



李迅雷：防范经济下行幅度过大，合理评估政策效果





一、防范经济下行幅度过大，避免内外因素对实体经济的扰动

今年总体来讲经济下行压力还是比较大的，从 12 月份的数据来看都比预期要低。无论是房地产投资，基建投资，制造业投资，还有消费，除了出口比较好之外，三驾马车中两驾都比较弱。

记得 2008 年次贷危机时，当时出口非常弱，但依靠铁公基的大幅投资，即所谓的两年 4 万亿这样一种投资刺激政策，中国很快就扭转了经济滑坡的趋势。但如今中国经济进入存量经济主导时代，增量对存量边际影响在下降，故政策的带动效应还是有点钝化。一方面，12 月份的社零总额

名义增长只有 1.7%，实际增长如果扣除两个百分点的通胀因素可能就是负数了。到今年一月份或者一季度，社零难道就能有一个突飞猛进？因此我们还要把当前面临的形势看得更加严峻一点。另一方面是对政策的有效性要给予一个客观的评估，不要高估了政策的作用。政策通常只能够改变斜率，但不能够改变趋势。现在面临的问题是，在人口老龄化加速、城市化放缓大背景下，经济潜在增速的下行。经济下行并不可怕，就怕断崖式下行，下行幅度过大，所以 2022 稳增长很重要。

目前我国经济需要防范以下几点风险：一要防止房地产断崖式下行，预期管理现在显得非常重要，在政策上重点还是要稳房价、稳地价、稳预期。二是要扩内需，尤其是保消费，消费是一个慢变量。如果海外疫情得到了有效控制，外需可能会出现一个比较大的下降，此时若内需又无法弥补的话，消费和出口这两架马车都会受到一定的影响。第三大压力是就业问题。过去两年中国的房地产和出口对经济稳增长起到了很大的作用，如果明年房地产和出口这两块都回落，不仅对 GDP 会带来影响，对就业也会带来很大的压力。所以，稳中求进这样一种总基调、大方向是没有问题的，但是在这个过程中也要避免上述这些因素对于实体经济的扰动。

还有外部环境变化带来的风险，比如目前全球通胀压力依然很大，如果疫情延续，供应链长期得不到修复，则 PPI 向 CPI 传导必然会发生，从而给我们的货币政策带来困扰。若美联储下半年采取加息乃至缩表的举措，对于我们资本市场会不会带来冲击也是要考虑到的因素。因为今年要迎接

二十大，总体要求金融体系要能够稳定。但是美国经济今年能不能承受加息的压力，这依然是具有不确定性的。尽管从历史经验来看，美联储降息和缩表都在大家的预期中，未必会对美国债券市场和股票市场带来过大影响。但历史不会简单重复，即便它对于美国资本市场和金融市场影响不大，对其他新兴市场可能也会带来一定的影响，这也是我们今年应该要防范的一些风险。

二、合理评估政策效果，财政政策应聚焦民生

首先，我认为不要高估政策效果，政策是有很多约束条件的。比如像积极的财政政策受到地方政府杠杆率偏高的影响，宽信用政策又受到了有效需求不足的约束，国内扩内需政策既遇到了民间投资意愿不足的约束，又受到居民收入增速放缓的约束。过去的政策约束没有现在这么多，因为过去我国的杠杆率的水平比较低，社会总需求比较大，所以，回过头来再看 2009 年的 4 万亿投资，政府只要稍稍投入一点，民间资本就蜂拥而入，这对于拉动基建和房地产都非常容易。再就是过去在高增长时代，增量经济特征非常明显，现在步入人口老龄化，基础设施建设在前期已经有比较大的投入，所以一项政策出台后的投入产出比通常都在减少。从今天 A 股市场表现来看，显然也没有比预期要好。在昨天晚上央行副行长谈到了货币政策的工具箱的工具要多用，讲到了货币政策要精准和前置，进一步明确货币政策要走在市场曲线前面的提法，也没有引发资本市场的更强的反响，这其实也反映出大家对政策效应的预期不高。

第二，美联储加息对我们的降息还是起到了一定的约束条件。美国这次通胀不是暂时的，而且持续了这么长时间，通胀居高不下的原因主要是财政政策，而不是货币政策，因为货币政策最得益者是高收入阶层，只有积极的财政政策，通过大量举债，给老百姓发放补贴，才是导致美国通胀居高不下的一个重要原因。由此想到，我国货币政策的作用可能还是有限，那就需要有更加积极的财政政策。当然财政政策也受到了提质增效的约束，在这种约束下，我的建议是更加把积极的财政政策更多用于民生上，用于扩大内需、刺激消费方面。数据证明，在我国发消费券可行，对拉动消费起到乘数效应。虽然这会增加政府部门的杠杆率水平，增加债务，但中国目前政府部门的杠杆率水平和日本、美国相比还是非常低的。固然财政政策要提质增效，但是这主要指在投资方面，投在民生领域应该不受这样的约束。

最后，单单靠刺激政策不足以让中国经济转型，让中国经济高质量增长。因为到了存量经济主导时代，此消彼长和优胜劣汰成为主要特征。如过去数码相机出现替代了传统的胶卷相机，于是胶卷和传统相机生产企业不行了，之后到了智能手机时代，手机的拍摄功能越来越强，逐渐替

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_36467

