



徐远展望 2022 年中国经济： 三重压力、三重目标、三重 约束



文/意见领袖专栏作家 徐远

今年的形势特别复杂，特别不好展望。过去几年的形势很清楚，年初都做过比较清晰的判断，今年的形势很不清楚，线索比较多，我就把看到的情况跟大家梳理一下。

梳理之后，我给这个分享起了这个题目：“2022 中国经济展望：3+3+3”，简单说是今年的情况复杂，有三重压力、三重目标、三重约束。我的分享，就是展开解释这个“3+3+3”。

我的分享分为两个部分。第一部分，我花一点时间说一下刚刚过去的2021年。政策逻辑有延续性，梳理过去的2021年，是为了吸取其中的经验教训，特别是其中的政策逻辑。第二部分，我分享对2022年的一些梳理。

2021年回顾

2021年经济增速核算（基于Q3数据）

	权重	增速 (%)
前3季度	0.708	9.8
第4季度	0.292	4.0 (3.6, 3.0)
	全年	8.1 (8.0, 7.8)

先说2021年。这个图是去年10月份做的，当时前三个季度的数据已经出来，基于这个数据对全年作一个摸底。前三季度的GDP同比增长9.8%，

是比较高的数字，但是前高后低，第三季度只有 4.9%，当时经济收缩有点厉害，市场体感比较冷。当时市场上有讨论，四季度政策要不要松一点，甚至多松一点。这不仅仅是经济数据的问题，还有民生、就业的问题。印象里，这个争论从 9 月份就有，讨论很热烈。

当时看了一下数，认为可能不会松。为什么？大家看这个粗略的匡算。前三季度是 9.8%，四季度 4.0%的话（昨天统计局报的就是 4.0%，纯属巧合，这里完全没有预测的含义，当时还测算了 3.6%和 3.0%的情况），那么全年就是 8.1（3.6%和 3.0%对应的是 8.0%和 7.8%）。年初两会时给的目标是 6%以上，所以完成全年目标完全无忧。

看这几年的政策文件，不追求短期的经济增速，抓紧时间做一些政策层面认为重要的制度变革，是一个大的基调。这样的话，考虑到 2021 年全年增速 8%左右无忧，因此不会有大的刺激动作。

这里可能会有不同意见，因为当时经济体感确实比较冷，宽松的声音比较大，改革的事情要暂时放一放。可是如果观察过去三四十年中国的经济变迁，改革从来都没有什么好时机，从来都是“带电维修”，也有人说“空中加油”，没有好时机，只有决心够不够。基于这个一点理解，当时判断虽然收缩迹象很清楚，但还是不会扩张。



这个判断有一些数据的支撑，先看财政的数据，这是截止去年 11 月份的财政收入和支出，可以看到大多数时候，支出的增速比收入增速快一点，这是财政扩张的表现。可是 2021 年是反过来的，收入的增速比支出快，去年的财政赤字是降低的，这是财政收紧的证据。

1. 2020年政府债券发行量为125,013亿元；
2. 地方专项债2020年发行量为36,019亿元，2021年计划发行量为36,500亿元，1-11月仅发行34,832亿元。
3. 9月后发行加速，但未必形成实物工作量。

1-11月政府债券发行（亿元）



再看政府债和地方专项债的发行，也没比上一年涨多少。

社会融资规模与增速 (2018.01-2021.11)



数据来源: wind, 央行, 截止2021.11.

货币政策也是这样。过去十来年的情况，社会融资规模对短期经济周期的预测性非常好，看 2021 年的情况，从年初到年末社融同比增速一路下行，告诉我们货币政策是非常谨慎的。

国债收益率与市场利率 (2020年以来)



数据来源: 中国央行, 中债估值中心, 截至2021.12.31.

再看一张图，这张图上有两条线，一个是十年期国债的收益率，有点

下行，但是如果看蓝色的线，银行间同业拆借利率（7天）总体上是平的，资金市场并没有一个放松的态势。所以去年即便下半年经济下行，政策也是比较紧的。这是对去年的理解。

2022 展望

梳理去年，是为了总结经验。现在的政策面，不是很看重短期的经济数据，而是更加注重制度变革，更加看长期的事情。这几年文件里有一句提纲挈领的话，说发展阶段变了，从高速增长到高质量增长，这句话可以概括很多事情，这个思路不会变，还会持续下去。所以 2022 年的政策选择，还是会追求制度变迁，追求质量，不会单纯追求数量。因此，我对 2022 年的政策刺激，对扩张性的财政和货币政策，没有太高期望。虽然稳增长是一个基调，但是有一个度的问题。

这里做一个解释。刚才的讨论，完全是一个实然(positive economics)的角度，并不是应然(normative economics)的角度。我就事论事，说我看到了什么，不评判政策好不好，更不做任何政策建议。如果做应然分析，就要讲政策应该怎么做，是另一个角度。应然分析要对各种实际的约束，进行更深入的了解，包括对政策的目标函数进行分析，会复杂很多、困难很多。我这里只有实然，没有应然。接下来我们分析今年经济的挑战，概括为“3+3+3”。

三重压力

第一个“3”，是三重压力。这是去年12月10号的中央经济工作会议里面的新提法，具体说是需求收缩、供给冲击、预期转弱。文件没有展开讲，各家有各家的解读。我从字面的意思，加一点解释。

需求收缩里，有几个因素都很重要，收入增长速度在变慢，收入分配在一定程度上恶化。疫情以来收入分配有恶化的迹象，疫情对中低收入家庭的冲击更大，对消费需求影响很大。总体上消费受收入的约束，现在收入增长放缓了，收入分配也恶化了，对于消费增长不应该有太高预期。

投资需求的收缩也很大。国内的投资分三大块，基建、房地产和制造业。制造业投资最近有一点反弹，但增速依然不高。关于基建投资、房地产投资，刚才陆挺博士的分析，有几个细节性的角度特别好，特别是地方政府的收入跟不上，那么地方政府的基建就跟不上。还有一个连锁反应，即便有一些专项债的资金到位了，可是地方主体资金不到位，专项债的钱也不好使。

房地产投资需求更弱。大家知道其实去年四季度，房地产投资增速是负的。在整个房地产行业遭受了巨大冲击，包括恒大事件，包括房产税的

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_36865

