



宏观研究

【粤开宏观】破旧立新的“5时代”：
2022年中国宏观经济展望

2021年12月05日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：马家进

邮箱：majiajin@y kzq.com

研究助理：原野

邮箱：yuanye_zb@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】2022年中美通胀与大类资产展望：亢龙有悔，盈不可久》2021-11-19

《【粤开宏观】“跌跌不休”何时了：猪周期拐点判断及对CPI的影响》2021-11-22

《【粤开宏观】繁荣顶点之后是再平衡：2022年美国宏观经济展望》2021-11-24

《【粤开宏观】财政发力与基建的反弹力度——2022年财政政策和基建投资展望》2021-11-28

《【粤开宏观】排头兵的“优”与“忧”——广东122个区县财政经济地图与发展不平衡体现》2021-11-30

摘要

一、2022年度主题词：新旧动能切换，迈向“5时代”

每年经济运行都有其关键主导因素。如果能准确抓住年度主题词，就能充分把握当年的经济形势，理解政策逻辑，进而挖掘投资机会。

1、2022年中国经济的主题词是“新旧动能切换”。高质量发展是“十四五”乃至更长时期我国经济社会发展的主题。2021年稳健开局，在贫富分化、高耗能、高房价等“旧”问题上都取得明显突破；2022年将承前启后，挖掘经济发展“新”动能，实现破旧立新、新旧交替。

2、总量来看，2022年是中国经济“5时代”的元年。经过改革开放以来40多年的高速增长，“人口红利”与“后发优势”逐渐消退，中国经济潜在增速中枢将下移至5%左右。预计2022年GDP增速在5.2%左右，正式步入“5时代”。

3、结构来看，经济增长面临新旧动能切换。一是发展目标上，从全面建成小康社会的量的快速增长，转向全面建设社会主义现代化的质的提高；二是终端需求上，从出口和房地产投资，转向消费、制造业和新型基建投资；三是生产要素上，从人口红利和资本积累，转向人才红利和科技创新；四是生产方式上，从高耗能、高污染，转向绿色低碳；五是收入分配上，从先富转向共富，从效率转向公平。

综上，2022年开启的是动能切换的“5时代”，是破旧立新的“5时代”，是高质量发展的“5时代”，经济重寻中速增长平台。

二、宏观经济展望：2022年GDP增速5.2%，消费、制造业和基建投资接棒出口和房地产投资，PPI-CPI剪刀差收窄

1、GDP：房地产和出口共振下行，财政货币政策稳增长，预计经济增速5.2%。

预测未来经济形势，需要回答三个问题：第一，如果政府不干预，任由经济按当前趋势和逻辑运行，将如何演变？第二，面对这样的经济形势，政府会出台什么政策加以应对？第三，政策实施之后，最终效果如何？

2021年下半年以来，中国经济增速明显回落，2022年经济下行压力还将增大。第一，虽然房地产调控政策已有调整，支持居民刚需、房企合理融资和保障性租赁住房，但房地产势大力沉，短期内仍将延续下滑趋势。第二，海外宽松政策退出导致商品消费需求退坡，供给替代效应也随海外生产恢复而减弱，出口将高位回落。第三，如果没有政策刺激，消费、制造业和基建投资难以完全对冲出口和房地产投资的共振下行。因此政策将转向“稳增长”，宽财政、宽货币、结构性宽信用。



预计 2022 年 GDP 呈“NIKE 型”走势，二季度是全年低点，之后企稳回升，全年增速 5.2%。消费、制造业和新型基建投资将接棒出口和房地产投资，传统的地产和基建模式不可持续，新能源、新基建、高技术制造、专精特新将成为新的增长点。

2、消费：预计明年社会消费品零售总额增长 7.1%，增长中枢高于今年，但仍不及 2019 年 8%左右的水平。第一，疫情边际影响弱化，线下消费逐步复苏。第二，新一轮促消费政策发力，叠加“共同富裕”政策落实落细，有望撬动储蓄释放，提振消费。预计新一轮促消费政策主要针对绿色家电、新能源汽车等品类，以发放消费券、鼓励电商和直播平台消费等形式出现。第三，服务业、建筑业等聚集较多中低收入就业者的行业修复，促进中低收入群体消费能力改善。第四，汽车“缺芯”问题缓解，同时必选消费品景气度走高。

