

# 中国经济金融展望报告

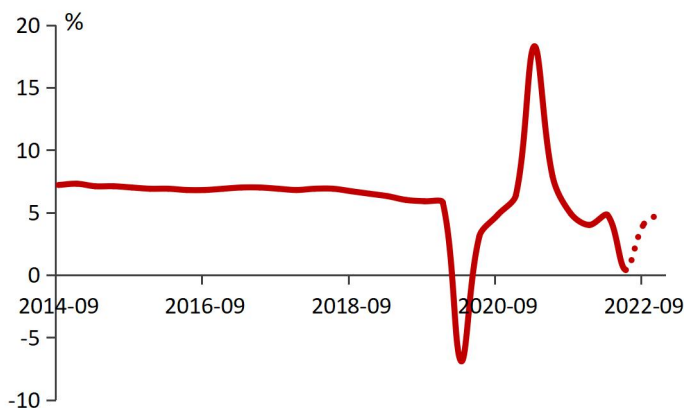
2022 年第 4 季度（总第 52 期）

报告日期：2022 年 9 月 28 日

## 要点

- 2022 年三季度，国内防疫政策不断优化，稳增长政策持续发力，物价温和可控为宏观政策操作提供了充足空间，出口仍有较强支撑，中国经济延续恢复态势。但受疫情反复、高温干旱、房地产市场收缩等影响，内需恢复相对滞后，中国经济恢复程度不及预期。预计三季度 GDP 增长 3.8% 左右，较二季度回升 3.4 个百分点左右。
- 展望四季度，中国出口或将走弱，国内疫情影响仍持续存在，内需恢复有赖于稳增长政策持续发力以及防疫政策的持续优化。预计四季度 GDP 增长 5% 左右，全年增长 3.5% 左右。
- 稳增长政策的重点在于稳内需、稳预期。平衡好稳增长需要和财政可持续性，持续提高资金使用效率；货币政策保持总量基本稳定、强化结构性政策工具功能，助力困难行业和企业渡过难关；加注重发挥投资的托底作用，改善居民预期和消费意愿；优化供需两端房地产政策，助力房地产市场企稳；提供更加稳定和法治化、可预期的发展环境。

2022 年三季度中国经济“弱复苏”



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

刘晨

吴丹

邱亦霖

刘佩忠

王静

联系人：范若滢

电话：010-66592780

邮件：fanruoying@qq.com



## 经济“弱复苏”，政策需平衡稳增长与可持续性之间的关系

——中国银行中国经济金融展望报告（2022年第4季度）

2022年三季度，国内防疫政策不断优化，稳增长政策持续发力，物价温和可控为宏观政策操作提供了充足空间，出口仍有较强支撑，中国经济延续恢复态势。但受疫情反复、高温干旱、房地产市场收缩等影响，内需恢复相对滞后，中国经济恢复程度不及预期。预计三季度GDP增长3.8%左右，较二季度回升3.4个百分点左右。展望四季度，中国出口或将走弱，国内疫情影响仍持续存在，内需恢复有赖于稳增长政策持续发力以及防疫政策的持续优化。预计四季度GDP增长5%左右，全年增长3.5%左右。下一步，稳增长政策的重点在于稳内需、稳预期。平衡好稳增长需要和财政可持续性，持续提高资金使用效率；货币政策保持总量基本稳定、强化结构性政策工具功能，助力困难行业和企业渡过难关；加注重发挥投资的托底作用，改善居民预期和消费意愿；优化供需两端房地产政策，助力房地产市场企稳；提供更加稳定和法治化、可预期的发展环境。

### 一、2022年三季度经济形势回顾与四季度展望

#### （一）2022年三季度经济形势回顾

三季度，全球经济增长动能减弱，世界正遭受高通胀之苦，有些国家甚至发生经济社会危机，国际政经格局依然复杂，全球主要经济体加快收紧货币政策，金融市场动荡显著加剧。但由于海外疫情防控措施放松，全球供应链修复，中国出口增长总体较快。国内防疫政策不断优化，稳增长政策力度持续加大，中国经济延续恢复态势。但受疫情反复、高温干旱、房地产市场收缩等影响，内需恢复相对滞后，中国经济恢复程度不及预期，总体呈现弱复苏态势。预计

三季度 GDP 增长 3.8%左右，较二季度回升 3.4 个百分点左右。

第一，稳增长政策和较强外需是经济恢复的两大重要支撑。稳增长政策持续加码。8月24日，国务院常务会议部署稳经济一揽子政策的19项接续政策；8月31日，国务院进一步部署加快扩大有效需求，着力稳住宏观经济大盘的8方面细化举措（表1）。财政支持力度加大以及政策性开发性金融工具的使用将推动基建投资加快增长，1-8月基建投资累计增长8.3%，拉动固定资产投资增长约2.31个百分点。助企纾困政策落地显效，推动企业生产经营恢复，增强制造业投资韧性。制造业投资保持较快增长，1-8月制造业投资累计增长10%，拉动固定资产投资增长约4.28个百分点。

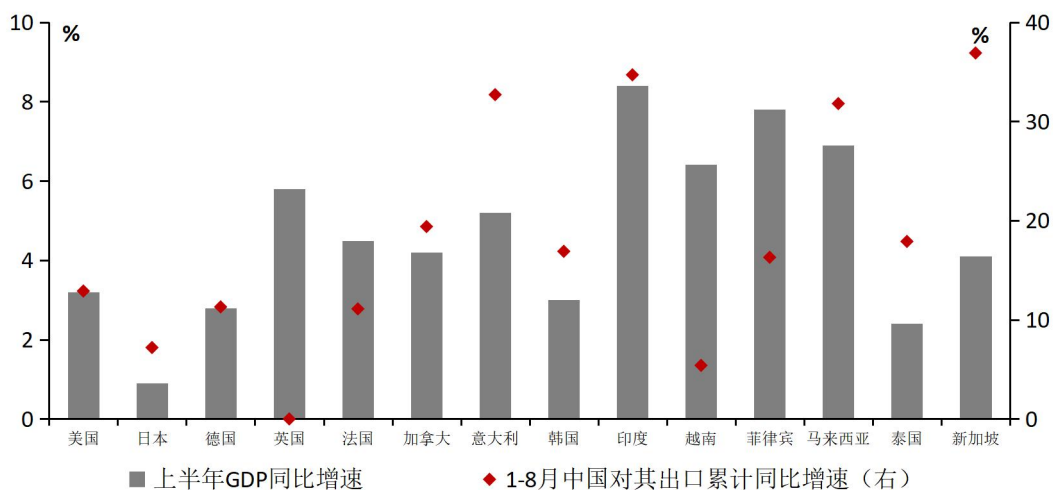
**表 1：2022 年三季度部分增长政策一览表**

日期	主题	主要内容
7.13	加力稳岗拓岗、扩大消费等	国常会部署继续保市场主体稳就业，实行社保费缓缴、稳岗返还、就业补助打包办理；开展家电以旧换新和家电下乡、支持发展废旧家电回收利用；等等。
7.21	扩大有效需求、平台经济规范健康发展等	国常会部署持续扩大有效需求的政策举措；各地按质量要求加快项目进度；出台支持平台经济规范健康发展的具体措施；要深化“放管服”改革；等等
8.18	加大金融支持实体经济力度、延续新能源汽车免征车购税等	国常会部署推动降低企业融资成本和个人消费信贷成本；加大困难群众基本生活保障力度；支持养老托育服务业纾困的措施；延续实施新能源汽车免征车购税；等等。
8.22	调降政策利率	人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布1年期LPR利率为3.65%，5年期及以上LPR利率为4.3%，分别下调5个BPs和15个BPs。
8.24	稳经济一揽子政策的19项接续政策	国常会部署再增3000亿元以上政策性开发性金融工具额度；依法用好5000多亿元专项债结存限额；允许地方“一城一策”运用信贷等政策；再增100亿元农资补贴；做好抗旱减灾工作；等等。
8.31	政策性开发性金融工具、扩大有效需求、调整房地产政策等	国常会部署扩大政策性开发性金融工具支持领域；根据实际需要扩大规模，满足符合条件成熟项目的资金需求；“一城一策”支持刚性和改善性住房需求；支持制造业设备更新改造；促进汽车等大宗消费；等等。
9.7	支持就业创业、设备更新改造等	国常会部署加力支持就业创业；对部分领域设备更新改造贷款阶段性财政贴息和加大社会服务业信贷支持；阶段性支持企业创新的减税政策；等等。
9.13	缓税补缴延期、设备更新改造贴息、稳外贸外资等	国常会部署进一步延长制造业缓税补缴期限；确定专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造；部署进一步稳外贸稳外资的举措；等等。
9.13	优化营商环境等	国常会确定深入推进“一件事一次办”改革举措；确定强化交通物流保通保畅和支持相关市场主体纾困的政策；等等。

资料来源：中国银行研究院

**出口保持较快增长。**三季度出口整体表现仍较强。7、8月份出口（按人民币计价，下同）平均增速为17.9%，比二季度平均增速高5.1个百分点。一是海外需求景气程度较高，主要贸易伙伴上半年经济增速较快（图1）。1-8月份，对东盟、欧盟、日本出口累计同比增速分别为20.2%、19.2%、7.2%，较上半年分别提升4.5、1.2、3.7个百分点；对美国、韩国出口累计同比增速分别为12.9%、16.9%。二是前期订单积压释放的拉动效应延续，尤其是长三角地区“赶工效应”在7月仍在持续，当月出口增速高达23.8%。三是全球供应链继续恢复。全球供应链压力指数（GSCPI）连续4个月回落，8月该指数已较2021年12月的历史高点下跌了60%以上。运价指数基本呈现下降走势。东盟国家工业生产恢复，对中国中间品需求增加，7、8月中国对东盟出口铝及其制品的同比增速均值为62.5%，较一季度均值高出26.7个百分点。四是价格效应支撑作用较强。7月价格效应对出口的贡献度将近60%<sup>1</sup>（图2）。根据主要产品<sup>2</sup>的量价数据进行测算，8月的价格效应进一步增强，数量效应继续走低（图3）。

**图1：全球主要经济体GDP同比增速和中国对其出口同比增速**



资料来源：中国银行研究院

<sup>1</sup> 根据量价分解公式，总金额同比增速=价格同比增速+数量同比增速+价格数量综合同比增速。其中，价格数量综合同比增速为二次项，在实际分析中通常忽略不计，但由于各类商品在指数构造中的权重不同，可能导致二次项对整体结果产生影响。

<sup>2</sup> 根据数据可得性，主要商品包括粮食、成品油、中药材及中式成药、肥料、箱包、鞋靴、陶瓷产品、钢材、未锻轧铝及铝材、手机、家用电器、集成电路、汽车、船舶、液晶平板。

图 2：依据 HS 指数的出口量价分解

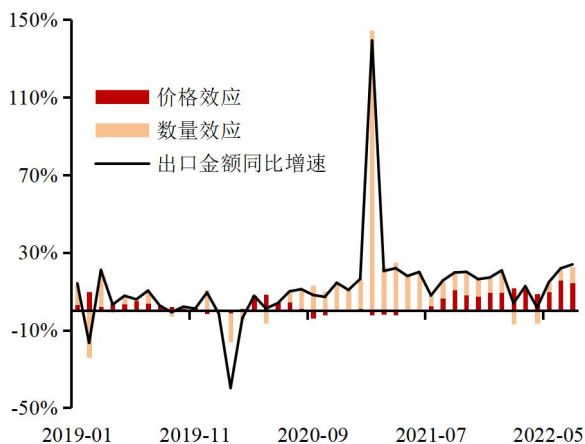
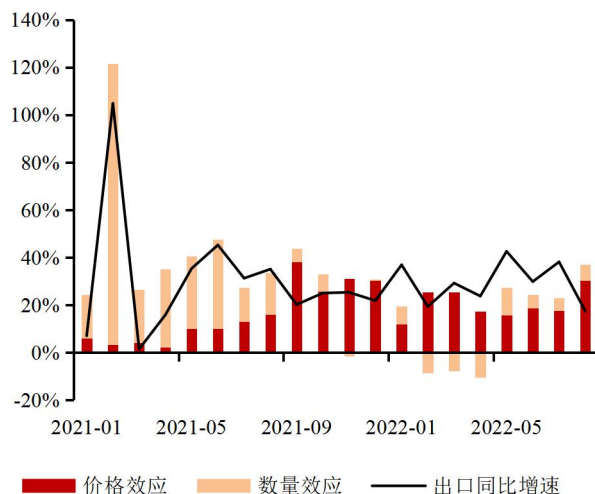


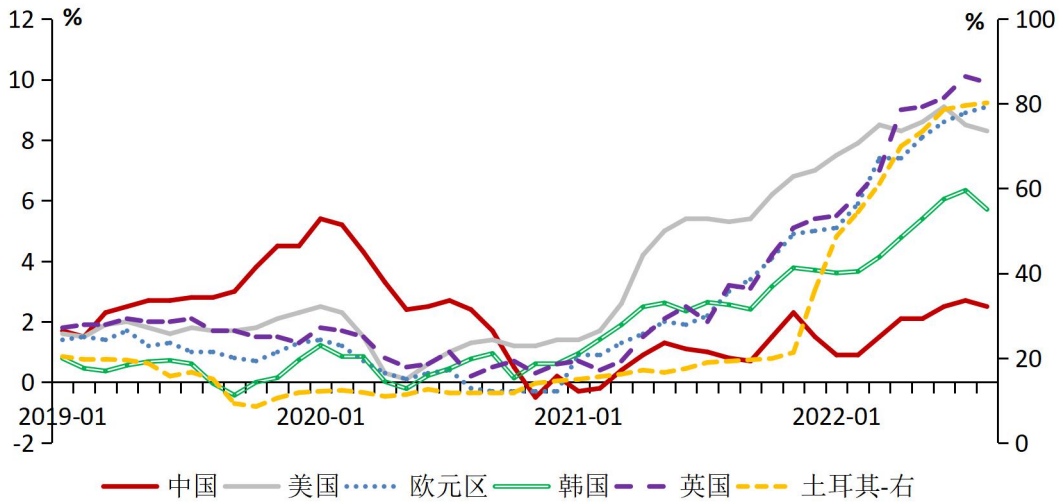
图 3：主要商品出口量价分解



资料来源：Wind，中国银行研究院

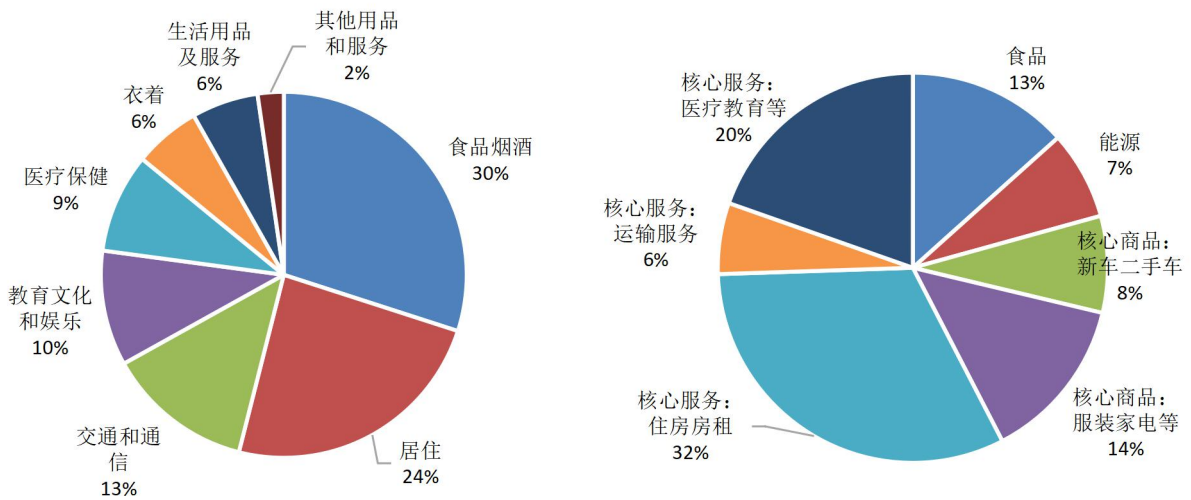
第二，通胀水平总体温和可控。2022 年以来，中国温和的通胀水平与许多其他经济体高通胀之间形成较大反差。8 月份，中国 CPI 同比上涨 2.5%，明显低于美国的 8.3%和欧元区的 9.1%（图 4）。一方面，疫情以来中国财政、货币政策相对克制，并未大水漫灌，扼制了通胀源头。同时中国政府积极采取保供稳价等措施应对国际大宗商品价格大幅上涨带来的输入性通胀压力，及时稳定了能源和食品等重点商品市场。另一方面，在中国 CPI 结构中，食品项目占比较大，能源项目占比较小。中国 CPI 中能源类商品和服务的权重约为 4%，低于美国的 7%（图 5），导致能源等大宗商品价格上涨对中国 CPI 的推动作用不及美国。中国温和可控的物价水平为宏观政策应对经济下行压力留出了较为充足的政策空间。

图 4：全球主要经济体 CPI 同比涨幅对比



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 5：中国（左）和美国（右）CPI 结构对比



资料来源：Wind，中国银行研究院

第三，消费需求疲弱是制约经济恢复的关键。三季度，中国经济供给端总体表现好于需求端，尽管局部地区发生高温干旱以及限电等情况，但其对工业生产的扰动总体可控（专栏一）。相反，内需不振是经济恢复不及预期的主因。7、8 月份当月工业企业产销率为 97.2%、97.4%，仍低于 2020、2021 年同期水平，表明国内需求依然低迷。

### 专栏一：高温干旱天气对经济的影响分析

2022年夏季，中国出现有完整记录以来最高强度的高温天气，部分地区生产生活受到扰动。但整体而言，本次极端天气对经济影响有限可控。

**第一，电力供需形势发生较大变化。需求端，城乡居民用电量快速攀升。**降温设备和室内电器高频使用，7、8月城乡居民用电量同比增速分别达到26.8%和33.5%，远高于全社会用电量增速（6.3%和10.7%）。**供给端，火电紧急填补水电骤降缺口。**受旱情影响，全国水电产量同比增速由6月的29%骤降至8月的-11%，火电产量同比增速由2021年11月以来的负值提升至8月的14.8%。大量火电厂被重启或加码运转以弥补水电产量缺口。**四川等地区电力出现供需失衡。**8月，四川水电产量同比下降2.2%，较6月下降了33.2个百分点。由于水电占四川全省发电量的85%，水电产量骤降导致该地电力供需失衡。

**第二，停产政策阻碍部分地区工业生产。**受供电紧张影响，四川、重庆两地要求部分工业企业在8月执行短期停产措施，阻碍了工业部门生产。四川、重庆8月工业增加值同比增速分别下降11%和18.2%，共计拖累全国当月工业增加值同比增速约0.84个百分点。

**第三，秋粮生产和鲜菜供应受不利影响。**7-8月，中稻正处于产量形成的关键期，晚稻处于需要大量降水孕穗的分蘖期，**秋粮产量受高温干旱影响较大。**旱情导致部分品种蔬菜供应下降。7月份鲜菜价格同比上涨12.9%，涨幅较6月提升9.2个百分点。

**第四，高温旱情对整体经济影响有限可控。**一是全国发电量稳定。水电供应短缺现象仅存在于部分地区，且全国煤炭储备充足，火电能及时弥补水电缺口。7、8月全国发电量同比增长4.5%和9.9%，电力供应稳定。二是限电政策对工业生产影响可控。一方面，停产措施仅在工业增加值占全国总量6.3%的川、渝两地，范围可控；另一方面停产政策持续时间较短，后期可赶工弥补产能。三是粮食、蔬菜价格波动有限。本次受旱耕地面积仅占全国耕地总面积的3.5%左右，范围有限。粳米期货价格虽在8月出现震荡，但仍处于历史相对低位。随着蔬菜供应量逐步恢复，8月鲜菜价格同比增速较7月回落6.9个百分点。

**第五，需警惕气候变化带来的中长期风险。**当前极端高温天气频发，影响范围广阔，平均每十年发生一次150年前五十年一遇的极端高温事件<sup>3</sup>，北半球的南欧、北美、东亚等多地同时出现高温热浪。野火、干旱等次生灾害威胁工、农业生产活动。高温气候变化是全球变暖和大气环流异常等因素作用的结果，根据世界气象组织分析，其负面影响将至少持续至21世纪60年代。需要关注气候变化给经济社会发展带来的中长期挑战。

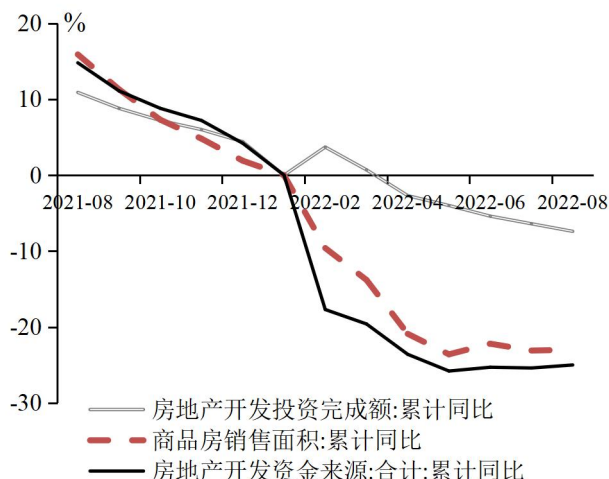
消费需求恢复较弱的主要原因有：一是疫情反复导致居民收入增速放缓，消费场景缺失，消费市场恢复缓慢。1-8月，消费同比仅增长0.5%，低于2021年同期两年平均增速3.1个百分点，消费信心指数持续低迷（图6）。一方面消费出现降级趋势。1-8月，服装鞋帽、体育娱乐用品、家用电器和音像器材、通讯器材等非必需品消费占比分别较上年同期下降0.78、0.7、0.12、0.15个百分点（专栏二）。疫情以来，好特卖、小象生活等临期折扣店快速发展，表明人们对商品价格的敏感度上升。2021年临期食品行业市场规模达318亿元，预计

<sup>3</sup> 引自联合国政府间气候变化专门委员会（IPCC）第六次评估报告。



2025 年中国临期食品市场规模将达 401 亿元<sup>4</sup>。部分连锁商场超市、电商平台也纷纷布局折扣店业态。另一方面，服务消费恢复进程多次被疫情打断。1-8 月餐饮收入累计同比下降 5%。上半年，国内旅游人次和收入分别同比下降 22.2% 和 28.2%；47 家文旅上市公司中仅有 9 家实现盈利，81% 的企业处于亏损状态。

**图 6：消费增速和消费信心指数**

**图 7：房地产市场持续低迷**


资料来源：Wind，中国银行研究院

二是房地产市场持续下滑，市场预期和信心仍未有效扭转。2022 年以来，相关部门和各级地方政府实施了下调房贷利率、降低购房门槛、放松限购等一系列宽松政策，但房地产市场预期并未明显改善。三季度多地“烂尾楼”事件蔓延，对房地产市场信心造成更大打击。1-8 月，房地产投资累计同比下跌 7.4%，跌幅较上半年扩大 2 个百分点，下拉固定资产投资增速约 1.83 个百分点。房地产销售面积、销售额、房企到位资金等深度收缩，1-8 月分别累计同比下跌 23%、27.9% 和 25%（图 7）。房屋新开工面积、土地购置费等前瞻性指标仍在持续走弱，1-8 月分别累计同比下跌 37.2% 和 4.5%。总体来看，房地产市场仍处于筑底阶段。

<sup>4</sup> 艾媒咨询：《2021-2022 年中国临期食品行业发展及案例研究报告》

## 专栏二：消费是否出现降级？

疫情暴发至今已经三年时间，疫情不仅通过影响就业和收入影响居民消费能力、消费倾向，还改变居民消费习惯，消费结构发生了较大变化。

一是非必需品消费占比出现下降，主要原因是居民预期趋于悲观、产品创新不足。自2018年以来，消费结构中，服装鞋帽、家用电器和音像器材等非必需品占比总体呈现下降趋势。一方面，居民对经济预期逐渐趋于悲观，从而缩减非必要支出、增加储蓄以抵御风险。另一方面，产品创新是非必需品消费的重要拉动力。但近年来，由于缺乏基础科技领域的创新性突破，手机等电子产品代际之间在性能、设计方面的差距不断缩小，难以激发消费者的购物欲望。根据Counterpoint数据，国内用户换机周期从2019年初时的24.3个月延长至31个月。

二是服务消费占比出现下降，但防控措施优化对服务消费回升的助推作用明显，中长期来看，服务消费占比将继续上升。近年来，伴随城镇化进程加快，中国居民消费结构由物质消费为主向服务消费为主的升级趋势日益明显。2013-2019年，中国居民服务型消费年人均支出规模由5245.9元增长到9886元，年均增长11.1%；居民服务型消费支出占消费支出总额的比重由39.7%提升至45.9%，年均提升约1个百分点。2020年，受疫情影响，居民服务型消费占比回落至42.6%。但随着疫情防控常态化，2021年居民服务型消费占比大幅回升至44.2%，可见中国服务消费的增长基础依然较为牢固。据中国（海南）改革发展研究院课题组估算，未来当中国城镇化率达到70%左右时，居民服务型消费支出占比有望达到55%以上。

综合来看，当前在疫情持续冲击下，消费的结构变化确实呈现出消费降级倾向。但2021年在疫情影响较小的情况下，服务消费回升态势良好；化妆品、文化办公用品、通讯器材等非必需品消费占比也均小幅回升，表明消费降级可能是疫情冲击下的短期现象。此外，尽管受疫情冲击，但一些领域的消费升级仍在持续。例如，2021年中国奢侈品消费高达4710亿元，同比大增36%，预计到2025年，中国将成为全球最大的奢侈品消费市场。中长期来看，中国消费升级的基础仍未动摇。居民收入将随着经济总量同步增长，新型城镇化、乡村振兴、共同富裕等战略持续推进，有助于扩大中等收入群体，为未来消费升级奠定基础。此外，技术进步、产品创新也将进一步激发新的消费需求，推动升级型消费扩大。

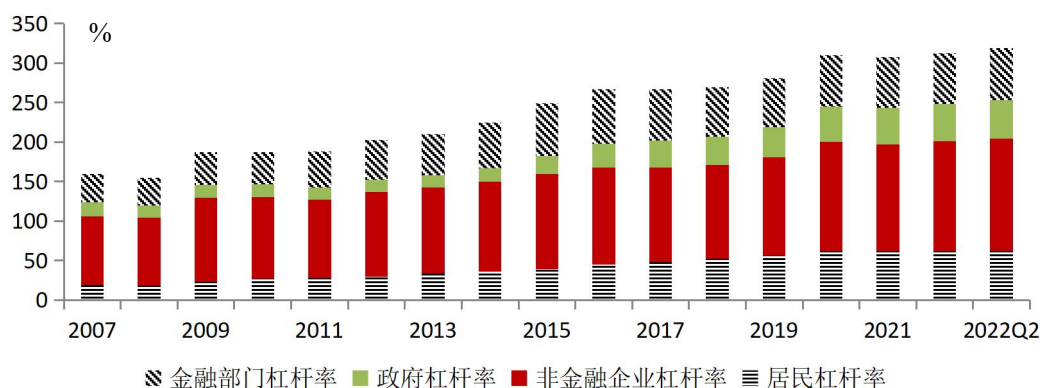
表：2018年至2022年消费结构对比（%）

年份	服装鞋帽、针、纺织品	化妆品	金银珠宝	日用品	家用电器和音像器材	中西药品	文化办公用品	家具	通讯器材	石油及制品	建筑及装潢材料	汽车
2018	10.07	1.92	2.03	3.96	6.51	4.11	2.40	1.65	3.21	14.36	1.84	28.62
2019	9.75	2.16	1.88	4.41	6.60	4.26	2.33	1.42	3.49	14.46	1.49	28.43
2020	9.15	2.52	1.76	4.81	6.34	3.96	2.58	1.18	4.12	12.61	1.29	29.18
2021	9.01	2.62	1.98	4.83	6.08	3.79	2.68	1.08	4.13	13.59	1.28	28.49
2020年1-8月	8.60	2.47	1.72	4.94	6.36	4.16	2.56	1.15	4.08	13.26	1.25	28.37
2022年1-8月	8.06	2.41	1.96	4.74	5.89	4.04	2.66	0.98	3.77	14.79	1.14	28.38

资料来源：Wind，中国银行研究院

第四，市场主体发展预期转弱问题更加突出，出现了一定程度的资产负债表收缩。面临疫情反复、成本抬升等多重冲击，微观主体逐步形成收入下降、预期不稳、信心转弱的负反馈循环。居民部门方面，一是经济和就业形势不确定性增大，收入增长放缓。8月，全国城镇调查失业率和16-24岁人口调查失业率分别为5.3%和18.7%，虽然较7月均有所回落，但仍处于往年同期高位。1-8

月城镇新增就业人数同比下降 4.3%，与失业率回落出现背离。同时，疫情冲击下服务业灵活就业者、个体经营户等群体减收明显，受疫情影响较大行业员工薪资明显收缩。据交通运输部统计，有超过三分之一的网约车司机在疫情冲击下收入下降。二是疫情反复导致相关地区管控、经济活动收缩，消费信心难以提振。疫情防控对于经济社会活动的抑制作用持续存在，消费者信心修复艰难。自 3 月以来消费者信心指数大幅回落，连续 4 个月保持在 90 以下，7 月为 87.9，较上年末低 31.9。无论是下行幅度还是持续时间均远超 2020 年疫情时期。同时，疫情冲击、预期改变，导致居民防风险意识和储蓄意愿不断增强。人民银行 2022 年第二季度城镇储户问卷调查报告显示，倾向于“更多储蓄”居民占 58.3%，比上年末上升 6.5 个百分点，而倾向于“更多消费”居民仅占 23.8%，比上年末下降 0.9 个百分点。2022 年 1-8 月住户存款增加 10.82 万亿元，比上年同期多增 4.4 万亿元。三是居民部门杠杆率增长放缓。一方面，在房地产市场低迷、金融市场波动、收入放缓等影响下，居民资产端存在萎缩风险。另一方面，居民负债端加杠杆意愿趋弱，部分出现“提前还贷潮”。2022 年一季度居民杠杆率为 62.1%，较上年末下降 0.1 个百分点。二季度，由于 GDP 增速明显放缓，居民杠杆率被动上升，回升至 62.3%（图 8）。从居民负债看，自 2021 年以来居民贷款余额增速持续放缓，2022 年 8 月末进一步降至 7.5%。1-8 月居民新增中长期贷款同比大幅降低，其中 2、4 月份新增贷款甚至为负。

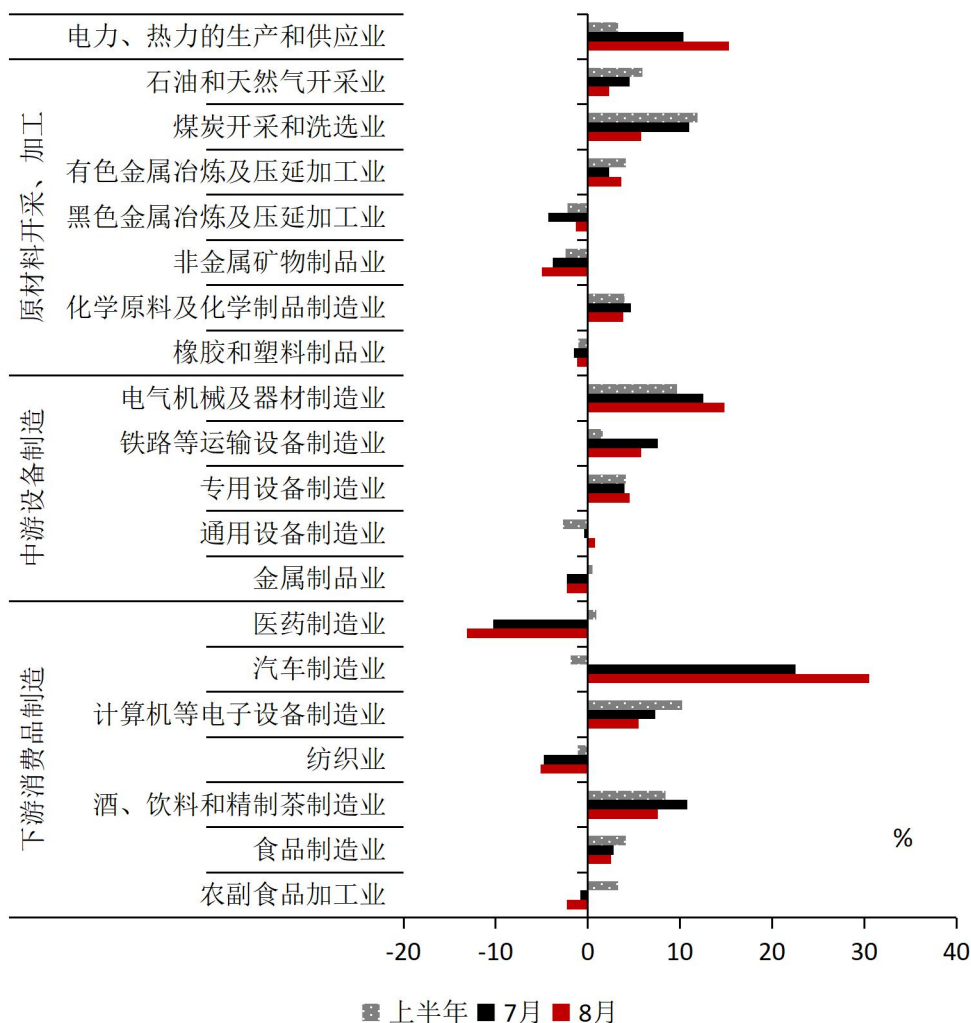
**图 8：不同部门杠杆率变化情况**


资料来源：中国银行研究院

企业部门方面，一是工业企业增加值增速分化。三季度以来，电力、燃气及水的生产供应业和采矿业两大门类较上半年出现反向变化。受2022年夏季各地气温普遍偏高、居民空调用电大增影响，8月电力、热力生产供应业增加值增速升至15.3%；受国际大宗商品价格回落、国内PPI增速较快下滑影响，8月石油天然气开采、煤炭开采业增加值增速分别回落至2.3%、5.8%。制造业细分行业中，8月份汽车产销两旺，汽车制造业增速抬升至30.5%；但需求端偏弱牵制下食品、饮料、纺织、计算机、医药等制造业增速放缓（图9）。二是中小微企业经营压力明显。在疫情反复下市场需求疲弱，中小企业抗风险能力较弱，对未来预期相对悲观。中小企业发展指数中的宏观经济感受指数经历6月短暂恢复后持续回落，8月为96.4，低于景气临界值。1-7月私营工业企业利润总额同比下降7.1%，远低于国有及国有控股工业企业（8%）。此外，三季度以来私营企业投资增速也持续放缓，1-8月私营企业固定资产投资增速继续收窄至3.9%，低于上半年增速（5.3%）。三是企业主动融资意愿不强。企业部门杠杆率从2021年的134.9%上升到2022年二季度末的141.8%，这主要受政策支持力度较大、但增加值增速相对放缓等原因所致。企业主动融资意愿有限，企业债务增速整体较为温和，上半年企业债务增速为11.8%，低于2020年的13.4%。同时企业债务增长主要由票据融资拉动，2022年8月末票据融资余额同比增长37.6%，远高于短期贷款（7.8%）、中长期贷款（11.9%）。

与居民部门和企业部门主动加杠杆意愿不足相反，随着财政政策力度持续加大，地方政府专项债加快发行，政府部门的杠杆率明显上升，财政收支缺口持续拉大（专题一）。2022年二季度，政府部门杠杆率升至49.5%，较一季度末上升2.3个百分点。1-7月全国广义财政收支差额达到5.2万亿元，高于上年同期水平，接近2021年全年规模。

图 9：不同工业行业增加值增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

## (二) 2022 年四季度经济形势展望

展望四季度，中国经济发展面临的内外部环境仍然复杂严峻。国际方面，地缘政治格局依然复杂，大国博弈持续存在，主要经济体将继续收紧货币政策，国际金融市场动荡格局不变，全球经济滞胀风险上升，中国出口或呈走弱趋势。国内方面，疫情影响仍持续存在，内需恢复有赖于稳增长政策持续显效以及防疫政策不断优化。预计消费将保持恢复趋势，但恢复力度或弱于预期。投资将温和恢复，基建投资或继续较快增长，将在一定程度上对冲制造业投资走弱、房地产投资低迷带来的投资增长压力。预计四季度 GDP 增长 5% 左右，全年增

长 3.5%左右。

### 1. 疫情影响仍将持续存在，消费将呈弱复苏趋势

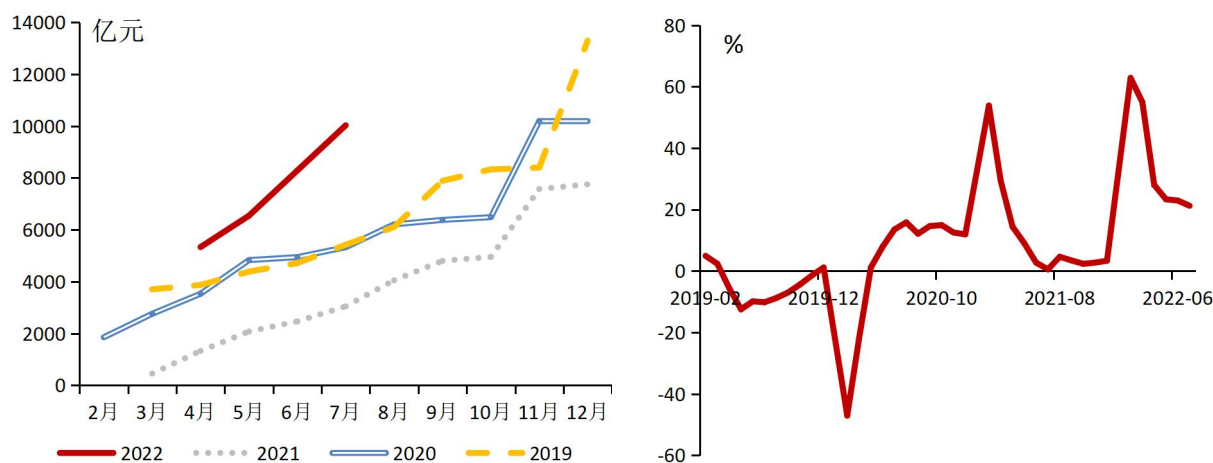
四季度，消费有望在政策持续支持下保持恢复趋势。一是疫情防控措施有望进一步优化，为服务消费、线下消费恢复创造条件。尤其是 2022 年疫情对旅游、文化娱乐等服务消费抑制明显，积压的旅游、娱乐需求有望在年底随着疫情防控措施优化而释放。二是汽车消费有望继续成为支撑消费恢复的重要因素。中汽协预计，2022 年 9-12 月汽车月均销量为 253.3 万辆，同比增长 21%，高于 1-8 月 13.6% 的月均同比增速。新能源汽车销量继续高增长，根据乘联会预测，四季度新能源汽车月均销量将超过 60 万辆，明显高于 1-8 月平均 48.1 万辆的水平。三是上年同期基数较低。2021 年四季度消费增速为 3.5%，较上个季度放缓 1.5 个百分点。但四季度消费恢复也面临一些不利因素。冬季疫情反复风险增大，可能对消费恢复带来扰动。从就业、收入好转传导至预期改善，再到带动消费回升都需要一定时间。综合来看，预计四季度消费同比增长 5.5% 左右，全年增长 2.2% 左右。

### 2. 投资增长将缓慢恢复，基建投资仍是主要发力点

四季度，投资将在继续分化中缓慢恢复，基建投资或将在一定程度上对冲制造业投资走弱、房地产投资低迷带来的压力。一是基建投资有望保持高速增长。从资金端看，随着政策性开发性金融工具、专项债结存限额等金融和财政政策的进一步发力，基建项目获得的资金支持力度加大。从项目端看，基建项目整体储备充足，1-7 月，国家发改委固定资产项目审批投资额达 10028 亿元，固定资产投资本年新开工项目计划总投资额累计增长 21.2%，均处于历史同期高位（图 10、图 11）。二是制造业投资增长或将走弱。内需疲弱、外需承压将制约制造业企业的投资意愿，企业利润增速放缓将削弱制造业企业的投资能力，叠加企业当前面临较大去库存压力，本轮制造业投资周期将进入下行阶段。三

是房地产投资难有明显好转。房地产市场销售情况依然偏冷，房企资金压力未见明显改善、拿地积极性持续低迷，预计四季度房地产投资仍将处于下行区间。但考虑到稳楼市政策进一步加码显效，以及上年低基数影响，预计跌幅或有所收敛。综合预计投资四季度增长 5.2%左右，全年增长 6%左右；房地产开发投资四季度下降 5%左右，全年下降 7.2%左右。

图 10：固定资产项目审批投资额 图 11：新开工投资项目计划总投资额增速



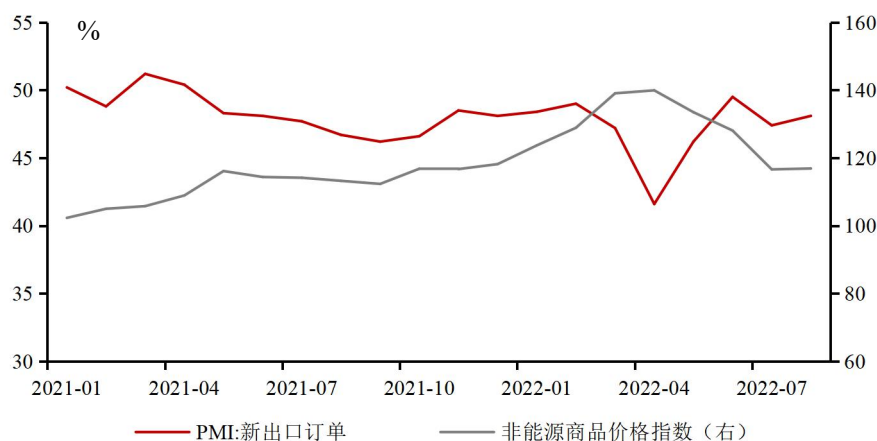
资料来源：国家发改委，Wind，中国银行研究院

### 3. 受外需放缓、大宗商品价格回落影响，出口恐难延续高增长

随着发达经济体增速放缓、大宗商品价格回落、订单修复式动能减弱，未来出口高增长态势恐难延续。第一，发达经济体滞胀风险上升，海外需求或将进一步走低。IMF 连续下调今明两年全球经济增速预测，对美国今明两年增速预测下调至 2.3%、1%，较 4 月预测分别下调 1.4、1.3 个百分点；欧元区分别为 2.6%和 1.2%，较 4 月预测分别下调 0.2、1.1 个百分点。世界经济下行风险加大，中国出口动能将有所减弱。第二，大宗商品价格回落将影响出口名义增速。非能源商品价格指数在 4 月冲高后回落（图 12），加之主要经济体持续加息管控通胀，大宗商品价格走低将逐渐传导至出口，减弱价格因素对出口增长的支撑作用。第三，订单积压效应消减。新出口订单指数在 6 月达到 49.5 之后

开始呈现下降趋势，8月为48.1，整体处于荣枯线之下（图12）。综合来看，预计四季度出口增长放缓至5%左右，全年增长11.1%左右。

**图12：PMI新出口订单指数和非能源商品价格指数**



资料来源：世界银行，Wind，中国银行研究院

#### 4. 稳增长政策推动工业平稳增长，疫情和房地产低迷制约服务业修复

展望四季度，工业生产供给端回升态势不变。一是疫情、高温等不利因素影响逐渐消退。二是稳工业经济政策持续落地见效。近期多个省市明确年底巩固工业经济增长的发展任务，例如广东省提出将确保工业经济运行在合理区间，进一步发挥好工业经济“压舱石”作用；浙江省提出将聚焦工业大市大县分类指导，聚焦重点行业精准施策，推动工业持续回升等（表2）。“专精特新”企业在产业链供应链关键环节“补短板”优势将进一步显现。7月，全国专精特新创新指数为130.3，同比、环比分别增长36.9%和16.9%，创新指数上升势头显著。其中，授权发明专利指数表现突出，同比、环比增速分别为53.7%和9.5%。三是上年同期基数较低。2021年四季度工业增加值平均增速为3.9%，较上个季度放缓1个百分点。但是，房地产市场持续低迷、出口需求转弱将牵制工业生产增长。综合预计四季度工业增加值增长5.8%左右，全年增长4.3%左右。



表 2：近期部分地区稳定工业经济相关政策

省(区、市)	政策/会议名称	具体举措
广东省	《广东省进一步促进工业经济平稳增长若干措施》	1.全力降低企业生产经营成本；2.全力提振释放消费需求；3.全力抓好工业投资和重大项目建设；4.全力加大招商引资力度；5.全力纾解中小企业资金困难；6.全力推动内外贸一体化发展；7.全力服务支持企业发展壮大
浙江省	《浙江省畅循环稳工业攻坚行动方案》	1.全面提升物流畅通水平；2.强化稳链固链畅链强链；3.推广封闭生产管理模式；4.开展“十链百场万企”活动；5.分类帮扶支持重点行业发展；6.加快重大项目投资投产达产；7.优化企业用电保障；8.抓好政策落地直达快享
四川省	《支持工业抢进度拼速度保安全全力冲刺 2022 年目标的若干措施》	1.加快工业企业稳产满产；2.强化工业企业保产稳链；3.对各市(州)切块安排专项资金，鼓励地方依据实际情况配套相应资金，统筹用于冲刺全年工业稳增长目标任务；4.加强中小微企业纾困帮扶；5.推动工业和技术改造投资稳定增长；6.加大“四川造”市场拓展和新品开发；7.抓好生产要素保障协调
江西省	《切实稳住经济发展的若干接续举措》	持续开展防范和化解拖欠中小企业账款专项行动，建立机关事业单位和大型企业拖欠中小型企业账款定期披露、主动执法、劝告指导制度等

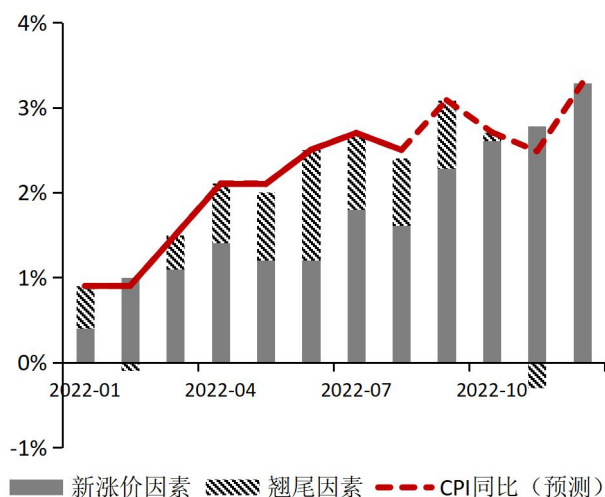
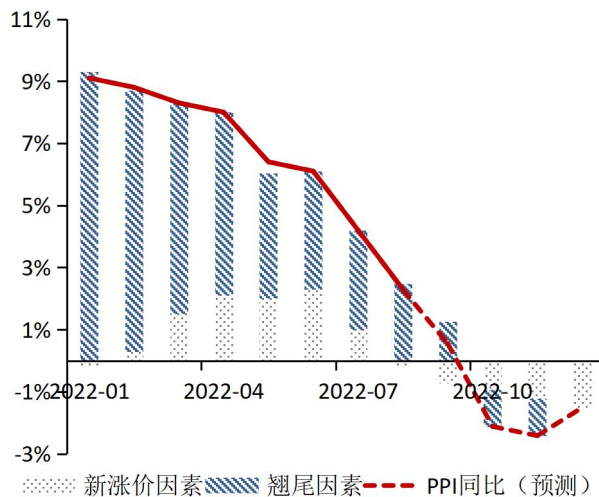
资料来源：中国银行研究院

服务业向上修复的潜力仍然较大，消费预期转弱对服务业的制约并未固化，未来随着国内疫情形势整体向好，仍有改善和优化空间。这可以从上海疫后恢复情况得到印证。据“去哪儿”大数据显示，2022年7月以来上海在全国酒店热门预订城市中已恢复至第10位，7月1日至25日上海酒店的预订量环比增长90%，在全国热门目的地城市的排名已经从40名晋升至20名。但是，服务业修复幅度会受疫情等因素的拖累。从市场预期看，服务业市场主体信心受疫情反复扰动。8月服务业业务活动预期指数为57.6%，连续两个月下降。综合预计四季度服务业增加值增长4%左右，全年增长2.7%左右。

### 5. 通胀压力整体温和可控，PPI-CPI“负剪刀差”或将扩大

四季度，中国通胀水平整体温和可控，但需关注物价走势的结构性特点。一是CPI与PPI涨幅的背离。猪肉价格进一步回升将对食品价格形成向上支撑，但考虑到本轮猪周期相对温和以及翘尾因素影响减弱，预计四季度CPI涨幅不

会明显扩大。在全球经济下行压力增大、主要经济体持续收紧货币政策的环境下，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，预计 PPI 涨幅将继续回落，甚至跌入负值区间。CPI 与 PPI 涨幅的背离将推动 PPI-CPI “负剪刀差”扩大。二是核心 CPI 与 CPI 的背离。当前及未来一段时间内，CPI 涨幅扩大主要受食品价格影响。四季度，猪肉价格上涨对 CPI 涨幅的拉动预计为 0.6 个百分点。但考虑中国经济恢复基础不牢、内需依然疲弱，预计剔除食品和能源价格的核心 CPI 将维持低位运行。预计四季度 CPI、PPI 同比涨幅分别为 2.8%、-2% 左右，全年同比涨幅分别为 2.2%、4% 左右（图 13、图 14）。

**图 13：2022 年 CPI 走势及预测**

**图 14：2022 年 PPI 走势及预测**


资料来源：中国银行研究院

## 二、2022 年三季度金融形势回顾与四季度展望

### （一）2022 年三季度金融形势回顾

三季度，金融政策量价并重全力稳定宏观经济大盘。总量层面，国常会先后推出两轮政策性开发性金融工具支持重大项目建设、确定专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造，以持续提振市场需求。价格层面，人民银行宣布下调 1 年期 MLF 利率及 1 年期和 5 年期以上贷款市场报价利率(LPR)，

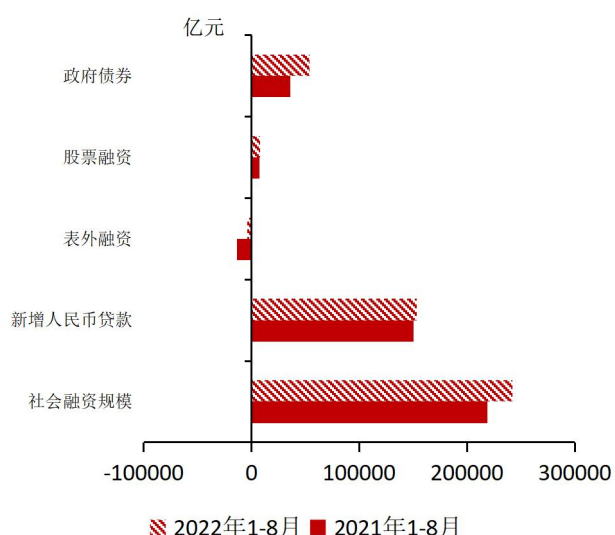
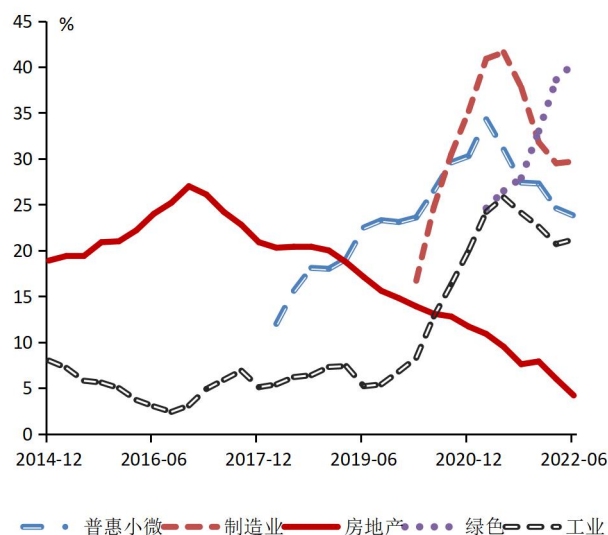
进一步引导贷款利率下降，降低企业融资成本。这些政策取得了一定效果，货币社融开始回升、各类利率明显下行，特别是贷款利率更是降至历史最低水平。但受疫情反复、全球通胀高企、美元流动性逆转、非美货币普遍大幅下挫多重因素影响，中国金融市场波动性有所加大。股市震荡下跌、人民币汇率一度破“7”，房地产企业债务风险依然较大。

### 1. 货币社融增速小幅回升，实体经济资金需求有所增加

1-8月，社会融资规模新增24.19万亿元，同比多增2.33万亿元（图15）。人民币贷款、政府债券是推动社融同比多增的主因。人民币贷款同比多增2611亿元，这与三季度以来疫情形势缓解带动企业融资意愿提升有关，特别是8月份企业中长期贷款多增了2138亿元，规模为2022年以来次高（6月份为2022年单月最大）。政府债券融资大幅多增1.75万亿元，这与财政政策靠前发力带动专项债发行规模大幅上升有关，但由于上半年专项债已基本发完，三季度以来政府债券融资开始放缓，7-8月同比少增4515亿元。股票融资同比小幅多增。新增非金融企业境内股票融资7370亿元，同比多增347亿元，这与上市便利度持续提升，许多新经济企业加快上市融资步伐有关。表外融资收缩态势有所收敛。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3857亿元，上年同期为减少1.35万亿元。特别是7-8月委托贷款、未贴现的银行承兑汇票同比多增4748亿元，而新增信托贷款减少规模也出现明显下降。

信贷投向结构持续优化，对重点领域和薄弱环节支持力度增大。一是普惠小微、工业等重点领域信贷余额保持高速增长。2022年二季度末，普惠小微、绿色、工业贷款余额增速分别为23.8%、40.4%、29.2%（图16）。其中，普惠小微贷款余额增速已连续近40个月保持在20%以上。二是房地产贷款增速创历史新低。二季度末，房地产贷款余额增速进一步降至4.2%，再创历史新低，同比下降5.3个百分点。1-8月，居民中长期贷款新增1.97万亿元，同比少增2.27万亿元，反映了购房者买房意愿持续偏弱。

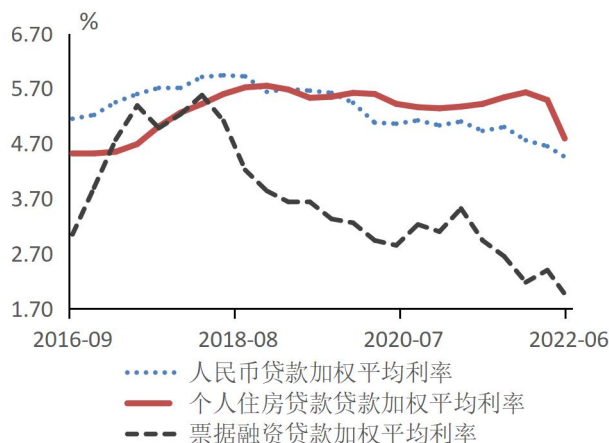
特别地，2022年8月末广义货币 M2 增速为 12.2%，为 2016 年 5 月以来最高，增速比二季度末上升 0.8 个百分点，同比上升 4 个百分点，这与财政政策靠前发力带动财政支出增大，以及疫情扰动下居民预防性储蓄上升等因素有关。

**图 15：新增社会融资规模**

**图 16：重点领域贷款余额增速**


资料来源：Wind，中国银行研究院

## 2. 流动性持续宽松，市场利率整体下行

三季度，人民银行在市场利率持续低位徘徊的情况下再次降息，8月下调 1 年期 MLF、7 天逆回购利率等主要政策利率。在政策利率下行、企业和个人融资需求疲软等共同作用下，各主要利率普遍下行。截至 8 月，质押式债券回购月加权平均利率和银行间同业拆借月加权平均利率分别为 1.24% 和 1.23%，较二季度末双双回落 33 个 BPs（图 17）。2022 年二季度，金融机构人民币贷款加权平均利率降至 4.41%，较一季度下降 24 个 BPs，创下历史新低（图 18）。存款利率也有所下降。9 月 15 日，工、农、中、建等多家国有大行宣布下调存款利率（专栏三）。

**图 17：货币市场利率持续下行**      **图 18：贷款加权利率创历史新低**


资料来源：Wind，中国银行研究院

值得注意的是，当前中国货币市场可能出现了流动性淤积的现象。一是货币市场利率持续低于短期政策利率。三季度，DR007 和 R007 利率均值分别约为 1.5% 和 1.6%，比 7 天逆回购利率分别低约 50、40 个 BPs。二是金融机构贷款加权利率下降幅度超过 LPR。二季度末，金融机构贷款加权利率相比 2021 年末下降了 35 个 BPs，降幅大于同期 1 年期 LPR 降幅（10 个 BPs）。三是票据融资利率大幅下行。2022 年 4 月以来，商业银行过度“以票充贷”<sup>5</sup> 导致各月票据贴现同比增速连续高达 40% 左右，带动二季度票据融资加权利率降至 1.86% 的历史低位，这反映出当前信贷增长的基础不牢、动力不稳。

### 专栏三：存款利率下调的原因及影响

9 月 15 日，工、农、中、建等多家国有大行宣布下调存款利率。其中，三年期定期存款和大额存单利率下调幅度相对较大，普遍下调幅度在 15 个 BPs，一年期和五年期定期存款利率下调幅度次之，约为 10 个 BPs，活期存款利率下调 5 个 BPs。存款利率下调是中国利率中枢降低的必然结果，也是银行存款利率市场化程度进一步加深的体现，对稳定银行净息差、助力实体经济发展等将产生重要而积极的影响。

<sup>5</sup> “以票充贷”指的是银行通过增加对企业持有的商业汇票、银行承兑汇票等票据的贴现量来扩大贷款的经济现象，常发生在经济下行期间。银行之所以“以票充贷”，原因主要有：相比新发放贷款，商业汇票或银行承兑汇票具有操作简便（汇票在发行之初已经通过银行授信审批，是银行现有客户）、风险较低（汇票有商业信用或银行信用为基础，具有还款保证）等特点，因此在企业融资需求不足、银行难以找到新客户时，银行有动力通过增大票据贴现规模、降低贴现利率来快速满足监管考核要求。从企业维度看，不少中小企业流动资产主要以应收票据的方式持有，在经济下行期间，企业维护资金链稳定的压力加大，因此进行票据贴现、尽快回笼资金的意愿也较强。

## 一、存款利率下调是中国利率中枢下降的必然结果

2022年以来，受疫情多地反复、高温限电和楼市运行低迷等多种因素影响，中国经济下行压力持续增大。在此背景下，人民银行通过下调MLF等政策利率支持实体经济发展。特别是8月份，五年期以上LPR下降了15个BPs，超出市场预期。当前，中国利率中枢不断下行，2022年6月末，金融机构人民币贷款加权平均利率已降至4.71%这一历史最低值，货币市场利率、10年期国债利率也持续走低。在几乎所有金融产品利率不断下降背景下，商业银行下调存款利率也是必然趋势。

存款利率下调既是商业银行响应政策号召的体现，也是银行存款利率市场化程度进一步加深的体现。近年来，存款利率市场化改革一直是人民银行的重点工作之一。2021年6月，人民银行指导利率自律机制进行优化，明确自2021年6月21日起，存款利率由存款基准利率乘以一定倍数调整为加减点的形式。不过实际执行中，多数银行的定期存款和大量存单利率均按照接近自律上限的方式进行定价。为进一步优化存款利率定价，2022年4月，人民银行指导利率自律机制建立存款利率市场化调整机制，明确以10年期国债收益率为代表的债市利率和1年期LPR为参考来调整存款利率水平，并对存款利率调整及时高效的金融机构给予适当奖励。至此，存款利率定价机制不仅有了更合理的上限约束，也为银行探索适合自身情况的存款利率水平提供了空间。本次各商业银行三年期存款利率下调幅度与8月五年期以上LPR的下调幅度基本吻合，这既是商业银行对存款利率定价机制改革新政的及时响应，也是商业银行基于资产负债管理需要所做的市场化选择。

## 二、存款利率调降将产生多重积极影响

**第一，有利于缓解银行负债端压力，稳定银行净息差。**近年来，银行负债管理难度明显加大，不仅存款规模增长较快且结构也发生重大变化，突出体现在低成本的活期存款占比下降而高成本的定期存款占比上升，导致银行负债成本居高不下。从存款总量看，2022年8月末，居民储蓄存款同比新增了10.8万亿元，占存款类金融机构总负债比重达到44.7%，相比2016年上升了5.4个百分点。从结构看，截至2022年8月末，个人存款中活期存款占比为31%，较2016年末下降7.8个百分点；企业存款中活期存款占比为34.2%，较2016年末下降了8.7个百分点。受此影响，商业银行付息率明显上升，2022年6月末，四大行存款付息率分别比2021年末增加了6个BPs。

商业银行负债成本的大幅增加对净息差带来明显影响。2022年6月末，商业银行净息差为1.94%，已降至2010年以来最低，其中城市商业银行的净息差仅有1.73%。净息差过低不仅透支了银行长期可持续发展空间，还将加大金融体系风险。存款利率下调有利于降低银行负债成本，并为存款利率下行效果最终传导到贷款端创造条件，从而更好地支持实体经济发展和确保金融体系保持稳健。

**第二，有利于促进消费和投资，助力“稳增长”。**从宏观角度看，存款利率下调使得储蓄收益下降和机会成本上升，有利于引导企业和居民更多地进行投资或消费，从而刺激总需求。多种现象表明，当前企业和居民可能出现了“资产负债表收缩”的迹象(简单地说，就是指企业和居民不再将主要精力用于扩大再投资或消费，而是偿还负债或者更多地进行储蓄)。根据2022年二季度人民银行的储户问卷调查，倾向于“更多储蓄”的居民占58.3%，这比上季度上升了3.6个百分点。受此影响，居民储蓄存款大幅上升，2022年8月末，居民储蓄存款余额为113万亿元，同比增长14.4%(仅低于2022年春节前后)。主流理论和各国实践普遍认为宽松货币政策是摆脱资产负债表衰退的最重要方式之一。例如，伯南克和克鲁格曼基于费雪的货币数量理论，认为需要把名义利率降到0并同步提振通胀预期，以实现真实利率为负，从而促进投资及消费恢复。从中国来看，受市场主体融资需求下降等影响，当前增加“量”已很难奏效，因此，压低利率尤其是信贷市场利率对于促消费、稳增长就显得尤为重要。

**第三，对理财产品、资本市场等形成利好。**存款利率下调虽然使客户存款收益下降，但随着中国金融市场的快速发展，居民投资渠道越来越丰富，因此存款利率下调并不会对金融消费者产生明显影响。中国不仅有规模庞大的债券和股票市场，还有正日益成为居民主流财富配置渠道之一的理财产品市场。2022年6月末，中国理财产品余额为29.2万亿元，虽然相较“资管新规”发布之前的最高点(2017年11月的30.3万亿元)有所下降，但仍为近五年以来的最高水平，这表明理财产品正日益成为居民保值增值的重要工具。从这个意义上看，存款利率的下降可能会使居民调整资产配置行为，更多地向资本市场、理财产品和黄金等领域转移。

当然，也要看到，存款利率下调意味着中美货币政策分化越来越大。中美金融周期的不同步将加

大人民币贬值和资本外流压力，进而对中国外债偿付、资本市场发展等产生不利影响，对此需要保持高度关注。9月16日在岸人民币兑美元也已跌破“7”这一重要关口，要关注其后续效应。

### 三、商业银行策略

存款利率下调有利于商业银行降低负债成本，推动银行存款付息率稳中趋降。商业银行要把握这一机遇，进一步优化负债结构，在确保流动性安全前提下，适当压降成本相对较高、稳定性较差的同业存拆以及降低期限更长、成本相对更高的中长期存款业务、大额存单发行等。与此同时，引导居民更多配置安全性和稳健性兼具的金融产品，确保客户不因存款利率调降而过度转存其它中小商业银行。

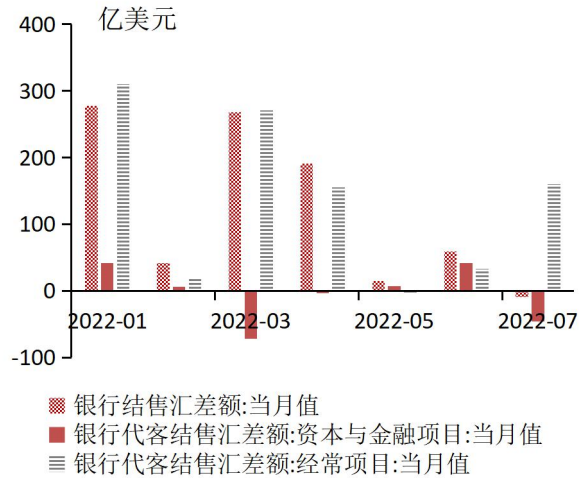
### 3. 美联储连续加息，人民币汇率波动中走低

三季度，人民币汇率整体呈波动走贬态势。截至9月23日，人民币即期汇率报7.1104，较二季度末贬值6.22%，已跌破“7”这一重要心理关口（图19）。导致人民币汇率走贬的主要因素有：一是美元指数不断走高。9月22日，美联储将联邦基金利率大幅上调75个基点，带动美元指数冲破113，创下20年来新高。受此影响，人民币汇率震荡走贬，但大部分非美货币也同步出现贬值，人民币汇率贬值幅度相对较小。例如，欧元兑美元汇率跌破平价，达到2002年以来最低水平，日元汇率近25年来首次跌破140。特别是，7月以来人民币汇率一篮子指数（CFETS）维持在102左右水平，未出现明显走低。二是中美利差倒挂缺口持续扩大。截至9月23日，中美利差倒挂缺口为-1.0098%，中美利差倒挂缺口扩大增大了资本外流压力，导致人民币汇率承压。三是结售汇差额遇季节性缩减。受季节性派息等周期性因素影响，7月资本与金融账户项下结售汇出现小幅逆差，直接投资、证券投资项下分别出现0.53亿、6.28亿美元逆差。综合来看，虽然7月经常账户结售汇顺差较6月有所增大，但资本与金融项由顺转逆，导致银行结汇（2203亿美元）小于售汇（2212亿美元），结售汇出现小幅逆差，在一定程度上增大了人民币汇率贬值预期和压力（图20）。

图 19：人民币汇率与美元指数



图 20：银行代客结售汇规模



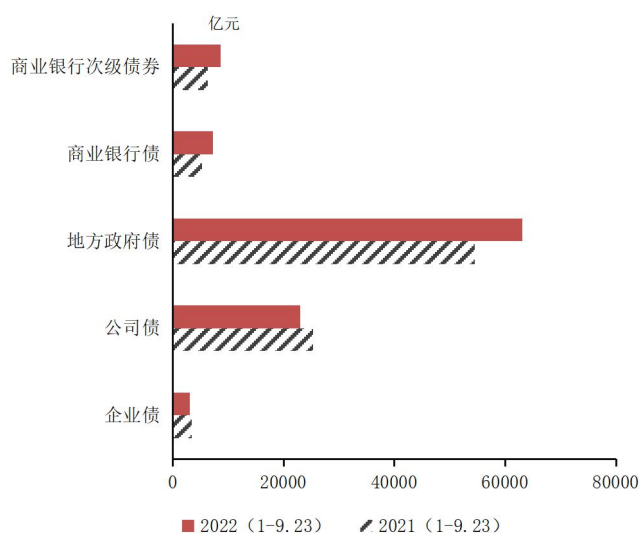
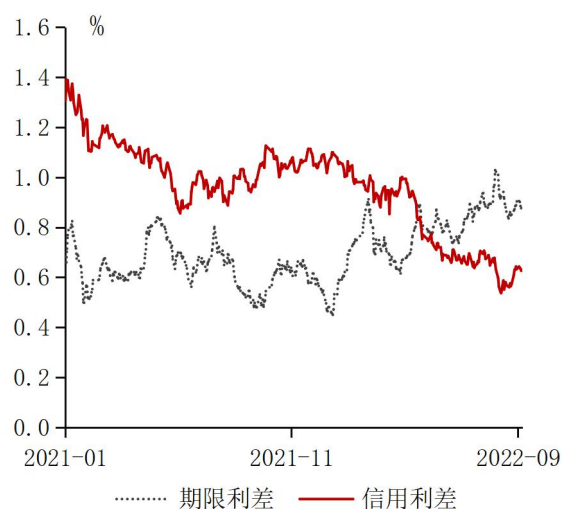
资料来源：Wind，中国银行研究院

#### 4. 债券发行总量平稳，国债收益率震荡下行

三季度，在经济基本面恢复不及预期、人民银行降息等因素影响下，10年期国债收益率震荡下行。截至2022年9月23日，10年期国债收益率报收于2.68%，相比6月末下降了14个BPs。总的来看，三季度债券市场运行主要呈现以下特点：一是债券发行总量平稳，发行结构持续分化。截至2022年9月23日，各类债券共发行45.82万亿元，相比上年同期增加1.51万亿元。受财政政策靠前发力影响，地方政府债发行显著前置，一、二季度地方政府债发行同比大幅多增，但三季度以来地方债发行速度明显放缓。截至9月23日，地方政府债券累计发行6.3万亿，同比增加15.57%，但三季度仅发行1.05万亿元，同比下降50.17%。商业银行次级债发行8685.15亿元，同比多增2325.05亿元，这与商业银行资本补充需求持续增大有关。企业债、公司债分别发行3054.6亿元、2.3万亿元，同比分别下降11.62%、9.18%（图21）。二是期限利差波动收窄，信用利差小幅下行。截至9月23日，国债期限利差（10年期-1年期国债收益率）为0.85%，较年初上升32个BPs，较二季度末下降2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 0.62%，较年初下降 46 个 BPs，较二季度末下降 8 个 BPs（图 22）。三是创新债券持续扩容。随着绿色转型不断推进，2022 年以来绿色债券（包括碳中和债券、蓝色债券以及转型债券）累计发行 4330.68 亿元，同比增长 111.87%。社会债券（包括乡村振兴债券、一带一路债券等）累计发行 3284.1 亿元，与上年基本持平。可持续发展债券累计发行 338 亿元，同比增长 15.4%。四是债券信用风险持续收敛。截至 2022 年 9 月 23 日，信用债累计违约 634.09 亿元，同比下降 42.74%。其中，房地产业务违约规模累计达 311.1 亿元，同比变动不大，但展期规模达 1062.31 亿元，同比上升 757.31 亿元。

**图 21：各类债券发行规模**

**图 22：期限利差与信用利差**


资料来源：Wind，中国银行研究院

## 5. A 股出现震荡下行，市场信心整体偏弱

三季度以来，A 股进入调整期，市场信心偏弱，多空因素交织下呈现震荡下行。截至 2022 年 9 月 23 日，上证综指收于 3088.37 点，较 2021 年底（3639.78 点）下跌了 15.15%，较二季度末（3398.62）下跌了 9.13%（图 23）。主要利空因素包括：一是国内经济恢复不及预期影响市场信心。在疫情反复影响下，

经济活动仍未恢复正常，消费需求疲弱，导致市场信心修复速度缓慢。二是负面事件冲击加剧市场恐慌情绪。例如，8月初美政治人物窜访台湾引发市场波动，A股当日下跌超过2%；美国将159家中概股列入“预摘牌”名单，中概股大跌同时对A股形成了拖累。三是上市公司盈利能力走弱。上市公司中报显示，多数行业上市公司ROE同比出现下滑，房地产、日常消费及工业同比分别减少2.18%、1.37%以及0.87%，降幅居前。但A股也有不少利多因素，包括：中美签署审计监管合作协议，这标志着中美监管合作迈出了关键一步，有益于稳定市场预期；国常会部署19项稳经济接续政策，涉及住房信贷、平台经济等，对相关领域带来支撑；8月人民银行超预期降息也进一步提振了市场信心。

图 23：上证指数走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

## （二）2022年四季度金融形势展望

展望四季度，金融市场有望维持稳健运行。从经济基本面看，疫情影响减弱、经济恢复、信心修复等因素将有助于金融市场的稳定运行。从政策面看，预计人民银行将灵活使用公开市场操作、各类借贷便利工具确保流动性合理充裕，维持稳健略宽的流动性环境。整体看，预计四季度新增信贷投放将继续稳步增长，企业融资成本维持下行，资本市场保持震荡态势，汇率持续贬值概率

不大。但疫情可能仍将对经济主体预期形成干扰，继而对金融市场平稳运行带来影响。

## 1. 融资环境维持稳中偏宽，助力实体经济稳健运行

一是货币社融增速有望维持在两位数以上。在企业对经济预期回暖带动下，资金需求意愿有望稳健恢复，这将带动融资规模同步走高。二是信贷投放结构持续优化。普惠小微、绿色、科技创新等经济重点领域和薄弱环节仍是金融机构支持的重要方向，相关领域信贷增速有望维持在20%以上。三是房地产贷款增速趋稳。随着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，加之银行信贷审批和发放贷款速度加快，预计四季度房地产业相关融资需求将有所回暖，信贷增速有望逐步趋稳。

## 2. 货币供给充裕叠加需求不振，实体经济融资成本仍将保持低位

四季度，尽管经济将保持复苏态势但基础并不稳固，预计货币政策仍将保持宽松态势，实体经济融资成本将低位运行。一是政策利率或将保持稳定。在中外货币政策分化、美联储等多国央行继续激进加息背景下，进一步降息将加剧人民币贬值和资本流出压力，预计四季度启动降息政策的可能性较小。二是货币市场利率底部趋稳。针对当前流动性淤积的情况，人民银行正在加大公开市场资金回笼力度，这将带动货币市场利率上行。7、8月人民银行已通过公开市场操作合计回笼资金900亿元，这推动DR007和R007利率由8月初最低的1.3%和1.4%分别回升至约1.65%和1.75%的水平。三是贷款利率低位运行。企业融资需求不足仍然延续，这意味着贷款利率“易降难升”。人民银行调查数据显示，二季度贷款需求指数为56.6%，相比一季度大幅下降15.7个百分点，特别是小型企业贷款需求指数下降幅度更大。从工业企业盈利能力、经营稳健性等<sup>6</sup>贷款需求的前瞻指标来看，未来一段时间，实体经济融资需求难以根本性

<sup>6</sup> 2022年前7个月，工业企业利润同比下降1.1%，改变了2020年10月以来正增长情况；亏损企业亏损额为48.5%，相比6月末提高了3.6个百分点。

恢复。

### 3. 人民币汇率短期下行空间有限，中长期走势有较强韧性

四季度，人民币汇率短期将继续承压，但下行空间有限。人民币汇率短期承压原因包括：一是美联储加息步伐不止。遏制通胀仍是美联储当前的首要目标（8月美国CPI环比仍高达8.3%），预计11月还将继续加息，美元强势升值将增大人民币贬值压力。二是外需走弱使得中国出口放缓，贸易顺差下降将导致人民币汇率承压。但人民币汇率走势仍有较强支撑：一是市场预期总体稳定。8月结汇率<sup>7</sup>达到71%，是近年来的较高水平，售汇率<sup>8</sup>为67%，与2022年以来月均值基本持平，体现了市场主体的结售汇意愿总体稳定。二是外汇储备规模稳定充裕。截至8月底，中国官方外汇储备资产30549亿美元，金融机构外汇各项存款余额9537亿美元，均保持在较高水平，这是有效应对人民币汇率过度波动的“压舱石”。

### 4. 债券发行规模难以明显上升，债券收益率继续维持低位

四季度，预计债券市场运行将呈如下特征：一是债券发行规模保持稳定，发行结构继续分化。特别是新增地方政府专项债全年额度已基本完成，预计四季度地方政府债发行可能进一步下降，考虑到实体经济融资需求改善有限，企业债、公司债发行规模难以明显扩大。但在资本补充压力较大背景下，商业银行次级债发行规模仍有望保持在较高水平。二是债市收益率将维持低位运行。从经济基本面看，受疫情反复影响，实体经济或将维持弱复苏态势，债市收益率上行动力不足。从政策面看，预计流动性将继续保持合理充裕，从而带动债券收益率维持低位运行。从资本流动看，中美货币政策持续分化带动下，中美利差“倒挂”程度将加大，但外资持债整体规模占存量债券规模比重较低，预计美联储加息对债市收益率影响相对有限。三是需密切关注房企违约问题。在

<sup>7</sup> 结汇率：客户向银行卖出外汇与客户涉外外汇收入之比，用于衡量结汇意愿。

<sup>8</sup> 售汇率：客户从银行买汇与客户涉外外汇支出之比，用于衡量售汇意愿。

流动性合理充裕及多元化违约处置机制逐步健全影响下，债券市场信用风险得到有效控制，但地产领域风险仍较为突出。债务展期能暂时缓解房地产企业的债务兑付压力，但需持续关注其盈利能力与偿债能力的恢复情况。

### 5. 多重因素影响市场预期，股市将继续呈现震荡走势

展望四季度，市场仍存在多重扰动因素，整体来看，预计 A 股将呈现震荡走势。利空因素包括：一是疫情发展的不确定性仍将对实体经济恢复造成拖累，经济恢复基础不稳固会影响投资者信心及其风险偏好，继而增大股市下行压力。二是外部因素仍将对 A 股运行带来扰动。大宗商品价格大幅波动、主要经济体加息等因素易引起市场情绪过度反应，继而加剧 A 股震荡。但 A 股仍然存在一些利多因素：一是货币政策稳中偏宽将确保流动性维持合理充裕，有利于支撑 A 股走强。二是从估值角度看，A 股估值处于历史低位，且总体低于境外市场。例如，截至 2022 年 9 月 23 日，沪深 300 市净率为 1.29，而标普 500 市净率达到 3.72。特别是新能源汽车、科技以及新材料等景气度向上的行业仍然存在机遇。

表 3：2022 年四季度及全年中国经济金融主要指标及预测（%）

指 标	2019 (R)	2020 (R)	2021 (R)	2022 (F)				
				Q1 (R)	Q2 (R)	Q3 (E)	Q4 (F)	全年 (F)
GDP	6.0	2.2	8.1	4.8	0.4	3.8	5.0	3.5
规模以上工业增加值	5.7	2.8	9.6	6.5	0.6	4.3	5.8	4.3
服务业增加值	7.2	1.9	8.2	4.0	-0.4	3.0	4.0	2.7
固定资产投资额（累计）	5.4	2.9	4.9	9.3	6.1	5.9	6.0	6.0
房地产开发投资额（累计）	9.9	7.0	4.4	0.7	-5.4	-7.9	-7.2	-7.2
消费品零售总额	8.0	-3.9	12.5	3.3	-4.9	4.0	5.5	2.2
出口（人民币计价）	5.0	4.0	21.2	13.2	12.7	14.9	5.0	11.1
进口（人民币计价）	1.7	-0.2	21.5	8.3	1.9	6.3	4.0	5.0
居民消费价格指数（CPI）	2.9	2.5	0.9	1.1	2.2	2.8	2.8	2.2
工业品出厂价格指数（PPI）	-0.3	-1.8	8.1	8.7	6.8	2.4	-2.0	4.0
广义货币（M2，期末）	8.7	10.1	9.0	9.7	11.4	12.0	12.0	12.0
社会融资规模（存量，期末）	10.7	13.3	10.3	10.5	10.8	10.8	10.5	10.5
1 年期 MLF	3.25	2.95	2.95	2.85	2.85	2.75	2.75	2.75
1 年期 LPR	4.15	3.85	3.80	3.70	3.70	3.65	3.65	3.65
人民币兑美元即期汇率	6.97	6.54	6.37	6.35	6.66	7.05	6.90	6.90

资料来源：中国银行研究院

### 三、宏观政策建议

#### （一）平衡好稳增长需要和财政可持续性，持续提高资金使用效率

根据经济形势变化提前谋划筹措资金，通过进一步使用跨年度预算调节资金、专项债地方结存限额、扩大政策性开发性金融工具规模、借助 REITs 和 PPP 等盘活存量资产等多种方式积极拓展财政资金来源，持续支持实体经济复苏。在积极开源的同时做好节流工作，各领域资金有保有压，有力保障民生等重点领域，政府继续过紧日子压减非必要支出。要重点关注财政资金可持续性，保持今明两年政策连续性，防止明年出现“财政悬崖”。

加强非税收收入的管理和利用。2022 年经济下行压力较大，税收收入下降，

但非税收入却快速增长。这在一定程度上意味着乱收费、乱罚款以及变卖资产行为的增加，不仅削弱了减税降费等助企纾困政策的效果，也不利于营造良好的营商环境和稳定市场主体预期。要全面清查各级政府、各协会商会等组织的收费和罚款事项，加快清理、调整超出法定权限的不合理收费与罚款。建立和落实好乱收费、乱罚款惩戒制度，加快将非税收入的征收和管理纳入法治轨道。密切监测重点地区的地方债风险，以透明、有序的方式推动地方债务置换和债务重组。

## （二）货币政策强化结构性工具重要功能，助力困难行业和企业渡过难关

货币政策在维持合意融资环境的同时，将强化结构性货币政策工具的使用，加大对受疫情影响较大的行业和企业的支持力度。特别是，考虑到四季度中外货币政策分化态势将进一步加剧，要做好内部稳增长和外部稳汇率之间的平衡。维持融资环境整体稳定，综合运用降准、公开市场操作等方式确保流动性合理充裕，稳定银行信贷投放规模，确保对实体经济的资金支持力度只增不减。加大对困难行业和企业的支持力度，未来应继续强化结构性货币政策工具的作用，综合使用专项再贷款、再贴现等方式支持困难行业和企业资金周转，防止资金链断链风险，确保产业链供应链正常运转。鼓励金融机构继续加大对普惠、绿色、高新技术等行业的支持力度，助力经济高质量发展。

## （三）更加注重发挥投资的托底作用，改善居民预期和消费意愿

继续发挥好基建投资对经济的托底作用。加快推动新增 3000 亿政策性开发性金融工具、5000 亿专项债结存限额资金落地形成实物工作量。提前谋划拓展基建投资资金来源，加快优质项目储备，畅通资金及相关限额跨区域调配机制，实现资金跟着项目走，提高资金使用效率，保持基建投资稳定增长。落实好对于设备购置和更新改造新增贷款提供 2.5 个百分点的中央财政贴息、提供 100% 专项再贷款，将研发费用加计扣除比例提高至 100% 等一系列支持政策，积极推

动制造业投资增长。

稳消费重在稳就业和稳预期。规范零工市场，逐步建立灵活就业人员社会保障制度。加大以工代赈力度，进一步扩大缓缴社保企业范围、延长缓缴期限，支持部分有需要的产业进行“旺工淡学”，尽量减少企业裁员。对失业者和毕业生群体提供过渡性工作岗位、开展职业技能培训。考虑提高个税起征点，进一步让利于民，提高居民可支配收入和消费能力。此外，抓紧梳理行政性限制消费的相关规定，因地制宜、积极开展汽车等限购政策放开评估，尽快推动限购措施取消。

#### **（四）优化房地产供需两端政策，助力房地产市场企稳**

因地制宜放松需求侧限制措施，进一步降低人口流入地区限购门槛，通过降低首付比例、改善公积金使用方式范围等减轻刚需购房压力，适当缩小刚需和改善性住房之间首付比例、贷款利率等方面的差距，释放改善性需求。

供给方面，积极通过加大政策性银行专项借款力度、成立定向纾困基金等方式支持已售逾期难交付楼盘项目，全力做好“保交楼、稳民生”工作。加大对房企的信贷支持，允许满足条件的房企对银行贷款进行展期；鼓励房企积极通过出售资产和股权调整资产结构，改善资金来源，同时加速剥离不良资产、聚焦主业发展。完善风险处置机制，分门别类处理问题房企，采取债转股、引入资产管理公司等进行债务重组，或者采取市场化、法制化手段推动其稳步进入破产清算程序。

#### **（五）加大力度保市场主体，提供更加稳定和法治化、可预期的发展环境**

保持纾困解难政策的连续性，助力市场主体渡过难关。积极安排中小微企业和个体工商户纾困专项资金，加快执行 2022 年国有大型商业银行新增普惠型小微企业贷款 1.6 万亿元目标，开展防范和化解拖欠中小企业账款专项行动等



10项措施，提高中小微企业享有的普惠小微贷款额度，延长缓缴社保费时间，扩展缓缴行业范围，增加贷款延期规模，缓解中小微企业资金流压力。

加强重大政策出台前的市场沟通，尤其是对行业发展有重大影响的政策，充分吸纳市场主体的意见，建立健全企业家参与的涉企政策制定机制，为市场主体设置合理过渡期，形成稳定透明可预期的发展环境。

持续优化营商环境，提振市场主体信心。降低市场主体准入成本、办事成本、涉企收费等制度性交易成本，释放市场主体发展活力。加快数字化转型，全面推行“一网通办”，加快实现涉企证照电子化，积极引导平台型、科技型企业利用数字技术赋能中小微企业。以多元化共治为支撑，提升公正监管水平，保障市场主体公平竞争。

#### 四、专题研究

##### 专题一：2022年财政形势变化的原因、影响及未来发力空间

###### （一）2022年地方财政形势变化情况和原因

2022年以来，国内外形势错综复杂，疫情阴霾笼罩，房地产市场加速下行，叠加集中实施增值税留抵退税政策等影响，地方财政收支两端压力明显。1-7月，地方一般公共预算收入、支出分别为6.8万亿元、12.8万亿元，收入按自然口径和扣除留抵退税因素后同比增速分别为-7.6%、4.1%，支出同比增长6.4%。1-7月，地方政府性基金预算本级收入、支出分别为3.1万亿元、6.4万亿元，同比增速分别为-30%、29.8%。

一方面，地方财政缺口拉大，财政脆弱性问题突出。1-7月，地方广义财政预算缺口达到9.3万亿元，远高于中央广义财政预算缺口的3.8万亿元，较上年同期扩大86%。分区域来看（表4），除山西、河南财政收支缺口分别缩窄15.9%、0.3%，上海财政盈余较上年同期减少79.2%外，其他各省（区、市）财

政收支缺口均出现一定程度的扩大。其中，浙江、北京、广东三大经济强省（区、市）财政收支缺口扩大幅度最大，分别扩大 1619.2%、293.9%和 102.7%。

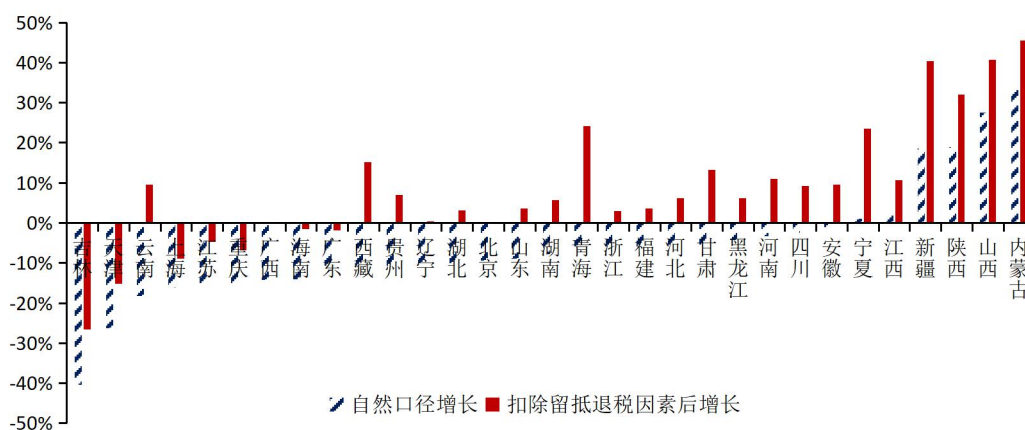
**表 4：2022 年 1-7 月各省（区、市）财政收支缺口变化情况（亿元）**

	2022 年 1-7 月 一般公共预算 收入	2022 年 1-7 月 一般公共预算 支出	2022 年 1-7 月地方财政 缺口	2021 年 1-7 月 一般公共预算 收入	2021 年 1-7 月一 般公共预算支出	2021 年 1-7 月 地方财政缺口	财政缺口同 比变动情况
浙江	6548.6	7086.7	-538.1	6126.4	6157.7	-31.3	1619.17%
北京	3521.0	4385.5	-864.5	3886.4	4105.9	-219.5	293.85%
广东	7822.2	10778.9	-2956.7	8890.8	10349.8	-1459.0	102.65%
天津	1062.7	1464.0	-401.3	1441.9	1666.7	-224.8	78.51%
江苏	5588.1	8174.0	-2585.9	6652.0	8196.0	-1544.0	67.48%
山东	4594.9	7117.9	-2522.9	5042.0	6628.0	-1586.0	59.08%
福建	2214.0	3146.1	-932.1	2370.3	2964.9	-594.6	56.76%
辽宁	1559.5	3405.2	-1845.7	1734.8	3089.6	-1354.8	36.23%
海南	499.5	1186.8	-687.3	580.7	1106.4	-525.7	30.74%
贵州	1032.2	3276.6	-2244.4	1158.9	2895.4	-1736.5	29.25%
重庆	1192.3	2641.2	-1448.9	1418.2	2543.6	-1125.4	28.75%
吉林	457.7	2125.7	-1668.0	767.4	2082.2	-1314.8	26.86%
湖北	2097.0	4906.0	-2809.0	2332.0	4556.0	-2224.0	26.30%
安徽	2292.8	5116.2	-2823.4	2332.9	4574.3	-2241.4	25.97%
湖南	1805.9	5080.1	-3274.2	1959.5	4591.3	-2631.8	24.41%
河北	2533.4	5394.4	-2861.0	2810.8	5163.1	-2352.3	21.63%
宁夏	285.4	975.9	-690.5	282.4	866.1	-583.7	18.30%
四川	2851.5	6746.3	-3894.8	2925.9	6237.4	-3311.5	17.61%
西藏	106.0	1203.3	-1097.4	120.0	1078.4	-958.4	14.50%
甘肃	521.2	2512.7	-1991.5	555.7	2300.4	-1744.7	14.15%
黑龙江	754.1	3044.9	-2290.8	788.1	2829.6	-2041.5	12.21%
青海	189.9	1075.9	-886.0	204.7	1002.1	-797.4	11.11%
广西	1013.9	3690.4	-2676.5	1182.3	3596.9	-2414.6	10.85%
陕西	2087.5	4024.8	-1937.3	1755.7	3523.5	-1767.8	9.59%
云南	1058.5	4034.1	-2975.6	1295.8	4020.3	-2724.5	9.22%
内蒙古	1861.5	3314.5	-1453.0	1389.3	2816.4	-1427.1	1.81%
江西	1991.7	4267.9	-2276.2	1938.3	4176.9	-2238.6	1.68%
新疆	1101.5	3365.0	-2263.4	925.6	3168.9	-2243.2	0.90%
河南	2739.0	6537.5	-3798.5	2832.3	6641.3	-3809.0	-0.28%
山西	2163.5	3116.8	-953.3	1695.9	2829.6	-1133.7	-15.91%
上海	4743.2	4448.9	294.3	5661.0	4243.4	1417.6	-79.24%

资料来源：Wind，各省（区、市）统计局、财政厅网站，中国银行研究院

另一方面，地方财政收入分化加剧。地缘政治变化叠加供给冲击推动大宗商品价格上行，支撑了能源集中的西部地区财政收入增长。扣除留抵退税因素后（图 24），内蒙古、山西、陕西、新疆等以煤炭、石油为主的资源型地区财政收入增速位居全国前列，而宁夏、青海、甘肃等省（区、市）财政收入增速也保持较高水平。但广东、海南、重庆、江苏、上海、天津、吉林等省（区、市）在扣除留抵退税后的财政收入增速为负。其中，广东、上海、江苏受疫情冲击影响财政收入下滑严重，而天津和吉林财政收入增速的下滑除疫情影响外也受限于自身产业发展。

**图 24：2022 年 1-7 月全国 31 个省（区、市）一般公共预算收入累计自然增速和扣除留抵退税因素后增速情况**



资料来源：各省（区、市）统计局、财政厅网站，中国银行研究院

地方财政收支矛盾突出，主要原因有二。一是疫情冲击超预期，财政收入端持续承压。2022 年 3 月以来，全国散点疫情相继暴发，无论是持续时间还是影响范围均超过 2020 年首轮疫情，经济供需两端均受到较大影响，下行压力明显增大，导致一般公共预算收入增速大幅放缓。1-6 月除广西、陕西、甘肃外其他省（区、市）均较一季度出现明显下行，且 1-7 月仍有 12 个省（区、市）处于下行趋势，显示财政收入复苏动能不足（表 5）。

表 5：两轮疫情下地方一般公共预算收入累计增速变化（%）<sup>9</sup>

	2020 年				2022 年		
	2020-03	2020-06	2020-09	2020-12	2022-03	2022-06	2022-07
北京	-11.0	-11.0	-10.3	-5.7	6.6	-8.1	-9.4
天津	-16.3	-17.1	-15.3	-10.2	-19.4	-29.3	-26.3
河北	-5.0	1.3	-2.4	2.3	8.7	-6.7	-9.9
山西	-17.8	-12.9	-10.7	-2.2	51.4	44.0	27.6
内蒙古	-20.6	-8.7	-8.6	-0.4	64.3	36.6	34.0
辽宁	-16.9	-9.4	-2.9	0.1	5.1	-9.2	-10.1
吉林	-11.9	-8.7	-2.3	-2.9	-22.8	-42.8	-40.4
黑龙江	-21.7	-20.4	-14.3	-8.7	11.0	-1.4	-0.4
上海	-11.3	-12.2	-5.9	-1.7	10.9	-19.8	-16.2
江苏	-9.0	-2.8	1.0	2.9	4.0	-17.9	-16.0
浙江	-5.1	-2.6	1.7	2.8	6.0	-6.2	3.0
安徽	-	-	-	1.0	17.3	-1.2	9.6
福建	-10.3	-8.4	-3.1	0.9	17.3	-4.1	-6.6
江西	-4.6	-3.1	0.1	0.8	13.7	2.6	2.8
山东	-10.1	-5.8	-2.1	0.5	6.9	-8.2	-8.9
河南	-16.0	-0.7	1.9	2.8	8.9	-3.5	-3.3
湖北	-47.6	-38.4	-27.5	-25.9	7.6	-10.6	-1.0
湖南	-5.6	-8.7	-3.5	0.1	4.0	-7.2	-7.8
广东	-8.4	-5.8	0.1	2.1	1.4	-11.4	-12.0
广西	-2.8	1.3	1.1	-5.2	-2.0	-0.6	0.1
海南	-31.8	-26.2	-15.2	0.2	19.3	3.8	-1.5
重庆	-23.2	-11.2	-6.8	-1.9	1.1	-16.2	-15.9
四川	-12.7	-5.7	1.0	-	11.1	-3.8	-2.5
贵州	-11.4	0.7	-5.2	1.1	10.7	-13.0	-10.9
云南	-5.3	-6.4	1.6	2.1	3.6	-22.5	-18.3
西藏	5.7	-5.9	-1.4	-0.5	5.4	-24.2	-11.7
陕西	-18.0	-15.0	-9.4	-1.3	34.2	34.7	18.9
甘肃	-16.0	-9.0	-1.6	2.8	12.9	15.9	13.2
青海	-9.1	5.4	5.3	5.6	20.1	-20.9	-7.2
宁夏	-16.9	-16.6	-6.3	-1.0	18.5	-0.8	23.6
新疆	-23.4	0.2	-5.7	-6.4	45.9	17.8	19.0

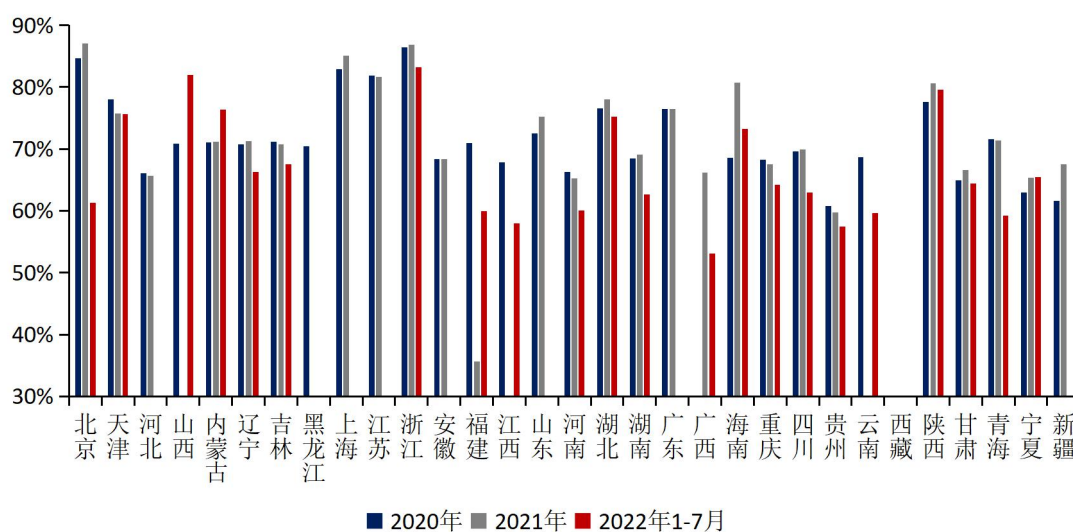
资料来源：Wind，各省（区、市）统计局、财政厅网站，中国银行研究院

收入端，留抵退税政策下财政明显减收。作为 2022 年组合式税费支持政策的重要内容，留抵退税为企业提供现金流支持以有效应对市场冲击。1-7 月，全

<sup>9</sup> 表中一季度累计增速为负则标红，表明财政收入年初出现下行；若二、三、四季度累计增速继续下行则标红，表明财政收入情况持续恶化。

国累计办理退税 2.06 万亿元，相当于 2021 年全国增值税收入（执行数）的 32%。但是，留抵退税客观上减少地方财政收入（图 24）。自然口径下，25 个省（区、市）1-7 月财政收入为负增长。扣除留抵退税因素影响口径下，有 24 个省（区、市）1-7 月财政收入实现正增长。从收入结构来看（图 25），大规模减税降费下大部分省（区、市）税收收入占比 2022 年以来持续下降。

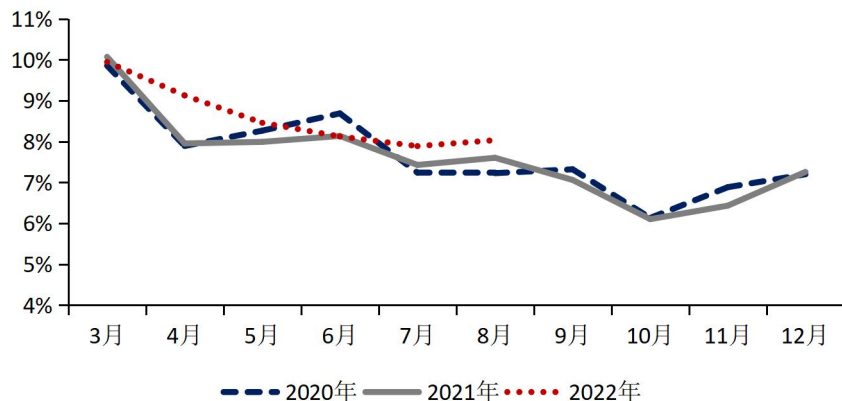
图 25：2022 年以来税收收入占比持续下降



资料来源：Wind，各省（区、市）统计局、财政厅网站，中国银行研究院

支出端，防疫相关支出压力有所上升。2022 年以来吉林、上海、广东等多地相继出现疫情，核酸检测、方舱建设等抗疫支出压力明显加大。2022 年 1-8 月，卫生健康支出占全国公共财政支出的比重保持在 8%左右，高于历史同期（图 26）。据相关测算（表 6），若常态化核酸检测覆盖 9 亿城镇人口（其中抗原覆盖率为 50%），则全年常态化核酸检测将带来 0.7 万亿左右财政支出。

图 26：2020-2022 年卫生健康支出占全国公共财政支出的比重



资料来源：Wind，中国银行研究院

表 6：常态化防疫直接支出测算结果（3 天/轮）

项目	费用	覆盖人数	人均单价	全国月度支出 (亿元)	全国年度支出 (亿元)
采样点建设费用	• 4 万元/个	• 覆盖 3000 人	13 元/人/年	20	120
采样人员补贴	• 800 元/天 (每次采样需要 2 名采样人员和 1 名信息录入人员： 采样人员：300/天*2，信息录入人员：200/天)	• 720 人/天 (一小时可采集 120 人样本，按一天工作 6 小时计算，一天可检测 720 人)	1.11 元/人/次	100	1,201
核酸检测	• 3.4 元/次 (含耗材与检测费用)	• 1 人次 (目前混检最低价)	3.40 元/人/次	307	3,680
抗原试剂	• 3.95 元/支	• 1 人次 (目前最低采购价)	3.95 元/支	178	2,138
备用方舱	• 新建床位：9.3 万元/个 • 改建床位：3.7 万元/个 • 平均：6.5 万元/个	• 单位病床对应 3597 人 (除上海、吉林外的人均床位覆盖人数)	18 元/人/年	42	254
合计	—	—	—	647	<b>7,394</b>

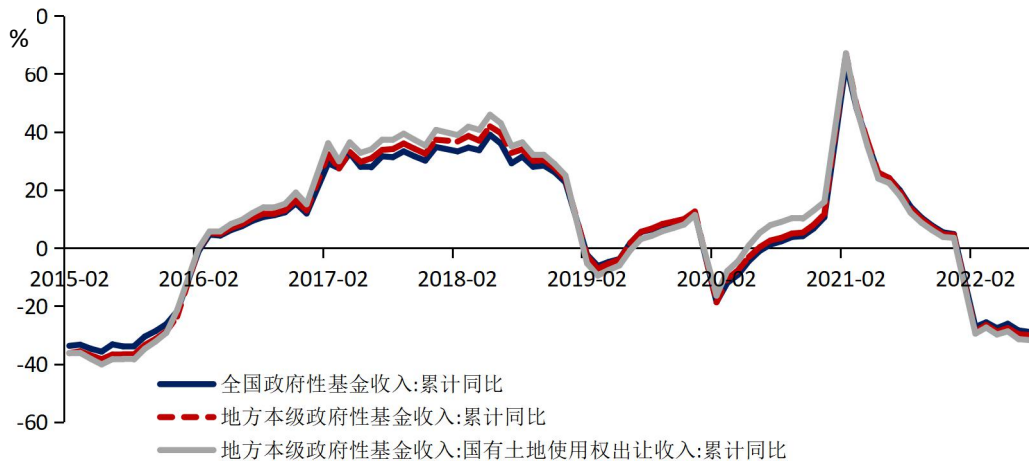
注：方舱、采样亭月度支出摊销时间为 6 个月。

资料来源：民生证券，中国银行研究院

二是土地市场低迷导致土地出让收入大幅下行。政府性基金收入是地方政府财政收入的重要来源，但是在经济下行压力加大、房地产市场持续走弱的背景下，地产销售持续走弱，开发商现金流不足，2022 年以来地方政府土地出让收入大幅下降，1-7 月地方政府性基金收入累计下降 30%（图 27）。分地区来看，1-7 月所有省（区、市）的政府性基金收入同比下降，其中吉林、青海、辽

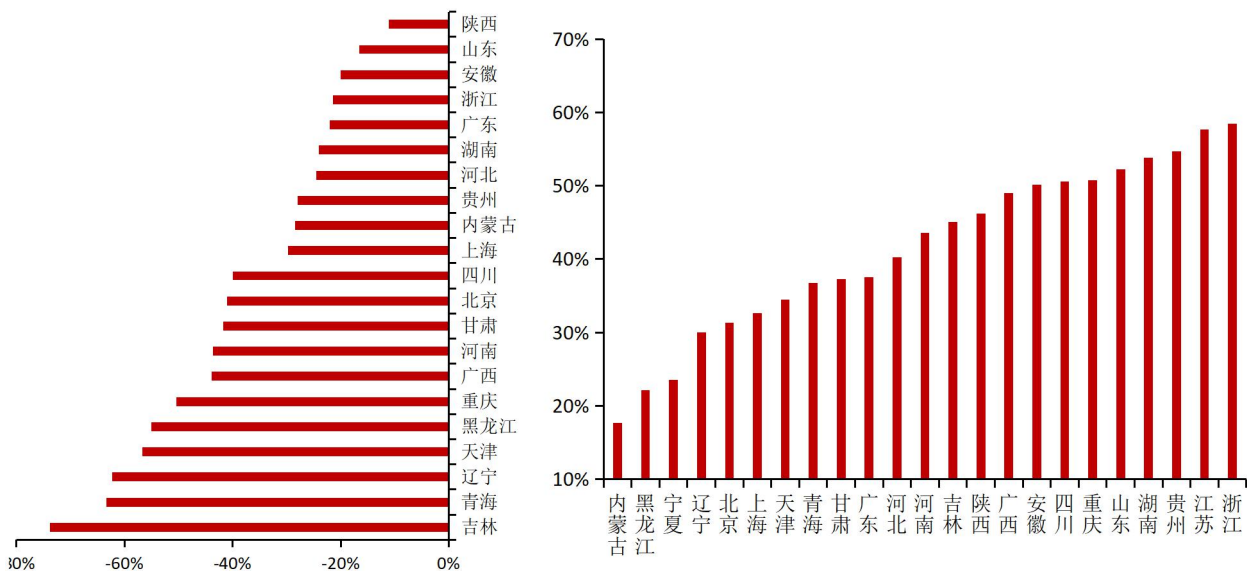
宁和天津降幅超过 55%（图 28）。从各省（区、市）土地依赖度来看，浙江、江苏、贵州、湖南、山东等省（区、市）财政更加依赖政府性基金收入，而内蒙古、黑龙江、山西等省（区、市）土地依赖度较小（图 29）。

**图 27：土地市场低迷导致政府性基金收入显著下滑**



资料来源：Wind，中国银行研究院

**图 28：2022 年 1-7 月政府性基金收入变动**      **图 29：2021 年土地依赖度<sup>10</sup>**



资料来源：Wind，各省（区、市）统计局、财政厅网站，中国银行研究院

<sup>10</sup> 土地依赖度=政府性基金收入/(公共财政收入+政府性基金收入)。

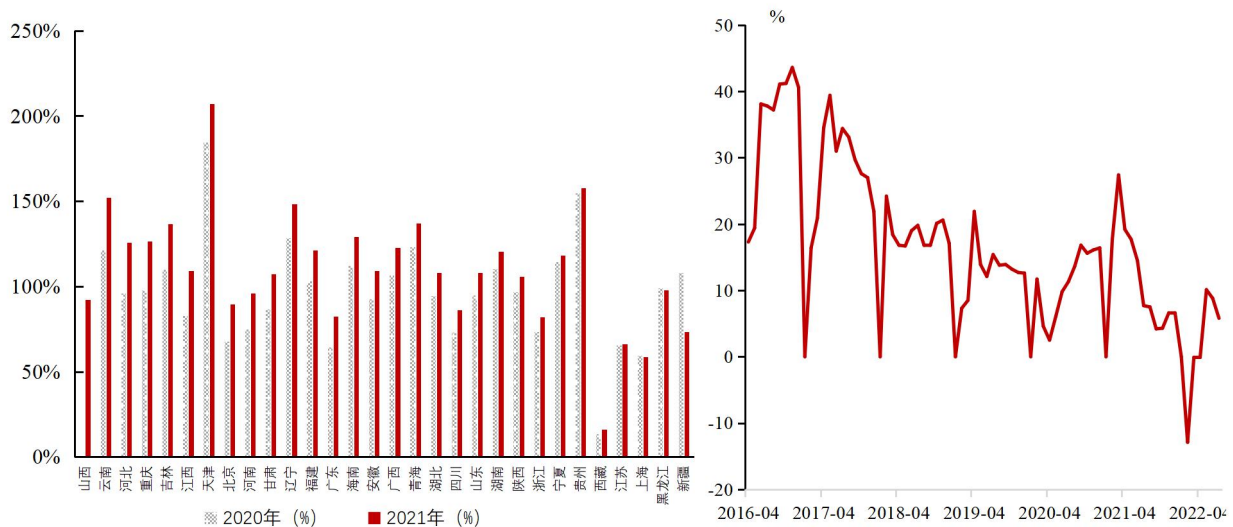
## （二）财政压力过大对实体经济的影响

### 1. 财政还本付息压力较大，违约风险上升

在债务规模扩大、财政收入收缩的情况下，财政还本付息压力逐渐增大。2021年全国绝大多数省（区、市）的债务还本付息压力<sup>11</sup>较2020年有所上升（图30）。2022年以来，公共财政中债务付息支出的累计同比增速呈上升趋势（图31）。同时，随着监管趋严，各省（区、市）城投融资环境趋紧，借新还旧难度加大，付息压力也趋于增大。2022年上半年，各省（区、市）有息城投债规模进一步扩大，绝大多数省（区、市）有息城投债规模环比和同比均继续增长，未来城投还本付息压力将进一步增大（表7）。此外，地方政府还有规模不小的隐性债务，进一步加剧地方政府债务风险。

图 30：各省（区、市）还本付息压力

图 31：公共财政中债务付息支出累计同比增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

<sup>11</sup> 用一般公共预算收入、政府性基金收入、上级补助收入三者合计来反映地方政府综合财力，并用政府性债务余额除以地方政府综合财力来反映地方政府债务还本付息压力情况。



表 7：各省（区、市）2020-2022 年城投有息债务增速（%）

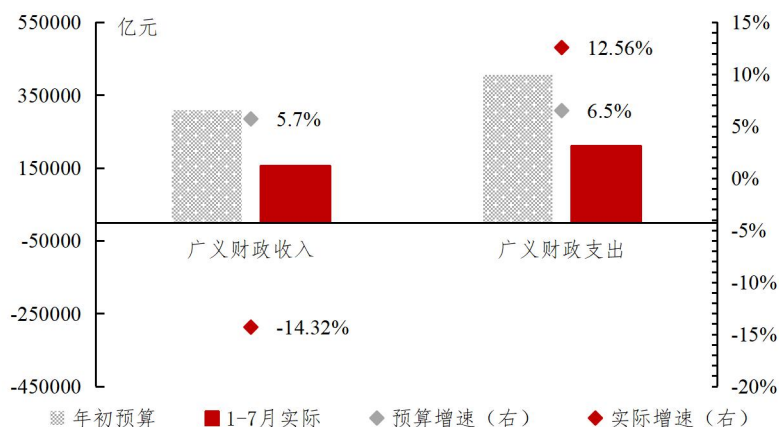
省（区、市）	2020H1	2021H1	2021	2022H1 同比	2022H1 环比
内蒙古	1.49	8.74	6.20	108.92	2.84
广西	37.10	20.71	43.92	45.55	8.03
甘肃	41.56	-5.86	10.17	35.00	3.88
福建	23.40	16.14	8.80	27.99	15.13
西藏	47.63	5.31	17.20	27.21	0.83
黑龙江	11.99	-20.36	2.29	24.59	1.37
山东	45.30	37.31	20.41	24.25	8.99
浙江	49.45	33.14	19.87	23.37	13.09
广东	24.97	31.34	19.14	21.91	14.25
四川	37.94	74.20	42.06	18.22	10.32
河南	24.32	28.50	11.54	17.77	9.60
江西	33.62	29.31	15.84	17.58	9.89
新疆	16.82	18.03	5.16	17.17	5.65
重庆	13.09	14.60	8.60	17.05	5.86
上海	46.13	17.75	10.93	15.74	4.42
安徽	30.81	18.02	11.98	15.30	9.49
陕西	46.41	53.46	9.28	13.80	4.95
湖南	32.42	29.03	11.87	13.44	4.97
湖北	22.80	15.97	9.15	11.81	6.66
河北	73.97	29.44	8.48	9.44	8.67
江苏	28.52	15.65	8.80	9.04	5.84
宁夏	16.63	-6.31	4.86	7.30	1.85
辽宁	152.22	49.49	0.05	6.61	3.51
云南	28.92	25.25	5.62	6.02	2.39
吉林	30.01	3.59	3.04	5.27	2.37
山西	44.44	2.20	6.12	5.25	5.56
贵州	28.49	3.20	3.58	1.84	1.06
北京	10.33	3.23	-3.49	-0.19	3.08
天津	8.30	-2.52	-9.21	-0.34	0.01
青海	-20.97	-18.96	-16.66	-11.60	-6.47

资料来源：Wind，中国银行研究院

## 2. 制约基建投资增长，削弱政府促进经济中长期发展的能力

短期来看，财政压力过大直接制约基建投资增速，预计 2022 年全年基建资金缺口为 1.8 万亿左右。2022 年 1-7 月，财政收入增速大幅低于年初预算 20 个百分点，而支出增速却高出年初预算增速 6 个百分点（图 32）。下半年在保持赤字率不变和以收定支的财政原则下，基建资金支出将面临较大缺口。2020 年

以来，公共财政和政府性基金支出中基建领域支出占比分别为 24.3%和 47.3%。预计下半年房地产市场改善有限，按 1-7 月政府性基金收入同比增速推算全年（-28.9%），则全年对应的基建资金缺口（对照预算）为 13689.4 亿元。一般公共财政方面，假设下半年随着留抵退税任务的完成以及经济逐步恢复，一般公共财政收入情况改善，全年同比下降 5%，则全年对应的基建资金缺口为 4307.9 亿元（表 8）。两者合计，全年基建资金缺口为 1.8 万亿左右。中长期来看，财政压力过大将掣肘重大项目投资力度，影响战略性新兴产业及国民经济基础性产业等的前瞻性布局，不利于夯实经济中长期发展基础。

**图 32：广义财政收支增速**


资料来源：Wind，中国银行研究院

**表 8：2022 年下半年基建投资资金缺口预测（亿元）**

类别	2022 年初预算				2022 年上半年实际				下半年收入	全年收入缺口	对应的全年基建资金缺口
	收入	支出	赤字	基建	收入	支出	赤字	基建			
一般公共财政	210140	267125	56985	64911.4	105221	128887	23666	31319.5	87191.1	17728	4307.9
政府性基金	98636.7	138991	40354.7	65742.9	27968	54826	26858	25932.7	41727.1	28941.6	13689.4
合计	308777	406116	97339.7	130654	133189	183713	50524	57252.2	128918.1	46669.6	17997.3

资料来源：Wind，中国银行研究院

### 3. 公共部门 and 经济社会发展面临阻碍

2022 年以来，部分地区公共服务面临困难。河南、湖南、广东等地区由于企业亏损、政府补贴不到位先后发生个别城市公交停运事件，多地公务员薪酬较前期有所下调、发放日期推迟。财政收支失衡下“三保”压力陡增。一方面，财政收入端增长乏力。当前，经济下行对财政增收造成显著影响，经济运行的异常波动会引发财政收入的波动。而由于“三保”覆盖群体范围较广，在疫情持续下需要纳入救助的事项和人数显著增加。疫情发生以来，中国失业率抬升，大量中小微企业和个体工商户现金流面临阻碍。2022 年 6 月，中国城镇调查失业率为 5.5%，较 5 月虽然小幅回落，但仍处于高位。大城市城镇调查失业率升至 5.8%，就业压力明显高于 2020 年首轮疫情期间。另一方面，财政支出端需要维持刚性。“三保”支出涉及到企业员工和老百姓的切身利益，维持刚性情况下易升难降。为稳定宏观经济大盘，政府稳增长政策持续加码。如果降低近年来维持增长的基础养老金、医保补助资金、最低生活保障等“三保”支出，可能进一步降低市场预期。

#### （三）应对措施与未来财政发力空间

未来，经济持续恢复仍离不开财政政策发力，可考虑使用跨年度预算调节资金和专项债地方结存限额，扩容政策性开发性金融工具，通过 REITs、PPP 等方式助力盘活存量资产等，进一步拓展财政资金来源。但也要特别注意财政可持续性，平衡好短期稳增长和未来政策空间之间的关系。

**第一，使用跨年度预算调节资金。**2022 年跨年度预算调节资金尚有余量。2021 年财政结余资金规模达 2.5 万亿元左右，其中仅一半资金纳入 2022 年预算，余下 1.24 万亿元可用于必要时进一步加大支出。

**第二，专项债地方结存限额的使用，将是下半年重要的财政增量空间。**2022 年全国地方政府专项债务限额为 218,185.08 亿元，截至 6 月末，全国专项债务

余额为 202,645 亿元，专项债地方结存限额为 15,540.08 亿元。8 月 24 日国常会提出要用好 5000 多亿元专项债地方结存限额，在 10 月底之前发行完毕。因此，未来还有 1 万亿左右的专项债地方结存限额可以使用，以应对未来经济可能出现的超预期情况。当前各省（区、市）专项债结存限额差距较大（表 9），可能存在限额空间和项目储备之间的错配，未来不排除额度跨省调配的可能性，这将进一步打开剩余 1 万亿专项债地方结存限额的使用空间。

**表 9：各省（区、市）专项债和一般债结存限额情况（亿元）**

省（区、市）	专项债限额-余额	一般债限额-余额	债务限额-余额
北京	1811	696	2507
上海	1727	1520	3247
河南	921	943	1864
江苏	829	1030	1859
福建	742	455	1197
山东	695	457	1152
河北	638	978	1616
四川	631	424	1055
辽宁	543	469	1012
江西	514	515	1029
广东	509	722	1231
云南	504	780	1284
安徽	464	508	972
浙江	397	209	606
陕西	358	535	893
广西	273	223	496
湖北	261	345	606
贵州	215	278	493
甘肃	215	111	326
新疆	193	366	559
吉林	170	238	408
青海	145	143	288
重庆	143	151	294
海南	130	120	250
内蒙古	113	488	601
山西	113	165	278
天津	90	10	100
宁夏	62	164	226
湖南	50	184	234

黑龙江	37	101	138
西藏	2	56	58

资料来源：Wind，中国银行研究院

第三，政策性开发性金融工具具有杠杆效果好、资金落地快等优势，未来仍有扩容空间。农发行基础设施基金从7月15日国务院批复同意设立开始，截至8月20日已完成全部900亿元的资金投放，支持项目共500余个，拉动项目总投资超万亿元。按照农发行基础设施基金1:10左右的杠杆撬动效应估算，8月24日国常会新增的3000亿元政策性开发性金融债券额度可拉动总投资超过3万亿。

第四，REITs、PPP等方式助力盘活存量资产，带来增量资金。5月25日国务院办公厅印发《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，鼓励通过REITs和PPP模式盘活存量资产。据国家发展改革委统计，自2021年6月21日首批基础设施REITs试点项目上市，截至2021年底，共11个REITs项目发行上市，带动新项目总投资超过1900亿元。2022年，在政策鼓励下，基建REITs审批明显加快，截至8月15日，国家发改委现有6个项目正在评估，近20个较成熟的项目正在加快推进，处于辅导期的项目超过80个，预计全年发行量将超过2021年，有望带来2000亿元以上的资金增量空间。

### 专题二：氢交易所建设为产业发展和相关金融服务创造良好条件

氢能是一种来源广泛、用途多样、终端零排的二次能源，在实现绿色低碳转型进程中有望发挥重要作用。近日，上海市发改委印发《关于支持中国（上海）自由贸易试验区临港新片区氢能产业高质量发展的若干政策》，提出要逐步探索建设全国性氢交易所，这或将有力推动中国氢能产业的发展，并为金融支持氢能产业创造良好条件。

## （一）中国建设氢交易所条件已逐渐成熟

第一，国家已明确对发展氢能源的支持态度，未来产业发展需依托氢交易所支持。2021年，党中央、国务院出台《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》，提出“统筹推进氢能‘制储输用’全链条发展”“推进可再生能源制氢前沿技术攻关”等要求，体现了国家对氢能的重视。特别是2022年3月，国家发改委、国家能源局联合印发《氢能产业发展中长期规划（2021-2035年）》（简称《规划》），提出“氢能是未来国家能源体系的重要组成部分”，明确了氢能的政策地位。提出“充分发挥氢能作为可再生能源规模化高效利用的重要载体作用及其大规模、长周期储能优势，促进异质能源跨地域和跨季节优化配置”“推动氢能、电能和热能系统融合，促进形成多元互补融合的现代能源供应体系。”氢来源广泛，而且化学性质活泼，一方面传统化石能源、风电光电等可通过参与还原反应来制氢，另一方面氢还可发生氧化反应来发电、产热，从而构成能量形式的循环。此外，将气态氢压缩转化为高压气体、液体甚至固体，或转化为氨、甲醇等形式，有望高效实现能量的储存和运输。因此《规划》将氢定位为连接化石能源、电能的桥梁，并成为可再生能源储存和运输的重要载体，因此发展氢能与发展其他可再生新能源不是竞争关系，而是互补关系。国家政策的明确表态，为氢能产业发展奠定了坚实基础，进而为氢交易所的建设创造了条件。

第二，中国化石能源制氢已较为成熟，氢气贸易开始出现。2019年，中国氢产量约3342万吨，高居全球第一。其中，煤制氢产量2124万吨，天然气制氢产量460万吨，合计占比77%。其余主要是焦炉煤气、化肥工业等副产氢，产量约708万吨，占比21%。当前相关产业已初具规模，技术较为成熟，制氢成本大为降低。例如据测算当煤价格800元/吨时，煤制氢成本约为12.64元/kg；而工业副产氢作为生产化工产品同时产生的氢气，成本更低。随着制氢规模的扩大，国内跨省氢贸易也已出现，如何为氢定价正在成为困扰相关企业的难题。

**第三，发展“绿氢”时机已基本成熟，如何定价与销售将成为重要课题。**相比于基于化石能源而产生的“灰氢”（化石能源制氢后产生 CO<sub>2</sub> 排放）和“蓝氢”（化石能源制氢后，通过碳补集、封存技术减少 CO<sub>2</sub> 排放，但无法完全消除），通过风能、光伏等新能源发电，再电解水制成的“绿氢”具有零排放优势。但如果风电、光电本身成本过高，发展“绿氢”无异于空中楼阁。近年来，中国风电、光电产业进步迅猛，在具有自然禀赋优势的地区，发电成本已低于火电。中国发展风电、光电自然条件良好，目前装机容量已在全球遥遥领先（全球占比分别为 40%和 36%），未来仍大有进步空间。为解决未来“绿氢”大规模生产后随之产生的交易与定价问题，有必要提前着手建设氢交易所。

**第四，国际氢交易所竞争已打响发令枪。**俄乌冲突爆发后，欧洲国家虽然短期内不得不重启煤电，但也更加重视在长期扩展能源来源，降低对俄能源依赖。尤其是德国，已于 2022 年 3 月与阿联酋签署协议，并将于年内进口氢气。这标志着传统化石能源大国与制造业大国开始携手共建氢产业链和贸易圈。目前，欧洲地区的氢气交易已显露雏形，荷兰鹿特丹正在成为欧洲氢交易中心。与原油、LNG 相似，氢有望在未来全球低碳转型中发展成为又一项重要大宗商品。围绕全球氢交易中心建设以及氢定价权的竞争，或将成为将来国际经贸金融竞争中的又一焦点，为此中国也应及早部署、抢占先机。

## **（二）建设氢交易所应在哪些方面有所突破**

建设氢交易所全球范围来看都属于新鲜事物，与原油、LNG 等传统能源交易所建设既有相似之处，也有诸多新的领域有待探索突破。

**第一，完善市场交易机制建设，加强对氢来源的信息披露。**与其他交易所相同，氢交易所应在期货与现货等产品设置、资金结算、交易规则设计等方面建立完善机制，并向市场参与主体披露关于产品报价、成交价、交易量、库存量等重要市场信息。此外，氢交易所应特别注意加强对于氢来源的信息披露。

制氢方式众多，除上文提到的灰氢、蓝氢和绿氢外，还有绿松石氢（甲烷热解）、粉氢（核能制氢）等等，因此被称为“彩虹氢气”。不同制氢方法的成本和碳排放量差距较大。例如灰氢已具备价格优势，但碳排放量较高；而绿松石氢尚不具备市场竞争力，但热解后可生成便于回收的固体碳，几乎无碳排放。仅从成品氢的性状来看，难以区分是由何种制氢方法制得。因此，氢交易所要推动建立关于氢溯源认证的完善机制，明确可信地体现氢的来源。这对于成品氢定价、反映碳减排成效、对接碳市场获得自愿减排收益等具有重要意义。

**第二，加强氢交易所基础设施建设，推动完善行业标准体系。**氢交易所未来将成为实物氢进行交割的物理场所，在建设过程中应高标准配齐有关基础设施。例如，要建设远距离运输管道、深水港口、高压储罐、储存仓库、加氢站等各类设施。氢能行业发展尚处于起步阶段，得益于国家统一规划，尤其要重视建立较为完善的行业标准体系。围绕氢制储运用等基础设施建设，应广泛邀请行业龙头企业参与，共同设计标准。特别是要在标准设计中高度重视安全问题，氢气易燃易爆，如果在行业发展初期因操作不当频繁出现安全事故，将给长远发展造成严重舆论阻力。未来，一是应在基础设施建设和运营中，严格落实各项标准指标，实现高水平建设和安全运转。二是在引导全行业统一、规范采取相关标准方面发挥积极作用。对于在制储运用等方面不能达标的企业，可拒绝其进入氢交易所参与交易。

**第三，形成具有代表性的氢价格指数，抢占国际氢能源定价权制高点。**中国长期作为全球大宗商品的主要消费国，却既不掌握产品定价权、在国际交易中还要使用美元。在氢能发展和氢交易所建设进程中，中国应不断完善以自身供需状况为基础的定价体系，并为未来推进“氢能人民币”的货币国际化路线创造条件。石油是复杂的烃类混合物，不同产地的石油在质量、含硫量等方面差别显著，尚能够形成标准化的期货交易。氢作为纯净的单质，也有望借助期货交易的成熟经验，产生相关交易品种。由于目前远距离运输氢仍面临一些障



碍，可借鉴建设碳交易所的经验，除上海外，在珠三角、环渤海等区域建立多个氢交易试点，反映不同地区氢价格情况。未来随着全国性氢交易网络的建成，逐步形成具有国际影响力的氢价格指数，这或将是氢交易所建设的一项重要任务。

**第四，探索发展基于氢的碳自愿减排交易，为氢能企业创造额外经济激励。**当前各种低碳制氢和运用技术，普遍仍存在技术难关，总体成本偏高，这使得氢能产业仍面临市场竞争力不足的困局。要进一步推动产业发展，可探索将氢能开发在降低碳排放方面的外部社会效益转化为产业内部经济效益。探索创建基于氢能产业发展的相关方法学（目前尚属空白），科学度量相关氢能项目在碳减排方面的额外性，项目经申报、签发、核证等流程后获取相关的核证自愿减排量，并通过卖给有碳排放抵消需求的企业来获得经济回报，这就可为氢能源企业创造额外的经济激励。目前由于国家自愿核证减排（CCER）申报尚未重启，关于氢能的自愿核证减排项目可依托于氢交易所展开试点交易。

### （三）氢交易所建设为金融业支持氢能产业发展提供新机遇

氢交易所的建设，有望促进整个氢能产业的快速成长。依托交易所的建设，金融业支持氢能产业发展将迎来新机遇。

**机遇一：氢能技术进步或将迎来新高峰。**实现关键技术突破、降低制储运用的综合成本是中国氢能产业长远发展的核心任务。随着氢交易所的建设，氢能定价更为准确，交易成本大大降低，掌握先进技术的氢能企业能够在氢交易中获利，这将显著激发技术创新动力，也将产生对支持氢能技术研发的巨大资金需求。金融机构通过风险投资、投贷联动、支持上市等方式，可为氢能产业技术进步提供更多金融支持。

**机遇二：氢能基础设施建设创造巨大资金需求。**未来随着以氢交易所为中心的全国性氢交易网络的形成，覆盖全国的制储运用基础设施网络也将逐步铺

开，这将产生巨大的资金投资需求。例如，管道运输是成本最低的运氢方式，目前美国、欧洲分别建成了 2500 公里、1600 公里的运氢管道，中国只建有约 100 公里。中国建设输氢管道成本约 600 万元/km（主要包括建设费用、维护费用等，不含土地费用），未来如果要连接全国主要城市，资金投入量巨大。又如，目前建设一座日加氢能力 500 公斤、加注压力为 35MPa 的加氢站投资成本达 1200 万元（不含土地费用），假设到 2050 年全国建成 1.2 万个加氢站，即使不考虑土地费用，也将产生超过 1400 亿的设备投资需求（暂不考虑建设成本变化）。因此，氢能行业仅基础设施建设一项，便可能拉动万亿级别的投资需求，银行绿色信贷、绿色债券等可对接相关融资需要。

**机遇三：氢能重点示范场景建设有待资金支持。**当前氢能产业尚处于发展初期，优先推进可能具备商业价值的示范场景建设，对于促进产业完善、研判产业未来前途具有重要意义。目前来看，氢燃料电池重型卡车仍是氢能运用的主要场景。当前中国重卡保有量约为 780 万辆，占全国汽车保有量 2.6%，但其产生的碳排放量却占全部汽车的约 50%。而重卡由于车重过大、长途运输等特点，难以采用家用汽车适用的锂动力电池。目前来看要想大幅降低碳排放，使用氢燃料电池是一个可能选项。目前一辆氢燃料电池重卡售价在 120 万元以上（大幅超过汽油重卡，但补贴后价格差距不大），据估计到 2035 年氢燃料电池汽车保有量或将达到 100 万辆（以重卡为主），仅氢燃料电池重型卡车便可能产生万亿元级别市场。相关领域具备良好发展前景的企业，有望成为未来金融业服务的重点对象。此外，重型工程机械、航空航天、大型船舶等领域同样可能催生具有良好适用性的应用场景，也有望成为金融支持的重点领域。

---

### 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