

风险在外

——2022 年度策略报告

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669号

报告要点

展望 2022 年，特效药和疫苗普及有望使得疫情大幅缓解，风险在于病毒变异。我国投资和消费改善抵消出口回落，经济增速略有回升，结构变化较为显著。我国 PPI 同比逐步回落，下半年转负，CPI 同比 2.3%。我国货币政策稳中略松，房贷利率下调，财政扩张力度不变。美国通胀上半年高位震荡，下半年回落。我国房地产和出口不存在失速风险，美国高通胀超预期导致美联储加快收紧货币的风险值得关注。

摘要：

一、特效药和疫苗普及有望使得明年疫情大幅缓解。2022 年特效药物的推广可能将新冠肺炎的危害降至流感水平。疫苗接种率的提高有利于发展中国家的疫情防控，加强针的接种也有利于防疫。2022 年全球疫情有望大幅缓解，风险在于病毒变异。

二、2022 年我国投资和消费改善抵消出口回落，经济增速略有回升，结构变化较为显著。预计 2022 年固定资产投资同比增长 4.3%，略好于 2021 年，但结构表现不同。其中，房地产、基建、制造业投资分别同比增长 2.0%、4.0%、5.5%，房地产明显回落，基建和制造业投资有所改善。随着国内疫情的进一步缓解，预计 2022 年消费好于今年，但仍低于疫情前水平，同比增长 5.5%左右。海外疫情仍对海外供应有所抑制，我国出口好于长期趋势水平，预计 2022 年出口金额同比增长 9.0%。2022 年我国 GDP 同比增长 5.4%，略好于今年，整体增速变化不大，结构变化较为显著。

三、2022 年我国 PPI 同比逐步回落，下半年转负，CPI 同比 2.3%。我国煤炭价格已经大幅回落，生产资料 PPI 向生活资料 PPI 的传导效应很小，预计 2022 年我国 PPI 同比逐步回落，下半年转为负增长，全年同比 0.3%。2022 年我国 CPI 不存在通胀压力，基数效应会导致上半年 CPI 同比回升至 2.5%左右，全年 CPI 同比在 2.3%左右。

四、2022 年我国货币稳中略松，房贷利率下调，财政扩张力度不变。当前房贷利率较一般贷款利率高 25BP 左右，预计 2022 年房贷利率会下调。我国货币政策总体中性，预计 MLF 利率、OMO 利率不变。预计新增政府债券 7.22 万亿，与 2021 年持平。

五、2022 年美国通胀上半年高位震荡，下半年回落，警惕通胀超预期。5 月份以来美国财政救助对消费的刺激已经并将继续衰减。9 月份以来美国消费者提前囤货导致零售额增速回升，这还能维持 1 个月。明年上半年零售商库存的回补以及低利率对消费的刺激对美国消费需求构成支撑，下半年消费需求增速会加快回落。美国劳动力供应不足会持续到明年年中左右，明年上半年美国通胀压力仍然较大。密切关注未来 2-3 个月的消费表现和通胀水平以判断通胀是否超预期，警惕美联储加快收紧货币风险。

风险因素：病毒变异特效药及疫苗失效、美国高通胀超预期



宏观研究团队

研究员：

张革

从业资格号：F3004355

投资咨询号：Z0010982

刘道钰

021-80401723

liudaoyu@citicsf.com

从业资格号：F3061482

投资咨询号：Z0016422

目 录

摘要:	1
一、特效药和疫苗普及有望使得明年疫情大幅缓解.....	4
二、2022 年我国投资和消费改善抵消出口回落.....	5
(一) 预计 2022 年固定资产投资同比增长 4.3%，略好于 2021 年，结构表现不同.....	5
(二) 预计 2022 年社会消费品零售总额同比增长 5.5%，较今年有所改善.....	9
(三) 预计 2022 年出口金额同比增长 9.0%，较今年放缓.....	10
(四) 预计 2022 年 GDP 同比增长 5.4%，经济结构变化显著，能耗双控仍需关注.....	11
三、2022 年我国 PPI 同比逐步回落，CPI 同比约 2.3%.....	12
(一) 预计 2022 年我国 PPI 同比逐步回落，下半年转为负增长，全年同比 0.3%.....	12
(二) 预计 2022 年我国 CPI 同比为 2.3%，上半年基数效应导致 CPI 同比回升.....	12
四、2022 年我国货币稳中略松，财政扩张力度不变.....	13
(一) 预计 2022 年我国货币政策总体仍是中性格局，房贷利率会有所下调.....	13
(二) 预计 2022 年我国新增政府债券 7.22 万亿，与 2021 年持平.....	14
五、2022 年美国通胀上半年高位震荡，下半年回落.....	15
(一) 预计 2022 年上半年美国通胀高位震荡，下半年通胀才会明显回落.....	15
(二) 预计美联储 2022 年年中完成缩减购债，警惕美联储加快缩债的风险.....	19
附录：主要经济指标预测值.....	20
免责声明.....	21