3、房地产投资：政策底已现，基本面寻底，预计明年增速为-1.4%。第一，土储去化、预售监管，叠加销售下行、回款变慢，明年新开工将继续下行，拖累施工、建安投资。第二，低迷的土地成交导致明年土地购置费下行。第三，建安投资和土地投资双双下行，带动整个房地产投资增速转负。

需密切关注四个政策动向：一是房地产税落地，是否会进一步加重观望情绪；二是房企发债、ABS 方面是否有政策支持；三是稳增长压力下宽信用的力度；四是保障性租赁住房的投资力度。

4、制造业投资：预计明年增长 7.8%。第一，“能耗双控”和“碳达峰碳中和”的执行从运动式转向实事求是的温和阶段，“保供稳价”发挥效果，地产调控边际调整，大宗上涨侵蚀中下游企业盈利的局面缓解，叠加产能利用率仍处高位，对制造业投资形成支撑。第二，双碳和制造强国目标下，一系列政策可能会撬动产业格局重塑，带来制造业投资超预期增长。第三，金融政策对制造业企业的倾斜力度不断加大。例如，碳减排支持工具落地将加快减碳贷款投放，提供定向资金支持。

5、基建投资：预计明年增长 4%。明年基建缺项目有所缓解，政府扩基建、稳增长意愿强，但专项债“独木难支”，或出现“项目等资金”现象。预计基建投资增速高于今年，但幅度有限，整体走势前高后低。

6、出口：预计明年增速回落至 6.2%。第一，海外经济复苏动能趋缓，对中国出口支撑减弱。第二，海外产业链修复，供给替代带来的份额提升或将回吐。第三，价格对出口的支撑逐步走弱。

出口或仍有一些支撑因素：一是疫情再度大规模反复，导致供给替代效果延续；二是美国制造业产能利用率走高，进入补库期，生产恢复加速可能持续支撑中国中间品和资本品出口；三是海运运费下行，纺织服饰等前期积压的低附加值商品的出口可能提升；四是美国可能迫于通胀压力，降低对华关税。

7、通胀：PPI-CPI 剪刀差收窄，PPI 同比向下，预计增速为 2.1%，CPI 同比向上，增速为 2.0%。PPI 下行主要由基数抬高与供需矛盾缓和所致；CPI 上行主要由猪周期重启、PPI 向 CPI 传导、需求回暖所致。

8、中国经济的潜在风险：一是房地产投资超预期下行，出现硬着陆；二是财政紧平衡形势以及土地出让收入大幅下行背景下，财政和城投债风险凸显，政府付息支出上升，财政优势和空间缩小；三是美联储货币政策收紧超预期对中国的冲击。



三、大类资产展望

1、股市：“PPI-CPI 剪刀差收窄”、“高景气+战略导向” 两条主线支撑 A 股结构性行情。第一，PPI-CPI 剪刀差收窄，必选消费品具有提价空间，食品饮料等相关行业受益；第二，新能源、高技术制造、专精特新等概念板块有望继续带来投资机遇。

2、债市：2022 年上半年迎来货币政策放松窗口期，带动 10 年期国债收益率继续下行。第一，稳增长需求上升，且通胀相对可控；第二，汇率和中美利差等外部约束较弱。

3、大宗商品：价格回落但中枢仍高于疫情之前。2022 年供需矛盾缓和，当前仍然偏高的大宗商品价格或继续回落；但鉴于减碳目标的长期性，大宗商品价格中枢或高于疫情之前。

4、人民币汇率：稳中有降，保持韧性。一方面，2022 年中国出口或将高位回落，同时中美货币政策分化，利差缩窄，人民币汇率承压；另一方面，随着稳增长政策逐步生效，2022 年下半年中国经济企稳，而海外经济或仍受疫情扰动，人民币汇率保持较强韧性。

风险提示：疫情变化超预期、房地产下行超预期、美联储政策收紧超预期



目 录

一、2022 年度主题词：新旧动能切换，迈向“5 时代”	6
（一）2022 年是“破旧立新”之年	6
（二）“5 时代”与新动能	6
二、宏观经济展望：2022 年 GDP 增速 5.2%，消费、制造业和基建投资接棒出口和房地产投资，PPI-CPI 剪刀差收窄	6
（一）GDP：房地产和出口共振下行，财政货币政策稳增长，预计经济增速 5.2%	6
（二）消费：促消费政策发力，汽车、必选消费或成主要拉动项	7
（三）房地产投资：政策底已现，基本面寻底，全年增速-1.4%	9
（四）制造业投资：增长动能提升，新能源、高技术制造、专精特新等结构性亮点可期	11
（五）基建投资：稳增长意愿强，项目审批提速，但紧平衡下资金仍不充裕	12
（六）出口：支撑因素弱化，面临高位回落压力	14
（七）通胀：PPI 与 CPI 剪刀差收窄	15
（八）中国经济的潜在风险	17
三、大类资产展望：两条主线支撑 A 股结构性行情，上半年债市迎来货币政策放松窗口期，大宗商品价格回落，人民币汇率稳中有降	17
（一）股市：“PPI-CPI 剪刀差收窄”、“高景气+战略导向”两条主线支撑 A 股结构性行情	17
（二）债市：上半年将迎来货币政策放松窗口期	18
（三）大宗商品：价格回落但中枢仍高于疫情之前	19
（四）人民币汇率：稳中有降，保持韧性	19

图表目录

图表 1：宏观经济主要指标 2021 年表现及 2022 年展望	7
图表 2：2021 年消费增长中枢下移	8
图表 3：11 月以来，多地发布促消费的相关政策	9
图表 4：下半年房地产各项数据全面回落	10
图表 5：政策纠偏，房地产投资各项到位资金边际改善	11
图表 6：利润高增对制造业投资形成支撑	11
图表 7：工业中长期贷款余额、绿色贷款余额增速上升较快	12
图表 8：历年 1-10 月基建相关财政支出占比	13
图表 9：经济下行时，基建投资增速往往趋于上升	14
图表 10：2021 年出口较为强劲	14
图表 11：美国个人可支配收入和实际商品消费增速放缓	15
图表 12：2021 年 PPI-CPI 剪刀差大幅走阔	16
图表 13：2022 年 PPI 价格水平的三种假设	16
图表 14：上轮 PPI-CPI 剪刀差收窄阶段，A 股各行业板块表现	18
图表 15：当前中美利差较历史中枢仍有一定距离	18
图表 16：大宗商品价格回落但仍处高位	19
图表 17：预计 2022 年人民币汇率稳中有降	20





一、2022 年度主题词：新旧动能切换，迈向“5 时代”

（一）2022 年是“破旧立新”之年

每年经济运行都有其关键主导因素。如果能准确抓住年度主题词，就能充分把握当年的经济形势，理解政策逻辑，进而挖掘投资机会。

简单回顾往年的部分主题词和关键逻辑：2008 年是“国际金融危机”，2009 年是“四万亿投资”，2010 年是“抑制通胀”和“房地产调控”，2012 年是“产能过剩”，2016 年是“供给侧结构性改革”，2018 年是“金融去杠杆”和“中美贸易摩擦”，2019 年是“中美贸易摩擦”，2020 年是“疫情”和“出口超预期”，2021 年是“供给冲击”。

2022 年中国经济的主题词是“新旧动能切换”。中央多次强调：高质量发展是“十四五”乃至更长时期我国经济社会发展的主题。2021 年稳健开局，在贫富分化、高耗能、高房价等“旧”问题上都取得明显突破；2022 年将承前启后，挖掘经济发展“新”动能，实现破旧立新、新旧交替。

（二）“5 时代”与新动能

党的十九大报告指出：“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”。经过改革开放以来 40 多年的高速增长，“人口红利”与“后发优势”逐渐消退，**中国经济潜在增速中枢将下移至 5% 左右**。未来经济发展将更多依靠“科技创新”与“制度改革”，实现创新成为第一动力、协调成为内生特点、绿色成为普遍形态、开放成为必由之路、共享成为根本目的的高质量发展。

总量来看，2022 年是中国经济“5 时代”的元年。2020-2021 两年的经济增速受到疫情严重干扰，2022 年将相对回归常态。预计 2022 年 GDP 增速在 5.2% 左右，正式步入“5 时代”。

