



# 国内疫情反复，稳增长政策持续加码

——周圆

预测报告

B0011-20220530

	上年值	上年同期值	上期值	2022年05月预测
<b>经济增长</b>				
工业增加值同比(%)	9.6	8.8	-2.9	0.5
固定资产投资累计同比(%)	4.9	15.4	6.8	5.8
社会消费品零售额同比(%)	12.5	12.4	-11.1	-18.7
出口同比(%)	29.9	27.8	3.9	3.2
进口同比(%)	30.1	52.0	0.0	0.3
贸易差额(亿美元)	6764.3	436.48	511.2	514.3
<b>通货膨胀</b>				
CPI 同比(%)	0.9	1.3	2.1	1.9
PPI 同比(%)	8.1	9.0	8.0	5.8
<b>货币信贷</b>				
新增人民币贷款(亿元)	199462	15000	6454	13000
M2 同比(%)	8.7	8.3	10.5	10.2

北京大学国民经济研究中心

宏观经济研究课题组

学术指导：刘伟

组长：苏剑

课题组成员：

陈丽娜

黄昱程

康健

周圆

邵宇佳

杨盈竹

联系人：康健

联系方式：

010-62767607

[gmjjj@pku.edu.cn](mailto:gmjjj@pku.edu.cn)



扫描二维码或发邮件订阅  
第一时间阅读本中心报告



## 要点

- 疫情反复，稳增长政策持续加码
- 疫情持续扩散，消费同比继续下滑
- 基建投资持续发力，投资平稳增长
- 海外需求收缩叠加国内疫情影响，出口下行压力仍较大
- 国内稳增长政策持续发力，进口增速缓慢回升
- 食品价格环比回落，服务价格保持平稳
- 能源价格有所回弹，工业价格开始回落
- 国内疫情持续反弹，信贷同比少增
- 货币与财政政策宽松，M2 同比增速保持高位运行
- 货币政策外紧内松，人民币汇率震荡下跌

## 摘要

2022 年 5 月，国内因素方面：多地疫情散点暴发，疫情防控措施加强升级，北京、上海等地延续封控管理，使得国内生产、消费需求以及进出口均受到较大影响，对中国经济构成不利扰动。国际因素方面：地缘冲突持续，海外需求不确定性加大，美联储政策逐渐收紧使得中美利差倒挂，这些因素的综合影响使得中国面临的经济风险也在增大。综合 2022 年 5 月宏观经济形势走势，预计经济稳增长压力持续。

### 供给端

**工业增加值：**稳增长政策有望继续发力提供支撑，但全国多地疫情反复等短期因素影响产出增速，预计 5 月份工业增加值同比增长 0.5%，较上期回升 3.4 个百分点，三年平均增速在 4.7% 左右。

### 需求端

**消费：**尽管国内多地纷纷开展消费券发放活动，但疫情持续扩散对餐饮、旅游等服务类消费的压制会使得消费继续下滑，预计 5 月份社会消费品零售总额同比下降 18.7%，较上期减少 7.6 个百分点。

**投资：**尽管房地产市场可能会继续走弱，但基建投资持续发力以及高技术制造业投资稳定增长将会支撑投资平稳增长，预计 5 月份固定资产投资累计同比增长 5.8%，较上期下降 1.0 个百分点。



**出口：**价格因素和国内稳外贸政策有利于支撑进出口增速，但海外需求收缩及国内疫情影响均对出口产生较大影响，预计 5 月出口同比增速为 3.2%，较上期下降 0.7 个百分点。

**进口：**国内稳增长政策持续发力，5 月外贸新规利于进口增速，但国内疫情散点式暴发和高基数效应影响进口增速，预计 5 月份进口同比增速为 0.3%，较上期提升 0.3 个百分点。

### 价格方面

**CPI：**受各地保民生措施和生猪加速出栏、消费需求相对回落、上游工业大宗持续上涨影响，预计 5 月 CPI 同比上涨 1.9%，环比-0.5%，其中翘尾因素贡献约 1.7%，新涨价因素预计贡献约 0.2%。

**PPI：**5 月尽管国际油价供需基本面偏强，但国内工业需求偏紧，生产资料有所回落，生活资料相对平稳，工业生产价格继续回落，预计 5 月 PPI 同比增长 5.8%，环比-0.4%，生产资料环比-0.5%，生活资料环比 0.1%，其中翘尾因素贡献约 4.6%，新涨价因素预计贡献约 1.2%。

### 货币金融方面

**人民币贷款：**考虑到当前国内疫情持续反弹，居民正常出行与企业生产受到限制，居民与企业信贷需求降低，预计 2022 年 5 月份新增人民币贷款 13000 亿元，同比少增 2000 亿元。

**M2：**在稳增长的政策背景下，货币与财政政策宽松，M2 同比增速保持高位运行，预计 2022 年 5 月末 M2 同比增长 10.2%，增速较上月末降低 0.3 个百分点，货币供应量同比增速回升。

**人民币汇率：**国际地缘冲突持续，市场风险情绪下行，以及国内疫情反复核心城市疫情防控措施升级，出口回落导致人民币汇率失去支撑，同时中美利差倒挂，人民币承压。预计 2022 年 6 月人民币汇率震荡下跌，震荡区间为 6.70~6.85。



## 正文

### 工业增加值部分：疫情反复，稳增长政策持续加码

预计 2022 年 5 月份工业增加值同比增长 0.5%，三年平均增速在 4.7% 左右。

从拉升因素看：第一，货币政策方面，中国人民银行、银保监会发布通知，调整首套住房商业性个人住房贷款利率下限，有利拉升上游工业需求；第二，财政政策方面，在经济增长偏离 5.5% 全年目标的预期下，国常会、稳住经济大盘电视电话会陆续召开，支出和发债速度将提速，扩投资与稳主体并重，稳增长政策继续升温发力。

从压低因素看：第一，国家统计局数据显示，4 月份，规模以上工业企业利润当月同比增长 -8.5%，为 2020 年 3 月以来最低，企业生产经营活动放缓，景气水平继续回落；第二，考虑近期国内多地新冠疫情出现反复，北京、上海等核心城市受疫情防控措施影响较大，对产品生产和交付带来不利扰动，工业产出增长速度可能受到压低。

综合而言，稳增长政策有望继续发力提供支撑，但全国多地疫情反复等短期因素影响产出增速，预计 5 月份工业增加值同比增长 0.5%。

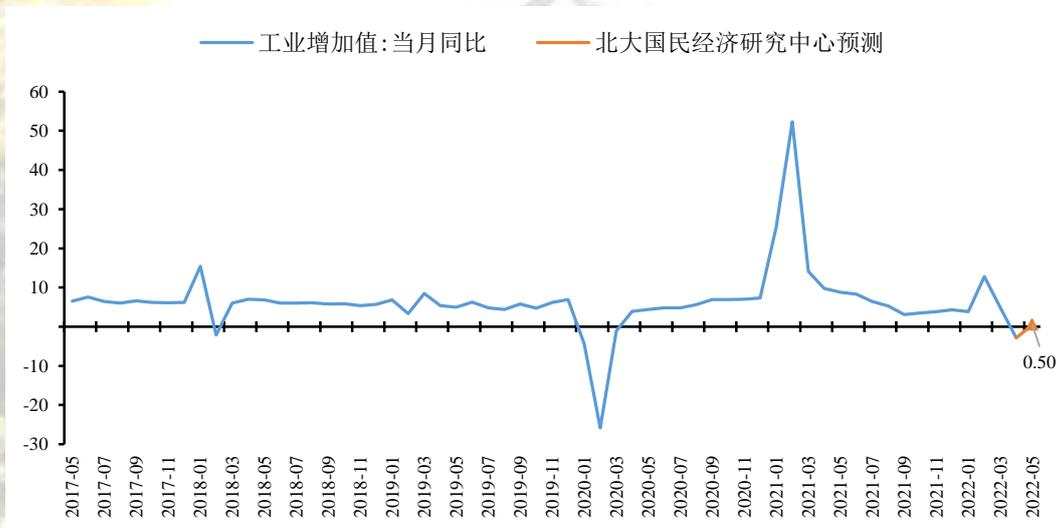


图 1 工业增加值当月同比增速及预测 (%)

数据来源：Wind，北大国民经济研究中心

### 消费部分：疫情持续扩散，消费同比继续下滑

预计 5 月份社会消费品零售总额当月同比下降 18.7%，较上期减少 7.6 个百分点。

从拉升因素看：第一，为缓解消费低迷的现状，国内多地开展消费券发放活动。4 月 25 日，国务院办公厅发布《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，提出五大方面 20 项重点举措，协同发力、远近兼顾，综合施策释放消费潜力，着力稳住消费基本盘。



随后广东省人民政府办公厅印发《广东省进一步促进消费若干措施》，鼓励各地发放消费券、惠民券等，用于零售、餐饮、文旅、住宿、体育领域消费，深圳率先响应，通过美团、京东等平台陆续向消费者发放 5 亿消费券；青岛、长春、太原等地也相继推出了各类消费券来促进消费回稳提升。第二，汽车销量下滑对消费的压制将会减轻。据乘联会预测，5 月国内狭义乘用车零售销量将同比下降 19.0%，较上期 35.5%有所收窄。

从压低因素看：第一，高基数效应。去年同期由于疫情好转使得消费增速依然处于较高的水平，对今年形成了较高基数。第二，疫情持续扩散使得餐饮、旅游等服务类消费继续承压。5 月继上海之后，北京几乎也处于半封禁状态，禁止堂食严重影响了餐饮消费，物流管制影响了网络消费。另外，“五一”出游人次较去年大幅下滑，据文旅部数据显示，“五一”假期国内旅游同比减少 42.9%，仅恢复至疫情前同期的 44.0%。第三，国务院向 12 个省派出督查组，对各地二季度经济主要指标，将由国家统计局部门依法依规实事求是分省公布。

综合而言，尽管国内多地纷纷开展消费券发放活动，但疫情持续扩散对餐饮、旅游等服务类消费的压制会使得消费继续下滑，预计 5 月份社会消费品零售总额同比下降 18.7%。

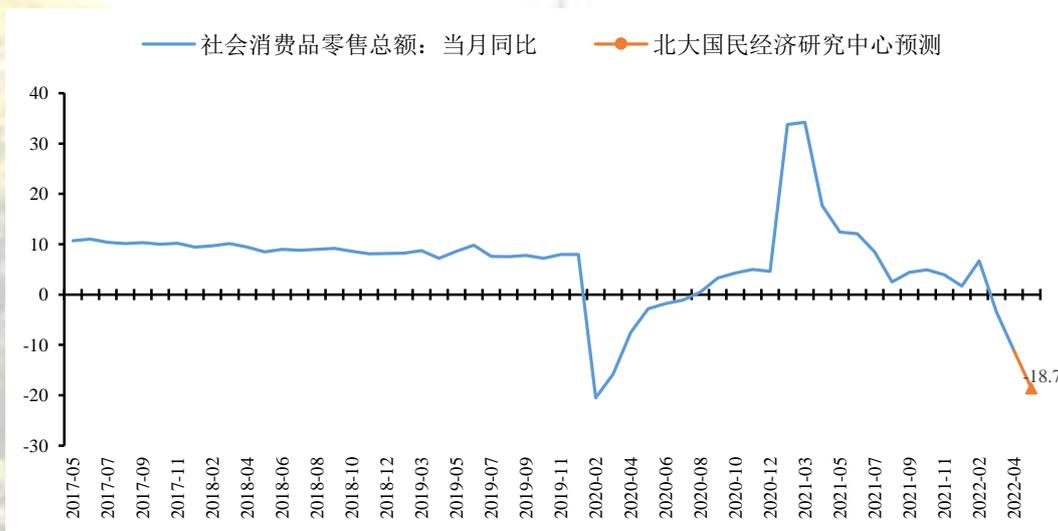


图 2 社会消费品零售总额当月同比增速及预测 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

**投资部分：基建投资持续发力，投资平稳增长**

预计 5 月份固定资产投资累计同比增长 5.8%，较上期下降 1 个百分点。

从拉升因素看：第一，制造业投资平稳增长依然是支撑投资增速的主要动力。高技术制造业投资依然保持在较高的增速上，但是受疫情影响，生产放缓使得制造业总体景气水平有所回落，叠加大宗商品价格上升压制企业利润，制造业投资的拉动作用可能会减小。第二，基建投资持续发力。一方面，4 月 29 日，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，会议强调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。另一方面，5月份新增专项债发行节奏明显加快，其中5月1日至5月26日发行规模达4181.73亿元，根据地方债信披文件，5月份新增专项债发行规模将达到6319.62亿元，创年内新高。

从压低因素看：第一，高基数效应。随着疫情好转、经济逐步复苏，固定资产投资稳步恢复，2021年同期固定资产投资同比增速较高，对2022年形成了高基数效应。第二，房地产开发投资持续走弱。4月商品房销售面积、商品房销售额、房屋新开工面积等指标同比降幅均在40%以上，尽管央行、银保监会连续出台了房地产利好政策，比如调整差别化住房信贷政策、5年期以上LPR下调15个基点，但短期内无法快速扭转房地产投资信心不足的局面，房地产市场可能会继续走弱，压低投资增速。

综合而言，尽管房地产市场可能会继续走弱，但基建投资持续发力以及高技术制造业投资稳定增长将会支撑投资平稳增长，预计5月份固定资产投资累计同比增长5.8%。

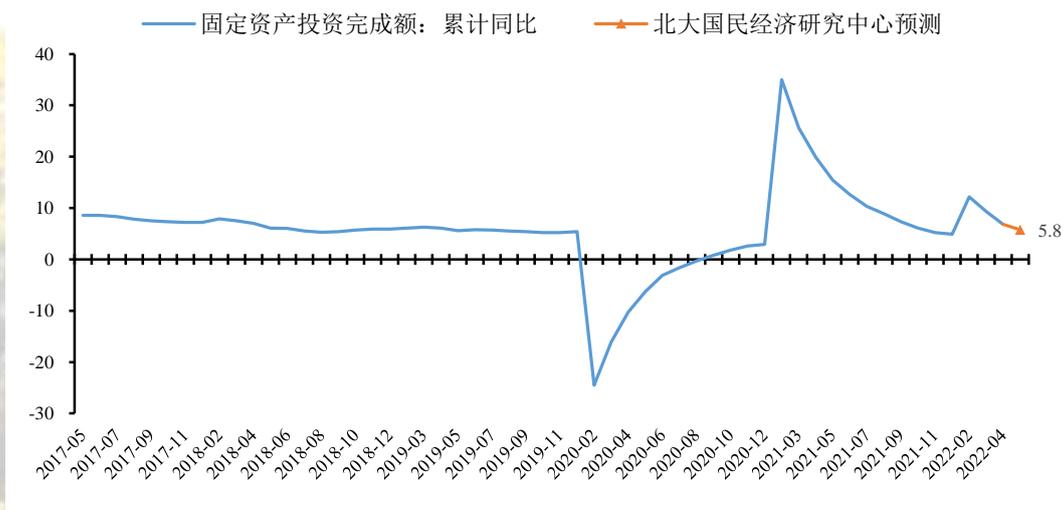


图3 固定资产投资累计同比增速及预测 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

**出口部分：海外需求收缩叠加国内疫情影响，出口下行压力仍较大**

预计5月份出口同比增速为3.2%，较上期下降0.7个百分点。

从拉升因素看：第一，地缘冲突持续，全球通胀压力加大，推高出口商品价格，价格因素或将对出口形成持续支撑作用。第二，国内稳外贸政策继续加码。4月20日，国家税务总局等十部门联合印发《关于进一步加大出口退税支持力度促进外贸平稳发展的通知》，加大出口退税等政策支持力度；上海市、江苏省、广东省、山东省、福建省、辽宁省等省市接连出台稳外贸政策扶持出口企业。第三，5月份吉林、上海等地疫情已经逐渐得到控制，社会复工复产有序推进，逐步实现生产生活正常化，供应链稳定性得到一定恢复。此外，高频



数据显示，5 月份中国出口集装箱运输市场运价小幅回升，2022 年 5 月 20 日，中国出口集装箱运价指数 CCFI 指数为 3136 点，较上周增加 1.55%，同比增长 46.92%。

从压低因素看：第一，2021 年同期出口基数处于高位，对本期出口增速形成压制。第二，受高通货膨胀和流动性紧缩等因素影响，全球经济增长放缓，海外需求逐渐收紧，这将对出口增速产生不利影响；美国 5 月份制造业 PMI 初值为 57.5，低于前值；欧元区 4 月份制造业 PMI 分别为 54.4，低于市场预期；日本 5 月份制造业 PMI 初值为 53.2，低于前值。第三，东南亚放开疫情管控措施，国家复产复工稳步推进，积极承接海外回流订单。

综合而言，价格因素和国内稳外贸政策有利于支撑进出口增速，但海外需求收缩及国内疫情影响均对出口产生较大影响，预计 5 月出口同比增速为 3.2%。

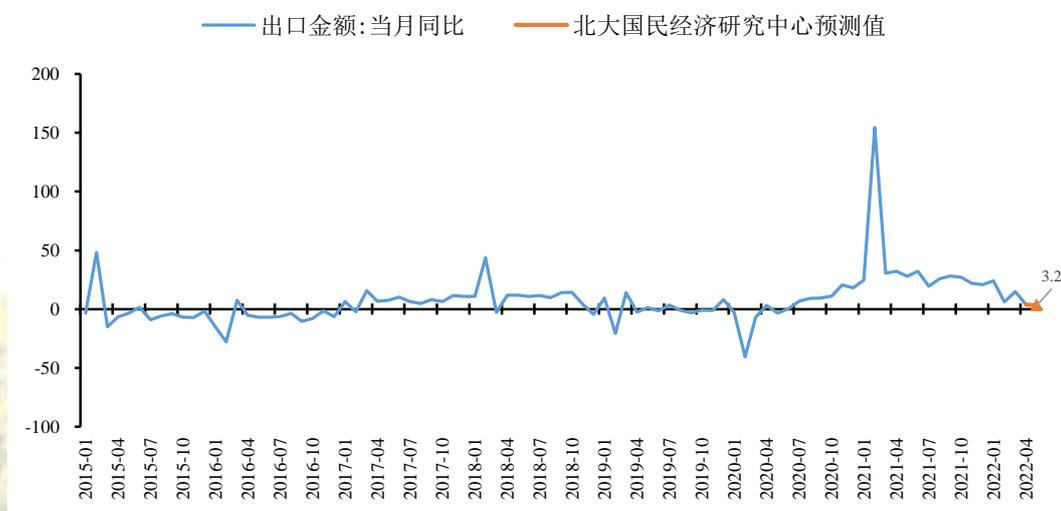


图 4 出口增速当月同比及预测 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

**进口部分：国内稳增长政策持续发力，进口增速缓慢回升**

预计 5 月份进口同比增速为 0.3%，较上期提高 0.3 个百分点。

从拉升因素看：第一，原油、天然气等能源大宗商品价格仍处于高位，预计价格因素仍将对进口形成一定支撑。第二，国内稳增长政策持续发力，利于中国内需恢复，或将支撑中国进口。第三，5 月出台一系列外贸新规或利于进口。5 月 1 日起，缅甸对 RCEP 各成员国实施 RCEP 协定生效，中国也将对自缅甸进口的适用 RCEP 原产地标准的货物给予优惠协定税率。4 月 28 日国务院关税税则委员会于对外发布公告，2022 年 5 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日，对所有煤炭实施税率为零的进口暂定税率。

从压低因素看：第一，5 月国内仍有新的疫情出现，管制措施仍未完全放开，国内生产需求和消费需求仍趋弱。第二，2021 年同期基数相对较高，对 5 月进口增速形成一定压制。

综合而言，国内稳增长政策持续发力，5 月外贸新规利于进口增速，但国内疫情散点式暴发和高基数效应影响进口增速，预计 5 月份进口同比增速为 0.3%。

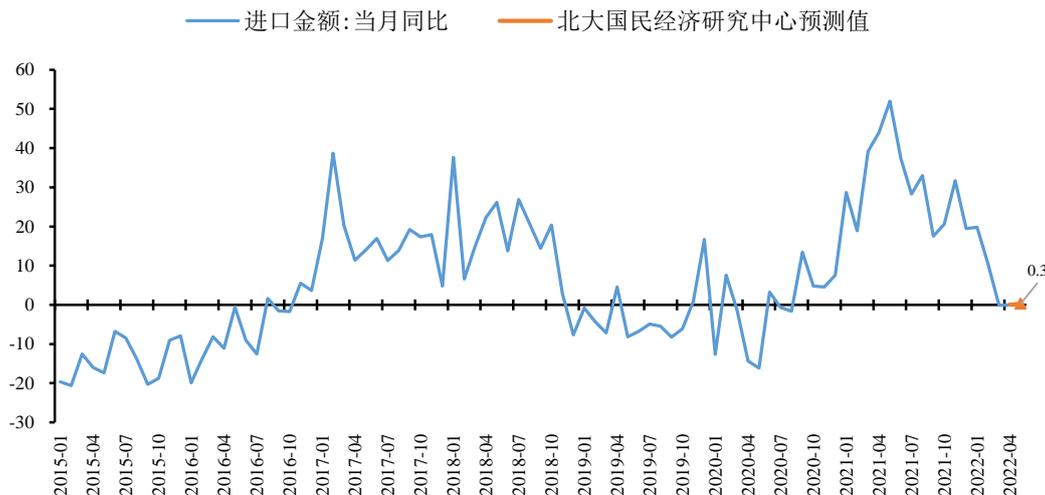


图5 进口增速当月同比及预测 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

**CPI 部分: 食品价格环比回落, 服务价格保持平稳**

预计 5 月 CPI 同比上涨 1.9%, 环比-0.5%, 食品项环比-2.6%, 非食品项环比 0.1%, 其中翘尾因素贡献约 1.7%, 新涨价因素预计贡献约 0.2%。

CPI 关注食品和非食品两个方面, 食品由猪肉、鸡蛋和鲜菜鲜果等驱动, 非食品由工业消费品和服务业价格驱动。截止 5 月 29 日, 食品项方面, 受疫情散发影响, 全国猪肉平均批发价格环比 11.4%, 鸡蛋平均批发价格环比 2.8%, 28 种重点监测蔬菜环比-16.4%, 7 种重点监测水果环比 0.2%, 农产品批发价格 200 指数环比-6.8%, 菜篮子产品批发价格 200 指数环比-7.8%; 非食品项方面, 工业消费品方面, 受上游工业大宗回落但能源品小幅上涨影响, 预计本月工业消费品价格环比回升 0.2%; 服务业价格方面, 受奥密克戎输入疫情影响, 部分地区防控措施的升级导致服务业需求恢复不足, 预计本月服务业价格环比下降 0.1%。

综合而言, 5 月受国内消费需求下行影响, 食品价格有所回落, 非食品相对平稳, 消费价格继续低位运行, 预计 5 月 CPI 同比增长 1.9%。

**PPI 部分: 能源价格有所回弹, 工业价格开始回落**

预计 5 月 PPI 同比 5.8%, 环比-0.4%, 生产资料环比-0.5%, 生活资料环比 0.1%, 其中翘尾因素贡献约 4.6%, 新涨价因素预计贡献约 1.2%。

总体而言, 5 月份主要工业品价格环比分化, 截止 5 月 29 日, 石油天然气方面, 地缘政治冲突引发的情绪面影响持续, 布油、美油月度期货结算均价环比分别增长 4.7%、7.1%; 煤炭方面, 1/3 焦煤市场价环比-3.4%; 化工方面, 各主要品类普遍回落; 非金属方面, 水泥价格指数环比-3.8%; 黑色金属方面, 铁矿石期货结算价环比-6.5%, 螺纹钢市场价环比-2.3%;



有色金属方面，电解铜市场价环比-2.6%，铝市场价环比-6.6%、锌市场价环比-5.6%、铅市场价环比-1.6%；农业方面，尿素、硫酸钾复合肥市场价环比 7.0%和 6.8%。

综合而言，5月尽管国际油价供需基本面偏强，但国内工业需求偏紧，生产资料有所回落，生活资料相对平稳，工业生产价格继续回落，预计5月PPI同比增长5.8%。

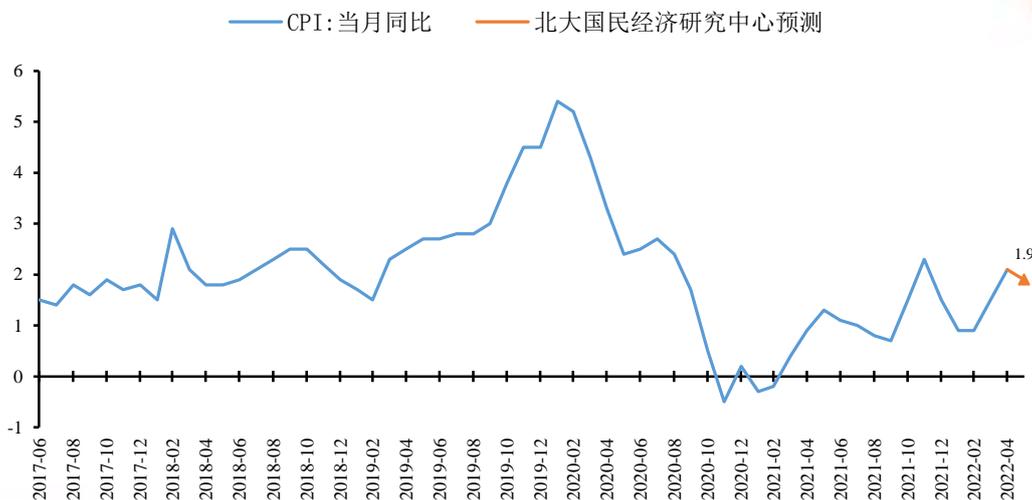


图6 CPI 当月同比增速及预测 (%)

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心



图7 PPI 当月同比增速及预测 (%)

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

**新增人民币贷款部分：国内疫情持续反弹，信贷同比少增**

预计2022年5月份新增人民币贷款13000亿元，同比少增2000亿元。

从压低因素看：第一，近期国内部分地区疫情出现反弹，居民正常出行受到限制，加之部分线下消费场景受限，这都不利于居民消费需求的增长，居民消费信贷需求下降或将压低居民短期贷款。第二，统计局数据显示，1-4月份全国商品房销售面积39768万平方米，同



比下降 20.9%，商品房销售额 37789 亿元，下降 29.5%，考虑到房地产市场仍然处在回落区间，或将压低居民中长期贷款。第三，受疫情管控影响，企业复工复产受到影响。此外，数据显示，4 月份制造业 PMI 47.4%，低于上月 2.1 个百分点，企业生产经营活动放缓，或将压低企业长期贷款需求。

从拉升因素看：第一，近期一系列稳增长政策相继出台。5 月 18 日，李克强总理在座谈会上指出，看得准的新举措能用尽用，5 月份能出尽出，确保上半年和全年经济运行在合理区间，努力使经济较快回归正常轨道。第二，考虑到 5 月 15 日，央行和银保监会宣布首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点，预计居民长期贷款下降的幅度将有所缓解，同时 5 月 20 日央行公布 5 年期以上贷款市场报价利率（LPR）从 4.60% 下调至 4.45%，此次 LPR 降低，有助于引导长期融资成本下降，能够有效刺激实体经济中长期融资需求。

综合而言，考虑到当前国内疫情持续反弹，居民正常出行与企业生产受到限制，居民与企业信贷需求降低，预计 2022 年 5 月份新增人民币贷款 13000 亿元，同比少增 2000 亿元。

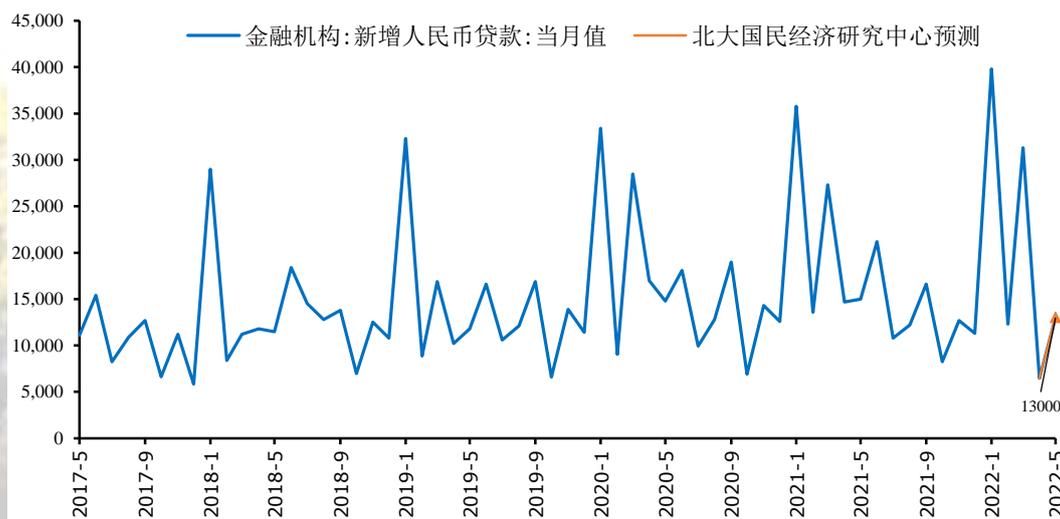


图 8 新增人民币贷款及预测（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

**M2 部分：货币与财政政策宽松，M2 同比增速保持高位运行**

预计 2022 年 5 月末 M2 同比增长 10.2%，增速较上月末降低 0.3 个百分点，货币供应量同比增速回升。

从拉升因素看：考虑到 4 月份开始实施增值税留抵退税，其中小型企业在今年 5-6 月集中退还，这将促使财政存款减少并转化为企业存款，而且李克强总理 5 月 11 日主持召开国务院常务会议也指出财政、货币政策要以就业优先为导向，退减税、缓缴社保费、降低融资成本等措施，都着力指向稳市场主体稳岗位稳就业，以保基本民生、稳增长、促消费。财政货币政策宽松，都将拉升 M2 同比增速。



从压低因素看：疫情反弹对于新增人民币贷款所产生的负面影响将会压低 M2 同比增速。

综合而言，在稳增长的政策背景下，货币与财政政策宽松，M2 同比增速保持高位运行，预计 2022 年 5 月末 M2 同比增长 10.2%，增速较上月末降低 0.3 个百分点。



图 9 M2 当月同比及预测 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

### 人民币汇率部分：货币政策外紧内松，人民币汇率震荡下跌

预计 2022 年 6 月人民币汇率震荡下跌，震荡区间为 6.70~6.85。

从压低因素看：第一，国际地缘冲突持续，市场风险情绪下行，人民币汇率相应受到压低。第二，国内疫情多地出现反复，核心城市疫情防控措施升级，对产品生产和交付带来不利扰动，中国企业出口可能继续回落，致使人民币汇率失去支撑。第三，受疫情影响中国央行采取宽松货币政策，在高通胀压力下美联储大概率继续加息，货币政策外紧内松，截止到 5 月 27 日，十年期美债收益率为 2.74%，中美利差倒挂 5 个基点左右，人民币承压。

从拉升因素看：财政货币政策联合发力以及未来疫情可能边际好转，对人民币汇率起到支撑作用。美联储加息继续，叠加地缘冲突持续使得避险需求上升，美元近期可能继续走强，压低人民币。此外，近期中外局势依旧紧张，中外关系变化加大人民币汇率波动性。

综合而言，伴随国际地缘冲突持续，市场风险情绪下行，以及国内疫情反复核心城市疫情防控措施升级，出口回落导致人民币汇率失去支撑，同时中美利差倒挂，人民币承压，预计 6 月份人民币汇率将震荡下跌。

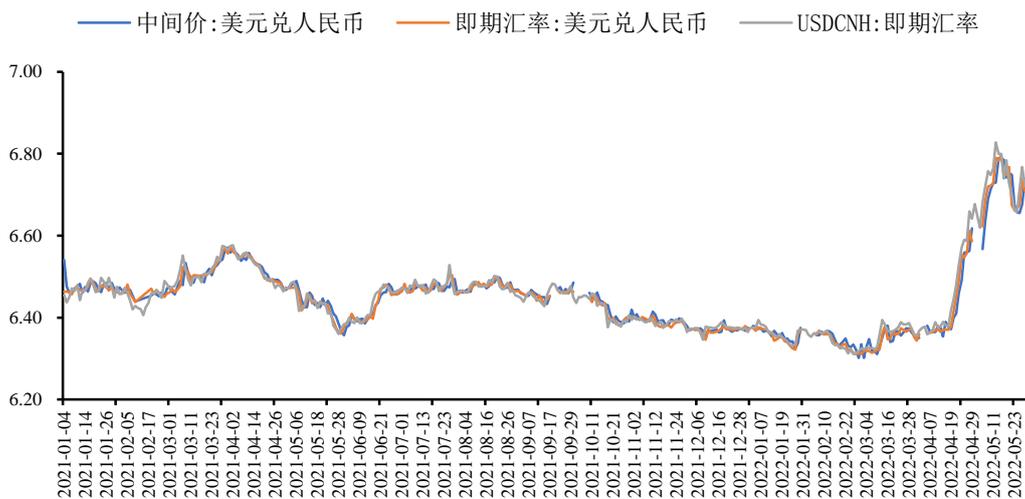


图 10 人民币三大汇率走势图

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心





## 北京大学国民经济研究中心简介：

北京大学国民经济研究中心成立于 2004 年，挂靠在北京大学经济学院。依托北京大学，重点研究领域包括中国经济波动和经济增长、宏观调控理论与实践、经济学理论、中国经济改革实践、转轨经济理论和实践前沿课题、政治经济学、西方经济学教学研究等。同时，本中心密切跟踪宏观经济与政策的重大变化，将短期波动和长期增长纳入一个综合性的理论研究框架，以独特的观察视角去解读，把握宏观趋势、剖析数据变化、理解政策初衷、预判政策效果。

中心的研究取得了显著的成果，对中国的宏观经济政策产生了较大影响。其中最具有代表性的成果有：（1）推动了中国人口政策的调整。中心主任苏剑教授从 2006 年开始就呼吁中国应该立即彻底放弃计划生育政策，并转而鼓励生育。（2）关于宏观调控体系的研究：中心提出了包括市场化改革、供给管理和需求管理政策的三维宏观调控体系。（3）关于宏观调控力度的研究：2017 年 7 月，本中心指出中国的宏观调控应该严防用力过猛，这一建议得到了国务院主要领导的批示，也与三个月后十九大报告中提出的“宏观调控有度”的观点完全一致。（4）关于中国经济目标增速的成果。2013 年，刘伟、苏剑经过缜密分析和测算，认为中国每年只要有 6.5% 的经济增速就可以确保就业。此后不久，这一增速就成为中国政府经济增长速度的基准目标。最近几年中国经济的实践也证明了他们的这一测算结果的精确性。（5）供给侧研究。刘伟和苏剑教授是国内最早研究供给侧的学者，他们在 2007 年就开始在《经济研究》等杂志上发表关于供给管理的学术论文。（6）新常态研究。刘伟和苏剑合作的论文“新常态下的中国宏观调控”（《经济科学》2014 年第 4 期）是研究中国经济新常态的第一篇学术论文。苏剑和林卫斌还研究了发达国家的新常态。（7）刘伟和苏剑主编的《寻求突破的中国经济》被译成英文、韩文、俄文、日文、印地文 5 种文字出版。（8）北京地铁补贴机制研究。2008 年，本课题组受北京市财政局委托设计了北京市地铁运营的补贴机制。该机制从 2009 年 1 月 1 日开始被使用，直到现在。

中心出版物有：（1）《原富》杂志。《原富》是一个月度电子刊物，由北京大学国民经济研究中心主办，目的是以最及时、最专业、最全面的方式呈现本月国内外主要宏观经济大事并对重点事件进行专业解读。（2）《中国经济增长报告》（年度报告）。该报告主要分析中国经济运行中存在的中长期问题，从 2003 年开始已经连续出版 14 期，是相关年度报告中连续出版年限最长的一本，被教育部列入其年度报告资助计划。（3）系列宏观经济运行分析和预测报告。本中心定期发布关于中国宏观经济运行的系列分析和预测报告，尤其是本中心的预测报告在预测精度上在全国处于领先地位。

### 免责声明

北京大学国民经济研究中心属学术机构，本报告仅供学术交流使用，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的观点仅供参考，亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。