



执笔人：张斌，朱鹤，盛中明，孙子涵，张佳佳，钟益

如何实现合理经济增速

- 运行环境：全球经济复苏进程放缓，部分大宗商品价格回落。国内广义财政支出接近零增长，四季度社融增量有所改善，较去年同期上升 1.3 万亿。
- 运行特点：供给冲击压力明显缓解，内需不足成为主要矛盾。消费和投资持续下行，房地产市场面临较大压力，出口保持较高增长。价格增速普遍回落，劳动力市场面临结构性压力。
- 主要关注风险：一是未来经济运行失速。二是房地产市场深度下行，并引发城投平台公司、中小金融机构、债券市场之间的连锁反映。三是经济下行压力下的资本外流。

专题：如何实现合理经济增速

- GDP 增速与国民可支配收入、消费增速、新增就业增速、企业利润增速等反映民生福利和企业运营状况的指标高度相关。实现不低于 5.5% 的 GDP 增速统筹了民生福利、企业运营和产业升级，涵盖了中央提出的“六稳六保”当中的多项内容。
- 2021 年我国实际 GDP 增长低于趋势值 1.5%。美、日、欧距离其潜在产出的缺口分别是 1.3%、3.4% 和 4.8%。家庭消费当中主要是服务业消费大幅低于趋势值；固定资产投资当中制造业投资超出趋势值，基建投资和服务业投资下降较为突出。
- 经济增长依托于生产率发动机和购买力发动机的良性互动，2022 年经济增长的最大挑战是购买力发动机。广义信贷增长缺乏市场自发力量的支撑，政府主导的广义信贷扩张顾虑重重。2021 年 4 季度开始房地产市场深度调整对广义信贷增长的负面影响突出，且仍在发酵。
- 基于过去十年的经济结构变化轨迹，实现不低于 5.5% 的经济增速需要消费和投资分别增长 6.5% 和 4.1%。我们的情景分析当中，2022 年消费增速 3.6%，固定资产投资增速三种情景下的增速分别是 0.6%（房地产投资增速 -5%，基建投资增速与去年持平）、3.2%（房地产投资增速 -5%，基建投资增速 10%）和 4.5%（房地产投资增速与去年持平，基建投资增速 10%）。没有较大的政策调整将难以实现合理经济增速目标。
- 4 万亿刺激政策的主要教训不在于面对需求不足的时候采取刺激政策，在于较少使用规范的货币和财政政策工具，过度使用地方政府、国有企业和金融体系相互配合下的投资扩张。过度负债、杠杆率飙升、项目设计不合理等弊端都由此而来。
- 扩大内需的优化政策组合是：1，充分利用利率政策工具降低债务成本，提升资产估值，以此支持市场自发的需求扩张力量；2，公共财政支出要起到为经济增长保底的作用；3，通过政策性金融机构或者是新品种的债券，由国家信用支持缺乏现金流的公益和准公益类投资项目融资。



外部环境：全球经济复苏面临压力

全球经济景气度处于高位。2021 年 4 季度，摩根大通全球综合 PMI 从 3 季度均值 53.9 回升至 4 季度均值 54.5；摩根大通全球制造业 PMI 从 3 季度均值和 54.5 回落至 4 季度均值 54.2。分国家来看，美国、日本、印度和俄罗斯 4 季度制造业 PMI 均值回升，欧元区和巴西 4 季度制造业 PMI 均值回落。

复苏进程中面临多重挑战。奥密克戎毒株快速蔓延导致疫情再次反弹、通胀预期快速上升、供应链瓶颈、各经济体政策支持力度减小等多重因素对全球经济的复苏进程带来挑战。近日世界银行发布最新一期《全球经济展望》报告，将 2021 年和 2022 年全球经济增长率下调至 5.5% 和 4.1%，均较此前预测下调 0.2 个百分点。其中，2021 年发达经济体增长 5%，2022 年将增长 3.8%，分别下调 0.4 和 0.2 个百分点；新兴市场和发展中经济体 2021 年增长 6.3%，2022 年将增长 4.6%。

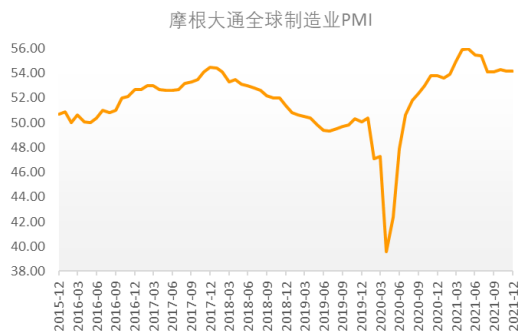


图 1 摩根大通全球制造业 PMI



图 2 全球主要经济体制造业 PMI

数据来源：Wind，中国金融四十人论坛。

部分大宗商品价格回落。截至 2021 年末，布伦特原油现货价格为 77.3 美元/桶，期货价格为 77.8 美元/桶，分别较 2021 年峰值回落了 10.3% 和 10.0%。国际能源署（IEA）、美国能源情报署（EIA）和石油输出国组织（OPEC）三大能源预测机构认为，最急剧的石油库存消耗已经过去，石油供应缺口将于 2022 年转为盈余。近期欧佩克与非欧佩克产油国（OPEC+）举行了第 24 次部长级会议后发表声明，确认了将在 2022 年 2 月仍保持 40 万桶/天的增产步伐。2021 年四季度以来，天然气、动力煤价格开始回落，能源短缺情况得到缓解。截至 2022 年 1 月 12 日，IPE 天然气、动力煤分别从最高点的 452 便士/色姆、254 美元/吨回落至 180 便士/色姆、216 美元/吨。国际有色金属价格维持韧性，铜价上涨、铝价高位



震荡。黑色金属整体供给处于季节性淡季、需求疲软，铁矿石价格受中国需求变化影响先抑后扬，钢价在全球经济复苏持续放缓背景下有所下降。国际农产品供给受极端天气影响，产量、物流均受限制，供需格局偏紧，价格普遍上涨；国内豆粕供需预期好转，价格下跌，玉米小麦供给因极端天气受限，需求回暖，供需阶段性偏紧使得价格上涨。

美国通胀持续上行，美联储将提前加息缩表。2021年年初以来，美国CPI快速上行。12月，美国CPI同比增速达到7.0%，创1982年6月以来新高；核心CPI同比上涨5.5%，创1991年2月以来新高。美国失业率从疫情以来的高点14.8%不断降至9月的3.9%。与此同时，美国12月新增非农就业人口仅19.9万，为2021年1月以来最小增幅，与此同时大量雇主面临劳动力短缺问题，表明美国就业意愿仍处于低谷。1月7日凌晨，美联储公布2021年12月会议纪要显示，美联储对宽松货币政策的收紧或将提前。纪要显示，几乎所有与会者都认为，在联邦基金利率目标区间首次上调后的某个时间点，启动缩减资产负债表可能是合适的。与历史相比，本轮缩表时间可能更早、速度可能更快。从点阵图来看，联邦公开市场委员会（FOMC）全体18名委员一致预期将从2022年开始加息，其中有12名委员认为2022年至少将加息三次。此外，点阵图显示美联储将在2023和2024年分别加息三次和两次，到2024年底时联邦基金利率将达到2.1%。

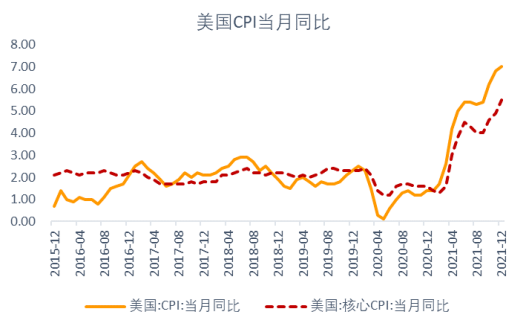


图3 美国通胀水平不断上行



图4 国际能源价格有所回落

数据来源：Wind，中国金融四十人论坛。

内部环境：财政支出低位，社融增量同比有所改善

财政支出增速回升。2021年1-11月，政府公共财政支出同比增速2.9%，政府基金性支出同比增速-4.8%，广义财政支出累计同比增速0.5%，较3季度末的



累计同比增速-1.1%有所回升，10-11 两个月的广义财政支出同比增速 8.5%。1-11 月，政府公共财政收入同比增速 12.8%，政府基金性收入同比增速 5.4%，广义财政收入同比增速 10.6%。中央经济工作会议指出，我国经济发展面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力。积极的财政政策要提升效能，要保证财政支出强度，加快支出进度，适度超前开展基础设施投资。2021 年 12 月 16 日，国新办就加强和完善地方政府专项债券管理情况举行例行吹风会时介绍，财政部已向各地提前下达 2022 年新增专项债务限额 1.46 万亿元，推动提前下达额度在 2022 年一季度发行使用。

社融存量增速小幅回升，新增社融较去年同期有所改善。12 月，社会融资规模存量增速较 3 季度末回升 0.3 个百分点至 10.3%，M1 同比增速较 3 季度末下降 0.2 个百分点至 3.5%，M2 同比增速较 3 季度末回升 0.7 个百分点至 9.0%。4 季度新增社会融资规模 6.6 万亿，较去年同期上升 1.3 万亿。

金融市场利率总体稳定，企业信用风险有所回落。2021 年 12 月，短端利率 DR007 均值为 2.16%，较 9 月下降 3 个基点；R007 均值为 2.56%，较 9 月上升 18 个基点。恒大事件爆发以后，企业信用债风险明显上升。3 年期低信用等级（AA-）公司债收益率与同期国债收益率的信用利差从 8 月上旬的 3.32% 一度上行至 10 月中旬的 3.71%。在 2021 年 4 季度有所回落，截至 2021 年 12 月 31 日，信用利差为 3.59%。



图5 广义政府财政支出和收入



图6 社会融资规模存量同比增速

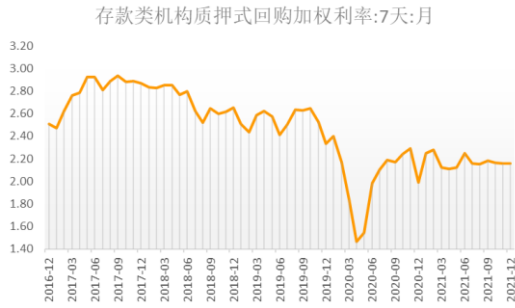


图7 DR007



图8 低评级企业债信用利差

数据来源: Wind, 中国金融四十人论坛

人民币汇率稳中有升。人民币汇率4季度走出了美元强、人民币更强的独立行情。2021年年底人民币兑美元汇率中间价和交易价均创下三年半新高:人民币/美元汇率从3季度末的6.46上行至4季度末的6.37;人民币篮子汇率指数(CFETS)从3季度末的99.6上行至4季度末的102.5。美国通胀持续上行,美联储即将退出宽松货币政策,推动了美元指数上涨。强势美元并未过多的对人民币带来压力,中国外汇市场的基本面仍保持强势。中国资产对海外投资者依旧存在较大吸引力,出口形势较好带动下我国贸易顺差不断扩大都为人民币汇率提供了支撑力量。

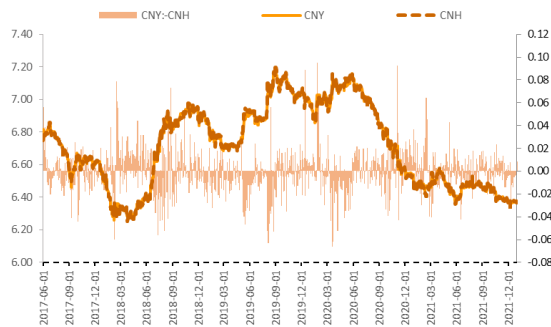


图9 在岸与离岸汇率

数据来源: Wind, 中国金融四十人论坛。

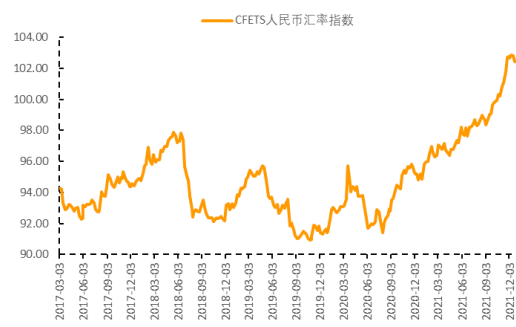


图10 人民币篮子汇率

运行特征: 供给扰动明显减弱, 总需求不足再次成为制约经济复苏的最主要矛盾

2021年4季度GDP同比增长4%, 延续了第三季度的回落态势。与第三季度相



比，四季度宏观经济运行最突出的特征是来自供给端的扰动明显减弱，总需求不足再次成为制约经济复苏的最主要矛盾。

其中，有的供给冲击已经开始缓解，例如汽车芯片短缺导致二三季度乘用车当月产销量持续偏低。四季度中国乘用车的产销量明显上升，12月同比增速已经回正，两年平均增速约4%。还有一些供给冲击则基本消退，例如三季度出现的因煤炭短缺造成的拉闸限电问题，显著影响到工业生产，目前这一因素已经消失。因此，11月以来许多宏观指标均出现改善，这更多体现为供给冲击退却后的环比改善，并非经济企稳的信号。

1、生产端的供给约束持续改善

供给冲击逐步消退。2021年以来，随着全球能源市场绿色转型加速，煤炭供需偏紧，煤价迅猛上涨，部分省份一度拉闸限电。2021年10月开始，各部门、各煤电企业持续推进“保供稳价”，山西、陕西、内蒙古等主产地煤炭产能快速释放，煤炭供需形势持续转好，煤炭期现货价格大幅回落，电厂存煤水平快速提升。环渤海动力煤价格指数从2021年3月3日的578元/吨持续上涨至10月13日的848元/吨，后迅速下降至2021年末的737元/吨。

随着全国能源“保供稳价”工作取得阶段性成效，煤炭、电力供应限制的缓解释放了部分产能，使得四季度的工业生产延续了10月以来的月度边际改善趋势，走出了三季度的回落区间。10-12月工业增加值季调后的环比增速分别为0.39%、0.37%和0.42%，显著高于7-9月份的0.23%、0.30和0.06%。

制造业PMI的反弹也印证了工业生产的恢复。PMI由2021年10月的49.2%持续回升至2021年底的50.3%，增长1.1个百分点，重回50%荣枯线以上。其中，PMI生产分项由10月的48.4%上升至2021年底的51.4%，增长3.0个百分点，对整体PMI上升贡献较大。

2、消费受到疫情的冲击，复苏再次放缓

消费受到疫情多点散发的负面影响，复苏再次放缓，服务类消费尤甚。我国疫情防控保持相对平稳的态势，但是本轮疫情以来，病毒传染性强，涉及省份多，总体呈现局部高度聚集而全国多点散发的特点。在“动态清零”总方针指导下，各地采取严格的疫情防控措施，消费复苏进程放缓，其中餐饮、电影娱乐等服务



类消费受到影响尤甚。

社会零售总额 4 季度同比增速 3.5%，较 3 季度 5.0% 进一步显著下降。其中，消费品零售额同比增速 4.1%，汽车以外的消费品零售额同比增速 4.6%，餐饮收入-1.1%。居民消费当中，教育文娱类消费受疫情影响最突出，以电影观影人次为例，6 月以来，受到多点散发疫情影响，观影人次与疫情前同期观影人次的差距逐渐拉大，2021 年四季度总观影人次仅为 2019 年同期的 56.2%。

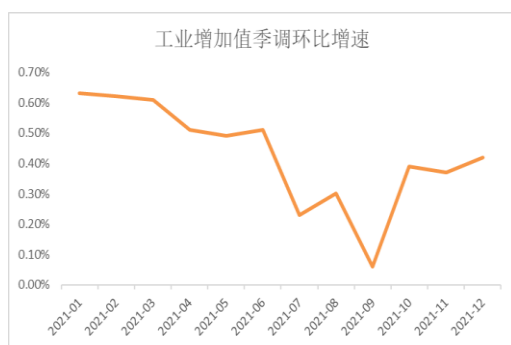


图 11 工业增加值季调环比增速

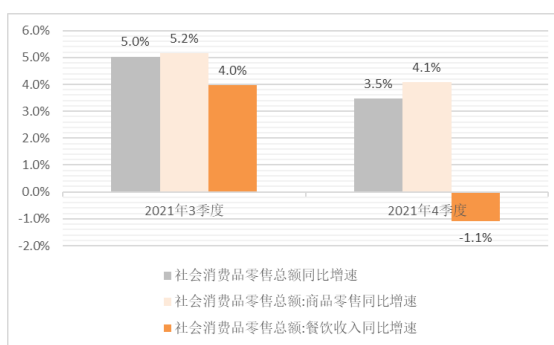


图 12 社会零售总额季度同比增速

数据来源：Wind，中国金融四十人论坛。

3、固定资产投资持续放缓

2021 年四季度，固定资产投资继续放缓。2021 年 1-12 月全国固定资产投资累计同比增速 4.9%，较 1-9 月下降 2.4 个百分点。1-12 月的制造业、基建、房地产和服务业的累计固定资产投资较 1-9 月份都有明显下滑。

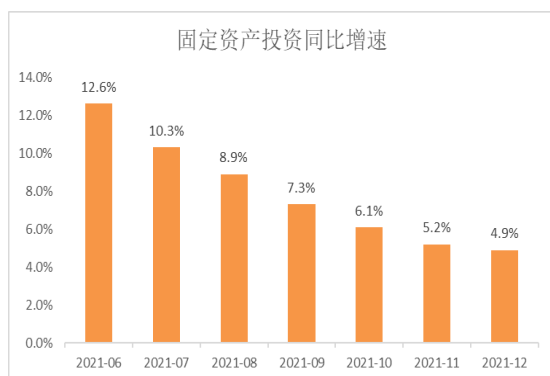


图 13 固定资产投资当月同比增速

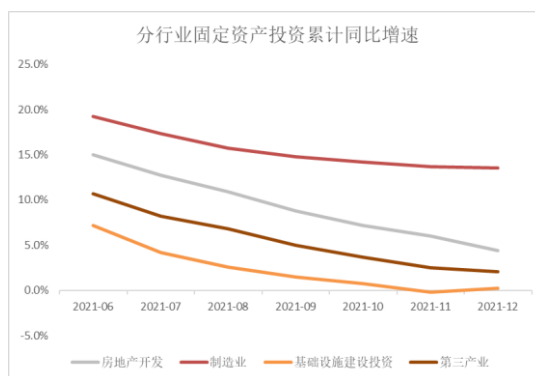


图 14 三大投资当月同比增速

数据来源：Wind，中国金融四十人论坛

制造业投资保持在较高水平。1-12 月制造业投资增长 13.5%，较 1-9 月回落 1.3 个百分点，仍然处于较高水平。制造业投资韧性主要来源于两个方面：一是出口的阶段性利好，2020 年疫情以来，得益于中国有效控制疫情和率先实现复



工复产，国外生产受到疫情冲击尚未恢复，出口成为带动中国经济复苏的重要力量。历史数据表明，出口同比增速大致领先制造业投资增速 12 个月左右，两者之间保持比较稳定的对应关系，强劲出口也带动制造业投资增长。二是我国大宗商品涨价和降成本政策带来的企业盈利快速修复对其也有贡献。2022 年，出口在美国财政补贴退潮和全球经济复苏高峰期过后或从高位回归常态，涨价带来的盈利修复也难有稳定的持续性。

基建投资增长乏力，持续低迷。1-12 月基建投资累计同比增速 0.2%，较 1-9 月累计同比增速回落 1.3 个百分点。基建投资当中，占比最大的是公共设施管理业，占基建投资比重分别为 36.1%，这个行业 1-12 月的累积增速分别为-1.3%。公共设施管理业主要包括市政设施管理和游览景区管理，二者占整个公共设施管理行业的总投资超过八成。城市市政建设大多由地方政府的平台公司负责推进，根据测算¹，以市政工程为主的公共设施管理业里有超 60%的资金来自于地方国有企业（主要为城投公司），地方城投公司是当前基建的主导力量，其受到监管的融资约束成为基建投资低迷的主要原因。在压实地方政府防范化解区域性金融风险的属地责任的背景下，地方政府举债投资积极性有所下降。

房地产投资同比增速深度下行。2021 年三季度以来，房地产市场受到“三道红线”、房地产贷款集中度、恒大事件等多重因素叠加的影响，房企融资环境大幅恶化，部分房企发生实质性债务违约，房地产投资持续下行。2021 年 4 季度房地产开发投资完成额同比增速-7.7%，与三季度持平。房企开工意愿不足，4 季度房屋新开工面积同比增速-28.6%，较 3 季度同比增速-17.4%再度大幅下降。进入 4 季度后拿地情况略有改善，主要是国企、央企和地方城投托底，房企尤其是民营房企资金流紧张，资金不足以满足竣工交房、供应商货款和工资的前提下，难再有资金拿地。根据克尔瑞研究中心对 100 家典型房企融资量统计，2021 年融资量为近五年来的最低点，且 2021 年 4 季度房企融资一度降至冰点，仅 1767 亿元，同比减少高达 55%²。

¹请参考，朱鹤、盛中明，《基建投资低迷之谜》。

² http://www.stcn.com/xw/sd/202201/t20220106_4048682.html

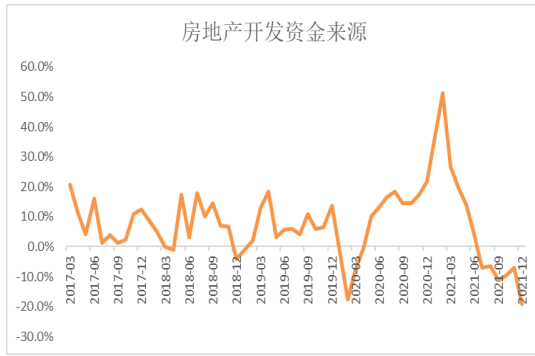


图 15 房地产开发资金来源同比增速

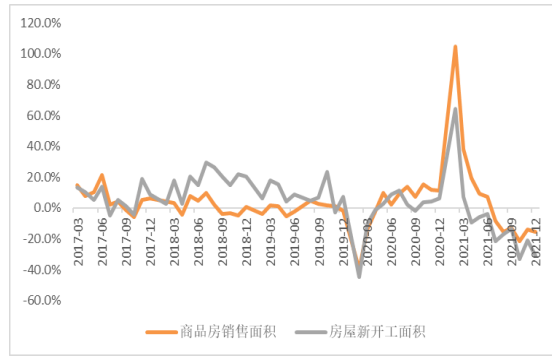


图 16 商品房销售和房屋新开工面积同比增速

数据来源：Wind，中国金融四十人论坛。

4、出口增长持续超预期增长

2021年4季度，按美元计价，我国出口同比增长均值为23.1%，仍维持在高位，较3季度下降1个百分点。出口具有较强韧性，主要得益于两方面因素：一是出口产品的价格上涨。若将出口增长拆解为数量效应和价格效应，可以发现2021年7月以来，出口产品数量对出口的拉动作用快速下降，出口产品的价格上涨是拉动出口金额同比增速的最主要因素³，出口增长中极大的价格效应基本已成共识。二是短期供给扰动因素。一方面，德尔塔、奥密克戎新冠病毒变种扰动海外供给，使得部分订单转移至我国；另一方面，欧美等圣诞用品出口需求也起到拉动作用。

5、CPI 低位运行，PPI 见顶回落，就业压力仍在

反映总需求水平变化的核心CPI水平偏低。为了排除疫情造成的基数扰动，我们将三类价格指数的环比数据做连乘处理，最终求得相对于2019年12月的累计涨幅。如图所示，过去2年里，PPI的涨幅最高可达11.2%。受环保和能源“双控”影响，煤炭、石化、有色等部分高耗能行业产品价格明显上涨，PPI同比增速也屡创新高。12月PPI同比增速10.3%，较10月历史新高13.5%有所回落，但仍处于高位。受猪肉价格拖累，CPI的累计涨幅1.6%。剔除了食品和能源价格的核心CPI往往更能真实地反映通胀压力，过去16个月里，核心CPI累计上涨了1.4%，通胀水平偏低。

与低核心CPI对应的是就业缺口并没有完全收敛。虽然四季度的全国调查失业率和31个大城市调查失业率回到了2019年的水平。然而能耗“双控”、教

³ 详见朱鹤，《再谈量与价》：https://mp.weixin.qq.com/s/SOrjZ66iKl6hF_2kWrkdrQ



育“双减”和房地产调控等政策，都广泛影响着市场就业状况，这并没有及时体现在城镇调查失业率所覆盖的就业人群。截至 2020 年，我国教培行业的从业者人数超过 1000 万，房地产行业相关就业人数 4000-5000 万，教育和房地产行业的骤然遇冷对就业市场带来显著冲击。截至 12 月，16-24 岁人口的调查失业率为 14.3%，显著高于 2018-2020 年的同期水平，表明青年群体的就业压力没有得到实质性缓解。

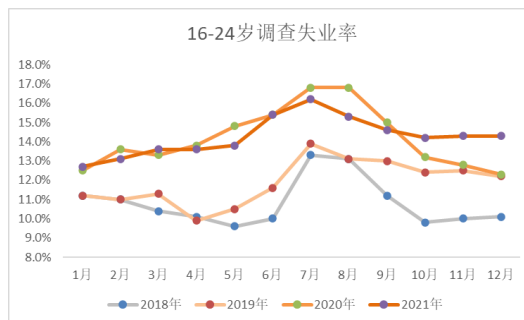
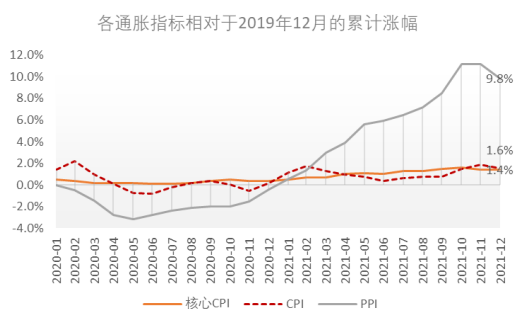


图 17 各通胀指标相对于 2019 年 12 月的累计涨幅

图 18 16-24 岁城镇调查失业率

数据来源：Wind，中国金融四十人论坛。

风险提示：经济失速、金融市场动荡和大规模资本净流出

2022 年，有三方面的风险值得重视。首先是经济失速风险。外需方面，随着全球经济持续复苏和海外供应链逐步恢复，中国出口面临正反两方面影响，外需存在较大不确定性。叠加今年出口的高景气状况，2022 年净出口对经济的边际拉动效果明显减弱。内需方面，当前需求收缩最明显的部分主要来自投资需求，特别是房地产投资需求。居民消费的复苏一直保持比较缓慢的节奏，其中因防疫政策导致的消费需求减少只能解释 20%左右的需求下降，更主要的因素是居民收入改善比较缓慢。政府消费则与财政支出有直接关联，在以收定支的预算体系下，同样是收入问题。

这种情况下，如果因需求转弱导致社融扩张无法兑现，那么短期内经济就存在失速的风险，即实际增速显著偏离潜在产出水平，负的产出缺口迟迟不能修复。这既是巨大的效率损失，也会通过收入下降和就业减少等多个渠道影响到其他领域的稳定。

其次是金融市场的脆弱性在增加，有出现动荡的可能性。当前金融市场存在



三个相对脆弱环节，任何一个环节出现问题都有可能引发连锁性反应并影响到金融稳定。其一，城投债正处于全面打破刚兑预期的前夜，违约风险正在逐步体现到价格中。2021 年底多个地方的城投债都出现了投资者以超低价抛售债券的现象。2022 年，地方政府依然肩负着化解隐性债务风险的工作，同时还面临财政收入下降、土地出让金收入锐减的压力。一旦出现连续城投债违约，就会直接对信用债市场造成系统性冲击，短期内不排除出现市场冻结的极端情况。二是房地产行业的调整仍在继续，不断出现各类风险事件会对金融市场带来脉冲式冲击，影响到资本市场的稳定，股票等风险资产的价格波动率也会显著提升。三是地方中小银行普遍面临“资产质量下降、负债增量不稳、资本金不足”的三重压力，背后的实质是这些银行与地方城投公司和房地产企业有广泛的联系。城投平台和房地产企业的风险事件会直接对中小银行的资产端和经营现金流造成冲击，此时如果不能及时在银行间市场补充足够的现金流，就有可能在中小银行系统内爆发流动性风险。

最后是存在短期内出现较大规模资本净流出的风险。疫情以来支撑跨境资本流入的有两大因素。一是经常项目中的贸易顺差再次成为推动资本净流入的主力，二是金融开放进程加快等因素持续推动非储备性质的金融账户实现大规模资本流入。这两个因素较好支撑了疫情以来的跨境资本流入并带动人民币持续升值。2022 年，在国内经济下行压力加大和资产波动率增加的情况下，境内外投资者持有中国金融资产的热情有所下降，“抢跑”和“跟跑”带来的阶段性资本流入红利在逐渐消失。叠加中美货币政策错位，或许会带来新的资本流出压力，打破当前跨境资本流动相对平衡的状态。

进一步讲，上述三个风险是相互联系、相互触发的。任何一个环节出现风险暴露，都可能会引发其他领域的连带风险。最值得重视的是经济失速风险，因为经济增速本身就对应了各部门的现金流状况。因此，保证经济增速处于合理水平是化解上述风险的首要条件。



专题：如何实现合理经济增速目标

学术界普遍认同中国目前的潜在经济增速在 5.5% 或者更高水平上。实现不低于 5.5% 的经济增速的目的是让资源得到充分利用，这也是高质量增长的关键内容。从历史经验来看，GDP 增速与国民可支配收入、消费增速、新增就业增速、企业利润增速等反映民生福利和企业运营状况的指标高度相关。实现不低于 5.5% 的 GDP 增速统筹了民生福利、企业运营和产业升级，涵盖了中央提出的“六稳六保”当中的多项内容。

疫情爆发以来我国经济持续低于潜在增速，投资和消费都显著低于趋势值。这背后的原因有疫情防控对经济制约，也有政策缺乏统筹协调，对内需的支持力度不足。2022 年我国经济增长面临较大压力。一是疫情防控在 2022 年对经济复苏仍构成掣肘，服务业消费难以回归正常状态。二是房地产行业面临长期趋势调整和短期流动性困境的双重挑战，房地产销售和投资大幅放缓在所难免。不仅是房地产上下游产业链受到影响，全社会信用扩张也会受到显著影响。三是出口对经济增长贡献下降。随着全球经济反弹高峰期的过去，加上高基期的影响，出口增速显著下行难以避免。

2022 年实现合理经济增速的主要依托是扩大内需。我国需要汲取过去总需求管理政策的经验和教训，优化总需求管理政策组合。具体的做法是更多依靠规范的利率政策和财政政策工具扩大需求，减少对地方政府平台公司的过度依赖。政策工具转换会带来以下多方面的改善，政策工具本身更透明、更具有计划性和可控性；更充分地让市场自发力量扩张需求；大幅降低债务利息成本；不对金融机构资产负债表带来隐患，有利于规范金融体系建设；减少盲目投资，提升投资效率。

接下来本文主要讨论三方面内容：1，疫情以来经济恢复的主要特征及其背后的原因；2，2022 年实现合理经济增速的目标与差距；3，需要采取什么样的政策手段实现合理经济增速目标。

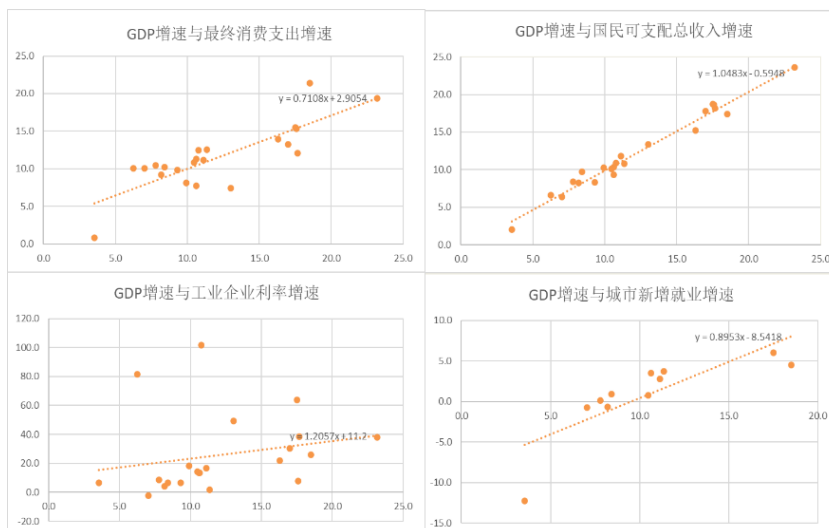


图 1 GDP 增速与民生福利和企业运营

当前经济运行低于潜在增速

中国经济在 2020 和 2021 年均显著低于潜在增速。用 2012 年以来的实际 GDP 绝对值估算得到实际 GDP 的趋势值,将 2020 年实际 GDP 和 2021 年实际 GDP 与趋势值做出对比,可以看到 2020 年中国实际 GDP 相比趋势值少了 4.2%; 2021 年尽管 GDP 同比增速上升,但是考虑到 2020 年较低的基期水平,2021 年实际 GDP 增长比趋势值还是少了 1.5%。从其他发达经济体的情况来看,2021 年美、日、欧距离其潜在产出的缺口分别是 1.3%、3.4%和 4.8%。

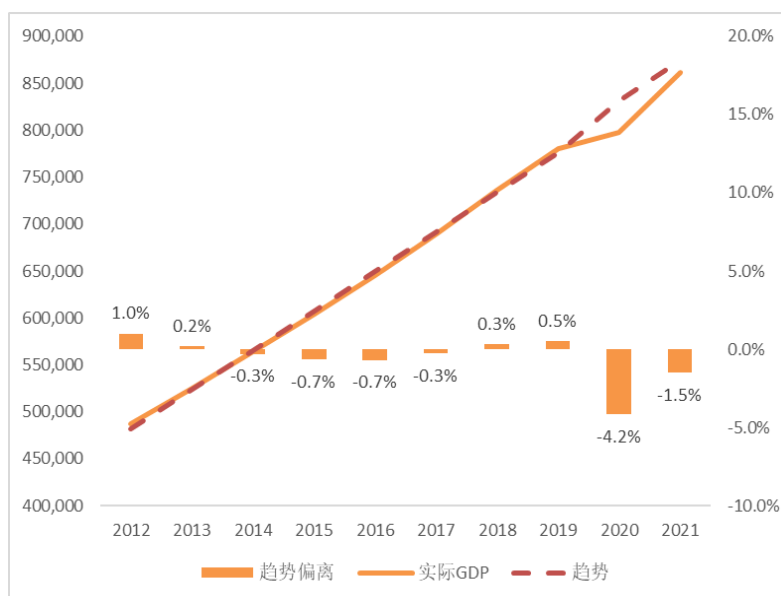


图 2 GDP 偏离趋势值



注 1：数据处理方法（趋势线：基于 2012-2019 年的实际 GDP，使用 hp 滤波法得到 12-19 年的趋势值，再外推得到 2020-2022 年的趋势值；实际 GDP：由于存在价格调整，从 2016 年起使用实际 GDP 增速倒推 2016-2020 年的实际 GDP）

消费增长显著低于趋势值，受损失最严重的是服务业。家庭消费增长显著偏离其增长趋势。2020 年，经过价格调整后的实际消费低于其趋势值 8.4 个百分点，约 2.42 万亿人民币；2021 年，经过价格调整后的实际消费低于其趋势值 1.9 个百分点，约 0.59 万亿人民币。从消费构成情况来看，2020 年八大类消费无一例外地低于趋势值。进入 2021 年以后，基本生活用品和住房消费大致恢复到了趋势值，满足消费升级需求且在 2012 年以来保持较高消费增速的服务类消费内容受损更突出。食品烟酒、衣着和居住基本恢复到趋势值水平，教育、文化和娱乐（在全部消费中占比⁴11%，偏离度-9.8%），交通和通信（占比 15%，偏离度-5.0%）、医疗保健（占比 8%，偏离度-2.1%）、生活用品及服务（占比 6%，偏离度-1.1%）、其他用品和服务（占比 2%，偏离度-2.0%）等消费项目仍显著偏离其趋势值 2 到 10 个百分点不等。

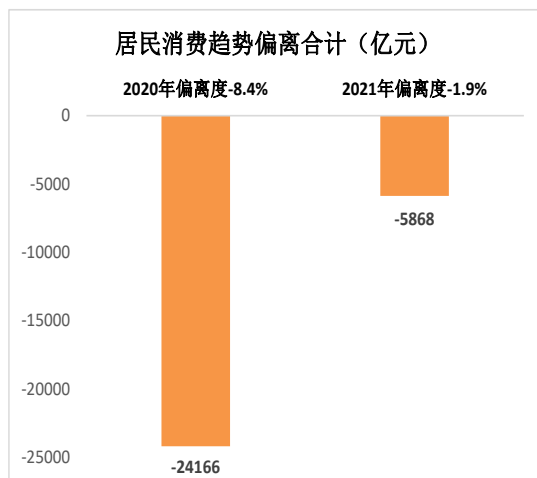


图 3 家庭消费偏离趋势值

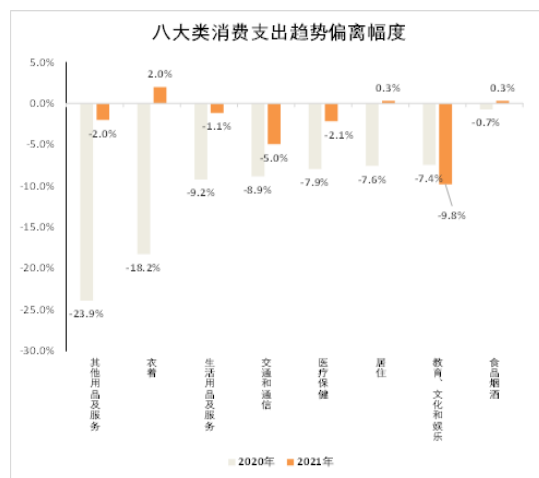


图 4 八大类消费偏离趋势值

消费低于趋势值有来自疫情防控的影响，也有居民部门收入增长乏力的影响。2020 年居民部门银行存款新增 11.3 万亿，2021 年居民部门银行存款新增 9.9 万亿，较去年下降了 12%。间接的证据是疫情期间在收入增长仍有保障的情况下，服务类消费会受到制约，由此所节省出来的收入会刺激商品类消费。正如美国数据显示，当家庭部门收入没有受到疫情影

⁴ 各类消费占全部消费的比例均通过经价格平减后的实际值计算



响下，服务类消费低于趋势值而商品类消费大大超出及其趋势值。中国 2021 年不包括汽车的社会零售商品总额仍低于其趋势值 6.2%，对此更具解释力的显然并非疫情防控而是收入增长难以支撑消费需求。

固定资产投资增速显著低于趋势值。从全社会固定资产投资显著低于其趋势值，2020 年全社会固定资产投资偏离其趋势值 3.9 万亿人民币，偏离度-5.2%；2021 年偏离其趋势值 3.7 万亿人民币，偏离度-4.6%。从固定资产投资构成情况来看，制造业和房地产投资 2021 年已经回到了趋势值，制造业投资高出趋势值 2.4%；服务业投资（2021 年偏离度-9.5%）和基础设施建设投资（2021 年偏离度-15.8%）大幅低于趋势值。固定资产投资的新变化大大偏离了过去持续多年的结构变化轨迹。2012 年以来，在经济结构从制造到服务转型的背景下，制造业投资占比持续下滑，基础设施投资和服务业投资占比上升，这是顺应产业升级和消费升级的投资结构变化轨迹。2021 年的投资结构变化明显偏离了这个轨迹。

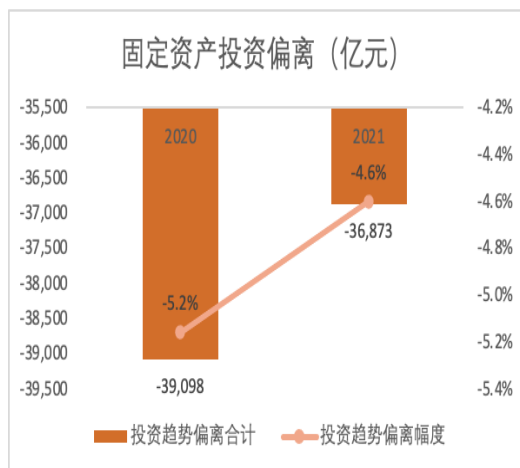


图 5 固定资产投资偏离趋势值

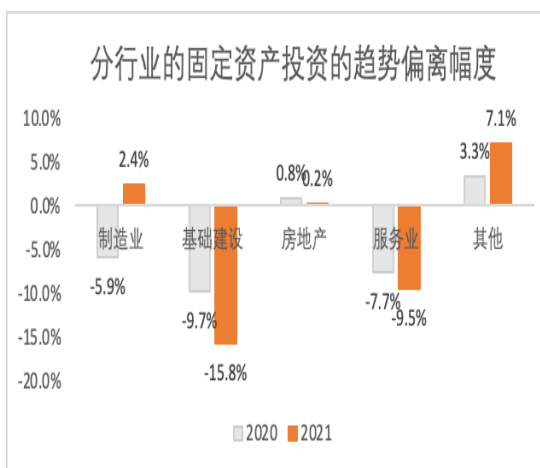


图 6 行业固定资产投资的趋势值偏离

国内消费和投资显著低于趋势值的原因不仅是疫情防控的影响，也包括了政策支持过早退出，难以支持合理的内需增长，以及某些时间段内的供给冲击。财政政策方面，2020 年疫情爆发以后财政收入受到显著影响，宏观经济管理当局通过多种渠道筹措资金扩大财政支出，支持需求增长，2020 年财政支出增速 2.8%；进入 2021 年以后，财政收入大幅回升，财政支出增速仍保持在低位，基于 1-11 月的数据估计 2021 年增速 3.8%。2020-2021 年期间的财政支出增速大幅低于此前 10 年大约 12% 的财政支出增速。货币政策方面，2020 年疫情爆发以后央行一度引导市场利率大幅下行，存款类机构 7 天质押回购利率曾一度下行到 2020 年 4 月的 1.46% 月均值，此后该利率迅速回升，进入 2020 年 8 月以后回升到 2.19% 的月均值，此后至 2021 年年末多数时间维持在 2.1-2.2% 区间波动。

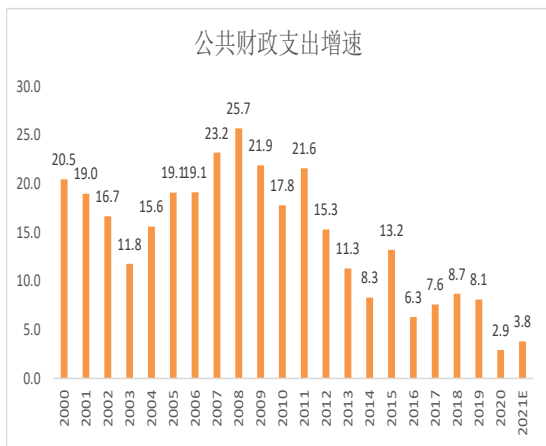


图7 公共财政支出增速处于低位

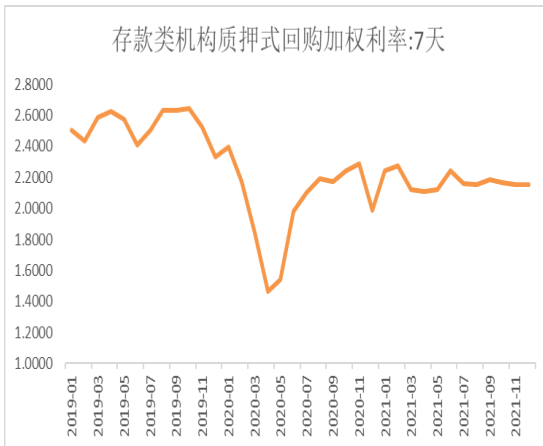


图8 存款类机构质押式回购利率回归正常

在针对地方融资平台隐性债务风险治理措施的作用下，地方融资平台有息债务（主要包括了银行贷款、城投债和信托贷款）增速近年来明显下降。2012-2017年期间，平台有息债务的平均增速达到21.5%，2018年以后增速大幅放缓，2020年增速13.7%。2021年针对房地产资产负债表的三道红线要求，以及对银行房地产贷款和住房抵押贷款的两条上限使得房地产相关贷款大幅缩减，尤其是居民住房抵押新增贷款增速大幅下降。

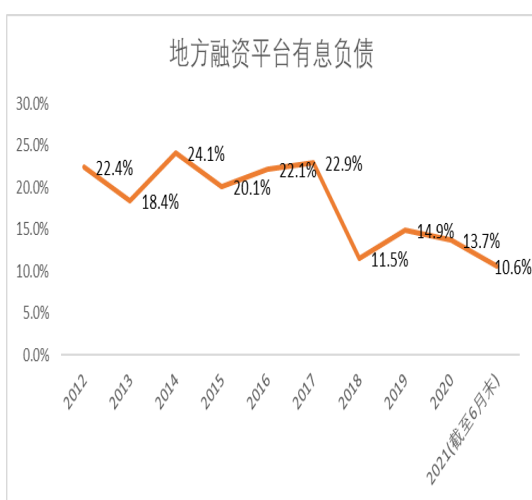


图9 地方融资平台有息负债增速放缓

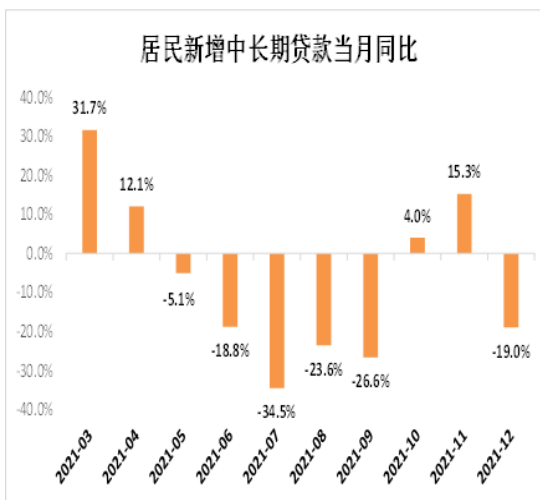


图10 居民新增中长期贷款同比下降

财政和货币政策难以对总需求扩张形成支持，针对地方融资平台的隐性债务风险治理和更加严格的房地产相关信贷政策进一步紧缩了信用扩张。2021年全年新增社融31.3万亿，较去年下降10%。新增社融的下降会带来社会新增购买力的下降，这是当前国内需求相对低迷的主要原因。

暂时性的煤炭短缺，双控政策、以芯片为代表的供应链短缺和原材料价格上涨等因素对



2021 年的宏观经济运行也带来了负面影响，但总体而言这些来自供给端的负面冲击很快得到修正，整体而言对宏观经济的影响也相对有限。具体表现为这些冲击更多影响工业品部门，2021 年工业部门增加值累计增速 10%，这是过去五年中表现相对较好的年份。

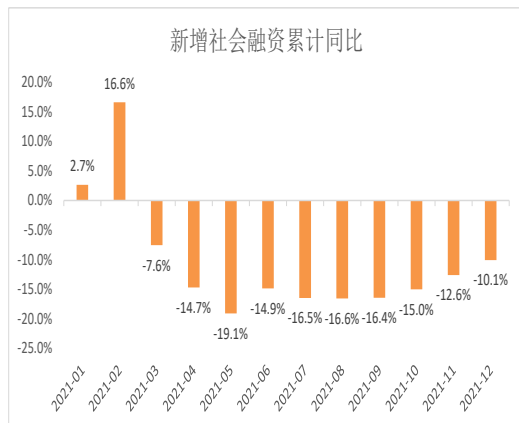


图 11 新增社融同比下降

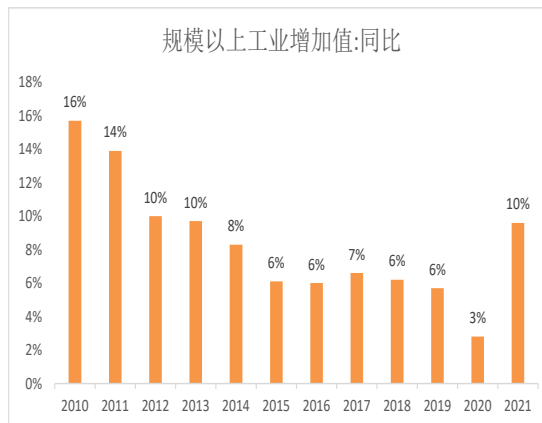


图 12 工业增加值同比上升

2022 年的经济增长目标与差距

学术界普遍认同中国目前的潜在经济增速在 5.5% 或者更高水平上。基于消费和投资自 2012 年以来的变化轨迹⁵，我们估算了二者分别增长多少才能支撑 GDP 增速目标。支出法计算国内生产总值，GDP 等于最终消费支出、资本形成总额与货物和服务净出口之和。对等式两边同时求导，给定 2022 年 GDP 增速目标，再结合历史数据估算相关参数就可以求出消费、投资与净出口“三驾马车”的目标增速。这里用 Y 表示 GDP，用 C/I/NX 分别表示消费、投资与净出口，那么用支出法计算国内生产总值可以表示为：

$$Y = C + I + NX$$

对等式两边同时调整，可以得到：

$$\frac{\Delta y}{Y} = \frac{C}{C + I + NX} \frac{\Delta C}{C} + \frac{I}{C + I + NX} \frac{\Delta I}{I} + \frac{NX}{C + I + NX} \frac{\Delta NX}{NX}$$

在参数估计方面，我们计算了 2012 年至 2019 年之间的消费、投资占国内生产总值的比重变化趋势和增速变化趋势，并以此外推至 2022 年消费和投资各自所占的比重和二者增速比值。考虑到 2021 年出口高增长，贸易和服务净出口大幅增长，很难再期望 2022 年净出

⁵ 选择这个年份是因为 2012 年以后中国开启了从制造到服务的经济结构转型，生产结构和支出结构都出现了方向性变化，用这个年份以后的数据做各种估算能更好把握支出结构变化的方向。



口能在 2021 年的基础上再有很突出的表现，这里我们假设 2022 年净出口维持 2021 年水平上，对经济增长没有额外新增贡献。实现 5.5% 的 GDP 增速需要消费和投资各自实现 6.5% 和 4.1% 的目标增速。

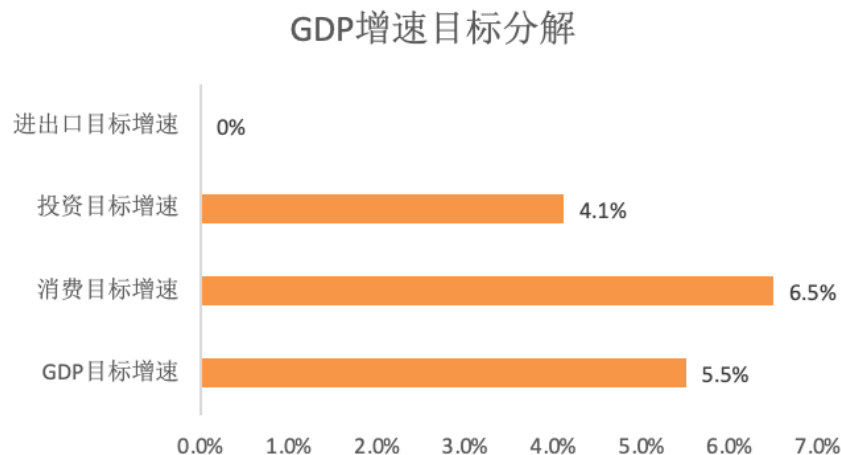


图 13 经济增速目标分解

三重压力当中最大的挑战是需求收缩，需求收缩力量在 2022 年会更加严峻。中央经济工作会议指出，当前经济面临需求收缩、供给冲击和预期转弱三重压力。在缺少强有力的外部力量干预下，这三重压力会形成相互强化的恶性循环。预期变化有很强的内生性。在我国当前的工业能力下，诸如煤炭电力紧缺之类的供给短缺能够很快克服，经济下行压力下减排要求对供给端的限制会减弱，供应链中断以及对个别高科技产品的供给限制对总体经济尚不构成伤害，未来供给冲击的压力会下降。三重压力当中最大的挑战是需求收缩，这方面的挑战在 2022 年会更加严峻。

市场内生需求收缩的根源在于企业信贷扩张力量持续放缓。二十一世纪的第一个十年，以钢铁、能源化工、装备制造为代表的资本密集型工业行业是我国广义信贷增长最重要的贡献者。这些行业在快速成长阶段面临着供求两旺的局面，一方面行业产品面临着旺盛的需求增长；另一方面这些行业通过大幅投资生产率快速提升。行业的快速成长同时带来了大量的信贷增长，这些行业的信贷增长占据全社会广义信贷增长增量部分的 60-70% 之间，成为全社会金融资产和全社会名义购买力创造的最重要贡献来源。进入二十一世纪的第二个十年，中国经济全面进入从工业到服务业的经济结构转型，上述资本密集型行业产品普遍面临供大于求的局面，企业新增信贷需求大幅下降。2010 年与 2020 年相比，广义信贷增长的构成也发生了显著变化，私人企业和非平台国有企业信贷增长在广义信贷增长中的占比从 56.9% 下降到 25.9%。家庭部门以住房抵押贷款为主体的信贷增长在一定程度上对冲了企业新增信贷需求的下降，但远不足以保持与供给方扩张相对应的信贷（购买力）扩张，政府债务增长和



地方政府融资平台债务增长成为广义信贷增长的重要支柱。政府和地方政府平台主导的信贷增长在广义信贷增长中的占比从 25.9% 上升到 49.6%，家庭部门从 17% 上升到 34%。

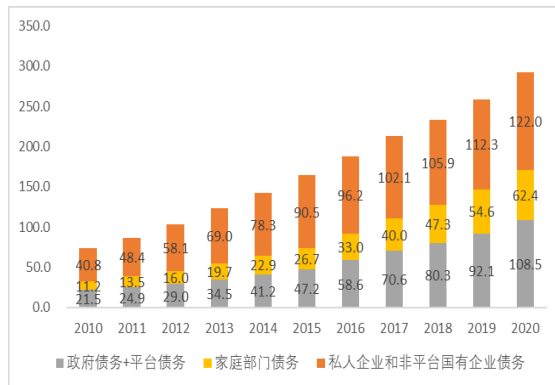


图 14 分部门债务

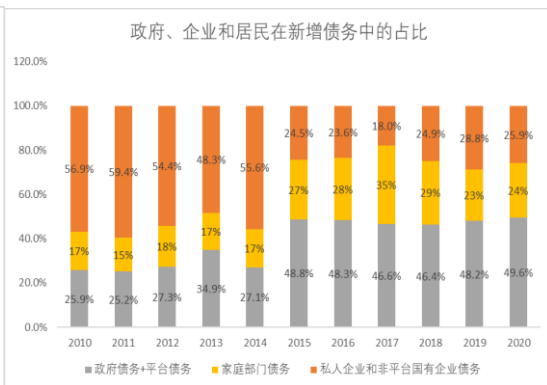


图 15 分部门新增债务占比

地方融资平台支撑的信贷扩张难以持续。地方政府主导的融资平台大量依赖高成本的商业金融体系融资，地方政府平台公司债务快速积累，地方政府隐性债务难以持续。2003 年以来的基础设施投资中，来自民间投资占比 20-28% 之间，来自预算内资金占比 10-14% 之间，基础设施投资所需资金的六成需要地方政府自己想办法。地方政府主要通过下属的地方政府平台公司举债为基础设施建设项目融资，资金主要来自银行贷款、城投债和信托。地方政府融资平台公司有息债务快速积累，从 2010 年 7.6 万亿快速上升到 2020 年的 40.4 万亿，这还不包括 10 万亿已经经过置换的地方平台债务。地方政府平台公司债务快速积累成为中国债务杠杆率上升最重要的来源。宏观经济管理层采取了一系列措施限制地方政府平台债务增长，化解债务风险，包括对地方平台公司的债务置换、对地方平台公司债务与地方政府关系的认定、对新增债务的限制、以及金融领域内对影子银行的加强监管等等。2018 年以来，地方政府融资平台债务增速显著下降，地方政府债务增速从 2010-2017 年之间平均 20.3% 大的平均增速下降至 2019-2020 年之间 13.3% 的平均增速，基建投资和全社会融资增速也随之显著下降。

房地产相关融资增速面临下行压力。房地产市场是近十年来市场信贷扩张的主要依托。一方面，住房销售紧密联系着房地产抵押贷款增长，这占据了全社会广义信贷增量的超过两成；另一方面，房地产市场联系着地方政府的卖地收入，地方政府融资平台普遍以卖地收入为抵押运用杠杆举债从事基础设施投资建设。2021 年下半年以来，房地产企业普遍出现流动性困境，众多大型房地产企业出现债务违约，房地产销售、新房开工和土地销售收入同比增速大幅负增长。进入 2022 年以后，即便房地产企业的流动性困境有所缓解，整个行业仍



存在房地产销售趋势性回落、经营模式改变等压力，过去的房地产相关信贷高增长局面将很难维系。

进入 2022 年以后，如果疫情防控措施没有显著变化，居民收入增长没有显著改善，消费增速将难以实现目标增速。我们做了如下的情景模拟：假定食品和烟酒、住房、衣着（占全部消费的 57%）等已经恢复到趋势值水平的三类消费在 2022 年保持在趋势值水平，这三个部分在 2022 年的合计消费增速为 3.8%；假定交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健、生活用品及服务以及其他用品和服务（占全部消费的 43%）在 2022 年保持 2020-2021 年的两年平均几何平均增速，这五个部分在 2022 年的合计消费增速为 3.5%。按照这个情景假设，2022 年家庭消费增速为 3.6%，与实现 6.5% 的消费增速目标还有较大距离。

实现投资目标也很困难。假定制造业投资增速回归到趋势值水平，服务业和其他行业投资增速分别保持去年的增速 4.9% 和 8.8%，在此基础上我们考虑了三种情景，第一种情景是房地产投资增速 -5%，基建投资增速与去年持平，固定资产投资增速 0.6%；第二种情景房地产投资增速 -5%，基建投资增速 10%，固定资产投资增速 3.2%；第三种情景房地产投资与去年持平，基建投资增速 10%，固定资产投资增速 4.5%。

出口增速下滑在所难免。疫情依赖的出口高速增长主要依托于两股力量：一是对全球复苏进程中对商品需求的增加，尤其是美国在疫情期间服务业消费显著下降，由此所节省出来的收入支撑了商品消费的超额增长，2021 年美国耐用品和非耐用品个人消费分别较趋势值高 2202 和 2166 亿美元。二是部分经济体受疫情影响生产中断，中国填补了这个空缺，中国对外出口的全球市场份额在过去两年累计上升了 3-4 个百分点。进入 2022 年以后，这两股力量都难以继续支撑中国的出口高速增长。以美国为代表的发达经济体已经过跨过了疫情以来的经济恢复高峰期，货币政策基调已经开始收紧，需求扩张放慢。在疫情影响淡化背景下，美国家庭消费会从前期的过度商品消费转向服务消费。此外，疫情传播对新兴市场经济体生产端的影响也在减弱，中国出口市场份额增长难以持续。根据 WTO 10 月预测，2022 年全球出口量预计为 4.7%，其中亚洲出口增长 2.3%；IMF 关于全球和新兴经济体出口量预测分别为 6.7% 和 5.8%。肖立晟和崔晓敏关于 2022 年中国出口增速的研究指出，进一步结合 IMF 关于全球和新兴经济体 CPI 增速预测，可推断 2022 年全球出口名义出口增速平均为 9.3%，亚洲出口表现预计略低于全球和新兴经济体总体表现。考虑到中国出口表现多在亚洲经济体中处于领先地位，预计 2022 年中国出口增速在 7%-9% 左右。

以上分析中，只考虑了家庭消费，没有考虑政府消费；投资中这里使用的固定资产投资与 GDP 核算中使用的资本形成还有明显差距。因此不能用这里的消费和投资增速直接推算



出 GDP 增速。即便如此我们也能看到消费和投资的主体部分增长距离经济增长目标有较大距离。

实现经济增长目标的政策选择

汲取四万亿刺激政策的教训

中国的总需求管理政策分为三类。一是货币政策。货币政策包括基于数量手段和基于价格手段两类货币政策工具。二是财政政策。中国的财政收入和支出有广义和狭义的区别。狭义的财政收支是指公共财政收支。广义财政收支⁶包括四本帐：全国公共财政收支、全国政府性基金收支、全国国有资本经营收支和社会保险基金收支。三是地方政府、国有企业和金融体系相互配合下的投资扩张。地方政府是基础设施投资的主要推动者，基础设施投资超过 90% 来自地方政府项目，中央政府项目不超过 10%。

以上三类政策当中，过去应对总需求不足局面的主要政策工具不是标准化的货币和财政政策，而是第三类地方政府、国有企业和金融体系相互配合下的投资扩张。无论是 2008 年全球金融危机以后的四万亿刺激方案还是后续的刺激总需求政策，发挥主要作用的都是第三类政策。相较而言，货币政策运用一直较为谨慎。21 世纪的第二个十年与第一个十年相比，尽管政策利率小幅下降，但是下降幅度低于通货膨胀率的下降幅度。从事后真实利率角度看，无论是用政策利率或者是诸如 DR007、国债利率等市场利率减去反映全面通胀率的 GDP 缩减因子，真实利率都呈现出台阶式上升，不同真实利率口径下的上升幅度在 2 个百分点左右。财政政策工具的使用也较为谨慎。2010-2020 年期间我国的公共财政赤字率平均 3.2%，其中 2015 年之前在 1%-2% 之间波动，2015 年之后提升到 3% 以上。2012-2020 年期间我国四本帐加总的广义财政赤字率平均为 2.8%，与公共财政赤字率变化轨迹一样也是 2015 年保持在较低水平，之后上升。

四万亿刺激政策的主要教训不在于面对需求不足的时候采取刺激政策，在于较少使用规范的货币和财政政策工具，过度使用地方政府、国有企业和金融体系相互配合下的投资扩张。这类刺激经济方式虽然见效很快，缺陷也非常突出，包括来自商业金融体系的融资成本高、融资期限结构与投资项目不匹配，地方政府在预算软约束条件下会过度运用此类政策工具，

⁶ 对于政府广义财政收支的范围有多种定义，有些定义中把地方政府平台和国有企业的部分收支也纳入其中。这里采取的是官方定义，不包括地方政府平台和国有企业的收支。



投资项目的区域分配与人口和产业流向不一致等等。这些缺陷不可避免地会造成部门地区的过度举债、投资项目设计不合理、并会在金融系统形成大量的地方政府隐性债务和坏账，威胁金融体系稳定。

优化总需求管理工具的政策组合

通过更多依靠规范的利率政策和财政政策工具，减少对地方政府平台公司的过度依赖，可以形成更好的总需求管理政策组合。利率政策主要通过降低债务成本、提高资产估值，强化私人部门资产负债表等渠道实现信用扩张，提高投资和消费支出水平。财政政策通过增加支出和减少政府税收，提高投资和消费支出水平。财政举债依托于政府信用，债务融资成本较低且容易做到资产与负债的期限结构匹配。通过以上两种政策工具替代地方政府平台公司的债务扩张，从政策工具本身来看更透明、更具有计划性和可控性。从效果来看的优点包括：1、更充分地让私人部门扩张需求；2、大幅降低债务利息成本；3、不会对金融机构资产负债表带来隐患，有利于规范金融体系建设；4，减少盲目投资，提升投资效率。

我国对利率政策和财政政策工具的使用一直存在较多疑虑，有必要对这些疑虑需要逐一分析。对降低利率的主要质疑包括以下几点：一是担心宽松货币政策会带来资产价格上涨，特别是房地产价格上涨。二是利率政策对实体经济部门作用不大。三是不希望像发达经济体那样把货币政策用到极致，希望保持正常的货币政策工具操作空间。

针对利率政策刺激资产价格上涨的担心，资产价格上涨本身并非一定不利于实体经济部门，资产价格通过财富作用支持消费，通过估值效应支持投资，这些都是对总需求扩张的支持。需要担心的是资产价格上涨过程中过多地用于杠杆并带来资产价格泡沫。针对这种情况，合理的应对措施是通过宏观审慎政策手段遏制资产价格泡沫，也可以通过税收政策遏制房地产价格的过度上涨。

针对利率政策不发挥作用的担心，从发达国家的实践来看不成立，美国和欧元区在实施宽松货币政策之后都逐渐实现了就业和经济增长目标，日本的安倍政府期间的宽松货币政策虽然没有最终实现 2%的通胀目标但是也赢得了日本 80 年代末以来最长一轮经济景气周期。中国企业和居民部门合计债务超过 210 万亿，一个百分点的利率下降可以为企业和居民节省债务利息支出 2.1 万亿，这还不包括利率下降带来的资产价格估值上升对私人部门资产负债表的改善。

针对保留利率政策空间的担心，首先应该看到货币政策是手段而不是目标，目标是宏观经济稳定。在未能实现目标的情况下，不应吝惜政策工具的使用，特别是像利率政策这样便



于灵活调整且调动市场自发力量的政策工具。欧美日等国家的货币政策实践表明，有了量化宽松、前瞻性指引等工具的帮助，利率政策的空间比过去想象的要大，我国还远未到担心利率政策空间的时候。

对财政政策的主要担心，一是把政府扩大赤字率看作是寅吃卯粮，有悖于个人和家庭生活中的传统美德标准，扩大财政赤字面临较大的舆论压力；二是担心公共部门债务风险，一些低收入经济体和新兴市场经济体经常大幅扩张财政赤字，并用货币赤字化的方式为财政支出融资，由此带来了重大的宏观经济风险。三是过度财政支出可能会挤占民间投资，不利于经济效率提升和中长期的经济增长。

针对第一种观点，这是一种适用于传统社会家庭的朴素价值观，并不适用于现代国家层面的宏观经济管理。在需求不足环境下，政府举债扩大支出不仅是债务增加，支出水平和收入水平也会增加，创造更多就业机会、保障了企业运营，避免经济陷入通缩-债务真实成本上升-产出下降的恶性循环。适度的财政扩张下，无论是对当前还是未来的实体经济都有好处。就中国目前情况而言，与其通过地方政府主导的国有企业和金融体系相互配合下的投资扩张相比，通过政府公共债务支持基础设施投资建设所需的债务利息成本更低。

针对第二种观点，众多新兴市场经济体在需求大于供给且供给缺乏弹性的环境下，依然采取公共部门债务的过度扩张，加剧了供求压力并带来严重通胀，严重危害了金融稳定和宏观经济稳定；同时也应该看到以日本为代表的发达国家持续面临需求不足局面，采取公共部门债务扩张并不会加剧通胀，也不会威胁到财政和金融市场稳定。

日本公共部门债务率从上世纪 70 年代的 11% 上升到近年来的 200% 以上，除了第一次石油危机期间以外其他时间并没有出现严重的通胀，也没有威胁到日元和日本国债信用。日本学者认为其中的原因在于日本私人部门储蓄意愿大于投资意愿，总需求不足，政府举债扩张支出并没有带来过度总支出水平，也因而没有带来通胀。萨默斯和布兰查德指出，债务率和赤字率不能成为反映公共部门债务可持续性的指标，应该注重实际利率与增长率之间（ $r-g$ ）的动态发展。就我国情况而言，真实利率显著低于经济增速，公共财政在合理安排融资工具确保较低融资利率的情况下，公共债务率处于收敛路径。

针对第三种观点，总需求不足环境下财政支出通过扩大总需求水平，对民间投资有正面溢出效应；需求充足环境下过度财政支出则产生挤出效应。局部地区存在地方政府主导投资项目占用银行信贷资源，不利于对民营企业信贷的情况。通过改变地方政府建设项目的融资渠道则可以改变这种局面。

上述对财政政策工具使用的各种担心很难打消，现实当中可以考虑替代方案。基础设施



建设中，具有较好收益率回报的项目可以通过专项债融资，近年来专项债发行规模快速扩张能够对接这类项目。水利、环境和公共设施建设项目占据了全部基础设施建设投资的一半规模且随着中国城市发展这部分投资的占比有望进一步上升，这些投资项目普遍缺乏现金流回报，接下来需要重点解决这部分建设项目的融资问题。无论是通过政策性金融机构融资或者是新品种的债券市场融资，这些建设项目需要由国家信用支持其债务融资。