



上海财经大学高等研究院
Institute for Advanced Research of SUFE

2022 中国宏观经济形势分析与预测年中报告



风险评估、政策模拟及其治理 ——以更大的力度深化改革开放稳住经济大盘

“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

二〇二二年七月

项目概览

上海财经大学高等研究院 2009 年发起成立“中国宏观经济形势分析与预测”课题组，旨在以一种开放式的科研组织模式，凝聚海内外相关研究力量发挥各自专长、分工合作，对中国宏观经济进行长期跟踪研究，定期发布中国宏观经济形势分析与预测报告，为政府、企业及社会各界提供有参考价值的经济洞见、短期政策对策及长期改革治理建议，推动中国经济的长期稳定增长和可持续发展以及国家治理能力和治理体系的现代化。课题组团队成员包括曾任美联储高级经济学家的国际资深专家，原中国人民银行调查统计司司长、上海市人民政府参事，以及 20 多位获得国际国内顶尖大学博士的高级研究人员，包括 2 位孙冶方经济学奖得主、5 位终身教职教授。与此同时，高等研究院下设有数据调研中心、人口流动与劳动力市场研究中心、卫生经济与老龄化研究中心等 10 多个中心也将从不同方面为本项目提供研究支持。

作为课题组的成果体现形式之一，中国宏观经济形势分析与预测报告**坚持以全局观念、系统思维和综合治理方法来处理好改革、发展和稳定的辩证关系**，力求体现以下特点：**一是**构建完善多部门大型量化准结构性宏观模型（IAR-CMM）：充分考虑中国元素、中国特色、中国国情，内含多个板块，板块对接时会把其它板块的结论嵌入到该板块中去，使之短期政策应对变量与长期改革参数在所有板块中具有自洽性和内在一致性，以此达到宏观总体一般均衡的综合治理；**二是**基于扎实的数据采集和整理的严谨计量经济分析、理论内在逻辑分析及历史视野比较分析，做到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；**三是不**只是大概率的点预测，更多的是进行稳经济的情景分析和反事实分析，规避和防范一旦出现后果严重的小概率事件和如何应对已有显著迹象的大概率系统性风险：对不同风险和不同增长目标给出应对力度和备选方案，为政府决策提供科学依据；**四是**既考虑到短期波动风险、趋势性和周期性因素的交互叠加和相互作用，也关注中长期制度性，结构性改革及其向纵深推进的方式。

目前，中国宏观经济形势分析与预测报告每年以季度为出版频率，一年 4 期，得到“经济学前沿理论与方法学科创新引智基地”和理论经济学上海市高峰 II 类学科建设计划的支持。报告采取了国际前沿、国内较为独特的基于准结构模型的情境分析（**alternative scenario analyses**）和政策模拟（**policy simulations**）方法，在对统计数据和经济信息充分收集和科学鉴别校正的基础上，对中国宏观经济最新形势进行严谨分析，对未来发展趋势进行客观预测，并提供各种政策情景模拟结果供决策参考。

课题组竭诚欢迎社会各界与我们开展合作交流，共同推动中国宏观经济研究的发展与中国宏观经济的持续繁荣！

报告摘要

2022 年以来，在地缘政治冲突加剧、全球滞胀风险上升、新冠肺炎疫情反复等国际国内复杂局面下，中国经济所面临的风险和不确定性加大，使得上半年宏观经济偏离正常增长轨迹，给实现全年经济发展目标带来挑战。然而，中国经济发展韧性强、前景广阔，支撑经济运行的有利因素和条件比较厚实，市场信心有所回升（包括企业信心、投资信心、股市回升），经济发展长期向好的基本面没有改变。展望下半年，随着疫情得到有效防控、一揽子宏观政策刺激效果的逐步显现以及“十四五”规划项目的全面落地，中国经济将释放出巨大的增长潜力，全年经济增速有望稳定在合理区间。做好下半年经济工作，要继续坚持稳中求进的工作总基调，注重短期逆周期对冲与长期跨周期政策之间的平衡，以更大的力度深化改革开放加快全国统一大市场建设、全力稳住经济大盘，护航经济高质量发展。

从上半年中国宏观经济运行基本态势来看，消费受疫情冲击明显下降，疫情过后有望反弹；固定资产投资整体回落，制造业投资增速放缓、动能减弱，基础设施建设投资有所回升，对投资的支撑力度明显加大，房地产投资持续下降拖累整体投资；进出口稳定增长，贸易顺差较去年同期上升，随着疫情好转以及稳外贸相关政策落地，外贸仍将继续向好。考虑到俄乌冲突短期内难以化解，加上美国拉拢相关盟友谋求降低供应链、产业链对中国依赖，外需仍面临较大不确定性，稳外贸压力依然较大；CPI 稳定上涨、PPI 涨幅回落，剪刀差不断缩小；外汇储备规模总体稳定，人民币汇率短期双向宽幅波动增强；失业率走高，年轻群体就业形势严峻，劳动力市场承受压力；数字人民币全球领先，数字人民币测试加速，主题探索更加系统化；新能源汽车与可再生能源发电产业得到快速发展，有望在实现“双碳”目标的同时创造新的增长点。

课题组认为，中国宏观经济下一步发展面临的主要风险包括以下方面：**一是房地产企业债务压力增加，其信用风险持续释放。**根据贝壳研究院统计，房地产企业 2022 年到期债务约有接近万亿级别规模，预计个别房地产企业将有大量债券展期或者实质性违约。**二是中小企业经营困难。**在国际形势复杂、国内疫情反复的背景下，中小企业销货不畅，导致其营业收入和盈利水平下降，甚至停工停产、倒闭破产。**三是地方政府债务规模攀升。**考虑到地方政府债务资金主要来源于银行系统，地方政府债务违约风险可能会向金融系统传导，最终触发系统性金融风险。**四是金融机构风险敞口有所扩大。**考虑到近期河南等地村镇银行爆出“无法提现”等事件，说明地方性银行的风险开始逐渐显

露，抗风险能力有所减弱。五是产业链、供应链紊乱以及“内缩外移”的风险，这将会对经济高质量发展带来不可忽略的负面冲击，严重干扰现代化进程。六是疫情存在反弹的风险。如果下半年疫情再次爆发，尤其是在中国经济的核心区，产业链、供应链的关键区，外资外贸的窗口区爆发，可能超出中国经济的承受能力。

根据 2022 年以来中国宏观经济运行态势的定性判断，课题组利用上海财经大学高等研究院中国宏观经济预测模型（IAR-CMM）对不同情景下的中国宏观经济指标增速进行预测。在基准情景下，预测 2022 年全年实际 GDP 增速为 4.3%，CPI 增长 2.1%，PPI 增长 6.4%，GDP 平减指数增长 3.4%，消费增长 1.8%，投资增长 6.2%，出口增长 9.5%，进口增长 5.7%，人民币兑美元汇率（CNY/USD）将在 6.8 附近宽幅双向波动。考虑到政策力度的加大、疫情反复、民企违约风险加剧以及外部环境的变化，同时分以下 7 种情景对中国宏观经济指标增速进行预测：

情景 1——假设宏观政策力度加大，在基准预测的基础上进一步宽松，其中财政方面通过更大幅度的减税降费和转移支付使得赤字额外增加 4500 亿元，货币方面则额外增加一次降准，幅度为 50 个基点，将带动全年 GDP 增速较基准情景提高 0.4 个百分点，达到 4.7%。

情景 2——假设下半年疫情在部分城市局部爆发，消费增速相对基准情形降低 0.7 个百分点，消费增速的下降也将拖累投资增速较基准下降 0.1%，最终 GDP 增速将较基准下降 0.3%。

情景 3——假设疫情防控更加科学精准，全年消费增速相对情景 2 提高 0.3 个百分点，消费增速的提升也将带动投资增速上升较基准 0.1%，最终 GDP 增速将较情景 2 提升 0.2%。

情景 4——假设民营房地产企业持续出现流动性问题，其债券违约率在二季度末的基础上再上升 10 个百分点，市场悲观情绪进一步上升，使得金融机构脆弱性上升以及信用利差大幅飙升，导致固定资产投资累计增速和 GDP 增速分别较基准下降 1.5 和 0.8 个百分点。

情景 5——假设俄乌冲突有所缓和，大宗商品价格有所回落，逐渐回归正常，引起 PPI 同比增速较基准下降 2 个百分点，使得消费较基准提高 0.1 个百分点，投资提高 0.2 个百分点，拉动全年 GDP 增速较基准提升 0.2 个百分点，达到 4.5%。

情景 6——假设美国下调对中国加征的关税，预计 2022 年中国出口增速将较基准

情景上升 2 个百分点，拉动全年 GDP 增速较基准上升 0.3 个百分点，达到 4.6%。

情景 7——假设全球面临滞胀风险，外需的收缩和输入性通货膨胀的风险使得中国出口和进口增速将分别较基准情景下降 2.4 和 0.5 个百分点，全年 GDP 增速将较基准下降 0.4 个百分点。

课题组根据 IAR-CMM 量化准结构模型，分析了为了达到 5% 的较高经济增速，不同情景下所需的政策力度。总体而言，在经济增速承压的情况下，从短期来看，跨周期政策设计、逆周期政策调节均有其现实必要性，特别是财政政策、货币金融政策、保市场主体政策、保基本民生政策等一揽子经济增长政策措施的出台，可起到一定的停损止跌作用。一是要继续实施积极有为的财政政策，着力提升政策效能。二是要实施灵活适度的稳健性货币政策，应积极推动贷款利率下行，确保市场流动性合理充裕。三是宏观审慎政策要与逆周期货币政策协调配合，在防范化解风险的同时，避免造成市场预期的紊乱。四是社会政策要兜住民生底线，完善社会保障体系，优化收入分配结构，实现共同富裕。五是结构性政策要着力打通生产、分配、流通、消费各个环节，确保产业链、供应链稳定。六是健全粮食能源安全政策，夯实经济平稳健康发展的坚实基础。

从长期来看，中国经济要真正实现可持续高质量发展目标，关键还是要靠减少不利资源有效配置的各种壁垒和把握好政策调整的时度效，通过市场力量、改革力量、开放力量，及让市场在资源配置中起决定性作用这一市场经济的客观规律，让经济主体具有充分的信心及经济选择自由，同时更好地发挥政府在维护市场公平竞争环境、促进产权明晰与契约自由、激发市场主体活力等方面的作用，加快建设全国统一市场，务实扩大对外开放，推动经济高质量发展更上新台阶。

首先，对于全国统一大市场建设存在的一些认识误区必须正视。一是没有处理好高效规范和充分开放的辩证统一关系，误以为建设全国统一大市场就是政府要把市场统起来、管起来，导致的结果就是政府管制不断加码，监管的过急、过频、过大、过激，大大地弱化了市场主体的活力和资本的应用，致使经济不断下行。二是将公平竞争和市场主体创新导致的阶段性垄断对立起来，以为公平竞争就要弱化资本，将市场主体创新而导致的阶段性垄断以行政的手段予以破除，而忽视了市场竞争机制之下竞争压力企业通过投资研发激发创新，创新和知识产权的保护导致阶段性垄断利润，而阶段性垄断利润又导致创新的“竞争-创新-垄断-竞争”动态循环。三是以为建设全国统一大市场的目标是摆脱对外部市场、外循环的依赖，可以依托自身超大规模市场优势而自力更生、自我循环，从而寄希望什么都自搞一套、自成体系，而没有充分认识到，中国改革开放实践探

索之所以取得巨大成就的关键就是对内放开和对外开放是相辅相成不可分割的。

其次，加快建设全国统一大市场，本质是要正确处理政府和市场及其社会的关系，**关键要靠深化政府改革促进政府职能转变**。市场的本质是无为而治，无为而治的必要条件是完善市场制度，让市场有效，而让市场有效的必要条件是要有一个有效的政府，要有一个有效政府的必要条件是有一个有限和定位恰当政府。政府最基本的作用就是制定基本的规则、保障社会秩序的稳定以及供给公共产品和服务。如果以此来衡量，针对一些行业的急剧式、一刀切的不断加强的政府管制和结构调整，甚至将其市场统制起来，是不合宜的。自改革开放之初就确立的松绑放权市场取向改革方向仍需要继续坚持和深化，随着改革进入深水区需要触及政府改革这个关键。同时，应充分发挥开放对改革的倒逼作用，促进对外开放和对内放开的互动互促，用好国际国内两个市场，推动全国统一大市场建设再上新台阶。

最后，新时期中国经济体制改革需要从政府间关系、政府与市场的关系、政府与企业的关系三个方面入手，进一步深化政府改革，促进政府职能转变，以加快全国统一大市场建设。第一，基于公共服务型有限政府定位重新界定政府间关系，根据信息对称强弱、外部性大小及是否激励相容，纵向合理划分中央和地方政府的事权与支出责任，横向推动地方政府间合作凝聚区域市场一体化力量。第二，基于有效市场目标重塑政府与市场的关系，放松政府管制、精简过时法律法规，为充分发挥市场决定性作用、提升资源配置效率提供充分的制度空间。第三，基于竞争中性原则处理政府与企业的关系，强化市场基础制度规则统一，不断完善统一的产权保护、市场准入、公平竞争制度，依法监管、提振民营信心，为创新驱动营造良好环境。

关键词：宏观经济预测；政策模拟；情景分析；长期治理

本报告联系人：陈旭东（021-65903125，chen.xudong@mail.shufe.edu.cn）

目录

概述.....	9
第一章 中国宏观经济发展的即期特征与主要风险.....	29
一、 2022 年以来中国宏观经济发展呈现的主要特征.....	29
(一) 消费受疫情冲击明显下降, 下半年有望反弹.....	29
(二) 投资增速下滑, 基建投资待发力.....	37
(三) 进出口稳定增长, 贸易顺差较去年同期上升.....	44
(四) 劳动力市场承受重大压力.....	50
(五) CPI 稳定上涨, PPI 涨幅回落, 剪刀差不断缩小.....	58
(六) 灵活适度的货币政策, 着力稳住经济大盘.....	65
(七) 外汇储备规模总体稳定, 人民币汇率短期双向宽幅波动增强.....	70
(八) 数字人民币和数字美元.....	80
(九) 新能源产业稳步前进, 助力绿色发展.....	84
二、 中国宏观经济下一步发展面临的内部主要不确定性.....	91
(一) 年轻人就业难.....	91
(二) 家庭部门出现短暂去杠杆的插曲.....	101
(三) 提升城市环境质量, 降低银行风险承担.....	114
(四) 民营房地产企业违约率大增, 金融系统稳定性未见改善.....	123
(五) 地方政府债务加速发行, 还债压力积累.....	131
(六) 推动绿色转型 助力高质量发展.....	136
三、 全球经济滞胀风险加大.....	139
(一) 全球贸易面临收缩风险.....	139
(二) 美国疫情影响接近尾声, 经济存在较高滞胀风险.....	140
(三) 欧元区经济衰退风险增大.....	142
(四) 疫情反复、俄乌冲突导致亚太地区经济复苏放缓.....	143
(五) 拉美经济体面临抑制通胀和保增长之间的难题.....	147
(六) 非洲国家经济表现各不相同.....	148
第二章 基准条件下 2022 年中国主要经济指标增速预测.....	149
第三章 不同情景下的主要经济指标预测及其政策应对.....	152
一、 不同情景下的经济预测与政策应对.....	152
二、 不同情景分析基础上的政策力度选项.....	158

第四章 破除全国统一大市场建设认知误区全力稳住经济大盘	163
附录一：项目架构图	171
附录二：上海财经大学高等研究院简介	172

概述

上海财经大学高等研究院“中国宏观经济形势分析与预测”课题组基于上财高等研究院中国量化准结构宏观预测模型（IAR-CMM）所建立的情景分析和政策模拟，分别从基准情景（2022年全球经济增长放缓、美联储持续加息、人民币兑美元汇率2022年底或将在6.8附近宽幅震荡；国内疫情得到有效控制、家庭收入增速不确定性增强、基础设施建设投资持续加快、房地产投资下行压力犹存、制造业投资保持平稳增长、积极的财政政策将提速增效、稳健的货币政策将以我为主兼顾内外平衡、十四五期间单位GDP碳排放量下降18%）、情景1（宏观政策力度加大）、情景2（疫情在部分城市局部爆发）、情景3（疫情防控更加科学精准）、情景4（民营企业违约风险上升）、情景5（俄乌冲突缓和）、情景6（美国下调对中国加征的关税）、情景7（全球面临滞胀风险）进行数值模拟。

2022年中国经济受新冠疫情反复、世界百年变局以及自身体制性、结构性因素影响，中国经济所面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力出现新变化，导致了经济下行压力增大。对此，跨周期政策设计、逆周期政策调节均有其现实必要性，特别是财政政策、货币金融政策、保市场主体政策、保基本民生政策等一揽子政策措施的出台，可起到一定的停损止跌作用，对市场信心恢复也有一定助益。然而，中国经济要真正实现短期稳住经济大盘和中长期可持续高质量发展目标，关键还是要靠减少不利资源有效配置的各种壁垒和把握好政策调整的时度效，通过市场力量、改革力量，及让市场在资源配置中起决定性作用这一市场经济的客观规律，让经济主体具有充分的信心及经济选择自由，同时更好地发挥政府在维护市场公平竞争环境、促进产权明晰与契约自由、激发市场主体活力等方面的作用，以市场取向全国统一大市场建设稳经济、稳信心、稳预期。

（一）经济走势及主要问题

1. 消费受疫情冲击明显下降，下半年有望反弹。2022年1-5月社会消费品零售总额171689亿元，同比下降1.5%。消费市场在年初呈现较强的增长势头，但随着本土疫情频发，居民外出购物、就餐，及非生活必需品的消费明显减少。从消费类别来看，基本生活类的商品销售表现普遍好于非基本生活类商品；粮食类和中西药类消费品取得较大的增长；部分消费从线下转移到线上，网上消费总额持续增长；疫情时期的居民需求偏好也发生改变，饮料类和烟酒类的消费都有上升。相反，餐饮类消费受疫情的冲击影响尤为显著；服装类、通信器材类和金银珠宝类等消费品比去年同期也出现较大幅度的下

滑。5月开始疫情逐渐得到控制，消费有所回升。随着餐饮业和旅游业的逐步重开，期望为下半年消费带来增长动力。课题组预计下半年消费将有所反弹重现增长，但由于疫情风险依然存在，消费走势有较大的不确定性。另外，收入和价格因素的影响也不能忽视。有效的疫情防控，确保就业和收入，以及稳定物价将是恢复消费者信心刺激居民消费的关键。

2. 投资增速下滑，基建投资待发力。1-5月，全国固定资产投资同比增长6.2%，增速比1-4月下降0.6个百分点。其中，民间固定资产投资增长4.1%，比1-4月下降1.2个百分点。今年以来民间投资增速持续低于整体投资。截至5月，部分城市疫情形势仍然严峻，人流和物流受阻，产业链和供应链受到较大影响，再加上海外的滞胀风险等因素，企业的景气程度持续下降。从投资的三大类来看，制造业投资放缓但仍保持平稳增长，基建投资有所回升，房地产投资持续下降。未来从供给来看，随着复工复产和人流物流海关等逐渐畅通，工业生产和制造业部分行业将有所回暖；从需求侧来看，海外存在滞胀的风险，叠加国内消费需求不振等因素，将对制造业投资造成制约，预计整体制造业投资将平稳增长。基建投资方面，国务院要求今年新增专项债券要在6月底前基本发行完毕，并力争在8月底前基本使用完毕，进度比近年来明显提前，基建投资增速有望继续发力。房地产市场持续冷却，进入6月成交开始反弹，预计好于5月，但总体房地产企业经营压力较大，资金来源紧张，6-8月随着房企债券还款高峰期的到来预计将出现大量违约，加上从去年下半年开始的房企拿地减少，也对今年的房地产开发投资造成滞后影响，预计下半年房地产投资仍有较大压力。

3. 进出口稳定增长，贸易顺差较去年同期上升。2022年1-5月，在国内外多重复杂因素的影响下，进出口增速表现出较大的韧性。其中，货物贸易出口和进口增速分别为13.5%和6.6%，货物贸易顺差比去年同期增加978亿美元；服务贸易出口和进口增速分别为28.8%和19.1%，服务贸易逆差较去年同期减少44.4亿美元。去年同期，新冠疫情在全球主要国家迅速蔓延，国外生产活动受阻，供应链遭到严重破坏；与此相反，国内疫情得到有效控制，外贸产能稳步提升，从而有效填补了国际市场需求，中国出口、进口累计增速分别高达40.1%和36.7%。为了剔除去年同期较高基数的影响，课题组计算了出口和进口近两年的年化累计增速，分别为26.1%和20.7%。可以看出，出口和进口增速保持了较高的韧性。主要原因有：第一，全球性的通胀环境和贸易成本推升贸易价格，是支撑贸易额稳定增长的重要因素。2022年以来，全球性通胀压力上升，叠加俄乌冲突引发能源价格上涨，导致我国进口价格高企而进口数量萎缩。1-5月，原油、钢材、

大豆和集成电路等主要进口产品的平均价格分别上涨约 63%、29%、26%和 22%。进口价格的上涨将进一步挤压工业企业利润并推高出口成本，对经济复苏和出口均产生不利影响。同样，出口价格支撑了出口的稳定增长。2022 年 1-5 月，出口价格指数月平均为 110.2，而出口数量指数月均仅为 100.8。第二，疫情爆发以来，受益于国内较好的疫情防控形势和生产能力，中国进出口占全球市场的份额大幅提升，国际竞争力也有所提升，是实现出口稳定增长的一个重要因素。根据世界贸易组织(WTO)的统计数据，2021 年，中国出口和进口占全球市场份额为 15.1%和 11.9%，分别较疫情爆发以前的 2019 年提高 1.9 和 1.2 个百分点。2022 年 1-5 月，进出口继续稳定增长。其中，机电产品增长 9.0%，化学工业及其相关工业产品增长 32%。第三，疫情对中国出口产业的冲击有限，不会导致其大规模转移。一方面，建设全国统一大市场将继续提升中国对国际制造业资本的吸引力。国内统一大市场的建设将逐渐打破地域之间的贸易壁垒，促进要素配置和生产效率的提升。对出口企业来说，全国统一大市场的建设能进一步提升出口企业的生产效率，巩固中国的全产业链优势，吸引更多国际资本聚集。另一方面，对于以中国为市场的制造业资本来讲，短期疫情冲击并不会导致其转移出中国，与此相反，建设国内统一大场所释放的巨大市场需求是吸引其持续流入中国的关键性因素。课题组研究发现，中国出口产业确实存在部分向东南亚国家转移的现象，但主要以劳动密集型的低端产业为主，体现了中国出口产业的转型升级和出口竞争力的进一步提升，并巩固了中国在亚洲地区产业链的中心地位。

4. 失业率逐步走高，劳动力市场承受压力。2022 年调查失业率逐步走高，受奥密克戎肆虐影响，4、5 月全国调查失业率升至 6.1%、5.9%，同比上升 1.0%、0.9%。其中，31 个大中城市调查失业率为 6.7%，6.9%，同比上升 1.5%，1.7%。今年以来 16-24 岁调查失业率持续上升，到 4 月为 18.2%，是 2018 年 1 月此数据定期公布以来的新高。同时今年毕业生规模达 1076 万人，高企的青年失业率引起了广泛关注。在需就业的人群中，除了初次就业者外，还有一批再就业者。这一批人就业竞争力弱，但承担的家庭压力大，他们的在就业问题也同样需要给予重视。4 月 25-59 岁调查失业率达 5.3%，为年内新高，中年群体作为政策较少关注的人群也承受着巨大压力。一方面，中年群体背负着偿还房贷、育儿养老等的经济压力；另一方面，据报道今年互联网行业等出现较大幅裁员，中年群体首当其冲，且由于劳动力市场供需之间存在摩擦，该群体通常难以迅速再就业。失业人员再就业难且存在匹配降级，需要给予政策支持。截至 5 月新增就业人数累计 529 万人，比去年同期降低 7.84%。同时，一季度城镇失业保险金领取人数为 266

万人，环比上升 2.7%。上述事实均体现劳动力市场目前承受巨大压力。PMI 从业人员指数 1-5 月波动下降，6 月回暖。6 月制造业从业人员指数为 48.7%，非制造业 PMI 从业人员指数为 46.9%。其中，服务业从业人员指数为 46.6%，建筑业从业人员指数为 48.3%。全国企业就业人员周平均工作时间有所下降，5 月为 47.2 小时，同比下降 0.19 小时。2022 年一季度农村外出务工劳动力人数为 17780 万人，同比上升 2.2%。农村外出劳动力月均收入为 4436 元，同比上升 5.9%。居民人均可支配收入累计值小幅上升，一季度为 10345 元，实际同比增长 5.10%。城镇与农村居民可支配收入累计值分别为 13832 元和 5778 元，实际同比增长 4.2%、6.3%，农村收入上升速度快于城市。城乡居民收入比值为 2.39，同比下降 0.04。上海、北京等地疫情爆发使得各地物流活跃度遭受巨大冲击，4 月全国货运流量指数同比下降近 30%，其中北京货运流量 4、5 两月均同比下降 40%，上海更是断崖式下降 80%。二季度末尾恢复态势初显，6 月江苏、浙江货运流量降幅缩减，呈 V 字走势。

5. CPI 稳定上涨、PPI 涨幅回落，剪刀差不断缩小。2022 年 1-5 月 CPI 累计同比增速为 1.5%，1-5 月同比增速不断上升，主要是因为猪肉、鲜菜和交通工具用燃料价格有所上升；PPI 同比增速逐月下降，与 CPI 的剪刀差不断缩小。受新冠疫情对供应链的影响、世界经济复苏以及俄乌冲突对原油等大宗商品价格的推高等因素的影响，2022 年 1-5 月 PPI 定基价格指数快速上升，但由于基数效应，PPI 同比增速逐月下降。2022 年第一季度 GDP 平减指数同比增速为 3.96%，较 2021 年年均 4.4% 的增速有所下降。综合考虑到基数效应、局部新冠疫情的反复、猪肉价格等对食品价格的影响、刺激政策的滞后影响、世界经济复苏情况，以及原油等大宗商品价格的变化趋势等各种因素，课题组预计 2022 年下半年 CPI 同比增速将较上半年有所上升，PPI 同比增速将持续波动下降，CPI 和 PPI 剪刀差将进一步缩小。考虑到当前全球多国面临高通胀甚至滞胀压力，受输入性通胀的影响我国面临的通胀压力也在不断上升，下半年个别月份 CPI 同比增速可能突破“3%”。

6. 2022 年前 5 个月稳健的货币政策保持灵活适度，金融市场整体平稳运行。今年货币政策主动应对国内外诸多因素的影响和冲击，靠前发力，5 月末货币供应增速为 11.1%，社会融资规模存量增速为 10.5%，实体经济融资需求与货币供应增速基本匹配。人民币贷款和政府债券融资是社会融资规模增长的主要推动力，增量信贷中短期贷款和票据融资占比大幅上升。截至 5 月，M2 余额为 252.7 万亿元，同比增长 11.1%，增速环比上升 0.6 个百分点，同比上升 2.6 个百分点；社会融资规模存量为 329.2 万亿元，同比

增长 10.5%，增速环比上升 0.23 个百分点，同比下降 0.53 个百分点。此外，市场流动性保持合理充裕，实体经济的融资成本延续下降趋势。具体地，央行于 4 月降准 0.25 个百分点共释放约 5300 亿元流动性；5 月末 DR007 的加权平均利率为 1.84%；6 月 LPR 报价一年期利率和五年期利率分别为 3.7% 和 4.45%，同比分别下降 15 和 20 个基点；一季度末各类贷款的加权平均利率为 4.65%，同比下降 0.45 个百分点。

实体经济的融资成本延续下降趋势，企业融资压力似乎有所缓解，但进入今年以来民营企业违约率持续上升，尤其是民营房地产企业违约率在一、二季度分别上升了 4.1 和 10.8 个百分点。此外，叠加本就复苏缓慢的终端需求，企业经营风险仍存在短期内快速上升的可能性，企业信用利差上升的压力短期内难以大幅缓解。更重要的是，快速上升的经营风险可能通过违约、破坏投资信心、收缩劳动力需求等渠道放大经济下行压力，造成更大的经济衰退。因此，综合考虑当前经济下行压力较大、通胀压力不断上升以及海外金融条件快速大幅收紧等因素，课题组认为下半年我国货币政策将以我为主兼顾内外平衡，预计年内仍有一定降准的空间，以支撑在总量框架下运用结构性货币政策工具，但在面临重大冲击时综合运用降息等多种政策工具与降准相结合的方式也是可行的政策选项。

7. 外汇储备规模总体稳定，人民币汇率短期双向宽幅波动增强。 2022 年上半年，我国外汇储备规模总体稳定，人民币汇率在合理区间内双向宽幅波动。2022 年第一季度，外汇储备规模连续四个月小幅下降，从年初的 3.22 万亿美元降至 3.12 万亿美元。5 月外汇储备规模回升，截至 5 月末，我国外汇储备规模为 3.1278 万亿美元，较 4 月末上升 81 亿美元，环比升幅为 0.26%。人民币汇率上半年在合理区间内双向波动。一季度，人民币兑美元汇率走势相对平稳，总体在 6.3 至 6.4 的中枢水平上下波动。但进入二季度，由于国内新冠疫情突然爆发，叠加美联储加快收紧货币政策，人民币在 4 月中下旬至 5 月中下旬持续贬值。自 3 月 31 日至 4 月 29 日，人民币兑美元汇率中间价由 6.3482 贬值至 6.6177，5 月 13 日，在岸人民币对美元汇率跌破 6.8，为 2020 年 10 月以来首次，最低跌至 6.815，随后震荡上行。受主要国家货币政策预期、地缘政治局势、新冠肺炎疫情等因素影响，全球经济形势不确定性高企。从内部环境看，国内疫情反复对国内经济形势造成严重冲击。从外部环境看，俄乌冲突提升了市场的避险情绪，加之美联储为应对高通胀加快加息步伐，美元指数不断攀升。在复杂严峻的内外部环境下，我国需要坚持稳健的货币政策，保持灵活适度的操作，并实施必要的宏观审慎管理。综上，课题组预估 2022 年下半年人民币兑美元汇率 CNY/USD 或将在 6.8 附近双向宽幅波动，且波动幅

度可能加大，但仍保持在合理区间。

8. 数字人民币全球领先，数字美元测试加速。数字人民币的测试稳步进行中，主题探索更加系统化。央行数字货币可通过加载不影响其基本货币职能的智能合约，实现灵活的可编程性。如在微观个体使用场景中，根据交易双方商定的条件、规则进行自动支付交易。或在宏观政策调控中，根据整体经济状况精准、及时地对定向用途、定向人群、定向市场的货币流通做出调整。在不久的将来，有望协助货币政策、财政政策发力。世界各主要经济体均加快对央行数字货币的研发和讨论，在该领域，各国已正式进入多边合作与竞争阶段。美国总统拜登签署行政令，敦促联邦政府机构加速数字美元的开发。但其后，美联储副主席布雷纳德在公开发言中指出，距离数字美元面世至少需要 5 年以上的的时间。印度、日本等国相继推出本国央行数字货币的详细计划。在开发央行数字货币方面，美元挑战者们的兴趣似乎更高。受国际形势影响，加密数字货币市场持续低迷，而以央行数字货币为基础的跨境支付领域竞争日渐加剧。中国人民银行印发了《关于支持外贸新业态跨境人民币结算的通知》，意味着中国已开始有规模、有计划地推行对外贸易人民币结算，这是未来人民币国际化进程中的重要一环。

9. 青年就业意向失衡，服务业低迷是导致青年失业率高的主要原因，“双减”政策加重了青年和高校毕业生就业压力。今年 4 月，16-24 岁人口城镇调查失业率（以下简称“青年失业率”）达 18.2%，是同期全国失业率（6.1%）的近三倍，创下自 2018 年 1 月此数据定期公布以来的新高。据报告显示，2020 年有 77% 的青年从事服务业，2022 年的应届生中只有 11% 愿意从事农业和工业相关的职业，青年人就业意向结构失衡比较严重。课题组分析发现，2020 年以来，服务业的发展情况和青年失业率之间存在显著的负相关关系。青年追求自由和理想工作的心态一定程度加剧了青年就业意向在第三产业的集中，但导致青年失业率高的主要原因为就业意向结构失衡和服务业低迷。促进服务业的发展和改变青年的就业观是在短期和长期中解决青年失业率过高的重要途径。从具体行业来看，随“双减”政策深入，线上和线下教育培训机构的经营产生了巨大冲击，进一步加重了青年劳动力以及高校毕业生就业压力。2022 年第一季度高校毕业生教育培训行业就业景气指数降至 2021 年以来最低点。课题组建议：需加强学校教育体系与教育培训行业的合作，设置“白名单”逐步放松对优质机构的管制，吸纳教育培训相关企业转岗人员；制定补偿机制并联合市场力量，促进教培行业转型；完善法律法规，进一步合理化教育培训行业管制的法律基础，完善对教育培训从业人员和离岗人员合法权益的保护机制。

10. 家庭部门出现短暂去杠杆的插曲。2022年前5个月，居民户新增人民币中长期消费类贷款有3个月的当月新增额为负值，并且从4月开始已经连续两个月出现负值，虽然降幅在收窄。受此影响，家庭杠杆率（以债务占GDP的比重）在2022年第一季度比去年同期下降0.1个百分点，达到62.1%，已经连续七个季度在62%附近波动。家庭部门贷款新增额出现的负增长是否意味着家庭部门可能进入降杠杆的通道？课题组认为，这种担心还为时尚早，这主要体现在以下两方面，首先，课题组发现，除主要受疫情影响的上海和重庆外，其余省份的贷款在2022年1-5月均呈现不同程度的增加。其次，房地产开发企业到位资金当月值已经显示出房地产市场的回暖，5月房地产开发企业到位资金中定金和预收款环比增幅为21.9%，个人按揭贷款环比增幅为4.8%，这也显示出家庭部门加杠杆的韧性。在房地产刺激政策方面，从2021年下半年开始，为刺激房地产需求，许多地区再次实施降低首付比，降低利率等信贷放松政策。根据课题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期内刺激房地产需求，稳定房价，但长期来看，会加重家庭的债务负担，对消费产生负面影响。同时，这些政策还可能恶化收入分配，即高收入家庭在货币政策冲击当期消费增加的较多，而中低收入家庭在货币政策冲击当期消费增加的较少甚至下降。因此，**须警惕房地产刺激政策长期不退出带来的后果重现。**家庭加杠杆的速度在放缓，但存钱脚步始终没有停下。2022年前5个月的家庭新增存款为7.86万亿元，远高于之前的所有年份。疫情对家庭储蓄率的影响也体现在家庭总储蓄率的变动上，2020年爆发的疫情逆转了家庭总储蓄率从2010年以来的下降趋势。高储蓄是否意味着对家庭部门的刺激政策是不必需的？课题组认为，对家庭部门的刺激政策仍是有效果的，原因在于，中国特色的未还完房贷的住房净值不能进行二次抵押导致的市场不完全性，不仅是家庭高储蓄背后的重要原因，而且还会提高家庭对收入冲击的边际消费倾向。具体而言，如果家庭不能进行二次抵押，则一方面由于家庭未来可能会有收入骤降的风险，如果不想因此而卖房，则家庭就需要为未来的房贷还款储备流动性资产，也就是说，二次抵押市场的缺失引入家庭额外的储蓄动机，压低了日常消费；另一方面，在面临收入冲击时，家庭也不能通过调整信贷保持消费平滑，为了降低消费的波动，家庭也会压低日常消费。因此，虽然家庭储蓄率较高，但日常消费受到多方抑制，在收到财政补贴后，家庭的边际消费倾向就会更高。基于此，课题组也呼吁，**对家庭部门的财政补贴政策不仅是必需的，而且应更多向低收入家庭以及受到失业冲击影响较大的年轻人等特殊群体倾斜。**

11. 能源行业转型与绿色发展。能源相关行业是碳排放的最主要来源。近年来，我

国能源相关行业正向绿色化目标发展，新能源汽车产业与可再生能源发电皆已具备市场竞争的能力，有望在疫情恢复期与长期中创造新的经济增长点，助力绿色发展。虽然新能源汽车补贴近年来逐渐退坡，由于消费者对其认可度逐步提高，新能源汽车产销量仍保持了良好的增长势头。2022年上半年，虽然疫情对新能源汽车消费有一定的抑制作用，然而受油价上涨的影响，销量仍保持增长势头，有助于进一步稳定疫情后的经济形势。虽然在我国新能源汽车发展初期，由于可再生能源发电占比较低，新能源汽车产业尚不足产生足够的环境效益，但据课题组估算，在现阶段我国可再生能源发电比例已达到34%的发电结构下，新能源汽车的使用已比传统燃油汽车更为清洁。因此，可再生能源发电行业的发展，有助于统筹发电行业与汽车行业的同步绿色化。近年来我国年度太阳能风能总投资额占当年GDP比重与当年固定资本形成额比重逐渐攀升，已分别接近0.9%与2.0%。在2022年疫情期间，这一增长势头仍然明显。由于装机成本的持续下降以及传统能源价格持续维持高位，以太阳光能发电投资为代表的“新基建”将为疫情后的经济复苏与长期经济增长持续注入动力，在实现双碳目标的同时创造新的发展机遇。为了更好地提升电网可再生能源消纳能力，电力市场配套设施建设也必不可少。据课题组估算，在疫情期间，近期在各省份电网中逐渐建立的电力辅助市场将我国可再生能源消纳能力平均提升了5%。随着市场制度的逐渐完善和电力辅助市场的日趋成熟，我国的电力市场改革有望在未来为提升可再生能源消纳提供更有力的支撑。

12. 提升城市环境质量，降低银行风险承担。金融是现代经济的核心，具有降低风险、有效配置资源、动员储蓄、便利交易和加强监督管理等重要功能，是连接各经济部门的关键纽带，金融系统稳定是经济平稳健康发展的重要基础。尤其是在当前中国经济社会发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力下，实现经济高质量发展亟需安全稳定的金融环境作为内在支撑。近年来，城市环境质量的不断下降严重背离了经济高质量发展要求，已成为新时期中国经济迈向高质量发展阶段的“绊脚石”。商业银行作为金融系统的重要分支，其风险承担行为对金融系统的稳定起着至关重要的作用。在防控重大金融风险和城市环境治理迫在眉睫的双重背景下，深入剖析城市环境质量对银行风险承担的影响及作用机理，无疑具有重要的现实意义。为此，课题组在有效测算城市环境质量综合指数的基础上，以2007-2020年191家城市商业银行和农村商业银行非平衡面板数据为研究样本，定量识别了城市环境质量对银行风险承担的影响。经验结果发现，城市环境质量提升会显著降低银行风险承担，但地方政府干预会减弱城市环境对银行风险承担的负向影响。课题组认为要充分认识到防范化解重大金融风险与污染防治并

非彼此孤立、相互割裂的关系，而是具有相互促进、互融互促的内在逻辑。考虑到城市环境治理问题涉及全社会的各个方面，因此要具有全局观、整体观的思维，统筹推进，才能把防范化解重大金融风险与污染防治攻坚战打得好、打得实、打得好，最终实现“双赢”局面。

13. 民营房地产企业违约率大增，金融系统稳定性未见改善。截至 2022 年一季度末，我国实体经济部门的宏观杠杆率为 268.2%，其中大部分债务集中在非金融企业部门，其杠杆率为 158.9%。2022 年 4 月末，我国工业企业资产负债率为 56.5%，同比上升 0.3 个百分点，较 2021 年末上升 0.4 个百分点。这主要受私营工业企业杠杆率快速上升所驱动，4 月末私营工业企业的资产负债率为 58.8%，同比上升 0.7 个百分点，较 2021 年末上升了 1.2 个百分点。此外，进入 2021 年下半年，房地产行业流动性风险突出，民营房企的违约率从 2021 年末的 15% 上升至今年 6 月末的 29.9%，增幅高达 14.9%。特别是二季度，受房地产行业“三道红线”政策叠加本土疫情冲击的影响，民营房企违约率飙升 10.8 个百分点。民营企业违约风险的上升对金融系统可能造成的冲击不可忽视。

为此，课题组通过条件在险价值模型（CoVaR）来评估我国银行系统的稳定性和识别系统重要性银行。模型估计结果显示，2022 年以来不论是单家银行受到外部冲击时，还是银行系统整体受到外部冲击时，我国商业银行风险溢出率呈现持续上升的趋势。当前银行风险溢出水平虽然在不同规模的银行间呈现分化，但总体而言金融系统稳定性不但没有改善甚至有所恶化。具体地，规模相对较大的国有商业银行的风险溢出水平加速上升，而规模相对较小的城市和农村商业银行的风险溢出水平的上升趋势则已持续 3 年以上。继包商银行破产后，近期河南等地村镇银行又爆出“无法提现”等事件，地方性小银行的风险再次开始显露。更重要的是，在遭受系统性风险的冲击时，大型国有商业银行的风险溢出水平再次回升至 2020 年同期的水平，处于 2014 年以来的次高位。在当前三重压力叠加外部挑战日益增大的背景下，除了需要持续关注城市和农村商业银行风险溢出率的变化，也要密切关注国有大型商业银行的风险溢出率的变化，守住不发生系统性金融风险的底线。

14. 警惕财政金融风险。随着经济部门间关联关系日趋紧密，地方政府债务风险不会仅拘泥于地方政府部门，还会传染至其他经济部门。从地方政府债券的投资者结构来看，商业银行大约持有 84% 的地方政府债券，这意味着地方政府债务与商业银行之间存在紧密的联系。课题组通过考察 2007-2019 年间，地方政府负债率与各地区商业银行不良贷款率发现，两者呈正相关关系，即地方政府债务规模越大的地区，其商业银行的不

良贷款率也越高，这意味着需要警惕由地方政府债务扩张而引致的金融风险。据此，课题组认为，应该规范地方政府举债融资权限，确保地方政府的举债规模与财政承受能力相适应，避免地方政府债务违约风险发生。考虑到地方政府债务风险并不单纯是财政问题，其风险会外溢到金融部门，而且两者极容易叠加放大为金融财政的系统性风险。因此，地方政府应扩宽融资渠道，逐步发展地方政府与社会资本合作模式、引入非金融机构和投资个体持有地方政府债券等融资方式，改变地方政府融资过度依赖金融机构的局面，逐步建立财政与金融之间的风险隔离机制。

15. 推动绿色转型，助力高质量发展。当前中国经济正处于增速放缓与发展转型的关键时期，对经济增长的质量提出了更高的新要求，因而对经济发展的评价自然也不应再仅囿于单一的 GDP 指标。为更为合理地衡量经济发展质量，课题组在已有研究的基础上构建了包含环境质量等指标在内的科学指标体系。经测算发现，相较于依据 GDP 增速指标的衡量标准，在考虑环境污染的情形下，天津、内蒙古、河北、河南等省份的福利状况更差。主要原因在于，这些地区大多是煤炭、钢铁、水泥、化工等高耗能、高污染排放行业集中的地方，其环境污染状况较为严重，而由此导致的福利损失也较大。据此，课题组认为需要破除“唯 GDP 论”的观念，构建包含环境绩效的绿色考核体系，促成经济社会发展和生态环境保护协同共进，实现真正意义上的经济高质量发展。从短期来看，各地方政府应结合自身实际采取因地制宜的环保政策，以合理的环境规制和环境目标倒逼经济高质量发展。在长期来看，地方政府发展地方经济的目标是十分强烈的，可以通过制定合适的产业政策引导产业发展，以财政补贴、税收优惠等方式加强帮扶吸引低污染、高产值的技术创新型企业，推动当地的产业转型升级。

（二）主要指标预测及政策模拟

课题组基于 IAR-CMM 模型对中国经济增长和各关键经济指标进行了预测。下表报告了 2021 年与 2022 年各关键经济指标的实际增长情况和预测结果。

表 1 上海财经大学高等研究院对中国各主要经济指标增速的预测¹

¹该表中 GDP 增长率为实际数据，其他指标均为名义数据。灰底部分的数据为预测数据，其余为实际统计数据；预测数据根据截至 2022 年 6 月 15 日所发布的数据。除投资增长率外，表中其余增长率均为当季同比增长率。

投资增长率是指全社会固定资产投资总额的累计同比增速，不同于支出法 GDP 核算中的资本形成总额，固定资产投资包括土地、旧建筑物和旧设备的购置费用，但不包括存货增加部分，也不包括 500 万元以下项目的投资、零星固定资产购置、商品房销售增值、新产品试制增加的固定资产、未经过正式立项的土地改良支出以及无形资产增加等。

消费增长率是指社会消费品零售总额的当季同比增速。不同于支出法 GDP 核算中的最终消费支出，社会消费品零售总额包括居民使用的建筑材料、非政府单位的商品零售额以及政府单位使用的交通工具和电讯产品，但不包括餐饮之外的服务类消费和虚拟消费（如自产自销的农产品和自有住房消费）等。

	单位	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2021 全年	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2022 全年
GDP	%	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1	4.8	0.9	5.2	5.8	4.3
投资	%	25.6	12.6	7.3	4.9	4.9	9.3	6.5	6.3	6.2	6.2
消费	%	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5	3.3	-4.8	3.8	4.8	1.8
出口	%	48.8	30.7	24.4	23.1	29.9	15.8	9.8	8.4	4.2	9.5
进口	%	29.3	44.0	25.9	23.7	30.1	9.6	2.1	7.3	4.0	5.7
CPI	%	-0.03	1.1	0.8	1.8	0.9	1.1	2.1	2.6	2.5	2.1
PPI	%	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1	8.7	6.9	5.2	4.7	6.4
GDP 平减指数	%	2.1	5.3	4.4	5.8	4.4	4.0	3.4	3.2	2.9	3.4

数据来源：CEIC、WIND、上海财经大学高等研究院

在基准情景下的预测，课题组对 2022 年基准预测的外部环境主要假设条件包括：

(1) 2022 年全球经济增长放缓，世界银行在 6 月对美国 2022 年 GDP 增速的预测为 2.5%，欧元区实际经济增速 2.5%，日本实际经济增速为 1.7%，东盟实际经济增速 4.4%。(2) 美联储持续加息，收紧货币政策预期已经形成。(3) 人民币兑美元汇率 2022 年底或将在 6.8 附近宽幅震荡，但仍在合理区间。(4) 国际政治经济环境复杂化，预期 2022 年贸易摩擦仍然存在。

基于前面对中国经济形势与风险的分析，课题组对 2022 年基准预测的内部环境主要假设条件包括：

(1) 国内疫情得到有效控制，偶有出现零星散发病例。(2) 家庭对未来收入增速及收入波动的不确定性增强，叠加家庭债务产生的还款负担，继续对消费形成负面影响。(3) 2022 基础设施建设投资持续加快，房地产投资下行压力犹存，制造业投资保持平稳增长。(4) 根据银保监会公布的相关数据，截止到 2022 年一季度末，商业银行不良贷款率为 1.69%，课题组假设截至 2022 年第二季度末我国商业银行不良贷款率上升至 1.72%。(5) 积极的财政政策将提速增效，预计 2022 年赤字率约为 3%。(6) 综合考虑我国经济面临的三重压力和主要发达经济体加快收紧货币政策的影响，稳健的货币政策将以我为主兼顾内外平衡，预计下半年降准 1 次，25 个基点。(7) 维持十四五期间碳排放强度（单位 GDP 碳排放量）下降 18% 的整体目标，折合年均下降 4%。

考虑到疫情防控政策、国际形势以及企业信用状况等因素，课题组作出如下 7 种情

景分析：情景 1：宏观经济政策力度加大；情景 2：疫情在部分城市局部爆发；情景 3：疫情防控更加科学精准；情景 4：民营企业违约风险上升；情景 5：俄乌冲突缓和；情景 6：美国下调对中国加征的关税；情景 7：全球滞胀风险。

课题组根据 IAR-CMM 量化准结构模型的模拟探讨各种假设情景下的政策力度选项，并进行政策实验，模拟为了达到 5% 的经济增速，财政政策或货币政策在不同情景下需要在基准假设之外作出的调整力度，不同情景下所需的政策力度分别为：

表 2 各情景假设下实现基准经济增速所需的政策力度

情景	基准情景	1. 宏观经济政策力度加大	2. 疫情局部爆发	3. 疫情防控更加科学精准	4. 民营企业违约风险上升	5. 俄乌冲突缓和	6. 美国下调加征的关税	7. 全球滞胀风险
全年 GDP 增速	4.3	4.7	4.0	4.2	3.5	4.5	4.6	3.9
增速目标	5.0							
货币政策增加力度	降准 2 次各 50 基点	降准 1 次 50 基点	降准 3 次各 50 基点	降准 2 次各 50 基点	降准 4 次各 50 基点	降准 1 次 50 基点	降准 1 次 50 基点	降准 3 次各 50 基点
赤字超预算额 (亿元)	7838.3	3359.3	11197.6	8958.1	16796.3	5598.8	4479	12317.3
赤字超预算比率 (%)	21.2	9.1	30.3	24.2	45.5	15.2	12.1	33.3
估算赤字率 (%)	3.6	3.6	3.9	3.7	4.4	3.5	3.4	4.0
总赤字占财政空间	12.1	12.1	13.0	12.4	14.5	11.5	11.2	13.3

注：情景 1 中的政策力度是指货币政策和财政政策相对情景 1 的政策假设所需额外增加的政策力度。其他情景下，均指相对基准情景所需额外增加的政策力度。

数据来源：上海财经大学高等研究院

值得注意的是，以上各政策选项分析均是基于单一情景假设所进行的探讨，在现实中多个情景往往会相互叠加，相互影响，带给中国经济内外多重冲击，这些不确定性的交互作用可能带来放大效应，导致中国经济的下行压力进一步加大。课题组据此提出的货币政策力度和财政政策力度是为达到增长目标可能选择的特定政策选项，并不是唯一选项。其中，货币政策选项主要为降低法定准备金率，原因在于，当前美国等主要发达国家均进入加息周期，降息政策可能加大资本外流压力，对中国宏观经济和金融系统的健康运行弊大于利。现实决策中，需要结合实际经济情况灵活运用不同政策工具，例如情景 4 企业违约风险上升推高融资成本，可以考虑采用降低 LPR 利率，或者降准与降

息相结合的方式达到同样的政策目标。此外，对于情景 2、4、7 来说，由于 GDP 增速过低，采用激进的需求管理政策来强行进一步拉高增速可能会得不偿失。课题组在往年的报告中已经多次强调，宏观经济政策应当着眼于经济整体的长期健康运行，避免短期经济刺激政策的长期负面作用损害增长潜力和可持续发展能力。

（三）破除全国统一大市场建设三大认知误区全力稳住经济大盘

日前，中共中央、国务院发布《关于加快建设全国统一大市场的意见》，明确提出“加快建设高效规范、公平竞争、充分开放的全国统一大市场”，这是在新发展阶段构建新发展格局的基础支撑，也是当前复杂形势下稳住经济大盘的内在要求。事实上，建设全国统一大市场不仅是应时之需，也是市场取向改革确立之初就已设定的目标任务。早在 1993 年党的十四届三中全会《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》就提出，着重“创造平等竞争环境，形成统一、开放、竞争、有序的大市场”。2013 年党的十八届三中全会《关于全面深化改革若干重大问题的决定》再次重申，“建设统一开放、竞争有序的市场体系，是使市场在资源配置中起决定性作用的基础”。但是，究竟什么是全国统一大市场？加快建设全国统一大市场为什么重要？什么原因导致全国统一大市场建设的延宕？全国统一大市场建设面临哪些堵点、难点？**如何进一步加快建设全国统一大市场？**社会各界有很多不同看法，其中不乏一些重大认识上的误区，不仅对市场取向改革的正确方向形成干扰，而且一旦转化为政策会进一步加大经济下行压力。同时，这些具有误导性的认识及其指导下的经济政策无论是从短期看、局部看，还是放到长期和全局视角去看，大有问题。**主要体现在以下一些认知误区：**

一是没有处理好高效规范和充分开放的辩证统一关系，误以为建设全国统一大市场就是政府要把市场统起来、管起来，导致的结果就是政府管制不断加码，滑向统制经济的方向，市场主体的经济自由空间不断被压缩，其后果就是监管的过急、过频、过大、过激，大大地弱化了市场主体的活力和资本的应用。二是将公平竞争和市场主体创新导致的阶段性垄断对立起来，以为建设全国统一大市场所要求的公平竞争就要弱化资本，将市场主体创新而导致的阶段性垄断以行政的手段予以破除，而忽视了市场竞争机制之下竞争压力企业通过投资研发激发创新，创新和知识产权的保护导致阶段性垄断利润，而阶段性垄断利润又导致创新的“竞争-创新-垄断-竞争”动态循环。三是以为建设全国统一大市场的目标是摆脱对外部市场、外循环的依赖，完全可以依托自身超大规模市场优势而自力更生、自我循环，从而寄希望什么都自搞一套、自成体系，而没有充分认识到，中国改革开放实践探索之所以取得如此巨大成就的关键就是对内放开和对外开放

是相辅相成不可分割的辩证统一体。

除此之外，还有人认为，建设全国统一大市场是一个长期目标任务，对于当下缓解经济下行压力作用不大，还是要靠短期刺激政策，导致的结果就是不重视改革和通过制度建设来进行中长期治理，没有从一般均衡、综合治理的角度来处理好短期政策和中长期改革治理的关系，忽视了市场取向改革增长红利的关键作用。凡此种种认识误区，已严重影响了经济平稳发展和高效规范、公平竞争、充分开放的全国统一大市场的建设，必须予以澄清，才能更好地推进新时期全国统一大市场建设和经济平稳发展。

(1) 以市场取向全国统一大市场建设稳经济、稳信心、稳预期

所谓全国统一大市场，旨在通过市场化手段及其法治让各类市场微观主体和个体投入其禀赋（包括资本、知识和劳动），让禀赋和商品充分流动，以此最大限度激活本国生产要素和激发市场主体活力，推动经济发展和民生改善。然而，无论是从实际经济指标，还是从经济先行指标看，中国经济下行的态势和压力都非常大，特别是市场微观主体信心不足、预期悲观、消费低迷、投资放缓、内生经济增长动力削弱。企业端显示，制造业和非制造业采购经理指数自 2021 年 7 月以来基本都是同比负增长，2022 年 3 月以来一直低于 50% 荣枯分界点，直至 6 月才重返扩张区间。居民端显示，消费者信心指数、消费者满意指数、消费者预期指数自 2021 年 10 月以来同比增速一直是负值，2022 年 5 月，社会消费品零售总额更是同比下降 6.7%。生产和消费的低迷，导致的一个结果是企业纷纷裁员，失业率提升，居民收入增长放缓乃至部分居民失去收入来源。从改革开放的实践探索来看，一些关键节点的市场取向改革对市场主体信心和预期的改善是极为显著的，其所带来的改革红利也是非常可观的。当前，中国要稳住经济大盘，必须恢复市场主体信心，发挥市场决定作用，激发市场主体活力，推进更大力度的开放，这也是当前复杂形势下通过改革开放加快市场取向全国统一大市场建设的题中应有之义。

第一，辩证处理好高效规范与充分开放的关系，应对需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力下中国经济增长持续下行，激发国内超大规模市场活力，保护、培育、壮大市场主体带动经济发展的需要。受今年早些时候东北、长三角地区疫情影响，特别是上海、深圳等关键枢纽城市疫情的冲击，大量市场主体特别是中小微企业出现生产经营困难，由此也导致城镇调查失业率达到较高水平，4 月甚至突破 6%，达到 6.1%，5 月尽管有所下降，但仍处于 5.9% 的历史高位，而 16-24 岁年轻人失业率更飙升至 18.4%，大学生就业压力加大。这些都表明国内需求收缩的压力有增无减，需要实施有力度的一揽子提需求、稳增长政策。市场主体是市场经济发展的发动机，中小微企业是社会经济的“毛

细血管”，是保障居民就业和收入的重要依靠力量。**稳住宏观经济大盘的实质，就是要稳住市场主体，帮助其恢复信心、渡过难关并取得新的更大发展。**在当前经济下行压力增大的形势下，市场主体需要的不是更多更大力度的监管，而是充分开放和放开，拥有更大的经济自由空间。**建设全国统一大市场，就是要通过松绑放权的改革，进一步破除制约市场主体发展的不合理限制，能放的进一步放，该管的尽量用法治管而不是政策的频繁应用或变动，打破传统体制下政府设置的障碍、壁垒，用政府的后退一小步换市场的前进一大步，培育更加活跃、更有效率和创造力的市场主体。**

第二，辩证处理公平竞争与创新垄断的关系，应对中国经济要素驱动粗放式发展方式红利衰竭，发挥市场在资源配置中的决定性作用，向创新驱动集约式发展方式转变和高质量发展阶段迈进的要求。中国的要素市场化建设严重滞后于商品、服务市场，政府在要素市场“定价格”的作用发挥过大、干预过多，而“定规则”的作用发挥不足，没有最大程度地发挥市场决定要素价格的作用，导致的结果是要素价格扭曲背景下通过人为压低一些要素价格，以要素大规模投入来推动经济增长的现象。但是，随着要素边际收益递减效应的出现，要素驱动的发展模式难以为继，并且其扭曲定价机制带来的影响会进一步延展到商品和服务市场，影响市场决定性作用的发挥。加快全国统一大市场建设，不仅是空间上物理上的统一，也要求要素市场、商品市场和服务市场都遵循市场决定价格的原则。同时，对于市场主体经由资本投入来创新而实现的阶段性垄断及其收益不应急于对资本和创新导致的垄断“开红灯”，因为市场竞争机制会引致更多的模仿、创新来消除这个垄断，先行创新者要继续取得垄断利益就必须持续资本投入实现创新突破，所以有必要给创新者提供充分的激励和外部性补偿，这样最终受益的是消费者和整个经济。民营经济为我国贡献了50%以上的税收、60%以上的GDP、70%以上的技术创新、80%以上的城镇就业、90%以上的市场主体数量。在经济持续下行和国际形势复杂的紧要关头，进一步鼓励支持推动民营经济发展，鼓励民营创新，形成支持民营的气氛将特别有利于民营信心的建立。惟其如此，才能充分调动市场主体的创新与企业家精神这一最重要的生产要素，推动中国经济实现创新驱动高质量发展。

第三，辩证处理对外开放和对内放开的关系，应对新冠疫情和地缘政治博弈加剧背景下逆全球化、贸易保护主义抬头，构建以国内大循环为主体、国际国内双循环相互促进的新发展格局的必然要求。尽管今年1-5月货物进出口总额特别是出口总额实现了较高速增长，但是受新冠疫情反复冲击和地缘政治博弈加剧影响，中国长期受益其中的经济全球化还是面临着空前严峻的考验，意识形态、价值观等方面差异和分歧被不断放大，

尤其是美国拉拢其盟友对中国的技术封锁、贸易壁垒不遗余力，使得全球供应链断裂、重组、极化现象加剧，经济复苏进程受阻，同时受俄乌战争影响，食品和大宗商品价格大幅上涨，美国、欧盟国家通货膨胀水平创近年来新高，世界经济滞胀风险上行。在此背景下，中国经济一方面要通过更加主动、更大力度、更高水平的对外开放，突破外部技术封锁和贸易壁垒，不放弃对外部市场的抢占、对先进技术的引进，融入并进一步推进全球统一大市场建设，另一方面也要进一步的对内放开，深挖潜力，在加快建设全国统一大市场进程中畅通国民经济循环，降低制度性交易成本，提升内生经济增长动力。只有与全球市场相联通、嵌连的全国统一大市场，才能真正将中国的超大规模市场优势发挥出来。

（2）新时期市场取向全国统一大市场建设所面临的堵点、难点

如果以 1993 年党的十四届三中全会为起点，建设全国统一大市场的目标已经提出近 30 年的时间，为什么依然没有实现？或者说，面临着哪些久攻不破的堵点、难点？中国经济要实现高质量发展，消除以上三大误区，有三对基本关系必须处理好：一是政府间关系，二是政府与市场的关系，三是政府与企业的关系。当前，中国经济发展中存在的市场激励不足、要素流动不畅、资源配置效率不高、微观经济活力不强等问题，归根结底与这三大基本关系没有处理好，使得政府职能的越位、错位和缺位并存，对市场在资源配置中的决定性作用发挥形成干扰息息相关。在政府主导型改革模式之下，政府既是改革的主体，也是改革的对象。这一双重角色决定了政府改革在中国深化市场取向改革中的重要地位和作用，并且在新形势下政府改革迫在眉睫，不改革或缓改革的负面效应日益显现。相反，政府改革带来的红利将是巨大的，有利于加快推进市场取向全国统一大市场建设，稳住宏观经济大盘。

第一，现有中央和地方政府间分权体系，是导致中国出现诸侯经济、地方保护和市场分割的重要因素。作为单一制国家，中国的中央政府对于地方政府拥有支配性权力，官员政绩考核与晋升体系如同一个指挥棒，对地方政府官员的施政形成导向。同时，随着中央政府向地方政府的权力下放，地方政府又发展成为相对独立的利益主体，成为撬动中国经济增长和发展的一个重要力量。过去经济高速增长时期的 GDP 中心主义，使得地方政府官员千方百计招商引资，搞大而全、小而全的产业体系，为增长而竞争。其中，有些竞争是良性的，比如营商环境的改善、比较优势的发挥等；有些则是恶性竞争，表现为低水平重复建设、过度政策优惠、各种显性和隐性的地区行政壁垒、一些行业的条块分割等。特别是在新冠疫情冲击之下，一些地方政府层层加码实施封闭管控、高速

封路等措施，致使市场主体的产业链、供应链安全受到人为干扰。以上种种非市场因素彰显对内的充分开放和放开还任重道远，对市场主体的生产经营决策和行为造成干扰扭曲，使得资源不能在更高层次、更大范围优化配置，给全国统一大市场建设和经济增长带来拖累。

第二，政府与市场的关系不尽合理，政府职能转变不到位，是导致全国统一大市场建设迟滞的主瓶颈。实践中，一些原本属于市场调节或应由社会提供的事务，政府部门过度有为，经常“越位”和“错位”，介入过多、过深，管制措施不断加码，在极大增加了政府支出的同时却并未达到预期的治理效果，阻碍了市场在资源配置中决定性作用的发挥，供求机制、价格机制、竞争机制等基本市场机制在一些领域尚未健全，使得要素和商品自由流动仍面临各种显性和隐性壁垒，难以形成统一大市场。这在财政日益吃紧的当下，更是不明智之举。同时，一些市场失灵的领域本应由政府部门承担提供基本公共产品和服务，政府部门经常“缺位”，公共产品和服务供给反而数量不足，质量不高，无法满足人民日益增长的美好生活需要，同时也因后顾之忧而抑制了消费需求。简言之，政府在管不了、管不好的地方投入了太多行政资源，而应该管的地方却没有去管或没有管好，政府职能边界的设定不合理，背离了现代市场经济体系下有限政府的定位要求。所以，政府职能转变既要做减法，也要做加法，目标是激活市场活力。当然，这个合理治理边界的界定是一个动态优化调整的过程。

第三，政府对待不同所有制类型的企业在一定程度上存在亲疏有别现象，竞争中性和原则尚未落到实处，弱化了民营的信心及预期。改革开放以来，民企、民营经济不断发展壮大，在推动经济高速发展、改善民生、促进创新、深化改革、扩大开放等各方面都起到了不可或缺的重要作用，与中国经济同频共振。应牢牢坚持“两个毫不动摇”原则，全国统一大市场的建设，最终的检验是看不同类型市场主体是否享受统一的国民待遇，遵循统一的市场规则，接受统一的市场监管，以此增加民营信心及其预期。现在许多民企创新发展的劲头不足，说到底还是信心问题、预期问题。有了信心和好的预期，企业家就能够做到废寝忘食搞创新，一心一意谋发展。显然，目前距离这一理想状态还有较大差距。特别是地方政府与地方国企的紧密联系以及地方国企的大量存在，使得地方行政垄断、诸侯经济等难以根治。在产权保护、市场准入、行业监管等方面存在不同所有制经济的分立乃至对立，未能真正做到一视同仁，既阻碍了全国统一大市场建设，又降低了资源配置效率。特别是对数字经济平台民营企业的高强度监管，使得中国近几年新增独角兽企业被美国远远抛在身后，扭转了过去与美国并驾齐驱乃至有所超越的良好发展

态势。这对于与美国的经济竞争、创新竞争，是极为不利的。从产权保护方面看，目前最大的问题是**执法标准不统一，本地或区域保护现象、偏向国企现象时有发生，使得民营企业产权和企业家人身财产安全受到侵害**。同时，部分地方政府部门仍存在公然违背市场准入负面清单制度，侵害相关市场主体合法权益的情况，监管不及时、效能不足。

(3) 从政府改革切入进一步加快市场取向全国统一大市场建设

加快建设全国统一大市场，本质是要正确处理政府和市场及其社会的关系，关键要靠深化政府改革促进政府职能转变。市场的本质是无为而治，无为而治的必要条件是完善市场制度，让市场有效。而让市场有效的必要条件是有效的政府，有效政府的必要条件是有一个有限和定位恰当的政府。有限就是恰当，多了不好，少了也不行。政府最基本的作用可用两个词来概括，就是“维护”和“服务”，也就是制定基本的规则、保障社会秩序的稳定以及供给公共产品和服务。**加快建设全国统一大市场，关键在于实现政府职能的两个根本转变：一是从行政干预过多的全能政府向让市场充分发挥作用的有限政府转变，二是从单一维度的经济发展型政府向多维度的公共服务型政府转变。**

如果以此来衡量，针对一些行业的急剧式、一刀切的不断加强的政府管制和结构调整，甚至将其市场统制起来，是不合宜的。自改革开放之初就确立的松绑放权市场取向改革方向仍需要继续坚持和深化，并且随着改革进入深水区需要触及政府改革这个关键。不过，政府改革意味着政府要向自己动“手术刀”，不可避免地会面临较大阻力，或者受制于旧的理念桎梏，或者遭遇到既得利益方的阻挠，常常导致改革雷声大雨点小，目标很好但是无法执行、落地的问题。**突破改革的阻力、推动改革的实施，有两种思路：一是依靠行政化手段，通过层层督导、层层加码的硬性要求，这往往信息成本很大；二是依靠激励机制手段，让改革者的收益跟改革的红利相挂钩、相融合，建立为改革而竞争的激励相容动力机制。**政府改革乃至整个经济体制改革的深化，均需要综合运用这两种手段。

具体而言，新时期中国经济体制改革需要从政府间关系、政府与市场的关系、政府与企业的关系三个方面入手，进一步深化政府改革，促进政府职能转变，以加快市场取向全国统一大市场建设。

第一，基于公共服务型有限政府定位重新界定政府间关系，根据信息对称强弱、外部性大小及是否激励相容，纵向合理划分中央和地方政府的事权与支出责任，横向推动地方政府间合作凝聚区域市场一体化力量。从现代国家视角来看，政府的职权、职能绝不应面面俱到，而要同其他类型尤其是市场与社会的治理元素分担功能，政府应该更加

聚焦于中立的市场监管者和公共服务提供者角色。为此，首先，需要明确有限政府基于权利保障的权力有限性和基于功能配置优化的权力分工性，让政府公权力在法治框架内运行，减少对市场运行的干扰。其次，需要对政府间纵向和横向财政关系进行动态调整，适度推动事权和支出责任上移、财权下移，避免地方政府因事多钱少而过度介入微观经济活动拓展财源，特别是通过地方国企、地方融资平台实施隐性债务摊派，形成潜在经济金融风险。再次，需要加强地方政府间的横向协调合作机制建设，打破地理边界和行政边界约束，推动区域内一体化、区域间一体化、都市圈间一体化，结合长三角一体化示范区、粤港澳大湾区等跨省市合作探索形成可复制推广的制度体系，以更好地加快市场取向全国统一大市场建设。此外，无论是中央还是地方，在全国统一大市场建设中都应注重与全球市场的互通连接。也就是，要以全球视野来推进全国统一大市场建设。

第二，基于有效市场目标重塑政府与市场的关系，善做减法，放松政府管制、精简过时法律法规，为充分发挥市场决定性作用、提升资源配置效率提供充分的制度基础空间，同时在维护和公共服务方面多做加法。一个现代化的市场经济体系，不是靠政府事无巨细的统制、管制建立起来的，也不意味着法律、文件越多越好。法也有善法、恶法之分，正如同市场经济有好坏之分。上世纪 80 年代，美国里根政府就曾设立总统特别委员会，对各种法律规章进行重新审核、修改和删除，并通过《日常文书工作缩减法》等排除文牍主义干扰，为美国经济新动能的孕育特别是克林顿时代的经济繁荣提供了制度基础。当下中国加快建设全国统一大市场，同样需要进一步放松政府管制、精简过时法律法规，赋予市场主体更大的经济自由空间，推动市场在提升资源配置效率方面的作用发挥。建议依托各级市场监督管理局开展法律、文件清理，倒逼各地各部门落实政策“源头”审查责任，对含有地方保护、市场分割、指定交易等限制市场公平竞争行为、妨碍全国统一大市场建设的条款进行及时纠正，确保存量政策措施应废尽废、应改尽改，增量政策措施应审尽审、应查尽查。同时，对于新政策的制定和出台要加强科学化、专业化水平，广泛听取市场主体的意见、建议。否则，闭门造车导致的结果可能是政策无法落地甚至起反效果，市场主体不堪其扰。在这些方面做好减法的同时，也要市场制度建设和维护以及公共服务等方面补位，多做加法，以此弥补原生市场在这些方面的失灵。

第三，基于竞争中性原则处理政府与企业的关系，强化市场基础制度规则统一，不断完善统一的产权保护、市场准入、公平竞争制度，依法监管、提振民营信心，为创新驱动营造良好环境。竞争中性原则要求政府有义务确保市场主体不因与政府存在特定联系而获得不当竞争优势，确保法律规则的同等适用，以维护公平竞争环境，为创新驱动

转型提供制度基础。这就要求进一步深化政企分开、政资分开，将国有企业打造成真正独立的市场竞争主体，特别是要打破地方政府与地方国企之间的深度嵌连，大规模减少地方国企规模并优化国有企业、国有资本管理模式。产权保护方面，应通过健全统一规范的涉产权纠纷司法体系，解决产权保护领域的“类案不同判”现象，实现司法执法统一、规范，增强涉产权经济行为结果预期的稳定性，依法保护不同所有制类型企业产权及企业家人身财产安全，同时加强知识产权保护，为创新者提供可预期的创新激励。公平竞争方面，一个最大的前提是民企可享受公平的市场准入，如果连准入都困难，竞争就更无从谈起。应遵循让市场主体“法无禁止即可为”和让政府部门“法无授权不可为”的原则对负面清单进行动态调整，并建立健全市场准入效能评估机制和市场准入公平监管机制。同时，公平竞争审查不应打击创新者的积极性，而更应聚焦在行政性垄断层面。

第一章 中国宏观经济发展的即期特征与主要风险

一、2022 年以来中国宏观经济发展呈现的主要特征

（一）消费受疫情冲击明显下降，下半年有望反弹

2022 年 1-5 月社会消费品零售总额 171689 亿元，同比下降 1.5%。消费市场在年初呈现较强的增长的势头（1-2 月社会消费品零售同比增长 6.7%），但在 3 月开始，新冠疫情的冲击使增长势头中断，消费总额在第二季度明显下降。本土新冠病例频发的情况下，居民外出购物、就餐，及非生活必需品的消费明显减少。疫情最为严重的 4 月，消费者信心大幅下降，社会消费零售同比下降 11.1%；5 月消费有所回升，同比降幅收窄到 6.7%。

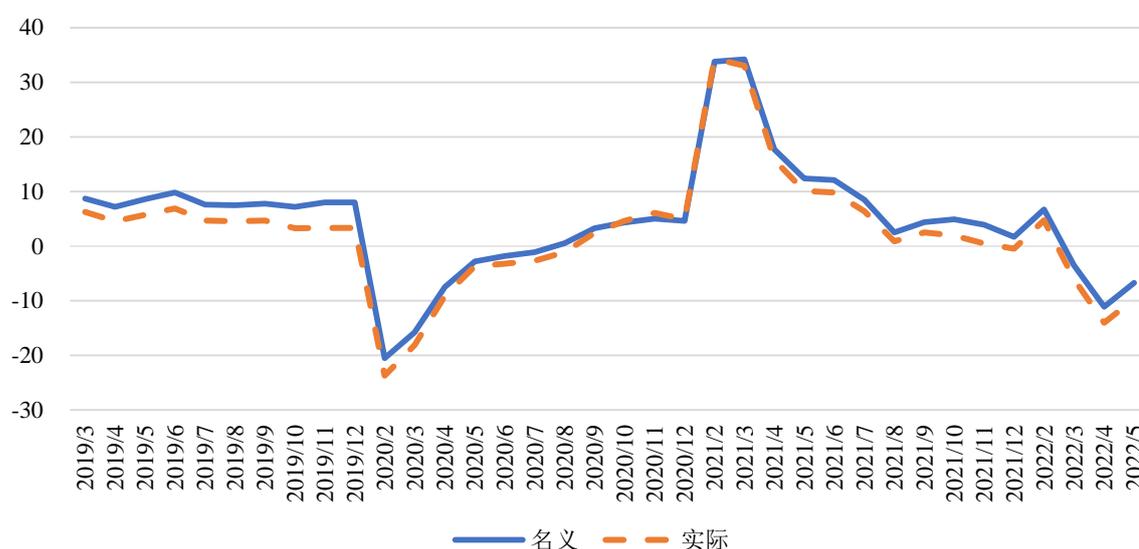


图 1 社会消费品零售总额同比增速
(数据来源：国家统计局，单位：%)

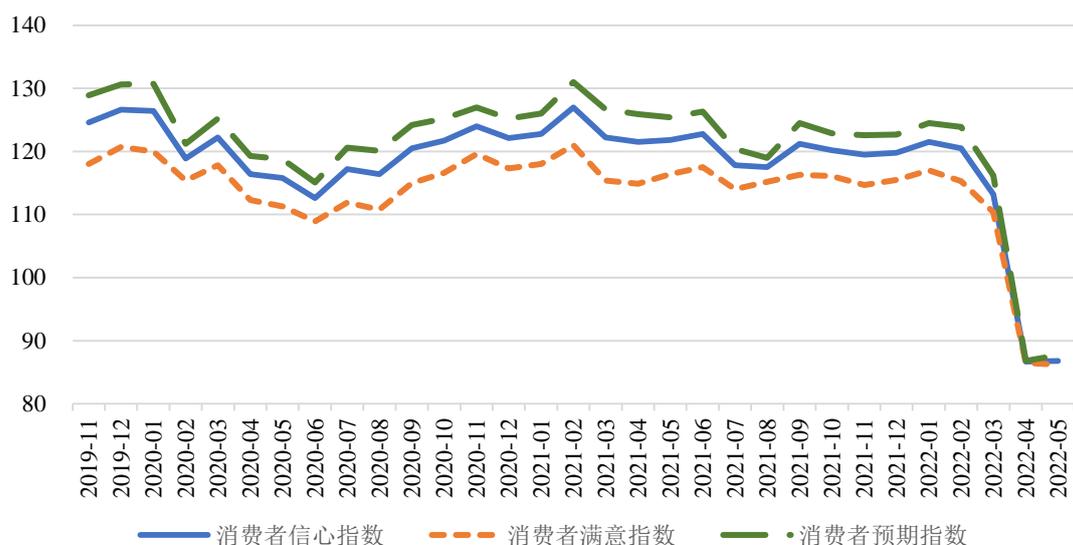


图 2 消费者信心指数
(数据来源: 国家统计局)

从各个类别消费品零售额的月度数据中可以看出, 疫情效应是短期消费波动的主要原因。餐饮业和旅游业受疫情的影响最大, 也是复苏最艰难的行业。在疫情效应最为严重的 4 月, 餐饮类消费同比下降 22.7%; 5 月总体消费回升的情况下, 餐饮类消费的依然未见起色 (同比下降 21.1%)。虽然疫情逐渐得到控制, 但是对风险的厌恶偏向使餐厅和旅游景点的消费依然受到限制。

网上消费的比例上升。零售和餐饮企业在线下销售受疫情制约的情况下, 积极开拓线上服务, 使部分消费, 尤其是实物消费, 从线下转移到线上。1-5 月全国网上零售额累计同比增长 2.9%。其中, 实物商品网上零售同比增长 5.6%, 总额为 42718 亿元, 占社会消费品零售总额的 24.9%。限额以上企业的商品零售在 2022 年上半年也是呈现 1-2 月增长, 3-5 月下降的总体走势。累计 1-5 月限额以上单位消费品零售额为 64614 亿元, 同比下降 0.5%。

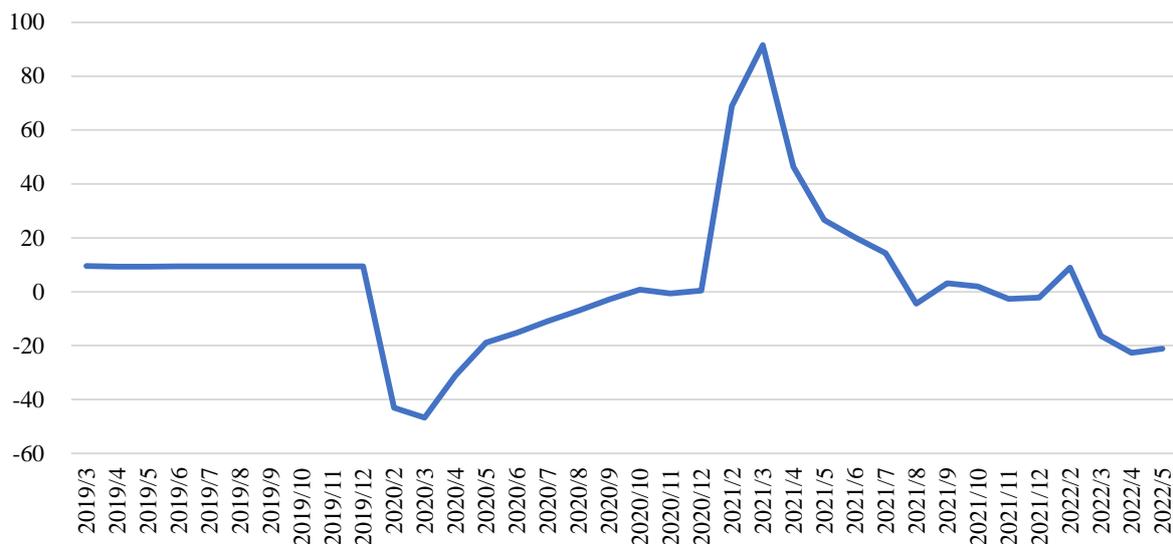


图3 餐饮类消费名义同比增速
(数据来源：国家统计局，单位：%)

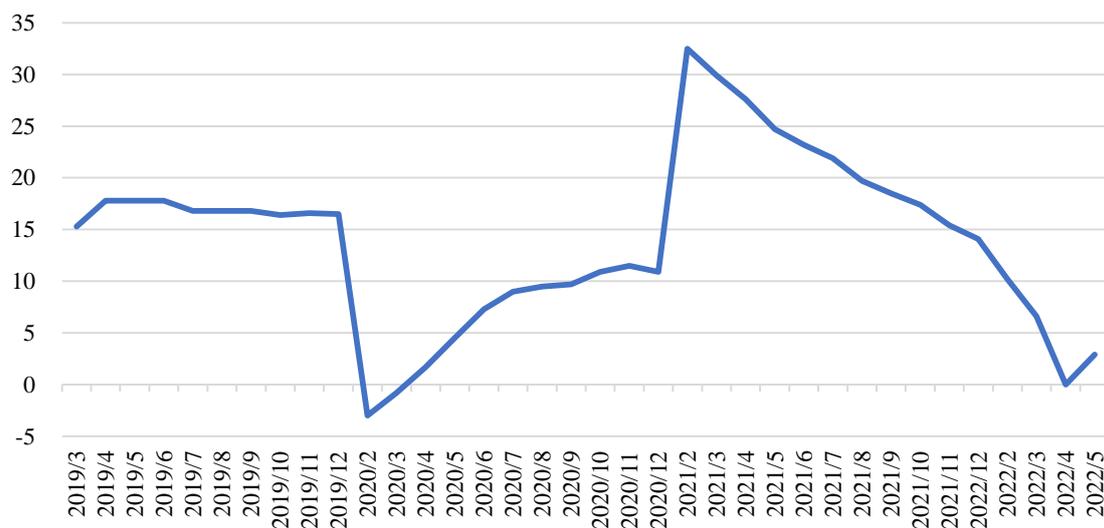


图4 网上零售类累计名义同比增速
(数据来源：国家统计局，单位：%)

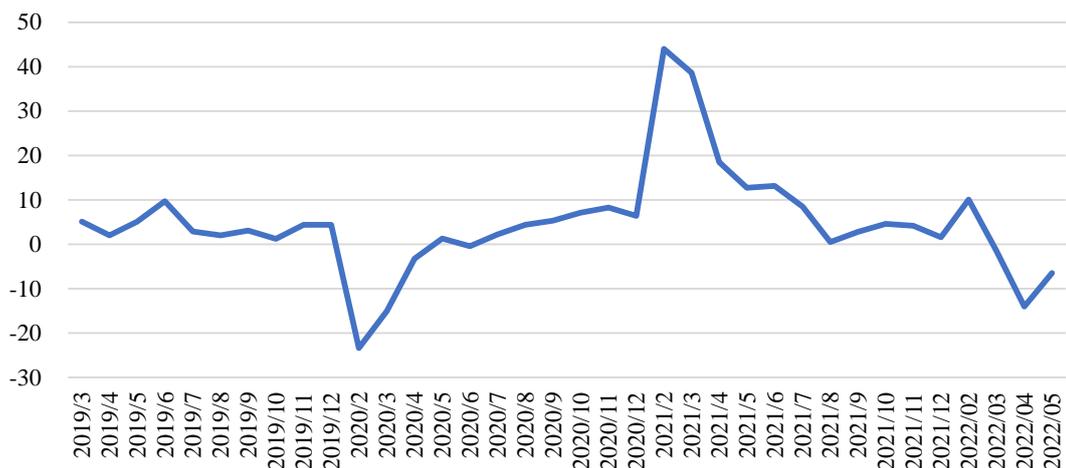


图 5 限额以上企业名义同比增速
(数据来源：国家统计局，单位：%)

其他各个消费类别的数据也明显体现了新冠疫情对消费的影响。基本生活类的商品销售表现普遍好于非基本生活类的商品销售。例如粮食类，居民为了应对疫情带来的不确定性和风险，普遍提高粮食的日常储备，1-5月，食品类消费品销售总额同比累计增速为10.0%；又例如中西药品类，自从2020年新冠疫情出现以来，医药保健品的消费一直保持着高速增长的态势，2022年1-5月中西药类消费品总额达523亿元，同比增长9.2%；同时，饮料类和烟酒类的消费增长迅速，分别取得9.8%和7.1%的同比增长，反映了居民在疫情特殊环境下需求口味的变化；文化办公用品类的消费增长稳定，1-5月累计同比增长率为4.7%。

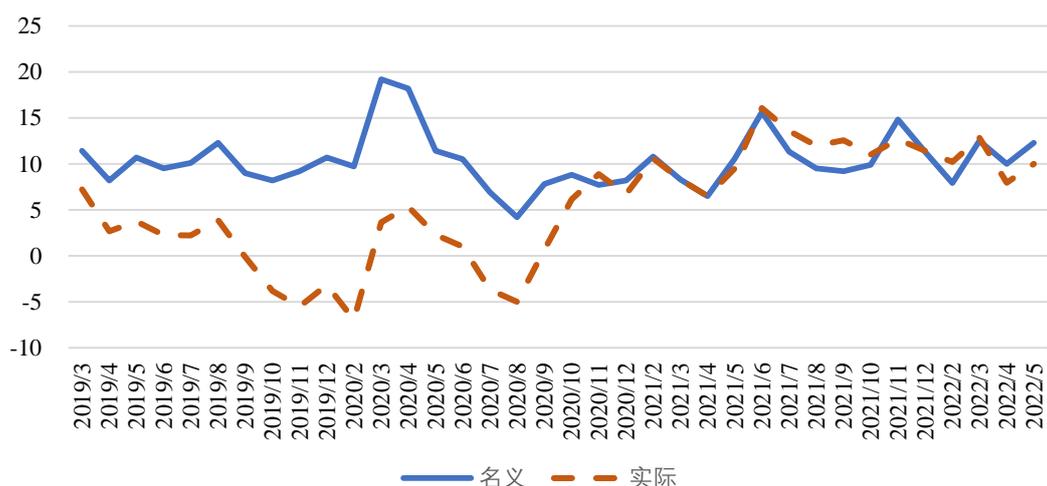


图 6 限额以上企业中食品类同比增速
(数据来源：国家统计局，高等研究院，单位：%)

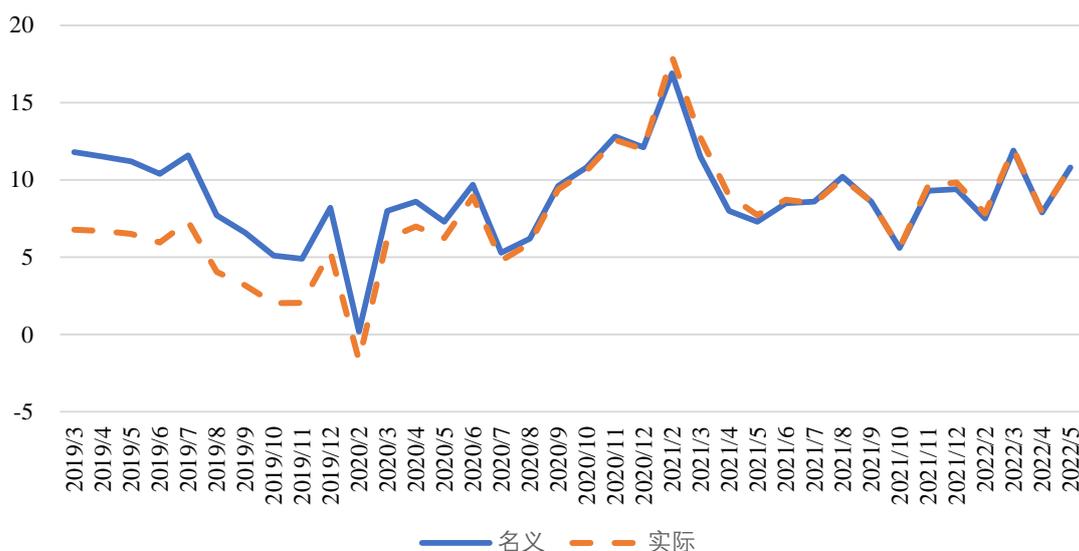


图7 限额以上企业中西药品类同比增速
(数据来源: 国家统计局, 高等研究院, 单位: %)

相比之下, 日用品类、服装类和其他非生活必需品类别的商品销售额明显下降。日用品类在年初取得较强的增长, 但在疫情最严重的4月同比下降10.2%, 5月略有所回升, 1-5月累计同比增长为0.6%。服装、鞋帽针纺品类, 在年初(1-2月)恢复增长后, 3月开始大幅度下滑, 4月同比下降22.8%; 1-5月累计同比下降8.1%。

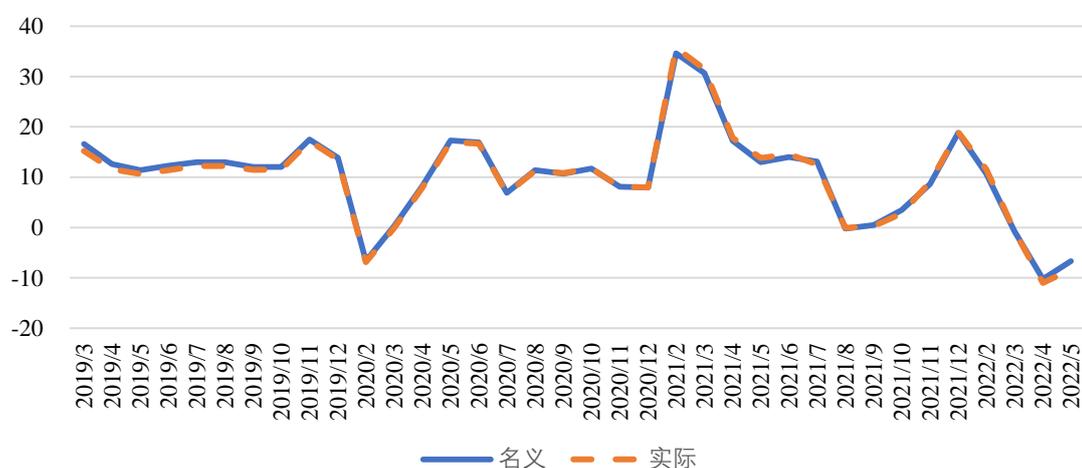


图8 限额以上企业中日用品类同比增速
(数据来源: 国家统计局, 高等研究院, 单位: %)

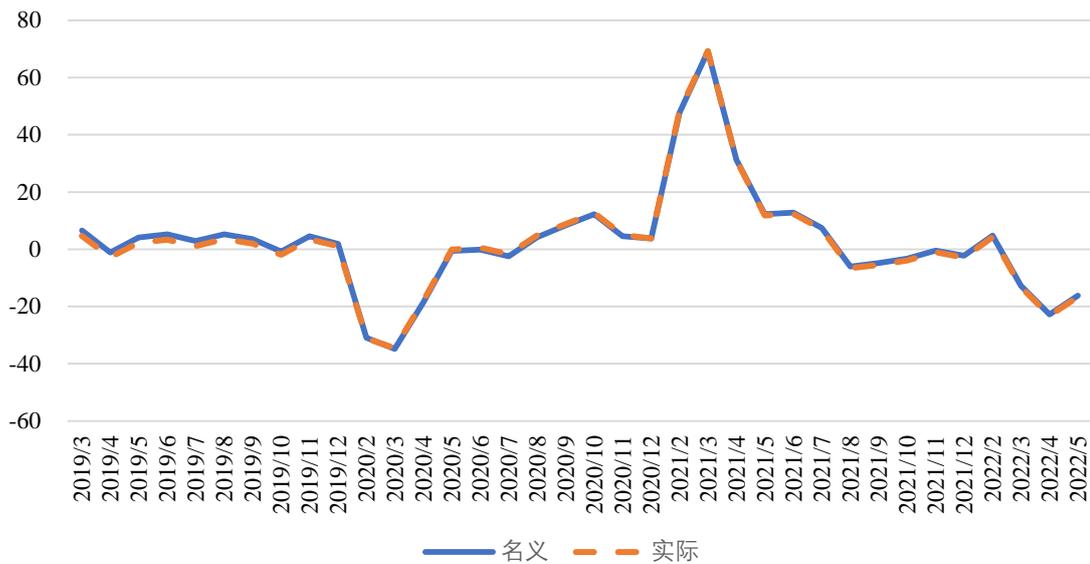


图 9 限额以上企业中服装、鞋帽、针纺织品同比增速
 (数据来源：国家统计局，高等研究院，单位：%)

通讯器材类、金银珠宝类和化妆品类的消费品市场从 3 月开始全面下滑。通讯器材类消费 4 月同比下降 21.5%，1-5 月累计同比下降 2.7%；金银珠宝类消费 4 月同比下降 26.7%，1-5 月累计同比下降 3.1%；化妆品类消费 4 月同比下降 22.3%，1-5 月累计同比下降 5.2%。非基本生活类的消费的大幅下滑部分反映居民在疫情下对这类商品的延迟消费倾向，造成短期性的波动。随着疫情在 5 月开始逐渐得到控制，这些类别的消费市场都呈现回暖趋势。

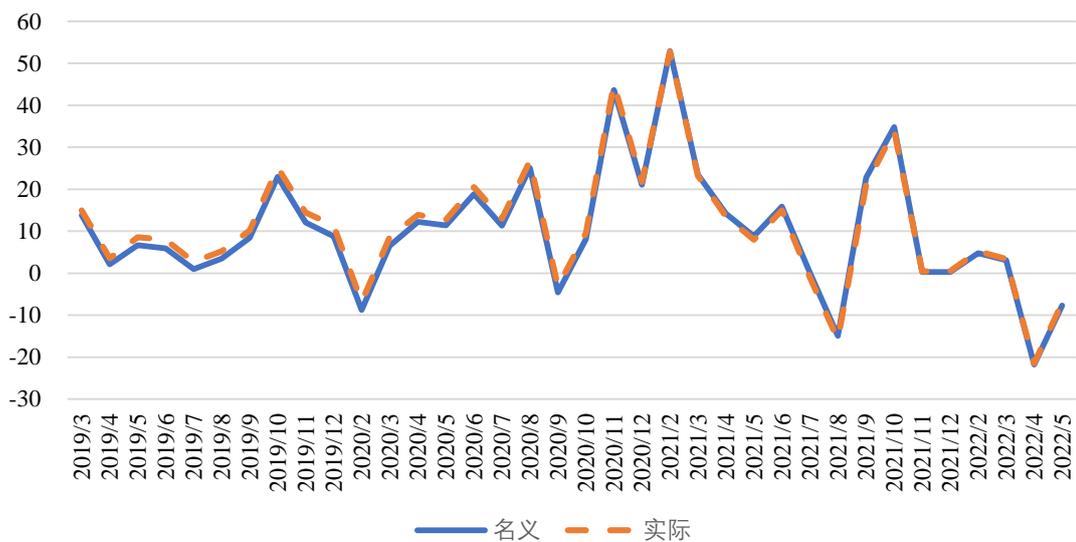


图 10 限额以上企业中通讯器材类同比增速
 (数据来源：国家统计局，高等研究院，单位：%)

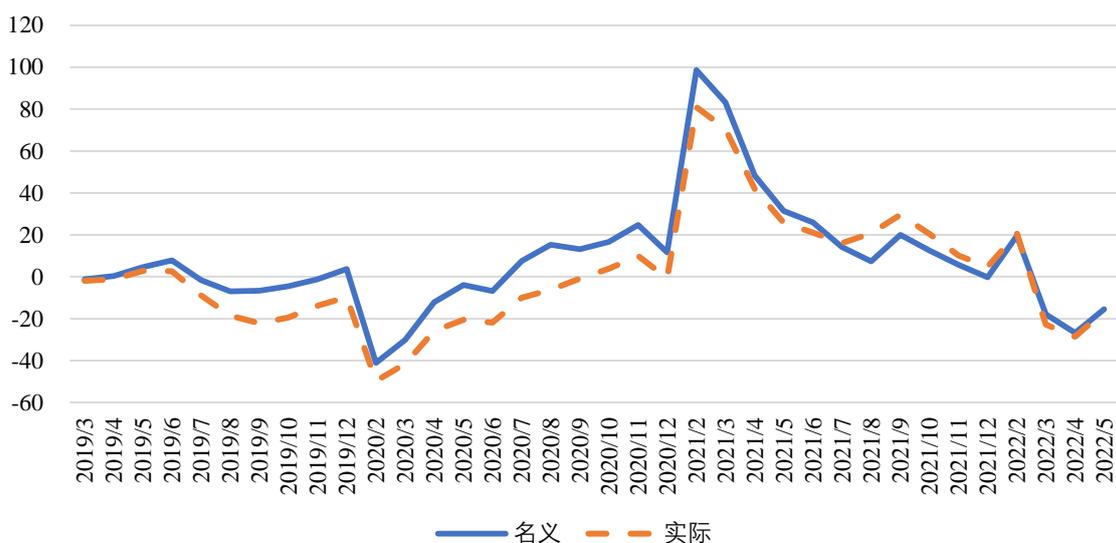


图 11 限额以上企业中金银珠宝类同比增速
(数据来源: 国家统计局, 高等研究院, 单位: %)

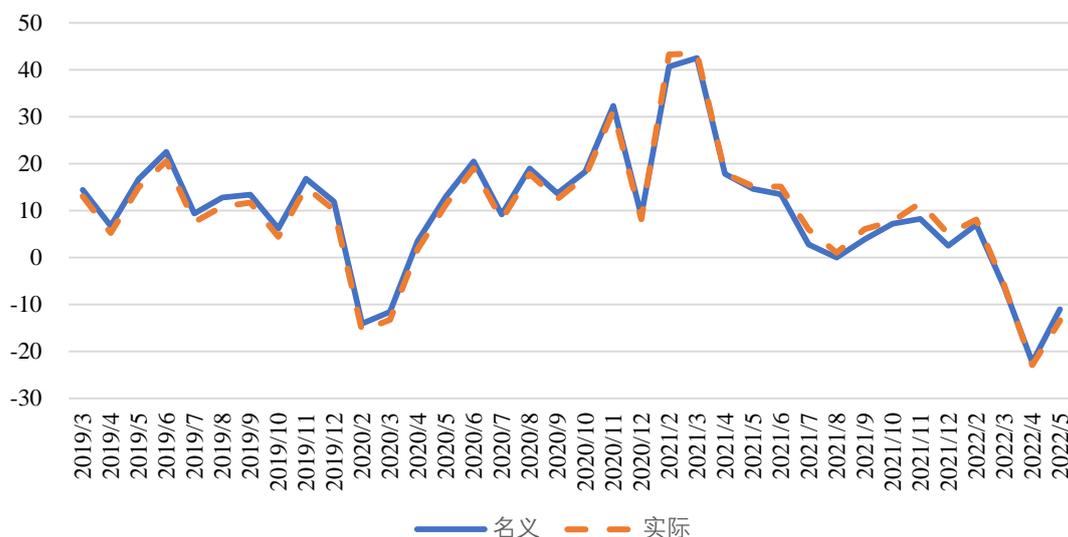


图 12 限额以上企业中化妆类同比增速
(数据来源: 国家统计局, 高等研究院, 单位: %)

在疫情和房地产投资低迷等因素下, 家具类和建筑及装潢材料类的消费下降明显。1-5 月, 家具类消费总额同比下降 9.6%; 建筑及装潢材料类同比下降 2.4%。其中 4 月, 这两类的同比下降幅度分别为 14.0% 和 11.7%, 疫情效应显著。

汽车类别消费总体走低, 1-5 月累计同比下降 9.9%。其中 4 月和 5 月同比下降比例为 31.6% 和 16%。汽车总体销售下降的原因包括国内疫情, 国际油价和国际供应链短缺等因素。需要指出的是, 虽然总体汽车销售呈下行趋势, 汽车制造业正经历向新能源汽车转变的结构性升级。新能源汽车将成为汽车类消费增长的主要动力。关于新能源汽车的发展, 参见本章第九节。

除了疫情对消费环境的改变，收入下降和价格上升也是居民的消费意愿下降的因素，尤其表现为对非基本生活类消费品的需求下降。在全球经济滞胀风险上行的背景下，国内控制疫情、确保就业和稳定价格将是下半年的消费复苏的关键。

总体而言，国内消费的短期变化很大程度取决于疫情的走向。疫情逐渐得到控制是消费增长的利好因素。随着餐饮业和旅游业逐步重开，期望为下半年消费带来增长动力。与此同时，新冠病毒在全球范围内依然没有得到消除，在可见的将来会继续存在，出现新毒株的情况也可能发生，国内疫情反复的可能性依然存在。课题组预计下半年消费将有所反弹，但由于存在疫情风险，消费走势仍有较大的不确定性。

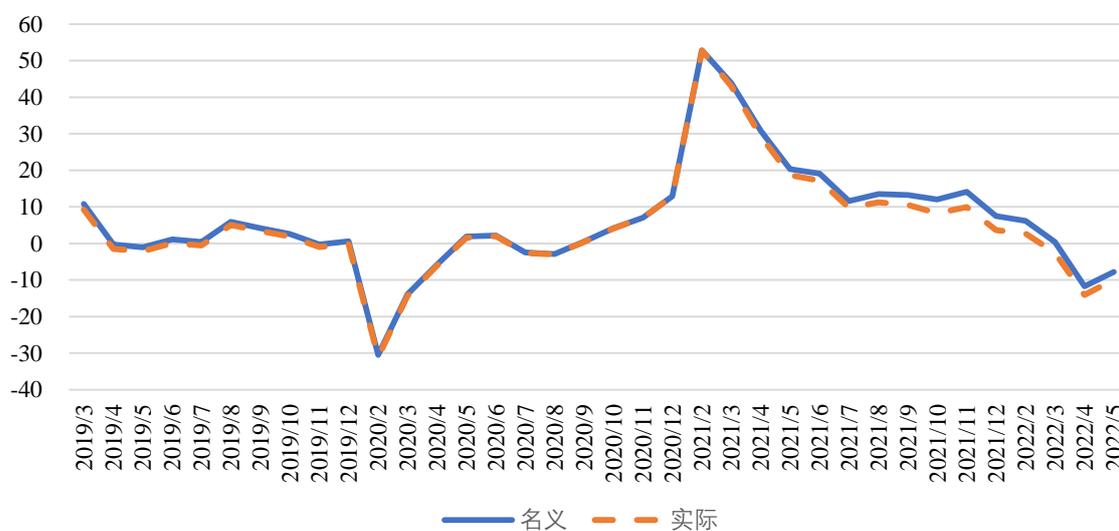


图 13 限额以上企业中建筑及装潢材料类同比增速
(数据来源：国家统计局，高等研究院，单位：%)

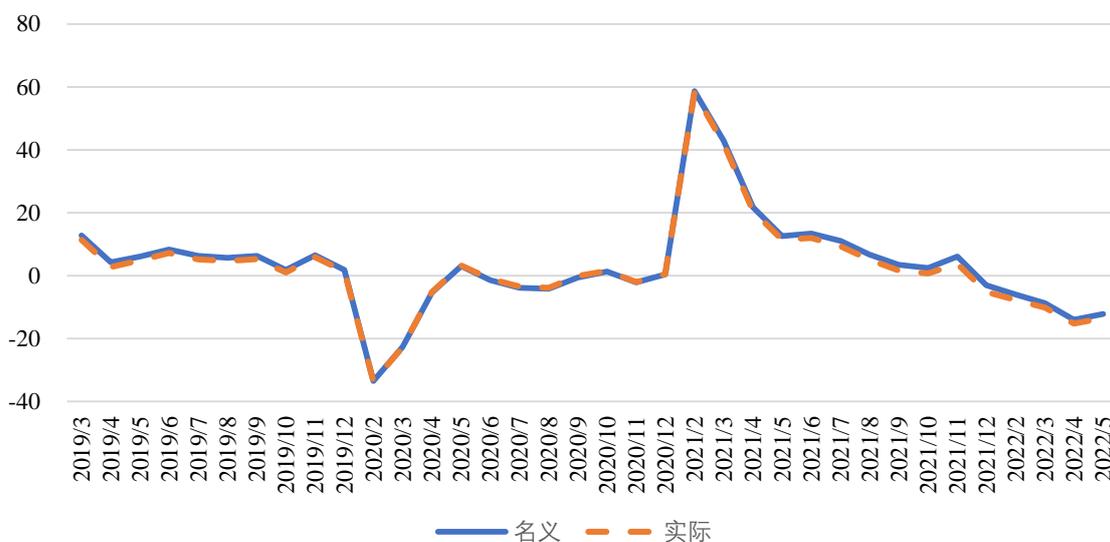


图 14 限额以上企业中家具类同比增速
(数据来源：国家统计局，高等研究院，单位：%)

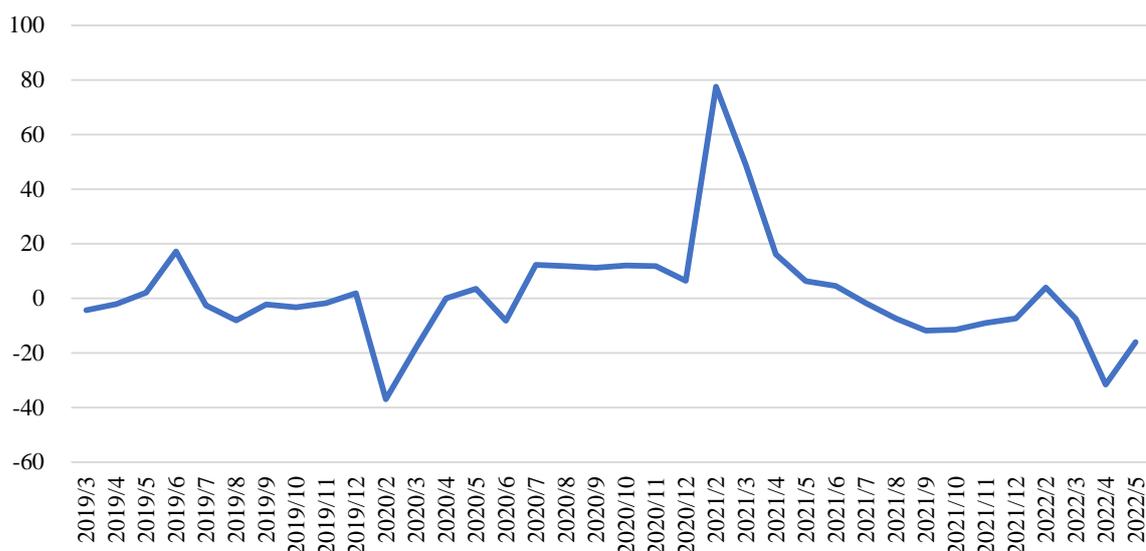


图 15 限额以上企业中汽车类名义同比增速
(数据来源: 国家统计局, 单位: %)

(二) 投资增速下滑, 基建投资待发力

1-5月, 全国固定资产投资同比增长 6.2%, 增速比 1-4月下降 0.6 个百分点。其中, 民间固定资产投资增长 4.1%, 比 1-4月下降 1.2 个百分点。今年以来民间投资增速持续低于整体投资增速。截至 5 月, 部分城市疫情形势仍然严峻, 人流和物流受阻, 产业链和供应链受到较大影响, 叠加海外滞胀的风险等因素, 企业的景气程度持续下降。从投资的三大类来看, 制造业投资放缓但仍保持平稳增长, 基建投资有所回升, 房地产投资持续下降。

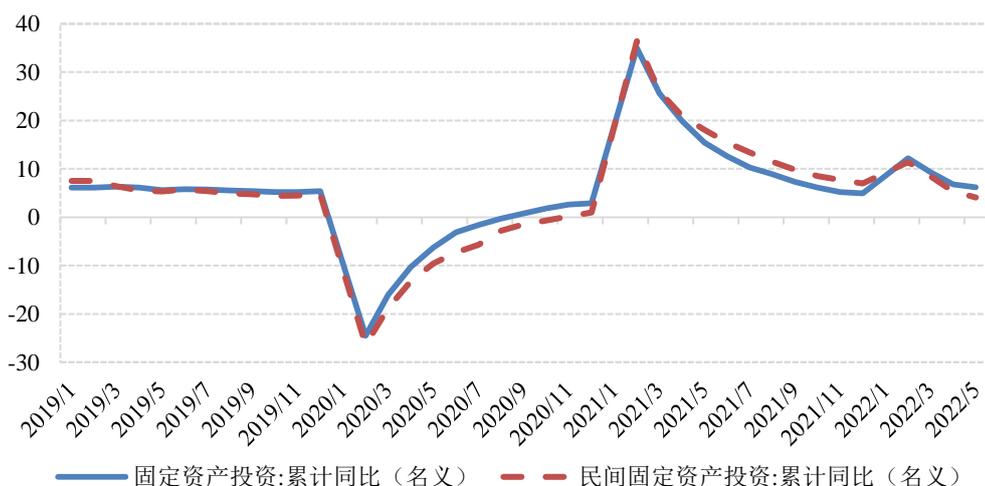


图 16 整体和民间固定资产投资累计同比
(数据来源: CEIC, 上海财经大学高等研究院, 单位: %)

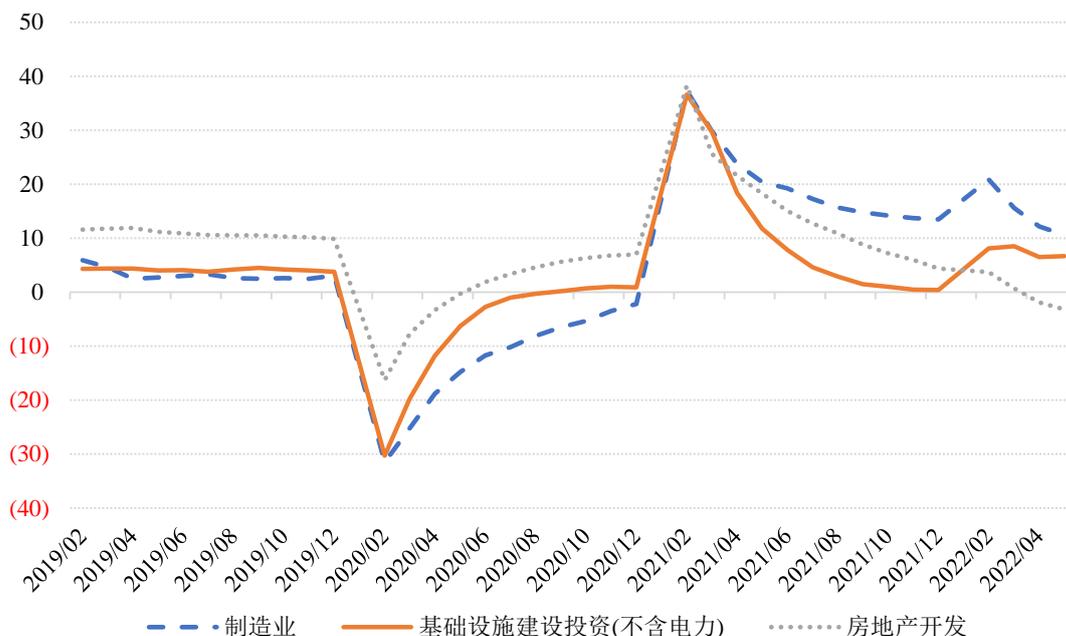


图 17 全国三大类固定资产投资累计同比
(数据来源: CEIC, 上海财经大学高等研究院, 单位: %)

5月当月规模以上工业增加值同比实际增长0.7%，自4月短暂为负以来转正，工业生产呈恢复性增长。1-5月工业企业利润增速为1.0%，比1-4月增速降低2.5个百分点，其中制造业利润增速下降10.8%。制造业投资增速放缓，1-5月制造业投资增速为10.6%，比1-4月降低1.6个百分点，降幅收窄1.8个百分点。在前几大行业中，受石油价格等成本推动因素的影响，上游的化学原料及化学制品制造业1-5月投资增速为13.2%，比1-4月降低3个百分点，与房地产业相关的非金属矿物制造业1-5月同比投资增速为12.10%，比1-4月降低1.6个百分点，其主要产品水泥、玻璃产量当月值同比为-17.0%、-0.2%，同比持续下降且降幅收窄。汽车制造业投资增速为11.2%，比1-4月回升0.8个百分点。计算机、通信和其他电子设备制造业投资增速较高，1-5月同比上升21.7个百分点，比1-4月下降0.4个百分点；中游的通用设备制造业、电气机械及器材制造业保持较高投资增速，增速分别为23.4%和36.8%，受疫情影响专用设备生产如工业机器人产量有所下降，电气机械及器材等精密制造业受到疫情影响较小。5月，基础设施投资加快，带动原材料制造业增加值降幅较上月收窄2.1个百分点，其中，钢铁、建材行业增加值降幅较上月分别收窄1.5、0.8个百分点；挖掘铲土运输机械产量增速较上月回升22.2个百分点。随着交通水利设施、老旧小区改造、地下综合管廊等项目落地实施，将进一步拉动原材料、通用设备、专用设备基建相关行业加快恢复。根据国家统计局最新数据显示，6月份制造业采购经理指数(PMI)为50.2%，比上月上升0.6个百分点，重回临界点以上，

制造业实现恢复性扩张；生产经营活动预期指数为 55.2%，高于上月 1.3 个百分点，升至近三个月高点，企业信心继续回升；反映证券市场预期的投资者信心指数在 6 月也大幅回升，对制造业维持增长以及整体投资的企稳都是积极的信号。

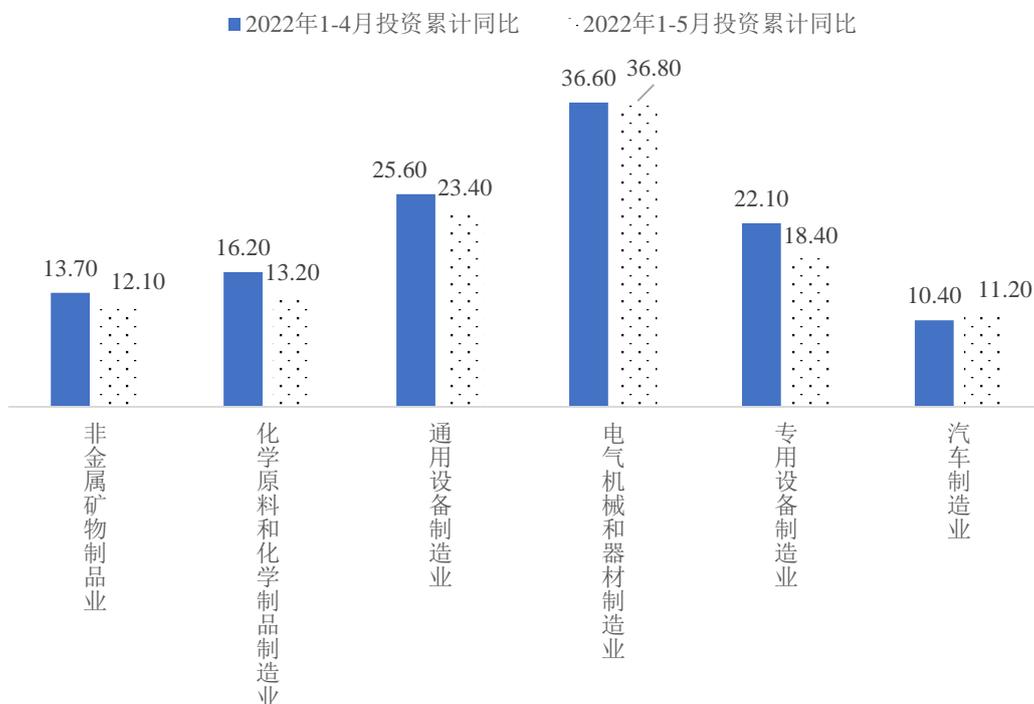


图 18 全国分行业投资累计同比
(数据来源: CEIC, 上海财经大学高等研究院, 单位: %)

总的来说，截止 5 月数据可以看出今年以来制造业受到一定的冲击，未来从供给来看，在党中央坚强领导下，随着疫情防控形势的好转，复工复产和人流物流海关等的逐渐畅通，工业生产和制造业部分行业将有一定回暖；从需求侧来看，海外存在滞胀的风险，叠加国内消费需求不振等因素，将对制造业投资造成制约，整体来看制造业投资将保持平稳增长。

基建投资增速回升，支撑投资增速。2022 年 1-5 月，基础设施建设投资（不含电力）同比增长 6.7%，高于固定资产投资增速 0.6 个百分点，比 1-4 月回升 0.2 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 11.5%，增速比 1-4 月降低 1.5 个百分点；水利环境和公共管理业投资增长 7.9%，增速比 1-4 月提高 0.7 个百分点，其中，水利管理业投资增长 11.8%，公共设施管理业投资增长 7.9%。道路运输业投资下降 0.3%，铁路运输业投资下降 3.0%，整体交通运输、仓储和邮政业投资增速下降 0.5 个百分点。从财政主要支出科目来看，前 5 个月，卫生健康、农林水、交通运输、科学技术等支出保持较快增长，未来政府将继续加快基础设施建设投资，基建将成为固

定资产投资的支撑因素。从资金来源来看，2022年预算安排新增地方政府债务限额43700亿元。其中，一般债务限额7200亿元，专项债务限额36500亿元。随着新一轮疫情和国际形势复杂化，国务院要求，今年新增专项债券要在6月底前基本发行完毕，并力争在8月底前基本使用完毕，进度比近年来明显提前。1-5月，各地新增专项债券额度发行了56%，意味着6月发行规模将大幅增长。从资金投向来看，新增一般债券主要用于农林水利、交通基础设施、社会事业、保障性安居工程等，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、社会事业和保障性安居工程等方面。随着2022年新增专项债发行节奏的加快和财政支出的加速，基建投资增速有望继续发力。

基建投资长期应扩大有效投资，释放存量潜力。从历史经验来看，其他具有借鉴意义的国家如日本在八十年代末和九十年代初期投入大量财政建设交通网，试图消除城市过密和农村过疏的弊病，在全国范围内建设铁路干线、高速公路、整顿通讯网络，包括提出了被搁置的“列岛改造计划”。日本通过扩大基建投资规模拉动经济虽然作用明显，但是对财政造成了巨大的压力，公共支出的效能较低，许多交运工具和公共设施实际利用率不足。回顾我国过去二十年的重大工程建设，2000年西部大开发、2002年南水北调、2005年新农村建设、2006年三峡大坝建设、青藏铁路通车等基础设施建设力图脱贫致富、改善人民需求，推进城镇化、促进城乡互补、协调发展、共同繁荣。如何在这些前期累积的基建项目基础上挖掘消费潜力，实现跨周期的调节，提高基建项目投资回报率，成为基建投资的长期发展目标；以乡村振兴为例，加大对农村交运水电、教育和医疗方面的投入，使得当地居民能在当地安居乐业，能激发农村经济体对商业、教育和医疗的需求，其中居住需求又为房企开拓了新的发展领域，如投入特色小镇建设、田园综合体建设等。

1-5月，全国房地产开发投资52134亿元，同比下降4.0%，持续下降以来首次转负。1-5月，房地产开发企业房屋新开工面积51628万平方米，下降30.6%，作为先行指标下降幅度最大。房屋施工面积831525万平方米，同比下降1.0%。房屋竣工面积23362万平方米，下降15.3%。从房地产投资资金来源上看，房地产开发企业到位资金60404亿元，同比下降25.8%。其中，国内贷款8045亿元，下降26.0%；自筹资金21061亿元，下降7.2%；定金及预收款19141亿元，下降39.7%；个人按揭贷款9785亿元，下降27.0%。今年1-5月以来房地产销售面积和销售额同比不断下滑，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，2019年以来房地产企业违约债券数量和违约债券余额不断上升，今年6-8月是房地产企业债券到期的高峰期，预计将有大量债券

展期或者实质性违约，违约率上升将扩大房地产业信用利差，扩大融资成本，房地产未来仍面临难融资的局面，资金来源仍然紧张。

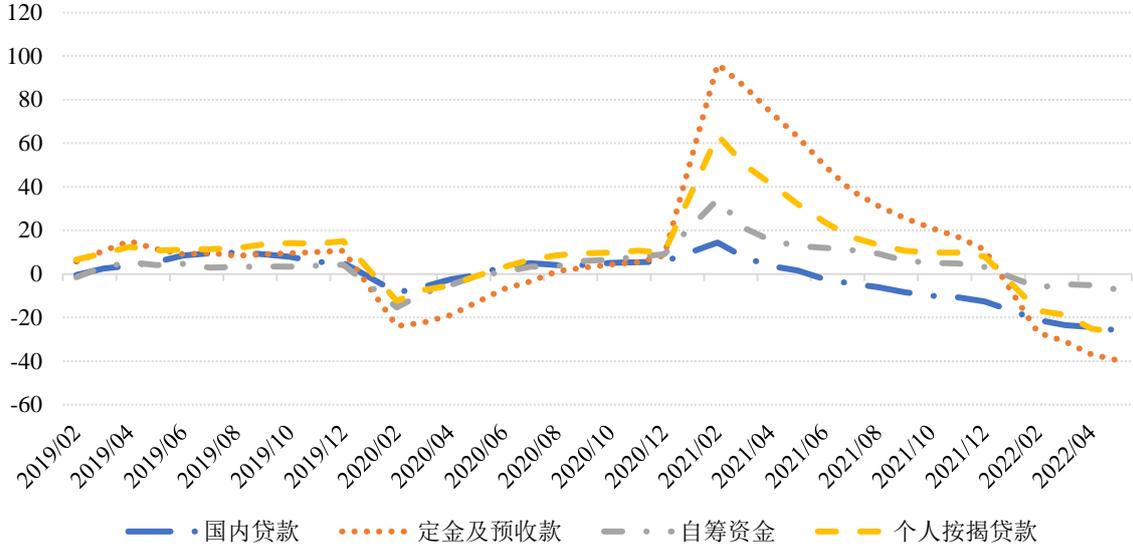


图 19 房地产开发资金来源累计同比
(数据来源: CEIC, 上海财经大学高等研究院, 单位: %)

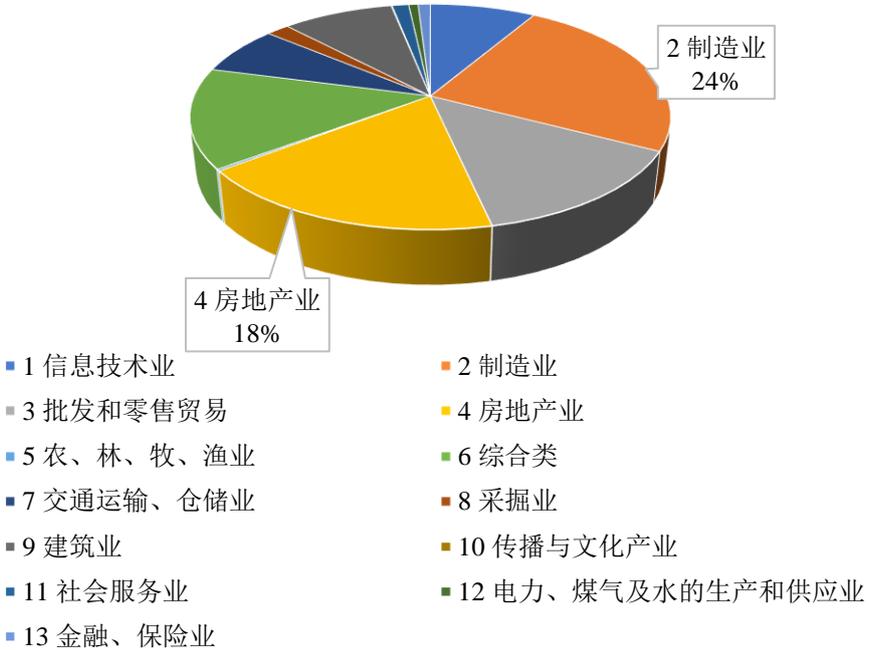


图 20 6 月底债券违约余额占比
(数据来源: WIND, 上海财经大学高等研究院, 单位: %)

在地产业的压力之下，部分城市已经开始放松管制，但是受疫情的冲击，需求和预期的转弱，以及收入的不确定性增大，房地产销售仍然处于下滑态势，1-5 月与一季度

相比并没有太大的改善。从最近的高频数据来看，6月30大中城市商品房成交面积和成交套数已经明显回升，其中三线城市疫情以来商品房成交没有受到明显的冲击，6月成交面积上升也较弱，成交套数没有明显改善。预计6月整体房地产销售与5月相比将迎来反弹，但由于此次疫情的发生晚于去年同期，再加上整体环境的复杂变化，房地产销售的反弹强度也将低于2020年同期。价格方面，2022年5月全国房价继续平稳回落。5月，70个大中城市中，一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨3.5%和1.7%，涨幅比上月分别回落0.4和0.7个百分点。二线城市新建商品住宅销售价格同比上涨0.3%，涨幅比上月回落0.7个百分点；二手住宅销售价格同比下降1.7%，降幅比上月扩大0.7个百分点。三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别下降2.2%和3.2%，降幅比上月均扩大0.7个百分点。

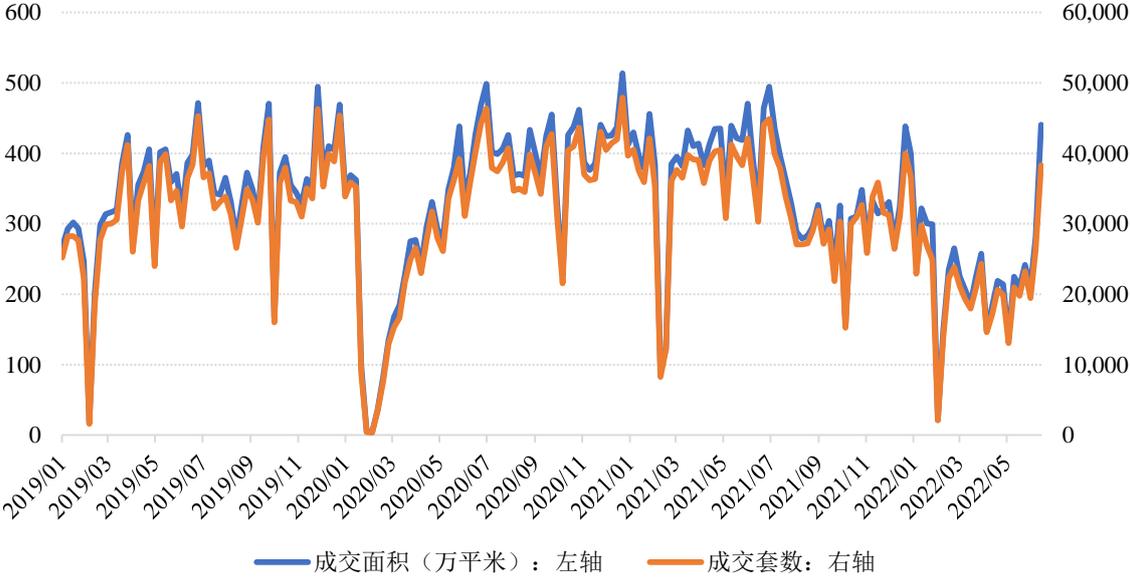


图 21 30 大中城市商品房当周成交面积和成交套数
(数据来源: CEIC, 上海财经大学高等研究院)

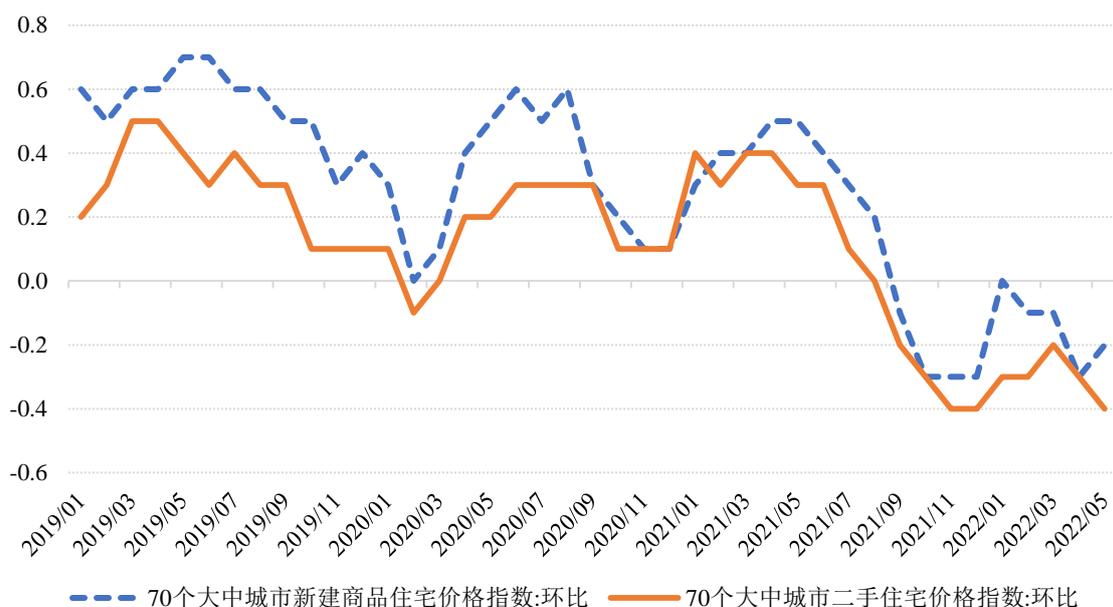


图 22 70 个大中城市住宅价格指数
(数据来源: CEIC, 上海财经大学高等研究院, 单位: %)

从趋势来看, 房地产投资主要部分包括土地购置费和建安投资, 大致占比分别为 31% 和 63%。房屋新开面积自去年以来持续下降, 1-5 月房屋新开工面积累计同比增速为-30.6%, 已经是 2020 年 3 月以来的最低水平; 施工面积累计同比增速为-1%, 首次转负, 预示着未来建安投资增速仍将逐步下行。土地购置方面, 领先土地购置费约一年的土地出让金在去年上半年表现较好, 使得今年 1~2 月的土地购置费累计同比增速较高, 而去年下半年以来房市冷却, 房企拿地放缓, 土地出让金大幅下滑, 使得今年 3 月以来土地购置费增速开始下滑, 预计未来房地产投资仍有下行压力。

2022 年两会提出“继续保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 探索新的发展模式, 坚持租购并举, 加快发展长租房市场, 推进保障性住房建设, 支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求, 稳地价、稳房价、稳预期, 因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。”、“支持各地从当地实际出发完善房地产政策”, “稳地价、稳房价、稳预期”等首次释放房地产政策积极信号。当前采取的方式仍然是因城施策, 这一政策同时也留给地方宽松的空间, 今年以来, 全国各城市纷纷出台宽松和鼓励购房的政策, 如直接取消限购、降低社保要求、多子女家庭新增购房名额或者降低首付比例、调整首套房认定标准等。目前, 大多数放松购房的城市为二三线城市, 大多数一二线城市政策仍然较为严格, 从周度的交易数据也可以看出, 疫情之后一二线城市的交易量反弹较快, 预计在这些城市房价上涨压力也较大, 因此应坚持房地产从紧政策; 对二三线城市应继续结合实际实行鼓励政策, 于此同时应推进各种房企纾困政策,

如优化和放松商品房预售资金监管，及时研究和提出有利有效的防范化解风险应对方案，预防系统性金融风险。

分产业看，占比约 3%的第一产业投资同比增长 5.8%，增速与 1-4 月持平；占比 34%左右的第二产业增速 1-5 月名义额累计增速为 11.0%，增速下降 1.6 个百分点；三产业投资增长 4.1%，增速下降 0.2 个百分点。二产中的制造业投资增速为 10.6%，增速下降 1.6 个百分点，增速放缓。受基建投资渐缓影响，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长 11.5%，增速回落 1.5 个百分点。其他几类基建投资的主要投向中水利管理业投资增长 11.8%，增速回落 0.2 个百分点，公共设施管理业投资增长 7.9%，增速上升 0.8 个百分点；因人流物流受阻，道路运输业投资下降 0.3%，增速下降 0.7 个百分点，铁路运输业投资下降 3.0%，降幅收窄 4 个百分点。

（三）进出口稳定增长，贸易顺差较去年同期上升

2022 年 1-5 月，全国进出口逐步回归至常态，并实现稳步增长。受国内需求收缩以及去年同期基数的影响，进口增速慢于出口增速，贸易顺差较去年同期上升。2022 年 1-5 月，进出口总额为 25146.8 亿美元，同比增长 10.3%。其中，出口总额为 14025.7 亿美元，同比增长 13.5%；进口总额为 11121.1 亿美元，同比增长 6.6%；顺差为 2904.6 亿美元，比 2021 年同期增加 978.0 亿美元。受人民币兑美元汇率波动的影响，以人民币计价的进出口增速略低于以美元计价的进出口增速。2022 年 1-5 月，进出口总额人民币值为 160373.6 亿元，同比增长 8.3%。其中，出口总额为 89436.5 亿元，同比增长 11.4%；进口总额为 70937.0 亿元，同比增长 4.7%；顺差为 18499.5 亿元，比 2021 年同期增加 5968 亿元。国际服务贸易增速也较去年同期回落，其中，服务贸易出口增速高于进口增速，服务贸易逆差较去年同期进一步收缩。国家外汇管理局的统计数据显示，2022 年 1-5 月，服务贸易总额为 3437.7 亿美元，同比增长 23.3%。其中，服务贸易出口总额为 1552.2 亿美元，同比增长 28.8%；服务贸易进口总额为 1885.5 亿美元，同比增长 19.1%；服务贸易逆差为 333.3 亿美元，比 2021 年同期减少 44.4 亿美元。

去年同期，新冠疫情在全球主要国家迅速蔓延，国外生产活动受阻，供应链遭到严重破坏；与此相反，国内疫情得到有效控制，外贸产能稳步提升，从而有效填补了国际市场需求，中国出口、进口累计增速分别高达 40.1%和 36.7%。为了剔除去年同期较高基数的影响，课题组计算了出口和进口近两年的年化累计增速，分别为 26.1%和 20.7%。可以看出，在多重复杂因素的共同影响下，出口和进口增速保持了较高的韧性。主要原

因有：第一，全球性的通胀环境和贸易成本推升贸易价格，是支撑贸易额稳定增长的重要因素。2022 年以来，全球性通胀压力上升，叠加俄乌冲突引发能源价格上涨，导致我国进口价格高企而进口数量萎缩。1-5 月，原油、钢材、大豆和集成电路等主要进口产品的平均价格分别上涨约 63%、29%、26%和 22%。进口价格的上涨进一步挤压工业企业利润并推高出口成本，对经济复苏和出口均产生不利影响。同样，出口价格支撑了出口的稳定增长。2022 年 1-5 月，出口价格指数月平均为 110.2，而出口数量指数月平均仅为 100.8。第二，疫情爆发以来，受益于国内较好的疫情防控形势和生产能力，中国进出口占全球市场的份额大幅提升，国际竞争力也有所提升，是实现出口稳定增长的一个重要因素。根据世界贸易组织（WTO）的统计数据，2021 年，中国出口和进口占全球市场份额为 15.1%和 11.9%，分别较疫情爆发以前的 2019 年提高 1.9 和 1.2 个百分点。2022 年 1-5 月，进出口继续稳定增长。其中，机电产品增长 9.0%，化学工业及其相关工业产品增长 32%。第三，疫情对中国出口产业的冲击有限，不会导致其大规模转移。一方面，建设全国统一大市场将继续提升中国对国际制造业资本的吸引力。国内统一大市场的建设将逐渐打破地域之间的贸易壁垒，促进要素配置和生产效率的提升。对出口企业来说，全国统一大市场的建设能进一步提升出口企业的生产效率，巩固中国的全产业链优势，吸引更多国际资本聚集。另一方面，对于以中国为市场的制造业资本来讲，短期疫情冲击并不会导致其转移出中国，与此相反，建设国内统一大市场所释放的巨大市场需求是吸引其持续流入中国的关键性因素。课题组研究发现，中国出口产业确实存在部分向东南亚国家转移的现象，但主要以劳动密集型的低端产业为主，体现了中国出口产业的转型升级和出口竞争力的进一步提升，并巩固了中国在亚洲地区产业链的中心地位。

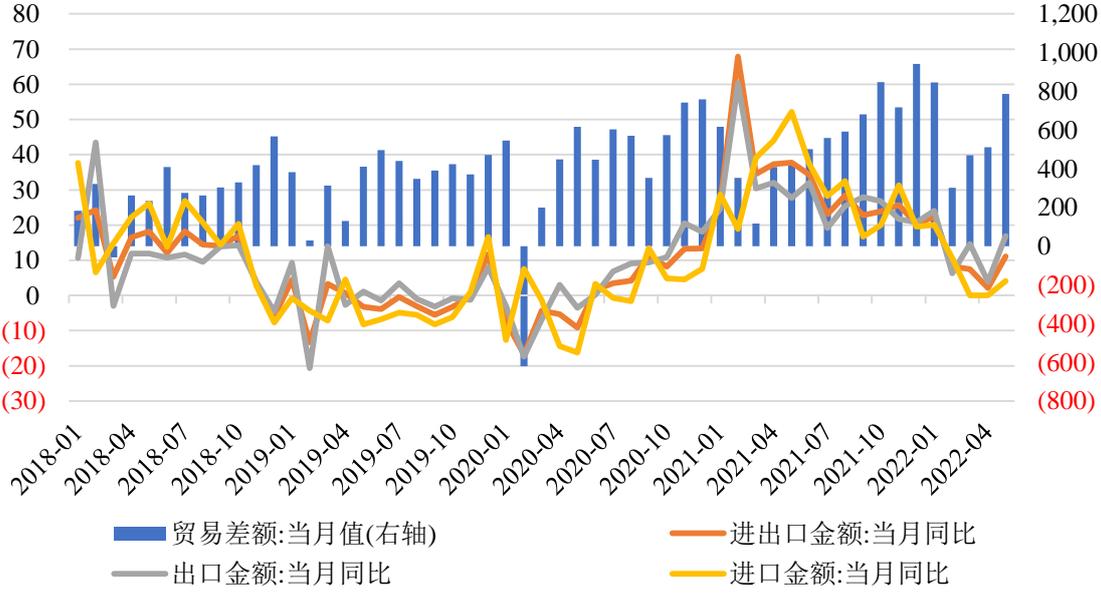


图 23 进出口增速及贸易差额变化
(数据来源: 海关总署, 单位: % (左)、亿美元 (右))

2021 年下半年以来, 出口价格指数持续上涨, 并保持在较高水平。多种因素共同推动了出口价格的上涨, 包括: 全球性通胀、国际航运供应链拥堵、国外运输工人罢工、出口需求恢复等。此外, 俄乌冲突导致国际能源价格居高不下, 推动原材料价格上涨, 并进一步推升出口生产成本和航运价格。出口数量相对去年同期略有收缩, 出口的增长表现为价格拉动型增长。出口数量的收缩主要源于去年较高的基数和疲弱的外部需求, 同时, 出口成本上升也进一步削弱了外部需求。此外, 4 月以来, 以上海为主的多个城市的疫情防控措施延误了出口产品的生产及运输等环节, 是导致出口数量收缩的又一因素。疫情防控对出口数量的负向影响将延续至 6 月。

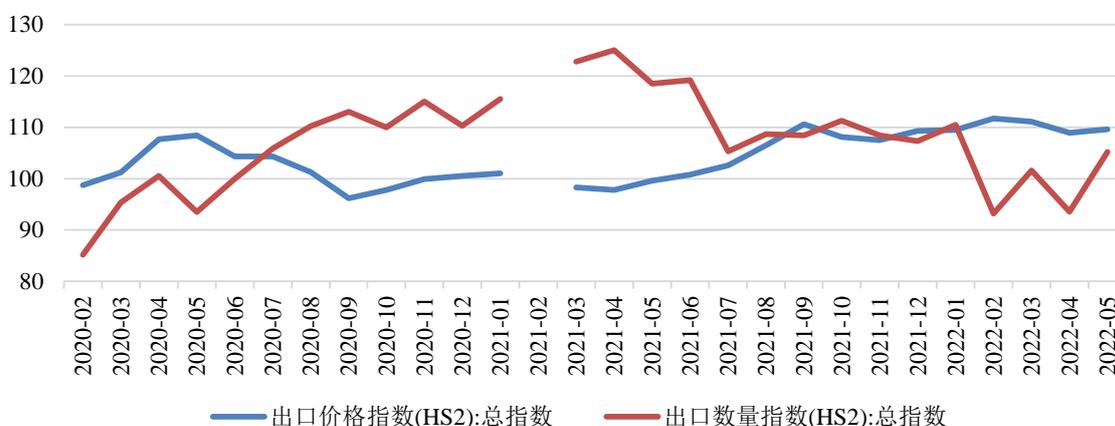


图 24 出口价格指数和数量指数走势² (数据来源: 海关总署, 上年同月=100)

2022 年, 进口数量指数和进口价格指数继续分化, 表现为进口价格持续运行在高位而进口数量持续下滑。全球性的通胀环境普遍推升了进口品的价格, 而俄乌冲突进一步推升了原油等基础性原材料的价格, 并进一步推高整体进口价格。进口价格的上涨对国内形成输入性通胀压力, 并挤压生产性企业的利润。进口数量的持续下滑主要源于国内疲软的生产需求, 而高企的进口价格不仅直接影响国内进口需求, 同时也通过拖累国内生产需求从而进一步拖累进口需求。2022 年 4 月, 进口数量指数跌至 83.7。此外, 国内第二季度的严格的疫情封控政策将进一步拖累 6 月的进口数量。

²受 2020 年同期国内极端疫情情况的影响, 2021 年 2 月, 出口价格指数和出口数量指数均出现异常值。为了更好地展现其走势, 本报告在图中去掉该月份的取值。

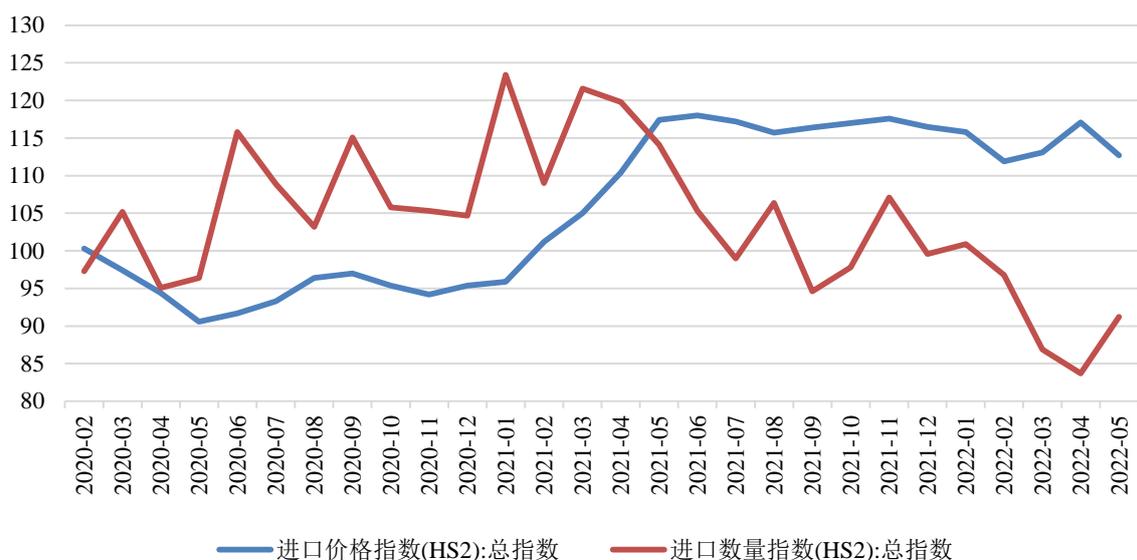


图 25 进口价格指数和数量指数走势（数据来源：海关总署，上年同月=100）

分贸易方式来看，加工贸易出口增速和一般贸易出口增速继续分化，加工贸易出口增速显著低于一般贸易出口增速。2022年1-5月，一般贸易出口增速高达19%，比加工贸易出口增速高15个百分点，是拉动出口的主要动力。正如课题组一直强调的，中国出口结构不断调整以适应不断变化的国际贸易环境，在这一过程中，附加值相对较低的加工贸易逐渐转移至东南亚国家及其他国家，加工贸易出口占比从2011年的44%下降至2021年的24.5%。此外，加工贸易两头在外，产业链相对一般贸易更长，加工贸易产品对贸易成本变化的敏感性也更高。在全球疫情风险持续、航运供应链不畅通等因素导致出口成本上涨的情况下，加工贸易受到的负面影响更大。受到加工贸易出口和国内生产需求的拖累，加工贸易进口增速和一般贸易进口增速均出现下滑，且加工贸易进口增速依然低于一般贸易进口增速。

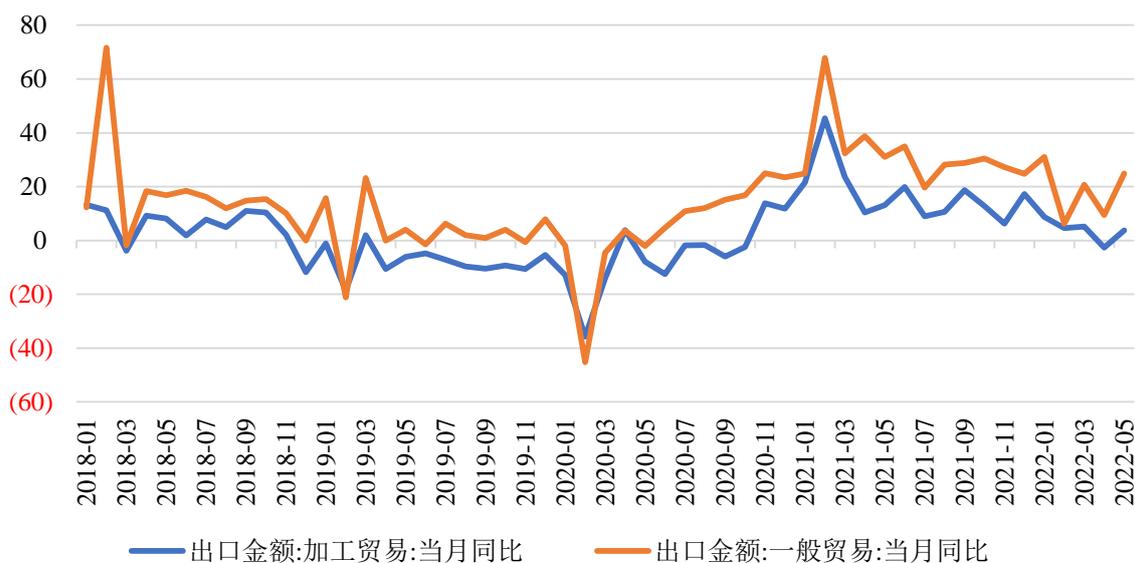


图 26 不同贸易方式出口增速 (数据来源: 海关总署, 上年同月=100)

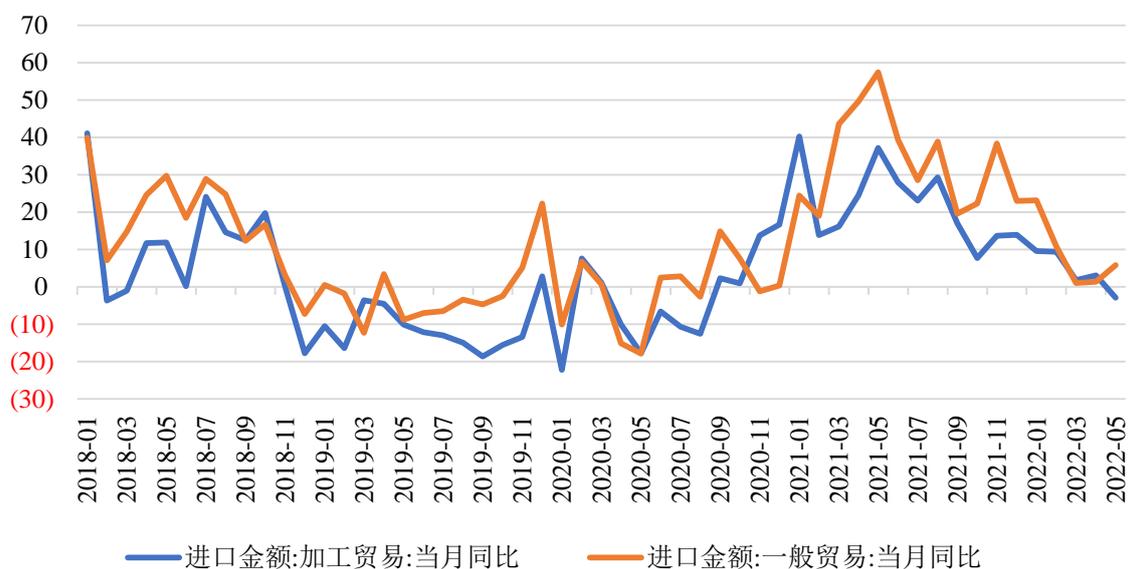


图 27 不同贸易方式进口增速 (数据来源: 海关总署, 上年同月=100)

受去年较高的基数效应的影响, 2022 年 1-5 月, 中国的出口增速和进口增速均较去年全年大幅放缓。出口方面, 除香港和日本外, 中国对主要贸易伙伴国的出口均稳定增长, 尤其对印度、俄罗斯、巴西等发展中经济体的出口增速较高, 维持在 20% 左右, 对欧洲和美国的出口增速也保持在 15% 以上。中国对香港出口下滑主要源于香港严重的疫情情况。2022 年以来, 香港经历了大规模的疫情传播, 病例数大幅增加, 导致香港 GDP 在一季度下降 4%。随着香港疫情的逐渐平稳, 预计下半年对香港出口增速将有所恢复。对日本出口增速下降主要受制于日本疲弱的生产需求。进口方面, 中国生产需求下降和国外较高的通胀环境共同影响着中国从各贸易伙伴国的进口。其中, 中国从印度和南非进口增速的大幅下滑主要源于铁矿砂及其精矿的进口价格的大幅下跌 (其价格在 2022

年 1-5 月期间累计平均下降 22%)。同样，不断攀升的国际原油价格是支撑中国从俄罗斯进口高速增长的主要原因。

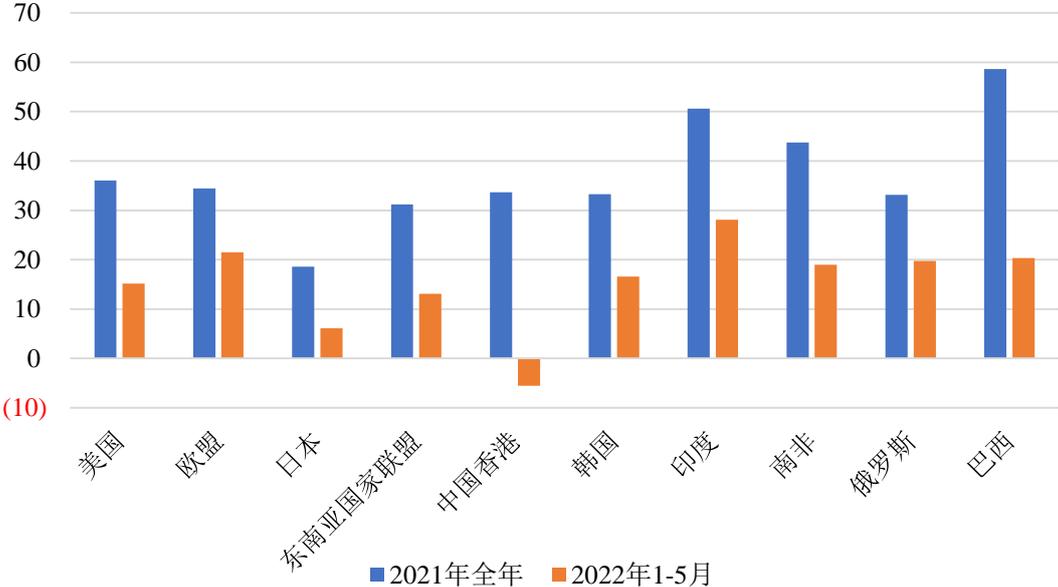


图 28 中国对主要出口国贸易增速 (数据来源: 海关总署, 单位: %)

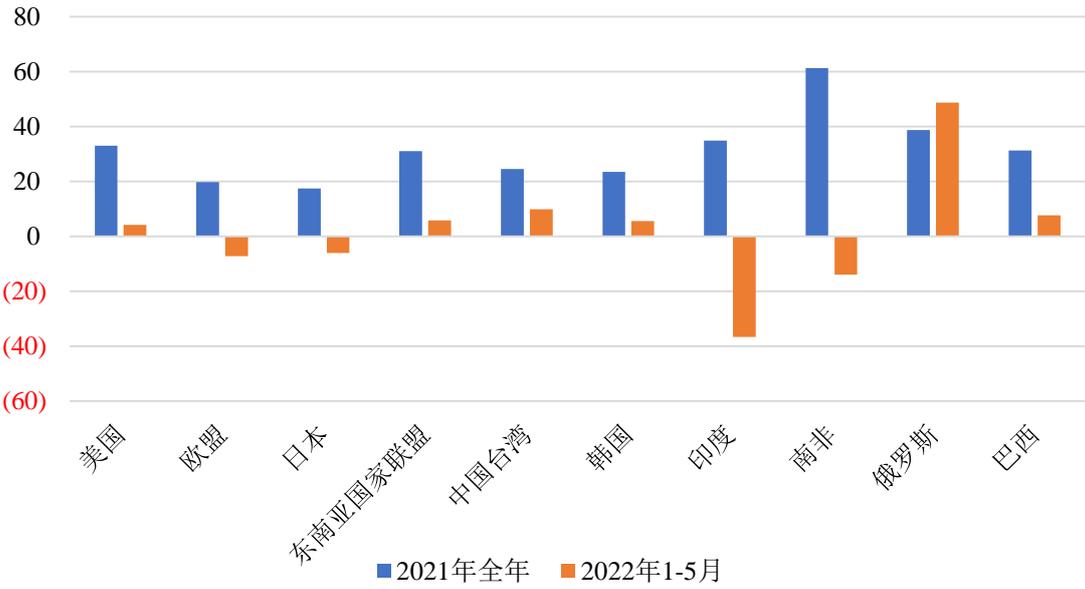


图 29 中国对主要进口国贸易增速 (数据来源: 海关总署, 单位: %)

2022 年 1-5 月, 中国服务贸易继续复苏, 且服务贸易出口增速高于其进口增速, 服务贸易逆差继续收窄。作为逆差的主要来源, 旅行逆差有所恢复, 相比去年同期增加 62 亿美元, 但其恢复速度仍然慢于主要顺差行业的恢复速度。服务贸易逆差结构基本保持稳定, 主要来源于旅行、运输、知识产权使用费、保险和养老服务这 4 个行业。而电信、计算机和信息服务、其他商业服务的贸易顺差稳定增长, 是服务贸易逆差持续缩小的主要原因, 也体现了中国服务贸易结构的不断优化。

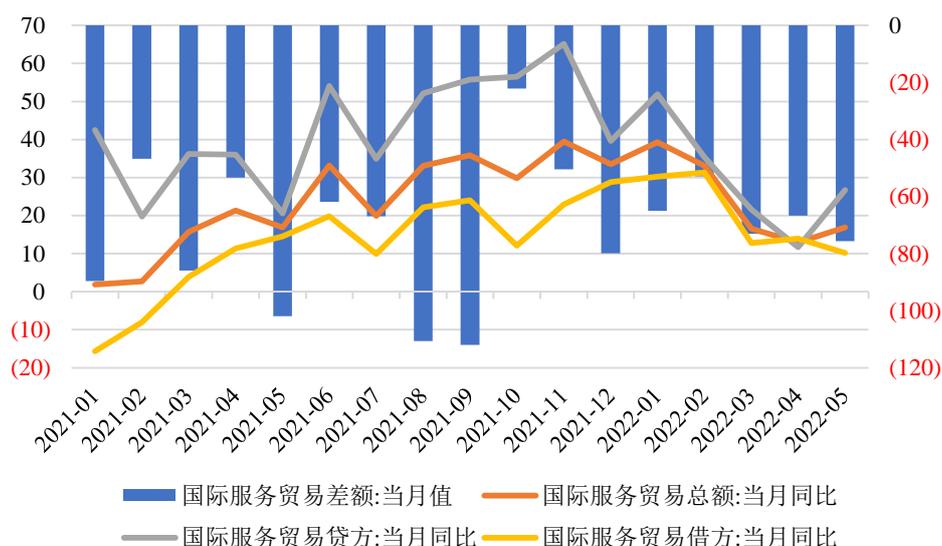


图 30 服务贸易走势（数据来源：国家外汇管理局，单位：亿美元（右）、%（左））

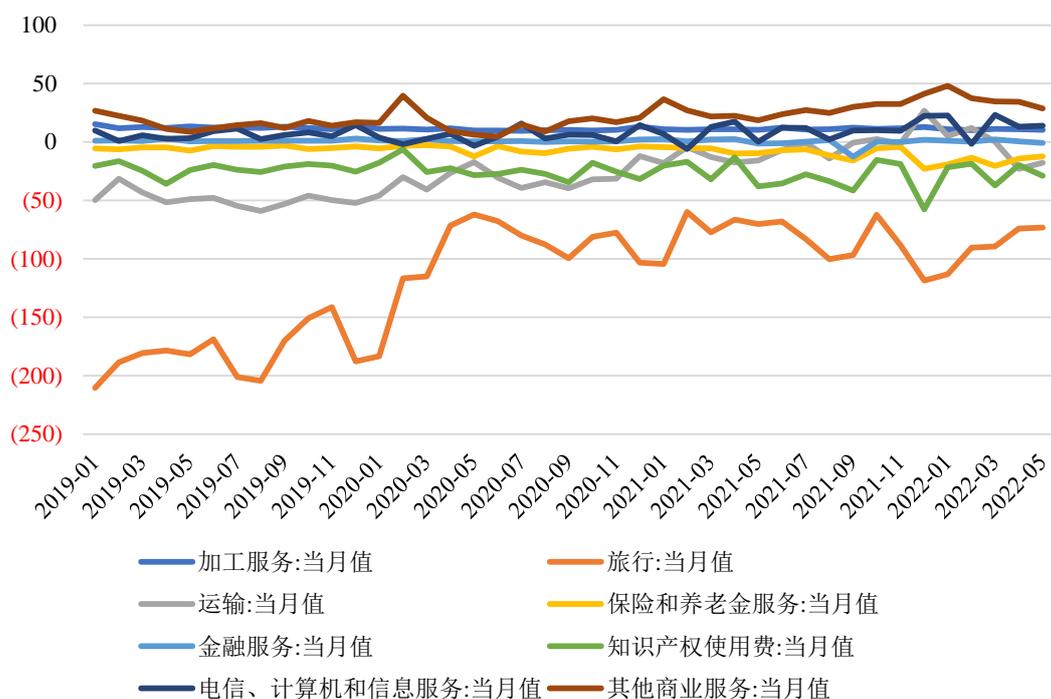


图 31 主要行业服务贸易差额变化（数据来源：国家外汇管理局，单位：亿美元）

（四）劳动力市场承受重大压力

数据显示，2022 年调查失业率逐步走高。受奥密克戎肆虐影响，4 月、5 月全国调查失业率升至 6.1%、5.9%，同比上升 1.0%、0.9%。其中，31 个大中城市调查失业率为 6.7%，6.9%，同比上升 1.5%，1.7%。今年以来 16-24 岁调查失业率持续上升，到 4 月为 18.2%，

是2018年1月此数据定期公布以来的新高。同时今年毕业生规模达1076万人，高企的青年失业率引起了广泛关注。在需就业的人群中，除了初次就业者外，还有一批再就业者。这一批人就业竞争力弱，但承担的家庭压力大，他们的在就业问题也同样需要给予重视。到4月25-59岁调查失业率达5.3%，为年内新高，中年群体作为政策较少关注的人群也承受着巨大压力。一方面，中年群体背负着偿还房贷、育儿养老等的经济压力；另一方面，据报道今年互联网行业等出现较大幅裁员，中年群体首当其冲，且由于劳动力市场供需之间存在摩擦，该群体通常难以迅速再就业。失业人员再就业难且存在匹配降级，需要给予政策支持。截至5月新增就业人数累计529万人，比去年同期降低7.84%。同时，一季度城镇失业保险金领取人数为266万人，环比上升2.7%。上述事实均体现劳动力市场目前承受巨大压力。

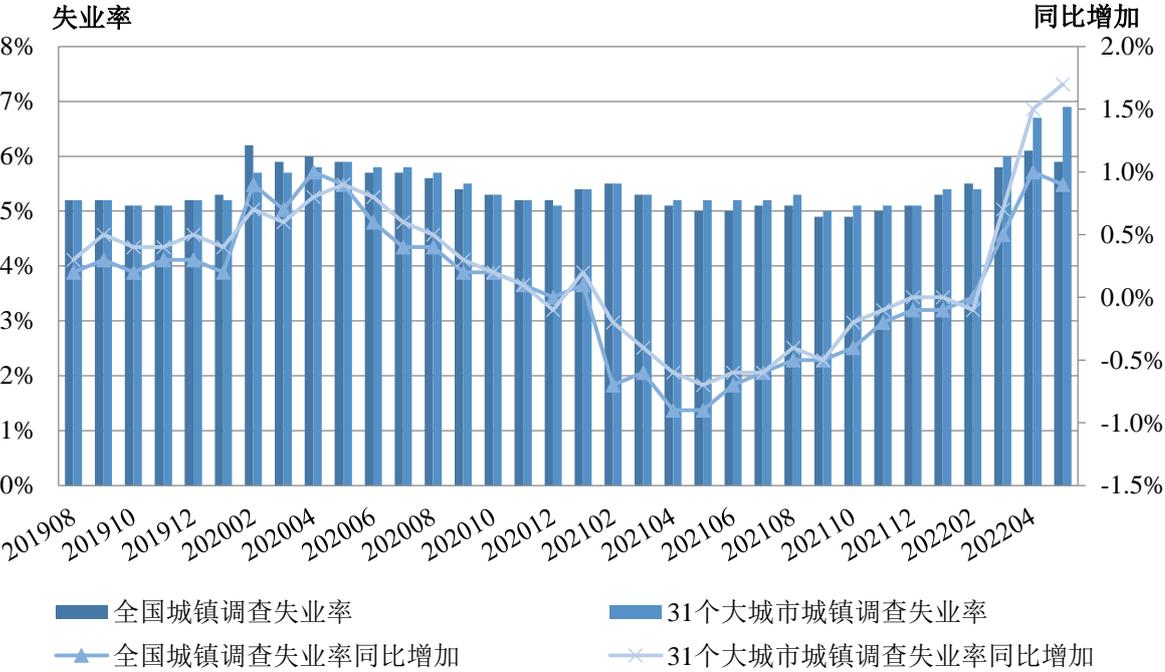


图 32 城镇调查失业率（数据来源：国家统计局，单位：%）

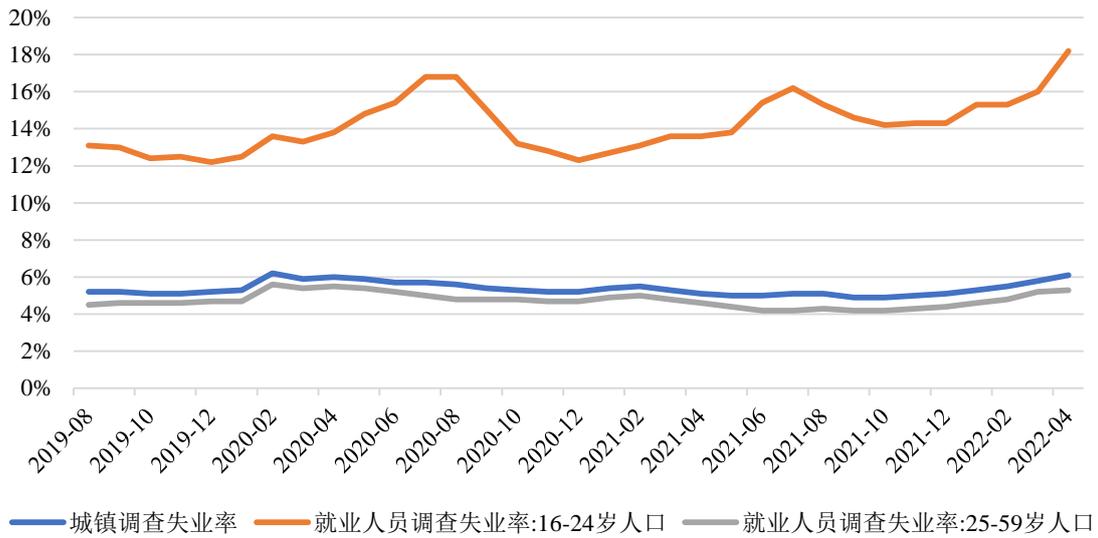


图 33 不同年龄城镇调查失业率 (数据来源: 国家统计局, 单位: %)

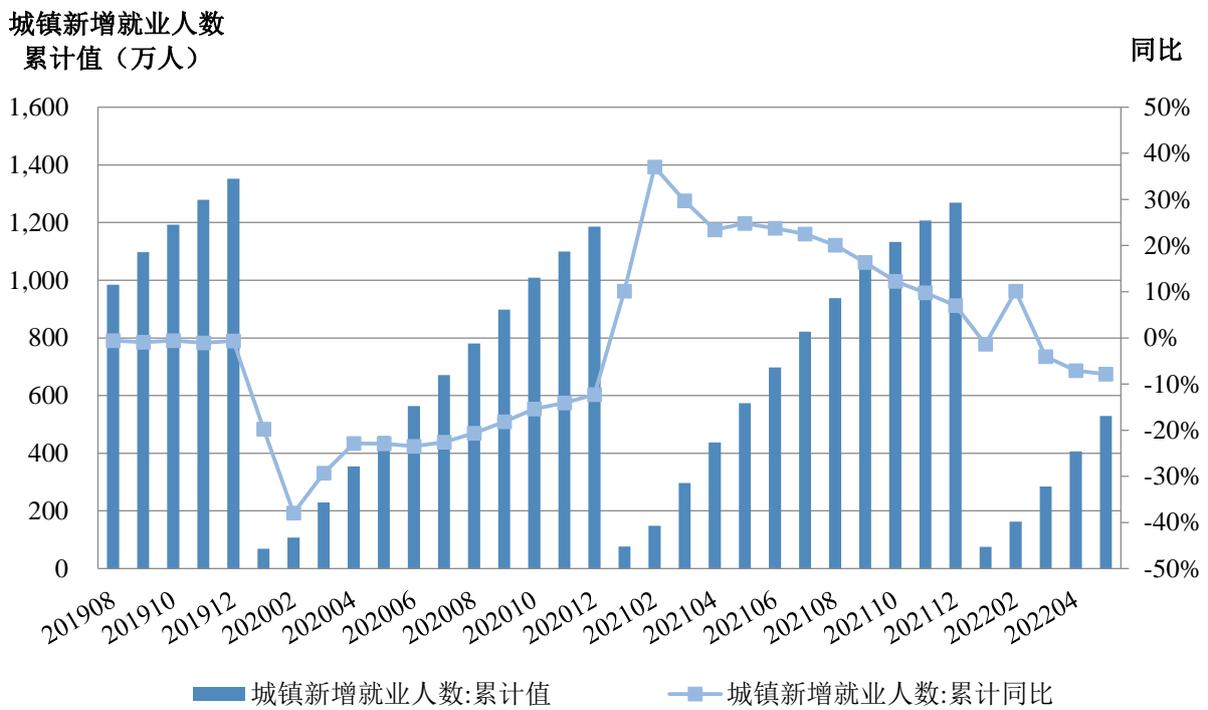


图 34 城镇新增就业情况 (数据来源: 国家统计局, 单位: 万人 (左), % (右))

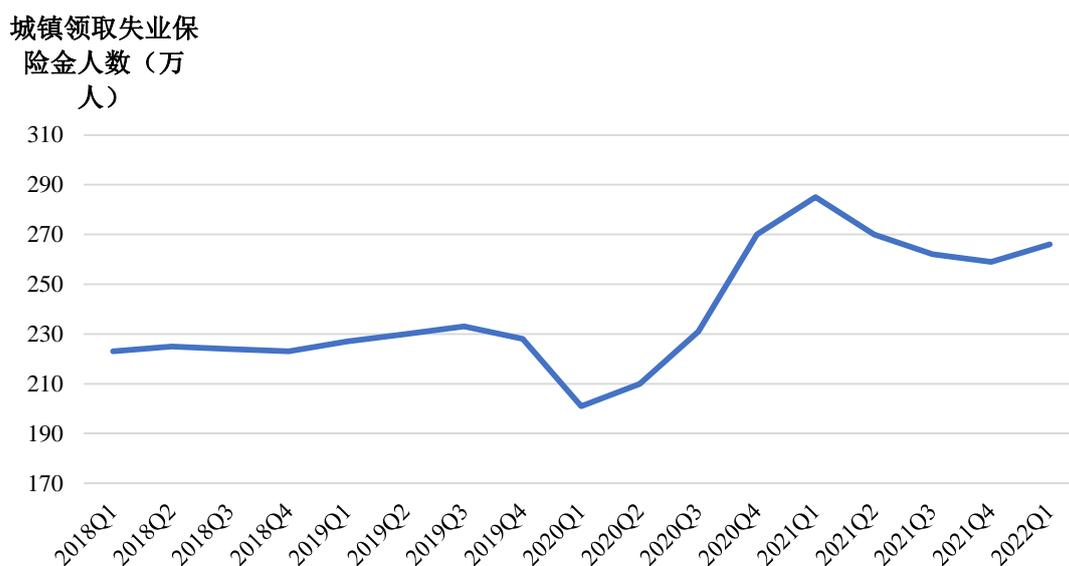


图 35 城镇领取失业保险金人数 (数据来源: 国家统计局, 单位, 万人)

PMI从业人员指数1-5月波动下降, 6月回暖, 到6月制造业从业人员指数为48.7%, 非制造业PMI从业人员指数为46.9%。其中, 服务业从业人员指数为46.6%, 建筑业从业人员指数为48.3%。

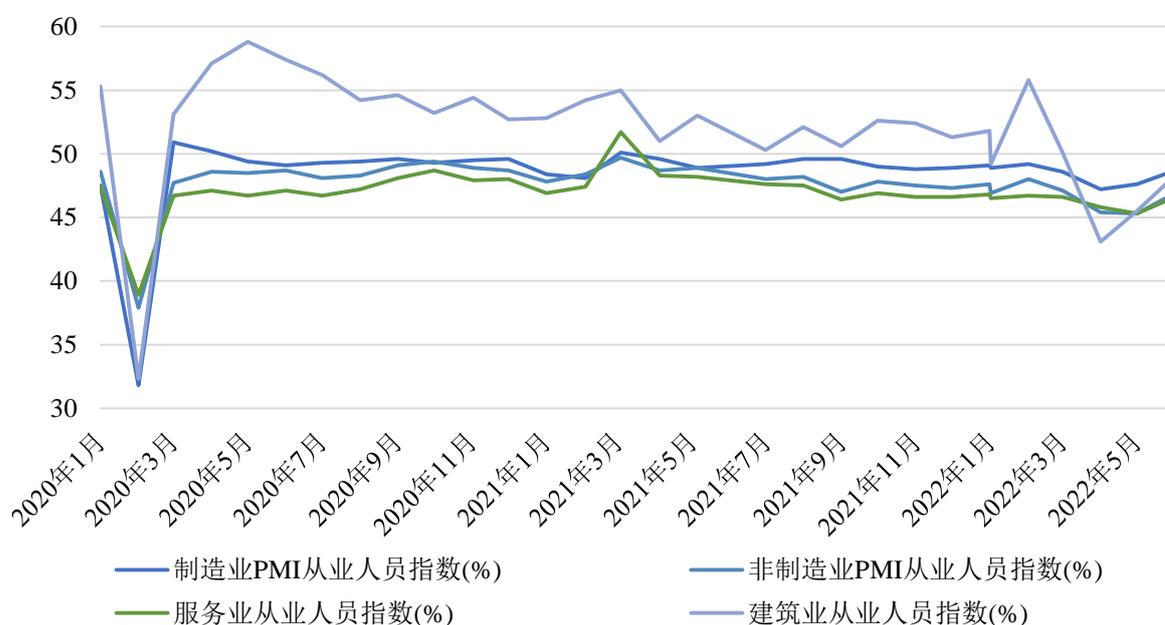


图 36 PMI 从业人员指数 (数据来源: 国家统计局, 单位: %)

全国企业就业人员周平均工作时间有所下降, 5月为47.2小时, 同比下降0.19小时。2022年一季度农村外出务工劳动力人数为17780万人, 同比上升2.2%。农村外出劳动力月均收入为4436元, 同比上升5.9%。课题组预计, 疫情散发对二季度农民外出务工就业

带来一定影响。

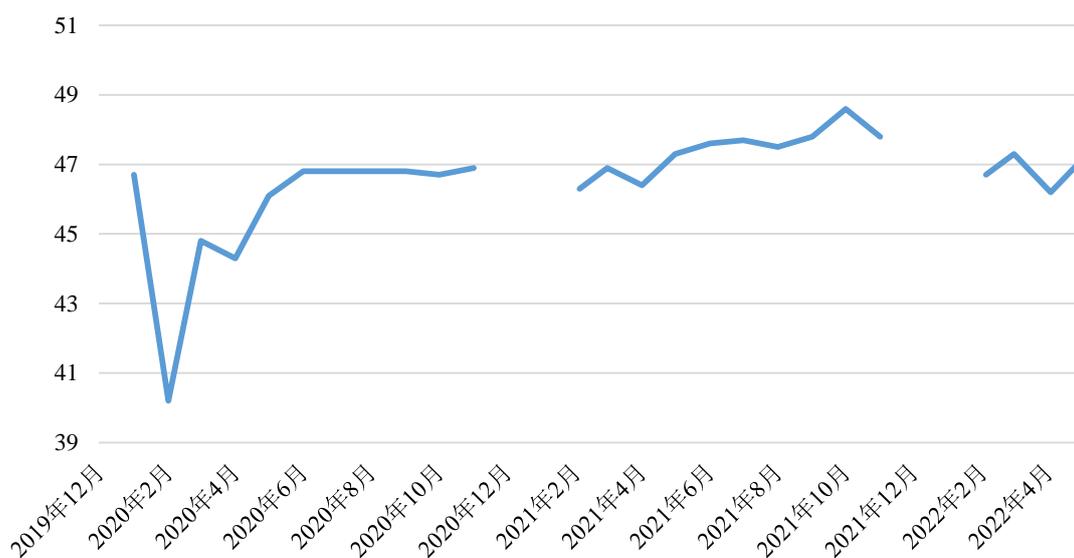


图 37 全国企业就业人员周平均工作时间 (数据来源: 国家统计局, 单位: 小时)

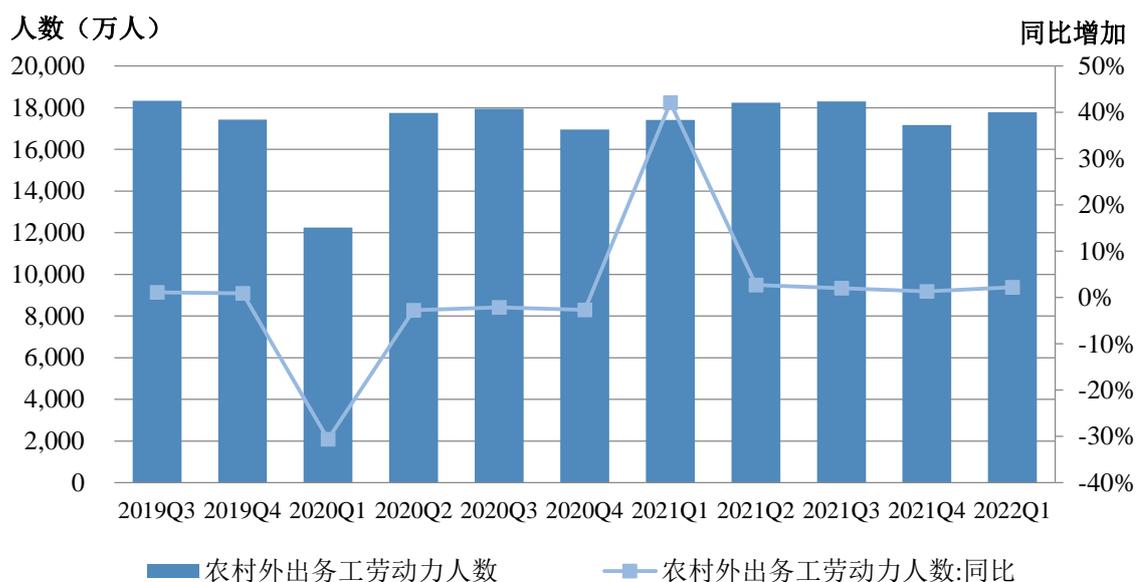


图 38 农村外出劳动力人数 (数据来源: 国家统计局, 单位: 万人 (左), % (右))

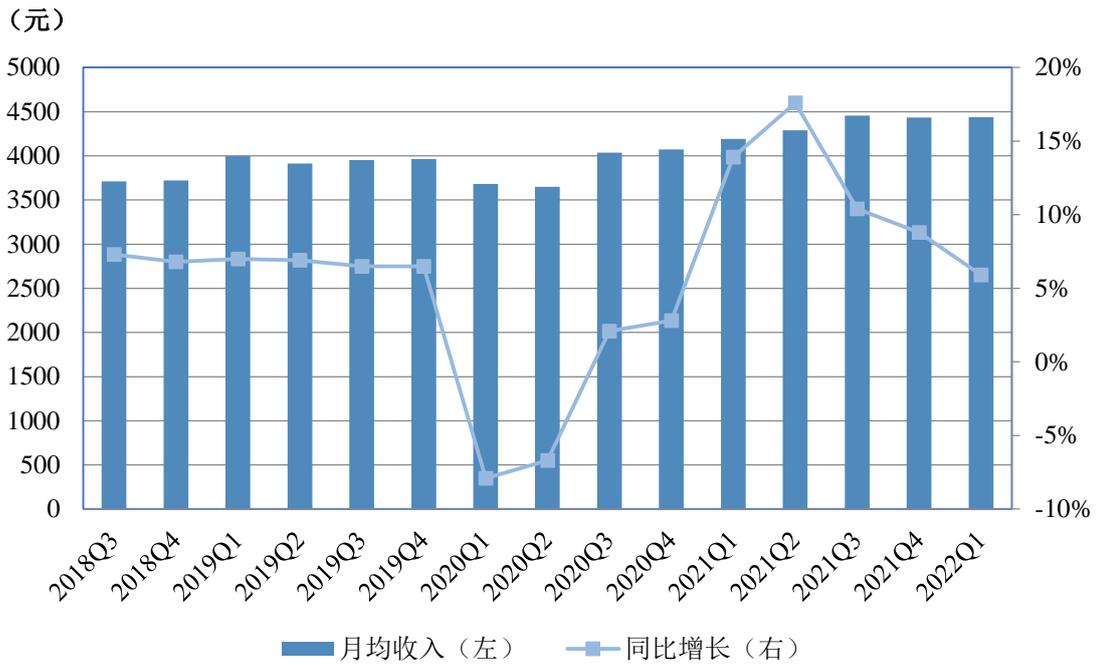


图 39 农村外出劳动力月均收入（数据来源：国家统计局，单位：元（左），%（右））

居民人均可支配收入累计值小幅上升，一季度为 10345 元，实际同比增长 5.10%。城镇与农村居民人均可支配收入累计值分别为 13832 元和 5778 元，实际同比增长 4.2%、6.3%，农村收入上升速度快于城市。城乡居民收入比值为 2.39，同比下降 0.04。

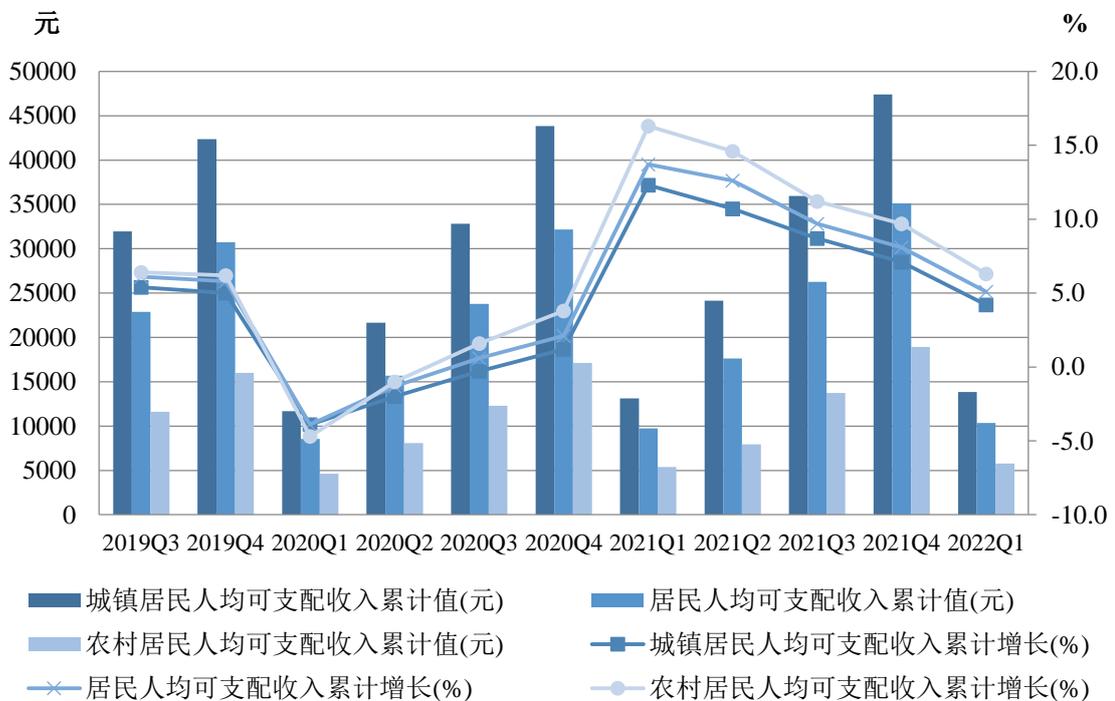


图 40 居民人均可支配收入（数据来源：国家统计局，单位：元（左），%（右））

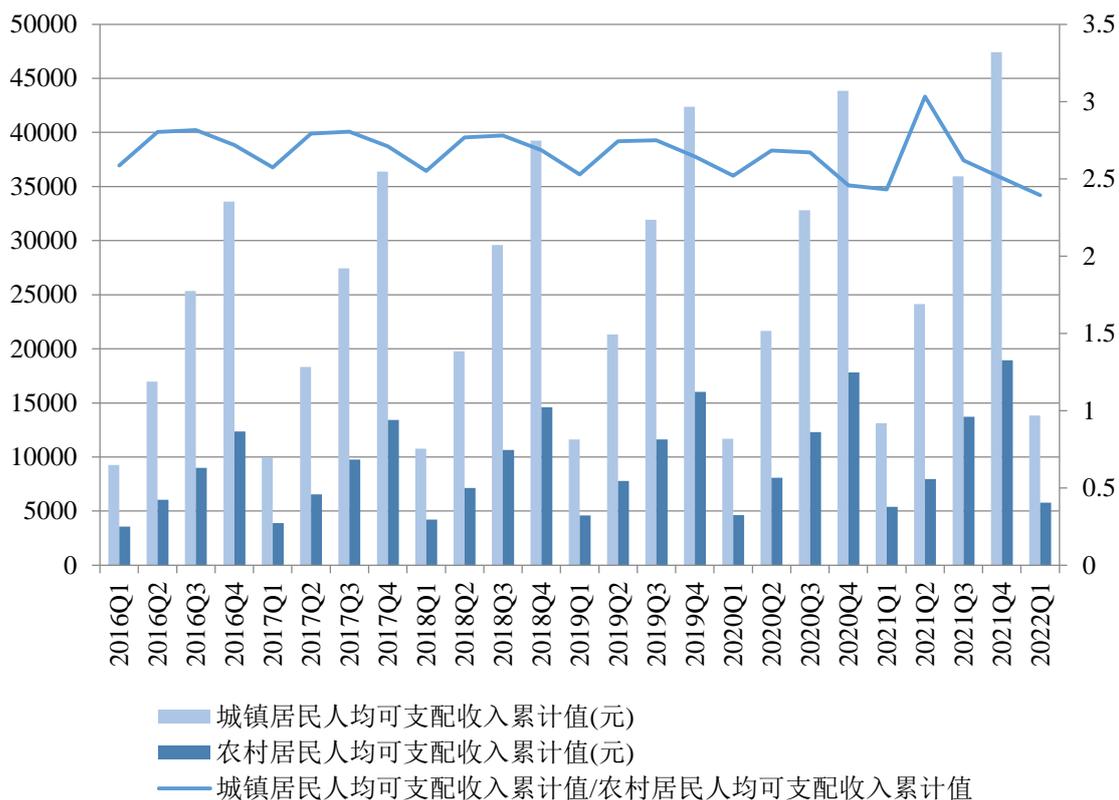


图 41 城乡居民可支配收入比（数据来源：国家统计局，单位：元（左））

自 2022 年 3 月中旬奥密克戎在上海、北京等地流行以来，各地疫情防控敏感度提升，物流活跃度遭受巨大冲击。物流活跃度侧面反映了区域通行和生产消费情况，与劳动力流动息息相关。4 月全国货运流量指数同比下降近 30%，其中北京货运流量 4、5 两月均同比下降 40%，处于疫情中心的上海更是断崖式下降 80%。5 月下旬多地物流开始表现出恢复态势。在受上海疫情波及严重的长三角地区，江苏、浙江 6 月货运流量降幅缩减，呈 V 字走势。相比上海，北京的复苏态势更为明显，在 6 月收回了近一半的货运流量降幅。随着第九版新冠肺炎防控方案出台，区域核酸和隔离管理更加科学精准，为跨省市劳动力流动提供了恢复动力。

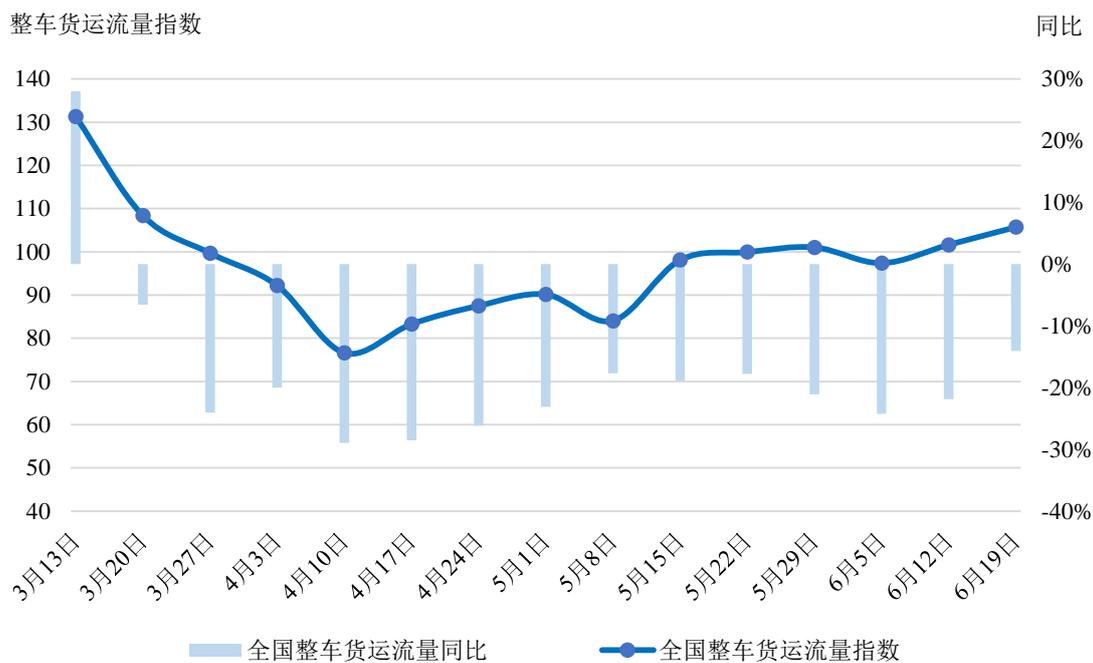


图 42 全国整车货运流量（数据来源：G7 公路货运数据，单位：%（右））

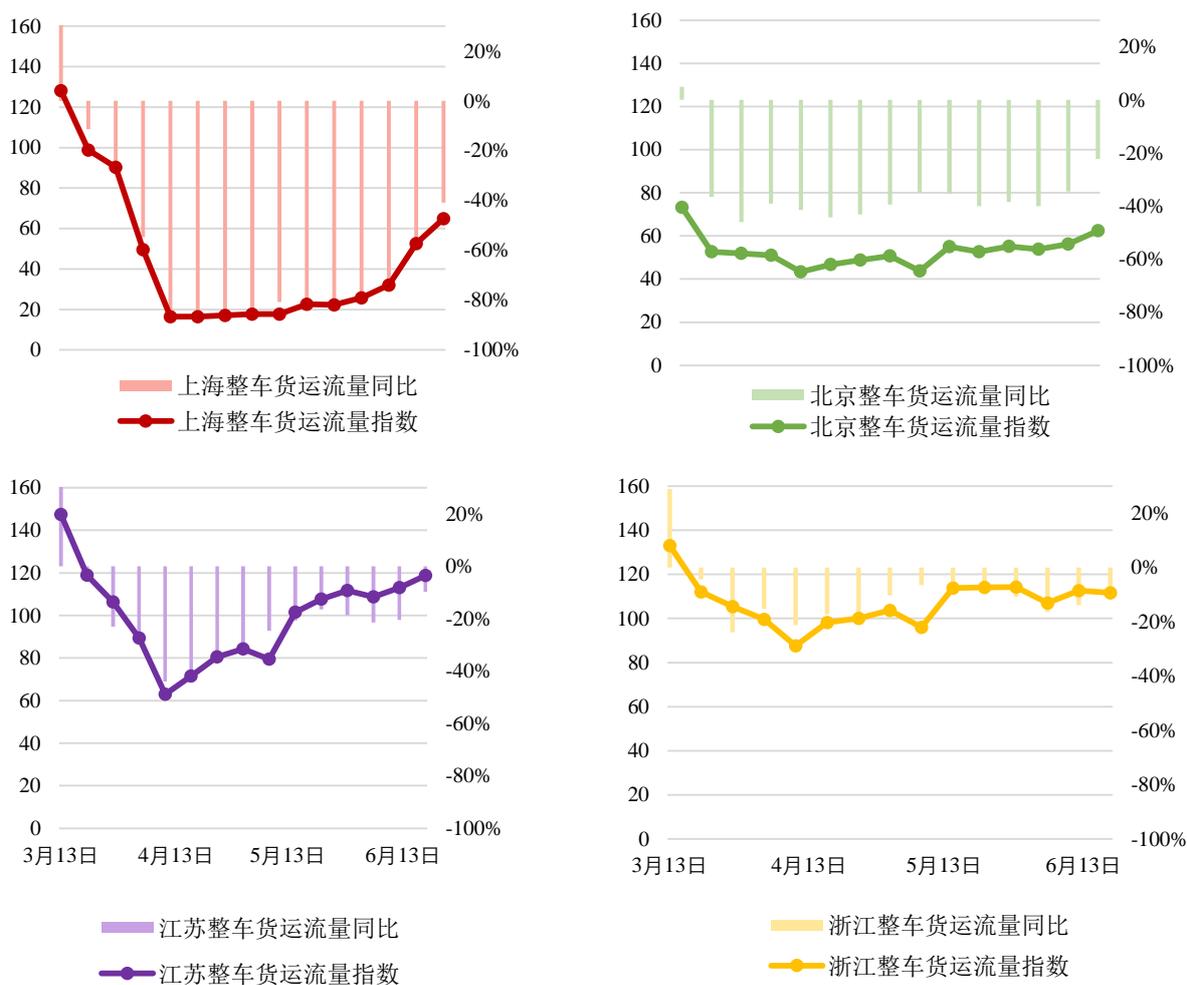


图 43 上海、北京、江苏、浙江整车货运流量（数据来源：G7 公路货运数据，单位：%（右））

（五）CPI 稳定上涨，PPI 涨幅回落，剪刀差不断缩小

2022 年 1-5 月 CPI 同比增速持续上升，累计增速 1.5%，较 2021 年同期 0.4% 的增速及年均 0.9% 的增速均大幅上涨，主要原因是猪肉、鲜菜和交通工具用燃料价格同比增速均有所上升；1-5 月扣除食品和能源的核心 CPI 累计增速为 1.1%，较 2021 年同期（0.3%）及年均增速（0.8%）亦有所上升；1-5 月 PPI 累计同比增速为 8.1%，较 2021 年同期（4.4%）大幅上升，与 2021 年年均增速（8.1%）持平。课题组根据国家统计局公布的 GDP 名义值以及实际同比增长率构造计算得到的 GDP 平减指数非累计同比增长率在 2022 年第一季度为 3.96%。如图 44 所示，2022 年 1-5 月 CPI 同比增速逐月上升，由 1、2 月 0.9% 的增速快速上升至 3 月 1.5% 的增速，在 4、5 月继续攀升至 2.1%；2022 年前 5 个月 PPI 同比增速持续回落，自 2021 年 10 月达到峰值 13.5% 以来一直处于下降趋势，由 1 月 9.1% 已下降至 5 月 6.4%，与 CPI 的剪刀差持续缩小；GDP 平减指数同比增速自 2017 年第一季度达到高点后呈现波动下降趋势，2020 年第二季度触底后开始反弹，2021 年加速上升至新高峰，2022 年第一季度快速下降至 3.96%。考虑到国内疫情防控形势持续向好、国际粮价高位运行、国际油价波动、货币政策的滞后作用和基数效应等各种因素的综合影响，课题组预计 2022 年下半年 CPI 和 PPI 剪刀差将持续缩小。

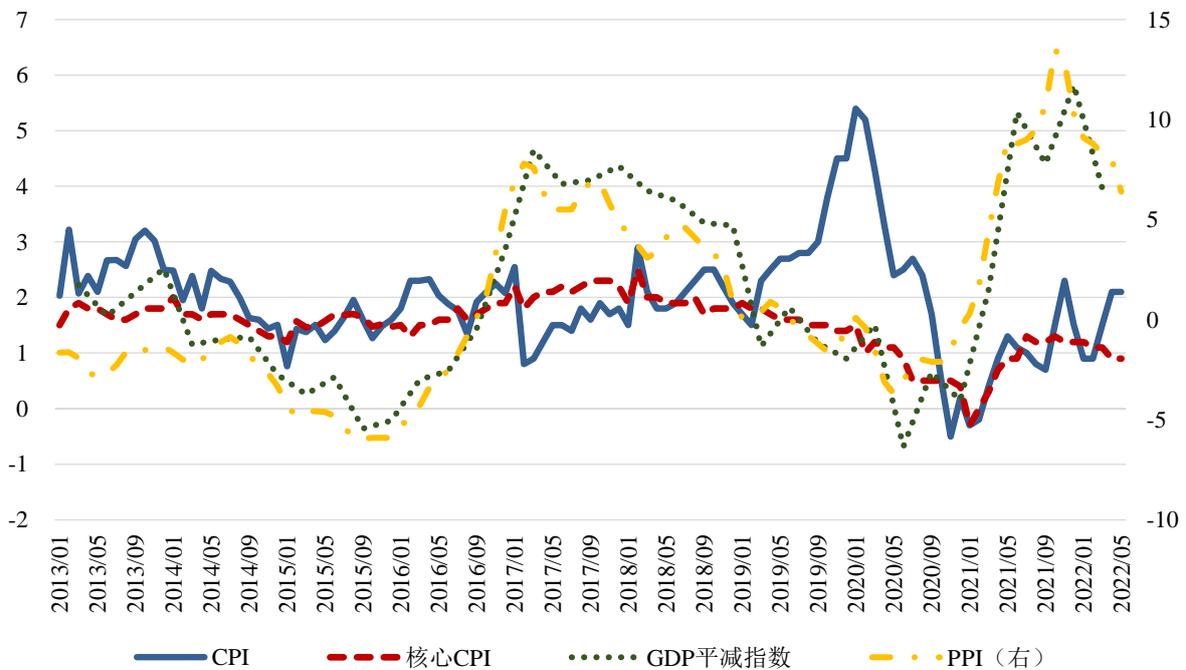


图 44 价格同比变化情况

（数据来源：国家统计局、上海财经大学高等研究院，单位：%）

GDP 平减指数涉及全部商品和服务，反映一般物价水平走向，是对价格水平比较宏观的测量。相比较而言，CPI 侧重于居民消费方面的价格变化情况，PPI 侧重于工业生产方面的价格变化情况。CPI 受食品和服务价格影响较大，PPI 受国际大宗商品价格影响较大。

国家统计局 2022 年 6 月最新发布的数据显示，2022 年 1-5 月 CPI 累计同比上涨 1.5%，较 2021 年同期 0.4% 的增速上升 1.1 个百分点。从食品来看，2022 年 1-5 月食品价格平均下降 1.1%，导致 CPI 下降约 0.22 个百分点，而 2021 年同期食品价格增速为 0.1%，引起 CPI 上升约 0.02 个百分点。从非食品来看，2022 年 1-5 月非食品价格平均上涨 2.1%，导致 CPI 上涨约 1.68 个百分点，相应地 2021 年同期增速为 0.5%，拉动 CPI 上升约 0.4 个百分点。进一步从服务业来看，2022 年 1-5 月服务价格累计同比上升 1.1%，导致 CPI 上升约 0.385 个百分点，而 2021 年同期服务价格增速为 0.2%，导致 CPI 上升约 0.07 个百分点。由此可见，2022 年上半年 CPI 同比增速较 2021 年同期大幅上升主要是由非食品价格的大幅上升所致。如图 45 所示，受猪肉价格和基数效应等因素的影响，食品价格同比增速在 2022 年第一季度在 0 以下震荡，随着新冠疫情的叠加影响 4 月由负转正，5 月继续上升至 2.3%；非食品价格同比增速从 2021 年开始持续攀升，2022 年 1-5 月同比增速保持在 2021 年年末的较高水平上轻微波动。

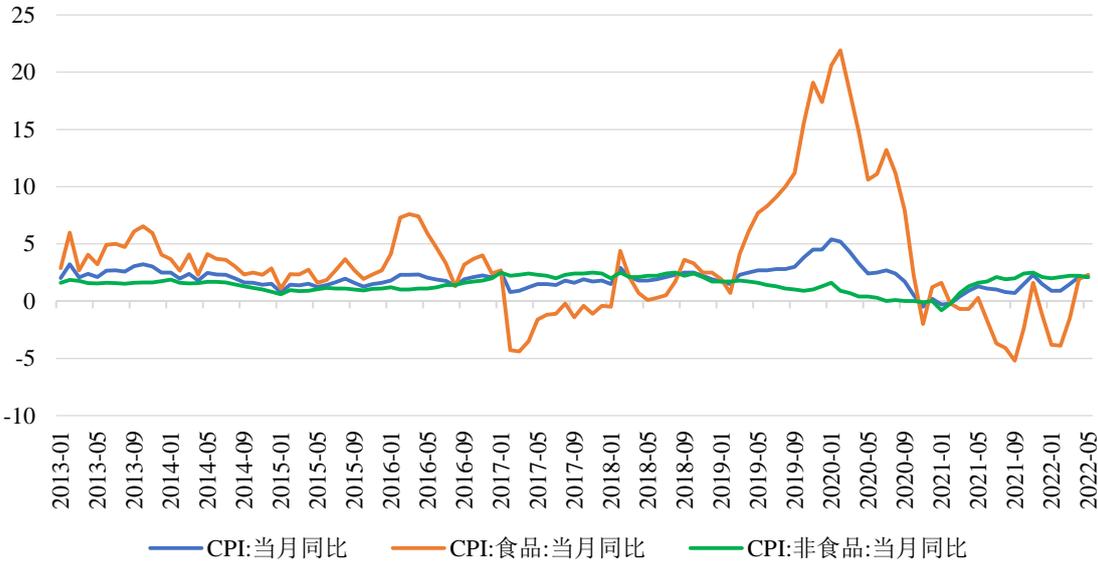


图 45 食品和非食品 CPI (数据来源: 国家统计局, 单位: %)

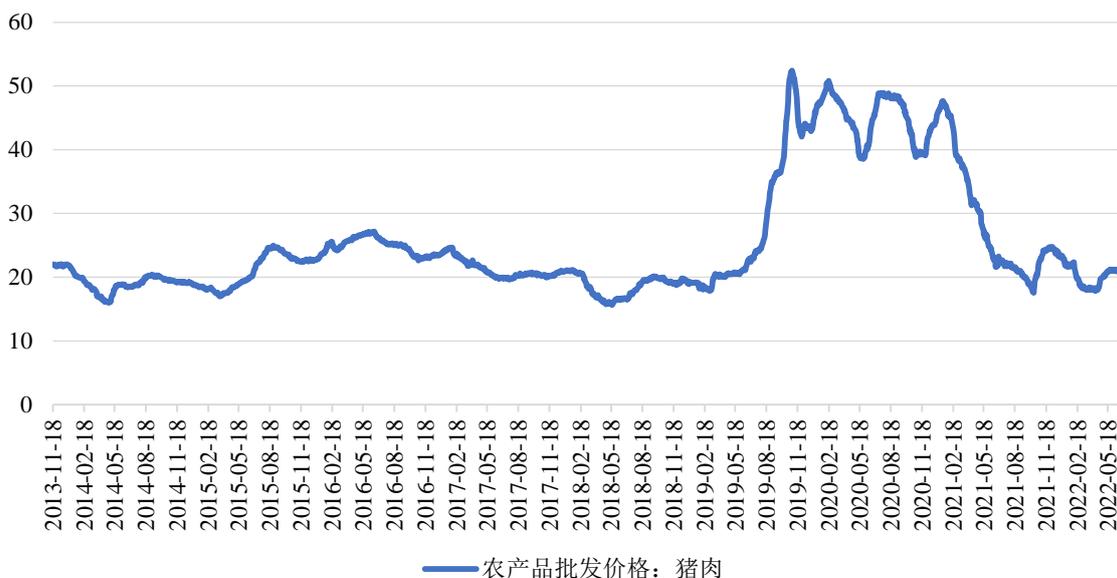


图 46 猪肉批发价格 (数据来源: 农业部, 单位: 元/公斤)

进一步从食品的分项来看, 食品中猪肉、鲜菜和鲜果价格对 CPI 的影响相对较大。2022 年 1-5 月猪肉价格累计同比上涨-37%, 导致 CPI 同比增速下降约 0.96 个百分点(而 2021 年同期同比上升-16.2%, 导致 CPI 同比增速下降约 0.4 个百分点)。尽管受局部疫情等因素的影响, 上半年猪肉价格略有上升(如图 46), 但去年同期猪肉价格相对较高, 所以 2022 年 1-5 月猪肉价格同比增速依然为负。从图 46 所示的日高频猪肉批发价格可以看出, 猪肉价格自 2018 年 5 月下旬从下降周期转为上升周期, 2018 年下半年出现的非洲猪瘟疫情引发了超级猪周期, 使得猪肉价格于 2019 年 10 月底达到历史最高价, 随后在历史高位震荡并持续至 2021 年年初, 2021 年 2 月以来由于猪肉供给逐渐恢复导致猪肉价格快速下跌, 于 2021 年 10 月达到新低点, 之后低位震荡。考虑到 2022 年下半年“猪”周期将大概率进入上升通道, 课题组预计 2022 年下半年猪肉价格将稳中有升, 同时考虑到 2021 年下半年基数较低, 2022 年下半年猪肉价格同比增速将显著上升, 对 CPI 的影响将由负转正。除猪肉外, 鲜菜、鲜果价格对 CPI 也有重要的影响。受局部新冠疫情的影响, 2022 年 1-5 月鲜菜价格累计同比上升 8.7%, 导致 CPI 同比增速上升约 0.19 个百分点, 而 2021 年同期同比上升 3.7%, 导致 CPI 同比增速上升约 0.08 个百分点。2022 年 1-5 月鲜果价格累计同比上涨 10.7%, 导致 CPI 同比增速上升约 0.2 个百分点, 而 2021 年同期同比上涨 2.5%, 导致 CPI 同比增速上升约 0.05 个百分点。鲜果价格同比上涨主要是由于去年同期较低的基数效应以及今年上半年爆发的局部疫情对供应链的影响。考虑到基数效应和潜在局部疫情的影响, 课题组预计 2022 年下半年鲜菜和鲜果价格对 CPI 的影响将低于上半年。因此, 综合考虑以上各种因素, 课题组预计 2022

年下半年食品价格同比增速将较上半年有所上升。

正如上面所说，2022 年 1-5 月非食品价格同比增速较去年同期显著上升，一直处于去年年末较高水平附近波动。从分类来看，与 2021 年同期相比，2022 年 1-5 月价格累计同比增速明显上升的是交通和通信类价格（同比上涨 5.9%），增幅为 4.7 个百分点；教育文化与娱乐类（同比上涨 2.3%）和医疗保健类（同比上涨 0.6%）也有小幅上涨，涨幅分别为 1.6 个百分点和 0.3 个百分点。如图 47 所示，2022 年 1-5 月交通和通信类价格同比增速高位波动，主要是因为国际原油价格上涨带动汽油、柴油等交通工具用燃料价格上升；教育文化与娱乐类价格同比增速第一季度上升较为明显，主要是因为经济恢复加快，4-5 月受局部疫情影响增速有所回落。值得一提的是，医疗保健类价格同比增速自 2018 年 9 月起一直保持相对平稳的趋势，2020 年新冠疫情发生以后开始下降，直到 2021 年 4 月达到 2006 年以来的最低值，之后稳步回升，这主要是国家调低了西药特别是进口西药的价格。总体而言，2022 年 1-5 月非食品价格平均同比增速较去年同期有所上升，2022 年上半年内持续保持在较高水平，考虑到国内外经济复苏和国际原油等大宗商品价格的滞后影响等综合因素，课题组预计 2022 年下半年非食品价格同比增速仍将保持高位震荡。

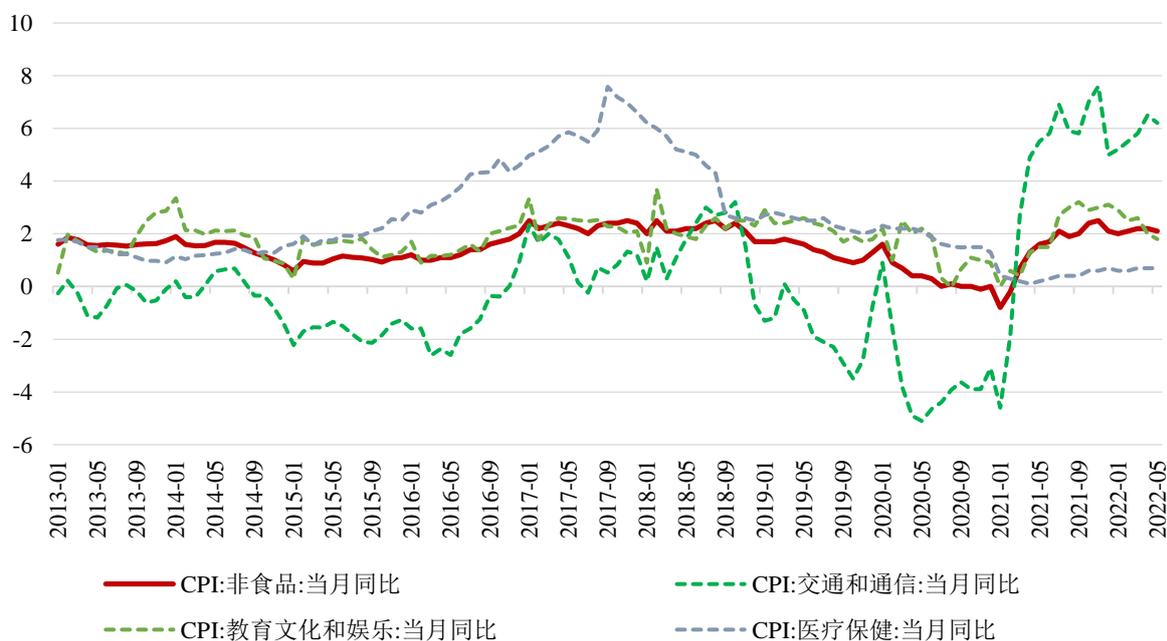


图 47 非食品分类价格同比增速（数据来源：国家统计局，单位：%）

因此，受原油等大宗商品价格、局部疫情爆发和猪肉价格等各种因素的影响，CPI 同比增速在 2022 年 1-5 月稳定上升，核心 CPI 同比增速略有下降，与预期相吻合。基于以上分析以及计量模型，考虑到基数效应、猪肉价格、原油价格、局部散点疫情等各