结构来看，经济增长面临新旧动能切换。一是发展目标上，从全面建成小康社会的量的快速增长，转向全面建设社会主义现代化的质的提高；二是终端需求上，从出口和房地产投资，转向消费、制造业和新型基建投资；三是生产要素上，从人口红利和资本积累，转向人才红利和科技创新；四是生产方式上，从高耗能、高污染，转向绿色低碳；五是收入分配上，从先富转向共富，从效率转向公平。

这也体现为一系列政策变革：房地产持续调控、房地产税试点、教育双减、反垄断和防止资本无序扩张、双碳目标、能耗双控、共同富裕、放开三胎、应对人口老龄化等。

综上，2022 年开启的是动能切换的“5 时代”，是破旧立新的“5 时代”，是高质量发展的“5 时代”，经济重寻中速增长平台。

二、宏观经济展望：2022 年 GDP 增速 5.2%，消费、制造业和基建投资接棒出口和房地产投资，PPI-CPI 剪刀差收窄

（一）GDP：房地产和出口共振下行，财政货币政策稳增长，预计经济增速 5.2%

预测未来经济形势，需要回答三个问题：第一，如果政府不干预，任由经济按当前趋势和逻辑运行，将如何演变？第二，面对这样的经济形势，政府会出台什么政策加以



应对？第三，政策实施之后，最终效果如何？

2021年下半年以来，中国经济增速明显回落。尽管全年出口保持超预期强劲，但房地产市场受政策调控显著降温，销售、投资都陷入负增长。受疫情和供给冲击影响，微观主体行为趋于避险化，消费和制造业投资增速仍然偏低。地方财政支出和专项债发行进度滞后，项目储备不足，基建投资低迷。三季度 GDP 两年平均同比增速 4.9%，低于二季度的 5.5%。

2022 年经济下行压力还将增大。第一，虽然房地产调控政策已有调整，支持居民刚需、房企合理融资和保障性租赁住房，但房地产势大力沉，短期内仍将延续下滑趋势。第二，海外宽松政策退出导致商品消费需求退坡，供给替代效应也随海外生产恢复而减弱，出口将高位回落。第三，如果没有政策刺激，消费、制造业和基建投资难以完全对冲出口和房地产投资的共振下行。

政策转向“稳增长”，宽财政、宽货币、结构性宽信用。第一，预计 2022 年财政赤字率将提高至 3.3-3.5%，专项债额度将提前下达，总规模降至 3.2 万亿元。但考虑到今年四季度预计发行的 1.4 万亿新增专项债，尚未全部用于年末形成实物工作量，将在明年初形成支出，明年实际可用的专项债资金并未减少。此外，还将加快投资项目申报、审批、开工。第二，12 月 3 日李克强总理视频会见 IMF 总裁时表示，将围绕市场主体需求制定政策，适时降准，加大对实体经济特别是中小微企业的支持力度。此外，支小再贷款工具、碳减排支持工具、煤炭清洁高效利用再贷款等结构性货币政策工具继续发力。

政策生效会有时滞，预计 2022 年 GDP 呈“NIKE 型”走势，二季度是全年低点，之后企稳回升，全年增速 5.2%。消费、制造业和新型基建投资将接棒出口和房地产投资，传统的地产和基建模式不可持续，新能源、新基建、高技术制造、专精特新将成为新的增长点。

图表1：宏观经济主要指标 2021 年表现及 2022 年展望

指标（%）	2019 年	2021 年 1-10 月	1-10 月两年平均	2021 年	2021 年两年平均	2022 年
GDP	6.0	9.8*	5.2	8.2	5.2	5.2
社会消费品零售总额	8.0	14.9	4.0	12.6	4.0	7.1
固定资产投资完成额	3.1	6.1	3.8	5.5	4.2	4.0
房地产投资	9.9	7.2	6.8	5.1	6.0	-1.4
制造业投资	3.1	14.2	3.8	11.5	4.4	7.8
基建投资	3.3	0.7	1.9	0.8	2.1	4.0
出口（美元）	0.5	32.3	15.1	27.6	15.0	6.2
进口（美元）	-2.7	31.4	13.4	27.1	12.4	4.5
CPI	2.9	0.7	-	1.0	-	2.0
PPI	-0.3	7.3	-	8.0	-	2.1

资料来源：Wind、粤开证券研究院

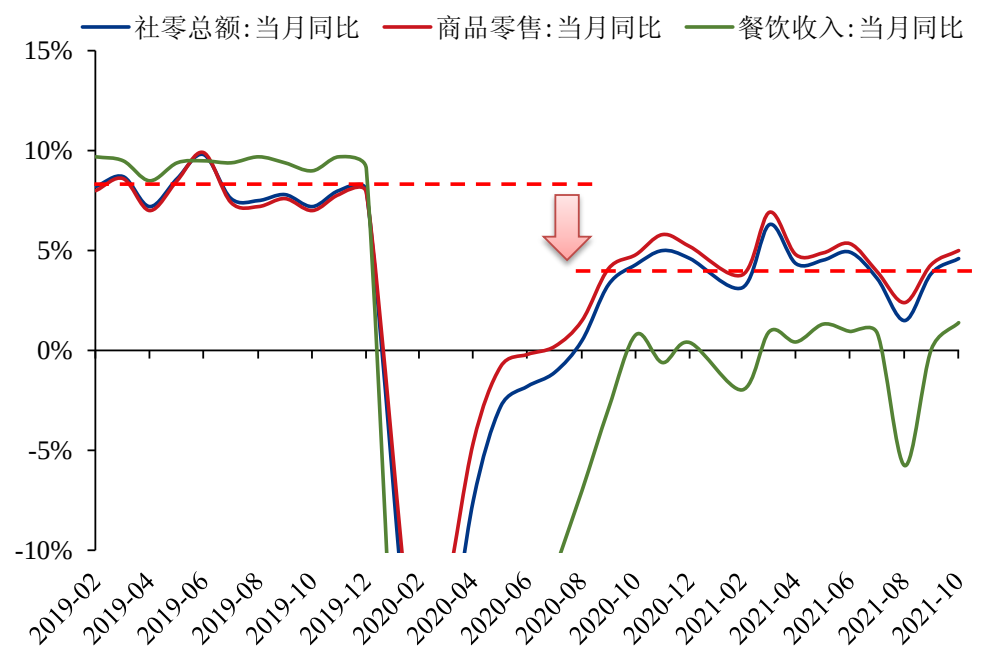
*GDP 数据为前三季度累计同比

（二）消费：促消费政策发力，汽车、必选消费品或成主要拉动项

1、今年受疫情反复扰动，收入分化显著，消费复苏疲软。一是境外变异毒株侵扰下，疫情不断反复对消费复苏产生持续压力。今年社零各月两年平均同比增速的中枢为 4%，显著低于 2019 年的 8%。其中餐饮、旅游为代表的接触性、聚集性消费受冲击最大，餐饮收入两年平均增速始终在 0 附近徘徊，8 月更是降至-5.8%。二是收入分化依然显著，限制了中低收入群体的消费能力。2020 年以来，全国居民人均可支配收入中位数的增速连续 7 个季度低于平均数的增速。



图表2：2021年消费增长中枢下移



资料来源：Wind、粤开证券研究院（2021 为两年平均增速）

2、明年展望：疫情仍然是消费复苏最大的扰动因素，但整体影响弱化，中低收入群体的消费能力加速改善，叠加可能的消费鼓励政策，预计全年社零增速为 7.1%。

第一，疫情扰动仍在，但对消费的影响逐渐弱化，线下消费复苏空间大。一是我国目前快速响应和动态“清零”策略可以较好应对各类变异毒株，地方政府具备迅速溯源、全员核酸检测的把控力，可以有效防止疫情扩散。二是疫苗接种工作积极开展，随着加强针更广泛接种，“群体免疫”有望领先实现。三是未来口服药授权使用后，新冠治疗难度有望进一步下降。

第二，明年稳增长压力较大，大概率开启新一轮促消费政策，叠加“共同富裕”政策落实落细，有望撬动储蓄释放，对消费起到提振作用。预计新一轮促消费政策将于今年底、明年初大面积展开，主要针对绿色家电、新能源汽车等品类，以发放消费券、鼓励电商和直播平台消费以及汽车下乡等形式出现。11月以来，多地发布了促消费的相关政策。此外，“共同富裕”目标下消费税、数字税改革有望提速，教育、医疗等改革不断深化，或能有效壮大中等收入群体，释放消费潜力。

第三，明年稳增长压力较大，大概率开启新一轮促消费政策，叠加“共同富裕”政策落实落细，有望撬动储蓄释放，对消费起到提振作用。

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_30551

