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4月）（总第54期）

三重压力叠加超预期变化的宏观经济

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4月

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

2022年4月　总第54期

三重压力叠加超预期变化的宏观经济

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

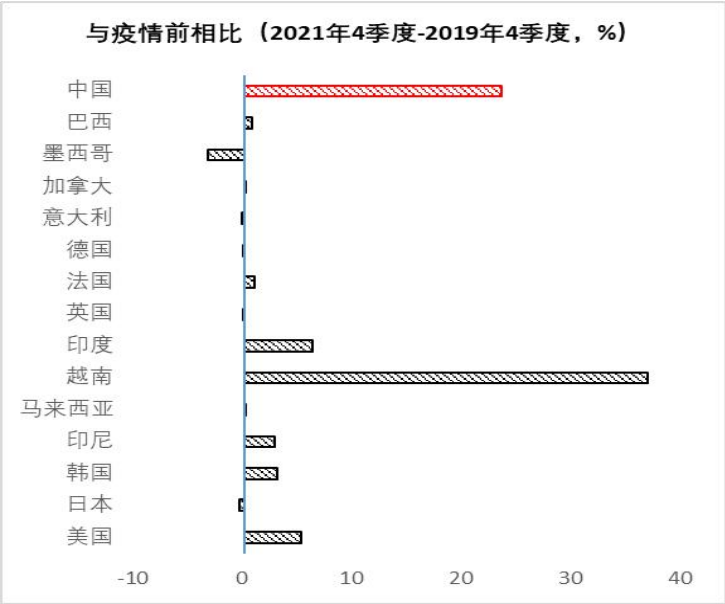
三重压力叠加超预期变化的宏观经济

2022年4月宏观经济月度分析

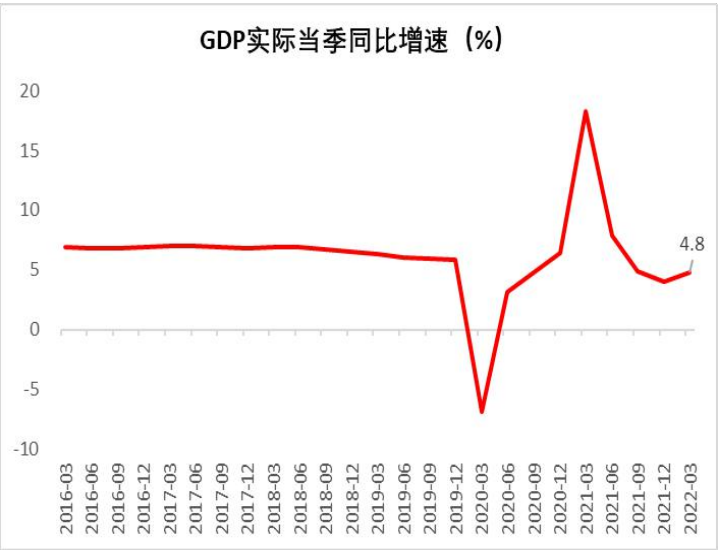
报告人：于春海

2022年4月20日

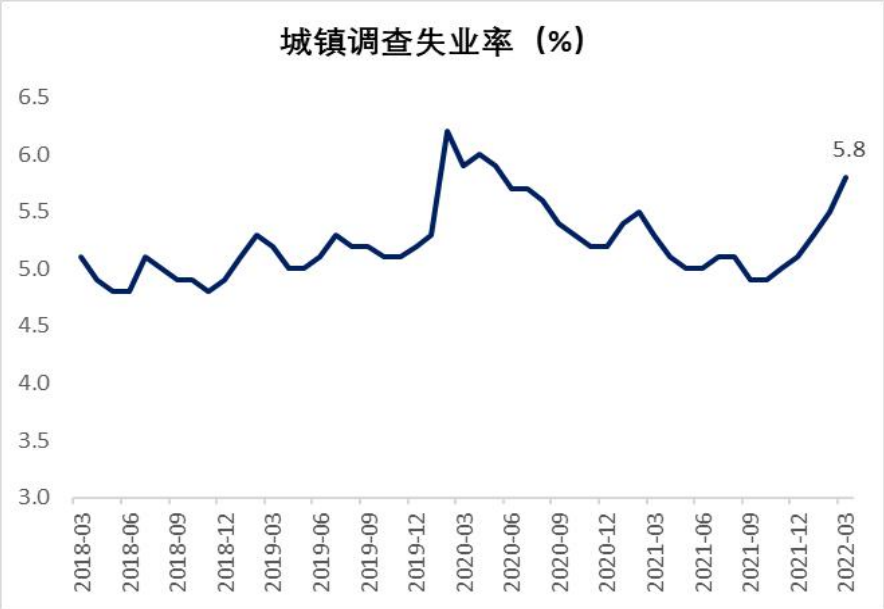
➢ 经济延续增长势头，但下行压力已经显露

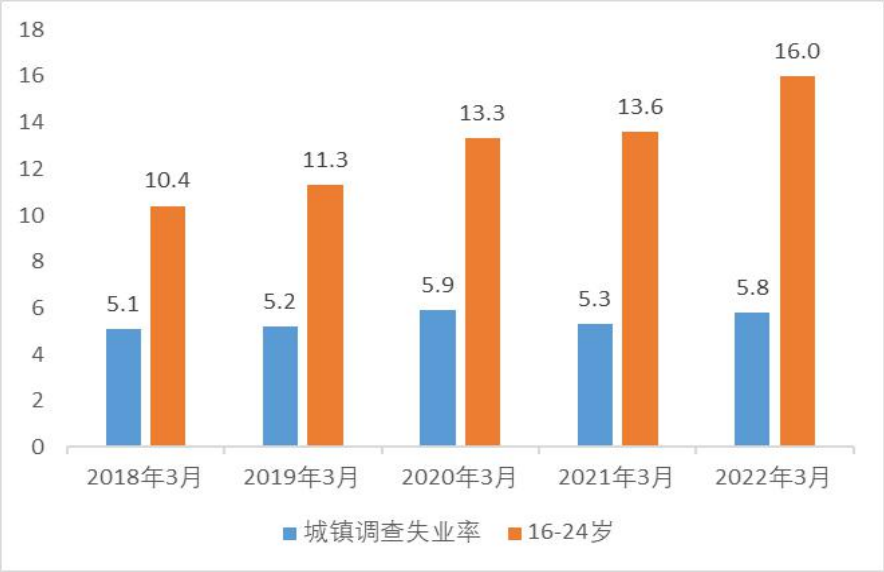


- 2021年，我国GDP水平超过疫情前的高点并延续增长趋势，明显领先于其他主要经济体。



- 2022年1季度，我国实际GDP当季同比增长4.8%，环比折年率增长5.3%，经济延续增长势头。
- 三重压力与3月份以来的意外变化结合在一起，经济下行压力较为明显。
  - 1季度增速较2021年下降3.3个百分点，较今年的年度目标低了0.5个百分点。

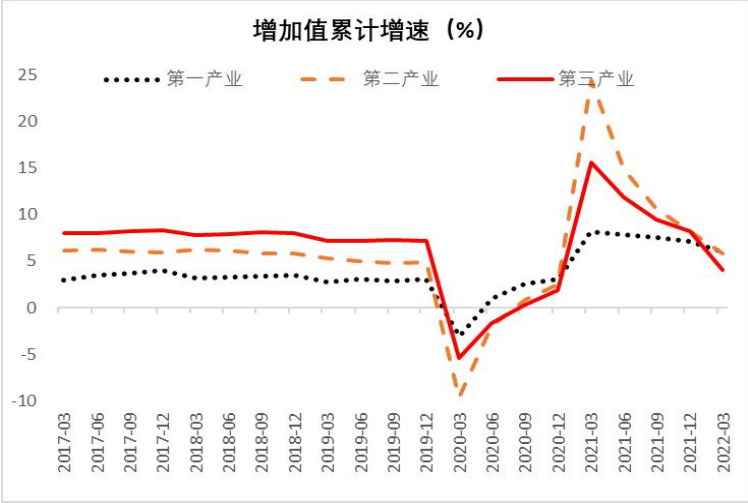


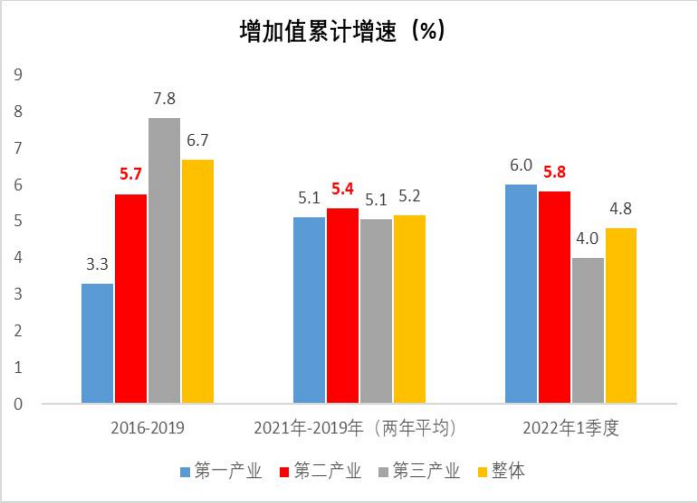


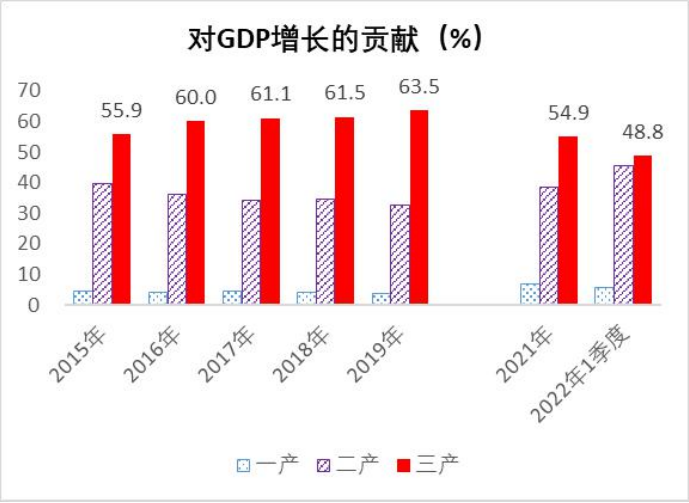
➢2022年1季度的就业压力加大。

- 1-3月，全国城镇新增就业285万人，完成全年1100万目标的25.9%。全年要完成城镇新增就业1100万以上，需要克服较大压力。
- 3月份，城镇调查失业率5.8%，较上月提高0.3个百分点，较去年同期提高了0.5个百分点。
- 5.8%的失业率已经超过了全年需要实现的5.5%以内这一目标范围。
- 16-24岁年轻人的失业率达到16%，达到了多年来的高点。而且，这一年龄段的失业率通常是在7月份左右达到年内高点。

➢二产稳定恢复、三产继续下滑

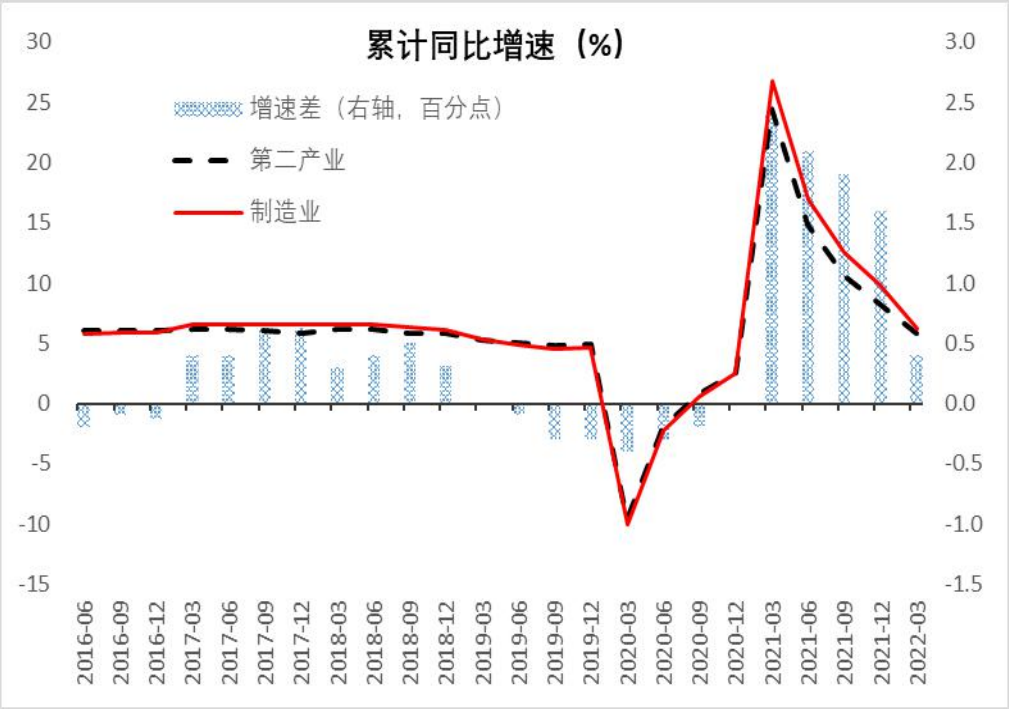


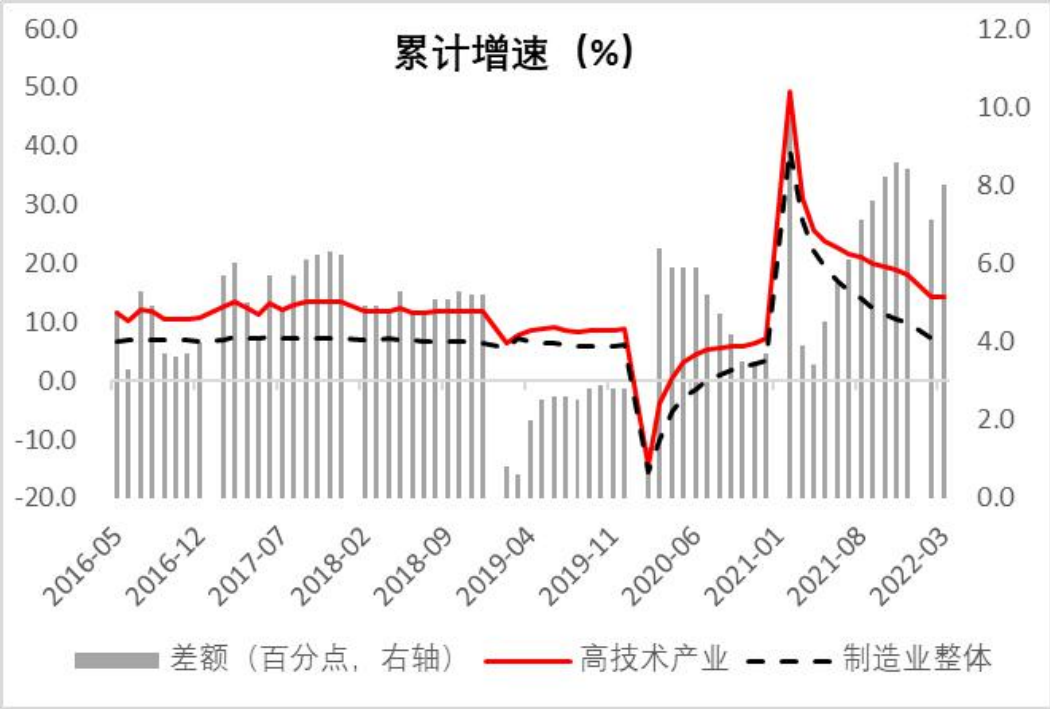




- 2022年1季度，第一产业增长6%，明显高于疫情以前水平
- 第二产业增长5.8%，已经回复疫情前的正常水平。
- 第三产业增长4%，对GDP增长的贡献仅为48.8%，延续疫情以来的下滑趋势，是带动整体经济下行的主要供给侧力量。

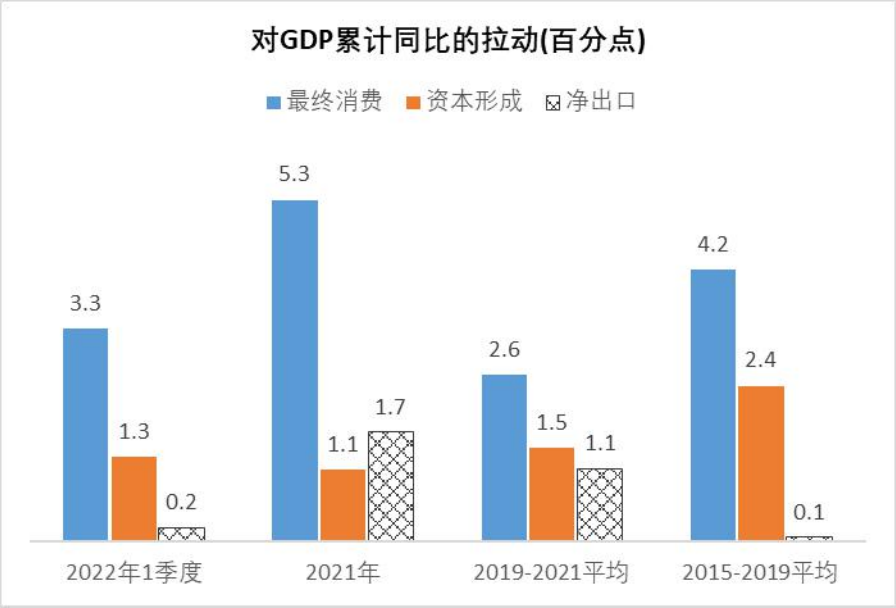
➢制造业结构进一步优化





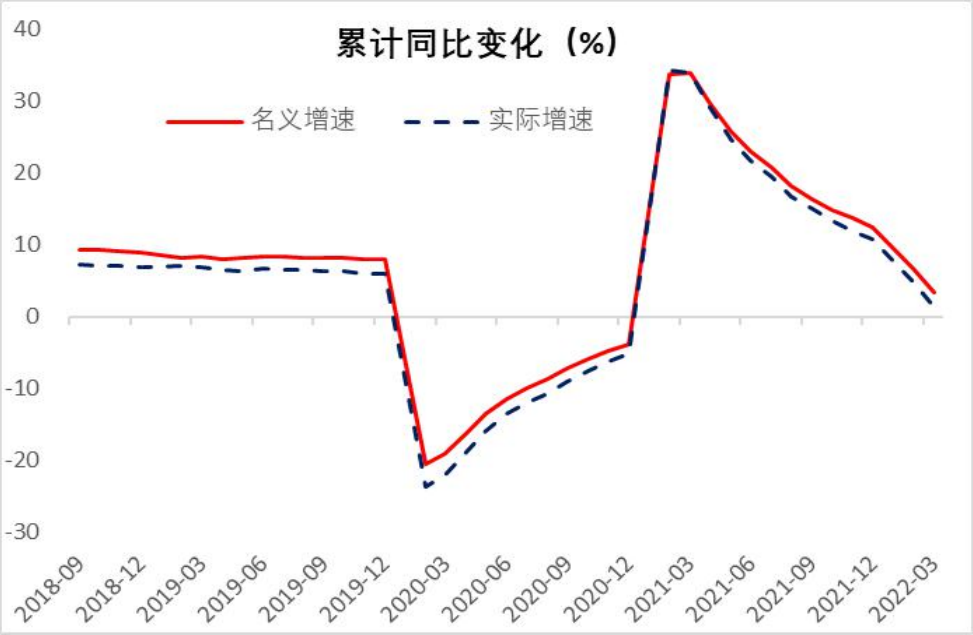
- 制造业在整体经济中的占比继续提升。制造业增长6.2%，快于第二产业和整体经济。
- 制造业内部结构进一步优化。高技术制造业、装备制造业增加值分别增长14.2%、8.1%，比制造业整体快8个百分点和1.9个百分点。
- 符合强化制造业基础和提升制造业质量的长期要求。

