中国银行 BANK OF CHINA 研究院

中国经济金融展望报告

2022 年第 2 季度（总第 50 期）　　报告日期：2022 年 3 月 30 日

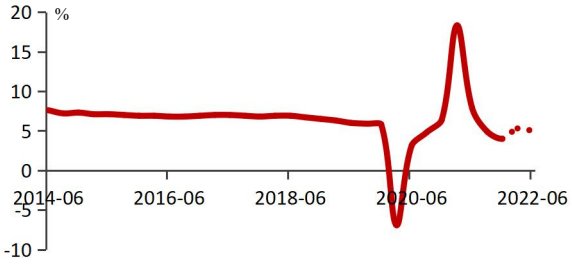
要点

●2022 年前 2 个月，中国经济实现“开门红”，主要经济指标增长好于预期，这是稳增长政策效应显现的结果。但进入 3 月以来，俄乌冲突升级，多国对俄各种制裁措施接踵而至，全球大宗商品价格迎来新一轮暴涨，国内疫情多点快速蔓延，中国经济运行面临的困难和挑战明显增多，经济景气或将转弱。预计一季度 GDP 增长 5.2%左右。

●展望二季度，经济恢复势头能否持续仍有待观察，需要关注外部冲击、疫情发展、稳增长政策等三大关键影响因素。初步判断，疫情叠加收入增长乏力影响消费恢复，房地产投资增速将放缓，出口增速将逐步回落。但考虑到政策稳增长力度有望进一步加大，市场预期将趋于稳定，基建和制造业投资有望较快增长，高技术产业继续保持较高增速，这将有利于经济增长总体稳定。预计二季度 GDP 增长 5.1%左右，增速较一季度放缓 0.1 个百分点左右。

●要高度关注内外部环境变化，做好相关风险预案和风险防范。推动各项政策部署落实落地，着力稳定宏观经济大盘。建议提高财政政策支出效能，助力扩大有效投资；货币政策持续发力，推动实现“总量合理、结构优化、价格下行”；精准发力稳定市场主体，保障就业市场稳定；持续夯实消费基础，为消费稳定恢复创造良好环境；及时推出房地产风险化解的有效举措，推动房地产市场转型发展；发挥好各地区稳增长、促转型的“有为”政府作用。

GDP 增长好于预期



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
曾圣钧（大湾区金融研究院）

联系人：范若滢
电　话：010-66592780
邮　件：fanruoying@qq.com

政策发力经济“开门红”，恢复持续性有待观察

——中国银行中国经济金融展望报告（2022 年第 2 季度）

2022 年前 2 个月，中国经济实现“开门红”，主要经济指标增长好于预期，这是稳增长政策效应显现的结果。但进入 3 月以来，俄乌冲突升级，多国对俄各种制裁措施接踵而至，全球大宗商品价格迎来新一轮暴涨，国内疫情多点快速蔓延，中国经济运行面临的困难和挑战明显增多，产业链供应链安全问题再次凸显，输入型通胀压力不断加大，中小微企业经营困难增大，金融市场震荡加大，市场预期不稳，经济景气或将转弱。预计一季度 GDP 增长 5.2%左右。展望二季度，经济恢复势头能否持续仍有待观察，需要关注外部冲击、疫情发展、稳增长政策等三大关键影响因素。初步判断，疫情叠加收入增长乏力影响消费恢复，房地产投资增速将放缓，出口增速将逐步回落。但考虑到政策稳增长力度有望进一步加大，市场预期将趋于稳定，基建和制造业投资有望较快增长，高技术产业继续保持较高增速，这将有利于经济增长总体稳定。此外上年同期基数较高，综合预计二季度 GDP 增长 5.1%左右，增速较一季度放缓 0.1 个百分点左右。要高度关注内外部环境变化，做好相关风险预案和风险防范。推动各项政策部署落实落地，着力稳定宏观经济大盘。建议提高财政政策支出效能，助力扩大有效投资；货币政策持续发力，推动实现“总量合理、结构优化、价格下行”；精准发力稳定市场主体，保障就业市场稳定；持续夯实消费基础，为消费稳定恢复创造良好环境；及时推出房地产风险化解的有效举措，推动房地产市场转型发展；发挥好各地区稳增长、促转型的“有为”政府作用。

一、2022 年一季度经济形势回顾与二季度展望

（一）2022 年一季度经济形势回顾

2022 年前 2 个月，中国经济实现“开门红”，恢复情况好于市场预期，消费、投资和工业生产等主要经济指标增速加快，为实现全年 5.5%左右的预期目标奠定了坚实基础。这是稳增长政策效应显现的结果。2021 年四季度以来，为应对经济下行压力明显增大，宏观政策不断加大逆周期和跨周期调节。2021 年 12 月中央经济工作会议提出，要积极推出有利于经济稳定的政策，着力稳定宏观经济大盘。2022 年《政府工作报告》进一步明确，面对新的下行压力，要把稳增长放在更加突出的位置。一系列稳增长措施陆续出台实施、提前发力，包括各项惠企纾困政策实施期限延长，针对工业、服务业出台专项扶持措施，部分个人所得税优惠政策延续实施，专项债发行进度加快，通过降准、降息加大稳健货币政策实施力度，煤炭等重点领域保供稳价缓解能源要素约束，房地产政策更加注重支持合理融资需求等。

尽管前 2 个月经济恢复好于市场预期，但进入 3 月以来，俄乌冲突升级，多国对俄各种制裁措施接踵而至，全球大宗商品价格迎来新一轮暴涨，国内疫情多点快速蔓延，目前已波及 20 余省市，截至 3 月 25 日，当月累计新增病例已超过 3 万例，创 2020 年 3 月以来新高。受上述因素影响，中国经济运行面临的困难和挑战明显增多，产业链供应链安全问题再次凸显，输入型通胀压力不断加大，中小微企业经营困难增大，金融市场震荡加大，市场预期不稳，经济景气或将转弱。预计一季度 GDP 增长 5.2%左右。

1. 消费超预期反弹，但恢复基础仍需巩固

1-2 月份，社会消费品零售总额同比增长 6.7%，比 2020-2021 年两年平均增速加快 2.8 个百分点，显著高于市场预期的 4.6%（图 1）。**一是线下接触式消费恢复较好。**受疫情总体可控、多地假日促消费政策频出等带动，1-2 月份餐饮、线下零售等接触式消费恢复较好。其中，餐饮收入同比增长 8.9%，增速接近 2019 年同期水平（9.7%）；限额以上便利店、专业店、专卖店和百货店零售额同比分

别增长 12.8%、10.3%、5.3%和 2.1%，均较 2020-2021 年两年平均增速有所加快。**二是升级类消费需求持续释放。**1-2 月份，家用电器和音像器材（增长 12.7%）、文化办公用品类商品零售（增长 11.1%）表现均明显好于疫情前同期水平，两者合计占消费比重约为 3%，对消费回升的贡献为 5.2%。**三是受大宗商品价格上涨、投资保值需求增强等影响，石油制品类、金银珠宝类消费较快增长。**1-2 月分别同比增长 25.6%和 19.5%，石油制品与金银珠宝占消费比重合计为 6%左右，对 1-2 月份消费增长的贡献率为 17.7%。**四是“缺芯”问题有所缓解，汽车消费有所回升。**1-2 月汽车消费同比增长 3.9%，对消费增长的贡献率为 9.8%。需要注意的是，尽管 1-2 月份消费恢复势头超预期，但恢复基础仍需巩固。2 月份城镇调查失业率连续 4 个月上升至 5.5%的较高水平，16-24 岁人口调查失业率持续处于 15.3%的高位（图 2），收入基础不牢固影响消费恢复的可持续性。CPI 和核心 CPI 当月同比维持在 1%左右，物价表现疲弱反映消费需求仍不旺盛。此外，3 月以来暴发的本土疫情使得人员线下活动和跨区域流动受到较大影响，将对消费恢复造成一定打击。总体估计一季度消费增长 5.8%左右。

图 1：各类消费增速

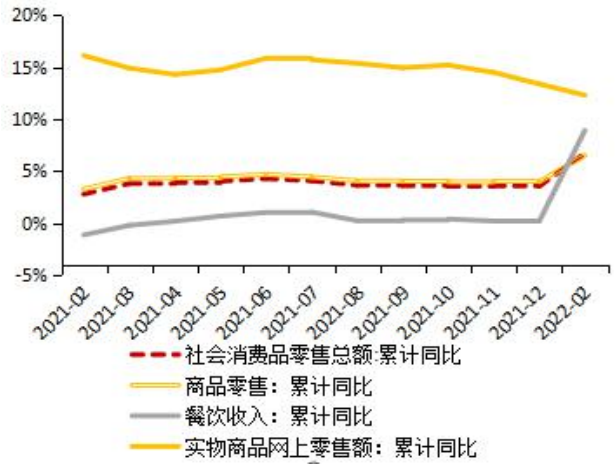
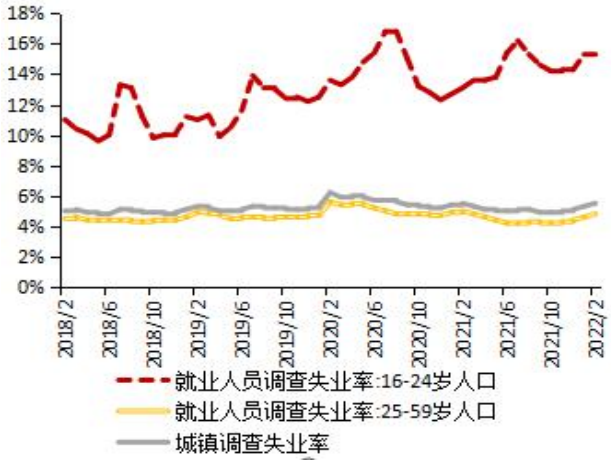


图 2：各年龄段失业率



注：2021 年为两年平均增速，2022 年为当年增速

资料来源：Wind，中国银行研究院

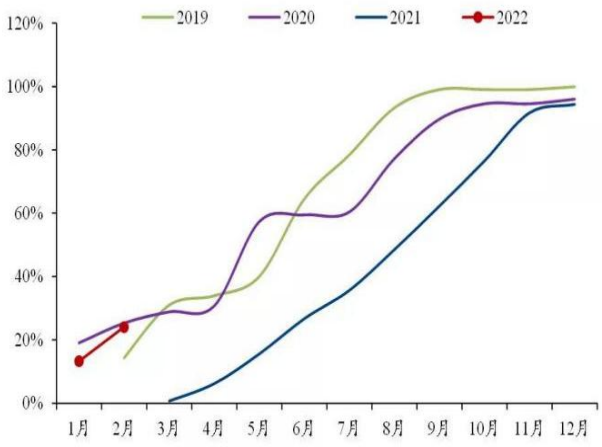
2. 投资增速明显回升，制造业和基建投资是主要支撑

1-2 月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 12.2%，较 2020-2021 年两年平均增速加快 8.3 个百分点。三大投资表现均好于市场预期。制造业、基建、房地产投资分别同比增长 20.9%、8.1%和 3.7%（图 3）。**一是在出口增长较快、银行信贷支持加大和上年低基数等因素影响下，制造业投资表现强劲。**2021 年金融机构制造业中长期贷款余额累计增速达 31.8%。**二是稳增长政策靠前发力推动基建投资回暖。**2022 年以来，财政部已向各地提前下达了 2022 年新增专项债务限额 1.46 万亿元。截至 2 月末，地方债发行规模为 1.2 万亿元，其中新增专项债发行 8775 亿元，完成提前批额度的 60.1%（图 4）。**三是房地产企业加快施工对房地产投资形成支撑。**在资金压力持续加大背景下，叠加“保交房”政策的要求，房地产企业通过加快施工（1-2 月，房屋施工面积增长 1.8%）回笼资金的诉求明显增强，这有利于拉动建安工程费用（在房地产投资中的占比约为 60%）增长。此外，春节前房地产企业集中支付部分项目工程款，也对房地产投资起到了一定支撑。总体估计一季度投资增长 10%左右。

图 3：三大投资增速

	固定资产投资完成额	房地产开发投资完成额	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%

图 4：专项债发行进度



注：2021 年数据为两年平均增速

资料来源：Wind，中国银行研究院

3. 出口增速有所回落，但仍保持高位

2022 年一季度外需仍然较强，1-2 月，中国出口（美元计价，下同）同比增长 16.3%，虽然低于前值（2021 年 12 月出口增速为 20.9%），但超过市场预期（14%），也高于 2020-2021 年同期两年平均增速 1.2 个百分点。进口方面，受国内需求持续恢复、原材料进口规模增加、大宗商品价格保持高位等因素拉动，1-2 月份进口同比增长 15.5%，虽然低于 2021 年 12 月 19.5%的增速，但仍保持较高水平。贸易顺差同比扩大，1-2 月份为 1159.6 亿美元，同比增长 19.5%。

从出口结构看，**一是对欧盟出口增速加快，对东盟、美国出口增速有所回落。**1-2 月，中国对欧盟出口增长 24%，高于 2020-2021 年同期两年平均增速 17.2 个百分点；对东盟、美国的出口增速较 2020-2021 年同期两年平均增速分别回落 6.7、7.1 个百分点（图 5）。**二是主要商品出口同比增速保持较高水平。**1-2 月，劳动密集型产品、机电产品、高新技术产品出口增速分别为 11.3%、12.3%和 14.6%。其中，鞋靴、玩具、箱包的出口增速均在 20%以上，集成电路、汽车及底盘出口同比分别增长 27.3%、103.5%，分别较 2020-2021 年同期两年平均增速加快 8、56.9 个百分点。与此相反，2021 年出口快速增长的手机、家具及零件、家用电器出口增长放缓，2022 年前 2 个月增速分别为 1.2%、1.8%、-3.7%。

出口增速较上年回落符合市场预期，主要由于 2021 年同期基数较高，以及欧美高通胀和货币政策逐步收紧带来需求增速放缓。但整体来看，一季度出口仍然位于较高景气水平，估计增长 15%左右。**一是海外疫情、地缘政治冲突加剧等冲击工业生产和全球供应链，一定程度上延长中国出口替代效应。**1-2 月，越南、印尼日均新增病例分别在 1.5 万和 3 万例以上，越南、印尼出口环比下滑，出口增速也均低于 2021 年同期及四季度的水平。**二是 2022 年 1 月份以来全球多国防疫政策趋于放宽，经济逐步重新开放，促进终端消费需求回升，带动中国劳动密集型产品出口较快增长。**1-2 月，美国、欧元区制造业 PMI 分别为 58.6%、58.2%，均处于较高景气区间。**三是价格因素形成一定支撑。**受大宗

商品价格保持高位和“芯片荒”等供给约束的影响，部分出口产品价格上涨带动出口增速提升（图 6）。

图 5：对主要贸易伙伴出口同比增速

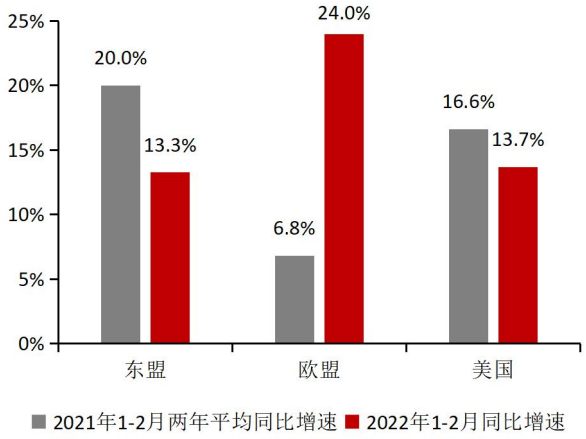
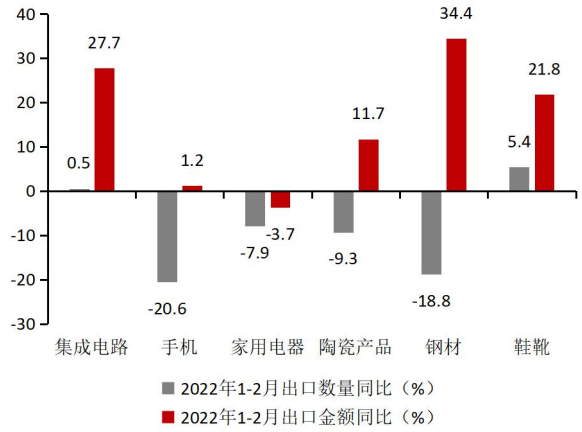


图 6：重点出口产品的数量、金额增速



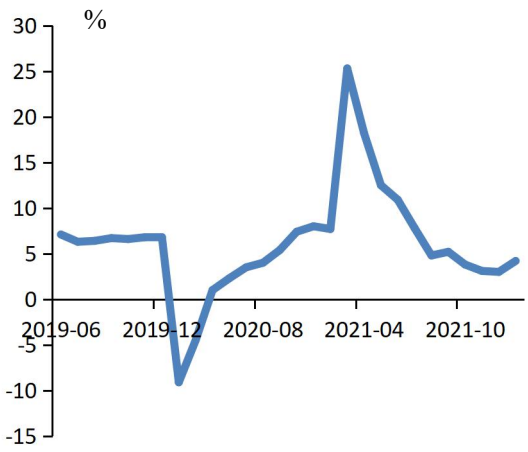
资料来源：Wind，中国银行研究院

4. 工业增长好于预期，服务业景气相对较低

受稳增长政策作用显现、内需恢复、出口表现强劲、新动能加快成长等因素影响，工业生产有所回升。1-2 月份，工业增加值同比增长 7.5%，比 2021 年 12 月及 2020-2021 年两年平均增速分别加快 3.2 个和 1.4 个百分点（图 7）。估计一季度工业增长 6%左右。但服务业景气仍然偏低，1-2 月份服务业生产指数同比增长 4.2%，比 2021 年 12 月回升 1.2 个百分点，但是比 2020-2021 年两年平均增速低 2.1 个百分点（图 8）。估计一季度服务业增加值增长 5%左右。

图 7：工业增加值当月同比增速

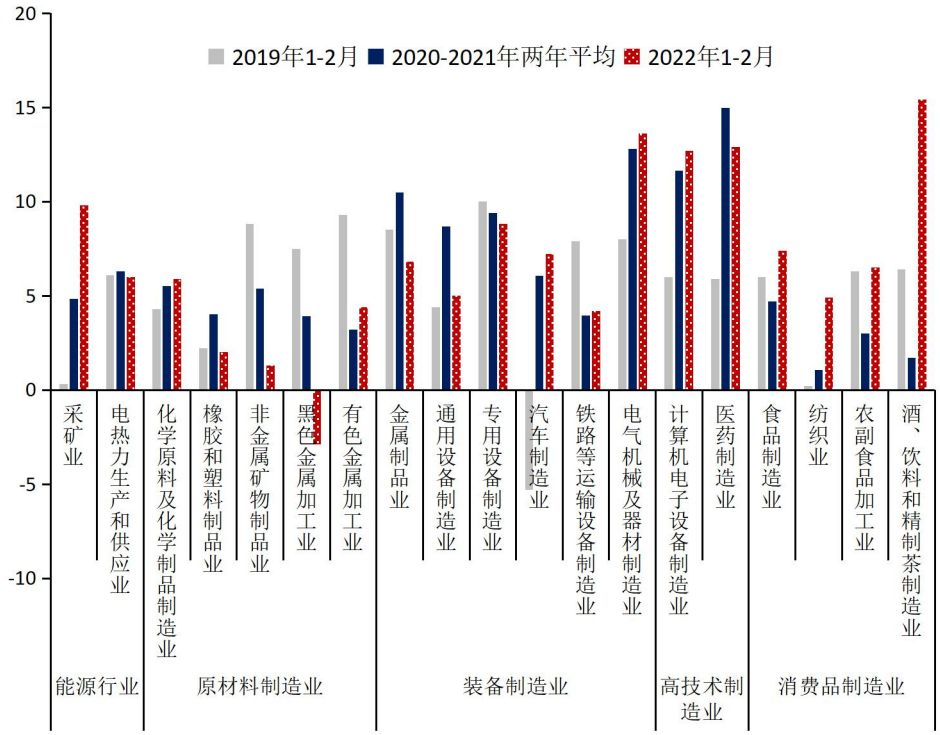
图 8：服务业生产指数同比增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

一是供给约束缓解推动上游能源行业生产，需求改善促进下游行业恢复性增长。2022 年以来，受大宗商品价格上涨、能耗双控政策纠偏、一系列稳增长政策出台等影响，上游能源行业生产明显提速。1-2 月份采矿业增加值同比增长 9.8%，较 2020-2021 年两年平均增速加快 6.9 个百分点。其中，煤炭开采、石油和天然气开采行业增加值均保持较快增长。受春节期间消费需求上升影响，食品、农副食品、烟酒、纺织服装服饰等下游消费品制造业增加值均实现较高增速。中游行业出现分化。受原材料成本继续上涨、房地产市场偏冷等影响，中游原材料制造行业生产经营压力明显，橡胶、有色金属加工、非金属矿物制品、金属制品等行业增加值增速放缓，黑色金属加工业增加值同比下降 2.9%。中游部分装备制造业稳步回升。伴随“缺芯”问题逐渐缓解，1-2 月汽车制造业增加值同比增长 7.2%，较 2020-2021 年两年平均增速回升 1.2 个百分点；受出口和投资较快增长拉动，电器机械及器材制造业增加值同比增长 13.6%，较 2020-2021 年两年平均增速回升 0.8 个百分点（图 9）。

图 9：细分工业行业增加值增速（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

二是高技术制造业表现强劲，引领制造业高质量发展。1-2 月份，高技术制造业、装备制造业增加值同比分别增长 14.4%、9.6%，其中计算机通信和其他电子设备制造业、医药制造业、仪器仪表制造业增加值均实现两位数增长。国内新兴产品规模持续扩大，受补贴优惠政策延续、限购措施放宽影响，新能源汽车产量同比增长 150.5%。此外，工业机器人、太阳能电池产量同比分别增长 29.6%、26.4%。

三是疫情反复、成本高企，中小企业生产经营更加困难。受国内疫情反复、能源及部分原材料成本高企、产业链和供应链保障不足等影响，中小企业生产经营压力增大。小型企业 PMI 连续数月处于较低景气区间（图 10）。同时，成本高企、需求不足导致中小企业利润承压。2 月份，中小企业成本指数为 114.6，虽然较上月下降 0.7 点，但仍高于上年四季度；中小企业发展效益指数为 74.4，比上月下降 0.5 点，处于历史较低位，为 8 个分项指数中的最低值（图 11）。

图 10：大中小型企业 PMI（%）

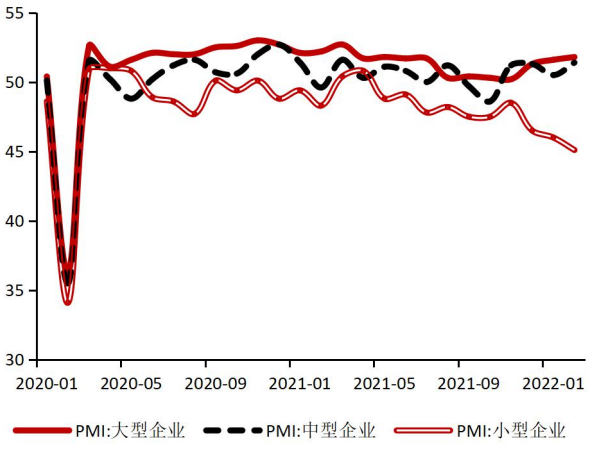
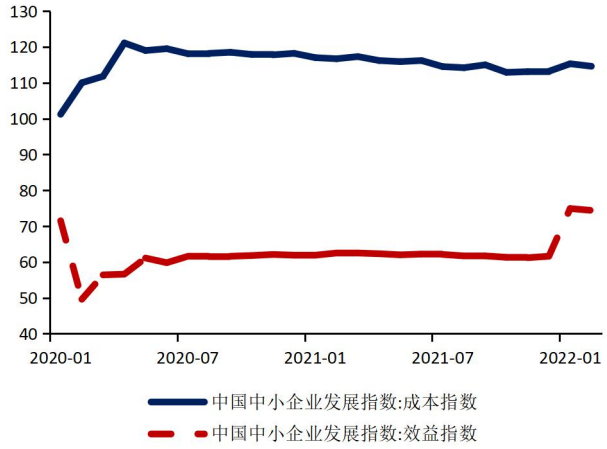


图 11：中小企业成本和效益指数



资料来源：Wind，中国银行研究院

四是疫情反复和地产销售低迷制约服务业回暖。服务业景气仍然偏低，1、2 月份服务业 PMI 分别为 50.3%、50.5%，低于上年同期。其中，零售、生态保护及环境治理、居民服务等行业受疫情影响相对较大，商务活动指数位于 45%以下低位区间。1 月客货运量同比为负，中国仓储指数弱于 2021 年四季度，2022 年春运期间虽然未实施全国性的“就地过年”政策，但是 2 月份南航、国航、东航、海航、春秋航、吉祥航 6 家上市航空公司共完成旅客运输量 2340.41 万人次，环比上升 8.3%，仅恢复至 2019 年同期的 54.4%。此外，房地产销售端偏冷。1-2 月份，商品房销售面积、销售额分别同比下降 9.6%、19.3%，销售额降幅较 2021 年 12 月（-17.8%）进一步扩大；30 个大中城市商品房成交面积同比下降 30%左右，整体表现低迷。

5. CPI 低位运行、PPI 高位回落，通胀整体温和可控

一季度，中国通胀整体温和可控。1-2 月，CPI、PPI 分别累计上涨 0.9%和 8.9%。**一是猪肉价格持续低迷导致 CPI 涨幅低位运行。**由于猪肉产能持续处于高位，疫情波动给餐饮业带来负面影响，供需两端共同作用导致猪肉价格再度下行。2 月份，全国猪肉平均批发价为 20.1 元/公斤，同比下跌了 53.5%（图 12）。

二是国内保供稳价政策显效叠加高基数作用，PPI 涨幅高位回落，但国际油价持续冲高导致 PPI 回落节奏放缓。在俄乌冲突升级等因素影响下，原油、有色金属等国际大宗商品价格进一步上涨，带动国内石油相关行业价格持续高位运行。2 月份，CRB 现货综合指数和布伦特原油期货结算价均值分别为 598.12 点和 94.1 美元/桶，分别同比上涨 26.37%和 51.09%（图 13）。估计一季度 CPI、PPI 分别上涨 0.9%、8.6%左右。

图 12：CPI 与猪肉价格

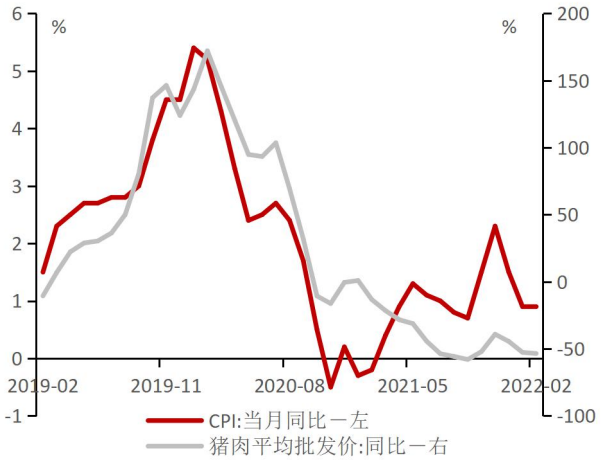
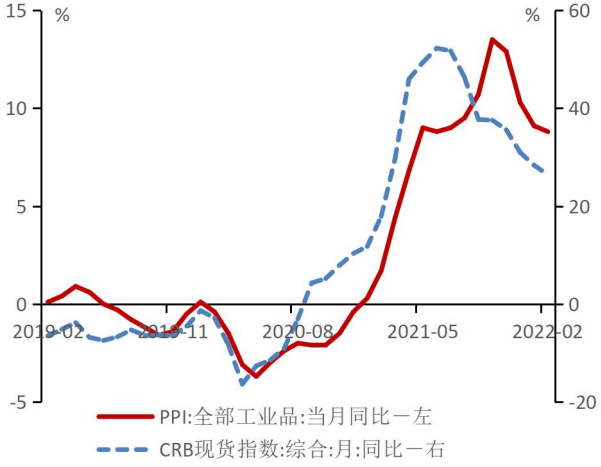


图 13：PPI 与 CRB 现货指数



资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）2022 年二季度经济形势展望

展望二季度，经济恢复势头能否延续尚有待观察，有三大关键影响因素需要重点关注。**一是外部冲击。**俄乌局势仍在演变，各种制裁措施还在出台，制裁措施影响不断发酵，产业链供应链面临新的挑战，美联储货币政策加快收紧，全球利率中枢上升、资本流动方向改变，金融市场或将延续波动，这将对中国经济产生显著影响。**二是疫情发展。**疫情有效防控是经济持续恢复的前提。目前精准抗疫难度加大，新一轮疫情反弹仍处于扩散期，疫情反复对需求恢复、稳定生产造成持续负面影响。**三是稳增长政策。**二季度，经济平稳运行仍面临较多挑战，包括大宗商品价格高位震荡加大企业成本压力，中小微企业经营困

难较为突出，房地产行业流动性偏紧，地方政府债务风险压力较大等。根据2022年《政府工作报告》的部署，各项宏观政策实施力度将进一步加大。同时针对房地产企业风险化解可能会出台新的配套政策。初步判断，二季度疫情叠加收入增长乏力影响消费恢复，房地产投资增速将放缓，出口增速将逐步回落。但考虑到政策稳增长力度有望进一步加大，市场预期将趋于稳定，基建和制造业投资有望较快增长，高技术产业继续保持较高增速，这将有利于经济增长的总体稳定。此外，上年同期基数较高，2020-2021年同期GDP两年平均增速为5.5%。综合预计二季度GDP增长5.1%左右，增速较一季度放缓0.1个百分点左右。

