

# 虚往，实归——2022年宏观经济展望

## 报告要点:

- 就当前而言，我们面临的环境是：经济基本面承压、金融市场涨幅显著。
- 与此环境对应的是一些奇异的现象：

1) 今年的货币投放不太猛烈，但资金利率却没有动，大量的货币在资金拆借市场中循环；

2) 实体层面的流动性在收缩，资产管理产品的规模却在一直加速，M2与广义基金呈现出了显著的裂口。

- 该现象名曰资产荒，此次资产荒的根源是：产业管制成为了一个有力的水闸：

1) “三条红线”使得地产这个链条的走弱在明显向上游及下游蔓延；

2) 在专项债穿透式考核和 15 号文的压力下，地方政府的主动储蓄意识在明显增加；

3) 政策对新锐消费的点名及管制的外部性相当明显，纯粹的服务业的资本开支明显变得消沉；

4) 双控政策也在放大着经济下行的斜率。

- 但在硬币的另一面，金融市场的泡沫化现象也非常凸显：

1) 债券市场的收益率比起名义增长率来说，明显偏低；

2) 股票市场的估值比起社融这个线索来说，明显偏高；

3) 近期商品上涨的斜率已经远远高过了商品供需指数（BCI）上涨的斜率。

- 实体经济目前面临的转机是：管控政策正在对实体经济逐步解绑，这在一定程度上推动了流动性的返流：

1) 财政支出这一链条已经出现了一些反转的迹象，财政的收支增长差在持续收敛；

2) 房地产政策也出现了一些松动的信号，且地产销售及市场对地产的情绪正在变得更加稳定。

- 除了在逆境中被稳住的基建及地产外，实体的希望还有两个旧有的优势力量：

1) 出口不会比市场预想得弱，实际出口的影响是向上的；

2) 当前高技术制造业和战略性新兴产业的投资速度很快，而且这块投资对宏观的影响越来越大。

- 我们判断实体增长总体企稳，但比起对实体的乐观者的观点来说，后续实体增长的上升斜率可能是非常微弱的：

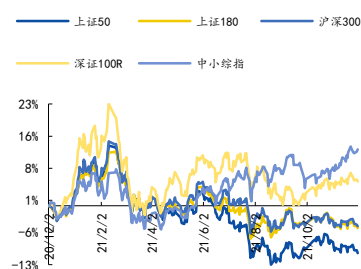
1) 基建除了缺钱之外，还缺项目，我们的项目储备没有那么充裕；

2) 房地产的逆转也绝非易事，房地产的痛点是难以逆转的地产信用以及

## 主要数据:

上证综指:	3563.89
深圳成指:	14795.73
沪深 300:	4832.03
中小盘指:	4973.47
创业板指:	3495.59

## 主要市场走势图



资料来源: Wind

## 相关研究报告

- 《关乎行动的勇气：2021Q3 货币政策执行报告印象》2021.11.20
- 《秋短冬长的实体经济》2021.11.16

## 报告作者

分析师	杨为敬
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixiao@gyzq.com.cn
电话	
联系人	孟子君
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

---

万念俱寂的开发商信心；

3) PPI 可能逆转，这将带动商品价格的预期和库存周期的反转；

4) 第三产业也几乎封死了增长的顶部，如果我们假设疫情带来的损失部分持续，则 GDP 难以高于 4.8%。

● 一旦宏观增长的压力下降，货币政策是没有太多理由宽松的，甚至可能在边际上会收缩一些：

1) 明年会有越来越多的经济体步入紧缩的状态，资本跨境流动的平衡问题可能是货币政策更大的矛盾；

2) 猪周期和核心 CPI 一齐冲高的话，那明年 CPI 的弹性应是远超预期的，至少通胀向下游的蔓延会给货币政策带来少量的收缩幅度。

● 明年总体的宏观状态可能是一个微复苏状态，也有可能是一个更纯粹的类型滞胀状态，利润向中下游的转移可能是个主线索。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

## 内容目录

1.经济基本面承压、金融市场涨幅显著 .....	5
1.1 当前的核心矛盾是结构问题 .....	5
1.2 一些奇异的现象.....	6
1.3 资产荒的根由：加码的管制 .....	7
1.4 硬币的另一面：泡沫化的金融市场 .....	9
2.事情的转机：基本面的逐步变稳 .....	10
2.1 几个积极的迹象.....	10
2.2 基本面的支柱：两个旧有的优势力量.....	11
2.3 非常平缓的“V” .....	13
3.越来越难的货币宽松 .....	16
3.1 货币政策目标的转移 .....	16
3.2 CPI 可能会大超预期 .....	17
4.微复苏 or 更纯粹的类滞胀.....	19

