



NIFD

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

NIFD季报

主编:李扬

国内宏观经济

张平
杨耀武

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。

宏观政策亟需发力以破微观主体困局

摘要

今年以来，面对百年变局和世纪疫情相互叠加的复杂局面，我国有力统筹疫情防控和经济社会发展，经济运行总体实现平稳开局。1~2 月份，我国多项经济指标呈现积极回暖迹象，但 2 月末以来，受新冠肺炎疫情和乌克兰危机影响，我国经济发展面临的“三重压力”显现，3 月份的一些经济指标出现不同程度回落，高频数据显示 4 月份经济总体仍在继续走弱。一是需求收缩的状况仍在持续；二是 PPI 回落放缓、CPI 涨幅有所增加，较大剪刀差仍在；三是预期转弱的状况尚未根本扭转。

从近期我国经济发展的内外部形势看，发达国家货币政策调整步伐加快和全球经济增速放缓造成的外部需求收缩，叠加东南亚国家制造业产能恢复和疫情对我国供应链的短期扰动将制约我国外贸出口增长。在外贸出口增速可能明显放缓的情况下，我国工业生产和制造业投资增速将趋于下行，同时疫情对消费复苏形成了较严重的扰动，这些因素均增加了我国经济“稳增长”的压力。如果二季度我国 GDP 增速处在 3.0%~4.1% 区间，那么下半年 GDP 增速要达到 6.9%~6.5% 左右，才能实现全年经济增长 5.5% 左右的目标。

实际上，宏观经济运行状况是大量微观经济主体，在既定宏观环境中，基于自身优化决策参与社会经济

本报告负责人：张平

本报告执笔人：

● 杨耀武

国家金融与发展实验室
经济增长与金融发展实
验中心研究员

● 张平

国家金融与发展实验室
副主任

【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

中国金融监管

中国宏观金融

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

活动的结果。这些微观主体通常将宏观环境当作外生给定，认为自身的行为难以改变整个宏观环境，那么在经济遭受较大负面冲击的情况下，微观主体基于不利的宏观环境做出的决策可能形成一种负反馈机制，使经济面临大幅波动的局面。政府干预才是打破微观主体困局的决定性力量。与凯恩斯所处时代不同，在市场有更多资产配置方式、金融市场开放度也大幅提高的当下，一国“流动性陷阱”可能在利率较高的情况下就已经形成。在此情况下，必须实行财政扩张先行带动企业预期收益提升和居民收入增长，以打破微观主体面临的困境，增强经济增长的内生动力；货币政策则应做好配合并关注资产价格的变化。

长远来看，我国经济发展向好的基本面不会改变，持续发展具有多方面有利条件，但也要看到在新冠疫情和乌克兰危机的冲击下，当前我国经济发展面临的风险挑战明显增多。为实现全年经济社会发展预期目标，需加大宏观政策调节力度，有效管控重点风险，着力稳定宏观经济大盘。一是可考虑发行特别国债，加大财政政策扩张力度，带动市场主体预期收益提升和居民收入增长，扭转微观主体预期转弱的局面；二是应防范资产价格快速下跌可能带来的风险，防止形成“金融加速器”效应；三是注重用好结构性政策，提高宏观政策效能。

目 录

一、我国经济发展面临的“三重压力”显现	1
(一) 需求收缩的状况仍在持续	1
(二) PPI 回落放缓、CPI 涨幅有所增加, 较大剪刀差仍在 ...	7
(三) 城镇调查失业率上升, 结构性失业问题较为突出	8
(四) 预期转弱的状况尚未根本扭转	9
二、国际环境变化和境内疫情加大了我国“稳增长”任务的挑战性	10
三、宏观经济政策亟需发力以扭转微观主体面临的困局	13
四、加大宏观政策逆周期调节力度, 努力提高政策效能	16

一、我国经济发展面临的“三重压力”显现

今年以来，面对百年变局和世界疫情相互叠加的复杂局面，我国有力统筹疫情防控和经济社会发展，经济运行总体实现平稳开局。1~2 月份，我国多项经济指标呈现积极回暖迹象，但 2 月末以来，受新冠肺炎疫情和乌克兰危机影响，我国经济发展面临的“三重压力”显现，3 月份的一些经济指标出现不同程度回落。一季度，我国国内生产总值（GDP）同比增长 4.8%，比 2020~2021 年一季度平均增速低 0.1 个百分点；2020~2021 年中国经济平均增速为 5.1%，2022 年设定的经济增速目标为 5.5%左右，这意味着如果要实现今年的经济增速目标，在接下来的三个季度，中国经济增速需高于前两年的平均增速。4 月份的一些高频数据显示经济总体走势仍在继续转弱，在“三重压力”显现的情况下，当前亟需加大宏观政策调控力度，打破微观主体面临的困境，激发经济增长内生动力以稳定宏观经济大盘。

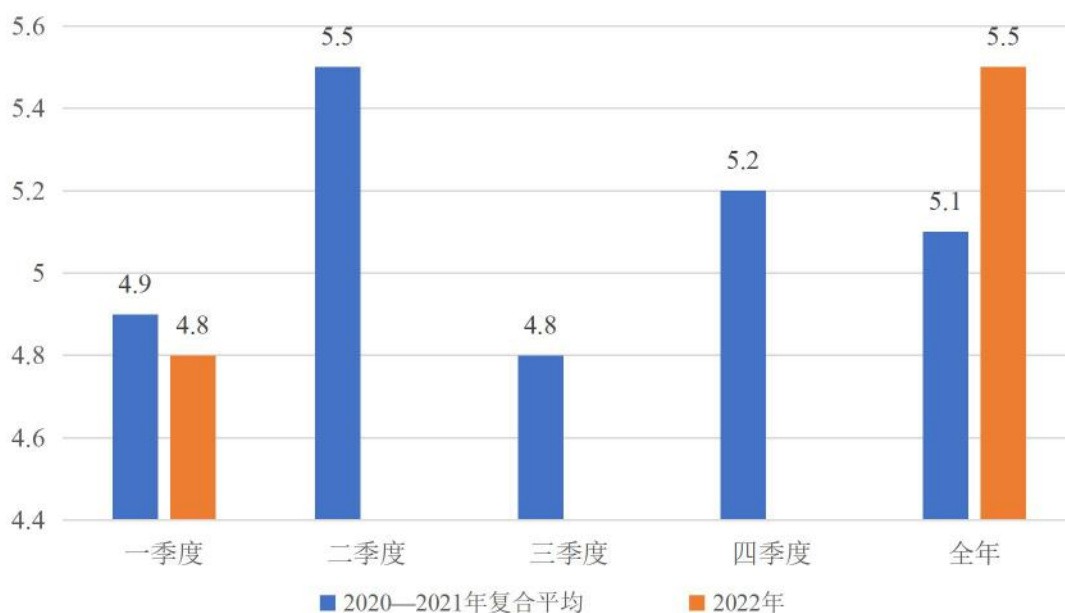


图1 前两年季度及全年平均增速与今年一季度增速及全年目标比较

数据来源：国家统计局。

（一）需求收缩的状况仍在持续

从三大需求对 GDP 增长的贡献率看，2022 年一季度，最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献率分别为 69.4%、26.9%、3.7%；

最终消费支出、资本形成总额贡献率较 2019 年同期分别增长 3.3 个百分点、13.5 个百分点，货物和服务净出口贡献率较 2019 年同期下降 16.8 个百分点。

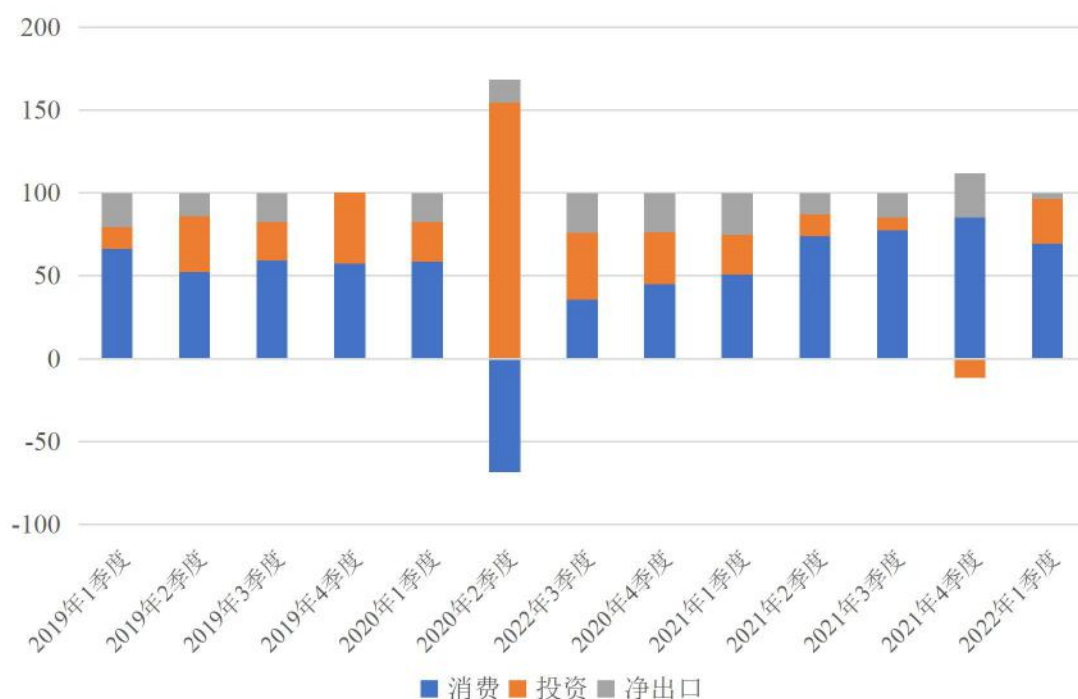


图 2 2019 年一季度至 2021 年一季度三大需求对 GDP 增长的贡献率

数据来源：国家统计局。

受制造业投资前两年同期基数较低和基建投资增速回升影响，一季度固定资产投资增速有所加快；但 3 月份除基建投资逆势增长外，制造业投资和房地产投资均出现下降，带动固定资产投资增速回落。一季度，我国房地产投资增速呈现较明显的下滑，但在制造业投资保持较快增长和基建投资增速明显回升的带动下，固定资产投资同比增速提高至 9.3%，较前两年同期平均增速提高 6.6 个百分点；从固定资产投资各分项两年平均增速看，制造业投资同比增长 15.6%，较前两年同期平均增速提高 17.1 个百分点；基建投资同比增长 8.5%，较前两年同期平均增速提高 6.4 个百分点；房地产投资同比增长 0.7%，较前两年同期平均增速下降 6.9 个百分点。分月份看，制造业投资和房地产投资 1~3 月份累计同比增速均较 1~2 月份明显下降，带动固定资产投资增速 1~3 月份同比增速较 1~2 月份下降 2.9 个百分点。一季度，我国资本形成总额拉动 GDP 增长 1.3 个百分点，较去年四季度提升了 1.8 个百分点，扭转了 2021 年二季度以来连续下滑的势头。

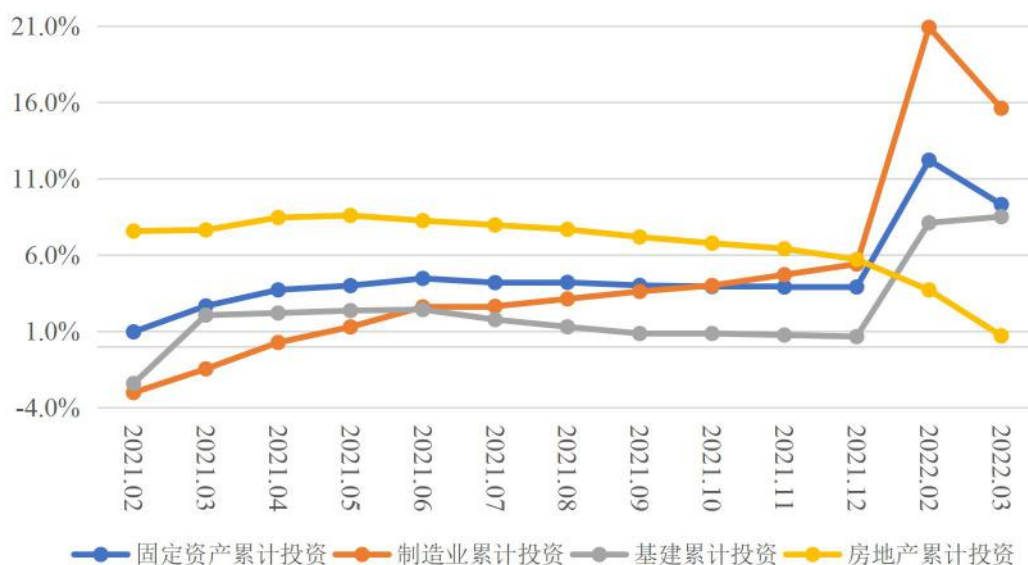


图3 2021年2月至2022年3月固定资产及各主要分项投资增长情况

注：2021年各月数据为2020~2021年两年同期平均增速

数据来源：国家统计局。

从疫情暴发以来，资本形成总额对GDP增长的贡献率来看，2020年二季度至2021年一季度，投资对我国经济增长的拉动作用较强。2020年二季度资本形成总额对GDP增长的贡献率高达154.4%，2021年一季度资本形成总额的贡献率也有24.0%。在低基数效应和经济复苏取得明显成效的情况下，2021年一季度我国GDP实现了18.3%同比增长。在此情况下，2021年4月30日召开的中央政治局会议提出，要用好稳增长压力较小的窗口期，推动经济稳中向好，凝神聚力深化供给侧结构性改革，同时强调要防范化解经济金融风险。2021年，我国政府杠杆率上升放缓、地方专项债发行进度明显慢于往年，这为今年财政支出增加储备了一定的政策空间。2021年三季度，资本形成对GDP增长的贡献率下降到7.8%，四季度更是下降到-11.6%。2021年中央经济工作会议指出，我国经济发展面临“三重压力”，强调各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。2022年一季度，资本形成总额对我国GDP增长的贡献率快速回升到26.9%，政府主导的基建投资成为“稳增长”的重要力量。

受3月份疫情影响范围扩大、程度加深影响，消费复苏步伐放缓。一季度，社会消费品零售总额同比增长3.3%，较前两年同期平均增速低0.9个百分点，比2020~2021年全年平均增速低0.6个百分点；其中，受疫情影响，3月份社会消费品零售总额同比下降3.5%，这是自2020年8月以来的首次负增长，创2020

年5月以来的新低，说明本轮疫情对消费的抑制比较明显。一季度，在社会消费品零售总额中，商品零售同比增长3.6%，餐饮收入同比增长0.5%；3月份，商品零售同比下降2.3%，餐饮收入同比下降16.4%，分别为2020年5月和6月以来的最大跌幅。一季度，在商品零售中，汽车销售同比下降0.3%，除汽车以外的消费品零售额同比增长3.6%；3月份，汽车销售同比下降7.5%，较1~2月份累计同比增速低11.4个百分点，汽车销售成为拖累消费增长的重要因素。一季度，网上实物商品零售额占社会消费品零售总额之比为23.2%，虽较2021年同期提高1.3个百分点，但较2020年同期低0.4个百分点；其中3月份，网上实物商品零售额占社会消费品零售总额之比为26.0%，较2020年同期下降1.6个百分点，反映出本轮疫情对物流配送系统的影响。在境内疫情影响程度加深的情况下，居民出行明显减少，这对部分服务行业复苏产生了不利影响。3月份，北京、上海、广州、深圳、南京、苏州地铁客运量分别较2021年同期下降10.3%、54.0%、19.6%、56.4%、38.1%、38.7%。

外贸出口增速回落、进口增速下降，净出口对经济增长的拉动作用减弱。一季度，我国实现外贸进出口总额14789亿美元，同比增长13.0%，较前两年同期平均增速提高0.3个百分点；其中，外贸出口为8209.2亿美元，同比增长15.8%，较前两年同期平均增速提高2.4个百分点，外贸进口为6579.8亿美元，同比增长9.6%，较前两年同期平均增速下降2.1个百分点。一季度，我国实现贸易顺差1629.4亿美元，同比增长40.0%，创同期历史新高。从一季度各月我国进出口情况来看，1、2、3月份我国出口同比增速分别为24.2%、6.3%、14.7%，受季节性因素影响，3月份出口增速较2月份明显回升；进口同比增速1、2、3月份分别为19.9%、10.5%、-0.1%，受疫情影响，3月份我国进口同比增速由正转负，这是2020年9月以来首次出现负增长。一季度，净出口对GDP增长的拉动率仅为3.7%。4月份，我国以美元计价的外贸出口同比增速进一步下降到3.9%，进口零增长。

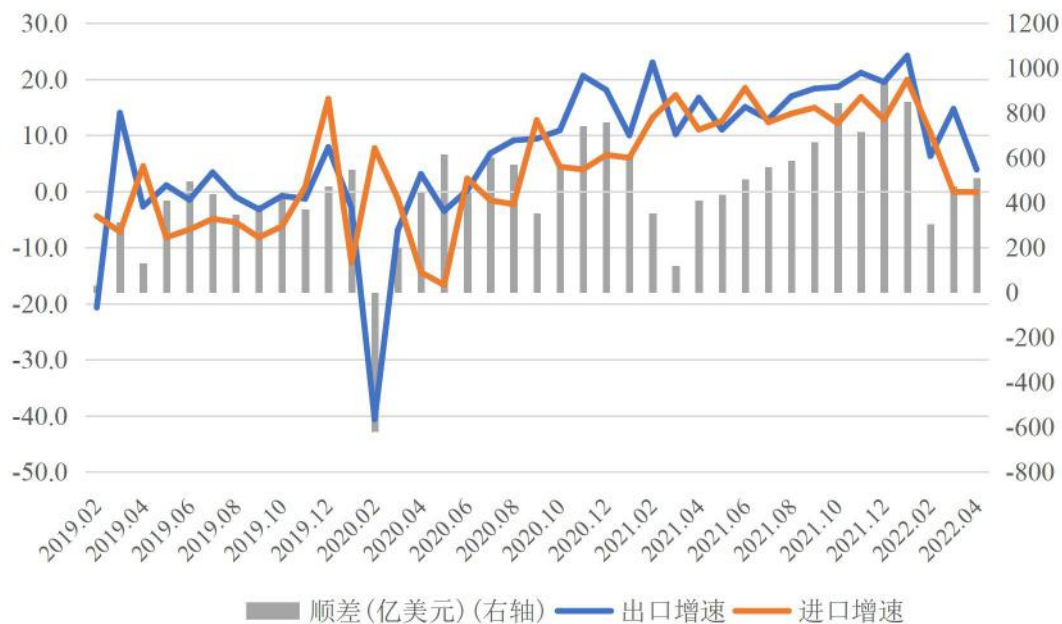


图 4 2019 年 2 月至 2022 年 4 月我国外贸进出口及顺差情况

注：2021 年的进、出口增速为近两年复合增速。

数据来源：海关总署。

从生产端看，受疫情等因素影响，各行业复苏差异仍非常明显。一季度，我国工业增加值同比增长 6.4%，较前两年同期平均增速低 0.3 个百分点；我国服务业增加值同比增长 4.0%，较前两年同期平均增速低 0.6 个百分点。分行业看，一季度，住宿和餐饮业、房地产业、交通运输、仓储和邮政业因受疫情等因素影响，行业增加值分别增长-0.3%、-2.0%、2.1%，而信息传输、软件和信息技术服务业，以及金融业增加值分别增长了 10.8%、5.1%。表明疫情冲击之下，不同服务行业的结构分化仍较为明显。如果以 2019 年一季度 GDP 增速 6.3% 为基准，2020~2022 年同期 GDP 平均增速 4.9% 是基准值的 77.8%，若某一行业增加值三年同期平均增速与 2019 年一季度行业增速的比值超过 77.8%，则认为疫情暴发以来，该行业的复苏状况良好，否则为较差。可以发现，疫情暴发以来，复苏较好的行业包括农林牧渔业、工业、房地产业和金融业，复苏较差的行业有住宿和餐饮业、建筑业、租赁和商务服务业、批发和零售业；其中，住宿和餐饮业一季度 3 年复合平均增速为-4.7%，而 2019 年一季度增加值增速为 5.2%，下降幅度非常明显。



图5 2019年一季度与2020-2022年同期各行业增加值变动情况

数据来源：国家统计局。

如果以2020~2021年一季度GDP平均增速4.95%为基准，2020~2022年一季度GDP增速4.90%为基准值的99.0%，若某一行业2020~2022年一季度增加值平均增速与2020~2021年同期平均增速之比超过99.0%，则认为该行业2022年一季度复苏边际上出现了积极变化，否则认为复苏势头放缓。可以发现，复苏边际改善的有农林牧渔业、建筑业、批发和零售业、住宿和餐饮业、租赁和商务服务业，工业和金融业基本维持前两年不错的复苏势头，复苏有所放缓的有交通运输、仓储及邮政业和房地产业。应该看到，虽然今年一季度住宿和餐饮业、租赁和商务服务业出现边际回暖，但3月份随着境内疫情影响范围扩大、程度加深，我国当月服务业生产指数同比下降0.9%，这是2020年5月以来首次增速由正转负，意味着部分服务性行业复苏可能面临新一轮的困难。



图 6 2020-2022 各年一季度行业增加值复合平均增长情况比较

数据来源：国家统计局。

(二) PPI 回落放缓、CPI 涨幅有所增加，较大剪刀差仍在

一季度，我国 PPI 同比上涨 8.7%，受去年价格变动的翘尾因素影响，同比涨幅连续 3 个月回落；1~3 月份我国 PPI 同比分别上涨 9.1%、8.8%、8.3%，其中受去年基数变化影响，翘尾因素贡献较快下降，1~3 月份分别为 9.3 个百分点、8.4 个百分点、6.8 个百分点；2 月份以来，国际地缘政治因素带动部分国际大宗商品价格快速上涨，我国 PPI 环比涨幅由负转正，2 月份上涨 0.5%，3 月份继续攀升到 1.1%，使得 PPI 同比涨幅在去年高基数的基础上继续保持在 8% 以上。一季度，我国 CPI 同比上涨 1.1%，仍处于非常温和的上涨区间。受季节性因素和国际大宗商品价格上涨影响，1、2 月份，我国 CPI 环比分别上涨 0.4%、0.6%，同比上涨均为 0.9%；3 月份，虽然季节性因素消退，但国际大宗商品价格继续走高叠加境内疫情对物流的影响，CPI 环比持平，未能延续往年下降的季节性规律，由于去年基数较低，同比上涨 1.5%。

如果以 2021 年 1 月份的价格为基数，计算去年初至今年 3 月份的 PPI 和 CPI 上涨情况，以消除翘尾因素对今年 PPI 和 CPI 同比读数的影响，可以发现 2022

年3月，我国PPI相对于2021年1月已上涨10.8%，而PPI同比读数高达13.5%的2020年10月份PPI较2021年1月上涨10.5%；2022年3月CPI相对于2021年1月仅上涨1.4%。因此，虽然PPI同比读数较2021年10月的高点已下降5.2个百分点，但以去年初的价格为基数，PPI与CPI间的剪刀差仍高达9.4个百分点。持续存在的较大剪刀差对处于产业链中下游的企业，特别是下游的中小企业利润形成持续的挤压，从而不利于市场主体信心的恢复。这也是国际地缘政治问题加大我国供给端压力的具体体现。

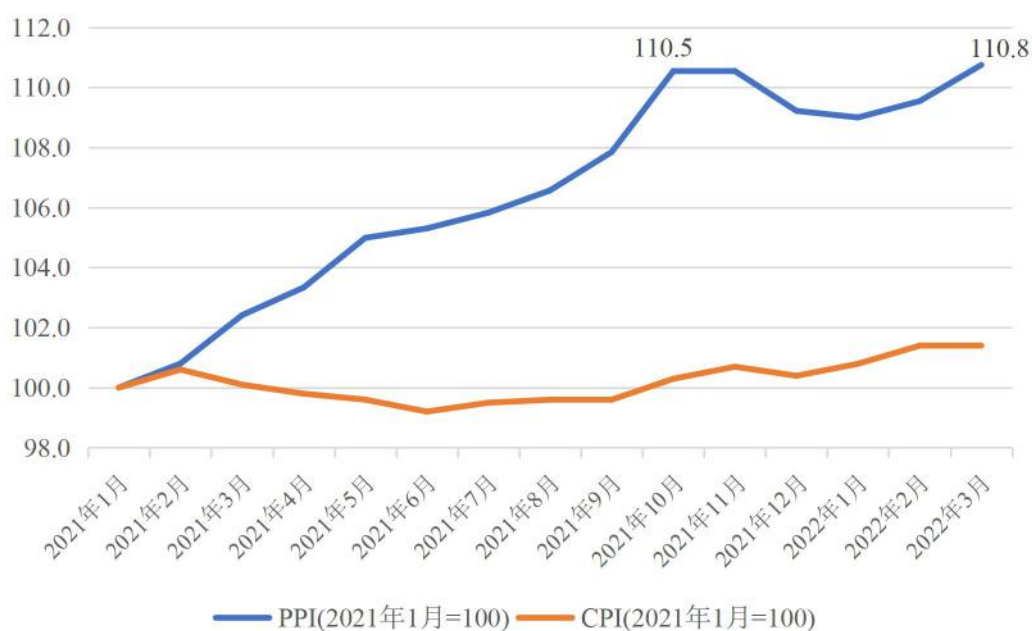


图7 2021年1月至2022年3月仅基期调整的PPI和CPI走势情况

数据来源：国家统计局。

（三）城镇调查失业率上升，结构性失业问题较为突出

一季度，全国城镇调查失业率为5.5%，较去年同期提高0.1个百分点，较去年四季度提高0.5个百分点。分月来看，全国城镇调查失业率呈持续上升趋势，3月份，我国城镇调查失业率为5.8%，较1、2月份分别提高0.5个百分点、0.3个百分点。2月份，我国城镇调查失业率通常较1月份有所增加，这符合季节性规律，但一般来说，春节后部分失业人员陆续找到工作，3月份城镇调查失业率会有所回落。然而，受疫情影响，今年3月份我国城镇调查失业率较2月份不降反升；其中，25~59岁人口城镇调查失业率5.2%，为2020年7月份以来的最高水平，同时，受疫情影响，我国城镇青年调查失业率较快上升。3月份，全国16~24

岁城镇调查失业率为 16.0%，较 2 月份提高 0.7 个百分点，为 2020 年 9 月以来的新高。受疫情影响，部分服务业复苏受阻，使得人员相对密集和服务业发展较好的大城市城镇调查失业率上升，3 月份我国 31 个大城市城镇调查失业率为 6.0%，较 2 月份提高 0.6 个百分点，这是 2018 年我国公布城镇调查失业率以来的最高水平。一季度，我国实现城镇新增就业 285 万人，完成全年目标的 25.9%，较去年同期进度放慢 1.1 个百分点。

（四）预期转弱的状况尚未根本扭转

目前，虽然没有普遍为公众接受的反映微观主体预期的指标，但企业和居民贷款数量和结构变化可以部分反映微观主体的预期状况。一般来说，在微观主体预期转弱的情况下，其用于投资的中长期贷款会相应减少。一季度，我国企事业单位新增本外币贷款 7.25 万亿元，同比多增 1.69 万亿元，但其中短期贷款及票据融资同比多增了 2.28 万亿元，中长期贷款同比少增 5144 亿元。一季度，新增本外币住户贷款 1.26 万亿元，同比少增 1.3 万亿元；其中住户经营性贷款少增 2414 亿元，其他消费性贷款（不含个人住房贷款）减少 1502 亿元，同比少增 3585 亿元。分月来看，住房中长期贷款，在 2 月少增 4500 亿的情况下，3 月继续少增 2500 亿。



图 8 2020 年 3 月至 2022 年月居民中长期贷款同比增减情况

数据来源：wind。

在微观主体预期转弱的情况下，近期我国部分资产的价格也出现了较为明显的下跌。3月份，我国70个大中城市新增商品住宅和二手住宅价格同比下降的城市分别有29个、47个，比2月份分别增加5个、8个。截至2022年5月5日，我国上证指数、深证成指收盘价较年初分别下跌15.5%、25.3%；同期，在岸人民币兑美元汇率收盘价也出现了3.7%的下跌。

二、国际环境变化和境内疫情加大了我国“稳增长”任务的挑战性

发达国家货币政策调整步伐加快和全球经济增速放缓造成的外部需求收缩，叠加东南亚国家制造业产能恢复和疫情对我国供应链的短期扰动制约我国外贸出口增长。乌克兰危机和一些国家对俄罗斯的制裁，使疫情暴发以来全球持续走高的通胀可能变得更为持久；同时部分发达国家劳动力市场紧张，为避免工资通胀螺旋，使通胀成为在较长时间内难以解决的问题，其货币政策转向步伐明显加快。在乌克兰危机和部分发达国家货币政策转向步伐加快的背景下，全球经济增速有所放缓，同时部分国家消费从实物商品向服务切换，对我国制造业外部需求的增长形成了较大的制约。

在乌克兰危机暴发之前，由于全球供需缺口的存在、绿色低碳转型以及供应链等方面的问题，发达国家通胀水平不断创下多年来新高。2022年1月，美国CPI同比上涨7.5%，为1982年3月以来的最高水平。乌克兰危机暴发后，2022年3月，美国CPI环比冲高到1.3%，上一次CPI环比增幅如此之高还要回溯到1982年6月，这也推动当月CPI同比增长8.5%，创近40多年来新高，其中能源价格上涨是最重要的推动项。同时，其它发达经济体，如欧盟，3月调和CPI也出现加速上行，创1998年来最高水平。一些居民消费篮子中能源、粮食占比较大的低收入国家，可能会产生更广泛、更持久的价格压力。高企的通胀可能加快部分发达经济体货币政策转向步伐，从而增加经济持续复苏的难度。3月份，美联储上调联邦基金利率25个基点至0.25%~0.50%区间，这是美联储自2018年12月的首次加息；5月份，美联储继续加息50个基点，在接下来的数个月内可能还要开启缩表进程。虽然，近期公布的美国2022年一季度GDP季调环比折年率为-1.4%，低于市场预期，引发美联储是否会延缓货币政策调整步伐的讨论，

但美国 GDP 增速放缓反映了美国劳动力市场的紧张局面；3 月份，美国失业率降至疫情前的低位，劳动参与率离疫情前水平也只有 1 个百分点的差距，这其中还有大量接近退休年龄因疫情而提前退休的人口，这说明美国经济可调动的潜在生产能力降低，如果此时放缓货币政策调整步伐可能会导致更为严重的工资和通胀螺旋，使通胀成为在较长时间内难以解决的问题。

在乌克兰危机和部分发达国家货币政策转向步伐加快的情况下，一些国际组织调低了 2022 年全球经济增速。国际货币基金组织（IMF）在 4 月份发布的《世界经济展望》中预测 2022 年全球经济增速为 3.6%，较 1 月份的预测值调降了 0.8 个百分点；其中，欧元区由 3.9%调降至 2.8%，美国由 3.0%调降至 2.7%，新兴市场 and 中等收入经济体由 4.8%调降至 3.8%。全球经济增速放缓会影响国际需求从而限制我国外贸出口增长。同时，由于境外较多国家和地区全面放开了疫情限制性措施，推动了服务业生产和消费的恢复。今年以来，美国个人服务消费支出实际同比增速已超过耐用品和非耐用品消费增速，3 月份，个人服务消费支出实际同比增长 6.3%，而个人非耐用品消费、耐用品消费实际同比分别下降-0.8%、-10.7%，这对我国制造业产品出口也会形成不利影响。

在经历了去年三季度新冠德尔塔变异毒株的冲击后，一些东南亚国家制造业产能目前已经恢复，这对我国出口也会产生替代效应。今年 2 月份以来，越南工业生产者指数已连续 3 月同比增长超过 9%，3 月份，越南外贸出口同比增长 19.1%，4 月份增速继续攀升到 30.4%；3 月份，印尼、马来西亚外贸出口同比增速也分别达到 44.4%、25.4%，增速较 2 月份明显加快。在我国疫情影响范围扩大、持续时间拉长的情况下，东南亚制造业外贸出口对我国的替代作用可能会加强。同时，疫情对境内物流和供应链形成的扰动，也增加了我国外贸的短期困难。3 月份，我国整车货运流量指数平均值同比下降 2.6%，4 月份同比下降 36.3%；其中上海、吉林等受疫情影响较严重地区，整车货运流量下降更为明显。

在外贸出口增速可能明显放缓的情况下，我国工业生产和制造业投资增速将趋于下行，同时疫情对消费复苏形成了较严重的扰动，这些因素均增加了我国经济“稳增长”的压力。过去两年我国工业增加值同比增速明显好于疫情之前的水平，2020~2021 年以美元计价的外贸出口复合年均增速高达 16.0%，为 2012 年以来的最高值。外贸出口的快速增长和工业产能利用率的提高带动了制造业投资

增速加快，2020~2021 年制造业投资两年复合平均增长 5.4%，较 2019 年提高 2.3 个百分点。如果今年我国外贸出口增速出现明显放缓，那么对我国制造业投资可能形成不利影响。根据我们对消费受疫情影响程度的估算，在 2021 年疫情有所反复的月份，当月社会消费品零售额增速较其它月份平均下降 1.9 个百分点。今年 3 月份以来，随着高传染性的新冠变异毒株在境内传播，我国多地管控措施明显加强。3 月份，社会消费品零售总额同比下降 3.5%，这是自 2020 年 8 月以来的首次负增长，创 2020 年 5 月来的新低，说明本轮疫情对消费的抑制可能仅次于 2020 年初的第一波疫情。随着疫情持续时间拉长，将从服务消费受限和居民收入增速放缓两个层面进一步制约居民消费增长。因此，从三大需求来看，今年我国消费可能持续受到疫情的扰动，净出口对经济增长的拉动作用减弱，资本形成中，制造业投资将呈现前高后低的走势，房地产投资在商品房销售、土地购置面积同比仍有较大程度负增长的情况下，短期内难以发挥稳增长的作用，当前稳定宏观经济大盘更多需要依靠政府主导的基建投资和消费增长。

如果二季度我国 GDP 增速处在 3.0%~4.1% 区间，那么下半年 GDP 增速要达到 6.9%~6.5% 左右，才能实现全年经济增长 5.5% 左右的目标，这加大了我国“稳增长”任务的挑战性。综合考虑当前我国经济所面临的内外部环境，我们模拟了二季度 GDP 环比增速处于【-0.5%，0.5%】区间的情景。如果 2022 年二季度我国 GDP 环比增速处在 -0.5%~0.5% 之间，那么同比增速将为 3.0%~4.1%。

表 1 2016 年一季度至 2022 年二季度 GDP 增速情形（单位：%）

	2016 环比	2017 环比	2018 环比	2019 环比	2020 环比	2021 环比	2022 环比	2020~2021 同比 平均	2022 同比
一季度	1.4	1.8	1.8	1.7	-10.3	0.5	1.3	4.9	4.8
二季度	1.9	1.7	1.6	1.4	11.6	1.2	[-0.5, 0.5]*	5.5	[3.0-4.1]*
三季度	1.7	1.6	1.4	1.2	3.4	0.7		4.8	
四季度	1.6	1.6	1.5	1.2	2.5	1.5		5.2	

注：资料来源国家统计局网站，2022 年二季度环比和同比增速为我们的预测值。

如果二季度 GDP 同比增速在 3.0%~4.1%之间，那么实现全年 5.5%左右的增速目标，下半年 GDP 增速应处在 6.5%~6.9%的区间，这一增速与 2017 年下半年的增速相当。

三、宏观经济政策亟需发力以扭转微观主体面临的困局

宏观经济运行状况是大量微观经济主体在既定宏观环境中，基于自身优化决策参与社会经济活动的结果。这些微观主体通常将宏观环境当作外生给定，认为自身的行为难以改变整个宏观环境，那么在经济遭受较大负面冲击的情况下，微观主体基于不利的宏观环境做出的决策可能会形成一种负反馈机制，使经济面临大幅波动的局面。20 世纪 30 年代，西方世界曾爆发了自资本主义社会诞生以来最严重的经济危机，在反危机过程中逐步形成了强调政府干预的凯恩斯主义理论。政府干预被认为是打破微观主体负向反馈机制、扭转微观主体困境的决定性力量。

在财政和货币政策扩张过程中，包括凯恩斯本人在内的一些经济学家认为，当名义利率已经是或者接近于零，私人部门把货币和债券看作是完全的替代品，向经济注入基础货币没有效果，传统的货币政策不起作用 (Krugman et al. 1998)；即存在这样一种可能性，这就是当利率水平降到某种水平时，流动性偏好可能变成几乎是绝对的，由于利率太低，几乎每个人都宁愿持有现金而不愿持有债券，在这种情况下，货币当局会失去它对利息率的有效控制¹。这种情况也是我们通常所说的“流动性陷阱”。在希克斯所构建的 IS-LM 分析框架中，在进入“流动性陷阱”的情况下，如果货币供给增加，LM 向右移动，但该曲线的水平部分几乎相同，此时不能增加就业和产出 (Hicks, 1937)。

对市场利率如何变动，凯恩斯认为这取决于货币的供求状况。按照凯恩斯的看法，对货币的需求主要来自两个方面，一是为满足交易动机和谨慎动机而持有货币；二是为满足投机动机而持有货币。因此，对货币的总需求 M 可以表示为：

$$M=M_1+M_2=L_1(Y)+L_2(r) \quad (1)$$

其中，M₁ 为满足交易动机和谨慎动机所持有的货币数量，取决于国民收入 Y，M₂ 为满足投机动机所持有的货币数量，受到利息率 r 的影响。战后凯恩斯的货币供求决定利率的理论被广泛传播，成为经典的利率理论。随着金融市场的发展，学者们逐渐认识到，利率形成于借贷过程，由借贷资金的供求决定，货币

¹ 凯恩斯：《就业利息和货币通论》，宋韵声译，北京：华夏出版社，2012 年，第 160 页。

本身不是借贷资金，它只有进入借贷市场才成为借贷资金（李翀，2019）。Robertson（1940）就曾指出，利率是由可贷资金的需求和供给决定。可贷资金供给受储蓄行为和央行货币政策的影响，而资金的投资需求可区分为实体经济投资的资金需求和在二级市场上购买资产的投机性需求。近年来，在日本利率走低、货币数量扩张的情况下，股票资产的配置大幅上升，2013~2015年日本股票投资信托的年增长率分别为6.77%、8.82%、13.52%，大幅高于其它金融资产的增长率（李翀，2019）。因此，对资产购买的投机性需求会推升可贷资金需求，大量资金在金融系统中空转，特别是在利率较低的情况下更是如此，从而限制市场利率的进一步下降。从近年来的中国货币政策实践看，2014年央行下调金融机构人民币贷款和存款基准利率后，市场利率水平并没有明显下降（张平，2015）。

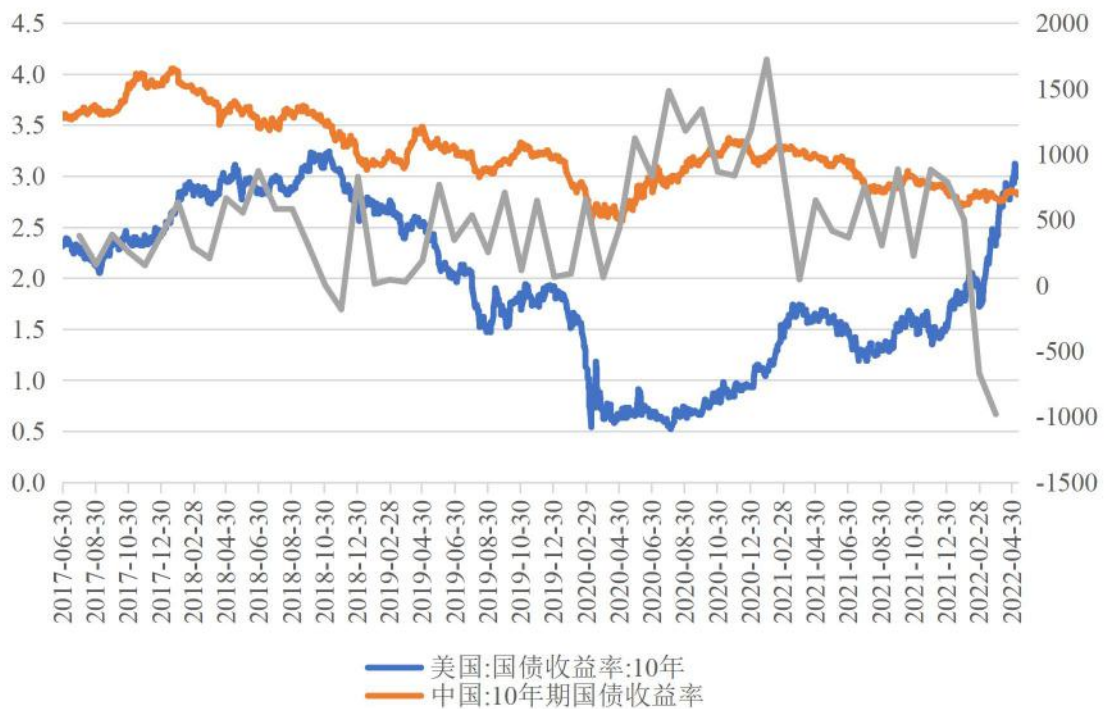


图9 近年来中美10年期国债收益率与境外机构通过债券通业务增持情况

数据来源：wind。

在金融市场开放的条件下，境内外息差的变化也会影响境内可贷资金的供求，实际上资金的境外利息收入是资金在境内配置的机会成本。当境内外利差收窄时，境外可贷资金进入境内减少，同时对境内的可贷资金需要增加，从而制约境内市场利率的进一步下降，特别是在汇率相对固定时，情况更是如此。近期随着美国货币政策收紧，中美10年期国债收益率较快收窄；今年初，中美10年期国债收

益率相差近 115 个基点，4 月末，美国 10 年期国债收益率已高出中国 10 年期国债收益率近 5 个基点。在此情况下，今年以来境外机构配置的境内债券和股票明显减少。根据中央结算公司的数据，2、3 月份，境外机构通过债券通渠道减持境内债券金额分别为 669 亿元、982 亿元。3 月份，沪深股通北向资金净卖出金额 450.8 亿人民币，南向资金净买入为 488.8 亿港元。因此，与凯恩斯所处的时代不同，在市场有更多的资产配置方式、金融市场开放度也大幅提高的情况下，一国“流动性陷阱”可能在利率较高的情况下就已经形成，而不需等到利率降到很低的时候。

在“流动性陷阱”阶段，凯恩斯主义者认为货币政策扩张难以起到增加就业和实际产出的作用，财政扩张才是推动经济有效复苏的手段。但我们认为这还不是整个经济救助过程的全部内容。要想经济摆脱“流动性陷阱”，使宽松货币政策释放的资金流入实体经济部门，以有效推动当期的消费和投资，增强经济增长的内生动力，需要财政扩张政策先行带动实体部门收益率提高和居民收入增长，以扭转微观主体的经济下行预期。实体经济部门对可贷资金的需求可表示为²：

$$DF=I(i, re) + C(i, ye) + G(d) \quad (2)$$

其中， I 代表实体企业部门投资对可贷资金的需求， C 为居民部门消费对可贷资金的需求， G 为政府部门对可贷资金的需求。实体企业投资需求取决于利率 i 和投资的预期收益 re ，居民部门消费需求受到利率和预期收入 ye 的影响，政府需求主要取决于赤字规模，对利息相对不敏感。在流动性陷阱阶段，如果要使宽松货币政策释放的可贷资金，更多的被实体企业和居民部分吸收用于当期的投资和消费，而不催生境内资产价格泡沫或加大资金外流压力，必须提升企业投资的预期收益率和居民的预期收入水平，而这正是财政政策所应担负的责任。

目前，我国经济正遭受上游原材料价格上涨的供给冲击以及海外需求收缩和疫情影响下的国内需求下降影响，实体企业投资预期收益和居民预期收入转弱比较明显。在此情况下，必须实行财政扩张先行以带动企业预期收益和居民预期收入的回升，以打破微观主体面临的困境，增强经济增长的内生动力。

在宽松货币政策对增加就业和实际产出作用有限的情况下，货币政策也不是无所作为，此时应更加关注资产价格的变化。因为在经济遭受负面冲击的时候，

² 李翀（2019）提出这一可贷资金的需求公式来讨论利率并非取决于货币供求，我们认为这个公式实际上更适合于表示实体部门对可贷资金的需求。

资产价格较快下降可能引发“金融加速器”效应，放大冲击对实体经济的影响（Bernanke et al., 1996; Kiyotaki and Moore, 1997; Aoki et al., 2004）。实际上，企业和家庭的资产价值会影响其融资能力。企业和家庭从银行获得的信用额度和融资成本取决于抵押资产的价值，而信用额度和融资成本反过来会影响资产价格，这种动态影响过程使得某种冲击的影响会不断地放大和传播，使小冲击形成大波动。张平（2015）指出“金融加速器”效应存在明显的双重不对称特征，大量实证研究表明，资产负债表对企业投资的影响在经济下降时期比繁荣时期大，对小企业的影响比大企业更大。2月末以来，在乌克兰危机和境内疫情影响程度加深的情况下，我国多项资产价格出现较快下跌，在此情况下，要高度关注资产价格变化对实体经济可能带来的影响，防范资产价格下跌与实体经济融资下降形成负向反馈机制。

四、加大宏观政策逆周期调节力度，努力提高政策效能

今年将召开中国共产党第二十次全国代表大会，是党和国家事业发展进程中十分重要的一年。长远来看，我国经济发展向好的基本面不会改变，持续发展具有多方面有利条件，但也要看到在新冠疫情和乌克兰危机的影响下，当前我国经济发展面临的风险挑战明显增多。为实现全年经济社会发展预期目标，要加大宏观政策调节力度，有效管控重点风险，着力稳定宏观经济大盘。

一是可考虑发行特别国债，加大财政政策扩张力度，带动市场主体预期收益提升和居民收入增长，扭转微观主体预期转弱的局面。今年我国可能面临外需收缩、居民消费持续受疫情扰动的局面，同时制造业投资增速可能前高后低、房地产投资短期内难以快速回暖。在此情况下，需在加快落实已经确定的政策基础上，考虑发行特别国债，加大财政支出力度。财政支出扩张，可以发挥投资在稳定经济增长中的关键性作用，同时带动实体企业投资预期收益率上升和居民预期收入增长，激发微观主体活力，增强经济增长的内生动力。

二是应高度重视资产价格快速下跌可能带来的风险，防范形成“金融加速器”效应。当前，在微观主体预期转弱的情况下，宽松货币政策释放的货币被实体经济部门吸收、形成有效投资和消费面临一些困难，货币政策操作可能更容易影响资产价格。因此，此时的货币政策不仅要配合政府债务发行，适时调控流动性状况，而且要关注资产价格，防止资产价格的大幅波动。

三是注重用好结构性政策，提高宏观政策效能。目前来看，新冠疫情对各行业和各地区的冲击存在非常大的差异，随着时间的延续，一些需要人员密接的服务性行业持续受到疫情的影响。同时，供给冲击造成的原材料和上游工业品价格上涨对下游企业的利润也形成了一定的挤压，因此上游企业复苏状况要明显好于下游企业。在这种状况下，需要加大对受疫情冲击较严重的行业以及处于行业下游的企业扶持力度。对于在受疫情长期影响而收入明显受损的家庭应考虑给予一定的货币补贴，这不仅是改善民生的需要，也可以发挥促进消费增长和稳定经济的作用。

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。