



Committed to Improving  
Economic Policy.

## Research Note

2022.3.15(Y-Research RN017)

柯马克 (Mark Kruger) / 第一财经研究院高级学术顾问

[www.cbnri.com](http://www.cbnri.com)

研究简报

中国观察

# 5.5%的 GDP 增速目标是否过于乐观？

## 摘要

政府制定的 5.5% 的 2022 年 GDP 增速目标不是特别高。鉴于去年的 GDP 增速受到紧缩的宏观经济政策的制约，人们很容易低估中国经济潜在的动力。当然，经济确实也面临着风险。首先，目前尚不清楚俄乌局势会在多大程度上破坏全球经济稳定；其次，中国是大宗商品的主要进口国，这场冲突导致石油和其他关键资源的价格大幅上涨；第三个风险来自于疫情的变化。

## 正文

柯马克 (Mark Kruger) / 第一财经研究院高级学术顾问

3月5日，国务院总理李克强宣布，今年中国实际GDP增速目标为5.5%左右。在国内新冠疫情频发、房地产市场低迷以及地缘政治不确定性加深的背景下，许多观察人士认为这是一个雄心勃勃的增长目标。

5.5%的目标增速高于彭博社调查的经济学家给出的5.2%的预测值以及国际货币基金组织4.8%的预测值。分析人士认为，中国政府需要采取强有力的刺激措施才能实现这一目标。

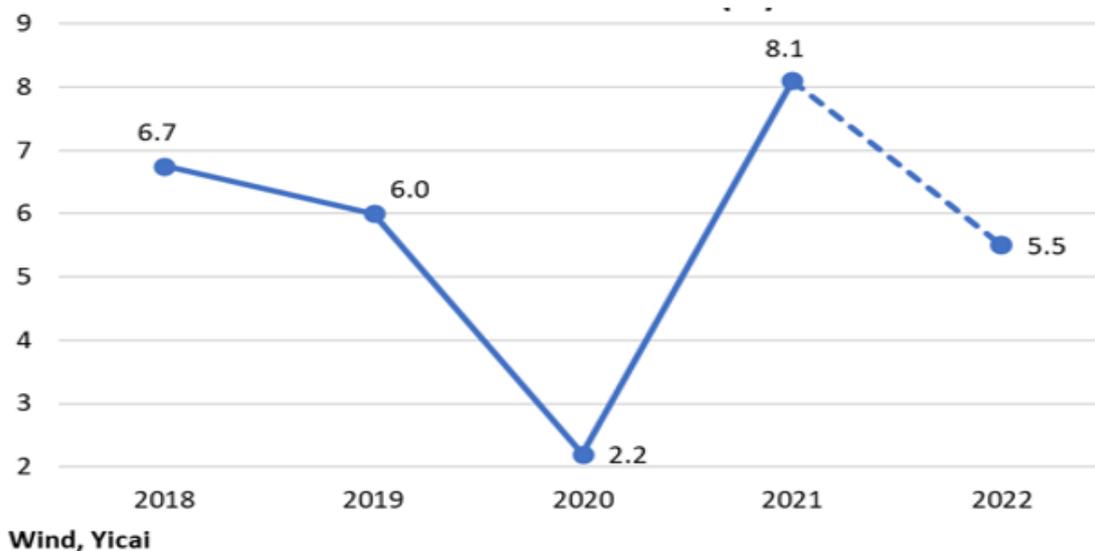
我想提出一种相反的观点。鉴于去年的GDP增速受到紧缩的宏观经济政策的制约，人们很容易低估中国经济潜在的动力。

5.5%的GDP增速目标不是特别高（图1）。2020至2021年新冠肺炎大流行期间，中国的GDP平均增速为5.2%。随着中国接近技术前沿，其GDP增速出现了缓慢而稳定的下降，5.5%似乎与前几年记录的减速一致。虽然5.5%的增速比2021年第四季度同比增速（4.0%）高，但是低于2021年第三至第四季度的6.6%（环比折年）。

中国去年的GDP增速目标是6%以上。这一目标被普遍认为是一个容易达到的低标准，大多数分析人士的预测值在8%左右。然而，6%的目标值给我们传递了两条重要信息。

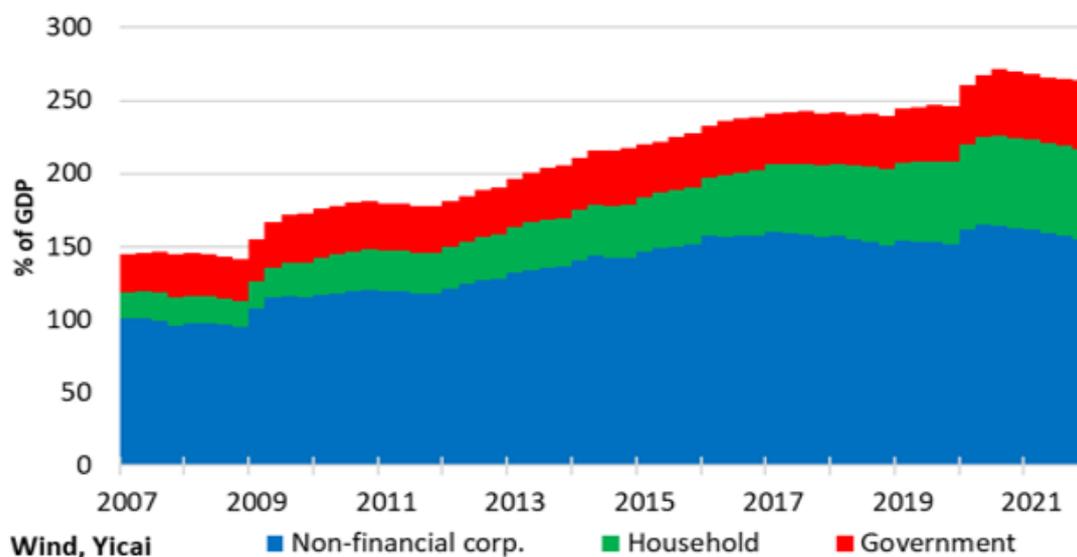
首先，6%是政府的增速底线，如果达不到6%，那么政府会出台更多的宏观经济支持政策。

图1 实际GDP增速 (%)



其次，也是更重要的一点，6%的增速目标表明，政府希望减少一些 2020 年推出的一些强有力的意在抵消疫情经济影响的措施。这种刺激反映在中国债务的急剧增加上。2019 年 12 月至 2020 年 9 月，中国的宏观杠杆率上升了 25 个百分点（占 GDP 比，见图 2），在这 9 个月里，这一衡量国家债务的广义指标的增幅超过了过去 4 年。

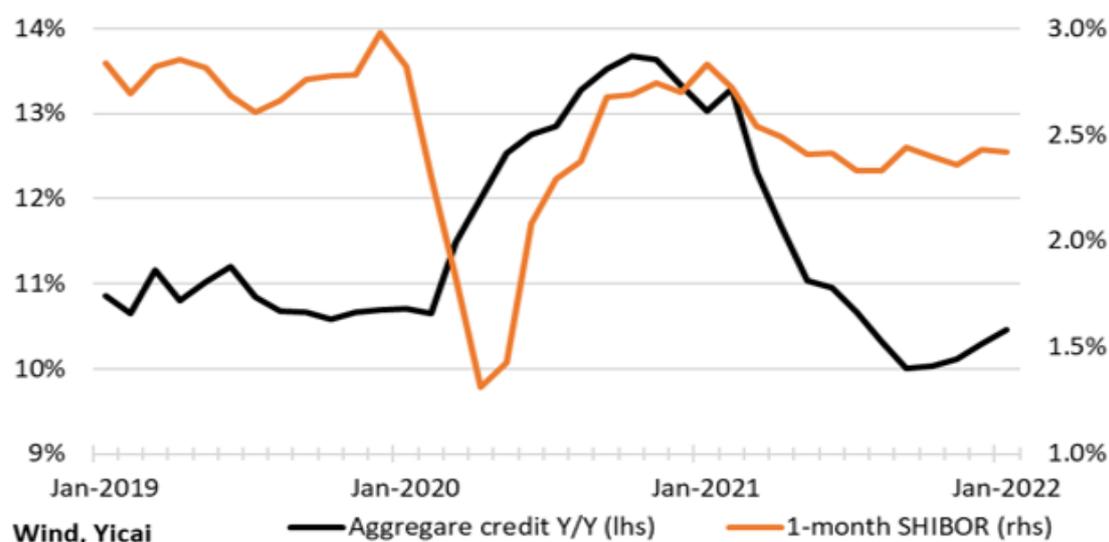
图2 非金融部门宏观杠杆率



随着疫情消退，宏观经济政策的刺激力度下降。2020年9月至2021年12月，紧缩的金融政策导致宏观杠杆率下降7个百分点（占GDP比），尤其是非金融企业部门的杠杆率降幅接近10个百分点，房地产开发商受到的影响最大。如果金融政策不收紧的话，去年的增长肯定会更强劲（不过金融风险会更高）。

相比2021年，今年信贷政策在支持GDP增长方面力度更大。李克强总理在政府工作报告中指出，宏观杠杆率将趋于稳定，信贷总量将与名义GDP同步增长，这表明没有进一步去杠杆的必要。信贷增长在2021年大幅收紧后有所回升，一个月期贷款利率比疫情前的水平下降了约0.5个百分点（图3）。

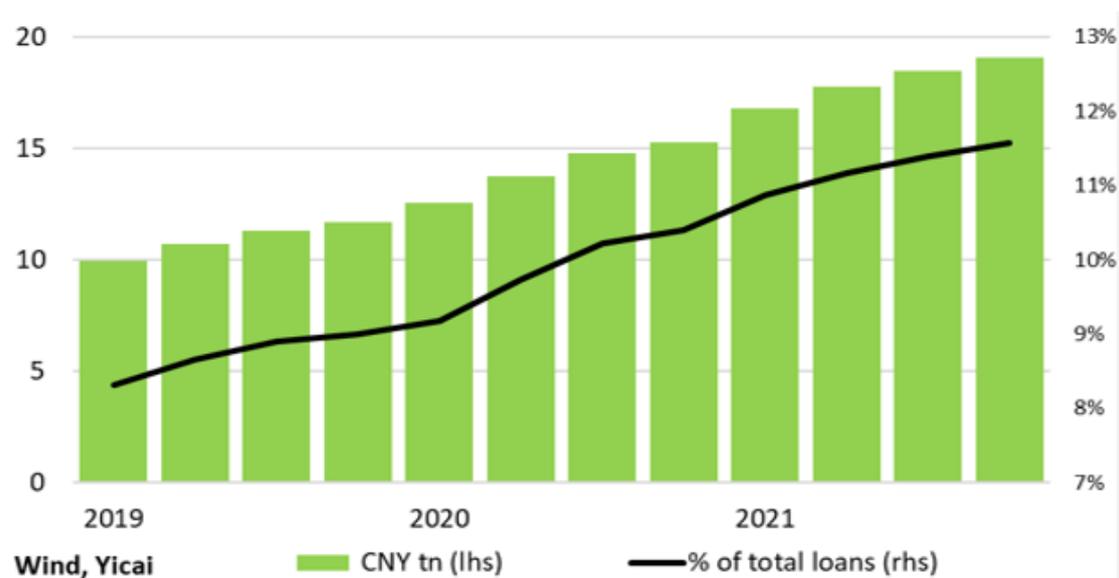
图3 信贷市场指标



在最近一次讲话中，中国银保监会主席郭树清表示，信贷政策将通过针对小微企业来支持经济。这些企业的贷款已经迅速增长，从

2019年第一季度的10万亿元增长到2021年底的19万亿元，现在这些贷款占全部未偿贷款的比例为11.6%（图4）。尽管如此，只有30%的小微企业能够获得贷款。郭树清表示，银行将利用数字技术来改善金融服务。

图4 小微企业贷款

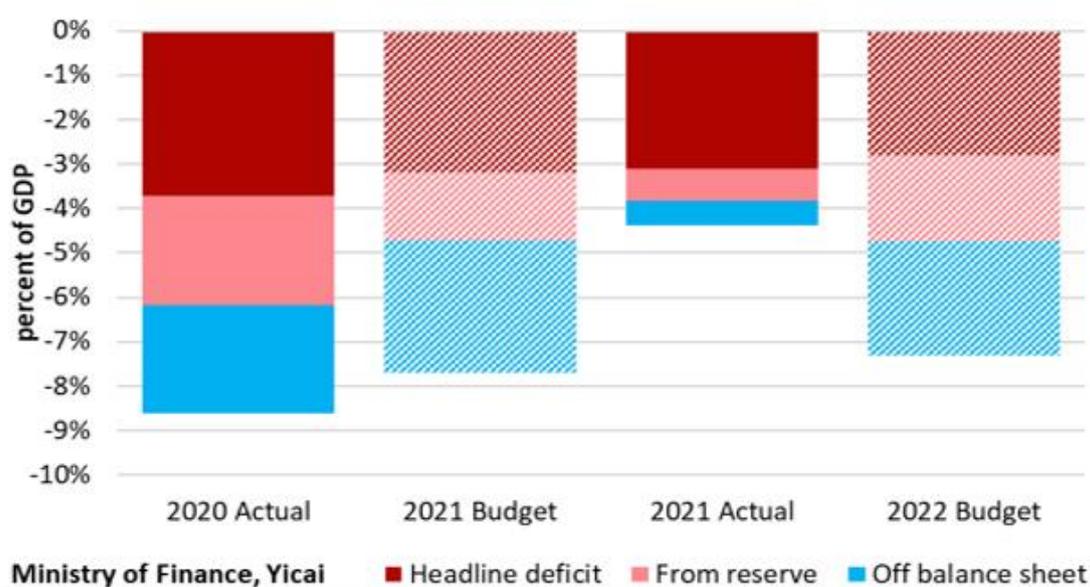


政府发布的2021年财政支出和2022年展望显示，赤字占国民生产总值的3.1%，与预算相符。赤字较2020年（占GDP的3.7%）要低一些，但报告中的明细也显示了去年的财政政策有多紧（图5）。

政府按权责发生制报告其财务状况。近年来，政府动用了稳定资金，并将这些资金作为财政收入入账。2020年的支出规模特别大（占GDP的2.5%），而去年的支出规模要小很多（占GDP的0.7%）。

当政府通过税收为其支出提供资金时，它实际上从私营经济中吸走了一些支出能力。当它使用其“银行账户”中的资金来支付时，对私人支出的影响要小很多。

图5 调整后的国家财政赤字



将动用稳定账户视为“融资（funding）”而非“收入”项目的“现金赤字”，更能代表财政政策对宏观经济的影响。2021年，现金赤字占GDP的比例从2020年的6.2%下降到3.8%，表明财政政策比整体数据要紧得多。

2021年预算的明细表明了财政紧缩的第二个源头。除了政府收支外，它还报告了三类表外资金账目：社会保障、国有企业的资本预算和其他政府管理的资金。我在图5中汇总了这些表外项目。它们的赤字以地方政府管理的资金为主，这些资金用于房地产相关活动。

虽然地方政府通常因出售房地产开发权而获得大笔资金，但它们也会产生大量支出。在开发未占用土地时，这些支出用于提供道路、公用设施和其他服务。在重新开发已占用的城市土地时，这些支出用于补偿必须搬迁的现有居民。

2021 年，表外资金赤字占 GDP 的 0.5%，低于 2020 年的 2.5%。这一下降可能反映了建造业活动的放缓，也是去年财政政策比 2020 年大幅收紧的另一个领域。

总之，我所说的“调整后的国家财政赤字”在 2021 年占 GDP 的 4.4%，低于 2020 年的 8.5%。减少的 4% 的 GDP 代表了非常明显的财政紧缩。

展望今年，李克强总理在政府工作报告中指出，2022 年的财政赤字将从 2021 年占 GDP 的 3.1% 下降到 2.8%。虽然这意味着温和的紧缩，但预算的明细表明，财政政策将比去年更具支持性。

特别是，2.3 万亿元将从稳定基金转入预算，比 2021 年转移的资金多出 1.2 万亿元。此外，表外资金的赤字预算将从 2021 年占 GDP 的 0.5% 上升到 2.6%，增长部分来自地方政府管理的资金。总体而言，2022 年预算中隐含的“调整后的国家财政赤字”将从 2021 年的 5 万亿元上升到 8.8 万亿元，增长占 GDP 的 3%。如果财政账户按照预算的方式发展，将为经济提供巨大支持。

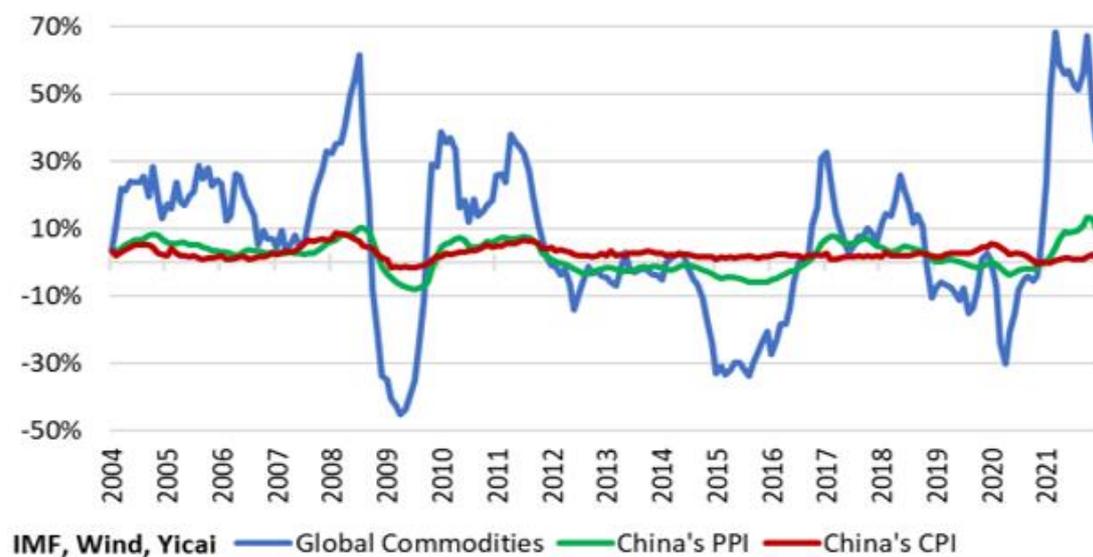
虽然宏观经济政策的正常化为今年 5.5% 的增长奠定了基础，但经济确实面临着风险。

首先，目前尚不清楚俄乌局势会在多大程度上破坏全球经济稳定。然而，中国似乎受到了很好的保护。中国与俄罗斯和乌克兰的贸易分

别占中国整体贸易的 2.4%和 0.3%。中国原本从这些国家进口的大宗商品可能会转而寻找其他供应商。而且，国际上对中国制造的产品的需求依然强劲，继去年增长 30%之后，今年 1-2 月中国出口同比增长 16%。

其次，中国是大宗商品的主要进口国，这场冲突导致石油和其他关键资源的价格大幅上涨。然而，大宗商品只占中国制造商品附加值的一小部分。因此，全球大宗商品价格上涨 10%通常会导致中国生产者和消费者价格分别上涨 1.7%和 0.3%（图 6）。

图6 通胀指标



今年经济面临的第三个风险来自于疫情的变化。3月10日，中国新增感染病例达到 555 例，为两年来的最高水平（图 7）。全国各地都有针对性地封锁社区。我四年级的女儿班上有 42 个孩子，其中

有 11 个无法来上学。虽然他们可能与感染者有过密切接触，但没有人被感染。整个学校的学生都须接受新冠病毒检测。

这些举措是为了维护公众健康，但肯定会对今年的消费产生影响。我已经注意到餐馆和咖啡馆里的人越来越少。然而，值得注意的是，如果中国的新冠病毒死亡率与美国一致，则会有多达大约 400 万中国人死亡，而不仅仅是目前的几千人。可以肯定的是，有些事情远比 GDP 更重要。

图7 中国新增感染人数