## 图表目录

图 1：工业增加值隐含的 GDP 增长较疫情前下降 1.6%.....	5
图 2：制造业与服务业均未修复到正常水平 .....	5
图 3：除地产外，其余资产均高幅上涨.....	5
图 4：难得一见的股、债、商齐涨现象.....	5
图 5：货币投放速度虽低于疫情之前，但更多比例在拆借市场循环.....	6
图 6：今年 M2 在降速的同时，广义基金规模却持续加速 .....	7
图 7：地产的产销增速已经双双创了近年新低.....	7
图 8：地方财政收支增速处于近十年来的最大裂口状态 .....	8
图 9：除地产外的第三产业的资本开支占比迅速回到了五年前的水平 .....	8
图 10：钢材、有色金属及焦炭产量均出现了大幅缩水.....	9
图 11：相较于社融的增长，当前的股市估值达到了 17 倍 .....	9
图 12：近期商品上涨的斜率远远高过商品供需指数.....	9
图 13：财政收支增长差在持续收敛 .....	10
图 14：中央财政支出对地方投资具有带动作用.....	10

图 15: 30 大中城市商品房成交面积由降转平 .....	11
图 16: 我国出口表现与全球制造业 PMI 高度相关 .....	11
图 17: 全球短端加权利率对全球景气度具有领先作用 .....	11
图 18: 制造业净利润空间持续走阔成为投资回升的必要条件 .....	12
图 19: 带动作用较大的制造业分项依旧是高新技术产业 .....	12
图 20: 高技术制造业投资已是 2018 年来的最高增长水平 .....	12
图 21: 今年以来 PPP 项目的入库增速缓慢下降 .....	13
图 22: 地产行业的 ROA 在一路走低 .....	14
图 23: 整个地产行业进入了一个最差的现金流组合中 .....	14
图 24: 开发商存在问题的 (AA 及以下评级) 占总房源的 60% 左右 .....	14
图 25: 当前期房交易量已经相当于现房交易量的 8.5 倍 .....	14
图 26: 地产行业的有息负债比去年同期反而还下降了 1.4% .....	15
图 27: 后续的库存周期可能会由升转降 .....	15
图 28: 全球信用收缩加速表明大宗商品进入下行周期 .....	16
图 29: 大宗商品的下行预示着 PPI 的上行基础荡然全无 .....	16
图 30: 资本及金融项目在今年三季度已经出现史上最大幅度的逆差 .....	17
图 31: 今年居民活期存款率持续下降的同时, CPI 却不断震荡上行 .....	17
图 32: 按照领先半年左右的规律看, 核心 CPI 应上升到明年年中 .....	17
图 33: 能繁母猪已经出现连续五个季度的去栏行情 .....	18
图 34: 明年年底生猪的同比增长可能在 150% 左右 .....	18
图 35: CPI 可能在明年 8 月摸到周期高点 .....	18
表 1: 明年主要经济数据的具体预测 .....	19

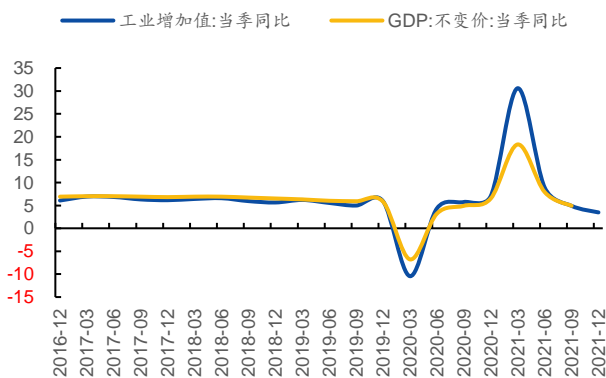
## 1.经济基本面承压、金融市场涨幅显著

### 1.1 当前的核心矛盾是结构问题

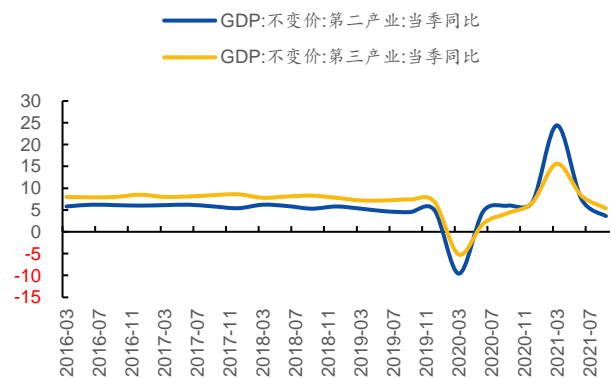
不说未来，先就当前而言，我们正在面对着不小的基本面下降压力。2021-10 工业增加值所隐含的 GDP 增长为 4.4%，比 2019 年(疫情之前)的增长水平下降了 1.6% 之多。如果观察粗分产业的话，制造业和服务业各有各的问题，制造业增长曾因政策的刺激而升到近四年来的最高位置(2021Q1)，但后续出现了陡峭的下降，而服务业则因疫情迟迟未能好转，一直没有修复到正常的位置之上。

