对 2022 年增速目标的三条建议

——当前经济与政策思考

证券研究报告/宏观策略专题报告　　2021 年 12 月 05 日

分析师：杨畅

执业证书编号：S0740519090004

电话：021-20315708

Email：yangchang@r.qlzq.com.cn

相关报告

投资要点

- **对 2022 年经济增速目标如何预期，需要考虑三个问题：**
- **1、要不要的问题——现阶段必然需要**

在由于疫情的异常冲击和扰动，2020 年政府工作报告没有设置具体目标。但伴随着复工复产，中国经济逐步修复，2021 年又恢复设置“6%以上”的增速目标。

尽管当前面临新冠病毒突变的外部形势，但与 2020 年初相比，已经不再是异常冲击了，而是已有准备。因此，不设置 GDP 增速指标的合理性并不存在。

在新增就业数并不适用，并且尚未提出较 GDP 增速更优目标前，仍会保留 GDP 增速目标。有利于督促各部门、各地方围绕目标，鼓足干劲。

- **2、要多少的问题——“5.5 左右”偏软，“5.5%以上”偏硬**

第一，《中共中央关于党的百年奋斗重大成就和历史经验的决议》明确要求，“不能简单以生产总值增长率论英雄”，这就意味着 GDP 增速没有必要设置过高的目标，经济工作的重心在于引导高质量发展。

第二，年度经济增速目标的设置，需要考虑短期衔接的问题。2021 年经济增速目标为“6%以上”，如何与“6%以上”进行衔接？是“向上衔接”还是“向下衔接”？就当前的经济形势来看，“向下衔接”的可能性更大。

第三，“向下衔接”还是“向下跳跃”？经济既面临压力，需要向下衔接，又要避免“大落”，那对于 GDP 增速目标的设置就具有极高的挑战。个人认为，如果设置为“5%以上”或者“5-5.5 区间”，可能难以认为是“衔接”，而是“跳跃”。因此，从“6%以上”目标，向下衔接为“5.5 左右”或“5.5%以上”两种方案，可能性较大。差别在于，“5.5 左右”偏软，设置了弹性空间；而“5.5%以上”偏强，明确了底线要求。

那现在到底应该“给空间”，还是“划底线”，值得思考。

- **3、怎么要的问题——宏观政策与结构政策双发力**
- 宏观政策方面：财政政策为主、货币政策配合的格局仍将延续，关键在于财政政策的落地见效。结构政策方面：可以从三条主线来观察，第一是改革见效；第二是发展导向；第三是安全底线。

- **风险提示事件：政策变动风险。**

内容目录

1. 要不要的问题——现阶段必然需要 ..... - 3 -
2. 要多少的问题——长目标与短衔接 ..... - 4 -
3. 怎么要的问题——发动机启动 ..... - 9 -
4. 风险提示 ..... - 10 -

图表目录

图表 1：新增就业的目标与实际 ..... - 4 -
图表 2：GDP 的目标与实际 ..... - 4 -
图表 3：美国批发商耐用品库存增长情况 ..... - 6 -
图表 4：十四五时期经济社会发展主要指标 ..... - 6 -
图表 5：人民日报刊文对“预期管理”的相关表述 ..... - 7 -
图表 6：经济增速的政府预期目标与实际结果 ..... - 7 -
图表 7：工业增加值定基指数与 GDP 不变价的同步性 ..... - 8 -
图表 8：工业增加值定基指数 ..... - 8 -
图表 9：2021 年前 11 个月重大政策措施关键词 ..... - 9 -

又到 12 月了，又到讨论明年经济增速目标的时候了，GDP 增速会如何安排了？在我看来，增速目标并不是简单的数字，数字背后具有深层次的含义，对于明年经济口工作具有指挥棒的作用，对于社会口工作具有支撑性的作用。因此，讨论明年的经济增速目标，需要回答三个最为重要的问题:

1. 要不要的问题——现阶段必然需要

一方面，其实 2020 年疫情发生后，当时就有讨论，是否取消年度 GDP 增速目标。的确，由于疫情的异常冲击和扰动，2020 年政府工作报告没有设置具体目标。但伴随着复工复产，中国经济逐步修复，2021 年又恢复设置“6%以上”的增速目标。

尽管当前面临新冠病毒突变的外部形势，但与 2020 年初相比，已经不再是异常冲击了，而是已有准备。因此，不设置 GDP 增速指标的合理性并不存在。

另一方面，GDP 增速目标的重要性不仅在数字，而在方向。单纯从数字上看，没人会觉得 GDP 增速目标有那么重要，高一点低一点都可以，只要就业能解决。但是，一旦取消，有没有合适的指标可以替代呢?

