

## 宏观 2022 年度报告

## 2022 年中国经济展望：差序格局下的高质量发展

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号  
S1060521020001  
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

## 研究助理

张璐 一般证券从业资格编号  
S1060120100009  
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号  
S1060120120052  
FANCHENKAI146@pingan.com.cn

常艺馨 一般证券从业资格编号  
S1060121110020  
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



## 平安观点：

■ **差序格局既是挑战也是机遇。**2022 年是新冠疫情冲击平复后，中国经济归于常态化的第一年，对于“十四五”开局更具方向性意义。海外经济则仍处于从疫情走向复苏的关键阶段，其开放经济的节奏、经济复苏的节奏、政策正常化的节奏，均可能显著提速。这将使海外对中国的外溢效应产生新变化，突出表现为在疫情防控上出现“开放差”，在经济增长上出现反向“增速差”，在货币政策上呈现“松紧差”。2021 年中国率先控制疫情后，在全球经济复苏中一马当先；2022 年海外加速修复后，中国以我为主地坚持“高质量发展”的决心定力面临新考验，也孕育新机遇。

■ **奔赴高质量发展的中国经济。**2022 年中国经济下行压力主要来源于：一是，2021 年房地产调控政策冲击延伸，房地产投资可能滑向纵深调整，但在改善性、市民化、城市群三大新发展动能的支撑下，房地产销售的基本面并未崩塌，且房地产业的发展愈发融入，且更紧密地内嵌到高质量发展的进程中，我们对 2022 年房地产投资并不过度悲观。二是，海外对中国出口的拉动效应可能弱化后，中国经济更多转向内循环为主，但国内消费潜力释放仍存挑战。三是，绿色转型和技术攻坚撬动下，制造业投资成为高质量发展关键增量来源，对 2022 年制造业投资可以高看一眼。但出口景气高位回落后、绿色转型路径更加明晰前，其“高歌猛进”的条件尚不够成熟。2022 年，在跨周期调节的顶层设计下，在体制机制改革红利的继续释放中，我们预计中国经济可以实现全年 5.3% 左右的实际增速，“十四五”规划的第二年将成为中国经济蜕变的“第二春”。

■ **助力高质量发展的宏观政策。**2022 年中国经济增长的内外压力均有加大，对宏观调控政策提出更高诉求和更大挑战。预计 2022 年财政政策发力和产业政策调整将是重点，而货币政策作为配合，全面宽松的空间不大。货币政策方面，再贷款领衔的结构性货币政策工具将在基础货币投放中发挥突出作用；信贷稳定增长的空间诉诸于房地产、高耗能等产业政策之缓和，以及制造业高质量发展和绿色转型等之增量；而高企的宏观杠杆率和利息偿付压力奠定了利率水平下移的方向。财政政策方面，基调可比 2021 年略为积极，财政支出节奏需要体现“前置”特征，探索新增地方专项债与“十四五”重大项目、以及地方保障性安居工程项目的更好结合，更好发挥跨周期调节的作用。

■ **拥抱高质量发展的资本市场。**迈向高质量发展的中国，将在资本市场提供丰厚的投资机会。股票市场关注四条主线：货币宽松助推下，持续高增的成长赛道；销售毛利率改善下，专精特新的高技术制造业；绝对收益视角下，低估值高股息的红利因子；新一轮猪周期前页，生猪养殖业的 Beta 行情。债券市场可阶段性把握货币政策趋松的契机，同时，追求高质量发展过程中，资金使用质效的提升亦将驱动中长期利率水平下移。人民币汇率作为调节内外平衡的稳定器，或将从持续强势的状态中转为更加突出双向波动，以此释放国内货币政策自主空间，平衡出口企业成本压力。

