

2022 年第一季度中国宏观经济形势分析与预测报告



疫情反复与三重压力下的中国经济发展

“中国宏观经济形势分析与预测”课题组

上海财经大学高等研究院

二〇二二年四月二十六日

目录

一、当前中国经济运行的主要特征	3
(一) 消费增速放缓，投资增速回落，对外贸易增速放缓	3
(二) CPI 和 PPI 剪刀差逐渐缩小	6
(三) 劳动力市场承受压力	9
(四) 金融市场总体保持平稳，货币政策保持稳健	11
(五) 贷款总体需求与银行贷款审批指数均有所上升，但融资缺口呈扩大态势	12
(六) 人民币汇率在合理区间内双向波动，贬值压力不可忽视	14
(七) 财政收入增速放缓，支出大幅提升，债务压力仍然较大	16
(八) 数字人民币和数字美元	18
二、中国经济面临的主要风险因素	20
(一) 房价预期走弱叠加疫情扩散，居民贷款意愿减弱、扛鼎能力堪忧	20
(二) 房价回落，聚焦探索房地产业健康发展道路	21
(三) 对外贸易增速放缓，逐步恢复至常态，但面临较多的风险和不确定性	22
三、以系统观念与综合施策化解三重压力稳定宏观经济大盘	23
附录一：项目架构图	27
附录二：上海财经大学高等研究院简介	28

报告导读:中国 2022 年一季度宏观经济数据日前公布,国内生产总值 270178 亿元,按可比价格计算,同比增长 4.8%,比 2021 年四季度环比增长 1.3%。从一季度宏观经济的运行情况来看,需求端内需不足、供给端冲击强化以及对经济增长预期减弱的三重压力还在延续且有加大趋势,同时多点爆发的疫情也衍生出了一系列需要加以关注的新情况、新变化,实现政府工作报告提出的经济目标任务更具挑战。那么,如何统筹疫情防控和经济发展,有效化解三重压力,确保经济运行在合理区间?

首先应该明确的一点是,经济建设始终是中心工作,经济发展始终是第一要务。在当前疫情的特殊形势下做好对企业的服务保障和对民众的民生保障尤为重要,要牢牢稳住产业链、供应链、资金链。宏观政策的制定、监管举措的出台、改革措施的推行都要讲求时度效,避免对市场作用形成严重干扰,使得政策工具失灵、市场对政策利好无反应。尤其要以系统观念和综合施策增强各项政策措施的协调衔接,形成整体合力,而不是形成合成谬误,政策措施之间相互抵消甚至叠加共振产生负效应。接下来,本报告将从当前中国经济运行的主要特征、风险因素及其对策建议三个方面展开论述。

一、当前中国经济运行的主要特征

(一) 消费增速放缓,投资增速回落,对外贸易增速放缓

(1) 消费受奥密克戎影响显著。2022 年第一季度社会消费品零售总额 108659 亿元,累计名义同比上升 3.3%,扣除价格因素,同比实际增长 1.3%。其中,1-2 月名义同比上升 6.7%,扣除价格因素实际上升 4.7%,高于 2021 年下半年的增长速度,反映消费回升的势头。但 3 月份新冠传染性更强的奥密克戎进化分支对总体消费的影响显著。3 月消费名义同比下降 3.5%,实际同比下降 6.0%,为 2020 年 7 月疫情受控制以来首次月消费同比数据出现下降。

餐饮类等接触性聚集性行业受疫情影响较大。餐饮类消费第一季度累计同比增长 0.5%。其中 1-2 月,同比增长 8.9%,但 3 月同比下降 16.4%。网上零售类消费从去年同期基数效应下的高增长率逐渐回落,1-2 月同比增长 10.2%,3 月同比增长 6.6%。限额以上单位消费品的同比增同样在经历了从 1-2 月的回升势头到 3 月受阻的情况。1-2 月同比增速为 11.7%,而 3 月同比下降 1.4%。

金银珠宝类在 1-2 月和 3 月的反差体现得最为显著。由 1-2 月的 19.5%的同比增长转为 3 月的下降 17.9%。服装类和化妆品的消费也呈现由正转负的变化。服装类 1-2 月

和 3 月的同比增长分别为 4.8%和-12.7%，累计同比下降 0.9%。化妆品类 1-2 月实现了 7%的同比增长，但 3 月下降 6.3%，整季度累计增长 1.8%。

通讯器材类消费品较去年年底有所回升，第一季度同比增长 4.3%，其中 3 月同比增速稍回落到 3.1%。家具类和装潢材料类的消费从 2021 年第一季度基数效应过后逐渐回落。2022 年第一季度，家具类消费季度同比下降 7.1%；装潢材料类消费同比增长 3.8%（其中 3 月同比增速下降至 0.4%）。

在限额以上单位消费品中，食品类和中西药品类的消费是表现最好的种类，食品类在 1-2 月和 3 月的名义同比增速分别为 7.9%和 12.5%。中西药品类继续维持疫情以来较高速的增长趋势，名义同比增速在 1-2 月为 7.3%，而在 3 月为 11.9%。与其他类别不同，食品类和中西药类的消费需求随疫情变得严峻而提高。自 2020 年疫情以来，食品类和中西药品类的消费呈稳定上升的趋势，说明食品和药品的储备是疫情情况下的刚需，也反映疫情新形势带来的不确定性。

石油及制品类第一季度同比增速为 19.7%，但增长主要又燃油价格上升推动，扣除价格因素后实际没有增长。汽车类消费受国际供应链的影响，在去年下半年持续低迷。今年 1-2 月实现回暖，同比增长 3.9%，但回暖势头在 3 月疫情影响下受阻，3 月同比下降 7.5%，整季累计同比下降 0.3%。

（2）固定资产投资增速回落，房地产投资成最大拖累。全社会固定资产投资同比增速回落。2022 年 1-3 月，全社会固定资产投资（不含农户）397827 亿元，同比增长 104872 亿元，同比增长 9.3%，比 1-2 月降低 2.9 个百分点。其中，民间固定资产投资 59622 亿元，同比增长 8.4%。从环比看，3 月固定资产投资（不含农户）增长 0.61%，比 2 月降低 0.1 个百分点，比 1 月降低 0.08 个百分点，环比增速开始下滑。从三大产业来看，一季度第一产业投资同比增长 6.8%。其中，渔业投资增长 33.0%，农业投资增长 21.4%。第二产业投资同比增长 16.1%，增速比全部投资高 6.8 个百分点，第三产业投资同比增长 6.4%，三产业与 1-2 月比增速均有所下滑。分领域看，制造业投资继续保持较快增速；基础设施建设投资较为平稳；房地产投资增速低迷，拖累总体投资增速。具体来看：

2022 年一季度，制造业投资同比增长 15.6%，增速比全部投资高 6.3 个百分点，低于 1-2 月 5.3 个百分点，增速有所回落。高技术产业投资同比增长 27.0%，增速比全部投资高 17.7 个百分点。高技术制造业投资同比增长 32.7%，其中，电子及通信设备制造业

投资增长 37.5%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 35.4%，计算机及办公设备制造业投资增长 30.0%，在较高基数的影响下专业设备制造业总体增长仍有 26.70%。制造业占比较高的几个行业中，非金属矿物制品业、化学原料及化学制品制造业投资增速受高基数的影响，分别为 17.3%和 16.0%。汽车制造业投资增速为 12.4%，高于 1-2 月 1.1 个百分点，显示出汽车制造业投资仍然疲软但略有回升。从产出来看，3 月工业增加值当月同比为 5%，低于 1-2 月 7.8 个百分点，生产端景气度不高。从需求方面来看，全部工业品 PPI 环比增速为 1.1%，比 2 月高 0.6 个百分点，上游行业中黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业、金属制品业 PPI 环比增速上升，将对中下游制造业行业利润和需求产生压力。结合当前形势来看，生产和需求的减弱主要受国际政治冲突和疫情因素的影响，部分城市的封控和停产以及人员流动、物流方面的限制对用工和生产活动都产生不利影响；国际大宗商品价格波动造成的原材料价格的上升也对企业投资造成较大扰动。

2022 年一季度，基础设施建设投资（不含电力）同比增长 8.5%，低于固定资产投资增速 0.8 个百分点，比 1-2 月回升 0.4 个百分点。其中，电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资同比增长 19.30%，增速比 1-2 月加快 7.6 个百分点；水利环境和公共管理业投资增长 8.0%，增速比 1-2 月加快 2 个百分点，道路运输业投资增长 3.6%，铁路运输业投资下降 2.9%，整体交通运输、仓储和邮政业投资增速下降 0.9 个百分点。整体来看，基础设施建设投资也成为目前支撑固定资产投资的因素之一。从资金来源来看，财政部提前下达 2022 年新增地方政府债务限额 17880 亿元，其中，一般债务限额 3280 亿元，专项债务限额 14600 亿元。1-2 月，各地组织发行地方政府债券 12060 亿元，其中，新增地方政府专项债券为 8775 亿元，占比近提前下达额度的 60%，发行节奏明显较快。从资金投向来看，新增专项债券主要用于市政及产业园区基础设施、交通基础设施、保障性安居工程和社会事业等方面。随着 2022 年新增专项债额度的提前下达以及财政支出的加速，基建投资增速有望进一步发力。值得注意的是，当前疫情的冲击并未完全显现，财政收入一季度虽较为平稳，但随着经济的放缓，叠加年内对企业的退税减税政策，财政收入或将下行，在承担对冲经济下行压力的风险的需求下承受着较大压力。

2022 年 1-3 月，全国房地产开发投资 27765 亿元，同比仅增长 0.7%，成为拖累固定资产投资的主要因素，其中 3 月当月房地产开发投资完成额同比增速为负。首先，从房地产投资资金来源上看，1-3 月，房地产开发企业到位资金 38159 亿元，同比下降 19.6%。

其中，国内贷款 5525 亿元，下降 23.5%；利用外资 10 亿元，下降 7.8%；自筹资金 12395 亿元，下降 4.8%；定金及预收款 12252 亿元，下降 31.0%；个人按揭贷款 6369 亿元，下降 18.8%。一方面，先前的房地产调控政策对房地产的冷却产生了一定的作用，占比较大的定金及预收款和个人按揭贷款都产生了大幅的下降；另一方面，行业的不景气导致金融机构对房地产融资收紧，国内贷款下降。从趋势来看，房屋新开面积自去年以来持续下降，1-3 月房屋新开工面积累计同比增速为-17.5%，几乎与 2020 年同期持平；施工面积累计同比增速为 1%，也逐步下降，预示着未来占固定资产投资较大比重的建安投资增速也有下行压力，两者都代表着未来房地产业的景气程度仍不容乐观。

（3）对外贸易增速放缓，货物贸易顺差较去年同期大幅扩大，服务贸易逆差较去年同期收窄。2022 年第一季度，在去年较高基数以及国内外需求尚未完全恢复的共同影响下，进、出口增速放缓。其中，进出口总额为 14789.0 亿美元，同比增长 13.0%；出口总额为 8209.2 亿美元，同比增长 15.8%；进口总额为 6579.78 亿美元，同比增长 9.6%。出口增速大于进口增速，贸易顺差为 1629.4 亿美元，相比 2021 年同期增长 541.9 亿美元。受人民币汇率升值的影响，以人民币计价的进出口增速低于以美元计价的进出口增速，2022 年第一季度，进出口总额、出口、进口的人民币值增速分别为 10.7%、13.4%、7.5%。随着国外疫情的常态化以及与病毒共存政策的影响，中国出口面临的需求逐渐恢复常态，表现为以防疫产品为主的纺织类产品的较高增速逐渐回落，机电产品增速也略有下降。分贸易方式来看，无论是出口还是进口，加工贸易增速均低于一般贸易增速，这延续了近几年一般贸易增速高于加工贸易增速的趋势。分国别来看，出口增长的动力主要源于美国、欧盟以及新兴经济体，而进口增长的动力主要源于亚洲和俄罗斯。服务贸易方面，受全球疫情持续以及国内动态清零政策的共同影响，服务贸易进口仍然处于低位，而服务贸易出口受全球疫情的影响相对较小，服务贸易逆差持续收缩。其中，逆差的收缩主要以旅行和运输服务为主。2022 年 1 至 2 月，服务贸易总额为 1411.6 亿美元，同比增长 36.5%，其中，服务贸易出口总额为 646.9 亿美元，同比增长 44.1%；服务贸易进口总额为 764.8 亿美元，同比增长 30.7%；服务贸易逆差为 117.9 亿美元，较去年同期减少 18.5 亿美元。

（二）CPI 和 PPI 剪刀差逐渐缩小

2022 年 1、2、3 月 CPI 同比增速分别为 0.9%、0.9%、1.5%，第一季度平均同比增速为 1.1%，其中扣除食品和能源的核心 CPI 第一季度平均增速为 1.2%。2022 年第一季

度核心 CPI 同比增速分别为 1.2%、1.1%、1.1%，较 2021 年年均增速 0.8%有所上涨。正如课题组 2021-2022 年度报告所预测的，2022 年第一季度 CPI 较 2021 年年均 0.9%的同比增速有所上升，主要是由非食品价格同比增速上升所致。2022 年第一季度食品价格同比下降 3.1%，明显低于 2021 年年均-1.4%的增速。2022 年第一季度非食品价格同比增速为 2.1%，较 2021 年年均 1.4%的增速高出 0.7 个百分点。2022 年 1、2、3 月 CPI 同比增速的波动受食品和非食品价格波动共同影响。1、2、3 月食品价格同比增速分别为-3.8%、-3.9%、-1.5%，影响 CPI 上涨约-0.72、-0.76、-0.28 个百分点；非食品价格同比增速分别为 2.0%、2.1%、2.2%，影响 CPI 上涨约 1.64、1.68、1.77 个百分点。3 月食品价格下降速度减缓的主要原因是国内多点散发疫情使一些食品价格显著上升，特别地鲜菜和蛋类价格分别上涨 17.2%和 7%。

从食品分项来看，猪肉的影响较大，主要原因是猪肉价格自身波动大，在食品中占比也相对较高。猪肉供给不断恢复使得猪肉价格自 2021 年年初开始进入下降周期。叠加高基数影响，2022 年 1、2、3 月猪肉价格同比增速为-41.6%、-42.5%、-41.4%，分别影响 CPI 上涨约-0.96、-0.95、-0.83 个百分点，均低于 2021 年年均-30.3%的增速。除猪肉外，鲜菜价格也对 CPI 有较大影响。2022 年 1、2、3 月鲜菜价格同比增速为-4.1%、-0.1%、17.2%（2021 年同比增速为 5.6%），分别影响 CPI 上涨约-0.1、0、0.37 个百分点。从非食品分类来看，交通通信类、教育文化娱乐类的价格变化较大，第一季度同比增速分别为 5.5%、2.6%，分别主要受国际原油价格上涨和春节旅游恢复的影响。

从消费品和服务的分类角度看，2022 年第一季度消费品价格同比增速不断上升，而服务价格不断下降。1、2、3 月消费品价格同比上升 0.4%、0.7%、1.7%，影响 CPI 上涨约 0.24、0.43、1.04 个百分点。受国内多点散发疫情对食品价格的影响以及俄乌地缘冲突对国际油价的影响，3 月消费品价格涨幅迅猛，明显高于 2021 年年均 0.9%的增速以及 2 月 0.7%的同比增速。1、2、3 月服务价格同比增速分别为 1.7%、1.2%、1.1%，影响 CPI 上涨约 0.66、0.47、0.43 个百分点。

考虑到猪肉价格基数效应、新冠疫情反复、大宗商品价格波动等各种因素的影响，预计 2022 年 CPI 年均增速明显高于 2021 年，特别下半年通胀压力上升。

2022 年 1、2、3 月 PPI 同比增速分别为 9.1%、8.8%、8.3%，涨幅呈现冲高回落走势，一季度平均增速为 8.7%，高于 2021 年年均 8.1%的增速。环比增速分别为-0.2%、0.5%、1.1%，受国际大宗商品价格上涨等各种因素的影响，环比增速持续上涨。PPI 同比和环比增速的上涨主要受生产资料价格的影响，根据课题组的计算发现，目前生产资

料在 PPI 中的权重约占 74%。1、2、3 月生产资料价格同比增速分别为 11.8%、11.4%、10.7%，分别导致 PPI 上涨约 8.85、8.56、8.08 个百分点；生活资料同比增速为 0.8%、0.9%、0.9%，分别导致 PPI 上涨约 0.2、0.21、0.21 个百分点。进一步分析，2022 年第一季度生产资料同比和环比增速上升主要是由于采掘业和原材料同比和环比的增速上升。1、2、3 月采掘业价格同比增速分别为 35%、33%、38%，环比增速分别为-1.3%、1.3%、4.8%。1、2、3 月原材料价格同比增速分别为 18.2%、17.9%、16.7%，环比增速分别为 0.6%、1.9%、2.9%。总体来说，2022 年第一季度 PPI 同比增速较 2021 年明显上升，且第一季度内涨幅逐渐下降。