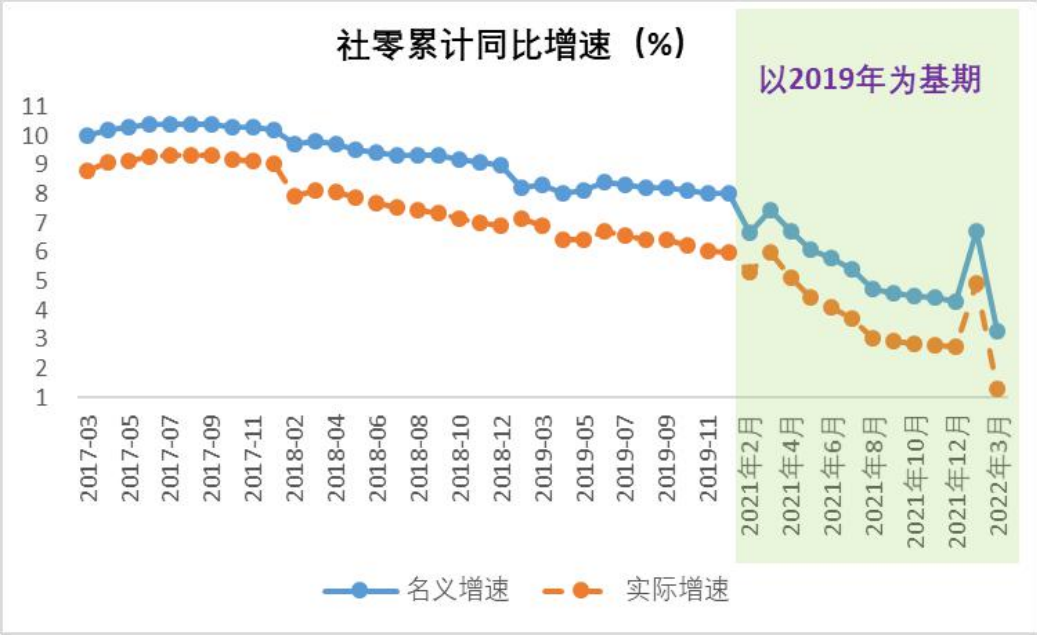
➢总需求结构更趋合理



- 2021年，最终消费对GDP增长的拉动作用明显提升；投资对GDP的拉动作用明显弱化，特别是2021年4季度投资的贡献由正转负；疫情冲击下，GDP增长对外需的依赖性上升，这会增加总需求的不稳定性。
- 2022年1季度，最终消费、资本形成和净外需分别贡献了GDP增长的69.4%、26.9%和3.7%，总需求结构更加合理。

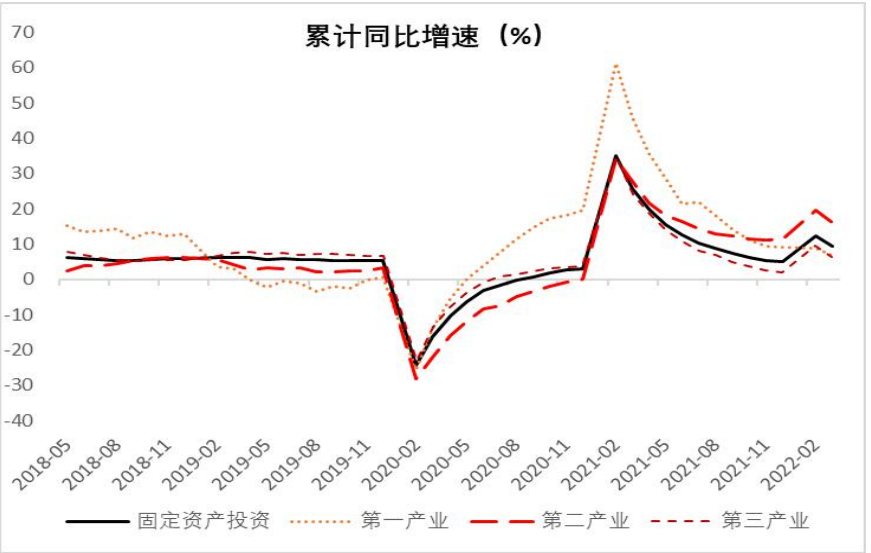
➢社零增速回落，消费市场反弹势头被逆转

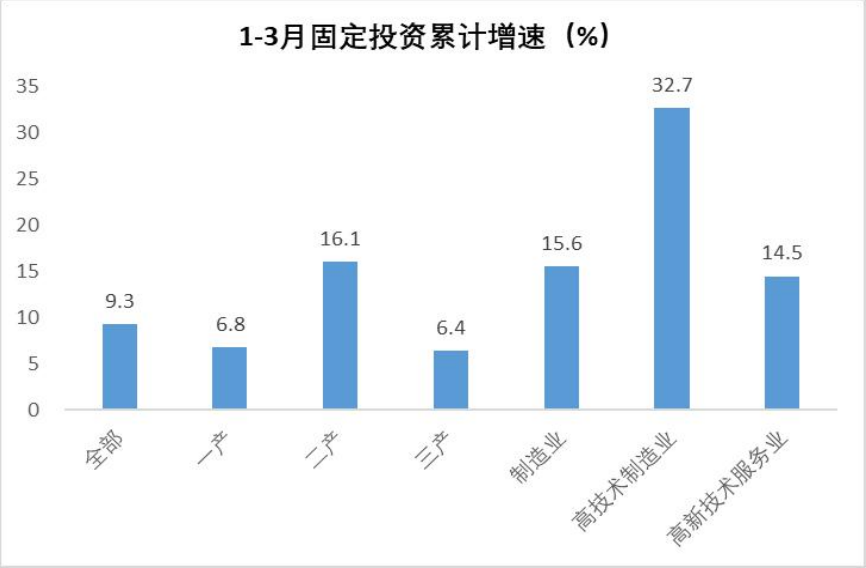




- 2022年1-3月，社会零售品销售总额名义增长3.3%、实际增长1.3%，分别较2月份回落3.4和3.6个百分点。
- 以2019年为基准，可以看出，3月份以来的外生冲击逆转了消费市场的反弹势头。

➢固定投资稳定恢复，投资结构不断优化。

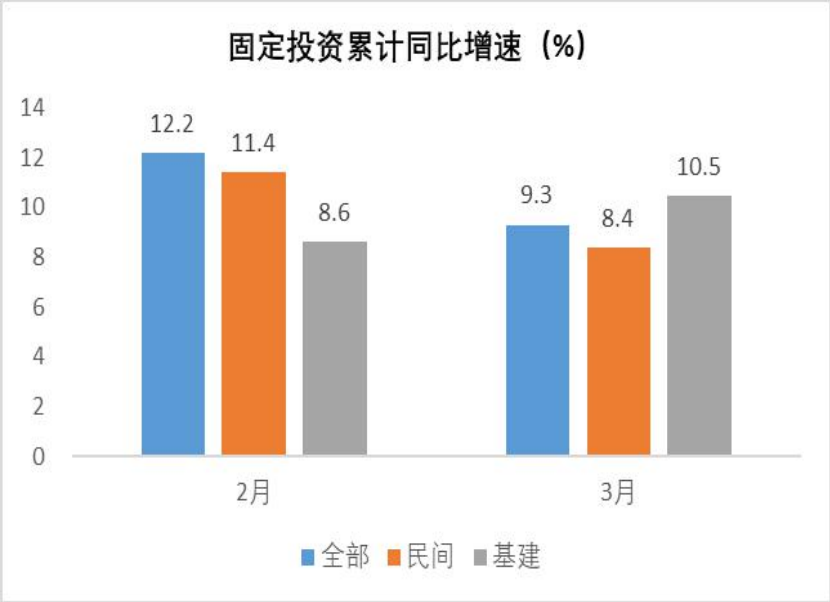


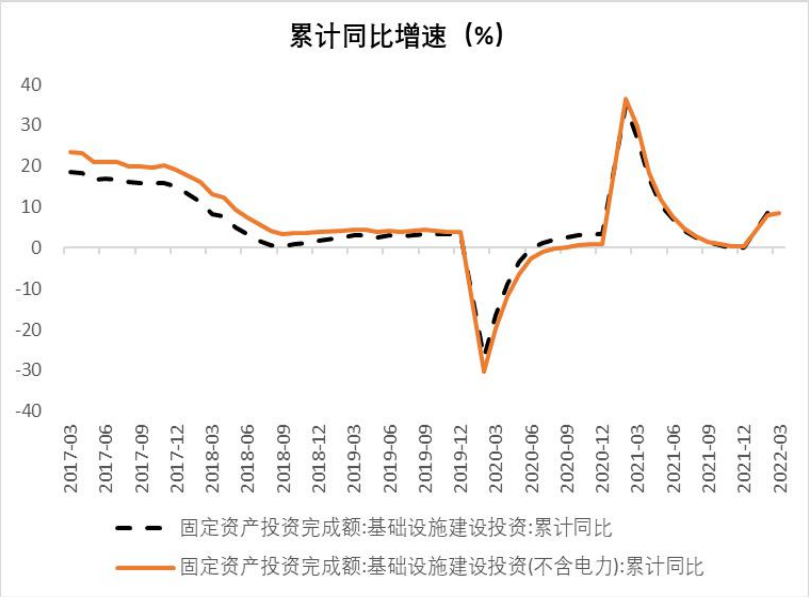


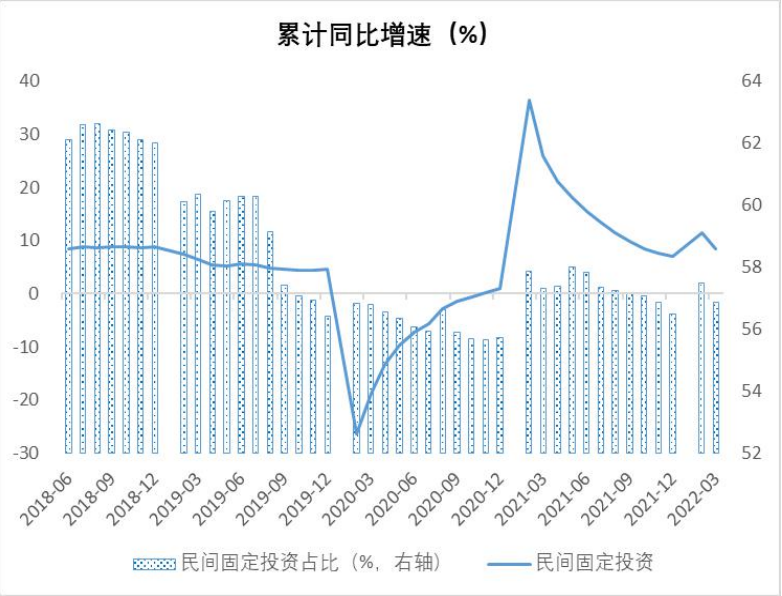
- 1-3月，固定资产投资增长9.3%，较2021年提高了4.4个百分点。
- 第二产业和第三产业分别增长16.1%和6.4%，较2021年分别提高4.8和4.3个百分点。
- 1-3月，投资结构继续优化，制造业、高技术制造业和高技术服务业实现了更快的增长，分别增长15.6%、32.7%和14.5%。

➢基建投资发力，民间投资力量有待激发

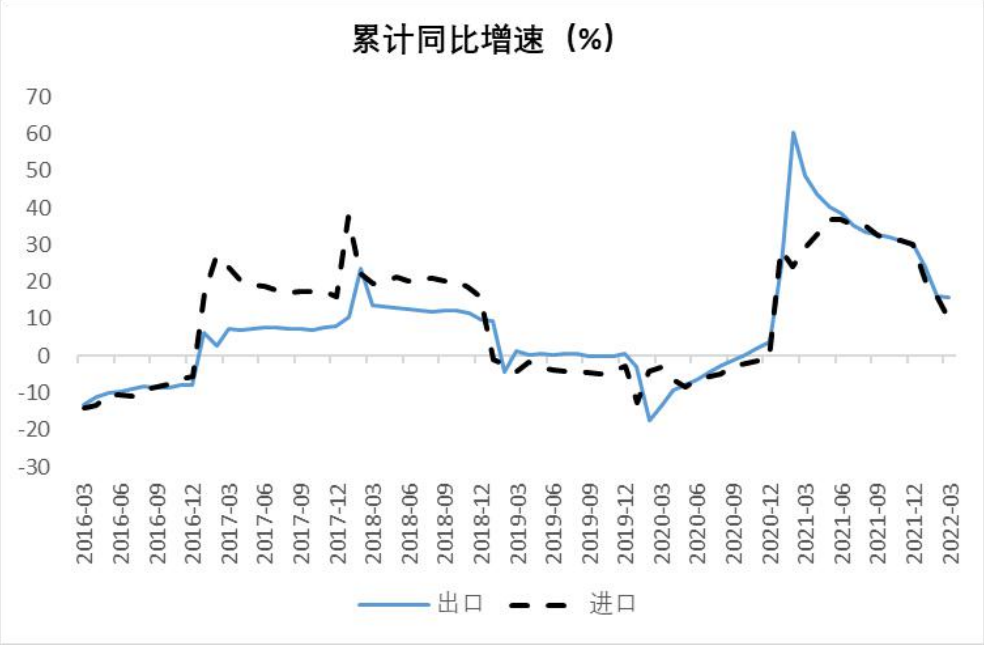
- 3月，民间投资增长8.4%，较2021年提高了1.4个百分点，较2月回落3个百分点。
- 基础设施建设投资增长10.5%，较2021年提到了10.3个百分点，较2月提高了1.9个百分点。
- 相较于2021年，随着重大规划项目和投资计划的加速落地，驱动固定投资增长的政府力量开始发力。
- 民间投资增速仍然低于整体，驱动固定投资增长的市场化力量有待进一步激发。

