



Research and
Development Center

社融回升、基建回暖和双峰增长 ——2022 年中国宏观经济展望

2021 年 12 月 19 日

解运亮

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

社融回升、基建回暖和双峰增长——2022年中国宏观经济展望

2021年12月19日

摘要：

- **双峰增长：经济增长向潜在增速回归。**我们的测算显示，2021年中国经济增速低于潜在增速，存在明显的下行缺口，印证中央关于需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力的判断。下行压力的成因与今年政策环境偏紧有关，随着政策基调明显纠偏转向积极，我们预计2022年中国经济将逐渐回归潜在增速，季度增长节奏上呈双峰形态，全年GDP增速有望达到5.6%。
- **社融回升：宽财政、促实业和稳房贷。**宽信用背景下，预计2022年社融增速有望达11%以上，政府债券多发、制造业贷款高增和房贷企稳将是三个重要方向。CPI走势前低后高，上半年总体温温，三季度可能走高至3%左右，全年中枢为1.9%。PPI进入下行通道，预计到2022年底降至1%左右，全年中枢为6%。名义GDP增速可能达到9%，社融增速和名义经济增速基本匹配。
- **基建回暖：对冲地产投资下行的抓手。**2022年房地产投资维稳压力较大，制造业投资增速可能较2021年小幅回落，出口增速可能明显回落。中央强调“适度超前开展基础设施投资”，我们预计2022年基建投资增速有望达到7-8%，责无旁贷地担负起稳增长的重任。过去两年消费复苏缓慢，未来改善空间巨大，若2022年疫情防控形势平稳，则2022年全年社零增速可达到7%以上。
- **市场展望：资产配置天平向股市倾斜。**在一个政策加码、社融回升、经济回暖的宏观环境中，2022年上半年股市迎来较好配置机会，重点看好大基建和大消费相关板块。而在政府债券多发、宽信用逐渐见效、通胀压力累积等因素影响下，预计2022年上半年债市收益率上行风险大于下行风险。
- **风险因素：疫情再度恶化，政策发力不及预期等。**

目录

一、双峰增长：经济增长向潜在增速回归	5
1.1 2021 年中国经济增长低于潜在增速	5
1.2 2022 年经济增长将向潜在增速回归	6
1.3 全年节奏上可能呈双峰增长形态	9
二、社融回升：宽财政、促实业和稳房贷	10
2.1 信用周期：新一轮宽信用周期正在走来	10
2.2 社融：三大方向共同推动社融回升	12
2.3 通胀：CPI 前低后高，PPI 一路下行	13
三、基建回暖：对冲地产投资下行的抓手	16
3.1 房地产投资：上半年负增长，下半年有望低位企稳	16
3.2 制造业投资：有小幅回落压力，但韧性犹存	18
3.3 基建投资：责无旁贷地担负起稳增长的重任	21
3.4 出口：繁华过后终将归于平静	25
3.5 消费：迈向常态持续复苏，不会更差只会更好	26
四、市场展望：资产配置天平向股市倾斜	28
风险因素	29

图目录

图 1：2021 年中国经济增长低于潜在增速	5
图 2：2021 年前三个季度 GDP 环比最高不超 1.2%	6
图 3：2021 年前三个季度 GDP 环比明显低于往年同期	6
图 4：政策收紧对主要经济变量产生影响	7
图 5：2021 年增长目标不高，政策重心在于抓住窗口期推进转型	7
图 6：长期目标是 2035 年基本实现现代化	8
图 7：实现长期目标要求经济增速不能下降太快	8
图 8：“十四五”时期中国经济潜在增速在 5-5.7%	9
图 9：2022 年经济增长可能呈双峰形态	10
图 10：票据和同业存单收益率的背离能够反映信贷需求变化	10
图 11：近几个月商业银行依靠票据融资填充信贷规模的迹象明显	11
图 12：新一轮宽信用周期已经启动	12
图 13：预计 2022 年新增社融不低于 2020 年	12
图 14：社融增速触底回升，2022 年有望达 11% 以上	13
图 15：长期中食品价格持续上涨，非食品价格相对稳定	14
图 16：非食品价格今年上半年上涨较快	14
图 17：2022 年上半年通胀风险很小，下半年通胀将逐步走高	15
图 18：历史上，PPI 上行通道之后往往伴随着下行通道	15
图 19：本轮 PPI 触顶后进入下行通道	16
图 20：房地产投资增速仍处于下行通道中	17
图 21：5-10 月房地产投资环比弱于季节性，11 月回归季节性	17
图 22：2021 年 5-9 月居民房贷持续下行，10 月出现企稳迹象	18
图 23：房地产投资累计增速将于 2022 年一季度进入负区间，下半年有望企稳	18
图 24：2021 年以来制造业投资表现亮眼	19
图 25：2021 年多数月份制造业投资环比均好于季节性	19
图 26：出口领先于制造业投资半年到一年	20
图 27：2021 年产能利用率处于历史高位	20
图 28：2021 年工业企业利润率创下历史高点	21
图 29：2022 年制造业投资增速可能先升后降	21
图 30：基建投资当月同比已连续数月负增长	22
图 31：2021 年多个月份基建投资明显弱于季节性	22
图 32：2021 年地方一般债发行进度落后于往年	23
图 33：2021 年地方专项债发行进度也落后于往年	23
图 34：2020 年专项债基建投向占比约为 66%	24
图 35：2021 年专项债基建投向占比约为 63%	24
图 36：专项债对基建投资的拉动有两大渠道	24
图 37：基建投资即将发力，2022 年增速将显著回升	25
图 38：中国出口份额历史性高点已经出现，此后保持较强韧性	25
图 39：2022 年中国出口增速可能回落到 0-5% 区间	26
图 40：后疫情时代，社会集团消费增长始终慢于居民消费	27