1. 疫情叠加收入增长乏力，消费恢复动力可能减弱

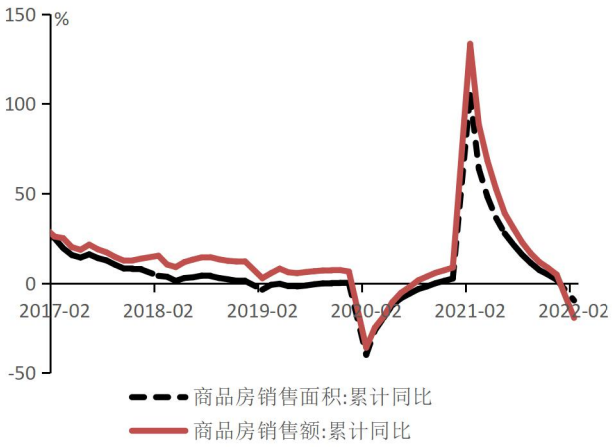
展望二季度，疫情反复对消费的压制作用持续存在，但在精准防控政策下，疫情对消费恢复的影响将总体可控。同时，根据《政府工作报告》部署，新能源汽车消费相关补贴和支持政策将保持一定力度，绿色智能家电下乡和以旧换新政策有望推出，促进相关领域消费增长。未来，消费有望保持回升趋势，但回升动力的强度和可持续性面临不确定性。一方面，当前经济下行压力增大，中小企业经营困难，城镇和农村居民人均可支配收入增速连续三个季度下降，调查失业率连续4个季度升高。在此背景下，消费缺乏强劲反弹的基础。另一方面，房地产销售市场持续下滑，二季度恐难以筑底，继续拖累住房相关消费。综上，预计二季度消费增长5%左右，增速较一季度放缓0.8个百分点左右。

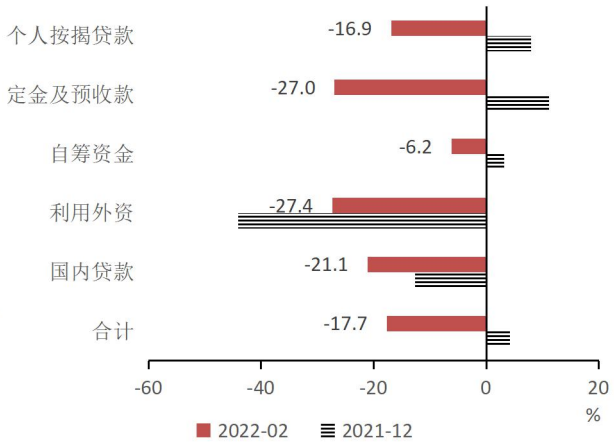
2. 投资将保持稳定恢复，但房地产投资增长持续性有待观察

二季度，投资将保持稳定恢复，但增速或小幅放缓。一是房地产投资持续增长面临融资端改善不足、销售端偏冷等掣肘。虽然自2021年四季度房地产政策有所调整，但全国房地产市场总体依然偏冷。一方面，考虑到房地产企业信用风险较大，银行信贷仍趋于谨慎，信用债、境外债等外部融资渠道持续受阻；另一方面，销售端低迷导致房地产企业内部经营性融资难度进一步增大。1-2

月，商品房销售额和房地产开发企业到位资金分别同比下降 19.3%和 17.7%（图 14、图 15）。二是受益于财政支出力度加强，基建投资有望保持较快增长。三是制造业投资仍将较快增长。综合来看，预计二季度固定资产投资增速为 8%左右，较一季度放缓 2 个百分点左右。

图 14：商品房销售大幅下滑　图 15：房地产开发到位资金大幅下降





资料来源：Wind，中国银行研究院

3. 受外需放缓、成本上升等影响，出口增速将逐步回落

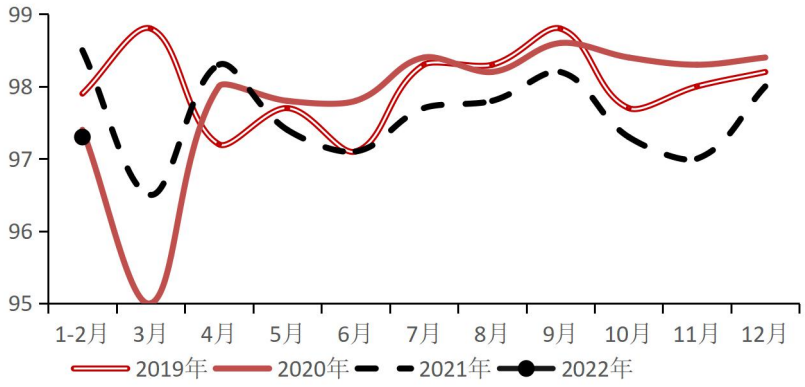
展望二季度，尽管疫情对全球经济的影响趋于减弱，中国原材料、中间品、劳动密集型产品等出口仍有一定支撑，RCEP 协定生效实施将带动中国对东盟出口稳定增长，价格因素也将推动出口额增长。**但中国出口增速总体将继续回落。**一是外部需求放缓。一方面，俄乌冲突及涉俄制裁推升全球避险情绪，或带来全球经济活动减少、需求减弱。另一方面，美欧为应对通胀加快收紧货币政策，3 月 17 日美联储宣布将加息 25 个基点，2021 年 12 月以来英国央行已加息 3 次，欧央行也在加速撤出刺激政策，这或将影响实体经济的融资环境和投资信心，增加经济下行压力，带动需求逐步走弱。2022 年 1 月 IMF 下调 2022 年世界经济增速至 4.4%，美联储预计美国 2022 年经济增长 2.8%，较 2021 年 12 月预测值下调 1.2 个百分点。二是能源、原材料、劳动力、海运费等要素价

格上涨加大外贸企业成本压力，影响企业接单意愿。三是外部不确定性因素增多加大汇率等金融市场波动，影响外贸企业经营预期。进口方面，投资较快增长将带动原材料进口规模增加，大宗商品价格保持高位，数量和价格效应对进口快速增长都有支撑。总体预计二季度出口增长10%左右，增速较一季度回落5个百分点左右；进口增长11.4%左右，增速较一季度回落1.2个百分点左右。

4. 内外部不确定因素持续冲击，生产端仍然承压

展望二季度，尽管稳增长政策力度不减，但工业生产依然面临一定下行压力。**一是需求端动能不足。**1-2月份规模以上工业企业产销率为97.3%，同比下降1.2个百分点，低于近年来历史同期水平（图16）。疫情冲击叠加地产销售市场低迷，内需恢复动力不足。同时，疫情、地缘政治冲突等因素将加大全球经济复苏不确定性，加剧全球经济“滞胀”风险。**二是芯片等核心零部件短缺问题仍然存在。**汽车芯片供应短缺情况虽然有所缓解，但短期产能有限，难以满足整车、零部件需求和排产计划，芯片供需缺口可能进一步扩大。同时，锂电池作为新能源汽车的核心零部件，也面临严峻的供需形势。截至3月1日，国内电池级碳酸锂市场主流报价均价涨至50.04万元/吨，较年初均价29万元/吨上涨近1.7倍，产业链供应链依然存在堵点卡点。**三是成本压力增大。**地缘政治冲突进一步扰乱全球供应链恢复，全球能源供需格局或发生改变，推动大宗商品价格上行，推高中下游制造业企业成本，持续挤压企业盈利空间。服务业方面，在疫情总体可控的前提下，批发零售、住宿餐饮、物流运输有望有序恢复，数字化转型加快叠加线上需求持续增加助力信息服务业保持高景气，服务业整体继续保持恢复势头。预计二季度工业和服务业增加值增速出现分化，工业增加值增长5.6%左右，增速比一季度低0.4个百分点左右，服务业增加值增长5.1%左右，增速比一季度高0.1个百分点左右。

图 16：工业产销率情况（当月值）



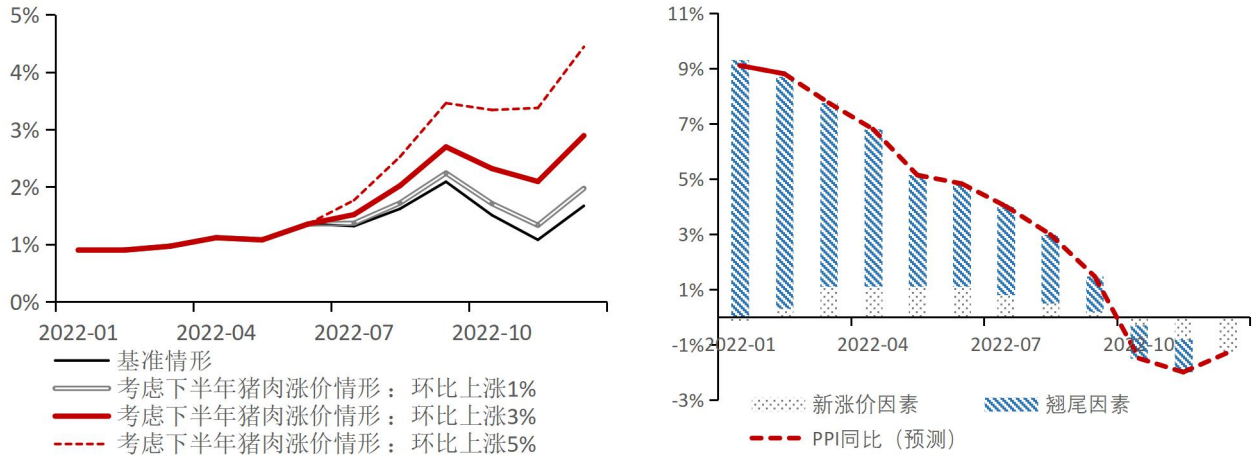
资料来源：Wind，中国银行研究院

5. CPI 低位抬升、PPI 涨幅回落，PPI-CPI“剪刀差”进一步缩小

二季度，中国经济供需基本面整体稳定，通胀仍将保持温和走势。**一是 CPI 涨幅或将低位小幅抬升。**国际粮食价格、原油价格上涨，翘尾因素影响增强（一、二季度 CPI 翘尾因素分别为 0.23 和 0.87 个百分点），将成为拉动 CPI 回升的重要力量。但猪肉仍将处于供大于求的状态，对 CPI 涨幅的下拉作用依然较大。一方面，生猪存栏量仍处于历史高位，意味着未来还将有大量生猪出栏，猪肉供应充足；另一方面，疫情反复对餐饮消费的负面影响或将持续，同时二季度处于猪肉消费淡季，猪肉需求偏弱。综合预计二季度 CPI 整体将保持温和运行，涨幅小幅抬升。

二是 PPI 涨幅将继续回落，国际油价高企或将导致 PPI 回落速度放缓。未来国内保供稳价政策效果将进一步显现，煤炭、钢铁等价格有望保持在合理区间，叠加翘尾因素影响减弱（一、二季度 PPI 翘尾因素分别为 8.12 和 4.48 个百分点），预计二季度 PPI 涨幅将继续回落。但需要注意的是，地缘政治博弈加剧影响全球原油供需格局，国际油价仍有进一步上涨可能，PPI 回落步伐或将放缓。综合预计二季度 CPI、PPI 涨幅分别为 1.2%和 5.6%左右，两者“剪刀差”将进一步缩小（图 17）。

图 17：2022 年 CPI（左）与 PPI（右）同比涨幅预测



资料来源：中国银行研究院

二、2022 年一季度金融形势回顾与二季度展望

（一）一季度金融形势回顾：地缘冲突背景下，金融市场波动有所加大

2022 年以来，受疫情再次反复、美联储加息周期开启、全球需求持续收缩等因素影响，中国金融运行面临的形势更趋复杂，特别是俄乌冲突全面升级成为新的重大扰动因素，对中国金融市场产生明显影响，突出表现在以黄金、大宗商品为代表的避险资产价格大幅上涨，股票、债券等风险资产价格大幅下跌。年初以来，监管部门将加大对实体经济尤其中小企业的支持力度作为工作重点，在降准降息以及结构性货币政策工具持续发力带动下，货币社融增速保持较快增长，信贷结构持续优化，货币市场利率稳中趋降。但也要看到，中小企业经营仍面临较大困难，企业对经济复苏预期偏弱导致中长期信贷需求不足，金融服务实体经济面临一定掣肘。

1．逆周期调控政策持续发力，但金融数据表现弱于市场预期

1-2 月，新增社会融资规模累计 7.36 万亿元，为历史最高，同比多增 4499 亿元，增幅与上年相比有所收窄（上年同期多增 9855 亿元）（图 18）。**债券融资大幅多增是驱动社融增长的重要因素。**政府债券、企业债券较上年同期合计

多增 9197 亿元。政府债券大幅多增与财政政策提前发力、专项债发行速度明显加快有关，企业债券大幅多增与市场利率下行带动发债成本下降有关。**新增人民币贷款小幅减少。**新增人民币贷款同比少增 523 亿元，为近年来首次出现，这与实体经济资金需求变弱有关。**股票融资同比继续多增。**非金融企业境内股票融资 2024 亿元，同比多增 340 亿元，注册制带动股票市场改革红利持续释放。**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 574 亿元，同比多减 4328 亿元，延续了近年来持续减少的态势，尤其是未贴现的银行承兑汇票大幅多减 5038 亿元，这与企业开票意愿不足有关。

信贷结构持续优化，对重点领域和薄弱环节支持力度持续加大。一是工业、普惠、绿色等领域信贷增速维持高位。截至 2021 年末，普惠小微、绿色、制造业、工业中长期贷款余额增速分别为 27.3%、33%、31.8%、22.6%（图 19）。其中，金融机构支持小微经营主体 4456 万户，同比增长 38%。大型银行普惠小微企业贷款余额增速达 35.65%，连续第三年在 30%以上。**二是房地产贷款增速继续下行。**按照“房住不炒”“三道红线”等政策要求，持续优化房地产授信政策，避免资金“脱实向虚”。2021 年末，房地产贷款余额增速进一步降至 7.9%，同比下降 3.8 个百分点，延续下行态势。2021 年下半年以来，房地产融资政策整体趋缓。但受疫情反复及楼市预期整体偏冷影响，2022 年 1-2 月房地产市场维持降温态势，居民中长期贷款新增 6965 亿元，同比大幅少增 6596 亿元，居民对房地产市场的预期尚未明显转暖。

值得注意的是，企业对经济预期偏弱导致中长期贷款出现少增。2022 年 1-2 月，新增企业中长期贷款 2.6 万亿元，同比大幅少增 5348 亿元。主因是 2021 年下半年以来，全国先后出现多轮疫情，且波及多个省份，叠加大宗商品价格高企等因素，对企业的生产计划和正常经营带来持续影响，导致企业中长期信贷需求偏弱。进入 2022 年，疫情形势更为严峻，尤其 3 月份以来，多个省份确诊病例快速上升，疫情防控压力陡增，企业对中长期资金需求动力不足。与之

相对应，1-2 月新增票据融资 4840 亿元，上年同期为减少 3260 亿元，“以票充贷”现象明显，说明企业资金需求主要用于短期纾困，对未来经济预期仍然偏弱。

图 18：新增社会融资规模

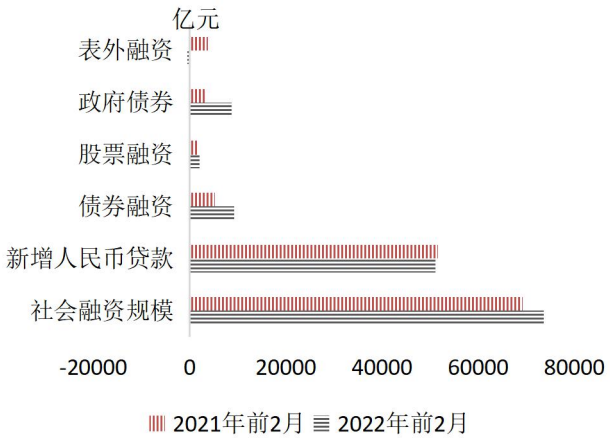
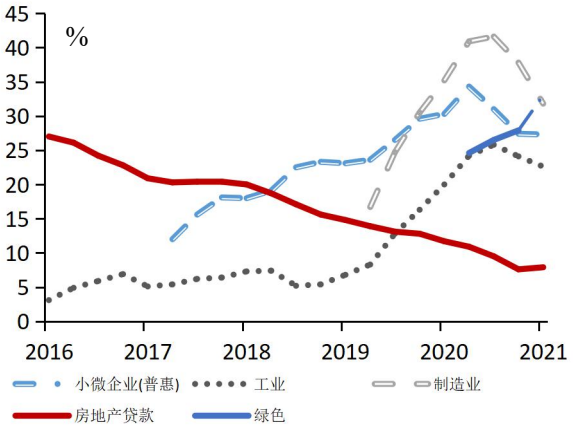


图 19：重点领域贷款余额增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

2．政策利率下调，整体利率水平稳中有降

年初以来，随着政策利率和 LPR 先后下调，整体利率水平稳中有降，实体经济融资成本随之降低。具体来看，**一是政策利率下调。**1 月 17 日央行下调 1 年期 MLF 和 7 天逆回购利率至 2.85%和 2.1%，均下调 10 个基点。**二是货币市场利率先降后升。**随着 1 月央行降息并在春节前大量开展逆回购操作，2 月中旬 DR007、R007 降至 2%附近（图 20）。但因逆回购到期、集中纳税等原因，2 月中旬以来利率开始波动上行。特别是俄乌冲突导致市场避险动机增强，金融机构流动性需求上升，3 月后利率有所上行。**三是企业贷款利率创历史新低。**2021 年末，金融机构人民币贷款加权平均利率、一般贷款利率分别为 4.76%和 5.19%，分别同比下降 0.27、0.11 个百分点，为有统计以来最低。特别地，2021 年全年企业贷款利率为 4.61%，为改革开放以来最低水平（图 21）。

图 20：货币市场利率变化

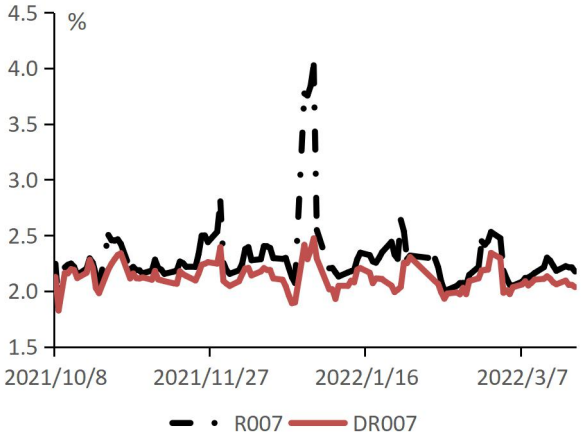


图 21：企业贷款利率创历史新低

资料来源：Wind，中国银行研究院

3．国债收益率低位波动运行，需关注信用利差走阔现象

受货币政策宽松、俄乌冲突带动人民币资产避险属性增强等因素影响，一季度 10 年期国债收益率延续了上年末震荡走势，整体水平处于三年以来的低位。截至 2022 年 3 月 25 日，10 年期国债收益率收报于 2.80%，与上年末基本持平。整体来看，一季度债券市场运行呈现如下特征：**第一，地方政府专项债、银行次级债、中期票据发行明显增加，同业存单发行大幅减少。**截至 2022 年 3 月 25 日，各类债券共计发行 14.07 万亿元，相比上年同期增加 4598 亿元。其中，受财政政策前置发力带动，一季度地方政府债发行明显提速，1-2 月地方政府专项债同比新增 8775 亿元；受资本补充需求提升影响，商业银行次级债发行 2837.5 亿元，同比增加 137.9%；中期票据发行 6338.8 亿元，同比上涨 22.5%，这与货币市场利率下行带动发行成本下降有关；同业存单发行 5.1 万亿元，同比下降 3.7%（图 22）。**第二，期限利差略有上行，信用利差持续走阔。**截至 3 月 25 日，国债期限利差（10 年期-1 年期国债收益率）平均为 72 个 BPs，同比上升 8 个 BPs，这主要与货币市场利率走低带动短期国债收益率快速下行有关；信用利差（3 年期 AAA 级企业债与同期限国债收益率之差）平均为 58 个 BPs，同比下降 14 个 BPs。但值得关注的是，信用利差由上年末的 50 个 BPs 上升至 80 个

BPs 左右，说明市场对企业违约的担忧情绪有所上升（图 23）。**第三，债券违约金额大幅下降，但房地产行业境外债券违约风险不容小觑。**截至 3 月 25 日，共有 15 只债券发生实际违约，违约逾期本金与逾期利息总计约 123.53 亿元，同比下降 83.57%，实际违约金额与数量同比大幅下降。截止 3 月 25 日，房地产业有 4 家企业债券发生实质违约，实质违约本金达 59.25 亿元，1-2 月涉及房地产境外债券违约金额约 48.68 亿元，房企违约风险仍需高度关注。

图 22：各类债券发行规模

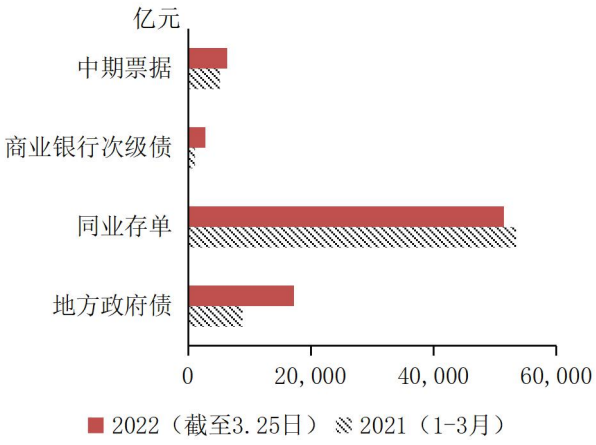


图 23：期限利差与信用利差

资料来源：Wind，中国银行研究院

4．疫情反复叠加地缘政治冲突影响，A 股出现明显下跌

一季度，A 股整体处于下行通道，尤其 2 月下旬，受俄乌冲突加剧影响，市场恐慌情绪蔓延，股指出现超跌。截至 2022 年 3 月 25 日，上证综指收于 3212.24 点，较年初下降了 11.57%。主要特点：**一是疫情反复导致实体经济承压，市场信心走弱。**2 月中旬以来，国内疫情持续扩散，深圳、内蒙古、山东、吉林、上海等地新增确诊和无症状感染者数量上升，各地防控压力增大影响经济运行，投资者对经济预期偏弱增大了市场面临的抛售压力。**二是地缘政治冲突引发市场恐慌，A 股出现超跌。**受俄乌冲突影响，全球金融市场出现剧烈波动。冲突爆发后，德国 DAX30 指数、欧洲斯托克 50 指数、国富时 100 指数、道指、纳

指和标普 500 指数等主要股指出现大幅波动，在全球股市波动加剧影响下，A 股也未能独善其身，出现明显下跌。**三是金稳会发声稳定预期，为市场注入信心。**3 月 16 日国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，对宏观经济运行、房地产企业、中概股、平台经济以及香港金融市场稳定等市场关切问题做出明确表态，提出货币政策要主动应对，积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策，欢迎长期机构投资者增加持股比例等，引导投资者正确认识和理解相关问题。随后，股市非理性无序下挫的局面得到遏制，并出现反弹。

图 24：上证指数走势

资料来源：Wind，中国银行研究院

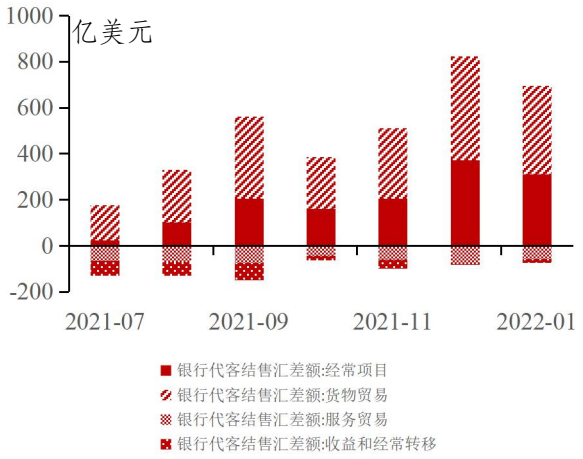
5．人民币汇率稳中走升，创近四年新高

一季度，人民币汇率呈稳中有升趋势。截至 2022 年 3 月 25 日，美元兑人民币即期汇率 6.3655。其中，2 月份升值趋势最为明显，月涨幅 0.83%（图 25）。3 月 2 日，人民币兑美元即期汇率升至 6.3107，创近四年以来新高。人民币对一篮子货币也持续走升，3 月 25 日 CFETS 指数升至 105.17。支撑本阶段人民币汇率稳中有升的主要因素有：**一是出口持续顺差。**2022 年以来，中国外贸出

口延续良好形势，贸易持续顺差带动下人民币结汇需求旺盛，推动人民币汇率走升。1-2 月份，中国贸易顺差累计 1159.6 亿美元，同比增长 19.5%。从银行代客结售汇数据来看，1 月份经常项目下的人民币结汇金额 1967.1 亿美元，结售汇顺差 310.6 亿美元，其中货物贸易结售汇顺差 384.4 亿美元（图 26）。**二是外资加速流入。**一方面，中国外商直接投资净流入显著增加。2021 年直接投资结售汇顺差 757.24 亿美元，增长 103.7%，创近年来新高。2022 年 1-2 月，吸收外资 378.6 亿美元，同比增长 45.2%。另一方面，2021 年年底以来，中国股市与债市跨境资金净流入出现显著增加，进一步推升了人民币需求。2022 年 1 月，证券投资项下人民币结售汇顺差 19.5 亿美元。**三是人民币避险需求上升。**2 月俄乌冲突升级，全球市场恐慌情绪蔓延，而中国受俄乌冲击影响较小，避险动机驱动了一部分人民币资产的配置需求，也助推了人民币汇率高位运行。

图 25：人民币汇率与美元指数

图 26：银行代客结售汇顺差情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

6．碳交易市场首个履约周期顺利结束，监管部门严抓数据质量

自 2021 年 7 月 16 日正式启动上线交易以来，全国碳市场运行近 8 个月。截至 3 月 25 日，全国碳市场碳排放配额（CEA）累计成交量 1.89 亿吨，累计成交额 82.04 亿元。从 2022 年一季度的配额成交量与成交价格来看，全国碳市

场的碳价稳中有升，但成交量有待提升（图 27、图 28）。全国碳市场价格发现机制作用初步显现，企业减排意识、能力和水平得到提高，碳市场运行促进企业减排温室气体和加快绿色低碳转型的作用有所增强。根据生态环境部通报的全国碳市场首个履约期完成情况，全国碳市场履约完成率 99.5%（按履约量计），第一个履约周期顺利收官。

图 27：碳配额价格变化

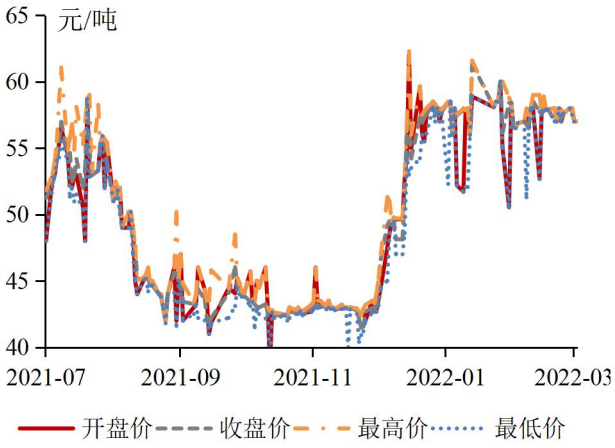
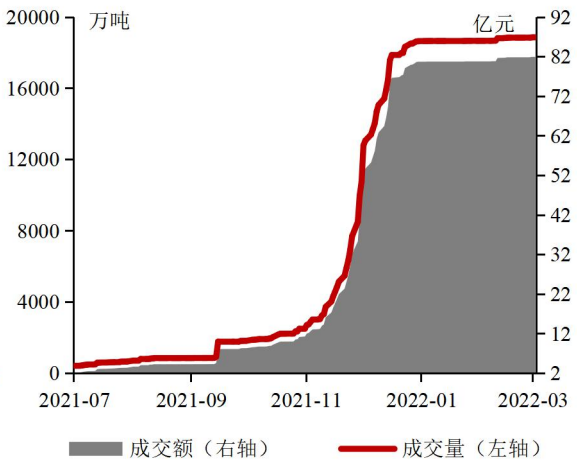


图 28：碳配额成交量及成交金额变化



资料来源：Wind，中国银行研究院

碳排放权交易是实现碳达峰、碳中和的重要政策工具，准确可靠的数据是碳排放权交易市场实现规范运行的生命线。为严厉打击控排企业碳排放数据弄虚作假行为，加强碳排放报告质量监督管理，保障全国碳市场平稳健康运行，生态环境部组织了 31 个工作组开展碳排放报告质量专项监督帮扶。3 月中旬，生态环境部公布了 4 家机构的碳排放报告数据弄虚作假等典型问题案例，并提出要健全碳排放数据质量管理长效机制，继续组织开展碳排放报告质量监督帮扶，严厉打击数据虚报、瞒报、弄虚作假等违法违规行为。典型问题案例的公开为后续报送排放报告的重点排放企业敲响警钟。随着碳交易工作的深入推进，碳排放数据核查及管理将越来越严格。

（二）2022 年二季度金融形势展望：政策精准发力，金融市场运行有望低位企稳

展望二季度，在经济基本面保持平稳、资金面保持稳定带动下，中国金融市场运行将有望低位企稳。从经济基本面看，宏观调控政策持续发力将对未来经济发展形成支撑，同时煤炭等领域的供给约束也正趋于缓解，这些都将助力经济企稳，为金融市场带来利好。从资金面看，在稳健货币政策持续发力、国际收支保持顺差等带动下，金融体系流动性将维持合理充裕。从政策面看，近期金融稳定委员会提出“要充分发挥保险资金长期投资的优势，引导保险机构将更多资金配置于权益类资产”“鼓励房地产企业兼并收购、开展并购贷款”以及“完成大型平台公司整改工作，红灯、绿灯都要设置好”等，将极大稳定市场预期，缓解资本市场长期资本不足、房地产融资过快下行、中概股波动加大、企业家投资信心偏弱等问题，筑牢经济稳健发展的微观基础。不过，考虑到俄乌冲突前景不明，主要国家加息背景下全球流动性环境持续收紧以及疫情管控再次强化，金融运行仍面临许多不确定性。

1. 主要金融指标增速稳中略升，持续增大对企业资金支持力度

展望二季度，融资环境整体将稳健略宽。**一是**货币社融增速有望稳中有升。一方面，在“扩大新增贷款规模”“提升中小微企业融资可得性”政策导向下，企业融资环境将明显改善。1-3 月，央行已连续加量续作 MLF，有助于提升金融机构投放中长期贷款的积极性。另一方面，2021 年 3 月起，M2、社融增速开始走缓，基数较低。预计二季度 M2 和社融增速与一季度相比将有所回暖。**二是**信贷结构继续优化。金融机构对普惠小微、绿色发展、高端制造、科技创新等领域的支持力度将继续保持在较高水平。**三是**房地产融资环境逐步趋稳。3 月 16 日国务院金融稳定委员会提出“针对房地产企业要及时研究和提出有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施”。预计房地产市场

融资环境将有所改善。

2.市场利率料将稳中有降，进一步降低实体经济融资成本

展望二季度，稳增长任务艰巨，叠加疫情再次反弹，政策总体稳中略宽，预计市场利率将延续下行态势。**一是货币市场利率或有降低。**虽然美联储已正式加息，但美国通胀率高企背景下中美实际利差仍保持在较高水平，且人民币汇率弹性增强，中国货币政策仍可保持相对独立，不排除降准或降息的可能性，这将带动货币市场利率走低。**二是 LPR 利率或将下调。**若二季度央行降息，将带动 LPR 适当调低，以进一步引导企业贷款利率下行。**三是房贷利率存在放松的可能。**一季度，广州、深圳、苏州等多地银行已下调房贷利率，3 月 16 日金融委会议释放出利好房地产市场的信号，预计二季度住房信贷政策或有所放松，房贷利率有望下行。整体看，中国利率政策仍主要以服务稳增长工作为主，但美联储加息背景下中国货币政策存在一定被动收紧的压力，预计二季度利率将稳中有降，但幅度不会太大。

3. 债券市场走强概率不大，或将呈宽幅震荡格局

展望二季度，多重因素影响下债券市场将延续震荡走势。**从外部环境看，**考虑到全球货币政策开始收紧，尤其美联储已正式加息 25 个基点，这将对中国债市收益率走势带来一定扰动，债市利率存在被动上行的可能。**从经济基本面看，**虽然当前宏观指标多超出预期，但经济尚未明显企稳，尤其在疫情反复影响下，经济仍然面临不小的下行压力，或带动债市利率下行。**从信心面看，**虽然 2022 年以来债市违约金额大幅下降，但市场对企业违约风险仍然存在一定担忧，尤其 2022 年房企偿付压力仍然较大，其信用风险仍需高度关注。综合来看，二季度债券市场出现明显走强概率不大，债券收益率整体将延续震荡运行态势，预计 10 年期国债收益率将在 2.7%-2.9%区间运行，中位值约为 2.8%。

4. 维稳政策形成合力，有助于资本市场信心恢复

随着投资者信心逐渐重建，二季度 A 股有望企稳回升。**一是政策维稳信号明显，市场情绪积极重建。**金稳会强调“积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策”，目的是为引导预期以切实提振信心。未来一段时间，基于“货币政策要防止快速收缩”的政策信号，市场对流动性收紧的担忧将得到缓解，投资者悲观情绪得到缓和，信心将逐步修复。**二是“双碳”目标下的投资机会提振新兴板块。**随着政策持续落地，与“双碳”相关的投资规模将进一步扩大，光伏、新能源汽车、新能源发电、环保等绿色产业将进入政策及经济发展双驱动的增长阶段。**三是美联储进入“加息”周期对 A 股形成扰动。**美联储预计年内将多次加息，还暗示即将开始缩减资产负债表。在充分沟通情况下，市场未必会出现过度恐慌，但仍将给 A 股带来压力。**四是需警惕其他不确定因素对 A 股的影响。**一方面国内疫情反复对经济恢复造成压力，给 A 股市场带来不利影响。另一方面俄乌冲突升级使原油、农产品等大宗商品价格的中枢被趋势性推升，中期可能会维持在相对较高的位置，推高全球通胀预期，对全球资本市场的高估值板块都将产生影响。

5. 美联储加息溢出效应显现，人民币汇率将延续双向波动态势

展望二季度，在美联储加息、结汇需求下降等因素影响下，人民币汇率难以明显走强，预计人民币汇率将延续震荡运行态势。一方面，人民币汇率存在贬值压力。**贸易顺差优势难以持续。**2022 年全球经济复苏动能减弱，外部需求减弱叠加生产成本上升，贸易顺差优势难以持续，且人民币在春节后季节性结汇高峰已过，升值动力减弱。**美联储加息将带来溢出效应。**美联储已启动加息周期，且中美货币政策出现分化，导致中美利差走窄，跨境资本流出压力上升。截至 3 月 25 日，中美 10 年国债利差已降至 32 个 BPs，较年初下降了 81 个 BPs；北向资金累计净买入 1.59 万亿元，较 2 月底下降 3.84%。但另一方面，人民币汇率仍有升值基础。**人民币资产对外资仍有吸引力。**当前大宗商品价格持续上

涨，全球经济下行风险加大，美国正在经历严重通胀，而中国经济表现平稳，通胀水平总体温和，对海外资金来说，人民币资产仍是良好投资选择。**人民币支付结算需求上升。**当前人民币国际支付份额与结算需求上升，有利于人民币汇率升值。2022 年 1 月，人民币国际支付份额升至 3.2%，位至全球第四。

6. 推进碳市场扩容工作，加快建设 CCER 市场

预计全国碳市场建设工作将围绕五个方面推进。**一是规范碳市场要素体系。**通过完善配套制度，进一步完善交易主体、时间尺度、总量目标、交易标的物（配额或其他自愿减排信用产品）、交易、核算、履约等碳市场支撑体系。**二是扩大碳市场覆盖范围。**为提升市场活跃度，需要进一步扩大行业覆盖范围和交易主体范围。按照主管部门的总体部署，在发电行业碳市场稳定运行后，将扩大全国碳市场行业覆盖范围，纳入更多高排放行业。**三是优化配额分配机制。**建立科学的配额分配长效机制，有利于控排企业对配额收紧尺度和配额更新时间尺度有清晰的预期，从而科学决策，以保障碳市场长期稳定运行。**四是提升碳交易相关数据质量。**一方面通过利用技术手段规范二氧化碳排放核算。另一方面积极发挥行业自律作用，通过监督、培训等提高碳市场数据质量。**五是加快重启国家核证自愿减排量（CCER）项目审批。**在第一个履约周期内，部分控排企业利用 CCER 进行配额抵消。目前来看，市场上的 CCER 供给量已远低于需求量，需加快重启 CCER 项目审批。一方面 CCER 可以扩大碳市场参与主体，允许非重点控排企业进入，以市场化补偿手段促进林业、甲烷减排等产业发展；另一方面可以降低控排企业的履约成本，助推“双碳”目标实现。

表 1：2022 年二季度中国经济金融主要指标及预测（%）

指　标	2019 (R)	2020 (R)	2021 (R)	2022 (F)		
				Q1 (E)	Q2 (F)	全年 (F)
GDP	6.0	2.2	8.1	**5.2**	**5.1**	**5.3**
规模以上工业增加值	5.7	2.8	9.6	**6.0**	**5.6**	**6.1**
服务业增加值	7.2	1.9	8.2	**5.0**	**5.1**	**5.2**
固定资产投资额（累计）	5.4	2.9	4.9	**10.0**	**8.0**	**5.5**
房地产开发投资额（累计）	9.9	7.0	4.4	**3.5**	**1.0**	**4.0**
消费品零售总额	8.0	-3.9	12.5	**5.8**	**5.0**	**5.2**
出口	0.5	3.6	29.9	**15.0**	**10.0**	**8.0**
进口	-2.7	-0.6	30.1	**12.6**	**11.4**	**6.5**
居民消费价格指数（CPI）	2.9	2.5	0.9	**0.9**	**1.2**	**2.1**
工业品出厂价格指数（PPI）	-0.3	-1.8	8.1	**8.6**	**5.6**	**3.8**
广义货币（M2，期末）	8.7	10.1	9.0	**9.3**	**9.2**	**9.5**
社会融资规模（存量，期末）	10.7	13.3	10.3	**10.5**	**10.3**	**10.5**
1 年期 MLF	3.25	2.95	2.95	**2.85**	**2.80**	**2.80**
1 年期 LPR	4.15	3.85	3.80	**3.70**	**3.65**	**3.65**
人民币兑美元即期汇率	6.97	6.54	6.37	**6.35**	**6.40**	**6.45**

资料来源：中国银行研究院

三、宏观政策建议

未来一段时间，外部环境的复杂性、不确定性明显上升，要高度关注外部环境变化带来的外溢风险，做好相关风险预案和风险防范。在此背景下，要推动 2022 年《政府工作报告》各项政策部署落实落地，提高财政政策支出效能，加大货币政策实施力度，稳定市场主体预期，促进内需平稳增长，稳妥化解潜在金融风险，着力稳定宏观经济大盘。

第一，提高财政政策支出效能，助力扩大有效投资。2022 年财政支出规模比 2021 年扩大 2 万亿元以上，巨量财政支出释放后能否精准发力、提升效能将影响“稳增长”的成色。对此，在拓展交通、市政等传统基建投资空间的同时，财政政策要加大对清洁能源、“东数西算”、保障性住房的支持，同时进一步强

化资金与项目之间的匹配程度，推动尽快形成实物工作量，带动更多社会投资。

第二，货币政策持续发力，推动实现“总量合理、结构优化、价格下行”。当前宏观指标大多超出预期，但在国际形势复杂多变、国内疫情防控压力增大等因素影响下，未来稳增长的任务仍然艰巨。为此，2022 年《政府工作报告》提出“加大稳健的货币政策实施力度”。一是积极运用公开市场操作、借贷便利等工具维持流动性整理合理充裕，引导金融机构加大信贷投放，提升新增信贷规模，为实体经济提供适宜的融资环境。二是继续发挥好结构性货币政策工具的作用，完善奖惩机制，引导金融机构加大对重点领域和薄弱环节的支持力度，确保资金支持力度只增不减。同时，做好由于疫情防控导致出现临时资金周转问题行业和企业的融资支持力度，帮助企业渡过难关和加快恢复。三是完善 LPR 报价机制，释放贷款定价机制潜力，用改革的办法带动利率下行。但若经济短期内无法有效企稳，可考虑择机降准降息，以降低金融机构流动性获取成本，带动贷款利率下降。

第三，精准发力稳定市场主体，保障就业市场稳定。针对中小微企业困难增大、原材料成本上升等压力，落实结构性减退税降费政策。重点实施好企业研发费用加计扣除、基础研究税收优惠等激励政策，促进企业科技创新；完善增值税留抵退税办理流程，加快落实小微企业、制造业企业留抵退税，提高企业获得感。加强粮食、煤炭等关键产品的保供稳价。加强能源、物流、用工等要素保障协调，保障重点领域原材料上下游供应，维护基础工业产品、重要生活物资、农资化肥等重点产业链供应链稳定运行。落实好 2022 年《政府工作报告》提出的实施失业保险稳岗返还、保障高校毕业生等重点人群就业、开展大规模职业技能培训等稳就业政策，发挥好 1000 亿元失业保险基金作用，加大对稳岗、培训的支持。

第四，持续夯实消费基础，为消费稳定恢复创造良好环境。近年来，消费对经济增长的贡献率维持在 60%左右的高位。持续提振消费已成为扩大内需、

稳定增长的重点。一是通过发放消费券、以旧换新补贴等形式，推动绿色智能家电下乡。加快县域、乡镇商贸中心和电商物流中心建设，鼓励和引导商贸流通企业下沉服务农村。二是有条件的地区加快放松汽车购买限制，维持新能源汽车购买补贴力度，推动汽车消费增长。三是鼓励数字化、智能化技术在生活服务领域的应用，促进新型消费市场培育。

第五，及时推出房地产风险化解的有效举措，推动房地产市场转型发展。在经济下行压力较大背景下，坚持“因城施策”原则，对房地产市场下行过快的地区，通过适当放松相关政策释放积极信号、稳定市场预期。鼓励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，防止房地产企业信用风险蔓延。加快推动房地产市场向租售并举转换，深化和扩大保障性租赁住房公募 REITs 试点，通过广泛引入社会资本为保障性租赁住房建设募集长期稳定资金，并提升项目运营水平和租住品质。

第六，发挥好各地区稳增长、促转型的“有为”政府作用。一是关注外贸、金融等领域新变化对稳增长的冲击。外贸大省要加大对外贸企业经营、供应链体系的跟踪、监测，为外贸企业经营发展、产业链供应链安全及时提供保障。各地要发挥地方主体责任，加强对大型企业债务、房地产、地方政府债务等重点风险领域的排查、化解。二是科研和产业基础较好的地区要发挥好创新引领作用，加强关键核心技术研发投入，支持企业加快数字化改造升级，推动新兴产业加快发展。传统产业占比较高的地区，要加强钢铁、有色、建材、石化等领域节能降碳技术改造，围绕品质提升、品牌打造等促进农业、劳动密集型产业转型升级。三是进一步完善市场一体化发展、区域合作互助、区域间利益补偿等机制，在新基建、产业园区、产业集群等方面加强区域合作，促进区域间基础设施互联互通、产业合理布局。

四、专题研究

专题一：中国专项债投资的新变化、问题与政策建议

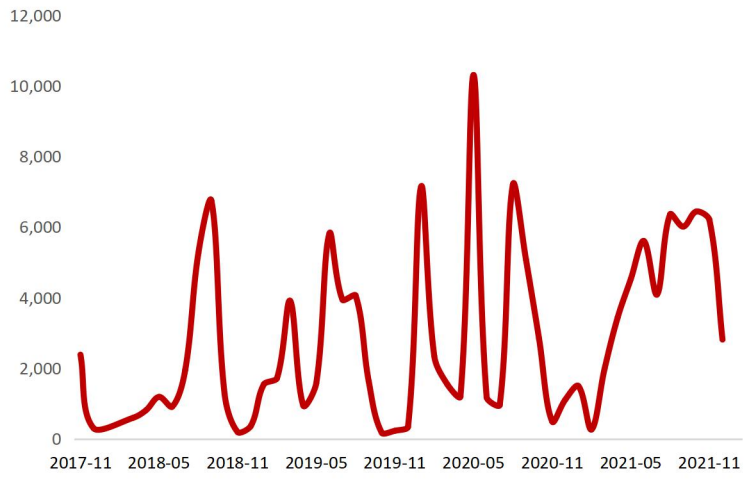
为助力稳投资、稳增长，2022 年中国新增专项债额度保持高位。在政策加强专项债资金监管和明确 9 大重点投资领域背景下，2022 年专项债发行节奏、投资领域会发生哪些变化，资金使用效能能否提升，这些问题均值得关注。

（一）专项债投资的新变化

1. 专项债发行进度加快，实际可用规模扩大

2022 年新增专项债规模与 2021 年持平，财政支出不“撒胡椒面”，对稳增长保持了较大支出力度。2021 年底财政部已向各地提前下达 2022 年新增专项债务限额 1.46 万亿元，2022 年 1-2 月，新增专项债发行 8775 亿元，占全年新增专项债规模的 1/4 左右，比 2021 年同期发行进度明显加快（图 29）。考虑到 2021 年专项债发行后置，不少专项债资金结转到下年使用，2022 年实际可用专项债资金规模大于往年，有利于加强投资支出力度。

图 29：地方政府债券发行规模（亿元）



资料来源：根据公开资料整理，中国银行研究院

2. 专项债投资方向重点向基建领域倾斜

2015 年至 2019 年，中国专项债投资规模快速增长，主要投向土地储备、棚户区改造和其他普通专项债项目，对基建投资的占比并不高。比如，2018 年当年投向土地储备和棚改的专项债占当年新增专项债的 66.8%，而投向基建项目的占比仅在 30%左右。为有效发挥专项债投资拉动经济增长的作用，2019 年政策禁止专项债资金用于土地储备、房地产相关领域、置换债务以及可以完全商业化运作的产业项目，从而带动专项债投资基建占比逐步上升。为应对疫情冲击，政策进一步有扩大专项债资金投资范围，明确专项债重点投资 9 大重点领域（表 2），允许适度超前进行基础设施投资建设，带来投资基建的专项债比重明显提高。2022 年前 2 个月，发行的 8775 亿元新增专项债中，63%的资金投向了基建领域，较 2021 年四季度 56%的占比明显提升[1]。

表 2：政策支持专项债资金的投向领域

新增专项债投向领域	主要投资内容
交通基础设施	铁路、收费公路、机场、水运、城市停车场
能源	天然气管网和储气设施、城乡电网
农林水利	农业、林业、水利
生态环保	城市污水、垃圾处理
社会事业	卫生健康（公共卫生设施、应急医疗措施）、教育（学前教育和职业教育）、养老、文化旅游等
冷链等物流设施	冷库或低温物流中心、生鲜食品加工中心
市政和产业园区基础设施	供水、供热、供气、地下管网、产业园区基础设施
国家重大战略项目	一带一路、粤港澳大湾区、长江经济带、京津冀协同发展、长三角一体化、海南自贸港建设等。
保障性安居工程	保障性租赁住房、城镇老旧社区改造、棚户区改造首位项目等。

资料来源：财政部，中国银行研究院

第一，从细项来看，传统基建投资结构不断优化。2022 年 1-2 月，在涉及基建领域的 4769 亿资金中，29%投向交通基础设施，39%投向市政和园区基础设施建设，均高于 2021 年全年水平。有两个变化值得关注，**一是**专项债投向明

[1] 注：光大证券研究所：专项债发行持续提速，基建发力逐步显现，2022 年 2 月 28 日。

显向市政和产业园区倾斜（表 3）。1 月份占比接近 50%，明显高于 2020 年同期的 25%。这主要在于，地方政府为加快产业转型升级和新兴产业发展，积极优化配套设施与服务，建设产业集聚区，提升产业链竞争力。**二是**农林水利投资发力明显。2022 年前 2 个月，投向农林水利、生态环保领域的资金占基建领域投资的 25%，高于 2021 年四季度占比。这主要在于乡村振兴政策发力，用于支持高标准农田建设、现代种业提升、农村产业融合和人居环境改造的投资增加，同时各地区加快落实低碳转型和生态环境保护政策，相关投资明显增长。

表 3：2022 年 1 月部分地区新增专项债投资方向（亿元）

地区名称	市政和产业园区基建	交通基础设施	保障性安居工程	社会事业	农林水利	生态环保	冷链物流设施	能源投资	投资总规模
广东	437.1	363.4	33.5	108.4	91.2	27.7	6.7	-	1069.9
云南	330.6	59.6	11.5	55.3	98.2	-	-	-	555.1
山东	231.2	147.2	183.2	88.7	59.2	43.5	18.6	17.9	789.4
重庆	158.0	10.5	22.6	65.4	6.0	11.5	-	-	274.0
四川	154.1	91.7	55.0	46.5	16.9	5.7	6.6	0.2	376.6
河南	100.1	26.4	145.4	78.5	15.2	4.5	9.9	2.0	382.0
江西	95.6	26.0	59.4	69.8	40.6	4.4	6.6		302.4
浙江	89.7	20.2	51.1	115.1	20.5	5.8	0.5	1.4	304.3
安徽	87.6	83.8	8.9	37.9	15.1	12.0	1.0	-	246.2
湖南	77.8	19.9	0.9	16.2	9.5		1.9	-	126.1
青岛	54.9	0.9	1.9	7.9	-	2.1	-	-	67.9
吉林	35.9	0.5	2.6	7.4	-	3.0	3.9	-	53.2
内蒙	20.4	9.0	4.7	20.7	0.3	1.2	3.2	0.6	60.0
河北	16.0	-	18.5	8.1	25.4	4.0	-	-	70.8
陕西	12.0	8.7	14.5	2.5	4.0	0.3	-	-	42.0
山西	6.9	5.9	2.5	15.8	2.5	1.9	0.1	-	35.7
黑龙江	2.3	6.9	0.6	-	5.0	0.3	-	-	15.2
大连	-	4.8	1.2	-	-	-	-	-	6.0
广西	-	50.0	-	-	-	-		-	50.0
辽宁	-	7.0	-	-	-	-	10.0	-	17.0
合计	1909.0	942.3	619.7	744.2	406.6	127.8	68.7	-	4843.8

注：青岛、大连为计划单列市。

资料来源：信达证券研发中心

第二，“东数西算”等新基建成为专项债投资的重要领域。“东数西算”、超

前布局新基建是2022年基建投资的重要方向，部分地区大力布局新基建项目[2]，旨在用好用足地方专项债项目，发挥新基建在培育经济增长新动能方面的积极作用。从各地区布局的新基建项目内容看，预计专项债对新基建的投资规模快速增长、数字基建网络化水平进一步提升。比如，北京、上海、广东等地区将加大专项债投资前瞻性科技基础设施（表4），相关省份将推动专项债资金投资建设10个国家数据中心，云南、重庆等地区逐步将专项债投资5G基础网络建设等。总的来看，新基建是当前专项债投资的重点领域，预计全年投资规模较往年进一步提升，将是2022年专项债投资结构中的亮点。

表4：2022年部分地区的重点项目规划

省/市/区	项目数量	总投资额	2022年计划投资额	重点投资项目
北京	300项	1.2万亿	2802亿元	100个重大科技创新及高精尖产业项目 100个重大基建项目和100个重点民生改善项目
上海	173项	-	2000亿元以上	科技产业类67项 城市基建项目56项目、社会民生项目24项
天津	676项	1.79万亿	2158亿元	新开工项目129个,2022年投资824.2亿元;续建项目323个,年度投资1333.8亿元
广西	1996项	3.78万亿	4007.9亿元	年度新开工项目计划投资282.8亿元；续建项目1066个，2022年投资3236.5亿元；竣工项目计划年度投资488.6亿元。
安徽	8897项	7.72万亿	1.65万亿元	续建项目5642个，新开工3255个项目
广东	1570项	7.67万亿	9000亿元	2022年基建投资设施占比55.5%，产业工程和民生保障分别占31.7%、12.8%。
贵州	3347项	-	6448.79亿元	“四化”项目2648个，计划投资4974.69亿元，基建投资1144.8亿元
江苏	247项	-	5590亿元	2022年，产业项目投资2015亿、基建投资2162亿、民生保障投资1306亿元
山东	600项	1万亿	2857亿元	重大产业项目，总投资7673亿；重大基建项目总投资1.05万亿元。
河北	695项	1.12万亿	2500亿以上	战略性新兴产业项目（3036亿）、产业链现代化项目（3017亿）、数字基础设施（511亿）、重大基建（2620.7亿）、现代服务业（1441.3亿）
甘肃	-	-	234亿元	能源项目26个，主要包括风电、光电、储能、输电项目，产业转型升级和科技创新项目25个，涉及5G、锂电池原材料生产等

资料来源：各省政府网站

第三，民生投资继续扩大，公共卫生和保障性住房为主要增长点。从社会服务投资细项看，民生及社会实务投资不断优化。一方面，随着棚改步入收尾

[2] 注：新基建项目主要包括5G基建、特高压、城际高速铁路和城市轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网等七大领域。

期，对其他民生投资的资金占用减少。2022 年前 2 个月，棚改占专项债投资的 15%，较 2021 年下半年 33%的水平明显下降，也低于 2021 年全年棚改投资占比（18%）[3]。另一方面，医疗卫生和保障性住房的投资增长。2022 年 1-2 月专项债投资民生医疗服务的占比明显提升，资金主要用于建设和完善医疗设施、提高公共卫生服务能力，从而加快弥补公共卫生短板。同时各省份落实房地产长效机制，加快发展保障性租赁住房。2022 年 1-2 月，山东、河南、四川对保障性安居工程的支出不断落地。

3. 东部地区专项债发行规模占比上升，不同区域投资领域表现分化

第一，东部地区发债规模明显提升。从 2022 年各省份公布专项债发行计划和 1-2 月的发行情况来看，东部地区发债力度明显加大。2022 年 1 月、2 月东部地区发行专项债规模分别为 2302 亿、2334 亿，占全国总发行额的 48%、59%，较 2020-2021 平均提高近 5 个百分点，相比之下，中西部地区发行专项债规模占比较低。造成这一差异的主要原因在于，2020 年中西部发债大幅增长，但财力相对有限、存量债务压力上升，持续加杠杆或带来债务风险扩大。而东部地区经济相对发达，财政收入增长稳定、政府债务压力相对较小，仍有一定发债空间；同时东部一些省份内部还存在发展不平衡、不充分的问题，在补短板、强弱项等方面仍有投资空间，因而保持较高发债规模。

第二，东西部地区专项债投资领域表现分化。2022 年，虽然东西部地区均加大基建投资力度，但不同地区投资的重点领域存在明显差别。一方面，东部地区重点发力新基建、产业转型升级和新兴产业培育。例如，北京、上海、江苏省重点投资重大科技创新及高精尖产业项目等；山东省投资 700 项新旧动能转换项目，着力提升产业链供应链竞争力；广东省加码能源保障和轨道交通，建设骨干电源和大幅增加海上风电装机容量。另一方面，中西部地区专项债投资侧重于交通、新兴城镇化、能源体系建设等。比如，河南省加快“1+3+4+N”

[3] 注：光大证券研究所：专项债发行持续提速，基建发力逐步显现，2022 年 2 月 28 日。

交通枢纽体系建设，发力高铁成网、高速公路建设；湖南重点投资铁路、轨道交通、信息产业；甘肃大规模投资新能源发电项目，充分发挥风、光资源丰富的优势。

（二）专项债投资存在的问题与风险

现阶段，专项债投资正在不断规范和完善，对基建投资的支持作用越发明显。但目前专项债项目还存在诸多问题，影响对基建项目的带动作用。主要体现在，优势专项债项目不足，资金使用率较低，进而影响基建投资增速和撬动经济增长的作用。

第一，专项债绩效管理的效率仍需提升。审计2020年报告显示，部分市县的专项债项目存在资金闲置超过1年、资金挪用等问题。2021年三季度，国务院督查仍然发现专项债资金闲置和被挪用的问题。出现资金闲置主要由于与项目前期论证不充分、规划设计和方案制定不合理等有关，由此导致项目未按期开工建设，或拖累项目进度、无法实施。此后中央在加强专项债绩效管理、项目穿透式和信息公开等方面采取了严格的监管措施，但2022年专项债发行规模仍然较高，需要关注后续资金落实情况，避免资金闲置和资金挪用。

第二，土地财政不断弱化，专项债还款来源减少或加大债务风险。由于地方专项债分为普通专项债券[4]与项目收益专项债券[5]，前者的还款来源主要是土地出让收入等政府性基金收入或专项收入，后者还款来源对应具体项目收益。随着房地产发展逻辑转变、行业景气度下行，带来预期转弱和土地市场遇冷。考虑到土地出让收入在新增专项债项目的偿债资金来源中占比约30%，未来地方政府政府基金收入减少将影响普通专项债券还本付息，增加还款压力和债务风险。

[4]注：**普通专项债券**用途包括重大基础设施建设、城镇化项目、公益性事业发展项目、脱贫攻坚等，仅用于公益性资本支出，不得用于经常性支出。

[5]注：**项目收益专项债券**直接对应项目资产和收益，实现项目收益融资自求平衡，募集资金需要具体到单一或者多个具体项目。

第三，专项债撬动社会资金的能力仍存在不足。2020 年以来，政策规定专项债资金可用于项目资本金的规模占该省专项债规模的最高比例从 20%上升到 25%，这有利于专项债资金撬动更多社会资本参与投资基础设施。但是，在近年的地方债投资中，实际用作资本金的专项债资金占比持续低于 10%，远低于 25%的规定上限。这主要在于，监管部门对专项债资金用作资本金的项目要求较高，各地区符合要求的项目相对较少；同时专项债资金用作资本金的操作流程比较复杂，项目未来收益需兼有政府性基金收入和专项收入，并且项目收入要实行分账管理。通常，地方政府为加快申报专项债进度，探索使用专项债作为资本金的积极性不足，影响了专项债撬动社会投资的作用。

（三）对策建议

第一，做好优质专项债项目储备与进度管理。一是继续做好专项债项目谋划与储备，专项债项目布置要尽量往前提，为地方预留充足的时间，完善专项债项目库建设和申报材料的准备工作。二是明确和细化专项债券重点投向和负面清单，与宏观经济形势和国家大政方针相匹配，严格将专项债券与项目相对应。三是项目获取专项债资金额度后，需要尽快将储备项目转入发行使用环节。项目主管部门和项目单位在依法合规、确保工程质量安全的前提下，加快专项债券资金支出进度，尽早形成实物工作量。

第二，进一步优化专项债资金投资结构，支持扩大有效投资。一是在稳定扩大投资的同时，持续加强投资项目审查和评价，防止和避免重复投资、低效和无效投资。二是持续优化专项债投资领域。合理开发和运营老旧社区改造和保障性租赁住房建设项目，深入开展农村人居环境整治等，推进社会事业补短板、强弱项，带动社会资本投资增加。针对“双碳”目标，加大清洁能源设施建设、清洁电网建设、煤电机组升级，加快数据中心、5G 网络化设施建造，带动企业投资增长和数字经济快速发展。

第三，完善专项债用作资本金的管理制度，提高资本金使用占比。一是深入研究国务院明确专项债券可作为重大项目资本金的限定领域，在交通设施、天然气网管、供水设施等建设方面，提前布局和测算投资规模，优先设计为政府和社会资本合作投资项目。二是简化专项债用作资本金的项目融资模式。加强财政与金融部门的协调配合，推动银行等金融机构开发“政府融资+市场化融资”的组合服务，便捷化资金账户管理，带动政企合作项目效能提升。

第四，拓宽专项债还款来源，提升地方政府偿债能力。一是推动完善专项债项目设计，减少收益来源单一和过度依赖土地出让收入的专项债项目，拓展专项债项目收益渠道，优化分配项目不同阶段的收益来源，提高还款规模与项目收益的匹配度。二是加大力度拓宽专项债项目收益来源和偿债资金来源。在保持房地产市场平稳发展的前提下，通过盘活地方政府资产，将部分资产管理收益用于偿还公益性专项债项目。三是建立和完善偿还平衡调节机制。调节专项债项目搭配方式，将收益低、回款慢的项目与高收益项目进行合理搭配，提高预期收益合理性，降低偿债风险。

专题二：稳增长背景下中国利率走势研判及建议

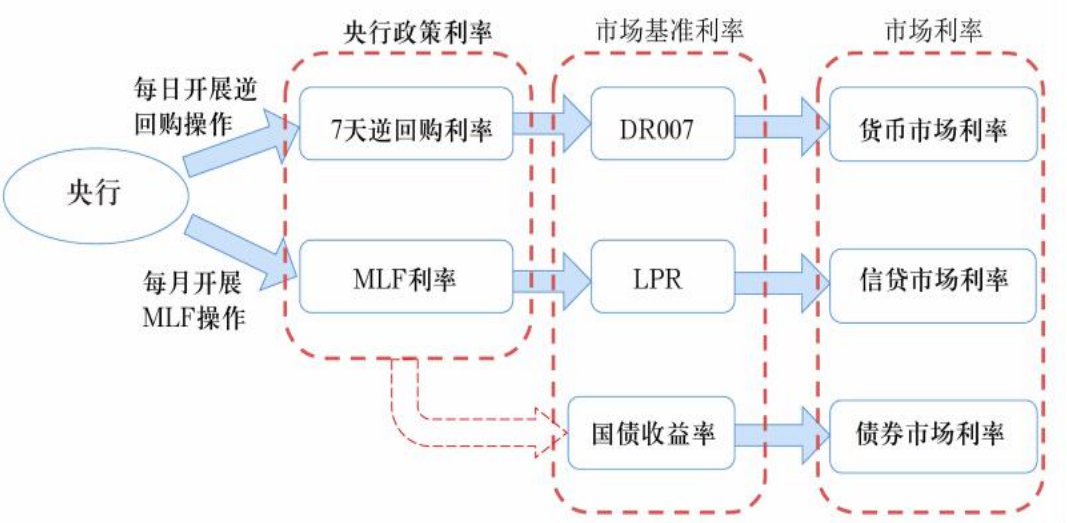
3 月 14 日国务院常务会议提出，“把提升中小微企业融资可得性、降低综合融资成本的要求落实到位”。一方面，在稳增长背景下，稳健的货币政策将持续发力，预计利率将延续下行态势，企业融资环境整体宽松。另一方面，主要经济体货币政策收紧、金融机构让利空间有限等也会对利率走势带来一定影响。

（一）当前中国已建立完备的利率体系

中国已建立起涵盖政策利率→市场基准利率→市场利率在内的利率体系。央行通过利率招标形成政策利率（7 天逆回购、1 年期 MLF 利率）传递利率信号，同时使用货币政策工具控制流动性总量引导市场基准利率（DR007、LPR、国债收益率）变化，最终传导至信贷市场（企业贷款利率）、债券市场（企业发

债利率）等终端市场（图 30）。

图 30：中国的利率体系



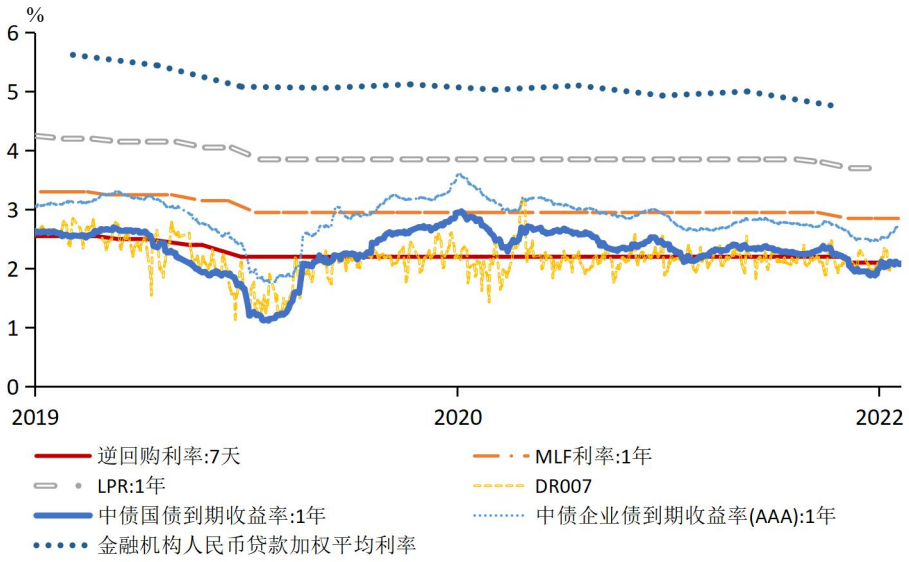
资料来源：中国人民银行，中国银行研究院

（二）中国利率走势变化及影响因素分析

1.近年来中国各类利率出现不同程度下降

自 2019 年 8 月启动 LPR 改革以来，政策利率、市场基准利率、市场利率均出现不同程度下降。7 天期逆回购、1 年期 MLF 利率由 2.55%、3.3%分别降至 2022 年 3 月的 2.1%和 2.85%，均下降 0.45 个百分点；DR007 由 2.6%左右降至 2.1%左右，下降 0.5 个百分点，LPR 由 4.25%降至 3.7%，下降 0.55 个百分点，1 年期国债收益率由 2.6%降至 2.1%左右，下降 0.5 个百分点；AAA 企业债收益率由 3.05%降至 2.6%左右，下降 0.45 个百分点，金融机构人民币贷款加权利率由 2019 年 6 月的 5.66%降至 2021 年末的 4.76%，下降 0.9 个百分点（图 31）。从下行幅度看，市场利率>市场基准利率>政策利率，政策利率较好发挥了引导作用，带动其他市场利率出现更大幅度下行，尤其信贷市场利率更是连创新低。

图 31：LPR 改革以来中国利率体系整体延续下行



资料来源：Wind，中国银行研究院

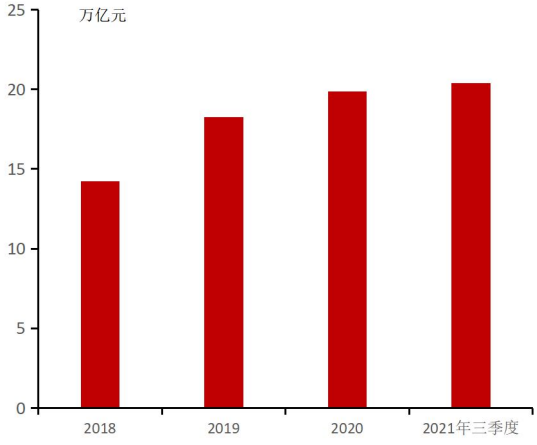
2.未来影响利率走势的因素分析

一是全球货币政策转向导致中国利率存在被动上行压力。为应对高通胀压力，2022 年以来美联储、欧央行等均表示将收紧货币政策，且 3 月份美联储已正式加息。全球货币条件收紧将导致美元、欧元等货币资产收益率上行，中外利差有所收窄，资金外流压力加大，中国利率存在被动上行的可能。例如，2022 年 2 月境外机构持有中国银行间债券市场债券余额为 3.63 万亿元，比 2021 年末减少 167 亿元。受此影响，今年以来中国国债收益利率出现先降后升，并带动企业债收益率上行（图 32）。

二是利率过快下行将增大资金“脱实向虚”风险。在经济下行压力加大背景下，企业生产热情下降，投资动力不足，近年来部分企业不断加大对理财产品等金融资产的购买。若利率下行过快，将进一步刺激企业投机动机，增大资金“脱实向虚”风险。截至 2021 年三季度，A 股上市公司持有交易性金融资产共计 20.39 万亿元，比 2018 年末增加约 6 万亿元，增幅超过 40%（图 33）。

图 32：中国利率被动上行

图 33：企业持有理财产品规模不断上升

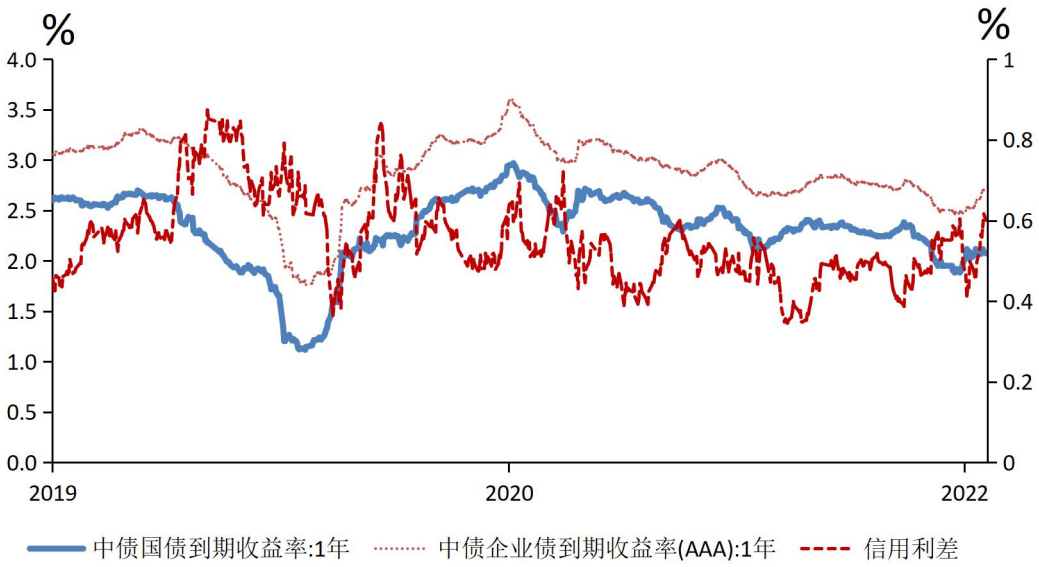


资料来源：Wind，中国银行研究院

三是金融机构让利空间收窄，制约利率下行空间。近年来，在贷款利率持续下行影响下，商业银行净息差整体下行，经营压力有所加大。2021 年末，商业银行净息差为 2.04%，比 2019 年末下降 0.08 个百分点。特别地，部分中小银行不良资产高企、风险事件频发，已经出现较大经营风险，让利空间有限。若利率持续过快下行，将导致部分银行风险抵御能力进一步下降，从而加速风险暴露，影响金融稳定。

四是信用风险加大预期升温对债市利率运行带来干扰。虽然市场利率下降明显，但债券市场利率降幅要明显小于信贷市场。尤其企业债信用利差（1 年期 AAA 级企业债到期收益率与 1 年期国债收益率之差）由 2021 年 8 月的 35 个 BPs 左右上升至 2022 年 3 月的 60 个 BPs 左右（图 34），市场对企业违约风险担忧情绪出现上升导致信用利差有所扩大。若信用利差无法保持稳定，将对债市利率运行带来干扰，影响利率传导机制效果。

图 34：2021 年 8 月以来信用利差有所上升



资料来源：Wind，中国银行研究院

（三）中国利率整体将延续下行态势，但幅度将放缓

在稳健的货币政策持续发力背景下，政策利率有望继续下调，这将带动市场基准利率和市场利率同步下行。从趋势上看，中国利率体系将整体下移，但受内外部各类因素影响，预计下行幅度或有所放缓。

从政策利率看，1 月份已下调 1 次，且当前 7 天期逆回购利率尚未触及历史低位，预计今年 1 年期 MLF 利率、7 天期逆回购利率至少还将下调 1 次。**从市场基准利率看，**如果政策利率下调，DR007 将同步走低，围绕 7 天期逆回购利率运行；1 月份 LPR 已跟随政策利率下调，在 1 年期 MLF 利率继续调低带动下，预计 LPR 也将下调 1 次至 3.65%；国债收益率整体延续震荡下行态势，预计 1 年期国债收益率年末将降至 2.0%左右。**从市场利率看，**信贷市场利率有望继续创下新低，预计 2022 年金融机构人民币贷款加权利率降至 4.6%左右；企业债收益率将跟随国债收益率同步变动，预计 1 年期 AAA 级企业债收益率年末降至 2.4%左右。

（四）政策建议

第一，强化跨境资本流动管理，稳定中外利差。一方面，根据市场利率变化对流动性规模进行预调微调，稳定中外利差，尤其是中美利差走势，维护市场预期稳定。另一方面，强化对宏观审慎+微观主体监管政策工具的组合使用，加强对跨境资本流向监测和管理，引导资金流动实现双向均衡，避免外资抛盘加大导致国内资产收益率过快上行，影响金融市场稳健运行。

第二，在引导贷款利率下行的同时，合理引导金融机构负债成本率下降。一方面，根据经济恢复情况，可考虑使用降准、降息等方式，降低金融机构流动性获取成本。另一方面，强化存款市场管理，严格限制不合理存款产品创新，规范金融机构负债竞争。多措并举推动金融机构负债成本率更好与资产收益率变动趋势相匹配，合理引导贷款利率下行。此外，不断提高贷款业务办理流程和效率，减少不必要的收费和业务手续等，切实提升企业体验，助力降低综合融资成本。

第三，严格控制资金流向，防范资金“脱实向虚”。当前融资环境整体稳中偏宽，利率也处于下行态势。未来既要确保资金供给适度，也要持续挖掘资金需求，尤其针对政策支持下的低利率贷款，要积极强化贷后管理，引导资金真正支持实体产业发展，严防企业利用低价资金循环套利，防范资金“脱实向虚”。

第四，持续提振市场预期，合理引导债市信用利差下行。未来宏观调控政策需不断发力托底经济发展，持续释放正面预期，不断强化投资者对未来经济发展的信心，提高风险偏好。同时，积极鼓励机构投资者加大对企业债、公司债等信用债的配置，推动信用利差下行，降低企业发债融资成本。

专题三：粤港澳大湾区跨境理财通业务进展与策略研究

为促进粤港澳大湾区金融互联互通以及居民个人跨境投资便利化，2021 年中国人民银行、香港金融管理局、澳门金融管理局联合启动了跨境理财通业务

试点。运行半年来，跨境理财通对促进人民币跨境资金流动起到了积极的作用，取得了良好的社会反响，为中国进一步扩大资本项目开放积累了宝贵的经验。从发展情况来看，跨境理财通业务既有亮点，也有不足。

（一）跨境理财通业务概述

2020 年 6 月 29 日，中国人民银行会同香港金管局、澳门金管局发布公告，在粤港澳大湾区开展跨境理财通业务试点。2021 年 2 月 5 日，各方签署《关于在粤港澳大湾区开展“跨境理财通”业务试点的谅解备忘录》。2021 年 5 月 6 日，《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点（征求意见稿）》发布。2021 年 9 月 10 日，粤港澳三地同时发布《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则》（以下简称为《细则》），标志着各方期待已久的跨境理财通业务试点正式启动。2021 年 10 月 18 日，首批试点名单正式出炉，其中深圳地区、广州地区分别有 20 家银行入选，香港地区有 19 家银行获批开展南向通业务、16 家银行南向通/北向通均获批。

1. 背景与意义

在当前中国扩大金融双向开放背景下，跨境理财通的推出为人民币国际化开辟了新的路径，在不同层面都有着重大的意义。对大湾区来说，跨境理财通是境内与港澳资本市场互联互通机制的其中一项重要措施，区内各城市不仅承担了先行先试的重任，也获得了把握政策红利的先机。对个人居民来说，跨境理财通给予个人选择理财产品更大的自主度，更能满足居民对于跨境资产配置的需求，在沪深港通、基金互认、债券通、QDII/QDLP/QDIE 等资产管理领域之外又开辟了新的个人投资通道。对银行机构来说，跨境理财通可以丰富获客渠道，为区内金融行业带来巨大的业务发展空间，推动财富管理业务市场成长，带动产品销售、资产管理、产品开发等整条金融产业链的发展，也会惠及相关的专业服务领域。

2. 大湾区理财业务的市场潜力

选择大湾区作为跨境理财通的首批试点区域，主要是从两个方面考虑：其一，香港是内地外资主要来源地，2009 年以来，香港对内地投资占内地实际利用外资的比重一直在 50%以上。可以说，境外资金投资中国内地主要通过香港，而中国内地对外投资也主要通过香港进行。其二，大湾区拥有理财和资产管理的巨大市场潜力。粤港澳大湾区聚集了大批高净值人群，《2019 年胡润财富报告》显示，广东省 600 万资产家庭数量居全国第二，占比达 17.3%，其中全国拥有“富裕家庭”户数前十大城市中大湾区占据了 4 个。德勤中国报告也表示，大湾区内地九市与香港、澳门两地的估算年度储蓄总额约为 6860 亿美元，居民投资理财需求旺盛。

3. 跨境理财通产品的主要特点

根据《细则》，大湾区跨境理财通业务前期试点的主要特点有几个：

一是资金闭环管理。投资者在购买投资产品时均需在投资产品购买地开立投资专户，在资金汇出地开立汇款专户，在投资专户与汇款专户之间建立资金闭环汇划关系（投资专户与汇款专户为同一开户人、一一对应），资金从汇款专户出去进入到投资专户，再由投资专户返回到汇款专户。

二是首批试点聚焦于中低风险产品。“北向通”可投资产品包括“一级”至“三级”风险等级的固定收益类、权益类公募理财产品（现金管理类理财产品除外）；“R1”至“R3”风险等级的公开募集证券投资基金。“南向通”可投资产品由“低”风险至“中”风险及“非复杂”的在香港注册成立并经香港证监会认可的基金；债券、存款（不包括结构性存款）；人民币、港元和外币存款。

三是实行总额度与单个投资者额度的宏观审慎管理模式。北向通跨境资金净流入额上限和南向通跨境资金净流出额上限均不超过跨境理财通业务试点总额度，均暂定为 1500 亿元人民币。也就是说，用满额度能够增加跨境人民币结

算量3000亿元，约等于2021年大湾区3.8万亿元的跨境人民币结算规模的7.9%。100万元人民币个人投资额度在金额上已经突破了现有的5万美元购汇限定，根据现行规定，个人每年用于旅游、留学或工作等经常项目的购汇额度为5万美元。

（二）跨境理财通业务的进展情况

根据中国人民银行广州分行官网的公布数据，截至2022年1月末，粤港澳大湾区跨境理财通参与投资者已达24063人，包括内地投资者7576人，港澳投资者15442人。业务办理资金汇划6614笔，金额5.96亿元。其中，通过国有银行汇划资金3亿元，股份制银行2.3亿元，外资银行5816万元。北向通实际购买理财产品2.1亿元，包括理财产品1.6亿，基金4379万元。南向通实际购买理财产品9011万元，包括投资基金1560万元，存款7451万元。境内投资者超过九成来自广州、深圳、东莞、珠海、佛山等地。

1. 业务发展变动特点

第一，北向通比南向通参与度更高，但南向通也有特色优势。从投资者开户人数以及实际购买产品金额两项指标看，“北向通”要比“南向通”分别高出103%、131%，这说明经过多年的发展，中国资产管理市场已经构筑了自己独特的优势，随着金融的持续开放，引入更多优秀人才和和管理经验，“北向通”的吸引力也会不断增加。但从汇划金额看，“南向通”则高出“北向通”49%，“南向通”要求合格投资者最近3个月家庭净资产月末余额不低于100万元人民币或家庭金融资产月末余额不低于200万元人民币。投资者为相对富裕人群，具有一定海外资产配置意愿，因此有可能提前汇出资金蓄势待发，等待出现合适的产品或市场空间。

第二，实际购买产品结构符合预期，个别银行推出特色业务。仅从表面数据发现，“北向通”和“南向通”投资者均倾向购买稳健类产品，其中“南向通”

投资者较青睐存款，“北向通”投资者较青睐理财产品。但调研后了解到，南向通自2021年12月后出现存款大幅增长，主要是因为有个别银行推出短期高息的存款产品，希望藉此吸引更多客群。目前境内端的基金产品虽然数量多，但投资标的同质化已经比较严重，而境外发行基金的投资范围更广泛，更能满足境内客户的多元化投资需求，境外投资基金从长期看对南向通客户拥有更多优势。港澳市场缺乏稳定可靠的人民币固收类产品的现状短期内无法改变，因此对境内人民币稳健类理财需求会持续增长。

表5：2021年10月~2022年1月跨境理财通业务情况变化

	10月	11月	12月	1月
新增投资者（人）	**7600**	**7517**	**7058**	**1888**
其中：				
内地投资者	2578	1372	3109	517
港澳投资者	5022	5100	3949	1371
资金汇划	1752笔/1.31亿	2457笔/1.85亿	1516笔/1.63亿	889笔/1.17亿
国有银行资金汇划	8702万	1.1亿	6492万	4256万
股份制银行资金汇划	3204万	5995万	8229万	6043万
外资银行资金汇划	1217万	1586万	1585万	1428万
累计购买理财产品	**5324万**	**8345万**	**6876万**	**9298万**
其中：				
北向通（合计）	3263万	7456万	5158万	4942万
北向通（理财）	2475万	6219万	3607万	4137万
北向通（基金）	788万	1236万	1550万	805万
南向通（合计）	2061万	889万	1718万	4343万
南向通（投资基金）	253万	386万	408万	513万
南向通（存款）	1808万	503万	1310万	3830万
内地-香港	850笔/7865万	1574笔/1.32亿	820笔/1.25亿	497笔/9021万
内地-澳门	902笔/5260万	883笔/5328万	696笔/3798万	392笔/2706万
广州辖区（8市）占比	69%	55%	64.32%	61%
深圳占比	31%	45%	35.27%	39%

注：广州辖区含广州、东莞、佛山、珠海、江门、中山、惠州、肇庆8个境内城市。

资料来源：中国人民银行广州分行官网

第三，规模较预期目标差距较大，疫情及市场情绪影响明显。虽然跨境理财通整体规模每月均保持较为稳定的增长，但考虑到目前的“年化总规模”也仅有 10 个亿左右，离试点允许的 3000 亿额度（双向）差距还比较大，未来市场发展还存在很大空间。

受疫情影响，内地与港澳地区出台一定限制措施，对理财通开户也造成了诸多不便。同时，外围俄乌局势不明朗、美联储加息预期、内地与香港股市大幅波动等因素产生了负面影响，投资情绪暂时还比较低迷。2022 年以来，无论是参与人数、汇划资金还是购买情况，都出现明显的下滑。

2. 主要银行服务实践

跨境理财通对银行渠道销售、客户服务、产品管理能力提出更高要求。s 试点银行均高度重视，不少银行已经提前做好了跨境理财服务中心和特色网点布局，配置专业的跨境理财经理、产品经理和账户经理队伍，全力抢占业务先机。

中国银行作为全球化和综合化程度最高的中资银行，积极响应跨境理财通的试点，组织广东省分行、深圳市分行、中银香港、澳门分行及中银理财子公司等机构积极筹备，在系统搭建、产品遴选、联动服务、投资者保护、人员培训等方面进行了充分准备。在“北向通”方面，产品线主要突出平台化和差异化，联合十余家理财公司和基金公司推出百余只符合监管规定的产品，为客户提供丰富、完整的产品体系。“南向通”产品也是在符合监管规定的情况下，优选基金、债券和存款产品，并提供多币种的选择，供投资者全球化配置。

汇丰银行在机构设置、产品供给、服务便利等几个方面推出特色服务措施。一是在大湾区服务网点共设立了约 60 家跨境理财通中心。二是为“北向通”提供超过 100 个理财产品，为“南向通”提供多种货币投资的货币市场基金和多元资产基金、由国际企业及政府机构发行的债券以及 11 种货币的存款产品。三

是保障大湾区居民的服务效率，“南向通”投资者开户最快只需 30 分钟，并提供全天候 24 小时线上服务平台+跨境理财通服务网点线下支持。四是减免费用，投资者通过汇丰中国手机银行应用程序、网上银行或银行柜台，办理跨境理财通相关专用账户之间的汇款，更是无需支付手续费。

招商银行与全资子公司招商永隆银行、招银理财打通了一套独具特色的跨境理财通服务体系，共同构成业务流程的闭环，从投资产品选择、系统平台搭建、客户体验管理等方面进行了深入研究和精心筹备。招行为“北向通”提供 426 只公募理财产品。“南向通”产品主要为香港监管部门认可的、在港注册成立的公募基金，产品数量约为 80 只。

民生银行跨境理财通产品货架齐全，“北向通”包含数十只理财类及基金类产品，其中不乏 FOF 等新的业务品类，理财类产品以中短期限固收类品种为主。“南向通”也包含数十款存款类及基金类产品，存款产品币种及期限多元灵活，包括短期高收益率存款产品。民生银行为跨境理财通业务建立了一个千人服务团队，建立专门的投诉服务处理机制，保障高水平服务。民生银行香港分行是香港市场少数几家拥有线上基金平台的中资股份制商业银行之一，首月“南向通”业务交易金额近 4000 万元。

3. 市场服务及客户体验中存在的亮点与不足

主要亮点：一是港澳居民以前在境内购买理财需要使用境内合法收入，现在办理跨境理财通相当于拥有了 100 万元个人跨境直接证券投资额度。二是国内风险等级在“R1”至“R3”级的公募基金数量已超过 4900 只，包括货币基金、债券基金、混合基金，98%的理财公司 6425 只产品可进入“北向通”产品体系，投资者选择空间大。三是港澳当地存款低利率情况下，内地理财产品 3.52%的加权平均年化收益率再加上人民汇率升值因素，收益具有较强优势。四是“南向通”存款产品支持外汇兑换服务，以购买港币、澳门元、外币计价的

存款产品或其他产品，这点不仅可满足部分客户多币种配置需求，还可以在美联储加息预期背景下，产生避险及分散投资的业务机会。

存在不足：一是个别合作银行的见证开户仍需要跨境寄送密码信等流程，也没有实现全线上的KYC、开户功能，对于跨境客群仍有不便。二是试点产品还不能完全满足高收益、高流动性的客群需求，产品大类仍有待丰富。三是关于三地金融产品收益对比分析的动态宣传推广不足，大多数投资者并不了解其中的投资利差空间及其他特色功能，一些银行的创新产品未获得市场足够的关注。四是受疫情及资本市场波动影响，2022年以来新增投资者及交易规模均持续下降，监管与银行均需做好适当的市场引导。

（三）发展策略建议

1. 业务前景展望

第一，跨境理财通的产品体系将会持续丰富。

一是可能增加现金类理财产品。现金管理类产品整改完毕后，几乎完全对照货币基金进行管理。《跨境理财通细则》载明 “北向通”投资产品包括风险评级为R1至R3的公募基金，即并未禁止港澳居民投资内地货币基金。因此，整改完毕后，对照货币基金管理的现金管理类产品或将重新纳入“北向通”理财产品体系。由于两地利差的存在，内地现金管理类产品相比香港货币基金具备较大的收益优势。把现金管理类产品重新纳入“北向通”理财产品体系，不仅能满足往返两地的港澳居民的现金管理需求，还能促进港澳居民对人民币的使用，有利于人民币的国际化进程。

二是可能增加权益类理财产品。权益类产品的资产端直接对接股权一级市场和二级市场，对扩大企业直接融资规模、促进中国实体经济转型、构建中国多层次资本市场均有重大意义。未来或会考虑将风险控制能力较强的权益类产品纳入“北向通”理财产品体系，通过监测风险指标对权益类产品的风险评级

进行动态评估及调整，这不仅能合理扩大港澳投资者的投资范围，还能让优秀的管理人脱颖而出，促进理财公司的竞争与发展。此外，部分专家还认为，跨境理财通试点未来还可能考虑包括衍生品在内的复杂投资工具，进一步促进市场创新。

三是可能增加北向通存款产品。内地定活期存款利率明显高于港澳，如“北向通”开放存款类产品，对港澳居民将具有更大吸引力。同时港澳银行在结构性存款产品上专业性强，“南向通”成熟时可能会增加结构性存款产品。与债券、基金产品相比存款产品相对简单，除利率差异外，不需要投资者具备太强专业性，因此如扩大南北向存款类产品后预计将会较大促进双向资金流动，特别是北向资金可能更为明显。

四是研究保险类产品。《广东省金融改革发展“十四五”规划》提及了探索“保险通”，在大湾区各城市试点保险服务中心，将成为香港保险公司服务大量内地投保人的理想平台。将保险纳入跨境理财通既满足个人投资者需求又符合粤港澳金融发展规划。近期国家颁布的《深圳市场准入 24 条特别措施》中也提及保险跨境服务的规划安排。港澳有着较为成熟灵活的保险市场和丰富的产品线，内地保险产品也有一定卖点，可在合理风险控制的前提下，从储蓄、投资属性较明显的终身寿、两全寿险、年金保险等产品切入，由三地保险公司开发特色的粤港澳专属保险产品，纳入跨境理财通产品体系。

第二，跨境理财通将对更多的银行放开试点资格。

2022 年 1 月 27 日，跨境理财通内地已报备试点银行名单扩围至 27 家。其中广州新入试点的银行 6 家，深圳新入试点的银行 3 家。香港合资格银行数目也增至 24 家，其中“南向通”新入试点银行 4 家，而“北向通”新增 1 家。第二批试点银行均为城商行和外资行，值得一提的是，上海银行、厦门国际银行成为首批入围试点银行的城商行，这不仅仅是数量的增加，而且是银行类型的

扩容，两家城商行未来将充分发挥其体量小、业务相对灵活的优势。跨境理财通扩大试点激发境内理财产品更加丰富，未来行业生态将更加健全，有助于跨境理财通业务更好的发展，不排除试点区域也有可能会辐射到北京、上海、成都等其他高净值人士集聚城市。

2. 工作建议

第一，持续强化营销力度，提升银行获客能力。跨境理财通业务的市场营销是一项长期的战略性工作，商业银行可以通过开展竞赛活动、开户有礼等，制定配套的理财通考核方案，推动分支机构做好理财通增资营销，强化获客能力。同时也要积极利用媒体广告等宣传推广工作，通过制作视频、漫画、微文等形式广泛开展政策宣传，在官方网站设立跨境理财通专栏发布最新动态，让投资者读懂、用好创新政策，从而提升银行的品牌价值。银行需要加强理财经理队伍建设及销售网点的培训，保证理财销售队伍的专业性和市场拓展能力。

第二，加大产品研发力度，不断优化线上体验。银行需要不断创新、丰富资管产品，加强市场与客户需求的研究，总结前期沪港通、深港通、基金互认等金融服务经验，为跨境理财通客户研发更多元化的财富管理产品。银行可以开展与外资金融机构的合作，前瞻性的准备权益类、结构性、衍生工具等创新理财产品，待市场成熟后满足不同风险偏好的跨境客群需求。此外，银行还需要重视线上化、数字化服务的改善，完成跨境理财通手机银行等线上渠道相关功能的开发与测试，方便客户按自身情况选择线上查阅及与客户经理线上沟通，沟通渠道可考虑扩展至微信、WhatsApp 等平台。

第三，推动机构联动，提升整体服务优势。跨境理财通业务的顺利开展需要三地银行在账户基础、业务系统、网点布局等硬件设施上进行对接，在营销服务、业务规则、投诉处理等运行规则上实现衔接。境内银行需加强与港澳金融机构的合作，共同推进跨境理财通服务工作，确立顺畅的沟通、交流与决策

机制，包括定期会议、互荐客户、交流信息等。试点银行的理财经理要争取做到随时在线，随时随地在和香港机构、澳门机构等进行对接，对客户需求、细节问题等进行不断的协调沟通。

第四，重视消费权益保护工作，降低声誉风险。银行需要强化跨境消费者权益保护能力。湾区居民财富积累丰厚，财富管理需求也比较旺盛，但由于三地居民投资目标预期和财富管理发展阶段均不尽相同，因此对投资产品的偏好也略有差异，难免会出现纠纷。跨境理财通为银行做好跨境消费者权益保护工作提供了宝贵的实践机会，比如针对港澳投资者购买内地理财产品发生买卖纠纷，形成有效的投诉、仲裁等管理机制。

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