图 1：工业增加值隐含的 GDP 增长较疫情前下降 1.6%

图 2：制造业与服务业均未修复到正常水平



资料来源：Wind, 国元证券研究所

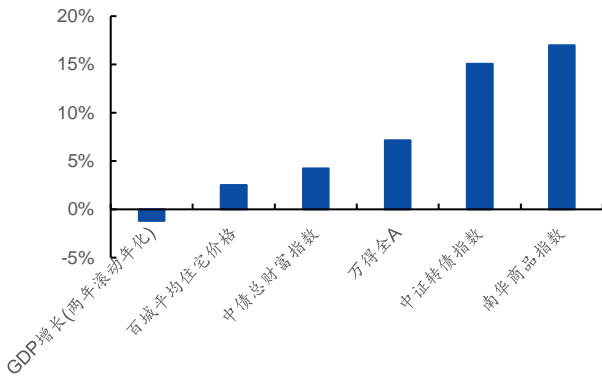


资料来源：Wind, 国元证券研究所

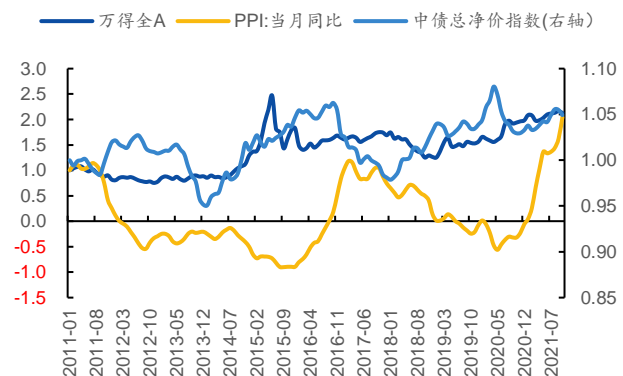
但与经济压力形成鲜明对照的是：金融及类金融市场呈现出了相当繁荣的状态。今年以来的大类资产中，除了地产价格的涨幅略低之外，其余品种几乎为大幅上涨的状态。难能可贵的是：这次金融市场是股、债、商共涨的，常识告诉我们：没有一个宏观情形可以支持股、债、商的共涨，唯一的解释是：当前的流动性虽然没有流入实体，但高速涌入了金融市场。