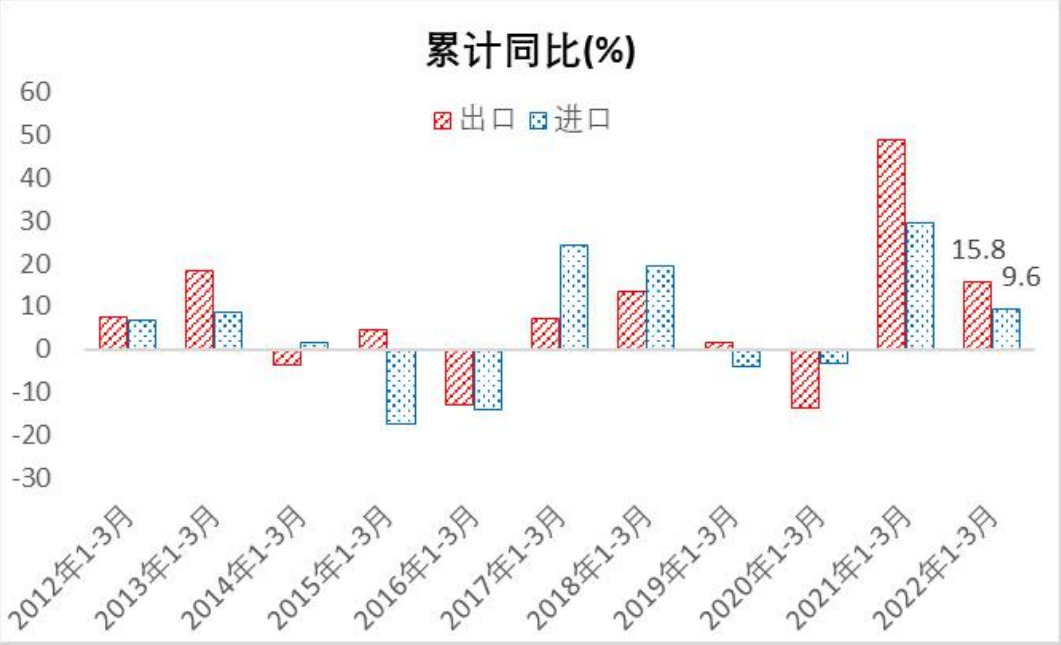




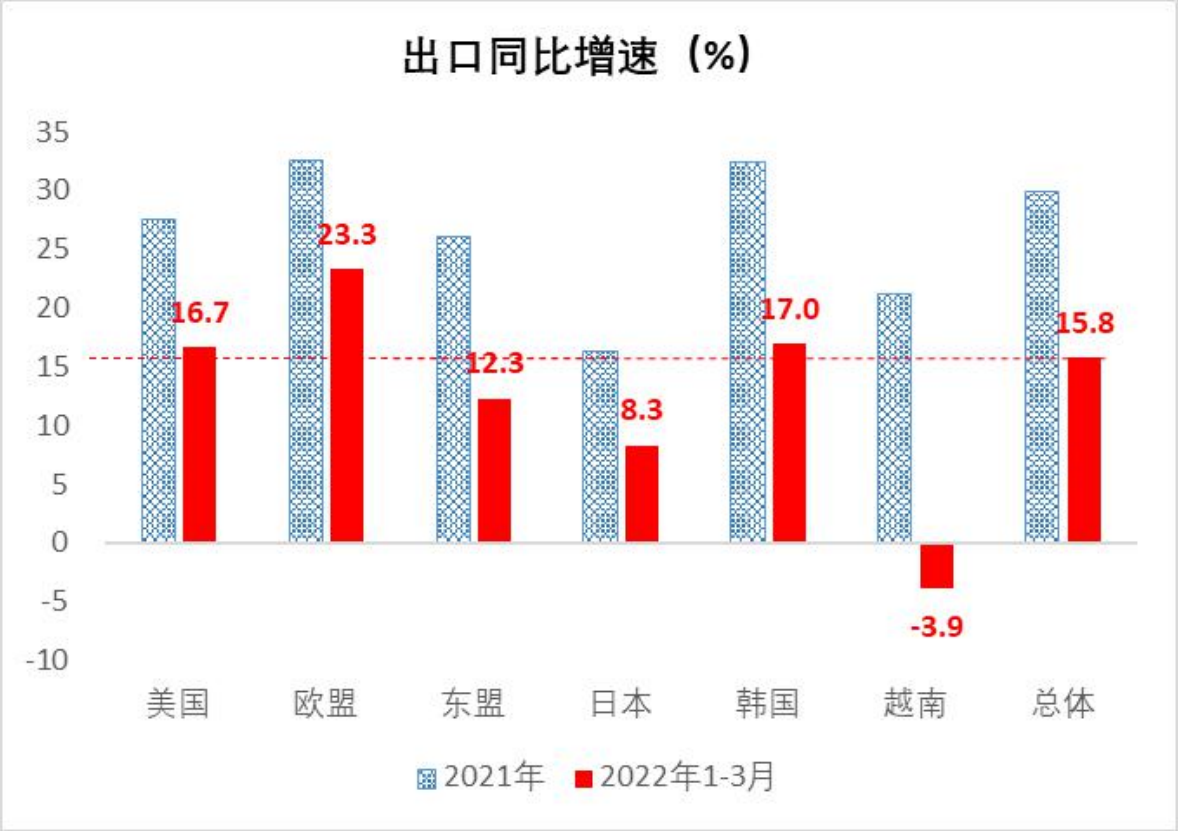


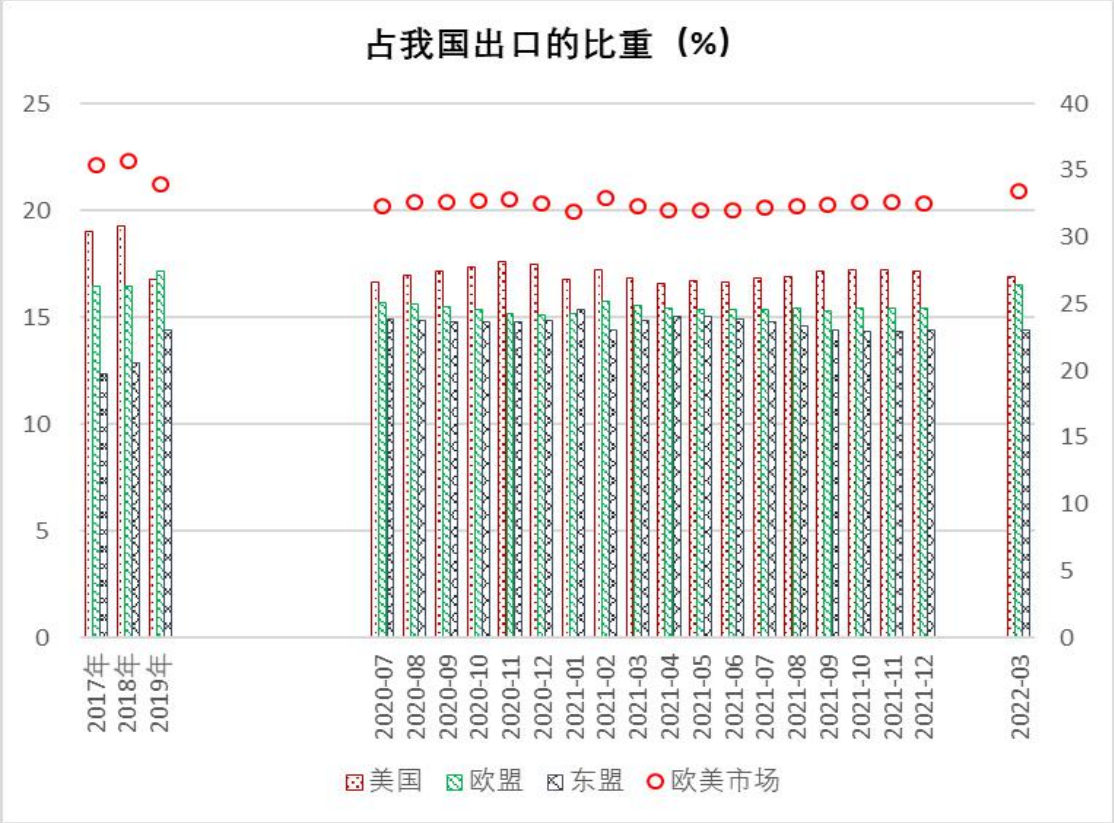
➢对外贸易保持快速增长



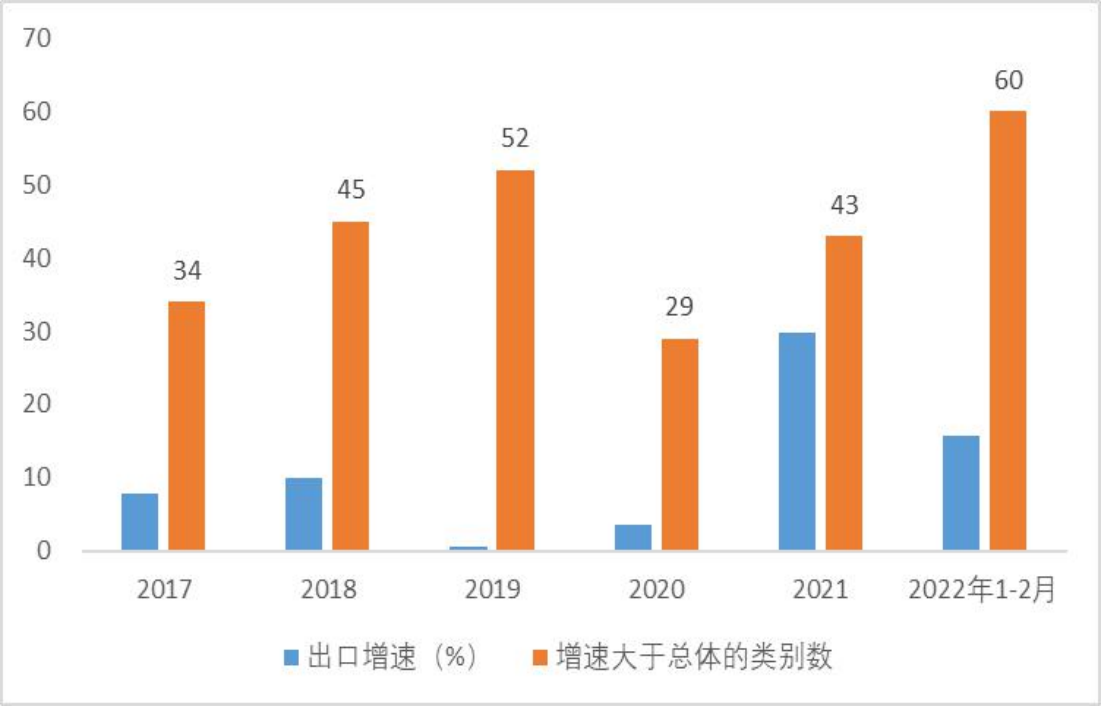


- 2022年前3个月，我国对外贸易保持快速增长。出口累计增长15.8%，进口累计增长9.6%。
- 但是，出口和进口的增速逐月回落。
- 特别是对比上一轮外贸增长由负转正的情况（2016-2018），进口增速过快下滑。



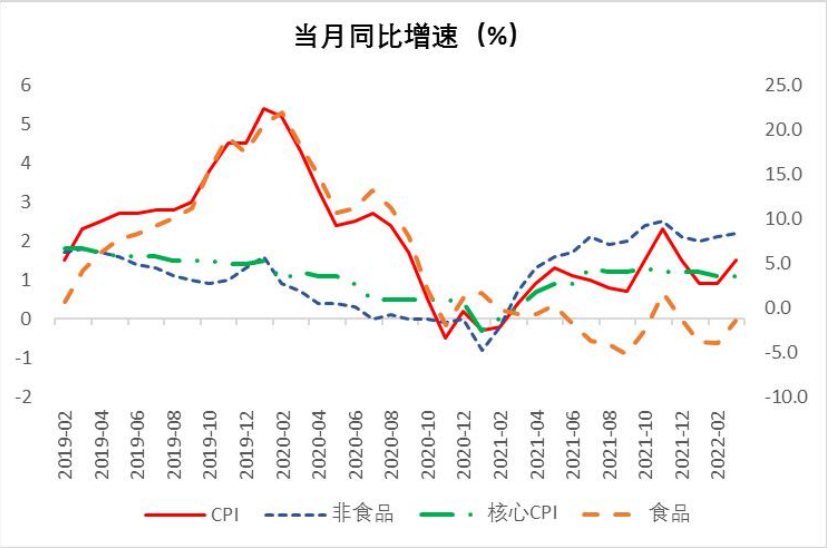


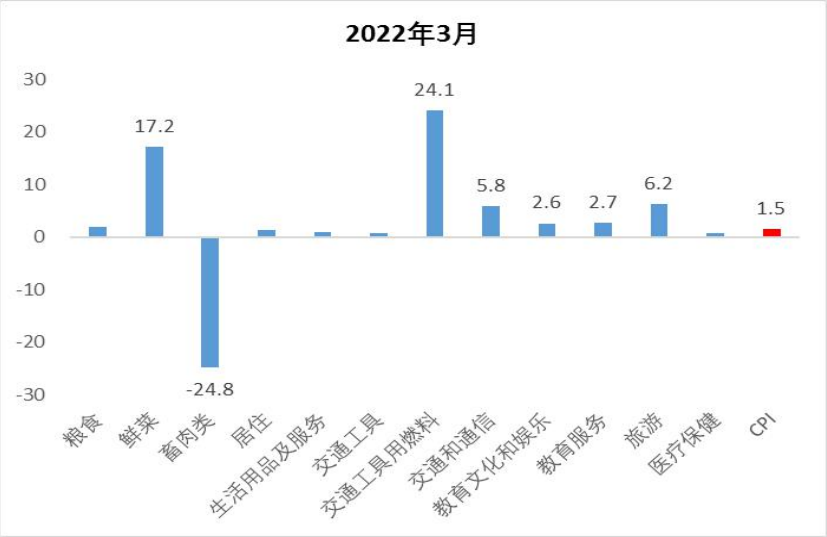
- 对美国和欧盟的出口增速高于总体出口增速，对东盟的出口增速低于总出口增速。
- 美国和欧盟在我国出口市场中的份额上升，东盟的份额下降。



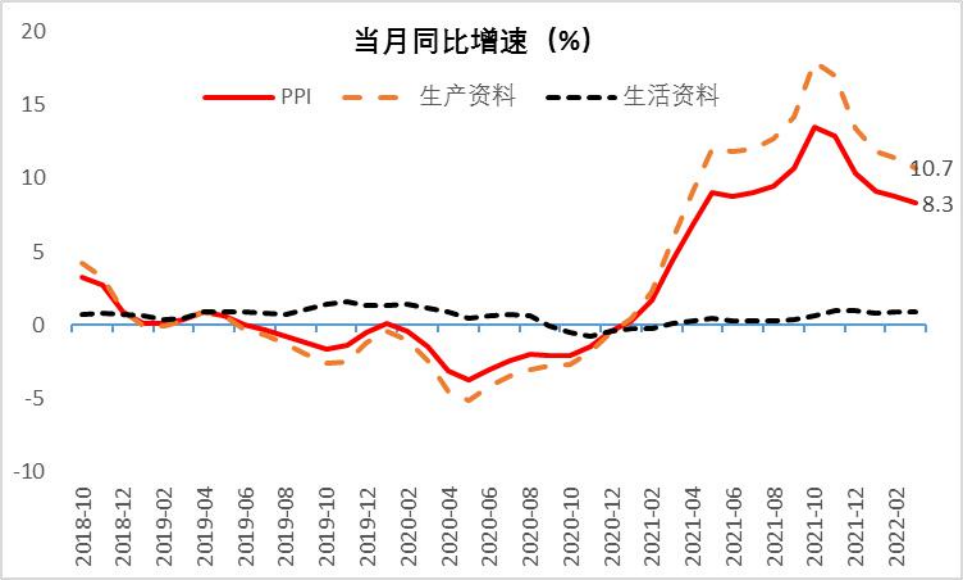
- 出口产品结构改善，出口的增长动力多元化。
  - 2020年，我国出口增长3.6%，在HS分类下只有29个增速超过3.6%，其中多数是和疫情防控、个人防护以及疫情下的“宅经济”有关。
  - 2021年，我国出口增长29.9%。在HS分类下有43个增速超过29.9%。出口增长对海外疫情防控和“宅经济”需求的依赖性下降.
  - 2022年1-2月，我国出口增长15.8%，在HS分类下有60个增速超过15.8%。世界经济复苏带来的外需增长成为拉动我国出口增长的主要力量。

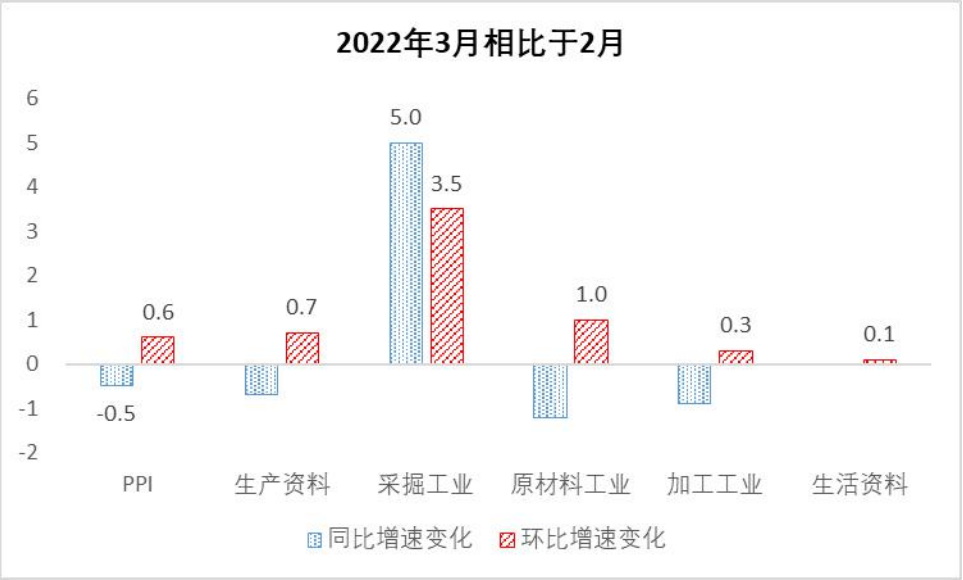
➢消费价格总体平稳，生产侧和需求侧价格分化



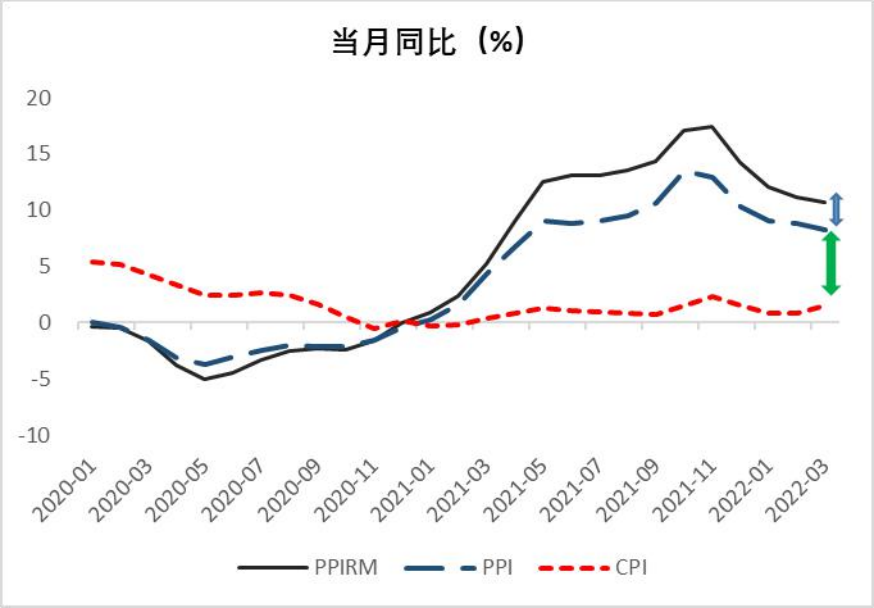


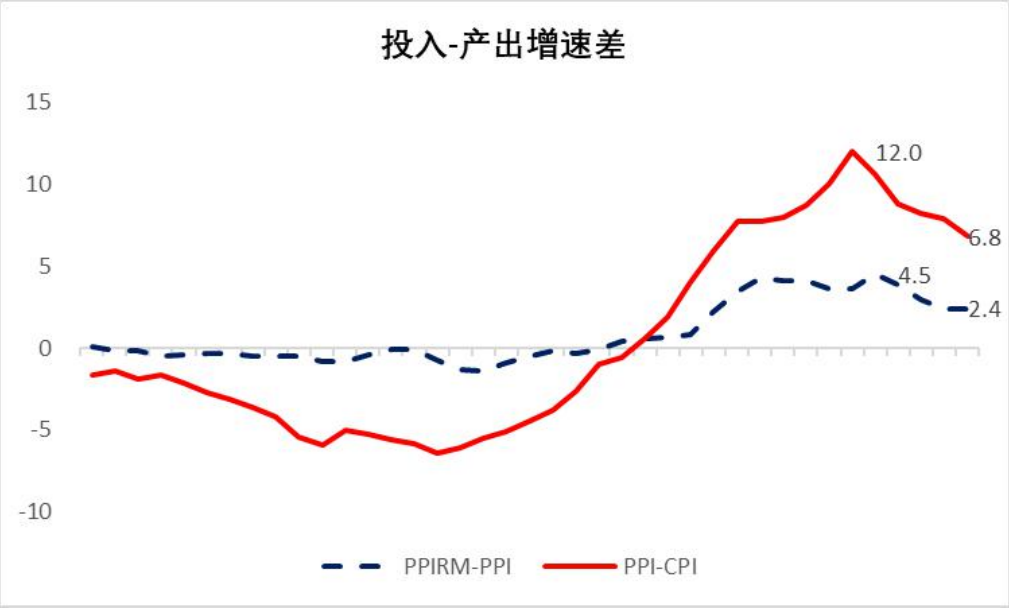
- 3月，CPI同比上涨1.5%。其中，食品价格下降1.5%，非食品价格上涨2.2%，核心CPI上涨1.1%。
- 大宗商品价格上涨带来的能源和粮食价格上涨压力开始显现。
- 禽肉类价格的大幅下降是保持整体消费价格温和的主要力量。
- 在全球农产品价格快速上涨甚至可能出现全球性粮食危机的背景下，粮食价格以及禽肉价格存在快速反弹的可能性。





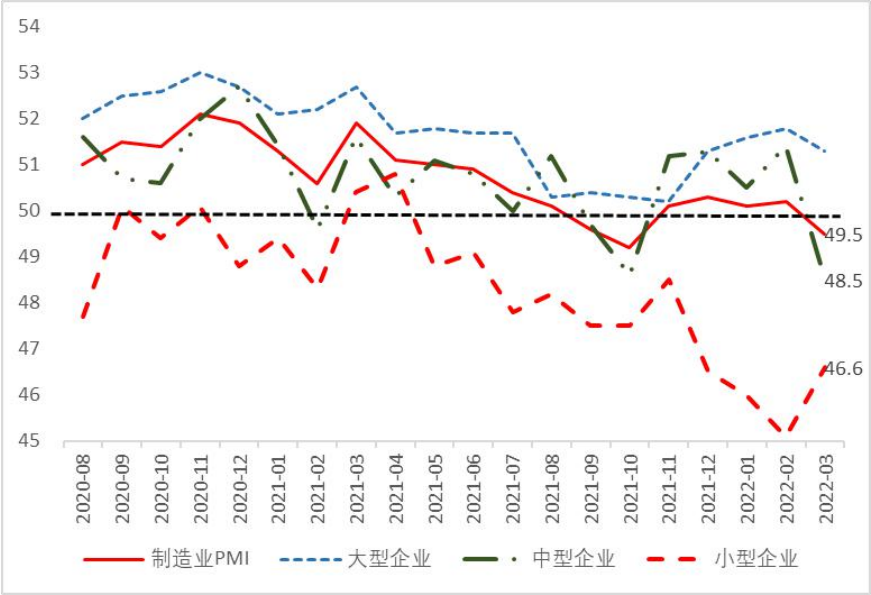
- 生产侧的价格指数从高点继续回落。
  - PPI同比上涨8.3%，较2月份回落0.5个百分点；生产资料价格指数同比上涨10.7%，较2月份回落0.7个百分点。
- 短期中工业产品出厂价格指数依然存在较大的上涨压力。
  - 从环比指标看，PPI环比增速较2月提高了0.6个百分点，特别是采掘工业环比增速提高了5个百分点，其他大类出厂价格指数的环比增速均有所提高；购进价格指数PPIRM同样呈现同比增速回落、环比增速上升的趋势。

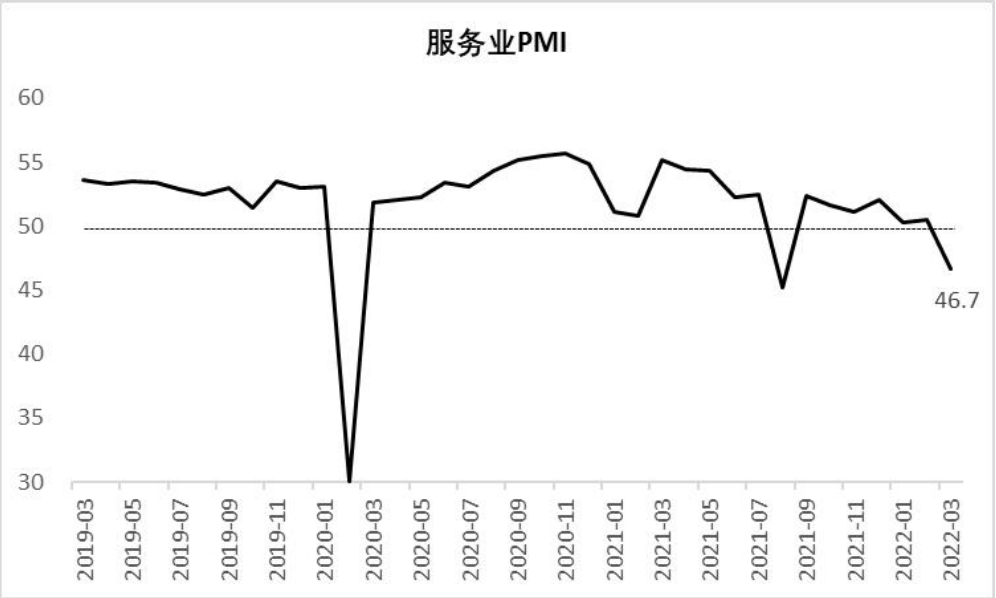




- 从投入到产出、再到最终消费，价格走势的分化依然明显。在增速对比上，PPIRM>PPI>CPI，虽然增速差缩小，但是对比状况没有逆转。
- 大宗商品价格变化、生产侧价格变化，需求增长，尚未对最终消费价格走势产生显著影响。
- 这种分化的持续，形成对中下游生产者特别是面向家庭消费的中小企业的持续挤压，带来的不仅是现实的亏损和生产压力，还会有预期的持续恶化。持续消耗下游中小企业的承压能力，任何意料外的冲击都可能成为“最后一根稻草”。

景气指数下行



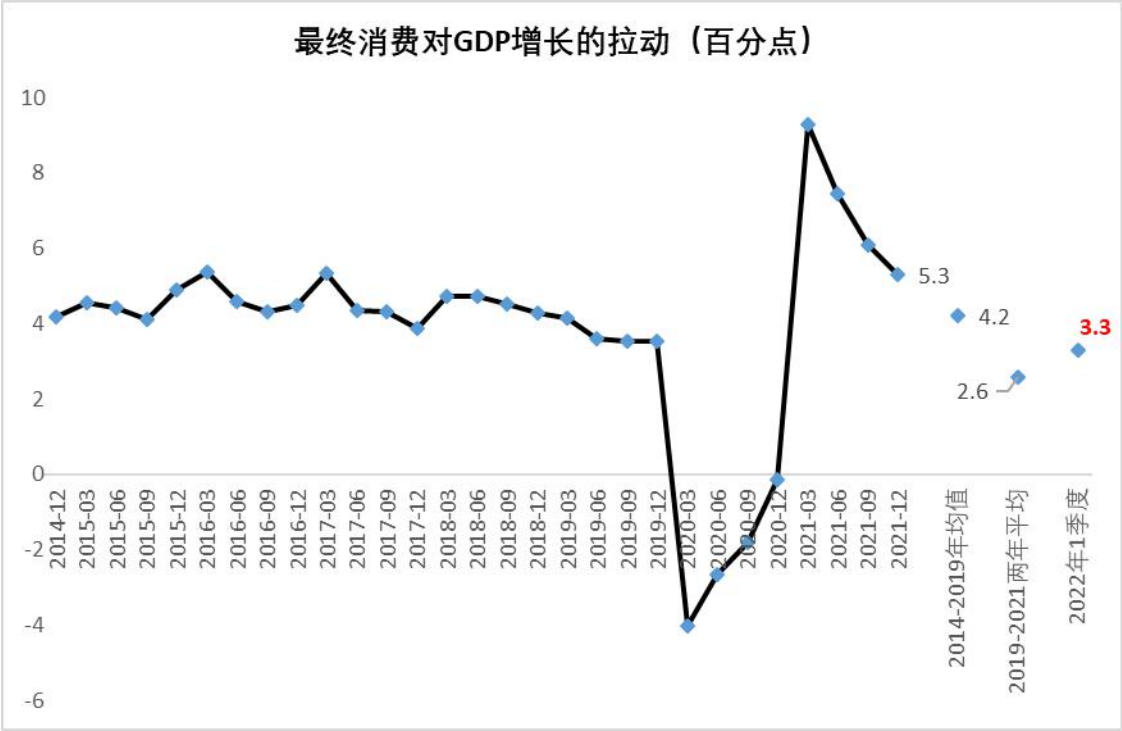


- 制造业整体跌入景气收缩区间，中小企业与大型企业明显分化。
  - 分类看，出厂价格、购进价格和生产经营活动预期保持扩张，其他指标全面处于收缩状况。
  - 分规模，大型企业保持景气扩张，中型企业由扩张转为收缩，小型企业持续处于景气收缩状态。

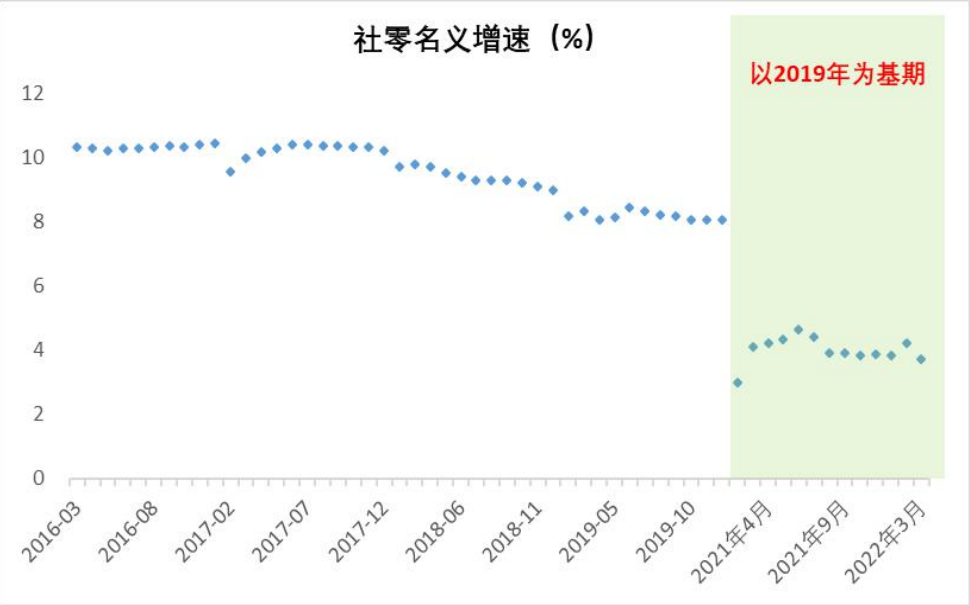
- 服务业PMI自去年9月以来首次下滑到紧缩区间。
  - 分类看，业务活动预期、投入价格和销售价格处于扩张状态，其他指标全面收缩。

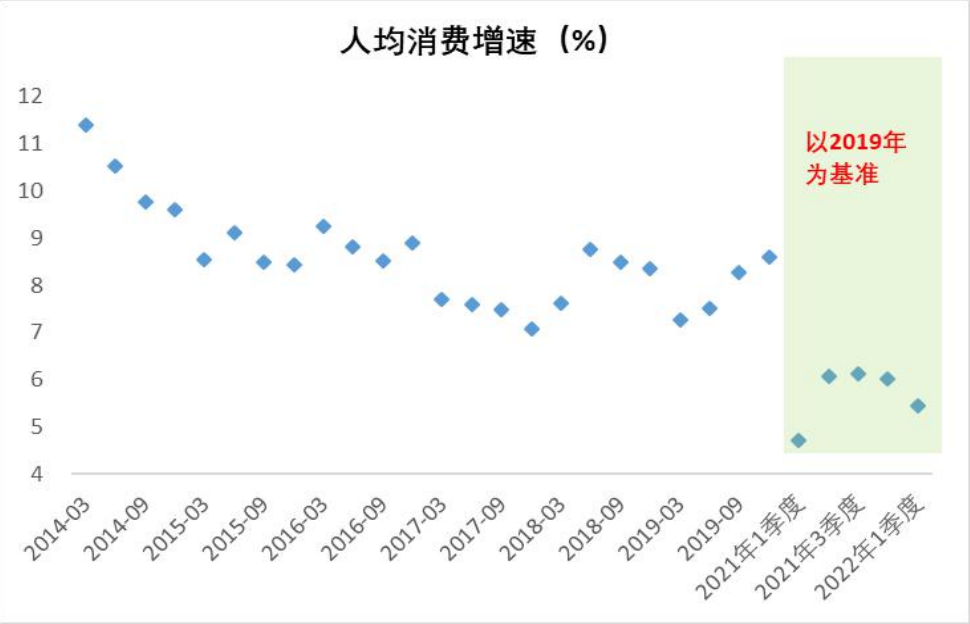
- ✓ 从2021年下半年开始，受全球大宗产品价格上涨和国内投资与消费需求不振的影响，我国经济的下行压力明显增强。中央经济工作会议准确识别了我国经济面临的需求收缩、供给冲击和预期转弱的三重压力。
- ✓ 从我国2022年1季度的宏观经济运行情况看，三重压力在多个维度呈现，叠加3月份以来的超预期变化，宏观经济下行压力进一步加大。
  - 疫情快速蔓延，特别是在我国经济中心长三角地区的蔓延，对我国经济社会运行带来巨大冲击。
  - 俄乌冲突助长大宗商品价格上涨趋势，带来更大的成本压力和通胀压力。对地缘政治关系、国际货币金融秩序以及全球供应链网络的全面冲击，使得世界经济面临高度的不确定性。
  - 国内外疫情防控政策的水平差扩大，对我国经济内外循环之间的联系构成威胁。

➢消费增长力量尚未完全恢复

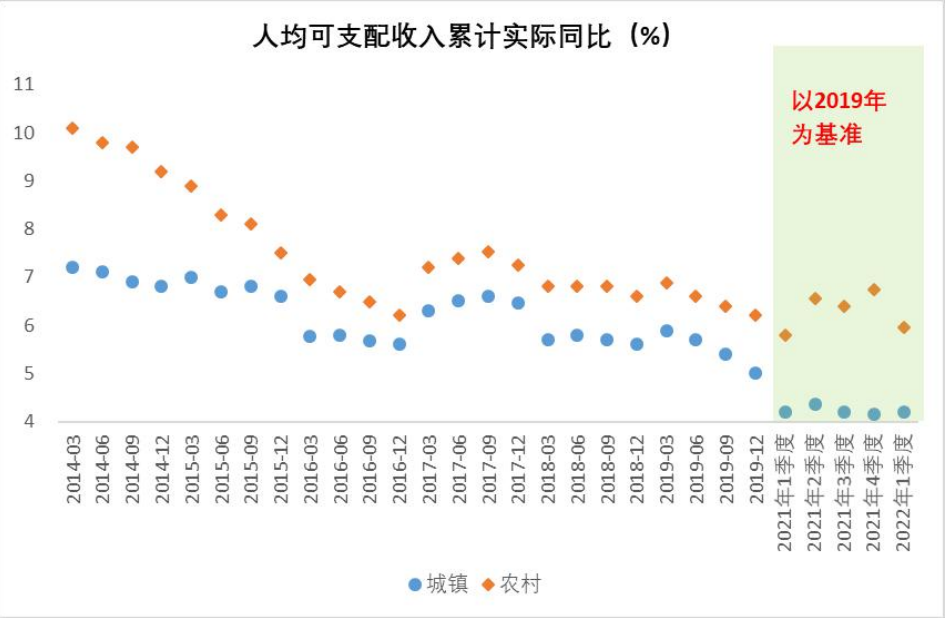


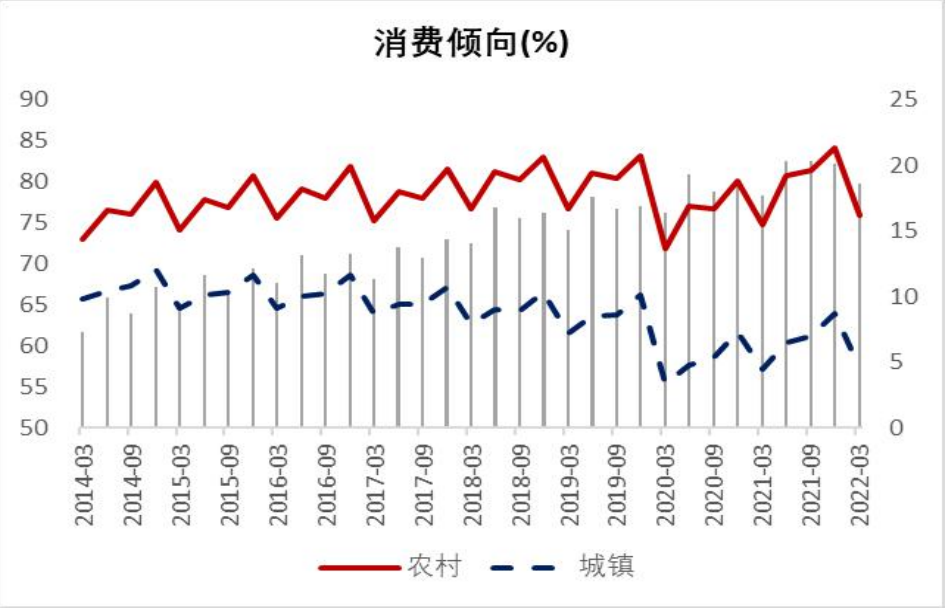
- 2021年，最终消费拉动GDP增长5.3个百分点，最终消费的拉动力逐季回落。
  - 消费市场迅速回升，但最终消费对GDP增长的拉动作用处于较低水平。
  - 两年平均拉动2.6个百分点，远低于2014-2019年的均值4.2个百分点。
- 2022年1季度，最终消费拉动GDP增长3.3百分点，仍然明显低于2014年至2019年的均值。



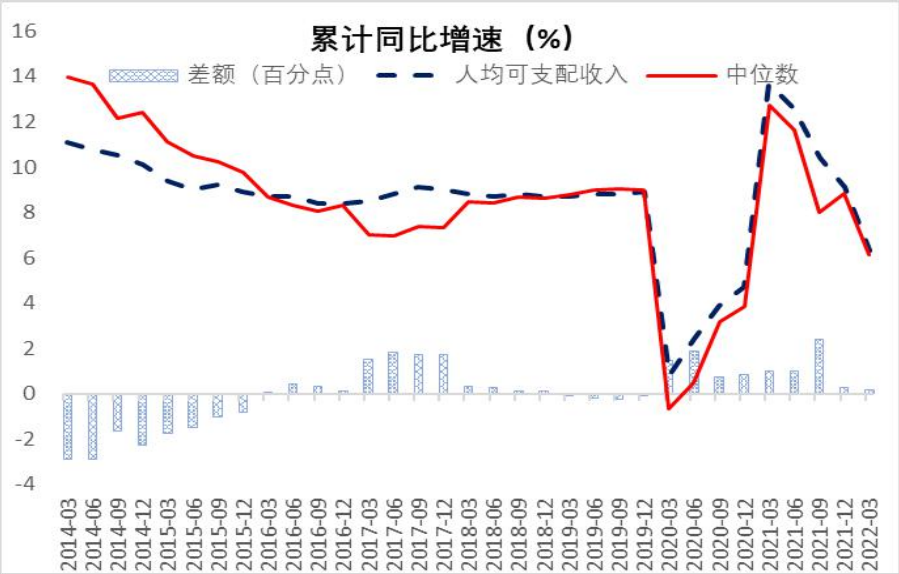


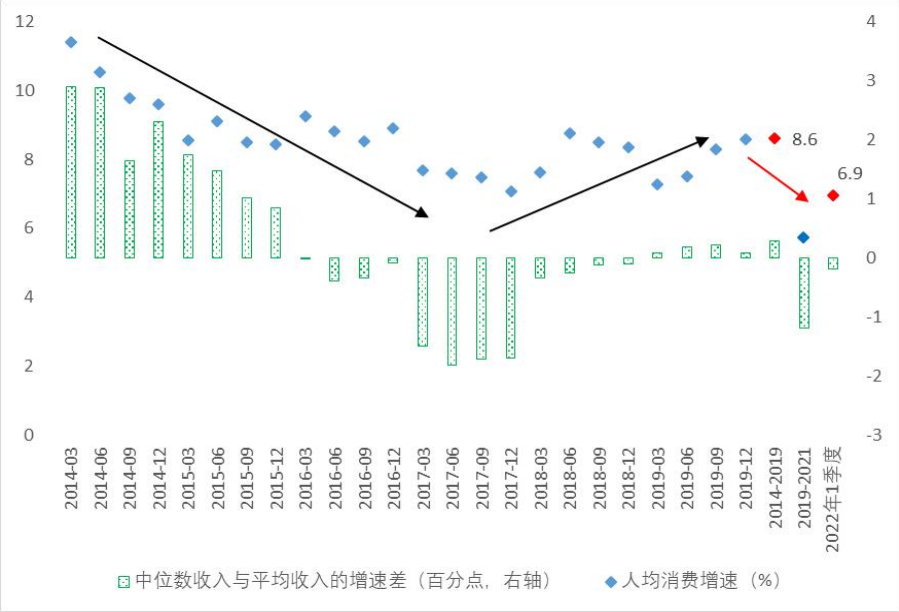
- 社零增速尚未恢复到疫情前的正常水平。
  - 以2019年为基准，2021年以来的社零增速明显低于疫情前的正常水平。
  - 2022年3月社零名义增长3.7%。
- 居民人均消费依然处于较低的增长通道。
  - 2022年1季度居民人均消费名义增长6.9%，较2021年回落6.7个百分点。
  - 以2019年为基准，1季度人均消费的3年平均增速为5.5%，比2014-2019年的均值低3.3个百分点。



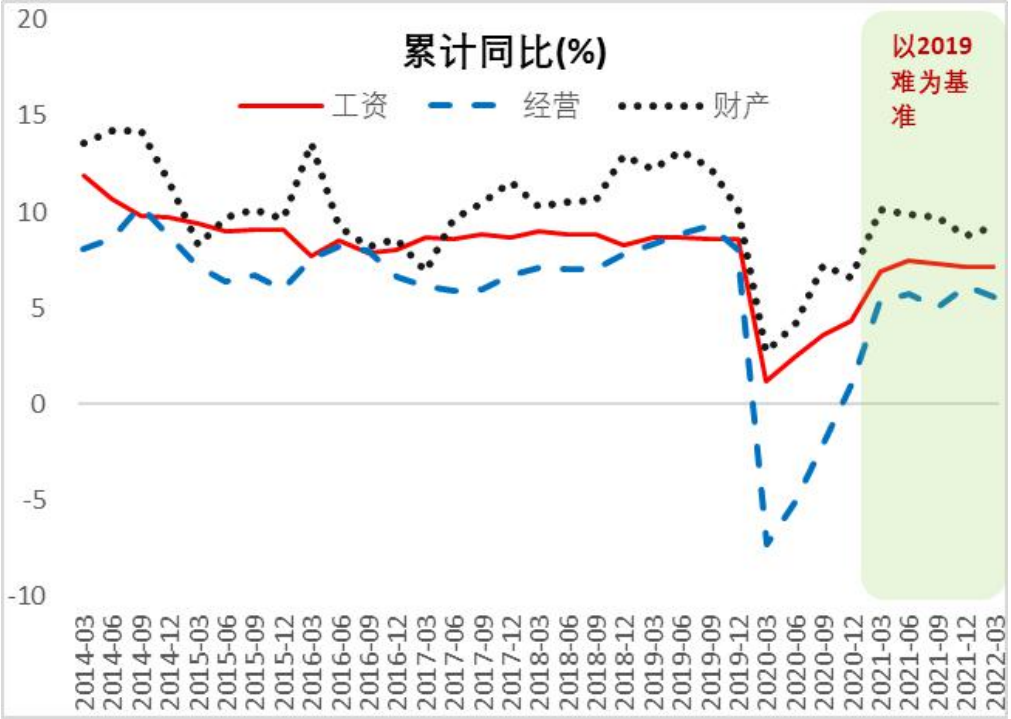


- 在居民消费支出增长乏力的背后，有可支配收入增速下降的影响，也有居民消费倾向下降的影响。
  - 从居民可支配收入的增长情况看，疫情冲击下，城镇居民可支配收入增速明显下滑，尚未得到有效恢复，而农村居民可支配收入增速已经恢复疫情前的水平。
  - 疫情以来，消费倾向确实有所下降，但是考虑到疫情及相关防控措施的直接影响，以及过去几年房价上涨对居民消费的挤压效应，可以认为消费倾向延续了疫情前的正常变动轨迹。





- 疫情冲击下，可支配收入平均数的增速超过中位数的增速，收入差距扩大。
- 收入差距是影响居民消费增速的关键因素之一。
  - 2004年至2017年的变动轨迹
  - 2017年至2019年的变动轨迹
  - 2020年初以来，可支配收入中位数增速比平均数增速低1.2个百分点，与此相伴随的是，居民消费增速降至2013年以来的最低点。

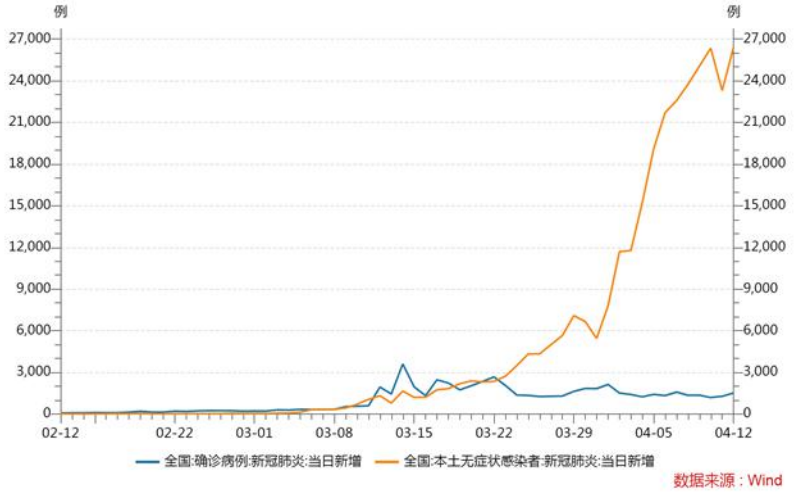


- 自疫情爆发以来，工资性和经营性收入增速持续显著地低于财产收入增速。这一结构性变化带来的结果是，资产价格上涨弥补了高收入群体的其他损失，但工薪阶层和个体者的收入受损严重，收入差距进一步扩大。
- 这不只是疫情冲击下的特有现象，而是2017年以来持续存在的现象。
- 形成如下的演进逻辑：

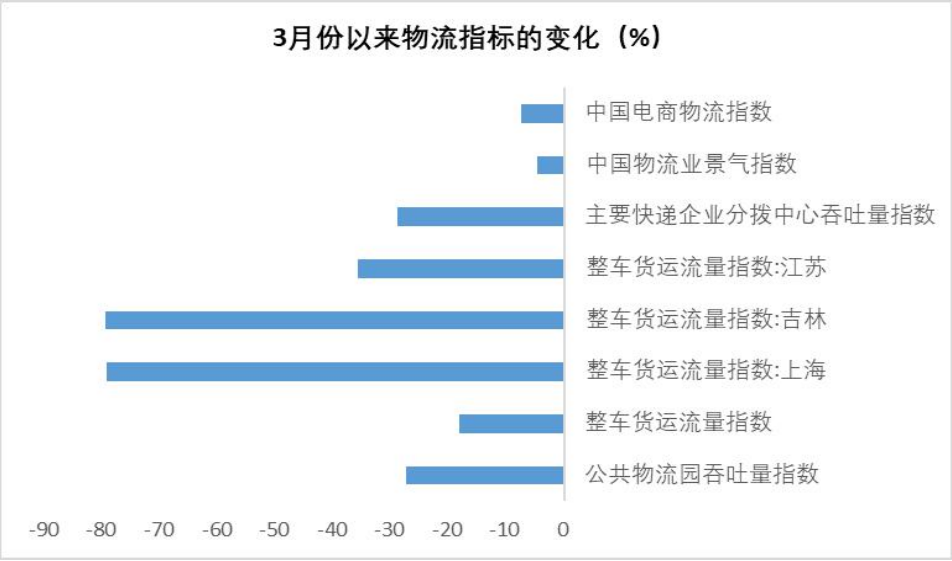
财产性收入增速超过工资性收入增速→可支配收入平均数与中位数之间的增速差扩大→总体收入差距扩大→居民消费支出增速下降

➢新一轮疫情对尚未完全恢复的国内消费需求构成严重冲击

- 国内经济循环依赖于畅通的物流和客流。疫情及相应的防控措施直接影响物流运输、人员流动和人员接触，对最终消费和固定投资形成冲击，由此给我国宏观经济带来显著压力。



根据物流与采购联合会的数据，商务快件、跨境快件、通行便利度、公共设施便利度、政府服务便利度等多项指标均明显回落。

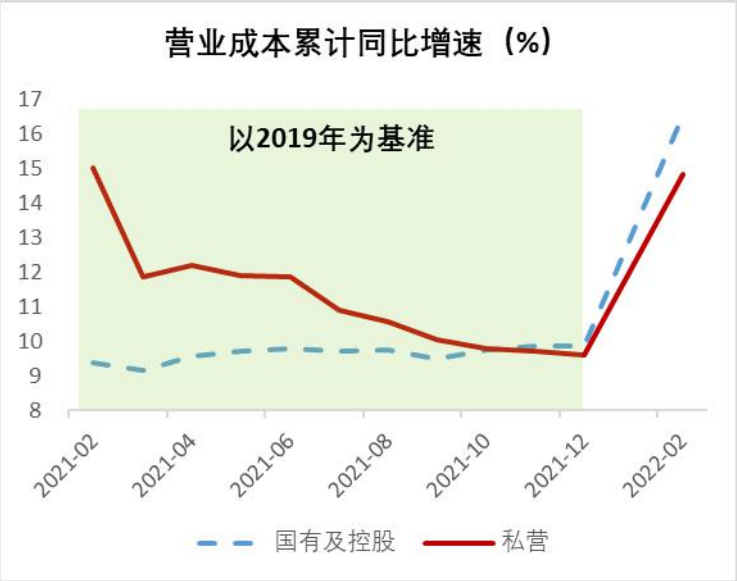


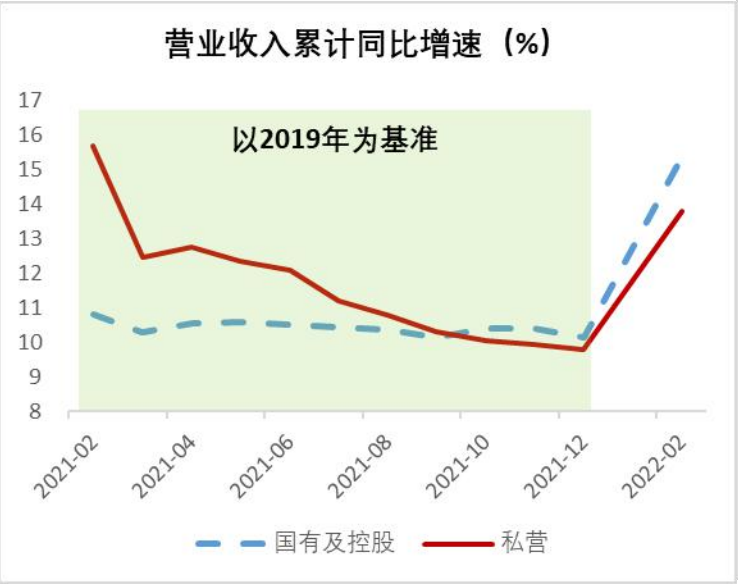
3月份以来，我国的疫情形势有所加剧，每日新增呈现快速增长和多点扩散的态势，各地的疫情防控要求明显提升。

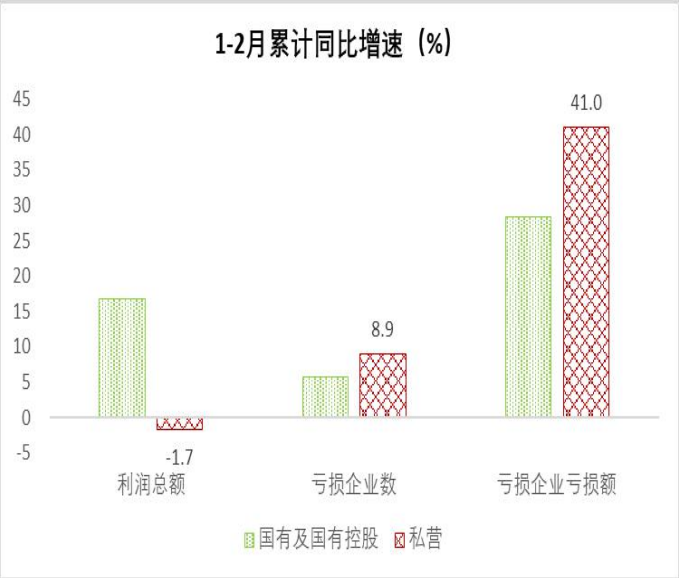
新病毒毒株具有更高的传染性，带来更严格的防控措施和个体更强的自我防范。物流乃至整体经济活动对疫情呈现更高的敏感度。在疫情快速增长和多点发散的过程中，物流运输、人员流动和经济活动的下降速度明显提高。

➢ 疫情反复冲击下私营企业面临更大的生产压力

- 1-2月，私营企业利润总额下降，亏损面扩大，亏损企业亏损额增加。
  - 小微企业的问题更大，首先就是订单不足的问题，其次是成本问题。
- 随着疫情的加剧和防控的升级，进一步面临原材料投入难以获得和产出难以运出的问题。
- 上一轮疫情冲击后的修复过程尚未完成，叠加持续的成本冲击和新一轮疫情冲击，带来中小私营企业难以承受的累积效应。

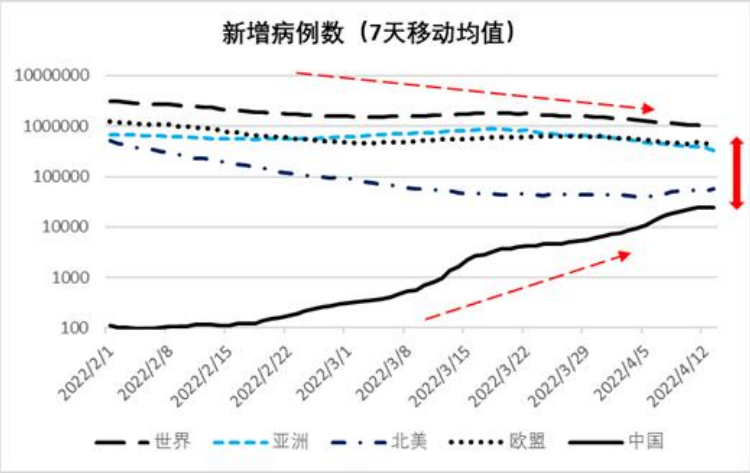


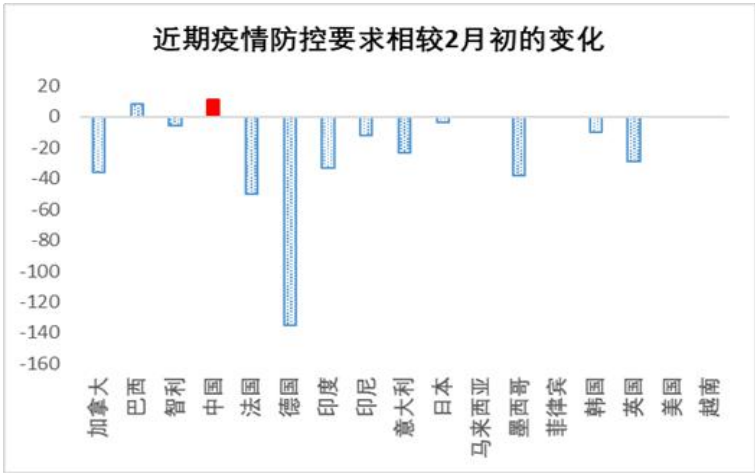




➢ 国内外疫情走势与防控政策差异，对我国经济内外循环的联系构成冲击

- 从动态趋势来看，3月份以来我国疫情及防控要求与世界其他地区形成反差。
  - 我国的疫情形势有所加剧，每日新增呈现快速增长和多点扩散的态势，各地的疫情防控要求提升；海外疫情在增量上呈现下降趋势，疫情防控要求下降，美国、欧洲与亚洲部分国家甚至部分或全部取消疫情防控措施，进入“与新冠共存”阶段。由此导致我国和欧美在疫情防控政策上的“水位差”不断扩大。

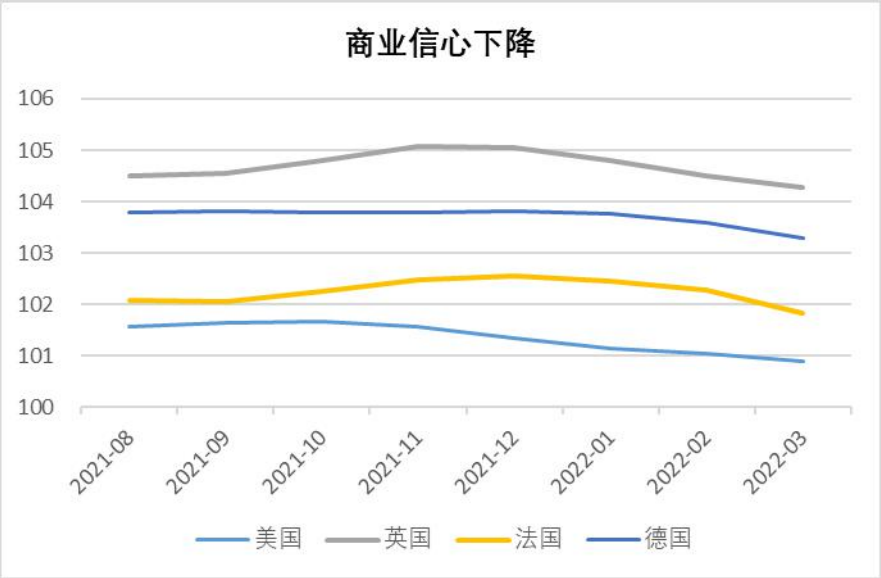


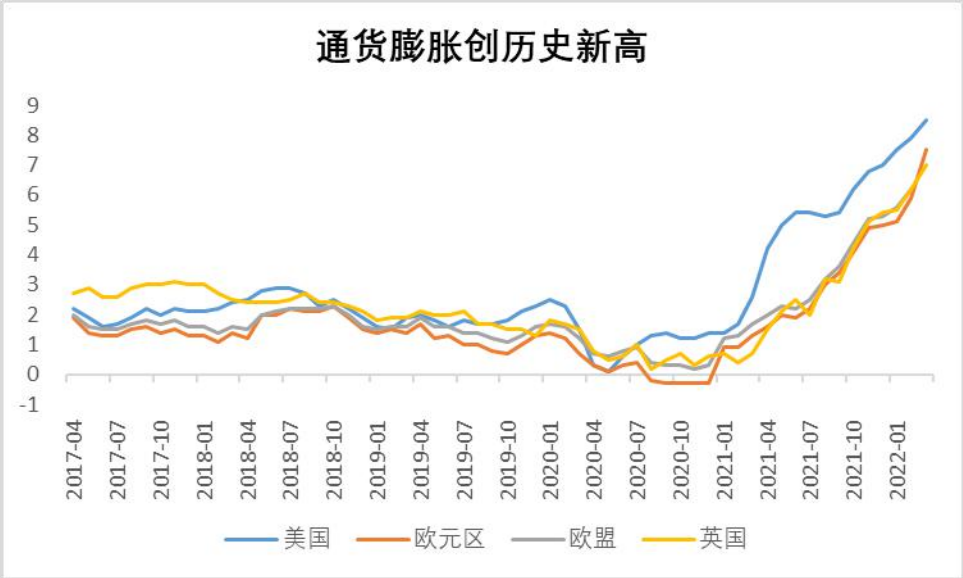


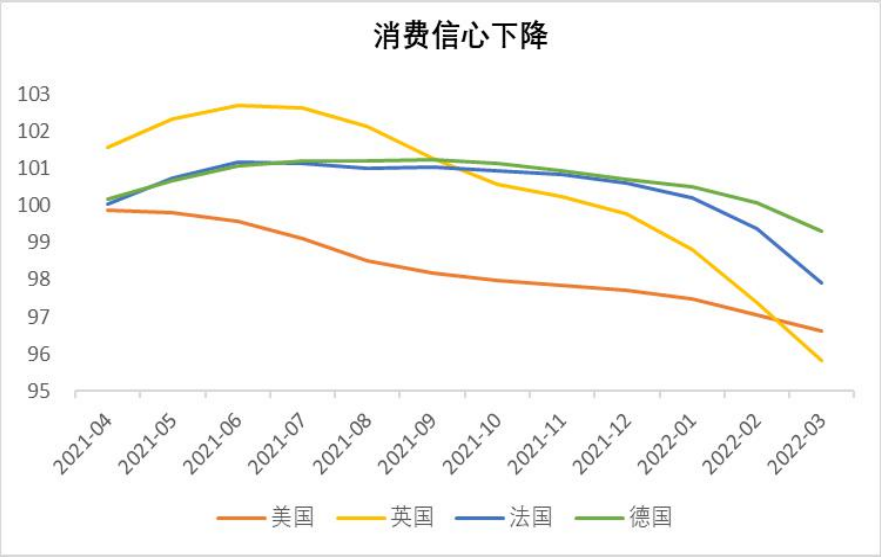
- 对出口增长的冲击：随着海外疫情缓解和防控措施调整，海外供应链逐步恢复，备用生产能力扩张，供应链紧张状况有所缓解，海外供求错配缓解、缺口缩小，过去两年支撑我国出口增长的外部需求动力弱化。国内疫情发散和防控措施，短期中会在一定程度上阻碍国内供应量优势的充分发挥。
- 对进口增长的拖累：对跨境物流和客流的限制，不利于充分利用进口来克服国内生产和生活投入约束的能力。

