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3月）（总第62期）

风吹幡动——温和复苏中的中国经济

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3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62期）

风吹幡动：温和复苏中的中国经济

报告人：邹静娴

2023年3月16日

PART 0：我们当前处在什么时点？

2023年3月

- 疫情防控政策放开——边际上最大政策变量；
- 两会刚刚结束；
  - 新一届领导班子；
- “十四五”规划（2021-2025）的关键之年，政策力度。

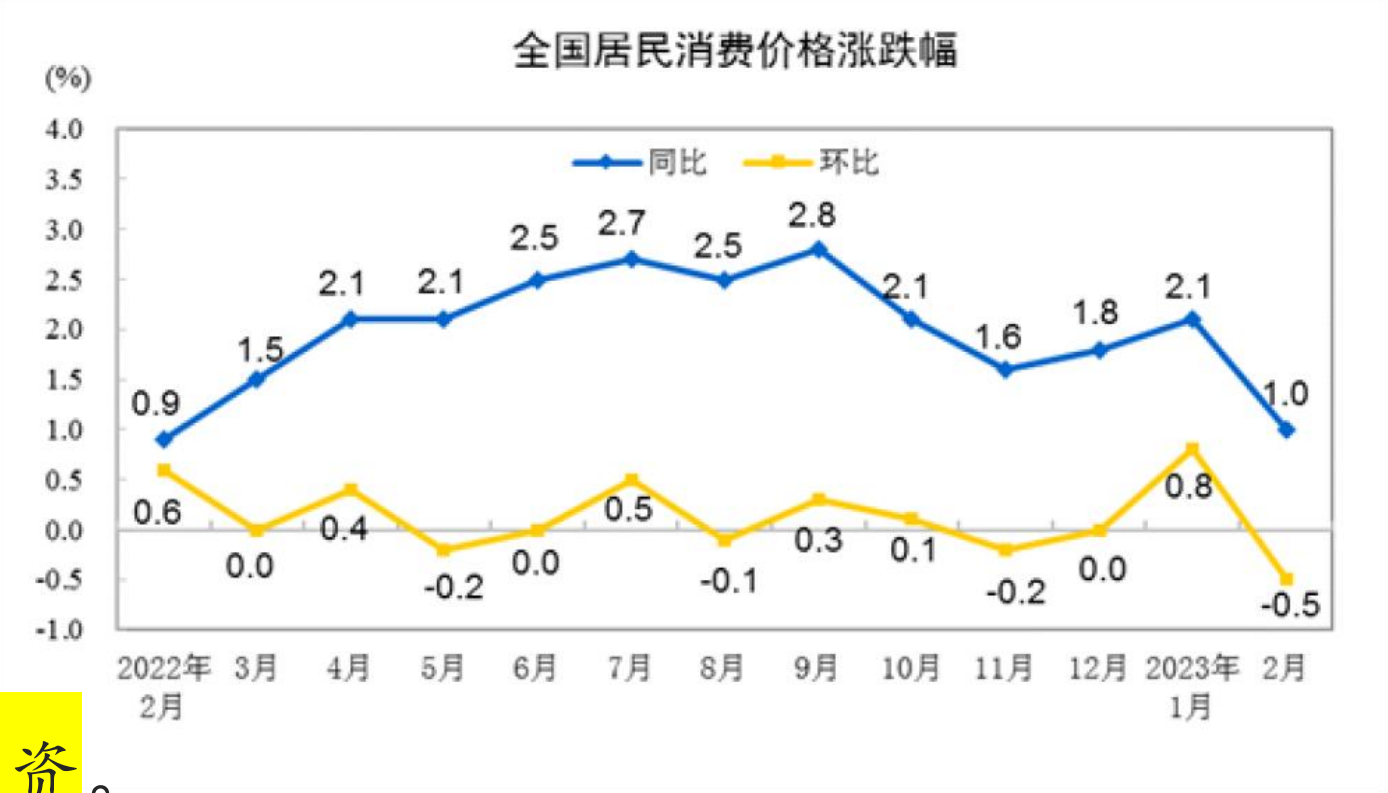
风动（政策）/数据（幡动）/期盼（心动）

PART 1：1-2月数据的共同指向？

3月数据空档期结束，预期-现实迎头相遇，我们所见...

数据所见：

- PMI：2月52.6，2012.5月最高



- 物价情况：CPI、PPI。
- 出口：增速（1-2月同比跌6.8%）；空集装箱堆积。
- 消费：超额储蓄；提前还贷。
- 投资：基建；房地产；私人投资。

这些线索描绘的图景（big picture）？

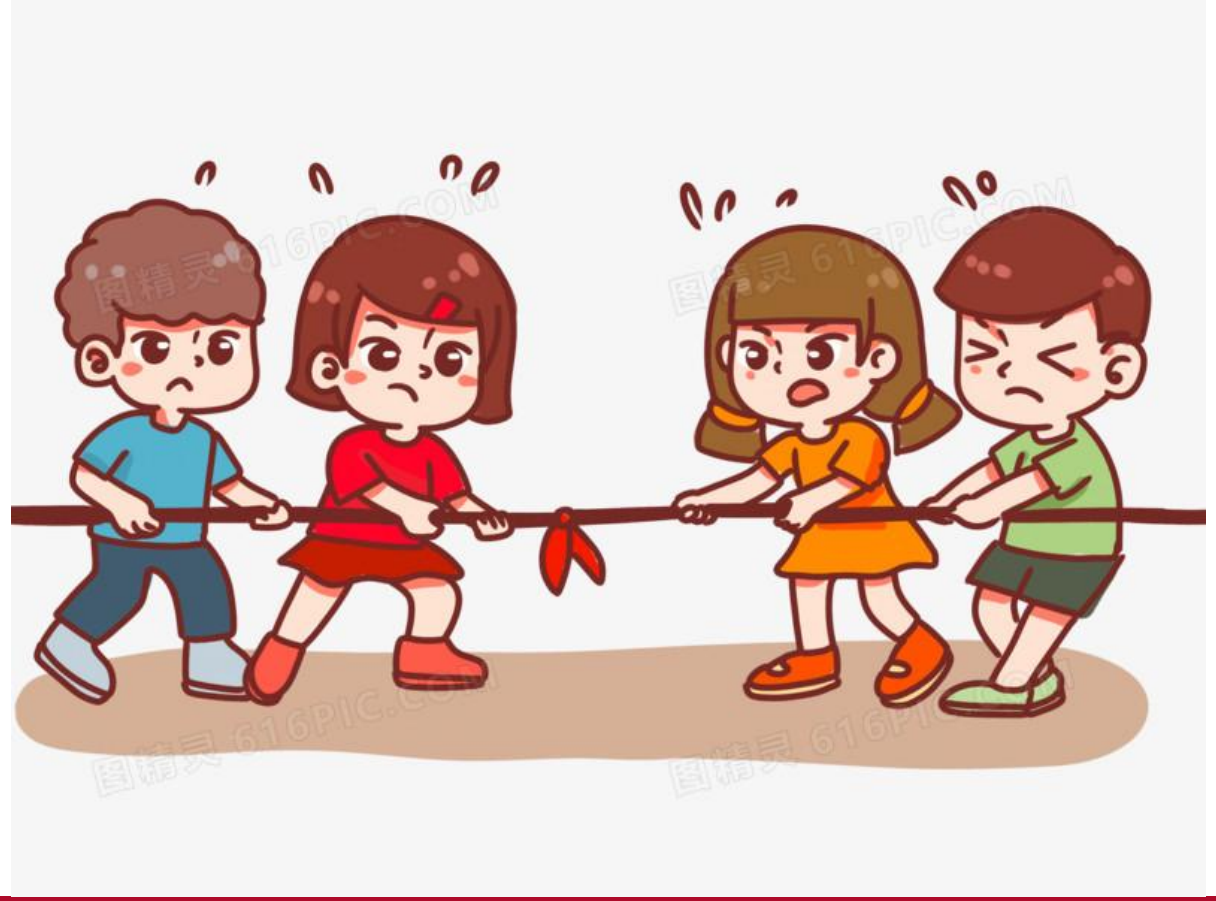
有所复苏，

但（内/外）需求不足

PART 2：分析框架-沿用“两大拉动，两大拖累”

PART 2：“两大拉动，两大拖累”的分析框架

- 2022年中国经济的逻辑主线-“两大拉动，两大拖累”（2022.10月报）
  - 拉动：出口+基建；
  - 拖累：消费+地产



PART 2：“两大拉动，两大拖累”的分析框架

- 2023年，中国经济怎么样？

1. 拉动接着拉？
   - 出口？（欧美衰退，疫情出口，他国生产恢复）；基建？（2022基建名义增速9.4%）
2. 拖累接着拖？
   - 地产（下滑长周期）；消费？（最大变数与期待；政府工作报告中第一重点工作）

- 2023，消费强，则经济强。

消费到底好不好？

对于消费看法有分歧

- 消费好不好?
  - 好（拥堵指数、客运量、餐馆、景区、海南机票...）

消费到底好不好？

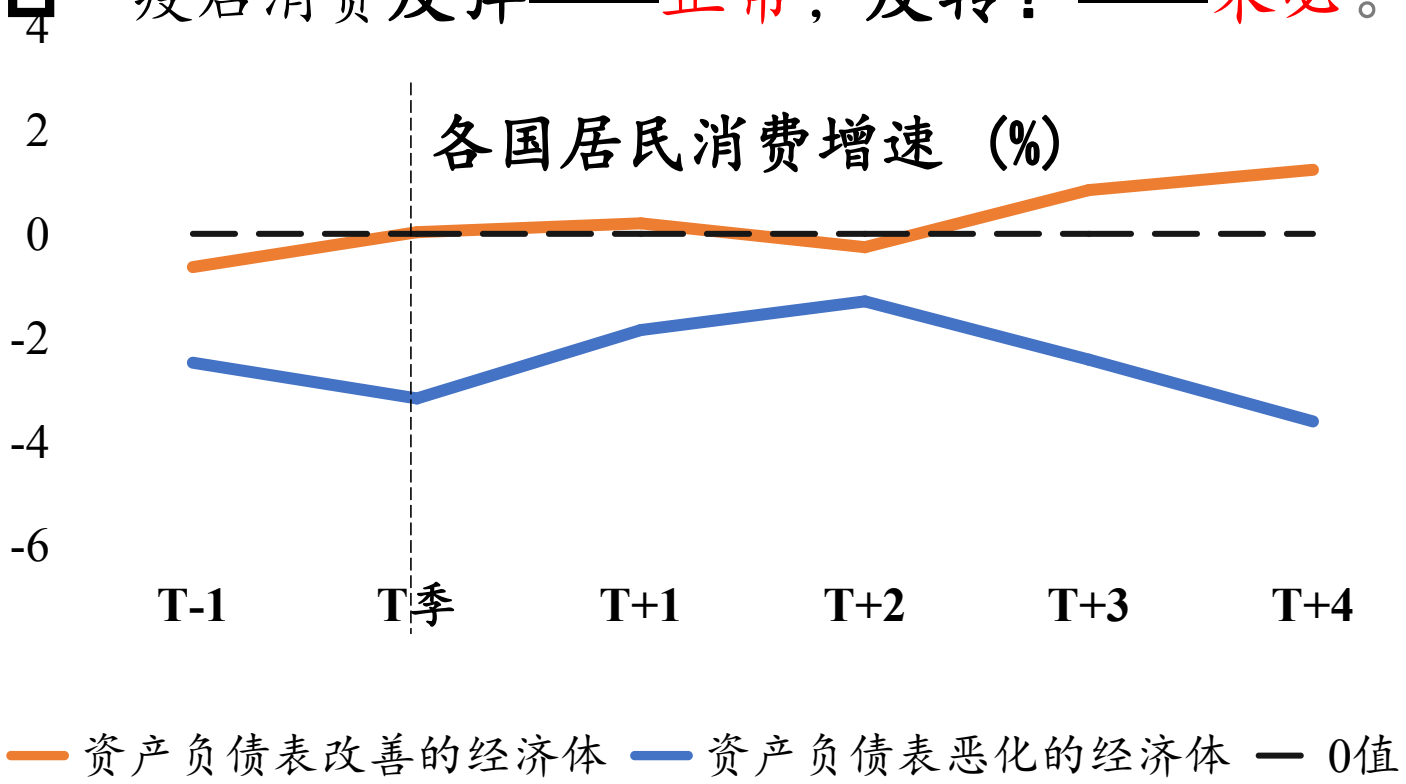
对于消费看法有分歧

- 消费好不好?
  - 不好（报复性消费-收入？；“和解”）
  - 分歧是有依据的

消费到底好不好？

对于消费看法有分歧——分歧是有依据的

- 疫后消费**反弹**——正常；**反转？**——未必。



资产负债率=负债/总资产；
衰退-负债增加OR**总资产缩水**。

改善： 美国、德国、新加坡；
恶化： 日本、韩国、马来西亚

PART 3：有关消费若干问题

2022年消费整体情况：差

- 差：近-和2021年数据比；远-和1995年比（有数据以来）比，2008- 下行；
- 哪差：高接触类（餐饮、娱乐、交运）；地产相关（家具、建筑装潢、家电和音响器材）

分析消费的一个框架——消费恒等式

消费=收入×消费率

- 消费率（比例）：收入1元，拿出多少来消费
- 恒等式告诉我们，
  - 要么，**收入**问题；
  - 要么，**消费率**问题；
  - 或**兼有**之。