图 3：除地产外，其余资产均大幅上涨

图 4：难得一见的股、债、商齐涨现象



资料来源：Wind, 国元证券研究所



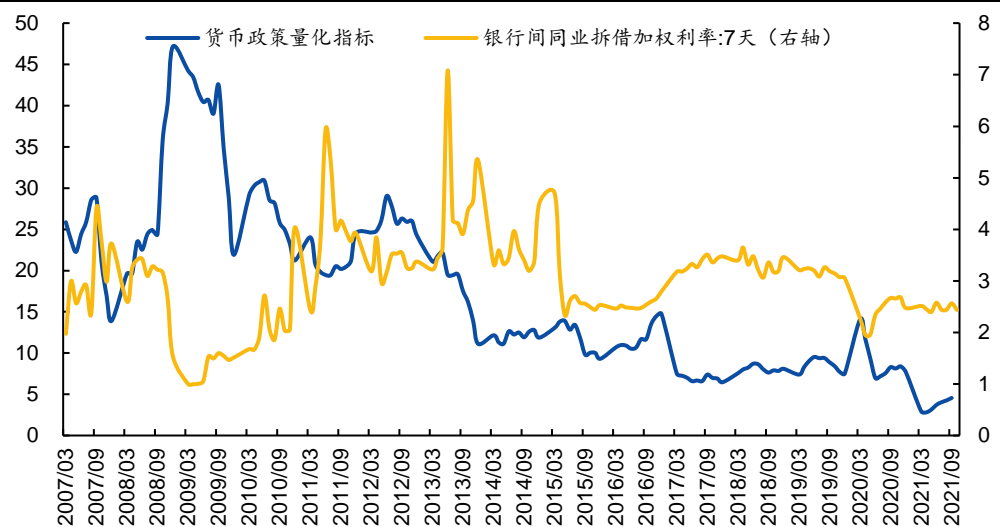
资料来源：Wind, 国元证券研究所

## 1.2 一些奇异的现象

与这个鲜明的反差对应的是一些奇异的现象。

1) 其实今年的货币投放不太猛烈，但资金利率却没有动，且我们对货币政策甚至还有宽松的错觉。我们的货币政策量化指标是从量的角度去量化央行货币投放的指标，从这个指标看，在今年基数恢复正常之后，货币政策所呈现出的投放速度比疫情之前要更低（超储率回到 2017 年的低位也能说明这个现象），然而，这些货币投放虽然在减速，但有更多比例的货币在资金拆借市场中循环，这是资金利率依然保持稳定的原因。

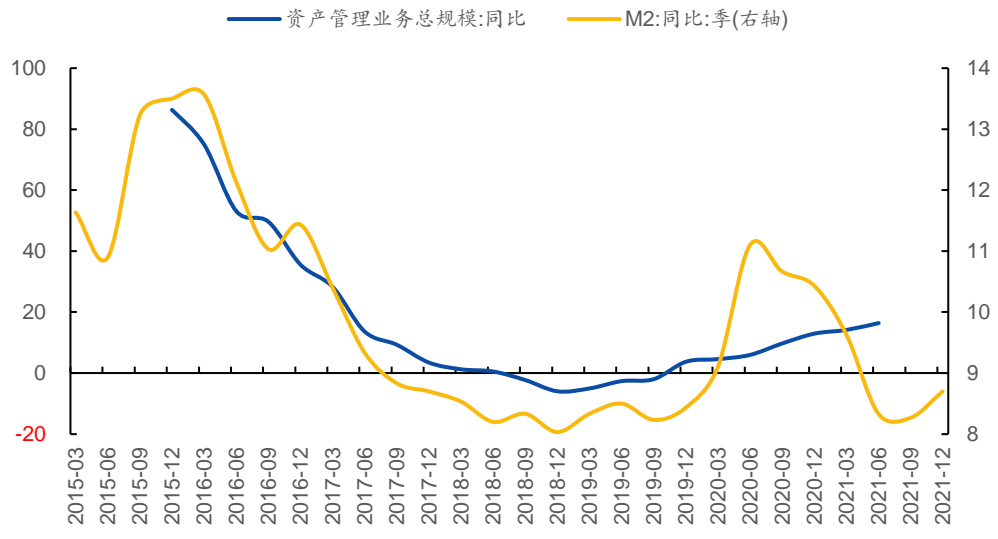
图 5：货币投放速度虽低于疫情之前，但更多比例在拆借市场循环



资料来源：Wind, 国元证券研究所

2) 实体层面的流动性在收缩，资产管理产品的规模却在一直加速。经验上，资管产品（广义基金）的规模与 M2 之间的相关规律非常清晰，而今年以来，虽然货币收缩导致了 M2 的降速，但在此中广义基金却仍然处于持续加速的通道之中。M2 与广义基金的裂口意味着越来越多的钱出现了脱实就虚。

