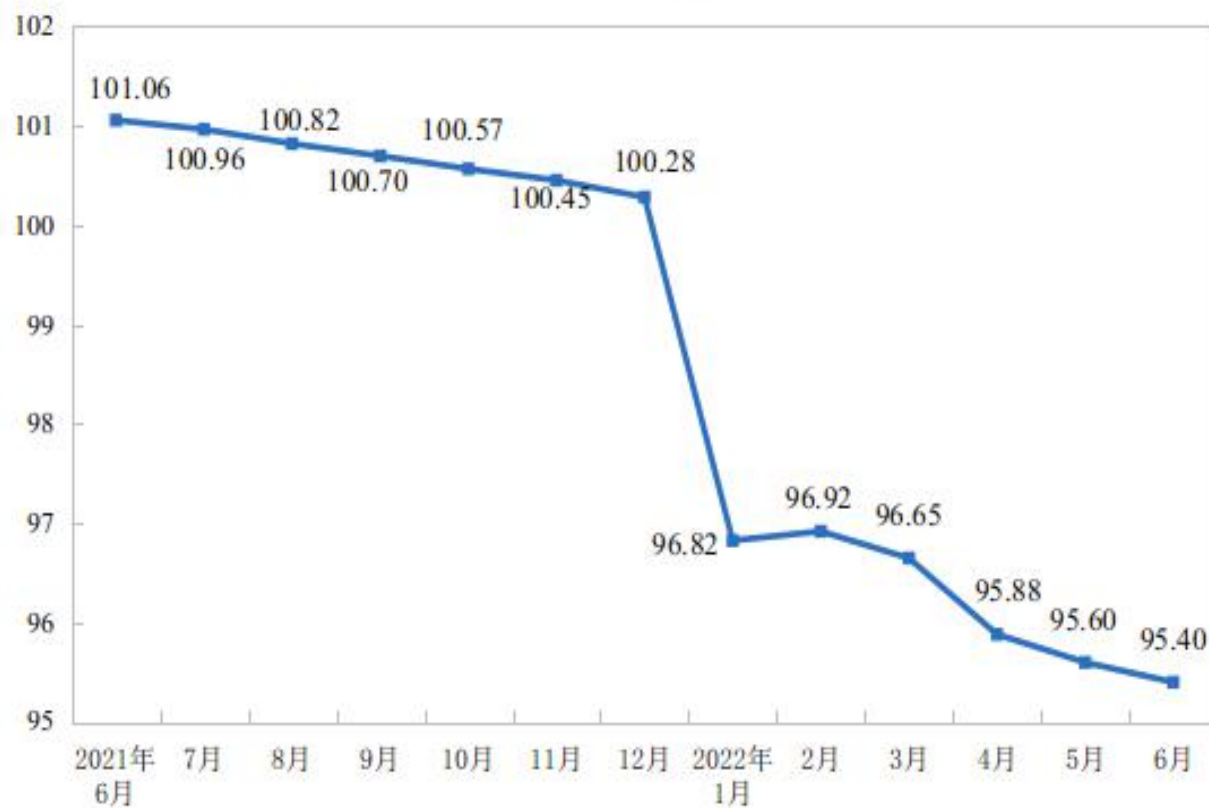


## 7、房地产行业处于稳定资金链的关键期



## 7、房地产行业处于稳定资金链的关键期

国房景气指数



上半年GDP为562642亿元，其中房地产只有37535亿元，**占比6.7%**。房地产投资占整个固定资产投资的比例**大约25%**。

大中城市房价还是具有比较强的韧性。

6月份，70个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨城市分别有31个和21个，比上月均增加6个。

6月份，70个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格同比上涨城市分别有21个和12个，比上月分别减少2个和1个。

## 8、汽车消费对冲商品房销售（投资）的效果和持续性需要关注

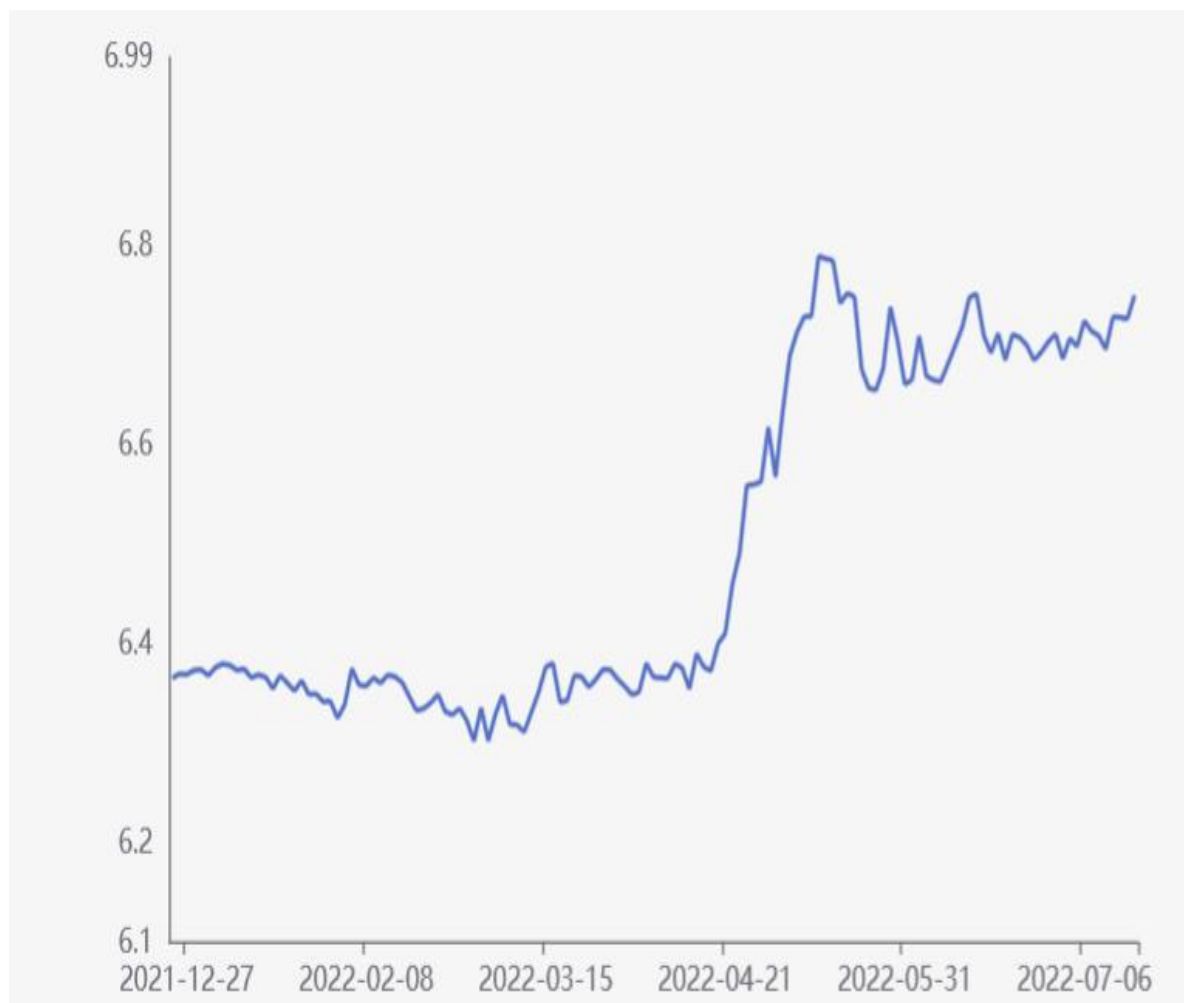


上半年，社会消费品零售总额210432亿元，同比下降0.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额189251亿元，下降0.1%。汽车销售2.12万亿元（2021年1-6月2.19万亿元），**占总消费的10%**。

1-6月份商品房销售额6.61万亿元（同比下降28.9%，2021年1-6月9.29万亿）。**汽车销售占商品房销售的1/3，有一定的对冲作用。**

1-6月份汽车产量同比-2.1%。

## 9、中国经济处于防范外部溢出效应风险的关键期



高通胀下的强美元会持续冲击金融市场。人民币今年以来贬值幅度总体可控。

汇率贬值带来进口通胀的压力。

### 三、如何努力做到持续恢复？

2021年中央经济工作会议再次强调**必须坚持高质量发展，坚持以经济建设为中心是党的基本路线的要求**。必须坚持高质量发展，坚持以经济建设为中心，不仅是针对当下我国经济发展面临的“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，实现经济工作“稳字当头、稳中求进”的要求，也是一种政治宣示。

**总体思路：不折不扣地执行落实国务院扎实稳住经济的一揽子政策措施。包括：**

(1) 财政政策 (7项) (2) 货币金融政策 (5项) (3) 稳投资促消费等政策 (6项) (4) 保粮食能源安全政策 (5项) (5) 保产业链供应链稳定政策 (7项) (6) 保基本民生政策 (3项)

# 1、维持物价稳定，才能为政策发力提供空间。

(1) **保障粮食产量**。夏粮喜获丰收。2022年全国夏粮总产量14739万吨（2948亿斤），比上年增加143.4万吨（28.7亿斤），增长1.0%。其中小麦产量13576万吨（2715亿斤），增加128.6万吨（25.7亿斤），增长1.0%。

(2) **维持猪肉价格稳定**。7月14日，国家统计局发布7月上旬流通领域重要生产资料市场价格变动情况。其中，生猪（外三元）价格为22.3元/千克，与6月下旬比，每公斤上涨4.0元，上涨幅度为21.9%。

(3) **需要继续保障煤炭、天然气产量，并减少能源出口**。PPI高位，企业成本有压力。1-6月份煤及褐煤进口量减少17.5%，金额上涨65.4%；原油进口数量减少3.1%，进口金额增加54.0%；成品油进口数量减少7.1%，进口金额增加30.7%；天然气进口数量减少10%，进口金额增加了51.4%。

## 2、促进消费者信心转变

(1) 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。强化疫情督导组的作用：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。

(2) 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。

### 3、提高融资规模和效率，并努力降低社会融资成本

提高融资规模和效率，弥补资金缺口。想办法努力降低社会融资成本，可以考虑对特定支持的行业加大贴息贷款，需要财政政策和货币政策协同发力。

今年上半年562642亿元GDP中，金融业占8.7%，占第三产业GDP的16.1%。金融业是否还具有让利的挖掘空间值得研究。

## 4、高度重视房地产市场资金链风险，拿出切实可行的办法。

北京商报记者发稿，根据当前已披露相关情况的十余家上市银行公告来看，此次事件涉及的停止还款、逾期、不良贷款金额超20亿元（银保监会：停贷事件关键在“**保交楼**”，和讯网7月14日）

银监会：引导金融机构市场化参与风险处置，加强与住建部门、中国人民银行工作协同，支持地方政府积极推进“保交楼、保民生、保稳定”工作。

在商品房预售资金监管办法的基础上，要开辟房企的融资渠道。

## 5、汇率还可以适度贬值以释放风险

**稳定住3万亿外汇储备的大关。**由于美欧等高通胀紧缩货币政策的力度可能会超出预期，人民币汇率还存在贬值压力，但贬值可控。外汇储备有所减少，截至2022年6月末，我国外汇储备规模为30713亿美元，较5月末下降565亿美元，降幅为1.81%。

稳住增长和贸易顺差（上半年3854.4亿美元贸易顺差，6月份贸易顺差高达979.4亿美元），中长期因素就会对冲短期利差因素，可以防止汇率“超调”。目前10年中美国债利差已经“倒挂”。



**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：处于持续恢复关键期的中国宏观经济

7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7月）于线上举行。百度财经、网易财经、新浪财经、凤凰网财经、搜狐财经、WIND、同花顺财经、证券时报、中国网、南都直播、中证金牛座等多家媒体平台线上直播，同时在线观看人数近六十万人次。本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席杨瑞龙主持，聚焦“处于持续恢复关键期的中国宏观经济”，来自学界、企业界的知名经济学家及行业专家刘元春、毛振华、汪涛、杨德龙、李宗光、王晋斌联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济学院党委常务副书记、国家发展与战略研究院研究员、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员王晋斌代表论坛发布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、经济处于恢复的相关指标。

二、为什么是恢复的关键期？

三、如何做到持续恢复？

一、经济处于恢复的相关指标

（一）PMI 指标：4月份以来 PMI 指标及分项指标大多出现了恢复态势

## 一、经济处于恢复的相关指标

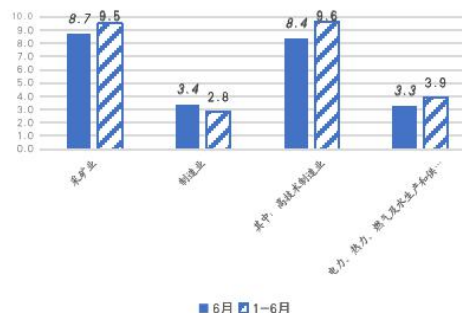
1、PMI指标：4月份以来PMI指标及分项指标大多出现了恢复态势。

|          | PMI  | 生产   | 新订单  | 原材料库存 | 从业人员 | 供应商配送时间 |
|----------|------|------|------|-------|------|---------|
| 2021年6月  | 50.9 | 51.9 | 51.5 | 48.0  | 49.2 | 47.9    |
| 2021年7月  | 50.4 | 51.0 | 50.9 | 47.7  | 49.6 | 48.9    |
| 2021年8月  | 50.1 | 50.9 | 49.6 | 47.7  | 49.6 | 48.0    |
| 2021年9月  | 49.6 | 49.5 | 49.3 | 48.2  | 49.0 | 48.1    |
| 2021年10月 | 49.2 | 48.4 | 48.8 | 47.0  | 48.8 | 46.7    |
| 2021年11月 | 50.1 | 52.0 | 49.4 | 47.7  | 48.9 | 48.2    |
| 2021年12月 | 50.3 | 51.4 | 49.7 | 49.2  | 49.1 | 48.3    |
| 2022年1月  | 50.1 | 50.9 | 49.3 | 49.1  | 48.9 | 47.6    |
| 2022年2月  | 50.2 | 50.4 | 50.7 | 48.1  | 49.2 | 48.2    |
| 2022年3月  | 49.5 | 49.5 | 48.8 | 47.3  | 48.6 | 46.5    |
| 2022年4月  | 47.4 | 44.4 | 42.6 | 46.5  | 47.2 | 37.2    |
| 2022年5月  | 49.6 | 49.7 | 48.2 | 47.9  | 47.6 | 44.1    |
| 2022年6月  | 50.2 | 52.8 | 50.4 | 48.1  | 48.7 | 51.3    |

从4月份开始到6月份，PMI指标呈现明显的恢复态势，有些恢复好一些，有些差一些。比如库存和从业人员还是在警戒线以下，但5、6月份和4月份相比总体是恢复的。总体PMI指数6月份是50.2，超过了临界水平。

## (二) 工业生产有所改善，上游和新动能持续向好

## 2、工业生产有所改善，上游和新动能持续。



二季度规模以上工业增加值同比增长0.7%，高于二季度GDP增速0.4%。从地区看，6月份，31个省区市中，21个地区规模以上工业增加值同比增速比上月回升，占67.7%。

二季度规模以上工业增加值同比增速 0.7%，高于二季度 GDP 增速 0.4%。从地区看，6 月份 31 个省区市中，21 个地区规模以上工业增加值同比增速回升，占比接近七成。左图表示工业增加值 6 月份同比增速 3.9%，连续两个月上行，有一个比较清晰的小 V 字型。右图表示 1-6 月份工业生产增加值中增速的差异，大宗商品价格的上扬刺激了上游产业发展。在制造业中，高新技术制造业 1-6 月份增速都是不错的，1-6 月份增速 9.6%，6 月份增速为 8.4%。

### （三）消费有所恢复，偏弱但表现出一定的韧性

6 月份社会消费品零售总额由上月下降 6.7% 转为增长 3.1%，对应 2021 年 6 月同比是比较高的增速，所以恢复比较不错。在就业方面，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%，但现在年轻人的失业率还是偏高。

上半年，社会消费品零售总额 210432 亿元，同比下降 0.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额 189251 亿元，下降 0.1%。上半年，商品零售 190392 亿元，同比增长 0.1%；餐饮收入 20040 亿元，下降 7.7%。

上半年，全国居民人均可支配收入 18463 元，比上年同期名义增长 4.7%，扣除价格因素，实际增长 3.0%（高于 GDP 增速 2.5%）。

上半年，全国居民人均消费支出 11756 元，比上年同期名义增长 2.5%，扣除价格因素影响，实际增长 0.8%。

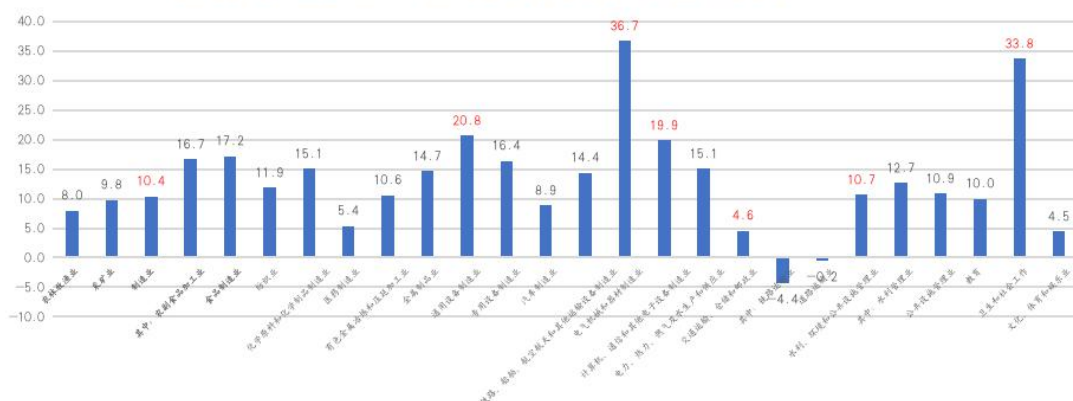
### （四）投资在稳增长和结构升级中作用凸显

1-6 月份，全国固定资产投资（不含农户）271430 亿元，同比增长 6.1%，是上半年稳增长中非常重要的一个方面。其中，民间固定资产投资 153074 亿元，同比增长 3.5%。从环比看，6 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.95%。二季度固定资产投资（不含农户）同比增长 4.2%。从 3 月份以来，疫情在全国多点散发，对投资产生了一定的影响，但从 1-6 月份固定资产增速来看，在稳增长中的作用非常明显。

从结构角度看，1-6 月整个制造业投资增速 10.4%，其中高新技术动能投资均保持在一个比较高的水平，通用设备制造业 20.8%，电气器械和器材制造业 36%，计算机和通信接近 20%。卫生社会工作增长超过 30%，这和疫情防控有密切关系。



#### 4、投资在稳增长和结构升级中作用凸显。

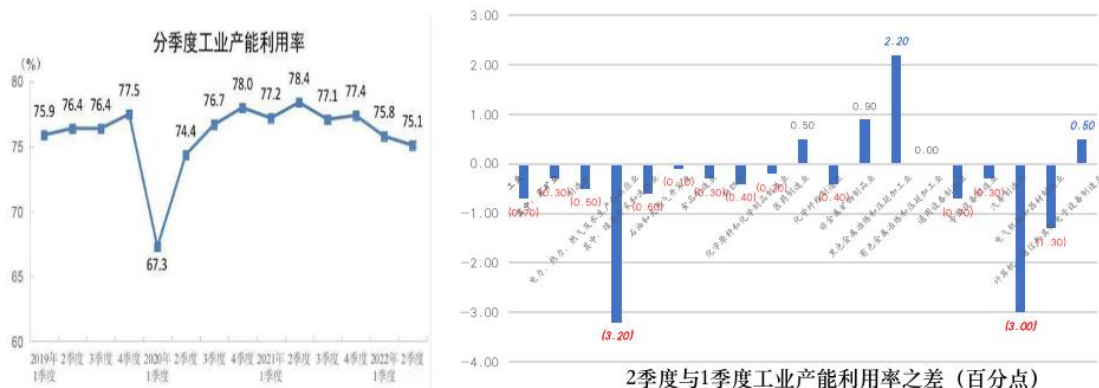


1-6月份投资结构：产业升级和新动能趋势持续发展

（五）出口超预期：稳外贸稳外资政策取得成效。生产能力支撑了出口的超预期，享受海外通胀溢价，出口和进口表现出一定程度上相对的“外热内冷”状态

今年上半年出口表现非常亮眼，主要是生产能力支撑了出口。第二季度的分季度工业产能利用率仍然达到 75.1%，和疫情前 2019 年一季度较为接近，虽然有所下滑但仍然维持在一个比较高的相对水平，所以在出口上我们享受了海外的通胀溢价。当然出口和进口相比，表现出一定程度上相对的“外热内冷”状态，进口差一些。在二季度和一季度相比工业产能利用率有明显下降的行业中，第一个是电力热力燃气及水生产，电力在有些地区供应有所紧张，这和产能利用率有明确关系。第二个是汽车制造业，二季度比一季度产能利用率下降 3%，和汽车芯片短缺有一定的关系。二季度和一季度相比产能利用率上升明显的是黑色金属冶炼和锻压加工业，增长 2.2%，可能的原因是海外能源紧缺问题导致了一些钢材方面的生产能力下降，刺激了出口，带来了产能利用率上升。

5、出口超预期：稳外贸稳外资政策取得成效。生产能力支撑了出口的超预期，享受海外通胀溢价，出口和进口表现出一定程度上相对的“外热内冷”状态。



**稳外资稳外贸政策取得了明显成效。**从美元计价方式来看，1-6 月份出口同比增长 14.2%，进口同比增长 5.7%，一般贸易出口增长达到 20%，这表明中国产业链供应链的形成比较完整且不断提高。从人民币计价方式来看，1-6 月份人民币计价出口增速达到 13.2%，进口增速达到 4.8%。其中 6 月份出口同比增速按人民币计价达到了 22%，按美元计价 6 月份出口同比增长 18%。我个人判断未来几个月中国的出口状况仍然会保持比较好的态势。

