



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2021年第92期总第941期

合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：<http://www.xtkg.com/>

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路1688号兴泰金融广场2209

2021年12月21日 星期二

更多精彩 敬请关注
兴泰季微信公众号



宏观经济	2
工信部：明年把工业稳增长摆在最重要位置.....	2
统计局：经最终核实2020年GDP现价总量1013567亿元..	2
国家统计局：2020年全国学前教育毛入园率远高于目标.....	2
日本家庭金融资产1999万亿日元.....	3
货币市场	3
央行在港发行50亿元人民币央票.....	3
时隔20个月LPR首次下调.....	3
监管动态	3
央行、银保监会鼓励金融机构提供兼并收购金融服务.....	3
2021年楼市近600次调控.....	4
金融行业	4
新增投资者创5年新高.....	4
前11月证券交易印花税2476亿元.....	4
国企改革	4
央企前11个月效益增长创史上最佳.....	4
热门企业	4
华为公布“星闪技术”联盟成员涉及多家上市公司.....	4
中国移动发行价每股57.58元22日起开始申购.....	5
地方创新	5
重庆再贴现业务票款对付结算落地.....	5
陕西省出台方案加强政府性融资担保体系建设.....	6
深度分析	6
对2022年经济的预测.....	6



宏观经济

工信部：明年把工业稳增长摆在最重要位置

12月20日，全国工业和信息化工作会议在北京召开。会议指出，2022年工业和信息化工作的总体要求是，把工业稳增长摆在最重要的位置，统筹推进强链补链、技术攻关、数字化转型和绿色低碳发展，加大对中小企业支持，提升信息通信服务供给能力，促进工业经济平稳运行和提质升级，保持制造业比重基本稳定，提升制造业核心竞争力，筑牢经济“压舱石”。会议强调，2022年要着力提振工业经济，为稳定经济大盘提供有力支撑。

统计局：经最终核实2020年GDP现价总量1013567亿元

12月17日，根据国家统计局统计年报、财政部财政决算和有关部门年度财务资料等，国家统计局对2020年GDP数据进行了最终核实，主要结果如下：经最终核实，2020年，GDP现价总量为1013567亿元，比初步核算数减少了2419亿元；按不变价格计算，比上年增长2.2%，比初步核算数下降0.1个百分点。

国家统计局：2020年全国学前教育毛入园率远高于目标

12月21日，国家统计局公布《中国儿童发展纲要(2011—2020年)》终期统计监测报告。报告显示，2020年，全国学前教育毛入园率为85.2%，比2010年提高28.6个百分点，远高于《纲要》“达到70%”的目标。全国共有幼儿园29.2万所，其中公办幼儿园12.4万所，民办幼儿园16.8万所，分别是2010年的1.9倍、2.6倍和1.6倍。全国共有幼儿园专任教师291.3万人，是2010年的2.5倍。

文旅部：暂停未来3个月进出陆地边境口岸城市跨省团队游

12月17日，文化和旅游部官网发布《关于加强2022年元旦春节期间旅游团队疫情防控工作的通知》提到，从即日起至2022年3月15日，暂停旅行社及在线旅游企业经营进出陆地边境口岸城市(与香港、澳门有口岸相连的除外)的跨省团队旅游及“机票+酒店”业务。

1-11月土地出让收入增幅持续下滑

12月17日，财政部公布了财政收支情况。财政部数据显示，土地出让收入增幅持续下滑，2021年1-9月，同比增长8.7%；1-10月同比增长6.1%。而在去年同期，2020年1-11月，国有土地使用权出让收入65126亿元，同比增长12.9%。

韩国计划2025年前将三巨头产业竞争力提至世界第一



12月21日,据韩联社报道,韩国副总理兼企划财政部长官洪楠基在中央政府首尔办公楼主持召开创新增会议时表示,韩国政府明年将动用一切政策力量,力争在2025年前将涵盖系统半导体、未来汽车、生物健康的“三大创新增长产业”(BIG3,又称三巨头产业)竞争力提升至世界第一。

日本家庭金融资产 1999 万亿日元

12月20日,日本央行公布最新的3季度日本家庭金融资产数据。具体数据来看,截止今年3季度,日本家庭拥有的金融资产余额同比去年增加5.7%,最终达到1999万亿日元(相当于人民币112万亿元)。如果按日本1.26亿人口计算,那么日本家庭金融资产人均1587万日元(相当于人民币89万元)

货币市场

央行在港发行 50 亿元人民币央票

12月21日,中国人民银行在香港成功发行了50亿元6个月期人民币央行票据,中标利率为2.50%。此次发行受到境外投资者广泛欢迎,包括美、欧、亚洲等多个国家和地区的银行、基金等机构投资者以及国际金融组织踊跃参与认购,投标总量为222亿元,超过发行量的4.4倍,表明人民币资产对境外投资者有较强吸引力,也反映了全球投资者对中国经济的信心。

时隔 20 个月 LPR 首次下调

12月20日,中国人民银行官网消息,全国银行间同业拆借中心授权公布贷款市场报价利率(LPR)公告,2021年12月20日贷款市场报价利率(LPR)为:1年期LPR为3.8%,5年期以上LPR为4.65%。以上LPR在下次发布LPR之前有效。这是一年期LPR时隔20个月后再次下降。

央行开展 200 亿元逆回购操作

12月21日,中国人民银行公告称,为维护年末流动性平稳,21日以利率招标方式开展了100亿元7天期和100亿元14天期逆回购操作,中标利率分别为2.20%、2.35%。

监管动态

央行、银保监会鼓励金融机构提供兼并收购金融服务

近日,中国人民银行、银保监会联合发布《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》,并且会同国资委召集部分民营、国有房地产企业和主要商



业银行召开座谈会，鼓励优质企业按照市场化原则加大房地产项目兼并收购，鼓励金融机构提供兼并收购的金融服务，助力化解风险、促进行业出清。

2021 年楼市近 600 次调控

2021 年，伴随着全国调控政策的密集出台，房地产行业销售也呈现“前高后低”的态势。据相关数据统计显示，11 月全国房地产调控政策次数继续高位，单月高达 56 次房地产调控，年内累计房地产调控次数高达 586 次。

金融行业

新增投资者创 5 年新高

近日，中国结算最新数据显示，11 月新增投资者数为 133.75 万，环比增加 36.38%。截至 2021 年 11 月末，投资者（含已开立 A、B 股账户）数量达到 1.96 亿。另据 Choice 数据，今年前 11 月新增投资者数量达到 1825.98 万，已然超过去年全年的新增规模，为 2017 年以来新高。

前 11 月证券交易印花税 2476 亿元

12 月 17 日，财政部网站公布《2021 年 11 月财政收支情况》显示，1-11 月累计，全国一般公共预算收入 191252 亿元，同比增长 12.8%。其中，中央一般公共预算收入 88392 亿元，同比增长 13.1%；地方一般公共预算本级收入 102860 亿元，同比增长 12.6%。其中，前 11 月，证券交易印花税 2476 亿元，同比增长 43.3%。

国企改革

央企前 11 个月效益增长创史上最佳

12 月 18 日，国务院国资委党委书记、主任郝鹏透露，2021 年实现“开门红、开局稳”，国企改革三年行动 70% 目标任务顺利完成，中央企业效益增长创历史最好水平，为我国经济发展保持全球领先作出重要贡献。明年中国经济压力巨大，央企要发挥“压舱石”作用，国资委部署央企 2022 年八项工作，其中包括专业整合突出产业链。

热门企业

华为公布“星闪技术” 联盟成员涉及多家上市公司

12 月 21 日，在华为智能汽车解决方案生态论坛上，华为公布了“星闪技术”。



星闪联盟于 2020 年 9 月 22 日正式成立，据联盟官网查询，其中涉及 A 股公司的有：大唐高鸿、四维图新、欧菲光、歌尔、国科微、北斗星通等。

斩获美上市车企电池大单 国轩高科海外业务布局提速

12 月 20 日，国内动力电池领域领军企业国轩高科股份有限公司发布公告称，公司境外全资孙公司 GOTION INC. 与美国某大型上市汽车公司签订《战略供应和本土化协议》，该上市汽车公司预计在 2023 年-2028 年间采购磷酸铁锂电池总量不低于 200GWh，双方还计划在美国成立合资公司，实现本土化生产。

中国移动发行价每股 57.58 元 22 日起开始申购

12 月 21 日，中国移动披露 A 股 IPO 发行公告及招股书。本次发行价格为 57.58 元/股，市盈率为 12.02 倍，发行股份数量约为 8.46 亿股，预计募资总额为 486.95 亿元，22 日开始申购。A 股 IPO 之前，中国移动 1997 年在纽交所和港交所上市。2021 年 5 月，中国移动从纽约证交所退市。今年 8 月，中国电信登陆 A 股。

薇娅偷逃税被罚 13.41 亿元 直播间已被冻结

12 月 20 日，国家税务总局杭州市税务局发布消息称，近期，杭州税务部门经税收大数据分析发现网络主播黄薇（网名：薇娅）涉嫌偷逃税款，在相关税务机关协作配合下，依法对其开展了全面深入的税务检查。经查，黄薇在 2019 年至 2020 年期间，通过隐匿个人收入、虚构业务转换收入性质虚假申报等方式偷逃税款 6.43 亿元，其他少缴税款 0.6 亿元。杭州税务局并对黄薇追缴税款、加收滞纳金并处罚款，共计 13.41 亿元。

地方创新

安徽省打造农村金融“产品工厂”支农支小服务乡村振兴

近日，安徽省打造农村金融“产品工厂”，进一步满足乡村振兴各类主体的个性化金融需求，让数据成为新“农资”、手机成为新“农具”、创业致富成为新“农活”。

重庆再贴现业务票款对付结算落地

近日，中国人民银行正式启用再贴现业务票款对付结算模式，人行重庆营管部认真落实，组织全辖人民银行分支机构和金融机构参与业务操作培训，对内上下联动、对外专人指导，推动人民银行端和金融机构端做好票交所系统和 ACS 系统功能维护升级，确保辖区再贴现业务结算模式平稳切换。



内蒙古长期护理保险基金成功入库

近日，内蒙古第一笔长期护理保险基金成功缴入国库，标志着长期护理保险制度推行工作在内蒙古地区取得新进展。据了解，呼和浩特市是全国长期护理保险制度推行的第二批试点城市。

陕西省出台方案加强政府性融资担保体系建设

近日，陕西省出台《关于进一步加强政府性融资担保体系建设支持小微企业发展行动方案（2021—2023 年）》，明确各项目标任务，力争到 2023 年底，政府性融资担保机构在保规模达到 800 亿元。

深度分析

对 2022 年经济的预测

文/刘元春（中国人民大学副校长）

文章来源：新浪财经

一、中国经济仍然在复苏轨道中

中国经济依然在常态化的轨道上。在一般状态下，复苏不是单一线性的，特别是在疫情肆虐的环境中，复苏出现波动是正常的现象，因此，对于这种波动要保持相应的定力。对于中国今年整体的经济形势，分析如下：一是没有常态化，二是并没有像很多人讲的复苏出现了停滞，依然出现在常态化一种轨道上。在一般状态下，复苏不是单一线性的，出现波动很正常。特别是在疫情肆虐的环境中，复苏出现波动是再正常不过的一种现象，因此，对于这种波动要保持相应的定力，对这种状态要做出一些客观的分析。

1、当年同比呈现“逐季回落”，两年平均增速呈现“复苏波动”。

国内生产总值同比增长从一季度 18.3%，到二季度 7.9%，到三季度 4.9%，预计四季度可能会破 4%。这种强劲的逐季回落与基数效应有关联。如果从两年平均增速来看，得出的结论是一个复苏波动的状态，因为两年平均一季度 5.0%，二季度 5.5%，三季度 4.9%，四季度 5.2%，这种状况认为目前复苏依然在相应的进程中。

2、如果我们用一些定基指数进行表达，会清楚地看到去年出现了一个严重偏离趋势值的一个大缺口，在去年四季度和今年一季度中国经济开始向趋势化的路径进行回转，但是二季度和三季度出现了一个缺口，最近观察到这个缺口最近观察到的是没有收敛，这是我们高度关注的。在波动中，下行的力量是不是呈现出一定趋势性的变化，这是高度关注的。

3、产出缺口在收敛，产出缺口依然为负，潜在增速缺口依然为负，还没有完全收敛。潜在增速测算，发现最近试图弥补增速的缺口，但事实上可能会呈现出增长速度一个阶梯式回落，这实际上是我们要高度重视的，也就是疫情冲击，不仅仅在供需两端带来了暂时性的一种损失，也可能会因为结构性的变异，出现永久性增速中枢的回落，这是我们要关注的一个重中之重。



4、供给面：生产保持持续复苏，产业补短板明显。随着住宿业、餐饮、服务业开始向弥补缺口的状态进行回补所呈现出来的一个明显的产业补短板依然在进行，虽然疫情扰动产生明显的效应，但生产依然保持复苏的状态。特别是高新技术行业在疫情期间持续出现高速增长，一是投资出现高速增长，二是产出出现高速增长。

5、需求面，从各类两年平均值的状况看到，全年虽然有波动，但是复苏的动能依然是存在的。虽然三季度整个消费和投资复苏的节奏有所减缓，但是基本在可控的范围内。

6、三大主体收入（居民收入、企业收入、政府利润）出现持续改善，失业率持续下降。就业水平出现全面改善的状况，比疫情前的水平略低。因此在这些方面我们会看到复苏基本盘依然存在。

二、复苏波动，下半年经济下行压力加大，具有趋势性特征

1、各类先行和一致参数下滑，结构性指标显示趋势性回落比较明显。PMI 指数出现低于枯荣值，同时制造业指数在 8 月份出现明显下滑。

深入考虑 PMI 参数的结构性变化，支撑 PMI 指数的核心力量在于两个方面，一是（红色）主要原材料购进价格指数，二是出厂价格指数。这两个指数剔除后就会看到其他几个核心参数：从业人员、新出口订单、新订单持续几个月出现低于枯荣值的范围。如果考虑常态情况下价格上升是经济复苏的很重要的一个指标，那么价格上升在指数构建中是一个正因素，但这次价格变化具有很强的成本冲击，综合考虑认为目前经济运行状况无论是 PMI 指数，还是非制造业 PMI 指数显示的制造业和服务业的运行状态，比我们想象的还要差一些。

几大微观主体特别是消费者和生产者的预期从二季度出现了明显的一种变化，这种变化中值得关注的是消费者预期指数、满意指数和信心指数三大指数出现同步快速回落，这种回落会看到主要来源于对于未来的信心指数的一种下滑，这种下滑可能会导致出现一种永久性收入下滑的风险，消费支撑力可能会出现趋势性变化，因此，目前对消费端的变异要高度关注。

一致参数回落更为明显，这是测量的一个一致综合一致指数，主要由货运量、贷款增速、发电量进行构建，目前整个发电量出现明显持续回落，从前期 17.4% 的增长速度下滑到目前的 4% 左右的水平。货运量从原来危机前常态状态下的 9% 点回落到目前 2% 的状态。综合一致指数从 98.9% 回落到目前的 18.3%。从这个状态来看，目前从发电量、货运量、贷款增速这块来看，经济趋冷的压力在持续上扬。

2、供求同步疲软，需求疲软胜于供给损失。这种压力从供求两端都能反映出来，特别是从工业产能利用率变化和工业增加值的变化会看。到过去这些年去产能、去库存对整个工业体系生产能力的影响有一个较大的变化，去产能在前几年的效果还是不错的，因此，可以看到今年产能利用率变化不是很大，但工业增加值两年平均增速也出现了持续的下滑。

3、季度 GDP 增速回落明显。消费端也是如此。如果从用环比增速看，季度 GDP 环比增速目前回落到环比增长速度趋于零的这样一个区间，这是我们要关注的。

4、价格面也反映在外部供给冲击下，CPI 低迷表明经济疲软，未来经济增长动力将大幅度下降，扰动经济运行。供需两端疲软带来的价格层面的反映，从 CPI 来看，目前核心 CPI 在 1% 左右，累计核心 CPI 只在 0.8% 左右的水平。表明供需两端同步下滑过程中，需求端的下滑依然非常明显，从价格参数可以表明，总体宏观经济的状态反映出的需求不足依然是当前的一个核心。目前，从价格端反映出几个更强劲的担忧，一是进口价格指数仍然处在高位上扬的过程，大宗商品价格虽然有所缓和，但能源价格在持续上扬，这导致生产资料 PPI 涨幅超过 14%，PPI 涨幅超过 13%，与此同时几个喇叭口在全面展开，CPI 与 PPI 间的差价持续上扬，生产资料和生活资料之间的涨幅



在全面拉开（差距），进口价格与出口价格的喇叭口还在持续。

这几大喇叭口的张开直接导致成本推动型的价格冲击，直接导致下游企业中小企业的利润受到严重侵蚀。我们做过一个测算，光贸易条件恶化所导致的成本上扬，今年预计能够达到 1.4 万亿的水平。这个水平直接反映出，的是目前为企业进行降低成本，降低负担，弥补企业的损失所采取的政策力度是不足够的，因为今年对于中小企业和各种企业减税让利的总量基本在 7000 亿左右的水平，光是进口价格指数的上扬所带来的成本上扬已经超过上万亿。未来动能，我们认为如果不改变目前的这种状态将会出现一个较大幅度的变异。

5、所以，四季度会看到一些中小企业的恢复速度全面的放缓。反映出来的状况比宏观环境更加不乐观，这是中国《中小企业发展指数运行图》，。中国人民大学上半年创建了中国中小企业发展研究院，专门编制中小企业发展状况，通过抽样调查，三万多份中小企业样本形成的指数变化，明显看出二季度开始中小企业市场指数、成本指数、资金指数、劳动力指数、投入指数、效益指数等等都出现了明显的下滑。并且这个下滑在最近有加速性的态势。

三、经济下行产生的原因具有多重性

为什么出现这种下滑呢？国内学者已经进行了很多的研究，我们认为经济下行产生的原因是多重的，但更重要的一个是要对它进行分层分类分解，来说明哪些因素是短期能够对冲的，哪些因素是结构性的，必须要进行乘数，哪些因素是政策调控自身产生的，通过体制机制调整和协调调整就能够纠正，这样才能够对宏观经济政策的调整做出一个明确的判断。

1、病毒的变异和疫情的反复是导致今年二季度以来经济复苏出现波动的一个原因。

另外与疫情相关的就是，极端天气所带来的一系列的影响。这些影响导致线下活动至今未完全能够恢复正常。受疫情管制影响较大的行业面临着复苏天花板的制约，最明显的是住宿与餐饮、租赁与商务服务业，虽然三季度开始实现两年平均正增长，但仍然面临一系列的反复的冲击。

值得注意的是，二季度以来经济逐级回落难以用技术效应、疫情反复、天气变化等外生因素得到满意的解释。剔除基数效应，用两年平均参照非疫情爆发和非天气恶劣区域和部门的表现，比如河南出现了疫情和气候问题，我们可以选择没有疫情这些区域和部门来进行参照，就会看到中国宏观经济政策的过快常态化，各种结构性政策的非预期性叠加以及中国结构性大转型的全面出现是本轮经济下行压力加大的深层次核心原因所在。因此，本轮经济增速回落具有强烈的趋势性特征和结构性特征，它比以往所看到的复苏反复波动的现象可能要复杂。

2、大宗商品价格持续上涨和传递效应减弱导致市场利润全面侵蚀，复苏内生动力下滑。这种下滑目前已经显现，我们认为全面显现应该是在四季度，仅贸易条件导致的成本上涨，增加成本大致在 1.4 万亿左右，再叠加内部因素，特别是断煤断电以及出现的缺芯和缺硅这样一些因素所带来的生产扰动比我们想象中要大，。一般测算，最近几个百分点的下滑，有 2 个百分点同疫情和恶劣天气有关；有 1.5 个百分点和煤荒电荒有关联；还有 1 个多百分点同大宗商品价格冲击密切关联。

3、煤电荒带来拉闸限电，对供给端冲击较为明显。煤炭产量在过去各种因素冲击下出现持续下滑，这种持续下滑与整个用电量的需求上升不太匹配有关，这里反映出几个很重要的体制性原因，一是市场型的煤价而计划性电价的这种不匹配。二是能耗双降带来的不同行业 and 不同部门的叠加效应。三是对于未来下一个阶段中国用电发生的结构性大变化缺乏深度认识。这几个方面带来了今年没有想象得到的一个冲击，就是煤电荒所带来的冲击，这个影响实际上是比较大的，并且比较深远。因为要弥补目前煤炭短缺和能耗缺口，不是一两个季度就能解决的问题。



4、芯片荒带来的汽车生产与销售下降，使给中国生产带来的影响比较明显，这是在去年分析中没有重点研究的一个现象。目前从生产端可以看到，目前汽车生产已经导致的增加值的下滑已经下滑了 12.6%，这直接导致 GDP 增长速度能够下降 0.5 个百分点左右，导致工业增加值下降幅度达到 1 个多点，这是我们要重点关注的。也就是说。对于下一步的展望，很重要的因素就是支柱产业到底能不能够出现一个全面的反弹，而这种反弹不是在于简单的需求端，而是在于供给端。供给端很明显。

另一点很重要的是消费，消费中汽车零售消费同比下降 11.8%，剔除汽车因素社会消费品零售总额能够回升 2 个百分点，汽车在这一轮中所呈现的强劲冲击已经超越了大家的想象。而汽车的这种变化与疫情有关联，但是也有其他的因素，因为芯片荒带来的冲击是多元的、是体系性的，短期能否解决这个问题是要思考的一个重点问题。

5、房地产市场大调整导致固定资产投资和经济下行压力全面加大。这次的房地产的调整与过去的房地产调整具有本质性的差异，这种差异不仅仅在于三道红线几大比例，进行了全面的收紧，更重要的一个是围绕着土地的招拍挂，围绕着城市住房的这种供应，围绕着政府端的发力，房地产税试点全面进行，标志着房地产的新时代到来。这种调整带来的整个房地产信贷、房地产销售、房地产投资、房地产价格都出现了趋势性的变化，当然这种趋势性的变化在目前短期政策回调下会不会出现变异，这是要研究的重点，但我们的结论是这种趋势短期政策难以进行根本性的扭转这种趋势的。

所以，大家会看到目前的重点城市土地流拍走势，从过去百分之几的状况上升到 27%，五十强房企拿地金额的态势从传统的 13000 亿左右的水平持续下降到 2000 亿的状态，也就是说下滑了 70-80% 的水平。同时，成交量出现明显回落，房地产投资先行指标也在持续走弱，未来房地产投资会出现持续回落状态，因此在中期难以改变。

值得注意的是：随着房地产市场的整顿，平台经济整顿、第三次分配的讨论、资本无序扩张的整顿等行动引发了社会思潮的大讨论，导致大量的资本出现了一些变化，对中短期投资预期产生出现了很大的扰动作用，这种作用将是不可忽视的。对于怎么来规范资本的发展，我们国家中国可能急需一个较大的调整，使资本安心的地进行投资，安心的地进行生产，是我们工作中很重要的一个重点。

6、重点领域金融风险短期集中释放超出经济复苏阶段可承受能力。一是地产企业违约的情况，在三季度大幅上升，从总金额和加速来看都出现明显增长。二是债券市场违约状况在过去五六年中持续上扬，有人说以后会不会就好了呢？我们一定要看到在高杠杆过程中，进行稳杠杆和降杠杆的过程中，一定要改变过去升杠杆的这种途径，因此持续的风险释放是必定的。今年整个城投回购的力度不到 1 万亿，但是明年整个到期及回购的规模将大幅上扬，这种上扬对于资金层面会带来急剧的压力。更重要的是要思考一个问题，就是在高债务和高本息还债率的情况下，应该怎样定义货币政策的定位，我们在欠了很多债的时候，一个经济体流动性充裕应该怎样定义？因为现在流动性的这种定义往往是把流动性的货币供应量和社会融资总量的增速与名义 GDP 增长进行匹配。但事实上我们会看到，债务率达到 280% 左右的状态，融资付息率达到 70%，城投债还本付息率达到 3.6 万亿，借新还旧比例达到 85% 左右的状态时，企业的流动性要求比常态状况下的流动性要更多，这是我们对央行的建议，高债务、高还本付息率的条件下，货币政策对于流动性充裕的这种定性要有一个全面重新思考。

7、明显可以看到，今年一季度开始，货币政策大幅度常态化，逼近已经跌破中性区间，进入到紧缩区间。货币政策力度也是如此，在一季度跌入到紧缩区间，具体也会看到 IMF 测算表明中国金融条件指数是全世界大国中最紧的，最上面这根红线是中国的，它的值越高表明紧缩。

更重要的是，如果把从原来所定义的流动性的这种适宜标准 M2、社融增速与名



义 GDP 增速的匹配来看,就会发现一系列的问题。比如去年社融规模最高达到 13.7 亿,名义 GDP 增长速度在去年年底时只有 5%左右的水平,但事实上,当今年一季度和今年三季度名义 GDP 增长速度分别是 21.2%和 13%点多,但目前会看到社融和 M2 的增速与今年的名义 GDP 的增长速度基本上是严重不匹配的,名义 GDP 增长速度明显高于社融水平,因此,这种匹配性表明整个金融的紧缩依然有偏紧张的嫌疑。运动式减碳导致部门收缩搜索。

8、同时今年也是“十三五”规划和“十四五”规划全面进行转型的过程中,出现战略转换空档期,也导致投资不足。

回顾几大经济下行的因素,由外部天气因素,外部环境动荡大宗商品冲击带来的外生性的因素,更重要的是我们对于今年经济运行的基本逻辑没有一个很清晰的认识,从而使宏观经济政策快速常态化,并且还出现了多碰头、挤叠加的现象,这些现象使我们要高度关注中国经济运行逻辑除疫情逻辑之外,还有更深层次的逻辑,这就是我们这次提出需要高度重视的:疫情掩盖下的四大转型及其导致的宏观经济运行机理的变化——中国经济大转型经过前期铺垫之后进入到加速阶段。

中国经济大转型过去这些年,特别是总书记提出新常态理论以来,经过前期的铺垫之后已经进入到一种真正的加速阶段和叠加阶段。

转型一:从传统要素驱动全面向创新驱动的大转型。这个大转型很重要的一点是原来靠投资驱动,从要素投资驱动,粗放型的要素投资驱动,原来是传统的基建、房地产和制造业,下一步要靠科技投入,靠研发投入对 GDP 的拉动。但是一定要看到一点基础研究、应用研究和高等院校的这些研究,一是产生了即期乘数效应大幅下降,但是这些投资对于未来期间的拉动效应外溢效应是非常强劲的。因此,科技型的投资,当期逆周期效应是很弱的,但是它的跨周期效应是很强的,这是我们要看到的。

二是要看到传统基建投资和新基建,传统基建投资是逆周期和跨周期效应组合都比较好的,但是新基建在逆周期效应中是弱化的,未来的跨周期效应是提升的。这就使我们要认识到在目前向创新型驱动进行转型过程中,在稳增长、稳投资中的这些工具一定要发生重大变化,而不是靠传统的几板斧就能驱动的。另外一点,也要看到我们的中国的投资大规模发生在第三产业,而不是发生在第二产业。因此,第三产业的拉动效应乘数效应以及当期经济作用的规律与传统的第二产业投资拉动的规律也是完全不一样的,如果我们不把这个转变所带来的短期中期长期宏观的运行机制和工具特征弄明白,我们就会在调控中间出现一些失误。

转型二:从简单的开放性发展战略向双循环新发展格局战略的大转型。它会打破传统分工格局,导致产业链供应链变短变窄,从而导致很多产业链供应链出现重构,这种重构必然导致效率下降。因此要关注几个问题。

1) 效率水平和增值中枢水平都会下降。虽然大家搞的热火朝天,但世界中枢会下降。

2) 产业链和供应链转变过程中的摩擦和瓶颈现象会频繁出现,并且会在意料不到的地方出现。虽然我们都有备胎计划,都想使产业链和供应链在发展中更加自主化,但很多瓶颈现象会在我们意想不到的时候,意想不到的环节产生。所以,大家会看到疫情期间大量的提醒我们了,美国港口和集装箱货柜短缺直接带来了全球价格水平的上扬。车载芯片问题直接导致全球汽车生产下降 15%,因此,大家一定要认识到。未来重构的风险,世界重构的波动比以前想象中要大,这不仅仅因为疫情,即使疫情过去后全球的产业链供应链的重构有可能会进一步加速,而不是像很多人想象的会减弱。

3) 政府主导型的强化。

4) 出口的超预期增长难以充分发挥溢出传导效应,带来预期的紊乱。目前中国我们订单很多,但是由于瓶颈因素,运不出去,导致很多企业弃单,这种弃单行为直接



导致很多中小企业生产出现明显下滑，因此可能要在这上面看到这种转型的问题。

转型三：从高污染排放向低污染排放的低碳绿色大转型。这种大转型一定要认识到，能耗双控、双碳战略要求的是中国生产方式有一个大变革，而这种生产方式的变革与传统技术创新生产方式的变革具有本质性的差别。这种差别是在于，生产方式的变革这种变革首先是一个成本性的增长，然后才是一个成本增长促进技术替代，最后是生产方式变化带来的绿色收益。这次生产方式不是像以往一种发明带来的生产方式的变革，首先是收益递增，而“绿色紧箍咒”首先是成本上升。怎样消化成本，以及战略中怎样布局，这与以往生产方式的变革有巨大的差别，因此，一般技术首先带来的是成本节省、利润增长、需求拓展会直接产生内生动能；绿色转型则首先是确权之后的成本分摊和成本增长，发展的内生动力和市场动力不足，同时还有很多行动是公共品属性，必须政府先行，对短期的 GDP 拉动不足。世界银行现在都在倡导绿色投资，要大规模的绿色投资，但是此投资非彼投资，它对于宏观经济的运行、短期政策的把控具有明显的差别，这是我们要提醒的。

转型四：房地产-地方财税体系大转型。这个大转型一定要认识到，这是一个时代的大变化，也就是过去依靠土地制度的二元属性为工业化、城市化找到了绝佳的助力器和加速器要发生变化了，这种变化直接导致地方运行模式发生革命性的变化，会导致中国金融深化逻辑发生很大的变化，同时也会导致地方政府房地产、金融机构、地方国有企业相互促进的融资体系发生变革。这种变革我认为一定要高度认识这种变革，只有把这些变革认识清楚，这四大转型在 2021 年是几碰头，明年会全面进行展开，这种碰头决定了目前的变化，在疫情的掩护下发生了悄悄的这种革命，这种革命是我们认识中国宏观经济深层次原因变异的几个重要的基点，这是这次报告的重点。

因此，从短期看，下一步到底会怎么运转呢？我们认为能否快速逆转中国经济复苏乏力的局面，主要取决于以下几个方面的因素：

一是煤电荒是否会在短期内得到有效解决，我们的答案是很难。

二是房地产信贷政策的放松，目前开始在放松，特别是抵押贷款是否可以逆转当前趋势性下滑的趋势呢？我们的答案也是很难。

三是汽车芯片荒是否能够在短期内可以缓和，从而使中国经济复苏在供求两端得到释放呢？目前的研究要到明年中期可能得到有效缓和，也就是说当前和明年一季度还是不行。

四是几大价格背离现象会持续多久，这种背离带来的成本负担是否会超越了很多市场主体的承受能力？我们的答案是这种价格背离现象还会持续一个季度，虽然目前的 CPI 开始有所上扬，出口价格也有所上扬，但是这个喇叭口依然存在。同时，中小企业承受成本冲击的压力已经到了极限，难以进一步承担的。

五是冬季国内疫情是否会从“多点散发”演化为“多点密发”从而导致社会经济秩序的变异呢？目前看来进入冬季欧洲疫情大幅度上扬，我国目前在党中央的领导下控制得很好，依然是“多点散发”，当然这里面不排除未来的一些变异。

六是欧洲通货膨胀的全面显现是否会导致中国需求持续上扬呢？当然利好消息是美国最近开始大规模购买中国商品平抑美国国内物价，这是最近看到的一些新现象。

七是美国退出量化宽松量宽是否会在边际引起中国金融市场的态度？比如目前的美元债特别是房地产的美元债是否会在美国退出量宽后引起一系列的变化。同时人民币汇率是否会在这个阶段发生一些异样的调整。

八是全球供应链和产业链面临的各种短期瓶颈约束是否已经中期化，导致中国外需的窗口期得到较长的延续。这是我们刚才谈到的，？瓶颈因素比大家想象得要持久，要普遍，产生的欧美供应供求的紊乱不匹配是在中期化的，当然这在一定阶段对我们是利好消息。



九是宏观经济政策是否进行总体性再定位，全面改变财政和货币政策力度偏紧的局面，？目前国常会已经召开，央行四季度货币政策报告已经发布，已经在财政货币上做出了一个表态，这个表态我们认为这个表态是一个再定位。

十是各种运动式的结构性政策是否能够脱离“层层叠加”与“几碰头”的困境，中国宏观经济治理体系在反思中是否能够得到快速的改善，结构性政策与总量性政策，逆周期政策与跨周期政策是否能够得到新的平衡？这些因素是决四季度末和明年上半年经济运行的几大核心因素。

四、2022 年经济运行的逻辑

1、2022 年是党的二十大召开之年，是“十四五”规划前面落实的一年，新发展格局全面布局的一年，更是地方政府全面换届之后的一年，因此我们认为明年中国宏观经济将逆转 2021 年中国经济复苏乏力增速回落的势头，一方面将延续 2021 年宏观经济复苏的动力和基础，另一方面在宏观经济政策再定位、协调体系再调整、以及“十四五”再落实等因素的作用下，宏观经济下行压力将得到极大的缓解。

2、新冠疫情防控进程依然在很大程度上决定了社会经济活动常态化的进程。但与 2021 年不同的是，今年的疫情防控比我们想象的要复杂，因此复苏进程要复杂，但明年比今年来看有更复杂的一个因素，就是西方主要国家很可能在疫情防控上全面放开，这将对我国疫情防控模式带来巨大的挑战，从而对我国宏观经济内外部运行逻辑带来巨大的冲击，一方面是西方疫情防控全面放开将引发疫情时代全球产业链供应链调整的再调整，从而对给中国进出口带来巨大的不确定性。

3、全球通货膨胀的出现，美国量化宽松政策的陆续退出，美国三大新刺激政策的落地，美国财政赤字的持续扩大和全球金融市场的新动荡，以及全球供应链在疫后的持续调整，将会对中国宏观经济的外部环境带来正反两方面的不确定冲击。

1) 一方面，全球消费品价格的上扬将带来对中国贸易竞争力的上扬，中国出口向上，另一方面，大宗商品价格持续上扬特别是能源价格的上扬又使成本冲击的力度会加强，输入性通胀的压力也会加大。

2) 美国物价上涨和赤字财政将加大对中国的需求，导致美国对华贸易全面转向，但是美国前期持续量宽量化宽松和量宽量化宽松调整带来的金融市场的震荡有可能导致人民币过度升值。

3) 欧美疫情的全面开放可能会导致全球供应链产业链的调整进一步加速，但也有可能在调整中出现更严重的新的供应链瓶颈约束的问题。这是明年外部环境的冲击比今年的故事更复杂的原因。

4、2022 年是党的二十大召开之年，传统政治逻辑要求的是宏观经济保持较好向上态势，一方面调整现有的短期宏观经济政策定位势在必行，这是经济所需要的。但另一方面，在现有政策实施体系下很可能出现宽松的叠加，导致中国宏观经济复苏在紧缩叠加与宽松叠加之间进行摇摆。这是我们经常要谈到的，我们体制上中国有显著性的体制优势，但是我们在一些短期调控上也有它的劣势。

5、2021-2022 年是从传统要素驱动全面向创新驱动的大转型、从简单的开放性发展战略向双循环发展格局战略的大转型，绿色大转型以及房地产-地方财税体系大转型等四大转型全面启动和全面叠加的年份，中长期结构性大调整将持续，与短期稳增长控风险产生冲突，如何在结构性政策与总量性政策，逆周期政策与跨周期政策中寻找新的平衡依然面临着新的挑战，也就是说明年在中长期和短期之间的这种冲突会更明显。

遵循这些逻辑我们进行了一些预测，虽然今年四季度增长速度破 4%，在 3.9%左右，但是全年增长速度达到 8.1%，高于目标值 6%以上。我们认为明年我们认为随着经济政策的这种宽松以及各种有效因素的，明年一季度中国经济增长速度会出现反弹，同时



保持在5.5%左右的增长水平，这个增长水平也是与我们当前所判断的潜在增速略高的速度，明年中国经济期望常态化，按照目前的这种逻辑也应该常态化。

我们预测未来五个季度的实际增长速度，四季度破4%，达到3.9%，明年一季度会恢复到5.2%左右，到二十大召开的这两个季度中会出现一个相对景气的状态，具体来讲，我们认为：

1、2021年中国宏观经济持续复苏，但受基数因素和下半年复苏势头放缓的影响，前高后低的态势明显。预计四季度将破4%，仅为3.9%，两年平均5.2%，较三季度为升，预计全年增速达到8.1%，实现6%以上的增长目标，较2020年增长速度回升5.8个百分点，两年平均增长5.1%，低于2019年增速。产出缺口依然是负的。

2、在供给端三大产业复苏明显，第二产业复苏强劲，增加值增速达到8.5%，较2020年上扬5.9个百分点，两年平均增速5.5%，第三季度深度修复，增加值增速反弹到8.1%左右，较2020年上扬6.0个百分点，两年平均增速5.1%。在需求端投资消费进一步恢复，实际增速偏弱，同比增速达到5.8%和12.8%，两年平均增长4.3%和4.1%。

3、今年最为亮丽的是出口同比增长速度达到30.1%，两年平均是16.1%，顺差扩大到6400亿美金，对GDP增速大幅拉动在这一块。

4、四季度走势分化明显，PPI四季度有所回落，CPI会有所上扬，但总体间的喇叭口达到了一个新的高度。

明年来讲，我们认为2022年供需两端将进一步深度修复并趋于平衡。在供给端第三产业深度修复，短板行业加快补齐缺口，增加值将达到6.5%左右，第二产业增加值达到4.5%，消费预计分别是4.4%、6.8%，导致的很重要的一点是整体的宏观经济在供需两端的作用下，在政策再定位和政策协调再调整、“十四五”规划全面落实这些因素下，经济进一步恢复，呈现出一个前低后高的运行态势。当然这里面有基数的因素，也有政策持续加码的因素。我们认为明年四季度增长速度将达到5.6%，全年可能达到5.5%左右的水平。

价格水平，明年CPI持续回升超过2%，PPI增速回落到4.0%左右，GDP平减指数将达到3.4%。今年GDP平减指数是新高达到了5点多，明年GDP平减指数将回落，但是CPI会有所上扬。

明年是二十大召开之年，我们会看到一些政策的变化。货币希望与名义GDP增速大致匹配，同时财政扩张力度将加大。M2增速将稳定在8.5%左右，主要是考虑到GDP平减指数3.4%，GDP增速5.5%，明年GDP名义增长速度在8.9%左右的水平，因此M2和社融的参数按照目前的这样一些准则8.5%和10%是比较恰当的。

同时明年财政增长速度明年要注意，一个是政府收入增速会预计会下滑降到只增长4.1%，原因很重要的原因一点是政府基金收入明年会出现负增长，因此我们认为明年财政要持续扩张，整个财政赤字率依然应该保持在3%左右的水平，如果再根据实际情况可以保持在3%以上的一个水平。

免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。