

## 宏观年报

---

# 多重风险挑战下，宏观政策如何选择？ ——2021 年宏观经济分析与 2022 年展望（之二）



# 多重风险挑战下，宏观政策如何选择？

——2021年宏观经济分析与2022年展望（之二）

## 概述

### ■ 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，对我国经济运行产生干扰。虽然当前市场对奥密克戎对经济带来严重冲击的担心情绪有所缓解，但新冠疫情走势未来仍存较高的不确定性，并从两方面对我国经济修复产生影响：一方面，病毒变异和持续导致我国运行的外部环境仍然面临挑战；另一方面，若疫情有所好转但不能根除，我国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，主要经济体经济增速放缓。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，IMF、世界银行等机构先后下调对2022年全球经济以及主要经济体的增速预期。
- 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，随着通胀压力的长期化风险，以美联储为代表的主要经济体的货币政策开始转向，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。考虑到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。

### ■ 疫情反复、结构性挑战与既有风险共同影响，中国经济运行仍面临国内四大挑战

- 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。一是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。二是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。
- 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。此外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。
- 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，信用违约事件明显增多。考虑到房地产的准金融属性、房地产与地方土地财政收入密切相关以及房地产行业在国民经济中占比依然较高，在降低经济增长对地产依赖的过程中存在外溢和传导风险。
- 债务风险持续处于高位，警惕行业尾部信用风险。截至2021年底我国宏观杠杆率为288.2%，虽较2020年底回落近10个百分点，但仍处于高位。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。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。

### ■ 把握好稳增长与调结构、防风险的“双平衡”

- 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”。全球疫情反复、主要经济体货币政策转向、国内新旧动能转换和经济结构调整等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，宏观经济政策要把握好短期经济平稳运行与中长期结构调整的平衡以及稳增长与防风险的双重平衡。

- **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。**一方面要加强正确认识和把握碳减排的客观规律，避免再次出现运动式“减碳”等政策措施带来的供给冲击。另一方面，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。
- **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，并围绕该目标来降低防疫成本。与此同时，要提高我国的疫情防控政策与宏观经济政策的匹配程度，尤其要加大对部分服务业以及终端消费修复的政策支持力度，促进需求端修复。
- **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。**当前影响市场预期转弱的因素并未消失，市场信心的稳定是扭转预期转弱、减缓需求收缩的关键。宏观政策操作应加强预期管理。应做到货币政策更加灵活、财政政策更加注重效能。既要防止分解谬误，避免把整体任务在各部门间简单一分为之，更不能层层加码，导致基层难以承受。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。
- **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地出清，做好跨周期安排；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。要慎重把握房地产税的落地时机、仔细研判最优税率。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。此外，长远来看，应尽快培育新能源、新兴技术等领域，培育发展新的经济增长点，引导资源配置有序向房地产之外的领域配置。

2021年，中国经济增速继续保持世界领先地位，全年经济增长8.1%，但经济增速逐季放缓，经济下行压力加大。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，但当前我国经济运行形势依然较为严峻复杂，面临内外多重风险与挑战。一方面外部形势依然严峻复杂，全球疫情发展仍存不确定性、全球经济修复仍有放缓压力，大国博弈基调不改以及主要经济体货币政策转向均对我国经济修复节奏带来扰动；另一方面，疫情反复、“双碳”目标、降低经济增长对房地产的依赖等结构性调整以及债务压力持续处于高位等均对国内经济修复带来风险与挑战。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。要在加强“双碳”目标的顶层设计、加强疫情防控政策与宏观经济政策的有机结合、慎重出台具有收缩信号的相关政策且注重并加强各政策执行部门之间的协同上下功夫。此外，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。

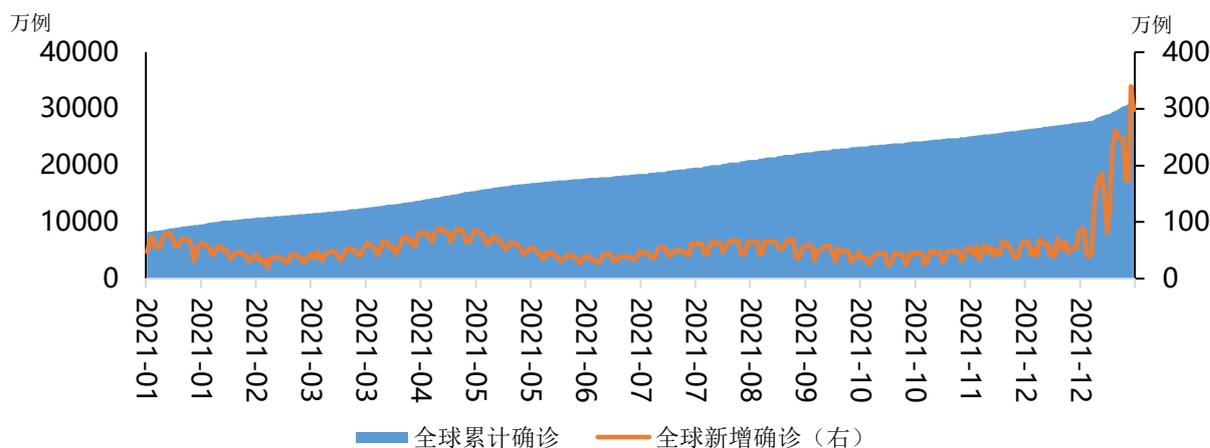
## 一、外部不确定性持续存在，外部环境依旧复杂严峻

当前国际环境日趋复杂，不稳定性、不确定性明显增强。全球疫情反复、变异病毒扰动全球经济修复的节奏，全球经济增长放缓的压力依然较大。为缓解疫情对经济的冲击，此前主要经济体先后开启超宽松货币政策，随着“与疫情共存”以及全球通胀压力的持续上升，当前全球主要经济体已经计划或开始收紧其货币政策，美联储2022年或加息3次，这将对我国货币政策空间和金融市场带来一定扰动。此外，中美关系仍存较高不确定性，大国博弈、贸易摩擦仍将对我国经济短期和中长期发展形成掣肘。

### （一）疫情走势不确定性仍存，对我国经济运行产生干扰

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。2021年11月份，全球范围内新冠确诊虽有所走高但部分地区有所缓解，不过新冠变种奥密克戎的出现或将再度带动新冠确诊的走高：11月26日，世界卫生组织在召开紧急会议后决定将24日南非上报的新冠病毒新变异株奥密克戎列为最高等级的“值得关注”，此后多国采取了限制入境和封国的防控措施，全球需求和供给恢复的不确定性加大。12月1日经合组织(OECD)发布的全球经济展望报告中提到针对最新发现的奥密克戎变体，OECD认为，这可能会对经济复苏造成威胁，大幅提高了不确定性风险，同时OECD下调了2022年的经济增长预期。该机构在2022年1月份最新的预测报告中表示自新冠疫情发生以来，全球几个主要经济体经济增长的强劲反弹可能会逐渐减弱，虽然当前市场对奥密克戎对经济带来严重冲击的担心情绪有所缓解，但新冠疫情走势未来仍存较高的不确定性。疫情走势将从两个方面影响我国经济修复：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。

图 1：疫情影响持续



数据来源：中诚信国际整理

## （二）全球经济修复仍有放缓的压力，主要经济体经济增速放缓

疫苗加快接种背景下全球疫情控制整体呈现向好态势，但疫情的不确定性给全球经济修复的压力持续存在。2021年下半年以来多个国际组织对2021年和2022年的全球经济增长预期均有不同程度的下调，10月份IMF下调2021年全球经济增长预期0.1个百分点。IMF认为全球经济处于持续复苏阶段，但受疫情拖累复苏动力正在减弱，下行风险加剧。新冠病毒成为全球经济复苏道路上最大的障碍。与此同时，由于疫情多点暴发，对处于全球供应链关键环节的国家和地区生产产生冲击，供应链修复尚需时日，对经济恢复产生抑制。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。据其预测，2022年全球经济面临诸多下行风险，如奥密克戎变异株的快速传播导致全球疫情反弹、全球通胀水平和预期持续高升以及债务水平高企下金融风险敞口不断加大。此外，包括美国和中国在内的主要经济体的增长减速也将压低新兴市场和发展中经济体的外部需求。2022年和2023年发达经济体、新兴经济体和发展中经济体经济增速逐年下降，其中发达经济体的增长率预计将从2021年的5%下降到2022年的3.8%和2023年的2.3%。新兴市场和发展中经济体的增长率预计将从2021年的6.3%下降到2022年的4.6%和2023年的4.4%。

表 1：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

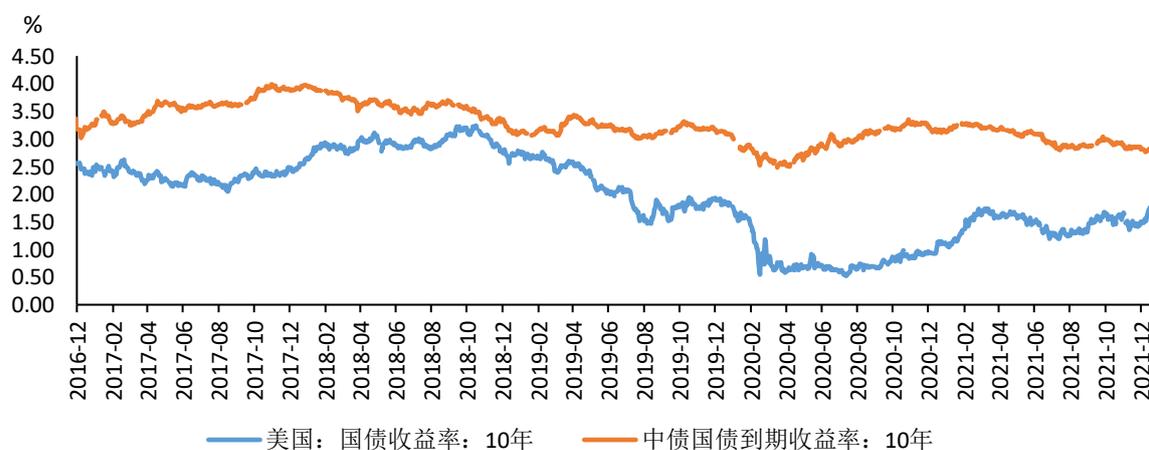
意大利	-8.9	5.8	4.9	4.2	3	0.9	4.2	4.2	3.6	3.6	0
西班牙	-10.8	5.7	6.2	6.4	5.9	-0.5	6.4	5.8	4.7	4.7	0.6
日本	-4.6	2.4	2.8	3.3	3.1	-0.4	3.2	3	2.5	2.4	0.2
英国	-9.8	6.8	7	5.3	4.5	-0.2	5	4.8	5.1	5	0.2
加拿大	-5.3	5.7	6.3	5	3.6	-0.6	4.9	4.5	4.7	4.1	0.4
其他发达经济体	-1.9	4.6	4.9	4.4	3.6	-0.3	3.7	3.6	3.4	3.1	0.1
新兴市场和发展中	-2.1	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

### （三）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

主要经济体货币政策纷纷开始转向，对我国货币政策空间产生一定扰动。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。考虑到 12 月份美联储一些会议上显示将加大缩减购债规模，并在年内加息三次，为争取政策调整的时间窗口，在坚持货币政策“以我为主”的原则下，2022 年 1 月 17 日央行将中期借贷便利（MLF）操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降 10 个基点。在 1 月 18 日的央行新闻发布会上再度释放利好信号，提出“降准空间变小但仍有一定空间”、“要把货币政策工具箱开得再大一些，保持总量稳定，避免信贷“塌方”以及“金融部门不但要迎客上门，还要主动出击”，表明我国将极稳妥应对发达经济体货币政策调整。

图 2：中美利差有所回落



数据来源：中诚信国际整理

#### (四) 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

中美关系仍存高度不确定性，多领域贸易摩擦风险仍存。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。

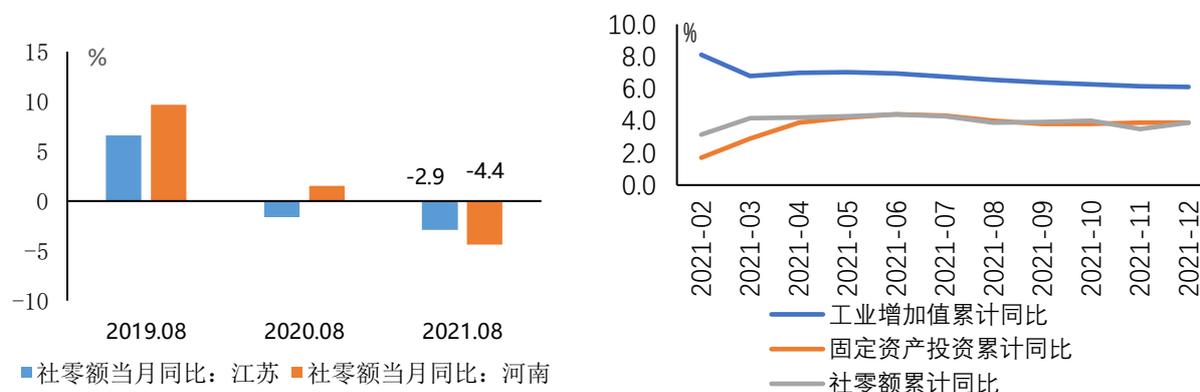
## 二、疫情反复、结构性挑战与既有风险共同影响，中国经济运行仍面临国内四大挑战

2021年以来疫情局地散发、先后在多省出现确诊病例，“动态清零”的疫情防控目标遭到被动打断，疫情成为经济修复不确定性的一大客观因素，且未来疫情仍存反复风险。此外，“碳达峰、碳中和”政策目标以及房地产调控政策趋严下地产行业在下行过程中风险的快速释放也对经济修复产生拖累，虽然此前已经对部分相关政策进行调整，但中长期结构性政策在执行过程中难以避免的会对短期经济产生一定影响。与此同时，我国债务风险持续处于高位，防范化解重大金融风险仍是我国需要面临的一大挑战，尤其是在2022年稳增长政策倾向出现的背景下，债务压力和风险或有所加大。

#### (一) 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3：8月疫情使得江苏、河南社零额大幅 图4：消费、投资增速显著低于生产且同步下



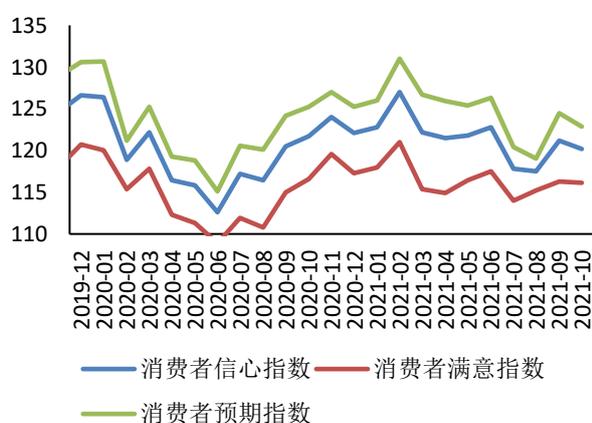
<sup>1</sup> 此处工业增加值、固定资产投资以及社零额增速均为两年复合增速

数据来源：中诚信国际整理

数据来源：中诚信国际整理

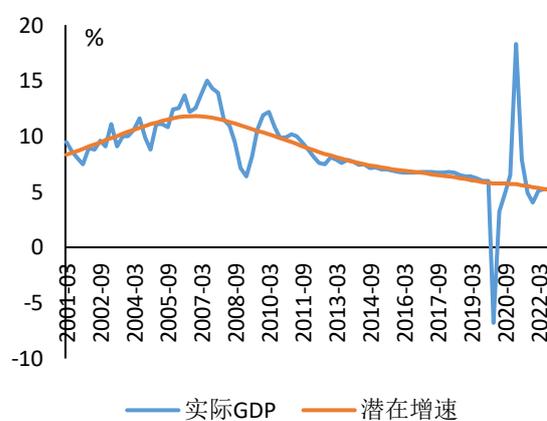
各种结构性政策的非预期性叠加或带来潜在经济增速继续下行。2021 年二季度以来的经济逐季回调难以完全用基数效应和疫情反复来解释。一是双限双控政策突击强化下的拉闸限电带来供给冲击，并强化了上游能源供给与相关原材料的价格上行，带来中下游企业利润空间被挤压。二是房地产市场调整与地方政府债务严监管使得房地产投资与基建投资受到一定下行压力，尽快监管政策有所边际调整，但需求收缩的情况并未因此得以完全扭转。三是平台经济整顿、第三次分配、资本无序扩张整顿等政策带来的“收缩性信号”带来预期走弱的压力，微观主体加大中短期投资的动力或有所不足。上述各种结构性政策的非预期性叠加效应或会持续延续至 2022 年，并或会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 5：微观主体预期总体呈现下滑态势



数据来源：中诚信国际整理

图 6：滤波方法显示潜在增速持续下行



数据来源：中诚信国际整理

## (二) 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

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\\_36534](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36534)

