



**NIFD**

国家金融与发展实验室  
National Institute for Finance & Development

# NIFD季报

主编:李扬

---

## 中国宏观金融

殷剑峰

张畅

2022年5月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、银行业运行、保险业运行、特殊资产行业运行等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

# 应对三重压力

## ——2022 年第一季度中国宏观金融形势分析与展望

### 摘要

我国国民经济延续恢复发展态势，第一季度 GDP 实际增长较上季度加快。消费支出和净出口对经济增长的拉动力减弱，资本形成的拉动力增强。从消费来看，国内多地疫情反弹冲击消费复苏，大宗商品“稳价保量”政策效果持续显现使得生产价格增速趋于回落，基建发力带动行业需求与猪周期影响减弱使得居民消费价格增速趋于上升，生产价格向消费价格逐步传导。不过居民消费需求偏弱，核心 CPI 缺乏大幅上涨基础。从外贸来看，今年内外部环境更趋复杂严峻，海外主要经济体货币政策转向使得海外需求放缓，国内外防疫措施差异使得国内部分产能向海外转移。我国外贸在去年高增长的基础上仍保持了一定韧性，虽然进出口规模增速放缓，但是出口增速回落缓于进口并支撑净出口高增，贸易结构继续改善，对主要贸易伙伴保持较快增长。从投资来看，跨周期和逆周期宏观调控政策结合发力加快固定资产投资，能源供给行业、基建行业和接触型消费行业投资增速升幅较大，房地产投资下行压力凸显，金融业投资或受国际金融市场震荡影响增速由正转负。

非金融部门的信用扩张速度小幅提升，动力主要来自于企业的短期融资需求和地方政府的债券融资需求。从企业部门来看，信用扩张速度加快，疫情导致部分产业链、供应链和资金链承压，因而企业短期资金需求旺盛。工业方面，能源供应行业的产能和盈利能力相对更强，而大部分中下游行

本报告负责人：殷剑峰

本报告执笔人：

● 殷剑峰

国家金融与发展实验室  
副主任

● 张旸

国家金融与发展实验室  
宏观金融研究中心助理  
研究员

### 【NIFD 季报】

宏观经济金融形势高  
频监测

全球金融市场

人民币汇率

国内宏观经济

宏观杠杆率

**中国宏观金融**

中国金融监管

中国财政运行

地方区域财政

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

特殊资产行业运行

业受疫情影响产能放缓、盈利减弱。服务业方面，接触型服务业受疫情影响较大，而现代服务业较快增长。制造业和服务业景气度双双跌破荣枯线，供给端和需求端同向收缩，而成本受能源通胀影响进一步上涨。企业债券的偿还压力有所减轻、违约情况好转，不过房地产及其相关行业的脆弱性十分突出。从政府部门来看，中央政府的信用扩张速度放缓、地方政府的信用扩张速度加快，积极财政政策的支出压力进一步向地方集中。去年偏紧的财政政策拓宽了政策空间，今年财政政策更加积极，政府一般公共预算与政府性基金预算都呈现出收入放缓、支出加快的特征。地方政府融资“显性化”程度提高，信用扩张主要依靠专项债发行，而城投债融资放缓。4月城投政策放松可能会根据平台资质产生结构性利好。从居民部门来看，信用扩张速度放慢，贷款全面放缓，特别是与消费相关的存贷增速同步下行，居民部门比较疲软。疫情反弹对就业造成冲击，城镇调查失业率几乎与2020年6月份水平相当。今年劳动力市场的供需矛盾可能会比往年更突出。财政政策与货币政策协调配合加大稳企业保就业力度，将在一定程度上缓解冲击下的就业压力。

当前我国面临的国内外经济金融形势更加复杂严峻。疫情对3月份社会活动的冲击程度接近2020年的水平，我们认为，此轮疫情防控措施的有效性与灵活性，将是影响今年经济表现的重要关键因素。从刚刚公布的4月份金融数据看，新增贷款、新增社融的同比分别为-72%和-51%。这表明，2021年中央经济工作会议的判断，即需求收缩、供给冲击、预期转弱，是无比正确的。2022年可能是近半个世纪以来最困难的一年。

## 目 录

一、国内宏观经济形势.....	1
二、信用总量情况 .....	4
(一) 企业部门.....	6
(二) 政府部门.....	9
(三) 居民部门.....	10
三、预期.....	11
(一) 疫情封控措施需更加灵活有效.....	12
(二) 2022 很可能是近半个世纪最困难的一年 .....	13

## 一、国内宏观经济形势

我国国民经济延续恢复发展态势，2022年第一季度GDP的实际增速为4.8%，较去年第四季度增速加快0.8个百分点。从三大需求对GDP当季同比的拉动来看（图1），第一季度最终消费支出拉动3.3个百分点，较去年第四季度下滑0.1个百分点。货物和服务净出口拉动0.2个百分点，较去年第四季度下滑0.9个百分点。资本形成拉动1.3个百分点，较去年第四季度回升1.8个百分点。国内多地疫情反弹冲击消费复苏，消费支出的拉动力延续下滑。外贸环境更趋复杂严峻，我国净出口的拉动力降至2020年6月以来最低。跨周期和逆周期宏观调控政策结合发力，资本形成对经济增长的拉动力增强。

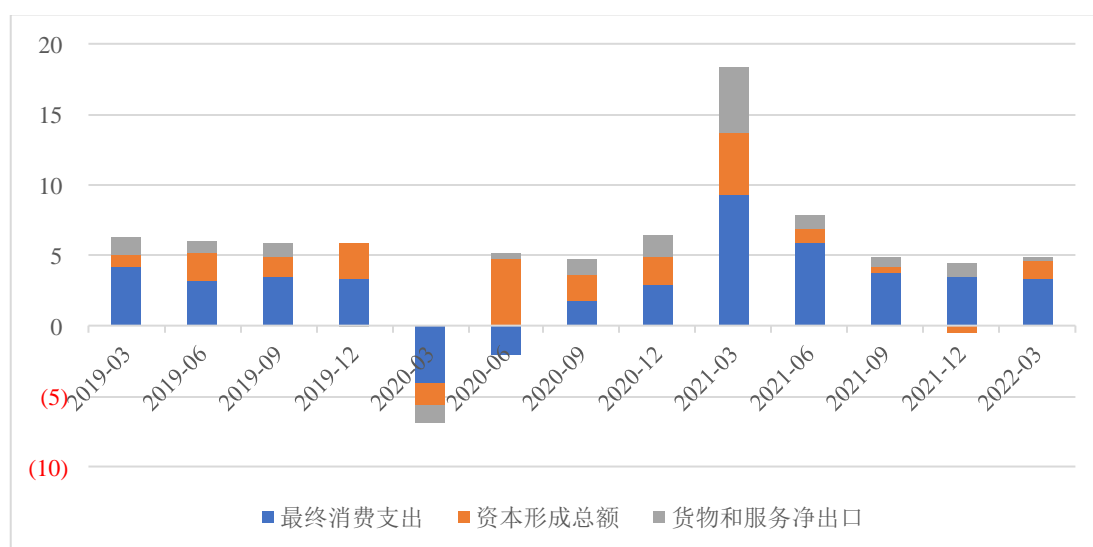


图1 三大需求对GDP当季同比的拉动（%）

数据来源：Wind。

固定资产投资明显加快，能源供给行业、基建行业和接触型消费行业投资增速升幅较大。第一季度固定投资完成额增速为9.3%，较去年第四季度提高4.4个百分点，宏观政策发力支撑基建投资从去年第四季度的0.21%大幅反弹至10.48%。从三大产业来看，猪周期波动的负面影响导致畜牧业投资同比萎缩，拖累第一产业投资增速较上季度下降2.3个百分点至6.8%（图2）；第二产业投资加快，增速较上季度提高4.8个百分点至16.1%，国内大宗商品“稳价保量”政策利好能源供给行业，采矿业和电热燃水生产供应的投资明显加快，制造业也保持复苏韧性，而建筑业投资受房地产周期影响同比萎缩；第三产业投资回暖，增速较上季度提高4.3个百分点至6.4%，受疫情冲击比较严重的消费行业稳步恢复，批发零售、住宿餐饮和交运仓储投资增速均回升8至11个百分点左右。信息技术服务业投资景气度回升。而金融业投资增速由正转负，原因或与国际金融市场震荡有关。房企预期

转弱，房地产投资下行压力凸显。

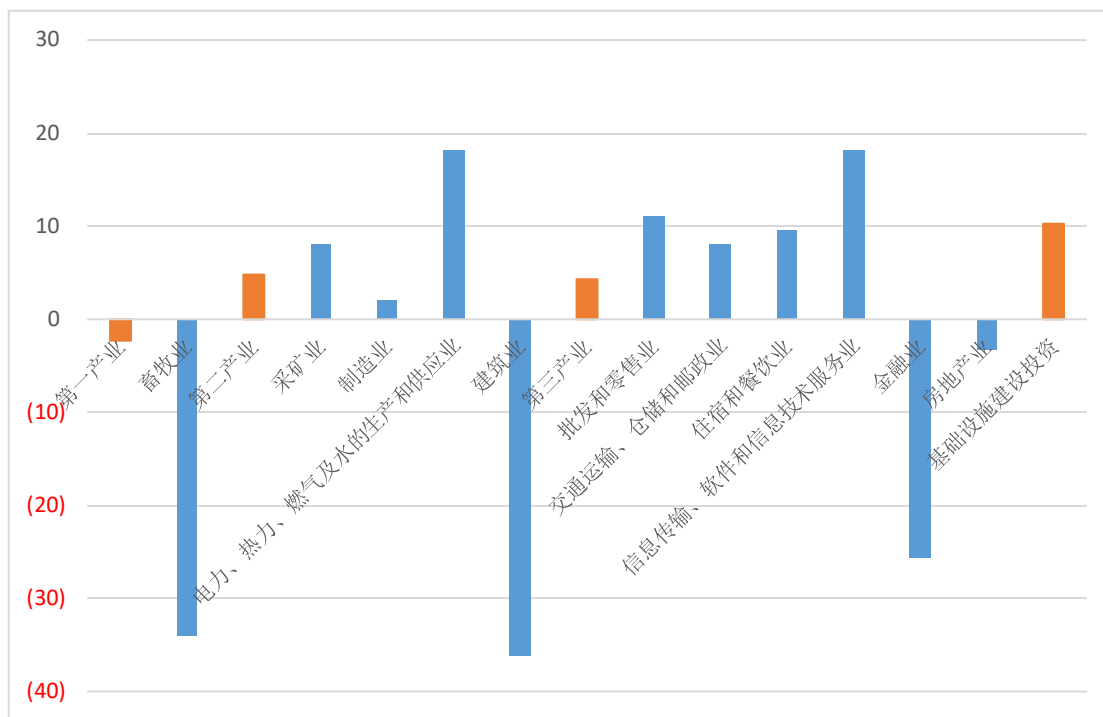


图 2 主要行业固定投资完成额第一季度同比增速较上季度变化 (%)

数据来源：Wind。

疫情冲击消费复苏，生产价格向消费价格逐步传导。在需求收缩的长期趋势下，3月爆发的新冠肺炎疫情进一步冲击消费市场，第一季度社会消费品零售总额的同比增速为3.3%，较去年第四季度大幅下滑9.2个百分点，创下除了2020年以外的历史最低水平。网上零售增速下滑幅度不大，反映出疫情主要冲击接触型消费市场。从价格指数来看，生产价格指数（PPI）涨势趋于回落（图3），1至3月份当月同比增速分别为9.1%、8.8%和8.3%，大宗商品“稳价保量”政策效果显现，生产资料PPI增速回落2.7个百分点。居民消费价格指数（CPI）上涨，1至3月份同比增速分别为0.9%、0.9%和1.5%，受到国际能源价格上涨的影响，包含能源在内的非食品CPI同比涨幅连续7个月保持在2%以上，猪肉价格拖累食品CPI同比跌幅超过1%。PPI向CPI传导逐步显现，二者的增速差从去年12月份的8.8%缩窄至今年3月份的6.8%，这将有助于缓解部分中下游企业的生产经营压力。第二季度，地缘政治因素将对能源价格形成支撑，不过随着国内“稳价保量”政策效果持续显现、PPI翘尾因素大幅回落，预计PPI将延续回落。猪周期拖累因素趋于减弱，CPI翘尾因素增强，基建发力带动行业需求提升，疫情防控形势对生产和运输产生扰动，预计CPI会延续回升。不过居民消费需求偏弱，核心CPI缺乏大幅上涨基础。

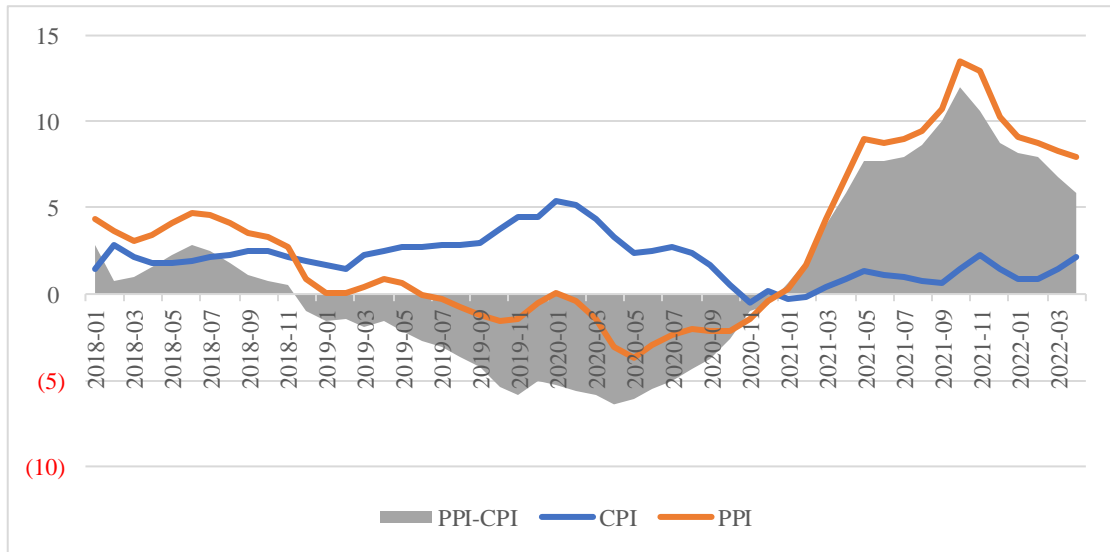


图3 消费及生产价格指数当月同比增速 (%)

数据来源：Wind。

**外贸环境更趋复杂严峻，进出口保持韧性。**去年我国进、出口保持高速增长的原因，一是在需求端，其他主要经济体、尤其是美国的大规模财政货币扩张政策刺激经济复苏，加大了对中国商品的需求；二是在供给端，国内外疫情控制的差异，使得国外产能向中国集中。今年我国的外贸环境更趋复杂，从需求端来看，美、英等主要经济体纷纷加息抑制通胀，叠加地缘政治因素扰动消费预期，使得海外对中国商品的需求放缓。从供给端来看，越来越多的国家放开防疫措施，东南亚国家也在加快正常生产，而我国疫情防控形势对长三角、珠三角等重点经济圈区的生产和物流产生了一定的影响，使得部分产能向海外转移。虽然内外部环境严峻，我国外贸在去年高增长的基础上仍保持了一定韧性：第一季度进出口在放缓的同时仍保持较快增长，增速为 10.7%，其中，出口增速回落缓于进口（图 4），增速差支撑净出口规模同比增长 46%，创下历史同期最高规模；贸易结构持续改善，一般贸易进出口金额同比增长 13.9%，占外贸总值比重较上季度提高 1.6 个百分点至 63.2%；对主要贸易伙伴的进出口保持较快增长，对前三大贸易伙伴美国、欧盟和东盟的进出口分别增长 9.9%、10.2%、8.4%，对“一带一路”沿线国家、RCEP 贸易伙伴的进出口分别增长 16.7%、6.9%。



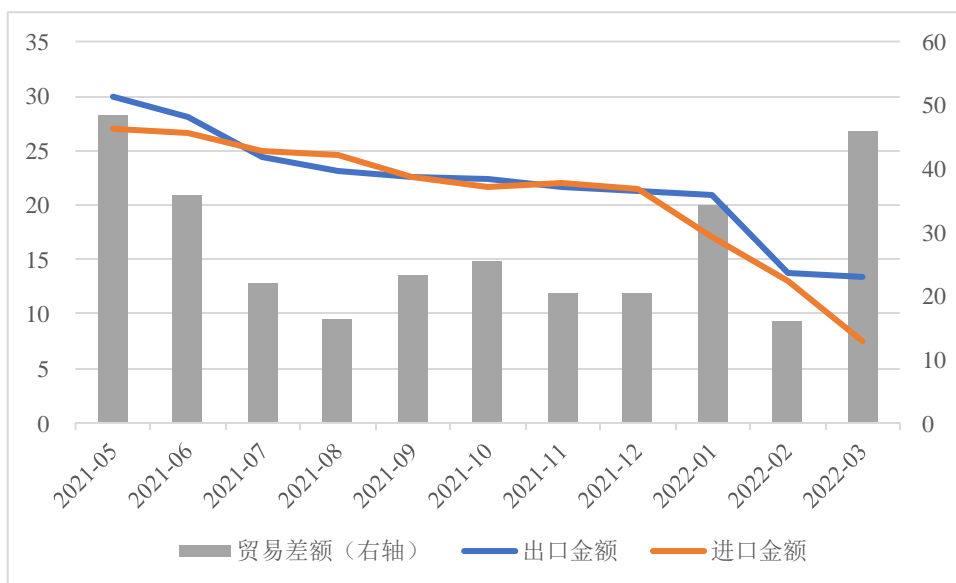


图4 进、出口及贸易差额的累计同比增速 (%，%)

数据来源：Wind。

## 二、信用总量情况

从去年11月份至今年3月份，M1增速从2.8%阶段性回升至4.7%（图5），与M2的剪刀差趋势性收窄，反映出货币的流动性有一定改善。如果收窄的势头能够保持，将有助于增强经济复苏动能。

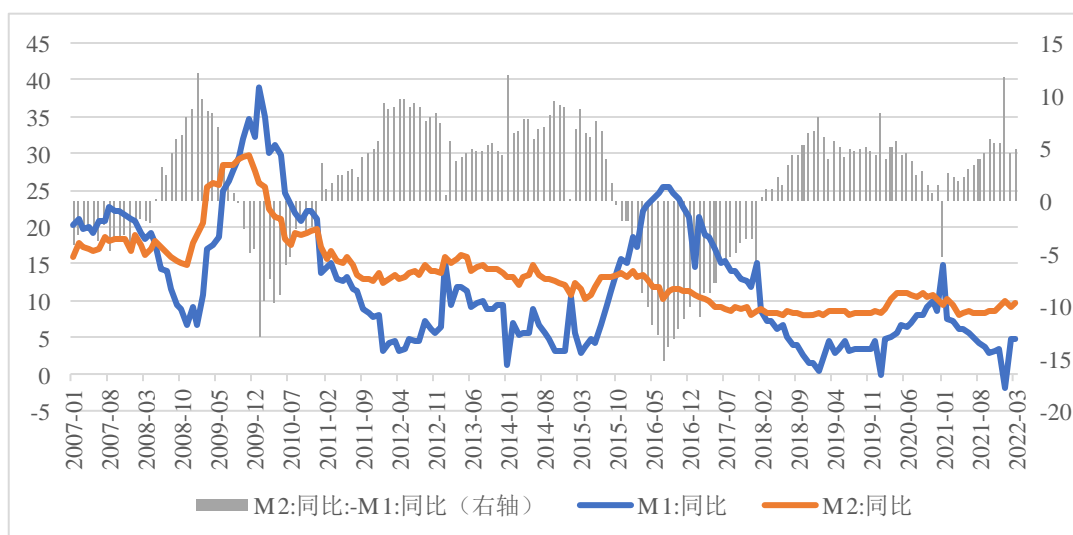


图5 M1和M2增速 (%)

数据来源：Wind。

非金融部门信用扩张速度小幅提升，动力主要来自企业的短期融资需求和地方政府的债券融资需求。第一季度我国非金融部门信用总量为319.3万亿元，同比增速较上季度提高0.2个百分点至10.4%。从融资渠道来看（图6），信贷增速较上季度下降0.4个百分点至

11%，延续了2020年第三季度以来的放缓趋势，居民贷款放缓是主要拖累项，抵消了企业短期贷款和票据融资高增的贡献；债券融资加快，增速较上季度上升1.2个百分点至14.1%，已经连续2个季度回升，得益于企业短期债券融资和地方政府债券融资提速；非银行金融机构创造的信用持续萎缩，同比下降8.5%，降幅与去年第四季度水平相近，影子银行业务的压降力度不减。从融资部门来看（图7），企业部门的债务扩张速度加快，归因于企业短期融资需求旺盛；中央政府的债务扩张放缓、地方政府的债务扩张加快，地方政府承担积极财政的发力主体；居民部门债务扩张速度放缓，消费需求偏弱。

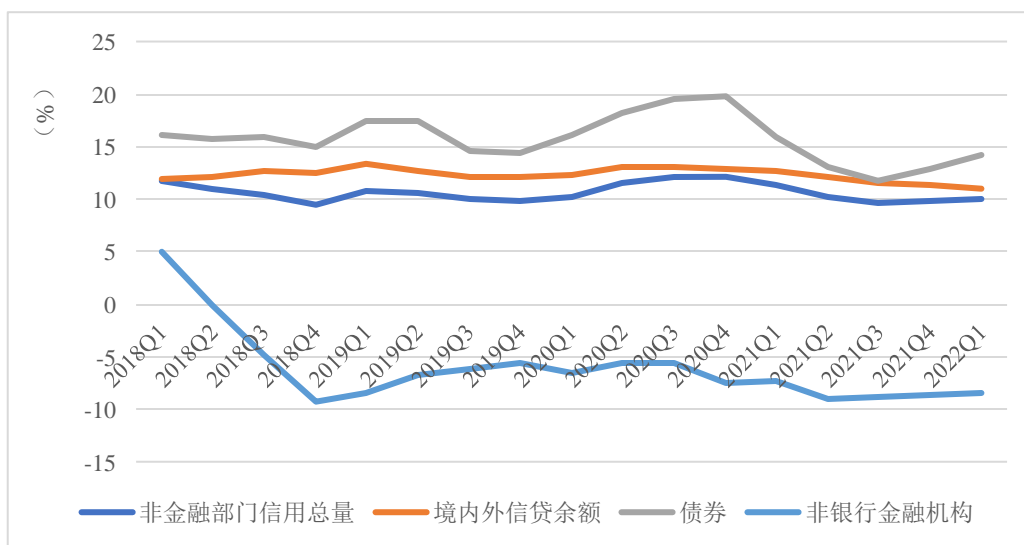


图6 各融资渠道信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

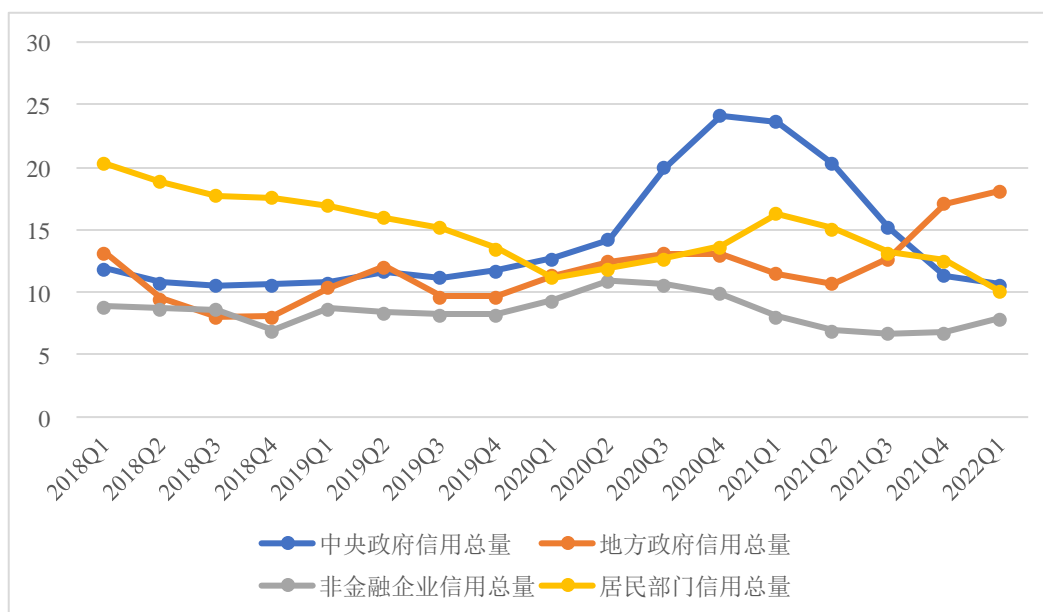


图7 各部门信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

## （一）企业部门

第一季度企业部门信用总量为 175.3 万亿元，同比增速较上季度提高 1.1 个百分点至 7.91%，已经连续 2 个季度回升（图 8）。从信贷融资端来看，企业贷款增速较上季度提高 0.6 个百分点至 11.73%，高于过去 3 个季度水平，其中，企业短期融资加快，短期贷款和票据融资的增速分别为 6.1% 和 35.3%，较上季度分别提高 3 个百分点和 17 个百分点，而企业中长期融资进一步放缓，中长期贷款增速较上季度下降 1.8 个百分点至 12.2%，已经连续 4 个季度回落。从债券融资端来看，企业债券增速较上季度回升 3.8 个百分点至 5.3%，高于过去 3 个季度水平，主要得益于短期融资债券大幅提速，增速较上季度提高 10 个百分点至 23%。企业的信贷融资和债券融资情况都体现出企业的短期资金需求旺盛，这是由于疫情干扰了多地企业的生产经营活动，导致部分产业链、供应链和资金链承压，因而企业短期借款及应付账款大幅增长。第一季度企业存款呈现定期化趋势，活期存款增速与去年第四季度持平，而定期存款增速较上季度提高 1.9 个百分点至 9.5%，达到去年第二季度以来的最高水平。联系到非银存款增速下滑，反映出资本市场波动降低了投资者的风险偏好，企业和居民的资金从理财向存款转移。这也反映出企业的整体投资需求还有待进一步改善，政府投资对社会资本的撬动作用还需进一步增强。

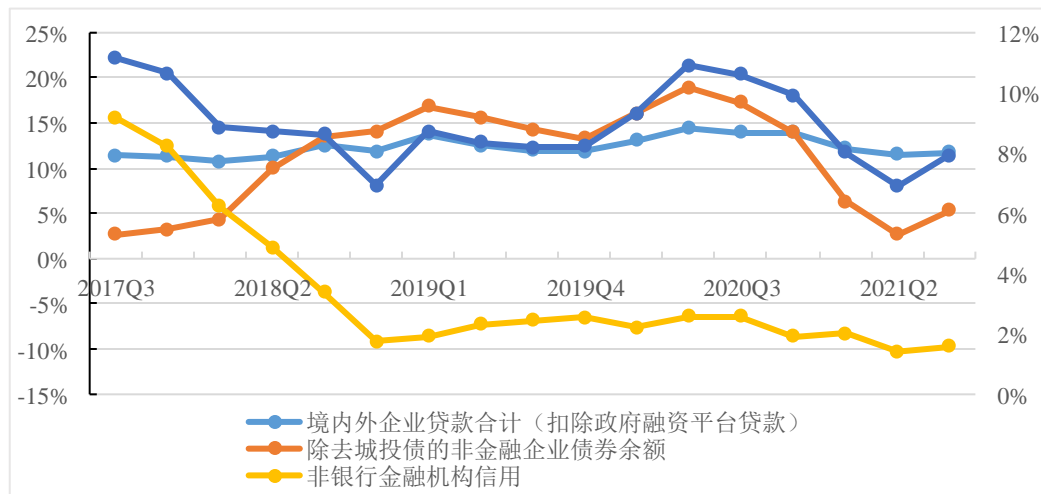


图 8 非金融企业信用总量同比增速（%）

数据来源：国家金融与发展实验室。

工业方面，能源供应行业的产能和盈利能力相对更强，制造业受疫情影响较大。第一季度全国规模以上工业增加值同比增长 6.5%，其中，在能源通胀和大宗商品“保供稳价”政策的支持下，能源原材料的产能加快、盈利能力也相对更强，采矿业行业增加值增速较上季度提高 5.4 个百分点至 10.7%（图 9），煤炭采选、石油和天然气开采业的利润增速分

别为 191%、151%。受到疫情的影响，大部分中下游行业的产能放缓、盈利能力减弱，制造业、电力燃气及水生产和供应业、高技术产业、装备制造业的增加值增速均下滑 3 至 5 个百分点左右，医药、化学纤维、塑胶和塑料、通用设备、汽车等制造业的利润增速在 2 月份开始由正转负。

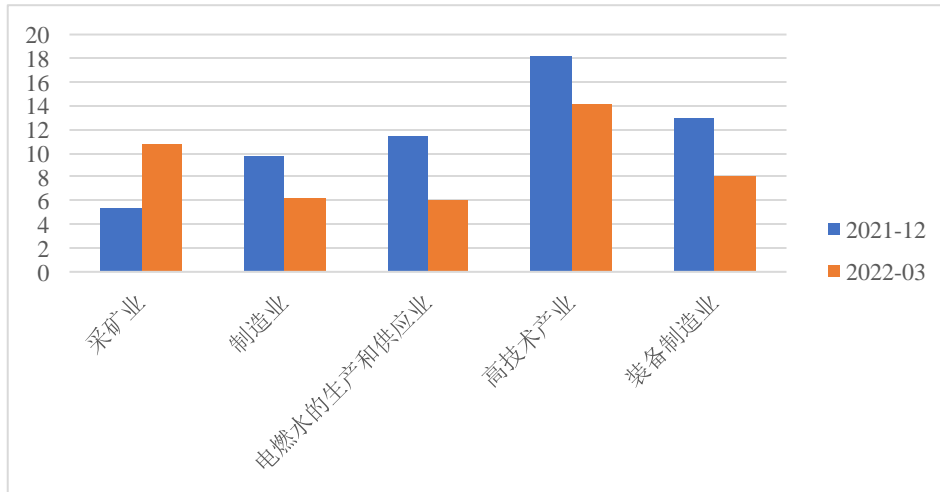


图 9 规模以上主要行业工业增加值同比增速 (%)

数据来源：Wind。

服务业方面，接触型服务业受疫情影响较大，现代服务业较快增长。疫情反弹对接触型消费行业的复苏造成冲击，住宿餐饮、交运仓储和批发零售行业的增加值同比增速均较上季度下滑约 6 个百分点（图 10）。现代服务业的增加值增速回落幅度相对较小，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业，租赁和商务服务业的增加值同比分别增长 10.5%、7.9%、7.5%，均高于第三产业平均水平。房地产行业增加值同比下降，市场表现低迷，土地购置面积、销售额和新开工面积均低于去年同期。

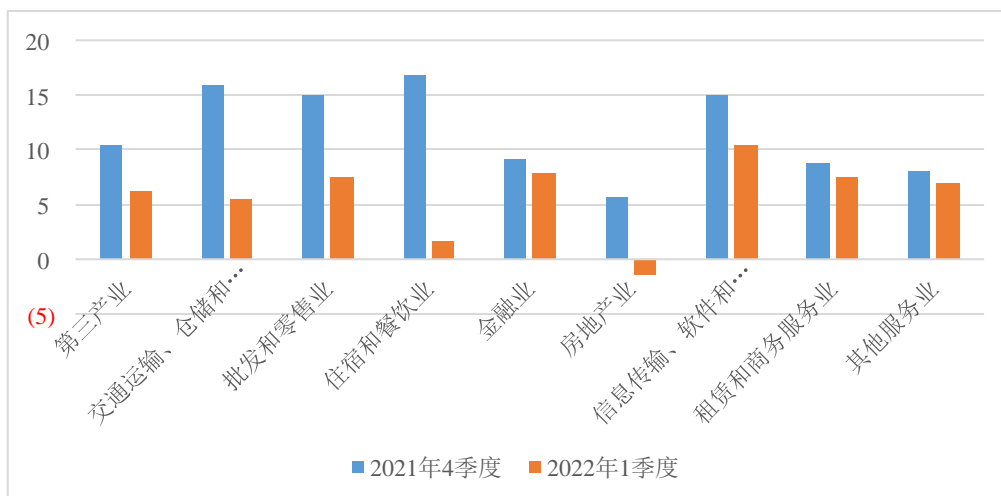


图 10 第三产业 GDP 同比增长情况 (%)

数据来源：Wind。

制造业和服务业的景气度双双下降。PMI 是行业经营生产的先行指标，3 月份制造业与服务业 PMI 指数双双跌到荣枯线之下（图 11），上一次这种情况还是发生在 2020 年 2 月份疫情刚爆发时期。制造业企业的综合 PMI 以及生产、三项订单、进口、采购、库存和就业 PMI 都跌到荣枯线之下，供给端和需求端同向收缩，而成本受能源通胀影响进一步上涨，原材料和产成品价格 PMI 攀升至近 5 个月以来新高。企业内部表现分化，大型企业的生产经营情况明显好于中小型企业，大型企业的综合 PMI 以及生产、新订单和采购 PMI 都在荣枯线之上，进口、出口订单 PMI 的萎缩幅度也小于中小型企业。服务业的商务活动、三项订单和从业 PMI 都跌到荣枯线之下，在 45%左右水平，而上游价格上涨导致服务业成本进一步攀升至 55.9%。

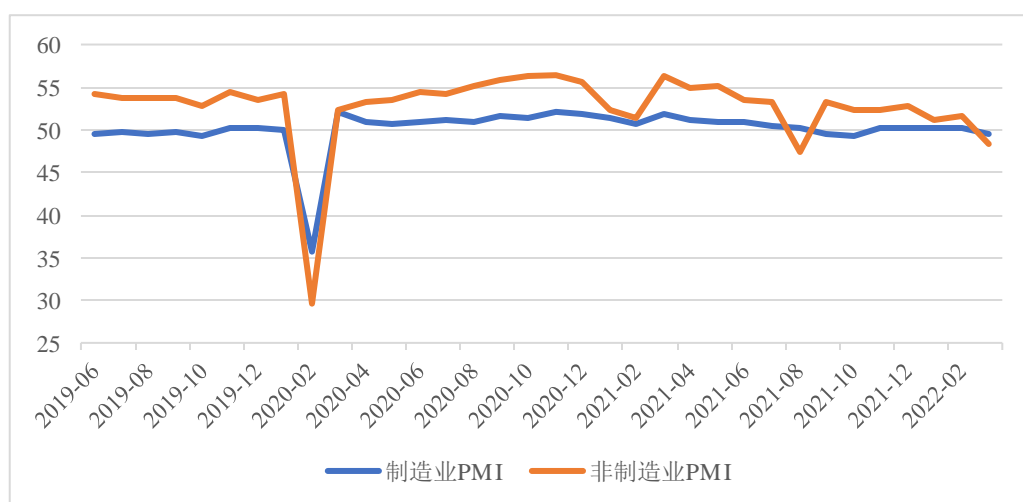


图 11 制造业及非制造业 PMI (%)

数据来源：Wind。

从企业债券的发行与到期来看，第一季度企业的偿还压力有所减轻，总偿还规模较去年同期下降 3.5%，融资规模大幅提高，净融资额较去年同期上涨 33%，创下历史新高。企业债券违约情况好转，第一季度企业债券违约规模为 153 亿元，较去年第一季度下降 77%。民营企业是主要违约主体，占比 81%。违约行业多与房地产相关，房地产服务、开发和建筑工程行业的违约规模合计占比 70%。上市公司违约占比 43%，高于去年第一季度的 34%。从债券市场来看，企业的整体债务压力相对可控，不过房地产及其相关行业的脆弱性十分突出。今年多地区多举措放松房地产调控政策，例如降低房贷利率和首付比例、发放租购房补贴及契税补贴、全面调整限购限贷限价限售等，将有助于改善房地产开发企业、建筑企业的融资环境。不过，在“三道红线”的政策影响下，资源难免会向优资质企业倾斜，弱资质企业仍将面临不小的压力。

## （二）政府部门

第一季度政府部门信用总量为 71.7 万亿元，同比增长 15.6%，较去年第四季度增加 0.5 个百分点（图 12）。中央政府和地方政府的信用增速变化方向不一，中央政府信用总量为 23 万亿元，同比增速较去年第四季度下降 0.7 个百分点至 10.6%，地方政府信用总量为 48.6 万亿元，同比增速较去年第四季度上升 1 个百分点至 18.1%，支出压力进一步向地方政府集中。

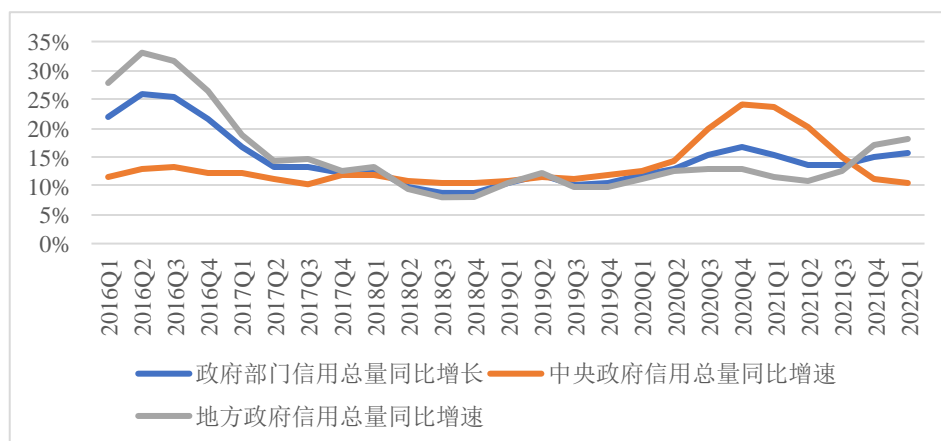


图 12 政府部门信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

第一季度政府的收入放缓、支出明显加快。为了增强财政的可持续性，去年的财政政策偏紧，中央和地方政府的公共财政支出增速持续低于收入增速，为后续财政政策拓宽了空间。今年财政政策更加积极，政府的“一般公共预算”和“政府性基金预算”均呈现出“收入放缓、支出加快”的特征（图 13）。具体来看，全国一般公共预算收入增长 8.6%，较上季度下降 2.1 个百分点，其中，税收收入累计同比增长 7.7%，受到疫情冲击以及大规模减税退税政策实施的影响，3 月份增值税和消费税增速下滑，当月税收收入同比增长 -0.16%；非税收入较快增长，地方多渠道盘活闲置资产，第一季度非税收入同比增长 14.2%。一般公共预算支出增速同比增长 8.3%，较上季度提高 8 个百分点，支出结构侧重基础设施建设方向，节能环保、农林水务、交通运输、科学技术、文化旅游体育与传媒、城乡事务的支出增速均上升超过 10 个百分点。政府性基金收入增速由正转负，主要是受到国有土地出让收入同比下降的影响。政府性基金支出增长 43%，较上季度提高 46.7 个百分点，升幅大的主要原因是特定国有金融机构和专营机构所缴利润、去年结余专项债以及今年新发行专项债的资金支出加快。



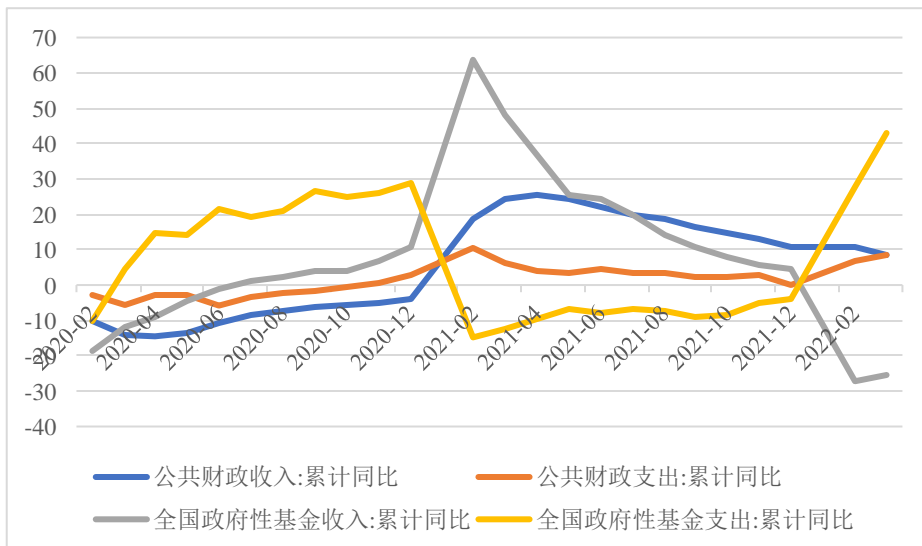


图 13 一般公共预算及政府性基金收支增速 (%)

数据来源：Wind。

地方政府债务融资“显性化”程度提高，信用扩张主要依靠专项债发行，城投债融资放缓。第一季度地方政府债券融资提速，同比增速较去年第四季度上升 3.7 个百分点至 22.6%，1 至 2 月份发行的债券中近 90%为新增债券，新增债券中超过 80%为专项债券。而城投债的政策环境延续收紧，城投债融资放缓，同比增速较去年第四季度下滑 6.6 个百分点至 15.9%，净融资额同比下降 16%。有 18 个省份地区的城投债发行量同比下降，江苏、浙江、湖南、山东、四川等多个优资质地区的发行增速均由正转负。在城投增速全面放缓的情况下，区域分化依然显著，云南、甘肃等弱资质地区城投信用利差走阔。4 月份城投政策有所放松，央行出台“23 条举措”强调支持对基建投融资及融资平台的合理融资需求。不过，在防范化解地方政府隐性债务风险的大方向下，政策对融资平台的提振作用将根据平台资质差异有所分化。

### （三）居民部门

第一季度居民部门信用总量为 72.4 万亿元，同比增速较上季度下降 2.5 个百分点至 10.1%（图 14）。面对全球通胀、乌克兰危机、国内疫情的“三期叠加”，居民的消费能力和意愿转弱，个体工商户的经营预期也受到打击，多种因素交织使得居民贷款全面放缓，短期消费贷款、中长期消费贷款、短期经营贷款和中长期经营贷款的增速均下降了 2-3 个百分点左右。同时，居民的存款呈现定期化特征，活期存款和定期存款增速较去年第四季度分别下降 1 个百分点、提高 0.6 个百分点。与消费相关的存贷增速同步下行，居民部门比较疲软。

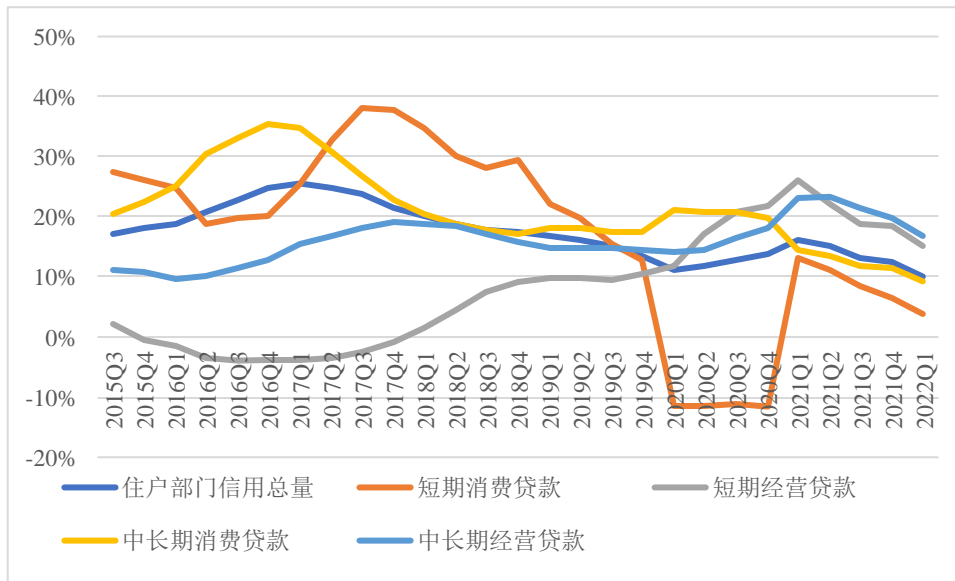


图 14 居民部门信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

**疫情反弹对就业造成冲击。**全国多地疫情爆发和严格管控，使就业压力抬升。第一季度全国城镇调查失业率为 5.8%，16-24 岁失业率为 16%，25-59 岁失业率为 5.2%，本地户籍失业率 5.6%，几乎都与 2020 年 6 月份水平相当。毕业生的就业问题尤为急迫，2019 年和 2020 年的院校扩招政策使得今年的高校毕业生数量剧增，今年夏季毕业生将超过 1000 万人，较 2021 年增长 18%，涨幅和数量都创历史新高。往年吸纳就业能力较强的行业，如房地产、教培、互联网等，其今年的用人需求都剧烈收缩。在疫情反弹叠加宏观经济下行的背景下，今年劳动力市场的供需矛盾可能会比往年更突出。当前财政政策与货币政策协调配合加大稳企业保就业力度，将在一定程度上缓解新冠疫情冲击下的就业压力。

### 三、预期

当前我国面临的国内外经济金融形势更加复杂严峻。就国外而言，2 月下旬爆发的乌克兰危机冲击了全球粮食、能源和金融市场，全球贸易格局和通胀态势进一步恶化，美英等主要经济体加息收紧全球金融环境，人民币的贬值压力和跨境资金的流出压力加大；就国内而言，我国仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，新一轮疫情爆发对消费、外贸、生产、物流、就业造成冲击，可能会加剧我国的结构风险，如地方政府的高负债、中小企业的不良贷款、家庭的债务压力、房地产开发商的高杠杆以及银行系统的脆弱性。回忆 2020 年疫情爆发导致制造业和服务业大面积停摆，对我国经济增长造成严重冲击，此轮疫情防控措施的有效性与灵活性，将是影响今年经济表现的重要关键因素。2021 年中央经



济工作会议对形势的判断充满忧患意识，即需求收缩、供给冲击、预期转弱，我们认为，中央的判断无比正确，2022年可能是近半个世纪以来最困难的一年。

### （一）疫情封控措施需更加灵活有效

4月份国际货币基金组织（IMF）于今年第二次下调全球经济增长预期，预计2022年和2023年全球经济均增长3.6%。IMF将2022年中国的经济增速预期从4.8%再下调至4.4%，该预期远低于我国2021年的增速8.1%，理由是，除了房地产萎缩以外，疫情封控措施将给我国经济带来一定压力。

根据高德地图提供的数据，我们统计了北京、上海、深圳、广州、杭州、南京和合肥等7个主要城市每日的拥堵延时指数（图15）。这一指数反映了各个城市内部的交通状况，数值越大，说明城市内部的交通拥堵越严重，社会活动越活跃。由于指数呈现明显的季节性特征：每年随着春节临近，指数开始下降，在除夕当天，指数跌到谷底，随着春节结束，指数逐渐上升，城市社会活动恢复。因此在各年度数据比较中，均以除夕为第一天。

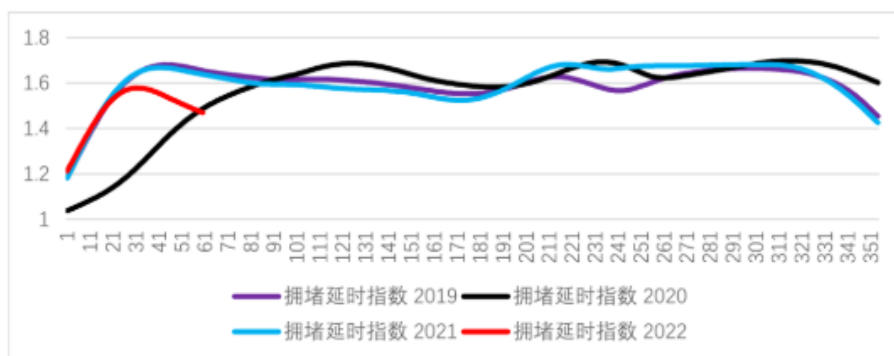


图 15 7 城市平均拥堵延时指数（除夕为第一天）

数据来源：Wind。

注：7 城市包括北京、上海、深圳、广州、杭州、南京、合肥。数据为 7 个城市拥堵延时指数的简单平均，经过 HP 滤波平滑。

通过比较 2019 年以来四年的数据，可以发现，2020 年从除夕第一天到第 90 天的数据均大幅低于 2019 年同期，说明当时新冠疫情在我国爆发后对社会经济活动产生了巨大冲击。再比较 2021 和 2019 年的数据，由于 2021 年疫情在我国已经完全得到控制，社会活动基本恢复正常，因而这两年的数据几乎一致。但是，随着今年奥密克戎病毒的大传播，今年的数据在除夕后 30 天左右（3 月 1 日）开始下行，到除夕后第 60 天（3 月 31 日）已经低于 2020 年新冠疫情大爆发时的水平。换言之，当前疫情对社会活动的冲击程度接近 2020 年的水平。考虑到疫情集中在长三角、珠三角等经济中心，对我国经济的影响可能会在第二季度进一步凸显。

对于当前的疫情防控，“清零”派和“解封”派争执激烈，争执的焦点都在于相关政策会否导致医疗资源的挤兑。从医学角度讲，我们不敢妄下结论。但是，从经济学的角度看，在疫情传染率大幅上升、重症率大幅下降的背景下，如果不及时灵活地调整政策，其经济后果将极其严峻。

## （二）2022 很可能是近半个世纪最困难的一年

观察改革开放以来中国经济的波动，基本呈现十年一周期的特点，而每次周期的上扬都源于党的重要会议的召开（图 16）：第一，1982 年十二大，这是改革开放后第一次大会，确立了邓小平的领导地位，开启全面的经济建设；第二，1992 年十四大，确定了社会主义市场经济的发展方向，随后的十四届三中全会实施了全面的经济、金融、财政改革；第三，2002 年十六大，新的领导团体产生，加入世贸组织后中国融入全球化的进程；第四，2012 年十八大，确定了市场发挥决定作用、更好发挥政府作用的改革方向。十八大后，尽管受到国内外多种因素影响，经济增速不断下滑，但实际 GDP 增长率依然能够维持在 7% 左右的高水平。在经济规模接近百万亿人民币的背景下，历史上还没有哪个国家能够像中国这样保持在如此高的增速。

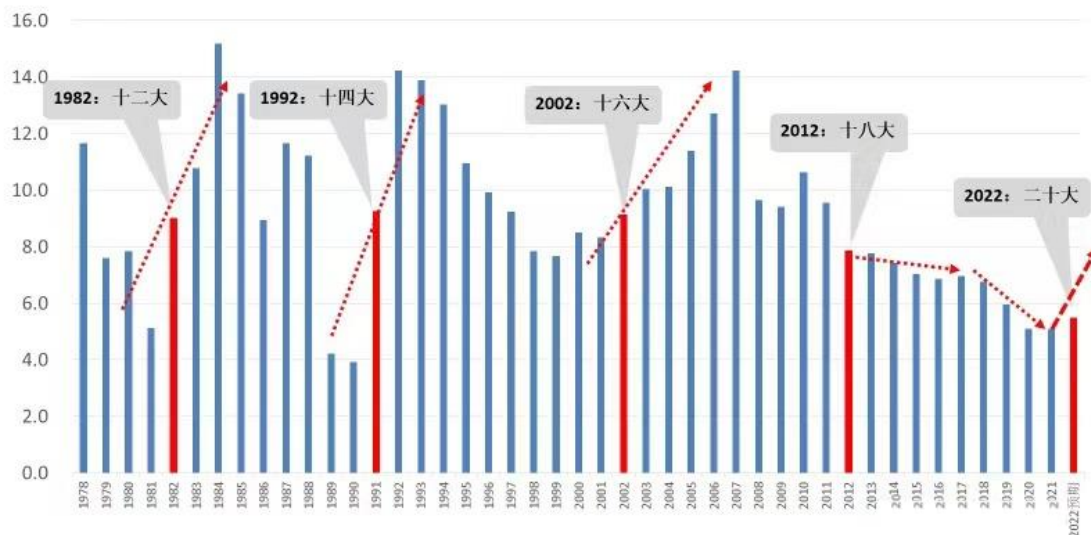


图 16 实际 GDP 增长率

数据来源：Wind。

注：以 2020 年和 2021 年的平均增速作为这两年的增速水平。

今年政府工作报告将 2022 年经济目标设定为 5.5%，这大幅度超出了 IMF 的预期。2021 年的中央经济工作会议与十八大以来历次会议存在根本差异（表 1）：从对经济形势的判断看，以往都是以“稳中有进”的表述或者以总结成绩为主，而 2021 年中央经济工作会议对

形势的判断充满忧患意识，即需求收缩、供给冲击、预期转弱。我们认为，中央的判断无比正确，2022年可能是近半个世纪以来最困难的一年。

表 1 十八大以来历次中央经济会议

年份	基本判断	总体要求	主要任务
2012	稳中有进	稳中求进	宏观调控、农业、产业结构、城镇化、民生、改革开放
2013	稳中有进、稳中向好	稳中求进	粮食安全、产业结构、债务风险、区域协调、民生、对外开放
2014	稳步发展	稳中求进	稳增长、新增长点、农业、经济空间格局、民生
2015	稳中有进、稳中有好	稳中求进、“三去一降一补”	产能过剩、降成本、房地产库存、有效供给、金融风险
2016	缓中趋稳、稳中向好	稳中求进、供给侧结构性改革、“三去一降一补”	“三去一降一补”、农业供给侧、实体经济、房地产
2017	总结十八大以来取得的历史性成就	稳中求进、供给侧结构性改革	供给侧结构性改革、市场主体活力、乡村振兴、区域协调、全面开放、民生、住房制度、生态文明
2018	宏观调控目标较好完成，稳妥应对中美经贸摩擦	稳中求进、供给侧结构性改革“六稳”	制造业、国内市场、乡村振兴、区域协调、经济体制改革、全方位对外开放、民生
2019	金融风险有效防控，改革继续深化，人民群众获得感、幸福感、安全感提升	稳中求进、供给侧结构性改革“六稳”	新发展理念、三大攻坚战、民生、积极的财政政策和稳健的货币政策、高质量发展、经济体制改革
2020	总结十三五成就，指出形式复杂严峻	稳中求进、供给侧结构性改革“六稳”、“六保”	国家战略科技力量、产业链供应链自主可控、内需战略基点、改革开放、种子和耕地问题、反垄断和防止资本无序扩张、大城市住房、碳达峰碳中和
2021	需求收缩、供给冲击、预期转弱	坚持以经济建设为中心是党的基本路线的要求，稳字当头，稳中求进	宏观政策、微观政策、结构政策、科技政策、改革开放政策、区域政策、社会政策

版权公告：【NIFD 季报】为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。