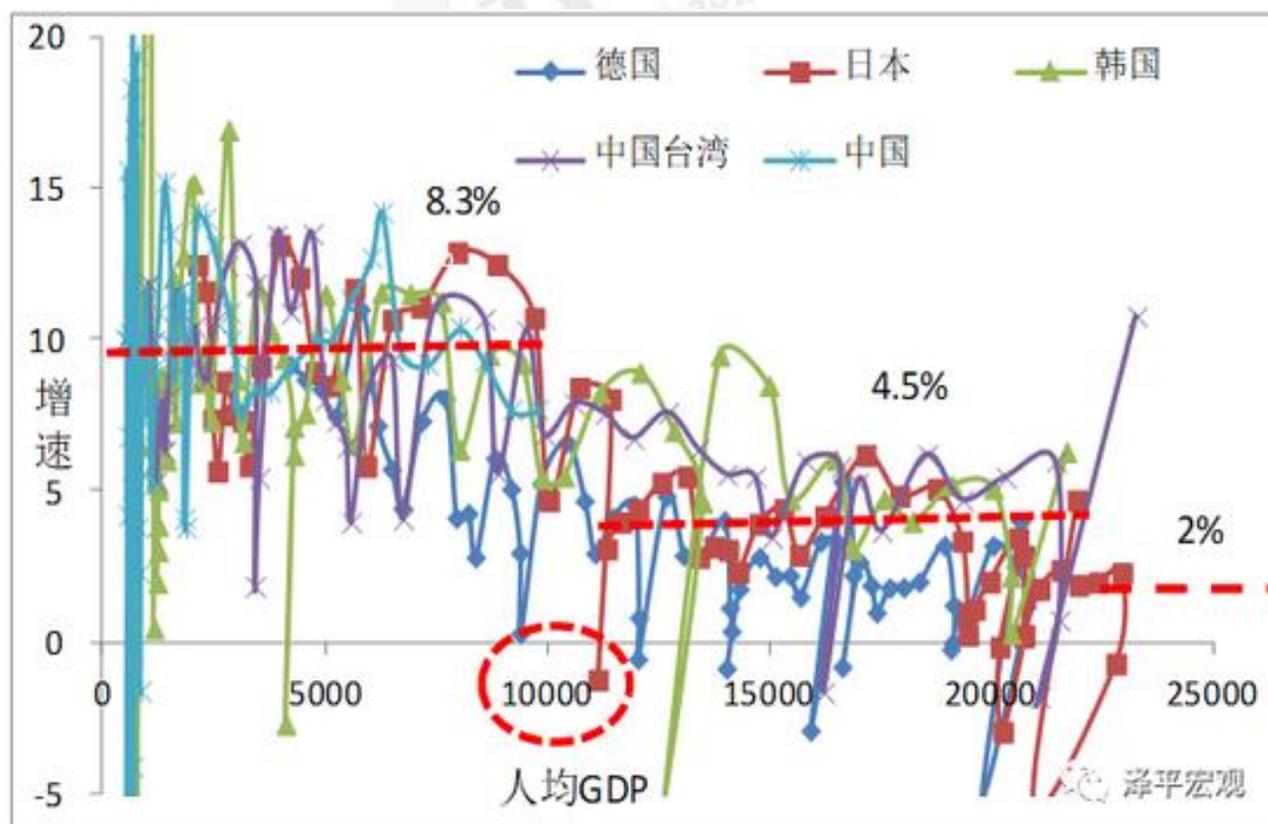




# 任泽平：2022 年宏观 展望





特别鸣谢：华炎雪、曹志楠、白学松对本文数据整理有贡献

代表性观点：

2014年：新5%比旧8%好，5000点不是梦，改革牛

2015年：海拔已高风大慢走，经济L型，一线房价翻一倍

2017年：新周期

2019年：否极泰来，未来最好的投资机会就在中国

2020年：新基建，放开三孩

2021年：通胀预期，流动性拐点

我们在2014年提出“新5%比旧8%好”，2015年提出“经济L型”，2017年提出“新周期”，2019年提出“否极泰来”，2020年倡导“新基建”，观点一脉相承。

中国经济正处于“新周期的黎明”，新旧世界正处于转型交替的阵痛和重生之中，新未来、新世界正在开启。新周期将经历四个阶段：看不见、看不起、看不懂、来不及。

2008-2014年中国经济长期下行，在此期间主要依靠货币放水的需求侧刺激手段，进而引发了过剩产能堆积、房地产价格暴涨、宏观杠杆率飙升、影子银行膨胀、巨额庞氏债务悬空等经济金融风险，国民经济严重失衡并有滑向“中等收入陷阱”的可能，国内外唱空中国经济的声音剧增。

对于这种超长期的大幅经济下滑，经济学界在认识层面展开了大论战，主要围绕是需求侧还是供给侧原因，以及能否依靠需求刺激重回高增长。

2010年，作者原来所在的国务院发展研究中心团队在进行跨国比较研究时提出了“增长阶段转换”的重大判断，并与“刘易斯拐点”“增长方式转变”“新供给经济学”等观点一起，倡导从供给侧解决中国经济所面临的体制性结构性问题。作者在2014年下海提出“新5%比旧8%好”：未来通过改革构筑的5%的旧增长平台，比过去靠刺激勉强维持的8%的旧增长平台要好。“良剑期乎断，不期乎镞，良马期乎千里，不期乎骥骖。”

发展经济学告诉了我们如何起飞，并没有告诉我们如何平稳降落和向高收入国家转型。以新自由主义为指导的“华盛顿共识”在实践中失败，拉美债务危机和东南亚金融危机导致这些地区落入“中等收入陷阱”，失去增长的动力和希望。只有德国、日本、韩国、新加坡、中国台湾等少数几个成功追赶转型的案例可资借鉴（参考作者翻译的《从奇迹到成熟：韩国转型经验》，艾肯格林等著），中国经济转型进入了无人区，需要理论和实践的重大创新与突破。

从学术讨论到社会共识再到公共政策转型，终于在 2015 年底中央开始战略性转向实施“供给侧结构性改革”，随后 2016-2018 年进行了大规模传统行业过剩产能出清和金融去杠杆。继而中央又围绕供给侧部署了“高质量发展”“科技创新”“注册制改革”“新基建”“双碳”“双循环”“反垄断和防止资本无序扩张”“共同富裕”等重大战略。

在历史的三峡，经济转型的关键期，确实方方面面经历了巨大的阵痛，而且在政策的执行上部分地出现了“一刀切”“运动式”等简单粗暴的手段，在此期间也出现过一些悲观论调，但“模糊的正确胜过精确的错误”。

由于把握住了供给结构性改革的正确方向，中国经济终于在关键时期扼住了命运的喉咙。随着以新能源、数字经济、绿色经济等新经济新基建的快速增长，中国经济新周期、新未来露出黎明的曙光！2021 年中国 GDP 同比增长 8% 左右，总量超过 110 万亿元，占全球经济比重超过 18%；人均国内生产总值预计超过 1.2 万美元，接近世界银行所设定的高收入国家

的门槛；高技术制造业占比大幅上升。继“康乾盛世”之后，时隔两百年有望重回世界之巅，全球从大分流到大合流。中国作为世界第一大经济体的历史超过千年，复兴而非崛起。

当然，我们也要清醒地认识到未来所面临的巨大挑战，比如中美贸易摩擦及战略遏制、人口老龄化少子化加速到来、房地产能否软着陆、调节收入分配实现共同富裕、依靠创新推动高质量发展等等。内圣外王，中国需要坚定不移地推动新一轮改革开放，这一点我们要保持战略定力。悲观者正确，乐观者前行。星光不负赶路人，江河眷顾奋楫者。

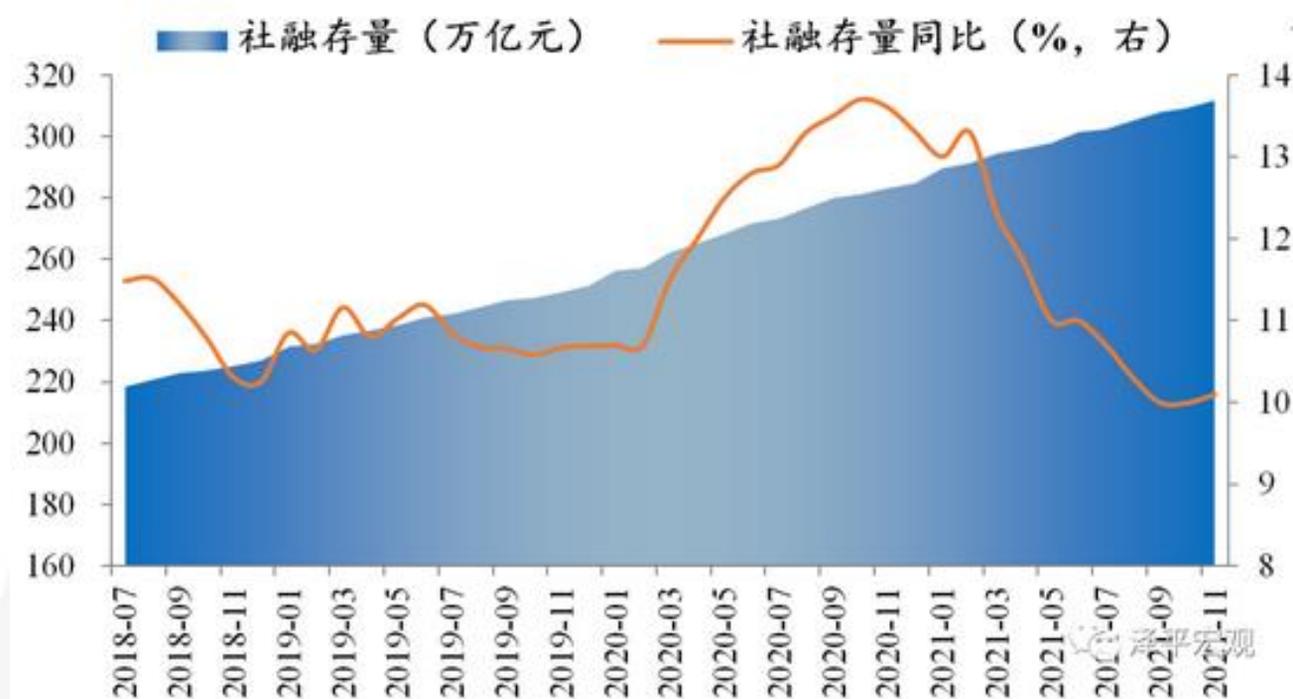
一、中国经济：政策底，新一轮稳增长启动，货币财政政策对经济和市场将逐步友好

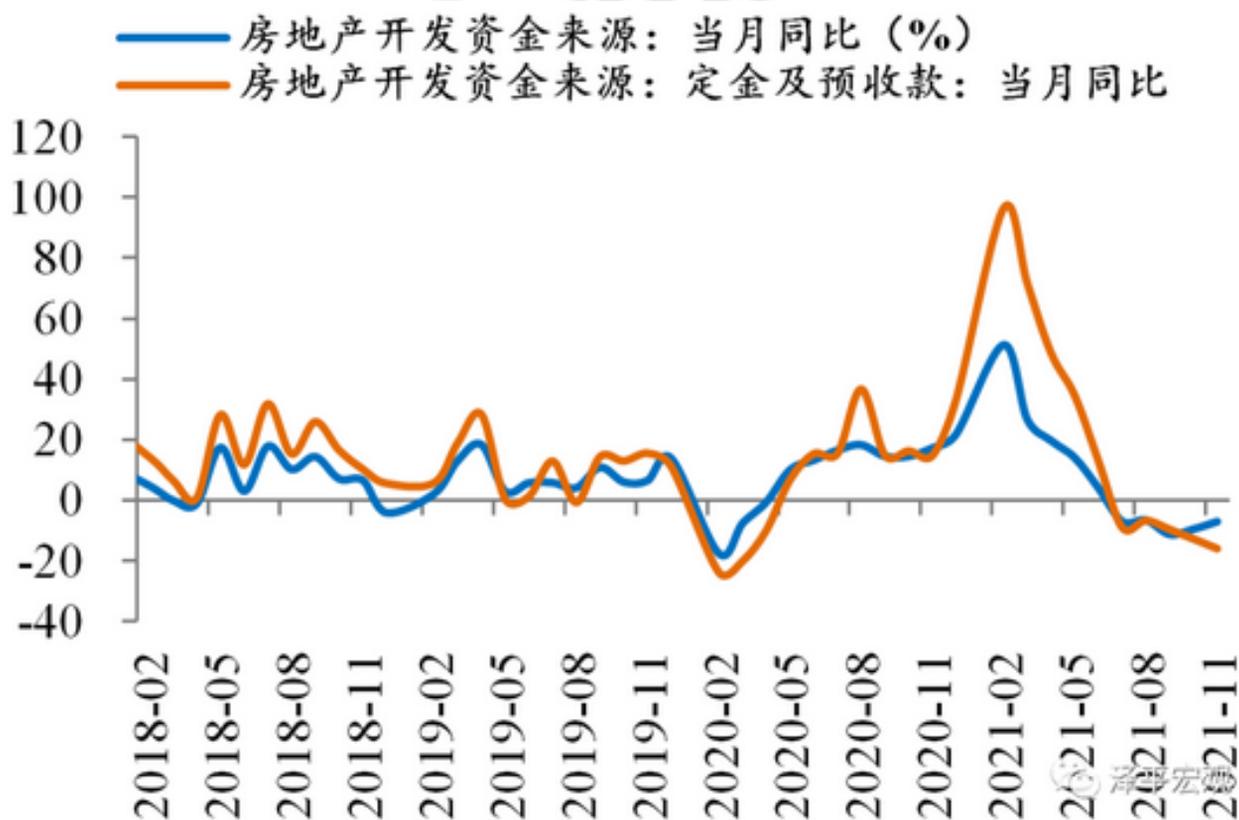
中国经济的短周期大致 3-4 年一轮，库存周期、猪周期、货币政策松紧周期和房地产短周期基本维持这个时间跨度。周期背后是人性轮回，时代和技术变迁，但人性像山岳一样古老。

经济有自身运行的周期规律，2020 年二季度复苏，下半年货币政策正常化，2021 年上半年经济周期转入过热和滞胀，金融信用政策在房地产、基建等领域收紧，“广义流动性拐点”出现（参考我们 2021 年 1 月报告《站在广义流动性的周期性拐点上》）。2020 年中是政策顶，2021 年一季度是经济顶。“广义流动性拐点”随后引发了房地产销售投资和基建的下滑，并波及其他行业。2020 年 5 月经济持续下降，8 月以来出现加速下行态势，主要是房地产销售投资大降、基建投资低迷、金融信用政策收紧、

就业低迷制约消费、上游成本大涨对下游挤压等，再叠加疫情反复、限产限电等扰动。

房地产是周期之母，十次危机九次地产，房地产长期看人口、中期看土地、短期看金融。2021年下半年经济最大的下行压力来自传统的房地产链条，三道红线、贷款集中度管理、严查经营贷等金融政策集中出台，导致5月份以来房地产销售大降，部分房企现金流断裂，大部分房企集中“躺平”不拿地，土地大面积流拍，进而拖累地方政府土地财政、上下游建筑建材家电等。11月商品房销售面积和销售额同比分别为-14.0%和-16.3%，房地产开发资金来源同比-7.0%，房地产投资同比增长-4.3%，土地购置面积和土地成交价款同比分别为-12.5%和-24.2%。





三驾马车中，消费熄火，投资骤降，出口高增，内生动力不足。2021年1-11月基础设施建设投资（不含水电燃气）同比增长0.5%，扣除价格因素，实际负增长。1-11月社会消费品零售总额两年平均增长4.0%，扣除价格因素，实际接近零增长，主因中小企业大面积注销、就业低迷。1-11月出口增长21.8%，主因美欧需求复苏、中国出口替代效应、强大的产业链能力、大宗商品价格大涨等。未来，随着产能替代效应消退、外需见顶、价格水平回落，出口增速存在均值回归压力。

2021年4季度经济周期从滞胀转入衰退，“政策底”出现，新一轮稳增长启动。中央经济工作会议传递清晰信号，面对三重压力，稳字当头，新一轮稳增长来了，货币转向宽松，财政政策转向积极，支持新基建、新

能源、科技创新，促进房地产良性循环和软着陆。

2021年4季度是“政策底”，政策对经济和市场将逐步友好，12月6日全面降准之后还会降准降息。货币政策将经历四部曲，不急转弯-慢转弯-转弯-轰油门。2022年是从衰退转向复苏的关键时点，初步预计上半年延续衰退，下半年有望触底复苏，主要带动力量来自政府专项债前置拉动基建尤其新基建投资回升、货币政策转向宽松拉动房地产软着陆尤其国有房企率先受益、新能源数字经济新动能逆势高速增长、出口仍有一定韧性等。

未来需要警惕房地产硬着陆引发金融危机、海外疫情反复、中美贸易摩擦升级、美联储缩债加息引发全球金融市场动荡、政策执行一刀切能否纠偏等风险。中国经济处在增速换挡期和结构转型阵痛期，经济平衡整体比较脆弱，需要一定经济增速和时间来化解风险。

2022年五大关键词是，双周期、稳增长、新基建、软着陆、提估值。世界经济的关键词是中美双周期，中国宏观政策的关键词是稳增长，新经济的核心是新基建，老经济的核心是房地产软着陆，资本市场的主要机会

**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\\_31750](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31750)