分行业来看，多数工业行业价格同比上涨。2022 年第一季度 30 个主要行业中，29 个行业产品价格同比上涨，涨幅超过 10%的行业有 8 个，分别为煤炭开采和洗选业（50.2%）、石油和天然气开采业（42.8%）、石油、煤炭及其他燃料加工业（31.1%）、有色金属冶炼和压延加工业（19.5%）、化学原料和化学制品制造业（18.7%）、黑色金属冶炼和压延加工业（12.3%）、燃气生产和供应业（12.2%）、有色金属矿采选业（12%）；仅有 1 个行业产品价格同比下跌，是黑色金属矿采选业（-6.7%）。由于国际原油价格上涨，2022 年第一季度石油和天然气开采业同比价格快速上升，1、2、3 月同比增速分别为 38.2%、41.9%、47.4%。与 2021 年相比，2022 年第一季度 30 个主要行业中，21 个行业产品价格同比增速上升，其中 3 个行业的升幅超过 5 个百分点，分别是煤炭开采和洗选业、燃气生产和供应业和电力、热力生产和供应业；有 9 个行业产品价格同比增速下降，其中有 3 个行业的降幅超过 5 个百分点，分别是黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼和压延加工业、化学纤维制造业。

因此受俄乌地缘冲突等因素的影响，原油等大宗商品价格进一步显著上涨，带动 PPI 显著上升（3 月环比增速为 1.1%），但由于去年同期较高的基数效应，PPI 同比增速逐渐回落，这和课题组 2021-2022 年度报告中所预测的趋势一致。当然，受俄乌地缘冲突的影响，回落速度有所减缓。综合考虑到基数效应、全球新冠疫情反复、刺激政策的滞后影响、国内外经济复苏，以及地缘冲突对大宗商品价格的影响等各种因素的影响，预测 2022 年 PPI 同比增速将保持下降趋势，受国际政治经济影响下降速度可能有所减缓。

2022 年第一季度 CPI 同比增速有所上升、PPI 同比增速持续下降，其剪刀差温和缩小。考虑到短期内 CPI 同比增速有上涨趋势，而 PPI 同比增速有下降趋势，预计 2022 年 CPI 和 PPI 剪刀差将逐渐缩小。

（三）劳动力市场承受压力

2022年第一季度失业率有所上升，接近全年预期的控制目标，劳动力市场企业之间、行业之间动态调整，结构性矛盾加剧，人口流动性因奥密克戎高位流行缩减明显，居民收入增速下降，城乡差距缩小，劳动力市场承受压力。

（1）失业率有所上升

数据显示，1-3月的全国城镇调查失业率分别为5.3%、5.5%、5.5%，环比持续上升，同比上升-0.1%、0、0.2%，基本持平，接近全年预期的控制目标5.5%。其中，1-3月31个大中城市城镇调查失业率为5.4%、5.4%、5.8%，同比上升0、-0.1%、0.5%。失业率受疫情影响存在继续上升压力，同比增加率自去年6月持续攀升。新增就业人数至3月累计285万人，同比下降4.04%。

2、3月全国企业就业人员周平均工作时间为46.7、47.3小时，较上一季度降低，但对比去年同期有所上升，分别上升0.4、0.4小时。

PMI从业人员指数基本持平。1-3月制造业PMI从业人员指数分别为48.9%、49.2%、48.6%。非制造业为46.9%、48%、47.1%。其中，服务业PMI从业人员指数分别为46.5%、46.7%、46.6%，建筑业从业人员指数为49.2%、55.8%、50.1%。

（2）居民收入增速下降，城乡收入差距缩小

国家统计局的数据显示，第一季度全国居民人均可支配收入为10345元，实际同比增长5.1%。城镇人均可支配收入为13832元，实际同比增长4.2%，其中工资性收入8395元，财产净收入1495元。农村人均可支配收入为5778元，同比增长6.3%，其中工资性收入2566元，财产净收入365元。农村收入上升速度整体高于城市，城乡居民收入比值为2.39，同比下降4.4%，城乡收入差距有所缩小。

第一季度农村外出务工劳动力月均收入4436元，与上个季度基本持平；月均收入同比增长率为5.9%，较上个季度有所下降。

（3）人口流动因奥密克戎高位流行缩减明显

疫情常态化防控下，1、2月人口流动较前两年有所改善，逐步接近疫情前水平，铁路客运稳步恢复，但公路交通阻滞仍然较大。自3月传染性更强的奥密克戎进化分支在本土蔓延以后，全国人口流动规模急剧缩减，持续走低至近三年最低点。

今年春运期间，自1月9日起到1月31日，全国总体迁徙规模指数高于去年农历

同期水平，但仍因多地提倡“就地过年”而低于疫情前水平。1月全国客运在公路、民航方面表现萎靡，铁路、水路方面出现好转。1月全国公路客运总量总计33801万人，同比下降28.9%，相比2019年下降68.26%，1月全国铁路客运量总计17874万人，同比上涨13.7%，相比2019年下降36.93%。民航方面，1月国内旅客运输量总计2951.3万人，同比减少2.2%，相比2019年下降45.66%。水路方面，1月全国水路客运总量达908万人，同比上涨6.6%，相比2019年减少39.99%。

由于疫情防控对于跨省市公路封闭的要求，2月以来全国人口流动规模虽然随返工逐步恢复，但距离疫情冲击之前还有一定差距。公路方面，2月全国公路客运总量达33328万人，同比下降22.8%，仅到2019年同期水平的27.3%。铁路方面，2月全国铁路客运总量达19052万人，同比增长33.1%，恢复到2019年同期水平的65.4%。

3月初，传染性更强的奥密克戎BA.2进化分支在全国多地流行，其隐匿传播的毒株特性为现行防疫细则带来了挑战，导致全国人口流动规模萎缩明显，并持续走低。长三角、珠三角以及吉林、山东等多地进行交通管制，禁止跨省跨地区人员流动。3月全国公路客运总量仅29759万人，同比下降26.1%，环比下降10.7%，仅到2019年同期水平的27.6%。

(4) 劳动力市场企业之间、行业之间动态调整，结构性矛盾加剧

就业市场不同规模企业之间招聘需求发展不同，大企业受疫情冲击、经济下行影响较小，承压强，而中小企业受疫情影响大，招聘更加谨慎。2月以来，疫情在全国各地的多点散发限制了人员的跨区域流动，依赖线下经营的小微企业活跃度受到影响，根据智联招聘研究院发布的《2022春季人才流动新特点》报告显示，与去年同期相比，2022年节后首月中小企业招聘需求下降，20人以下、20-99人、100-499人和500-999人企业招聘数分别同比减少7.8%、3%、4.7%和11.6%。大企业承压能力强，招聘需求保持强劲涨势，1000-9999人企业招聘数同比增长6.5%，10000人以上企业涨幅23.4%。

就业市场不同行业之间存在较大差异，结构性错配现象依旧严峻。根据boss直聘研究院《2022年春季就业市场趋势观察》报告显示，高端制造业招聘规模同比增长超过40%，远超金融（37.4%）、电子商务（29.8%）、互联网（12.8%）等行业，但工程技术人才普遍紧缺，大部分细分领域人才缺口均大于20%。受2021年政策调控以及互联网大厂裁员等原因影响，互联网行业的高速扩张放缓。2022年春季，互联网行业的招聘规模同比增速为12.9%，仍然保持增长趋势，但增幅处于2019年以来的低点。同样在政策调

控的影响下，2022年春季，教育培训和房地产行业收缩了招聘规模，其中整个教育培训行业的岗位规模收缩幅度超过30%，教育培训行业岗位吸纳能力的下降，直接导致了市场岗位供应的短缺，加剧了相关行业人员求职竞争激烈程度。而报告显示，房地产和教育培训行业的从业者在转业过程中的首选行业均为互联网，这进一步加剧了互联网行业的竞争程度。

（四）金融市场总体保持平稳，货币政策保持稳健

从货币供应来看，截至2022年3月末，M1和M2的同比增速分别为4.7%和9.7%，较2月别持平和上升0.5个百分点，较去年同期分别下降2.4个百分点和上升0.3个百分点。从社会融资规模的存量来看，3月末社会融资规模存量为325.64万亿元，同比增速为10.6%，较2月上升0.34个百分点，较去年同期下降1.75个百分点，信用扩张速度处于5年来的地位，且低于疫情前水平。社会融资规模存量的分项中，政府债券的同比增速为17%，比社会融资存量的增速高出6.4个百分点，政府债券是拉动社会融资规模存量增长的主要力量。社融增速与M2增速变化趋势基本一致。

从融资需求来看，一季度社会融资规模增量累计为12.06万亿元，同比多增1.77万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加8.34万亿元，同比多增4258亿元，金融机构对实体经济的支持力度不减；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加1750亿元，同比少增95亿元；非金融企业境内股票融资2982亿元，同比多515亿元；企业债券净融资1.31万亿元，同比多4050亿元；政府债券净融资1.58万亿元，同比多9238亿元；表外融资减少437亿元，同比少减3631亿元。

从流动性投放来看，一季度人民银行在公开市场净投放为0，但通过中期借贷便利（MLF）共计净投放约4000亿元一年期的资金。此外，4月25日，人民银行全面降低法定存款准备金率0.25个百分点，并额外对部分城商行和农商行多降0.25个百分点，共计释放长期资金约5300亿元。3月同业拆借加权平均利率为2.37%，比上月低0.02个百分点，比上年同期低0.14个百分点；3月末银行间债券质押式回购加权平均利率为2.08%，比上月高0.02个百分点，比上年同期高0.07个百分点。金融系统流动性总体保持平稳。1月20日，一年期和五年期LPR报价分别下降10个和5个基点，这带动企业综合融资成本稳中有降，3月新发放的企业贷款利率为4.37%，比上年12月下降8个基点。

一季度，我国国民经济开局总体平稳，GDP 同比实际增长 4.8%，尤其是工业领域增长较快，全国规模以上工业增加值同比增长 6.5%，但我国经济仍面临国际政治经济环境日益复杂和本土聚集性疫情频发带来的考验。从国际环境来看，一方面，自 2020 年疫情爆发以来，国际金融条件持续处于超宽松状态，全球大宗商品价格持续上涨，导致通胀高企。叠加 2 月末爆发的俄乌冲突，进一步加剧了大宗商品价格上涨的压力。另一方面，美联储已开启加息和缩表进程，今年全球金融条件开始收紧几乎是确定的，这不仅可能对全球经济增长带来压力，也将对人民币汇率带来一定贬值压力。

从国内本土聚集性疫情的发展来看，对消费和产业链供应链产生了一定的影响，尤其是对小微企业的冲击比较明显。一季度，调查失业率均值为 5.5%，较去年同期上升 0.1 个百分点，与全年目标水平持平。居民收入增速和 GDP 增速基本持平，但需求未现明显反弹迹象。这与 CPI 和 PPI 之间的剪刀差保持高位亦有所印证。¹

综上，不论是为了应对输入性通胀和国际金融条件收紧带来的考验，还是为了最小化国内本土聚集性疫情的影响，课题组认为人民银行都将继续实施稳健的货币政策，加大对实体经济的支持，尤其是对重点领域、薄弱环节和脆弱群体的支持。

（五）贷款总体需求与银行贷款审批指数均有所上升，但融资缺口呈扩大态势

贷款总体需求指数是反映银行家对贷款总体需求情况判断的景气扩散指数，由中国人民银行针对全国约 3000 家银行机构开展调查获得，其取值范围在 0-100% 之间，以 50% 作为信贷需求的分界线，数值高于 50% 以上意味着企业贷款需求处于向好或扩张状态。2022 年第一季度中国人民银行发布的银行家问卷调查报告显示，贷款总体需求指数为 72.3%，比上年同期下降 5.1 个百分点，比上季度上升 4.6 个百分点，且升幅在过去五年中仅高于受疫情影响较为严重的 2020 年，表明当前实体经济融资需求依然偏弱。分行业层面来看，制造业贷款需求指数为 70.3%，比上季度上升 3.3 个百分点；批发零售业贷款需求指数为 62.7%，比上季度上升 0.6 个百分点；基础设施贷款需求指数为 67.3，比上季度上升 6.5 个百分点，是近 3 年同期最高的升幅，表明稳增长相关政策效果逐步显现；房地产贷款需求指数为 47.2%，虽比上季度上升 2.8 个百分点，但依然低于 50% 的荣枯线。

与之相对应的是银行贷款审批指数，它是反映银行家对贷款审批条件松紧的扩散指数，其取值范围在 0-100% 之间，数值高于 50% 以上表示银行放款审批条件较为宽松。

¹ 截至 2022 年 3 月，CPI 和核心 CPI 累计同比增速分别为：1.1% 和 1.2%。而 PPI 累计同比增速为 8.7%。

2021年第一季度中国人民银行发布的银行家问卷调查报告显示，银行贷款审批指数在荣枯线上方继续上行，数值为54.3%，比2021年末上升2.7个百分点，这在一定程度上表明银行贷款审批逐渐转向宽松。

综合来看，虽然第一季度贷款总体需求指数与银行贷款审批指数均有所上升，但两者差值却在不断扩大，数值高达18%。若以贷款总体需求指数与银行贷款审批指数的差值来刻画融资缺口，不难看出，实体经济融资缺口呈扩大态势。为此，课题组将分别从资金需求端和资金供给端两个视角，就融资缺口的变化给出解释。从资金需求端来看，一季度以来，受国际经济环境更趋复杂严峻的影响，我国经济下行压力有所增加，实体经济部门对经济增长的信心仍未得到完整修复，投资意愿不高，导致其对贷款融资需求偏弱。另外，近期国内多地疫情散发，给实体经济正常经营秩序造成明显干扰，严重侵蚀其利润空间，导致实体经济部门预期偏弱，投资策略也会更加谨慎，贷款融资需求偏低。下一阶段，随着疫情得到有效控制，复工复产稳步推进，企业投资信心和预期将得到修复，使其更有意愿扩大生产和投资规模，叠加有关纾困实体经济融资困境的相关政策落地，实体经济贷款融资需求或将进一步攀升。从资金供给端来看，得益于金融支持实体经济发展的系列政策落地和金融机构抵御风险能力的稳步提升，促使银行贷款审批条件有所放松。为缓解疫情对经济的负面冲击，为实体经济提供更多有力支持，稳定宏观经济大盘，预期中国人民银行可能会进一步加大金融支持实体经济相关政策力度，从而降低银行资金成本，促使其放松贷款审批条件，增加信贷资金投放。

分企业规模看，各类规模企业贷款需求指数均上行；其中，大型企业贷款需求指数为60.3%，比上季度上升3.2个百分点；中型企业为63.7%，比上季度上升3.2个百分点；小微企业为74.0%，比上季度上升3.5个百分点。综合当期银行贷款审批有所宽松可以看出，信贷资金供给分化现象更加明显，大型企业信贷条件有所改善，但中小微企业依然难以获得足够的信贷资金支撑。

一直以来，中小微企业融资难、融资贵都是社会关注的热点问题。今年以来，国内多地疫情散发给中小微企业发展带来的冲击尤为突出。在我国，中小微企业贡献了全国50%以上的税收、60%以上的GDP、70%以上的专利发明、80%以上的城镇就业，帮扶中小微企业成为缓解融资难题，是当前夯实稳增长基础的关键环节，也是金融支持实体经济健康发展的重要内容。面对中小微企业居高不下的信贷资金需求，一方面，商业银行应积极给予信贷资金支持，不应对受疫情冲击暂时出现财务困境的中小微企业抽贷、断贷；另一方面，中国人民银行应落实落细金融纾困政策，继续用好普惠中小微企业贷

款支持工具，强化中小微企业金融服务能力建设。

（六）人民币汇率在合理区间内双向波动，贬值压力不可忽视

2021年下半年，人民币汇率双向宽幅波动上升，2021年底升至6.37。进入2022年，外部环境异常严峻，叠加国内新冠肺炎疫情的影响，一季度尽管人民币汇率波动风险增加，但总体稳健，保持上升态势。1月26日，人民币与美元的中间价汇率上升至6.32，2月，人民币继续在波动中升值，2月底3月初更是一度升至6.31。进入3月中旬，随着国内新冠疫情在多点爆发，人民币开始震荡贬值，4月22日贬至6.48。2022年第一季度1-2月人民币在岸与离岸的汇差(离岸减去在岸)较2021年底有所减小，显示人民币做空压力得到缓解，人民币汇率的市场化形成机制不断完善。自3月中旬以来，随着国内疫情形势逐渐严峻，人民币在岸与离岸的汇差(离岸减去在岸)4月19日达到406个基点。外汇储备方面，截至2022年3月末，我国外汇储备规模为31880亿美元，较2月末下降258亿美元，环比降幅为0.8%。

2022年第一季度国际金融市场动荡主要受主要国家货币政策、俄乌冲突、地缘政治局势、新冠肺炎疫情等因素影响，美元指数上涨，主要国家债券价格总体下跌。今年1-2月人民币升值主要是由于我国出口强势，中国国际收支顺差大幅增长，结汇需求旺盛；另一方面随着稳增长政策的推出，市场对于中国“经济底”的预期越来越强烈，增强了对人民币资产的配置。但进入3月中旬以来，随着国内新冠疫情爆发，进出口形势不容乐观，国内经济增长下行压力加大。其次，课题组注意到，2022年2月，银行即远期(含期权)结售汇由顺差转为逆差，海关贸易顺差和银行贸易结售汇顺差均大幅收窄，从数量上看人民币升值动能进一步减弱。另外，由于加息效应已被市场充分消化，美联储宣布加息25个基点对国际和国内市场影响不大。但从美联储3月利率决议发布的点阵图来看，美联储官员对未来的加息次数预测为4-7次，相比去年12月更加激进。此外，持续的俄乌冲突会造成全球金融市场的混乱和波动，能源贸易领域受波及使得欧美国家的通胀形势更加严峻，全球经济面临衰退风险。美联储在通胀和经济增长之间的权衡将更加困难。综上，短期来看，今年年中美元兑人民币汇率预计仍将在6.55之间维持区间震荡。

金融对外开放方面，2月14日，上海自贸试验区临港新片区开展跨境贸易投资高水平开放外汇管理改革试点启动，9项资本项目改革措施和4项经常项目便利化措施由此落地实施。4项经常项目便利化措施，包括便利优质企业经常项目资金收付，支持银行

优化新型国际贸易结算，有序扩大贸易收支轧差净额结算企业范围，货物贸易特殊退汇免于登记。9项资本项目改革措施包括两方面，一是拓宽企业跨境投融资渠道，支持中小微高新技术企业一定额度内自主借用外债，开展合格境外有限合伙人（QFLP）和合格境内有限合伙人（QDLP）试点，稳慎开放跨境资产转让业务，开展跨国公司本外币一体化资金池试点。二是提升跨境投融资便利化水平，外商投资企业境内再投资免于登记，符合条件的非金融企业资本项目外汇登记直接由银行办理，扩大资本项目收入资金使用范围，符合条件的企业自主选择跨境投融资币种，适度提高非金融企业境外放款规模上限。

贬值预期若使用人民币无本金交割远期外汇交易衡量，一年、两年与三年期远期外汇交易显示出人民币的贬值预期逐步下降。国家外汇管理局副局长、新闻发言人王春英4月22日在国新办新闻发布会上表示，近几日人民币对美元汇率的变化，主要受国际金融市场走势和市场供求等多重因素共同影响。与国际主要货币相比，今年以来人民币汇率走势相对稳健。课题组认为，在美元指数升破100且持续强势的背景下，此轮人民币对美元汇率较快回调，属于汇市正常波动。2021年第三季度以来，贬值预期持续回落（1年NDF：2021/9：2.65%；2021/12：2.75%；2022/3：1.6%。2年NDF：2021/9：4.75%；2021/12：4.57%；2022/3：2.3%。3年NDF：2021/9：6.45%；2021/12：6.5%；2022/3：3.5%）。

但受美联储加息、美元指数上升、全球地缘政治和国内突发新冠疫情的影响，人民币贬值压力仍不可忽视。首先，中国外汇储备仍然具有弱点，纵使相较进口额度以及短期外债，外汇储备均十分充足，大大高于IMF所提供的警戒线。但是外汇储备/M2比例近来呈现下降趋势，2019年底已经下降至11%以下，远低于IMF建议资本账户开放国家所应具备的20%（或是比对亚洲国家平均约有25%）。今年以来，外汇储备/M2比例下降幅度明显增大，3月降至约8.66%的水平。自2015年“8.11汇改”以来，2018年净误差与遗漏项所隐含的资本流出有所减缓，仍呈现了相当大的规模。其二，中国经济下行压力犹存。其三，需要关注国内新冠疫情、地缘政治和中美关系的进一步发展。其四，美联储加息可能引发国际资本回流美国，包括中国在内的新兴市场面临一定程度的资金外流压力。

更长期汇率走势将受到中国货币政策的目标、各国货币政策、中国经济转型发展以及供给侧结构性改革是否到位等基本面影响。

（七）财政收入增速放缓，支出大幅提升，债务压力仍然较大

2022年1-3月，累计全国一般公共预算收入62037亿元，同比增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入28949亿元，同比增长7.6%；地方一般公共预算本级收入33088亿元，同比增长9.5%。全国税收收入52452亿元，同比增长7.7%；非税收入9585亿元，同比增长14.2%。随着经济的稳步回暖，财政收入较2021年稳定增长，但增速放缓。

虽然受今年一季度全国局部地区疫情冲击造成的影响以及去年同期的高基数效应，大多数税种同比增速大幅回落，但财政收入情况在稳定中边际改善。其中，国内增值税累计同比增长3.6%，企业所得税累计同比增长9.8%，国内消费税累计同比增长15.8%，个人所得税累计同比增长9.8%，说明我国实体经济持续在合理区间内恢复，这也与经济增长情况基本匹配。增速回落较多的是证券交易印花税，累计同比增长21.3%，较去年同期回落22个百分点，这与一季度以来国内资本市场的震动有关。与土地和房地产相关的契税累计同比增长为-22.4%，延续了去年下半年以来的趋势，体现了国家坚定“房住不炒”的政策理念。

全国政府性基金预算收入稳健增长。1-3月政府性基金收入为13842亿元，累计同比增速为-25.6%，较2021年同期下降73.5%。其中，中央政府性基金收入为853亿元，累计同比增速为-7.9%；地方性基金收入为12989亿元，累计同比增速为-26.5%。值得一提的是，地方性基金收入中的国有土地使用权出让收入累计增速为-27.4%，较2021年同期下降了75.5%。这也意味着“房住不炒”的政策基调延续背景下，由于房地产市场遇冷，地方政府对土地出让收入的依赖程度将不断降低。但考虑到地方政府债务压力依旧较大，应考虑拓展新的税源。

2022年1-3月公共财政支出累计同比上升8.3%，相对2021年同期累计同比上升2.1%，呈现稳步回升趋势。其中，教育支出、科学技术支出、节能环保支出和城乡社区事务支出同比累计分别上升8.5%、22.4%，6.2%，7.5%，文化旅游体育与传媒支出、社会保障和就业支出、卫生健康支出、交通运输支出、农林水事务累计同比分别上升7.7%、6.8%、6.2%，10.9%，8.4%。

在我国经济面临“三重压力”的背景下，地方政府债务规模继续攀升，截至3月23日，地方政府债券余额31.80万亿元，同比增长22.21%，城投债余额13.46万亿元，同比增长15.74%，地方政府债券形式的显性债务合计45.26万亿元，同比增长20.02%。根据课题组估算，负债率较高的省份除天津外，主要集中在西部，包括青海（85.84%）、贵

州（76.92%）、天津（74.15%）、甘肃（58.75%）、新疆（57.33%）、吉林（56.79%）等。地方政府显性债务余额规模超2万亿元的债务大省包括江苏（4.70万亿元）、浙江（3.64万亿元）、山东（3.28万亿元）、广东（2.64万亿元）、四川（2.54万亿元）和湖南（2.20万亿元）。

2022年为提升财政政策效能，充分发挥财政政策的跨周期调节作用，政府加大了稳增长支出力度，并加快了支出进度。财政部在2021年底已提前下达了2022年部分新增专项债额度1.46万亿元，1-2月，全国发行新增专项债券8775亿元，占全年新增专项债规模的1/4左右，较去年同期发行进度明显加快。2022年1-2月，全国发行新增债券10776亿元，其中一般债券2001亿元、专项债券8775亿元。全国发行再融资债券1284亿元，其中一般债券340亿元、专项债券944亿元。合计，全国发行地方政府债券12060亿元，其中一般债券2341亿元、专项债券9719亿元。

随着债务存量不断攀升，在未来五年地方政府持续迎来还债高峰期。若将城投债纳入在内，且不考虑后续增发债务，2022-2026年间，每年存量债务到期额均超过4.5万亿元，其中2022年到期额达5.23万亿元，2023年达到5.62万亿元，2024年达到5.84万亿元，2025年达到4.61万亿元，2026年达到4.75万亿元。未来债务还本付息压力还将不断累积，地方政府债务存在较大的局部违约风险。目前许多地方政府只能通过借新还旧不断滚动债务，但这只是饮鸩止渴，并非长久的解决之道。化解地方政府债务风险的关键在于要让地方经济和财政收入增速超过债务负担的增速，这就要求地方政府增强风险防范意识，适度举债，合理安排财政资金，并通过加快改革步伐充分释放经济潜力，在改革中求发展。

在地方政府债务政策方面，今年3月的《政府工作报告》中指出，有序推进地方政府债务风险防范化解，稳妥处置重大金融风险事件。在当前国际地缘政治冲突加剧和国内多地疫情反复的背景下，经济下行压力有所增加，2022年需要在防范地方政府债务风险的同时，也将更加注重积极财政政策的提质增效，助力经济稳中向好。2021年11月、今年1月和4月召开的国务院常务会议会对更好发挥地方专项债资金带动社会资金的作用，扩大有效投资进行了部署。不到半年时间，国务院常务会议已三次对加强地方债使用管理作出部署，试图优化债务资金投资结构，完善债务资金的管理制度，拓宽债务还款来源，以提升地方政府偿债能力。在下一阶段，既需厘清地方政府债务风险外溢的机制，努力做好防范工作，同时地方政府又要保证稳增长的支出力度，因而需要平衡好稳

增长与防风险的关系，确保经济平稳运行。

（八）数字人民币和数字美元

数字人民币的测试稳步进行中，主题探索更加系统化。包含日常小额、高频支付场景，绿色低碳场景，多地联动和 B2B 等，并在冬奥会上展现数字支付实力。美国总统拜登签署行政令，敦促财政部、司法部和美联储等联邦政府机构在限时内提交一份关于数字美元的立法提案。受国际形势影响，央行数字货币和跨境支付领域的竞争日渐加剧。

（1）数字人民币研发进展

数字人民币的系统测试仍如火如荼地进行中。2022 年 1 月 4 日，数字人民币 App 由 Beta 版升级到 1.0.1.0 版，并在苹果、华为等各大手机应用商店公开上架。据官方介绍，该 App 是数字人民币面向个人用户开展试点的官方服务平台，提供数字人民币个人钱包的开通与管理、数字人民币的兑换与流通服务。

测试主题的探索更加系统化，既包含日常小额、高频支付等传统场景，也加入绿色低碳、多地联动和 B2B 等全新场景模式。此外，在年初的北京冬奥会中也出现数字人民币的身影。试点覆盖了 40 多万个冬奥场景，涵盖食、住、行、游、购、娱、医等七大重点领域需求。国内外消费者在冬奥安保红线内的商户、签约酒店、定点医院均可体验数字人民币便捷支付。通过碰一碰、扫码付、网络购，即可实现非接触支付，能够充分满足冬奥的防疫要求，助力安全奥运。这一崭新的移动支付方式在赛场内外实现大规模覆盖，也让数字人民币第一次站上了国际化舞台。

中国人民银行于 2021 年 7 月 16 日发布《中国数字人民币的研发进展白皮书》，从研发背景、定义和目标愿景、设计框架、央行数字货币的可能影响与数字人民币体系的应对策略、工作进展等五个方面对中国数字人民币的研发进展进行了概括。明确了数字人民币不计付利息、可控匿名等特点。关于央行数字货币是否应当计息，及其作为新的货币政策工具的讨论，依然是国内外学界关注和讨论的重点。姚前（2019）提出，央行数字货币技术的提高在长期中有助于提高经济产出，且其利率可为央行创造了一种新的货币政策工具。Fernandez et. al（2020）认为在央行数字货币体系下，存在“金融稳定性-价格稳定性-最优风险分担”的不可能三角，该理论在学界引发广泛关注和讨论。

从根本特性上说，央行数字货币通过加载不影响其基本功能的智能合约实现可编程性，可根据交易双方商定的条件、规则进行自动支付交易，促进业务模式创新。未来数

字人民币通过加载智能合约，其灵活性可以适用于多种环境和关系，比如定向用途、定向人群、定向场景等。例如，农行和华为联合推出数字人民币智能合约在租赁资金监管领域的落地应用。同时需要强调的是，在更大范围的推广使用前，数字人民币系统的网络与信息安全是摆在第一位的。民建中央关于完善数字人民币体系的提案中就提出，要从技术层面加强数字人民币的安全性。建立数字人民币数据保存制度，严格双层数据管理，防止个人数据泄露。

（2）数字美元和跨境支付竞争

国际方面，世界各主要经济体均加快对央行数字货币的研发和讨论。在央行数字货币领域，各国已正式进入多边合作与竞争阶段。2022年1月20日，美联储发布数字货币白皮书，但未对是否推出数字美元下任何结论。同年3月9日，拜登签署名为“关于确保数字资产健康发展”行政令，敦促财政部、司法部和美联储等联邦政府机构在210天内提交一份关于数字美元的立法提案。可见，美国已经意识到其在央行数字货币领域的落后，并有意识进行追赶。

此事件中另一值得玩味和思考的点是，该行政令除针对财政部、美联储和商务部等经济相关部门，还涉及到了如司法部、国防部、甚至国土安全部等部门。可见，美国政府已将对数字美元和数字金融资产的研发与监管，上升到了国家战略和安全的高度。本项目组过往报告中就已指出，美国对加密金融资产的合规化进程较快，相关法律法规和平台监管也在不断完善。因此，受其监管的几大交易平台已经占据绝对主导地位。若其开始在央行数字货币领域发力，必将给数字人民币，以及由中国主导搭建的跨境数字支付系统（mBridge）带来竞争和挑战。

近日的俄乌战争中，美国使用 SWIFT 对俄罗斯施加了严格的金融制裁。因 SPFS 在国际间的使用十分有限，俄金融机构的跨境支付、清算几乎停滞。CIPS、INSTEX 等的情况也很类似。而此前在跨境支付领域被寄予厚望的加密数字货币，在此次国际冲突中也体现出其局限性。日前，加密数字货币交易平台 Coinbase 冻结了 25000 个与“涉嫌非法活动的俄罗斯人”有关的加密钱包，以支持美国政府对俄的制裁。像 USDC、USDT、WBTC 之类的中心化托管资产，发行商一样可依据本国法律直接冻结账户资产。这些事件背后的核心因素是：加密资产本身可以是去中心化、匿名和无国界的，但承载其快捷交易的中心化平台不是。美国较早意识到这一点，因此对数字金融资产的合规化进程较快，并已将几大交易平台纳入其监管范围内。

在当前的国际货币体系中，人民币的地位和作用与中国经济的基本面存在明显的不对称。中国是全球第二大经济体、第一大贸易国，而人民币仅是第五大支付货币、第六大储备货币。这与中国经济发展速度快，而国际货币的使用具有路径依赖和改革成本等原因有关。出于经济独立性和未来台海问题的考量，中国急需建立一套跨境支付的“备用方案”。而人民币的数字化、智能化，恰恰提供了一个绝佳机会。作为国际货币竞争的一个新赛道，数字形式是人民币提高国际地位、打破美元垄断格局的一次重要契机。

二、中国经济面临的主要风险因素

当前，中国经济面临的风险因素依然很多，下面主要从家庭部门、房地产市场、全球经济环境等相对比较突出的风险维度进行剖析。

（一）房价预期走弱叠加疫情扩散，居民贷款意愿减弱、扛鼎能力堪忧

家庭金融配置方面，2022年一季度家庭部门债务继续攀升，但增幅较去年同期大幅下降。居民户新增贷款总量下降至1.26万亿元，与2020年同期（新冠疫情元年）相当。其中，新增人民币中长期贷款1.07万亿元，较去年同期少增0.91万亿元，是2016年以来的同期最低水平。新增人民币短期贷款1943亿元，仅为去年同期的三分之一。从新增贷款的增速来看，2022年一季度，居民户新增人民币贷款同比增速大幅下降，降幅高达50.7%，其中短期贷款同比下降66.7%，中长期贷款增速同比下降46%，并且保持增速下跌趋势已经持续了一年。

如果按月度数据来看，则家庭部分债务扩张放缓的形式更为严峻与突兀。2022年2月，居民户新增人民币中长期贷款自从有数据统计以来首次跌破负值，不但没有增加，反而降低了459亿元。2月居民户新增人民币短期贷款下降虽然没有疫情爆发的2020年同期那么严重，但也超过去年的同期值，比去年同期还多下降了220亿元。房地产市场的疲软是家庭债务累积增速放缓的主要原因。2021年三季度以来，中央进一步收紧房地产政策，限制房地产投资与购房贷款的占比，甚至提出要扩大房地产税力度和试点范围。这些举措使得房地产企业拿地意愿不足，潜在购房者购房信心不足，各地区的新房和二手房价格出现不同程度的下跌。

为刺激房地产需求，从年初开始，许多地区再次实施信贷放松政策，如有些区域的首付比已经调低到二成，房贷利率的LPR折扣指数降低到100%以下，寄希望于家庭部门继续加杠杆，从而稳住房价。这种短期的刺激政策是否是竭泽而渔？家庭部门能否继

续扛鼎？根据项目组利用结构模型的估计结果，这些信贷宽松政策虽然可以在短时间内刺激房地产需求，但却会使得家庭的债务负担加重，对未来家庭的消费需求产生严重的负面影响。

家庭不再愿意继续加杠杆，但存钱脚步始终没有停下。一季度新增家庭存款的继续保持自 2017 年以来的多增势头。2022 年一季度，家庭部门新增存款 7.82 万亿元，比去年同期多增了 1.14 万亿元，是有记录以来的最高值。具体而言，2022 年 1 月家庭部门新增存款 5.41 万亿，2 月新增-0.29 万亿，3 月继续新增 2.70 万亿。人民银行一季度的调查问卷显示，当前我国居民的就业和收入都较为疲软，且对未来一个季度的收入的信心不足，导致居民储蓄意愿较高。

针对疫情冲击下的家庭部门，是否采用直接发钱的财政补贴政策继续成为社会讨论的热点。虽然课题组从疫情开始以来就持续呼吁对家庭部门直接“发钱”，但社会上仍有许多声音认为对家庭部门进行财政补贴效果有限，因为中国家庭的储蓄率偏高，储蓄动机强，给家庭发钱家庭只会存起来而并不会去消费。课题组认为，这种观点恰恰忽视了中国家庭储蓄率高的真正原因：中国家庭的风险共享能力偏弱。因此，在考虑这一因素的情况下，对家庭部门直接进行财政补贴会起到意想不到的结果，利用构建的结构模型，项目组发现，直接发钱产生的消费拉动作用非常明显，甚至比美国的情形还要更高。

（二）房价回落，聚焦探索房地产业健康发展道路

在房地产业受到的压力之下，不少城市已经开始放松管制，因城施策，采取如放款限贷限购、放宽首付比、增加公积金贷款额度、发放购房补贴和降低房贷利率等方式，据央行在 4 月召开的 2022 年一季度金融统计数据新闻发布会上所述，3 月全国已经有 100 多个城市的银行根据市场变化和自身经营情况，自主下调了个人房贷利率，平均下调幅度在 20 个到 60 个基点。但是受疫情的冲击房地产销售仍然不是很乐观。前文所述资金来源的紧张也反映了房地产市场销售的情况。1-3 月，商品房销售面积 31046 万平方米，同比下降 13.8%；其中，住宅销售面积下降 18.6%。商品房销售额 29655 亿元，下降 22.7%；其中，住宅销售额下降 25.6%。价格方面，2022 年 1-3 月全年全国房价整体平稳回落。3 月 70 个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比增长 0.7%，涨幅较上个月回落 0.5 个百分点；3 月环比下降 0.1%，降幅与上个月持平，表明整体房价持续下降。3 月 70 个大中城市二手住宅价格指数当月同比下降 0.9%，较上月继续回落 0.6 个百分点，3 月环比下降 0.2%，较上个月回升 0.1 个百分点，二手住宅房价亦持续回落。预

计3月频繁的房地产新政将在之后作用于市场并使销售略有回暖，但整个市场受到整体经济形势的影响较大。

2021年底召开的中央经济工作会议提出了“探索房地产业新发展模式，促进房地产业健康发展和良性循环”这一政策目标，其中“促进房地产行业平稳健康发展”早先由刘鹤副总理在《必须实现高质量发展》一文中提到。刘鹤总理提出，要坚持“房住不炒”的定位，因城施策、分类指导，着力稳地价、稳房价、稳预期，落实好房地产市场长效机制，顺应居民高品质住房需求，更好解决居民住房问题，促进房地产行业平稳健康发展和良性循环。2022年《政府工作报告》中提到了房地产业“探索新的发展模式”。课题组认为，在“房住不炒”的基本基调下，房地产业的兴衰对上下游相关企业、对住房消费的影响也是决策的考量因素，特别是在如今国内疫情反复、消费下滑，外部不确定性频发的背景下，因此对房地产业的监管并不是一棍棒打入冷宫，而是寻求良性发展方式。短期政策方面，应考虑在疫情的不利影响下对房企资金来源给予一定的扶持，如以苏州郑州为例，允许房地产企业提前申请预售证，指导银行对房地产业贷款续贷展期等；长期来看，央行和住建部等主要部门已多次提到地方税的管理和完善租赁房市场供应政策，前者有助于中央政府掌握地方土地财政信息，规范化土地收入的使用，后者是扩大完善住房供给，稳定房价。除了在供给方限制房地产泡沫化金融化，采取供应集体土地发展租赁房市场、提供保障性住房等手段外，还应考虑住房需求的资源分配，应优先满足首套房刚性需求，鼓励改善型住房需求，保障大学生就地置业等，以满足居民高品质住房需求。

（三）对外贸易增速放缓，逐步恢复至常态，但面临较多的风险和不确定性

第一，新冠疫情和贸易保护长期化，制约内、外部需求。新冠病毒变异性强、隐匿性强，具有长期持续性。在国外普遍与病毒共存政策的影响下，中国动态清零与严格的防控政策将导致国内频繁面临严格的疫情防控带来的生产受阻，因此，国内出口供应链和产业链都将受到不同程度的冲击。3月以来，我国本土疫情频发，尤其是上海自3月底以来严格封控，人员流动被限制，企业大面积停工停产，对出口供应链和出口进度均造成极大冲击。此外，国际的贸易保护趋势长期存在，全球价值链和产业链仍处于缓慢调整中，出口仍将面临较大的长期下行压力。

第二，国际政治经济环境更趋复杂严峻和不确定，较高的不确定性将导致国际贸易活动收缩，拖累进出口增速并恶化贸易结构。当前，全球供应链和产业链依然没有恢复

到疫情前的水平，而俄乌冲突则更进一步加剧了国际能源和粮食市场的动荡，并导致国际能源和国际农产品价格上涨。经济合作与发展组织（OECD）在 2022 年 3 月发布报告《OECD Economic Outlook, Interim Report March 2022》，称俄乌冲突将导致 2022 年全球经济增速下降超过 1 个百分点，全球通胀率上升约 2.5 个百分点。尽管中国与俄罗斯和乌克兰的直接贸易额不大，但间接影响不容忽视。一方面，大宗商品价格上涨导致进口成本上涨；另一方面，全球通胀将削弱欧美等主要出口市场的终端购买力和需求，对我国出口形成拖累。旷日持久的疫情叠加地缘政治冲突促使各国纷纷开始重新审视供应链和产业链的配置，这一过程很可能导致不断上升的不确定性和经济碎片化的风险。特别是在贸易和技术方面，较高的不确定性将导致经济活动趋于保守，出口增速和国际投资都将受到负向影响。课题组测算表明，来自贸易伙伴国的经济政策不确定的提高将显著抑制我国出口产品数量的增长，并推高出口价格。长期来看，不确定性的提高将推升贸易成本，并减少产品种类，对我国供应链的稳定与多元化形成挑战。

三、以系统观念与综合施策化解三重压力稳定宏观经济大盘

当前，经济全球化正面临地缘政治博弈加剧和新冠疫情持续反复的双重冲击，国际政治、经济、金融、贸易、投资格局进入动荡变革期，世界经济复苏动力减弱。尤其是俄乌战争后美国、英国等西方国家对俄罗斯在政治、经济、金融、科技等全方位的制裁和脱钩，使得全球政治、经济、金融、科技体系的分割、极化趋势愈加明显。与此同时，中美之间地缘政治竞争的加剧和全球新冠疫情的冲击，也使得各国纷纷开始供应链、产业链的本土化再造和多元化调整，而西方国家对于新冠疫情防控的放开也使得海外供应链加快恢复，对中国出口形成替代效应。这些都使得中国作为深度融入经济全球化的世界第二大经济体，其宏观经济运行在国际层面所面临的风险和不确定性增多，外部需求增长承压。

2021 年底召开的中央经济工作会议指出，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击和预期转弱三重压力。从 2022 年一季度宏观经济的运行情况来看，需求端内需不足、供给端冲击强化以及对经济增长预期减弱的三重压力还在延续且有加大趋势，同时多点爆发的疫情也衍生出了一系列需要加以关注的新情况、新变化，实现政府工作报告提出的经济目标任务更具挑战。特别是疫情防控中许多地方没有严格按照中央的要求而出现层层加码、搞“一刀切”的现象，包括一些地区擅自封村、封路，阻碍跨区作业农机具及

运输返乡耕种农民工和专业化代耕、代种人员车辆的通行,严重影响了春耕备耕²。同时,受疫情影响3月的城镇调查失业率无论是同比还是环比均明显提高,不少人群失去收入来源,家庭资产负债表出现严重问题,以及出现非新冠患者就医难、长期隔离心理崩溃等衍生问题,这些都给社会经济发展带来不稳定因素。

那么,如何统筹疫情防控和经济发展,有效化解三重压力,确保经济运行在合理区间?首先应该明确的一点是,经济建设始终是中心工作,经济发展始终是第一要务。在当前疫情的特殊形势下做好对企业的服务保障和对民众的民生保障尤为重要,要牢牢稳住产业链、供应链、资金链,畅通企业物流货运通道并发挥好平台企业在解决“最后一公里”和“最后一百米”矛盾中的作用,加大对受疫情影响的行业、企业和人群等的金融支持。同时,随着疫苗接种的普及、新冠病毒向低致病性方向的发展以及医疗救治方案的成熟和医疗资源配置的进一步完善,应考虑适时调整防控策略,从战时状态向常规状态转变,避免对经济社会发展造成非必要的损害。就经济发展而言,宏观政策的制定、监管举措的出台、改革措施的推行都要讲求时度效,以避免政府干预过激过频过大而对市场作用形成严重干扰,使得政策工具失灵、市场对政策利好无反应。尤其要以系统观念和综合施策增强各项政策措施的协调衔接,形成整体合力,而不是形成合成谬误,政策措施之间相互抵消甚至叠加共振产生负效应。

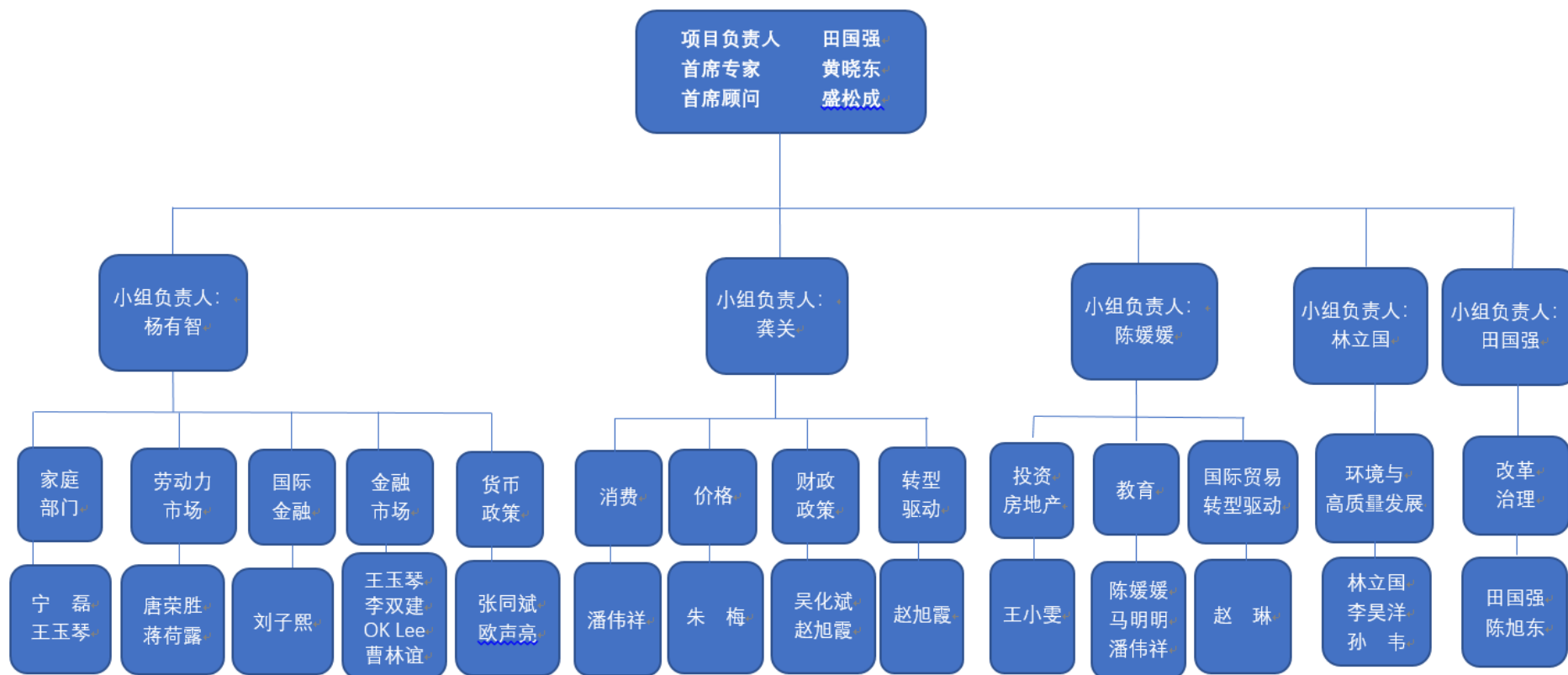
第一,实施更积极的财政政策、适度宽松的货币政策,激发各类微观市场主体积极性,促进消费需求的释放和投资需求的提升。在外需增长承压的情况下要进一步提升内需增长动力。消费需求的释放关键在于收入增长的可持续性,在完成了脱贫攻坚目标后,建议推出中等收入群体倍增计划,从收入倍增和数量倍增两个维度展开、推进,作为实现共同富裕的中间步骤,这不仅需要政府从税收、社保、转移支付等方面深化改革发挥好二次分配作用,在面临疫情冲击的情况之下也需要用更大力度的减费降税政策放水养鱼保市场主体,发挥市场在一次分配中的决定性作用。对2022年经济增长产生较大影响的可控变量还是固定资产投资,其中房地产投资大概率是负增长,基建投资和制造业投资的稳定作用至关重要。我国传统基建和新基建均有广阔的投资增长空间,东中西部、城乡之间在交通、能源、水利等基础设施分布失衡问题还比较突出,5G、特高压、新能源汽车充电桩、工业互联网、大数据中心等新基建投资可起到跨周期和逆周期调节作用。

²有研究指出,防控措施成倍加码是今年以来经济活动全国性疲软的主要原因,要动态探索最优的抗疫措施,最大限度地减少疫情对经济社会发展的影响。参见Chen, Jingjing, Wei Chen, Ernest Liu, Jie Luo and Zheng(Michael) Song. “The Economic Cost of Lockdown in China: Evidence from City-to-City Truck Flows.” [J]. Working Paper, March 15, 2022.

第二，加快供应链、产业链补短板，攻关核心技术，提升关键领域的国内资源生产保障能力，进一步增强化解供给冲击的能力。中国经济面临不同类型的供给冲击，包括疫情和战争等带来的原材料供给冲击、老龄化和少子化等带来的劳动力供给冲击和核心技术瓶颈带来的供应链与产业链冲击等不同类型的供给冲击，其中最关键的还是核心技术瓶颈。当前，第四次技术革命方兴未艾，新一代信息科技与制造业正呈现深度融合的趋势，先进传感技术、数字化设计制造、机器人、智能控制系统等在制造业中的应用日趋广泛，数字化转型、网络化协同和智能化变革使得传统的制造业形态和生态正在发生深刻变化。面向 2025 年，要力争实现规模以上制造企业大部分实现数字化、网络化，重点行业骨干企业初步实现智能化，推动数字经济在中国经济中的比重实现大幅提升，实现从要素驱动向效率驱动、创新驱动的转型。在此阶段目标之下，相关传统产业的数字化改造可以适度加快进度，以形成更多新的增长极和增长点，为稳增长注入新动力。

第三，深化市场化改革和制度型开放，借助制度型开放所带来的外部力量推动内部制度变革，以改革促发展，扭转预期转弱趋势。预期转弱，仅靠宽松政策还不足以扭转，必须向改革、开放要发展红利。改革开放以来的历史经验、实践探索和理论逻辑都表明，改革，还是不改革，真改革，还是假改革，其经济增长的成效大不一样。随着改革进入深水区，单纯依靠内部力量，会受到既得利益集团羁绊，应该借助外部力量对改革形成倒逼机制，用开放促进新一轮的改革和发展。中国应以积极开放的态度主动参与到数字经济、产业政策、国有企业、贸易和环境等议题的双边和多边谈判中去，对照最高水平自由贸易协定和投资保护协定，将竞争中性和所有制中立原则以法律形式落实到政府与市场、政府与企业的关系界定上去，赋予市场微观主体更大的经济上的自由选择权，营造不同所有制经济公平竞争的法治市场环境，并积极参与全球经济治理体系改革，以市场经济的一般规律对抗逆全球化、保护主义、单边主义。

附录一：项目架构图



附录二：上海财经大学高等研究院简介

上海财经大学高等研究院（Institute for Advanced Research）成立于 2006 年 7 月，作为国家首批“985 工程”优势学科创新平台项目——“经济学创新平台”建设项目和理论经济学上海市高峰 II 类学科的重要组成部分，高等研究院致力于以准确的数据为依据，先进的理论为指导，科学的研究方法为手段，理论结合实际，定性与定量分析并举，研究中国改革和发展中出现的长远重大战略性问题和当前难点、热点经济问题，力图打造一个集科学政策咨询、重大项目研究、学术前沿探讨和高级人才培养于一体的大型综合研究机构。

高等研究院持续聚焦中国改革发展中的长远重大战略问题和当前热点难点问题，强调分析解决问题所需要的三个维度的结合：理论逻辑、实践真知、历史视野，以体现“六性”：科学性、严谨性、针对性、现实性、前瞻性和思想性，对于所给出的政策建议注重以全局观念、系统思维和综合治理方法来处理好改革、发展、稳定、创新、治理的辩证统一关系，所形成的系列研究成果得到了党和国家领导人、社会各界和媒体的广泛关注和肯定。

高等研究院现拥有“数理经济学”教育部重点实验室，设立数据调研中心、中国宏观经济研究中心、农业与城乡协调发展研究中心、环境与自然资源研究中心、中国教育改革与发展研究中心、人口流动与劳动力市场研究中心、市场机制设计与信息经济研究中心、卫生经济与老龄化研究中心、经济学研究全球竞争力评估中心和博士后中心等常规研究中心以及高端教育与国际交流中心，并主办全英文学术季刊 *Frontiers of Economics in China*。