



2022 年宏观经济与资产配置： 稳定与发展

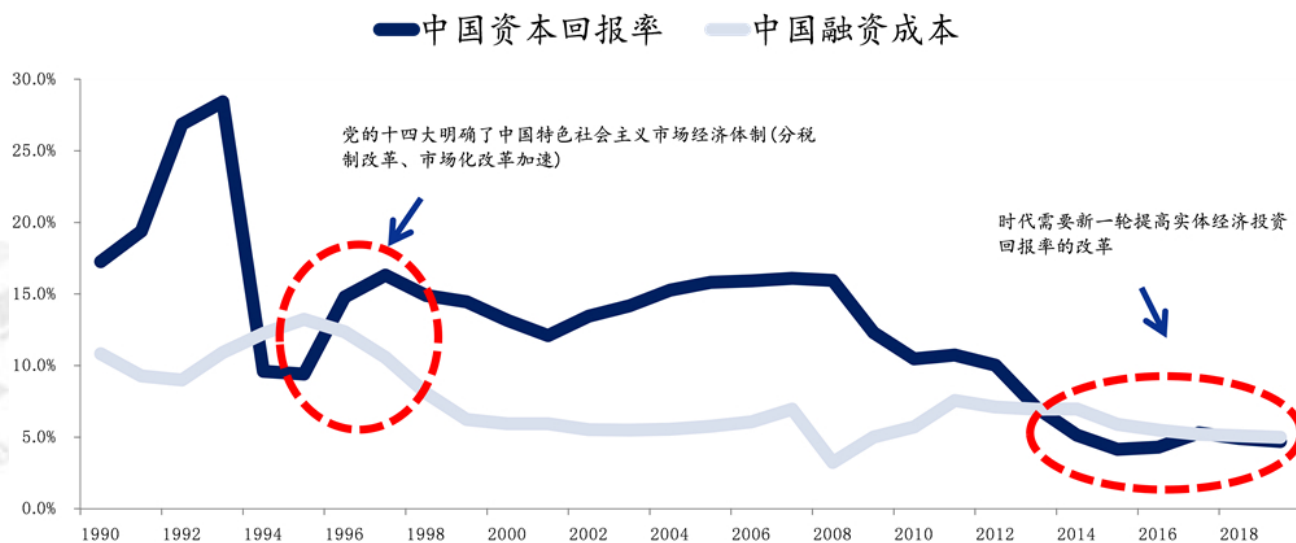


【财新网】(专栏作家 刘陈杰) 2021 年是全球逐步走出新冠疫情、经济缓慢复苏的一年。虽然疫情反复,但是全球经济大方向上在逐渐的好转,同时通胀升高,大宗商品价格攀升,全球能源出现了局部的短缺。这一年,全球主要经济体的货币政策开始发生变化,美联储减少购债等措施,是对收窄的产出缺口、改善的劳动力市场的回应,也是对高通胀的抑制反应。2021 年全球主要股市录得了略微的正增长,这主要得益于货币当局依然较为宽松的货币政策和部分经济体基本面开始复苏。就中国权益市场而言,结构性特征非常明显,大消费、医药等行业跑输指数,周期类等行业随着上游产品价格的上涨而涨幅显著,新能源板块由于基本面、政策的拉动涨幅较大。从国内市场的投资者结构来看,近几年最大的变化为大量海外机构投资者的参与以及国内机构化的特点日趋明显。前瞻地看,2022 年的中国权益市场将会有哪些机会和风险,新能源板块能否持续高歌猛进,周期性行业是否还有空间,大消费行业是否能东山再起?在一致预期以外,还有哪些行业存在机会?美联储的政策转向,是否会给全球金融市场带来不稳定因素?全球通胀压力将在何时缓解?2022 年是人类抗击疫情的第三年,是全球主要经济体货币政策转向的时刻,也是疫后全球经济复苏遇到考验的一年。稳定与发展,可能是 2022 年的主基调,本文试图从实体经济与货币政策的关系变化开始谈起,结合经济基本面、流动性分析、行业基本面风险和估值溢价等方面着眼,初步讨论 2022 年中国权益市场投资机会和风险。

一、提升实体经济投资回报率任重道远

实体经济的强弱，是防止金融风险，抵御经济波动的关键。实体经济投资回报率较高的经济体，宽松的货币政策有利于促进固定资产投资进行扩大再生产的意愿，即投资回报率高于资金成本的时候，宽松的货币政策能够有效促进经济增长的复苏。因此，经济体是否出现资金空转，脱实向虚，主要取决于该经济体的实体经济投资回报率水平。

具体而言，中国经济在 2014 年附近出现了实体经济投资回报率降低至资金成本附近的新局面。我们认为 2014 年是中国经济和金融市场发展过程中有着重要意义的一年。从资本市场与实体经济的关系而言，我们发现上证指数与实体经济基本面之间的关系，在 2014 年以前为正相关 (+57%)，在 2014 年以后为正相关减弱，有时甚至是负相关。从热钱流动 (世界银行残差法，剔除虚假贸易部分) 和人民币汇率预期的角度来看，2014 年以前热钱更多的表现为流入中国，2014 年以后表现为持续流出中国。从货币政策的有效性来看，我们发现 2014 年以后，单位货币增量拉动 GDP 的效力在快速下降，也就是说刺激经济所需要的货币宽松程度在扩大。种种微观形态的表现综合起来，我们发现中国实体经济投资回报率在 2008 年以来持续下降，且在 2014 年附近降低至金融市场无风险融资成本以下，这就意味着过度的流动性不愿意进入实体经济，更愿意在各类资产之间空转，形成局部泡沫，威胁经济和金融稳定。实体经济投资回报率降低至金融市场无风险回报率附近，融资产生的回报不足以应付融资成本，就是部分金融风险的根源。

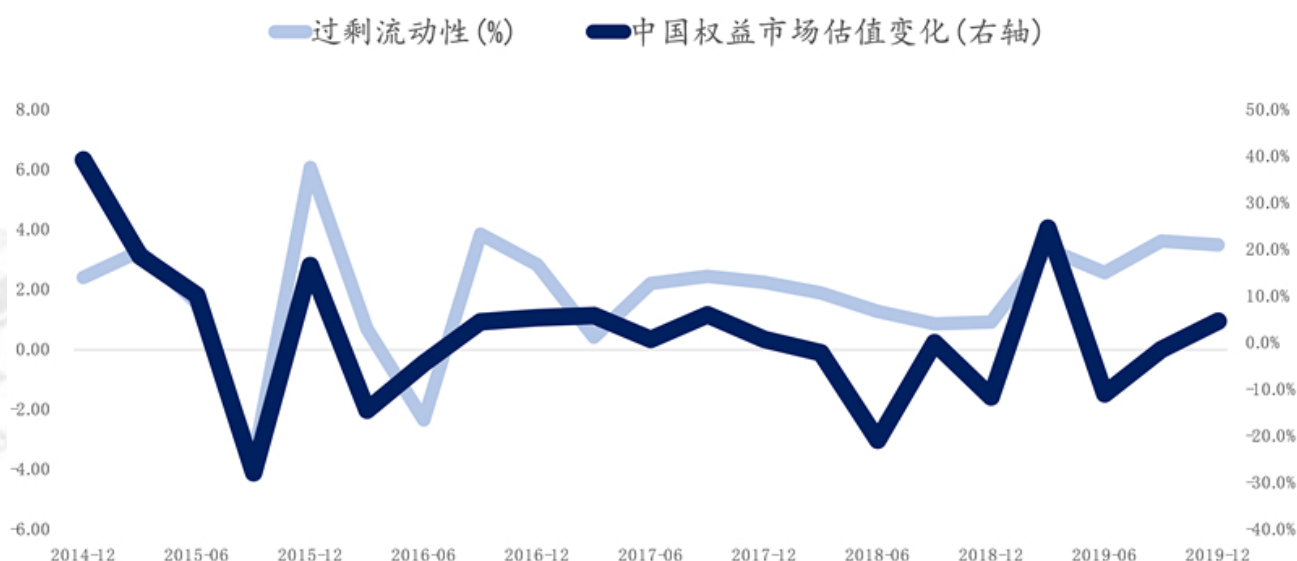


提升实体经济投资回报率任重道远。我们将实体经济投资回报率的下降因素分解来看，究竟是什么因素使得中国实体经济投资回报率下降的如此之快？按照白重恩(2014)的分析方法，我们将影响实体经济投资回报率的几个因素对其进行解释性分析。我们选取四个主要因素，分别为：政府规模(财政全口径支出/GDP)、人口结构变化、第二产业占比、第三产业占比。以 2008 年为界，我们考察断点左右的作用变化。按照我们的模型分解，政府规模和人口结构变化是影响 2008 年之后中国实体经济投资回报率下降的主要因素。人口结构偏向老龄化进程越快，对全社会实体经济投资回报率的拖累也就越大。历史上看，提升实体经济投资回报率主要在于进一步拓展行业的改革红利、人口等资源禀赋和资本深化。行业的改革红利释放并非一日之功；人口资源禀赋的增强依靠进一步加强鼓励人口政策和教育培训；资本深化有赖于对中高端制造业的持续资本投入。这些变化都需要专注地付出持续的努力，但是值得。实体经济投资回报率提升，将在根本上解决金融领域的结构性风险，有利于实现中国经济的长远稳定发

展。

影响中国实体经济投资回报率的因素解释力			
	2004-2008	2009-2019	两阶段差异
政府规模	0.23	0.16	-0.07
人口结构变化	0.48	0.42	-0.06
第二产业占比	0.46	0.43	-0.03
第三产业占比	0.41	0.44	0.03

资本市场估值与过剩流动性密切相关。更进一步的分析发现，我们将货币当局的货币供给减去真实流入实体经济的货币量，得到所谓的过剩流动性之后，这一过剩流动性与股市的估值变化呈现显著的正相关性。这一发现验证了我们对流动性分层的猜测。总量的流动性可以分为真实进入实体经济的流动性和进入资产领域的流动性。真实进入实体经济的流动性与整体的通胀具有显著相关性，一定程度上代表了经济的冷热；进入资产领域的流动性短期内主要的作用体现在资产价格的重估。为了保证一定速度的经济增长和就业稳定，货币当局如果实施较为宽松的货币政策，实体经济投资回报率较低，部分释放的流动性将不愿意进入实体经济，而进入资产领域，造成脱实向虚的现象，抬升资产的整体估值。我们在展望 2022 年中国资本市场的时候，遇到的第一个问题就是对估值变化的看法。2022 年宏观经济增速较 2021 年可能下滑，但国内的货币政策可能维持较为适宜的状态，因此，我们的初步判断是，2022 年中国资本市场的估值可能小幅扩张。



二、2022 年经济增长、通胀和政策变化

2022 年房地产行业 and 出口可能较 2021 年拉低 GDP 增速。从联立方程的计量模型来看，中国房地产投资增速和出口增速对于 GDP 增速的弹性为 0.23 和 0.19。按照对房地产销售、土地出让情况、融资环境等的综合判断，2022 年房地产投资可能会面临一定的压力。房地产板块的疲弱，相对于 2021 年，在同比增速上可能拉低 2022 年中国 GDP 大约 1.5 个百分点。随着全球发达经济体和新兴市场国家疫情的逐步好转，2022 年部分转移至中国的外贸生产订单可能会发生转移。同时，2022 年全球经济增速略低于 2021 年，全球总需求增速下降也将一定程度上影响 2022 年中国的出口情况。加上 2021 年的出口高基数效应，2022 年的中国出口增速形势值得关注。按照出口增速对 GDP 增速的弹性，我们判断出口将在同比增速上可能拉低 2022 年我国 GDP 大约 1.6 个百分点。

2022 年中国经济增速可能维持在 5% 左右。消费增速较为平稳，但随

着连续两年的抗击疫情，居民可支配收入增速的低迷，从大众消费品和高端消费品的增速都出现一定程度上增长中枢的下降。我们判断 2022 年中国消费增速可能较 2021 年下半年略有好转，但是全球增速保持稳定，并不会出现较大幅度的波动。综上所述，2022 年中国 GDP 增速可能维持在 5%左右，相对于 2021 年的 8%左右的增速略有下滑。经济增速的下滑，属于正常的波动，2021 年是疫情恢复的一年，高增长有其低基数效应和全球的经济回暖环境支持。2022 年回归正常的经济增速，就业市场将保持稳定。这主要是由于国民经济中第三产业的比例增加，单位 GDP 吸纳的就业人数增加，中高增速的经济增长就可以吸纳足够的就业。

前瞻地看，从人口、资本和技术进步的经济增长方程、城镇化需求拉动、环境压力和碳中和战略的背景下，按照我们的测算，下一个阶段中国合理经济增速将从 2016-2020 年的平均 6.5%左右，降低到 2021-2025 年的 5.0%左右。这一阶段如果货币总供给的增速不显著下降，中国的货币增速与 GDP 增速之间的差距将逐渐加大，有利于优质资产的估值扩张。

2022 年全球通胀压力将逐渐下降。原油方面，随着航空煤油缺口修复，

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28889

