



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

中国宏观经济分析与预测

(2022年中期) (总第61期)

稳字当头的2022年中国宏观经济

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2022年6月

报告总负责人：

刘元春 杨瑞龙 毛振华

报告执笔人：

刘晓光 刘元春 闫 衍

稳字当头的 2022 年中国宏观经济 ——CMF 中国宏观经济分析与预测报告¹ (2022 年中期)

摘要

2022 年是国际国内超预期事件高发的一年。在新一轮疫情冲击和俄乌危机两大超预期事件的影响下，中国宏观经济形势一改 1-2 月份开局回暖的态势而在 3-5 月份急转直下，呈现出“快速探底”、“压力加剧”的运行特征。一方面，去年三季度以来的经济下行因素仍需要时间消化调整，局部疫情的反复、大宗商品价格的高企、房地产、教培、平台经济的整顿以及碳减排等结构性政策的同步实施，使中国经济在 2021 年底已经面临“供给冲击、需求收缩、预期减弱”三重压力。另一方面，2022 年上半年，新一轮大规模的疫情冲击、俄乌冲突下大宗商品价格的进一步飙升、悲观预期下房地产市场的持续下滑、全球大通胀下欧美货币政策的急速转向、以及连年扩张后出口和高新技术产业的高位回落，使得中国经济下行压力进一步全面加大。新旧两方面因素叠加不仅导致各类宏观经济指标纷纷突破底线，而且形成了新的趋势性变化，一、二季度经济增速持续回落。值得关注的是，在疫情防控走向胜利和稳住经济一揽子措施的作用下，中国经济已开始触底反弹。存量政策的全面前置、增量政策的不断出台、中央政府的强力督导、各级政府部门层层落实、短期资金和财政的保障，能够支撑 6 月份经济增速反弹的力度相对强劲，完成二季度经济正增

¹ 本报告为中国宏观经济论坛（CMF）课题组集体讨论成果，执笔人：刘晓光、刘元春、闫衍。本报告为初步研究成果，欢迎共同讨论和提出改进意见。报告中的数据除注明出处之外，皆出自 Wind 数据库和中国宏观经济论坛（CMF）团队测算，如有遗漏，请联系论坛秘书处更正。

长、失业率下降的短期政策目标，但经济依然难以立即回到正常轨道。

展望下半年，中国宏观经济必将迎来企稳回升态势，呈现非对称的“W型复苏”的运行特征。一方面，随着疫情因素的消退、各地复工复产复市复商的全面推进、稳增长主基调的全面确认和强化、先前各种不利因素的极大缓和、一揽子政策措施效果的充分显化以及十四五规划项目的全面落地、地方政府换届的全面完成，2022年下半年中国宏观经济有望企稳回升并在低基数效应下呈现较高同比增速，迎接党的二十大的胜利召开，并为2023年中国经济全面复苏创造一个良好的基础。但另一方面，值得注意的是，对于本轮疫后经济复苏，必须实事求是地看待当前形势与2020年在微观基础、市场预期、运行模式、外部环境和政策空间等方面的异同，特别是要清醒地认识到微观基础和外部环境的恶化，2022年经济复苏将面临比2020年更为严峻的困难和挑战，复苏进程也将更加脆弱。同时坚持底线思维，今明两年还需高度关注小概率事件可能带来的系统性影响，防范化解几大“灰犀牛”冲击叠加导致经济系统性下滑的风险。在一系列不确定性因素的冲击下，现有政策包可能难以满足四季度和明年一季度持续复苏的要求。地方政策储备、财政支持力度以及各种灰犀牛的冲击将导致四季度难以持续反弹，现有一揽子稳经济措施也难以保证补偿性反弹转化为趋势性复苏，从而使中国经济复苏路径呈现不对称的W型。为了保证全年经济目标基本完成，使中国经济回到健康运行区间，避免W型复苏所带来的困难，中国稳经济一揽子措施需要在中期进行扩容和工具的创新。

根据上述定性判断，设定系列参数，利用中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM模型，预测如下：1) 上半年，三重压力叠加两大超预期冲击使短期中国经济运行严重偏离正常增长轨道。基准情景下，预计上半年中国实际GDP增速为2.7%，主要受消费、服务业、制造业等出现明显收缩的拖累。下半年，随着疫情因素的极大缓和，在宏观政策全面发力和市场主体修复调整的共同作用下，受抑制的消费和投资需求将得到充分释放，产业链供应链得到有效恢复，中国经济将实现强劲反弹，下半年实际GDP增速有望达到6.4%。2) 全年来看，综合考虑中国经济自身调整和一揽子政策措施的拉动效应，在基准情景下，预计2022年实际GDP增速为4.7%，较2021年两年平均增速回落0.4个百分点，高于全球经济增速近2个百分点，考虑到人民币贬值因素，以

美元计价中国经济占全球的比重基本稳定。3) 分季度来看, 基准情景下, 2022 年第 1-4 季度中国实际 GDP 增速分别为 4.8%、0.8%、6.5%、6.3%, 全年呈现非对称性的“W 型复苏”特征, 至年末阶段性实现经济社会发展的主要目标。其中, 第 3 季度成为中国宏观经济基本面修复的关键, 第 4 季度成为微观基础全面修复的关键, 特别是企业绩效和居民收入的改善、年末调查失业率的明显回落, 为明年经济社会健康发展奠定扎实的基础。下半年至明年, 中国必须确保宏观经济大盘稳定、微观基础扎实牢固, 以全面恢复和提升中国经济国际竞争力。

基于上述定性判断和数值预测, 报告对 2022 年宏观调控的存量政策效果与增量调整空间进行了评估, 并在已出台政策基础上提出以下十方面政策建议。

一、科学规划下半年的增长目标和相匹配的政策举措。考虑到二季度经济增速显著回落的影响, 建议坚持全年 5~5.5% 的增长目标并追加相匹配的政策力度, 以此确立下半年的宏观政策定位和发挥预期引导作用。

二、把握新阶段经济复苏带来的信心提振的窗口期, 将中期视角的“预期管理”作为各项宏观政策的统领和重要抓手, 对稳住经济一揽子政策措施进行中期扩容和工具创新。简单的预调、微调已经不足以应对宏观经济日益面临的内生性下滑风险。

三、高度重视疫情冲击下各类微观市场主体行为模式变化的宏观经济后果, 特别是居民消费和企业投资行为的“保守化”倾向将导致传统政策手段及预调微调模式的失效, 必须要有针对性的政策举措, 并且达到一定的力度。

四、随着中国经济步入疫后复苏新阶段, 经济工作的重点应当从短期救助转向有效需求的快速扩展之上, 实现向市场型深度复苏的顺利转换。在快速落实一揽子政策和有效需求提升战略的同时, 调整宏观经济政策的着力点, 从特殊疫情救助向有效需求刺激转变, 从供给侧扶持政策向需求侧扩张政策转变。

五、落实更加积极有为的财政政策应在已出台政策举措基础上, 科学组合搭配一揽子规模性政策, 着力疏通宏观经济循环堵点。建议扩张财政资金预算安排, 集中出台三大针对消费、投资和产业的“规模性”政策方案。

六、灵活适度的稳健货币政策, 应该充分发挥其面对突发情况的灵活性, 与积极财政政策的实施形成时间和空间上的配合, 更好地发挥预期引导作用和

政策乘数效应。解决政策利率传导和风险分担机制问题，推动贷款利率下行。

七、坚持底线思维，提前建立并及时启用非常规政策工具。面对疫情发展和国际局势的高度不确定性，不仅要考虑到基准情景下的经济下行压力，还必须意识到今明两年可能发生的极端情形。除了旗帜鲜明地从结构性扩展向总量扩张转变，还需要建立非常规政策储备并根据需要及时使用。

八、各类监管政策要与逆周期政策协调配合，重点在于“市场秩序建设”而非松紧力度的摇摆，从而在防范风险积累的同时避免造成市场预期的紊乱。

九、民生政策要托底，提高就业弹性和失业保险覆盖范围，应对经济下行和民生冲击叠加带来的“双重风险”。

十、积极应对外部风险挑战，关键在于以构建高标准市场经济体系为目标，推动要素市场化改革落地，推出以形成国内市场大循环为导向的新一轮结构性改革，持续释放制度红利，不断巩固中国改革开放取得的不易成果。

关键词：中国经济；宏观调控；经济复苏；疫情冲击；增长预测

第一部分 总论与预测

2022 年是国际、国内超预期事件高发的一年。预期内的“三重压力”叠加超预期的“两大冲击”使得短期中国经济运行严重偏离正常增长轨道，上半年宏观经济出现断崖式下跌的困难局面。一方面，自去年下半年以来的经济下行压力需要时间消化调整，疫情反复、大宗商品价格的高企、宏观经济政策的快速常态化，以及房地产、教培、平台经济的整顿和碳减排等结构性政策的同步实施，使得中国经济在 2021 年底已经面临供给冲击、需求收缩、预期减弱三重压力。另一方面，2022 年上半年，新一轮更大力度的疫情冲击、俄乌冲突下大宗商品价格的进一步飙升、悲观预期下房地产行业的持续下滑、全球通胀高企下美欧货币政策的快速转向、以及外贸和互联网高新技术产业经历连年扩张后的高位回落，使得中国经济下行压力进一步全面加大。新旧两方面因素叠加，不仅导致各类宏观经济指标纷纷突破底线，而且形成了新的趋势性变化。

与前期预测分析和各类研究相比，2022 年中国宏观经济呈现出以下新现象、新特征和新问题：

1、1-2 月份开局回暖与 3-5 月份形势急转直下形成鲜明对比，说明新冠疫情防治进程依然在很大程度上决定了中国经济社会发展的常态化进程，中国经济迎来自 2020 年二季度以来最为困难的一段时期。与过去两年不同的是，2022 年西方主要发达经济体和部分新兴市场国家在疫情防控上的全面放开，对中国疫情防控模式带来巨大的挑战，从而对中国宏观经济内外部运行逻辑产生巨大的冲击。一是西方发达国家和东南亚发展中国家疫情防控的全面放开将引发全球产业链和供应链调整的再调整，从而对我国进出口带来巨大的不确定性；二是我国疫情防控模式不管是否做出全面调整，在疫情持续反复的冲击下经济社会的运行逻辑都将面临巨大的挑战，这些挑战带有强烈的不确定性。

2、1-2 月份宏观经济的向好说明去年底中央经济工作会议为应对三重压力所布局实施的政策具有很好的效果，如果没有疫情和俄乌冲突这两大超预期的外生冲击，政策布局具有很好的针对性。但 3 月份以来这两大超预期冲击极其迅猛，导致经济下行力量过大、下行节奏过快，各类稳增长政策力度不足以及时有效对冲并扭转经济下行趋势，加上疫情防控使得宏观政策传导和刺激效率下降，各项政策靠前发力但难以快速落地并产生引领性作用，使得悲观预期全

面形成，经济循环流量急剧收缩，共同导致了上半年中国宏观经济难以抵御疫情冲击、外部波动与各种结构性下行调整带来的叠加冲击。但是，在疫情得到全面控制之后，前期存量政策的力量不应低估，将继续发挥巨大支撑作用。

3、俄乌冲突的持续加剧、全球通货膨胀的高企、美欧货币政策的快速转向、全球金融市场的动荡以及全球供应链的持续调整给中国宏观经济外部环境带来了正反两方面的不确定性冲击。1) 全球消费品价格上扬带来中国贸易品竞争力的提升，但大宗商品价格持续上扬又使成本冲击的力度加强、输入性通货膨胀压力加大。2) 美国物价的上涨和赤字财政加大了对中国商品的需求，导致美国对华贸易政策缓和，但美国退出量宽带来的金融市场的震荡导致我国金融市场调整、资本外流和人民币贬值压力；3) 海外疫情全面放开促进了全球供应链和产业链修复，但新的世界局势动荡特别是对俄罗斯的制裁可能催生出更加严重的新的供应链瓶颈约束问题。

4、上半年各类先行参数的持续变异、市场主体预期的加速回落、消费者信心指数的大崩溃，充分说明中国经济的微观基础已经发生系统性的变化，企业投资、居民消费、地方政府支出保守化倾向严重。这不仅反映了市场主体对于短期政策调整不到位、宏观调节力度不足所做出的不乐观的态度，更重要的是反映了市场主体对于未来疫情变化、政策调整、战略定位等高度不确定性条件下持非常审慎的态度。

5、上半年在供给端和需求端都出现明显下滑的现象，但核心CPI的回落、城镇调查失业率的大幅上升、产出缺口的扩大都表明，需求端力量的收缩更为明显。同时在持续疫情冲击和结构性政策作用下，短期供给能力损失以及潜在增长能力下降也值得高度关注。

6、2022年宏观经济形势的急剧变化不仅要求宏观调控有力度，还要求宏观调控更具前瞻性、灵活性和行动的魄力。有利的一面在于决策当局提前做出了三重压力的判断、较早进行了稳增长政策定位调整并强调政策靠前发力，但不利的一面在于新一轮疫情冲击发生在两会之后，已经确定的宏观政策安排特别是财政预算安排进行大幅调整需要时间，这就需要充分发挥货币政策的灵活性形成时间和空间上的有效配合。当前的宏观政策能够应对预期内的三重压力，但不足以应对再与超预期的两大冲击相叠加的局面，下一步需要着力开拓

新的政策空间并及时出台更大规模的增量政策。

展望下半年，随着全国疫情形势的极大缓和、各地区复工复产复市复商的全面推进、稳定经济大盘主基调的确认、一揽子政策措施实施效果的充分显化、十四五规划重大项目的全面落地以及地方政府换届的完成，中国宏观经济有望迎来企稳回升态势，并在低基数效应下呈现较高同比增速，迎接党的二十大的胜利召开，并为 2023 年中国经济全面复苏创造一个良好的基础。

1、以上海、北京宣布启动恢复正常生产生活秩序为标志，中国经济总体性进入疫后复苏阶段，特别是以上海、北京等特大中心城市为代表的长三角地区、京津冀地区在经历了近 3 个月的一轮超大规模疫情冲击和力度超前的防控举措之后，开始逐渐恢复往日的生机和活力。6 月份经济增速反弹力度可能相对强劲，能够完成第 2 季度经济正增长、失业率下降的短期政策目标，但经济依然难以立即回到正常轨道。

2、以国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议和印发《扎实稳住经济的一揽子政策措施》为标志，宏观经济政策已经旗帜鲜明地确立了总体宽松定位。存量政策的全面前置、增量政策的全面出台、中央政府的强力督导、各级政府和部门的层层落实、短期资金和财政的保障以及疫情防控的阶段性胜利，能够保证 6 月中国经济参数出现快速反弹，并保证三季度中国经济出现加速反弹。

3、欧美通胀的全面显化客观上有利于中国外需的回升，全球供应链产业链面临的各种瓶颈约束也使得中国外需的窗口期得到一定的延续，因此在解除了国内疫情防控带来的生产和物流约束后，中国出口仍具有短期反弹的基础。

4、相比 2021 年下半年，中国宏观经济治理体系将寻找到新的平衡，先前的各种不利因素将得到极大缓和。煤电荒、汽车芯片荒等问题得到有效缓解，从而使产业复苏在供需两端得到释放；房地产政策的放松和汽车政策的刺激，有助于遏制其在上半年加速性下滑态势；中国宏观经济治理体系在反思中得到改善，各种运动式的结构性政策逐渐脱离“层层叠加”与“几碰头”的困境；国务院联防联控机制发布“九不准”，最大限度降低疫情防控带来的经济成本。

5、高频数据也显示中国经济关键指标参数已经开始自我修复。从 5 月份和

6月中上旬的高频参数可以看到，在疫情防控调整和稳经济一揽子措施的作用下，中国经济在触底后开始全面反弹，多数核心指标的拐点在5、6月份先后到来。

6、考虑到现有一揽子政策的中期性质以及财政货币政策的现有空间约束，四季度增长速度可能难以持续，特别是在一系列不确定性因素的冲击下，现有政策包可能难以满足四季度和明年一季度持续复苏的要求。中国稳经济一揽子措施需要在中期内进行扩容和工具的创新。

2022年是党的20大召开之年、地方政府完成换届的一年、十四五规划全面落实的一年、新发展格局全面布局的一年，下半年中国宏观经济必将逆转上半年经济增速回落的势头。特别是在宏观经济政策再定位、协调体系再调整以及十四五规划全面落实等因素的作用下，宏观经济下行压力将得到极大的缓解。但值得注意的是，对于下半年的疫后经济复苏，必须实事求是地看待当前形势与2020年的异同，清醒地认识到本轮经济复苏可能面临比2020年更为严峻的困难和挑战。

1、微观基础不同，企业和家庭部门比2020年更加脆弱。在客观上，各类市场主体已经在连续两年多疫情的持续冲击下消耗了大量的储备，经济的弹性韧性已经发挥到极致，“最后一根稻草效应”很可能快速爆发。在主观上，疫情反复带来的高度不确定性、国内外疫情防控政策差别以及其他重大理论纷扰，导致市场主体预期进一步低迷，难以形成大上快上的新局面。

2、市场预期不同，各类市场主体的信心比2020年下降。2022年的新一轮疫情比2020年疫情持续时间更久、防控力度更大，使人们认识到疫情可能永远无法结束，经济活动也因此可能长期无法恢复正常。在这种悲观预期下，企业生产投资和居民消费行为发生重大变异，保守化倾向更加严重。这意味着，相比2020年，在本轮经济复苏中，企业对于长期投资、重资产投资、流动性较差的投资，居民对于负债消费、耐用品消费以及住房消费，都将变得更加谨慎。在这种情况下，如果悲观预期不能得到根本扭转，政府性支出不能起到引领性作用，及时恢复市场主体信心，中国经济的复苏进程将变得更加缓慢。

3、运行模式不同，中国经济循环周转速度比2020年放缓。疫情暴发至今三年来，中国经济循环速度明显下降，人员流动和货物流动已发生系统性变

化。这不仅表现为企业产成品存货周转变慢、应收账款回收期拉长，更集中表现为全国客运量和货运量特别是客运量的绝对水平呈现出显著的趋势性下降，中国经济整体变得更“宅”了。这意味着一切以时间为基础定价的名义成本，包括贷款利息、商业租金等，其实际使用成本变得相对更高。

4、外部环境不同，外部需求下降而供给冲击上升。1) 2020 年中国率先取得疫情防控的胜利，中国复工复产恰逢海外疫情暴发和蔓延高峰，中国经济与世界经济重启的不同步使得中国供应链产业链的优势得到充分发挥。2022 年情景则与此相反。2) 2020 年全球能源价格和大宗商品价格降至历史低点，对于中国经济复苏阶段的生产成本的降低起到了显著作用。2022 年情景则与此相反。3) 2020 年欧美国家启动了史无前例的宽松货币政策和财政政策，对我国经济外需起到提振作用。2022 年情景则与此相反。4) 2020 年中美关系得到了阶段性的缓和，使中国贸易成本显著降低。2022 年情景则与此相反。

5、政策空间不同，传统财政、货币及就业政策空间收窄。不同于 2020 年，2022 年传统宏观政策的空间已经在过去两年多消耗大半，各类政策刺激效率也出现大幅递减。一是降息降准大幅度缩小了货币政策空间，且随着美联储加息节奏提速，为减缓资本外流和人民币贬值压力，货币政策趋于保守。二是持续高赤字和地方政府高债务率大幅缩减了财政政策空间，在市场需求不足和企业营收下降的背景下，实质性减税降费空间缩小。三是随着房地产市场下行，政府性基金收入大幅下降，地方政府支出扩张空间受限。四是狭义就业稳定政策在过去三年中已经尽出，就业质量下降和灵活就业泡沫问题已经比较突出。

坚持底线思维，今明两年还需充分考虑小概率事件可能带来的系统性影响，防范和化解几大“灰犀牛”冲击在叠加中导致经济系统性下滑的风险。

1、疫情存在再次暴发的可能，从而导致防控政策成本急剧上升、经济复苏进程再次中断。奥密克戎病毒依然在变异而且变异病毒的传染性不断提高，这对于我国的疫情防控政策带来巨大挑战，同时由于欧美发达国家和东南亚发展中国家采取了全面放开政策，未来疫情输入性压力也将进一步提升。不断提高的传染性和高频率突发性将使中国疫情防控面临几何级数增加的成本冲击。

2、俄乌冲突不仅长期化而且出现全面激化的局面，从而导致我国地缘政治

环境全面恶化，国际军事政治对经济产生强烈的外溢效应。俄乌冲突自2月底爆发以来，引发全球能源供给危机和粮食安全危机，成为影响2022年全球政治经济走势的最大不确定性因素之一。综合各方面情况来看，俄乌冲突各方仍然没有和谈的迹象，反而存在局部战场不断扩大的风险。

3、房地产政策的放松可能难以对冲本轮房地产市场的结构性大调整。1) 与以往不同的是，本轮房地产市场调整是各类基础性结构参数发生拐点变化带来的产物而非单纯政策变化的产物。2) 房地产开发企业在基础环境变异的冲击下经营模式发生巨大的调整，过去十多年风行的“高债务-高杠杆-高流转”模式不可持续，特别是大部分头部房地产企业在去金融化中面临阶段性危机调整，短期难以回归到常态化经营之中。3) “房住不炒”战略定位及其相关土地制度、监管体系改革的出台决定了房地产市场处于性质转型的过渡期。4) 房地产“价格-预期”反馈强化机制在调整期依然存在。

4、出口高同比增速不仅难以持续同时也存在断崖式下滑的概率。如果前瞻性进行底线思维，以下几大极端现象如果出现可能导致出口快速恶化：1) 本国供应链和产业链在疫情和防控政策的冲击下出现断裂，而与此同时发达国家以及印度、东南亚和拉美等国供应链和产业链全面恢复，产生强烈的替代效应，导致全球产业链发生系统性漂移；2) 中美冲突不仅没有因为俄乌冲突而出现缓冲期，反而在欧美阵营进一步团结过程中全面恶化，美国进一步借助中国援助俄罗斯对中国进一步遏制；3) 拜登政府这两年来布局的供应链联盟发生效应；4) 中国贸易谈判存在很多不确定性；5) 世界也很可能在未来1年左右陷入再次萧条，各国贸易需求大幅度下降。

5、中期视角下，产业链供应链面临“内缩外移”的风险。从“内缩”风险来看，本轮疫情集中暴发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，对国内产业链供应链体系的破坏效应日益凸显，各地疫情封锁策略很有可能会阻断国内与国外产业链供应链体系中各种要素资源的正常流动关系，从根本上削弱和阻碍中国参与全球产业链供应链的战略空间。从“外移”风险来看，在美国为首的西方国家推动和全球新冠疫情冲击等多重因素叠加效应之下，全球重点制造业产业链供应链向印度和东南亚地区的转移和集聚现象凸显，很有可能对中国产业链供应链造成了难以忽略的竞争效应和替代效

应。

6、非金融企业信用风险演变下重点板块出现变异的风险。在经历了多轮信用扩张后，我国债务风险已累积至高位，疫情防控暂停了生产经营活动但没有暂停信贷利息的计算，债务“灰犀牛”风险仍存，地产、城投、高碳行业等板块的信用风险值得高度关注。1) 房企信用风险延续去年下半年以来释放态势，需关注债券展期、交叉违约等风险以及风险外溢的可能性；2) 地方债务严监管下尾部城投风险持续释放，需关注信用分化加剧以及风险向债市传导可能；3) 高碳行业债务风险普遍较高，需关注重点行业信用分化加剧及尾部风险上扬；4) 金融机构风险敞口有所扩大，关注产业类风险向金融领域进一步传导以及风险在金融领域内部扩散的可能。

7、中国资本市场依然存在全面下挫引发系统性风险的可能。二季度中国资本市场持续拉响“3000点保卫战”，直至近期企稳回升，但下述因素依然可能产生扳机效应，导致中国股市直线加速下滑，引发系列系统性风险。1) 美欧货币政策转向超预期加速，带来全球资本超预期的变异，美元持续升值进一步引发资本外逃压力加剧；2) 美国可能对中国资本市场采取进一步打压的举措，包括进一步扩大中概股退市名单、对我国互联网头部企业的围堵、对科技企业黑名单的扩容等措施，不仅直接导致这些行业股价出现系统性变化，同时会使中美冲突在短期上升到新的高度；3) 美国在后疫情时期全面启动新的遏制战略，全面缩短疫情带来的中美冲突的缓和期；4) 各类资本对于中国疫情政策、资本监管政策、地缘政治的态度采取用脚投票；5) 本国上市公司业绩快速恶化，并与欧美公司业绩进一步拉大带来的价格效应。

8、世界经济存在再次陷入衰退的可能。超预期的全球通胀和能源供给冲击、欧美货币政策的大逆转、俄乌冲突的进一步加剧与大国博弈新阶段以及疫情的不确定性，进一步加重了疫情前世界经济“长期停滞”的趋势，也提高了全球经济衰退和爆发金融危机的风险。世界经济再次陷入衰退将进一步恶化和复杂化我国经济的外部环境。

因此，对于今明两年中国宏观经济的调控不仅需要从当前状态出发来出台应对之策，更重要的是要在坚持底线思维的基础上，充分考虑各种极端现象可能演化的路径，找到阻断经济急剧恶化的关键点，确定与之相匹配的宏观政

策，做好应对极端情形的政策储备。

根据上述各种定性判断，利用中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM 模型，设定 2022 年主要宏观经济政策假设：（1）名义一般公共预算赤字率为 2.8%；（2）人民币兑美元平均汇率为 6.6。预测 2022 年中国宏观经济核心指标增长情况，结果如表 1 所示。

表 1 2022 年中国宏观经济核心指标增长预测

预测指标	2019	2020	2021	2022.1-3	2021.1-4	2022.1-6*	2022*
1. 国内生产总值	6.0	2.2	8.1	4.8	/	2.7	4.7
其中：第一产业增加值	3.1	3.1	7.1	6.0	/	5.1	4.9
第二产业增加值	4.9	2.5	8.2	5.8	/	3.8	5.0
第三产业增加值	7.2	1.9	8.2	4.0	/	1.6	4.4
2. 固定资产投资完成额	5.4	2.9	4.9	9.3	6.8	6.0	6.0
社会消费品零售总额	8.0	-3.9	12.5	3.3	-0.2	-1.8	3.0
3. 出口总额（美元计价）	0.5	3.6	29.9	15.8	12.5	13.5	5.0
进口总额（美元计价）	-2.7	-0.6	30.0	9.8	7.1	6.3	6.0
贸易盈余（亿美元）	4211	5240	6769	1618	2129	3673	6833
4. 消费者物价指数	2.9	2.5	0.9	1.1	1.4	1.6	2.0
工业生产者价格指数	-0.3	-1.8	8.1	8.7	8.5	7.7	6.0
GDP 平减指数	1.2	0.5	4.4	4.0	/	3.9	4.0
5. 广义货币（M2）	8.7	10.1	9.0	9.7	10.5	11.2	10.9
社会融资总额存量	10.7	13.3	10.3	10.5	10.2	10.6	10.7
6. 政府收入	6.2	0.5	8.8	0.2	-10.2	-12.3	-6.0
公共财政收入	3.8	-3.9	10.7	8.6	-4.8	-8.0	-4.0
政府性基金收入	12.0	10.6	4.8	-25.6	-27.6	-25.0	-10.0

注：*表示预测值。

1、上半年，三重压力叠加两大超预期冲击对短期中国经济运行产生了较大下行压力。在基准情景下，预计上半年中国实际 GDP 增速为 2.7%，主要受 3-5 月份疫情严重冲击下消费、服务业、制造业等出现明显收缩的拖累。下半年，随着疫情因素的极大缓和，在宏观政策全面发力和市场主体修复调整的共同作用下，受抑制的消费和投资需求将得到充分释放，产业链供应链得到有效恢

复，预期经济增长将实现强劲反弹，下半年实际 GDP 增速有望达到 6.4%。

2、分季度来看，基准情景下，2022 年第 1-4 季度中国实际 GDP 增速分别为 4.8%、0.8%、6.5%、6.3%，全年呈现非对称性的“W 型复苏”特征，至年末阶段性实现经济社会发展的主要目标。其中，由于中国经济运行在 2 季度严重偏离正常轨道，第 3 季度成为中国宏观经济基本面修复的关键，第 4 季度成为微观基础全面修复的关键，特别是企业绩效和居民收入得到明显改善、失业率出现明显回落，为 2023 年经济社会健康发展奠定扎实的基础。

3、全年来看，综合考虑中国经济自身调整和一揽子政策措施的拉动效应，基准情景下，预计 2022 年实际 GDP 增速为 4.7%，较 2021 年两年平均增速回落 0.4 个百分点，仍高于全球经济增速近 2 个百分点，但考虑到人民币贬值因素，以美元计价的中国经济占全球的比重基本稳定。2022 年下半年至 2023 年，中国必须确保国内经济大盘稳定、微观基础扎实牢固，以全面恢复和提升中国经济的国际竞争力。

第二部分 超预期冲击下的 2022 年上半年中国宏观经济

——本轮经济下滑的性质、深度与拐点判断

2022 年上半年，中国宏观经济在 1-2 月份开局回暖，但 3 月份起在新一轮疫情高企和俄乌危机两大超预期事件的冲击下形势急转直下。3 月初至 5 月底，以上海、北京等中心城市为代表的长三角地区、京津冀地区先后经历了一轮超大规模疫情冲击和力度超前的防控举措升级，给短期经济发展和生产生活秩序带来了巨大影响，叠加乌克兰危机、大宗商品价格上涨和美欧货币政策转向等外部不利因素，中国经济自去年第三季度开始抬头的“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力进一步强化。这不仅导致各类宏观经济指标纷纷突破目标底线，而且形成了新的趋势性变化。

（一）中国经济下行压力全面加大：“三重压力”叠加“两大超预期冲击”导致中国经济复苏进程中断，短期宏观经济运行严重偏离长期增长趋势线。

1、总体来看，新一轮疫情因素冲击迅猛，使得中国经济下行力量过大、下行节奏过快，总需求和总供给均出现了明显的收缩态势。

自去年冬季开始，国内新冠肺炎疫情暴发的频率提高、持续周期变长，并逐渐从“多点散发”演化为“多点密发”。今年 3 月份以来的新一轮疫情冲击，确诊病例人数、管控持续时间、波及区域范围以及产业深度均已超越了 2020 年 1-3 月的疫情时期。不仅如此，本轮疫情集中暴发在中国经济的核心区、产业链供应链的关键区、以及外资外贸的窗口区，且集中暴发于能源等大宗商品价格高企、美联储货币政策转向收缩等特殊时点，这些因素决定了本轮疫情对中国经济的冲击更为迅猛，影响也更加深远。

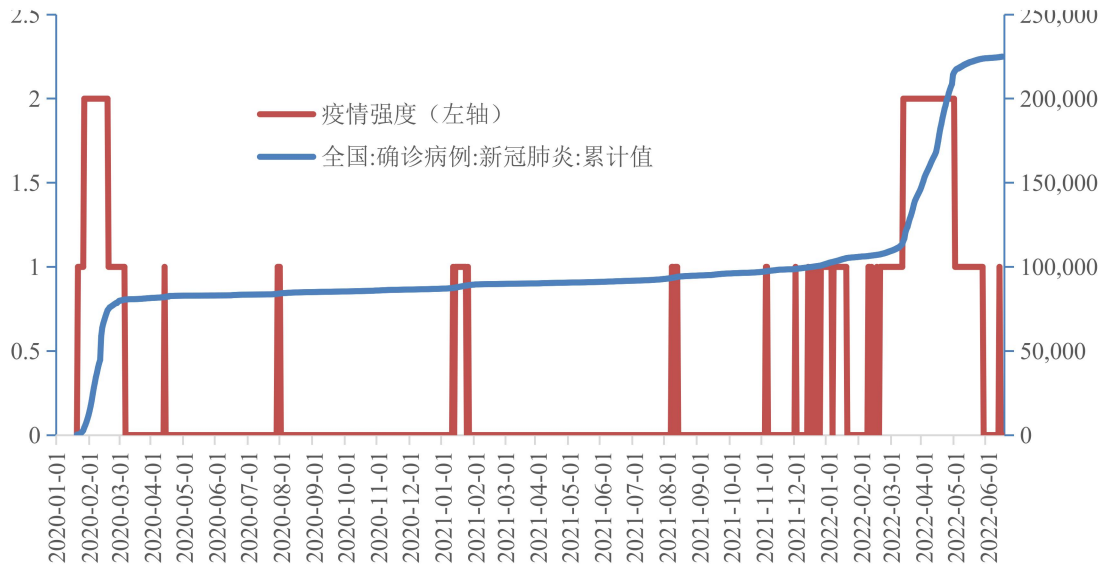


图1 新一轮疫情冲击示意图

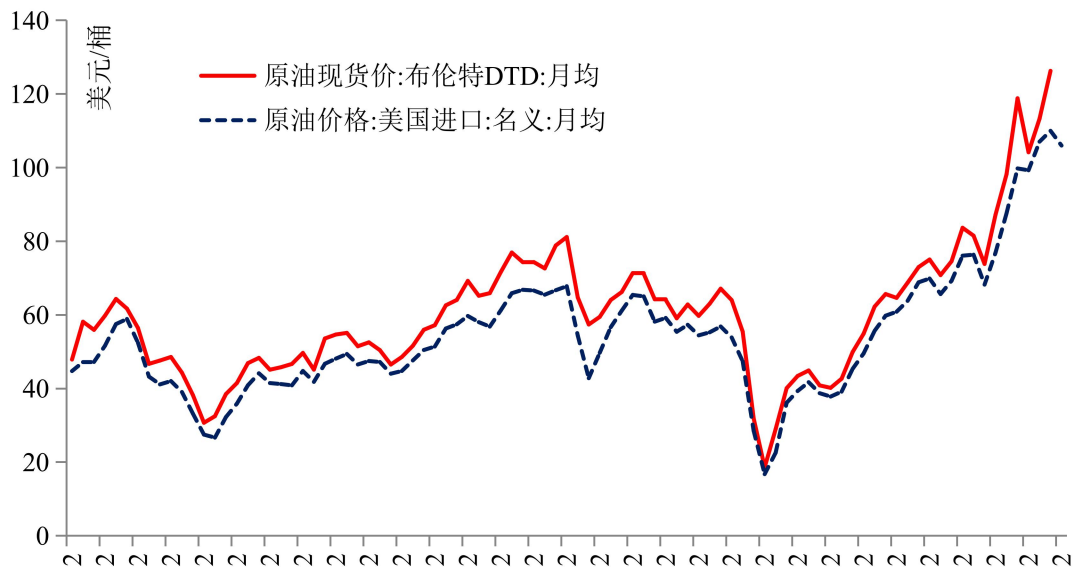


图2 俄乌冲突爆发后国际原油价格新一轮大幅上涨

受国内外不利因素叠加影响，特别是本轮疫情冲击，2022年上半年，中国宏观经济复苏势头明显放缓，出现较大下行压力。第一季度实际GDP同比增长4.8%，环比（季调）增长1.3%，低于年初预期；而相比第一季度，第二季度受疫情冲击力度更大，结合4-6月份的高频数据，预计第二季度实际GDP增速将进一步显著回落。在基准情景下，预计二季度实际GDP同比增长0.8%，上半年实际GDP增速为2.7%；在乐观情景下，预计二季度实际GDP同比增长1.3%，上半年实际GDP增速为3.0%。疫情防控与复工复产的速度决定了6月

补偿式、赶超性反弹的速度，即产生了上述两种不同情景的差异。

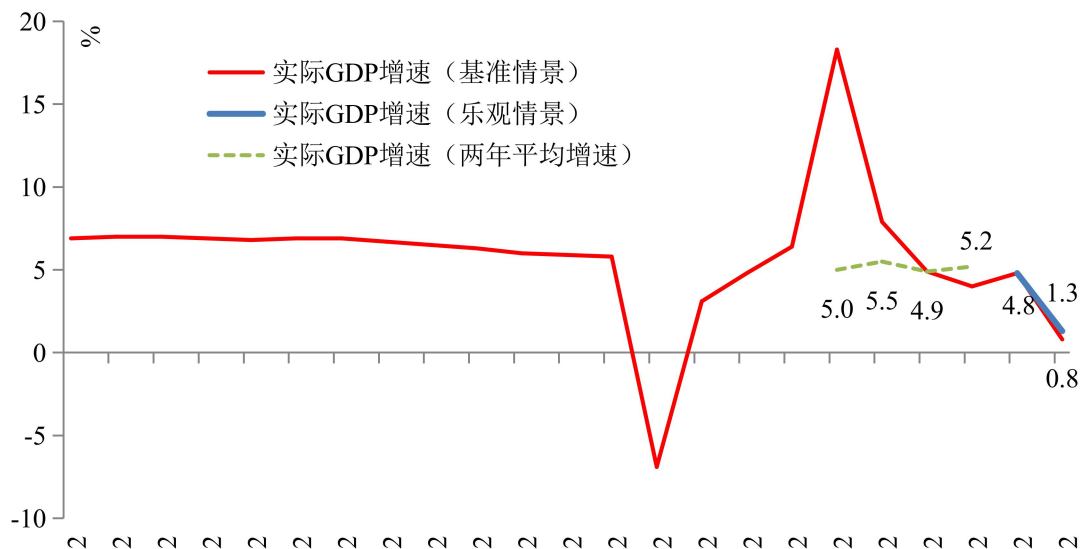


图3 中国实际 GDP 增速

回顾 2020 年初疫情暴发至今已近三年，在党中央的坚强领导下，中国统筹疫情防控和经济社会发展，持续走在全球主要经济体前列，但是始终无法完全摆脱疫情因素的影响。以季调环比增速构建的定基指数显示，中国经济有逐渐偏离增长轨道的态势，实际产出水平相比长期增长趋势线的缺口不断扩大，累计 GDP 损失已达到 4.5 个百分点左右，需要不断加大宏观政策逆周期调节力度进行有效对冲。按照疫情前的增长趋势，2020-2022 年潜在经济增速为 5.5-6.0%，2020 年由于疫情突然暴发，实际 GDP 增速仅为 2.2%，造成较大负向产出缺口；2021 年中国经济整体实现强劲的复苏，同比增速为 8.1%，高于常态化水平，但两年平均增速仅为 5.1%，仍低于疫情前增长趋势，负向产出缺口仍存；2022 年上半年，经济下行压力明显加大，负向产出缺口再次扩大。考虑到疫情暴发至今已经持续了两年半，中国经济不仅存在短期供需失衡导致的产出缺口，同时也出现了长期潜在增速中枢下降的问题，共同导致了上述经济损失。

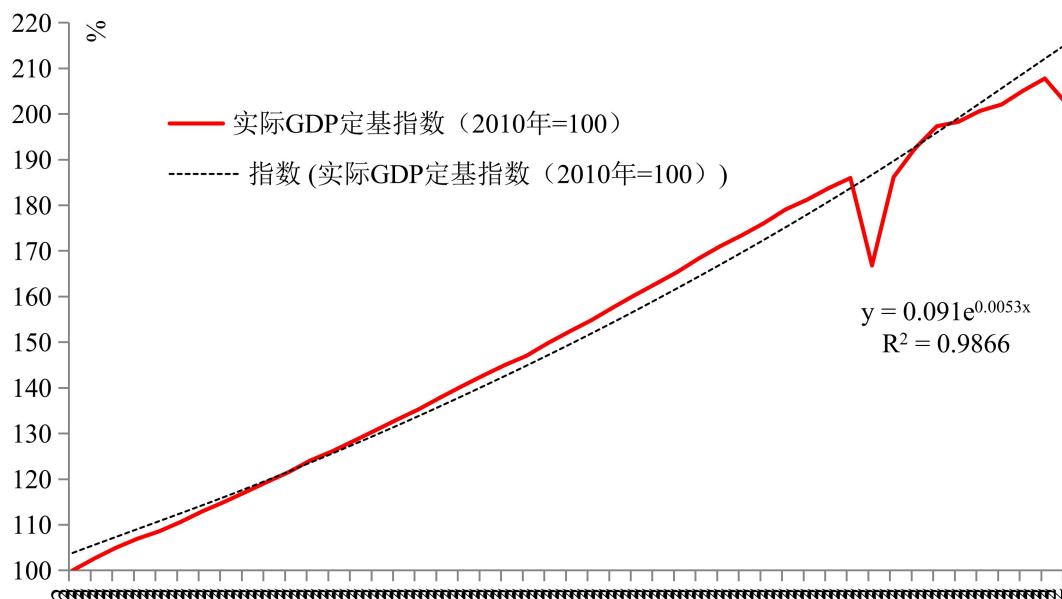


图 4 中国实际产出水平向长期增长趋势线的回归态势

2、从需求面来看：消费受冲击最为严重，连续 3 个月出现绝对萎缩；投资相对平稳——基建投资大幅提速对冲了房地产投资下滑，制造业投资较为强劲对冲了服务业投资低迷；从外需来看，出口增速波动加剧，4 月份急剧下滑但 5 月份强劲反弹，进口持续低迷，净出口规模依然可观。

1) 1-5 月份，社会消费品零售总额名义同比下降 1.5%，剔除价格因素后，实际同比下降 4.0%。分月来看，社会消费品零售总额 1-2 月份实际同比增长 4.9%，但自 3 月份起出现大幅负增长，当月同比下降 6.0%，4 月份跌幅进一步扩大至 14.0%，5 月份跌幅缩小至 9.7%。

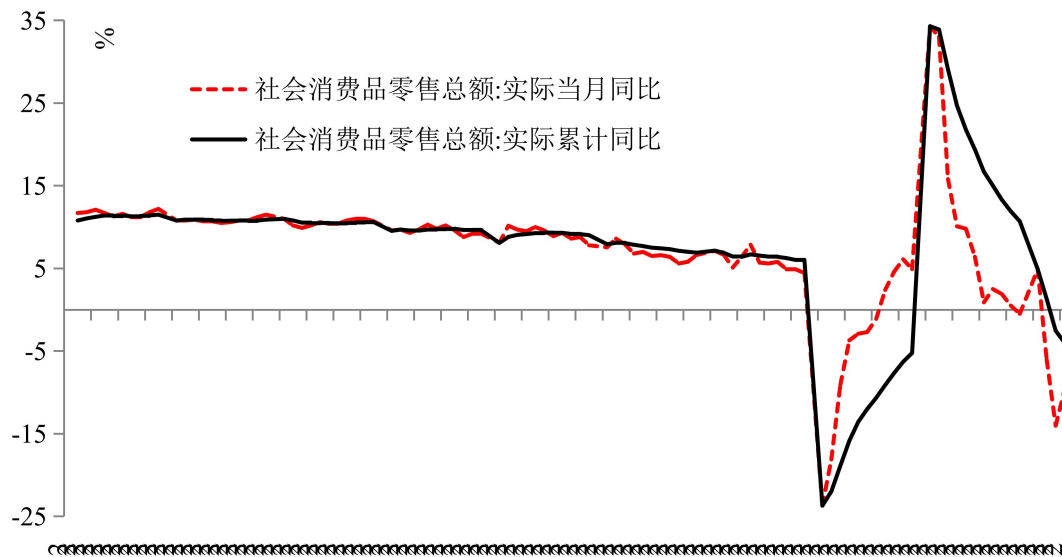


图 5 社会消费品零售总额出现负增长

2) 固定资产投资平稳回落，基建投资支撑力度加大，房地产投资拖累明显。1-5 月份，固定资产投资名义同比增长 6.2%，比第一季度增速回落 3.1 个百分点。其中，基础设施建设投资同比增长 8.2%，高于总体投资增速 2.0 个百分点，较 2021 年全年增速提高 8.0 个百分点，对投资的支撑力度明显加大。相比之下，1-5 月份，房地产开发投资同比下降 4.0%，比 1-4 月份跌幅扩大，比 1-3 月份增速回落 4.7 个百分点，下滑趋势更加明显，亟需其他领域投资加大力度填补缺口。同时，1-5 月份，民间投资同比增长 4.1%，低于总体投资增速 2.1 个百分点，比 1-3 月份增速回落 4.3 个百分点；其中，1-4 月份民间第二产业投资高速增长 20.9%，但民间第一产业投资仅增长 0.9%，民间第三产业投资负增长 2.4%。

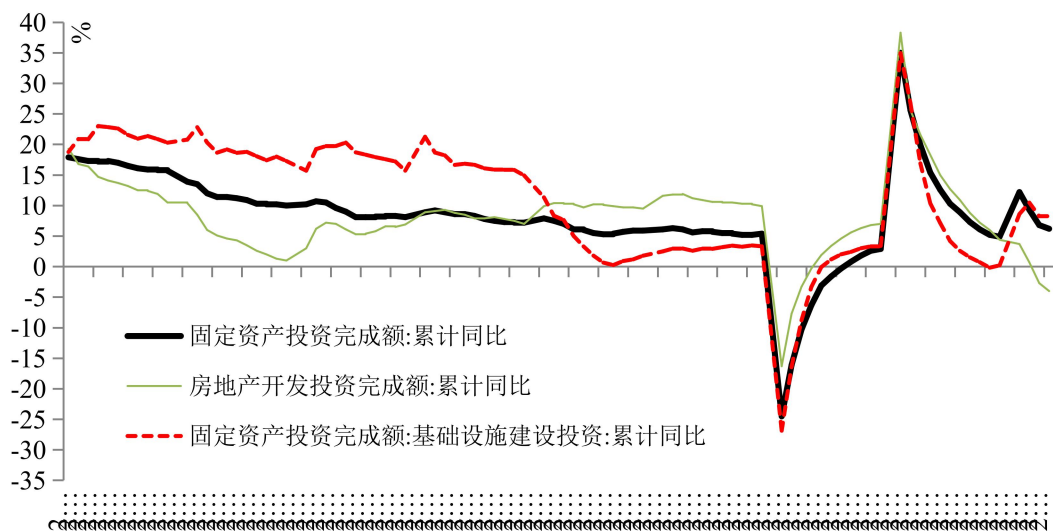


图6 中国固定资产投资增速变化趋势

3) 作为支撑过去两年中国经济复苏的动力之一，2022年出口增速波动加剧。按人民币计价，1-5月份的出口当月同比增速分别为21.0%、4.2%、12.9%、1.9%、15.3%；1-5月份，出口累计同比增长11.4%，比一季度增速回落2.0个百分点，呈现出波动下行态势。

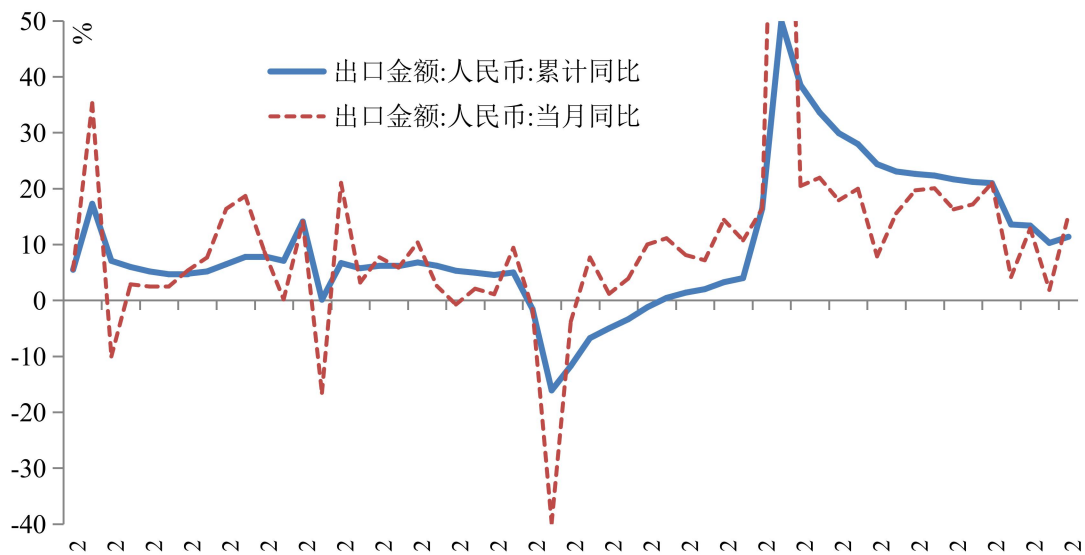


图7 出口增速出现明显回落

以人民币计价，3、4月份进口同比下降1.7%、2.0%，连续2个月负增长，5月份小幅反弹，同比增长2.8%，而1-2月份为正增长13.1%，这也反映了3月以来国内需求较为疲弱。1-5月份，进口累计同比增长4.7%，比一季度增速回

落 2.9 个百分点，比 1-2 月份增速回落 8.6 个百分点。

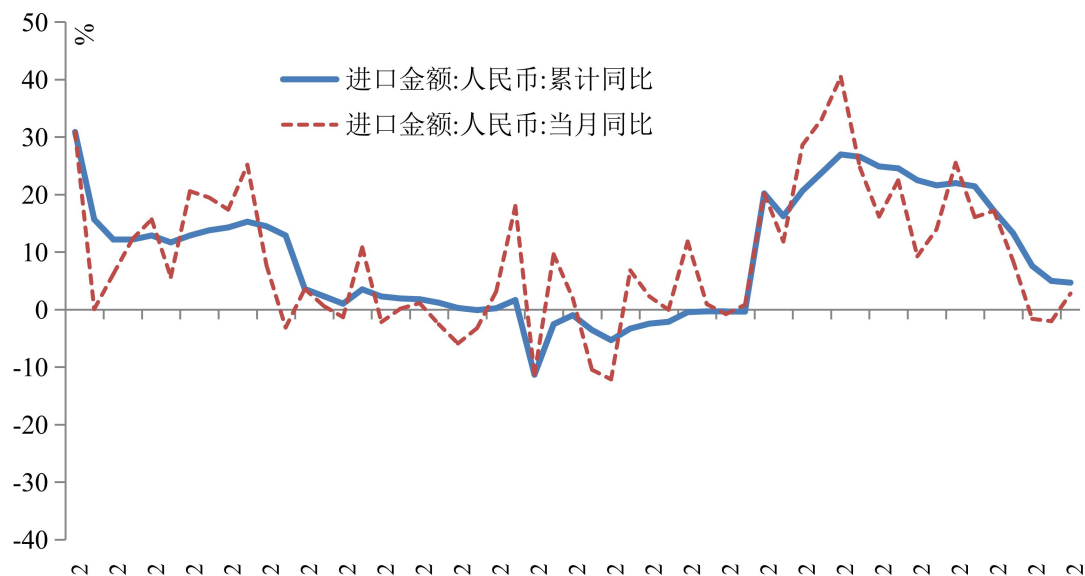


图 8 进口出现负增长

3、从供给面来看：服务业受冲击最为严重，生产指数连续 3 个月绝对萎缩；工业相对平稳，增加值 4 月份出现绝对萎缩，5 月份恢复正增长。

1) 1-5 月份，服务业生产指数累计同比下降 0.7%，比一季度增速回落 3.2 个百分点，较 2021 年全年增速回落 13.8 个百分点。分月来看，服务业生产指数 1-2 月份同比增长 4.2%，但自 3 月份起出现负增长，当月同比下跌 0.9%，4 月份跌幅显著扩大至 6.1%，5 月份跌幅缩小至 5.1%。疫情冲击下，服务业普遍低迷，零售、道路运输、航空运输、住宿、餐饮、房地产、居民服务、文化体育娱乐等行业指数均处于收缩状态。

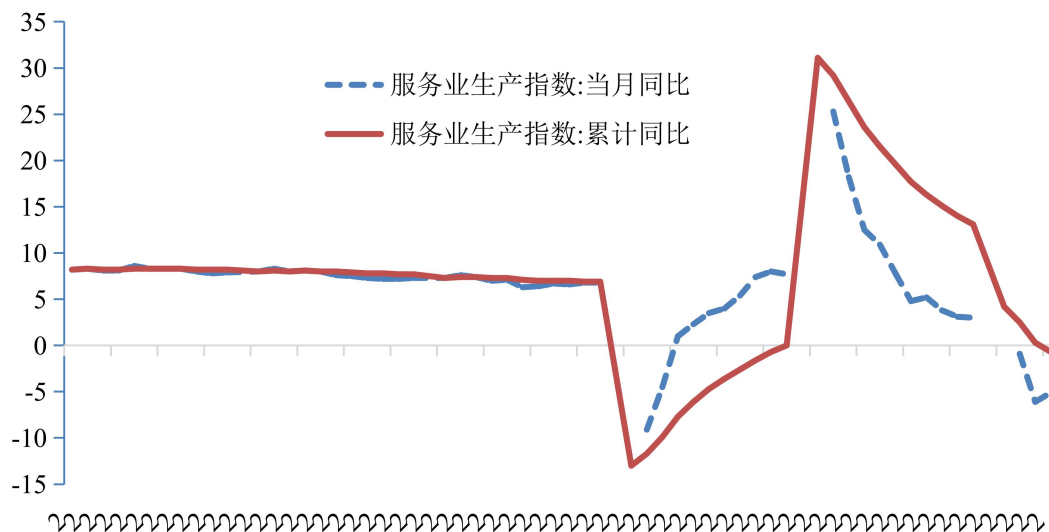


图9 服务业生产指数出现负增长

2) 1-5 月份，规模以上工业增加值累计同比增长 3.3%，比一季度增速回落 3.2 个百分点；其中，制造业增加值累计同比增长 2.6%，比一季度增速回落 3.6 个百分点。分月来看，4 月份工业增加值同比下降 2.9%，5 月份止跌回升、同比增长 0.7%，但相比 1-3 月份增速 6.5%，回落幅度分别达到 9.4、5.8 个百分点；其中，制造业增加值 4 月份同比下降 4.6%，5 月份止跌回升、同比增长 0.1%，而 1-3 月份为增长 6.2%，回落幅度分别达到 10.8、6.1 个百分点。

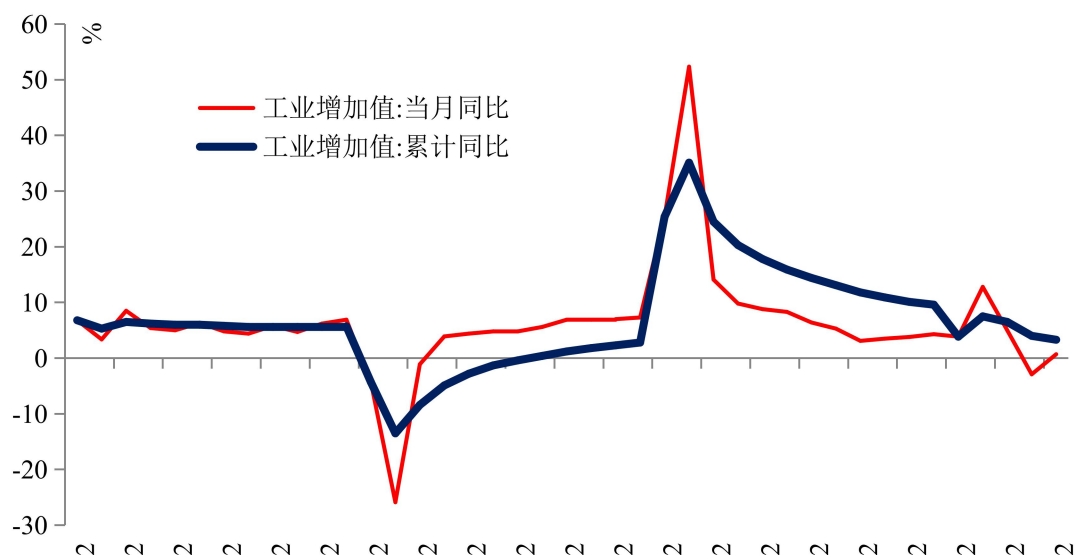


图10 工业增加值出现负增长

4、从物价运行情况看：核心 CPI、服务价格低位运行且不断走弱，反映了需求不足问题相对更加严重、服务业受冲击更为剧烈；PPI 涨幅持续回落但依然高位运行，进口-出口价差扩大，反映了国际能源价格上涨和供应链受阻放大了本轮冲击的经济社会效应、贸易条件恶化。

在食品和能源价格的推升下，4-5 月份 CPI 同比涨幅回升至 2.1%，较 3 月份提高 0.6 个百分点；但是，剔除食品和能源价格上涨因素，核心 CPI 同比涨幅则下降至 0.9%，较 3 月份回落 0.2 个百分点，创 2021 年 6 月以来的新低。这说明在供需同步收缩中，总需求不足问题相对更加严重。同时，服务价格同比涨幅持续下降至 0.7%，较 1 月份涨幅回落 1.0 个百分点，表明服务业在疫情冲击下陷入低迷状态。

另一方面，自年初以来，受俄乌冲突影响，能源、原材料等大宗商品价格进一步飙升，同时受疫情防控影响，物流运输明显受阻，企业生产和运输成本抬高，冲击的经济社会效应进一步放大。5 月份，PPI 同比上涨 6.4%，在高基数效应下继续回落，环比上涨 0.1%，价格水平保持高位运行。

进口-出口价差扩大，反映了国际能源价格上涨和出口受阻放大了本轮冲击的经济社会效应，出现贸易条件恶化。3 月份以来，中国进口价格涨幅明显高于出口价格涨幅，4 月份进口价格总指数升至 117.1%，而出口价格总指数则持续回落至 108.9%，缺口迅速扩大至 8.2 个百分点，表明中国贸易条件恶化。

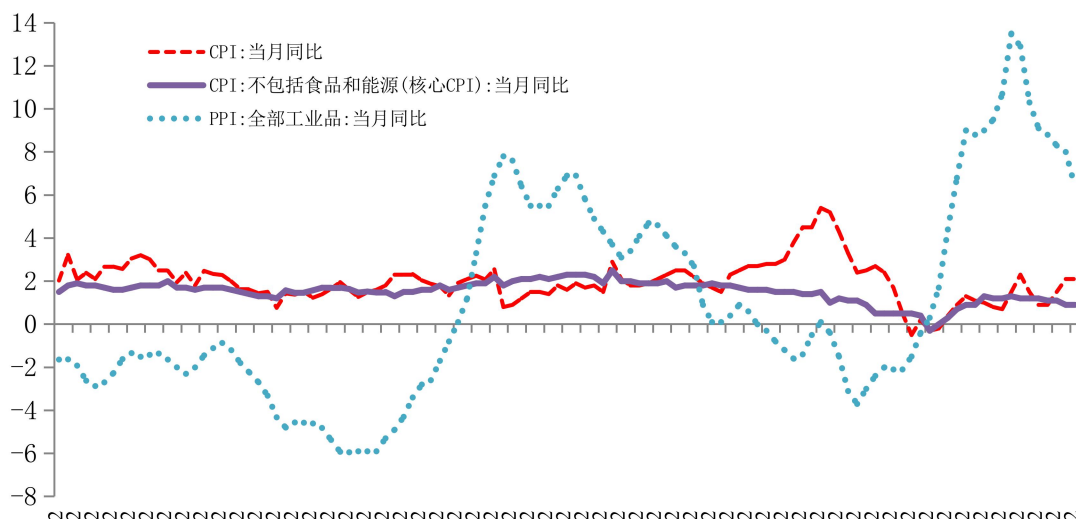


图 11 价格运行情况

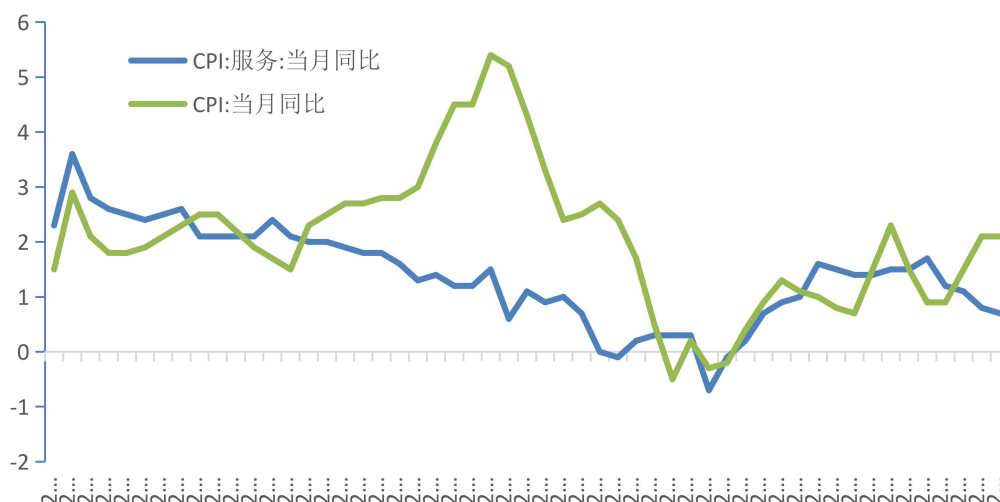


图 12 不同价格运行情况

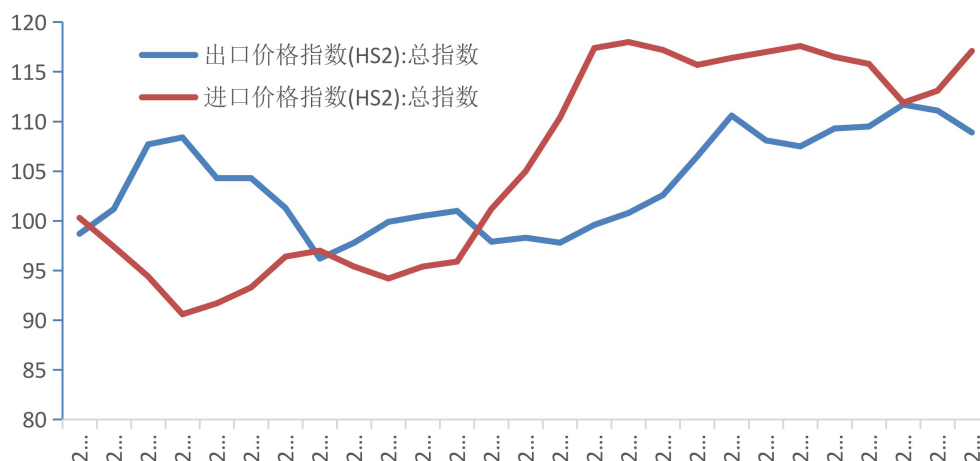


图 13 进出口价格运行情况

5、从微观基础来看：在经济深度下滑的冲击下，上半年企业绩效恶化、居民失业率飙升、财政及基金收入下滑，市场信心出现大崩溃

中国宏观经济下行节奏之快、探底幅度之深，不仅意味着二季度总体经济增速将比一季度显著回落，而且意味着微观基础可能发生变异，形成经济内部恶性螺旋，导致下阶段经济复苏乏力。

1) 企业绩效显著恶化

市场需求下滑和生产成本上升叠加导致企业绩效显著恶化。4月份企业利润总额出现负增长，亏损面扩大。1-4月份，全国规模以上工业企业利润总额同

比增长 3.5%，较一季度增速回落 5.0 个百分点；其中，4 月份利润总额同比下降 8.5%，较一季度增速回落 17.0 个百分点。企业亏损面以及亏损额显著扩大。1-4 月份，工业企业亏损家数同比增长 15.5%，占比为 27.8%，亏损企业亏损额同比增长 39.7%，占利润总额的 20.5%。1-4 月份，在 41 个工业大类行业中，20 个行业利润总额同比下降，比一季度增加 5 个，仅 19 个行业利润总额同比增长，比一季度减少 5 个。需要指出的是，相比规模以上工业企业，服务业和中小微企业的绩效恶化情况更为严重。

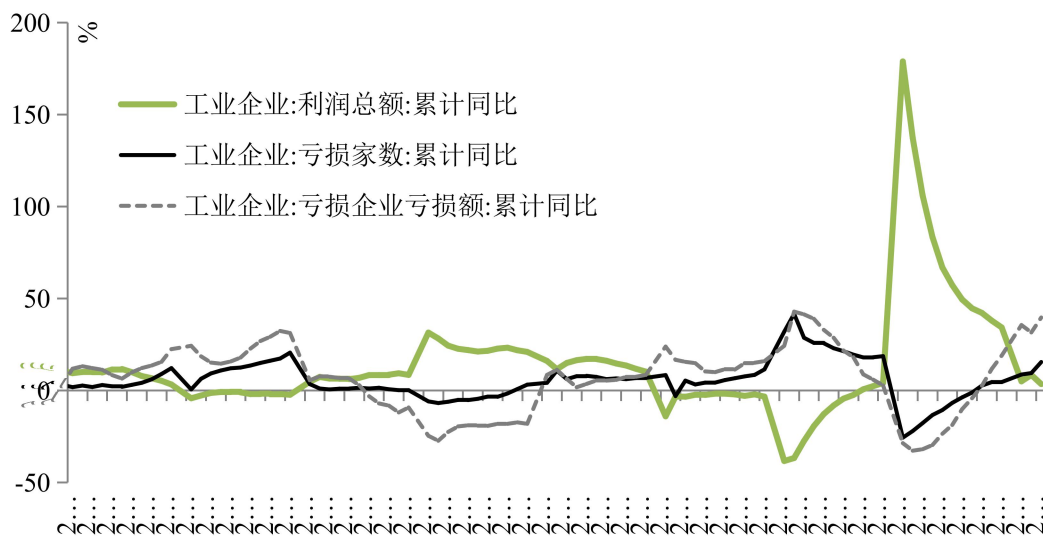


图 14 工业企业盈利与亏损情况

不仅如此，在盈利总体回落后分化特征明显，部分行业企业利润下滑严重。1) 1-4 月份，国有控股企业和股份制企业利润分别增长 13.9%和 10.7%，但私营企业和外资企业利润分别下降 0.6%和 16.2%；2) 采矿业增长 1.46 倍，但制造业下降 8.3%，电力、热力、燃气及水生产和供应业下降 29.3%。特别是 4 月份，采矿业利润同比增长 1.42 倍，但制造业利润下降 22.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业利润下降 26.8%。3) 1-4 月份，实现利润增长的主要行业有：煤炭开采和洗选业利润总额同比增长 1.99 倍，石油和天然气开采业增长 1.38 倍，有色金属冶炼和压延加工业增长 40.3%，化学原料和化学制品制造业增长 14.8%，电气机械和器材制造业增长 7.7%，非金属矿物制品业增长 2.9%，纺织业增长 1.0%。利润下降的主要行业有：专用设备制造业下降 0.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业下降 2.9%，农副食品加工业下降

10.2%，通用设备制造业下降 24.0%，石油、煤炭及其他燃料加工业下降 29.4%，电力、热力生产和供应业下降 33.0%，汽车制造业下降 33.4%，黑色金属冶炼和压延加工业下降 55.7%。

2) 居民失业率大幅飙升

在经济深度下滑的冲击下，居民就业参数无论是在总量还是结构上都持续突破目标底线。1-5 月份，全国城镇新增就业 529 万人，同比减少 7.8%。4 月份，全国城镇调查失业率“破 6”，达到 6.1%，连续 6 个月上升，尽管 5 月份出现小幅回落至 5.9%，但仍高于 5.5% 的政策目标。5 月份，31 个大城市城镇调查失业率继续上升至 6.9%，16-24 岁人口调查失业率继续上升至 18.4%，均创下有数据以来的最高纪录。随着高校毕业生进入劳动力市场，青年群体失业率高峰将在 7、8 月份到来，这意味着未来一个季度就业压力更大，失业率可能还会进一步飙升。

需要指出的是，以上数字仍然可能低估了就业的总体影响，因为许多人已经被迫离开劳动力大军。国际劳工组织估计，2022 年全球劳动参与率将比 2019 年低 1.46 个百分点，同时失业率比 2019 年上升 0.51 个百分点，中国由于跨区域、跨城乡流动就业特点，受冲击幅度将更大。5 月份，外来户籍人口调查失业率为 6.6%，其中外来农业户籍人口调查失业率为 6.2%，分别高出本地户籍人口调查失业率 1.1 和 0.7 个百分点。同时由于中低收入群体和民营工薪阶层更容易受到宏观经济和就业形势影响，居民收入分配状况出现一定程度的恶化，一季度城镇居民人均可支配收入的中位数仅为平均数的 84.7%，相比 2019 年同期下降 1.6 个百分点。

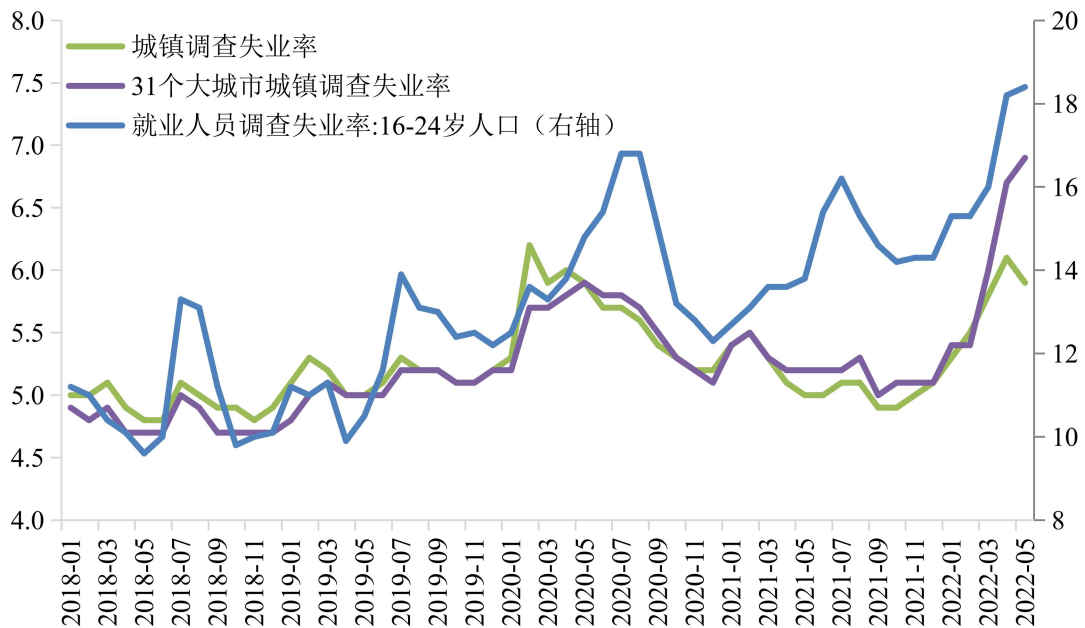


图 15 城镇调查失业率变化情况

3) 政府收入全面下滑

在宏观经济下行和市场主体绩效恶化的情况下，公共财政收入和政府性基金收入自然回落。根据年初预算的目标，2022 年公共财政收入同比增长 3.8%，政府性基金收入同比增长 0.6%。1-5 月份，公共财政收入累计同比下降 10.1%，比一季度增速下降 18.7 个百分点，显著低于预期，部分原因是 4-5 月份加大了留抵退税等政策力度。1-5 月份，政府性基金收入累计同比下降 26.1%，比 2021 年增速回落 31.0 个百分点，也大幅低于预期，主要是由于房地产市场低迷情况下土地出让收入大幅减少。综合考虑公共财政和政府性基金两方面，1-5 月份，政府收入累计同比减少 13.9%，比 2021 年增速回落 22.6 个百分点。

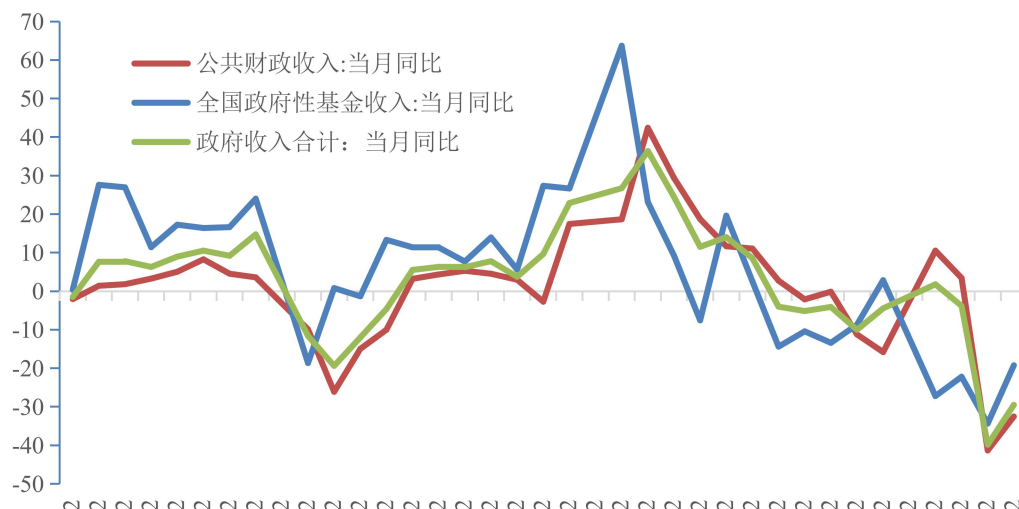


图 16 财政收入和政府性基金收入变化情况

4) 消费者信心大崩溃

在此背景下，消费者信心指数、消费者满意指数和消费者预期指数均出现大幅度的回落，4 月份分别降至 86.7%、86.5%、86.8%，较去年同期回落 34.8、28.4、39.1 个百分点，较今年 2 月份回落 33.8、28.8、37.1 个百分点，回落幅度是 2020 年疫情严重冲击期间回落幅度的 4.8-5.1 倍。

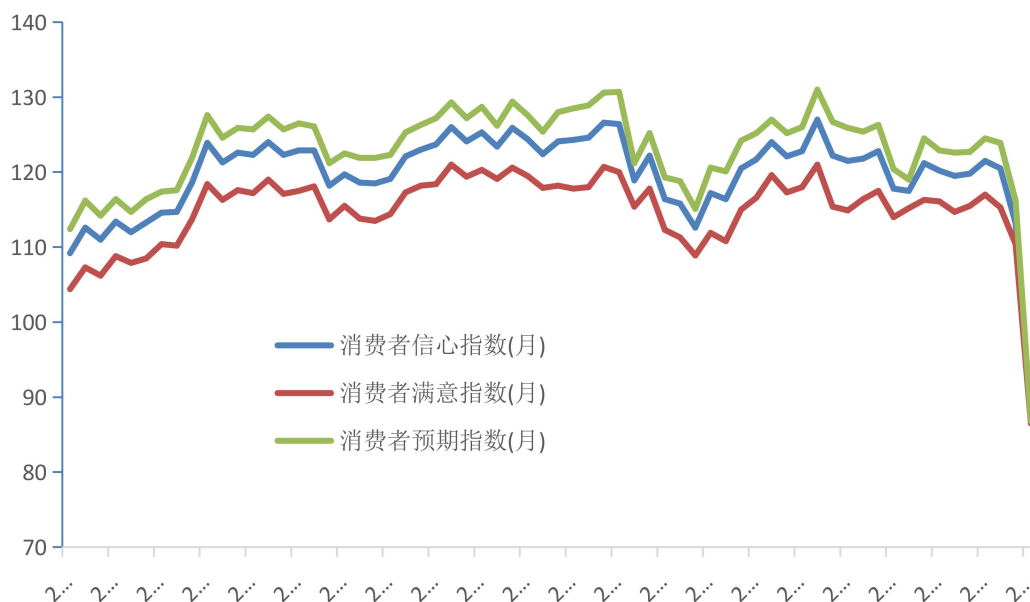


图 17 消费者信心、满意和预期指数显著回落

进一步从分项指标来看，消费者就业信心、收入信心和消费意愿显著回

落。4 月份，消费者就业信心指数降至 79.4%，较去年同期和今年 2 月份回落 48.2、45.6 个百分点，而 2020 年疫情严重冲击期间仅回落 0.5 个百分点，可见“就业稳定”信仰被彻底打破；消费者收入信心指数降至 93.5%，较去年同期和今年 2 月份回落 24.7、24.5 个百分点，回落幅度是 2020 年疫情严重冲击期间的 2.4 倍；消费者的消费意愿指数降至 87.1%，较去年同期和今年 2 月份回落 20.7、22.9 个百分点，回落幅度是 2020 年疫情严重冲击期间的 1.5 倍。

消费者系列参数如此显著地回落，说明 2022 年的宏观经济政策绝不能简单照搬 2020 年的经验，针对居民收入和消费方面的举措如果没有实质性地调整，将难以在短期内快速扭转终端消费需求不足的局面。