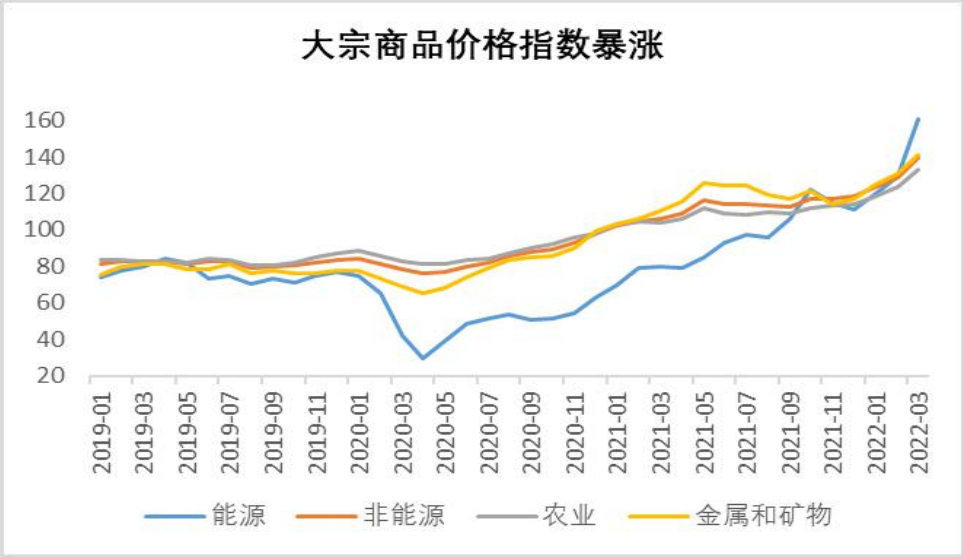
➢ 世界经济的不确定性显著增加

- 疫情走势的变化、疫情防控策略的调整、俄乌冲突、大宗产品价格上涨、通胀高企、政策两难凸显，多重复杂因素交织在一起，导致美欧主要发达经济体增速回落、信心下跌。
  - WTO、世界银行等机构纷纷下调对2022年经济活动的预期：全球GDP增速下调1.3个百分点，亚太地区GDP增速下调0.5个百分点，全球贸易增速下调1.7个百分点，德国GDP增速下调2.1个百分点。
- 国际金融市场条件收紧，主要金融市场的波动性上升，新兴经济体的金融风险加大。
  - 美联储加息，美元流动性持续收紧，全球跨期资本流动的异变性显著提高。
- 俄乌冲突与地缘政治风险加剧，全球大宗商品供应链受到严重冲击，加大全球经济衰退风险。


商业信心下降
106
105
104
103
102
101
100
2021-08
2021-09
2021-10
2021-11
2021-12
2022-01
2022-02
2022-03
美国
英国
法国
德国


通货膨胀创历史新高
9
8
7
6
5
4
3
2
1
0
-1
2017-04
2017-07
2017-10
2018-01
2018-04
2018-07
2018-10
2019-01
2019-04
2019-07
2019-10
2020-01
2020-04
2020-07
2020-10
2021-01
2021-04
2021-07
2021-10
2022-01
美国
欧元区
欧盟
英国


消费信心下降
103
102
101
100
99
98
97
96
95
2021-04
2021-05
2021-06
2021-07
2021-08
2021-09
2021-10
2021-11
2021-12
2022-01
2022-02
2022-03
美国
英国
法国
德国


大宗商品价格指数暴涨
160
140
120
100
80
60
40
20
2019-01
2019-03
2019-05
2019-07
2019-09
2019-11
2020-01
2020-03
2020-05
2020-07
2020-09
2020-11
2021-01
2021-03
2021-05
2021-07
2021-09
2021-11
2022-01
2022-03
能源
非能源
农业
金属和矿物

➢ 政策应对

- 畅通物流运输和人员有序流动是维持国内经济循环的重中之重。
- 有效投资是实现GDP增速预期目标的关键。基建特别是大型基建项目所要求的人员接触相对较少，有实现“闭环管理”的条件。在疫情防控压力加大的时间窗口，基建投资的意义尤为重要。
- 从订单、资金、税费和常态化疫情防控措施等多个方面，给中小企业提供更加细致的支持。保住中小企业是保住市场主体的重点，也是保就业、居民收入和消费的基础。
- 面对全球性通胀和高成本压力，地缘政治矛盾助长在上、中和下游企业之间，在生产侧和需求侧之间，分担成本上涨压力；对冲和缓解特定行业和企业的成本上涨压力。
- 针对家庭的应急救助政策。

谢 谢！

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，聚焦“三重压力叠加超预期变化的宏观经济”

4 月 20 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（第 54 期）于线上举行。**百度 APP、网易财经、新浪财经、WIND、凤凰网直播、南都直播、中国网、同花顺财经、中证金牛座**等多家媒体平台线上直播，同时在线观看人数**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“三重压力叠加超预期变化的宏观经济”**，知名专家**毛振华、王庆、陆挺、程漫江**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**于春海**代表论坛发布 CMF 中国宏观经济月度数据分析报告。

报告就以下三个方面来展开：

一、当前中国宏观经济基本表现；

二、未来一段时间面临的超预期压力；

三、政策建议。

一、当前中国宏观经济基本表现

从目前的基本数据来看，中国宏观经济开局阶段延续了之前稳步恢复的态势，但是**3 月份以来确实有一些超预期变化的出现，使得宏观经济出现较为明显的下行压力，具体分析如下：**

GDP 方面，一季度 GDP 同比增长 4.8%，环比折年率增长 5.3%，经济增长势头仍在延续。但可以看到 **3 月份以后超预期的变化与前期已经确认的三重压力加在一起，经济下行的压力比较明显**。一季度的增速较 2021 年下降 3.3 个百分点，这种压力显示的相对比较明显。

就业方面，1-3 月就业完成全年目标的 25.9%，一个季度完成了全年目标的 1/4，基本上达到了目标，但**未来的压力还比较大。**特别地，从 3 月份可以看到调查失业率超出了全年 5.5%的目标，尤其是 16-24 岁年轻人的失业率在当前就已经达到了 16%，这是多年来的高点。而且这个年龄段的失业率一般在 7 月份会达到高点，这意味着未来一段时间就业压力很大，实现就业目标的任务依然非常艰巨。

供给侧看，二产恢复较为稳定，增速为 5.8%，基本上恢复到疫情前的正常水平；三产增速仍在下滑，延续了疫情以来下滑的趋势。在二产中，制造业的势头相对比较好，增长了 6.2%，是个相对乐观的信号。同时，在其内部结构中也能够看到一些高技术制造业、装备制造业等等的增速都比整体要增长得更快，在一定程度上也符合强化制造业基础，提升制造业质量的中长期要求。

需求侧看，总需求结构更趋合理，但是 3 月份社零增速回落，消费市场反弹势头被逆转。2021 年，疫情冲击下，GDP 增长对外需的依赖性上升，这增加了总需求的不稳定性。2022 年一季度，最终消费、资本形成和净外需分别贡献了 GDP 增长的 69.4%、26.9%和 3.7%，总需求结构更加合理。但是，在消费层面可以看到整个 3 月份社会零售销售总额的增速相对明显的回落，比 2 月份回落 3.4 个百分点左右，在某种程度上已经逆转了消费市场反弹的势头。

投资方面，固定投资恢复相对稳定，投资结构不断优化，基建投资发力，民间投资减弱。1-3 月，固定资产投资增长 9.3%，比 2021 年提高 4.4 个百分点，增速比较明显。同时在投资内部来看，制造业、高技术制造业和高技术服务业实现了相对更快的增长，投资结构优化趋势比较明显。 从投资主体看，仍然可以看到今年特别是 3 月份以后基建投资在持续发力，基建投资增长 10.5%，比去年和 2 月份都有明显提高，但另一

方面民间投资力量有所减弱，民间投资增速依然明显低于整体内生的市场化的力量，依然有待进一步激发。

对外贸易方面，一季度对外贸易增长保持了相对较高较快的速度，出口累计增长15.8%，进口增长9.6%。同时，可以看到1-3月对外进口和出口增速在逐月回落，特别是对比上一轮外贸增长由负转正的情况（2016-2018），**今年以来进口增速过快下滑的迹象值得担忧和关注。出口的国别结构看**，一季度美国和欧盟这两个传统的发达市场在我国出口市场中的份额在上升，东盟的份额在下降，同过去几年的调整趋势不完全一致。**出口产品结构看，**出口产品结构改善，出口的增长动力多元化。从前两个月的情况看，出口增长在HS分类下60个分类增速超过15.8%，对比前两年出口增长过于依赖宅经济和疫情防控的需求来说，有了相对比较明显的改善。

消费价格总体平稳，生产侧和需求侧价格分化。3月份CPI上涨也只是1.5%的增速，相对比较低，也比较温和。但是从细分的一些类别可以看到，一些粮食的价格、能源相关的价格已经开始明显的上升， 3月份禽肉价格的大幅下降是导致整体消费价格温和的主要力量，但是在当前全球农产品价格快速上涨的背景下，粮食价格和禽肉价格会存在快速反弹的可能性。在生产侧，价格指数相比去年很明显从高位继续回落，PPI同比增长8.3%，比2月份下降0.5给百分点，较去年下降更为明显。但是如果从环比去看，PPI的环比增速依然是在提高，特别是在上游的一些采掘工业的环比增速提高更为明显，这意味着在短期中工业产品出厂价格指数依然存在着比较大的上涨压力。如果把最终需求和生产侧的价格进行对比，可以看到从投入到产出，再到最终消费，价格走势的分化依然非常明显，虽然从增速的对比方面去看，增速差已经明显缩小，但是对比状况并没有逆转。在这样的情况下，延续了去年以来对中下游生产者，特别是面向家庭消费的中小企业形成了持续的挤压。现在的挤压似乎有所减小，但它会不断地累计，对中下游中小企业的承压能力形成了比较大的威胁和挑战。

从整体经济景气指数来看，景气指数下行。进入到3月份以来，制造业整体跌入景气收缩区间，中小企业和大型企业的分化非常明显，大型企业依然保持一个相对景气扩张的状况，但中型企业跌入了景气收缩，小企业持续处于景气收缩的状态。从服务业看，

服务业的景气指数也是从去年 9 月份以来首次下跌到紧缩区间。

二、未来一段时间面临的超预期压力

从 2021 年下半年以来，受到一些国际形势变化，特别是国际大宗产品价格的影响，又受到国内投资和消费不振的影响，我国经济下行压力非常明显地表现出来，中央经济工作会议也很准确地识别了我国经济所面临的三重压力，同时也做了一些非常有针对性的前瞻性的政策安排。从 2022 年一季度宏观经济运行来看，三重压力确实在生产侧、需求侧等等方面充分明显地呈现出来，而在这样的背景下，在**整个 3 月份又出现了很多超预期的意外变化，比如国际政治格局、国际地缘关系的演变，国际大宗商品市场进一步的演变，也有国内疫情的扩散，**这些超预期的变化使得一季度 3 月份整个宏观经济下行压力进一步加大。

具体来看，**首先是疫情快速蔓延**，特别是作为我国经济中心的长三角地区的蔓延，对我国经济社会运行带来的影响会非常大。**其次是俄乌冲突**助长大宗商品价格上涨趋势，带来更大的成本压力和通胀压力。对地缘政治关系、国际货币金融秩序以及全球供应链网络的全面冲击，使得世界经济面临高度的不确定性。**此外，国内外疫情防控政策的水平差扩大**，对我国经济内外循环之间的联系构成威胁。

从经济的情况看，目前整个消费层面的力量还没有完全恢复。2022年一季度，最终消费对 GDP 拉动只有3.3个点，非常明显低于2014-2019年的均值。从社会零售人均消费来看，社零增长情况以及人均消费的情况，都处于一个非常低的增长通道上。背后的原因在于可支配收入增速的下降和居民消费倾向的下降。进一步考虑，背后是收入差距的影响，工资、经营性收入和财产性收入这三者的增长速度在疫情冲击下发生了一些非常明显的变化，**财产性收入增速明显超过工资性收入增速，这会导致可支配收入平均数和中位数的平均数不断扩大，总体收入差距也在扩大**。在当前，有人也提出所谓的房地产市场的维稳政策等等，但从消费层面看，考虑到过去多年间人们一直在探讨的高房价对消费能力的挤压，对消费倾向的抑制，对收入差距的助长，以及对企业生产经营的拖累，从这些角度来说在当前和今后一段时间仍要坚持“房住不炒”等政策导向。

在上述情况下，**新一轮疫情对于尚未完全恢复的国内消费需求会构成比较严重的冲击。**国民经济的循环，无论是内循环还是外循环都应该有畅通的物流和客流，但疫情及相关防控措施会直接对这块产生影响。物流运输、人员流动和经济活动下降幅度变得更大的情况下，新一轮疫情带来的冲击可能要比过去两年当中的经验判断更大。

同样，在过去两年当中，在常态化的疫情防控下，一些企业，特别是一些中小企业，事实上它在疫后的修复过程并没有充分地完成。一方面是疫情的冲击以及随后的常态疫情防控；二是叠加国际大宗商品价格上升带来的成本压力，他们承受外生冲击的能力已经持续在消耗。在这种情况下，进一步叠加今年以来，特别是 3 月份以来的成本冲击和新一轮疫情冲击，**中小企业可能很难承受累计性的影响**。

3 月份以来，国内外疫情走势和防控政策方面的差异对我国经济内外循环间的联系构成了一些冲击。虽然海外疫情在一些数量指标上要远远高出我国，但从动态表现趋势来看，海外疫情数量相对在下降，而我国的疫情数量相对上升，这种增速差带来防控要求的变化，因此，进入到 3 月份，特别是到 4 月份以后，我国疫情防控的要求和疫情防控的严厉程度提升更快。国内外疫情防控政策的水平差异可能在一定程度上对我国出口形成相对比较大的冲击，过去两年中支撑我国出口快速增长的外需力量可能会开始弱化，阻碍国内供应链优势充分发挥。

进入到 2 月份，特别是进入 3 月份，**整个世界经济的不确定性明显提升**。疫情走势的不确定性，还有相关国家对疫情防控政策所做的一些尝试性调整，再加上后来的俄乌冲突，大宗产品价格上涨，通胀高企、经济本身的活力下降，致使政策选择上的两难，这些因素叠加在一起使得一些主要经济体，特别是美国等主要发达经济体的增速明显回落。从最新国际货币基金组织预测来看，4 月份预测相较于 1 月份做了非常明显的下调。

随着欧美主要经济体，特别是美国美联储**加息**应对创下历史新高的通货膨胀，**导致整个国际金融市场的条件在收紧，主要国际金融市场的波动性明显上升。**在这样的背景下，新兴市场和发展中经济体的金融风险明显加大。同时俄乌冲突和地缘政治风险加剧也会使得全球大宗商品供应链受到冲击，也加大了全球经济出现衰退的风险。

三、政策建议

展望未来一段时间，我国经济还面临比较大的压力，需要在政策层面做出一些相对明确和有针对性的策略选择，建议如下：

1、畅通物流运输和人员有序流动是维持国内经济循环的重中之重；

2、有效投资是实现 GDP 增速预期目标的关键。基建特别是大型基建项目所要求的人员接触相对较少，有实现“闭环管理”的条件。在疫情防控压力加大的时间窗口，基建投资的意义尤为重要；

3、从订单、资金、税费和常态化疫情防控措施等多个方面，给中小企业提供更加细致的支持。保住中小企业是保住市场主体的重点，也是保就业、居民收入和消费的基础；

4、面对全球性通胀和高成本压力，地缘政治矛盾助长在上、中、下游企业之间，在生产侧和需求侧之间，分担成本上涨压力；对冲和缓解特定行业和企业的成本上涨压力；

5、针对家庭的应急救助政策。

论坛第二单元，围绕当前宏观经济形势判断和全年增长5.5%的目标下所需的系统性的政策布局两个核心问题，各位专家展开研讨。

重阳投资总裁、首席经济学家**王庆**认为去年年底的中央经济工作会议提出的三重压力是非常精准的判断。回顾一季度，三重压力变得更加严重，超出预期。**首先**，去年出现需求转弱的主要原因在于宏观政策环境非常紧，尽管中央经济工作会议提出了应对三重压力，标志着政策的转向，但从今年一季度经济运行来看，效果并不明显。财政政策的确出现了转向，但是对市场主体的预期影响效果是比较有限的；货币政策发力相对有限，尽管看到社融走势已经出现变化，但如果看社融结构还是不容乐观的，有效的信用

需求不足，里面很重要的一个原因在于房地产行业不再有信贷创造力。**其次**，去年的供给冲击主要来源于全球经济复苏带来的大宗商品价格上涨和疫情两方面。今年一季度，这两个方面的冲击变得更加严重，俄乌战争以及疫情进一步蔓延是两个供给冲击，目前看这两个冲击一时无法缓解。**此外**，预期转弱主要是对市场主体的影响，今年对教培行业、物联网行业、医药行业的政策没有进一步的加码，但是俄乌战争引起了市场主体对地缘政治风险的担心，多了一次冲击。**今年可能是多年来第一次出现政策效果不达预期的一年**。从长期发展来讲，中国经济过去受益于人口、全球化、科技三大周期，尤其是移动互联网为主的科技周期，但是，我们似乎已经处在三大周期出现拐点的叠加的时点。在这样一个短期和长期问题交织在一起的环境下，我国决策主体边际上可能更注重稳定和安全问题，对发展问题相对来说有所减弱，因此政策刺激力度上相对保守。

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**认为 5.5%的经济增长目标是经济学界都觉得很积极的目标，一季度的数据刚出来，市场整体一方面认为实现有困难，另一方面觉得宏观数据是可以的，但是基层经济部门实感觉得不同步。从今年一季度看，中央出台了一些措施，也给市场传递了很多的信号。降准和连续出台的政策都是在 4 月份推的，看起来影响力还是没有达到过去那样的效果，问题都在于流动性没有达到实体部门，市场缺乏机会。房地产行业在去年出现个别企业恶性的债务违约事件和政策限制下的下行预期中，相关政策需要精准以及部门协同。未来我国仍面临潜在的通胀压力、债务风险压力、国际压力和疫情压力。在整个三驾马车乏力的情况下，建议：**第一**，提高政府对经济工作的重视程度，要追求经济增长的目标，把它列为对官员的重要的考核指标；**第二**，对房地产的政策进行认真梳理，中长期看要告别房地产依赖，但是现在的问题是过去长期政策的累计风险在现在集中暴发，房地产应该进入到一个漫长的去库存周期，要防止风险扩散，所以，房地产的政策需要转向，短期内由限制变成支持鼓励；**第三**，做好疫情防控预案和压力测试；**第四**，要做财政政策和货币政策同时发力的研究；**第五**，在国际应对方面有认真的准备。

中银国际首席经济学家**程漫江**谈到大家对未来的经济走势都清楚，但是预测很困难，因为有很多的不确定性，对于 5.5%的经济目标，在 3 月份数据出来后市场看法认为还

是有一定难度的。三重压力中最主要的是预期转弱，在宏观经济学中，预期管理也是整个宏观经济学最主要的部分，是需要技术和艺术相结合的一个分支。在当前时点上，**政府有必要反思怎样管理预期来凝聚共识**。当前管理预期重点包括几个方面的问题：**第一**，从 2020 年开始出台了很多行业相关政策，其中一个共识就是要控制资本的野蛮生长，但是经过两年的努力，很多行业都得到了很大的调整，政府到了需要明确资本可进入领域的时间点，简单的办法是给一个负面清单，这已经是当务之急；**第二**，全社会信心的振兴和房地产有很大的关系。从日本的历史来看，日本地产危机之后，日本的整个民族就进入到一个不同的精神状态，生育率等等都是急速下降。现在，要把房地产行业当作一个老百姓民生需要解决信心的问题，从这个高度去看这个问题，很多技术性的政策都可以出台；**第三**，预期和地缘政治有关，也和美联储未来加息周期有关。在俄乌冲突下，除了我国内需不足所造成的经济下降的问题之外，最主要的问题是高油价带来的全球通胀可能不是一个短期所能解决的问题。此外俄罗斯倒下，唯一受益的就是美国，欧洲基本上动弹不得了，可能打破现在世界格局的均衡。如果美国一旦起动加息，加上全球滞胀的风险，我国的增长的引擎必然受损，这绝对不是短期的降准或降息能够解决的问题。所以，我们必须**重新启动市场化的改革**。当前的经济目标下，未来的政策需要进一步宽松的财政政策和货币政策的配合。