图目录

图表 1: 新冠疫情每日新增确诊病例.....	4
图表 2: 新冠疫苗每百人接种剂次.....	4
图表 3: 2021 年 1-10 月主要经济指标的同比增速及其相对于 2019 年全年增速的变化.....	5
图表 4: 固定资产投资及其分项累计值的两年平均增速.....	6
图表 5: 固定资产投资及社会融资规模存量的两年平均增速.....	6
图表 6: 居民中长贷及其两年平均增速.....	7
图表 7: 住宅销售增速与居民中长期贷款增速.....	7
图表 8: 房地产相关指标累计值的两年平均增速.....	7
图表 9: 房屋施工及竣工面积的两年平均增速.....	7
图表 10: 基建投资增速.....	8
图表 11: 新增专项债发行额.....	8
图表 12: 制造业投资增速.....	8
图表 13: 工业企业利润增速.....	8
图表 14: 社会消费品零售总额当月值的两年平均增速.....	9
图表 15: 居民收入增速与消费增速.....	9
图表 16: 2021 年 1-10 月份消费及其分项的两年平均增速及其相对于 2019 年的变化.....	10
图表 17: 我国出口金额及出口数量增速.....	11
图表 18: 今年 1-10 月我国出口金额累计值的两年平均增速.....	11

图表 19: 单位 GDP 能耗降幅及其政府预期目标.....	11
图表 20: GDP 服务业占比变化与单位 GDP 能耗降幅.....	11
图表 21: 我国 PPI 同比与 CRB 现货指数同比 (%).....	12
图表 22: 2021 年 10 月我国 PPI 主要分项的当月同比 (%).....	12
图表 23: 我国 CPI 及 CPI 非食品同比.....	13
图表 24: CPI 非食品主要分项的两年平均增速.....	13
图表 25: 近期货币政策的主要变化.....	14
图表 26: 金融机构人民币贷款加权平均利率 (%).....	14
图表 27: 我国政策利率及 LPR 利率.....	14
图表 28: 各类政府债券新增额度 (亿元).....	15
图表 29: 美国 PCE 当月同比及两年平均增速.....	16
图表 30: 美国核心 PCE 当月同比及两年平均增速.....	16
图表 31: 美国个人总收入与零售额增速.....	16
图表 32: 美国个人总收入及其分项.....	16
图表 33: 美国库存增速.....	17
图表 34: 美国消费信贷增速.....	17
图表 35: 美国财政政策.....	18
图表 36: 美国失业率与劳动参与率.....	18
图表 37: 美国非农就业平均时薪及其增速.....	18
图表 38: 美国非农职位空缺数和平均时薪环比增速.....	19
图表 39: 主要经济指标预测值.....	20

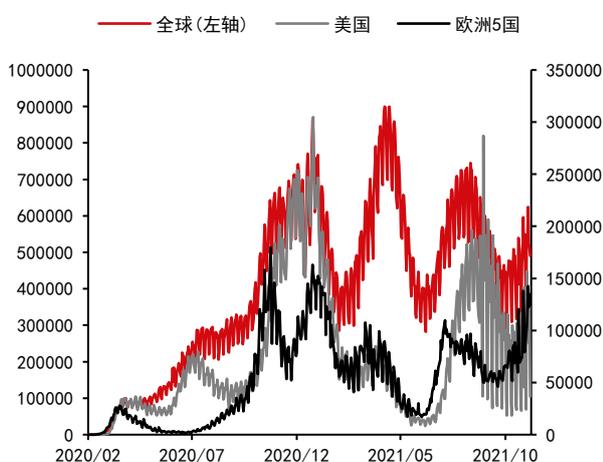
2021 年全球疫情反反复复，海外供应受到明显的抑制。这一方面使得我国出口维持高位，另一方面也给海外通胀带来上升压力。我国疫情虽然远好于海外，但服务业仍明显受到疫情抑制，这间接推高了工业占 GDP 的比例，不利于单位 GDP 能耗降低。展望 2022 年，我们预计全球疫情有望大幅度缓解。那么，我国及海外经济和通胀又会怎么演化呢？

