



# 陆挺：央行宽松货币股市并不买账，原因何在？



文/意见领袖专栏作家 陆挺

虽然央行宽松货币的趋势已经非常明显，但股市好像并不买账。原因何在？今年宽松政策所面临的一系列瓶颈和约束，可能是问题的关键。如何突破这些瓶颈但又不造成过大的后遗症？将是未来一段时间内市场讨论的焦点。

2020 年春，面对新冠疫情暴发对宏观经济的巨大冲击，中央果断放弃设置当年的 GDP 增长目标；2021 年初经济复苏时，又恢复设定“6%以上”目标。过去两年的一弃一守，体现了中央的灵活应变。当前经济下行压力较大，虽然政策调整宽松也在进行之中，但各种风险因素叠加，各界对今年中国经济形势判断的分歧是历年来最大的一次。对于中央政府来讲，如何设定 2022 年 GDP 增长目标就是一个非常棘手的难题。疫情前还被视为天经地义的“保六”几乎销声匿迹。以社科院为代表的主流意见是“5%以上”，也有不少机构建议设置更高但也更有弹性的“5.5%左右”。



笔者认为，当前经济下行压力较大，既有周期性因素，也有长期结构性因素。宽松刺激政策已经逐渐铺开，但受种种限制，空间较为有限，保增长很难找到有效的抓手，“5.5%左右”的增长目标有些过高。新冠疫情对宏观经济的影响不可低估，但疫情本身难于预测，不确定性非常大，因此不宜设置 5%这样的底线。

综合考虑各种因素，中央更宜设置“5%左右”这个更有弹性的目标。事实上，“5%左右”也是一个很高的目标，平均的季度 GDP 环比增速必须从 2021 年的约 0.8%大幅上升至 2022 年的 1.4%左右，中央政府必须出台更大规模的宽松刺激政策才能达此目标。这里需要说明的是，2021 年虽然设置了 6%的增长底线，但这个底线的意义不大，原因是受疫情冲击，

2020 年一季度中国 GDP 增速只有-6.8%，全年只有 2.2%，因此对 2021 年来讲，形成极低的比较基数。若和 2019 年比较，2021 年 6%的 GDP 增长对应于只有 4.1%的两年均速。从已有数据来看，即使经济下半年在大幅走软，2021 年中国全年 GDP 增速也会接近 8%。

首先，判断当前经济的下行压力，主要体现在三个方面，一是房地产行业板块还在恶化，地方财政也会因此拖累；二是出口增速势必大幅下行，2021 年经济增长最重要的动力将快速消失。三是疫情带来的经济成本可能会逐步上升。

在具体讨论三个压力之前，有必要回顾一下近期经济形势。2021 年三季度 GDP 同比增长 4.9%，和疫情前 2019 年相比的两年同比均速也是 4.9%，已经慢于 5%。若分析增长贡献，三季度 GDP 增长的一半来自于出口，固定资产投资的实际增速为负，可能在-10%左右，而代表消费的零售实际增速也只有 3.2%。若以国际标准来看环比增速（折算成年率），则 GDP 增速已经由二季度的 4.9%暴跌至第三季度的 0.8%。根据已公布的数据，四季度消费、投资和出口这三驾马车全线下滑，零售实际增长在 11 月只有 0.5%，四季度 GDP 同比增速大概率会降至 4%以下，甚至到 3%左右。在此背景下，要将 2022 年增长目标设定在“5%以上”或“5.5%左右”，需要经济增速在年初就出现大幅反弹，但这样的可能性已经很小。

### 三大下行压力

第一个压力来自房地产业，其下行对经济的影响可从以下几个角度来

分析。

一是与建房相关的固定资产投资，约占 GDP 的 17%，滞后于新开工约半年左右。过去几个月房企新开工面积已经同比下降 20%以上，这必然会影响到接下来的建房投资。

二是对财政的滞后影响。开发商支付给地方政府的购地款在 2020 年高达 8.4 万亿元人民币，是中国 GDP 的 8.4%，约为公共财政收入的 46%，这笔收入是地方政府在基建投资的重要资金来源。因为从政府卖地到收款之间有一定的时滞，2021 年 11 月政府卖地收入已经同比下降 10%，根据过去几个月的政府卖地情况，未来半年政府卖地现金收入将大幅下降 30% 乃至 40%以上。另外，与房地产相关的税收收入约占全国公共财政收入的 24%，这块收入还将大幅下降。

三是房企的债务违约对上下游企业和金融市场的冲击。我们估计房企的总体债务规模在 30 万亿以上，民营房企因为融资问题已经有一部分关联企业尤其是建筑企业陷入财务困境。

四是中国城市居民的财富紧紧绑定在房地产之上，城市家庭财富中房产占比高达 78%，居民负债较高，房价下行不仅会带来负面的财富效应从而削弱居民消费，也会增加金融系统的信贷风险。

需要特别指出的是，即使没有过去一年严厉的房地产调控，房地产行业也会趋势性下行，背后有几个原因。

一是 2015-2018 年的货币化棚改极大透支了中国低线城市的住房需求，消耗了大量居民储蓄，大幅提高了居民的杠杆率。虽然由于人口流动，大城市的住房需求还很高，但供应有限以及价格高企，限制了居民尤其是新移民的购房能力。

二是货币化棚改直接导致众多房企尤其是民营房企的高周转模式和高杠杆率，有些房企甚至大量从境外借债，但本身又不具备赚取外汇的能力。这种高杠杆模式是不可持续的，终究会被迫去杠杆。

三是中国人口结构发生较大变化，年轻人口的绝对数量在快速降低，在 2014-2019 的短短六年间，中国 20-35 岁人口数量降低 8.3%，未来还会加速下降，这必然也会降低住房需求。

从短期来看，房地产市场是一个资产市场，一旦市场的预期改变，要调整回来是较为困难的。根据中指数据，元旦期间重点监测城市新建商品住宅成交面积较 2021 年同期下降 42%，购房者观望情绪浓厚，置业信心仍不足。而新房销售占房企融资的一半，因此尽管央行等监管部门已经引导银行放松对房地产行业的信贷，房企融资仍然非常艰难。这反过来又导致银行普遍对房企开发贷款持谨慎态度，也导致地方政府纷纷收紧预售款管理，防止资金外流。债券市场上，2022 年上半年房企还本压力显著加大，尤其在境外美元债市场上，到期量将成倍上升。最后，根据我们的估算，春节前民营房企和其相连的建筑企业需支付一万亿元左右的建筑农民工工资，这也会导致这些房企资金链的高度紧张。

第二个压力在外需方面。从 2020 年中期以来中国出口高歌猛进, 2021 年前 11 个月同比增长 31%, 但种种迹象表明这样的高增长是不可持续的。根据我们的测算, 2021 年前三季度 9.8% 的 GDP 增长中, 出口贡献了四成; 三季度 4.9% 的 GDP 增长中, 出口贡献了一半。在经济增长已经高度依赖外需的背景之下, 如果接下来出口显著减速, 将会是未来一段时间内除房地产之外中国经济面临最大的坎。

为何出口的高增速难于持续? 首要原因就是高基数。疫情前中国出口在全球出口中的比重在 14% 到 15% 之间, 较为稳定; 因为疫情, 这个比重从 2019 年的 14.6% 跃升到了现在的 17.6%, 进一步上升的空间极小。

其次, 尽管全球疫情又一次复发, 一些国家重新关闭国门, 但总的趋势是越来越多的经济体选择与病毒共存战略, 其国民的消费重心由商品逐步返回到服务业。而中国尚未与其他国家通关, 在这个过程中商品出口可能受损, 服务出口又不能受益。

第三, 全球尤其是发达国家的耐用品消费在经历了过去两年的高峰之后, 由于其本身的耐用属性, 可能会出现一段时间的需求低谷。

第四, 在经历了连续两年的大幅财政刺激之后, 世界各国的财政刺激力度和对家庭补贴的力度会明显下降, 这也会影响中国的外需。

第五, 从竞争对手角度来看, 之前遭受疫情重创的一些新兴市场国家的生产和出口在逐步恢复, 如越南出口同比增速由 10 月的 2.3% 上升至 11

月的 20.6%。最后，中国出口企业正在面对原材料价格上涨和人民币升值的两面夹击。2021 年 11 月份中国同比 PPI 通胀已高达 12.9%，汇率方面，人民币对美元汇率目前处于 6.37 的高位，跟疫情前的 6.85 相比，已升值 7.5%。从兑一篮子货币来看，已升值 11.7%。如此快速的升值对出口显然也是非常不利的。

目前已经有不少数据表明中国出口增速正在下滑。出口交货值同比增速已经从第三季度的 14.2% 下降到 11 月的 12.6%，而 11 月 PPI 通胀和出口价格通胀已经分别达 12.9% 和 7.5%，剔除价格变化后，实际出口增速已经在过去几个月下降到 5% 左右，接下来几个月出口交货值实际同比增速可能要接近零。对未来几个季度的中国经济而言，一个关键挑战就是当出口不能持续高增长的时候，GDP 增速能维持在什么水平，新增就业靠什么来支撑。以 2021 年三季度为基准，如果出口增速对 GDP 增长的贡献在未来几个季度降至零，其他部门的增速不变，GDP 同比增速就会降至 2.5% 左右。

第三个压力来自新冠疫情。目前全球正在经历新一轮由奥密克戎变异株带来的疫情，过去一周日均新增病例已达 166 万，远超 2021 年 4 月高

**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\\_36521](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36521)

