

如何理解 2022 年财政与货币政策基调？

2022 年，货币信用的宽松几无悬念，但财政赤字和新增专项债可能低于预期。财政政策和货币政策的配合方式很可能不是同步发力，而是“主辅交替”。

文 | 张裕成

2021 年已经正式收官。这一年新冠病毒变种德尔塔、奥密克戎蔓延全球，美联储启动 Taper 引发一些国家争相加息；国内则出现房地产债务违约，互联网、教培等行业经历整顿。

2022 年注定不同寻常，是“十四五”的关键一年，是继续落实供给侧结构性改革的攻坚之年，是疫情常态化背景下世界各国开放国门的试探之年。

在新的一年中，中国既要面对错综复杂的国际环境，又要促进“六稳”“六保”；既要解决经济增长的结构性问题，又要在稳经济和保民生之间做出权衡。作为新兴市场，很多旧的政策思路难以为继，新问题需要新方法，货币与财政的使用也要推陈出新。

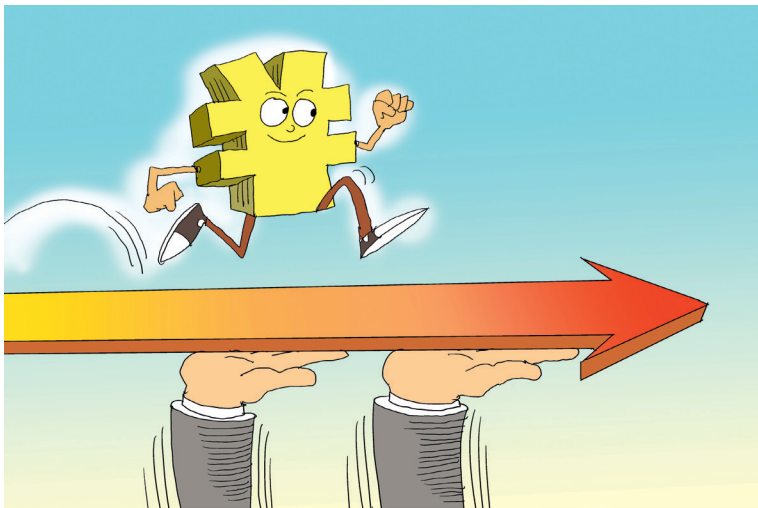
保民生是最大任务

2022 年，党的二十大即将召开，“稳经济”的诉求显得尤为突出，但是对民生与就业领域的支持仍将是第一位的——这一点从 2020 年疫情

抗击期间的举措以及 2021 年的财政和货币操作都能看得出来。

财政政策方面，2021 年的很多财政开支都在向民生倾斜，与之相对应的是基建投资的持续下滑。数据显示，2021 年前 11 个月教育支出增长 5.1%、卫生健康支出增长 2.2%、社保和就业支出增长 4.9%。以上三者占总支出的比例分别达到 15.1%、7.9% 和 14.4%，均为近五年同期最高水平。相比之下，基建支出则总体疲软，前 11 个月农林水事务的支出同比下降 4.9%、交通运输支出同比下降 4.3%。

货币政策方面，在市场的众望所归之下，央行 2021 年 12 月 20 日下调了作为定价基准的贷款市场报价利率（LPR）。需要注意的是，此次属于“非对称降息”，只下调了 1 年期 LPR，5 年期的却没有调整。这意味着这种调整具有阶段性和针对性。针对中期企业信贷成本的降低，注重为企业补充流动性信贷资金，更多地着力在促进民生和保就业层面；而房地产投资所需要的长期投资需求仍保持不变，意味着长期投资仍处于



调结构、防风险的结构政策调控范围，政府尚未因为“稳经济”的需要而大举展开逆周期调节。

考虑到防疫工作的常态化以及中小微企业的生存现状，料想在不发生地产投资超预期下行的条件下，2022年宏观政策仍会在保民生的前提下稳定经济发展。

财政政策“明弱实强”

当前市场普遍认为2022年财政赤字定调3.0%，预测两会公布的结果可能在2.8%~3.0%。

赤字潜在收窄，很大原因在于财政收入本身的“紧日子”。2021年房市调控持续加码，导致“土地出让”受拖累，“政府性基金预算收入”只得勒紧裤腰带。

数据显示，2021年前11个月，全国政府性基金预算收入为7.67万亿元，同比增长5.4%。其中，地方土地使用权出让收入为6.77万亿元，同比增长3.8%。考虑到2020年的低基数，土地出让收入累计持续下滑不容忽视。

截至2021年12月中旬，财政部已向各地提前下达了2022年新增专项债务限额1.46万亿元，地方债发力提前，有助于尽早形成实物工作量，提振2022年年初的基础设施投资。

此外，本着“资金跟着项目走”的原则，今年的新增专项债也可能低于预期。

2021年新增专项债3.46万亿元，市场对今年新增专项债的预判普遍在3.4万亿~4.0万亿元之间。但由于2021年下半年专项债才集中落地，已发行的专项债券规模较大，政策效应在2022年仍会持续释放，适当减少新增专项债券规模也有利于防范地方政府债务风险。

尽管财政赤字和新增专项债可能不及预期，以及相对基建而言财政支出向民生领域的倾斜，但财政政策仍有不小的发力空间。

首先，从上一年结余来看，“一般公共预算”和“政府性基金预算”有将近2万亿元可以流转到2022年。

根据截至2021年11月的数据，2021年全国公共预算“超收”负0.6万亿元，“节支”3.6万亿元。如果2021年12月能够延续2020年的收支节奏（当月收入1.3万亿元，支出3.8万亿元），则2021年仅“公共财政”一项就可以“超收节支”0.5万亿元。同理，截至2021年11月，全国政府性基金“超收”负1.8万亿元，“节支”4万亿元。如果按照2020年12月的收支节奏（当月收入2.1万亿元，支出2.2万亿元），则“全国政府性基金”2021年有望“超收节支”2.1万亿元。在财政“四本账”里面，仅以上两项就已经达到了2.6万亿元的规模。

当然，实际“结余”到2022年的财政资金可能没有这么高，一是因为上述算法的假设前提是2021年12月财政收支和上一年同期相当，如果实际支出大于2020年同期，则2021年“超收节支”的规模会适度下调；二是因为2019年以来我国“减税降费”规模庞大（2019年减税降费2万亿元，2020年和2021年各有1万亿元），这部分“超收节支”的资金可以补充“预算稳定调节基金”，以弥补减税降费带来的资金缺口。

其次，2021年地方专项债形成的实物投资

对基建的支撑力度要强于往年。2021年下半年，市场一度质疑专项债发行和基建投资的相关性不高。集中发行的专项债没有“等比例”地撬动社会资本，因而没有起到“托底基建”的作用。

固然，专项债落地形成实物投资通常有3~6个月的时滞。除此以外，专项债与基建投资的背离还有另外两个重要原因——地方政府手中专项债项目质量的下降，以及使用上的长期不规范。

一是项目不足。自2019年开始，面对经济下行压力加大的情况，发改委等部门就曾大力推进地方上报专项债项目。经历了2~3年的专项债项目集中上报后，相当一部分地区受限于县域经济深度不足，均无法持续提供足够多符合条件的专项债项目。

二是专项债在使用上出现了“万能化”趋势。有些地方还采取了各种“权宜之策”，比如2020年以来，约七成的新增专项债发行时公告称投向基建，但实际上由于收益率符合要求的基建项目不足，使得专项债募集到资金后“趴在账上”使用效率不高、挪作他用，甚至用于购买理

财产品等问题屡次出现。

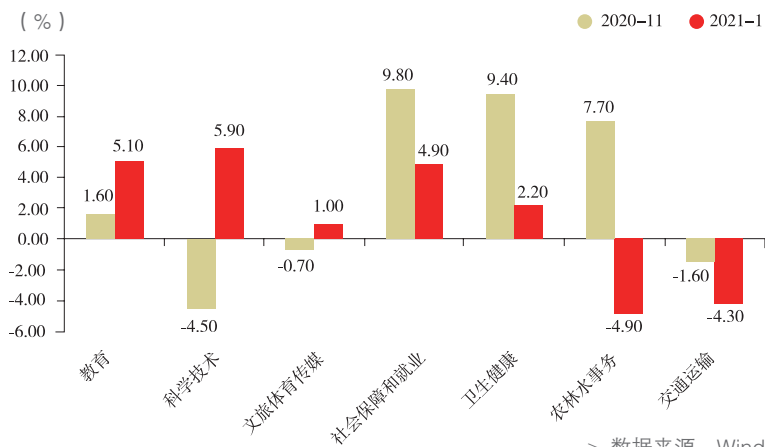
这两个弊端有望在2022年得以消除。

一方面，2021年11月11日，财政部发布了《地方政府专项债券用途调整操作指引》。明确了专项地方债用途调整相关规定，强调坚持以不调整为常态、调整为例外。专项债券一经发行，应当严格按照约定用途使用资金，严禁擅自随意调整专项债券用途，严禁先挪用、后调整等行为。

另一方面，2021年12月16日的发布会上，财政部明确了2022年专项债券重点用于9大方向：一是交通基础设施，二是能源，三是农林水利，四是生态环保，五是社会事业，六是城乡冷链等物流基础设施，七是市政和产业园区基础设施，八是国家重大战略项目，九是保障性安居工程。

2021年，全国人大批准安排新增地方政府专项债券的额度是3.65万亿元，截至12月15日，新增专项债券发行3.42万亿元，占已下达额度的97%，全年发行工作基本完成。依照2018年12月全国人大常委会的授权，2022年可提前下达的专项债最高额度为2.19万亿元。截至2021年12月中旬，财政部已向各地提前下达了2022年新增专项债务限额1.46万亿元，地方债发力提前，有助于尽早形成实物工作量，提振2022年年初的基础设施投资。

2021年公共财政支出“重民生、轻基建”



货币政策“外紧内松”

2021年年末，美联储终于启动了世所瞩目的缩减购债（Taper），至此，量化宽松告一段落。美联储的行为对全球央行造成了广泛的溢出效应，包括巴西、英国在内的多国相继加息。但我国货币当局保持了一贯定力，在基调选择上优先考虑社会民生和经济修复，维持了货币信用的适度宽松。

也许有人会质疑，假如美联储今年开始加息，而我国却降低中期借贷便利（MLF）利率，中外利差收窄会否引发资本外流。换言之，根据“蒙代尔不可能三角形”理论，要想保持货币政策独立自主和资本自由流动，势必要牺牲汇率的自由浮动。

庆幸的是，有两个因素分别从时间和空间角度缓解了“不可能三角形”问题。

时间方面，即便美联储货币政策开启了转向的进程，且加大了 Taper 的规模，也仍没有停止宽松。按照目前进度来计算，一直到 2022 年年中，美联储才会完全结束量化宽松。缩减购债并不是紧缩，这就为我国货币政策的宽松创造了时间基础。国内的货币宽松可能会一直延续到 2022 年第三季度，进入第四季度以后，有三个原因可能导致货币信用再度收紧：一是重症死亡率降至与普通流感相当的水平，管控逐步放开，服务业反弹；二是地产投资触底回升，稳经济压力减弱；三是人民币汇率贬值临近安全边际，汇率压力倒逼国内货币政策转紧。

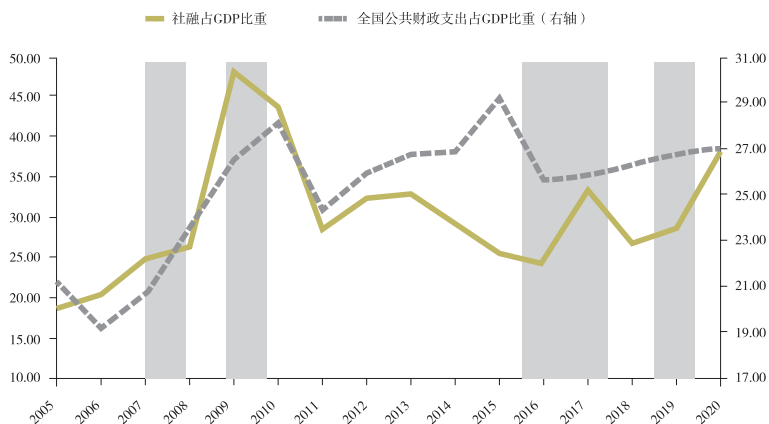
空间方面，根据“蒙代尔不可能三角形”理论，如果想要坚持货币政策相对独立，又不实施资本管控，势必会带来人民币汇率的大幅波动。有趣的是，2021 年的双顺差把我国汇率推上了 6.3 的高位，前不久央行甚至动用“下调外汇准备金率”的方式防止人民币进一步升值。这意味着，当前的人民币汇率存在“较为安全的贬值空间”，相当于为 2022 年的货币政策独立创造了“伏笔”。这样一来，去年中外货币政策方向上的差异所引发的人民币贬值反而是“可接受且有利的”。当然，这种“有利”更多是针对出口型外贸企业。

财政与货币主辅交替发力

尽管中央经济工作会议强调“财政政策和

历史上财政和货币政策的发力并不一定是同步的

(%)



> 数据来源: Wind

我国货币当局保持了一贯定力，在基调选择上优先考虑社会民生和经济修复，维持了货币信用的适度宽松。

货币政策相配合”，但两者很可能并不是同时发力。在“六稳”“六保”诉求下，考虑到年内当季 GDP 压力最大的时段集中在第二、三季度，2020 年第一季度应是大兴基建的最佳窗口。因此，第一季度的基调很可能是“财政为主，货币信用为辅”，在这一时段不大可能看到前两年同期那样的天量社融。进入第二季度以后，财政政策将进一步向民生领域倾斜。届时，货币政策“重回一线”，市场在期待中迎来货币信用的持续宽松，这种宽松环境有望延续到第三季度末。第四季度以后，不论是基数原因还是主观诉求，稳经济的压力都将减弱，财政政策与货币政策或面临拐点。

当然，从长期角度讲，不论是跨周期调节还是逆周期调节，政策宽松都是有代价的。要想从根本上跨越中等收入陷阱，还需要在共同富裕和双循环上多下功夫。□

(作者系独立经济学者)