

中国经济金融展望报告

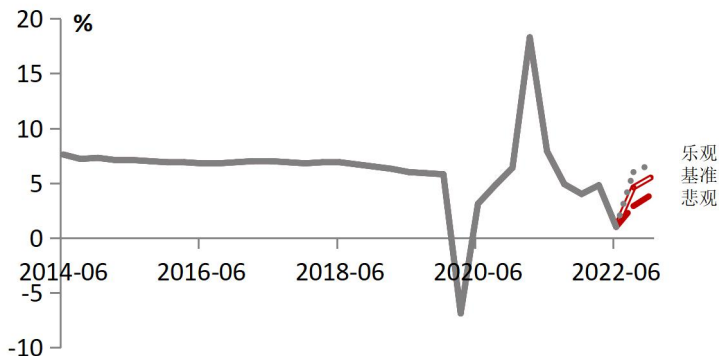
2022 年第 3 季度（总第 51 期）

报告日期：2022 年 7 月 5 日

要点

- 2022 年上半年，受俄乌冲突及其制裁措施、国内新一轮疫情及其管控政策等超预期因素冲击，中国经济面临的“三重压力”持续增大，供需双双下滑，市场预期恶化。5 月以来随着疫情好转，政府采取系列政策措施稳定宏观经济大盘，经济运行逐步企稳。一季度 GDP 增长 4.8%，预计二季度 GDP 增长 1%左右。
- 展望下半年，外部环境更趋严峻复杂，内需将替代外需成为稳定宏观经济大盘的关键。随着防疫政策优化，疫情对经济的冲击将进一步减弱，一系列稳经济政策逐步显效，下半年中国经济有望逐季回升。考虑到疫情不确定性，悲观、基准、乐观三种情形下，预计三季度 GDP 分别增长 3.2%、4.6%、6%左右，全年 GDP 分别增长 3.2%、4%、4.7%左右。
- 建议持续落实落细《扎实稳住经济的一揽子政策措施》，全力稳增长、稳就业、稳预期。民生应成为最大的关切，要优化疫情防控措施，将疫情防控对经济的影响降到最低；积极财政政策全力帮助企业纾困和扩大有效投资；货币政策更好地发挥结构性功能，着力稳定宏观经济大盘；进一步发挥投资托底经济的作用，“多箭齐发”助推消费恢复；从供需两端支持合理需求，促进房地产市场稳定发展。

下半年中国经济将逐步企稳回升



资料来源：中国银行研究院

中国银行研究院 中国经济金融研究课题组

组长：陈卫东

副组长：周景彤

成员：李佩珈

梁婧

赵廷辰

范若滢

梁斯

叶银丹

王梅婷

汪惠青

刘晨

吴丹

邱亦霖

周磊（长三角金融研究院）

联系人：范若滢

电话：010-66592780

邮件：fanruoying@qq.com

“三重压力”倍增，政策全力稳定宏观经济大盘

——中国银行中国经济金融展望报告（2022年第3季度）

2022年上半年，受俄乌危机及制裁措施、新一轮疫情及防控政策等超预期因素冲击，中国经济“三重压力”¹再次增大，供需双双下滑，市场预期恶化，经济增速显著放缓。自5月以来随着疫情好转，政府采取系列政策措施稳定宏观经济大盘，加快推动复工复产、复商复市，宏观经济开始逐步恢复。一季度GDP增长4.8%，预计二季度GDP增长1%左右。

展望下半年，通胀阴霾席卷全球、主要经济体货币政策加快收紧、全球经济“滞胀”风险高企，中国经济将面临外需减弱、全球金融市场动荡、地缘政治冲突等外溢风险。下半年，内需将替代外需成为稳定宏观经济大盘的关键。中国经济长期向好的潜力和基本面没有改变，短期下行主要来自非经济因素的冲击。尽管二季度GDP增速明显降低，影响年初5.5%左右增速目标的实现，但中国经济稳定运行具有坚实基础。物价涨幅处于合意区间，就业形势总体稳定，没有出现大规模失业，财政赤字率低于3%，货币政策处于常态化区间，宏观政策仍有较大空间。本报告预期，随着防疫政策优化，疫情对经济的冲击将会减弱，一系列稳经济政策效果将逐步显现，市场预期和信心持续恢复，加之上年同期基数降低，下半年中国经济有望逐季回升。但疫情变化仍有不确定性，根据疫情发展及相关防控措施力度的不同进行悲观、基准、乐观三种情景预测，三种情形下，预计三季度GDP分别增长3.2%、4.6%、6%左右，全年GDP分别增长3.2%、4%、4.7%左右。

未来，要持续落实落细国务院关于《扎实稳住经济的一揽子政策措施》（简称“一揽子政策”），全力稳增长、稳就业、稳预期、保民生。优化疫情防控

¹ 2021年中央经济工作会议指出，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。

措施，将疫情防控对经济的影响降到最低；积极财政政策全力帮助企业纾困和扩大有效投资；货币政策更好地发挥结构性功能，着力稳定宏观经济大盘；进一步发挥投资托底经济的作用，“多箭齐发”助推消费恢复；从供需两端支持合理需求，促进房地产市场稳定发展。如果疫情防控措施优化、现有政策持续显效，宏观经济政策再加码的必要性和可能性将大大降低，经济调控重点应转移到加强预期管理、加大市场沟通、重塑市场信心和持续优化市场和政府关系等方面，同时还要着眼于夯实基础，通过加大技术改造、科技创新等持续培育长期竞争力。

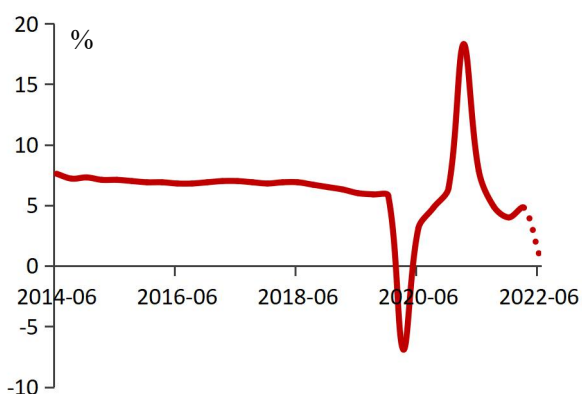
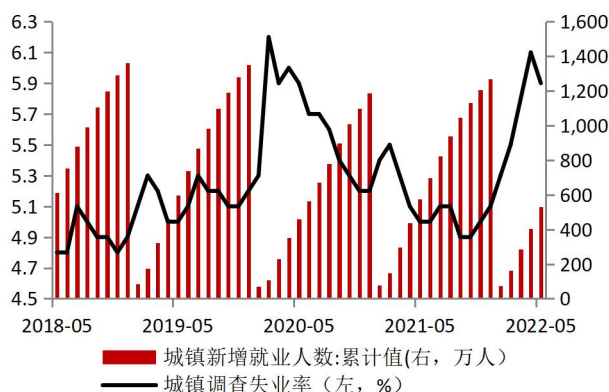
一、2022年上半年经济运行形势回顾与下半年展望

（一）2022年上半年经济形势回顾

上半年，受国内外超预期因素冲击，中国经济面临的“三重压力”持续增大，面临自2020年疫情冲击以来的又一次重大考验。一方面，2022年以来，国际环境较2020年更加严峻复杂，2月底以来俄乌危机不断发酵升级，对俄实施制裁国家之多、制裁强度之大，创冷战后历史最高水平，对全球政治、经贸、能源、金融等带来巨大冲击。全球“滞胀”风险显著增大，国际金融市场大幅震荡，全球地缘政治格局加速分化。全球开启新一轮加息周期，美国、英国今年分别已加息3、4次，欧央行也明确释放加息信号。另一方面，国内疫情防控难度加大，奥密克戎变异株传播力强，3月以来疫情在吉林、广东、上海、北京等多地散发，波及除西藏外的所有省份，疫情管控措施不断出台、升级。本轮疫情持续时间长、影响大，对经济供需两端造成较大冲击，尤其是上海疫情给全国乃至全球产业链带来冲击。目前疫情仍零星散发，管控措施还没有完全放松，其对经济恢复仍有一定制约。总体来看，上半年中国经济运行呈现以下特点。

一是供需两端双双下滑，市场预期逆转。3、4月主要经济指标增速较前2

个月大幅回落，消费增速降幅扩大，投资增速放缓，工业增加值、服务业生产指数增速由正转负，经济景气大幅回落。各市场主体预期急剧恶化，消费者信心指数、中小企业信心指数等明显走弱，4月份大、中、小制造业企业PMI均降至50%以下。5月以来随着疫情好转，政府加快推动复工复产，出台了一系列助企纾困、扩大投资、助推消费、稳定外资外贸等政策，经济活动开始触底企稳。5月份工业增加值增速由负转正，汽车消费降幅显著收窄，基础设施投资加快，出口增速大幅回升。但疫情不确定性、外部环境变化、成本高企、效益不佳等因素依然影响市场主体预期和信心，内需恢复仍然较慢。一季度GDP增长4.8%，预计6月份主要经济指标表现将较5月份进一步改善，二季度GDP增速在1%左右²（图1）。

图 1：中国 GDP 季度增长走势

图 2：就业压力增大，失业率上升


资料来源：Wind，中国银行研究院

二是企业经营困难增大，就业问题凸显。疫情冲击叠加成本高企，企业生产经营压力为近年同期所罕见。前5个月，规模以上工业企业利润增速降至1%，4、5月当月分别同比下降8.5%、6.5%；亏损工业企业亏损额、亏损工业企业单位数分别同比增长41.8%、16.4%，增速较上年末分别增加22.8、11.8个百分点。就业问题凸显。前5个月城镇新增就业529万人，同比减少7.8%。城镇调查失业率逐月提高到4月份的6.1%，同比上升1个百分点，5月份小幅回落至

² 受疫情及管控措施等超预期因素影响，4、5月份各主要经济指标增速转负，其对应的GDP增速为负，而6月份经济继续恢复有望带动二季度GDP保持正增长，但考虑到疫情影响还在，人员流动受限，需求仍然偏弱，服务业恢复乏力，经济回升幅度有限，因此二季度GDP增速预测明显降低。

5.9%（图2）。本轮疫情对大城市影响更大，31个大城市城镇调查失业率高于全国城镇调查失业率，持续上升到5月份的6.9%，同比提高1.7个百分点。年轻人失业率更高，5月份16-24岁人口调查失业率为18.4%，同比提高4.6个百分点。

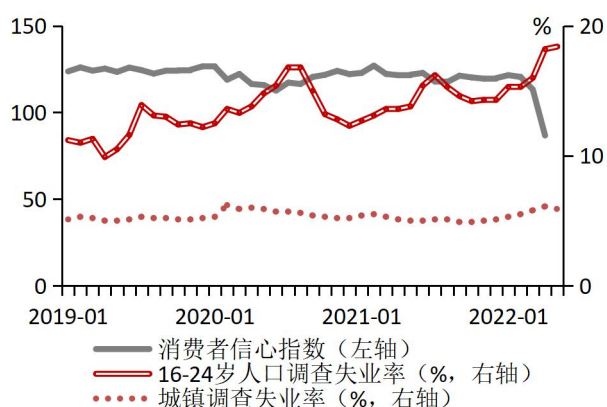
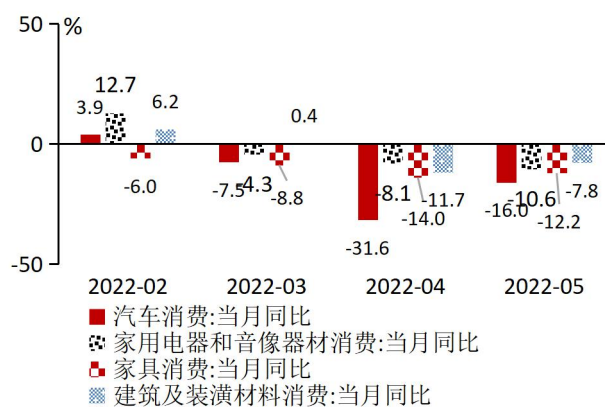
三是通胀水平小幅回升，PPI与CPI“剪刀差”收窄。受国际大宗商品价格上涨、国内疫情等因素影响，CPI温和上涨，前5个月累计上涨1.5%，涨幅同比扩大1.1个百分点；其中剔除食品和能源的核心CPI涨幅回落，月度涨幅从一季度的1%以上降至4、5月的0.9%，显示消费需求走弱。在保供稳价政策显效、翘尾因素降低等影响下，PPI同比涨幅逐月回落，月度涨幅从1月份的9.1%降至5月份的8.1%。PPI与CPI“剪刀差”从1月份的8.2%逐月降至5月份的6.6%。

四是国际收支经常账户顺差扩大，直接投资保持净流入。一季度中国经常账户贸易顺差创历史同期新高，主要是由于货物贸易顺差扩大。在出口较快增长、进口需求回落等影响下，一季度货物贸易顺差1450亿美元，为历史同期最高值。前5个月贸易顺差累计2905亿美元，同比增加了976亿美元。同时，服务贸易逆差有所收窄，一季度为182亿美元，同比下降30%。尽管受国内外超预期因素影响，跨境证券投资波动有所加大，但直接投资保持净流入，一季度净流入650亿美元，为历史较高水平。

1. 消费遭受疫情严重冲击，对经济造成较大拖累

近年来，中国最终消费支出占GDP比重稳定在55%左右，消费是重要的经济压舱石，稳消费就是稳增长、保民生。2022年消费开局良好，但3月以来，全国多地疫情反复，尤其是深圳、上海、北京等多个消费中心城市暴发较大规模疫情，多地疫情防控措施升级，对消费造成严重冲击。1-5月份，社会消费品零售总额累计同比下降1.5%，当月增速已连续三个月为负，4、5两月社会消费

品零售总额仅与 2020 年同期相当，远低于 2021 年同期水平。一是失业率高企、居民收入大幅下降、对未来预期悲观，是制约消费的主要因素。4 月城镇调查失业率创 2020 年 3 月以来新高，年轻群体以及教培、房地产、餐饮娱乐等行业失业情况更加严重。悲观预期下，4 月消费者信心指数跳水，由 3 月的 113.2 降至 86.7（图 3），创下 1991 年该指标设立以来的新低（次低为 2011 年 11 月的 97）。二是汽车以及住房相关消费大幅下行，对消费造成较大拖累。上海、吉林、广东等重要汽车生产基地疫情暴发，对汽车产业链造成较大冲击，叠加居民收入下降，3 月以来汽车产销量持续萎缩。其中，4 月乘用车销量同比大幅下降 43.36%，创 2020 年 4 月以来新低，5 月销量降幅有所收窄，但仍处于较低水平。房地产市场持续下行，拖累住房相关消费低迷，尤其是二季度以来，家用电器、家具、建筑装潢材料等消费月度同比降幅均为 10% 左右（图 4）。三是疫情多地散发对住宿餐饮、文化旅游、交通运输等服务消费造成较大冲击。1-5 月餐饮收入累计同比下降 8.5%，为 2021 年以来最大降幅。“五一”全国国内旅游出游人次和旅游收入分别为 1.6 亿人次和 646.8 亿元，分别同比减少 30.2% 和 42.9%。1-5 月，超过 60% 的运输企业货运量同比下滑³。中国物流景气指数自 3 月以来连续 3 个月位于 50% 以下区间。预计二季度消费同比下降 6.7% 左右。

图 3：失业率和消费者信心

图 4：汽车和住房相关消费增速


资料来源：Wind，中国银行研究院

³ 资料来源：《2022 年上半年公路货运物流市场景气度调查报告》，中国物流与采购联合会公路货运分会。

2. 疫情冲击给投资带来短期扰动，房地产投资持续承压

上半年，投资增长较为平稳，成为托底经济的重要力量。1-5月，固定资产投资（不含农户）累计增长6.2%，增速比一季度回落3.1个百分点。分三大投资来看，呈现“基建发力、制造业保持韧性、房地产承压”的特征。1-5月，基础设施建设投资（不含电力）、制造业投资、房地产开发投资分别累计增长6.7%、10.6%和-4%（表1），增速分别比上年末上升6.3个百分点、回落2.9和8.4个百分点。财政支持力度加大、节奏加快带动基建投资逐渐发力，但疫情带来短期扰动，影响项目施工进度。1-5月，新增专项债达2.03万亿元，远高于去年同期的5840亿元。疫情冲击下企业生产受限、供应链受阻，制造业投资增速有所放缓。但受益于产业转型加快，高技术制造业投资保持较高增长，技术改造成为制造业投资重要增长动力。1-5月，高技术制造业投资同比增长24.9%，远高于制造业投资整体增速。受疫情冲击、市场预期转变等因素影响，房地产市场持续疲软，房地产投资持续承压下行。1-5月，商品房销售面积和房企到位资金分别累计下降23.6%和25.8%；房屋新开工、竣工、施工面积分别下降30.6%、15.3%、1%（图5）。分区域看，内蒙古、湖北、新疆、江西等中西部地区投资增速表现靠前，上海、吉林等受疫情影响较大地区投资降幅更大（图6）。预计二季度投资当季增速为3.6%左右，上半年投资累计增速为5.9%左右。

