



# 稳增长：从“德式套餐”到 “日式套餐”



自中央经济工作会议以来，“稳增长”成为市场关注的重点主题。但由于中国经济动能的结构性变化，稳增长的发力点也出现了切换，从原来主要靠“基建+地产”转变成“基建+地产+创新（绿色经济、数字经济、制造业升级）”等多元模式。在新一轮的稳增长“套餐”当中，货币政策与监管仍然重要，但是（准）财政政策的重要性相对提升。我们也要注意货币、财政与监管政策的跷跷板作用，如果某个政策掣肘比较大，其他稳增长政策的力度必须更大才能实现预定的增长目标。

本轮稳增长的一个重要的背景是，中国经济增长的驱动力经历第三次切换。1999-2008年是中国人口红利突出的时期，储蓄率上升，需求端体现为投资和出口经历高增长。2009-2018年是中国金融周期快速上行的时期，信贷与房价加速上行，也是城镇化加速时期。近几年来，随着人口红利的消失，以及金融周期进入下行阶段，全要素生产率将成为中国经济发展的重要动力，而科技创新将成为全要素生产率提升的最重要支撑。

因此，我们需要认识到本轮稳增长中两个结构性的特点：1) 金融周期下行阶段，私人部门债务压力不低，本身再加杠杆的空间相对有限；2) 科技创新方面的投资及相关经济活动将成为中国未来一段时间最重要的发展动能。

本轮“稳增长”模式也出现切换，我们不妨比喻为从“德式套餐”转变为“日式套餐”。这里的“德式套餐”和“日式套餐”指的并不是德国和日本的稳增长模式，而是借用料理中“德式套餐”和“日式套餐”的特

点对中国的稳增长政策做一个形象的说明。

“德式套餐”花样不多，但是每个菜式量比较大，中国过去传统的促增长模式主要靠基建和房地产，就有点像这种模式。本轮稳增长当中，由于与房地产相关的债务负担较重，而地方政府有化解隐性债务的任务，以及保运转的压力，因此不会再像之前那样大幅刺激基建和房地产来促增长。在适当提振基建、稳定房地产的情况下，还要激发创新活力，在绿色转型、数字经济等领域加大政策支持。这就需要更加精细、搭配更加齐全的稳增长政策组合，这样的稳增长政策组合更像“日式套餐”（菜式品种多，但是每个菜式量都不会很大），多管齐下、多措并举，在政策力度足够的情况下，总量上也可以达到类似“德式套餐”的促增长效果。

促增长模式从“德式套餐”转向“日式套餐”，政策发力点也随之出现变化，（准）财政政策或扮演相对更加重要的角色：

货币与监管政策对房地产更加重要，而基建更加依赖（准）财政政策和监管政策。房地产具有比较强的金融属性，买涨不买跌，当房地产部门的信贷供给较为宽松时，房地产的价格与信贷扩张之间会形成一个相互加强的循环，房地产销售投资景气度一般会不断走高；基建方面，当政府拥有足够的项目储备（或者对于项目监管的标准相对较低时）、财政或者准财政资金来源较为充足时，基建投资一般会逐步加速。在本轮稳增长过程当中，受居民部门债务和地方政府隐性债务管理的限制，刺激房地产和基建政策的力度大概率不会像 2009-2010 年，2015-2016 年那么大。

对于绿色经济、数字经济、制造业等，货币政策固然重要，（准）财政政策的重要性也不言而喻。刺激绿色经济、数字经济、制造业等需要更加精准的政策，这就需要结构性的货币政策、结构性的信贷政策以及财政政策的协调配合。结构性的货币政策和信贷政策包括央行的再贷款、碳减排支持工具、对商业银行小微贷款的考核等等；财政政策则包括针对性的减税降费、补贴以及直接投资等。由于一些结构性的货币与信贷政策已经模糊了传统货币政策和财政政策的界线，我们在某种程度上也可以称之为准财政政策。

此外，除了货币和财政政策的支持，还需要其他行业监管政策的协调配合，为市场建立一个更加清晰透明的监管框架，稳定企业的经营预期。

根据我们的估算，当前稳增长政策组合力度（绿色投资、保障房、提基建、稳消费）对2022年实际GDP复合增速或较2021年合计达到0.9-1.0个百分点的拉抬，或可对冲商业地产和净出口的边际拖累（0.7-0.9个百分点）。2021年实际GDP复合增速5.1%（同比8.1%）。

一方面，2022年商业地产和净出口或成拖累项。

根据中金地产组展望报告中的预测，基准情形下，一季度稳定地产销售和投资的政策即发力，房地产相关贷款、销售和投资增速亦由快速放缓转为企稳并温和回升（从2019年为基期的复合增速看），预计2022年房地产开发投资下降1.5%（2021年同比4.4%，复合增速5.7%）。悲观情形下，如果年中方能看到地产托底政策有效发力，市场预期扭转、温和回升

时点或在今年较晚出现，预计 2022 年房地产开发投资同比下降 5.1%。我们将房地产开发投资拆分为建安投资、设备工器具购置和其他费用三项，并根据房地产在总体建筑安装、设备购置中的贡献，以及建安和通专用设备对 GDP 的完全拉动，再叠加房地产业对 GDP 的完全拉动（房地产、住房建筑、建安对整体 GDP 约 26%的完全拉动），并用 GDP 平减指数进行调整，可以得到对实际 GDP 同比的贡献。结果显示，两种情形下，2022 年房地产对实际 GDP 复合增速边际拖累是-0.4 和-0.7pct（同比拖累-1.2 和-1.9pct）。

我们预计美国的补库和资本开支需求将接力商品消费需求，对中国出口仍有支撑，出口或仍将在高基数上实现正增长，同比或达 7.9%左右，但增速较 2021 年的 26.8%（复合增速 14.6%）仍有所放缓，同时发达国家加快开放，中国的服务贸易逆差或有所扩大，净出口对实际 GDP 复合增速的贡献或下降 0.3pct 左右（同比边际拖累 1.2pct）。

另一方面，绿色投资、保障房、提基建、稳消费等或成稳增长的重要抓手。

一是绿色投资，我们测算 7 大行业实体投资需求（电力、钢铁、交运、水泥、化工、农业、建筑）增速或从 2021 年的 4%提速至 16%，对实际 GDP 复合增速多拉抬 0.1pct 左右。其中电力行业绿色投资主要来自储能、电网、清洁发电等；钢铁行业绿色投资主要包括氢冶金-高炉冶炼法-碳搜捕技术、直接还原铁-电炉冶炼法-碳搜捕技术、基于废钢的电弧炉冶炼；

交通运输绿色投资包括电动车生产、充电桩、低碳飞机、船舶低碳改造等；水泥行业绿色投资包括碳捕捉和环保技改设备等；化工行业包括新工艺和清洁能源使用投资、节能改造投资；农业包括免耕农业新增设备、温室气体吸收设备等投资；建筑包括绿色建安和内置电器投资等。

二是保障房，我们预计保障性租赁住房加上棚改退坡力度的缓解，对房地产投资增速的拉抬能多 0.8-2pct，对实际 GDP 复合增速有 0.1-0.15pct 的边际提振。据住建部统计，2021 年前三季度，40 城市已开工保障性租赁住房 72 万套，完成投资 775 亿元，2021 年全年新筹集 94.2 万套，2022 年建设筹集 240 万套（间）。我们用两种方法测算，一种是按照 2021 年前三季度 10.8 万/套的投资强度，2022 年保障性租赁住房预计带来 2600 亿元的投资，对 2022 年房地产投资贡献 1.1pct，较 2021 年增加 0.4pct；第二种按照单套平均造价与 2 年左右的建设周期，我们预计 2022 年竣工房屋造价预计约为 4124 元/平方米，按照每套 70 平方米计算，2021 年 94.2 万套保障性租赁住房将带来 2600 亿元的总投资，但按公布的投资进度，2021 年或只能完成 1010 亿元左右的投资，剩余 1590 亿元预计于 2022 年实现。2022 年的 240 万套保障性租赁住房将带来 6930 亿。

**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\\_37069](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_37069)