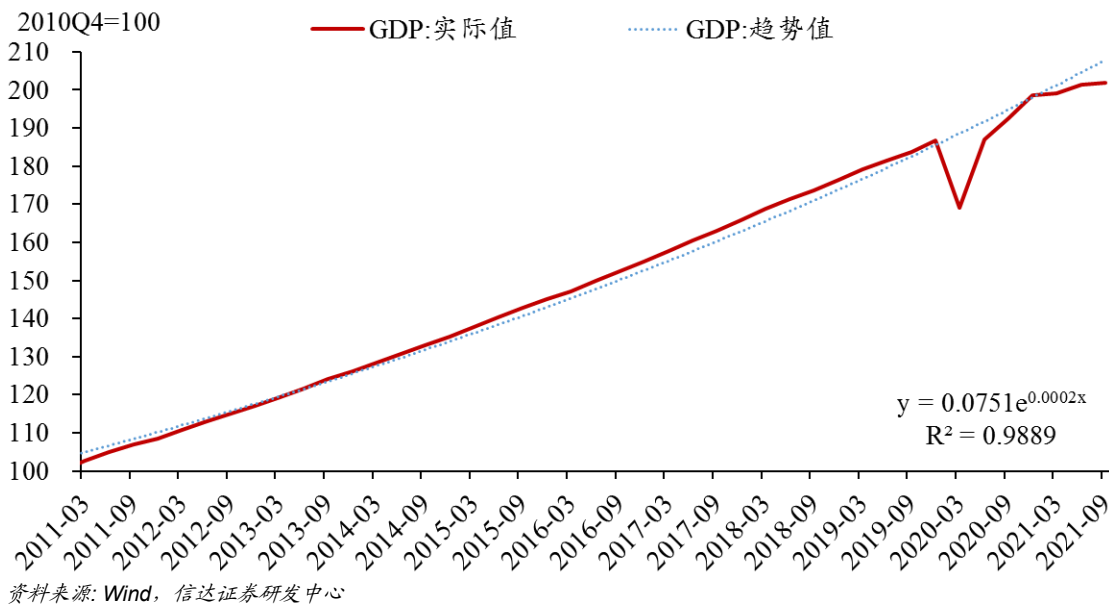
图 41: 若 2022 年疫情防控形势平稳, 则 2022 全年社零增速可达到 7%以上.....	27
图 42: 社融回升利好 2022 年股市表现	28
图 43: 2022 年上半年债市风险大于机会.....	28

