



钟正生：2022 年中国经济如何“稳字当头”？



意见领袖 | 中国金融四十人论坛

本文作者： 钟正生 张璐 常艺馨



核心观点

2021年12月8日至10日中央经济工作会议在北京举行。本次会议对2022年的部署，把稳定宏观经济放在了更突出的位置。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。

一、宏观政策为什么要求“稳”？2021年7月的中央政治局会议已前瞻部署稳增长，开始强调中国经济的“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，这不利于“十四五”疫情常态化首年的起步信心，也不利于“迎接党的二十大胜利召开”。

二、财政政策如何提升效能？2022年“要保证财政支出强度，加快支出进度”，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；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。

三、货币政策如何灵活适度？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、2018年都提到了“货币总闸门”，可见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。

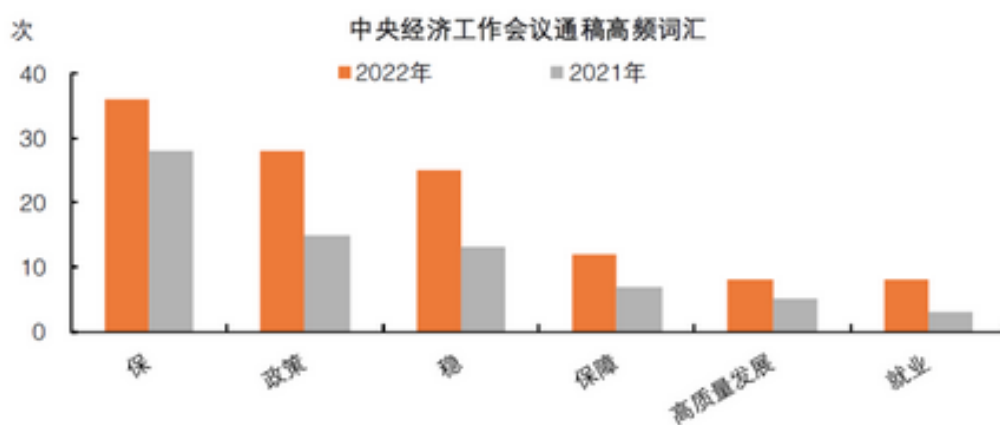
四、如何理解扩大内需的战略高度？中央经济工作会议对2021年的部署中开始把扩大内需提高到“战略”高度，统领于“双循环”的顶层设计理念。新冠疫情以来，中国经济在“双循环”中更加依赖于外循环，2022年在外循环贡献趋于减弱的背景下，内循环的重要性势必进一步凸显。

五、如何实现房地产业良性循环？2022 年经济工作中对房地产的部署更加注重“加强预期引导”。“推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求”（银保监会在 10 月 21 日的表述是“对首套房购房者予以支持”），“因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”（相比于 12 月 6 日中央政治局会议，把良性循环放在了前面）。我们认为，不宜线性外推式地对 2022 年中国房地产投资过于悲观。

六、中国经济何以稳中求进？除了更加积极的财政货币政策、房地产政策的针对性调整，根据本次会议的部署，2022 年中国经济“稳中求进”还增添了两个有利条件：一是碳达峰、碳中和政策路径的调整；二是明确“提升制造业核心竞争力”。

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

一、宏观政策为什么要求“稳”？

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，这不利于“十四五”时期疫情常态化首年的起步信心，也不利于“迎接党的二十大胜利召开”。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，房企出现“躺平”迹象。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。

二、财政政策如何提升效能？

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

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_31214

