



► 固定資產投資增速是中國經濟由降轉穩的先決條件。



透析中國財政支出實力



財經點評 張瑜
華創證券
首席宏觀分析師

今年中國基建不缺財政的錢，要看錢能否花得好，需要動態跟蹤項目和配套資金。

一個詞形容2021年財政，是休養生息：全年財政收入增長10.7%，超收近5000億元（人民幣，下同），而財政支出僅增長0.3%，預算完成度為近年最低。穩增長目標下，今年財政該花多少，該怎麼花？我們回答四個問題：

一、今年財政該花多少，錢從哪來？不再拖累經濟，2.5萬億元剩錢是關鍵。

首先，2021年財政有多「佛系」？罕見地拖累了經濟增長速度。2021年廣義財政支出同比僅-1%，明顯低於名義GDP同比12.8%，主因是經濟增長訴求較低。

對應的，2022年財政花多少算正常？要助力穩增長，至少不能再是經濟的拖累：廣義財政支出增速宜對應約8%的名義GDP增速；考慮到更大力度減稅降費將擠出部分支出，支出增速至少應達約7%。

要多花的錢從哪來？2021年約2.5萬億元「剩錢」可提供這部分增量，也是理解今年財政總量力度和發力「適當靠前」的關鍵。

「剩錢」可分為兩部分：一是約1.1萬億元一般公共預算的收入超收和支出結餘。二是約1.5萬億元專項債結轉，將和提前下達的1.46萬億元專項債疊加形成「開門紅」，2022年首季或成疫情以來財政力度最強一季。

廣義支出至少增長7%

二、去年低在哪，今年怎麼變？4.5萬億元專項債對沖賣地，公共財政需發力。

2021年財政低在哪？找到低點並預判其變化，可能就找到了2022年財政花錢的增量點。我們將36萬億元廣義財政支出分解為四大部分，發現2021年主要在專項債借力和基建類支出持續拖累，民生類支出拉動降幅也較大。

對應的，我們認為，今年廣義財政

支出增速要完成7%的目標，隱含兩個條件：一是專項債從借力到發力，支出增量要能對沖賣地相關支出下滑，預計政府性基金支出整體增長速度約9%。二是公共財政要發力，支出增速應當嘗試緊貼收入增速，至少做到同比6%；基建類支出要反彈，民生類支出也要保持強度。

擴政府投資 增公共消費

三、今年該花在哪？基建、科技環保反彈空間大，民生兼顧強度可持續。

從廣義財政發力的兩個隱含條件出發，我們進一步判斷今年財政該花向哪：首先，專項債對沖賣地相關支出後，預計還有6000億元基建資金增量，今年財政投入基建並不缺錢。其次，公共財政支出發力，無非是擴大政府有效投資和合理增加公共消費兩個方向。對於前者，基建支出佔廣義財政支出約20%，近年增量主要來自專項債，基建類支出已連續兩年負增長、有提振空間；對於後者，科學技術、教育等十項財政支出和政府消費，以及GDP中佔比約16%的其他服務業的規模、增速相仿，財政增支用於增加政府消費，再拉動其他服務業GDP。

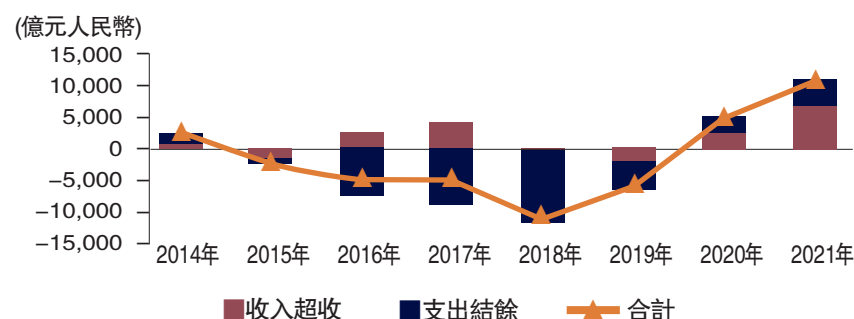
具體而言，公共財政發力擴大政府有效投資，主要對應「適度超前開展基礎設施」背景下的三項基建類支出反彈；合理增加公共消費則主要對應「大力優化支出結構」和「高質量發展」背景下的科學技術和節能環保支出反彈，以及教育、社保就業、衛生健康等公共服務支出保持強度。