■ **风险提示：**新冠疫情恶化，行业监管政策叠加，美联储快速收紧货币政策。

# 正文目录

|                              |           |
|------------------------------|-----------|
| <b>一、 差序格局既是挑战也是机遇 .....</b> | <b>6</b>  |
| 1.1 防疫政策的“开放差” .....         | 6         |
| 1.2 经济复苏的“增速差” .....         | 8         |
| 1.3 货币政策的“松紧差” .....         | 12        |
| <b>二、 奔赴高质量发展的中国经济 .....</b> | <b>16</b> |
| 2.1 房地产：融入新发展 .....          | 16        |
| 2.2 制造业：谋定而后动 .....          | 20        |
| 2.3 双循环：面临新挑战 .....          | 22        |
| 2.4 通胀：不再是紧约束 .....          | 25        |
| <b>三、 助力高质量发展的宏观政策 .....</b> | <b>29</b> |
| 3.1 货币政策：调结构、释风险、稳信用 .....   | 30        |
| 3.2 财政政策：积极对接十四五重大项目 .....   | 36        |
| <b>四、 拥抱高质量发展的资本市场 .....</b> | <b>39</b> |
| 4.1 股市：结构行情下的四条主线 .....      | 39        |
| 4.2 债市：货币趋松下的配置机会 .....      | 41        |
| 4.3 人民币汇率：调节内外平衡的稳定器 .....   | 43        |
| <b>五、 风险提示 .....</b>         | <b>45</b> |

# 图表目录

|       |   |    |
|-------|---|----|
| 图表 1  | 病毒变异后，“群体免疫”所需疫苗接种要求大幅上升                    | 6  |
| 图表 2  | 未来一个季度全球新冠疫情反弹风险较高                          | 7  |
| 图表 3  | 新冠疫情仍在压制全球劳动力市场修复                           | 7  |
| 图表 4  | 新冠加强针推广虽刚起步、但速度较快                           | 8  |
| 图表 5  | 新冠治疗药物研发推广或已处于冲刺阶段                          | 8  |
| 图表 6  | 中国迈向疫情“常态化”的步伐相对谨慎                          | 8  |
| 图表 7  | 不同经济体距离疫情前趋势增长水平的差距                         | 9  |
| 图表 8  | 美国经济增长潜能较疫情前已有提升                            | 9  |
| 图表 9  | 疫情后非美经济体财政刺激更加保守                            | 10 |
| 图表 10 | 非美经济体出口高景气或难延续                              | 10 |
| 图表 11 | 美国服务消费仍有复苏空间                                | 10 |
| 图表 12 | 疫情过后美国房地产销量高涨、库存走低                          | 10 |
| 图表 13 | 美国居民储蓄率已降至疫情前水平                             | 11 |
| 图表 14 | 美国财政刺激规模缩水                                  | 11 |
| 图表 15 | 美国贸易差额扩大、未来有望收窄                             | 11 |
| 图表 16 | 美国对中国服务贸易顺差主要在旅游业                           | 11 |
| 图表 17 | 美国零售库存下降，但其上游库存充足                           | 12 |
| 图表 18 | 美国库存总额或难恢复至此前的趋势增长水平                        | 12 |
| 图表 19 | 2022 年美国能源、食品、二手车等价格增速或回落，但住房、运输服务和其他项等仍不确定 | 12 |
| 图表 20 | 2022 年美国 PCE 同比走势预测                         | 12 |
| 图表 21 | 本轮美联储实施 Taper 乃至加息的过程将快于历史                  | 13 |
| 图表 22 | 市场对 2022 年美联储加息预期大幅提前                       | 13 |
| 图表 23 | 2021 年 10 月以来，除德债外的主要发达市场短端国债收益率飙升          | 13 |
| 图表 24 | 全球金融危机后出现三轮“中松美紧”的货币周期错位时期                  | 15 |
| 图表 25 | 2022 年主要经济指标预测                              | 16 |
| 图表 26 | 2021 年下半年以来中国房地产销售、投资断崖式下滑                  | 17 |
| 图表 27 | 2021 年三季度房地产资金来源从各维度收紧                      | 17 |
| 图表 28 | 历次房地产销售转负都伴随房地产投资断崖式下跌                      | 18 |
| 图表 29 | 2018-2020 年，土地供应面积显著增加                      | 18 |
| 图表 30 | 2021 年至今土地供应面积回到 2017 年水平                   | 18 |
| 图表 31 | 房地产销售增速与房贷利率的变化呈反向相关                        | 19 |
| 图表 32 | 2022 年土地购置费和建安投资增速均有进一步下行压力                 | 20 |
| 图表 33 | 上市制造业企业资本开支同比有望在 2022 年延续高增，对制造业投资有支撑       | 21 |

|       |   |    |
|-------|---|----|
| 图表 34 | 随着出口景气下降，2022 年制造业企业家信心或将高位回落.....            | 21 |
| 图表 35 | 2021 年对制造业投资增量集中在受益于出口和上游涨价的行业.....           | 22 |
| 图表 36 | 全球经济复苏带动国际贸易回暖.....                           | 23 |
| 图表 37 | 2021 年以来我国出口份额保持较高水平.....                     | 23 |
| 图表 38 | 2021 年下半年中国出口市场占有率已有明显回落.....                 | 23 |
| 图表 39 | 2021 年下半年来，出口的价格贡献明显上升.....                   | 24 |
| 图表 40 | 大宗商品价格已开始见顶回落.....                            | 24 |
| 图表 41 | 2018 年房地产和建筑业从业人员占比近两成.....                   | 24 |
| 图表 42 | 新冠疫情后居民的收入不平等显著扩大.....                        | 24 |
| 图表 43 | 2018 年以来房地产相关消费增长持续低迷.....                    | 25 |
| 图表 44 | 2016 年以来房地产销售开始呈现出透支迹象.....                   | 25 |
| 图表 45 | 2010 年至今，政府最终消费支出占比基本稳定.....                  | 25 |
| 图表 46 | 除少数年份，中国公共消费率长期低于全球平均.....                    | 25 |
| 图表 47 | 历史上，M1 增速见顶常预示着 2022 年 PPI 增速下滑.....          | 26 |
| 图表 48 | 原油和黑色产业链价格中枢下移，将对 2022 年 PPI 同比形成拖累.....      | 27 |
| 图表 49 | 翘尾因素贡献趋弱，将对 2022 年 PPI 的同比增速形成拖累.....         | 28 |
| 图表 50 | 2020 年 11 月社融增速出现拐点，预示 2022 年核心 CPI 趋于回落..... | 29 |
| 图表 51 | 2022 年 CPI 环比预测及贡献拆分.....                     | 29 |
| 图表 52 | 2022 年 CPI 同比走势预测.....                        | 29 |
| 图表 53 | 2021 年初以来企业和居民存款增速均持续放缓.....                  | 30 |
| 图表 54 | 新冠疫情以来，再贷款、再贴现在基础货币投放中的作用得以凸显.....            | 31 |
| 图表 55 | 民营企业投资回报率显著偏低，与贷款利率倒挂.....                    | 32 |
| 图表 56 | 中国宏观杠杆率已处于全球高位.....                           | 32 |
| 图表 57 | 2020 年降息红利渐被消化，2021 年实体付息压力回升.....            | 33 |
| 图表 58 | 金融机构新增贷款投向严重失衡的问题正在纠偏.....                    | 34 |
| 图表 59 | 2021 年前三季度房地产贷款在新增贷款中的占比猛降.....               | 34 |
| 图表 60 | 2022 年表外融资压缩速度或将明显放缓.....                     | 35 |
| 图表 61 | 央行政策利率传导联动机制已然成型.....                         | 36 |
| 图表 62 | 2020 年以来的两轮降准均为替换 MLF.....                    | 36 |
| 图表 63 | 预计 2022 年社融增长企稳略有回升.....                      | 36 |
| 图表 64 | 预计 2022 年 M1、M2 增速分别为 4.8% 和 9%.....          | 36 |
| 图表 65 | 2020 和 2021 年广义赤字安排中，或有 6.3 万亿未被实际使用.....     | 37 |
| 图表 66 | 预计 2022 年狭义赤字提高而专项债额度下降.....                  | 38 |
| 图表 67 | 地方专项债还本付息压力显著增大.....                          | 38 |
| 图表 68 | 2021 年 1-10 月，财政投向基建相关的四个分项均为同比负增长.....       | 39 |
| 图表 69 | 宽松的流动性环境往往助推成长股走强.....                        | 40 |