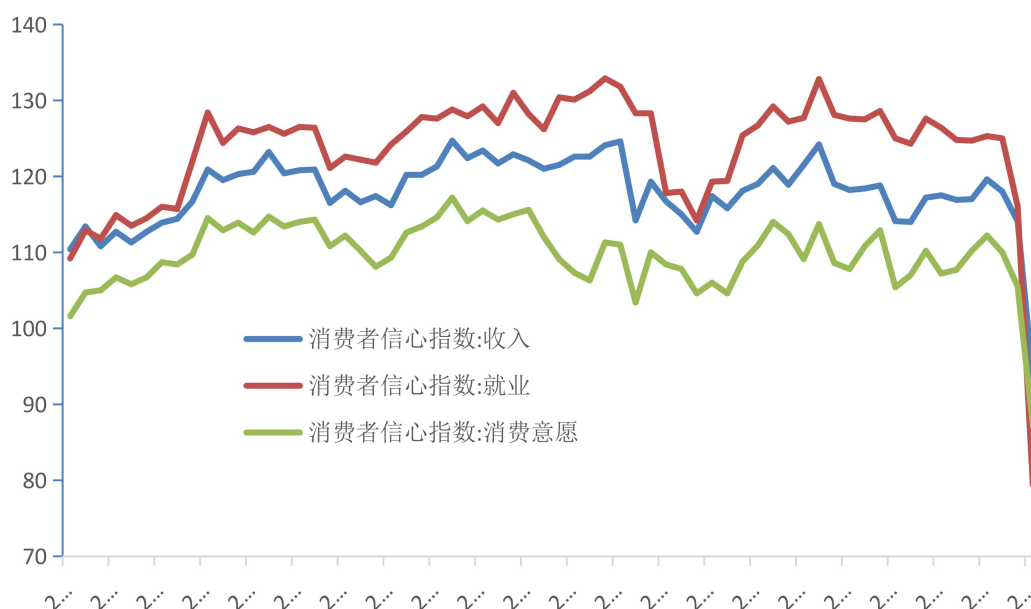


图 18 消费者收入信心、就业信心和消费意愿指数显著回落

6、从近期形势看，困难终究过去，中国经济在触底后开始全面反弹

以 6 月初上海、北京宣布启动恢复正常生产生活秩序为标志，中国经济总体进入疫后复苏阶段。特别是以上海、北京等中心城市为代表的长三角地区、京津冀地区在经历了近 3 个月的一轮超大规模疫情冲击和力度超前的防控举措之后，开始逐渐恢复往日的生机和活力。疫情防控与复工复产的速度决定了 6 月补偿式、赶超性反弹的速度。

高频数据显示，中国经济关键指标参数已经开始自我修复。从 5 月份和 6

月中上旬的高频参数可以看到，在疫情防控政策和稳经济一揽子措施的作用下，中国经济的核心变量参数在4月份触底后开始全面反弹，多数指标的拐点在5、6月份先后到来。预计6月份经济增速反弹力度相对强劲，能够完成第2季度经济正增长、失业率下降的短期政策目标，但经济依然难以立即回到正常轨道。

表2 高频数据显示拐点已经到来

核心参数	2022.3	2022.4	2022.5	2022.6
综合 PMI 产出指数	48.8	42.7	48.4	
制造业 PMI	49.5	47.4	49.6	
服务业商务活动指数	46.7	40.0	47.1	
固定资产投资完成额	7.1	2.3	4.7	
社会消费品零售总额	-3.5	-11.1	-6.7	
出口总额	12.9	1.9	15.3	
工业增加值	5.0	-2.9	0.7	
服务业生产指数	-0.9	-6.1	-5.1	
全社会用电量	3.5	-1.3	-1.3	
城镇调查失业率	5.8	6.1	5.9	
汽车（产量/销量）	-4.9/-11.7	-43.5/-47.6	-4.8/-12.6	
房地产（投资/销售）	-2.4/-26.2	-10.1/-46.6	-7.7/-37.7	
建筑及装潢材料零售额	0.4	-11.7	-7.8	
全国整车货运流量指数	109.7	83.58	97.29	100+
人民币兑美元汇率	6.35	6.43	6.71	6.70
官方外汇储备	31880	31197	31278	

5 月份，中国综合 PMI 产出指数为 48.4%，虽然仍低于临界点，但比上月回升 5.7 个百分点，表明企业生产经营景气水平回落幅度收窄。其中，制造业 PMI 为 49.6%，比上月上升 2.2 个百分点，接近临界点，表明制造业总体景气水平有所改善；其中，大型企业 PMI 为 51.0%，比上月上升 2.9 个百分点，重回临界点以上；中、小型企业 PMI 分别为 49.4% 和 46.7%，继续低于临界点，但比上月上升 1.9 和 1.1 个百分点。制造业 PMI 的 5 个分类指数均出现不同程度的改善，其中回升幅度较大的为生产指数、新订单指数、供应商配送时间指数，分别较比上月上升 5.3、5.6、6.9 个百分点，至 49.7%、48.2%、44.1%。5 月份，服务业商务活动指数为 47.1%，仍低于临界点，但比上月大幅上升 7.1 个百分点。其中，铁路运输、航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务等行业商务活动指数位于 55% 以上较高景气区间；而住宿、其他金融、租赁及商务服务、生态保护及环境治理等行业商务活动指数继续低于临界点。

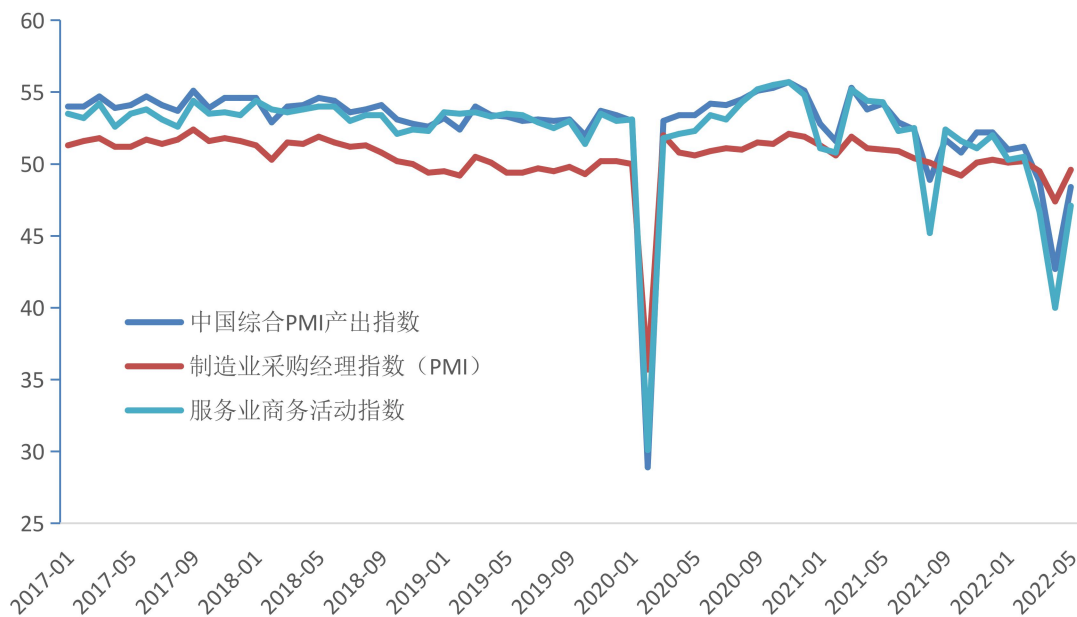


图 19 中国 PMI 指数走势

上半年中国经济对外资仍具有吸引力。1-5 月份，中国实际使用外资金额 877.7 亿美元（5642 亿人民币），累计同比增长 22.6%（17.3%），保持较高增速。其中，服务业投资同比增长 10.8%，占比为 75%。高技术产业投资同比增长 42.7%，其中，高技术制造业增长 32.9%，高技术服务业增长 45.4%。从来源地看，韩国、美国、德国实际对华投资分别增长 52.8%、27.1%、21.4%。不过值得关注的是，4、5 月份中国实际使用外资增速有所放缓，当月同比增速分别

为 8.7%、5.8%，较一季度 31.7% 的增速明显回落。

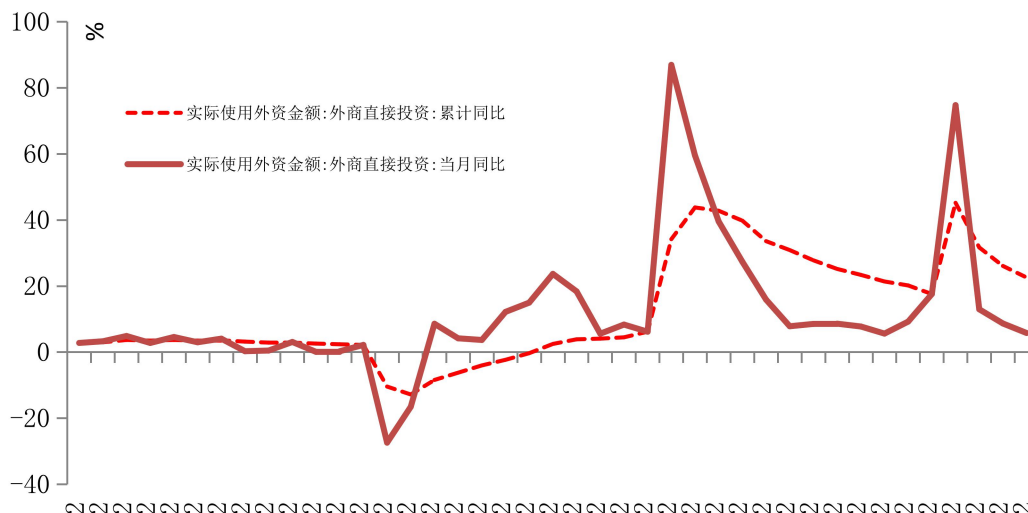


图 20 外商直接投资走势

6 月份人民币汇率企稳回升。截至 5 月份，官方外汇储备为 31278 亿美元，较年初减少 1224 亿美元，主要是 3-4 月份下降较多，5 月份已经企稳回升，较 4 月份环比回升 81 亿美元；5 月份，人民币兑美元平均汇率为 6.71，较年初贬值 5.3%，主要是 5 月份贬值较多，6 月以来已经企稳回升，截至 6 月 21 日，汇率微升至 6.69（6 月 1 日-21 日的均值为 6.70），这主要是由于近期中国经济基本面改善，国际市场对人民币币值稳定的信心有所恢复。

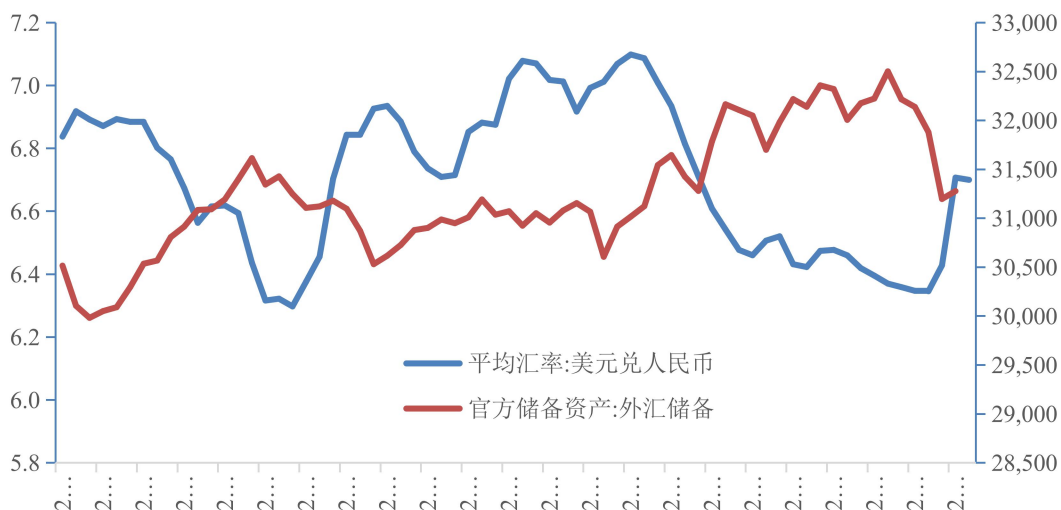


图 21 人民币汇率和官方外汇储备走势

小结：总体来说，上半年，三重压力叠加两大超预期冲击使短期中国经济运行严重偏离正常增长轨道。特别是本轮疫情防控冲击迅猛导致经济下行力量过大、下行节奏过快，各类稳增长政策难以及时有效对冲并扭转经济下行趋势，同时疫情防控也使得宏观政策传导和刺激效率下降，各项政策靠前发力但难以快速落地并产生引领作用，市场悲观预期全面形成，企业投资和居民消费保守倾向严重，经济循环流量急剧收缩。在基准情景下，我们预计二季度中国经济增速将从 4.8% 回落至 0.8% 左右，上半年经济增速为 2.7% 左右。对标全年 5.5% 左右的经济增长目标，下半年宏观政策调节力度需要进一步全面加大。

第三部分 疫后企稳复苏的 2022 年下半年中国宏观经济

——经济复苏的节奏、挑战与风险研判

展望下半年，我们认为对于中国经济形势应不必过于悲观，随着疫情因素消退、各地复工复产复市复商全面推进、先前的各种不利冲击因素在下半年的缓和、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，2022 年下半年中国宏观经济将企稳回升，并在低基数效应下呈现较高同比增速。但是，对于本轮疫后经济复苏，必须实事求是地看待当前形势与 2020 年在微观基础、市场预期、运行模式、外部环境和政策空间等方面的异同，特别是要清醒地认识到微观基础和外部环境的恶化，2022 年经济复苏将面临比 2020 年更为严峻的困难和挑战，复苏进程也将更加脆弱。同时，坚持底线思维，今明两年还需高度关注小概率事件可能带来的系统性影响，防范化解几大“灰犀牛”冲击叠加导致经济系统性下滑的风险。

（一）坚定信心，五大支撑因素助力下半年中国宏观经济企稳回升

1、疫情因素消退，各地区复工复产复市复商全面推进

疫情因素是影响 2022 年中国经济运行的最大变量。5 月下旬以来，国内的疫情形势得到了极大缓和。截至 5 月 31 日，全国当日新增本土确诊病例已降至 22 例、本土无症状感染者降至 46 例，基本实现“动态清零”目标。6 月 1 日起，以上海、北京宣布启动恢复正常生产生活秩序为标志，本轮疫情进入扫尾阶段，意味着长三角、京津冀两大地区将重回正常经济发展轨道，中国经济发展全面进入疫后恢复阶段。

在不考虑政策支撑因素的情况下，分不同情景，模拟分析仅依靠经济系统的内生调整，发现疫情冲击对核心变量的影响将随时间递减，年末基本恢复，疫情对 2022 年经济产出的累积损失预计达到 2.0~2.3 个百分点。其中，在基准情景下，中国经济产出水平有望在 6 月份得到基本恢复，但消费和投资需求恢复缓慢，需要到 2022 年四季度基本恢复，至 2023 年一季度完全恢复，这将产生较大的短期供需失衡压力；同时在就业领域，由于劳动供给较快恢复而岗位需求减少将造成显性失业问题。因此，2022 年宏观调控政策必须要着眼于扩大总需求，及时有效地化解供需失衡问题和显性失业问题。

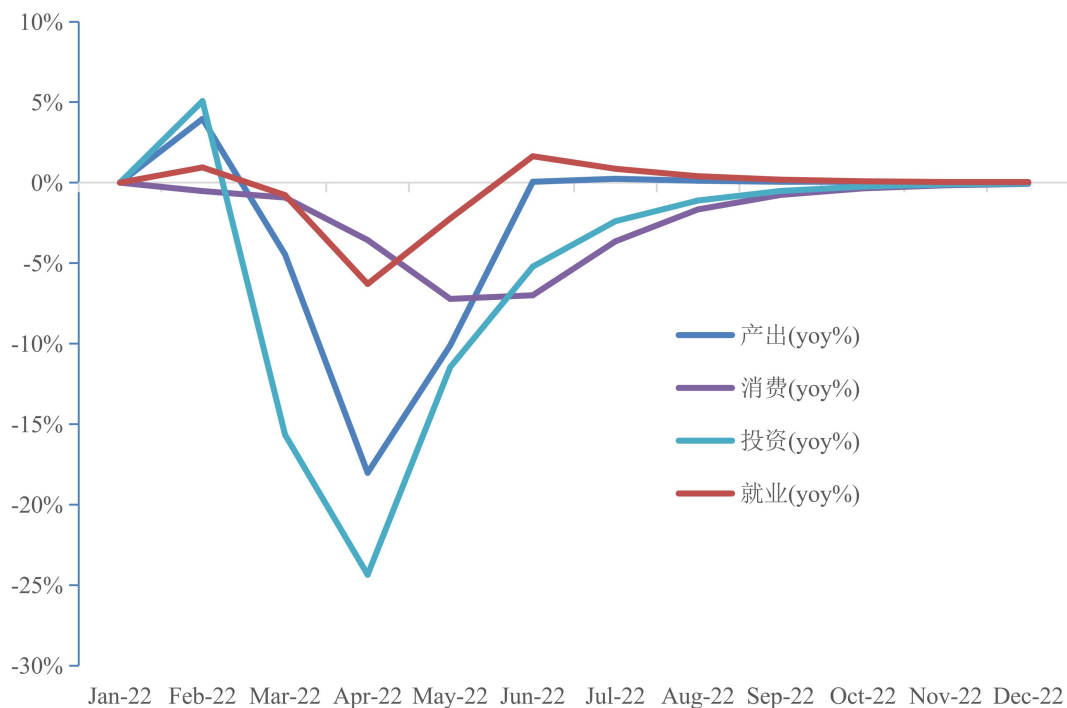


图 22 基准情景下中国经济变量内生调整节奏

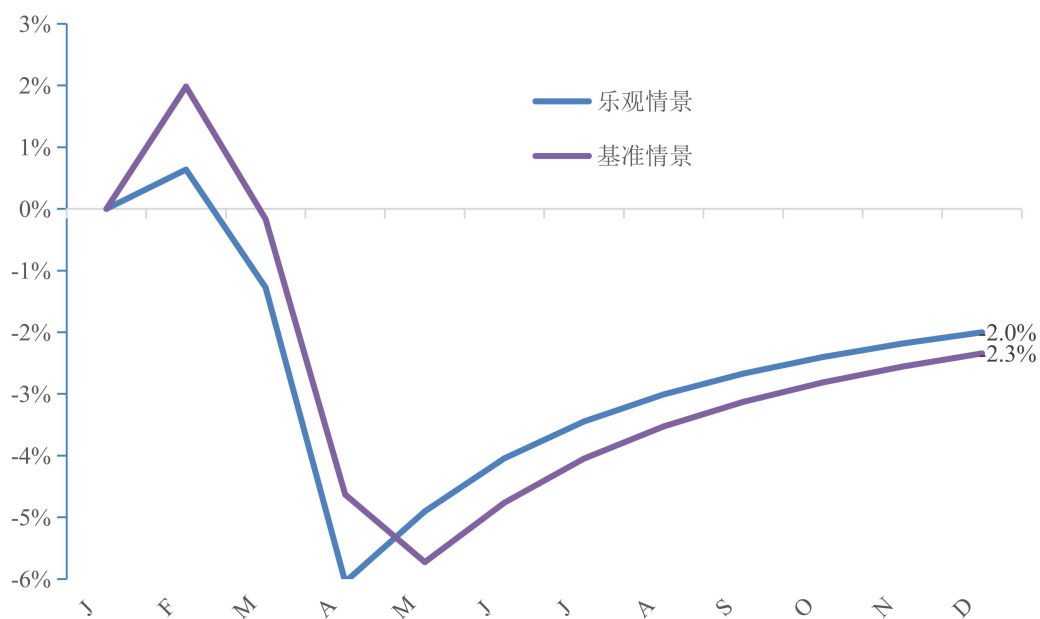


图 23 不同情景下中国经济产出累计调整幅度

2、宏观政策刺激效果显化，助推中国经济基本面改善

以5月下旬国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议和印发《扎实稳住经济的一揽子政策措施》为标志，2022年宏观经济政策已经旗帜鲜明地确立了总体宽松定位，这将全面改变此前财政政策和货币政策力度相对偏紧的局面。

存量政策的全面前置、增量政策的全面出台、中央政府的强力督导、各级政府和部门的层层落实、短期资金和财政的保障以及疫情防控的阶段性胜利，能够保证 6 月中国经济参数出现快速反弹，并保证三季度中国经济出现加速反弹。同时，全国各地房地产政策的明显放松和汽车减税政策的刺激也有助于遏制其上半年加速性下滑的态势。

在国务院印发的《扎实稳住经济的一揽子政策措施》中，提出了六个方面 33 项具体措施，包括财政政策（7 项）、货币金融政策（5 项）、稳投资促消费等政策（6 项）、保粮食能源安全政策（5 项）、保产业链供应链稳定政策（7 项）、以及保基本民生政策（3 项），并启动对相关省份稳增长稳市场主体保就业情况开展专项督查。对比可见，这一揽子政策措施是在中央经济工作会议和《政府工作报告》部署的基础上进一步加大了力度，更加强调“靠前发力、适当加力”，这也意味着，2022 年宏观经济政策的定位从此前应对“三重压力”向当前防范化解经济危机的模式转变。随着一揽子政策措施加快落地见效，预期能够对下半年稳住经济和助企纾困等产生更大的政策效应。对此，本报告将在第四部分进行详细分析讨论。值得说明的是，由于内外部政策时滞和疫情防控干扰，2022 年的宏观政策特别是增量政策在上半年的刺激效果并不明显，但在下半年必定会有更加充分的体现，使得第三季度的经济增速呈现加速抬升的态势。

3、先前的各种不利因素影响将在下半年得到缓和

相比 2021 年下半年，中国宏观经济治理体系将寻找到新的平衡，先前的各种不利因素将得到极大缓和。煤电荒、汽车芯片荒等问题得到有效缓解，从而使产业复苏在供需两端得到释放；房地产政策的放松和汽车政策的刺激，有助于遏制其在上半年加速性下滑态势；中国宏观经济治理体系在反思中得到改善，各种运动式的结构性政策逐渐脱离“层层叠加”与“几碰头”的困境；国务院联防联控机制近期发布了“九不准”等措施，也将最大限度地降低部分地区因过度疫情防控所带来的经济成本，使得中国疫情防控与经济社会发展找到新的平衡。其次，欧美通胀的全面显化客观上有利于中国外需的回升，同时全球供应链和产业链面临的各种瓶颈约束也使得中国外需的窗口期得到一定的延续，因此在解除了国内疫情防控带来的生产和物流约束后，中国出口仍具有反

弹的基础。其中，一个目前有待确认的利好因素是美国可能会在下半年取消对华贸易关税，以缓和其国内高企的通胀压力。

4、十四五规划重大项目的实施和落地、构建双循环新发展格局所带来的战略转换效应，将从 2022 年下半年开始对经济增长提供支撑力量

如果说 2021 年是国家十四五规划通过和各地区开始布局的一年，那么 2022 年将是规划的重大项目具体实施和全面落地的一年。按照中国各级政府制定和实施十四五规划的通行和惯例做法，在五年规划的第一年制定总体规划以及各项具体执行规划，在五年规划的第二年才开始真正落实规划中的各项举措。在全面进入结构性改革深水区的情形下，对中国在十四五规划期间的各项重大改革举措而言，其核心目标是通过加快推进供给侧结构性改革和需求侧结构性改革，依靠塑造中国作为超大规模经济体中二者之间具有的独特相互联动机制，即“需求拉动供给、供给创造需求”的良性循环发展机制，进而遏制住中国经济潜在增速过早过快下滑的苗头，促进中国结构性经济潜在增速的稳定和提升。因此，从中长期而言，中国各级政府已不能够继续延缓和错失依靠结构性改革推升结构性经济潜在增速的发展契机，迫使中国在愈加复杂的国内外经济形势下面临更大的经济下行压力。就中短期而言，2022 年下半年中国必须真正进入十四五规划的具体实施阶段。战略转型和战略替换带来的科技创新自立自强的布局、产业链供应链的安全性布局、国内大循环的畅通与短板的补足、扩大内需战略层面的启动等举措，将替代短期宏观调控政策成为需求扩张的一个基础性力量，同时也将引导市场经济主体预期的改善。

“十四五”规划项目作为加快构建新发展格局和推动经济高质量发展的具体安排，也必将对短期宏观经济运行产生强大支撑力量。通过“十四五”规划及各地区重大项目安排可以看出，今后一段时间内，新基建、新能源等一系列新兴技术产业将受到政府的大力支持，创新和科技发展将成为投资的重点关注领域。“十四五”规划还进一步明确了政府投资和社会投资的分工领域，完善了投资机制。可以预见的是，新型基础设施建设有助于促进消费、改善民生，并通过这些基础设施建设为盈利性的社会投资提供更加良好的经营环境。“十四五”规划中特别指明了要发挥市场的主导作用，这意味着社会资本在“十四五”时期将有较多投资机会。同时，“新基建”相比“铁公基”的突出优势本

身也在于民间资本有更多投资机会，为民营企业特别是高科技企业带来了重要投资机会。“十四五”规划更加重视创新的发展理念，战略性新兴产业进一步发展壮大，制造业持续优化升级。新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等战略性新兴产业加快发展，也会使传统产业得到提升，化工、造纸等重点行业企业改造升级。

当前扩大消费既是经济发展的关键动力，更是满足人民日益增长的物质文化需求的现实方案，要点在于使居民能消费、愿消费、敢消费。“十四五”规划的多个重大项目增加了居民的消费能力，提高了居民的消费意愿，一定程度上解决了居民消费的后顾之忧。首先，“十四五”规划对基本公共服务提出了更高的标准，在第四十六章、四十七章中都有相关论述。其次，在第四十八章中对于缩小收入分配差距提出更多政策方案，这些措施都有助于提升居民消费能力，使居民有信心有底气消费。而在提高居民消费意愿的方面，“十四五”规划中的项目有助于提高我国各行各业的生产服务水平。“十四五”规划的多个章节都部署了关于促进消费的政策措施，其中第四章指出，我们要推进科技前沿领域研发，第一个前沿领域就是新一代人工智能，在当下，“人工智能+”成为消费的重要引擎，各类家务机器人等电子产品得到了广泛推崇。第八章强调，要推动制造业产业升级，深入实施质量提升行动，推动制造业产品“增品种、提品质、创品牌”，这些举措有助于提升国内产品对居民的消费吸引力，使得居民有意愿消费。特别是在第十四章中，着重强调了新形势下全面促进消费的几大要点，包括提升传统消费、培育新型消费、发展服务消费、适当增加公共消费、扩大节假日消费。第十四章中还提出要培育建设国际消费中心城市，打造一批区域消费中心，这些规划落地工作已经陆续展开。需要引起重视的是，规划中确定的扩大内需并不仅是单纯的短期刺激政策，而是审时度势的基于中长期判断的战略选择，这种战略选择兼顾短期和中长期的政策选择，是短期救助和刺激政策与中长期结构性政策实施的有机结合。对于促进居民消费，在当前和今后的一段时间都需要兼顾总量刺激和结构改善。

最后，十四五坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑。十四五期间中国全面启动科技创新投入对经济

增长支撑效应的具体途径与规模预测如下：一，从总体层面来看，十四五期间，中国的总研发投入对 GDP 可能带来的增加值规模可能达到 39200 亿元，对十四五期间的 GDP 拉动效应年均可以达到 0.8 个百分点；二，从基础研究角度来看，在十四五期间，中国的基础研究投入对 GDP 可能带来的增加值规模可能达到 2650-2990 亿元，对十四五期间的 GDP 拉动效应年均可以达到 0.1 个百分点；三，从应用研究角度来看，在十四五期间，中国的应用研究投入对 GDP 可能带来的增加值规模可能达到 36800 亿元，对十四五期间的 GDP 拉动效应年均可以达到 0.7 个百分点。类似地，从高等院校及政府所属科研机构角度来看，在十四五期间，中国的高等院校及政府所属科研机构部门研究投入对 GDP 可能带来的增加值规模可能达到 9750 亿元，对十四五期间的 GDP 拉动效应年均可以达到 0.3 个百分点。从企业角度来看，在十四五期间，中国的企业部门研究投入对 GDP 可能带来的增加值规模可能会达到 24208 亿元，对十四五期间的 GDP 拉动效应年均可以达到 0.5 个百分点。

表 3 十四五时期中国研发投入对 GDP 拉动效应预测

	2025 相对 2020 年增长预测	GDP 拉动 乘数效应	2025 相对 2020 年增长预测	十四五期间年均 GDP 拉动作用
基础研究	2040-2300 亿元	1.3	2650-2990 亿元	0.1%
应用研究	23000 亿元	1.6	36800 亿元	0.7%
高等院校及政府 所属科研机构	7500 亿元	1.3	9750 亿元	0.3%
企业部门	14240 亿元	1.7	24208 亿元	0.5%
总 R&D 经费投入	24500 亿元	1.6	39200 亿元	0.8%

5、低基数效应将助推 2022 年下半年实现高同比增速

由于 2021 年宏观经济走势“前高后低”，特别是下半年经济下行幅度较大，在客观上对于 2022 年经济同比增速形成了上半年高基数、下半年低基数的效果。具体来看，2021 年上半年实际 GDP 同比增长 12.7%（两年平均增长 5.3%），而下半年实际 GDP 同比增长 4.4%（两年平均增长 5.0%）。因此，考虑低基数效应因素，2022 年下半年同比增速有望得到提升。事实上，各类宏观

经济指标大多都有类似的效果，甚至包括疫情变化、大宗商品价格上涨等供给冲击因素。

（二）保持清醒，2022 年疫后经济复苏将比 2020 年面临更大挑战

基于上述分析，2022 年下半年中国宏观经济有望实现复苏。但是对于本轮疫后经济复苏，必须实事求是地看待当前形势与 2020 年的异同，清醒地认识到微观基础和外部环境的恶化，2022 年经济复苏将面临比 2020 年更为严峻的困难和挑战，复苏的进程可能会更加脆弱。

1、微观基础不同，企业和家庭部门比 2020 年更加脆弱

在客观上，相比 2020 年疫情初次暴发，2022 年各类市场主体已经在连续两年多的疫情持续冲击下消耗了大量的储备，经济的弹性韧性已经发挥到极致，“最后一根稻草效应”很可能快速爆发。其次，在主观上，疫情反复带来的高度不确定性、国内外疫情防控政策的差别、不同人群对俄乌事件不同价值观的撕裂以及其他重大理论的纷扰，导致市场主体预期进一步低迷，难以形成大上快上的新局面。

2020 年疫情暴发至今，中国中小微经营者的元气始终没有恢复。北京大学针对中国小微经营者的调查显示，以 2019 年同期经营状况为基准，小微经营者的经营恢复比例最高点为 2021 年的二季度，达到 38.3%，此后开始持续回落，至 2022 年一季度，恢复比例仅有 27.1%。从现金流可以维持的时间来看，平均为 2.4 个月，较去年四季度减少 0.3 个月；近四成小微企业现金流只可维持不到 1 个月，该比例对比去年同期有显著攀升。从盈利水平来看，全国范围内的小微经营者的净利润率环比均出现下降，而剔除经济发展的区域差异和时间趋势的影响后发现，相比未受疫情影响地区，一季度受疫情影响地区的小微经营者在盈利方面、现金流维持时长等受到的负面冲击更为明显。

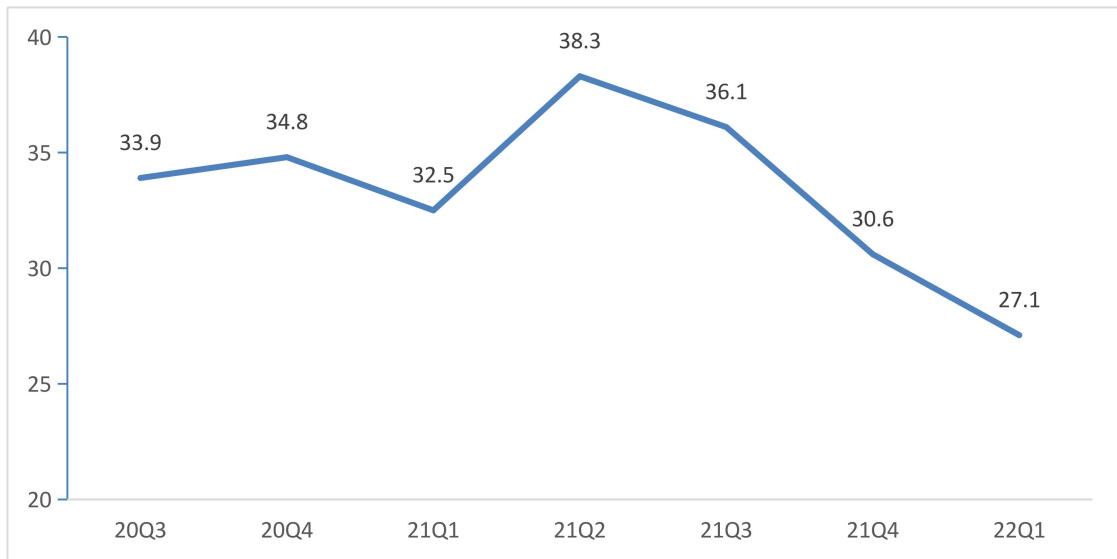


图 24 2020 年以来各季度对比 2019 年同期的经营恢复比例

数据来源：北京大学企业大数据研究中心。

表 4 2022 年一季度疫情扰动对小微经营的影响

指标	未受疫情影响地区			遭受疫情影响地区			疫情影响	疫情影响占比
	21Q4	22Q1	环比差值	21Q4	22Q1	环比差值		
季度营收（万元）	12.6	12	-0.6	13.9	13.1	-0.8	-0.2	26.50%
净利润率（%）	2.7	2.1	-0.5	1.8	0.1	-1.8	-1.3	70.60%
现金流维持时长（月）	2.7	2.4	-0.3	2.6	2.3	-0.3	-0.1	26.50%
相比 19 年同期恢复比例（%）	30.2	27.5	-2.7	29.3	26.1	-3.2	-0.5	14.90%
未来三个月的融资需求（万元）	21.5	21.4	-0.1	20.5	23	2.5	2.6	104.00%

来源：北京大学企业大数据研究中心。

值得注意的是，在线下经济低迷的同时，线上经济也并不景气。根据阿里研究院在淘宝、天猫平台开展的调查显示，一季度有 72.1% 的中小企业营业收入下滑，13.2% 的企业持平，仅有 14.7% 的企业营业收入增加。企业面临的最大的经营困难是疫情的反复冲击，物流管控下导致电商企业进销货不畅，库存积压、资金周转困难等问题导致营收下滑的企业占比持续上升，线上中小企业的经营活跃度持续走低。

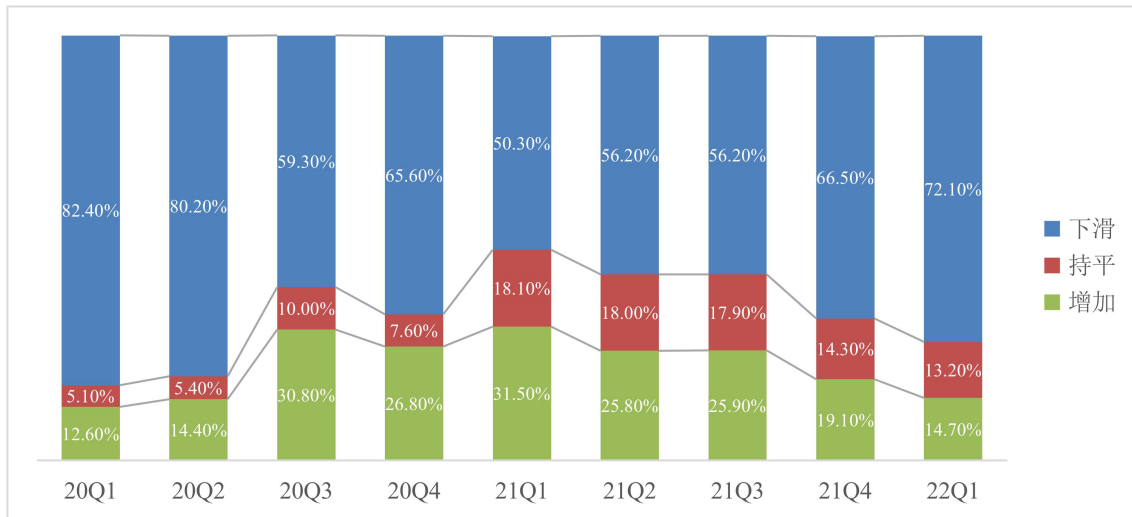


图 25 2020 年以来各季度淘宝、天猫平台受访企业营收变化的勾选区间

数据来源：阿里研究院。

2、市场预期不同，各类市场主体的信心比 2020 年下降

2020 年中国迅速战胜疫情使得市场预期新冠肺炎疫情可能只是一个加强版的“非典”，疫情“结束”后中国经济将很快进入全面复苏阶段并最终走向正常化。然而，疫情迄今仍然没有结束，2022 年的新一轮疫情比 2020 年的疫情持续时间更久、防控力度更大，使人们意识到“疫情可能永远无法结束，经济活动也可能长期无法恢复正常”。在这种悲观预期下，企业投资行为和居民消费行为必然发生重大变异，生产投资和居民消费支出保守化倾向更加严重。这意味着，相比 2020 年，在本轮经济复苏阶段，市场主体对于长期投资、重资产投资、流动性较差的投资，耐用品消费、负债消费、过度透支未来的消费，都将变得更加谨慎。在这种情况下，如果政策调整不能起到引领性作用，进而恢复市场主体对未来的中长期信心，中国经济的复苏进程将变得更加缓慢和脆弱。

在悲观预期下，财政金融政策边际宽松难以抑制市场信贷需求内生回落。首先，居民部门信贷总量持续全面收缩。1-5 月份，居民部门新增贷款同比变化分别为-4270、-4790、-3940、-7453、-3344 亿元，累计同比少增 23797 亿元；其中，新增中长期贷款同比变化分别为-2024、-4572、-2504、-5232、-3379 亿元，累计同比少增 17711 亿元；新增短期贷款同比变化分别为-2272、-220、-1394、-2221、34 亿元，累计同比少增 6070 亿元。特别是 4 月份，居民部门住

