



陆挺：宽松刺激政策发挥作用的前提



文/意见领袖专栏作家 陆挺



我国经济增速从去年夏天开始进入下行通道，最近由于疫情复发，形势尤为严峻。在目前这个时点上，不要低估经济下行的压力，不能高估传统宽松刺激政策的空间和效率。更好地执行精准防疫政策，努力用最小的代价实现最大的防控效果，是所有宽松刺激政策能否发挥稳增长作用的关键前提。

一、不能低估本轮疫情对经济的冲击

当前经济下行压力显著加大，很多指标的下行幅度已经接近新冠暴发初期的 2020 年一季度。年初的时候我写过一篇文章，建言今年的 GDP 增长目标需要保守一些，最好设在“5.0%左右”。当时我重点提到了三个会

妨碍今年维持较高增速的阻力：一是疫情反复暴发的可能性很高，二是房地产行业的持续恶化，三是出口增速下行。对 2022 年的 GDP 增速我也给出了一个 4.3% 的谨慎预测。现在看来，疫情对整个中国经济的影响已经超出了市场和我本人的预期，在某些方面，疫情对目前经济的冲击甚至不亚于 2020 年春季疫情暴发初期，原因如下。

首先，从疫情本身来讲，相对于 2020 年的暴发初期，目前流行的奥密克戎病毒变种具有高传播性和低致死率的特点。疫情初期病毒的传染率较低，致死率较高，我们人类对这个病毒的认知程度有限，因此以封城为主要标志的清零政策是最有效最合理的选择。但在当下，面对高传播性的新病毒变种，在疫苗研发接种和治疗手段已经取得重大突破的背景下，我们执行过往的动态清零政策的成本越来越高，效率越来越低。现在世界上绝大部分国家都已经大幅度的调整其抗疫策略，加速走向开放，不以清零为目标。在这种情况下，我们清零的难度也会更大，成本也更高。

第二，从时间上来讲，新冠疫情初次暴发时点是在 2020 年的一季度，因为是冬季，又在春节前后，一季度 GDP 在全年中的占比是较低的。而今年疫情在大陆暴发是在 3 月初，我们讲一年之计在于春，经济也是一样，3 月份和二季度是每年经济开局最关键的几个月。今年疫情暴发的时点对全年经济的影响特别大，甚至有些地方的春耕可能也会受些影响。

第三，从地理位置来讲，今年这波疫情从香港开始暴发，之后冲击我国东北和珠三角，接着在长三角尤其是上海急速恶化。长三角是我国的经

济、金融和物流航运中心，是中国经济的精华所在。从产业角度来讲，长三角包括汽车电子等高端产业密集，这些产业的特征是供应链条长，分工复杂，一旦某些节点的生产物流方面出现问题，牵一发而动全身，整个产业链都会被波及，直接冲击出口，甚至对全球供应链都有不小的影响。

第四，今年进入抗疫第三年，不少家庭和企业的储蓄和积累被不断消耗，抗冲击能力减弱，新一轮疫情之下，失业和隐性失业率可能会加速上升，从而导致居民消费意愿下降，尤其是在耐用品方面。居民在房地产等方面的投资能力和投资意愿也可能会加速下降。

第五，现在民众针对疫情的不确定性预期可能已经超过 2020 年一季度。新冠疫情在 2020 年初刚暴发时，民众普遍预期新冠会像 2003 年 SARS 一样在夏天就会结束，最迟不会超过当年秋天。虽然后来疫情在全球蔓延并持续到今日，但 2020 年五月以后，我国防疫非常成功，生产完全恢复，出口暴增，房地产等行业也很快复苏，预期大幅改善。但如今情况就很不一样了，大家普遍觉得疫情结束有点遥遥无期，防疫政策也没有实质性调整的迹象。因为不确定性预期的加强，居民会减少耐用品消费和房地产投资，企业尤其是民企可能会暂缓其在服务业和制造业方面的投资。另外，面对层层加码的封控和入境方面的各种限制，今年我们也很有可能面临 FDI 下降的局面。

第六，从政府的角度来讲，进入抗疫第三年，很多基层官员为抗疫殚精竭虑，大量的财政资金也被用在抗疫上，因此无论在时间精力还是资金

方面，挤占了本来可以用在招商引资、产业园区建设以及基础设施投资方面的资源。市场上大家对今年基建拉动经济给予很高的期望，但在受疫情影响的地方，由于物流受阻和工人短缺的问题，基建工程也会受到一些影响。

最后一点，就是疫情对房地产和出口会造成额外的下行压力。房地产板块本来就在大幅下行，但疫情复发导致多个城市处于某种程度的封控状态，对房地产行业而言可谓是雪上加霜。目前新房销售相对于去年同期就是处于一个被腰斩的状态，国内三十个城市新房销售面积二月份同比下降27%，三月份下行到-47%，四月前两周更是恶化到-54%。

出口方面，2020和2021年大部分时间内，境外大多数地方深陷疫情之中，生产停滞，大量财政货币刺激又催生庞大需求，因此我国向全球尤其是发达经济体出口了大量与防疫和居家相关的物品。不过今年情况就有了很大的变化，大多数国家的防疫政策都在走向一定程度的共存，生产都在恢复之中，货币和财政政策都在收紧，而其居民的需求正在转向之前被压抑的服务业，因此我国今年的出口增速本来就面临很大的下行压力。而目前我国的这波疫情和层层加码的地方防疫措施又导致不少企业被迫停工停产，物流受阻。以我国整车货运流量指数为例，其同比增速从一二月份的6.9%先是下降到三月份的-2.6%，然后暴跌至四月前18天的-27.2%。长三角地带和东部沿海的物流受疫情的影响尤其严重，如上海、江苏和福建的整车货运流量指数过去两周分别同比下降了80%、41%和40%。令人

担忧的是，目前这些生产和物流方面的问题，反过来又会促使海外进口商将订单转移至东南亚等国家。

综合来看，当前经济下行的压力非常大，已经接近新冠暴发初期。今年我国要达到 5.5%左右的 GDP 增速目标的难度极高，二季度 GDP 增速跟一季度的 4.8%相比，会显著下一个台阶。现在一些国际机构和市场机构都在下调他们对中国今年全年 GDP 增速的预测，如 IMF 已经将其预测从 4.8%下调到 4.4%。相信未来几周内，还会有更多机构做这样的下调。

二、不能高估传统宽松刺激政策的空间及效果

传统的财政、货币及信贷方面的宽松刺激政策空间已经很小，疫情暴发的背景下，这些政策的效果也不会很理想，用专业术语来讲，就是传导机制失灵了。

货币政策方面，经过过去八年的多次降准，我国商业银行平均的准备金率在刚刚公布的 25 基点降完之后，就只有 8.1%了，而且很多中小银行的准备金率已经接近或降至金融监管所要求的 5%的底线。降息空间也非常小了。一方面中美利差已经出现某种程度的倒挂，二三月份境外投资者已经从我国债市撤出 1600 多亿人民币的资金，人民币已经面临一定程度的贬值压力。另一方面，现在 CPI 通胀有上升的趋势，而存款基准利率从 2015 底以来就一直处于历史低位，因此降低基准存款利率的空间很小。这个时候如果央行只是降低贷款基准利率 LPR，就会缩窄银行的利差，影响其利润率，而过去两年很多银行因为房地产业的萎缩和疫情的多次复发，也积

累了不小的坏账，需要一定水平的利润率去化解这些坏账。因此较大幅度的降息可能并不利于金融系统的稳定。

以往需要刺激经济时，一个不二法门是拉动房地产和基建投资。今年大家把达成 5.5% 左右经济增长目标的希望主要寄托在基建投资之上，各级政府也出台了较多相关政策。前几天人民银行颁布的一个通知里要求“按照市场化原则保证融资平台公司合理的融资需求”以及“要合理购买地方政府债券，支持地方政府适度超前开展基础设施投资”。房地产方面，过去几个月不少地方出台了一系列拉动居民购房的措施。这些政策要是放到往年，应该是有些效果的，但在今年收效甚微，原因有两点。

一是如前面讲过的，因为疫情以及防控方面的层层加码，居民面对的不确定性较高，购房意愿低，购房能力也在下降，因此抵消了一些地方政府和银行在放松限购限售、降低首付比例和按揭贷款利率方面的努力。对房企来讲，如果新房销售上不去，他们也不大可能大规模去买地，这样也会限制地方政府的卖地收入。我国 90% 以上的基建由地方政府投资，而由于房地产行业的急剧萎缩，地方政府今年的土地财政收入可能要减少三成

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_41024