图 6：今年 M2 在降速的同时，广义基金规模却持续加速



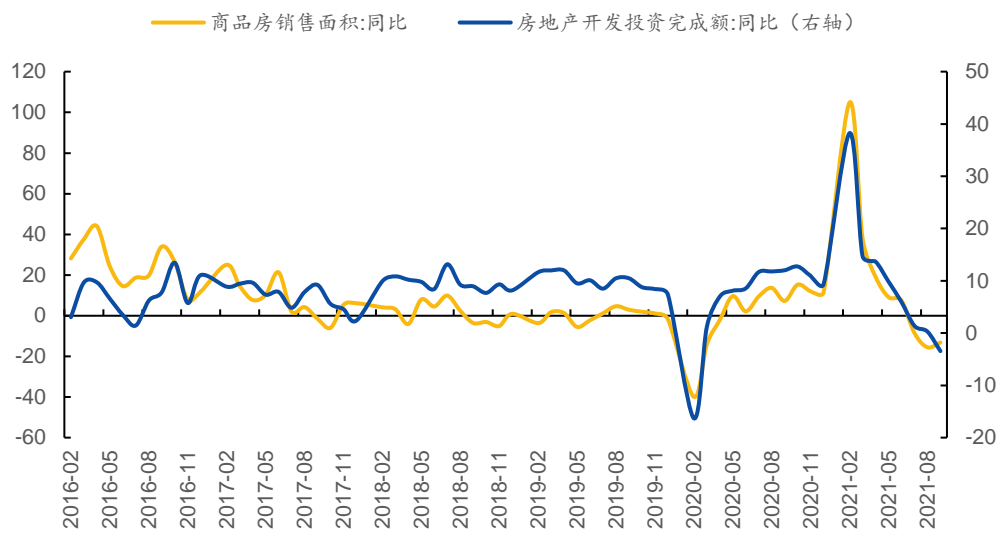
资料来源：Wind, 国元证券研究所

### 1.3 资产荒的根由：加码的管制

其原因应该是：今年以来所出台的产业管制如同一堵又一堵的墙，在这些墙的阻挡之下，货币根本流不到实体产业之中去。

1) “三条红线”已是地产相当沉重的压力。“三条红线”首先触发了市场最为敏感的风险心理线，海外在大量抛售地产美元债的同时，恒大、富力等房企也随之进入一个非常困难的阶段；此外，在开发商的风险升级之后，这个风险也随之蔓延到销售端（开发商变得不稳定后，期房购买者自然会疑虑交房的确定性），因此，地产的产销增速已经双双创了近年新低。

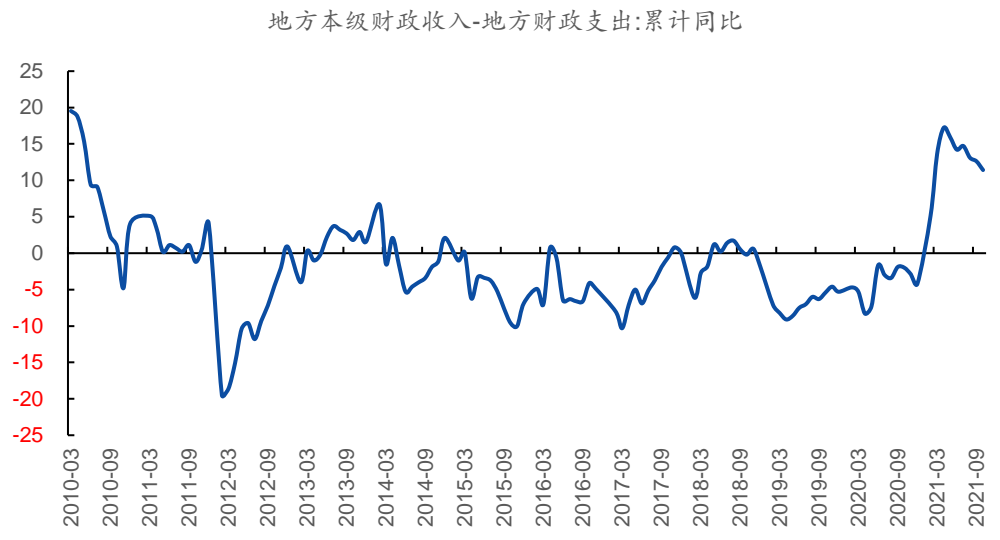
图 7：地产的产销增速已经双双创了近年新低



资料来源：Wind, 国元证券研究所

2) 基建这个链条也依然如此。今年的地方政府在资本开支上的态度也明显变得消极很多，一个迹象是：今年完成财政收入预算几乎不存在问题，但支出完成预算的进度明显偏慢，且财政收支的增速差处于近十年以来的最大裂口状态之下，这意味着政府部门处于有钱不愿意花的状态。消沉态度的来源是：在专项债穿透式考核和15号文的压力下，政府的显性债务及隐性债务的约束都在明显升级。

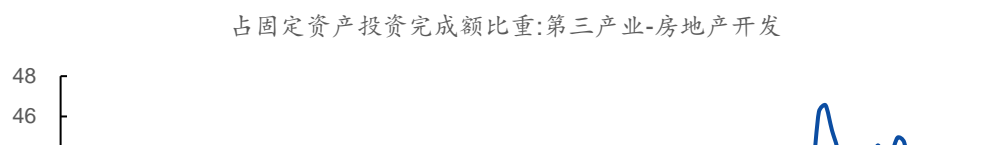
图 8：地方财政收支增速处于近十年来的最大裂口状态



资料来源：Wind, 国元证券研究所

3) 额外的压力是：政策对新锐消费的管制在明显加码。今年下半年以来，教育、医美、游戏等消费受到了陆续的压制，这些产业的体量虽然有限，但我们不可忽视的是其外部性：一些尚未受到管制的新锐消费行业在此影响下，预期严重恶化，扩张意愿也明显下降，因此，除地产外的第三产业的资本开支占比迅速回到了五年前的水平。

图 9：除地产外的第三产业的资本开支占比迅速回到了五年前的水平



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\\_30487](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30487)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn