

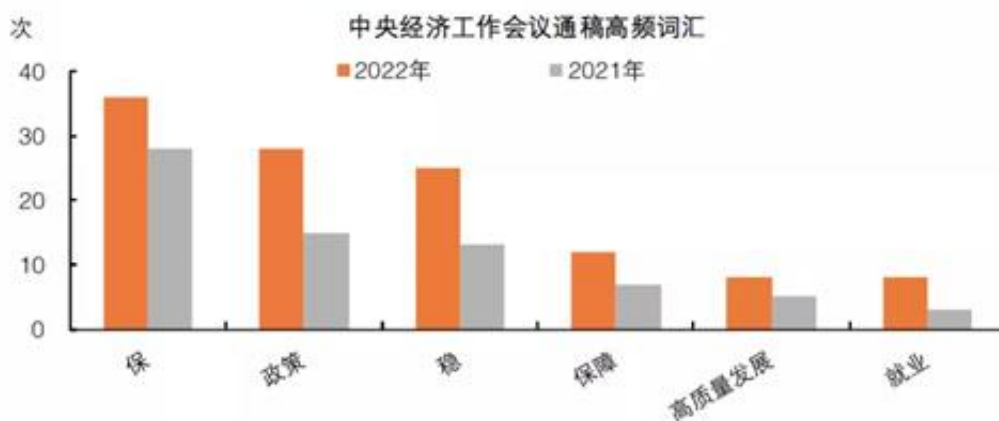


2022年中国经济如何“稳字当头”



【财新网】(专栏作家 钟正生) 2021 年 12 月 8 日至 10 日, 中央经济工作会议在北京举行。会议强调, “明年将召开党的二十大, 这是党和国家政治生活中的一件大事, 要保持平稳健康的经济环境、国泰民安的社会环境、风清气正的政治环境”。围绕这一大局, 中央经济工作会议对 2022 年的部署把稳定宏观经济放在了更突出的位置。会议新提出了“着力稳定宏观经济大盘”、“稳字当头、稳中求进”、“各方面要积极推出有利于经济稳定的政策, 政策发力适当靠前”、“跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合”等要求。纵观会议通稿, 提到 36 次“保”、28 次“政策”、25 次“稳”、12 次“保障”, 均较去年显著增加。

图表1 对 2022 年经济工作的部署把稳增长放在更突出位置



资料来源: Wind, 平安证券研究所

事实上, 2021 年 7 月的中央政治局会议已前瞻部署稳增长, 开始强调经济的“不稳固”、超预期降准等, 但后期由于房地产调控、能耗双控等政策叠加, 三季度中国经济出现快速转冷。若照此趋势演化, 2022 年中国 GDP 增速有跌破 5% 的可能性。本次会议部署要求“必须坚持稳中求进, 调整政策和推动改革要把握好时度效, 坚持先立后破、稳扎稳打”, 就是

对前期政策叠加导致经济冲击做出了纠正。

2021 年三季度以来,中国经济下行压力尤其集中在房地产行业。2021 年 7 月,房地产销售面积当月同比从上月 7.5%下滑至-8.5%,10 月进一步走低至-21.7%;房地产开发投资完成额当月同比从 6 月的 5.9%下滑至 10 月的-5.4%;房屋新开工面积同比跌幅进一步扩大,10 月当月同比低至-33.1%。土地市场也迅速转冷,2021 年 4 月第一批集中供地期间,100 个大中城市成交土地溢价率达 23.7%,到 10 月已低至 2.7%,为 2012 年 3 月以来新低。房地产拿地、新开工等前瞻指标持续负增长。基于许宪春等的研究结果,2011 年房地产投资形成的固定资本形成和房地产消费合计占支出法 GDP 的比重为 13.7%,那么若房地产投资转负,可直接拖累 GDP 在 1 个百分点以上。

与此同时,2022 年中国面临的海外冲击压力也在加大:一方面,新冠疫情的演化还存在高度不确定性,能不能从“动态清零”转向“流感化”处理,最优的策略还是等待发达国家“先行先试”。而病毒变异的方向是传播能力越来越强,这就会导致中国防疫的经济成本进一步提升,与海外经济体之间产生“开放差”。

另一方面,美国通胀的传导演化之下(住房、运输等服务、工资等的价格走势仍不确定),美联储 2022 年开启加息已经是大概率事件,海外货币政策的外溢效果也对国内稳增长形成挑战。2021 年 11 月 30 日以来,鲍威尔在内的多位美联储官员吹风可能加快削减资产购买的步伐。据 CEM

FedWatch, 截至 12 月 9 日, 市场认为 2022 年内美联储至少加息一次的概率是 98%, 加息 2 次及以上的概率也在 80% 以上。

会议指出“2022 年积极的财政政策要提升效能, 更加注重精准、可持续。要保证财政支出强度, 加快支出进度”。2021 年为“保持适度支出强度”, 可见 2022 年对财政发力要求提高。我们认为, 2022 年财政政策在狭义赤字安排上或将比 2021 年更积极; 在地方政府新增债券额度中, 可能探索适当降低新增专项债比例, 提高新增一般债占比; 在财政连续两年大额结余的情况下, 2022 年广义赤字安排名义可能有所下降, 但实际力度依然可观。

2022 年的狭义赤字率可能持平于 2021 年的 3.2%, 但 2022 年狭义赤字安排将比 2021 年更积极。2021 年安排狭义赤字 35700 亿、赤字率 3.2%, 隐含的 2021 年名义 GDP 增速为 9.8%, 而 2021 年中国名义 GDP 增速预计达到 13% 左右, 根据 35700 亿赤字安排计算的实际赤字率仅为 3.1% 左右。

按照“精准、可持续”的要求, 我们认为 2022 年地方专项债规模可能较 2021 年减少, 从而 2022 年广义赤字规模可能也会比 2021 年的 8.92 万亿有所下调。这主要是考虑到, 在近年来地方专项债规模快速扩张背后, 一些不规范的行为和风险引起了越来越多的关注: 一是, 专项债使用范围多次扩大, 用途呈“万能化”之势; 二是, 专项债要求所对接项目的现金流能够自求平衡。2020 年开始, 约七成的新增专项债发行时公告称投向基

建，但实际上收益率符合要求的基建项目不足，使得专项债募集到资金后趴在账上使用效率不高、挪作它用，甚至用于购买理财产品等问题并不少见；三是，专项债债务可持续性的问题严峻。地方政府专项债收支列入政府性基金预算，由于所对接项目现金流多数难以覆盖本息，需政府性基金收入或发行再融资债券来偿还。即使不考虑目前地方政府性基金支出中有近八成是刚性的，难以腾挪用于偿还地方专项债本息，就是地方专项债余额和地方政府性基金收入缺口的持续扩大，也会导致地方专项债还本对再融资券的依赖度越来越高。

2022 年广义赤字规模可以下调的基础在于，2020-2021 年财政连续两年“超收少支”，为财政“跨周期调节”提供了资金。2020 年，全国公共财政预算+政府性基金预算两本账实际使用广义赤字 8.7 万亿，比预算安排的广义赤字少 2.5 万亿。2021 年预计仍有 3.3 万亿广义赤字安排结余。从而，两年约有 5.8 万亿资金可通过中央预算稳定调节基金、地方财政调入资金和结转结余资金等账户，预留到以后年份使用。

2022 年财政政策“提升效能”可能主要体现在：一是，配合“持续改善民生”的目标，财政支出继续向民生领域倾斜，在保居民就业、保基本民生、保市场主体方面发挥积极作用。而 2022 年仍然处于地方隐性债务化解过程中，由于缺乏配套资金支持的渠道，财政支出投向基建的规模难以明显提升。二是，配合“促进消费持续恢复”的目标，适当提高公共消费率，发挥对私人消费的“挤入”效应。三是，配合“加快构建新发展格

局”的目标，推动地方专项债与“十四五”重大项目更好结合，加大财政对绿色转型、专精特新、共同富裕等重点方向的支持。本次会议强调“财政政策和货币政策要协调联动”，财政支出的方向应与“引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持”形成合力。

会议指出“2022年稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”。近年来，“灵活适度”的表述出现在对2016年、2020年的货币政策部署中，都对应着宽货币、宽信用的年份，而2019年是“松紧适度”，2017年、2018年都提到了“货币总闸门”，2022年货币政策偏向宽松的趋向不言自明。

我们认为，2022年货币政策降准、降息的空间均已打开。一是，2021年掣肘货币政策的通胀问题开始减弱。根据我们预测，PPI同比从2021年11月开始步入回落，到2022年四季度或将滑入负值；CPI同比则温和上行，三季度有可能上探3%，但这一水平应不足以对货币政策形成紧约束。

二是，实体融资有效需求不足的问题展现。2021年以来信贷余额增速持续滑坡，如果排除四季度政府债券的错位发行，那么社融增速已跌破10%。2021年三季度普惠小微贷款余额增速连续第二个季度下滑至27.4%，比一季度高点已下降6.9个百分点，工业部门中长期贷款余额增速也呈现出1.7个百分点的回落。2021年9月央行推出3000亿支小再贷款额度，12月又下调支农、支小再贷款利率0.25个百分点，可能就与有效贷款需求不足的问题显露相联系。2021年在通胀紧约束的情况下货币政策主要以结构性

方式应对, 2022 年在通胀约束明显缓解的背景下采取全局性降息的空间将被打开。

三是, 强势人民币汇率的情况下, 海外货币政策的外溢性不构成紧约束。2021 年 7 月以来, 人民币汇率在美元走强的情况下, 依然强势升值, 人民币对一篮子货币汇率持续走高, CFETS 人民币汇率指数已接近回到 2015 年 11 月刚推出时的水平。过强的人民币汇率给出口企业带来成本压力, 当 2022 年中国出口面临回落时, 其对经济的负面影响将会呈现。因此, 人民币汇率可以作为调节内外货币政策差异的“稳定器”, 释放国内货币政策的自主性。

2022 年, 从降低实体利息负担, 防范化解金融风险的角度, 亦有降息的必要性。

一方面, 2020 年, 在经济增长受挫+逆周期政策发力的组合下, 中国宏观杠杆率再上台阶, 在全球主要经济体中已属高位, 而 2009 年之前中国杠杆率在全球尚处低位。2021 年由于中国经济增速反弹, 中国宏观杠杆率呈温和回落。2022 年我们预计中国实际 GDP 增速从 2021 年的 8.1% 左右下降至 5%-5.5% 区间, 同时社融增速平稳略有回升。在此情况下, 宏观杠杆率有再度攀升的压力, “稳增长”与“稳杠杆”之间的权衡将更具挑战性。

另一方面, 2020 年新冠疫情期间, 央行降息 35bp 所带来的融资成本下降红利, 在 2021 年已被逐渐消化。根据我们对存量社融年化付息规模

的测算，2020 年央行的大幅降息和降融资成本操作，使得到 2020 年底，还本付息占当年新增社融的比例降低到至少 2016 年以来最低水平。但 2021 年以来还本付息占新增社融的比例重新回升，截至 2021 年三季度末，已与新冠疫情前水平愈发接近。因此，中期内或有必要推出新的降息操作，配合稳定宏观杠杆率和防范系统性风险。

中央经济工作会议对 2021 年的部署中开始把扩大内需提高到“战略”高度，统领于“双循环”的顶层设计理念。本次会议继续强调了“实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复”。

新冠疫情以来，中国经济在“双循环”中更加依赖于外循环，是在全球疫情大暴发背景下，凸显出了中国产业链的优势。2021 年以来，中国出口延续靓丽表现，但国内消费复苏明显后劲不足。截至 2021 年 10 月，以美元计价出口的两年平均增速达到 18.7%，远高于疫情前的约 8.1%；而社会消费品零售总额的两年平均增速仅 4%，两年累计增速才达到 2019 年水平，其中餐饮收入仍为负增长。

2022 年中国出口靓丽表现的延续或将面临挑战，目前已经观察到三个

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31147