一、双峰增长：经济增长向潜在增速回归

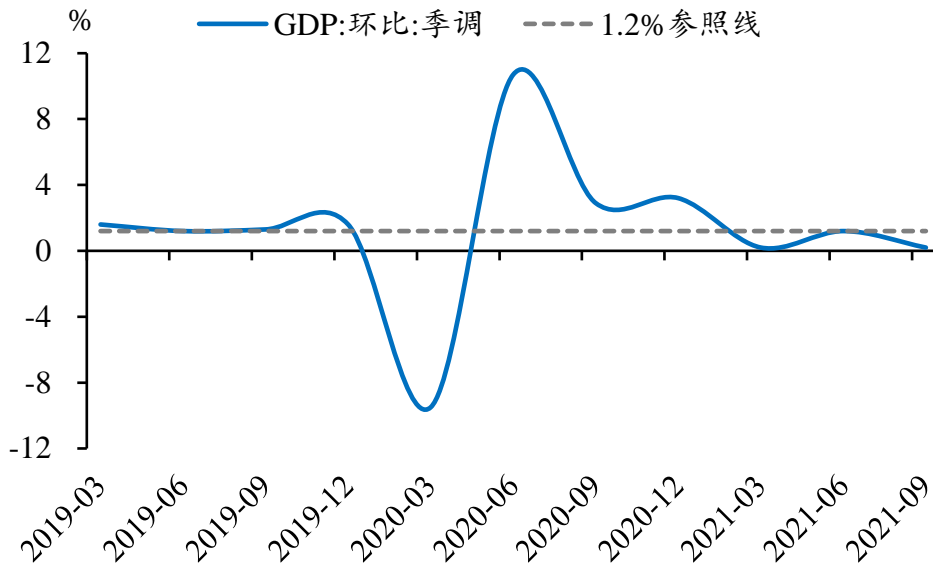
1.1 2021 年中国经济增长低于潜在增速

站在 2021 年底，回顾过去一年的中国经济，我们的一个基本看法是，2021 年中国经济增长是低于潜在增速的。2020 年中国经济较早走出新冠疫情冲击的困境，率先实现复工复产，在主要经济体中是唯一取得正增长的。2021 年，中国经济总体延续复苏，前三个季度分别取得 18.3%、7.9%、4.9% 的同比增速。考虑到同比增速受基数影响较大，我们根据官方公布的 GDP 当季环比增速构建了 GDP 季度定基指数，并添加趋势线反映经济潜在增长表现。考察实际值和趋势值的偏离情况，可以看到，去年下半年中国经济快速复苏，截至 2020 年第四季度，实际产出水平已经回到潜在增长趋势上，但 2021 年以来，实际产出水平重新掉落到潜在增长趋势下方，存在下行缺口，显示 2021 年中国经济增长低于潜在增速（图 1）。这也印证了中央提出的“我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”重要判断。

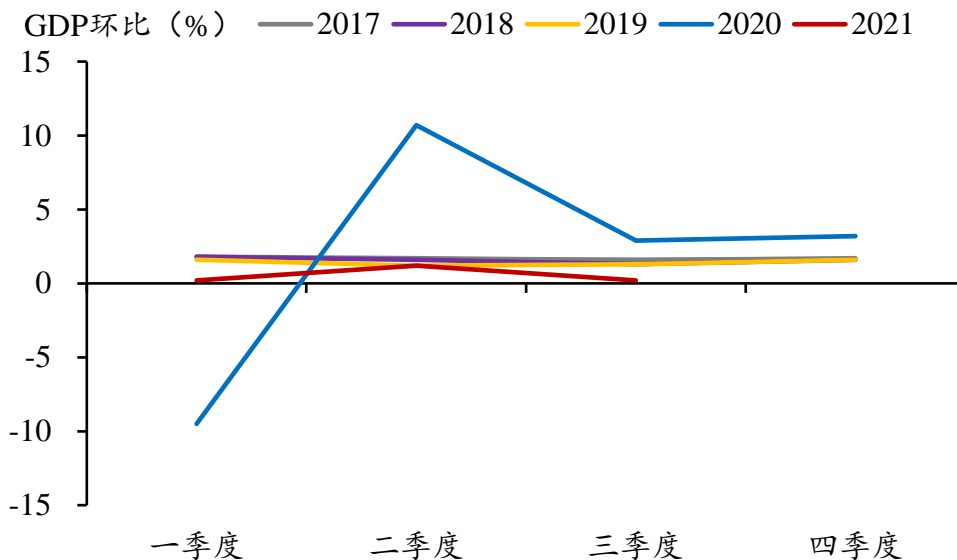
图 1：2021 年中国经济增长低于潜在增速



从数据本身看，2021 年中国经济增长低于潜在增速，源于每个季度 GDP 环比增速均显著偏低。2021 年前三个季度，GDP 环比增速（均指季调后增速，下同）分别为 0.2%、1.2%、0.2%，一季度和三季度都是近乎零增长的表现，二季度略高，但也只有 1.2%，而 1.2% 仅为疫情前 GDP 环比增速的低点水平（图 2-3）。纵向对比来看，前三个季度每个季度 GDP 环比增速均弱于过去几年同期水平（疫情爆发的 2020 年一季度除外）。横向对比看来，美国前三个季度 GDP 环比折年率分别为 6.3%、6.7%、2.1%，中国数据换算成环比折年率后分别为 0.8%、4.9%、0.8%，中国经济已经连续三个季度环比增长慢于美国。这再次从侧面反映，2021 年中国经济增长低于潜在增速，这是因为理论上现阶段中国经济潜在增速是高于美国的，然而实际表现反而不如美国。

