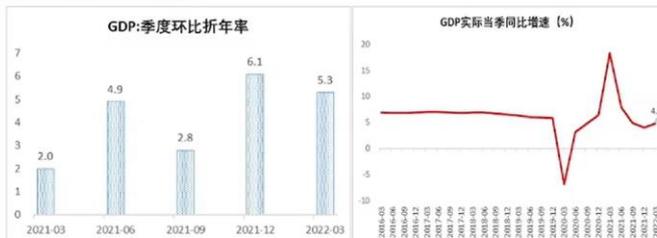
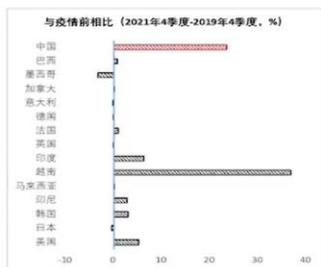


三重压力叠加超预期变化的宏观经济 (2022.4.20 月度分析会)



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0.7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。

而其失业率达到了这样一个高点

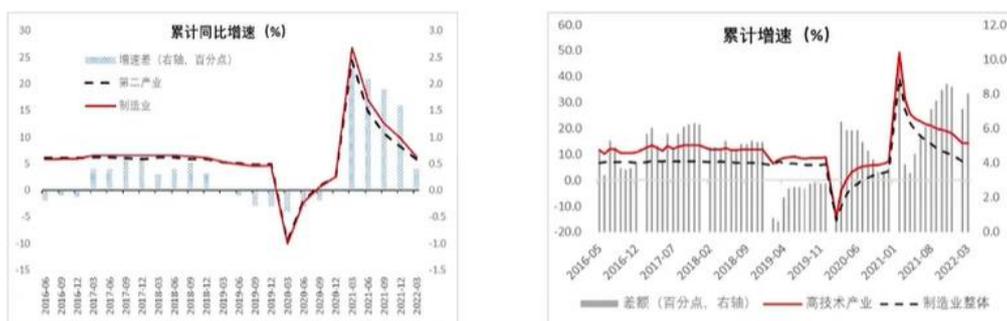
➤ 二产稳定恢复、三产继续下滑



- 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。

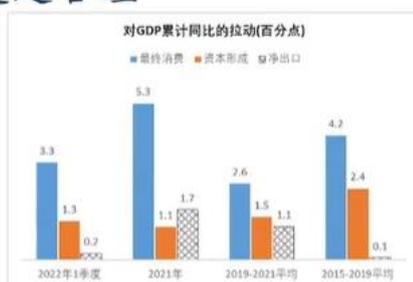


➤ 制造业结构进一步优化



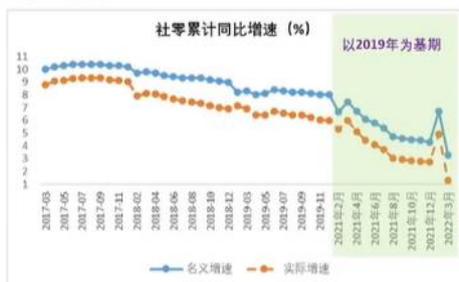
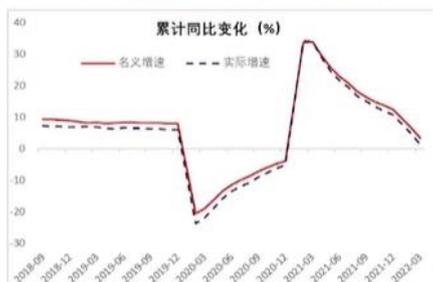
- 制造业在整体经济中的占比持续提升。制造业增长6.2%，快于第二产业和整体经济。
- 制造业内部结构进一步优化。高技术制造业、装备制造业增加值分别增长14.2%、8.1%，比制造业整体快8个百分点和1.9个百分点。
- 符合强化制造业基础和提升制造业竞争力的要求。

➤ 总需求结构更趋合理



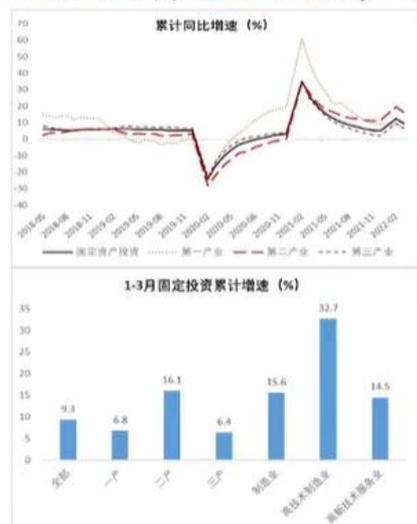
- 2021年，最终消费对GDP增长的拉动作用明显提升；投资对GDP的拉动作用明显弱化，特别是2021年4季度投资的贡献由正转负；疫情冲击下，GDP增长对外需的依赖性上升，这会增加总需求的不稳定性。
- 2022年1季度，最终消费、资本形成和净外需分别贡献了GDP增长的69.4%、26.9%和3.7%，总需求结构趋于合理。

社零增速回落，消费市场反弹受阻



- 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。
- 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。

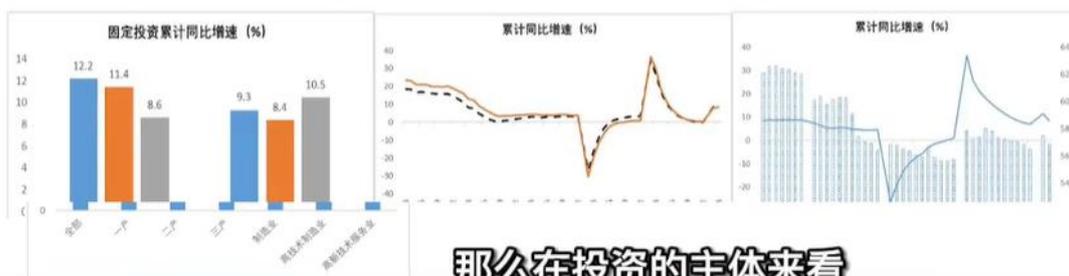


- 1-3月，固定资产投资增长9.3%，较2021年提高了4.4个百分点。
- 第二产业和第三产业分别增长16.1%和6.4%，较2021年分别提高4.8和4.3个百分点。
- 1-3月，投资结构继续优化，制造业、高技术制造业和高技术服务业实现了更快的增长，分别增长15.6%、32.7%和14.5%。

那么在投资方面

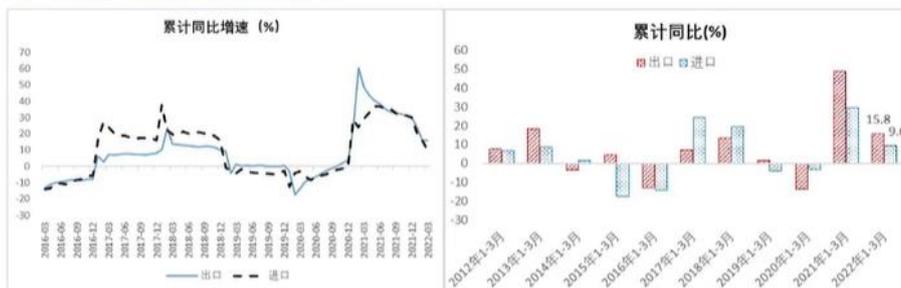
基建投资发力，民间投资力量有所减弱

- 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。

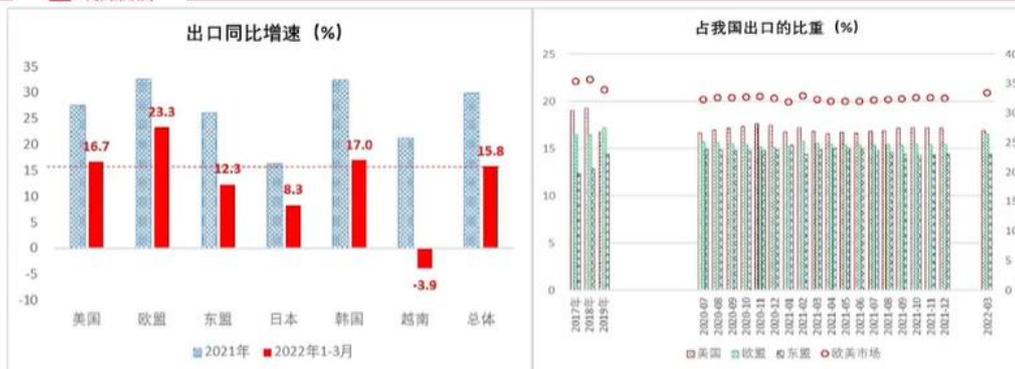


那么在投资的主体来看

► 对外贸易保持快速增长



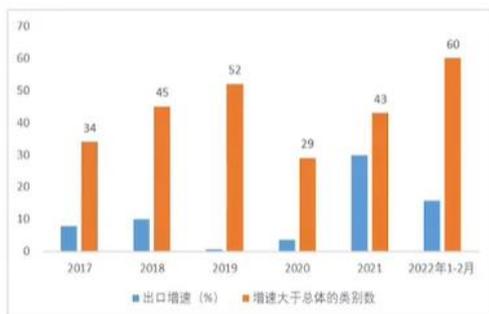
- 2022年前3个月，我国对外贸易保持快速增长。出口累计增长15.8%，进口累计增长9.6%。
- 但是，出口和进口的增速逐月回落。
- 特别是对比上一轮外贸增长由负转正的情况（2016-2018），进口增速过快下滑。



- 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。
- 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。



- 出口产品结构改善，出口的增长动力多元化。

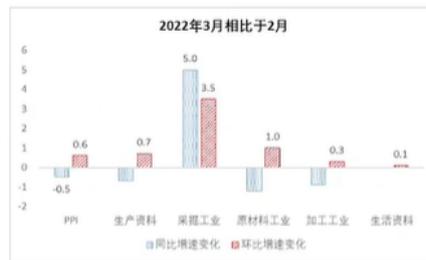


- 2020年，我国出口增长3.6%，在HS分类下只有29个增速超过3.6%，其中多数是和疫情防控、个人防护以及疫情下的“宅经济”有关。
- 2021年，我国出口增长29.9%。在HS分类下有43个增速超过29.9%。出口增长对海外疫情防控和“宅经济”需求的依赖性下降。
- 2022年1-2月，我国出口增长15.8%，在HS分类下有60个增速超过15.8%。世界经济复苏带来的外需增长成为拉动我国出口增长的主要力量。

► 消费价格总体平稳，生产侧和需求侧价格分化

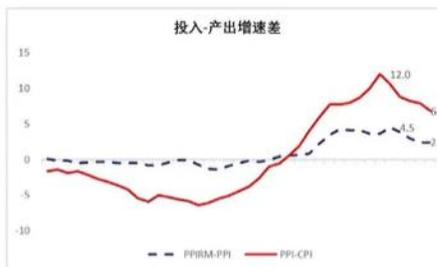


- 3月，CPI同比上涨1.5%。其中，食品价格下降1.5%，非食品价格上涨2.2%，核心CPI上涨1.1%。
- 大宗商品价格上涨带来的能源和粮食价格上涨压力开始显现。
- 禽肉类价格的大幅下降是保持整体消费价格温和的主要力量。
- 在全球农产品价格快速上涨甚至可能出现全球性粮食危机的背景下，粮食价格以及禽肉价格存在快速反弹的可能性。



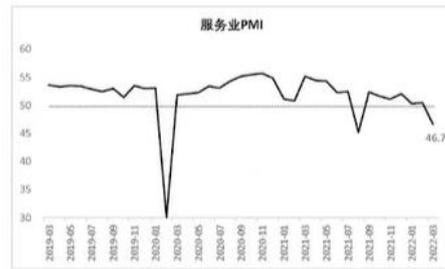
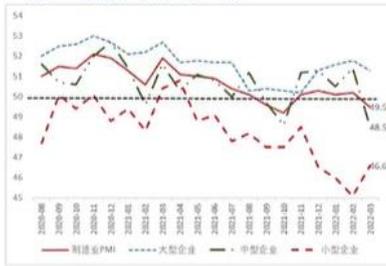
- 生产侧的价格指数从高点继续回落。
 - PPI同比上涨8.3%，较2月份回落0.5个百分点；生产资料价格指数同比上涨10.7%，较2月份回落0.7个百分点。
- 短期中工业产品出厂价格指数依然存在较大的上涨压力。
 - 从环比指标看，PPI环比增速较2月提高了0.6个百分点，特别是采掘工业环比增速提高了5个百分点，其他大类出厂价格指数的环比增速均有所提高；购进价格指数PPIRM同样呈现同比增速回落、环比增速上升的趋势。