消费怎么了？

消费=收入×消费率

收入的问题——**问题1**：增速的放缓

绝对意义上的放缓：

- 5.9% (19Q1)大幅降至 -3.9% (20Q1)；
- 此后回升-但21年后再度急转直下；
- 22年全年1.9%；21（7.1%）。

消费怎么了？

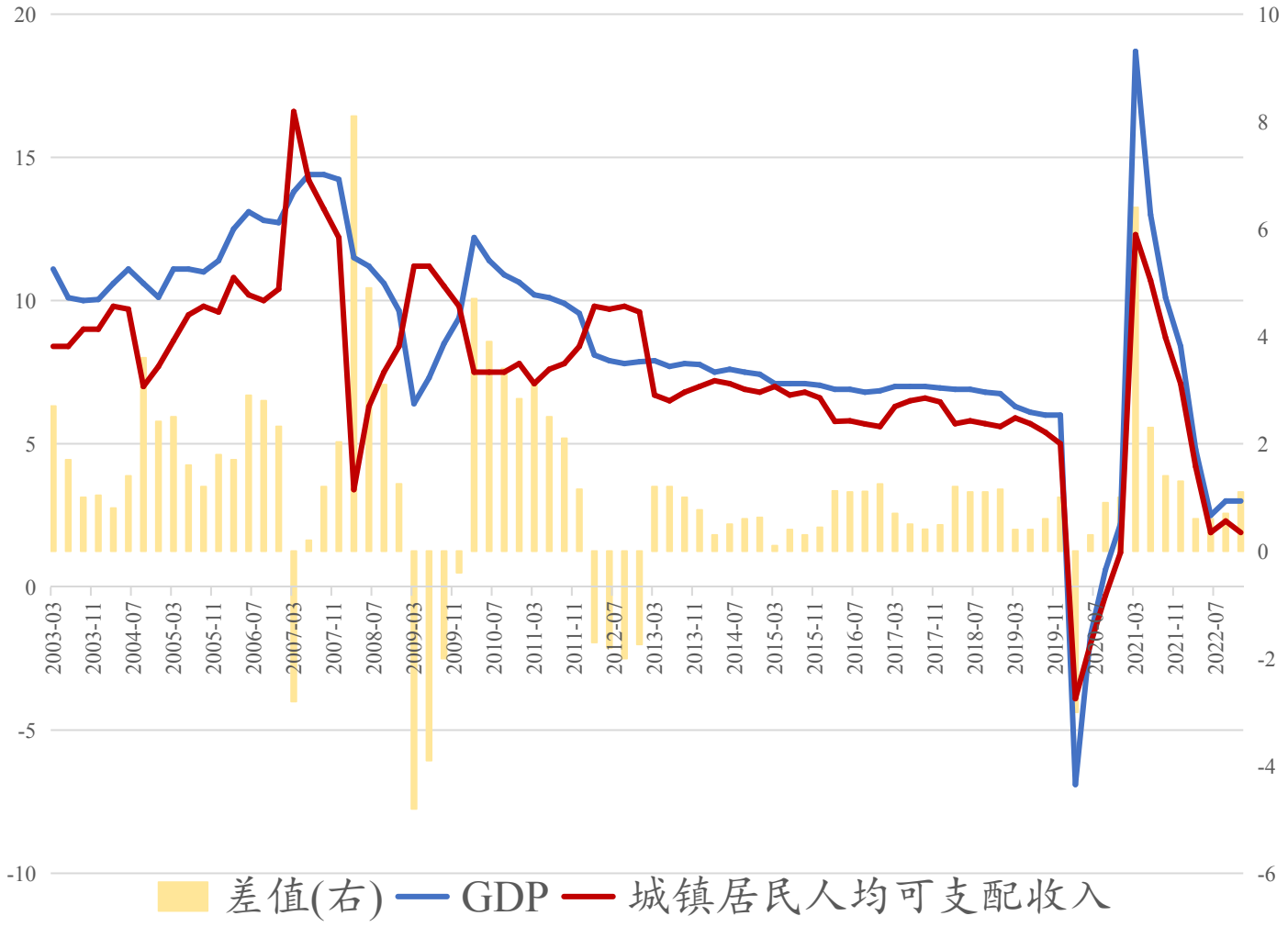
消费=收入×消费率

问题1：收入增速的放缓

◆ 相对（GDP）意义上的放缓

2013年后持续低于GDP增速；

低增长背景下-“低增长-更低收入-弱预期、弱消费-低增长-…”这样一种**恶性循环**



消费怎么了？ 消费=收入×消费率

居民可支配收入的问题——**问题2：**收入差距的扩大

- 疫情对低收入群体冲击更大——恶化收入分配×MPC→进一步抑制消费；

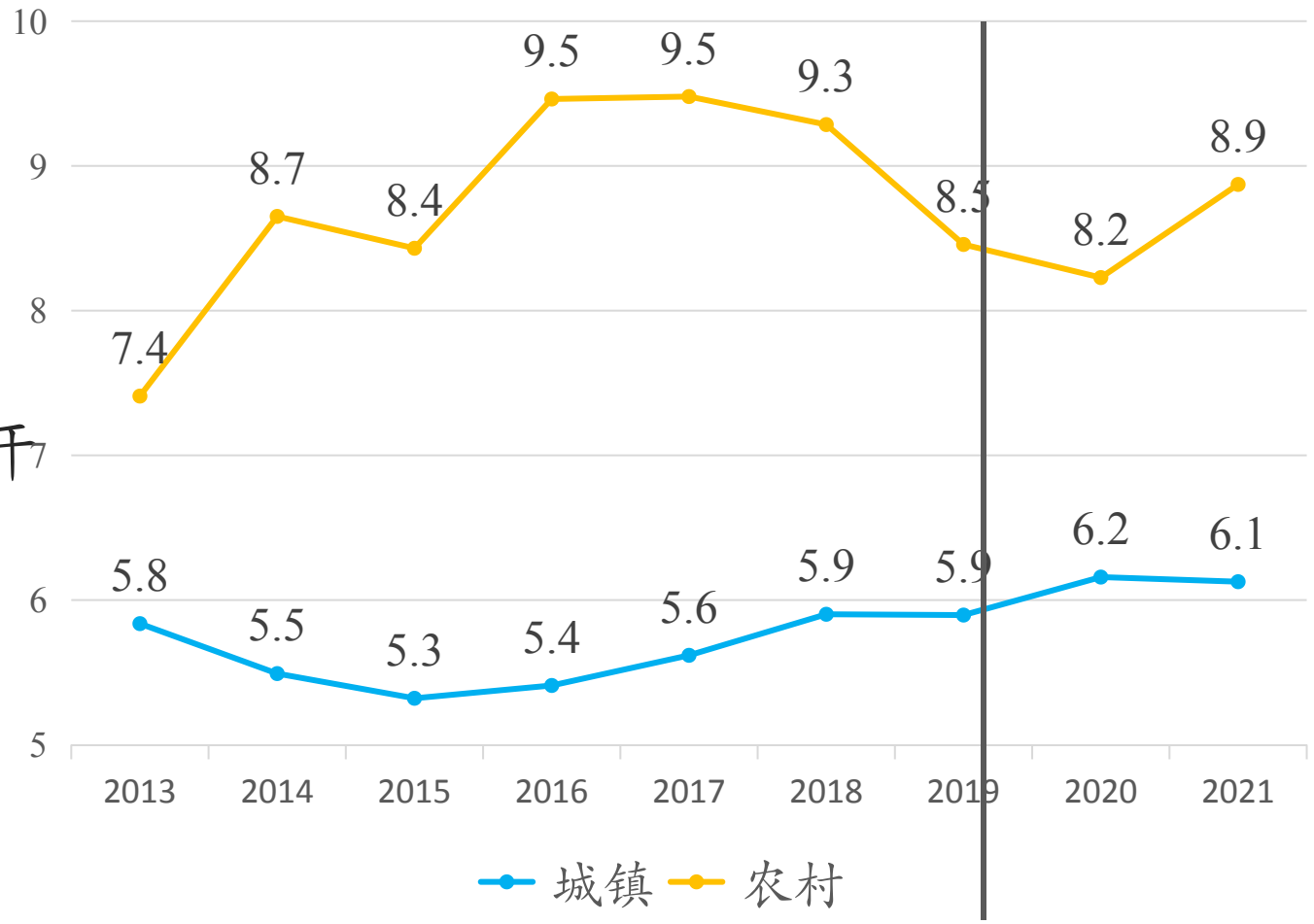
- 疫情对低收入群体冲击更大：城乡皆然，但具体表现不同；
- 分城乡收入5组：考察高（前20%）、中（中20%）、低（末20%）收入户人均可支配收入增速（年度数据）。

消费怎么了？

消费=收入×消费率

收入差距：(最高20%)/(最末20%)：

- 城镇、农村的差距都在扩大；
- 尤其是农村，中断了自2016年开始收入分配改善的趋势。



消费怎么了？

消费=收入×消费率

居民可支配收入的问题——问题3：多种来源收入承压

- 工资性收入；
- 经营性收入；
- 财产性收入

消费怎么了？ 消费=收入×消费率

居民可支配收入的问题——问题3：多种来源收入承压

1. 工资性收入-城镇居民可支配收入中的“压舱石”（>6成），表现如何？

- 既有近忧：严峻的就业形势；
- 也有远虑：长期来看压舱石“压不住”、“跑不动”

消费怎么了？　　消费=收入×消费率

居民可支配收入的问题——问题3：多种来源收入承压

1. 工资性收入-城镇居民可支配收入中的“压舱石”（>6成），表现如何？

◆ “压舱石”：“压不住”（76%↓60%）、“跑不动”（2010-<人均可支配收入<GDP）

工薪收入占比变化（%）

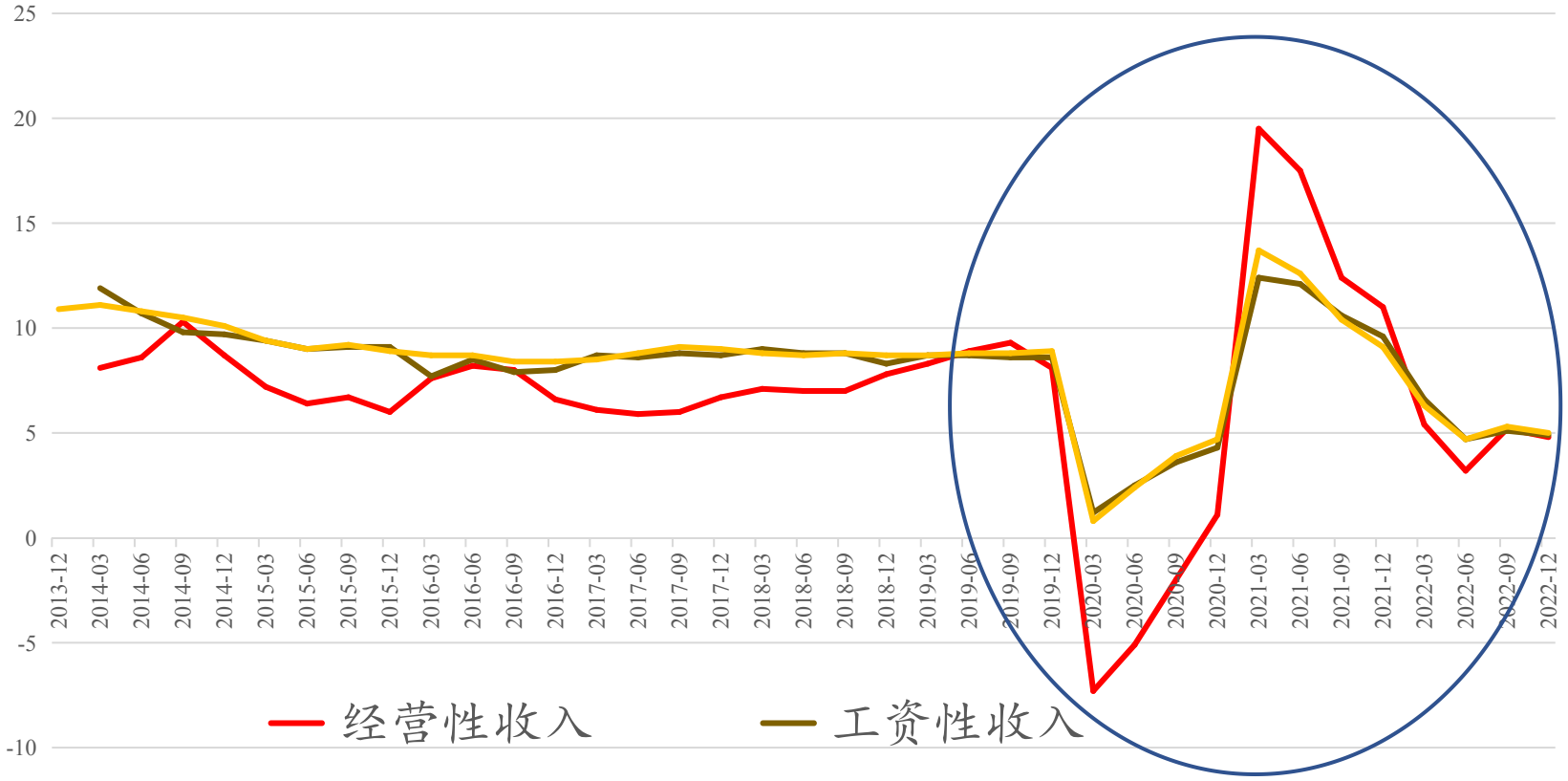
人均工薪收入和可支配收入增速对比（%）

消费怎么了？

消费=收入×消费率

居民可支配收入的问题——问题3：多种来源收入承压

2. **经营性**收入-个体经营者（批发零售、餐饮住宿…）收入主要来源，疫情期间波动最大



消费怎么了？

居民可支配收入的问题——问题3：多种来源收入承压

3. **财产性**收入-“跌跌不休”（资产荒）-边际消费倾向最高；可选型消费

	MPC	主要用于何种消费
财产性收入	最高	**交通通讯、文教娱乐（弹性高）**、居住和医疗保健
转移性收入	次之	衣着、居住、生活用品、交通通讯和医疗保健
经营性收入	最末	居住和文教娱乐
工资性收入	最末	居住（房租、房贷）

消费怎么了？ 消费=收入×消费率

消费率的问题

- 被动——消费场景受限（想消费，没地方消费-餐饮住宿...）
- 主动——消费者消费行为调整
  - 消费率=1-储蓄率
  - “超额储蓄”问题

消费怎么了？ 消费=收入×消费率

“超额储蓄”问题——规模多大？

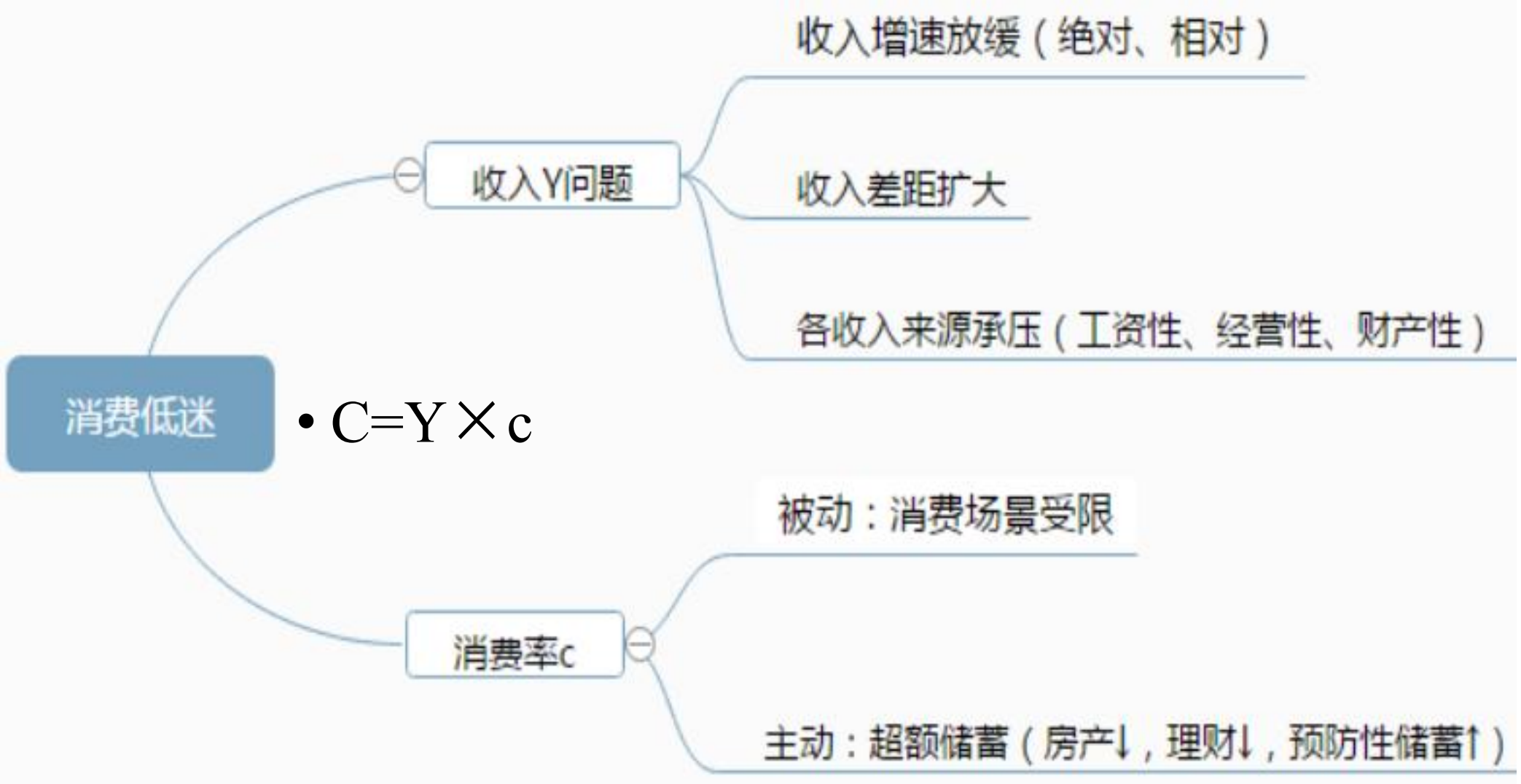
- 超额存款-2022，8万亿。
  - 2022年住户存款增加17.84万亿元，较2021年**多增-超额**7.94万亿元。
- 超额储蓄-算法不一；但肯定万亿级别。
  - 流量（可支配收入-消费）-1.1万亿；
  - 存量（储蓄存款余额外推）-7.4万亿。

消费怎么了？ 消费=收入×消费率

“超额储蓄”（存量7.4万亿），哪来的？

- 消费收缩：
  - ✓ 多存钱（1/4）：为应对不确定性而增加的预防性储蓄。
- 资产重新配置（风险厌恶×“资产荒”）
  - ✓ 不买房及其他（1/2）：房地产市场不景气导致居民减配房产；
  - ✓ 理财赎回（1/4）：理财收益频频走低导致个人理财赎回。

消费怎么了？（小结）



- $C=Y\times c$

消费未来怎么看？

未来消费怎么样？ 消费=收入×消费率

1. 收入

- 有利：经济活动（尤其是个体经营）转暖；
- 不利：收入差距短期内难以扭转

未来消费怎么样？ 消费=收入×消费率

2. 消费率

- 有利：消费场景修复
  - 接触性、社交性-交通运输、餐饮住宿、衣着化妆品等；
- 不利：超额储蓄部分短期内恐难转化为消费，依据？

未来消费怎么样？ 消费=收入×消费率

2. 消费率

- 不利：超额储蓄中大头短期内恐难转化为消费
  - 不买房（4.4）：观望/回到楼市；
  - 不买理财（1.9）：“趴”在账面/进入资本市场（股、债）

尘归尘，土归土

未来消费怎么样？ 消费=收入×消费率

2. 消费率

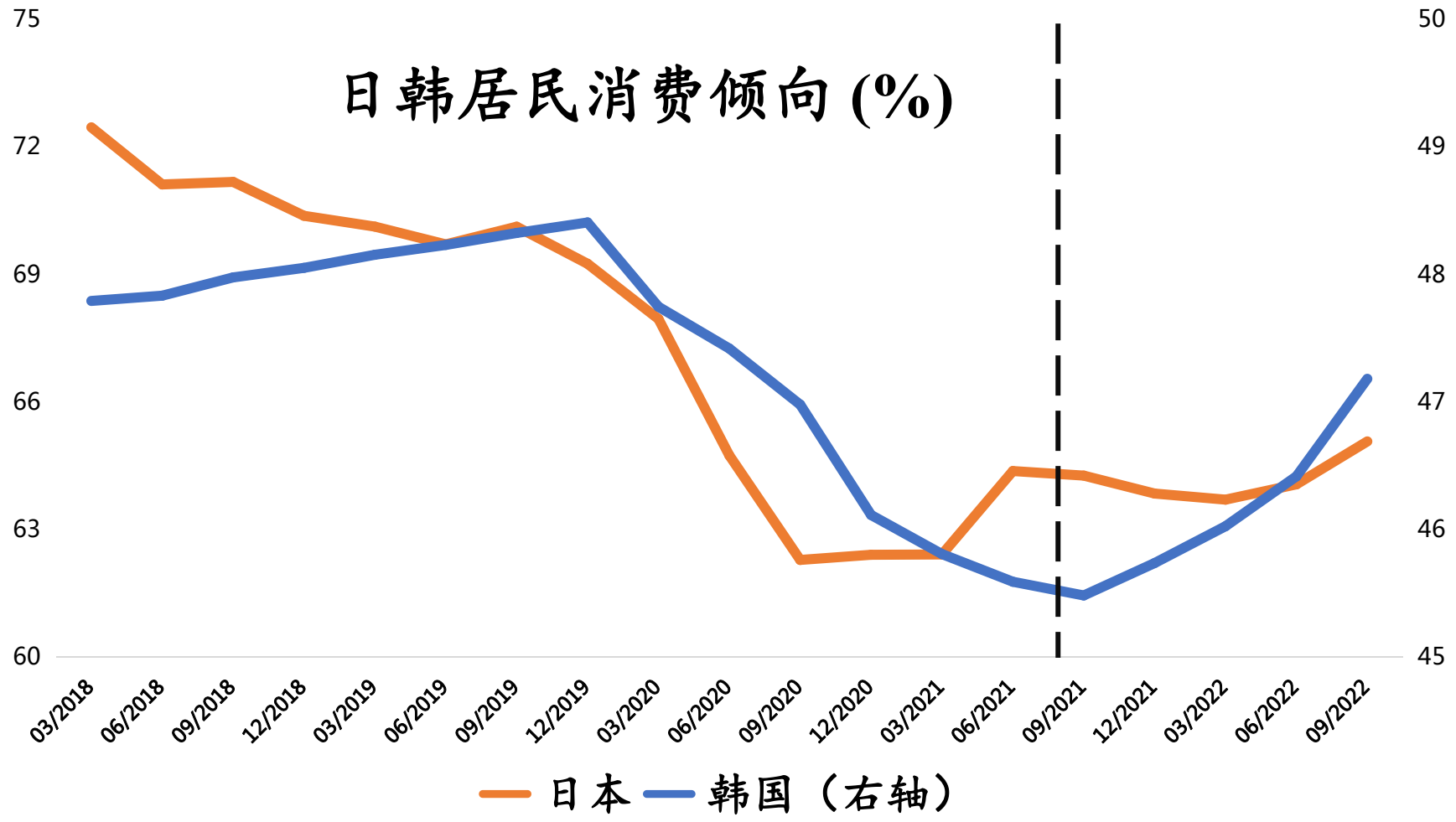
- 有利：消费场景修复
- 不利：超额储蓄中大头短期内恐难转化为消费
  - 不买房（4.4）：观望/回到楼市；
  - 不买理财（1.9）：“趴”在账面/进入资本市场（股、债）
  - **预防性储蓄（1.1）**：可期，有部分→消费，但节奏大致季度为单位
    - 定期存款到期；预期改善。

未来消费怎么样？ 消费=收入×消费率

2. 消费率

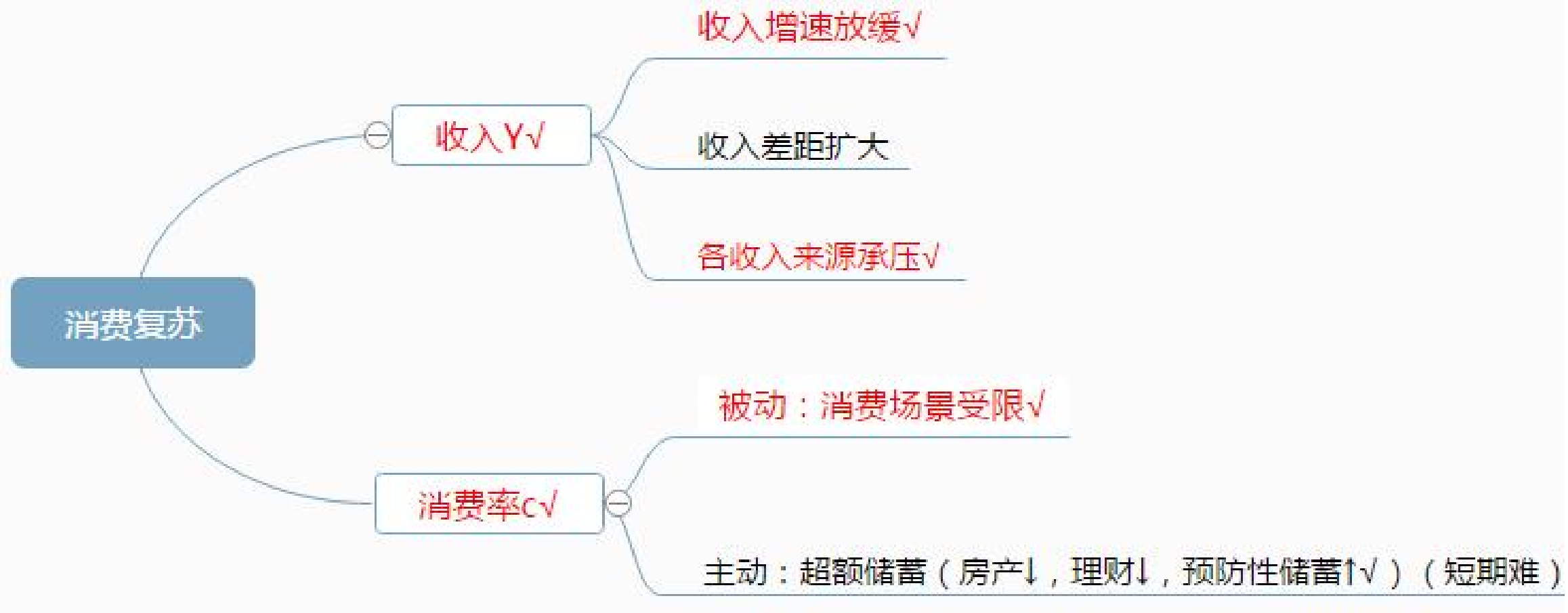
- 不利：超额储蓄部分短期内恐难转化为消费
  - **预防性储蓄**：有部分→消费；**但**多波疫情、“疤痕效应”
  - 疤痕效应：小概率但产生重大负面影响的事件（“黑天鹅”事件）-永久性地影响人们的预期；例：2008年的金融危机，至今影响人们的消费、购房、储蓄等决策-例（日、韩）

未来消费怎么样？


日韩居民消费倾向 (%)
75
72
69
66
63
60
50
49
48
47
46
45
03/2018
06/2018
09/2018
12/2018
03/2019
06/2019
09/2019
12/2019
03/2020
06/2020
09/2020
12/2020
03/2021
06/2021
09/2021
12/2021
03/2022
06/2022
09/2022
日本
韩国（右轴）

消费复苏之路

目前来看主要靠“两条腿”——**收入+消费场景**



可能的消费复苏路径（分收入群体）

1、高收入群体（暴风骤雨-快但短）

- 之前更多是受到消费场景的限制；
- 半年内出现较快提升：
  - 集中在吃住游（交通、旅游、住宿餐饮、电影）这些行业。
- 中长期有所增长：
  - 高端消费（悦己、绿色、健康）、地产相关（家具、家电音响器材）。

可能的消费复苏路径

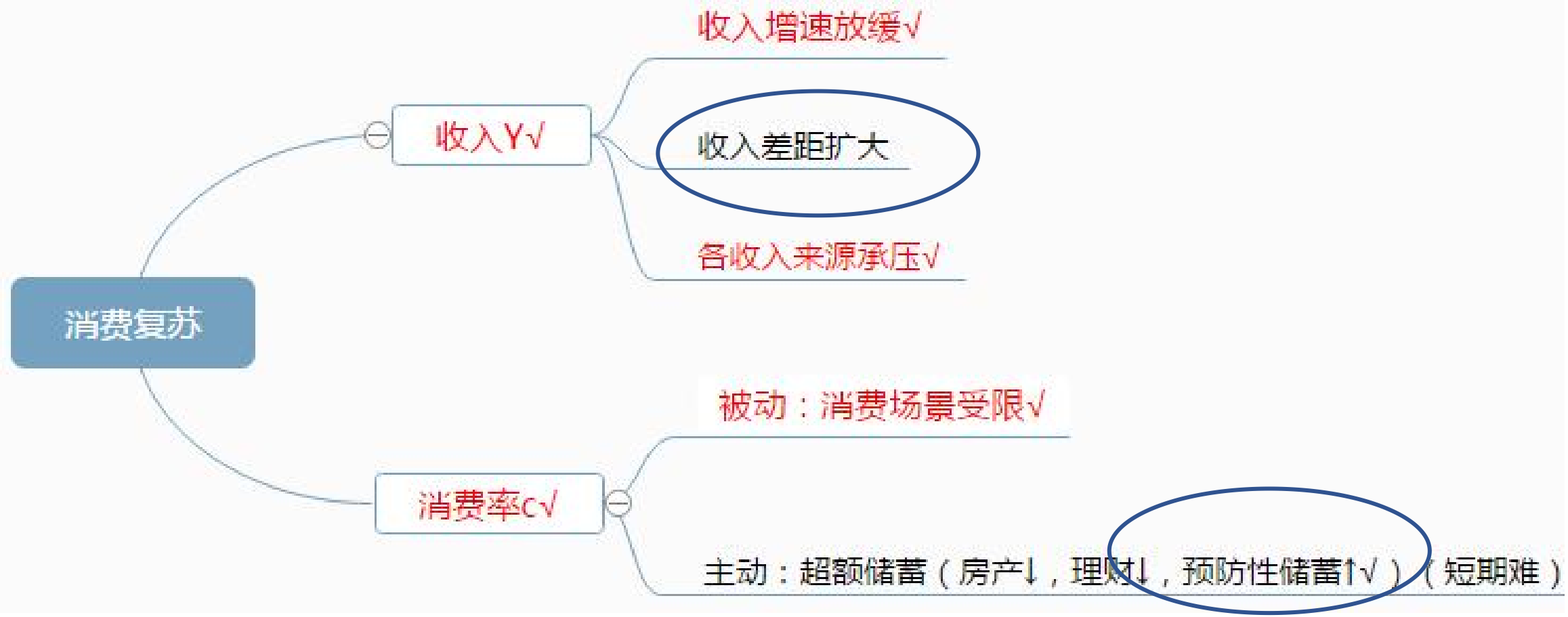
2、中低收入群体（**润物无声-慢但长**）

- 需要等待收入的恢复，可能需要更长时间；
- 预计下半年开始——不猛烈，但更有后劲；
  - 主要是非必需消费品。

PART 4：政策建议

未来消费怎么样？

当前之外，剩下的→政策发力点所在



政策建议

- 收入差距：
  - 兜底政策（再分配、中小企业纾困）；面向中低收入群体（消费券）；拓展就业渠道。

政策建议

- 预防性储蓄：
  - 预期，“改善…消费预期”
  - but how？预期是形成的，不是建议出来的，基于？
    - ✓ 李强总理（3.13答中外记者问）：绝大部分老百姓不会天天盯着看GDP增长了多少，大家更在乎的是住房、就业、收入、教育、就医、生态环境等身边具体事…
  - 经济增长，wait…
  - 经济增长-内需-消费-经济增长，矛盾吗？
  - 内生变量，给定参数，同时被决定→外生变量

政策建议

- 外生变量

✓ 货币政策：横向比较并不算松（低通胀-宝贵的政策空间）；

✓ 财政政策：资金来源-发债；大项目、好项目

- 大项目：上下游溢出效应，信号效应（signal）
  - “挤出效应”——利率提升？
- 好项目：避免饮鸩止渴（未来产能过剩、僵尸企业等问题）

政策建议

给定需求，还有供给面：

刘鹤：把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来（11.4）

- ✓ 大部分领域“有没有”的问题基本解决，“好不好”的问题更加突出——需要通过高质量发展解决我国社会主要矛盾；
- ✓ 经济发展最终靠供给推动，从长期看是供给创造需求；
- ✓ 有需求但未得到有效满足的领域：优质品牌、育幼养老、健康文化、研发设计、绿色生态等…

政策建议

- 供给侧改革（例：酒店业），多做“×法”；解决痛点：
  - ✓ 结合网红打卡（文和友，4000+桌等号）；
  - ✓ 结合“乡村振兴”（房间赠品+大堂有售）；
  - ✓ 多房型（育儿嫂、父母、二胎三胎）；
  - ✓ 提供婴幼儿托管服务（酒店自己做/与专业托育机构合作）
    - ✓ 执行中困难肯定有，但办法总比困难多

政策建议

□其他政策：

✓考虑适度放开“小摊小贩”、“夜市经济”——“城市烟火气，最抚凡人心”；

✓利用好疫情期间建立起的核酸亭等设施：社区医疗服务点、流动书报亭、就业信息发布栏等

首尾呼应，升华主题

风吹幡动——温和复苏中的中国经济

- 风动/幡动/还是心动？

- 风动：防疫政策风动；
- 幡动：曙光初现的积极信号；
- 心动：三年一冬后对春天太久的期盼。

首尾呼应，升华主题

风吹幡动——温和复苏中的中国经济

- 当前：风动之后，幡动、心动皆有之；
- 问题：幡动可能承载不了心动之重——温和复苏与强预期间存在落差。
- 未来：政策积极一点，公众乐观一些，市场对于数据耐心一点（既定轨道）

CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

“风吹幡动”，CMF月度报告解析温和复苏中的中国经济

3 月 16 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 3 月）于线上举行。

本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席**杨瑞龙**主持，**聚焦“风吹幡动——温和复苏中的中国经济”**，来自政界、学界、企业界的知名经济学家及行业专家**刘元春、毛振华、张明、章俊、余向荣、邹静娴**联合解析。

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

报告围绕以下六个方面展开：

一、 当期所处的三重时点

二、 1-2 月数据背后的光鲜与隐忧

三、 “两大联动，两大拖累”框架看今年中国经济

四、 今年消费好不好

五、 从“收入×消费率”恒等式看消费

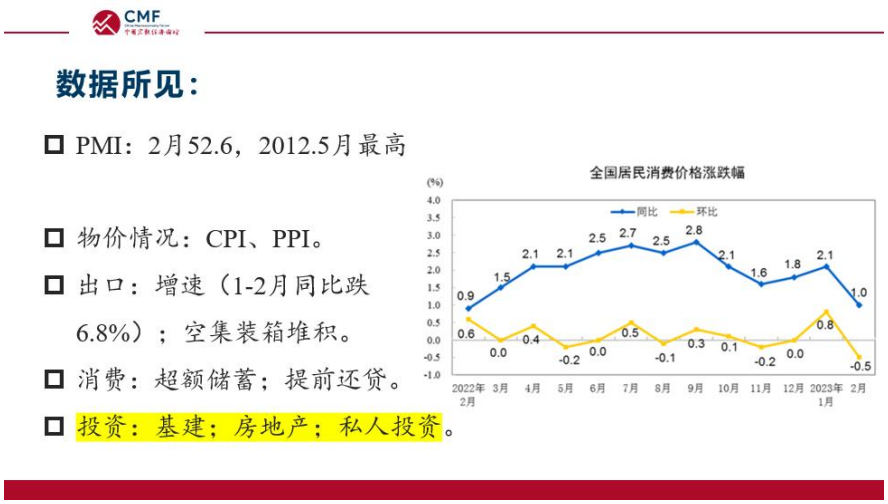
六、 政策建议

一、当期所处的三重时点

在正式解读数据之前，有必要明确一下当前所处时点：第一重时点是疫情防控政策放松之后，防疫政策的放松对于中国经济无疑是边际上影响最大的政策变量；第二重是两会刚刚结束，新一届领导班子产生，这必然使得我们对于未来有所期待；第三重是2023年是“十四五”规划（2021-2025年）的关键年份，一般而言，五年规划的中间年份政策力度都是较强的。

对应于本次报告标题中的“风吹幡动”，当前可以说是既有防疫政策改变带来的“风动”，也有数据展现出的“幡动”，更有在经历了一场长达三年的漫长冬天后，我们对于春天无比期待的“心动”。

二、1-2月数据背后的光鲜与隐忧



时至3月，此前1-2月的数据空档期结束，预期迎来了现实的检验。一方面，工业生产、消费和投资表现亮眼：1）生产方面，2月PMI为52.6%，创下2012年5月以来最高值；同时，1-2月工业增加值同比增长2.4%，相较去年12月增速高出1.1个百分点；2）消费方面，1-2月社会消费品零售总额同比增长3.5%，而去年12月社零同比增速仅为-1.8%；3）投资方面，1-2月固定资产累计投资增速为5.5%，高于去年全年增速5.1%。值得一提的是，虽然房地产投资还是负增长（-5.7%），但降幅较去年全年（-10%）已大幅收窄。

但另一方面，这些数据背后也折射出不少隐忧：

1、低通胀

2 月 CPI 同比增速 1%，重回“1 时代”，环比更是-0.5%；PPI 同比下降 1.4%，降幅较上月扩大 0.6 个百分点。

2、就业情况依旧不容乐观

2 月失业率为 5.6%，较去年底有所抬升。更为严峻的是年轻（16-24 岁）群体失业率进一步攀升至 18.1%，创下自去年 9 月以来的最高水平；

3、内外需不足

外需方面，1-2 月出口同比增速降至-6.8%，大幅低于去年全年+7%的增速。同时，媒体报道也称目前各港口空集装箱堆积情况很普遍。

内需方面，尽管消费和投资整体表现不错，但均存在结构性问题。消费中居民部门累积了大量的超额储蓄，同时提前还贷现象普遍，这都表明居民对于消费仍是持谨慎态度。投资方面，如果考察投资中最能反应市场自发需求的一项——民间投资，会发现该项 2 月份增速仅为 0.8%，这是自 2020 年 12 月以来的最低增速。

三、“两大拉动，两大拖累”框架看今年中国经济

回顾 2022 年中国经济运行的逻辑主线，可以用“两大拉动，两大拖累”来概况：即，出口和基建充当着拉动中国经济复苏的主力；消费和地产成为拖累中国经济的两大阻力。沿用这一框架，如果要预测 2023 年中国经济形势，就需要看这两大拉动和两大拖累会如何发展。

1、两大拉动

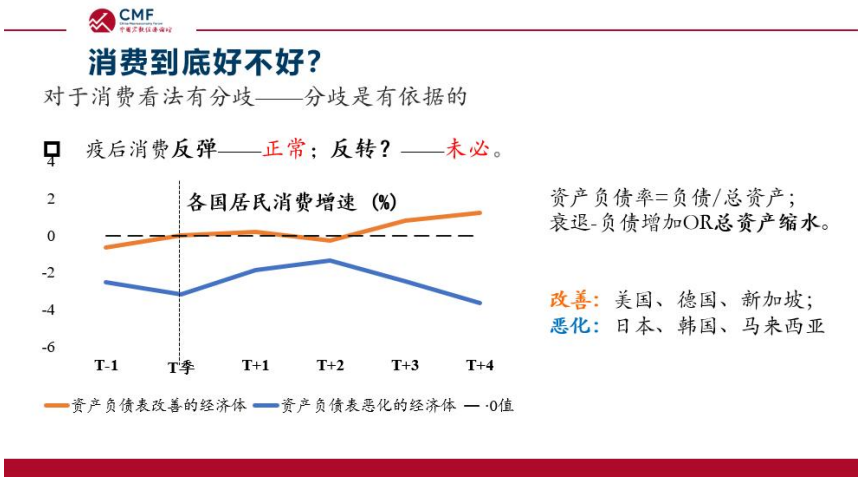
出口受制于欧美衰退、疫情相关出口增速放缓以及其他国家生产能力恢复等因素大概率不如去年。基建方面，2022 年基建的名义增速接近 10%，今年要再达到这一高增速是很难的。尽管今年 1-2 月基建投资也取得 9%的增速，但这一数字是在整合了财政政策前置、集中复产复工、地方政府“拼经济”等多重利好因素之后取得的。**因此，我们认为今年基建投资仍将保持高增长，但增速大概率不及去年。**

2、两大拖累

地产方面，虽然针对房地产的政策在边际上有所松动，但地产行业下行的长周期趋势很难得到根本性扭转。如此一来，消费就成为了今年最大变数，也是最值得期待的一项，政府工作报告也将其列为第一重点工作。**可以毫不夸张地说，2023 年消费强，则中国经济强。**

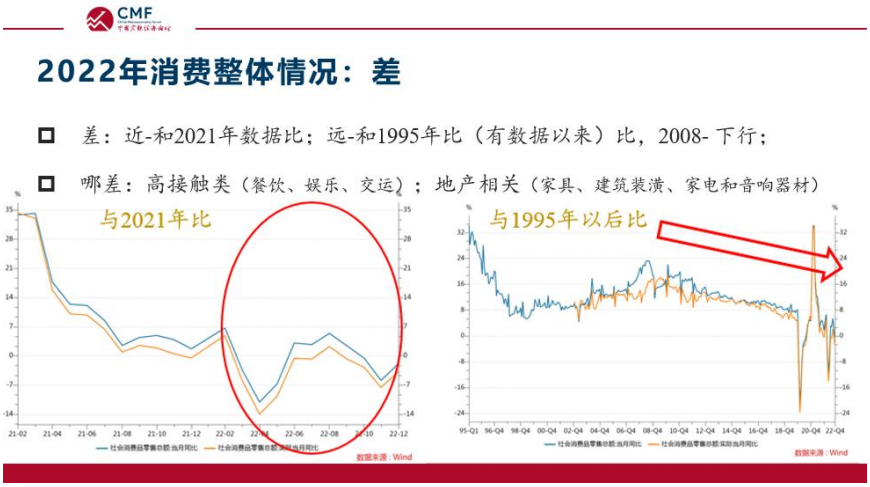
四、今年消费好不好

对于今年消费的表现，不同的人可能得出不同的结论。认为消费好的人可以列出 1-2 月社零数据，以及许多微观层面的证据（如：拥堵指数、地铁客运量，以及餐馆、景区大排长队等）；但不看好消费的人则可以一针见血地问到：没有报复性收入，何来报复性消费？



从其他国家数据来看，这种分歧的出现是十分合理的。我们将国家按照疫情期间居民资产负债表恶化/改善分为两组，其中改善组的代表性国家有美国、德国、新加坡，改善的原因主要是政府在疫情期间给居民部门的财政补助，恶化组的代表性国家有日本、韩国、马来西亚，恶化的原因主要源于居民部门资产缩水。两相比较，可以看到两组的一个共同特征：在防疫政策放松后出现了消费反弹。但情况在大致半年左右时间后出现了分化：居民资产负债表改善的国家消费增速继续提速，恶化的国家则出现了增速掉头向下的情况。**这说明，防疫政策放开后短暂的反弹是正常且普遍的，但要形成趋势性的反转也并非必然，取决于居民资产负债表的修复情况。**

五、从“收入×消费率”恒等式看消费



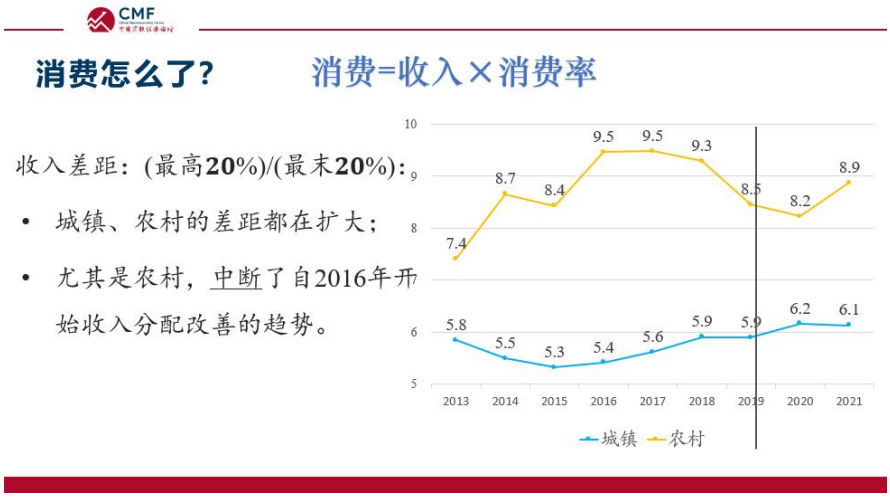
回顾 2022 年的消费情况，整体而言是比较差的，这一点无论是和 2021 年数据，还是更早的自 1995 年以来数据相比均成立。从大的分类上来说，主要差在高接触类（餐饮、娱乐、交运）和地产相关（家具、建筑装潢、家电和音响器材）行业的消费上。要分析消费的问题，备选的框架不少，我们选择一个最简单的恒等式——消费=收入×消费率。

1、 收入存在三方面的问题：增速放缓、差距扩大、分项承压

1）居民收入增速放缓，且持续低于 GDP 增速

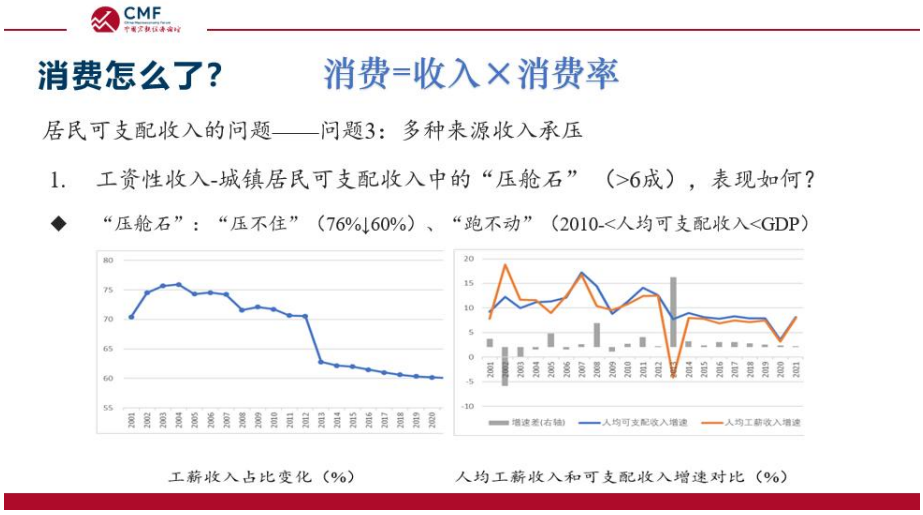
可解释消费的理论众多，但在各种理论中，收入无疑都是最为重要的因素。疫情之后居民收入的放缓体现为绝对和相对放缓两方面。一方面是绝对增速的放缓。疫情发生之后居民收入实际增速出现了大幅下滑，增速一度从 2019 年一季度的 5.9%大幅跌至 2020 年一季度的-3.9%。从 2022 年数据来看，全年增速仅为 1.9%，处于历史低位。除绝对增速放缓外，同样严重的是相对增速的放缓，这可能引发经济进一步下行的恶性循环。城镇居民人均收入增速从 2013 年后（除 2020 年 3 月外）开始持续地低于 GDP 实际增速。**在低增长背景下，一旦居民收入赶不上 GDP 增速，可能引发“低增长-更低收入-弱预期、弱消费-低增长”这样一种恶性循环。**

2）疫情对中低收入群体冲击更大，由此导致收入差距扩大

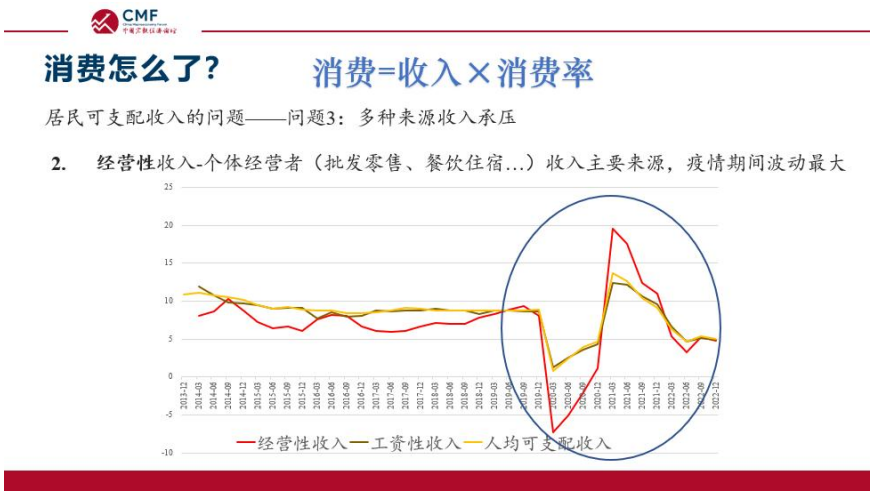


疫情对于中低收入群体打击更大，而中低收入群体的边际消费倾向是更高的，因此疫情期间收入差距的扩大无疑会抑制整体消费。考察收入差距的一个指标是分城乡收入最高 20%和最低 20%收入户的收入之比。以此指标来看，城乡的收入差距在疫情后均有所提升，尤其是农村。疫情打断了自 2016 年开始农村持续的收入差距缩小的良好局面。

3）深入居民收入构成来看，多种收入来源均承压



工资性收入——城镇居民收入中的“压舱石”，“压不住、跑不动”。工薪收入作为城镇居民可支配收入中占比超过 6 成的收入来源，可以说是居民收入的“压舱石”。但就该项收入而言，既有近忧，又有远虑。近忧体现在当前严峻的就业形势，远虑主要体现在两方面，可归纳为“压不住”和“跑得慢”。“压不住”是指从收入构成来看，作为居民收入“压舱石”的工薪收入占比在不断下降，其峰值出现在 2004 年，达到 76%，此后不断下降，最新 2021 年数据仅为 60%。“跑得慢”是指就增速而言，城镇居民人均工薪收入增速从 2010 年起持续低于人均可支配收入增速，更低于 GDP 增速。