四、對應多少基建增速？今年基建不缺財政的錢，要看錢能否花得好。

市場關注財政發力對應多少基建增速，我們認為兩者不能簡單對應：今年基建不缺財政的錢，要看錢能否花得好，需動態跟蹤項目和配套資金。目前來看，各地項目規模大、上馬快，債務監管暫未更嚴，兩者和充裕的預算資金共同指向基建上行。

去年12月財政「降速衝線」，留力今年。收入端，超收明顯，為今年創造資源和空間；支出端，沒有突擊花錢，全年增速創40年新低，留力今年；廣義財政方面，賣地翹尾，年末財政基調是「攢壓歲錢」，而非提前發力。

2021年一般公共預算超收結餘逾萬億



私樓供應缺口仍然很大



樓市智庫 陳永傑
中原亞太區副主席兼
住宅部總裁

香港政府提出新界北部都會區發展大計，但屬長遠計劃，短期本港私樓供應依然未能應付需求，數年之內仍然吃緊。居住是即時問題，有能力置業解決自己的住宿，是迫在眉睫的事情，不宜等待。

北部都會區發展及明日大嶼都是長遠大項目，卻要很長時間才能為市民提供居所，很可能是二三十年之後的事情。市民的居住問題迫在眉睫，如果住宅供應未能滿足需求，樓價及租金只會繼續高位徘徊，業主及租客需要付出較高的樓價及租金「溢價」，才能在競爭激烈的市場物色到合適的居所。

運輸及房屋局局長陳帆公布的新一



▲發展商開盤定價維持競爭力，吸引分家庭上車客及長線投資者入市。

份《長遠房屋策略》報告，未來10年總房屋供應目標維持約43萬伙，公私營房屋比例亦維持七比三。筆者預計，公私營房屋供應繼續緊張，私樓樓價維持穩中求勝格局。

報告中提到重建石籬中轉屋、房委會4個工廠大廈、西環邨和馬頭邨，預計可提供約1.4萬個單位。未來3至4年，一手私人住宅供應量預計為9.4萬伙，較去年數字稍為增加2000伙。

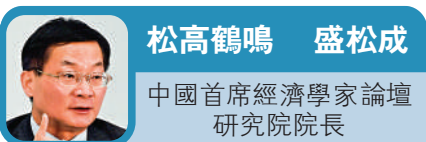
香港股市早前牛皮偏淡，但未有影響市民購買私樓，近月各大發展商開盤反應均見理想。由此可見，本港買家實力雄厚，只是平時深藏不露，等待機會候低吸納。

買家候低吸平貨

2021年12月新盤成交不俗，全月共錄1494宗，全年料達17470宗。二手私人住宅方面，去年成交共51949伙，較2020年的41353宗，上升25.6%。現時Omicron全球肆虐，港府又收緊防疫措施，如果業主願意較市價折讓3%至5%求售，準買家財力所及，正是趁低吸納良機。

筆者預計，發展商開盤定價維持競爭力，有助推高樓市氣氛，可吸引分家庭上車客及長線投資者入市。發展商大力推盤，市場承接力仍然不弱，後市平穩。現在政府積極造地建屋，但只是追落後而已，市場需求遠遠比供應量大，因為過往每年住宅供應量未能滿足市場需求，缺口依然很大。

加大逆周期調節穩定經濟



松高鶴鳴 盛松成
中國首席經濟學家論壇
研究院院長

今年1月17日，人民銀行超量續做中期借貸便利（MLF），同時開展逆回購操作（OMO），兩者利率都下降10基點。1年期MLF利率由2.95厘降至2.85厘，7天OMO利率由2.2厘降至2.1厘。利率下調表明貨幣政策逆周期調控力度加強，這也是落實中央經濟工作會議精神、穩定經濟增長的實際舉措。隔夜、7天和1個月短期借貸便利（SLF）利率也下調10基點。1月20日，1年期、5年期LPR分別調低10基點和5基點。

在2021年金融統計數據新聞發布會上，人民銀行明確將「保持企業綜合融資成本穩中有降」作為2022年的重點工作之一，並強調2022年貨幣政策要「加大逆周期調節力度，發揮好貨幣政策工具的總量和結構雙重功能，更加主動有為，更加積極進取，注重靠前發力，引導金融機構加大對實體經濟特別是小微企業、科技創新、綠色發展的支持力度，穩定宏觀經濟大盤，為推動經濟高質量發展營造適宜的貨幣金融環境。」

