

2022 年第 3 期总第 51 期

财经参考

上海对外经贸大学图书馆主办



财经参考

2022 年第 3 期·总第 51 期

国际财经

俄乌危机对世界经济的影响-----	1
本轮全球通胀的疫情与非疫情成因相互交织，结构性和货币性特征更为彰显-----	5
美国“暂时性衰退”或不足惧-----	9
日元为何跌跌不休？-----	10
专家述评：美加息给新兴经济体带来麻烦-----	12

国内财经

构建全国统一大市场进一步完善我国社会主义基本经济制度-----	13
不要轻易浪费一场危机-----	15
此轮房地产下行对宏观经济影响几何-----	18
运用马克思主义政治经济学的观点深刻认识资本特性及行为规律-----	22
疫情之下，如何设定全年经济目标？-----	24

新闻快讯

中国贸促会：建设全国统一大市场等利好增加外企投资信心-----	30
中共中央政治局召开会议分析研究当前经济形势和经济工作-----	31
美媒：通胀高企动摇美企信心-----	32

财经参考

国际财经

俄乌危机对世界经济的影响

来源：爱思想网(2022-05-12)

作者：丁一凡(国务院发展研究中心世界发展研究所研究员，北京外国语大学亿阳讲席教授)

俄乌危机对世界经济的影响巨大，已经可以观察到的是能源价格暴涨，粮食价格暴涨。联合国组织已经在警告会发生全球性的能源与粮食危机。然而，俄乌危机引起的能源与粮食危机似乎刚刚开始，下一步发展是否会导致全球性的经济衰退与萧条尚未可知。

2021 年，美欧等发达国家的通货膨胀指数不断攀升，美联储与欧洲央行都开始调整货币政策，以遏制通胀。俄乌危机导致能源价格暴涨，而能源价格迅速上扬又导致通胀率更快地上涨，发达国家的央行可能被迫要加快货币政策的调整。然而，前些年为了对付经济衰退和疫情，美欧的央行都采取了非常激进的宽松货币政策，释放出巨大的流动性，推高了美欧市场上的金融资产价格。现在紧急收缩流动性，有可能导致金融泡沫破灭，从而造成巨大的金融危机与经济衰退。美欧等发达国家的财政拮据，政府债务不断攀升，靠货币政策的调节又到了进退两难的地步，全球性危机迫在眉睫。

俄乌危机对世界经济的影响可以分为近期、中期和远期。

一、近期影响：美国未能制服俄罗斯

俄乌危机的直接导火索应该是乌克兰总统泽连斯基对美国 and 北约喊话，要求美国给乌克兰加盟北约定一个最后日期，然后又下令让乌军对乌东顿巴斯地区展开猛烈攻击，最终引起了俄军的“反攻”，进入乌克兰号称要保护乌东地区的俄语居民。

然而，细分析起来，另一件事情的发生恐怕也与俄乌危机不无关系，只是国际舆论没有把它们联系起来。俄乌冲突初起时，一位德国的地缘战略家在网络上发文称，这场战争既不是针对乌克兰的，也不是针对俄罗斯的，而是针对德国的。

战争爆发前，俄罗斯直通德国的北溪 2 号天然气管道修通，只需德国议会批准就可以使用。美国继承了英国的“离岸平衡”传统，绝不容忍欧洲大陆上的大国结盟，特别是不允许德国与俄罗斯结盟。据说，美国之所以参加第一次、第二次世界大战，都是防止俄德形成联盟。这次，德国与俄罗斯形成如此紧密的能源供给同盟，未来会不会向其他领域的同盟发展呢？美国绝不想看到这种局面。俄媒认为，乌军在顿巴斯地区大开杀戒，背后就是美国在挑唆，目的在逼俄出手。这种分析看来不无道理。无论如何，俄乌的武装冲突给美国送来了一份大礼，因为德国不得不放弃开通北溪 2 号的计划，与美国站在一起加强制裁俄罗斯。

欧俄之间有长年的能源合作，俄是欧最大的能源供给商。根据欧盟官方数据，欧盟约 45% 的煤炭进口、45% 的天然气进口以及 25% 的石油进口都依赖俄罗斯。德国从俄罗斯进口的天然气占了 50% 以上，

而奥地利从俄进口的天然气则占了 80%。美国对此一直耿耿于怀，也不时通过干预乌克兰、波兰及波罗的海国家阻止俄天然气通向德国的管道畅通。为绕过这些麻烦，俄德决定修建穿越波罗的海的海底管道，北溪 2 号就是第二条这样的输气管道，以避免美国能制造的麻烦。德国还希望把自己变成俄天然气通往欧洲的枢纽，可以再赚一笔。

德国减少从俄罗斯引进天然气，只能从美国引进，德国已经计划建立新的液化天然气码头。美国的页岩气产业产能过剩，急需找到新的市场，乌俄军事冲突救了美国页岩气产业。

俄乌军事冲突使俄乌的资本大量外逃，出逃美国为首选目的地，为美国金融市场提供了更多的流动性。在欧洲国家的其他大量国际资本也因担心欧洲成为不安全之地而流向了美国。

俄军“入侵”乌克兰后，美国与欧盟表示要对展开新一轮对俄罗斯更严厉的经济制裁，禁止俄罗斯银行使用 SWIFT 国际支付系统，制裁俄罗斯的企业与个人，等等。欧盟和美国都采取了对俄关闭领空的措施，禁止俄所属、在俄注册或由俄控制的飞机飞越欧盟领空或在欧盟地区降落。美欧还加强了对俄工业制成品的出口禁运，包括芯片等关键零部件都被禁止向俄出口。

美欧以俄的制裁虽然让俄经济受到极大损害，但却不能致俄于死地。反观俄罗斯采取的反制措施，却对欧美的通货膨胀产生了重大影响。前几年，俄罗斯就已经开始大幅减少美元储备，并增加与其他贸易伙伴的非美元结算，因此金融制裁并没导致俄罗斯因美元短缺而陷入经济危机。此外，俄罗斯突然强迫对俄不友好的国家用卢布结算能源交易，逼得许多欧洲国家不得不去市场上买卢布。一方面推高了卢布的汇率，把战争初起时卢布汇率大幅贬值的损失补了回来；另一方面让欧洲国家自己违反制裁的规矩，等于自己打自己的耳光。俄罗斯是国际市场上主要油气出口国之一，美欧为了生存并没有立即中止从俄进口油气，而印度等国却加大了从俄的能源进口，因为俄对其他国家反而降低了出口价格。能源危机推高了油气价格，增加了俄的外汇收入。俄政府的财政收入更多，俄的军事干预能力并未受到根本性的影响。

其实，欧美对俄的金融制裁也是把双刃剑。如果金融制裁引起的俄违约，大量西方金融企业牵扯其中，也会跟着倒闭。1998 年俄国国债危机，最终却引起美国的“长期资本管理公司”倒闭。这一次，如果美欧对俄的金融制裁太猛，也会有许多欧美国家的金融企业受到牵连而倒闭。美欧的金融市场上因为央行政策的转向已经风声鹤唳，如果对俄制裁再引起一批欧美的金融企业倒闭，是否会导致一次“金融海啸”提前到来？

战争打响后，美国威胁、强迫其他国家与美国“站队”，制裁俄罗斯。但印度、中国及亚非拉地区广大的发展中国家并不配合美国。俄罗斯是全球重要的粮食出口国，中东等地区对俄粮食进口的需求巨大。若这些国家配合美国，就会导致本国的饥荒和社会动荡。

俄乌武装冲突使美国短期成为最大的受益者，美国的能源产业及军工产业都趁这次冲突之机赚得盆满钵满。然而，该危机对美国中长期的负面影响却在不断扩大。美国没收、冻结了俄罗斯央行及个人的资产，撕下了保护私有产权的遮羞布。未来其他国家投资美国都会三思而后行。美国控制一切对俄有利的言论，屏闭任何批评美国在乌克兰问题上所作所为的声音，让外界真正见识了一下美国的“言论自由”。美国煽动乌克兰对抗俄罗斯，但开战后只在口头上支持，还通过了《乌克兰民主防御租借法》，用乌克兰借债的方法为其提供武器，未来乌克兰还要偿债。这暴露出美国唯利是图的面目。

而且，美国的威胁没能说服其他发展中国家，美国正在失去它的国际信誉。美国若当真对不制裁俄的其他国家发动“次级制裁”，会导致全球产业链的迅速重组，不仅会引发大批新兴经济体国家的危机，也会导致发达国家的金融危机，会引起全球性的经济危机提前爆发。

二、中期影响：欧洲或许成最大输家

战争爆发后，欧洲委员会与欧洲议会通过了许多官方文件。一方面，欧盟支持乌克兰与俄罗斯缠斗；另一方面欧盟严厉谴责、制裁俄罗斯，并准备分阶段与俄罗斯的能源供给切割，最终 2027 年至 2030 年完全中止与俄的能源合作。

然而，欧洲国家想在俄乌冲突占占领道德高地，却有可能使欧盟未来的发展陷入万劫不复之地。欧盟给乌克兰送去源源不断的支持，希望乌克兰能撑下去。如果俄乌冲突长期化，欧盟有可能成为最大的受害者。其理由有三：

1、欧盟将失去廉价能源的优势。欧洲与俄罗斯之间的能源合作关系可以追溯到苏联时期，苏联解体后俄欧的能源合作更加紧密。俄罗斯给欧洲供给的天然气和石油，价格便宜，供给稳定，为欧盟经济保护其在全球的竞争力起到了重要作用。特别是，俄欧之间的天然气合作大部分都是通过管道输送。俄欧都为天然气管道建设投了资，一些欧洲公司是这些管道的“利益攸关方”。中断这些天然气管道的交易，俄欧都要承担后果，而且后果很严重。欧盟准备加大从美国和中东进口的液化天然气，以替代俄的天然气管道。然而，美国液化天然气的价格本来就高于俄罗斯，再加上液化天然气的运输成本远远高于俄罗斯天然气管道输送的成本，未来欧盟就会因能源成本上升而失去在国际市场上的竞争力。欧盟需要投资建设新的液化气卸载码头，还要新建新的从码头延伸出去的管道，还需要新建或租用大量的液化气运输船。这些成本加在一起，会使欧洲未来天然气的价格暴涨，会比美国本地的天然气价格贵上 3~5 倍。且不说，欧洲的天然气供给未来要看美国人的脸色，而美国人的信誉并不比俄罗斯更好。

美欧都在搞“再工业化”，相互有一定的竞争关系。若欧洲的能源供给取决于美国，而能源价格又比美国贵若干倍，欧洲的制造业成本一定会比美国高许多，欧洲制成品在国际市场上与美国制成品竞争时会没有竞争力，欧洲会输得一败涂地。

2、欧洲将失去安全投资场所的名声。欧俄能源合作中断，欧盟国家又不断给乌克兰输送武器，要制造出一堵大墙挡住俄罗斯。欧洲新冷战的帷幕再度落下，各种“边缘政策”会层出不穷，新冷战会使欧洲变得不稳定。军备竞赛加上各种小摩擦，会让国际投资者远离欧洲。

其实，从俄乌战争一开打，欧洲资本就开始外流，主要流向美国。观察美元与欧元的汇率变化，大概就能看到资本流向的趋势。欧洲本来吸引了许多国家的投资，中国对欧投资过去几年增长迅速，甚至引起了欧盟机构的担心。但是，这一次对俄制裁中，欧盟的机构与欧洲议会要求没收俄资产的声音不断扩大，让外国投资者、特别让中国投资者满腹狐疑。欧盟已经把中国定义为合作伙伴、经济竞争者和制度性对手，中欧的关系错综复杂，欧洲议会与欧洲委员会对华态度越来越恶劣，会不会哪一天也威胁中国对欧的投资呢？美国正在联手欧洲，想把俄中打造成“邪恶轴心”。那么，欧盟未来在欧中关系中会不会放大制度性对手的因素，中国在欧洲的投资未来还安全吗？

如果欧洲的安全形势恶化，欧盟努力要搞的“再工业化”，成功几率有几何？

3、欧洲会陷入社会动荡的年代。从 2010 年“阿拉伯之春”起，欧洲就一直受着难民潮的冲击，从非洲和亚洲流向欧洲的难民已经给欧洲社会造成了各种治安、经济发展、文明冲突的问题。这次俄乌战争又造成几百万乌克兰人流到欧洲，欧洲如何才能“消化”掉这些难民？虽然欧洲的主流媒体想淡化乌克兰难民危机对欧洲的冲击，还在大唱民族融合的赞歌，但偶尔流露出的乌克兰妇女被卖淫集团拐卖等消息让人担心，这些难民未来还会引发更多的社会冲突。欧洲近些年经济增长基本停滞，青年失业严重，而外来移民与难民很难不被认为是就业困难的根源，因为他们不惜接受那些条件更苛刻、收入更低廉的工作。此外，为了安置难民，欧盟国家的财政开支增加了许多。欧盟成员国内部对如何安置难民的分歧本来就很大，未来分歧只可能继续扩大。

欧盟从上一次主权债务危机以来，财政问题一直是个难题。疫情使原来的债务危机国雪上加霜。

本来它们要紧缩财政挤出来钱来还偿，却偏偏又是新冠疫情最严重的国家，需要国家增加财政开支来解决一切难题。好在欧盟 2020 年发了一笔特殊债券，推动了欧盟财政的一体化，第一次用欧盟的钱来解救成员国的困难。然而，欧盟许多成员国的债务仍岌岌可危。未来欧洲央行若因通胀率迅速上扬而放弃极端宽松的货币政策，像美联储那样转而收紧货币政策，许多国家的债务利息上涨会成为压垮骆驼的最后一根稻草。

俄罗斯与乌克兰都是世界粮食重要输出国，俄乌危机使世界经济进入了能源价格与粮食价格都居高不下的时代。未来，战争停不下来，经济全球化却因为各种地缘政治的考量而停止，全球制造业成本上涨，增长基本停滞，滞胀是否会再度变成世界经济的“新常态”？

三、远期影响：世界经济格局或许大改组

美欧金融制裁俄罗斯，把俄罗斯的银行踢出国际结算 SWIFT 体系。俄罗斯激烈反制，要求不友好国家购买俄能源一律用卢布结算。俄的决定一经宣布，大部分欧洲国家只好认账，其余的也在想办法迂回，就是无法顶着俄罗斯的决定干。国际市场上卢布需求立即增加，曾经失控的卢布汇率很快夺回了失地。西方与俄罗斯的这场金融角斗让人们重新考虑对货币的认知，美元霸权与欧元的高尚地位也许没那么了不起，也许只是“纸老虎”。

比如，美欧对俄制裁后，印度加大了从俄进口的石油。印俄的双边贸易是以俄的卢布和印的卢比结算的，根本不需要美元或欧元。一些受美国制裁的国家都已经选择了排斥美元的国际贸易手段，某种以实物为基础的国际交易货币已经出现。随着各种电子货币的崛起，各种货币之间建立起新的结算办法变得不那么困难，寻找替代美元、替代欧元的国际体系会成为世界经济中的新风气。美国滥用 SWIFT 体系来制裁它不喜欢的国家，最终的结果一定会惹起众怒，大家会努力建立一种建立在区块链基础上的新的国际清算体系，而美元与欧元在国际支付体系中的地位一定会被撼动。而当各国的经济合作不再依赖美元、欧元后，大量的美元、欧元资本会回流美国与欧洲，一定会推高当地的通货膨胀，使这些经济体陷入滞胀。

历史上的硬通货形成都是因为有着强大的工业制造业为基础。英国是“世界工厂”时，英镑成为全球炙手可热的硬通货；美国是“世界工厂”时，美元成为全球通用货币。当然，美元霸权的建立还有一个金本位的背景。布雷顿森林建立时，美国拥有全球 59% 的黄金储备，因此才能建立 1 盎司黄金=35 美元的固定汇率。

1971 年美元危机后，美国决定美元与黄金脱钩，美元大幅贬值。西欧及日本等拥有大量贸易顺差并持有大量美国国库券的国家承受了巨大损失。即使后来美国通过外交手段，把美元与石油价格挂钩，而且想把美元做成唯一的石油定价货币，人为造成巨大的美元需求，但石油输出国也不时对手持的美元资产担心。其实，脱离了金本位的货币本质上就是信任，是持有该货币的外国投资者对货币发行国财政能力的信任。比如，持有美元及美元定价债券的投资者相信，美国政府的财政收入还能支持美国的国债增长，因此持有美元，也就是把自己的购买力借给美国不会有多大损失。然而，美国的债务与 GDP 之比在不断攀升。如今，只有 23 万亿美元 GDP 的美国已经发了 30 万亿美元的国债，债务/GDP 之比已经高达 130% 多。美联储因美国的通胀率上涨太快而不得不大幅提高利率，而国债的利息是跟着美联储的利率走的。前些年美联储执行零利率，国债利率低，美国政府财政还不那么紧张。未来国债利息上扬，美国政府财政状况恶化，美国政府求助于通货膨胀来冲销实际债务的冲动会成倍上涨，美元的贬值也就在所难免。那时候，还能指望那些外国的有钱人再继续持有美元吗？

中国是当今的“世界工厂”，而中国政府的债务水平非常低。中央与地方政府债务加起来与 GDP 之比才 45.8%，远低于欧盟成立时马斯特里赫特条约规定的 60% 的警戒线，因此人民币升值的空间不小，而人民币的国际化有可能获得更大的发展机遇。

俄乌危机中，美国要求其他国家跟它一起制裁俄罗斯，并威胁要对那些不配合美国行动的国家实行“次级制裁”。中东地区的石油输出国都握有大量的美元资产，但它们与俄罗斯的经贸关系也很紧密，因为它们从俄进口大量粮食，大约占了它们进口粮食的 80% 以上。如果美国以它们不配合美国制裁俄为由，对它们实行次级制裁怎么办？把国际媒体疯传的沙特阿拉伯要与中国签定用人民币购买石油合同的消息放到这种国际背景下看，我们就更能理解中东产油国的真实考虑了。

中俄的双边贸易很早就开始用本币结算了。本来俄罗斯想用欧元结算给中国提供的管道天然气和石油，但这次欧盟也对俄实行金融制裁，未来这些买卖改为本币结算是大概率。与此同时，过去美欧能源公司在俄开发的项目都陷入了瘫痪，因为美欧还会继续制裁俄罗斯。为了对抗西方的“新冷战”，俄罗斯邀请中国企业参与俄能源开发、特别是西伯利亚等东部地区能源开发，并接受人民币作为投资货币的几率大增。

俄乌危机后，中美俄三方在国际舞台上的博弈更加明显。欧、日只能跟美国站队，没有什么自主可言。而美国为了“孤立中、俄”，在一定程度上会退出原来它主张的经济全球化，政治意志会压制市场规律，会努力重新打造一套新的产业链与生态圈。但是，这大大低估了重建产业链的成本与时间。这种“逆全球化”的努力只可能使美欧这些经济体的效率下降，美欧跨国公司的收益下降，金融市场动荡更加频繁。再加上美欧等发达经济体的政府债务难以为继，央行的货币政策进退维谷，滞胀也许成为西方国家的梦魇。

美欧等西方国家原以为，它们只要掌握了制造业的高端与设计，再依靠强势硬通货与庞大的金融市场这些金融领域的优势，它们就可以永远处于食物链的高端，不用担心那些新兴经济体的崛起与竞争。但是，严峻的现实教育了它们。复杂的产业链是由各种工业制造部门组成的。发达国家只剩下高端制造业，遇到疫情这样的情况连口罩与防护服这些产品都供应不上，社会要发生大危机。未来，它们会发现，越来越多的发展中国家需要的是中国给它们的初步工业化所需的各种投资与援助，而不是发达国家的高端制造业。美欧等发达国家会加强与中国及其他新兴经济体争夺亚非拉市场的竞争，下一轮大国竞争的重点将转移到接纳“一带一路”倡议的国家去。

本轮全球通胀的疫情与非疫情成因相互交织，结构性和货币性特征更为彰显

来源：爱思想网(2022-04-24)

作者：卢锋(北大国发院金光讲席教授)

最近这轮美国和全球通胀呈现出超越传统通胀的内涵特点，构成当代全球经济格局大变革的新动向，成为疫情宏观经济学研究的一个现实研究课题。结合人大中国宏观经济论坛（CMF）报告主题内容，我主要谈两点问题：一是如何厘清疫情与非疫情因素作为通胀成因的作用机制与相互关系，二是从结构性与货币性两方面观察这轮通胀的表现特征。

首先看能否把目前国际范围通胀现象称作全球通胀？去年全球平均消费物价涨幅达到 4.3%，在过去 15 年中居于第三高水平。美国 and 主要发达国家更是遭遇几十年未遇通胀，由于美国是主要国际货币发行国，其严重通胀必然会对全球经济产生显著溢出效应。基于上述情况，这里采用全球性通胀说法，并侧重以美国作为国别对象考察。

1、全球通胀的疫情与非疫情成因

过去两年新通胀发生的基本环境特征，是全球经济遭遇百年未有的疫情冲击。新冠疫情是 1918 年西班牙大流感后世界范围最严重公共卫生危机，标志人类疾病史的一个划时代变化，提供了疫情经济学包括疫情宏观经济分析新领域兴起的契机，构成去年全球性通胀的基本背景。

早先教科书讨论的通胀，往往是假定供给端潜在产能得到实现背景下总需求过度增长导致的通胀。这次通胀也与供不应求失衡相联系，特点在于疫情与非疫情因素作用使得宏观经济面临人大中国宏观经济论坛（CMF）报告强调的供求双冲击。新冠疫情大流行对宏观经济造成直接和间接影响，是决定去年美国 and 全球通胀的基本变量，因而需借助疫情经济学视角厘清疫情影响的具体机制。另外，新冠疫情冲击与经济全球化、全球经济治理等方面趋势性演变同时发生，逆全球化、绿色和能源转型、地缘政治等结构性因素也对供求关系与通胀现象产生了不同程度影响。

首先看疫情冲击的直接影响。防控疫情需不同程度借助非药物干预手段，通过个人选择或政府管制采取各种各样社交距离措施，以减少病原体人际传播带来的感染，在没有疫苗和特效药的疫情初期这类社交距离管控和非药物干预尤其重要。社交距离措施通过交易成本变化直接对经济供求两端及其子部门产生不同方向影响。最早让人印象深刻的事实是对供给需求活动的抑制作用，如客运停摆、餐馆停业、娱乐设施关门、甚至学校停课等。越是需要密切接触的经济活动这类影响越大，大流行初期更严重。然而与宏观经济早先其它类型冲击不同，疫情影响也表现为对某些经济活动的提振作用，如无需人际接触的网络购买线上消费快速提升，网络直销、视频直播、线上培训等供给活动超常增长。

间接影响是指应对疫情冲击实施的宏观政策对经济的影响。疫情刺激政策内生于疫情对经济的直接影响，导致其不同于一般逆周期宏观调控政策特点。针对疫情的宏观政策通过各类救助和刺激措施提振总需求，大量直达居民个人的补贴救助是美欧等主要发达国家疫情刺激政策特点之一。与通常逆周期宏观政策另一点差异是同时对供给端发力，如信贷支持和补贴政策措施，无论在发达国家还是在中国，都对企业复工复产和供给复苏发挥了积极作用。这方面一个较为特殊现象，是美国由于对个人直接救济补贴力度较大和持续较长，增加了人们重回工作岗位的机会成本，劳动供给意愿下降对供给复苏带来边际抑制作用，并对通胀产生影响。

非疫情因素也影响到供求关系与通胀，这在去年石油供给复苏乏力和价格飙升上表现得比较明显。疫情冲击初期，石油需求大幅收缩，不久疫情相对稳定和经济开始复苏后，需求开始快速回升，然而在气变治理与能源转型大背景下，疫情前行业投资多年下降导致新增产能相对不足，加上 OPEC 不愿充分释放现有产能的策略性行动，导致石油产量复苏滞后并伴随供不应求缺口，成为推动通胀的供给侧重要因素。展望未来，即便新冠疫情危机成为过去，能源转型背景下绿色溢价导致的成本推进通胀效应仍有望持续发挥作用。最近俄乌战争提示的地缘政治紧张与风险上升，会加剧上述结构性趋势的影响。

另外还需关注全球产业链重组的影响。当代全球产业链重组涵盖两类变动。一是中国劳动力密集型产业适应比较优势规律作用转移到周边低成本国家甚至非洲国家，这种供应链调整主要由比较成本动机和市场竞争机制推动，本质上是经济全球化趋势的延伸拓展，类似于早前境外制造业依据产品内分工原理向我国转移，这类重构有利于降成本和抑制国际性通胀。另一类是美欧等国基于战略和安全考量谋求再工业化，这类具有保护主义色彩的战略性产业政策代表了逆全球化动态，具有拉高成本因而有助推通胀效应。具体观察近年实际情况，后一类产业链重构可能也对现实通胀产生了推波助澜作用，不过相对影响较为有限，这类政策未来是否会大规模实施并派生更大通胀压力值得关注。

2、疫情期通缩与通胀演变的阶段性

上面提到疫情对供给和需求冲击效果具有不对称性，在有些场合是抑制性的，另外场合则可能有提振性，对宏观层面供求关系和通胀形势总影响取决于诸多不同作用净效果，因而其物价总影响既可能是通胀性的也可能具有通缩性。逻辑上疫情冲击会影响供求和通胀，但是无法事先确定上述净效果

的方向和大小,无法确定现实是通胀还是通缩,而是需结合疫情发展、经济复苏和经济政策等方面实际情况具体观察。

观察美国有关情况,过去两年多疫情、经济及通胀形势大体经历三阶段。一是疫情最初冲击阶段,物价下降伴随通缩压力。社会最初处于高度恐慌和失控边缘状态,大量经济物品供求不平衡伴随需求收缩超过供给下降的特征,表现为经济收缩背景下一般物价下跌与通缩风险上升。一度出现石油负价格、股票十天四熔断等短期市场极度看空的恐慌现象,核心 CPI 同比增速从 2020 年 1 月 2.3% 大幅跌至 5 月 0.2%。可见这个阶段疫情对经济不仅产生巨大收缩作用,而且对需求打击超过供给冲击从而导致通缩效果。对疫情前期通缩性的先入为主印象,可能对美联储后来研判通胀形势偏差产生了某种微妙影响。

二是最初冲击波过后到疫苗接种前,对美欧等国大体对应 2020 年 5 月到年底,特点是通胀触底后进入温和回升阶段。大流行最初恐慌冲击大约持续 2-3 个月,社会紧急动员应对使剧烈动荡形势初步稳定。从口罩、呼吸机到急救室的医疗设备和能力的极为紧缺和挤兑现象得到缓解并趋于消退,医治经验积累和手段增加使死亡率显著下降,消费者支出回升与企业陆续复工复产推动经济复苏,社会开始转向初步常态化。另一方面,高效疫苗还在研发之中,人们对感染风险和新变种流行仍心存恐惧,不同范围和场合保留延续社交距离措施,经济复苏仍受到显著制约拖累。这个阶段诸多行业仍未摆脱衰退型供大于求格局,美国核心 CPI 同比增速从 2020 年 5 月 0.2% 回升到 12 月 1.3%,仍低于长期平均水平。

第三阶段是疫苗大规模接种推动逐步向常态化过渡阶段,在美欧等主要西方国家大体是 2021 年以后,疫情直接影响进一步弱化但是追加刺激政策使得间接影响有增无减,叠加其它非疫情因素推动通胀快速飙升。疫苗大规模接种使公众恢复常态化生活信心增加,早先被抑制消费需求释放加上拜登政府追加实施大规模财政刺激法案,推动消费需求强劲增长。供给方面产能利用率上升伴随产量增长,库存减少与预期改善推动固定资产投资提速,供求正向互动促成宏观经济 V 型复苏。不过疫情牵制作用仍广泛存在,尤其在供给端表现得更为突出,如餐饮娱乐等劳动密集行业劳动力供给持续不足,石油、汽车和部分家电受制于芯片短缺与其它瓶颈制约供不应求,物价飙升与通胀压力持续增加倒逼宏观政策转向。

3、疫情期通胀的结构性特点更加彰显

通货膨胀是货币现象的经济学常识,意味着某种形式货币超发与通胀现象具有不解之缘,广义货币成因是通胀的普遍规定。然而观察中外大量实际通胀现象,每次通胀在发生条件、背景环境以及物价表现的内部构成方面都具有不同特点,甚至可以说没有两次通胀完全相同,因而任何通胀都是货币性和结构性的统一。这次通胀在结构性与货币性方面有哪些特点?

最重要的结构特点是与疫情冲击主因相联系的特征表现。上面提到疫情冲击下不同经济活动受冲击方向和程度与各自社交距离直接相关:实现经济活动要求社交距离越短部门受冲击越大,反过来可以网络为手段实现的供给需求活动如网络购物和便餐外卖因祸得福逆势繁荣,社交距离成为影响行业景气度的关键参数。微观主体与行业部门复杂的涨落枯荣组合效应,汇聚到宏观经济层面塑造整体通胀形势,提供宏观经济学历史上从未有过的新通胀观察样本。

其次是商品价格涨幅大幅超过服务价格。与经济全球化拓展深化相联系,美国上世纪 80 年代以来的三次通胀(1980、1990、2008),商品价格都低于服务价格。经济全球化借助产品内分工、外包、加工贸易和全球供应链等系统机制作用,推动可贸易部门产出品成本和价格下降,由于制造业可贸易性程度显著高于服务业,国际货物贸易较快增长不仅对发达国家带来抑制通胀效果,也影响到通胀阶段商品价格超过服务的结构特征。去年相关形势出现逆转。疫情后人们居家隔离和工作时间增加推动商品配套需求提升,另外个人交通工具轿车需求也超常增长,然而商品供给以及包括集装箱在内物流

环节受疫情冲击出现瓶颈，导致汽车、能源、电子产品等商品价格不同程度上升。受这些因素影响，去年美国商品价格涨幅 10.7%，比服务价增长 3.7%高出近 1.9 倍。

另外疫情助推汽车需求增长背景下，汽车用半导体芯片受疫情冲击供给受挫导致供不应求价格飙升。当代汽车产业发展的突出特点之一，是大量采用半导体芯片作为关键零部件，一辆车或平均耗用 500-1500 块芯片，使得汽车从传统机械电力装置变成“半导体富集设备”。然而半导体芯片作为高度全球化行业，去年马来西亚麻坡（Muar）芯片集聚区受疫情严重冲击等因素，拖累全球芯片供给能力重创下游汽车供应链，以至于 2021 年被马斯克称作“（车用芯片）供应链超级疯狂紧缺年”。2021 年全球汽车产量预计不到 8500 万辆，显著低于 2019 年 9200 万辆，但是汽车价格上升和消费者提货时间拉长，芯片短缺成为重要拖累因素之一。另外上述非疫情因素抑制供给作用助推国际能源价格飙升，也赋予这次通胀以新的结构性表现。

4、疫情期通胀的货币性特点更有特色

当代不兑换纸币制度下，货币超发是扩张性货币政策以及宏观政策的产物，从货币与宏观政策提供满足通胀实现条件的具体方式看，本轮美国通胀特点同样极为突出。

首先从美联储货币扩张触发机制看，疫情大流行冲击打响发令枪。疫情前夕美国货币政策处在向新一轮宽松的准备和过渡期。2019 年 7 月美联储结束缩表并降息 25 个基点开启新一轮降息周期，同年 9 月中旬“钱荒”事件促成再次降息 25 个基点到 1.75-2.00%，不过美联储当时仍希望在完成金融危机长周期后保持一段时期政策中性状态，避免马上进入新一轮量化宽松。但是疫情冲击改变了美联储货币政策时间表：2020 年 1 月 21 日美国官方确认首例新冠病例，2 月 29 日报道首位死亡病例，3 月 2 日美联储临时召开视频会把基准利率调减 50 个基点到 1-1.25%。进入 3 月后疫情大流行对美国金融和经济造成猛烈冲击，3 月 9 日美国股市惊现此后十天四次熔断的第一次熔断，3 月 13 日白宫宣布美国进入国家紧急状态，倒逼 3 月 15 日美联储货政例会决定将货币政策转换到全面应对危机模式。

其次是美联储更大规模“量宽 2.0”政策提供支持本轮通胀的基础货币扩张条件。2020 年 3 月中旬美联储迅速将基准利率降到接近零值，并通过大规模资产购买实现了远超应对金融危机时的基础货币扩张。美联储持有债券从 2020 年初约 3.8 万亿美元扩大到 2022 年元月底 8.3 万亿美元，2022 年元月底比 2017 年上轮量宽 4.26 万亿峰值高出 94.8%。国债规模从 2020 年 2 月底 2.5 万亿美元增长到 2022 年 2 月中旬 5.74 万亿，最近规模比上轮量宽时 2017 年 2.47 万亿美元峰值高出 1.21 倍。MBS 和其它机构债从 1.37 万亿增长到 2.71 万亿，目前比上轮量宽在 2017 年达到的 1.79 万亿美元高出 51.4%。同期美联储资产规模从 4.2 万亿增加到 8.9 万亿，比上轮量宽时该指标 2017 年 4.48 万亿美元峰值高出 98.7%。

再次是与后金融危机时不同，近年美国广义货币与基础货币出现同步扩张。应对金融危机时，美国量宽刺激带来的大规模基础货币扩张，由于多方面原因并未传导为类似量级的广义货币扩张：美国后金融危机时期年度 M2 同比增速高点在 2011 年达到 6.7%，远低于上世纪 70 年代大通胀时 14% 峰值，也低于金融危机前 2007 年 11.7%。然而近年美联储大规模量宽刺激后，基础货币扩张毫无悬念地转换为广义货币创纪录飙升，美国 2020 年和 2021 年竟分别飙升到 19% 和 16.8%，超过 70 年代初美国所谓“通胀黑暗时代”的广义货币增速。基础货币向广义货币顺畅传导，意味着本轮货币放水会直接导致更大通胀压力。

最后一点特征是美联储货币放水与财政政策超限扩张共同发力，一定意义上形成“没有现代货币理论 MMT 名义的 MMT 政策实践”。新冠危机 20 年 3 月全面暴发，特朗普不到一年推出五个财政法案应对，总规模近 3.8 万亿美元，其中“CARES（新冠援助、救助与经济安全法案）”2.2 万亿。拜登在 2021 年 3 月底签署 1.85 万亿美元“美国救助计划（ARP）”法案，至此美国疫情财政刺激规模已达 5.65 万亿美元，是 2019 年 GDP 的 26.4%，远超金融危机财政刺激 GDP 占比 5%-8%。疫情期美国财政刺激自觉

性和偏好大提升，背后有多方面历史、现实与理论根源，对此我们在“透视美国财政决策新思维”、“通胀之约——美国新通胀怎样炼成”中做了梳理，这里限于时间不展开讨论。

5、小结

本文主要讨论了两点：一是在解释现已发生的美国与全球新通胀诸多成因中，疫情冲击发挥了主因作用，非疫情因素也有不可忽视的影响。理解疫情与新通胀关系，需同时考虑疫情对经济直接作用以及疫情推动宏观调控政策调整的间接影响。二是从通胀结构性和货币性相统一角度看，疫情期新通胀在产生原因、结构表现等方面的结构性特点都更加彰显。另外与新世纪以来美国货币和财政政策演变大势相一致，同时受到疫情大流行危机冲击影响，美国新通胀的货币支持条件也表现出鲜明而深刻的特色。总之，观察研究新通胀，或需适当利用疫情经济学与量宽经济学的新视角。

美国“暂时性衰退”或不足惧

来源：财新网(2022-04-29)

作者：钟正生(平安证券首席经济学家，研究所所长)

2022 年一季度，美国实际 GDP 初值环比降 1.4%，低于市场预期的升 1.1%，为 2020 年三季度以来首次负增长。数据公布后，美股高开，标普 500 指数开盘涨 1.35%；十年美债利率跃升 6-7bp 左右，盘中曾逼近 2.9% 高位；美元指数进一步上扬，盘中曾逼近 104。市场整体反应比较积极，并未就美国经济“衰退”或美联储放缓加息进行交易。

从总量来看，美国一季度 GDP 出现负增长，主要体现去年四季度美国经济增长强劲带来的基数效应。2021 年三、四季度美国实际 GDP 环比折年率分别为 2.3%、6.9%，四季度 GDP 环比折年率不仅大幅反弹，且为全年最高值。我们测算，今年一季度美国实际 GDP，较去年三四季度 GDP 的均值，环比增长约 0.48%、折年率约为 1.9%，基本达到潜在增长水平。

分项来看，美国一季度 GDP 环比负增长主要受三方面拖累：

一是，私人投资（尤其私人库存变化）因基数原因环比大幅回落。一季度私人投资对美国 GDP 环比的拉动，由 2021 年四季度的 5.82% 大幅降至 0.43%，虽然仍保持正向拉动，但降幅是所有分项中最大的。投资分项看，私人存货投资在 2021 年四季度对 GDP 的环比拉动率为 5.32%，较三季度大幅提升 3.12 个百分点，在近 40 年来仅次于疫情后复苏最快的 2020 年三季度。但是，存货投资的持续性较差，今年一季度私人存货投资对实际 GDP 的拉动大幅降至 -0.84%，成为了 GDP 增速下滑的主要拖累因素。

二是，出口疲弱叠加进口激增，使净出口环比大幅下滑。美国作为世界上最大的贸易逆差国，净出口长期以来都是其 GDP 的主要拖累项，2015 年至 2019 年对 GDP 的环比拉动率均值为 -0.2%。但随着美国贸易逆差再创新高，今年一季度美国净出口对其 GDP 环比的拖累表现得尤为明显，达到 3.2%。具体来看，出口下滑的同时（拖累 0.68%），进口保持高速增长（拖累 2.53%）。我们认为，美国一季度进口激增，可能是由于港口拥堵状况改善所致。今年以来，美国港口的拥堵状况明显缓解，洛杉矶港的平均锚泊等待时间由年初的 20 天以上降至目前的 3 天左右。港口通畅后，部分 2021 年到港但尚未交货的船只在今年一季度形成了实际的进口量，洛杉矶港、长滩港等主要港口今年一季度的进口集装箱吞吐量出现反季节回升，亦说明了这一点。

三是，政府支出继续明显下滑。2022 年一季度，由于联邦政府支出的下降，美国政府支出对 GDP

环比的拉动由去年四季度的-0.46%进一步下滑至-0.48%，创下 2014 年以来新低。据 BEA 官方解释，由于部分经济纾困计划到期或已被缩减，美国政府对企业的可豁免贷款、对州和地方政府的拨款、以及对家庭的社会福利等形式的支出，均有所减少。

综合来看，美国一季度 GDP 环比超预期下滑属于“暂时性衰退”，或暂不会改变美联储的紧缩节奏。

首先，美国一季度 GDP 负增长的主要原因，是私人存货回落，以及供应链阻塞缓解等短期因素，而美国私人消费（对一季度 GDP 环比拉动达 1.83%）、固定投资（环比拉动达 1.27%）等长期增长动能仍在恢复。

其次，美国 GDP 数据并非美联储政策的直接参考，通胀和就业指标才是核心参考。与 GDP 数据同时公布的通胀和就业数据显示，美国一季度核心 PCE 物价指数同比高达 5.2%，美国截至 4 月 23 日当周初请失业金人数仅 18 万人，“高通胀和强就业”意味着美联储有必要如期紧缩。类似 2021 年的“暂时性通胀”，美联储也可以定义当前美国经济出现了“暂时性衰退”，从而不会轻易推翻刚刚建立的紧缩预期，大概率将在 5 月的议息会议上如期宣布加息 50BP。

另一方面，我们也强调，今年下半年美国通胀可能有所降温、美国经济下行压力或更加凸显，美联储政策需要保持一定的灵活性，在必要时放缓紧缩节奏，尽量避免经济“硬着陆”风险。对于缩表而言，目前美联储尚未公布明确的缩表计划，对外释放的信号仅有“最早 5 月份开始缩表”以及“在三个月内或市场条件允许的更长时间内，达到每月缩减 950 亿美元资产规模”两项。我们预计 5 月 4 日的议息会议上，美联储将给出更加明确的缩表方案。考虑到美国经济并未超预期强劲，且加息与缩表具有一定替代性，美联储在缩表决议上或许不会太过激进。

日元为何跌跌不休？

来源：FT 中文网 (2022-04-22)

作者：周茂华(中国光大银行金融市场部宏观研究员)

2 月下旬以来，日元兑美元汇率呈现单边快速贬值走势，由 2 月 21 日 114.72 一路贬值到 4 月 19 日的 128.90，创近 20 年来新低，贬值幅度达到 12.4%；日元货币为何遭到抛售？在全球黑天鹅事件频发，市场波动剧烈情况下，本轮日元大跌，是否意味着日本央行政策开始转向？从中长看，投资者是否需要重新审视日本经济发展前景，日元避险属性是否面临终结？

本轮日元贬值主要受日本疫情失控、能源商品价格持续飙升与美日政策分化等因素的综合反应。

首先，日本基本面趋弱。一方面，经济前景趋弱。开年以来，日本疫情卷土重来，2 月 3 日达到峰值，当日新增病例 10 万，随后疫情扩散有所趋缓，但疫情反复并保持日均在 4.86 万人高位，疫情扩散对日本消费、服务业持续构成抑制，日本输入性物价压力上升。数据显示，日本 2 月零售销售环比-0.8%，连续三个月下滑，消费者信心连续四个月下滑，预示日本内需趋弱。

另一方面，国际收支恶化。2 月底以来，国际地缘冲突超预期升温，推动能源、原材料价格持续飙升，日本对大宗商品进口高度依赖的经济体，进口成本飙升，直接导致日本贸易逆差扩大，日本连续 8 个月录得贸易逆差，1 月日本贸易逆差创出历史次高；贸易逆差令日元承压。2021 年 12 月日本金融和资本项目录得 5593 亿日元逆差，这是 2014 年 6 月以来首次出现逆差，近几个月以来，日本国际呈现恶化趋势。

其次，美日政策分化。从美日经济基本面看，美国就业市场“紧俏”，3 月美国 CPI 同比增长 8.5%，创出 40 年新高，经济过热；而 3 月日本消费者物价增长仅为 0.4%（偏离日本央行 2.0% 目标），日本经济尚未恢复至疫情前水平。美日经济基本面分化，两个经济体央行政策分道扬镳，美联储为避免通胀长期化，政策急转弯，希望尽快接近“中性政策”环境；而日本需要推动经济恢复，向市场承诺继续保持超宽松货币政策环境。美日央行政策分化，一方面，美元指数迅速升值，一举突破 100，创两年新高，拖累日元表现；另一方面，推动美日利差在一个多月内急速扩大超过 100 个基点，助推了市场日元利差交易，融入低成本日元资金，通过投资美元资产套利。

第三，市场审视日元避险属性。

高债务隐忧。数据显示，2020 年日本政府债务占 GDP 比重 266.2%，较 2020 年增长 28.2 个百分点，远高于发生过债务危机的希腊 206%，高于美国 137.2%、法国 115.7%、英国 94.9%、德国 69.8% 的水平。考虑到日本经济停滞，大规模财政预算支出，日本政府债务势必进一步上升。从趋势看，地缘局势冲突，能源商品价格“高烧不退”，日本疫情反复等，日本经济前景趋弱情况下，市场对日本政府债务风险担忧升温，年初以来，尽管日本央行承诺维持超宽松货币政策，但日本长端公债持续遭到抛售，也一定程度拖累日元表现。

从近 20 年全球主要避险货币情况看，投资者认可日元避险功能，主要是日本经济实力强劲，日元是国家货币，日元为全球广泛接受且流动性较好，金融市场相对成熟，日本央行长期非常规宽松政策，日元利率处于极低水平（进一步下行空间有限）；同时，政治上保持“中立”（例如避险货币瑞郎）等。但近年来，日本受疫情、国际地缘局势冲击基本面、国际收支恶化，债务担忧升温等影响，投资者开始重新审视日元避险属性。

从前十年看，日元与日经 225 指数走势较强负相关，也就是日元贬值在未影响内需情况下，促进日本出口、增强外需动能，利好市场风险偏好；但近期市场普遍开始担忧日元贬值，认为本轮日元贬值对日本经济“弊大于利”，可能损害日本国内消费与私人资本支出。日元大幅贬值推升能源、食品及原材料商品进口成本，对工业制造业构成抑制，同时，近期数据显示，日本上游企业在逐步向终端消费者转嫁部分生产成本，在日本疫情持续扩散、薪资增长乏力及全球经济面临逆风环境下，家庭消费支出更趋谨慎。

日元对美元汇率大幅贬值，以美元计价的日本 GDP 名义值将出现“缩水”，叠加日本经济增长停滞、人口萎缩、通缩思维惯性等，近年来，日本与德国经济规模差距在缩窄，从趋势看，日本经济在全球影响力将随之下降。

日元大幅贬值可能产生外溢影响，一方面，可能推动部分经济体货币贬值竞争，扰乱全球贸易秩序；另一方面，通过产业链供应链向全球输出通胀，抑制全球需求，进而对全球贸易投资构成拖累等。

从目前日本经济内外形势看，日本央行可能在稳定大规模资产购买同时，不排除通过调升利率，以期稳定日元汇率，在稳增长与实现通胀目标间取得平衡。但问题在于，日本央行政策转向可能损害内需复苏与通胀目标达成。

短期看，拖累日元汇率的这些问题尚未出现拐点，日元汇率弱势难改。一方面，日本疫情仍在扩散。日本疫情扩散继续抑制内需，加之全球越来越多经济体刺激政策转向，日本经济复苏面临逆风；另一方面，国际地缘局势前景充满不确定性。国际地缘局势起伏继续扰动能源商品市场，日本进口成本将居高不下；同时，美日政策分化继续影响日本国际收支平衡；以及日本经济长期停滞，日本超常规财政货币政策，日本债务朝着不可持续方向发展等，都可能削弱日元避险属性。

若后续日本疫情及国际地缘局势朝着恶化方向走，日本经济、国际收支失衡与美日政策分化扩大，日元仍存在进一步贬值压力。理想情况是，日本疫情与国际地缘局势影响趋缓，日本基本面等趋势改

善，市场重拾日元信心。

专家述评：美加息给新兴经济体带来麻烦

来源：参考消息网(2022-05-09)

作者：弗丽达·吉蒂斯(世界政治评论网站世界事务专栏作家)

参考消息网 5 月 9 日报道(世界政治评论网站世界事务专栏作家)弗丽达·吉蒂斯的文章，题为《美国升息将给发展中世界带来麻烦》，全文编译如下：

一个被广泛承认的事实是，当美国经济打喷嚏时，许多国家将会感冒。而本周美联储在华盛顿的升息之举也是如此：美联储遏制美国通胀的努力，肯定将会给已经遭受连续打击的经济体以及不那么富裕国家中的家庭制造新的问题。

此次升息将在无意间加剧发展中国家已经面临的众多相互关联的危机和日益严重的挑战。正如笔者几周前指出的，俄罗斯在乌克兰的战争正在从秘鲁到斯里兰卡的全世界造成经济及政治冲击波。现在美联储又推出了抑制正在影响美国的物价不断上涨的趋势——就像在世界其他地方一样——的计划。

所有这一切意味着某种“完美风暴”。世界主要经济集团之间持续多年的贸易紧张、新冠肺炎疫情、欧洲的大规模战争以及近期的疫情，桩桩件件都如同海底地震那样，引发波浪——在某些情况下像海啸那样冲到岸上。

每次当美元利率上升时，它们都会引发后果几乎持续不断的连锁反应。一旦利率开始攀升，从而把更多的投资从发展中国家吸引到美国，美元将相对于别国货币升值。这将使进口商品对于持有其他货币的人变得更为昂贵。在发展中国家，这将加剧通胀负担，抑制经济增长。疲软的非美元货币对某些国家可能有帮助，因为它们可以促进出口，但不断上升的通胀将伤害大多数人，而且对最贫困的人造成最大伤害。此外，升息意在为经济增长降温，这意味着它们将促使美国人减少购买和进口。这也意味着向美国市场出口的国家将获得更少业务。

美元升息对于需要借贷新资金或为现有债务进行再融资的政府来说也会造成毁灭性的负担，因为它们随后必须把宝贵的资源抽离国内需求，以便支付那些贷款的利息。

美国加息周期的后果是广泛公认的。正如世界银行副行长英德米特·吉尔所指出的，美元升息是“发展中国家危机的可靠预测指标”。他指出，尽管货币、银行业和债务危机无疑存在关键的內因，但依据半个世纪以来的数据，“每当美联储处于升息过程中时”，这些危机“发生的可能性要大得多”。

而研究利率上升影响的经济学家们从来没有遇到过像今天这样以多重极不规则状况为特征的背景。

在本国国库充裕或者至少没有完全枯竭的情况下，各国政府能够更好地度过华盛顿的货币紧缩。但是至今仍在持续的疫情已经让各国国库变得空虚。与此同时，俄罗斯对乌克兰的“入侵”引发了两种最基本的商品——燃料和食物——的大幅涨价浪潮。

虽然食物价格在乌克兰战争之前就已经在攀升了，但它在俄罗斯的进攻开始时出现了飙升。

联合国世界粮食计划署称，有大约 450 万吨谷物目前被阻断在乌克兰被围困的黑海港口内。据世

界粮食计划署负责人戴维·比斯利说，这场战争正在“给最贫困的人们造成严重破坏”，而事实上它将“影响所有人”。

和平时期的乌克兰和俄罗斯是主要的农业出口国，占世界小麦供应的近 1/3。战争已经使这些出口骤降，造成供应短缺，导致价格飙升并危及未来的产量。

除了小麦、玉米和葵花油等商品的稀缺以外，这场战争还导致了化肥价格的飙升。这意味着，不仅在乌克兰（世界粮食计划署称该国的本轮种植季预计将不会进展顺利）的农业产量将下降，全世界也是如此。战争对粮食储备的破坏将是持久的。

雪上加霜的是，同时发生的乌克兰战争和新冠疫情，正在促使人们对最近几十年盛行的全球化观念作出重新评估。许多人现在认为，发展更大程度自给自足的经济是关乎国家安全的问题。对于需要外国投资和消费者的大量涌入以创造国内繁荣的发展中经济体来说，这是个坏消息。

陷入这个令人目眩的逆风漩涡中的穷国和中等收入国家即将开始感受风寒。难怪发展中国家的一些人现在要说：“希望美国停止打喷嚏。”

国内财经

构建全国统一大市场 进一步完善我国社会主义基本经济制度

来源：爱思想网(2022-05-13)

作者：蔡继明(清华大学社会科学学院教授、政治经济学研究中心主任)

从计划经济体制改革到确立社会主义市场经济体制，进而将社会主义市场经济体制纳入社会主义基本经济制度的规定，是改革开放以来中国共产党对社会主义基本经济制度认识上的重大飞跃和转变。加快建设全国统一大市场，则是进一步完善我国社会主义基本经济制度的需要。

从计划经济体制改革到社会主义市场经济体制建立

中国的经济体制改革，最初始于对计划经济体制的修修补补：试图把高度的中央集权的计划经济体制，改革为中央与地方分权的计划经济体制；把单一的指令性计划改革为指令性与指导性相结合的计划。然而，单纯的计划经济体制改革，并不足以消除现实生产关系中阻碍社会生产力发展和扭曲资源配置的各个环节。随着经济体制改革深化，在现实经济运行中逐步引入了计划和市场并行的“双轨制”，理论界则相继提出了“计划经济与市场调节相结合”以及“国家调节市场、市场引导企业”的观点。

中共十二届三中全会通过的《中共中央关于经济体制改革的决定》，针对传统计划经济体制存在的问题，及时总结了理论界的研究成果，明确了社会主义经济是有计划的商品经济。其中“商品经济”成了经济体制的主词，“计划”则成了形容词，由此开启了社会主义计划经济向市场经济的转轨。

中共十三大充分肯定了中共十二届三中全会的上述决定，认为社会主义经济是公有制基础上的有

计划的商品经济。这是我们党对社会主义经济做出的科学概括，是对马克思主义的重大发展，是我国经济体制改革的基本理论依据。

中共十四大全面总结了改革开放以来我国经济体制和资源配置方式发生的变化，将社会主义市场经济体制确定为经济体制改革的目标模式，强调要让市场在资源配置中发挥基础性作用。

经过 20 余年市场经济体制的建设、完善和发展，中共十八届三中全会通过了《关于全面深化改革若干重大问题的决定》，进一步强调“让市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用”。

总之，发轫于计划经济体制的改革，按照其内在的逻辑演变为社会主义市场经济体制，意味着原有的社会主义基本经济制度的本质规定发生了变化。

从社会主义市场经济体制到社会主义基本经济制度

正是在全面总结了我国改革开放 40 年所发生的制度变革，中共十九届四中全会对我国现阶段的基本经济制度做出了如下新的概括：“公有制为主体、多种所有制经济共同发展，按劳分配为主体、多种分配方式并存，社会主义市场经济体制等社会主义基本经济制度，既体现了社会主义制度优越性，又同我国社会主义初级阶段社会生产力发展水平相适应，是党和人民的伟大创造。”

与以往历次重要文献相比，这一有关我国社会主义基本经济制度的新规定，在过去只强调公有制为主体、多种所有制经济共同发展的基本经济制度的基础上，增加了按劳分配为主、多种分配方式并存，以及社会主义市场经济体制。这就在空间外延上扩大了我国现阶段基本经济制度涵盖的范围。事实上，一定社会的基本经济制度中，生产资料的所有制结构、收入分配方式和资源配置方式总是相互联系互为为基础的，单纯的所有制关系并不能独自决定一个社会基本经济制度的属性。

新规定将上述原本界定为只适应于社会主义初级阶段的基本经济制度直接定性为我国社会主义基本经济制度。这不仅意味着非公经济作为社会主义市场经济的重要组成部分同时也是社会主义整个经济体系的重要组成部分，而且意味着把过去只适用于社会主义初级阶段的基本经济制度在时间跨度上扩展到了整个社会主义历史阶段，这是对社会主义基本经济制度内涵做出的重要发展和深化。

构建全国统一大市场是进一步完善我国基本经济制度的需要

近日，《中共中央 国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》正式印发，这对于进一步完善我国社会主义基本经济制度特别是构成其经济运行基础的社会主义市场经济体制是非常必要和及时的。

如前所述，经过四十余年的改革，我国计划经济体制已经逐步转变为社会主义市场经济体制，但全国统一的大市场体系尚未形成，突出表现在以下两方面。

一方面，各地区市场化发展不平衡。根据王小鲁等完成的《中国分省份市场化指数报告》（社会科学文献出版社 2021 版），我国东部地区市场化遥遥领先，中部改善速度高于东部，西部改善缓慢，东北有所退步；我国 2019 年市场化总指数为 5.81（以 2016 年为基期），市场化进程趋缓。详见表 1 和图 1。

另一方面，全国统一的生产要素市场尚未形成。劳动力的流动和就业不仅在一定程度上仍然受到城乡户籍制度的限制，而且受到特大超大城市人口总量的限制。城乡统一的建设用地市场建设刚刚起步，东中西部城市新增建设用地由中央政府计划控制，农村大量闲置的建设用地（特别是宅基地）只有少量被政府确定为经营性建设用地才能入市。城乡建设用地增减挂钩节余指标还只能在少数对口扶贫的省份之间按中央规定的价格进行交易，农村集体的宅基地尚不具备与城市国有宅基地同等的用益物权和担保物权。

以上各地区市场发展的不平衡、城乡土地资源配置方式的不统一、国有与集体所有土地产权地位

的不平等，限制了各种生产要素在城乡之间、东中西部和南北之间，以及大中小城市之间和城市内部不同部门之间的合理配置，从而不仅抑制了工业化、城镇化和农业现代化的进程，而且阻碍了区域均衡发展、城乡融合发展。中共十八届三中全会（2013）以来，中共中央、国务院反复强调，要加快完善社会主义市场经济体制，构建更加完善的要素市场化配置体制机制。2015 年至 2019 年在 33 个县市区进行了征地制度改革、农村集体土地入市改革和农村宅基地制度改革试点。2020 年 4 月，中共中央、国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，2020 年 5 月，中共中央、国务院印发《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》。2021 年起又在 104 个县市区和 3 个地级市进行第二轮农村宅基地制度改革试点。

《中共中央 国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》进一步提出，要从基础制度建设、市场设施建设等方面打造全国统一的大市场。其中特别强调，要健全城乡统一的土地和劳动力市场，统筹增量建设用地与存量建设用地，实行统一规划，强化统一管理。完善城乡建设用地增减挂钩节余指标、补充耕地指标跨区域交易机制。完善全国统一的建设用地使用权转让、出租、抵押二级市场。健全统一规范的人力资源市场体系，促进劳动力、人才跨地区顺畅流动。完善财政转移支付和城镇新增建设用地规模与农业转移人口市民化挂钩政策。全面贯彻落实中共中央、国务院的上述意见，不仅将有助于消除抑制生产要素在城乡之间、地区之间、各个产业和市场需要之间的自由流动的体制和制度障碍，而且将有助于保障不同所有制经济和各个市场行为主体平等地使用国家的资源实现公平竞争，为各种生产要素由市场评价其贡献并按贡献参与分配创造条件，从而推进社会主义基本经济制度更加完善。

不要轻易浪费一场危机

来源：FT 中文网 (2022-04-20)

作者：周文渊(财富管理 50 人论坛特邀研究员；人民大学财富管理研究室执行主任)

2021 年 12 月底与几位明星基金经理的小范围交流之中，有人预测 2022 年可能会出现金融危机，但是对风暴中心在哪里不置可否。在美国，还是新兴市场，或者是离我们很近？仅仅 3 个多月后，没想到一语成谶，进入 2022 年之后，主要国家的金融市场普遍进入系统性风险释放进程之中。

系统的脆弱性大幅上升

经济系统的稳定和平衡通常依赖于扩张，如果系统停止增长，熵增过程将极易造成系统的崩溃。经济系统扩张的内生动力来自于劳动力、资本投入和技术进步，良好的制度供给和全球化为增长提供良好的润滑，形成了激励兼容的经济生态。各种要素和经济生态有机耦合，成为每个人都参与其中，又深度依赖彼此的复杂经济系统。

在经过 40 年的高速增长之后，中国经济的内生动力本身已经出现下降。2021 年中国人口仅仅增长了 48 万，预计 2023 年中国人口将提前进入负增长时代。在人口增长的同时，人口结构快速出现恶化。2021 年中国 60 岁以上人口 2.67 亿元，占比 18.9%，到 2030 年中国 60 岁以上人口占比将超过 25%，中国提前进入到深度老龄化社会。中国的人口红利期早已经结束，更令人担忧的是，随着老龄化率的提高，人口负担将明显上升，储蓄率下降，资本增长的动力衰减加快。

资本投资动能下降的一个典型行业就是房地产。至少目前看，房地产及其产业链的生产总值在中国经济中的占比依然超过 20%，房地产投资拉动了上下游原材料、家具、家电方方面面中国经济最具活力的产业领域。经过波澜壮阔的三十年增长后，随着中国人口达峰，房地产上行周期已经不可避免

的结束了。

本来房地产市场周期的繁荣到软着陆会是一个漫长而缓和的过程，但三条红线的出台改变了市场的预期。作为金融体系中重要环节的房地产金融成为经济系统中的一个脆弱点。2021 年下半年至今，中国国内排名靠前的民营房地产商普遍出现了债务偿还方面的困难，公开市场中的债券出现违约，价格大幅下跌。万幸的是，金融决策及时调整了政策，将地产金融的风险控制在有限的范围之内。

经济效率也大幅下降了，一个显著的标志和信号就是通胀。2022 年 4 月份美国 CPI 高达 8.5%，核心 CPI 超过 6%，均创出 40 年以来的历史新高。通胀的数值短期决定于供需结构，供给面的变化更重要和直接一些；长期决定于劳动生产率，也就是技术进步。疫情、战争导致了全局性的供应链困难，大幅降低了全球经济体系的效率，再加上美国的天量放水，通胀不可避免。而一旦美联储开始收缩其资产负债表，美国的银行必将大幅调整其资产负债表结构，这几乎可以确定性地让不少边缘国家出现崩溃。最近的斯里兰卡就是一个最鲜活的例子。

不管是内生的动能下降，还是外部的冲击，经济系统面临的压力越来越大，而进入 2022 年之后，全球金融市场普遍进入到一种系统性风险释放的过程之中。高估值的科技类股票大幅下跌，幅度普遍在 30-50%，房地产债务市场冻结，民营房地产商被迫躺平，一些国家的汇率恶性通胀式贬值，居民的购买力大幅下降。作为一位正常的有同理心的人，一定能够感受到投资者的煎熬，也会面临持续的焦虑感，正是因为风险已经来了，就发生在我们身边，而多数的人是极度风险厌恶型。

当风险发生的时候，如果有一个健康的体系，可以灵活应对，积极调整，那么风险在金融市场的体现就是一种情绪的周期摆动。但是如果系统是僵化的，当风险发生时，会造成风险蔓延，以至于经济最有活力的细胞和机理永久地退出市场，这意味着系统的脆弱性将导致系统的崩溃，金融市场的波动就不会简单地成为一种情绪的摆动，而是会从一个高层次的均衡下滑到低层次的均衡，这种降级会导致高杠杆的投资人头破血流，也会造成选错投资标的的人出现资本毁灭。

价值投资理念听到质疑的声音

投资有时候会陷入一个悖论之中。到底是波动性大，还是波动性小更有利于投资取得收益。当然，这也可能不是一个悖论，不同的投资方法和模型可能适合不同的波动率。收益来自于哪里决定了偏好，盈利来自于交易博弈的投资者更倾向于波动性更大的市场，比如说做市商；来自于企业长期增长的价值投资者可能更偏向于较低波动的市场环境。

2019 年以来，不管是有意识的市场教育也好，还是实际业绩的佐证，让价值投资理念在中国权益投资市场深入人心。价值投资是一种有效的投资方法论和投资理念，它强调的是发掘企业价值，陪伴公司成长，实现资本复利增长。

然而，价值投资很简单，但并不容易。不管是时间的玫瑰，还是时间的朋友，在 2021 年下半年以来的中国股市中被现实的残酷撕碎，宝典已经被扔进了故纸堆，偶像走下了神坛。在狂热的崇拜后，投资人面临的是冰冷的现实。如梦初醒般的懊悔、失望，绝望，之后就是反思。

价值投资失去价值了么？显然不是。从某种程度上来讲，对于有志于长期从事投资事业的朋友来说，价值投资可能是唯一有效的方法。交易博弈都是短期的、非标的、不可持续的、长期胜率 50/50 的投资方法，而挖掘企业，陪伴企业成长，是一个长期扩张的过程，寻找好的企业持续性更强，更有价值。

2021 年下半年以来，长期价值投资组合普遍出现了大幅度的回撤，这些回撤恰恰说明了价值投资的有效性。价值投资方法的一个基石是企业的护城河理论，护城河越强大，增长越具备可持续性。但围起来的城墙随时可能被大炮轰倒，一旦企业的经营逻辑发生了根本变化，企业的价值将进入毁灭

阶段，这一过程在全球都很普遍，只不过企业衰亡的过程往往会比较漫长，往往是 3-5 年，甚至 5-10 年。

但是，不管是海外的中概股，还是国内的医药、互联网等行业中的企业，我们看到在国际国内各种不可抗力的冲击之下，企业运营的基础短期内发生了急剧变化，企业价值出现快速崩塌。投资人根本来不及反应，净值已经接近清零，市场是多么有效呀！

雷霆雨露都是君恩，价值投资离不开它所处的时代背景，当有形之手变得活跃的时候，往往会加大市场的波动性，这无疑会加大价值投资的难度。而有智慧的投资人，需要对环境的变化保持敏感，并采取策略积极应对组合波动性的上升。

长期投资是一套机制

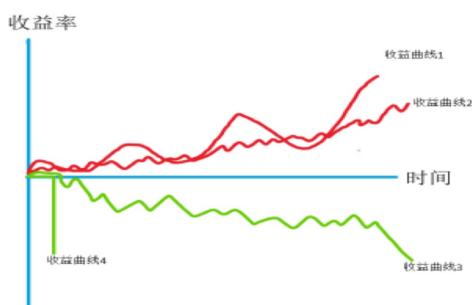
穿越周期，长期持有是很多投资人的理想。由于经济、金融和资本市场的复杂性，频繁择时和交易过多会造成资本耗损，同时也不利于企业的长期资本稳定性，坚持长期主义要求降低择时频率，做好优质股票筛选，长期支持企业发展。但是，价值投资不等于长期持有。

从根本上讲，长期投资是一整套市场机制，并不是机械投资方法。价值投资的精髓是长期投资和逆向投资。其中长期投资是一种机制设计，能够坚持长期投资的机构，要么是拥有长期的负债，要么是形成投资业绩长期考核的文化。建立合适的考核机制是能否坚持长期投资的关键。至少从目前看，国内多数机构投资者并未建立有效的长期投资机制。有些投资者甚至通过杠杆去做股票的投资，在这样的情况下，坚持长期投资是很难实现的。作为最大新兴金融市场，中国市场波动性太大，股票价格往往牛短熊长，长期持有会变得非常困难。

企业基本面投资是长期价值投资者的基石，长期投资并不是以时间来确定，而是以企业内在价值来确定，也就是能够把握住股票的安全边际。2021 年 2 月份的茅台股价、周期繁荣顶部的周期股，如果不跟踪股票价格估值的安全边际，在长期投资商刻舟求剑，就会遭受损失；长期投资和逆向思维是一致的。如果一家公司的商业逻辑被打破，在投资上不能及时根据最新变化，调整持仓，坚决止损，那就可能持续陷入估值陷阱。

尽管不鼓励追涨杀跌，不股票频繁交易。然而，从投资的周期历史来看，当市场出现系统性风险的时期，即使是非常优秀的公司也会出现明显下跌。最近的 A 股市场就是一个很好的例子，景气度较高的公司，普遍呈现较高的估值，但当系统性风险爆发时，估值收缩将明显快于业绩的扩张速度，A 股市场的微观结构转向存量博弈，极端风险规避将造成优秀公司的极端定价。这隐含着两点投资建议。其一，投资需要规避系统性风险。需要构建技术系统，去建立预测或跟踪系统性风险的规则，在风险出现时，一定要及时采取措施，避免陷入止损的困境。其二，危往往和机同时出现，在系统性风险释放的过程中，往往也是买入长期优秀资产的绝好机会。

做好资产配置可以有效提高长期收益



投资的本质把资金和积累的财富变成资本，投入到经济活动之中，随着时间的增长实现资本增值。无论实现路径如何，当前做出的投资决策面临的投资回报无非四种收益曲线，如下图。从图形中来看，投资的风险有三种风险，第一种是波动性风险，如收益率曲线 1；第二种风险是真实亏损风险，如收益率曲线 3 和 4；第三种是杠杆风险，如收益率曲线 4。资产配置的功能：以高概率获得收益率曲线 2 的长期预期回报，降低收益曲线 1 的波动性风险，规避收益曲线 3-4 的真实损失风险。

从实践效果来看，资产配置可以实现出类似于收益率曲线 2 的增长曲线。资产保值增值是居民财富管理的主要目的，长期持有、让复利增长是实现资产保值增值的主要途径，而良好的持有体验则是长期持有的前提条件。众所周知，股票因其反映经济增长而具有长期的风险溢价，但是股票的持有体验并不好，导致股票投资者往往不能够长期持有，很难通过股票获得稳定的复利增长。

比如以沪深 300 为例，假设任意一天入市持有一定期限。持有一年的话，获得收益的概率只有 54.5%，平均最大回撤为 21.5%，随着持有期限的增加，最终获得收益的概率随之提高，当持有期限提高至 6 年左右时，获得收益的概率将提高至 90% 左右，但随之的平均持有期内最大回撤提高至 44.25%，持有期限内浮亏的时间占比为 40%。可见虽然长期持有能获得收益，但持有期内的最大回撤、浮亏时间等因素都严重影响 A 股的持有体验，导致很难长期持有。

而在大类资产层面进行分散化资产配置投资是可以实现长期稳定复利增长的。比如某公司在 2019 年推出并实盘运营的全天候指数，历史任意时点买入持有一年获得收益的比例大于 99%，持有期内平均浮亏时间占比不到 10%，相比单资产，多资产组合配置通过分散投资，平抑波动的同时享受了长期的风险溢价。从长期回报来看，2011 年以来，这一资产配置策略的年化回报为 9%，年化波动率在 5% 左右。

权益市场可能很快迎来历史性机会

系统性风险的释放已经持续了几个月，目前看很难说下跌过程就结束了。毕竟，经济前景、疫情和海外政治波动剧烈，短期资金流出和企业经营业绩的压力都很大。但是，可以确定的是，在每一次系统性下跌之后，权益市场将迎来比较好的配置时机，因为很多优秀公司的股价已经很便宜。

不要浪费一次危机给予的长期投资的机会，但这并不代表选好了时间，就一定会出现躺赢。大多数投资人并不具备基本面选股的能力和资源，在几千只股票中选出好公司并不是那么容易，更何况在巨变的时代，好公司随时可能出现护城河坍塌的状况。变化和不确定性是投资永恒不变的真理。

因此投公司不如投人，寻找到好的公募基金经理并在大幅回撤时买入，是最经济最有效的方法。好的私募基金经理是非常稀缺的，费率也较公募昂贵许多，只能作为次优的选择。

对于有闲有钱、有智慧和兴趣对公司基本面研究的投资人，在当下可能也面临未来 3-5 年内一个较好的配置优质公司的机遇期。此时，利用好价值投资的方法，一方面对企业的商业模式护城河保持敏感和警惕，一方面坚持安全边际的原则。用一句话来讲，就是系统性风险释放过程中，以较低的价格买入长期商业逻辑或运营模式的公司，长期持有，并等待下一个周期的钟摆。

此轮房地产下行对宏观经济影响几何

来源：财新网(2022-04-24)

作者：刘洁琦(中泰国际地产行业分析师(总监))，赵红梅(上海财经大学博士研究生)

始于 2020 年秋季的新一轮房地产调控，直指房企杠杆和银行信贷供给。过去一年多时间，中国房地产行业各项指标急转直下，房企美元债违约率大幅攀升，多家上市房企 2021 年的业绩年报延迟发布，进一步加剧了行业的资产价格波动。这一轮房地产行业调整到底对中国宏观经济影响几何，未来政策将如何演绎？

决定需求的核心变量已悄然生变

住房市场改革、经济强劲增长和城镇化快速推进是 1998 年以来房地产需求增长的重要驱动力。1998 年房改以来，房地产行业繁荣发展，除了产业政策的支持外，中国人口红利的释放以及城镇化战略的积极推进功不可没。然而，“十三五”期间，中国开始面临人口红利消失的问题：中国人口增速自 2016 年以来持续放缓；15-64 岁的劳动年龄人口规模自 2012 年开始进入负增长。此外，中国常住人口城镇化率于 2019 年突破 60%，实际城镇化率更高。虽然与发达国家相比，中国城镇化率仍有进一步提高的空间，但由于基数的提升，以及中国经济增速的放缓，实际城镇化率增速也势必放缓。

从发达国家的经验来看，当城镇化率达到了 60%以上时，城镇化率的年均提高速度普遍降至 1%以下。预计中国“十四五”期间，城镇化率平均每年提高速度将由 1996 年-2019 年的 1%以上逐步减慢。

因此，展望未来十年，伴随着中国人口增速见顶以及城镇化率达较高水平，预计新增住房需求将较过去十年显著放缓。

行业潜在的供求失衡风险有所上升

虽然中国房地产潜在需求增速放缓，然而在棚改的推动下，供应较快释放，房地产销售总量于“十三五”期间快速上升达到历史高位。1998 年正式启动房改至 2021 年黄金期，中国共销售商品房 225.2 亿平方米，其中“十五”（2001-2005）、“十一五”（2006-2010）、“十二五”（2011-2015）、“十三五”（2016-2020）分别销售商品房 17.7 亿平方米、40.5 亿平方米、60.01 亿平方米、84.6 亿平方米。

值得注意的是，改善需求是支撑十三五销售增长的重要因素。根据 2015 年 1%人口抽样调查数据：1）约 51%的受访城市居民所居住的房子仍为 2000 年以前建成，整体楼龄较高；2）约 17%/16%的受访城市居民居住在自建住房/老公房，商品房渗透率仍然有限。2014 年以来中国大力推进棚改政策，2014-2018 年年均开工棚户区改造住房 500 万套，年均开工面积按 70 平方米/套估算约 3.5 亿平方米，相当于 2014-2018 年年均商品房销售面积的 24%。可以说 2015-2018 年，住房改善需求对总需求的贡献较为显著。

虽然城镇化的进程还在继续，住房改善的需求仍然旺盛，但房地产市场将从总量扩张过渡到结构分化。长期来看，中国房地产行业潜在的供求失衡风险有所上升。通过房地产调控稳定房地产供应，有助于防控风险，利好房地产行业的中长期发展。

此轮调整最大不同在于销售、融资市场下行剧烈共振

“房住不炒”首次于 2016 年 12 月的中央经济工作会议提出，并于 2017 年写入十九大报告，标志着房地产调控进入新阶段。与 2010-2013 年的那轮调控不同的是，这一阶段的调控实际上是以供给端为主，防止地产在需求基本稳定、温和增长的情况下，供给端仍然过度供应，负债供应，引起不必要的金融风险。

2018 年以来，房地产融资不断收紧；2019 年 7 月，发改委收紧房企海外发债，对海外发债的房企提出“只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；2020 年以来的三道红线，加强了对房企的资产规模限制，倒逼房企降杠杆；贷款集中管理制度约束了房地产开发贷的额度。2020 年以来，主要金融机构中房地产贷款（开发+按揭）占比逐年下降，信用债净发行规模显著收缩。房地产行业降杠杆稳步推进。

2021 年 5 月，对恒大的相关报道触发了部分金融机构的排查及敞口收紧，再融资能力显著下降令恒大风险事件不断暴露。2021 年 8 月，在保交房的政策约束下，多个地方政府收紧了预售金管理的执行力度。由于 2019 年以来房企继续以高周转模式经营，房地产行业高周转与预售制度使得财务报表中合同负债规模较大。我们以合约负债来估算公司在手的预售资金规模，据测算，若预售金监

管比率（预收款中受监管的资金比例）由 10%（宽松执行）上升至 40%（严格执行），45 家上市房企现金中可自由使用的比率均值将由 81.7%下降至 26.7%。因此，提升预售款监管比例使得房企现金流水平大幅恶化。

2021 年三季度以来，房企债务危机溢出至多个房企，进一步加剧了购房者的观望情绪，使得需求端短期走弱。销售下行使得房企现金流以及偿债能力进一步恶化，换言之，销售市场与金融市场产生剧烈共振，房地产下行风险快速蔓延。房地产销售同比增幅由 2021 年二季度的 17.2%下降至三季度的-14.1%，调整斜率较以往更陡峭，2021 年三季度以来持续双位数负增长，深度调整的周期较以往更长。

房地产下行对 GDP 的影响测算

房地产具有行业链条长，关联产业多的特点，目前尚未有统一的方法测算行业对 GDP 的贡献。我们由支出法的角度估算房地产行业对 GDP 的贡献。

首先看房地产消费，我们参考国家统计局原副局长许宪春的方法估算房地产消费对 GDP 的贡献。2013-2020 年居住消费占居民消费支出的比重在 21.8%-24.6%，居民最终消费支出占 GDP 的比重在 35.6%-39.1%，因此我们估算房地产消费占 GDP 的比重在 8.1%-9.3%。

再看房地产投资。我们用全社会固定资产投资完成额中的房地产投资作为基础数据。根据统计局，固定资产完成额与支出法 GDP 中的固定资本形成额之间存在的主要差别有：1. 全社会固定资产投资额包括土地购置费；固定资本形成总额不包括；2. 全社会固定资产投资额只包括计划总投资 500 万元以上项目的投资，固定资本形成总额包括了计划总投资额 500 万元以上及以下项目的投资；3. 全社会固定资产投资额不包括商品房销售增值，固定资本形成总额包括。因此我们在计算房地产投资对 GDP 的贡献时，剔除土地购置费这一较大项目。经调整后的房地产投资占 GDP 的比重，由 2013 年-2021 年在 12.2%-9.1%。

综上，2020 年房地产消费、投资对 GDP 的贡献保守估算在 18.9%，然而，由于居住消费支出中未包含家电购置等，房地产投资中不含商品房销售增值，故实际房地产所带来的消费和投资或更高。若考虑对上下游行业的拉动作用，房地产行业对 GDP 的贡献预计在 20%-30%。

作为投资中一大类的房地产投资，曾经是中国经济快速增长的主要引擎之一，亦渗透到了消费的各个层面。2008 年金融危机之后，中国开始明确提升内需的发展方向。2014 年之后，伴随着中央承认且接受中国经济增速换挡、进入 L 型增长阶段以来，对于稳增长的需求已经大幅下降。房地产，与其他投资一道作为逆周期调节的作用也在逐渐淡化。中央对于回归房子居住属性的方向已经明确。2020 年疫情的快速冲击中，政府也没有大幅放松地产政策，可见中央的决心。

2021 年经调整房地产开发投资（剔除土地购置费）同比增长 7.3%或 7106 亿元，至 10.41 万亿元人民币，拉动名义 GDP 增长 0.7%。目前中国经济面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力冲击。在悲观/中性/乐观情形下，我们假设 2022 房地产开发投资完成额同比-15.9%/-7.4%/-4.3%，房地产开发投资将拉动名义 GDP -0.9%/-0.4%/-0.2%。回顾 2013 年以来的数据，房地产开发投资增长对名义 GDP 的拉动作用在-0.3%-2.4%。因此，虽然近年政府对房地产活动走弱的容忍度有所提升，然若地产投资增速超过-15%的极端下滑，叠加对上下游的影响以及疫情影响，会加速金融风险暴露，届时，将拖累中国 GDP 及加大城镇居民就业压力，导致地产财政收入骤减，综合的负面影响或令中国经济有不可承受之重。

美元债到期高峰来临，悲观情景下地产行业违约率或大幅攀升

2015 年以来中国房地产行业再次进入加杠杆周期，信用债规模显著增加。中国房地产企业境外

债券余额由 2014 年末的 919 亿美元快速上升至 2021 年一季度末的 2694 亿美元，随后余额小幅下行。截至 2022 年 4 月末，中国房企美元债在中国企业美元债总余额中的占比达 18.6%，远高于房地产行业增加值在 GDP 中的占比（2021:6.8%）。然而由于恒大债务风险暴露对销售、政策产生较大负面影响，2021 年 9 月末，花样年、新力超预期违约触发了中资地产美元债市场的快速调整，信用利差大幅飙升，10 月以来民企开发商基本丧失在境外债市场融资的能力。由于开发商仍普遍采取高杠杆经营，再融资现金流的大幅下降使得信用风险快速进一步溢出至多个开发商。

2021 年以来，房企违约率持续攀升：1）2021-2022 年约 16 家房企发生境外债务违约，违约房企总存续美元债规模约 590 亿美元，占中资地产美元债的 25%，占中资美元债的 5%；2）约 9 家房企寻求美元债债务展期/邀约交换，相关房企总存续美元债规模 130 亿美元，占中资地产美元债的 5.4%，2022 年以来债务展期/邀约交换个数显著增加。2022 年 4 月、6 月、7 月、10 月为美元债到期高峰，在我们的悲观情境下，房地产销售在 2-3 季度持续下行，叠加到期高峰，房企现金流进一步恶化，大部分民营房企将无法偿付到期债务。违约房企对应总存续美元债规模或于年内超 1000 亿美元。我们认为，唯有销售改善及资金管控进一步纠偏，才可以从根本上缓解房企的财务恶化，修复金融及销售市场信心，避免金融市场进一步发生连锁反应。

土地市场承压，城投债风险上升需关注

中国 1994 年进行分税制改革之后，土地出让收入逐渐成为地方财政的重要来源，在宽口径财政收入（一般公共预算收入+政府性基金收入）中占比约 30%；2020 年土地出让金收入为 8.4 万亿元，对财政的贡献达到峰值，在宽口径财政收入中占比达 30.3%。除了土地出让金，五项房地产相关税收（未计开发商所得税）在一般公共预算收入中占比约 10%，在宽口径财政收入中占比约 7%。因此，预计房地产对宽口径财政收入的贡献达 35%以上。

房地产活动正步入新一轮下行周期，2022 年以来，土地市场亦正在加速降温：1）1-3 月统计局口径土地成交价款 672 亿元，同比下降 16.9%；2）1-3 月财政部口径国有土地使用权出让收入 11958 亿元，同比下降 27.4%；3）1-3 月中指研究院 140 个主要城市（已剔除数据不连贯城市）土地成交总额 4215 亿元，同比下降 55.9%。

我们认为，2022 年土地市场将面临双重压力：1）销售下行抑制投资意愿。根据历史数据，土地出让金与商品房销售额在同比增速具备较高的相关性，且土地市场的降温滞后于销售 1-2 个季度；2）债务危机显著降低房企投资能力。观察历史数据，虽然民营房企在土地招拍挂市场的占比 2018 年以来持续下降，但仍是重要构成部分。根据中指研究院 2021 年百强房企招拍挂与收并购排行榜，权益拿地金额，国企占比 65%，民企占比 35%。若出现大面积民营房企债务违约与重组，我们预计至少将对 2022 年整体土地出让产生额外 15%的负面影响。综上，我们预计 2022 年土地市场将面临近年来最大压力。

土地出让金超预期下降或对城投债的信用风险及估值产生较大影响。2015 年以来，城投债规模较快增长。根据 Wind 统计，截至目前，境内城投债存量约 13 万亿元人民币，相当于 2021 年末地方政府债务（主要为政府债券）余额的 42%；境内地方政府债务余额（境内城投+地方政府债券）对宽口径财政收入（一般公共预算收入+政府性基金收入）的比例由 2017 年的 1.0 倍上升至 2021 年的 1.4 倍，地方政府杠杆有所上升。此外，目前离岸市场城投债存量约 1000 亿美元，虽然相对地方政府债务余额规模较小，然而在中资美元债市场中占比约 10%，相对显著。值得注意的是，城投平台依然高度依赖再融资现金流，以 3065 个境内发行平台主体为样本，我们将其最新一期的财务数据加总，其经营性净现金流/投资性净现金流/融资性净现金流的总和为-2,707 亿元/-32,644 亿元/+43,831 亿元。

土地出让金显著下降的情境下，地方政府的财务灵活性亦跟随下降，虽然可通过转移支付、提取

财政结余、缩减开支等方法对冲收入下降，但是会增加部分以土地出让金为主要偿债来源的城投平台的流动性风险，特别是财政收入对土地出让金依赖较高的区域，收入波动将进一步加剧。此外，由于金融市场的特性，若城投平台流动性压力显著上升，信用利差上升将使再融资难度显著提高，尾部风险或进一步溢出。因此，我们认为在地方政府杠杆水平有所上升的背景下，土地出让金显著下降风险对城投债的传导值得关注。我们相信，在稳步化解地方政府隐性债务与房地产问题的过程中，保持金融市场的相对稳定，降低波动性，以把握不发生系统性风险的底线，仍将占据较高的政策重要性。

运用马克思主义政治经济学的观点 深刻认识资本特性及行为规律

来源：爱思想网(2022-04-21)

作者：洪银兴(南京大学原党委书记、教授)

中央经济工作会议指出：“要正确认识和把握资本的特性和行为规律。”社会主义市场经济是一个伟大创造，社会主义市场经济中必然会有各种形态的资本，既要发挥资本作为生产要素的积极作用，也要有效控制其消极作用。这需要为资本设置“红绿灯”，依法加强对资本的有效监管，防止资本野蛮生长。深入学习贯彻习近平总书记在中央经济工作会议上的重要讲话精神，有必要结合马克思主义经典作家关于资本的相关论述，运用马克思主义政治经济学的观点研究社会主义市场经济中的资本特性及行为规律，支持和引导资本健康发展。

资本的逐利性及其二重作用

如何正确认识资本？毋庸置疑，马克思批判资本并揭示了资本弊端，但是马克思并没有完全否认资本的历史作用和发展生产力的积极效应。改革开放的一个重大理论突破是承认并肯定资本在社会主义市场经济中的存在及其积极作用。社会主义市场经济还具有市场经济的属性，资本及其作用客观存在。当然，社会主义市场经济中资本范畴既保持其一般属性，又体现了中国特色社会主义的要求。

《资本论》本身就是批判资本的。它认为资本的无限扩张和人民消费需求相对狭小直接导致了经济危机。资本的消极作用会在资本逐利、积累和扩张的行为中反映出来。同时，《资本论》也充分肯定资本的积极作用。资本要素在财富创造中的作用，不仅在于它本身的投入所起的作用，更重要的是它作为要素的黏合剂，在不同要素之间的配置所起的提高生产力的作用。马克思用“第一推动力”来说明资本作为要素结合的黏合剂作用。包括劳动力和土地等在内的各种生产要素是被资本并入生产过程的。《资本论》指出，“资本一旦合并了形成财富的两个原始要素——劳动力和土地，它便获得了一种扩张的能力”。资本配置是经济发展方式的重要方面。资本更多的投在要素数量上，还是投在提高各种要素质量上，所起到的提高生产力的作用是不一样的。资本配置在各种生产要素上的结构决定全要素生产率水平，也决定财富增长的能力。资本在财富创造中的这些作用，其他要素是不能替代的。

在社会主义初级阶段，资本的逐利性会在发展生产力中发挥积极作用。但是，既然是资本，就具有逐利性，其消极作用也不可避免。现实经济中出现的负面问题相当部分原因可以归结为对资本的负面行为认识不足以及由此导致的缺少监管和规范。我们要按照中央经济工作会议要求，发挥资本作为生产要素的积极作用，同时有效控制其消极作用。

资本的积累性及其可能的两极分化效应

根据资本属性,资本不仅要增殖,还要增值;要实现资产增值,就要实现资本积累。资本不积累就不能称其为资本。积累的资本就是社会财富的增大。执行职能的资本越大,财富增长的规模和能力越大。由资本积累形成的追加资本主要是充当利用新发明和新发现的手段,从而促进社会劳动生产力提高。

在肯定资本积累对增进社会财富的积极意义时,需要注意到其可能的负面效应。资本对所有人都有潜在价值,只要加以适当的组织协调,任何人都可能从资本中受益。现实的私人资本积累进程中,不可避免会产生积累能力强的财富迅速增大,同时伴有相当部分人口相对贫困。尤其是基于资本积累产生资本收益和投机暴富,极有可能产生贫富两极分化。一般说来,收入存在差距是不可避免的,存在私人资本积累,就可能产生贫富两极分化。这就是马克思所揭示的资本主义积累规律,“同资本积累相适应的贫困积累”。在现阶段存在私人资本积累的条件下,要按照习近平总书记的重要要求,“绝不能出现‘富者累巨万,而贫者食糟糠’的现象”,需要防止和克服可能产生的贫富两极分化的现象。

资本的扩张性及其可能的风险

资本的一个重要属性是作为生命体的运动。马克思指出,“资本有更大的活动性,也就是说,更容易从一个部门和一个地点转移到另一个部门和另一个地点”。资本从低效率部门流向高效率部门,从过剩部门流向短缺部门,从低效率企业流向高效率企业,其积极作用是明显的。

资本的运动就产生了单个资本的集中和扩张行为。资本集中意义上的扩张,是以已经存在的并且执行职能的资本在分配上的变化为前提的,因而不会增大社会资本量。竞争和信用是资本集中的两大杠杆,是做大资本的途径。资本集中范围和程度不受社会财富的绝对增长或积累的绝对界限的限制,在理论上单个资本的扩张是无限制的。

资本扩张带来的风险不能小视。资本扩张程度不受社会财富增长的限制,信用机制(银行和资本市场)可以助力其扩张,互联网平台使资本的跨界扩张更为便捷。无限制扩张就有潜在风险。一方面,企业因盲目扩张不仅自身被拖垮,还拖累为之提供并购资金的银行和其他投资者,甚至造成系统性金融风险。另一方面,资本集中后对被并购企业着力进行技术和制度的改造,则可能扩张社会资本,否则起不到增大社会财富的作用。现实中,单纯追求扩张资本的企业只追求做大,不追求做强,不对被并购企业进行制度和技术的改造,被并购企业拖垮的案例层出不穷。

资本通过股权投资方式的扩张不能无限制。列宁指出,垄断资本通过“参与制”的扩张成为万能的垄断者。参与制不仅使垄断者的权利大大增加,而且还使他们可以不受惩罚地、为所欲为地盘剥公众,以不太多的资本控制巨大的资本。而且,基于参与制的垄断者,操纵着巨额资本,不可避免地要渗透到社会生活的各个方面,一旦失去控制就成为万能的垄断者,就会危及国家安全。

为了防止资本无序和无限制扩张产生的系统性风险,要按照中央经济工作会议要求,依法加强对资本的有效监管,防止资本野蛮生长。国家要对私人垄断性资本扩张提出有负面清单的制度限制:一是私人资本参股甚至控股具有垄断地位的企业股权投资必须有严格的限制。二是限制私人资本对国民经济命脉及国计民生领域的过度渗透,如金融领域。三是基本公共服务部门如医疗卫生、教育等部门只能是国有资本为主体,保证国家对公共产品或准公共产品的有效供给,私人资本只能是补充,决不能替代国有资本。

资本的流动性及克服虚拟资本的野蛮生长

有资本流动就有资本市场。资本市场是公开的资本交易的场所。社会主义市场经济需要资本市场在以下方面发挥作用:一是筹集资本的功能,为投资者将储蓄转化为投资提供通道。二是为公司上市迅速扩张资本提供通道。三是为存量资产在资本市场上实现调整。四是转移、分担和共同承担投资风险,为投资者锁定风险,激励创新创业投资。

资本市场的运行离不开虚拟资本。虚拟资本有二重性功能：一方面，出生于实体经济，服务于实体经济，为实体经济的运行起润滑作用；另一方面，虚拟经济属于投机性经济，其运行可能脱离实体经济。在社会主义市场经济中，不能夸大虚拟资本及其市场的作用，需要从两个方面规范资本市场及虚拟经济的运行。

一是防止资本脱实向虚。进入现代社会，资本更加多元，资本的属性已经改变，房地产和金融资产经常成为投机浪潮和市场泡沫的源头。达不到投入实体经济最低资本限额的资本往往进入资本市场或信用渠道。大量的小额资本直接在资本市场上作为投机资本运作，而不是作为创业资本运作。这都是资本脱实向虚的表现。资本市场还有加速脱实向虚、放大虚拟经济的功能。在资本市场上搞投机活动的经纪人及金融公司单纯投资于股市和房地产、而不是投资于实体经济，由此使虚拟资本进一步膨胀。它使虚拟资本的市场价值越来越看不到现实资本的影子。

二是克服虚拟资本的野蛮生长。虚拟资本是投机性资本。既然是投机性资本就可能野蛮生长。目前，资本野蛮生长突出表现在利用资本市场举牌野蛮并购实体企业。与实体企业投资用于购买原材料、设备更新、研发等不同，虚拟资本野蛮性扩张突出表现为：一是其不是向实体经济投资，而是靠资本运作在资本市场上举牌，只要达到某个上市公司的控股额度，就可轻而易举控股该公司。二是其运作的资本不全是自己的资本，而是利用杠杆向银行和其他投资者连环借债。其结果是高昂的债务风险有可能拖累银行和其他投资者。其后果是损害实体经济这个一国经济的立身之本。

中央经济工作会议要求，支持和引导资本规范健康发展。规范资本行为的关键是完善和规范资本市场。现实中，几乎没有哪个政府会让资本市场放任自流。在社会主义市场经济中，资本市场的发展必须限定在其应有的职能上，不能赋予过大的职能。需要明确资本自由流动的“自由”含义，它是相对于垄断和自然经济而言的，决不意味着脱实向虚是自由的。防止资本的无序扩张主要涉及两个方面：一是防止资本的脱实向虚的扩张。不仅要重视和防范股票市场和房地产市场波动的风险，还要关注由房地产和股票操作所导致的财富占有的两极分化问题。二是克服虚拟资本的野蛮生长，必须规范和限制资本市场上的投机性资本运作，加强监管，不能任凭赌徒的任性行为和繁殖。

总的来说，资本风险无所不在。资本本身就具有逐利性、积累性、扩张性、流动性的特性。在完善社会主义市场经济的过程中，不只要规范资本本身的行为，还要规范资本无序扩张的外部环境，充分发挥资本推动发展的优势，抑制其可能的弊端，规避其可能的风险。

疫情之下，如何设定全年经济目标？

来源：FT 中文网 (2022-04-29)

作者：李永宁 (天津工业大学经济管理学院副教授、金融学博士后)

年度经济增长预期目标，甚至是季度经济增长率，一直是学术界和政策层面研究的重点，似乎也成为国内外媒体和市场看空看多中国经济发展指向标。2022 年一季度以来，俄乌战争爆发，中国疫情突然大面积爆发，使得中国经济在年初需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力下更加超出预期。1 季度经济增长 4.8%，低于 5.5% 的年度目标。4 月国际货币基金组织将 2022 年中国经济增长率从 1 月 4.8% 下调到 4.4%，中国各级政府纷纷出台各项政策。

联系到最近几年来，尤其是 2020 年中国政府时隔多年第一次没有设定经济增长目标。2022 年“两会”前夕余永定老师从目标的预期性、引导性、周期性、具体性论述“2022 年大家认为是 5.5%，我觉得这个数字是比较现实的，因为毕竟还在受疫情冲击。我们应该有个目标，我不赞成不制定目标。”

这个目标应该是引导性的而不是指令性的，但必须要有个目标，这样大家才会围绕这个目标去制定政策。”他进一步强调“不能用长期的结构性因素解释短期的经济下行，不能轻易放低GDP增速目标”。相反意见的代表如复旦大学张军教授“建议政府不再设定GDP增速目标，改由央行/发改委的预测值替代”。北京大学光华管理学院院长刘俏教授也认为“宏观政策目标体系不应局限于当期的GDP或是当前GDP增速，而应该转向几个“有利于”，有利于新动能的出现，有利于生态文明建设和碳中和目标的实现，有利于经济保持一定的增速，有利于1.5亿大中小微和个体工商户保持活力；长远讲，有利于国家整体价值的提升，有利于形成强大的国家核心竞争力”。因为各种因素，虽然“《政府工作报告》共补充修改92处”，争论较大的经济增长目标并没有在两会上取得人大代表修改的建议。

如何正确认识经济增长目标设定，我们认为一是要科学判断怎么做才是最趋近“科学”的决策。二是基于系统思维了解政策制定者短期困境（如利益平衡、观念滞后等需要政策连续性，因此不一定会做出理论最优的选择）和长期困境（如过度刺激宏观稳定导致金融脆弱性衍生，脱离最优路径）。三是学者研究的“科学性”若一致得到社会最广泛的共识，那么调整政策相对容易。但是，如果学者间争论较大，政策最终结果可能在某种程度惯性基础上做边际修正。四是历史性回顾历年经济增长目标选择，其实争论过去就已经存在并被事实验证。如2003年之前《政府工作报告》没有明确连续提出经济增长目标，而2003年以来，政府主要经济目标都是预期性的。在计划经济时期，如“1981年国民经济计划主要指标安排”，指标多且全。五是“十四五规划”明确提出经济增长率“保持在合理区间，各年视情况提出”，如果说2020年“十四五规划”尚未颁布之前可以讨论，既然已经颁布且没有特殊情况，政策当局应该坚持各年有一个指标。

一、设定当年经济增长目标：政府的权衡

如何设定经济增长目标，政府有自己最权威的说明和解释，体现了宏观政策的系统性和“顶层设计”，也体现“完整、准确、全面贯彻”各个时期的发展理念。

1. 落实“五年计划（规划）”等要求

中国政府当年经济增长目标最主要是实现“五年计划（规划）”和“十五年愿景目标”。1990年《政府工作报告》明确提出“国家计划要求今年的国民生产总值比上年增长百分之五”。2015年《政府工作报告》“与全面建成小康社会目标相衔接”。2016年《政府工作报告》“考虑了与全面建成小康社会目标相衔接。”2018年《政府工作报告》“考虑了决胜全面建成小康社会需要，符合我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段实际。”2019年《政府工作报告》“体现了推动高质量发展要求，符合我国发展实际，与全面建成小康社会目标相衔接”2022年“同近两年平均经济增速以及“十四五”规划目标要求相衔接。”

2. 国家经济结构调整的需要

经济发展不仅是总量增加而且也应该是结构演进，只有结构优化才算是高质量可持续发展，否则国民经济比例失调，人口和自然资源环境不可承受。2003年《政府工作报告》“关键要注重调整和优化结构，着力提高经济增长质量和效益。”2004年《政府工作报告》“也考虑了经济增长速度与能源、重要原材料、交通运输等实际条件的衔接，减轻对资源和环境的压力。这也有利于引导各方面把主要精力放在深化改革、调整结构、提高经济增长的质量和效益上，把更多的财力、物力用在社会发展和加强薄弱环节上。”2007年《政府工作报告》“更重要的是要引导各方面认真落实科学发展观，把工作重点放到优化结构、提高效益、节能降耗和污染减排上来，防止片面追求和盲目攀比增长速度，实现经济又好又快发展。”2008年《政府工作报告》“引导各方面把主要精力和工作重点放在转变发展方式、深化改革、加快社会建设上，防止片面追求和盲目攀比经济增长速度，实现经济社会又好又快发展。”2010年《政府工作报告》“引导各方面把工作重点放到转变经济发展方式、调整经济结构上来。”2011年《政府工作报告》“为转变经济发展方式创造良好环境，引导各方面把工作着力点放在

加快经济结构调整、提高发展质量和效益上，放在增加就业、改善民生、促进社会和谐上。”2013年《政府工作报告》“要切实按照科学发展观的要求，引导各方面把工作重心放到加快转变经济发展方式和调整经济结构上，放到提高经济增长的质量和效益上”。

3. 主要经济指标关系短期（年度）、长期权衡

宏观经济的核心菲利普斯曲线认为，就业和通货膨胀存在一定关系（但是90年代菲利普斯曲线通货膨胀对就业不再敏感），总供给函数认为，就业和国民收入存在一定关系（但是美国2000年“新经济”曾经出现有增长无就业。中国确立社会主义市场经济以来，由于制造业和服务业吸纳劳动力不同，经济增长率和失业率关系也不再稳定。经济增长率最高点1992年14.2%，城镇登记失业人数364万，城镇登记失业率2.3%。经济增长率最高点2007年14.2%，城镇登记失业人数830万，城镇登记失业率4.0%；最低经济增长率1999年7.7%，城镇登记失业人数575万，城镇登记失业率3.1%。最低经济增长率2020年2.2%，城镇登记失业人数1160万，城镇登记失业率4.2%）。2008年次贷危机之后，经济学家发现物价稳定、经济稳定、金融稳定也存在一定程度互补替代关系。即虽然一定程度的经济增长可能有助于金融稳定，而金融稳定也有利于经济增长。但是，宽松的经济政策促进经济增长同时一定程度助长金融脆弱性，而金融脆弱性存在长期滞后和偶发性。因此，经济增长目标选择也取决于各变量关系权衡。1981年《政府工作报告》“继续保持财政、信贷的收支基本平衡和物价的基本稳定。”1995年《政府工作报告》“由于已经连续三年增长速度在百分之十一以上，当前又存在着较为严重的通货膨胀，今年增长速度比去年低一点是适当的”。2005年《政府工作报告》“既考虑需要，也考虑可能，兼顾了就业、物价等其他预期目标的要求。”2021年《政府工作报告》“经济增速、就业、物价等预期目标，体现了保持经济运行在合理区间的要求”。2022年“经济增速预期目标的设定，主要考虑稳就业保民生防风险的需要”。2022年总理记者招待会回答记者提问说“今年采取的举措不仅是应对短期的，也是立足当前、着眼长远的，决不预支未来，是可持续”。

4. 经济周期、经济冲击等不确定性影响下底线思维保民生与防风险

经济中经常会出现突如其来的冲击，部分供给冲击可能比较巨大，即使逆周期政策因为时滞也难以及时调整到趋势性水平，因此经济增长目标要保持适度弹性，如十三五规划“年均增速累计大于6.5%，预期性”，十四五规划“保持在合理区间，各年视情况提出”。同时，长期以来人口、环境、贫富分化变化等经济结构发生变化，导致自然利率下降，潜在经济增长目标下降，经济增长目标也需要调整。如“六五计划”到“十四五规划”年增长目标分别是4%、7%、6%（八五期间1993年调整到8%-9%）、8%、7%、7.5%、7%、6.5%。十四五规划要求“保持在合理区间，各年视情况提出”。2005年从十五计划7%目标提高到8%，2006年从十一五规划7.5%的目标提高到8%。2020年没有确定经济增长目标，《政府工作报告》“我们没有提出全年经济增速具体目标，主要因为全球疫情和经贸形势不确定性很大，我国发展面临一些难以预料的影响因素。”2021年《政府工作报告》“考虑了经济运行恢复情况，有利于引导各方面集中精力推进改革创新、推动高质量发展。”

值得主义的是1998年经济增长率7.8%，没有实现8%的目标。1999年将经济增长目标从“九五计划”的8%主动下调到7%。2022年突然爆发的俄乌战争，新冠疫情再次爆发，因此政府5.5%的预期经济增长预期目标存在一定弹性。各级政府应该坚决落实“六保”和“六稳”，坚决保就业和保民生保稳定。同时，坚决贯彻前期房地产市场调控成绩，防止功亏一篑。

5. 保证经济平稳运行与宏观政策连续性

经济中出现较大冲击如新冠疫情，石油危机等，或者政策效果集中体现，需求旺盛等都可能导部分年份经济增长波动较大，但是政府的目标一般要相对平稳。2004年《政府工作报告》“既考虑了保持宏观调控目标的连续性”。2012年《政府工作报告》“国内生产总值增长目标略微调低，主要是要与“十二五”规划目标逐步衔接”。2021年《政府工作报告》“与今后目标平稳衔接，有利于实

现可持续健康发展”。2022年“并同近两年平均经济增速以及“十四五”规划目标要求相衔接。”

6. 政府稳定经济大盘，引导预期

政府，尤其是中央政府经济目标对地方政府，企业都有一定的预期引导作用。一定的经济增长目标可以起到鼓劲“撸起袖子加油干”作用。1993年八五计划“由6%调高到8%-9%”。2007年《政府工作报告》“在社会主义市场经济条件下，政府提出国内生产总值增长速度的目标，是一个预期性、指导性指标，是提出财政预算、就业、物价等宏观经济指标的重要依据。”2017年《政府工作报告》“有利于引导和稳定预期、调整结构，也同全面建成小康社会要求相衔接”。由于2022年面临“预期转弱”，因此政府似乎应该“着力稳定宏观经济大盘”，当然如何稳预期也存在较大争议。

7. 发展（增长）是硬道理

改革开放总设计师邓小平1992年指出“我们的国家一定要发展，不发展就会受人欺负，发展才是硬道理”，此后该观念深入人心。2003年《政府工作报告》“保持经济发展的良好势头，是做好各项工作的基础”。2009年《政府工作报告》“要扩大城乡就业，增加居民收入，维护社会稳定，就必须保持一定的经济增长速度。”2013年《政府工作报告》“一方面，要继续抓住机遇、促进发展。”2014年《政府工作报告》“关于经济增长。我国仍是一个发展中国家，还处于社会主义初级阶段，发展是解决我国所有问题的关键，必须牢牢扭住经济建设这个中心，保持合理的增长速度。”2022年《政府工作报告》“这是高基数上的中高速增长，体现了主动作为，需要付出艰苦努力才能实现。”

二、年度经济增长目标设定可能忽略的几个问题

截至目前，改革开放以来的六五计划到十三五规划总体很成功，目前学者提出的建议和方案其实在过去已经有所反应，也有了相对成熟解决方案，因此一些经验需要及时总结，同时也有一些被忽略的方面值得我们重视。

1. “五年计划（规划）”硬约束选择最佳时间以最小成本解决

每个五年计划（规划）期间，不同发展阶段的核心硬目标约束不同。六五计划“进一步解决过去遗留下来的阻碍经济发展的各种问题”，七五计划“前两年，经济建设方面，要着重解决固定资产投资规模过大、消费基金增长过猛的问题，使社会总需求和总供给实现基本平衡；体制改革方面，要围绕稳定经济的要求，在进一步增强全民所有制大中型企业活力、大力发展横向经济联系的同时，从宏观上加强和改善对经济活动的管理和控制。后三年，在做好这些工作的基础上，进一步推进体制改革和生产建设，全面完成第七个五年计划的各项任务”。八五计划“在经济发展和改革中都出现过急于求成，一度造成经济过热、通货膨胀；国民经济的某些方面过于分散，国家宏观调控能力减弱”。九五计划“突出的是：人口和就业负担较重，人均资源相对不足，国民经济整体素质低；在日趋激烈的国际竞争中，面临着发达国家在经济与科技上占优势的压力。”十五计划“经济和社会发展中也存在一些突出问题：一是产业结构不合理，地区发展不协调，城镇化水平低，国民经济整体素质不高，国际竞争力不强；二是科技、教育比较落后，科技创新能力弱，人才资源不足；三是水、石油等重要资源短缺，部分地区生态环境恶化；四是社会主义市场经济体制尚不完善，阻碍生产力发展的体制性因素仍然突出；五是人口压力大，就业矛盾尖锐，农民和城镇部分居民收入增长缓慢，收入差距拉大。”十一五规划“制约发展的一些长期性深层次矛盾依然存在：耕地、淡水、能源和重要矿产资源相对不足，生态环境比较脆弱，经济结构不合理，解决“三农”问题任务相当艰巨，就业压力较大，科技自主创新能力不强，影响发展的体制机制障碍亟待解决。“十五”时期在快速发展中又出现了一些突出问题：投资和消费关系不协调，部分行业盲目扩张、产能过剩，经济增长方式转变缓慢，能源资源消耗过大，环境污染加剧，城乡、区域发展差距和部分社会成员之间收入差距继续扩大，社会事业发展仍然滞后，影响社会稳定的因素还较多。”十二五规划“我国发展中不平衡、不协调、不可持续问题

依然突出，主要是，经济增长的资源环境约束强化，投资和消费关系失衡，收入分配差距较大，科技创新能力不强，产业结构不合理，农业基础仍然薄弱，城乡区域发展不协调，就业总量压力和结构性矛盾并存，物价上涨压力加大，社会矛盾明显增多，制约科学发展的体制机制障碍依然较多。”十三五规划“面临诸多矛盾叠加、风险隐患增多的严峻挑战”。十四五规划“我国发展不平衡不充分问题仍然突出，重点领域关键环节改革任务仍然艰巨，创新能力不适应高质量发展要求，农业基础还不稳固，城乡区域发展和收入分配差距较大，生态环保任重道远，民生保障存在短板，社会治理还有弱项。”

实践证明，改革开放以来中国经济持续发展，最大经验是五年一个周期的计划（规划）既要迎接新冲击和挑战，更加重要的是不断解决上期遗留或者造成的历史矛盾，杜绝矛盾积累蔓延，及时防止成为下一个经济发展阶段“不能承受之重”。如改革开放之初双轨制及其产生的腐败导致的巨大社会成本动乱通过深化市场经济及时化解。80年代中期价格闯关和1992年社会主义市场经济确立造成的严重通货膨胀终于在1997年亚洲金融危机之后人民币钉住美元得到彻底解决。九十年代出现投资过热、通胀高企，“金融三乱”，通过治理整顿，实现经济“软着陆”，成功抵御了1997年亚洲金融危机。90年代初国企改革导致大面积下岗通过加快经济增长，全面深化改革得以化解。世纪末的针对国有大型金融机构承担的经济转轨成本通过综合治理，为应对2007年金融危机提供支撑。但是2007年房地产治理却因为2007年次贷危机加剧泡沫形成至今未得到妥善解决。新一届政府提出的“房住不炒”理念虽然深入人心，但是实施难度很大。

中国经济由高速增长阶段转为高质量发展，周期性、结构性、体制性、行为性矛盾突出，此前积累的金融风险逐渐“水落石出”还需要持续处置。而前面几个五年计划形成的问题相对容易解决，因为根源是改革不彻底，而社会利益集团尚未形成和固化，而发展中形成问题面临多元化的具有系统重要性的利益集团，处理不当危及稳定。

数据发现，中国历年调结构都出现在经济增长率比预期更高的形势下，政府更有动力调结构，而社会成本可能更小。但是，从微观企业考虑，经济前景越好企业调整结构动力越低。最终经济结构调整一拖再拖。

五年计划（规划）的优势是总结过去的问题，在五年时间相对弹性解决，做多“前人种树后人乘凉”的工作，减少防止出现前人透支后人福利，以及将难以克服的矛盾一代一代传给后人。至于2022年是否应该着力解决问题，现在看来“反垄断”、“反对资本无序扩张”、“房地产税试点”都被政府按下暂停键，“积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策。”

2. 围绕重点工作相机抉择主要经济目标

五年计划，每个时期都有相对固定任务，如五五计划（1976—1980）核心是经济恢复，六五计划（1981—1985）是改革促增长，七五计划（1986—1990）是全面改革与经济增长，八五计划（1991—1995）完善社会主义市场经济，九五计划（1996—2000）亚洲金融危机冲击与宏观调控，十五计划（2001—2005）是全球化冲击与加速经济增长，十一五规划（2006—2010）是次贷危机冲击与宏观调控，十二五规划（2011—2015）前期过度自己调整，十三五规划（2016—2020）是“三期叠加调整”与中美贸易战。十四五规划（2021—2025）在新冠疫情、反全球化和中美冲突背景下，中国经济政策更加需要“稳中求进”，审慎决策，防止偏误。

如何围绕重点工作相机抉择其它工作，政府应该建立“区间管理”科学的决策体制，即就业优先，失业率和物价稳定上限思维，经济增长率底线思维。面临冲击而政策出台，应该模拟政策路径对五年期限重点工作影响，防止五年内重点工作偏离路径无法完成，即重点工作长期预期稳定（如长期通货膨胀预期稳定一样）。

如果仔细分析2022年中国经济发展情况，应该坚持既定工作“着力稳定宏观经济大盘”，就业优

先。好在调查失业率月度公布，政策及时研判预判，相机调整政策。防止多年调整功亏一篑。至于最近的股市下挫，由于中国金融市场与世界经济深度融合自然不能独善其身。著名经济学家多恩布什提出金融市场存在严重的“超调”，由于中国宏观数据良好，中期长期看政府大可不必惊慌，大水漫灌更不可取，应该更多以积极的制度建设。

3. 增加类似“农历年”“财年”（本年2季度—下年1季度）经济增长率目标

著名经济学家提出的建议，其实《政府工作报告》各年分别都有考虑，只是因为经济形势变化，各年侧重点不同。但是，我们发现现有的经济目标存在一个突出的问题。由于中国两会1985年以来正常都在春节之后的3月份召开，政府也一般在两会上才公开当年经济增长目标。虽然其有一定优点，即充分考虑了地方经济增长目标，更加有利于中央制订合理目标（全国目标也可能在上年底的政治局会议或者中央经济工作会议确定）。不过由于已经过去了快3个月，因此名义上全年目标只有9个月“撸起袖子加油干”的时间，考虑政策滞后性（当然主要是财政政策等需要人大批准的），因此完成当年目标的时间不充足，可能导致地方数据造假。当年经济增长目标可能更多是上年政策效果的体现。因此，2021年中央经济工作会议提出“各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。”。

根据国家统计局公布季度国内生产总值（不变价）累计值（亿元）计算当年经济增长率和上年2季度到本年2季度经济增长率，我们发现和实际经济增长率不同，原因是年度经济增长率需要两次初步核算（年度GDP初步核算在次年1月20日之前完成）、最终核实数（年度GDP最终核实一般在隔年1月份之前完成）。虽然如此，我们还是能发现从2008年到2021年，上年2季度—当年2季度经济增长率普遍高于当年经济增长率（2020年、2011年、2009年3个特殊时期例外）。上年2季度—当年2季度经济增长率与经济增长目标偏差比年度经济增长率目标偏差更大，上年2季度—当年2季度经济增长率的方差也更大。因此，建议国家统计局公布中国农历年（本年2季度—次年2季度的经济增长率目标）经济增长率目标值。类似日本财年，即每年的4月1日开始到下一年的3月31日。

4. 正确认识以经济建设为中心和以经济增长为中心

2021年中央经济工作会议再次重申“以经济建设为中心”。俄乌战争以来，中国处理俄乌冲突的表现再次体现了改革开放以来的共识，即以经济建设为中心，不站队不选边。表明中国发展经济的持续性。但是，以经济建设为中心不同于“以经济增长为中心”。纵观各国崛起道路，首先是坚持和平发展，德国两次崛起和日本崛起均被自己挑起的超越国力的侵略打断。其次在和平发展道路上，经济增长速度不能认为过快，需及时处理体制机制矛盾。如前苏联、二战后的日本曾经快速增长以及随后的苏联解体和日本停滞（著名经济学家萨缪尔森1961年版著名的教科书《经济学》预测，虽然苏联的GNP（国民生产总值）约为美国的一半，但苏联的增长速度更快。因此，苏联GNP最早会在1984年、最迟1997年超越美国。1980年版本中更是预测苏联GNP超越美国的时间是2002—2012年。日本则是以买下美国而著称）。增长应该“留有余地”，不能被外界“耀眼的高经济增长速度”所捧杀，而忽视暗流涌动的不均衡不协调不科学。经济增长理论告诉我们，目前中国持续中高速发展比快速发展更可取。值得欣慰的是，世界级权威机构都一致看好中国2023年及以后的经济增长前景（OECD1月、IMF4月预测中国2023年经济增长率5.1%，世界银行1月预测5.3%，联合国1月预测5.5%）。因此，1季度数据利空是“暂时的”，中国经济经济长期向好基本面没有改变。坚持以供给侧结构性改革为主线实施适度逆周期调节，保持短期稳定确保长期持续增长，而这才是国家长治久安的关键。

新闻快讯

中国贸促会：建设全国统一大市场等 利好增加外企投资信心

来源：经济参考网(2022-04-30)

作者：王文博

在 4 月 29 日的例行新闻发布会上，中国贸促会新闻发言人、办公室主任于毅介绍，在中国贸促会近期开展的调研中，绝大多数受访外资企业表示，其短期投资计划不会因疫情因素改变，中国仍被视为主要战略市场之一。此外，外企表示建设全国统一大市场将大大增强在华经营和投资信心。

当天中国贸促会发布的《2021 年度中国营商环境研究报告》（以下简称“报告”）显示，2021 年度受访企业对全国营商环境评价较上年提升，达 4.38 分。新冠疫情背景下，超七成企业实现收益增长，超五成外资企业将中国视为全球首要投资对象。

报告显示，企业对中国营商环境评价良好，评分呈逐年上升趋势。2021 年度，受访企业对全国营商环境评价为 4.38 分，较 2020 年提高 0.03 分，其中东部地区、中外合资合作企业及传统制造业对营商环境评价较高，西部地区、资源行业和服务行业对营商环境的评价略有下降。

报告还根据企业反映的诉求提出了一些建议：一是加快打造优质高效的服务型政府；二是进一步提升相关政策的科学性；三是统筹规划、多措并举，切实降低企业生产经营成本；四是通过政策创新和引导，助力企业破解引才、留才、用才瓶颈；五是拓宽融资渠道，降低融资成本，缓解企业融资难、融资贵的问题；六是科学规划并及时完善地区产业配套体系；七是及时为企业应对不确定性风险提供指导和支持。

于毅表示，今年以来，面对俄乌冲突、国内疫情和供应链不畅等不确定不稳定因素，中国政府加速出台一系列稳外贸稳外资的政策举措，中国因广阔的市场机遇和发展潜力持续成为全球投资热土。一季度，中国吸收外资同比快速增长，全国实际利用外资 3798.7 亿元，同比增长 25.6%，实现了“开门稳”。特别是 1 月和 2 月经济表现出人意料，提振了经济增长，多项经济指标超出经济分析师的预测。

于毅进一步介绍，近期，中国贸促会通过走访在华外资企业、拜访有关政府部门、召开专家座谈会、开展问卷调研等方式，深入了解当前外资企业面临的困难及政策诉求。

多家受访企业表示，《中共中央国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》4 月 10 日正式出台，明确提出要建立统一市场制度规则、打破地方保护和市场分割、打通经济循环关键堵点、促进商品要素资源畅通流动等，建设高效规范、公平竞争、充分开放的“全国统一大市场”，这对在华投资的外国企业来说是一个很大的利好消息，将大大增强企业在华稳定经营和扩大投资的信心。

近日，中国美国商会召开 2022 年社会影响力报告线上发布会，发布《绿色低碳领域报告》《数字经济领域报告》和《乡村振兴领域报告》，建议跨国公司在华越来越重视发展绿色经济、数字经济和乡村经济的背景下，抓住发展机会，将企业的经营策略与中国的发展目标相结合，广泛参与相关领域工作，实现共同发展。

“在新发展格局下，中国市场潜力将充分激发，中国开放的大门将进一步敞开。”于毅说，中国贸促会将持续发挥好中外工商界交流合作的重要桥梁作用，为外国投资者在华投资兴业提供更好的服务。

中共中央政治局召开会议 分析研究当前经济形势和经济工作

来源：新华网(2022-04-29)

责编：文静

新华社北京4月29日电 中共中央政治局4月29日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作，审议《国家“十四五”期间人才发展规划》。中共中央总书记习近平主持会议。

会议认为，今年以来，面对百年变局和世纪疫情相互叠加的复杂局面，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，各地区各部门有力统筹疫情防控和经济社会发展，我国经济运行总体实现平稳开局，成功举办北京冬奥会、冬残奥会。成绩来之不易。

会议指出，新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战。做好经济工作、切实保障和改善民生至关重要。要坚定信心、攻坚克难，确保党中央大政方针落实到位。

会议强调，疫情要防住、经济要稳住、发展要安全，这是党中央的明确要求。要根据病毒变异和传播的新特点，高效统筹疫情防控和经济社会发展，坚定不移坚持人民至上、生命至上，坚持外防输入、内防反弹，坚持动态清零，最大程度保护人民生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。

会议要求，要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间。要加快落实已经确定的政策，实施好退税减税降费等政策，用好各类货币政策工具。要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度。要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。要发挥消费对经济循环的牵引带动作用。要稳住市场主体，对受疫情严重冲击的行业、中小微企业和个体工商户实施一揽子纾困帮扶政策。要做好能源资源保供稳价工作，抓好春耕备耕工作。要切实保障和改善民生，稳定和扩大就业，组织好重要民生商品供应，保障城市核心功能运转，稳控安全生产形势，维护社会大局稳定。要坚持全国一盘棋，确保交通物流畅通，确保重点产业链供应链、抗疫保供企业、关键基础设施正常运转。

会议强调，要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。要及时回应市场关切，稳步推进股票发行注册制改革，积极引入长期投资者，保持资本市场平稳运行。要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。

会议指出，要坚持办好自己的事，加快构建新发展格局，坚定不移深化供给侧结构性改革，用改革的办法解决发展中的问题，加快实现高水平科技自立自强，建设强大而有韧性的国民经济循环体系。

要坚持扩大高水平对外开放，积极回应外资企业来华营商便利等诉求，稳住外贸外资基本盘。

会议强调，各级领导干部在工作中要有“时时放心不下”的责任感，担当作为，求真务实，防止各类“黑天鹅”、“灰犀牛”事件发生。各级党委和政府要团结带领广大干部群众齐心协力、顽强拼搏，以实际行动迎接党的二十大胜利召开。

会议指出，编制《国家“十四五”期间人才发展规划》是党中央部署的一项重要工作，是落实中央人才工作会议精神的具体举措，也是国家“十四五”规划的一项重要专项规划。要全面加强党对人才工作的领导，牢固确立人才引领发展的战略地位，全方位培养引进用好人才。

会议强调，要坚持重点布局、梯次推进，加快建设世界重要人才中心和创新高地。北京、上海、粤港澳大湾区要坚持高标准，努力打造成创新人才高地示范区。一些高层次人才集中的中心城市要采取有力措施，着力建设吸引和集聚人才的平台，加快形成战略支点和雁阵格局。要大力培养使用战略科学家，打造大批一流科技领军人才和创新团队，造就规模宏大的青年科技人才队伍，培养大批卓越工程师。要把人才培养的着力点放在基础研究人才的支持培养上，为他们提供长期稳定的支持和保障。要深化人才发展体制机制改革，为各类人才搭建干事创业的平台。各级党委（党组）要强化主体责任，完善党管人才工作格局，统筹推进人才工作重大举措落地生效，积极为用人主体和人才排忧解难，加强对人才的政治引领和政治吸纳，引导广大人才爱党报国、敬业奉献，胸怀祖国、服务人民。

会议还研究了其他事项。

美媒：通胀高企动摇美企信心

来源：参考消息网(2022-05-03)

责编：余吴

参考消息网 5 月 3 日报道 据美国《华尔街日报》网站 5 月 1 日报道，世界上一些最大的零售商、制造商和消费品生产商的高管说，有迹象表明，美国人越来越不愿意承受价格上涨。

万宝路的生产商阿尔特里亚集团说，由于汽油价格上涨使烟民的可支配收入缩水，一些烟民转而购买廉价品牌。睡眠数字公司和泰普尔丝涟集团警告说，床垫和一些大件商品的需求正在下降。鲜花礼品电商 1-800-Flowers 公司说，该公司认为消费者购花支出减少，部分原因是担心通胀上升。

在这场疫情的大部分时间里，强劲的消费支出为美国经济提供了动力，因为美国家庭从针对疫情的政府刺激计划、工资上涨和美国就业市场的反弹中受益。就业市场的反弹推动失业率降至接近疫情前的水平。

从婴儿湿巾到洗衣机，生产各种产品的公司此前能够在不打压需求的情况下提高价格。现在，一些高管和分析人士说，通货膨胀——今年 3 月的通胀率达到 1981 年以来的最高水平——正在遏制美国人的购买力。例如，杂货商和其他食品及主食销售商说，购物者越来越多地寻求折扣产品和低价品牌。

泰普尔丝涟集团首席执行官斯科特·汤普森 4 月 28 日对分析师说：“近几个月来，严重的通货膨胀和地缘政治的不确定性动摇了美国消费者的信心。”

消费开支占美国经济产出的大部分，经济学家正在密切关注美国人如何应对通胀加剧的局面。贸易逆差扩大、企业存货投资放缓导致美国第一季度国内生产总值萎缩。

政府数据显示，最近人们在加紧购买旅行和住宿用品。然而，经季节性因素调整后的汽车和电器等耐用品支出在今年 3 月连续第二个月下降。

杰富瑞集团分析师乔纳森·马图谢夫斯基说：“你会看到消费者对某些价格上涨的厌倦感越来越强。好消息是，消费者希望在旅游和娱乐上消费，但他们会感觉到经济上毫无问题并且真的去消费吗？”

并非所有企业都面临销售放缓。像宝洁公司这样的日用消费品生产商表示，对于洗衣粉和剃须刀这样的日用品，消费者仍然愿意为价格更高的品牌买单。宝洁公司最近公布了几十年来最大规模的季度销售增长。芭比娃娃的生产商美泰公司第一季度的销售创下纪录。

可口可乐公司报告说，在截至 4 月 1 日的 3 个月里，该公司所有业务板块的销售额都出现了增长，即便产品价格高于一年前。

麦当劳公司的高管说，尽管菜单上的价格上涨，但该公司希望他们的产品在食客看来仍然物美价廉。首席财务官凯文·奥赞 4 月 28 日对分析师说，有一件事对这家快餐连锁店有利，那就是国内食品价格的涨幅超过了国外食品价格的涨幅。

亚马逊公司的高管说，即使在这个零售业巨头公布大约 20 年来最缓慢的季度销售增长之后，他们仍然没有看到任何消费需求疲软的迹象。亚马逊希望消费者紧缩开支反而对该公司有利。

亚马逊首席财务官布赖恩·奥尔萨夫斯基 4 月 28 日对分析师和投资者说：“我们认识到了目前的通胀环境及其对家庭预算的影响。历史多次证明，人们恰恰会在这个时候使用亚马逊。”

这场健康危机已经持续了两年多，随着越来越多的人接种疫苗并恢复正常生活，网络零售商也在努力应对购物者把更多开支转向实体店的情况。

惠而浦公司首席执行官马克·比策说，最近一个季度的销量虽然低于一年前封锁期间北美消费者大肆购买家居用品的时候，但仍明显高于疫情前的水平。

他说，包括人们越来越多地使用家用电器在内的各种因素应该会刺激消费者对该公司洗碗机、冰箱和其他产品的需求。

这家电器公司的首席执行官 4 月 26 日在财报发布会上说：“消费者需求趋势的基本面将在多年内保持不变。”