经营性收入——个体经营者最为依赖的收入来源，所受冲击最大。疫情极大地冲击了服务业，代表性行业有批发零售、餐饮住宿等，这其中涵盖了大量的个体经营者，他们主要依靠经营性收入。疫情以来，居民各项收入中经营性收入波动最大。

财产性收入——最能带动消费的收入来源（MPC 最大），面临“跌跌不休”窘境。就居民的财产性收入而言，股市的“跌跌不休”以及理财产品的频频“爆雷”无疑会侵蚀居民的财产性收入。财产性收入对于提振消费有两个特别之处：一是在居民的各类收入构成中，财产性收入的边际消费倾向最高，转移性收入次之，工资性收入和经营性收入的边际消费倾向最低。可以想象，同样是增加 1000 元收入，如果这笔收入增加的是工资性收入，那么个体很可能会存下来大部分。但如果这笔钱是炒股挣的，那么个体可能将其归结为“手气、运气”，即使拿出大部分来消费也是可能的；二是就消费用途而言，财产性收入主要用于交通通讯、文教娱乐、居住和医疗保健支出这些需求弹性较高的消费类别上，而工资性收入主要用于居住支出。这一结果很符合直觉：因为财产性收入很多时候会让人觉得是意外之财，很可能拿去用于一些需求弹性较高的消费。但工资收入作为稳定性最高的收入来源，主要会用于交房租、还房贷等刚性支出。联系前面内容可以看出，财产性收入主要用于的消费种类中，交通通讯和文教娱乐恰恰也是近期消费疲弱的主要类别，由此可见财产性收入对于拉动消费意义重大。

2、 消费率存在两方面问题：被动消费场景受限和主动消费行为调整

消费率反映的是消费意愿，这个意愿又分为主动和被动两部分。被动受抑制部分也就是消费场景受限。被动影响的是与疫情防控相关的消费场景受限。简言之，就是想消费而没地方消费。相关受抑制消费集中反映在餐饮、住宿等方面。主动调整部分也就是居民消费行为的变化。还有一部分消费率受消费者自身行为影响。

消费率对应的就是储蓄率，因此消费率过低的问题等同于储蓄率过高。2022 年以存量方式（按照储蓄存款余额外推）计算的居民部分超额储蓄大致在 8 万亿左右。这部分超额储蓄的形成反映了疫情期间居民消费行为的主动调整，大体而言，原因包括疫情期间：1）房地产市场不景气导致居民减配房产；2）理财收益频频走低导致个人理财的赎回；3）为应对不确定性而增加的预防性储蓄。**总体而言，疫情期间，居民“不买房，不买理财，多存钱”这三部分对于超额存款的贡献大致是 2:1:1。**

3、 从收入和消费率两方面展望未来消费

在剖析消费萎靡原因的基础上，我们可以沿用“消费=可支配收入×消费率”这一分析框架来寻找拉动消费的着力点。

1）居民可支配收入：增速有所提升，但需注意收入差距问题

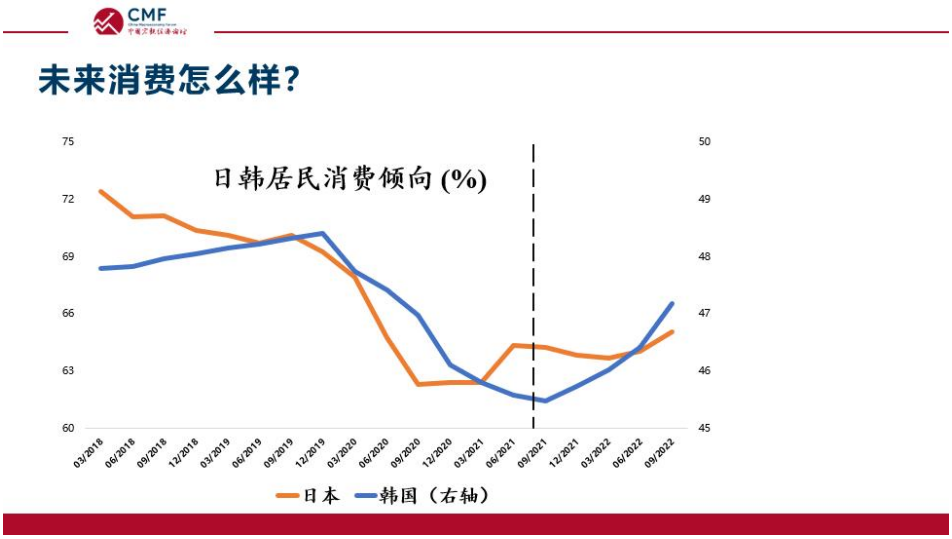
就居民收入而言，疫后有利的因素无疑是疫情之后经济活动的回暖，尤其是之前受疫情冲击最为严重的服务业和个体经营户等。但不利因素是前面谈到的收入分配恶化问题，这一问题在短期内难有明显好转。

2）消费率：消费场景大幅修复，但居民信心有待提振

影响消费率的各因素中最为利好的无疑是消费场景受限问题得以大幅解决，这相当于解决了之前消费率受抑制中被动部分，由此可以直接促进接触性、社交性消费的恢复，包括交通运输、餐饮住宿、衣着化妆品等。

尽管消费场景有所修复，**但居民主动调整导致的超额储蓄部分短期内可能较难转化为消费。**一方面，就形成原因来看，当初源于“不买房”形成的部分（约 4 万亿），大

概率要么接着处于观望状态，要么随着房地产的转暖而陆续进入房地产市场；源于理财赎回的部分（约 2 万亿），同样可能继续以存款形式 “趴”在账面上观望。又或者一旦资本市场有明显转暖，这部分超额储蓄可能选择流入资本市场（股市、债市），而非消费；预防性储蓄积累的部分（约 1 万亿），可能会部分转为消费，但这取决于居民预期的改善程度。



另一方面，从当前调查数据来看，居民对于就业、收入的预期似乎有触底回升之势，但从其他更早放开防疫政策的国家的经验来看，新冠疫情不可能一波就结束。中国当前正处于疫情稳定期，但后续一旦第二波、第三波，以及病毒变种来袭，还会大大提升居民面对的不确定性。在这种情况下，预防性储蓄不可能快且强地转化为消费。此外，“疤痕效应”的存在可能使得这个进度不会太快。“疤痕效应”指一些小概率但产生重大负面影响的事件（“黑天鹅”事件）可能永久性地影响人们的预期。从日本、韩国这两个更早放开疫情管控的国家的消费表现来看，即便在防疫政策放开近一年半后，其消费倾向仍显著低于疫情前，表明“疤痕效应”是真切存在的。

4、 消费的可能复苏路径

消费复苏的上半场主要依靠“两条腿”走路，即收入增速回升和消费场景修复。

分收入群体来看，消费复苏上半场的主力应该是中高收入群体。这部分人群此前更

多是受到消费场景的限制，因此预计在较快时间内表现出消费提升，集中表现在吃住游等领域（交通、旅游、住宿餐饮、电影等行业）。此外，随着地产行业转暖，预计地产相关（家具、家电音响器材）消费也会有所提升。

消费复苏的下半场主要依靠中低收入群体，不同于中高收入群体“快但短”的复苏节奏，中低收入群体的复苏节奏依赖于收入的修复，会慢一些，但持续时间更长。如果将中高收入群体的复苏节奏概况为“暴风骤雨”式，那么中低收入群体的复苏节奏则更像是“润物无声”式的缓慢复苏。

六、政策建议

1、储备一批大项目、好项目以带动投资、提振信心

当前一批好项目、大项目的积极意义是多方面的：一是保持一定的经济增速不仅有利于居民可支配收入的稳步回升，也有利于居民消费意愿、信心的回暖，可以有效拉动经济；二是可以借此窗口期提前布局一下在新能源、环保、高科技等领域的投资，为中长期的高质量发展奠定基础；三是由政府牵头大项目的出台可以通过直接的经济溢出效应，以及间接的信号（signal）渠道带动民间投资，为中国经济注入活力。但值得一提的是，这里所提的“大项目”也需仔细甄别，避免导致后续产能过剩、僵尸企业等问题。

2、考虑适度恢复“小摊小贩”、夜市经济等个体生产经营活动

疫情期间，居民可支配收入中受创最为严重的就是经营性收入，该项收入与个体经营活动关系最为密切。鉴于经营性收入事关大批个体经营者，而这些群体往往收入水平偏低、收入稳定性低，因此应该是政策兜底的重点关注人群。为拉动这部分群体收入，可以在政策允许范围内有序放开街头“小摊小贩”活动，尤其是在一些疫情前有夜市文化基础的地区，还城市以“烟火气”，这也是拉动各地旅游收入、带动夜间经济的有利举措。同时，考虑到这部分群体在经营活动重启方面可能遇到的困难，还可以从租金减免、延缓还款等方面予以帮扶。

3、借助中国的数字化优势，考虑发放一批消费券。

中国有很强的数字化优势，政府可以借助个税申报系统、社保系统、电商平台等数字化平台，考虑在有条件地区发放消费券。同时在发放过程中，应明确发放群体应向中低收入群体倾斜，避免出现消费不平等恶化情况。

4、利用好疫情期间建立的核酸亭等设施。

疫情期间全国各地建立了大量的核酸检测亭等设施，这些检测点实际是深入各个居民生活点的重要站点。这些设施目前利用率已经不高，为避免资源浪费同时切实做好利民举措，可以考虑将核酸亭转化为社区医疗服务点、流动书报亭、不定时“跳蚤市场”、就业信息咨询处等。

5、鼓励企业直面消费者“痛点”，切实做到“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”。

除了从消费需求端发力，长期来看，企业也应该苦练“内功”，切实做到“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”。正如此前刘鹤副总理署名文章所言，当前中国大部分领域消费“有没有”的问题基本解决，“好不好”的问题更加突出，这就需要通过高质量发展解决我国社会主要矛盾。

当前尽管消费中需求疲软是主因，但客观上各个细分领域也依据存在一些消费“痛点”，这都是商家有所可为之处。例如：1）考虑到未来还可能发生的公共卫生危机，学校、企业新建宿舍都应配备更好的新风循环系统、易于转化的单间（住宿、会议、考试、就餐等）隔离系统；2）酒店旅游行业，针对越来越多的二胎、三胎家庭，应该推出更多样的房型，以更好适应于二胎、三胎家庭，以及带育儿嫂、父母出行的家庭；3）同时，针对当前风靡的“网红打卡”式旅游需求，各酒店可以考虑提供“入住酒店，即可享受网红餐饮送到房间”的服务，让游客免去在网红小吃点、餐厅大排长龙之苦；4）有条件的酒店，可以尝试推出酒店代为托管婴幼儿的钟点服务，具体形式可以是酒店自行推出或与相关专业托育机构合作的方式推出。

如果问当前中国经济表现出的变化，到底源于风动，幡动还是心动？答案更可能是皆而有之。有防疫政策放开后带来的政策风动，也有数据回暖带来的幡动，更有大家在大疫之后对于春天热切期盼的心动。幡动与心动印证的恰恰是当前中国经济现实与预期间的互动，但也要避免心动之重超出幡动所能承受范围，进而导致数据温和复苏和市场强预期间出现较大落差。对于未来，政策可以更积极一点，公众也应更加乐观一些，同时市场也应对数据更加耐心一点——中国经济复苏正在路上。

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“年初的经济修复状况、经济复苏面临的内忧外患”等问题展开讨论。

中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家**毛振华**认为，应该有一个市场化的经济修复。一方面，市场主体是经济行为的主要引擎，需要将政策真正落到市场主体上；另一方面，政府应该从社会思潮方面入手，降低市场主体面临的环境压力。**要将 GDP 增长作为一个重要的考核，在此方向下，让政策渗透到市场主体，政府引导市场环境，市场主体发力，从而实现市场化的修复。**

上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人**刘元春**指出，目前的修复在逐步全面开启之中，修复效应是大于扩张效应的。经济的全面修复不仅需要政策进一步加持，同时也需要耐心等待经济主体进一步修复“疤痕效应”。从高频数据来看，目前我们仅恢复到 2019 年状态的八成，之后两成的恢复更加艰难，因为这涉及到预期的进一步优化，内生动能进一步提升，依赖于资产负债表进一步的修复。目前我们不必担忧中国经济的复苏，而是要从目前乐观的环境中考虑在复苏进程中的远虑与近忧之间的权衡。

花旗集团大中华区首席经济学家**余向荣**认为，经济开局是良好的，但是驱动力和市场预期有所偏差，该强的没有比预期强，该弱的没有想象中那么弱。预期较强的是消费，特别是服务消费，实际基本符合预期；预期较弱的是地产出口等，实际比想象中好一些。总体上看，今年开局是比较平稳的。

今年增长的两个关键变量：1）消费和服务的追赶效应。经济重启可能会带动一个就业改善、收入改善，从而到消费改善的良性循环，而这个良性反馈机制可能是后续消费复苏最大的、可持续性的支撑；2）地产在 L 端的底部企稳。如果高线城市房价上涨，购房者的信心可能会进一步修复，从而让那些被抑制的需求抓紧入市，使得之前的宽松政策传导下来，实现地产企稳。

今年经济增长主要是靠内生增长，而不是靠政策刺激。一方面，疫情政策的瓶颈解除后，经济活动正常化了，之前政策刺激的努力就会更加有效地传导下去。另一方面，在疫情期间持续的危机救助模式下，政策空间大大收窄了，尤其是地方政府急需恢复财力，因此大水漫灌既无必要也无可能。

中国社科院金融研究所副所长**张明**指出，今年的宏观政策应该延续去年扩张的基调。这是因为中国经济最主要的矛盾依然是当前增长率显著低于潜在增速，存在负向潜在缺口，存在总需求不足的表现。目前我国经济同时面临着内部和外部的不确定性，外部不确定性包括全球经济下行、美联储加息以及地缘政治冲突风险，内部不确定性包括疫情导致的疤痕效应、人口到达拐点，以及国内隐含的金融风险。

全方位推动消费复苏，需要关注六个方面：1）尽可能快地恢复中低收入家庭的收入增速；2）想方设法改变居民部门对未来的信心；3）通过政策推动服务业更加全面地复工复产；4）在国民收入初次分配方面要更多向国民部门倾斜；5）优化调整房住不炒政策；6）政策发力，促进民营企业健康成长。

摩根士丹利证券（中国）董事总经理、首席经济学家**章俊**认为，2022 年国内的“三重压力”核心是预期转弱，叠加美联储加息以及俄乌冲突，导致去年总体预期较差。**就业已经成为目前宏观政策的硬约束，而 GDP 的增长目标更多是发挥预期管理的作用。**

预期差已经开始出现：1）投资方面，1-2 月的经济增长，特别是固定资产投资依然是基建驱动，或者是由国有部门的驱动的，而民营企业的投资信心还没有得到有效恢复；2）消费方面，需求低迷的主要原因是超额储蓄去化不及预期。短期内消费改善依赖于就业和收入的改善，长期则依赖于结构性改革；3）库存方面，目前工业处于被动

补库存阶段，需要经历一轮实实在在的被动去库存，才可能出现主动补库存，从而拉动经济上行；4）出口方面，出口可能好于预期，但依然存在较大不确定性。此外，美联储加息叠加硅谷银行事件，可能会对我国贸易产生冲击，形成预期差。

总结来说，预期差将是今年主导整个市场和投资者情绪的关键指标。建议政策应该保持连续性和稳定性，同时也要重视前瞻性。

刘元春：复苏前景乐观，宏观经济政策仍需加力提效

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

以下观点整理自刘元春在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第62期）上的发言

一、经济复苏已经开始启动

根据统计局公布的数据，结合一些高频数据和平台数据，可以证实疫情政策优化之后的重启效应非常明显，经济复苏已经开始启动。对此，我们需要把握以下特征：

1、与其他国家相比，疫情放开后我国社会和经济秩序修复较快

原来预计疫情达到高峰和消退需要一个半月到两个月，但是实际上我国基本在25天完成了。可以看到疫情政策放开后，中国经济的修复比很多发达国家和东亚国家要快。这导致社会秩序恢复得也很快，各类参数也出现更快速反弹。

2、供给端比需求端修复要快

这一点不仅仅反映在供给端的各类参数出现明显反弹，更为重要的是价格参数出现了回落过程。因此在修复过程中，需求不足的问题在持续强化。两端都在修复，供给端修复更快，主要原因是在内需修复的过程中，外需出现了问题。

3、服务业修复比工业修复要快

这里很重要的一点是，很多服务业的修复是疫情之后的重启，而工业在前期保供保产上做得不错，因此需要根据市场环境来进一步变化。5.5%的服务业生产指数可以保证服务业价格不会出现欧美修复中面临的通货膨胀问题。

4、房地产的修复比预期要快

房地产 1-2 月份销售跌幅，从去年的-26.7%，收窄至-0.1%，即将实现正增长。投资额从去年的-10%回升到-5.7%，土地拍卖回升得也不错。更重要的是，2 月份 80%的城市新建住房价格环比正增长，60%的二手房价格开始正增长，这比原来的预期更快。

5、预期修复也更快

经济学家信心指数回升了，OECD 商业信心指数（中国）也回升了，更重要的是制造业生产经营活动预期指数从去年最低的 48.9%回升到今年 2 月份的 57.8%，非制造业业务活动的预期指数从去年 12 月 53.7%回升到目前的 64.9%，可以看出预期在回升。这些特征为下一步经济复苏奠定了条件。

二、经济的全面修复需要政策的进一步加持

1、尽管修复效应明显，但并未出现报复性反弹

目前的修复在逐步全面开启之中，修复效应是大于扩张效应的。经济的全面修复不仅需要政策进一步加持，同时也需要耐心等待经济主体进一步修复“疤痕效应”。值得关注的是，疫情对中国经济的冲击不仅仅是一些参数的变化，更重要的是资产负债表以及经济主体预期动力信心的破坏。从这个角度看，虽然高频数据反映出很多吃穿住行的行业恢复效果很好，但是与 2019 年相比也就恢复了八成左右。

一般而言，经济复苏要经过两个阶段，第一阶段是修复，第二部分是扩张。其中修复又包括两个阶段：一是经济社会秩序恢复下的经济循环恢复；二是在经营恢复的基础上，市场主体的资产负债表的修复。达到 2019 年的常态状态是修复，然后才能进入扩张阶段。从高频数据来看，我们的经济运行刚刚恢复到八成，后面两成的恢复是更艰难的，因为这涉及到预期的进一步优化，内生动能进一步提升，依赖于资产负债表进一步的修复。

因此，我们必须在关注各类反弹的同时，看到很多参数依然疲软——一是去年消费的核心支撑力量——汽车销售在近期出现疲软，尤其是在一些外生冲击下，新能源汽车和相关汽车的大减价带来的市场不利预期开始蔓延。2022 年汽车销售增长为整个消费贡献了一个百分点，而 2023 年 1-2 月份汽车销售下降了 14%，狭义乘用车下降了 25%，3 月份虽然有所回升，但出现了价格战，需要我们高度关注。二是与房地产相关的装修、家具以及耐用品销售依然处于负增长，说明现在的反弹仅仅限于日常消费。

2、房地产的快速修复主要靠政策推动，未来是否能持续复苏值得观望

政策性驱动是否可以保证房地产市场稳定复苏存在着不确定性。需要高度关注的是目前各类政策已经出尽，但触底反弹的态势分化十分严重，头部企业的债务风险并没有真正消除，很可能进一步出现违约事件，从而导致市场动荡，复苏的预期又出现崩塌。同时，我们必须关注，当下的短期政策性反弹能不能转化为新经营模式下的常态运行体系，房地产在基础参数变异、大周期调整、房地产企业经营模式变革以及政策性因素四大力量的冲击下，房地产政策注定十分复杂。

3、外需收缩可能会有很大波动

虽然 1-2 月份出口数据按美元计价同比下滑 6.8%，比去年 12 月份的 9.9%有所收窄，但是考虑到欧美圣诞效应以及我们的春节效应，2 月份数据的参考性不是很强，还需要进一步观望。从欧美的各种需求先行参数来看，未来出现出口波动将是大概率，欧美银行危机必定向实体经济领域蔓延。

4、就业压力开始进一步显现

1 月份就业压力还不是很大，5、6 月份毕业季将是压力全面释放的关键期，那时就业压力就会显现出来。特别是大学生、高中生和中职毕业都达到历史新高的同时，三年疫情已经透支了当下及未来一段时期的岗位需求。

总体而言，对于目前的修复效应要审慎，尤其是对于如何进一步加力实现后面这两

成的修复，要有一些深刻的认识。更为重要的是，修复效应在向扩张效应转化过程中是否顺利，取决于各项政策、各项预期是否具有可持续性。因此，建议在政策上进一步加力，重点关注修复效应向扩张效应转换过程中的政策把握。单纯依靠传统的地方招商引资的方法可能难以完成市场信心的进一步巩固，也难以完成修复效应全面向扩张效应的转换。

三、对复苏前景保持审慎乐观，全面深入盘点近忧远虑

不过，审慎并不意味着悲观！今年实现 5%左右的经济增速目标是没有问题的，有以下几个原因：一是今年的修复效应依然很强劲，根据我们测算，仅修复效应就直接会达到 GDP 的两个百分点左右；二是房地产的复苏。第一个修复效应是疫情政策优化导致社会秩序修复的效应，第二个是宏观政策直接对于房地产的救助带来的修复效应。我们认为去年的拖累可能达到 1.2 个百分点，今年的拖累可能会减少到 0.2 个百分点。此外，今年是换届年，是新生干部全面加油干的关键年份，换届效应非常突出，它所产生的扩张效应也是很明显的。**因此，不必担忧中国经济的复苏，相反，要从目前乐观的环境中考虑在复苏进程中的远虑与近忧之间的权衡。**

1、外需方面

虽然外需下滑是全球经济疲软的必然产物，但还是需要把握好需求效应和替代效应之间的关系。如果欧美出现硬着陆，中美脱钩断链进入新阶段，外需下滑可能会成为一个中期现象。

2、房地产方面

在保交楼、三支箭和需求释放政策的刺激下，房地产的短期反弹很明显，但是如何形成长效机制，包括房地产新的经营体系、经营模式，是我们要重点考虑的。**如果只是简单地重返过去治乱循环的状况，依然采取用泡沫来支撑经济是很危险的。**因此，在房地产调控上，需要有更大的耐心，在政策端，尤其是政府轨的供应上有更多地着力。

3、宏观政策要保持连续性

更为重要的是，要全面巩固和改善市场主体的预期，将中央经济工作会议、政府工作报告以及总书记所做的重要指示落地。对于一些错误思潮要给出明确的回应，对于不利的言论要进行有力约束；在制度上法治上，要有很好的举措稳定民营经济的信心；对于宏观政策的连续性要给出保证性的说明，防止重蹈 2021 年所出现的，过早、过度收紧的覆辙。

很多人担忧 1、2 月份信贷充足，但是 3、4 季度又会进行新一轮收紧，从而导致流动性出现过度波动。在这方面，我们需要有更进一步的举措，对于中期问题要有更审慎的考虑。今年地方政府信心很足，但是很多地方政府采取了传统的招商引资、扩大基建的模式，通过债务隐性化和非规范化的扩张来达到短期指标的完成，这些问题可能需要大改革来进行修正。机构改革已经拉开了新一轮改革的序幕。**进一步的改革方案要有持续性，对制度进行全面优化，从而稳定预期，巩固目前的修复成果，产生向扩张迈进的宏观效应。**

毛振华：期待市场化的经济修复

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 62 期）上的发言

一、经济虽有修复但弱于预期，需加力推动市场化的经济修复

经济有所修复但距预期仍有一定差距。去年年底的中央经济工作会议和今年的政府工作报告均释放了全力拼经济的信号和决心，有关部门也相继出台了一系列稳经济增长的政策措施。但从今年 1-2 月的经济数据来看，经济虽有修复，但相较于此前较强的市场预期仍偏弱，在一定程度上呈现“强信号、弱反应”态势。

政策稳增长难度加大背景下，需加力推动市场化的经济修复。一般而言，当经济处于上行期时，政府的引导往往具有乘数效应，较小的政策调整就能产生较大的带动作用；而当经济处于下行期时，政策干预效果就会有所打折。近几年，受新冠疫情和其他一些周期性、结构性因素影响，我国经济增长平台有所下移，疫情冲击之下 2020-2022 年复合增速仅有 4.4%，2023 年的经济增长目标为 5%左右，以此估算，2022-2023 年复合增速也仅有 4%左右。当前，政府发展经济的决心已然明确，加快实现经济修复成为全社会的共识，国家、企业、居民均对此翘首以盼。在政策稳增长难度加大的背景下，如何突破“强政策、弱修复”格局？如何在疫情冲击这一扰动经济运行的最大负面因素消除后，使经济加快恢复到常态化的增长轨迹上来？如何让中央的经济政策落到实处？ 面对这一系列问题，我觉得最关键的是要引导实现市场化的经济修复，这才是经济政策真正发挥稳增长效力的核心和关键，是真正实现经济修复的源头和动力。如果说推动经济修复的宏观政策是一场春天的及时雨，也要有一个引水入江、引水入河进而滋润万物的过程，而不是任由雨水四处蔓延导致漫山遍野的山洪。

二、市场化修复包含市场主体修复、市场环境修复两重含义

实现市场化修复的基础和前提是明确何为市场化修复。市场化修复具有多重内涵，其中我认为市场主体的修复和市场环境的修复是市场化修复的两个主要方面。

内涵之一：市场主体尤其是民营企业的修复。宏观经济政策的制定和执行对经济平稳运行至关重要，但政府是经济政策的制定者并不意味着政府就是经济的主引擎。市场在资源配置中起到决定性作用，政府则主要在制定规则、维护运行、保障环境方面发挥重要作用，市场主体才是经济主引擎。要让市场主体成为经济发展、经济修复的主要生力军。虽然国有企业作为重要的市场主体，对经济修复具有重要作用，但从考虑市场的内生动力的角度，激发民营企业这一市场主体活力的重要性更加重要。如何把稳经济政策真正落实到民营企业这样的市场主体上，是一个关键问题。

内涵之二：市场环境的修复。市场环境不仅包括政治环境、法律环境也包括信用环境等在内的整体营商环境。当前市场化经济修复程度不够主要体现在民间投资不足和终端消费疲弱两个方面。一方面，2022 年以来，投资领域中民间投资持续低迷，当前距离去年底中央经济工作会议已经过去一个季度，但是今年前两个月的民间投资增速仍延续去年以来的回落态势，走势并未出现扭转。是市场缺乏资金吗？答案似乎并非如此。从储蓄数据来看，人民币存款增速从 2022 年初以来持续增加，今年前两个月已经升至 12.4%的高位（2016 年 5 月以来高点），投资意愿不足或是更为主要的原因。另一方面，终端消费疲弱。2 月 CPI 大幅回落、核心 CPI 低位下行均显示消费需求不足。当然消费羸弱有就业压力加大、居民收入承压的原因，但是也要看到在预期偏弱下，居民谨慎性动机增强、消费倾向走弱的情况。微观预期偏弱除了受到疫情等因素冲击外，社会思潮的变异也是其重要原因之一。从某种意义上来说，社会思潮的改善对于市场环境修复至关重要。提升民间投资意愿、居民消费意愿，提振市场主体信心，需调动更多的积极力量参与市场环境建设。

三、坚持“以经济建设为中心”，重视 GDP 考核目标的重要性

坚持“以经济建设为中心”，发展仍是第一要务。回顾七十年代的“四个现代化”到八十年代的“翻两番”，在坚持“以经济建设为中心”下，中国经济在较长的一段时

间内实现了高速增长，缔造了中国奇迹。近年来，随着中国经济社会发展面临的形势和环境出现新变化，对政治、文化、社会、生态等方面发展的关注度有所提升。但是，当前中国依然是发展中国家，仍然面临跨越中等收入陷阱等一系列挑战，增长问题仍是核心问题，保持一定增速水平也是经济实现高质量发展的基础和前提。在此背景下，仍然必须坚持“以经济建设为中心”、坚持发展是第一要务。

重视 GDP 考核目标，避免地方政府“躺平”。当前部分地方政府对于经济建设仍存在“躺平”现象，部分官员真正为群众、企业办事、解决问题的积极性不高，甚至某些地方存在地方政府与企业“两张皮”的现象——政府不愿意真心解决问题、企业也不愿意反映其面临的真正问题，这不利于市场主体和市场环境的修复。将 GDP 增长作为重要的考核指标，完善地方政府考核激励机制，有利于增强地方政府经济建设的积极性，避免地方政府出现“躺平”心态，充分发挥政府的经济调节作用，让政策真正利好市场主体和市场环境修复。在此过程中，也需要及时纠正社会上出现的对政策的误读，引导正向的社会思潮，在此基础上加快形成市场化的修复。

张明：宏观政策应延续扩张基调，全方位推动消费复苏

张明 中国社科院金融研究所副所长

以下观点整理自张明在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 62 期）上的发言

一、经济增长依然面临不确定性，不应过于乐观

尽管我也比较看好今年的增长，目前基准预测 GDP 增长 5.5%左右，通胀在 3%以下，但我认为这个增长不是能够自然而然得来的。对今年增长的乐观情绪无非是出于两个理由，一是防疫政策取消后，社会快速恢复常态，无论是消费还是生产、投资都有比较明显的复苏；二是去年基数低，为今年较快增长打开了空间。但是光这两点还不够，还要加上一条：**今年的宏观政策应该延续去年的扩张基调。**这是因为中国经济最主要的矛盾依然是当前增长率显著低于潜在增速，存在负向产出缺口，存在总需求不足的问题，这也是 2 月份 CPI 增速下滑的深层次原因。

1、外部不确定性较高

1）全球经济下行的不确定性

目前来看，美国经济衰退风险较低，欧元区和英国经济衰退甚至全年负增长的可能性较大。原因一方面是通胀上升之后，各国集体实施的紧缩型货币政策导致经济下行，同时，全球层面的供给侧冲击对经济增长也产生了不利影响。外部需求收缩将会导致中国出口增速下降。过去三年疫情期间，中国出口表现强劲，平均增速在 20%左右，而疫情前是较低的个位数增速。**预计未来出口会逐渐回归到疫情前的正常状态。**

2）美联储短期内陡峭加息可能继续导致全球市场震荡

早在硅谷银行倒闭前，一些新兴市场国家和发展中国家就爆发了金融危机。很多国

家，包括斯里兰卡、巴基斯坦、黎巴嫩、土耳其、埃及、加纳、阿根廷等，受到美联储加息的影响，资本外流、本币贬值、外债高企、资产价格下行，经济陷入衰退。有些国家的衰退也与大宗商品价格波动有关。此外，去年全球风险资产和避险资产的价格都在下跌，但似乎并没有诱发发达国家金融风险。硅谷银行出事以后，情况会有一些变化。8 次累计 425 个基点的加息会导致一些发达国家金融体系的风险上行和显性化。硅谷银行事件的发生有两个原因，一是它自己的资产负债表结构有问题，二是美联储大幅加息导致债券市场价格下跌。硅谷银行事件后，美国政府选择了救助，短期内硅谷银行演化成雷曼兄弟的概率已经明显下降，诱发大面积美国中小银行危机的概率也在下降，但引起的全球震荡并没有消失。近期全球股市的震荡，尤其是商业银行板块的股价下跌，以及瑞信股价大幅下跌，使我们不得不担忧：硅谷银行事件会不会使得全球投资者的风险偏好显著下降，从而诱发新的金融动荡和风险。如果这样的风险发生，它会通过金融渠道，比如北上资金的流动，也会通过预期渠道对中国的金融体系和资本市场产生不利影响。

3）国际地缘政治冲突上升

去年 2 月份爆发的俄乌冲突本就出乎预期，迄今为止，它持续的时间和波及的范围更是远超很多分析师的预期。俄乌冲突未来将如何演化存在着很强的不确定性。其他区域的地缘政治风险也令人担心，比如朝鲜半岛、台海、南海等。目前很多宏观金融预测都是在假定没有新的重大地缘政治冲突爆发的前提下做出的，不确定性较大。

以上不确定性将通过多种渠道，包括贸易、投资、心理预期等对中国宏观经济和金融稳定产生影响。

2、内部增长动力也存在不确定性

1）三年疫情导致的“疤痕效应”

疤痕效应也可以称为磁滞效应，是指重大危机可能对经济增长产生中长期影响。

三年疫情对中国经济产生的中期影响至少体现在三个方面：一是会影响到中国家庭和企业的风险承担意愿。在这个意愿改变之前，无论是家庭还是企业加杠杆的动力都不强，而且可能会进一步去杠杆，很多家庭提前还房贷就是表现之一。这意味着我们在短期内难以对居民耐用品消费、制造业投资和房地产投资的复苏过于乐观；二是疫情冲击了企业和金融机构的资产负债表，导致局部领域金融风险上升和显性化；三是疫情严重影响了中低收入家庭的收入增速，除了会压低居民当期消费之外，还可能会影响这些家庭的人力资本投资决策，例如压缩家庭收入用于子女教育的比重，这对未来的人力资本积累将产生中长期负面影响。

综上所述，考虑到疤痕效应的存在，我们不应该对短期内经济自发修复的力量过于乐观。

2）去年达到了人口拐点

去年是很重要的一年，中国总人口数量达峰。迄今为止，中国有两个人口拐点，一是 2010 年，工作人口占总人口比重达峰。2010 年之后，随着工作人口占总人口比重的下降，人口老龄化明显提速，潜在经济增速开始趋势性下行。二是去年总人口达峰，这也将带来重要变化。根据中国社科院蔡昉老师的研究，国际经验显示，在总人口达峰之后，未来的不利冲击会越来越多地发生在需求侧，中低收入家庭面临的负面冲击可能会更加频繁。

过去中国经济下行时，很多救助政策都发生在供给端，主要是保市场主体。但是当人口总量达峰以后，**未来中国宏观政策的着力点应该至少有一部分要向需求侧转移，这才能够更好地对症下药，帮助受到冲击的中低收入家庭渡过难关。**

3）当前的经济增长在很大程度上受到宽松财政政策的支撑

在疫情持续冲击之下，中国经济增长能够恢复到现在水平，不完全是依靠市场的自发力量。若没有去年下半年财政政策的大力支持，经济增长可能恢复不到当前水平。去年下半年的宏观政策，特别是财政政策和上半年相比有重大变化。最大变化是 7400 亿

政策性开发性金融工具。它是由国开行和农发行设立的一种基金，地方基建项目可以申请基金支持。一旦获得批准，这个基金就能够出资并做为项目 50%的资本金。此外，它还有投贷联动的保障，项目很容易获得来自于政策性银行与主要商业银行的配套贷款，从而保证很快能加杠杆。事实上，地方政府财政本来已经捉襟见肘了，如果没有这 7400 亿基金工具的支持和相应的配套贷款，去年下半年的基建投资是起不来的。此外，去年专项债真实发行规模比 3.65 万亿的额度高很多，还有很大规模的增值税留抵退税，这对促进基建投资与稳定市场主体起到了非常重要的作用。

很多人认为，今年中国经济增速理所当然会回到 5%以上，因为市场自发修复的力量很强大。但若宏观政策开始收缩，可能会难以实现目标。**考虑到内外众多不确定性，今年宏观政策应该依然延续宽松基调，而不应过早地实施正常化。**宽松政策过早退出的结果，就是经济增速可能再度掉下去，那时想再重新恢复经济增速，很可能需要花更大代价。

二、如何全方位推动消费复苏

迄今为止，居民消费复苏势头依然较弱，主要有以下几个原因：疫情压制了服务业消费，房地产调控压制了房地产相关消费。更深层次的原因是居民收入增速下降，以及居民对未来的预期减弱。根据统计局数据，去年 4 月居民消费者信心指数大幅下跌，从 120 左右降到 90 以下。

我个人认为，疫情期间居民储蓄率上升和储蓄总量增加，是居民针对内外不确定性冲击的一个理性选择的结果，谈不上超额储蓄，它是一个合理的储蓄决策，是应对未来不确定性上升的经过缜密计算的结果。

要全方位推动居民消费复苏，需要关注以下六个方面：

1、尽快恢复中低收入家庭的收入增速

市场在自发复苏，服务业也在自发回暖，但是在遭受三年持续冲击之后，中低收入

群体的收入增速很难快速恢复，仍然需要通过财政转移支付给受疫情冲击比较大的中低收入家庭提供补贴。发达国家为促进经济复苏，给居民部门提供了大量的消费券和现金补助。在当前形势下，我们可以通过发行国债，对中低收入家庭进行一些现金或消费券补贴，帮助他们克服危机的疤痕效应，例如在找好工作之前缓解其资金短缺，这对于消费复苏是至关重要的。

2、想方设法提振居民部门对未来的信心

目前我国外部环境非常复杂化，内部增长也面临一定压力，**改善老百姓对未来预期离不开两个词：改革和开放。**如何突破各种阻力，推动国内存量改革，对于恢复居民信心至关重要。此外，在全球化减速背景下，中国绝不能关上开放的大门。若没有对外开放，很多国内存量改革也难以推动。因此，增强居民部门预期离不开中国政府的政策宣示，即进一步推动对内深化改革和对外高质量开放。

3、通过政策推动服务业更加全面地复工复产

中国服务业正在复苏，但更多是一些高大上的层面，比如国际旅游、国内旅游、电影消费、娱乐消费等。然而，**真正重要的还是那些长期被关的小店铺能否重开。**一个店铺背后就是一个甚至多个家庭。因此，我们要关注草根服务业企业的复工复产。据我观察，还有很多这样的企业关了之后没有重开。这也需要政府政策的推动，例如减免税、资金方面的扶持等。如果没有这些政策帮助，很多草根服务业企业在遭受了三年重创之后，其自身恢复的可持续性值得担忧。

4、在国民收入初次分配方面要更多地向居民部门倾斜

国际比较表明，在国民收入初次分配中，中国居民收入占比是偏低的，而且持续偏低。例如，目前老百姓不愿意消费，部分原因是出于对未来社保和医保体系可持续性的担忧。为了解决居民的后顾之忧，应由更高层级的政府机构来统筹社保和医保，同时要有一些居民能看得见的政策组合来帮助夯实社保和医保体系。比如，国有企业的税后红利是否可以按更高比例上缴给财政，让财政通过专项账户的方式来充实全国的社保医

保体系？如果能够做到这一点，就可以在一定程度上缓解老百姓的预防性储蓄动机，使得后者更愿意去消费耐用品和可选品。

5、扩大居民消费和未来房地产政策走向也密切相关

从 2008 年到新冠疫情爆发前，中国居民部门杠杆率从 18%上到 70%，背后的主要原因是买房。笔者的研究表明，在 2015 年以后，居民部门杠杆率的上升与居民部门消费增速下降之间的相关性明显增强。因此，房住不炒政策出台非常必要。如果没有这项政策，居民部门杠杆率将会进一步上升，房地产市场的进一步繁荣将会显著遏制消费，从而影响到经济增长的可持续性。当然，我认为房住不炒政策的节奏可以更加平滑一些。无论如何，需要明确的是，我们不能再返回到依靠房地产投资来刺激经济增长的老路上去了。**因此，房住不炒政策应该优化调整，但绝不能再走回头路。**

6、居民消费的复苏取决于民营企业能否健康成长

迄今为止，民营企业解决了中国 80%的就业。如果民营企业大面积萎缩，中国的劳动力就业就会出现严重问题，从而影响收入和预期，消费也因此无法复苏。因此，**在当前坚持“两个毫不动摇”非常重要，**加大对民营企业和企业家财产的保护力度非常重要，为民营企业开拓更多的经营空间非常重要。只有民营企业发展壮大，才能带动中国大多数人的就业，帮助他们提高收入，从而扩大消费、重启内需。

章俊：从预期“差”，到预期差

章俊 摩根士丹利证券（中国）董事总经理、首席经济学家

以下观点整理自章俊在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 62 期）上的发言

一、国内的“三重压力”导致去年“预期差”

2022 年国内的“三重压力”核心是预期转弱，叠加美联储加息以及俄乌冲突，导致去年总体预期较差。去年底以来，预期发生了改变，特别是去年 11 月份以来，各个投行券商做展望时，对今年中国经济都是比较乐观的，预测经济增长都是 5%以上，甚至有的接近 6%。整体来看，中国今年复苏的方向是确定的，但是复苏强度和斜率还存在着很大的不确定性，因此会形成所谓的预期差。从去年的预期“差”转变为今年的预期差，这是值得市场关注的。

1、去年预期“差”

从企业景气指数，到对外贸航运集装箱信心指数，到消费信心指数，再到央行的储户调查，都反映出去年以来居民的储蓄倾向越来越高，消费倾向和投资倾向越来越低。这意味着去年中国的“三重压力”中，预期转弱的特征非常明显，叠加美联储持续加息和俄乌冲突，预期较差是毫无疑问的，这也是去年全球资本市场包括中国国内资本市场的主要特征。

2、年初以来预期改善明显

从去年年底开始，大家对今年的展望已经开始出现比较乐观的预期。年初以来，从一些高频的微观数据来看，中国经济的复苏的确呈现出比较良好的态势。用城市的拥堵指数同过去四年进行对比，无论是上海还是北京的拥堵程度都比疫情前更高。用 PM2.5 指数做同样的对比可以发现，2023 年 1 月 1 日以来，PM2.5 呈现上行趋势，这跟 2021 年、2019 年的上行轨迹非常吻合。2019 年和 2021 年的上半年是经济相对比较正常的时

间段，这说明中国经济从年初到现在的复苏轨迹跟正常年份是一样的，开始从年初步入一个正常的通道。春节期间，无论是外出旅游还是观影等活动，都恢复到了一个相对正常的水平。1、2 月份 PMI 数据的持续反弹带给大家更高的预期。1、2 月份数据公布前，大家对经济数据的关注度很高，同时预期也是比较高的，因为之前大家都是基于预期进行交易，但是并没有真正的数据来印证。大家期待 1、2 月份的经济数据能够印证这样一个乐观的预期，从而可以在资本市场的操作或者配置上做出相应的调整。

二、预期差已经开始出现

1、第一层预期差是两会报告中关于今年经济增长目标的设定

今年 GDP 目标设定在 5%左右，相对于市场对今年投资者或者各大券商的预测区间 5-6%来说，5%落在这个区间的下限，形成了第一个预期差。中央层面对今年的经济增长相对市场而言更为谨慎，“左右”也反映出中央预测今年经济增长仍然存在很大的不确定性，这将对市场投资者形成第一层预期差。预期差可以从两个层面理解，一是目标本身，二是可以用昨天公布的 1、2 月份经济数据进行检验。

首先，我认为今年要实现 5%左右的经济增长目标是有一定的难度。但是，如果回顾历年 GDP 增速目标和实际增速，可以看出 2008 年以后有相当多年份没有达标，包括 2020 年受疫情影响没有设经济增长目标。2010 年前，只有 1998 年时受到亚洲金融危机的影响没有达标。

如果看另外一个政府经济增长目标，也就是城镇新增就业人口，可以看到自 2009 年以来，无论年份的经济是好是坏，是否受到疫情冲击，每年都实现或者超额实现了城镇新增就业人口的目标。**也就是说，对于政府的硬约束已经开始逐渐从 GDP 目标转向就业，就业逐渐成为目前宏观政策的硬约束，而 GDP 的增长目标更多是发挥预期管理的作用。**今年设定 5%左右的目标，一方面是政府预期今年经济增长可能整体向好，另外也是希望市场理解政府想努力实现这样的目标，与之配套的会有相应的宏观政策，财政政策或货币政策。

实际上的硬约束，将更多转向城镇新增就业的目标。今年是 1200 万新增就业目标，比去年的目标增长了 100 万，从实际层面来看是比较大的挑战。去年实际新增城镇就业是 1206 万，今年要考虑到新增的毕业大学生将近 80 万，同时，疫情后农民工可能会回城就业。因此，今年要实现 1200 万的新增就业是有比较大的压力的，政府的目标更多是确保这 1200 万新增城镇就业的实现。

就业增长和 GDP 增速目标之间并不是对应的关系。近年来，服务业在就业市场中占比越来越高，GDP 中服务业占比也在持续的攀升。但毕竟服务业的劳动生产率相对于第二产业制造业还是比较低的，**今年的经济复苏如果是由服务业或消费驱动，可能导致就业改善相对比较明显，而对 GDP 的拉动没有那么明显。**

总结来说，我们认为 5%的增长目标更多是起到预期管理的作用，真正的硬约束在就业。此外，目标设定在 5%左右，我们认为是由于政府考虑到今年经济增长的不确定性。1-2 月份经济数据中已经有了充分的体现，该强的数据没有那么强，预期比较弱的数据也没有那么弱，表现出很大的不确定性。

2、投资改善，但可持续性有待观察

1-2 月份房地产投资明显超预期回升，基建也在高位上继续上行。这反映出今年财政的靠前发力，推动了“十四五”重大基建项目，一些能源项目加速在 1、2 月份开工。

制造业投资 1、2 月份也在持续上行。从大方向上看，金融支持实体经济，特别是支持制造业在去年得到了落实。去年制造业贷款比平均贷款增速高出 20 个百分点以上，带动和支撑了制造业整体上行。

固定资产投资方面，2 月份挖掘机开工小时数出现大幅反弹，回升到将近 70 个小时，但考虑到 1、2 月份和去年存在春节错位效应，如果把 1、2 月份合并起来看，整个 1、2 月份挖掘机开工小时数和去年 1、2 月份是持平的。如果从挖掘机开工小时数的角度来观察，固定资产投资的复苏强度并没有那么强。

以珠三角为例，从卫星数据来看，珠三角正在施工的面积没有出现明显的大幅反弹，房地产和基建到 2 月份为止仍然维持在相对低位。这也说明固定资产，特别是 1、2 月份的基建和房地产，在统计局数据层面可能是继续上行的，但是从其他的侧面数据来看仍然存在着不确定性。

从固定资产投资的结构来看，国有控股企业固定资产投资增速在 10%以上，而民营企业固定资产投资增速降到 0.8%，接近于 0 增速。**这反映出 1-2 月的经济增长，特别是固定资产投资依然是基建驱动，或者是由国有部门的驱动的，而民营企业的投资信心还没有得到有效恢复。**此前李强总理在记者见面会上，着重提高了今年重要的一项工作，就是在“两个坚持”的工作下，重点鼓励民营企业投资信心的恢复。

地产投资 1-2 月份超预期反弹，主要是由于前期保交楼、三支箭政策发挥了很大的作用，带动地产竣工同比增速转正。房地产开发资金的来源累计同比改善了超过 10 个百分点，其中银行融资改善基本跟整体改善是同步的，因此，来自银行层面的资金支持对于保交楼的效果非常明显。

目前竣工加速，但房地产销售相对滞后，导致 1、2 月份商品房的住宅待售面积出现大幅反弹。年初季节性都会出现高点，但是今年 1、2 月份的季节性高点比往年都要高出很多。往年 1、2 月份的库存高点差不多在 2.6 亿-2.8 亿平米，但是今年 2 月份就在 3.2 亿平米以上。这反映了在保交楼推动竣工加速的背景下，房地产销售还没有跟上。**如果未来销售持续低迷，导致房地产库存进一步上升，有可能会对目前新开工的反弹包括竣工速度造成影响，房地产投资增速可能又会出现回落。**因此，不宜对目前的房地产投资过度或提前乐观，目前的反弹只是 1、2 月份政策推动效应的体现。

