

春生夏长，守时待分

——2022 年宏观经济年度展望

2021 年 12 月 07 日

- **经济总体：**2022 年结构此消彼长，政策抚平经济波动。2021 年生产基本恢复，房地产风险浮出水面，消费修复偏慢。2022 年经济整体预期前低后高，动能切换。房地产形成一定拖累，基建托举经济，消费逐步发力。预期全年 GDP 增速保持在 5%-5.5% 附近。
- **1) 房地产仍是风险项。**销售、拿地等领先指标持续回落，房企消化仍需时间。房地产政策边际放松，行业基本面依然较差，房企现金流偏紧，信用风险暴露。预期保障性租赁住房建设加速，形成托底。销售增速预期转负，房地产投资走势前低后高，明年四季度边际改善。**2) 财政结余和专项债资金助力基建上行。**资金投放将对基建形成较强支撑。政策对基建投资扩张，新基建为重要发力点，旧基建也将有所拉动。绿色基建，以及电子、通信等高端制造业有望高速增长。未来结构性投资或将增强。**3) 制造业上下游分化，高端制造持续领跑。**上游制造业增速将弱于 2021 年，中游制造业小幅上行，绿色基建相关的电气机械、通用设备或保持增长，下游增速基本平稳，成本压力减弱。
- **消费将缓步稳增。可选消费和服务业需求逐步缓解。**国内清零政策被验证仍是最有效的防疫措施，且疫情追溯和防控能力明显增强。低基数和修复共同作用，可选和服务业有望修复。随经济转好，政策扶持力度增加，居民消费信心修复，储蓄端有望释放。房地产和教育行业的政策调节，以及民生减负等政策的推行，将促进消费健康增长。
- **海外需求动能转弱，出口驱动力放缓，韧性预期延续。**欧美供应链逐步修复，未来经济增速将高位放缓，商品支持的消费需求将逐步转移到服务消费。出口增速进入下行阶段，量价增速纷纷回落。我国在全球的产业链优势延续，新兴经济体替代能力有限，表现仍具韧性。
- **通胀来看：**CPI 同比前低后高，中枢抬升，PPI-CPI 剪刀差将大幅收敛。猪肉价格预期下半年开启上行周期，非食品项传导压力下，下游日用品或有所上行，服务项涨价压力增加。下半年 CPI 中枢有所抬升，面临阶段性破 3% 的压力。PPI 基数增加和原材料供应压力逐步释放，全球流动性逐步收紧，下游需求支撑回落，PPI 将持续回落。
- **政策：**稳增长目标下，开启宽信用、稳货币进程，财政政策发力，投放节奏前倾。政策更着眼于结构调整，定向工具、房企融资或是宽信用落脚点之一，碳减排工具预期分季度投放，全面降准仍有空间，但总量型工具使用依然慎重。社融上半年将加速上行。政策将注重增强应对外部冲击的能力。财政空间较大，民生仍是重点方向，换届之年，地方政府项目推进建设积极性提高，财政有望再度扩张。
- **海外方面：**全球流动性退潮，美联储加息提上日程。通胀压力延续，鲍威尔表态偏鹰，就业率修复下，Taper 或将提速，明年将至少加息一次。欧洲在疫情和能源危机下，修复慢于美国。新兴市场压力上行。
- 预期，房地产风险扩散超预期。

分析师：徐飞
执业证书编号：S0270520010001
电话：021-60883488
邮箱：xufei@wlzq.com.cn
研究助理：于天旭
电话：17717422697
邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关研究

通胀表述动摇，加息表态偏鸽
成本压力延续，供应有所放缓

正文目录

1 经济：结构此消彼长，政策抚平波动	4
1.1 投资整体承压下，政策助力结构调整	4
1.1.1 房地产风险仍存，政策跟随动态调整	4
1.1.2 基建托举经济，新基建动能增强	5
1.1.3 制造业：上下游结构分化，高端制造领跑	6
1.2 疫情扰动延续，消费修复下关注可选	7
1.3 出口高位回落，韧性仍将延续	9
1.4 经济动能切换，保持稳步增长	10
2 通胀：CPI、PPI 剪刀差收敛，PPI 压力逐步缓解	10
2.1 CPI 温和抬升，结构通胀仍是主线	11
2.2 PPI 压力缓释，工业品通胀高位回落	12
3 政策立足稳增长，关注结构性和产业政策	14
3.1 货币政策：宽信用逐步开启，流动性注重维稳	14
3.2 财政政策：结余资金支出加速，专项债实际支出发力	16
3.3 产业政策：结构性政策发力，碳减排、中小企业为抓手	17
4 海外经济：全球通胀压力仍存，新兴市场风险加大	18
4.1 美国缓步修复，联储逐步收紧	18
4.1.1 联储通胀表述转鹰，加息预期加强	18
4.1.2 劳动参与率转好，服务消费加速修复	19
4.2 欧洲修复滞后于美国，通胀同样承压	20
4.3 新兴市场压力上行，海外输入风险增加	21
5 大类资产配置建议	21
5.1 股票：全年宽幅震荡，精选行业赛道	21
5.2 债券：把握利率交易机会，信用债优选品种	22
5.2.1 利率债：牛市仍将延续，海外扰动加强	22
5.2.2 信用债：品种、区域分化，挖掘细分机会	23
5.3 大宗商品：逻辑逐步切换，品种表现分化	24
5.4 汇率：人民币贬值压力增加，美元指数走强	24
6 主要宏观数据预测	25
7 风险提示	25

图表 1：房地产开发商资金来源持续回落(%)	4
图表 2：房地产销售额回落，库存小幅累积(%)	4
图表 3：保障房贷款增量持续下行(亿元)	5
图表 4：保障性住房财政支出近几年有所缩量(%,亿元)	5
图表 5：基建年内增速偏缓(%)	6
图表 6：基建分项增速逐步回落(%)	6
图表 7：价格对企业利润影响较大(%)	7
图表 8：被动补库存周期将缓步切换(%)	7
图表 9：消费受疫情影响阶段性扰动(%)	8
图表 10：消费者信心指数波动增加，未恢复疫前水平	8
图表 11：网上消费增速逐步放缓，占比低于去年同期	8

.....8

图表 13:	中国货物出口金额占比持续上行(%，亿美元)	9
图表 14:	疫情以来美国出口拉动作用较强	9
图表 15:	美国新增订单上行，仍在补库存(%)	10
图表 16:	进口价格指数高位回落，出口高位徘徊	10
图表 17:	PPI-CPI 高度分化，剪刀差达到阶段性高点	11
图表 18:	核心 CPI 持续上行(%)	11
图表 19:	家用器具类价格已有所拉升(%)	12
图表 20:	燃料和水电燃料持续上行(%)	12
图表 21:	劳动力市场相关服务价格持续上行(%)	12
图表 22:	CPI 同比下半年中枢抬升(%)	12
图表 23:	发电量与 PPI 持续分化，涨价压力较大(%)	13
图表 24:	上游涨价推升 PPI，但增速逐步见顶(%)	13
图表 25:	海外流动性收紧，PPI 回落压力增加(%)	14
图表 26:	国内生产偏弱，M1 高点延续回落(%)	14
图表 27:	社融处于磨底阶段(%，万亿元)	15
图表 28:	信贷脉冲尚未触底(%)	15
图表 29:	财政支出进程弱于往年同期(%)	16
图表 30:	地方政府出让金收入持续回落(%)	16
图表 31:	助力碳中和及中小企业发展的政策频发	18
图表 32:	美国通胀持续攀升(%)	19
图表 33:	隐含通胀率达到近年高点(%)	19
图表 34:	美国消费者信心指数持续走低(%)	19
图表 35:	非农就业修复放缓(%)	19
图表 36:	美国制造业生产和库存持续上行	20
图表 37:	制造业 PMI 已从高点回落	20
图表 38:	部分国家已经开启加息	21
图表 39:	2021 年新兴市场 MSCI 指数区间震荡	21
图表 40:	2021 年可选消费区间震荡	22
图表 41:	2030 年风电、光伏装机计划超过 12 亿千瓦	22
图表 42:	国债期限利差走势(%)	22
图表 43:	中美 10 年期国债收益率走势(%)	22
图表 44:	城投债中高等级利差有所走阔(bp)	23
图表 45:	产业债利差走势分化(bp)	23
图表 46:	人民币名义汇率上行快于实际有效汇率	24
图表 47:	美元指数和美元兑人民币剪刀差走阔	24
图表 48:	2022 年主要经济数据预测	25

1 经济：结构此消彼长，政策抚平波动

1.1 投资整体承压下，政策助力结构调整

投资增速逐步回落，地产压力逐步显现。2021年四季度经济下行压力较大，受到房地产、限电限产等多重因素共同影响。四季度房地产行业政策边际宽松，但房地产下行周期下，对经济的拖累作用将延续。基建投资低位缓增，2021年三季度GDP增速弱于预期，稳增长压力下，政策对基建将加大投入，但年内仍将低位运行。

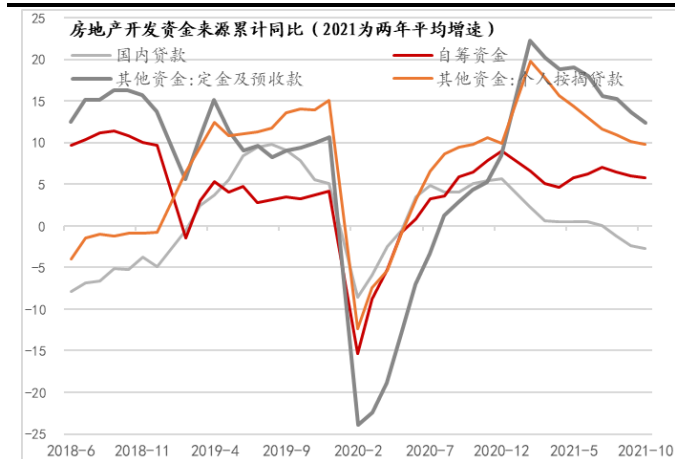
未来房地产仍是投资最大风险项，制造业将保持结构化增长，财政发力下，基建托举作用有望逐步提升。稳增长需求下，2021年四季度对房地产信贷政策边际放松，但房地产仍是明年的主要风险和拖累项。基建增速有望在明年二季度提升，政策助力下，新基建将是高速增长点，老基建也将部分受益政策支持而增长。高端制造业将持续领跑，碳中和相关的制造业也将保持高速增长。

1.1.1 房地产风险仍存，政策跟随动态调整

2021年上半年地产韧性较强，下半年行业明显转弱，融资显著收紧。下半年居民购房增速快速回落，三档四线、贷款集中度政策影响下，销售放缓逐步放缓，房企资金流明显收紧，行业融资回落，拿地速度放缓，新开工也持续回落。部分大型房企和民营房企风险暴露增加。

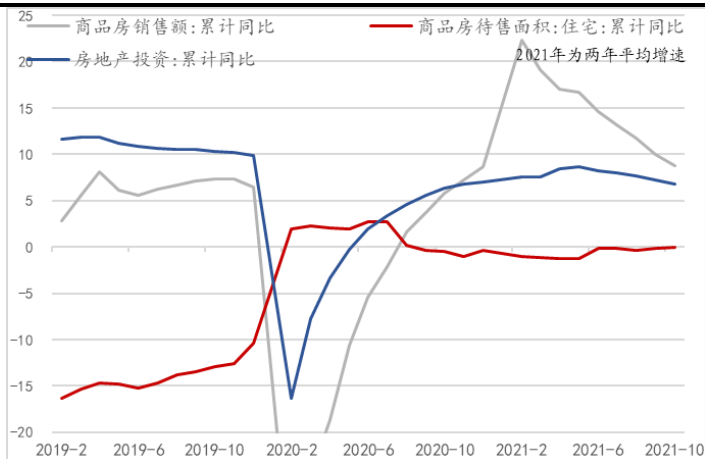
房地产政策边际放松，但地产行业基本面依然较差。开发贷、按揭贷双向宽松，政策所释放积极信号。今年三季度以来，房地产投资增速持续回落，房地产对GDP拖累作用较大，政策在稳增长压力下，政策短期纠偏，发力对冲地产下行拖累，地产政策仍处于逐步宽松调整的过程当中，传导至销售端尚需时间。

图表1：房地产开发商资金来源持续回落(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2：房地产销售额回落，库存小幅累积(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

地产销售、拿地等领先指标持续回落，销售增速预期转负。房地产销售快速走弱，2022年上半年难以快速回升，年度销售同比增速预期转向负增长。近期房贷收紧有所缓解，但预售依然对房地产形成拖累，房地产消化仍需时间，房企拿地偏弱，资金来源依然受到约束，上半年新开工增速预期依然较弱，2022全年保持负增长。政策修正下，传导至销售段尚需时间，市场有效回暖仍有距离，关注需求政策的拐点的提出。

政策不会开倒车，房地产税长期方向不变。政策力图减轻经济对房地产强依赖性。地

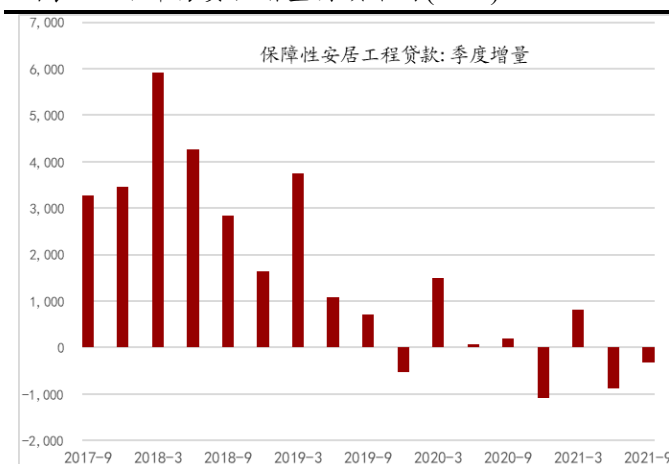
的双向调节延续，

房地产高区限涨、低区限跌的限价政策下，房地产投资属性转弱，房住不炒政策方向下，刚需房是房地产市场未来主要增量。购房适龄人口下降是长期趋势，在三胎政策放开下，部分置换改善房的需求也将有所增加。房地产税试点工作推进，关注对需求预期的影响。未来土地“两集中”模式大概率延续，土拍规则将进一步优化，保障土地市场平稳运行。虽然政策底已现，但房地产行业尚未触底。

房地产承压下，保障性租赁住房建设加速，形成托底效应。政策对完善租房市场体系诉求上行，保障租赁住房的建设体量将给地产投资增速带来一定推动。2019年棚改模式退潮，保障性住房贷款也明显放缓。2022年，财政投放力度加大，地方出台的“十四五”期间保障性住房筹建计划来看，保障性租赁住房占新增住房总量比重超过30%，整体建设规模较大，明年预期将是施工量较大的一年。融资渠道上也将给与更多便利，REITS类金融产品或成为保障房扩规模的渠道之一。

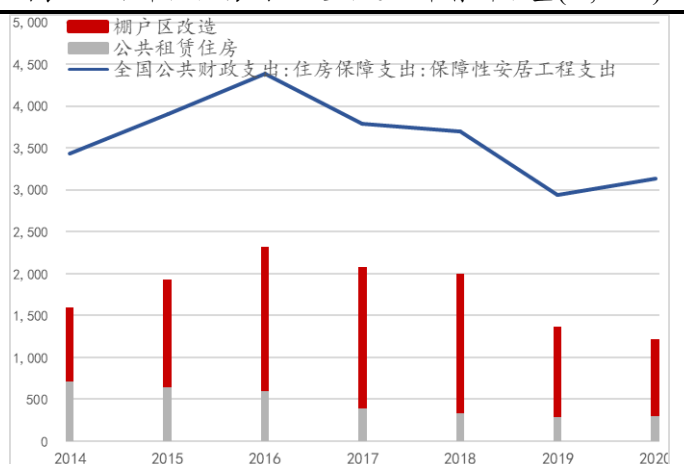
房地产投资走势前低后高，在四季度边际改善。2021年销售增速预期维持在7%附近，2022年或降至-3%左右。房地产投资中，新开工增速持续偏弱，2022年增速预期在-10%附近，建安投资支撑作用加强，全年增速或小幅放缓至8%附近。拿地预期较2021年有所好转，但转向正增长仍有距离。众多影响因素仍处于下行通道，房地产在上半年高基数作用，以及基本面回落下，增速继续下探，全年增速预期降至2%左右。随政策调整和基本面逐步好转，房地产投资在明年三季度末到四季度预期将有所缓和。

图表3: 保障房贷款增量持续下行(亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 保障性住房财政支出近几年有所缩量(%、亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.1.2 基建托举经济，新基建动能增强

年内基建增速较弱，四季度政策发力，提振效果有限。2021年上半年经济快速修复，政策对逆周期调节诉求转弱，财政支出节奏慢于往年同期，且向民生领域投资倾斜，专项债投放速度也整体偏慢。严控地方政府隐性债务，防风险严监管下，优质项目短缺，且审批更加严格。资金紧+项目缺影响，今年前三季度基建增速偏慢。四季度经济稳增长诉求下，财政支出和专项债投放提速，从11月建筑业PMI数据转好来看，基建也在蓄势发力阶段。

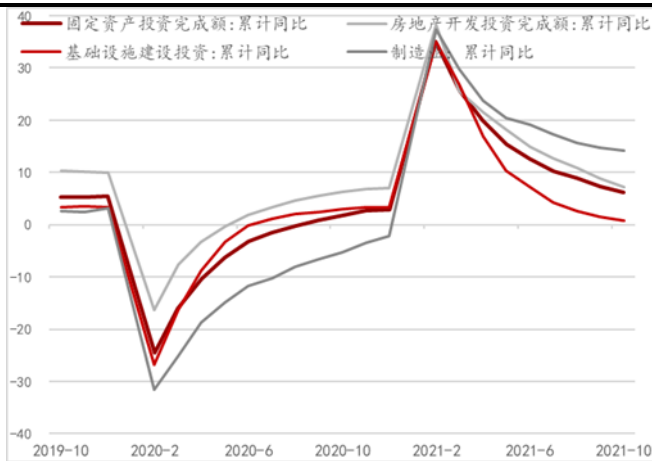
稳增长政策下，财政结余和专项债资金托举基建上行。经济增长承压下，政策起到较大的托举作用，对于基建的逆周期调节作用或有所增强，2021年财政结余资金规模较大，今年地方债结转加上明年新发专项债，资金的投放将对基建形成较强支撑。政策

新基建产业链投资或迎来高速增长。传统基建部分行业逐渐饱和，交通运输等行业在“十四五”规划当中，新增规模较“十三五”时期有所回落，规划投资的约束，或部分约束传统基建的上行空间。未来结构性投资或有所增强。其中，绿色基建为代表的光伏、风电、储能、新能源汽车、环保等，以及电子、通信等高端制造业有望迎来高速增长。

虽然绿色基建相关的产业规模占比依然较小，但有更大的投资空间。碳中和政策下，电网和储能建设仍有较高的增长空间，且地域环境约束相对较小。2030年光伏、风电装机容量目标为12亿千瓦，年化增速预期达到8%以上，有较大增长空间。未来绿色债券、碳中和专项债和再贷款等工具的发行，也将提供更多融资渠道，助力行业发展。

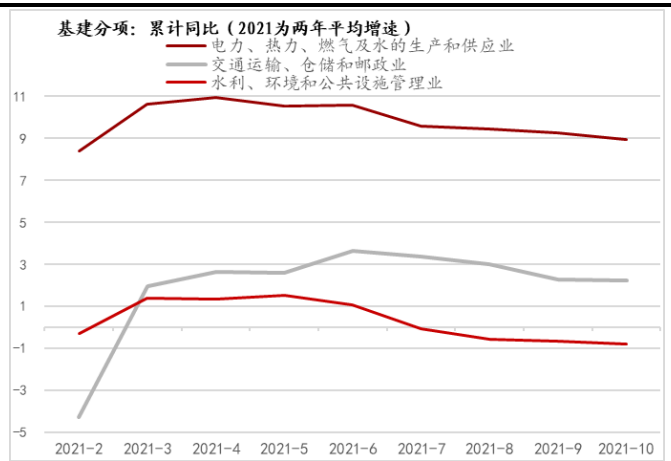
基建预期增速上行，预期明显提速将在2022年一季度末到二季度实现。2022年增速中枢将较今年抬升，一季度平稳上行，二季度基建将明显提速，三季度在低基数作用下增速将被推高，四季度边际回落但仍处高位。全年增速预期约为4.5%。

图表5: 基建年内增速偏缓(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 基建分项增速逐步回落(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.1.3 制造业: 上下游结构分化, 高端制造领跑

出口高增给制造业增速带来较强支撑, 上半年企业盈利持续修复, 下半年逐步放缓。2021年上半年制造业增速快速修复上行, 两年平均累计增速二季度转正, 高端制造业增速持续处于高位。上半年海外需求快速复苏, 带动了我国制造业增速快速上行。三季度在能耗双控和限电限产影响下, 制造业增速放缓, 且随着原材料价格的持续上涨, 给企业利润带来一定侵蚀。

预期制造业未来将保持稳步上行, 高端制造业持续领跑, 而上下游行业表现将有所分化。根据“十四五”规划的战略布局, 新能源方向的制造业以及高端制造业是重点发展方向, 未来有望迎来较快增长。我国高端制造业处于高速发展阶段, 未来增速将高于制造业整体表现。成本端压力的释放, 也将改造部分中下游制造业的盈利能力。分上中下游来看:

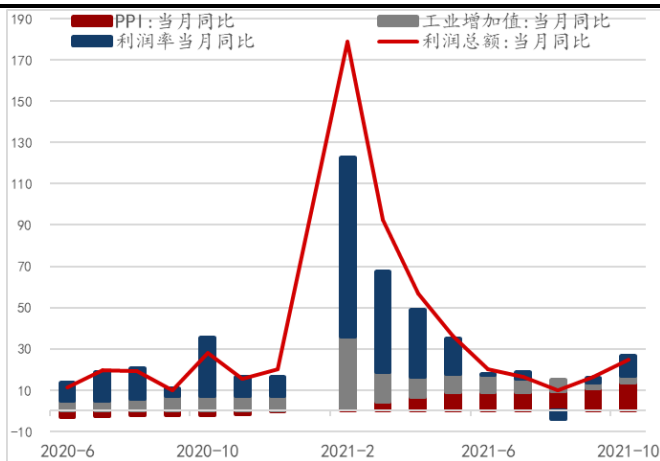
上游制造业增速将弱于2021年。在碳中和长期目标下, 对高能耗行业的能耗双控约束将延续, 且制度将进一步完善, 上游部分高能耗的行业产能扩张将持续受到政策约束。房地产承压回落下, 房地产链条相关的建筑、建材行业需求也将受到抑制, 但基建提速将弥补部分需求缺口。

中游制造业小幅上行。随基建逐步回升，将带动部分中游机械制造上行。上半年出口有望韧性延续，海外需求将维系部分制造业出口。绿色基建将带动光伏、风电相关的电气机械设备和通用设备制造业保持增长。房地产投资的负面影响，也将波及部分制造业。下半年出口不确定性增加，增速边际放缓，给制造业的推力将逐步减弱。

下游增速基本平稳，上半年利润依然承压。上游涨价向下游的传导，以及上半年商品价格难言大幅回落，企业上半年依然承压。新能源汽车将保持快速增长，缺芯带来的抑制将逐步缓解。新变种病毒出现的可能性仍存，疫情仍是长期变量，对疫情检测、疫苗研发和生产投放的需求延续，医药制造业仍将保持稳步增长。房地产下游的家电制造业依然承压。

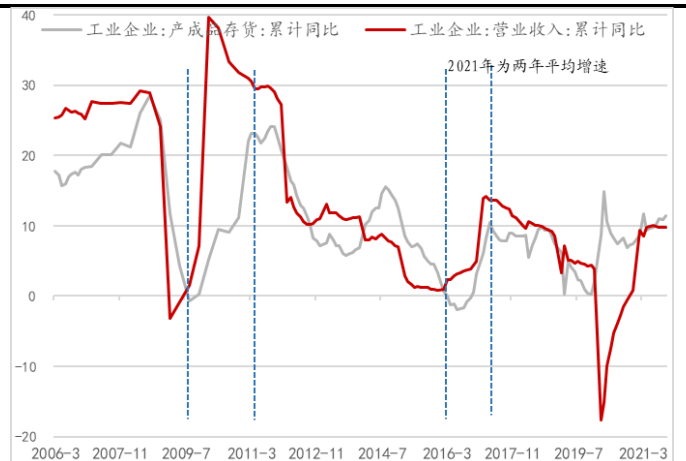
制造业投资增速或好于今年。制造业呈现轻总量，重结构的特点。上下游表现将逐步切换，下半年随着内需的逐步修复，成本端压力缓释，中下游企业利润有望逐步回暖。2022年全年制造业增速有望好于今年，预期增速维持在5%-6%左右。

图表7：价格对企业利润影响较大(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表8：被动补库存周期将缓步切换(%)



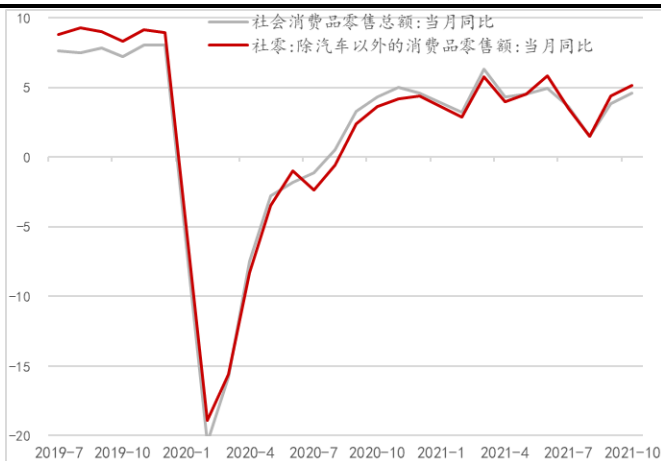
资料来源：Wind，万联证券研究所

1.2 疫情扰动延续，消费修复下关注可选

年内消费增速不及预期，疫情为过去两年消费重要的主导因素。全球新冠疫情年内几起几落，国内消费修复依然受阻。我国疫情防控政策相对海外更加严格，2021年三季度受疫情和防控影响消费增速明显放缓，但相对海外依然修复较快。

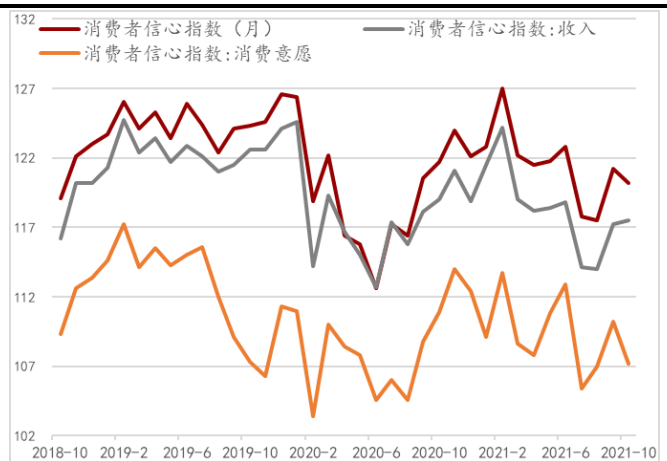
消费结构分化，耐用品和服务项消费相对偏弱。线下餐饮对消费形成拖累，汽车缺芯影响下，汽车消费增速也有所放缓，房地产下游的家电、家具增速偏弱。居民必选消费相对平稳，耐用品和服务项消费相对偏弱，居民的收入和就业尚未恢复。居民消费意愿受到疫情干扰，波动较大，消费指数中枢高于2020年，但仍弱于疫情前表现。

图表9: 消费受疫情影响阶段性扰动(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表10: 消费者信心指数波动增加, 未恢复疫前水平



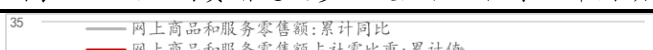
资料来源: Wind, 万联证券研究所

疫情影响将和消费长期共存, 消费回暖下, 回归疫情前增速难度增加。冬季疫情约束延续, Omicron新型变异毒株也给防疫增加了难度, 中国严控清零政策仍是全球最有效的防疫措施, 应对变种病毒扩散效果显著。长期来看, 疫情仍是未来消费走势的主要干扰项, 海外部分国家今年已经逐步打开国门, 我国预期依然不会放松入境政策。明年在低基数效应和结构性增长下, 消费持续回暖。

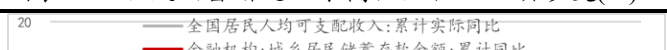
可选消费和服务业需求逐步缓解, 互联网消费依赖度逐步转弱。此前可选消费、出行和服务连续两年需求被压制, 在低基数和缓步修复下, 未来有望持续好转。缺芯问题的缓解, 汽车行业消费将逐步好转, 新能源汽车消费增长仍是主力。今年互联网消费占比已逐步放缓, 随着线下消费支出的增加, 预期互联网消费将逐步回落。

未来消费将缓步稳增。居民收入受疫情影响, 尚未完全修复, 未来随线下服务业修复, 就业有望继续转好, 收入将缓慢修复。疫情以来, 居民储蓄增速处于高位, 抗风险意识的上行, 部分消费意愿转为储蓄。随经济逐步转好, 政策扶持力度增加, 居民消费信心修复, 储蓄端的释放将成为消费的有力支撑。房地产和教育行业的政策调节, 以及民生减负等政策的推行, 将促进消费健康增长。房地产尚未触底, 出口回落的背景下, 消费预期二季度之后贡献开始上升, 2022年消费增速或在6-7%附近。

图表11: 网上消费增速逐步放缓, 占比低于去年同期



图表12: 居民储蓄增速处于高位, 收入延续修复(%)



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_30763