|       |                                       |    |
|-------|---------------------------------------|----|
| 图表 70 | PPI-CPI 剪刀差收敛期间，上市中游制造业的销售毛利率皆改善..... | 40 |
| 图表 71 | 目前中证红利指数股息率处于 2010 年以来的绝对高位.....      | 41 |
| 图表 72 | 2022 年猪价上涨有望带动养猪行业 Beta 行情.....       | 41 |
| 图表 73 | 2022 年我国名义 GDP 趋于下行将推动利率合意水平下降.....   | 42 |
| 图表 74 | 结构性“资产荒”：非标压降+信用利差高位.....             | 42 |
| 图表 75 | 结构性“资产荒”：利率中枢背离名义 GDP.....            | 42 |
| 图表 76 | 2022 年美国经济仍然“一枝独秀”.....               | 44 |
| 图表 77 | 人民币汇率是调节内外平衡的“稳定器”.....               | 44 |
| 图表 78 | 外资进入中国资本市场的规模依然在平稳增加.....             | 44 |
| 图表 79 | 新冠疫情后我国实际使用 FDI 逆势向上.....             | 44 |

新冠疫情爆发已近两年，中国经济的表现可用“一枝独秀”来形容。2020年，全球经济在疫情冲击下近乎停摆，中国成为全球唯一实现经济正增长主要经济体；2021年，全球经济仍在与疫情赛跑，中国经济在继续对抗疫情、快速推进绿色转型、以及平稳应对全球能源紧缺中，再次“交出了一份人民满意、世界瞩目、可以载入史册的答卷”。

展望2022年，中国经济面临的新形势就是：国内外经济的“差序格局”愈发凸显。相对中国经济，海外经济体在疫情防控上的“开放差”，在经济增长上的反向“增速差”，在货币政策上的“松紧差”，令中国“差中有序”地坚持高质量发展的路径面临新考验，也孕育新机遇。我们预计，在跨周期调节的顶层设计下，在体制机制改革红利的继续释放中，中国经济可以实现全年5.3%左右的实际增速，十四五规划的第二年将成为中国经济蜕变的“第二春”。

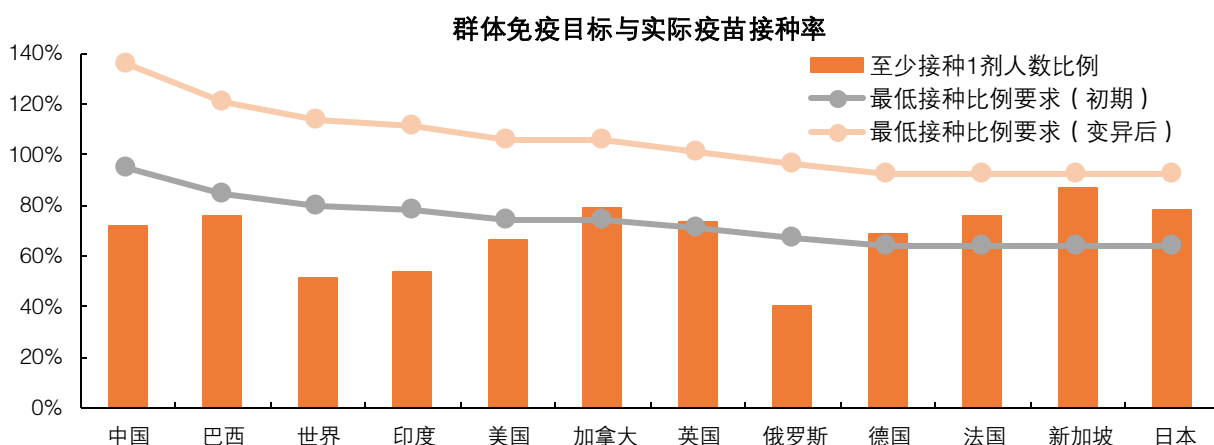
## 一、 差序格局既是挑战也是机遇

2022年对中国而言是新冠疫情冲击平复后，经济归于常态化的第一年，对于“十四五”开局更具方向性意义。对海外经济而言，则仍处于从疫情走向复苏的关键阶段，其开放经济的节奏、经济复苏的节奏、政策正常化的节奏，均可能显著提速。这将使海外对中国的外溢效应产生新变化，突出表现为在疫情防控上出现“开放差”，在经济增长上出现反向“增速差”，在货币政策上呈现“松紧差”。2021年中国率先控制疫情后，在全球经济复苏中一马当先；2022年海外加速修复后，中国“以我为主”坚持“高质量发展”的决心定力面临新考验，也孕育新机遇。

### 1.1 防疫政策的“开放差”

全球新冠疫情仍在蔓延，核心原因是“群体免疫”在变异病毒出现后难度大增。2021年下半年Delta变异病毒的出现暂时打破了“群体免疫”（即通过疫苗接种实现足量人群免疫比例、病毒传播自然衰退）的愿景。据美国疾控中心（CDC）数据，Delta病毒的出现使新冠病毒的传播系数（R0）由从2.6飙升至8.5左右。基于WHO最新疫苗有效性数据、以及各国使用疫苗的种类与占比，我们估算出主要经济体实现“群体免疫”所需疫苗接种率：大部分经济体目标接种率由原来的64-95%上升为92-136%（图表1）。考虑到儿童疫苗推广的瓶颈、部分群体接种意愿有限等因素，实现100%疫苗接种或不现实；再考虑到疫苗有效性或随时间推移而下降，“群体免疫”可能更加遥远。

图表1 病毒变异后，“群体免疫”所需疫苗接种要求大幅上升

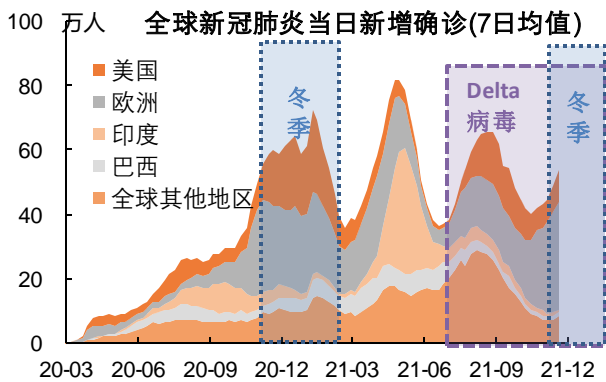


资料来源：Wind, CDC, WHO, 纽约时报, 平安证券研究所

未来一个季度，全球疫情传播风险较高，新冠对健康的威胁仍显著高于流感，以劳动力市场为代表的实体经济仍受影响。在

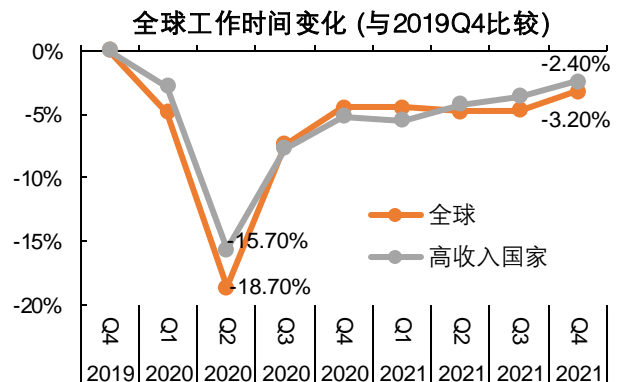
群体免疫尚未实现的背景下，未来一个季度的“冷冬”环境较利于病毒存活与传播，但海外经济体已经迫不及待解封，全球新冠确诊数易升难降（图表 2）。尤其是 Omicron 新毒株的出现，更令全球防疫形势陡生变数。虽然疫苗保护与医疗经验积累下，新冠病毒对居民健康的威胁已经减弱，但其伤害性尚不能“约等于”流感。观察 2021 年 8-10 月每日新冠新增死亡和新增确诊比例的平均值，美国和英国分别为 1.3%和 0.35%，均高于流感致死率的 0.1%。而且，因美国的“肺炎+流感”致死率随新冠疫情的爆发而大幅高于往年，尚不能排除新冠死亡率被低估的可能性。海外疫情蔓延对经济的冲击，主要表现在劳动力市场恢复缓慢。国际劳工组织（ILO）测算，2021Q4 全球工作时间总数仍 2019Q4 水平低 3.2%（对应 9640 万全职岗位缺失）；即使疫苗接种率较高、新冠致死率较低的高收入国家，其工作时间缺口也仍有 2.4%（对应 1130 万岗位）（图表 3）。

图表 2 未来一个季度全球新冠疫情反弹风险较高



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表 3 新冠疫情仍在压制全球劳动力市场修复



资料来源: ILO,平安证券研究所

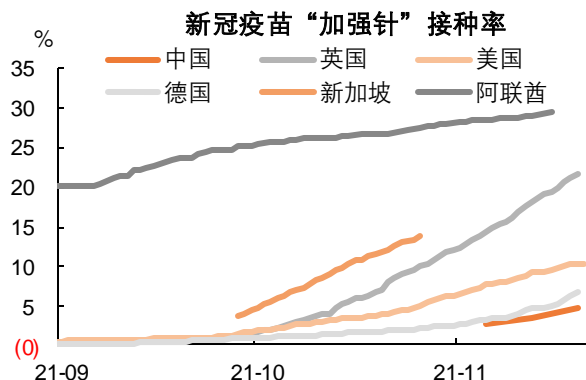
2022 年二季度及以后，全球疫情风险有望继续下降，海外经济进一步迈向常态化，具体取决于加强针和特效药的推广情况。

1) **加强针。**据 2021 年 7 月下旬以来辉瑞、莫德纳、国药和科兴等疫苗厂商发布的临床试验结果，接种加强针能使抗体水平提高 5-10 倍。推广加强针可以对冲疫苗“过期”的影响，进一步控制重症风险，也有望继续提升疫苗总体有效率，使“群体免疫”更进一步。2021 年四季度以来，不少经济体已经开始加强针接种；在疫苗供给充足的前提下，加强针的推广速度较快，预计在 2022 年二季度左右主要经济体能够实现加强针的广泛普及（图表 4）。

2) **特效药。**除疫苗外，治疗性质的药物的研发和推广有望进一步弱化病毒威胁。目前，新冠治疗药物研发推广或已处于冲刺阶段：默沙东公司研发的莫努匹韦已获准于英国上市，标志全球首款新冠药物上市；辉瑞公司研发的口服药物 Paxlovid 也已获得理想的三期临床数据。据 BIO 公司统计，截至 2021 年 11 月下旬，全球正在开发的新冠治疗药物达 372 种，其中约三分之二早于 2020 年上半年已经开始研发；目前已有 76 种进行至临床三期以上、8 种已获得紧急使用资格（图表 5）。

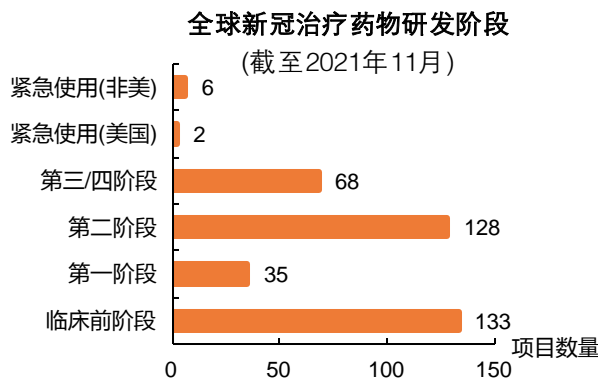
3) **变异病毒风险。**虽然未来病毒变异的可能性客观存在，但病毒的变异通常有一定“自限性”，即传播率和致死率往往呈反向相关。例如新冠病毒 Delta 变种后虽然传播系数大幅上升，但确诊死亡率也明显下降（其中也有疫苗的作用）。对于疫苗资源充足的经济体，如果未来新冠死亡率未出现明显反弹，那么病毒变异的风险将相对可控。但疫苗接种落后的中低收入地区较难抵御变异病毒冲击，Omicron 病毒肇始于南非就是一个新近例子，这也意味着未来全球经济走势可能更加分化。

图表4 新冠加强针推广虽刚起步、但速度较快



资料来源: Our World in Data, 平安证券研究所

图表5 新冠治疗药物研发推广或已处于冲刺阶段

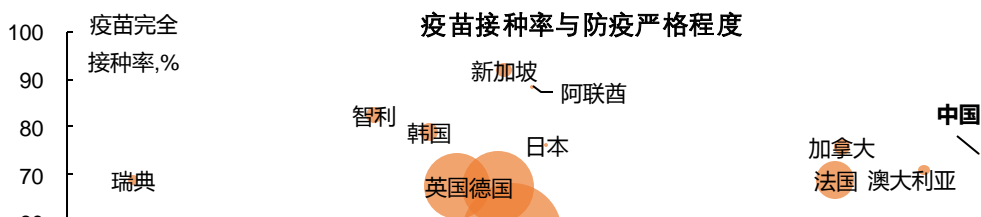


资料来源: BIO, 平安证券研究所

随着海外经济体陆续解封，中国或面临暂时性的“开放差”，从而强化中国稳增长诉求。中国迈向疫情“常态化”的步伐相对谨慎。根据 Our World in Data 的防疫严格指数 (Stringency Index)，中国疫苗接种率较高、病例数较少，但防疫严格程度高于全球主要经济体 (图表 6)。中国疫苗在安全性与有效性的权衡中更注重前者，且人口基数对于开放后的医疗承载能力有较高要求，这是中国不急于迈向“常态化”的重要原因。

不过，对可能出现的“开放差”也需辩证看待。首先，新冠疫情的发展始终存在不确定性，中国相对严格的防疫政策，能够确保经济运行的行稳致远。正如中国经济更可能在近期 Omicron 变异病毒的冲击中保持韧性。尤其在“群体免疫”尚未实现阶段，部分欧洲、印度等经济体仍可能因疫情快速蔓延带来的医疗体系压力，而收紧防疫政策。其次，海外经济不太可能因解封而实现快速反弹，短期疫情仍会冲击劳动力市场、制约供应链修复，而加强针和特效药的推广还需一个过程。最后，中国的疫苗和药物研发亦走在全球前列，且防疫手段更能高效实施。如果海外经济体解封后疫情风险切实可控，那么中国也将在合适的条件下逐步迈向“常态化”，从而“开放差”问题只是阶段性的。

图表6 中国迈向疫情“常态化”的步伐相对谨慎



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\\_30482](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30482)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn