

中国经济金融展望报告

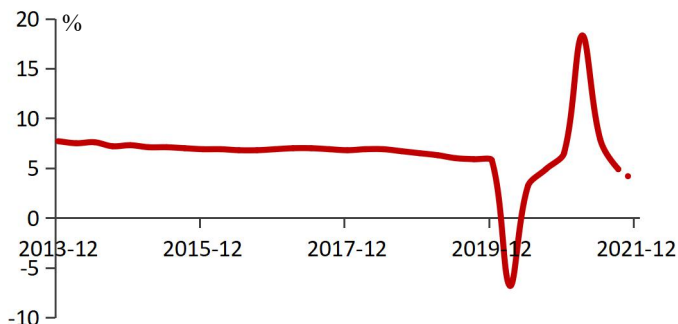
2022 年年报（总第 49 期）

报告日期：2021 年 11 月 30 日

要点

- 2021 年，受出口超预期增长、新动能不断增强和上年低基数等因素的影响，中国经济稳定回升，全年呈前高后低走势。进入三季度后，由于疫情多地反复、洪涝灾害频发、生产成本上升、楼市迅速降温等多因素叠加，经济景气度明显下降，下行压力显著增大。预计 2021 年全年 GDP 增长 8.1% 左右，两年平均增长 5.2% 左右。
- 展望 2022 年，全球经济增长放缓、疫情阴霾挥之不去、供应链修复路漫漫、国际政经格局加速演变，中国经济面临的外部环境依然复杂多变。从国内来看，疫情对经济运行的影响还将存在，投资增长面临的掣肘因素较多，消费恢复依然面临诸多困难。同时经济结构加速转变，新动能加快培育，中国经济迈向高质量发展的大方向不会改变。总体判断，2022 年形势要比 2021 年严峻一些，预计全年 GDP 增长 5% 左右。
- 建议宏观政策要加大跨周期调节和多政策协调配合；关注中小企业经营状况变化，加大政策支持以保市场主体进而保就业和保民生；关注潜在通胀压力，确保能源安全和供应链稳定；关注房地产市场变化，防止经济过度房地产化和累积系统性风险，注意优化政策手段，避免带来“处置风险的风险”。

GDP 增长下行压力增大



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

范若滢

梁 斯

叶银丹

王梅婷

汪惠青

刘 晨

吴 丹

邱亦霖

刘 翔(中部研究中心)

王 东(中部研究中心)

联系人： 范若滢

电 话： 010-66592780

邮 件： fanruoying@qq.com

下行压力增大需要将稳增长置于更高位置

——中国银行中国经济金融展望报告（2022年）

2021年，受出口超预期增长、新动能不断增强和上年低基数等因素的影响，中国经济稳定回升，就业形势总体稳定，企业效益良好，全年呈前高后低走势，一、二、三季度GDP当季同比分别增长18.3%、7.9%和4.9%。特别值得关注的是，进入三季度后，由于疫情多地反复、洪涝灾害频发、能源原材料价格上涨、楼市迅速降温等多因素叠加，经济景气度明显下降，下行压力显著增大。预计2021年全年GDP增长8.1%左右（维持上期报告预测值不变），两年平均增长5.2%左右。展望2022年，全球经济增长放缓、疫情阴霾挥之不去、供应链修复路漫漫、国际政经格局加速演变，中国经济面临的外部环境依然复杂多变，外贸出口存在减速压力。从国内来看，疫情对经济的影响依然存在；楼市预期发生方向性改变，地方政府债务风险上升，中小企业经营困难增大，投资增长面临的掣肘因素较多；结构性就业压力增大、收入增速放缓、市场预期不稳，消费恢复依然面临诸多困难。但与此同时，进入新发展阶段，经济结构加速转变，新动能加快培育，创新已成为经济发展新引擎，绿色低碳转型将为中长期发展提供新动能，中国经济迈向高质量发展的大方向不会改变。总体判断，2022年外需增长放缓、内需短期或难以补位，经济下行压力增大，形势要比2021年严峻，预计全年GDP增长5%左右。基于以上判断，宏观政策要加大跨周期调节和多政策协调配合；关注中小企业经营状况变化，加大政策支持以保市场主体进而保就业和保民生；关注潜在通胀压力，确保能源安全和供应链稳定；关注房地产市场变化，防止经济过度房地产化和累积系统性风险，注意优化政策手段，避免带来“处置风险的风险”。

一、2021 年经济形势回顾与 2022 年展望

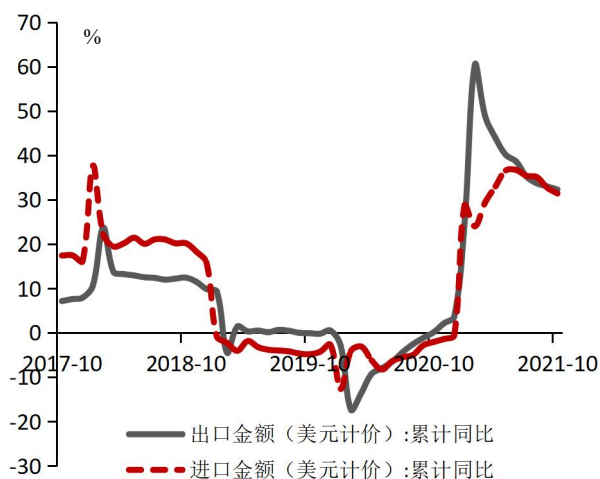
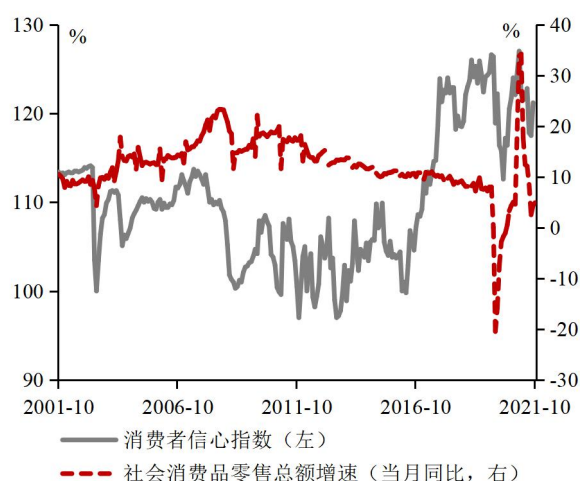
(一) 2021 年经济形势回顾

2021 年，中国扎实统筹推进疫情防控和经济社会发展，经济稳步复苏，四大宏观经济调控目标完成情况良好。一是经济保持较快增长。2021 年，受出口超预期增长、新动能不断增强和上年低基数等因素影响，中国经济稳定回升，前三季度 GDP 累计增长 9.8%，两年平均增长 5.2%。预计全年 GDP 增长 8.1% 左右，两年平均增长 5.2% 左右，将高于年初 6% 以上的预期增长目标。二是 CPI 温和上涨。前 10 个月 CPI 累计上涨 0.7%，核心 CPI（不包括食品和能源）累计上涨 0.8%。三是就业形势总体稳定，求人倍率小幅上升。前 10 个月城镇新增就业人数为 1133 万人，提前完成年初 1100 万人的预期目标，10 月份全国城镇调查失业率为 4.9%，低于上年同期和 2019 年同期水平。三季度，100 个城市公共就业服务机构市场求人倍率为 1.53，同比上升 0.13。外出务工农村劳动力规模基本恢复至 2019 年同期水平。四是国际收支显著改善。出口超预期高增长带动货物贸易顺差扩大，前三季度为 3796 亿美元，同比增长 16%。服务贸易逆差缩小，前三季度为 821 亿美元，同比下降 30%。直接投资呈现较大顺差，前三季度中国直接投资净流入 1636 亿美元。

但与此同时，国内经济恢复不稳固、不均衡问题比较突出，困难和挑战也明显增多，尤其是三季度以来，疫情多地反复、洪涝灾害频发、生产成本上升、楼市迅速降温等多因素叠加，经济下行压力显著增大。2021 年中国经济运行特征总体上表现为“三大分化”：

一是需求分化。其一，内外需分化。外需超预期强劲。2021 年以来，海外需求回升、替代效应延续、价格上涨等因素带动中国出口超预期高增长，1-10 月份出口同比增长 32.3%（图 1），中国在全球出口中的份额提升至 2021 年上半年的 14.5%，同比上升 0.9 个百分点。中国对主要贸易伙伴出口保持较高增速。

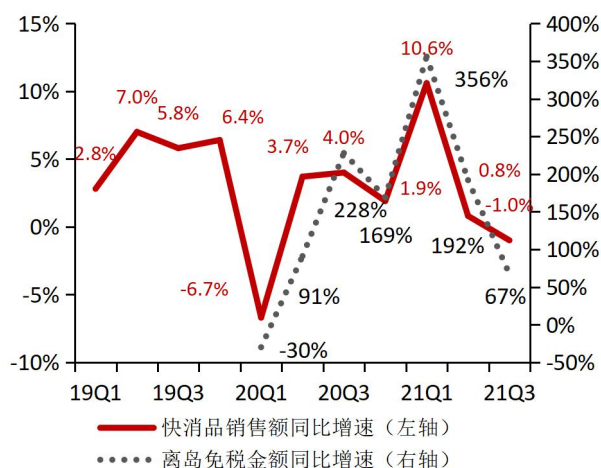
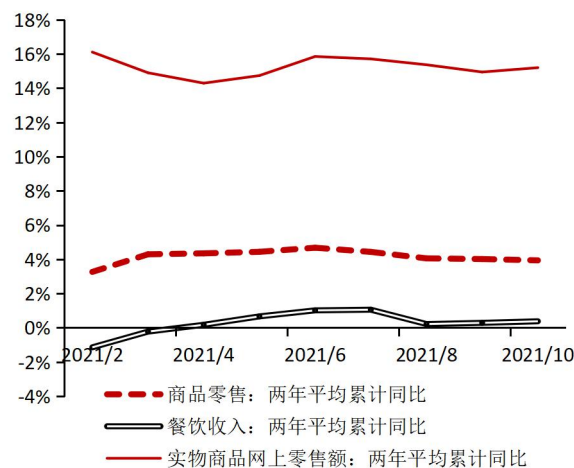
1-10月，中国对东盟、欧盟、美国、日本出口累计同比增速分别为28.6%、33.4%、31.7%、17.6%。重点产品出口保持稳定增长。1-10月，集成电路、汽车和汽车底盘、手机、服装及衣着附件的出口累计同比增速分别为33%、128%、22.3%、25.2%。跨境电商等贸易新业态兴起，进一步强化中国贸易大国的地位。2021年前三季度中国跨境电商进出口增长20.1%，市场采购出口增长37.7%。内需相对低迷。多轮疫情冲击叠加收入恢复不佳，国内消费恢复缓慢。全年消费两年平均增速预计在4.2%左右，远未达到疫情前8%左右的水平（图2）。地方财政压力较大、房地产市场遇冷等多因素叠加，固定资产投资不及预期。1-10月，全国固定资产投资（不含农户）增长6.1%，两年平均增长3.8%。

图 1：中国进出口增速走势

图 2：消费增速与消费者信心指数


资料来源：Wind，中国银行研究院

其二，消费恢复速度分化。商品消费恢复快于服务消费。1-10月份，商品消费两年平均增长3.9%，快于消费整体增速，而餐饮消费两年平均仅增长0.4%。2021年主要长假的旅游收入仅恢复至疫情前水平的60%-70%。高端消费表现好于普通消费。海南离岛免税消费额增速远高于一般快消品消费额增速以及社会消费品零售总额增速（图3）。波士顿咨询报告显示，2021年中国内地高端消费市场规模将在2020年27%高增速的基础上继续增长25%。其中，90后消费者人数占比达到50%，贡献了46%的消费额。线上消费习惯持续强化，增速显

著高于线下消费。2021年以来实物商品网上零售额两年平均增速基本维持在13%-15%，而商品零售总额两年平均增速仅为3%-4%（图4）。

图3：快消品和海南离岛免税销售额增速

图4：线上与线下消费增速


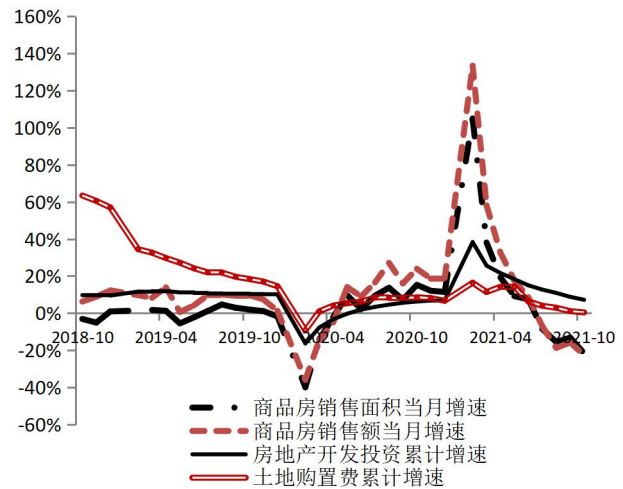
资料来源：Wind，中国银行研究院

其三，投资走势分化。三大投资分化明显。受财政支持力度偏弱、地方政府债务压力较大等因素影响，基建投资表现疲弱。1-10月份，基础设施建设投资累计增长1%，两年平均增长2%，处于历史较低水平。受益于外需整体向好、企业效益改善、金融支持力度加大等因素影响，制造业投资持续回暖。1-10月份，制造业投资累计增长14.2%，两年平均增长3.8%，已恢复至疫情前水平（表1）。在房地产调控政策收紧的背景下，房企融资受限、资金流紧张，房地产市场加速降温（图5），房地产投资增速前高后低。1-10月份，房地产投资累计增长7.2%，两年平均增长6.7%。区域投资差异较大。西部地区投资增速总体不及东、中部地区。1-10月份，西藏、贵州、青海等省份投资两年平均增速仍是负值（图6）。

表 1：三大投资两年平均累计增速¹

	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

图 5：2021 年房地产市场明显降温



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 6：各省份固定资产投资增速情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

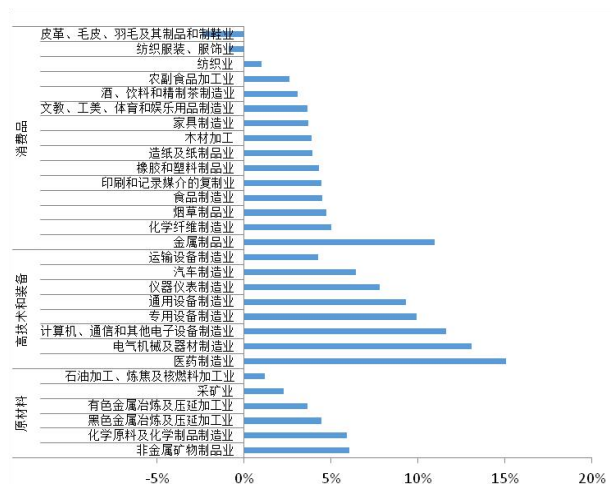
二是行业分化。在出口高增长、产业升级发展等带动下，2021 年工业生产总体较快增长，前 10 个月工业增加值累计同比增长 10.9%，两年平均增长 6.3%，仍高于疫情前增长水平。服务业保持恢复态势，前三季度同比增长 9.5%，两年平均增长 4.9%，其对 GDP 累计同比贡献率上升至前三季度的 54.2%。行业发展不平衡性较为突出，工业增长呈现“两头低、中间高”的特征。受能耗双控政策影响，采矿、原材料等上游行业保持低位增长。1-10 月份采矿业、石油加

¹ 本表根据累计月度数据进行测算。

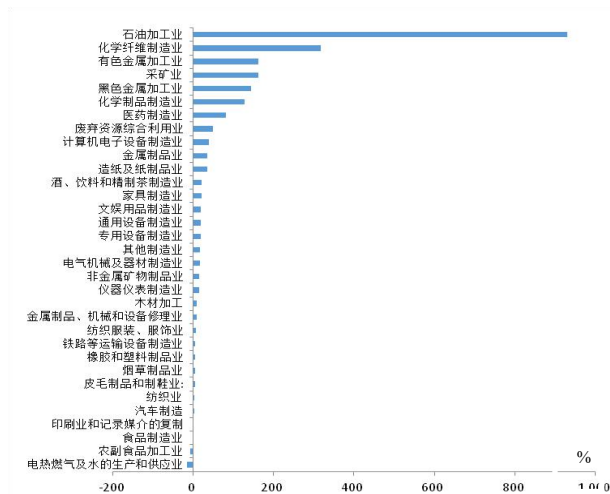
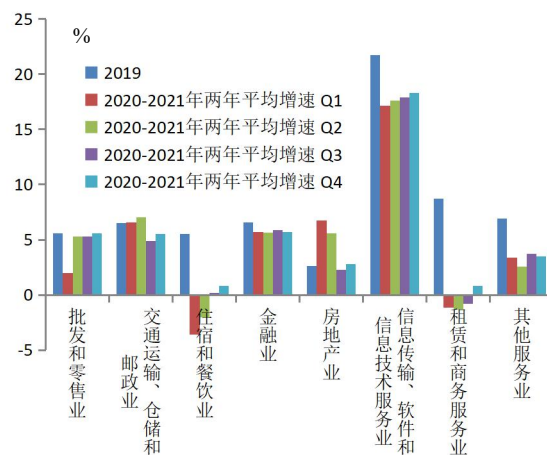
工、黑色金属加工、有色金属加工等行业增加值两年平均增速分别为 2.3%、1.2%、4.4%、3.6%。受市场需求疲弱等因素影响，下游消费品制造业较为低迷，纺织、家具、文教娱乐用品等制造业增加值两年平均增速分别为 1%、3.7%、3.6%。受芯片短缺影响各大车企纷纷减产，乘用车库存持续走低（表 2），汽车制造业增加值当月增速自 6 月份开始持续为负。高技术和装备制造业保持较快增长，1-10 月份高技术制造业增加值两年平均增速为 12.5%，通用、专用、电气机械等设备制造业增加值两年平均增速分别为 9.3%、9.9%、13.1%（图 7）。新兴产品保持较快增长。1-10 月份新能源汽车、太阳能电池、工业机器人产量分别同比增长 164%、50.9%、61.7%。在能源原材料价格暴涨影响下，工业企业效益“上游热、下游冷”。前三季度采矿业、石油加工、化工、黑色金属加工、有色金属加工等上游行业利润分别同比增长 1.6、9.3、1.3、1.4、1.6 倍，均显著高于医药（80.6%）、电子（38.7%）等高成长性行业，更高于一般消费品制造业（图 8）。疫情带来服务业分化也比较明显。线上服务需求增加带动信息传输、软件和信息技术服务高增长，前三季度其增加值两年平均增长 17.6%。受疫情影响最大的住宿餐饮业、租赁和商务服务业表现不佳，前三季度增加值两年平均增速仍然为负（分别为-1.7%和-1.1%）（图 9）。

表 2：主要汽车厂商缺芯情况

汽车品牌	缺芯影响
奔驰	4月起缺货，预计2021年产量减少30万辆
宝马	部分车型阶段性减产
奥迪	6月份起部分车型阶段性减产
广汽本田	三季度部分车型阶段性减产
大众	一季度起部分车型阶段性减产，9月开始恢复
别克	三季度部分车型阶段性减产，9月开始恢复
马自达	7、8月受南京疫情影响，减产约五千台
红旗	8月受芯片影响，减产约60%
奇瑞	6月开始减产，8月加剧
荣威	部分车型阶段性减产
长城	部分热销车型阶段性减产，订单等待约两个月
吉利	部分热销车型阶段性减产，订单等待一个月以上
比亚迪	部分热销车型阶段性减产
蔚来	受缺芯影响，产能只有约7500辆/月

图 7：工业行业增加值两年平均增速


资料来源：Wind，中国银行研究院

图 8：工业行业利润累计增速明显分化

图 9：不同服务业增加值增速


资料来源：Wind，中国银行研究院

三是上下游物价分化，PPI-CPI“剪刀差”扩大。2021年前10个月，PPI、CPI分别累计上涨7.3%和0.7%。其一，大宗商品价格大幅上行导致PPI涨幅持续攀升。全球大宗商品价格暴涨、能耗双控政策趋严等因素推动下原材料价格创近年新高。一方面，全球供需矛盾加剧、流动性宽松、市场投机炒作等因素推动国际大宗商品价格大幅上涨；另一方面，国内能耗双控政策导致煤炭、钢材、水泥等高耗能行业产品供给收缩。2021年10月份，CRB现货综合指数平均为564.6，同比涨幅为37.6%（图10）；布伦特原油、IPE英国天然气、中国动力煤期货结算价平均涨幅分别高达101.7%、476.7%和193.1%。其二，猪肉价格下跌拖累CPI涨幅低位运行。受猪肉产能持续恢复以及上年高基数等因素影响，猪肉价格明显下滑。2021年10月份，全国猪肉平均批发价为19.9元/公斤，同比下跌52.1%（图11）。此外，由于内需表现疲弱，消费回升动力不足，对下游消费品价格也产生较明显的压制。其三，上下游价格传导不畅通，PPI-CPI“剪刀差”不断扩大。尽管中国面临的输入型通胀压力较大，但由于下游市场竞争充分、终端需求较弱，PPI高涨无法及时传导至CPI。2021年10月当月，PPI-CPI“剪刀差”高达12个百分点，创历史新高。

图 10: PPI 与 CRB 现货指数

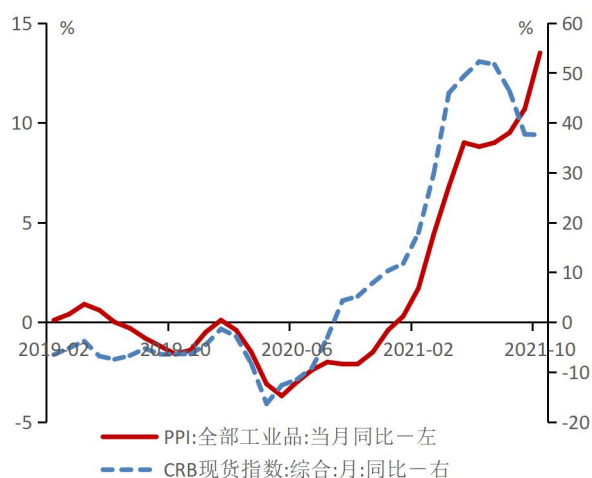


图 11: CPI 与猪肉价格



资料来源: Wind, 中国银行研究院

(二) 2022 年经济形势展望

新冠疫情暴发已近两年,截至目前全球范围内仍没有有效药物和方法阻断其传播。不同国家和地区疫苗接种水平分化严重,越来越多的国家尝试“与病毒共存”策略。展望 2022 年,新冠疫情对经济运行的影响还将存在。全球经济放缓、疫情阴霾挥之不去、供应链修复路漫漫、国际政经格局加速演变,中国经济面临的外部环境依然复杂多变。从国内来看,疫情对经济的影响依然存在;楼市预期发生方向性改变,地方政府债务风险上升,中小企业经营困难增大,投资增长面临的掣肘因素较多;结构性就业压力增大、收入增速放缓、市场预期不稳,消费恢复依然面临诸多困难。但随着中国经济进入新发展阶段,经济结构加速转变,新动能加快培育,创新已成为经济发展新引擎,绿色低碳转型将为中长期发展提供新动能,中国经济迈向高质量发展的大方向不会改变。总体判断,2022 年外需增长放缓、内需短期或难以补位,经济下行压力增大,形势要比 2021 年严峻,预计全年 GDP 增长 5%左右。

1. 消费总体延续弱复苏态势,新型消费持续崛起

展望 2022 年,疫情总体可控,消费有望继续向正常水平回升,但依然面临

不少困难。一是疫情仍将是影响经济、收入和消费恢复的主要因素。二是住房、汽车等大额消费难言乐观。2022年房地产市场可能延续降温态势，这将影响住房相关消费。此外，汽车芯片供应链修复仍需时间，汽车消费恐将低位徘徊。三是收入增速放缓、CPI上涨进一步制约消费恢复。疫情后居民收入恢复缓慢，预防性储蓄动机增强。同时，PPI上涨压力持续向CPI传导，猪肉价格止跌回升，CPI中枢上移，消费品价格上涨将直接削弱居民消费能力。值得关注的是，年轻一代懒人经济、颜值经济、宠物经济、娱乐经济等新消费崛起表现突出；“95后”线上宠物消费连续三年呈倍数级增长；2021年预计剧本杀国内市场规模和消费者规模分别将超过150亿元和940万人，其中超过7成用户为30岁以下年轻人。这些新消费将继续成为消费领域新亮点。综上，预计2022年消费增长4.5%左右。

2. 投资保持平稳增长，三大投资“两升一降”

展望2022年，一是基建投资有望企稳回升。经济下行压力增大，宏观政策将加大跨周期调节力度，预计2022年财政支出进度将加快。这将有助于改善基建投资资金来源、助力基建投资增速企稳回升。二是制造业投资将延续回升态势。企业效益改善、金融支持力度增大等因素支持制造业投资持续回暖。但需要关注的是，经济下行压力较大影响企业经营预期，以及未来出口增速可能高位回落，制造业持续回暖动力将边际减弱。三是房地产投资低位企稳。在房市明显降温背景下，中央重申“稳地价、稳房价、稳预期”，预计2022年房地产调控政策仍将坚持房住不炒定位，但实施力度或将有所调整，房地产投资可能低位企稳，但总体增速将低于2021年。综上，预计2022年固定资产投资增速为4.8%左右。

3. 出口增速高位回落，全年或将呈“前高后低”走势

疫情走势是影响全球经济复苏的关键因素之一。由于发展中国家疫苗接种

率偏低、疫情反复，预计短期内全球要素流动仍将受限，供应链紧张或持续到2022年二季度前后，进口商为保障供应链稳定仍将偏好中国产品。同时，全球能源紧张、欧美通胀居高不下，价格因素对中国出口也有支撑。下半年，中国出口增速或将放缓。一方面，欧、美货币政策趋紧，财政补贴退出的影响凸显，经济增速向疫情前水平回归，需求增速将逐步回落。IMF预测2022年全球经济增长4.9%，美国、欧元区（除德国外）的经济增速将下滑。同时，随着欧美和新兴市场的生产恢复，全球供应链将逐步修复，中国出口替代效应或将减退。另一方面，国内供给端仍将面临约束。2022年，原材料价格保持高位、能耗控制、劳动力和运输成本较高等将继续影响中国出口竞争力，挤压外贸企业利润空间。综合来看，预计2022年出口增长4.5%左右。进口方面，2022年宏观政策将加大力度提振内需，中国经济将保持稳定增长；实施高水平对外开放和落实RCEP协议将推动进口多元化，预计进口将保持稳步增长，全年增长6%左右。

4. 工业生产压力增大，服务业对GDP增长贡献率提升

展望2022年，工业生产压力较大。一是需求动力仍显不足。外需增速放缓，房地产下行趋势难改，消费延续弱复苏趋势，工业生产面临的需求动力较弱。同时工业企业库存水平较高，2021年9月产成品存货累计同比增速上升至13.7%。从历史经验看库存消化一般需要1年左右的时间，需求动力偏弱将延长企业消化库存时间，这将制约工业企业扩大生产动力。二是高耗能行业绿色转型压力持续存在。中国绿色转型任务仍然艰巨，“两高”（高耗能、高排放）项目的投资和生产仍将受到限制，同时会加大技术改造和设备更新支持，采矿、石油加工、化工等高耗能行业增加值增速难有明显改善。三是高成本压力仍需时间消化。全球大宗商品价格走势是影响中国PPI的重要变量，至少在2022年上半年大宗商品价格还将维持高位，下半年或有所走弱（专题一）。原材料成本仍整体处于高位，其对中下游的传导效应将逐步加大。2020年10月电价市场化改革提出扩大市场交易电价上下浮动范围，上下浮动范围由过去的10%扩大到

20%，高耗能企业上浮比例不受限制，这将推高企业用电成本。在需求疲弱的情况下企业仍将面临一定的成本压力。与此同时，政府将持续加大科技创新支持力度，医药、航空航天器、计算机及办公设备等高技术制造业将保持较快增长。总体预计 2022 年工业增加值增长 4.5% 左右。

服务业总体继续恢复。2022 年疫情反复或仍将出现，住宿和餐饮业、租赁和商务服务业增加值增速仍难以恢复至疫情前增长水平。考虑到消费弱复苏、工业生产压力增大，批发和零售、交通运输仓储和邮政业将较 2020-2021 年平均增速小幅改善。房地产市场预期改变，销售难有明显好转，房地产业增加值将保持低位增长。数字经济继续加快发展，信息传输、软件和信息技术服务业继续保持两位数高增长。总体预计 2022 年服务业增加值增长 5.6% 左右，其对 GDP 增长的贡献率将有所上升。

5. PPI 高位回落、CPI 低位抬升，PPI-CPI “剪刀差” 将显著收窄

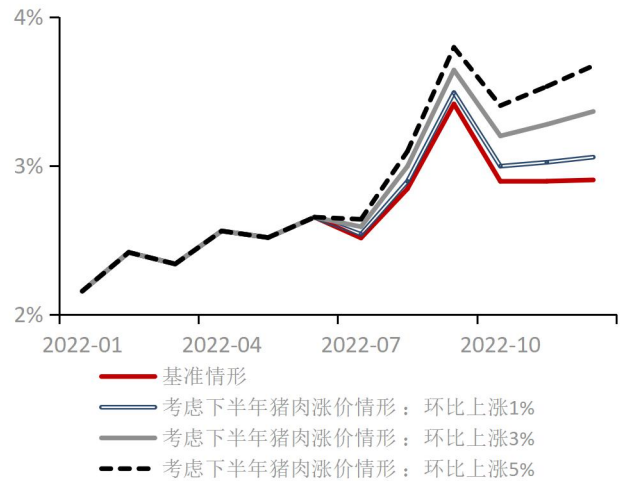
展望 2022 年，PPI 涨幅将高位回落。受全球经济复苏放缓、能源供给约束逐渐缓解、美联储货币政策方向调整等因素影响，大宗商品价格持续上涨动力趋弱。进一步考虑翘尾因素，预计 2022 年 PPI 涨幅将逐季走低，四季度可能转为负增长，全年涨幅为 5% 左右（图 12）。

CPI 涨幅将低位抬升。一是猪肉价格涨幅将由负转正。截至 11 月中旬，全国猪粮比价为 6.5 左右，处于历史较低水平。猪肉价格低迷降低了养殖企业补栏积极性，自 2021 年 7 月份起能繁母猪存栏量开始环比下降，预计未来猪肉供求关系将发生变化，新一轮“猪周期”渐行渐近。二是 PPI 上涨向下游传导，叠加电价改革后企业用电成本上升，成本推动型通胀压力上升。通过对猪肉涨价进行情景预测（图 13），在 2022 年下半年猪肉价格月均环比上涨 3% 的情景下，预计 CPI 全年涨幅 2.3% 左右，部分时点或将突破 3%。

图 12：2022 年 PPI 同比涨幅预测



图 13：2022 年 CPI 同比涨幅预测



资料来源：中国银行研究院

二、2021 年金融形势回顾与 2022 年展望

（一）2021 年金融形势回顾

2021 年，中国金融运行面临的宏观环境较为复杂，国内经济复苏不稳固、不均衡问题突出，大宗商品价格步步走高，输入型通胀压力加大。同时，一些主要经济体货币政策开始正常化，全球市场流动性正在发生变化。为更好应对复杂的国内外环境，助力中国经济持续复苏，中国采取了“跨周期+定向支持+严监管”的政策组合，以实现稳增长、防风险、调结构的多重目标：一方面，出台 1 次全面降准政策，继续加大对困难企业的帮扶力度，对货币政策直达工具进行延期，推出碳减排支持工具等；另一方面，继续对房地产业实施高压严管，强化互联网贷款监管，规范银行公司治理，出台商业银行监管评级办法等。

这些政策取得了良好效果，中国宏观杠杆率稳中趋降，金融市场整体运行平稳。货币社融增速平稳，绿色、普惠等领域信贷较快增长，市场利率稳中有降，社会融资成本连创新低，股市维持箱体震荡，人民币汇率整体稳中略升，全国性碳市场正式启航。但需要关注房地产债务违约事件频发、地方政府债务风险仍然较高等问题。

1. 高基数效应叠加疫情扰动，社融增速高开低走

2021年社融增速同比放缓，10月末，M2同比增长8.7%，较上年末和上年同期分别下降1.4个和1.8个百分点。2021年1-10月，新增社会融资规模累计26.33万亿元，同比少增4.67万亿元。其中，新增人民币贷款累计17.6万亿元，同比多增2491亿元；非金融企业境内股票融资8988亿元，同比多增1961亿元；政府债券、企业债券少增，分别较上年同期少增2.19万亿元、1.69万亿元（图14）。政府债券少增原因包括：一是2021年财政赤字率安排为3.2%，比2020年低0.4个百分点；二是2021年地方专项债券集中于下半年发行，发行速度与上年相比明显偏慢。企业债券融资少增原因包括：一是2020年年底债市违约潮的负面冲击效应仍在，投资者信心相对不足；二是三季度以来经济下行压力增大、企业生产经营环境变化，资金需求下降。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1.78万亿元，同比多减1.4万亿元，这与资管新规过渡期即将结束，对影子银行的拆解工作有所提速有关（图14）。

图 14：新增社会融资规模构成变化

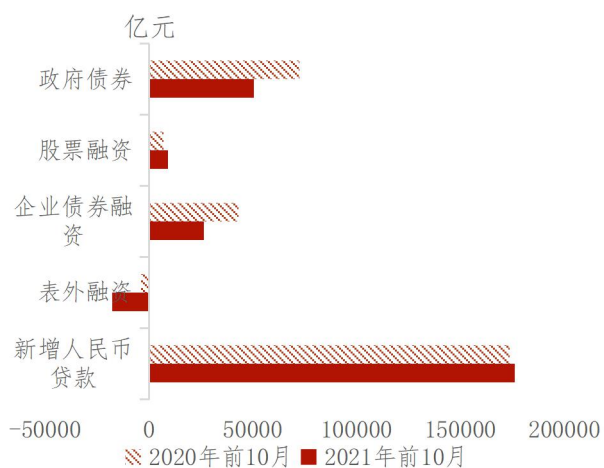


表 3：重点领域贷款余额增速 (%)

指标名称 (%)	工业中长期贷款余额同比	绿色贷款余额同比	各项贷款余额同比	普惠金融贷款余额同比
201903	7.4	—	13.7	14.4
201906	5.2	—	13	16.2
201909	5.4	—	12.5	16.8
201912	6.8	—	12.3	
202003	8.3	—	12.7	17.7
202006	12.8	—	13.2	20.7
202009	16.3	—	13	23.5
202012	20	—	12.8	24.2
202103	24.2	24.6	12.6	28
202106	25.8	26.5	12.3	25.5
202109	24.1	27.9	11.9	23.1

资料来源：Wind，中国银行研究院

信贷结构持续优化，加大对重点领域和薄弱环节支持力度。一是非金融企业中长期贷款占比上升。2021年1-10月，企（事）业单位中长期贷款新增8.55

万亿元，同比多增 8877 亿元，占全部新增贷款比重为 48.7%，相比上年同期提高 3.5 个百分点。二是居民中长期贷款占比稳中趋降。受“房住不炒”“三道红线”“贷款集中度”等政策影响，房地产市场持续降温。2021 年 1-10 月，累计新增居民中长期贷款（主要是个人住房按揭贷款）为 5.14 万亿元，占全部新增贷款比重为 29.3%，比上年同期下降了 0.23 个百分点。尤其 5 月份以来，居民中长期贷款连续出现少增。三是工业、普惠、绿色等领域信贷增速维持高位。截至 2021 年三季度末，本外币工业中长期贷款余额 13.05 万亿元，同比增长 24.1%，比上年同期高 7.8 个百分点；普惠金融领域贷款余额、绿色贷款余额分别为 25.81 万亿元、14.78 万亿元，同比增速分别为 23.1%、27.9%，显著高于全部贷款余额的增速（11.9%）（表 3）。

2. 货币市场利率低位运行，企业融资成本创近年新低

2021 年，货币市场流动性维持合理充裕，政策利率、货币市场利率保持稳定，企业融资成本创近年新低。一是政策利率体系延续稳定。截至 2021 年 11 月，7 天期逆回购利率、1 年期 MLF 利率均未作调整，政策利率体系继续保持稳定态势。受此影响，1 年期、5 年期 LPR 同步保持稳定，已连续 20 个月未做调整。二是货币市场利率低位运行，波动性进一步降低。2021 年 1-10 月，银行间债券质押式回购加权平均利率、银行间同业拆借加权平均利率平均为 2.08%、2.04%，较 2020 年分别上升 0.31 和 0.33 个百分点，但比 2019 年全年低 0.23 和 0.24 个百分点。截至 2021 年 11 月 25 日，主要货币市场利率品种，SHIBOR 1 周、R007、DR007 标准差分别为 0.17、0.37、0.2，与上年全年相比分别下降了 0.08、0.06、0.13（图 15）。三是企业贷款利率连创新低。三季度末，金融机构人民币贷款加权平均利率为 5%，同比下降 0.12 个百分点，整体仍处于下降通道。其中，一般贷款和票据融资利率分别为 5.3%和 2.65%，票据融资利率为 2010 年以来最低。但与此同时，由于房地产融资政策持续收紧，个人住房贷款利率稳中趋升，三季度末为 5.54%，相比 2020 年末上升 20 个 BPs（图 16）。

图 15: 货币市场利率变化

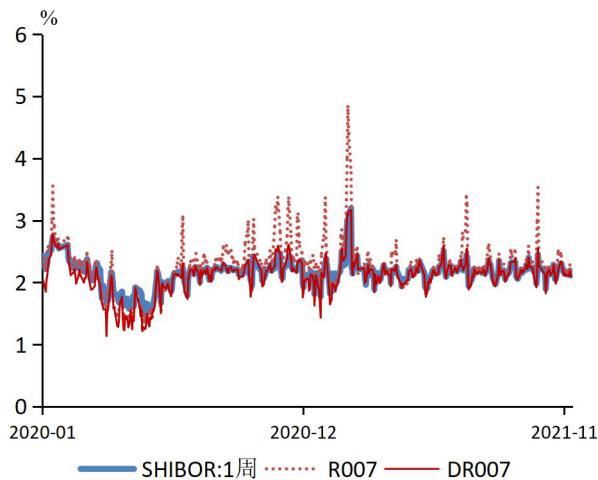
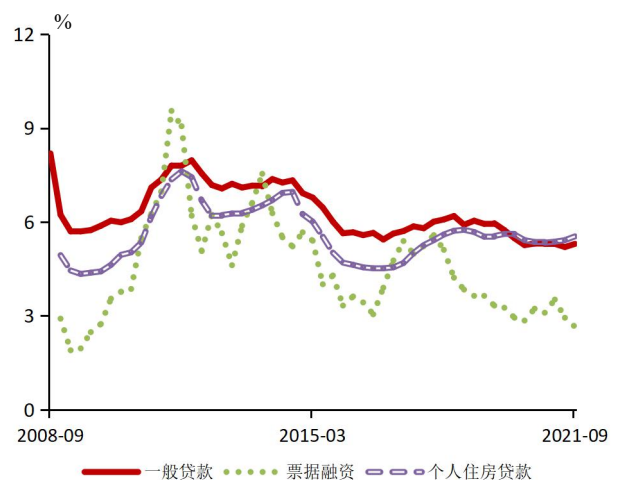


图 16: 各类贷款利率变化

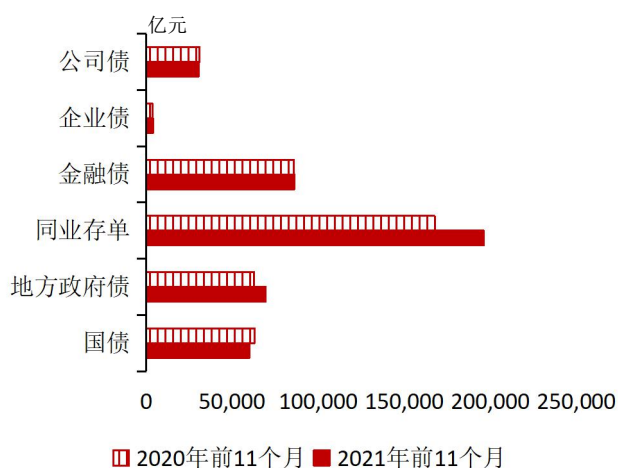
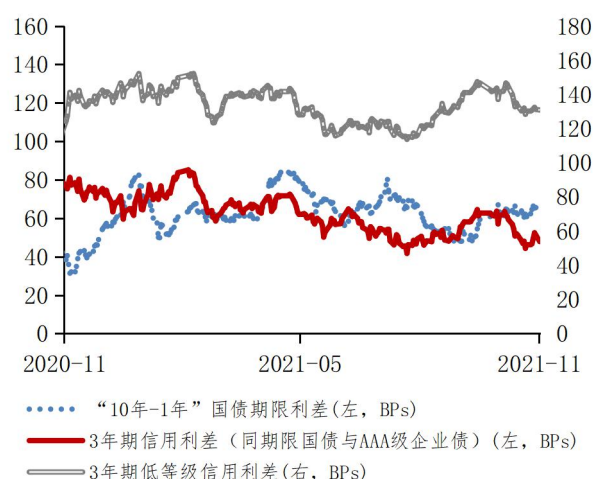


资料来源：Wind，中国银行研究院

3. 国债收益率波动走低，境外投资者持有债券规模快速增长

受经济基本面持续走弱、货币政策维持稳健等因素影响，10年期国债收益率继续维持低位运行。截至2021年11月25日，10年期国债收益率报收于2.85%，较上年末下降了29个BPs。**第一**，债券发行规模持续增加，金融类债券发行多增，非金融企业债券发行少增。截至11月，各类债券总计发行55.5万亿元，比上年同期增加3.78万亿元。其中，累计发行同业存单和金融债共计28.2万亿元，较上年同期增加2.9万亿元；累计发行企业债和公司债共计3.43万亿元，与上年同期基本持平（图17）。**第二**，探索发行创新型债券产品。2021年10月12日，深圳市政府在香港地区发行了50亿元离岸人民币债券，这是中国首次在离岸市场发行地方债，有利于扩大地方债资金来源。**第三**，期限利差稳定，信用利差先降后升。截至11月25日，“10年-1年期”国债收益率平均利差为61个BPs，相比上年下降11个BPs，这主要与经济形势走弱带动长端国债收益率下行有关；3年期低等级债券信用利差（AA级企业债与同期限国债）为132个BPs，相比上年同期提高17个BPs，反映市场对债券违约的担忧情绪依然较强（图18）。**第四**，境外投资者持续增持境内债券，中国债券市场国际化程度不断提高。2021年前三季度，境外机构持有的境内债券余额为3.94万亿元，同

比增长 30.6%，占中国债券市场余额比重上升至 4.6%。第五，房地产企业债券违约持续暴露，离岸中资美元债融资几近停滞。2021 年，房地产业成为债券市场违约的重灾区。截至 2021 年 11 月 25 日，房地产企业债券违约余额为 613.3 亿元，约占全部违约债券余额（2335.3 亿元）的 26%。2021 年 7-10 月，中国内地房企共计发行美元债 55 只，发行规模 155 亿美元，较上年同期大幅下滑 36.7%，尤其是 10 月当月，房企美元净融资额减少 26.17 亿美元，而上年同期则为 29.3 亿美元。

图 17：各类债券发行规模

图 18：期限利差与信用利差


资料来源：Wind，中国银行研究院

4. 沪深两市维持箱体震荡，资本市场风格切换频繁

2021 年，A 股市场规模进一步扩大。截至 11 月 25 日，A 股总市值达 90.35 万亿元，较年初增加 10.55 万亿元，上市公司总数 4642 家，较年初增加 452 家（图 19）。2021 年，在多空双方博弈下，A 股呈现高位震荡走势。截至 11 月 25 日，上证综指收报 3584.18 点，较 2020 年底上涨 3.2%，年内最高 3731.69 点，最低 3312.72 点，整体围绕 3500 点中枢波动，呈箱体震荡走势。从行业指数涨跌走势看，2021 年市场风格切换频繁（图 20）。受政策频出、大宗商品价格波动等因素影响，消费、周期、科技等板块出现轮动行情。

图 19: A 股总市值变化情况

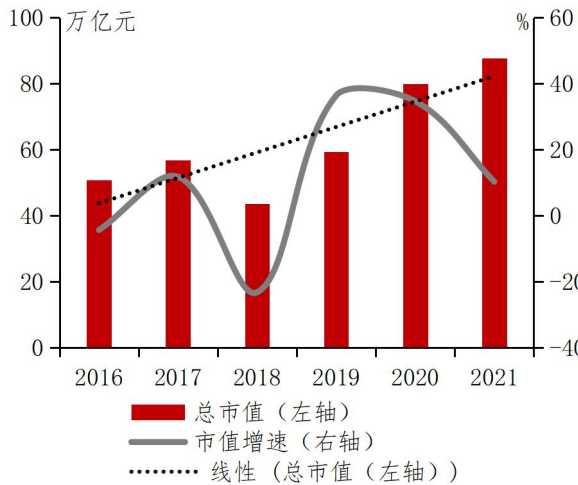
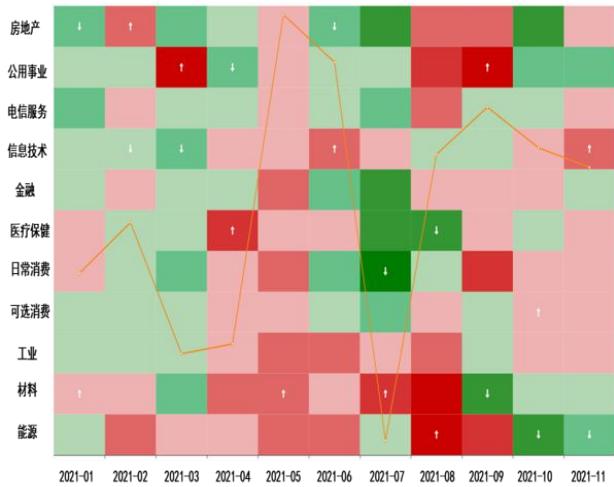


图 20: 行业指数涨跌幅变化情况



资料来源: Wind, 中国银行研究院

利多因素包括: 一是上市公司盈利能力显著增长, 成为股市的核心驱动力。据统计, 前三季度上市公司共实现营业收入 50 万亿元, 净利润 4.1 万亿元, 同比分别增长 23.3%、26%。其中, 科创板和创业板上市公司营业收入同比分别增长 45.98%、26.12%, 增速高于上交所主板 (20.55%) 和深交所主板 (25.28%)。二是机构和外资资金不断涌入, 投资者热情高涨, 股市交易活跃。据统计, 2021 年前三季度, 公募基金发行规模达 2.34 万亿元, 创同期历史新高。截至 11 月 25 日, 北向资金累计净买入约 1.55 万亿, 超过历年同期水平。三是多项改革举措齐头并进, 为股市发展提供了政策支持。2021 年, 资本市场改革围绕“稳步推进注册制改革”“完善常态化退市机制”“完善多层次资本市场”等方面积极推进, 投资者信心持续增强。11 月 15 日, 以“打造服务创新型中小企业主阵地”为目标的北京证券交易所揭牌开市, 成为中国资本市场改革发展的又一重要标志性事件, 不仅为创新型中小企业提供了融资便利, 也为资本市场注入了更多活力。

利空因素包括: 第一, 货币政策稳健中性, 市场流动性有所趋紧。第二, “双减”、房地产和反垄断等政策引发了市场担忧, 导致相关领域负面预期加剧。第三, 美股传染效应加剧投资者对未来政策风险扩散的担忧, 引发市场震

荡。

5. 人民币汇率有涨有跌，总体稳中趋升

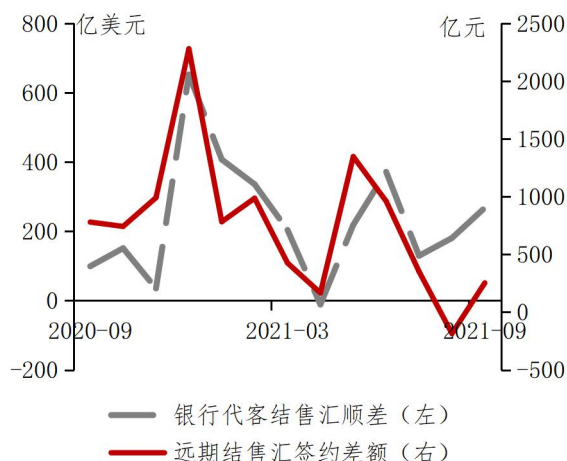
2021年，人民币兑美元汇率有涨有跌，整体稳中趋升。上半年，美元指数由强转弱，人民币汇率随之升值；6月以来，美联储不断向市场释放即将启动缩减资产购买计划（Taper）的信号，导致美元指数持续走强，人民币汇率也一度出现贬值；但9月以来人民币汇率表现却异常强势，表现出先贬后升的波动行情。截至2021年11月25日，人民币兑美元即期汇率6.3894，较上年年末升值2.35%（图21）。

2021年，人民币汇率整体波动有升，主要原因有：一是美元指数出现阶段性回落。尽管存在美联储Taper落地的预期，但美元指数并未一路上涨，而是出现阶段性回落，市场看空人民币的情绪并不浓厚。加之10月份英国央行释放紧缩货币政策信号，带动英镑与欧元升值，也对美元指数形成压制。二是出口强劲，人民币结售汇需求旺盛。2021年中国出口表现良好，贸易顺差扩大导致人民币结汇需求上升。1-10月，中国出口累计增长22.5%，贸易顺差3.31万亿元，同比增加25.5%；1-9月银行结售汇顺差累计1800亿美元（图22）。三是中美利差仍处于相对高位，人民币资产对跨境资金吸引力较强。虽然美国国债收益率出现上涨，中美利差有所收窄，但仍处于相对高位。截至2021年11月，中美10年期国债收益率之差仍保持在130个BPs以上。北上资金在10月下旬恢复净流入，跨境资金向境内回流，推升人民币汇率短期升值。

图 21：人民币汇率与美元指数



图 22：银行代客结售汇数据



资料来源：Wind，中国银行研究院

6. 全国性碳市场正式启航，市场建设稳步推进

全国碳排放权交易市场自启动上线以来运行平稳有序。截至 2021 年 11 月 25 日，全国碳市场配额累计成交突破 14 亿元，成交量达 3312 万吨（图 23）。

一是碳市场交易工作稳定开展。自开市以来，全国碳市场每个交易日均有成交，单日最高成交量为 847.44 万吨，日均成交量约 30 万吨，首批重点排放单位已基本完成交易账户的开立。

二是碳市场价格发现功能逐渐增强。据统计，全国碳市场配额价格以 48 元/吨开盘，目前最高成交价格 61.07 元/吨，最低成交价格 38.50 元/吨，平均成交价格约为 48.13 元/吨（图 24）。整体来看，碳价在合理范围内波动，初步体现市场供需变化。

三是碳市场配套服务水平不断提升。根据规定，湖北碳排放权交易中心负责全国碳排放权注册登记系统，上海环境能源交易所承担全国碳市场的交易系统相关工作。目前，湖北碳排放权交易中心和上海环境能源交易所保障市场平稳有序运行的同时，不断强化对重点排放单位的碳交易能力建设，积极推进市场规则体系完善和机构组建工作。

图 23：碳配额价格变化

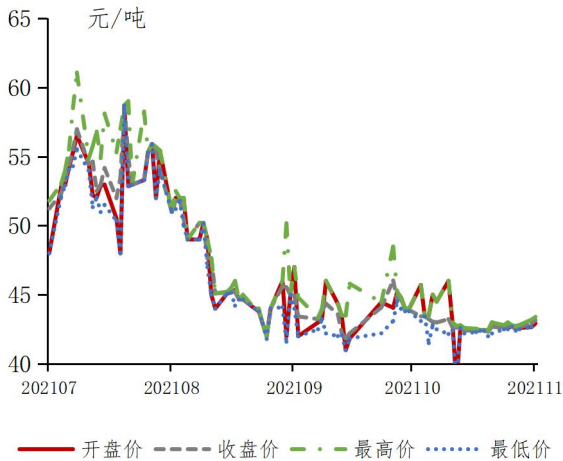
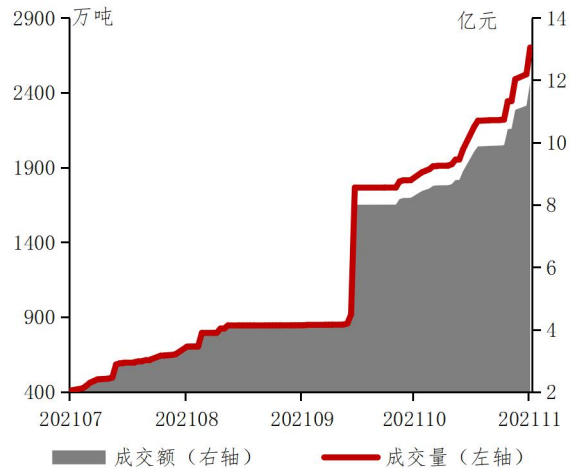


图 24：碳配额成交量及成交金额变化



资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）2022 年金融形势展望

展望 2022 年，中国经济面临较大下行压力，经济金融潜在风险较多，这需要宏观政策发挥好跨周期调节作用。预计 2022 年主要金融指标增速有望稳定增长，绿色、低碳等领域的信贷增速将继续保持较高水平，市场流动性整体合理充裕，但需关注美联储货币政策正常化带来的外溢影响，10 年期国债收益率继续呈宽幅震荡态势，股市结构性行情仍将延续，人民币汇率双向波动，碳交易市场金融参与的广度和深度不断提升。

1. 主要金融指标增速低位企稳，助力企业稳健经营

展望 2022 年，预计融资环境将维持稳健略宽。一是货币社融增速有望稳中有升。考虑到 2022 年经济或将维持稳健运行，企业生产经营有望逐步回归正轨，信贷需求将回暖，尤其中长期信贷需求将上升。预计 2022 年 M2、社融增速分别为 8.5% 和 11% 左右。二是信贷结构继续优化，持续加大对重点领域和薄弱环节支持。一方面，在经济下行压力有所加大背景下，金融机构将继续加大对工业、中小企业等的支持力度，夯实经济恢复基础。另一方面，“双碳”目标下金融支持经济转型力度将继续加大，绿色低碳等领域信贷增速将保持较高水平。

三是在房住不炒以及房产税改革预期等政策影响下，2022 年房地产信贷增速大概率将保持低位。四是企业融资成本将保持较低水平。考虑到 2021 年企业融资成本已创下近年新低，短期内降息可能性较低，预计 2022 年企业融资成本将保持稳定或略有下行。

2. 市场流动性维持合理充裕，需关注美联储货币政策正常化的外溢影响

展望 2022 年，市场流动性将继续保持合理充裕，DR007、R007 等关键利率品种将维持稳健运行，但也存在部分扰动因素。一是 MLF 到期量将呈“微笑曲线”走势。2022 年 MLF 到期主要集中于一、四季度，年初和年末流动性需求压力相对更大。二是地方政府专项债发行节奏将更加平滑。三是美联储缩减购债将结束，需密切关注其后续影响。2021 年 11 月初，美联储已正式宣布将从 11 月逐月减少 150 亿美元资产购买规模，如果缩减速度不变，2022 年 6 月份将完全结束购债计划。这将导致全球流动性收紧，在推动全球美元融资成本上升、资产收益率走高的同时，也将对中国资本市场、债券市场和外汇市场带来压力，需要密切关注。

3. 债券市场难以明显走强，继续呈现宽幅震荡格局

从外部环境看，考虑到美联储货币政策转向或将带动全球资产收益率上行，中国债市收益率存在被动上升的可能。这一趋势已初显端倪，当前美、英、德、日、俄等多个国家 10 年期国债收益率相比 2020 年末均出现明显上升，巴西等新兴市场国家上升幅度更大（接近 500 个 BPs）。从经济基本面看，由于经济存在下行压力，或将带动债市收益率继续下行，但考虑到当前通胀预期抬头，利率难以出现明显走低。从资金面看，考虑到防风险任务依然艰巨，货币政策难以明显宽松，流动性将维持在合理水平，对债券市场影响偏中性。从信心面看，考虑到债券违约金额仍在上升，未来对信用债的投资会更趋谨慎。尽管 2022 年房地产调控政策有望边际缓和，但融资环境短期内难以大幅好转，部分依赖

高杠杆、高周转的大中型企业发生违约的可能性依然较大。综合来看，2022年债券市场难以明显走强，料将呈宽幅震荡格局。预计2022年10年期国债收益率将在2.9%-3.3%区间运行，中位值约为3.15%，相比2021年中位值（3.1%）略有上行。

4. 资本市场震荡趋势不变，结构性行情仍将延续

展望2022年，A股整体将维持震荡趋势，在经济结构转型和产业政策支持带动下，结构性行情仍将延续。一是以清洁能源、新能源车、半导体、5G应用、物联网等为代表的先进制造、新基建以及“专精特新”等将是2022年重点发展方向，相关板块存在结构性机会。二是房地产税“试点”和相关立法工作的推进可能加速资金流出房地产市场，为A股带来增量资金。据统计，目前中国房产市值约为股市市值的6倍，未来从房地产流出的部分资金将通过股市对实业“输血”。三是资本市场改革红利持续释放。随着科创板、创业板和北交所注册制的顺利实施，沪深主板注册制进程有望加快。这一改革不仅能提升直接融资的比重、再融资的便利性和效率，同时也将进一步提高交投市场的活跃性。但是，在全球经济增速趋于回落，产业链瓶颈制约仍然存在，发达国家劳动力供需错配等因素影响下，外部金融市场风险外溢或对A股带来下行压力。

5. 人民币汇率面临阶段性贬值压力，双向波动将是常态

展望2022年，人民币汇率升值动力不足，或面临阶段性贬值压力，但仍存在支撑人民币汇率走强的因素，人民币汇率或将呈双向波动走势。具体来说，贬值压力主要体现在，其一，随着美联储货币政策正常化启动，美元指数有继续上行的空间。其二，全球供应链紧张的局势将逐步缓和，海外需求旺盛局面或将减弱，中国出口增长将放缓，人民币结售汇需求或将下降。其三，中国经济下行压力加大或导致中美经济增速差在2022年出现收敛，市场对2022年人民币汇率升值的预期发生变化。

升值动力在于，其一，中美关系存在缓和迹象，有利于缓解避险情绪，提升投资者市场风险偏好，导致人民币短期走强。其二，一篮子 CFETS 指数稳定增长，已突破 100 点的关口，人民币在全球范围内仍属强势货币。其三，中国金融市场对外开放进程稳步推进，跨境交易环境更加成熟，资本市场对境外资金的吸引力加大，中国债券纳入国际指数也会加大外资配置人民币债券需求。截至 2021 年 10 月，沪深股通对 A 股净买入超过 3200 亿元，外资持有 A 股市值占总市值 4.3%，较 2019 年初显著提高。

6. 碳交易市场金融参与的广度和深度不断提升

在流动性不足的碳市场中，碳价往往无法反映真实的供需，缺乏合理性，无法为节能减排技术的研发和投资提供足够激励，也难以充分发挥碳市场的减排作用。因此要加快碳市场的市场化机制建设，推动碳市场朝金融化方向发展，通过提升金融参与程度，提高碳市场有效性。10 月 24 日，中共中央、国务院印发《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》（以下简称《意见》）。这是碳达峰碳中和“1+N”政策体系中的“1”，为碳达峰碳中和进行了系统谋划、总体部署。《意见》提出的“逐步扩大市场覆盖范围，丰富交易品种和交易方式，完善配额分配管理”等都是提高碳价合理性的有效方式。随着市场化建设机制不断完善，如果碳市场金融属性得到进一步明确，未来碳配额将有望被列为金融工具；碳配额现货、衍生品及其他碳金融产品可能被纳入金融监管；金融机构参与碳市场的渠道有望被打通；碳市场的价格发现能力和市场有效性能够得到进一步提高，碳价将朝着更市场化的方向发展。

但也需要特别重视碳市场金融化的潜在风险，保障碳市场稳定发展。初步估计，未来中国碳市场现货交易金额约为每年 50-150 亿元，如果加上期货，交易金额可能达到 6000 亿元。但是，从国际经验和国内实践来看，碳市场的金融化存在不容忽视的问题。例如，碳金融市场依托相关政策建立，配额分配、履约规则、项目审批、减排量审核等相关政策的不合理变动易引发市场风险；由

于信息披露机制尚不健全，碳金融市场的信息不对称现象显著，更容易产生逆向选择和道德风险问题。为此，中国需结合自身国情，避免碳市场的金融化发展带来的金融风险。

表 4：2022 年中国经济金融主要指标及预测（%）

指 标	2019 (R)	2020 (R)	2021					2022 (F)
			Q1 (R)	Q2 (R)	Q3 (R)	Q4 (E)	全年 (E)	
GDP	6.0	2.3	18.3	7.9	4.9	3.9	8.1	5.0
规模以上工业增加值	5.7	2.8	24.5	9.0	4.9	4.0	10.0	4.5
服务业增加值	7.2	2.1	15.6	8.3	5.4	3.9	8.0	5.6
固定资产投资额（累计）	5.4	2.9	25.6	12.6	7.3	5.0	5.0	4.8
房地产开发投资额（累计）	9.9	7.0	25.6	15.0	8.8	4.7	4.7	4.5
消费品零售总额	8.0	-3.9	33.9	14.1	5.1	5.0	13.0	4.5
出口	0.5	3.6	48.8	30.7	24.4	15.7	27.6	4.5
进口	-2.7	-0.6	29.4	44.4	26.3	16.8	28.0	6.0
居民消费价格指数（CPI）	2.9	2.5	0.0	1.1	0.8	1.7	0.9	2.3
工业品出厂价格指数（PPI）	-0.3	-1.8	2.1	8.2	9.7	12.7	8.2	5.0
广义货币（M2，期末）	8.7	10.1	9.4	8.6	8.3	8.2	8.2	8.5
社会融资规模（存量，期末）	10.7	13.3	12.3	11.0	10.0	10.5	10.5	11.0
1 年期 MLF	3.25	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95
1 年期 LPR	4.15	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
人民币兑美元即期汇率	6.97	6.54	6.56	6.46	6.46	6.38	6.38	6.45

资料来源：中国银行研究院

三、宏观政策建议

第一，加大跨周期调节和多政策协调配合。2022 年财政收支矛盾将更加凸显，一方面，财政增收存在一定困难，房地产降温导致土地收入缩减，减税降费政策仍需维持一定力度，另一方面，在共同富裕目标下，民生领域财政支出具有一定刚性，地方政府债务到期规模进一步增加。基于国内外环境更加复杂多变、经济下行压力在增大，2022 年可考虑适当提高赤字率。同时适度增加地方政府专项债额度，向市场释放积极信号。继续完善常态化财政资金直达机制。

注重提高地方政府积极性，推进重大工程、基本民生项目尽快形成实物工作量。提高政策实施的系统性，加强财政、金融、产业、环保等政策的协调配合。因地制宜推动培育新动能，在科技创新、绿色发展、乡村振兴等方面进行持续创新探索，促进产业转型升级。

第二，货币政策可稳中略宽，高度关注外部风险对金融体系的冲击。考虑到经济下行压力有所加大，货币政策宜稳中略宽，以确保金融数据增速不出现较大波动，为实体经济提供合意的融资环境。考虑到部分行业企业经营困难增大，建议继续发挥再贷款、再贴现以及碳减排支持工具等的牵引作用，引导资金向普惠、绿色、低碳减排等领域流动，在加大对经济重点领域和薄弱环节支持力度。关注全球流动性逆转可能带来的负面冲击。密切跟踪美联储货币政策正常化进程，关注其将带来全球市场流动预期的逆转及其对全球金融市场的冲击，强化跨境资本流动的监测预警，防范外汇市场和人民币汇率出现过度波动。

第三，坚持就业优先政策，助力消费能力提高和内需释放。经济下行、中小企业经营困难、高校毕业生人数创新高，2022年就业压力依然较大。建议坚持把稳就业工作摆在更加突出位置。通过完善供需对接、加强转岗培训等方式促进就业。根据不同中小企业的特点分类制定相应的纾困政策，保持中小企业就业吸纳能力。针对高技术、新业态等符合经济高质量发展方向，对产业链安全具有重要影响的中小企业，鼓励金融机构持续加大资金支持力度，帮助其稳健经营和加快恢复。针对关系国计民生的中小企业或行业，加强托底政策的支持，可定向减税或延迟缴税，通过保市场主体来保就业和保民生。加强疫情防控政策的科学性、精准性，减少疫情对接触类消费恢复的影响。

第四，房地产调控要稳字当头，优化政策手段，避免“处置风险的风险”。短期内，在保持房价基本稳定的基础上，充分考虑2022年经济下行压力，合理实施房地产企业融资调控政策，满足刚需和改善型购房者合理的贷款需求，防止出现房地产企业在融资收紧与销售下行双重挤压下，违约情况扩散蔓延，甚

至引发流动性危机。同时，稳妥推进房产税试点工作，综合考量政策推出时机；探索人地挂钩等房地产业治理长效机制，促进解决房地产长期供需不平衡、区域不平衡问题。

第五，关注潜在通胀压力，强化市场预期管理。考虑到中国仍将面临较大输入型通胀压力，叠加猪肉价格企稳回升将推动CPI中枢上移，未来通胀形势或更加复杂。宏观政策需要把握稳增长与防通胀之间的平衡。加强对粮食、大宗商品、猪肉等重点产品的生产、供应、流通、价格监测，及时发现苗头性、潜在性问题，妥善采取应对措施。加大与市场的沟通，建立常态化沟通机制。加大市场研判，通过权威机构发布经济预测，清晰地向市场传递宏观经济前景。及时解释市场异象，传递政策意图，引导和稳定市场预期。

第六，高度关注能源安全，制定与经济社会发展相适应的能源低碳绿色转型路线。煤炭目前仍是中国主要能源供给，通过优化煤电结构、淘汰高排放的工业锅炉窑炉等方式提高煤炭的高效清洁利用水平，不搞“一刀切”或“运动式”减排，避免对宏观经济的稳定运行带来不必要的冲击。重视平衡新能源与传统能源之间的关系，增强能源系统应对冲击能力。科学把握能源变革的规律，制定与经济社会发展相适应的能源转型计划路线，给市场主体留下一定的调整时间和余地。丰富能源来源渠道，以夯实国内能源产量为基础，推动中长期储能建设，扩大能源国际合作。积极推动新能源技术发展，通过财政补贴、税收优惠等鼓励社会资本发展碳捕获技术，支持能源基础研究、应用基础研究和战略储备技术研发，加强与先进能源科技大国的技术合作。

四、专题研究

专题一：全球能源短缺问题还将持续多久？

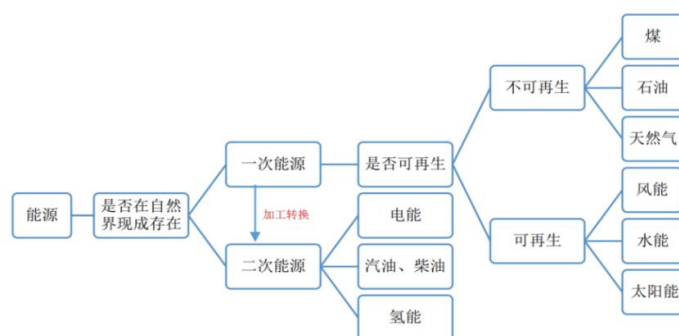
在疫情冲击、极端气候、绿色转型、流动性泛滥等因素影响下，全球能源市场出现大规模供需缺口，能源价格出现大幅上涨。本轮全球能源短缺及价格暴涨问题不仅影响能源和大宗商品市场，而且还波及通胀水平、经济金融运行

和政策走向等多方面。展望未来，预计能源价格高位将持续至 2022 年年中，全球经济通胀风险将上行。全球正在经历能源结构转型的阵痛期，未来能源市场脆弱性将提升。建议将能源稳定提高到战略高度，稳步推动能源结构绿色转型，积极推动新能源技术发展，关注未来通胀并稳定通胀预期。

（一）近期全球能源短缺问题愈演愈烈

近期，全球能源短缺问题引发社会各界高度关注。与历史上不同的是，本轮能源危机表现为一次、二次能源（图 25）的双重短缺和价格上涨。

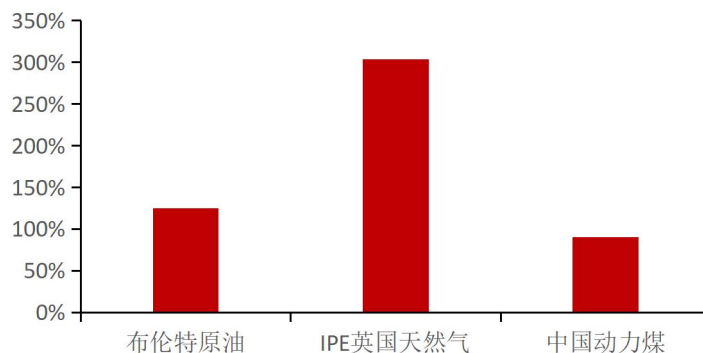
图 25：能源分类



资料来源：中国银行研究院

一方面，天然气、原油、动力煤等一次能源价格暴涨，纷纷创下近年来新高。天然气成为本轮能源价格上涨的领头羊。截至 10 月底，IPE 英国天然气、中国动力煤、布伦特原油期货收盘价分别报 167.5 便士/色姆、1130 元/吨、84.38 美元/桶，同比涨幅分别高达 303%、91%和 125%（图 26）。

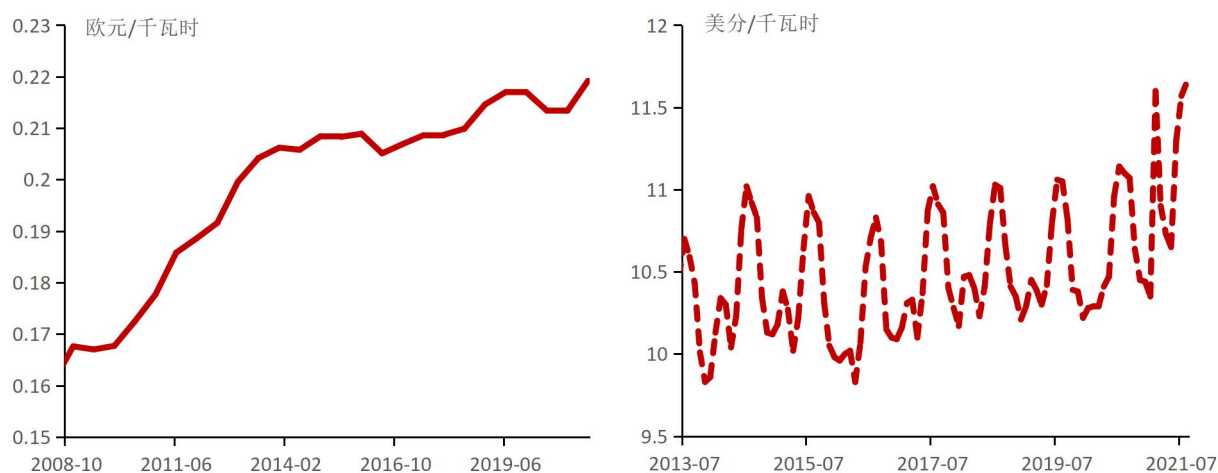
图 26：传统一次能源价格上涨



资料来源：Wind，中国银行研究院

另一方面，受主要化石能源价格暴涨的推动，美国、欧洲等主要经济体电力价格出现大幅上升。2021年8月，美国电力平均零售价为11.65美分/千瓦时，2021年6月，欧盟居民用户电价为21.92欧分/千瓦时，均刷新近年来的最高纪录（图27）。同时，中国动力煤价格与电价倒挂导致发电企业亏损严重，多省市出现供电紧张、拉闸限电，能源安全、供应链安全问题凸显。

图 27：欧盟（左）与美国（右）电价上涨



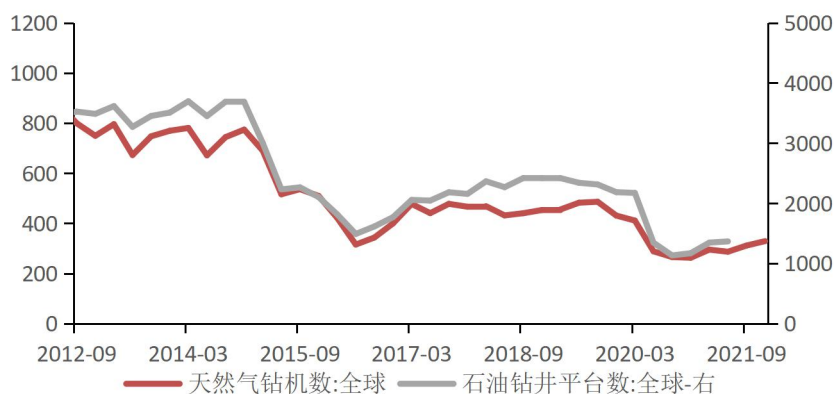
资料来源：Eurostat，EIA，中国银行研究院

（二）本轮能源危机是长短期多重因素作用的结果

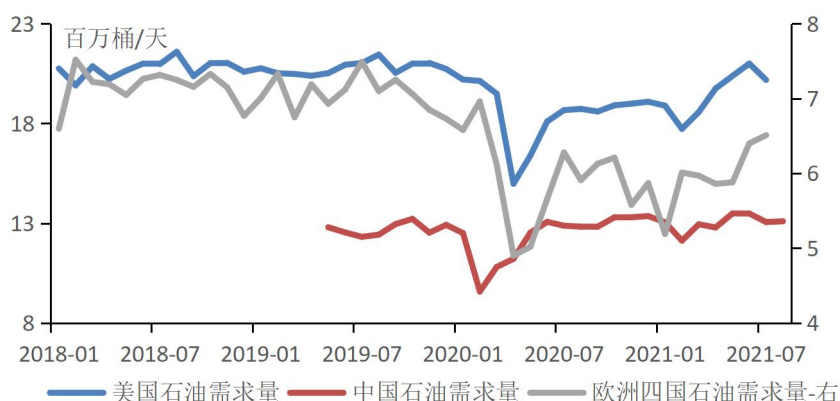
1. 疫情冲击全球能源生产、运输等环节，导致疫情后出现大规模能源供需缺口

从供给端看，疫情期间工作人员感染病毒、隔离防控举措，给能源项目建设、能源设施运维带来较大影响。这导致天然气、原油等能源的产能出现明显下降。2020年底，全球天然气钻机数仅为279部，同比下降34.04%；全球石油钻井平台数仅为1170个，同比下降46.45%（图28）。2021年以来虽有所恢复，但仍处于历史低位。在本次能源危机震中的欧洲，天然气储量比近5年平均水平低16%，处于历史新低。2021年9月底，欧洲天然气储存设施的负荷水平仅为74.7%，远低于2019年的97%，为近十年来最低水平。从需求端看，随着疫

情形势好转，全球主要经济体经济复苏带来能源需求增长，能源需求已恢复至疫情前水平（图 29）。但由于能源供给弹性小、恢复速度慢，导致能源供需缺口持续扩大，进而推动能源价格大幅上涨。

图 28：疫情后石油、天然气产能下滑


资料来源：Wind，中国银行研究院

图 29：主要经济体石油需求量基本恢复至疫情前水平


资料来源：OPEC，中国银行研究院

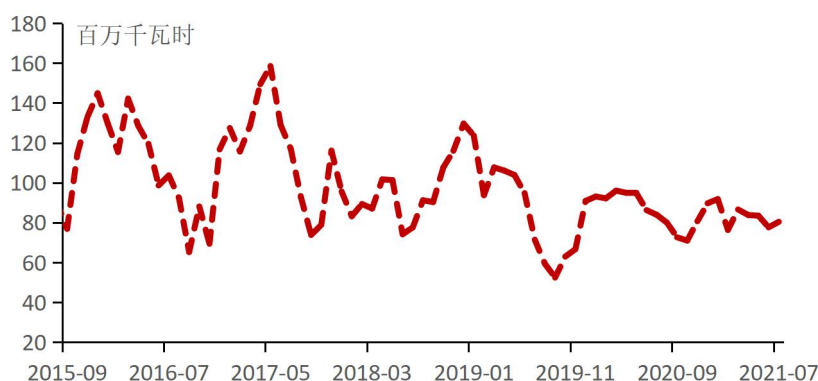
同时，全球供应链受阻，大幅提高了能源运输成本。受疫情影响，全球港口运作效率明显降低，物流时间拉长、货物周转率变慢，塞港、塞船现象渐成常态，海运费用暴涨。2020年5月以来，全球集装箱运价指数（WCI）大幅上涨380%左右。值得注意的是，供应链问题还反映在食品方面，影响了居民日常生活，英国超市货架被抢购一空，韩国部分餐馆食材短缺，美国学校食堂面临鸡肉、面包等货源断供的问题。

2. 极端气候因素进一步加剧了能源供需矛盾

夏季罕见高温驱动居民部门用电需求大幅增长。2021 年夏季，全球经历了一轮罕见的高温天气，显著提升了居民部门的用电需求。欧洲气温异常现象尤为突出。哥白尼气候变化中心报告显示，欧洲 6-8 月的平均地表温度较前 20 年间的平均值高出接近 1℃，成为欧洲历史上温度最高的夏季。

极端气候还导致新能源发电量骤降，火电的替代需求激增。欧洲电力能源结构中新能源占比较大，风力、水力、核能共占 52.5%。但新能源发电受天气影响较大。从 2021 年初以来，欧洲长时间出现超高压天气，海上风速大幅下降，导致风力发电量骤降。同时，美国遭遇百年难遇的干旱天气，水力发电大幅下滑（图 30）。风电、水电供给的明显下降，导致火电的替代需求激增，最终导致天然气、原油、动力煤等传统能源价格大涨。

图 30：美国水力发电量 2021 年以来明显下降



资料来源：Wind，中国银行研究院

3. 全球绿色转型更是加剧了能源结构性矛盾

全球的能源结构正逐渐从传统化石能源向可再生能源转型。尤其在受到疫情冲击后，大量能源企业为维持自身现金流而大幅缩减传统能源相关业务资本开支，开采意愿低迷（表 5）。2021 年起，全球碳中和进程加速推进，碳排放管控愈发趋严。以欧盟为例，2020 年末，欧盟议会提出 2030 年温室气体减排

目标从 40%提高为 55%。

表 5：全球主要石油公司削减开支情况

公司	传统能源业务的削减开支的主要情况
壳牌 (Shell)	将上游部门的石油、天然气生产支出减少 30%—40%
英国石油 (BP)	2030 年前将石油和天然气产量从 2019 年的 260 万桶油当量/天降至 150 万桶油当量/天，炼厂产能从 2019 年的 170 万桶/天降至 120 万桶/天
雪佛龙 (CVX)	下调长期资本支出，从 190-220 亿美元压缩至 140-160 亿美元
埃克森美孚 (XOM)	削减约 1/3 的新项目资本支出

资料来源：中国银行研究院

能源转型期天然气需求的明显增大，天然气成为本轮能源价格上涨的领头羊。天然气的碳排放量低于煤炭、石油，且比可再生能源稳定，是能源转型过渡期的理想选择。近年来，天然气在全球一次能源中的占比大幅提升。2016-2019 年间，全球天然气消费年均增速为 2.94%，明显高于煤炭（-0.15%）和原油（1.07%）。中国天然气用量也呈显著增长态势，“十三五”期间天然气在一次能源消费结构中的占比从 5.9%提高至 8.5%。随着中国供暖领域煤改气进程的不断深入，叠加“双碳”目标下压减燃煤发电的刚性要求，未来中国天然气消费量将进一步上升。

4. 全球流动性泛滥进一步增强了能源的金融属性

为对冲疫情影响，美、欧等主要经济体实施了史无前例的宽松货币政策，全球流动性处于极度充裕的状态。2020 年，美国和欧元区 M2 同比增速分别高达 24.93%和 11.7%。疫情后全球经济恢复、宽松的货币政策等因素推升了金融市场活跃度，金融市场炒作投机加剧。大量资金涌向了能源期货市场，全球期货交易明显增多，对能源价格上涨产生显著的放大效应。天然气期货管理基

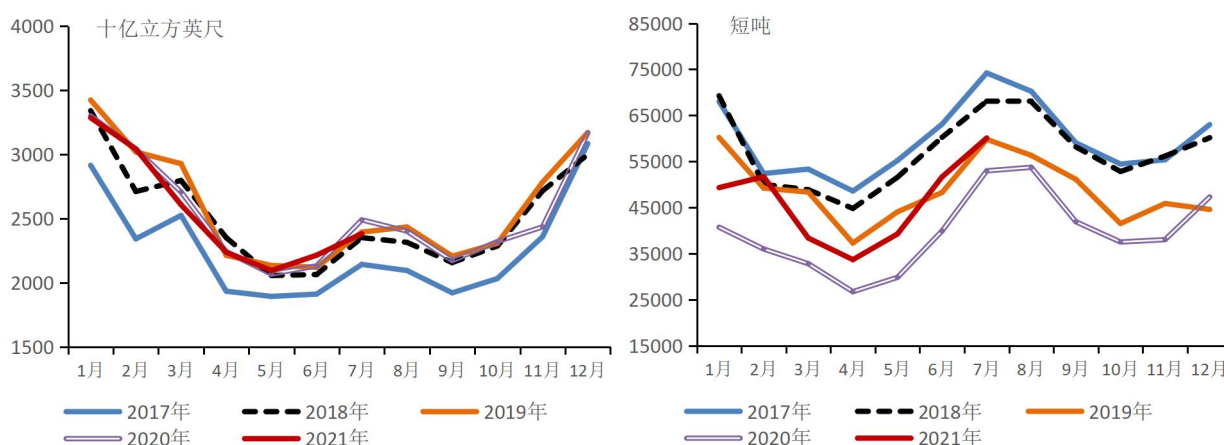
金多头持仓量从2020年1月的15.7万手提升至2021年9月的27.8万手；WTI原油期货管理基金多头持仓量从2020年2月的23.14万张提升至2021年2月的42.93万张。

（三）未来全球能源问题的几大判断

1. 能源价格高位或将持续至2022年年中

短期来看，能源供需缺口仍将持续。一方面，可能到来的极寒冬季将进一步推升用电需求。随着冬季供暖季到来，整体用电需求、尤其是火电发电需求，往往迎来明显的季节性回升（图31）。美国大气与海洋管理局（NOAA）、能源信息署（EIA）的最新预测显示，2021年冬季大概率出现极寒天气。考虑到传统能源品供应短期难以放量，极寒冬季的到来可能使得全球能源短缺问题进一步加剧。另一方面，脆弱的全球供应链短期内难以修复。不同国家间疫苗接种程度不均衡，疫情仍存在较大不确定性，给供应链带来的负面影响还将持续。同时，前期全球主要经济体的直接财政补贴、国家间的边境封锁等原因导致劳动力参与率明显下降，全球劳动力短缺问题严峻，对供应链修复形成明显制约。

图31：美国天然气（左）和煤炭（右）消费均呈季节性特点



资料来源：EIA，中国银行研究院

长期来看，能源市场正朝再均衡方向发展。随着能源产能逐渐恢复、全球

流动性拐点到来，能源价格或将高位回落。其一，能源供给约束已有所放松。俄罗斯已承诺向欧洲提供更多天然气，OPEC+在11月份维护增产计划、北美页岩油复产也在持续推进，中国政府加大了煤炭市场调控力度，三大传统能源产量有望稳步提高。同时，在冬季取暖季过后电力能源需求将趋弱，能源市场短缺问题有望缓解。其二，全球央行货币政策的拐点正在到来。美联储已于11月份宣布开启缩减购债计划，此外，已有韩国、俄罗斯、智利等国家开始加息。未来全球流动性将逐步收紧，投机资金将从能源期货市场撤出，可能引起能源价格快速下滑，需要后续重点关注。

2. 全球正在经历能源结构转型的阵痛期，未来能源市场脆弱性将提升

在全球绿色转型的大背景下，类似本轮能源短缺现象将更为频繁地出现。随着越来越多的国家和地区为应对气候变化实现“碳中和”做出承诺（表6），传统能源产能的下滑将是大趋势。但风力、水力等绿色能源存在更易受气象因素影响、波动较大的劣势。考虑到储能设备高额的成本，距离大规模投入、使用或仍需一段时间。在此过程中，绿色能源完全替代化石能源的条件并不成熟，未来能源稳定性可能将成为影响经济运行的新因素。

表 6：全球已规划碳中和的部分国家和地区情况

承诺类型	国家和地区	规划时间
已实现	不丹、苏里南	
已立法	瑞典	2045 年
	英国、法国、丹麦、新西兰、匈牙利	2050 年
立法中	韩国、欧盟、西班牙、智利、斐济、加拿大	2050 年
政策宣示	乌拉圭	2030 年
	芬兰	2035 年
	奥地利、冰岛	2040 年
	美国加利福尼亚	2045 年
	葡萄牙、哥斯达黎加、马绍尔群岛、斯洛文尼亚、南非、日本、中国香港	2050 年
	中国	2060 年
	印度	2070 年

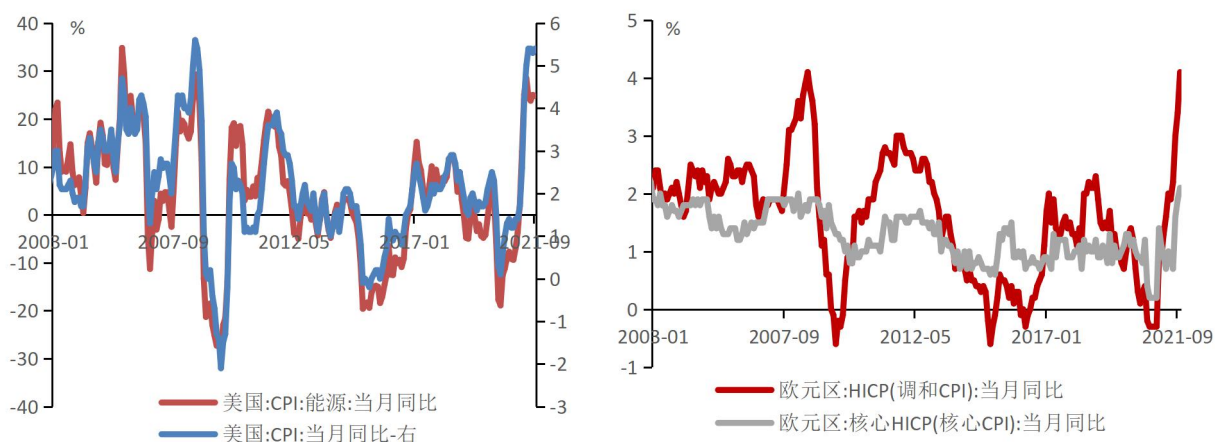
资料来源：前瞻产业研究院，中国银行研究院

政策如何把握实现碳中和目标与维护经济运行稳定间的平衡，将是考验各国政府的重要命题。就中国而言，2021年以来中国推进绿色转型的速度显著加快，出现了部分地区对于减碳减排的节奏和力度未能合理科学的安排，为完成目标而采取不切实际的“运动式”减碳做法。这导致国内煤炭产量的急剧减少，发电企业因煤炭价格上涨而承受巨大成本压力，供电不足，出现全国多省限电限产现象，对企业正常经营带来较大冲击，甚至影响到居民的正常生活。

3. 未来全球经济通胀风险上行

欧美CPI构成中能源占比大，能源价格上涨会直接推升CPI涨幅。在美国CPI构成中，能源占比较大，约为6.5%左右。2021年9月，美国CPI同比涨幅为5.4%，其中，能源CPI同比涨幅为24.8%，可估算出9月当月能源价格上涨对美国CPI涨幅的贡献约为1.6个百分点。欧洲通胀也明显走高。2021年10月，欧元区调和CPI同比涨幅为4.1%，核心CPI同比涨幅为2.1%，均创13年以来新高（图32）。

图 32：美国（左）、欧元区（右）CPI 情况



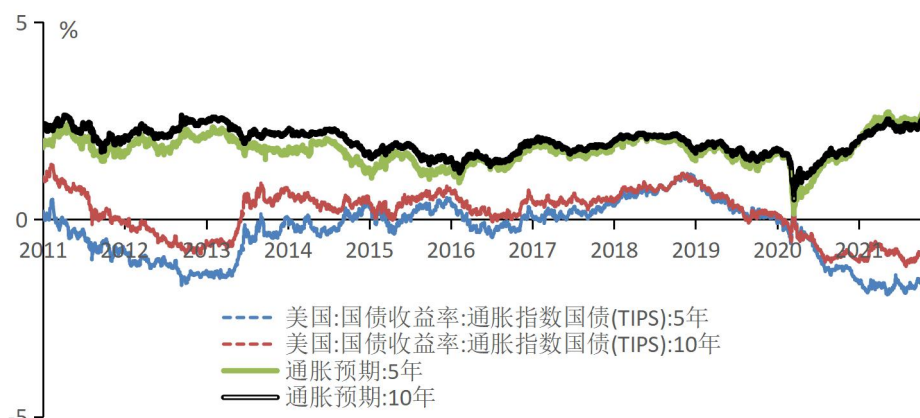
资料来源：Wind，中国银行研究院

能源作为经济社会发展的重要物质基础，能源价格上涨将进一步传导至其他商品和服务价格。其一，能源价格上涨导致发电成本增加，电价上涨，进而推升整体制造业成本。其二，日常生产生活中常见的农药、化肥、清洁剂等用品的原材料中均需要用到原油等能源材料，能源价格上涨将明显推升相关产品

成本。其三，能源价格还体现在交通运输、通信等服务成本上，推动相关服务价格上涨。

能源价格的不断上涨将加剧通胀预期。通过美国国债名义收益率与实际收益率（同期限美国通胀保护国债 TIPS 收益率）得到的盈亏平衡通胀率是衡量市场对未来通胀水平的常用指标。2021 年以来，该指数明显走高。10 月份，美国国债市场 5 年期通胀预期有纪录以来首次升至 3%，10 年期通胀预期也升至历史高位（图 33）。此外，根据 2021 年 11 月美联储纽约银行消费者预期调查，市场预期美国通胀率将于一年内上升至 5.4%，创近年来新高。通胀预期容易自我强化，并推动通胀螺旋式上涨，未来值得进一步关注。

图 33：美国 TIPS 收益率与通胀预期情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

专题二：中国房地产市场对经济增长和就业的影响测算

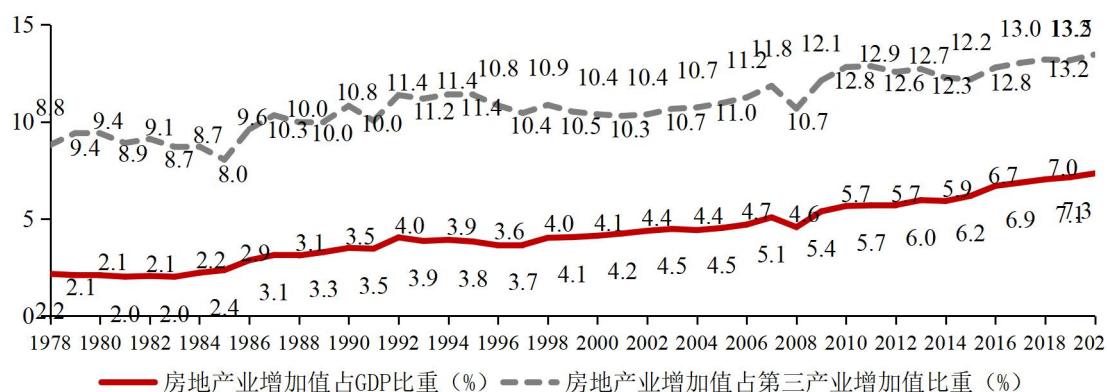
房地产业具有产业链条长、上下游行业多、金融关联大等特征，是国民经济系统性重要行业。2022 年，在经济本身下行压力较大的背景下，房地产市场若过快下滑，不仅将通过关联产业传导进一步给经济增长和就业带来打击，还将大幅减少土地财政收入，加大财政收支压力。因此，本专题从房地产供给和需求两个角度系统研究了房地产业对中国经济增长和就业的直接和间接拉动作用，分情形预测了 2022 年房地产开发投资放缓对经济增长的影响，并在此基础

上，对未来短期和中长期房地产调控政策制定提出相关建议。

（一）供给视角下房地产业对经济增长的贡献

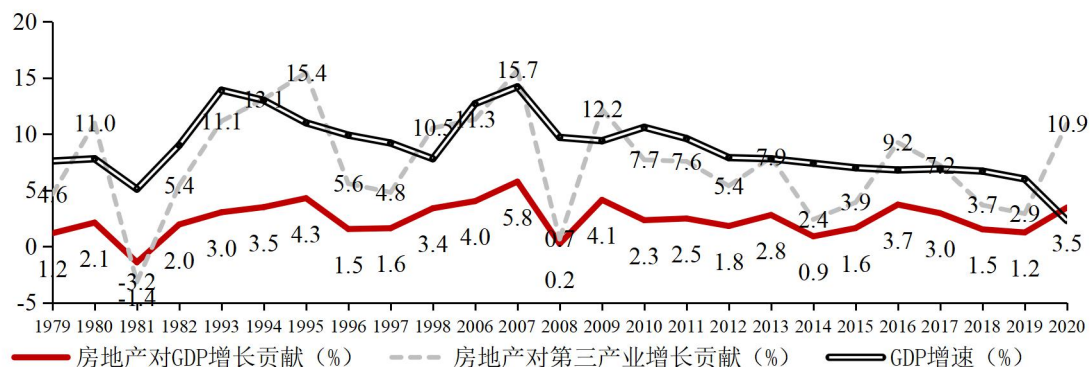
在过去 40 多年的时间里，中国房地产市场的快速发展，房地产增加值的年均增速为 17.7% 左右，明显快于同期 GDP 年均增速（8.3%）。同时，房地产增加值占 GDP 的比重也逐步提高（图 34），从上世纪 80 年代 3% 以下水平，上升到 2020 年的 7.3%。房地产增加值对 GDP 增长的贡献率²的变化大致可分为 2 个阶段（图 35）。1979 年至 2007 年，房地产增加值对 GDP 增长的贡献率波动上升；2009 年后，房地产增加值对 GDP 增长的贡献率稳中有降，除 2016 年和 2020 年外，基本保持在 3% 以下。

图 34：房地产增加值占第三产业增加值和 GDP 比重（%）



资料来源：国家统计局，中国银行研究院

图 35：供给视角下房地产业对经济增长的贡献率（%）



资料来源：国家统计局，中国银行研究院

²房地产对 GDP 增长贡献率 = Δ 不变价房地产增加值 / Δ 不变价 GDP $\times 100\%$ ；房地产对第三产业增加值增长贡献率的计算同理。不变价计算以 1978 年为基期。

(二) 需求视角下房地产业对经济增长的贡献

1. 房地产相关消费对经济增长的贡献

本文采用居民消费支出中的居住类消费支出来估算房地产消费，因不包含居民自有住房虚拟租金部分，因此存在一定的低估。自 2013 年以来，房地产消费支出占支出法 GDP 比重呈现上升趋势，2013 年为 6.88%，2018 年及以后则保持在 7% 以上。此外，除个别年份外，房地产消费对支出法 GDP 增长的贡献率基本保持在 7.5%-8.5% 左右。

表 7：房地产消费对 GDP 增长的贡献率 (%)

年份	房地产消费支出占居民消费支出比重	房地产消费支出占最终消费支出比重	房地产消费支出占支出法 GDP 比重	房地产消费支出对支出法 GDP 增长的贡献率
2013	19.30	13.37	6.88	6.71
2014	18.65	13.03	6.81	7.34
2015	18.18	12.72	6.83	8.77
2016	18.07	12.70	6.99	8.38
2017	17.93	12.60	6.94	7.04
2018	18.44	12.90	7.13	8.26
2019	18.41	12.90	7.19	7.56
2020	19.02	13.22	7.18	-2.91

资料来源：国家统计局，中国银行研究院

2. 房地产投资对经济增长的贡献

一是房地产开发投资对经济增长的直接贡献测算。本文通过支出法 GDP 中的固定资本形成总额对 GDP 增长的贡献，来推算房地产开发投资对 GDP 增长的贡献。由于土地购置费不计入固定资本形成总额，因此，在推算中予以扣除。研究发现，2002 年至 2020 年期间，房地产开发投资对支出法 GDP 增长的贡献率的波动相对较大。2009 年，因金融危机后的投资刺激政策，房地产开发投资对 GDP 增长的贡献率达到 13.08%；近些年，房地产开发投资对 GDP 增长的贡献率基本稳定在 6.5%-7.5% 左右。

表 8：房地产开发投资对支出法 GDP 增长的贡献率（%）

年份	房地产开发投资占全社会固定资产投资比重（扣除土地购置费）	固定资本形成总额占支出法 GDP 比重	房地产开发投资形成的固定资本形成总额占支出法 GDP 比重	固定资本形成总额对支出法 GDP 增长的贡献率	房地产开发投资对支出法 GDP 增长的贡献率
2002	15.06	35.17	5.30	51.05	7.69
2003	15.15	38.33	5.81	62.59	9.48
2004	15.59	39.65	6.18	47.09	7.34
2005	15.14	39.35	5.96	37.55	5.69
2006	15.10	38.70	5.84	34.84	5.26
2007	15.41	37.84	5.83	34.12	5.26
2008	15.11	39.21	5.92	47.00	7.10
2009	13.83	43.92	6.07	94.62	13.08
2010	15.83	44.32	7.02	46.59	7.37
2011	16.79	44.21	7.42	43.62	7.32
2012	16.47	44.21	7.28	44.24	7.29
2013	16.75	44.27	7.42	44.78	7.50
2014	15.69	43.65	6.85	36.38	5.71
2015	14.39	41.90	6.03	16.97	2.44
2016	14.26	41.58	5.93	37.44	5.34
2017	14.02	42.02	5.89	45.97	6.44
2018	13.77	43.01	5.92	52.48	7.22
2019	17.43	42.64	7.43	38.17	6.65
2020	20.09	42.47	8.53	37.58	7.55

注：1.房地产开发投资占全社会固定资产投资的比重（扣除土地购置费）=（房地产开发投资-房地产开发投资中的土地购置费）/（全社会固定资产投资-全社会固定资产投资中的土地购置费）×100%。

2.房地产开发投资形成的固定资本形成总额占支出法 GDP 比重=房地产开发投资占全社会固定资产投资的比重（扣除土地购置费）×固定资本形成总额占支出法 GDP 比重。

3.房地产开发投资对支出法 GDP 增长的贡献率=房地产开发投资形成的固定资本形成总额对支出法 GDP 增长的贡献率=房地产开发投资占全社会固定资产投资比重（扣除土地购置费）×固定资本形成总额对支出法 GDP 增长的贡献率。

资料来源：《中国统计年鉴》，国家统计局数据库，中国银行研究院

二是房地产开发投资对经济增长的间接贡献测算。房地产业具有产业链条长、关联行业多的特征。本文根据投入产出模型，以及最新的 2017 年 149 个部门的投入产出基准表，测算房地产开发投资对经济增长的间接贡献。

表 9：房地产开发投资拉动国民经济主要行业增加值情况

行业	拉动的增加值 (单位：亿元)				拉动增加值占行业增加值比重 (单位：%)			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
合计：GDP	67530	65309	70519	75173	8.12	7.10	7.15	7.40
第一产业	3705	3583	3869	4125	5.97	5.53	5.49	5.30
农林牧渔业	62100	64745	70474	77754	6.09	5.65	5.60	5.41
第二产业	41726	40354	43573	46448	12.58	11.06	11.45	12.09
采矿业	21026	24129	25508	25191	11.40	9.61	9.81	10.59
制造业	233877	255937	264137	265944	7.62	6.73	7.04	7.46
电力、热力、燃气及水生产和供应业	16797	19276	20378	20125	9.89	8.33	8.51	9.19
建筑业	57906	65493	70648	72996	34.51	29.51	29.54	30.48
第三产业	22099	21372	23077	24600	5.04	4.36	4.31	4.44
批发和零售业	81157	88904	95651	95686	6.85	6.05	6.07	6.47
交通运输、仓储和邮政业	37122	40337	42466	41562	8.69	7.74	7.94	8.64
住宿和餐饮业	15056	16521	17903	15971	4.41	3.89	3.88	4.63
信息传输、软件和信息技术服务业	23809	28734	33392	37951	4.99	4.00	3.72	3.49
金融业	64844	70610	76251	84070	6.44	5.72	5.72	5.53
房地产业	57086	64623	70445	74553	2.51	2.15	2.13	2.14
租赁和商务服务业	25273	29469	32638	31616	6.89	5.72	5.57	6.13
科学研究和技术服务业	16199	19460	21544	22312	17.06	13.74	13.40	13.79
水利、环境和公共设施管理业	4763	5722	6335	6560	1.68	1.35	1.32	1.35
居民服务、修理和其他服务业	14704	17665	19557	20254	4.40	3.54	3.45	3.55
教育	29918	35941	39791	41211	0.20	0.16	0.16	0.16
卫生和社会工作	19027	22858	25306	26209	0.15	0.12	0.12	0.12
文化、体育和娱乐业	6648	7986	8842	9157	2.21	1.78	1.73	1.79
公共管理、社会保障和社会组织	34024	40873	45251	46865	0.13	0.10	0.10	0.11

注：农林牧渔业中的农、林、牧、渔专业及辅助性活动，采矿业中的开采专业及辅助性活动，制造业中的金属制品、机械和设备修理业，属于第三产业。2018 和 2019 年部分细分行业增加值未公布，按 2017 年投入产出表中各细分行业增加值比重估算。

资料来源：《中国统计年鉴》，国家统计局数据库，中国银行研究院

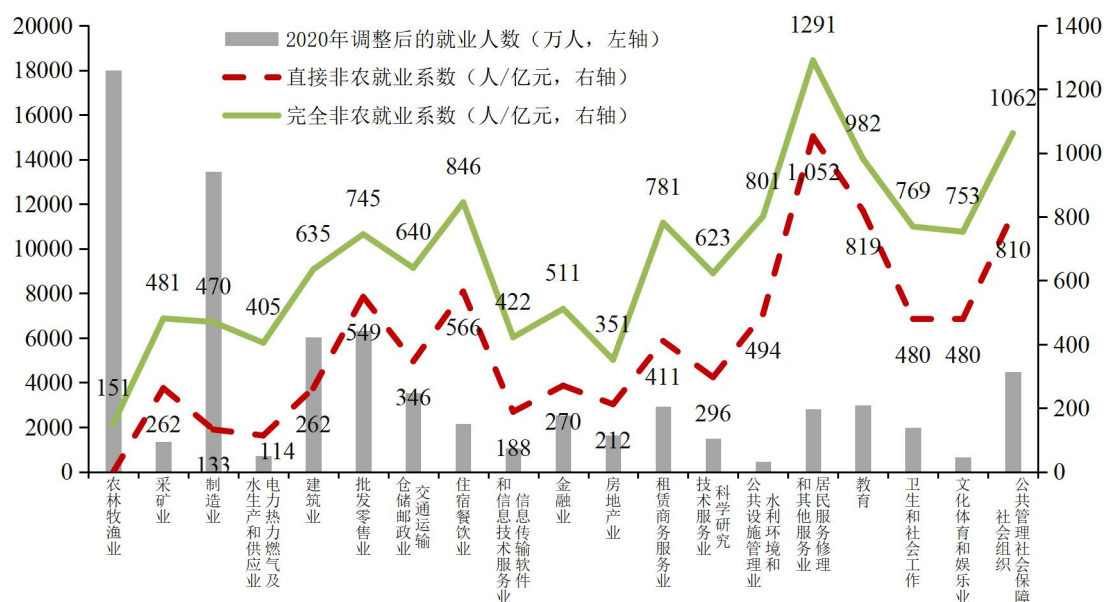
房地产开发投资包括建筑安装工程、设备工器具购置和其他费用。其中，其他费用中主要是土地购置费、旧建筑购置费等不能直接形成固定资本的费用，因此将其予以扣除。2020、2019、2018 和 2017 年扣除了其他费用的房地产开发投资完成额分别为 89197.68、83675.99、77493.83 和 80128.4 亿元。根据投入产出模型计算，2020 年房地产开发投资拉动各相关行业增加值合计达到 75172.97 亿元，占当年 GDP 的 7.4%。从细分行业来看，房地产开发投资对建

筑业的拉动作用最大。2020年，房地产开发投资拉动建筑业增加值72995.74亿，占当年建筑业增加值的30.48%。

（三）房地产及相关行业拉动就业情况

为了衡量房地产业对就业的促进作用，本文参考“中国2007年投入产出表分析应用”课题组的方法，以2017年竞争型投入产出表为依据，构建了非竞争型投入产出表来进行定量分析，并估算房地产业的直接和完全非农就业系数。研究发现，各行业的就业拉动能力相差较大（图36）。

图 36：各行业就业人数、直接非农就业系数和完全非农就业系数



资料来源：国家统计局，2017年投入产出表，中国银行研究院

具体来看，与房地产密切相关的三个行业中（建筑业、房地产业、金融业），建筑业的就业拉动能力最大。建筑业每增加一亿元总产出，可拉动各行业就业总计635人，其中直接拉动就业262人（图36）。建筑业间接拉动的就业主要集中在制造业，一亿元建筑业总产出间接拉动制造业就业130人（表10）。金融业和房地产业每增加一亿元总产出，可分别拉动各行业就业511人和351人。

表 10：建筑业、金融业和房地产业单位总产出拉动就业情况（人/亿元）

行业分类	建筑业单位总产出拉动就业人数	金融业单位总产出拉动就业人数	房地产业单位总产出拉动就业人数
农、林、牧、渔业	0	0	0
采矿业	15	3	2
制造业	130	30	15
电力、热力、燃气及水生产和供应业	7	3	2
建筑业	271	1	3
批发和零售业	57	16	8
交通运输、仓储和邮政业	31	15	7
住宿和餐饮业	13	26	8
信息传输、软件和信息技术服务业	5	9	3
金融业	25	305	38
房地产业	5	23	223
租赁和商务服务业	27	53	33
科学研究和技术服务业	26	1	1
水利、环境和公共设施管理业	1	2	1
居民服务、修理和其他服务业	16	12	5
教育	1	4	1
卫生和社会工作	0	0	0
文化、体育和娱乐业	2	6	1
公共管理、社会保障和社会组织	1	1	1
合计	635	511	351

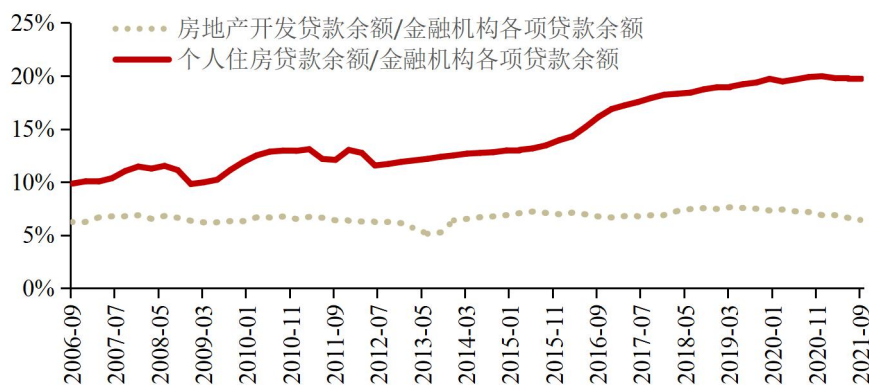
注：表 5 中建筑业对自身拉动就业人数 271 人，既包括直接拉动 262 人，也包括通过其他行业间接拉动自身就业 9 人，而直接非农就业系数仅表示直接拉动（为 262 人）；金融业和房地产业的解释相同。

资料来源：国家统计局，2017 年投入产出表，中国银行研究院

（四）房地产业波动与金融风险深度关联

房地产是现阶段中国金融风险方面最大的“灰犀牛”。从贷款角度来看，房地产开发贷款余额占金融机构各项贷款余额比例不高，且近年来在政策控制下呈下降趋势（图 37）。2021 年前三季度，房地产开发贷款余额为 12.16 万亿元，占金融机构各项贷款余额的 6%。个人住房贷款占金融机构各项贷款余额比例较高且呈上升趋势。2021 年前三季度，个人住房贷款余额为 37.4 万亿元，占金融机构各项贷款余额的 20%。需要注意的是，银行业还可能还持有房地产行业相关的表外影子信贷等，郭树清曾在《完善现代金融监管体系》一文中表示，

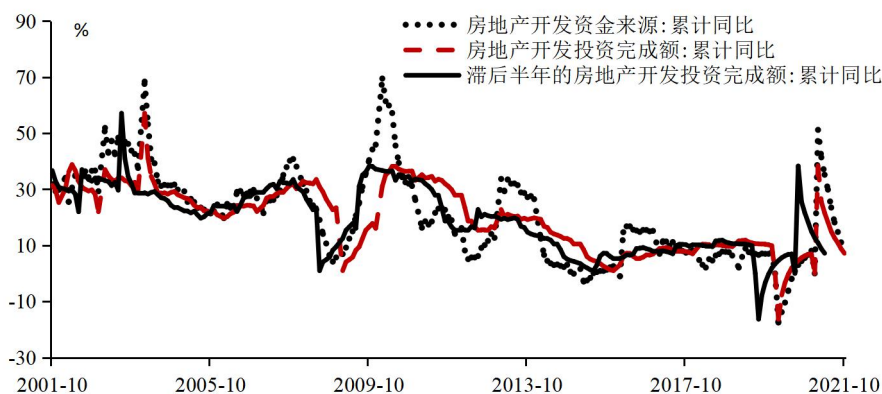
当前，中国房地产相关贷款占银行业贷款的 39%。此外，银行业还持有以房地产为抵押品向非房地产行业提供的贷款等，因此银行业对房地产行业的整体信贷敞口远超过表内贷款敞口。除银行业外，还有大量债券、股本、信托等资金进入房地产行业，因此房地产业波动过大将引发金融风险。

图 37：房地产开发贷款和个人住房贷款占比


资料来源：Wind，中国银行研究院

(五) 房地产投资下降对宏观经济的影响估算

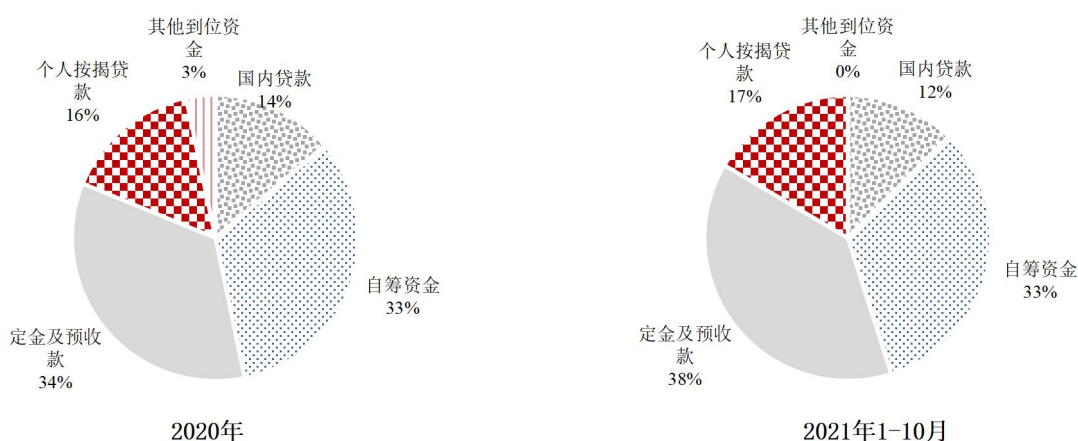
房地产业是典型的资金密集型行业，研究发现，房地产开发资金来源增速与同期房地产开发投资增速和滞后半年的房地产开发投资增速之间的相关系数分别为 0.73 和 0.81。可见房地产资金来源不仅影响当期房地产开发投资，还对半年后的房地产开发投资有较大影响（图 38）。

图 38：房地产开发资金来源增速和房地产开发投资增速


资料来源：国家统计局，中国银行研究院

从资金来源的角度看，销售回款、自有资金和外部融资是房地产企业主要资金来源（图 39）。2021 年以来，在“三条红线”“房地产贷款集中度管理”等政策下，房地产企业外部融资困难加大，叠加三季度以来房地产市场持续走弱以及基数因素影响，房地产开发资金来源增速持续放缓，其对房地产开发投资的影响将在 2022 年上半年持续显现。预计 2021 年房地产开发投资增速为 6% 左右，在悲观、中性和乐观情况下，2022 年房地产开发投资增速分别为 2.5%、4% 和 5.5% 左右。

图 39：房地产企业资金来源



资料来源：Wind，中国银行研究院

据此计算，在悲观、中性、乐观情形下，2022 年房地产开发投资完成额分别为 153677.77、155926.71 和 158175.65 亿元；扣除其他费用后（按 2020 年其他费用占房地产开发投资的比重 36.94% 扣除），根据投入产出模型，可得到在悲观、中性和乐观情形下，2022 年房地产投资将分别拉动 GDP 81672、82867.2 和 84062.4 亿元。悲观和中性情况下，将分别下拉 2022 年 GDP 增速 0.18 和 0.07 个百分点，乐观情况下，将拉动 GDP 增长 0.05 个百分点左右³（表 11）。

³ 2021 年和 2022 年 GDP 增速分别按 8.1% 和 5% 计算，2021 和 2022 年 GDP 平减指数（1978 年=100）分别为 4100 和 4300。

表 11：2022 年房地产开发投资增速下降及其对宏观经济的影响测算

2021年			
房地产开发投资增速（%）	6%		
拉动第一产业增加值（亿元）	4372		
拉动第二产业增加值（亿元）	49233		
拉动第三产业增加值（亿元）	26075		
拉动GDP（亿元）	79680		
拉动GDP增速（百分点）	0.28		
	悲观情形	中性情形	乐观情形
房地产开发投资增速（%）	2.5	4	5.5
拉动第一产业增加值（亿元）	4481	4547	4612
拉动第二产业增加值（亿元）	50464	51203	51941
拉动第三产业增加值（亿元）	26727	27118	27509
拉动GDP（亿元）	81672	82867	84062
拉动GDP增速（百分点）	-0.18	-0.07	0.05

资料来源：国家统计局，中国银行研究院

（六）研究结论与政策建议

根据上文测算，当前房地产业仍在中国经济增长和就业保障等方面仍发挥重要作用，因此，由于无论是房地产调控短期政策还是长期政策的制定，都需要充分考虑房地产业对宏观经济带来的影响。

短期来看，防止房地产投资过快下滑、维持房地产市场相对稳定对于经济企稳十分重要。建议：一是在坚持房住不炒总基调的同时，更加强调“稳地价、稳房价、稳预期”，多措并举保持房地产市场平稳。二是推动房地产金融政策微调，供给端的房地产调控政策由全面收紧转向松紧适度，支持房地产企业的合理融资，逐步引导房企融资环境回暖。三是因地制宜积极出台相关政策，恢复部分地区的房地产市场信心，在控制房价稳定的基础上，促进房地产销售和 investment 保持稳定。

中长期来看，无论是从人均居住面积，还是新型城镇化等角度来看，未来中国房地产仍具有健康发展的空间。但未来房地产发展要坚决避免走过去催生泡沫和金融风险的老路，而是通过住房制度改革，房产税、遗产税等相关税收

制度完善等方式，促使房地产回归居住属性，并且更好地发挥房地产拉动实体经济的功能，实现行业良性发展。建议：一是稳妥推动房产税试点，积极研究遗产税，引导市场预期转变，引导房地产逐步回归居住属性。二是着重缓解房地产发展的差异性和不平衡性，更好地满足居民合理的居住需求。针对区域房地产发展的结构性差异，因地制宜，一城一策，推动各地房地产价格与当地经济发展和居民收入情况相匹配。三是加大共有产权房、限价房等多种保障性住房建设投入，灵活创新更多住房保障模式，满足居民合理的住房需求。

专题三：为实现“双碳”目标注入金融力量

实现“双碳”目标离不开金融支持。经济社会低碳转型的过程，也为金融业发展提供了宝贵机遇。如何为实现“双碳”目标注入金融力量，是值得研究的问题。本专题梳理了金融支持碳减排的相关政策，分析了“双碳”目标下金融业发展的新机遇，从控制和减少碳排放、增加和促进碳吸收、具体项目助力碳中和等三个维度出发，描绘了金融助力“双碳”目标实现路径的全景图，并提出了相关建议。

（一）金融支持碳减排的政策梳理

中国长期以来不断完善的政策体系，为金融支持碳减排提供了基础保障（表11）。2015年9月，中共中央和国务院发布《生态文明体制改革总体方案》，第一次明确提出构建绿色金融体系。2016年8月，中国人民银行等七部委联合印发《关于构建绿色金融体系的指导意见》，从国家层面对绿色金融体系做出了总体规划，也使中国成为全球首个具有完善绿色金融体系的国家。

2021年以来，中国绿色金融发展步入“快车道”。目前已确立了“三大功能”⁴“五大支柱”⁵的绿色金融发展思路。在绿色信贷方面，制度框架逐步建立，

⁴ 指充分发挥金融支持绿色发展的资源配置、风险管理和市场定价三大功能。

⁵ 一是完善绿色金融标准体系，二是强化金融机构监管和信息披露要，三是逐步完善激励约束机制，四是不不断丰富绿色金融产品和市场体系，五是积极拓展绿色金融国际合作空间。

规模稳步增长；在绿色债券方面，发行主体持续增多，产品创新加快推进；此外，绿色保险、绿色基金、绿色 PPP 等绿色金融工具齐头并进，也实现快速发展。11 月 8 日，中国人民银行推出碳减排支持工具，支持清洁能源、节能环保、碳减排技术等重点领域的发展。11 月 17 日，国务院常务会议决定，再设立 2000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，专项支持煤炭安全高效绿色智能开采、煤炭清洁高效加工、煤炭清洁高效利用、工业清洁燃烧和清洁供热、民用清洁采暖、煤炭资源综合利用等绿色低碳项目。

表 12：金融支持碳减排的主要政策梳理

政策名称	发布机构	出台时间
《绿色信贷指引》	中国银监会	2012 年 2 月 24 日
《生态文明体制改革总体方案》	中共中央、国务院	2015 年 9 月 11 日
《关于构建绿色金融体系的指导意见》	中国人民银行、财政部等七部委	2016 年 8 月 31 日
《广东省广州市建设绿色金融改革创新试验区总体方案》	中国人民银行等七部门	2017 年 6 月 23 日
《江西省赣江新区建设绿色金融改革创新试验区总体方案》	中国人民银行等七部门	2017 年 6 月 23 日
《绿色产业指导目录》	中国国家发展改革委等七部门	2019 年 2 月 14 日
《关于促进应对气候变化投融资的指导意见》	生态环境部等五部门	2020 年 10 月 26 日
《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	国务院	2021 年 2 月 22 日
《深圳经济特区绿色金融条例》	深圳人民银行、深圳市地方金融监管局、深圳银保监局	2021 年 3 月 1 日
《关于明确碳中和债相关机制的通知》	中国银行间市场交易商协会	2021 年 3 月 18 日
《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》	中国人民银行、国家发展改革委、证监会	2021 年 4 月 21 日
《银行业金融机构绿色金融评价方案》	中国人民银行	2021 年 6 月 9 日
《环境权益融资工具》	中国人民银行	2021 年 7 月 22 日
《金融机构环境信息披露指南》	中国人民银行	2021 年 7 月 22 日
碳减排支持工具	中国人民银行	2021 年 11 月 8 日

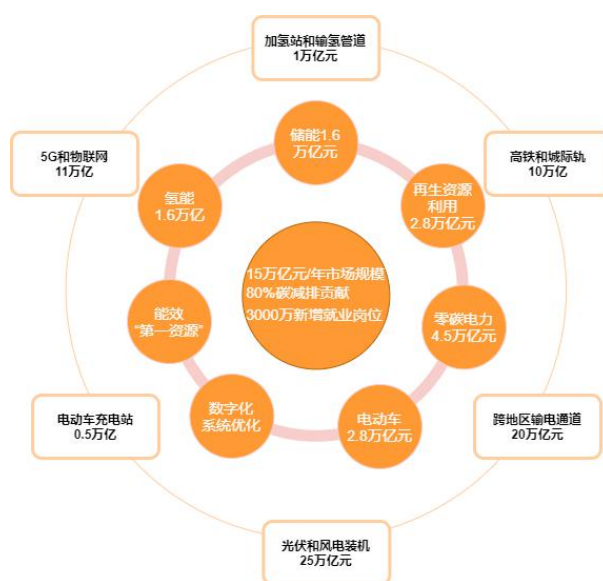
资料来源：公开资料整理，中国银行研究院

（二）“双碳”目标下金融业发展的新机遇

随着碳达峰、碳中和各项工作的推进，中国的经济结构绿色转型将进一步深化，这为相关行业带来广阔的发展空间，并衍生出多领域、多样化的投资机

遇。根据中国投资协会（IAC）和落基山研究所发布的《零碳中国·绿色投资蓝皮书》，双碳目标将催生七大投资领域（图 40），撬动 70 万亿的绿色产业投资机会，涉及再生资源利用、能效提升、终端消费电气化、零碳发电技术、储能、氢能和数字化等多个方向。金融机构需准确把握市场动向，加强对绿色产业的支持，不断挖掘可持续发展新机遇。

图 40：零碳中国催生七大投资领域



资料来源：《零碳中国·绿色投资蓝皮书》，中国银行研究院

（三）金融助力“双碳”目标实现路径的全景图

为了清晰地展现金融助力“双碳”目标实现路径，本文围绕控制和减少碳排放、增加和促进碳吸收、具体项目助力碳中和三个维度，从制度、行业、技术、项目四个方面绘制了全景图（图 41）。

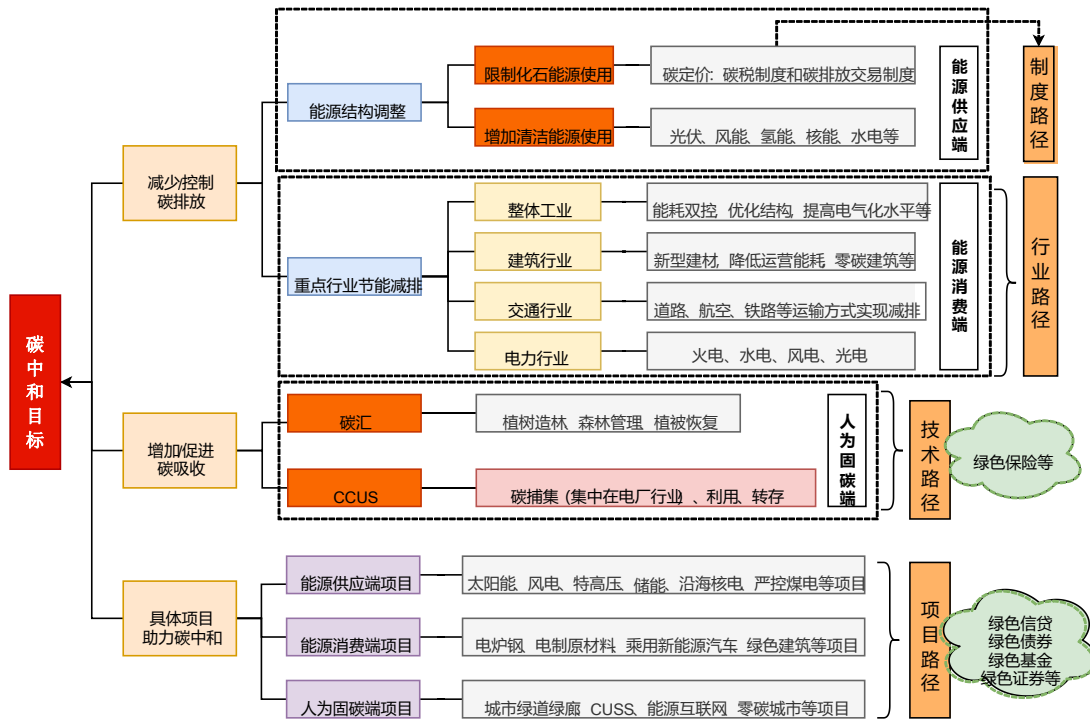
1. 控制和减少碳排放

控制和减少碳排放主要包括调整能源结构和实现重点行业节能减排两个方面。

一是调整能源结构。一方面，通过制定碳税制度、完善碳排放交易制度等

制度路径限制化石能源使用。另一方面，支持光伏、风能、氢能、核能、水电发展，增加清洁能源在能源消耗中的占比，充分利用新技术、新设备，提高清洁能源发电的经济性和稳定性。

图 41：金融助力碳达峰、碳中和的路径全景图



资料来源：公开资料整理，中国银行研究院

二是推动重点行业节能减排。电力、制造、建筑和交通行业的碳排放较高。金融机构可以集中精力在这四大行业发展绿色投资，通过绿色信贷、绿色债券、绿色基金和绿色证券等金融工具，为此类碳减排重点行业发展低碳转型技术和项目给予资金支持。例如，在电力领域，为风电、太阳能发电、分布式海上风电开发、沿海核电等项目提供融资支持。在制造业领域，重点关注生产环节的节能降耗，支持传统制造业在绿色工厂、绿色园区、绿色供应链等方面进行改造；在建筑业领域，支持新型墙体材料、保温隔热材料、防水密封材料、陶瓷材料、新型化学建材、环保装饰装修材料等绿色低碳建筑材料的研发和投产；

在交通领域，支持新能源汽车、车联网、车载蓄电池等行业的发展。

2. 增加和促进碳吸收

现阶段增加和促进碳吸收的实现路径包括碳汇，碳捕集、利用与封存(CCUS)等技术，金融机构可以从这两个方面助力实现“双碳”目标。

碳汇方面。重点关注通过植树造林、森林管理、植被恢复等利用植物光合作用固碳的领域，创新研发“森林险”“碳汇贷”等金融产品和服务。

碳捕集、利用与封存技术方面。碳捕集、利用与封存技术是目前唯一能够实现化石能源大规模低碳化利用的减排技术。金融机构应持续关注相关技术的研发及应用，在精准识别相关行业企业可持续发展能力的前提下，为优质企业提供资金支持和融资便利。

3. 具体项目助力碳中和

2021年5月，在中国科学院学部第七届学术年会上，中科院院士丁仲礼作了题为《中国“碳中和”框架路线图研究》的专题报告，提出“三端发力”（即能源供应端、能源消费端、人为固碳端）的减排体系。金融企业可以通过发展绿色信贷、绿色债券、绿色基金和绿色证券，支持“三端”相关重大项目，充分发挥金融企业的服务功能，助力经济社会发展全面绿色转型。

能源供应端。大力支持太阳能、风电、特高压和储能等项目。如支持西部太阳能发电、北部风电基地和西南水电基地建设项目。据统计，到2028年，中国清洁能源装机将达21亿千瓦，年均新增太阳能发电7000万千瓦、风电5200万千瓦、水电1600万千瓦。到2030年、2050年和2060年，光伏总装机分别达到10亿千瓦、32.7亿千瓦和35.5亿千瓦；光热总装机分别达到0.25亿千瓦、1.8亿千瓦和2.5亿千瓦，形成集中式与分布式并举开发格局；风电总装机分别达到8亿千瓦、22亿千瓦和25亿千瓦，形成西北陆上、东南海上风电并举格

局；常规水电总装机分别达到为 4.4 亿千瓦、5.7 亿千瓦和 5.8 亿千瓦，形成西南水电集约开发格局。大规模的新能源项目建设所需资金投入在万亿以上，需要金融机构发挥杠杆作用，撬动更多社会资金支持能源低碳项目建设。

能源消费端。大力支持能源消费的电气化（以电力、氢能、地热、太阳能等替代化石能源消费）和高效化（提高终端用能领域的能耗效率）的相关项目。如支持新能源汽车、氢能炼钢等。根据预测，到 2030 年中国终端能源消费的电气化率相比 2017 年将提高 11 个百分点；到 2060 年，电动汽车保有量将达 3.9 亿辆。为能源消费端相关行业企业和居民消费提供金融支持，能够实现碳排放的大幅下降。

人为固碳端。大力支持城市绿道绿廊，碳捕集、利用与封存和能源互联网等项目。例如，为零碳城市建设和美丽乡村建设提供融资便利，支持集清洁能源、绿色设施和低碳农牧为一体的发展模式。

（四）金融助力实现“双碳”相关建议

以金融助力碳中和目标实现路径全景图为指引，金融企业应积极践行绿色发展理念，紧密围绕碳减排的重点行业，强化客户服务和项目储备，建设碳减排金融服务场景和生态，通过加快自身绿色转型和创新业务模式，助力中国实现“双碳”目标。

第一，突出重点行业布局。关注碳达峰、碳中和相关政策动向，积极围绕清洁能源、绿色低碳交通、绿色建筑、低碳智能制造、生态固碳和技术固碳、碳交易等领域，提前谋篇布局。统筹助力“双碳”目标与服务乡村振兴业务，围绕农村地区清洁能源、低碳产业、生态固碳等领域，提供一揽子金融服务。

第二，加快综合一体化转型。加快综合化转型进程，创新绿色投融资产品和服务，通过绿色银团贷款、绿色并购贷款、绿色资产支持票据等方式为企业融资，提高绿色金融产品的融资总量，满足客户个性化、多元化的融资需求。

将绿色金融与科技金融、普惠金融、消费金融等深度融合，实现优势互补、一体发展。

第三，提高绿色金融业务能力。完善绿色信贷体系，明确绿色产业界定、明晰绿色信贷服务范围与服务定价模式。在《绿色信贷指引》的框架下，将项目碳排放量作为核心要素，进行信贷资产配置的综合权衡。提高绿色信贷项目筛选、尽职调查、评审、贷后投后管理、合同约定等方面的业务能力，引导信贷资源真正流向绿色低碳项目和企业。

第四，加强绿色产品创新。一是设计包括绿色债券、绿色资产支持证券（绿色ABS）、绿色产业基金在内的多种绿色金融产品的发行方案，做好发行窗口期的把控；二是开展绿色供应链金融业务，促进产业链绿色发展。三是积极参与绿色金融国际组织，创新与国际规则接轨的绿色产品模式。

第五，提升风险防控能力。一是从源头上防范绿色项目信贷风险，建立全流程的绿色金融风控体系。二是加强与专业的第三方绿色评估机构的合作，完善绿色融资审查机制，实时追踪绿色项目的进展情况。三是健全智能风险防控体系，充分利用大数据、云计算、人工智能等金融科技手段，建立健全智能风控管理系统。

第六，重视人才队伍建设。一是强化经营管理者的绿色金融专业能力，加强专业知识的培训。二是做好绿色金融项目相关人员的从业资质培训和认证工作，持续提高履岗能力。

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