种因素的综合影响，课题组预计下半年 CPI 平均同比增速较上半年将有所上升。同时，考虑到当前全球多国面临高通胀甚至滞胀压力，受输入性通胀的影响我国面临的通胀压力也在不断上升，下半年个别月份 CPI 同比增速可能突破“3%”。

下面进一步分析 PPI 的走势。图 44 显示 PPI 同比增速自 2020 年第二季度以来总体呈现上升趋势，2020 年 5 月达到约近四年来的最低点后不断上升，2021 年 1 月增速由负转正，2021 年 10 月同比增速创下了 2009 年以来的最高值 13.5%，随后一直稳定下降。2022 年 1-5 月 PPI 累计同比增速为 8.1%，其中生产资料同比增速为 10.4%，生活资料同比增速为 0.9%。根据课题组的计算分析，生产资料出厂价格对 PPI 的影响（即生产资料的权重）约占 74%，生活资料出厂价格对 PPI 的影响（即生活资料的权重）约占 26%，这与之前一段时间生产资料与生活资料产出分别占整个工业产出的比例基本一致。由于生产资料占比较大，且其自身价格波动亦较大，PPI 同比增速的变化几乎和生产资料价格同比增速变化完全一致。2022 年 1-5 月生产资料的价格变化影响 PPI 同比上涨约 7.7 个百分点。

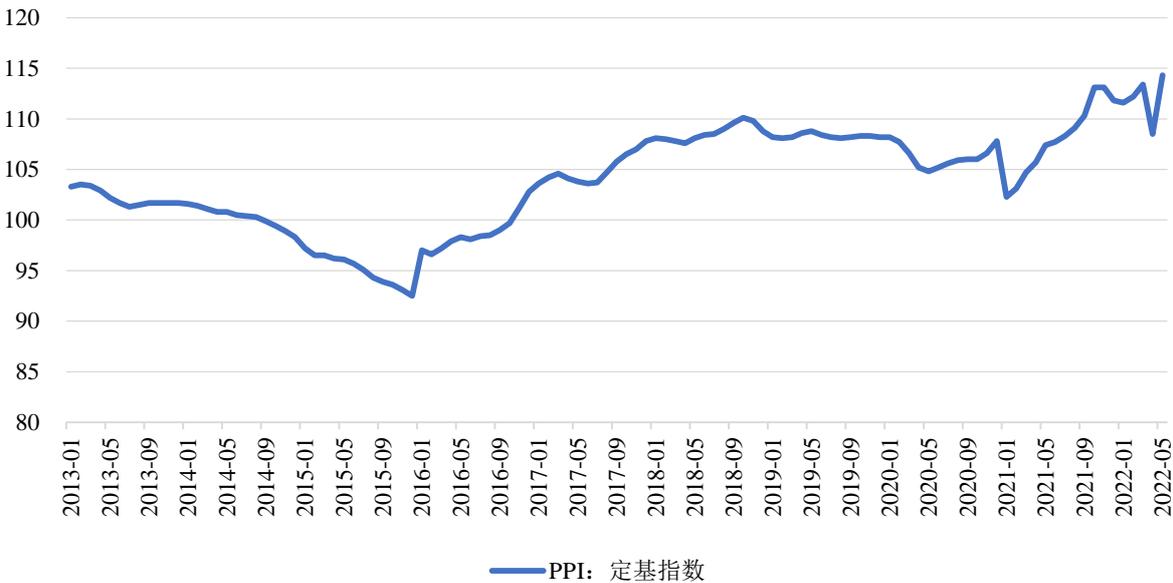


图 48 PPI 定基指数 (数据来源: 国家统计局, 单位: 2010 年=100)

进一步的分析显示 2022 年 1-5 月 PPI 同比增速较 2021 年同期 4.4% 的增速大幅上升，一方面是由于国际油价的大幅上升，另一方面是由于刺激政策的滞后影响、全球经济复苏以及疫情对供应链的影响等因素引起的其它大宗商品价格大幅上涨。PPI 定基价格指数(2016—2020 年基期调整为 2015 年，2021 年和 2022 年基期调整为 2020 年)于 2018-2019 年在高位小幅波动，2020 年受新冠疫情和国际油价影响先降后升，2021 年基期调整后小幅下降后继续上升，2022 年继续高位上升，如图 48。PPI 的变化和国际油价

紧密相关。正如图 49 所示的国际原油价格走势，石油输出国组织（OPEC+）于 2016 年 11 月 30 日正式达成了此前 8 年来首份减产协议，之后减产协议被多次延长，因此国际原油价格从 2017 年起震荡上行，2018 年 10 月叠加美国制裁伊朗的影响创下近年来的最高价，2019 年高位震荡；2020 年 3 月沙特与俄罗斯进行石油战，双方大幅增产导致国际原油价格疯狂下跌，甚至原油期货合约出现价格为负的历史奇观，2020 年 5 月 OPEC+ 新的减产协议使得国际原油价格迅速反弹，然而全球新冠疫情降低了对石油相关产品的需求，国际原油价格仅反弹至一个较低的水平；随着新冠疫情逐渐得到控制和全球经济逐渐复苏并扩张，国际原油价格从 2020 年 12 月起开始攀升，2021 年 4 月 OPEC+ 达成新的减产协议，使得 2021 年国际原油价格持续攀升，已经超过 2018 年的最高价。2022 年 2 月以来受俄乌冲突影响，国际原油价格一路上涨达到 2013 年以来历史新高，2022 年 1-5 月 WTI 和 Brent 原油价格平均同比增速分别为 64.5%、64.0%，如图 50 所示。考虑到基数效应、俄乌冲突，以及对石油相关产品需求的上升等，课题组预计 2022 年下半年原油价格将保持高位震荡，同比增速呈下降趋势。俄乌冲突、全球刺激货币政策的滞后影响、新冠疫情对全球供应链的冲击，以及世界经济复苏使得以能源、矿产为代表的大宗商品价格自 2022 年初以来快速上涨，如图 51 所示。综合考虑到基数效应、俄乌冲突、疫情对全球供应链的影响、刺激政策的滞后影响、国内外经济恢复和大宗商品价格波动等各种因素，课题组预计 2022 年下半年 PPI 同比增速将保持下降趋势。

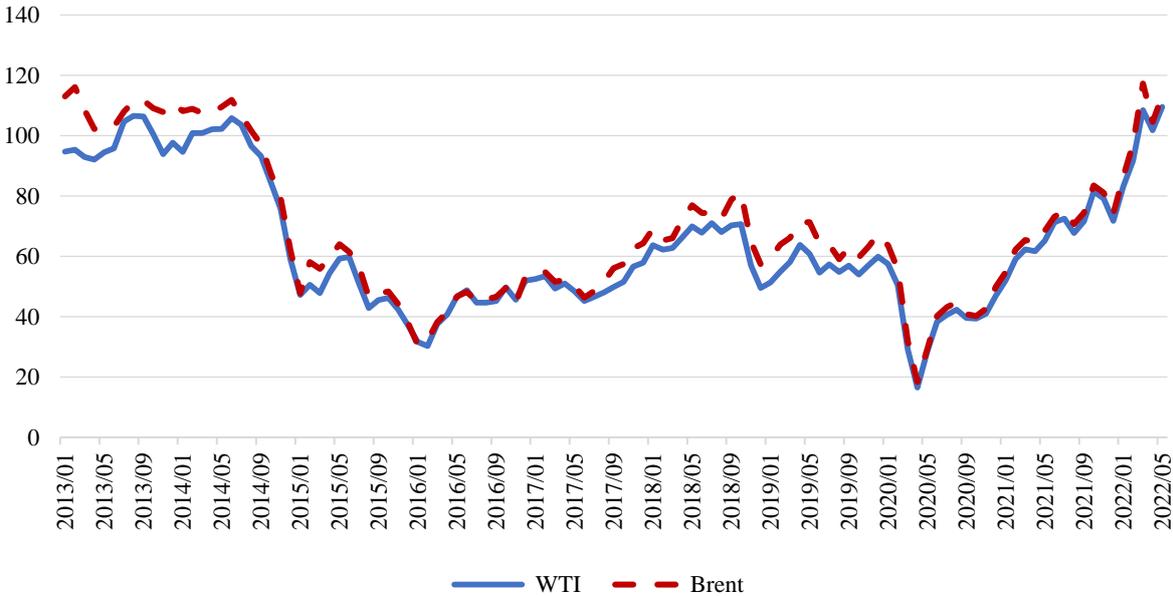


图 49 国际原油价格走势（数据来源：EIA，单位：美元/桶）

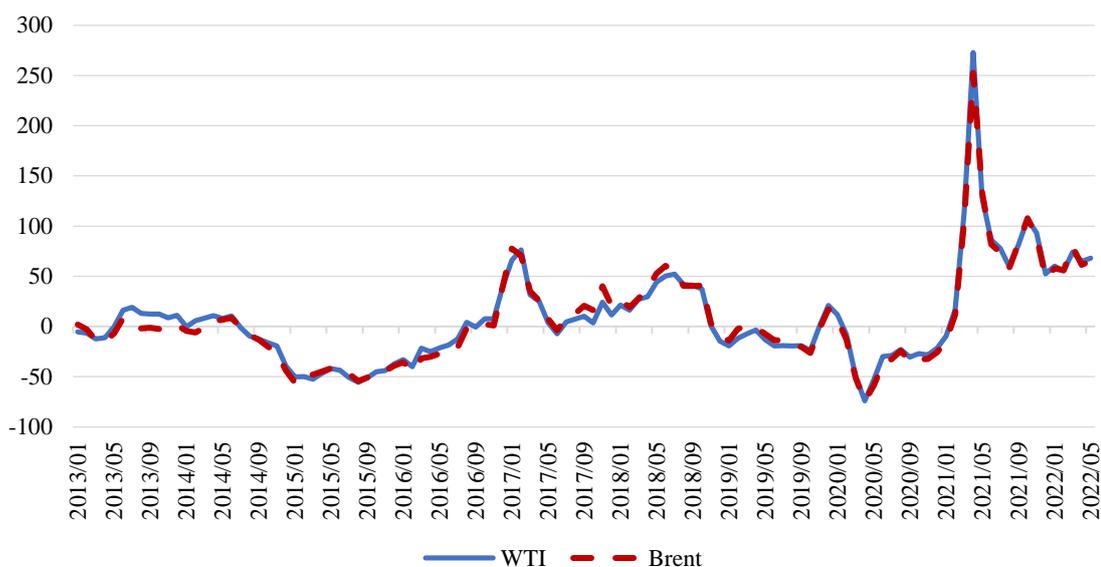


图 50 国际原油价格同比增速情况
(数据来源: 上海财经大学高等研究院³, 单位: %)



图 51 中国大宗商品价格指数 (CPPI)
(数据来源: 商务预报, 单位: 2006 年 6 月=100)

因此, 综合考虑到基数效应、新冠疫情对全球供应链的影响、猪肉价格对食品价格的影响、刺激政策的滞后影响、国内外经济复苏, 俄乌冲突对原油等大宗商品价格的影响等各种因素, 课题组预计 2022 年下半年 CPI 和 PPI 剪刀差将继续缩小。考虑到当前全球多国面临高通胀甚至滞胀压力, 受输入性通胀的影响, 我国面临的通胀压力也在不

³课题组根据上图 EIA 的价格数据简单计算得到。

断上升，下半年个别月份 CPI 同比增速可能突破“3%”。

（六）灵活适度的货币政策，着力稳住经济大盘

今年以来，我国经济受到“三重压力”、本土疫情频发和外部环境不确定性上升交织叠加的影响，货币政策总体保持灵活适度，适当靠前发力。货币供应方面，截至 5 月，M2 余额 252.7 万亿元，同比增长 11.1%，增速较 4 月上升 0.6 个百分点，比上年同期上升 2.6 个百分点，当前 M2 增速和 2020 年同期水平相当；M1 余额 64.51 万亿元，同比增长 4.6%，增速较 4 月下降 0.5 个百分点，比上年同期下降 1.5 个百分点；M0 余额 9.55 万亿元，同比增长 13.5%，增速较 4 月上升 2.1 个百分点，比上年同期上升 7.9 个百分点。需要注意的是，当前 M1 的增速较 M0 的增速低 8.9 个百分点，这主要是企业活期存款增速持续下降的结果，由于我国企业活期存款主要用于企业转账结算，持续下降的企业活期存款增速是当前企业经营活力下降的反映。

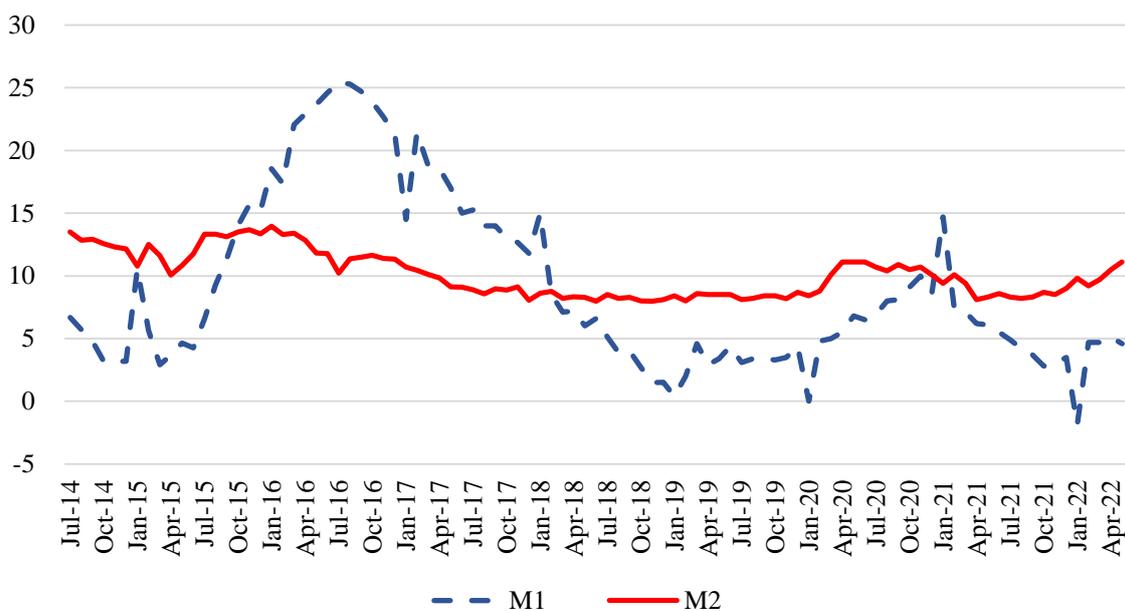


图 52 货币供应各项增速（数据来源：中国人民银行，单位%）

从 M2 的分布来看，1-5 月人民币存款累计新增 13.99 万亿元，同比多增 3.81 万亿元；外币存款累计少增 124 亿美元，同比少增 1371 亿美元。在企业经营活力下降、居民收入增速放缓叠加房地产行业风险大增的背景下，叠加二季度本土疫情的反复，企业和居民预防性储蓄动机增强。具体地，居民户存款累计新增 7.86 万亿元，同比多增 2.64 万亿元；非金融企业存款累计新增 2.37 万亿元，同比多增 2.59 万亿元。财政存款方面，由于今年留抵退税的规模进一步加大，且完成时间大幅提前，使得财政存款增幅较去年同期明显下降。具体地，财政存款累计新增 9428 亿元，同比少增 3973 亿元。此外，受

本土疫情和全球金融市场震荡加剧的影响，投资者对国内金融市场的信心还处于修复阶段。1-5月非银行业金融机构存款累计新增1.5万亿元，同比少增9770亿元。

从M2的各来源结构来看，如图53所示，截至5月存款性公司对其他金融部门的债权同比增加6.97%，而对非金融部门的债权同比增加9.63%。虽然存款性公司对实体部门的支持力度依然更大，但对其他金融部门和对实体部门债权增速的剪刀差进一步缩小，前者已回升至比2020年二季度更高的水平，而后者则下降至2018年以来最低的水平。实体部门获得的金融资源比例相对下降，这一方面与实体部门自去年下半年开始需求转弱相关，另一方面也与本土疫情防控抑制了部分实体部门需求有关。那么，在疫情防控抑制的需求得到释放后，如果国内金融系统杠杆率依然延续上升的趋势，则需要警惕金融资源在金融系统内部空转的影响。

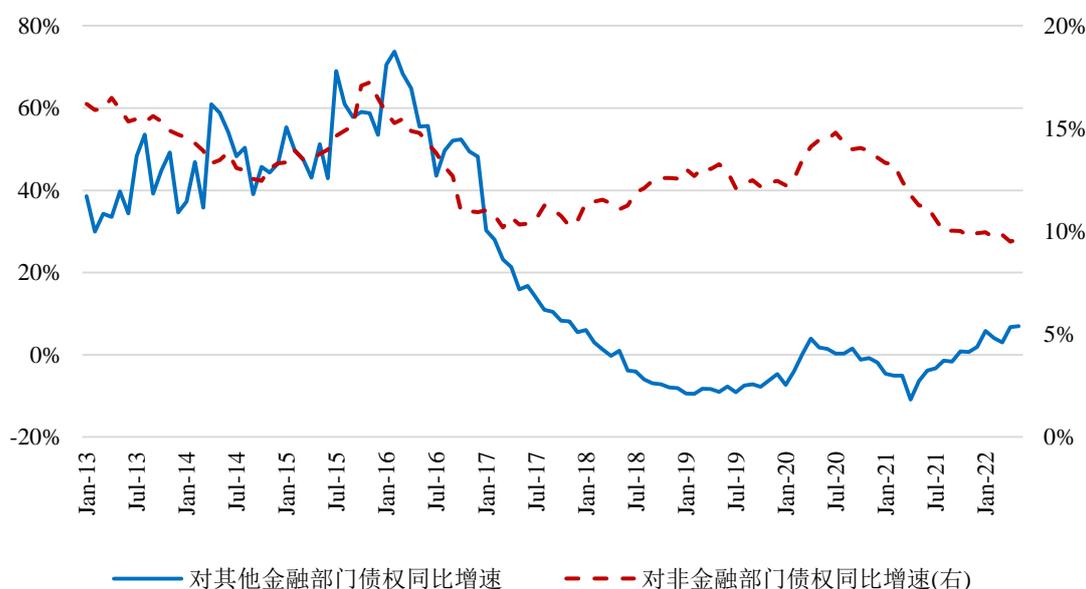


图 53 存款性公司概况（部分）（数据来源：中国人民银行）

从社会融资规模存量的增速来看，截至5月，社会融资规模存量为329.19万亿元，同比增加10.47%，较4月上升0.23个百分点，比上年同期下降0.53个百分点。其中，人民币贷款、企业债券净融资和政府债券融资占比较高，同比增速分别为10.87%、10.72%和17.49%。需要注意的是，当前社会融资规模的增速较M2增速低0.63个百分点，六年来首次低于M2的增速，反映出实体部门融资需求的疲弱。但预计进入三季度后，随着复工复产的推进和大量基建项目的落地，M2增速的变化将向社会融资规模增速传导，社会融资规模增速将进一步提升。

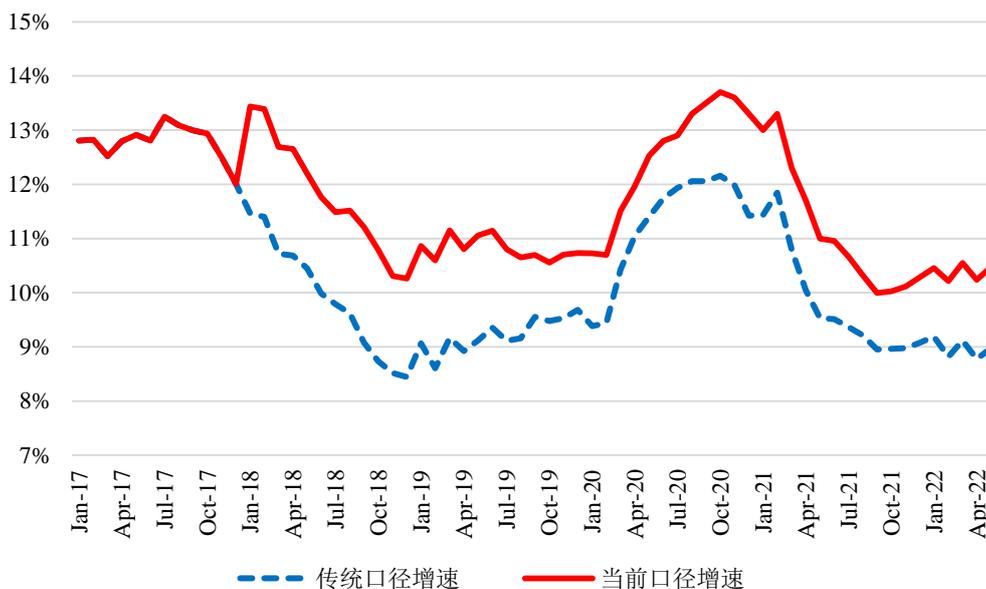


图 54 社会融资规模存量同比增速 (数据来源: 中国人民银行) 4

从社会融资规模的增量来看, 2022 年 1-5 月, 社会融资累计新增 15.76 万亿元, 同比多增 1.66 万亿元。其中, 1-5 月人民币贷款累计增加 10.52 万亿元, 同比少增 1061 亿元, 约占社会融资总量 66.73%, 较去年同期水平下降 0.1%。中长期贷款累计新增 5.91 万亿元, 同比少增 2784 亿元, 短期贷款以及票据融资累计新增 4.52 万亿元, 同比多增 2.86 万亿元。从新增人民币贷款的投向来看, 受疫情防控的影响, 企业流动性大幅收紧, 急需补充流动性, 因而增量信贷中短期贷款和票据融资的占比较去年同期大增。非金融企业贷款方面, 1-5 月非金融企业及机关团体的贷款累计新增 9.19 万亿元, 同比多增 2.28 万亿元。其中, 非金融企业的中长期贷款累计同比少增 1.01 万亿元, 非金融企业的短期贷款累计同比多增 1.38 万亿元, 非金融企业的票据融资累计同比多增 2.08 万亿元。居民贷款方面, 1-5 月, 居民户的贷款累计新增 1.33 万亿元, 同比少增 2.38 万亿元。其中, 居民户的中长期贷款累计同比少增 1.77 万亿元, 居民户的短期贷款累计同比少增 6073 亿元。在坚持“房住不炒”的背景下, 叠加疫情防控的影响, 前五个月累计新增居民户贷款, 尤其是房贷, 大幅下降。预计随着疫情防控向常态化的回归, 进而拉动居民部门

4 2018 年 7 月起, 人民银行完善社会融资规模统计方法, 将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社会融资规模统计, 在“其他融资”项下反映。2018 年 8 月以来, 地方政府专项债券发行进度加快, 对银行贷款、企业债券等有明显的接替效应。为将该接替效应返还到社会融资规模中, 2018 年 9 月起, 人民银行将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计。2019 年 9 月起, 人民银行完善“社会融资规模”中的“企业债券”统计, 将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标。2019 年 12 月起, 人民银行进一步完善社会融资规模统计, 将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计, 与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标, 指标数值为托管机构的托管面值。传统口径: 2018 年 7 月调整之前的口径; 新口径: 传统口径基础之上增加了“存款类金融机构资产支持证券”、“贷款核销”和“政府债券”。

贷款增速的回升。

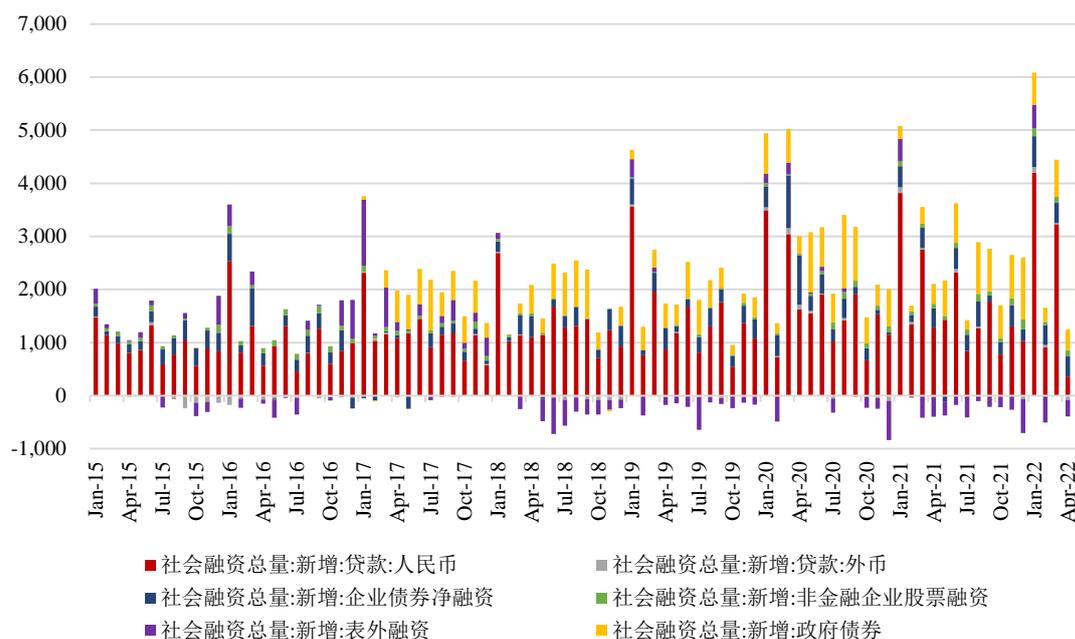


图 55 社会融资结构（数据来源：中国人民银行，单位：十亿元）

其它间接融资方面，截至 5 月，对实体经济发放的外币贷款折合人民币累计增加 750 亿元，同比少增 829 亿元。而表外融资方面，总体仍处于收缩区间，但同比收缩幅度已大幅下降。具体地，2022 年前 5 个月表外融资累计减少 5430 亿元，同比少减 1267 亿元。分项来看，信托贷款和未贴现银行承兑汇票规模延续下降趋势，而委托贷款则有所回升。截至 5 月，未贴现的银行承兑汇票累计减少 2833 亿元，同比少增 3000 亿元；委托贷款累计增加 327 亿元，同比增加 999 亿元；信托贷款累计减少 2924 亿元，同比少减 3268 亿元。

直接融资方面，非金融企业的股票和债券融资均保持较高增速。具体地，前 5 个月非金融企业股票融资累计增加 4440 亿元，同比多增 442 亿元，约占社会融资总量的 2.82%；2022 年前 5 个月企业债券净融资累计增加 1.67 万亿元，同比增加 5074 亿元，约占社会融资总量的 10.6%。由于监管部门要求新增地方政府专项债 6 月底前基本发行完毕，政府债券融资则进一步提速，前 5 个月政府债券融资累计增加 3.03 万亿元，同比多增 1.33 万亿元，约占社会融资总量的 19.24%。此外，预计 6 月地方债发行将高达 1.9 万亿元。当前数据显示，今年以来地方政府新发专项债券与新发一般债券融资规模之比已达到 3，这一比例较 2020 年全年高出 0.3，预计下半年由地方政府主导的基建投资将对今年经济增长起到显著的作用。

综上所述，2022 年前 5 个月，M2 增速上升至 2020 年同期水平，且超过社会融资

总额存量增速，金融体系内流动性保持充裕。在流动性投放方面，4月25日人民银行全面下调存款准备金率0.25个百分点，共计约释放长期流动性5300亿元。1至5月，SLF余额同比减少28.2亿元，MLF余额同比减少4500亿元，公开市场操作净回笼6500亿元。截至5月末，银行间市场存款类机构7天期回购（DR007）加权平均利率为1.84%，较4月末下降0.16个百分点，同比下降0.74个百分点。进入今年4月以来，DR007的利率水平始终低于7天期公开市场操作利率，且大部分时间二者的差异维持在40个基点以上。总体而言，市场流动性保持充裕。基于此，6月LPR报价一年期利率和五年期利率分别为3.7%和4.45%，同比分别下降15和20个基点。

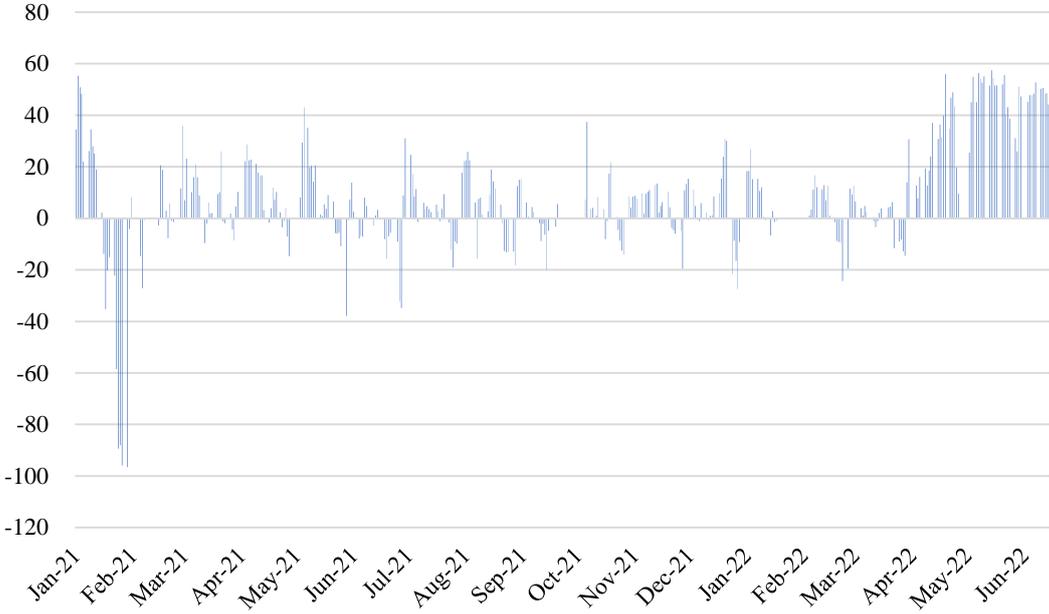


图 56 DR007 与 7 天期公开市场操作利率之差
 （数据来源：中国人民银行、上海财经大学高等研究院，单位：基点）

从利率水平来看，如图 57 所示，各类贷款利率均有所下降。截至一季度末，各类贷款的加权平均利率为 4.65%，同比下降 0.45 个百分点，环比上升 0.11 个百分点。其中，一般贷款的加权平均利率为 4.98%，同比下降 0.32 个百分点，环比下降 0.79 个百分点；票据融资的加权平均利率为 2.4%，同比下降 1.12 个百分点，环比上升 0.22 个百分点；个人住房贷款的加权平均利率为 5.49%，同比上升 0.12 个百分点，环比下降 0.14 个百分点。实体部门的融资成本稳中有降，虽然其中主要贡献来自票据利率的持续下降，但更能代表实体部门融资需求的一般贷款利率亦下降至七年来的最低水平。

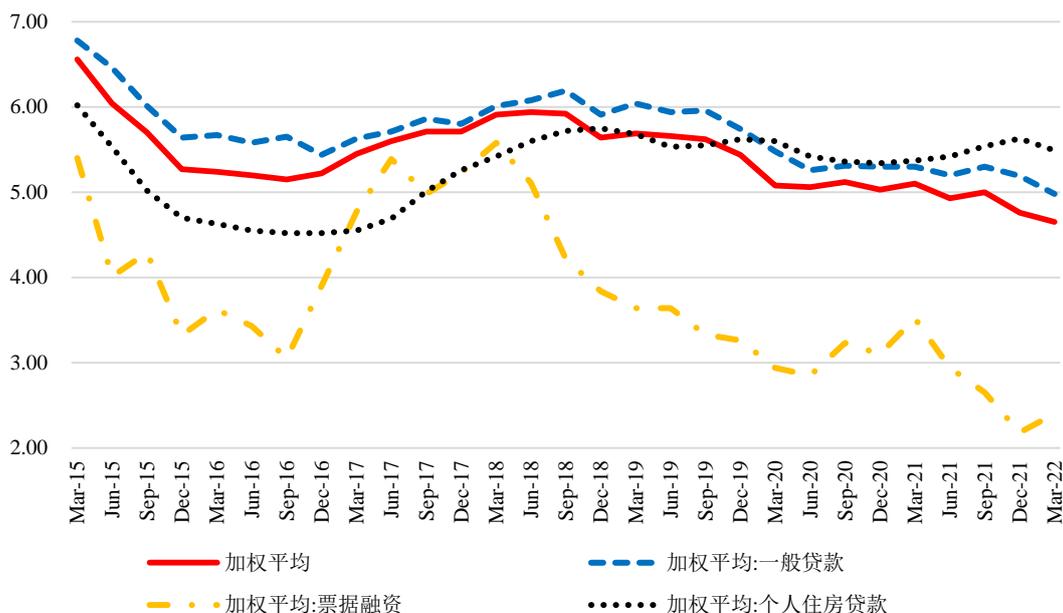


图 57 贷款加权平均利率 (数据来源: 中国人民银行, 单位: %)

受本土疫情反复的影响,当前我国经济处于本土疫情防控向常态化回归的早期阶段,企业面临流动性大幅收紧,预期明显转弱的挑战,而家庭部门则面临收入增速持续放缓和债务下降缓慢的问题。同时,在美国货币政策加速大幅收紧、地缘政治冲突加剧和全球滞胀风险上升等因素的影响下,国内货币政策面临的约束也有所上升。因此,课题组认为我国货币政策将以我为主兼顾内外平衡,预计下半年仍有一定降准的空间,以支撑在总量框架下运用结构性货币政策工具,但降准绝不是唯一的政策选项,如若我国经济面临重大冲击,降息等多种政策工具与降准相结合的政策组合或将发挥更大的政策效能。

(七) 外汇储备规模总体稳定,人民币汇率短期双向宽幅波动增强

2022 年上半年,面对复杂严峻的内外部环境,全球经济面临的风险挑战增多,国际金融市场存在较大不确定性,我国外汇储备连续四个月呈小幅下降态势,但总体保持稳定。2022 年第一季度,外汇储备规模从年初的 3.22 万亿美元降至 3.12 万亿美元,4 月环比降幅达 2.14%。之后,5 月外汇储备规模小幅回升,截至 5 月末,我国外汇储备规模为 3.1278 万亿美元,较 4 月末上升 0.26%。

2022 年一季度,人民币汇率总体保持上升态势,人民币与美元平均汇率为 6.3504。1 月,人民币与美元的平均汇率约为 6.3588。特别是 1 月 26 日,人民币与美元的中间价汇率更是达到了 6.3246,成为月度数据中的高点。2 月,人民币继续保持升值态势,平均数值达到了 6.3470; 3 月,人民币与美元的平均汇率为 6.3457。2022 年第一季度的平

均汇率为 6.3504，与 2021 年第一季度相比，同比提升 2.11%。

然而进入第二季度，人民币兑美元汇率出现短期急贬。上海疫情的突然爆发对我国经济造成巨大冲击，叠加美联储加快收紧货币政策，给人民币汇率带来贬值压力。4 月 19 日，受离岸人民币汇率突破 6.40 的影响，在岸人民币开始快速贬值，于 5 月 13 日触及到了 6.7892 的高位。在不到 1 个月的时间内，人民币兑美元汇率最大贬值幅度近 4000 个基点，贬值速度快于 2018 年中美贸易摩擦期间的人民币兑美元汇率走势。进入 5 月中下旬以来，人民币汇率震荡企稳。自年初至 5 月底，人民币相较美元贬值近 5%。中期来看，人民币汇率双向波动增强，结束了去年下半年以来单边升值的趋势。

人民币汇率 2022 年上半年的走势主要由以下几点原因导致。从**内部环境**看，**国内疫情对我国经济基本面的冲击**。4-5 月期间，上海吉林等地出现疫情，我国本土的新增无症状感染者以及新增确诊病例达到了峰值，给我国经济带来巨大冲击。数据显示，4 月疫情影响全面显现，生产端物流受阻、库存消耗等因素使得工业所受冲击较大；需求端制造业投资尚显韧性，但房地产、基建投资增速下滑，消费则出现两位数负增长。疫情对经济基本面的扰动加大了金融市场的不确定性，由此产生了弱化人民币的预期。

从**外部环境**看，**地缘政治风险和美国收紧货币政策**是人民币贬值的主要原因。一是**俄乌冲突爆发，全球市场反应剧烈，市场避险情绪上升**，投资者偏好持有避险资产。美元被投资者视为典型的强避险资产，投资者持有美元的偏好大幅增加。2022 年 2 月 24 日，道指期货、标普 500 指数期货跌幅均超 2%，纳斯达克 100 指数期货大跌约 3%，VIX 波动率指数涨幅超 12%。在俄乌冲突爆发后，全球经济政策不确定性处于高位，地缘政治风险较大，导致投资者对美元依旧有旺盛的需求，美元指数呈现快速上涨趋势。二是**美国通胀率持续走高，美联储加速收紧货币政策**。美联储货币政策变动通常是引发全球金融周期的最重要变量之一。2022 年 3 月，美国通胀率创下近四十年来新高。美国 CPI 当月同比增速为 8.5%，核心 CPI 当月同比增速为 6.5%。为了应对持续走高的通货膨胀，2022 年 3 月，美联储决定加息 25 个基点。这是 2018 年以来美联储的首次加息，也迎来了自 2015 年美联储最激进的加息步伐。5 月，美联储再次宣布将联邦基金利率上调 50 个基点至 0.75%-1.0%，美联储加息预期推高了美债收益率持续攀升。5 月 5 日，10 年期美国国债收益率一度升至 3.05%。

面对复杂多变的国内外经济形势，我国证券投资净流出增大。6 月 24 日，国家外汇管理局公布了 2022 年第一季度中国国际收支平衡表的详细数据。非储备性质金融账户中，尽管直接投资顺差表现亮眼，但证券投资却出现 79.8 亿美元的逆差，其中证券投资

净资产净获得-41.2 万亿美元，负债净产生-38.6 万亿美元。更详细分析，证券投资中股权投资负债净产生达到-6.8 万亿美元，债券投资高达-31.9 万亿美元，表明证券投资流出和外国投资者撤出证券投资有关。究其原因，不仅和我国经济基本面弱化有关，更和美联储加快收紧货币政策有关。中美利差的逐渐缩小，降低了中国金融资产，尤其是中国利率债，对外国投资者的吸引力。分资产类别看，在股票层面，3 月期间受俄乌冲突影响，北向资金出现了明显的资金流出，虽然人民币汇率在 3 月期间走势平稳，但是股票层面的资金流出堆积了人民币贬值的压力。在债券层面，中美利率倒挂是重要原因，今年 2-4 月期间境外投资者所持债券头寸共减少约 2500 亿元人民币，对人民币形成贬值压力。课题组估计，由于 4 月、5 月疫情对我国经济的巨大冲击，二季度跨境证券投资将继续流出。

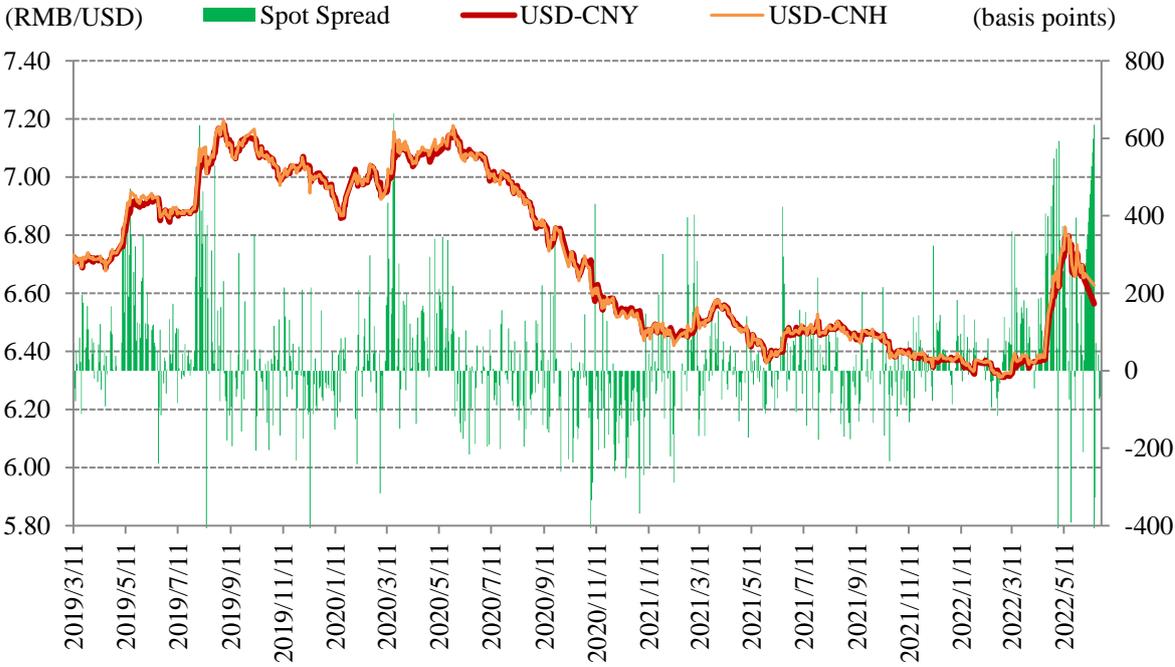


图 58 人民币在岸(USD-CNY)与离岸(USD-CNH)近期走势
(数据来源: WIND)

课题组使用标准化的外汇储备变动幅度除以标准化的汇率变动幅度建构的外汇干预指数 (图 59)，指标越接近 1，表明外汇干预程度越大。从上海财经大学高等研究院构建的指数可以看出今年年初央行干预程度较小，但从 3 月央行开始加大干预力度。这显示出因为疫情导致的内外部环境不确定性较大，当人民币面临较大的贬值压力时，央行及时加大干预政策力度，使人民币汇率在合理区间内波动。尤其在 2022 年第二季度以来，外汇干预指数于 4、5 月达到 1，央行干预汇市的力度增强，反映出央行维持人民

币汇率在合理区间波动的决心。

结合美联储货币政策、美元指数变动、国际地缘政治影响、疫情不确定性、我国经济基本面和短期跨境资金流出等几方面因素，课题组预估人民币兑美元汇率 2022 下半年或将在 6.8 附近宽幅双向波动；若国内外疫情得到有效控制、我国经济爆发式反弹，2022 年人民币汇率可能会在 6.7 左右双向波动；但我们不能忽视中国经济仍将面临较大下行压力，中国可能面临货物贸易顺差显著缩小、外汇储备存量有所下降的局面，中美货币政策分化也将导致短期跨境资本流出规模上升的格局。如若上述情况发生，人民币汇率将跌落至 6.9 附近。课题组对人民币汇率 2022 年走势判断主要基于如下理由：

第一，人民币汇率度量了人民币相对于美元的强弱，因此人民币汇率未来的走势很大程度上取决于美元指数的走势，以及美联储货币政策相应的路径选择（图 60）。2022 年上半年美元走势大体延续了 2021 年下半年的上升趋势，且增速有所加快：1-2 月美元大体处于区间震荡阶段（95.00-98.00）；而 2 月末俄乌局势的急剧恶化使得市场风险偏好急速走低，在避险资金的青睐下，美元向上突破 98.00 并在接下来的 3 月进入更高的交易区间（98.00-100.00），自去年 5 月以来，美元指数已经一度单边上涨了近 16%。此外，美联储 3 月 FOMC 会上开始首次加息，并且在点阵图中暗示年内加息 175 个基点，而会后声明中对于美联储可能很快启动缩表的暗示，都表明了美联储通过紧缩货币政策压制通胀的决心，美联储货币政策的收紧对美元此后的上行提供了重要支撑。进入 4 月以来，包括传统鸽派票委在内的一系列美联储官员先后转鹰使得市场对美联储紧缩的预期持续升温，市场甚至一度预期美联储会在 5 月或 6 月的会议加息 75 个基点，并在 9 月前加息 200 个基点，在此背景之下，美元指数获得进一步支撑向上突破了 100 大关之后一路走高并且一度涨至近 20 年的新高 105；但此后随着美国经济数据连续走弱，市场对美国经济接近衰退的担忧以及以欧央行为首的其他央行开始释放更为明确的紧缩信号逆转了美元指数的上升趋势，美元指数自高点回落至 102 附近。6 月 16 日凌晨，美联储联邦公开市场委员会宣布将联邦基金利率上调 75 个基点至 1.50%~1.75% 区间，为美联储自 1994 年以来首次一次性加息 75 个基点，符合市场预期，也创下新冠肺炎疫情爆发前的新高。

美联储在今年 3 月开启首次加息的主要原因是通胀超预期。在通胀压力下，美联储被迫加快紧缩货币政策，并希望通过给予市场较强的紧缩预期来压制通胀。近期公布的美国一系列经济数据已经显示美国经济的下行压力加大。具体看，美国一季度 GDP 不及预期，ISM 制造业指数不及预期和前值，纽约联储公布的 Empire State 制造业调查指

数跌至年内低点，费城联储公布的商业前景指数大跌至 0 附近，成屋销售跌至 2 年低点，甚至连劳动力市场也在近期出现走弱的迹象。5 月 PMI 数据全面不及预期和前值，耐用品订单大幅不及预期和前值。4 月下旬以来，以花旗宏观经济指数衡量的美国经济数据有所恶化，该数据在 5 月 27 号跌至 2021 年 9 月以来的最低水平。从 5 月 FOMC 会议至今，虽然市场对加息的预期大幅增加，但是美元指数走强的幅度极为有限，近日最高点距离 5 月高点上升幅度不足 1.5%，这是因为美国经济长期前景愈加黯淡，对美元形成压制。本轮加息周期和以往几轮不同的是美国经济状况非常脆弱，美元指数上行将受阻，预估下半年美元指数总体预计在 100-110 的区间内运行。

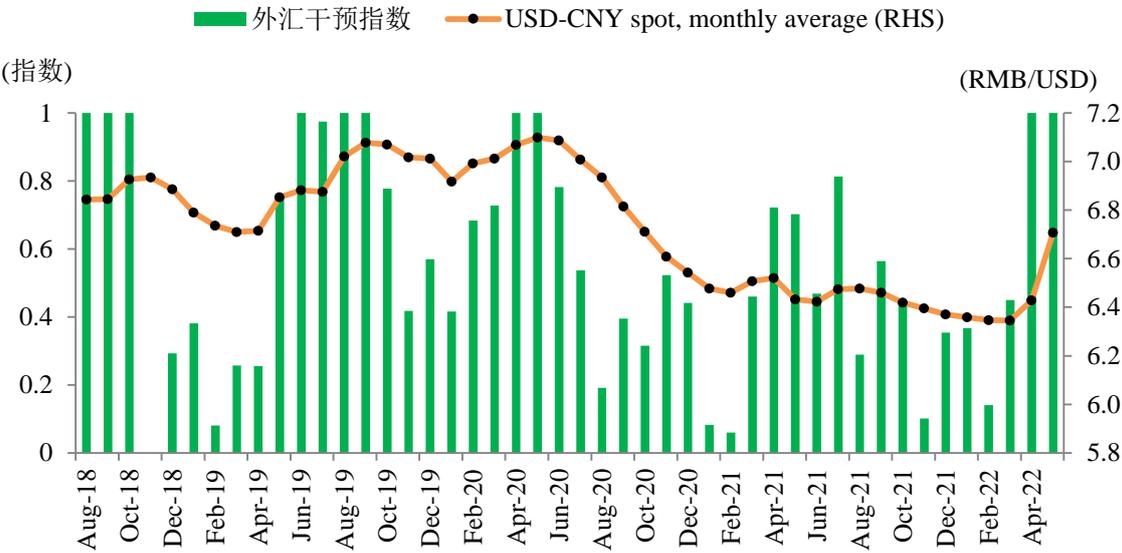


图 59 外汇干预指数(上海财经大学构建)
 (上海财经大学高等研究院构建 (左), 数据来源: WIND, 单位: RMB/USD (右))

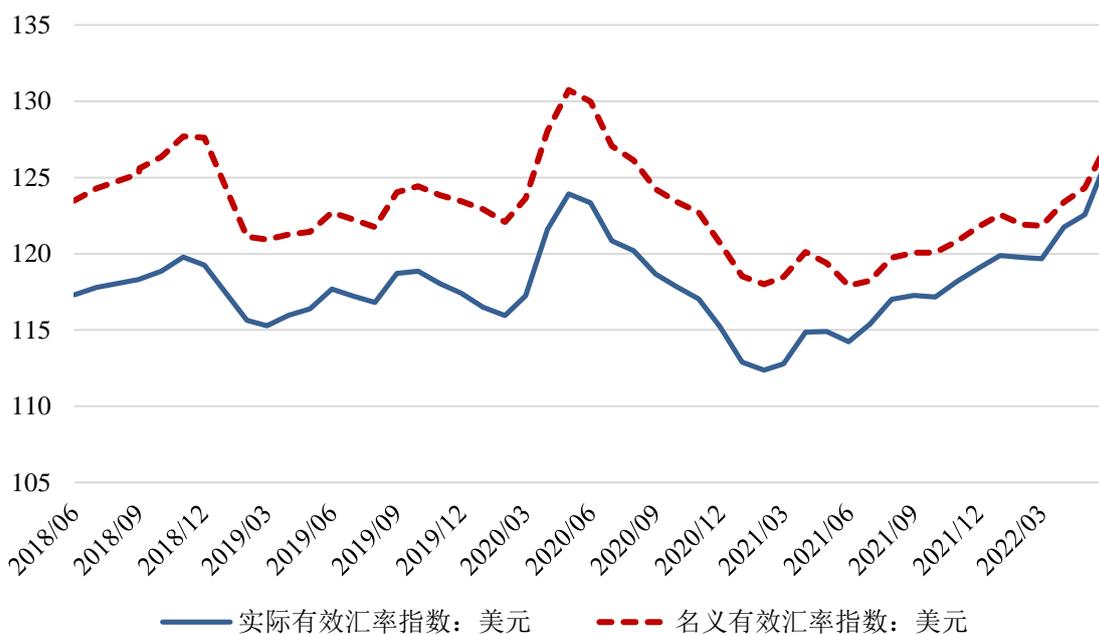


图 60 美元指数近期走势（数据来源：WIND）

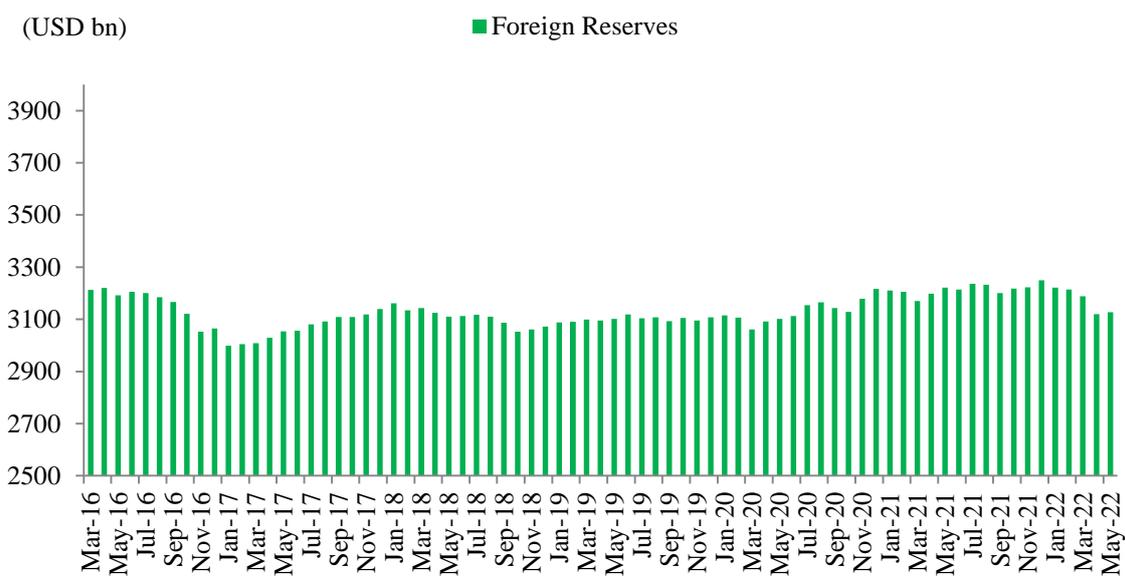


图 61 外汇储备近期走势
（数据来源：WIND，单位：USD Billion）

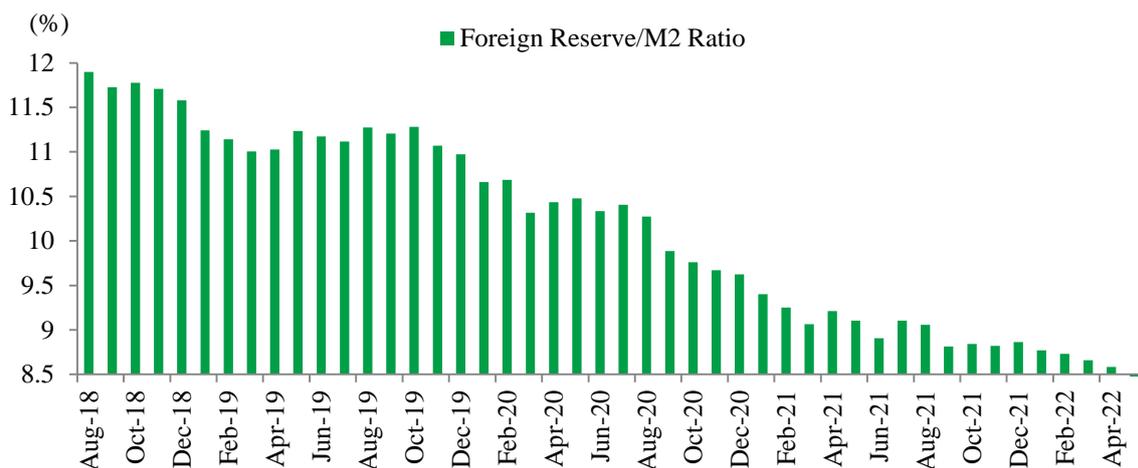


图 62 外汇储备/M2 比例
(数据来源: WIND, 上海财经大学高等研究院构建, 单位: %)

第二, 外汇储备规模总体稳定。2022 年以来, 我国外汇市场运行总体平稳, 境内外汇供求保持基本平衡。国际金融市场上, 受主要国家货币政策预期、地缘政治局势、新冠肺炎疫情等因素影响, 美元指数大幅上涨, 全球金融资产价格显著下跌。2022 年第一季度, 外汇储备规模连续四个月小幅下降, 从年初的 3.22 万亿美元降至 3.12 万亿美元。5 月外汇储备规模回升, 2022 年 5 月末, 我国外汇储备规模为 3.1278 万亿美元, 较 4 月末上升 81 亿美元, 升幅为 0.26% (图 61)。外汇储备/M2 是国际货币基金组织的新标准, 用来衡量外汇储备够不够用, 近来呈现下降趋势, 2022 年以来该指标延续自 2020 年始的下降态势, 5 月降低至 8.4% 左右水平 (图 62), 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%)。

第三, 人民币汇率的走势若使用人民币无本金交割远期外汇交易衡量 (图 63) 可知, 2022 年, 一年、两年与三年期远期外汇交易价格所隐含的人民币贬值预期逐步降低 (1 年 NDF: 2021/12: 2.63%; 2022/3: 1.81%; 2022/5: 0.38%; 2022/6: 0.26%。2 年 NDF: 2021/12: 4.51%; 2022/3: 2.81%; 2022/5: 0.82%; 2022/6: 0.74%。3 年 NDF: 2021/12: 6.51%; 2022/3: 3.64%; 2022/5: 1.3%; 2022/6: 1.14%)。三者保持分化但分化速度降低, 说明近几个月人民币贬值预期已经显著缓解。这反映出在 4、5 月人民币急贬至市场预期区间后, 人民币贬值预期被市场快速消化, 市场认可人民币的弹性与韧性, 预计人民币未来会继续在合理区间双向波动。

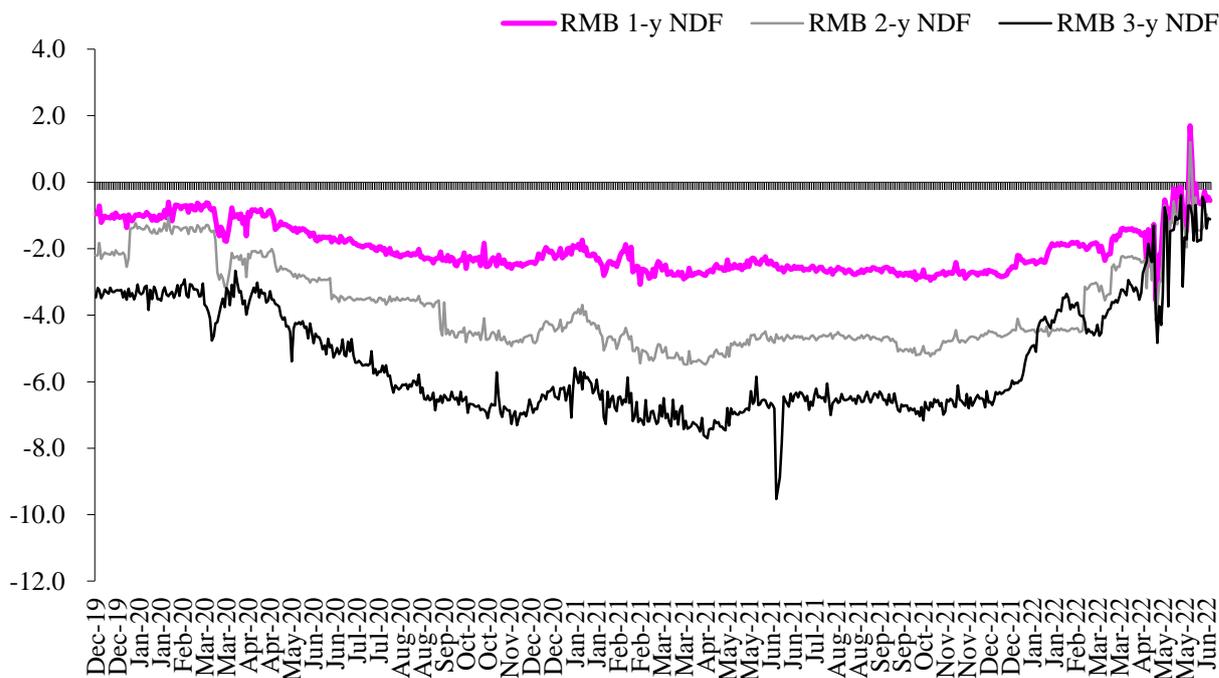


图 63 人民币无本金交割远期外汇交易
(数据来源: WIND、上海财经大学高等研究院, 单位: % (implied RMB change))

最后, 从跨国资本流动的变化看近年来央行加强资本管制的效果, 以及其可能对未来汇率走势的影响。

从中国非储备性质的金融账户来看 (图 64), 非储备性质的金融账户在 2017 年扭转了自 2015 年 8.11 汇改以来的大量资本流出的局势, 变为资本流入, 这与人民币兑美元汇率在 2017 年的较大幅度升值是相对应的, 同时也显示了自“8.11 汇改”之后资本管控政策已见成效。尽管由于中美贸易战, 2019 年资本流入大幅减少, 但仍为净流入。但在 2020 年由于新冠疫情的冲击, 这一数据由正转负。直接投资在中国跨境资本流动占比较高, 2021 年年末直接投资分别占到中国对外资产和负债的 27.7% 和 49.4%。今年一季度, 中国直接投资净流入 599 亿美元。其中, 流入 1019 亿美元, 流出 420 亿美元, 延续良好势头。国际货币基金组织 (IMF) 预测今年全球 GDP 增速为 3.6%, 而中国设定的 GDP 增速目标为 5.5%, 在全球也属前列。较强的经济韧性, 是中国吸引直接投资流入的重要基础。证券投资以短期资金为主, 对中美利差变动较为敏感。近年来, 中国证券投资对外负债规模快速攀升。国际金融协会 (IIF) 数据显示, 今年 1-4 月, 中国股票市场外资净流出 31.2 亿美元, 而 2021 年同期外资净流入 218.8 亿美元。在外资流出等一系列因素综合影响下, 中国股票市场经历了一轮较大幅度调整。去年年底至今年 4 月末, 中国沪深两市总市值由 91.6 万亿元降至 73.9 万亿元, 降幅达 19.3%; 平均市盈率

由 25.5 倍降至 18.4 倍。债券市场资金流出已阶段性释放，持续流出动能减弱。IIF 数据显示，今年 1-4 月中国债券市场外资净流出 21.4 亿美元，而 2021 年同期中国债券市场外资净流入 681.3 亿美元。与股票市场的外资投资者主要以私人部门资管机构为主不同，中国债券市场的外资主要来自境外主权机构的储备资产，投资标的集中在国债、政策性金融债等低风险利率产品。据 IMF 统计，2021 年全球外汇储备中的人民币资产规模为 3361 亿美元，约占中国债券投资对外负债的 41%。在满足流动性和安全性的基础上，主权机构储备资产对债券收益率变动日趋敏感，产生阶段性流出压力。考虑到减持压力已持续释放，债券市场外资继续减持的动能有所下降。

影响我国跨境资本流动的不稳定不确定因素不可忽视。新冠肺炎疫情在海内外的发生、中美两国的货币政策、国内经济金融领域风险等因素，可能对国际金融市场和国际资本流动造成一定影响，加大跨境资本波动。地缘政治冲突增加了中国对外直接投资的不确定性，主要经济体不同程度加大了对外国直接投资的审查力度，使制裁和地缘政治风险显著上升，这将对我国对外直接投资增长产生抑制作用。从净误差与遗漏项来看，短期内不容乐观（图 65）。自 2015 年“8.11 汇改”以来，尽管我国实行了严格的资本管制，净误差与遗漏项所隐含的资本流出已经接连 3 年呈现了 2000 多亿美元的规模。这显示跨境资本出现净流出压力，反映出在人民币贬值预期下，市场的避险情绪持续强烈。尽管 2018 年有所减缓，仍呈现了 1790 多亿美元的规模，2019 年升至 1980 亿美元。在 2020 年降低至 1590 亿美元，2021 年达到 1670 亿美元。因此，央行有必要实施一定程度的资本管制。

此外，自 2021 年美联储逐步改变超常规的宽松货币政策以来，美债收益率开始了快速上行的态势，中美利差结束了 2019 年之后的拉宽周期，进入到了缩窄周期。进入 2022 年，在俄乌冲突等事件的影响下，美国通胀预期日趋沉重，美联储被迫采取更激进的紧缩方针。受此影响，美债收益率上行速率进一步加快。未来人民银行将注重正确的舆论和预期引导，人民币汇率的走势也将继续取决于市场供求和国际金融市场变化。

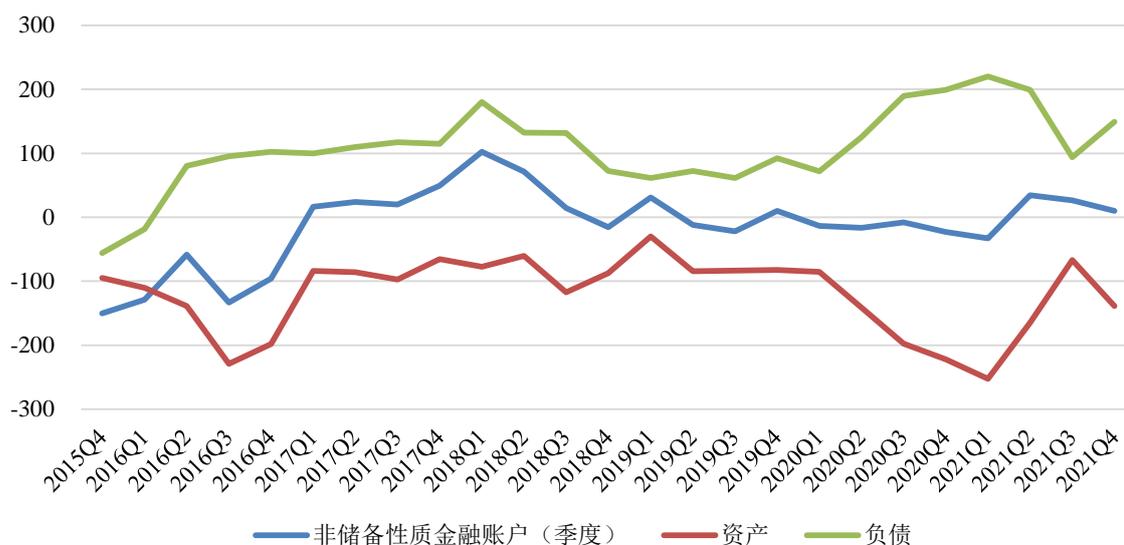


图 64 中国非储备性质的金融账户
(数据来源: WIND, 单位: USD Billion)



图 65 中国净误差与遗漏项
(数据来源: WIND, 单位: USD Billion)

综上所述,从人民币汇率的短期波动看,国内外疫情的发展、美元走势、地缘政治冲突、中美货币政策以及中国经济形势会对汇率走势产生直接影响。首先,新冠疫情直接影响各国的经济生产。OECD 在 6 月发布的最新预测显示,俄乌冲突和全球高通胀减缓了全球经济复苏进程,预计今年全球 GDP 将增长 3%左右,2023 年,全球 GDP 增幅预计为 2.75%,且经济复苏并不均衡,发达经济体的生活水平也将远远低于疫情爆发前的预期水平。其次,美元指数的强弱表现是人民币汇率调整的外部压力来源。俄乌冲突和世界经济形势仍存在很大的不确定性,全球避险需求使得美元指数下行空间有限。第

三，地缘政治风险加深，俄乌冲突为世界经济发展带来的威胁不可忽视。第四，美联储已经多次采取加息手段应对高通胀，而中国人民银行为应对国内疫情对经济的冲击，坚持稳健的货币政策，保持灵活适度的操作，中美利差缩窄。第五，我国本轮疫情已经得到有效控制，上海已经开始推进全面复工复产，疫苗接种进程不断加快，经济基本面的改善为人民币稳定提供有力支撑。因此，课题组认为，货币当局有充足的外汇储备，积累的丰富的经验和足够的政策工具，为人民币汇率提供实时性支撑，2022 年外汇储备会在波动中保持相对稳定，人民币汇率将在合理区间内双向宽幅波动。

（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，在不久的将来有望协助货币、财政政策发力。美国总统拜登签署行政令，敦促联邦政府机构加速数字美元的开发。受国际形势影响，加密数字货币市场低迷，而央行数字货币和跨境支付领域的竞争日渐加剧。

8.1 数字人民币进展

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。

在受疫情影响较小城市，如杭州、广州、重庆等地，数字人民币的试点工作也在有条不紊的进行中。试点大多采用红包加补贴的推广方式，1-4 月数据显示，数字人民币已累计发放超过 34 亿元的消费补贴福利。在重庆市的试点中，共开立数字人民币个人钱包 151.2 万个，对公钱包 6.8 万个，2.3 万家商户可以接受数字人民币支付，累计交易笔数 254 万笔，交易金额 3.5 亿元。中国工商银行苏州分行通过对公数字人民币账户，

发放了全国首单数字人民币人才支持贷款。青岛落地国内首单数字人民币应用场景下的数字融资租赁业务。

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。如何合理设计央行数字货币体系，在不引发系统性风险的前提下最大程度的利用数字化货币的特性，是当下全球央行关注的焦点。

从根本特性上说，央行数字货币可通过加载不影响其基本货币职能的智能合约，实现灵活的可编程性。如在微观个体使用场景中，根据交易双方商定的条件、规则进行自动支付交易。或在宏观政策调控中，根据整体经济状况精准、及时地对定向用途、定向人群、定向市场的货币流通做出调整。这些特性使得数字人民币有望超越传统纸质货币，在国家货币政策和财政政策的设计、执行过程中，提供更大的操作空间和更好的政策效果。但同时需要强调的是，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。

8.2 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 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。此后，他提名前 Ripple 顾问迈克尔·巴尔担任美联储监管副主席。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。

与之形成呼应的是，美联储新任副主席莱尔·布雷纳德在公开发言中指出，美联储仍需获得白宫和国会的正式批准，方可进行大规模的数字美元系统测试。而距离数字美

元面世，至少需要 5 年以上的時間。同時，她認可了目前各國央行數字貨幣設計的主流運營模式——“雙層”模式。即央行作為央行數字貨幣的最終發行者，但不直接參與賬戶管理和接觸用戶。各類銀行和金融機構作為中間橋梁，管理央行數字貨幣的日常使用和賬戶運營。這種設計有助於降低金融脫媒的風險，是從現有貨幣體系向數字貨幣體系過渡期間的最佳選擇。

另一值得思考的點是，拜登頒布的行政令除針對財政部、美聯儲和商務部等經濟相關部門，還涉及到了如司法部、國防部、甚至國土安全部等部門。可見，美國政府已將對數字美元和數字金融資產的研發與監管，上升到了國家戰略和安全的高度。本課題組過往報告中就已指出，美國對加密金融資產的合規化進程較快，相關法律法規和平台監管也在不斷完善。因此，受其監管的幾大交易平臺已經佔據絕對主導地位。若其開始在央行數字貨幣領域發力，必將給數字人民幣，以及由中國主導搭建的跨境數字支付系統（mBridge）帶來競爭和挑戰。此外，印度、日本等國也相繼推出本國央行數字貨幣的詳細計劃。可以看出，在開發央行數字貨幣方面，美元挑戰者們的興趣似乎更高。

近日的俄烏戰爭中，美國使用 SWIFT 對俄羅斯施加了嚴格的金融制裁。因 SPFS 在國際間的使用十分有限，俄金融機構的跨境支付、清算幾乎停滯。CIPS、INSTEX 等的情况也很類似。而此前在跨境支付領域被寄予厚望的加密數字貨幣，在此次國際衝突中也體現出其局限性。日前，加密數字貨幣交易平臺 Coinbase 凍結了 25000 個與“涉嫌非法活動的俄羅斯人”有關的加密錢包，以支持美國政府對俄的制裁。像 USDC、USDT、WBTC 此類的中心化託管資產，發行商一樣可依據本國法律直接凍結賬戶資產。這些事件背後的核心因素是：加密資產本身可以是去中心化、匿名和無國界的，但承載其快捷交易的中心化平台不是。美國較早意識到這一點，因此對數字金融資產的合規化進程較快，並已將幾大交易平臺納入其監管範圍內。

受國際經濟形勢和美元加息影響，高通脹、快速緊縮、衰退風險三重壓力加持，加密貨幣幣值持續低迷，投資者大規模地退出私營部門數字貨幣投資板塊。此外，美元穩定幣 UST 發生“爆雷”。與傳統資產抵押型穩定幣不同，UST 是一種算法穩定幣，沒有抵押資產，而是通過調節市場上的供需關係來維持其價格穩定。LUNA 幣是維持 UST 價格穩定的重要工具。每鑄造一個 UST，都需要燃燒價值 1 美元的 LUNA 幣。在這一機制下，當 UST 價格高於 1 美元時，用戶可以向系統發送 1 美元的 LUNA 幣（LUNA 幣被銷毀），以換取一個 UST，以此增加 UST 的供應，反之亦然。兩種情況下，用戶都可以通过套利來獲得額外收益，以維持 UST 與美元的價格穩定。即使是資產抵押型穩

定币，其用于抵押的资产中也包含其他稳定币、加密货币或金融资产，存在价格波动风险。数据显示，DAI 和 FRAX 等资产抵押型美元稳定币的流通量，在 5 月也分别下降 26.6% 和 44.8% 不等。

作为元宇宙和 Web 3.0 框架下的重要一环，NFT（非同质化代币）的日渐风靡引发了监管部门的关注。NFT 作为区块链等新型技术应用的产物，难以在既有的法律框架下对其进行定性和监管。相反，其与艺术品、商品、金融产品和加密货币等多种产物有着部分相关的特性，这为监管带来巨大挑战。去年 10 月，全球反洗钱机构金融行动特别工作组（FATF）发布了针对处理加密货币和虚拟资产公司的最新指南，并将 DeFi、NFT 和 DAO 等新领域纳入其框架。根据 FATF 的指南，NFT 不可互换、独一无二，且被用作收藏品而不是作为支付手段或投资工具。然而如果被用于投资目的，NFT 将会成为该指南的监管对象。美国财政部发布了《通过艺术品交易开展洗钱和恐怖融资的研究》报告，将 NFT 归类为新兴在线艺术品市场，并指出该市场可能会带来新的风险，包括数字艺术品领域内存在洗钱风险。欧盟的《加密资产市场条例》草案（MiCA）称，“NFT 发行人必须是法人而不是去中心化实体，并且还必须向当局注册并遵守法律规定的其他消费者保护措施”。中国人民银行近日印发的《关于支持外贸新业态跨境人民币结算的通知》中也特别指出，“与支付机构合作的境内银行应……具备适应支付机构跨境人民币结算业务特点的反洗钱、反恐怖融资、反逃税系统处理能力”。可见，世界各国都在逐渐加强对区块链技术下新型技术产物的研究和监管。

之前在跨境支付领域被寄予厚望的加密货币整体表现不佳，而各国政府也纷纷开始从事跨境央行数字货币系统的研发和测试。在普华永道今年发布的《全球央行数字货币与稳定币指数报告（2022）》中，由中国、中国香港、泰国和阿联酋等联合开发的 mBridge 项目，在批发型央行数字货币指数中排名全球首位。中国需要继续深化改革、加大力度，保持在央行数字货币领域的领先地位。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。

近日，中国人民银行印发了《关于支持外贸新业态跨境人民币结算的通知》，在人民

币跨境支付和人民币国际化方面迈出一大步。通知是对国务院办公厅《关于加快发展外贸新业态新模式的意见》的落实，并给第三方支付机构带来了三个方面的改变：第一，拓宽了服务对象。以前跨境人民币结算服务更多的是面向商业主体，这次通知特别增加了个人端、经营者、消费者。银行和支付机构可为市场交易主体及个人提供经常项下跨境人民币结算服务。第二，拓宽了服务场景。以往主要是以跨境电子商务为主体，通知在跨境电子商务之外又扩充了市场采购贸易、海外仓和外贸综合服务企业等场景。第三，拓宽了支付机构参与范围。从事跨境人民币结算服务的支付机构，只需要有互联网支付牌照和跨境人民币结算需求，就可以参与相关业务，而并未强制要求持有跨境支付牌照这样的门槛，让暂未取得跨境支付牌照且有经营跨境业务的支付公司获得参与机会。这代表中国已经开始有规模、有计划地推行对外贸易人民币结算，是未来人民币国际化进程中的重要一环。

（九）新能源产业稳步前进，助力绿色发展

能源的生产与消费是温室气体排放的主要来源。据统计，与能源相关的碳排放量占世界二氧化碳总排放量的 73.2%。近期内，对新能源行业的政策支持有助于稳定疫情后的经济形势。长期中，能源相关产业的“绿色化”以及利用能源产业转型创造新的发展契机，已成为我国顺利达成“双碳”目标、实现绿色发展的关键突破口。

9.1 新能源汽车需求旺盛

我国在交通领域的碳排放一直“居于高位”，占到全国终端碳排放的 15%。为了更快更好的实现“双碳”目标，国家不断加大对新能源汽车的推广力度，促进汽车消费绿色低碳升级，推动交通领域减排降碳。

近几年，我国新能源汽车行业得到快速发展。如图 66 所示，2015 年，我国新能源汽车保有量仅为 58.32 万辆；截至 2021 年底，全国新能源汽车保有量达到 784 万辆，占全球新能源汽车保有量的一半左右。根据中国汽车工业协会公布的数据，我国新能源汽车销量由 2015 年的 33.1 万辆增长为 2021 年的 352.1 万辆；其中，2021 年同比增速高达 157.5%。

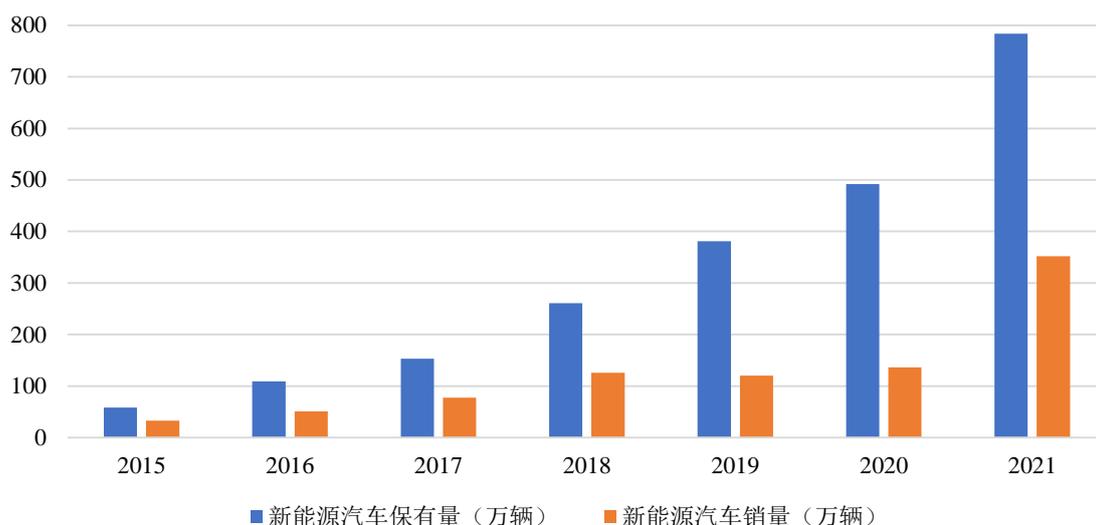


图 66 2015-2021 年中国新能源汽车保有量及销量走势
(数据来源: 公安部交通管理局、中国汽车工业协会)

进入 2022 年以来, 国内油价持续上涨, 消费者对新能源汽车的需求旺盛, 新能源汽车的销量不断提升。如图 67 所示, 2022 年 1-3 月, 新能源汽车销量同比增速分别达到 140%、184.3% 和 114.1%。2022 年 4 月, 受疫情影响, 新能源汽车销量增速稍有放缓, 但是仍然高于去年同期水平, 同比增长 44.6%

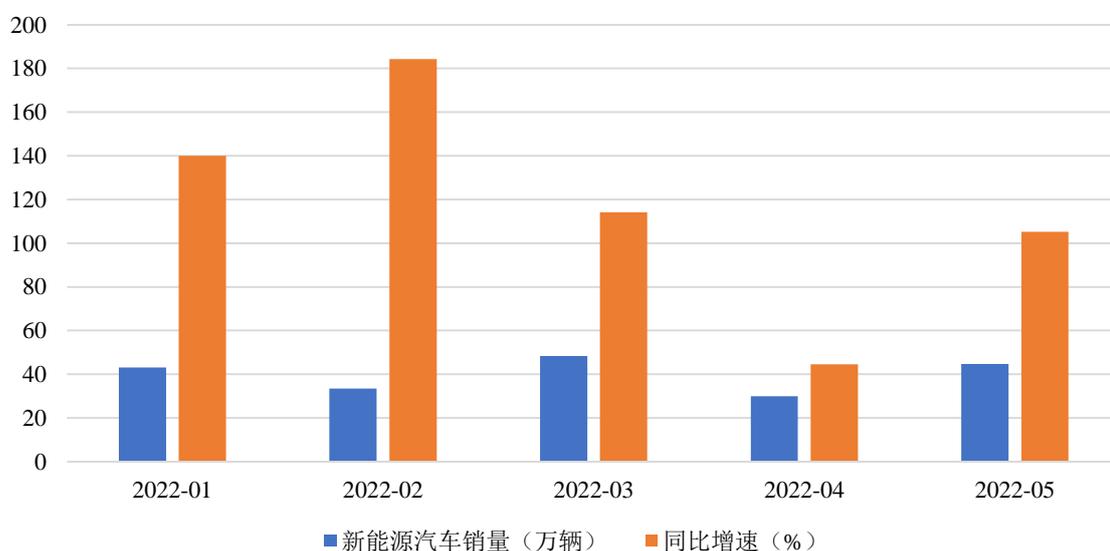


图 67 2022 年 1 月至 5 月中国新能源汽车月度销量及同比增速
(数据来源: 中国汽车工业协会)

近期各地为应对疫情影响, 纷纷推出购车补贴, 相关补贴都向新能源汽车消费进行倾斜。比如北京、上海都提出在今年年底之前, 通过“以旧换新”方式购买新能源汽车, 将给予最高不超过 1 万元/台的补贴。在政策支持、复工复产加快推进以及油价高涨等多

重因素叠加推动下,5月新能源汽车销量明显好转。中国汽车工业协会公布的数据显示,2022年5月,全国新能源汽车销量达到44.7万辆,同比增长105.2%;1-5月累计销量达到200.3万辆,同比增长111.2%。相比之下,在疫情、油价上涨等多重因素的影响下,2022年上半年汽车整体销量呈现明显下降,1-5月累计销量同比下降12.2%。我国汽车市场已经出现了燃油汽车下跌、新能源汽车增长的趋势。随着消费者对于新能源汽车接受度的不断提高,新能源汽车已经成为拉动我国汽车市场的重要引擎。

近几年,新能源汽车市场能够快速发展,政策支持起到了重要作用。虽然新能源汽车的补贴逐渐退坡,但是新能源汽车配套政策支持力度和引导正在加强。今年新能源汽车政策力度进一步加大,2022年初,国家发改委等七部门就联合印发了《促进绿色消费实施方案》;4月国务院又发布《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》,这些政策文件都旨在进一步推广新能源汽车,推动开展新能源汽车下乡活动。2022年5月31日,工信部等四部门联合发布《关于开展2022新能源汽车下乡活动的通知》,提出要在今年5-12月组织开展2022年新能源汽车下乡活动。6月17日,2022年全国新能源汽车下乡活动在江苏省昆山市正式启动,接下来将在山西、吉林、江苏、浙江、河南、山东、湖北、湖南、海南、四川、甘肃等地陆续开展。此外,为继续促进新能源汽车普及,免征新能源汽车购置税政策即将再次延期,6月22日召开的国务院常务会议提出“研究免征新能源汽车购置税政策延期问题”,明确了这一信息,这也有利于稳定消费者预期,从而进一步刺激新能源汽车消费。

新能源汽车行业的发展对实现“双碳”目标的贡献很大程度上取决于发电行业的“去煤电”进展。电网中可再生能源发电比例越高,新能源汽车所使用的能源就越清洁。考虑到(1)新能源汽车电池制造过程比燃油汽车制造过程产生更多碳排放,(2)电力系统发电能源利用效率高于燃油汽车内燃机能源利用效率,以及(3)由于新能源汽车行驶成本极低,年均行驶里程比燃油汽车更高这三大特性,课题组计算了在不同可再生能源发电占比情境下,新能源汽车与燃油汽车每年碳排放量之差,如图68所示。

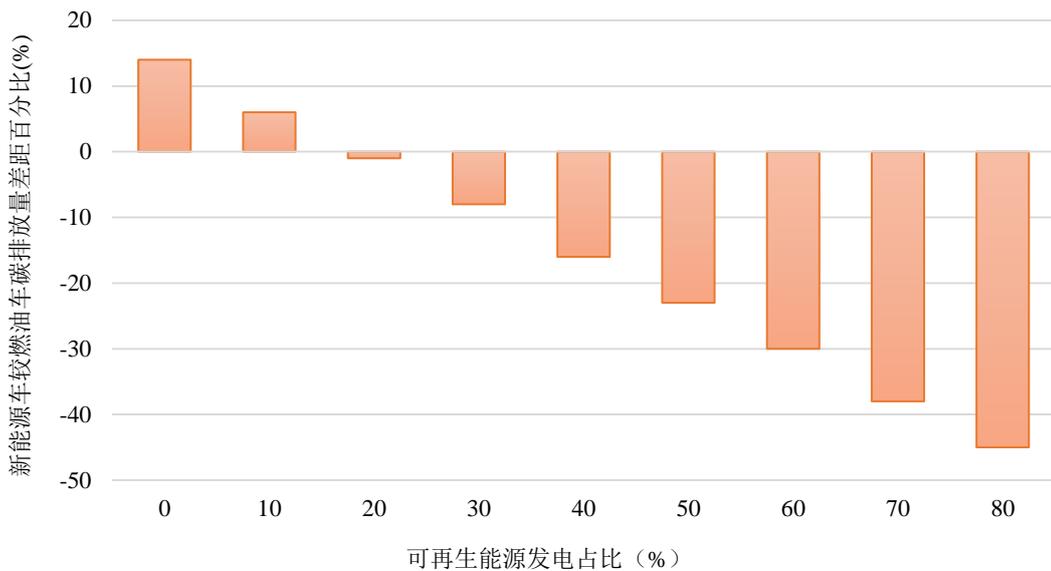


图 68 不同可再生能源发电占比情境下新能源车较燃油车碳排放量差距百分比
(数据来源: 上海财经大学高等研究院)

估算结果表明, 当我国可再生能源发电量占比低于 20% 时, 新能源汽车年均产生碳排放量高于燃油汽车。在我国新能源汽车发展初期, 由于可再生能源发电占比较低, 新能源汽车产业尚不足产生足够的环境效益, 但十余年的积累使我国迅速积累了新能源产业弯道超车的经验。然而, 截至 2022 年 4 月, 我国可再生能源发电占总发电量比重约为 34%, 新能源汽车年均碳排放量已低于燃油汽车年均排放量约 8%。若将可再生能源发电比例进一步提升至 50%, 则上述碳排放量差距将进一步扩大至 23%, 汽车产业将进一步绿色化。

9.2 可再生能源发电引领能源行业转型

长期以来, 我国着重发展以风能、太阳能为代表的可再生能源, 在该领域积累了丰富的行业技术优势。如图 69 所示, 截至 2021 年 12 月, 我国风能、太阳能发电累计装机容量已达 6.3 亿千瓦(其中风电装机量 3.3 亿千瓦、太阳能装机量 3.1 亿千瓦), 约为我国 2021 年末所有发电机组装机容量的 25%。值得注意的是, 风电与太阳能发电装机成本呈现长期的下降趋势。其中太阳能发电装机成本在 2011 至 2020 年十年间累计下降 78% (图 69), 下降势头尤为迅猛, 使得太阳能发电累计装机容量已追平风力发电累计装机容量, 有望在短时间内实现反超。

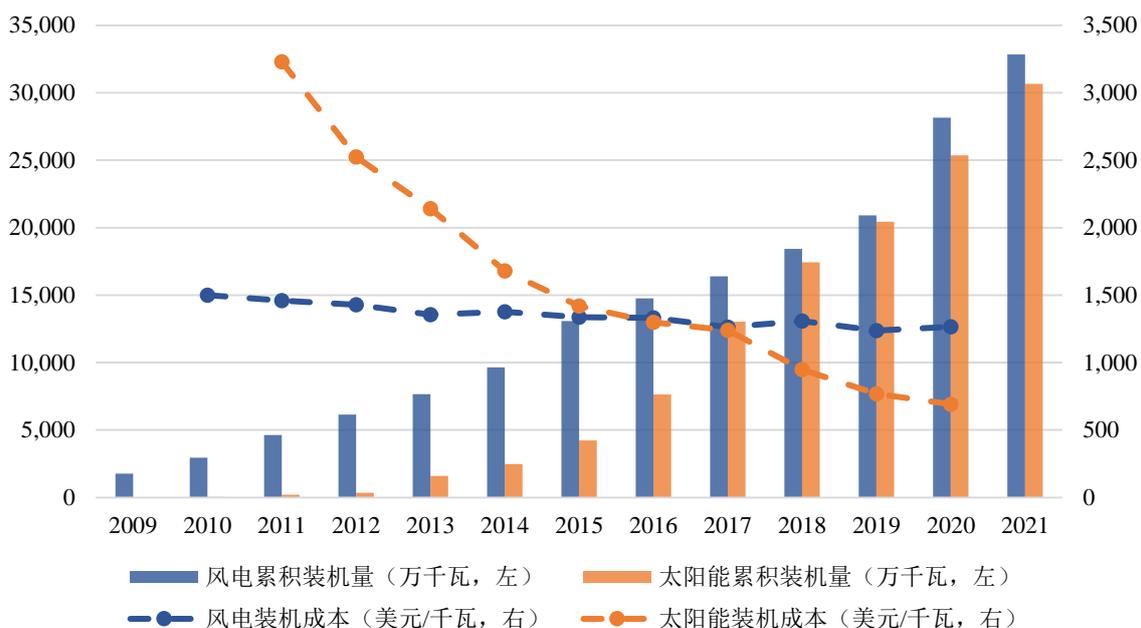


图 69 2009-2021 年中国新能源(风能太阳能)累计装机量与平均装机成本走势
(数据来源: WIND)

太阳能、风能发电投资的稳步增加使其有可能成为未来能源行业中新的增长点之一。如图 70 所示,自 2011 年以来,太阳能、风能年度新增投资额总体呈上升趋势。从整体趋势上看,年度太阳能风能总投资额占当年 GDP 比重与当年固定资本形成额比重逐渐攀升,至 2020 年已分别接近 0.9% 与 2.0%。

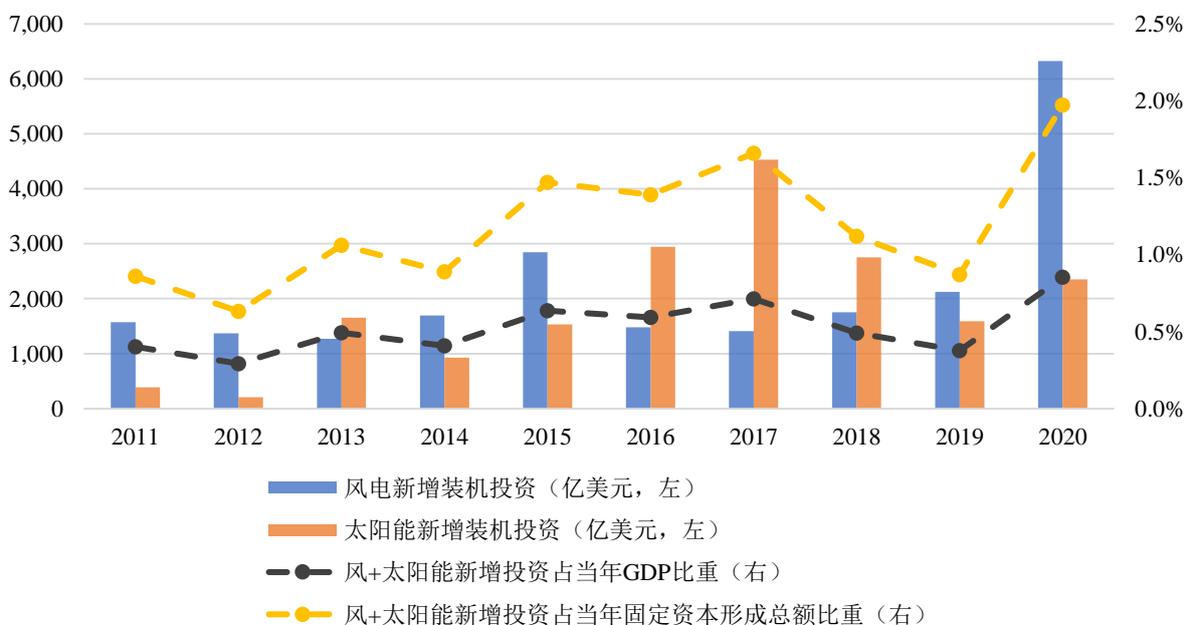


图 70 2011-2020 年中国风能与太阳能年度新增投资额及投资额占比
(数据来源: WIND、上海财经大学高等研究院)

由于 2018 年 6 月中央政府宣布大幅下调上网电价补贴, 2018、2019 年可再生能源

发电投资经历了短暂的下跌。2021年，国家发改委在《新能源上网电价政策有关事项的通知》中进一步明确，对新备案的集中式光伏电站与新核准的陆上风电项目，中央财政不再补贴，实行平价上网。尽管如此，由于装机成本的持续下降，自2020年起风能太阳能装机量与投资额仍回升。实行可再生能源发电平价上网政策后，可再生能源发电投资情绪依然高涨，表明我国可再生能源发电产业已日臻成熟，逐渐具备参与市场竞争的能力。

进入2022年后，可再生能源发电装机量的增长势头并未受到疫情影响（图71）。2022年2月至5月，风能、太阳能新增装机量平均同比增速分别达到52%与68%。新增发电机组装机量中，平均87%来自于风能与太阳能。短期中，以太阳能风能发电为代表的“新基建”有望成为疫情恢复期中以基建促经济的重要领域。

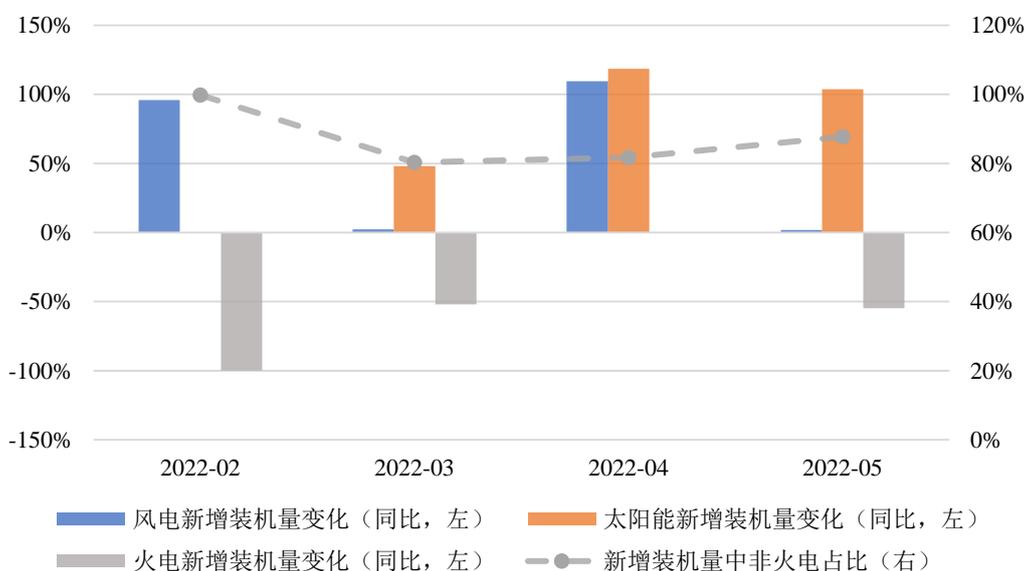


图 71 2022年2-5月中国风能与太阳能月度新增装机量、新增装机量中非火电占比
(数据来源: WIND)

事实上，自2022年年初起，中央多次出台政策鼓励可再生能源行业投资。虽然我国自2019年起逐渐取消了可再生能源发电补贴，然而截至2021年底，可再生能源补贴拖欠累计已超过4000亿元。2022年3月24日，财政部印发的《2022年中央政府性基金支出预算表》中，“其他政府性基金支出”项目下“中央本级支出”从2021年的928亿元增加至4528亿元。虽然该项支出最终目的并未在预算表中明确说明，业界广泛认为此项增加的3600亿元支出预算将在国家主管部门对可再生能源补贴拖欠状况完成系

统性清查后被用于一次性发放历史拖欠补贴⁵。5月11日，李克强总理在国务院常务会议提出将在前期支持的基础上，再向发电央企拨付500亿元补贴。可再生能源发电企业资金的回笼，将进一步刺激产业投资，助力疫情后的经济恢复。

为进一步规范与促进可再生能源发电产业发展，国家发改委与国家能源局于5月30日发布了《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》。值得一提的是，《方案》明确提出应逐步完善支持新能源发展的金融政策，规定金融机构可以对“已纳入可再生能源发电补贴清单的项目发放补贴确权贷款”。换言之，针对由于上述可再生能源补贴发放的滞后性为部分可再生能源发电企业带来的短期资金约束，《方案》允许金融机构按照可再生能源发电企业已确权应收未收的财政补贴资金额度来确定贷款额度，为符合条件的企业提供资金周转的流动资金贷款的创新信贷产品。此举既可以在短期解决企业资金需求、刺激企业投资，又可以在长期鼓励金融机构增持“清洁项目”资产，缓解环境政策可能带来的经济“转型风险”。

从长期看，《方案》提出要在2030年实现风电、太阳能发电总装机容量达到12亿千瓦以上，约为2021年末我国所有发电机组装机容量的50%，大体与当年末我国火电机组装机容量持平。2021年末，风能太阳能累计装机量约为6亿千瓦，距离12亿千瓦的装机目标存在6亿千瓦缺口。若假设累计装机量增速为过去五年平均值，即年均增长20%，预计2025年可提前实现该目标。根据风能与太阳能成本变化趋势，课题组预测2022-2025年，风能与太阳能装机将累计创造2.9万亿GDP，折合每年平均0.7万亿元。

与可再生能源发电装机量的持续增长相对应，可再生能源发电量亦持续增加。疫情叠加地缘冲突使得传统能源价格自2021年下半年起显著上行，使可再生能源发电的成本优势进一步显现。自2021年下半年至2022年4月，风能与太阳能发电量占比同比增速持续维持高位（图72）。新能源发电占比的扩大是2021年完成碳排放强度下降3.8%目标的重要原因之一，也是未来实现双碳目标的必由之路。

⁵见《中国证券报》3月27日报道。

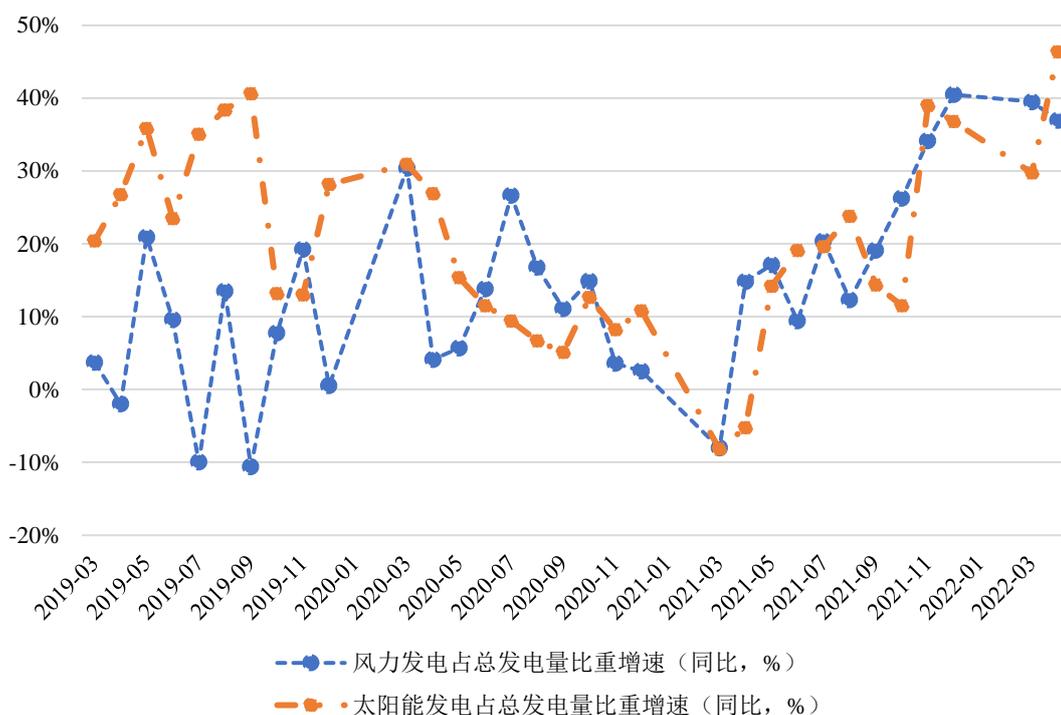


图 72 2019 年 3 月至 2022 年 4 月中国风能与太阳能发电占比同比增速
(数据来源: WIND)

可再生能源发电与传统煤、气发电最大的区别在于其发电的“间歇性”。由于风能与太阳能受实时气象条件影响,可人为控制的传统化石能源发电设施需为电网提供实时调峰、调频服务。自 2017 年至 2021 年间,我国在各省电网中逐步建立起了电力辅助市场,旨在通过市场手段配置调峰调频服务,为可再生能源发电的进一步发展提供“软件”支持。课题组研究发现,电力辅助市场的建立使得我国电网的可再生能源消纳能力平均提升了 5%。据国家能源局统计,覆盖广东、广西和海南三省的南方区域电力辅助服务市场自成立起至 2021 年,累计为清洁能源消纳腾出 6.9 亿千瓦时发电空间,约等于装机容量为 50 万千瓦的光伏机组一年的发电量。随着市场制度在日后的逐渐完善和电力辅助市场的逐渐成熟,我国的电力市场改革有望在未来为提升可再生能源消纳提供更有力的支撑。

二、中国宏观经济下一步发展面临的内部主要不确定性

(一) 年轻人就业难

1. 青年失业率创历史新高

2022年4月,16-24岁人口城镇调查失业率,又称“青年失业率”,达到18.2%,是

自2018年1月此数据定期公布以来的新高，并远高于同期欧洲和美国的13.9%和8.6%。通常，由于6月末会有大量毕业生涌入劳动市场，青年失业率在每年7月会达到峰值。2022年高校毕业生人数再创新高达1076万，课题组据此预测的今年7月青年失业率的结果如下表所示，毕业生的就业率将直接影响7月青年失业率。⁶

表 3 2022 年 7 月青年失业率预测结果

2022 年大学生基于去年就业改善程度	7 月青年失业率估计
-50%	25.85%
-40%	24.58%
-30%	23.32%
-20%	22.05%
-10%	20.78%
0%	19.51%
10%	18.25%
20%	16.98%
30%	15.71%

数据来源：国家统计局

2. 青年就业意向失衡，服务业低迷是导致青年失业率高的主要原因

课题组认为，当代青年自身的性格、就业偏好、思维模式和价值观等已经有了较大的变化，使得他们更偏好于在第三产业就业。由于疫情冲击，服务业的持续低迷加剧了青年失业率的升高，导致青年失业率创下历史新高。

根据智联招聘发布的《2020年轻人理想工作报告》、《大学生就业困难群体研究报告》、《2021职场人企业文化认知调研报告》等有关青年人就业观的报告，课题组发现新一代青年的就业观更加理想主义，他们在工作中首先追求的是获得“工作的意义”，完成对自我的实现。最能激发年轻人工作热情的元素是“成就感”，其次才是“金钱”。而当工作的现实和自己的理想发生冲突时，近六成新一代青年人更倾向于尝试更换工作。

⁶ 简要说明预测方法。基于 5 月的失业数据，假定 7 月的新增劳动力只有这 1076 万高校毕业生，且这 1076 万学生均视为 16-24 岁的青年。假定毕业生以外的其他劳动力 7 月的就业情况和 5 月保持一致，则青年失业率 7 月的结果取决于今年大学毕业生的就业情况。将 2021 年大学生就业率 75%（运用类似方法估计而来）作为基准，假定今年大学生就业率相对于 75% 的基准的变化得到 2022 年 7 月青年失业率的估计表。

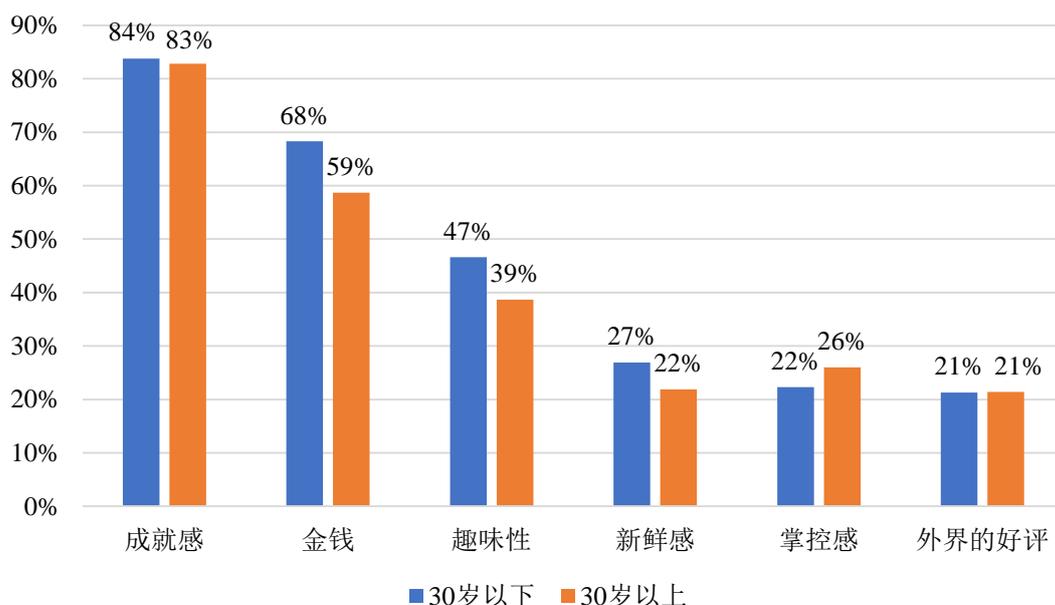


图 73 促进职场人为工作投入热情的元素
(数据来源: 智联招聘《2020 年轻人理想工作报告》, 单位: %)

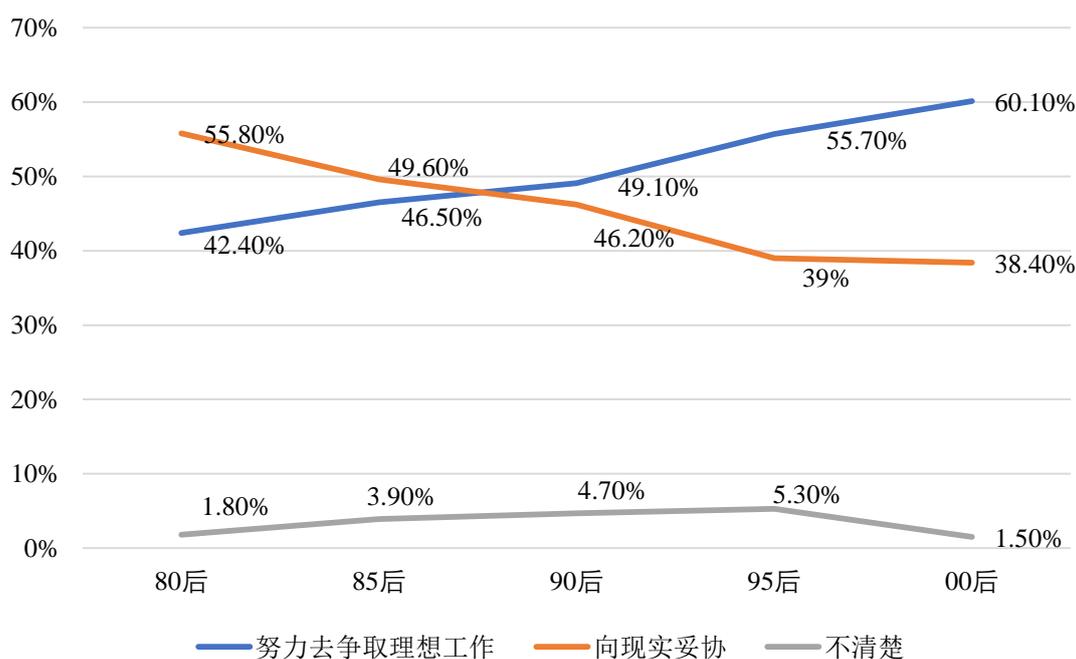


图 74 职场人是否会为追求理想工作而努力
(数据来源: 智联招聘《2020 年轻人理想工作报告》, 单位: %)

基于青年追求自由和人生意义的就业心态, 拥有丰富多样的行业种类和灵活自由的工作方式的第三产业, 理应更受青年人的青睐。而事实也正是如此, 据智联招聘发布的《2022大学生就业力调研报告》, 仅有10%左右学生愿意从事和工农业相关的职业。现有的调查表明青年就业也确实主要集中在第三产业——根据国家统计局的数据, 16-

24岁年龄段青年从事服务业的人数占比达七成以上，绝大部分青年集中在或正希望进入第三产业。就业意向过度集中于服务业，很可能会导致服务业发展受挫而导致青年失业率显著上升。

表 4 2019 年我国三大产业不同年龄段从业人数占比

年龄段	农业从事人数占比%	工业从事人数占比%	服务业从事人数占比%
16-19	5.3	21	73.7
20-24	2.4	18.7	78.9
25-29	2.3	20.8	76.9
30-34	2.9	22.9	74.2
35-39	3.6	22.5	73.9
40-44	4.9	22.8	72.3
45-49	7.3	22.9	69.8
50-54	12.1	20.8	67.1
55-59	17.4	18.5	64.1
60-64	34.9	15.4	49.7
65+	54.9	10.9	34.2

数据来源：《2019 中国人口和就业统计年鉴》

表 5 2020 年我国三大产业不同年龄段从业人数占比

年龄段	农业从事人数占比%	工业从事人数占比%	服务业从事人数占比%
16-19	5.5	21.6	72.8
20-24	2.3	20.2	77.6
25-29	2.3	20.1	77.5
30-34	3	23.1	74
35-39	3.5	22.9	73.7
40-44	4.9	22.5	72.4
45-49	7.4	23.3	69.2
50-54	12.1	21.2	66.8
55-59	17.8	18.5	63.8
60-64	35.9	14.8	49.1
65+	57.4	10.6	32

数据来源：《2020 中国人口和就业统计年鉴》

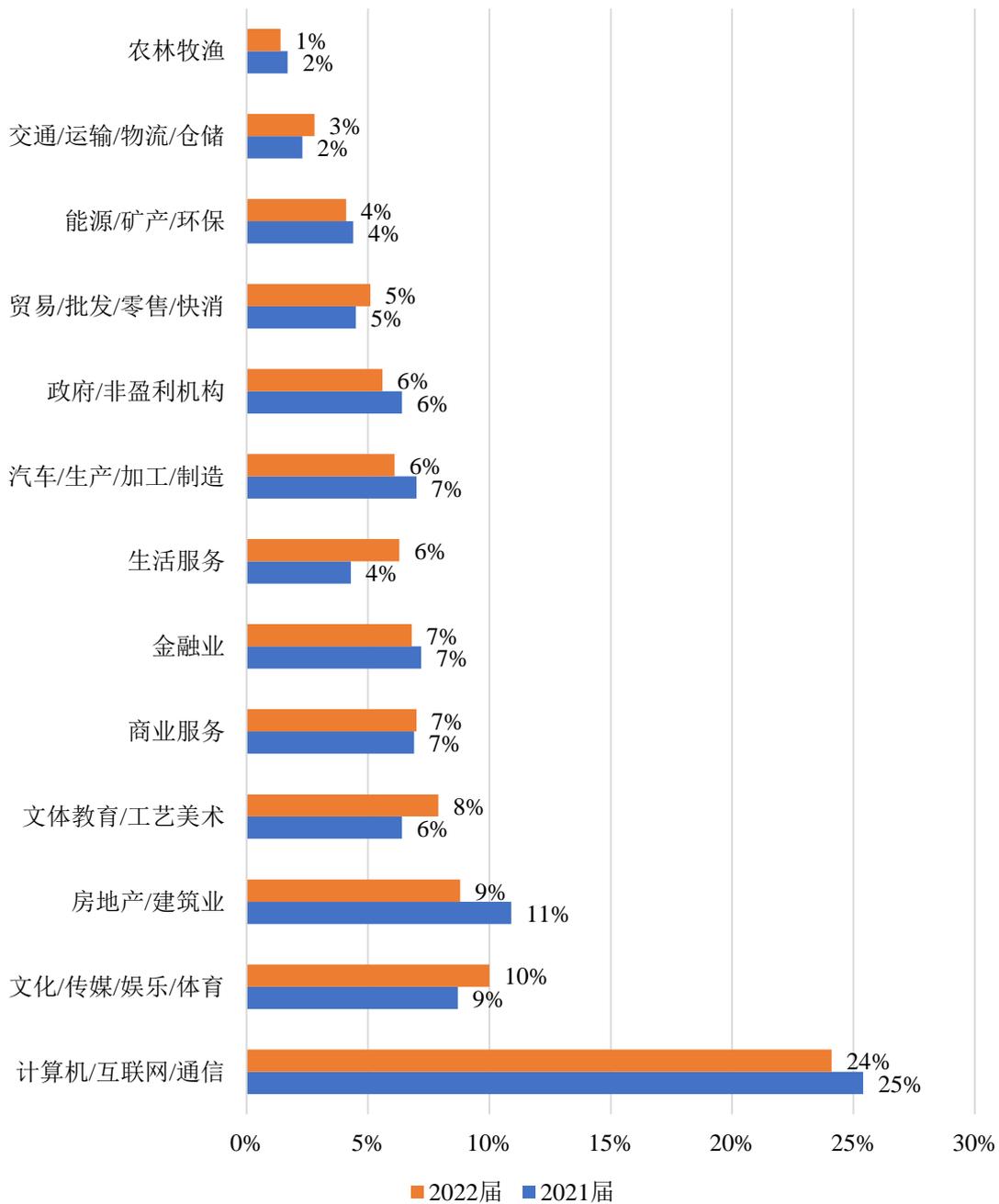


图 75 2021-2022 届应届生期望就业的行业
 (数据来源: 智联招聘《2022 大学生就业力调研报告-final》, 单位: %)

考察2018年至2022年5月全国服务业生产指数当月同比增速、每月青年失业率, 课题组发现两变量之间的相关系数为-0.3931, 回归系数为-0.16, P值为0.007。可见青年失业率和服务业发展情况之间存在显著的负相关关系。

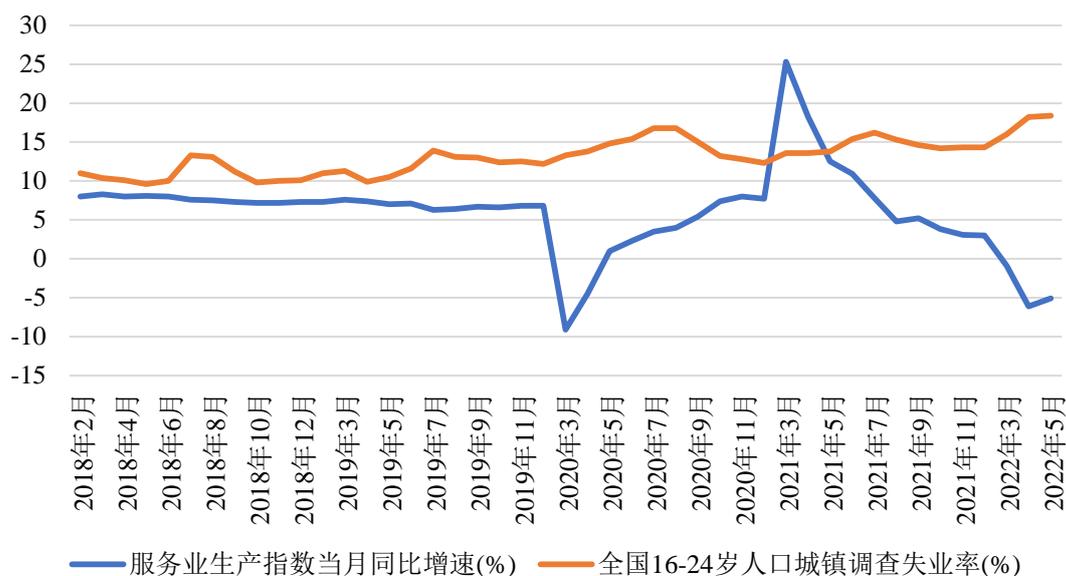


图 76 2018-2022.5 青年失业率与服务业发展情况变化趋势（数据来源：国家统计局，单位：%）

具体来说，2020年前后，青年失业率的年度变化趋势发生了非常显著的变化。青年失业率具有显著的季节效应，其在每年7月达到峰值。但2020年之后的青年失业率不论是在峰值还是在整体上都远高于2020年之前，且波动幅度也增加了近一个百分点。2020年之前，青年失业率满足劳动力市场所谓“金三银四”的特征（每年三月和四月是招聘高峰，失业率应当是下降的趋势）。但2020之后青年失业率在这两月间不降反升，且在今年达到了很高的一个上升速度。与之相对应的，服务业在2020年之前一直是以一个较高的速度平稳发展。2020年起，服务业连续五个月都是负增长，且在2020年底才恢复到疫情前的发展水平。因此，课题组认为，疫情对服务业造成了猛烈的冲击，是导致青年失业率的季节效应在2020年前后发生显著的一个变化的重要原因。服务业发展受挫，伴随的是青年失业率整体的走高，这一现象在今年上半年再度重现。今年年初，我国服务业再度因为疫情遭受巨大冲击。2022年1-5月服务业均处于较严重的负增长状态，而青年失业率也持续攀升，继而创下历史新高。

为解决年轻人就业难的问题，课题组认为需促进经济持续发展、创造岗位需求，平衡第二、第三产业发展、重塑青年就业意向，且妥善使用“灵活就业”来解决青年失业。

失业率走高归根结底在于经济下行压力增大，市场不景气。在后疫情时代，如何推动宏观经济增长是短期中解决青年就业问题的关键。因此要落实好稳定经济大盘的各项措施，促进经济的稳定恢复，增强就业的吸纳能力。要加强援企稳岗，增加对困难企业的补贴与政策支持，缓解企业的暂时性困难，稳定就业岗位。同时，疫情之下，越来越

多大学生青睐更稳定的工作，因此还可以大力挖掘国有企业、机关事业单位、基层服务项目等政策性岗位潜力。

为何越来越多的青年不愿意进厂，而愿意扎堆服务业？这是因为，一方面，虽然制造业招收普通工人门槛低，但相应的薪资福利太低，远不及同等工作量服务业所带来的收益。因此想要改变青年不愿进厂的观念，核心还是在于提高第二产业的薪资福利，才能吸引更多青年。而第二产业产业薪酬的增加要求企业利润增加，其背后离不开产业结构的升级调整，因此持续推动我国产业升级发展势在必行且迫在眉睫。另一方面，第二产业对高端技术人才需求旺盛，就业市场长期处于供不应求状态，但由于高要求的招工门槛，实际吸纳就业人数较少。因此在教育培养中，要更加注重对于高素质、高技能人才的培养与扩招，而不仅仅是教育基本面的扩招。只有促进劳动力市场供求有序衔接，才能为大学生就业创造更加有利的条件。总之，通过升级产业结构，改善第二产业薪资收入，完善高等教育的人才培养和企业用人需求的相互接轨以促进青年就业意向的转变，则是在长期中解决青年失业问题的关键所在。

近年来国家及各级地方大力鼓励和倡导年轻人灵活就业、自主创业、下乡就业、支农等。短期内，这无疑丰富了青年就业途径，减轻大学生就业压力，促进社会稳定。但也要看到灵活就业背后的不稳定性。面对经济下行，疫情等不确定冲击，灵活就业更具风险性。政府监控社会个体就业成本更大，社会维稳成本也更高。因此不仅仅是通过补贴、贷款等政策支持灵活就业，更应该完善后续保障政策，才能帮助从业人员解决实际难题，提高应对风险的抗压能力。

3、“双减”政策影响下，教育培训行业迅速退出和转型，劳动力市场承压明显

从具体的服务行业来看，教育培训行业受政策影响而迅速萎缩，对整个劳动力市场，尤其是青年人就业带来了更大的压力。事实上，2014年以来，中国的教育培训市场处于强势扩张的阶段。根据“前瞻产业研究院”数据显示，2015-2019年，教育培训行业市场规模从1.67万亿增长至2.37万亿，其中K12学科类教育市场规模占比高达20%。与教育培训市场扩张相伴的是家庭校外教育培训支出和教育不平等的增长。《中国教育新业态发展报告（2017）》根据2017年“中国教育财政家庭调查数据”分析指出，中小学阶段学生的学科补习或兴趣扩展类校外培训总体参与率为48.3%，参与校外培训的学生平均支出约为5616元，平摊的生均支出为2697元。来自家庭年消费水平最高四分位组的生均校外培训支出为8824元/年，是家庭年消费水平最低四分位组的学生生的近6倍。而年消费支出最高5%的家庭生均校外培训支出为14372元/年，是最低5%的家庭生均

校外培训支出的约 20 倍。校外教育培训的发展被认为扩大了不同区域、社会阶层学生获得教育资源的差距，削弱了学校教育平等化的方针，也对学校教育和学生健康产生了负面影响，对学校教育资源和教学内容形成了挤兑⁷。对此，2018 年教育部办公厅等四部门发布了《关于切实减轻中小学生学习负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》开始了对教育培训行业的一系列整治。

特别地，中共中央办公厅、国务院办公厅于 2021 年 7 月 24 日印发了《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》（以下简称“双减”），开始了“双向”减轻学生负担、协同治理学校教育和校外培训的新局面，也是迄今为止对教育培训行业最为严格的管制。在“双减”政策下，我国加强了教育培训行业的资本管控，抑制学科类教育培训的商业化发展，并全面禁止了营利性的义务教育阶段的学科类教育培训。

“双减”政策实施接近一年来，在短期内对学校、学生、家庭和教育培训行业以及经济运行产生了重要影响。一些最新的调查数据，例如北京师范大学中国教育与社会发展研究院发布的《全国“双减”成效调查报告》和中国教育追踪调查（CEPS）指出，“双减”政策在短期内有效降低了中小学生学习压力，改善了居家活动内容和学生福利。但是，“双减”政策对劳动力市场的影响同样也无法忽视。

“双减”政策对线上和线下培训机构，尤其是学科类培训机构的经营产生了巨大冲击。天眼查数据显示，2020 年截至 10 月，新增教育相关企业 47.6 万家，注销 13.6 万家，净增 34.0 万家，净增企业数量同比 2019 年上涨 22.5%⁸。“双减”政策实施以后，教育相关企业注销数量显著上升，同时新增教育相关企业数量下降。根据天眼查数据，截至 2021 年 8 月，2021 年教育相关企业注销或吊销的数量超 14 万家，较 2020 年同期相比，增长约 34.59%⁹；截至 2021 年 11 月，教育相关企业注销数量达到 22.39 万家，较 2020 年同期相比，增长约 43.08%¹⁰。Mob 研究院根据天眼查数据发现，与 2020 年同期相比，2021 年 3-7 月教育相关企业新增注册数达到高峰，“双减”政策实施以后，则呈现下降趋势，其中 2021 年 10 月的新增企业数已不足高峰时的 30%，且显著低于去年同期¹¹。特别地，义务教育阶段学科类培训机构的退出和“转型”在“双减”政

⁷ 薛海平. (2015). 从学校教育到影子教育：教育竞争与社会再生产. 北京大学教育评论, 13(3), 47-69. DOI:10.3969/j.issn.1671-9468.2015.03.004

⁸ <https://finance.china.com.cn/roll/20201211/5451925.shtml>

⁹ <https://edu.sina.com.cn/1/2021-08-18/doc-ikqciyzm2120113.shtml>

¹⁰ https://t.10jqka.com.cn/pid_184657144.shtml

¹¹ <https://www.mob.com/mobdata/report/150>

策实施半年内就几乎完成。据教育部校外教育培训监管司统计，截至 2022 年 2 月，原 12.4 万个义务教育阶段线下学科类校外培训机构减少到 9728 个，“压减率”为 92.14%，原 263 个线上校外培训机构减少到 34 个，“压减率”为 87.07%，“营转非”“备改审”完成率达 100%¹²。

教育培训相关企业的退出或转为非营利机构、新增企业的减少，使得尚在疫情影响下的就业市场面临更大的压力。根据北京师范大学经济与资源管理研究院未来教育研究中心和好未来教育研究院联合发布的《中国教育服务产业市场分析与就业效应测算报告》，我国的教育科技类企业与培训机构的总就业人数约在(939.27, 1103.56)万人之间，且从业人员组成呈现年轻化、高学历特征。根据猎聘大数据显示，教育培训行业 25 岁以下、25-30 岁、30-35 岁的教师占比分别为 18.66%，41%和 21.14%；从教育培训行业教师的教育水平上看，本科学历占比最高为 59.62%、硕士学历次之为 33.22%。特别地，教育培训是近年来吸纳年轻劳动力和高等教育毕业生的重要行业。根据《2019 年中国大学生就业报告》显示，2018 年 6.6%的应届本科毕业生就业于“民办中小学及教辅机构”，4.6%的应届高职高专毕业生就业于“民办学前、小学及教辅机构”，这两个细分行业同时是 2018 届本科和高职高专毕业生就业比例增长最多的行业。因此，“双减”政策实施很可能加重了劳动力市场的供求失衡的程度，尤其是青年劳动力以及高校毕业生就业压力。

据“前瞻研究院”整理报道，众多大型教育培训机构例如好未来、新东方、作业帮、猿辅导、VIPKID、高途、51 Talk、掌门教育等纷纷在“双减”政策出台后进行业务调整、团队优化或裁员。最新的行业招聘和求职数据进一步显示教育培训行业的景气情况在“双减”深入实施后急转直下。中国人民大学中国就业研究所和智联招聘发布的《中国就业市场经济报告》指出，2021 年三季度教育/培训/院校行业的就业景气指数（CIER）为所有行业最高（22.95）；而到了 2021 年四季度，教育/培训/院校行业的招聘需求人数减少 30.79%，求职申请人数减少 7.91%，就业景气指数（9.24）低于三季度和去年同期水平（11.09），就业景气指数排名已跌到第九；2022 年一季度，教育/培训/院校行业的就业景气程度继续下降，已跌出景气指数前十名。这一情况也体现在高校毕业生就业市场上。特别地，2022 年一季度的《高校毕业生就业景气报告》指出，自 2021 年四季度开始，教育/培训/院校行业的高校毕业生招聘需求人数逐月下降，而求职申请人数则在

¹² <http://edu.people.com.cn/n1/2022/0228/c367001-32361736.html>

2022年3月有小幅回升。如图77指出，教育培训行业的高校毕业生就业景气指数从2021年1月的19.49下降至2022年3月的0.71，表明“双减”政策下，教育培训行业就业受到明显冲击。加之互联网行业的招聘需求骤减，2022年一季度高校毕业生就业景气降至疫情暴发以来最低点，仅为0.71，显著低于全国平均水平（1.56）。



图 77 教育/培训行业高校毕业生就业供需及就业景气指数变动
(数据来源：智联招聘，中国就业研究所)

从原教育培训行业求职者的流动（意向）来看，智联招聘发布的《2021 教培行业人才市场分析报告》指出，在“双减”政策实施首月，61.6% 的求职者依然期望能够从事教培行业（高于 3 月的 57.7%），其次，政府/公共事业/非盈利机构（5.1%）、互联网 / 电子商务（3.3%）、计算机软件（3.1%）、房地产（2.8%），说明教育培训行业释放的劳动力流动到其他行业的意愿不高。至少在短期内，在“双减”政策下，劳动力市场的错配可能也有所加剧。

深入推进“双减”，继续成为 2022 年度教育部的工作重点之一。因此，课题组建议从以下几个方面对转型中的教育培训行业进行引导支持，促进教培从业人员的再就业，缓解青年人失业风险和劳动力市场错配：

- 一、建议加强学校教育体系与教育培训行业的合作，利用教育培训行业的师资、管

理能力、专业知识和教育技术，支持协助公立学校进行校内教育减负和改革，增加课外服务和托管的岗位，扩招教师队伍，尽可能地增加教师编制，通过设置“白名单”逐步放松对优质机构的管制，增加政府购买教培服务的财政投入，以吸纳教育培训相关企业转岗人员，减少学校教育体系教师工作压力。推动教育培训机构从服务学生转型为服务学校，从服务校外转向服务校内，带动就业。

二、建议统筹规划，制定补偿机制并联合市场力量，促进教培行业转型，合理推动成人教育、素质教育等非义务教育学科教育培训企业的发展，持续提供高质量就业岗位。同时，加强公共就业服务机构、招聘平台和各地方政府部门合作，促进支持教育培训行业人员的招聘和转岗。

三、建议完善法律法规，进一步合理化教育培训行业管制的法律基础，并整合多种渠道，完善对教育培训从业人员和离岗人员合法权益的保护机制。促进官方机构与教培机构的沟通交流，加强对教育培训企业用工的监督，避免任意裁员，保护教育培训从业人员的合法权益。

（二）家庭部门出现短暂去杠杆的插曲

家庭部门出现短暂去杠杆的插曲，须警惕房地产刺激政策长期不退出带来的后果重现，财政补贴政策应更多向低收入群体倾斜。在居民户新增人民币中长期贷款方面，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零值，不但没有增加，反而降低了459亿元。接着4月再次出现负增长，减少了约313亿元。如图78所示，2022年前五个月的居民户中长期贷款增量较去年同期和前年同期均大幅降低。除了1月之外，其他四个月的贷款增量均远远低于2017-2019年的平均值，甚至低于2009-2014年的平均值。整体而言，前5个月中长期贷款新增1.14万亿元，比去年同期低约1.77万亿元。当然也要看到，5月中长期贷款新增额已经恢复到千亿元的级别，达到1047亿元。

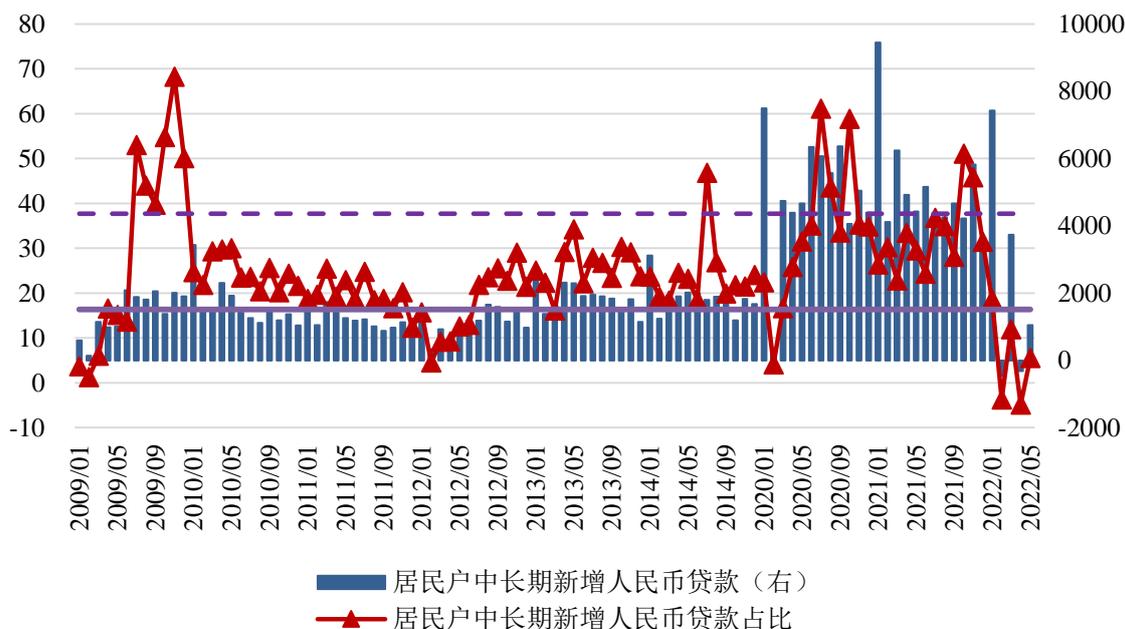


图 78 新增人民币家庭中长期贷款增量

（数据来源：上海财经大学高等研究院、WIND，单位：%（左）、亿元（右））

同中长期贷款一样，短期贷款新增额也在下降。如图 79 所示，2022 年前 5 个月居民户新增人民币短期贷款 1927 亿元，较去年同期减少 6073 亿元，甚至较疫情刚刚爆发的 2020 年同期减少 2225 亿元。特别是 1-4 月，短期贷款新增额均低于去年同期值。此次短期贷款的剧烈震荡也同 2020 年疫情初次爆发时一样，很大程度上是受疫情再次爆发导致的隔离政策影响，2-4 月多地不同批次地实施隔离政策，消费受到很大抑制，社会消费品零售总额同比增速均为负值。但是随着疫情的缓解，5 月的家庭部门短期贷款单月新增额转为正值，已经恢复到与去年同期相当。

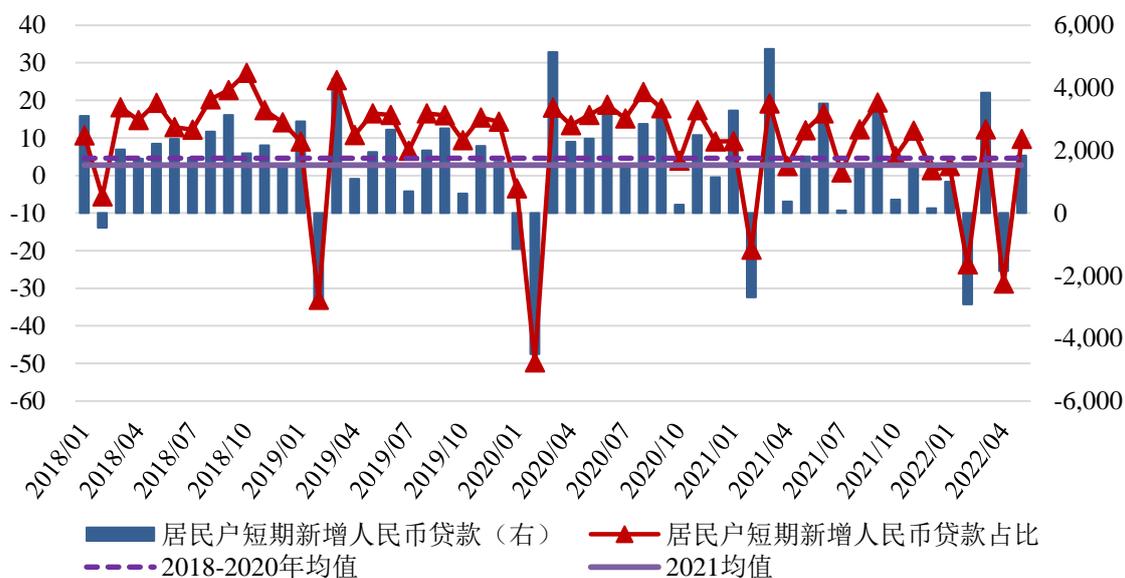


图 79 新增人民币家庭短期贷款增量

(数据来源: 上海财经大学高等研究院、WIND, 单位: % (左)、亿元 (右))

从整体信贷供给的角度来看, 家庭部门信贷需求的大幅下滑并不是信贷政策整体收紧产生的结果。2022 年前 5 个月, 整体信贷新增额比去年同期仍有增加, 但家庭部门新增人民币贷款仅有 1.3 万亿元, 较 2021 年同期减少 2.4 万亿元, 较 2020 年同期减少 1.3 万亿元。

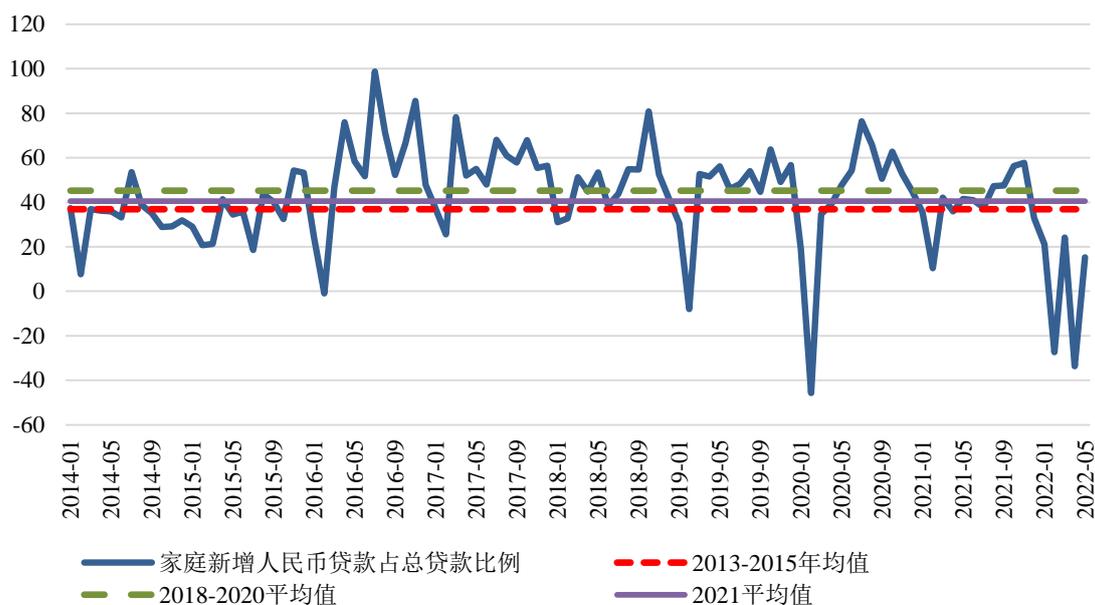


图 80 家庭部门新增人民币贷款占比

(数据来源: 上海财经大学高等研究院、中国人民银行、WIND, 单位: %)

从新增贷款的占比来看, 虽然居民户短期贷款新增额占新增人民币贷款总额的比例未见明显下降, 但中长期贷款新增额占比相比于 2021 年下半年出现了大幅回落。受此影响, 居民户贷款新增总额占比出现大幅下滑。如图 80 所示, 2022 年前 5 个月, 家庭部门新增贷款占总新增贷款的比例低于 2013-2015 年间的均值(36.87%), 且远低于 2018-2020 年间的均值 45.2%。当然也要看到, 5 月居民户贷款新增总额占比已经恢复到 15% 左右。

2022 年前 5 个月家庭部门贷款的下降主要还是房地产收缩的影响。原因在于, 家庭部门经营性贷款新增额虽处于震荡波动过程中, 但相比去年同期下降不多, 并且也没有出现负值。具体来看, 如图 81 所示, 2022 年前 5 个月家庭部门中长期经营性贷款新增 5527 亿元, 比 2021 年同期减少了 1622 亿元; 短期经营性贷款新增 4904 亿元, 比 2021 年同期减少 2098 亿元。而且无论是中长期贷款, 还是短期贷款, 经营性贷款新增额的占比从疫情后就稳步提高。但新增消费类贷款就呈现不同的走势, 特别是中长期消费类

贷款，前 5 个月中有 3 个月的当月新增额为负值，并且从 4 月开始已经连续两个月出现负值，虽然降幅在收窄。由于中长期消费贷款主要流向房地产市场，因此，家庭部门中长期贷款新增额出现负值显示出家庭部门住房投资的收缩，这也从房地产市场疫情期间的低迷可以体现。

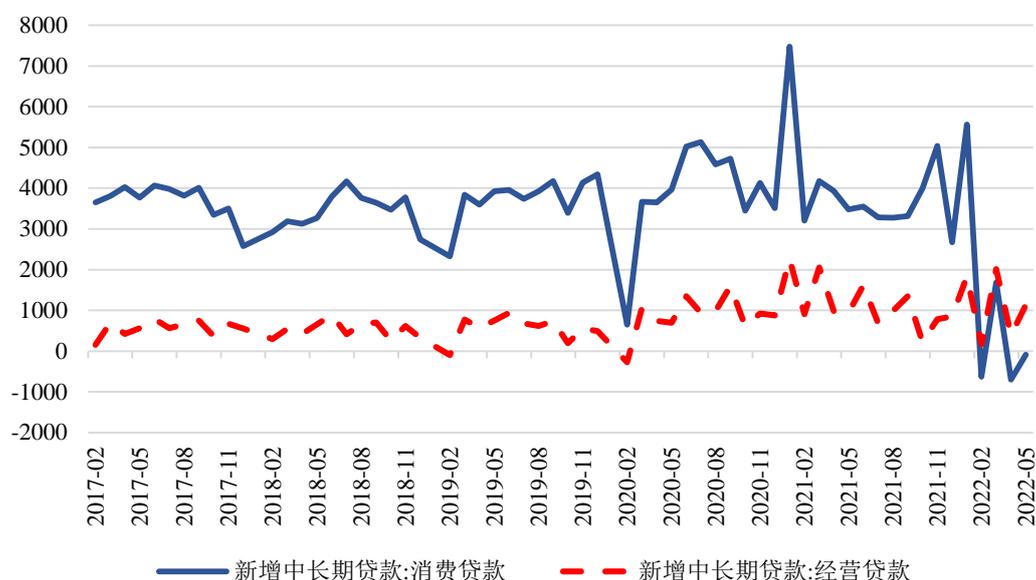


图 81 家庭部门中长期贷款新增额变动趋势
(数据来源: 上海财经大学高等研究院、中国人民银行、WIND, 单位: 亿元)

在家庭部门的债务存量方面，受新增贷款增速下降以及基数效应的影响，家庭部门的债务存量虽继续增加，比去年同期增加了约 5.5 万亿元，但增速持续下降，第一季度降至 10.1%。截止到 2022 年 5 月，家庭部门共累积了 17.5 万亿元左右的短期贷款，54.9 万亿元左右的中长期贷款，如图 82 所示，家庭部门短期贷款总量增加了 7.6%，而长期贷款总量增加了 8.5%，增速均下降到 10% 以下。

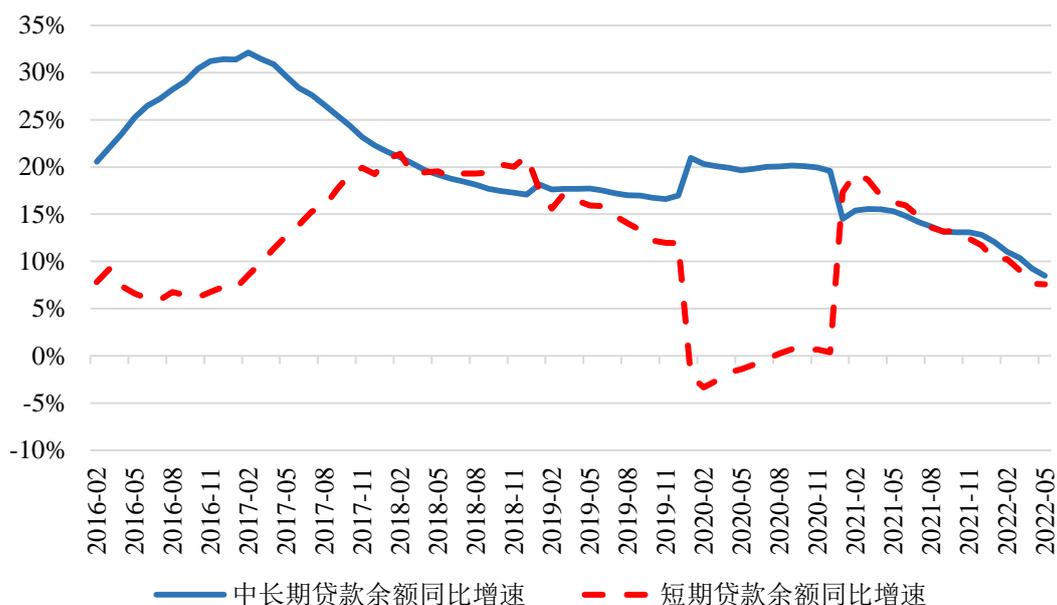


图 82 家庭部门债务存量增速
 (数据来源: 上海财经大学高等研究院、中国人民银行、WIND)

从家庭杠杆率(以债务占 GDP 的比重)也可以看出中国家庭加杠杆的速度在放缓。如图 83 所示,在经过 2020 年的快速攀升之后,从 2021 年至 2022 年第一季度的家庭杠杆率保持相对稳定。根据国家资产负债表研究中心(CNBS)的统计,2022 年第一季度家庭部门杠杆率达到了 62.1%,比 2021 年底下降 0.1 个百分点,已经连续七个季度在 62% 附近波动。居民债务增速放缓使得居民部门的杠杆率保持稳定。

从家庭债务与可支配收入之比也可以得到同样的信息,即虽然家庭部门加杠杆的速度有所放缓,但家庭部门的债务负担仍居高不下。如图 84 所示,截止到 2021 年底,家庭债务占可支配收入的比重已经高达 134.7%。同美国的情形相比,中国家庭加杠杆的趋势虽有所放缓,但远没到趋势性降杠杆的程度。美国家庭在受到疫情冲击时,虽然早期也在降杠杆,但随着美国房地产市场的回暖,家庭部门也从 2021 年开始加杠杆过程。

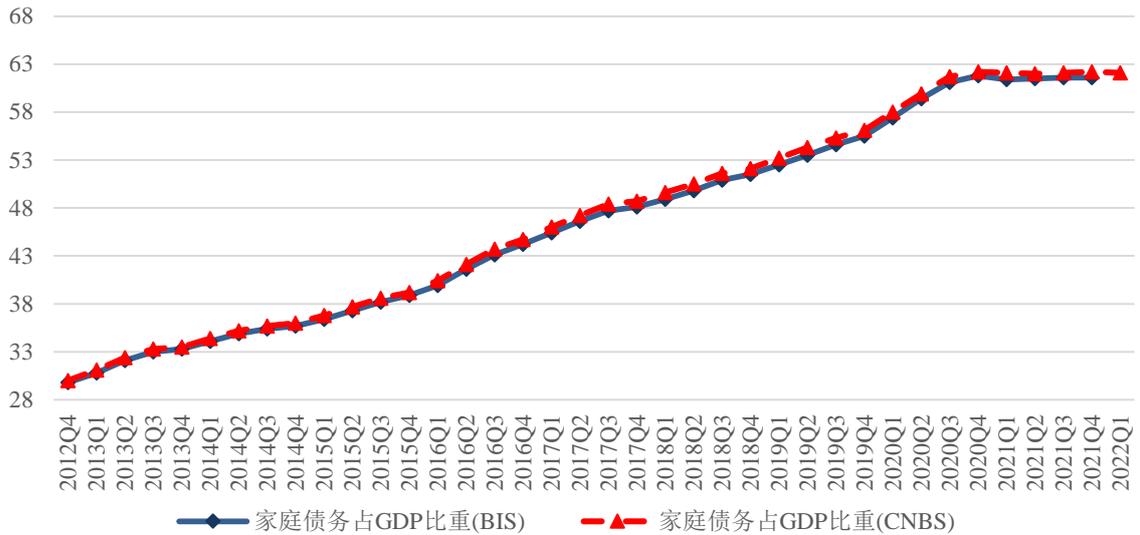


图 83 家庭总债务占 GDP 的比重
(数据来源: 上海财经大学高等研究院、BIS、CNBS, 单位: %)

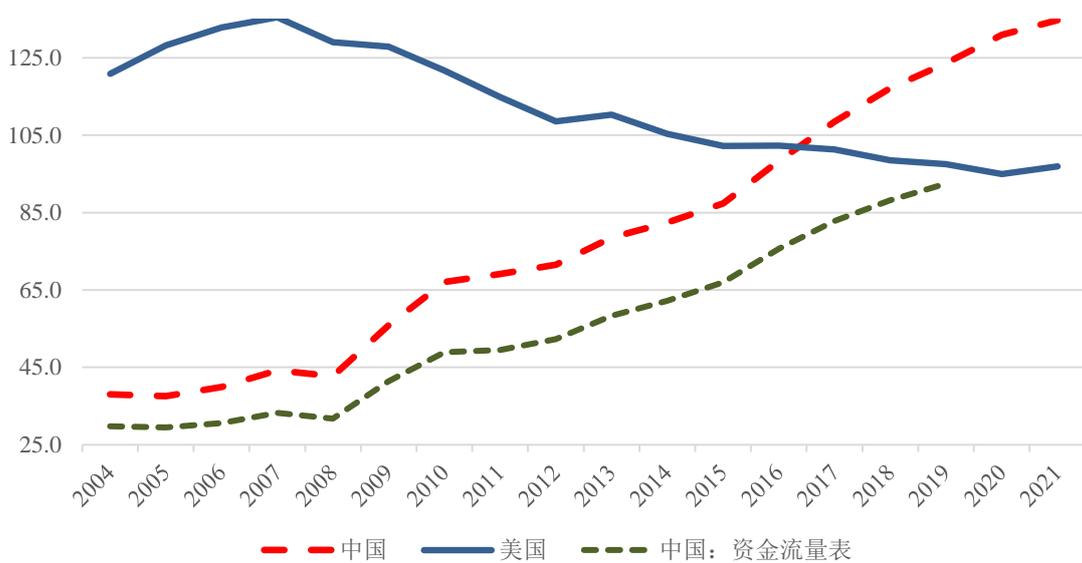


图 84 家庭总债务占可支配收入的比重
(数据来源: 中国人民银行、国家统计局、上海财经大学高等研究院, 单位: %)

家庭加杠杆的速度在放缓, 但存钱脚步始终没有停下。伴随着新一轮的疫情, 由不确定性导致的家庭预防性储蓄动机增加, 家庭存款的绝对值大幅增加, 如图 85 所示。具体而言, 从家庭存款增加的绝对值上看, 2022 年前 5 个月的家庭新增存款为 7.86 万亿元, 远高于之前的所有年份。当然, 正如课题组在 2021 年年终报告中所指出的, 家庭部门储蓄的增加也有中国特色的房贷政策的因素。由于中国缺乏二次抵押市场, 家庭存在为未来还款的担心, 特别是疫情再次爆发的 2022 年, 家庭不但对未来收入波动, 而且也对未来收入增速的波动感到担心, 自然激发了家庭为还款而储蓄的动机。

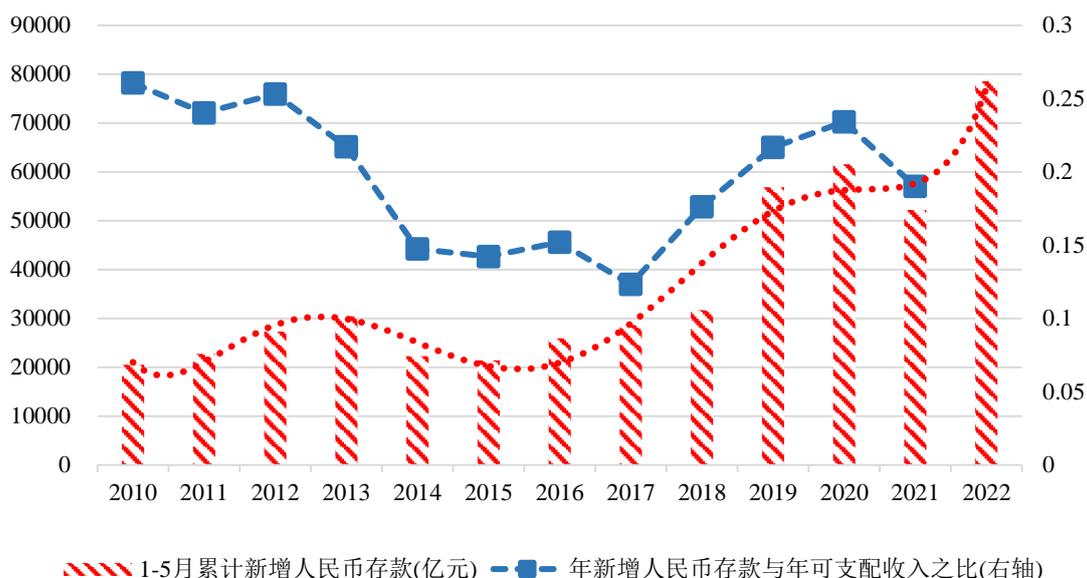


图 85 家庭存款新增额及其占可支配收入比例
(数据来源: 中国人民银行、国家统计局、上海财经大学高等研究院)

疫情对家庭储蓄率的影响也体现在家庭总储蓄率的变动上, 图 86 描绘了家庭、政府以及整体储蓄率的情况。虽然资金流量表的数据只到 2020 年, 但也可以看出, 2020 年爆发的疫情逆转了家庭储蓄率从 2010 年以来的下降趋势。伴随着近两年来家庭部门储蓄的增加, 家庭储蓄率会出现更明显的上升。当然从图中也可以看出, 伴随着疫情期间各项刺激政策的实施, 2020 年政府部门的财政支出已经超过了财政收入, 体现为政府储蓄率变为负值。

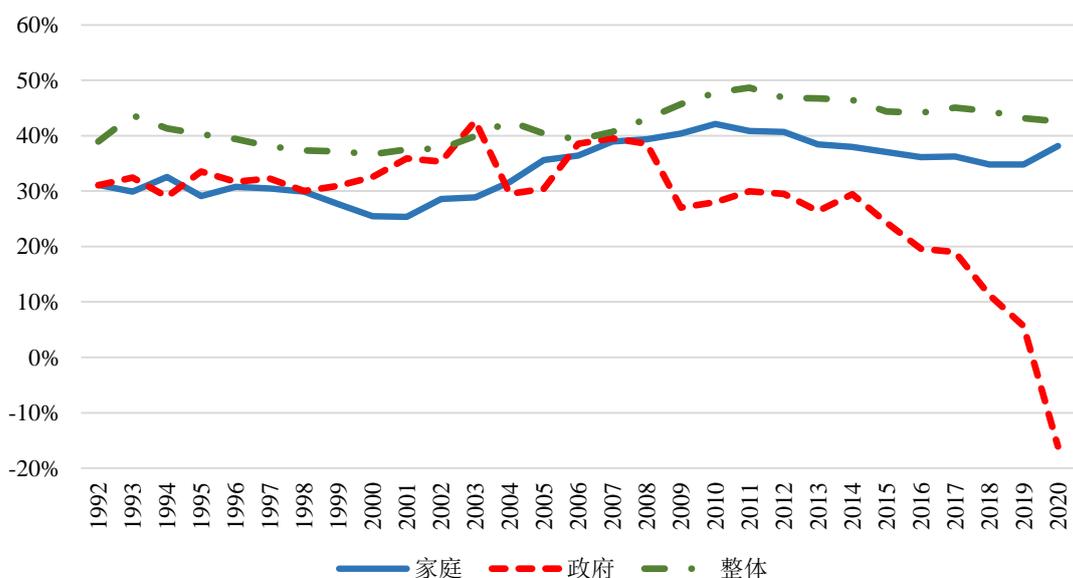


图 86 各部门总储蓄率
(数据来源: 国家统计局、上海财经大学高等研究院)

家庭部门贷款新增额出现的负增长是否值得担心, 这是否意味着家庭部门可能进入

降杠杆的通道？课题组认为，这种担心还为时尚早，这主要体现在以下两方面，首先，利用分省家庭部门在 2022 年 1-5 月的累积存款与贷款同 2021 年末的相对变动情况数据（如图 87 所示），课题组发现，虽然在除西藏和新疆之外的其他省份均是家庭部门存款相对增加更多，债务-资产比例有所降低，但除上海和重庆外，其余省份的贷款在 2022 年 1-5 月均呈现不同程度的增加。上海和重庆也主要是受疫情的影响。相信随着疫情的缓解，生产的恢复，不确定性的下降，家庭预防性储蓄动机会减弱，家庭部门会将更大比例的资产配置为房产，这也与中国的城市化进程仍在持续密切相关。当然，疫情可能会加速人口的流动，人口会越来越向相对受疫情影响较小的城市迁移，这也会导致家庭债务与存款在空间分布上的更大差异。

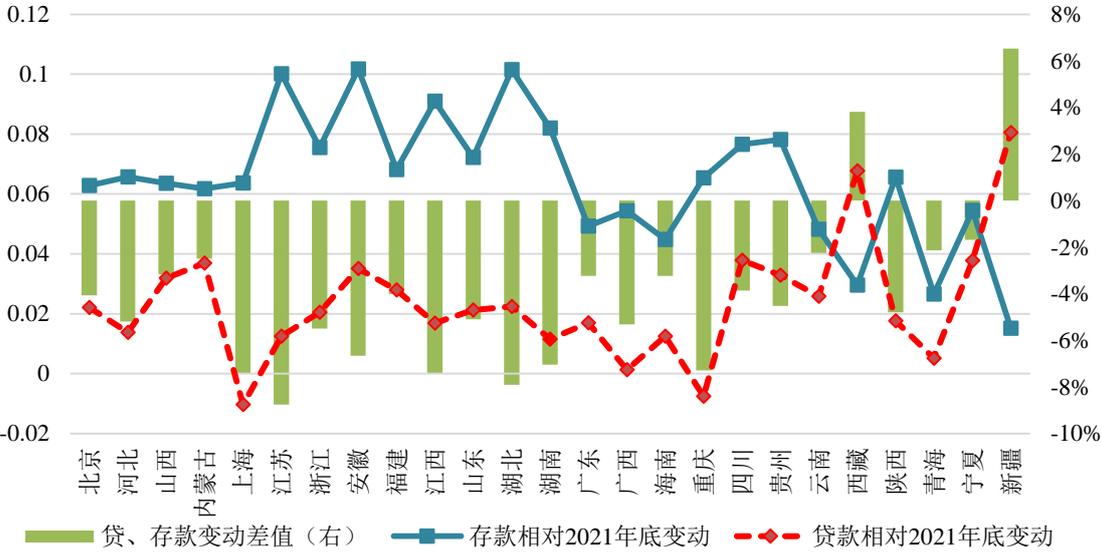


图 87 2022 年 1-5 月家庭存款与贷款同 2021 年末的相对变动比例
(数据来源：中国人民银行、上海财经大学高等研究院)

其次，随着疫情的缓解以及政策的放松，企业正常经营秩序有序恢复，除房地产销售数据与房价数据外，房地产企业资金来源也显示出房地产市场的回暖，家庭部门开始继续累积中长期贷款。在房地产开发企业累计到位资金方面，虽然 1-5 月定金及预收款仅为 19141 亿元，同比下降 39.7%，降幅较 4 月扩大 2.7 个百分点；个人按揭贷款仅为 9785 亿元，同比下降 27.0%，降幅较 4 月扩大 1.9 个百分点。但如图 88 所示，从到位资金的当月值看，5 月房地产开发企业到位资金出现好转，增速由负转正，增幅为 14.7%，其中定金和预收款环比增幅为 21.9%，个人按揭贷款环比增幅为 4.8%。而且，一些地区放松了限购政策，首付比也有所下调，并且下调了房贷利率，在宽松政策的刺激下，5 月商品房销售额环比增速由负转正，较 4 月增加 29.7%，房企回笼了一部分资金。这也显

示出家庭部门加杠杆的韧性。

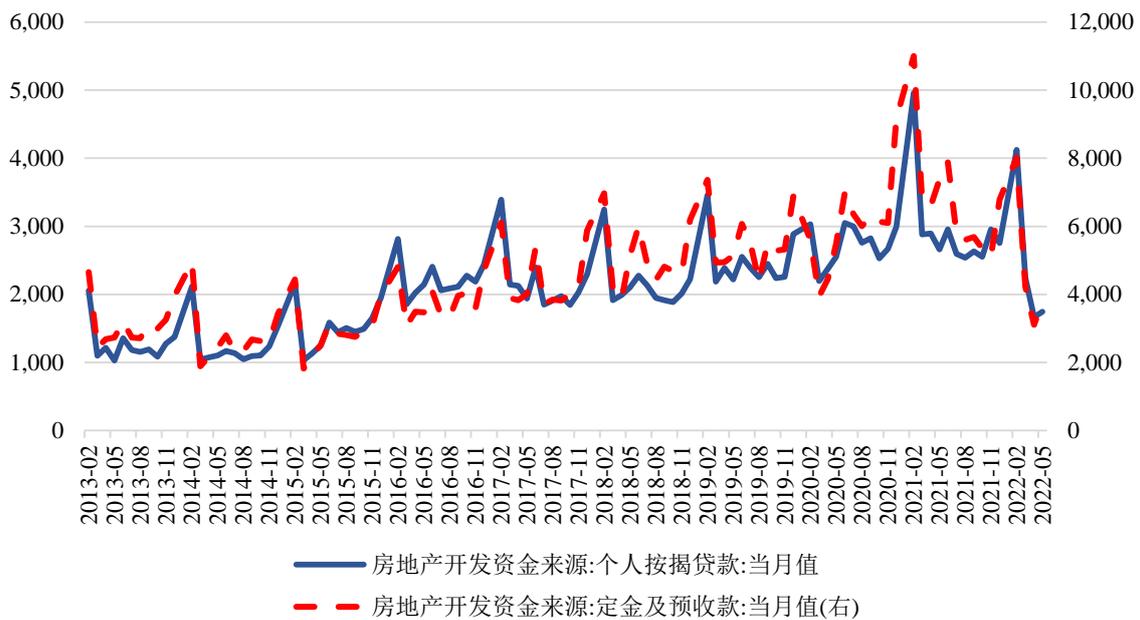


图 88 房地产开发资金来源：个人按揭贷款-当月值
 (数据来源：上海财经大学高等研究院、国家统计局，单位：亿元)

家庭部门加杠杆增速放缓，甚至出现短暂的降杠杆的反复，因此，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？根据课题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，刺激房价，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。图 89 给出了结构模型计算的利率长期下降时房价的变动的情况。从图中可以看出，短期内，房价最多上升了 4.5% 左右；从长期来看，房价上涨了 1.7% 左右。

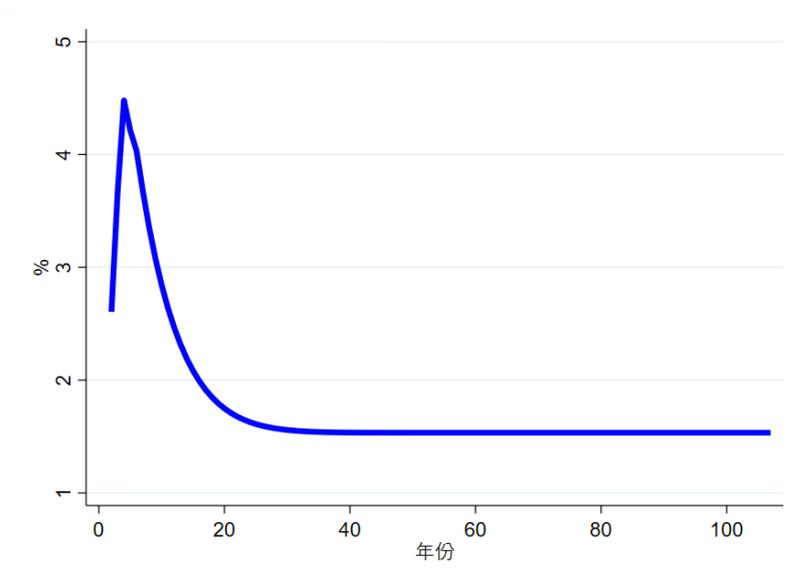


图 89 利率长期下降下房价的变动情况
(数据来源: 上海财经大学高等研究院)

长期的宽松政策虽然会稳定房地产市场,但是却会加速家庭的债务累积,挤出消费。图 90 描述了利率长期下降家庭消费相对于初始状态的变动情况,可以看出,当利率下降并长期保持低利率环境时,家庭消费短期内会上升,最高达到了 1.8%左右。但随着时间的推移,当越来越多的家庭投资房地产时,收入效应的作用会逐渐被其他效应取代,家庭消费逐渐下降,最终甚至比初始稳态还低了 2.7%。也就是说,如果长期维持低利率环境,虽然短期内家庭消费会显著提升,但长期来看消费会降得比初始状态更低,即利率下降长期是损害消费的。

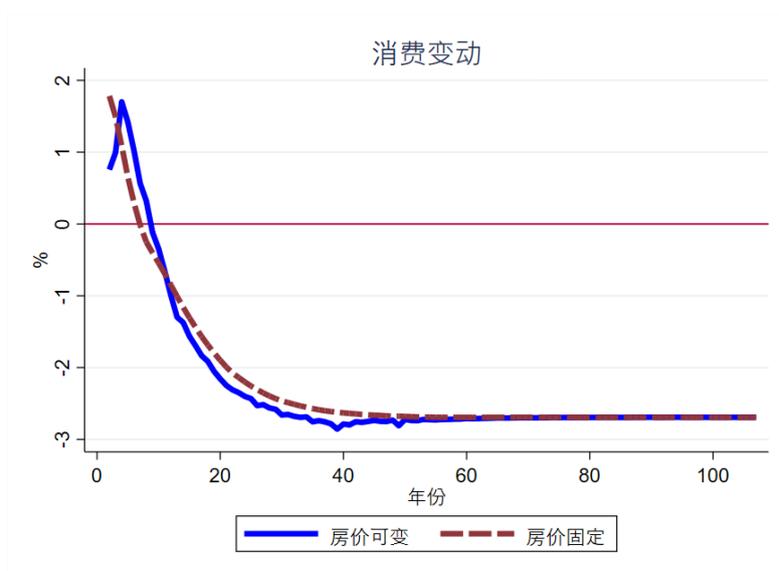


图 90 利率长期下降家庭消费相比于初始稳态的变动情况
(数据来源: 上海财经大学高等研究院)

宽松政策不但会降低总需求，而且还可能恶化收入分配，课题组将收入从低到高分 10 分位，分别考察了这 10 类家庭在货币政策冲击下当期消费的变化情况。如图 91 所示，总体来说，消费变动与收入呈现正比例关系，即高收入家庭在货币政策冲击下当期消费增加的较多，而中低收入家庭在货币政策冲击下当期消费增加的较少甚至下降。这是因为，高收入家庭拥有的房产较多，可以更多地享受到由于房价上涨而带来的财富增值；而中低收入拥有的房产较少甚至没有房产，无法享受到因房价上涨带来的财富增值。与此同时，中低收入家庭还要受到因为存款利率下降带来的负的“收入效应”，由此，此类家庭消费增加幅度较少甚至下降。当然，由于课题组并没有考虑利率下降产生的工资上升等间接效应，因此，整体上结果同将目标聚焦于控制通货膨胀的货币政策的效果一致¹³

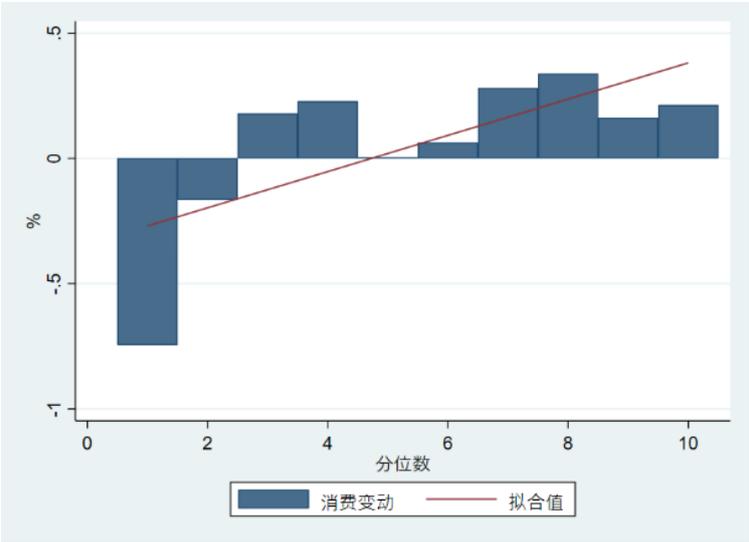


图 91 利率下降不同收入分布人群消费变动
(数据来源: 上海财经大学高等研究院)

长期的宽松货币政策可能再次引起家庭债务的过度累积，那么什么刺激政策才是合适的呢，课题组认为，对低收入家庭等群体进行直接的财政补贴不但可以刺激总需求，而且还会给予家庭以信心，值得政策制定者考虑。这是因为，新一轮疫情继续迟滞了家庭收入的增长，2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 10345 元，比上年实际增长 5.1%，其中，城镇居民人均可支配收入实际同比增速为 4.2%，农村居民人均可支配收入实际同比增速为 6.3%，均较去年年底大幅下降。

而在受疫情影响较小的 2021 年，其实中低收入阶层的收入已经得到大幅改善，如

¹³ Gornemann, N., Kuester, K. and Nakajima, M., 2016. Doves for the rich, hawks for the poor? Distributional consequences of monetary policy. Distributional Consequences of Monetary Policy (April 2016).

图 92 所示，城市各阶层的收入增速均在 2021 年有所改善。农村也反映出类似的趋势，如图 93 所示，除低收入户以外，2021 年农村几乎全部收入阶层的收入均得到改善。但从图中也可以看出，疫情（以 2020 年为例）不但会使得各阶层收入增速下降，而且收入越低，疫情影响的越严重，收入增速下降的越多。

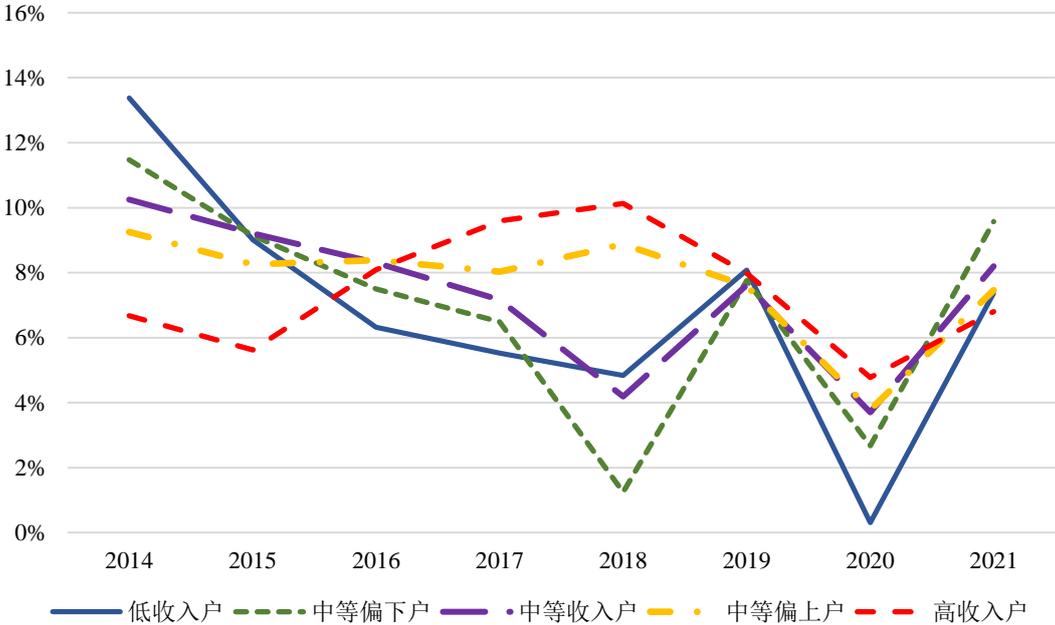


图 92 不同收入等级城镇家庭人均可支配收入增速
(数据来源：上海财经大学高等研究院、国家统计局)

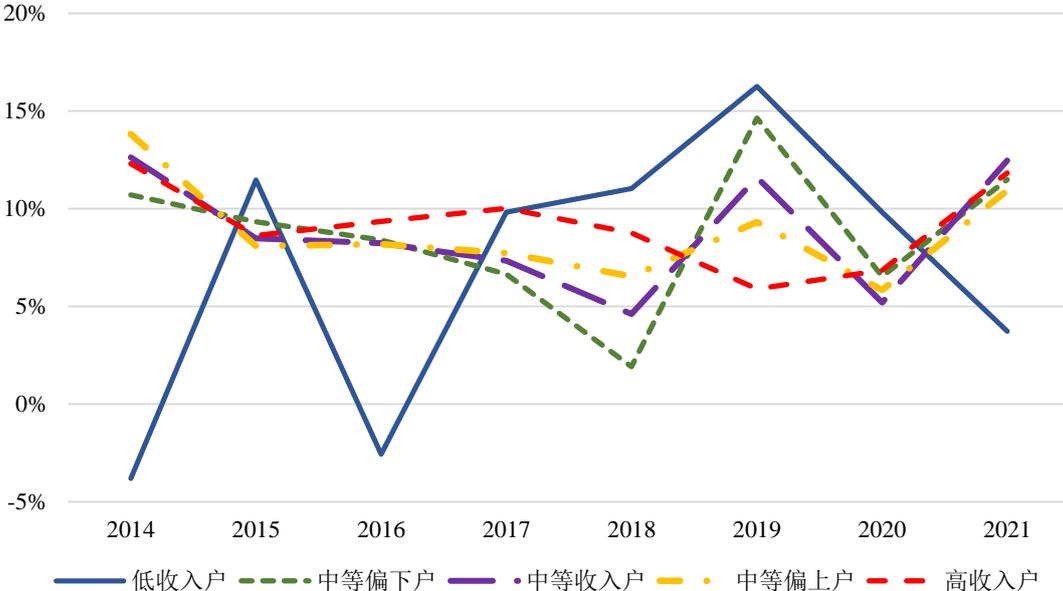


图 93 不同收入等级农村家庭人均可支配收入增速
(数据来源：上海财经大学高等研究院、国家统计局)

家庭部门受到疫情重创，那么对家庭直接进行财政补贴是否有效果呢，课题组认为，

这是可能的，原因在于未还完房贷的住房净值不能进行二次抵押导致的市场不完全性不但会提高家庭储蓄，而且还会提高家庭对收入冲击的边际消费倾向。具体而言，如果家庭不能进行二次抵押，则一方面由于未来收入不确定性的存在，家庭未来可能会有收入骤降的风险，如果不想因此而卖房，则家庭就需要为未来的房贷还款储备流动性资产，也就是说，二次抵押市场的缺失引入家庭额外的储蓄动机，压低了日常消费；另一方面在面临收入冲击时，家庭也不能通过调整信贷保持消费平滑，进行自我保险(self-insurance)，为了降低消费的波动，家庭也会压低日常消费。因此，家庭消费不但受到额外储蓄动机的抑制，而且受到消费平滑机制缺失带来的抑制。在收到财政补贴后，家庭的边际消费倾向就可能会更高。图 94 报告了家庭收到暂时性财政补贴后家庭边际消费倾向的变动图。可以看出虽然财政补贴是一次性的，但其存在长期效应；并且中国家庭的边际消费倾向始终大于美国家庭，也就是说，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。

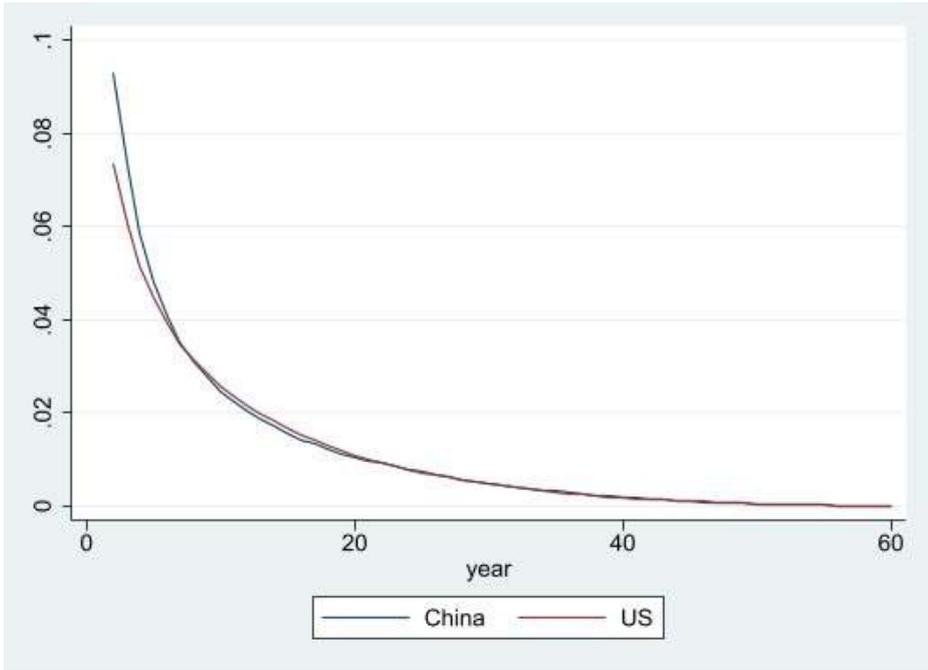


图 94 家庭边际消费倾向动态图
(数据来源：上海财经大学高等研究院、国家统计局)

疫情期间欧美及香港、新加坡等地的“发钱”政策也对我们实施类似政策提供了实践支持。当然，课题组认为，中国特有的劳动力市场政策背景以及面临的主要问题也为此类政策提供了新的思路。比如，在美国，由于很多补贴均与工作状态有关，仅在家庭失业时才能得到补贴，因此，补贴会降低家庭找工作的动力，增加失业率。但在中国，我们的财政补贴政策完全可以仅与家庭收入挂钩，这样就避免了对劳动力市场的反作用。

其次。针对我国当年劳动力市场面临的年轻人失业率过高的状态，政策也可以考虑对年轻人给予补贴或者信贷支持¹⁴，这样让年轻人更加从容的找工作，提高就业质量。

（三）提升城市环境质量，降低银行风险承担

金融是现代经济的核心，具有降低风险、有效配置资源、动员储蓄、便利交易和加强监督管理等重要功能，是连接各经济部门的关键纽带。金融安全是国家安全的重要组成部分，是经济平稳健康发展的重要基础。尤其是当前我国经济发展正处于转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，经济社会发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。为保持经济运行在合理区间，亟需稳定的金融环境作为内在支撑。因此，打好经济新发展阶段金融风险防御攻坚战，确保不发生系统性金融风险，成为政策层面亟需解决的重要任务。

然而，在防范化解金融风险的同时，城市环境污染问题却在持续加剧，城市环境质量不断下降，全国多个城市“十面霾伏”、垃圾“围城”、土壤性质恶化、水体污染物含量超标、地下水水位下降、资源枯竭、水土流失、植被退化等问题频发。这些问题严重背离了经济高质量发展要求，已成为新时期我国经济迈向高质量发展阶段的“绊脚石”。事实上，随着城市环境污染问题日益严峻，我国政府对保护环境的重视程度不断加大，环境治理已经成为当前政府制定经济发展方案时的关键议题。无论从“绿水青山就是金山银山”理念、生态文明建设“绿色化”，还是到“绿色发展”理念和“美丽中国建设”目标的提出，无不体现着我国通过改善生态环境质量实现经济绿色高质量发展的强烈决心。

商业银行作为金融系统的重要分支，其风险承担行为对金融系统的稳定起着至关重要的作用。从现在经济运行来看，如图 95 所示，可以发现城市环境质量水平越高，银行风险承担水平反而越低，两者存在负相关关系。那么，在国内环境治理迫在眉睫和防控重大金融风险的双重背景下，深入剖析城市环境质量提升对银行风险承担的影响及作用机理，不仅有助于明晰防范化解重大金融风险与城市环境污染治理间的内在关系，也能为深化绿色金融体制改革以实现绿色经济发展与金融稳定发展的有效协同提供理论依据和决策参考，具有重要的现实意义。

¹⁴ Coffman, Lucas C., John J. Conlon, Clayton R. Featherstone, and Judd B. Kessler. "Liquidity Affects Job Choice: Evidence from Teach for America." *The Quarterly Journal of Economics* 134, no. 4 (2019): 2203-2236.

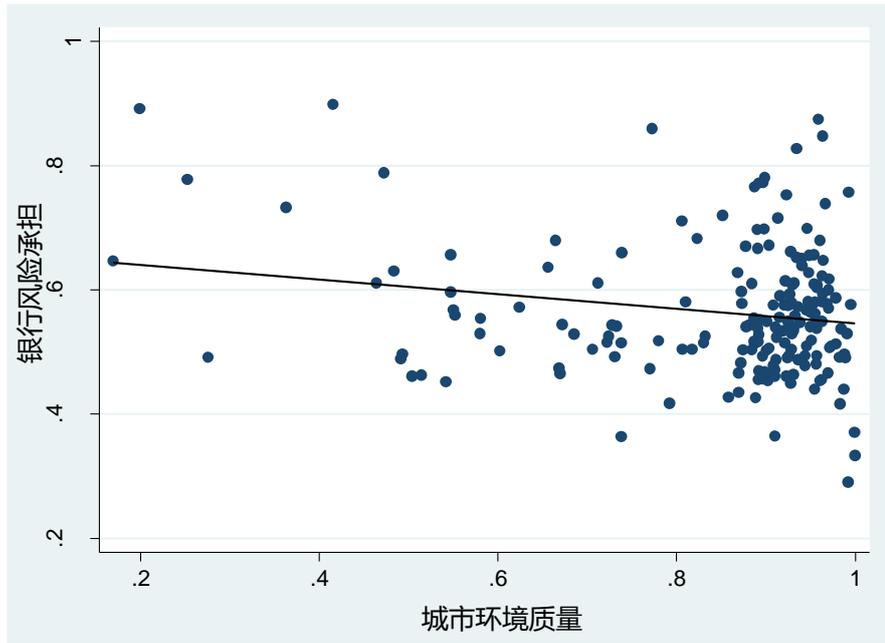


图 95 城市环境质量与银行风险承担
(数据来源: CNRDS 数据库、历年《城市统计年鉴》、上海财经大学高等研究院)

鉴于此, 课题组在有效测算城市环境质量综合指数的基础上, 以 2007-2020 年 191 家城市商业银行和农村商业银行非平衡面板数据为研究样本, 实证分析了城市环境质量对银行风险承担的影响。具体而言, 本部分余下内容安排如下: 首先是实证设计与数据来源, 其次是分析城市环境质量提升对银行风险承担的影响, 然后是探究城市环境治理提升对银行风险承担的影响机制, 最后是总结。

1、实证设计与数据来源

考虑到我国商业银行经营具有明显的区域分割特征, 城市商业银行和农村商业银行原则上其经营活动被限制在所在区域。为有效识别城市环境质量提升对银行风险承担的影响, 课题组选取 2007-2020 年 191 家城市商业银行和农村商业银行共 1499 个观察值构成的年度非平衡面板数据为研究样本。在数据来源方面, 银行层面数据主要来源于国泰安 (CSMAR) 数据库、中国研究数据服务平台 (CNRDS) 以及全球银行与金融机构分析库 (ORBIS Bank Focus)。各地区宏观经济变量、通货膨胀率数据以及货币政策变量数据主要来源于 CEIC 数据库、各地区历年《统计年鉴》和中国人民银行官方网站。

为探究城市环境质量提升对银行风险承担的影响, 课题组设定如下静态面板数据模型:

$$Risk_{ijt} = \beta_0 + \beta_1 env_{jt} + \theta X_{ijt} + \delta Y_{jt} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{ijt}$$

其中, 下标 i 、 j 和 t 分别代表银行、城市和年份; 被解释变量 $Risk_{ijt}$ 表示位于城市 j 的银行

i 在第 t 年的风险承担水平；解释变量 env_{jt} 表示城市 j 在第 t 年的环境质量综合指数； X_{ijt} 为银行层面控制变量集合； Y_{jt} 为宏观经济金融层面控制变量集合； μ_i 为银行固定效应； γ_t 为年份固定效应； ε_{ijt} 为多维度的随机扰动项。

在变量定义与测算方面，关于银行风险承担指标，课题组选取能够全面反映银行综合风险承担水平的风险加权资产比率（即风险加权资产/总资产）作为银行风险承担的代理变量。需要说明的是，若银行在年度报告中披露了风险加权资产数据，则直接采用该数值计算银行风险加权资产比率；若银行在年报中没有披露风险加权资产数据，课题组通过间接计算方法获得银行风险加权资产，即风险加权资产=同业往来×20%+贷款总额×100%+固定资产×100%。

就城市环境质量而言，课题组从“生态环境污染程度”、“生态环境状态”和“生态环境治理能力”三个维度进行界定和测度，具体指标如表6所示。课题组运用主成分分析法测算城市环境综合指数，具体地，首先，使用极差标准方法将环境质量中的正向指标和逆向指标分别进行标准化处理；其次，由于主成分分析法都是用于截面数据，并没有直接应用于面板数据的主成分测算方法，本文按照年份对变量取均值，将面板数据压缩为截面数据，利用主成分分析法计算成分矩阵，再将该矩阵运用到各年；再次，依据特征值大于1的原则得到各城市环境质量系统中前两到三个因子作为主成分个数；最后，利用各主成分的方差贡献率进行加权平均得到城市环境综合质量指数。该综合指数越大，表示城市环境质量水平越高。

表 6 城市环境质量衡量指标

城市环境质量	生态环境污染程度	市辖区工业 SO ₂ （吨） 市辖区工业废水排放量（万吨） 市辖区工业烟尘排放量（吨）
	生态环境状况	建成区绿化覆盖率（%） 人均绿都面积（平方米）
	生态环境治理能力	市辖区工业废水处理率（%） 一般工业固体废物综合利用率（%） 人均工业烟（粉）尘去除量（吨/人） 环境污染治理投资额（万元）

为有效识别城市环境质量对银行风险承担的影响，有必要控制其他因素的影响。课题组选取的控制变量包括银行层面控制变量和地区宏观经济金融层面控制变量。其中，银行层面控制变量有：（1）总资产收益率（ROA），采用净利润与总资产的比值表示；（2）贷款资产比率（Loan），用银行贷款总额与总资产的比值表示；（3）运营效率（CIR），

使用营业支出与营业收入之比表示；(4) 资本充足率 (*CAR*)，采用资本净额与风险加权资产的比值表示；(5) 收入结构 (*Income*)，使用净利息收入占总收入的比值衡量；(6) 流动性比率 (*LR*)，采用现金及存放中央银行款项与总资产的比值表示；(7) 银行规模 (*Asset*)，采用总资产的自然对数表示。地区宏观经济层面控制变量包括：(1) 宏观经济发展水平 (*Growth*)，采用各地区名义 GDP 增长率表示；(2) 通货膨胀率 (*CPI*)，用各地居民消费价格指数衡量；(3) 货币政策 (*MP*)，使用广义货币供应量 (*M2*) 增长率表示。

表 7 报告了各变量的描述性统计结果。可以看出，在样本期间内，银行风险承担水平的均值、最小值和最大值分别为 0.553、0.295 和 0.912，表明不同银行间的风险承担水平差异较大。城市环境质量综合指数的均值为 0.853，最小值为 0.047，最大值为 0.047，意味着不同城市间环境质量差异明显。其余各变量的统计特征均处于合理区间，这里不再赘述。

表 7 变量描述性统计

变量名	变量符号	观察值	均值	标准差	最小值	最大值
风险加权资产比率	<i>Risk</i>	1499	0.553	0.117	0.295	0.912
城市环境质量综合指数	<i>env</i>	1499	0.853	0.181	0.047	1
总资产收益率	<i>ROA</i>	1499	0.931	0.393	0.095	2.095
贷款总额占总资产的比率	<i>Loan</i>	1499	46.5	10.52	20.98	73.79
银行运营效率	<i>CIR</i>	1499	34.44	7.46	18.93	57.34
资本充足率	<i>CAR</i>	1499	13.58	2.445	8.909	24.18
收入结构	<i>Income</i>	1499	2.344	0.898	0.358	5.356
银行流动性比率	<i>LR</i>	1499	14.38	4.552	6.798	29.68
总资产自然对数	<i>Asset</i>	1499	25.08	1.221	22.39	28.64
各地 GDP 增长率	<i>Growth</i>	1499	8.923	2.769	-2.5	17.8
各地消费价格指数	<i>CPI</i>	1499	2.429	1.4	-2.35	8.48
广义货币供应量 (<i>M2</i>) 增长率	<i>MP</i>	1499	12.83	4.706	8.1	28.5

2、城市环境质量对银行风险承担的影响

表 8 给出了城市环境质量对银行风险承担影响的回归结果。为稳健起见，第 (1) 列为单独考察城市环境质量对银行风险承担的影响，结果显示城市环境综合指数 (*env*) 的回归系数在 1% 水平上显著为负，初步验证城市环境质量提升能够显著降低银行风险

承担水平。在此基础上，第（2）-（3）列为控制银行层面和地区宏观经济金融层面变量的回归结果，可以看出，城市环境综合指数（*env*）的回归系数均显著为负，这进一步验证城市环境质量提升能够显著降低银行风险承担水平。

表 8 城市环境质量提升与银行风险承担：全样本基准估计结果

变量	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>
	(1)	(5)	(6)
<i>env</i>	-0.0634*** (0.0213)	-0.0429** (0.0204)	-0.0433** (0.0203)
<i>ROA</i>		0.0143 (0.0094)	0.0141 (0.0093)
<i>Loan</i>		0.0033*** (0.0004)	0.0033*** (0.0004)
<i>CIR</i>		-0.0004 (0.0005)	-0.0006 (0.0005)
<i>CAR</i>		-0.0037*** (0.0010)	-0.0038*** (0.0010)
<i>Income</i>		0.0098** (0.0045)	0.0094** (0.0045)
<i>LR</i>		-0.0011 (0.0009)	-0.0009 (0.0008)
<i>Asset</i>		-0.0323*** (0.0113)	-0.0366*** (0.0113)
<i>Growth</i>			-0.0054*** (0.0016)
<i>CPI</i>			-0.0113** (0.0047)
<i>MP</i>			-0.0044* (0.0025)
常数项	0.5760*** (0.0228)	1.1767*** (0.2836)	1.4889*** (0.2904)
年份效应	控制	控制	控制
个体效应	控制	控制	控制
银行数量	191	191	191
观察值	1499	1499	1499
Within-R ²	0.1473	0.2496	0.2607

注：表内数字为变量回归系数，对应小括号内的数字为标准误；*、**和***分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平。数据来源：上海财经大学高等研究院。

为进一步排除政策因素对研究结论的干扰，课题组采用以下几种方法调整样本研究范围，进行稳健性分析以确保研究结论的可靠性。首先，考虑到 2012 年原银监会发布的《绿色信贷资金》对银行业金融机构大力促进节能减排和环境保护提出了明确要求，这会减弱样本选取的随机性。为此，在方法一中，课题组剔除 2012 年的样本观察值，重新检验基准回归结果。其次，2016 年中国人民银行、财政部等七部委联合印发《关于构建绿色金融体系的指导意见》明确强调，要大力发展绿色信贷，有效控制污染性投资，在这一政策因素下，商业银行可能会增加绿色信贷规模，改变自身风险承担状况。为控制政策调整对研究结论的影响，在方法二中，课题组仅以 2016 年之前样本观察值为研究对象，重新检验基准回归结果。最后，由于 2017 年国务院决定在浙江、江西、广东、贵州、新疆等五省（区）建设绿色金融改革试验区，这会改变这些地区的绿色金融信贷水平。为排除这一混杂因素的影响，课题组排除 2017 年后位于绿色金融改革试验区内的样本银行，重新检验基准回归结果。

表 9 报告了以上三种调整样本研究范围方法的回归结果，可以发现，城市环境综合指数（*env*）的符合和显著性均与基准回归结果一致，意味着调整样本范围后，城市环境质量与银行风险承担之间的负向关系依然稳健，进一步证实研究结论并非是偶然的。

表 9 稳健性检验：调整样本研究区间

变量	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>
	(1)	(3)	(4)
<i>env</i>	-0.0387* (0.0220)	-0.0580** (0.0243)	-0.0404** (0.0204)
<i>ROA</i>	0.0064 (0.0098)	0.0108 (0.0111)	0.0139 (0.0094)
<i>Loan</i>	0.0032*** (0.0004)	0.0047*** (0.0005)	0.0032*** (0.0004)
<i>CIR</i>	-0.0005 (0.0005)	-0.0018*** (0.0006)	-0.0006 (0.0005)
<i>CAR</i>	-0.0039*** (0.0011)	-0.0105*** (0.0014)	-0.0038*** (0.0010)
<i>Income</i>	0.0105** (0.0047)	0.0018 (0.0050)	0.0098** (0.0045)
<i>LR</i>	-0.0011	-0.0033***	-0.0009

	(0.0009)	(0.0012)	(0.0008)
<i>lnasset</i>	-0.0406*** (0.0119)	-0.0304* (0.0160)	-0.0386*** (0.0114)
<i>Growth</i>	-0.0047*** (0.0017)	-0.0008 (0.0020)	-0.0052*** (0.0016)
<i>CPI</i>	-0.0127** (0.0049)	-0.0096 (0.0068)	-0.0111** (0.0048)
<i>MP</i>	-0.0044* (0.0025)	0.0007 (0.0030)	-0.0041* (0.0025)
常数项	1.5857*** (0.3050)	1.4185*** (0.4416)	1.5284*** (0.2916)
年份效应	控制	控制	控制
个体效应	控制	控制	控制
银行数量	1368	1022	1482
观察值	191	187	191
Within-R ²	0.2427	0.2779	0.2582

注：表内数字为变量回归系数，对应小括号内的数字为标准误；*、**和***分别表示10%、5%和1%的显著性水平。数据来源：上海财经大学高等研究院。

3、城市环境质量对银行风险承担影响的机制分析

为探究地方政府干预是否是城市环境质量提升影响银行风险承担的主要机制，课题组构建如下模型进行分析：

$$Risk_{ijt} = \beta_0 + \beta_1 env_{jt} + \beta_2 connect_{ijt} * env_{jt} + \beta_3 connect_{ijt} + \theta X_{ijt} + \delta Y_{jt} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{ijt}$$

其中，*connect_{ijt}*为地方政府干预变量，课题组采用以下两个指标进行度量：一是采用《中国分省市场化指数报告》中的信贷资金分配市场化指数（*market*）来刻画地方政府干预，该指数越大表示银行信贷决策市场化程度越高，地方政府对银行的干预程度越低，两者的关联关系越弱。由于该指数为负向指标，为便于解释，课题组对该指数取倒数，倒数值越大表示地方政府越强。二是采用地方政府财政压力（*press*）作为地方政府干预代理变量。目前商业银行仍然是地方政府的重要资金来源，财政压力越大的地方政府更有动机与辖区内的商业银行产生关联关系，进而干预银行信贷资源配置来实现其政策目标。因而，地方政府财政压力越大，干预银行行为决策动机越强。在数值上，课题组采用（一般公共预算支出-一般公共预算收入）/一般公共预算收入来度量各个地区的政府财政压力。

表 10 报告了城市环境质量对银行风险承担影响的机制检验回归结果，从中可以看出，无论采用哪种指标衡量地方政府干预，城市环境质量综合指数（*env*）与地方政府干预变量（*connect*）交互项的回归系数均显著为正，说明地方政府干预力度越大，反而会减弱城市环境质量提升对银行风险承担的负向影响，增加银行风险承担水平。

表 10 城市环境质量提升与银行风险承担：机制分析

变量	Risk	Risk	Risk	Risk
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>env</i>	-0.0423** (0.0211)	-0.0431** (0.0210)	-0.0462** (0.0205)	-0.0438** (0.0204)
<i>env</i> × <i>Market</i>	0.0324*** (0.0113)	0.0368*** (0.0114)		
<i>Market</i>	0.0003 (0.0049)	0.0002 (0.0048)		
<i>env</i> × <i>Press</i>			0.0097** (0.0045)	0.0094** (0.0045)
<i>Press</i>			0.0390 (0.0545)	0.0765 (0.0549)
<i>ROA</i>	0.0143 (0.0094)	0.0141 (0.0093)	0.0153 (0.0094)	0.0142 (0.0094)
<i>Loan</i>	0.0033*** (0.0004)	0.0033*** (0.0004)	0.0033*** (0.0004)	0.0033*** (0.0004)
<i>CIR</i>	-0.0004 (0.0005)	-0.0006 (0.0005)	-0.0004 (0.0005)	-0.0006 (0.0005)
<i>CAR</i>	-0.0037*** (0.0010)	-0.0038*** (0.0010)	-0.0036*** (0.0010)	-0.0037*** (0.0010)
<i>Income</i>	0.0099** (0.0045)	0.0095** (0.0045)	0.0092** (0.0045)	0.0085* (0.0045)
<i>LR</i>	-0.0011 (0.0009)	-0.0009 (0.0008)	-0.0011 (0.0009)	-0.0008 (0.0008)
<i>lnasset</i>	-0.0009 (0.0053)	-0.0005 (0.0053)	0.0786 (0.0628)	0.1021 (0.0628)
<i>Growth</i>		-0.0054*** (0.0016)		-0.0053*** (0.0016)
<i>CPI</i>		-0.0113**		-0.0120**

		(0.0047)		(0.0047)
<i>MP</i>		-0.0042 (0.0025)		-0.0049** (0.0025)
常数项	1.1795*** (0.2852)	1.4914*** (0.2911)	1.1670*** (0.2837)	1.4840*** (0.2904)
年份效应	控制	控制	控制	控制
个体效应	控制	控制	控制	控制
银行数量	191	191	191	191
观察值	1499	1499	1499	1499
Within-R ²	0.2496	0.2608	0.2520	0.2624

注：表内数字为变量回归系数，对应小括号内的数字为标准误；*、**和***分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平。数据来源：上海财经大学高等研究院。

4、总结

注重防范化解重大金融风险挑战和深入打好污染防治攻坚战不仅是决胜全面建成小康社会三大攻坚战的两大方面，还是“十四五”规划和实现 2035 年远景目标的重要内容，事关我国经济高质量发展的全局。有鉴于此，立足于商业银行具体经营实践状况，课题组在有效测算城市环境质量综合指数的基础上，使用 2007-2020 年中国 191 年城市商业银行和农村商业银行的微观非平衡面板数据，定量识别了城市环境质量对银行风险承担的影响。经验结果显示，城市环境质量提升会显著降低银行风险承担，且该结论具有较强的稳健性。进一步地，机制研究表明，地方政府干预会减弱城市环境对银行风险承担的负向影响，增加银行风险承担。

据此，课题组认为要充分认识到防范化解重大金融风险与污染防治并非彼此孤立、相互割裂的关系，而是具有相互促进、互融互促的内在逻辑。首先，要改变地方政府“环境保护与经济发展相冲突”的思想，同时加强中央生态环境保护督察，提高地方政府对生态环境的重视程度，避免城市环境质量下降对金融系统风险的造成负面影响。其次，要提高公众对环境问题的关注，尤其是要加强媒体对环境信息的披露，以提高城市环境信息披露政策的有效性。最后，城市环境治理问题涉及全社会的各个方面，需要多个部门的协作与配合，要具有全局观、整体观的思维，统筹推进，才能把防范化解重大金融风险与污染防治攻坚战打得好、打得实、打得好，最终实现“双赢”局面。

（四）民营房地产企业违约率大增，金融系统稳定性未见改善

根据国家资产负债表研究中心的数据，截至 2022 年一季度末，我国实体经济部门的宏观杠杆率为 268.2%，其中大部分债务集中在非金融企业部门，其杠杆率为 158.9%。¹⁵如图 96 所示，当前我国非金融企业部门的杠杆率水平自 2020 年末以来持续下降，但依然处于高位。需要注意的是，我国民营企业杠杆率并没有和整体杠杆率的变化呈现类似趋势，反而有上升的迹象。截至 2022 年 4 月末，我国工业企业资产负债率为 56.5%，同比上升 0.3 个百分点，较 2021 年末上升 0.4 个百分点，这主要受私营工业企业杠杆率快速上升驱动。具体地，截至 4 月末，私营工业企业的资产负债率为 58.8%，同比上升 0.7 个百分点，较 2021 年末上升了 1.2 个百分点。

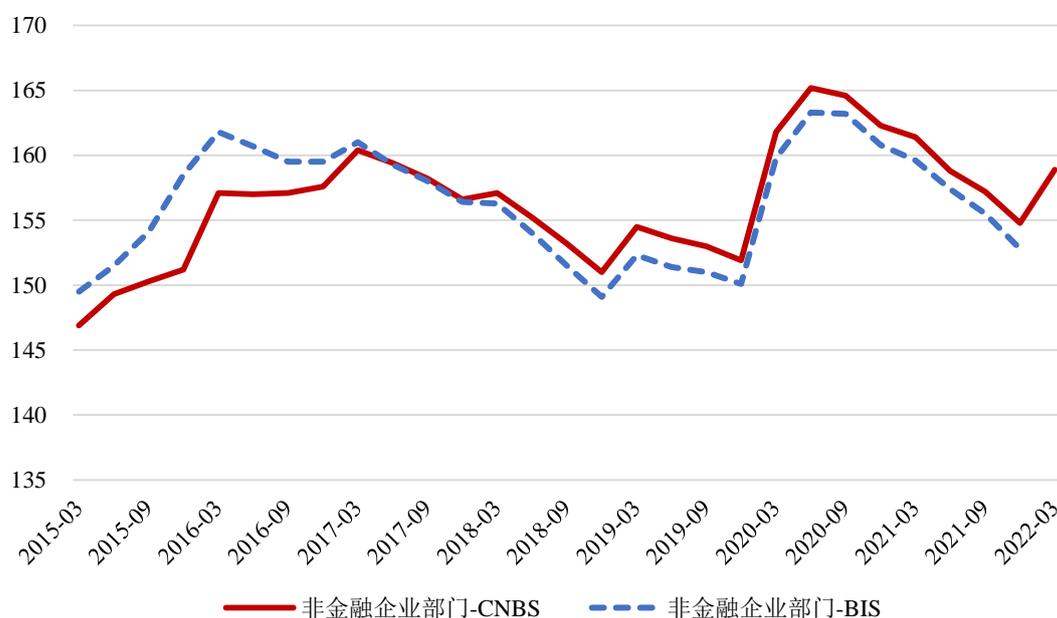


图 96 非金融企业杠杆率

（数据来源：国际清算银行（BIS）、国家资产负债表研究中心，单位：%）

此外，从债券市场数据来看，虽然国有企业的违约率处于较低水平，但民营企业的违约风险自今年年初开始大幅上升。特别是自 2021 年下半年以来，房地产行业流动性风险持续上升，民营房企的债券违约率从 2021 年末的 15% 上升至今年 6 月末的 29.9%，增幅高达 14.9%。虽然 2022 年我国企业的总体兑付压力不大，但在三重压力叠加外部环境日趋复杂的背景下，民营企业违约风险的上升对金融系统可能造成的冲击不可忽视。因此，课题组将分别利用我国非金融企业的发债数据和上市商业银行的数据对我国企业

¹⁵ 根据国家资产负债表研究中心的定义：杠杆率=各部门债务/名义 GDP。其中，非金融企业债务包括企业贷款、企业债、信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票和境外债务，其中包括部分地方政府融资平台的债务。

的违约风险以及银行系统的稳定性进行分析，以此来评估当前我国金融系统稳定程度以及潜在风险。

1. 企业违约风险

当前，实体经济的融资成本总体呈下降趋势，企业付息压力似乎有所缓解，2022年1-6月发生违约的非金融企业债券共计99支。¹⁶其中，中央国有非金融企业的违约债券数为0；地方国有非金融企业的违约债券数为3支；民营非金融企业的违约债券数为78支；其他类型企业的违约债券数为18支。从涉及资金的规模来看，如下图所示，2022年1-6月非金融企业债券违约涉及资金规模为1195.3亿元。需要注意的是，民营非金融企业债券违约涉及资金规模为1006.1亿元，占总规模的比例高达84.2%。

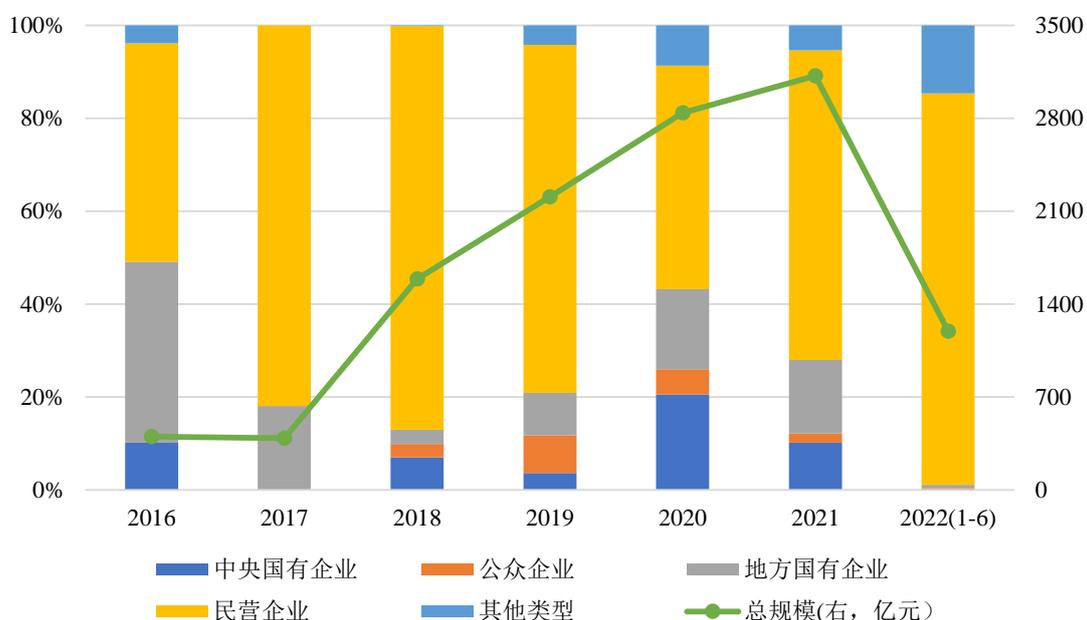


图 97 违约债券资金占比和规模：按企业类型分（数据来源：上海财经大学高等研究院）

从违约率来看，如图 98 所示，虽然民营企业的违约率在 2020 年不升反降，但自 2021 年以来民营企业违约率持续上升，2022 年 5 月末民营企业的违约率为 8.4%，维持在仅次于 2019 年四季度的高位徘徊，这主要和 2021 年信用环境有所收紧、经济运行面临新的下行压力以及 2022 年上半年国内疫情频发有关。与之形成对比的是，不论是中央还是地方国有企业的违约率在今年一季度末达到峰值之后开始逐渐下降，5 月末地方国有企业的违约率为 0.1%，较 2021 年末下降 0.59 个百分点；中央国有企业的违约率为 0.31%，较 2021 年末下降 0.16 个百分点。从 2022 年将要到期的非金融企业债券来看，

¹⁶非金融企业债券违约数据截止日期为 2022 年 6 月 17 日。

下半年非金融企业债券的到期量约 5.5 万亿元，较去年同期少 4255 亿元，兑付压力小于去年同期水平。未来企业的违约风险主要来自于新的下行压力：如国内经济面需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力、本土疫情反复对供应链和产业链造成的扰动、生产成本的上升、海外金融条件大幅快速收紧导致的全球经济复苏不确定性的上升、国内经济结构调整的深化等因素。

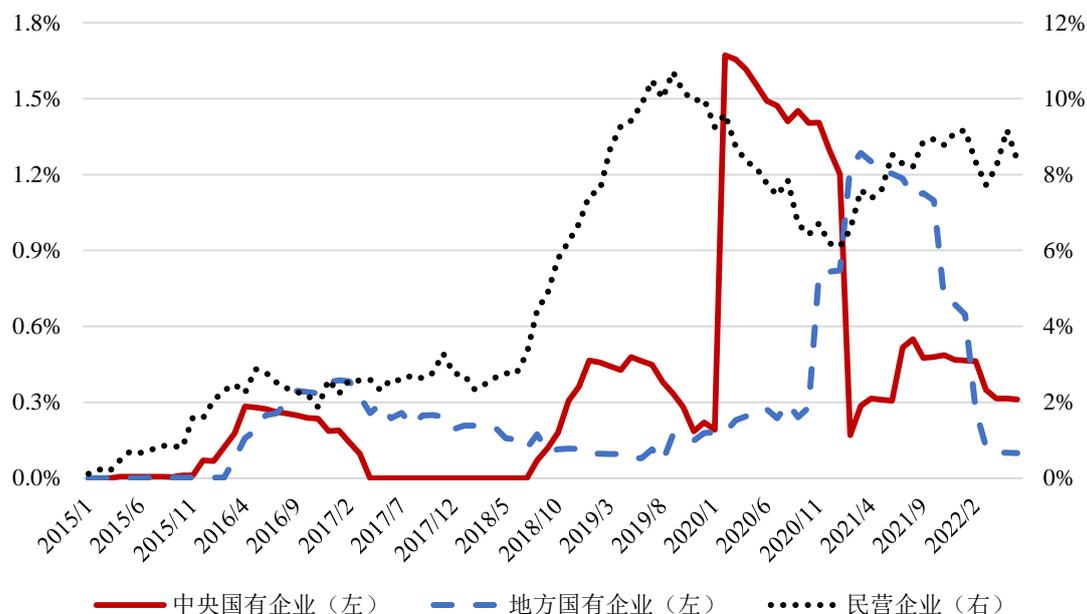


图 98 非金融企业债券违约率¹⁷ (数据来源: 上海财经大学高等研究院)

分行业来看，当前非金融企业中，违约风险最大的是房地产企业，尤其是民营房地产企业。所示，2018 年之前房地产行业总体兑付能力较强，未出现过违约事件，尤其是中央国有房地产企业一直以来保持良好的信用记录，违约率为 0。房地产企业的流动性风险自 2019 年开始显现，民营和地方国有房地产企业在 2019 年 3 月和 2020 年 9 月分别首次出现违约，¹⁸但在 2020 年底中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》(以下简称《通知》)前，违约率分别保持在 5% 和 1% 以下。

¹⁷金融企业债券违约率=违约债券本息之和/(违约债券本息之和+到期已偿还量)。其中，违约债券本息之和以及到期偿还量均为窗口期为 12 个月的滚动累计值。

¹⁸ 根据 Wind 披露的数据，首次违约的民营和地方国有房地产企业分别为国购投资有限公司和天津房地产集团有限公司。

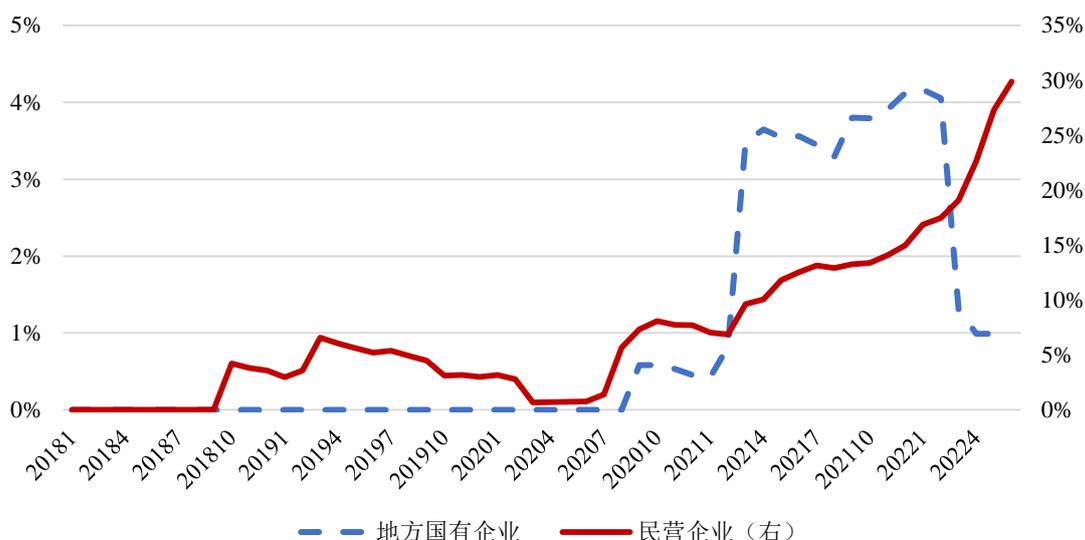


图 99 房地产企业债券违约率¹⁹ (数据来源: 上海财经大学高等研究院)

在《通知》发布之后，房地产企业违约率开始快速上升。分企业性质来看，地方国有房地产企业的违约率在 2022 年 2 月上升到 4.2%，随后开始下降，但未来会否再次上升能存在不确定性。而民营房地产企业自 2021 年 4 月开始快速上升，从 2020 年末的 7.7% 上升至 2022 年一季度末的 19.1%。随后叠加本土疫情的影响，房地产销售大幅下滑，民营房地产企业在今年二季度内再次飙升 10.8 个百分点。截至 6 月末，民营房地产企业的违约率已高达 29.9%。这一方面带动民营企业整体违约率持续上升，导致民营企业信用利差大幅上升，对民间投资的提振产生一定影响；另一方面与民营房地产企业相关的开发贷以及购房者的房贷均直接或间接将影响我国商业银行的资产质量。由于商业银行长期占据我国金融系统的主导地位，其稳定性对金融系统的稳定有至关重要的作用。因此，为了评估房地产行业对银行系统稳定性的影响，课题组通过条件在险价值模型 (CoVaR) 来评估我国银行系统的稳定性和识别系统重要性银行。

2. CoVaR

课题组从 Wind 的股票数据库选取了 2015 年 1 月 1 日至 2022 年 6 月 17 日在沪市或深市上市至少一年的商业银行为样本数据，共计 38 家商业银行²⁰。截至 2022 年一季度

¹⁹金融企业债券违约率=违约债券本息之和/(违约债券本息之和+到期已偿还量)。其中，违约债券本息之和以及到期偿还量均为窗口期为 12 个月的滚动累计值。

²⁰按照证监会行业分类，目前我国正常状态下的上市银行共 42 家。其中包括 6 家大型国有商业银行：工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行和邮储银行，9 家股份制银行：浙商银行、兴业银行、招商银行、浦发银行、中信银行、民生银行、光大银行、华夏银行和平安银行，27 家城市商业或农村商业银行：宁波银行、南京银行、北京银行、江苏银行、贵阳银行、江阴银行、无锡银行、常熟银行、杭州银行、上海银行、苏农银行、张家港农商银行、成都银行、郑州银行、长沙银行、紫金银行、青岛银行、西安银行、青岛农商银行、苏州银行、渝农商行、厦门银行、重庆银行、齐鲁银行、瑞丰银行、沪农商行和兰州银行。但齐鲁银行、瑞丰银行、沪农商行和兰州银行的上市时间距离 2022 年 6 月 17 日均未满足一年，观测值数量均为未超过 250，样本数太少，因此未纳入考察范围。

度，这 38 家银行的总资产占我国商业银行资产总额的比例高达 80.5%²¹，代表性良好。在估计银行系统以及各家银行的 VaR 和 CoVaR 系数时，课题组用 38 家上市银行后复权日收盘价来计算的各家银行的日收益率表示各银行的运行情况，用中证沪深 300 商业银行全收益指数日收盘指数来计算的日收益率表示银行系统的运行情况。

首先，当单家银行受到外部冲击时，课题组估算了每家银行自身将受到的损失，即在险价值（Value at Risk, VaR）。但是 VaR 并没有考虑单个银行风险溢出的影响，即单家银行遭受冲击并发生损失时引起的系统中其他银行产生的损失。为了考察每家银行在遭受冲击时的风险溢出效应，课题组还估算了每家银行的条件在险价值（Conditional Value at Risk, CoVaR）。每家银行风险溢出的影响用 CoVaR 和 VaR 之差表示，即 $\Delta\text{CoVaR}=\text{CoVaR}-\text{VaR}$ 。课题组还计算了 $\Delta\text{CoVaR}/\text{VaR}$ 来衡量每家银行自身遭受将产生最大损失的外部冲击时，其引发的系统中其他银行的损失与其造成的总损失的比例。

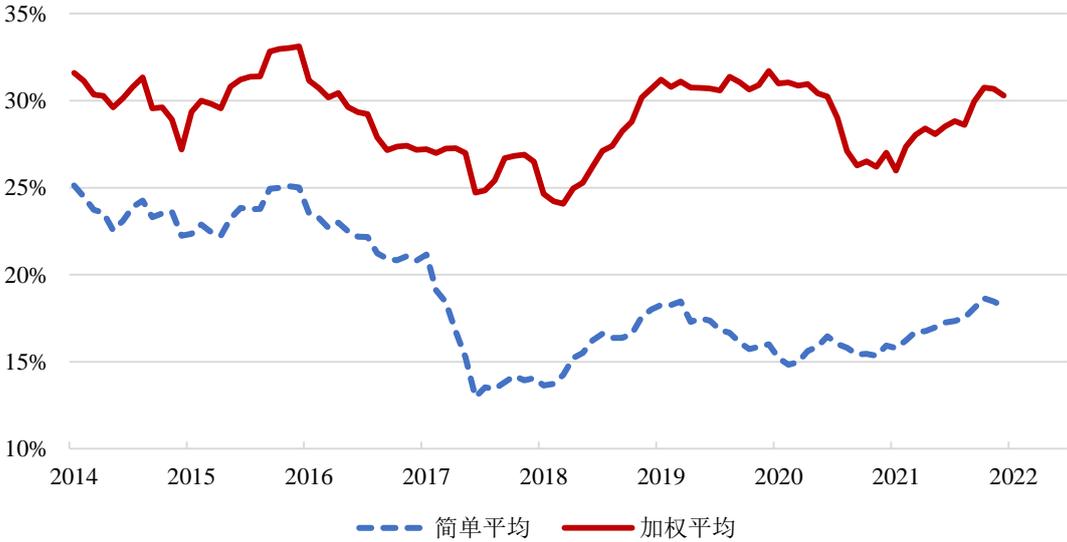


图 100 上市银行风险溢出比例——单家银行自身遭受外部冲击时^{22, 23}

（数据来源：WIND、上海财经大学高等研究院）

在 5% 的置信水平下银行自身受到使其产生最大损失的外部冲击时，其自身受到的损失和对整个银行系统的影响来看，我国银行系统的稳定性自 2021 年下半年以来持续转弱。如图 100 所示，银行风险溢出水平不论是简单平均值还是加权平均值均呈现上升

²¹截至 2022 年一季度，38 家样本银行资产总和约为 237.56 万亿元，我国商业银行资产总和约为 295.14 万亿元。
²² 课题组利用 2015 年 1 月开始的数据，以 1 个月为滚动窗口，利用当月之前 36 个月的日交易数据计算当月的风险溢出比例。其中，每个月的样本银行上市的时间均超过 1 年，加权平均风险溢出水平以银行总资产规模为权重计算。
²³ 课题组还做了两组稳健性检验，第一，课题组计算了置信水平为 10% 时的风险溢出比例时间序列，结论和置信水平为 5% 时基本一致；第二，课题组通过改变滚动窗口的长度，也得到类似的结论。

的趋势。截至 6 月末，简单平均值和加权平均值均上升至 2020 年同期水平。需要注意的是，加权平均值上升的速度更快，可见在此段时间，规模越大的银行，风险溢出水平上升越快，当前银行风险溢出率的变化在不同银行间呈现与之前不同的分化。如图 101 所示，规模相对较大的国有大型商业银行的风险溢出水平快速上升，但规模相对较小的城市和农村商业银行的风险溢出水平自 2020 年年中以来呈现持续上升的趋势，仅股份制银行的风险溢出水平保持平稳。更重要的是，虽然当前城市和农村商业银行的风险溢出率水平依然低于大型国有和股份制商业银行，但从其自身的水平值来看，已超过 2017 年金融系统去杠杆之前的水平，且上升趋势已持续 5 年。而国有大型商业银行的风险溢出水平也超过 2017 年金融系统去杠杆之前的水平，且上升速度未显减缓的迹象。当单家银行自身遭受大的冲击时，大型国有商业银行以及城市和农村商业银行对银行系统稳定性的影响处于 2017 年来最高水平。

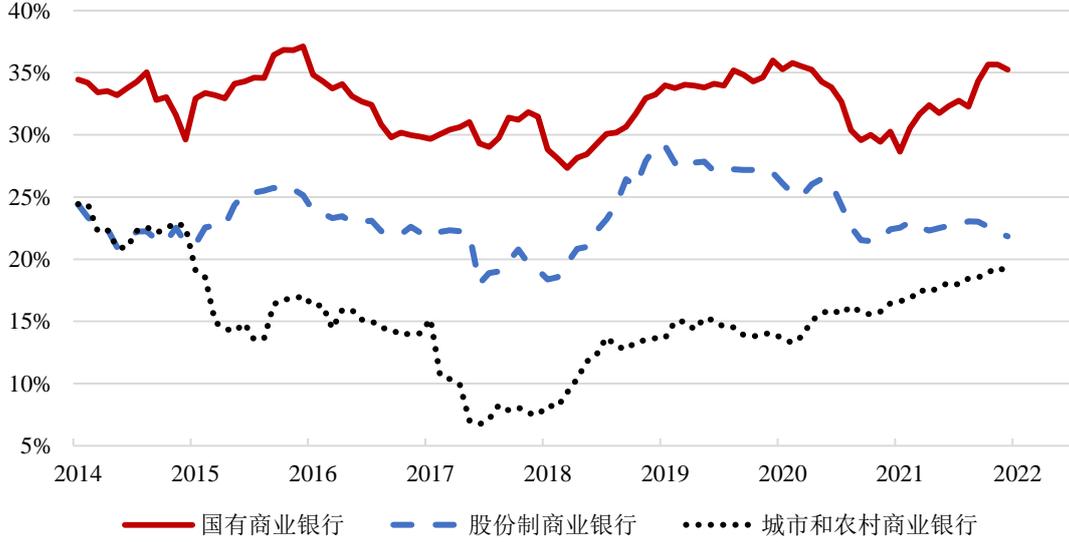


图 101 不同所有制性质上市银行风险溢出比例——单家银行自身遭受外部冲击时²⁴

(数据来源: WIND、上海财经大学高等研究院)

其次，课题组还考虑了当整个银行系统遭受将使其产生最大损失的外部冲击时，在不考虑各银行会产生反馈式风险溢出的情况下，系统性冲击对每家银行造成的损失（即在险价值，VaR）；以及在考虑各银行会产生反馈式风险溢出的情况下，系统性冲击对各家银行造成的损失（即条件在险价值，CoVaR），并计算了反馈式风险溢出程度（即条件在险价值与在险价值之差， $\Delta\text{CoVaR}=\text{CoVaR}-\text{VaR}$ ）和风险溢出率（ $\Delta\text{CoVaR}/\text{VaR}$ ）。

²⁴ 此图中各类型银行的风险溢出比例均为资产规模为权重的加权平均值，课题组还对各类型银行的风险溢出比例计算了简单平均值，其趋势与此图类似。

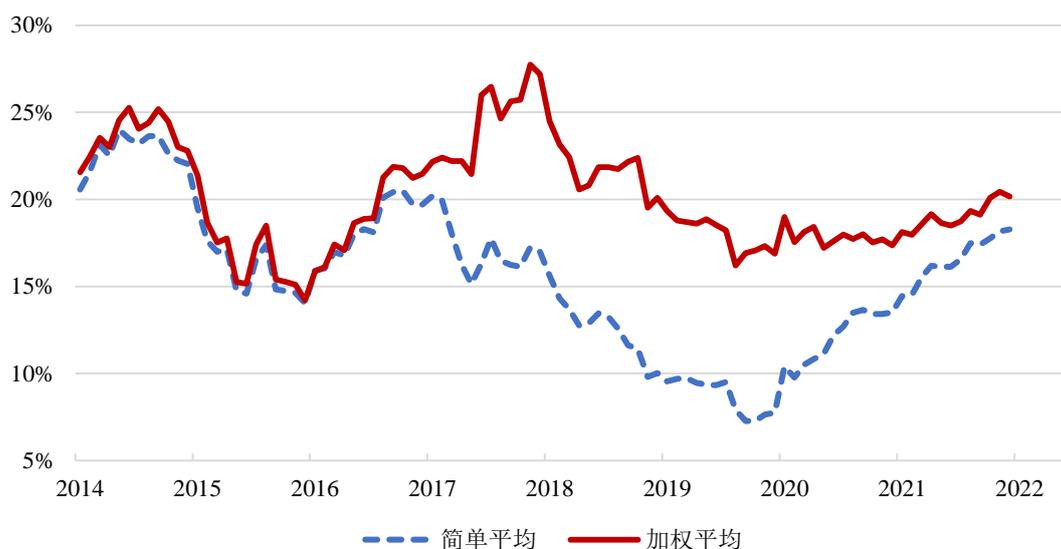


图 102 上市银行风险溢出比例——银行系统遭受外部冲击时^{25, 26}
 (数据来源: WIND、上海财经大学高等研究院)

图 102 分别展示了当我国商业银行受到系统性冲击时,我国上市银行的简单平均风险溢出比例和以资产为权重的加权平均风险溢出比例。从图中可以看出,新冠疫情爆发(即 2020 年一季度)前后,我国商业银行在面临系统性冲击时,风险溢出率变动的方向发生了明显的改变。在疫情爆发之后,风险溢出的简单平均值和加权平均值连续两年半持续上升,且简单平均值以更快的速度上升。这说明我国商业银行在面临系统性风险的冲击时,虽然大型银行的风险溢出水平没有立刻大幅上升,但受国内经济运行出现新的下行压力的影响,其风险溢出水平也难以下降,而小型银行的风险溢出水平受疫情冲击和国内经济复苏势头放缓的双重影响,呈现持续上升的趋势。此外,自今年以来,加权平均风险溢出水平呈现加速上升的迹象,这意味着大型银行的风险溢出水平可能在加速上升。

进一步地,图 103 展示了国有大型商业银行、股份制银行以及城市和农村商业银行在面临系统性冲击时的风险溢出水平。图中显示,在遭受系统性冲击时,国有大型、股份制、城市和农村商业银行的风险溢出率均呈现持续上升的趋势,尤其是今年以来上升的速度较 2021 年更快,城市和农村商业银行的风险溢出比例已连续 12 个月超过大型国有商业银行,甚至已经接近股份制商业银行的水平。继包商银行破产后,近期河南等地村镇银行又爆出“无法提现”等事件,地方性小银行的风险再次开始显露。这主要是由于今年我国经济不仅面临新一轮本土疫情的反复,还面临外部金融条件大幅快速收紧的

²⁵ 注同 17。

²⁶ 注同 18。

影响。

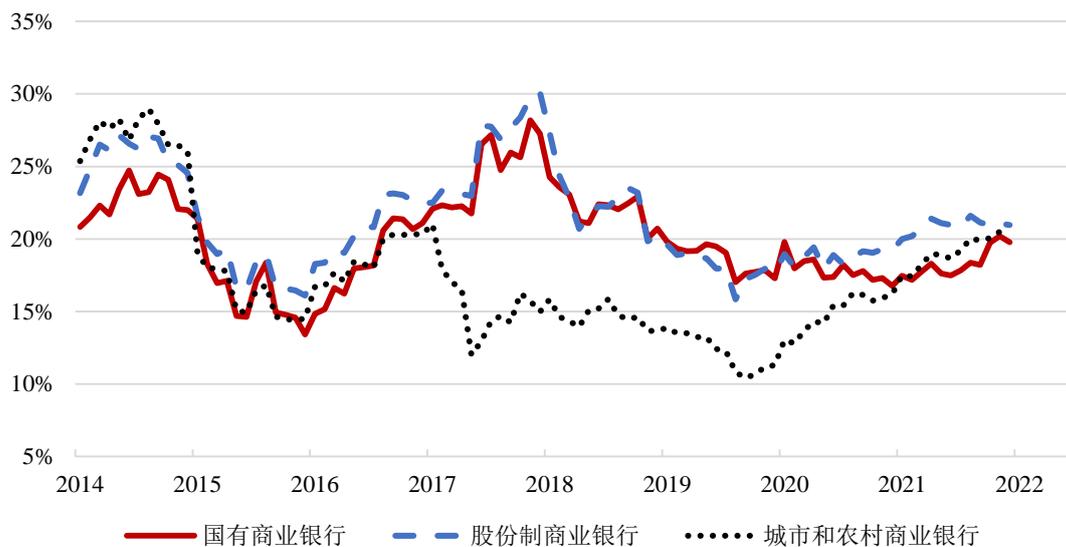


图 103 不同所有制性质上市银行风险溢出比例——银行系统遭受外部冲击时²⁷
(数据来源: WIND、上海财经大学高等研究院)

更重要的是,虽然当前我国经济已进入重启复苏的通道,但企业,尤其是民营企业,经营困难明显增大,违约风险再次上升,家庭收入的两年平均增速依然低于 2019 年的同期水平,使得金融系统,尤其是银行,的经营压力再次增大。加上为支持经济复苏而采取的加大对中小微民营企业的扶持力度,如图 104 所示,大型国有商业银行的普惠型小微企业贷款的增速自 2019 年年末以来显著高于行业平均水平,银行资产风险敞口有所加大,使得大银行的风险溢出水平上升,对金融系统的稳定作用减弱。²⁸这意味着,我国各类商业银行在遭遇系统性风险时,对金融系统的风险溢出率均有再次大幅上升的可能性。

²⁷ 注同 19。

²⁸ 根据《中国银保监会办公厅关于 2019 年进一步提升小微企业金融服务质效的通知》,大型国有商业银行均大幅提升了小微企业贷款的投放力度。

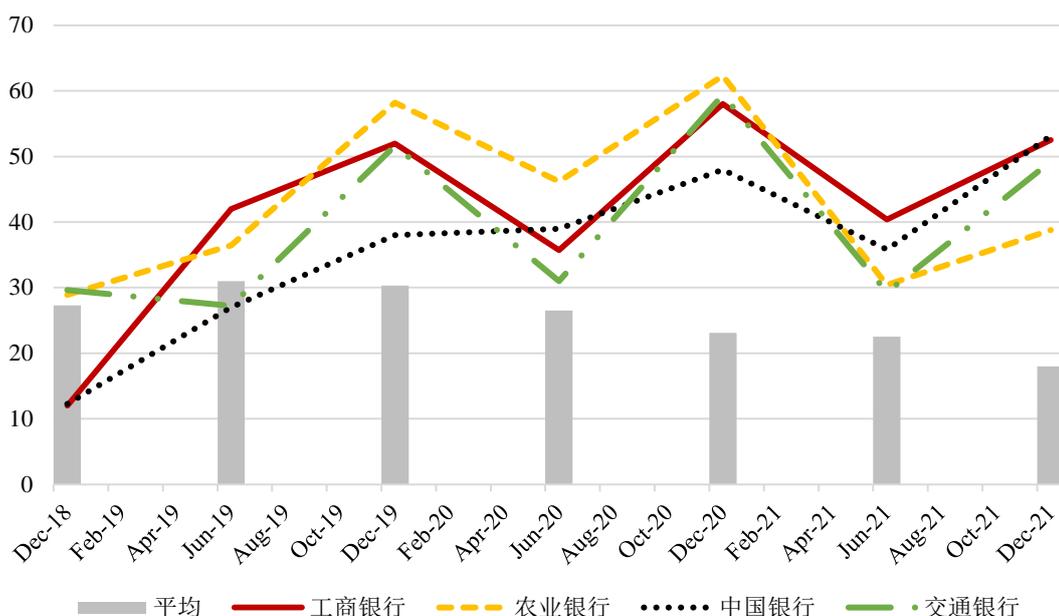


图 104 国有大型商业银行普惠型小微贷款增速²⁹
(数据来源: WIND, 单位: %)

以上最新数据的分析结果显示,当前国有商业银行抗击系统性风险的能力虽然依然强于其他银行,但其脆弱性自今年以来明显上升。此外,城市和农村商业银行已接近股份制银行的风险溢出水平,其系统重要性很可能在不久的将来会居于首位。而与之形成对比的是,在 2019 至 2021 年的报告中,我们的分析结果表明大型国有商业银行在整个银行系统遭受巨大外部冲击时,抗险能力是强于股份制银行、城商行和农商行的。因此,为了应对不论是来自个体的冲击还是来自系统的冲击,在国内经济恢复基础尚不牢固的背景下,除了需要密切关注城市和农村商业银行风险溢出的变化,警惕个别银行的问题对整个金融系统造成的恐慌及其不利影响;在今年我国经济面临三重压力叠加外部挑战日益增大的形势下,也要密切关注国有大型商业银行的稳定性。

(五) 地方政府债务加速发行, 还债压力积累

截至 2022 年 6 月末,累计发行地方政府债券总额 5.25 万亿元,比 2021 年同期 3.32 万亿元增加 58.1%。其中新增专项债 34062 亿元,占已下达新增专项债限额 3.45 万亿元的 98.7%,新增一般债 6147.8 亿元,1-6 月新增地方债总发行额度已完成 95.8%。发行再融资债券 12291.6 亿元。一般债务余额 14.4 万亿元,专项债务余额 18.9 亿元,一般债务余额和专项债务余额比率约为 76.1%,比 2021 年底下降约 6.3%。全国地方政府债券

²⁹ 因为未找到建设银行的相关数据,故此图中不包含建设银行。

余额 34.45 万亿元，非债券形式债务余额 1622 亿元，地方政府债务余额为 34.61 万亿元。如果把城投债余额 13.75 万亿元也计入地方债务，则地方显性债务余额将达 48.36 万亿元。

按照国务院印发的《扎实稳住经济的一揽子政策措施》有关要求，财政部印发文件，推动新增专项债券在 6 月底基本发行完毕、8 月底基本使用完毕，6 月将达到发行高峰，预计 6 月发行总额将超过 1.5 万亿元，上半年累计发行将达到 4.89 万亿元。

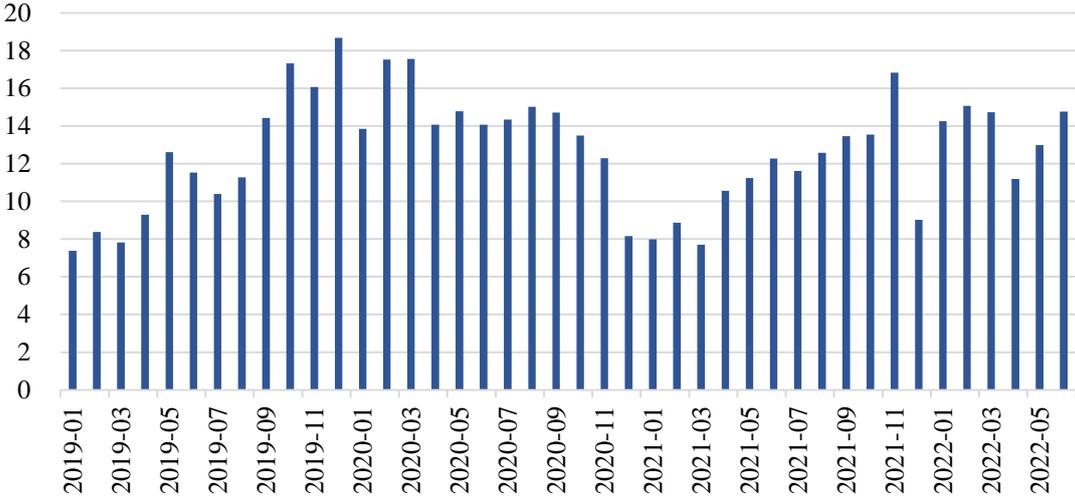


图 105 地方政府债券加权发行期限
(数据来源: WIND, 上海财经大学高等研究院, 单位: 年)

地方债券发行期限有所回落，期限结构有所优化，这在一定程度上能够缓解期限错配问题，降低长期风险。2022 年，按发行金额加权的平均发行期限约为 14.1 年，高于 2021 年的 12 年。其中一般债券 8.2 年，专项债券 16.1 年，均高于 2021 年，再融资债券 7.8 年，低于 2021 年。发行利率方面，平均发行利率 3.08%，其中一般债券 2.9%，专项债券 3.14%，再融资债券 3.21%，均低于 2021 年。

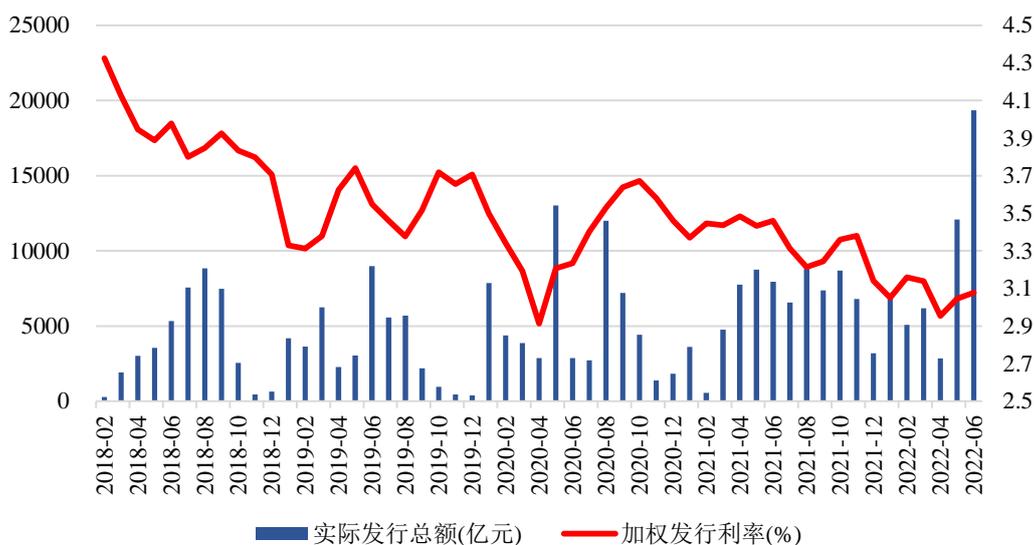


图 106 地方政府债券加权发行利率

（数据来源：WIND，上海财经大学高等研究院，单位：%（右轴），亿元（左轴））

据课题组测算，广东、山东、江苏、浙江等东部经济大省以及四川、河北的地方政府债务规模均超过 1.5 万亿元，此外，湖南、河南、湖北、安徽、贵州等省份地方债务规模也较大，超过 1.2 万亿元。地方政府债券余额超过 1 万亿元的省份过半，达 16 个。如果计入地方政府承担实质偿还责任的城投债，债务规模超过 1 万亿元的省份达 22 个。其中，青海的负债率超过 90%，贵州和天津均超过 76%。另外，上海、广东的负债率都在 30% 以内。各省份间债务结构和规模均存在巨大差异，总体上看，财政收支缺口越大的省份，债务相对财政收入的比率也通常较高。

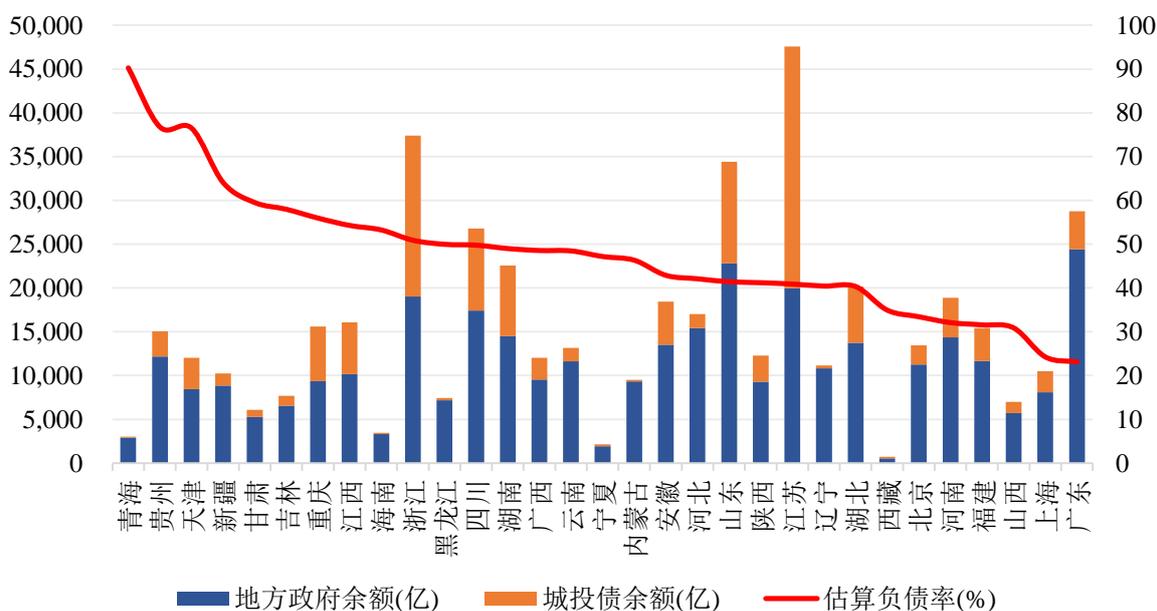


图 107 省地方债务情况与估算负债率

(数据来源：上海财经大学高等研究院，单位：%（右）、亿元（左）)

庞大的债务规模必然会在未来给地方政府造成较大的偿债压力。2021 年，地方债券到期偿还本金 2.67 万亿元，其中通过再融资偿还 2.3 万亿元，占比高达 86.3%，支付地方债利息 9280 亿元。2022 年，截至 5 月底，到期偿还本金 5356 亿元，其中发行再融资债券偿还本金 4497 亿元，占比达 84%，支付地方债利息 3938 亿元。

根据课题组测算，从 2022 年到 2026 年，现有存量债务每年到期额都将超过 2.76 万亿元，2023 年更是达到 3.66 万亿元。如果考虑城投债，从 2022 年到 2026 年每年债务到期额均超过 5 万亿元，其中 2022~2024 年均超过 6 万亿元。通过再融资债券借新还旧不可能在短期内完全消化巨额的还债负担，未来债务还本付息压力还将逐渐累积，这意味着地方政府债务的局部违约风险仍然较大。

此外，除了大量的显性存量债务和可预见的债务增长之外，地方政府事实上还承担着难以准确估算和有效管控的隐性债务，其规模甚至可能远超显性债务。2022 年 5 月，财政部通报了 8 个典型隐性债务问责案例，涉及河南、安徽、江西、湖南、贵州、甘肃、浙江等多个省份。课题组认为，尽管加强监管力度有助于约束地方政府举债行为，但全面规范财政纪律，还需要进一步加强顶层设计，借助财政体制改革的契机，从中央层面强化财政、税收、法律等各个部门、各项制度、机制之间的衔接配合，统一部署，落实责任，加强监督，深入推进隐性债务化解。

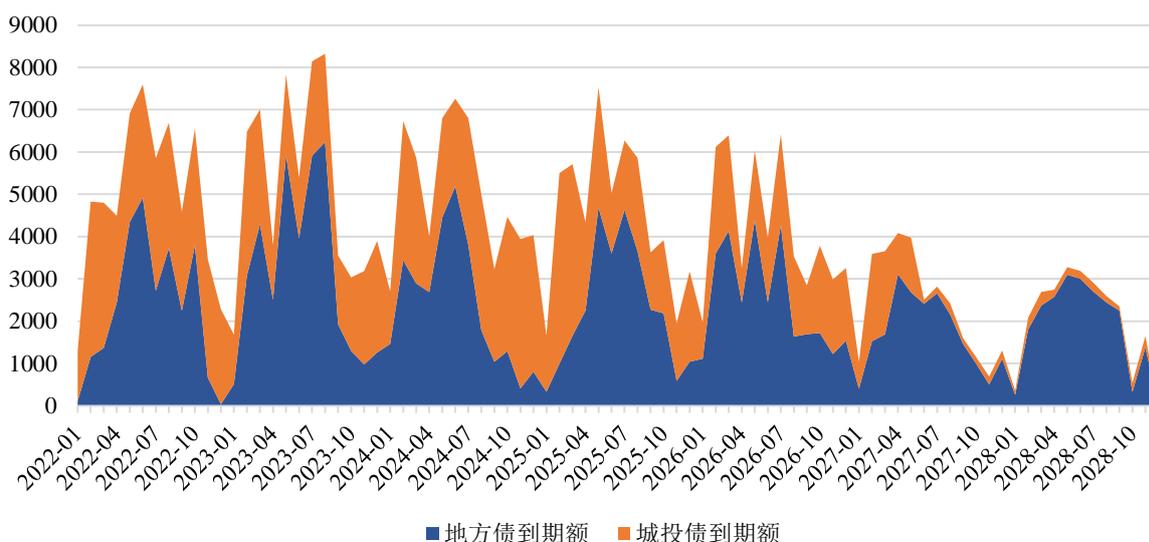


图 108 地方债务到期额

(数据来源：上海财经大学高等研究院，单位：亿元)

随着经济部门间关联关系日趋紧密，地方政府债务风险不会仅拘泥于地方政府部门，还会传染至其他经济部门。从地方政府债券的投资者结构来看，如图所示，截至 2022 年 1 月，银行间债券市场投资者持有地方政府债券 29.83 万亿元，占比 96.75%；柜台市场投资者持有 69.57 亿元，占比 0.02%；其他市场投资者持有约 1 万亿元，占比 3.23%。银行间债券市场投资者中，商业银行持有 25.74 亿元，占比 83.50%；保险机构持有 1.04 万亿元，占比 3.36%；非法人产品持有 1.12 万亿元，占比 3.78%；其他境内机构持有 1.87 万亿元，占比 6.07%；境外机构持有 118.40 亿元，占比 0.04%。

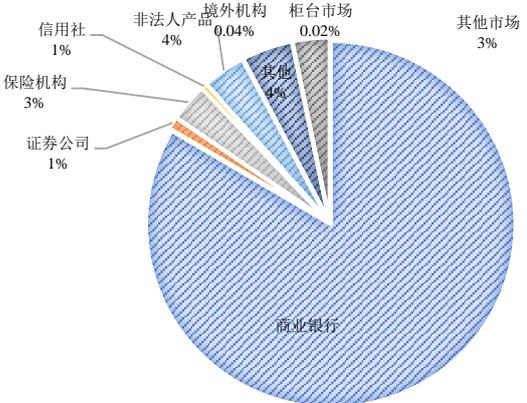


图 109 地方政府债券 1 月末投资者持有结构
(数据来源：2022 年 1 月《地方政府债券市场报告》)

由此可见，商业银行大约持有 84% 的地方政府债券，这意味着地方政府债务与商业银行之间存在紧密的联系。对于地方政府债务和金融系统问题，中央政府高度重视，密集召开了一系列会议着力破解地方政府债务高企、金融系统风险问题。课题组通过考察 2007-2019 年间，地方政府负债率与各地区商业银行不良贷款率发现，两者呈正相关关系，如下图所示。即，地方政府债务规模越大的地区，其商业银行的不良贷款率也越高，这意味着需要警惕由地方政府债务扩张而引致的金融风险。

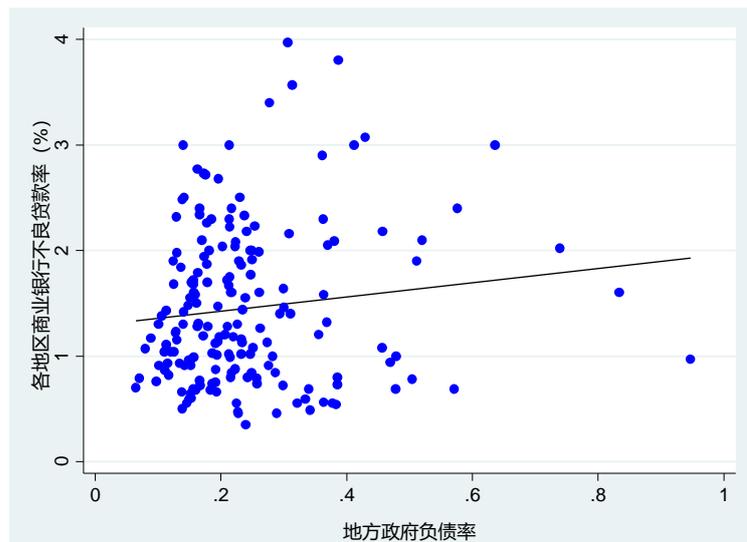


图 110 地方政府负债率与各地区商业银行不良贷款率
(数据来源: 财政部、WIND 数据库、上海财经大学高等研究院)

据此, 课题组认为, 应该规范地方政府举债融资权限, 确保地方政府的举债规模与财政承受能力相适应, 避免地方政府债务违约风险发生。考虑到地方政府债务风险并不单纯是财政问题, 其风险会外溢到金融部门, 而且两者极容易叠加放大为金融财政的系统性风险。因此, 地方政府应拓宽融资渠道, 逐步发展地方政府与社会资本合作模式、引入非金融机构和投资个体持有地方政府债券等融资方式, 改变地方政府融资过度依赖金融机构的局面, 逐步建立财政与金融之间的风险隔离机制。

(六) 推动绿色转型 助力高质量发展

当前中国经济正处于增速放缓与发展转型的关键时期, 对经济增长的质量提出了更高的要求, 因而对经济发展的评价自然也不应再仅囿于单一的 GDP 指标。高质量发展, 要求更高质量、更有效率、更加公平、更可持续、更为安全的发展, 而非数量和速度。特别是, 近年来, 党中央、国务院高度重视生态文明建设, 多次指示和批示, 要求加大环境治理力度。2021 年, 为衡量生态环境保护效果和成绩, 深圳发布全国首个 GEP (Gross Ecosystem Product) 核算制度体系, 将城市生态系统服务价值实现精确核算, 以加速推动各级政府转变“唯 GDP”的政绩观, 实现经济可持续发展。因此, 为更为合理地衡量经济发展质量, 课题组在已有研究的基础上构建了包含不平等和环境质量等指标在内的科学指标体系。

为此, 课题组参考 Jones 和 Klenow (2016) 等学者的研究, 结合中国经济数据, 计算了消费水平、预期寿命长度、闲暇时间、收入不平等、环境污染等多种因素对各个省经济福祉的影响。具体地, 设定在 i 省行为主体的效用函数为:

$$\log(\lambda_i) = \frac{e_i - e_{us}}{e_{us}} \left[\bar{u} + \log(c_i) + v(l_i) - \frac{1}{2} \sigma_i^2 - \kappa \log(p_i) \right] \\ + \log(c_i) - \log(c_{us}) + v(l_i) - v(l_{us})n - \frac{1}{2} (\sigma_i^2 - \sigma_{us}^2)n - \kappa [\log(p_i) - \log(p_{us})]$$

其中， e 为人均预期寿命， \bar{u} 为效用常数， $\log(c)$ 为消费带来的效用， c 为消费， $v(l)$ 为闲暇带来的效用，具体形式为 $v(l) = -\frac{\theta \delta}{1+\delta} (1-l)^{\frac{1+\delta}{\delta}}$ ， δ 为 Frisch 弹性， θ 为休闲的效用权重， l 为闲暇。消费的期望效用服从对数正态分布， σ^2 为方差。 $-\kappa \log(p)$ 为环境污染带来的效用损失， κ 为环境污染参数， p 为环境污染程度，单位为 $\mu g/m^3$ 。

课题组以北京市为基准，等价变量 λ_i 衡量的是在北京的某行为主体需要调整的消费量，以使得与 i 省行为主体的效用相等。经过计算可以得到：

$$\log(\lambda_i) = \frac{e_i - e_{us}}{e_{us}} \left[\bar{u} + \log(c_i) + v(l_i) - \frac{1}{2} \sigma_i^2 - \kappa \log(p_i) \right] + \log(c_i) - \log(c_{us}) \\ + v(l_i) - v(l_{us})n - \frac{1}{2} (\sigma_i^2 - \sigma_{us}^2)n - \kappa [\log(p_i) - \log(p_{us})]$$

根据 Jones 和 Klenow (2016) 等研究，对参数校准如下： $\theta = 14.2$ ， $\varepsilon = 1$ ， $\bar{u} = 7.36$ ， $\kappa = 0.67$ 。相应地，就数据而言，消费 c 用各省居民人均消费支出表示，闲暇用就业人员平均工作时间表示，污染物 p 用各省 PM2.5 的年平均浓度表示， e 用居民人均预期寿命表示， $\sigma = \sqrt{2} \Phi^{-1} \left(\frac{1+G}{2} \right)$ ， G 为基尼系数。数据来源于 WIND 数据库、国家统计局、环保部数据中心等。

基于模型和数据，课题组分别测算得到了 2017-2020 年间各省的福利状况。鉴于经济保持一定的速度对于国家经济发展非常重要，现阶段许多地区仅仅把地区生产总值及增长率作为政府官员考核的唯一指标，那么这是否合理呢？为了回答这个问题，我们基于上述福利计算方法，计算了 2017-2020 年间每个省的福利状况，以对比各个省的实际 GDP 增速和测算的福利增速，如图 111 所示。图中横轴为 GDP 增速，纵轴为课题组计算的福利水平增速，图中红色的线为 45 度线。由图可以发现，每个省份都分布在 45 度线两侧，说明 GDP 增速并不能很好地概括一个地区的福利水平变化，可能的原因在于，经济发展本身也需要付出一定的代价，如造成环境污染、加剧不平等、挤占闲暇等，若将上述因素考虑在内，在 45 度线以下的天津、内蒙古、河北、河南等省份的福利增速

低于实际 GDP 增速。

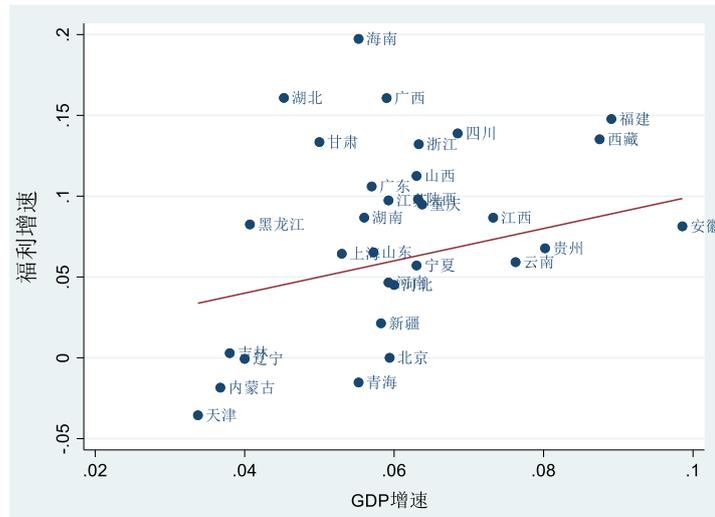


图 111 各省 GDP 增速与测算福利增速
(数据来源: 上海财经大学高等研究院、国家统计局和 WIND 数据库)

改革开放以来, 我国经济取得了快速发展, 但在以 GDP 增长为主要指标的政绩考核制度下, 部分地区的快速发展是通过高污染、高耗能产业推动的发展, 是牺牲环境为代价的发展。为了进一步分析环境污染对福利状况的影响, 课题组分别测算了有环境污染和无环境污染情形下的福利状况, 如图 112 所示。可以看到, 天津、江苏、河北、河南、山东等地区, 由于煤炭、钢铁、水泥、化工等高耗能、高污染排放行业集中的地方, 其环境污染状况较为严重, 而由此导致的福利损失也较大。

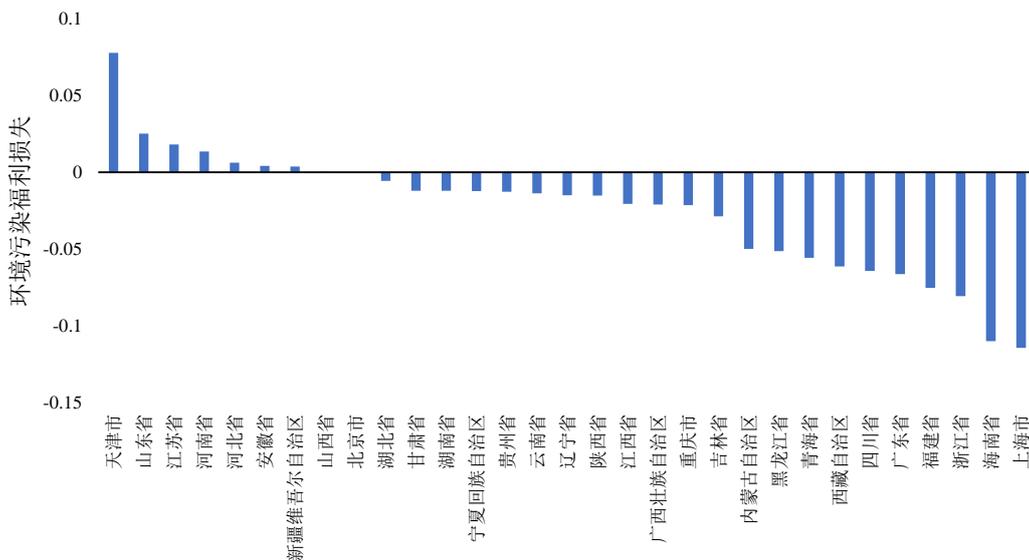


图 112 各省环境污染造成的福利损失 (数据来源: 上海财经大学高等研究院)

据此, 课题组认为需要破除“唯 GDP 论”的观念, 构建包含环境绩效的绿色考核体系, 促成经济社会发展和生态环境保护协同共进, 实现真正意义上的经济高质量发展。

从短期来看，各地方政府应结合自身实际采取因地制宜的环保政策，以合理的环境规制和环境目标倒逼经济高质量发展。在长期来看，地方政府发展地方经济的目标是十分强烈的，可以通过制定合适的产业政策引导产业发展，以财政补贴、税收优惠等方式加强帮扶吸引低污染、高产值的技术创新型企业，推动当地的产业转型升级。

三、 全球经济滞胀风险加大

世界银行于 2022 年的 6 月发布定期经济形势分析预测报告显示，全球增长预计将从 2021 年的 5.7% 下滑至 2022 年的 2.9%，远低于 1 月预期的 4.1%。2022 年发达经济体整体增速为 2.6%。其中，美国全年增速预测值为 2.5%，日本 1.7%，欧元区 2.5%。由于乌克兰战争在短期内扰乱了经济活动、投资和贸易，大宗商品价格飙升，各国财政和货币政策加速收紧，预计 2023 至 2024 年将在这一速度附近徘徊。由于新冠疫情大流行和战争的破坏，今年发展中经济体的人均收入水平将比大流行前的趋势低近 5%。

课题组判断，2022 年，全球经济增速预计将大幅放缓，主要原因在于俄乌冲突。受此影响，乌克兰的 GDP 预计将出现两位数的大幅下滑。由于受到制裁，再加上欧洲国家决定缩减能源进口，俄罗斯经济预计将大幅收缩。这场冲突带来的经济代价预计将通过大宗商品市场、贸易和金融网络产生广泛的影响。燃料和粮食价格上涨已经对全球产生了影响，尤其是低收入国家的弱势群体受到的影响最为严重。

6 月，世界银行《全球经济展望》首次系统评估了当前全球经济状况与 20 世纪 70 年代滞胀的比较，特别强调了滞胀如何影响新兴市场和发展中经济体。当前的形势在三个关键方面与 20 世纪 70 年代相似：持续的供给侧冲击加剧了通货膨胀；主要发达经济体长期实行高度宽松的货币政策，且经济增长放缓；新兴市场和发展中国家面临的经济脆弱性。预计明年全球通胀将放缓，但许多经济体的通胀可能仍高于目标。如果通胀仍然居高不下，全球经济可能会急剧下滑，同时一些新兴市场和发展中经济体也会出现金融危机。

（一）全球贸易面临收缩风险

首先，在去年同期高基数的影响下，2022 年 1-5 月，中国出口的**稳定增长表现为成本推动型**，其在挤压外贸企业利润的同时**损害出口需求**，具有**长期不可持续性**。全球性通胀和国际运输供应链的拥堵共同导致了出口成本的上涨。各国 CPI 自去年年底以来急剧攀升。2022 年 1-5 月，美国和欧元区的 CPI 月均同比涨幅分别为 8.2% 和 6.8%，而同

期新兴经济体则面临更为严重的通货膨胀。印度、俄罗斯、南非和巴西的 CPI 月均同比涨幅分别高达 68.3%、13.9%、6.0%和 11.5%。新冠疫情全球大流行以来，各国不同的防控政策以及航运运力的调整使得疫情前航运供应链的供需平衡被打破，国际航运供应链出现严重拥堵。此外，美国、欧洲等国家的工人罢工也进一步损害了本就紧张的国际物流运力，这些因素共同导致出口成本的上涨。更为重要的是，全球性通胀和全球疫情的反复使得全球滞胀风险增加，并进一步削弱外部需求。

第二，国内疫情的反复仍然是影响下半年进出口增速的重要不确定性因素。2022 年，奥密克戎变异株的传播性更强更隐蔽，国内也随之采取了更为严格的疫情防控政策。据统计，2022 年以来相继有几十个城市经历了长度不同的封城阶段，包括上海、深圳等外贸重要性城市。严格的封控政策在阻断疫情传播的同时极大损害了外贸活动。作为重要的出口城市和港口城市，上海关区出口在 4-5 月封控期间，其出口分别下降 45.0%和 28.1%，进口分别下降 37.5%和 26.2%。上海作为高新技术产品的主要生产和出口地，其封控也极大影响了全国层面高新技术产品的生产、运输等。2022 年 1-5 月，在总出口增长 13.5%的情况下，高新技术产品累计增速从 3 月的 12.9%下降至 4 月的 8.2%和 5 月的 7.4%。疫情发展的不确定性将增强出口面临的不确定性，不确定性的提高将进一步损害贸易的增长。

第三，相对于消费和投资，货物和服务贸易持续稳定增长，但对 GDP 增长的拉动作用有限。根据国家统计局的数据，2021 年，货物和服务净出口对 GDP 增速的贡献率高达 20.9%，拉动 GDP 增长 1.7 个百分点。进入 2022 年一季度，货物和服务净出口对 GDP 增速的贡献率下降为 3.7%，仅拉动 GDP 增长 0.2 个百分点。主要原因在于，2022 年 1-5 月，净出口顺差表现为两个特点：被动性增长和价格拉动。出口和进口增速均较去年同期有所下降，但进口增速下降幅度大于出口增速下降幅度，导致贸易顺差继续增加。被动性顺差的增加反应了国内经济活力的下降，无助于从根本上解决国内生产需求萎缩和消费不足的问题，同时也不能通过带动制造业投资等间接拉动 GDP 增长。此外，进、出口的平稳增长主要来源于较高的出口价格和进口价格，其数量增长有限。因此，其在 2022 年对真实 GDP 增长的拉动作用减弱。

（二）美国疫情影响接近尾声，经济存在较高滞胀风险

俄乌冲突对全国大宗商品市场带来巨大冲击，加之美国疫情期间大放水，目前美国通胀高企，且经济增长放缓。美国消费韧性短时间仍将持续，但出现边际放缓迹象；商

品消费边际见顶，但服务消费仍有空间。疫后美国经济大放水，当前 M2 存量为疫情前的 142%，联储银行总资产为疫情前的 214%；大规模财政刺激流入居民部门。截至 2021 年四季度，美国私人储蓄总额 5.8 万亿美元，达到疫情前 121% 的水平；截至 2022 年一季度，美国居民可支配收入水平为疫情前的 103.1%。

投资长期动能仍然持续，设备投资强势，库存短期拖累但仍有回补空间。一季度美国私人投资总额环比折年率为 2.3%，设备投资环比折年率达到 15.3%。库存周期进入被动补库存阶段。当前库存受到通胀和供应链的阶段性的影响，暂时拖累经济，一季度对经济的拉动率为-0.84%；但实际库存仍处低位，未来随通胀缓解补库意愿或将回升。截至 2022 年 3 月，美国私人库存稳步复苏至疫情前 98% 的水平，未来仍有修复空间。

美联储多次强调劳动力市场强劲，失业率创下新低。但虽如此，就业意愿仍未恢复至疫情前水平，就业的结构性问题仍有待进一步缓解。一是，2022 年 3 月美国劳动参与率为 62.4%，低于疫情前（2019 年 12 月）0.9 个百分点。3 月失业率下降至 3.6%，创下疫后新低。失业率或受劳动参与率影响，在计算上存在部分失真；市场上有就业意愿的人降低，导致失业率计算公式中分子减少更多。二是，新增就业方面，防疫政策放开带动服务业就业的恢复。2022 年 3 月，美国新增非农 43.1 万人，其中，休闲酒店，专业和商业，零售业等行业贡献新增非农人数较多。但服务业职位空缺仍然较大，面临供需失衡的问题；尤其是休闲住宿业、贸易运输、教育以及专业商务等行业。

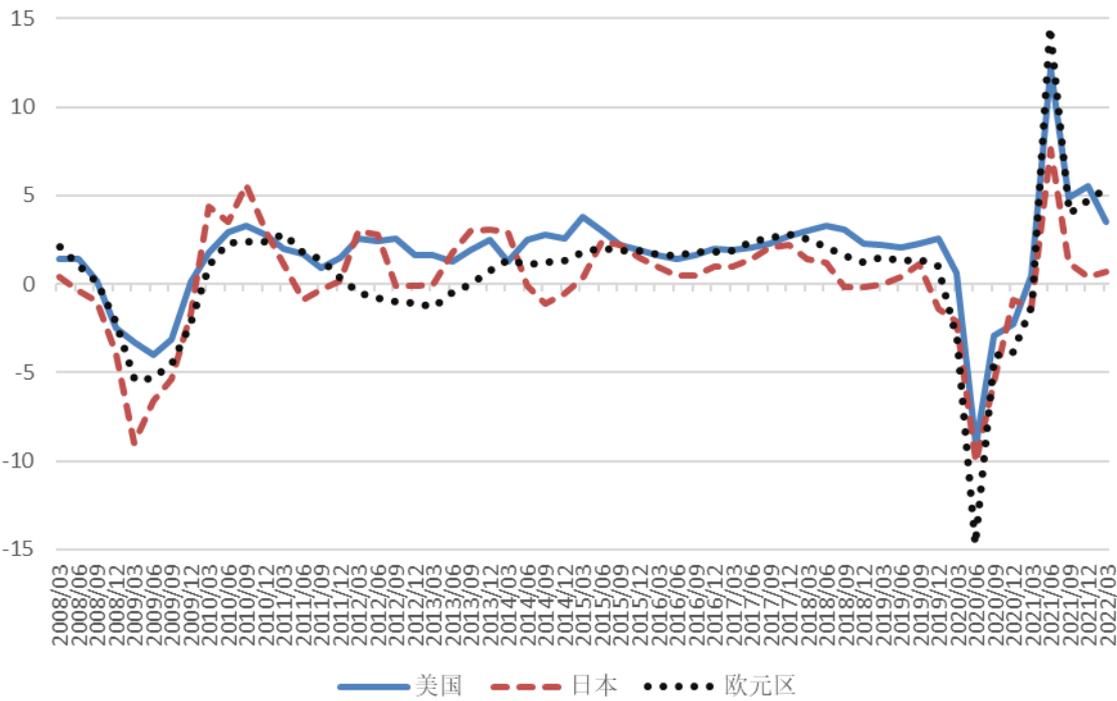


图 113 美国、日本和欧元区的 GDP 同比增速

(数据来源: CEIC, 单位: %)

(三) 欧元区经济衰退风险增大

首先, 经济引擎动力不足, 尾部国家增添阻力: 首先从整体情况来看, 根据 IMF 产出缺口估算数据, 虽然预计 2022 年欧元区整体情况好于 2010 年欧债危机时, 但最大增长引擎德国情况可能更差, 2022 年产出缺口约为-1.1%, 比 2010 年-1%的状况略差; 尾部国家意大利的产出缺口与 2010 年相近, 可能指向欧元区前景依然面临较大风险。

其次, 具体分家庭消费、企业生产和外贸三方面来看, 疫情以来上述三部门修复均疲弱。消费层面, 当前欧元区通胀高涨, 导致欧元区居民实际购买力走弱, 实际收入的下滑一方面客观削弱了居民的实际购买力, 另一方面也影响了居民的消费信心, 截至今年 4 月, 欧元区消费者信心指数录得-22, 与 08 年金融危机后最差时(2009 年 3 月)-22.3 接近。生产方面, 根据欧盟委员会商业调查数据, 原料/设备短缺成为限制工业生产活动的主要原因, 叠加能源和大宗商品价格高企推升工业生产成本, 目前欧元区工业生产始终未能修复, 工业生产指数大幅低于疫情前均值。外贸方面, 由于能源价格飙升, 欧元区贸易条件指数快速恶化, 根据 ECB 测算, 2021Q4 贸易条件恶化对实际 GDP 同比增速拉动-1.5 个百分点, 其中能源部门-3.5 个百分点, 是最主要拖累。

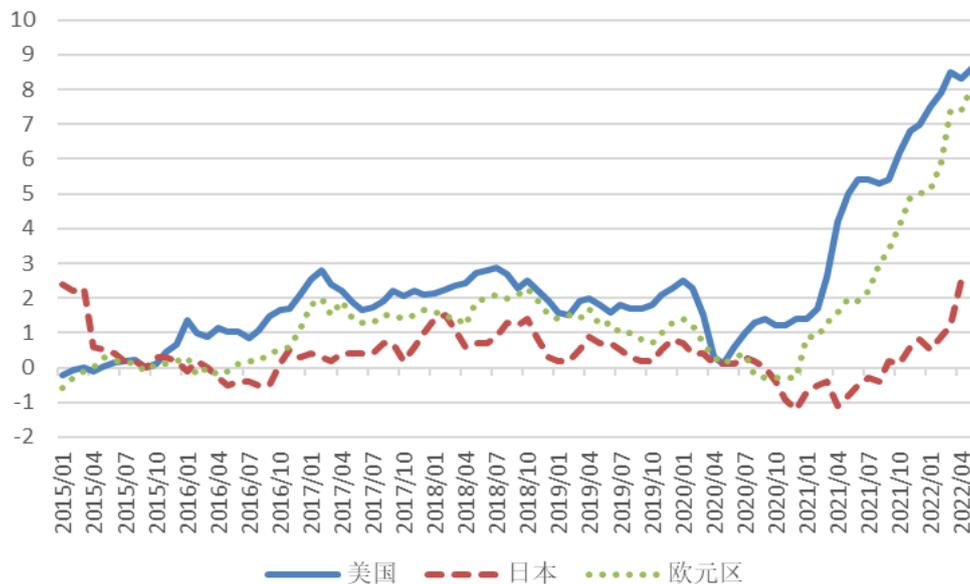


图 114 美国、日本和欧元区的 CPI 同比增速
(数据来源: CEIC, 单位: %)

另外, 俄乌冲突对经济的额外冲击: 当前需额外关注俄乌冲突带来的欧元区经济下行风险。由于欧元区对俄罗斯能源进口依赖度较高(2019 年欧元区从俄罗斯进口天然气占其最终消耗量达 58%), 因此俄乌冲突可能进一步加剧欧元区目前原材料供应短缺、

能源成本高涨的问题，进而加剧经济下行风险。欧盟委员会 5 月预测报告，如果俄罗斯切断对欧盟的天然气供应，预计将导致 2022 和 2023 年欧元区实际 GDP 增速较预测基准分别降低 2.5 和 1 个百分点，对应预测增速分别为 0.2%、1.3%，2022 年接近零增，暗示衰退风险增加。

俄乌冲突在对经济带来实质性的供给冲击之外，对欧元区经济前景预期也产生了较大冲击。2022 年 3 月以来，欧元区 Sentix 投资者预期指数、ZEW 经济景气指数均快速转负。

第四，债务风险扩大，但金融机构抗风险能力提升：疫后欧元区债务压力确实出现大幅提升，甚至部分国家已接近/超出欧债危机前的水平；不过由于欧债危机后，欧央行资产购买操作分担了部分风险敞口，因此欧元区内部风险传染性有所降低、金融体系抗风险能力提升。

第五，高通胀压力下欧央行“被迫”转鹰：高通胀压力下，欧央行 7 月加息可能性大增。但货币政策紧缩并不利于呵护欧元区当前疲弱的经济修复进度。近期加息预期带来的欧元区金融条件快速收紧，彭博调查的欧元区经济衰退概率提升至 30%，也反映了市场对欧元区陷入滞胀的预期升温。

（四）疫情反复、俄乌冲突导致亚太地区经济复苏放缓

在疫情反复、俄乌冲突带来的供应链瓶颈以及全球融资环境收紧的不利影响下，亚太地区经济复苏前景较此前有所转弱。根据世界银行本月发布的最新预测，今年亚太地区的经济增速为 4.4%，显著低于去年的 7.2%。与此同时，世界银行预计，部分亚太国家的通胀水平将加速上升，经济陷入滞胀的风险将有所上升。

持续不断的疫情冲击给韩国经济造成了沉重的负担。从内需来看，根据韩国统计厅数据，随着今年初新冠确诊人数的反弹，反映国民消费动向的零售销售额指数 1 月转升为降，跌幅达 2%；在 2 月勉强维持与上月同等水平后，3 月该指数再次下探 0.5%。韩国全国经济人联合会下属韩国经济研究院 5 月 8 日公布的《2022 年第一季度经济动向和展望》预测，疫情下今年民间消费将较去年降低 0.8 个百分点，降至 2.8%，民间消费复苏势头减弱。同时，反映投资者信心的设备投资指数也呈现大幅波动。在疫情形势恶化的拖累下，该指数在 2 月暴跌 5.6%，3 月尽管降幅收窄，但仍下滑 2.9%。与此同时，俄乌冲突带来的大宗商品价格普遍上涨，也为韩国经济带来了新风险。数据显示，4 月，韩国原油、天然气、煤炭等能源商品进口额高达 148.1 亿美元，比去年同期增加 70.9 亿

美元，增幅高达 91.8%。与此同时，在国际市场，小麦、玉米等粮食价格暴涨，韩国农产品进口额出现大幅上升。在这些因素影响下，韩国 4 月进口额达到 603.5 亿美元，这让出口大国韩国的贸易收支出现了超 26 亿美元的逆差。值得注意的是，今年除 2 月外，其他 3 个月韩国贸易收支均为逆差，总额累计已达 66.2 亿美元。目前，韩国经济研究院已下调韩国今年国内生产总值（GDP）增速预期值至 2.5%，较去年底公布的 2.9% 低 0.4 个百分点。

据日本内阁府公布的数据，2022 年一季度日本实际 GDP 增长率跌入负值，换算年率为-1.0%。从宏观层面来看，经济复苏速度迟缓，消费低迷，贸易收支持续逆差，尚未进入稳定增长轨道；从微观层面来看，企业供应链受零部件短缺、物流阻断等因素影响较为明显，日元快速贬值和大宗商品价格上涨也给日本企业和居民造成较大压力。这些短期经济困难正是长期结构性问题在特定危机环境影响下的集中爆发和突出体现。2022 年 6 月 7 日，世界银行发布最新版《全球经济展望》报告，将 2022 年日本经济增长率预期下调为 1.7%，较 1 月预测下降 1.2 个百分点，低于发达国家平均水平（2.6%），也低于世界平均水平（2.9%）。根据内阁府的统计，从 2021 年一季度至 2022 年一季度的五个季度，日本实际 GDP 增长率换算年率分别为-1.3%、2.1%、-2.9%、3.8%、-1.0%，呈现正负交替的状态，难以维持两个季度以上的连续正增长，说明日本经济还没有进入稳定的复苏轨道。一直到 2022 年一季度，日本实际 GDP 还没有恢复到疫情前，即 2019 年四季度的水平，而美国和欧元区已在 2021 年二、三季度达到疫情前水平。日本经济复苏速度明显迟缓，国际政治经济形势的复杂多变使日本未来经济走势更加不明朗。

自今年以来，日元就在贬值通道里不断下滑。这是几大因素共同推动的结果。一是日本央行坚持无限宽松的货币政策。日本央行行长黑田东彦认为，通缩是日本经济的最大风险，而且日本与其他国家不同，无限宽松并不会造成恶性通胀。对于美元兑日元 (135.21, 0.0400, 0.03%) 的汇率，黑田早先就设定了一个上限——1: 125，这也被称作“黑田防线”。进入 4 月，随着俄乌军事冲突导致外部环境变化，日本央行进一步从“黑田防线”退守。4 月 18 日，黑田再次强调会继续坚持无限宽松政策，其讲话强化了市场对日元贬值的预期，导致日元加速暴跌。日本央行在 2016 年 2 月将基准利率下调至-0.1%后就一直实行低利率。日本的超宽松货币政策长期将短期利率维持在-0.1%，并通过购买长期国债，使长期利率维持在零左右。疫情爆发之后，日本央行加大债券购买力度，并持续至今。虽然欧美已逐渐表示要退出宽松政策，但日本央行还在努力维持宽松的力度。3 月，日本央行货币政策会议表示，“日本没有处于通胀持续超过 2% 的情况，因此，重

要的是通过维持货币宽松政策来支持经济从疫情中复苏。”

日本坚持宽松的货币政策原因之一是在疫情后全球经济的恢复阶段，欧美日中的经济增长出现分化。中国工业受益于疫情的及早控制率先复苏，并恢复到原有增长速度，直到 2021 年因国内房地产调控政策才开始下滑，目前经济增速仍处于世界较高水平。美国经济恢复最快，不再需要宽松货币刺激经济，反而为控制通胀，美联储已加快收紧的步伐。3 月 16 日美联储如期加息 25BP，开启了本轮加息周期。根据美联储主席鲍威尔在随后的记者会上讲话，市场预计 5 月美联储就会缩表，并且可能加息 50BP。如前所述欧洲经济复苏稍弱于美国，欧央行在一季度仍维持着宽松货币立场，但已宣布将提前结束购债，准备转向紧缩货币。欧央行用相对谨慎的收紧方式，主要是为了减轻美联储加息对其造成的负面影响，降低欧洲经济下滑的风险。美国和欧洲工业生产恢复基本同步，美国复苏势头稍强于欧洲，目前两个国家的工业品价格已经失控，随着欧美货币紧缩政策相继实施，欧美增长速度将受到影响。日本工业生产复苏势头较弱且速度较慢，2022 年 1 月，日本工业生产指数增速回落至-1.03%。随着国际国内不利因素增多，日本工业可能再次进入衰退。

日本制造业增速与中美差距进一步扩大。2022 年 2 月，美国制造业生产增速为 7.75%，日本为 0.32%，两者制造业生产增速差距在 10%以内。但是若换算成美元计价，日本的制造业生产增速为-8.26%，美国和日本的工业生产增速差扩大到 16.01%，日本制造业已经再次负增长。这说明日本不仅仅生产速度在放缓，叠加日元持续贬值的影响，日本制造业的相对需求在加速回落。国际经济走势分化，中美保持增长势头，欧洲受俄乌冲突影响复苏中断，日本工业则重回荣枯线。

二是美元和日元的息差扩大。美国加息后，欧洲国家和担心资本外流的经济体纷纷跟进。欧美国家的利率多数都已“转正”，其中美国目前长期利率为 2.88，而日元政策利率仍维持在-0.10 的负利率水平，导致日元和美元的息差扩大。这刺激投资者抛售日元买入美元，加快了日元贬值速度。国际利率走势分化，日本利率相对弱势。疫情至今，各国利率走势不尽相同。中国长期利率先上行，后小幅下行调整，总体上保持稳定。而美国利率大幅上行，十年期国债利率已经突破 2.5%，到年底可能会达到 2.8%。欧盟长期利率持续为负，甚至比日本利率都低，但 2021 年四季度开始回升，今年一季度转正后快速上扬。日本利率在日本央行的无限制购入长期国债的作用下维持在零左右，在欧美利率大幅上扬时期也基本保持弱势，回升幅度较小，到现在 10 年期国债利率只回到 0.22%左右。宽松货币政策和经济增长缓慢导致日本利率维持在较低水平。一国利率反

映了该国经济状况和其货币政策基调，日本利率较低主要因为日本工业生产再次回到零增速区间。欧洲工业生产增速也和日本相近，但利率已经出现了大幅上升，主要是因为欧央行并未像日本一样以控制利率为目标。日本是典型的保利率而弃汇率的政策取向，长期通过公开市场操作将十年期利率控制在零左右。

美日息差持续扩大另一个原因主要是由于美日货币政策错配所致。新冠疫情爆发以后，发达经济体中美国经济复苏最强，欧洲次之，日本最差。2021年，美国和欧洲名义GDP均已经超过了疫情前的水平，但日本仍未恢复至疫情前的水平。俄乌冲突爆发后，由于进口成本和通胀持续上升，日本家庭实际收入和企业利润有所下降，进一步加大了日本经济的下行压力。因此，日本央行不得不继续维持宽松的货币政策支持经济复苏。而美国由于经济持续复苏再加上通胀水平屡创新高，迫使美联储不断收紧货币政策。美联储于5月议息会议后宣布加息50bp，同时启动缩表。美日央行货币政策错配程度加大引发美日息差不断走阔。美日10年期国债收益率之差由2022年3月初的153bp上升至4月末的263bp，息差扩大导致日元汇率持续下跌。

三是季节性因素。日本刚刚进入2022年4月至2023年3月底的新财年，其央行认为，新一年日本经济增速有望达到3.8%，扭转疫情暴发以来的颓势。日本央行不愿意以收紧货币政策作为新财年的开端，影响市场预期。

四是套息交易增加。长期以来，日元一直是公认的避险货币，主要有三个原因：一是日本经济长期处于低通胀和低利率；二是外汇市场上日元的高流动性；三是日元相对稳定的汇率。这就使得日元自20世纪90年代以后逐渐成为投资者进行套息交易的主要货币。投资者拆借日元，投资包括新兴市场在内的全球其他较高利息的货币资产进行套利。每当出现自然灾害、战争、经济或金融危机时，由于避险情绪大幅上升，日元套息交易会出现平仓，导致日元出现不同程度的升值，这是日元具有避险属性的重要原因。然而，年初以来，套息交易不但没有成为提振日元的因素，反而加速了日元下跌。主要是因为，过去套息交易主要是投资新兴市场资产赚取息差，然而当前由于美联储持续紧缩，美债收益率不断上升，投资价值日益凸显，越来越多的投资者纷纷借入日元投资美债，导致日元汇率进一步下跌。

五是净出口下降。2022年以来，由于供应链依然紧张，再加上能源价格上涨，导致进口价格不断上升，进口金额持续增加。日本进口金额由2021年1月的6.15万亿元持续攀升至2022年3月的8.87万亿日元，进口金额创历史最高水平。受益于全球经济复苏日本出口金额也有所增加，然而远低于进口金额的增长速度，经常项目收支也因此不

断恶化。经常项目差额由 2021 年 12 月的-2675 亿日元大幅降至 2022 年 1 月的-11964 亿日元，创过去 8 年以来最低水平。其中经常项目货物和服务差额为-23422 亿日元，亦创过去 8 年以来最低水平。虽然 2022 年 2 月和 3 月经常项目货物和服务差额回升至-3803 亿日元和-2938 亿日元，但仍处于逆差状态。

欧美通胀已失控，中日通胀温和可控，造成货币政策分化。由于供应危机和货币宽松，疫情后美国通胀逐渐失控。欧洲叠加能源供应短缺影响，通货膨胀形势同样严峻，压力不断上升。但中日通胀始终保持低位，没有实施紧缩货币政策的理由。日本长期消费低迷，经济增长缓慢，几乎不存在通胀问题。日本物价如果折算成美元计价，物价水平实际还在下降，因此对于日本来说，只要美国把通胀控制下来，日本通胀自然可控。超宽松货币政策并没有给日本造成通胀问题，日本经济的问题不在于货币政策。

东南亚主要经济体中，2022 年第一季度，越南大部分经济领域见起色，其中许多领域接近疫情前的发展水平。据越南统计局的统计数据显示，2022 年第一季度，越南国内生产总值(GDP)增长 5.03%，高于 2021 年一季度的 4.72%和 2020 年一季度的 3.66%。2022 年第一季度，农林渔业增长 2.45%，工业和建筑业增长 6.38%，服务业增长 4.58%。加工制造业继续发挥经济增长的引擎作用，增长 7.79%。服务业显著呈现起色，许多服务领域再度活跃。金融、银行和保险业增长 9.75%，运输仓储业增长 7.06%，但住宿和餐饮服务业仍处于负增长状态，下降 1.79%。越南统计局局长阮氏香女士表示，“GDP 增长超过 5%，并在各个季度逐渐增长。这表明经济正在复苏，各级政府的努力已落地见效”。2022 年第一季度，菲律宾的主要行列都实现了增长。其中，工业生产同比上涨 10.4%，成为拉动经济发展的最大动力。工业中的核心——制造业增速也达到了 10.1%，资本形成总额更是同比上涨了 20%。与疫情防控相关的限制措施解除后，菲律宾的居民消费和出行活动得以恢复，服务业也迎来了大发展——第一季度公布出来的同比增长率 8.6%。其中的“批发零售业增长 7.3%，娱乐和休闲产业增速接近或达到 10%”。运输和仓储，在今年一季度更是实现了 26.5%的提升；商品与服务出口上涨 10.3%，进口增长 15.6%，表现都相当优异。但是，菲律宾的农业仅同比增长 0.2%，成为拉低经济增长的主要因素。推动菲律宾一季度经济同比增速暴涨的另外一个原因是去年同期的低基数效应——同比下降了 3.8%。

（五）拉美经济体面临抑制通胀和保增长之间的难题

国际货币基金组织称，俄乌局势增加了拉美经济前景的不确定性。同时，国际货币基金组织指出，在 2021 年大幅反弹后，随着政策的转变，拉美 2022 年经济增速预计放

缓至 2.5%，出口和投资正在成为拉动增长的主要动力。根据 IMF 的预计，巴西经济增长率今年放缓至 0.8%，墨西哥放缓至 2%，哥伦比亚增长 5.8%，智利和秘鲁分别增长 1.5% 和 3%。根据 IMF 4 月早些时候的估计显示，全球石油价格上涨 10 个百分点将导致巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁的通胀率上升 0.2 个百分点，而全球食品价格上涨 10 个百分点将导致这些国家的通胀率上升 0.9 个百分点。在新冠疫情暴发初期，拉美各国为支持经济采取了较宽松的财政和货币政策，通胀持续上升。虽然，自 2021 年 3 月以来，拉美主要经济体陆续启动加息周期，但巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁的年化通胀率仍远高于官方目标水平。不过，IMF 指出，虽然拉美国家通胀有所上升，但是，拉美各国央行在抗击通胀方面的举措使得长期通胀预期趋于稳定。各国央行需保持警惕，在必要之时继续采取果断行动。未来，拉美国家仍然面临着在抑通胀和稳增长之间取得平衡的难题。

（六）非洲国家经济表现各不相同

受宏观经济影响，世界银行将撒哈拉以南非洲地区 2022 年的经济增长预期从 2021 年的 4% 下调至 3.6%。造成增长放缓的主要原因包括新冠病毒变种、通货膨胀、供应中断、公共债务上升、气候冲击以及全球大宗商品价格上涨等。由于俄乌冲突，资源丰富的非洲国家将有更好的经济表现，而非资源类经济体的增长将放缓。刚果金和赞比亚等金属和矿产资源丰富的国家，将受益于中短期金属价格上涨。

就国别而言，由于持续的结构限制，南非 2022 年经济增长将下降 2.8%；受惠于原油价格上涨，石油资源丰富的安哥拉和尼日利亚将继续分别增长 2.7% 和 0.2%，而卢旺达和塞舌尔的经济将出现较大下滑，分别下降 4.1% 和 3.3%；经济较为多元的喀麦隆将继续强劲表现，到 2024 年经济将增长 4.4%；加纳经济也将在 2022 年增长 5.5%。

第二章 基准条件下 2022 年中国主要经济指标增速预测

课题组基于 IAR—CMM 季度模型对中国经济增长率和其他关键经济指标进行了预测，下表报告了 2021 年与 2022 年各关键经济指标的实际增长情况和预测结果。

表 11 上海财经大学高等研究院对中国各主要经济指标增速的预测³⁰

	单位	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2021 全年	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2022 全年
GDP	%	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1	4.8	0.9	5.2	5.8	4.3
投资	%	25.6	12.6	7.3	4.9	4.9	9.3	6.5	6.3	6.2	6.2
消费	%	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5	3.3	-4.8	3.8	4.8	1.8
出口	%	48.8	30.7	24.4	23.1	29.9	15.8	9.8	8.4	4.2	9.5
进口	%	29.3	44.0	25.9	23.7	30.1	9.6	2.1	7.3	4.0	5.7
CPI	%	-0.03	1.1	0.8	1.8	0.9	1.1	2.1	2.6	2.5	2.1
PPI	%	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1	8.7	6.9	5.2	4.7	6.4
GDP 平减指数	%	2.1	5.3	4.4	5.8	4.4	4.0	3.4	3.2	2.9	3.4

数据来源：CEIC、WIND、上海财经大学高等研究院

课题组对 2022 年基准预测的外部环境主要假设条件包括：

(1) 2022 年全球经济增长放缓，世界银行在 6 月对美国 2022 年 GDP 增速的预测为 2.5%，欧元区实际经济增速 2.5%，日本实际经济增速为 1.7%，东盟实际经济增速 4.4%。(2) 美联储持续加息，收紧货币政策预期已经形成。(3) 人民币兑美元汇率 2022 年底或将在 6.8 附近宽幅震荡，但仍在合理区间。(4) 国际政治经济环境复杂化，预期 2022 年贸易摩擦仍然存在。

基于前面对中国经济形势与风险的分析，课题组对 2022 年基准预测的内部环境主要假设条件包括：

³⁰该表中 GDP 增长率为实际数据，其他指标均为名义数据。灰底部分的数据为预测数据，其余为实际统计数据；预测数据根据截至 2022 年 6 月 15 日所发布的数据。除投资增长率外，表中其余增长率均为当季同比增长率。

投资增长率是指全社会固定资产投资总额的累计同比增速，不同于支出法 GDP 核算中的资本形成总额，固定资产投资包括土地、旧建筑物和旧设备的购置费用，但不包括存货增加部分，也不包括 500 万元以下项目的投资、零星固定资产购置、商品房销售增值、新产品试制增加的固定资产、未经过正式立项的土地改良支出以及无形固定资产增加等。

消费增长率是指社会消费品零售总额的当季同比增速。不同于支出法 GDP 核算中的最终消费支出，社会消费品零售总额包括居民使用的建筑材料、非政府单位的商品零售额以及政府单位使用的交通工具和电讯产品，但不包括餐饮之外的服务类消费和虚拟消费（如自产自销的农产品和自有住房消费）等。

(1) 国内疫情得到有效控制，偶有出现零星散发病例。(2) 家庭对未来收入增速及收入波动的不确定性增强，叠加家庭债务产生的还款负担，继续对消费形成负面影响。

(3) 2022 基础设施建设投资持续加快，房地产投资下行压力犹存，制造业投资保持平稳增长。(4) 根据银保监会公布的相关数据，截止到 2022 年一季度末，商业银行不良贷款率为 1.69%，课题组假设截至 2022 年第二季度末我国商业银行不良贷款率上升至 1.72%。(5) 积极的财政政策将提速增效，预计 2022 年赤字率约为 3%。(6) 综合考虑我国经济面临的三重压力和主要发达经济体加快收紧货币政策的影响，稳健的货币政策将以我为主兼顾内外平衡，预计下半年降准 1 次，25 个基点。(7) 维持十四五期间碳排放强度（单位 GDP 碳排放量）下降 18% 的整体目标，折合年均下降 4%。

2022 年第一季度经济复苏势头良好，GDP 同比增速达到 4.8%，高于去年第四季度的同比增速。但自 4 月开始，受新冠疫情的影响，第二季度 GDP 增速大幅放缓。同时考虑到中国经济的韧性，第三，四季度 GDP 增速将有所回升。课题组预测 2022 年第二至四季度 GDP 增速分别为 0.9%，5.2% 和 5.8%，全年增速 4.3%。

受基数效应影响，消费增速在第一季度从去年的 33.9% 回落到 3.3% 的合理水平上。同时，由于疫情冲击对于消费的影响最大，预计第二季度消费为负增长，但在第三，四季度消费将呈现趋稳反弹的迹象。课题组预测 2022 年第二至四季度社会消费品零售总额增速分别为 -4.8%，3.8% 和 4.8%，全年增速 1.8%。

2021 年底的中央经济工作会议强调了 2022 年基建投资应当发力以稳定经济大盘。因此，2022 年第一季度固定资产投资累计同比增速较快，达到了 9.3%。在基准预测情景的假设下，虽然房地产投资下行压力较大，但基建投资会继续发力，制造业投资保持平稳，因此预计 2022 年第二到四季度固定资产投资总额累计同比增速将达到 6.5%，6.3% 和 6.2%，全年增速 6.2%。

受国内经济持续稳定增长以及全球经济复苏延缓等多重因素的推动，我国进出口在 2022 年第一季度依然在去年高增长的基础上继续维持高位增长，进出口增速分别达到了 15.8% 和 9.6%。课题组预测受国内疫情以及全球经济缓慢增长等多因素影响 2022 年第二至四季度出口增速为 9.8%，8.4% 和 4.2%，全年增速为 9.5%。进口方面，预计 2022 年第二至四季度进口增速为 2.1%，7.3% 和 4.0%，全年增速为 5.7%。

从价格方面分析，2022 年以来，由于新冠疫情叠加俄乌冲突对全球供应链带来的巨大冲击，国际大宗商品价格大幅上涨的影响，造成我国 PPI 增速继续高位运行。2022 年第一季度 PPI 同比增速为 8.7%。基于对 2022 年疫苗进一步普及对全球新冠疫情的影响、

全球经济复苏速度、食品价格波动、国际原油等大宗商品的价格变化趋势、刺激政策的后续影响以及基数效应等各种因素的判断，课题组预计 2022 年第二至四季度 CPI 同比增长分别为 2.1%、2.6%和 2.5%，PPI 同比增长分别为 6.9%、5.2%和 4.7%，全年 CPI 和 PPI 增速分别为 2.1%和 6.4%。

2022 年，全球经济复苏速度受俄乌冲突，供给冲击以及新冠疫情发展态势等多重因素影响，中美贸易摩擦预计仍将继续存在，中国仍面临较大的外部环境不确定性，并可能进一步影响进出口。与外部不确定性相比，内部经济的不确定性更大，高传播性的病毒变种使得疫情防控难度更高，各类民营企业的违约风险也在提高。各种改革的力度及执行程度，如共同富裕以及国内大市场的推进程度，将直接影响是否能有效地拉动国内需求，促进国内大循环的畅通。课题组认为，在外部环境不可控的情况下，应更多地聚焦于内部经济改革，扩大开放，释放内部经济活力，以更好地应对内外部经济的不确定性，实现我国经济的可持续增长与高质量发展。

第三章 不同情景下的主要经济指标预测及其政策应对

一、不同情景下的经济预测与政策应对

假设情景 1：宏观政策力度加大

当前经济下行压力持续加大，5月下旬的国务院常务会议部署了稳经济的6方面33项一揽子措施，其中包括全年退减税总量2.64万亿元以及普惠小微贷款支持工具额度和支持比例翻倍，目标是努力推动经济回归正常轨道、确保运行在合理区间。这些措施不仅从供给和需求两个方面着手稳增长，还有助于释放信号、引导预期与稳定市场信心。课题组认为，在二十大召开之际，为了助力“十四五”规划深入实施，维持平稳健康的经济环境，下半年宏观调控政策还有继续宽松的空间和动力，并据此假设财政政策与货币政策均在基准预测的基础上进一步宽松，其中财政方面通过更大幅度的减税降费和转移支付使得赤字额外增加4500亿元，货币方面则额外增加一次降准，幅度为50个基点。

课题组结合CMM-IAR量化准结构模型进行政策模拟分析认为，更加宽松的财政政策与货币政策同时发力可使经济增速较基准情景增加0.4个百分点，其中消费与投资分别较基准情景增加0.2和0.9个百分点，进口增加0.2个百分点，同时由于货币宽松造成人民币走弱，使得出口增加0.1个百分点，价格指数则分别有不同程度的上扬。

表 12 宏观政策力度加大情景下对中国 2022 年各主要经济指标增速的预测

	单 位	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2021 全年	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2022 全年
GDP	%	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1	4.8	0.9	6.1	6.6	4.7
投资	%	25.6	12.6	7.3	4.9	4.9	9.3	6.5	7.4	7.1	7.1
消费	%	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5	3.3	-4.8	4.1	5.1	2.0
出口	%	48.8	30.7	24.4	23.1	29.9	15.8	9.8	8.6	4.4	9.6
进口	%	29.3	44.0	25.9	23.7	30.1	9.6	2.1	7.5	4.3	5.9
CPI	%	-0.03	1.1	0.8	1.8	0.9	1.1	2.1	2.7	2.6	2.2
PPI	%	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1	8.7	6.9	5.5	4.9	6.6
GDP 平	%	2.1	5.3	4.4	5.8	4.4	4.0	3.4	3.3	3.0	3.5

减指数											
-----	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

数据来源：CEIC、WIND、上海财经大学高等研究院

假设情景 2：疫情在部分城市局部爆发

自从新冠疫情爆发以来，中国采取积极有效的防控措施。动态清零的防控政策有效地控制了疫情，避免了全国性爆发的情况，确保了中国在全球疫情之下保持较快的经济增长。但是，部分城市的疫情爆发仍有发生，对短期经济产生巨大冲击。如前文所述，疫情的爆发对居民消费的影响非常明显。因为一旦发生疫情，动态清零的防控措施要求居民减少或者杜绝外出，疫情爆发地区的物流和生产都受限制。消费环境的缺失和收入的下降，导致短期消费，尤其是餐饮旅游等服务类消费大幅下降。2022 年第二季度居民消费总额出现较大幅度的同比负增长，疫情是最主要的因素。虽然疫情已经逐渐得到控制，居民消费数据也呈现回升的趋势，但是疫情在局部地区爆发的可能性在可见的将来依然存在，对经济形势展望带来额外的不确定性。

基于此，课题组考虑下半年新冠疫情在某些城市集中性爆发的情景，在动态清零的防控政策下，下半年的消费增速将相对基准情形降低 0.7 个百分点。消费增速的下降也将拖累投资增速较基准下降 0.1%，最终 GDP 增速将较基准下降 0.3%。

表 13 疫情局部爆发情景下对中国 2022 年各主要经济指

标增速的预测

	单 位	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2021 全年	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2022 全年
GDP	%	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1	4.8	0.9	4.9	5.6	4.0
投资	%	25.6	12.6	7.3	4.9	4.9	9.3	6.5	6.2	6.1	6.1
消费	%	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5	3.3	-4.8	2.3	3.3	1.1
出口	%	48.8	30.7	24.4	23.1	29.9	15.8	9.8	8.2	4.1	9.4
进口	%	29.3	44.0	25.9	23.7	30.1	9.6	2.1	6.9	3.6	5.5
CPI	%	-0.03	1.1	0.8	1.8	0.9	1.1	2.1	2.4	2.4	1.9
PPI	%	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1	8.7	6.9	5.5	4.9	6.5
GDP 平 减指数	%	2.1	5.3	4.4	5.8	4.4	4.0	3.4	3.1	2.9	3.2

数据来源：CEIC、WIND、上海财经大学高等研究院

假设情景 3：疫情防控更加科学精准

更加科学精准的疫情防控政策如 2022 年第二季度数据和情景 2 分析所述，疫情爆发地区的停工封锁等导致短期消费，尤其是服务类消费明显乏力。但针对奥密克戎变异毒株传染性强、传播速度快的特点，国务院刚刚发布了新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）。课题组认为如果各地方政府能够充分领会新防控方案的精神，避免层层加码，在实践中更加科学有效地针对出现疫情的街道、小区进行排查和防控，而非大范围停工停产和关闭公共消费场所，让点状突发疫情的影响范围降到最小，副作用降到最低，则可以从收入和消费意愿两方面让居民家庭敢消费、有渠道消费。课题组预测，若疫情防控更加科学有效，那么在下半年新冠疫情在某些城市集中性爆发的假设下，全年的消费增速将相对情景 2 提高 0.3 个百分点。消费增速的提升也将带动投资增速较情景 2 上升 0.1%，最终 GDP 增速将较情景 2 提升 0.2%。

表 14 疫情防控更加科学精准情景下对中国 2022 年各主要经济指标增速的预测

	单位	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2021 全年	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2022 全年
GDP	%	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1	4.8	0.9	5.1	5.9	4.2
投资	%	25.6	12.6	7.3	4.9	4.9	9.3	6.5	6.2	6.2	6.2
消费	%	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5	3.3	-4.8	2.9	4.0	1.4
出口	%	48.8	30.7	24.4	23.1	29.9	15.8	9.8	8.4	4.2	9.3
进口	%	29.3	44.0	25.9	23.7	30.1	9.6	2.1	7.3	3.9	5.6
CPI	%	-0.03	1.1	0.8	1.8	0.9	1.1	2.1	2.5	2.7	2.0
PPI	%	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1	8.7	6.9	5.4	4.8	6.4
GDP 平减指数	%	2.1	5.3	4.4	5.8	4.4	4.0	3.4	3.0	3.0	3.2

数据来源：CEIC、WIND、上海财经大学高等研究院

假设情景 4：民营企业违约风险上升

2021 年以来，民营非金融企业的债券违约率由降转升。尤其是今年以来民营房地产企业债券违约率飙升，一季度民营房企的违约率上升 4.1 个百分点，二季度叠加本土疫情的冲击，民营房企的违约率更是飙升了 10.8 个百分点，使得市场悲观情绪明显上升，民营企业的信用利差维持高位。此外，当前我国经济面临百年变局和世纪疫情的复杂局面，如海外金融条件的加速大幅收紧、生产成本的上升、全球经济复苏不确定性的加大、

供应链摩擦的加剧、国内经济结构调整的深化等，企业经营风险存在短期内快速上升的可能性。更重要的是，相关文献发现，快速上升的经营风险会通过违约、破坏投资信心、收缩劳动力需求等渠道放大经济下行压力，造成更大的经济衰退³¹。因此，课题组考虑在企业经营压力持续加大的背景下，企业流动性持续收紧导致企业违约风险以及信用利差持续上升的影响。

鉴于以上分析，课题组将考察 2022 年投资的悲观情景：民营房地产企业持续出现流动性问题，其债券违约率在二季度末的基础上再上升 10 个百分点，市场悲观情绪进一步上升，使得金融机构脆弱性上升以及信用利差大幅飙升，导致固定资产投资累计增速和 GDP 增速分别较基准下降 1.5 和 0.8 个百分点。

表 15 民营企业违约风险上升情景下对中国 2022 年各主要经济指标增速的预测

	单位	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2021 全年	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2022 全年
GDP	%	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1	4.8	0.9	4.5	4.0	3.5
投资	%	25.6	12.6	7.3	4.9	4.9	9.3	6.5	5.5	4.7	4.7
消费	%	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5	3.3	-4.8	3.5	4.5	1.5
出口	%	48.8	30.7	24.4	23.1	29.9	15.8	9.8	8.5	4.1	9.4
进口	%	29.3	44.0	25.9	23.7	30.1	9.6	2.1	7.1	3.8	5.5
CPI	%	-0.03	1.1	0.8	1.8	0.9	1.1	2.1	2.3	2.3	2.0
PPI	%	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1	8.7	6.9	5.0	4.4	6.1
GDP 平减指数	%	2.1	5.3	4.4	5.8	4.4	4.0	3.4	3.0	2.8	3.2

数据来源：CEIC、WIND、上海财经大学高等研究院

假设情景 5：俄乌冲突缓和

2022 年 2 月 21 日，俄总统普京签署命令，承认乌东部“顿涅茨克人民共和国”和“卢甘斯克人民共和国”。2 月 24 日，普京发表电视讲话，决定在顿巴斯地区发起对乌克兰的特别军事行动。乌总统泽连斯基宣布，乌已与俄断交，乌全境进入战时状态。2 月 25 日，俄乌两军继续在多地交火。目前战火已持续超过 4 个月。期间，在各方的努力下，

³¹相关文献参见：1) Chodorow-Reich, Gabriel. "The employment effects of credit market disruptions: Firm-level evidence from the 2008–9 financial crisis." *The Quarterly Journal of Economics* 129.1 (2014): 1-59. 2) Guntin, Rafael, *Firms' Rollover Risk and Macroeconomic Dynamics*, 2021, Working Paper.

俄罗斯和乌克兰也进行了多轮谈判。近期，和平的呼声越来越高，北约也被迫做出一些让步，俄乌冲突有望缓和甚至和平解决。

俄乌冲突威胁全球大宗商品供应，对国际大宗商品价格有重要的影响。俄罗斯是传统油气生产大国。2021年原油产量约1050万桶/日，疫情前原油产量高点一度达1145万桶/日，一般情况下俄罗斯原油产量约占全球产量10%，俄乌问题对国际原油的供给和价格产生重要的影响。俄乌冲突也使欧洲天然气供应面临严重的现实问题，并由此引发一系列的连带效应。随着天然气供应的持续缩减，欧洲冶炼成本出现飞涨，严重影响有色金属的生产。俄罗斯和乌克兰都是世界粮食主要产区，俄乌冲突严重影响粮食生产和供应。如果俄乌冲突能够有所缓解，大宗商品价格有望有所回落，逐渐回归正常。

在全球化背景下，我国对能源、基础原材料等大宗商品的依存度较高，大宗商品价格的回落势必带动国内PPI定基指数的下降（课题组通过实证分析显示大宗商品价格对PPI有重要的影响），进而通过进一步传导也对CPI产生一定程度的影响。我国相当一部分大宗商品是靠进口的，在大宗商品价格合理的情况下，下游企业会受到原材料价格下降影响成本降低，从而消费品价格下降，并且下游行业的投资、就业和生产也都有望上升。企业投资和就业上升将影响家庭收入，叠加消费品价格下降，将进一步有利于消费。

鉴于此，课题组考虑了俄乌冲突缓和对中国经济增速影响的乐观情景：假设PPI同比增速降低至4.4%，较基准情形下降2个百分点。在此情景下，2022年GDP增速将较基准上升0.2个百分点，增速为4.5%。

表 16 俄乌冲突缓和情景下对中国 2022 年各主要经济指标增速的预测

	单位	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2021 全年	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2022 全年
GDP	%	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1	4.8	0.9	5.3	5.8	4.5
投资	%	25.6	12.6	7.3	4.9	4.9	9.3	6.5	6.3	6.4	6.4
消费	%	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5	3.3	-4.8	4.0	5.0	1.9
出口	%	48.8	30.7	24.4	23.1	29.9	15.8	9.8	8.2	4.0	9.4
进口	%	29.3	44.0	25.9	23.7	30.1	9.6	2.1	7.5	4.2	5.8
CPI	%	-0.03	1.1	0.8	1.8	0.9	1.1	2.1	2.2	1.9	1.7
PPI	%	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1	8.7	6.9	2.0	1.3	4.4
GDP 平	%	2.1	5.3	4.4	5.8	4.4	4.0	3.4	2.1	1.6	2.7

减指数											
-----	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

数据来源：CEIC、WIND、上海财经大学高等研究院

假设情景 6：美国下调对中国加征的关税

2018 年以来，特朗普政府发起中美贸易战，并数次对中国出口美国的产品加征 10% 至 25% 不等的关税。诸多研究表明，美国对中国产品加征关税的成本在短期内主要由美国进口商及消费者承担（Amiti et al., 2019），无助于缩小中美贸易差额、也并没有显著改善美国就业等问题。实际上，中美产业结构和贸易结构的互补性决定了中美贸易的长期稳定性，美国对中国产品加征关税的行为推高了美国国内的生产成本和消费成本，加剧了美国通胀风险。拜登政府表示正在考虑削减美国此前对中国加征的关税以应对国内通胀。基于这一背景，课题组假设：（1）、假设美国将在三季度取消分别在 2022 年 7 月 6 日和 2022 年 8 月 23 日到期的共 500 亿美元（2018 年价值）的中国产品关税。（2）、假设美国将在三季度取消 2018 年 9 月开始实施的 2000 亿美元产品的 10% 关税。在这一假设情景下，课题组预计 2022 年中国出口增速将较基准情景上升 2 个百分点，拉动全年 GDP 增速较基准上升 0.3 个百分点

表 17 美国下调对中国加征的关税情景下对中国 2022 年各主要经济指标增速的预测

	单位	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2021 全年	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2022 全年
GDP	%	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1	4.8	0.9	5.2	6.0	4.6
投资	%	25.6	12.6	7.3	4.9	4.9	9.3	6.5	6.3	6.4	6.4
消费	%	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5	3.3	-4.8	3.9	5.2	2.0
出口	%	48.8	30.7	24.4	23.1	29.9	15.8	9.8	9.3	10.2	11.5
进口	%	29.3	44.0	25.9	23.7	30.1	9.6	2.1	7.5	4.2	5.8
CPI	%	-0.03	1.1	0.8	1.8	0.9	1.1	2.1	2.7	2.6	2.1
PPI	%	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1	8.7	6.9	5.3	4.9	6.5
GDP 平减指数	%	2.1	5.3	4.4	5.8	4.4	4.0	3.4	3.3	3.0	3.4

数据来源：CEIC、WIND、上海财经大学高等研究院

假设情景 7：全球滞胀风险

虽然欧美各国对于新冠疫情纷纷采取了放开的政策，但过去数年宽松的货币政策叠加全球供应链未得到完全恢复的影响，使得美国、欧盟以及新兴经济体在 2022 年下半

年均面临较大的滞胀风险。课题组假设全球主要经济体的 GDP 增速较基准情景下降 0.5%，通货膨胀率较基准情景上升 1%。在此情境下，短期内全球性滞胀风险将直接导致中国经济面临的外部需求收缩。与此同时，全球性的通胀也将引发输入性通胀风险，并影响外贸需求。进出口需求的收缩将直接导致进出口数量的下降。课题组预计，在这一情景下，2022 年中国出口和进口增速将分别较基准情景下降 2.4 和 0.5 个百分点。同时，外部需求的萎缩以及输入性通胀的风险将会较基准拉低固定资产投资增速 0.3 个百分点，造成社会消费零售总额增速下降 0.4 个百分点。最终，全年 GDP 增速将较基准下降 0.4 个百分点。

但同时课题组也认为虽然全球滞胀的风险会在短期内通过需求端对中国经济产生负面影响，但长期从供给侧角度来看带来的机遇是大于挑战的。在内部经济改革，扩大开放，释放活力等经济政策落实到位的背景下，全球性滞胀有助于释放中国经济的供给能力，加快中国经济的结构转型。

表 18 全球滞胀情景下对中国 2022 年各主要经济指标增速的预测

	单位	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2021 全年	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2022 全年
GDP	%	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1	4.8	0.9	4.4	4.8	3.9
投资	%	25.6	12.6	7.3	4.9	4.9	9.3	6.5	6.0	5.9	5.9
消费	%	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5	3.3	-4.8	2.9	3.7	1.4
出口	%	48.8	30.7	24.4	23.1	29.9	15.8	9.8	3.0	0.2	7.1
进口	%	29.3	44.0	25.9	23.7	30.1	9.6	2.1	6.3	2.9	5.2
CPI	%	-0.03	1.1	0.8	1.8	0.9	1.1	2.1	2.9	2.8	2.3
PPI	%	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1	8.7	6.9	7.2	6.7	7.4
GDP 平减指数	%	2.1	5.3	4.4	5.8	4.4	4.0	3.4	3.9	3.6	3.7

数据来源：CEIC、WIND、上海财经大学高等研究院

二、 不同情景分析基础上的政策力度选项

课题组根据量化准结构模型进行情景模拟分析，表 19 总结了包括基准情景的不同情景下 2022 年各主要经济变量的预测结果。其中，基准情景下预计全年 GDP 增长率为 4.3%；在情景 1 中，宏观经济政策力度加大拉动消费、投资和净出口上升，预计全年 GDP

增长率可达 4.7%；在情景 2 中，疫情在部分城市局部爆发，对短期经济产生冲击，预计全年 GDP 增长率下降至 4.0%；在情景 3 中，尽管疫情仍有反复，但由于疫情防控更加科学精准，对宏观经济的副作用减小，预计全年 GDP 增长率仅小幅下降至 4.2%；在情景 4 中，民营企业违约风险上升影响投资信心，预计全年 GDP 增长率下降至 3.5%；在情景 5 中，俄乌冲突缓和，大宗商品价格回落导致投资和就业上升，预计全年 GDP 增长率将达 4.5%；在情景 6 中，美国下调特朗普时期加征的关税，导致出口上升，拉动全年 GDP 增长率达到 4.6%；在情景 7 中，全球陷入滞胀风险，导致外需下降，预计全年 GDP 增长率将下滑至 3.9%。

表 19 中国 2022 年各种情景下主要经济指标增速的预测

	基准情景	1. 宏观经济政策力度加大	2. 疫情局部爆发	3. 疫情防控更加科学精准	4. 民营企业违约风险上升	5. 俄乌冲突缓和	6. 美国下调加征的关税	7. 全球滞胀风险
GDP	4.3	4.7	4.0	4.2	3.5	4.5	4.6	3.9
投资	6.2	7.1	6.1	6.2	4.7	6.4	6.4	5.9
消费	1.8	2.0	1.1	1.4	1.5	1.9	2.0	1.4
出口	9.5	9.6	9.4	9.3	9.4	9.4	11.5	7.1
进口	5.7	5.9	5.5	5.6	5.5	5.8	5.8	5.2
CPI	2.1	2.2	1.9	2.0	2.0	1.7	2.1	2.3
PPI	6.4	6.6	6.5	6.4	6.1	4.4	6.5	7.4
GDP 平减指数	3.4	3.5	3.2	3.2	3.2	2.7	3.4	3.7

数据来源：上海财经大学高等研究院，单位：%

根据 5 月下旬国务院常务会议精神，2022 年下半年宏观经济的重点在于努力推动经济回归正常轨道、确保运行在合理区间。结合当前国内外宏观经济环境和疫情形势，课题组认为，除加快细化落实 6 方面 33 项措施外，宏观政策仍有空间和动力进一步加大力度。因此，课题组进行政策实验，模拟为了达到 5% 的经济增速，财政政策或货币政策在不同情景下需要在基准假设之外做出的调整力度，分别讨论如下：

(1) 在基准情景下，全年 GDP 增速可达 4.3%。若要追求 5% 的更高增速，货币政策需要在基准政策的基础上额外降准 2 次各 50 个基点；同时，财政赤字需要额外增加 7838.3 亿元，超过预算赤字 21.2%，估算全年赤字率约 3.6%。

(2) 在情景 1 下，假设宏观经济政策通过更大幅度的减税降费、转移支付和降息降准等措施加大力度，拉动消费、投资和净出口上升，带动全年 GDP 增速较基准情景

增加 0.4%，达到 4.7%。此时，若要进一步追求 5% 的更高经济增速，货币政策需要在宽松假设的基础上额外降准 1 次 50 个基点；同时，财政赤字需要宽松假设的基础上额外增加 3359.3 亿元，超过宽松假设下的赤字 9.1%，估算全年赤字率约 达 3.6%。

(3) 在情景 2 下，假设疫情在部分城市局部爆发导致经济活力下降，消费和投资分别较基准下降 0.7 和 0.1 个百分点，导致全年 GDP 增速较基准情景下滑 0.3%，仅为 4.0%。此时，货币政策需要在基准政策的基础上额外降准 3 次，每次 50 个基点；同时，财政赤字需要额外增加 11197.6 亿元，超过预算赤字 30.3%，估算全年赤字率约 3.9%。由于短期政策会对宏观经济的长期健康发展造成较大的扭曲副作用，课题组并不建议采用如此激进的宽松政策。

(4) 在情景 3 下，假设尽管疫情仍有反复，但疫情防控措施更加科学精准，大幅降低了对宏观经济产生的副作用，消费较基准下降 0.4 个百分点，预计全年 GDP 增长率仅小幅下降至 4.2%。此时，货币政策需要在基准政策的基础上额外降准 2 次，每次 50 个基点；同时，财政赤字需要额外增加 8958.1 亿元，超过预算赤字 24.2%，估算全年赤字率约 3.7%。

(5) 在情景 4 下，假设民营企业违约风险上升，市场悲观情绪推升信用利差并降低投资信心，预计全年 GDP 增速将较基准下降 0.8，达到 3.5%。此时货币政策需要在基准政策的基础上额外降准 4 次，每次 50 个基点；同时，财政赤字需要额外增加 16796.3 亿元，超过预算赤字 45.5%，估算全年赤字率约 4.4%。此政策组合对宏观经济的长期健康发展造成的代价过大，课题组并不建议采用如此激进的宽松政策。

(6) 在情景 5 下，假设俄乌冲突局势缓和，大宗商品价格回落将导致生产成本下降，投资和就业上升，拉动 GDP 增速较基准情景增加 0.2%，达到 4.5%。此时，货币政策需要在基准政策的基础上额外降准 1 次 50 个基点；财政赤字需要额外增加 5598.8 亿元，超过预算赤字 15.2%，估算全年赤字率约 3.5%。

(7) 在情景 6 下，假设美国下调特朗普时期加征的关税，推动出口增速较基准情景上升 2 个百分点，全年 GDP 增速较基准上升 0.3 个百分点，达到 4.6%。此时，货币政策需要在基准政策的基础上额外降准 1 次 50 个基点；财政赤字需要额外增加 4479 亿元，超过预算赤字 12.1%，估算全年赤字率约 3.4%。

(8) 在情景 7 下，假设全球性滞胀导致外部需求萎缩，出口和进口增速分别较基准情景下降 2.4 和 0.5 个百分点，同时输入性通胀风险上升导致投资增速和消费增速分

别较基准情景下滑 0.3 和 0.4 个百分点，全年 GDP 增速将较基准下降 0.4% 个百分点，仅达到 3.9%。此时，货币政策需要在基准政策的基础上额外降准 3 次，每次 50 个基点；同时，财政赤字需要额外增加 12317.3 亿元，超过预算赤字 33.3%，估算全年赤字率约 4.0%。此时，追求经济增速达到 5% 所需的政策组合对宏观经济的长期健康发展造成的代价过大，课题组并不建议采用如此激进的宽松政策。

此外，根据 Mendoza 和 Ostry（2008）和 Ghosh 等（2013）评估财政可持续性的方法，课题组结合我国财政收支以及政府债务等数据，测算了我国当前的财政空间以及不同政策选项对财政空间的使用情况。具体而言，课题组设定财政基本赤字率是政府负债率的三次函数，并在考虑经济增长率，GDP 数据等控制变量后进行估计，测得负债率上限约为 92%，显著低于 Ghosh 等（2013）对大多数发达国家的测算结果。根据课题组估算的地方政府显性债务 48.36 万亿元加上 2021 年的中央政府债务余额 23.2 万亿元，可以得到我国当前政府负债率约为 62.6%³²，由此计算我国的财政空间约为 GDP 的 29.4%，同样显著低于大多数发达国家。课题组测算了不同情景下的财政政策选项需要占用的财政政策空间，即通过赤字政策实现 5% 的经济增速目标时，财政赤字总额与估算财政空间的比值。表 20 报告了不同情景下为达到基准经济增速所需的财政政策与货币政策组合。

表 20 各情景假设下实现基准经济增速所需的政策力度

情景	基准情景	1. 宏观经济政策力度加大	2. 疫情局部爆发	3. 疫情防控更加科学精准	4. 民营企业违约风险上升	5. 俄乌冲突缓和	6. 美国下调加征的关税	7. 全球滞胀风险
全年 GDP 增速	4.3	4.7	4.0	4.2	3.5	4.5	4.6	3.9
增速目标	5.0							
货币政策增加力度	降准 2 次各 50 基点	降准 1 次 50 基点	降准 3 次各 50 基点	降准 2 次各 50 基点	降准 4 次各 50 基点	降准 1 次 50 基点	降准 1 次 50 基点	降准 3 次各 50 基点
赤字超预算额 (亿元)	7838.3	3359.3	11197.6	8958.1	16796.3	5598.8	4479	12317.3
赤字超预算比率 (%)	21.2	9.1	30.3	24.2	45.5	15.2	12.1	33.3
估算赤字率	3.6	3.6	3.9	3.7	4.4	3.5	3.4	4.0

³² 根据中国社会科学院国家金融与发展实验室的政府杠杆率数据，2022 年一季度我国政府负债率约为 47.2%。

(%)								
总赤字占财政空间	12.1	12.1	13.0	12.4	14.5	11.5	11.2	13.3

注：情景 1 中的政策力度是指货币政策和财政政策相对情景 1 的宽松政策假设所需额外增加的政策力度。其他情景下，均指相对基准情景所需额外增加的政策力度。

数据来源：上海财经大学高等研究院

值得注意的是，以上各政策选项分析均是基于单一情景假设所进行的探讨，在现实中多个情景往往会相互叠加，相互影响，带给中国经济内外多重冲击，这些不确定性的交互作用可能带来放大效应，导致中国经济的下行压力进一步加大。课题组据此提出的货币政策力度和财政政策力度是为达到增长目标可能选择的特定政策选项，并不是唯一选项。其中，货币政策选项主要为降低法定准备金率，原因在于，当前美国等主要发达国家均进入加息周期，降息政策可能加大资本外流压力，对中国宏观经济和金融系统的健康运行弊大于利。现实决策中，需要结合实际经济情况灵活运用不同政策工具，例如情景 4 企业违约风险上升推高融资成本，可以考虑采用降低 LPR 利率，或者降准与降息相结合的方式达到同样的政策目标。此外，对于情景 2、4、7 来说，由于 GDP 增速过低，采用激进的需求管理政策来强行进一步拉高增速可能会得不偿失。课题组在往年的报告中已经多次强调，宏观经济政策应当着眼于经济整体的长期健康运行，避免短期经济刺激政策的长期负面作用损害增长潜力和可持续发展能力。

第四章 破除全国统一大市场建设认知误区全力稳住经济

大盘

受新冠疫情反复、世界百年变局以及自身体制性、结构性因素影响，中国经济所面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力出现新变化，导致了经济下行压力增大。对此，跨周期政策设计、逆周期政策调节均有其现实必要性，特别是财政政策、货币金融政策、保市场主体政策、保基本民生政策等一揽子政策措施的出台，可起到一定停损止跌作用。然而，中国经济要真正实现短期稳住经济大盘和中长期可持续高质量发展目标，关键还是要靠减少不利资源有效配置的各种壁垒和把握好政策调整的时度效，通过市场力量、改革力量、开放力量，及让市场在资源配置中起决定性作用这一市场经济的客观规律，让经济主体具有充分的信心及经济选择自由，同时更好地发挥政府在维护市场公平竞争环境、促进产权明晰与契约自由、激发市场主体活力等方面的作用。日前，中共中央、国务院发布《关于加快建设全国统一大市场的意见》，明确提出“加快建设高效规范、公平竞争、充分开放的全国统一大市场”，这是在新发展阶段构建新发展格局的基础支撑，也是当前复杂形势下稳住经济大盘的内在要求。

事实上，建设全国统一大市场不仅是应时之需，也是市场取向改革确立之初就已设定的目标任务。早在 1993 年党的十四届三中全会《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》就提出，着重“创造平等竞争环境，形成统一、开放、竞争、有序的大市场”。2013 年党的十八届三中全会《关于全面深化改革若干重大问题的决定》再次重申，“建设统一开放、竞争有序的市场体系，是使市场在资源配置中起决定性作用的基础”。但是，究竟什么是全国统一大市场？加快建设全国统一大市场为什么重要？什么原因导致全国统一大市场建设的延宕？全国统一大市场建设面临哪些堵点、难点？如何进一步加快建设全国统一大市场？社会各界有很多不同看法，其中不乏一些重大认识上的误区，不仅对市场取向改革的正确方向形成干扰，而且一旦转化为政策会进一步加大经济下行压力。同时，这些具有误导性的认识及其指导下的经济政策无论是从短期看、局部看，还是放到长期和全局视角去看，大有问题。主要体现在以下一些认知误区。

一是没有处理好高效规范和充分开放的辩证统一关系，误以为建设全国统一大市场就是政府要把市场统起来、管起来，导致的结果就是政府管制不断加码，滑向统制经济的方向，市场主体的经济自由空间不断被压缩，其后果就是监管的过急、过频、过大、

过激，大大地弱化了市场主体的活力和资本的应用，致使经济不断下行。二是将**公平竞争和市场主体创新导致的阶段性垄断对立起来**，以为建设全国统一大市场的公平竞争就要弱化资本，将市场主体创新而导致的阶段性垄断以行政手段予以破除，忽视了市场竞争机制之下竞争压力企业通过投资研发激发创新，创新和知识产权的保护导致阶段性垄断利润，而阶段性垄断利润又导致创新的“竞争-创新-垄断-竞争”动态循环，**未认识到没有了资本投入巨大的研发创新的垄断基本上不可能有大的创新这一基本市场竞争规律，甚至鼓吹民营退场论**，其后果是民营信心和预期及其创新激励下降，导致经济下行及国家财富和民间资本的流失。近几年中美入选全球科技公司市值前 20 公司数落差大幅拉大，由 2018 年只相差 2 家（9 比 11）到 2021 年相差 13 家（2 比 15），只剩下阿里巴巴和腾讯，新增独角兽企业数差距也大幅拉大，由 42 比 51 到 22 比 58。三是以为**建设全国统一大市场的目标是摆脱对外部市场、外循环的依赖，完全可以依托自身超大规模市场优势而自力更生、自我循环**，从而寄希望什么都自搞一套、自成体系，而不注重开放兼容，没有充分认识到，中国改革开放实践探索之所以取得如此巨大成就，关键就是对内放开和对外开放是相辅相成不可分割的辩证统一体。

除此之外，还有人认为，**建设全国统一大市场是一个长期目标任务**，对于当下缓解经济下行压力作用不大，还是要靠短期刺激政策，导致的结果就是不重视改革和通过**制度建设来进行中长期治理**，没有从一般均衡的综合治理角度来处理好短期政策和中长期改革治理的关系，忽视了市场取向改革增长红利的关键作用。凡此种认识误区，已严重影响经济平稳发展和高效规范、公平竞争、充分开放的全国统一大市场的建设，必须予以澄清，才能更好地推进新时期全国统一大市场建设和经济平稳发展。

一、以市场取向全国统一大市场建设稳经济、稳信心、稳预期

所谓全国统一大市场，旨在通过市场化手段及其法治让各类市场微观主体和个体投入其禀赋（包括资本、知识和劳动），让禀赋和商品充分流动，以此最大限度激活本国生产要素和激发市场主体活力，推动经济发展和民生改善。然而，无论是从实际经济指标，还是从经济先行指标看，中国经济下行的态势和压力都非常大，特别是市场微观主体信心不足、预期悲观、消费低迷、投资放缓、内生经济增长动力削弱。企业端显示，制造业和非制造业采购经理指数自 2021 年 7 月以来基本都是同比负增长，2022 年 3 月以来一直低于 50%荣枯分界点，直至 6 月才重返扩张区间。居民端显示，消费者信心指数、消费者满意指数、消费者预期指数自 2021 年 10 月以来同比增速一直是负值，2022 年 5

月，社会消费品零售总额更是同比下降 6.7%。生产和消费的低迷，导致的一个结果是企业纷纷裁员，失业率提升，居民收入增长放缓乃至部分居民失去收入来源。从改革开放的实践探索来看，一些关键节点的市场取向改革对市场主体信心和预期的改善是极为显著的，其所带来的改革红利也是非常可观的。当前，中国要稳住经济大盘，必须恢复市场主体信心，发挥市场决定作用，激发市场主体活力，推进更大力度的开放，这也是当前复杂形势下通过改革开放加快市场取向全国统一大市场建设的题中应有之义。

第一，辩证处理好高效规范与充分开放的关系，应对需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力下中国经济增长持续下行，激发国内超大规模市场活力，保护、培育、壮大市场主体带动经济发展的需要。受今年早些时候东北、长三角地区疫情影响，特别是上海、深圳等关键枢纽城市疫情的冲击，大量市场主体特别是中小微企业出现生产经营困难，由此也导致城镇调查失业率达到较高水平，4 月甚至突破 6%，达到 6.1%，5 月尽管有所下降，但仍处于 5.9% 的历史高位，而 16-24 岁年轻人失业率更飙升至 18.4%，大学生就业压力加大。这些都表明国内需求收缩的压力有增无减，需要实施有力度的一揽子提需求、稳增长政策。市场主体是市场经济发展的发动机，中小微企业是社会经济的“毛细血管”，是保障居民就业和收入的重要依靠力量。**稳住宏观经济大盘的实质，就是要稳住市场主体，帮助其恢复信心、渡过难关并取得新的更大发展。**在当前经济下行压力增大的形势下，市场主体需要的不是更多更大力度的监管，而是充分开放和放开，拥有更大的经济自由空间。**建设全国统一大市场，就是要通过松绑放权的改革，进一步破除制约市场主体发展的不合理限制，能放的进一步放，该管的尽量用法治管而不是政策的频繁应用或变动，打破传统体制下政府设置的障碍、壁垒，用政府的后退一小步换市场的前进一大步，培育更加活跃、更有效率和创造力的市场主体。**

第二，辩证处理公平竞争与创新垄断的关系，应对中国经济要素驱动粗放式发展方式红利衰竭，发挥市场在资源配置中的决定性作用，向创新驱动集约式发展方式转变和高质量发展阶段迈进的要求。中国的要素市场化建设严重滞后于商品、服务市场，政府在要素市场“定价格”的作用发挥过大、干预过多，而“定规则”的作用发挥不足，没有最大程度地发挥市场决定要素价格的作用，导致的结果是要素价格扭曲背景下通过人为压低一些要素价格，以要素大规模投入来推动经济增长的现象。但是，随着要素边际收益递减效应的出现，要素驱动的发展模式难以为继，并且其扭曲定价机制带来的影响会进一步延展到商品和服务市场，影响市场决定性作用的发挥。加快全国统一大市场建设，不仅是空间上物理上的统一，也要求要素市场、商品市场和服务市场都遵循市场决

定价格的原则。同时，对于市场主体经由资本投入来创新而实现的阶段性垄断及其收益不应急于对资本和创新导致的垄断“开红灯”，因为市场竞争机制会引致更多的模仿、创新来消除这个垄断，先行创新者要继续取得垄断利益就必须持续资本投入实现创新突破，所以有必要给创新者提供充分的激励和外部性补偿，这样最终受益的是消费者和整个经济。民营经济为我国贡献了 50% 以上的税收、60% 以上的 GDP、70% 以上的技术创新、80% 以上的城镇就业、90% 以上的市场主体数量。在经济持续下行和国际形势复杂的紧要关头，进一步鼓励支持推动民营经济发展，鼓励民营创新，形成支持民营的气氛将特别有利于民营信心的建立。惟其如此，才能充分调动市场主体的创新与企业家精神这一最重要的生产要素，推动中国经济实现创新驱动高质量发展。

第三，辩证处理对外开放和对内放开的关系，应对新冠疫情和地缘政治博弈加剧背景下逆全球化、贸易保护主义抬头，构建以国内大循环为主体、国际国内双循环相互促进的新发展格局的必然要求。尽管今年 1-5 月货物进出口总额特别是出口总额实现了较高速增长，但是受新冠疫情反复冲击和地缘政治博弈加剧影响，中国长期受益其中的经济全球化还是面临着空前严峻的考验，意识形态、价值观等方面差异和分歧被不断放大，尤其是美国拉拢其盟友对中国的技术封锁、贸易壁垒不遗余力，使得全球供应链断裂、重组、极化现象加剧，经济复苏进程受阻，同时受俄乌战争影响，食品和大宗商品价格大幅上涨，美国、欧盟国家通货膨胀水平创近年来新高，世界经济滞胀风险上行。在此背景下，中国经济一方面要通过更加主动、更大力度、更高水平的对外开放，突破外部技术封锁和贸易壁垒，不放弃对外部市场的抢占、对先进技术的引进，融入并进一步推进全球统一大市场建设，另一方面也要进一步的对内放开，深挖潜力，在加快建设全国统一大市场进程中畅通国民经济循环，降低制度性交易成本，提升内生经济增长动力。只有与全球市场相联通、嵌连的全国统一大市场，才能真正将中国的超大规模市场优势发挥出来。

二、新时期市场取向全国统一大市场建设所面临的堵点、难点

如果以 1993 年党的十四届三中全会为起点，建设全国统一大市场的目标已经提出近 30 年的时间，为什么依然没有实现？或者说，面临着哪些久攻不破的堵点、难点？中国经济要实现高质量发展，消除以上三大误区，有三对基本关系必须处理好：一是政府间关系，二是政府与市场的关系，三是政府与企业的关系。当前，中国经济发展中存在的市场激励不足、要素流动不畅、资源配置效率不高、微观经济活力不强等问题，归

根结底与这三大基本关系没有处理好，使得政府职能的越位、错位和缺位并存，对市场在资源配置中的决定性作用发挥形成干扰息息相关。在政府主导型改革模式之下，政府既是改革的主体，也是改革的对象。这一双重角色决定了政府改革在中国深化市场取向改革中的重要地位和作用，并且**在新形势下政府改革迫在眉睫，不改革或缓改革的负面效应日益显现**。相反，政府改革带来的红利将是巨大的，有利于加快推进市场取向全国统一大市场建设，稳住宏观经济大盘。

第一，现有中央和地方政府间分权体系，是导致中国出现诸侯经济、地方保护和市场分割的重要因素。作为单一制国家，中国的中央政府对于地方政府拥有支配性权力，官员政绩考核与晋升体系如同一个指挥棒，对地方政府官员的施政形成导向。同时，随着中央政府向地方政府的权力下放，地方政府又发展成为相对独立的利益主体，成为撬动中国经济增长和发展的一个重要力量。过去经济高速增长时期的 GDP 中心主义，使得地方政府官员千方百计招商引资，搞大而全、小而全的产业体系，为增长而竞争。其中，有些竞争是良性的，比如营商环境的改善、比较优势的发挥等；有些则是恶性竞争，表现为低水平重复建设、过度政策优惠、各种显性和隐性的地区行政壁垒、一些行业的条块分割等。特别是在新冠疫情冲击之下，一些地方政府层层加码实施封闭管控、高速封路等措施，致使市场主体的产业链、供应链安全受到人为干扰。以上种种非市场因素彰显对内的充分开放和放开还任重道远，对市场主体的生产经营决策和行为造成干扰扭曲，使得资源不能在更高层次、更大范围优化配置，给全国统一大市场建设和经济增长带来拖累。

第二，政府与市场的关系不尽合理，政府职能转变不到位，是导致全国统一大市场建设迟滞的主瓶颈。实践中，一些原本属于市场调节或应由社会提供的事务，政府部门过度有为，经常“越位”和“错位”，介入过多、过深，管制措施不断加码，在极大增加了政府支出的同时却并未达到预期的治理效果，阻碍了市场在资源配置中决定性作用的发挥，供求机制、价格机制、竞争机制等基本市场机制在一些领域尚未健全，使得要素和商品自由流动仍面临各种显性和隐性壁垒，难以形成统一大市场。这在财政日益吃紧的当下，更是不明智之举。同时，一些市场失灵的领域本应由政府部门承担提供基本公共产品和服务，政府部门经常“缺位”，公共产品和服务供给反而数量不足，质量不高，无法满足人民日益增长的美好生活需要，同时也因后顾之忧而抑制了消费需求。简言之，政府在管不了、管不好的地方投入了太多行政资源，而应该管的地方却没有去管或没有管好，政府职能边界的设定不合理，背离了现代市场经济体系下有限政府的定位要求。

所以，政府职能转变既要做减法，也要做加法，目标是激活市场活力。当然，这个合理治理边界的界定是一个动态优化调整的过程。

第三，政府对待不同所有制类型的企业在一定程度上存在亲疏有别现象，竞争中性原则尚未落到实处，弱化了民营的信心及预期。改革开放以来，民企、民营经济不断发展壮大，在推动经济高速发展、改善民生、促进创新、深化改革、扩大开放等各方面都起到了不可或缺的重要作用，与中国经济同频共振。应牢牢坚持“两个毫不动摇”原则，全国统一大市场的建设，最终的检验是看不同类型市场主体是否享受统一的国民待遇，遵循统一的市场规则，接受统一的市场监管，以此增加民营信心及其预期。现在许多民企创新发展的劲头不足，说到底还是信心问题、预期问题。有了信心和好的预期，企业家就能够做到废寝忘食搞创新，一心一意谋发展。显然，目前距离这一理想状态还有较大差距。特别是地方政府与地方国企的紧密联系以及地方国企的大量存在，使得地方行政垄断、诸侯经济等难以根治。在产权保护、市场准入、行业监管等方面存在不同所有制经济的分立乃至对立，未能真正做到一视同仁，既阻碍了全国统一大市场建设，又降低了资源配置效率。特别是对数字经济平台民营企业的高强度监管，使得中国近几年新增独角兽企业被美国远远抛在身后，扭转了过去与美国并驾齐驱乃至有所超越的良好发展态势。这对于与美国的经济竞争、创新竞争，是极为不利的。从产权保护方面看，目前最大的问题是执法标准不统一，本地或区域保护现象、偏向国企现象时有发生，使得民营企业产权和企业家人身财产安全受到侵害。同时，部分地方政府部门仍存在公然违背市场准入负面清单制度，侵害相关市场主体合法权益的情况，监管不及时、效能不足。

三、从政府改革切入进一步加快市场取向全国统一大市场建设

加快建设全国统一大市场，本质是要正确处理政府和市场及其社会的关系，关键要靠深化政府改革促进政府职能转变。市场的本质是无为而治，无为而治的必要条件是完善市场制度，让市场有效。而让市场有效的必要条件是有效的政府，有效政府的必要条件是有一个有限和定位恰当的政府。有限就是恰当，多了不好，少了也不行。政府最基本的作用可用两个词来概括，就是“维护”和“服务”，也就是制定基本的规则、保障社会秩序的稳定以及供给公共产品和服务。加快建设全国统一大市场，关键在于实现政府职能的两个根本转变：一是从行政干预过多的全能政府向让市场充分发挥作用的有限政府转变，二是从单一维度的经济发展型政府向多维度的公共服务型政府转变。

如果以此来衡量，针对一些行业的急剧式、一刀切的不断加强的政府管制和结构调

整，甚至将其市场统制起来，是不合宜的。自改革开放之初就确立的松绑放权市场取向改革方向仍需要继续坚持和深化，并且随着改革进入深水区需要触及政府改革这个关键。不过，政府改革意味着政府要向自己动“手术刀”，不可避免地会面临较大阻力，或者受制于旧的理念桎梏，或者遭遇到既得利益方的阻挠，常常导致改革雷声大雨点小，目标很好但是无法执行、落地的问题。突破改革的阻力、推动改革的实施，有两种思路：一是依靠行政化手段，通过层层督导、层层加码的硬性要求，这往往信息成本很大；二是依靠激励机制手段，让改革者的收益跟改革的红利相挂钩、相融合，建立为改革而竞争的激励相容动力机制。政府改革乃至整个经济体制改革的深化，均需要综合运用这两种手段。

具体而言，新时期中国经济体制改革需要从政府间关系、政府与市场的关系、政府与企业的关系三个方面入手，进一步深化政府改革，促进政府职能转变，以加快市场取向全国统一大市场建设。

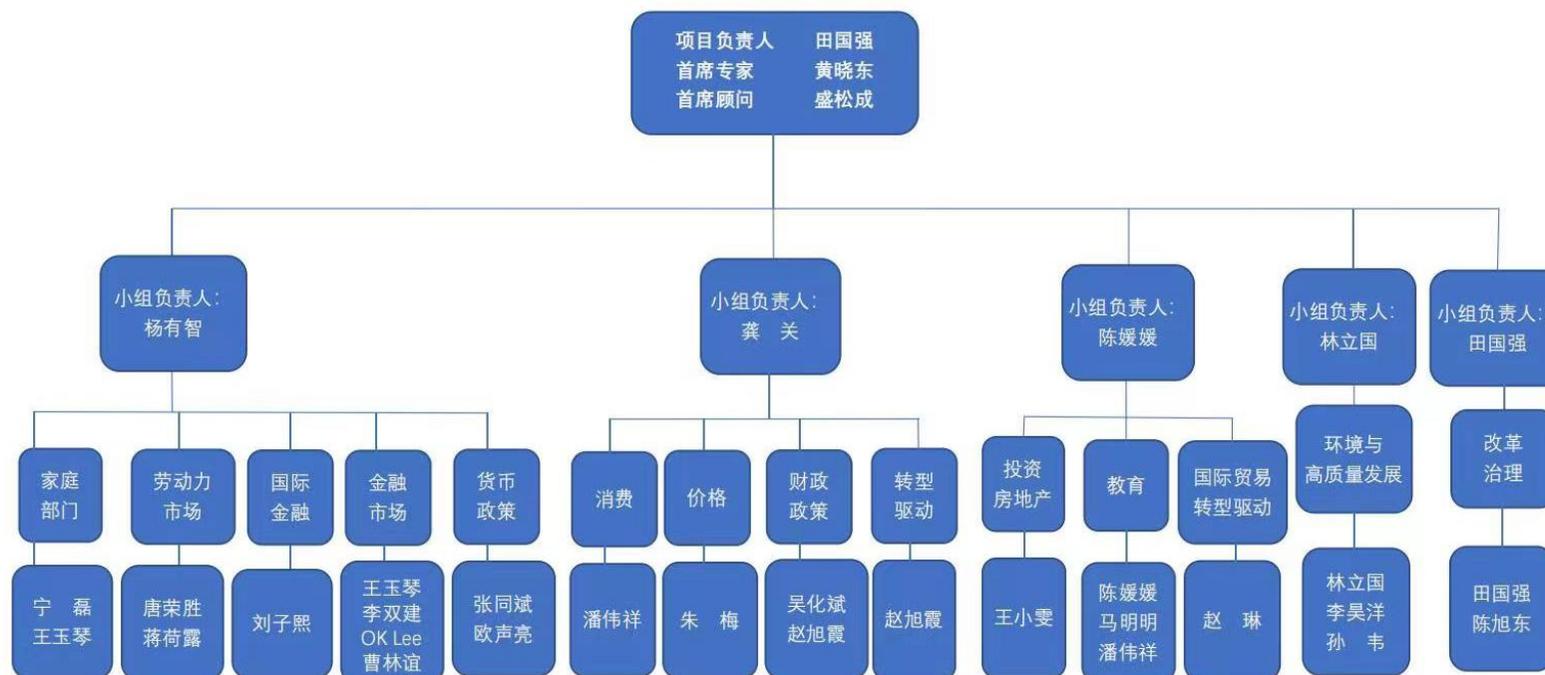
第一，基于公共服务型有限政府定位重新界定政府间关系，根据信息对称强弱、外部性大小及是否激励相容，纵向合理划分中央和地方政府的事权与支出责任，横向推动地方政府间合作凝聚区域市场一体化力量。从现代国家视角来看，政府的职权、职能绝不应面面俱到，而要同其他类型尤其是市场与社会的治理元素分担功能，政府应该更加聚焦于中立的市场监管者和公共服务提供者角色。为此，**首先，需要明确有限政府基于权利保障的权力有限性和基于功能配置优化的权力分工性**，让政府公权力在法治框架内运行，减少对市场运行的干扰。**其次，需要对政府间纵向和横向财政关系进行动态调整，适度推动事权和支出责任上移、财权下移**，避免地方政府因事多钱少而过度介入微观经济活动拓展财源，特别是通过地方国企、地方融资平台实施隐性债务摊派，形成潜在经济金融风险。**再次，需要加强地方政府间的横向协调合作机制建设**，打破地理边界和行政边界约束，推动区域内一体化、区域间一体化、都市圈间一体化，结合长三角一体化示范区、粤港澳大湾区等跨省市合作探索形成可复制推广的制度体系，以更好地加快市场取向全国统一大市场建设。**此外，无论是中央还是地方，在全国统一大市场建设中都应注重与全球市场的互通连接。**也就是，要以全球视野来推进全国统一大市场建设。

第二，基于有效市场目标重塑政府与市场的关系，善做减法，放松政府管制、精简过时法律法规，为充分发挥市场决定性作用、提升资源配置效率提供充分的制度基础空间，**同时在维护和公共服务方面多做加法。**一个现代化的市场经济体系，不是靠政府事无巨细的统制、管制建立起来的，也不意味着法律、文件越多越好。法也有善法、恶法

之分，正如同市场经济有好坏之分。上世纪 80 年代，美国里根政府就曾设立总统特别委员会，对各种法律规章进行重新审核、修改和删除，并通过《日常文书工作缩减法》等排除文牍主义干扰，为美国经济新动能的孕育特别是克林顿时代的经济繁荣提供了制度基础。当下中国加快建设全国统一大市场，同样需要进一步放松政府管制、精简过时法律法规，赋予市场主体更大的经济自由空间，推动市场在提升资源配置效率方面的作用发挥。建议依托各级市场监督管理局开展法律、文件清理，倒逼各地各部门落实政策“源头”审查责任，对含有地方保护、市场分割、指定交易等限制市场公平竞争行为、妨碍全国统一大市场建设的条款进行及时纠正，确保存量政策措施应废尽废、应改尽改，增量政策措施应审尽审、应查尽查。同时，对于新政策的制定和出台要加强科学化、专业化水平，广泛听取市场主体的意见、建议。否则，闭门造车导致的结果可能是政策无法落地甚至起反效果，市场主体不堪其扰。在这些方面做好减法的同时，也要市场制度建设和维护以及公共服务等方面补位，多做加法，以此弥补原生市场在这些方面的失灵。

第三，基于竞争中性原则处理政府与企业的关系，强化市场基础制度规则统一，不断完善统一的产权保护、市场准入、公平竞争制度，依法监管、提振民营信心，为创新驱动营造良好环境。竞争中性原则要求政府有义务确保市场主体不因与政府存在特定联系而获得不当竞争优势，确保法律规则的同等适用，以维护公平竞争环境，为创新驱动转型提供制度基础。这就要求进一步深化政企分开、政资分开，将国有企业打造成真正独立的市场竞争主体，特别是要打破地方政府与地方国企之间的深度嵌连，大规模减少地方国企规模并优化国有企业、国有资本管理模式。产权保护方面，应通过健全统一规范的涉产权纠纷司法体系，解决产权保护领域的“类案不同判”现象，实现司法执法统一、规范，增强涉产权经济行为结果预期的稳定性，依法保护不同所有制类型企业产权及企业家人身财产安全，同时加强知识产权保护，为创新者提供可预期的创新激励。公平竞争方面，一个最大的前提是民企可享受公平的市场准入，如果连准入都困难，竞争就更无从谈起。应遵循让市场主体“法无禁止即可为”和让政府部门“法无授权不可为”的原则对负面清单进行动态调整，并建立健全市场准入效能评估机制和市场准入公平监管机制。同时，公平竞争审查不应打击创新者的积极性，而更应聚焦在行政性垄断层面。

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 *International Studies of Economics*。