CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济月度数据分析会

（2022年1月）（总第52期）

寻求三重压力下短期平稳运行与中长期结构转型的中国经济

主办单位：
中国人民大学国家发展与战略研究院
中国人民大学经济学院
中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：
中国人民大学经济研究所

2022年1月

寻求三重压力下短期平稳运行与中长期结构转型的中国经济

——CMF 中国宏观经济月度数据分析报告

（2022 年 1 月）[①]

摘 要

2021 年，中国经济延续了 2020 年下半年以来的持续修复态势，取得了 8.1%的较高同比增长。但是，经济修复的结构并不均衡，供给修复快于需求，外需修复好于内需，在政策转向常态化背景下政策性因素的修复程度弱化，市场性因素对生产和需求的增长起到了一定支撑作用。不过，疫情零星散发对经济运行的扰动仍存，对消费等因素的改善产生了较大程度的制约；宏观政策过快的常态化也在一定程度上影响了经济的修复，政策性因素对经济的支撑程度较弱；以“碳达峰、碳中和”、降低经济增长对房地产的依赖等中长期结构调整的措施在短期内集中出台，对经济运行的负面冲击在短期内显现……受以上种种因素影响，2021 年中国经济修复呈现逐步弱化的态势，叠加基数效应的影响，全年 GDP 增速前高后低。展望 2022 年，在供给冲击、需求收缩和预期走弱三重压力下，经济仍有下行压力，但考虑到政策边际调整，稳增长力度加大，货币政策边际宽松，财政政策力度前置，更加注重结构性发力，新的一年经济下行仍有“底”，或逐步回归至潜在增速附近，预计全年或呈现前低后稳走势，但下半年能否企稳仍取决于稳增长政策实施的效果和力度。

虽然稳增长政策效果的落地能在一定程度上缓解经济运行面临的三重压力，

[①] 本报告为中国人民大学中国宏观经济论坛（CMF）研究成果，执笔人为毛振华，报告贡献人有闫衍、袁海霞、王秋凤、张林、李路易、张文宇。本报告基础数据来自中国宏观经济论坛（CMF）、wind、中诚信国际宏观债务风险数据库。

但值得关注的是，当前我国经济运行形势依然较为严峻复杂，仍然面临多重风险与挑战。这既有外部环境影响的因素，也有中国经济运行内在矛盾的影响；既有长期以来积累固有风险尚未得到彻底缓释，又有中国经济发展转型、结构调整加快所导致的结构性问题的加速显现。具体来看，我们认为 2022 年中国经济运行仍然需要重点关注以下几方面的风险：一是外部形势依然严峻复杂，全球疫情发展态势仍存在不确定性，全球经济的修复同样存在压力，大国博弈虽有缓和但博弈基调不改，百年未有之大变局下地缘政治风险持续存在，此外还需关注全球主要经济体货币政策转向给我国货币政策及金融市场带来扰动；二是疫情反复与结构性调整冲击，潜在增速面临下行压力；三是需关注以“双碳”为主的发展模式转型带来的增长约束及风险释放的压力；四是去年下半年以来地产行业风险暴露加快，降低经济增长的地产依赖进程中仍需防范其风险的传导；五是债务压力持续处于高位，行业尾部信用风险仍存在释放压力，债务风险依然是我国经济运行中必须直面的“灰犀牛”。

面对经济下行压力与宏观风险并存的局面，宏观政策需要统筹长期结构调整与短期经济平稳的平衡、兼顾防风险与稳增长的平衡，当前应释放明确的稳增长信号，尽快实现经济增速企稳。从具体措施来看，应加强“碳达峰、碳中和”顶层设计，避免再次出现与“运动式减碳”类似的供给冲击；疫情反复或依然扰动各地服务与消费修复，应适当提高疫情防控政策的精准度、容忍度与灵活度，加强疫情防控政策与宏观经济政策的有机结合；经济运行中的三重压力或仍存，慎重出台具有收缩信号的相关政策，做好逆周期与跨周期的协调，加强各政策执行部门之间的协同；处置重大风险仍需循序渐进、相机抉择，对地产等风险暴露过快的领域的监管政策应适当微调，避免出现处置风险的风险。

一、经济虽有修复但力度趋弱，新的一年虽有三重压力但仍有政策托底

刚刚过去的 2021 年，在全球供需缺口持续存在以及我国疫情有效控制背景

下，我国经济持续复苏。但经济修复的结构并不均衡，供给修复快于需求，外需修复程度好于内需。具体来看，经济全面复苏依然面临多重制约因素：宏观政策过快的常态化在一定程度上使得政策性因素对经济的支撑程度较弱；“碳达峰、碳中和”、降低经济增长对房地产的依赖等中长期结构调整的措施在短期内的集中出台，对经济运行的负面冲击在短期内显现。2021 年下半年，在汛情和疫情的冲击以及结构性政策集中出台背景下，经济修复趋弱，需求端修复未能如预期匹配供给端的修复，反而拖累供给端修复走弱。展望 2022 年，在供给冲击、需求收缩和预期走弱三重压力下，经济仍有下行压力，但考虑到政策边际调整，稳增长力度加大，货币政策边际宽松，财政政策力度前置并更加注重结构性发力，新的一年经济下行仍有“底”，或逐步回归至潜在增速附近，预计全年或呈现前低后稳走势，但下半年能否企稳仍取决于稳增长政策实施的效果和力度。

表 1：主要宏观经济数据一览表

	2021 年								2020 年				最新变化
	Q4*	Q4	Q3*	Q3	Q2*	Q2	Q1*	Q1	Q4	Q3	Q2	Q1	
GDP（当季同比）	5.2	4.0	4.9	4.9	5.5	7.9	5.0	18.3	6.5	4.9	3.2	-6.8	↓
GDP（累计同比）	5.1	8.1	5.2	9.8	5.3	12.7	5.0	18.3	2.3	0.7	-1.6	-6.8	↑
工业增加值（累计同比，%）	6.1	9.6	6.4	11.8	7.0	15.9	6.8	24.5	2.8	1.2	-1.3	-8.4	↑
投资（累计同比，%）	3.9	4.9	3.8	7.3	4.4	12.6	2.9	25.6	2.9	0.8	-3.1	-16.1	↑
社零额（累计同比，%）	3.9	12.5	3.9	16.4	4.4	23.0	4.2	33.9	-3.9	-7.2	-11.4	-19.0	↑
出口：累计同比（%,美元）	-	29.9	-	33.0	-	38.6	-	49.0	3.6	-0.8	-6.2	-13.3	↑
进口：累计同比（%,美元）	-	30.1	-	32.6	-	36.0	-	28.0	-1.1	-3.1	-7.1	-2.9	↑
贸易顺差（累计，亿美元）	-	6764	-	4275	-	2515	-	1164	5350	3260	1678	132	↑
CPI（累计同比，%）	-	0.9	-	0.6	-	0.5	-	0.0	2.5	3.3	3.8	4.9	↓
PPI（累计同比，%）	-	8.1	-	6.7	-	5.1	-	2.1	-1.8	-2.0	-1.9	-1.3	↑
M2：同比（%）	-	9	-	8.3	-	8.6	-	9.4	10.1	10.9	11.1	10.1	↓
社会融资规模（累计值，万亿元）	-	31.4	-	24.8	-	17.8	-	10.3	34.9	29.6	20.9	11.1	↓

*注：*为两年复合增速，↓，↑，↔分别代表，021 年数据较 2020 年同期数据增长、下降或是持平。*

（一） 疫后修复依然是 2021 年经济运行的主逻辑，但修复力度逐季弱化，因疫情冲击需求与产业结构短时扭曲的情况有所缓解

2021 年中国经济持续修复，但修复力度逐季弱化。2021 年我国 GDP 增速为

8.1%，名义同比增速为 12.8%，GDP 平减指数为 4.38%。分季度来看，GDP 当季同比逐季走弱，呈现前高后低的走势。导致经济修复趋缓的影响因素主要有三点：一是疫情反复背景下经济修复结构并不平衡，二是政策性因素对经济的支撑程度边际弱化，三是“碳达峰、碳中和”、降低经济增长对房地产的依赖等中长期结构调整的措施在短期内的集中出台对生产带来了制约。上半年，我国同海外疫情走势的分化以及国内制造业体系的强大支撑了我国经济的回暖，两年复合增速逐季走高，一季度 GDP 两年复合增速为 5.0%，二季度上升至 5.5%，为全年完成预期目标打下了良好的基础；下半年以来在疫情、汛情、结构性政策调整和发展转型政策等因素的影响下，经济增长修复放缓，三季度 GDP 两年复合增速回落至 4.9%，基数效应下四季度 GDP 两年复合增速虽然回升至 5.2%，但仍弱于上半年水平。

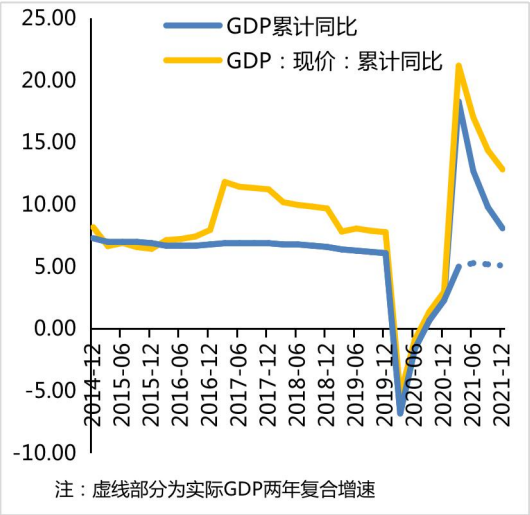

图 1：GDP 同比增速逐季回落

图 2：GDP 平减指数走高

因疫情冲击导致的需求与产业结构短时扭曲的情况有所缓解。2020 年在疫情影响下需求和产业结构呈现短时扭曲的态势，第三产业对 GDP 增长的贡献有所弱化，特别是年中一度出现第二产业对 GDP 增长的贡献超过第三产业的状况。2021 年上述状况有所缓解，第三产业对 GDP 增长的贡献持续回升至 55%，不过仍未恢复至疫情前 60%以上的水平。从三大需求来看，2020 年最终消费对 GDP 增长贡献率为负，2021 年最终消费对 GDP 增长的贡献向常态回归，全年最终消费支出对 GDP 增长的贡献率达到 65.4%，但考虑 2021 消费仍未恢复至正常水平，因此这一贡献率的走高主要是投资修复放缓所致。海外疫情持续背景下，我国出口

错峰增长期有所延长，出口高景气延续，因此净出口对 GDP 增长的贡献率为 20.9%；在严监管政策下，基建投资同房地产投资修复均有所走弱，因此资本形成对 GDP 增长的贡献率为 13.7%，特别是四季度资本形成对经济增长的贡献率为负（-11.6%）。从产业结构与需求结构来看，随着在疫情得到有效控制的背景下经济增长持续修复，产业与需求结构扭曲的态势有所缓解，但由于疫情的多点散发，产业结构与需求结构仍完全实现常态化。

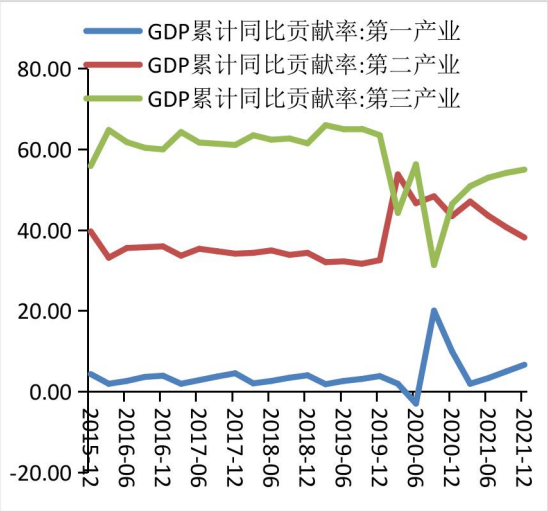

图 3：三次产业贡献率逐步回归常态

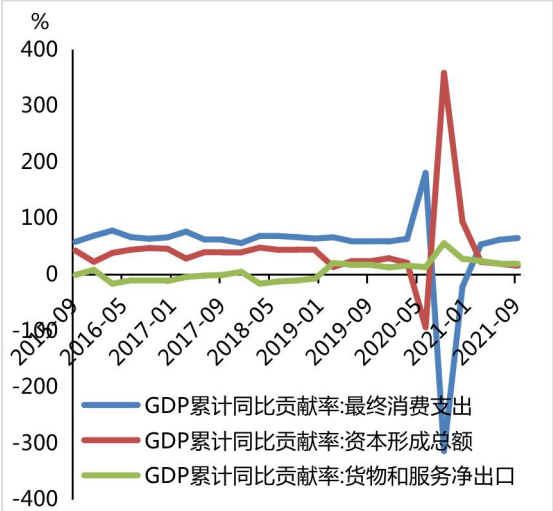

图 4：三大需求贡献率走势

（二） 生产端结构分化且边际走弱，稳增长政策效果显现或支撑生产企稳

工业增加值整体保持较高增速，但全年走势前高后低。2021 年工业生产呈现显著的前高后低的走势，结构性分化持续：私营企业修复弱于国有企业，上游企业修复好于下游企业，制造业中出口相关以及高新制造业显著好于其他行业。2021 年大宗商品价格整体处于高位运行，下半年运动式减碳政策又进一步加剧了能源供需矛盾，因此上游原材料行业修复加快，而下游行业则因此面临着较高的成本压力，修复有所放缓。值得关注的是，在政策的持续支持下，高新制造业延续此前高增长态势。

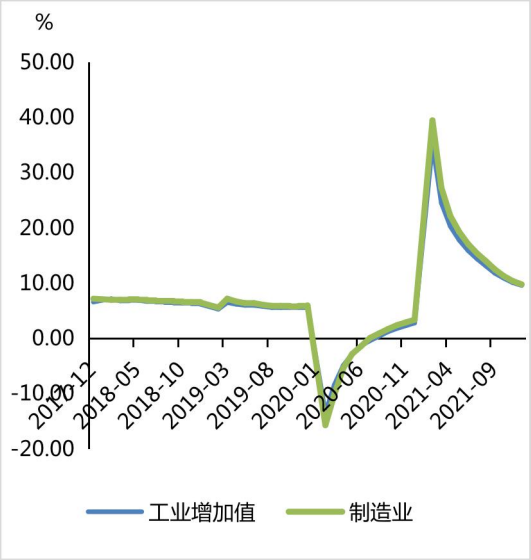

图 5：工业生产放缓

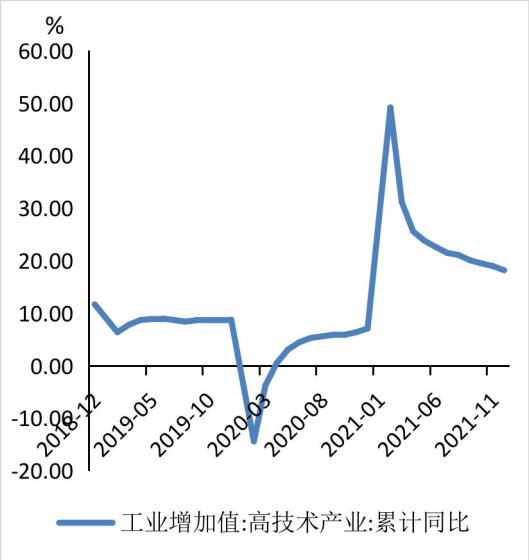

图 6：高新技术行业生产保持高速增长

疫情反复散发制约服务业修复，高技术服务业修复相对较快。下半年疫情爆发的频次较高，在此影响下服务业生产修复进程多次被打断，下半年以来服务业生产指数同比增速整体呈放缓趋势。不过服务业内部呈分化态势，受疫情影响较小的高技术服务业[②]如信息传输、软件和信息技术服务业保持在较高水平，2021 年两年复合增速为 17.7%，远高于服务业平均水平；而接触类服务业生产则相对低迷，住宿餐饮业和租赁商务服务业两年复合增速分别为-2.4%、1.8%。

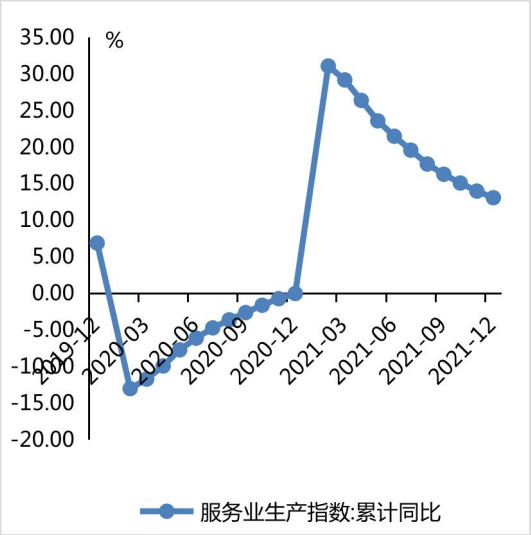

图 7：服务业生产放缓

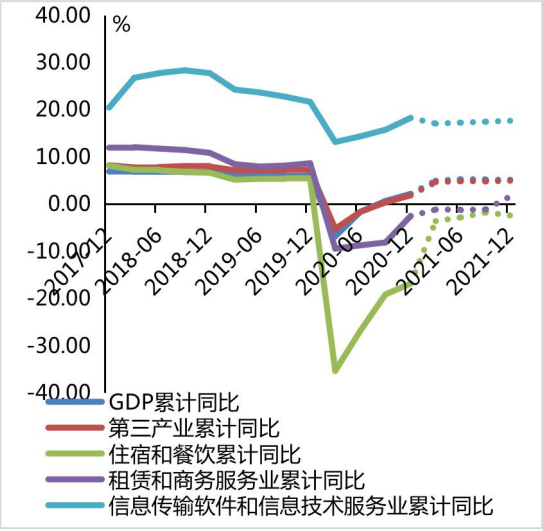

图 8：接触型服务业恢复较慢[③]

② 高新技术服务业主要包含以下三个类型：一是技术型，包括电子商务、网络、先进的信息和通讯服务业；二是经济型，是向创新企业与技术企业提供服务的行业；三是社会型，指老龄服务、环境、特色旅游及娱乐、社区与家庭服务业。

③ 虚线部分为两年复合增速

稳增长政策有望边际缓解供给约束、改善市场需求，叠加大宗商品价格回落，或对生产形成一定支撑。2022 年主要经济体货币政策大概率转向收紧，此前受全球央行大放水影响而出现的大宗商品价格上涨应有缓解，且全球疫情对大宗商品的供给冲击或有走弱，同时考虑到国内稳价保供政策效果的显现，大宗商品价格将有望回落，工业生产的成本压力或将有所缓解，进而推动工业生产的修复。同时随着国内稳增长政策的发力，当前需求端疲弱的态势或将有所缓解，叠加全球供应链持续修复，有望对生产形成一定的支撑。此外疫情持续或将进一步延长出口错峰增长期，出口交货值仍将保持高水平走势，从而支撑制造业生产。

（三）需求修复结构分化，稳增长政策或有望拉动需求边际改善

疫情在全球范围内的持续使得出口景气超预期延长，但新的一年或有走弱压力。2021 年，全球范围内的疫情反复叠加全球量化宽松政策的刺激下，国内外生产相对需求恢复的不同步为我国出口进一步提供了增长动力，出口景气超预期延长，全年出口累计同比增长 29.9%，出口的错峰增长优势带动贸易顺差保持在较高水平，全年实现贸易顺差 6764.3 亿美元，较上年增加 1524.4 亿美元。从月度走势来看，下半年以来出口持续保持在 7%以上的高位增长，11-12 月在西方国家疫情再度加剧和圣诞节临近等多重因素的作用下，更是出现 15%以上的同比高增速，出口产品主要以疫情防疫相关产品以及“宅”经济相关产品为主。展望 2022 年，随着主要出口国家生产修复，叠加高基数因素，预计 2022 年出口增速将出现明显回落，同比增长 5.2%，但贸易顺差仍将保持高位，或达到 6900 亿美元左右。随着主要出口国家生产的恢复，对中国制造的依赖将有所弱化，但全球需求的恢复也将给我国出口带来一定支撑，对 2022 年出口也无需过分悲观。

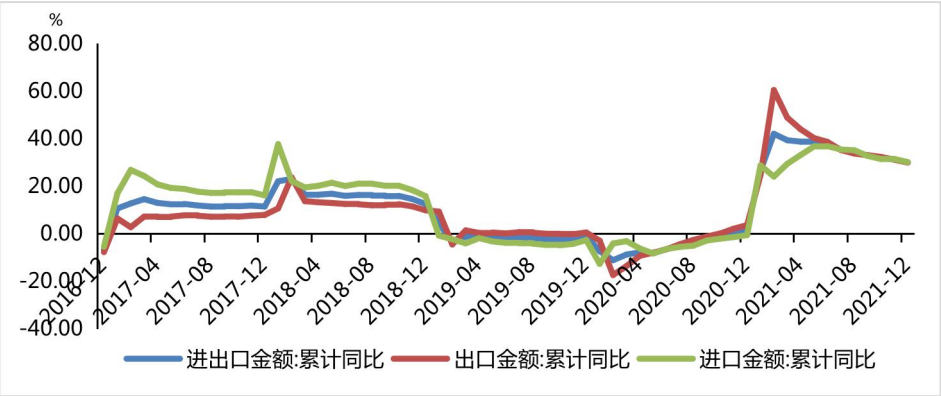

图 9：进出口保持高位运行态势

2021 年政策性因素支撑的投资修复力度弱化，市场化投资修复有所加快，2022 年在严监管边际缓解背景下政策性投资或改善。2021 年我国固定资产投资全年同比增长 4.9%，两年平均增速 3.9%，较 2020 年底的两年平均增速回升 2.9 个百分点。由于 2021 针对城投和房地产行业的监管不断强化，基建和房地产投资对固定资产投资的支撑作用逐步弱化。不过市场化投资修复持续加快，根据统计局的数据显示，2021 年前 10 个月制造业投资对全部投资增长的贡献率高达 52.2%，是投资最主要的贡献力量。展望 2022 年，随着房地产调控政策尤其是融资政策的边际调整，房地产投资增速回落幅度或有望放缓，但在地产企业流动性压力持续存在的情况下，地产投资仍将保持低位运行；在项目储备约束缓解、年初重大项目密集开工、专项债集中发力以及低基数因素的影响下，基建投资尤其是新基建或将有所加快，不过这并不意味着传统基建加快修复，未来基建投资方向或向新基建等符合国家规划方向或者发展方向的领域倾斜；在海外需求支撑、成本回落以及政策支持力度加大背景下，制造业投资修复态势不改。

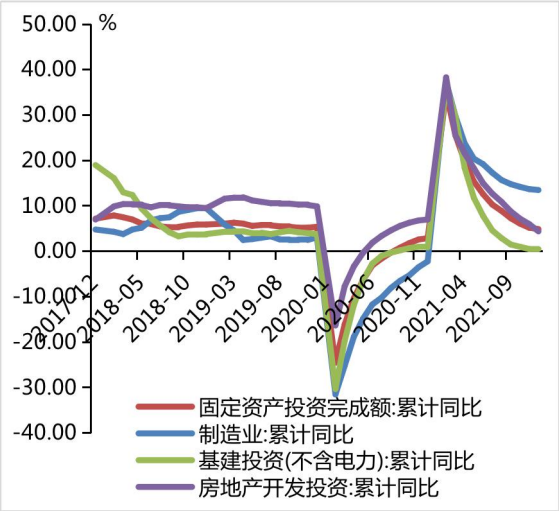

图 10：投资端修复偏弱

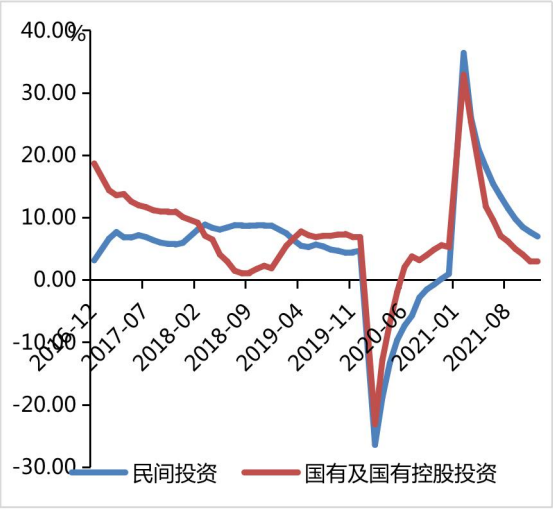

图 11：民间投资修复较好

居民消费意愿依旧不高，消费修复力度总体偏弱，新的一年或延续低位修复态势。2021 年消费整体呈修复态势，但消费修复的基础并不牢靠，消费信心指数整体呈走低趋势，区域性疫情冲击和年中的汛情压力也给消费带来了一定扰动，全年消费同比增长 12.5%，两年复合增速为 3.9%，总体依然保持低位运行。分月度来看，下半年消费增速波动回落，较上半年修复力度边际弱化。尤为值得一提的是，下半年以来价格端对消费的影响再度加大，导致消费修复出现提量不

提质的现象。此外消费内部结构也呈现一定分化：一是升级类和生活类消费表现较好；二是线上消费好于线下消费；三是服务类消费持续低迷；四是限额以上企业消费修复较好。后续来看，虽然消费者信心指数有所回落，但 2022 年制约消费修复的因素或将弱化：一是稳增长政策下居民收入增长放缓态势或将有所缓解；二是疫情影响弱化以及防控更加精准将对消费的扰动或将减小；三是供应链压力减弱或将带动汽车这一居民主要消费品的回升。但消费修复需要较长的传导链条和修复周期，2022 年社零额增速或仍将低于疫情前的水平。

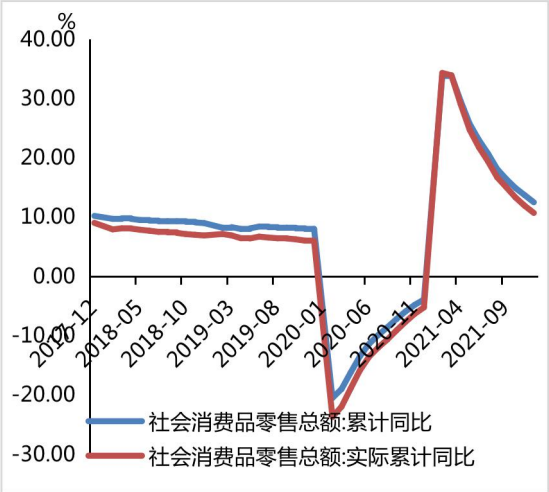

图 12：消费修复持续放缓

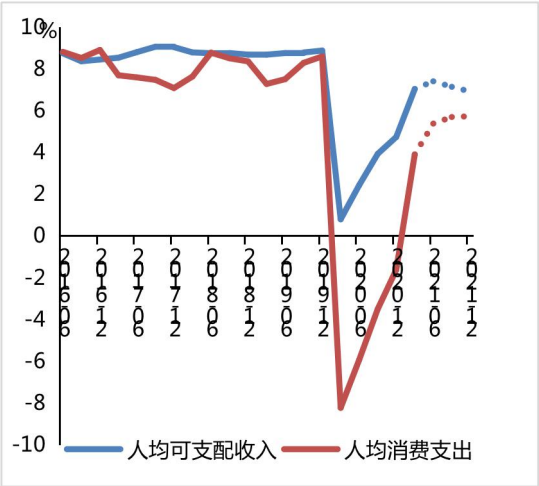

图 13：居民收支增长放缓[④]

（四） CPI 与 PPI 经历走势分化，新的一年通胀压力或可控

“猪周期”弱化叠加终端需求相对疲弱，CPI 全年小幅波动上行但整体仍处于低位。2021 年，在疫情反复、极端天气、上下游价格传导不畅以及猪肉价格低迷等多重因素综合影响下，CPI 同比增速为 0.9%，其中剔除了能源以及食品价格的核心 CPI 全年仅为 0.8%，CPI 以及核心 CPI 低位运行显示需求端修复仍旧偏慢。从月度数据看，2021 年全年 CPI 呈现出小幅波动上行的走势特征。由于受季节、节日等因素影响，冬季对猪肉需求增加带动猪肉价格回升并对 CPI 的拖累边际缓解叠加前期 PPI 持续高位运行对 CPI 仍存一定的传导效应，10 月份以来 CPI 企稳回升，11 月份达到年内高点至 2.3%，12 月份受食品供给增加以及上游价格上涨对下游传导效应有所弱化影响，CPI 出现小幅回落，但仍位于年内较高增速区间。

④ 虚线部分为两年复合增速

供给冲击影响 PPI 突破近年来高点，2021 年 PPI“前低后高”。受国际能源价格上行以及“能耗双控”政策影响，大宗商品出现供给瓶颈致使上游原材料价格高企推动 PPI 走高。2021 年 PPI 全年上涨 8.1%，涨幅较去年同期增加 9.9 个百分点。从月度数据上来看，2021 年全年呈现波动上行走势，且斜率较大，并在 10 月份达到近 25 年来高点上涨至 13.5%，11 月份受国际油价下行以及保供稳价政策下煤炭等上游原材料价格逐渐回归常态水平等因素影响，PPI 出现高位回落态势，12 月份 PPI 延续回落走势进一步回调至 10.3%，但整体位于较高区间。

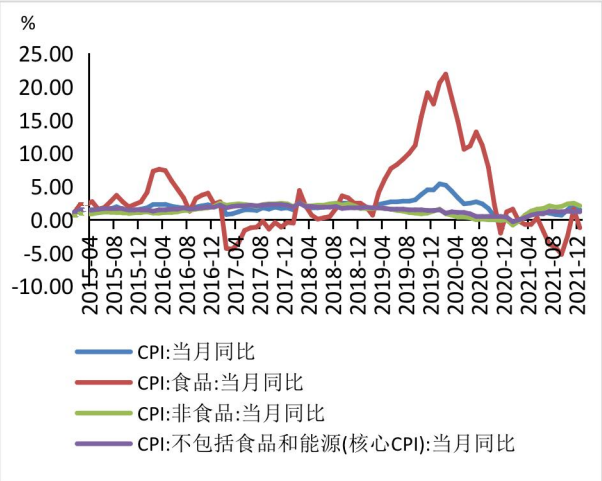

图 14：CPI 呈小幅波动上行趋势

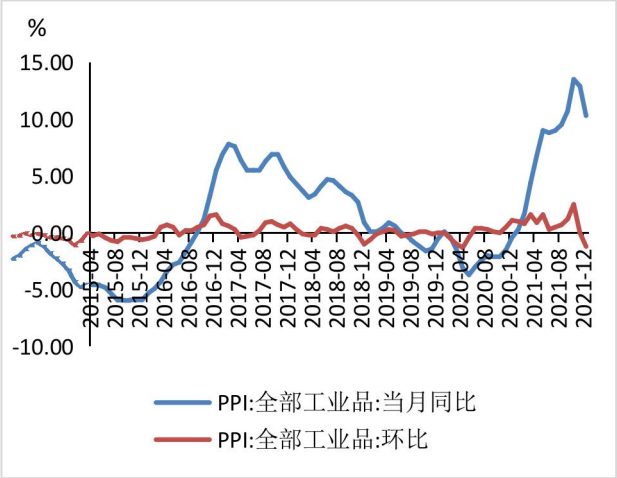

图 15：PPI 大幅增加

2022 年通胀压力总体可控，CPI 高点或出现在年中，供给冲击有望边际缓解 PPI 大概率持续下行。随着一系列稳增长政策落地实施，投资及消费或边际回暖并带动服务业以及消费品价格回升，此外随着前期猪肉产能的逐步释放，下半年猪肉价格对 CPI 的拖累也将逐步减轻叠加翘尾因素影响，2022 年 CPI 大概率温和回升但上升空间有限，考虑到翘尾因素和猪周期的影响，年中或为 CPI 高点。但受上游原材料价格逐渐回归至常态水平以及疫情仍存局地散发风险进而拖累需求端修复等因素影响，CPI 不具备大幅上行基础，全年破“3”概率不大，通胀水平总体可控。PPI 增速全年或呈现前高后低态势，四季度下行压力加大。受全球货币政策转向以及供给端持续修复等因素影响，我国输入性通胀压力或边际缓解，同时保供稳价政策也将支持 PPI 增速向常态水平回归，叠加 2021 年的高基数影响，2022 年 PPI 有望逐步回调。但与此同时，此前煤炭等上游原材料价格的大幅上涨短期内对中下游价格传导的影响仍存，预计 2022 年一季度 PPI 仍

将位于较高区间，而四季度基数和翘尾因素将进一步拖累 PPI 增速，PPI 下行压力或加大。

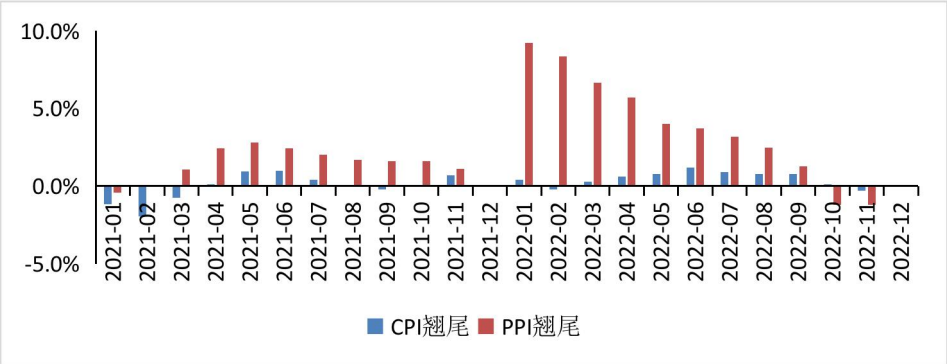

图 16：20201 年中 CPI、PPI 翘尾因素均相对较高

（五）政策常态化下社融增速持续探底，新的一年信用有望边际宽松

2021 年全年社融前高后稳，新的一年有望企稳回升。由于超常规货币政策的退出信用边际收缩，叠加实体经济融资需求整体偏弱以及针对城投和房地产行业的严监管政策，社融增长呈现放缓的态势，全年新增社融规模 31.36 万亿元，较去年少增 3.51 万亿元，社融存量增速为 10.3%，较 2020 年回落 3 个百分点。从贷款结构来看，票据融资占比显著上升，在当前实体经济较为低迷，但货币政策倾向于宽信用的背景下，银行通过票据融资加大信贷投放力度，因此对实体的作用有限。2021 年 12 月 15 日央行下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，虽然本次降准并不意味着货币政策全面转向宽松，但是释放一定的宽信用政策信号，同时针对中小企业精准化的力度或将进一步提高。后续来看，短期内严监管政策边际放缓，城投和房地产行业融资低迷态势或将边际缓解；在 2022 年财政前置背景下，政府债券融资将有所改善，专项债作为资本金或将对信贷投放也起到一定撬动作用。综合来看，2022 年社融增长或将企稳回升，增速达到 10.5% 左右。

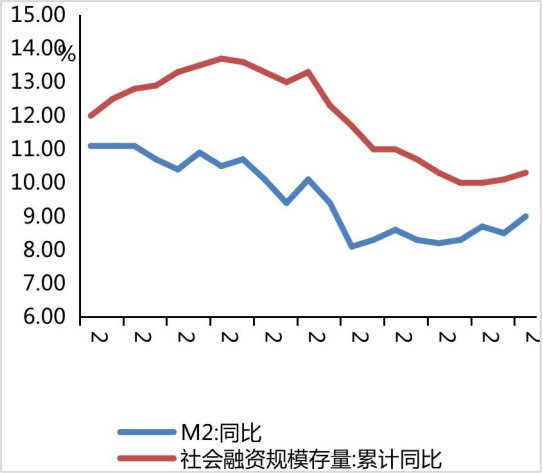

图 17：M2 与社融增速低于上年

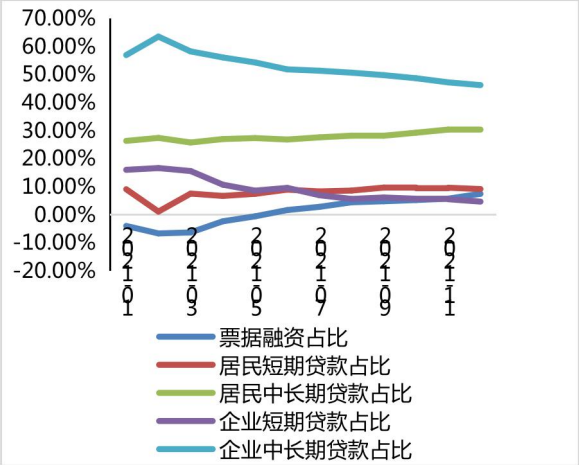

图 18：票据融资走高，企业中长期贷款走弱

（六）国际收支总体稳定，人民币升值压力有望边际缓解

国际收支基本平稳。2021 年我国国际收支保持基本平稳态势，前 11 个月，银行代客结售汇差额和境内银行代客涉外收付款差额均保持在较高水平，分别为 1.95 万亿元和 1.65 亿元。11 月末，央行口径占款为 21.26 万亿元，较 2020 年增加 1301.3 亿元。2021 年出口额持续处于较高景气，贸易差额保持较高水平，对外汇占款增长起到支撑作用。

人民币升值压力有望边际缓解。人民币汇率保持相对稳定主要有两方面的因素：一是我国宏观政策的快速常态化的同时，美国的宽松政策却迟迟没有退出，美联储真正加息之后才能开始进入缩表阶段；二是出口错峰增长效应持续，贸易顺差再创新高，国际收支总体保持稳定的态势。人民币汇率的稳定升值趋势也反映了中国经济基本面的不断改善，同时反映了国际市场对人民币币值稳定的预期。2021 年 12 月 15 日美联储 FOMC 会议表态宣布加快 Taper，而且本次会议的点阵图中，18 位美联储官员中全部认为 2022 年需要加息，且认为需要加息多于三次的高达 12 人，2022 年美联储加息已成定局，美联储加息或将弱化当前人民币升值的基础。同时我国出口景气虽将延续，但增长或将弱于 2021 年，不过在“以我为主”的政策基调下，2022 年人民币汇率升值压力有所边际缓解。

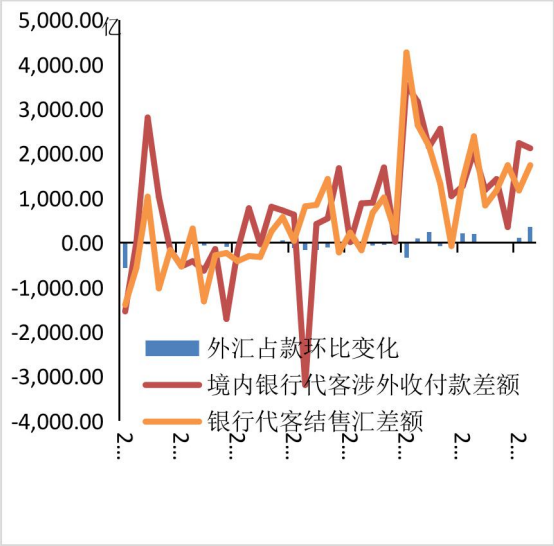

图 19：跨境资本流动趋于平稳

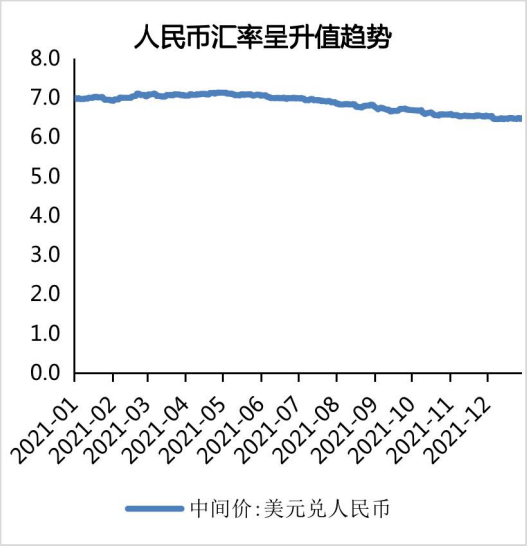

图 20：人民币汇率呈升值趋势

（七）小结与展望：预计 2022 年 GDP 增速为 5.1%，全年或前低后稳

2021 年，我国经济在超常规政策退出、中长期结构调整以及疫情冲击等因素影响下，经济增长整体呈现走弱的态势。2022 年，供给冲击、需求收缩以及预期走弱的三重压力或仍将有所延续，经济下行压力仍存。但是，考虑到宏观政策边际调整，稳增长力度加大，货币政策边际宽松，同时结构性政策调整压力有所弱化，或在一定程度上缓解经济下行压力。**综合来看，2022 年我国经济面临的三重压力短期内并不会完全消除，经济下行压力仍存，全年 GDP 增速或回落至 4.7%至 5.1%之间，中位数或在 4.9%左右。考虑到宏观政策边际宽松以及 2021 年基数的影响，全年各季度增速或呈现前低后稳的态势，但下半年能否企稳仍取决于稳增长政策实施的效果和力度。**

从生产端来看，2022 年一季度工业增加值相较 2021 年四季度或将边际改善，但受高基数影响同比增速应显著低于 2021 年，2022 年工业生产或将向 2019 年的疫情前水平回归，增速中枢或在 4.5%左右；2022 年一季度的服务业修复或仍受陕西、天津等地的疫情散发影响，服务业生产指数或仍处于低位，随着稳增长效果的显现服务业生产有望逐渐企稳，但第三产业增加值增速或仍将显著低于 2019 年。

从需求端来看，2022 年基建投资或因财政前置、专项债项目加快落地等政策性因素的拉动而出现显著反弹，而房地产投资或因销售延续放缓仍呈现回落态

势，制造业投资在出口拉动及稳增长政策拉动下有望继续平稳改善，总体来看固定资产投资增速或略低于 2021 年及 2019 年。2022 年货币与财政政策料将更加呵护微观主体，结构性减税降费、上游价格下行等原因或将带来市场活动更加活跃，并因此使得就业压力有所缓解、居民收入增长放缓得以边际纠正，但终端消费的修复需要较长的传导链条和修复周期，2022 年社零额增速或仍显著低于 2019 年。2022 年我国出口或仍将受益于疫情冲击带来的全球产需错配、整体并不悲观，但出口延续高增长的不确定性有所加大，特别是病毒虽不断变异但重症率或已显著下降，欧美等国或因此放开国门并加快恢复本国生产。

从价格端来看，2022 年 CPI 受翘尾因素以及猪肉价格周期影响全年呈现“拱门”形，高点在年中。前期 PPI 高升的价格传导或仍有一定延续，但因传导不畅而不会显著推升工业消费品价格，全年 CPI 或整体位于 3%之下。受全球产需错配逐渐修正以及国内供给冲击的逐步缓解，2022 年 PPI 或呈逐渐回调趋势，全年 PPI 中枢或位于 5%左右。

从金融与汇率来看，2022 年社融增速有望企稳回升，财政前置等政策性因素影响下政府券融资有望显著回暖，专项债作为资本金也将促进融资需求的上升，加之稳增长取向下地产与城投融资约束有望边际放松，整体社融增速将显著高于 2021 年四季度。2022 年欧美央行在通胀压力下转向加息缩表，美元指数或因此走强，加之我国国际收支将总体延续稳定，人民币升值压力或有所缓解。

二、2022 年宏观经济运行仍需直面五大风险与挑战

虽然稳增长政策效果的落地能在一定程度上缓解经济运行面临的三重压力，缓冲经济下行压力，但当前我国经济运行形势依然较为严峻复杂，中国经济仍然面临多重风险与挑战。这既有外部环境影响的因素，也有中国经济运行内在矛盾；既有长期以来积累的风险尚未得到彻底缓释，如宏观债务风险的存续，又有中国经济发展转型、结构调整加快所带来的问题的加速显现，如经济降低对地产依赖过程中可能引发的风险的超预期释放、“碳达峰、碳中和”进程中所带来的短期经济下行压力，等等。这一系列风险和挑战的存在，同样是宏观政策调整所必须

关注的重点因素，在一定程度上制约了政策稳增长的空间。

（一） 外部不确定性持续存在，外部环境依旧复杂严峻

疫情走势不确定性仍存。疫情走势依然是中国经济面临的很重要的一个外部不确定因素。一方面，一是病毒的变异导致全球疫情防控形势依然复杂多变，我国经济运行的外部环境仍然面临挑战；二是疫情的持续变种导致全民免疫的标准进一步提高，我国经济的运行环境仍难以恢复至正常；另一方面，如果疫情有所好转但不能根除，国外与病毒共存的政策则优势凸显，而我国则在动态清零的目标下将面临与国外的疫情防控政策差带来的干扰。

全球经济修复仍有放缓的压力。2021 年在疫苗加快接种的背景下，全球疫情控制整体呈现向好的态势。但疫情的不确定性给全球经济修复的压力持续存在，2021 年下半年多个国际组织对 2021 年和 2022 年的全球经济增长预期均有不同程度的下调，2021 年 10 月 IMF 下调 2021 年全球经济增长预期 0.1 个百分点，2022 年 1 月份世界银行下调全球经济增长预期 0.2 个百分点。

表 2：IMF 最新预测全球经济走势

	2020	2021E					2022E				
		10 月预测	7 月预测	4 月预测	1 月预测	预测变化	10 月预测	7 月预测	4 月预测	1 月预测	预测变化
全球产出	-3.9	5.9	6	6	5.5	-0.1	4.9	4.9	4.4	4.2	0
发达经济体	-4.5	5.2	5.6	5.1	4.3	-0.4	4.5	4.4	3.6	3.1	0.1
美国	-3.4	6	7	6.4	5.1	-1	5.2	4.9	3.5	2.5	0.3
欧元区	-6.3	5	4.6	4.4	4.2	0.4	4.3	4.3	3.5	3.6	0
德国	-4.6	3.1	3.6	3.6	3.5	-0.5	4.6	4.1	3.4	3.1	0.5
法国	-8	6.3	5.8	5.8	5.5	0.5	3.9	4.2	4.2	4.1	-0.3
意大利	-8.9	5.8	4.9	4.2	3	0.9	4.2	4.2	3.6	3.6	0
西班牙	-10.8	5.7	6.2	6.4	5.9	-0.5	6.4	5.8	4.7	4.7	0.6
日本	-4.6	2.4	2.8	3.3	3.1	-0.4	3.2	3	2.5	2.4	0.2
英国	-9.8	6.8	7	5.3	4.5	-0.2	5	4.8	5.1	5	0.2
加拿大	-5.3	5.7	6.3	5	3.6	-0.6	4.9	4.5	4.7	4.1	0.4
其他发达经济体	-1.9	4.6	4.9	4.4	3.6	-0.3	3.7	3.6	3.4	3.1	0.1
新兴市场和发展中	-2.1	6.4	6.3	6.7	6.3	0.1	5.1	5.2	5	5	-0.1
中国	2.3	8	8.1	8.4	8.3	-0.1	5.6	5.7	5.6	5.9	-0.1
印度	-7.3	9.5	9.5	12.5	8.1	0	8.5	8.5	6.9	5.6	0

东盟五国	-3.4	2.9	4.3	4.9	5.2	-1.4	5.8	6.3	6.1	6	-0.5

数据来源：IMF

美联储步入加息周期，关注全球主要经济体货币政策转向给我国带来扰动。为了应对疫情的冲击，全球主要经济体采取了超常规的宏观政策，虽然推动了各经济体的经济修复，但也给各经济体带来了通货膨胀压力以及债务风险，同时各国的财政空间进一步被压缩，未来全球经济发展不确定性因素加大。随着通胀压力的长期化风险，美联储货币政策转向，也必然将加快其他重要经济体央行货币政策的变动，因此短期内我国经济面临着欧美宽松政策退出的溢出效应。

大国博弈虽有缓和，但博弈基调不改，百年未有之大变局下地缘政治风险持续存在。疫情冲击下为了提振经济，短期内拜登领导的美国政府不得不加大了同我国的贸易。如果美国经济持续修复，相较于特朗普政府采取的关税制裁，拜登政府通过采取多样化的手段限制我国贸易的发展，特别是对禁止投资中国企业“黑名单”持续扩容。因此在美国经济环境的变化以及拜登政府的对华态度，在美国短期供小于求的背景下大国博弈虽有缓和，但博弈基调不改。如果疫情形势有所扭转，那么中美双方在贸易、金融和科技等领域的摩擦或将加剧，需要我国提前做好应对措施。

（二）疫情反复与结构性调整冲击，潜在经济增速面临一定下行压力

疫情反复叠加严格的疫情防控政策，加剧消费与生产之间的修复不平衡。由于疫情的多点散发以及新冠变种的出现，动态清零下的严格管控直接冲击疫情爆发地经济以及间接影响其他地区经济：2021 年一季度出现在河北、辽宁的疫情反弹使得两省 GDP 增速显著低于全国平均水平；7、8 月出现在河南、江苏的疫情反弹使得两省的社零额增速出现大幅回调；三季度“旅行团疫情”也使得全国住宿餐饮、批发零售、航空运输等行业的修复力度放缓；2022 年 1 月初在陕西、天津爆发的疫情传播及局部封锁也必然会对两省的区域宏观运行带来一定扰动。疫情及严格防控政策对消费的负面拖累或已向生产端有所传导，带来消费与生产的负向循环，且需求疲软强于供给损失。

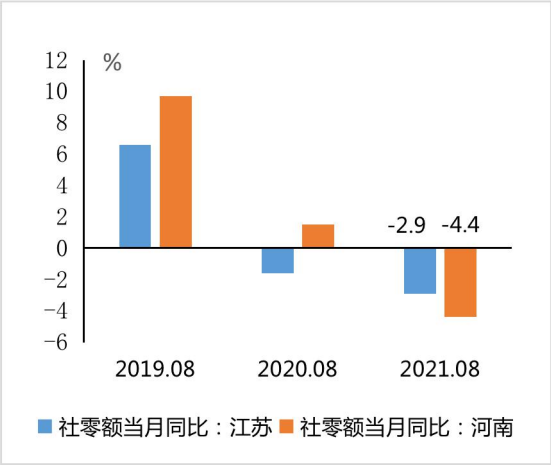

图 21：8 月疫情使得江苏、河南社零额大幅下滑

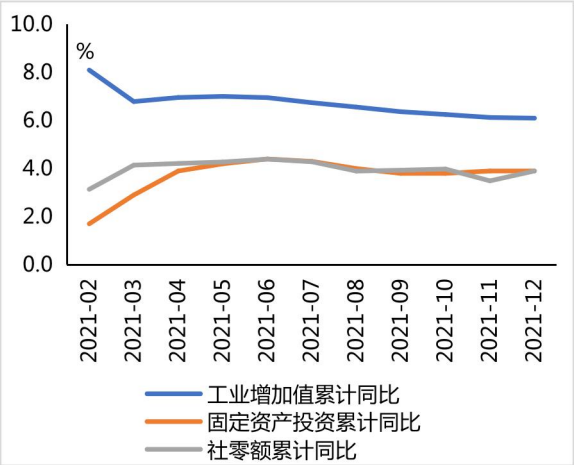

图 22：消费、投资增速显著低于生产且同步下行[⑤]

各种结构性政策的非预期性叠加或带来潜在经济增速继续下行。2021 年二季度以来的经济逐季回调难以完全用基数效应和疫情反复来解释。一是双限双控政策突击强化下的拉闸限电带来供给冲击，并强化了上游能源供给与相关原材料的价格上行，带来中下游企业利润空间被挤压。二是房地产市场调整与地方政府债务严监管使得房地产投资与基建投资受到一定下行压力，尽快监管政策有所边际调整，但需求收缩的情况并未因此得以完全扭转。三是平台经济整顿、第三次分配、资本无序扩张整顿等政策带来的“收缩性信号”带来预期走弱的压力，微观主体加大中短期投资的动力或有所不足。上述各种结构性政策的非预期性叠加效应或会持续延续至 2022 年，并或会带来潜在经济增速继续下行，利用滤波方法估算，我们认为 2022 年潜在经济增速或会从 2019 年的 5.8%下行至 5.2%。

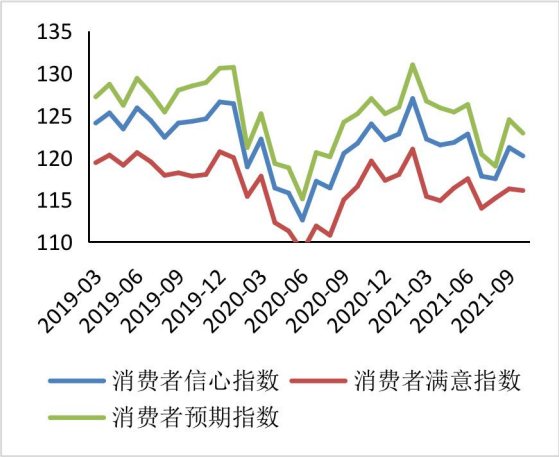

图 23：微观主体预期总体呈现下滑态势

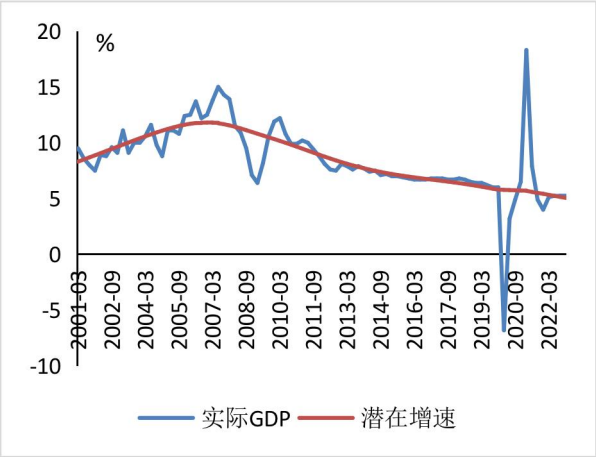

图 24：滤波方法显示潜在增速持续下行

⑤ 此处工业增加值、固定资产投资以及社零额增速均为两年复合增速

（三）以“双碳”为主的绿色经济转型带来的增长约束及风险释放的压力

碳达峰阶段的能源结构调整或会对我国经济增长起到一定拖累作用。当前我国 GDP 增量、能源消费增量与碳排放增量之间仍存在显著正相关关系，如果显著限制能源消费增长就会对经济增长形成较大压力，今年部分地区与领域出现的“运动式减碳”加剧了供给收缩，并对工业生产修复带来了显著的拖累作用。为了在 2035 年实现基本现代化国家建设目标，“碳达峰”时期我们仍然需要保持 5.1%左右的 GDP 增速，这意味着不能大幅限制能源消费增长速度。据我们估算，假设碳达峰阶段年均能源消费增量由 1.27 亿吨（十三五时期的平均水平）下降至 1.07 亿吨（2020 年的能源消费增量）时，或将因此拖累 GDP 增速下行 1.05%[⑥]。此外，据我们在《双碳对中国经济及行业信用的影响》系列报告中所估算，假设能源消费增量及结构在碳达峰阶段延续 2020 年当年的情况，那么 2021 年至 2030 年间我国 GDP 平均增速将仅有 3.8%，显著低于该时段的平均潜在增速。

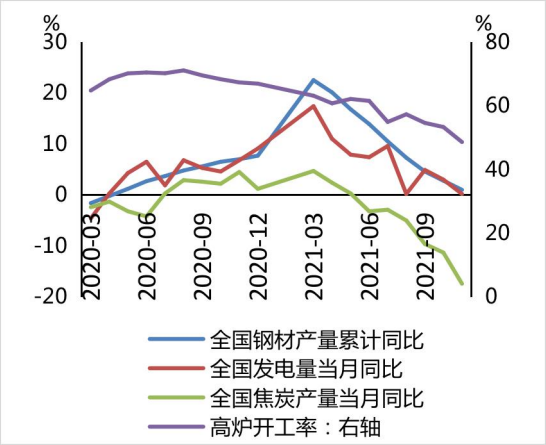

图 25：运动式减碳下能源及上游领域供给收缩

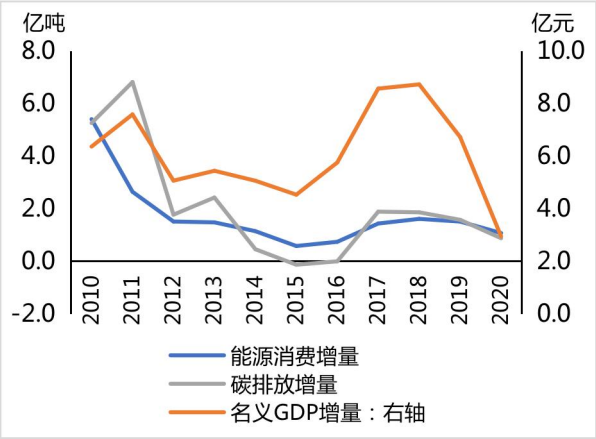

图 26：GDP 增量与能源消费增量碳排放增量显著相关

碳减排下产业结构调整可能会导致行业分化加剧与行业尾部风险上扬。第一，上下游行业分化会进一步加剧，中下游行业盈利会面临比较大的压力。尤其是 2021 年随着能耗双控政策限制，上游行业价格上涨对中下游行业的盈利产生了比较大的影响，加大了行业分化和尾部风险上扬。第二，从政策力度加大和符合“双碳”要求的行业的金融支持角度来看，不同行业的银行信贷支持力度也是有差异的，融资情况的变化会加大部分高碳企业的风险。第三，在碳转型升级压力下企业资本支出加大、债务攀升，进而给行业信用水平带来冲击。据我们测算，

⑥ 闫衍. 双碳目标对中国经济的影响及风险挑战，CMF 宏观经济专题研究报告，2021 年 12 月 22 日

截至 2021 年三季度末，我国高碳相关行业规模以上企业总债务规模为 33.3 万亿元，占非金融企业总债务比重为 17.5%，债务总量虽并不算突出，但高碳相关行业多属于重资产行业、资产负债率均较高，进一步加杠杆的空间受到很大限制，基数转型升级导致企业资本支出加大，带动杠杆率高位攀升，或将会对其信用水平带来冲击⑦。

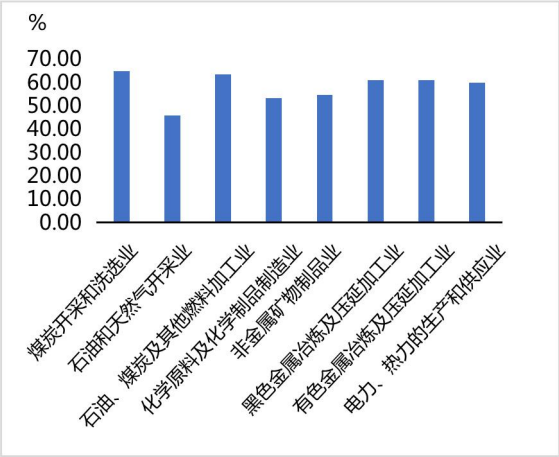

图 27：高碳行业普遍资产负债率较高

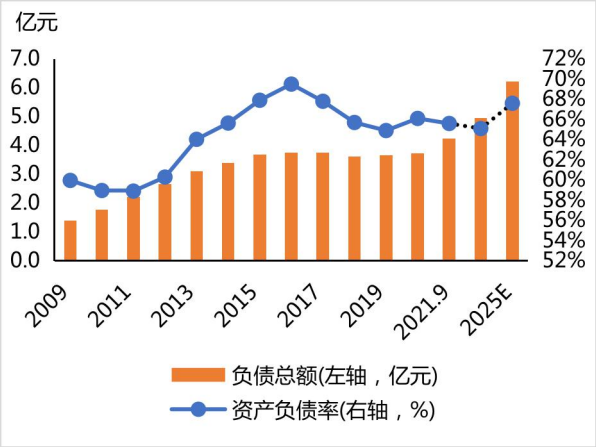

图 28：规模以上煤炭企业资产负债率或将上行

（四）地产行业风险暴露加速，降低经济增长的地产依赖进程中仍需警惕其风险的传导

2021 年，严调控下房地产行业流动性风险加剧，信用风险加速释放。2021 年，随着三条红线、贷款集中度管理、集中供地等房地产调控政策的密集落地，房地产企业融资受到的约束明显加大，叠加严监管下房地产销售快速降温，通过销售回款回笼资金难度加大，房地产企业流动性风险加剧。全年共有 6 家房地产企业在境内发生债券违约⑧，债券违约规模合计达到 565 亿元，相当于过去三年房企境内债累计违约规模的 2 倍有余，是当年度债券市场违约规模最大的行业。同时，房企境外美元债违约事件频繁，公开信息显示，2021 年以来已有 10 家房企对约 50.36 亿美元（约 321 亿元人民币）债券本息违约。此外，房地产企业债券本息展期等风险事件也明显增多。虽然 2021 年四季度以来，房地产调控出现了一定程度的边际调整，但地产企业资金紧平衡的状况并没有得到根本改善，未来房地产行业仍面临信用风险超预期释放的风险。

⑦ 同上
⑧ 违约的 6 家地产企业为：海航基础产业集团有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、重庆协信远创实业有限公司、九通基业投资有限公司、华夏幸福基业控股股份有限公司、四川蓝光发展股份有限公司

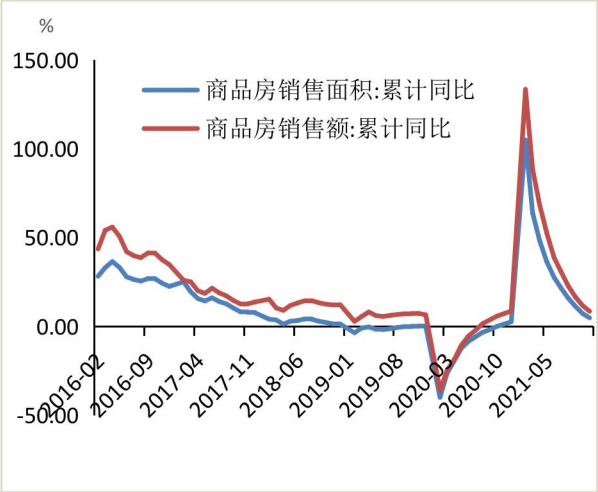

图 29：房地产销售累计同比增速回落至个位数

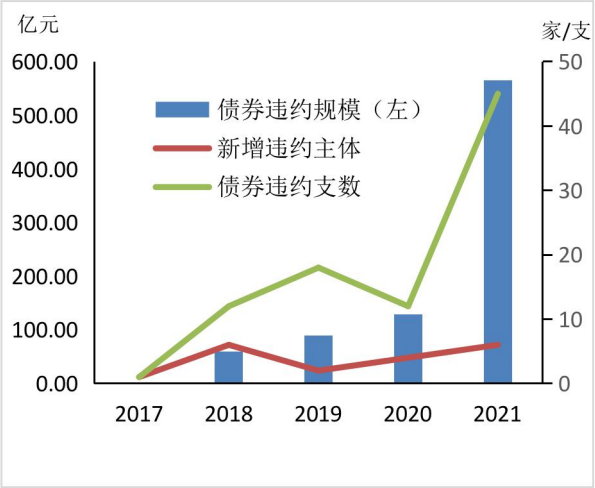

图 30：房地产债券违约规模攀升

降低经济对房地产依赖的过程中仍需警惕其风险的传导和扩散。在当前房地产行业债务风险处于高位[⑨]、房地产行业对经济增长的挤出效应已经大于其带动效应[⑩]的背景下，推动其债务风险的缓释、减轻经济增长对于房地产的依赖有其必要性和迫切性。但是，鉴于房地产行业关联面广等特性，推动其债务风险的缓释仍需防范其风险的传导和扩散。**首先，房地产具备一定的准金融属性，房地产企业尤其是头部企业债务风险的爆发如果处置不当，有可能引发系统性危机。**一方面，地产企业在扩张过程中，往往大量使用金融杠杆，与金融体系的关系错综复杂，地产企业尤其是头部地产企业信用风险的暴露，有可能传导至金融体系，进而导致金融体系资产质量的恶化。另一方面，地产企业信用风险的爆发，有可能进一步引发居民对房地产投资预期的改变，导致房价大幅下跌，而资产价格的大幅下跌同样会导致地产企业信用资质进一步恶化，金融机构风险敞口加大。随着风险在金融体系中不断积聚，资产质量将不断恶化，可能会加强全球投资者对我国经济下行的预期，从而导致金融市场的大幅波动，加剧经济系统的脆弱性，这种脆弱性的环境将对资产负债表的修复产生压力。**其次，房地产行业低位运行背景下，土地财政弱化，将进一步加大地方财政收支压力。**在当前央地财权事权并未完全理顺的背景下，土地财政依然是重要的地方财政重要的收入来源，近四

⑨ 截至 2021 年 3 季度末，房地产相关的贷款余额（包括房地产开发贷款和保障性住房开发贷款）合计为 16.8 万亿元，投向房地产的信托资金余额为 1.95 万亿元，境内债券及境外中资美元债合计为 2.18 万亿元，综合以上数据，大致可以测算截至 2021 年 3 季度末，我国房地产企业所承担的债务总规模在 20.93 万亿元，由房地产企业承担的债务占 GDP 比重已经接近 20%，如果将居民按揭贷款也纳入地产行业债务，则其 GDP 占比将超过 50%。

⑩ 《中国城市竞争力报告 No.17：住房，关系国与家》，2019 年，中国社科院。

年以来国有土地权出让收入占宽口径的地方财政收入（地方本级一般公共财政收入+地方本级政府性基金收入）始终超过 30%。2021 年以来，我国土地使用权出让收入增速持续回落，截至当年 11 月底，已经回落至 5%以下。分省份来看，截至 2021 年 8 月底，多个省份地方政府性基金收入已经出现负增长[11]。未来如果房地产持续低迷，地方收支压力或进一步加大。尤为值得一提的是，地方财政实力的弱化，将使得其对当地城投企业的支持能力弱化，一些债务风险比较大、区域经济财政实力比较弱、本身资质比较弱的平台公司信用风险暴露的压力或加大。**再次，目前房地产行业依然在中国经济运行中发挥着重要作用，其风险的爆发可能会导致一系列的连锁反应。**截至 2020 年底，房地产投资占固定资产投资的比重依然超过 20%，建筑业与房地产业占 GDP 比重超过 14%，并带动了钢铁、水泥、家电等多个上下游行业的发展，房地产行业依然是推动经济增长的重要产业，如果出现大幅下行，会波及上下游产业发展并对经济增长产生不利影响；与此同时，在长期的发展过程中，房地产吸纳了居民部门的大量货币资金，是居民财富的重要载体，房地产行业信用风险的超预期爆发有可能导致房地产价格大幅下跌，导致居民财富缩水，进而引发社会问题。

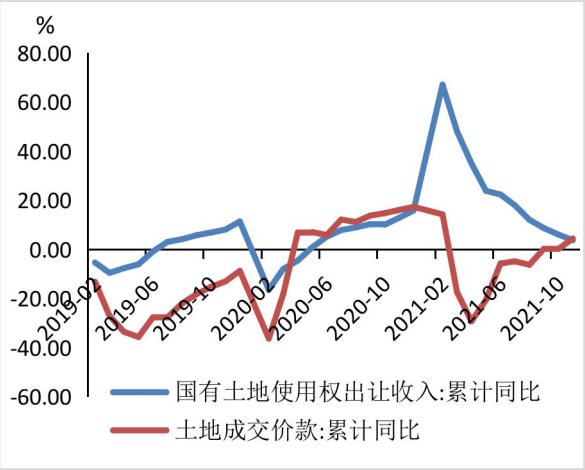

图 31：国有土地出让权收入增速回落至个位数

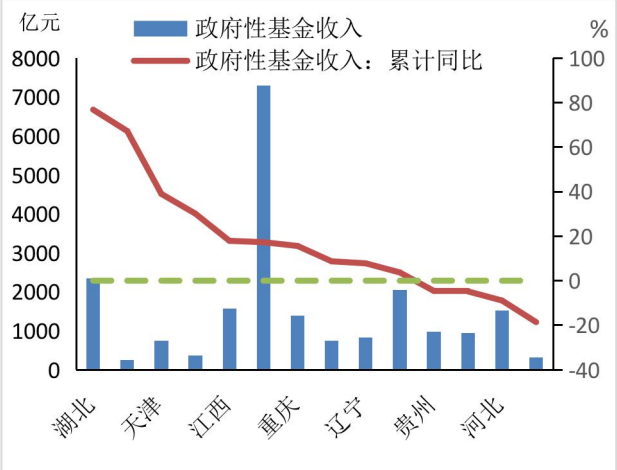

图 32：部分省份土地出让权收入出现负增长

（五）债务风险持续处于高位，警惕行业尾部信用风险

债务风险持续处于高位，稳增长倾向的提升或加大债务压力。虽然 2021 年我国的宏观政策持续向常态化回归，带动我国 2021 年的宏观杠杆率增长趋缓，

[11] 由于各地土地使用权权出让收入数据公布较少，考虑到政府性基金收入中 90%以上是土地使用权出让收入，因此此处利用各省政府性基金收入考量土地财政弱化对地方政府财政实力的影响。

去杠杆成效显著。根据中诚信国际的测算，受非金融企业部门杠杆率去化影响，截至 2021 年底我国宏观杠杆率为 288.2%，较 2020 年底回落近 10 个百分点。但是，长期以来累积的债务风险仍然处于高位，根据 BIS 数据，我国债务总量达到 46.5 万亿美元，债务总量仅次于美国，占全球债务的比重超过 20%，占发展中国家债务比重超过 50%。尤为值得关注的是，2022 年，随着经济下行压力的加大，政策稳增长力度加大，或导致债务压力进一步推升。根据中诚信国际的估算，2022 年我国宏观债务总量或达到 360-365 亿元，宏观杠杆率或攀升至 293%左右。

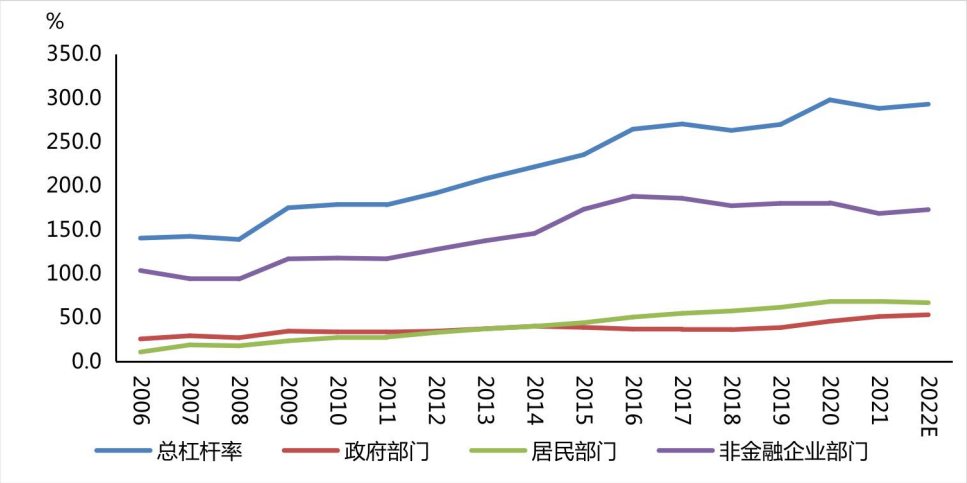

图 33：我国宏观杠杆率走势

行业尾部的信用风险压力相对较大，需防范其风险超预期释放。2021 年，在监管部门不断落实防范化解金融风险相关工作背景下，信用风险释放呈震荡修复态势，根据中诚信国际的统计，全年违约发行人共涉及 49 家，其中首次违约发行人 21 家，同比减少 10 家，但受大型企业违约影响，市场共有 165 支债券发生违约，规模合计 1820.41 亿元，同比增长 43%。但值得关注的是，过去一年来，债市展期事件明显增多，据中诚信国际不完全统计，2021 年发行人与持有人达成债券展期协议事件明显增加，全年共有 28 家发行人对 53 支债券兑付进行了展期，已确认展期本金及利息规模合计达 298.46 亿元，同比增加 31%。展期期限也有所增加，2021 年展期债券平均展期期限为 1.58 年，较 2020 年、2019 年分别加长 1.03 和 0.65 年。信用风险缓释事件不断增多或预示发行人风险延迟暴露的可能。展望 2022 年，政策稳增长力度加大，信用边际宽松以及房地产监管政策微调的影响，企业外部融资状况或略有缓解。但是，微观主体依然面临一定的需求与成本压力，特别是中小微企业依然将面临较大生产经营压力，内生资金能

力的恢复存在一定不确定性。考虑到 2022 年债券到期规模依旧较高，信用风险仍存在一定释放压力，预计 2022 年整体信用风险与 2021 年基本持平或略低。但需要关注的是，在降杠杆、减负债叠加高基数债务压力下，部分高杠杆和尾部企业再融资难度或有所增加，尾部企业信用风险压力依然较大，仍然需要警惕其信用风险的释放对市场带来的冲击。

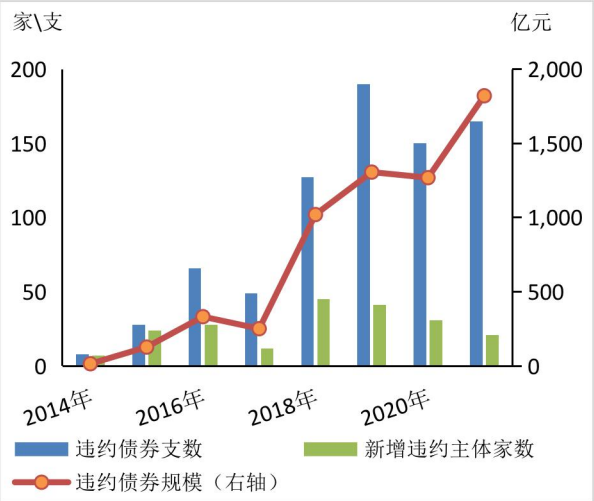

图 34：2014 年以来债市违约情况

图 35：2021 年月度滚动违约率前高后低

三、 把握好稳增长与调结构、防风险的“双平衡”

在三重压力下经济修复承压，宏观风险持续积累且在房地产领域风险已有所暴露的情况下，2022 年宏观政策需要统筹短期经济平稳运行与中长期结构调整、稳增长与防风险的“双平衡”：既要着眼于通过结构调整推动中国经济长远健康发展，又要避免由于结构性调整政策集中出台加大经济下行压力，导致风险的超预期暴露；既要致力于经济的平稳运行，又要避免风险的超预期释放，尤为值得一提的是，在当前经济下行压力较大的情况下，应释放明确的稳增长信号，稳增长措施应到位且有效，尽快实现经济增速企稳。从具体措施来看：应加强“碳达峰、碳中和”顶层设计以避免再次出现与“运动式减碳”类似的供给冲击；疫情反复或依然扰动各地服务与消费修复，应适当提高疫情防控政策的精准度、容忍度与灵活度；慎重出台具有收缩信号的相关政策，做好逆周期与跨周期的协调，提高各政策执行部门之间的协同水平；处置重大风险仍需循序渐进、相机抉择，

对地产等风险暴露过快的领域的监管政策应适当微调，避免出现处置风险的风险。

（一）在指导思想上，要把握好短期经济平稳运行与中长期结构调整、防风险与稳增长“双平衡”

内外运行环境发生的深刻变化使得宏观经济政策面临多重约束。从外部看，全球疫情冲击仍在持续，各国疫情应对政策与宏观经济政策的战略取向与实施节奏并不相同，加大了我国实施宏观操作的外部约束。中美博弈在贸易领域有所缓和，但拜登政府通过“小院高墙”策略在科技、金融等局部领域实施选择性脱钩，试图对我国发展形成精准性限制，中美博弈正上升到新的层次而并非就此偃旗息鼓。从内部看，当前我国经济动能转换和结构调整仍面临较大挑战，长期转型目标与短期增长目标并不完全重合，宏观调控政策面临的约束条件更加复杂严峻。短期经济稳增长同时面临黑天鹅与灰犀牛，疫情风险仍在扰动经济增长且消失的时间尚不确定，而地产泡沫以及高债务风险却已经加速显现。长期经济高质量发展面临科技驱动、绿色转型加速推动的历史机遇，但经济新动能尚不能完全取代传统动能。

宏观政策再定位需要重点把握好两方面的平衡。首先应把握好短期经济平稳运行与中长期结构调整的平衡，当前我国潜在增速或正处于下行阶段，所处的外部经济环境不确定性较强、内部短期经济下行压力依旧较大。经济增速连续回调或会使得需求收缩与预期转弱长期化、结构化，不利于构建国内经济大循环的新格局，也不利于为中长期结构调整提供良好的基础条件，对于长期发展目标的追求不应忽略短期经济的企稳。其次应把握好稳增长与防风险的平衡，宏观政策操作应加强预期管理。一方面，当前经济下行发生在债务长期积累的基础之上，房地产等重点领域的信用风险已加速释放，为避免发生系统性风险应强化稳增长力度。另一方面，市场对于 2022 年的政策宽松已形成较强预期，叠加 2022 年是党的 20 大召开之年，宏观政策整体偏向宽松但仍需避免形成强刺激和大水漫灌的政策预期，避免房地产和地方债务等风险复燃。

（二）加强“碳达峰、碳中和”长期目标与短期经济增长目标的协调与结合

正确认识和把握碳减排的客观规律，避免运动式“减碳”。双碳目标是我国未来一段时期经济高质量发展的核心议题之一，在“1+N”双碳政策体系推动下，后续我国仍将在各领域持续出台碳减排的具体措施。2021 年部分地区与领域出

现的“运动式减碳”加剧了供给收缩，并通过价格机制加大了上下游行业之间的利润分化，使得处于中下游的工业主体修复受到限制，最终拖累了工业生产修复。未来碳减排仍需加强顶层设计，做好统筹协调，尤其需要考虑我国各省、各行业之间的碳排放水平差距较大的现实，在了解各地区、各行业转型的难点和需求的基础上，制定符合地方特点和行业特点的目标、激励政策，推进各地区、各行业有序达峰。

加大新能源等领域基础设施建设，适度进行超前投资。在传统基建已经接近饱和的背景下，加大对新能源领域的投资不仅有助发挥基建托底作用助力稳增长，也有助于推动我国经济结构转型，2021 年中央经济工作会议也明确提出要“加快支

出进度”、“适度超前开展基础设施投资”。根据我们测算，每亿吨新能源供给带来的新增投资达到 1.38 万亿元，而单位投资对 GDP 的拉动系数是 2.01，假设碳达峰阶段总的能源消费增量保持每年 1.2 亿吨，其中非化石能源的增量达到每年 0.8 亿吨，那么因新能源投资与供给增加对增长的拉动约为 1.8%，并可以保证 2035 远景经济增长目标与 2030 能源结构调整目标同时达到⑫。在具体的投资方向上，新能源领域的可投领域较为广泛：既可以加大智能化电网投资，推动电力行业高效低碳发展；也可以加大储能设备的研发，充电站等基础设施的建设，以此进一步推动新能源汽车的广泛使用。

（三）适当提高疫情防控的政策容忍度和灵活度、提高防疫政策与宏观政策的匹配程度

将“精准防控”作为疫情管理的主要标准，进一步优化疫情防控政策与宏观经济政策的匹配。虽然“动态清零”目标有效控制了疫情扩散的范围，但实现该目标需付出的经济成本较高，尤其是 2021 年下半年以来边际成本进一步上升，建议未来将“精准防控”作为疫情防控的重点目标，并围绕该目标来降低防疫成本。与欧美国家经济强刺激、疫情管控宽松下的经济需求端快速反弹不同，我国的疫情防控政策与宏观经济政策对于稳定工业生产更为有效，但对部分服务业以及终端消费修复的支持力度明显不足。宏观经济运行是供需循环的平衡系统，需要警惕疫情及相关政策可能引发的消费倾向和消费偏好下移，需求疲弱对生产和宏观经济最终会带来反向拖累。在此背景下，一方面应适当增加疫情防控政策的

⑫ 同③

容忍度、提高限制性举措的精准度，尽量减少对于批发和零售业、住宿和餐饮业、租赁和商务服务等接触型聚集型服务业的负面影响，尤其是考虑到这些行业同时也是劳动密集型行业。另一方面建议通过发放消费券、适当降低个人所得税等手段促进消费，避免边际消费倾向出现长期下滑。

（四）慎重出台具有收缩信号的相关政策，做好逆周期与跨周期的协调，提高各政策执行部门的协调水平

慎重出台具有收缩信号的相关政策，稳增长的信号应更加明确。相较于我国经济复苏进程而言，当前我国宏观政策常态化的进程过快，同时房地产市场整顿、平台经济整顿、第三次分配以及资本无序扩张的整顿等行动引发社会思潮的变异，经济主体出现了显著的预期转弱现象。在此背景下，市场信心的稳定成为扭转预期转弱、减缓需求收缩的关键，宏观政策操作应加强预期管理，慎重出台具有收缩信号或收缩效应的相关政策，稳增长的信号要更加明确。

宏观调控政策坚持稳健有效的取向，做好逆周期与跨周期的协调。近期以来，央行货币政策操作整体偏向边际宽松，继上年 12 月降准之后，1 月 17 日再次下调 MLF 操作和公开市场逆回购操作的中标利率 10 个基点。后续货币政策应更继续保持稳健基调，保持流动性合理充裕，避免部分领域信用的快速收缩导致风险的超预期释放，着重配合稳增长适度宽信用，推动宽信用效果尽早显现，不应排除在美联储加息之前进一步边际宽松的可能。财政政策应更加注重效能，保证支出强度、加快支出进度，但也要避免地方政府的债务风险复燃，着力于节奏前置和结构优化，侧重向保障房建设、清洁能源发电及储电、城市管网及城市更新等领域倾斜。同时，财政积极发力还应加强结构性减税，增加微观主体利润空间。

提高各政策执行部门的协调水平，避免政策执行的分解谬误与合成谬误。“运动式减碳”的出现以及地产调整的矫枉过正正是各地区、各部门之间缺乏统一部署和节奏协调，使得长期目标、系统目标被短期化、碎片化，最终带来结构性政策的叠加而扰动了经济运行。提高各政策执行部门之间的协同合作，特别需要防止分解谬误，避免把整体任务在各部门间简单一分了之，更不能层层加码，导致基层难以承受。2022 年宏观经济政策更侧重稳增长，要积极改变部分部门政策“明松实紧”的情况，但也要防止出现合成谬误、避免局部合理政策叠加起来造

成宽松过度的局面。

（五）处置重大风险仍需循序渐进、相机抉择，对地产等风险暴露过快的领域的监管政策应持续微调，避免出现处置风险的风险

房地产长期累积的风险需要有节奏的出清，做好跨周期安排。2021 年地产企业的信用风险已加速暴露，或会在 2022 年有所延续。房地产行业风险加大背景下，应首先稳定相关方，包括金融机构、地方政府、上下游合作企业以及消费者对于房地产市场持续健康发展的信心，避免集中刺破房地产泡沫从而导致风险集中爆发。具体而言，一是针对房地产企业的合理融资需求，建议进一步适当增加开发贷及按揭贷款的额度，待房地产企业恢复正常的信用债融资途径后，再缓步降低银行对于房地产行业贷款的集中度。二是针对住房消费的真实需求，建议在对非理性投资性需求进行遏制的同时，适度保护或鼓励住房消费，通过增加供给等手段将房地产价格引导至合理区间，促进房地产市场实现软着陆。三是针对地区差异及企业差异，建议“三条红线”等房地产调控政策的落实要“因企施策”，避免企业在政策约束下激进去杠杆加剧流动性风险。

避免地产调整与金融体系及地方政府债务产生风险共振与叠加。避免房地产调整的负面外溢效应向金融体系及地方政府债务蔓延也应多措并举：一是慎重把握房地产税的落地时机、仔细研判最优税率，我们的测算结果认为房地产税的政策效应短期内会或对部分城市的房价产生大幅的下行压力[13]。而当前需要担心的问题不是房价上涨，正是房价在短期内剧烈下跌，这会严重恶化家庭和金融机构的资产负债表，并会使得房地产税本身的税基大幅缩水。二是建议设立房企债券市场稳定专项基金，对市场进行合理引导，避免房地产债务问题引发债券市场出现剧烈波动，并且当房地产调整出现硬着陆迹象时可以尽快介入市场干预，斩断风险传导链条。三是从长期角度看，应尽快培育新能源、新兴技术等领域出现新的经济增长点，引导资源配置有序向房地产之外的领域配置。

[13] 张林,袁海霞. 房地产税的政策目标、规模预测及房价影响，中诚信国际工作论文，2022 年 1 月 12 日

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

把脉中国经济　传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forcasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站：http://ier.ruc.edu.cn/

微信公众号：