野村证券中国首席经济学家**陆挺**的观点包括三个主要方面：**第一**，不要低估现在经济下行的压力。陆挺年初建议今年的经济增长目标最好设在 5.0%左右，原因包括疫情、房地产的下行和出口有可能的下行。事实上，疫情现在对整个中国经济的影响已经超出了整个市场的预期和他本人的预期。今年疫情对经济的冲击甚至不低于 2020 年春季。从病毒本身特性、暴发时间是 3 月份开始、以及冲击的地理区域来看，经济影响更严重。**时间维度看**，今年是进入抗疫的第三年，失业率在上升，居民储蓄不断被消耗，不确定性会继续使消费和投资下降。**政府角度看**，进入第三年抗疫，很多基层官员非常疲惫，大量的资金也用在抗疫上，所以政府投资无论是产业园区，还是基础设施方面，今年也是面临了一定的困难。疫情对房地产和出口造成了额外的影响，也影响外商直接投资。二季度 GDP 增长速度可能要比一季度的 4.8%会下一个台阶。**第二**，我们不应该高估现在财政货币政策的空间以及他们所能达到的效果。一方面降息、降准的政策空间已经特

别小，并且要考虑中美利差和通胀；另一方面，一些政策的效果，有可能是比较有限的。一是因为现在的疫情，以及一些地方政府在有些方面层层加码，大家在很大程度上期望值比较低；二是房地产行业起来是很难的，很多居民不太可能在这个时候增加住房投资的需求，也会限制地方政府的卖地收入，促使地方基础设施的建设面临很多困难；三是现在和几年前相比，同一个政策实际上所能取得的效果也会打一定的折扣。**第三**，政策应对最重要的一点是要强调精准的防疫防控，努力用最小的代价实现最大的防控效果，最大限度地减少疫情对经济社会发展的影响。一方面过去两年多在抗疫方面的成绩靓丽，另一方面，也要与时俱进，要看到病毒的变化，看到它的一些新的特征，消除某些不必要的恐惧。其次，在这个过程中，还是应该强调财政政策的作用，对很多面临困难的家庭和中小企业可以给他们一些直接的补助。此外，在房地产行业应该让市场的归市场，保障的归保障，全国建立一个更好的土地的市场。

毛振华： 经济稳中存忧，稳增长政策要加大力度

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 54 期）上的发言

去年中央经济工作会议提出我国经济面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力后，今年一季度又出现了一些新的问题和挑战，经济面临来自于短期因素冲击和中长期周期性调整相互叠加的局面。我想从以下几个方面谈谈我对当前以及未来一段时间内我国经济运行的几点思考。

一、全年完成 5.5%的预期目标仍有压力

短期冲击叠加中长期结构调整，实现 5.5%增速目标压力加大。政府工作报告提出，2022 经济增长目标为 5.5%左右，高于经济学界预估的 5%左右的增长目标，这与往年政府提出经济目标相较更为保守的情况有所不同。5.5%增速目标的提出表明了政府对保持经济平稳运行在合理区间的决心，有助于提振市场主体信心。但是，疫情暴发范围的扩大以及俄乌冲突等短期因素冲击增加了经济运行的不稳定、不确定性，实现全年 5.5%左右的预期目标压力有所加大。

微观实体感受与宏观经济数据分化的情况值得高度关注。这种分化表现在多个方面。其一，上下游行业企业感受分化。2021 年以来，大宗商品价格持续高位运行，受此影响，上游行业利润大幅增长，但由于终端需求较为疲弱，中下游企业难以转嫁来自于上游原材料价格上涨带来的成本压力，利润空间受到侵蚀。**其二，**国企和民企感受分化。在上游原材料价格上行的背景下国企盈利有所改善，民营企业在成本压力加大下盈利有所下滑。从债券市场融资情况看，国有企业发债规模占总体发债规模 9 成左右，要正视当前民营企业尤其是中小民企的盈利收缩以及融资困难的问题。考虑到上游行业和国有企业以头部企业、大型企业为主，企业数量有限，中小企业数量相对更多，因此更

容易出现宏观数据和大部分实体感受有所分化现象。**其三**，制造业和服务业感受分化。相较于制造业行业企业，疫情对服务业行业企业冲击更为显著。

预期走弱情况下，稳增长政策效果的显现仍面临一些掣肘。今年以来，发布了多项稳增长的政策，但政策效果的显现仍受到一些因素的制约。例如，宽货币向宽信用的传导仍不够顺畅，当前我国资本市场流动性并不短缺，但存在流动性难以有效从金融机构流转至实体部门的问题。导致出现该现象的原因是在经济预期转弱的背景下，市场缺乏好的投资机会和投资项目，企业投资尤其是民间投资意愿较为薄弱。监管政策的协同配合不足也是导致政策效果不及预期的原因之一。以房地产市场为例，在对房地产风险缓释过程中，严监管可以有效起到抑制房价的作用，但在当前房地产调控政策边际放缓的背景下，“因城施策“下地产调控政策与宽货币、宽信用措施的配合度仍然不足。

二、长短期压力叠加下，中国经济面临多重风险挑战

当前中国经济面临来自于中长期积累的通胀压力、债务压力等“灰犀牛”风险以及疫情和地缘冲突引起的短期因素冲击。

一是通胀压力。一方面，输入型通胀压力有所上升。当前欧美等发达国家通胀水平高企，美国通胀率更是达到 40 余年来新高。俄乌地缘政治冲突影响下，原油、粮食等国际大宗商品价格大幅上行，受此影响，我国的相关原材料价格和消费品价格存在上行压力。另一方面，金融危机以来，我国同美国等西方发达国家类似，都经历了长期大量的货币投放过程，传统货币理论认为更多的货币追逐同样多的商品会引发通货膨胀。当前我国以 CPI 衡量的通胀水平虽然尚处于可控区间，但仍需警惕潜在的通胀压力在未来某一时点集中暴发。

二是债务压力。从全球范围来看，当前我国债务水平处于高位，非金融部门总债务规模仅次于美国位列全球第二，债务高企已经成为不容忽视的风险。其中，房地产债务“灰犀牛”已经浮出水面且渐行渐近。房地产行业具有准金融属性，涉及上下游产业链大量的行业企业，需要警惕房地产风险向其它领域传导。

三是地缘政治风险。俄乌冲突虽然短期内对我国产生的直接影响有限，但却会对我国经济发展产生深远的间接影响。此前曾有一种观点认为俄乌冲突或将在一定程度上转移美国注意力，短期内缓解中美博弈压力，但目前来看情况并非如此简单。俄乌冲突从年初持续至今，速战速决预期破灭。尽管对俄罗斯的经济制裁也难免会在一定程度上对其自身经济产生冲击，但西方国家依然对俄罗斯采取了包含将其剔出 SWIFT 在内的一系列严厉的制裁措施。经济问题、贸易问题服从于军事和政治博弈，这是值得我们深入思考和警惕的。

四是新冠疫情的冲击。新冠疫情发生以来，“动态清零”的疫情防控策略有效应对了多轮疫情的零星散发，对于带动中国经济在全球率先复苏起到了积极作用。但是，随着新冠病毒的变异，“动态清零”的疫情防控政策带来新挑战：一方面，奥密克戎等病毒变种出现，病毒传染性增强，疫情在我国多点暴发的情况加剧，上海这样的一线城市也受到干扰，对经济的扰动加大；另一方面，随着病毒毒性的弱化，不少国家开始实行与病毒共存的防控策略，中外防疫“政策差”给我国“动态清零”的防控政策带来更大压力。

此外，需要注意的是，监管政策的调整、社会思潮的变异也在某种程度上导致企业家精神受到了一定非预期性的干扰，企业投资意愿有所降低。未来仍需进一步改善营商环境、继续鼓励企业家精神，以提高微观主体活力，扭转预期转弱态势。

三、加大政策稳增长力度，注重结构性调整

在当前经济面临多重挑战以及实现 5.5%的增速目标仍存压力的情况下，稳增长政策要有所加码，注重结构性调节，做到对症下药。

一是提高政府对经济工作的重视程度。当前部分企业存在“躺平”的心态，一些经营状况尚可的企业的生产和投资积极性同样有所欠缺。产生该现象的原因之一或是政府对于经济工作的重视程度不足。政府掌控大量的社会资源，如果主要的资源掌控部门缺乏处理问题的积极态度，企业难免产生“躺平”心态。因此，政府有责任也有义务提高社会资源的利用效率。对于当地经济出现的特殊问题或者企业面临特殊困难时，要积极

且及时适当的进行援助疏导，推动企业提高生产积极性。政府要强化经济增长目标，坚持以经济建设为中心，要发挥我国社会主义市场经济体制的优势，逐步化解当前我国经济运行中遇到的难题。

二是以长期视角看待房地产的风险处置问题，推动其风险的缓释要循序渐进。当前房地产已经进入到了漫长去库存的周期过程，在此过程中，要避免出现房价“断崖式”下跌的风险。长期累积的房地产风险同样也需要经历一个长期的处置过程，需以长期视角来看待房地产风险缓释，不能毕其功于一役，对于风险的处置要循序渐进。当前房地产行业的供需矛盾和预期下行交织叠加，基于实现房地产长期稳健发展和防止风险传导和扩散的考量，当前房地产的调控政策要有所调整，短期内要由限制变为适当加大鼓励和支持。

三是做好疫情防控预案和压力测试。从我国目前的情况来看，鉴于我国人口基数大、医疗资源尚不够充足，且风险较大的老年人打疫苗比例偏低，当前我国继续坚持“动态清零”防疫策略不动摇有其必要性。但是，我们也应抓住“动态清零”为我国未来疫情防控政策赢得的时间窗口，提高疫苗覆盖率，尤其是加快老年人等重点群体的疫苗接种率，并进一步完善预案，为未来做好疫情防控措施预留空间。

四是加强财政政策、货币政策协同。从我国过去的发展经验上来看，财政政策与货币政策配合更多体现于一张一弛。当前我国经济面临三重压力，经济运行的外部环境更趋严峻复杂，经济增长目标的实现存在压力。在此背景下，稳增长应被放到更加重要的位置，财政政策和货币政策要同时加大施政力度，而如何达到二者有效协同发力并助力经济实现平稳增长是需要我们进行深入思考的。

五是在国际关系应对方面进行充足准备。美国外交政策采取“盟国策略”，北约内部的西欧诸国都是美国的传统盟国。俄乌冲突背景下，北约内部更加团结，要警惕美国借此机会挑拨中国与欧洲国家的关系。同时，要发挥好我国既有优势，如香港地区具备特殊的地理优势和资源优势，可以统筹规划考量并加以运用。

虽然当前中国经济面临前所未有的挑战和压力，但危中有机，中国经济发展仍存多

重机遇。新能源领域和大健康领域均存在广阔的发展前景，且中国是一个超大经济体，国内市场广阔，技术创新补短板、经济绿色转型也将带来新的发展机遇。综合来看，当前经济运行危机并存，中国经济仍存韧性，我对克服当前困难仍充满信心。

王庆："三重压力"超出预期，宏观政策有效性面临挑战

王庆 重阳投资总裁、首席经济学家

以下观点整理自王庆在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（第 54 期）上的发言

一、近期经济走势：三重压力超预判

从去年底，中央经济工作会议提出了"三重压力"这个非常精准的判断。回顾过去一个季度，这方面发展的确是超预期，使得"三重压力"变得更加严重了，政策应对方面的挑战也更多了。

首先去年出现需求转弱的主要原因在于宏观政策环境是非常紧的，财政政策、货币政策和房地产政策都很紧。尽管中央经济工作会议提出了应对三重压力，标志着政策的转向。从一季度经济运行来看，这方面效果并不明显，财政政策的确出现了转向，但是，可能它的这种转向的效果对于市场主体的预期影响效果是比较有限的。因为官方公布数据，官方口径财政赤字规模变化并不大，但实际测算广义财政赤字和隐含的财政脉冲还是挺大的。去年财政脉冲的影响大概是负三个点的 GDP，今年财政脉冲是正的超过三个点的 GDP，的确财政政策在发力。

但是我们注意到，财政政策主要的内容在于减税降费，这对于维持市场主体尤其是企业的活力是有帮助的。但这个性质的财政刺激的乘数效应是相对小的，尤其是和直接的财政开支，譬如基础设施投资相比，其对经济增长的直接支持效果要小很多。货币政策发力相对有限，尽管看到社融走势已经出现变化，但我们如果看社融结构还是不容乐观的，尤其是多轮信贷的增加集中在非金融企业的中短期票据，最终需求尤其是消费端居民贷款需求非常弱，这一点说明整体上来讲有效的信用需求是不足的。这里面很重要的一个原因在于房地产，房地产经过去年非常严厉的整肃之后，所谓病来如山倒，病愈如抽丝。尽管各地房地产政策边际上在放松，但这种放松显然和整个行业承受的压力相

比只是非常边际的变化，估计难以出现实质性的扭转。这就构成一个问题，尽管货币政策在放松，等于是踩了油门，但是引擎发动机却不怎么工作。因为房地产行业作为一个产业本身很重要，更重要的它是一个信用创造的引擎，这个引擎现在不工作了。房地产政策即使出现了边际放松，包括一些地区的限购限贷政策的调整，更多是帮助房地产企业实现正常的资金周转。但鉴于过去一年受到的冲击，这种资金周转流动性的改善，恐怕很难形成下一个阶段的实物量投资，进而对实体经济的支撑。所以，就面临了这样一种情况。应对需求收缩本身尽管有政策变化，但是效果并不明显。在新形势下这方面的政策可能需要更大的动作，因为以前有房地产周期在，有地方政府的融资平台在，其对利率不敏感，只要信用政策信贷政策放松就会产生新一轮的信用周期，但是在新的形势下，实际上对利率不敏感的主体的信贷需求是严重被遏制的，如果要想创造新的信贷需求，需要降息，从而刺激对利率敏感的市场主体的信贷需求。**所以，如果没有降息这样的货币政策配合的话，恐怕我们在应对需求转弱方面，政策效果是比较有限的。**

去年的供给冲击主要来源于两方面。一方面，是大宗商品价格上涨，而大宗商品价格的上涨更多来自于全球经济的后疫情复苏，严格上说对中国来讲不是一种通胀压力，而是贸易条件恶化的冲击，包括对中游下游企业成本的压力，实际上具有通缩性质。第二个冲击是疫情，回顾过去一个季度，这两个方面的冲击变得更加严重了。目前看这两个冲击一时无法缓解。

预期转弱在于对有些行业的政策包括教培行业、互联网行业、医药行业的相关政策的确对市场主体的信心冲击比较大，影响预期。这方面的政策没有进一步的加码，但是，过去的一个季度多了一个来源，这个来源就是俄乌战争引起了市场主体对地缘政治风险的担心，多了一层冲击。

总之，应对三重压力的挑战就更大了。这种情况下除非有更强有力的政策支持，如果预判趋势的话，三月份看到的经济数据很可能意味着未来一段时间经济会继续走弱，今年经济开局形势不容乐观，对未来要想实现今年确定的经济增长目标挑战重重。

二、短期现象的大背景是三大周期拐点的显现，政策函数目标权重或有所变化

从过往经验看，当政策层面发现了问题，并且做出了政策部署，从过往几十年的经验看，我们的政策效果通常都是比较明显的。但是有可能这是过去这么多年来第一次出现政策效果不达预期的一年，因为“这次很可能不一样”。中国经济从长期发展来讲，受益于过去这么多年的三大周期，一是中国的人口周期，二是全球化的周期，三是科技周期，尤其是以移动互联网为核心的科技周期。**但是，站在这个时点前瞻性地看，似乎我们已经处在三大周期出现拐点叠加的时点。**人口周期毋庸置疑，科技周期而言，如果看互联网的人口数，渗透率以及技术进步的空间，这种大的科技周期也出现了拐点，而俄乌战争似乎标志着全球化周期的结束。如果 2018 年中美贸易战是全球化“结束的开始”的话，俄乌战争似乎越来越让我们意识到是全球化的结束。所以，我们面临的这些短期问题实际上一个大背景是三大长期周期拐点的出现。

回到当前问题上，短期面临这么大的压力，同时又提出了一个相当高的经济增长目标，政策力度和效果为什么似乎不达预期，背后是不是有更深层的原因。似乎从政策高层，就经济的稳定和发展，或者安全和发展，这两大政策目标上所赋予的权重发生了一些变化。**在这样一个短期和长期问题交织在一起的环境下，可能在政策目标函数上，对于稳定和发展问题的权重有所变化，边际上更注重稳定和安全问题，对发展问题相对来说有所减弱。这恐怕也是为什么我们迟迟没有见到更大的政策刺激，包括房地产政策转向和货币政策。**货币政策为什么迟迟没有降息，可能背后也反映政策层面的一些担心。担心如果出现降息的话，在美国加息的背景下，有可能会触发资本流出中国，进而构成对国内金融体系的冲击。此外，我们要维护国内金融体系的稳定，也要创造一个有利于以银行为主体的间接融资金融体系稳健的经营环境，维持相对正常的利率水平，维持金融机构的利差水平，有利于维护金融机构的盈利水平，也就是它的稳健运行。所以，这些问题的考量可能在政策目标上给予更多的权重，从而使我们在应对三重挑战方面可能顾虑比较多，对我们实现全年经济增长目标来讲带来了更大的挑战。

最后，我想再提一点，一直以来或者相当长时间以来，我们一直认为中国经济发展仍然处在战略机遇期，这个战略机遇期很重要的条件是从全球范围来讲，“和平和发展”是当今时代的主题。但俄乌战争后，这个方面是否发生了变化，是否“对抗与安全”未来会成为越来越不容忽视的重要暗流？这是当前我们关心的问题。因为对大的问题的判

断和形成的一些结论，实际上很大程度上也会直接影响中短期的一些政策取向的，也会影响市场主体的预期和信心。

陆挺：切勿低估经济下行的压力和高估宽松政策的空间及效果

陆挺 野村证券中国首席经济学家

以下观点整理自陆挺在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（第 54 期）上的发言

我国经济增速从去年夏天开始进入下行通道，最近由于疫情复发，形势尤为严峻。在目前这个时点上，不要低估经济下行的压力，不能高估传统宽松刺激政策的空间和效率。更好的执行精准防疫政策，努力用最小的代价实现最大的防控效果，是所有宽松刺激政策能否发挥稳增长作用的关键前提。

一、不能低估本轮疫情对经济的冲击

当前经济下行压力显著加大，很多指标的下行幅度已经接近新冠暴发初期的 2020 年一季度。年初的时候我写过一篇文章，建言今年的 GDP 增长目标需要保守一些，最好设在“5.0%左右”。当时我重点提到了三个会妨碍今年维持较高增速的阻力：一是疫情反复暴发的可能性很高，二是房地产行业的持续恶化，三是出口增速下行。对 2022 年的 GDP 增速我也给出了一个 4.3%的谨慎预测。现在看来，疫情对整个中国经济的影响已经超出了市场和我本人的预期，在某些方面，疫情对目前经济的冲击甚至不亚于 2020 年春季疫情暴发初期，原因如下。

首先，从疫情本身来讲，相对于 2020 年的暴发初期，目前流行的奥密克戎病毒变种具有高传播性和低致死率的特点。疫情初期病毒的传染率较低，致死率较高，我们人类对这个病毒的认知程度有限，因此以封城为主要标志的清零政策是最有效最合理的选择。但在当下，面对高传播性的新病毒变种，在疫苗研发接种和治疗手段已经取得重大突破的背景下，我们执行过往的动态清零政策的成本越来越高，效率越来越低。现在世界上绝大部分国家都已经大幅度的调整其抗疫策略，加速走向开放，不以清零为目标。在这种情况下，我们清零的难度也会更大，成本也更高。

第二，从时间上来讲，新冠疫情初次暴发时点是在 2020 年的一季度，因为是冬季，又在春节前后，一季度 GDP 在全年中的占比是较低的。而今年疫情在大陆暴发是在 3 月初，我们讲一年之计在于春，经济也是一样，3 月份和二季度是每年经济开局最关键的几个月。今年疫情暴发的时点对全年经济的影响特别大，甚至有些地方的春耕可能也会受些影响。

第三，从地理位置来讲，今年这波疫情从香港开始暴发，之后冲击我国东北和珠三角，接着在长三角尤其是上海急速恶化。长三角是我国的经济、金融和物流航运中心，是中国经济的精华所在。从产业角度来讲，长三角包括汽车电子等高端产业密集，这些产业的特征是供应链条长，分工复杂，一旦某些节点的生产物流方面出现问题，牵一发而动全身，整个产业链都会被波及，直接冲击出口，甚至对全球供应链都有不小的影响。

第四，今年进入抗疫第三年，不**少家庭和企业的储蓄和积累被不断消耗，抗冲击能力减弱，**新一轮疫情之下，失业和隐性失业率可能会加速上升，从而导致居民消费意愿下降，尤其是在耐用品方面。居民在房地产等方面的投资能力和投资意愿也可能会加速下降。

第五，现在民众针对疫情的不确定性预期可能已经超过 2020 年一季度。新冠疫情在 2020 年初刚暴发时，民众普遍预期新冠会像 2003 年 SARS 一样在夏天就会结束，最迟不会超过当年秋天。虽然后来疫情在全球蔓延并持续到今日，但 2020 年五月以后，我国防疫非常成功，生产完全恢复，出口暴增，房地产等行业也很快复苏，预期大幅改善。但如今情况就很不一样了，大家普遍觉得疫情结束有点遥遥无期，防疫政策也没有实质性调整的迹象。因为不确定性预期的加强，居民会减少耐用品消费和房地产投资，企业尤其是民企可能会暂缓其在服务业和制造业方面的投资。另外，面对层层加码的封控和入境方面的各种限制，今年我们也很有可能面临 FDI 下降的局面。

第六，从政府的角度来讲，进入抗疫第三年，很多基层官员为抗疫殚精竭虑，大量的财政资金也被用在抗疫上，因此无论在时间精力还是资金方面，挤占了本来可以用在招商引资、产业园区建设以及基础设施投资方面的资源。市场上大家对今年基建拉动经

济给予很高的期望，但在受疫情影响的地方，由于物流受阻和工人短缺的问题，基建工程也会受到一些影响。

最后一点，**就是疫情对房地产和出口会造成额外的下行压力。**房地产板块本来就在大幅下行，但疫情复发导致多个城市处于某种程度的封控状态，对房地产行业而言可谓是雪上加霜。目前新房销售相对于去年同期就是处于一个被腰斩的状态，国内三十个城市新房销售面积二月份同比下降 27%， 三月份下行到-47%，四月前两周更是恶化到-54%。

出口方面，2020 和 2021 年大部分时间内，境外大多数地方深陷疫情之中，生产停滞，大量财政货币刺激又催生庞大需求，因此我国向全球尤其是发达经济体出口了大量与防疫和居家相关的物品。不过今年情况就有了很大的变化，大多数国家的防疫政策都在走向一定程度的共存，生产都在恢复之中，货币和财政政策都在收紧，而其居民的需求正在转向之前被压抑的服务业，因此我国今年的出口增速本来就面临很大的下行压力。而目前我国的这波疫情和层层加码的地方防疫措施又导致不少企业被迫停工停产，物流受阻。以我国整车货运流量指数为例，其同比增速从一二月份的 6.9%先是下降到三月份的-2.6%，然后暴跌至四月前 18 天的-27.2%。长三角地带和东部沿海的物流受疫情的影响尤其严重，如上海、江苏和福建的整车货运流量指数过去两周分别同比下降了 80%、41%和 40%。令人担忧的是，目前这些生产和物流方面的问题，反过来又会促使海外进口商将订单转移至东南亚等国家。

综合来看，当前经济下行的压力非常大，已经接近新冠暴发初期。今年我国要达到 5.5%左右的 GDP 增速目标的难度极高，二季度 GDP 增速跟一季度的 4.8%相比，会显著下一个台阶。现在一些国际机构和市场机构都在下调他们对中国今年全年 GDP 增速的预测，如 IMF 已经将其预测从 4.8%下调到 4.4%。相信未来几周内，还会有更多机构做这样的下调。

二、不能高估传统宽松刺激政策的空间及效果

传统的财政、货币及信贷方面的宽松刺激政策空间已经很小，疫情暴发的背景下，这些政策的效果也不会很理想，用专业术语来讲，就是传导机制失灵了。

货币政策方面，经过过去八年的多次降准，我国商业银行平均的准备金率在刚刚公布的 25 基点降完之后，就只有 8.1%了，而且很多中小银行的准备金率已经接近或降至金融监管所要求的 5%的底线。降息空间也非常小了。一方面中美利差已经出现某种程度的倒挂，二三月份境外投资者已经从我国债市撤出 1600 多亿人民币的资金，人民币已经面临一定程度的贬值压力。另一方面，现在 CPI 通胀有上升的趋势，而存款基准利率从 2015 底以来就一直处于历史低位，因此降低基准存款利率的空间很小。这个时候如果央行只是降低贷款基准利率 LPR，就会缩窄银行的利差，影响其利润率，而过去两年很多银行因为房地产业的萎缩和疫情的多次复发，也积累了不小的坏账，需要一定水平的利润率去化解这些坏账。因此较大幅度的降息可能并不利于金融系统的稳定。

以往需要刺激经济时，一个不二法门是拉动房地产和基建投资。今年大家把达成 5.5%左右经济增长目标的希望主要寄托在基建投资之上，各级政府也出台了较多相关政策。前几天人民银行颁布的一个通知里要求“按照市场化原则保证融资平台公司合理的融资需求。”以及 “要合理购买地方政府债券，支持地方政府适度超前开展基础设施投资”。房地产方面，过去几个月不少地方出台了一系列拉动居民购房的措施。这些政策要是放到往年，应该是有些效果的，但在今年收效甚微，原因有两点。

一是如前面讲过的，因为疫情以及防控方面的层层加码，居民面对的不确定性较高，购房意愿低，购房能力也在下降，因此抵消了一些地方政府和银行在放松限购限售、降低首付比例和按揭贷款利率方面的努力。对房企来讲，如果新房销售上不去，他们也不大可能大规模去买地，这样也会限制地方政府的卖地收入。我国 90%以上的基建由地方政府投资，而由于房地产行业的急剧萎缩，地方政府今年的土地财政收入可能要减少三成以上，或者说 25000 亿人民币左右；加上抗疫方面的大量额外支出，今年绝大部分地方政府的财政是非常紧张的。再考虑到地方政府耗费大量的时间精力在防疫上，现在要拉动地方基建投资确实面临着很多困难。

二是过往的政策会影响当前政策的效果。 2015-18 年期间的货币化棚改大幅度刺激了低线城市的房地产和基建需求，抬高了众多地方政府、居民和开发商负债率，前置了大量需求。虽然货币化棚改在那几年确实非常高效的推动了我国的经济复苏，但给后

续的中国经济和金融系统的稳定造成了较大的后遗症。在我们需要再次拉动投资需求时，政策空间已经没有以前那么大，即使是同样规模的政策刺激所能取得的效果也会被打折扣。今年若再次推出货币化棚改政策，即使规模类似于 2015-18 年，即使没有疫情，对经济的拉动效应可能会远小于那几年。

三、精准的疫情防控是经济复苏的关键

疫情是现在影响经济稳定增长主要因素，也使得传统宽松刺激政策远远不能发挥正常的功效。所以现在其他宽松刺激政策都是次要的，重中之重是要反复强调精准防疫。在动态清零政策方面，要落实习近平总书记在 3 月 20 日中央政治局常委会会议上的指示，努力用最小的代价实现最大的防控效果，最大限度地减少疫情对经济社会发展的影响。

防止各地政府层层加码和过度防控是保障今年经济增长和稳定就业的关键。我认为我们可以一方面理直气壮地强调过去两年多在抗疫方面的成就。直到去年秋季，我国的动态清零政策是应对新冠病毒的最佳选择，无论在挽救生命还是在维持经济增长方面，我国在全球都一枝独秀。另一方面，我们也要与时俱进，过去两年全球对新冠病毒有了更清晰的认识，研发了多款疫苗和药物。同时我们要看到病毒的变化和出现的一些新特征。

新冠病毒的新变种奥密克戎传播力强，但毒性大幅降低。在我看来，要根据奥密克戎的新特征，降低某些不必要的恐惧。这一轮奥密克戎在国内传播，尤其在上海的传播，感染样本特别大，已经有一定的代表性，到目前为止重症比例和死亡比例都是非常低的，本轮上海疫情已经有累计 41 万例，死亡 17 例，死亡率只有万分之 4.1，甚至低于人口的正常死亡率，而且公布的病死案例都是有严重基础病的老人，新冠病毒都不是其死亡的主要直接原因。这些本土的一手数据是完全可以被用来降低民众对奥密克戎的恐惧心理的。此外，来自香港的数据表明，我国国产的科兴疫苗打了第三针后，对于降低老年人重症率和死亡率的效果是很好的。根据香港大学医学院对本波疫情中疫苗有效性数据的分析，对于 60 岁以上老人来说，接种三剂次的科兴和复必泰疫苗，防重症和防死亡的有效率，都超过了 90%。科兴和复必泰防死亡的有效率，则分别达到 98.3%和 98.1%。

我认为我们应该以执行动态清零政策作为基础，在这个过程中加速普及三针疫苗，尤其是在老年人中间，从而为调整和优化动态清零政策争取时间。

随着疫苗接种普及率的进一步提升，尤其是在老年人中间的提升，我们确实要认真思考如何“最大限度地减少疫情对经济社会发展的影响”，怎样减少全民核酸检测，尽量减少封城封路等极端措施，如何制定全国统一的封控标准，从而防止地方政府层层加码并导致合成谬误。根据奥密克戎的新特征，研究如何优化分级诊疗，调整分级标准，避免医疗挤兑。比如可以让无症者居家隔离，轻症状患者在方舱酒店隔离，重症者住院，这样我们才能最大程度的救治新冠重症者和众多其他各类病患者。政府应该给出一个较为清晰的动态清零政策退出机制，让大家看到希望，降低不确定性，这样各方面的投资需求也会上来。

优化调整动态清零政策之外，**我们还是需要加大财政货币政策的宽松力度，而且还要突破传统的思维框架。**进入疫情的第三年，很多家庭和很多中小企业面临的困难是特别大的，所以尤其应该突出纾困的重要性，财政、货币和信贷政策方面应该尽量向他们倾斜。对于因为疫情而出现还款困难的个人和企业，应该尽量给予宽限甚至直接的补助。

加快有合理回报的基建项目的开工和建设，中国还是一个中等收入国家，城市化还有很长的一段道路，基建不分新老，关键看回报，因此要优先考虑人口流入的中心城市和城市群的基建。对于人口流出地区的中小城市，应该在强调政府节支的同时，适度加大补贴政府日常必要开支和当地民生，不能大搞没有实际价值和用途的基建。

稳外贸方面，过去两年人民币升值较多，因此储备了一些宽松空间。我们认为央行可适度加大购汇力度，这样既可以抑制人民币升值，又可以补充央行外汇储备从而稳定外资对中国境外债务的信心，甚至还可以释放人民币流动性，节约降准空间。

房地产方面，给定当前经济下行的风险，与其最后被动放松甚至再度大幅刺激房地产行业，还不如在坚持房住不炒的基本原则下，以供给侧改革的思路，市场和公共保障并举，让房地产行业软着陆。短期内，央行和其他金融监管部门要高度关注因为房地产行业下行所带来的金融风险，不能让恐慌过度蔓延。出台政策鼓励银行维持开发贷的合

理增长和避免无序抽贷断贷是当务之急。长远来看，应该以推进要素市场改革的思路，以改进房地产调控为契机，优化中国的城市化战略。尤其是在土地供应方面，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。

程漫江：预期混乱、信心匮乏的背景下政府应反思如何管理预期、凝聚共识

程漫江 中银国际首席经济学家

以下观点整理自程漫江在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（第 54 期）上的发言

当时政府提出 5.5%的增长目标，在“百年未有之大变局”下，还能提出 5.5%的目标，确实短期内对市场的信心是有所提振的。过去十几二十年，中国政府提到的事情肯定是做到了，如果有困难的话，就会出台相应的政策，最终也实现了这样一个目标。但今年的情况是不是有所不同，而且在早期，当 1-2 月数据公布出来的时候，我认为市场上还是有一些投资者，确实相信政府最后是有能力实现 5.5%，有一部分人是比较坚定地确信 5.5%是能够实现的。但是 3 月份新情况出现以后，相信这部分人越来越少了。在这种情况下，我从 5.5%的目标说起是想谈政府的预期管理问题。因为现在有三重压力的问题，最主要的是预期转差。在宏观经济学中，预期管理也是整个宏观经济学最主要的部分，我个人觉得也是需要技术和艺术相结合的一个分支。**所以，在这个时点上，我认为政府有必要反思，怎样来管理预期，能够凝聚共识，这是当前最主要的一个建议。**

一是今年即使出台非常强有力的短期的经济政策，就目前情况看，要全年实现 5.5%的增长是有很大难度的，我们应该实事求是地承认这一点。二是在这样一个情况下，怎样实现预期管理，化不利为有利。现在网上有很多的段子，如果一家人坐在一起谈疫情问题时，会有两三个人走掉了，因为对疫情到底是清零还是共存有不同观点，谈不下去就走了。但如果接着谈俄乌战争，可能一家人里的两兄弟就会打起来。这反映了当前，在“百年未有之大变局”下，其实大家的看法和认识是存在非常大的混乱的，特别是自媒体时期。这次上海疫情可能更充分地暴露了这些问题。这些问题的存在，我们必须正视大家的不同看法，并且要思考怎样在这种特别困难的情况下凝聚共识，提振大家的信

心。当年温总理说的信心比黄金更重要这个问题，现在又到了特别紧迫的地步。

所以，在这样的情况下，我们有很多问题要转到实事求是的角度上谈。凝聚共识，最主要的是认识到眼前的困难和现实是什么。以这个为出发点，让大家有一个比较明确的预期，只有这样才能够激发中国的增长动能。自去年下半年房地产危机出现以来，加上今年疫情反弹，预期的混乱、信心的匮乏已经到了一个相当严重的程度。因此，当局或者政策决策者需要反思，通过什么样更有利的方式能够提振信心，凝聚共识，大家可以有不同的看法，但必须有一套真正有效的管理预期的政策组合出来，这是当务之急。重点有以下几个方面：

第一，2020 年开始，在很多政策上提前发力，出台了很多行业相关政策，一个共识就是要控制资本的野蛮生长。经过两年的努力，很多行业都得到了很大的调整，有些行业，像教培行业可以说是整个行业要有一个重组的过程，所以，从这个角度来说，我认为政府到了一个时间点，要给一个清单，哪些东西是资本可为的，哪些东西是资本不可为的。或者说给一个负面清单，在什么样的情况下不能做，在其他情况下是有依法保证的，创业创新最后都会受到社会认可和法律保护。

第二，全社会信心的振兴和房地产还是有很大的关系。日本前央行行长白川方明三年前说过日本地产危机之后，日本的整个民族就进入到一个不同的精神状态，在这样一个状态下，会看到后面日本的生育率等等都是急速下降，现在我们的房地产问题，房住不炒这些都是不同背景下的一些政策，总体上要给年轻人、低收入阶层、整个社会予希望。整个房地产行业就目前这个走势来讲，所有人都会感觉没有希望，有房的人会觉得房价会下降，没房的人认为房价再怎么下降，我也不可能买得起房。所以，这不仅仅是行业的问题，虽然从数据看从卖地收入到整体房地产的销售都有很多问题，但是这些都是技术性的问题。大的前提是要把房地产行业当做一个老百姓民生需要解决信心的问题。**有很多技术性的政策都可以出台，但是关键的问题是要意识到目前的房地产政策虽然短期内控制了风险，但是不是在长期内会使整个民族的预期产生一定的问题。**所以，这是有关当局要反思的事情。怎样在这个问题上来修正给老百姓的一些预期，到了一个非常关键的节点上。

第三，和地缘政治有关，也和美联储未来加息周期有关。俄乌冲突，总使我想起来三国时候的情况。三国一定是三角才能稳定，如果一旦有一角缺失，最终三国鼎立的局面就会崩塌，这就是我们所谓真正的“百年未有之大变局”背后的含义。在俄乌冲突下，我们所面临的风险除了内需不足造成的经济下降问题之外，最主要的问题是现在高油价带来的全球通胀可能不是一个短期能解决的问题。这不仅是由于美联储货币多发造成的，也是由于供应链的失衡所导致的，现在欧洲 TTF 天然气主力合约达到了最高的时候接近 200 欧元兆瓦时的水平，对应的油价是超过 300 美元了。在这样一个情况下，在短期内欧洲的经济会承受怎样的滞胀压力，尤其在疫情下，如果美联储加息就欧洲会出现什么局面，这是可想而知的。但是在这样的情况下，美国实际上是受益者。因为 2008 年时，美国的能源对外依存度还有 60%，但到了今天美国是全球最大的 LNG 出口国了，所以俄罗斯倒下唯一受益的就是美国，美国这支大棒打下去以后，欧洲基本上动弹不得了。未来，在这样一个全球大变局下，美国面临着加息箭在弦上，不得不发的选择，如果美国一旦加息，去年我们经济最主要的引擎是出口增长，出口有增长才能带动一季度制造业的投资有起色，如果美国一旦起动加息，加上全球滞胀的风险，可以想到我们增长的引擎会是什么状态。所以，在这种情况下，绝对不是短期的降存款准备金率，或者降息能够解决的问题。**我们必须有一个大招，在两年整顿不同行业的情况下，一定要重启改革这一大旗，除了重新启动市场化的改革，激发内在增长潜力之外，应该说没有更多的政策可以对付未来很可能发生的全球的大的滞胀。**俄乌战争之后，会看到美国股市不能说每天都在涨，但基本还在一个上升行情。俄罗斯自己推出了反金融制裁的措施之后，它的货币、市场也没有差到不能看的地步。但是我国的港股受到重创，创业板出现了比较大幅度的下跌，这些都说明了不是我们简单的某一个政策出现了问题，而是一个政策组合都要重新再构造的问题。

我们设了 5.5%的目标，所有人还是要向着这个目标前进，但我们又设了一个并不是非常宽松的财政政策，因为我们财政预算需要经过全国人大批准，一批准以后就不太可能自己再修改，如果今年为了保持一个比较能够接受的增长，我们建议政府当局适当地考虑修改财政预算，尽早经过相关的立法程序批准，这反过来说也是给市场一个更大的信心，至少是一个表态和支持。相反，货币政策目前的谨慎，还是可以接受的，毕竟

目前的 CPI 还是处在比较低的位置，总体来讲未来的货币政策还是有一定的空间。但是货币政策一定需要其他政策的配合，需要财政政策和房地产政策的配合才能够发力。

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

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：