

# 宏观年度报告 20211209

## 宏观大年的三条政策主线和资产配置逻辑

2021年12月09日

### 观点

- **2022年是宏观大年。**2021年底市场对于2022年中国经济增长的预期存在显著分歧，我们预计2022年宏观层面的因素对市场的影响将显著加大，这种影响的核心矛盾在于2022年国内的宏观政策能否有效对冲经济的下行压力。本文探讨了2022年可能贯穿全年的三条政策主线和相应的资产配置逻辑，并在此基础上再给出我们对于2022年中国宏观经济的预测。
- **主线一：“地产下，基建上”。**以史为鉴并结合2021年的数据特征，我们预计地产销售和新开工累计同比增速可能在2022年第一季度触底，带动信贷脉冲反弹，2022年全年增速分别约为-5%和-2.4%，竣工和施工不弱、支撑地产投资增速在3%左右。基建的“变数”在于“闲置”财政资金的动用，我们从预算内资金和资金杠杆（基建规模/预算内资金）两个维度测算基建，2022年广义基建增速可能在5%至8%之间。“地产下、基建上”的情形下，经济往往偏弱、通缩压力上升，货币政策往往偏向宽松，我们预计CPI在食品价格驱动下走高，但PPI将走低、核心CPI乏力。资产表现上，商品偏弱，其中能源价格跌幅最大；政策宽松下利率债表现偏强；股、汇表现则有赖于政策刺激的超市场预期程度。
- **主线二：“中国宽松，美国紧缩”。**结合21世纪以来仅有的两次“中国宽松、美国收紧”经验来看，2022年下半年美联储加息的步伐很可能会较为激进，这也就意味着2022年上半年很可能是中国货币政策宽松的主要窗口期。我们认为主导中国债市的因素依然是中国经济基本面，因此中国国债收益率的走势不大会受到美联储加息的影响；但人民币汇率很可能在2022年二三季度和三季度存在阶段性的贬值压力，由于“美联储加息、中国央行宽松”时人民币汇率和A股的正相关性会显著提升，需关注人民币汇率贬值对A股的冲击。
- **主线三：全球走向“与病毒共存”。**我们认为南非新冠变种毒株奥密克戎的出现不会改变2022年全球走向“与病毒共存”的步伐。而在北京冬奥会后，随着海外经济体放开疫情管控，我国的“清零”政策可能面临挑战，如果稳增长政策未能有效对冲经济下行，不排除防疫政策出现松动的可能。以色列、韩国、澳大利亚模式值得综合借鉴，典型的策略为分区域“N步走”放开和“疫苗通行证”。例如澳大利亚将疫苗接种率设为门槛，根据各州接种的进展分批解禁，有效缓解了疫情反扑。疫苗方面，可以结合我国国产口服药的进展，将“疫苗接种+服用口服药”组合证明作为进入公共场所必须出示的通行证。尽管2022年我国政策全面放开的概率不大，但在边境管控、人口流动方面的管控可能放松，隔离期限可能缩短，利好旅游、餐饮、酒店等服务业。从金融市场的维度来看，我国金融市场可能经历一个从risk on到risk off，再到risk on的过程。
- **2022年中国主要数据预测：**我们预计2022年中国GDP增速5.3%，出口高景气度的维持（10.2%）、基建投资的发力（6.5%）、以及制造业投资的续力（7%）将在一定程度上对冲地产下行对经济增长的拖累，但居民消费的增长仍难以回到疫情前的水平。PPI同比逐季下降，2022年全年增速在4%，受食品价格驱动，CPI同比增长2.2%；稳经济下宏观杠杆率将有所上升，社融增速可能达10.9%，且“前低后高”。
- **风险提示：**新冠病毒变异、疫苗全面失效；供给短缺持续；主要经济体央行政策紧缩过快；地缘政治风险加剧

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaox@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

duanm@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

### 相关研究

- 1、《宏观月报 20211130：PMI触底反弹释放了怎样的信号？》2021-11-30
- 2、《宏观月报 20211129：观察2022年中国出口三条线索》2021-11-30
- 3、《宏观周报 20211127：南非新变种毒株的由来、发酵与市场影响》2021-11-27
- 4、《宏观周报 20211126：美联储加快 taper 是否意味着提早加息？》2021-11-26
- 5、《宏观周报 20211125：美国库存重建对2022年中国出口的影响有多大？》2021-11-25

## 内容目录

1. 主线一：地产下、基建上.....	5
2. 主线二：中国宽松、美国收紧.....	15
3. 主线三：全球走向“与病毒共存”.....	18
4. 主要宏观经济指标预测.....	25
5. 附：2022年中国主要经济指标预测表.....	28
6. 风险提示.....	29

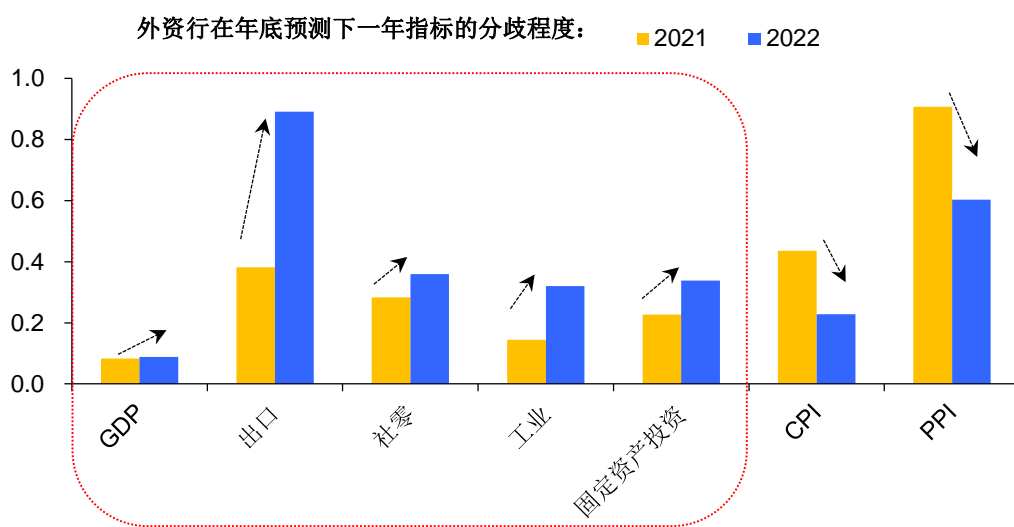
## 图表目录

图 1: 市场对于 2022 年中国经济增长预测的分歧远高于 2021 年.....	5
图 2: 2008 年至 2009 年地产企稳的过程.....	6
图 3: 2012 年地产企稳的过程.....	7
图 4: 2013 年至 2015 年地产企稳的过程.....	8
图 5: 房地产主要指标及其预测.....	9
图 6: 财政存款余额.....	10
图 7: 2017 年以来, 民间投资在基建投资中的占比逐步走低.....	10
图 8: 基建投资来源中预算内资金占比不断上升.....	10
图 9: (广义) 基建增速及其预测.....	10
图 10: 广东省“十四五”期间 5 万亿元重大项目分布.....	11
图 11: 浙江省“十四五”期间 5.45 万亿元重大项目分布.....	11
图 12: 江苏省 2021 年 5530 亿元年度投资计划分布.....	12
图 13: 广义基建同比增速分解.....	12
图 14: 地产和基建当季同比增速: 当地产下, 基建上.....	13
图 15: 三个时期大类资产表现.....	14
图 16: 三个时期主要商品类别的表现.....	14
图 17: 2013-2015 年 A 股 TOP10 板块.....	14
图 18: 2012 年 A 股 TOP10 板块.....	14
图 19: 2014 年 4 月中国央行定向降准后中美货币政策走向分化.....	15
图 20: 2018 年 4 月中国央行全面降准后中美货币政策走向分化.....	15
图 21: 2015 年 12 月美联储加息后中国央行不再降息.....	16
图 22: 中国央行直到 2019 年 7 月美联储降息后才降息.....	16
图 23: 2015 年美国加息中国降准令人民币快速贬值.....	16
图 24: 2018 年中国降准和美国加息令人民币快速贬值.....	16
图 25: 2015 年美联储加息并未抑制中国国债利率下行.....	17
图 26: 2018 年美联储加息并未抑制中国国债利率下行.....	17
图 27: 2015 年 A 股下跌恰逢“中国宽松, 美国收紧”.....	17
图 28: 2018 年 A 股下跌恰逢“中国宽松, 美国收紧”.....	17
图 29: 在美联储加息和中国央行宽松阶段, 人民币汇率与 A 股的正相关性显著提升.....	18
图 30: 截至 2021 年 11 月 25 日, 全球新冠疫苗接种总剂量 71 亿剂.....	19
图 31: 英国、澳大利亚、新加坡、以色列和韩国转向“与病毒共存”的时间表.....	19
图 32: 2021 年 11 月, 英国、澳大利亚、新加坡、以色列和韩国的疫苗接种率均超过 60%.....	20
图 33: 韩国“与病毒共存”政策下的三步走策略.....	21
图 34: 澳大利亚“转变新冠病毒应对措施的国家计划”的四步走策略.....	21
图 35: 澳大利亚各州预计完成 70%和 80%疫苗接种率的时间存在差异.....	21
图 36: 新加坡在放开政策后经历的疫情反扑比韩国和澳大利亚严重.....	22
图 37: 放开政策后, 新加坡和澳大利亚的新增死亡人数已经见顶回落.....	22
图 38: 2021 年 11 月新加坡新冠重症率低于 6%.....	23
图 39: 2021 年 11 月新加坡新冠病例死亡率低于 1.5%.....	23
图 40: 2021 年 11 月新加坡医疗系统负荷在可承受范围内.....	23
图 41: 2020 年 4 月以来, 我国封锁政策的阶段性放松通常伴随着金融市场 risk on.....	24

图 42: 历史上美国开启补库存后中国对美出口保持高景气度.....	26
图 43: 中国居民可支配收入增速仍显著低于疫情前.....	26
图 44: 地产下游的消费品增速很可能持续疲软.....	26
图 45: 2021 年迄今制造业占我国 GDP 比重显著提升.....	27
图 46: 出口持续的高景气有利于制造业投资的回升.....	27
图 47: PPI 及我们的预测值.....	27
图 48: CPI 及我们的预测值.....	27
图 49: 社融同比及其预测.....	28
表 1: “地产下-基建上”阶段的基本概况.....	13
表 2: 21 世纪中美货币政策背离（中国宽松、美国撤出宽松或收紧）时期.....	15
表 3: 新加坡 VTL 航线的覆盖范围逐渐扩充.....	22
表 4: 2022 年中国主要经济指标同比增速预测值（单位：%）.....	28

**2022 年是宏观大年。**站在 2021 年底这个时点（2021/12/02，下同），我们测算了彭博上各家外资行对于 2022 年中国经济主要指标预测的分歧程度，由图 1 可以看出，在增长指标的预测上，这种分歧程度远高于 2020 年 12 月时对于 2021 年的预测，并且也是近 5 年来最高的（近 5 年指 2017 年至 2021 年每年 12 月对下一年的预测值）。这种分歧在直观上很好理解，比如在 2020 年底预测 2021 年中国 GDP 的走势，市场的共识是“前高后低”；但在 2021 年底预测 2022 年中国 GDP 的走势，能否“前低后高”则有着较高的不确定性。

图 1：市场对于 2022 年中国经济增长预测的分歧远高于 2021 年



注：分歧程度为变异系数（标准差除以均值）

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

上述市场分歧的存在，意味着 2022 年来自于宏观层面的因素对市场的影响将显著加大。我们认为这种影响的核心矛盾在政策层面，即 2022 年面对经济下行的压力和外部环境的变化，国内宏观政策的应对能否有效对冲。因此，在这篇年度展望中，我们先探讨了 2022 年可能贯穿全年的三条经济政策主线和相应的资产配置逻辑，在此基础上再给出我们对于 2022 年中国宏观经济的预测。

## 1. 主线一：地产下、基建上

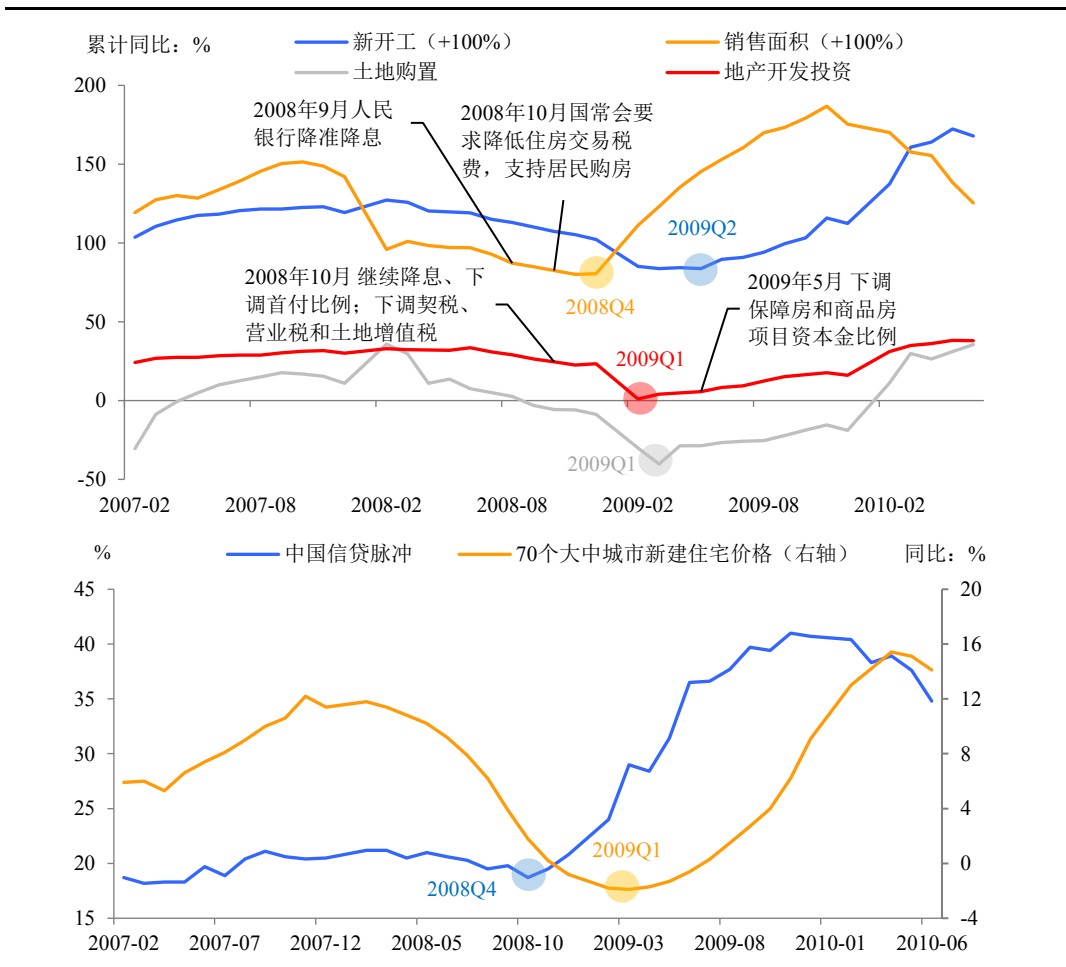
**如果政策托底，地产如何企稳？**2021 年第四季度以来政策稳地产的诉求在上升，尽管这一次和历史上的地产刺激不一样，但以史为鉴有助于我们找到经济企稳的线索。2008 年以来地产经历 3 轮明显的触底反弹，我们可以从政策应对、地产指标企稳顺序以及信贷的变化三个角度来总结分析（图 2 至 4）：

- **稳地产的政策通胀集中在需求端**，人民银行降准或降息、部分地方放松限售限购往往先行，支持地产融资、下调首付比例和降低房屋交易税费等则是全面放

松的重要标志。

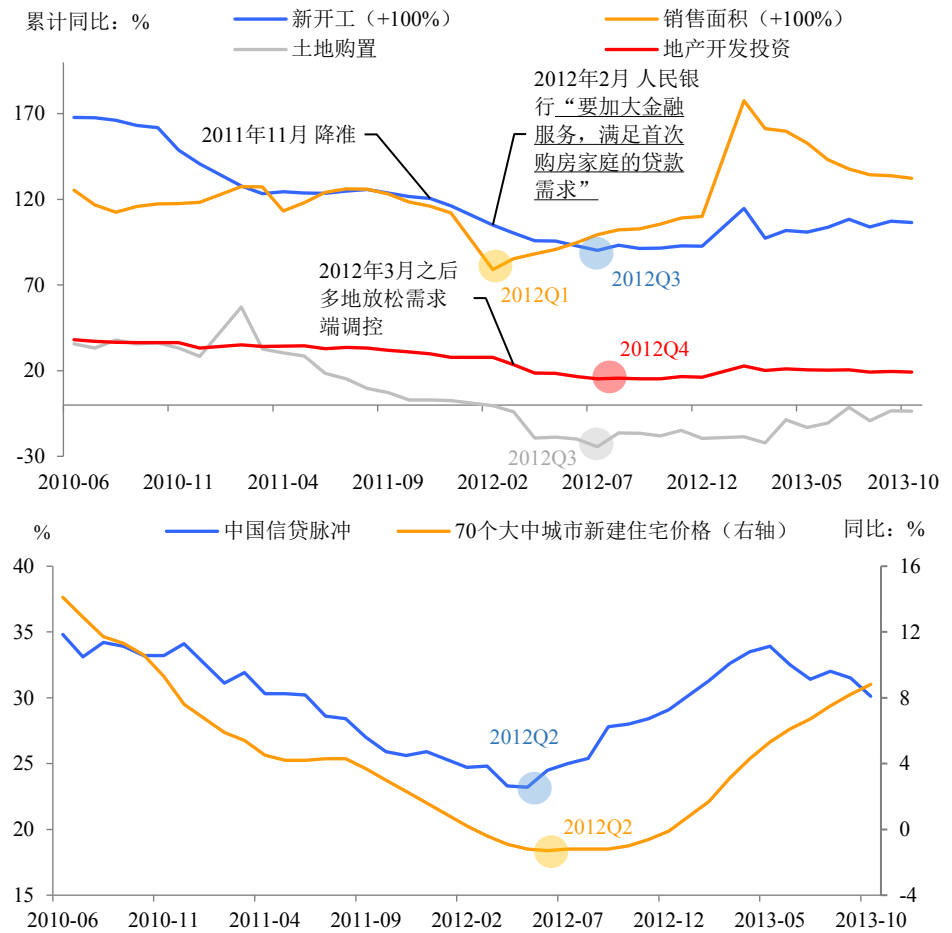
- 商品房销售同比增速往往率先企稳，新开工在销售企稳后的两个季度内触底，房地产开发投资和土地购置在销售企稳后三个季度内逐步回升。这可能与地产销售是房企重要资金来源，而且企业通过销售确认需求回暖后才会逐步增加投资有关。
- 地产是我国信贷扩张的重要支撑，从3次经验来看，信贷脉冲往往在地产销售企稳的同时或之后一个季度内企稳回升。

图 2：2008 年至 2009 年地产企稳的过程



注：新开工和销售面积的累计同比数据各加 100%，以与图下方的线区分  
数据来源：Wind，东吴证券研究所

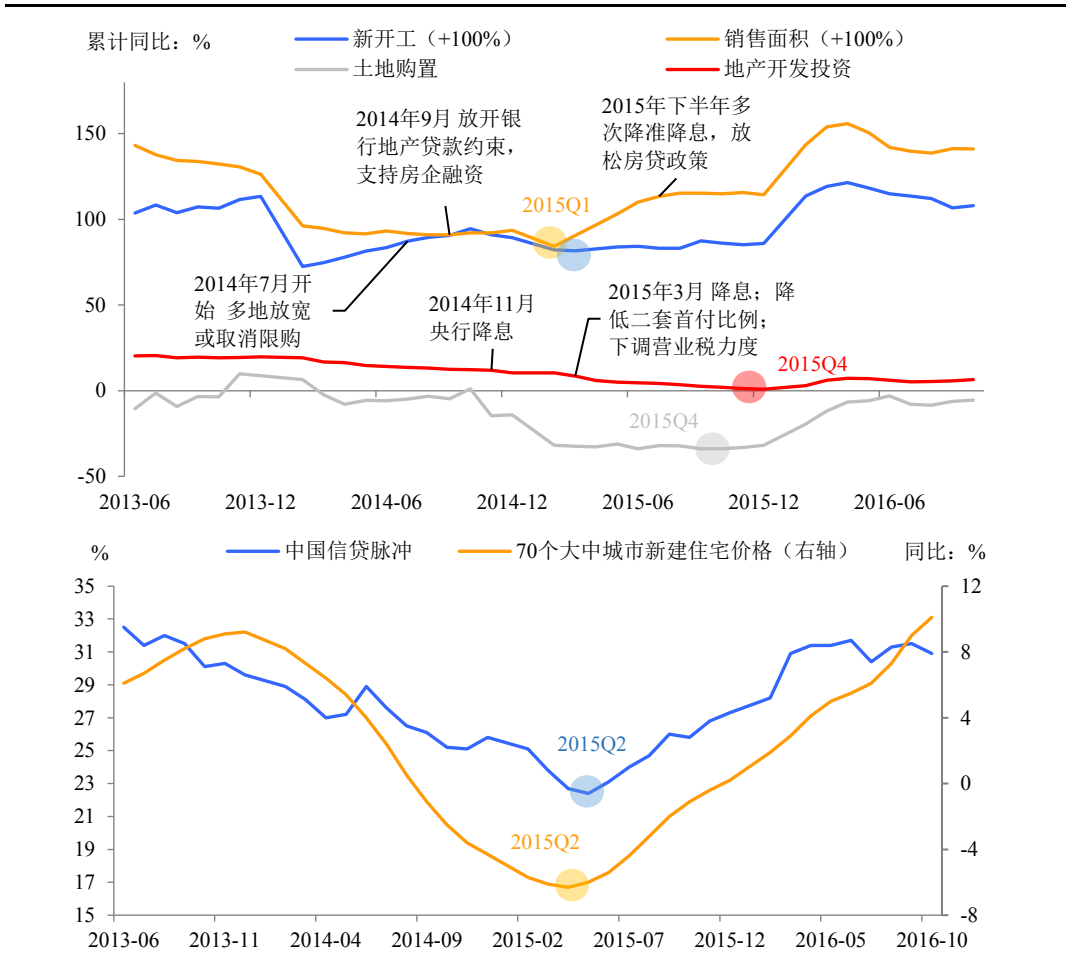
图 3: 2012 年地产企稳的过程



注：新开工和销售面积的累计同比数据各加 100%，以与图下方的线区分

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4: 2013 年至 2015 年地产企稳的过程



注: 新开工和销售面积的累计同比数据各加 100%, 以与图下方的线区分  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**2022 年地产会如何演绎?** 尽管 2021 年第三季度以来央行加强了对房地产行业的信贷支持, 但前三轮全面放松的政策难现。由于 2021 年上半年商品房销售面积创同期历史新高, 我们预计销售面积累计同比将在 2022 年第一季度触底, 2022 年全年增速-5%。新开工方面, 一般而言土地成交后 1 至 3 个季度陆续才会开工, 但 2021 年第四季度上

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\\_30845](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30845)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn