

余永定：2022年中国宏观经济政策

- 工作论文《[2022年经济增长前景和宏观经济政策选择](#)》
- 视频链接：[余永定：2022年中国宏观经济政策](#)
- 媒体版本：<https://www.163.com/dy/article/H1NOFTD3052100BV.html>

2022年经济经济增长目标的设定

- 中国政府确定增速5.5%
 - 不设到设
 - 由区间到点
 - 定多高？实质是**潜在经济增速**问题
 - 无法计算，只能大致估计，在实践中矫正
 - 19年增速
 - 8.1%，基数效应。难于选定基数
 - 20-21年两年平均，一种粗糙的去基数效应的方法。
 - 我倾向6%，但考虑到疫情和其他不确定性，5.5%可以接受
- 确定5.5%的意义
 - 担心企业杠杆率和通胀，提出“新常态”、强调宏观经济政策“正常化”。不愿意执行扩张性财政、货币政策，在增长和金融稳定之间，过于强调金融稳定而牺牲了增长
 - 5.5%，市场能接受，但高于市场预期，要经过“艰苦努力才能实现”
 - 5.5%有强烈的信号作用，鼓舞士气，可能标志着2010年经济下滑的转折点。
- 值得高度评价

目标能否实现？一致性检验 - consistency checking

- 目标：GDP 5.5%
- 假设：消费 5.5% (in line with income growth and GDP growth)
- 假设：Net export 1%
 - Import 7.29%
 - Export 6.6%
- 余值：固定资本投资 5.7% (名义)
 - 假设：房地产 4.0%。（？偏高，21年 4.4%）
 - 假设：制造业 5.7%
 - 余值：基础设施 5.6% (名义)
- 问题：基础设施名义增速是否能够达到 5.6%。如果不能，就需重新“洗牌”，调整参数或增长目标，直到确认所需的基础设施投资增速是可以实现的。

实现基础设施投资增速5.6%的条件

1. 有无项目（城市建设、新基建）
2. 有无项目储备
3. 地方政府有无积极性
4. 有无资金支持

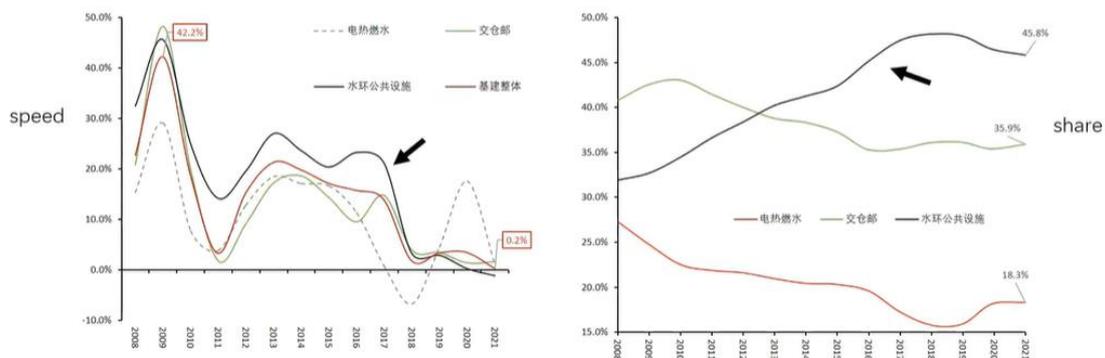
基础设施投资增速急剧下降是因为没有可投资项目吗？

• 基础设施包括三大行业：

1. 电力、热力、燃气及水的生产和供应业
2. 交通运输、仓储和邮政业
3. 水利、环境和公共设施管理业

• 在这三大行业中，“水利、公共设施”份额最高，达到全基建行业的45.8%，

• 基础设施投资增速由2009年的42.2%降低到2021年的0.2%的原因：



基础设施投资占比最高的构成部分**水环公共设施**，增速下降最快

中国基础设施投资不振的另一个视角

- 基建行业还可以进一步拆分为12个子行业。在0.2的基建投资增速中
 - **公共设施管理业**（水环公共的子行业）的贡献-0.5个百分点。
 - 道路运输业的贡献-0.3个百分点
 - 水生产的贡献- 0.2个百分点
 - 生态、铁路各贡献-0.1个百分点
- 公共设施管理业投资中占比最大的为**市政设施管理**（66.3%）
- **基建投资增速低迷可归诸于城市市政建设和交通投资增速的放缓。**
- 为什么市政建设缓慢？

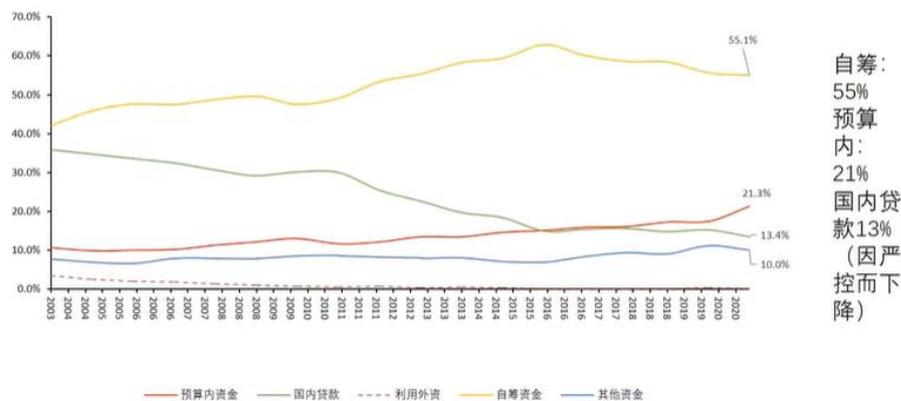
地方政府积极性问题

- 基础设施投资的最主要领域是市政设施建设。尽管企业是基础设施建设的主要实施者，但地方政府在地方一级的基础设施投资中扮演规划、协调和监督的重要作用。**2020年地方政府发行专项债务3.75万亿元。但地方政府基金收支总量却存在1.98万亿的超收额**
- 2021年存在同样情况
- 原因
 - 第一，地方政府还债压力巨大，它们必须首先努力降低杠杆率，越来越多的资金被用来付息和偿还债务，而不是用于基础设施投资。
 - 第二，“终身追责”使它们不愿冒投资失败的危险。

基建投资的融资问题

- 预算内
 - 中央和地方一般公共预算
 - 中央和地方政府性基金
 - 土地出让金相关支出
 - 专项债
- 自筹
 - 城投债
 - 企业自有资金
 - 银行贷款（可单列）
- 我们的结论：应该有很大空间

基础设施投资资金来源的结构



怪现象：融资成本越低，融资量越少；融资成本越高，融资量越大

1. 中央一般公共预算，无成本--几百亿
2. 地方一般公共预算，无成本？--2万亿
3. 土地出让金支出，用于基础设施投资的资金并不多
4. 专项债，成本比上两项高一些，--3.6万亿
5. 银行贷款，成更高一些，原来占比很高，受到严格监管，估计3万亿
6. 城投资，成本最高，6.2万亿（21年）

基础设施投资融资中的一个基本矛盾

- 在经济不景气期间，私人投资者不愿投资，政府推出“刺激计划”，通过推动基础设施投资创造“挤入效应”，以带动经济增长
- 同时，中央不增加财政赤字，鼓励地方政府从市场为基础设施投资筹措资金
- 问题是：市场资金的提供者，恰恰就是那些因经济不景气，预期投资回报低、风险大而不愿投资的市场化投资者
- 为了吸引投资者投资于主要是公益性，不能产生现金流的基础设施，筹资者必须提供高回报和政府信用（显性或隐性）
- 避免中央公共财政风险的结果是地方政府财政风险和企业风险（投资者和融资者）的提高
- 为了抑制后两种风险，政府对专项债、银行贷款和城投债的发行和购买进行限制。而这种限制，对经济增长产生负面影响。
- 实质上还是金融风险和经济增长之间的矛盾。政府必须在防风险和稳增长之间找到最佳平衡。目前是向稳增长方向倾斜。

基础设施投资融资应做何种调整？

1. 财政预算的结构应该有所调整，要加大一般公共预算对基础设施的支持力度，中央一般公共预算的贡献，微乎其微，应该改变
2. 加大中央政府一般公共预算对地方政府的转移支付，对基建投资提供贴息贷款
3. 逐渐增加中央一般公共预算赤字，提高赤字率
4. 放宽对专项债发行的限制（项目要严格审查，但融资条件要放宽），减少繁文缛节，提高专项债使用效率
5. 适度放宽银行和其他投资者对购买城投债的限制，给予金融机构、特别是商业银行更大的自主权
6. 通过金融创新，为基础设施融资开辟新渠道
7. 货币政策应进一步放宽，降息，支持扩张性财政政策

2022年中国财政政策力度如何？财政收入与支出、政府税收T与政府开支G的概念辨析

- 2022年全国一般公共预算赤字为3.37万亿元，比2021年少2千亿元。
- 中央和地方赤字各减少1千亿元
 - 中央多收1.415万亿，多支1.315万亿
 - 地方多收2.078万亿，多支1.978万亿
- 一般公共预算赤字减少是否意味着财政政策的宽松程度下降了？不一定。
- 一般公共预算赤字大小，不一定能够反映财政政策的松紧程度。
 - 作为国债管理概念，财政赤字=财政支出-财政收入。只问收支是否相抵，不问钱从哪里来，用到什么地方。财政支出=财政收入，无需发国债。
 - 财政政策对实体经济的刺激G-T，支出G代表政府对GDP的需求，收入T代表居民对GDP购买能力的让渡。G对经济产生扩张作用，T收缩作用。G=T表示政府并未增加也未减少对社会产品的需求。当居民消费倾向=1时，财政政策对经济的刺激作用为零
- 以此观念，重新审视2022年中国一般公共预算

亿元	收入端	支出端		
中央一般公共预算	中央一般公共预算收入	94880	本级支出	35570
	中央预算稳定调节基金调入	2765	中央预备费	500
	从中央政府性基金预算、中央国有资本经营预算调入	9900	对地方转移支付	89975
			其他(转移支付?)	8000
	中央一般公共预算收支差额(赤字)	-26500		
一般公共预算	地方一般公共预算本级收入	115260	地方一般公共预算支出	231055
	接受中央转移支付	97975		
	地方财政调入资金及结转结余资金	10620		
	地方一般公共预算收支差额(赤字)	-7200		

中央一般公共预算收入94880亿代表对社会购买力的扣减(税收T)，支出35570亿，对社会产品的需求(政府支出，G)

中央预算稳定调节基金调入2765亿；中央政府性基金和中央国有资本经营预算调入9900亿。以上两项代表，不同于一般公共预算收入，是资金跨时和跨账户的转移支付，不对经济产生收缩作用。支出端的中央预备费、对地方转移支付和不明项目(可能也是转移支付)不代表对社会产品需求，不对经济产生扩张作用

地方一般公共预算内本级收入115260亿代表对社会购买力的扣减，地方公共预算本级支出231055亿，对社会产品的产生需求

中央转移支付97975，来自中央账户的转移支付89975+8000，不表现为对社会购买力的扣减。地方财政调入资金+结转结余资金=10620(资金跨账户跨年度分配)也不涉及社会购买力的扣减——不是通过征税筹集的。

两本账合起来看，虽说赤字33700(发国债弥补)，全国一般公共预算对经济的刺激作用实际上是56485亿大于21年的33700亿。中央(94880-35570)+地方(115260-231055)=-59310-115795=-56485。所以不能说2022年财政扩张力度比2021年小。

中国利率体系和调控框架

7天逆回购的定义：假设中国人民银行向一级交易商购买有价证券的日期为T日，并在同时约定T+7日将有价证券卖给一级交易商，此种逆回购即7天逆回购。

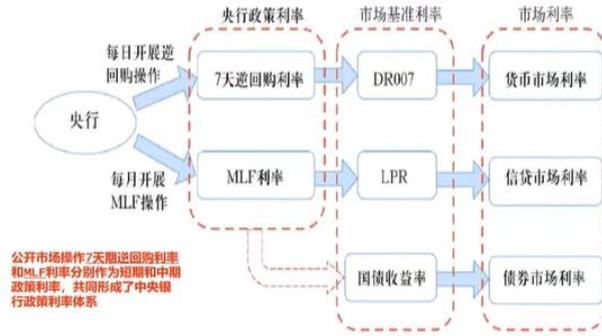
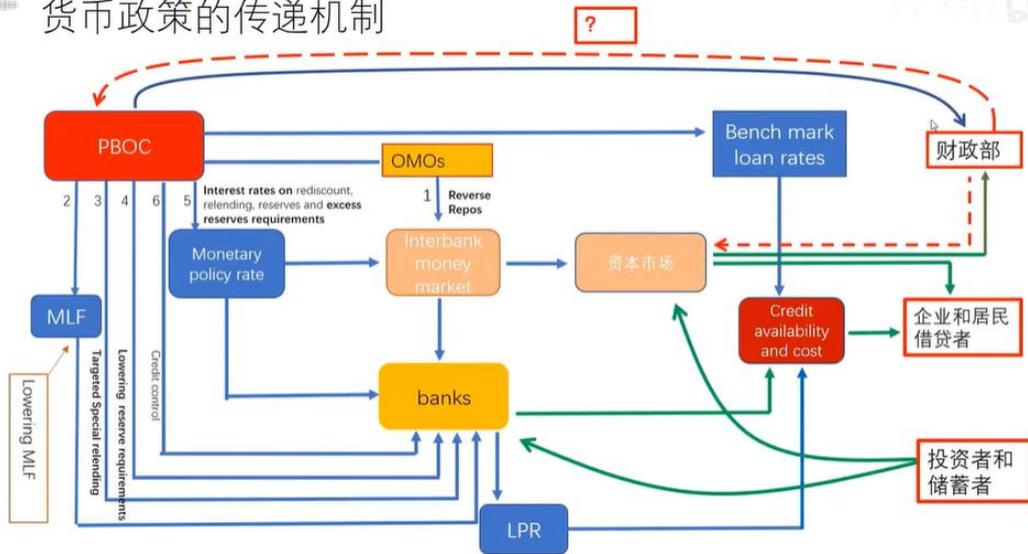


图1 我国利率体系和调控框架

对于商业银行来说，关键是基准利率，其他利率对商业银行资金成本影响不大。基准利率下浮比较自由但上浮到央行严控，商业银行不太依赖MLF提供资金。

Medium term lending
易纲
央行中期贷款便利

货币政策的传递机制



对货币政策的几点看法

1. 通胀压力可能增加，但不应用紧缩货币的方法，应对源于供给冲击的通胀
2. 坚持货币政策独立性，在美国升息的同时，坚持以稳增长为目标、坚持实行较为宽松的货币政策
3. 对人民币汇率变动保持定力，特别是当汇率贬值时，除非出现非常情况，不要对汇率进行干预
4. 继续维持对跨境资本流动的管理
5. 加强对财政政策的支持力度，压低国债、地方债、专项债和其他债务的利息率，支持基础设施投资
6. 继续放宽信贷条件，支持中小企业度过难关
7. 坚持稳增长、稳物价的货币政策最终目标，对资产价格的波动，慎用货币政策工具。

美国对俄罗斯的金融制裁

主要金融制裁措施

第一，将选定的俄罗斯银行从“环球银行同业金融 电讯协会(SWIFT)”的信息系统删除

- Alfa bank, bank of Otkritie, bank of Rossija 和Promsvybank 等银行 2014年后已经受到制裁。
- 一共有7家俄罗斯银行被排除
- Sberbank和Gasprombank两家为能源贸易融资的银行并未被删除

第二，冻结俄罗斯央行外储

第三，将多家俄系统性重要银行列入**CAPTA**名单 (correspondent account or payable through account list) (561名单)

- 其中包括俄罗斯联邦储蓄银行(Sberbank)、俄罗斯外贸银行(VTB)、俄罗斯对外经济银行(VEB)等
- 上了CAPTA名单，就意味着美国金融机构不得为这些银行（过去只有昆仑银行）开立代理行账户，不得处理与之相关的业务 (processing transactions by Sberbank and its property or interests of in property)。
- 美国公民不得同上述银行进行新的债权和股权交易

第四，冻结俄罗斯海外富豪资产

第五，把一些金融机构（6家主要银行，而 Sberbank 上了CAPTA）、个人列入**SDN**名单

- 美国公民和实体（特别是银行）不得与列入名单者的个人和实体有任何金融往来。例如，不得允许它们使用美元和美国清算系统，美国人持有的这些个人和实体的资产被BLOCKED，如美国银行不得允许它们提取存款
- 二级制裁（指禁止非居民同SDN名单有任何往来，违反者将被限制或移出美国金融体系，或也被列入SDN名单。这又同美国的**长臂管辖**有关。

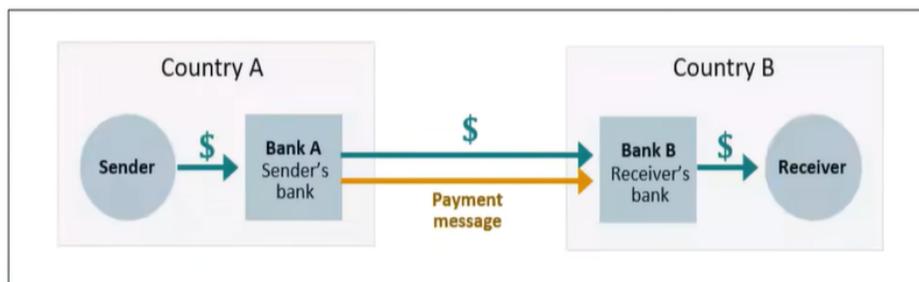
第六，其他

- 把俄国排除出资本市场
- 鼓励外国公司撤出俄罗斯
- Visa 和万事达停止对俄国客户使用

报文系统

国际结算三要素：汇款的发起银行和接收银行、清算和结算系统（美国的某些大银行在 fed 有 master account 可以为外国银行清算或结算）、报文系统

Figure 1. Simple Cross-border Payment Process



Source: Figure created by CRS.

Note: This is a simplified depiction of the cross-border payment process.

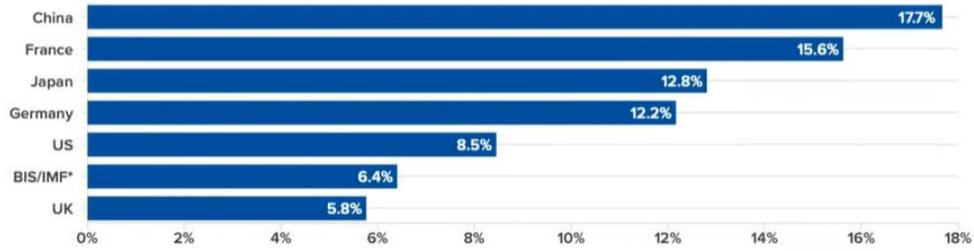
Chips 是清算、结算体系，同时有报文系统。Fedwire 是结算体系和报文体系，不具有清算、轧差功能。Swift 是纯粹报文系统

央行外汇储备：钱在哪里（比例）

Where is Russia's Money?

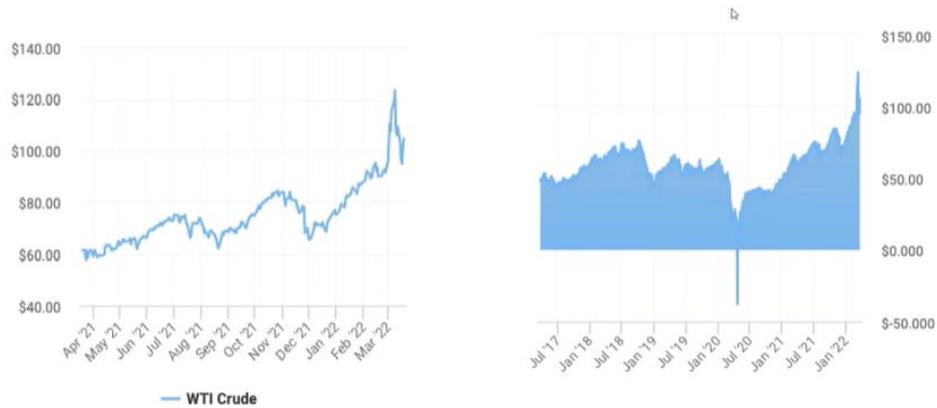
Location of Russian Central Bank's Foreign Exchange Reserves

Atlantic Council
GEOECONOMICS CENTER

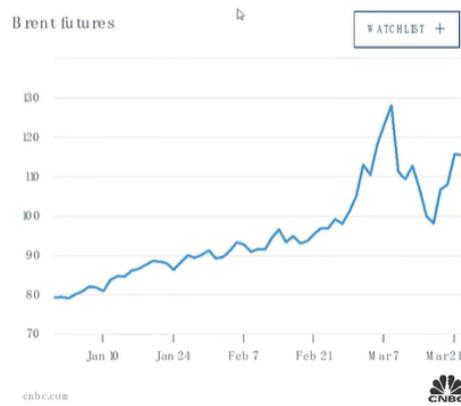
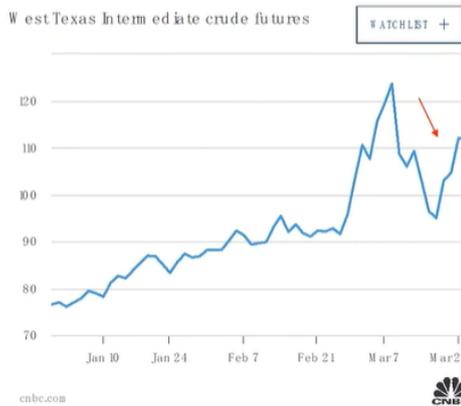


Source: GeoEconomics Center Calculations, Bank of Russia • Graphic does not include gold held domestically
*This value also encompasses smaller international financial institutions. The status of these reserves are unclear

石油价格急剧上升



不禁不是，禁也不是。是制裁的软肋



对全球粮食供应的影响

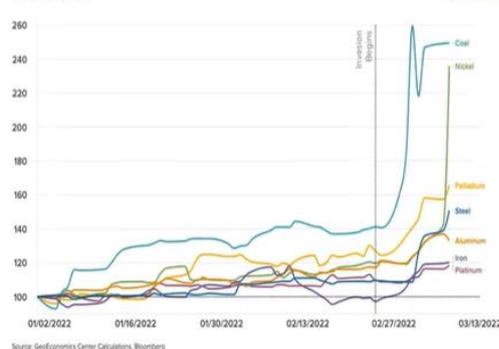


- 俄罗斯和乌克兰为全球提供大约1/3的小麦。乌克兰的播种季节已经到来，这意味着粮食短缺将发生持久影响。

俄乌战争导致大宗商品价格暴涨

- 俄罗斯和乌克兰是世界主要镍、铜和铁的生产国，俄罗斯控制全球10%的铜储量
- 它们同时是氦、palladium和白金的生产 and 出口国

Figure 1: Surging Commodity Prices
Jan 1, 2022 = 100



对俄国的金融战

- 美国对俄罗斯的经济制裁始于2014年，积累丰富的制裁经验。美国能够提前相当长时间就准确预言了乌克兰战争的爆发，说明美国早就制定了军事和经济的预案。事实上，美国政府官员也承认了这点。
- 美国战略意图很清楚，
 - 短期：
 - 第一，制造金融动荡，造成民众对普京的不满，进而引发国内政治动荡，造成类似1917年苏联十月革命前的类似形势。
 - 第二，即便在政治上无法动摇普京的统治地位，也要使俄罗斯无法调动现有的经济和金融力量支持战争机器的运转。
 - 长期：通过最大限度的消耗俄罗斯国力，使之永远无法重新站起来。这样，美国就可以转过头来专心对付中国。

俄罗斯的国际收支状况和海外投资头寸

- 虽然俄罗斯的国力同前苏联不可同日而语，但由于有石油和天然气的大量出口，特别是近几年来油价上涨，俄罗斯的国际收支状况相当不错。
 - 2021年俄国的经常项目顺差为1200亿美元
 - 外汇储备达到6300亿美元
 - 海外资产1.62万亿美元、负债1.18万亿美元，净资产4400亿美元。
 - 在海外资产中
 - 对外直接投资5000亿美元左右
 - 其他投资4000亿美元左右
 - 俄罗斯的主要负债是FDI超过6000亿美元。

打击俄罗斯的突破口

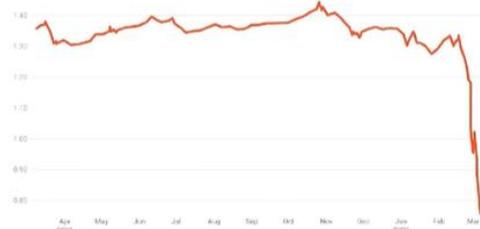
- 对于美国来说，能够打击俄罗斯的最直接、最便捷、最立竿见影的着力点就是俄罗斯的海外资产。什么事都不需要做，签署一道总统行政命令（EO），就可以使俄罗斯无法动用自己的海外资产，甚至冻结（“block”或“freeze”）这些资产。事实上，
- 在俄军进入乌克兰的72小时之内，美国就把俄罗斯最重要的几家金融机构踢出SWIFT。紧接着美国及其盟友便冻结了俄罗斯中央的存放在方的外汇储备。

• 20, 2022 / 7:43 PM / CBS NEWS

金融动荡的演进

股市暴跌

The ruble falls off a cliff



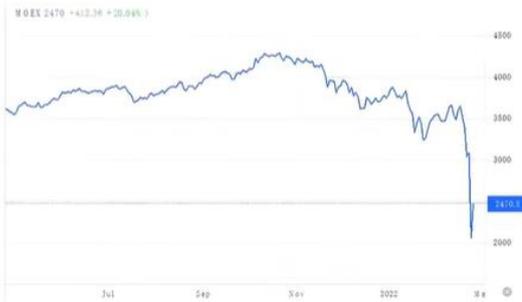
Fraction of a US cent per ruble, Trading Economics

- 战端一但开启，反应最快的一般都是股市。2月24日当天，莫斯科交易所股指暴跌33%，俄国政府不得不关闭股市直至3月24日

到3月
1日贬
值40%

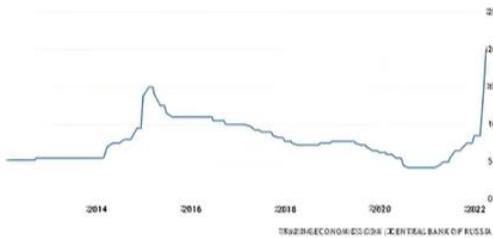
市场不得
不关闭

汇率暴跌、



- 资金逃离股市后，肯定是要逃离俄罗斯。2月28日美国政府宣布把俄罗斯金融机构踢出SWIFT和冻结俄罗斯中央银行资产后，资本外逃加剧。
- 3月1日卢布在一天之内贬值40%。由于外储被冻结，央行失去干预外汇市场的手段，贬值变得无法控制。事实上，如果投资者知道央行无法稳定汇市，一定会在汇率进一步贬值之前把尽可能多的卢布兑换成外币，因而卢布的跌幅就会更大。

升息：9.5%-20%



- 汇率断崖式下跌，必然导致严重的通货膨胀和大量借入外债的企业破产。事实上，战前俄罗斯的通胀率已经超过4%。因而必须设法稳定汇率。实现汇率稳定只有三条路径：央行干预、升息和资本管制。俄罗斯中央银行选择了升息。俄罗斯中央银行把基准利率由战前的9.4%一下子提高到20%。而利率的上升必然抑制消费、投资和经济增长。

汇率贬值
后升息

结果会怎样？

- 这样，在极短时间内美国的金融制裁就使俄罗斯金融体系发生极大混乱，而这种金融混乱可能很快使实体经济陷入滞胀的泥潭中。美国金融制裁是否会实现颠覆普京政权的目的呢？这就要看俄罗斯政府是否有足够的智慧实施反制裁。
- 更重要的是，要看俄罗斯人民是否愿意为支持普京政府而承受金融制裁和经济制裁的后果。
- 俄罗斯经济不会崩溃，但在相当长时间内，恐怕会被排除出国际金融和国际贸易体系。俄罗斯只能向东发展同中国、印度等国家的关系

中国海外资产的安全性问题

- 由于长期贸易顺差，中国积累了2万亿美元的海外净资产，3万多亿的外汇储备。
- 中国是美国的最大债权人
- 在正常情况下，我们担心“美元借条”的贬值：
 - 美国国债28万亿美元
 - 外债15.4万亿美元
 - 2008-2019年美国M2由8.2万亿美元增加到近18万亿美元，增长112%，但GDP仅由14.8万亿美元增长到21.4万亿美元，增长45%。两者的缺口为67个百分点。
- 因而，在某个时点上，美国通胀失控、美元大幅贬值的可能性不能排除
- 美国及其盟友freeze 俄国中央银行外储，是对国际货币体系信用基础的严重冲击。近十万亿美元的海外资产理论上是可以一瞬间灰飞烟灭的。
- 再次突出了中国海外资产的安全性问题。中国应该如何应对？应该尽早制定预案。

1.GDP 增速。针对 2022 年 GDP 增长目标 5.5%，从消费、净出口、投资三方面进行拆解（有一定的数据假设）。针对投资，又可以拆解为房地产、制造业、基建，基建进一步细分为 12 个子行业。

2.基建投资。增速低迷的原因：地方政府积极性、融资成本和融资量成正比的怪现象。调整：扩张性财政政策、放宽货币政策

3.金融风险与稳增长之间的平衡，向稳增长倾斜。

4.财政政策。财政政策的扩张与否不能直接看 G-T，要看一般公共预算对经济的刺激作用（扣除资金跨时跨账户的转移支付）。中国公共预算：一般公共预算+政府性基金+国有资本经营+社会保险

5.货币政策.通货膨胀压力减少，PPI 下降；但美通货膨胀压力大，且发生俄乌战争；源于供给冲击不能通过紧缩性货币政策。汇率浮动要保持定力，除非发现非常情况，不要对汇率进行干预。货币政策的根本目的：稳增长、物价稳定。

6.美对俄的金融制裁

■ 6.1 制裁措施：封锁国际金融

- 选定银行从 SWIFT 中删除（但最大两家未删除，因为欧洲对俄罗斯石油天然气的依赖）
- 冻结俄罗斯央行外储（核弹）
- 系统性重要银行列入 CAPTA（不能进入美国市场）
- 冻结俄罗斯海外富豪资产
- SDN 名单（不得提取存款）

■ 补充：国际结算三要素

- 报文系统
- 发起和接收银行
- 清算、结算系统

■ 6.2 影响：石油、粮食、大宗商品

■ 6.3 美国目的：使得俄罗斯短期造成动荡、无法支持战争，长期经济无法发展

- 6.4 俄罗斯国际收支状况和海外投资头寸：净债权国
- 6.5 对俄罗斯的影响：股市暴跌、汇率暴跌、升息（汇率稳定三条路径：央行干预、升息、资本管制）

7.中国海外资产的安全性问题，中国是美国的最大债权国

--问答--

房地产市场 资源配置问题，软着陆

美元地位，短期内不会改变，但需要预做准备

人民币国际化，在特殊情况（冻结）下，解决不了资产安全问题，海外投资头寸（international investment positions）才能解决

降费补贴是在疫情特殊情况下不得不采取的扩张性财政政策

余永定教授算是社科院经济学科片不多的喝过洋墨水的老教授（牛津大学经济学博士），他对中国经济形势多年来一直呼吁两点：第一，不要过低估计中国经济潜在增长率（这一点和林毅夫教授相似，尽管他没林教授那么乐观）。第二，强调运用货币、财政政策进行逆周期宏观调控，对中国而言，设定经济增长率目标是重要的。

- 2022 年经济增长目标：5.5%
- 一致性检验-consistency
 - 房地产：4%
 - 制造业：5.7%
 - 基础设施：5.6%（政府最能把握的政策变量）
- 要想实现基础设施投资增速 5.6%的条件：
 - 1 有无项目
 - 2 有无项目储备
 - 3 地方政府有无积极性
 - 4 有无资金支持
- 基础设施投资增速由 2009 年的 42.2%降到 2021 年的 0.2%
 - 公共设施管理 -0.5
 - 道路运输 -0.3
 - 水生产 -0.2
 - 生态、铁路 -0.1
- 基建投资的融资问题
 - 预算内
 - 中央和地方一般公共预算
 - 中央和地方政府性基金
 - 土地出让金相关支出
 - 专项债
 - 自筹-城投债

- 企业自由资金
 - 银行贷款
- 融资成本越低，融资量越少，融资成本越高，融资量越大
- 金融风险和经济增长之间的矛盾
- 对货币政策的几点看法
- **美国对俄罗斯经济制裁**
 - 冻结俄罗斯央行外储
 - 冻结俄罗斯海外富豪资产
 - 把一些金融机构、个人列入 SDN 名单
 - 把俄国排除出资本市场
 - 鼓励外国公司撤出俄罗斯
 -
- 欧洲国家严重依赖俄罗斯的石油和天然气
- **报文系统**
- 国家 A 汇款给 国家 B
- 国际结算需要三个要素：
 - 汇款双方
 - 报文系统：chips、fedwire、swift
 - 清算系统
- 央行外汇储备：钱在哪里
 - 中国，法国、日本、德国、美国、ifs、英国
- 俄乌战争的影响
 - 石油价格急剧上升
 - 对全球粮食供应的影响：俄罗斯和乌克兰为全球提供大约 1/3 小麦，今年播种受到影响
 - 导致大宗商品价格暴涨：石油天然气黄金等
- 美国对俄国的金融战
 - 短期：制造金融动荡，无法调动现有的经济和金融力量来支持战争机器的运转
 - 长期：通过最大限度的消耗俄罗斯国力，使之永远无法重新站起来
- 打击俄罗斯的突破口
 - 冻结俄罗斯的海外资产、外汇储备
- 金融动荡的演进
 - 股市暴跌 2 月 24 日，暴跌 33%
 - 汇率暴跌 资本外逃加剧，3 月 1 日，卢布贬值 40%
 - 升息：9.5~20%，抑制了消费、投资和经济增长

演讲顺序:GDP 增速，财政政策，货币政策，俄乌战争，俄罗斯金融市场，美俄博弈，战争演进，中国战略考量，问答环节

