



徐洪才：应对通胀和经济下行中国须实现“两个确保”



文/新浪财经意见领袖专栏作家 徐洪才



近日，全球地缘政治出现黑天鹅事件。这是 2022 年的第一只黑天鹅，后面有没有第二只、第三只黑天鹅？我不知道。当然，全球通胀肯定是一个灰犀牛。黑天鹅落地了，使得通胀雪上加霜。面对新情况，我想讲一讲如何应对通胀，特别是如何应对经济下行压力。当下，世界经济陷入滞胀的风险加大。虽然春天已经来临，但是春寒料峭，经济还比较冷。如何应对新的风险？经济政策又将作出怎样的调整？我想就这些问题和大家做一点分享。

2022 年中国经济呈现先低后高走势

刚刚过去的一年，世界经济遭受疫情冲击，全球经济增长 5.9%。但是

最新的国际货币基金组织报告，预计今年世界经济增速将下降到 4.4%。美国经济去年是 5.6% 的增长，创下历史新高，但是今年预期增长只有 4.0%。中国经济去年增长 8.1%，今年预期是 4.8%，低于 5%。马上就要召开“两会”了，政府工作报告将如何确立今年经济增长的预期目标？我个人看法是 5.0% 左右。新的一年，中国经济稳字当头，要解决“两个确保”问题，一是确保 GDP 实际增速不低于 5%，第二是确保新增 GDP 不低于美国新增 GDP 规模。第二点尤为重要，因为去年中国 GDP 已经占到美国 76% 以上，按照 IMF 预测，今年我们增长 4.8%，美国增长 4.0%，这就有点悬了。我国经济增速长期领先于美国，而 2022 年可能出现反向变化，稳增长成为重中之重。去年一季度，经济增速基数较高，达到 18.3%，因此今年恐将难以实现“开门红”。受去年四季度经济下滑惯性的影响，今年一季度经济增速低于 4% 将是大概率事件。我预测，二季度之后会反弹，全年经济呈现“前低后高”走势。这还有待于各项政策加快落地，特别是“两会”以后，大家能否撸起袖子加油干。

宽松货币需要转化成投资，居民收入和消费亟待提振

一月份宏观数据已经出来，中央银行开闸放水力度比较大，与“稳健政策”基调有偏离。新贷增长 4 万亿元，社会融资规模增长 6 万亿元以上，广义货币 M2 增速达到 9.8%，去年底是 9.0%，上升比较快。但离奇的是，狭义 M1 增速是 -1.9%，这是历史上没有出现过的。这说明，市场预期并不稳定。银行增加投放资金，可能企业都转成长期定期存款，又回到了银

行体系，并没有流到股市和房地产，也没有流到实体经济。未来货币政策空间有多大？我感觉央行面临挑战。

刚才王小鲁老师讲到，过去多年我国 M2 增速都是超过经济增长的。但我有一点不同看法。货币超经济增长，是指 M 增速高于实际 GDP 增速的部分，里面一部分是通胀，因为 GDP 实际增速加上通胀率，中间还长期存在一个差额，就是 M2 减 GDP 实际增速，再减掉通胀率，有一个差额。最近几年，这个差额已被大大压缩。特别是 2017 年 6 月份第五次中央经济工作会议提出结构性降杠杆以来，在 2017 年底 M2 接近零增长，但是从未出现负增长。这件事，未来还有待观察。

另一方面，去年底央行降准降息，引导市场利率往下走，实际利率出现分化。从存款利率看，名义利率大体保持不变，但是通胀率 CPI 实际低位运行，1 月份只有 0.9%，去年全年平均 0.9%，因此存款还有近一个百分点的收益。从贷款角度看，LPR 现在只有 3.8%；最近几个月 PPI 回落，但元月份还在 9% 以上，还高于贷款利率 5 个百分点，这意味着贷款实际利率在 -5% 左右。但是，这种负利率并没有有效促进投资。在过去稳增长过程中，我们有一个基本经验，就是投资发挥关键性作用，消费发挥基础性作用。现在，基础性作用不牢靠，消费对 GDP 增长贡献率下降，王小鲁老师讲在 50% 多一点。对其背后原因，我们还要做具体的分析。

过去两年，我国城乡居民可支配收入增长大体和经济增长保持同步，但是收入分配两极分化较严重。现在中国人均 GDP 已经突破 1.25 万美元，

美国达到 6.9 万美元以上，按理来讲，多层次消费需求应该上升，但是，高房价抑制了城市居民的当期消费和未来消费。另一方面，从国民经济大的收入分配结构来看，我国城乡居民收入占 GDP 比重长期低于 50%，这在世界上可能是独一无二的。究其原因，我认为一是国有企业在整个经济中占比过高，虽然国企实行强制分红 30%，但是企业内储蓄率比较高，压制了消费。另外就是公务员队伍庞大，整个社会治理的成本偏高。

刚刚过去的一年，我国财政收入首次突破 20 万亿人民币，创下了历史新高。但我们还有好几万亿元的财政赤字，应该说政府财力是比较雄厚的。还有很多民生短板，制约了消费。社会保障水平较低，分配又不平衡，都会影响消费。我国财政收入里面 46% 左右是靠卖地、土地出让金得到的。下一步，土地出让金都要上缴中央税收账户，地方政府的积极性可能会受到挫伤。近期，很多地区的土地流拍现象已经初现端倪。过去几十年，作为中国经济的一个重要引擎，地方政府积极性如果受挫，也是令人担忧的。

未来货币政策空间被大大压缩

降准还是有空间的。现在金融机构存款准备金率仍然有 8.4%，还有 2% 的下降空间。下降到 5%，就不能再降了。未来货币政策工具，还有传导机制都会面临新的调整。过去资金是从中央银行，通过各种途径流到商业银行，再流到企业这样的路径；未来可能更多地要依赖公开市场操作，央行可以在二级市场公开购买债券，构造更完整的收益率曲线，政策工具也会有结构调整。

但从今年政策取向来看，希望央行收紧货币保持审慎的货币政策，可能不符合实际。近期 9.8% 的 M2 增速，我认为符合实际，大体上和名义经济增速相匹配。为什么这样讲？因为观察通胀率，我们不仅要看 CPI 只有 0.9%，还要看到 PPI 超过 9%。我有一个简单的经验，估算 GDP 平减指数这个通胀水平，可以把 PPI 和 CPI 加在一起除以二，现在大概在 5% 左右。我觉得，这基本能体现整体物价水平。这也是不低的。因此，要保证 GDP 实际增速 5%，加上 5% 的通胀率，就是 10% 左右。

长期来看，我国经济增长将继续下滑，投资的边际收益下降，加上外部不确定性增加，中美之间同期债券息差明显收窄，近期美国 10 年期、30 年期国债收益率飙升，在一定程度上也制约了我国宽松货币政策的空间。近期有一个好处，全球地缘政治出现动荡，反而吸引国际资本流到中国避险，导致人民币升值。从二季度开始，美联储将开始加息、缩表，我估计缩表至少需要 3 年左右时间。在这种情况下，我国将面临资本外流和人民币贬值的风险，这对货币政策将有一定的制约。

从传导机制来看，促进资金流到实体经济、流到企业，短期挑战和中长期挑战将会并存。短期来看，外需收缩，加上供应链受阻，还有疫情，在新的一年里，我国外贸不可能像去年那样能够增长 21.7%，经济恢复常态化以后，七上八下的水平是合理的，也就是增长 7%~8%。因此，外需对整体经济拉动力将明显减弱。总之，未来我国货币政策空间、回旋余地被大大压缩了。

新的一年稳就业面临新的挑战

新的一年，我国就业压力增加。首先看人口因素。过去十年，我国劳动力人口减少了四千万；未来十年，我国劳动力人口将减少八千万。新的一年，稳就业面临新的挑战。今年新增大学毕业生首次突破一千万；第二个，由于 PPI 居高不下，推升中下游制造业和中小企业成本，影响到对就业人口的吸纳，中小微企业面临更加严峻挑战，影响就业。还有外需减弱，影响外贸企业的就业。再加上过去的一年行业政策调整，如房地产、教育培训行业和数字经济领域的反垄断，存在较大的再就业压力。如果就业不稳，将影响居民收入，自然影响消费。所以，消费是一个慢变量，短期内不可能大幅度提升。近期，政策鼓励大家买房子，实际上市场并没有明显反映。购房首付款比例从 30% 下降到 20%，利率水平也已经下调，还对房地产开发企业提供并购贷款，鼓励企业并购。但是，整个房地产的投资和消费，还没有看到明显反弹。

我对房地产业有一个经验总结，就是房地产对国民经济的影响体现在三个“三分之一”上。一个在固定资产投资总量当中，房地产开发投资大

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_38996