### （六）社融和信贷在努力支持经济恢复

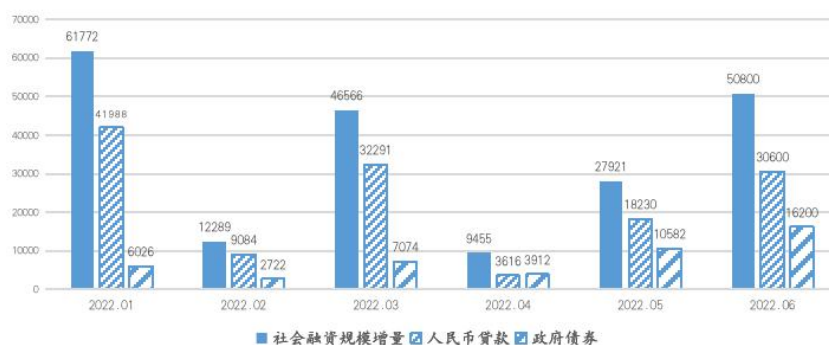
上半年社会融资增量规模达到 20.9 万亿元，相比 2021 年上半年 17.8 万亿元，同比增长 10.8%。6 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 61.4%，同比高 0.2 个百分点。6 月末，广义货币 (M2) 余额 258.15 万亿元，同比增长 11.4%。不管从社融规模还是广义货币的角度来讲整个社会的资金量是够的，只有量够了，才可能通过市场降低成本。

当然每个月份的社融变动规模比较大，5 月份整体只有不到 2.8 万亿，6 月份恢复到 5 万亿，1 月份规模最大，超过 6 万亿。随着专项债提速，5-6 月份政府债券规模相比 1-3 月份有非常明显的增长，尤其是 6 月份到目前为止全年专项债规模额度基本上使

用完毕，大概是 3.4 万亿左右的水平，整个社融和信贷结构都在努力地支持经济的恢复。



## 6、社融和信贷在努力支持经济恢复

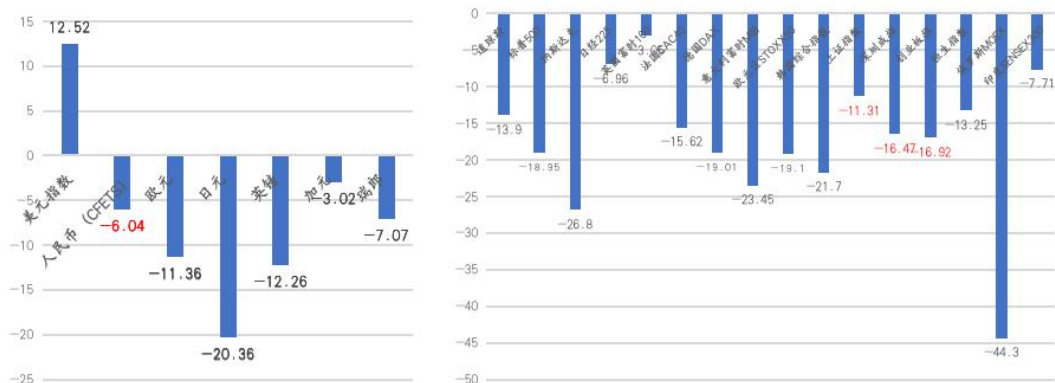


除了量之外，一年期 LPR 从今年年初开始一直维持在低位，6 月份 1 年期和 5 年期 LPR 分别为 3.70% 和 4.45%。一年期 LPR 也可以视为央行政策性利率水平，央行通过引导 LPR 的下降对减轻实体经济的成本也起到很重要的作用，这也是靠广义货币余额的量来支持的。

### （七）汇率、金融市场和跨境资本流动基本保持平稳运行

人民币汇率和金融市场保持基本平稳。今年以来美元指数上涨幅度非常大，上半年美元指数截止 7 月 16 日上涨了 12.5%，与此对应的是人民币兑美元的汇率今年上半年贬值 6%。半年贬值 6% 的幅度从货币的角度并不低，但放眼全世界看欧元、日元、英镑、瑞郎这些重要货币贬值幅度都是人民币的两倍甚至三倍的水平，所以人民币汇率保持非常不错。全球股市今年上半年基本上都在下跌。中国股市上证指数包括深成指、创业板指的跌幅都在 16% 或者 17% 以下，美国股市包括纳斯达克已经进入了技术性熊市，下跌超过 20%，标普 500 接近下跌 19%，所以，在全球股市较大幅度普跌的状况下，整个中国股市表现应算可以。

## 7、汇率、金融市场及跨境资本基本保持平稳运行



高通胀下强美元的冲击，人民币汇率和跨境资本流动保持基本平稳。图中数据截至7月16日。

从跨境资本流动的角度看，月报数据显示，今年上半年吸收外商直接投资有所下降，但增速表现依然不错。在外围加息的情况下，中国经济面临一定的下行压力，能保持20%左右的增速反映了稳外资政策取得明显成效。从中国外汇储备的规模来看，2022年1月外汇储备规模是3.22万亿，到6月份是3.07万亿，大概下降了1000多亿。外汇储备下降和资本流出有一定的关系，外资持有A股市值由1月底的4.08%下降到6月底的3.94%（2.755万亿），下降至7月14日的3.56%（2.458万亿）。5月底机构持有债券3.38万亿元，相比1月债券托管减少了3494.35亿元。投资收益变动的问题导致一定资本的流出是正常的，海外加息资本收益率变高，从债券角度难免会出现一定的资本流出。但是，在整个外部环境剧烈动荡、美联储大幅加息的背景下中国整个汇率、金融市场和跨境资本基本保持了一个平稳运行的态势。

## 7、汇率、金融市场及跨境资本基本保持平稳运行



外资持有A股市值由1月底的4.08%下降到6月底的3.94%（2.755万亿），下降至7月14日的3.56%（2.458万亿）。5月底机构持有债券3.38万亿元，相比1月债券托管减少了3494.35亿元（WIND）。

## 二、为什么是恢复的关键期？

### （一）PMI 显示供给冲击、需求不够强劲，主要原材料和出厂价格指数双双回落

虽然工业生产在持续恢复，整个状况有改观，但 PMI 显示供给冲击、需求不够强劲。主要原材料购进价格 4 月份-6 月份呈现下降趋势，但仍然居于高位。近两个月全球大宗商品价格出现一定幅度回调，对应的原材料购进价格指数从 4 月份 64.2 下降到 6 月份 52，供给冲击还在；但对应出厂价格从 54.4 降到 46.3，这显示了需求不够强劲，恢复的基础还不够牢固，所以处在一个恢复的关键期。

## 二、为什么是恢复的关键期？

1、PMI显示供给冲击、需求不够强劲，主要原材料和出厂价格指数双双回落。

|          | 进口   | 采购量  | 主要原材料购进价格 | 出厂价格 | 产成品库存 |
|----------|------|------|-----------|------|-------|
| 2021年6月  | 49.7 | 51.7 | 61.2      | 51.4 | 47.1  |
| 2021年7月  | 49.4 | 50.8 | 62.9      | 53.8 | 47.6  |
| 2021年8月  | 48.3 | 50.3 | 61.3      | 53.4 | 47.7  |
| 2021年9月  | 46.8 | 49.7 | 63.5      | 56.4 | 47.2  |
| 2021年10月 | 47.5 | 48.9 | 72.1      | 61.1 | 46.3  |
| 2021年11月 | 48.1 | 50.2 | 52.9      | 48.9 | 47.9  |
| 2021年12月 | 48.2 | 50.8 | 48.1      | 45.5 | 48.5  |
| 2022年1月  | 47.2 | 50.2 | 56.4      | 50.9 | 48.0  |
| 2022年2月  | 48.6 | 50.9 | 60.0      | 54.1 | 47.3  |
| 2022年3月  | 46.9 | 48.7 | 66.1      | 56.7 | 48.9  |
| 2022年4月  | 42.9 | 43.5 | 64.2      | 54.4 | 50.3  |
| 2022年5月  | 45.1 | 48.4 | 55.8      | 49.5 | 49.3  |
| 2022年6月  | 49.2 | 51.1 | 52.0      | 46.3 | 48.6  |

### (二) 工业部门处于消化成本的关键期

将工业生产购进价格指数涨跌幅和工业生产出厂价格涨跌幅做对照，购进价格指数涨幅比出厂价格涨幅都要大，从这个角度对工业利润会造成明显挤压。工业部门怎么去消化这个成本非常关键。

### 2、工业部门处于消化成本的关键期



5 月份全国规模以上工业企业利润同比下降 6.5%，降幅较上月收窄 2.0 个百分点。分门类看，采矿业利润同比增长 92.2%，延续快速增长态势；制造业利润下降 18.5%，降幅较上月收窄 3.9 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业利润同比下降 6.2%，降幅明显收窄。分行业看，在 41 个工业大类行业中，有 20 个行业利润较上月增速加快或降幅收窄，5 个行业利润由降转增，合计占比超六成。1-5 月份，规模以上工业企业利润同比增长 1.0%。

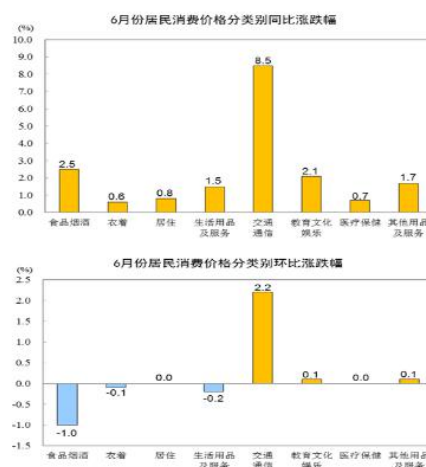
所以，目前由于成本挤压加上需求约束，购进和出厂价格涨幅两者是不匹配的，导致了整个工业部门处在一个如何消化成本的关键期。如果利润持续下降，对资产负债表包括其他一系列问题都会产生一定的影响。

### （三）物价水平上涨，需求端消化成本的空间受到约束

在 6 月份 6.1% 的 PPI 同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 3.8 个百分点，新涨价影响约为 2.3 个百分点；在 6 月份 2.5% 的 CPI 同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 1.2 个百分点，新涨价影响约为 1.3 个百分点。这意味着不可能有需求端价格上涨过度消化生产端成本的上涨，所以，工业企业对成本的消化在今年下半年来讲是极其重要的问题。



### 3、物价水平上涨，需求端消化成本的空间受到约束



分类来看，6 月份食品、烟酒、医疗、居住品环比是下降的，但交通不管是环比、同比都是有较大涨幅，这和能源价格上涨有一定的关系。因此，如何解决需求端消化成本的空间约束问题，也处在这样一个关键期。

#### （四）消费处于信心转变的关键期

央行调查数据显示，本季收入感受指数为 44.5%，比上季下降 5.7 个百分点。其中，10.8%的居民认为收入“增加”，比上季减少 3.7 个百分点，67.6% 的居民认为收入“基本不变”，比上季减少 3.9 个百分点，21.7%的居民认为收入“减少”，比上季增加 7.6 个百分点。收入信心指数为 45.7%，比上季下降 4.3 个百分点。