图 2：2021 年前三个季度 GDP 环比最高不超 1.2%


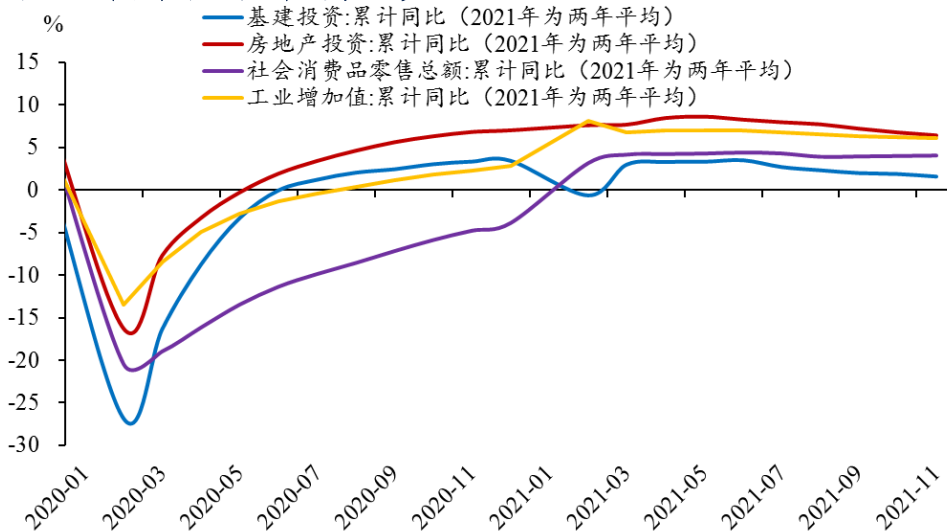
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：2021 年前三个季度 GDP 环比明显低于往年同期


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 2022 年经济增长将向潜在增速回归

深挖数据背后的深层原因，2021 年下半年以来经济下行压力加大，固然与疫情变异反弹、多地洪涝灾害等突发因素有关，但与一系列宏观政策偏紧也是分不开的。2021 年以来，包括财政政策、房地产调控政策、疫情防控政策、能耗双控政策在内的一系列政策同时偏紧，每一项政策偏紧，都会造成一些经济指标走弱，多项政策同时偏紧，自然就会导致整体经济下行压力加大。例如，财政政策偏紧，表现在财政支出增速远小于财政收入增速、地方债发行节奏后置等，造成的结果就是基建投资持续疲弱，截至 2021 年 11 月，广义基建累计同比-0.17%，落入负区间；房地产调控高压之下，房地产业从销售、新开工到投资全链条走弱；严格的疫情防控对消费造成较大影响，截至 2021 年 11 月，社零两年平均增速为 4.4%，与疫情前 8% 的增速相比仍有很大差距；能耗双控下的限电限产，主要是对三季度工业生产形成了一波短暂的冲击（图 4）。

图 4: 政策收紧对主要经济变量产生影响


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

再往深层看，2021 年一系列宏观政策偏紧的原因在于，政策重心在于抓住窗口期推进转型，而不在于追求高增长。2020 年底，中央经济工作会议强调，要用好宝贵时间窗口，集中精力推进改革创新，以高质量发展为“十四五”开好局。这一要求为 2021 年各项宏观政策确立了基本基调，那就是以服务改革创新和高质量发展为主。2021 年 3 月，政府工作报告提出，今年预期目标设定为 6% 以上，考虑了经济运行恢复情况，有利于引导各方面集中精力推进改革创新、推动高质量发展。当时市场普遍认为 GDP 增速目标设为 6% 并不高，对此颇感意外，回过头来看，设定一个不高的增长目标，恰恰表明政策重心在于抓住窗口期推进转型，而不在于追求高增长（图 5）。在这样的政策基调下，今年以来一系列宏观政策偏紧就不难理解了。

