

2021 年经济金融形势分析 及 2022 年展望

中证金融研究院 宏观经济研究部

2021 年，面对百年变局加速演进、世纪疫情持续冲击等外部复杂环境，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，我国经济持续恢复，全年增长 8.1%，疫情防控和经济社会发展继续保持全球领先地位，资本市场各项改革发展任务有序推进，资本市场运行总体平稳，积极支持高质量发展取得新成效。展望 2022 年，外部环境更趋复杂严峻，国内经济发展面临较大的压力挑战，稳大盘需要抓住关键点综合施策，筑牢抵御输入性风险、房地产大幅下行、预期继续走弱等三道防线。同时要看到，国内经济韧性强、潜力大，稳中向好的基本面没有改变，在各项政策支持下，全年 GDP 有望实现 5% 左右的增长，资本市场保持稳健运行具备较好基础。

一、2021 年经济金融运行主要特点

（一）从总量看，国内经济稳步恢复，继续全球领先

2021 年，我国统筹做好疫情防控和经济社会发展，国民经济保持恢复态势，主要指标保持在合理区间。一是经济增速逐步向常态化水平回归。2021 年经济同比增速前高后低、逐季回落，但剔除基数效应的两年平均增速先升后落，从第一季度的 5.0% 回升至上半年 5.3%，全年再回落至 5.1%。二是新经济和新动能稳步积聚。全年高技术产业投资增长 17.1%，快于整体投资 12.2 个百分点，领先幅度较前三季度进一步扩大。

前三季度高技术制造业、高技术服务业上市公司研发强度分别为 5.6% 和 8.8%，显著高于制造业和服务业上市公司整体的 4.0% 和 1.4%。科创板、创业板净利润两年平均增速分别为 56.8% 和 20.7%，明显高于主板的 14.5%。三是经济恢复继续全球领先。前三季度全球 GDP 两年平均增长 1.0%，我国增速领先全球 4 个百分点以上。国际货币基金组织（IMF）预测 2021 年发达国家和新兴经济体的平均增速为 5.2% 和 6.4%，均明显低于我国。

（二）从趋势看，第三季度以来经济下行压力超预期，不稳定因素增多

第三、第四季度 GDP 当季同比增速分别回落至 4.9% 和 4.0%，为近 30 年同期新低。一是内需恢复走弱。固定资产投资两年平均累计增速从 6 月的 4.4% 逐月放缓至 12 月的 3.9%，其中房地产和基建投资增速第三季度以来快速下滑。消费需求疲软，全年社会消费品零售总额两年平均增长 3.9%，较上半年回落 0.4 个百分点。二是生产超预期回落。受全球大宗商品和海运价格上涨，以及国内能耗双控、缺煤限电、环保督查等供给因素的影响，规上工业增加值增速下半年以来较快下行，两年平均增速从 6 月的 6.5% 下滑至 12 月的 5.8%，同期服务业生产指数从 6.5% 逐月放缓至 5.5%。三是市场预期转弱。制造业采购经理指数下半年持续走弱，第三季度制造业

企业家信心指数较第二季度大幅下滑 8.2。

（三）从微观看，企业同时面临供需压力，经营不稳定性有所上升

原材料价格超预期上行，涨速快、涨幅大、持续时间长，企业生产成本快速攀升。工业生产者出厂价格指数（PPI）同比涨幅从 6 月的 8.8% 快速攀升至 10 月 13.5%，创历史最高值；9-12 月，单月同比涨幅持续处于 10% 以上的高位运行。第三季度末，原材料、工业品、消费品行业上市公司销售成本率较第二季度末分别上升 0.32、0.49、0.36 个百分点。居民收入增速放缓叠加疫情影响，消费需求不足，企业成本转嫁缺乏支撑。第三季度以来，核心 CPI 连续处于 1.2% 的历史低位徘徊，PPI 与 CPI 剪刀差连破历史最高。企业经营压力凸显，第三季度以来工业企业尤其是民营工业企业亏损家数达历年最高。

（四）从资本市场看，运行总体平稳

面对严峻复杂的国际环境和周期性、结构性、政策性因素叠加的国内环境，资本市场运行韧性凸显。一是股票市场稳中有升。全年上证综指、深证成指、创业板指、科创 50 分别上涨 4.80%、2.67%、12.02%、0.37%，11 月中旬北京证券交易所（北交所）开市以来，日均成交量较 2021 年 8 月精选层增长 3.04 倍，市场流动性明显改善。二是债券市场稳定运行。10 年期国债收益率从年初 3.2% 左右震荡下行至年末 2.8% 左右。三是期货市场保持良好发展态势。全年期货市场累计成交量、成交额分别为 75.14 亿手和 581.20 万亿元，同比分别增长 22.1% 和 32.8%。期货市场以市场化手段助力企业应对风险，为保供稳价贡献力量。

二、2021 年主要政策及其效果

（一）资本市场深化改革取得积极进展

资本市场全面深化改革各项措施渐次落地，

关键制度创新持续推进，支持经济高质量发展作用显著提升。一是创新举措稳步推进。设立北京证券交易所，积极打造服务创新型中小企业主阵地。11 月 15 日北交所正式开市，首批 81 家企业上市交易；稳步推进注册制和退市制度改革。平稳合并深市主板和创业板；进一步厘清科创板、创业板市场服务定位，完善差异化制度安排；基础设施领域公募 REITs 试点成功落地。二是服务实体经济能力增强。全年共有 524 家公司首发上市，同比增长 19.9%；融资 5426.5 亿元，同比增长 12.9%；其中科创板和创业板首发融资 3504.6 亿元，支持企业科技创新功能有效发挥。交易所债券市场新发债券 11.8 万亿元，同比增长 38.8%。

（二）积极的宏观政策有力支持经济恢复

一是稳健的货币政策积极有效。综合运用货币政策工具，保持流动性合理充裕，两次实施全面降准释放资金 2.2 万亿元；创设碳排放支持工具，支持清洁能源开发利用；有效调节外汇流动性，着力保持人民币汇率基本稳定；货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配；综合融资成本稳中有降。二是积极的财政政策精准实施。继续实施减税降费政策，加大对小微企业和个体工商户税收减免力度，大力支持制造业和科技创新；前三季度全国新增减税降费 9101 亿元，其中新增减税 7889 亿元，新增降费 1212 亿元。全年新增地方政府专项债券 3.65 万亿元，第四季度已提前下达 2022 年新增专项债务限额 1.46 万亿元，将对基建投资起到促进作用。

（三）一些行业政策叠加调整产生收缩效应

部分政策执行叠加造成“合成谬误”，对微观主体生产经营带来一些不利影响。一是部分地区能耗双控政策执行过快过猛，短期内对企业生产经营带来较大影响。下半年以来全球电力、天

然气、煤炭等能源供需矛盾日益激化，电力供需缺口增大，保供稳价压力上升，多个省份密集出台限产限电措施，对工业生产形成明显约束，与价格上涨态势相互强化作用下，中下游企业利润压力逐渐增大。二是教培、互联网平台等行业整顿有利于行业长期健康发展，但政策出台集中，实施力度大、节奏快，市场对“防止资本无序扩张”与产权保护的界限缺乏明晰认识，民营企业信心和预期受到冲击，给资本市场稳定运行也带来一定影响。三是房地产行业调整幅度超出市场预期。房企“三线四档”、贷款集中度、供地两集中等政策陆续出台，融资端全面收紧，部分房企及行业基本面受到较大影响。第三季度以来商品房销售、新开工、土地成交等指标均为两位数负增长，第四季度房地产投资负增长。部分前期扩张速度较快、杠杆率较高的房企债务风险加速暴露，典型头部房企违约对经济、金融及社会带来不稳定因素。

三、2022 年经济金融形势研判

“稳”是 2022 年经济工作最突出的关键词。在经济下行超出预期、实现经济稳定增长面临更多困难和挑战的形势下，稳住宏观经济大盘，需要筑牢抵御外部输入性风险、房地产大幅下行风险、预期继续走弱风险的三道防线。2022 年，在稳中求进工作总基调指引下，跨周期和逆周期调控政策有机结合，基准情形下测算，在政策有力支撑下，2022 年 GDP 有望实现 5% 的增长。

（一）稳住宏观经济大盘，需要筑牢三道防线

第一，外部风险。无论是全球疫情层面，还是经济与政治维度，外部不稳定不确定性因素均有增无减，输入性风险居高不下。一是疫情仍然影响全球经济恢复，外需存在较大不确定性。近期全球日新增病例创历史新高，预计 2022 年疫

情对全球经济的干扰以及疫情输入的风险仍是重要不稳定因素。二是主要发达经济体宽松政策加快退出，引发新一轮全球经济金融动荡的可能性加大。美联储 2021 年 12 月议息会议上宣布加快缩减购债的速度，加息时点也可能提前。从上一轮美联储退出的经验看，可能会通过资本流出和汇率贬值，对资本市场稳定运行带来风险。此外，百年变局加速演进，美国单边主义、保护主义、孤立主义倾向上升。

第二，房地产“硬着陆”风险。房地产行业调整加剧可能成为首要风险因素。一是房地产投资增速下行带来稳增长压力。土地市场仍处于下行通道，预计向新开工传导将延续至 2022 年第一季度。如果出现“硬着陆”的极端情形，房地产投资增速将下滑至 -10%，拖累经济增速 0.3 个百分点左右。二是房企债务风险延续扩散的系统性风险。目前看房企债务展期较为困难，若未来销售未能进一步好转，预收资金监管等仍缺乏灵活性，预计 2022 年民营房企破产清算将增加，若风险集中爆发，可能导致房地产投资大幅下滑、中小企业大量倒闭、银行不良贷款率明显上升、地方政府土地出让收入大幅下滑、预收房保交付压力加大等风险螺旋上升。

第三，市场预期持续走弱的风险。预期是影响 2022 年经济走势的重要因素。一是中下游企业成本高企影响投资预期。大宗商品价格、海运费等仍处于较高水平，2021 年第四季度人工成本也有明显上行。前期大宗商品价格上涨对成本的影响有滞后性和长期性，后续成本短期内很难回到原点水平，叠加人工等综合成本仍然较高，制约微观企业信心恢复。二是能源供需紧平衡影响生产预期。2022 年全球能源价格可能仍处高位，能源供给的不确定性扰动企业生产的风险仍然存在。三是疫情持续扰动影响消费和就业预期。

疫情持续反复态势对消费和服务业的不利影响将持续，消费和服务业将偏弱运行，拖累就业恢复。

（二）实现 5% 以上的增长需要政策支持

2022 年需要适度水平的经济增长，不仅是 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番远景目标的需要，也是提振市场信心的需要。综合看，我国经济韧性强、潜力大，稳中向好、长期向好的基本面没有改变，全年有条件实现 5% 以上的经济增长。根据我院近期对首席经济学家问卷调查显示，市场预期 2022 年经济增速呈现前低后高走势，第一季度增速为 4.9%，全年增速为 5.3%。

2022 年实现 5% 的经济增长目标仍需政策发力。从三大需求看，要求内需明显改善，外需增长不出现较大幅度回落。从消费看，2022 年社会消费品零售总额增速至少应达到 9%，最终消费支出拉动经济增长 4.0 个百分点左右，前提是不再有大规模疫情扰动，居民可支配收入回升，城镇调查失业率保持低位。从投资看，制造业投资应维持较快增长，基建投资发力托底经济，房地产投资小幅负增长。预计固定资产投资增速回落至 4.1% 左右，剔除价格因素后，固定资本形成小幅拖累经济增长 0.3 个百分点。从外需看，如果出口增长保持韧性，预计 2022 年净出口正向拉动经济增长 1 个百分点以上，如果出口增速明显下降，将对内需改善提出更高要求。

警惕经济增速低于 5% 的风险。2022 年仍然存在疫情的输入性风险，国内疫情也有新增散发可能，消费增速仍有走低可能。房地产行业调整存在较大不确定性，如果市场预期进一步走弱，房企风险加速释放，可能会导致房地产投资出现较大幅度的下降，拖累经济增速。再叠加外需增速的下降，内外需求“双弱”增加经济恢复不确定性，经济增长保持在 5% 以上将面临较大困难。

（三）通胀压力可能给稳定宏观经济大盘带来扰动

从 2000 年以来四轮通胀周期看，CPI 与 PPI 的上行期和高位运行期累计持续 25 个月左右才显著回落。截至 2021 年 12 月，本轮 CPI 与 PPI 较低点仅分别上行 13 个月、19 个月，通胀上行周期或还未走完。这一是由于 PPI 同比涨幅峰值已过，但高位水平或将持续一段时间。一方面，国内主要能源品的供需缺口依然较大，保供稳价的压力仍存；另一方面，2022 年全球经济复苏可能推动国际定价的铜、原油等大宗商品价格进一步冲高，PPI 输入性压力较大。二是由于猪肉价格可能在第二季度推升 CPI。猪价可能在 2022 年第二季度见底回升，推动 CPI 上行。2022 年通胀整体呈现“PPI 降、CPI 升”趋势，需关注通胀节奏变化对宏观经济恢复和企业经营的冲击。

四、政策建议

2022 年将召开党的二十大，稳定宏观经济大盘、保持经济稳定运行是下一阶段工作的重中之重。要针对潜在的内外外部风险因素筑牢防线、抓住关键点，宏观政策要稳健有效，形成政策合力，激发微观主体市场活力，防止出现合成谬误和分解谬误。资本市场要以全面实行股票发行注册制为抓手，持续推动改革落地，稳妥化解各类风险，保障市场平稳运行。

（一）注重政策时点、配合点和灵活度，促进宏观政策更加积极有效

一是落实好 2021 年提前出台的政策举措，靠前下达资金，靠前安排项目，尽快形成实物工作量，努力稳定第一季度、上半年乃至全年经济运行。二是坚持系统观念，强化财政、货币、产业及行业监管政策等的宏观一致性，坚决防止个体正确、合成谬误，以及搞“一刀切”、层层加

码。三是提升房地产政策灵活度，完善“三线四档”融资管理规则和差异化个人住房按揭贷款政策，重点保障首套需求、合理支持改善型需求，坚决抑制投机性需求。

（二）更加突出维护市场平稳运行

一是抓风险防范，健全风险监测、预警、处置、问责机制，稳妥化解债券违约风险，深入开展整治“伪私募”、“伪金交所”等风险。二是抓预期引导，持续做好正面舆论引导和负面舆情对冲，稳定市场预期和信心，努力保持市场运行和舆论环境的“两个基本稳定”。三是抓资本作用有效发挥，继续强化资本市场在促进资本、科技和产业循环方面的重要功能，也要加强对资本的规范引导，对特定敏感领域融资并购活动从严监管，与相关方面共同建立健全防止资本无序扩

张的制度机制，有效控制资本消极作用。

（三）进一步发挥资本市场推动高质量发展的重要作用

一是以全市场注册制改革为牵引，统筹推进提高上市公司质量、健全退市机制、多层次市场建设、强化中介机构责任、投资端改革、完善证券执法司法体制机制等重点改革，从根本上打造资本市场稳定运行长效机制。二是坚持科创板“硬科技”定位，建设好创业板，高标准办好北京证券交易所，坚持突出特色、错位发展，切实发挥好北交所“龙头”撬动和“反哺”作用。三是稳步推进资本市场制度型对外开放，加快推动沪伦通机制拓展优化，抓紧推进境外上市备案制度改革，不断增强我国资本市场的吸引力和开放条件下的监管能力。

附录

关于 2022 年经济增速的测算说明

2022 年 GDP 增速，主要通过支出法 GDP 中最终消费支出、资本形成总额与净出口实际增速来预测。首先，预测 2022 年社会消费品零售总额增速、固定资产投资增速、出口增速和进口增速。其次，根据三大需求指标预测值，使用相关价格指数平减后，推算最终消费支出、资本形成总额和净出口实际增速。最后，估测各分项对 GDP 增速的拉动作用。

（一）最终消费支出

第一，预测 2022 年最终消费支出增速。在“双循环”支持下，消费将在拉动经济增长中发挥更大作用。2021 年前三季度，最终消费支出对 GDP 累计同比的贡献率为 64.8%，是拉动经济增长的最主要因素。在居民可支配收入回升与城镇调查失业率保持低位的作用下，预计 2021 年社会消费品零售总额增速有望达到 9.4%。

第二，测算 2022 年最终消费支出的拉动作用。根据 GDP 最终消费支出的名义同比增速与实际同比增速，计算消费价格平减指数。再根据消费价格平减指数和 CPI 的关系，以及 2022 年 CPI 同比增速预测值（2.4%），测算得到 2022 年消费价格平减指数，对最终消费支出增速进行平减，测算出 2022 年最终消费支出拉动经济增长 4.0 个百分点左右。

（二）资本形成总额

第一，预测 2022 年资本形成总额增速。从结构来看，预计制造业投资将继续维持较快速度增长，基建投资增速回升，房地产小幅负增长拖累整体投资。一是出口增长对制造业投资有引领作用，叠加大宗商品价格有望回落带动中下游制造业利润改善，促使制造业投资维持较快增长。预计 2022 年制造业投资同比增长 7.0%。二是 2021 年下半年以来，在三道红线、贷款集中度管理、加强预售资金管理、个别主体爆发信用风险等因素冲击，房地产主要数据快速回落，目前房地产的融资渠道边际好转，但是预售资金监管、限购限贷等政策仍然严格执行，行业整体难有明显改观，预计 2022 年房地产投资增速为 -2.0%。三是在今年专项债资金结余较多，叠加明年专项债额度提前下放的助力下，明年财政政策节奏前置，旧基建与新基建投资都将保持较快增长，预计 2022 年基建投资增长 5.0%。综合三部分，预计 2022 年固定资产投资增速回落至 4.1% 左右（表 1）。

表 1：2022 年固定资产投资增速预测

	2020 年	2021 年	2022 年预测值
固定资产投资增速	2.9%	5.2%	4.1%
制造业投资增速	-2.2%	13.7%	7.0%
基建投资增速	3.4%	-0.2%	5.0%
房地产投资增速	7.0%	6.0%	-2.0%

第二，测算 2022 年资本形成的拉动。根据固定资产投资价格指数和 PPI 的关系，以及 2022 年 PPI 同比增速预测值（4.8%），估测出 2022 年固定资产投资价格指数，运用该指数测算出 2022 年资本形成拖累经济增长 0.3 个百分点左右。

（三）净出口

2021 年净出口对中国经济起到了非常重要的拉动作用，但是由于基数较高，预计出口增速将逐步回落，但是另一方面，疫情仍然对海外产能带来扰动，中国出口虽有回落但是仍然保持正增长，全年增速大概率在 15% 左右。另一方面，随着工业品价格的回落，进口增速也将回落，预计 2022 年净出口仍然保持较大的拉动作用，据此测算 2022 年净出口拉动经济增长 1.3 个百分点。综合消费、投资和净出口对经济增长拉动作用，预计 2022 年 GDP 增速为 5.0%。

（四）乐观和悲观情形测算

5.0% 的增速是基准情形下的测算。在悲观情形下，假设 2022 年仍然存在疫情的输入性风险，但是影响轻于 2021 年，据初步测算，社零消费增速可能由基准情形的 9.4% 下滑至 7.0%，额外拖累整体经济增速 1 个百分点左右。假设房地产投资大额恶化，增速降至 -10%，将额外拖累整体经济增速 0.3 个百分点左右，整体测算经济增速仅为 3.6%。在乐观情形下，假设 2022 年消费恢复情况好于往年同期，社零消费增速可能由基准情形的 9.4% 上行至 13.7%，房地产市场保持平稳，房地产投资零增长，基建投资明显发力，投资增速达到 10%，整体测算经济增速将达到 7.0% 左右。

（责任编辑：万钊）