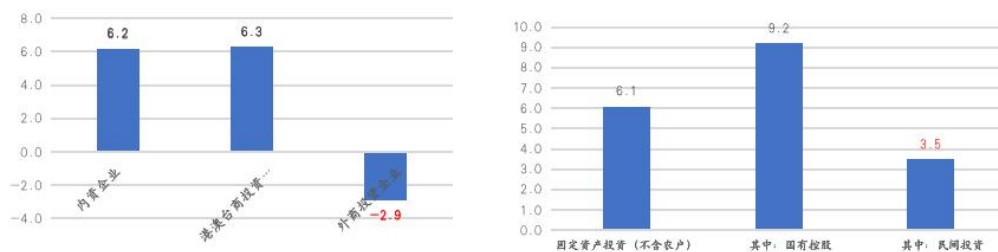
本季就业感受指数为 35.6%，比上季下降 6.9 个百分点。其中，10.1%的居民认为“形势较好，就业容易”，44.3%的居民认为“一般”，45.6%的居民认为“形势严峻，就业难”或“看不准”。就业预期指数为 44.5%，比上季下降 6.0 个百分点。

所以，消费者信心转变处在关键期，我们认为二季度是低谷，三季度收入感受和收入信心的转变对消费者的消费行为来讲非常重要。

#### （五）投资处在改善两个结构性不平衡的关键期

上半年固定投资增速 6.1%，对稳定增长起到重要作用，但结构中投资的不平衡性还是比较明显的。

## 5、投资处在改善两个结构性不平衡的关键期



第一，外商投资企业增速是-2.9%。中国的经济结构中鲜明地提出了稳外资稳外贸，双循环也是一个国际大循环，所以这样一个下降幅度导致了不同类别投资企业结构角度来看是不平衡的。

第二，国有控股企业在稳投资的作用中非常明显，增长了9.2%，民间投资增速仅为3.5%，这两者之间的投资也是不平衡的。

### （六）投资处在遏制房地产开发投资持续下滑的关键期

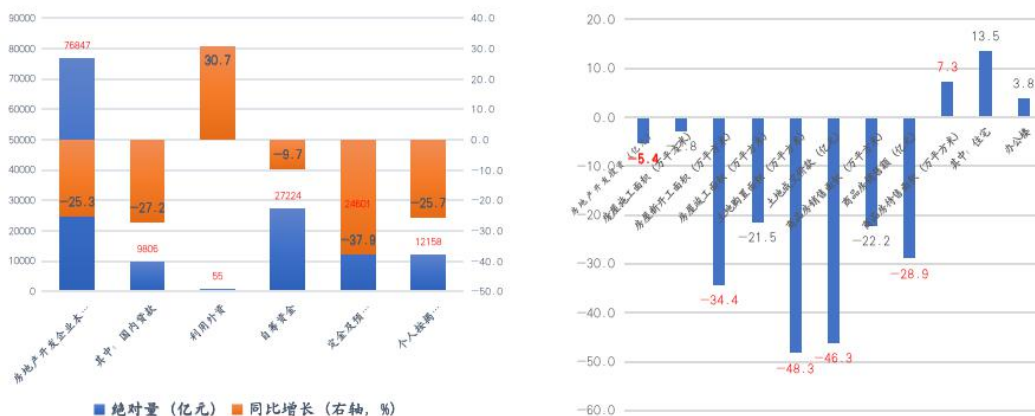
今年1-6月份房地产开发投资同比增速-5.4%。房地产投资在整个固定资产投资中的比重占到四分之一的水平，所以它的投资增速下滑还是比较明显的。

## 6、投资处在遏制房地产开发投资持续下滑的关键期



## (七) 房地产行业处于稳定资金链的关键期

## 7、房地产行业处于稳定资金链的关键期



左图表示的是房地产本年到位的资金上半年同比下降 25.3%。利用外资增长 30.7%，但利用外资的规模太少，可以忽略不计。定金和预售款下降接近 38%，个人按揭贷款规

模下降 25%，甚至出现了老百姓不愿意买房，当然也有一些房地产政策包括限购政策的问题。右图表示是整个房地产包括开发投资以及施工面积等等。今年上半年房地产新开工面积同比下降 34.4%，土地成交款下降 48.3%。商品房销售面积下降 46.3%，销售额下降接近 29%，待售面积增长 7.3%，其中住宅待售面积增长 13.5%。**整个房地产销售本身也是不旺的，使得房地产资金来源融资渠道变得困难，两边挤压，房地产资金链目前处在稳定资金链的关键期。**

从预期角度看，国房景气指数下滑，6 月份进一步下滑到 95.4%。房地产投资占比达到 25%，但上半年 GDP 核算中，房地产业只有不到 3.8 万亿，大概占比 6.7%。房地产在整个固定资产投资比重中占 1/4，但创造 GDP 的比重只有 6%。也就是说销售差，倒推过来是跟融资、调控政策都有一定的关系，所以整个可以看到房地产业的风险目前来讲还是比较大的。但是大城市房价是有比较强的韧性。6 月份，70 个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨城市分别有 31 个和 21 个，比上月均增加 6 个。6 月份，70 个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格同比上涨城市分别有 21 个和 12 个，比上月分别减少 2 个和 1 个。

#### （八）汽车消费对冲商品房销售（投资）的效果和持续性需要关注

上半年，社会消费品零售总额 210432 亿元，同比下降 0.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额 189251 亿元，下降 0.1%。汽车销售 2.12 万亿元（2021 年 1-6 月 2.19 万亿元），占总消费的 10%。

1-6 月份商品房销售额 6.61 万亿元（同比下降 28.9%，2021 年 1-6 月 9.29 万亿）。汽车销售占商品房销售的 1/3，有一定的对冲作用。

1-6 月份汽车产量同比下降 2.1%，下降幅度不大，但 6 月份汽车销售同比增速、产量来讲恢复都是比较快的，6 月份汽车每天的产量可以达到 8.6 万辆，6 月份汽车的同比增速也达到了 26.8%，这是一个非常快速的反弹，支撑整个 6 月份经济有一个明显的恢复，从商品销售的角度来讲是非常重要的。

## （九）中国经济处于防范外部溢出效应风险的关键期

今年以来高通胀下的强美元对全球市场持续冲击，造成人民币今年以来贬值幅度6%。其中有一段时间，人民币从6.4瞬间快速贬值到6.8左右的水平，贬值之后目前维持在比较好的小幅波动状态，基本保持平稳。

随着美国6月份通胀暴表同比增幅9.1%，美联储在7月份加息75个基点是大概率事件，甚至有讨论加息100基点。如此以来，中外利差将进一步扩大，**外汇市场还会持续承压，人民币汇率还有一定幅度贬值，也会带来进一步进口通胀的压力，所以中国经济目前处在防范外部风险关键期。**

## 三、如何努力做到持续恢复？

2021年中央经济工作会议再次强调必须坚持高质量发展，坚持以经济建设为中心是党的基本路线的要求。必须坚持高质量发展，坚持以经济建设为中心，不仅是针对当下我国经济发展面临的“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，实现经济工作“稳字当头、稳中求进”的要求，也是一种政治宣示。总体而言，要不折不扣地执行落实国务院扎实稳住经济的一揽子政策措施。包括：财政政策（7项）、货币金融政策（5项）、稳投资促消费等政策（6项）、保粮食能源安全政策（5项）、保产业链供应链稳定政策（7项）、保基本民生政策（3项）。

### （一）维持物价稳定

这是所有宏观政策发力的空间，如果物价不稳定，宏观政策发力空间会受到极大的约束。

**1、保障粮食产量。**夏粮喜获丰收。2022年全国夏粮总产量14739万吨（2948亿斤），比上年增加143.4万吨（28.7亿斤），增长1.0%。其中小麦产量13576万吨（2715亿斤），增加128.6万吨（25.7亿斤），增长1.0%。

**2、维持猪肉价格稳定。**7月14日，国家统计局发布7月上旬流通领域重要生产资

料市场价格变动情况。其中，生猪（外三元）价格为 22.3 元/千克，与 6 月下旬比，每公斤上涨 4.0 元，上涨幅度为 21.9%。

**3、需要继续保障煤炭、天然气产量，并减少能源出口。** PPI 高位，企业成本有压力。1-6 月份煤及褐煤进口量减少 17.5%，金额上涨 65.4%；原油进口数量减少 3.1%，进口金额增加 54.0%；成品油进口数量减少 7.1%，进口金额增加 30.7%；天然气进口数量减少 10%，进口金额增加了 51.4%。所以，目前看不到国际能源价格出现明显下跌的因素。随着经济放缓对需求下降，能源价格可能有一定程度的下降，但在全球复杂的地缘政治格局博弈过程中，能源价格在一段时间内还是会保持比较高的位置。因此，国内保证煤炭天然气产量的生产，稳定国内能源状况，对整个企业降成本的作用非常明显，对生产的稳定来讲也是非常重要的。

## （二）促进消费者信心转变

**1、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。**强化疫情督导组的作用：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。

**2、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。**要重视平台经济动能的恢复与发展对于就业的重要作用。

## （三）提高融资规模和效率，并努力降低社会融资成本

**提高融资规模和效率，弥补资金缺口。**想办法努力降低社会融资成本，可以考虑对特定支持的行业加大贴息贷款，需要财政政策和货币政策协同发力。

今年上半年 562642 亿元 GDP 中，金融业占 8.7%，占第三产业 GDP 的 16.1%。金融业是否还具有让利的挖掘空间值得研究。

## （四）高度重视房地产市场资金链风险，拿出切实可行的办法

现在提出保交楼这种底线政策，可以看到房地产行业的风险还是要高度重视的。银监会表态引导金融机构市场化参与风险处置，加强与住建部门、中国人民银行工作协同，支持地方政府积极推进“保交楼、保民生、保稳定”工作，这一大方向是完全正确的。

同时，也需要开辟房地产企业融资渠道，解决房地产企业的融资困难。如果在风险处置过程中它是高度紧运行的，这种紧运行有可能会导导致风险处置效果达不到预期效果。所以还是要开辟融资渠道，在一个相对宽松的环境下进行风险处置，而不必一定在紧运行的过程中强制性处置风险。

#### （五）汇率还可以适度贬值以释放风险

稳定住3万亿外汇储备的大关。由于美欧等高通胀紧缩货币政策的力度可能会超出预期，人民币汇率还存在贬值压力，但贬值可控。外汇储备有所减少，截至2022年6月末，我国外汇储备规模为30713亿美元，较5月末下降565亿美元，降幅为1.81%。

稳住增长和贸易顺差，中长期因素就会对冲短期利差因素，可以防止汇率“超调”。目前10年中美国债利差已经“倒挂”好几个月，人民币目前保持在6.7-6.8左右的水平，相对平稳运行了一段时间。这主要是汇率短期是一个套利因素，长期是由经济基本面决定的。只要有足够的贸易顺差，经济增长能够稳住，即使中外有一定的负利差，汇率也不一定会出现“超调”。

整体来讲，中国经济现在处在持续恢复的关键期，如果我们能够把控、化解风险堵点、同时把关键点做好，中国经济处于持续恢复的态势是不会变化的。

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）联合创始人刘元春认为各类先行参数和预期指数已经同步转正，因此**第三季度中国经济增速回升**

到6-7%的概率是非常大的。同时，近期政策发力也反映了短期内企稳回升的态势仍将持续。但是从中期来看，第四季度回升态势会式微，主要是由于**存量政策前置导致“政策悬崖”**、政策空间超预期收缩导致增量政策难以快速出台，以及房地产业低迷。因此，我们应该对中期保持足够关注，特别要关注内部风险控制以及结构性扭曲的问题，要充分利用当前国际上的一些有利环境和二十大的契机，重点解决中期问题。

中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席，中诚信集团董事长**毛振华**指出，从目前的月度数据和宏观经济基本面解读来看，认为已经摆脱经济下行态势的判断为时过早。目前我国经济还未完全扭转，还未完全摆脱经济下行的态势，主要问题还是预期不足，特别是消费、房地产两大方面信心存在着比较大的问题。因此，未来稳增长的关键点是稳预期，要加强政策力度，并且发出比较重要的信号，使投资者、消费者对未来保有信心。

瑞银亚洲经济研究主管、首席经济学家**汪涛**认为中国经济当前确实出现了一些反弹，但这种反弹是不平衡的，生产端恢复明显快于消费端，投资端明显快于消费端。对于下半年经济，汪涛认为在疫情防控得到有效控制的背景下，复苏之路仍然是不平坦的。一方面，房地产总体来看，还是存在出现再度恶化的可能性；另一方面，全球经济衰退可能导致出口增长乏力。在应对措施方面，财政货币应同时发力，从全局稳定市场信心。第一，提高防控政策精准性、有效性。第二，加大宏观稳增长政策发力幅度。增加财政刺激，弥补融资缺口；加大流动性供给，维持信贷增速；从全局出发，稳定房地产信心。

华兴资本首席经济学家**李宗光**认为，生产端供应链恢复比预期要更快，但美中不足的是内需整体偏弱。下半年经济增长需关注三点：**疫情防控、出口和内需**。第一，疫情防控是比政策宽松更底层的逻辑；第二，出口或将面临回落；第三，信心不足导致内需增长乏力。在应对政策方面，供需两端应同时发力。在供给侧，应适度增加弹性，恢复市场信心；在需求侧，应尽早采取行动，走在曲线之前。

前海开源基金首席经济学家**杨德龙**认为三季度复苏确定性较高。但上半年数据显示，固定资产投资增速出现下滑，其中房地产投资下滑最为明显，并且跌幅逐渐扩大，应警

惕其连锁反应。就解决房地产政策矫枉过正问题而言，应保障房企正常开发贷的需求、满足购房者按揭贷款需求、加大政府投资力度并刺激民间投资。同时，杨德龙认为**未来发展三个着力点是大消费、新能源和科技**。第一，应大力刺激消费复苏，拒绝一刀切式管控；第二，应大力发展清洁能源，摆脱进口能源依赖；第三，应加速平台经济发展，致力攻关 “卡脖子” 技术。

# 刘元春深剖三四季度经济形势：抓住内外部环境提供的两大契机，破解“远虑甚于近忧”的难题

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 56 期）上的发言

## 一、企稳回升的态势短期内不会改变

从公布的数据可以清楚看到，六月企稳回升的原因有：

1、疫情防控的阶段性胜利使经济秩序和社会秩序逐步恢复，这是经济恢复和各种参数回转的一个最基本的前提。从世界各国疫情后的复苏来看，都会出现这样一种状态。疫情时期的恢复与经济危机和金融危机之后的恢复是不一样的，恢复会更快。即使今年疫情的冲击有叠加效应，有资产负债表的损害，但是，我们依然会看到它对于资产负债表和总体经济的冲击还远远没有达到 2008 年经济危机时的状况。

2、一揽子稳增长的政策开始发力，集中体现在基建和大型项目上的投资上涨以及汽车销售和生产的全面复苏。基础建设投资增长速度达到 7.9%，同时汽车销售同比增长 13.9%，这两项增长与政策刺激是密切相关的；另外一个很重要的点是，在出口供应链恢复的前提下，出口持续高速增长。因此 6 月份经济复苏从数据看就是投资和出口两端发力。

二季度增长速度 0.4%，很多人认为这一增速很低，因为市场预期增速在 1%左右。如果我们进行深入测算会发现，4、5 月份下滑深度很大，对应的 GDP 增速应是在-2.5%左右，2 季度 0.4%的增速意味着 6 月份的 GDP 增速在 4%左右。这说明 6 月反弹的速度并不低。因此第三季度中国经济增速回升到 6-7%的概率是非常大的。

一是各类先行参数和预期指数已经同步转正。这一同步回转是非常好的信号，尤其是非制造业的 PMI 指数飙升到 54.7，制造业预期指数反弹到 61.3，服务业活动预期指数反弹到 61.6，这些反弹说明了目前的态势具有持续性。

二是从政策角度看，各类存量政策前置和增量政策全面发力将在三季度产生强劲的叠加效应。5 月 23 日一揽子稳增长政策出台，从 6 月份发力布局，7-9 月份全面落地和收获，我们看到专项债 6 月份要发完，8 月份资金要全面到位，税收抵扣返还在 8 月份要全部到位。同时，前 6 个月财政支出增速只有 5%点多，而全年财政支出计划增速为 8.4%。因此，财政要达标，三季度各个部门、各级政府在有限的财力支撑下，也会全面发力。各级政府除了完成总理所要求的二季度 GDP 增速转正、失业率下降的目标外，另外一点很重要的是要为二十大献礼。因此，我们所看到的各项前置的存量政策真正发力是在三季度，各项增量政策，尤其对于汽车购置税减免，汽车商用贷款还有对于开发贷款和一系列的金融贷款，对于大项目相关的基建项目的投资，三季度预计还会进一步加力，比如基础建设投资 6 月份增速是 7.9%，预计到 9 月份可能会达到 13-14% 的速度。因此，企稳回升的态势在三季度无忧。

## 二、中期压力值得关注，应抓住内外部环境提供的两大契机

三季度增速加速反弹无需担忧，要担忧的是各个地方不计成本进行全面叠加性地分解中央的任务，导致过去常见的合成谬误、分解谬误的现象。各级部门都在抢项目、上项目、提进度，都在全面推进本区域的抢工复产，以完成相应的阶段性政策目标。因此，我们需要担忧的不是政策短期支持不足，而是过度，会出现加速反弹。但是，这一态势在四季度可能式微，原因如下：

1、存量政策过度前置后，四季度很有可能出现一个“政策悬崖”，没有足够的政策进行实施和布局。

2、地方政府财政力量和相应各级部门的财政力量可能会耗尽。测算表明，今年政府对相应项目的支撑，预期缺口可能会达到 2 万亿左右，这个缺口集中体现在地方政府，最为重要的体现是土地出让金出现了大幅度收缩。前六个月土地拍卖下降了 50% 多，各

大城市除了上海和北京土地没有流标之外，土地流标达到 50%的城市是很多的。因此，地方政府财政在四季度很有可能出现有心无力的局面。

3、物价上涨和欧美货币政策的加速逆转将进一步压缩中国货币政策的空间。

4、由于财政空间和货币政策空间大幅收缩、超预期收缩，从而导致很多增量政策也难以进行布局，预期也在落空中进一步恶化。

因此，当前所担忧的不是三季度，而是四季度，四季度担心的三个重点问题：一是存量政策前置导致的“政策悬崖”；二是由于政策空间的超预期收缩导致的增量政策难以快速出台，三是房地产难以走出低迷状态。目前的烂尾断供潮很可能全面延迟房地产的复苏，并成为预期恶化的进一步诱因。原来我们预计房地产销售很有可能在 10 月份转正，目前看来，今年年底能够同比增速转正的概率也不是很大。

中国经济复苏面临的中期压力是超级的。**这种压力不是来源于外部冲击，而是来源于内部风险控制，来源于内部的一些结构性扭曲。**俄乌冲突导致欧美将大量的精力集中在俄罗斯，给中国带来了相应的战略缓冲期。更重要的是，欧美的滞胀虽然会导致中国供给侧成本的冲击，但是由于各种耐用品、制成品、日常消费品价格的普遍上涨，导致其对中国需求的大幅度上涨，因此，大家会看到 5 月份、6 月份美国东盟这些国家加快对中国的进口，而这些进口主要集中在一些机电产品和日常产品上。欧美要想缓解滞胀，单纯从需求侧解决问题是不可能的，因此必须要从供应端发力，就是要从中国大幅度进口商品，而且这些商品是其他国家不可能取代的。目前美国已经在商讨对中国报复性关税的取消，他们已经认识到中美冲突是战略性的，美国的滞胀对美国的冲击也是战略性的。在这两大战略中，美国似乎要放缓中美冲突来应对国内滞胀的超级问题，因为这一问题在大选年将进一步凸显。民主党和共和党关注的重心不一样，共和党关注民粹和国内问题，对滞胀所带来的问题高度重视，不像民主党过度重视民族外交和供应链同盟的战略遏制。**因此，虽然对外部环境复杂化要高度警觉，但从战略角度来讲也对中国的战略契机，我们必须要充分认识到这一点。**

与此相应的是，最近几年，我们能否摆脱房地产治乱循环的周期变化是一个关键点。

断供问题不是今天才有，2008 年曾经出现过因为房价下降断供的现象，2014 年也出现过弃房断供的问题，这些问题在过去两个周期中都是靠大水漫灌刺激房价上涨来解套的。近期我们应该要认真梳理过去两轮断供现象解套的举措，从而摆脱目前这种“治乱循环”的困境，抓住各种转型的契机，放弃某些饮鸩止渴的传统政策。

我们必须正视中长期问题，在短期有所克制，而不是将力量过度在三季度进行全面叠加。我们必须为未来赢得一些战略的空间。今年的关键点不是简单地进行数字上的平稳复苏，而是要解决一些内部结构性的问题，这是很重要的一点。全球环境的变化给予了我们解决问题的契机，另一个契机是即将召开的“二十大”，二十大必须布局未来，必须布局深层次改革以及未来战略性的布局。当前这一内一外的两大契机，一定要抓住。

## 毛振华：扭转预期是经济摆脱低迷态势的关键

毛振华 中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛(CMF)

联席主席，中诚信集团董事长

以下观点整理自毛振华在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（第 56 期）上的发言

去年底中央经济工作会议提出中国经济面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力。今年以来经济运行又出现了一些新情况：一是新冠变异病毒奥密克戎在全国多地蔓延，“动态清零”的疫情防控政策遇到较大压力；二是俄乌冲突持续对我国多领域的潜在影响逐渐显现，经济运行的外部环境愈发严峻复杂；三是房地产行业债务风险攀升，购房者信心下降，近期更是出现了集体“断供”现象，房地产面临进一步下行和风险外溢的压力。在此背景下，二季度我国经济仅实现了 0.4% 的正增长。尽管 6 月以来随着疫情得到有效控制，经济边际修复，但总体来看，我国经济还未完全摆脱下行趋势，经济低迷的预期也没有得到根本性扭转。在“债务-投资”驱动经济增长的空间收窄、刺激政策的边际效应递减的背景下，继续通过刺激供给端来带动经济增长的效果或有限，需要从需求端着手扭转当前经济低迷预期。