3、消费复苏偏弱，超额储蓄去化不及预期

从零售数据看，1、2 月份社零数据整体略低于预期。餐饮、旅游等行业反弹比较快，特别是餐饮同比增速达到 20%；地产后周期受房地产竣工增速转正影响，复苏情况比预期要好；此外，出行、石油制品相关的商品复苏情况也好一些。但手机、汽车相关的耐用消费品仍然比较低迷。虽然消费反弹，但下游涨价动力并不明显，与往年 1、2

月份 CPI 环比增速进行对比，可以看出只有服务业的环比增速比去年略高，而食品和非食品的 CPI 环比上涨动能偏弱，反映了整体需求低迷，并没有出现报复性的需求反弹。

需求低迷的主要原因是超额储蓄去化不及预期。央行公布的 1、2 月份新增存款中，居民新增储蓄存款 1、2 月份将近 7 万亿，比历史平均水平 5 万亿高出将近 2 万亿。这意味着超额储蓄还在累积，并没有出现超额储蓄的去化，居民家庭部门的消费意愿仍然偏低。其背后的深层次原因与就业相关。消费要起来，就需要依靠就业和收入预期的改善。但是 1、2 月份的失业率，特别是 2 月份的失业率略有反弹，并且 16-24 岁年轻人失业率的反弹幅度较高。就业人员的平均工作小时数连续两个月和去年 12 月份持平，反映出 1、2 月份工业企业开工率或产能利用率并没有明显改善，这印证了 1、2 月份工业增加值增速略低于市场预期的结论。

短期内消费改善依赖于就业和收入的改善，长期则依赖于结构性改革，包括收入分配改革、提供更多的公共产品，教育医疗等，从而降低居民部门预防性储蓄。这里也存在着预期差：今年 5%或者 5.5%以上的经济增速目标中，三个百分点都要来自于消费，如果消费低于预期，今年的经济预期将会面临一定的下行风险。

4、从库存的角度看目前经济的预期差

1、2 月份 PMI 整体上行，带动了大家对未来经济增长的乐观预期。但是，产成品库存指数在 1、2 月份持续反弹。部分投资者的解释是，这是在经济预期比较乐观的情况下的补库存行为。但我认为这并不是补库存的行为，而是由于年初工业生产活动转向正常，但需求依然偏弱，从而导致了被动补库存。2020 年下半年到 2020 年年底，疫情得到初步控制后需求出现反弹，出现了一轮比较明显的被动去库存，之后才开始出现了厂商主动补库存。从去年下半年以来，整体需求比较弱，因此工业企业一直处在主动去库存的过程中。但到四季度，经济又进一步走弱，在工业企业主动去库存的情况下，需求走弱，导致库存水平反而被动上行。

制造业库存水平和上游采矿业的库存水平依然处在阶段性高点。在目前整体库存水平比较高的情况下，工业企业很难主动补库存。因此我们认为，**需要出现一轮实实在在**

的需求驱动的、被动去库存，才可能出现厂商或者工业企业的主动补库存，从而拉动经济继续上行。这一点可以从一些数据中得到侧面印证，比如 PPI 领先工业品产成品库存大概 3 个月左右，目前 PPI 还在下行，未来产成品库存需要先下行，再出现上行的补库存。

5、出口可能好于预期，但依然存在较大的不确定性

今年出口相对比较谨慎，一是外部需求比较弱，二是从去年四季度以来，出口下行、出口数量明显开始下降，但是价格还是比较平稳的。如果今年全球贸易价格不能支撑，也开始出现下行，可能会导致中国出口增速出现加速下行。1、2 月份韩国和全球的制造业 PMI 都出现了短期回升，但是这个回升是否可持续还有待观察。如果回升可持续，今年的出口情况可能会更乐观一点；但是如果出口是暂时的，则依然要对今年的出口抱有谨慎判断。

6、准财政政策前置发力

基于以上谈到的各方面经济数据预期差来看，1、2 月份财政政策明显是前置发力。今年财政政策定调是“加力提效”，并没有像 2022 年一样提到政策前置，但在操作层面还是出现了前置加力。一方面，1、2 月份地方政府债发行将近 1.2 万亿，比 2020 年疫情和去年高出大概两三千亿，带动了基建投资和“十四五”重大项目的开工。另一方面，准财政也在发力， PSL 余额在经历了大概将近两年的下行之后，自去年 11 月份以来出现明显反弹，主要用于支撑政策性银行支持保交楼和重大基建项目的开工。

去年的货币政策比较宽，但由于预期较弱，货币政策传导不畅，有效性比较差。短期内，应主要通过政府和中央政府加杠杆。目前家庭和企业部门加杠杆的意愿比较低，货币政策的有效性仍然不高。例如，M2 和 M1 剪刀差在 1、2 月份有所反弹，反映了实体经济的活跃程度不高。**今年财政政策还是要保持一定的强度，不能贸然退出，政策要维持连续性，也要重视前瞻性。**

7、美国衰退风险持续上升

海外美联储包括全球经济也存在重大预期差。去年年底，市场认为美联储会在 2 月份暂停加息，全球经济会企稳。但从最近一周来看，大家对于美联储加息路径的判断出现了比较大的变化。这主要是因为硅谷银行事件让大家担心美联储八次加息后的滞后效应已经开始体现了，美联储是否会重新考虑未来加息路径的选择。从芝加哥商品交易所的美联储利率观察工具来看，上周五，投资者还认为 3 月、5 月、6 月，甚至到年底美联储都会处在加息过程中；但是今天来看，大家认为 3 月份加息的概率降到了 60%，甚至认为 6 月份美联储可能降息。**基于金融风险的爆发，美联储未来的加息路径出现了很大的不确定性，**这一不确定性是否会传导至国内，或者影响全球贸易投资，仍然有待观察。

尽管目前金融风险在上升，根据纽约联储测算，未来 12 个月的衰退概率超过了 60%，但是标普 500 的 VIX 指数投资者风险偏好风险厌恶程度依然比较低。过去 10 年中，美联储持续零利率政策，一旦出现经济下行或者出现风险事件马上加息 EQ，也形成了一个所谓的美联储鲍威尔卖出期权（Powell option）。风险事件爆发后，美联储有可能提前加息或者降息，这对资本市场反而是好事。短期内美联储这么做可能有利于降低系统性风险，但长期来看，投资者对于风险的定价已经出现了严重偏离，未来一旦出现问题，就会是大问题。

我们认为硅谷银行事件在美联储快速政策反应下已经得到有效控制，美联储关注的焦点依然是通胀。目前美国国内通胀压力主要是在劳动力市场紧张和随之而来的工资上涨压力，目前美国失业率在 3.6%，依然显著低于 4.45%的自然失业率，这意味着美国目前存在正向的产出缺口和与之相对的通胀压力。美联储必须通过持续紧缩来缓解劳动力市场的紧张程度，具体而言需要把失业率提升到 4.5%以上。从政策路径来看，加息的效果持续减弱。如果通胀依然顽固，未来美联储可能会加快缩表的力度。

美联储加息包括风险事件的爆发，对于全球经济的影响存在着巨大的不确定性，对于今年国内贸易包括其他方面预期的传导也会产生影响，会形成预期差。

总结来说，预期差将是今年主导整个市场和投资者情绪的关键指标。建议政策应该

保持连续性和稳定性，同时也要重视前瞻性。

余向荣：经济开局良好，政策休养生息

余向荣 花旗集团大中华区首席经济学家

以下观点整理自余向荣在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 62 期）上的发言

一、开局怎么样

年初是经济数据空窗期，市场想象空间比较大，出数据之后反而容易“见光死”。今年更加特殊，疫情政策调整后的经济修复不同寻常，难以依靠过去的经验或者模型形成准确预期。统计局公布的一二月份数据非常重要，因为这是疫情放开以来的一个数据验证，有助于锚定市场预期。

1、经济开局良好，但动力组合与市场预期有所偏差

大家一般认为，消费是疫情放开后增长的主要驱动力。这个大方向没有错，但可能需要一点时间。社会零售总额从去年底负增长到一二月份实现了 3.5%的正增长，但反弹不是太强。分类来看，接触类消费表现亮眼。餐饮收入经历了 V 型反弹，从去年底双位数收缩到前两个月接近 10%的增长。服务生产指数也从负增长恢复到中个位数增长。这些符合疫情放开后经济修复的特征。但如果看商品消费，增长总体差强人意，各行业有各行业的困难。汽车销售深度下滑，这与税收等激励政策结束和退坡有关。电信类销售也很疲弱，因为智能手机升级换代需求结构性地收缩了。房地产相关产品零售有所企稳，但是家电家居还是负增长。

2、失业率有所上升

就业市场没有太多惊喜和意外。失业率略有抬升，2 月份达到 5.6%，这基本符合季节性特征，不用特别担心。从出行数据来看，春节后劳动力积极返城，参与到城市就业的洪流中去。欧美国家出现的疫后提前退休、自愿退出劳动力市场等“伤痕效应”在我国劳动力市场上并不明显，劳动力供给处于相对健康状态。例如，2 月份大中城市调查

失业率是逆势有所下降的。另一方面，用工需求并没有出现大幅反弹，恢复可能需要时间。比如，餐饮收入改善很快，但是如果要开新店，招人需要一个过程。

3、投资修复好于预期

与此消费相反，投资活动比想象得强。固定资产投资去年增长 5.1%，今年初加速增长，达到 5.5%。原因有二：一是之前稳增长的努力正加快传导下去。比如，基建投资还维持在 9%的高位增长。去年下半年以来，政府加码投资稳增长，其滞后效应随着疫情放开正显现出来。年初以来专项债发行也比较快，而各地也提前准备了各种重大优质项目。既有钱也有项目。今年基建投资实现高个位数增长是问题不大的。**尽管制造业投资受盈利和外需走弱影响，但政府推动产业升级、绿色转型和国产替代的力度丝毫不会减弱。**年初以来，制造业投资也维持了 8%以上的高增长。

二是地产相关指标显示出企稳的迹象。虽然房地产销售和投资还是下降的，但降幅已显著收窄。更加明显的是新开工，去年下降近 40%，年初以来降幅收窄至 10%以内。地产相关指标降幅收缩得比想象的快。

4、外需保持韧劲

尽管出口持续下降，但是从去年底接近 10%的降幅收窄到中个位数 6.8%，比市场预期得要好。在全球衰退和外需较差的阴霾下，降幅收窄反映了我国出口部门的韧劲。

今年开局的特征可以总结为：该强的没有比预期的强，该弱的没有比预期的弱。预期要强的是消费，特别是服务消费，实际基本符合预期；预期要弱的是地产和出口，实际比预期的好一些。总体上看，今年经济开局是比较平稳的。

二、后势怎么看

今年经济增长更多由内需驱动，靠自然修复实现内生增长。让市场主体充分发挥潜力将比政策刺激更为重要。在去年低基数的基础上，我预测今年 GDP 增速 5.7%左右。

今年增长形势将由以下两个关键变量决定。

1、消费和服务的追赶效应

根据我的测算，和线性历史趋势相比，截至 2 月份住户部门持有超额存款超过 15 万亿元。这包括疫情期间压缩消费结余下来的，也包括因风险偏好下降从风险资产转归到安全存款上来的，其中来自消费的有近 5 万亿元。**后续随着储蓄行为正常化，来自消费的还是会回归到消费中去。**在收入明显增长之前，超额储蓄就是消费重启的“燃料”。消费服务、出行旅游等相关行业年初以来经历了 V 型反弹，但收入并没有那么大的改善。购买力实际上是源于超额储蓄的初步支撑。剩下约 10 万亿元超额存款来自于住户部门资产组合的重新调整，如果风险偏好上升，可能回归到地产及风险类资产的投资上去，也有利于整体经济修复。

超额存款是今年经济启动的重要动力源，但这应是消费复苏的初始动力。后续消费增长还是要看就业市场和收入的改善。服务行业将是今年经济增长的引领板块。由于这些行业劳动密集型，用工需求将随之增加，并可能从工业或其他行业吸收劳动力。劳动力市场供需关系改善就可能使得雇主不得不给员工加工资。因此，**服务业主导的经济重启有助于带动就业改善、收入改善，从而带来消费改善，实现一个良性循环；而这个良性反馈机制可能是后续消费复苏最大的、可持续的支撑。**

2、地产在 L 端的底部企稳

去年三季度以来，房地产支持政策明显加码，甚至可以说是完全转向。地产直接和间接贡献占 GDP 约 1/4，**地产企稳是经济实现整体好转的必要条件**。由此可以推论，如果房地产行业没有企稳，政策还会继续加码，直到至少在 L 端底部企稳。应该说，政策托底的意图已经很明确了。对于行业来说，这意味着上行风险要多于下行风险。疫情放开之后，如果居民信心改善，之前很多宽松的努力会加速传导下来。比如，按揭利率降到历史新低，首套房利率不到 4%；很多城市限购政策也都取消了。年初以来房地产相关指标已经显示了改善迹象。

如果高线城市房价上涨，购房者信心可能会进一步修复，被抑制的需求可能会抓紧入市，从而使得此前的政策刺激传导下来。而我认为今年高线城市的房价可能确实会涨。这一轮地产调整周期和 2015 年相比，很重要的特征是库存本来就不高。去年所有精力都在保交楼上，新开工近乎腰斩。一旦销售企稳，高线城市可能出现没有新盘可供应的情况，去化就会改善。那时，开发商原来给出的很多折扣就不一定再给了，从而导致房价变相上涨。如果买不到新房，涨价效应就会向二手房市场传导。高线城市供需情况改变价格走向，其效应也会对中下线城市有带动效应，从而实现地产行业整体企稳。去年地产销售下滑近 30%，投资下降 10%，在政策加持下，对于今年行业在 L 端底部企稳我是颇有信心的。在这一基准情形下，今年政府对基建和制造业投资的刺激力度有条件有所退坡，维持这两项高个位数增长就能实现整个投资大盘的稳定，从而锚定整个经济的增长态势。

3、今年经济增长主要是靠内生增长，而不是靠政策刺激

疫情政策的瓶颈解除后，经济活动正常化了，之前的政策刺激就会更加有效地传导下去。同时，在疫情期间持续的危机救助模式下，政策空间已经大大收窄了，尤其是地方政府急需恢复财力。所以，**大水漫灌既无必要也无可能**。

财政政策方面，今年赤字率定在 3%，比去年预算的 2.8%高一点，但去年实际赤字率高达 4.7%。今年地方政府专项债额度是 3.8 万亿元，比去年原先的 3.65 万亿也高一点，但去年年中又盘活了 5000 亿存量额度，专项债实际发行 4 万多亿元。也就是说，今年广义财政刺激力度是退坡的。去年组合式减税降费 4.2 万亿元，其中增值税留抵退税 2.5 万亿元，而今年没有万亿级别的减税降费计划了。也有专家建议大规模发放消费券或补贴来刺激消费，但政府工作报告没有给出任何暗示。因此，**无论是从广义赤字规模还是从重大政策措施来看，今年财政力度都可能比去年显著减弱**。

货币政策也要逐步趋于正常化。一方面，**在经济得到修复之前，货币政策还是要保持一个宽松态势**；另一方面，我们也要吸取欧美发达国家的教训。疫情期间货币政策传导受疫情政策影响，在疫情放开之后可能才会加速发挥作用。目前的通胀水平还比较低，

有节后的季节性效应，但这并不意味着未来都会低。服务业价格占 CPI 篮子 40%，从很低的水平上正常化之后，使得 CPI 在去年低基数的基础上超过人民银行 3%的警戒线并不会特别难。此外，近期硅谷银行事件让我们得到一个教训：利率今天走得越低，未来就可能需要走得越高才能使经济和政策回归正常化。目前，面对国外金融市场波动及其溢出效应，央行需要保持流动性合理充裕，稳定市场信心。中期，我认为一旦经济回归正轨，人民银行可能会逐步趋于观望模式，并着手准备货币政策正常化，此后信贷扩张主要依靠信贷需求自然修复之后的有机增长。

总之，中国经济复苏将成为今年全球衰退风险的一个主要对冲，无风险利率和股市盈利增速有望抬升，人民币也不会是一个弱势货币。

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：