

GDP 增速目标 5.5%左右：原因、约束和实现路径

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号

S1060520090001

ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号

S1060521020001

ZHANGDELI586@pingan.com.cn

研究助理

张璐

一般证券从业资格编号

S1060120100009

ZHANGLU150@pingan.com.cn



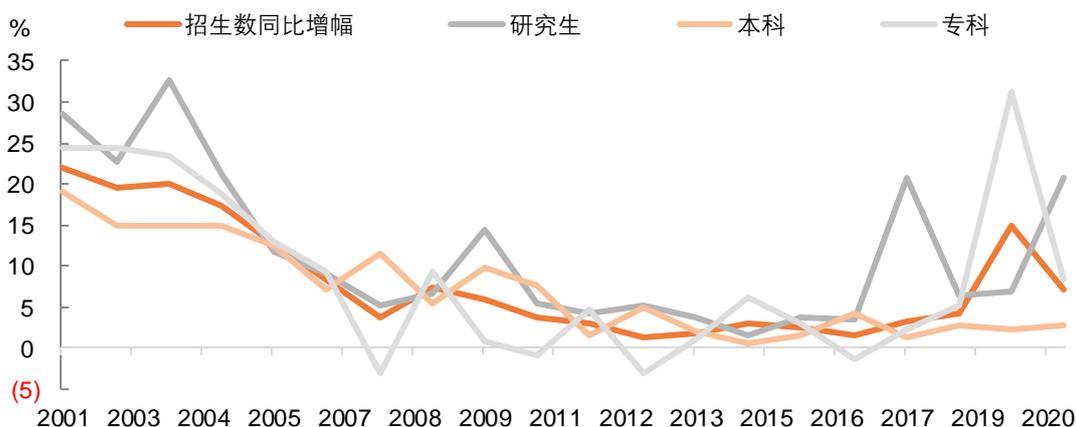
- 2022 年中国 GDP 增速目标定在 5.5%左右，处于市场预期的 2022 年中国 GDP 增速在 5.0%-5.5%这个区间的上限，体现了中央稳定经济的决心和信心。但截至目前，稳增长政策的力度和效应不及预期。今年设定 5.5%左右的增速目标原因何在？实现这一目标的约束和路径又是什么？本文将围绕上述问题展开。
- GDP 增速目标定得相对偏高，可能原因如下：第一，保持 GDP 增速目标的连贯性。2021 年 GDP 增速目标定在 6.0%以上，2022 年目标中值下降 0.5 个百分点，符合历史规律。第二，2022 年 GDP 增速目标高于前两年的实际复合增速 5.1%，是疫情影响减弱、GDP 增速中枢向潜在经济增速靠拢的体现。第三，保市场主体和稳就业的需要。2022 年中国需要就业的城镇新增劳动力约 1600 万，高于 2021 年实际的新增城镇就业 1269 万。
- 三重压力仍是 2022 年实现 5.5%增速目标的约束。需求方面，房地产投资和出口这两个支撑疫后中国经济快速复苏的动能，2022 年都面临着减速风险，国内消费复苏的持续性也仍有待观察。供给方面，地缘政治事件加剧全球供应风险，3 月上旬南华工业品指数和南华农产品指数均创下历史新高，近期有所回落但仍处高位，这可能会增加国内企业的采购难度和生产成本。预期方面，经济内外部不确定因素较多，结构性问题对企业和居民预期的冲击仍在，从 2 月新增中长期贷款看，企业和居民的信心不足。
- 实现今年 GDP5.5%增速目标的路径。第一，在连续两年“超收少支”后，政府工作报告和财政预算草案报告中确定的 2022 年主要财政收支指标，均比市场预期的更加积极。使用财政支出乘数和税收乘数估算，2022 年财政支出增加 2.08 万亿、新增减税 1 万亿，将贡献约 1.5 万亿的 GDP，拉动 2022 年中国 GDP 增长 1.3 个百分点。第二，从历史上看，中国的信用企稳多领先于经济企稳，目前宽信用成色尚不足，稳增长政策进一步加码助力宽信用。因结构性通胀压力仍存、避免和美联储等海外主要央行直接分化，降准、降息等全局性货币政策工具，可能不是 2022 年宽信用的主要载体。未来宽信用的重点，可能聚焦于引导金融机构加大对实体经济的支持和多举措降低综合融资成本。第三，通过产业政策调整，在供给和需求两端规避对经济有收缩效应的政策出台。我们认为，重要的产业政策调整包括：科学有序推进碳减排，更多城市在因城施策框架下调整房地产调控，以及促进平台经济平稳健康发展。
- 风险提示：地缘政治事件升级、输入性通胀加剧、稳增长力度不及预期。

2022年中国GDP增速目标定在5.5%左右，处于市场预期的2022年中国GDP增速在5.0%-5.5%这个区间的上限，体现了中央稳定经济的决心和信心。不过，在今年1-2月“靓丽”的经济数据发布后，市场不乏质疑之声、考据之热，从一个侧面体现出截至目前稳增长的政策效应不及预期。那么，今年设定5.5%左右的增速目标原因何在，实现这一目标的约束和路径又是什么？这是本文试图回答的问题。

一、 设定 5.5%增速目标的原因

GDP 增速目标定得相对偏高，可能原因如下：第一，保持GDP增速目标的连贯性。2011年至今，除2020年因疫情冲击而未设定GDP增速目标外，其余年份和上一年相比，GDP增速目标要么是持平，要么是下降0.5个百分点。2021年GDP增速目标定在6.0%以上，因此2022年定在5.5%左右，符合历史规律。第二，2020-2021年中国GDP复合增速为5.1%，2022年虽仍面临较大的防疫压力，但对中国而言，大趋势是逐步从疫情冲击向常态回归。因此，2022年GDP增速目标高于前两年的实际复合增速，也是疫情影响减弱、GDP增速中枢向潜在经济增速靠拢的体现。第三，保市场主体和稳就业的需要。据李克强总理答记者问，2022年需要就业的城镇新增劳动力约有1600万，这高于1100万的新增城镇就业目标，也高于2021年实际的新增城镇就业1269万。2019年专科扩招，导致2022年高校毕业生比去年增加了167万，解决高校毕业生尤其是大专生的就业面临挑战。而稳就业需要市场主体平稳健康经营，因此确有必要加大逆周期调节，为各类型市场主体贡献新订单，进而创造更多的就业岗位。

图表1 2019年专科院校扩招令今年高校毕业生人数大增



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、 实现 5.5%增速目标的约束

2021年12月召开的中央经济工作会议，指出中国经济发展面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力。从这次会议召开到现在，过去了一个季度，三重压力虽有缓解，但仍在制约2022年中国经济复苏。

需求方面，房地产投资和出口这两个支撑疫后中国经济快速复苏的动能，2022年都面临着减速风险。房地产尤为典型，今年1-2月新开工面积同比下降11.2%，跌幅继续扩大。近日国内疫情多点扩散，叠加就业市场不景气预期、以及中国家庭部门实际偿债压力高于主要发达国家，国内消费复苏的持续性仍有待观察。

供给方面，尽管国内保供稳价政策加码，但地缘政治事件令全球能源、有色金属、粮食等的供应风险上升。3月上旬南华工业品指数和南华农产品指数均创下历史新高，近期有所回落但仍处高位，这可能会增加国内企业的采购难度和生产成本。

预期方面，能耗双控放松、减税退税和降费、结构性货币政策工具定向支持经济薄弱环节，这些措施对企业和居民的预期有一定改善。不过，今年2月社融数据总量和结构均欠佳，尤其是新增居民中长期贷款首次为负，除1月信贷政策“充足发力、精准发力和靠前发力”导致有所透支外，可能也与经济内外部不确定因素较多，令企业和居民的信心不足有关。大型企业和中小型企业之间、上游和中下游企业之间的分化依然突出，2月城镇调查失业率升至5.5%，在1-2月经济数据好于预期的同时，结构性问题对企业和居民预期的冲击仍在。

三、实现5.5%增速目标的路径

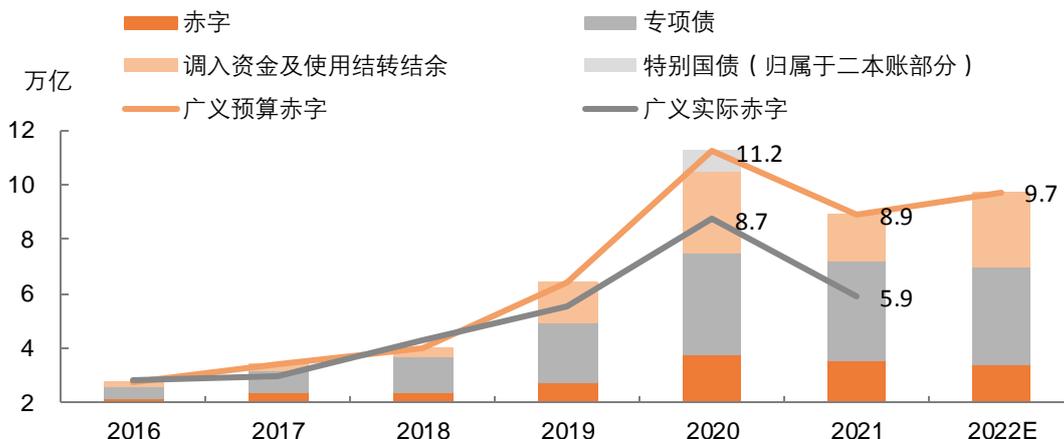
进入21世纪后，除2014年中国GDP实际同比7.4%、略低于7.5%的增速目标外，其余年份都实现了政府工作报告中确定的年度增长目标。保市场主体和稳就业，也需要“着力稳定宏观经济大盘、保持经济运行在合理区间”。政府工作报告对2022年经济社会发展的重点工作做了明确部署。3月14日国务院常务会议将政府工作报告提出的44个方面52项重点工作，逐一分解到国务院部门和有关地方，并明确责任和完成时限。3月16日国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，指出关于宏观经济运行，一定要落实党中央决策部署，切实振作一季度经济。可以预见，各项工作将会加快部署、落地，以期形成政策合力和尽早见效，巩固今年1-2月超预期的经济成果。

第一，在连续两年“超收少支”后，政府工作报告和财政预算草案报告中确定的2022年主要财政收支指标，均比市场预期的更加积极。2022年宏观调控的主基调是加大逆周期调节，相比于货币政策和产业政策，财政政策在缓释“需求收缩、供给冲击、预期转弱”这三重压力时，效果可能更直接。2020年和2021年的财政支出均相对保守，这两年一般公共预算+政府性基金两本账安排的广义赤字分别为11.2万亿、8.9万亿，但实际分别只用了8.7万亿和5.9万亿，为2022年财政发力预留了“子弹”。因此，市场对2022年“保证财政支出强度”和“实施新的减税降费政策”都有较高期待。从对2022年主要财政指标的预算安排看，财政政策大概率将比此前市场预期的更为积极，这在支出和收入两端都有体现。

财政支出方面，虽然今年狭义赤字率有所下调，但一般公共预算+政府性基金这两本账的预算支出同比将从2021年的实际增速-1.0%，大幅提高到12.8%，高于受新冠疫情冲击最严重的2020年的实际增速10.1%。狭义赤字率从2021年的3.2%左右下调到2.8%左右、狭义赤字从2021年的3.57万亿下调到3.37万亿，但由于安排的调入资金和使用结转结余共计2.33万亿，2022年一般公共预算的预算支出规模达26.71万亿，较2021年实际支出增加2.08万亿，同比增长8.4%。对比来看，2021年一般公共预算实际支出较2020年仅增加734亿，同比增速从2020年的2.8%下降至0.3%。

财政四本账，除一般公共预算外，政府性基金预算的关注度也较高。尽管地方专项债面临缺少收益率相匹配的项目来对接、资金使用效率低、债务可持续性问题，但2022年新增地方专项债额度仍有3.65万亿，持平于2021年，并未延续2021年小幅压降的趋势。2022年全国政府性基金预算支出13.9万亿，同比增长22.3%。而在2021年，政府性基金支出同比下降了3.7%。将一般公共预算和政府性基金这两本账加总，2022年预算支出较2021年实际支出增加4.6万亿。以两本账支出减收入衡量的广义赤字为9.7万亿，介于2020年的11.2万亿和2021年的8.9万亿之间，明显高于这两年的实际广义赤字8.7万亿、5.9万亿。

图表2 2022年广义预算赤字规模较2021年增加，也明显高于2020、2021年的实际规模



资料来源: Wind, 平安证券研究所

财政收入方面，2022年预计减税退税规模达2.5万亿，超出市场预期。扩大财政支出可以直接增加总需求；而减税降费能够增加企业和居民的收入，除对固定资产投资和消费有间接拉动外，还可以改善纳税缴费主体的现金流，进而提振信心和预期。因此，减税降费和扩大支出一样，都是积极的财政政策。2021年12月中央经济工作会议后，组合式、规模性减税降费多次被高层和重要会议提及。3月14日国常会指出，**退税减税是今年稳定宏观经济大盘的关键性举措。**

根据政府工作报告，2022年一是延续实施扶持制造业、小微企业和个体工商户的减税降费政策，并提高减免幅度、扩大适用范围。2022年仅安排的新增减税规模就有1万亿，若将附加费、其它费用考虑进去的话，全年减税降费规模大概率将超过2021年的1.1万亿。二是2022年留抵退税规模约1.5万亿。实施留抵退税前，当增值税的进项税超过销项税时，超出金额留到下一期抵扣。2019年4月全国开始试行留抵退税，即把原本用于下一期抵扣的税金，提前退还给企业。不过，2019年-2021年留抵退税的规模都比较小，每年在2000亿以内。2022年安排的留抵退税规模达1.5万亿，大超市场预期。留抵退税虽不是减税，但这种跨期安排，对于改善企业现金流、促进消费投资均大有裨益，汽车制造业、计算机通信和有色金属冶炼等行业相对更加受益。

王志刚等人研究表明，中国的财政支出乘数在0.58到0.67之间，税收乘数在-0.22到-0.18之间。取两者的中值计算，2022年财政支出增加2.08万亿、新增减税1万亿，将贡献约1.5万亿的GDP，拉动2022年中国GDP增长1.3个百分点。

第二，从历史上看，中国的信用企稳多领先于经济企稳，目前宽信用成色尚不足，**稳经济需政策进一步加码助力宽信用。**房地产是中国最重要的信用加速器，历史数据显示，10年期国债收益率和国房景气指数有较高同步性。今年1-2月房地产销售金额同比下降19.3%，2月新增居民中长期贷款首现负增长，意味着信用周期的企稳、上行，还需要政策进一步发力。

1、王志刚、朱慧，中国财政政策乘数效应分析，《财政科学》2021年第2期。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表3 10年期国债收益率和国房景气指数有较高同步性



资料来源: Wind, 平安证券研究所

总量政策方面，2022年仍有降准、降息的必要性。不过当前复杂多变的内外部环境，对货币宽松的约束边际上在增强。因此，**降准、降息等全局性货币政策工具，可能不是2022年宽信用的主要载体。**约束一是结构性通胀压力仍存，包括南华工业品和农产品价格指数均处历史高位、猪周期渐行渐近等；二是海外主要央行步入紧缩和加息周期，从美联储3月议息会议后公布的点阵图看，2022年美联储可能加息175bp。中国货币政策虽“以我为主”，但也仍需警惕货币政策分化对股债汇市场的影响。

未来宽信用的重点，可能聚焦于引导金融机构加大对实体经济的支持和多举措降低综合融资成本。

首先，在扩大新增贷款规模的同时，通过结构性货币政策工具优化贷款投向。今年政府工作报告中明确提到“扩大新增贷款规模”，对比近年的政府工作报告看，这一要求较为积极。3月16日国务院金融委会议也指出，“货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长”。我们测算，2022年社融口径的新增人民币贷款约为23.4万亿，较2021年同比多增3.5万亿。同时，货币政策还将通过增加支农支小再贷款、推广碳减排支持工具、以及创新推出面向制造业、非地产基建的服务业企业融资的再贷款与再贴现政策等，加大对经济薄弱环节和重点领域的信贷支持。

其次，加大对房地产重点领域的托底力度。如前文所述，房地产是中国最重要的信用加速器，它的企稳和回升可能是中国宽信用政策奏效的基础之一。未来一方面，应满足房地产开发企业合理的融资需求。目前开发商现金流仍然紧张，今年1-2月全国房地产开发企业到位资金同比降幅达17.7%，它们的信心亟待修复。3月16日国务院金稳会特别指出，“关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施”。随后央行、银保监会、证监会和外管局等监管机构，均表态推进或配合促进防范化解房地产市场风险。我们认为，金融机构对开发商融资的收缩行为可能将有缓和，尤其是并购贷款发放将会加速。另一方面，2月新增居民中长期贷款为负值，表明住房抵押贷款供过于求，

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_39563

