



**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7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。

# 扁平的 U

## 摘要

疫情对经济的影响主要体现在第一季度末和第二季度初，5、6月份我国多项经济指标降幅收窄或者企稳回升，经济表现进入修复通道。第二季度总需求的特征是，出口超预期，价涨量跌趋势没有变；固定投资放缓，基建投资较快增长；消费萎靡，PPI 通胀正在传导变成 CPI 通胀。

第二季度资金面相对宽松，财政发力推动实体经济融资进一步提速，政府部门的信用总量规模超过了居民部门，为 2018 年第二季度以来首次。在三重压力叠加疫情扰动下，政府还将在相当一段时期内发挥引领作用。

企业信用扩张小幅提速，短期融资需求旺盛，投资需求不强，委托贷款拖累因素减弱。在大宗商品供给恢复正常之前，上下游企业经营分化的现象大概率会延续。当前行业景气度改善，高存款将为企业复苏储备充足的资金“弹药”，若疫情不出现规模性反弹的话，企业经营料将延续修复。

政府部门信用扩张加快，积极财政靠前发力，地方政府债券发行节奏加快。新增专项债券额度将在第三季度进一步释放内需潜力。今年积极财政政策全面前置，在发挥稳定经济作用的同时，可能也会导致地方财政、特别是弱资质地区的资金缺口较大，掣肘后续财政政策空间。

居民信用扩张延续放缓，存款增速提高。收支放缓与就业市场不均衡导致居民消费和投资信心难以恢复。预计随着全国疫情形势逐步缓解，下半年企业效益将逐步修复，并在一定程度上改善居民收入增速、稳定劳动力市场，提振居民

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】

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

的消费和投资信心。

与 2020 年爆发的新冠疫情相比，本轮经济受到的冲击程度相对较小，除了消费以外，几乎所有经济指标已经恢复正增长。当前问题主要在于反复持续的疫情所带来的不确定性影响了居民和企业的信心。只要信心能够恢复，下半年经济复苏的步伐将会远快于 2020 年同期。随着疫情防控政策的优化，特别是对疫情政策可能采取的重大调整，加之加码发力的财政货币政策将在下半年收效，从第三季度开始至明年第二季度经济将进入显著扩张的周期，预计今年经济走势将呈现扁平的 U 型。

## 目 录

一、宏观经济.....	1
二、宏观金融.....	3
(一) 企业部门.....	4
(二) 政府部门.....	6
(三) 居民部门.....	7
三、下半年趋势展望 .....	8

## 一、宏观经济

疫情对经济的影响主要体现在第一季度末和第二季度初，5、6 月份我国多项经济指标降幅收窄或者企稳回升，经济表现进入修复通道。第二季度经济实现正增长，净出口反超投资成为第一拉动力（图 1），拉动 GDP 当季同比 0.98%，资本拉动 GDP 同比 0.27%，最终消费支出继 2020 年 6 月份之后再次形成拖累项，拉动 GDP 当季同比-0.84%。总需求的特征是，出口超预期，价涨量跌趋势没有变；固定投资放缓，基建投资较快增长；消费萎靡，PPI 通胀正在传导变成 CPI 通胀。

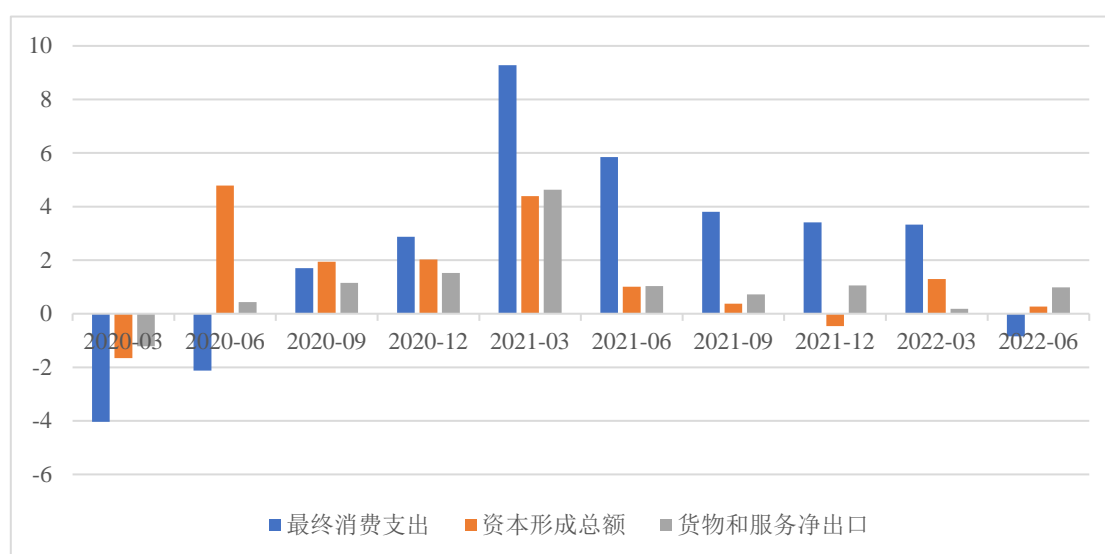


图 1 对 GDP 当季同比的拉动 (%)

数据来源：Wind，国家金融与发展实验室。

出口超预期，价涨量跌趋势没有改变。随着疫情影响减弱，出口表现超预期，累计同比增速在 5 至 6 月份连续回升至 13.2%，而进口增速保持低位，5、6 月份均为 4.8%，进、出口反差支撑第二季度贸易差额同比增长 57%。不过，这很难说明出口重回景气区间。去年高出口的制造业中间品，如集成电路、半导体器件、机床、自动处理设备，今年其出口数量的当月同比增速基本都在负区间，而出口金额的同比增速不低，并在 5、6 月份大幅反弹。这说明，我国外贸“价涨量跌”趋势没有改变，海外需求延续放缓，出口超预期是价格因素、积压订单交付、国外稳通胀需求共同支撑的表现，预计难以长期持续，进口的弱反弹也能够印证。第二季度人民币相对一些篮子货币升值，部分减缓了强势美元带来的贬值压力，

CFETS 人民币汇率指数呈现 V 型先贬后升的双向波动，总体表现相对稳健，汇率中枢从第一季度的 104.05 小幅下行至第二季度的 102.28，稳定于历史高位。后续出口会因全球经济下滑而受累，若美元指数进一步攀升，那么人民币可能会继续承压。

**固定资产投资放缓，基建投资较快增长。** 固定资产完成额累计同比增速从第一季度的 9.3% 放缓至第二季度的 6.1%。分产业来看，**第一，大宗商品价格及猪周期底部因素放缓第一产业投资。** 农林牧渔业投资增速较第一季度下滑 1.6 个百分点至 8%，其中，国际大宗商品价格回调影响 6 月份农业投资增速回落；饲料价格上涨以及猪肉价格走低导致猪周期继续磨底，畜牧业投资降幅加深。**第二，采矿业景气度分化。** 采矿业投资同比增长 9.8%，增速低于去年 12 月份。黑色金属矿采、煤炭投资增速下滑幅度相对较大，石油和天然气增速提高，或为大宗商品行业景气度走向分化的讯号。**第三，制造业投资放缓。** 此轮疫情爆发涉及多个重要工业、港口城市，导致物流运输不畅，市场需求放缓，对产业链条造成一定冲击，制造业投资同比增速较第一季度下滑 5.2 个百分点至 10.4%。受疫情冲击的制造行业的投资增速普遍在 5、6 月份回暖，但累计同比增速大多延续下滑。**第三，服务业投资呈现分化格局。** 传统服务业投资放缓，住宿餐饮、交运仓储、批发零售投资增速下滑 0.3 至 5 个百分点不等；现代服务业投资冷暖不一，金融业投资连续 5 个月萎缩，信息软件服务业投资增速升至高位。**第四，房地产市场开发持续萎缩。** 房地产开发投资累计同比增速自 4 月份由正转负，降幅持续加深。当前与房地产有关的数据，如土地相关指标、房屋建设面积指标、房屋销售指标等，降幅普遍较深。虽然今年房地产政策有所放松，但是市场信心仍然较弱。**第五，基建投资较快增长。** 基建投资增长 9.3%，处于近一年来的较高水平，并带动建筑业降幅收窄。

**消费萎靡，CPI 通胀抬升。** 虽然 6 月份社会消费品零售总额当月增速转正，但是第二季度累计同比仍下降 0.7%。其中，必选消费保持韧性，粮油、食品、药品零售增速受疫情影响相对不大；可选消费增速累计同比大多录得零或负增长，包括服装、化妆品、金银珠宝、娱乐用品、音响器材、家具、汽车等。疫情反复导致居民收入放缓及信心受挫是消费萎靡的主要原因。**今年物价指数的典型特征是 PPI 通胀正在传导变成 CPI 通胀。** 第二季度 PPI 当月同比从 8% 延续回落至

6.1%，拉动 CPI 当月同比从 2.1%温和上升至 2.5%，二者的增速差从去年最高的 12%持续收窄至 3.6%，创下 2021 年 3 月份以来最低（图 2），这将有利于改善企业的盈利空间。不过，此轮 CPI 同比上涨并非全面性的，涨价因素主要是食品和能源。6 月份食品 CPI 同比增长 2.3%，其中粮食 CPI 涨幅 3.2%创下 2014 年 12 月以来最高。剔除食品和能源后，核心 CPI 同比增速下滑至 1%，为近 10 个月以来最低。食品和能源价格高涨，核心物价指数却保持疲软甚至下行，反映出，此轮 CPI 抬升是结构性、输入性的，而居民核心需求仍然偏弱。

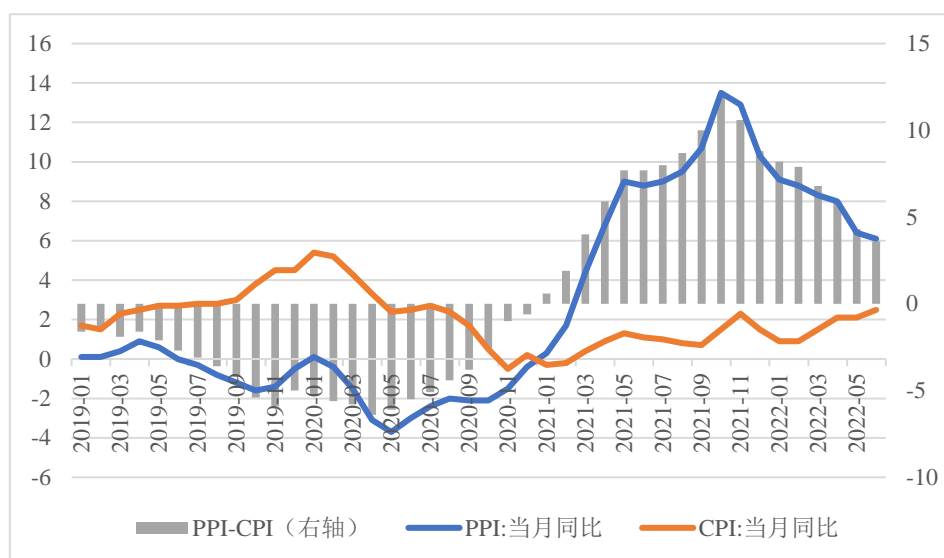


图 2 PPI 与 CPI 同比增速 (%)

数据来源：Wind。

## 二、宏观金融

第二季度资金面相对宽松，3 项货币供应指标同步提速，M0、M1 和 M2 增速较第一季度分别上升 6.1 个、5.8 个和 2.4 个百分点，实体经济流动性明显改善。第二季度金融运行总体平稳，对实体经济支持力度进一步加强，信用总量为 327.9 万亿元，同比增长 10.4%，增速较上季度提高 0.3 个百分点，已延续 3 个季度回升，主要受益于财政发力推动实体经济融资走高。自从 2020 年疫情初爆发以来，政府部门基本一直是实体经济中信用扩张速度最快的部门（图 3）。今年第二季度，政府部门的信用总量规模超过了居民部门，为 2018 年第二季度以来首次。在三重压力叠加疫情扰动下，政府还将在相当一段时期内发挥引领作用。



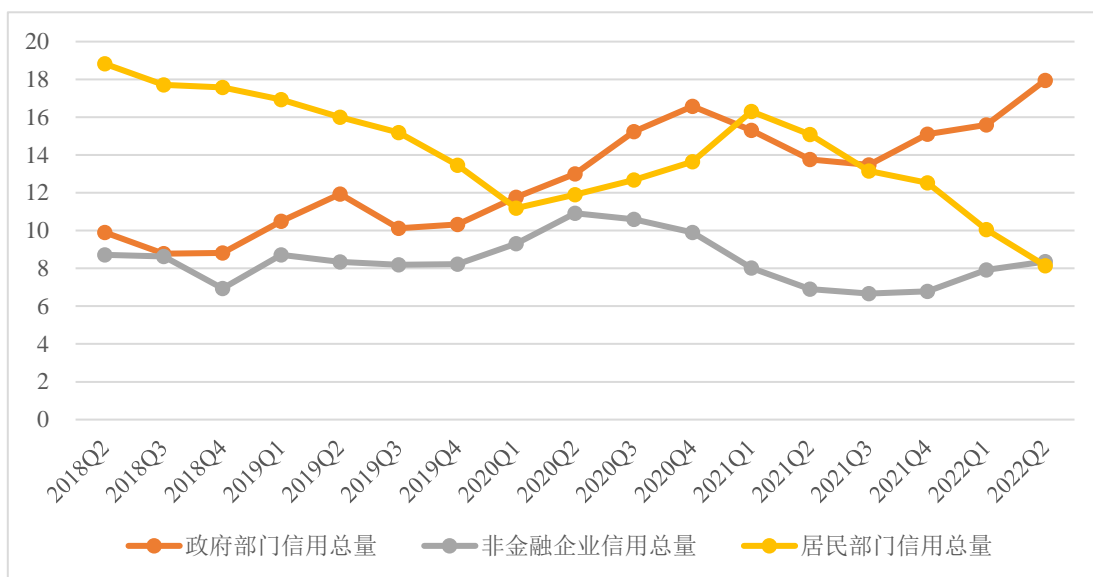


图3 实体经济部门信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

### (一) 企业部门

**短期融资需求旺盛、委托贷款拖累因素减弱，支撑企业信用扩张小幅提速。**

第二季度企业部门信用总量为 179.4 万亿元，同比增速较上季度小幅提高 0.4 个百分点至 8.4%，创 2020 年第一季度以来最高增速（图 4）。各融资渠道的特征分别是，**第一，信贷融资增速小幅提高。**企业境内外贷款同比增速较上季度提高 0.7 个百分点，其中，短期融资需求旺盛，短期贷款和票据融资增速较上季度分别提高 2.1 和 4.2 个百分点；投资意愿不振，中长期贷款增速较上季度小幅下滑 0.2 个百分点。**第二，债券融资增速下滑。**剔除城投债后，企业债券融资同比增长 3.7%，较上季度下滑 1.7 个百分点，其中，中期票据和一般短期融资券提速，而资产支持证券历史首次同比下降，企业债、公司债增速放缓，也体现出企业流动性需求高、投资意愿低的特征。**第三，非银业务萎缩幅度收窄。**非银行金融机构的信用创造同比下降 8.7%，降幅自 2021 年第二季度以来持续收窄，其中，信托贷款仍然保持较深降幅，而委托贷款降幅已经从 2018 年的-12% 收窄至接近 0%，反映出委托贷款风险或逐步出清，有望拓宽金融服务实体经济的渠道、促进非银行金融机构业务健康发展。第二季度企业活期及定期存款增速均有所上行，基本都高于去年第一季度以来水平，一方面原因是企业投资意愿不强，融资后相应地派生了存款，另一方面原因是大规模增值税留抵退税政策缓解了企业的资金压力。

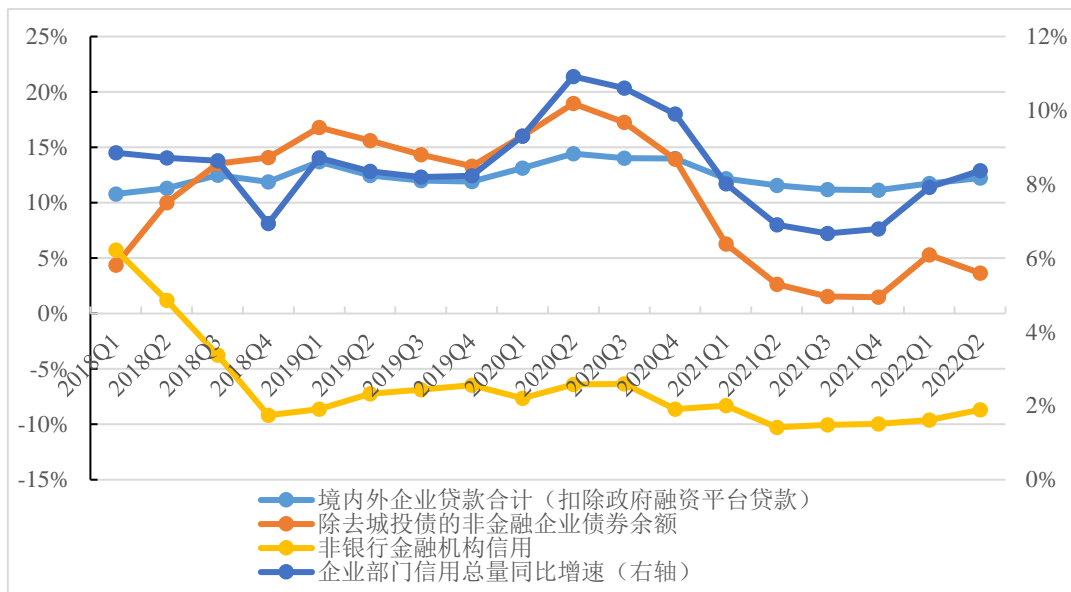


图4 非金融企业信用总量各科目同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

疫情防控形势向好以及一揽子稳增长政策收效，工业经济在5至6月份边际改善明显。结合工业企业的行业产值和营业利润来看，煤炭、石油天然气、有色金属的开采及部分相关加工行业受疫情影响相对有限，产能和盈利保持较快增长。随着供应链整体回暖，大多数中下游行业在5月份开始降幅收窄或增速回升。还有小部分企业增速恢复较慢，如医药、纺织业、家具制造业，原因与终端市场需求弱有关。除了部分能源相关行业以外，其他大多数行业经营数据较3月份水平尚有差距，大宗商品涨价使得上下游企业表现延续分化。6月份制造业和非制造业多项PMI指数回升至扩张区间。制造业方面，生产PMI和新订单PMI双双回升至临界值之上，生产端恢复快于需求端，企业在手订单加速交付；生产快速修复叠加稳价保供政策延续实施，加大价格下行压力，原材料购进价格PMI处于近两年以来的较低水平，出厂价格PMI已经连续两个月低于临界值；进出口保持韧性，进口及新出口订单PMI从4月份的42%左右回升至接近临界值水平；企业表现分化，中型、大型企业景气度较高，生产及新订单PMI高于临界值，而小型企业改善程度有限，生产及新订单PMI回升但仍低于临界值。非制造业方面，房地产市场不振导致建筑业改善有限，整体PMI回升但仍处于历史不高水平；服务业改善速度较快，整体PMI回升至高于2021年6月份以来水平。

在大宗商品供给恢复正常之前，上下游企业经营分化的现象大概率会延续。

当前行业景气度改善，企业对未来的经济预期好转，高存款将为企业复苏储备充足的资金“弹药”，若疫情不出现规模性反弹的话，企业经营料将延续修复。

## （二）政府部门

地方政府债券发行提速推动政府部门信用扩张加快。第二季度政府部门信用总量为 75.2 万亿元，同比增长 18%，创 2017 年以来最高增速（图 5）。中央政府信用增速升幅并不大，地方政府信用增速较上季度提高 3.1 个百分点至 21.3%，为 2017 年以来最大力度，主要归因于积极财政靠前发力，地方政府是主要负债主体，地方政府债券发行节奏加快，同比增速较上季度提高 3.1 个百分点至 25.7%。为了应对经济下行压力，今年地方政府专项债券下达时间早、发行进度快，上半年专项债券净融资 3.39 万亿元，比上年同期多增 2.23 万亿元。

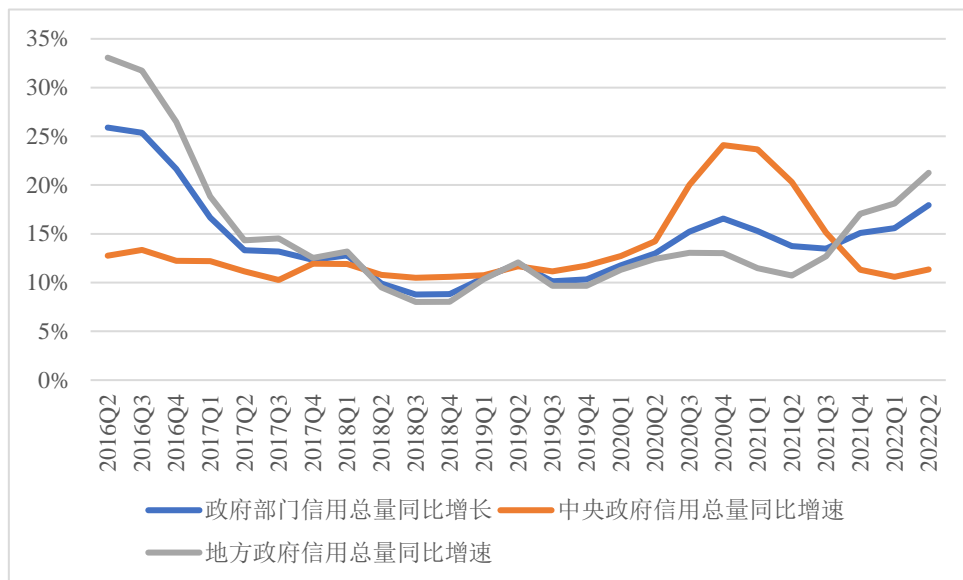


图 5 政府部门信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

**政府减收增支稳大盘。**企业效益减弱、大规模留抵退税政策以及土地市场降温对税收收入产生冲击，使得中央和地方政府收入的当月同比增速在 4 月份深跌，在 5、6 月份降幅收窄，6 月份增速分别为-19.8%、-3.6%。积极财政政策下政府支出较快增长，中央财政支出增速持续上升至 3.8%，地方财政支出增速快速反弹至 6%。财政“减收增支”叠加待用款逐步支出，使得财政存款增速从 2 月份的 29.4%下滑至 6 月份的 2.4%，增速的快速回落可能会在短期带来一定资金压力。

**城投债市场延续分化特征。**第二季度城投债余额同比增速较上季度提高 0.2

个百分点至 16.1%。受到融资平台政策放松、基建投资发力以及市场利率下行的利好，除了广西以外，其他省份及地区城投债利差在第二季度明显下行。不过，城投政策防范债务风险的主基调并未改变，上半年城投债市场延续主体分化和区域分化特征，AAA 级城投债净融资额同比增长，AA+和 AA 级净融资额同比下降，重点经济区净融资规模较高，东北三省、内蒙古、青海、甘肃和贵州等 7 个省份城投债净融资规模为负值。

按照既定政策安排，新增专项债券额度在 6 月底前基本发行完毕，力争在 8 月底前基本使用完毕，意味着将在第三季度进一步释放内需潜力。今年积极财政政策全面前置，在发挥稳定经济作用的同时，可能也会导致地方财政、特别是弱资质地区的资金缺口较大，掣肘后续财政政策空间。

### （三）居民部门

居民信用扩张延续放缓趋势，存款增速提高。第二季度居民部门信用总量为 73.3 万亿元，同比增速较上季度下滑 2 个百分点至 8.1%（图 6），消费和经营贷款同步放缓，中长期消费贷款和短期经营贷款增速较上季度下滑幅度相对更大，分别为 2.5 个百分点和 1.3 个百分点，其次是短期消费贷款下滑 1 个百分点，中长期经营贷款下滑 0.4 个百分点。居民消费意愿和投资意愿下降的同时，储蓄存款意愿抬升，定期存款增速上升到 16.2%，为 2019 年 12 月份以来最高，活期存款增速为 5.9%，高于上季度水平。总体来看，居民部门行为趋于保守，主要影响因素是收支放缓与就业市场不均衡修复。

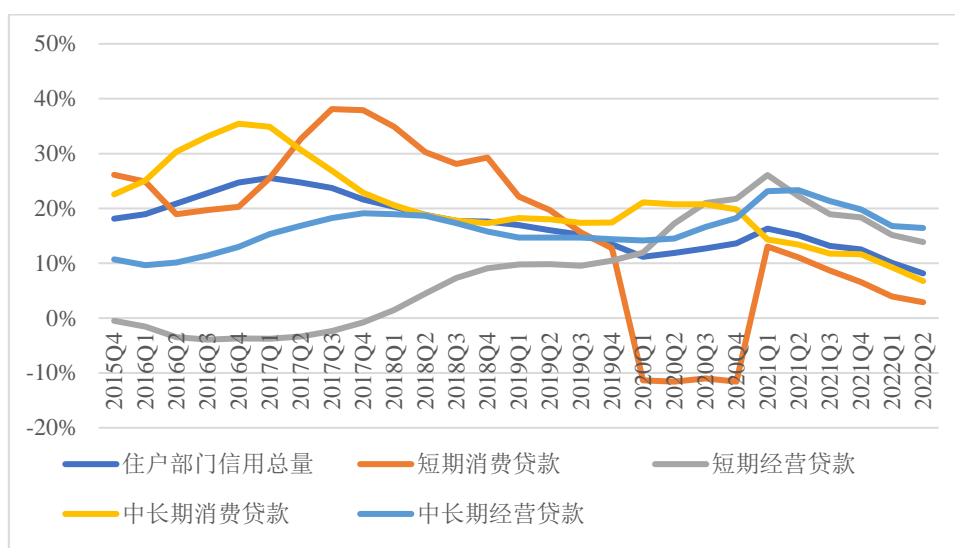


图 6 居民部门信用总量同比增速 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

**居民收支增速延续放缓趋势。**第二季度全国居民人均可支配收入累计名义同比增速较上季度下滑 1.6 个百分点至 4.7%，疫情对企业效益产生冲击，居民经营净收入和工资性收入增速下滑幅度均在 2 个百分点左右；全国居民人均消费性支出累计名义同比增长增速较上季度下滑 4.5 个百分点至 2.5%，食品烟酒、居住等必选消费支出保持韧性，可选消费增速下滑幅度相对较大。农村居民收入与支出增速快于城镇居民，主要是受益于基础设施建设、以工代赈投资力度加大以及部分农产品价格上涨等因素。

**就业市场不均衡修复。**上半年政府不断加大援企稳岗力度，支持多渠道灵活就业，就业形势总体上稳中向好。6 月份城镇调查失业率为 5.5%，回落到了全年目标上限。其中，就业主体人群及农民工群体的就业形势好转，25 至 59 岁人口失业率为 4.5%，基本处于历史较低水平，外来农业户籍人口失业率为 5.3%，低于整体失业水平。不过，青年群体就业难题更趋突出，16 至 24 岁人口失业率上升至 19.3%，创历史新高。

**收支放缓与就业市场不均衡导致居民消费和投资信心难以恢复。**预计随着全国疫情形势逐步缓解，下半年企业效益将逐步修复，并在一定程度上改善居民收入增速、稳定劳动力市场，提振居民的消费和投资信心。

### 三、下半年趋势展望

第二季度，在新一轮奥密克戎病毒的冲击下，叠加俄乌冲突带来的能源成本的显著上升和美联储加息对人民币汇率的压力，中国经济遭遇到严重冲击，青年失业率达到 2 位数；消费 3 至 5 月均为负增长，餐饮服务业出现两位数负增长；投资和出口尚能保持正增长，但是与 2021 年同期相比也有一定程度下滑。

各项经济指标似乎不太理想。然而，如果与 2020 年爆发的新冠疫情相比，我们就会发现，这一轮经济受到的冲击相对较轻（很多），问题主要在于反复持续的疫情严重影响了经济当事人的预期。随着疫情防控政策的优化，特别是对疫情政策可能采取的重大调整，加之加码发力的财政货币政策将在下半年收效，从第三季度开始至明年第二季度，经济将进入显著扩张的周期。

与 2020 年遍及全国的新冠疫情相比，对于本轮奥密克戎病毒的爆发地区采取了更为优化的联防联控机制。因此，与 2020 年新冠疫情冲击相比，本轮病毒爆发对经济的冲击程度相对较小（参见图 7）。2020 年 6 月，累计 GDP、工业增

加值、消费品零售全部是负增长，出口几乎零增长；但是，今年6月，累计GDP增长为2.5%，投资、出口都明显高于2020年同期，消费负增长0.7%，负增长的程度远低于2020年同期。

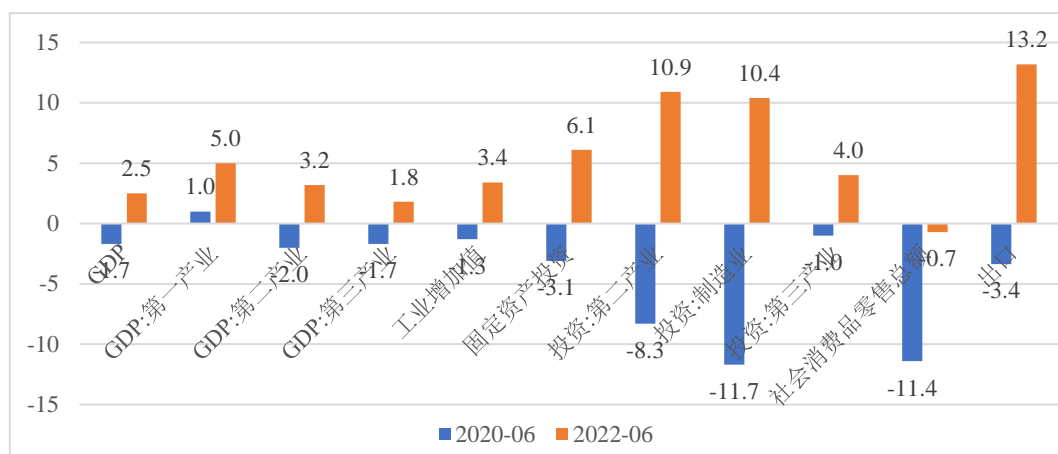


图7 主要经济指标同比增速 (%)

数据来源：Wind。

然而，由于持续两年多的疫情所带来的高度不确定性，居民和企业部分的借贷需求较2020年同期发生了大幅下滑（图8）。比较2020年6月和今年6月的社融及贷款数据可以发现，尽管2020年新冠疫情对经济冲击的程度远大于今年的奥密克戎病毒，但是，当时除了居民贷款负增长之外，所有其他指标均为正增长，尤其是企业中长期贷款同比增长更是高达近40%。在这轮病毒冲击下，今年6月份社融当月增长比2020年6月低了25个百分点，支撑居民和企业信心的中长期贷款出现负增长。

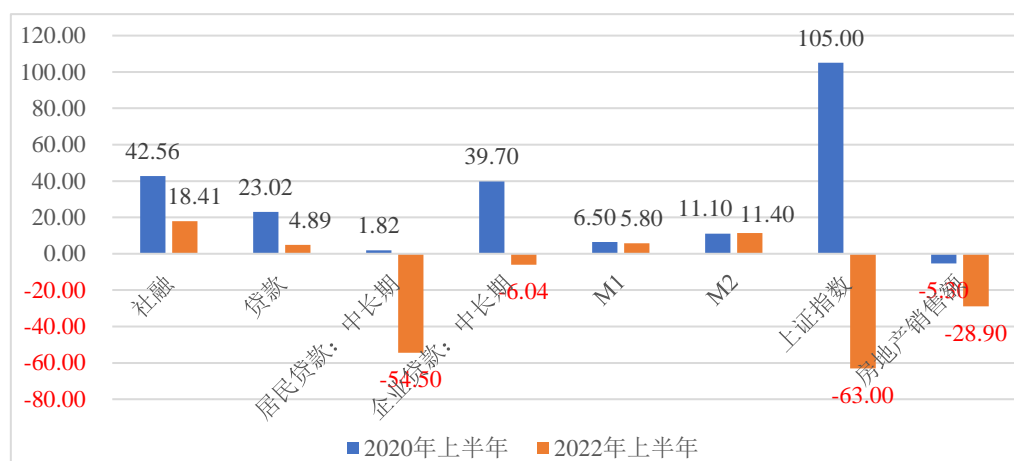


图8 主要金融指标同比增速 (%)

数据来源：Wind。



与 2021 年对房地产政策的强监管不同，这一轮社融和贷款的大幅度下滑不是因为信用供给受到限制，而是因为居民和企业的信用需求大幅萎缩——背后的主要因素就是私人部门的信心不足。所以，只要信心能够恢复，下半年经济复苏的步伐将会远快于 2020 年同期。可以看到（图 9），6 月份制造业大型和中型企业的 PMI 已经回到景气线（50）以上，尤其是非制造业中的商务活动更是大幅超过了景气线。与 2020 年和 2021 年同期相比，目前 PMI 各项指标都基本持平，甚至略有超出。

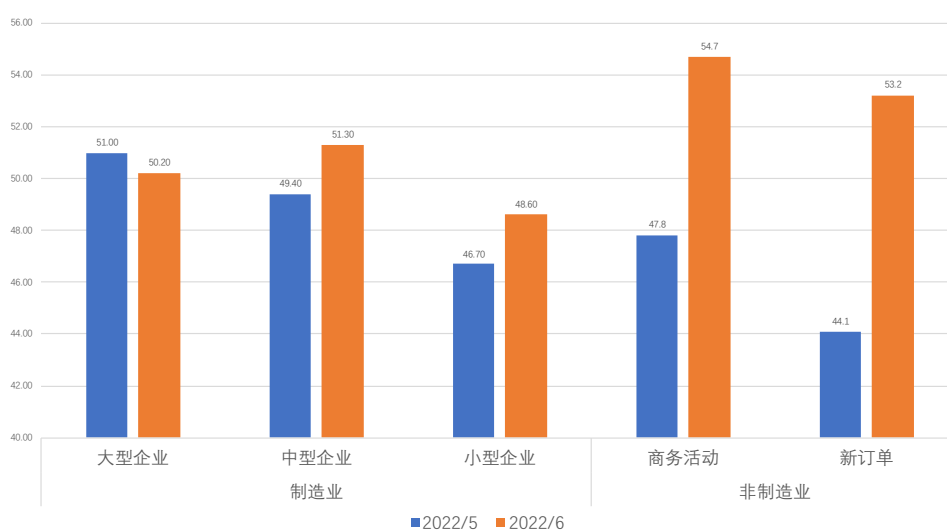


图 9 2022 年 5 月和 6 月 PMI

数据来源：CEIC。

预计今年经济走势呈现扁平的“U”型。产业方面，第二产业修复快于第三产业，三产预计到第四季度才能明显修复。需求方面，出口保持较高增速，但增速逐月下滑；在基建推动下，投资成为主力；消费在第四季度发力修复。通胀方面，猪周期将推动 CPI 上涨。资本市场方面，A 股板块轮动，短期调整后继续上涨。房地产市场方面，一线城市、东部地区超调，存在修复的可能，但总体进入长期下调趋势。风险方面，多数地方财政状况吃紧。货币政策方面，资金面逐步收敛，货币政策总体上将保持稳中偏松。财政政策方面，下半年财政政策依然会保持支持经济发展的力度，一是提高专项债等支出资金的使用效率，二是推进税费支持政策效果显现。

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。