我们会看到ppi的这样一个环比增速



- 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”。

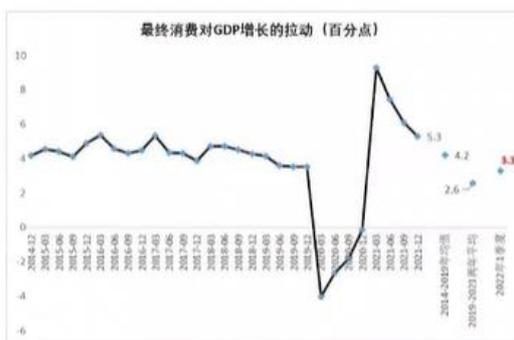
景气指数下行



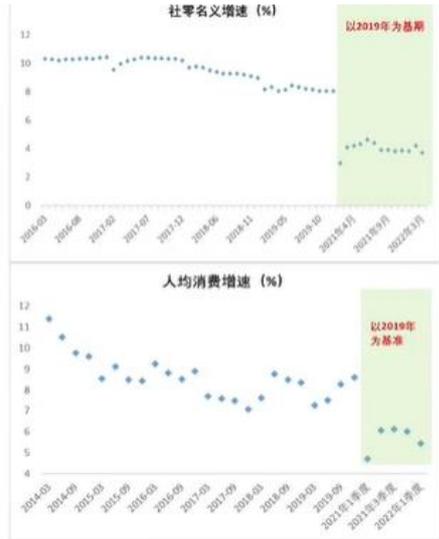
- 制造业整体跌入景气收缩区间，中小企业与大型企业明显分化。
 - 分类看，出厂价格、购进价格和生产经营活动预期保持扩张，其他指标全面处于收缩状况。
 - 分规模，大型企业保持景气扩张，中型企业由扩张转为收缩，小型企业持续处于景气收缩状态。
- 服务业PMI自去年9月以来首次下落到紧缩区间。
 - 分类看，业务活动预期、投入价格和销售价格处于扩张状态，其他指标全面收缩。

- 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。
 - 对尚未完全恢复的国内消费需求构成严重冲击
 - 疫情反复冲击下私营企业面临更大的生存压力
 - 俄乌冲突助长大宗商品价格上涨趋势，带来更大的成本和通胀压力。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。
 - 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。

消费增长力量尚未恢复



- 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个百分点，仍然明显低于2014年至2019年的均值。



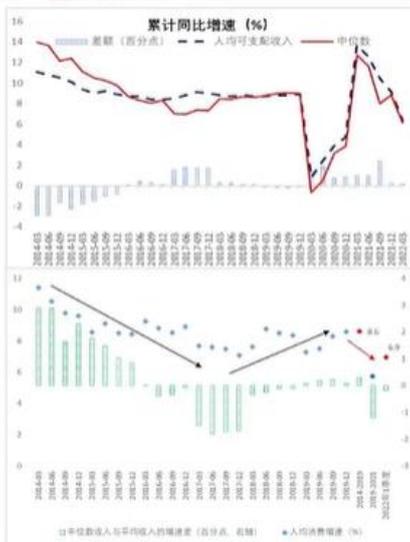
- 社零增速尚未恢复到疫情前的正常水平。
 - 以2019年为基准，2021年以来的社零增速明显低于疫情前的正常水平。
 - 2022年3月社零名义增长3.7%。
- 居民人均消费依然处于较低的增长通道。
 - 2022年1季度居民人均消费名义增长6.9%，较2021年回落6.7个百分点。
 - 以2019年为基准，1季度人均消费的3年平均增速为5.5%，比2014-2019年的均值低3.3个百分点。

我们也能够看到



- 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。**
 - 居民消费倾向特别是**城镇居民消费倾向明显低于疫情以前。这背后既有疫情及相关防控措施直接影响，也有疫情前下降趋势的延续。**

可支配收入增速的下降



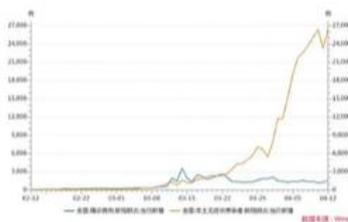
- 收入差距是影响居民消费增速的关键因素之一。
 - 疫情冲击下，可支配收入平均数的增速超过中位数的增速，收入差距扩大。
 - 2004年至2017年的变动轨迹
 - 2017年至2019年的变动轨迹
 - 2020年初以来，可支配收入中位数增速比平均数增速低1.2个百分点，与此相伴随的是，居民消费增速降至2013年以来的最低点。



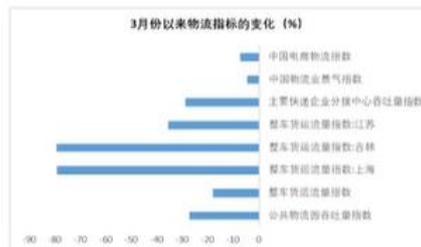
- 自疫情爆发以来，工资性和经营性收入增速持续显著地低于财产收入增速。这一结构性变化带来的结果是，资产价格上涨弥补了高收入群体的其他损失，但工薪阶层和个体者的收入受损严重，收入差距进一步扩大。
- 这不只是疫情冲击下的特有现象，而是2017年以来持续存在的现象。
- 形成如下的演进逻辑：
 - 财产性收入增速超过工资性收入增速 → 可支配收入平均数与中位数之间的增速差扩大 → 总体收入差距扩大 → 居民消费支出增速下降

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，对最终消费和固定资产投资形成冲击，由此给经济运行带来显著压力。



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。

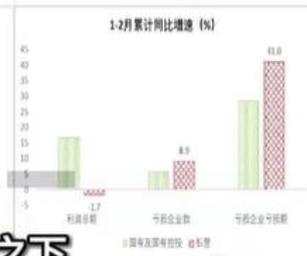
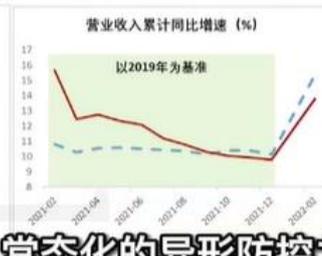
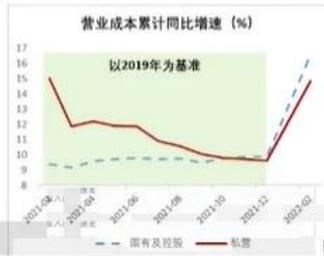
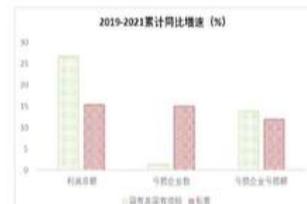


3月份以来，我国的疫情形势有所加剧，每日新增呈现快速增长和多点扩散的态势，各地的疫情防控要求明显提升。

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扩散的过程中，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存压力

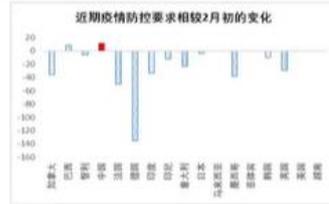
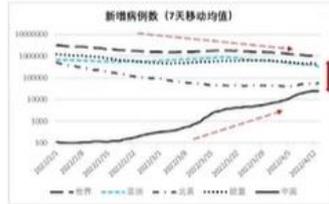
- 1-2月，私营企业利润总额下降，亏损面扩大，亏损企业亏损额增加。
 - 小微企业的问题更大，首先就是订单不足的问题，其次是成本问题。
- 随着疫情的加剧和防控的升级，进一步面临原材料投入难以获得和产出难以运出的问题。
- 上一轮疫情冲击后的修复过程尚未完成，叠加持续的成本冲击和新一轮疫情冲击，带来中小私营企业难以承受的累积效应。



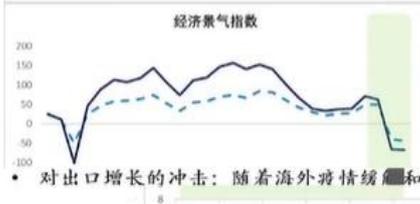
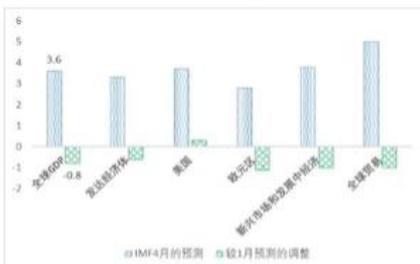
常态化的早期防控之下

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，

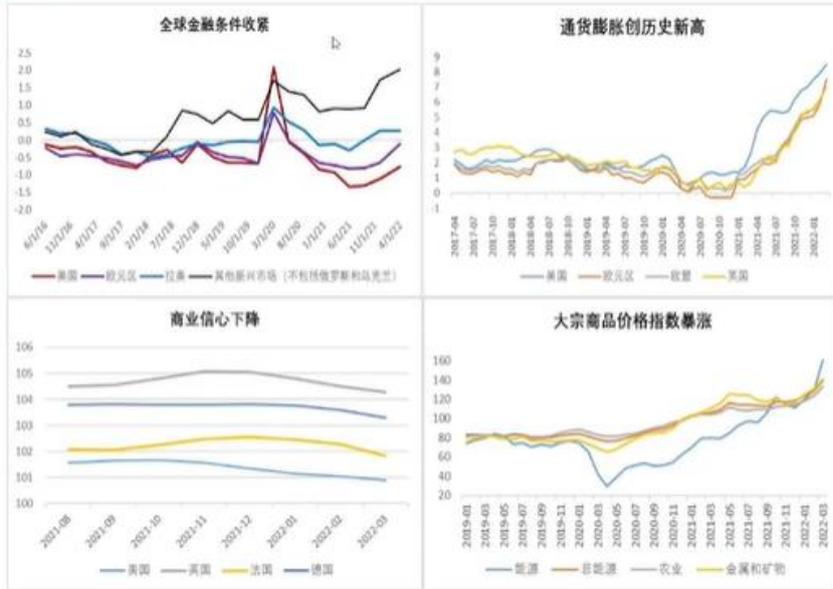


世界经济的不确定性显著增加

- 疫情走势的变化、疫情防控策略的调整、俄乌冲突、大宗商品价格上涨、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。
 - IMF、WTO、世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个百分点左右，全球贸易增速下调1.7个百分点左右。
- 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。
- 俄乌冲突加剧全球大宗商品供应

- 对出口增长的冲击：随着海外疫情缓解和防控措施调整，

来源：中金数据整理



➤ 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。



讨论

外生冲击：疫情、俄乌战争

三重压力

当前宏观问题的判断，主要问题，下半年的宏观走势的判断

三重压力，两个外生冲击下，完成 5.5% 目标的政策考量？

王庆：近期的经济走势，未来的经济预判

预期转弱：政策紧

政策转向，减税降费乘数效应比较小，比不上直接基础设施投资

货币政策，信用需求不足 房地产

需求收缩：房地产周期，地方政府融资平台，利息敏感，过去信用放松，就会有效果；但现在信用放松效果不明显，还得降息，刺激利率敏感主体的信用需求

供给冲击：大宗商品上涨，疫情，俄乌战争

预期转弱：对市场主体的信心，俄乌战争进一步恶化的预期

如何才能实现经济目标？

以前政策部署，会有效果；现在可能不一样。三大周期，人口周期、全球化周期、科技周期拐点

政策高层就安全和发展上在政策目标函数的权重不一样？为什么没有更进一步的政策放松？货币政策为什么迟迟没有降息？

维持利差，防止资金外流

维持国内金融体系稳定，金融机构的稳健（银行，利差）

可能稳定在政策函数上权重更高，但这样对实现经济目标的难度，更大了一些？

战略机遇期——和平和发展是主题；但现在来看，对抗 和安全是不是越来越值得考虑了呢？

毛振华

- 中长期周期，多重叠加+冲击，增加难度
- 经济分化：上下游，上游比较好，国企好一些，民企差一些
- 头部和尾部；生产型企业和服务型企业，实体感觉不一样和宏观数据表现出来
- 政策的反应不够，民间投资向下问题很大，房地产投资基本丧失，央行很积极，但住建部和地方政府不配合，部门协调不够
- 当市场的预期和政府的政策是一致的，只要政策放松一点，就会很有效果，但不一致时，就效果不佳
- 潜在的通胀压力
- 债务风险的压力 房地产问题 居民的投资和消费 不良贷款

- 国际压力
- 运行压力
- 建议
 - 对经济工作的重视程度——企业家想躺平——经济社会而不是民主社会
 - 房地产，风险扩散，政策转向
 - 压力测试
 - 财政政策和货币政策同时发力
 - 国际应对
 - 新能源，激活市场主体

陆挺

- 经济下行压力
- 疫情，影响超出预期，动态清零政策效果和成本更大，其他国家已经放开；时间，3-4月；空间，珠三角、长三角；产业，高端产业，链条比较长；从时间，疫情两年，失业率，储蓄下降；不确定性更加大，耐用品消费，降低投资。政府，基础官员，疲惫，大量资金用于抗疫
- 房地产 新房销售
- 出口 长三角 港口 外商直接投资
- 不应该现在高估财政货币政策的空间和效果
- 降准空间、降息空间 CPI 上升
- 政策效果有限
 - 放松政策 三条红线 融资平台
 - 房地产，新房销售 地方政府 不太可能 货币化棚改 需求前置
- 建议
 - 精准防控 理直气壮强调过去两年的抗疫成绩
 - 与时俱进，降低恐惧感
 - 统一标准
 - 财政政策的作用——直接补助
 - 土地市场，梳理各种限制措施