表 1：三大投资累计增速

	固定资产投资完成额 (%)	房地产开发投资 (%)	基础设施建设投资 (%)	制造业投资 (%)
2021年1-2月	0.96	7.59	-0.65	-3.02
2021年3月	2.65	7.67	2.97	-1.47
2021年4月	3.71	8.44	3.27	0.26
2021年5月	3.99	8.60	3.30	1.28
2021年6月	4.46	8.25	3.48	2.59
2021年7月	4.18	7.95	2.68	2.63
2021年8月	4.20	7.70	2.30	3.12
2021年9月	4.00	7.19	1.97	3.60
2021年10月	3.93	6.75	2.00	3.99
2021年11月	4.00	6.40	1.90	4.75
2021年12月	3.93	5.69	1.89	5.36
2022年1-2月	12.20	3.70	8.10	20.90
2022年3月	9.30	0.70	8.50	15.60
2022年4月	6.80	-2.70	6.50	12.20
2022年5月	6.20	-4.00	6.70	10.60

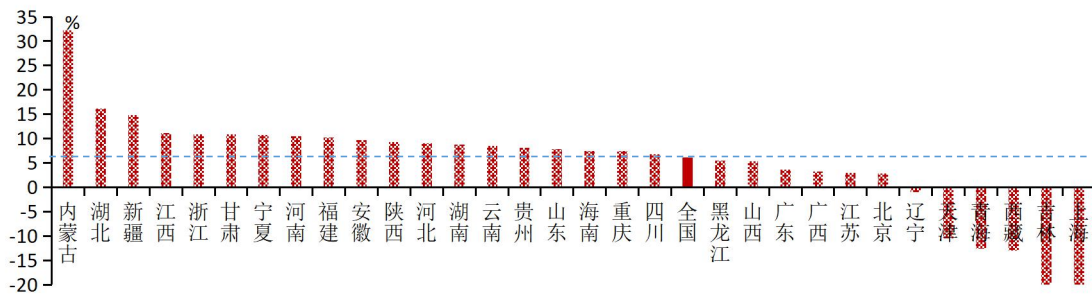
注：2021年数据为两年平均增速

资料来源：Wind，中国银行研究院

图 5：房屋新开工、竣工、施工面积



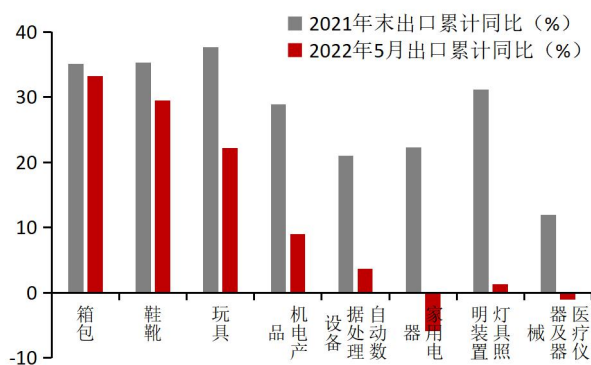
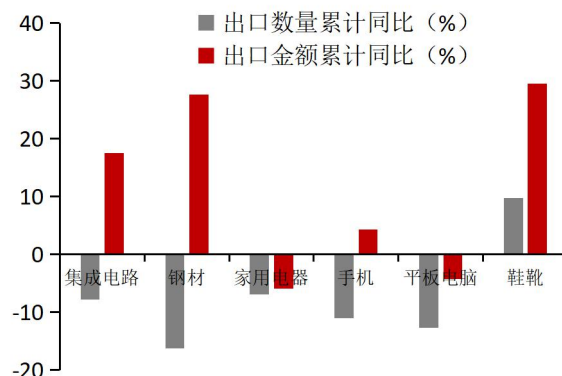
图 6：各省固定资产投资情况对比



资料来源：Wind，中国银行研究院

3. 外需减弱与国内疫情冲击下，出口增速有所回落

2022 年以来，中国出口增速逐步回落，但仍在较高增长区间，上拉因素主要来自外需旺盛和价格上涨，下拉因素则主要是由于疫情影响供应链稳定以及部分订单外移。一季度外需仍然较强，出口（美元计价，下同）同比增长 15.8%，但 3 月下旬以来上海疫情反弹冲击生产和供应链，4 月出口大幅回落，5 月复工复产加快、供应链疏通和外贸企业赶工，出口超预期增长。1-5 月份，出口同比增长 13.5%。从出口结构看，一是对主要贸易伙伴出口增速均出现下滑。中国对东盟、欧盟、美国、日本的出口分别累计同比增长 14.1%、19.5%、15.1%、3.7%，增速分别较一季度上升 1.8 个百分点和下降 3.8、1.6、4.6 个百分点，分别较 2021 年全年回落 12、13.1、12.4、12.6 个百分点。二是主要商品的出口增速分化。随着海外疫情影响弱化，服装、箱包等户外活动、社交娱乐产品的需求增长较快，带动中国劳动密集型产品出口延续较高增长，而医疗仪器及器械等防疫产品的出口增速放缓。同时，海外生产持续恢复削弱中国出口替代效应，机电产品等出口增速回落；美国持续加息导致房地产市场降温，对房屋装饰产品的出口拉动作用减弱（图 7）。三是价格因素影响进一步增大。前 4 个月，出口价格总指数平均较上年同期上涨 10.3%，而出口数量总指数平均较上年同期下降 0.3%，主要出口产品的金额同比增速明显高于数量同比增速（图 8），表明出口增长总体主要由价格上涨拉动。总体预计二季度出口增速在 8% 左右。

图 7：重点产品的出口增速变化

图 8：主要出口产品数量和金额同比


资料来源：Wind，中国银行研究院

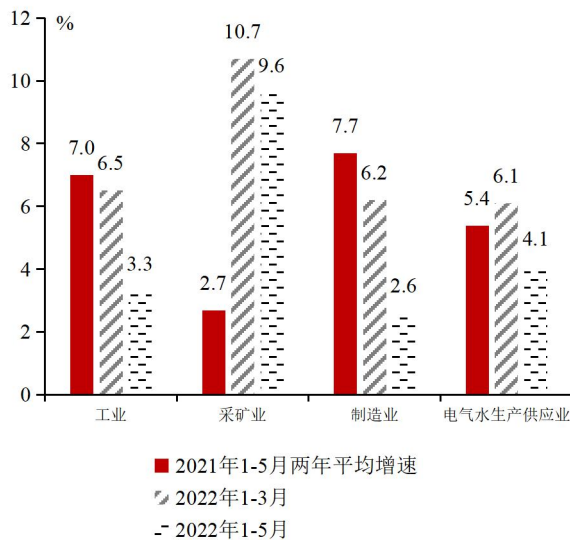
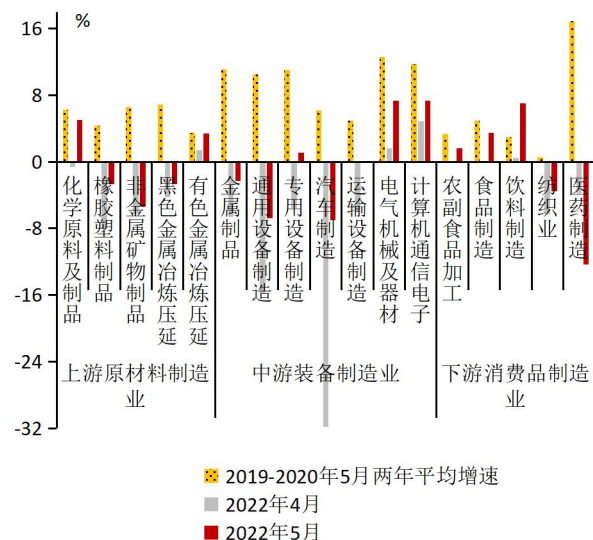
4. 工业和服务业双双承压，工业恢复好于服务业

受疫情冲击和国际政经局势多变影响，1-5月工业增加值累计增长3.3%，明显低于上年同期两年平均增速（7%）（图9），3月份以来，国内疫情突发供需两端双双走弱，工业增加值累计增速持续放缓，4月当月增速为-2.9%。进入5月，疫情形势好转叠加助企纾困政策发力，企业复工复产加快，5月工业增加值同比增长0.7%，增速转负为正，工业生产整体呈恢复态势。预计二季度工业增加值增长0.8%左右。具体呈现如下特点：

一是行业分化明显，制造业生产大幅放缓。能源保供持续显效，煤炭等能源产品产量增长较快，大宗商品价格处于高位，且受疫情影响相对较小，采矿业维持高增速，1-5月采矿业增加值同比增长9.6%，较去年同期两年平均增速提升6.9个百分点。疫情冲击下产业链供应链严重受阻，1-5月制造业增加值同比增长2.6%，远低于去年同期两年平均增速。4月份制造业各细分行业普遍负增长（图10）。进入5月，伴随物流堵点逐步打通和保供应链产业链政策发力，企业复工复产稳步推进，制造业呈现明显复苏势头，同比增长0.1%，增速较上月提升4.7个百分点，尤其是中游装备制造业和下游消费品制造业生产恢复，支撑工业整体复苏。

二是成本高企叠加需求不足，企业生产经营压力明显增大。受地缘冲突持

续影响，企业依然面临高成本压力。1-5月工业生产者购进价格指数累计增长10.8%，较上年同期两年平均增速提升9个百分点。5月主要原材料购进价格PMI（55.8%）和出厂价格PMI（49.5%）“剪刀差”有所缩小，但仍高达6.3个百分点。此外，需求恢复滞后于生产。5月份规模以上工业企业产销率改善不明显，远低于历史同期水平（图11）。中小型企业经营压力依然较大，2022年以来小型制造业企业PMI持续低于47%，中型制造业企业PMI自3月以来跌至景气线（50%）以下。

图9：工业增加值变化情况

图10：制造业上中下游行业增速变化


资料来源：Wind，中国银行研究院

服务业恢复缓慢，景气度依然低迷。1-5月服务业生产指数累计同比下降0.7%，较上年同期两年平均增速下滑7.5个百分点（图12）。5月服务业生产指数同比下降5.1%，降幅较上月收窄1个百分点。由于线下接触性服务业恢复相对较慢，预计二季度住宿和餐饮业增加值降幅较一季度扩大。房地产市场依然偏冷，房地产业增加值降幅也将有所扩大。信息传输、软件和信息技术服务业增速仍相对较高，但较上年有较大回落。受供需放缓、物流不畅等因素影响，其余服务业行业增速预计将较一季度有所放缓。总体预计二季度服务业增加值增长1%左右。

图 11：工业企业产销率低于历史同期水平

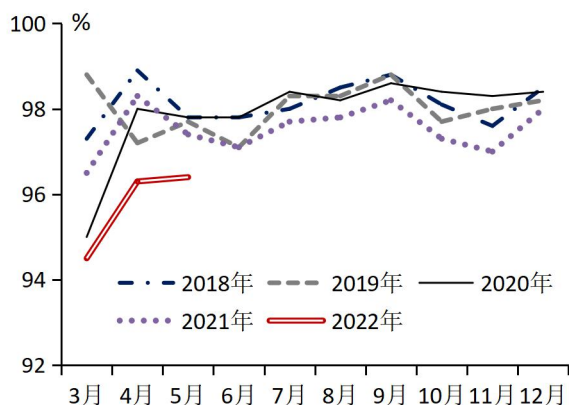
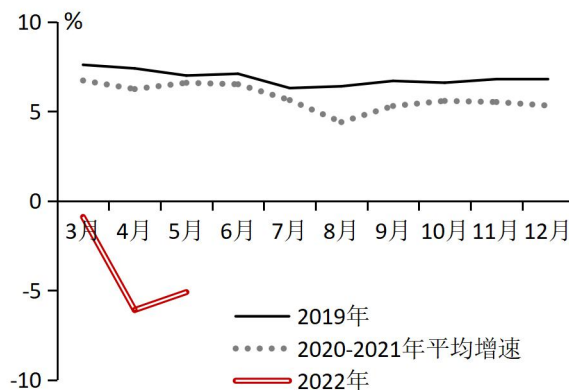


图 12：服务业生产指数情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

5. CPI 低位回升、PPI 高位回落，输入性通胀压力有所加大

2022 年上半年，中国通胀水平整体温和，与全球主要经济体通胀高企形成了鲜明对比。1-5 月，CPI、PPI 分别累计同比上涨 1.5%和 8.1%（图 13）。一是在疫情扰动、猪肉价格止跌等因素影响下，CPI 涨幅低位回升。3 月份以来，多地疫情反弹对供应链带来一定冲击，推动蔬菜、鲜果等食品价格上涨。随着猪肉产能过剩问题逐渐缓解，猪肉价格筑底回升。二是国内保供稳价政策显效叠加上年高基数作用，PPI 涨幅高位回落。1-5 月，中国原煤产量累计同比上涨 10.4%。4、5 月份，动力煤期货价格同比涨幅分别收窄至 9.51%和 3.89%。三是全球能源、粮食价格大幅上涨加大输入性通胀压力。受俄乌冲突、贸易保护主义抬头等因素影响，全球能源、粮食价格进一步上涨。截至 5 月底，布伦特原油期货价格、全球食品价格指数（谷物）分别同比上涨了 63.9%和 29.71%（图 14）。预计二季度 CPI、PPI 分别上涨 2.3%和 6.7%左右。

图 13: CPI、PPI 走势

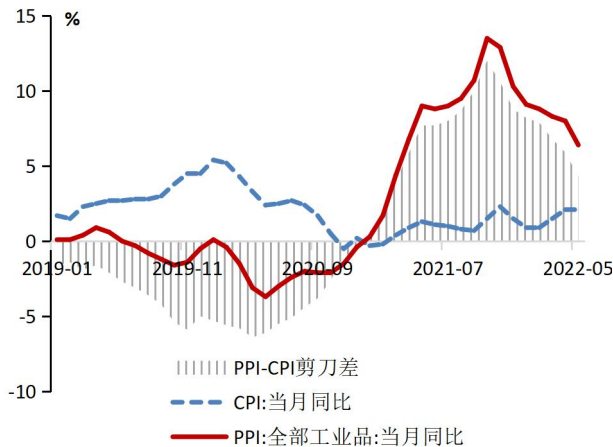


图 14: 全球能源、粮食价格走势



资料来源: Wind, 中国银行研究院

(二) 2022 年下半年经济形势展望

展望下半年，外部环境不确定性依然较大，俄乌冲突持续冲击能源、粮食等供应，推高全球“滞胀”风险，美国等主要经济体货币政策进一步紧缩，全球金融市场波动或有所加大，中国将面临外需减弱、全球金融市场动荡、地缘政治冲突等外溢风险。内需改善将成为稳定宏观经济大盘的关键。从国内发展看，中国市场规模大、产业链供应链完整、科技创新较快发展，经济长期向好的基本面没有改变，短期经济压力主要来自非经济因素冲击。尽管二季度 GDP 增速明显降低，影响年初 5.5% 左右增速目标的实现，但中国经济稳定运行具有坚实基础，物价涨幅处于合意区间，就业形势总体稳定，没有出现大规模失业，财政赤字率低于 3%，货币政策仍处于常态化区间，宏观政策仍有较大空间。随着防疫政策优化，疫情对经济的冲击将进一步减弱，一系列稳经济政策效果将逐步显现，市场预期和信心将持续恢复。预计下半年中国经济有望逐季回升，但仍存在疫情防控难度较大、市场需求不足、财政收支压力增大、市场主体预期偏弱等问题。疫情是下半年中国经济发展面临的最大的不确定性，据此进行悲观、基准、乐观三种情景的预测。悲观情形下，疫情再度超预期暴发，防控措施加码，再次冲击经济供需两端活动，预计三季度及全年 GDP 均增长 3.2% 左

右；基准情形下，疫情在个别地区仍有散发，对人口流动特别是跨区域流动仍有影响，消费、服务业等受影响较大行业的恢复相对较慢，预计三季度及全年 GDP 分别增长 4.6%、4% 左右；乐观情形下，疫情有效控制，防控措施逐步放开，人口流动基本恢复正常，消费、服务业等较快恢复，预计三季度及全年 GDP 分别增长 6%、4.7% 左右。

1. 更多稳经济促消费措施落地，有望推动消费缓慢恢复

下半年，消费有望在疫情可控的前提下逐步回暖。一是在当前各类助企纾困政策应出尽出的背景下，经济将重回复苏通道，失业率、居民收入等指标将逐步修复，为消费恢复奠定基础。此外，疫情形势的缓和也将为住宿餐饮、文化娱乐等线下接触式消费恢复创造条件。二是当前多地举办各类促消费活动，发放绿色节能、电子类产品等消费券。下半年，各类促消费政策力度将只增不减，同时，随着经济回升和预期回暖，这些促消费措施的效果有望逐步显现。三是汽车消费有望在政策刺激和产业链复苏双重利好下逐步回暖。一方面，减半征收车辆购置税政策⁴将有力刺激下半年汽车消费回升。历史上，中国推行过两轮减征车辆购置税政策，均取得较好效果。第一轮为 2008 年金融危机之后，2009 年、2010 年乘用车销量同比分别增长 53%、33%。第二轮为 2014 年至 2015 年，2015 年至 2017 年乘用车销量同比分别增长 7%、15% 和 2%。另一方面，下半年汽车生产有望在疫情缓和的背景下持续恢复，这将为汽车消费回暖奠定基础。此外，当前居民信贷融资环境相对宽松，在信贷支持下，居民汽车购买能力有所提高。下半年消费恢复的最大不确定性来自疫情反复和相关防控措施力度。在乐观情形下，三季度疫情影响逐步减退，四季度疫情影响基本消除，三季度和全年消费同比增长 3.2%、2.1% 左右；在基准情形下，三、四季度疫情小范围影响，三季度和全年消费同比增长 2%、1% 左右；在悲观情形下，秋冬

