

2022 展望

財政和貨幣政策怎麼走？

中央經濟工作會議

早前召開的中央經濟工作會議分析了當前經濟形勢，部署2022年經濟工作。2022年中國經濟編者按：如何在抵禦下行壓力中穩步發展，保民生、保市場？本報將陸續推出專版，對明年中國宏觀經濟政策、民生和就業、股市樓市走勢、科技與能源發展等方面作出分析與展望。

專家籲赤字率勿急於下調 貨幣政策穩中偏鬆

穩字當頭 首要保持經濟增速

2021年中央經濟工作會議釋放強烈的穩增長信號，首次提出「經濟發展面臨需求收縮、供給衝擊、預期轉弱三重壓力」的判斷。會議重提「以經濟建設為中心」，要求2022年經濟工作要「穩字當頭、穩中求進」，着力穩定宏觀經濟大盤、各地區各部門要擔負起穩定宏觀經濟的責任。內地專家表示，今年四季度經濟增速可能跌破「4」，明年上半年下行壓力更大，當前「穩」最主要是把經濟增速穩住，建議明年赤字率不要急於下調，貨幣政策穩中偏鬆。

在疫後反覆下，明年消費或難以完全恢復。資料圖片

記者海巖 北京報道

中小微企業普遍仍見困難。資料圖片



「『穩』最主要是把經濟增速穩住，不要再持續下行。」國務院發展研究中心原副主任王鳴對香港文匯報表示，中國三季度經濟增長4.9%，四季度可能跌破4%。由於今年一、二、三、四、五、六、七、八、九、十、十一、十二月經濟增速達到18.3%的歷史高點，明年一、二、三、四、五、六、七、八、九、十、十一、十二月基數非常高，增速下行壓力很大。

內需恢復不充分添壓力

對於中央判斷的「三重壓力」，王鳴分析指，首先是內需恢復不充分。消費方面，低收入群體收入放緩，服務消費在疫後反覆下可能明年也難以完全恢復；出口帶動製造業投資較為強勁，但難以彌補房地產投資和基建投資的回落；外貿高增長的勢頭也在減弱。

「其次是大量民營企業生產經營困難加劇，兩頭擠壓，一頭是大宗商品價格、勞動力、能耗雙控等加劇成本壓力；另一頭是消費持續低迷帶來的市場擠壓。」與此同時，房地產領域風險和壓力加大，一線城市房價漲幅明顯收窄，其他中小城市大幅回落，可能引發投資及金融等關聯風險。

專家預期明年貨幣政策穩中偏鬆。資料圖片

供應鍊瓶頸短期難以緩解。資料圖片

金融風險釋放的壓力也在增大。中央下決心清理和縮減地方隱性負債，但有些地方財政收支尚未明顯改善；一些中小金融機構、地方性銀行的存單資產風險也在開始暴露，企業債券違約增多，信用違約風險可能繼續上揚。

供應鍊瓶頸短期難緩解

而從全球看，「疫情後的短暫反彈只是全球經濟長期下行過程的插曲，人口老齡化、全球化減速等問題並沒有找到有效解決方案。」王鳴指出，全球供應鍊瓶頸短期難以緩解，缺芯或要延續到明年下半年，缺糧近期有所緩和，但價格是疫情前數倍。美聯儲縮表進程加速對包括中國在內的新興經濟體或帶來巨大影響。

在此背景下中央釋放明確的穩增長信號。對於2022年中國經濟增長目標，目前市場機構的預期多集中在5.2%-5.5%，建議政府將GDP目標定在5%以上，或者5%-5.5%、5.5%左右，也有部分機構認為保5%並不容易。

中國社科院《經濟藍皮書》建議將2022年經濟增速預期目標設定為5%以上。理由是2022年中國潛在經濟增長率約5.5%，但受疫後反覆、大宗商品價格上漲等影響，實際或略低於潛在增長率，目標設定為5%以上，留有一定餘地較為穩妥，也利於各方面集中精力推動改革創新，推動高質量發展。

料增強人民幣匯率彈性

中央經濟工作會議強調明年宏觀政策要「穩健有效」，加大財政支出強度。王鳴認為，在當前需求收縮的背景下，且今年明年財政增收超出預期，形成了一部分穩定調節基金，財政擴張還有餘地，明年赤字率不要急於下調，同時強化對中小企業、個體工商戶及製造業風險化解等方面的支持，加大對地方轉移支付力度。目前已提前下撥明年1.46萬億元人民幣地方專項債，爭取明年年初形成實際工作量，也是為穩住明年年初的投資，但與此同時也面臨地方很難找到項目和配套資金的矛盾。

至於貨幣政策，王鳴認為明年要穩健偏鬆，要用好多種貨幣政策工具包括直達實體經濟的工作，引導金融機構加大對小微企業科技創新綠色發展的支持。但在市場預期弱化的情況下，融資需求下降，貨幣政策在擴大需求方面作用有限。另外，人民幣已升值相當幅度，如何保持人民幣匯率基本穩定是貨幣當局需要考慮的因素之一，總的方向還是要增強人民幣匯率彈性，不輕易干預人民幣匯率而是讓市場機制發揮更好作用。

昨天人行召開的2022年工作會議指出，穩健的貨幣政策要靈活適度，增強信貸總量增長的穩定性，加大對實體經濟的支持力度；增強人民幣匯率彈性，保持人民幣匯率在合理均衡水平上的基本穩定。

增財政支出 延稅收減免

積極的財政政策在中國歷次穩增長中都扮演重要角色。與2020年底中央所提「保持適度支出強度」相比，今年中央經濟工作會議提出「要保證財政支出強度，加快支出進度」，財政政策更積極。

2021年疫後之年實行積極財政政策，赤字率按3.2%安排，新增專項債券限額為3.65萬億元（人民幣，下同）。但因內需疲弱，地方缺少符合要求的項目及配套建設資金，加之中央堅決遏制新增地方政府隱性債務，今年的地方專項債發行滯後，較大比例在下半年發行，結轉到2022年使用已成定局。中金公司測算，2021年一般預算的超收與政府性基金的緩支，或使得超過1.8萬億元資金可結轉至2022年使用。

目前市場對2022年中央赤字率預期多在3%以上，不會高於2021年，對列入政府性基金預算但不計入赤字的新增地方專項債限額預期在3萬至3.75萬億元不等。另外，會議提出明年要實施新的減稅

降費政策。今年初確定減稅降費規模在7,000億元左右，但實際執行超預期，前三季度全國減稅降費規模已達9,101億元，隨着經濟下行壓力顯現，四季度又出台製造業中小微企業緩稅措施，預計規模在2,000億元左右，全年減稅降費規模將超過1萬億元。中金公司預計，緩稅及一些2021年底到期的減稅降費政策有望延續，2022年新增減稅降費規模或達1.5萬億元

減免中小企業增值稅

「在需求收縮背景下，應進一步加大財政支出強度，加快支出進度。特別是在今年財政增收形勢較好的情況下，不宜急於縮小財政赤字率」。王鳴並稱，要優化財政支出結構，實行新的減稅降費政策，今年年底到期減稅政策可視情況適當延期，強化對中小微企、個體工商戶、製造業等的支持力度。

野村證券中國首席經濟學家陸挺建議2022年赤字率設為3.2%，地方政府專項

債券新增限額將小幅增加至3.75萬億元，與2020年持平。該預測在市場上偏高。陸挺認為主要是因為房地產持續下行，2022年地方政府土地出讓收入可能面臨近年來最大的下滑，需要專項債來彌補。同時，專項債使用範圍或會擴大，監管或有一定放鬆，在保障房及配套基礎設施建設上加大力度。

國稅總局原副局長許善達則認為，當前擴大財政支出和減稅降費都面臨很大困難，需重新思考財稅制度及動用存量國民財富應對經濟下行。比如，歷史遺留的數萬億規模的存量增值稅留抵稅，已是企業經營裏的包袱，倘以發債等方式退還這部分資金給企業，將大降低企業資產負債率、財務成本，提高競爭力；另外，中小企業只要創造就業並為職工足額繳納社保，政府是否可以對其減免相關增值稅？因為中央的增值稅大部分是用於補充社保資金。而減免中小企業增值稅，不僅有助於增加就業，還會提振企業預期。

專家觀點

國務院發展研究中心原副主任王鳴：

明年財政擴張還有餘地，赤字率不要急於下調；同時強化對中小企業、個體工商戶及製造業風險化解等方面的支持，加大對地方轉移支付力度。



如是金融研究院院長管清友：

今年下半年可能是實施降息的更好時間窗口。但明年上半年也就是美聯儲真正加息之前，仍是中國貨幣政策寬鬆的好時機。



國稅總局原副局長許善達：

應創新使用財政擴張政策才能應對經濟下行壓力，如加快處理存量增值稅留抵稅，給創造就業的中小企業減免增值稅等。



中銀證券全球首席經濟學家管濤：

明年出口有不確定性，如果增速有較大回落，不排除屆時市場以人民幣匯率高估為由看空做空人民幣。



好淡博弈 人民幣走勢難預料

今年美元強勢，但人民幣兌美元及大部分非美元貨幣都升值，前11個月人民幣兌美元升值2.3%。尤其是下半年以來，人民幣匯率在美元走強的情況下仍強勢升值，對一籃子貨幣也持續走高，CFETS人民幣匯率指數已接近回到2015年11月剛推出時的水平。

目前升勢受貿易需求驅動

在美元升值境內人民幣匯率不跌反漲，中銀證券全球首席經濟學家管濤對此指出，這反映了市場供求驅動。一個很重要的原因是今年出口繼續高增長，貿易順差不斷擴大，支持了境內的結售匯順差。年底的企業結匯潮亦進一步推升人民幣匯率。「現在銀行代客結售匯中，貨物貿易的結售匯佔比達到73%，有四分之三的客盤交易都是和貿易有關的，貿易順差自然而然主導了人民幣匯率走勢，這反映了外匯市場缺乏深度和廣度。」

巨大的貿易順差導致企業及銀行積攢了較多外匯頭寸和外匯存款。野村證券中國區首席經濟學家陸挺注意到，2020年初以來中國商業銀行外匯資產約增加6,084億美元，有巨額外匯堆積在商業銀行的資產端，給人民幣帶來了較大升值壓力。

談及明年匯率形勢，管濤認為，如果貿易順差擴

大，肯定對人民幣匯率是一個支持。但如果在通脹上行、貨幣緊縮預期下，美元繼續走強，又是對人民幣匯率的一個拖累。「一股利好的力量，一股利淡的力量，到底哪股力量佔上風，很難提前做精準的預判。」

冀增加外匯市場深度廣度

另外他認為，明年中國能否繼續享受出口紅利，關鍵取決於全球疫情的控制和經濟重啟，面臨較多的內外不確定、不穩定因素。「如果明年出現出口增速較大回落，不排除屆時市場可能會以2020年6月開始的這波人民幣升值導致匯率高估為由，重新轉向看空、做空人民幣。」

管濤說，增加外匯市場深度廣度和流動性是穩匯率的關鍵，應加快境內外匯市場發展，更多讓跨境資本流動狀況在外匯供求關係中得到反映。

平安證券首席經濟學家鍾正生建議，在明年美國貨幣政策趨緊、中國貨幣政策趨鬆的背景下，人民幣匯率彈性可進一步增加，在美元階段性強勢時適當貶值。這樣既為中國貨幣政策調整增大空間，也利好出口企業。至於防止資本外流，關鍵還是中國經濟行穩致遠。

美加息前需再實施寬鬆政策

中央經濟工作會議要求明年「穩健的貨幣政策要靈活適度，保持流動性合理充裕」，強調「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」。專家普遍預期，明年貨幣政策穩健偏鬆，尤其應趕在明年上半年美聯儲未落實加息前加快實施一波寬鬆政策。

12月以來中國央行動作頻頻釋放寬鬆信號：12月6日宣布實施全面降準，12月7日下調支農支小再貸款利率，12月20日下調1年期LPR，降準與降息輪番上陣。

市場普遍預計，明年貨幣政策仍為結構性寬鬆。紅塔證券首席經濟學家李奇霖表示，一方面對傳統部門如地產基建還是偏緊，鬆只是針對防風險而言的，鬆是為了穩住存量，但堅決遏制增量；另一方面對小微企業、科技創新、綠色發展的結構性寬鬆貨幣政策還將繼續深化和延續，再貸款、定向降準、碳減排支持工具等結構性貨幣政策工具在2022年或將繼續實施。

降息提振效率更直接

不過中金宏觀報告認為，在經濟下行壓力較大、壞賬率上升、銀行風險偏好下降的背景下難以大規模信貸投放，降準

及結構性工具對信貸投放的改善不明顯，降息提振經濟的效果更直接。截至2021年10月存量貸款約190萬億元（人民幣，下同），降息10BP（基點）相當於為實體經濟節省成本1,900億元、及GDP的0.17%。

如是金融研究院院長管清友指，今年下半年可能是實施降息的更好時間窗口，可能錯過了來一波寬鬆政策的最好時機。「目前物價水平有所回升，經濟下行壓力已經顯現，美聯儲啟動縮表減債計劃。但明年上半年也就是美聯儲真正加息之前，仍是中國貨幣政策寬鬆的好時機。」

花旗銀行中國首席經濟學家劉利剛近日在中國宏觀經濟論壇上稱，目前中國利率水平遠高於海外，與經濟的快速下行相背離，明年應有50個基點的降息。明年進入處置風險期，要防止房地產市場從大幅下滑到房地產泡沫提前破滅。明年房企美元債還債壓力非常大，大概有600億美元到期，大部分集中在上半年。「2021年中國銀行系統的美元存款超過1萬億美元，一些有很多美元存款的銀行可以嘗試把美元貸給急需美元的房企用來償還到期的美元債，減輕房企違約壓力。」