



稳增长应走在曲线之前



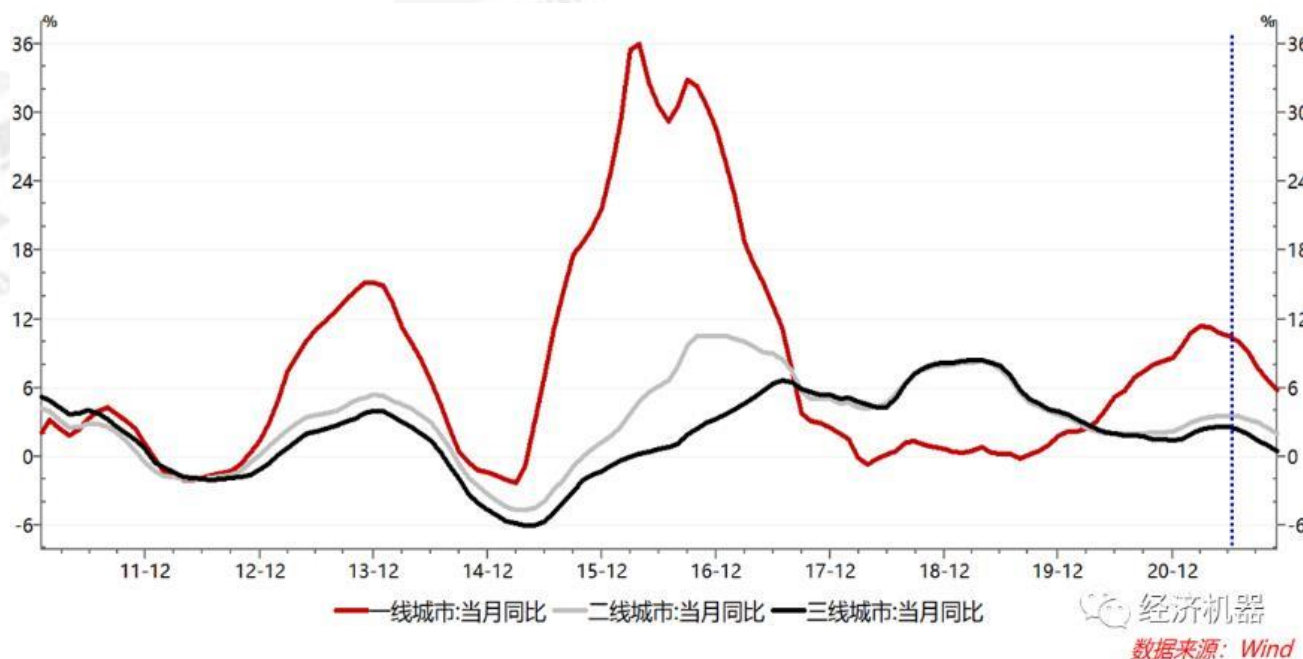
刚刚召开的中央经济工作会议对经济下行压力有较为充分的认识，并将“稳中求进”作为 2022 年工作的总基调，稳增长被提升至前所未有的高度。个人认为，中央对形势判断非常客观、准确，稳增长应坚持系统思维，采取大胆行动，走在曲线之前，推出一揽子措施，坚决遏制住经济下滑趋势。

2021 年下半年以来，国内外环境中不稳定不确定因素增多，中国经济面临新的下行压力。往前看，尽管部分指标出现一些企稳改善迹象，但“我国外部环境更趋复杂严峻和不确定”，“国内经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，经济下行压力仍有较大概率超出市场预期。

1.需求收缩：经济增长的四大动力中，出口和房地产投资率先反弹，是推动后疫情时代经济复苏的主要动力；消费和投资反弹相对乏力。2021 年下半年以来，除了出口继续保持一枝独秀外，其他三大动力均出现减弱迹象。消费方面，剔除价格因素的社会零售销售当月同比增速从 6 月底的 9.8%大幅回落至 11 月的 0.5%。消费下滑背后有疫情下半年多点暴发的因素，刚刚呈现回暖迹象的线下消费遭遇“二次打击”。过去一段时间，对于教培等行业的整肃导致行业性收缩（比如降薪裁员），也对消费需求形成抑制。

房地产方面，房地产销售面积当月同比增速从 6 月底的 7.5%，大幅下降至 11 月份的-14%，房地产行业几乎“一夜入冬”。房地产下滑有周期性原因，2015-2020 年，房地产行业呈现复苏和分化走势，行业自身存在

调整性需求。2021 年下半年以来，供需两端多种因素叠加下，房地产行业出现了同步的下行（图 1）。



2.供给冲击：疫情带来的全球性供应链中断，也或多或少地冲击到了中国供应链，比如“芯片短缺”，比如“运价飙升”，比如大宗商品进口因防疫原因出现下滑等。相比较而言，中国防疫工作“一枝独秀”，供应链恢复得也最好，但完全独善其身是不可能的，冲击不可避免。

供应冲击的另一个因素，就是来自环境的压力。能耗双控压力下，下半年部分地区工商业生产出现限电断电现象，工业生产受到了明显的供应冲击。随着“能源保供”工作的推进，生产端的供给冲击在缓解。尽管把绿色可再生能源从能耗考核中剔除，拓展了发展空间，但“现阶段，我国生产函数正在发生变化...面临的硬约束明显增多，资源环境的约束越来越接近上限，碳达峰碳中和成为我国中长期发展的重要框（约）架（束）”。

供应端的多重约束，将在中期内对潜在增速构成实质性抑制。

3. 预期转弱：预期和信心对于经济机器的运行至关重要，预期影响投资、消费等行为，并通过乘数效应，影响总需求和总供给。某种程度上讲，“信心比黄金更重要”。预期转弱主要来自在几个方面：

一是周期性谨慎预期，包括由于需求、收入等增长放缓，而对未来的信心指数下降，比如投资者信心指数、消费者信心指数等；

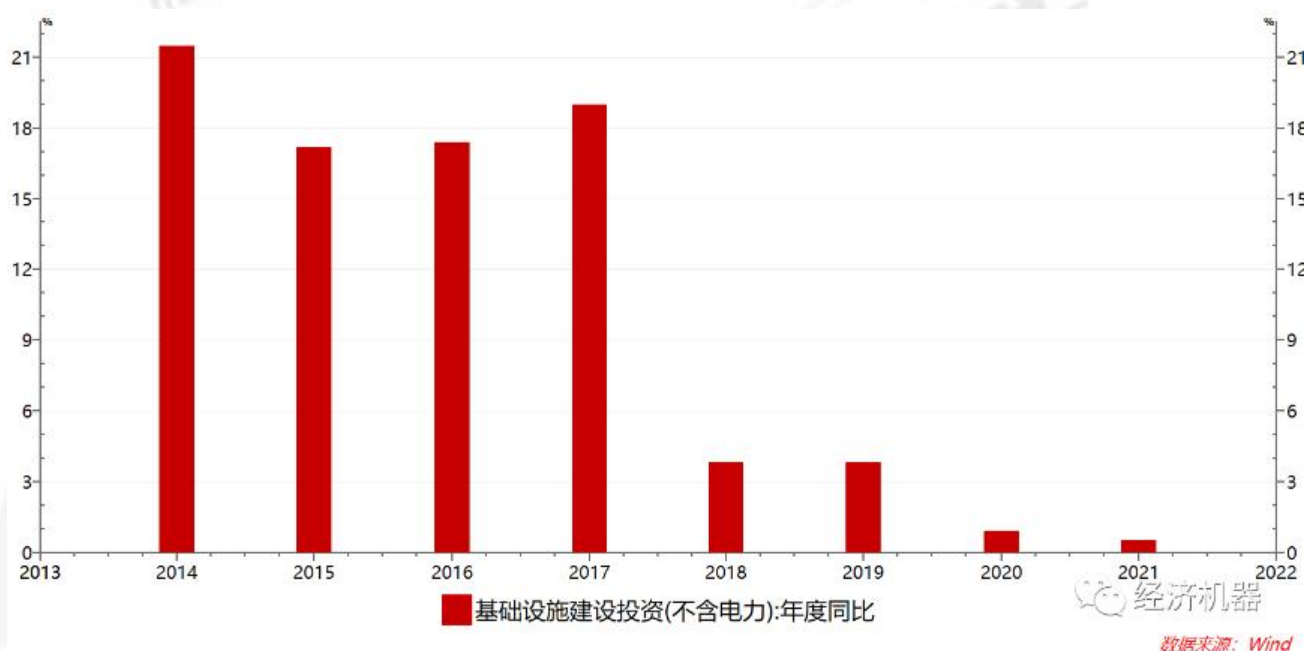
二是结构性谨慎预期。比如房地产税试点尚未落地。作为影响购房决策的关键变量，房地产税何时落地，政策细节，都将实质性影响购房行为。在此落地之前，潜在购房需求或将推迟；比如，过去一段时间，密集出台了一系列产业新政，整肃规范与主流不符合的行业，打压消费主义等不良生活方式，一些被“锤”的行业以及潜在将被“锤”的行业，投资和消费预期正在转弱。

供需两端走弱，预计今年四季度 GDP 增速进一步放缓至 4% 左右。随着 Omicron 的蔓延、工业去库存周期开始、房地产紧缩效应显现，以及叠加今年一季度的高基数效应，2022 年一季度经济下行压力或最大，同比增速或进一步放缓，稳增长压力非常大。

宏观政策面临多重约束。中央经济工作会议在宏观政策定调方面，整体仍显“克制”和“平衡”，并未出现“大放水”或者大宽松，保持了较强的定力。财政政策方面，既要保持积极，保证支出强度、进度，适度超

前开展基础设施建设，又要坚决遏制隐性债务。比如房地产方面，既要保护合理需求，促进良性循环和健康发展，又要坚持房住不炒，抑制投机需求。如何在保持“稳健”和“克制”情况下，尽快遏制住经济下行的态势，考验着执行部门的能力和智慧。

积极的财政政策能力有限。过去几年，财政政策始终维持“积极”立场，但由于地方债务去杠杆和地方财政困难，基建投资增速始终徘徊在 0 附近，积极没有得到实质性体现。今年下半年以来，地方卖地收入同比下降三成。目前卖地收入已经超过地方财政的一半，土地市场迅速冰冻情况下，地方财政无疑雪上加霜，一些地方近期零星传出公务员降薪、大面积大规模乱罚款等消息。在此情况下，财政政策如何发挥“稳增长担当”角色，值得观察。



货币政策空间充足，但要警惕政策效果下降。我们仍有较高的政策利

率和存款准备金率，可以应对极端情景。同时我们应该看到，过去一段时间，房地产是货币创造的主要渠道，涉房贷款接近 30%，如果考虑到其他行业的房地产抵押贷款，这一比例会更高。在房地产持续下行、民营地产商去杠杆“保命”的情景下，降息降准还能否成功提升货币供应量，存在较大不确定性。按照往常惯例，1-2 月份会有天量信贷对冲经济下行压力。但如果房地产商拿到贷款后选择去杠杆而非买地盖房（图 3），全社会维持去杠杆状态，那么即便天量信贷再现，放出去的信贷也会以偿还贷款、债务的形式，回到商业银行，商业银行再以存款准备金的形式回到央行账户上，货币创造困难会大幅上升。一个形象的比喻是，可以把牛牵到水边，但很难摀着头让它饮水。因此，货币创造成功的关键在于维护私人部门的信心和承担风险的意愿。

区域	土拍结果	城投参与率	非国企参与率
广州	一共 13 宗土地成交，其中 9 宗地块由城投拍下，3 宗由国企拍下，民营企业仅星河拿地	69%	8%
无锡	一共 20 宗土地成交，其中 15 宗地块由城投拍下，民营企业仅仁恒、晋合、祥凯、朗诗、贵州大兴五家拿地	75%	25%
深圳	一共 11 宗土地成交，其中 9 宗地块由当地城投拍下，剩下 2 家是本土民企星河和鸿荣源	82%	18%
南京	一共 46 宗土地成交，其中 33 宗地块由当地城投拍下，7 宗地块由宇业、旭辉、金地商置、边城、星河地产、盐城绿洲 6 家民营企业拍下，其余 6 宗由国企拍下。	71%	13%
苏州	一共 25 宗土地成交，其中有 18 宗地块由当地的地方政府平台拍下。5 宗由国企拍下，2 宗由民企拍下	72%	8%
合肥	一共 16 宗土地成交（其中 2 宗纯租赁用地），3 家民企，2 家外资，5.5 宗由城投拍下	34.4%	31.3%
福州	一共 25 宗土地成交，其中有 8 宗地块由当地城投拍下，5 宗地块由国企拍下，13 宗由非国企拍下	32%	52%
上海	一共 27 宗土地成交，其中有 12 宗地块由城投拍下，非国企拿地 9 宗	44.4%	33.3%
济南	济南出让 75 宗土地，其中 14 宗流拍，共成交 61 宗，其中 28.5 宗由城投拿地，非国企拿地	46.7%	24.6%
成都	共成交 33 宗地，其中 5 宗由城投拍下，港资拿地 1 宗，民企拿地 8 宗	15.2%	27.3%
重庆	本次土拍挂牌 28 宗地块，共 23 宗地块成交，其中 20 宗底价成交，城投 6 家，港资 2 家，民企 3 家	26.1%	21.7%

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_35258