房贷款、消费贷款、经营贷款全面负增长，不仅反映出居民的购房意愿和消费意愿大幅下滑，还反映出个体工商户、小微企业主的扩张意愿遭受明显的负面冲击。具体来说，4 月份，居民住房贷款减少 605 亿元，同比少增 4022 亿元；消费贷款减少 1044 亿元，同比少增 1861 亿元；经营贷款减少 521 亿元，同比少增 1569 亿元；合计减少 2170 亿元，同比少增 7453 亿元。

其次，企业部门的信贷结构恶化，用于扩大投资生产的中长期贷款大幅度少增，而为了维持现金流的短期贷款和票据融资大幅多增。1-5 月份，企业新增中长期贷款同比变化分别为 600、-5948、148、-3953、-977 亿元，累计同比少增 10130 亿元；新增短期贷款同比变化分别为 4345、1614、4341、199、3286 亿元，累计同比多增 13785 亿元；新增票据融资同比变化分别为 3193、4907、4712、2437、5591 亿元，累计同比多增 20856 亿元，反映了企业将应收账款打折贴现以维持存活。从资产端来看，以规模以上工业企业为例，资产扩张主要来自于流动资产的高速增长。4 月末，工业企业流动资产余额同比增长 13.5%，比资产总额增速高出 3.1 个百分点，这可能意味着企业长期投资动力不足。

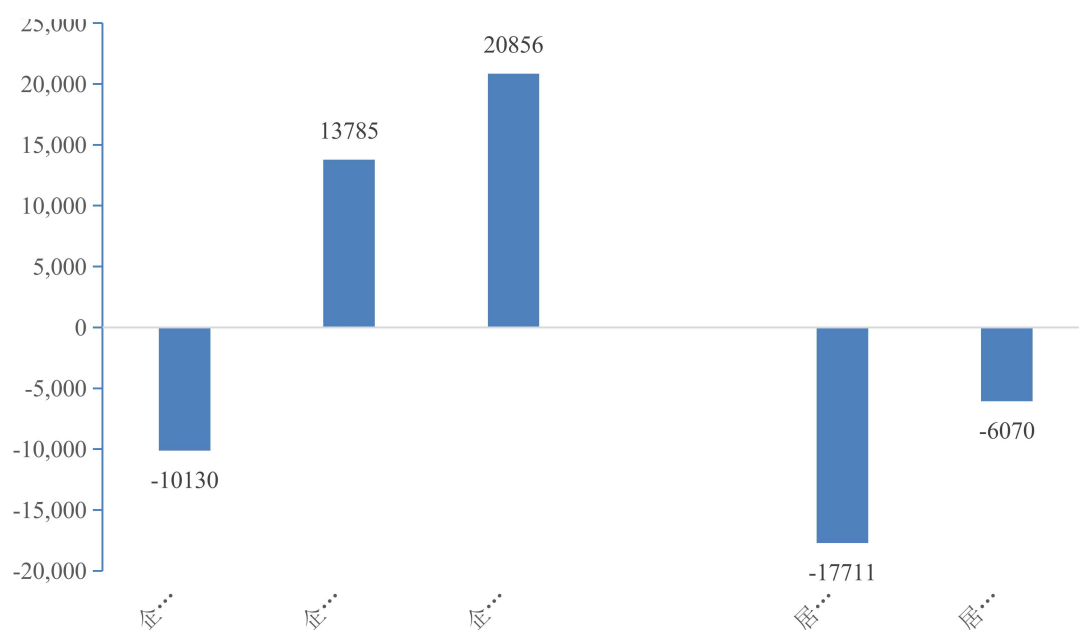


图 26 2022 年 1-5 月份企业和居民新增人民币贷款同比变化（亿元）

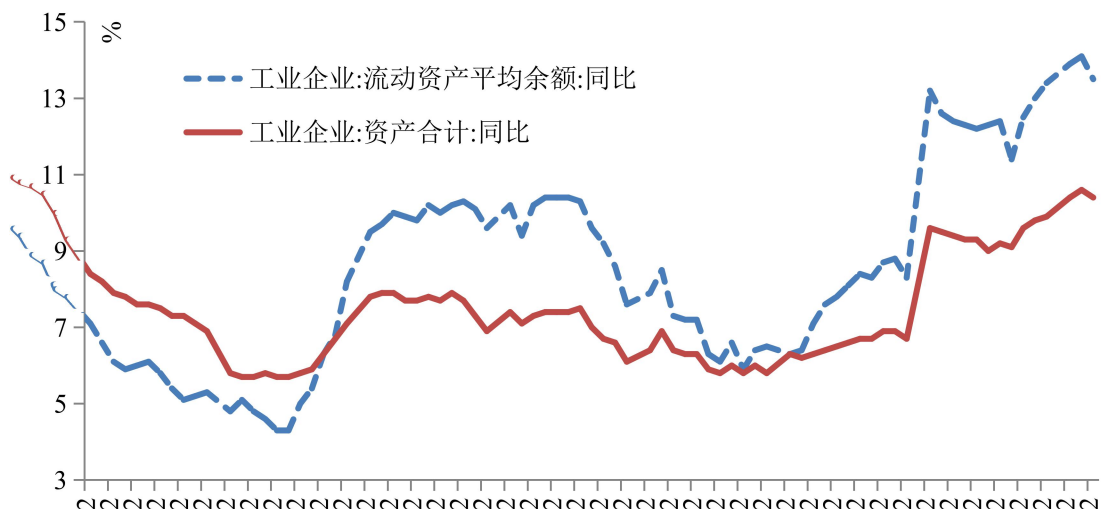


图 27 工业企业资产变化情况

3、运行模式不同，中国经济大循环速度比 2020 年放缓

疫情暴发至今三年来，中国经济循环速度明显放缓，人员流动和货物流动特别是人员流动已经发现系统性变化。数据显示，即使是在 2021 年疫情因素大缓和、经济恢复较为理想的时候，货运量也没有恢复到 2019 年疫情前的水平，更没有恢复到疫情前的增长趋势。相比货物流动，人员流动放缓趋势更为明显，客运量在 2020 年 10 月恢复到峰值时也仅为疫情前 2019 年同期的 69%，此后则一直处于下降趋势，2021 年 12 月降至 2019 年同期的 42.9%、2020 年同期的 66.4%，2022 年 4 月则进一步降至 2019 年同期的 22.6%、2020 年同期的 56.7%。中国经济整体变得更“宅”了。

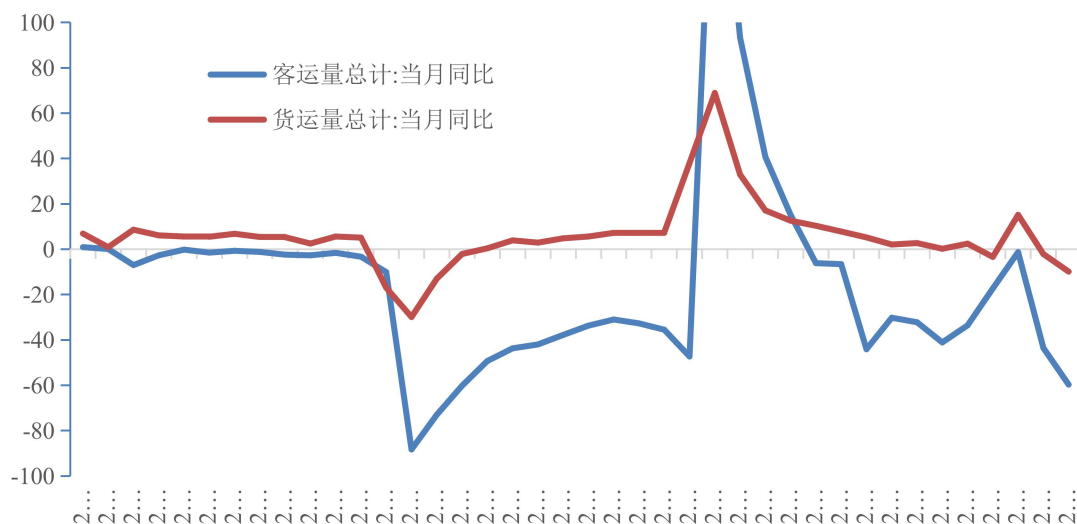


图 28 中国客运量和货运量同比增速走势

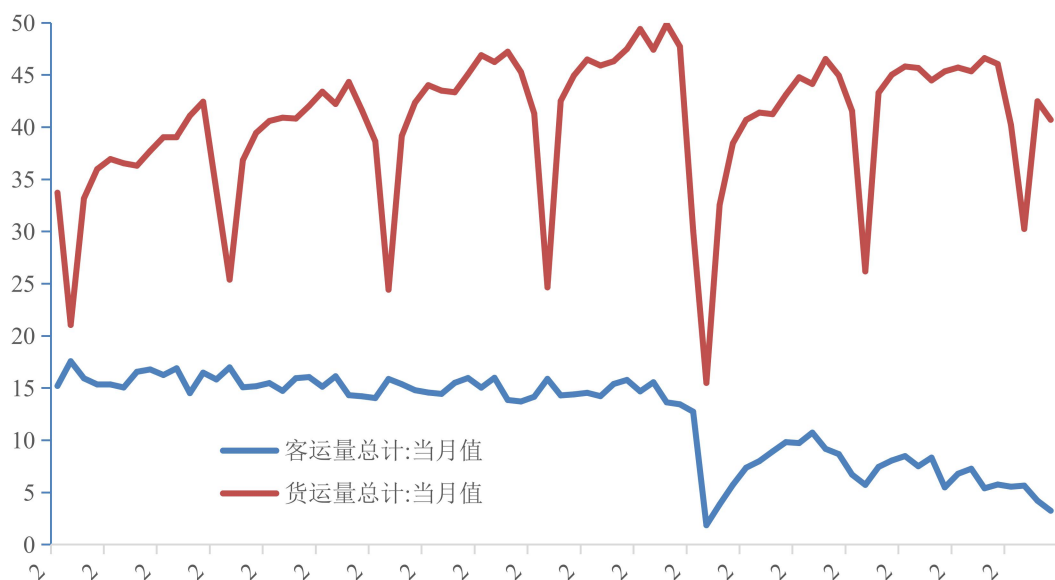


图 29 中国客运量和货运量绝对值走势

近三年来，我国经济内需偏弱的供需结构失衡问题一直持续存在，并随着时间的推移而不断强化，导致宏观经济体系指标比例越来越不协调，不仅使得中国经济内生复苏动力边际减弱，同时也导致经济循环周转速度变慢，目前已经达到了一个临界点。以规模以上工业企业为例，企业存货周转变慢、应收账款回收期拉长。4月末，规模以上工业企业产成品存货 5.8 万亿元，同比增长 20.0%，周转天数同比增加 1.3 天；应收账款 19.2 万亿元，同比增长 12.4%，平均回收期同比增加 1.9 天。

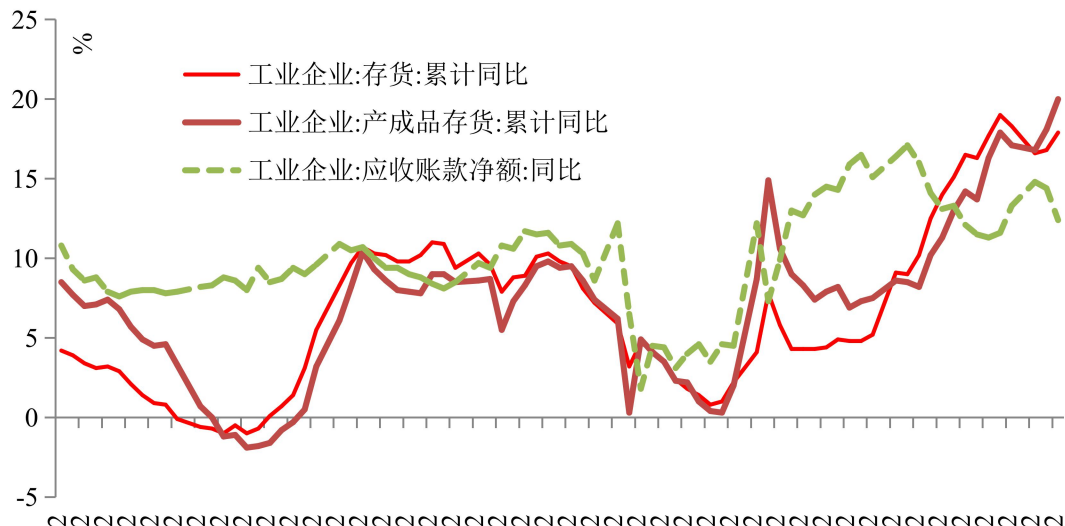


图 30 工业企业存货与应收账款变化情况

4、外部环境不同，外需比 2020 年下降而供给冲击比 2020 年上升

1) 2020 年中国率先取得疫情防控的胜利，在中国经济复工复产阶段，恰逢海外疫情暴发和蔓延高峰。中国疫情与世界疫情的不同步、中国产业链与世界产业链重启的不同步，使得中国供应链产业链的优势得到了充分发挥，不仅为世界各国提供疫情物资和宅经济的供给基础，也保证了中国外需不仅没有随着世界贸易的崩溃而崩溃，反而逆势出现超预期反弹，为中国内循环的重启和经济整体复苏提供了强大支撑。2022 年则与此情景相反。2) 2020 年全球能源价格和大宗商品价格降至历史低点，对于中国经济生产成本的降低起到了显著作用。2022 年则与此情景相反。3) 2020 年欧美国家启动了史无前例的宽松货币政策和财政政策，对我国经济外需起到提振作用。2022 年则与此情景相反。4) 2020 年中美关系得到了阶段性极大缓和，使中国贸易成本显著降低。2022 年则与此情景相反。

5、政策空间不同，传统财政、货币及就业政策空间比 2020 年收窄

不同于 2020 年，2022 年传统宏观政策的空间已经在过去两年多消耗大半，各类政策刺激效率也已大幅递减。一是降息降准大幅度缩小了货币政策空间，且随着美联储加息节奏提速，为减缓资本外流和人民币贬值压力，货币政策趋于保守。二是持续高赤字和地方政府高债务率大幅度缩减了财政政策空

间。在市场需求不足和企业营收下降背景下，实质性减税降费空间缩小。三是随着房地产市场下行，地方政府性基金收入同比大幅下降，政府性基金支出的扩张空间受限。四是狭义就业稳定政策在过去三年中已经应出尽出，事实上已经造成就业质量下降和灵活就业泡沫等问题。在此背景下，各种政策争论不断，其背后所反映的一个本质现象是，各地方各部门开始感觉自身政策空间逼仄，而将稳增长重任寄希望于其他单位或部门发力。

（三）守住底线，今明两年还可能面临八大“灰犀牛”冲击叠加风险

坚持底线思维，今明两年还需高度关注小概率事件可能带来的系统性影响，防范化解以下八大“灰犀牛”冲击叠加导致经济系统性下滑的风险。

1、疫情存在再次暴发的可能，从而导致下半年经济复苏进程再次中断

按照目前的疫情防控节奏和疫情周期测算，本轮疫情已经基本结束，这也是目前很多宏观研究报告的基准。但必须认识到奥密克戎病毒依然在变异，而变异病毒的传染性不断提高，这对于我国采取的“动态清零”政策带来了巨大挑战。同时，由于欧美发达国家和东南亚发展中国家都采取了全面放开政策，疫情存在着在持续变异的过程加速传播，中国未来输入性压力将进一步提升，这对于中国疫情暴发的频率和防控的难度具有很大的影响。因此，不断提高的传染性和高频率的突发性将使中国疫情防控面临几何级数增加的经济成本冲击。如果下半年疫情再次暴发，特别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，可能超出中国经济的承受能力。对此，我们模拟分析了在8月份、11月份如果再发生一次中等强度疫情的“不利情景”，结果显示，2022年全年累计产出损失将由基准情景和乐观情景的2.3、2.0个百分点提高至4.0个百分点，并且其不利影响还将进一步延续至2023年上半年，从而累计产生更大的损失。

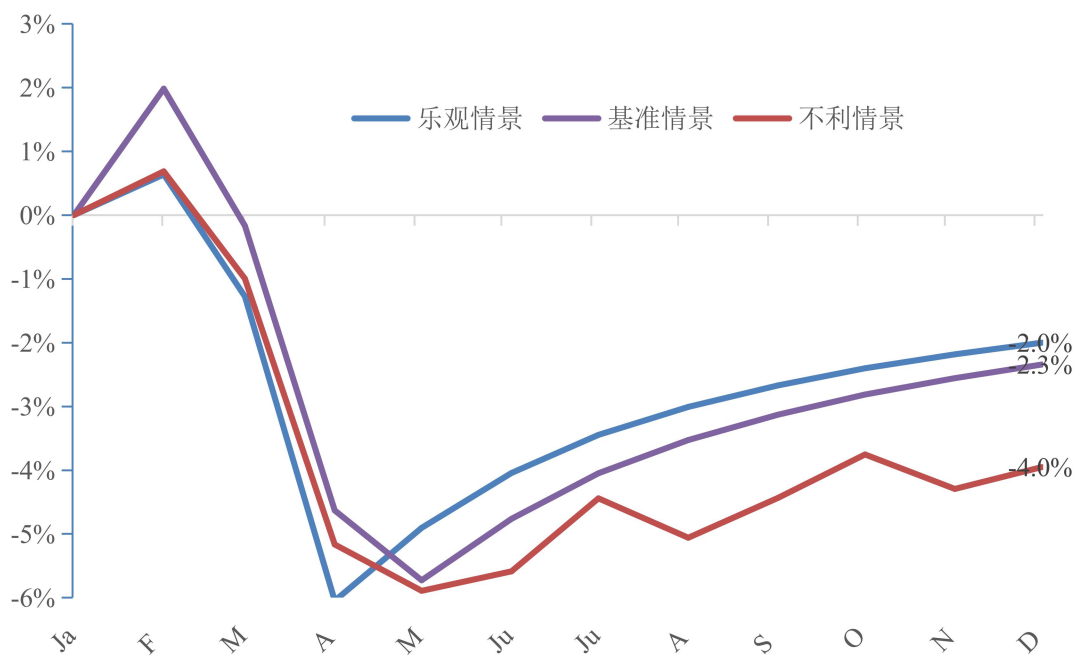


图 31 模拟分析不利情景下中国经济产出累计调整幅度

2、俄乌冲突不仅长期化，而且出现全面激化的局面，从而导致我国地缘政治环境全面恶化，国际军事政治对经济产生强烈的外溢效应。

俄乌冲突自 2 月下旬爆发以来，引发全球能源供给危机和粮食安全危机，成为影响 2022 年全球政治经济走势的最大不确定性因素之一。综合各方面情况来看，俄乌冲突不仅长期化而且出现全面激化的局面。1) 俄乌冲突主要方目前仍然没有和谈的迹象，反而存在局部战场不断扩大的风险；2) 波兰开始派兵进入乌克兰，从而导致冲突局势变异；3) 在欧美持续资助下，乌克兰开始对俄罗斯本土进行袭击和骚扰；4) 芬兰和瑞典加入北约带来的局势变化；5) 立陶宛与俄罗斯爆发飞地通行争端问题；6) 北约对俄罗斯打击和遏制的战略全面升级，导致俄罗斯出现各种变异；7) 英美等国利用乌克兰危机绑架中国，对中国采取捆绑式的制裁，导致我国进行反击。

3、房地产政策调整难以从根本上扭转房地产市场持续下滑的局面，短期内房地产市场仍存在加速恶化的可能。

1) 本轮房地产政策的放松难以对冲房地产市场结构性大调整。与以往房地产市场周期性变化不同的是，本轮房地产市场是各类基础性结构参数（住房存量、人均面积以及适婚人群数、居民债务率以及企业杠杆率）都发生拐点变化

带来的产物，而非单纯政策变化的产物；2）房地产开发企业在基础环境变异的冲击下经营模式发生巨大的调整，过去十多年风行的“高债务-高杠杆-高流转”模式不可持续，大部分房地产企业都在进行经营模式的转变，特别是大部分头部房地产企业在去金融化中面临阶段性危机调整，短期难以回归到常态化经营之中；3）“房住不炒”战略定位及其相关土地制度、监管体系改革的出台决定了房地产市场处于性质转型的过渡期。4）房地产“价格-预期”正反馈机制在调整期依然存在，价格下滑引起需求预期恶化，进一步引发价格的下滑，这种强化机制很可能被引发，特别是在疫情时代房地产需求预期本来十分低落。

4、出口高同比增速不仅难以持续同时也存在断崖式下滑的概率

尽管短期内出口仍有反弹的基础，但如果前瞻性进行底线思维，以下几大极端现象出现很可能导致出口快速恶化：1）本国供应链和产业链在疫情和防控政策的冲击下出现断裂，而与此同时发达国家以及印度、东南亚和拉美等国供应链和产业链全面恢复，产生强烈的替代效应，导致全球产业链发生系统性漂移；2）中美冲突不仅没有因为俄乌冲突而出现一个缓冲期，反而在欧美阵营进一步团结过程中全面恶化，美国进一步借助中国援助俄罗斯对中国进一步遏制，特别是拜登政府这两年来布局的供应链联盟发生效应；3）世界经济也很可能在未来1年左右再次陷入萧条，各国贸易需求大幅度下降。

在微观层面，我国经贸发展面临以下挑战：1）在商品结构方面，消费品出口面临更大的回落压力，相关出口导向的消费品制造企业后续或承压。以输美商品为例，美国商品消费中，基于疫情效应的超额消费可能因为疫情缓和以及线下办公的恢复而更快常态化，影音娱乐设备的疫情效应更高，这意味着后续手机、电脑、娱乐电子设备等耐用品行业面临更大的回落压力。2）在行业规模方面，我国具有订单转移和替代生产效应的行业主要集中在防疫物资（检测试剂、疫苗）和机电产品（电脑、集成电路、机动车及零件等）领域，相应行业的出口在全球经济继续修复、疫情影响淡化的过程中可能相对不利。3）在商品补库方面，后续美国补库对于服装、交通运输设备、金属制品、机械设备等行业的出口拉动可能相对较高，可以在一定程度上对冲出口回落的效应，而计算机电子产品的库存已经高于趋势水平，其补库效应则相对较弱。

为综合分析未来贸易发展情况，基于我国历年各月进出口贸易数据对于我国第二季度以及下半年的贸易情况加以预测，图 2、3 报告了预测结果。其中，预测值 1 基于时间序列预测方法，预测值 2 基于加法分解模型，将对外出口分解为趋势项、周期项以及非规律性的节日效应与冲击效应，预测值 3 为预测值 1 与预测值 2 的平均值。根据图中结果可以看出，我国对外出口规模存在高度的周期性增长特征，且时间序列预测以及加法分解预测结果均表明，在出口交货时滞与当下国内零星疫情频发的背景下，受原材料库存、出口订单需求、供应商供货水平下降的复合影响，第二季度出口规模具有一定的波动性，5、6 月份的出口规模在一定程度上延续 4 月份的下降趋势，但在国内疫情得到有效控制条件下，下半年出口规模将呈略增长趋势，整体水平较为平稳，但是同比增速将显著回落；另一方面，考虑到在疫情之外，俄乌冲突较为深远地影响了全球价值链、供应链，因而相对出口，进口的波动性更为明显。

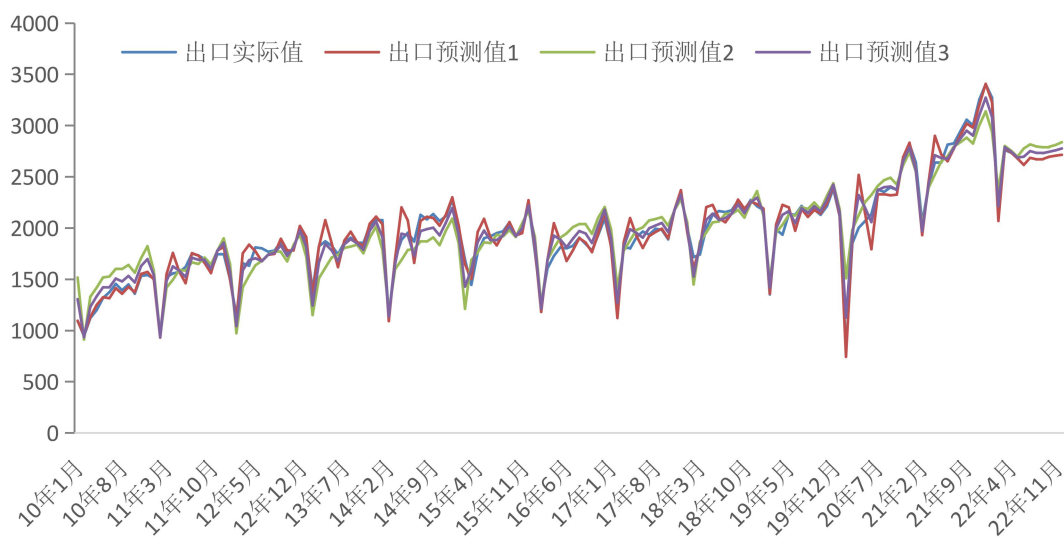


图 32 我国出口规模预测（亿美元）

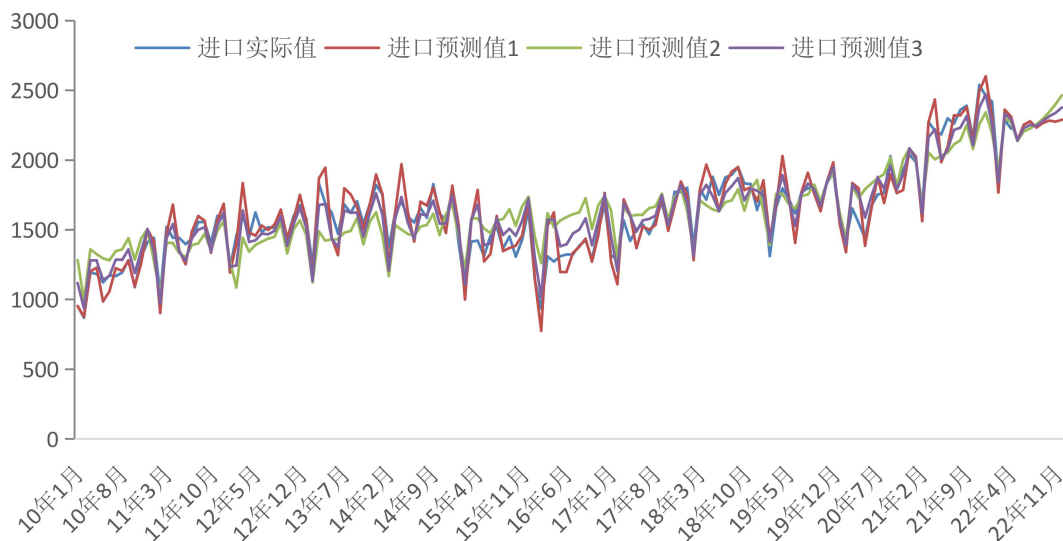


图 33 我国进口规模预测（亿美元）

5、中期视角下，产业链供应链面临“内缩外移”的重大风险

从中长期视角看，中国的产业链供应链体系面临“内缩外移”双重叠加型的新风险，而且，这种“内缩外移”双重叠加风险对中国经济表现为中长期影响效应，对中国经济高质量发展必然带来不可忽略的负面冲击效应，很有可能会严重干扰中国的现代化进程，造成中国现代化进程的断裂现象。一方面，从“内缩”风险来看，中国的新冠疫情封锁策略很有可能会阻断国内与国外产业链供应链体系中各种要素资源的正常流动关系，从根本上削弱和阻碍中国参与全球产业链供应链的战略空间。另一方面，从“外移”风险来看，在美国为首的西方国家推动和全球新冠疫情冲击等多重因素叠加效应之下，全球重点制造业产业链供应链向印度和东南亚地区的转移和集聚现象凸显，很有可能对中国产业链供应链造成了难以忽略的竞争效应和替代效应。针对当前中国产业链供应链面临的“内缩外移”的新型叠加风险，要有全新的、前瞻性的、持久性的应对战略思维。

1) 产业链供应链面临的“内缩”风险

第一，新冠疫情对中国国内产业链供应链体系的破坏效应日益凸显。自从2020年中国爆发新冠疫情以来，中国坚持“动态清零”策略相对较快地控制了新冠疫情的蔓延，优先发挥了产业链供应链安全优势，保持了出口对中国经济稳定的支撑作用。然而，中国各级政府在应对和控制新冠疫情冲击过程

中，或多或少忽略了对维持国内产业链供应链正常运转的极端重要性，并未对此问题作出前瞻性地谋划和布局。由于珠三角和长三角地区是中国众多重点产业链的生产设备、核心零配件和元器件以及核心材料的供应基地，在珠三角和长三角地区等重点地区遭受了新冠疫情冲击之后，就对中国国内重点产品的正常生产和出口活动带来了难以忽略的负面冲击。更为重要的是，美日等西方国家必然会利用和放大中国本土产业链供应链体系的这些停滞风险，诱使和强迫那些外资企业加速撤离中国，进一步削弱中国本土产业链供应链的综合优势，从而抑制中国的制造业出口能力，迫使中国经济在关键增长时期处于支撑动力不足的困境。

第二，地方政府“一刀切”式和被动式的僵化新冠疫情应对措施加剧国内产业链供应链体系的停滞和断裂风险。事实上，不少各级各地政府在落实中央总体部署的控制新冠疫情的各项举措过程之中，采取的是照搬式执行和被动式实施的策略行为，而不是主动式和因地制宜式的应对手段，严重忽略了防疫和保经济、保民生之间的相互关系。不少地方政府特别是县级和乡镇村级政府面对疫情蔓延风险和压力，偏向于采取封城、封路、封人、封车等断绝内外人员和商品流动的极端举措，而非认真贯彻中央一直强调的精准防治精神，导致中国的公路物流体系出现了停滞和阻碍短的重大现象，严重干扰了国内产业链供应链体系的正常循环。中国坚持的“动态清零”策略，其根本目的是保经济、保民生，而不能由此造成严重限制群众正常生活秩序和国内产业循环体系阻断而削弱经济增长内生动力机制的不合理代价。

第三，中国新冠疫情封锁策略很有可能会阻断国内与国外产业链供应链体系中各种要素资源的正常流动关系，从根本上削弱和阻碍中国参与全球产业链供应链的战略空间。当前中国必须面对的一个严峻问题是，国内坚持的新冠疫情动态清零和即时封锁政策，是否会由于国内的封闭政策和国外逐步实施的放开政策之间的巨大落差，造成与全球产业链供应链体系密切相关的要素和资源在国内外正常互动交流关系隔离和阻断现象。客观事实是，一旦国外实施了全面放开政策，中国如何适时适度实施对外开放策略，就成为一个必须认真面对的重大问题，长时期隔离与国外各种要素人员的交流，对中国经济发展和国家形象极为不利。当前西方国家已经将中国坚持的新冠疫情动态清零和即时封

锁政策，宣传和定义成为“自由无价”和“权威主义”价值观之间的对立关系，再利用俄乌冲突事件中中国没有参与对俄罗斯指责和制裁的叠加机会，将中国描黑和丑化为对侵略者的“支持者”和“帮凶”，从而引发和激发西方国家民众对中国国家价值观制度的方案和敌视行为，将之全面转化为对推动中国产业链供应链封锁和阻断的“民意”基础。

第四，自主创新能力相对不足迫使中国本土产业链供应链体系难以继续深度参与到全球产业链供应链体系。客观事实是，推动全球产业链供应链重构的核心导向已经不再是劳动力成本优势，而是独一无二的自主创新能力和本国市场需求规模因素。在全球“自由贸易”必然转向“对等贸易”格局之下，只有拥有强大的自主创新能力体系国家，方可保障自身的贸易增长和贸易利益机会，最终决定全球贸易体系的走向和治理机制变革。因此，从长期来看，中国能否在重点产业链的关键设备、关键零配件和元器件、关键材料、关键工艺和工业设计软件系统等“卡脖子”领域全面自主突破和维持长期创新领先优势，才是决定中国产业链供应链体系全球发展空间的根本性因素。然而，迄今为止，中国在“卡脖子”领域自主突破面临根本性的制约因素：一方面，尚未形成国有企业和民营企业、大规模企业和中小微企业依据产业链协作关系组合而成的创新联合体系，迫使很多“卡脖子”领域的自主突破被“卡”在国内某一环节的缺失方面；另一方面，各级政府对“卡脖子”领域的支持政策，存在碎片化、分散化的各自为政倾向，并未依据这些领域的创新链和产业链分工协作特征形成政策合力效应。更为重要的是，各级政府的支持资金均倾向于投向产业化环节，而针对基础研究和应用基础研究的支持资金严重缺乏，针对从基础研究到应用开发和中间试验研究的支持政策也普遍缺位。这些短视政策严重违背了“卡脖子”领域自主突破的科学规律。

2) 产业链供应链面临的“外移”风险

第一，中国产业链供应链正在面临被迫转移和被动替代的重大风险。美国在自身新冠疫情得到初步控制的情形下，将其国家战略重心重新聚焦到抓紧实施在自身国内产业链中的“去中国化”策略，限制中国获得全球产业链供应链的高端能力，削弱中国在区域性产业链供应链的主导能力。最为值得高度关注的重大现象是，在多轮新冠疫情冲击之下，全球重点制造业产业链供应链向印

度和东南亚地区的转移和集聚现象凸显，对中国产业链供应链造成了难以忽略的竞争效应和替代效应。印度出口额快速增长，2021 年印度出口额已经达到 6689 亿美元，同比增长 34%。2022 年 3 月份，印度出口额为 639 亿美元，同比增长 14%。2020 年印度出口额可能突破 7000 亿美元，达到日本出口总量 90% 左右。越南已具备“世界工厂”雏形。2021 年越南进出口贸易额突破 6000 亿美元，2022 年贸易总额将达到 8000 亿美元。2022 年第 1 季度越南货物进出口额达 1763.5 亿美元，同比增长 14.3%。其中出口 885.8 亿美元，同比增长 12.9%。

第二，西方发达国家已经初步形成针对中国产业链供应链全面进行竞争和遏制的同盟体系。一方面，美国等西方发达国家已经制定压制和排斥中国产业链供应链的政策体系。在 2018 年中美爆发贸易战以来，美国及其同盟国试图重构全球产业链供应链体系，降低中国在全球产业链供应链系统的地位，将印度及东南亚塑造成为新的供应链中心。2021 年 2 月份签订《关于美国供应链的行政命令》，核心目标就是在全球产业链供应链体系层面实施“去中国化”策略，将印度和东南亚设定为主要替代目的地。另一方面，西方主要发达国家已经形成针对压制中国产业链供应链的共识以及共同利益体。2021 年中国的制造业增加值规模达到了 31.4 万亿人民币，约合 4.86 万亿美元，约占到全球制造业的三分之一，相当于 G7 之和。中国制造业正在经历的以自主创新能力提升主导的转型升级过程，必然会在一定程度上对德国、日本、韩国、法国、英国和意大利等老牌和新兴制造业强国的利益造成竞争和挤压效应，迫使这些西方主要制造业强国与美国组建同盟体系来应对中国经济挑战。

第三，全球产业链供应链体系的重构与调整会迫使中国同时遭遇与多国的矛盾和冲突。面临美国为首的西方国家针对中国全面实施的全球产业链供应链重构和调整战略，印度和越南等南亚和东南亚国家必然会基于自身利益最大化原则，主动利用这个战略机会深度参与到针对中国产业链供应链的围堵和压制行为，必然会利用全球产业链供应链重构和调整机会抢夺中国制造业份额。为此，可以预判的基本事实是，在今后一段时期之内，一方面，美国为首的西方国家，必然会采取一切可能激进策略拉拢和游说印度和东南亚国家参与压制和围堵中国产业链供应链的力度必然会加强。而且，日本和韩国必然会深度参与

到针对中国产业链供应链的围堵和遏制体系之中。中国主导的 RECP 很有可能面临被削弱和破坏的风险，中印、中日、中韩和中越等之间的各种矛盾冲突面临同时激化的巨大外部风险；另一方面，美国推进的以排斥中国产业链供应链为主的“印太”战略可能会取得显著进展。而且，美国等西方国家必然会利用俄乌冲突事件的机会，炮制和实施针对中国的各种经济制裁举措，鼓吹自由无价的价值管同盟体系，进一步制造和放大中国产业链供应链不安全风险，依靠制裁和法令双重手段强迫位于中国的发达国家跨国公司迁回本国或外移到印度和越南等国家。

第四，美国会较大概率利用激化台海冲突来强迫中国台湾地区和大陆之间的产业硬脱钩。客观事实是，台湾地区的集成电路产业和高端制造业依附于美日等西方发达国家主导和掌控的全球产业链供应链体系，美国可能会主动制造和激化台海冲突，强迫台湾地区和大陆之间产业链供应链关系的弱化和局部脱钩，进一步压缩中国产业链供应链的全球发展空间。

6、短期资本市场依然存在全面下挫、出现系统性风险的可能

4月25日至5月25日，中国资本市场持续拉响“3000点保卫战”，上证A股总市值从年初51万亿元的高点一度跌至4月26日的37.6万亿元，直至近期企稳回升。截至6月20日，上证指数、深证成指、沪深300指数分别较年初下跌8.9%、16%、12.4%。展望未来一段时期，下述5大因素依然随时可能产生扳机效应，导致中国股市直线加速下滑，从而引发一系列系统性风险。1) 美国可能对中国资本市场采取进一步打压的举措，包括进一步扩大中概股退市名单，对我国互联网头部企业的围堵，对科技企业黑名单的扩容等措施不仅直接导致这些行业股价出现系统性变化，同时会使中美冲突在短期上升到新的高度；2) 美国在后疫情时期全面启动新的遏制战略，全面缩短疫情带来的中美冲突的缓和期；3) 美国货币政策转型超预期加速，带来全球资本超预期的变异，美元持续升值，进一步引发资本外逃压力加剧；4) 各类资本对于中国疫情政策、资本监管政策、地缘政治的态度采取用脚投票；5) 本国上市公司业绩快速恶化，并与欧美公司业绩进一步拉大带来的价格效应。

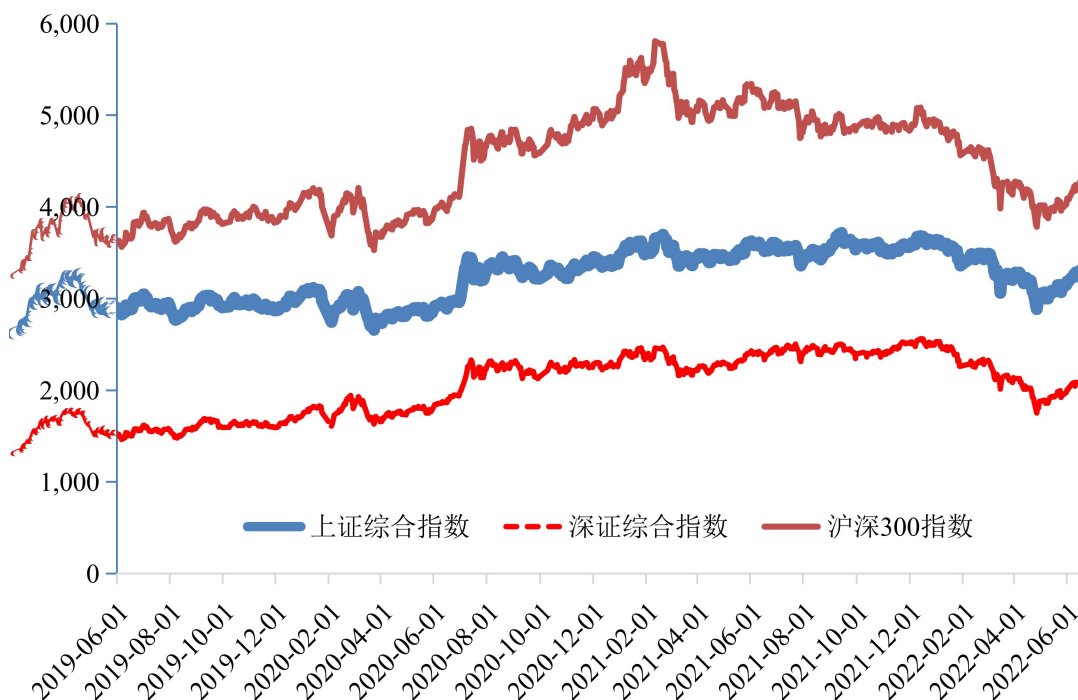


图 34 中国股票市场价格指数走势

7、非金融企业信用风险演变下重点板块出现变异的风险

在经历了金融危机后的多轮信用扩张后，我国债务风险累积至高位，宏观杠杆率持续居于全球前列。其中，非金融企业部门作为债务的主要载体，债务风险尤为值得关注。展望 2022 年，虽然在稳杠杆基调下宏观杠杆率有望维持稳中略升态势，但债务“灰犀牛”风险仍存，地产、城投、高碳行业等板块的信用风险值得高度关注，需要处理好疫情防控与稳增长、防风险的动态平衡，守住不发生系统性风险底线。

1) 房企信用风险延续去年下半年以来释放态势，关注债券展期、交叉违约等风险以及风险外溢的可能性。

近年来，随着降低经济增长对房地产依赖的结构性调整推进，房地产行业调控持续，房企信用风险不断释放。今年以来，在“房住不炒”的主基调下，政策强调引导房地产行业健康发展，两会工作报告强调房地产行业要“探索新的发展模式”；3 月 16 日，国务院金融委表示，房企要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施；4 月 29 日，政治局会议强调支持各地从当地实际出发完善房地产政策，促进房地产市场平稳健康发展；与此同时，多地围绕户籍政策、财税政策、限贷政策等边际调

整。从债券市场看，在房企尤其是中小房企资金链不断承压的情况下，风险延续去年下半年以来的释放态势，今年 1-4 月仍有 4 家房企发生违约，且新增违约主体中一半为房企，新增展期主体均为房企；与此同时，1-4 月评级下调的主体多集中在房地产以及与其关联度较高的建筑行业，房企风险逐步向其他领域传导。

后续随着因城施策的政策方向更为积极，地产行业内部信用分化水平或更显著，仍以高负债、高杠杆、高周转的“三高”旧模式运营的尾部房企或将逐步退出市场，需持续关注偿债高峰下弱资质房企债券展期及交叉违约风险，以及触发房企公信力下降所导致的再融资受阻。此外，鉴于房地产行业关联面广等特性，如果其风险出现持续大规模释放或将进一步加大金融机构风险敞口，同时还将引发一系列连锁反应，导致经济失速及系统性风险的产生。例如，通过上下游传导链蔓延到多个关联领域，带动相关行业大幅下行，影响经济增长；房价大幅下跌、居民财富缩水，对资产负债表修复产生压力；另外，地产行业风险的无序爆发还将使土地财政承压，加大地方财政收支压力，进而加剧地方政府债务风险。因此，在减轻经济增长的地产依赖过程中，需稳妥推进房地产行业风险缓释，警惕风险的外溢及传导。

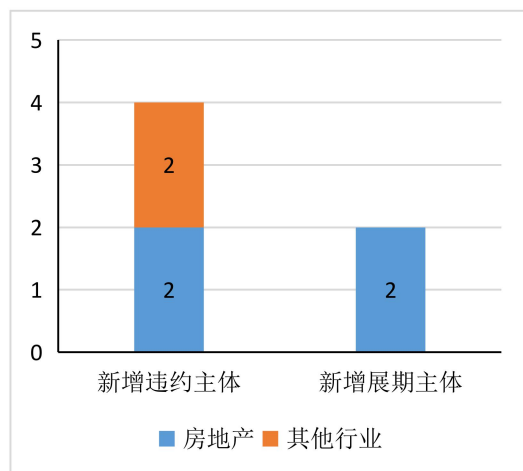


图 35 2022 年 1-4 月新增违约及展期主体集中于房地产行业

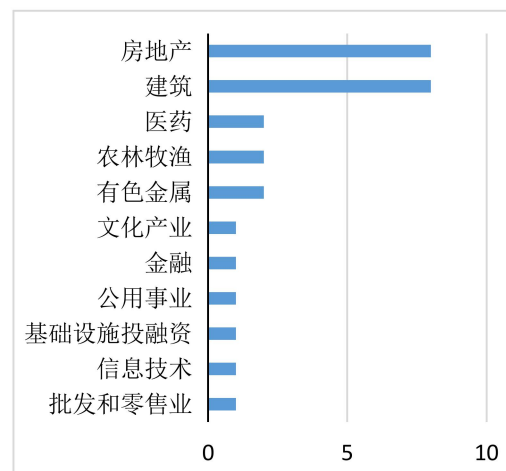


图 36 2022 年 1-4 月评级下调主体集中于房地产及建筑行业

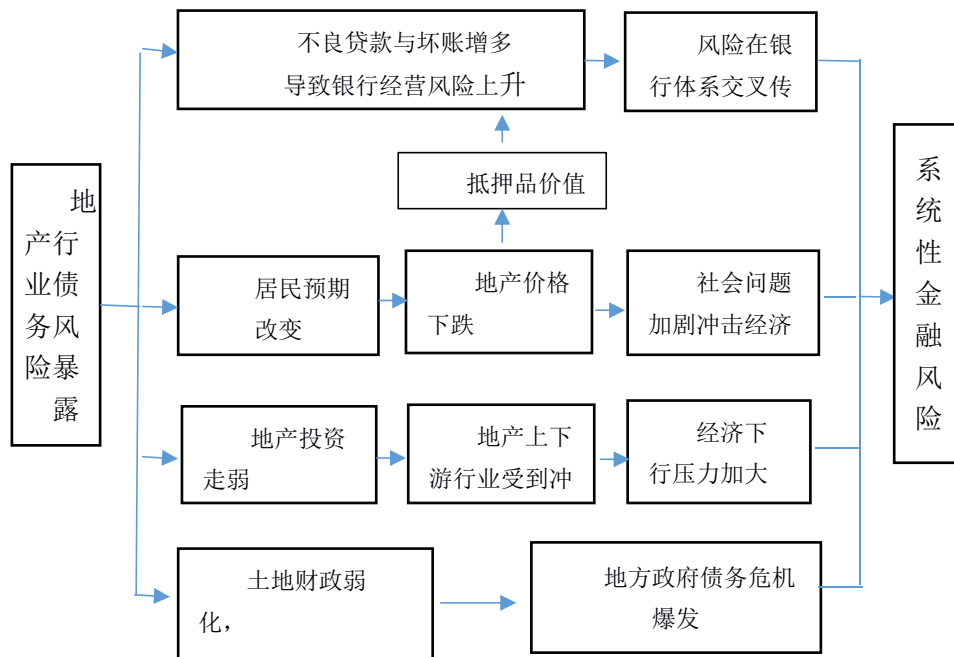


图 37 房地产领域风险诱发系统性风险的可能传导路径

2) 地方债务严监管下尾部城投风险持续释放，关注信用分化加剧及风险向债市传导可能

近年来，伴随我国政府债务管理改革不断推进，在“开前门、堵后门”的管理框架下，地方债务风险总体可控，但受新冠疫情冲击以及疫后修复不一影响，结构性和区域性风险均有所加剧。截至 2021 年末，地方政府债务规模超过 30 万亿，政府负债率上升至 46%，但仍在 60%警戒线内；而以城投为主要载体的隐性债务风险需重点关注，中诚信国际估计 2021 年规模在 48.5-56.7 万亿之间，为显性债务的 1.60-1.87 倍；此外，疫情冲击叠加修复进度不一，部分地区经济财政依然承压，持续制约偿债能力的修复，且在降低经济增长对房地产依赖的结构调整下，区域债务风险分化进一步加剧。对于城投而言，在地方债务防控回归严监管、隐性债务加快推进“控增化存”之际，城投融资从严从紧，2021 年 5 月城投债净融资出现近年来的首次负增长，今年以来发行及净融资同比仍然双收缩，弱区域、弱资质企业再融资压力依旧显著；同时城投债用于借新还旧比例持续上升，一季度仍保持在 80%以上的高位；在城投债到期高峰来临、债务滚动持续承压的背景下，城投信用风险不断释放，虽尚未有公募债券违约，但非标违约已趋常态化，一季度共发生 3 起，且涉及主体行政层级“向上蔓延”。

在当前政策强调扩大有效投资、全面加强基础设施建设、保障平台合理融资需求的背景下，作为稳基建的主要承担者，后续城投行业内部信用分化或进一步加剧，参与重要项目建设的城投企业或迎来融资边际改善的可能，但严监管基调下行业尾部风险或仍将继续释放，叠加债务到期高峰来临，需警惕债务滚动压力下非标违约风险跨区域、跨行业以及向债市进一步传导的可能。同时，随着隐性债务清零、政府换届、城投转型等持续推进，需持续关注弱区域、弱资质企业再融资压力，以及政企关系演变下地方政府对城投支持的分化及其转型风险。此外，受房地产企业资金受限，拿地主动性趋于保守的影响，土地财政进一步弱化，需警惕此背景下房地产行业风险向融资平台负面传导的可能。

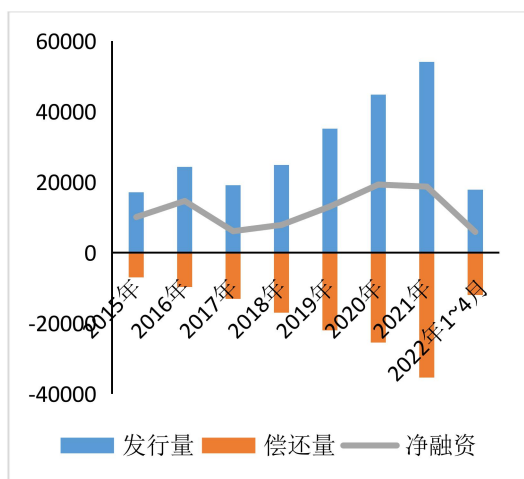


图 38 城投债发行及净融资双收缩

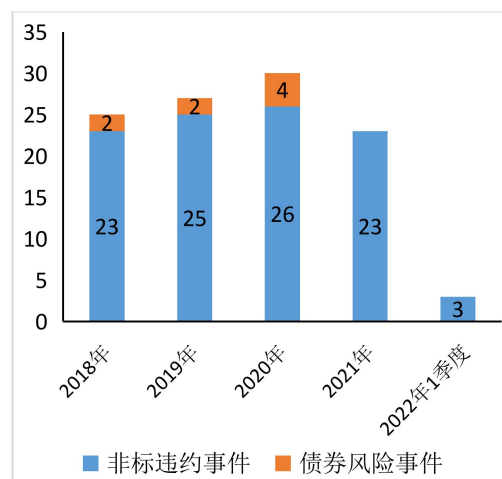


图 39 城投非标违约风险持续释放

3) 高碳行业债务风险普遍较高，关注绿色转型过程中重点行业信用分化加剧及尾部风险上扬

今年以来，为如期实现碳达峰、碳中和目标，国家及地方政府先后出台多条“双碳”相关政策，为能源绿色低碳发展基本制度和政策体系建设、能源的消费转型升级、碳普惠的新路径模式创新等提供政策引导。部分地方政府提出了碳补贴相关的具体政策，为碳改革企业提供有力支持，为高碳行业发展带来一定推动力。然而，我国高碳行业债务总量虽可控但继续加杠杆空间受限较大。根据中诚信国际测算，截至 2021 年末，我国高碳相关行业（此处计算口径为煤炭开采与洗选业、石油和天然气开采业两个传统化石能源行业及六大高耗能行业）规模以上企业总债务规模为 35.08 万亿元，占非金融企业总债务比重

为 18.3%，债务总量并不算突出。但高碳相关行业多属于重资产行业，资产负债率均较高，进一步加杠杆的空间受到很大限制。在碳转型升级压力下，重点行业企业资本支出需求加大，或将面临债务进一步攀升的压力，进而导致行业内部分企业信用水平受到冲击。与此同时，碳减排下产业结构调整可能会导致行业分化加剧，尤其是转型升级压力大的行业，非头部企业获现能力较差，环保升级带来现金流压力，或将削弱其信用实力，行业尾部风险或进一步上扬。

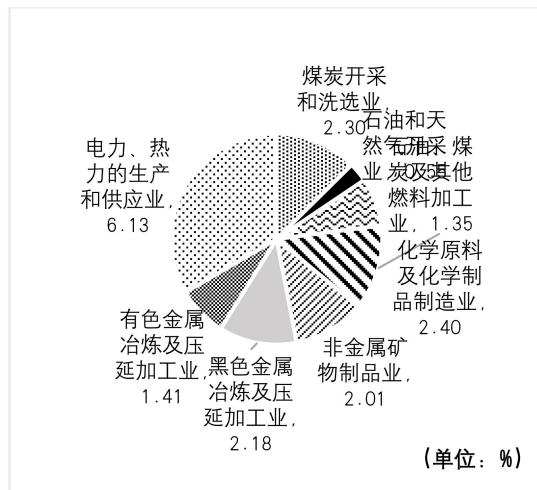


图 40 高碳行业负债占非金融企业债务比重 (2021 年 12 月)

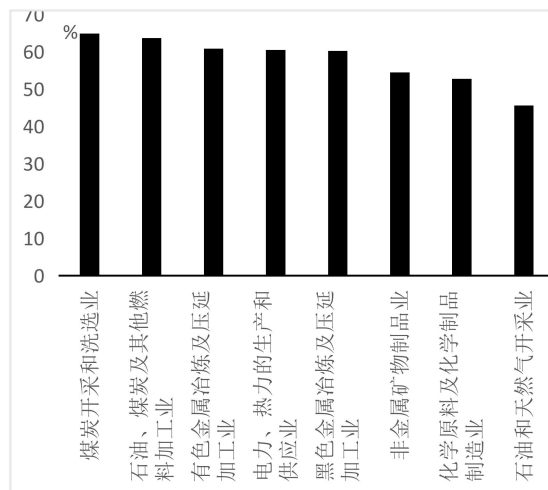


图 41 高碳行业资产负债率普遍处于较高水平 (2021 年 12 月)

4) 金融机构风险敞口有所扩大，关注产业类风险向金融领域进一步传导以及风险在金融领域内部扩散的可能。

金融诞生于实体经济的需要，金融风险很大程度上来源于实体经济的传导。在当前经济下行、宏观债务风险仍处于高位、实体部门内生增长动力不足的情况下，一旦实体端资产质量大面积恶化，易导致金融机构风险敞口的扩大，以及在金融领域内流动性风险的相互传导与累积。从商业银行表现看，截至 2021 年末，商业银行不良率小幅下降，资产质量整体有所改善，但内部分化加剧，城商行及农商行不良率出现上行；与不良率表现相对应，城、农商行的拨备覆盖率同样出现不同程度的下降，区域性银行抗风险能力有所削弱，尤其需关注关联交易较多、业务较为集中的区域性中小银行风险化解压力。从债券市场表现看，金融机构信用风险事件主要受产业类关联方或控股股东的间接影响所致，截至 4 月末，债券市场累计有 6 家非银金融机构发生债券展期事件，其中 4 家均受控股股东发生违约或关联企业负面事件影响，现金流紧张进而发

生展期。未来仍需警惕产业类风险向金融领域传导，同时也不排除部分风险抵御能力较低的金融机构会间接受到风险在金融领域扩散的影响。

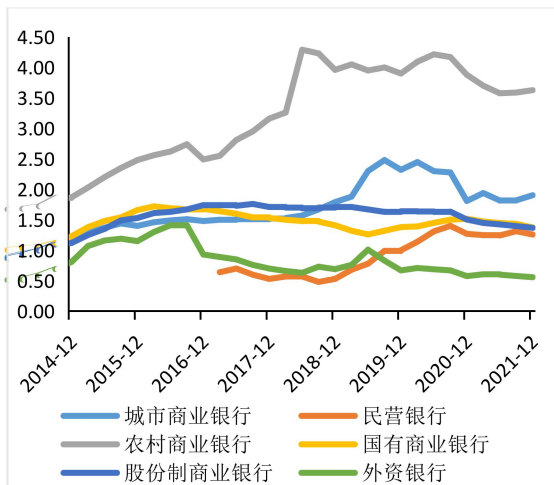


图 42 城/农商行不良贷款比例均走高
(截至 2021 年 12 月)

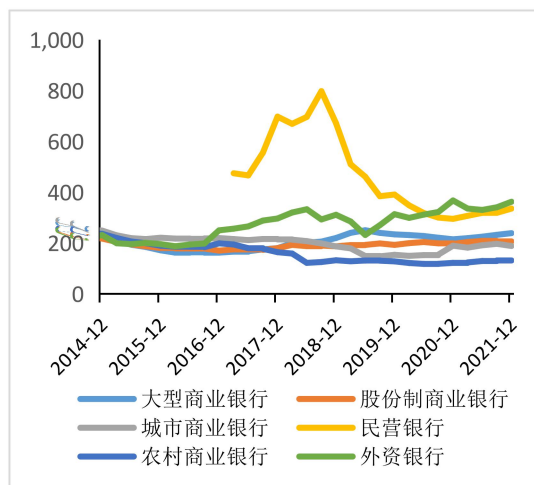


图 43 城/农商行拨备覆盖率同步下滑
(截至 2021 年 12 月)

8、欧美政策转向引发全球金融市场动荡和世界经济衰退的风险

中国宏观经济能否完全实现常态化，不仅取决于中国政策常态化的路径和战略转换的方式以及政策调整和大转型中的风险控制，同时也受外部环境变化的影响。疫情蔓延、俄乌冲突、美欧货币政策快速转向、全球能源价格和通货膨胀持续高企等冲击，进一步加重了疫情之前世界经济“长期停滞”的趋势。年初以来，几大国际组织不断下调今明两年全球经济增长预期，显示全球经济复苏进程放缓。总览当前国际经济与金融市场环境，欧美发达经济体通胀水平不断刷新纪录，随着美联储和欧央行政策转向，市场风险偏好发生逆转、全球资本市场剧烈下行调整，未来可能刺破资产泡沫或引发全球经济衰退。世界经济再次陷入衰退将进一步恶化和复杂化我国经济的外部环境。

1) 世界经济面临低增长、高通胀、高债务多重压力

年初以来，国际机构纷纷下调了 2022 年全球经济增长预期，而上调了全球通胀预期。WTO 预测 2022 年以市场汇率计算的全球 GDP 增速 2.8%，全球货物贸易增速 3.0%，这相比 2021 年全球 GDP 增速 5.7%和货物贸易增速 9.8%有明显下降。从通胀情况来看，IMF 预测 2022 年全球通胀水平高达 7.4%，相比疫情前 3.5%的通胀水平翻了一倍多。依据国际粮农组织（FAO）提供的数据，2022 年 3 月，全球食品价格指数相对于疫情以来 2020 年 5 月的低点上涨了

75%，相对于疫情暴发前 2020 年 2 月也上涨了 60%，全球出现食品危机的风险正在加大。从运输成本来看，目前波罗的海干散货运指数（BDI）已经是疫情前的 3 倍多。

随着欧美发达经济体通胀水平不断刷新历史纪录，美联储和欧央行正在加速收紧货币政策。5 月份，美国 CPI 同比涨幅高达 8.6%，欧元区调和 CPI(HICP) 同比涨幅达到 8.1%，其中德国达到 8.7%，而英国 CPI 在 4 月份已经达到 9.0%。

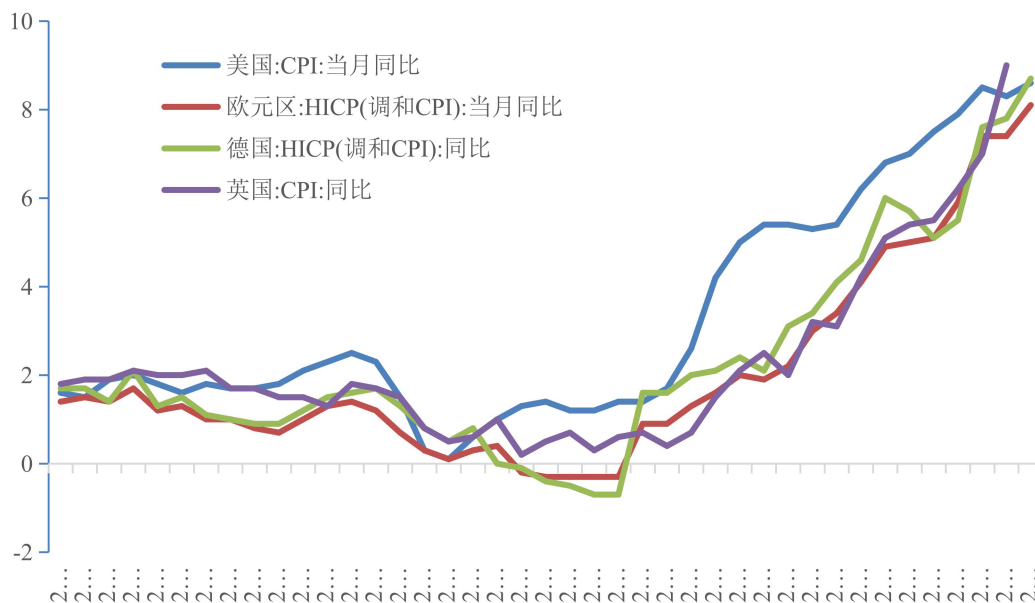


图 44 欧美主要国家通胀形势

2) 全球股票市场进入震荡下行周期

2022 年年初以来，随着美联储加息缩表节奏提速和俄乌危机的爆发，全球股票市场进入动荡下行调整周期。截至 6 月 14 日，美国道琼斯工业指数、标普 500 指数、纳斯达克指数分别较年初下跌了 16.4%、21.6%、30.8%，同时 CBOE 波动率指数(VIX)大幅上扬，较年初上涨 1 倍，标志着美国股市结束了自 2020 年 3 月美国救市以来的超级上涨周期，转而进入下行震荡调整周期。受欧央行货币政策转向、俄乌危机影响，法国、德国股票指数分别较年初下跌了 16.8%、16.3%，俄罗斯股票指数下跌了 20.5%。受国际金融市场波动和国内经济下行影响，中国股票市场指数下行压力加大，上证指数、深证指数分别较年初下跌了 9.6%和 19.1%，但未来走势存在不确定性。

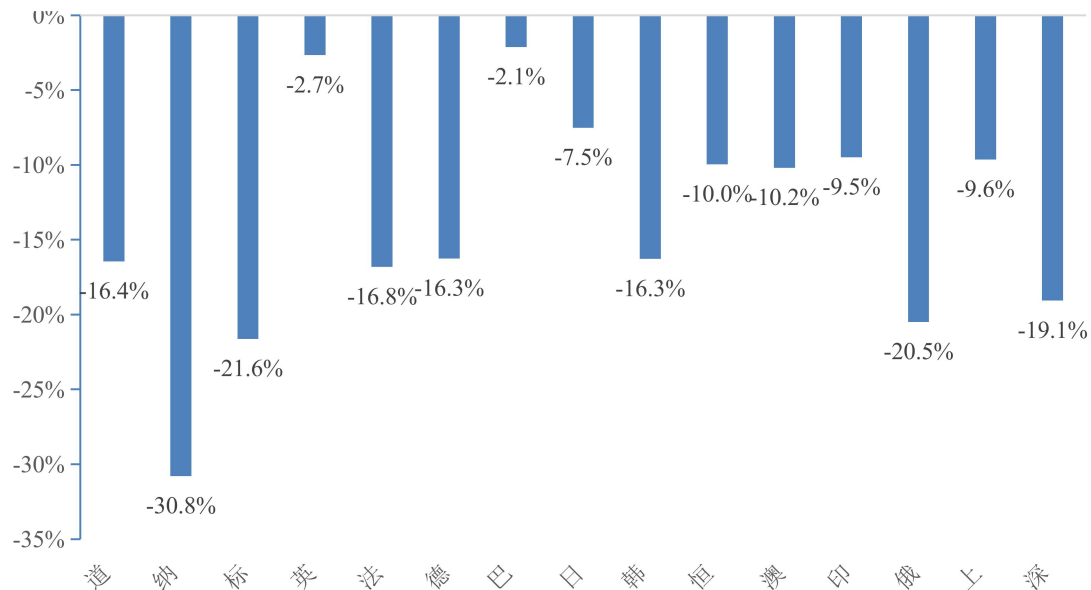


图 45 年初以来全球主要股票市场指数累计跌幅（截至 6 月 14 日）

3) 新冠大流行继续构成“国际关注的突发公共卫生事件”

尽管奥密可戎导致的重症和致死率大幅度下降，但新冠病毒的不断变异对世界经济的复苏造成了重大不确定性。从全球新冠感染人数变化的趋势来看，到目前已经经历了 4 波峰值，每一波峰值基本都与毒株变异直接相关。从全球疫苗接种情况看，全球疫苗生产和接种率严重不平衡。截至 2022 年 3 月底，低收入经济体人口 6.78 亿人，疫苗接种率只有 12.0%；中低收入经济体人口 29.94 亿人，疫苗接种率也只有 48.4%；中高收入和高收入经济体人口约 41.7 亿人，疫苗接种率超过 70%。可见，全球中低收入及以下的人口数量超过 36.6 亿，疫苗接种率低，依靠疫苗接种来抗击新冠疫情的任务艰巨，新冠病毒对全球造成的公共卫生冲击可能是长期的。WHO 新冠大流行突发事件委员会每 3 个月召开一次会议，就新冠疫情应对问题向 WHO 及其会员国发布新建议。该委员会在最近的会议结果中认为新冠大流行继续构成“国际关注的突发公共卫生事件”。这就意味着对于未来疫情走势，新冠病毒仍可能会继续变异，人们可能会看到更多的变异毒株出现，新冠肺炎疫情可能具有长期性。

可见，今明两年外部环境的复杂化对国际循环体系的冲击及其对我国贸易的影响将有新的表现。全球经济复苏进程的延迟、国际冲突的加剧、全球产业链供应链的重构以及“去中国化”的抬头，都可能使中国经济面临的外部压力上扬，提前稳住内部经济基本盘是应对外部冲击和大国竞争的核心基础。因

此，在各种战略准备中，全面扩充国内市场需求，快速促进市场循环的常态化，充分恢复中国经济运行的基本盘，不断巩固住内部产业链的竞争力和畅通性是我们立于不败之地的关键。

第四部分 稳字当头的 2022 年中国宏观经济政策定位

——存量政策效果评估与增量调整空间

“发展是解决我国一切问题的基础和关键，做好疫情防控需要财力物力保障，保就业保民生防风险都需要发展作支撑。当前正处于决定全年经济走势的关键节点，必须抢抓时间窗口，努力推动经济重回正常轨道。”下半年至明年上半年是中国疫后经济复苏的起步和巩固阶段，中国需要全程保持积极宽松的宏观政策环境，利用积极财政政策和宽松货币政策组合支持呵护经济复苏进程，利用部分超常规政策防范经济下滑跌破底线的风险，并在十四五规划项目实施和战略布局中加快培育国民经济循环的内生动力。

（一）保就业隐含经济增长

2022 年《政府工作报告》在作出“三重压力”判断的情况下，依然提出了“国内生产总值增长 5.5%左右”的预期目标，并指出“经济增速预期目标的设定，主要考虑稳就业保民生防风险的需要，并同近两年平均经济增速以及“十四五”规划目标要求相衔接。这是高基数上的中高速增长，体现了主动作为，需要付出艰苦努力才能实现。”根据中国宏观经济论坛（CMF）团队的测算，要满足 70 岁以下人口的就业需求，2022 年中国经济增速至少要维持在 4.6%以上的水平，此时非农就业人数与上年持平；若经济增速达到 5.5%的预定目标，非农就业增量就能够达到近 500 万，恢复到 2019 年的就业状况，就业质量才不会严重下滑。

具体来说，以 2021 年中国 GDP 总量 114 万亿为基础，假设 2022 年农业、建筑业、工业、服务业的 GDP 占比按照平滑方法分别为 7.2%、7.0%、33.8%、52%，劳动生产率则分别按照 1.5%、5%、5%、4%平滑。下面分别测算 2022 年两种不同增长情形下的非农就业增量。²

1、若 2022 年经济增速达到 5.5%的预定目标，非农就业量将达到 5.8 亿人，比 2021 年增加 490 万人，基本恢复至疫情前 2019 年水平。其中，工业就

² 人们在评判就业问题时喜欢采用城镇新增就业指标，即城镇地区社区新介绍了多少人找到工作，没有扣除退出的，也可能重复计算，这在当前形势下并不好把握。相比之下，非农就业增量是二、三产就业人数的年度差值，是净增的概念。从本质上讲，城镇新增就业也是想反映非农就业增长的情况，但由于有重复统计的偏差，不如直接用非农就业增量指标要更准确一些。

业人数减少 1250 万人，服务业就业人数增加 1600 万人，建筑业就业人数增加 140 万人。需要说明的是，由于 2021 年工业增加值增速过猛，2022 年将会有一个自然回落的过程，加上工业产业链受冲击较严重，预计 2022 年工业就业人数会回落 1250 万人；若下半年疫情防控更加精准，减少对服务业的打击，服务业就业将增加 1600 万人；最后是建筑业，总体较为平稳，比上年增加 140 万人。

2、若 2022 年经济增速为 4.6%，非农就业量将达到 5.75 亿人，与 2021 年基本持平，刚能满足 70 岁以下人口的就业需求。我们认为，这是一个增长底限。其中，工业就业人数减少 1400 万人，服务业就业人数增加 1300 万人，建筑业就业人数增加 100 万人。由于工业就业人数减少 1400 万，这要求下半年的疫情防控更加精准，减少对服务业的打击面，使服务业就业能增加 1300 万人，叠加建筑业所增加的 100 万人，才能勉强保住非农就业人数不减少，并满足 70 岁以下人口的就业需求。

那么中国到底一年需要多少非农就业岗位的增量，才能满足就业之需呢？按理说，就业是针对劳动年龄人口来说的，近年来我国劳动年龄人口呈绝对下降的趋势，从这个角度讲，即便中国非农就业岗位不增加，也足以满足就业的需要。但问题是，很多超龄人口仍在就业，他们若失业，也会引起一定的社会问题并与年轻人抢工作机会，所以政府并不是完全按劳动年龄人口来统计失业，也会考虑到这部分人的失业问题。如果把年龄放宽到 70 岁，经测算我们发现，现在中国 16-70 岁人口基本处于不增不减的阶段（2018 年略减 20 万），换言之，要满足 16-70 岁人口的就业需要，至少非农就业岗位不能减少。由于 2021 年就业形势特殊，虽说城镇新增就业 1269 万人，但非农就业人数只增加 231 万人，这是以牺牲就业质量来勉强维持就业数量（如隐蔽性失业）。要想确保就业形势无虞，最好对标 2019 年的就业形势，当年就业形势虽然吃紧，但仍基本算正常。若 2019 年至 2022 年 16-70 岁人口无大的变动，那么只要非农就业人数恢复至 2019 年水平，即可实现就业形势平稳。从此角度讲，4.6% 的经济增速应该基本能满足这一要求，若经济增速能达到 5.5%，就业数量和质量则能更好地兼顾，就业质量不至于下滑太严重。

（二）财政政策的应有担当

2022 年以来，积极财政政策“增支减收”，一方面通过财税政策的调整强

化自动稳定器功能，另一方面通过扩大财政支出和政府性基金支出发挥引领作用。1-5 月份，公共财政支出累计同比增长 5.9%，比 2021 年增速提高 5.6 个百分点；公共财政收入累计同比下降 10.1%，比一季度增速下降 18.7 个百分点，主要是 4-5 月份加大了留抵退税等政策力度。1-5 月份，政府性基金支出累计同比增长 32.8%，比 2021 年增速提高 36.5 个百分点；政府性基金收入累计同比下降 26.1%，比 2021 年增速回落 31.0 个百分点，主要是由于房地产市场低迷情况下土地出让收入大幅减少。综合考虑公共财政和政府性基金两方面，1-5 月份，政府支出累计同比增长 12.4%，比 2021 年增速提高 13.4 个百分点；政府收入累计同比减少 13.9%，比 2021 年增速回落 22.6 个百分点。

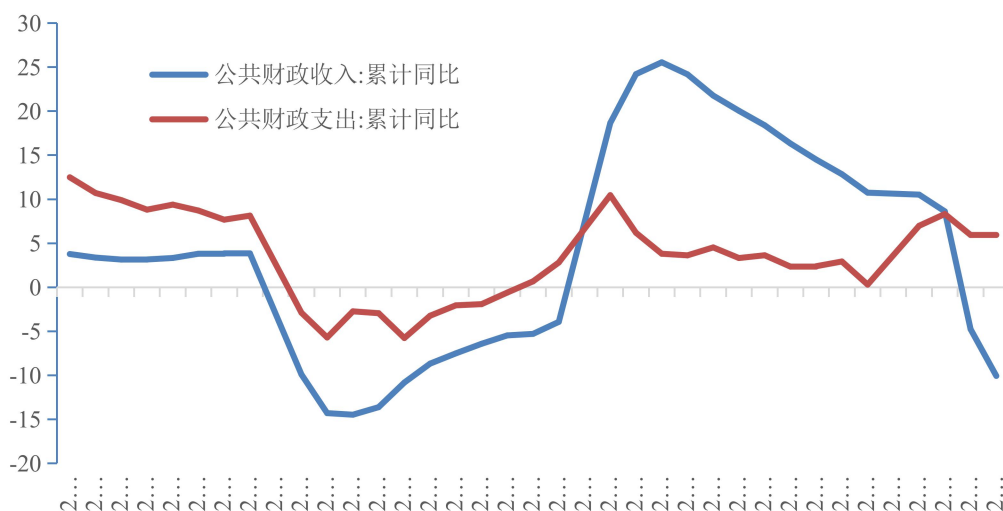


图 46 公共财政收入和支出增速走势

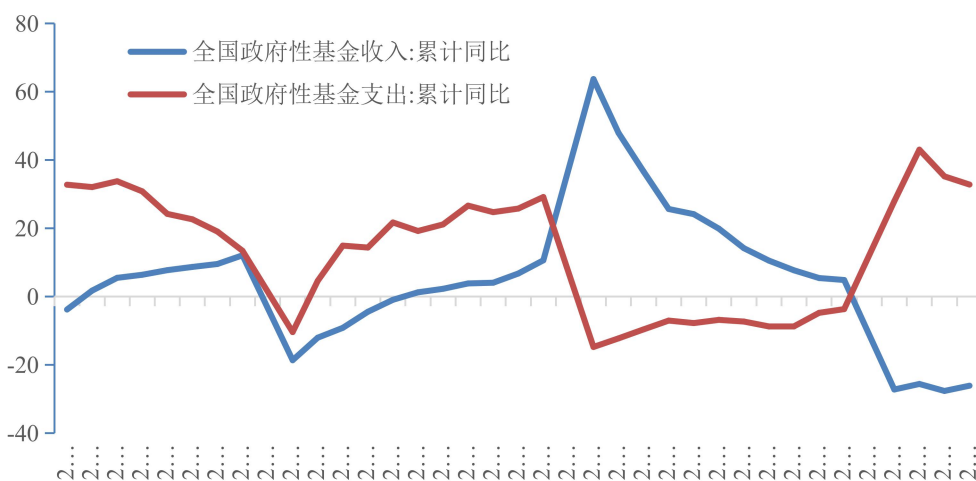


图 47 政府性基金收入 and 支出增速走势

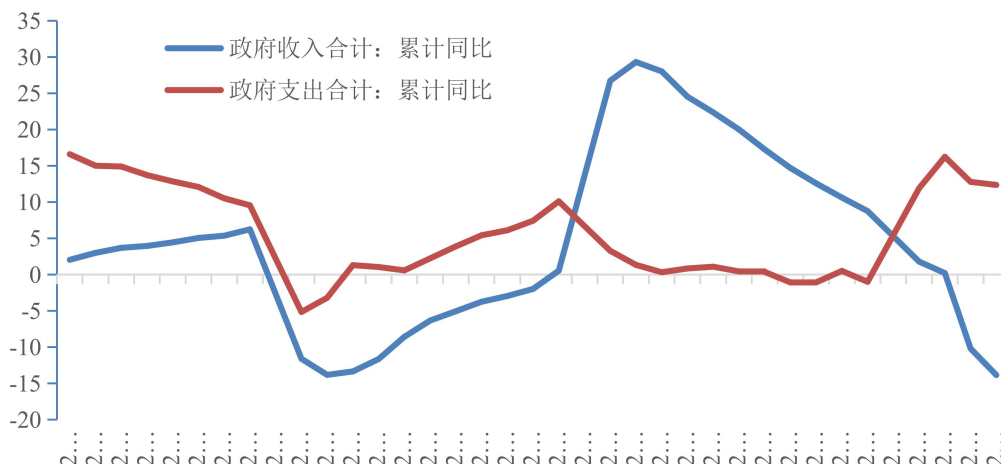


图 48 广义政府收入和支出增速走势

1、关于减税降费效果的模拟及政策建议

减税降费作为积极财政政策的重要方面，自中国经济进入新常态以来一直受到高度重视。在 2008 年全球金融危机发生后，中国就提出了结构性减税降费政策，此后配合增值税转型改革、“营改增”改革、“三去一降一补”供给侧结构性改革，减税降费一直是宏观经济政策的主旋律。2019 年，结构性减税降费发展为以增值税减税、社会保险费降费为核心的普惠式减税降费；同年，中国将原涵盖制造业等行业的 16% 增值税率降为 13%，将“营改增”后交通运输、建筑、房地产等行业适行的 10% 税率降为 9%，将养老保险单位缴费率高于 16% 的省降至 16%，并调低缴费基数。2020 年，新冠肺炎疫情暴发以来，减税降费更成为“六稳”、“六保”的重要政策工具，受到高度重视。2020 年新增减税降费超过 2.5 万亿元；2021 年新增减税降费超过 1 万亿元。相比过去两年，2022 年《政府工作报告》明确提出实施新的组合式税费支持政策，即“减税降费+增值税留抵退税”，计划全年退税减税约 2.5 万亿元，其中新增减税降费超过 1 万亿元，增值税留抵退税 1.5 万亿元。5 月下旬，国务院印发《扎实稳住经济的一揽子政策措施》提出进一步加大增值税留抵退税政策力度，新增留抵退税 1420 亿元，阶段性减征部分乘用车购置税 600 亿元。

1) 减税降费的效果可观

减税效果模拟。课题组首先模拟了增值税减税对于制造业的产出和就业的影响，如下图所示。随着增值税税率消减的幅度从 0.5 个百分点均匀提高到 4 个百分点，产出和就业都接近均匀变化，这说明减税的幅度越大，产出和就业

的增长效应就越强。以增值税减税 3 个百分点为例，产出和就业的增长率分别为 4.41% 和 7.15%。可见，减税的实质效应是相当明显的。

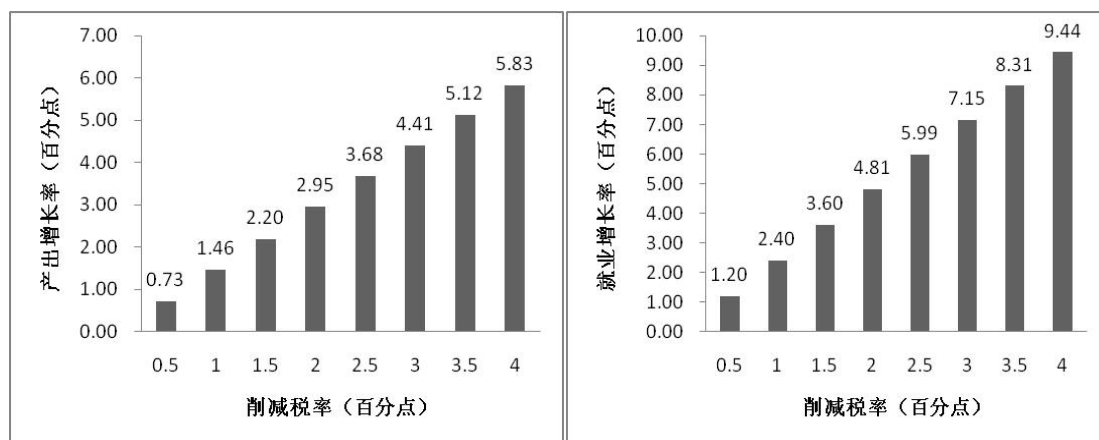


图 49 减税政策的增长效应与就业效应模拟分析结果

降费效果模拟。中国五项社会保险的单位法定缴费率接近 30%，仅基本养老保险的单位法定缴费率就达到 20%，远远高于美国 6.2% 的企业缴费率水平，社保缴费率有很大的下降空间。课题组就服务业社会保险降费效应进行了政策模拟，如下图所示。服务业社会保险降费的幅度与促进增长和就业的程度基本呈现稳定关系。例如，社会保险降费 3 个百分点，产出和就业分别增长 4.29% 和 4.75%。可见，服务业企业成本的变化也更多体现为实质效应（产出和就业）而非传导至价格。

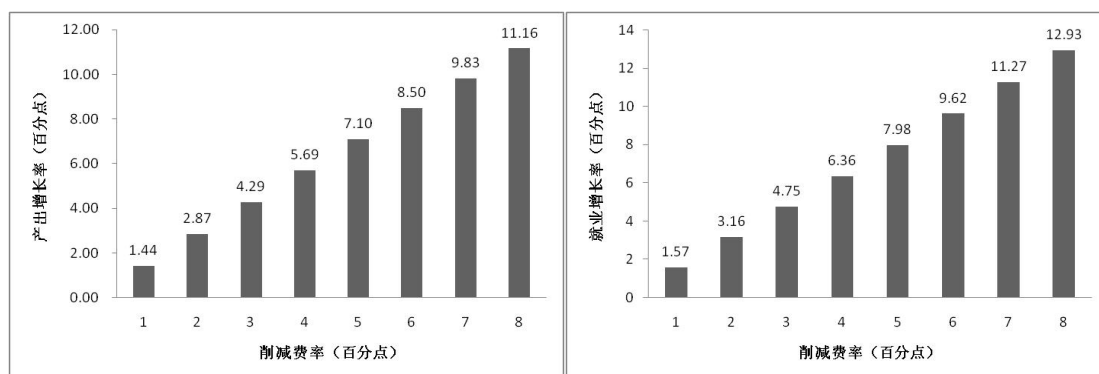


图 50 降费政策的增长效应与就业效应模拟分析结果

2) 进一步减税降费的政策选择

以上模拟表明，实质性减税降费政策能够明显激发微观活力，促进产出和就业增长。当前我国面临十分复杂的外部环境，经济下行压力加大、企业投资和创新动力亟待提升。减税降费的这些效应就更显得重要。另一方面，减税降费作为供给侧结构性改革“降成本”的核心，实质在于减轻企业负担，保持企

业在国际竞争中的优势。因此，当前我们应积极应对国际税收竞争和新一轮国际减税浪潮的挑战，进一步挖掘减税降费空间，这主要包括：

第一，通过评估清理各类涉企财政补贴拓宽减税降费的空间。地方财政的支出压力使得很多地方的减税降费政策难以实质性落地。财政支出结构仍有很大的调整空间，当前应该积极调整财政支出，释放财政尤其是地方财政的压力。一个重要的努力方向是动态评估和清理部分涉企财政补贴，这些补贴消耗了巨额财政资源，然而大量研究表明，一些财政补贴扭曲企业行为，损害资源配置效率。很多对企业的直接财政补贴不仅起来到预期效果，反而成为一些低效甚至“僵尸”企业持续下去的依赖，同时企业骗取财政补贴现象也屡见不鲜。

第二，妥善分解财政和社保基金的减收压力。减税降费是中央站在全局高度的战略部署。然而，当前地方政府债务问题特别突出，减税降费有可能进一步加重这一难题。部分地方财政的稳定可能受到更大的挑战，应该倍加关注。另一方面，随着我国老龄化进程的加快，社保降费也可能会留下隐患。这需要合理、周密地在央地间分解减税降费的工作任务和减收压力，积极探索增加社保基金收入的途径（如国有资产划拨）。只有妥善协调好了财政稳定和社保基金缺口问题，当前实质性减税降费才有可能持续深入下去。

第三，降低企业所得税率。全球数据显示 1996-2016 年间 178 个国家的企业所得税平均税率从 31%持续降到了 22%。这一期间 141 个国家降低了企业所得税率、15 个国家维持税率不变，只有 22 个国家提高了税率。目前，美国公司所得税税率由最高 35%下调至 21%。在美国的压力下各发达国家纷纷制定了较大规模的企业所得税减税方案。我国现行《企业所得税法》自 2008 年实施迄今已逾 10 年，25%的企业所得税法定税率已经不具有优势。特别是跟我国周边国家相比，现行企业所得税率更是显得过高。例如，印度 9 月 20 日发布 2019 税法修订法令，将公司所得税从 30%削减到 22%，制造业甚至降低到 15%。为了使我国企业在国际竞争中保持有利地位，建议主动适应国际减税大趋势，进一步降低企业所得税税率。

第四，放宽企业固定资产折旧规定，缩短折旧年限。这也是可以努力的减税方向，能够在短期内起到快速降低企业实际税负的效果。从国际比较来看，

现行 G20 国家的企业所得税制中仅阿根廷、巴西、中国、德国和墨西哥对部分设备器具等固定资产规定了 10 年的资产折旧年限，而加拿大、法国、美国 and 南非等国均将固定资产折旧年限设定在 3 年以内。可以考虑扩大设备器具等固定资产加速折旧方法的适用范围，降低我国企业有效边际税率。如将《关于设备器具扣除有关企业所得税政策的通知》所确定的固定资产加速折旧适用范围从新购进设备、器具扩展到最近几年内购进的、尚未折旧完的设备、器具。

第五，免征小微企业所得税。大量中小微私营企业、民营企业，其税后利润分配还需缴纳个人所得税。当前经济下行压力较大，为中小微企业“松绑”已经摆在十分重要的位置。特别是人员有限的小微企业，还需要花费大量时间与精力准备台账、申报表等财务资料以按时报税、缴税，税款收入相对于企业的税收遵从成本而言其实得不偿失。可考虑完全免征小微企业的企业所得税，将减轻企业税负进一步落到实处，还可以起到对小微企业的“放水养鱼”、培育税源、促进就业的效果。

第六，进一步清理各类涉企收费和政府性基金，切实降低企业非税负担。税外各类收费助长了地方政府的不规范行为，破坏了市场秩序，给企业带来沉重负担，是造成企业对减税降费政策获得感不强的重要根源，也是政府收入秩序失衡的主要原因，清理规范行政收费应当成为近期为企业减负的着力点。另一方面，政府性基金是地方政府非税收入的重要组成部分，加大清理政府性基金的力度也是近期减税降费政策的重要抓手。

当然，要使减税降费政策产生长期、稳定的效果，避免税费负担反弹，还应该致力于构建有利于减轻企业税费负担的长效机制。包括：完善分税制财政体制和完善地方税收体系；推进税制结构优化，降低间接税比重，提高直接税比重；转变政府职能，进一步降低企业制度性交易成本；落实税收和收费法定原则，约束地方政府行为等。

2、关于增值税留抵退税政策效果及建议

实施大规模增值税留抵退税是 2022 年积极财政政策的重要政策工具，也是新的组合式税费支持政策的核心内容，能够直接为市场主体提供现金流，有效缓解困难企业资金压力。根据 5 月份国务院《扎实稳住经济的一揽子政策措施》以及 6 月国家税务总局《关于扩大全额退还增值税留抵税额政策行业范围

有关征管事项的公告》，2022年出台的各项留抵退税政策新增退税总额达到约1.64万亿元，覆盖行业范围在已出台的制造业、科学研究和技术服务业、电力热力燃气及水生产和供应业、软件和信息技术服务业、生态保护和环境治理业、民航交通运输仓储和邮政业等6个行业的基础上，增加“批发和零售业”、“农、林、牧、渔业”、“住宿和餐饮业”、“居民服务、修理和其他服务业”、“教育”、“卫生和社会工作”和“文化、体育和娱乐业”7个行业，实施按月全额退还增量留抵税额以及一次性退还存量留抵税额的留抵退税政策。

6月10日，国家税务总局召开“落实留抵退税政策 助力稳住经济大盘”专题新闻发布会，介绍了新的组合式税费支持政策特别是大规模增值税留抵退税政策落实情况。³截至6月9日，已累计新增退税减税降费及缓税缓费超2万亿元，主要包括三个部分：一是4月1日-6月9日，已有14250亿元退税款退到纳税人账上，加上一季度继续实施此前出台的留抵退税老政策1233亿元，已累计有15483亿元退税款退到纳税人账户，超过去年全年办理退税规模的两倍。二是1-4月全国新增减税降费2440亿元，包括小规模纳税人享受增值税优惠政策新增减税335亿元，“六税两费”减半征收政策新增减税降费476亿元，将小型微利企业年应纳税所得额100-300万元部分再减半征收政策新增减税164亿元。三是继续实施制造业中小微企业缓缴政策累计缓缴税费4289亿元。

其中，从增值税留抵退税政策落实情况看，4月1日-6月9日，从企业规模看，微型、小型、中型企业存量留抵税额集中退还基本完成，小微企业依然是受益主体。已获得退税的纳税人中，小微企业占比94.9%，共计退税7039亿元，占比49.4%；中型企业占比4.4%，共计退税3412亿元，占比23.9%。从行业看，享受存量和增量全额留抵退税的制造业等六个行业受益明显，纳税人获得退税7736亿元，户均退税115.2万元。从区域看，与地区经济体量相对应，东部地区留抵退税总量较大，共获得退税7391亿元。

大规模增值税留抵退税政策在助企纾困方面起到了显著成效，产生了积极政策效应。税务部门组织开展的企业抽样调查显示，退税资金主要用于扩大生产、技术研发、支付薪酬等方面，改善了企业现金流。5月份，全国享受退税

³ 资料来源：中国税务网：税务总局举行“落实留抵退税政策 助力稳住经济大盘”专题新闻发布会
<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1735283909997859749>

企业采购支出同比增长 10.9%，较留抵退税前的一季度加快 3 个百分点，增幅比无退税企业高 7.5 个百分点。面对疫情冲击和经济下行压力，退税企业经营投入稳中有升，推动 5 月份退税企业销售收入同比增长 10.6%，并较一季度加快 5.2 个百分点，增幅比无退税企业高 9.6 个百分点，为稳住宏观经济大盘提供了有力支撑。具体到不同企业类型的政策效应，主要体现在“三个助力”上：

一是助力小微企业纾困加快发展。中小微企业（含个体工商户）是留抵退税政策的主要受益群体，有力弥补了小微企业资金缺口。5 月份，小微企业中的退税企业销售收入同比增长 12.7%，较一季度加快 16 个百分点，增幅比无退税企业高 17.8 个百分点，为保市场主体、保就业发挥重要支撑作用。

二是助力困难地区、困难行业渡过难关。在疫情期间，留抵退税以真金白银为困难企业送上“及时雨”，帮助企业渡过难关。批发零售、民航、旅游、文化艺术等服务业是受疫情影响较大的行业。其中，有 81.4 万户困难行业企业享受退税 2593 亿元，5 月份销售收入同比增长 8%，较一季度加快 6.9 个百分点，增幅比无退税企业高 14.3 个百分点；上海纳税人享受退税 526 亿元，5 月份销售收入达到去年同期的 75.9%，较 4 月份提升 24.8 个百分点，增幅比无退税企业高出 2.4 个百分点，率先恢复生产经营。

三是助力重点行业高质量发展。5 月份，六大行业退税企业采购支出同比增长 14.7%，较一季度加快 1.5 个百分点，增幅比无退税企业高 6.3 个百分点；推动六大行业退税企业销售收入同比增长 14.3%，较一季度加快 2.9 个百分点，提升幅度比无退税企业高 8.3 个百分点，增强了重点领域高质量发展的内生动力。

增值税留抵退税的本质，相当于财政为进项税额大于销项税额的企业提供“短期无息借款”。因为增值税留抵税额形成的原因，主要是纳税人进项税额与销项税额在时间上不一致造成的，包括集中采购原材料和存货但尚未全部实现销售、投资期间没有销售收入等。增值税留抵退税能够直接为企业提供现金流，缓解企业因存货增加造成的资金紧张问题，鼓励企业扩大生产和投资。理论上，这笔资金完全可以由商业银行以贷款的方式直达企业，财政部仅需提供贴息。特别是在财政资金紧张、信贷需求收缩的情况下，由税务部门与商业银行合作，提供授信企业名单和贴息背书，可以达到同样的效果，甚至可以扩大

政策力度。由此节约的财政资金可以转为扩大财政支出，更好地发挥积极财政政策作用。

3、关于扩大基建投资的分析及建议

在消费低迷和出口下滑的背景下，固定资产投资成为拉动 2022 年经济增长的需求增长动力之一。然而，考虑到当前房地产投资增速持续下滑至负增长，加大基础设施建设投资成为短期内稳投资的关键政策变量。2022 年 1-5 月份，基建投资累计同比增长 8.2%，高于总体投资增速 2.0 个百分点，起到了一定的投资增长拉动效应，但是基建投资（不含电力）累计同比仅增长 6.7%，这说明基建投资并非全面发力，仍有进一步扩张空间。1-5 月份，三大传统基建（电力、热力、燃气及水的生产和供应业，交通运输、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业）分别增长 11.5%、6.9%、7.9%，除了电力投资增速较高外，其他两个并不算高。

值得高度关注的是，在全国建设统一大市场的背景下，交通运输业的投资实际上极度低迷，严重拖累了总体投资增速。1-5 月份，交通运输、仓储和邮政业投资累计同比增长 6.9%，看起来增速不算太低，但深入分析发现，主要是由仓储业投资高速增长拉动，同比增速达到 32.0%，而其他领域投资非常低迷。其中，铁路运输业、道路运输业、航空运输业、管道运输业分别下降 3.0%、0.3%、11.6%、12.2%，严重拖累投资增长，水上运输业也仅增长 3.5%，显著低于总体投资增速。究其原因，在近三年持续的疫情冲击下，交通运输业已经成为重点受灾行业之一，全国客运量和货运量规模双双出现大幅下降。

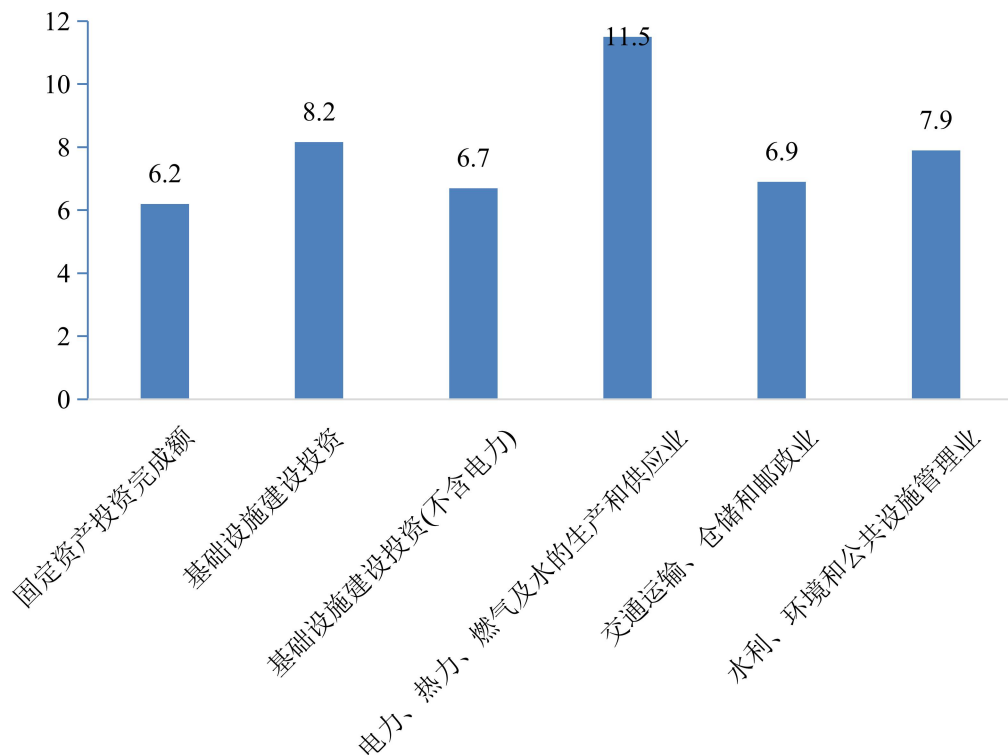


图 51 基建投资拉动投资增长（2022 年 1-5 月累计同比增速）

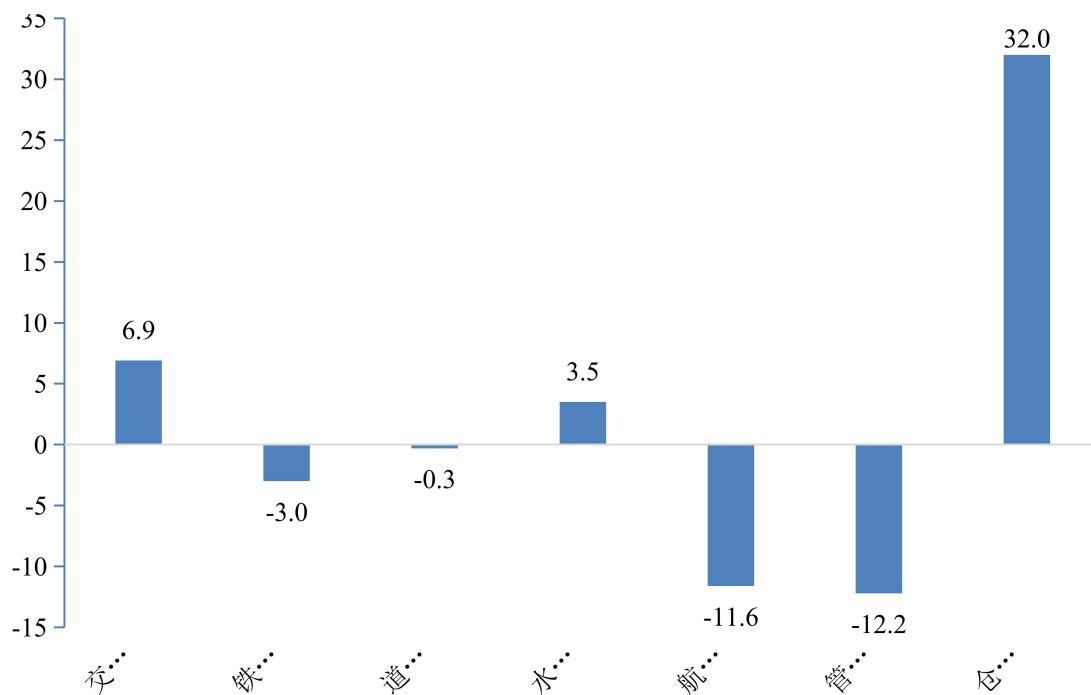


图 52 交通运输业投资增长（2022 年 1-5 月累计同比增速）

4、关于扩大增量政策空间的分析及建议

2022 年，在经济下行压力加大的背景下，完成一般公共预算收入和政府性基金收入的压力较大，从而难以保证预算的支出。但从积极财政政策稳增长的

角度而言，特别是税收发挥经济自动稳定器功能的基础就在于，自动减收减支的效果与强行增收增支的效果，在很大程度上相似。因此，应对新的经济下行压力，从根本上在于如何在《政府工作报告》和《财政预算报告》的基础上，寻找新的增量政策空间。对此，我们团队的分析如下，并建议应用尽用。

一般公共预算空间：1）中央预算稳定调节基金：年初余额 3854 亿元，已调入本年度中央一般公共预算 2765 亿元，因此，目前还剩余 1089 亿元空间；2）中央预备费预算 500 亿元，根据过去 5 年经验，每年最终都会有结余 100-500 亿元不等；3）地方结转结余资金：年初余额 18950 亿元，已纳入本年度预算 10620 亿元，因此，目前还剩余 8330 亿元空间。以上三项合计，目前约有 9500-10000 亿元政策空间可用于额外扩大财政支出。

政府性基金预算空间：1）原本预留明年的清算资金：与以往不同，今年的中央政府性基金预算收支之间存在 4000 亿的差额（中央政府性基金预算收入为 21071 亿元，预算支出为 8071 亿元，调入中央一般公共预算 9000 亿元，剩余 4000 亿元），原本计划是结转到下年用于对地方清算落实留抵退税政策专项补助资金等重大事项。目前看，这笔资金成为今年政府性基金预算谋划增量空间的首选。2）提前下达（发行）明年的专项债：按照国务院获得的全国人大的授权，在当年新增地方政府债务限额的 60% 以内，可以提前下达下一年度新增地方政府债务限额。按照 36500 亿的 60% 计算，这个增量空间高达 2.19 万亿，可在第 3 季度本年度额度用完后提前下达 2023 年的额度。3）作为特别时期行特别之策的政策工具，2022 年仍可以考虑发行 5000-10000 亿特别国债，作为兜底政策。

其他的政策空间：1）特定国有金融机构和央企结存利润仍有可上缴的存量，估计约有 5000 亿元；2）各级财政盘活闲置的资金资产，估计约有 2000 亿元。

（三）货币政策行动的勇气

1) 2022 年上半年货币政策回顾：货币政策力度及实施效果不足

“我们要抓紧做事，前瞻操作，走在市场曲线的前面，及时回应市场的普遍关切，不能拖，拖久了，市场关切落空了，落空了就不关切了，不关切就“哀莫大于心死”，后面的事就难办了，所以我们不能拖，要走在前面，及时

回应市场的普遍关切。”——中国人民银行副行长刘国强，2022年1月18日

今年以来，货币政策稳增长力度有所加大。中国人民银行通过降准、靠前上缴利润，释放长期流动性。两次引导贷款市场报价利率下行，推出普惠小微贷款支持工具和科技创新、普惠养老、交通物流专项贷款等结构性政策工具，推出23条举措，支持疫情防控和经济社会发展，完善房地产金融政策。5月末，广义货币（M2）同比增速从3月末的9.7%持续提高到11.1%，但受市场信贷需求内生回落影响，社会融资规模存量同比增速为10.5%，与3月份持平，罕见低于M2同比增速。特别是4月份，新增社会融资规模9102亿元，同比少增9468亿元，其中，新增人民币贷款6454亿元，同比少增8231亿元，大幅低于预期。究其原因，一方面是在疫情防控下的宏观政策传导效率和政策效果下降，另一方面是市场悲观预期已全面形成，企业生产投资和居民消费支出的保守化倾向严重，需要更大力度政策刺激才能起到效果。5月份，随着货币政策宽松力度加大，当月新增社会融资规模27921亿元，同比多增8399亿元，其中新增人民币贷款18920亿元，同比多增3920亿元。

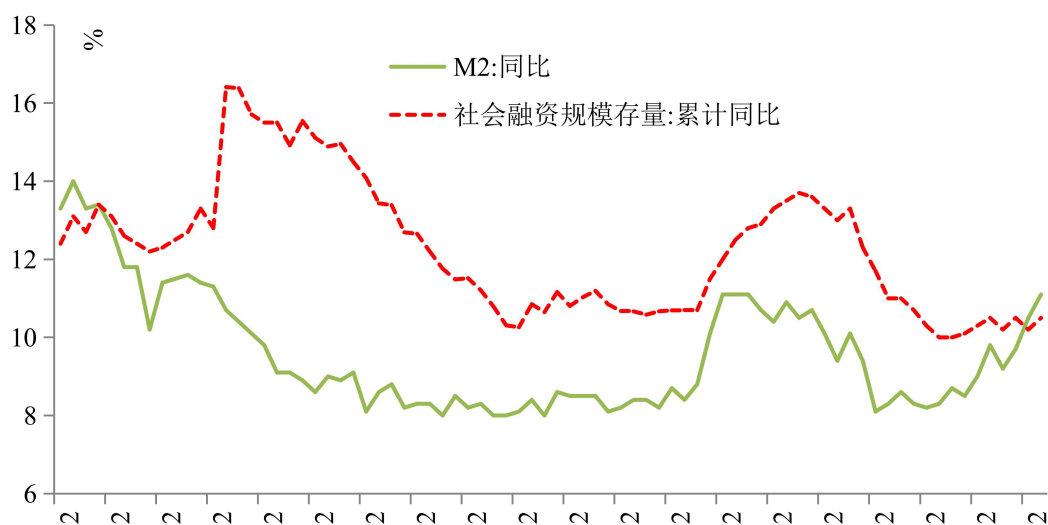


图 53 货币政策边际宽松

当前货币政策是不是足够“宽松”呢？在正常情况下，对货币政策“松紧”程度的判断可以通过观察政策利率变动获得。2022年1月17日，7天逆回购利率下调到2.1%，1年期MLF利率下调到2.85%，处在历史低位，据此往往判断货币政策已经较松。但是，面对年初的三重压力和3-5月份的新一轮疫情

冲击，货币政策立场就不能简单通过政策性利率水平判断，而是要结合宏观经济形势变化、货币政策的传导综合判断。

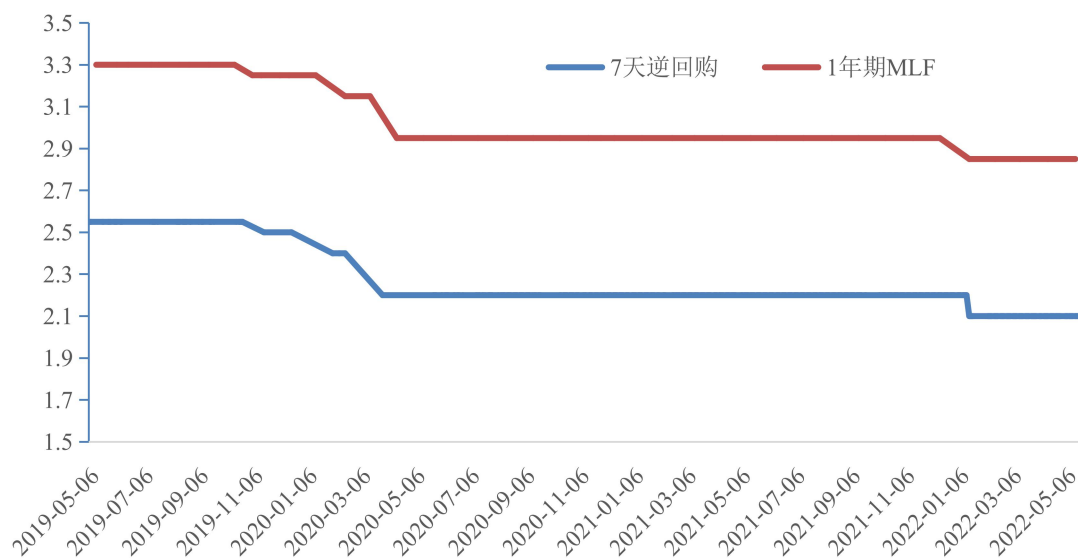


图 54 中国货币政策利率走势

首先，从结果来看，2022 年前 5 个月的社会融资规模扩张力度大于 2021 年同期，但是弱于 2020 年同期。1-5 月份累计，新增社会融资规模 157572 亿元，这一水平比 2021 年同期多增 17100 亿元，但是比 2020 年同期少增 16088 亿元。其中，新增人民币贷款 105180 亿元，比 2021 年同期少增 1060 亿元；新增企业债券 16502 亿元，比 2021 年同期多增 5341 亿元，但比 2020 年同期少增 13271 亿元；新增政府债券 30334 亿元，比 2021 年同期多增 13310 亿元，但比 2020 年同期少增 166 亿元。

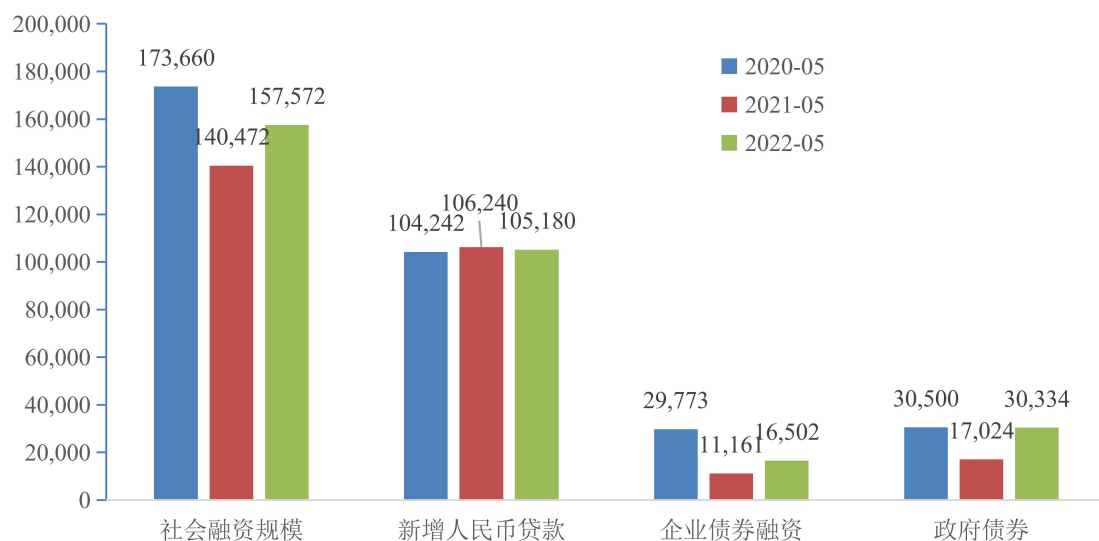


图 55 历年前 5 个月社会融资规模

年初以来，货币市场利率一季度总体平稳、二季度明显回落，与中国经济形势变化基本匹配。3 月份，上海银行间同业拆放利率（Shibor）隔夜利率为 1.95%，较 1 月份微升 0.07 个百分点，4 月份降至 1.50%、5 月份降至 1.37%；3 个月期 Shibor 利率则从 1 月份的 2.48% 平稳回落至 4 月份的 2.32%，与 2021 年 9 月份基本持平，5 月份降至 2.1%。

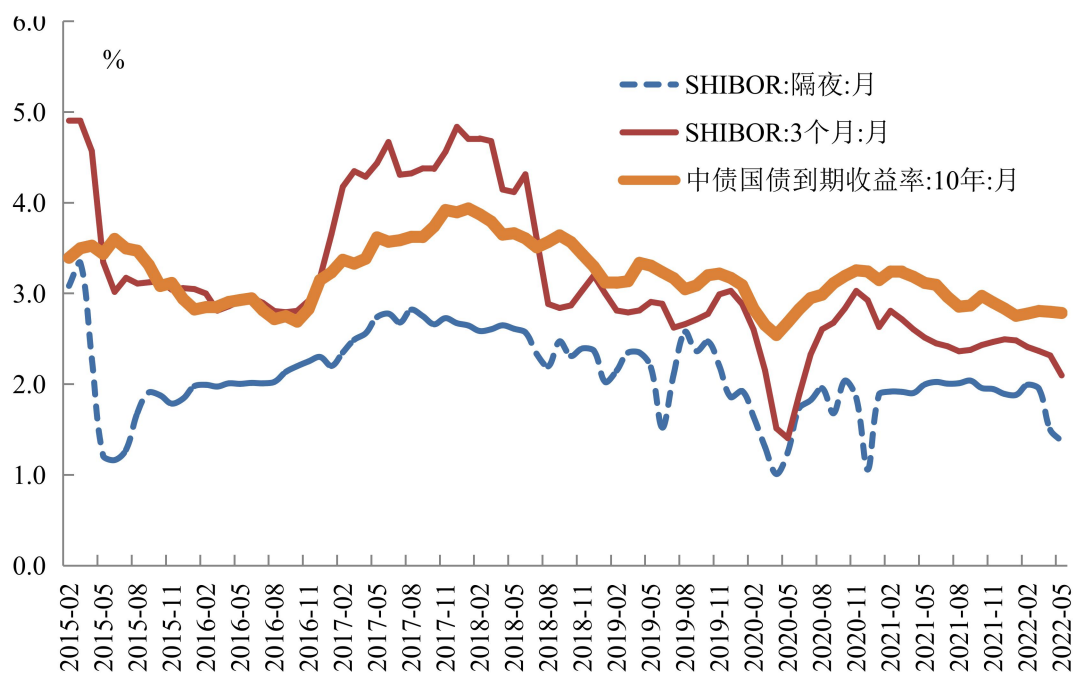


图 56 中国货币市场利率（Shibor）走势

但是年初以来，贷款市场利率仅仅微降，与中国经济形势变化不相匹配。从贷款市场基础利率看，由于 1 年期 MLF 利率在 1 月下调 10 个基点至 2.85% 后连续 5 个月未作调整，1 年期贷款基础利率（LPR）在 1 月 20 日下调 10 个基点至 3.7% 后，至今未作任何调整；5 年期 LPR 在 1 月 20 日下调 5 个基点至 4.6%，此后直至 5 月 20 日下调 15 个基点至 4.45%。一季度，金融机构人民币贷款加权平均利率为 4.65%，较 2021 年四季度下降 0.11 个百分点；其中，一般贷款利率为 4.98%，较 2021 年四季度下降 0.21 个百分点；个人住房贷款利率为 5.49%，较 2021 年四季度下降 0.14 个百分点；票据融资利率为 2.40%，较 2021 年四季度提高 0.22 个百分点。可见，从贷款利率变化幅度来看，下调幅度远低于 2020 年疫情期间的操作，与当前中国经济的形势变化不相匹配。

5 月 25 日，国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议，李克强总理指出：“3 月份尤其是 4 月份以来，就业、工业生产、用电货运等指标明显走

低，困难在某些方面和一定程度上比 2020 年疫情严重冲击时还大。”对比 2020 年疫情冲击期间的货币政策利率操作，2022 年的货币政策反应可谓极其迟顿，政策利率变动与宏观经济形势变化总体不相匹配，甚至可以说仅仅是针对 2021 年底中央经济工作会议作出的“三重压力”判断进行了相应的微调，而对于此后发生的新一轮疫情和俄乌危机等超预期事件的严重冲击反应不足。

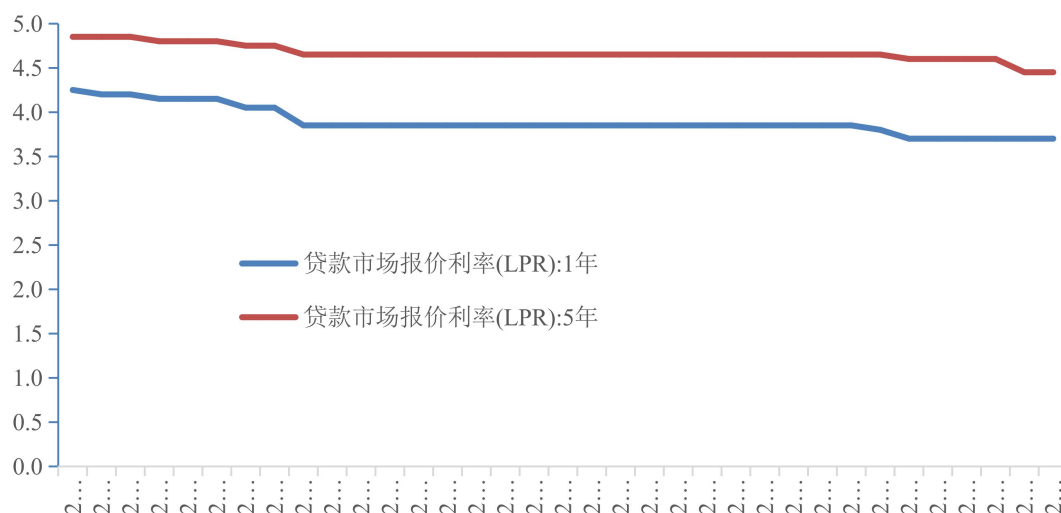


图 57 中国贷款基础利率（LPR）走势

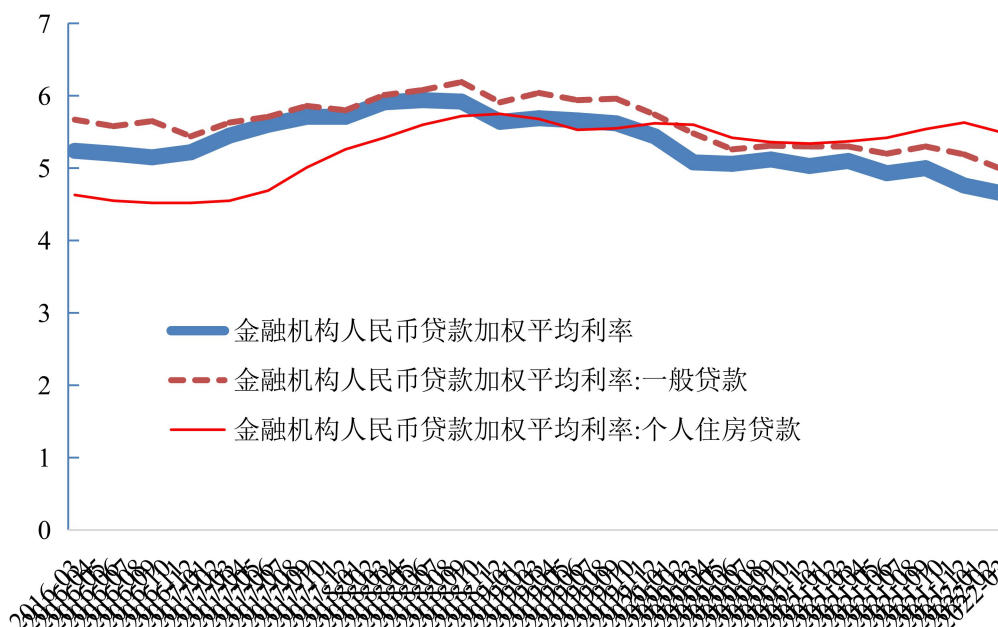


图 58 中国贷款市场利率走势

在央行主要政策工具上，我们也很难看到宽松行动的魄力。2022 年上半年，央行仅在 4 月 25 日进行了一次全面降准操作，下调幅度仅为 0.25 个百分

点，不仅幅度偏小，而且在时点上的选择谨慎，使得其向价格的传导要等到5月20日新的LPR报价期。同时，央行近十多年来的政策创新工具基本束之高阁。截至5月底，常备借贷便利(SLF)、中期借贷便利(MLF)、定向中期借贷便利(TMLF)、抵押补充贷款(PSL)等余额，要么早已归零、要么处于收缩状态。

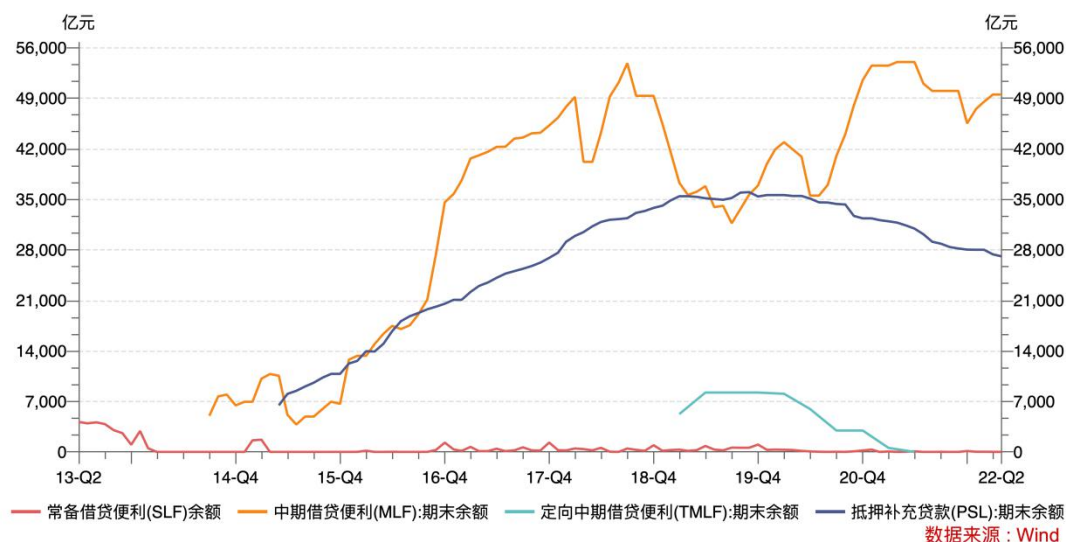


图 59 央行利用创新工具的走势

从传导渠道看，货币政策可以通过预期、信贷可得性和资产价格三个主要机制发挥作用。因此，判断货币政策实施力度，可从政策传导渠道的影响力度出发，综合考虑市场预期、信贷可得性和资产价格、汇率等指标。从这个判断标准出发，上半年货币政策在实施中的效果也明显不足。

首先，从融资数量角度，新增社融占 GDP 比重不足，民营企业和居民资产负债表没有得到明显改善，货币政策效果受到制约。3 月份之后，受到疫情冲击，人民币信贷等新增萎缩。即使考虑经济运行较好的 1、2 月份，社融投放也并不理想。2022 年 1 月新增社融比上年同期多 9842 亿元，上一次货币政策发力时期的 2019 年 1 月，新增社融同比多增 1.5 万亿。考虑到 2019 年 1 季度名义 GDP 仅为 21.7 万亿，而 2022 年 1 季度名义 GDP 预计达到 26.5 万亿，社融的扩张力度并不充分。同时，当前行业上下游利润转移问题突出，下游企业无法通过经营等渠道持续改善资产负债表。总体看，因为融资需求较弱和资产负债表没有改善，货币政策信贷传导渠道受阻。

其次，货币政策引导资产价格不畅。通过公开市场操作和 MLF 利率引导，银行间市场同业拆借加权平均利率保持平稳，十年期国债和五年期国开债到期

收益率 2021 年后持续下行，可以说在金融体系内，资金面保持宽松，货币政策起到了作用。但在利率保持低位的同时，其他资产价格表现不佳。因为房地产行业转型和调控政策等原因，目前货币政策通过房地产市场起作用难度较大。在资本市场渠道，截至 5 月 27 日，上证指数跌幅 14%，深圳成指下跌 24.6%，在全球主要市场中跌幅最大，仅好于俄罗斯。货币政策并没有体现在直接推动资产价格或者通过影响信心间接推动资产价格。在国内资产价格不振的同时，人民币汇率总体保持稳定，兑美元月平均汇率从 2021 年 12 月的 1 美元兑换 6.37 元到 2022 年 4 月份的 1 美元兑换 6.428 元。在 5 月份，人民币出现了一定幅度贬值，到 26 日，人民币中间价为 1 美元兑换 6.6766 元，但这种汇率波动与货币政策之间的联系并不紧密，主要源于对中国经济基本面恶化和出口低迷的预期。在低利率的情况下，股票价格和房地产价格低迷使得货币政策的资产价格渠道未能发挥作用。

最后，预期转弱问题突出，进一步降低货币政策效果。一季度，银行家宏观经济热度指数为 34.4%，比上季下降 0.9 个百分点，认为当前宏观经济“正常”的比上季减少 3.7 个百分点，认为“偏冷”的比上季增加 2.7 个百分点。居民储蓄意愿上升，一季度倾向于“更多消费”的居民比上季减少 1.0 个百分点，倾向于“更多储蓄”的居民占比超过 5 成，比上季增加 2.9 个百分点。一季度 17.9% 的居民计划增加购房支出，与上季度一致，持续处于 2016 年三季度以来的较低水平。在弱预期的作用下，货币政策效果大打折扣，居民的谨慎性储蓄不断增加。一季度居民储蓄增加了 7.85 万亿，远高于 2019 年同样高社融投放带来的 6.1 万亿居民储蓄。

2) 货币政策实施效果不足不只是因为政策操作不积极，更重要的是目前货币政策传导中没有了“增长锚”，货币政策传导效率降低

货币政策在 4 月份之后，操作上更加积极。人民银行货币政策操作的主要对手方是金融机构，判断是否积极的依据之一是看银行间市场流动性是否充裕。2022 年 5 月份（截至 5 月 27 日），银行间 7 天期质押式回购定盘利率（FDR007）月均值为 1.59%，比 2021 年 12 月份下降 70 个基点；其中 1 季度短期市场利率持续维持在相对较高水平，至 3 月份还维持在 2.26%，即主要是 4 月份以来下降较多。与此同时，银行间回购交易量今年以来持续攀升，最新 5

月下旬单日交易量均在 8 万亿元左右。与之形成较鲜明对比的是信贷端的疲弱。4 月份新增人民币贷款 6454 亿元，其中剔除票据之后的新增贷款仅 1306 亿元，银行间向实体经济的传导仍存在较大阻塞。5 月下半月，随着全国稳住经济大盘电视电话会议的召开，债券市场已经开始发力，江苏省内区县级城投债券投标倍数达到 60 倍以上，资金价格创出新低。预计 5 月份信贷和社会融资规模相关数据会有所恢复。但在这种运动式投放的情况下，必然还是会面临风险偏好降低、资金供给效率变差的情形。

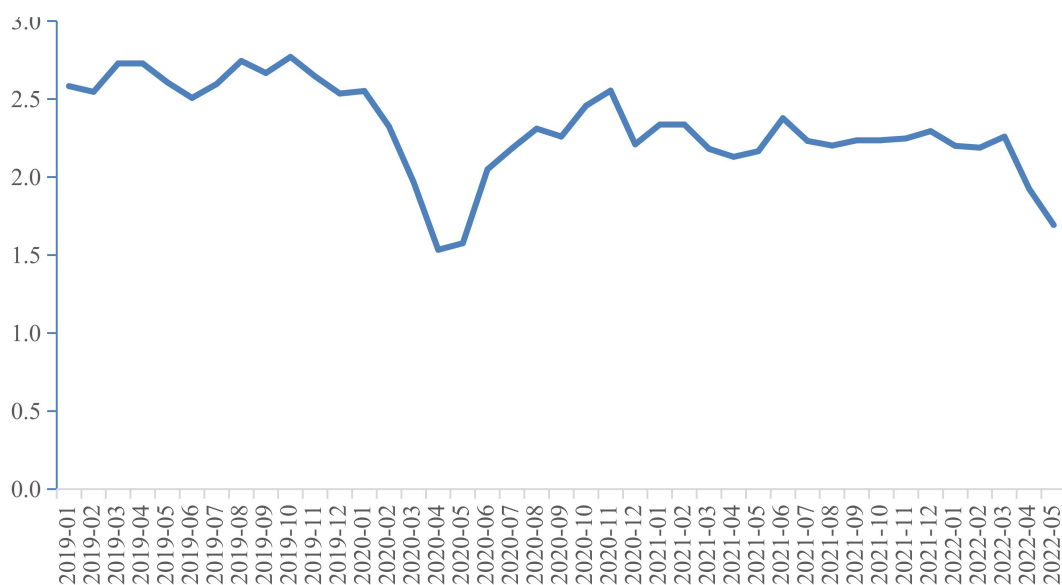


图 60 7 天回购定盘利率 (FR007)

在 4 月份政策操作积极的情况下，货币政策实施效果不足的原因是政策面到实体经济面传导效率低。传导渠道不畅的原因包括金融市场分割、商业银行等问题。最为核心的是，目前货币政策传导中没有了“增长锚”，导致货币政策传导效率低。

货币政策是通过向市场提供流动性，影响总需求，从而稳定经济。但是货币政策在传导过程中并不是均匀地向所有市场提供资金。所有国家的货币政策执行过程中，都会首先向某些主体、某些市场先注入资金，然后从这些主体和市场通过经济活动的相互联系向其他主体和市场传导流动性。因此，提高货币政策执行效率，关键是分析国家总需求结构，根据不同的总需求结构，设计不同的货币政策执行方式。

我国长期以来以外需为主的背景下，货币政策在固定汇率和强制结售汇制

度下，基本上和外汇收支绑定。出口带动外汇收入，外汇收入结汇换成人民币带来货币投放，货币投放带来企业信贷等增长，促进企业生产出口，带来更多外汇收入。货币政策和出口的紧密捆绑产生了一种正循环，外汇收入成为了货币政策发力的“锚”，这个“锚”又和总需求密切相关，极大促进了我国经济增长。

2012年以后我国取消了强制结售汇制度，在自愿结售汇制度下，货币政策的这种“锚”机制还是存在的，但是相对而言减弱了。更为主要的是，出口对经济增长的拉动作用逐渐降低，外汇占款不断下降。伴随着我国构建新发展格局，总需求中内需占比更大。这种需求结构会带来两方面变化。首先，结合数字化技术发展导致产业链不断延伸，分工不断复杂化，以产业链补短板、进一步分工为基础的经济新动能会带来中小企业数量大量增加。可以看到，我国在过去十年，市场主体大幅度增加。但是从货币政策角度，中小企业因为面临信息不对称等问题，信贷投放与原有结售汇机制这种强抵押品不可以同日而语，导致货币政策投放效率不断下降。以银行为代表的金融机构将资金更加集中在大型企业和有抵押品的房地产行业，与日益增加的中小企业联系还不够紧密。其次，家庭金融需求加大。内需中消费的作用会更加重要，与之对应的家庭在融资需求方面更加个性化，与原有批量式信贷发放模式之间存在差异。综合以上两方面变化，货币政策对经济增长新动能支撑力度并不充分，与经济增长的联系逐渐削弱。

3) 以普惠金融和常态化再贷款为核心重构货币政策“增长锚”

尽管货币政策在保持稳健的同时，多种政策工具并用，力度持续加大，但总体看，货币政策的力度及实施效果仍显不足，信贷增速甚至出现负增长，从政策面到经济面的传导不畅。主要原因在于，随着我国经济循环模式的变化，基础货币投放从外汇占款转向人民银行投放，货币政策没有了“增长锚”，无法有效将货币供应量和社会融资规模增长转化为经济增长的动力。在“双循环”新发展格局下，需要重塑货币政策“增长锚”，可考虑以普惠金融为基础，以常态化再贷款投放作为重点予以实施推进。面对我国总需求结构变化以及与之相伴的产业结构和企业结构变化带来的融资结构变化，货币政策需要在落实好今年政策安排的基础上，从三方面进一步发力，提升货币政策效果。

第一，加大降准力度。在我国货币投放机制已经发生变化的背景下，央行在利用降准工具方面存在较大空间。目前，我国大型存款类金融机构人民币存款准备金率为 11.25%，中小型存款类金融机构 8.25%，相比很多发展新兴市场国家仍然偏高，而且如果将时间窗口拉长来看，我国存款准备金率并非从来就这么高，在我国出口及外汇占款起飞之前，存款准备金率实际上低于目前水平，最低时（1999 年 11 月 20 日至 2003 年 9 月 20 日）仅为 6.0%，此后才开始持续上升，上升周期主要是在 2003 年 9 月至 2011 年 6 月。



图 61 人民币存款准备金率走势

第二，通过数字技术等加强普惠金融建设，为货币政策传导提供“基础设施”。面对需求变化下中小企业和家庭融资需求上升，需要进一步建设普惠金融，从而能够覆盖更多企业和家庭。普惠金融建设中需要解决信息不对称问题，数字技术在传统的抵押品机制上提供了更多的选择。

第三，将再贷款常态化为信贷支撑工具，通过购买或者支持商业银行发放贷款，成为人民银行的常规化资产负债表工具。为了提供以普惠金融为导向的货币政策的“锚”，需要进一步从中央银行的资产负债工具入手。传统上外汇作为“增长锚”就是典型的资产负债工具。由于资产负债工具弱化，我国当前经济下行，信贷需求疲弱下，人民银行资产增速周期项为负。

我国今年将普惠小微企业贷款延期支持工具转换为普惠小微贷款支持工具，将普惠小微企业信用贷款支持计划并入支农支小再贷款管理，进一步推出科技创新、普惠养老、交通物流专项再贷款，这些构成了目前典型的资产负债

表工具。这些工具通过支持和购买商业银行发放贷款，有效地将信贷资金支持中小企业。但是这些工具目前还不够常态化，额度、执行期限、执行范围等不断变化，市场预期不稳定。未来需要将这部分工具常态化，与市场充分沟通，利用前瞻指引，通过人民银行调整资产负债表来调控宏观杠杆率，形成稳定的信贷供给。

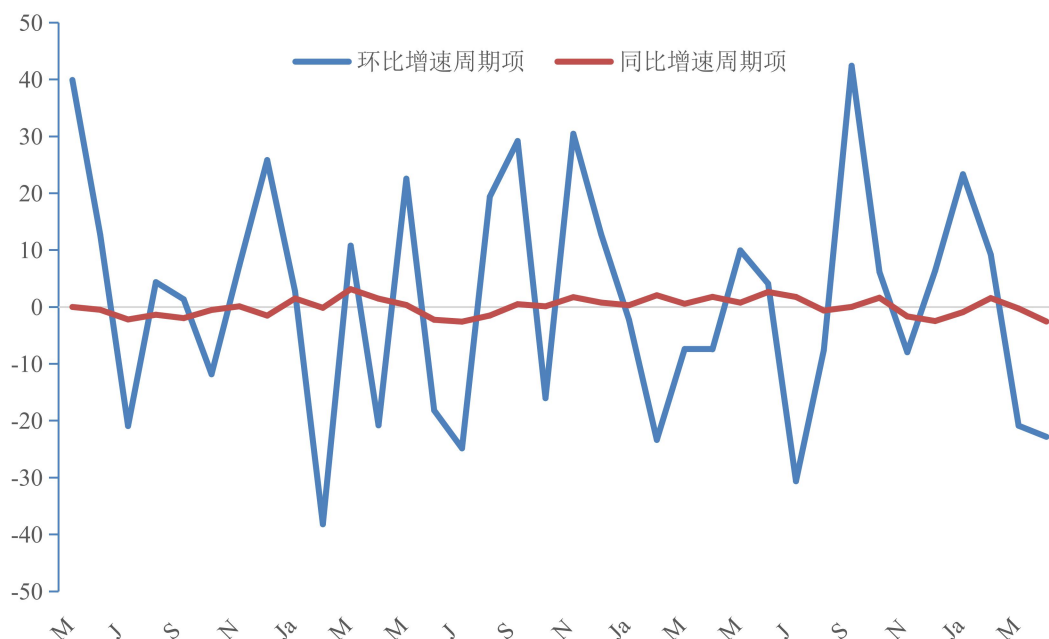


图 62 中国人民银行资产增速周期项

(四) 超越常规性政策组合

在去年底底三重压力叠加今年以来的超预期冲击的大背景下，展望下半年，我国经济稳定面临比较大的压力，需要在政策层面做出一些明确和有针对性的策略选择，甚至是非常规政策的储备。

1) 发达国家超常规政策的经验教训以及我国目前实施超常规政策的环境

2020 年全球疫情暴发之后，欧美国家采取了极度扩张的财政和货币政策。尽管这些政策一定程度上存在各种副作用，但是不可否认的是这些政策对快速稳定发达国家的总需求起到了积极作用。疫情暴发之后，在各国积极的财政政策和货币政策的共同推动下，各国需求端相较于供端给已经率先恢复。货币政策与财政政策在疫情期间避免了内需的快速萎缩，企业因此得以避免破产危机。总需求在较短时间实现重新启动，有利于避免整体经济因需求持续收缩通过资产负债表效应而造成长期损害。

各国解除疫情封锁后，劳动需求增加，失业率降低，疫情期间被抑制的需求被释放出来。由于发达国家居民长期保持低储蓄、高消费的习惯，金融危机爆发之后形成的较高储蓄随着经济进一步复苏释放出来，将成为推动物价上升和资产泡沫的重要推动力量。主要发达国家的居民消费在 2020 年都出现了“V 型”复苏，2021 年居民消费仍保持复苏的势头。美国消费恢复速度较快，已经率先回到了期望消费的水平。从消费结构上看，货物消费与服务消费的恢复仍存在较大差异。美国的货物消费在 2020 第三季度已经超过了期望货物消费，恢复速度远超服务消费的恢复速度。在投资方面，除日本外，各国在疫情后也出现了“V 型”复苏。美国在 2020 年第二季度投资大幅下滑，2022 年一季度几乎已经恢复到期望投资水平。欧元区的经济龙头德国与法国恢复显著。澳大利亚恢复情况在所有发达国家中表现优异，投资已经完全恢复。

为什么发达经济体的总需求可以实现快速的反弹？这得益于发达国家在疫情暴发之后所实行的扩张性财政和货币政策。疫情暴发以来至 2021 年第一季度，主要发达国家 M2 明显增加。美国 M2 同比增速在 2020 年 5 月份至 2021 年 3 月超过 20%。截至 2022 年初，美国、日本、欧元区、澳大利亚和英国的 M2 相较疫情之前分别增长了 33%、12%、15%、19%、14%。大量货币流入实体经济中，推动了总需求的复苏和物价说的上涨。

在财政政策方面，由于税收抵免政策、企业业绩下滑所导致的财政收入减少和财政支出的增加，各国财政状况恶化，政府债务大幅上升，财政赤字增加。2020 年美国的财政赤字较 2019 年扩大了近 2.4 倍，德国由财政盈余变为财政赤字，英国财政赤字较 2019 年更是扩大了 6 倍之多。在政府债务率方面，除德国外，其他主要发达国家均出现大幅增加。2020 年美国总债务率同比增加 18%，直逼二战期间的峰值。日本的政府总债务更是增加到 GDP 的 2.6 倍。

扩张性货币政策并非新鲜事物。2008 年金融危机之后，美国为了稳定宏观经济曾经实施过多轮非常规货币政策。然而彼时由于货币政策渠道创导不顺畅，货币创造的顺周期特性严重削弱了货币政策向实体经济的创导效果。非常规货币政策主要体现为金融市场的资产泡沫，但是并未进入精准实体经济领域。扩张性货币政策和财政政策对实体经济的复苏效果不明显。与 2008 年的非常规货币政策不同，疫情之后美国通过扩张性财政政策，对家庭和企业发放纾

困补贴。这种形式的财政政策帮助货币供给跨越了传统的货币政策通过金融市场向实体经济的传导过程，比较有效解决了货币政策传导渠道不畅通的问题，有效地缓解总需求不足。

疫情暴发之后，我们看到发达美国政府通过直接存款拨付、给地方政府注资、投资基础设施建设、成立基金会等方式向社会投入了巨量的财政转移支付。具体包括特朗普政府时期的四项共计 3 万亿美元的纾困法案以及拜登政府时期 1.9 万亿“美国救援计划”等。美国财政和货币政策协调框架出现了变化，在一定程度上显示出的财政政策主导货币政策的特征。财政政策成为提振内需、促进经济复苏的主要动力。美联储货币政策配合财政目标可以从财政赤字货币化的角度看出端倪。

与此同时，美联储也主动将财政支出货币化。相对于 2008 年金融危机时，本次面对疫情冲击美联储购买国债的速度更快，数量更多。美联储国债持有量在 2020 年 5 月初已经是 3 月的 1.5 倍，不到两个月的时间，国债持有量暴增 1.5 万亿美元。这在很大程度上被视为为特朗普政府的纾困法案买单。而且之后美联储保持着每月 800 亿美元的购买速度也超过了之前 QE 时国债持有量的增速。各种期限的国债持有量同时增加，大于一年期的国债增速明显高于小于一年期的国债增速。截至 2022 年 3 月初，短期、中期、长期和超长期（超过 10 年期）的国债分别为疫情前持有量的 2 倍、2.25 倍、2.8 倍和 2 倍。

尽管扩张性的财政和货币政策在美国等西方发达国家造成了通货膨胀，但是应该注意到本轮发达国家的通货膨胀问题是多种原因的产物。特别是由于全球生产网络重构和疫情冲击造成的全球生产链断裂以及俄乌冲突等供给层面的原因发挥了重要作用。因此我们应该特别注意美国该政策组合在刺激总需求复苏方面的积极效果，并且应该积极借鉴发达国家的相关经验。

与此同时，还应该看到与发达国家相比，我国在供给层面与发达国家存在显著不同。自从疫情暴发之后，由于我国采取果断的疫情防控政策，生产网络最早实现较为完整的复苏。尽管近期我国多地仍然存在疫情多点散发的情况，但是随着上海等地疫情防控取得关键性的胜利和生产活动的逐渐恢复，我国在供给方面并不存在较大的障碍。因此应该看到，我国近期经济增速下滑的主要原因不是供给层面的原因，而主要是由于总需求不足造成的。同时，综合考虑

我国通货膨胀的情况，生产者价格指数自 2021 年下半年之后在各项积极保供政策的综合作用下进入下降通道，2022 年 4 月份 PPI 同比上涨 8.0%，在 4 月份 8.0% 的 PPI 同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 5.9 个百分点，新涨价影响约为 2.1 个百分点。4 月份 CPI 同比上涨 2.1%，扣除食品和能源价格的核心 CPI 稳中有降，同比上涨 0.9%。据测算，在 4 月份 2.1% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.7 个百分点，新涨价影响约为 1.4 个百分点。

2) 中国当前的政策选择应该超越常规性政策组合

综合考虑目前我国的宏观经济运行状况，很有必要实施更加积极的宏观经济政策。结合国内外在应对疫情中所采取的宏观政策经验和教训，我们认为新一轮的扩张性政策应该注意以下几个要点。

第一，积极政策应以扩张性财政政策为主，辅以宽松的货币政策。国内外相关经验表明，与货币政策相比，财政政策有目标更加精准和时滞较短的特征。考虑到我国目前的经济状况，没有财政政策的加持，货币政策的传导周期长，目标精准性差，而且容易导致家庭和企业部门债务负担进一步上升，累积金融风险。同时，我国非金融企业和家庭部门已经历了十多年的杠杆率较快上涨，目前处于较高水平，在悲观预期下进一步加杠杆的意愿较弱。而政府部门特别是中央政府的杠杆率目前仍处于较低水平，具有较大的政策空间。

第二，扩张性财政政策应以中央政府为主，以地方政府为辅。近十年来，我国地方政府债务规模和杠杆率出现了较快上涨，累积了较大的金融风险，且存在明显的可投资项目与融资能力的错配。集中表现为，财政能力较强的地区基础设施也相对完备，投资的边际效果较弱，而需要重点加大基础设施建设的地区，往往财政能力较差。中央政府无论是在解决资金-项目错配，还是应对杠杆率上升和防范债务风险，甚至在降低融资成本方面，都更有可操作性。

第三，扩张性财政政策实施应以“补贴性”政策为主，以减免税费为辅。经济下期期间，企业和家庭部门面临收入流下降的情况。特别是一些服务业部门受疫情防控的影响，现金收入面临清零的风险。在此情况下，各种税收减免形式的政策对企业的帮助有限。在疫情防控形势允许的前提下，应该扩大对企业，特别是对稳就业做出巨大贡献和抵御风险能力较低的中小企业扩大补贴。

第四，财政补贴应该以企业和家庭并重。由于我国存在大量的中小企业和

非正规就业，只依赖企业部门进行补贴容易造成政策不到位的情况。不妨通过各种金融创新手段对家庭部门进行补贴，特别是对在疫情防控工作中对社会做出巨大贡献的群体和受疫情防控影响较大的群体进行补贴。补贴要具备一定的力度和持续性，能够在稳定公众预期方面发挥作用。

第五，加强货币政策和财政政策的协调，处理好稳增长与财政赤字和通货膨胀之间的优先序，理顺部门目标与整体目标之间的关系。扩张性财政政策必然意味着财政赤字上升，扩张性货币政策也意味着加剧未来的通货膨胀和金融风险。扩张性政策的实施时期，应该加强财政和货币政策的协调，避免过度强调部门目标而损害宏观经济政策的整体效果。

（五）中小微企业纾困政策

1) 针对中小微企业的助企纾困政策

当前国内外形势复杂严峻程度进一步加深，中小微企业在国际形势复杂、国内疫情反复的背景下经营表现堪忧，现金流出现困难，主要原因在于市场需求疲软和成本压力增加。中小微企业的融资需求有所上升，且融资的目的主要是为了满足日常经营所需现金流，同时，伴随疫情持续和实际经营状况走低，中小微企业对未来经营的预期和信心出现下降。自 2020 年以来，各级政府出台了许多助企纾困政策。但是当前针对中小微企业的助企纾困政策覆盖率较低，存在宣传力度不够、针对性不强等问题。根据北京大学小微企业调查结果，2022 年一季度，小微经营者所反映的各类政策总体覆盖率有所下降，有约三分之二的小微经营者表示未享受到任何政策扶持，这反映出当前相关政策对小微适用性不强的问题。

具体来看：1) 在各项扶持政策中，税收支持政策对小微经营者的支持最为稳定，覆盖的比例更高。北大小微企业调查中，有超两成的小微经营者表示享受到了税收支持政策。根据阿里研究院的调查，在国家延续出台的减税缓税、贷款优惠、社保减免和房租减免四大类助企纾困政策中，已享受到“减税、缓税、研发费用加计扣除等”的企业占比最高，达到四成。2) 金融支持政策是中小微企业享受到的第二大支持政策。北大小微企业调查显示，一季度有 11.5% 的小微企业享受到了金融支持政策，这一比例与上一季度相比有较明显的下滑，并且小规模经营者尤其受到了金融支持政策覆盖下滑的影响。阿里研究院

的调查显示有三成的被调查企业享受到了贷款优惠政策。3) 根据北大小微企业调查, 成本减免政策的覆盖率连续多个季度下滑, 从 2020 年四季度的 18.2% 下滑到 2022 年一季度的 8.2%。阿里研究院的调查也显示享受到房租减免类政策的企业占比较低, 仅 18.8%。4) 根据北大小微企业调查, 稳岗稳就业类的政策覆盖率也存在连续多个季度下滑的现象, 2022 年一季度稳岗就业政策的覆盖率仅 4.1%。

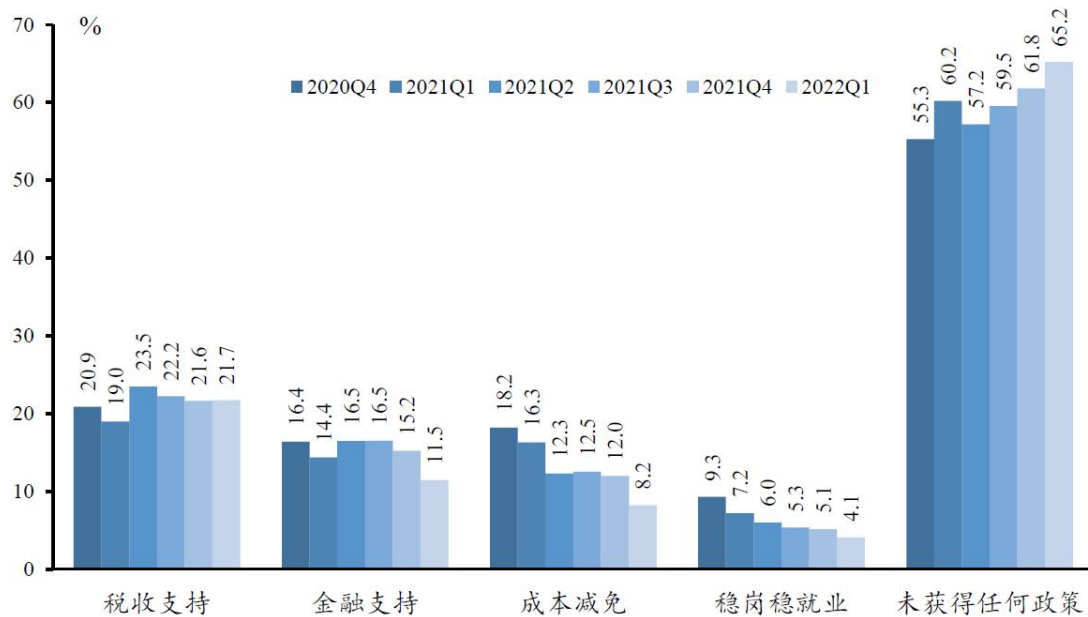


图 63 2022 年一季度小微经营者享受到各类扶持政策的比例

数据来源：北京大学企业大数据研究中心。

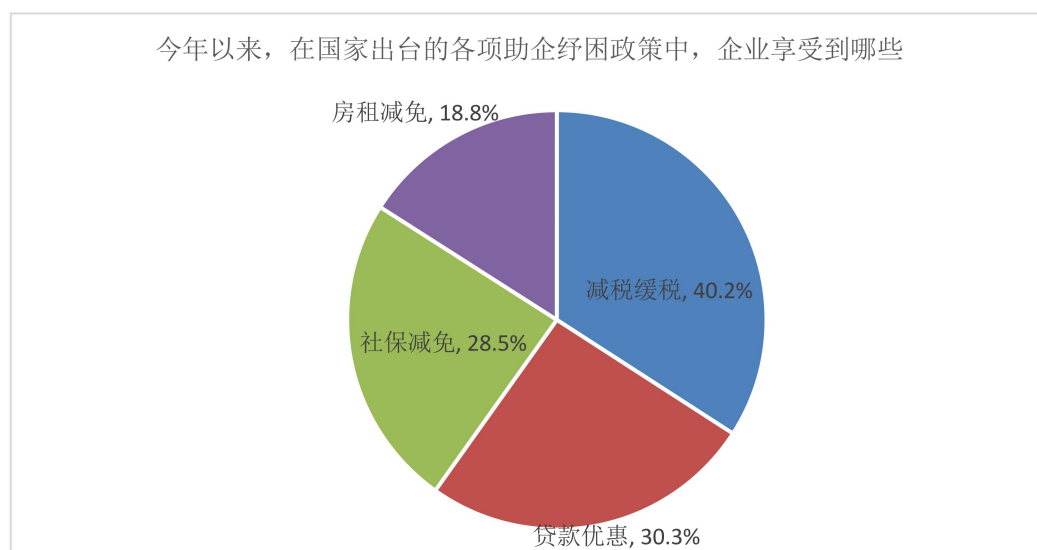


图 64 企业享受助企纾困政策情况

数据来源：阿里研究院。

当前的政策实施覆盖率较低主要原因在于：一是政策宣传不够，许多企业对相关政策不够了解，阿里研究院调查了小微企业对于国家4月1日起将实施的针对小微企业的增值税留抵退税政策的了解程度和申报意愿，发现超过半数的企业都对这一政策不了解；二是政策适用性不强，北大小微企业调查显示，在小微经营者中约83%没有缴纳社保，约60%无需缴税，约37%没有融资需求，因此，当前社保缓缴、减税降费、普惠金融支持等政策无法有效惠及该群体，小规模小微经营者享受到的各类扶持政策比例明显较低。

2) 政策建议

当前国内外形势复杂严峻程度进一步加深，国外俄乌冲突持续，国内疫情反复冲击，中小微企业的经营受到市场需求不足和成本明显上升的压力，表现出营业收入和盈利水平的下降，以及对未来信心的不足。而当前实施的助企纾困政策仍然存在着宣传力度不足、覆盖面不广、针对性不强的问题有待改进。根据多家机构的调研结果，中小微企业当前主要的政策需求如下：

一是加大政策创新和执行力度，切实降低小微企业融资成本、房租成本和人力成本负担，有效解决小微经营者面临的实际困难。当前中小微企业面临的成本问题尤其突出，需针对眼下企业成本负担的新特点，在原有减税降费政策基础上，加大创新力度：通过减税贴息等手段，推动大型企业尽快足额支付小微企业应收账款，继续关注并解决小微企业应收账款风险和面临的融资成本上升问题；可通过将民企和个人房东的减免金额准予抵扣其所得税应纳税额等方式减少小微企业面临的房租压力；对小微企业所缴纳的社会保险费予以阶段性免缴和补助；针对小微企业招人贵、招人难的问题，人社部门可通过对招工中介机构进行行业指导和治理予以帮助；对于原材料价格上涨的问题，则需国家出台相关的稳价政策。

二是分群施策，制定和实施具有针对性的手段，扩大政策覆盖面，因势利导推进小微企业数字化和创新转型。由于个体经营者中较大比例者无需缴税，也未参缴社保，针对供给侧的减税降费、金融支持等政策效果有限。因此，有必要制定和实施具有针对性的手段，分群施策，通过有效激发市场需求助力小微企业渡过难关。一方面可以通过消费券等直接和间接方式对受疫情影响较大地区人群进行补贴，通过拉动消费发挥杠杆作用，激发市场需求，另一方面政

府需因势利导推进小微企业数字化和创新转型，激发小微企业增长内生动力。

三是重视因疫情管控造成的物流和快递不畅、停工停产问题，通过科学防疫降低疫情突发对小微企业的影响。由于物流和快递不畅，电商商家进货销货受阻、周转出现困难，制造业企业因疫情出现停工停产，服务业企业因疫情客流量减少甚至暂时停业，发生疫情地区的中小微企业经营表现明显更差，面临更高的风险。应制定疫情防控下货运物流保通保畅相关政策、分批复工复产的标准，在保证科学防疫下尽量减少对小微企业需求和成本的负面影响。

（六）保产业链供应链政策

针对当前中国产业链供应链面临的“外移内缩”新型叠加风险，要有全新的、前瞻性的、持久性的应对战略思维。一方面，今后一段时期内中国产业链供应链的重点拓展和调整方向，无需将印度和越南等国视作竞争对手，而应看作是合作机会，反其道而行之，通过发展和强化与印度和东南亚国家之间的产业链供应链合作关系，大量采购印度和越南等国家的出口商品，积极鼓励中国生产的关键设备、关键零配件和元器件、关键材料的出口，促进双方的技术创新交流合作机会，来稳定和扩大区域内的产业链供应链一体化体系。另一方面，针对美国为首的同盟体系正在实施的全球产业链供应链“去中国化”策略，尽快实现“卡脖子”关键核心技术创新领域的全面自主突破，是化解和破解的最优策略，不可抱有任何谈判妥协的幻想，也不能丝毫偏离自主突破的根本。一旦中国完全掌控了重点产业链供应链的自主可控，实现了高水平的科技自立自强，全球产业链供应链体系的稳定性必然得到有效支撑，中国在全球产业链供应链的博弈力量得到彻底强化。

第二，将促进重点“卡脖子”关键核心技术创新领域的全面自主突破上升到维护中国产业链供应链发展的首要任务。为此，我们建议，一是在全面梳理和掌握中国在重点产业链的关键设备、关键零配件和元器件、关键材料、关键工艺和工业设计软件系统等“卡脖子”领域的详细清单基础上，按照“揭榜挂帅”和“赛马”原则，组建高等院校、科研机构 and 不同类型的企业的创新联合体，尤其要鼓励具有基础研究和应用基础研究能力的机构或企业作为主要牵头方；二是依靠强化基础研究的名义制定政府财政专项支持计划，以降低西方国家以非市场化行为和不公平政府扶持政策的名义禁止中国高科技产品出口。鼓

励国家重点实验室、国家工程中心和国家技术创新中心以及各省级层面的对应科研机构，依据“卡脖子”领域的全创新链和全产业链分布协作特征，组建特定的创新联合体，并将之作为国家科技创新研究财政资金绩效的考核依据；三是全面放开“卡脖子”领域创新联合体的各层次人才限制，无论是薪酬水平、工作条件、户籍等问题，还是研究资金数量和分配使用制度，完全赋权放权给创新联合体的特定管理机构决定和裁决，创造自由探索和“军令状”考核双结合的中国特色科技机制体制。

第三，鼓励各地方政府因地制宜地探索“保产业链供应链”和全球新形势下新冠疫情防控新格局相结合的新型举措体系。从2020年开始中国各地方政府预防新冠疫情防控的两年多效果来看，暴露出地方政府落实中央坚决“动态清零”严格举措不利和“机械化”、“僵化式”、“一刀切式”严防死守等多种极端情况。随着如何保证2022年各地区GDP增速既定目标的实现，上升为中国各级政府的首要目标，特别是在全球各国全面放开新冠疫情防控管制的新形势下，如何鼓励各级政府探索出“保产业链供应链”和坚决落实中央部署的“动态清零”新冠疫情防控原则相兼容的新模式，成为决定中国各级政府能否在2022年实现经济增长目标的重要手段。为此，我们建议：一方面，今后要杜绝地方政府一切针对从事公路运输货车禁止通行的新冠防治举措，尽快布局和实施“闭环”式公路运输模式，即实施专人专车的“点到点”运输模式。在途径新冠爆发地区实施人货均不离车的隔离运输模式，在进入疫情暴发地区边界的固定转运点，采取“换人不换车”方式，货车经过全面消毒后在进入下一轮“闭环”运输模式；另一方面，针对全国所有区域的重点产业链的重点企业进行摸底登记，将之列为地方政府新冠疫情防控的重点防护单位，严格管控企业之外的人员进出，杜绝新冠传播途径，并采取每天进行新冠核酸筛查的方式加以管制。针对那些新冠疫情暴发地区重点产业链的重点企业，由企业和政府联合负责和实施短期“全封闭式”管理模式，保证企业正常生产和运输渠道的运行。

第四，及早研究如何在中国坚持“动态清零”防治原则而国外实施全面放开政策之间的冲突下，实现中国与国外的人员和要素资源双向有效流动的新模式。在全球其他国家针对新冠应采取“群体免疫”和自由放开的策略之下，其他国家之间的人员和要素资源流动必将逐步趋向正常化，从而推动全球产业链

供应链回归正常体系。由此，中国被动地成为“孤岛”，很有可能会被美国为首西方国家利用这个弱点作为在国内产业链和全球产业链中“去中国化”的重要借口，从而对中国经济造成重大风险。为此，我们建议：一方面，逐步探索促进国内国外的公务人员、旅游人员和各类学生双向有序安全流动的新型机制，即可以在国内特定地区设立完全隔离式的专门性国际人员流动“过度区”，并在“过度区”针对国外入境人员提供完善的生活设施，在确定和消除入境人员新冠疫情风险之后再进行国内的二次流动；另一方面，优先针对跨境的公务人员和各类学生实施完全隔离式的专门性国际人员流动“过度区”，可以在上海、北京和深圳等重点地区设立专门性国际人员流动“过度区”的示范样本，并进一步探索更为完善的运行机制。

（七）稳增长与防风险统一

今年以来尤其是3月份以来，疫情暴发的范围和频度均超出预期，对经济的冲击明显加大，供给冲击、需求收缩、预期走弱的三重压力进一步加大。在此背景下，要防范信用风险超预期爆发，宏观政策应把握好疫情防控、稳增长、防风险的动态调整与平衡，尤其需要进一步加大稳增长和保微观主体的力度，确保经济保持相对平稳增长，这是防风险的前提和基础。

一是把握好疫情防控、稳增长与防风险的动态平衡，疫情防控与稳增长是防风险的前提。上半年由于疫情在全国出现多点暴发态势，各地防控政策纷纷加码导致供应链、产业链受到扰动，经济下行压力加大，市场投资者信心低迷，股票市场、外汇市场等金融市场波动有所加大，4月下旬上证A股指数一度跌破3000点，5月中旬人民币对美元汇率一度跌破6.8。可见，下半年需要统筹好疫情防控、稳增长与防风险的平衡。在政策选择上，科学有效防控和经济平稳增长是防风险的前提，要进一步完善当前疫情防控政策，提高疫情之下的基层治理能力和治理效能，加大力度提升疫苗接种率，加快新冠特效药生产和研发，做好医疗体系分级应对的预案，为后续科学动态调整疫情防控政策创造条件。同时，宏观政策要加强稳增长力度，避免投资者信心进一步弱化，风险偏好进一步降低，从而导致风险的超预期爆发。

二是加大扩张性政策力度，运用结构性政策加强对微观主体的呵护。当前市场信心的稳定已成为扭转预期转弱、减缓需求收缩的关键，宏观政策操作应

慎重出台具有收缩信号或收缩效应的相关政策，尤其需要运用好结构性政策加大受到疫情冲击的微观主体的呵护。在政策措施上，除了前期采取降准等措施推动信用宽松之外，后续货币政策在保持总量宽松的同时，要注重结构性工具的运用和创新，对实体经济实施“精准滴灌”，推动宽信用效果尽早显现。除了落实好现有的定向降准、再贷款、再贴现等政策措施外，可以推动担保机构及再担保机构加大对中小企业的担保力度，为其获取金融资源提供支持；同时，针对当前中小企业面临的困难加大的情况，要再度适度推出中小企业延期偿还贷款本息、利息减免等政策，推动金融机构向实体经济让利。在财政政策方面，建议将阶段性税费缓缴政策延长至今年年底，为因疫情防控受到严重影响的小企业、个体户提供直接补贴等。尤为值得一提的是，考虑到不少中小企业受到的冲击较大，经营难以持续，不仅无法享受退税政策优惠，在没有有力政策支持的背景下甚至有可能出现中小企业倒闭潮，建议适当从留抵退税财政资金中，适当划拨部分资金用于对因疫情防控而遭受损失企业的补偿。

三是谨慎处理房地产行业等重大风险，防止其风险的外溢和传导。房地产涉及面广，产业链长且具有准金融属性，房地产长期累积的风险需要有节奏地出清，做好跨周期安排，避免地产调整与金融体系及地方政府债务产生风险共振与叠加。房地产行业风险加大背景下，应首先稳定相关方，包括金融机构、地方政府、上下游合作企业以及消费者对于房地产市场持续健康发展的信心，避免集中刺破房地产泡沫从而导致风险集中爆发。具体而言，一是针对房地产企业的合理融资需求，建议进一步适当增加开发贷及按揭贷款的额度，待房地产企业恢复正常的信用债融资途径后，再缓步降低银行对于房地产行业贷款的集中度。二是针对住房消费的真实需求，建议在对非理性投资性需求进行遏制的同时，适度保护或鼓励住房消费，通过增加供给等手段将房地产价格引导至合理区间，促进房地产市场实现软着陆。三是针对地区差异及企业差异，建议“三条红线”等房地产调控政策的落实要“因企施策”，避免企业在政策约束下激进去杠杆加剧流动性风险。从中长期角度看，应尽快培育新能源、新兴技术等领域出现新的经济增长点，引导资源配置有序向房地产之外的领域配置。

第五部分 结论与政策建议

2022 年是国际国内超预期事件高发的一年。“三重压力”叠加新一轮疫情和乌克兰危机两大超预期冲击，使得上半年中国宏观经济暂时偏离正常增长轨道。展望下半年，中国宏观经济必将迎来企稳回升态势，呈现非对称的“W 型复苏”的运行特征。随着疫情因素的消退和正常生产生活秩序的恢复、稳增长主基调的全面确认和强化、一揽子政策措施效果的逐步显化、以及十四五规划项目的全面落地、地方政府换届的全面完成，下半年中国宏观经济将企稳回升，并在低基数效应下呈现较高同比增速，迎接党的二十大胜利召开。但值得注意的是，对于本轮疫后经济复苏，必须实事求是地看待当前形势与 2020 年在微观基础、市场预期、运行模式、外部环境和政策空间等方面的异同，特别是清醒地认识到微观基础和外部环境的恶化，2022 年经济复苏将面临比 2020 年更严峻的困难和挑战，复苏进程也将更加脆弱。同时，坚持底线思维，今明两年还需高度关注小概率事件可能带来的系统性影响，防范化解几大“灰犀牛”冲击叠加导致经济系统性下滑的风险。对此，我们提出以下几点政策建议。

一、科学规划下半年的增长目标和相匹配的政策举措。考虑到二季度经济增速显著回落的影响，建议坚持全年 5~5.5% 的增长目标并追加相匹配的政策力度，以此确立下半年的宏观政策定位和发挥预期引导作用。

1) 在科学作出“三重压力”判断的背景下，2022 年《政府工作报告》依然明确提出了“国内生产总值增长 5.5% 左右”的预期目标，并指出“这是高基数上的中高速增长，体现了主动作为，需要付出艰苦努力才能实现。”其核心要义就在于在“预期转弱”的大背景下，中国经济比平常更加需要增长目标的指引。缺乏明确增长目标既可能导致部分地区不作为而对经济发展失去预期引领作用，也可能出现部分地区乱作为如过度防疫、层层加码，影响高质量发展的大局。

2) 满足稳就业保民生需要以及与“十四五”规划目标要求相衔接，特别是保就业具有隐含的经济增长底线。根据我们的测算，要满足就业需求，2022 年中国经济增速至少要维持在 4.6% 以上的水平，且服务业不能再遭受大的扰动，此时非农就业人数与上年持平；若经济增速达到 5.5% 的预定目标，非农就业增量就能够达到近 500 万，恢复到 2019 年的就业状况，就业质量才不会严重下

滑。

3) 在 5 月份推出的稳住经济一揽子政策措施的作用下, 疫情冲击对今年第三、四季度经济增长的影响将得到有效对冲, 实现较为强劲的反弹复苏。可以分两种情景设置各季度的增长目标如下: 1) 在基准情景下, 二季度 GDP 增速为 0.8%, 三、四季度 GDP 增速为 6.5%、6.3% (下半年增速为 6.4%), 则全年增速为 4.7%。此时, 如果要达到 5.5% 的增长目标, 需要三、四季度 GDP 增速提升为 7.9%、7.9% (下半年增速为 7.9%)。2) 在乐观情景下, 二季度 GDP 增速为 1.3%, 三、四季度 GDP 增速为 6.9%、6.6% (下半年增速为 6.7%), 则全年增速为 5.0%。此时, 如果要达到 5.5% 的增长目标, 需要三、四季度 GDP 增速提升为 7.6%、7.5% (下半年增速为 7.5%)。通过以上情景模拟可见, 实现 5.5% 的增长目标, 要求下半年经济增速进一步提高 0.8-1.5 个百分点。以此为目标, 指导全国各地区经济发展就能够发挥预期引领作用, 而且在该目标的指引下, 下半年的失业压力将得到极大缓解, 更好地落实“六保”任务。

4) 为保证全年经济目标的基本完成, 使中国经济回到健康运行区间, 中国稳经济一揽子措施需要在中期进行扩容和工具的创新。存量政策的前置、增量政策的出台、中央政府的强力督导、各级政府和部门的层层落实、短期资金和财政的保障以及疫情管控阶段性胜利, 能够保证 6 月份中国经济参数出现快速反弹, 并保证 3 季度中国经济加速反弹。但在一系列不确定性因素的冲击下, 现有政策包可能难以满足四季度和明年一季度持续复苏的要求。地方政策储备、财政支持力度及各种不确定因素的冲击将导致四季度难以持续反弹, 现有一揽子稳经济措施也将难以保证补偿性反弹转化为趋势性复苏, 中国经济复苏路径很可能呈现不对称的 W 型。为保证全年经济目标基本完成, 使中国经济回到健康运行区间, 避免 W 型复苏带来的困难, 中国稳经济一揽子措施需要在中期进行扩容和工具的创新, 从地方端转向中央层面, 从存量全面转向增量, 从投资转向消费与投资同时发力, 从短期救助转向经济复苏。

二、把握信心提振的窗口期, 将中期视角的“预期管理”作为各项宏观政策的统领和重要抓手。在外部环境存在高度不确定性、内需增长出现大幅下滑和结构分化达到新的临界值的背景下, 简单的预调、微调已经不足以应对宏观经济日益面临的加速性下滑风险, 而必须借助于中期视角的“预期管理”。

1) 必须旗帜鲜明地稳定内需，坚定不移地推出一揽子规模性政策，引导市场主体形成一致预期，确保经济运行在复苏轨道。由于预期持续恶化，目前除了总量性的收缩，更在投资领域和消费领域都已经出现了严重的结构性紧缩效应：居民不敢增加非必须品消费、企业不愿扩大生产性投资。如此持续下去，不仅萧条型的结构分化将会加剧，而且升级型的结构分化也将停滞，而且产生总量性的紧缩效应和局部性的风险恶化，城镇失业风险、农民工的二次返乡潮、债券市场的信用风险都可能会随之显化。

2) 新一轮的信心构建必须从今年2季度末、3季度初全面开始，应对需求紧缩效应的进一步显化。上半年存量政策的全面前置、增量政策的不断出台、各级政府和部门的层层落实、中央政府的强力督导、短期资金和财政的保障，能够支撑6月份经济增速反弹的力度相对强劲，确保完成2季度经济正增长、失业率下降的短期政策目标，但经济依然难以快速回到正常轨道。基建投资的提速和工业生产的反弹所带来的第一阶段复苏效应开始产生积极预期，出口的超预期表现为中国集中精力稳定内需带来了宝贵的窗口期，同时前期金融风险的缓释和中美贸易摩擦的阶段性和缓也为下半年带来一个相对稳定的金融市场和外贸环境，这对于重建市场信心提供了非常有利的重要时点。

3) 进一步公开明确疫情防控预期。虽然疫情具有不确定性，但通过专家相对准确判断，可以为企业投资生产明确疫情预期，从而减少未来发展顾虑。预期管理在我国的政策实践中仍然应用不充分，今后应该考虑由相关部门专门研究作为政策制定的一部分。同时，由中央推动进一步减少跨地区物流运输和人员流动等复产复工阶段面临的政策障碍，目前实际操作中部分地方政府仍然存在过度管制，放开速度较慢。

三、高度重视在疫情持续冲击下各类微观市场主体行为模式变异的宏观经济后果，特别是居民消费行为和企业投资行为的过度“保守化”倾向，不仅导致经济复苏节奏放缓，也将导致一些传统政策手段以及预调微调模式的失效，必须要有针对性的政策举措，并且达到一定的力度。尤其要避免宏观经济负向反馈链条的出现，损害中长期经济增长潜力。

1) 高度重视城镇居民显性失业和收入下滑引发的预期恶化问题；2) 高度重视农民工隐性失业和出现大规模返乡潮问题；3) 高度重视31个大城市就业

韧性持续下降的苗头性问题；4）由于大量隐性失业群体的持续存在，建议加快推出以补贴家庭、保障民生为起点，以刺激消费、提升市场需求为中介，最终既保企业、又稳就业为结果的“规模性消费刺激和收入补贴计划”。只有市场主体行为模式有效扭转，市场需求才能有效回升，而只有需求有效回升，减税降费和金融扶持政策才能更好地发挥作用，企业才会扩大生产和投资，拉动更多就业和居民收入增长。5）要提升企业的产能利用率和周转率必须要有充足的订单和市场需求，否则生产越多就亏损越多。特别是大量的服务业企业的产能恢复状况由于没有市场需求基本处于停摆状态，产生新一轮的隐性失业和收入下滑问题，形成恶性循环。

四、随着中国经济步入疫后复苏新阶段，经济工作的重点应当从短期救助转向有效需求的快速扩展之上，实现向市场型深度复苏的顺利转换。在快速落实一揽子政策和有效需求提升战略的同时，调整宏观经济政策的着力点，从特殊疫情救助向有效需求刺激转变，从供给侧扶持政策向需求侧扩张政策转变。

1）必须认识到随着中国经济复苏发生重大阶段性转变，供需缺口扩大的现象将再次出现和强化，形成中国经济循环常态化的瓶颈性约束。应该进一步刺激国内需求，在没有达到疫情前正常水平前，刺激经济的政策都是有幫助的。同时，应对未来外需衰退风险也需要发展内需。发展终端消费有助于促进产业链深度和全面修复，对包括小微企业和脆弱群体就业在内的整个经济有益。

2）新阶段不仅要扩张有效需求，更为重要的是要快速缩小已经扩大的供需缺口，需求扩展速度必须大大快于供给扩展速度。这就需要将政策的核心从经济主体简单的行政救助和保生存阶段向全面提高企业订单和市场需求阶段。我们在补贴中小微企业的同时，应当加大投资需求和消费需求的扩张，供给端补贴政策、扶持政策、刺激政策必须让位于需求端刺激，通过促进供需平衡来恢复市场的循环。

3）在补偿式、赶超性复工复产阶段，如果没有快速的有效需求扩展，很可能面临需求缺口进一步放大、就业难题全面显化等问题，因此供给扶持必须全面转向需求扩张，使需求扩展速度大大快于供给恢复的幅度，快速缩小供需缺口，缓解产能过剩和企业存货积压。对于生产者的资金救助应当转向订单扶

持和政府采购，对于生产者扶持应当转向消费者补贴。

五、落实更加积极有为的财政政策应在已出台举措的基础上，科学组合搭配一揽子规模性政策，疏通宏观经济循环堵点。建议扩张财政资金预算安排，集中出台三大针对消费、投资和产业的“规模性”政策方案。

1) 建议集中出台三大“规模性”政策方案，通过多举措协同发力，能够压实做细“六保”工作，实现全年经济发展目标。a) 利用财政扩张资金和市场资金配套，出台“3万亿消费刺激和收入补贴计划”，以保障基本民生、重振市场需求，疏通宏观经济循环堵点。由此，也可以增强人民群众的获得感，改善收入分配，拉动市场有效需求，而且由消费者选择企业产品是相对更加市场化的手段。b) 利用专项债扩容资金和社会资金配套，出台“3万亿基建投资计划”，加强面向新型城镇化建设和产业链供应链提升的基础设施建设。在总需求不足期进行基建投资的政策成本最低、增长拉动效应最强，稳增长保就业效应往往立竿见影；从提高长期增长潜力的角度，考虑到我国新型城镇化的高速发展，传统基础设施存量相比发达国家仍有差距，而新一轮国际竞争和高质量发展对新型基础设施的需求较大，通过新旧结合进行基建投资，以新基建为先锋构建中国新旧动能转换的发展基础，提升中长期增长潜力。c) 财政减税降费与金融支持政策搭配使用，出台“3万亿产业支持计划”。前述3万亿消费补贴计划和3万亿基建投资计划，能够从最终产品和投资品两个渠道快速地稳定市场内需，从需求面对企业形成巨大支撑，而3万亿产业支持计划则是从供给面对企业形成针对性扶持，主要针对受疫情影响较大、由于疫情敏感而需求恢复较慢的产业，出台减税降费、信贷融资等相关扶持政策，帮助企业加快恢复生产运营。基于各项政策的乘数效应，上述一揽子规模性扩张政策对经济和就业的短期增长拉动效应显著，预计可以拉动名义GDP增长7.2个百分点，提高居民人均可支配收入5800元，企业可支配收入2.4万亿元，实现财政回笼资金1.7万亿元，稳定就业岗位7500万个。从财政可持续的角度看，以上三大计划初期消耗广义财政资金6.8万亿，还可回笼财政资金1.7万亿元，实际所消耗广义政府资金5.1万亿，相比所拉动的名义GDP增速，政府债务负担不会大幅上升。

2) 关注局部区域财政收入崩塌的问题，特别是疫情防控和自然灾害高发

期基层财政收入突变带来的各种民生问题。建议扩大财政平准基金的规模，设立过渡期基层财政救助体系，同时适度弱化财政收入的目标，防止地方政府通过加大税收征收力度和非税收等方式，变相增加企业的负担。

3) 建议减税降费从生产端向消费端和收入分配改革扩容，调动居民消费积极性。必须高度重视目前消费增速下滑的趋势性原因，巩固和扩大中国居民的消费基础，发挥超大规模市场优势。1) 积极优化个税改革方案，减少工薪阶层的税收负担；2) 加大对公共服务均等化改革，提高公共服务的可获得性；3) 针对 2022 年收入波动风险，做好针对低收入阶层的消费补贴预案，防止宏观经济波动对低收入阶层的过度波动；4) 制定对中产阶层消费启动战略，特别是消费升级的促进战略：（1）重视中产阶层家庭杠杆率的过快上升，尊重杠杆率的演化规律，通过建立相应的债务风险缓释机制，促进消费平稳增长；（2）针对汽车等耐用品消费进一步放松限购和加大专项减税降费政策力度。

六、灵活适度的稳健货币政策，应该充分发挥其面对突发情况的灵活性，与积极财政政策的实施形成时间和空间上的配合，更好地发挥预期引导作用和政策乘数效应。解决政策利率传导和风险分担机制问题，推动贷款利率下行。

1) 在内需持续回落、外需急剧疲软、金融风险得到缓释之时，货币政策应避免松紧摇摆的取向，低利率政策依然是市场复苏的一个十分重要的基础，特别是实际贷款利率的下降仍是稳投资的一个关键。

2) 在新一轮信心构建的窗口期，即使在长端利率刚性、金融资源对于实体经济渗透力下降的环境中，适度宽松的货币政策也具有必要性，依然是引导预期、防止过度收缩、配合积极财政政策的必要工具。

3) 保持 M2 增速平稳上行，为预防各类金融指标内生性的收缩预留空间。当前核心 CPI、服务 CPI、PPI、GDP 平减指数涨幅平稳回落、企业效益和市场预期的恶化，预示着短期内的通胀压力不大。宽松货币政策应该减少对通胀的过度顾虑，可以根据四季度的价格形势变化，再调整货币政策定位。

4) 关注货币投放方式变化对于货币传导的冲击，2022 年可以逐步降低金融机构的存款准备金率的方式完成货币投放。对内需要关注 M0 和 M1 增速的变化，丰富央行货币发行的渠道，加大银行准备金率降低的幅度，提高中国安全性资产的供给，加大货币市场的深度；对外需要高度关注美联储政策的调整

以及美国金融市场的异变。

5) 鉴于货币政策调控框架转型往往会带来基础货币供给节奏不稳定、供给工具不确定、供给对象不透明等问题，为防止市场流动性紧张时期引发市场紧张情绪，导致市场资金面和利率出现不必要的波动，货币政策除常用的公开市场操作工具外，应当通过常备借贷便利、中期借贷便利等一系列创新型工具向市场注入流动性，以强化引导市场预期。

6) 在控制债务过度上涨的过程中，货币政策的工具选择十分重要，价格型工具对于高债务企业的调整更为有利，简单的数量宽松依然需要控制。目前的宽松货币政策定位应当在数量型工具盯住流动性的基础上，以价格工具为主导。

7) 在经济下行压力加大和不确定性上扬的背景下，需要央行通过适度“降准”和大幅降低 MLF 利率，对商业银行的风险溢价加点进行有效对冲。今年以来，央行通过小幅“降准”和降低 MLF 利率，引导 LPR 利率小幅下降。但在经济下行压力加大和不确定性上扬的背景下，市场风险溢价客观上是趋于上升的，商业银行在 LPR 的基础上通过风险溢价加点，导致企业最终获得的一般贷款利率未必能够有效降低。

8) 在改革继续推进、金融创新不断涌现、利率市场化尚未彻底完成的情况下，货币政策应注重加强预期管理，更加注重引导社会预期，以提高货币政策的有效性。全面扭转市场悲观预期，就必须打破以往传统的“小步微调”调控节奏。避免金融环境的收紧快于市场预期是货币政策预期管理的核心要点。

9) 打破悲观预期自我实现的恶性循环，货币政策必须抓住目前短暂的窗口期，将宽松的力度提升到一定水平，而不能采取事后追加的模式，失去引导预期的作用。一旦中国步入资产负债表衰退阶段，中国货币政策的效率也将随着中国经济出现断崖式下滑，从而带来巨额的调整成本。

10) 稳健货币政策的工具箱需要扩张。由于大改革与大转型期间的波动源具有多元性和叠加性，货币政策工具必须多元化，常规政策工具难以应对目前的格局。非常规货币政策需要进行前瞻研究，如未来出现疫情恶化的极端情形下，中国的政策篮子并不拒绝采取非常规宏观政策。

七、坚持底线思维，提前建立并及时启用非常规政策工具。面对疫情发展

和国际局势的高度不确定性，必须坚持底线思维，不仅要考虑到基准情景下的经济下行压力，还必须意识到今明两年可能发生的极端情形。将 2020-2022 年视为一个整体，相比欧美国家，我们在应对疫情冲击中所预留的宝贵政策空间，应该在未来一段时期应用尽用！除了旗帜鲜明地从结构性扩展向总量扩张转变，还需要建立非常规政策储备，部分非常规政策工具应根据需要及时使用。

1) 发行 1.5 万亿元 1 年期或 6 月期数字人民币，按照 1000 元/人标准全民发放，用以保民生、促消费、稳增长。所发行的数字人民币在有效期内视为现金自由使用。该政策直达家庭部门，不存在中间环节，可以确保及时高效地发放到位；该政策对于低收入家庭和高收入家庭的收入改善幅度不同，自动产生收入分配调节效应，并保障基本民生；该政策基于有效期限限制，避免有专家担心家庭只会存起来而不会去消费的争议，且可以放大消费乘数效应，极大地提振短期消费需求；在需求收缩和 CPI 低迷的背景下，该政策不会产生较大的通胀压力。按照 70% 的实际使用率和 1 倍的消费乘数效应保守估算，本项举措可以拉动全年经济增速提升 0.9 个百分点。这在其他政策力度和效果不减的情况下，可使 2022 年中国经济增长预期由三大国际机构预测的 4.3~4.8% 提升至 5.2~5.7%，由我们预测的 4.7~5% 提升至 5.6~5.9%。

2) 发行 1 万亿元抗疫情特别国债，用于支持地方抗疫相关支出、生活物资保障和公共卫生等基础设施建设。相比 2020 年，虽然我们对新冠病毒的理解和防控经验更为丰富，但 2022 年病毒变异和传播的新特点、国内外疫情防控政策的差别，极大增加了地方和基层抗疫工作的难度。坚持动态清零、高效统筹疫情防控和经济社会发展，需要以快打快、需要管控区人民群众的积极配合，保障充足的医疗物资供应、基本生活物资供应、甚至一定的收入补贴，都需要财政资金的保障支持，实现最大程度保护人民生命安全和身体健康、最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。同时，病毒不断变异和全球疫苗接种的严重不平衡，意味着抗疫工作将成为一场持久战，加强公共卫生等基础设施建设需要长期投资。

3) 保障产业链供应链与资金链稳定，确保不发生系统性金融危机和企业破产倒闭潮。针对地区间防疫政策不协调造成的供应链阻隔等问题，国家相关部

委应该加强力度在更高层面进行统筹安排，保障医疗、民生、能源、农资等重点物资运输保障工作，并为下一步复工复产过程中人员流动进行跨地区协作。针对石油、天然气、矿产资源等重要能源产品，鉴于短期内资源使用惯性，应坚持底线思维，牺牲一定的资金成本效应，大幅度提高战略储备和市场供应，逐步拓展我国能源、资源进口来源和路线。针对疫情停摆造成的市场主体资金链紧张问题，支持银行业金融机构做好企业延期还本付息政策接续和贷款期限管理工作，加大疫情防控期间居民消费贷款利息减免和房贷车贷延期举措，以增强疫情冲击下脆弱市场主体的保障，提振企业投资能力和居民消费意愿，为中国经济复苏保存坚实基础。

4) 为配合基础设施项目的扩大，可以发行政策性专项建设基金，并将相关基础设施建设进行有效分类，加大对于现金流难以覆盖的相关项目的扶持力度，改变专项债在使用上面临的各种约束，适度创新新的基建融资工具。

5) 扩大再贷款和抵押补充贷款（PSL）的力度和覆盖范围，对于重点行业 and 重点区域进行扶持，以达到数量和价格双重定向宽松。PSL 的准财政性质主要体现在通过引导金融机构向国家政策导向的实体经济部门提供低成本资金，能够和再贷款工具一样保障重点领域信贷投放。在疫情前，PSL 主要为棚改提供资金支持，随着 2019 年棚改工作进入收官阶段，PSL 新增的月份数减少而且规模持续缩小，2020 年 2 月份之后再无新增，月度变动均为净归还。截至今年 4 月底，余额已从 2019 年 11 月的 35979 亿元降至 27088 亿元。当前经济形势下，建议 PSL 能够再次放量，发挥积极作用。当然，与之前的用途不同，PSL 新增资金可以重点支持新基建、新型产业以及地方政府相关项目。参考 2019 年情况，有新增的月份数为 6 个月，新增 2670 亿元；若下半年再次放量，即便比照 2019 年的低水平，也能有 2000 亿以上的增量空间。

6) 研究论证将达到一定程度的城市疫情管控封控认定为“不可抗力”，在市场主体受疫情管控封控而无法营业期间，减免（而不仅是缓交）贷款利息、商业租金等一切主要以“时间”计价的成本，建立社会成本与风险共担机制。鼓励发展基于疫情不确定性的商业保险业务。只有减轻疫情防控不确定性所带来的外生冲击和无谓损失，宏观正常才能更好地激励各类市场主体敢于扩大投融资、生产经营以及研发创新。

八、宏观审慎监管要与逆周期货币政策协调配合，重点在于“市场秩序建设”而非松紧力度的摇摆，从而在防范风险积累的同时，避免造成市场预期的紊乱。

1) 金融风险的缓释和预防反复，依然是宏观审慎的核心。近年来金融风险已经得到有效缓释，但未来一段时期都将处于违约常态化阶段。货币政策、宏观审慎监管、微观审慎监管以及其他金融目标的一体化显得更为重要，也是制定科学货币政策的前提。

2) 疫后经济复苏的特殊时期，宏观审慎需要强化货币投放、信贷投放、社会融资投放之间的关系，使货币政策与金融监管相互配合。建议采取“适度宽松货币政策”+“金融监管改革”的组合，以保证实体经济面临的货币条件指数的相对稳定。

3) 宽松货币政策必须辅之于“市场秩序建设”。金融市场缺陷的弥补和恢复金融市场配置资源的能力是适度宽松货币政策实施的一个重要前提。否则，宽货币、宽信用下金融领域的泡沫很可能进一步诱发资金“脱实向虚”，导致实体经济与虚拟经济的背离，导致“衰退性泡沫”的出现。

4) “稳金融”应当以“不发生系统性金融风险”为底线，不宜过度定义，必须对于局部环节的金融问题和金融风险的暴露有一定的容忍度。局部风险的集中暴露有利于我们形成有效的改革路径，否则资源配置的方式和结构以及各种潜在的风险无法暴露。

5) 宏观审慎监管必须从系统性金融风险的指标监管向一些结构性因素监管倾斜。经过近三年的风险缓释操作，今明两年对于重点城市、重点省份的债务可持续性风险的监控、对于部分行业和部分产品风险的监控显得尤其重要。

6) 在高债务环境中，不仅要保持适度宽松的货币政策，同时还要对大量的僵尸企业进行出清、对高债务企业进行债务重组，对银行以及相关企业的资产负债表进行实质性的重构。存量调整是增量调整的基础，存量调整基础上的“积极财政政策+适度宽松货币政策+强监管”依然是我们走出困局的核心法宝。

九、民生政策要托底，提高就业弹性和失业保险覆盖范围，应对经济下行和民生冲击叠加带来的“双重风险”。

民生冲击与总需求下滑叠加不仅会使得当前的经济陷入困局，还会加剧市

市场主体对未来的悲观情绪，对 2022 年的宏观管理造成更为严重的问题。面对“双重风险”，短期内既要加大民生保障支出，更要重视就业稳定政策，保就业的重要性大于保工资，通过提高工资弹性应对成本冲击。一是对受到疫情持续冲击可能诱发失业风险的局部行业、局部地区，制定有针对性的干预措施或引导措施；二是对近期面临较大困难的行业要研究专门的解决办法，结合产业政策、消费政策、税收政策、交管政策等进行；三是重视企业特别是民营小微企业面临的经营困境，从多个维度为企业减负，扶持政策应结合就业目标进行；四是适当放宽对地摊经济夜间经济的限制，扩大灵活就业的生存空间；五是通过就业补贴等工具引导企业的用工行为，同时更加注重对青年失业群体的就业引导；六是重构未来的就业政策体系，积极就业政策要更加积极，目标从充分就业转向高质量的充分就业，为提高就业质量做准备；消极就业政策要更完善，进一步健全社会安全网，做好托底准备。

十、积极应对外部风险挑战，“着力打通生产、分配、流通、消费各个环节，逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，培育新形势下我国参与国际合作和竞争新优势”。

1) 短期内以弹性汇率政策应对全球经济调整期和资本市场振荡期的挑战。1) 正确认识欧美持续大通胀是美联储和欧央行等主要国家货币政策转向的原因，未来一段时期内中国货币政策的节奏将与全球主要央行出现分化，实现汇率的基本稳定甚至适度贬值是应对今年外部波动风险的核心。2) 内部经济稳定依然是基本出发点，汇率调整和资本项目开放的改革都必须服从这个目标。鉴于 2022 年各类因素叠加的不确定性，中国对外经济政策应当采取保守主义的策略，以稳固中国经济企稳的基础。3) 汇率市场化改革仍然是释放汇率机制缓冲外部冲击作用的关键，是提高中国经济弹性和韧性的有效途径。从稳定金融市场的角度看，应该未雨绸缪，为应对人民币汇率和资本异常流动做好准备。

2) 中长期内以培育壮大国内市场大循环应对全球贸易摩擦和产业链供应链重构风险。中国的核心利益是谋求跨越“中等收入陷阱”的国际战略空间，而中国跨越“中等收入陷阱”的基础性因素在于能否促进自主创新能力体系和实施“国民收入倍增计划”的力度，这二者之间存在非常重要的相互支撑和相互制约关系。因此，决定中国产业链安全和优势维持的内生动力来源于中国自

己内部，不会在根本上被全球化逆流所发起的战略竞争和博弈策略所动摇或遏制。一是有效利用政府和市场的双重激励作用，尽快实现制约当前和未来重点产业链和战略新兴产业体系的关键核心技术创新的全面突破，保障中国产业的全球竞争力和国家安全。二是尽快制定和实施中国版的国民收入倍增计划，发挥内需驱动型发展战略的主导作用，充分激发国内高端消费对中国经济高质量增长的支撑作用，适当管理和限制美国等少数敌意发达国家对中国核心产业链、产品链的投资和并购行为，尽快促使中国成长为第一大进口国，扩大中国对外战略的回旋余地。三是超越国有企业和民营企业的简单二分法，处理好国有企业和民营企业在中国当前和未来重点产业链和战略新兴产业体系中的协同作用，特别是要把握好二者在破解化解制约重点产业链和战略新兴产业体系的“卡脖子”关键核心技术创新领域的共同作用，尤其是要重视股份制企业在中国市场竞争机制的基础性作用。四是谋求当前和未来重点产业链和战略新兴产业中的“卡脖子”关键核心技术创新领域的新技术新产业发展的新机会，谋求发展与中国迅速扩张和升级的国内高端需求市场相互支撑的全球有影响力的本土高技术跨国企业，谋求在中国重点实施的“国民收入倍增计划”支撑下，所蕴含的新基建、新消费、新业态、新产业的庞大发展机会。

3) 开启新一轮全方位改革开放来解决我们面临的深层次结构性与体制性问题，持续释放制度红利，巩固疫情前中国全要素生产率企稳回升的不易成果。以构建高标准市场经济体系为目标，推动要素市场化改革落地，通过提高资源配置效率提升中长期经济增长潜力。新冠肺炎疫情对中国经济的供给面和需求面产生了剧烈的短期冲击，严格的疫情防控举措以及规模性疫后刺激政策都可能对中国的资源配置效率和全要素生产率产生不利影响，使得近年来改革攻坚所取得效率提升效应出现明显的下滑。因此，在经济复苏全面完成后，必须以构建高标准市场经济体系为目标，加快推出新一轮改革开放和供给侧结构性改革。事实上，虽然近年来改革攻坚取得成效，制度红利开始加速上扬，推动资源配置效率和全要素生产率企稳回升，但是新一轮的改革红利还没有完全释放，尚未承担起拉动中国经济常态化增长的重任，在潜在增速持续下滑的背景下，在中期规划和设计新一轮基础性、引领性改革方案的基础上，果断推出以推动形成国内市场大循环为导向的新一轮结构性改革，本身就具有紧迫性。



CMF

China Macroeconomy Forum
中国宏观经济论坛

把脉中国经济 传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forecasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站： <http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号：

