

宏观经济观察 032：不设 GDP 目标，市场进入寻底

一周宏观动态

中国：政府工作报告缺少了强刺激项，关注预期落空后的市场调整。政府工作报告首次不再设置 GDP 增长目标，显示出在面对下半年“不确定性”环境下的政策灵活性，对于金融市场预期带来阶段性的扰动。与此同时，“确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会”目标的不变，意味着政策的更为灵活，预计随着报告中“不确定”事项的落地，六保之下更多的政策对冲将出台，调整后的市场将提供更有利的入场空间。

海外：从经济准备重启的二次风险，转向对外部风险的关注。无论是美国财政的再次扩张，还是美联储预设政策工具后对于未来前景的悲观（缺乏经济展望），都显示出下半年美国经济的压力还没有完全释放，面临大选的倒计时将风险转移至“遏制中国”成为共同的策略。焦点转移之下，“第一阶段协议”再次升温，关注人民币资产波动外溢形成的影响。

全球宏观定位

定位：中国抗疫取得决定性成果之后，经济走上了“出口”压力下的修复；美国医疗系统抗住第一波压力之下，经济走上了大选前的重启。美元流动性的扩张对于全球而言仍需要实体产能的扩张，这一点阶段性被“两会”证伪，意味着疫后经济修复路径短期“不确定性”显著上升，信用的传导在周期末需要更长时间，因而现阶段杠杆仍将维持从私人部门向主权部门转移，经济周期料在二三季度进入探底阶段，企稳条件仍缺“一次风险”。

周期：（一）库存周期。疫情之下美国库存延续下行（2019 年 6 月至今），同时疫情驱动非美库存在原来的“底部”被动上升后伴随着“报复性消费”证伪和外部冲击将迎来二次下行。（二）产能周期。面对停滞的经济活动，中美产能利用率均在一季度显著下降，体现在市场上是期限利差的陡峭化和商品的负价格。特朗普“强美元”的论述表明对风险转移的不满意，中美开启竞争之下关注二次冲击对于产能再次调整的影响。

宏观策略

我们维持短期降低风险资产配置的判断。当前需要关注人民币风险外溢，或触发“重启”中国外经济信用风险释放；国内在出口压力增强、任务目标不变共振下料推动超预期的对冲政策落地。我们年内继续维持周期准备向上的宏观交易策略，配置来源于当前尾部冲击提供的空间；当前宏观交易进入到市场二次触底阶段，随着调整逐渐增加左侧配置，下半年股债配置有望逆转。

风险点：疫情突然结束或显著改善

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

华为、两会和内循环

——宏观经济观察 031

2020-05-18

现实糟糕但好于预期

——宏观经济观察 030

2020-05-11

关注重启经济的问题

——宏观经济观察 029

2020-05-06

关注风险偏好的回落

——宏观经济观察 028

2020-04-27

中国提“六保”，美国欲复工

——宏观经济观察 027

2020-04-20

退回战术性防守

——宏观经济观察 026

2020-04-13

一周宏观数据

· 中国：国家统计局解读 2020 年 4 月份商品住宅销售价格变动情况统计数据

来源：统计局

2020 年 4 月份，随着我国新冠肺炎疫情防控向好态势进一步巩固，经济社会秩序进一步恢复，因疫情积压的住房需求进一步得到释放。各地继续坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，70 个大中城市房地产市场价格延续**微涨**态势，但总体仍较为稳定。

评论：房地产短期内维持稳定。

一、各线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比涨幅均与上月相同或略有扩大

4 月份，初步测算，4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比**上涨 0.2%**，涨幅与上月相同。其中，北京**下降 0.3%**，上海**上涨 0.6%**，广州和深圳**持平**。二手住宅销售价格环比**上涨 1.1%**，涨幅比上月**扩大 0.6 个百分点**。其中，北京、上海和深圳分别**上涨 1.1%、1.2%和 1.7%**，广州**持平**。31 个二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别**上涨 0.5%和 0.4%**，涨幅比上月均**扩大 0.2 个百分点**。35 个三线城市因受价格水平较低等因素影响，新建商品住宅销售价格环比**上涨 0.6%**，涨幅比上月**扩大 0.4 个百分点**，高于一二线城市；二手住宅销售价格较为稳定，环比**上涨 0.2%**，涨幅比上月**扩大 0.1 个百分点**。

评论：上涨的渴望在增加。环比意义上涨速继续上升。

二、各线城市新建商品住宅销售价格同比涨幅持续回落，一线城市二手住宅同比涨幅有所扩大

4 月份，初步测算，一线城市新建商品住宅销售价格同比**上涨 2.9%**，涨幅比上月回落 0.4 个百分点；二手住宅销售价格同比**上涨 3.0%**，涨幅比上月**扩大 0.6 个百分点**。二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别**上涨 5.6%和 2.2%**，涨幅比上月分别**回落 0.2 和 0.3 个百分点**，均连续 12 个月回落。三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别**上涨 5.1%和 2.4%**，涨幅比上月分别**回落 0.2 和 0.4 个百分点**，均连续 13 个月相同或回落。

评论：同比意义上的分化，二三线城市涨速继续放缓，但是一线城市涨速有所加快。

· 中国：中国统计学会相关负责人就全球 2017 年轮 ICP 结果接受记者采访

来源：中国统计学会

2020 年 5 月 19 日，世界银行在其官网发布了《购买力平价与世界经济规模——2017 年轮国际比较项目（ICP）结果》报告。该报告对 2017 年轮 ICP 的组织实施、176 个 ICP 参与经济体的购买力平价（PPP）结果、PPP 的使用注意事项等进行了详细介绍。为了让社会公众了解和掌握 ICP 理论知识，正确使用和看待 PPP 结果，《中国信息报》记者特就世界银行公布的 2017 年轮 ICP 结果采访了中国统计学会相关负责人。

记者：什么是 ICP？国际上为什么实施 ICP？我国参加全球 ICP 是出于什么考虑？

相关负责人：ICP 是国际比较项目的英文简称。开展国际经济比较研究的一个重要目的，就是把各国以本币表示的经济活动总量转换为以统一的货币来表示。长期以来，国际上主要使用汇率法进行货币转换，进行国际比较。汇率法简单直观，容易理解。但由于汇率主要反映的是国际贸易中的货物和服务的货币比例关系，未考虑国家之间的价格水平差异，同时汇率容易受到国际贸易、金融市场波动的影响，因此，当汇率发生较大变动时，国与国之间的比较结果就会受到影响。

为了克服汇率法大幅波动的影响，从 1968 年开始，联合国统计司与美国宾夕法尼亚大学联合开展了 ICP 活动，测算各参与经济体的 PPP。PPP 就是不同国家货物和服务的综合价格比率，是指一国购买基准国等量货物和服务所需要的本币数量。**PPP 解决了各经济体之间的价格水平差异问题。**至今，全球已经开展了九轮国际比较。ICP 已成为全球最大的国际统计合作项目。

我国分别于 1993 年、1999 年、2005 年、2009 年、2011 年和 2017 年先后 6 次开展了 ICP 调查活动。参加全球和区域性 ICP 活动，树立了我国开放、合作、负责任的大国形象，有利于多尺度评价我国经济总量在世界的地位，有利于提高我国统计能力。

记者：2017 年轮 ICP 是如何组织实施的？

相关负责人：ICP 分三级组织实施：在全球一级，世界银行下设全球 ICP 办公室，负责全球 ICP 活动的协调。全球办公室设有技术咨询组，负责有关技术方法的制定、咨询和指导；在区域一级，由亚洲开发银行、OECD-欧盟统计局、非洲开发银行、独联体国家间统计委员会、拉丁美洲和加勒比经济委员会、西亚经济社会委员会等 6 个区域性组织分别负责本地区 ICP 活动协调、技术方法指导以及区域 PPP 结果测算和发布等工作；在国家一级，由各经济体相关统计机构负责按照本区域统一的方案组织调查，收集并提交基础数据。

在我国，ICP 属于探索性的国际统计合作项目，由中国统计学会负责组织实施。2017 年轮 ICP，在全国 31 个省（区、市）抽选了约 4 万个采价点，采集了居民消费价格调查、机械设备价格调查、建筑品价格调查、住房租金调查、政府职务报酬调查等五个调查项目的 1000 多种规格品价格数据，并根据全球 ICP 数据质量评估框架，开展了国内地区间数据审核并参加了亚太区经济体间数据评审，力求调查的价格水平和结构数据反映我国的实际情况。

记者：全球 2017 年轮 ICP 结果怎样？对世界经济总量的分布格局有何改变？

相关负责人：世界银行根据 176 个国家和地区提交的数据资料测算，2017 年，按 PPP 法计算的 176 个经济体的 GDP 总规模为 119.5 万亿美元，比汇率法的 79.7 万亿美元**高出 50.0%**。其中，PPP 法 GDP 高于汇率法 GDP 的国家和地区有 161 个，占比达到 91.5%。

评论：PPP 法下的 GDP 普遍高于汇率法下的 GDP。尤其是新兴市场国家。

2017 年，按 PPP 法计算的 GDP 居前 10 位的国家依次为**中国、美国、印度、日本、德国、俄罗斯、英国、巴西、法国和印度尼西亚**。这些国家的 GDP 总量约占世界的 60.7%。而按汇率法计算，GDP 居前 10 位的国家依次为**美国、中国、日本、德国、英国、法国、印度、巴西、意大利和加拿大**。与汇率法 GDP 相比较，绝大部分国家和地区的 PPP 法 GDP 有所上升，其中**发展中国家和地区上升更快**。例如，印度 GDP 从汇率法的第 7 位上升至 PPP 法的第 3 位，印度尼西亚从第 16 位上升至第 10 位，土耳其从第 17 位上升至第 13 位，埃及从第 45 位上升至第 19 位。

记者：世界银行报告显示，我国 2017 年 PPP 法 GDP 达到 19.6 万亿美元，略超过美国，居世界第一。请问如何看待这一结果？

评论：规格品在各经济体之间的可比性和对各经济体的代表性是保证比较结果准确性的前提。一般来说，发达国家的规格品质量较好，价格水平较高；与发达国家相比，发展中国家的规格品质量相对较差，价格水平也较低。发展中国家的 PPP 值往往存在系统性低估，从而按 PPP 法计算的发展中国家的 GDP 和人均 GDP 往往存在系统性高估。

相关负责人：根据世界银行测算，我国 2017 年 PPP 为 4.184，也就是说 1 美元与 4.184 元人民币的购买力相当，同期汇率为 1 美元兑换 6.76 元人民币。我国 2017 年 GDP 为 82.1 万亿元人民币（未按照中国第四次全国经济普查结果修订后的数据进行更新），经 PPP 转换后为 19.6 万亿美元，占 176 个 ICP 参与经济体经济总量的 16.4%，**相当于美国的 100.5%**，居世界第 1 位。与之对照，按汇率法计算，我国 2017 年 GDP 为 12.1 万亿美元，占世界的 15.2%，**相当于美国的 62.2%**，居世界第 2 位。

对于上述结果，我们应把握以下几点：

第一，ICP 在中国是一个探索性研究性的国际统计合作项目。各经济体的 PPP 值由区域执行机构和世界银行计算得出，PPP 结果不是各经济体的官方统计数据。当然，有关中国的 PPP 值也**不代表我国官方统计结果**。对此，大家可以留意世界银行报告的相关注释。在使用 PPP 时应注意，PPP 更适用于经济结构相似的经济体之间的比较，不太适用于经济结构差异较大的经济体之间的比较；还要注意货物类产品的 PPP 可靠性要好一些，服务类产品的 PPP 可靠性要差一些。

评论：人均意义上的 GDP 只相当于世界平均水平的 85%，意味着从人的发展权来看，依然处在发展中。看一个国家是发达国家还是发展中国家最主要的是看人民平均生活水平的高低，GDP 不是反映人民平均生活水平高低的指标，反映人均经济发展水平的指标人均 GDP，更能反映人民平均生活水平的高低。

第二，PPP 不能替代汇率。PPP 为各经济体之间综合价格比率，既涵盖了可贸易品又涵盖了非贸易品的价格，而**汇率只涵盖了可贸易品的价格**。因此，不能用 PPP 代替汇率，也不能用一国的 PPP 值来判断该国汇率应该升值还是贬值。

第三，我国仍为世界最大的发展中国家。按 PPP 法计算，2017 年我国 GDP 为 19.6 万亿美元，居世界第一，但据此测算的中国人均 GDP 只达到**世界平均水平的 85.3%**，在世界排名第 90 位，比汇率法排名（第 79 位）后退了 11 位。而按世界各国政府公认的汇率法计算，2017 年我国 GDP 总量仍居世界第二。另外，我国 PPP 法人均消费支出低于世界平均水平也符合发展中国家的普遍特点。

记者：按照 2017 年轮 PPP 结果，对我国 2020 年完成脱贫目标有什么影响？

相关负责人：世界银行跟踪监测全球贫困状况，主要采用按 PPP 法得到的国际贫困线。根据 2011 年轮 ICP 结果，世界银行将国际贫困线更新到了**每人每天 1.9 美元**。全球 2017 年轮 ICP 结果公布后，世界银行有可能利用新数据对 1.9 美元标准进行更新。

在我国，使用国际贫困线时应注意以下两点：

评论：PPP 衡量的 GDP 由于经济结构的差异，因而可比性不高。

一是我国 PPP 数据不参与国际贫困线的制定。目前的国际贫困线由世界最穷的 15 个国家的国家贫困线及其 ICP 居民消费 PPP 决定，与我国的 PPP 数据无关。

二是我国与用来制定国际贫困线的世界最穷的 15 个国家的消费结构差别较大，因此，在使用国际贫困线时应结合实际情况具体分析。

由上可知，由于各国消费结构不一，国际贫困线对于各国实际消费状况反映程度是不同的，我们不能简单用国际贫困线来直接评估包括我国在内的各国减贫成果。国际贫困线主要用在国际组织中，旨在使用相对统一的方法衡量、监测或评估全球贫困状况。

一周宏观事件

· 中国：2020 年政府工作报告

来源：经济观察报

评论：今年政府工作报告改革开放以来篇幅最短，时间宽度最长。2019 年的报告 20225 字；2018 年的报告 20561 字；2017 年的报告，19275 字；2016 年的报告，20039 字；2015 的报告，18181 字；2014 年的报告，17006 字。**而今年的政府工作报告，字数约 10556 字，**

5 月 22 日上午 9 时，十三届全国人大三次会议在人民大会堂开幕，听取国务院总理李克强关于政府工作的报告，审查国务院关于 2019 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2020 年国民经济和社会发展计划草案的报告及 2020 年国民经济和社会发展计划草案，审查国务院关于 2019 年中央和地方预算执行情况与 2020 年中央和地方预算草案的报告及 2020 年中央和地方预算草案，听取全国人大常委会副委员长王晨关于中华人民共和国民法典草案的说明、关于全国人民代表大会关于建立健全香港特别行政区维护国家安全的法律制度和执行机制的决定草案的说明。

一、2019 年和今年以来工作回顾

去年，我国发展面临**诸多困难挑战**。世界经济增长低迷，国际经贸摩擦加剧，国内经济下行压力加大。以习近平同志为核心的党中央团结带领全国各族人民攻坚克难，完成全年主要目标任务，为全面建成小康社会打下决定性基础。

评论：总量目标达到。

——**经济运行总体平稳**。国内生产总值达到 99.1 万亿元，增长 6.1%。城镇新增就业 1352 万人，调查失业率在 5.3% 以下。居民消费价格上涨 2.9%。国际收支基本平衡。

评论：结构优化，消费若继续发挥主要拉动作用，意味着城镇化率需要继续调升。

——**经济结构和区域布局继续优化**。社会消费品零售总额超过 40 万亿元，消费持续发挥主要拉动作用。先进制造业、现代服务业较快增长。粮食产量保持在 1.3 万亿斤以上。**常住人口城镇化率首次超过 60%**，重大区域战略深入实施。

——**发展新动能不断增强**。科技创新取得一批重大成果。新兴产业持续壮大，传统产业加快升级。大众创业万众创新深入开展，企业数量**日均净增 1 万户**以上。

——**改革开放迈出重要步伐**。供给侧结构性改革继续深化，重要领域改革取得新突破。减税降费 2.36 万亿元，**超过原定的近 2 万亿元规模**，制造业和小微企业受益最多。政府机构改革任务完成。“放管服”改革纵深推进。设立科创板。共建“一带一路”取得新成效。出台外商投资法实施条例，增设上海自贸试验区新片区。外贸外资保持稳定。

——**三大攻坚战取得关键进展**。农村贫困人口减少 1109 万，贫困发生率降至 0.6%，**脱贫攻坚取得决定性成就**。污染防治持续推进，主要污染物排放量继续下降，生态环境总体改善。金融运行总体平稳。

——**民生进一步改善**。居民人均可支配收入超过 3 万元。基本养老、医疗、低保等保障水平提高。城镇保障房建设和农村危房改造深入推进。义务教育学生生活补助人数增加近 40%，高职院校扩招 100 万人。

我们隆重庆祝中华人民共和国成立 70 周年，极大激发全国各族人民的爱国热情，汇聚起夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利的磅礴力量。

我们加强党风廉政建设，扎实开展“不忘初心、牢记使命”主题教育，严格落实中央八项规定精神，持续纠治“四风”，为基层松绑减负。

中国特色大国外交成果丰硕。成功举办第二届“一带一路”国际合作高峰论坛等重大主场外交活动，习近平主席等党和国家领导人出访多国，出席二十国集团领导人峰会、金砖国家领导人会晤、亚信峰会、上海合作组织峰会、东亚合作领导人系列会议、中欧领导人会晤、中日韩领导人会晤等重大活动。积极参与全球治理体系建设和改革，推动构建人类命运共同体。经济外交、人文交流卓有成效。中国为促进世界和平与发展作出了重要贡献。

各位代表！新冠肺炎疫情发生后，党中央将疫情防控作为头等大事来抓，习近平总书记亲自指挥、亲自部署，**坚持把人民生命安全和身体健康放在第一位**。在党中央领导下，中央应对疫情工作领导小组及时研究部署，中央指导组加强指导督导，国务院联防联控机制统筹协调，各地区各部门履职尽责，社会各方面全力支持，开展了疫情防控的人民战争、总体战、阻击战。广大医务人员英勇奋战，人民解放军指战员勇挑重担，科技工作者协同攻关，社区工作者、公安干警、基层干部、新闻工作者、志愿者坚守岗位，快递、环卫、抗疫物资生产运输人员不辞劳苦，亿万普通劳动者默默奉献，武汉人民、湖北人民坚韧不拔，社会各界和港澳台同胞、海外侨胞捐款捐物。中华儿女风雨同舟、守望相助，筑起了抗击疫情的巍峨长城。

在疫情防控中，我们按照坚定信心、同舟共济、科学防治、精准施策的总要求，抓紧抓实抓细各项工作。及时采取应急举措，对新冠肺炎实行甲类传染病管理，各地启动重大突发公共卫生事件一级响应。**坚决打赢武汉和湖北保卫战并取得决定性成果**，通过果断实施严格管控措施，举全国之力予以支援，调派 4 万多名医护人员驰援，快速扩充收治床位，优先保障医用物资，不断优化诊疗方案，坚持中西医结合，全力救治患者，最大程度提高治愈率、降低病亡率。延长全国春节假期，推迟开学、灵活复工、错峰出行，坚持群防群控，坚持“四早”，坚决控制传染源，有效遏制疫情蔓延。加强药物、疫苗和检测试剂研发。迅速扩大医用物资生产，短时间内大幅增长，抓好生活必需品保供稳价，保障交通干线畅通和煤电油气供应。因应疫情变化，适时推进常态化防控。针对境外疫情蔓延情况，及时构建外防输入体系，加强对境外我国公民的关心关爱。积极开展国际合作，本着公开、透明、负责任态度，及时通报疫情信息，主动分享防疫技术和做法，相互帮助、共同抗疫。

评论：2020 年至今的主要影响——新冠肺炎疫情。政策目的在生命和健康。

评论：对新冠肺炎疫情当前的定性——取得决定性成果。

评论：施政体现“以人为本”。

对我们这样一个拥有 14 亿人口的发展中国家来说，能在较短时间内有效控制疫情，保障了人民基本生活，十分不易、成之惟艰。我们也付出巨大代价，一季度经济出现负增长，生产生活秩序受到冲击，但**生命至上，这是必须承受也是值得付出的代价**。我们统筹推进疫情防控和经济社会发展，不失时机推进复工复产，推出 8 个方面 90 项政策措施，实施援企稳岗，减免部分税费，免收所有收费公路通行费，降低用能成本，发放贴息贷款。按程序提前下达地方政府专项债券。不误农时抓春耕。不懈推进脱贫攻坚。发放抗疫一线和困难人员补助，将价格临时补贴标准提高 1 倍。**这些政策使几亿人受益，及时有效促进了保供稳价和复工复产，我国经济表现出坚强韧性和巨大潜能。**

各位代表！去年以来经济社会发展和今年疫情防控取得的成绩，是以习近平同志为核心的党中央坚强领导的结果，是习近平新时代中国特色社会主义思想科学指引的结果，是全党全军全国各族人民团结奋斗的结果。我代表国务院，向全国各族人民，向各民主党派、各人民团体和各界人士，表示诚挚感谢！向香港特别行政区同胞、澳门特别行政区同胞、台湾同胞和海外侨胞，表示诚挚感谢！向关心支持中国现代化建设和抗击疫情的各国政府、国际组织和各国朋友，表示诚挚感谢！

评论：国内问题集中在“就业”，针对“中小微企业”。
主要经济风险排序：1) 就业；
2) 金融；3) 基层财政。

在肯定成绩的同时，我们也清醒看到面临的困难和问题。受全球疫情冲击，**世界经济严重衰退，产业链供应链循环受阻，国际贸易投资萎缩，大宗商品市场动荡**。国内消费、投资、出口下滑，就业压力**显著加大**，企业特别是中小微企业**困难凸显**，金融等领域风险有所积聚，基层财政收支**矛盾加剧**。政府工作存在不足，形式主义、官僚主义仍较突出，少数干部不作为、不会为。一些领域腐败问题多发。在疫情防控中，公共卫生应急管理等方面暴露出不少薄弱环节，群众还有一些意见和建议应予重视。我们一定要努力改进工作，切实履行职责，尽心竭力不辜负人民的期待。

二、今年发展主要目标和下一阶段工作总体部署

做好今年政府工作，要在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的十九大和十九届二中、三中、四中全会精神，坚决

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4980