⁴ 5 月底财政部、税务总局发布《关于减征部分乘用车车辆购置税的公告》，对购置日期在 2022 年 6 月 1 日至 12 月 31 日期间内且单车价格（不含增值税）不超过 30 万元的 2.0 升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税。

季节疫情再度暴发，对消费产生较大冲击，三季度和全年消费同比增长 1.7%、0%左右。

2. 基建投资将加速回暖，投资对经济恢复的支撑作用将增大

一是财政政策将继续发力，推动基建投资加速回暖。在“今年专项债将在6月底前基本发行完毕、8月底前基本使用完毕”的政策要求下，预计未来专项债将加快下达并形成实物工作量，下半年基建投资有望进一步加速，成为稳增长的重要引擎。二是稳楼市政策效果有望逐渐显现，叠加上年低基数效应，房地产投资将有所改善。房地产调控政策仍在继续松绑，预计房贷利率还有下行空间。从历史经验看，从房地产政策端传导到市场端需要半年至1年左右，预计下半年房地产市场将逐渐回暖，并在四季度从销售端传导到投资端。三是外需收缩、内需恢复缓慢，制造业投资面临动力不足困境。综合以上因素，预计在悲观情形下，前三季度投资累计同比增长 5%左右，全年增长 4.6%左右，其中房地产投资前三季度、全年分别累计同比增长-4.8%、-4.1%左右；在基准情形下，前三季度投资累计同比增长 5.8%左右，全年增长 6%左右，其中房地产投资前三季度、全年分别累计同比增长-3.7%、-2.6%左右；在乐观情形下，前三季度投资累计同比增长 6.4%左右，全年增长 6.9%左右，其中房地产投资前三季度、全年分别累计同比增长-3.3%、-1.8%左右。

3. 受外需放缓、出口替代效应减弱等因素影响，出口增长将进一步承压

短期内稳外贸政策、人民币汇率贬值、生产和供应链持续恢复有利于中国出口增长，但总的来看，下半年受外需逐步回落、出口替代效应减弱和基数抬升影响，中国出口增长仍将承压，出口增速或将继续回落。一是高通胀和货币政策持续收紧下，全球经济放缓，外部需求减弱。一方面，高通胀将削弱消费者购买力，导致消费者信心低迷。2022年以来，美国密歇根大学消费者信心指数从1月的67.2不断降至6月的50.2，欧盟27国消费信心指数从1月的-11.3

降至5月的-22.2。另一方面，为应对高通胀，欧盟、美国等发达经济体继续收紧货币政策。6月15日美国加息75个基点，欧央行将在7月开启加息周期，这将继续影响实体经济融资环境和投资信心，增加经济下行压力，带来需求进一步减弱。6月美联储大幅下调2022年经济增速预期至1.7%，较3月预测值下调1.1个百分点；欧盟将2022年经济增长预期从2月的4%下调至2.7%。二是其他外向型经济体出口快速增长，中国部分行业面临出口订单转移。越南等东南亚国家在纺织鞋服、电子设备制造等劳动密集型行业具有一定竞争力。本轮疫情下，部分中国外贸订单流入东南亚，带动其出口快速增长，比如1-5月份越南纺织服装出口同比增长23.5%。未来，原材料价格保持高位将挤压外贸企业盈利空间，国际政经格局仍有较大不确定性，外贸订单或将继续向东南亚转移，影响中国劳动密集型产品出口增长。此外，下半年出口规模的基数明显抬升。整体来看，乐观情景下，预计三季度出口增长5.5%，全年增长6.3%左右；基准情景下，预计三季度出口增速约为2.2%左右，全年增长4.5%左右；悲观情景下，预计三季度出口增速约为1%，全年增长3.6%左右。

4. 疫情防控形势好转，生产端有望持续复苏

工业回升基础不断稳固。一是疫情有望继续缓解，需求端持续改善推动企业生产恢复。伴随下半年疫情影响减弱，企业恢复正常生产，被压抑的消费需求逐步释放，带动企业库存下行，从而推动生产端进一步修复。二是稳增长政策持续发力，供需两端助力工业企业生产。疫情有效控制将为稳增长政策的落实、推进和督导充分释放空间，一揽子政策效果将更加显现。一方面，减退税、缓缴社保、延期还本付息、保障货运通畅等措施缓解企业生产压力，在未来疫情常态化防控背景下提振企业生产信心；另一方面，围绕稳投资、促消费、保外贸等方面的系列举措推动需求端加快复苏，扩大对工业各产业链的有效需求。三是产业链供应链韧性持续增强，中下游制造业增长可期。PPI涨幅持续回落、保供稳价政策下，企业面临的原材料价格压力会有所缓解。同时，近期国常会

要求今年通过核增产能、新投产新增煤炭产能3亿吨，坚决杜绝拉闸限电，下半年生产受到限电限产干扰预期减少。稳增长政策下，基建投资较快增长、房地产行业逐步改善，中游机械制造和通用设备制造业有望加快发展。同时疫情不确定性、地缘冲突持续发酵和需求恢复不及预期等因素会干扰工业恢复。悲观情形下，疫情再度扩散，生产将再度面临冲击，供需两端持续走弱，复苏态势微弱，预计三季度及全年工业增加值均增长4%左右；基准情形下，疫情小范围散发，产业链供应链韧性持续增强下生产基本维持稳步回升态势，预计三季度及全年工业增加值分别增长5.8%、5%左右；乐观情形下，疫情影响消退，生产恢复确定性增强，有望逐步回归疫情前水平，预计三季度及全年工业增加值分别增长6.5%、5.3%左右。

随着疫情影响逐渐减弱，服务业有望缓慢复苏。由于政策推动和恢复时滞差异，服务业各行业复苏进程存在一定分化。信息传输、软件和信息技术服务业高景气仍将延续。各省市加快出台房地产市场放松政策，房地产市场或将逐步趋稳，预计房地产业、金融业增加值增速持续回升。复工复产持续推进，居民生产生活步入正轨，线上消费稳步推进，有望带动批发零售、交通运输仓储业边际修复。但是，疫情不确定性仍制约场景、现场类消费和服务业，预计住宿餐饮业、租赁和商务服务业增加值增长空间有限。疫情及相关管控措施力度是决定下半年服务业恢复程度的关键。悲观情形下，服务业发展将“雪上加霜”，需求端长期低迷，生产端动能微弱，预计三季度及全年服务业增加值分别增长2.5%、2.8%左右；基准情形下，前期疫情持续冲击下居民收入受损叠加避险意愿增强，服务业有所修复，预计三季度及全年服务业增加值分别增长4%、3.5%左右；乐观情形下，疫情影响消退，前期积压的消费潜力有望充分释放，需求端快速恢复叠加一系列促消费政策联动效应，推动服务业恢复进入“快车道”，预计三季度及全年服务业增加值分别增长6%、4.4%左右。

5. “猪油粮共振”推升CPI涨幅，PPI-CPI“剪刀差”将显著收敛

下半年，CPI涨幅或进一步扩大、PPI涨幅继续回落，PPI-CPI“剪刀差”将显著收敛。一方面，“猪油粮共振”推升CPI涨幅。能繁母猪存栏量自2021年7月起已连续11个月环比下降，猪肉市场批发价格自2022年4月起已连续2个月环比上涨，新一轮猪周期上行拐点基本确立，猪肉价格筑底反弹对食品价格将形成较强支撑。全球能源和粮食价格不断上涨加大中国输入性通胀压力，既直接推升CPI涨幅，也通过间接推升大量农副产品和部分工业品成本，带来物价水平的整体上行。另一方面，全球大宗商品价格进一步上涨动力趋弱叠加翘尾因素影响减弱，PPI涨幅有望继续回落。下半年PPI翘尾因素仅约0.8%，远低于上半年的6.4%。综合以上因素，预计三季度CPI、PPI分别同比上涨3.1%、4.2%左右，全年分别同比上涨2.4%、5%左右（图15、图16）。

图 15：2022 年 CPI 走势及预测

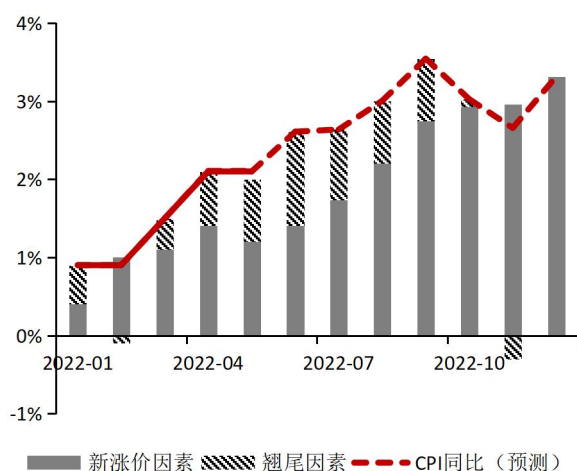
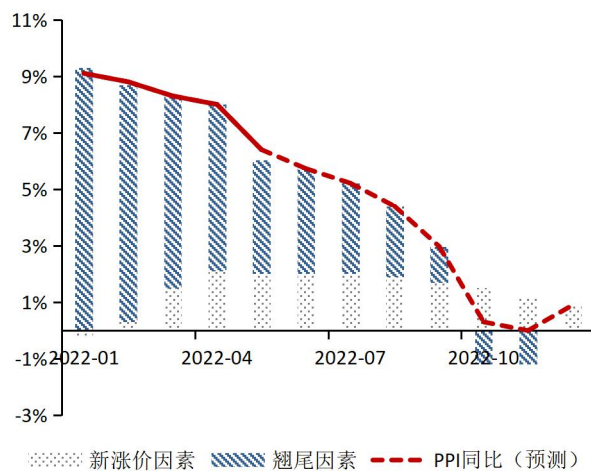


图 16：2022 年 PPI 走势及预测



资料来源：中国银行研究院

二、2022 年上半年金融形势回顾与下半年展望

（一）2022 年上半年金融形势回顾：内外因素影响下，金融市场波动有所加大

2022 年以来，中国金融发展面临更为复杂的内外部环境。从外部看，国际

形势更趋严峻复杂，全球疫情持续演变，俄乌冲突爆发，通胀风暴愈演愈烈，多个经济体货币政策由松转紧，新一轮全球“加息潮”开启。全球流动性环境骤然生变，主要国家国债收益率大幅上行，全球股市普遍下跌，大宗商品价格节节攀升。从内部看，国内疫情多点散发，涉及上海、北京等重点城市，各地严格落实疫情防控措施。受内外部影响，中国经济平稳运行面临挑战，中小微企业、部分行业和群体受到的冲击较为严重。

中国金融政策持续发力、靠前发力。启动一次降准政策和两次下调贷款市场报价利率（LPR），出台科技创新再贷款等新结构性支持工具，货币信贷平稳较快增长，金融为稳定宏观经济大盘创造了适宜条件。但受实体经济信心不足、预期不稳、成本上行、盈利下滑等影响，实体企业融资需求不断走弱，中长期贷款增长动能不足。房地产融资政策松绑，房地产企业资金紧张状况有所缓解，但受销售下滑等影响，其融资状况仍不容乐观。

中国金融市场运行总体平稳但波动性有所上升。股市小幅下挫、人民币汇率波动走贬、利率稳中趋降。从金融的角度看，既要看到信贷需求走弱、金融市场波动增加给业务发展带来的挑战，也要看到中央出台的一揽子政策实施带来的新机遇。例如，政府加大对基建支持力度，帮助“专精特新”企业发展，助力“新市民”在城镇安居创业，规范发展第三支柱养老保险等。

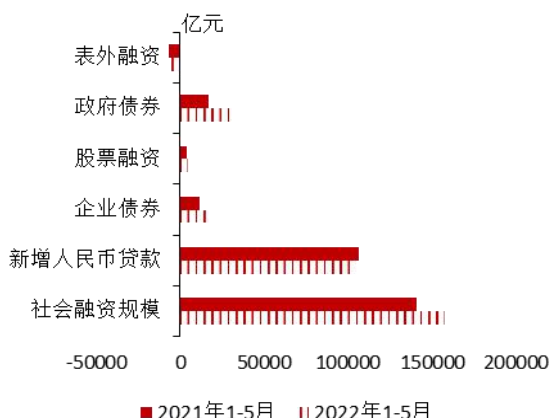
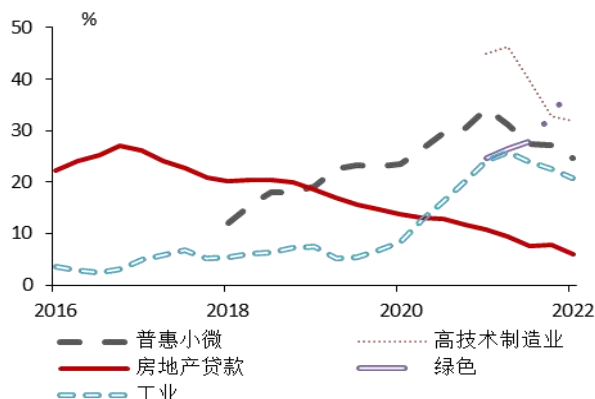
1. 实体经济资金需求动力不足，企业融资规模明显下降

1-5月，新增社会融资规模累计15.76万亿元，同比多增1.66万亿元（图17）。**债券融资大幅多增是驱动社融保持多增的主要原因。**政府债券、企业债券较上年同期合计多增1.83万亿元。政府债券发行规模大幅上升与财政靠前发力、专项债额度提前下发有关，按照计划专项债将于6月底前基本发完，二季度地方政府发行速度明显加快，企业债券大幅多增与市场流动性宽松带动发债成本下降有关。**新增人民币贷款同比少增。**新增人民币贷款同比少增1061亿元，

这与疫情影响实体经济导致资金需求意愿大幅下降有关。股票融资同比继续多增。非金融企业境内股票融资 4440 亿元，同比多增 442 亿元，在注册制改革全面推动带动下，股票市场对企业融资的支持力度稳步增大。表外融资延续收缩态势。表外融资（信托贷款、委托贷款和未贴现的银行承兑汇票）减少 5430 亿元，同比少减 1267 亿元，虽然继续维持减少态势，但幅度有所收窄。特别是信托贷款大幅少减 3268 亿元，这与资管新规过渡期结束，影子银行逐步走向规范化发展有关。

信贷投向结构持续优化，对重点领域和薄弱环节支持力度进一步增大。一是普惠小微、工业、高技术制造业等信贷余额保持高速增长。截至 2022 年一季度，普惠小微、绿色、工业、高技术制造业中长期贷款余额增速分别为 24.6%、38.6%、20.7%、31.9%（图 18）。特别是普惠小微贷款余额增速已连续 36 个月保持在 20% 以上。二是房地产贷款增速创历史新低。2022 年以来，受疫情反弹、房企违约、居民收入下降等多重因素影响，房地产销售全面萎缩，房地产融资不断收缩。截至 2022 年一季度，房地产贷款余额增速进一步降至 6%，为有统计以来最低，同比下降 4.9 个百分点。2022 年 1-5 月居民中长期贷款新增 1.14 万亿元，同比大幅少增 1.77 万亿元，居民对房地产市场预期明显走弱。

特别值得关注的是，疫情影响了企业资金需求意愿，导致中长期贷款出现明显少增。2022 年 1-5 月，新增企业中长期贷款 4.77 万亿元，占新增贷款比重为 43.86%，同比分别大幅少增 1.01 万亿元、下降 10.49 个百分点。主因是 2022 年 3 月中下旬以来，疫情反复及防控措施升级导致企业生产经营活动受到干扰，企业对未来经济预期明显走弱，中长期资金需求动力不足。与之相对应，1-5 月新增票据融资达 2.03 万亿元，上年同期为减少 536 亿元，资金需求更多用于短期纾困，持续扩大生产动力不足。

图 17：新增社会融资规模

图 18：重点领域贷款余额增速


资料来源：Wind，中国银行研究院

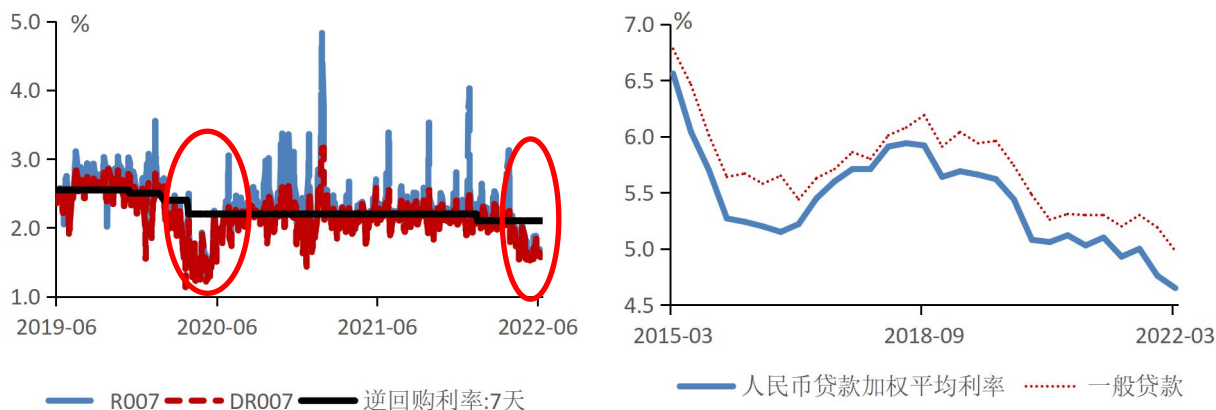
2. 利率水平整体下行，企业融资成本稳中有降

上半年，两方面因素导致各主要利率下行。一方面，人民银行采取降息、降准等措施，加大了流动性供给力度；另一方面，疫情反复及防控措施强化落实增大经济下行压力，实体经济融资需求不振。具体来看，表现在以下几方面。

一是政策利率先降后稳。1月央行下调1年期MLF和7天逆回购利率至2.85%和2.1%的历史较低水平，此后这两大具有风向标意义的政策利率保持不变。

二是货币市场利率较为低迷。一般而言，货币市场DR007和R007利率应围绕7天逆回购利率上下波动。一季度，DR007和R007尚能够冲破2.1%的7天逆回购利率，但4月初疫情反复，企业融资需求低迷，导致DR007和R007持续显著低于7天逆回购利率，这一情景与2020年疫情暴发初期非常相似（图19）。

三是企业贷款利率进一步降低。2022年一季度，金融机构人民币贷款加权平均利率、一般贷款利率再创历史新低，分别为4.65%和4.98%，较2021年年底分别下降0.11、0.21个百分点（图20）。5月20日，5年期以上贷款市场报价利率（LPR）降至4.45%，较上月下降0.15个百分点，单月降幅为历史最大，进一步带动近期企业融资成本下行。

图 19：货币市场利率持续低迷 图 20：企业贷款利率创历史新低


资料来源：Wind，中国银行研究院

3. 美元逐步走强，人民币汇率先升后贬

上半年，人民币汇率整体呈现先稳中有升、后波动贬值的态势。在俄乌冲突等因素影响下，1-3月人民币汇率曾升值至6.3107，创近四年以来新高。但4月以来，在美联储紧缩政策外溢影响下，人民币汇率开始出现波动走贬，双向波动态势增强。截至6月24日，人民币即期汇率6.6936。5月中旬最低曾贬至6.7967（图21），离岸人民币汇率一度跌破6.8，为近两年内低位。导致二季度以来人民币汇率贬值的主要因素有：

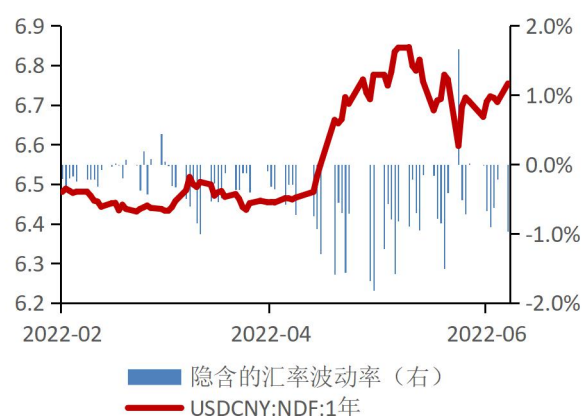
第一，美元强势表现是主要外因。受美联储加息力度加大、缩表周期启动等紧缩货币政策步调加快影响，美元指数不断走高，给人民币汇率带来贬值压力。与此同时，欧元、日元等多国货币均呈现对美元贬值走势，也进一步推动了美元走强。6月美元指数已冲破105，创下了自2002年底以来的新高。

第二，短期资本外流形成直接冲击。美债10年实际收益率持续走升，中美利差倒挂且有持续扩大的迹象。截至6月24日，中美利差倒挂-0.3322%，在6月中旬曾倒挂到年内最大负差值-0.7198%；美国10年期国债收益率升至3.13%的高位（实际收益率达0.57%）。受中美利差倒挂等因素影响，二季度中国出

现了一定程度的短期资本外流现象。6月北向资金再现单日大额净流出135.2亿元，为近两个月来新低。从银行涉外收付数据来看，虽然直接投资项下仍保持着顺差净流入，但1-4月资本与金融项目累计逆差达到563.8亿美元，主要由证券投资项下的较大逆差导致（-894.6亿美元），这是人民币汇率贬值的直接压力。

第三，疫情与国际形势等影响市场预期。疫情反复及防控措施对中国经济基本面造成较大负面冲击，也导致人民币汇率出现贬值预期。观察1年期NDF隐含的汇率预期⁵，4月中旬以来市场对人民币汇率贬值预期持续扩大（图22）；4月以来，1年期NDF隐含的汇率预期波动均值为-0.677%，较1-3月期间均值-0.252%明显走低。

图 21：人民币汇率与美元指数

图 22：NDF 与隐含汇率预期


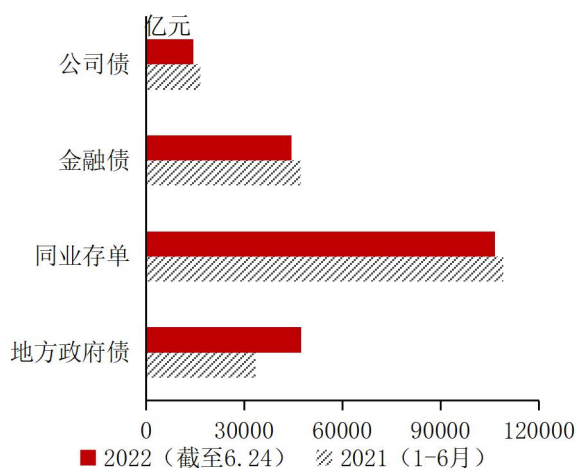
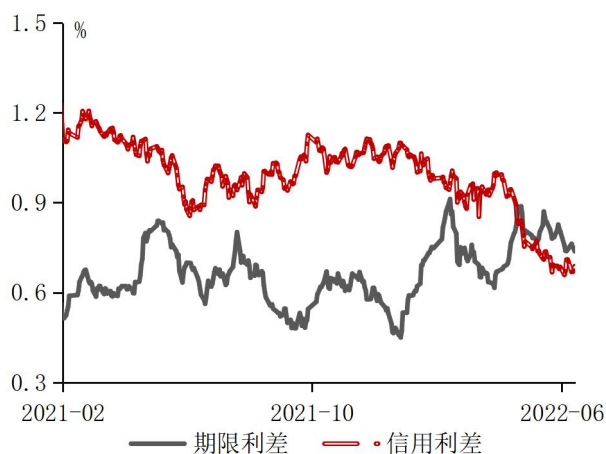
资料来源：Wind，中国银行研究院

4. 国债收益率低位震荡，债券发行分化特征明显

受疫情再次反复及货币政策宽松等因素影响，2022年以来，10年期国债收益率整体呈现低位震荡态势。截至6月24日，10年期国债收益率报收于2.80%，较年初持平，较2021年同期下降了28个BPs。整体来看，债券市场运行呈现

⁵ 隐含汇率预期=人民币汇率中间价/(1年期NDF-1年期NDF 买卖报价均值/100000) -1

如下特征：**第一，地方政府债发行明显增加，信用债发行大幅减少。**受财政政策靠前发力、地方政府专项债发行提速影响。截至6月24日，地方政府债发行4.73万亿元，同比增长41.54%。但受疫情影响，实体经济融资需求动力不足，公司债发行量为1.45万亿元，同比下降12.9%。在流动性充裕影响下，金融机构发债补充资金意愿下降。金融债发行4.44万亿元，同比下降6.07%，同业存单发行10.65万亿元，同比下降2.42%（图23）。**第二，期限利差略有上行，信用利差波动趋降。**受货币市场利率走低影响，短期国债收益率快速下降，期限利差整体走阔。截至6月24日，国债期限利差（10年期-1年期国债收益率）为0.83%，同比上升21个BPs，较年初上升30个BPs。受信用债发行数量减少及流动性充裕等因素影响，信用利差出现明显下降。信用利差（3年期AA级中短期票据与同期限国开债收益率之差）为0.67%，同比下降24个BPs，较年初下降41个BPs（图24）。**第三，债券市场信用风险有所收敛。**2022年1-5月共有12家企业债券出现违约，同比减少108%。涉及债券违约金额为183亿元，同比减少547亿元。

图 23：各类债券发行规模

图 24：期限利差与信用利差


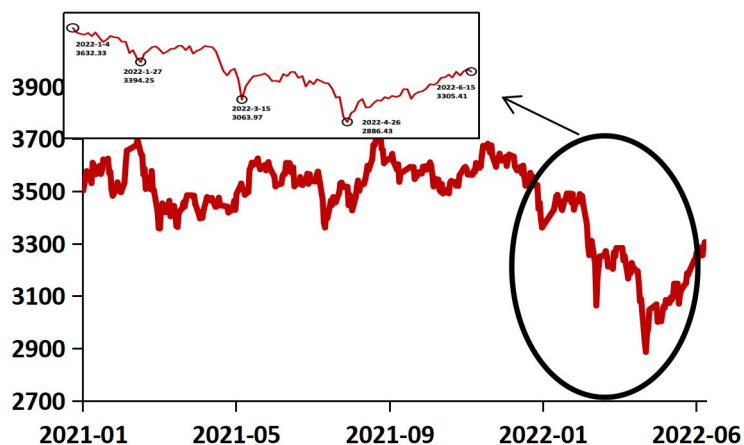
资料来源：Wind，中国银行研究院

5. 多重扰动因素叠加，A股走出深“V”行情

上半年，受疫情反复、地缘政治风险、全球通胀预期等因素影响，A股自开年起连续下挫。2月底俄乌冲突爆发，进一步引发A股进入超跌区间；在国内散点疫情出现扩散的冲击下，A股于4月底跌破三千点大关。5月，在一系列重磅政策刺激下，A股出现全面反弹，尤其是上证指数和深成指环比涨幅超过4.5%，引领全球主要经济体股市。截至2022年6月24日，上证综指收于3349.75点，较2021年底（3639.78点）下跌了7.97%（图25）。

整体来看，上半年A股走出深“V”行情。主要影响因素如下：一是**疫情反复经济承压，市场避险情绪升温**。上半年，受疫情及其防控措施影响，国内投资、消费数据不及预期，房地产、基建投资增速下滑，消费出现负增长，市场避险情绪升温。二是**地缘政治冲突持续，市场恐慌情绪加剧**。上半年，在俄乌冲突升级及大国博弈加剧的影响下，A股出现非理性杀跌。三是**多重政策推动经济复苏，市场出现恢复性上涨**。3月中旬，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，提出要积极出台对市场有利的政策；5月下旬，国务院出台一揽子政策。随着稳增长政策加码，压制市场预期不确定性得到缓解，A股一改年初以来的疲弱表现，出现震荡反弹走势。

图 25：上证指数走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

6. 碳市场促进减排作用初显，数据质量监管持续加强

截至2022年6月24日，全国碳市场碳排放配额累计成交量近1.94亿吨，累计成交额超过84.6亿元。从交易价格来看，全国碳市场上线交易以来，收盘价最低41元/吨，最高达到62元/吨，上半年市场价格在55-60元/吨区间浮动，较开市首日（2021年7月16日）48元/吨的开盘价上涨约20%（图26、图27）。总体来看，全国碳市场运行健康平稳有序，交易价格稳中有升，碳市场促进企业减排和加快绿色低碳转型的作用凸显。

真实准确的碳排放数据是碳排放配额分配的重要依据，也是全国碳市场有序运转的重要保障。上半年，生态环境部赴22个省份47个城市，组织开展碳排放报告质量专项监督帮扶，初步查实、曝光了一批典型、突出问题。碳排放数据弄虚作假的情况严重扰乱了碳市场秩序，严重影响碳排放交易的公正性、严肃性和权威性。为强化全国碳市场数据质量管理和碳市场运行管理，生态环境部于2022年3月印发《关于做好2022年企业温室气体排放报告管理相关重点工作的通知》，对2021年度温室气体排放报告的报送、核查、公示等工作作出具体部署。与此同时，生态环境部正推动《碳排放权交易管理暂行条例》出台，压实重点排放单位和核查技术服务机构碳排放数据质量管理责任。

图 26：碳配额价格变化

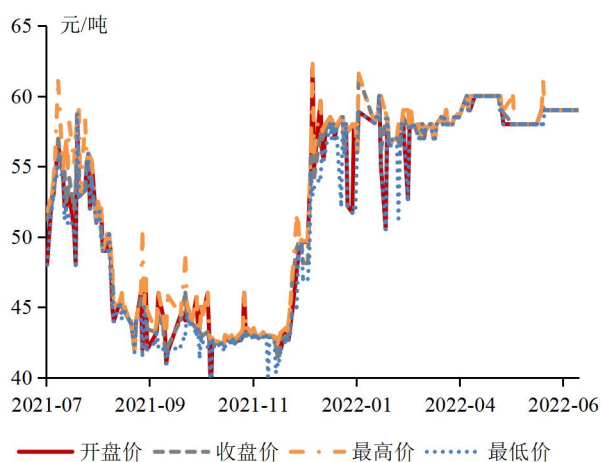
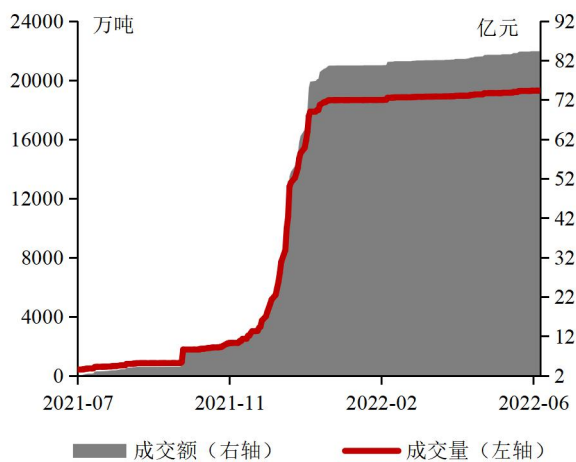


图 27：碳配额成交量及成交金额变化



资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）2022年下半年金融形势展望：受政策发力与经济好转影响，金融市场持续回升

展望下半年，在经济基本面筑底反弹、资金面保持合理充裕的基础上，中国金融运行有望回升。从经济基本面来看，随着疫情好转和供应链修复，中国经济复工复产前景可期，将为金融市场带来利好。从政策来看，近期国务院稳经济一揽子政策的出台，对于稳定经济增长、提振市场信心具有重要意义，并显示了中国进一步促进金融支持实体经济、持续推动融资成本稳中有降的坚定决心。从资金来看，预计央行将综合运用降准、结构性工具、降息等各类措施，保持流动性合理充裕。从国际来看，受主要经济体经济增速放缓、国际金融市场持续动荡等因素影响，中国金融市场仍有望保持较强国际吸引力。综合来看，预计下半年中国贷款投放量将进一步扩张，综合利率水平低位运行，资本市场交易量、价均有望企稳回升，长期资本继续流入中国并利好汇率保持相对稳定。但疫情仍存在不确定性，仍将对经济金融基本面稳定形成潜在威胁。其他主要经济体持续加息，或将产生短期资本外流压力，并对人民币汇率和资本市场平稳运行带来扰动。

1. 企业融资需求加速回暖，主要金融指标增速将企稳回升

展望下半年，为助力稳增长，融资环境整体将维持稳健偏宽。一是货币社融增速有望保持在较高水平。一方面，在一揽子政策加速落地背景下，企业融资环境具有切实保障，加之企业融资需求动力逐步增强，新增信贷规模有望明显走高。另一方面，2021年下半年，M2、社融增速出现明显回落，基数较低，预计下半年M2和社融增速有望保持在较高水平。二是信贷投放结构加速优化。金融机构对经济重点领域和薄弱环节的支持力度将继续保持在较高水平，普惠小微、绿色、科技创新等领域信贷增速仍有望维持在20%以上的高速增长。三是房地产贷款增速有望逐步趋稳。二季度以来，全国多地采取了放松限购、降

低首付比例等措施，支持刚性和改善型住房需求，预计下半年房地产市场融资环境有望逐步趋稳。

2. 流动性有望保持充裕，企业融资成本维持稳定

展望下半年，中国利率水平走势将面临多个因素的影响。一方面，在疫情得以控制的前提下，国内外经济金融因素倾向于拉动利率上行。在各项稳经济措施支持下，以及受疫情好转、各地经济复苏的影响，全国贷款投放有望显著反弹，从而导致流动性趋紧、利率回升。而 2022 年以来其他主要经济体国债利率纷纷抬升，特别是近期出现加速上行的迹象，也倾向于带动中国利率升高。但另一方面，国务院一揽子政策提出继续推动实际贷款利率稳中有降的要求，显示中国维护融资成本低位运行的决心。综合来看，政策因素可能仍将主导下半年整体利率走势。具体来看，一是货币市场利率仍有望保持低位。二季度货币市场利率明显低于政策利率，随着下半年经济复苏和贷款投放扩张，货币市场利率将向政策利率收敛。但如果货币市场利率突破政策利率后继续显著升高，央行可能采取降准、强化结构性货币政策实施等措施，引导货币市场利率围绕政策利率低位运行，保持流动性合理充裕。二是贷款利率仍有下行可能性。在二季度显著下调的基础上，未来 LPR 利率仍可能小幅调降，并带动贷款利率下行。在房住不炒总基调下，部分地区房贷利率可能继续适当调低以支持刚性、改善性住房需求。三是实际利率或将稳中有降。由于下半年 CPI 同比涨幅或进一步扩大，在货币市场、贷款市场利率保持低位运行甚至有所调低的情况下，实际利率稳中有降可能性较大。

3. 汇率低位双向波动，但不具备持续走贬基础

展望下半年，人民币汇率贬值压力仍然存在，主要体现在市场预计美联储或将进一步加大紧缩政策力度。2022 年以来，美国通胀问题持续，5 月 CPI 再升高至 8.6%，PPI 也持续大幅攀升（5 月同比上涨 10.8%）。为了进一步遏制通

胀，美联储6月已宣布加息75个基点，且下一次加息强度也将大概率在50-75个基点，成为美国近40年来最大强度的加息周期。这将对下半年的人民币汇率走势造成持续的外部贬值压力。但也要看到仍有许多因素将支撑人民币汇率企稳并回调。近期，中国出台了多项重磅利好的稳外汇政策，下调外汇存款准备金率释放美元流动性，鼓励金融机构加强外汇风险管理能力建设，逐步引导汇率市场合理预期。此外，当前人民币在SDR中的权重进一步提升，有助于提升人民币资产对全球资金的吸引力。5月IMF将人民币在SDR货币篮子中的权重从10.92%提升至12.28%；在SDR货币构成中权重仅次于美元和欧元。

4. 债市收益率上行动力不足，或将呈现低位震荡格局

展望下半年，债券市场走势将主要受经济恢复程度、货币政策预期等因素共同影响。从经济基本面看，随着各地疫情逐渐得到控制，经济恢复速度或将有所加快，这将对债券市场收益率形成一定支撑。从资本流动方面看，6月美联储大幅加息75个BPs，为28年来最大加息幅度。若美国通胀率居高不下，美联储或将继续采取加息政策，中美利差将进一步倒挂，未来债券市场可能存在一定的资金外流压力，但预计对中国债券市场整体影响有限。从政策面看，流动性将继续保持合理充裕，货币市场利率将维持低位，预计收益率将同步呈现低位运行态势。综合以上因素，债市收益率明显上升动力不足，作为债市基准的国债收益率大概率维持在2.8%左右低位震荡。但需要特别关注的是，在疫情反复、企业经营困难等因素影响下，债券市场违约风险仍有上行的可能，需要密切关注。

5. 政策发力大盘企稳，股票市场预期平稳向好

下半年，A股有望维持震荡上行趋势。一是随着稳增长政策持续加码，下半年国内经济景气持续回升，投资者对经济的预期明显好转，风险偏好将实现底部回升，推动A股市场逐步回暖。二是与稳增长相关或有政策支持的部分领

域（如基建、建材、公用事业、汽车及住房相关等）和低估值高景气板块（如电动车、光伏、风电、军工、计算机等）还将迎来结构性机会。三是外部因素对于 A 股市场扰动的边际影响逐步减弱。一方面，预计下半年外部供应链将得到修复、大宗商品价格可能在高位有所回落，外部因素对 A 股的扰动将减少。另一方面，随着资本市场高质量改革有序推进，A 股市场的韧性和抗风险的能力明显提高，对外部干扰正在“脱敏”，有望走出独立行情。但仍需重视疫情反复、全球经济增速趋于回落、美联储加息等因素可能给 A 股市场造成的扰动。

6. 碳金融产品创新加速，自愿减排市场蓄势待发

碳金融是顺应碳达峰碳中和目标的一项金融创新，有助于以市场化方式促进经济社会绿色转型。2022 年以来，金融机构等纷纷布局碳金融领域，进一步丰富了市场参与主体，但当前中国碳金融市场尚处于发展初期，各项制度有待完善。2022 年 4 月，证监会出台《碳金融产品》标准，以期为碳金融市场提供健康的发展环境，并为金融机构创新碳金融产品和服务提供指引。预计下半年在制度支持或政策优惠鼓励的引导下，碳期货、碳期权等金融衍生品的研发和应用还将提速。

与此同时，作为全国碳市场和区域碳市场鼓励使用的有效履约补充手段，自愿减排碳交易（CCER）市场有望成为国家和企业实现碳中和的重要渠道。并且 CCER 是国际上认可的减排信用，将成为中国参与国际碳市场的排头兵。目前中国已经形成了包括项目审定和减排量核证，CCER 注册登记管理、交易管理等一套温室气体自愿减排交易制度体系。预计 2022 年下半年，重新启动 CCER 项目的备案和减排量的签发等相关筹备工作将有序推进，全国碳市场和全国 CCER 市场有望迎来高效融合。

表 2：2022 年下半年中国经济金融主要指标及预测（%）

指 标	2019 (R)	2020 (R)	2021 (R)	2022 (基准情景) (F)			
				Q1 (R)	Q2 (E)	Q3 (F)	全年 (F)
GDP	6.0	2.2	8.1	4.8	1.0	4.6	4.0
规模以上工业增加值	5.7	2.8	9.6	6.5	0.8	5.8	5.0
服务业增加值	7.2	1.9	8.2	4.0	1.0	4.0	3.5
固定资产投资额（累计）	5.4	2.9	4.9	9.3	5.9	5.8	6.0
房地产开发投资额（累计）	9.9	7.0	4.4	0.7	-4.6	-3.7	-2.6
消费品零售总额	8.0	-3.9	12.5	3.3	-6.7	2.0	1.0
出口	0.5	3.6	29.9	15.8	8.0	2.2	4.5
进口	-2.7	-0.6	30.0	9.8	1.2	2.4	3.9
居民消费价格指数（CPI）	2.9	2.5	0.9	1.1	2.3	3.1	2.4
工业品出厂价格指数（PPI）	-0.3	-1.8	8.1	8.7	6.7	4.2	5.0
广义货币（M2，期末）	8.7	10.1	9.0	9.7	11.0	10.5	10.8
社会融资规模（存量，期末）	10.7	13.3	10.3	10.5	10.5	10.3	10.5
1 年期 MLF	3.25	2.95	2.95	2.85	2.85	2.85	2.80
1 年期 LPR	4.15	3.85	3.80	3.70	3.70	3.70	3.65
人民币兑美元即期汇率	6.97	6.54	6.37	6.35	6.70	6.65	6.60

注：根据疫情发展及防控措施力度的不同进行了悲观、基准、乐观三种情形预测，三种情形下全年 GDP 增速分别为 3.2%、4%、4.7%。本表仅列示基准情形。各分项指标分情景预测见前文分析。

资料来源：中国银行研究院

三、宏观政策建议

（一）优化疫情防控措施，统筹做好疫情防控和经济社会发展

一是严格落实疫情防控“九不准”工作要求。提高疫情防控工作的科学性、精准性、针对性，防止简单化、一刀切、层层加码等现象，要保障物流、产业链供应链畅通，最大程度减少疫情对经济活动影响。

二是完善日常监测和应急管理机制。一旦出现应急管控情况，通过重点企业“白名单”制度保障企业生产、物流、供应链等正常运转。加大对受疫情直

接影响的市场主体支持，通过发放封控补贴、发放留工补助、扩大房租减免惠及面、制定保险计划等方式补偿企业，尽量保住市场主体。

三是推动线下转线上，提升政府服务效率。进一步提高政务服务数字化水平，增加线上业务办理渠道，保障政务服务不受疫情影响。为企业搭建线上直播、线上招聘、银企对接等平台，帮助企业开拓产品线上销售渠道，尽快复工复产复销。

(二) 积极财政政策进一步发力，全力帮助企业纾困和扩大有效投资

一是通过增值税留抵退税、税费缓缴、政府采购等政策为困难企业降成本、增动力。落实落细增值税留抵退税政策要求，加快办理小微企业、个体工商户留抵退税并加大帮扶力度。落实对特困行业、部分中小微企业缓缴3项社会保险费的政策，提高失业保险稳岗返还比例，拓宽失业保险留工补助的实施范围，降低中小企业参与政府采购的门槛。

二是加快专项债发行使用进度。做好信贷资金与专项债资金的有效衔接，加快资金与项目的对接。在九大投资领域基础上，适度扩大专项债支持范围，重点投资清洁能源、新基建等领域，扩大有效投资。

三是考虑到地方政府收支压力增大，可适当提高财政赤字率或发行特别国债。受疫情冲击、土地出让市场低迷、减退税政策加快实施等影响，1-5月中国财政收入下降10.1%，财政收支缺口继续扩大，基层财政平稳运行压力凸显。下半年，为增强财政支持稳增长、保民生、保基层运转的能力，可增加发行特别国债或适度提高财政赤字率。

(三) 货币政策强化总量和结构双重功能，着力稳定宏观经济大盘

为帮助企业摆脱疫情影响，推动经济加速恢复，努力完成全年经济增速目标，货币政策要进一步加大对实体经济支持力度。一是维持合意的融资环境，

稳定市场预期。根据经济运行变化择时、择机运用降准等工具，继续提升银行信贷投放能力及意愿，为实体经济提供充足的资金支持，更好托底经济发展。特别地，要加大对受疫情影响严重的行业、中小微企业和个体工商户支持力度，继续采取延期还本付息等手段促进困难行业和企业加快恢复，做好相应帮扶工作。

二是找准方向、精准发力，持续加大对重点行业的资金支持力度。强化结构性货币政策工具的牵引作用，适时增加专项再贷款、再贴现等工具的规模，持续加大对普惠小微、科技创新、绿色等重点领域和薄弱环节的支持力度，夯实经济发展基础。

（四）进一步发挥投资托底经济的作用，“多箭齐发”助推消费恢复

下半年扩内需政策仍需以投资为重，充分发挥基建投资托底作用。加快推动专项债落地形成实物工作量，完善基建行业应对疫情预案，减轻疫情对项目施工的影响。同时，考虑延长企业纾困和支持政策，稳定和提振企业信心和预期，提高企业中长期投资意愿。

应对居民收入下降带来的消费能力不足问题，建议阶段性提高个人所得税起征点，减轻居民个税负担。加大对受疫情影响行业企业的政策扶持力度，对在困难中仍维持就业的小微企业进行一定数额的补贴，做好失业人群监测跟踪，发放一定期限的失业补贴，保障低收入人群基本生活。此外，抢抓疫情可控时间，积极开展各类会展、消费节等促消费活动，加大力度发放家具家电、电子产品、绿色产品等升级类产品消费券，进一步普及推广消费信贷，激发消费活力。

（五）从供需两端支持合理需求，促进房地产市场稳定发展

供给方面，支持房地产企业合理融资，密切关注房企资金链情况，重点监

测高风险企业债务状况，鼓励金融机构稳妥有序开展房地产企业并购贷款，重点支持优质房企兼并收购困难企业优质项目，加大力度化解房企债务风险。动态调整“三道红线”等监管政策，给予企业更多调整和适应时间。适时出清问题房企，推动行业运行模式转换。

需求方面，坚持房住不炒和因城施策原则，针对各地房地产市场千差万别的情况，宜将更多房地产调控职责下放到地方。推动各地全面重检当前实施的需求侧管理政策，在不助长炒房风气、能够更好满足合理住房需求的前提下，对需求侧限制措施应放尽放，提振房地产市场信心，释放购房需求。

四、专题研究

专题一：当前房地产市场运行新情况及政策效果研判

（一）2022年上半年全国房地产供给侧运行情况

1. 房地产投资、开工、竣工持续恶化

第一，受疫情、资金来源、债务压力等多重因素影响，房地产投资、开工、竣工降幅持续扩大。投资方面，1-5月房地产开发投资额5.21万亿元，同比下降4%，降幅较上月扩大1.3个百分点（表3）。尽管5月当月，新开工和投资降幅均有小幅收窄，但改善幅度有限。未来，随着一、二线城市销售逐步回暖，三季度一、二线城市楼市的开工和投资意愿或有好转，进而带动全国地产投资逐步恢复。开工方面，1-5月房地产新开工面积5.16亿平，同比下降30.6%，降幅较上月扩大4.3个百分点。竣工方面，1-5月累计竣工面积2.34亿平，同比下降15.3%，降幅较上月扩大3.4个百分点。5月竣工面积同比下降31.3%，降幅较上月大幅扩大17.1个百分点。一方面，房企资金压力仍然较大，部分房企根据自身现金流情况主动对部分项目采取停缓工的策略；另一方面，突发疫情使得部分项目实质性停工，因此竣工节奏短期明显放缓。但6月为半年度节点，全年在“保交付”的任务下，竣工面积有望回升。

表 3：房地产投资、开工、竣工情况

指标	单月数据		单月同比增速(%, 百分点)			累计数据		累计同比增速(%, 百分点)		
	2022/4	2022/5	2022/4	2022/5	变动	2022/4	2022/5	2022/4	2022/5	变动
房地产开发投资(亿元)	11389	12980	-10.1	-7.8	2.3	39154	52134	-2.7	-4.0	-1.3
其中:住宅	8766	9994	-8.1	-5.6	2.5	29527	39521	-2.1	-3.0	-0.9
其中:东部地区	5960	6802	-8.2	-7.0	1.2	21711	28513	-1.8	-3.0	-1.2
中部地区	2769	2938	-4.3	-3.2	1.1	8502	11440	2.1	0.7	-1.4
西部地区	2395	2746	-15.1	-10.6	4.5	8220	10966	-6.3	-7.4	-1.1
东北地区	265	492	-41.4	-25.9	15.5	722	1214	-30.5	-28.7	1.8
房屋施工面积(万方)	12329	12937	-38.7	-39.7	-1.0	818588	831525	0.0	-1.0	-1
其中:住宅	8647	9226	-42.0	-39.7	2.3	577692	586918	-0.1	-1.1	-1
房屋新开工面积(万方)	9901	11889	-44.2	-41.8	2.4	39739	51628	-26.3	-30.6	-4.3
其中:住宅	7319	8905	-44.9	-41.3	3.6	28877	37782	-28.4	-31.9	-3.5
房屋竣工面积(万方)	3101	3332	-14.2	-31.3	-17.1	20030	23362	-11.9	-15.3	-3.4
其中:住宅	3408	2388	28.0	-28.3	-56.3	14662	17050	-11.4	-14.2	-2.8

资料来源：国家统计局

第二，房企资金来源状况持续恶化，对投资、开工形成制约。1-5月全国房企到位资金6.04万亿元，同比减少25.8%，降幅较1-4月扩大2.2个百分点（表4）。5月到位资金单月降幅虽小幅收窄，但房企资金供给到位状况仍然较为紧张。5月房企到位资金1.19万亿元，同比减少33.4%（前值-35.5%）。一是销售大幅下滑导致房款资金来源降幅依然较大。5月房款资金来源同比下降44.9%，降幅虽较上月小幅收窄4.9个百分点，但整体降幅仍然较大。其中定金及预收款、个人按揭贷款降幅分别为48.7%和34.3%，降幅分别收窄4.3和8个百分点，改善幅度有限。二是市场风险偏好难以转变，非房款资金来源降幅持续扩大。5月非房款6350亿元，降幅较上月扩大3.6个百分点至18.6%，房企外部融资环境宽松效果并不明显。其中国内贷款、自筹资金5月同比降幅分别扩大6和6.6个百分点至-34.0%和-13.2%，表明前期对房企的信贷支持尚未实质性显效。此前房企爆雷事件频出，叠加6-8月为房企债务集中到期时期，金融机构和债券投资人的风险偏好降低，整体融资端仍处于缓慢修复中。

表 4：房地产开发企业到位资金（亿元）及拆分情况

指标	单月数据（亿元）		单月同比增速（%，百分点）			累计数据（亿元）		累计同比增速（%，百分点）		
	2022/4	2022/5	2022/4	2022/5	变动	2022/4	2022/5	2022/4	2022/5	变动
房地产企业到位资金	10363	11882	-35.5	-33.4	2.1	48522	60404	-23.6	-25.8	-2.2
其中:国内贷款	1312	1208	-28.0	-34.0	-6	6837	8045	-24.4	-26.0	-1.6
利用外资	28	13	392.0	52.0	-340	38	51	123.5	101.0	-22.5
自筹资金	3876	4790	-6.6	-13.2	-6.6	16271	21061	-5.2	-7.2	-2
定金及预收款	3105	3784	-53.0	-48.7	4.3	15357	19141	-37.0	-39.7	-2.7
个人按揭贷款	1668	1748	-42.4	-34.4	8.0	8037	9785	-25.2	-27.0	-1.8

资料来源：国家统计局

2. 土地市场持续偏冷

第一，全国土地市场持续低迷。2022年1-5月，土地出让金合计为12776亿元，仅相当于2021年全年出让金的17%左右，累计同比下滑55%（表5）。扣除集中供地城市后，2022年1-5月出让金5740亿元，较2021年同期下滑52%，相当于2021年全年出让金34098亿元的17%。单月来看，扣除集中供地城市后，除1月份土地出让金同比下滑41%外，2-5月单月土地出让金同比下滑幅度均超过50%。

表 5：2022年1-5月全国土地市场表现

		1-5月累计			5月当月		
		2022年	2021年	2020年	2022年	2021年	2020年
全国	出让金（亿元）	12776	28567	25263	2903	9056	7130
	同比（%）	-55	13	6	-68	27	6
集中供地城市	出让金（亿元）	7036	16560	13253	1688	6406	3832
	同比（%）	-58	25	30	-74	67	48
扣除集中供地城市	出让金（亿元）	5740	12007	12010	1215	2650	3299
	同比（%）	-52	0	-13	-54	-20	-20

资料来源：中指研究院

第二，大部分省份土地出让金规模大幅下滑，土地溢价率和楼面价下降。2022年1-5月全国仅海南出让金同比为正，其他省市均同比下降，部分省市降幅超过50%（表6）。具体来看，1-5月海南出让金同比增长7%；福建、新疆、

江西出让金同比降幅在 20%以内；四川、湖南、山西、安徽、湖北出让金同比降幅在 20%-40%之间；其余 22 个省市 1-5 月出让金同比降幅超过 40%，其中 16 个省市降幅超过 50%。受疫情影响，浙江、广东、江苏 3 个经济大省降幅均在 55%以上。

表 6：2022 年 1-5 月各省市土地市场表现

省市	出让金 (亿元, %)							楼面价 (元/方)		推出建面 (万方)		溢价率 (%)		流拍率 (%)	
	2022	2021	2022	2022	2021	2022	2022M1-5占	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021
	M1-5	M1-5	M1-5同比	M5	M5	M5同比	2021全年比重	M1-5	M1-5	M1-5	M1-5	M1-5	M1-5	M1-5	M1-5
全国	12757	28407	-55	2897	8983	-68	18	1114	1852	151673	191069	4	16	10	10
海南	61	57	7	9	19	-52	43	1919	4453	440	138	7	8	14	12
福建	863	951	-9	373	515	-28	34	1471	2117	7135	4788	4	30	5	8
新疆	89	99	-11	25	28	-9	22	204	279	7177	6339	0	3	7	7
江西	544	651	-16	175	137	28	26	812	962	8453	8197	14	18	16	18
四川	629	833	-25	68	152	-56	19	1286	1287	7377	8091	5	10	13	13
湖南	444	656	-32	58	142	-59	16	1201	1014	5809	10386	2	6	15	15
山西	117	178	-34	24	36	-34	18	498	639	2994	4975	7	7	8	7
安徽	627	965	-35	121	130	-7	23	843	1375	9533	8026	10	28	4	6
湖北	38117	59229	-36	77	83	-7	13	521	918	9127	8530	2	7	8	11
宁夏	17	29	-41	2	0	407	21	137	258	1546	1512	1	30	19	21
内蒙古	73	127	-43	9	45	-81	26	264	369	3895	4756	2	8	15	13
河北	451	791	-43	100	146	-32	23	737	918	9641	11154	2	5	10	10
山东	976	1813	-46	270	648	-58	17	1132	1361	10569	15367	2	8	14	11
北京	752	1415	-47	219	1117	-80	32	18635	19900	528	746	3	8	12	0
云南	98	196	-50	14	45	-68	24	549	817	2375	3453	2	6	9	13
贵州	222	449	-51	48	105	-55	13	466	875	6268	6984	1	4	14	15
广西	170	346	-51	31	29	6	19	390	688	6012	6742	3	11	12	6
甘肃	60	135	-55	6	37	-83	17	334	513	2553	4145	2	7	4	2
浙江	2506	5793	-57	239	2452	-90	25	2615	4370	11773	14225	5	27	4	3
河南	357	903	-60	45	133	-66	14	694	1100	9299	12618	4	7	17	15
广东	1032	2696	-62	418	429	-3	15	1696	2531	7972	11892	3	14	8	7
陕西	199	532	-63	8	40	-80	12	830	1100	3656	5662	1	30	12	5
江苏	1407	4352	-68	496	1681	-70	12	1427	2809	9871	16011	2	22	4	3
青海	22	84	-74	3	3	-3	16	537	1965	707	439	1	10	17	8
上海	259	1088	-76	9	121	-92	8	4044	7712	829	1460	0	4	0	1
辽宁	103	490	-79	17	68	-76	11	735	1485	1876	3848	1	8	13	12
吉林	69	354	-80	16	40	-60	9	620	1528	1254	3770	0	3	15	21
黑龙江	16	110	-85	2	55	-96	7	275	1239	920	1033	4	3	13	13
重庆	142	1042	-86	6	34	-82	8	1315	2665	1410	4198	4	30	8	3
天津	69	673	-90	9	511	-98	6	1637	5234	673	1585	0	10	13	2
西藏	0	6	-	0	0	-	0	0	16314	0	16	0	0	0	89

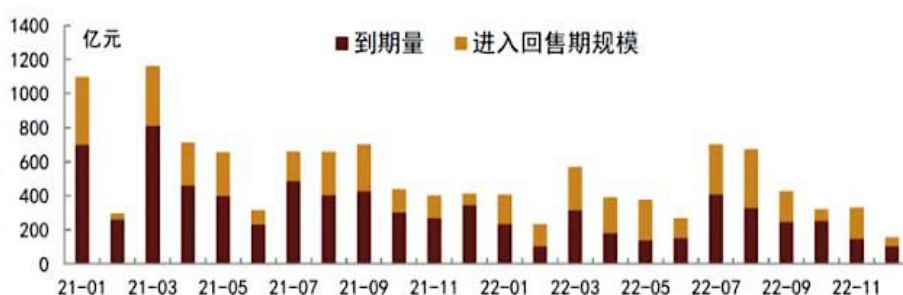
资料来源：中指研究院

3. 房地产企业债务风险高企

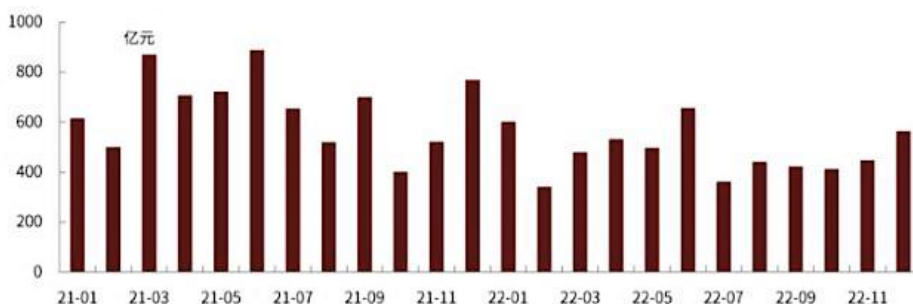
第一，房企各类债务到期持续高位，上半年压力更加集中。2022 年房地产各类融资合计到期回购量 1.3 万亿元，较 2021 年的 1.8 万亿元有一定减少⁶，但仍位于高位。其中，境内债、美元债、信托到期回售量分别为 4438.8 亿元、518.4 亿美元、5591.6 亿元，较 2021 年分别下降 39%、增长 7%、下降 29%。从到期节奏看，上半年压力较大。境内债券方面，2022 年房企境内债券主要到期在 3 月和三季度，到期回售量占到全年的一半（图 28）。信托方面，到期量分布较

⁶ 没有包含尚未发行的短期限产品。

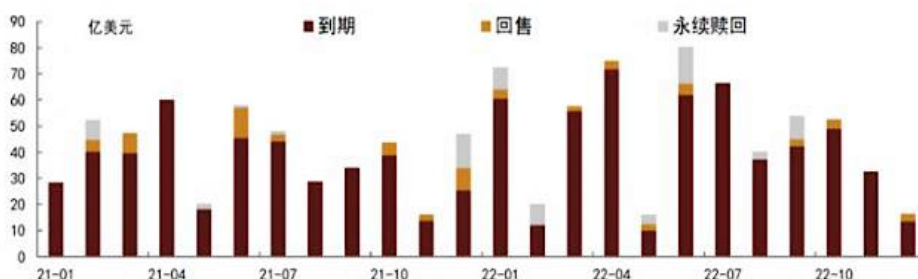
为平均，单月到期量在 300-600 亿元左右，单季到期量在 1300-1600 亿元左右（图 29）。美元债方面，上半年到期压力较大，占到全年的 60%左右；除了 2 月、5 月、12 月外，其他月份每月到期量为 50 亿美元左右（图 30）。综合各类到期量来看，4 月是各个渠道融资到期的高峰期，境内债、美元债、信托到期量分别为 223.8 亿元、70.4 亿美元、536 亿元，5 月美元债到期量明显下降至 12.46 亿美元。

图 28：房地产境内债到期和回售统计


资料来源：Wind

图 29：房地产信托到期统计


资料来源：用益信托网

图 30：房地产美元债到期和回售统计


资料来源：Wind

(二) 2022 年上半年全国房地产需求侧运行情况及政策调整效果

1. 需求侧运行情况

第一，销售降幅持续扩大，单月量价边际改善有限，预计销售底部或将在三季度出现。从累计来看，1-5 月销售面积 5.07 亿平，同比下降 23.6%，降幅较 1-4 月扩大 2.7 个百分点；销售金额 4.83 万亿元，同比下降 31.5%，降幅较 1-4 月扩大 2 个百分点；销售均价 9527 元/平，同比下降 10.3%，降幅较 1-4 月收窄 0.5 个百分点（表 7）。从单月来看，5 月商品房销售量价跌幅均有所收窄，但尚不能确认是否进入改善通道。5 月全国商品房销售面积、销售额、销售均价降幅分别收窄 7.2 个、10.9 个和 3.8 个百分点，总体边际修复幅度有限。未来，前期政策的逐步显效、疫情负面影响的消散，将有利于市场信心以及居民就业、收入预期的稳定恢复，高线城市有望率先进入企稳回升通道，带动全国市场情绪的恢复。但 6 月存在高基数因素，因此销售底或将在三季度出现。

表 7：房地产销售情况

指标	单月数据		单月同比（%，百分点）			累计数据		累计同比（%，百分点）		
	2022/4	2022/5	2022/4	2022/5	变动	2022/4	2022/5	2022/4	2022/5	变动
商品房销售面积（万方）	8722	10970	-39.0	-31.8	7.2	39768	50738	-20.9	-23.6	-2.7
其中：住宅	7417	9181	-42.4	-36.6	5.8	33722	42903	-25.4	-28.1	-2.7
其中：东部地区	3355	4424	-45.7	-35.5	10.2	15502	19926	-28.0	-29.8	-1.8
中部地区	2726	3202	-32.7	-25.7	7.0	11787	14989	-13.9	-16.7	-2.8
西部地区	2477	3010	-30.1	-30.1	0.0	11616	14626	-14.5	-18.2	-3.7
东北地区	166	333	-68.6	-44.3	24.3	864	1197	-42.7	-43.2	-0.5
商品房销售额（亿元）	8134	10548	-48.6	-37.7	10.9	37789	48337	-29.5	-31.5	-2.0
其中：住宅	7175	9069	-48.6	-41.7	6.9	33248	42317	-32.2	-34.5	-2.3
其中：东部地区	4412	6006	-50.6	-38.5	12.1	20899	26905	-34.2	-35.2	-1.0
中部地区	1875	2230	-41.2	-32.3	8.9	8295	10525	-20.8	-23.5	-2.7
西部地区	1724	2057	-35.5	-38.8	-3.3	7923	9980	-21.8	-26.1	-4.3
东北地区	124	253	-71.6	-49.3	22.3	673	926	-46.9	-47.6	-0.7
商品房销售均价（元/平）	9326	9615	-12.5	-8.7	3.8	9502	9527	-10.8	-10.3	0.5
其中：住宅	9674	9877	-10.8	-8.0	2.8	9859	9863	-9.1	-8.8	0.3
其中：东部地区	13151	13576	-9.1	-4.7	4.4	13481	13502	-8.6	-7.7	0.9
中部地区	6880	6963	-12.6	-8.8	3.8	7037	7022	-8.0	-8.1	-0.1
西部地区	6960	6834	-7.7	-12.5	-4.8	6821	6823	-8.6	-9.6	-1.0
东北地区	7485	7605	-9.6	-8.9	0.7	7789	7736	-7.3	-7.8	-0.5

资料来源：国家统计局

第二，中西部和东北地区三、四线城市房价下跌严重，疫情对东部地区销售的影响正在减弱。从二手房房价下跌城市数量占比来看，东部核心区域一、二线城市优势明显。2022年一季度房价下跌城市比例仅为10%-20%左右，远低于全国50%-60%的平均水平（表8）。4月由于疫情冲击，东部核心区域房价下跌城市比例上升到42%。但5月疫情影响已经明显减弱。5月东部地区销售面积同比降幅收窄10.2个百分点，修复程度显著好于全国平均（表7）。中西部和东北地区二手房市场价格下跌城市比例持续增加，部分地区已高达80%-90%。

表 8：308 城二手房价同比下跌城市数量占比

	308 城	东部核心	东部核心	中部	中部	西部	西部	东北	东北
	汇总	一二线	三四线	二线	三四线	二线	三四线	二线	三四线
20/04	24%	25%	26%	60%	13%	27%	24%	25	19%
20/05	24%	17%	26%	0%	30%	27%	20%	25%	13%
20/06	25%	17%	23%	20%	32%	27%	21%	0%	23%
20/07	29%	25%	23%	0%	32%	27%	32%	0%	29%
20/08	33%	25%	28%	40%	42%	36%	37%	0%	26%
20/09	34%	25%	26%	40%	43%	27%	36%	0%	29%
20/10	32%	25%	32%	0%	37%	36%	31%	25%	29%
20/11	26%	25%	25%	0%	33%	27%	30%	25%	13%
20/12	24%	8%	15%	0%	23%	18%	32%	25%	19%
21/01	22%	17%	23%	20%	20%	9%	27%	0%	13%
21/02	25%	17%	23%	0%	22%	9%	32%	25%	32%
21/03	33%	17%	25%	20%	47%	9%	38%	50%	32%
21/04	31%	8%	13%	20%	38%	18%	38%	50%	52%
21/05	33%	17%	19%	40%	40%	9%	43%	50%	32%
21/06	30%	17%	21%	40%	37%	9%	39%	50%	35%
21/07	32%	8%	26%	20%	40%	18%	39%	50%	35%
21/08	34%	0%	21%	20%	38%	27%	48%	50%	32%
21/09	38%	8%	25%	20%	47%	36%	48%	50%	39%
21/10	49%	17%	32%	40%	65%	45%	56%	50%	52%
21/11	51%	8%	30%	40%	73%	45%	56%	75%	61%
21/12	55%	17%	34%	60%	72%	45%	56%	75%	58%
22/01	59%	17%	40%	40%	73%	73%	62%	75%	68%
22/02	63%	17%	53%	60%	72%	73%	65%	75%	71%
22/03	56%	8%	42%	60%	72%	64%	58%	75%	65%
22/04	60%	42%	51%	80%	65%	91%	61%	75%	58%

资料来源：中国房地产业协会

2. 需求侧政策调整效果

当前全国多城出台了各类楼市提振政策。根据中指研究院监测数据，2022年以来已有超百城放松调控政策，政策频次超300次，但不同城市的政策效果差异较大。

第一，一线城市以跟随LPR下调房贷利率为主，预计未来进一步放松可能性较低。北、上、广、深四大一线城市的需求侧房地产政策调整主要为跟随5年期LPR下调房贷利率15个基点，调整政策力度十分有限。但目前6月数据尚不完整，叠加当前北京、上海疫情仍对楼市产生一定制约，未来一线城市房贷利率随LPR下调对楼市的提振作用可能进一步显现（表9）。考虑到一线城市的需求弹性较大，未来需求侧政策仍将以微调为主，进一步显著放松的可能性不大。

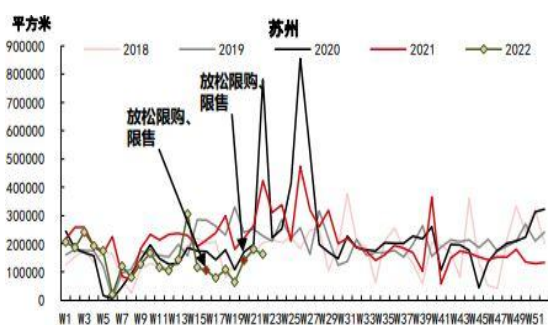
表 9：一线城市商品房成交面积（平方米，%）

月份	上海				北京			
	2021	2022	同比	环比	2021	2022	同比	环比
1月	2203069.9	2045000	-7.17	-8.03	1202173.8	949535.61	-21.02	-27.39
2月	1013764.6	1326173	30.82	-35.15	645144.55	489814.53	-24.08	-48.42
3月	2043148.5	977847.97	-52.14	-26.27	1381194.2	974989.46	-29.41	99.05
4月	1981254.5	123943.98	-93.74	-87.32	1192865.3	999503.44	-16.21	2.51
5月	1525930.7	331933.2	-78.25	167.81	835764.59	682085.28	-18.39	-31.76
6月	2136604.4	700454.13	-41.36	3392.60	1514822.4	494889.39	-30.33	18.38
深圳					广州			
1月	966564.16	525224.3	-45.66	-13.64	1695815	880480	-48.08	-54.08
2月	351806.21	266375.06	-24.28	-49.28	861448	724665	-15.88	-17.70
3月	574915.95	446860.02	-22.27	67.76	1694205	768932	-54.61	6.11
4月	496070.86	472377.7	-4.78	5.71	1400196	434966	-68.94	-43.43
5月	389447.47	264397	-32.11	-44.03	1320487	903600	-31.57	107.74
6月	475571.86	164007.62	-27.63	53.95	1316047	474296	-3.19	14.99

注：6月数据截至6月16日，下同
资料来源：Wind，中国银行研究院

第二，二线城市以放松限购限售为主，市场多有边际改善，修复程度主要取决于政策力度。二季度以来，二线城市是楼市“松绑”主力，杭州、武汉、佛山、苏州等城市相继发布楼市新政，各城市5月环比均有不同程度的改善（图31-34、表10-13）。本轮二线城市楼市放松，更强调定向松绑。从政策方向看，放松限购限售的城市数量较多，对于提高公积金贷款额度、降首付等刺激性更强的政策，出台城市不多。从政策效果上来看，市场修复程度主要取决于政策力度。例如苏州继4月限售和公积金政策放松后，5月调控进一步松动，5月苏州商品住宅成交规模环比大幅回升至41%，6月1-16日环比回升151%。例如杭州，“5.17新政”除“三孩政策”以外，主要针对二手房市场，对新房影响有限，5月杭州商品住宅成交规模环比15%，6月1-16日环比回升23%。

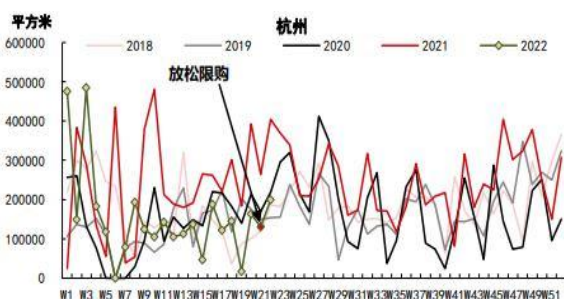
图 31：苏州（4.11→5.9 放松限购） 表 10：苏州商品房成交面积（平方米，%）



月份	2021	2022	同比	环比
1月	1069548	908270.04	-15.08	-0.76
2月	624894.7	588154.17	-5.88	-35.24
3月	1209991.56	925831.57	-23.48	57.41
4月	1106303.96	502026.44	-54.62	-45.78
5月	1307851.13	710311.22	-45.69	41.49
6月	1637366.4	663089.33	-6.9	150.55

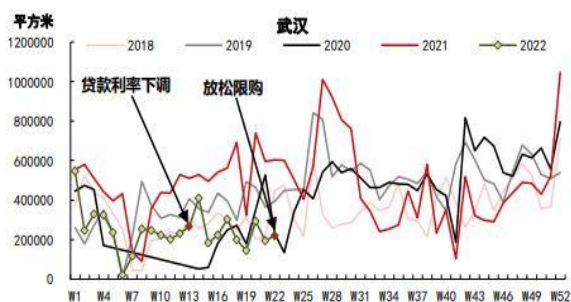
资料来源：Wind，中国银行研究院

图 32：杭州（5.17 放松限购） 表 11：杭州商品房成交面积（平方米，%）



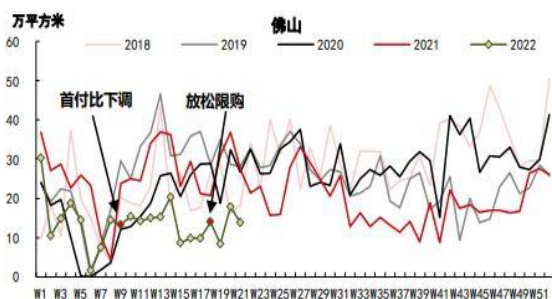
月份	2021	2022	同比	环比
1月	1081461.07	1439809.69	33.14	-18.24
2月	1040299.35	534241.23	-48.65	-62.90
3月	1417485.24	698928.42	-50.69	30.83
4月	1379104.02	682106.9	-50.54	-2.41
5月	1651363.5	782264.99	-52.63	14.68
6月	1432750.36	369468.49	-54.15	22.89

资料来源：Wind，中国银行研究院

图 33：武汉（3.27 下调利率，5.22 放松限购）表 12：武汉商品房成交面积（平方米，%）


月份	2021	2022	同比	环比
1 月	2330346.76	1608630.12	-30.97	-51.21
2 月	1183514.88	813855.29	-31.23	-49.41
3 月	2389062.75	1429563.13	-40.16	75.65
4 月	2721745.41	1341513.92	-50.71	-6.16
5 月	2709400.31	1450484.81	-46.46	8.12
6 月	2905100.71	801832.07	-39.13	12.25

资料来源：Wind，中国银行研究院

图 34：佛山（3.27 下调利率，5.22 放松限购）

表 13：佛山商品房成交面积（平方米，%）

月份	2021	2022	同比	环比
1 月	166.55	156.5	-6.04	-19.94
2 月	84.31	62.34	-26.05	-60.16
3 月	185.82	138.02	-25.73	121.38
4 月	170.46	96.97	-43.11	-29.74
5 月	178.89	117.38	-34.39	21.04
6 月	140.65	67.46	2.95	16.98

资料来源：Wind，中国银行研究院

第三，三、四线城市放松力度最大，限购限售叠加降首付，政策效果与经济基础相关。相对于一、二线城市，三、四线城市政策调整的幅度更大，力度也更强，多地已全面放开限购、限售，并同步将贷款政策放宽至国家政策规定最低水平。同时，三、四线城市还重视结合当地产业、人才需求等情况出台相关楼市优惠措施，不断促进地方产业经济发展，提升人才吸引力。从政策效果上来看，镇江、连云港5月商品房成交面积环比增速分别为88%和69%（图35-36，表14-15）。但同样是降低首付比例，六盘水在政策实施后，商品房成交面积上升幅度较小（图37，表16）。

图 35: 镇江 (5.24 降低首付比) 表 14: 镇江商品房成交面积 (平方米, %)


月份	2021	2022	同比	环比
1月	509259.4	379811.07	-25.42	-49.40
2月	389343.62	341842.93	-12.20	-10.00
3月	798968.26	634071.29	-20.64	85.49
4月	770633.01	235671.54	-69.42	-62.83
5月	646650.28	443259.67	-31.45	88.08
6月	605650.26	228914.74	-18.37	17.32

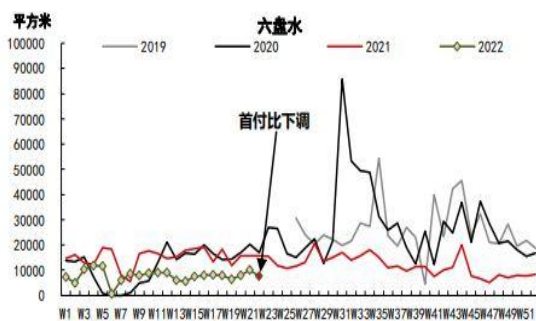
资料来源: Wind, 中国银行研究

院

图 36: 连云港 (5.2 首付比例降低到 20%)
表 15: 连云港商品房成交面积 (平方米, %)


月份	2021	2022	同比	环比
1月	992423	432241	-56.45	-33.00
2月	891618	436723	-51.02	1.04
3月	947920	126889	-86.61	-70.95
4月	603026	216744	-64.06	70.81
5月	641824	365292	-43.09	68.54
6月	604695	294641	-19.68	138.9

资料来源: Wind, 中国银行研究院

图 37: 六盘水 (5.24 降低首付比)
表 16: 六盘水商品房成交面积 (平方米, %)


月份	2021	2022	同比	环比
1月	83845.41	45813.2	-45.36	-0.22
2月	56718.53	29840.96	-47.39	-34.86
3月	83790.27	54948.68	-34.42	84.14
4月	90042.26	44430.93	-50.66	-19.14
5月	74788.24	49009.54	-34.47	10.31
6月	64305.74	24793.26	-30.82	31.37

资料来源: Wind, 中国银行研究院

(三) 政策建议

当前房地产市场仍在探底过程中,有必要在坚持房住不炒的前提下,继续从需求和供给两端,针对各地房地产市场差异化特征,进一步推出有力度的政

策举措，改善房地产企业资金链状况，释放市场购房需求，促进房地产市场平稳健康发展。

第一，继续适度下调首套房房贷利率，降低购房负担。尽管近期5年期LPR下调15个基点，带动了房贷利率下降。但较之于企业贷、消费贷等其他贷款利率，当前中国房贷利率依然较高。在当前居民对未来收入预期较为悲观的情况下，进一步通过降低加点、调降LPR等方式降低房贷利率，有利于降低居民长期贷款负担，刺激居民需求释放。

第二，推动经济基础较好、居民还贷能力较强的二线、新一线等重点城市定向下调刚需、改善性住房的房贷首付比例。针对二线、新一线等重点城市首付比例较高，尤其是改善性二套房首付比例高的问题，建议针对首套首贷、出售首套置换二套、结清首套贷款购买二套等情况，适当放松认房又认贷的限制并适度下调首付比例。

第三，进一步减少非市场化限制性购房政策。长期行政管制手段的存在会损害市场机制、误伤合理住房需求。尽快有序取消不合理的限购、限价、限贷措施，更多地运用市场化的手段来管理房地产市场。

第四，创造更加宽松的金融环境，缓释房企现金流和债务压力。金融机构要完善名单制管理机制，合理评估房企信用状况和还款能力，合理拓展授信房企范围，对资质优良的房企提供足够的贷款支持，改善房企融资环境。加快开发贷审批发放速度，实施定向调整，稳妥有序增加并购贷款。

第五，对优质民营房企加大直接金融支持。房企发债不畅与当前房企资信情况不佳、商品房销售疲软和预期偏弱有关。年内已经有不少大型、优质的央企、国企房企通过增加开发贷、并购贷款、发行债券等方式获得了相关金融资源的支持，但民营房企得到的政策支持相对有限。建议后续增加对优质民营房企的直接金融支持力度，缓释相关房企的债务风险。

第六，放松预售资金监管标准。此前，为防止开发企业因资金不足导致项目烂尾，诸多地方加强了监管力度，部分非重点监管资金也被纳入严格管控，导致部分开发商经营艰难。未来，建议加快恢复非重点监管资金的自由使用，例如，适度降低预售资金监管比例、调降预售门槛、加快预售证审批等，在一定程度上减轻房地产开发企业资金压力，提高拿地和开工积极性。

第七，完善土拍规则，盘活土地市场。建议各城市酌情对现行土拍规则中较为严苛的条款做出适当调整，提高企业拿地积极性。例如，调整竞高标准建设方案、现房销售等部分较为严苛的条款，为房企留出适当的利润空间。适当降低保证金缴纳额度、延长出让金缴纳周期、下调部分地块起拍价以及降低土地溢价率上限，助力房企控制拿地成本，提高企业参拍积极性。

专题二：从信息共享角度看统一大市场降低企业贷款成本

2022年3月，中共中央、国务院颁布了《关于加快建设全国统一大市场的意见》（简称《意见》）。《意见》涉及土地、劳动力、资本、技术与数据、能源、生态环境等多个市场领域，从促进制度统一、设施联通、监管公平等多个角度，就推动统一大市场建设做出了规划与部署。值得注意的是，《意见》提出了“健全统一的社会信用制度”“建立公共信用信息同金融信息共享整合机制”的要求。近年来，在国务院协调下多个中央部委和地方政府不断推进社会信用制度建设与涉企信用信息共享，《意见》进一步将其纳入建设全国统一大市场的国家战略大盘中，这将有助于降低银行业金融机构贷款业务的交易成本，并进而减低企业贷款成本。

（一）应更加重视通过降低交易成本降低企业贷款成本

党中央、国务院历来高度重视降低企业贷款成本，这对于减轻企业经营负担、助力企业持续发展具有重要帮助。近年来，经多次降准与降息，中国货币政策利率已降至历史低位。未来在继续发挥货币政策作用之外，还应更加重视

通过降低交易成本减轻企业融资压力。

企业贷款利率可分解为四个组成部分。即：企业贷款利率=银行资金成本+银行贷款收益率+银行经营成本+贷款风险补偿。首先，银行资金成本为银行从央行获得资金的利率。以1年期为例，央行1年期MLF利率反映了银行的资金成本，该成本由央行货币政策决定。其次，银行贷款收益率体现了每发放1单位贷款，银行所获得的回报率。可以银行业资产收益率（ROA）作为近似度量⁷。再次，在贷款业务中，银行需对客户信息开展详细的尽职调查，并进行严格的贷后管理，这都将产生经营成本。最后，即使采取严格的风控措施，仍无法完全避免风险损失的发生，因此贷款利率中还应包含风险补偿。在这四部分中，后两部分可视为贷款的交易成本。要降低企业贷款利率，就需从这几个组成部分入手去分析。

第一，应珍惜货币政策操作空间，谨慎采取宽松政策。中国加入WTO后迎来了经济高速增长，期间央行多次提高存款准备金率以及存贷款基准利率，到2011年存款准备金率和5年期以上贷款基准利率分别达到21.5%和7.05%的历史最高值（图38）。客观来看，这为后来中国货币政策宽松创造了充裕的空间。中国经济进入新常态后，为减轻企业融资负担，存款准备金率至今已连降18次；MLF目前也已降至2.85%的历史最低位。2021年1月央行副行长刘国强表示，金融机构平均存款准备金率是8.4%（目前已降至8.1%），进一步调整空间变小，但仍有一定空间。金融危机后，欧美日等主要经济体因降息空间消失，不得已采取负利率、大规模量化宽松等非常规政策，这可能导致了资产泡沫、通胀高企、贫富分化加剧等问题。随着货币政策空间逐渐缩小，中国未来降息应更加谨慎。

⁷银行资产包括贷款、金融投资、固定资产等多种，资产收益率反映了所有资产的收益率。但因贷款所占比例最大，且各资产收益率不应存在过大差异（否则银行将抛售低收益率资产、购入高收益率资产），因此本研究将资产收益率视为贷款业务的收益率。

图 38：中国历年存款准备金率

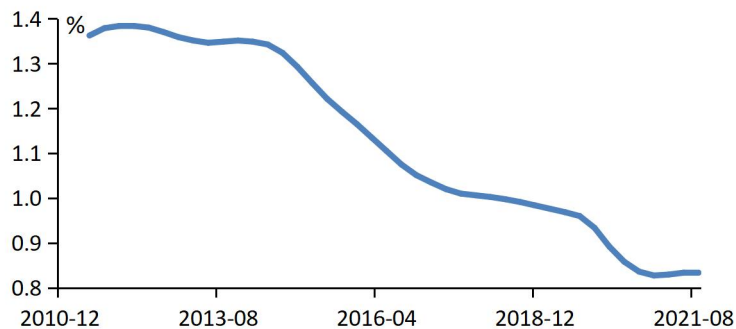


资料来源：中国银行研究院

此外，近期美联储加息也会对中国进一步降息形成掣肘。2015年8·11汇改后人民币汇率市场化改革大幅推进，而以取消QFII额度为代表的一系列改革使中国资本账户开放程度显著提升。今明两年美联储或将多次加息，经济下行压力下中国如大幅降息，可能导致汇率贬值、资本外流挑战加大。

第二，应重视维持银行业合理资产收益率。进入经济新常态后，随着企业贷款利率的趋势性下滑，银行业资产收益率也逐年降低（图39）。从4期中心移动平均处理后的资产收益率来看，2011年银行业平均ROA仍在1.35%以上，但到2021年已降至0.83%左右。收益率的持续下行，给银行业尤其是重点服务于中小微企业的中小银行带来了严峻挑战。当前农商行平均ROA约在0.7%-0.8%，城商行平均则只有0.6%左右。盈利压力加大可能进一步加剧中小银行风险隐患。

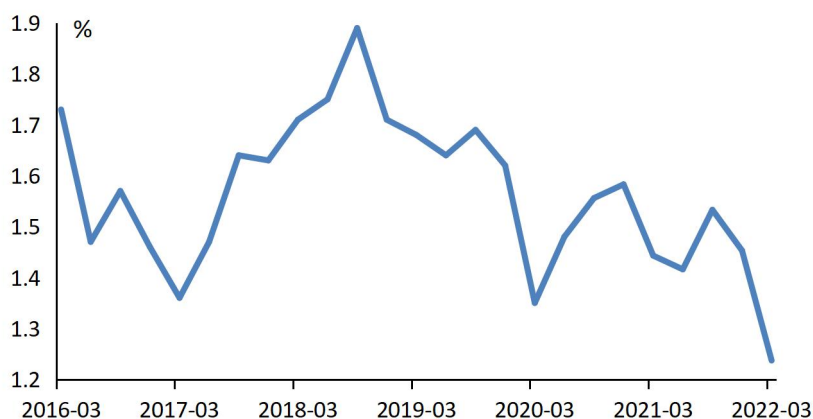
图 39：银行业平均资产收益率



资料来源：中国银行研究院

第三，银行经营成本和贷款风险补偿等交易成本仍有降低空间。2021年年底，金融机构人民币一般贷款加权平均利率为5.19%，1年期MLF利率为2.95%，商业银行平均资产收益率为0.79%，由此可估测出银行经营成本与贷款风险补偿合计约为1.45%左右（图40）。近五年来，该值一般在1.35%—1.80%之间。由此可见，贷款交易成本仍有较大降低空间。

图40：本文估算的银行业贷款交易成本



资料来源：中国银行研究院

（二）统一大市场建设有助于降低贷款交易成本

要降低贷款交易成本，关键需使银行能以低成本、高精度去发掘优质客户。近年来，中国各银行普遍持续加大金融科技投入、深化金融场景生态体系建设、积极围绕新业态拓展优质客户，这些举措均发挥了积极作用。除此之外，在全社会层面强化涉企信用信息共享，特别是在合法合规、企业授权的情况下，将企业留存在政府系统中的信息共享给金融机构，同样对于降低贷款交易成本具有重要帮助。《意见》提出要“建立公共信用信息同金融信息共享整合机制”，形成“覆盖全部信用主体、所有信用信息类别、全国所有区域的信用信息网络”，这将对于帮助银行业金融机构有效破解银企“信息不对称”具有重要意义。

第一，有助于银行收集、验证企业信息。企业申请贷款时，一般不会主动

披露自身重要风险隐患。例如，企业主动提供的房产抵押是否涉及重复抵押或是否被冻结查封？企业或股东的负债情况如何？企业经营过程中是否曾因违法侵权而成为被告，或是否遭遇行政处罚？此外，企业提供的资料信息也未必为真。例如，利用企业缴纳增值税、所得税情况可估测企业历史资金流，过去企业伪造纳税证明骗贷（或个人伪造纳税证明以谋求购房资格）的情况并不鲜见。收集、验证企业信息，成为银行相关业务人员的一项主要工作，耗费了大量的人力成本。如能将政府保存的企业不动产、税务、司法、行政等各类涉企信息线上共享给银行，再结合银行建设数据平台对各类信息进行综合处理，无疑能显著为银行信贷人员“减负”，并提高筛选企业客户的准确度。

第二，有助于银行强化贷后管理。企业获得贷款后，能否守信运用于企业经营，以及生产经营是否顺利，直接关系到其能否如期还款付息。银行一般通过关注企业账户，监测客户经营状况。受工作精力所限，客户经理往往难以频繁走访企业，不易及时了解贷后生产情况。如能知晓企业近期用水、用电、用气情况，或企业近期社会保险费缴纳情况，则能够为判断该客户当前生产经营状态提供有益参考。这无疑能够减轻银行业务人员贷后管理的业务压力，并在企业出现异常经营信号时及时发出预警。

第三，有助于金融支持科创企业发展。从全球来看，各国科创企业（尤其是中小型科创企业）因缺乏实物资产、且研发投入大可能导致早期净利润为负等原因，往往遭遇融资难题。银行如能便捷地从权威渠道了解科创企业获得政府支持的情况，例如企业是否获评政府荣誉称号（可能为企业减税，从而增强企业竞争力），又如企业能否获得政府资金补贴（银行能够以未来政府补贴资金流为支持设计贷款产品），或者了解企业所拥有专利、商标、著作权等情况，评估相关知识产权的商业价值，有助于预测企业未来收益，并且银行还可开发知识产权质押融资产品，创新风险缓释工具。值得额外一提的是，《意见》提出要实现全国产权交易市场联通，促进市场信息流动和高效使用，这对于解决

知识产权“评估难”“流转难”、助力知识产权质押融资业务发展具有重要帮助。

本次《意见》的出台，标志着党中央、国务院从建设统一大市场的宏观视角，将建设公共信息与金融信息共享整合机制提升至新的战略高度。展望未来，中国有望在谨慎采取降息措施、维持银行业合理收益率的情况下，通过打通各政府部门“信息竖井”，助力银行业破解银企信息不对称难题，降低贷款交易成本，并进而实现企业贷款利率稳中有降。降低贷款交易成本，提升银行业降低银企信息不对称的能力，同样是金融供给侧结构性改革的应有之意，并将为提升中国金融业国际竞争力发挥重要作用。

专题三：新冠疫情对上海经济的影响分析及政策启示

2022年3月以来，新一轮奥密克戎新冠疫情席卷上海，对上海经济产生了较大的冲击。在党中央指导和上海市清零攻坚行动下，上海本轮疫情已得到有效控制，并于6月1日进入全面恢复正常生产生活秩序阶段。5月，上海市规模以上工业企业总产值等数据大幅回暖，表明上海经济正在企稳复苏。此次疫情对经济的影响及相关启示值得关注。

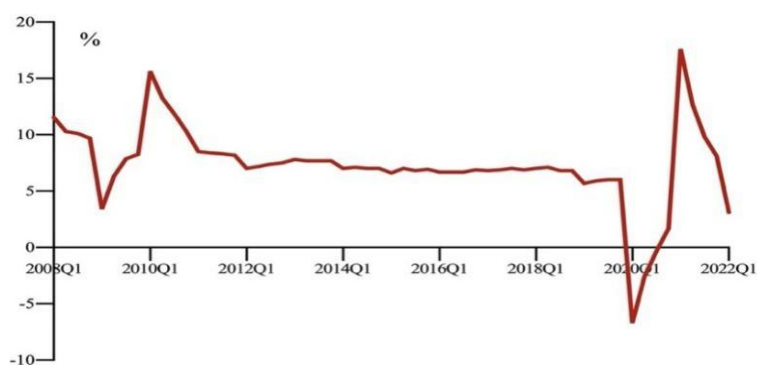
（一）上海疫情的特点

一是感染人数多。本轮疫情的流行株是奥密克戎 BA.2，传播速度快，感染人数多。据上海市卫健委通报，自3月1日至5月30日，剔除无症状感染者转确诊后，上海疫情实际阳性感染者总数达62.7万，其中确诊病例5.8万例，无症状感染者56.9万例。二是持续时间长。上海自3月28日封城至6月1日解封，历时75天，持续时间仅次于武汉（76天）。三是外溢性强。上海疫情对江苏、浙江、安徽三省产生了明显的空间溢出效应。3月1日至5月30日，苏浙皖三省累计报告无症状感染者分别为3427例、1688例和1738例，相比而言，1月1日至2月28日，三省累计无症状感染者分别仅为85例、131例和0例。

（二）上海疫情的经济影响

2022年1-2月，上海市经济运行开局平稳，但受3月份疫情突发影响，一季度地区生产总值同比增速仅3.1%，较2021年全年增速回落5个百分点（图41），增速排名居全国倒数第四。考虑到全面封控主要在4-5月份，疫情对上海市经济的负面影响预计在二季度全面显现。

图 41：上海市地区生产总值累计同比增长率



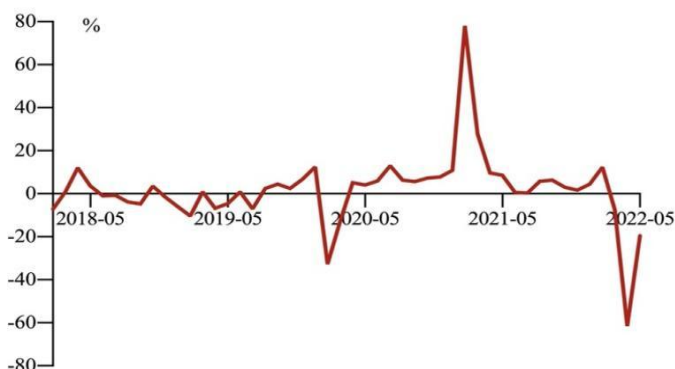
资料来源：Wind，中国银行研究院

1. 供给冲击

从要素层面来看，受封控政策的影响，4-5月上海市的劳动力、原材料和中间产品等要素供给出现“断崖式下降”，并通过要素的省际流动渠道波及长三角其他省市。

从产业层面来看，严格的封控、隔离政策造成上海市乃至长三角的物流运输阻滞，供应链中断，阻碍了企业正常的生产经营活动。严格的防疫举措使外贸成本增加，一定程度上造成外贸订单转移，产业链外移风险加大。4月和5月，上海市规模以上工业企业完成工业总产值同比分别下降61.5%和27.9%（图42），其中，4月降幅超过2020年2月降幅（32.7%）。

图 42：上海市规模以上工业增加值增速（当月同比）



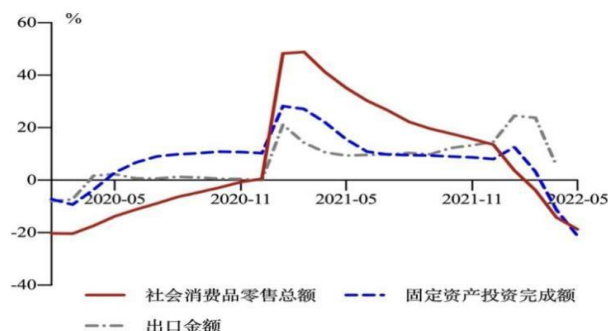
资料来源：Wind，中国银行研究院

2. 需求收缩

一是消费需求下降。受疫情影响，批发、零售、住宿、餐饮等接触性消费被动收缩。1-5月，上海市实现社会消费品零售总额 6047.5 亿元，累计同比下降 18.7%（图 43）。分行业看，1-5月批发和零售业实现零售额 5643.2 亿元，同比下降 17.5%；住宿和餐饮业实现零售额 404.4 亿元，同比下降 32.2%。

二是投资增速放缓。受疫情冲击，供应链中断抬升企业资金周转压力，市场需求萎缩加剧企业悲观预期，双重压力抑制了制造业投资增速。疫情造成的停产停工使得基建投资滞后，增速明显下滑。1-5月，上海市固定资产投资累计同比下降 21.2%（图 43），其中，基础设施、工业和房地产三大投资同比分别下降 41.3%、22.1%和 18.0%。

图 43：上海市三大需求增速（累计同比）



资料来源：Wind，中国银行研究院

三是进出口出现下滑。受本轮新冠疫情影响，4-5月上海港口劳工短缺，港口吞吐量下滑，海外订单收缩，给进出口行业造成一定程度的负面影响。1-4月，上海市出口金额同比增长5.5%（图43），较去年同期下降5.1个百分点；进口金额同比下降3%，较去年同期下降13.8个百分点。

（三）上海市的抗疫纾困政策及举措

1. 封控阶段的政策举措

第一，政府部门抗疫纾困的经济政策。为应对疫情防控对经济的负面冲击，政府推出了多项稳经济政策（表17），涉及退税减税、降费让利、房租减免、财政补贴、金融支持、援企稳岗等，全力支持相关行业和企业克服困难、恢复发展，努力减少疫情对经济社会发展的影响。

表 17：上海市全面封控期间抗疫纾困经济政策梳理

政策类型	政策文件	发文部门及时间	政策手段/主要内容
降本减负纾困	《上海市全力抗疫情助企业促发展的若干政策措施》	上海市人民政府 3月29日	实施大规模增值税留抵退税；加大减税降费政策力度；延长申报纳税期限；减免小微企业和个体工商户房屋租金等税费优惠政策。
	《上海市国有企业减免小微企业和个体工商户房屋租金实施细则》	上海市国资委 3月31日	对符合条件的小微企业和个体工商户予以租金减免。分两档执行，第一档，普遍免除3个月租金；第二档，增加免除3个月租金。
复产复工	《上海市工业企业复工复产疫情防控指引(第一版)》	上海市经信委 4月16日	企业落实主体责任；实施场所分离管理；强化员工管理；加强物流或防疫物资储备；做好应急预案和保障工作。
	《上海市工业企业复工复产疫情防控指引(第二版)》	上海市经信委 5月3日	与第一版相比，完善12条内容、补充6条内容。主要表现在三个方面：细化明确相关要求；进一步提高操作性；加强对企业复工复产服务。
金融支持	《上海市全力抗疫情助企业促发展的金融支持举措》	上海市地方金融监管局 4月2日	提高政府性融资担保业务规模、降低担保费率；对困难企业新增贷款给予贴息支持；推动普惠小微贷款持续增长；推动金融机构减费让利等。
	《关于坚持人民至上 做好金融支持抗疫和复工复产工作的通知》	上海市银保监局 4月21日	加强金融纾困解难，做好稳民保企；加强产业链协同，支持惠民强企；强化保险保障，做到安民护企；多方协同发力，优化利民惠企环境等。

《关于进一步做好金融支持疫情防控和经济社会发展工作的指导意见》	央行 上海总部 4月29日	加大金融支持抗疫纾困力度；保障基础金融服务通畅；强化对重点领域的金融支持；支持金融机构可持续抗疫；促进房地产良性循环和健康发展。
---------------------------------	---------------------	--

资料来源：上海市发改委，中国银行研究院

第二，金融机构抗疫纾困的主要举措。银行业方面，通过细化金融举措，全面支持各行各业抗疫和复工复产。4月1日，中国银行上海市分行出台了《中国银行上海市分行支持中小微企业抗疫情促发展十六条举措》；4月2日，交通银行推出十九条举措全力支持上海抗疫；5月6日，建行上海市分行制定二十条措施全力做好疫情防控和复工复产金融支持。证券业方面，紧跟国家和地方金融政策，通过创新抗疫金融工具助力疫情防控与经济发展。4月7日，国泰君安发布《全力服务疫情防控、加快实现复工复产行动方案》；4月26日，光大证券出台上海企业纾困政策，包括：加大支持、加大民营企业纾困支持力度、疫情期间与地方政府、证券交易所加强合作等措施。保险业方面，向受疫情冲击的各行业提供专项保险服务。4月11日，上海人寿通过帮资源对接、帮广告引流、帮经营辅导，以及减免租金等“三帮一减”扶持措施助力小微企业渡过难关。4月30日，中国人寿集团旗下财险公司推出十四项举措支持战略新兴产业、推进疫情防控、保供应链畅通、支持小微企业纾困。

2. 全面解封阶段的政策举措

6月1日，上海市解除全面封控。为贯彻落实国务院稳经济一揽子政策，统筹疫情防控和经济社会发展，有序推动经济加快恢复和重振，上海市制定发布《上海市加快经济恢复和重振行动方案》（下文简称《方案》），涉及为各类市场主体纾困解难、全面有序推进复工复产复市、多措并举稳外资稳外贸、大力促进消费加快恢复、全力发挥投资关键性作用、强化各类资源和要素保障、加强民生保障工作、保障城市安全有序运行和优化营商环境等八方面50条举措。

围绕《方案》，上海市各部门出台了一系列相应的政策举措。消费方面，6

月 17 日，上海市发展改革委、财政局制订《上海市促进汽车消费补贴实施细则》。6 月 16 日，上海市文旅局联合银行共同举办“金融惠企，文旅重振”上海市文旅行业恢复重振银企对接，五家银行联合授信 500 亿元支持文旅行业恢复重振。投资方面，6 月 1 日，上海市房屋管理局出台《关于 2022 年住宅项目缴纳城市基础设施配套费有关事项的通知》。6 月 16 日，上海全球投资促进大会集中签约 322 个重大产业项目、总投资额 5658 亿元，其中，集成电路、生物医药、人工智能三大先导产业共签约项目 90 个、总投资 2049 亿元。外贸外资方面，6 月 1 日以来，上海市政府已连续举办 11 场政企沟通圆桌会，稳定外资企业在沪发展预期和信心。6 月 15 日，上海市举办第三十五批跨国公司地区总部和研发中心颁证仪式，为 30 家跨国公司地区总部和 10 家研发中心颁发证书。人才资源保障方面，6 月 15 日，上海市人才办发布《大力吸引集聚人才助推经济恢复重振若干政策举措》，涉及优化应届高校毕业生落户政策、缓解人才安居困难等方面内容。营商环境方面，6 月 2 日，上海市人民政府办公厅发布《上海市 2022 年优化营商环境重点事项》，涉及企业登记便捷、税费缴纳灵活、融资服务升级、信用监管提升等十个方面。

（四）启示及建议

1. 做好精细化疫情防控，为经济持续健康发展打下良好基础

当前，全球疫情仍处于高位，疫情走向还存在不确定性。中国面临着人口老龄化、地区发展不平衡、医疗资源总量不足等问题，放松防控将会影响经济社会发展和人民生命安全、身体健康。因此，要做好做好精细化疫情防控工作，坚持动态清零，以最低的社会成本、最高的效率控制疫情，保障经济社会持续健康稳定发展。

2. 优化产业链布局，提高供应链韧性

为应对疫情等灾害风险造成的产业链、供应链危机，上海市可携手长三角

其他省份，借助长三角一体化契机，深度融入全国统一大市场，提高生产要素的空间配置效率，优化产业链布局。通过建立综合、协同性的风险管理和沟通机制，构建基于事件的产业链供应链预警体系，保障企业供应链运营的资源体系，推动长三角内部产业平台和产业集群的“备份”，提高供应链韧性。

3. 强化金融纾困，护航实体经济发展

为进一步加强受疫情影响严重企业、行业和社会群体的有效支持，需要用好用足金融纾困的政策举措。一是加大普惠金融产品的研发力度，解决小微企业复产复工的资金难题。二是扩大个人创业担保贷款支持范围，拓宽就业渠道。三是发挥出口卖方信贷、进口信贷、外贸企业发展贷款等专项产品作用，稳定外资外贸。四是推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）健康发展，形成投资良性循环。五是加强对民生工程的支持力度，如城镇老旧小区改造、便民生活圈网点建设、步行街改造提升等，优化生活空间。

4. 用好数字技术，提升社会治理水平

为更好地提升政府应急管理能力和社会治理水平，可充分利用大数据、AI等数字技术。一是加快社区数字基础设施建设，如在旧城改造改造中将数字基础设施升级作为建设重点。二是加强社区工作者的数字技能培训，提高其数字技术的应用能力和专业化水平。三是推动建立统一的数据采集和交换标准，提升数据质量和通用性，方便数据资源整合互联与开放共享。四是充分考虑“信息弱者”的服务需求和适应能力，降低数字技术的使用门槛，消除“数字鸿沟”。

免责声明

本研究报告由中国银行研究院撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料。

本研究报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行研究院可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中国银行研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行研究院保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。



研究院

中国北京市复兴门内大街1号

邮编：100818

电话：+86-10-66592780

传真：+86-10-66594040