一是采取无差别发放消费券等措施提振消费者信心。上半年消费者信心低迷，社会消费品零售总额同比下降 0.7%。消费信心来源于消费者的支付能力，消费者信心减弱是消费者支付能力减弱的表现。提振消费者信心的关键是提升消费者的支付能力，但在当前企业尤其是广大中小企业经营压力加大的情况下，通过加薪来提高居民收入并非易事。因此，政策可考虑在消费端采取更加积极的措施来提振消费。建议结合我国的实际情况，参考西方发达国家发放消费券、现金补助等方式来刺激消费支出。考虑到此前对汽车等部分耐用消费品行业已经出台了一些扶持政策并对消费修复起到了一定作用，但幅度有限，主要原因或为政策的受惠方仅为少数行业、少数企业、少数个人，在此意义上，为保证政策效果的最大化以及体现政策的“公平性”，建议向全体公民发放消费券，而非采取选择性发放的形式。

**二是采取有效措施提振企业家信心，促进投资修复。**当前我国投资仍处于较为低迷的态势。企业家是企业的“火车头”，投资低迷究其根本是企业家信心不足。近年来出台的鼓励创业创新的政策对于稳定投资增长起到了一定作用，但是创业创新需要一个过程，如果把企业比作上战场的士兵，仅靠“新兵”是难以取得胜利的，必须要充分调动“老兵”的积极性，要让现有的企业家有信心，愿意贷款投资并肩负起自身责任才是制胜关键。企业家信心来自于多个方面，既有市场预期的影响也有社会环境的影响。要警惕部分监管领域政策的调整对企业家群体信心产生扰动，甚至让企业家成为“惊弓之鸟”。从一定意义上讲，保市场主体就要保企业家信心。只有企业家这个火车头发力了，整列火车（企业）才能顺畅的运行。

**三是调整“三道红线”和限购政策，暂停新的土地供给，争取扭转房地产价格下行预期。**自去年以来，在“三道红线”、“两集中”等严调控政策影响下，房地产行业持续处于低迷态势，房企信用违约事件频发，企业面临流动性短缺问题，更为严重的是，受此影响，房价下行的心理预期进一步强化。房地产具有投资和居住的双重功能，受房价下行的预期影响，房地产的投资功能大幅减弱，加之长期以来形成的供需矛盾，房地产开发和销售两端受限，地产企业面临生存困境。**对于稳定房地产价格下行的心理预期既需要政策更加精准也需要更大的施政力度。**在需求端可以进一步调整优化限购政策，改善房价下行预期。供给端方面，目前市场已经拥有较为充足的土地储备用于房地产开发，**应暂停新的土地供给。**当前部分地方政府出售土地的购买方主要为当地国有企业，这将会主要导致两个问题：在增加地产库存、加大供需失衡的同时，也有可能加大地方国企甚至地方政府的债务风险。因此，地方政府要扎实推进土地去库存、房地产去库存，放弃仅依靠土地财政作为其主要收入来源的念头，从供需两端齐发力来改变房地产价格下行的预期。

但与此同时也要注意我国已经逐渐告别依赖房地产带动经济增长的道路，即便预期得以扭转，房地产的高速增长时代也已经过去，对此应有清醒认知。当然，虽然房地产面临的下行风险加大，但对于当前房地产领域中出现的部分问题仍应理性看待。以近期出现的房产“断供”为例，断供规模整体来看处于可控范围，主要体现的还是信心不足的问题，尚不足以引发大规模风险。同时，房地产行业具有“物质不灭”的特征，即

房地产作为资产，无论其运营主体如何变化，地产资产的本身价值是不变的，如果得到妥善处置仍能发挥其自身的价值，因此对房地产的预期也不必过分悲观。

总体来看，改善当前经济的低迷态势需要进一步改善预期，而扭转预期则需要通过进一步加大政策力度、释放积极信号使得消费者、投资者和企业对未来拥有信心，这既是去年中央经济工作会议提出的重要目标，也是当前经济运行面临的切实问题。

# 汪涛：经济复苏之路坎坷，财政货币政策应同时发力

汪涛 瑞银亚洲经济研究主管、首席经济学家

以下观点整理自汪涛在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（第 56 期）上的发言

## 一、当前宏观经济形势观察

### 1、二季度经济下行明显，4 月下旬以后出现恢复性反弹

二季度经济下行非常明显，季度环比折年下降 10%，主要受疫情影响非常大。我们一直在观察跟踪一些高频数据，包括整车货运率、港口吞吐量、日均钢铁粗钢生产、30 城房地产销售、汽车销售、百城拥堵指数、地铁客运量、百度人员流动指数等。合成两个综合指数，一个是从投资和生产端来观察，另一个是从消费和服务端来观察。总体来说，4 月中旬是经济活动最差的时候，4 月下旬以后逐渐有一些恢复性反弹，尤其是 6 月恢复非常明显。6 月最亮眼的除了港口继续好转之外，房地产销售和汽车销售也出现明显反弹。这同政府一些稳增长的政策明显有关，同时疫情防控政策更加精准，疫情也得到了比较好的控制，所以很多限制措施出现了松动。房地产政策、汽车销售方面有鼓励政策，运输和产业链、供应链中断的扰动也得到了明显缓解。

### 2、生产端恢复明显快于生活端，投资端明显快于消费端

尽管 4 月底以来有反弹，但并没有全部恢复。生产端明显快于生活端，投资端明显快于消费端。汽车方面，汽车零部件之前的供应中断得到缓解，同时，有一些刺激汽车消费的措施出台。尤其明显的是，通过陆转水变成水转水等诸如此类的措施，港口方面恢复了外贸方面供应链的情况。基建方面，提前发专项债、加速批准基建项目等政策发力都使得基建投资有明显反弹。疫情管理方面，上海等城市取消了静态管理或者部分限制措施。

从整体情况看，除了港口汽车销售出现正增长，其他很多方面虽然有恢复，但比去年同期还是要差一些。

### 3、房地产复苏未继，下行压力再度加大

从去年年底政策松动以来，房地产在2月底、3月初出现了一些反弹迹象。销售和新开工都有所好转，有企稳回升的迹象。但由于疫情，4-5月下行压力继续加大，4月份住宅销售面积下降40%多，新开工下降40%多。4月以来，政府对房地产政策也是继续松动，包括加大了对开发商贷款的支持力度，按揭利率下调和按揭批准的加快，以及上百个城市出现限购松动，降低限制或者取消限购，甚至有些地方出台了一些刺激措施。尽管如此，经济下行和出行受限还是对收入和信心造成打击，开发商现金流出现大幅下降。在这种情况下，稳房地产政策的效果非常有限。6月中，房地产销售开始大幅反弹，带动全月销售面积下降缩小到了22%，比4月份下降42%有明显好转，这和一次性的网签，以及之前因为出行受限，有一些积累的需求得到释放有关。然而该反弹自7月起掉头向下，从30城数据来看，7月上旬同比下降40%，**房地产情况迅速再度恶化，之前的反弹似乎有昙花一现的迹象。**

## 二、下半年经济怎么看？

### 1、三季度反弹之路或不平坦

随着疫情防控继续取得进展，防疫措施更加精准优化，对相关出行及生产的影响可能会逐步减少，生产和生活会继续有恢复性反弹。三季度明显好转，这是一个比较大概率的事件。但这个复苏过程会非常不平坦，不能简单地将4月份到6月份好转的过程直接外推到三季度。目前从观察到的高频数据来看，7月上旬不仅房地产销售掉头向下明显，整车货运率下降幅度也有所扩大，地铁客运量相比6月中下旬也有下降。由于疫情未来可能还有一些反复，复苏反弹之路并不会特别平坦，三季度反弹的力度也会受到一定的制约。

### 2、房地产和基建稳增长措施逐步发挥影响

稳增长措施会逐渐发挥影响，尤其是基建预期下半年增长会达到10%以上。但房地产需要有进一步的稳定措施，销售下降的情况才会得以稳定。假设目前的销售和新开工的情况稳定下来不继续恶化，我们预测今年销售面积可能下降20%左右，新开工面积会下降30%或以上。如果有进一步措施能够稳定住，新开工下降可能只有20%-25%。

### 3、全球经济衰退可能导致出口增长乏力

下半年面临的另外一个下行压力是**全球经济放缓**。基准预测下半年欧洲和美国经济都会放缓，经济衰退的概率也在增加。尤其是面临高通胀，美联储和其他央行会采取比较激进的紧缩政策，进一步加大衰退风险。俄乌冲突下，欧洲下半年面临俄罗斯是否会掐断它的天然气供应，或者欧洲未雨绸缪自我限制从俄罗斯的天然气进口，这都会对欧洲的经济带来影响。欧洲是我国最大的出口市场，将会对我国出口带来一定的下行压力。虽然人民币兑美元汇率在过去几个月有所贬值，但由于美元强劲，其他货币大幅贬值，实际上人民币有效汇率和去年平均水平比已经是升值的，对我国出口也没有明显的帮助。我们预测下半年出口增长可能也就是中低个位数的水平（以美元计价）。

## 三、政策建议：财政货币同时发力，从全局稳定市场信心

考虑到形势在快速变化，我们不仅仅要看到4-6月份逐渐好转，也要看到7月份一开局出现的波折，还有之后面临的很多压力，所以有以下几个方面的政策建议。

### 1、提高防控政策精准性、有效性

各地在执行疫情防控政策上要更加精准有效，像习近平总书记和国务院说的那样，要尽量降低对生活对经济的影响。

### 2、加大宏观稳增长政策发力幅度

#### 1) 增加财政刺激，弥补融资缺口

财政要加强发力。虽然上半年3.6万亿的地方专项债发了差不多90%，比去年上半

年增加了 2.5 万亿美元的发行额度，并提前拨款，加大退税，但地方财政收入下降，加上卖地收入下降，上半年二项财政收入估计比起预算少了 2.7 万亿人民币，专项债发行大幅提前仅仅勉强弥补了新增融资缺口。我们预计下半年财政收入可能进一步好转，卖地收入也没有上半年下降那么多，在这种情况下，**全年财政融资相比预算的缺口仍然有 2.5 万亿，如果要实现之前预算的财政扩张，现在的财政支持力度肯定是不够的。**下半年怎么办？已经有人提出把明年地方专项债额度的一部分，1.5 万亿，提前在今年发，这可能是有必要的。

此外，建议发行特别国债至少 1 万亿，最好有 2 万亿额度。这样才能不仅仅是弥补缺口，真正起到稳增长、有财政刺激的作用。目前中央开始利用政策性银行加大地方政府资金支持，已经计划 3000 亿，还可能扩大幅度，并且可能扩大地方政府融资平台的融资。这些是一个准财政的概念，也是可以起到稳经济的作用，**但更好的方式还是用显性的财政政策。**具体财政资金用在什么地方效果更显著？一是直接刺激消费，例如补贴中低收入人群的收入和消费。二是在目前情况下，能够比较快见效的仍然是基建，所以要加大基建投资的力度。第三是补充地方政府的融资缺口，避免地方不得不大幅削减必要的财政支出。扩大企业退税可以帮助一些企业度过难关，不过在目前环境下刺激它们扩大生产和就业的效果可能有限。

## 2) 加大流动性供给，维持信贷增速

货币政策方面，还是需要适度宽松，加大流动性供给，维持信贷增速。虽然中国下半年 CPI 会因为基数、食品价格原因有一些明显上升，可能平均在 3% 左右，**但由于中国经济目前下行压力比较大，不必像欧美那样担心通胀风险。**目前情况下，货币政策要考虑如何降低融资成本和保持流动性稳定宽松，保持信贷稳速增长。如果不提前发行明年的专项债或特别国债的话，今年四季度信贷增速可能会有比较明显的减缓。

## 3) 从全局出发，稳定房地产信心

稳定房地产对于下半年经济复苏非常重要。如果静态分析目前房地产断供断贷的情况，对银行和对整个系统影响并不大。但是政策决策者要从全局考虑，**最大的影响仍然**

是房地产的信心问题。如果这个情况不迅速控制，银行可能对按揭贷款和房地产开发商的贷款都出现“惜贷”的情况，开发商现金流也会进一步迅速恶化，保交房、保生产也会出现非常大的压力。购房人在这种情况下会更加犹豫要不要买房，因为会面临新的开发商交房出现问题。由于房地产在整个经济中的重要性，我现在最担心的不是断贷以后对某家银行或某些银行的影响，而是信心低迷对整个建设活动以及房地产上下游的消费、就业等整个经济的影响。因此房地产政策需要出台一些非常的措施，能够迅速把情况稳定下来，使得它不会对经济和金融体系出现太大的外溢效应，包括考虑一些过桥贷款、过桥融资等等。现在的问题是怎么稳定信心的问题。房地产对经济全局的影响，是通过消费者、投资者信心、通过其他产业链产生的影响，需要整体去做出判断，做出政策应对，使得行业能企稳并有所恢复，否则下半年经济复苏可能会面临非常大的挑战。

# 杨德龙：三季度复苏在望，警惕房地产市场连锁反应

杨德龙 前海开源基金首席经济学家

以下观点整理自杨德龙在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（第 56 期）上的发言

## 一、当前经济形势和面临的问题

### 1、疫情防控逐渐放松，三季度复苏确定性高

整体来看，上半年经济出现比较明显的下滑，二季度下滑尤其严重，经济勉强实现正增长，GDP 增速 0.4%。在疫情管控措施比较严格的情况下，实现正增长是非常不容易的。在 4 月份经济比较低迷时，我建议大家要保持信心，要认识到很多影响因素都是暂时的，并不是长期的，长期看我国经济潜在增长速度仍然在 4% 以上。一旦疫情得到有效控制，疫情管控措施做出相应调整，经济就会逐步复苏。我们看到 6 月份经济数据已经有所改善：3-5 月份的 PMI 都在荣枯分水岭之下，6 月份重新回到之上，PMI 作为一个先行指标反映了未来三个月经济运行，因此我们从 PMI 的角度预计三季度会继续复苏。

前段时间我和券商到海南进行了一周调研，主要调研了旅游免税产业链，明显感觉到在上海 6 月 1 日全面解封以及放开到海南的旅游后，整个海南的旅游路线都是爆满的，海南很多五星级酒店价格已经炒到三四千一晚，免税店购物也排起了长龙。虽然旅游数据还没有完全恢复到疫情前 2019 年的水平，但根据统计，整个端午节期间旅游人数已经恢复到 2019 年的 70%，消费金额恢复到 2019 年的 60%，也就是说复苏是确定的。尽管这其中也有一部分是之前被压抑的需求的集中释放，但整体看，相对于 4、5 月份有明显回升。

近期疫情防控政策逐步开始调整，第九版疫情防控明显比之前一个版本放松了。比

如入境隔离的天数大大缩短，以及行程码及时取消了星号，从过去查 14 天的行程缩短到 7 天等，一定程度上增加了城市之间、省份之间人员的流动。**经济要想活跃起来，人员必须流动起来，因为人是最重要的生产要素。**此外，过去几年经济转型已经体现出消费的重要性：**消费对 GDP 的贡献超过投资和出口，成为三驾马车中最重要的一个引擎。**上半年社会消费品零售总额整体还是表现不佳，出现了微负增长。下半年一定要出现快速的复苏，最好能够回到 10% 以上，这样下半年经济就稳了。

在疫情防控不断放松后，消费和经济在未来两个季度出现复苏是可预期的。但这也是一个重要风险点：奥密克戎的传播性比较强，控制起来比较难，会不会部分地方又出现疫情反复，管控措施再加码，导致经济增速出现再次回落的风险。

## 2、房地产投资跌幅扩大，连锁反应值得警惕

上半年数据显示，固定资产投资增速出现下滑，其中房地产投资下滑最为明显，**并且跌幅逐渐扩大。**近期的一些烂尾楼、集体停贷的事件，是房地产整体去杠杆、资金链出现断裂风险的一种集中体现。虽然部分楼盘出现集体断贷占银行按揭贷款的比例微乎其微，但它反映出很多问题，其连锁反应和蝴蝶效应值得警惕：未来会不会有更多的楼盘，更多的业主看到集体断贷的可能性后也加入到该行列，以此促进保交楼，促进开发商加快建楼的速度？去年恒大等大型地产商已经出现资金链风险，今年很多大地产商又出现债券评级下调，甚至债券价格暴跌的情况，这些都反映出资本方对于房地产市场在去杠杆过程中出现资金链断裂、甚至破产倒闭的风险的担忧，这一点非常值得关注。

今年上半年很多地方取消了限购限贷，甚至出现了一些购房送户口，购房减免购置税等鼓励措施，但收效甚微。**这是因为经济启动并不像汽车的启动，汽车只要踩油门马上就会走起来，但整个经济一旦增速放下来，想再启动就要像飞机一样，必须要滑行很长一段时间，并且要达到一定的速度才能启动。**所以经济增速出现下调再想启动，就需要更大的力度来刺激，更多的措施来放宽对消费的限制。

过去五年对房地产企业进行资金链上的严格控制，很多房企不能发股票融资，被强制去杠杆，导致其在过度加杠杆后资金面非常脆弱，一旦房地产销售放缓，很快就面临

资金链断裂的风险，形成恶性循环。加上出现烂尾楼事件后，新的购房者在买房时会更加谨慎，新房销售可能会进一步下降，这将进一步加大房地产公司回收资金的难度，加重他们资金链的危机。此外，三年疫情导致很多人收入下降，甚至让部分行业出现失业潮。人们对于买房的信心和能力大受影响，即使部分地方放开了房地产的限购限贷，也只有部分富人阶层有能力买房，中低收入人群买房的能力仍然有限。

不过房地产行业目前面临的问题还没有形成系统性风险，并且由于按揭的首付比例偏高，最少 30%，很多有贷款记录的甚至要付 60-70% 的首付，所以只要房价不下跌就不会出现大面积断供的现象，也不会出现美国 2008 年的次贷危机。当时美国发生次贷危机主要是由于很多银行零首付或者仅以 10% 的首付给买房者提供贷款，杠杆过高，又加上通过 MBS 这种按揭贷款资产证券化，将风险扩散到金融系统。现在来看我国房地产市场面临的问题主要还是房企资金链断裂问题，并没有扩散到整个金融系统。所以只要采取措施来保交楼，稳定市场预期，让更多的买房者能够放心买房，已经交了全款的买房者最终能够拿到房子，这些问题都能化解。

## 二、如何解决房地产政策矫枉过正问题？

### 1、保障房企正常开发贷的需求

房地产行业本身就是依靠杠杆发展的行业，这是它本质的特征。所以在去杠杆过程中要注意不能一刀切，对于正常的开发贷需求和没有触碰到“三条红线”的房企提供正常的贷款支持。

### 2、满足购房者按揭贷款需求

无论是首套房还是改善性住房，在房住不炒的政策下要给予满足。实际上按揭贷款对银行来说是最优质的贷款，坏账率是最低的，因为有房子做抵押。一般情况下中国人对房产拥有的意愿是非常强烈的，不到万不得已都不会断供，所以银行也非常有积极性来放按揭贷款，因此未来满足购房者正常按揭贷款的需求还是要落实下来。

### 3、加大政府投资力度，刺激民间投资

加快地方专项债券的发行，提高基建投资包括传统基建和新基建的增长速度非常重要。现在民间投资明显不足，实体经济、实体企业对未来的信心不足，所以扩大再生产的冲动不强。这种时候政府投资一定程度上可以弥补民间投资的不足，通过加快传统基建，比如修路建桥等基础公共设施；以及新基建，比如加快信息高速公路，新能源中的充电桩，以及 5G 基站、大数据中心、人工智能等新经济行业的基建投资，既能够稳住经济增长基本盘，又能够推动经济增长。

## 三、未来发展三个着力点：大消费、新能源和科技

### 1、大力刺激消费复苏，拒绝一刀切式管控

在疫情管控能够严格落实的情况下，减少一些不必要的限制消费的环节，让消费能够正常运转起来，下半年消费增速将会重回 10% 以上。现在的问题是很多地方强制加码，对外来人员强制隔离，甚至对低风险地区来的人员也隔离，阻碍了人员流动，使正常经济活动受到很大的影响。应该在符合疫情防控情况下放开消费，不随意关停消费场所，不层层加码，严格贯彻中央以及国家卫健委统一政策，不歧视外来人员或者随便隔离外来人员，人员流动起来消费自然就起来了。中国人是非常勤奋的，只要有赚钱机会大家就一定会抓住，只要有消费的可能性，消费的积极性也会起来，这些措施比发消费券甚至比发现金更有效果。

### 2、大力发展清洁能源，摆脱进口能源依赖

上半年汽车消费整体出现比较明显的下降，特别是二季度非常明显，但新能源汽车却继续高歌猛进，上半年出现了翻倍的销量增长，很多车企都有翻倍甚至几倍的销量增长。新能源汽车替代传统燃油车的速度正在加快，我国新能源汽车的渗透率从去年的 15% 提高到今年上半年的 25%。虽然新能源汽车销量突破 1000 万辆，但其在我国整体汽车保有量占比不到 3%，未来发展潜力巨大。

大力发展新能源汽车不仅给资本市场带来很多投资机会，也是我国汽车行业弯道超车的巨大机遇，同时还能够帮助我国摆脱对于进口石油的依赖。国际油价高企，美国对俄罗斯一度进行石油禁运的威胁。我们要考虑将来一旦出现关系紧张，石油进口有可能不会那么顺畅，到时候即使高价也不一定能够买到足够的石油。如果把我们的汽车的一半换成新能源，主动权就在我手里了。我们可以通过光伏发电、风电、核电、水电、火电等保障电力供应，这场能源革命未来发展空间巨大。在现在的发电结构中，火电占到 70%，水电占到 20%，光伏风电加在一起不到 10%，如果在西部沙漠地区能够有 1%的面积建光伏电站、建风电，能源问题就会得到解决。所以，大力发展清洁能源是政策重要的着力点。