一、特效药和疫苗普及有望使得明年疫情大幅缓解

2021 年全球疫苗广泛接种，但由于病毒变异以及疫苗接种率瓶颈，全球疫情仍然反反复复。当然疫苗接种也有效果，全球疫情总体略有缓解。截至 11 月中旬，全球每百人新冠疫苗接种剂次达到 96 剂，大约 50% 的人口接种过疫苗，疫苗接种范围还是比较广泛的。不过，由于病毒变异，疫苗有效性有所降低。再加上部分民众不愿意接种疫苗，很多地区的疫苗接种率只是接近群体免疫水平，并未充分地实现群体免疫。这使得全球疫情仍然反反复复。当然，疫苗的广泛接种对疫情防控也起到了较好的效果，全球疫情并未恶化，而是略有缓解。

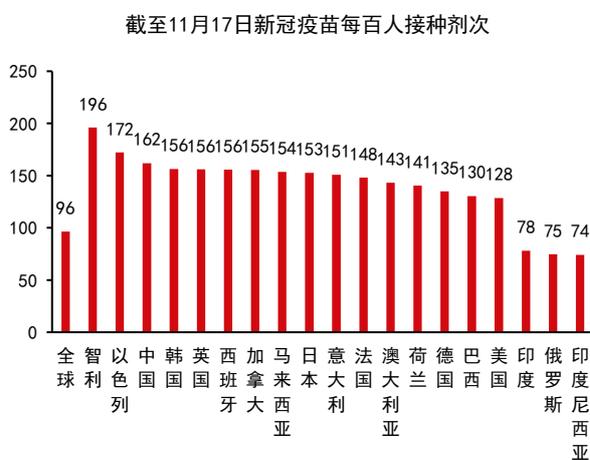
2022 年特效药物和疫苗的推广可能使得全球疫情大幅缓解。这一判断的风险在于病毒变异使得特效药物失效。特效药物的推广也可能将新冠肺炎的危害降至流感的水平。11 月初辉瑞公布了其口服抗病毒药物 PAXLOVID 的三期临床试验结果，对于出现症状 5 年内开始治疗的患者，住院率降低了 89%，389 例中有 3 例住院，无死亡。住院率和死亡率的大幅降低意味着新冠肺炎的危害可能降至流感水平。除此之外，多种疗效显著的中和抗体已经或者将要投入使用。目前，发展中国家的疫苗接种率仍明显偏低。疫苗的推广有利于发展中国家的疫情防控。发达国家开始疫苗加强针的接种，这也有利于疫情的防控。总的来讲，特效药物和疫苗的推广有望使得全球疫情大幅缓解。当然，这一判断的风险仍然在于新冠病毒变异使得特效药和疫苗失效。

图表1：新冠疫情每日新增确诊病例



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表2：新冠疫苗每百人接种剂次



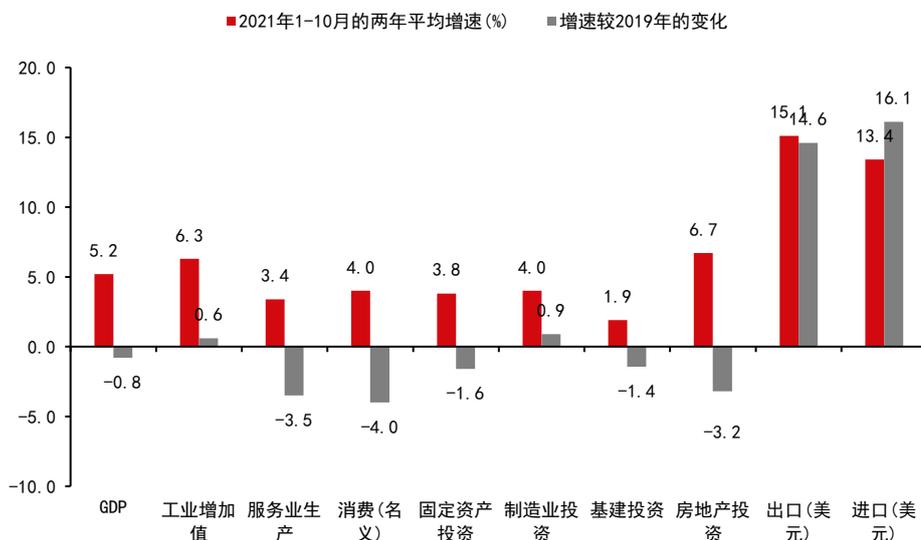
资料来源：Wind 中信期货研究部

二、2022 年我国投资和消费改善抵消出口回落

2021 年我国经济仍受疫情抑制，不同部门表现差异较大。对比 2021 年 1-10 月份主要经济指标的两年平均增速与 2019 年同比增速，服务业生产受疫情抑制较为显著，而工业生产表现较好；我国消费受国内疫情的抑制较为显著，出口因为海外供应受海外疫情抑制而表现较好。固定资产投资受疫情影响相对较小，但国内政策分化导致房地产、基建、制造业投资的表现有所不同。

展望 2022 年，预计我国 GDP 同比增长 5.4%，略好于 2021 年前三季度 5.2% 的增速。预计固定资产投资略好于 2021 年，其中房地产投资明显回落，基建投资和制造业投资趋于小幅改善。国内疫情的缓解会使得我国消费有所改善，而海外疫情的缓解导致我国出口增速回落。

图表3：2021 年 1-10 月主要经济指标的同比增速及其相对于 2019 年全年增速的变化



资料来源：Wind 中信期货研究部

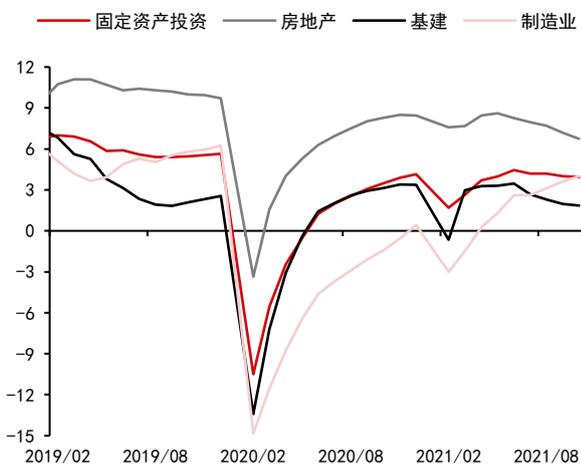
(一) 预计 2022 年固定资产投资同比增长 4.3%，略好于 2021 年，结构表现不同

2021 年 1-10 月我国固定资产投资两年平均增长 3.8%，其中，房地产投资偏强，基建投资偏弱，制造业投资趋势性改善。2021 年 1-10 月份我国房地产、基建、制造业投资分别两年平均增长 6.7%、1.9%、4.0%。房地产投资增速最高，但由于楼市政策收紧，下半年以来房地产投资增速趋于回落。基建投资增速最低，主要是政策支持力度减弱导致三季度基建投资增速回落；制造业投资增速居中，由于企业盈利较好以及信贷支持，制造业投资趋势性改善。

随着我国信用投放触底回升，预计 2022 年我国固定资产投资同比增长 4.3%，略高于 2021 年。四季度以来，我国货币信贷略有放松，尤其是房地产信贷从偏紧回归中性。受此影响，10 月份我国社融存量两年平均增长 11.83%，增速较 9 月提

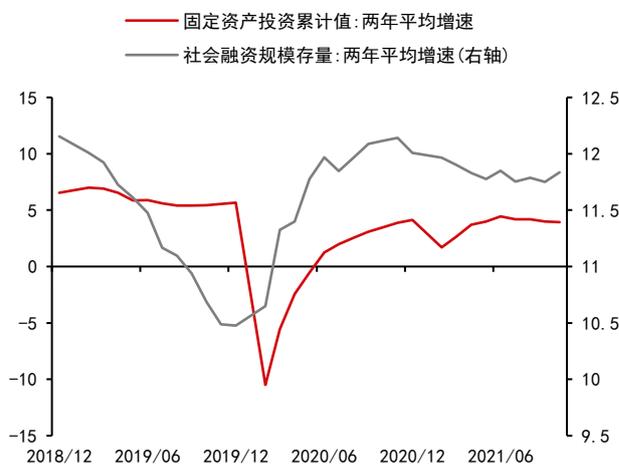
高 0.08 个百分点，社融增速触底回升。这意味着明年我国固定资产投资增速将有所回升。考虑到货币信贷放松力度较小，预计固定资产投资增速回升幅度不大。

图4：固定资产投资及其分项累计值的两年平均增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

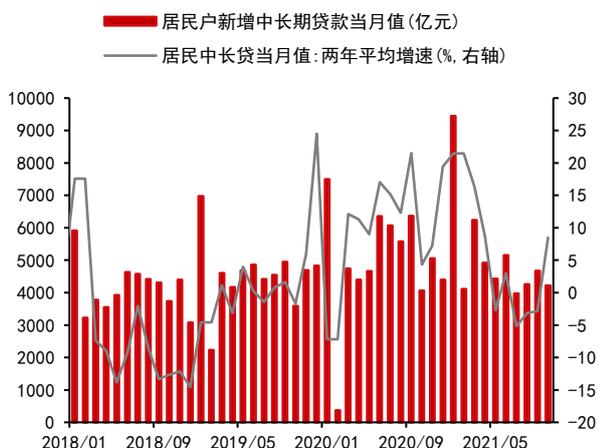
图5：固定资产投资及社会融资规模存量的两年平均增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

房地产方面，预计 2022 年我国房地产投资同比增长 2.0%，增速较 2021 年有所回落，但不存在失速风险。今年 10 月份我国居民中长贷两年平均增长 8.5%，好于此前 3 个月的增速（-3.5%）。房贷投放从偏紧回归中性。近期房贷的放松并非为了刺激经济，而是为了“维护住房消费者的合法权益，维护房地产市场的平稳健康发展”。预计 2022 年我国房贷增速总体是中性水平，在 10% 左右。虽然 10 月份我国商品房销售面积当月值的两年平均增速已经降至 -5.0%，但随着房贷投放回归中性，预计我国商品房销售也将企稳。考虑到房地产税试点的推进会降低投资性购房需求，预计商品房销售增速回升幅度有限。今年 11 月份以来，房企融资出现放松迹象。这种放松也是从偏紧回归中性，并非为了刺激经济。在“房住不炒”的大背景下，预计 2022 年房地产开发商继续保持谨慎的态度，房屋新开工和土地购置面积保持小幅度的负增长。市场担心明年房屋新开工和房地产投资可能出现断崖式下降，这种担心部分来自对房企资金的担忧。我们认为，在房贷投放和房企融资回归中性（10% 左右的增长）的背景下，房企资金不会出现全局性的紧张。过去 20 年我国房屋新开工面积与土地购置面积的比值趋势性上升，背后的原因可能是我国住宅小区容积率趋势性上升。这意味着房屋新开工面积的增速中枢高于土地购置面积的增速中枢。今年 1-10 月份我国土地购置面积同比减少 11%，两年平均减少 7.2%。在房企融资回归中性的背景下，明年房屋新开工增速低于过去两年的土地购置面积增速的可能性不大。因此，房屋新开工面积增速不太可能断崖式下降（例如下降 20%）。我们预计 2022 年房屋新开工和土地购置面积维持小幅度的负增长，房地产投资增速会继续回落。考虑到庞大存量施工面积对房地产投资的支撑，预计 2022 年房地产投资同比增长 2.0%。

图表6：居民中长贷及其两年平均增速



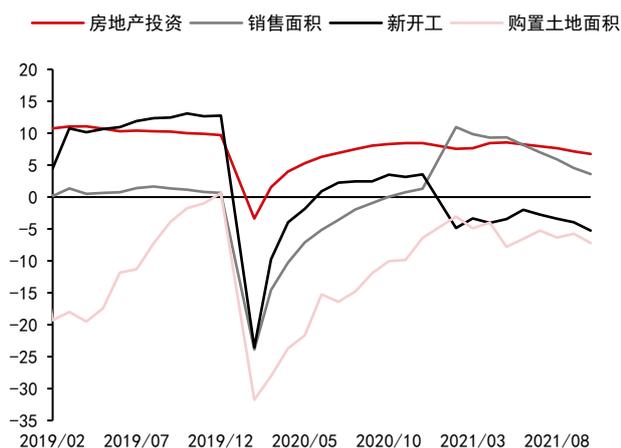
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表7：住宅销售增速与居民中长期贷款增速



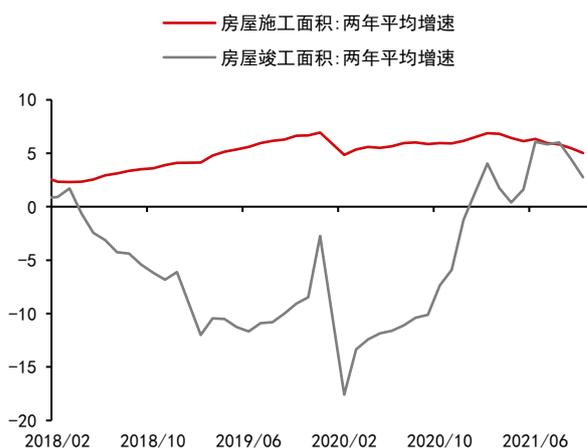
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表8：房地产相关指标累计值的两年平均增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表9：房屋施工及竣工面积的两年平均增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

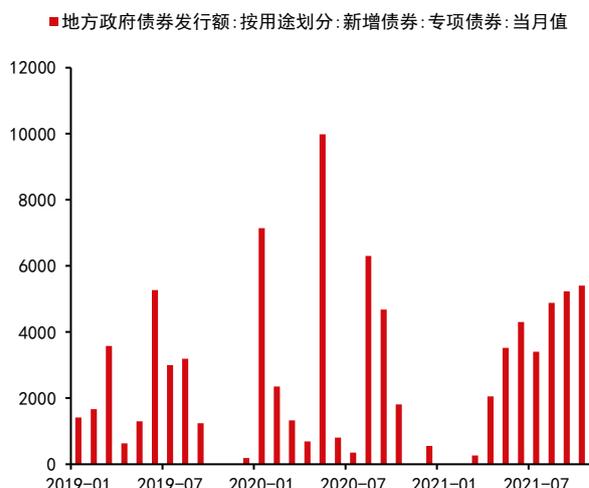
基建方面，预计 2022 年基建投资同比增长 4.0%，增速较今年有所回升。今年 1-10 月份基建投资增速偏低主要因为政策支持力度减弱使得三季度基建投资增速回落。8 月份以来，专项债保持了较快的发行节奏，尤其是 10 月份以来专项债逆季节性较快发行（往年四季度专项债发行很少），这使得基建投资开始企稳回升。2019-2020 年我国基建投资维持了 3.4% 左右的增速。这大体是我国基建投资增速的中枢水平。11 月 9 号，央行创设碳减排支持工具，对金融机构向碳减排重点领域内相关企业发放的符合条件的碳减排贷款，按贷款本金的 60% 提供资金支持，利率为 1.75%。该利率较 1 年期 MLF 利率低 120BP。这将有效激励清洁能源、节能环保、碳减排技术等重点领域加快发展，对明年的基建投资会有一定的拉动作用。我们预计 2022 年我国基建投资同比增长 4.0% 左右。

图表10: 基建投资增速



资料来源: Wind 中信期货研究部

图表11: 新增专项债发行额

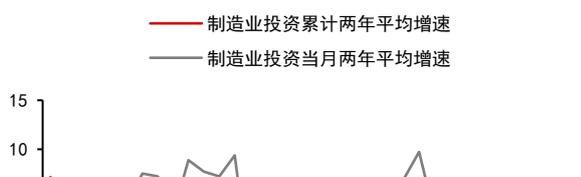


资料来源: Wind 中信期货研究部

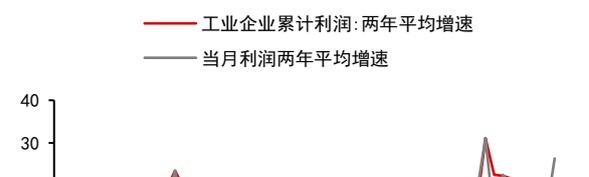
制造业方面, 预计 2022 年制造业投资同比增长 5.5%, 在三大类投资中表现最高, 也略高于今年的两年平均增速。今年以来我国制造业投资趋势性改善, 主要因为我国工业企业盈利较好, 而且国内信贷向制造业投资倾斜。随着 PPI 同比以及出口增速的回落, 明年我国工业企业盈利增速会有所回落, 但预计也能保持 10%左右的增速。央行推出碳减排支持工具对相关领域的制造业贷款投放有较显著的激励作用, 预计明年国内信贷继续向制造业领域倾斜。综合来看, 预计 2022 年制造业投资略好于今年, 同比增长 5.5%左右。

综上所述, 2022 年我国房地产投资增速继续回落, 基建投资和制造业投资趋于小幅改善, 固定资产投资增速较今年略有回升, 预计同比增长 4.3%。

图表12: 制造业投资增速



图表13: 工业企业利润增速



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_30155



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn