



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

中国宏观金融

殷剑峰

张 旻

2022年2月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、银行业运行、保险业运行、特殊资产行业运行等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

稳增长压力加大

——中国宏观金融分析与展望

摘要

2021 年我国经济形势呈现三个特征，一是经济反弹力度不足，基建与房地产投资放缓，投资增长持续乏力；出口存在价涨量跌的趋势，净出口增长的基础并不稳固；居民收入放缓，人口问题恶化，消费反弹不及预期。二是复苏不平衡，受疫情以及大宗商品价格的影响，行业呈 K 型复苏趋势；劳动力市场的供需错配压力上升，就业市场的结构性压力凸显；实体经济的投资动力不足，资金向资本市场聚集。三是滞胀压力凸显，此轮 PPI 上涨主要是因为煤炭供给侧产量的缩减。去年四季度 PPI 通胀已经见顶回落。预计今年 PPI 因部分原料价格回落及基数效应影响将逐步回落。CPI 将温和上涨，供需不平衡矛盾可能会持续。

货币和信用的融资增速同步下行，企业部门信用增速放缓，投资需求不足，融资需求有限。去年四季度制造业景气度回升，供给端率先好转，需求不足的压力上升，小型企业的经营状况仍然偏弱。政府部门信用增速放缓，央地不平衡和地区间不平衡的程度均有所扩大。年内专项债发行放缓，部分资金使用和管理效率不高，对基建的拉动力不足。居民部门信用增速放缓，消费增长乏力，经营贷款持续高增。居民的债务负担率较高而且增长较快，将会抑制消费需求及生育意愿。

房地产市场的景气已经过去，出口的“疫情红利”也面临减退，“房地产+出口”的复苏模式在 2022 年已经难以持续。市场主体的消费和投资意愿都比较低迷，货币政策效果有限。人民币将承受贬值压力，这也对货币政策形成严重制约。因此，2022 年的经济能否取得较好的成绩，关键就看财政的支出力度。

本报告负责人：殷剑峰

本报告执笔人：

● 殷剑峰

国家金融与发展实验室
副主任

● 张旸

国家金融与发展实验室
宏观金融研究中心助理
研究员

【NIFD 季报】

全球金融市场

人民币汇率

国内宏观经济

宏观杠杆率

中国宏观金融

中国金融监管

中国财政运行

地方区域财政

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

特殊资产行业运行

目 录

一、全年经济形势总结	1
(一) 经济反弹力度不足	1
(二) 复苏不均衡	4
(三) 滞胀压力凸显	5
二、信用总量分析	5
(一) 企业部门	6
(二) 政府部门	8
(三) 居民部门	9
三、2022 年经济形势展望	11
(一) IMF 关于全球经济的判断	11
(二) “房地产+出口”的模式难以持续	11
(三) 开春经济靠财政	13

一、全年经济形势总结

2021 年我国经济运行大体平稳，名义和实际 GDP 的两年平均增速分别为 7.7% 和 5.1%，在全球主要经济体中排名靠前。不过年内经济形势呈现出经济反弹力度不足、复苏不平衡、滞胀压力凸显的特征，稳增长压力加大。

（一）经济反弹力度不足

2021 年外需的表现持续好于内需，第一至第四季度净出口对 GDP 的累计同比贡献率均超过投资，在历史上较为罕见。去年总需求存在三个特点，分别是投资增长持续乏力、净出口增长基础不稳、消费反弹不及预期。

投资增长持续乏力。2021 年固定资产投资的两年平均增速基本处于负数区间（图 1），企业的总体投资意愿不强。主要行业的投资情况冷暖不均，制造业投资向好，而基建和房地产行业投资都比较低迷：制造业投资的两年平均增速从 2 月份的 -3% 上升到 12 月份的 5.4%，全年投资增量为 24 万亿元，创下历史新高。一方面，这是因为强出口刺激了相关制造业的产能扩张，另一面，这是因为政策层面加大了对制造业的支持力度，特别是对先进制造业实施了减税及资源倾斜；基建投资从下半年开始增长乏力，两年平均增速从 6 月份的 3.5% 放缓至 12 月份的 1.8%，剔除需求刚性的电力等领域，12 月份基建投资的两年平均增速仅为 0.6%。去年财政政策偏紧，隐性债务监管趋严，政府支出力度较弱并向民生领域倾斜，再加上优质项目供给不足，使得基建类支出较低；房地产开发投资的两年平均增速从 5 月份的 8.6% 下降至 12 月份的 5.7%。去年政策层面通过三道红线、“两集中”供地模式、二手房指导价机制、限购限贷限售等一系列措施，不仅从资金供需端收紧了房企的资金链条，还从销售端延长了房企的回款周期。房企资金承压，投资进度明显放缓，土地流拍率上升，楼市快速降温。

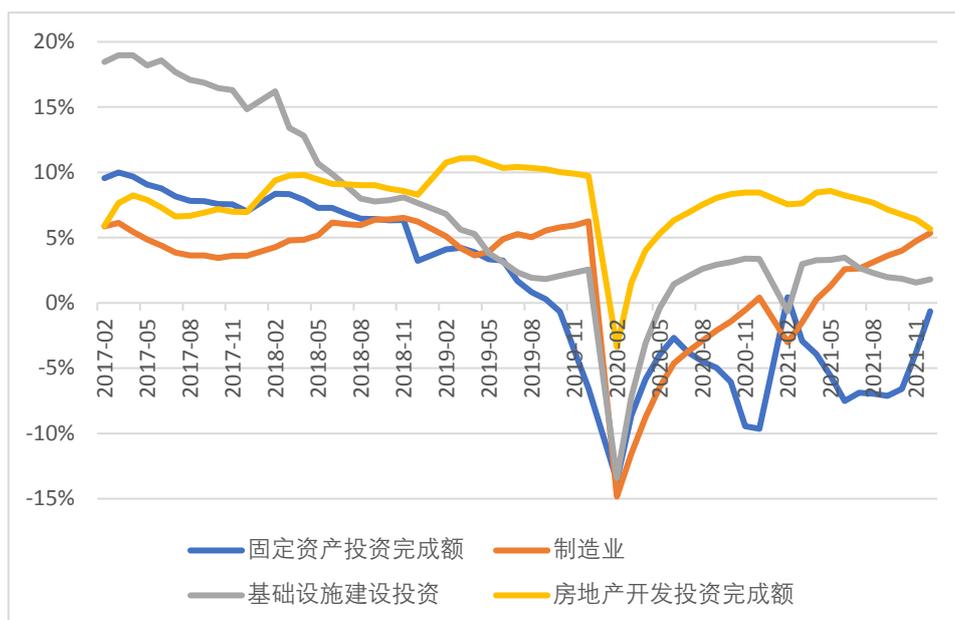


图1 固定投资完成额的两年平均增速

数据来源：Wind。

净出口增长基础不稳。2021年我国贸易顺差全年维持在较高水平，原因一是海外工业复苏对我国生产的中间品需求旺盛，二是国际生产资料价格攀升，提高了我国的出口货值。不过，年内出口呈现出“价涨量跌”的趋势，集成电路、自动数据处理设备等中间品的出口数量的两年平均增速逐步下降、而出口金额的两年平均增速逐步上升（图2），反映出海外供需缺口逐渐收窄，净出口高增主要是受到价格因素的支撑。去年年底部分大宗商品价格已经触顶回落，净出口的增长基础并不稳固。在巨额贸易顺差与阔中美利差的推动下，我国人民币汇率持续走强，2021年人民币兑美元、欧元和英镑汇率分别上升了2.5%、9.9%和3.8%，综合一篮子CFETS人民币汇率指数上升了7%，人民币与美元指数形成了少见的“双走强”趋势。如果人民币汇率继续上升，将会挤压出口企业的利润空间，对进出口贸易带来一定冲击。

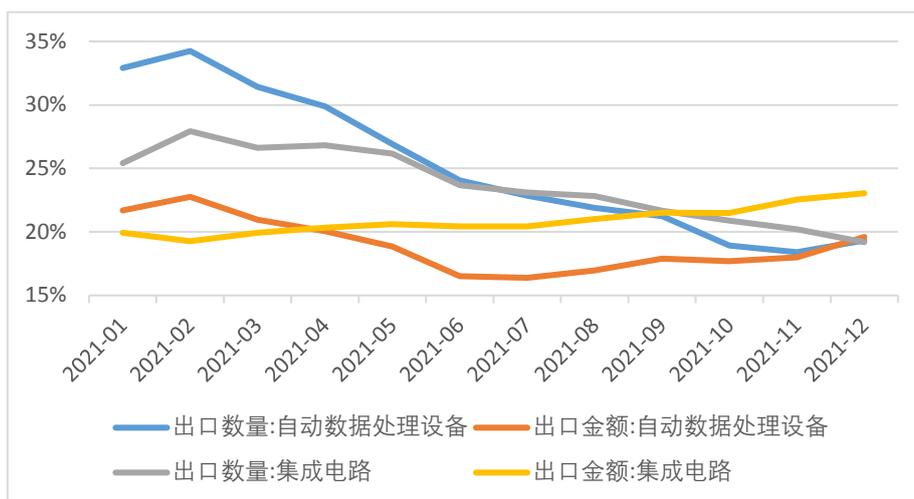


图 2 出口数量与出口金额的两年平均增速

数据来源：Wind。

消费反弹不及预期。2021 年社会消费品零售总额的两年平均增速基本不超过 4%，远低于 2019 年平均 6% 的增长水平（图 3）。消费疲软的原因，一是居民收入增长较慢，城镇居民收入的两年平均增速为 5.8%，较 2019 年下降约 2 个百分点。二是我国人口问题恶化，2021 年我国出生率为 7.5%，创下历史最低，全年人口净增长仅为 48 万人。60 岁以上老龄人口抚养比已经从 2011 年的 20% 上升到 2021 年的 30%，意味着现在每 100 个劳动人口需要抚养 30 个老人。如果我们按照每年劳动人口下降 500 万人、老年人口增加 1000 万人的速度进行估算，那么到 2035 年，我国老龄人口抚养比将超过 50%。低生育和老龄化的加剧，将导致劳动供给减少、劳动生产率下降，极易引发居民收入放缓与消费疲软的螺旋式下行。

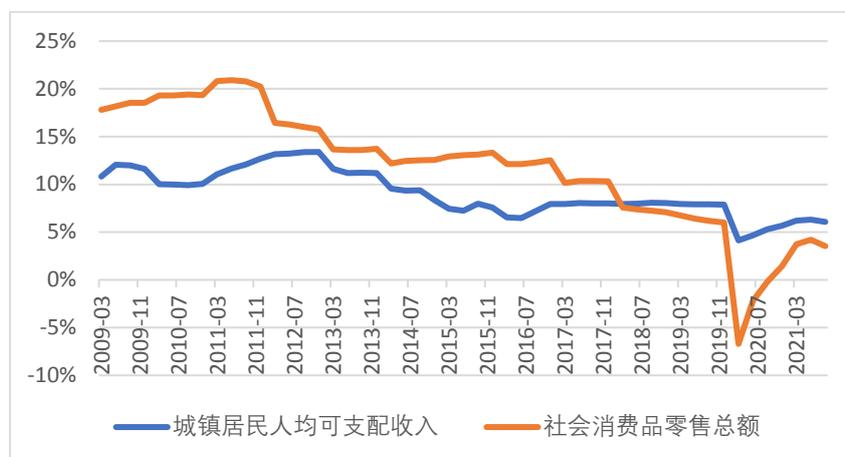


图 3 消费与收入的两年平均增速

数据来源：Wind。

（二）复苏不均衡

行业复苏不均衡。我国行业呈 K 型复苏趋势，主要是受到两方面因素的影响，一是疫情反复，对行业的影响存在横向的不均衡，劳动密集型服务业如住宿餐饮、批发零售、交运仓储等产值复苏较慢（图 4），而知识密集型服务业如金融、信息等产值增长较快。二是国际大宗商品价格上涨，对产业链条的影响存在纵向的不均衡，与化工原料采集加工相关的采矿、制造行业利润涨幅较大，而纺织业、汽车制造业等中下游行业利润增长明显乏力。

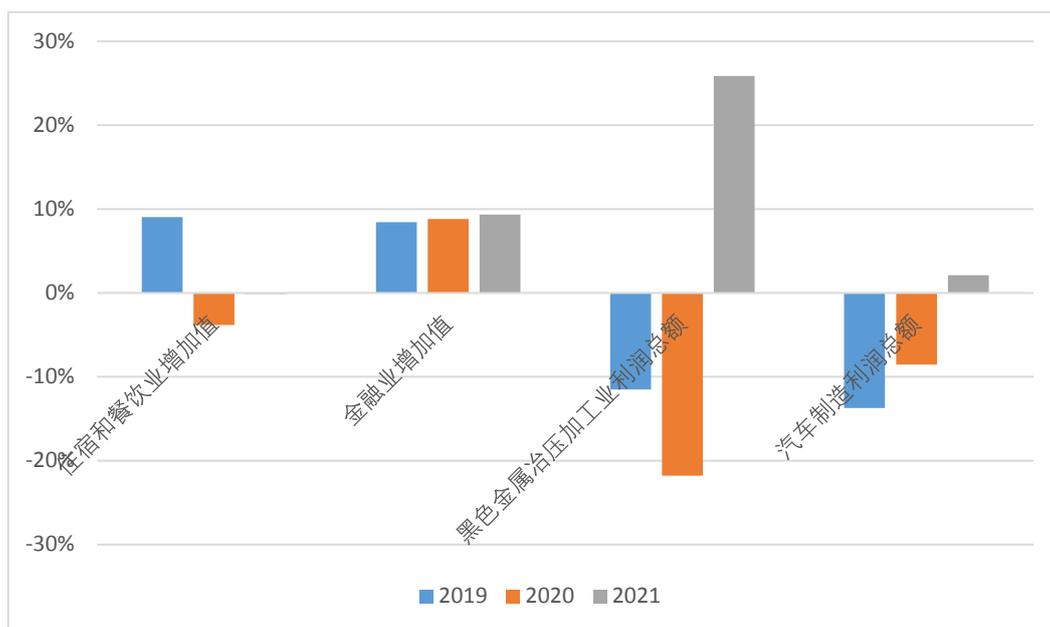


图 4 行业两年平均增速分化

数据来源：Wind。

就业市场结构性压力凸显。毕业生、农民工等重点群体的就业压力较大，16 至 24 岁的青年群体失业率为 14%，其中 20-24 岁毕业生的失业率接近 20%。农民工数量及收入的两年同比增速分别为 0.3%、5.8%，均处于历史较低水平。去年劳动力市场的供需错配压力明显上升，主要集中在被严格整顿的教培行业、房地产行业、高能耗行业和互联网垄断行业等，相关从业者面临转岗再就业的难题。

资金向资本市场聚集。去年企业和居民的存款增速都出现了明显放缓，而非银行金融机构的存款增速反而较上年同期上升 15.3 个百分点至 22.1%，年度余额增量 4.1 万亿元，是 2020 年增量的 3.5 倍。存款的结构性变化反映出，实体经济的投资动力不足，大量资金通过非银机构进入资本市场，资金空转泡沫化现象抬头。这不仅不利于实体经济复苏，还有可能会引起系统性金融风险。

（三）滞胀压力凸显

我国整体 PPI 从 1 月份的 0.3% 大幅上涨至 12 月份的 10.3%，其中，生产资料 PPI 涨幅快速突破 10%，而生活资料 PPI 涨幅不超过 1%。本轮 PPI 上涨有两个特征，一是国内因素的影响大于国外因素。采掘工业中价格涨幅从高到低分别是煤炭、石油、黑色金属和有色金属。在石油、黑色金属（如铁）、有色金属（如铜）的供给上，中国非常依赖进口，因而价格受制于国际大宗商品市场。而中国煤炭的产量和消费量占到全球产销量的 50% 以上，因此煤炭的供求基本由中国国内的产销决定。这表明，由国内供求决定的煤炭价格是此轮 PPI 上涨的主要因素。二是供给侧的影响大于需求侧。在 2012 年以前，PPI 生产资料价格与生活资料价格存在明显的共周期现象，说明当时推动 PPI 上涨的因素主要来自于需求侧。此轮 PPI 生产资料上涨，而 PPI 生活资料反应并不大，说明总需求不旺，推动 PPI 上涨的因素主要在供给侧产量的缩减。此轮 PPI 对经济的影响是，上游价格涨幅高于中下游价格涨幅，中下游企业利润被严重挤压。由于中下游企业是投资和就业的主体，这又挤出了中下游企业的投资，并导致居民工资性收入下降，进而消费复苏放缓。

随着保供稳价政策持续发力，去年第四季度煤炭等原材料价格大幅回调，带动我国整体 PPI 及生产资料 PPI 在 10 月份见顶、在 11-12 月份连续回落。PPI 拐点基本得到确认。预计 2022 年 PPI 涨幅因部分原料价格回落及基数效应影响将逐步回落，企业的生产成本下降，供给端将逐步修复。不过，受到收入增速放缓、人口结构转变等中长期因素影响，消费端可能会延续疲软态势，预计整体 CPI 温和上涨，但基本上难以超过 3%。供需不平衡的矛盾可能会持续。

二、信用总量分析

2021 年我国货币和信用的融资增速同步下行，M2 的同比增速较 2020 年下滑 1 个百分点至 9%（图 5），非金融部门信用总量的同比增速较 2020 年下滑 2.2 个百分点至 10%，信用增速的回落幅度大于 M2。现金流动性改善，M0 增速从 1 月份的 -3.9% 回升至 12 月份的 7.7%。受到基建、房地产投资放缓的影响，M1 增速从 1 月份的 14.7% 下降至 12 月份的 3.5%，与 M2 的负剪刀差扩大，企业的投资意愿低迷。

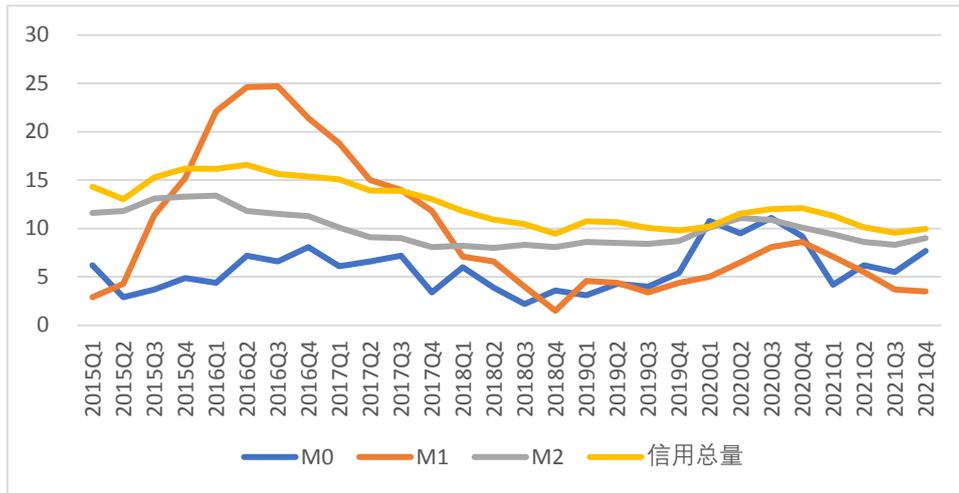


图5 货币供应与信用增速 (%)

数据来源：Wind，国家金融与发展实验室。

2021年我国信用总量为308.9万亿元，从融资工具来看，信贷增速小幅放缓，债券增速大幅回落，非银行金融机构创造的信用规模进一步下降。从部门融资结构来看，政府、企业和居民部门的信用占比分别为22.6%、54.4%和23%，较去年分别上升1个百分点、下降1.5个百分点和上升0.5个百分点。虽然企业是债务融资的主力，但是近年来政府和居民的债务融资比重正在快速上升(图6)。

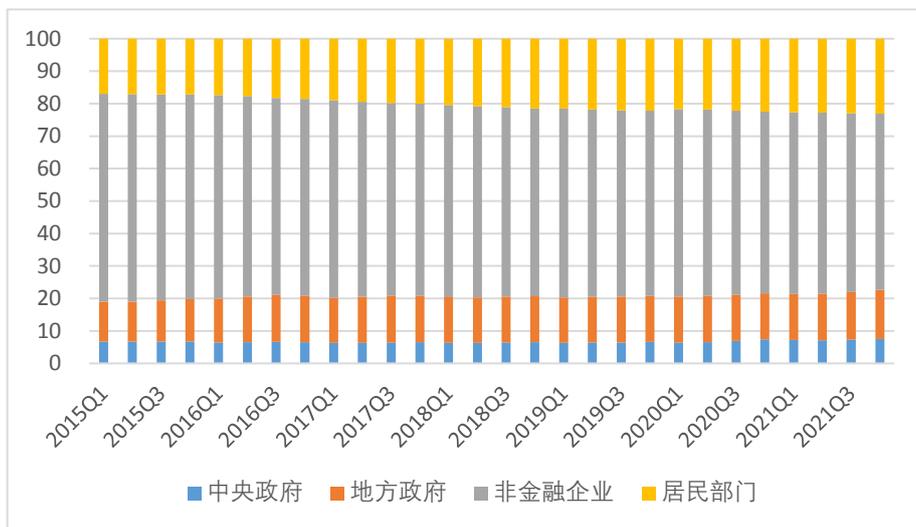


图6 信用总量部门结构 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

(一) 企业部门

企业部门的信用总量为168万亿元，同比增速6.9%，较2020年同期下降3个百分点(图7)，信用扩张力度明显减弱，接近2018年的增速水平。从融资工

具来看，企业贷款融资小幅放缓，同比增速为 11.4%，较 2020 年同期下降 2.9 个百分点；非金融企业债券融资大幅放缓，同比增速为 1.5%，较 2020 年同期下降 12.5 个百分点；非银行金融机构为企业创造的信用继续萎缩，同比增速为-9.1%，降幅较 2020 年同期扩大 0.4 个百分点。

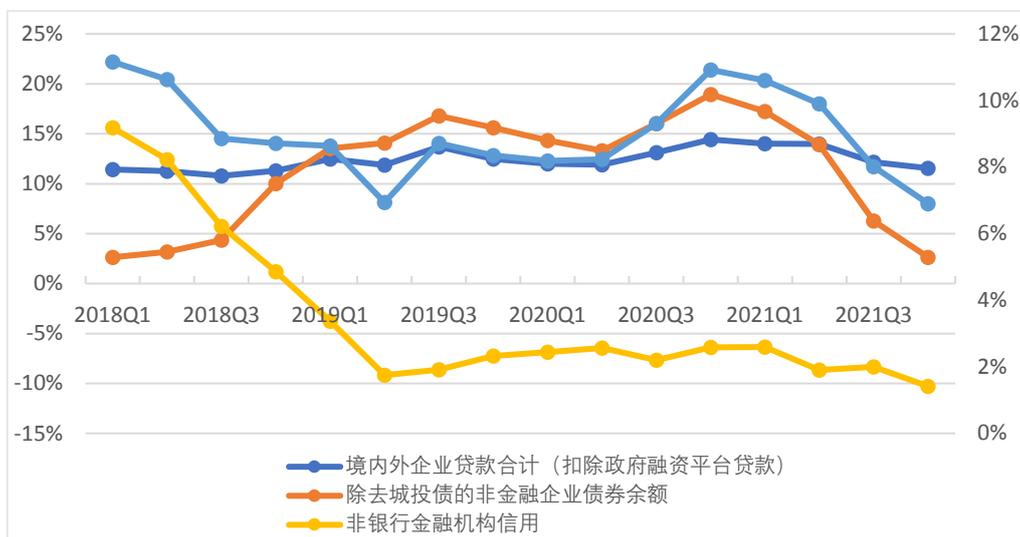


图 7 企业部门各融资工具同比增速情况

数据来源：国家金融与发展实验室。

企业投资需求不足、融资需求有限。企业的投资需求不足，企业存款余额增速为 6.1%，较上年同期下降近 5 个百分点，其中，活期存款同比增速为 2.1%，较上年同期下降 3.4%，定期存款同比增速为 8.7%，较上年同期下降 5.8%。企业的融资需求有限，2021 年企业贷款增速为 10.7%，较上年同期下降 1.4 个百分点，其中，短期贷款同比增速为 3.2%，较上年同期下降 4.6 个百分点，中长期贷款同比增速 14%，较上年同期小幅下降 1.3 个百分点。

非金融企业债券市场已经进入偿还高峰期。2021 年非金融企业债券的发行量和偿还量分别为 16 万亿元和 13.2 万亿元，较 2020 年分别增长 6.5%、11%，偿债压力进一步加大。企业的债券融资环境明显收紧，净融资额较上年同期下降 33%。未来三年企业债券到期规模分别为 6.7 万亿元、5.2 万亿元、6.2 万亿元，也就是说，企业债券的偿还高峰至少还要持续到 2024 年。去年企业债券市场的违约情况进一步恶化，债券违约的数量和规模较 2020 年分别增长 5%、17%。从违约主体来看，中央国企债务风险受控，违约规模占比从 2020 年的 24% 下降至 10%，民营企业是违约主体，占比从 2020 年的 38% 上升至 53%，个别地方国企违约爆发，占比从 2020 年的 24% 上升至 30%。违约主体的行业特征明显，主要

集中在房地产开发行业和航空行业，违约规模占比分别为 18.5% 和 15%。上市公司违约占比从 2020 年的 20% 提高至 2021 年的 39%，违约从非上市公司向上市公司蔓延。企业信用风险既受到疫情冲击、行业景气等外部因素影响，也受到债务结构、公司治理等内部因素影响，预计 2022 年企业违约风险将进一步释放。

2021 年制造业 PMI 在第二、第三季度走弱，主要生产和订单指标一度跌至荣枯线之下，呈现供需双疲软的局面。第四季度价格压力减弱，整体 PMI、生产 PMI 和采购 PMI 反弹回荣枯线之上，而三项订单 PMI 但仍处于收缩区间，反映出供给端率先好转，需求不足的压力凸显。企业的景气度持续分化，大、中型企业的生产和新订单已经开始扩张，而小型企业的生产和新订单还在萎缩；大、中型企业的原料与产成品价格已经回落，而小型企业的原料价格还在小幅上涨。中型企业的就业人员扩张，而大、小型企业的就业人员减少。总的来看，小型企业的经营状况仍然偏弱，大、中型企业的回升基础还不牢固。非制造业 PMI 也同样呈现出需求不足的矛盾。

（二）政府部门

政府部门的信用总量为 69.9 万亿元，同比增速为 15.2%，较上年同期下降 1.4 个百分点（图 8）。去年财政政策偏紧，主要方向是防范化解隐性债务风险，增强财政的可持续性，为后续的财政政策拓宽空间，因此，中央政府和地方政府都存在收入增速大于支出增速的特点。不过，在风险压降的过程中，我国央地不平衡和地区间不平衡的程度均有所扩大。

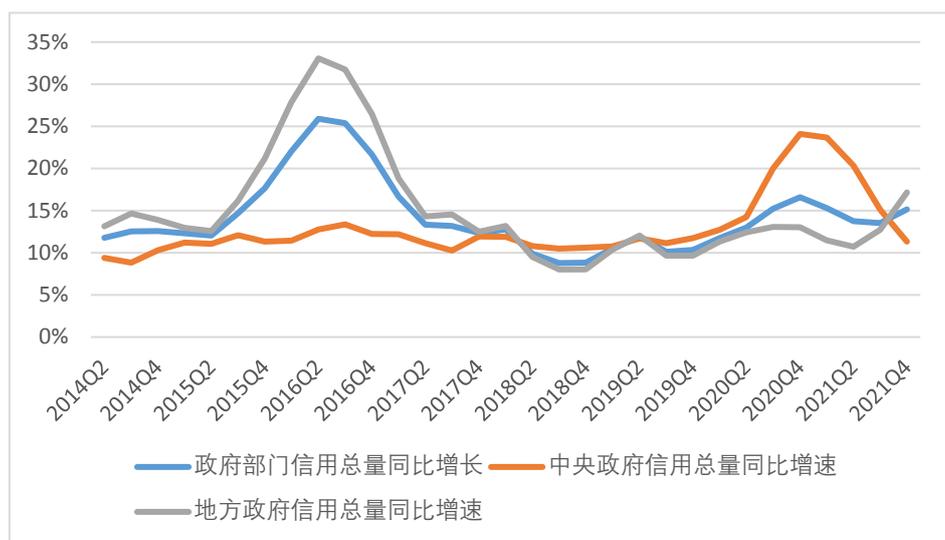


图 8 政府部门信用总量同比增速

数据来源：国家金融与发展实验室。

中央和地方的不平衡程度有所扩大。一是支出压力向地方政府集中，年内中央财政支出的两年同比增速均为负增长或零增长，而地方财政支出仍保持正增长。二是政府债务压力向地方政府集中，中央政府信用增长放缓，同比增速为 11.3%，较上年同期下降 13 个百分点，而地方政府信用扩张加快，同比增速为 17.2%，较上年同期提高 4 个百分点。地方财政负担加重，使得地方政府对土地财政收入的依赖性增强，去年地方本级国有土地出让收入达到历年最高。2022 年起，国有土地使用权出让收入将划转为税务部门征收，这将遏制地方政府“土地财政”的运作模式，地方政府的收入压力将进一步增大。

地方政府之间的不平衡程度也在扩大。一是土地市场分化，受到土地市场调控的影响，去年仅北京、上海、天津、贵州、江苏和浙江这六个省市的土地出让金实现正增长，而其余地区土地出让金收入均为负增长，其中东北、西南和西北地区降幅最深。二是城投债发行情况分化，去年城投融资的政策环境偏紧，交易所根据“红橙黄绿”和“一二三四类企业”划分，对城投债进行分档管控。然而，城投债余额增速不降反升，较上年同期增加 1.8 个百分点至 22.5%。这是因为政策对城投平台的影响存在结构性差异，像云南、天津、东北三省等弱资质地区，受政策影响，发行增速下降，利差明显走阔，而像江苏、浙江等优资质地区，发行增速保持在较高水平，利差有所收窄。土地市场与城投债发行分化，将使得资金加速向经济发达地区聚集，进一步扩大地域发展的差异性。

去年地方政府专项债存在两个特征，一是发行增速放缓，同比增长 18.9%，较上年同期下降 1.8 个百分点，发行进度慢于往年同期，这主要是因为去年专项债发行相对集中，对市场承销、项目储备、实施进度和资金安排都产生了不小的压力，去年政府工作侧重防范风险，均衡了发债节奏，加强了项目的审核管理。二是部分资金使用和管理效率不高，存在项目推动缓慢、资金支出进度滞后等问题，导致部分资金滞留国库，对基建投资的拉动力不足，这点可以从去年财政存款平均增速 17.7%中得到一定体现。

（三）居民部门

居民部门的信用总量为 69.5 万亿元，同比增速 12.5%，较上年同期下降 1.1 个百分点（图 9）。居民信贷的特征，一是消费贷款增长乏力，短期消费贷款同比增速为 6.6%，虽然较上年同期回升 18 个百分点，但全年余额增量不及 2019 年

增量的一半；楼市调控下购房贷款增速大幅回落，中长期贷款增速 11.6%，较上年同期下降 8.2 个百分点。特征二是经营贷款持续高增，短期经营贷款同比增速为 18.4%，较去年下降 3.4 个百分点，仍处于历史较高水平；中长期经营贷款同比增速为 19.8%，较上年同期上升 1.6 个百分点。经营贷款高增，一是普惠小微企业贷款延期还本付息政策延续，二是仍有小部分经营贷违规进入房地产市场。

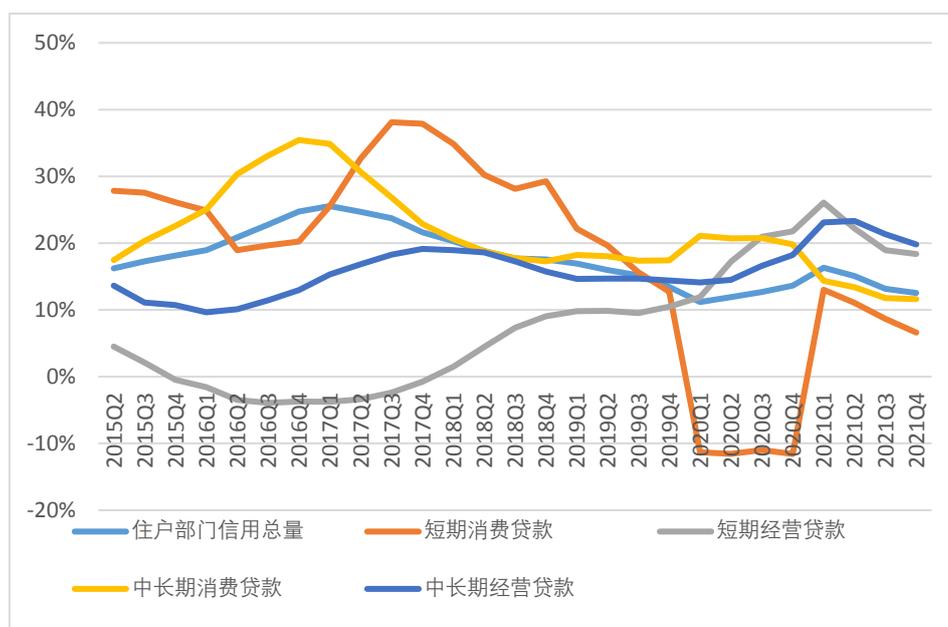


图 9 住户部门各融资工具同比增速

数据来源：Wind。

居民存款增速放缓，活期存款同比增长 4.9%，较上年同期下降 6 个百分点；定期存款同比增长 13.7%，较上年同期下降 1.7 个百分点。居民存款增长放缓的原因，一方面是收入增长慢，另一方面是居民的家庭资产配置需求增加，投资意愿大于消费意愿，资金投向了理财市场。

2021 年居民的债务杠杆率为 62%，与主要发达国家相比并不高，但是居民的债务负担率较高而且增长很快，以居民信用总量/可支配收入进行计算，2007 年债务负担率为 27%，2021 年该指标已经跃升至 106%，意味着居民部门的债务余额已经超过了一年的收入规模。居民的债务负担重将会抑制消费需求以及生育意愿，因此，需要从三个方面降低居民债务负担，一是提高重点群体就业率，增加居民收入。二是优化收入分配结构，缩小贫富差距。三是稳定房价预期，完善关于教育及医疗的保障制度，降低居民的生活成本。

三、2022 年经济形势展望

2021 年中国经济“房地产+出口”的复苏模式虽然在房地产政策的调控下逐季回落，但得益于疫情控制带来的出口高速增长，全年依然录得 8.1% 的高增速。由于疫情演化和美联储政策的转变，“房地产+出口”的模式在 2022 年肯定难以持续。在市场主体的消费和投资意愿都低迷的情况下，2022 年的经济能否取得较好的成绩，关键就看财政的支出力度。

（一）IMF 关于全球经济的判断

在刚刚公布的 2022 年 1 月份《全球经济展望》中，国际货币基金组织(IMF) 将 2022 年全球经济增长预期下调了 0.5 个百分点至 4.4%，大幅低于 2021 年 5.9% 的增长率。全球经济增长预期的下调主要在于中美两大经济体都存在问题。

就中国经济而言，IMF 认为奥密克戎病毒大爆发后的动态清零政策和房地产行业的衰退是两大主要影响因素；对美国而言，财政政策不及预期和应对高通胀压力的紧缩货币政策是两大主要影响因素。为此，IMF 将中美 2022 年经济增长率分别下调了 0.8 个百分点和 1.2 个百分点，预期中美 2022 年经济增长率分别为 4.8% 和 4.0%，这也大幅低于中美 2021 年的增长率（分别为 8.1% 和 5.6%）。

在下调全球经济增长率预期的同时，IMF 认为，奥密克戎大爆发可能导致全球供应链的中断将一直延续到 2022 年下半年，由供应链中断引发的通胀因此将会持续。尤其是在美国，由于劳动参与率和失业率的同时下降，劳动力市场供求愈发失衡（需求大于供给），工资上涨压力将会成为推动通货膨胀的另一个主要因素。IMF 以美联储 3 次加息为基准，预期全球金融市场、尤其是对外债务负担较重的新兴经济体将陷入动荡。

（二）“房地产+出口”的模式难以持续

IMF 关于疫情导致的全球供应链中断和通胀问题，需要进一步观察，但 IMF 关于中国经济的判断，我们基本认可。首先，就全国范围而言，房地产市场的景气已经过去。从全国商品房新增销售额看（图 10），虽然 2021 年 10 月份以后逐月上升，但均低于 2020 年同期。从全国住宅新增开发投资额看，自 2021 年 9 月份之后即一路下行，且低于 2020 年同期。因此，销售似乎在回暖，但明显下降的投资表明，这种回暖不会有太大力度。在人口老龄化和即将“人达峰”的大背景下，2021 年上半年的房市火爆恐怕是最后一次。

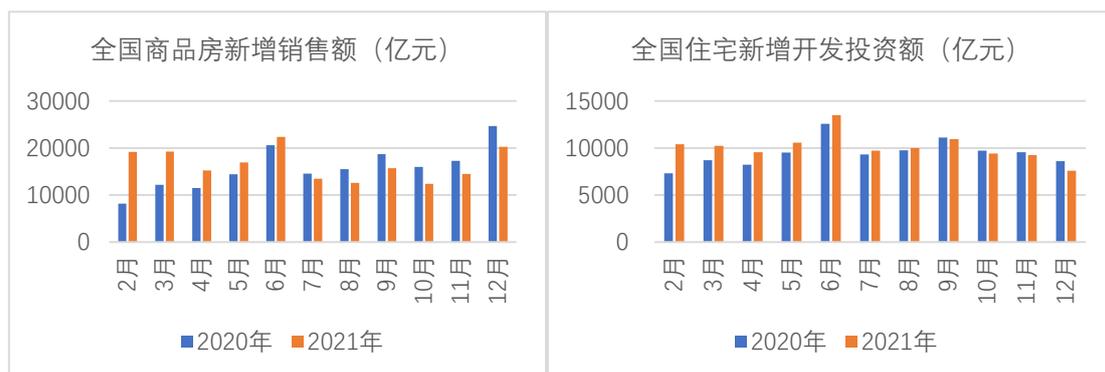


图 10 2020 年和 2021 年房地产市场销售投资对比

数据来源：Wind。

就高速增长的出口而言，应该说，这得益于疫情带来的两个“红利”：其一，在供给端，国内外疫情控制的差异使得国外产能向中国集中；其二，在需求端，其他主要经济体、尤其是美国的大规模财政货币扩张政策刺激了对中国商品的需求。然而，随着奥密克戎病毒推动的全球第四轮疫情大爆发，过去一年的“疫情红利”可能会丧失，甚至可能会因为动态清零的疫情防控政策变成后疫情时代的全球孤岛。

当前的第四波疫情已经从最初的源头南非，快速、全面地扩散到欧洲、北美、南美和亚洲，全球每日新增高达 350 万例以上，而在前三波疫情中，每日新增最高也没有达到 100 万例。在疫情大爆发的同时，疫情导致的死亡病例总数却没有超过前三波疫情（图 11）。以新增死亡病例/新增病例来计算，在 2020 年疫情刚刚爆发时万人死亡率高达 1000-2000 \square （即每新增 1 万例死亡 1000-2000 例），2021 年 4 月和 8 月的第二波和第三波疫情下降到 200-300 \square ，而近期第四波仅为 25 \square 。虽然如此计算的万人死亡率并非严谨的医学指标，但病毒毒性的大幅度下降也可见一斑。

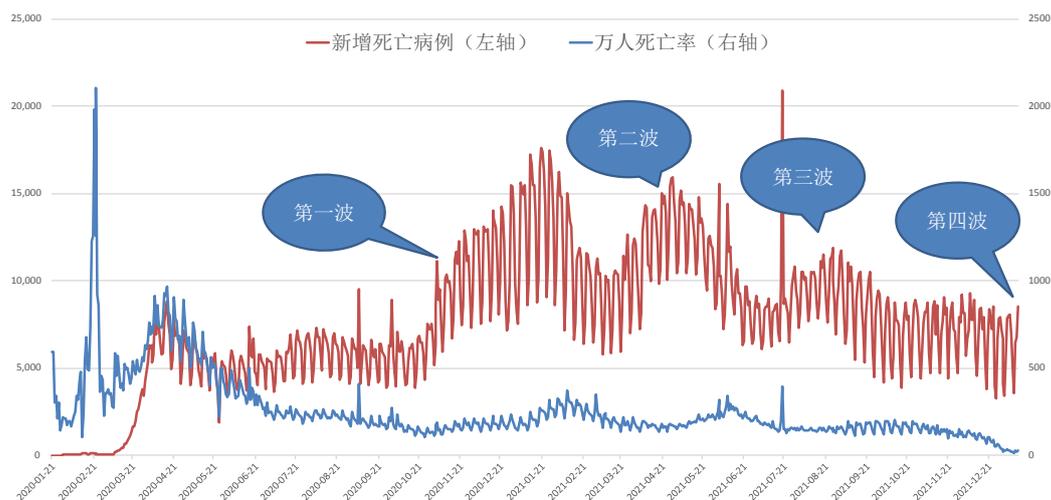


图 11 四波疫情中的新增死亡病例和万人死亡率 (‰)

数据来源：Wind。

按照目前疫情的态势，预期春暖花开之后，境外的疫情可能会趋于流感化。届时，全球的大封锁将会取消，而中国将陷入一个不尴不尬的境地：继续封锁，就意味着我们将是全球经济贸易网络中的一个孤岛，产能或将迅速流失；放开边境，我们是否能承受病毒的大规模扩散？要知道，目前我们周边的印度、日本、韩国、越南等，每日新增都在数万例到数十万例。尤其是日本和韩国，在前三波疫情中都控制得很好，但也没有抵挡住第四波。

（三）开春经济靠财政

中国的企业、家庭杠杆率已经很高，难以承担继续增加负债、推动经济的责任。在没有扩张主体的情况下，货币政策的刺激恐怕难以达到预期效果。而且，在美联储即将加息的背景下，中国货币政策操作的空间也相当有限。

IMF 对美联储加息的判断是基于 3 次，但从刚刚结束的 1 月份美联储公开市场委员会会议（FOMC）看，美联储的“鹰派”色彩远超出市场预期——这是近期美股连续调整的原因。如果美联储自 3 月份就开始持续加息，并且，加息的幅度可能不是每次 25 个基点，而是 50 个基点，那么，新兴经济体的货币将面临严重的冲击。就人民币而言，可以看到，自 2011 年以来，中美利差就已经成为决定人民币兑美元汇率的关键因素（图 12）。可以预期，开春之后人民币一定会承受贬值压力，而这将成为制约货币政策的重要掣肘。

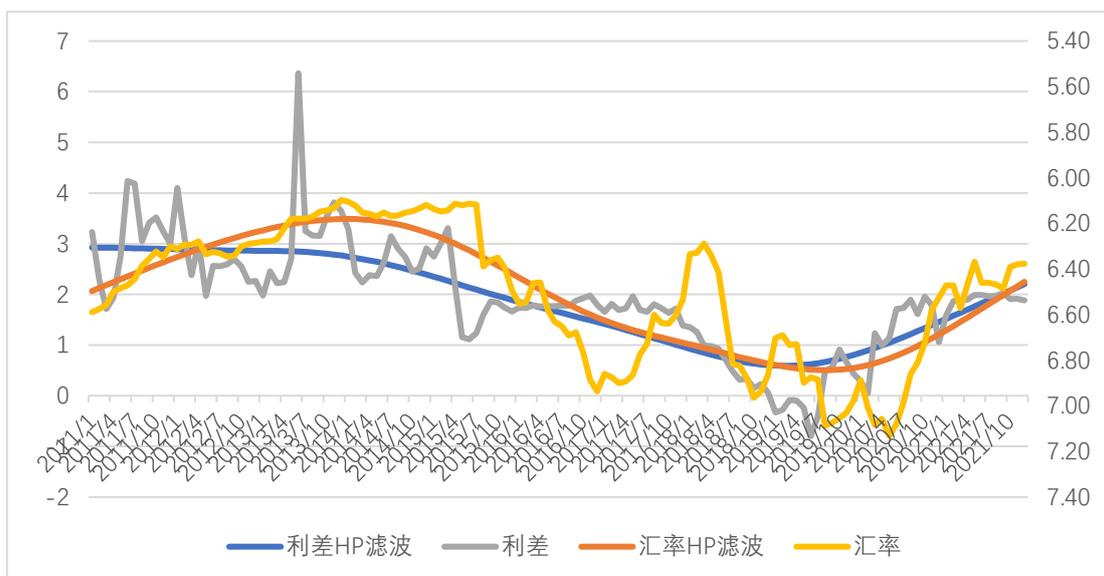


图 12 中美利差（左轴）与人民币对美元汇率（右轴）

注：中美利差为上海银行间隔夜拆借利率与联邦基金利率之差。

数据来源：国家金融与发展实验室。

2021 年中央经济工作会议已经指出，2022 年要保持财政支出的力度。可以看到（图 13），2021 年是 1997 年以来财政支出力度最小的年份，当年财政支出增速仅为 0.25%。同时，2021 年又是 1997 年以来财政收支增速差最大的年份。2021 年财政收入增速超过支出增速 10 个百分点以上，即使是在中国经济最好的 2007 年，财政收入增速也仅比支出增速高出 9 个百分点。

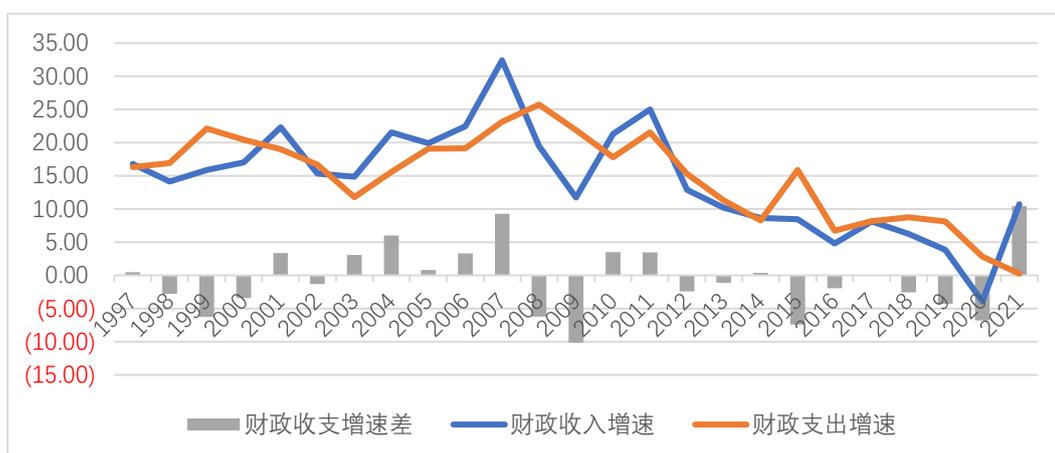


图 13 1997-2021 年财政收支增速（%）

所以，2021 年实际上是财政政策无比紧缩的一年，而 2022 年需要密切关注财政支出的动向。

版权公告：**【NIFD 季报】**为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。