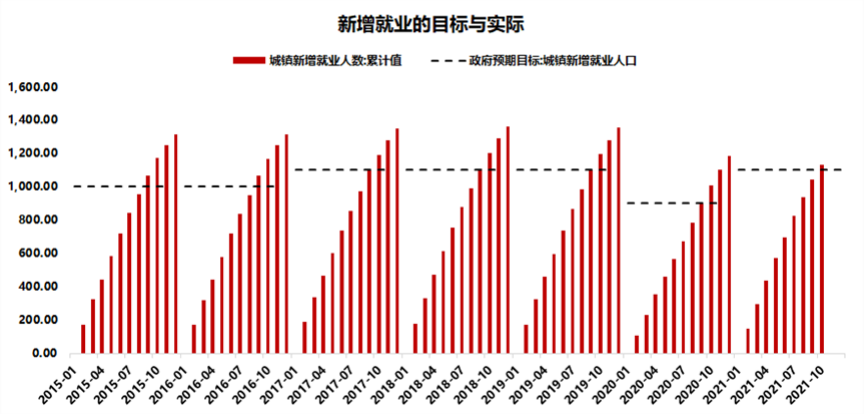
个人认为仍然没有。虽然新增就业也作为重要指标，但新增就业数能否作为唯一的工作目标？个人认为不能：首先，近几年无论 GDP 增速高一点低一点，新增就业都能够达到预定目标，完成任务，那对于经济工作的指引作用明显弱化。

即使在最困难的 2020 年，新增就业的政府工作目标是 900 万，2020 年 10 月就已经达到 1009 万,提前两个月完成目标,而 2021 年目标是 1100 万，10 月份也已经达到 1133 万，又是提前两个月完成目标。

其次，每年政府工作报告中提及的“新增就业数”，只是由人社部门统计的“新增”，并没有统计“新减”；再次，即使把就业作为工作目标，也需要一定的 GDP 增速作为保障，而且需要设置工作区间。

而政府工作从来都是目标导向的，只有设置工作目标，才能使得各部门、各地方围绕目标，鼓足干劲。在新增就业数并不适用，并且尚未提出较 GDP 增速更优目标前，仍会保留 GDP 增速目标。

图表 1：新增就业的目标与实际



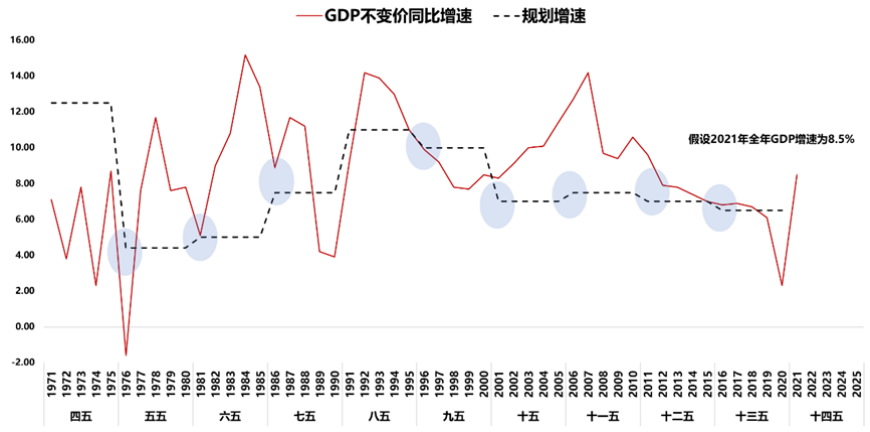
来源：WIND、中泰证券研究所

2. 要多少的问题——长目标与短衔接

一方面，“不能简单以生产总值增长率论英雄”明确了 GDP 增速目标的上限。《中共中央关于党的百年奋斗重大成就和历史经验的决议》明确要求，“我国经济发展进入新常态，已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”；“贯彻新发展理念是关系我国发展全局的一场深刻变革，不能简单以生产总值增长率论英雄”。

“不能简单以生产总值增长率论英雄”，这就意味着 GDP 增速没有必要设置过高的目标，在合理的增速区间内，把经济工作的重心引导向高质量发展，这是贯穿“朝着实现中华民族伟大复兴的宏伟目标继续前进”过程的主要线索。从十八大以来，就已经能够反映了明显的特点，主动调降经济增速的目标，将经济往高质量方向引导的意图。

图表 2：GDP 的目标与实际



来源：WIND、中泰证券研究所

另一方面，年度经济增速目标的设置，需要考虑短期衔接的问题。7 月 30 日中央政治局会议提出，“要做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持

经济运行在合理区间”。那就对年度经济增速目标的设置提出了要求，需要充分体现“跨周期调节”和“衔接”的精神。

2021 年经济增速目标为“6%以上”，如何与“6%以上”进行衔接？是“向上衔接”还是“向下衔接”就成为问题？就当前的经济形势来看，“向下衔接”的可能性更大。

主要是近期经济数据仍然反映出一定的压力：

从生产端来看：10 月规模以上工业增加值同比实际增长 3.5%（前值 3.1%），两年平均增长 5.2%（前值 5.0%）。从定基指数来看，2021 年要明显高于 2017-2019 年，工业生产属于高位平台回落中的短期企稳。需要注意的是，如果看工业增加值定基指数，2020 年 10 月是四季度低点，同比增速较高或受基数影响。而环比增速出现反弹，则受 8-9 月份电力供应紧张导致限产影响；因此，对于工业增加值的反弹，仍然需要注意持续性。而 10 月发电量仍然环比下行，环比下降 5.3%。

从 11 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.1%，结束了前期连续 8 个月的放缓，回升至景气线上。但如果看五个合成指数，主要是由于生产的拉动。而由制造企业新订单指数反映出内需存在失速的可能性。新订单连续 4 个月处于收缩区间，虽然 11 月收缩速度略有放缓，但主要是由于新出口订单收缩速度放缓更大。这就表明内需收缩更为明显，体现在新订单与新出口订单的差值减小至 0.9 个百分点，是自去年 2 月以来的最低值。

从需求端来看：固定资产投资跌幅扩大。10 月根据固定资产投资累计值折算后当月同比下降 2.9%，跌幅较上月扩大 0.4 个百分点。其中，房地产开发投资同比下降 5.5%，跌幅较上月扩大 2 个百分点；基建投资仍显乏力，前 10 个月累计同比增长仅 1.0%，较前 9 个月回落 0.5 个百分点；制造业投资累计同比增长 14.2%，较前 9 个月回落 0.6 个百分点。民间投资当月同比下降 1.3%，非民间投资当月同比下降 4.8%。

剔除掉价格因素之后的消费增速收窄更加明显。10 月根据社会消费品零售总额累计值折算后当月同比增长 4.3%，较上月回落 0.6 个百分点。但是经过 RPI 物价调整后，当月同比增长 1.4%，较上月回落 1.7 个百分点，价格推动型的消费增长较为明显。

出口或许比预期要好。一方面 PMI 新出口订单收缩速度放缓，另一方面，以美国为代表，批发商与零售商库存的增长，看似创下了新高，但拆分后可以发现，也明显存在价格推动的迹象。剔除掉价格后的库存增速与疫情前仍然较大差距，所以对于美国批发商与零售商到底是“去库存”还是“补库存”问题的讨论上，个人认为“补库存”仍然没有结束，而这也会向中国出口进行传导，对中国出口的韧性提供支撑。

图表 3：美国批发商耐用品库存增长情况

来源：WIND、中泰证券研究所

尽管外需或许存在一定韧性，但内需相对偏弱的格局，这就导致明年经济增速目标“向下衔接”或更加务实。但“向下衔接”多少？这就需要考虑 GDP 增速目标的作用了，在“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要中，对于 GDP 增速目标的属性，已经有明确的界定，是“预期性”。

图表 4：十四五时期经济社会发展主要指标

专栏 1 “十四五”时期经济社会发展主要指标

类别	指标	2020 年	2025 年	年均/累计	属性
经济发展	1.国内生产总值（GDP）增长（%）	2.3	—	保持在合理区间、各年度视情提出	预期性
	2.全员劳动生产率增长（%）	2.5	—	高于 GDP 增长	预期性
	3.常住人口城镇化率（%）	60.6*	65	—	预期性
创新驱动	4.全社会研发经费投入增长（%）	—	—	>7、力争投入强度高于“十三五”时期实际	预期性
	5.每万人口高价值发明专利拥有量（件）	6.3	12	—	预期性
	6.数字经济核心产业增加值占 GDP 比重（%）	7.8	10	—	预期性
民生福祉	7.居民人均可支配收入增长（%）	2.1	—	与 GDP 增长基本同步	预期性
	8.城镇调查失业率（%）	5.2	—	<5.5	预期性
	9.劳动年龄人口平均受教育年限（年）	10.8	11.3	—	约束性
	10.每千人口拥有执业（助理）医师数（人）	2.9	3.2	—	预期性
	11.基本养老保险参保率（%）	91	95	—	预期性
	12.每千人口拥有 3 岁以下婴幼儿托位数（个）	1.8	4.5	—	预期性
	13.人均预期寿命（岁）	77.3*	—	[1]	预期性
绿色生态	14.单位 GDP 能源消耗降低（%）	—	—	[13.5]	约束性
	15.单位 GDP 二氧化碳排放降低（%）	—	—	[18]	约束性
	16.地级及以上城市空气质量优良天数比率(%)	87	87.5	—	约束性
	17.地表水达到或好于Ⅲ类水体比例（%）	83.4	85	—	约束性
	18.森林覆盖率（%）	23.2*	24.1	—	约束性
安全保障	19.粮食综合生产能力（亿吨）	—	>6.5	—	约束性
	20.能源综合生产能力（亿吨标准煤）	—	>46	—	约束性

来源：《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》、中泰证券研究所

那“预期性”指标需要发挥的作用，就是要对预期进行管理。在 11 月 24 日人民日报刊载的《必须实现高质量发展》一文中，是这么表述的，“经济增长往往呈现周期性波动，但大起大落会破坏生产要素和社会财富”，“经济大起之后出现大落，往往一蹶不振”，“尤其要针对经济波动，做好宏观政策跨周期设计和逆周期调节，加强预期管理”。

图表 5：人民日报刊文对“预期管理”的相关表述

（二）高质量发展是宏观经济稳定性增强的发展。经济增长往往呈现周期性波动，但大起大落会破坏生产要素和社会财富。从各国经济增长史看，一些高速增长的经济体，经济大起之后出现大落，往往一蹶不振。在世界面临百年未有之大变局、全球经济充满不确定性的条件下，宏观稳定成为稀缺的资源。高质量发展要更加注重从供给侧发力，通过优化经济结构提升经济稳定性。宏观经济是一个不可中断的连续进程，要始终坚持稳中求进工作总基调。《决议》提出，完善宏观经济治理，创新宏观调控思路和方式，增强宏观政策自主性。要持续抓好落实，尤其要针对经济波动，做好宏观政策跨周期设计和逆周期调节，加强预期管理。从高速增长转向高质量发展是风险易发高发的时期，要坚持底线思维，防范化解各种重大风险特别是系统性风险，着力用高质量发展来从根本上防范化解各类风险，实现稳增长和防风险的长期均衡。

来源：中国政府网、中泰证券研究所

我个人理解，在 2020 年底，市场对 2021 年的普遍预期是“至少 8%，甚至更高”，因为 2020 年受疫情冲击，较低的基数会推升 2021 年的经济表现。但对于 GDP 增速目标却设置为“6%以上”，那传达的信号就是，2021 年的经济增速不用太高，不要出现疫情冲击之后的“大起”。但站在当下时点，需要对 2022 年传达什么样的信号，就是 2022 年不能太低，不要出现“大起”之后的“大落”。不能太低，防止大落，就需要划底线，而不是给空间。

经济既面临压力，需要向下衔接，又要避免“大落”，那对于 GDP 增速目标的设置就具有极高的挑战。个人认为，如果设置为“5%以上”或者“5-5.5 区间”，可能难以认为是“衔接”，而是“跳跃”。理由在于，从 2001 年以来，只有 2005 年的经济增速目标较 2004 年提高了 1 个百分点，从 2012 年开始逐步调低经济增速目标，但都是以 0.5 个百分点的步幅进行调整。尽管当前经济存在一定的压力，但在 2021 年“6%以上”增速目标的基础上，调降 1 个百分点的理由并不充分。

图表 6：经济增速的政府预期目标与实际结果

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_30657