

宏观

证券研究报告

2021年12月17日

2022，类似 2019 的一年

历史不会简单重复，经济和市场也不会，但面对相似的宏观环境，政策的应对之道往往有共通之处。

今年下半年经济下行压力加大，受房地产和消费拖累，明年上半年经济仍然面临下行惯性，这个开端和 2019 年类似；相应的，类似 2018 年底，当前的政策基调也出现了积极变化。

对比 2022 年和 2019 年，我们判断宏观因子会有诸多相似之处，包括稳增长和宽信用、政策纠偏和风险偏好修复、利率波动和美联储政策取向等等。对比回顾这段相似的历史，有助于我们更好把握明年的经济和市场脉络。

风险提示：稳增长政策力度低于预期；中美关系变化超预期；房地产信用风险暴露超预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：风险定价-市场对经济工作会议如何反应？-12月第3周资产配置报告》 2021-12-15
- 2 《宏观报告：关注持续景气与困境反转两条主线——经济工作会议的行业投资机会》 2021-12-13
- 3 《宏观报告：经济工作会议的新提法》 2021-12-13

内容目录

一、相似的稳增长和宽信用.....	3
二、相似的政策纠偏和风险偏好修复.....	4
三、相似的利率波动加大和联储先紧后松.....	6

图表目录

图 1：实际 GDP 增速预测.....	4
图 2：预计社融增速今年底-明年年中回升.....	4
图 3：2019 年 A 股走势 “N 字型”	5
图 4：WIND 全 A 连续 3 年上涨，估值处于偏高水平.....	6
图 5：2019 年国债利率波动加大.....	7
表 1：2019 年 A 股各行业涨幅.....	5

“人不能两次踏进同一条河流”，历史不会简单重复，经济和市场也不会，但面对相似的宏观环境，政策的应对之道往往有共通之处。今年下半年经济下行压力加大，受房地产和消费拖累，明年上半年经济仍然面临下行惯性，这个开端和 2019 年类似；相应的，类似 2018 年底，当前的政策基调也出现了积极变化。对比回顾这段相似的历史，有助于我们更好把握明年的经济和市场脉络。

一、相似的稳增长和宽信用

2019 年的经济基本面延续了 2018 年的下行趋势，制造业投资、消费、出口大幅下滑，内生下行压力加大。在这个背景下，2018 年底的中央经济工作会议提出“宏观政策要强化逆周期调节”，随后 2019 年开年的经济政策向稳增长发力，1 季度经济企稳、好于预期。

2019 年开年的财政政策在三个维度集中发力：1) 支出进度快、增速高；2) 新增专项债额度首次提前下达，发行节奏大幅提前；3) 大规模减税降费。货币政策力度也很大，1 月 4 日央行全面降准 100BP，随后流动性宽松，1 月放出近 5 万亿的“天量”社融。

在逆周期政策的积极作用下，2019 年上半年出现一轮宽信用。社融增速的震荡上行持续了 2 个季度，累计回升 0.9%。房地产和基建主体的融资放松是主要抓手，反映为中长期贷款占比企稳、表外融资重新扩张、专项债发行加速，短期限贷款冲量也有贡献。

虽然 1 季度经济企稳，但经济的内生下行压力没有逆转，逆周期稳增长政策也没有持续发力。开年的宽松政策逐渐造成房价躁动、通胀上行，4 月中旬之后政策力度开始收敛，随后社融增速见顶回落、经济回归下行趋势，直到年底才出现内生企稳迹象。

2022 年，稳增长对于经济工作的重要性已经无需赘述。积极财政空间主要来自 2021 年的腾挪和 2022 年的前置，开年阶段可统筹的资金较多。2021 年广义政府债务增速明显回落，政府总体杠杆率稳中有降，明年稳杠杆压力有所缓解；2021 年的财政收支结余也比较多，估计一般公共预算+政府性基金结余 2.6 万亿。关于财政前置，国新办吹风会透露已提前下达 2022 年新增专项债额度 1.46 万亿，预计 1 季度发行规模超万亿，相比之下 2021 年 1 季度仅发行 264 亿。

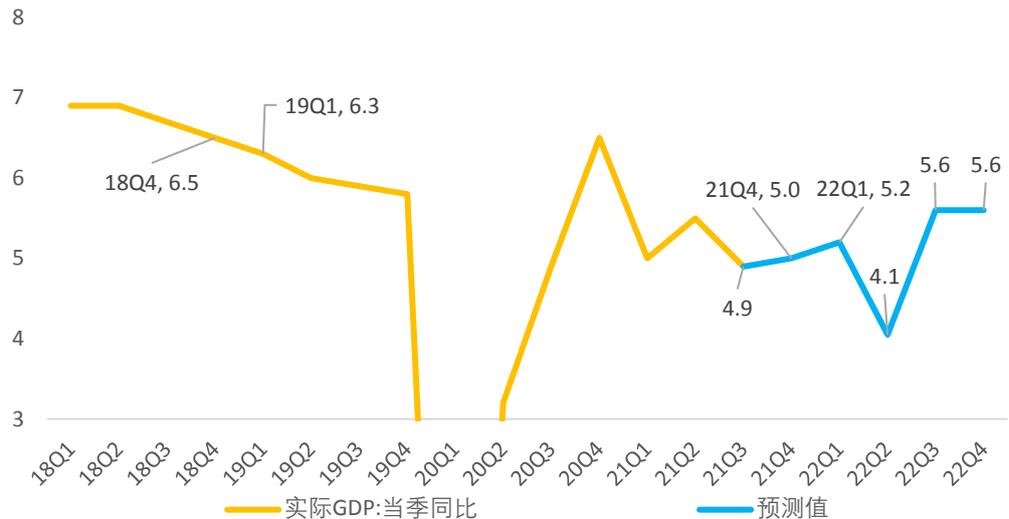
2022 年上半年预计货币政策以结构性工具为主，主要目标是配合财政稳增长，保持流动性合理充裕，同时利用结构性工具引导财政资金流向。12 月 15 日全面降准 50BP 已经落地，明年上半年 MLF 到期只有 1.25 万亿，预计央行将通过公开市场操作保持流动性合理充裕，短期内再次降准的概率偏低。预计降息将以 LPR 报价下调的形式兑现，全面降息（降政策利率）要等到年中前后。

2022 年上半年预计会有一轮宽信用的过程。除了专项债发行前置、货币政策协同配合之外，房企融资放松、表外压降放缓、碳减排定向工具等也有利于信用环境改善，预计社融增速持续回升 2-3 个季度至明年年中，累计回升 1.5% 左右，稍强于 2019 年。

稳增长政策托底，2022 年上半年经济有望取得开门红，但实现路径比 2019 年更复杂。年初经济的改善幅度可能不会太高，主要是春节、冬奥会、两会贯穿 1 月中旬-3 月中旬，届时经济活动减弱、工业限产和疫情防控力度加强，将限制稳增长政策的施展空间。3 月中旬之后要关注稳增长“赶工”的可能性，随着冬奥会和两会闭幕，经济目标敲定、人事安排落定、行政限制放松，稳增长的主观动力和客观条件都具备，经济有望实质性改善。

2022 年下半年，国内的不确定性较多。一是逆周期稳增长政策的持续性不确定，中央经济工作会议的表述更多是强调政策发力节奏“前置”，“房住不炒”和“遏制隐性债务”的表述进一步限制了“老路”的长度，如果上半年经济改善，下半年政策力度可能收敛，潜在的触发因素包括房价躁动和通胀上行；二是长期政策的推进速度不确定，背景是五年一度的全国金融工作会议和党代会先后召开；三是疫情的演进路径不确定。

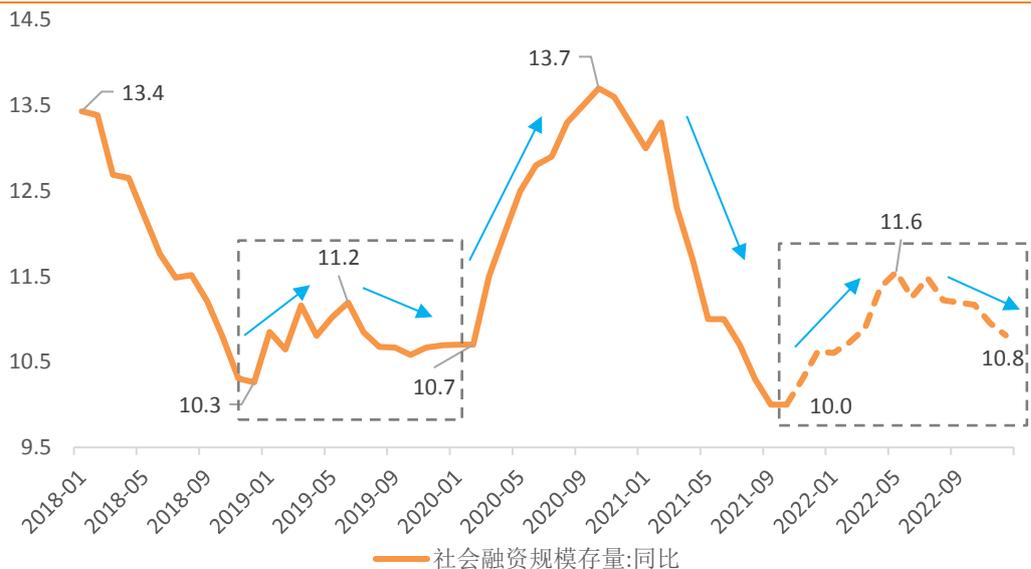
图 1：实际 GDP 增速预测 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

注：1) 2021 年 GDP 增速为两年同比增速；2) GDP 增速 18Q4 6.5%、19Q1 6.3%是统计局于 2020 年修订后的结果，首次公开发布时（初值）均为 6.4%，对应当时市场认为 19Q1 经济企稳、好于预期

图 2：预计社融增速今年底-明年年中回升 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

二、相似的政策纠偏和市场风险偏好修复

2018 年的紧信用、贸易战等对民企冲击较大，债券违约率上升、企业家信心下降。2018 年 11 月，总书记召开民营企业座谈会，强调“毫不动摇鼓励支持引导非公有制经济发展、支持民营企业发展并走向更加广阔舞台”；12 月政治局会议要求“着力激发微观主体活力”。随后 2019 年中办国办出台多项支持民企的政策，例如《关于加强金融服务民营企业的若干意见》、《关于营造更好发展环境支持民营企业改革发展的意见》等。

2021 年 12 月的政治局会议再次提出“微观政策要激发市场主体活力”，随后中央经济工作会议进一步提出“坚持和完善社会主义基本经济制度，毫不动摇巩固和发展公有制经济，毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展”，政策环境强调保护市场主体、优化营商环境、弘扬企业家精神，向追求效率的部门释放更多政策空间。预计政策纠偏将是明年经济和市场的主题之一，部分政策压力较大的行业如互联网、传媒、教育等，有望在有序发展中迎来政策的适度纠偏。

风险偏好修复主导了 2019 年 A 股市场的否极泰来。各板块特别是创业板估值在 2018 年底降至历史极低水平，这是 2019 年市场风险偏好回升带动 A 股估值修复的重要基础；宏观政策友好、信用环境改善和资本市场改革成为市场上涨的主要动力，在经济基本面、货币政策和中美关系的节奏变化下，A 股全年走出了“N 字型”。

图 3：2019 年 A 股走势“N 字型”



资料来源：WIND，天风证券研究所

表 1：2019 年 A 股各行业涨幅（%）（申万一级行业）

电子	食品饮料	家用电器	建筑材料	计算机	非银金融	农林牧渔	医药生物	休闲服务
73.8	72.9	57.0	51.0	48.0	45.5	45.4	36.8	27.9
国防军工	电气设备	有色金属	化工	机械设备	银行	房地产	传媒	通信
27.2	24.4	24.3	24.2	23.9	22.9	22.8	21.2	20.0
轻工制造	交通运输	汽车	采掘	商业贸易	纺织服装	公用事业	钢铁	建筑装饰
19.3	17.3	14.6	9.1	8.8	7.1	5.1	-2.1	-2.1

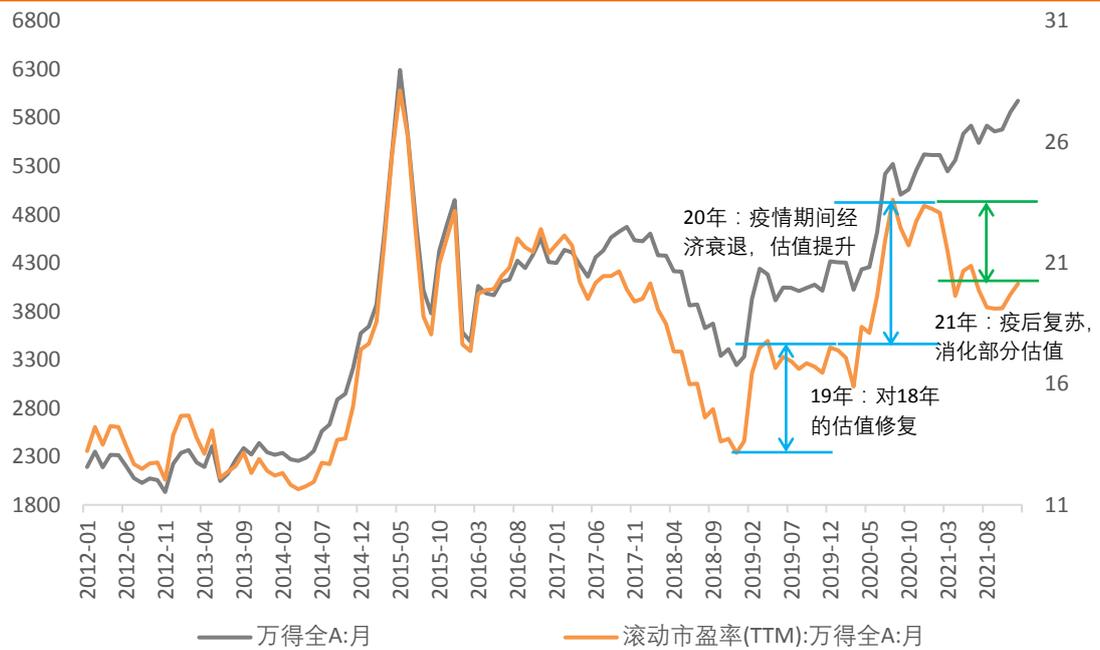
资料来源：WIND，天风证券研究所

虽然 2022 年的经济、通胀和政策等宏观状态与 2019 年有诸多相似，但市场状态已经有很大差异。WIND 全 A 经过连续 3 年上涨，估值来到偏高水平，当前处于近 10 年的 30% 分位数（剔除大幅波动的 2015-2016 年为 20%）。考虑到 2020 年疫情期间的低基数已经在今年填平，明年名义 GDP 增速大概率低于今年，A 股的整体业绩增速也将有一定回落，预计明年 A 股将是阶段性和结构性行情。

1 季度可能是全年交易的窗口期。类似 2019 年，1 季度政策信号积极、宏观数据真空，预计市场交易稳增长政策加码（复苏预期），同时政策态度友好、信用环境改善、流动性充裕，对高景气成长也有支撑，风格偏均衡。

3 月中旬之后要关注经济基本面的实质性改善。随着宏观数据真空期结束，经济实质性改善、社融增速持续回升，市场可能交易基本面改善（复苏兑现），风格转向大盘价值。下半年的不确定性较高，如果稳增长政策力度收敛，流动性保持充裕，总体对高景气成长有利。

图 4：WIND 全 A 连续 3 年上涨，估值处于偏高水平



资料来源：WIND，天风证券研究所

三、相似的利率波动加大和联储先紧后松

与 2019 年类似，债券收益率在 2021 年“弱经济、紧信用、宽货币”的环境里顺畅下行后（类似 2018 年），2022 年经济和政策的预期摆动将加大利率波动。

开年阶段利率波动可能较大。明年稳增长诉求提升，稳增长需要宽信用，宽信用则需要合理充裕的流动性环境，因此在信用明显扩张、经济实质性改善之前，适度宽货币是利率保持胜率的基础。但对 2019 年的学习效应，利率的下行可能比较纠结，全面降息之前赔率有限。

3 月之后利率有暂时调整的风险。这一阶段关注两方面变化：一是地方“赶工”稳增长，经济实质性改善；二是社融持续上升，宽信用落实。这将在三个维度利空利率：1) 经济悲观预期修正；2) 宽货币乐观预期修正（降息不会太快）；3) 信用供给扩张挤出利率需求。

下半年的不确定性较多，总体对利率有利。如果稳增长政策力度收敛，社融回升将告一段落，利率压力缓解。这一阶段降息概率提升，有利于利率中枢系统性下行，CPI 的温和上升对货币政策影响有限。如果全国金融工作会议的基调偏向防风险，预计央行将保持流动性合理充裕以缓解市场波动。

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_31394

