

2022，经济形态可能是 M 型

经济预测专题

证券研究报告

2021 年 12 月 01 日

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

许锐翔 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521080002
xuruixiang@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：固定收益-从滞胀到跨越：1965-1983 美国权益市场走势分析》2021-11-30
- 2 《固定收益：如何看待跨年资金面？-利率债市场周报（2021-11-28）》2021-11-28
- 3 《固定收益：本周资产证券化市场回顾-资产证券化市场周报（2021-11-28）》2021-11-28

2022 年经济目标会定多少？

5%是一个可能的数值。理由有三：考虑十四五规划和 2035 远景目标，不可能低于 4.7%；考虑潜在增速还在 5%附近；考虑金融防风险，经济仍需稳住 4.8%，所以综合考虑目标增速是 5%。

目标是 5%，但是从目前总体宏观图景线性外推，我们估算明年全年实际 GDP 增速约为 4.8%。原因还是在于出口和地产的下行压力，消费平平，基建最确定，但是独木难支。

明年全年经济走势按照同比呈现“M”字型，即一季度走高，二季度走平或有回落，三季度走高，四季度再度下降。按照季调环比则呈现“W”形态，四个季度分别为 1%、1.2%、1%、1.2%。

2022 年经济依然是偏弱的状态，节奏总体呈现复杂的变化，因为在政策加大对冲力度的同时，全年还嵌入了很多超越经济的影响因素。

对于债市，这样的经济图景，可以维持中性乐观的基调，只是过低的票息和稍显复杂的节奏，仍有困扰。

风险提示：政策不确定性，海外疫情发展超预期，外部环境变化。

内容目录

1. 2022 年经济增长目标是多少？	3
1.1. 十四五规划与 2035 远景目标.....	3
1.2. 经济潜在增速	3
1.3. 就业目标	4
1.4. 防范金融风险	6
1.5. 中美经济增速对比	6
1.6. 小结	8
2. 从环比可能性估计明年经济走势如何？	8
3. 小结	12

图表目录

图 1：实际 GDP 与人均 GDP 增速	3
图 2：人口增长率	3
图 3：产出缺口	4
图 4：实际 GDP 与新增城镇就业	5
图 5：城镇新增就业人数（横轴，单位：万人）对应的 GDP 增速	6
图 6：中美经济增速	7
图 7：2011 年以来年内四个季度 GDP 季调环比区间	8
图 8：GDP 季调环比	8
图 9：一、四季度 GDP 季调环比	9
图 10：最终消费支出对 GDP 的贡献率	9
图 11：社零季调环比	9
图 12：资本形成对 GDP 的贡献率	10
图 13：投资两年同比	10
图 14：净出口对 GDP 的贡献率	10
图 15：实际 GDP 同比增速预测	12
表 1：潜在增速预测	4
表 2：经济增长目标与充分就业的相关表述	5
表 3：宏观轻度压力测试情景与实际 GDP 增速（%）	6
表 4：官方关于中国在全球经济增长中作用的相关表述	7
表 5：2022 年经济增长的底线	8
表 6：奥运会前后主办国实际 GDP 增长情况（%）	11
表 7：部分北方省份关于冬季限产的相关措施	11

2022 年经济增速会是多少？我们从目标谈起。

1. 2022 年经济增长目标是多少？

目前经济下行压力无疑在加大，虽然跨周期设计与调节更加注重中长期，但是其中也涉及短期目标的衔接，2022 年经济增长目标是多少？对此我们可以从几个方面来展开。

1.1. 十四五规划与 2035 远景目标

2020 年 11 月，习总书记在《关于〈中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议〉的说明》¹中提到：到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番，是完全有可能的。

如果假设未来我国人口数量不变，那么到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番目标则意味着未来 15 年平均增速 4.73%。然而，此处还有几点需要注意：

