

多重冲击与经济刺激



专题：中国房地产脆弱性与金融稳定



世界银行集团

中国经济简报 - 2022年6月

统一发稿时间：北京时间 2022 年 6 月 8 日上午 9 时

© 2022 年，版权所有，国际复兴开发银行/ 世界银行

地址：1818 H Street NW

Washington DC 20433

电话：202-473-1000

网站：www.worldbank.org

本报告为世界银行员工的成果。本报告所阐述的任何研究成果、诠释和结论未必反映世界银行、其执行董事会及其所代表的政府的观点。

世界银行不保证本报告所包含的数据准确无误。本报告所附地图的疆界、颜色、名称及其他信息，并不表示世界银行对任何领土的法律地位的判断，也不意味着对这些疆界的认可或接受。

权利和许可

本报告的材料具有版权。由于世界银行鼓励传播其知识，本报告允许复制全文或部分章节用于非商业用途，但须明确注明出处。

任何关于权利和许可的问题，包括各项附属权利，请向世界银行集团出版部门咨询，地址：1818 H Street NW, Washington, DC 20433, USA；传真：202-522-2625；邮箱：pubrights@worldbank.org。

封面照片：来自 Johavel/Shutterstock

统一发稿时间：北京时间 2022 年 6 月 8 日上午 9 时

致谢

2022 年 6 月的中国经济简报是由以下人员组成的团队完成：Ibrahim Chowdhury（项目负责人）、李雨纱（联合项目负责人）、Ekaterine Vashakmadze、葛君、Abayomi Alawode、Radu Tatuca、闫羿、王德文、Maria Ana Lugo、徐臻阳、朱凌晖、Lydia Kim、欧德赞、黄旻、肖媛和 Joonkyung Seong。编写团队在此感谢 Barbara Yuill 对报告的编辑，感谢 Martin Raiser、Aaditya Mattoo、Hassan Zaman、Sebastian Eckardt、Zafer Mustafaoglu、Ergys Islamaj、Daisuke Fukuzawa 和 Duong Le 提供的指导和意见，也感谢陈天舒、余英、李筱婷、杨林、李明洁和尚宇对简报制作和发布所提供的支持。本报告的发现、解读和结论未必反映世界银行执行董事或其代表的政府的观点。若对简报有任何问题或建议，请与陈天舒联系（tchen@worldbank.org）。

目录

概要	5
I. 近期经济形势	10
严峻的新冠疫情扰乱经济增长正常化进程	10
疫情和上海封控导致 4 月进出口下滑	16
经常账户保持顺差，资本流动波动较大	19
疫情限制之下的劳动力市场状况令人担忧	21
居民消费价格涨幅上升，工业生产者出厂价格涨幅下降	24
中国碳排放暂时性上涨	25
大幅财政扩张支持经济增长	26
奥密克戎疫情的扰动导致私人信贷需求疲软	28
房地产监管有所放松，但市场继续回落	30
财政扩张暂停了去杠杆进程	32
银行业总体良好，但农村银行显露脆弱性	33
II. 前景、风险和政策考虑	36
全球前景	36
中国前景	37
风险	40
政策含义：在解决长期挑战的同时应对增长下滑	41
III. 中国房地产脆弱性与金融稳定	43
房地产行业的增长与重要性	43
房地产开发商的困境引发房地产市场下行	47
房地产市场给金融稳定构成威胁	49
政策含义：在不损害经济增长的前提下控制金融风险	57

图

图 1. 图说中国经济形势	8
图 2. 中国经历了两年以来规模最大的一波新冠疫情	10
图 3. 一季度整体增长反弹，但季末增长势头已放缓	12
图 4. 上海疫情对经济的影响	13
图 5. GDP 增长由工业和投资驱动	14
图 6. 尽管可支配收入增加，但消费支出增长放缓	15
图 7. 贸易增长放缓	16
图 8. 乌克兰战争爆发后中国贸易表现恶化	18
图 9. 中国维持了较为舒适的外部头寸	20
图 10. 劳动力市场状况恶化	21
图 11. 中国劳动力市场的二元结构及重要性	22
图 12. 毕业生工资增长停滞	23
图 13. CPI 同比涨幅抬头，PPI 同比涨幅继续回落	25
图 14. 一季度碳排放量略有上升	25
图 15. 财政扩张	26
图 16. 综合财政赤字扩大	28

图 17. 充足的流动性推动了市场利率下行.....	29
图 18. 信贷增长略有提速，但私人部门信贷需求依然不振.....	29
图 19. 中国房地产市场继续回落.....	30
图 20. 债务占 GDP 比率上升.....	32
图 21. 银行贷款质量有所改善，但盈利能力依然较弱.....	33
图 22. 银行业资本充足.....	35
图 23. 农村银行仍是风险最高的部门.....	35
图 24. 预计 2022 年全球经济增长放缓.....	37
图 25. 增长预测.....	38
图 26. 预计减贫工作将回到疫情前的节奏.....	39
图 27. 房地产投资显著增长.....	43
图 28. 一线城市房价急剧上涨.....	44
图 29. 城镇化创造了强劲的住房需求.....	45
图 30. 中国的住房自有率较高.....	45
图 31. 各类城市的房地产投资不同.....	46
图 32. 开发商举债推动房地产市场增长.....	47
图 33. 房地产市场正在艰难应对多重不利因素.....	48
图 34. 银行涉房风险敞口较大.....	50
图 35. 住房需求趋降.....	52
图 36. 住房抵押贷款推高家庭债务.....	52
图 37. 房地产开发商面临融资难.....	53
图 38. 房地产行业艰难应对流动性压力.....	55
图 39. 土地出让金是地方政府收入的重要来源.....	56
图 40. 开发商严重依赖预售资金.....	59

表

表 1. 部分财政指标.....	27
表 2. 中国部分经济指标.....	39
表 3. 对房地产开发商的“三道红线”政策.....	48
表 4. 各类银行的房地产相关不良贷款率.....	50

专栏

专栏 1. 上海奥密克戎疫情对经济的影响.....	12
专栏 2. 对乌克兰战争引发的大宗商品价格冲击外溢效应的评估.....	18
专栏 3. 中国劳动力市场趋势与动态.....	22
专栏 4. 中国征收房地产税的潜在益处和挑战.....	57
专栏 5. 中国期房预售制的脆弱性.....	59

缩略语

ALMP	积极的劳动市场项目
AQR	资产质量评估
BIS	国际清算银行
CAICT	中国信息通信技术研究院
CAMA	计算机辅助批量评估系统
CAR	资本充足率
CBIR	中国银行保险监督管理委员会
CDI	中国综合开发研究院
CEADS	中国碳排放数据库
CFETS	中国外汇交易中心
COVID	冠状病毒病
COVID-19	2019 年新型冠状病毒肺炎
CPI	消费者物价指数
Delta	新型冠状病毒德尔塔变异株
DRC	国务院发展研究中心
EAP	东亚和太平洋
EIA	美国能源情报署
EMDE	新兴市场和发展中经济体
ETS	排放交易制度
FDI	外商直接投资
FX	外汇
GDP	国内生产总值
GEP	世界经济展望
H1	上半年
H2	下半年
hukou	户口登记制度
ICT	信息和通信技术
LGFV	地方政府融资平台
LGSB	地方政府专项债券
IMF	国际货币基金组织
LPR	贷款基础利率
LT	长期
MLF	中期借贷便利
MOF	财政部
MSE	小微企业
NBS	中国国家统计局
NHC	中华人民共和国国家卫生健康委员会

NPL	不良贷款
Omicron	新型冠状病毒奥密克戎变异株
OECD	经济合作与发展组织
OPEC	石油输出国组织
PBC	中国人民银行
POE	民营企业
PPI	生产者价格指数
PPP	购买力平价
PSL	抵押补充贷款
q/q	季度同比
Q1	一季度
Q2	二季度
Q3	三季度
Q4	四季度
REIT	房地产信托
RHS	右边的
RMB	人民币
ROA	总资产收益率
ROE	净资产收益率
RRR	存款准备金率
SAFE	中国国家外汇管理局
SHIBOR	上海银行间同业拆放利率
SLF	常备借贷便利
SME	中小企业
SML	关注类贷款
SOE	国有企业
SPRF	特殊用途的再融资
TMLF	定向中期借贷便利
TVET	职业技术教育
U.S.	美国
USD	美元
VAT	增值税
VTB	村镇银行
y/y	年度同比
ytd	年度迄今
3mma	3 个月移动平均
7dma	7 天移动平均

概要

2022 年初中国经济稳健开局，但此后两年来规模最大的新冠疫情以及相应管控扰乱了经济增长的正常化进程。俄罗斯入侵乌克兰导致大宗商品价格上涨、供应链严重受扰、贸易下滑，全球经济环境也随之恶化。尽管受到全球环境恶化和奥密克戎疫情的影响，2022 年一季度中国经济表现仍然较为强劲，同比增长 4.8%。但随着生产活动普遍疲软和内需明显恶化，经济势头在 3 月和 4 月急转直下。在外部需求已经趋软的情况下，疫情也导致了对外贸易的下滑。

预计 2022 年实际 GDP 增速将大幅放缓至 4.3%，比去年 12 月《中国经济简报》的预测低 0.8 个百分点。这一下调主要反映了 3-5 月的奥密克戎疫情以及部分地区持续封控所造成的经济损失。在积极的财政刺激措施、货币宽松以及进一步放松房地产监管等旨在缓解经济下滑的措施的推动下，下半年增长势头有望反弹。预计内需正常化将是一个渐进过程，只能部分抵消今年前期疫情造成的经济损失。

上述增长前景假设短期内中国将继续坚持动态清零政策以避免给医疗系统造成压力。可能会出现的情景是局部地区疫情反复并伴随着短期管控，但预计其对经济的扰乱程度将低于 2020 年一季度。在基建投资的拉动下，预计投资增长将会提速，部分抵消消费增长的乏力。由于外部需求减弱以及持续的供给侧制约，预计 2022 年经常账户顺差将收窄至 GDP 的 1.3%。随着进口食品和燃料价格的上涨，预计居民消费价格指数将上升，但仍低于中国人民银行“3%左右”的通胀目标。

中国增长前景的上行和下行风险不完全均衡，以下行风险为主。最突出的下行风险仍是与新冠疫情相关的风险。如再次出现高传染性新变种，可能给经济造成更长时间的扰乱并使防疫政策的退出变得更为复杂。房地产业的持续压力也可能带来风险，对宏观经济和金融稳定产生更广泛影响。疫情反复就可能引发这种风险，因为疫情会阻碍潜在的买家购房，削减房地产行业的融资，无论是财务困难还是健全的开发商都会因此面临更大压力。中国经济也容易受到与全球增长前景有关的外部风险的影响。俄罗斯入侵乌克兰引发的一系列事件以及与之相关的全球供应链和贸易的扰乱可能会比预期的更加持久，导致通胀压力急剧上升——全球范围内投入品价格飙升就证明了这一点。从上行风险来说，如果疫情得到控制，国内限制得以完全解除，那么在最近宣布的额外刺激措施的助推下，全年增长速度可能会高于当前预期。

短期内，中国面临着平衡兼顾控制疫情与支持经济增长的双重挑战。政府已经加大了宏观经济政策的宽松力度，如扩大公共支出、增加退税、降低政策利率以及对房地产业采取相对更加鸽派的立场等。虽然中国具备应对增长放缓的宏观政策空间，但决策者面临的困境是，在管控持续的情况下，如何确保政策刺激切实有效。疫情反复增加了经济的不确定性，进而拖累私人投资和消费，也降低了刺激政策的有效性。

除了在疫情反复中政策有效性降低的困境之外，中国面对的另一个困境在于可能会走回到借债投资以促进增长的老路上。这种增长模式最终是无法持续的，且当下许多企业和地方政府部门的债务已经很高。政策制定者可以考虑将更多刺激措施转到中央政府的资产负债表上，并投资更多“绿色”公共基础设施。最近政府宣布的举措似乎在往这个方向走。财政政策除了减轻企业税费之外，还可以瞄准直接鼓励消费的措施。例如，在已解除疫情相关限制的地区，广泛发放消费券可以在短期内迅速拉动消费；加强失业保险和其他社会保障体系等自动稳定器（Automatic stabilizer）的改革也可以激励更多消费，尤其是对于那些边际储蓄倾向比较低的贫穷人口和弱势群体而言。

尽管当前环境充满挑战，但为了实现高质量增长，决策者也不能忽视关键的结构性改革。采取果断行动提高消费在经济增长中的作用，解决社会不平等，重振创新和提高生产率（包括对中国实现双碳目标至关重要的技术创新在内），将有助于中国走上更加平衡、包容和可持续的增长道路。

中国经济前景	2020	2021	2022f	2023f	2024f
实际 GDP 增长 (%)	2.2	8.1	4.3	5.2	5.1
居民消费价格指数 (CPI) (平均百分比变动)	2.5	0.9	2.3	2.0	1.9
经常账户顺差 (GDP 占比)	1.9	1.8	1.3	1.2	1.1
广义财政收支 (GDP 占比) *	-8.6	-4.4	-7.1	-5.5	-4.4

来源：世界银行。

注：f = 预测值。* 世行人员计算。广义财政收支（预算内）为一般公共预算（不包括稳定基金的调入与调出）、政府性基金预算、国有资本经营预算和社会保险基金预算之和。

专题：中国房地产脆弱性与金融稳定

经济下滑伴随着房地产市场低迷，使得房地产行业的脆弱性成为各方关注的焦点。过去二十多年，中国房地产业高速发展，已成为经济增长的主要引擎。截至 2021 年，中国房地产投资占 GDP 比重为 12.9%，远高于许多国家。同时，中国的房价位居全球最贵之列，北京和上海的房价收入比远高于纽约、巴黎和东京等城市。中国房地产市场扩张的主要特点之一是房地产开发商的杠杆率较高。近期有关部门为减少开发商债务所采取的措施在 2021 年下半年引发了流动性危机，导致几家大型开发商债务违约，被迫抛售资产偿债。由于开发商困境给房地产市场带来下行压力，有关部门最近推出了一系列旨在稳定房地产市场的措施，包括让开发商更易获得房屋预售资金托管账户中的资金、降低首付比例以及允许商业银行降低住房抵押贷款利率等。

尽管金融部门看起来能够抵御房地产市场下行造成的直接冲击，但仍有多处脆弱性需要今后密切关注。未竣工期房过剩（尤其是三四线城市）、家庭资产负债表承压、开发商困境延续和经济增速放缓都意味着新房需求将保持疲软。但更进一步放松监管以重启房地产投资，有可能为今后的发展埋下更多的隐患。因此，短期内政策的目标应该是稳定市场，为市场的有序重组创造条件。比如，可以考虑将“三道红线”的达标过渡期延长到 2023 年底

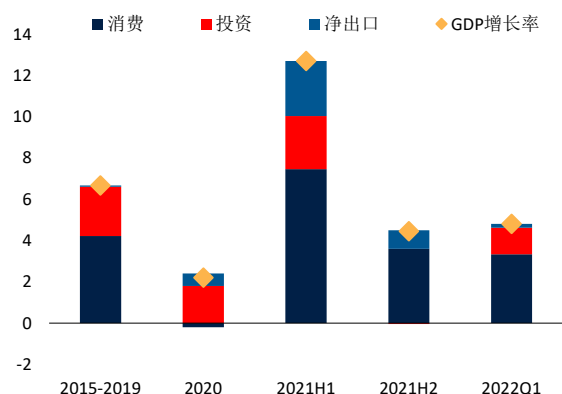
之后，以便给开发商更多时间做出调整，同时当局应对开发商保持密切监测以确保他们在去杠杆方面取得切实进展。

除了短期内在稳定市场和风险控制之间找到合适的平衡点外，结构性改革将使房地产行业在长期内有一个更坚实的基础。例如，中国在提升城市中心区域的宜居性和经济活力方面还有很大空间，与此同时还应提高城市中心区域密度，以摆脱迄今为止所采取的粗放型城市化模式；对城市总体规划和建筑面积规定的改变可以释放出在城市再生（Urban regeneration）方面私人投资的潜力，这种转变还需要投资于公共空间升级、公共交通改善和公共服务提供改进；需要同时进行财政改革，使地方政府获得除土地出让金以外新的收入来源；拓宽房地产开发商的融资渠道，可以扩大基于项目的融资，或者让机构投资者参与进来，如面向房地产开发的房地产投资信托基金（REITs）；大型开发商的财务困境凸显出建立一个健全的、可预测的债务解决和企业破产框架的必要性，这将促进资本配置的改善，支持以创新驱动、由私人部门主导的房地产业增长；最后，需要推动金融体系的进一步自由化，以提供更多的金融资产作为家庭投资的选择，从而减少家庭购买和持有空置房产作为投资工具的倾向。

图 1. 图说中国经济形势

受益于财政支持推动投资加快，一季度中国经济稳健开局

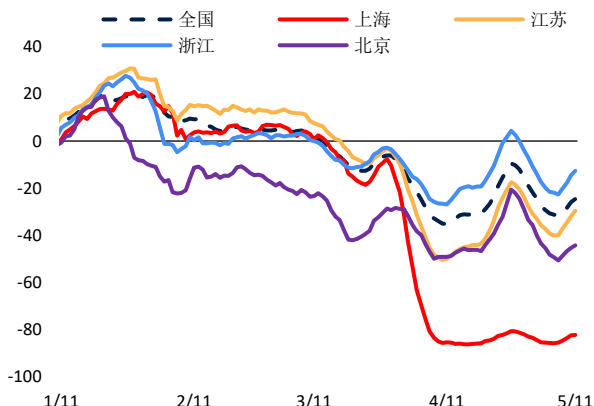
A. 三大需求对 GDP 增长的贡献
(对增长的贡献, 百分点)



管控措施收紧也影响了中国的供应链

C. 卡车物流货运量

(年同比, 百分比, 七日移动平均)

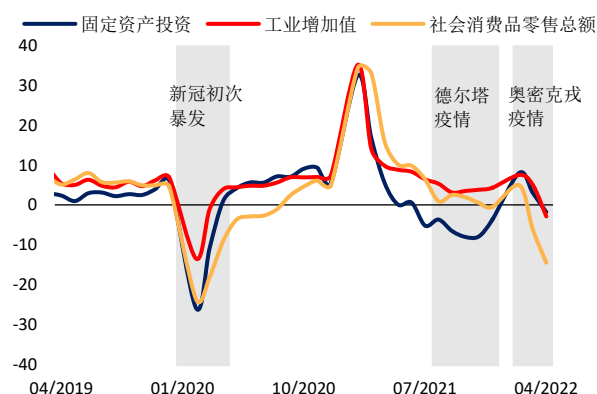


尽管中国是大宗商品净进口国，但大宗商品价格上涨迄今对中国贸易差额的影响有限

E. 大宗商品价格冲击对贸易差额的影响
(占月度 GDP 百分比)

但两年来规模最大的一波疫情扰乱了增长正常化进程

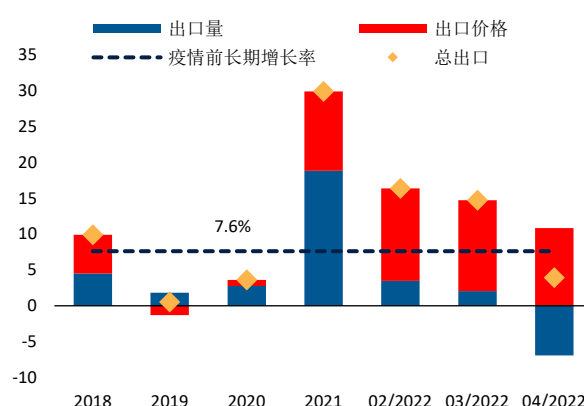
B. 固定资产投资、工业增加值和消费品零售总额
(年同比, 百分比)



并且在外需已经趋软的背景下导致对外贸易下滑

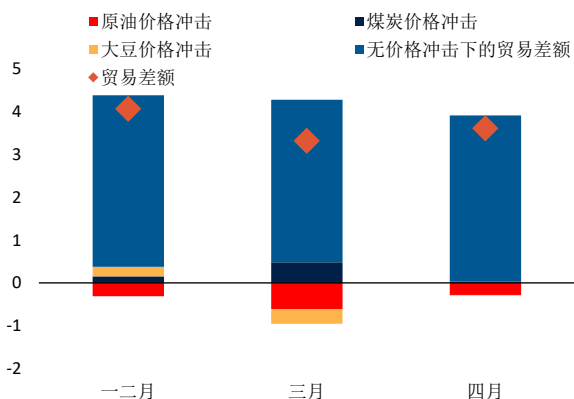
D. 货物出口增长

(年同比, 百分比)



美联储货币政策收紧、与奥密克戎疫情相关的不确定性以及地缘政治风险引起资本外流

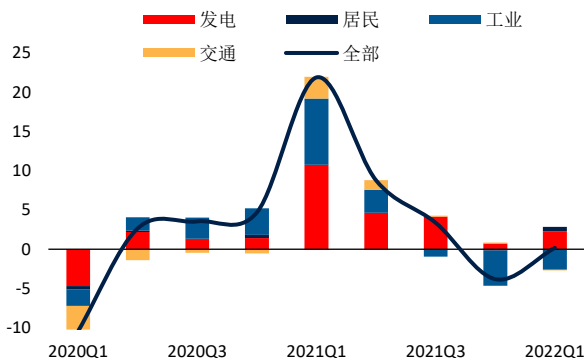
F. 证券投资
(十亿美元)



碳排放仅略有上升，反映出疫情期间工业活动疲软

G. 碳排放增长

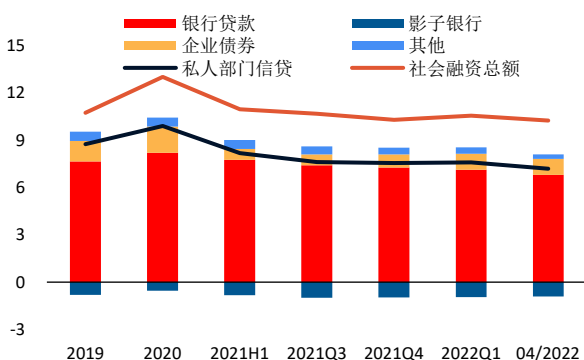
(年同比, 百分比)



尽管适度放宽了货币政策，但私人部门信贷需求依然不振

I. 社会融资总量和私人部门信贷增长

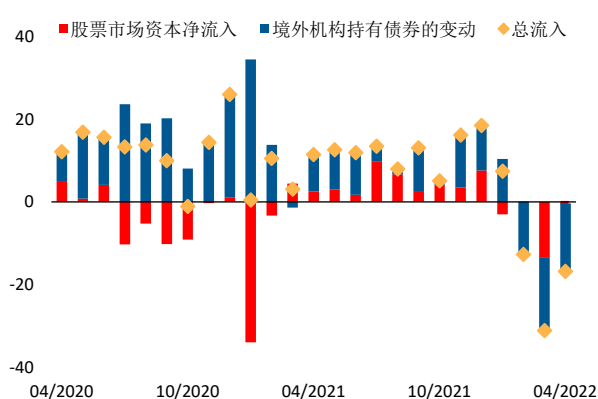
(年同比, 百分比)



中国房地产业高速发展，是经济增长的主要引擎

K. 房地产投资

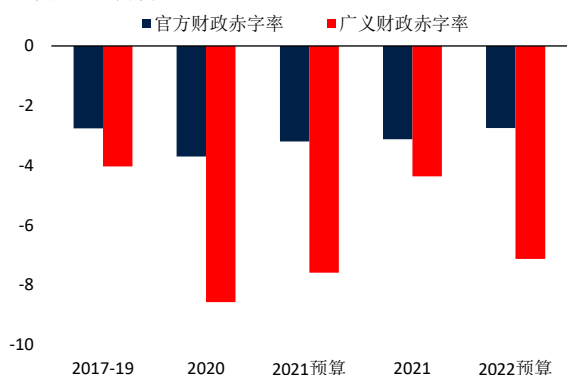
(占 GDP 百分比)



为克服增长阻力，中国已着手实施大规模财政扩张

H. 财政扩张

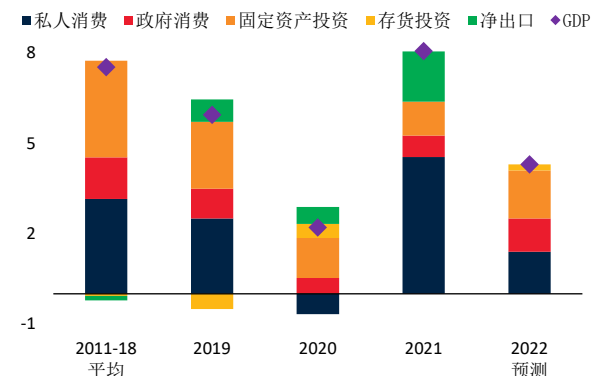
(占 GDP 百分比)



预计 2022 增长率降至 4.3%，远低于潜在增长率

J. GDP 增长

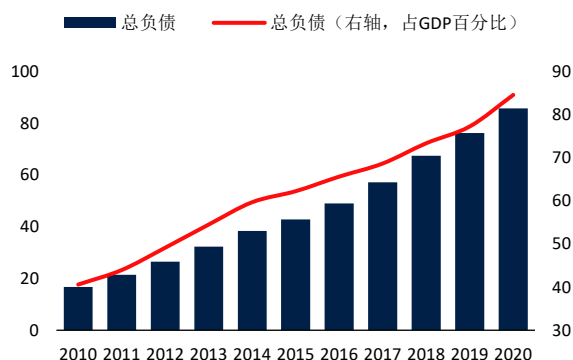
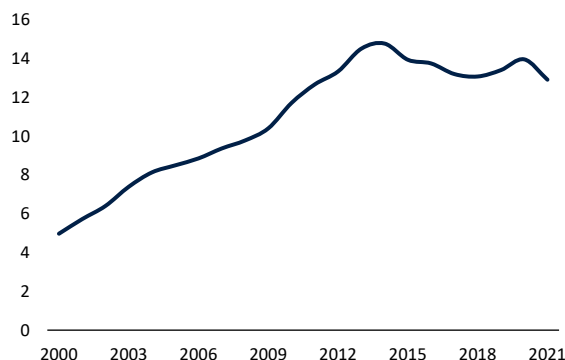
(对增长的贡献, 年同比, 百分比)



房地产市场的增长是由开发商的举债推动

L. 房地产开发商总负债

(万亿元人民币; 占 GDP 百分比)



来源：中国海关统计；Wind 数据库；国家统计局；美联储经济数据；国家外汇管理局；中国人民银行；全球实时碳数据（Carbon Monitor）；财政部；Haver Analytics；世界银行。

注：图 D. 疫情前长期增长率指 2009-2019 年的年化增长率。图 E. 基于对不同商品价格对贸易差额影响的模拟估算。图 H. 广义财政收支（预算内）为一般公共预算（不包括稳定基金的调入与调出）、政府性基金预算、国有资本经营预算和社会保险基金预算之和。图 I. 私人部门不包括政府债券，但包括国有企业和地方政府融资平台信贷。

I. 近期经济形势

严峻的新冠疫情扰乱经济增长正常化进程

2022 年初经济稳健开局，但新冠疫情的暴发扰乱了 3 月和 4 月的经济活动。自年初以来，中国经历了两年来规模最大的一波疫情，感染超过 75 万例（图 2.A）。为此，政府收紧了管控措施，并在全国部分地区实行了全面或部分封控（图 2.B）。作为中国首要的金融和工业中心，上海的持续封控造成了相当程度的经济后果：经济活动收缩，运输、物流和主要供应链受到扰乱，对外贸易受到一系列连锁反应波及（专栏 1）。

图 2. 中国经历了两年以来规模最大的一波新冠疫情

A. 新增本土病例和受影响城市 (千例；城市数量)



B. 受疫情影响城市的 GDP 规模 (占全国 GDP 百分比)



来源：中国国家卫生健康委员会；世界银行。

注：图 A 和图 B 中的新增病例包括无症状感染者。

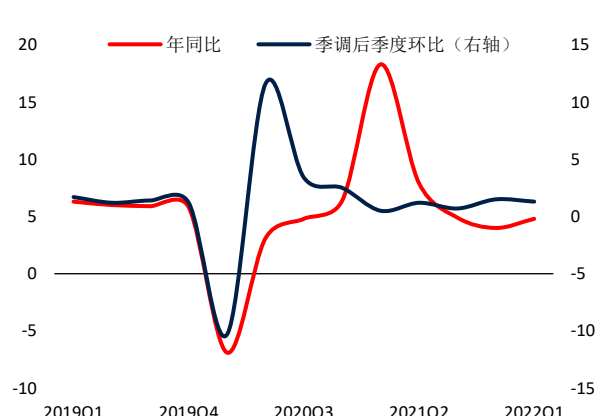
在俄罗斯入侵乌克兰及此后各国接连对俄罗斯实施制裁的背景下，全球经济环境明显恶化。随着能源和食品价格的飙升，全球通胀急剧上升，全球融资条件也因而收紧。5 月初美国十年期国债收益率已接近 3%，达到 2018 年以来最高。在通胀上升、融资条件收紧和供给持续紧张的情况下，全球经济活动和贸易的放缓超出预期，尤以制造业的下滑最为突出。

尽管受到全球经济环境恶化和奥密克戎疫情的影响，中国在 2022 年一季度仍然实现了稳健增长。在复苏的基建投资及仍然稳健的制造业投资的推动下，一季度 GDP 同比增长 4.8%（图 3.A），比 2021 年下半年 4.5% 的增速有所提高。财政政策和能源制约的大幅放宽为一季度经济增速的反弹提供了支持。尽管一季度整体来说增长较为强劲，但季末由于疫情管控措施收紧，经济活动开始减弱。而随着生产活动普遍走向疲软以及内需显著下滑，4 月份的经济活动数据急剧恶化（图 3.B）。

图 3. 一季度整体增长反弹，但季末增长势头已放缓

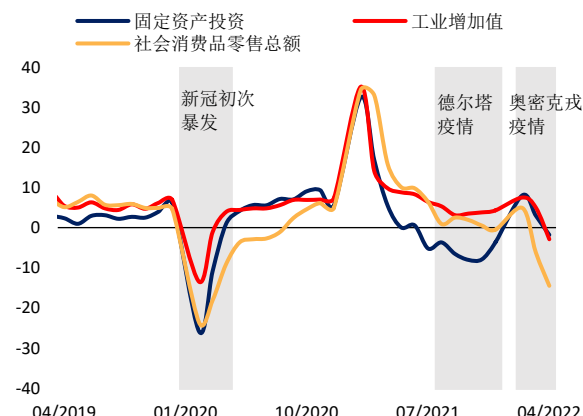
A. GDP 增长

（年同比，百分比；经季调后的季度环比，百分比）



B. 固定资产投资、工业增加值和消费品零售额

（年同比，百分比）



来源：中国国家统计局；世界银行。

专栏 1. 上海奥密克戎疫情对经济的影响

本专栏评估奥密克戎疫情对上海这个全球运输、制造和贸易中心的经济影响。在试图扑灭两年来规模最大的新冠疫情的努力未获成功后，上海3月底进入封控状态，并在4月份进一步延期。随着5月中旬新冠病例数快速下降，上海当局发布了逐步重新开放城市的时间表。

大规模的疫情暴发阻碍了生产并扰乱了供应链。今年 1-2 月上海实际工业增加值同比增长 11.9%，但 3 月和 4 月分别大幅收缩 10.9% 和 62.6%（图 4.A）。与此同时，管控措施也阻碍了国内物流的运转。4 月上海卡车货运量同比下降 80% 以上，全国则同比下降 24.5%，港口、工厂以及供应商之间的连通受到严重影响（图 4.B）。

疫情相关限制给外贸造成很大挑战。2021 年上海在中国出口和进口中所占比重分别是 7% 和 15%。作为世界上最大的港口，上海港集装箱吞吐量占全球的 5.5%、中国的 17%。但管控措施扰乱了上海港的物流，受其影响，上海集装箱吞吐量从 2021 年的同比增长 8.1% 下降到 3 月和 4 月的 5.1% 和 -17.2%（图 4.C）。与此同时，全球第三大货运机场——上海浦东机场的货运量急剧收缩，从 2 月的同比下降 8.2% 扩大到 3 月的下降 19%。

上海疫情的直接和间接经济成本巨大。2021 年上海占中国 GDP 的 3.8%，而且它在 21 个省是位居前五的生产投入品供给来源（图 3.E）。因为供应链中断会破坏依赖上海零部件的地区的经济活动，通过这种生产联系，上海疫情可能影响到中国逾 6.5% 的 GDP。我们估计，上海的疫情可能会使今年中国 GDP 增长率下降约 0.8 个百分点，且对汽车制造、金融和商业服务以及零售批发行业的影响较大¹（图 4.D）。

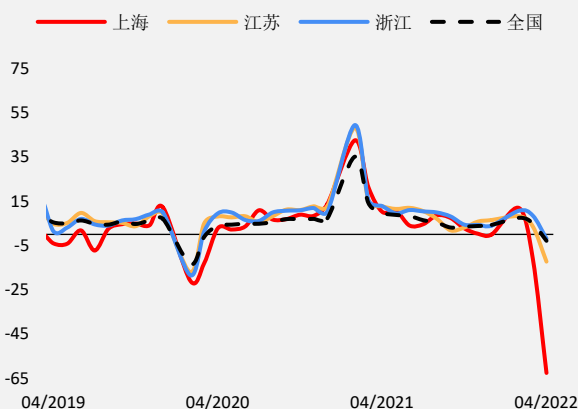
¹ 对 GDP 的影响是使用多区域投入产出表估算得出，疫情的影响严重程度是用卡车货运指数的变化作为近似值来衡量。

奥密克戎的高传染性促使周边省份也收紧管控，加剧了疫情对经济的影响。尤其是江苏和浙江，而这两省均是制造业中心，分别占全国 GDP 的 10.1% 和 6.4%。上海这波疫情暴发之初，这两个省的物流也有所恶化（图 4.B）。我们估计，这些管控限制将导致今年全国 GDP 增长率再下降 0.2 个百分点。

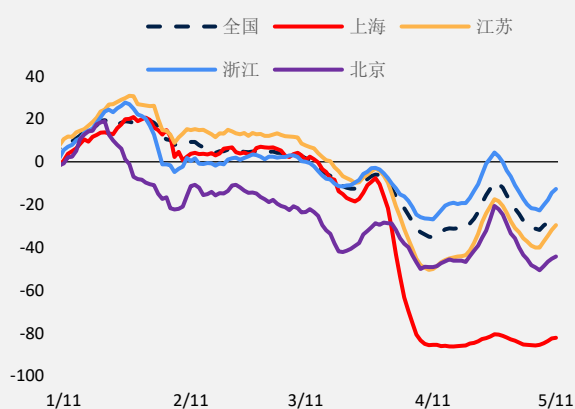
5 月以来上海新冠病例迅速下降，物流和生产开始缓慢恢复。随着每日新增病例从 4 月份的平均 17850 例左右降到 5 月下旬的 70 例以下，上海地方当局发布了经济恢复重振的五十条举措，包含减免租金与税金、取消企业复工复产白名单制度。全国尤其是上海周边省份的物流自 4 月下旬以来已趋于改善（图 4.B）。

图 4. 上海疫情对经济的影响

A. 实际工业增加值
(年同比, 百分比)



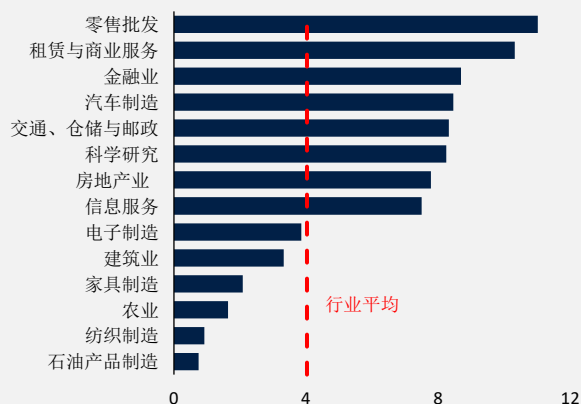
B. 卡车物流货运量
(年同比, 百分比, 7 日移动平均)



C. 上海港集装箱吞吐量
(年同比, 百分比, 日吞吐量)



D. 不同行业对来自上海的中间产品的依赖度
(来自上海的投入品占比, 百分比)





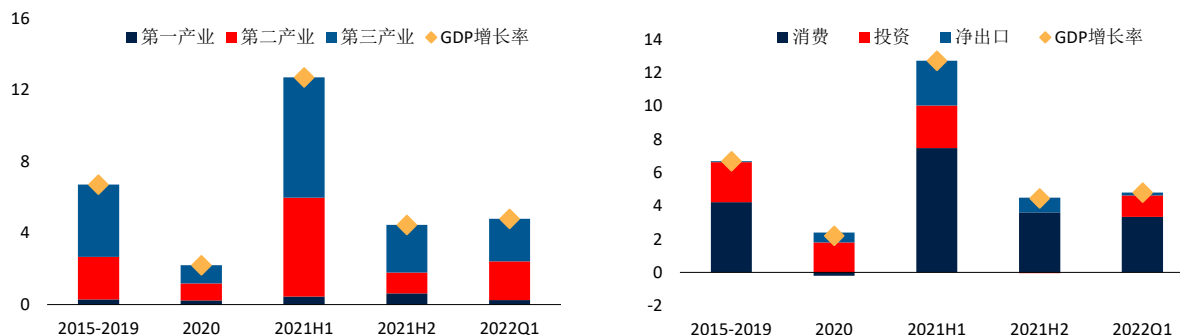
2022 年一季度, 由政策刺激拉动的投资支持了工业产出增长, 但服务业活动因疫情相关限制持续而陷于停滞 (图 5.A)。在稳健的制造业活动支持下, 工业生产从 2021 年四季度的同比增长 3.8% 提高到今年一季度的 6.4%。伴随着能源短缺问题的缓解, 采矿业继续表现出色。在基础设施建设的拉动下, 建筑业增长触底反弹, 但由于疫情影响仍较为疲软。一季度服务业同比增幅从前一季度的 4.6% 降至 4.0%, 下滑在酒店餐饮、交通以及批发零售行业尤为明显。农业产出同比增幅从前一季度的 6.4% 降至 6.0%, 仍属强劲, 增长下降主要归咎于去年下半年严重洪涝灾害的遗留影响和禽肉产量的下降。

在需求方面, 财政政策宽松支持了投资回升。2022 年一季度投资对 GDP 增长的贡献从上个季度的 -0.5 个百分点提高到 1.3 个百分点 (图 5.B)。投资增长主要由基础设施建设投资拉动——去年基建投资经历了一段低迷时期, 现在增长持续加速。在稳健出口增长的支持下, 制造业投资也保持良好。与此同时, 在监管机构采取了一系列旨在稳定房地产业的措施之后, 一季度房地产投资收缩有所缓解。

图 5. GDP 增长由工业和投资驱动

A. 三大产业对 GDP 增长的贡献
(对增长的贡献, 百分点)

B. 三大需求对 GDP 增长的贡献
(对增长的贡献, 百分点)



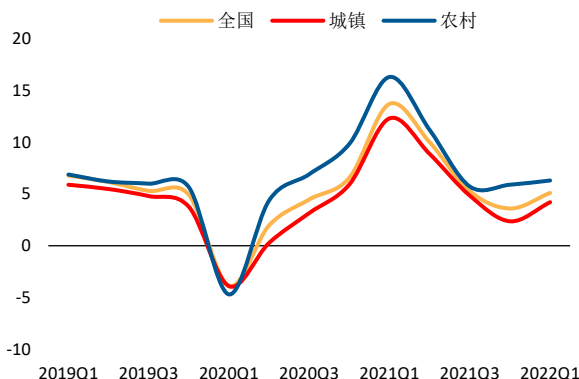
来源：国家统计局；世界银行。

尽管居民收入有所改善，但过去两个季度消费陷于停滞。过去两个季度消费对经济增长的贡献基本没有变化（图 5.B）。尽管居民收入增长在 2022 年一季度有所反弹，但奥密克戎疫情的暴发和相关限制导致消费支出增长放缓（图 6.A 和 B）。此外，劳动力市场趋软以及不确定性增加也打击了消费者信心。人均实际可支配收入同比增幅从 2021 年下半年的 4.4% 提高到 2022 年一季度的 5.1%（转移支付增加是导致这一提高的重要原因），但同一时期居民人均支出增幅从 8.7% 下降到 5.7%（图 6.C）。因而，储蓄率有所上升，尤其是城市居民储蓄率从去年年底的 31.0% 上升至一季度末的 32.3%（图 6.D）。

图 6. 尽管可支配收入增加，但消费支出增长放缓

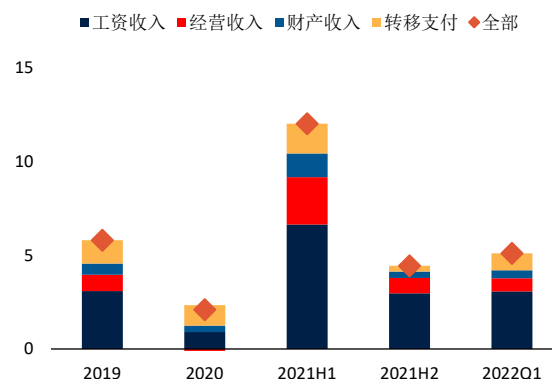
A. 人均可支配收入

（年同比变动，百分比）



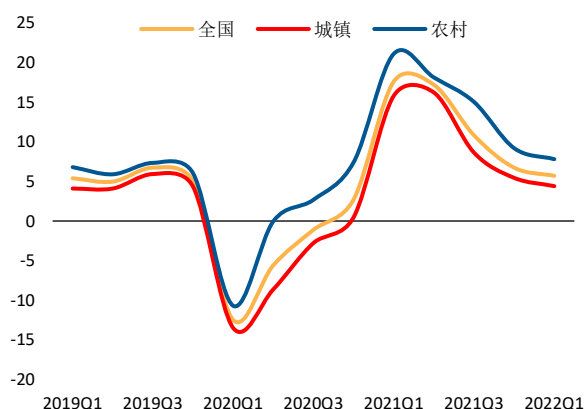
B. 一季度人均可支配收入分解

（增长贡献率，百分点）



C. 居民人均支出

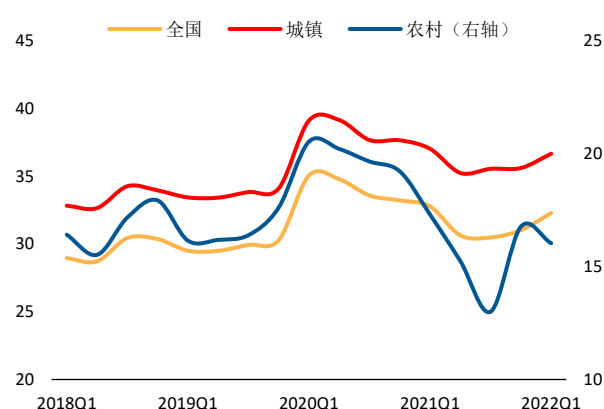
(年同比, 百分比)



来源：国家统计局；世界银行。

D. 储蓄率

(百分比, 经季节调整)



疫情和上海封控导致 4 月进出口下滑

货物出口一季度增长强劲，但此后上海新冠疫情导致 4 月份出口增长急剧下降。以美元价格计算，2022 年一季度出口同比增长约 15.8%，但到了 4 月，尽管出口价格有所上升，出口额增速却急剧下降至 3.9%（图 7.A）。如果以出口量衡量，4 月同比收缩 6.9%。出口增长下滑的范围很广，从低端消费品到科技产品都包括在内（图 7.B）。值得注意的是，如果与亚太地区其他国家的出口强劲表现相对照，那么 4 月中国出口的下滑就显得更为严重。这说明中国出口放缓主要是与疫情引发的供应链和物流扰乱有关。与其他更直接受到乌克兰战争影响的地区相比，包括 4 月份进口需求大幅下滑的发达经济体，亚洲大部分地区的进口需求保持强劲。

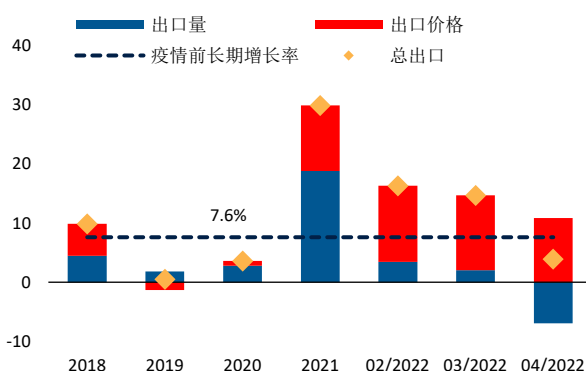
进口增长在 2022 年前两个月表现强劲，但 3 月进口收缩，4 月仍未见反弹。以美元计算，今年头两个月进口额同比增长 15.5%，3 月进口则比去年同期略有收缩，4 月进口仍保持低迷。如果剔除价格因素的影响，4 月进口量同比收缩近 19.1%，反映出国内需求的疲软以及库存周期于 2021 年底见顶后可能出现的转向（图 7.C）。2020 年初第一波新冠疫情之后的补库存，加上 2021 年下半年财政政策放宽以刺激基建投资，这两个因素支撑了过去很长一段时期里两位数的进口增长（图 7.D）。乌克兰战争爆发后，中国加大了包括大豆和粮食在内的战略性大宗商品的进口。

由于物流阻塞严重、旅游业低迷，服务贸易增长放缓。货物出口疲软导致运输服务出口放缓，因此整体服务出口增长从去年的高点回落（图 7.E）。同时，受运输和金融服务进口疲软的影响，总体服务进口也有所放缓（图 7.F）。旅游业对服务进口增长的贡献为正，但这是由于去年的基数很低。严格的旅行限制导致旅游业活动仍十分低迷。

图 7. 贸易增长放缓

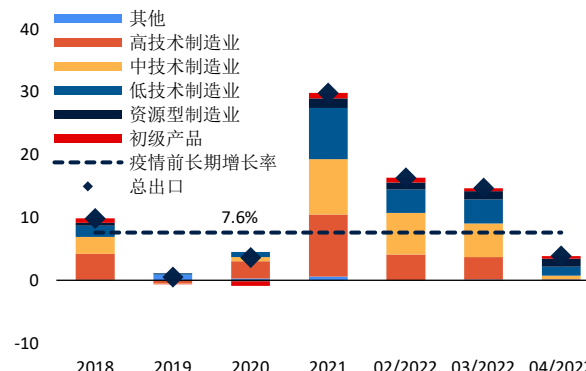
A. 货物出口增长

(年同比, 百分比)



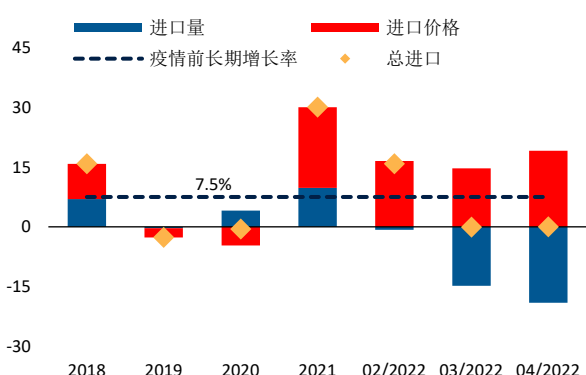
B. 货物出口构成

(增长贡献率, 百分点)



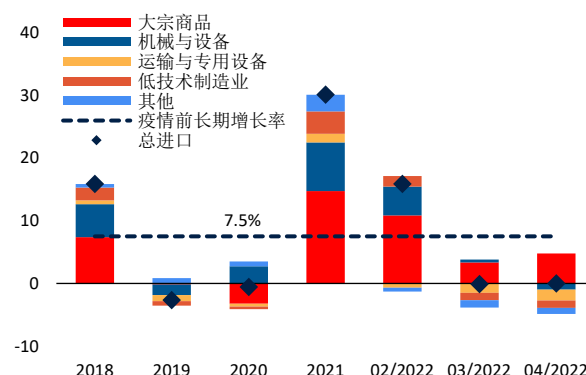
C. 货物进口增长

(年同比, 百分比)



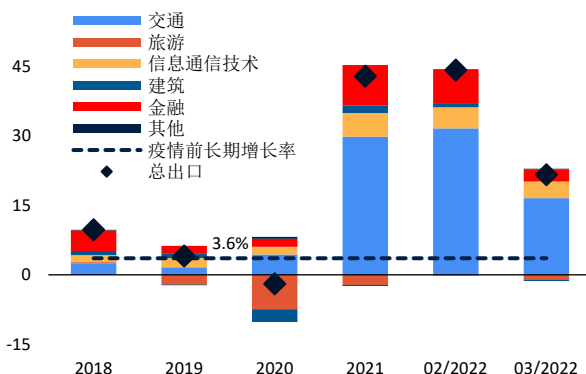
D. 货物进口构成

(增长贡献率, 百分点)



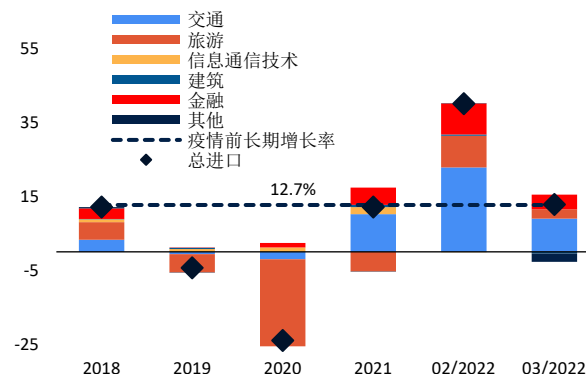
E. 服务出口增长

(增长贡献率, 百分点)



F. 服务进口增长

(增长贡献率, 百分点)



来源：中国海关统计；国家统计局；世界银行。

注：图 E 和 F 中的“其他”包括个人服务、文化娱乐服务以及未包含在其他类别中的政府服务。“疫情前长期增长率”指 2009-2019 年的年化增长率。

俄罗斯入侵乌克兰后，全球经济环境显著恶化。乌克兰战争导致大宗商品价格上升，损害全球贸易，加速了全球经济下滑，也给中国经济造成间接冲击（专栏 2）。

专栏 2. 对乌克兰战争引发的大宗商品价格冲击外溢效应的评估

中国是世界最大的原油、液化天然气和煤炭进口国。中国国内消费中，72%的原油、46%的天然气和 8%的煤炭都是来自进口。2021 年原油、天然气和煤炭进口分别占中国进口总额的 9.6%、2.1%和 1.3%，相当于 GDP 的 1.5%、0.3%和 0.2%。俄罗斯是中国第二大原油和煤炭供应国，第三大天然气供应国。虽然中国与俄罗斯在其他领域的直接贸易和投资有限，但 2021 年中国从俄罗斯购买了约 8000 万吨原油、1200 万吨天然气和 5500 万吨煤炭，在中国三种产品进口总量中分别占 16%、10%和 17%（图 8.A 和 B）。

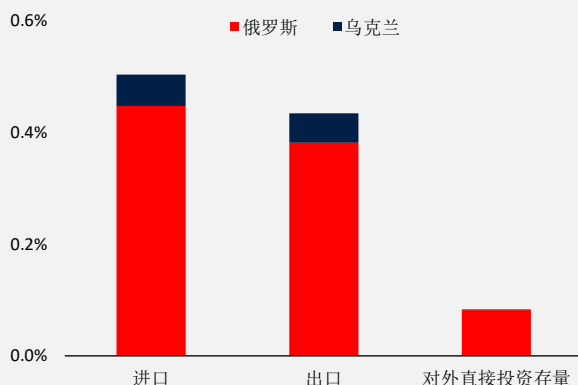
中国已成为一个食品净进口国，但食品进口占 GDP 份额仍然很小。过去十年里，随着食品需求的持续上升，中国已经从食品净出口国变成了净进口国，但食品净进口占 GDP 比重小到可以忽略不计（2000-2019 年平均为 GDP 的-0.3%）。中国消费的小麦和大米分别只有约 6.7%和 3.2%来自进口。相比之下，中国的大豆消费有 85.5%来自进口（约占 GDP 的 0.3%）。由于中国对食品进口的依赖较低，食品价格上涨（除大豆以外）对中国的影响应当是有限的。

为了应对 2021 年电力短缺和全球大宗商品价格飙升，中国扩大了能源类大宗商品的的生产。2022 年前四个月，中国石油、大豆和小麦的进口价格与全球价格同步激增。在此期间，煤炭、天然气和原油进口量分别同比下降 21%、9%和 5%。相比之下，同期国内煤炭、天然气和原油产量分别增长了 11%、6%和 4%（图 8.C）。煤炭被用来替代天然气用于发电和工业供热。由于大部分煤炭由国内生产，其价格受全球市场价格波动的影响较小。

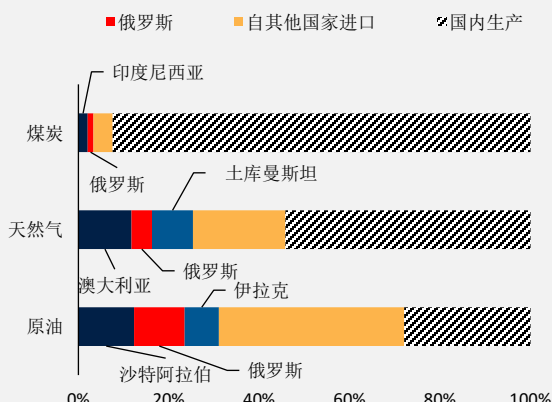
尽管中国是一个大宗商品净进口国，但战争带来的大宗商品价格冲击迄今对中国的贸易差额影响有限。总体说来，大宗商品价格上涨会恶化中国的贸易条件（Terms of trade），使进口额上涨，贸易顺差缩小。为了量化进口大宗商品价格变化对中国贸易差额的影响，我们使用局部投影方法（Local projection method）对价格冲击的脉冲响应进行了估算（Jorda, 2005）。分析发现，进口原油价格上涨使 3 月份贸易顺差占月度 GDP 比重下降了 0.6%，4 月下降了 0.3%。同样，进口大豆价格上涨使 3 月贸易顺差占月度 GDP 比重下降了 0.3%。与此同时，进口煤炭价格下跌使 3 月贸易顺差占月度 GDP 比重提高了 0.5%（图 8.D）。

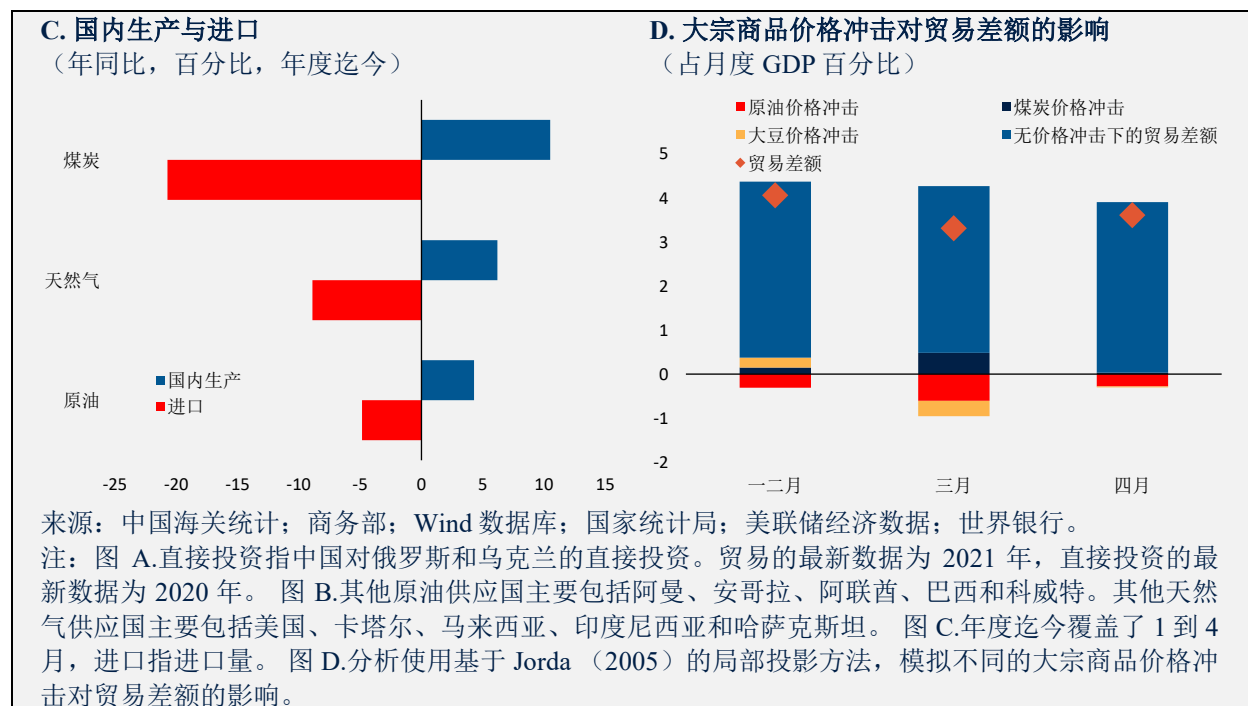
图 8. 乌克兰战争爆发后中国贸易表现恶化

A. 中国与俄罗斯和乌克兰的直接贸易与投资
（占 GDP 百分比）



B. 国产与进口能源产品份额
（占 2021 年国内消费比重）





经常账户保持顺差，资本流动波动较大

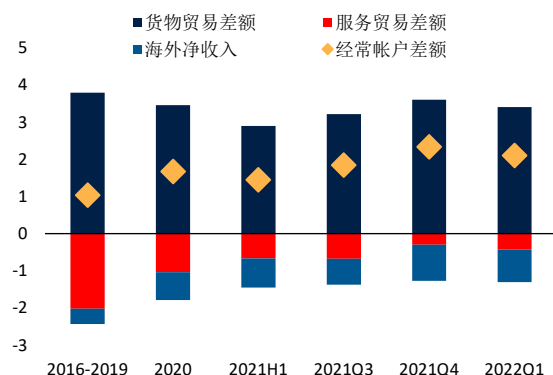
2022年一季度，强劲的货物贸易顺差使中国保持了较大的经常账户顺差。经常账户顺差占GDP比重从2021年四季度2.3%的历史高位略微下降至2.1%（图9.A）。货物出口价格上涨和进口下降造成的巨大货物贸易顺差足以抵消服务贸易和收入的逆差。

2022年一季度金融和资本账户逆差扩大。金融和资本账户逆差（包括误差与遗漏在内）占GDP比重翻了一番，从上个季度的0.6%增加到2022年一季度的1.2%。逆差激增的原因是证券投资资金外流以及中国的银行和企业海外存款增加，抵消了强劲的外商直接投资（FDI）。尽管全球不确定性加剧，但FDI净流入大幅增加，占GDP比重达到1.5%（图9.B）。证券投资在经历了较长一段时期的净流入之后，今年2月到4月期间出现了规模较大的净流出，金额达到605亿美元（占GDP的1.3%）（图9.C）。其中以债券资金外流为主，这一方面是由于中美利差收窄，另一方面是因为奥密克戎疫情和地缘政治因素带来了更高不确定性（图9.D）。尽管中国外汇储备在2022年前四个月减少了1304亿美元（占GDP的1.1%），但整体外部头寸依然强劲，截至4月底外汇储备总额为3.1万亿美元，相当于大约14个月的进口额（图9.E）。

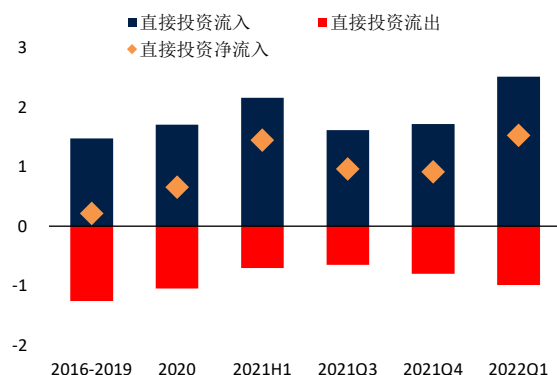
资本大量外流加上美元走强导致过去几个月人民币迅速走弱，结束了此前两年的升值趋势。2021 年，在强劲的资本流入支持下，人民币兑美元升值；但今年以来人民币兑美元已贬值约 4.4%（图 9.F）。出于对人民币快速贬值的担忧，中国人民银行 4 月将金融机构外汇存款准备金率下调了 1 个百分点至 8%。去年央行曾两次上调外汇准备金率，以减缓人民币的快速走强。

图 9. 中国维持了较为舒适的外部头寸

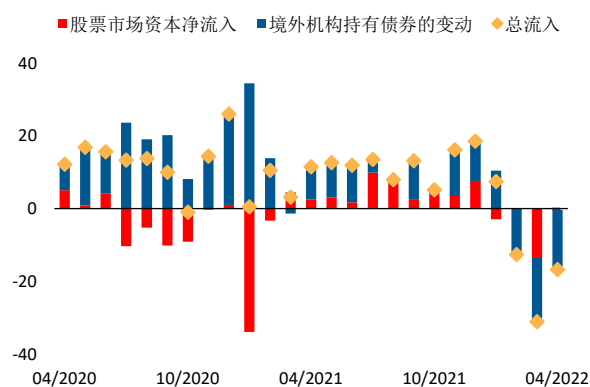
A. 经常账户差额
(占 GDP 百分比)



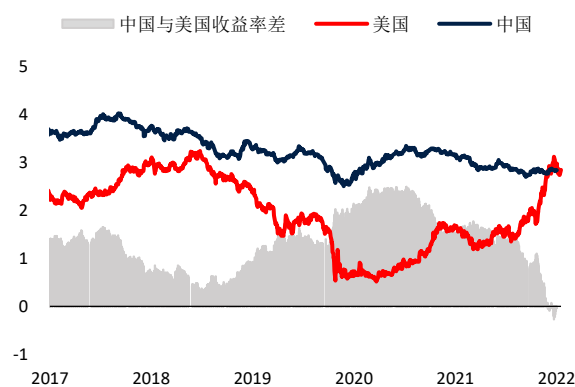
B. 外商直接投资
(占 GDP 百分比)



C. 证券投资流入
(十亿美元)



D. 中美 10 年期国债利差
(百分点)

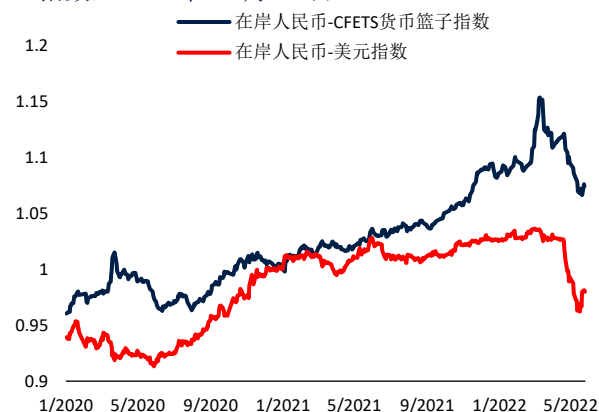


E. 外汇储备
(十亿美元)



F. 汇率

(指数, 2020 年 12 月 31 日=1)



来源：国家外汇管理局；中国人民银行；世界银行。

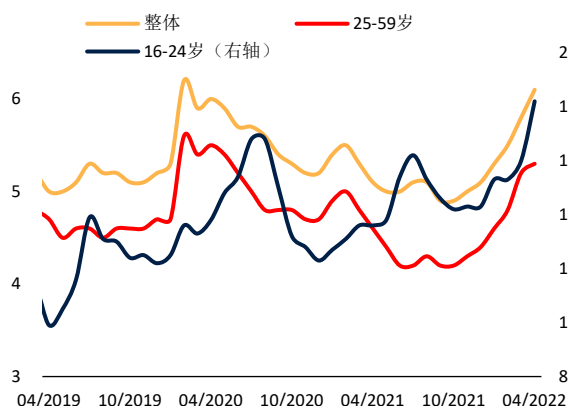
注：图 F. CFETS = 中国外汇交易中心。

疫情限制之下的劳动力市场状况令人担忧

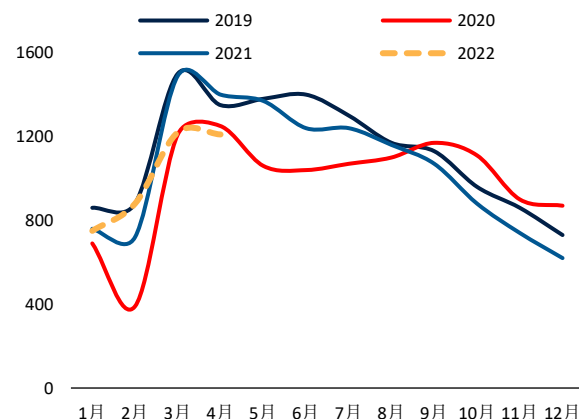
严格的管控措施暂时限制了劳动力的需求和供给。在需求方面，面对奥密克戎的传播，劳动密集型的服务行业经营尤为困难。在供给方面，占城镇劳动力 30% 左右的农民工数量降低到低于疫情前的水平（专栏 3）。4 月城镇调查失业率飙升至 6.1%，回到 2020 年初全国封控期间的最高水平。4 月份青年失业率（16-24 岁）则攀升至 18.2%，远高于疫情前水平（图 10.A）。即将到来的毕业季将有约 1080 万应届毕业生进入就业市场，是有史以来最多的一年。中国 2022 年的目标是城镇新增就业 1100 万人，与去年持平。尽管经济环境充满挑战，但前四个月仍实现了城镇新增就业 410 万，不过这低于去年同期的 440 万（图 10.B）。

图 10. 劳动力市场状况恶化

A. 城镇调查失业率
(百分比)



B. 月新增就业
(千人)



来源：国家统计局；世界银行。

专栏 3. 中国劳动力市场趋势与动态

中国劳动力市场正面临多方面挑战。新冠疫情的不确定性和地缘政治紧张局势继续给中国经济和劳动力市场造成压力。长期来看，技术进步、气候变化和人口老龄化将给中国劳动力市场带来新的挑战。本专栏概述中国劳动力市场的趋势和动态，并就如何通过进一步改革解决这些挑战提出建议。

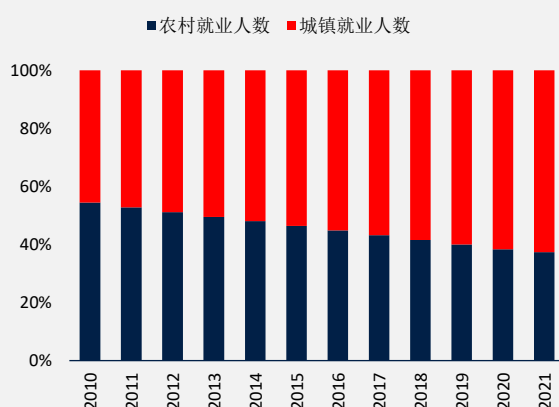
劳动力市场趋势

劳动力市场的城乡二元结构分裂是影响中国劳动力市场动态的重要因素。随着户籍制度和劳动力政策改革，城乡劳动力市场之间的联系有所加强，但两个市场仍然是分割的。大量农村劳动力就像一个随时可为城市和非农业部门注入廉价劳动力的“蓄水池”。当城市劳动力市场就业压力过大时，农村劳动力市场也可以发挥缓冲作用，帮助吸纳返乡农民工。随着时间推移，农村就业的绝对数量和占总就业比重都在下降，但在 2021 年仍占总就业的 37.3%（总就业人口约为 7.5 亿人）（图 11.A）。

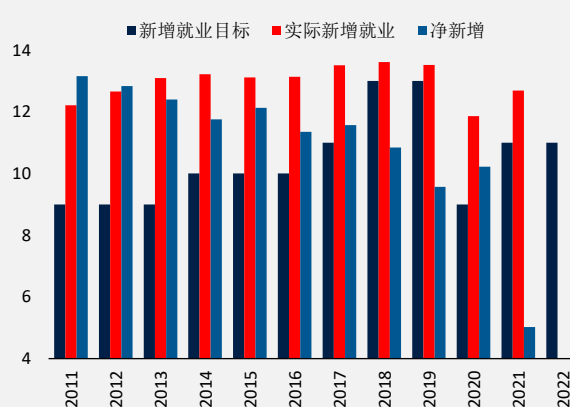
政府一直非常重视创造和促进城镇就业。政府年度工作计划会确定城镇新增就业和失业率的年度目标，并在五年发展规划中提出中期目标。过去十年，哪怕是在面临巨大疫情冲击的 2020 年，每年的城镇新增就业指标都会超额完成（图 11.B）。然而，城镇净新增就业却在 2021 年急剧下降到 500 万人的历史低点。

图 11. 中国劳动力市场的二元结构及重要性

A. 就业构成
(所占份额)



B. 城镇新增就业
(百万)



来源：国家统计局；世界银行。

就业挑战

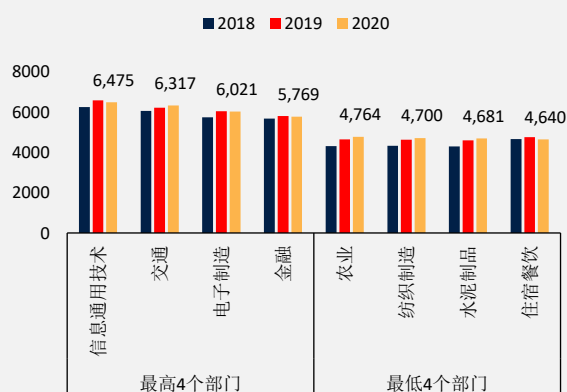
疫情加剧了原本就脆弱的农民工就业。2020 年新冠疫情暴发之初恰逢春节假期，节后 3 月份有数百万农民工困在农村老家。这导致城镇务工农民工总数收缩 1.8%，而这一点并不能反映在城镇调查失业率当中。疫情反复以及相关限制措施使企业大受打击，导致大型制造业企业和服务业小微企业中农民工的就业岗位减少。很多农民工技能水平和受教育程度较低，其中超过 70%

教育程度为中学及以下。自 2022 年 2 月起，农民工调查失业率持续上升而且高于本地城镇居民。2022 年 4 月，农民工调查失业率为 6.9%，比城镇调查失业率高 1.2 个百分点。

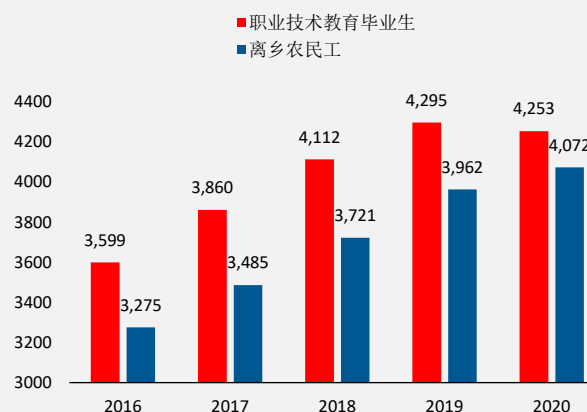
工资增长停滞不前，尤其是对应届毕业生而言。很多行业的大学毕业生起薪停滞不前，有些行业甚至有所下降。与酒店餐饮服务和农业等低端行业相比，信息通信技术和交通运输行业起薪较高（图 12.A）。与此同时，农民工月平均工资增长速度也远快于职业技术教育毕业生。因此，他们之间的工资差距已从 2016 年的 10% 下降到 2020 年的 4%（图 12.B）。

图 12. 毕业生工资增长停滞

A. 不同行业大学毕业生起步工资
(人民币元)



B. 职业技术教育毕业生与农民工工资对比
(人民币元)



来源：国家统计局；麦可思（Mycos）；世界银行。

注：图 B 中数据为毕业六个月后平均工资。

对教培和房地产等行业的监管干预也给城市劳动力市场带来了额外压力。政府于 2021 年 7 月颁布规定，关闭了 70 多万家校外培训机构²，而这些机构雇用的员工超过 680 万。同时，房地产业下滑也对就业产生了影响，2021 年有很多房地产企业申请破产。

从中期来看，中国的绿色转型和数字化转型也将对劳动力市场带来巨大的机遇与挑战。初步估算显示，高碳行业面临的就业挑战十分严峻。如果只考虑正规就业，高碳部门现在大概有 5440 万人就业（占其所在行业总就业的 15%）；如果将非正规就业也包括进去，则共有约 3 亿人（占其所在行业总就业的 39%）。与此同时，中国信息与通信技术的快速发展和数字化转型创造了大量新型就业岗位，它们已成为城镇劳动力市场的重要组成部分。据国家信息中心估计，2020 年中国约有 8400 万平台从业人员。预计中国与数字技术相关的工作岗位将从 2018 年的 1.91 亿增长到 2025 年的 3.79 亿³。

政策启示

实施促进就业的政策，稳定就业和劳动力市场。鉴于劳动力市场状况恶化，政策制定者应当更加重视稳定劳动力市场、创造就业机会。政府已经采取了减税、推迟社保缴费、降低融资成本

² 2021 年 7 月《中国企业家》杂志的估算。

³ 中国信息通信研究院（CAICT）和中国综合开发研究院（CDI）的估算。

等支持措施，尤其是支持中小企业。其他稳定劳动力市场的措施还可以包括提供就业供需对接服务和以工代赈等。

扩大失业保险覆盖面可以加强对非正规就业人员的社会保障。当前失业保险制度仅覆盖约 47% 的城镇就业，其中大部分是正规就业人员。扩大失业保险覆盖面需要将失业保险与户籍脱钩（不再要求参保人拥有当地城镇户口）。同时，应将失业保险金从市级统筹变为省级统筹，并最终实现全国统筹，且这一点至关重要。统一的全国失业保险制度可以促进劳动力流动，加强对面临失业风险劳动者的社会保障。

应加强现有的积极劳动力市场项目的相关性、质量和有效性，以应对当前和未来的就业挑战。积极劳动力市场项目（ALMP）可以在提高人力资本、促进劳动力流动、完善就业供需对接和提高就业质量等方面发挥重要作用。在现有 ALMP 的基础上，政府仍有增加公共投入以及通过创新设计提高项目相关性、质量和有效性的空间。实施更有力 ALMP 的一个重要先决条件是建立更完善、更全面的劳动力市场信息系统，把农民工完全纳入其中，并使其具备更强的跨辖区合作性。这样就可以为劳动者提供定制化的就业服务和技能再培训，提高他们的就业能力，同时为高质量经济增长提供支持。

建立综合一体的劳动力市场监测系统，为更有效的政策设计提供信息。随着劳动力市场的演变和工作性质的变化，需要通过进一步改革来加强劳动力市场统计工作。全面涵盖城镇和农村劳动力市场的综合性就业与失业统计体系，对监测就业总体趋势与挑战非常重要，同时也可以为循证决策提供指导，推动实现充分就业、高质量就业的政策目标。

居民消费价格涨幅上升，工业生产者出厂价格涨幅下降

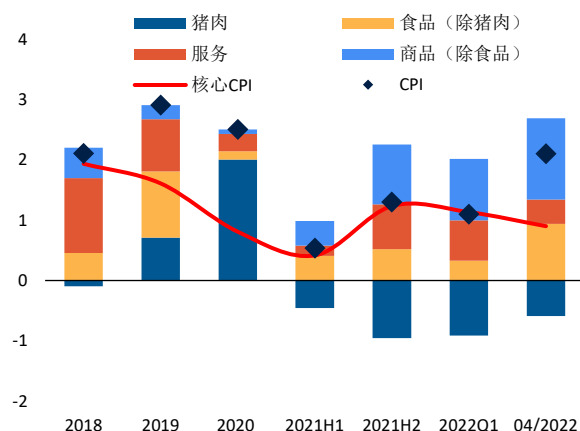
居民消费价格（CPI）同比涨幅温和上升，反映了消费需求疲软情况下燃料价格上涨的影响。1-2 月 CPI 同比涨幅降至 0.9%，但 3-4 月提升至 1.8%。这种涨幅主要受以下几个因素影响：运输成本增加，猪肉价格降幅缩小导致食品价格通缩消退，国际大宗商品价格上涨导致谷物相关价格上升（图 13.A）。另一方面，由于多地疫情暴发，消费者需求仍显疲软，因此，排除了波动较大的食品和能源价格的核心通胀在前四个月保持在了 1.1% 的较低水平。

尽管进口价格上涨、供应链受到扰乱，工业生产者出厂价格（PPI）同比涨幅还是从原有高基数上有所下降。PPI 通胀从去年 10 月 13.5% 的峰值逐渐下降至今年 1 到 4 月的平均 8.6%，主要反应了高基数效应的影响。地缘政治紧张局势拉动国际能源和金属价格上涨，加之国内供应链阻塞，导致中国上游行业的 PPI 同比涨幅在 2022 年前四个月处于高位（图 13.B）。与此同时，自 2021 年下半年以来，中国下游行业的 PPI 同比涨幅基本保持在 0.5% 左右，表明从上游到下游行业的通胀传导效应有限。

图 13. CPI 同比涨幅抬头，PPI 同比涨幅继续回落

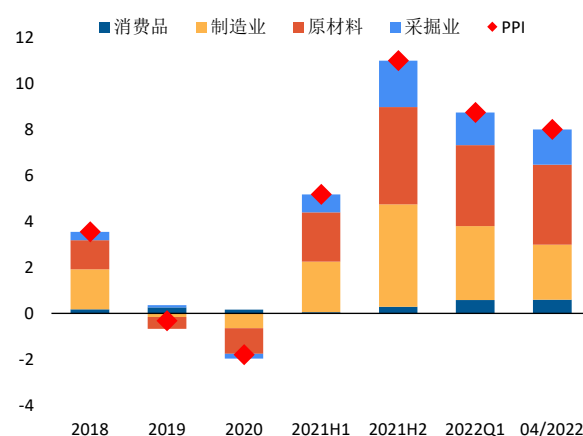
A. 居民消费价格指数分解

(对 CPI 变动的贡献, 百分点)



B. 工业生产者出厂价格指数分解

(对 PPI 变动的贡献, 百分点)



来源：国家统计局；世界银行。

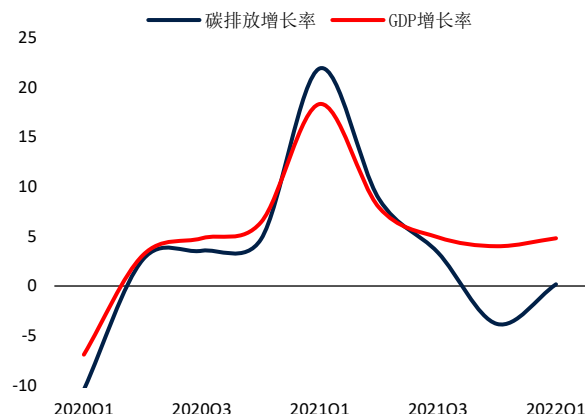
中国碳排放暂时性上涨

中国碳排放继去年下半年大幅下滑后，今年一季度略有上升。2021 年四季度，中国碳排放因房地产和基建投资下滑而同比收缩 3.8%，但 2022 年一季度则同比增长 0.2%（图 14.A）。碳排放增加的主要原因是电力部门排放量增加，抵消了工业部门带来的碳排放下降（图 14.B）。政府鼓励煤炭增产的措施推高了电力部门的碳排放。2021 年下半年多省出现电力短缺，同时煤炭价格大幅上涨，引发了中国对能源安全的担忧。因此政府重新肯定了煤炭和火力发电的重要性，推动扩大国内煤炭生产，并从 2022 年 4 月开始对煤炭进口实行零关税。2022 年前四个月中国煤炭产量达到 14 亿吨，比去年同期增加 11.8%。

图 14. 一季度碳排放量略有上升

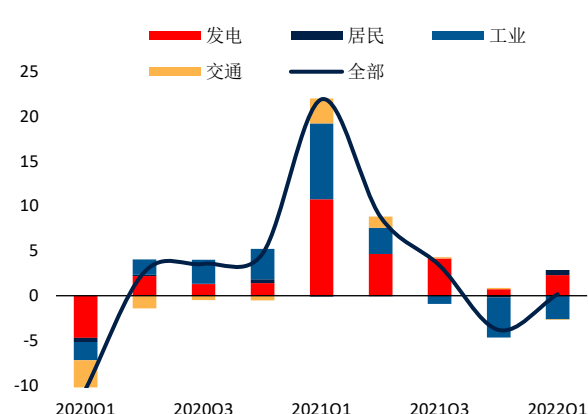
A. 碳排放增长与 GDP 增长

(年同比, 百分比)



B. 各部门碳排放

(增长贡献率, 百分点)



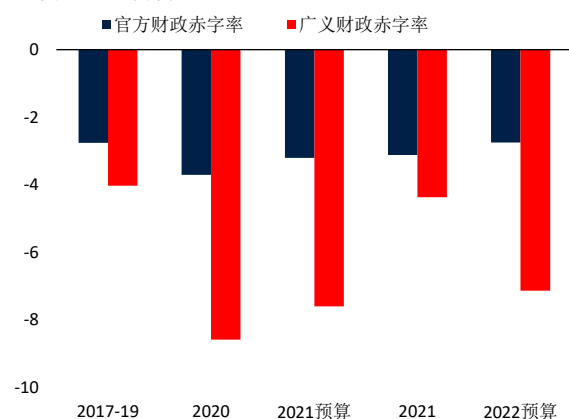
来源：全球实时碳数据（Carbon Monitor）；世界银行。

大幅财政扩张支持经济增长

中国已着手开展积极的财政扩张，以克服经济增长面临的困难。虽然今年官方赤字目标仍较为保守，占 GDP 比重 2.8%。但包括了一般公共预算和其他预算账户的广义财政收支的赤字规模将达到 GDP 的 7.1%，远高于 2021 年的 4.4%（图 15.A）。此前，2021 年中国政府实行了相当于 4.2 个百分点 GDP 的财政紧缩，当时是利用疫情后的经济反弹来重建财政缓冲（表 1）。2022 年的预算计划通过发行地方政府专项债来筹集大量资金用于基础设施建设。尽管 2022 年专项债发行额度定为 3.65 万亿元人民币（占 GDP 的 3.0%），与 2021 年持平，但考虑到去年未用完的专项债资金结转（约 1.06 万亿元），实际额度可能更高。在财政收入方面，预算中包括了大幅减税和退税，主要惠及中小企业和出口企业，总额达 2.5 万亿元人民币（占 GDP 的 2.0%），比去年翻了一番多（图 15.B）。今年的预算中，中央对地方政府的转移支付约为 9.8 万亿元（占 GDP 的 8.0%），比去年提高 18%，以补偿各省土地出让收入的下滑。5 月，政府又推出了旨在稳定经济的额外政策措施（估计占 GDP 的 0.4%），包括对更多行业增加退税、将社保费用缓缴政策延至年底、降低汽车购置税、将中小企业的信贷额度提高一倍等。

图 15. 财政扩张

A. 官方和广义财政赤字
(占 GDP 百分比)



B. 减税退税
(万亿元人民币)



来源：财政部；世界银行。

注：图 A. 广义财政收支（预算内）为一般公共预算（不包括稳定基金的调入与调出）、政府性基金预算、国有资本经营预算和社会保险基金预算之和。图 B. 2022 年新增退税政策是 2022 年 5 月 23 日国务院会议上宣布的。

表 1. 部分财政指标

(除非另有说明, 单位为十亿元人民币)	2019	2020	2021 预算	2021	2022 预算
一般公共预算					
收入	21,259	20,920	21,442	21,425	23,343
收入 (占 GDP 百分比)	19.3	18.0	17.7	17.7	17.1
中央政府	8,931	8,277	8,945	9,146	9,488
地方政府 (不包括来自中央的转移支付)	10,108	10,012	10,820	11,108	11,526
从预算稳定基金调入和其他调整	2,220	2,630	1,677	1,171	2,329
支出	24,019	24,673	25,012	24,996	26,713
支出 (占 GDP 百分比)	24.2	24.2	22.4	21.5	21.8
中央政府 (不包括对地方政府的转移支付)	3,512	3,510	3,502	3,505	3,557
地方政府	20,374	21,049	21,461	21,127	23,106
补充预算稳定基金和其他调整	133	114	50	364	50
官方财政赤字	-2,760	-3,753	-3,570	-3,571	-3,370
官方财政赤字 (占 GDP 百分比)	-2.8	-3.7	-3.2	-3.1	-2.8
政府性基金预算结余	-714	-2,451	-3,674	-1,564	-4,035
社会保障基金预算结余	841	-201	277	686	786
国有资本经营预算结余	168	222	123	256	161
广义财政赤字*	-4,552	-8,699	-8,471	-5,001	-8,737
广义财政赤字 (占 GDP 百分比)	-4.6	-8.6	-7.6	-4.4	-7.1
注: 名义 GDP**	98,652	101,357	111,563	114,367	122,545

来源: 财政部; 世界银行

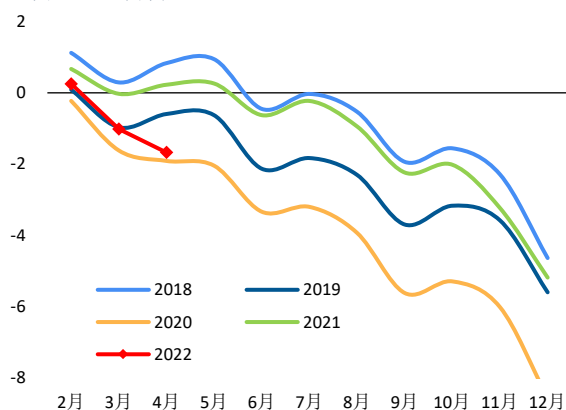
注: * 广义财政平衡 = 一般公共预算结余 (不包括稳定基金的调入与调出) + 政府性基金预算结余 + 社保基金预算结余 + 国有资本经营预算结余; **2022 年名义 GDP 为预测值。

2022 年前四个月财政支出增长强劲而收入增长乏力, 综合财政赤字显著扩大。今年前四个月, 一般公共预算和政府性基金预算合并的综合财政赤字占 GDP 比重为 1.7%, 而去年同期是收支平衡 (图 16.A)。一方面, 因为保增长的政策前置发力, 财政支出急剧增加 (图 16.B)。前四个月财政支出同比增速提高至 12.8%, 其中大部分是基础设施建设支出。另一方面, 经济放缓导致税收下降, 综合财政收入同比收缩 10.2%。非税收入保持较好, 这主要受益于中国人民银行向财政上缴的结存利润。相比之下, 同期土地出让收入同比大幅收缩 29.8%, 反映了房地产行业的持续低迷。

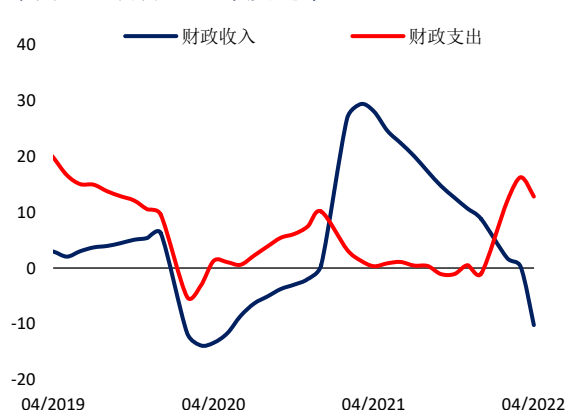
为公共投资融资的地方政府专项债的发行 2022 年开局强劲, 反映了财政刺激力求前置发力的特性。到 4 月底, 全年地方专项债发行额度已完成 38.4% (图 16.C)。因此, 前四个月政府债券净融资占 GDP 比重从去年同期的 0.8% 提高到今年的 1.6% (图 16.D)。

图 16. 综合财政赤字扩大

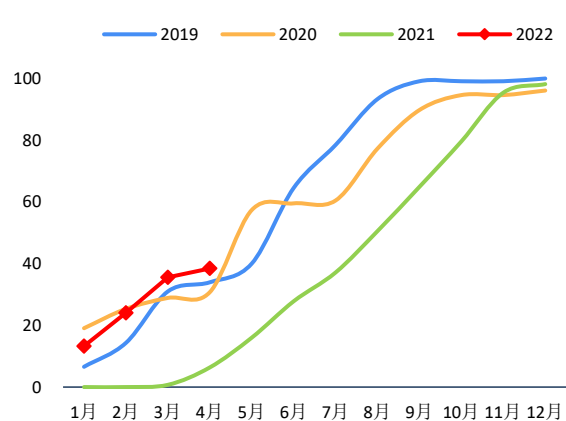
A. 综合财政赤字
(占 GDP 百分比)



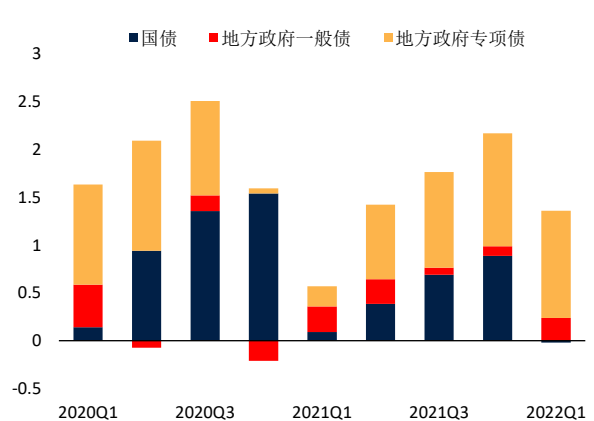
B. 综合财政收支变动
(年同比, 百分比, 年度迄今)



C. 地方政府专项债发行进度
(占全年额度百分比)



D. 政府债券净融资
(占 GDP 百分比)



来源：国家统计局；财政部；世界银行。

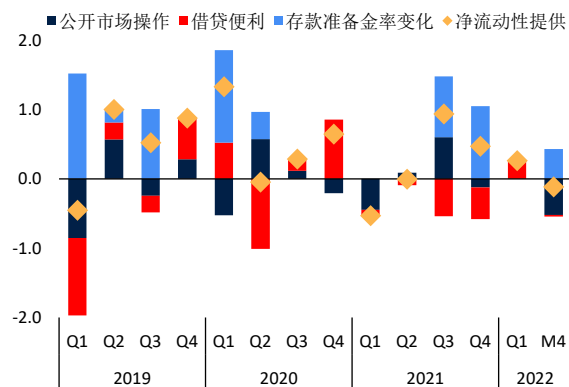
注：图 A. 综合财政赤字为一般公共预算赤字与政府性基金预算赤字之和。

奥密克戎疫情的扰动导致私人信贷需求疲软

中国人民银行已放松了货币政策立场以支持经济增长。人民银行继续采用窗口指导，通过引入多种再贷款工具将信贷资金引向实体经济。近几个月来，人民银行陆续推出了针对运输物流、科技创新以及绿色产业等领域的一系列再贷款计划。央行最近将五年期贷款市场报价利率（LPR），同时也是住房抵押贷款的基准利率，下调了 15 个基点至 4.45%，但将一年期 LPR，即银行贷款的基准利率，保持在 3.7% 不变。此前央行已在 1 月份将一年期和五年期基准利率分别小幅下调了 10 个和 5 个基点。央行还将所有银行的存款准备金率下调了 25 个基点。尽管不确定性增加，但由于流动性供应充足，最近几周市场利率呈小幅下降趋势（图 17.A 和 B）。

图 17. 充足的流动性推动市场利率下行

A. 净流动性注入
(占 GDP 百分比)



B. 市场利率
(百分比)



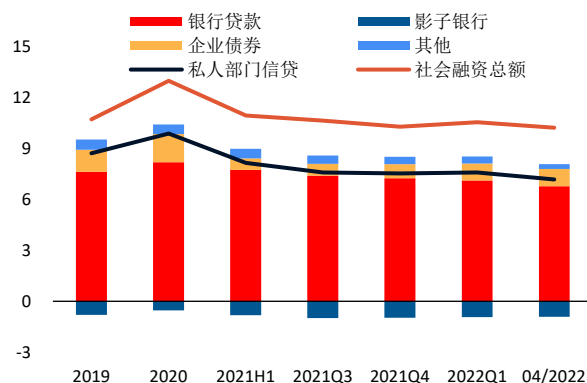
来源：中国人民银行；世界银行。

注：图 A. 净流动性注入包括中国人民银行通过以下工具注入的净流动性：常备借贷便利（SLF），中期借贷便利（MLF），定向中期借贷便利（TMLF），抵押补充贷款（PSL），专项再融资（SPRF），以及专项再贷款或再贴现工具。

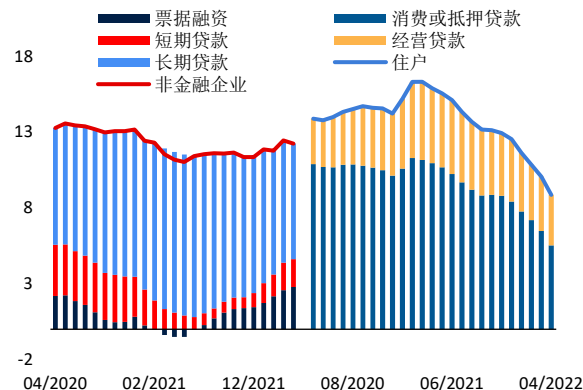
尽管信贷增长有所回升，但私人部门的信贷需求仍然疲软。社会融资总量（衡量信贷增长的广泛指标）同比增幅从 2021 年四季度的 10.3% 上升到 2022 年一季度的 10.6%，但在 4 月疫情暴发后降为 10.2%（图 18.A）。前期信贷增长反弹的原因包括地方政府专项债发行增速和企业票据融资进一步回升。尽管稳增长的政策刺激措施前置发力，但近期疫情多次反复加剧了不确定性，导致私人部门信贷需求减弱。短期和长期住户贷款增长均放缓，反映出消费者信心下降和住房抵押贷款需求的减少。长期企业贷款增长也有所下滑，但下滑速度较前几个月慢，这可能表明日益走强的基建贷款部分抵消了私人部门贷款的疲软（图 18.B）。

图 18. 信贷增长略有提速，但私人部门信贷需求依然不振

A. 社会融资总量和私人部门信贷增长
(年同比, 百分比)



B. 企业和住户贷款增长
(年同比, 百分比)



来源：中国人民银行；世界银行。

注：图 A.私人部门信贷不包括政府债券，但包括对国有企业和地方政府融资平台的信贷。

房地产监管有所放松，但市场继续回落

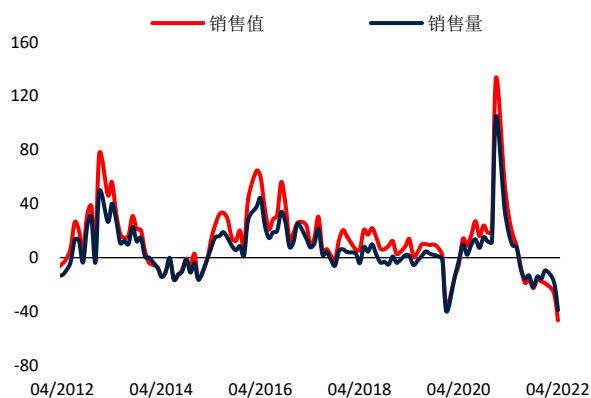
2021 年下半年开始的楼市低迷延续到了 2022 年一季度。面对消极市场情绪和疫情反复，购房者信心仍然疲软。截至 2022 年 4 月底，新房销售额和销量同比分别收缩 29.5% 和 20.9%（图 19.A）。各类城市的新房和二手房房价增速均继续下滑（图 19.B）。最近几周政策进一步放松，人民银行下调了五年期 LPR。一些城市也放宽了购房限制，银行也收到了关于加快住房抵押贷款审批和降低房贷利率的官方通知。

房地产企业利用债务市场融资的渠道仍然受到限制。2022 年前四个月，房企在境内外市场每月平均发行债券仅 574 亿元，而 2021 年同期月均发行 1021 亿元。由于对房企财务状况的担忧持续存在，房企获得的债券净融资已经收缩，而投资者信心不足意味着房企的离岸美元债券收益率仍保持高位（图 19.C 和 D）。近几个月的人民币贬值将提高房企离岸债券的偿债成本，也使债务再融资变得更加昂贵。在这种情况下，房企的流动性压力不太可能很快减轻，可能会有更多房企违约和评级下调的案例出现。

图 19. 中国房地产市场继续回落

A. 新房销售额和销量变动

（年同比，百分比）

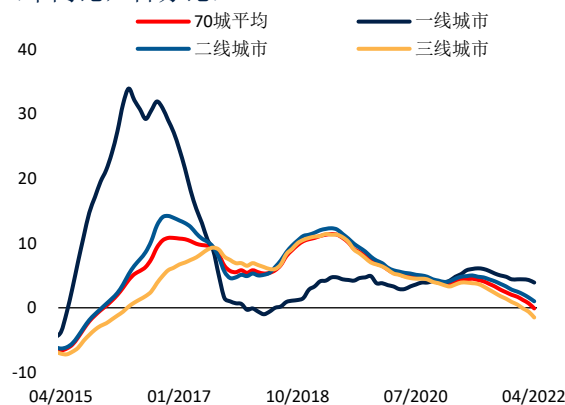


C. 房地产开发商净融资

（十亿元人民币）

B. 新房价格变动

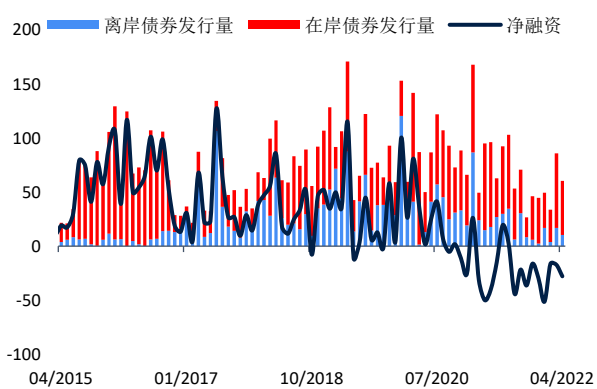
（年同比，百分比）



D. 离岸市场企业债券收益率

（百分比）

中国经济简报-2022 年 6 月



来源：国家统计局；Wind 数据库；世界银行。

财政扩张暂停了去杠杆进程

由于大规模财政扩张以及货币政策放宽，今年中国的债务占 GDP 比率上升。2022 年一季度末，包括外债在内的债务占 GDP 比率上升 4.5 个百分点，达到 283.1%（图 20.A）。相比之下，去年政府采取多种措施去杠杆，使债务占 GDP 比率在 2021 年下降了 7.4 个百分点。与此同时，外债总额保持稳定的低水平，2022 年一季度末外债占 GDP 比率约为 12.1%。目前，总债务占 GDP 比率比疫情前高出约 23.6 个百分点。

大力推动基础设施建设增加了公共部门债务。尽管中央政府的债务大体保持稳定，但地方政府预算内和预算外的债务均有所上升。房地产业的低迷减少了土地出让金收入，迫使地方政府增加借贷。因此，地方政府债务占 GDP 比重已从 2021 年底的 26.6% 提高到 2022 年一季度的 27.3%（图 20.B）。与此同时，由于银行对基础设施建设项目的贷款增加，国有企业和地方政府融资平台的债务也在增长。

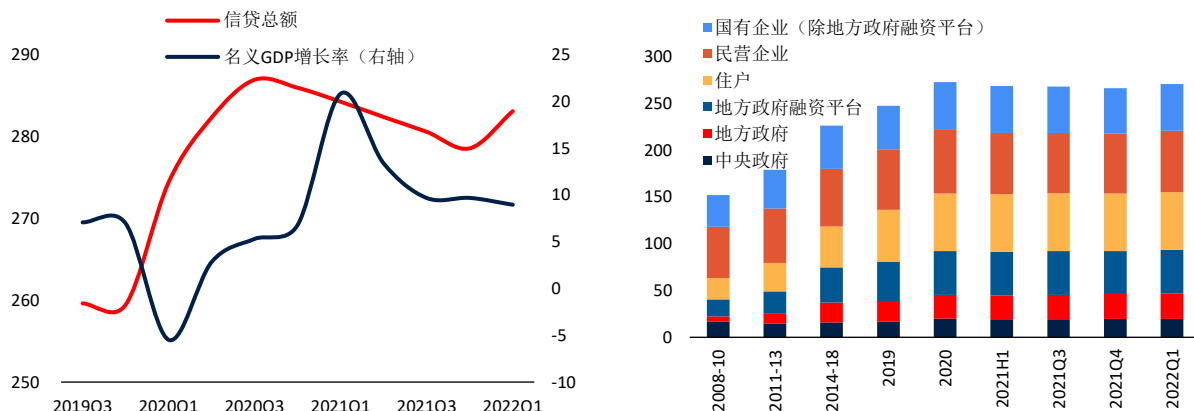
企业部门债务增加，但住户部门的杠杆率继续改善。到 2022 年一季度末，企业部门（不包括地方政府融资平台）债务占 GDP 比重从前一季度的 112.6% 上升至 115.8%。民营企业和国有企业（不包括地方政府融资平台）均助推了企业部门的债务增长。企业短期债务的增加尤为明显，这一方面是对相关政策做出的反应（如当局针对现金流短缺问题而注入流动性），另一方面是受制于企业利润的减少。与此同时，房地产市场疲软导致住房抵押贷款下滑，住户部门杠杆率因此下降。由于消费者信心减弱，非住房消费债务也有所下滑，住户部门负债占 GDP 比重从 2021 年三季度 61.7% 的峰值降至 2022 年一季度的 61.4%。

受房地产行业拖累，境内外市场的企业债券违约率均有上升。2022 年一季度境内市场的违约金额为 127 亿元人民币（20 亿美元），远高于 2021 年四季度的 45 亿元（6.798 亿美元）。这些违约当中约 76% 来自房地产行业。同时，今年一季度中国企业在境外市场的债券违约金额达 23 亿美元，全部来自房地产企业。

图 20. 债务占 GDP 比率上升

A. GDP 增长和信贷总量与 GDP 之比
（占 GDP 百分比；年同比，百分比）

B. 国内非金融部门债务
（占 GDP 百分比）



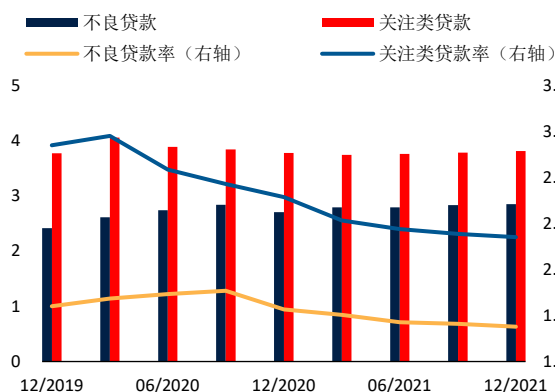
来源：中国人民银行；Wind 数据库；CEIC 数据库；世界银行。

银行业总体良好，但农村银行显露脆弱性

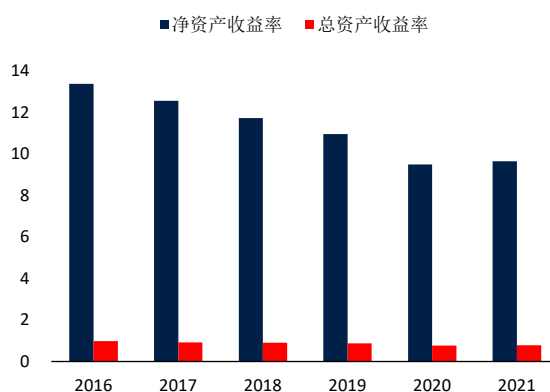
商业银行贷款组合信用质量总体有所改善，但银行业盈利能力依然较弱。不良贷款（NPL）和关注类贷款（SML）占比继续下降，到 2021 年底分别为 1.7% 和 2.3%，均低于疫情前水平（图 21.A）。主动解决问题贷款的措施可能推动了这种改善：2021 年，商业银行共处置不良贷款 3.1 万亿元，占银行贷款余额的 1.9%。另一方面，对中小企业贷款的监管宽容结束、房地产业持续疲软、疫情相关限制和地缘政治不确定性这些因素都可能增大银行的信用质量压力。与此同时，扩大问题贷款的认定范围、提高风险拨备，再加上净息差收窄，这些都削弱了银行的盈利能力。尽管银行业 2021 年的净资产收益率（ROE）和总资产收益率（ROA）较上一年有所改善，但仍明显低于 2019 年底的水平（图 21.B）。

图 21. 银行贷款质量有所改善，但盈利能力依然较弱

A. 不良贷款和关注类贷款增长
(万亿元人民币；百分比)



B. 银行业净资产收益率和总资产收益率
(百分比)

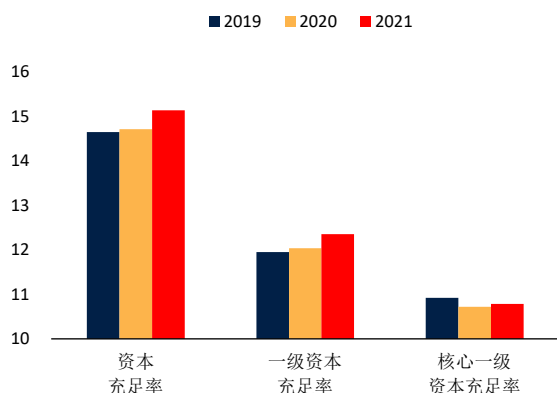


来源：Wind 数据库；世界银行。

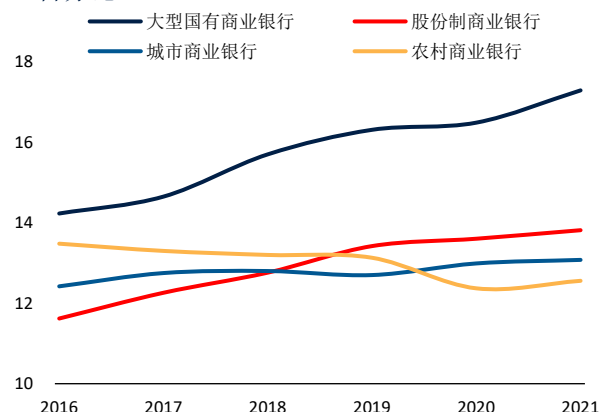
银行业总体看来资本充足，这可能主要是因为大型国有银行的资本状况显著改善。商业银行总体资本充足率（CAR）在 2021 年底达到 15.1% 的高位，比一年前高出 43 个基点，比 2019 年底高出近 50 个基点（图 22.A）。2021 年大型国有银行（占商业银行总资产的 46.8%）报告的资本充足率同比大幅增长，而股份制银行和地方性银行的改善则要小得多（图 22.B）。相比之下，小型地方银行和股份制银行的资本状况较差，因此它们服务于地方经济以及抵御不利市场条件的能力也较弱。

图 22. 银行业资本充足

A. 资本充足率
(百分比)



B. 不同类型银行的资本充足率
(百分比)

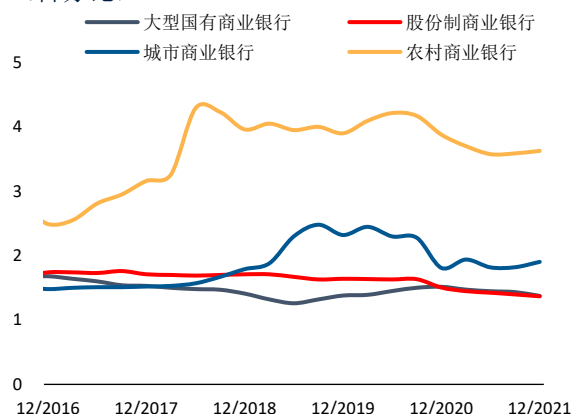


来源：Wind 数据库；中国银行保险监督管理委员会；世界银行。

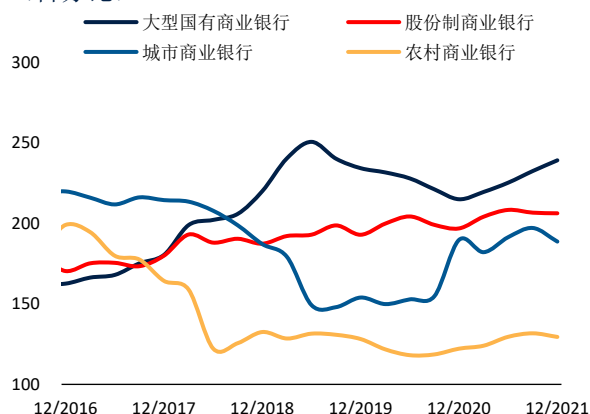
农村银行仍是风险最高的部门，继续表现出局部脆弱性。尽管 2021 年农村商业银行的贷款质量和贷款拨备覆盖率有所改善，但仍明显低于其他银行类型。截至 2021 年底，农村银行的不良贷款率为 3.6%，拨备覆盖率为 129.5%（图 23.B）。根据中国人民银行 2021 年第四季度的评估，包括村镇银行和信用社在内的农村金融机构的风险仍属最高，但被评为“高风险”的金融机构数量有所减少。

图 23. 农村银行仍是风险最高的部门

A. 各类银行不良贷款率
(百分比)



B. 各类银行拨备覆盖率
(百分比)



来源：Wind 数据库；世界银行。

II. 前景、风险和政策考虑

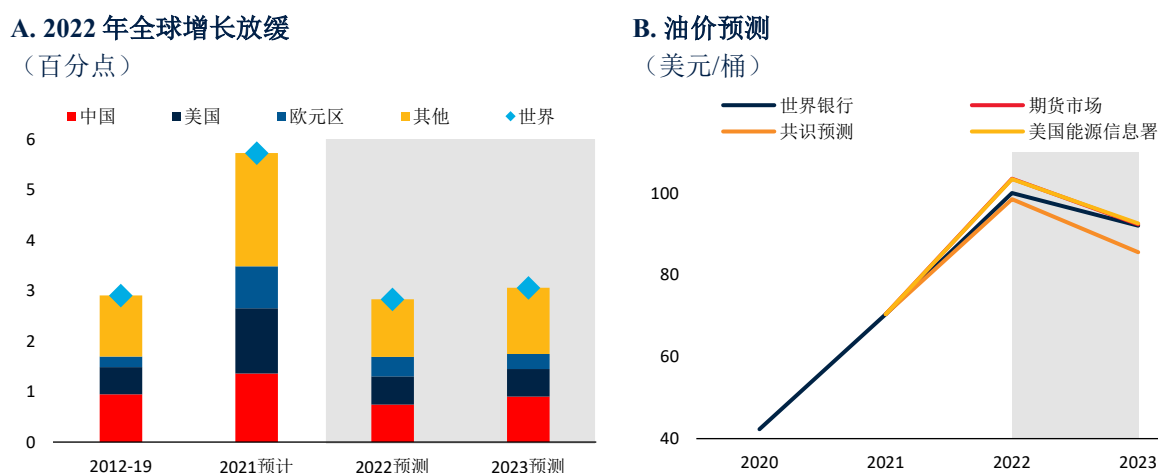
全球前景

2022 年中国面临极具挑战性的全球环境。能源价格飙升和贸易扰乱阻碍全球经济从疫情冲击中复苏，而俄罗斯对乌克兰的入侵以及相关制裁则使形势更为严峻。根据世界银行 6 月份的预测，全球经济增速预计从 2021 年的 5.7%放缓至 2022 年的 2.9%，这比世行 1 月份的预测下调超过 1 个百分点（世界银行，2022）。由于逐步退出疫情期间的财政和货币政策支持，加上乌克兰战争的影响，发达经济体的经济增速预计将从去年的 5.1%下降到今年的 2.6%。尽管仍未完全从疫情中恢复，今年新兴市场和发展中经济体的增速也会放缓，预计将从 6.6%下降到 3.4%，大致为去年增速的一半。

乌克兰战争加剧了物价压力，许多国家通胀达到数十年以来的高位，并徘徊在目标通胀之上，推高了通胀预期。为遏制通胀，各大经济体的央行已经提高了名义政策利率，但很多国家的实际利率仍为负值。进一步的控通胀措施将导致全球融资条件持续收紧、借贷成本上升、经济增长下滑。发达经济体的加息预期上升，自 4 月以来，市场已将 2022 年美国 and 欧元区利率再提高 30 个基点的预期融入了资产定价。持续的高通胀，叠加增长疲软，为接下来可能到来的滞胀期埋下伏笔。

由于乌克兰战争进一步扰乱全球贸易，全球经济复苏中来自贸易的驱动力逐渐减弱，预计 2022 年全球贸易增长将放缓至 4.0%。国际流动性有望改善，但面对不确定性加剧、全球需求快速降温以及战争造成运输成本高企等因素，总体仍将保持低迷。预计 2022 年能源价格比上年提高 52%，布伦特原油价格将达到平均每桶约 100 美元。预计今年农产品价格上涨 18%，原因是俄乌两国粮食产量下降以及燃料、农药、化肥等投入品成本大幅提高。预计 2022 年金属价格上涨 12%，鉴于俄罗斯作为金属出口国的重要性相对较低，因此预计俄乌战争对金属价格的影响不如对能源价格的影响持久。

图 24. 预计 2022 年全球经济增长放缓



来源：彭博社；Haver Analytics；石油输出国组织（OPEC）；美国能源信息署；世界银行。

注：图中显示了各地区对 2021 和 2022 年全球增长的贡献率，并与 2015-2019 年的情况对比。阴影区域为预测值。图 A 中，2022 和 2023 年数据基于世界银行 2022 年 6 月《全球经济展望》的预测。图 B 中，阴影区域为预测价格。“共识预测”（Consensus）指 2022 年 3 月的共识公司的调查结果。“期货”指 2022 年 3 月的期货价格。“美国能源信息署”（EIA）指该署对布伦特原油价格的预测（EIA 2022）。

中国前景

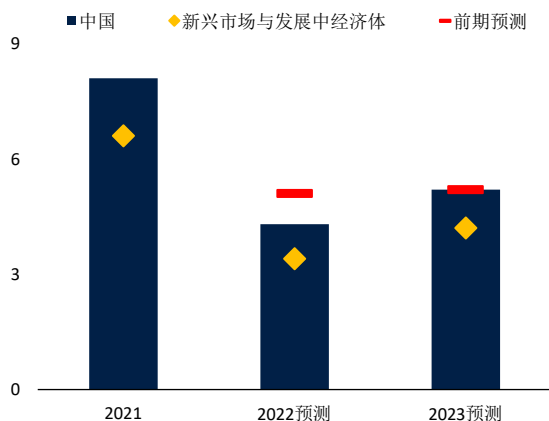
2021 年中国增长率达到 8.1%，但预计 2022 年将大幅放缓至 4.3%，远低于潜在增长率（图 25，表 2）。下调今年增长率的预测是因为出现新的传染性更强的新冠变种这一下行风险已然成为现实。如果下半年能以更高效的方式控制疫情，那么在大规模财政刺激、适度货币宽松以及房地产业监管进一步放松等旨在缓解经济下滑的措施的推动下，增长势头有望逐步反弹。但是这种反弹也不足以挽回 3 月与 4 月的奥密克戎疫情以及相关限制持续所造成的经济损失。

对 2022 年的增长预测比去年 12 月《中国经济简报》的预测下调了 0.8 个百分点，是基于若干假设。首先，预计中国将维持动态清零政策，致力于更早介入以避免大规模的封控；其次，中国将继续面对新冠疫情的反复，但其破坏性和经济代价将低于 2022 年一季度；第三，经济活动将会正常化，但由于出口下降，消费者信心和商业信心疲软，2022 年第三季度经济活动正常化将是一个渐进的过程；第四，基线预测是建立在已经宣布并纳入预算的财政刺激措施之上的，尚未囊括其他额外的财政刺激，尽管在基线预测下，额外的货币宽松和进一步放宽监管以稳定房地产行业是可能的。

图 25. 增长预测

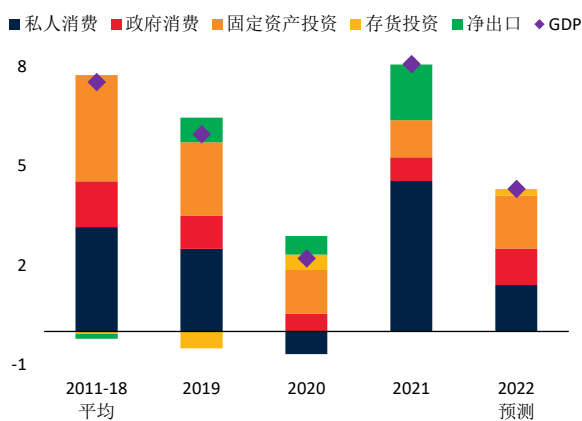
A. 全年 GDP 增长预测

(年同比, 百分比)



B. GDP 支出构成

(增长贡献率, 百分点)



来源：Haver Analytics；世界银行。

注:图 A 中, 新兴市场和发展中经济体 (EMDE) 合计数据是基于 2022 年 6 月发布的《全球经济展望》报告 (世界银行, 2022)。

预计总需求的构成将向内需倾斜。由基础设施建设拉动的投资增长预计将会加速, 部分抵消因疫情反复、相应管控措施和消费者信心低迷而导致的实际消费增长的疲软。面对地缘政治冲突加剧和乌克兰战争的影响, 在推动经济远离高污染、高能耗产业的技术转型支持下, 绿色投资将有所扩大。鉴于全球经济增速预计大幅下滑, 净出口对推动经济增长的作用将微不足道。

从供给侧来看, 工业生产仍将是经济增长的主要动力。由于基础设施投资强劲增长, 预计工业生产增长将会加速, 并且向高附加值、低污染、低能耗的制造行业转移, 同时在政府力求保障能源安全的背景下, 采矿业将会保持高速增长。房地产市场的疲软将拖累与房地产相关的服务业, 再加上受到疫情反复的影响, 整体服务业的复苏将继续滞后。

受全球需求疲软和供给侧制约的影响, 预计今年经常账户盈余缩小, 只达到全年 GDP 的 1.3%。今年全球主要经济体增长将放缓, 全球贸易增速预计低于 5%, 因此中国将面临急剧下降的外部需求。再加上受基数效应影响, 预计 2022 年出口增长将从去年的高点回落。此外, 供给侧的制约 (包括全球半导体短缺、航运扰乱和运费高企等) 预计还将持续一段时间并拖累出口, 尤其是在 2022 年。在内需疲软和供应链扰乱的情况下, 进口增长预计将保持低迷。

大宗商品价格上涨将导致 2022 年居民消费价格同比增幅温和上升至 2.3%。通胀的变动将反映进口食品和燃料价格上涨的传导效应, 以及国内食品价格上涨的影响。其中, 食品价格通胀提高是由于今年中国 CPI 增幅的一个重要驱动因素——猪肉价格通缩是因其基数效

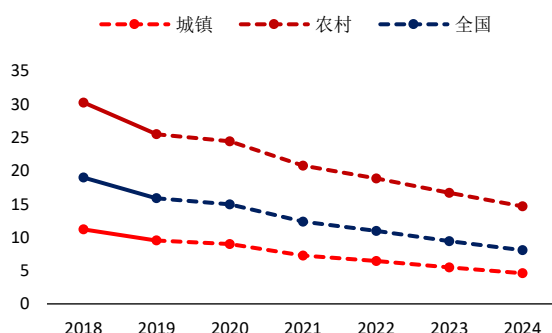
应逐步消退而收窄所导致的。在疫情反复、消费支出疲软的形势下，预计核心通胀将保持稳定。

经济放缓和通胀加速将使减贫步伐放慢。按照国内的贫困线即每人每天 2.30 美元（2011 年购买力平价）计算，中国已经基本消除了农村极端贫困；但如果按照中等偏高收入国家的典型贫困线，即每天 5.50 美元（2011 年购买力平价）来算，2022 年中国预计仍有约 11% 的人口（1.55 亿人）低于这个消费水平（图 26.A）。以这个标准衡量，预计 2022 年只有 1,900 万人摆脱贫困，而这一人数在 2021 年估计有 3,600 万（图 26.B）。在剩余贫困人口中，有 37% 生活在城镇地区，这意味着今后提高弱势群体福利水平的政策需要城乡兼顾。

图 26. 预计减贫工作将回到疫情前的节奏

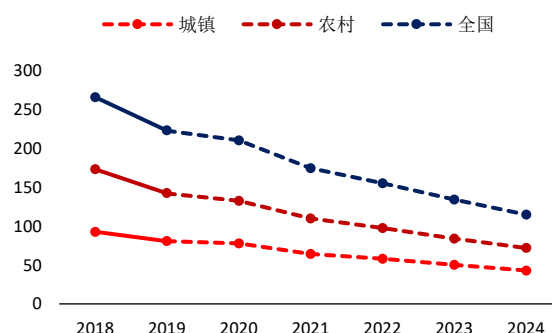
A. 贫困率

（每天 5.50 美元的贫困线，百分比）



B. 贫困人口

（每天 5.50 美元的贫困线，百万人）



来源：世行工作人员根据中国国家统计局数据和世行 GDP 增长预测所做的估算。

注：用来计算贫困率的分组数据有数据的最后一年为 2019 年。预测方法是用人均 GDP 增长估算为基础，假定分配效应为中性，GDP 增长向居民人均消费的传导率为 0.85。

表 2. 中国部分经济指标

（除非另有说明，单位为年同比，百分比）	2019	2020	2021	2022f	2023f	2024f
实际 GDP 增长率，以不变市场价格计算	6.0	2.2	8.1	4.3	5.2	5.1
私人消费	6.5	-1.8	12.2	3.6	6.7	6.6
政府消费	6.0	3.2	4.3	7.1	4.1	4.4
固定资本形成总额	5.3	3.2	2.7	4.2	5.2	4.8
货物和服务出口	2.2	1.4	17.5	2.9	3.2	3.0
货物和服务进口	-1.7	-1.7	9.9	4.2	4.4	4.4
实际 GDP 增长率，以不变要素价格计算	6.0	2.2	8.1	4.3	5.2	5.1
农业	3.1	3.1	7.1	3.2	3.1	3.1
工业	4.9	2.5	8.2	4.6	4.9	4.4
服务业	7.2	1.9	8.2	4.2	5.8	5.9
通货膨胀率（居民消费价格指数）	2.9	2.5	0.9	2.3	2.0	1.9
经常账户余额（GDP 占比）	0.7	1.9	1.8	1.3	1.2	1.1
非储备性质的金融账户余额（GDP 占比）	0.1	-0.5	0.2	0.1	0.2	0.4

中国经济简报—2022 年 6 月

外商直接投资净值（GDP 占比）	0.4	0.7	1.2	0.9	0.9	0.8
一般公共预算收支（GDP 占比）	-2.8	-3.7	-3.2	-2.8	-2.8	-2.7
广义财政收支（GDP 占比）*	-4.6	-8.6	-4.4	-7.1	-5.5	-4.4
政府债务（GDP 占比）	38.5	45.4	45.1	49.6	51.7	52.6
基础财政收支（GDP 占比）*	-3.6	-7.4	-3.2	-5.9	-4.2	-3.0

来源：世界银行。

注：f= 预测（基线）。*世界银行工作人员计算。广义财政收支（预算内）包括一般公共预算（不包括稳定基金的调入与调出）、政府性基金预算、国有资本运营基金预算和社会保障基金预算。基础财政收支是财政收入与财政非利息支出之间的差额。

风险

中国增长前景存在的风险不完全均衡，以下行风险为主。最突出的仍是与新冠疫情相关的下行风险。如果主要城市和省份的严格管控措施继续影响经济活动，则会进一步推迟消费和服务业的复苏，抑制私人投资，阻碍贸易，从而降低经济增速。中国老年人当中疫苗接种率低，同时医疗系统容量有限，因此很容易受到疫情反复的影响。奥密克戎等高传染性新变种的出现，使动态清零策略的退出变得更加复杂，也阻碍国内消费回归正常化。

房地产行业的持续压力也可能引发风险，对宏观经济和金融体系产生更广泛影响。疫情反复可能会阻碍潜在的买家购房，削减房地产行业的融资，无论是财务困难还是健全的开发商都会因此面临更大压力。鉴于房地产业与上下游行业的联系，在家庭资产负债表中的主导地位，对地方财政的重要性，以及对拉动投资的作用，房地产市场的长期低迷会对经济增长产生重大影响。尽管房企的财务困境引发系统性金融危机的可能性不大，但大约 40-50% 的银行贷款与房地产相关。作为抵押品的房地产价值大幅下降，可能会急剧降低银行的放贷意愿，从而加剧信贷紧缩。

如果增长急剧放缓，政府推动经济再平衡和实现增长目标的政策权衡会变得更加复杂。为阻止经济增速下滑而采取激进的逆周期政策可能会加剧中期宏观金融风险。在这种环境下，增加基础设施建设支出、向国有企业增发信贷和重振房地产业等传统政策支持，可能会使得经济再平衡努力徒劳无功，损害来之不易的去杠杆成果，并加剧房地产市场的供给过剩。下一节将就如何做出艰难的政策取舍提出一些建议。

中国经济也容易受到全球增长前景相关风险的影响，包括可能出现的全球停滞在内。地缘政治紧张局势可能会进一步扰乱经济活动，增加政策不确定性。如果紧张局势久拖不决，则可能导致全球贸易、投资和金融的碎片化；特别是如果紧张局势拖累中国关键技术的进口，妨碍有利于提高生产率创新转移，助长高科技供应链的脱钩，那么将会加剧这种全球经济碎片化。如出现更多负面冲击，则会增加全球经济滞胀的可能性——即全球通胀居高不下同时经济增长停滞，类似 1970 年代（世界银行，2022）。各国央行可能会被迫以快于预期的速度收紧货币政策，以控制不断上涨的物价压力。这可能引发全球融资条件急剧收紧，对中国经济产生不利的溢出效应。如多种下行风险同时出现，则可能使全球经济放缓更加迅速、持续时间更长，导致 2022 和 2023 年全球经济增速分别降至 2.1% 和 1.7%。

就上行风险而言，如果能在减少管控措施的情况下更有效地控制疫情，那么在最近宣布的额外刺激政策的作用下，全年增长可能高于当前预期。通过提高老年人的疫苗接种率和增强医疗系统能力，可以使中国逐步降低管控措施的严格程度并逐步退出动态清零的政策。这将增强企业和消费者信心，提高政府刺激措施的有效性，促进下半年内需复苏，从而使全年增长率高于当前的基线预测。

政策含义：在解决长期挑战的同时应对增长下滑

中国面临着平衡兼顾控制疫情与支持经济增长的双重挑战。继去年财政紧缩之后，当局现已着手通过大幅财政扩张支撑经济增长。同时，货币政策有所宽松，主要通过多种再贷款工具来实施。这种宏观经济政策组合应当有助于支撑内需以拉动经济从最近疫情的影响中迅速恢复。尽管中国具备应对增长放缓的宏观政策空间，但决策者面临的困境是，只要疫情反复，消费需求的恢复就会延迟，同时投资者信心的恢复也不会那么迅速。这些制衡因素降低了经济刺激政策的有效性，如果与疫情相关的管控也阻碍了供给端，那么政策有效性则会更低。最近新冠变种传染性增强，降低了经济V型反弹的可能性。

除了政策有效性于疫情反复中有所降低的困境之外，中国面对的另一个困境在于可能会走回到借债投资以促进增长的老路上。这将导致企业部门债务进一步积累，尤其而对于杠杆率已经很高的房地产开发商而言。此外，部分地方政府已经没有承载额外债务的能力，受限于地方债务过度积累的管控，他们可能无法从额外的债券配额中获益，从而导致专项债难以起到促进地方基建投资的作用，即使将债券发行前置无济于事。中央政府强调要避免低效的地方基建支出，并继续重申要严守财政纪律，这些都是恰当的举措。相对于利用地方政府的资产负债表和表外债务，政策制定者可以将更多刺激措施转到中央政府的资产负债表上，并投资更多“绿色”公共基础设施。

为应对疫情的影响，财政支持政策可以瞄准直接鼓励消费的措施。目前为止，当局更倾向于为企业提供救济，包括降低企业所得税、增值税（VAT）以及地方政府对中小企业的各种收费，尤其倾斜于那些因为疫情而受重创的旅游、餐饮和零售等面向消费者的服务行业。在贸易条件（Terms of trade）恶化和主要出口市场前景不明朗的情况下，加快增值税退税可为企业提供支持。但是，当企业面临需求急剧减弱而不仅仅是成本上升时，减税的有效性会比较低。部分较富裕省份已经发放了消费券，如果能在中央政府支持下更广泛地采用这种做法（尤其是针对受重创的劳动密集型服务业），则可以在已经解除疫情管控的地区迅速提高消费支出。这些举措可以与加强自动稳定器（Automatic stabilizer）的支出相结合，以缓冲劳动者对就业需求下滑的影响。

地方政府的财政资源可以更明确地用于促进经济再平衡。最近政府刺激举措的一个鼓舞人心的方面是，中央政府加大了对地方政府的财政转移，注意到地方政府所面临的特殊财政挑战。向地方增加转移资金是一个将政府间转移支付与鼓励地方采取经济再平衡措施相挂钩的机会。有助于经济再平衡的措施包括拓宽农民工获得公共服务的渠道、加强就业服

务和深化社会保障改革等。这些措施可以缓冲劳动者面临的负面收入冲击，鼓励劳动力流动，还有助于减少家庭对预防性储蓄的需求，从而支持经济向消费的再平衡。

在不损害经济增长的情况下控制房地产市场风险。当前房地产市场的低迷以及充满不确定性的市场氛围意味着当局必须保持灵活的宏观经济政策和监管政策。短期内，当局应保持充足的流动性供应，以确保金融市场继续良好运行，遏制可能出现的任何市场动荡。然而在中期，很重要的一点是不能放弃推动房地产开发商去杠杆的努力，同时要密切监测金融机构和金融市场对房地产行业的风险敞口。新的《金融稳定法》包含了若干对此有用的条款，同时提出要设立一个金融稳定保障基金，以用于处置重大金融风险事件，包括来自房地产市场的危机事件。还可以通过强化银行和企业破产框架来减轻金融部门风险。加快银行资产负债表上减值资产的清理以及快速处理资不抵债的企业和银行，可以减少金融和企业部门额外风险的累积。这样也有助于减轻货币政策放松导致不良贷款（NPL）展期的风险。

政策制定者也不应忽视中国走上更加平衡、包容和可持续的增长道路所需的更深层结构性改革。前几期《中国经济简报》（世界银行，2021a、2021b）已经强调指出，中国必须继续推动市场化改革——尤其是在要素市场方面，并辅以推动经济再平衡的政策以迈向高质量增长轨迹。释放政策意图的信号可能有助于塑造市场预期，即使政府在面对短期挑战时可能会采取相对渐进的改革节奏。例如，在双碳目标外，设定明确的基于质量的碳排放目标，可以鼓励私营部门在低碳排放技术方面的创新。同时，现在为加强检测，核查和报告系统所做的努力可以使未来执行碳交易更加顺畅。类似的考虑也适用于其他改革重点，比如，统筹社会保险基金，取消户口制度，或者引入竞争中立作为管理国有企业的政策框架。从中期来看，这些结构性改革的增长红利将是可观的。当下释放明确的改革意图信号，可能会使必要的调整顺利实施。

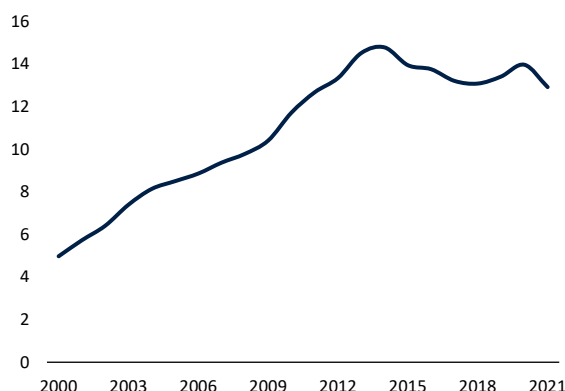
III. 中国房地产脆弱性与金融稳定⁴

房地产行业的增长与重要性

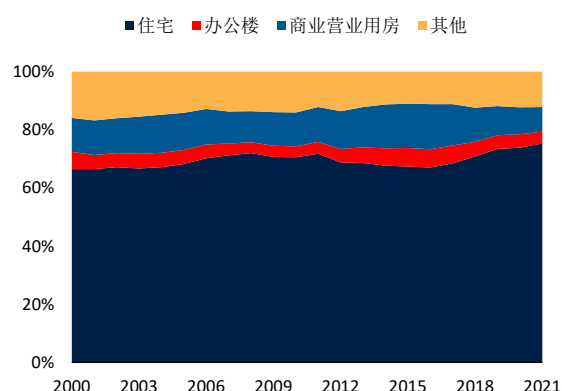
过去二十多年间，中国房地产业发展迅猛。房地产投资总额在 GDP 中占比从 2000 年的 3% 左右升至 2014 年的峰值 14.8%，到 2021 年底为 12.9%，而经合组织国家的平均 GDP 占比为 5% 左右（图 27.A）⁵。中国房地产投资快速增长的主要驱动因素是住宅地产投资，在房地产投资中一直保持近 70% 的比重（图 27.B）⁶。

图 27. 房地产投资显著增长

A. 房地产投资
（占 GDP 的百分比）



B. 房地产投资的构成
（在房地产总投资中占比）



来源：中国国家统计局（NBS）；世界银行。

房地产与上下游产业有很强的关联性，因此其重要性超出直接投资数据。中国约 30% 的 GDP 来自房地产及其供应链的各类活动，包括使用钢铁、水泥、玻璃等投入品，以及在建设、维护和升级过程中使用劳动力。住宅市场的增长也会影响对家电和家具行业的需求。此外，房地产行业从金融机构和市场筹集资金，并通过土地出让金成为地方政府的一个重要收入来源。而且，有证据表明居民和企业贷款的很大一部分都是以房产作为抵押。最后，据估测，城镇非私营单位就业人员中，约有 20% 在房地产及建筑行业工作（Rogoff 和 Yang, 2020）。

⁴ 本章作者为 Abayomi Alawode（首席金融专家，金融、竞争力及创新全球实践局）、Radu Tatucu（高级金融专家，金融、竞争力及创新全球实践局）和葛君（短期咨询顾问，宏观、贸易及投资全球实践局）。作者感谢 Martin Raiser、Hassan Zaman、Sebastian Eckardt、Ibrahim Saeed Chowdhury、Zafer Mustafaoglu、李雨纱和闫羿为本章提出宝贵意见，也感谢徐臻阳和欧德赞对研究给与的帮助。

⁵ 请注意此处比较的是固定资产投资，不包括住房服务消费支出。

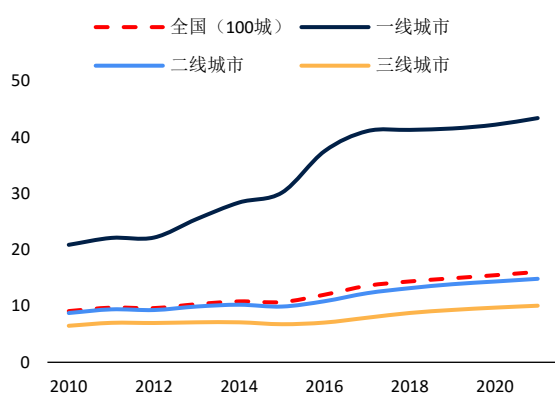
⁶ 因此，本章虽然会偶尔提及商业地产，但主要聚焦住宅地产。

房地产的繁荣最明显地表现在房价趋势上。根据中国 100 个主要城市住宅均价数据，一线城市⁷住宅价格从 2010 年的每平方米约 2 万元上涨到 2021 年的每平方米约 4.3 万元（图 30.A）。二线城市的房价要低得多，但同期也从每平方米 8,000 元涨到 14,000 元。一二三线城市城市的房价收入比都较高，表明房价增速高于收入增速（图 28.B）。实际上，中国一线城市的房价在全球来看也是最贵之一，达到了年收入的 24 倍（图 28.C 和 D）。

图 28. 一线城市房价急剧上涨

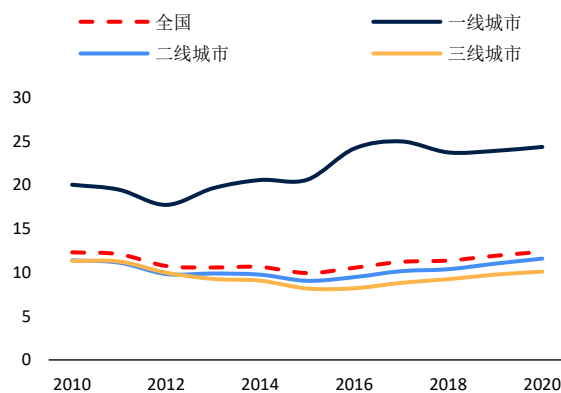
A. 住宅价格

（千元/平方米）



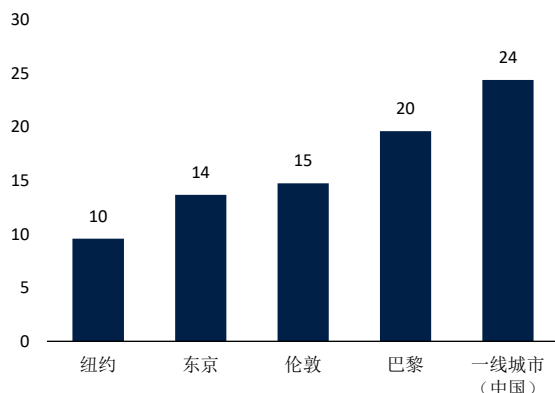
B. 各类城市房价收入比

（比值）



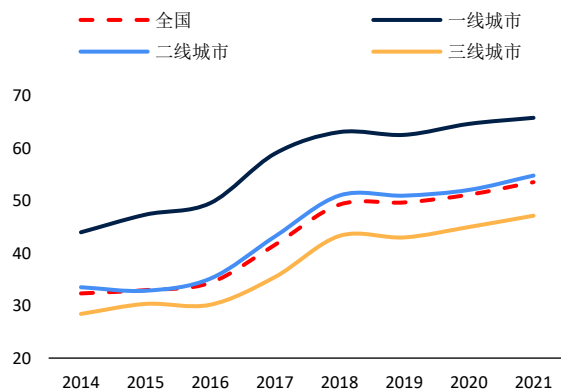
C. 主要城市房价收入比

（比值, 2021）



D. 房价租金比

（比值）



来源：NBS；Numbeo；世界银行。

多个因素成就了房地产行业的持续繁荣。除了 20 世纪 90 年代末中国住房市场化的改革，以及政府有意将房地产作为经济增长引擎的政策外，快速城镇化也创造出了强劲的住宅需

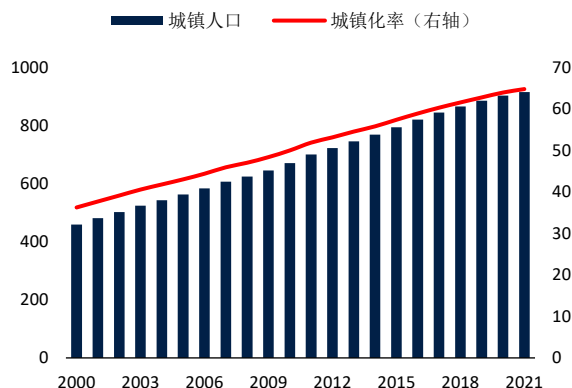
⁷一线城市是人口 1500 万及以上的城市（北京、上海、广州、深圳）；二线城市是人口在 300-1500 万之间的城市（如，长沙、成都、重庆等）；三线城市是人口在 15 万到 300 万之间的城市（如扬州、桂林、呼和浩特、南阳等）。

求（图 29.A）。同时，因为其他投资渠道选择有限，房地产已经成为中国家庭最重要的资产。2019 年房产约占城市家庭资产的 59.1%（图 29.B）。

图 29. 城镇化创造了强劲的住房需求

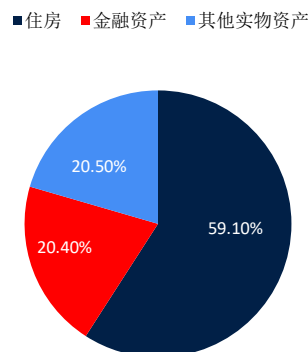
A. 中国的城镇化走势

（百万人；城镇化率）



B. 城镇地区家庭资产

（占比, 2019）



来源：NBS；中国人民银行（PBC）；世界银行。

注：图 B “其他实物资产” 包括汽车、商店、工厂及设备。

中国是世界上住房自有率最高的国家之一（图 30.A）。根据 2010 年人口普查数据，超过 85% 的中国家庭拥有自己的住房，农村地区的自有率更高（图 30.B）。2019 年，中国人民银行对 3.1 万城镇家庭的最新调查显示，96% 的受访家庭已经拥有至少一套住房且多套住房的拥有率很高，这暗示了购房者的投机性购房行为。现有数据显示，城镇地区和农村地区的人均住房面积从 2000 年的 20 平方米和 24 平方米分别增加到 2018 年的近 40 平方米和近 50 平方米（图 30.C）。小城市的人均住房面积往往较大，一线城市人均住房面积为 34.6 平方米，而三线城市为 43.5 平方米（图 30.D）。

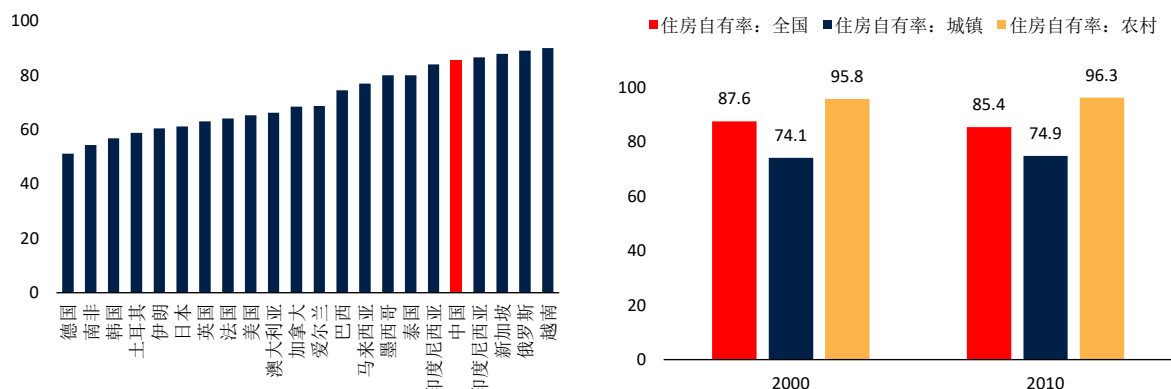
图 30. 中国的住房自有率较高

A. 各国住房自有率

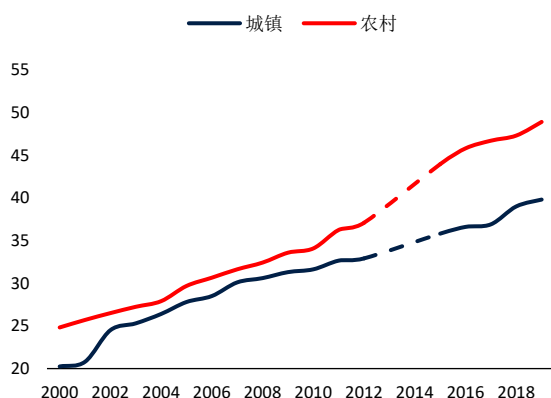
（百分比）

B. 中国的住房自有率

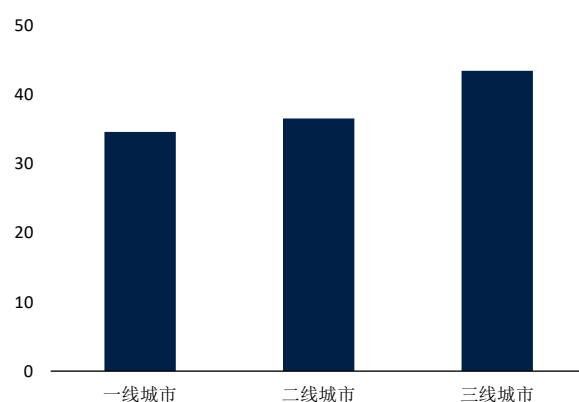
（百分比）



C. 人均住房面积
(人均平米数)



D. 各类城市城镇人均住房面积
(人均平米数)



来源：Statista；中国人口普查（2000，2010）；NBS；世界银行。

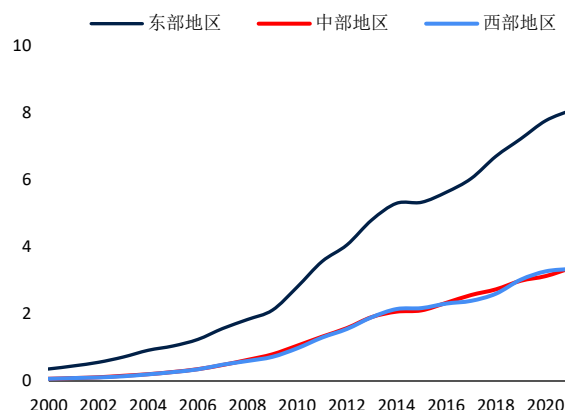
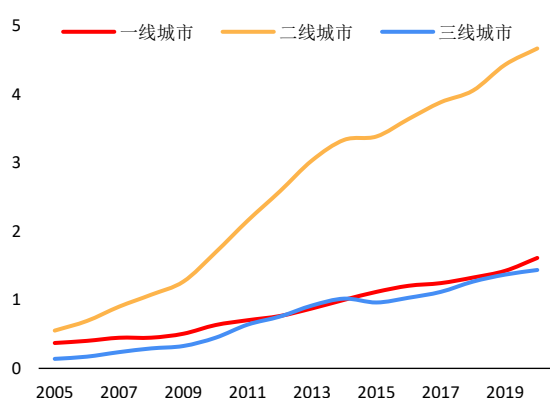
注：图 A 基于 2018-2021 年最新数据。图 B 目前还没有 2020 年普查数据。图 C 虚线部分代表 2013 和 2014 年缺失的数据。

中国的房地产市场具有异质性，各地区、各类城市的主要特点不同。尽管四个一线城市的住宅单位面积均价和房价收入比相对较高，但大部分房地产投资都在二线城市（图 28.D 和图 31.A）。从地域上看，尽管相对发达的东部地区投资总额占主导地位，但是各地区的投资增长模式大致同步（图 31.B 和 C）。许多省份，特别是低收入省份（如贵州、广西和云南），有大量未竣工的期房（图 31.D）。

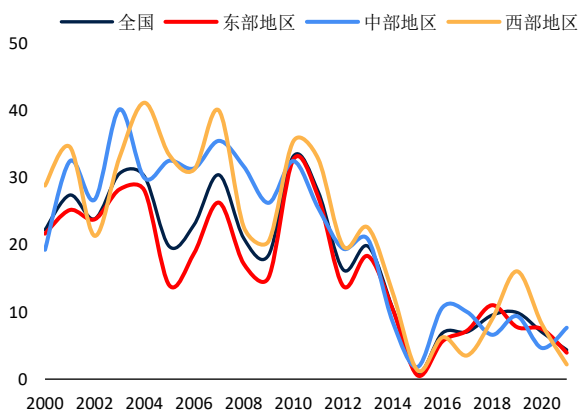
图 31. 各类城市的房地产投资不同

A. 各类城市房地产投资总额
(万亿元人民币)

B. 各地区房地产投资总额
(万亿元人民币)

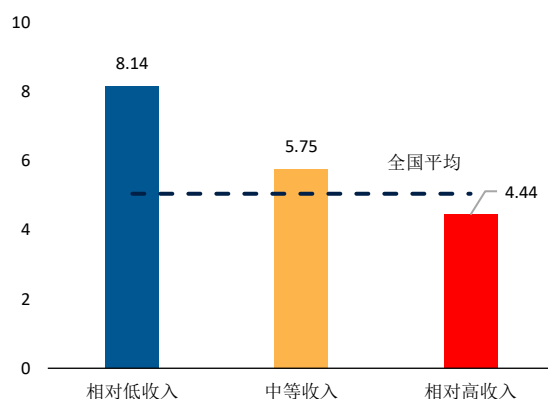


C. 各地区的房地产总投资增长率
(年同比, 百分比)



D. 2021年各类省份期房情况

(预售未竣工面积与2021年竣工面积的比例)



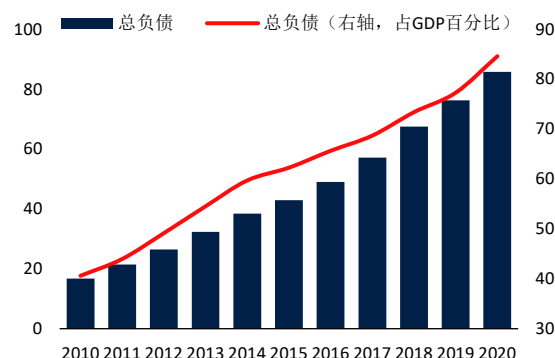
来源：NBS；世界银行。

注：预售未完工面积与2021竣工面积之比=2021年累计预售但尚未竣工的建筑面积/2021年竣工的建筑面积。相对收入相对较低的省份包括贵州、广西、云南、青海、河北、西藏、河南、甘肃、吉林、新疆和黑龙江。中等收入省份包括四川、陕西、江西、湖南、海南、安徽、辽宁、山东、山西和宁夏。相对收入较高省份包括湖北、广东、福建、重庆、浙江、江苏、内蒙古、上海、天津和北京。

房地产开发商的困境引发房地产市场下行

图 32. 开发商举债推动房地产市场增长
(万亿元；在 GDP 中占比)

在开发商高额举债的推动下，中国的房地产市场近年来快速增长。开发商的负债总额迅速上升，到 2020 年已接近 GDP 的 84.6%（图 32），为此，当局出台了“三道红线”政策，降低房地产行业的杠杆率。开发商未来能否举债取决于是否达到以下标准：（i）资产负债率不超过 70%；（ii）净负债率不超过 100%；（iii）现金短债比小于 1 倍。此外，还为银行的房地产贷款和住房抵押贷款分别设置了上限，以控制银行涉房贷款的总体风险敞口（即“两道红线”）⁸。



来源：NBS；世界银行。

表 3. 对房地产开发商的“三道红线”政策

档次	不达标数目	债务规模年增速上限
绿档	0	15%
黄档	1	10%
橙档	2	5%
红档	3	0%

来源：PBC；住房与城乡建设部。

2021 年下半年，这些限制政策引发了一些大型房地产开发商的流动性危机。其中规模最大的是恒大集团，据报道其负债超过 3000 亿美元（境内外债务总和）。恒大未能支付几笔债券的到期款项，最终于 2021 年 12 月 9 日正式违约。融创中国控股有限公司、佳兆业集团控股有限公司、泛亚控股集团、现代置业（中国）有限公司、鑫苑置业有限公司等其他开发商也未能按期付款或出现违约。国内市场大幅下调了多家开发商的信用评级。为了向债权人偿还债务，这些开发商们不得不减价出售资产，甚至给出大幅折扣。此外，这些开发商还负有对供应商、承包商、广告商和购房者的欠款，其影响波及整个供应链。

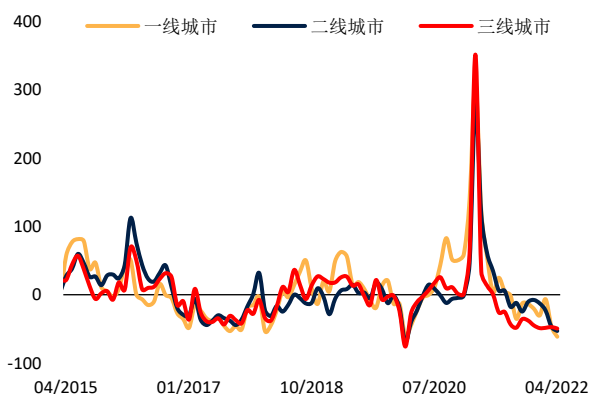
开发商的困境给房地产市场带来了负面情绪和下行压力，并在疫情期间进一步恶化。鉴于购房者对开发商财务状况的担忧，以及疫情管控的影响，3 月奥密克戎疫情暴发以来，全国新房销售额和销售量都大幅下降（图 19.A 和图 33.A）。此外，新房和二手房价格增速也急剧放缓，在 2022 年初转为负增长（图 19.B 和图 33.B）。因为开发商正在努力解决流动性问题，各类城市的土地销售量大幅下降，新建住宅开工量也下降了（图 33.C 和 D）。2022 年头两个月的政策微调有助于稳定房地产市场，但 3 月与 4 月面对疫情反复和封控，购房者信心仍然不足。

图 33. 房地产市场正在艰难应对多重不利因素

⁸ 房地产相关贷款在贷款总额中占比上限为大型银行不得超过 40%，中型银行不得超过 27.5%，小型银行不得超过 22.5%。

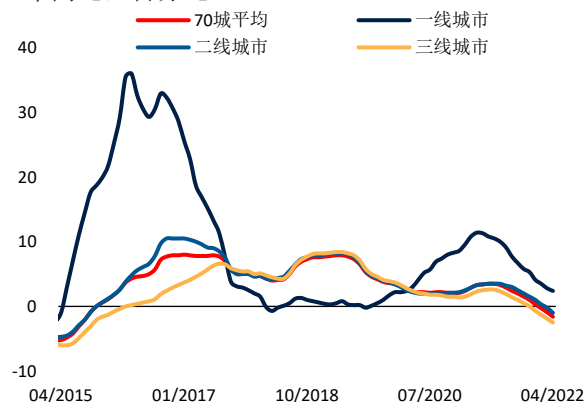
A. 新房销售情况

（建筑面积，年同比，百分比）



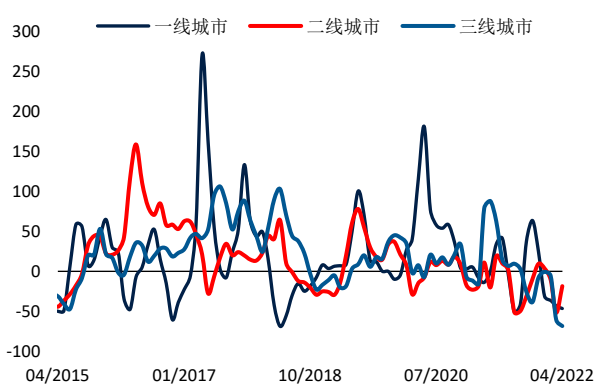
B. 二手房价格涨幅

（年同比，百分比）



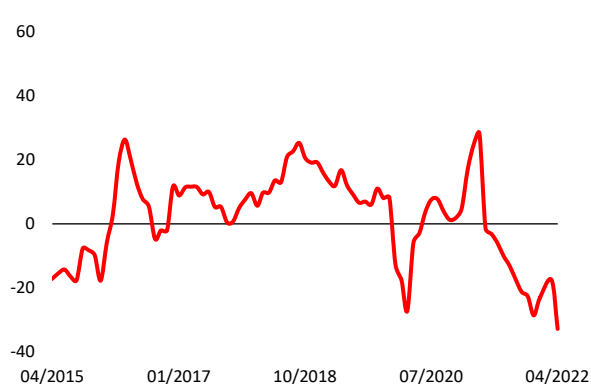
C. 土地出让金

（年同比，百分比，3 月移动平均）



D. 新房开工

（年同比，百分比，3 月移动平均）



来源：NBS；世界银行。

房地产市场给金融稳定构成威胁

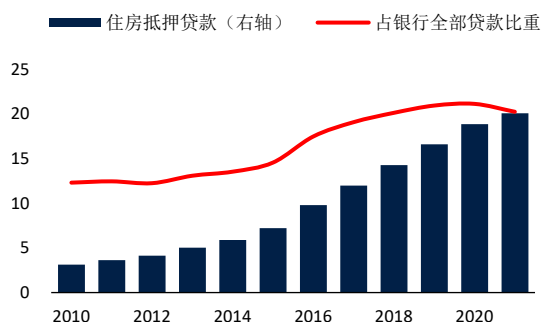
虽然有大量涉房风险敞口，但中国的银行总体稳健，足以经受住由此产生的直接冲击。截至2021年末，住房抵押贷款达到40.2万亿元人民币，占银行贷款总额的20%，对房地产开发商的直接贷款占银行贷款总额的6%（图 34.A和B）。较高的首付比例缩小了银行住房抵押贷款的风险敞口。平均来看，首套房首付比例为30%，二套房住房抵押贷款的首付比例则要更高（图 34.C和D）。理论上讲，高首付为银行提供了一层重要保护，以防止潜在违约，因为有了这种重要的“利益绑定”的安排，住房抵押贷款违约的想法对借款人不具有吸引力。房地产相关的不良贷款总体较低，但在国有商业银行、城市商业银行以及股份制银行中，房地产相关的不良贷款率还是高于总体不良贷款率（表 4）⁹。目前，中国的银行资本水平高于监管要求，且到2021年底平均拨备覆盖率达196.9%，因而中国的

⁹ 因为当前疫情的关系，监管部门对于不良贷款的认定标准相对宽松，因此上述不良率可能低估了实际情况。

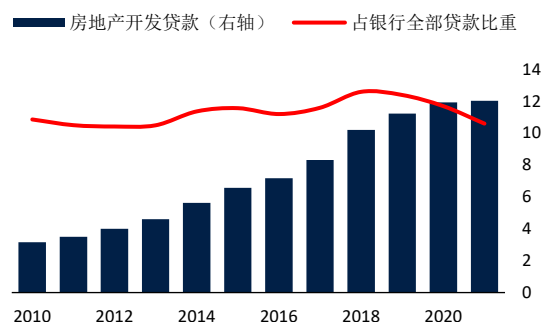
银行似乎有充足的缓冲¹⁰。尽管如此，个别银行对主要房地产开发商的风险敞口较大，可能会造成资产负债表压力，对此监管机构应密切关注。

图 34. 银行涉房风险敞口较大

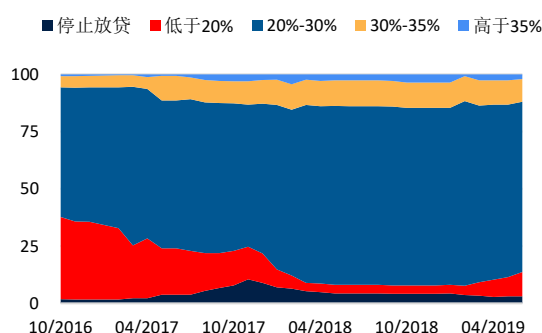
A. 住房抵押贷款在银行贷款总额中占比
(万亿元人民币；百分比)



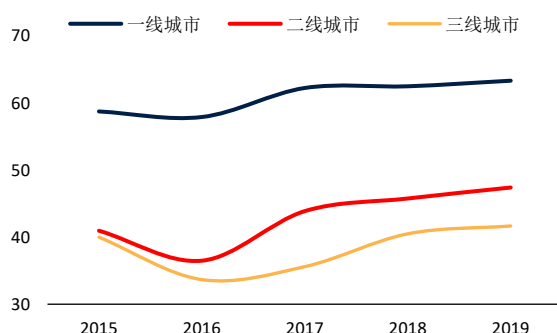
B. 房地产开发贷款在银行贷款总额中占比
(万亿元人民币；百分比)



C. 不同首付比要求的银行在行业中占比
(百分比)



D. 二套房平均首付比例
(在房产总价中占比)



来源：Wind 数据库；世界银行。

注：图 D 数据是 4 个一线城市、26 个二线城市和 5 个三线城市的平均首付比例。

表 4. 各类银行的房地产相关不良贷款率

银行类型	房地产相关不良贷款率	总体不良贷款率
农村商业银行	1.0%	3.6%
大型国有银行	2.3%	1.4%
城市商业银行	3.2%	1.9%
股份制银行	2.7%	1.4%

来源：Wind 数据库；世界银行。

注：数据截至 2021 年 12 月。总体不良贷款率是指不良贷款在贷款总额中占比。房地产相关不良贷款率为房地产相关不良贷款在房地产贷款总额中占比。

¹⁰ 监管机构预计受疫情影响不良贷款会增加，因此已推动银行业增加拨备。

近期房地产市场的低迷引起了人们的关注，因为如果房价崩盘，可能会对金融稳定造成威胁。房地产行业对GDP增长的贡献过大，而且与家庭、地方政府、企业和金融系统的资产负债表密切相关，因此市场长期低迷会破坏金融部门的稳定，对经济增长产生负面影响。尽管对银行业的直接风险敞口有限，但抵押品价值大幅缩水可能会引发信贷紧缩。如果把住房抵押贷款、房地产开发贷款和以土地或房产为抵押的贷款加起来，银行业对房地产部门的敞口可能高达银行贷款总额的40-50%。如果抵押品价值大幅缩水，银行可能不得不削减贷款¹¹。

房地产相关的风险与脆弱性源于多个因素：

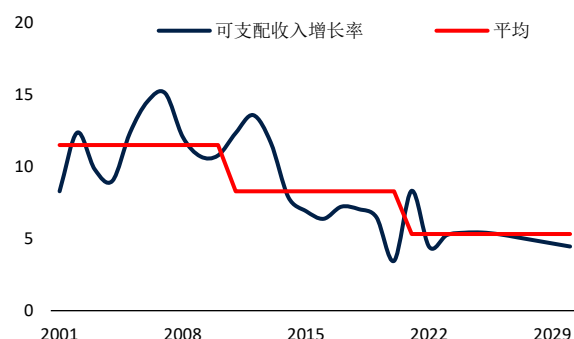
(a) 未竣工住房过剩叠加需求减弱

令人担忧的是未竣工住房存量较大，且购房者需求减弱。目前有大量在建期房项目，有些项目可能会因为开发商陷入流动性危机而永远无法完工。IMF估测指出，假设没有新项目开工，全国当前的未完工期房需要五年才能全部竣工（IMF, 2022，图 31.D）。同时，支撑中国房地产繁荣的一些基本面正在减弱。首先，随着资本密集型的经济增长道路到达极限，中国两位数增长的时代已经结束了。因此，未来几年居民个人可支配收入增速将会放缓，人口结构也会发生变化，比如生育率降低、结婚人数降低和城镇化速度放缓（图 35）。此外，人口老龄化加剧，到2025年老年人口占比预计将超过20%，中国的劳动年龄人口会逐渐减少（Mao等, 2020）。这些因素叠加可能会导致住房需求曲线出现结构性下移趋势。

¹¹ 涉及楼市的影子银行产品（如信托贷款）也会受到房地产市场低迷的影响。

图 35. 住房需求趋降

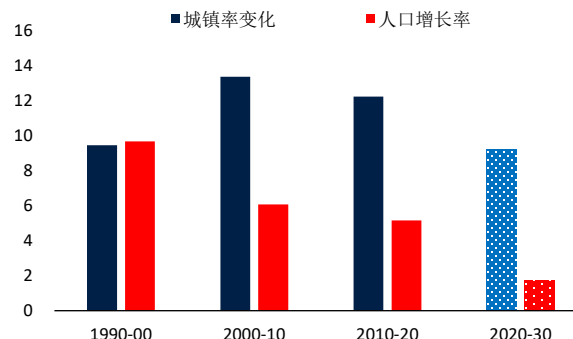
A. 个人可支配收入增长预测
(百分比)



来源：NBS；联合国；世界银行。

注：图 B 中 2020-2030 为预测数据。

B. 人口增长及城镇化率
(百分比)



开发商近期的困境和新一轮疫情减少了住房需求。许多潜在购房者意识到开发商可能会倒闭，留下未完工的开发项目，因此变得厌恶风险。尽管目前当局为缓解开发商的融资限制和稳定市场所做的努力有助于恢复购房者信心，但预计期房的预售趋势不会恢复到前几年的水平。在新一轮疫情下，房地产销售依然乏力，并可能在2022年下半年会继续低迷。然而，保障性住房供给的增加可以减轻建筑行业受到的影响。据估测，2022年中国将新增240万套保障性住房（为2021年的三倍）。

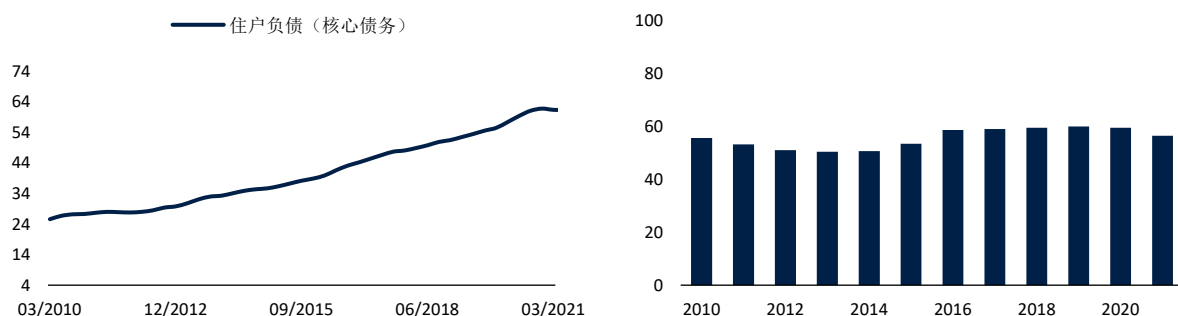
(b) 家庭资产负债表面临压力

有迹象表明，家庭资产负债表面临的压力增加，可能会影响住户偿付住房抵押贷款的能力。中国住户部门债务总额一直在持续上升，从2010年占GDP的27.3%增加到2022年第一季度的61.4%（图 36.A）。其中，约56%的住户部门债务是住房抵押贷款（图 36.B）。家庭债务增加，可支配收入增长放缓，且许多购房者购买的住宅价值是年收入的数倍——这些因素叠加可能会使一些家庭履行其住房抵押贷款偿付义务的能力下降。

图 36. 住房抵押贷款推高家庭债务

A. 住户部门债务在GDP中占比
(百分比)

B. 住房抵押贷款在住户部门债务中占比
(百分比)



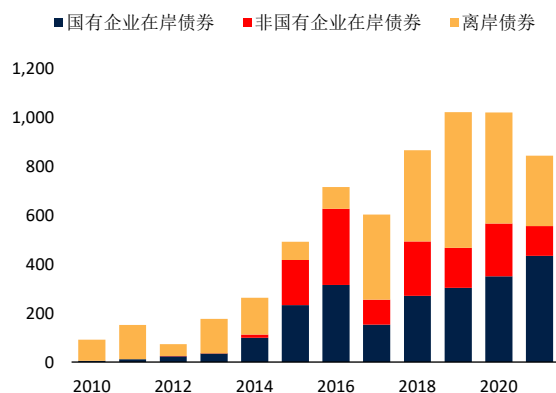
来源：BIS（国际清算银行）；PBC；世界银行。

(c) 房地产开发商持续处于困境

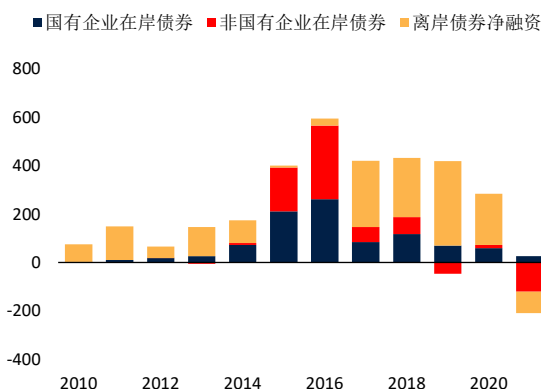
房地产开发商的成本持续增加，从境内外市场获得融资的难度不断加大。2021 年，境内、外债券的发行量都有所下降，净融资额已经变为负数（图 37.A 和 B）。开发商离岸债券的收益率仍然很高，其国内债券的收益率也一直高于各产业均值（图 19.D 和图 37.C）。2021 年开发商 53% 的资金来自客户，但是潜在购房者越发不愿意进行预售交易。来自信托公司的资金量也在减小，进一步加大了开发商的现金流压力（图 40.B 和图 37.D）。市场动荡中，国有开发商和民营开发商在融资方面出现了明显的分化。2022 年头四个月，国有开发商发行境内债券 1,580 亿元，而民营开发商仅发行了 239 亿元的境内债券（图 19.C）。此外，国有开发商整体上仍能保持正的净融资。

图 37. 房地产开发商面临融资难

A. 开发商债券发行总额 (十亿元人民币)



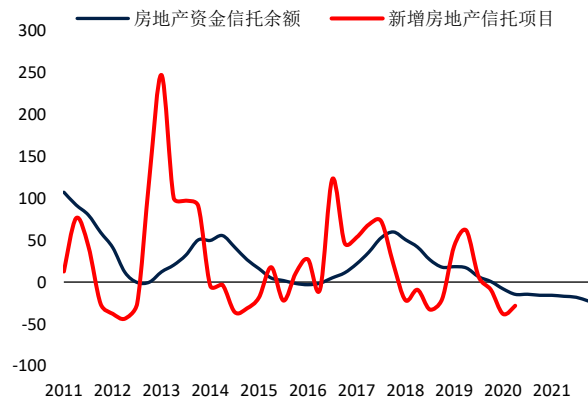
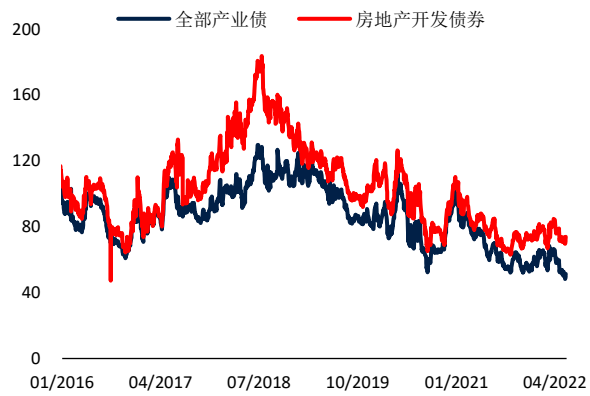
B. 开发商的净融资额 (十亿元人民币)



C. 开发商境内债券收益率 (基点)

D. 房地产信托 (年同比，百分比)

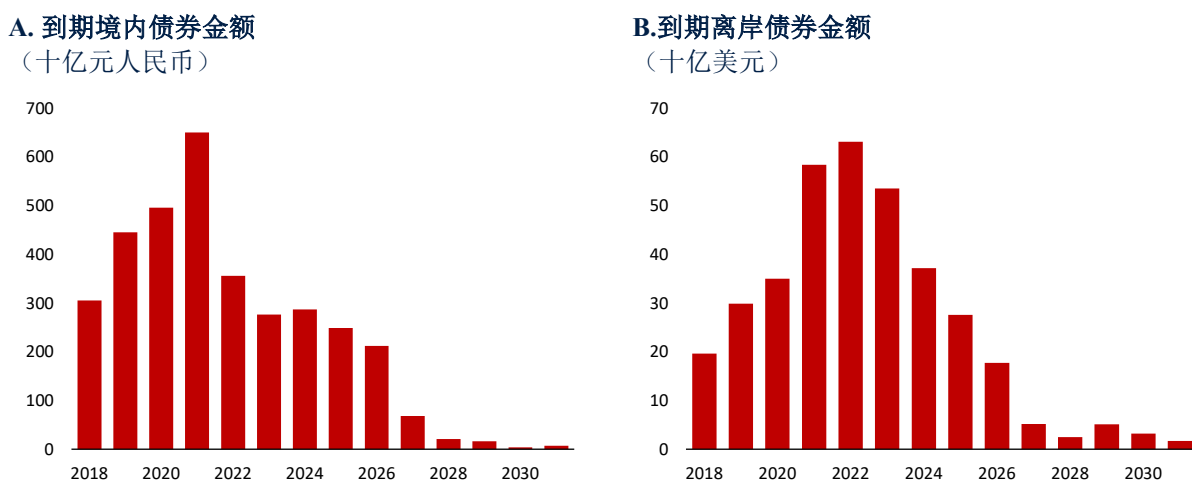
中国经济简报-2022 年 6 月



来源：Wind 数据库；中国信托业协会；世界银行。

最近，融创控股一笔 7.416 亿美元的美元债发生违约，表明开发商的流动性压力仍将持续一段时间。2022 年开发商会有大量境内外债券到期，其中包括 3,550 亿元人民币的境内债和 630 亿美元的离岸债。未来两三年一些开发商可能会继续艰难地偿付债务，虽然到 2027 年所要偿付的债务会大幅减少（图 38.A 和 B）¹²。如第一章所述，近期人民币走弱会增加开发商离岸债券的偿债成本，这些债务按人民币计价的再融资成本也会上升。

图 38. 房地产行业艰难应对流动性压力



来源：Wind 数据库；世界银行。

开发商的困境可能会对房地产以外的行业产生重大影响。许多开发商是由众多子公司组成的大型企业集团。如，恒大集团除房地产开发外，还涉足旅游休闲、体育、汽车、娱乐、食品、农业和金融服务等领域。因此，大型开发商的房地产业务出现重大危机，可能会产生重大负面溢出效应，累及其他各类子公司及其相关行业。

(d) 宏观经济放缓

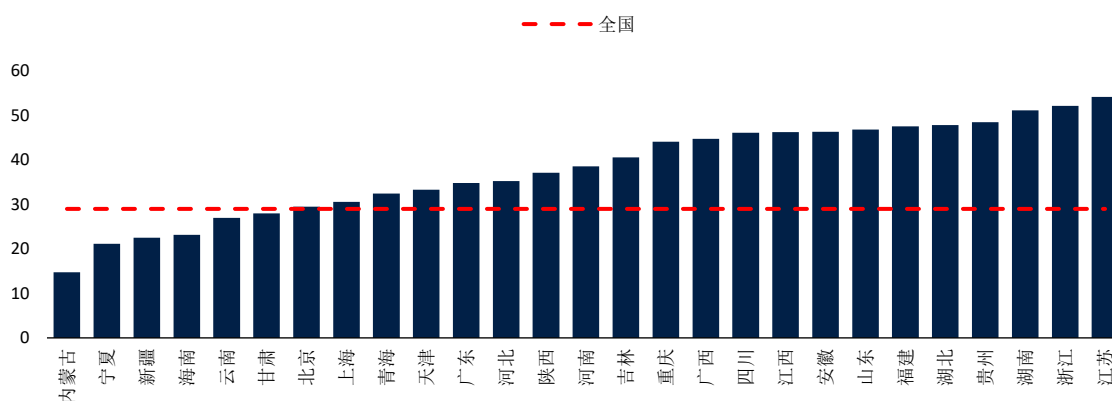
房地产市场大幅下滑对宏观经济的影响可能是对金融稳定的最大威胁。房地产在中国的 GDP 中举足轻重的作用意味着，长期市场不确定性和信心的缺失可能会大幅减少房地产销售和投资，继而抑制经济增长并增加整体信贷风险。此外，鉴于住房是中国家庭财富中最重要的资产，且中国住房自有率较高，楼市长期低迷也会通过影响家庭资产负债表所引发的财富效应对消费者信心和消费支出产生负面影响。再次，建筑业等房地产相关行业会面临需求减弱和生产下降。Rogoff 和 Yang（2020）通过分析投入产出数据发现，即使没有银行业危机的放大作用，也不考虑房地产作为抵押物的重要性，房地产活动下降 20% 可能会使 GDP 下降 5-10%。

¹² 请注意这里指的是现有债务的偿债义务，文中的“偿债义务减少”没有考虑可能的的新发债券。

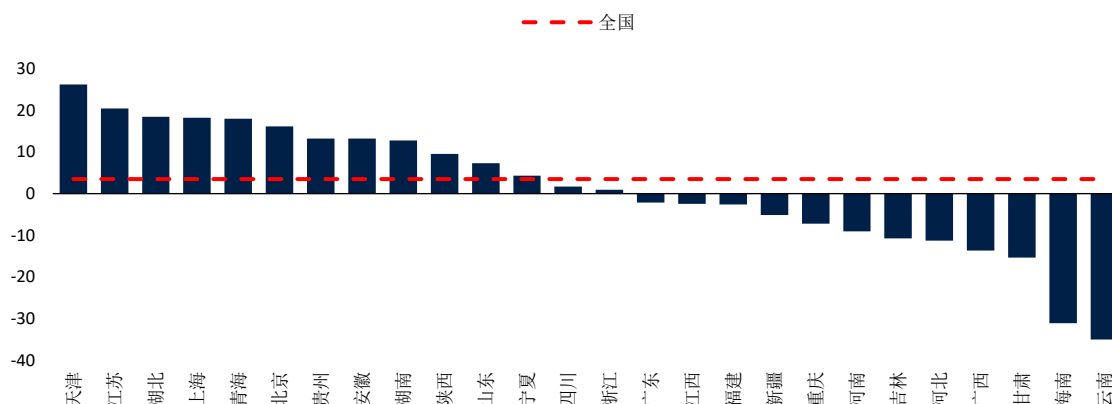
楼市低迷对地方财政的影响可能也会阻碍经济增长。在中国，土地出让金是地方政府重要的收入来源。图 39.A 显示，2021 年土地出让收入在地方政府综合财政收入中平均占比 29.5%，湖南、江苏、浙江等省份的土地出让收入则超过综合财政收入的 50%。除了土地出让的直接收益，地方政府融资平台（LGFV）还以未来土地出让金作为抵押物进行债务融资。2021 年下半年房地产行业下行，造成多个省份的土地出让规模急剧下降（图 39.B）。土地出让收入的持续减少可能会削弱地方政府为基础设施项目提供资金的能力，而基础设施项目是过去经济增长的关键动力。地方政府其他形式的支出也会受到影响。因此，今年的预算中，中央对地方的转移支付增加了 1.5 万亿元，同比增长 18%，以弥补地方政府土地收入的缺口。

图 39. 土地出让金是地方政府收入的重要来源

A. 2021 年土地出让收入在地方政府综合财政收入中占比
(百分比)



B. 2021 年各省土地出让收入情况
(年同比, 百分比)



来源：省财政厅预算报告；世界银行。

注：地方政府综合财政收入收入包括一般性公共预算收入和政府基金预算收入。

政策含义：在不损害经济增长的前提下控制金融风险

政府面临宏观经济政策的两难困境，既要控制房地产行业风险，又不能对经济增长造成太大损害（Glaeser 等, 2017 以及 Rogoff 和 Yang, 2020）。如果当前的不确定性持续存在，短期内应采取灵活的货币政策和财政政策。这有助于减轻房地产行业下行对消费、就业和经济增长的连锁反应。特别是，中国人民银行应准备随时提供流动性支持，确保金融市场保持良好的运行态势，遏制新出现的市场动荡。

房地产行业通过举债实现扩张威胁了金融稳定。因此，政府大力去杠杆、化解风险是非常必要的。即使短期内面临金融稳定及宏观经济的不利因素，也不应完全放弃去杠杆。虽然在维持金融稳定和保持合理增长之间做好平衡确实进退两难，但政府还是有很多政策选项可以考虑。首先，可以将“三道红线”的达标过渡期延长到 2023 年底以后，以便给开发商更多的喘息空间进行调整，逐渐转变到更加可持续的商业模式。此外，还应该对开发商进行密切监测，确保在去杠杆方面取得实质性进展。

需要采取措施稳定地方财政，使其不再把土地出让金作为关键收入来源。通过出让土地获得大量收入会对地方政府形成不当激励，使其在众多投资形式中更青睐建设项目。这可能会造成长期过度开发以及住房供应长期过剩。虽然为了避免给房地产行业带来更大的下行压力，需要推迟房地产税试点，但不应废弃这一改革思路。房地产税有诸多好处，包括可以为地方政府提供更稳定的收入来源。开征房地产税往往不受欢迎，成功引入经常性房地产税可能需要辅之以其他措施，如降低房产交易税，以及通过改革政府间财政关系来缩小地方政府收入占比和支出责任之间的缺口（见专栏 4）。韩国在 2005 年进行房地产税改革时，降低了房地产交易税，并增加了政府间拨款以补偿地方政府损失的收入能力（OECD, 2021）。此外，财富税可以在减少地方政府预算不平衡方面发挥重要作用，但中国对这一税种的使用一直不够充分。

专栏 4. 中国征收房地产税的潜在益处和挑战

背景

中国不对住宅征收经常性税款，与房地产相关的税种大都针对房地产交易环节。2003 年以来，当局一直在探索土地制度和房地产税制度改革，并在 2006 年选择了六个城市进行房地产税改革试点。从 2011 年开始，上海和重庆两市开始试点征收房地产税。2021 年 10 月，中国立法机关授权政府开展房地产税区域试点。然而，随着近期房地产市场一路下滑，以及对经济增长产生长期影响的担忧，于是 2022 年 3 月当局宣布暂停试点城市扩容。

房地产税的益处

稳定地方政府财政。由于支出需求和收入能力之间存在巨大缺口，中国很多地方政府负债累累，财政压力较大，开征房地产税可以为他们提供稳定的收入来源（Man, 2012）。目前地方政府的大量收入来自土地出让金。但土地供给是有限的，所以长期来看土地出让金不是常态化

的、可靠的收入来源。对土地出让收入的依赖也已经对地方政府产生了不当激励，使得土地在城镇化过程中被过度开发（Liu, 2021）。

在很多国家，房地产税为地方政府提供了稳定可靠的收入来源。如，在经合组织国家中，房地产税平均占到地方政府收入的19%，在加拿大、以色列和英国，这一占比甚至超过了50%（OECD, 2021）。事实上，如果专注于房地产税在地方政府税收收入中的份额，在38个经合组织国家中，有14个国家房地产税在地方政府税收收入中占比超过一半，在澳大利亚、加拿大、爱尔兰、新西兰、英国和美国，这一占比超过70%（OECD, 2021）。

在美国，地方政府主要通过房地产税来支付以下各项服务的支出：1）公安与消防；2）供水及污水处理系统；3）公立医院及公共卫生服务；4）高速公路、道路和街道；5）公交、公园及休闲服务；6）垃圾收集；7）社区学院；8）法院、记录、文件保管、选举投票等行政职能（Fischer, 2021）。因此，在中国这样一个经济高度分权的国家，稳定的房地产税收入能够提高地方政府提供公共服务的能力。

减少收入和财富不平等。虽然中国对证券投资所得利息和分红征税，但大部分中国家庭的财富都是以房产形式存在，中国对这一财富形式是不征税的。此外，计算应税收入时会扣除住房抵押贷款的利息。随着城镇地区住房自有率超过90%，对住宅房产征税有助于减少收入和财富不平等，促进税收体系具有更强的累进性（见 OECD, 2019 和 OECD, 2021）。

减少投机。中国的住房自有率高，很多购房者有多套房产，但这些房产完全是因为预期房价会上涨而购买的，因此往往被空置。征收房地产税会增加房产投资的持有成本，减少投机性购房。此举还可以减少房价波动，特别是如果房产的应税价值随市场价格上涨而增加。

推动绿色建造。建筑行业往往能耗高、固体废弃物和温室气体排放量大，很多国家都在设计能够推动绿色建造发展的房地产税（Shazmin等, 2016）。典型的方法是对达到一定能效标准或可再生能源标准的建筑给与税收减免，和/或对因为能效投资而产生的增值部分予以免税（OECD, 2021）。考虑到过去二十年中国大规模的城镇化进程，发展绿色建造可以助力中国履行《巴黎气候协定》下的承诺，实现2060年碳中和的目标。

房地产税的挑战

实施时机。房地产税改革的实施难度大，尤其是开征这样一个全新的税种。不能在经济放缓或房地产市场低迷时推行这样的大变革（OECD, 2021）。否则，可能会放大住房价格和销售量的降幅（Yao, 2021）。

税收管理。对房产频繁进行重新估值的需求给经常性房地产税的管理带来了挑战，因此必须有强大的房产估价和计价系统，如深圳房地产评估发展中心的计算机辅助批量估价系统（CAMA）。该中心是市级法定机构，旨在协助征收深圳市的房产销售及交易税款（Man, 2012 和 OECD, 2021）。但CAMA需要有销售交易的数据和经过培训的政府官员来使用该系统。不经常的重新估值可能还会导致税负突然增加。

来自利益相关方的阻力。当然，征收房地产税常常会招致许多利益相关方的强烈反对。房地产税往往不受欢迎，且政府官员有时会担心房地产税对住房需求的潜在影响。中国的情况也一直

如此。因此，审慎的做法是让关键利益相关方参与进来并与他们多沟通，循序渐进引入这一新税种，同时取消或降低房产交易税，以获得他们支持（Brys等, 2013）。还可以考虑其他激励机制，如允许税款分期支付，对资产丰厚但收入不高的家庭给与税收减免（OECD, 2021）。

还应该采取其他措施提高房地产市场的韧性。首先，当局应该继续实施保守的首付政策，特别是二套和三套住房应保持较高的首付，这是减少投机的重要宏观审慎工具。此外，待当前市场的阵痛逐渐褪去，应该继续给开发商施压，迫使他们降杠杆，并探索更加稳定的融资模式（专栏 5）。最后，需要确保托管账户里的资金与具体项目严格匹配，并按照清晰界定的施工进度向开发商拨款，从而化解期房预售制的风险（专栏 5）。

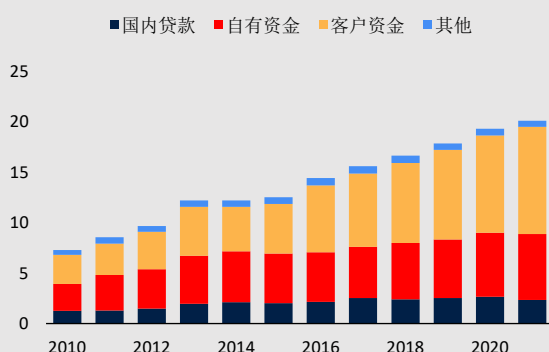
密切监测金融机构和金融市场风险是控制金融风险的重要组成部分。新的《金融稳定法》中包含一些相关条款，还包括建立新的金融稳定保障基金，以应对重大金融风险事件，如房地产市场所带来的风险困境。值得注意的是，该法将金融风险监测上升到了国务院层面。新成立的“国家金融稳定发展协调机制”和早期预警系统可以识别金融风险并尽早采取适当行动。应持续部署此机制及其他现有机制，监测房地产市场的新风险。除了监测系统性风险外，金融监管部门还应定期评估各银行的相关涉房风险，并指示风险敞口大的银行根据信贷风险程度增加拨备¹³。定期对银行进行压力测试，评估其对抵御来自房地产行业冲击的韧性也至关重要。

专栏 5. 中国期房预售制的脆弱性

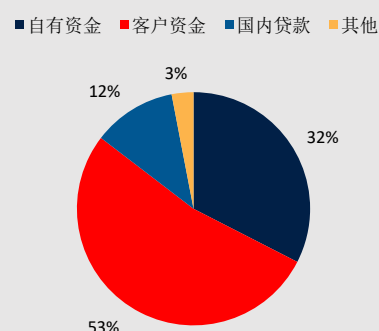
中国开发商对建设项目的融资模式是预售制，即购房者购买还未建成的房子。2010 年客户的年预付款金额仅为 5 亿元人民币，到 2021 年底已增至 10.6 万亿元人民币，占开发商资金来源的 53%（图 40.A 和 B）。

图 40. 开发商严重依赖预售资金

A. 房地产开发商的资金来源
(万亿元人民币)



B. 房地产开发商的资金来源
(占比, 2021)



来源：NBS；世界银行。

¹³ 可以考虑对涉房风险敞口大的银行及其他贷款人进行资产质量评估（AQR）。

益处

预售模式对开发商很有吸引力，因为它可以减少开发商的负债，降低融资成本，缓解开工和竣工期间里因需求发生变化而致使房子无法卖出带来的风险。这种模式也能够锁定卖出房屋的价格，从而降低价格波动的风险。对购房者而言，期房往往价格更优惠，有大幅的折扣，有的还可以选择定制住房内部设计，布局和家具。

风险

资金滥用。开发商可能将预售资金挪作未经批准的用途，很多有预售制的国家都存在这样的风险。因此，保证预售资金安全至关重要。许多国家已为此作了相关安排，如，印度 2016 年出台的《房地产监管开发法案》。该法案要求开发商所有项目都要注册并获批，还要使用托管账户接收存款。迪拜 2007 年颁布了一项法律，强制要求开发商为每个期房项目开立一个托管账户，并按照经核实的施工进度向开发商拨付预付款¹⁴。

中国也要求购房预付款必须存入托管账户。虽然全国各地期房的预售资金由住房和城乡建设部统一管理，但事实上对预售资金的监管权在地方政府手中。因此，关于开发商如何使用托管账户里的预售资金，各地的规则存在很大差异。有证据表明，许多开发商对托管账户中的资金使用有相当大的自由度，过去也出现过开发商将预售资金挪用于非相关项目融资的情况（PwC，2020）。

建造风险和流动性风险。在预售模式中，建造风险被有效地将转移到可能无力承担或管理这些风险的购房者身上。在信息不对称的情况下，开发商对建筑项目（质量、进度等）比购房者更为了解，而购房者没有专业的知识或资源来评估项目建设是否符合他们的最大利益（Leung 等，2007）。有很多购房者抱怨交房时间一拖再拖，建筑质量差，房子面积缩水，以及装饰装修质量差¹⁵。此外，还存在项目无法完工的风险。近期中国开发商陷入困境，有的开发商可能真的在交房之前就倒闭了。如果开发商破产或因缺乏流动资金而无法交付项目，已付款的购房人很难追索损失。如果潜在购房者因为负面冲击不愿意签署预售合同，而开发商又依赖预售资金，这确实会增加其流动性风险。

政策选择

由于购房者面临上述风险，预售制需要有切实可靠的消费者保护机制。虽然托管账户被普遍使用，但严格执行其相关规定也是必要的。这样才能确保资金与具体项目匹配，并按照界定明确的项目进展进行拨付，且使开发商不能轻易将预售资金挪作他用。

2021年下半年开发商陷入困境之后，有些地方出台了严格的规定，限制开发商获得托管账户里的资金，以确保在建项目完工，从而保护购房者利益。但是，这样做的意外后果是多家房

¹⁴ 迪拜酋长国《关于房地产开发托管账户的法律》（2007 第 8 号）。

¹⁵ 据说有的开发商采取低价策略，通过牺牲项目质量增加利润率。

地产开发商的流动性压力进一步增大，很多项目就此停工。一些地方政府后来放松了上述控制措施。但据报道，住建部正在考虑建立全国统一的规则，规范开发商对预售收入的使用。

既要保护购房者利益防止建造风险，又要避免给开发商造成负面的流动性冲击。为此，要拓宽房地产开发商的融资选择。可以扩大基于项目的融资，或者增加机构投资者的参与，如定位于房地产开发的房地产投资信托（REITs）。2021年中国引入基础设施的REITs，这些机构可以将房地产资产纳入投资组合，从而减少开发商对中国房地产开发目前的主要融资形式——期房预售的依赖。

为实现房地产市场的可持续发展，除了短期内控制风险外，还需要一些中长期政策和结构性改革。

- **完善城镇开发政策：**中国城镇地区的土地资源利用还有很大优化空间。东亚地区只有中国的大城市人口密度在下降，因为城市的扩张速度高于人口流入速度（Kim 等，2021）。因此，鼓励城市重塑以增加市中心密度至关重要，这能够提高城市宜居性和经济活力。这就需要采取一些措施，如升级公共空间、完善公共交通和加强公共服务的提供等（世界银行和国务院发展研究中心，2014）。通过空间规划严格控制用地也是必要的，这样可以减少城市的无序扩张。最后，政府近期全面取消了县城落户限制，朝着户口改革的正确方向迈进了一步。但如果能进一步放开大城市的户籍限制，进而创造生产率更高的劳动力并平等地对其提供公共服务，会有力地强化城镇化这一经济增长动力。
- **调整开发商的融资模式：**开发商最近的流动性困境突显了拓宽融资选择的重要性。可以扩大基于项目的融资，或增加机构投资者的参与，如定位于房地产开发的房地产投资信托（REITs）（专栏 5）。这可以减少对目前房地产开发的主要融资形式——期房预售的依赖，使开发商的融资结构具有更坚实的基础。
- **强化破产框架：**大型开发商的危机也突显出健全的、可预测的债务解决和企业破产处置框架的重要性。确实，缺乏这样的框架往往会加剧金融风险，尤其是当恒大这类大型复杂企业陷入困境、出现违约的时候。健全的破产处置框架还能促进资本配置的优化，从而支持创新驱动、民营部门主导的经济增长。
- **扩大金融自由化：**如前所述，房地产是中国家庭最重要的资产。因此，进一步自由化金融部门，如开放银行业和保险业、改革养老金制度，将会扩大家庭可投资的金融资产的范围，有助于降低家庭把购买、持有空置房产作为投资工具的倾向。
- **探索增长新动能：**长远来看，当局需要开始考虑如何培育经济增长的新动能，减少对房地产的依赖。中国承诺减碳并促进绿色增长就是一个机遇，未来几年绿色技术和绿色产业可能成为增长支柱。建筑行业往往具有能耗高、固体废物产生量和温室气体排放量大大的特点，中国可以抓住这个机遇促进绿色建造的发展。

参考文献

Brys, B., R. Herd, S. Matthews, and X. Wang. 2013. “Tax Policy and Tax Reform in the People’s Republic of China.” *OECD Taxation Working Papers*, No. 18, OECD, Paris.

EIA (Energy Information Administration, U.S. Department of Energy). 2022. *Short-Term Energy Outlook*. April.

Fisher, R.C. 2021. “Property Taxes: What Everybody Needs to Know.” Working Paper WP21RF1, Lincoln Institute of Land Policy, Cambridge, MA.

Glaeser, E., W. Huang, Y. R. Ma, and A. Shleifer. 2017. “A Real Estate Boom with Chinese Characteristics.” *Journal of Economic Perspectives* 31 (1): 93-116.

IMF (International Monetary Fund). 2022. *China Monitor*, Global Markets Analysis Division, Monetary and Capital Markets Department, Washington, DC: International Monetary Fund.

Jorda, O. 2005. “Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections.” *The American Economic Review* 95 (1): 161-182.

Kim, Y., M. Raiser, and K. Stapleton. 2021. “Denser Cities Could Help China Reconcile Economic and Climate Goals.” Brookings Institution, *Future Development* (blog), December 9. <https://www.brookings.edu/blog/future-development/2021/12/09/denser-cities-could-help-china-reconcile-economic-and-climate-goals/>.

Leung, Y. P., E. C. Hui, and B. Seabrooke. 2007. “Asymmetric Information in the Hong Kong Forward Property Market.” *International Journal of Strategic Property Management* 11 (2): 91-106.

Liu, Z. 2021. “Municipal Finance and Property Taxation in China.” In *Local Public Finance and Capacity Building in Asia: Issues and Challenges*, edited by J. Kim and S. Dougherty, Chapter 7. Paris: OECD. <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/73c69466-en/index.html?itemId=/content/component/73c69466-en>.

Man, J. Y. 2012. “China’s Property Tax Reform: Progress and Challenges.” *Land Lines Magazine*, Lincoln Institute of Land Policy, Cambridge, MA.

Mao, G., F. Lu, X. Fan, and D. Wu. 2020. “China’s Ageing Population: The Present Situation and Prospects.” In *Population Change and Impacts in Asia and the Pacific*, edited by J. Poot and M. Roskrige, 269-287. New York: Springer Publishing.

Moody’s. 2022. *China Property Focus*. Moody’s Investors Service.

OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development). 2019. *Tax Policy Reforms 2019: OECD and Selected Partner Economies*. Paris: OECD Publishing.

OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development). 2021. *Making Property Tax Reform Happen in China: A Review of Property Tax Design and Reform Experiences in OECD Countries*. Paris: OECD Publishing.

PBC (People's Bank of China). 2019. *Survey on Household Assets and Liabilities of Urban Residents in China*.

(PwC) PricewaterhouseCoopers. 2020. *Succeeding in Uncertainty: Financing China's Real Estate*. <https://www.pwccn.com/en/deals/publications/succeeding-uncertainty-financing-china-re.pdf>.

Rogoff, K. and Y. Yang. 2020. "Peak China Housing." NBER Working Paper No. 27697, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Shazmin, S. A. A., I. Sipan, and M. Sapri. 2016. "Property Tax Assessment Incentives for Green Building: A Review." *Renewable and Sustainable Energy Reviews* 60 (C): 536-548.

World Bank and DRC (Development Research Center of the State Council, People's Republic of China). 2014. *Urban China: Toward Efficient, Inclusive and Sustainable Urbanization*. Washington, DC: World Bank.

World Bank. 2021 a. *China Economic Update: Beyond the Recovery – Charting a Green and Inclusive Growth Path*. June. Washington, DC: World Bank.

World Bank. 2021 b. *China Economic Update: Rebalancing Act – From Recovery to High-Quality Growth*. December. Washington, DC: World Bank.

World Bank. 2022. *Global Economic Prospects*. January. Washington, DC: World Bank.