### 3、加速平台经济发展，致力攻关“卡脖子”技术

平台经济整治已经取得阶段性成效，国家表态继续支持民营企业平台经济发展。未来还是要发挥互联网企业对经济的刺激作用，同时对于“卡脖子”的一些科技领域进行攻关，加大科研投入，对于芯片半导体等行业进行大力支持，摆脱对于美国芯片进口的依赖。

# 李宗光：供给端恢复超预期，需求端仍需提振信心

李宗光 华兴资本首席经济学家

以下观点整理自李宗光在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（第 56 期）上的发言

## 一、二季度及6月主要经济数据解析

经济整体实现正增长，同比增长 0.4%，略低于市场 1% 的预期。在疫情形势比较严峻的情况下，这是非常不易的。特别是我们看到 6 月份工业增加值同比增长 3.9%，呈现明显加速，上个月是 0.7%。工业增加值环比增长 0.8%，年化超过 10%，这一边际改善的速度还是不错的，说明我们生产端复苏的势头不错。再看服务业，上个月同比增长 -5.1%，这个月 +1.3%，改善了 6.4 个百分点，服务业主要是线下消费，所以它的改善势头也非常明显。出口的改善也非常明显，6 月份同比增长 17%。年初经济学家预测认为 2021 年是历史性大年，今年出口零增长或者个位数增长就不错了，6 月份能够实现同比增长 17%，这个数据是非常好的。

种种迹象表明，生产端供应链恢复比预期要更快，但美中不足的是内需整体偏弱。固定资产投资 6 月份增速比上个月回落 0.1 个百分点，社会零售销售 6 月同比增长 3.1%。虽然数据不错，但和生产端对比来看仍然是很差的。最重要的是房地产的数据非常差，6 月份新开工面积当月同比下降 45%，施工面积和竣工面积当月同比分别下降 40.7% 和 48.7%，这两个数据相比上月降幅均在扩大。年初以来，地方政府在房地产政策放松方面不遗余力。如果统计各个城市的放松措施，应该有 100 多项的宽松措施，包括媒体上看到的以粮食、大蒜抵首付等，各种招数都使出来了。在这种情况下，数据整体仍然偏差，加上近期烂尾断供等事件呈现迅速的扩散态势，值得我们警惕。

## 二、下半年经济增长看三点：疫情防控、出口和内需

### 1、疫情防控是比政策宽松更底层的逻辑

如果疫情控制不住，经济活动就被限制住了，这跟经济信心和收入增长相比来说，是更底层的逻辑。根据目前得到的信息，奥密克戎 BA.5 传染性还是比较强的，至于它的伤害性，有的人说是能够传染到肺部，有的人说没有那么强。目前有十几个省份都有疫情再次扩散的迹象。尽管对于整个生产活动，尤其是供应链和生产端来讲，只要不出现 3、4 月份上海的这种情况，小规模暴发的影响并不是很大，但其对于消费、收入和信心的影响很大，因此从这个角度看，疫情防控是一个重要的变量。

## 2、出口或将面临回落

上半年俄乌冲突下，欧美供应链再次受到冲击，产生对中国的需求替代效应。虽然他们整体的需求也在减弱，但因为供应链受限制，很多需求外溢到中国，所以上半年的出口是不错的。下半年，市场都在预期经济衰退。美国正在谈衰退的逻辑，从 PMI、进口等一系列数据来看，都在出现持续回落。如果欧美出现衰退，加上去年下半年非常高的基数，出口同比增速会大概率回落。这不代表我们出口非常差，它仍然处在非常高景气的状态，但这种回落是比较高概率会发生的。

## 3、信心不足导致内需增长乏力

从内需来讲，关键是消费和地产。上半年我们已经采取了 100 多项宽松措施，地方政府对于房地产宽松有很强的积极性，给予它非常强的动力。在这种情况下，房地产仍然非常差，这背后反映了信心的问题。所以，在较强的信贷和较强的社会融资总额下，经济复苏持续时间可能会持续，但斜率可能没有 2020 年那么高。一方面是社会信心的问题，另一方面是疫情。2020 年大家觉得疫情过去后会有报复性反弹，但三年持续的疫情导致经济增长普遍偏弱，收入受到实质性的影响，大家在预期上会有变化。即便解除防控，经济活动恢复到正常，如果大家对未来还是很悲观的话，消费的能力和意愿仍会下降。在疫情冲击下，包括下半年海外输入性的通胀，下半年的经济很可能呈现 W 型复苏，没有 2020 年那种非常陡峭的 V 型复苏，这一点还需要重视。

## 三、对策：供需两端同时发力，市场信心是关键

## 1、供给侧：适度增加弹性，恢复市场信心

### 1) 及时调整去产能政策，释放供给侧潜力

国内很多学者都说美国没有供给侧改革的能力，只能通过需求衰退的方式降低通胀，而中国有调整供给侧的能力，我们比美国有优势。我是认同这个观点的。从供给侧来讲，过去几年中国是供给侧去产能，这个是非常成功的。从供给过剩到供给平衡，再到供不应求的状态，尤其是上游的原油煤炭的供不应求。因此，新形势下，**供给侧去产能政策应该及时调整，从过去几年压缩供给到未来几年大幅增加供给弹性。**如果不及时调整去产能政策，大宗商品价格会暴涨，这在 2020-2021 年已经出现过了。过去一年能源保供在产生效果，但还不够。过去十年，本身这个行业是非常不景气的，即使没有行政力量干预，它的资本支出也是非常低的。这就导致过去十年，投资有一个巨大的欠帐，我们要积极释放这种弹性。**供给侧改革本质是要释放供给侧潜力，如果只是抑制供给侧，经济增长潜在增速会受到抑制。**去年 7 月我写过一篇文章，供给侧改革要与时俱进，要释放产能。如果当时及时释放产能，就不会有 10 月份很多地方限电限产的情况，所以政策还是要与时俱进地调整（参考《供给侧改革的重心调整应该与时俱进》2021.07，第一财经）。

另一方面，从供给侧看，**环保的步子不能迈太大。可以做，但要久久为功、渐进式地做，不能搞一刀切全部关掉。**过去一段时间，环保监管在具体执行层面出现一些合成谬误，这是和政策初心相违背的。比如猪肉养殖，很多个体养殖户大规模关停，加上今年南方很多地区大涝，个体养殖户受到严重冲击，最近这波猪肉价格反弹力度这么大，是有这种深层原因的。

如果中国能够避免滞胀，一定是供给侧做得比西方好。如果在供给侧刚性方面比西方更加严重，通胀的压力也是非常大的。相信我国也看到了，过去一段时间能源保供、保证经济安全、避免拉闸限电的措施一直在做，未来还是有空间的。

### 2) 改善民营地产商流动性，恢复市场信心是关键

供给侧改革最重要的还有房地产，这一次的主要矛盾就是房地产。房地产供给侧的牛鼻子，就是改善民营地产商的流动性。目前房地产市场问题较严重，核心一点就是民营地产商的信心问题。最近烂尾断供成为了舆论事件，但这只是过去两年间的房地产和整体民营地产商问题的一种延续。从去年6月开始，民营地产商普遍陷入困难，这个困难主要体现在流动性的问题。中国城镇化结束了吗？没有。个别房地产商有它的问题，但过去一段时间，头部民营地产商集体出现问题，这就不是个案问题了，什么原因？值得各方面深思。

目前50强企业烂尾楼盘已经超过1000个，这是非常大的数量，如果不及时遏制流动性问题，将来会更加严重。过去一年经常有这种极端的声音：“民营地产商不是自己人，迟早要退出历史舞台”，再加上民营地产商确实陷入资金链困难，更加放大了人们对其的信心问题。这种信心问题体现在方方面面：整个社会对民营地产商都是不那么友好的态度，商业银行肯定不会给你贷款，将来你的新楼盘也不会给你做按揭，这样就会形成一种恶性循环。我们认为这种“民营地产商不是自己人，民营地产商要退出历史舞台”的极端声音和中央精神是相违背的。2018年11月份，中央领导组织了一次民营经济座谈会，说民营企业家是自己人。民营地产商当然也是民营企业家，不应该被歧视对待。烂尾断供只是一个结果，如果这个问题不解决，只是加强对预售款进行监管，这就是非常表面的。如不及时出台措施缓解民营地产商流动性，未来这一矛盾存在激化可能性。

房地产问题是中国非常重要的问题，高房价的矛盾确实是很重要的矛盾。但解决问题应该讲究策略。以卡脖子、倒逼的方式解决房地产的问题是行不通的，只会激化短期矛盾。由于最近民营地产商普遍出现困难，地方上被迫让城投和国企央企拿地，导致拿地的70-80%都是国企和城投，这和过去十年的国企退出房地产精神是相违背的。另外一个违背的中央精神，是控制地方隐性债务，这也写进了今年的中央经济工作会议。由于民营地产商拿地缺口，地方作为应急被迫让城投拿地，城投又被迫加杠杆，这意味着未来几年国企和地方城投债务会有显著恶化。

另一方面，地方恐慌性地放松房地产政策，也是去年民营地产商陷入困难的一种

**反身性映射。**去年民营地产商有多困难，今年地方政府在刺激方面就有多恐慌，因为他们一刻都离不开土地财政。今年土地财政同比去年至少下降 20%，地方政府工资都发不出来，只能恐慌性地放松政策。对于老百姓买房来说，房价涨跌是一个层次的问题，购房安全是另外一个层次的问题。如果 60%-70%的民营地产商，尤其是头部地产商陷入困难，这意味着新房至少有 50%-60%的概率是要烂尾的，在这种情况下老百姓肯定不会买房。如果去年看到了民营地产商的困难，并且解决了这个问题，降息降准是有用的。但到现在这个位置，如果安全性这个底层问题不解决，采取什么其他措施都没有用，大家要有这种紧迫感。

## 2、需求端：尽早采取行动，走在曲线之前

今年央行领导提出走在曲线之前，我是非常认同的。只有行动越早，代价才越小，反之，行动越晚，要付出数倍的代价才能启动经济。如果经济不启动，其他工作会越来越被动。过去几年因为经济降速，导致债务问题、财政问题、就业问题、中美斗争形势问题陷入比较大的被动中。发展是硬道理，没有经济增长的基础，谈改革，谈其他都是空中楼阁。

今年 6 月份把去年的专项债发完了，对于下半年社融信贷能否跟得上。现在有传言说要将明年的 1.5 万亿元专项债提前到今年来发，这都是可以的，包括降息降准。现在房地产的按揭利率还在 5%左右，很多断供烂尾房每个月还的利息要比收入还要高，这实际上是非常鹰派的一种做法，和偏弱的基本面不完全匹配。2016 年的时候按揭利率只有 4%左右，因此，**降息是很有空间的。**

另外，用央行领导的话讲，不要等到市场关切变冷了再采取措施，那就没有人信了。如果大家普遍出现信心问题，就会成为九十年代的日本，再降息也没有用了，这一点要有紧迫性。如果现在不采取措施，将来利息就是降到零，效果也会大打折扣，所以还是应未雨绸缪，前置行动。



**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：