目前加大逆周期調控力度是正確的，這有利縮短經濟企穩回升的時間，改善市場預期、提振市場信心、促進民間投資、提高就業水平。

內需數據較弱 製造業平穩

受到國際及國內多重因素影響，中國經濟出現下行壓力，並從2021年下半年顯現。從內需看，主要經濟指標處於歷史低位。2021年全年，社會消費品零售總額增長12.5%，以2019年為基期，兩年平均上升3.9%；至於2021年12月社會消費品零售總額按年增速僅1.7%。12月，服務業生產指數按年增速為3%，較11月下降0.1個百分點，已連續3個月下行。2021年1至12月，固定資產投資比2020年增長4.9%，兩年平均增長3.9%，增速與1至11月持平。考慮到國內外新冠疫情，尤其是中國經濟政策未來的方向，筆者認為中國經濟已運行在底部區間。

從外需看，海外疫情持續，中國出口仍保持較大韌性，工業生產和製造業投資較為平穩。2021年淨出口對GDP貢獻率高達20.9%，遠超過去20年來的平均水平。這與中國疫情有效防控、經濟恢復較早，並擁有完整的產業鏈供應鏈、外貿企業對全球市場變化適應能力較強等因素有關。預計2022年上半年淨出口仍能對經濟增長保持較大貢獻。一是產業鏈供應鏈齊全的優勢將繼續支撐今年對外貿易；二是近兩年人民幣已有較大幅度升值，而隨着美國聯儲局開啟緊縮政策，人民幣可能面臨一定程度的貶值壓力，這有利於中國出口；三是國務院常務會議提出「加強對進出口的政策支持」、「進一步鼓勵跨境電商等外貿新業態發展」，國務院辦公廳也發布《做好跨周期調節進一步穩外貿的意見》，這些政策措施都將推動外貿穩定發展。

從2008年國際金融危機至疫情發生前，中國宏觀經濟曾有4次低谷期，分別起始於2008年年中、2011年年末、2014年年末、2018年年中，每次間隔2.5至3.5年。針對每一次的經濟低

谷，中國均運用貨幣、財政等政策工具予以逆周期調節，並實現宏觀經濟的企穩回升。逆周期宏觀調控政策影響各項經濟指標的時滯長短不一。

據統計數據和以往的觀察，以人民銀行開始降息、降準為貨幣政策寬鬆的起點，經過3至5個月，廣義貨幣（M2）、社會融資規模等金融數據會率先企穩回升，工業增加值、消費、固定資產投資等經濟數據的企穩則是在政策放寬之後的3至8個月出現，而居民消費價格指數（CPI）、工業生產者出廠價格（PPI）等物價數據的見底回升則在政策放寬之後的10至11個月出現。

固定資產投資增速成關鍵

無論政策時滯長短，固定資產投資增速的回升，往往是經濟由降轉穩的先決條件。此外，消費回暖亦是判斷經濟實質性復甦的重要指標，2014年以來，消費支出對GDP增長的貢獻率持續超過資本形成總額，說明消費對促進經濟增長的作用。

從投資看，早在2021年8月，地方政府專項債已加速發行，2022年基建投資有望率先帶動投資企穩；房地產融資的邊際放鬆則是從2021年10月就有所表現，合理的融資需求正在得到滿足，房地產投資的下行趨勢也有望得到遏制。從消費看，前不久召開的中央經濟工作會議重提「六穩」、「六保」，特別是保就業、保民生、保市場主體，相關配套政策的落實將緩解新冠疫情對市場主體生存和居民收入產生的負面影響，並通過收入效應進一步促進消費增長。

值得一提的是，面對經濟下行壓力，中國政策方向的調整是比較及時的，這是經濟企穩的決定性因素。這次中央經濟工作會議將「以經濟建設為中心」作為黨的基本路線的要求，並指出「各地區各部門要擔負起穩定宏觀經濟的責任，各方面要積極推出有利經濟穩定的政策，政策發力適當靠前」。會議還特別提出「要正確認識和把握碳达峰碳中和」、「實現碳達峰碳中和是推動高質量發展的內在要求，要堅定不移推進，但不可畢其功於一役」。預計「十四五」期間「能耗雙控」對供給端的約束將向着更加科學、可持續的方向調整。總體來看，儘管2022年第一季經濟走出底部區間並不容易，但隨着各項穩定經濟政策的有效落實，市場預期將得到改善，經濟企穩可期。

無論是根據以往經驗還是從目前經濟面臨的內外部環境看，我們需要採取各項舉措縮短經濟企穩回升時間，加快經濟復甦。

第一，縮短經濟企穩回升的時間是改善市場預期、提振市場信心、促進民間投資、提高就業水平的需要。2021年以來，民間固定資產投資和製造業投資增速出現了一定分化，民間投資的下降速度明顯快於製造業投資，而過去大多數時間民間投資增速都是高於製造業投資增速的。2021年來的就業形勢也較嚴峻，預計2022年大學畢業生1076萬人，增量167萬人，遠超2021年35萬人的增量。大學生就業主要集中在春夏之交，所以縮短經濟企穩回升的時間、早日實現經濟企穩十分重要。

第二，縮短中國經濟企穩回升的時間，將縮小與美國經濟復甦之間的時間差，拉近中國與美國經濟周期所

處階段，進而減少美國聯儲局收緊貨幣政策尤其是加息對中國經濟穩定和政策實施產生的影響，如匯率承壓、資本外流等。根據聯儲局議息會議紀錄，由於美國目前經濟熱、物價高，3月份TAPER（縮減買債）結束後很可能開始加息，隨後開始新一輪縮表，且此次縮表的節奏、力度可能比上一輪更快、更強。

中國具備加快實施較為寬鬆的宏觀政策以促進經濟企穩回升的條件。首先，財政政策加大逆周期調控力度的空間較大。據測算，2020年和2021年合計共逾5萬億元（人民幣，下同）資金預留到以後年份使用。近期財政部已向各地提前下達2022年新增專項債務限額1.46萬億元。這將發揮積極財政政策的重要作用，有效助力穩投資、穩增長。其次，物價將不會是制約宏觀政策寬鬆的主要因素。2021年12月，中國CPI、PPI按年增速分別為1.5%和10.3%，分別比上個月下降0.8個和2.6個百分點。2021年全年CPI累計按年增速僅為0.9%，是近年來的低點。

基建投資應率先發力。加大基建力度要壓實地方政府的責任。從歷史數據看，基建投資與房地產投資的佔比相當。目前房地產投資維持緊平衡，消費和服務業復甦需時，外貿預期轉弱。因此短期內，基建投資仍是穩經濟的主要手段。基建投資應配合經濟轉型發展的大方向，如5G基站、工業互聯網、人工智慧和數據中心、新能源汽車充電樁等。新基建目前增速較快，但佔比仍較小，需要與傳統基建結合，這有助更好地穩住經濟基本盤。2022年1月10日的國務院常務會議部署加快推進「十四五」規劃綱要102項重大工程專案和專項規劃重點專案，指出要按照「資金跟着專案走」的要求，盡快將2021年第四季發行的1.2萬億元地方政府專項債券資金落實到具體專案，這將進一步加大基建投資的力度。

堅持「房住不炒」的同時，需注意防範系統性風險、滿足合理的融資需求，保持房地產平穩發展，穩住房地產市場基本盤。房地產還是居民重要的「財富倉庫」。由於財富效應也是影響消費的一個因素，避免房地產市場的大起大落有助於穩消費。

此外，消費復甦和服務業恢復需要居民收入的提升，而收入提升的根本還在於經濟保持一定增速，為此應繼續做好「六穩」、「六保」工作。在這一過程中，財政政策要適度發力，與微觀政策相配合，持續激發市場主體的活力。這是從國情出發的現實需要。西方國家通過大量發放補貼來促消費的做法只能產生短期效應，中國的宏觀政策則注重長短結合，更加強調通過促進就業、增加收入來帶動內需。

政策空間充裕 工具豐富

總而言之，目前中國仍有較為充分的政策空間和豐富的政策工具應對經濟下行壓力，縮短經濟企穩回升的時間。2022年，積極的財政政策應加快落實，穩健的貨幣政策要靈活適度，保持流動性合理充裕。財政政策和貨幣政策要有效配合。不能簡單通過長期改革的措施應對短期的經濟下行壓力，因為如果沒有短期的經濟穩定和發展，長期的結構性改革也將無從談起。