



钟正生：2022 年中国经济展望



我们对2022年的中国经济的展望的话是《差序格局下的高质量发展》，为什么是差序？其实在展望2022年的中国经济的时候，有一个非常重要的对标就是美国。毕竟是世界第二大经济体和世界第一大经济体，那么在这两个经济体的相互比较中，会发现一些有意思的变化。

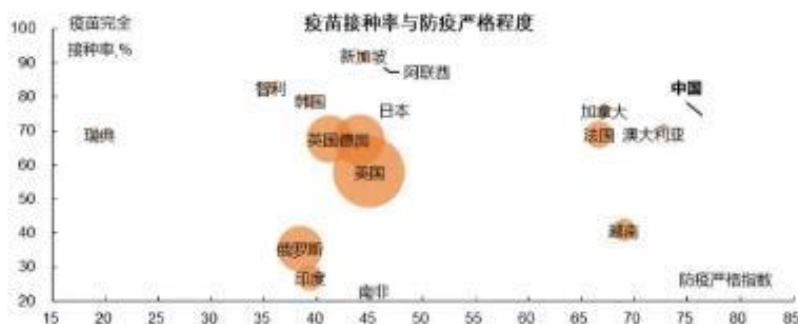
第一个就是差序格局既是挑战也是机遇。差序格局在中美尤其是中国跟海外之间，可能会出现疫情防控上的“开放差”，经济增长上的一个反向“增速差”，以及货币政策上的“松紧差”。正是这样一种差异，构成2022年我们分析中国经济和市场是一个大的背景，所以它是一个差序格局。

首先看防疫政策的“开放差”。新冠病毒出现新的变异奥密克戎病毒。最近《经济学人》的报道，从目前已经公布的三份研究报告看，一份来自南非，一份来自英国，一份来自苏格兰，新的奥密克隆病毒传播性是明显强于德尔塔，但是重症率和死亡率有明显的下降。另外一个目前疫苗的加强针也就疫苗的第三针，对抑制奥密克戎传播有很好的一个效果。

1.1 防疫政策的“开放差”

➢ 可见，新冠疫情的演化还存在高度不确定性，能不能从“动态清零”转向“流感化”处理，最优的策略还是等待发达国家“先行先试”。而病毒变异的方向是传播能力越来越强，这就会导致中国防疫的经济成本进一步提升，与海外经济体之间产生“开放差”。

◎ 中国迈向疫情“常态化”的步伐相对谨慎



资料来源：Our World in Data, 平安证券研究所

8

图片来源：平安证券研究所

为什么说防疫政策上有个开放差，可以看一下防疫的严格指数和疫苗的接种率的情况，其实中国的疫苗接种率非常高，防疫的严格指数也很高。在奥密克戎病毒变异之前，很多发达经济体已经开始在开放边界，但中国还是一个比较严格的动态清零的策略。

那么未来能不能从动态清零转向一个流感化的处理？目前，我们当然还是一个最优的策略，还是等待发达国家先行先试，要看一下奥密克戎病毒的进一步的变异情况，也要看一看各个国家的疫苗，包括加强针的接种情况，甚至包括新冠口服药物的上市及其它效果的情况，甚至我们后面分析了像美联储的货币政策的进一步的变化，它也取决于新冠病毒的潜在冲击的进一步一个体现出来。

不管怎么样，从目前的态势来看，中国和外国是执行不同的疫情防控

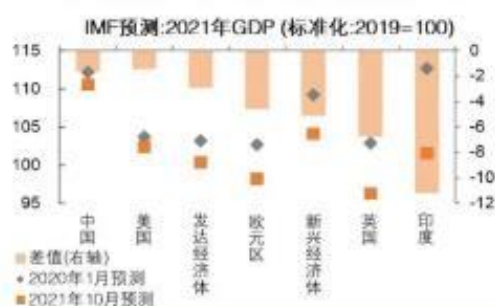
策略。我们觉得至少有一点基本判断，如果奥密克戎的传染性高，中国防疫的经济成本可能会进一步的提升，这是第一个方面的差异。

1.2 经济复苏的“增速差”

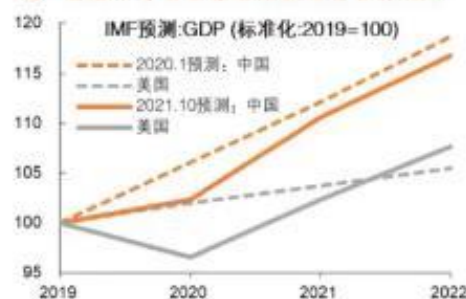
中国平安 PINGAN
证券 10.28

➤ 2022年中美经济复苏周期出现错位。IMF最新预测2022年中国经济增速为5.6%，略低于2020年1月疫情前预测的5.8%；但最新预测同期美国经济增速达5.2%，显著高于疫情前2%左右的“正常”水平。原因可能在于，美国政府的货币和财政刺激不仅较快弥补了疫情对美国经济的冲击，也可能提升美国经济的潜在增长率。2021年9月美国企业每小时产量的生产力指数两年同比增速为1.77%，明显高于2015年至2019年1.45%的平均水平。

不同经济体距离疫情前趋势增长水平的差距



美国经济增长潜能较疫情前已有提升



资料来源: IMF, 平安证券研究所

图片来源: 平安证券研究所

第二个方面的差异就是经济复苏上的一个增速差。IMF 最新的一个预测，2022 年的中国经济的增速是 5.6%，其实比去年 2020 年 1 月份疫情前预测的 5.8% 要略低一点。但最新的预测同期美国的经济增速是 5.2%，显著高于疫情前 2% 左右的正常水平。中国经济增速比美国的经济增速还是高了 0.4 个百分点。但是，其实美国现在的经济增速已经超出了疫情之前的趋势增长的水平，而中国现在的增速显然是不够疫情之间趋势增长的一个水平。

所以我们有个初步的判断，就是美国经济增长的潜能反而较新冠之前有所提升。所以在这样一种情况之下，美国在这次的疫后的复苏中出现了

一个非常重要的变化，美国政府包括很多经济学家都始料未及的，美国的生产率的增长非常迅速。美国生产力增长非常迅速跟次贷危机之后美国的生产率花了很长时间仍是非常低迷不振，形成了一个鲜明的对照。

也有人说可能与美国的防疫政策有关系，因为美国更多的是救助居民，而不是救助企业。所以企业的新陈代谢比较快，市场出现的速度比较快，整个的生产率的增长性其实是非常显著的。它一个非常重要的体现，其实就是大家肯定耳熟能详的说美国经济的数字化的程度至少提前了 3-5 年，所以美国生产力增速非常强劲。其实也让美联储对美国经济的信心大为增加，为美国货币政策的正常化创造了更多的空间。

第三个就是货币政策的“松紧差”。以美联储为代表的发达经济体央行很显然是处于试图要货币政策正常化。大家现在都知道中国的货币政策肯定是趋松，美国的货币政策可能是趋紧，我们也看了一下历史上，当中国的货币政策趋松，美国的货币政策趋紧的时候，会出现一个什么困扰？中美利差收窄，人民币汇率走跌，然后 A 股市场受到冲击，基本上是无一例外的。

为什么大家说担心美联储或者美帝薅社会主义的羊毛和新兴市场的羊毛，其实就这样一个意思。因为它货币政策紧缩的话，全球资本回流的话，对经济市场都会带来一个负的外溢效应。但我们觉得这次为什么中国的货币政策能够以我为主呢？你紧你的，我松我的，一个是中美利差比较充裕，因为截至年底的话，中美的利差仍然保持在 130 个 BP 左右。

第二块人民币汇率更有弹性，就是说从去年 10 月份开始，人民币汇率一直强势升值，即便在美元阶段性走强的情况下也是强势升值。所以如果未来美元阶段性的继续走强，那人民币汇率顺势的贬值，这块空间也更大，简单的说你之前升的更多，后续的调整的空间就更大。

第三个就是一个中美股市的联动效应其实也在减弱。这里面当然可以开个玩笑说，我们经常说先干为敬其实也有先调为敬，因为在 2021 年中国其实是率先实现了货币政策的正常化，A 股市场的调整已经先行一步了，就先调为进。

所以到 2022 年，美股价格的重估，大家都会比较担心美股会不会重大的调整，会不会直接传染到 A 股，我们觉得这种联动的效应其实也是在减弱的。简而言之，中国的货币政策能够更加以我为主的去做调整，然后中国的一个资本市场也会更加的有韧性、抵御力。

大家也会看到好多年没提以经济建设为中心，很显然要稳增长放在更加重要的位置，我们也认为降准、降息的空间已经打开。其实最近的央行的四季度的货币政策例会上也提到要进一步发挥货币政策的总量和结构两方面的一个效应，我觉得是比较隐含的就是降准降息。

为什么说货币政策空间已经打开了，2021 年掣肘货币政策的通胀问题开始减弱。根据我们预测 PPI 同比从 2021 年 11 月步入回落，到 2022 年的四季度会将滑入负值；CPI 是温和上行，三季度有可能上涨 3%，但是个别月份的水平不足以对货币政策形成一个紧约束。

第二个就实体经济融资有效需求的不足的问题是进一步的展现。整体上从前 11 个月金融数据来看，非金融企业部门的一个中长期的贷款的需求还是不足。最近大家还说票据利率接近为 0，说明银行实在是没有太多地方可放了，所以只好票据冲量，票据利率达到一低再低，就整体上都显示出实体经济中有效需求不足的问题。

有效需求不足的问题就是还有一个很重要的变量，就是大家看 M1 的增速，大家也经常把它当做是一个实体经济活跃度的一个指标，说明实体经济还是比较偏冷的，从现在 M1 增速的一个低迷不振的也能看得出来。

那么第三个人民币汇率强势的情况下，海外的货币政策的外溢性不构成一个紧约束。刚才其实已经提到，既然前面升那么多，后面适当的调一调，其实也没有太大关系，就这么简单的一个逻辑。

还有几个事情比较重要，一是降低实体经济的还本付息的负担，其实它是一个防范化解金融风险的角度，除了房地产之外，可以从整个宏观经济角度来看。我们觉得 2022 年的宏观杠杆率有可能继续攀升，很简单一个逻辑，2022 年实际 GDP 的增速从 2021 年差不多是 8 左右，2022 年肯定是在 5-5.5 区间，而社融的增速平稳甚至略有回升，所以宏观杠杆率是有再度攀升的有压力的。那么稳增长与稳杠杆之间的权衡将更具挑战性。我们理解中央经济工作会议没说稳定宏观杠杆率，并不是意味着允许宏观杠杆率过快的攀升，所以这是一个比较重要的问题。

另外一个大家也可以看得出来，新冠疫情以来央行降息 35 个 BP 带来

的融资成本下降的红利，在 2021 年已经被逐步的消化了。我们算了一下就是付息占了新增社融的占比，那么这样一个占比，其实到 2021 年的年底差不多已经回到新冠疫情之前的水平。所以前期降息的红利已经消化，也许需要进一步的降息，不管是结构的降息，还是一个全面的降息。

当然，还可以计算一下未来降准降息的空间有多大，这是比较粗略的一个估算。就看怎么样进一步降低贷款利率。前面也提到，每年的还本付息占新增社融的占比要维持这一比例不变。当然也要控制付息的增速，那么付息的增速如果像 2016 年和 2020 年控制在 5% 左右，这是比较大的货币政策的支持的力度。还有一种情况是 2019 年付息的增速，整个一个实体经济付息的增速是 7% 左右，这时其实货币中的支持程度肯定是略微的减少一点。

通过这两种情形下，做一个测算，怎样进一步降低实体经济融资成本。贷款利率就是风险溢价加上 LPR 报价。LPR 报价，还又取决于银行息差和银行的负债成本，银行的负债成本有一种高成本的负债，比如说存款，也可以相对低成本的负债，比如说是央行从公开市场上一个基础货币的投放，

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_35401