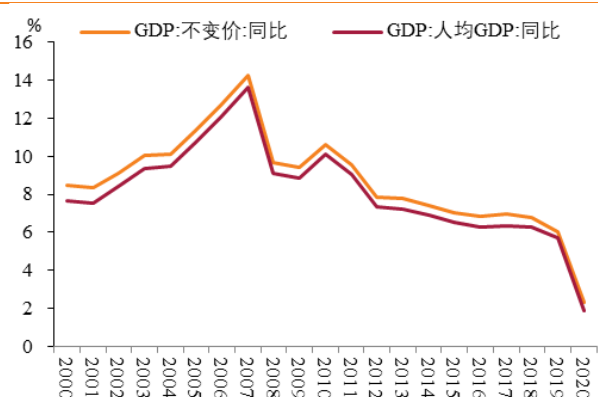
一、翻番目标使用的是实际值，因而 4.73% 是平均实际增速，不含通胀因素。

二、考虑到我国潜在增速仍会持续缓慢下降，这意味着最初几年的经济/人均收入增长要求应该会高于 4.73%，最后几年会低于该值（假设期间不发生经济金融危机）。

三、上文假设未来我国人口数量保持不变，如果未来 15 年我国人口继续保持增长（即使增长缓慢），并且满足人均收入（ $\approx$ 人均 GDP）翻番的话，那么总量上的平均经济增速需要大于 4.73%。此时满足经济总量翻番目标比满足人均收入翻番目标更加容易。

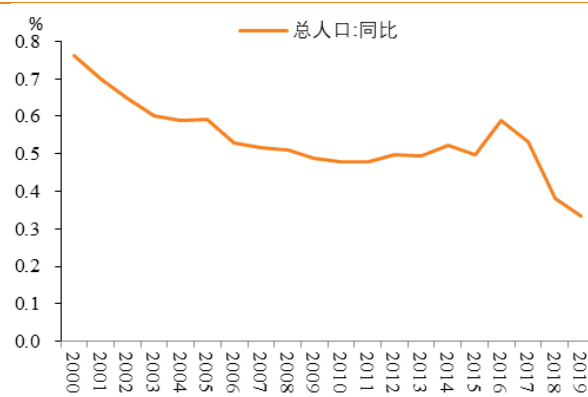
反之，如果未来 15 年我国人口整体出现萎缩，那么总量经济增速要求则可以小于 4.73%。此时满足人均收入翻番目标更加容易。

图 1：实际 GDP 与人均 GDP 增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：人口增长率



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 经济潜在增速

2021 年 5 月，孙国峰司长在《跨周期设计的宏观政策与养老金融发展》中指出“宏观政策应当促进经济向潜在增速回归，避免矫枉过正，防止宏观政策过度干预而放大经济周期波动，反而降低潜在产出。”

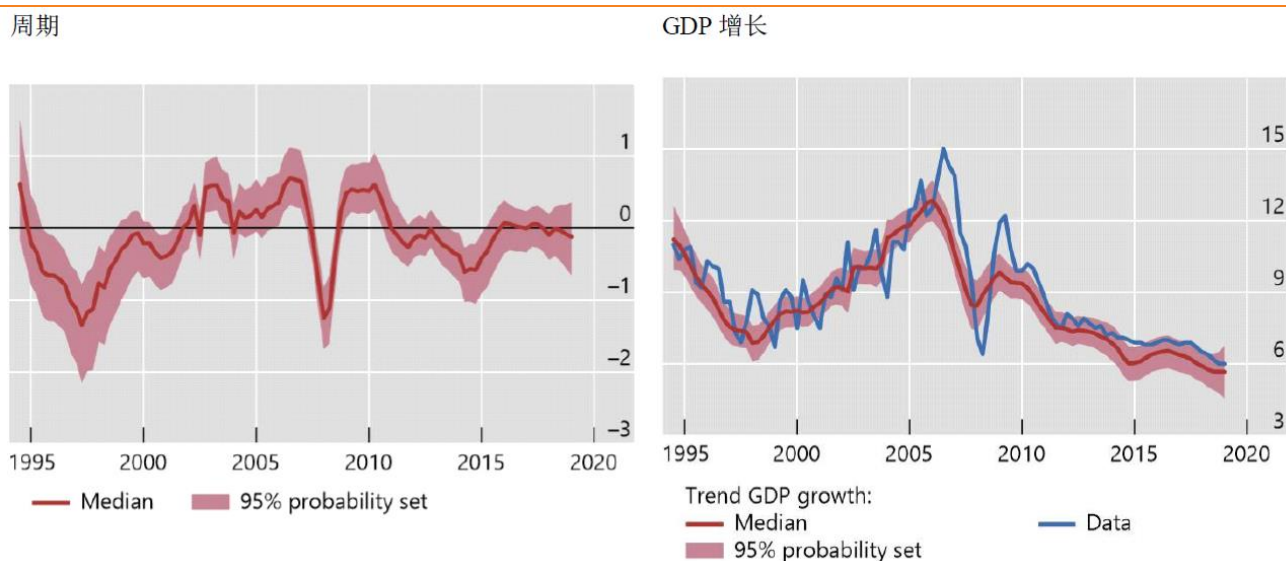
在跨周期设计与调节之下，宏观调控政策要更加注重从中长期维度评估总体形势，提高精准性和预防性，避免经济运行相对于潜在产出出现较大波动，保持经济中长期在合理区间运行。这意味着跨周期之下经济潜在增速是宏观调控的重要参考指标，实际经济表现应该基本与潜在增速匹配。

此外，疫情前的 2018、2019 年我国实际经济增速和潜在增速基本一致，即产出缺口在零附近：

¹ http://www.qstheory.cn/yaowen/2020-11/03/c_1126693425.htm.

- 2019 年一季度《货币政策执行报告》指出“当前（2019 年一季度）经济实际增速 6.4%与潜在增速相近，产出缺口接近为零”。
- 央行研究局于 2019 年 3 月发表的《中国潜在产出的综合测算及其政策含义》测算出 2018、2019 年潜在产出增速约为 6.4%、6.1%，对应产出缺口为 0.35%和-0.1%。
- 2021 年 1 月，孙国峰司长在《健全现代货币政策框架》²中明确，在高质量发展阶段（2017 年党的十九大根据发展阶段和社会主要矛盾重大变化，经过充分论证，明确提出我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段），实际的名义经济增速和反映潜在产出的名义经济增速应当大体一致。
- 2021 年 6 月孙国峰等撰写的货币政策委员会讨论论文《中国的自然利率》研究表明疫情前几年产出缺口接近零。

图 3：产出缺口



资料来源：《中国的自然利率》，天风证券研究所

此前央行的工作论文曾预测，十四五期间我国经济潜在增速将从 5.7%逐步回落至 5.1%，2022 年约为 5.5%。

不过，2021 年 9 月易纲行长在《中国的利率体系与利率市场化改革》³中提到“中国的经济潜在增速仍有望维持在 5%-6%的区间”，这表明我国潜在增速的区间下限在 5%附近。

表 1：潜在增速预测

年份	潜在增速 (%)
2021	5.7
2022	5.5
2023	5.5
2024	5.3
2025	5.1
2026-2029	4.8-5.1

资料来源：央行，天风证券研究所

1.3. 就业目标

宏观调控设置经济增长目标/底线的一个重要因素便是保就业。疫情前几年的政府工作报告

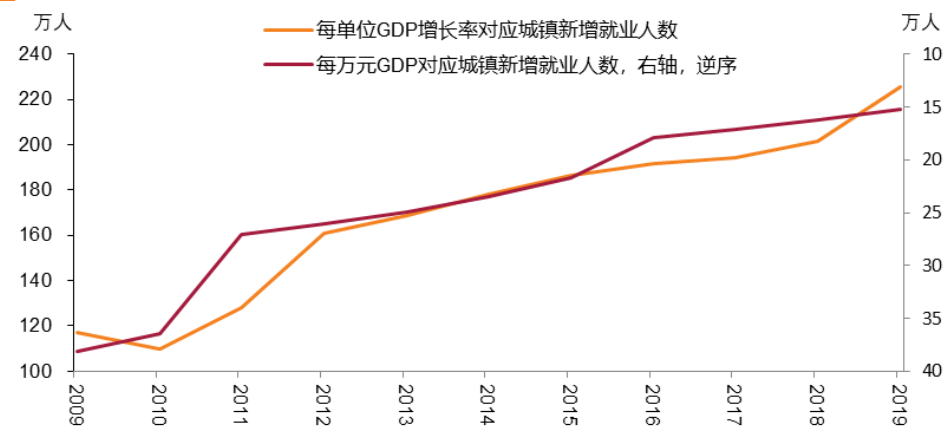
² <http://www.pbc.gov.cn/redianzhuanti/118742/4122386/4122510/4162288/index.html>.

³ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4351958/index.html>.

告基本会提到经济增长目标对于充分就业的作用。

不过需要注意的是，国际金融危机以来，虽然每单位 GDP 增长率对应城镇新增就业人数逐步上行，但根本上是因为在经济总量庞大的基础上每 1% 的实际 GDP 增长率对应 GDP 增量变大，实际上每万元 GDP（2011 年价）对应的城镇新增就业人数在不断下行。

图 4：实际 GDP 与新增城镇就业



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：1、GDP 以 2011 年为基期；

2、2020 年由于疫情影响，此处没有展示

表 2：经济增长目标与充分就业的相关表述

时间	来源	相关内容
2015 年 3 月	政府工作报告 ⁴	7%左右的速度可以实现比较充分的就业。
2016 年 3 月	政府工作报告 ⁵	稳增长主要是为了保就业、惠民生， 有 6.5%—7%的增速就能够实现比较充分的就业。
2017 年 3 月	政府工作报告 ⁶	今年的经济增长预期目标（6.5%），符合经济规律和客观实际，有利于引导和稳定预期、调整结构，也同全面建成小康社会要求相衔接。稳增长的重要目的是为了保就业、惠民生。今年就业压力加大，要坚持就业优先战略，实施更加积极的就业政策。城镇新增就业预期目标比去年多 100 万人，突出了更加重视就业的导向。从经济基本面和就业吸纳能力看，这一目标通过努力是能够实现的。
2018 年 3 月	政府工作报告 ⁷	从经济基本面和就业吸纳能力看， 6.5%左右的增速可以实现比较充分的就业。
2020 年 5 月	政府工作报告 ⁸	无论是保住就业民生、实现脱贫目标，还是防范化解风险，都要有经济增长支撑，稳定经济运行事关全局。 经济增速是综合性指标，今年预期目标设定为 6%以上，考虑了经济运行恢复情况，有利于引导各方面集中精力推进改革创新、推动高质量发展。经济增速、就业、物价等预期目标，体现了保持经济运行在合理区间的要求，与今后目标平稳衔接，有利于实现可持续健康发展。
2021 年 3 月	政府工作报告 ⁹	

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

除了 2020 年，2017 年以来每年的城镇新增就业目标均为 1100 万人（去年为 900 万人），而实际新增数值基本都在 1300 万人以上。因此，如果往后几年城镇新增就业目标仍为 1100 万人，那么对应的经济增速至少在 4.8%。

⁴ http://www.gov.cn/quowuyuan/2015-03/16/content_2835101.htm.

⁵ http://www.gov.cn/quowuyuan/2016-03/17/content_5054901.htm.

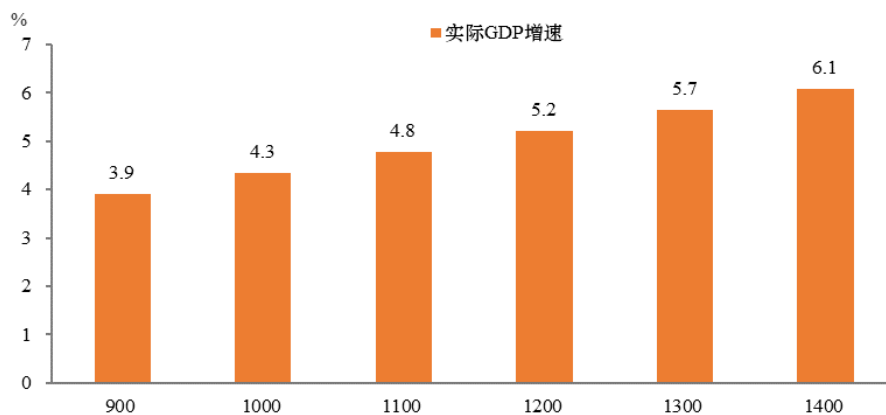
⁶ http://www.gov.cn/premier/2017-03/16/content_5177940.htm.

⁷ http://www.gov.cn/premier/2018-03/22/content_5276608.htm.

⁸ http://www.gov.cn/premier/2020-05/22/content_5513757.htm.

⁹ <http://www.gov.cn/quowuyuan/2021zfzbgq.htm>.

图 5：城镇新增就业人数（横轴，单位：万人）对应的 GDP 增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：此处数据在 2019 年基础上进行小幅上调得来

1.4. 防范金融风险

参考 2021 年《中国金融稳定报告》中银行偿付能力的宏观情景压力测试：

- 在轻度压力情景（2022 年实际 GDP 增速为 4.78%）且不考虑储备资本的情况下，2022 年 30 家大中型银行中有一家银行未能通过测试（核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率任何一项低于 7.5%、8.5%和 10.5%的监管要求）。
- 如果考虑 2.5%的储备资本，那么将会有 9 家银行未能通过测试。

在防范金融风险的大背景之下，政策端不会允许 30 家大中型银行出现资本充足率不达标的情况，这从侧面说明轻度压力情景所应对的经济增速（4.78%）可能成为明年经济增长的底线所在。

从 2016 年以来观察，央行压力测试的数值可以视作下一年经济的下限，当然 2020 年除外。

表 3：宏观轻度压力测试情景与实际 GDP 增速（%）

	当年压力测试展望经济情景	第二年实际
2016	6.50	6.8
2017	6.00	6.9
2019	5.70	6.0
2020	5.30	2.3
2021	7.80	8.0
2022	4.78	

资料来源：央行，天风证券研究所

注：2020、2021 年《中国金融稳定报告》中有涵盖后续年份的宏观压力测试情景，因而直接使用报告中数据。2019 年之前的《中国金融稳定报告》仅有当年宏观压力测试情景，这里将当年值放到下一年值来对比。2017 年《中国金融稳定报告》中没有宏观压力测试，因而此处 2018 年无法进行对比。

1.5. 中美经济增速对比

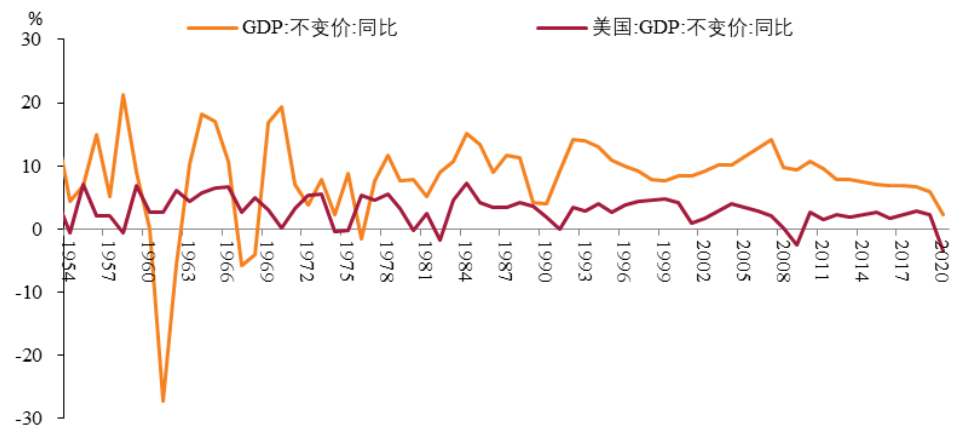
有部分投资者关注美国经济增速是否会对我国构成约束，因为 1978 年改革开放之后中国年度实际经济增速均高于美国。

而在美国基建法案落地之后，穆迪公司预计明年美国经济增长 4.9%，如果约束存在则意味着明年中国经济增长底线也需要在 4.9%以上。

需要提醒的是，虽然中国经济增长一直高于美国，但这只能说明历史事实如此，不代表

这一定是一个硬性约束。

图 6：中美经济增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 4：官方关于中国在全球经济增长中作用的相关表述

时间	来源	内容
2019/5	外交部 ¹⁰	国际货币基金组织发布《世界经济展望报告》，将 2019 年全球经济增长预期下调至 3.3%，但将中国经济增长预期上调了 0.1 个百分点至 6.3%。 这也是世界主要经济体中唯一被上调的国家。
2019/7	外交部 ¹¹	在全球经济增长有所放缓、不确定性和不稳定性增多的情况下，今年上半年中国 GDP 取得了 6.3% 的增长……这还是一个不错的成绩， 特别是同世界其他主要经济体相比，应该说是领先的。 中国本可以采取强刺激政策获得更高的经济增长率，但我们没有这样做。我们致力于实现经济高质量发展，着力推动经济结构调整和产业转型升级，通过改革创新释放市场主体活力，保持经济稳中有进的态势。 中国是世界第二大经济体，多年来对世界经济增长的贡献率保持在 30% 以上，中国经济保持平稳增长，稳中有进，对世界经济是好事，对美国经济也是一件好事。
2019/9	央行，易纲行长 ¹²	近年来，我国国内生产总值（GDP）增长接近潜在增长率， 在世界主要经济体中位居前列，对全球经济增长的年均贡献超过 30%。
2019/10	外交部 ¹³	今年以来，中国经济运行保持总体平稳、稳中有进的良好发展势头。 前三季度国内生产总值同比增长 6.2%，这个速度在世界主要经济体中首屈一指。 在内外风险困难挑战明显增多的情况下，中国取得了这个成绩来之不易。经济增速略有放缓符合中国经济从高速增长阶段向高质量发展阶段转变的发展方向。
2020/7	外交部 ¹⁴	近年来对世界经济增长的贡献率超过 30%，为国际社会应对亚洲金融危机、国际金融危机作出重大贡献。
2021/1	央行，易纲行长谈 2021 年金融热点问题 ¹⁵	中国率先控制住疫情、率先复工复产、率先实现经济正增长， 基本面好于其他主要经济体。
2021/10	外交部 ¹⁶	中国一贯采取负责任的宏观经济政策，致力于推动高质量发展。中国经济近年来已成为世界经济增长的重要引擎和稳定器，贡献率连续多年保持在 30% 左右。
2021/10	外交部 ¹⁷	中国有能力、有信心实现全年目标任务， 今年经济预期增速在世界主要经济体中仍将保持领先地位。
2021/10	外交部 ¹⁸	20 年来，中国坚持深化改革、把握机遇，国内生产总值增长了 8 倍，占世界比重从 2001 年的 4% 增加到 2020 年的 17.4%，现已成为全球第二大经济体、第一大货物贸易国，利用外资稳居发展中国家首位。20 年来，中国坚持全面开放、主动担责，始终以自身发展促进互

¹⁰ <http://world.people.com.cn/n1/2019/0515/c1002-31086980.html>.

¹¹ http://www.gov.cn/xinwen/2019-07/17/content_5410366.htm.

¹² <http://www.pbc.gov.cn/hanglingdao/128697/128728/128835/3898233/index.html>.

¹³ <https://news.china.com/domestic/945/20191023/37275067.html>.

¹⁴ <http://www.china-cer.com.cn/shijiejingji/202007276936.html>.

¹⁵ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4160250/index.html>.

¹⁶ https://www.fmprc.gov.cn/fyrbt_673021/jzhsl_673025/202110/t20211008_9584076.shtml.

¹⁷ https://www.fmprc.gov.cn/fyrbt_673021/jzhsl_673025/202110/t20211022_9606113.shtml.

¹⁸ https://www.fmprc.gov.cn/fyrbt_673021/jzhsl_673025/202111/t20211109_10446048.shtml.

利共赢，对世界经济增长的平均贡献率连续多年接近 30%，成为全球经济持续发展的积极贡献者和多边贸易体制的坚定维护者。

资料来源：外交部，央行，天风证券研究所

1.6. 小结

综上所述，对比十四五规划以及 2035 远景目标、经济潜在增速、就业目标要求以及防风险诉求，可以发现 4.8%左右可能是明年经济增长的底线所在。对应目标设定预计 5%左右。

当然，上述分析只是粗略估算，具体还要结合环比来判断明年经济走势。

表 5：2022 年经济增长的底线

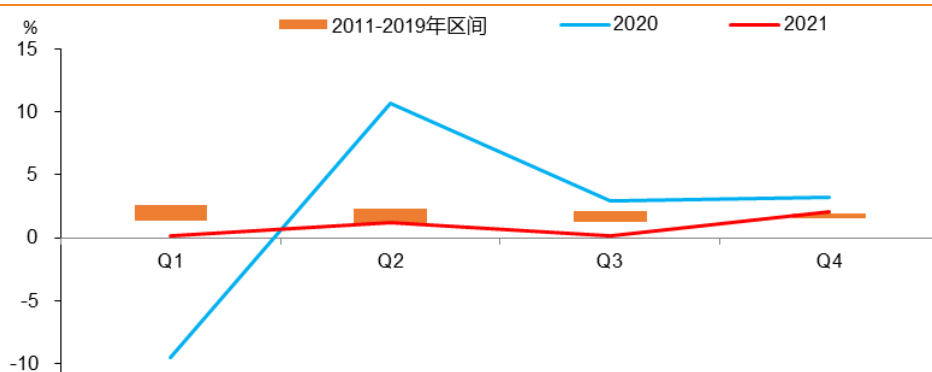
	对应 2022 年经济增长要求
2035 远景目标：经济总量或人均收入翻一番	4.73%
实际经济表现与潜在增速匹配	5%
就业目标：城镇新增就业目标为 1100 万人	4.8%
银行偿付能力的宏观轻度压力测试	4.78%

资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 从环比可能性估计明年经济走势如何？

疫情之前，2011-2019 年一季度 GDP 季调环比在 1.4%-2.6%的区间内，二季度为 1.2%-2.3%，三季度为 1.3%-2.1%，四季度为 1.5%-1.9%。

图 7：2011 年以来年内四个季度 GDP 季调环比区间



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_30315