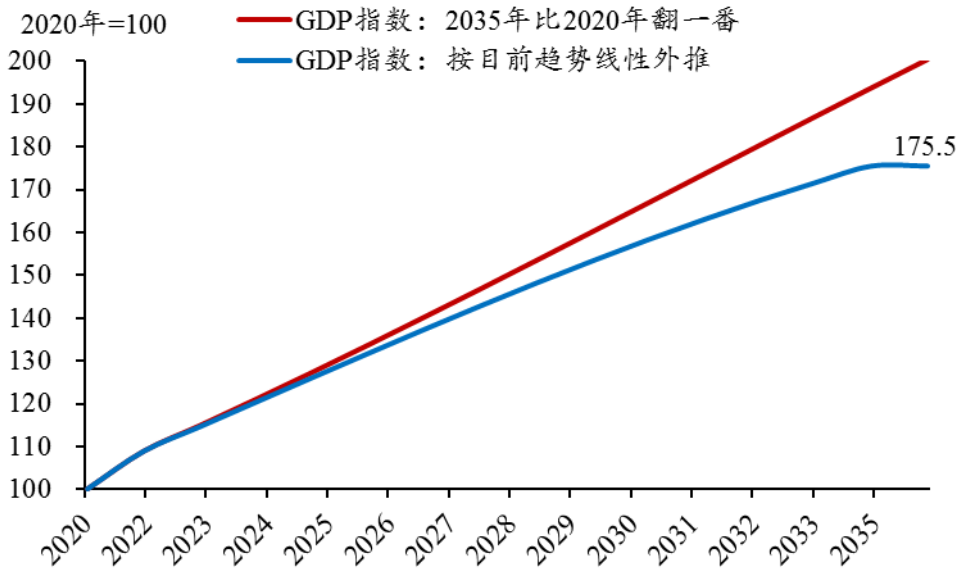
图 5: 2021 年增长目标不高，政策重心在于抓住窗口期推进转型


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

经济增长长期低于潜在增速将影响中长期目标实现。《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》中明确提出，我们到 2035 年的远景目标是，基本实现社会主义现代化，人均国内生产总值达到中等发达国家水平。据全国政协经济委员会副主任杨伟民介绍，其中的隐含目标是 2035 年 GDP 比 2020 年再翻一番，为此，2020-2035 年 GDP 需年均增长 4.73%。考虑到人口老龄化导致劳动年龄人口减少、资本边际产出递减导致资本增长放缓等因素，中国

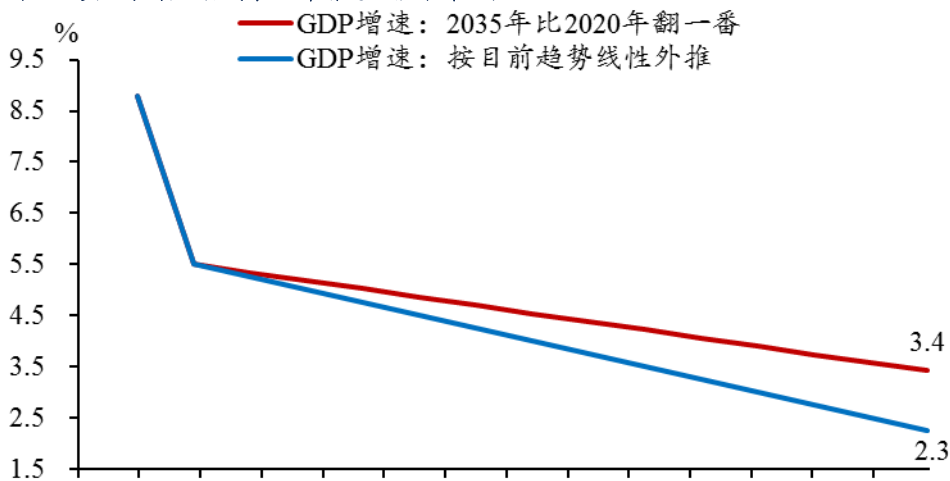
经济未来可能仍有再下台阶的可能。但为了保证实现 2035 年远景目标，经济增速不能下降太快。从 2012 年到 2019 年，中国经济增速从 7.9% 下降到 6%，平均每两年下降约 0.5 个百分点。若按此趋势线性外推，到 2035 年中国经济增速将降至 2.5% 以下，无法完成再翻一番的目标（图 6-7）。更不用说由于实际增长低于潜在增长，2021 年前三季度 GDP 两年平均增长 5.2%，下降速度甚至比疫情前还有所加快。

图 6：长期目标是 2035 年基本实现现代化



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：实现长期目标要求经济增速不能下降太快



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_31499

