

新发展阶段下的“稳增长”

——2022年宏观经济形势展望

作者

潘宇昕 分析师
SAC 执业证书: S0380521010004
联系电话: 0755-82830333
邮箱: panyx@wanhesec.com

相关报告

万和证券-专题研究《美国1970滞胀回顾与启示》-12/08

万和证券-宏观研究《2021下半年宏观经济及大类资产展望:复苏节奏放缓,把握结构机会》-07/06

摘要:

今年我国经济呈现外需强、内需弱的局面。上半年经济开局较好,出口和地产双轮驱动带动建筑业、中游制造业以及疫情相关行业高增长,经济压力整体较小。进入下半年,房地产在严格的监管调控措施下快速降温,再加“能耗双控”政策升级,部分地区限电限产,三季度GDP同比仅4.9%,经济下滑速度超预期。相比之下,海外复苏带动贸易扩张,出口对GDP的贡献远高于往年。

宏观政策方面,货币政策总体以稳为主,重点支持中小微企业、绿色金融、区域协调发展等政策合意方向,对房地产、城投债监管较严。财政支出节奏呈现一定程度的后置,由于今年出口景气度高,就业压力小,为财政后置、地产调控、“双控”政策创造了条件。2021年出台的各项宏观政策具有强烈的“新发展阶段”特点,聚焦专精特新、双碳、反垄断等领域。

展望明年,宏观经济运行面临较多的下行压力,但宏观政策诉诸“稳增长”,经济增速比较难向下突破,GDP增速预计保持在5.5%左右。随着全球复苏进入后半程、海外主要经济体货币政策开始调整,全球增长动能趋于减弱,海外供应链瓶颈改善对进口将有一定替代效应,我国出口明年预计下缓坡。在全球疫情没有明显好转之前,常态化防控措施将持续扰动消费复苏。12月中央经济工作会议对当前面临的困难有充分的认识,会议要求“明年经济工作要稳字当头、稳中求进,政策发力适当靠前”。针对今年运动式减碳,中央表示“传统能源逐步退出要建立在新能源安全可靠的替代基础上”,明年供给约束边际放松得到印证。

财政积极加码,预计2022年赤字率仍维持在3%以上,新增专项债3万亿左右,结构上应是“托旧迎新”,碳中和、保障性住房、十四五重大项目等或是方向。经济工作会议明确提出要保证财政支出强度、加快支出进度,基础设施投资适度超前等积极的财政政策部署,同时强调“跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合”,逆周期重回视野,基建有望发力。传统基建投资主要是起稳固经济基本盘的作用,而不会重回老路,全年增速回升至5%左右的水平,更多还是在新基建、“补短板”等领域。

PPI压力缓解,CPI保持温和,中下游成本压力缓解。今年最超预期的变量在于原材料价格,明年全球需求减弱、国内供给约束边际放松,PPI同比大概率已经见顶,CPI在中端需求偏弱的情况下预计温和复苏,中下游成本压力将明显缓解,盈利空间有望改善。

货币政策空间仍存,降息降准可期。货币政策没有透露明显的转向,“房住不炒”的基调延续,具体金融政策的执行有一定调整空间,但整体基调仍然是稳健加定向宽信用。明年下半年美联储可能开启加息周期,对央行的货币工具有一定制约,但央行货币政策强调“以我为主”,随着稳增长意愿增强,货币端在2022年上半年有望进一步宽松,降准、降息均有空间。

投资建议:

明年A股总体维持上有顶下有底的走势。宏观政策托底需求,“房住不炒”和债务严监管标示需求天花板,货币政策整体维持宽松,但流动性对估值抬升有限,宏观政策预计将相机修正政策的松紧以应对复杂多变的外围环境,A股大概率维持震荡走势。短期关注“稳增长”下传统行业的修复和政策实际落地情况,新基建、新能源、“双碳”等新经济中长期仍有高成长预期;明年PPI下行,CPI温和复苏,中下游行业值得关注。利率债方面,10年期国债收益率仍有下行空间。

风险提示:疫情发展超预期、海外货币政策超预期收紧、政策推进不及预期、信用风险超预期恶化



请阅读正文之后的信息披露和重要声明

正文目录

一、	2021 年回顾	4
(一)	基本面：外需强，内需弱	4
1.	出口：量跌、价升	4
2.	消费：受疫情反复影响修复偏慢	5
3.	固定资产投资：整体低迷、行业差异显著	7
4.	通胀：PPI 高涨，CPI 低迷	9
(二)	政策面：跨周期，调结构	12
1.	货币政策整体稳健，重在调结构	12
2.	财政政策节奏明显后置	13
3.	宏观政策着眼“新发展阶段”	13
二、	2022 年经济形势展望	14
(一)	经济面临的主要下行压力	14
1.	全球复苏进入后半程，增长动能减弱	14
2.	供应链瓶颈趋于缓解，出口预计承压	14
3.	消费平稳改善但可能难以回到疫情之前	16
4.	传统基建已经度过了高速增长阶段	16
(二)	PPI 压力缓解，CPI 保持温和	17
1.	国内供给约束有望缓解，PPI 大概率见顶	17
2.	PPI 对核心 CPI 领先 3-12 个月	18
3.	猪价油价共振概率较低，CPI 整体温和回升	18
(三)	2022 年“稳字当头”、政策发力适当靠前	18
1.	经济压力加大，政策诉求“稳增长”	18
2.	货币政策空间仍存，降息降准可期	19
3.	财政加码，托旧迎新	21
三、	资产配置建议	22
四、	风险提示	23

图表目录

图表 1	我国出口份额较疫前明显提升	4
图表 2	主要出口区域两年复合增速	4
图表 3	主要产品出口金额（亿美元）	4
图表 4	出口数量与价格指数	5
图表 5	消费修复偏慢，餐饮远低于疫情前	6
图表 6	地产后周期产品和汽车零售额	6
图表 7	2020-2021 年 GDP 各分项两年复合同比增速	6
图表 8	居民可支配收入增速低于疫前	6
图表 9	城镇居民储蓄倾向上升	6
图表 10	固定资产投资增速（%）	7
图表 11	固定资产投资增速：分领域（%）	7
图表 12	制造业固定资产投资增速：分行业：（%）	7
图表 13	房地产拿地、开工、销售同比增速全面下滑（%）	8
图表 14	国有土地出让金收入累计同比（%）	8
图表 15	专项债发行进度慢于往年	9
图表 16	财政支出累计增速：分领域（%）	9
图表 17	发达国家疫后债务率上升幅度居前列（%）	9

图表 18 国际油价与美国 CPI、中国 PPI 较为同步（%、美元/桶）	9
图表 19 2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表	10
图表 20 主要原材料产量同比（%）	10
图表 21 大宗商品价格（2020.1.6=100）	10
图表 22 国内 CPI 同比增长并不高（2019.12=100）	11
图表 23 美国通胀全面上行（2019.12=100）	11
图表 24 2021 年主要货币政策回顾	12
图表 25 近期各部委关于房地产政策的相关表述	12
图表 26 IMF 下调了全球及主要经济体经济增速预期	14
图表 27 美国工业产值和产能利用率（十亿美元、%）	15
图表 28 美国三大商库存销售比（%）	15
图表 29 运价指数	15
图表 30 美国主要港口集装箱吞吐量：进口（万箱）	15
图表 31 美国供应链瓶颈或趋于缓和	16
图表 32 当日新增新冠确诊病例（万例）	16
图表 33 国际油价与美国 CPI、中国 PPI 较为同步（%、美元/桶）	16
图表 34 基础设施建设增速（%）	17
图表 35 PPI 同比领先核心 CPI 同比 3-12 个月（%）	18
图表 36 猪价及产能（元/千克、万头）	18
图表 37 12 月 10 日中央经济工作会议重点部署内容	19
图表 38 美联储 9 月公布的利率预期点阵图（%）	19
图表 39 美联储 12 月公布的利率预期点阵图（%）	19
图表 40 中美利率政策较为同步（%）	20
图表 41 城镇调查失业率（%）	21
图表 42 “十四五” 规划重大工程项目一览	22

一、2021 年回顾

今年我国经济整体保持较好发展态势，前三季度 GDP 同比增长 9.8%，两年平均 5.2%，主要是上半年经济开局较好，出口和地产双轮驱动带动建筑业、中游制造业以及疫情相关行业高速增长，经济压力整体较小。进入下半年，房地产在严格的监管调控措施下快速降温，基础设施投资表现平淡，同时消费受疫情影响修复一直偏慢，再加“能耗双控”政策升级，部分地区限电限产，三季度 GDP 同比仅 4.9%，经济下滑速度超预期。相比之下，海外复苏带动贸易扩张，出口对 GDP 的贡献远高于往年。

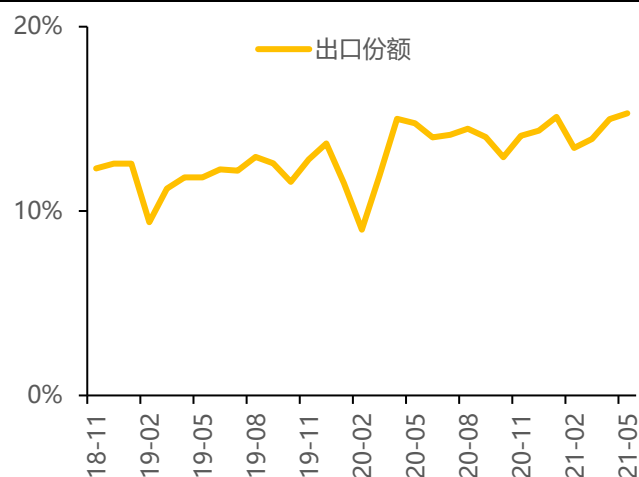
（一）基本面：外需强，内需弱

1. 出口：量跌、价升

今年 1-11 月出口金额累计同比增长 31%，两年复合增速超过 15%，全球贸易扩张叠加中国份额韧性是今年出口景气的主要逻辑。发达国家经济在大规模刺激政策下，需求恢复强于生产，全球疫情时有反弹，海外供应链恢复不畅，而中国疫情防控较好，生产端基本不受影响，供应链优势凸显，中国出口份额在全球复苏背景下仍保持韧性。

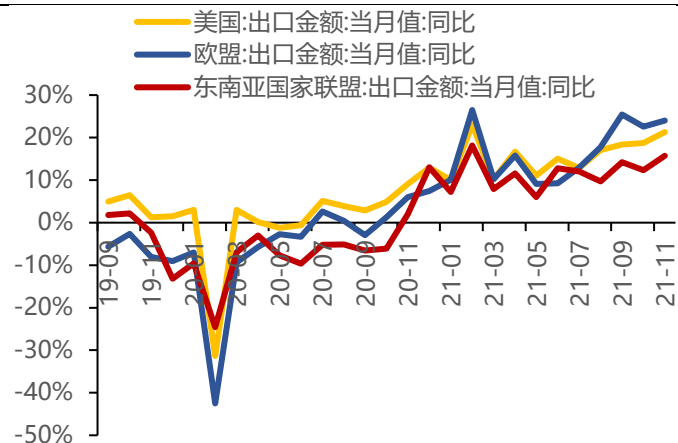
从区域角度来看，1-11 月我国的主要出口地区依次为美国、欧盟、东盟，分别占我国出口金额的 17%、15%、14%，两年复合同比增速均超过 16%，不同目的地国家的贡献正在向 2019 年回归，前三季度欧美复苏进程较快，对我国出口的拉动高于其他地区。

图表 1 我国出口份额较疫前明显提升



资料来源：comtrade、万和证券研究所

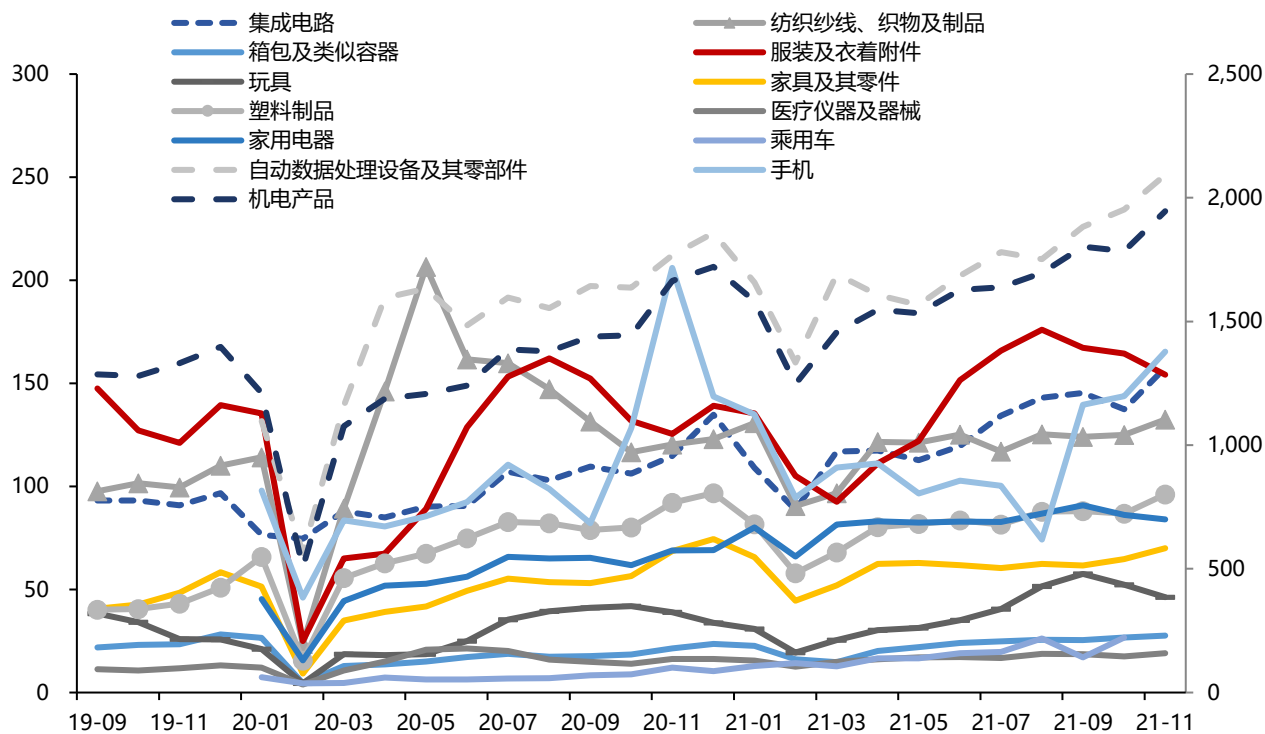
图表 2 主要出口区域两年复合增速



资料来源：Wind、万和证券研究所

从商品角度来看，一是自动数据处理设备、集成电路、机电产品出口仍然强劲，海外生产性复苏对我国出口仍然有较强支撑；二是疫情防治相关产品较高峰时期下降明显，指向海外疫情缓解；三是服装、玩具、塑料等劳动密集型产品出口趋向回落；四是家电家具等地产后周期产品增速放缓。

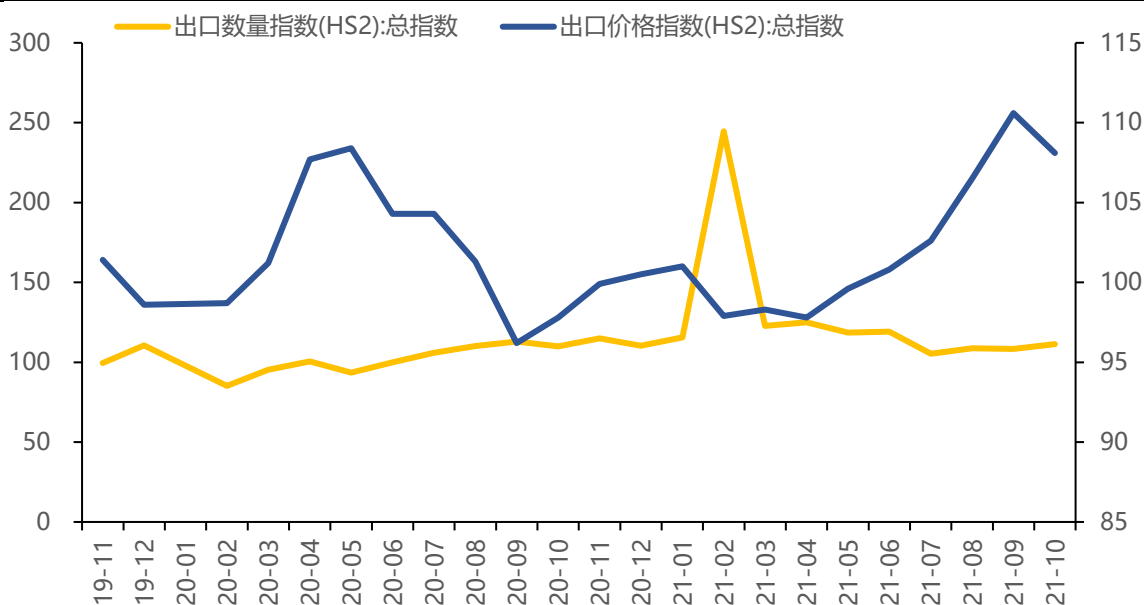
图表 3 主要产品出口金额（亿美元）



资料来源：Wind、万和证券研究所

价量角度来看，价格也是出口高增的重要因素。今年4月以来国内工业品价格上涨背景下，出口价格指数对出口的支撑上台阶，特别是下半年以来，价格上行加快，数量因素贡献驱缓。

图表 4 出口数量与价格指数



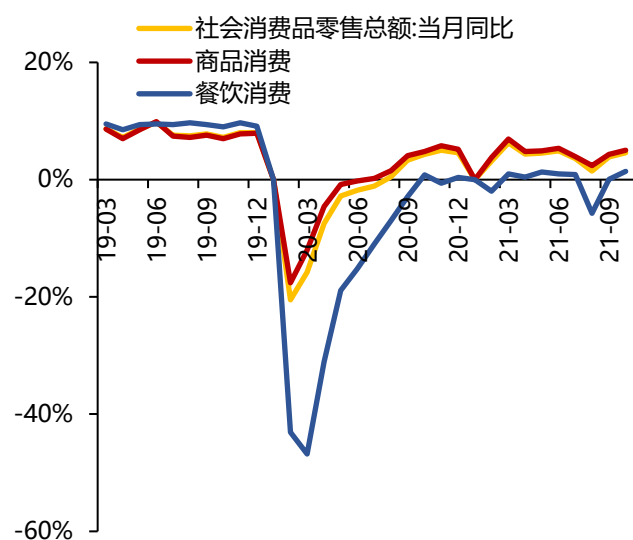
资料来源：Wind、万和证券研究所

2. 消费：受疫情反复影响修复偏慢

1-10月社会消费品零售总额累计增长14.9%，两年年均复合增速3.9%，明显弱于工业生产和出口增速，主要由于服务业的下滑。从零售类型看，必选消费增长稳健，家具建材等地产后周期商品增速呈修复态势；汽车销售受缺芯影响下滑比较明显，中汽协数据显示，二三季度产销率高于季节平均水平，而1-10月汽车零售消费累计同比仅3.5%，较一季度增速下降

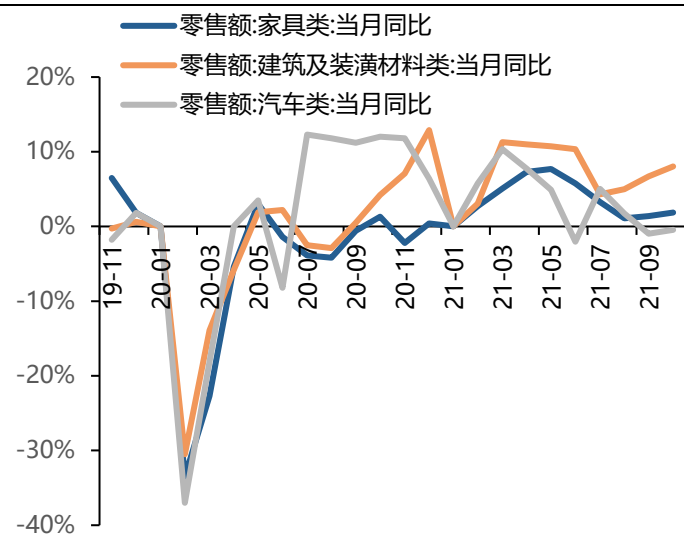
了近 4 个百分点。餐饮消费 10 月平均复合增速 1.33%，疫后修复始终低迷。从 GDP 口径看，工业 GDP 同比高于疫情前，而住宿参餐饮、交通运输、批发零售等服务业增加值同比增速明显低于疫情前。

图表 5 消费修复偏慢，餐饮远低于疫情前



注：2021 年为两年平均增速 资料来源：wind、万和证券研究所

图表 6 地产后周期产品和汽车零售额



注：2021 年为两年平均增速 资料来源：Wind、万和证券研究所

图表 7 2020-2021 年 GDP 各分项两年复合同比增速

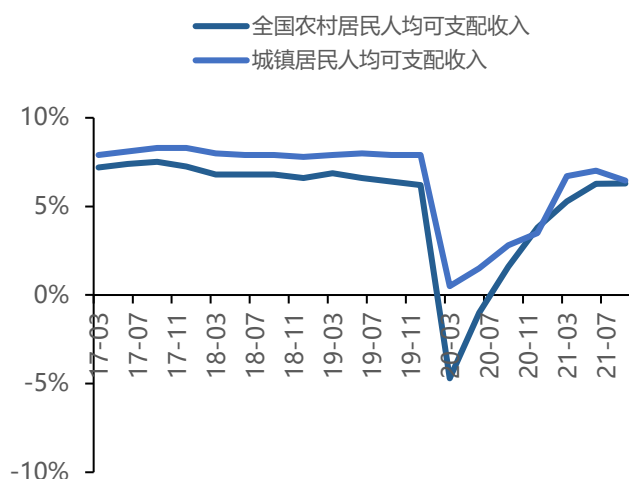
	农林牧渔	工业	建筑业	批发和零售业	交运仓储和邮政业	住宿餐饮	金融业	房地产业	信息服务业	租赁商务服务业	其他行业
2021-09	5.5%	5.2%	3.0%	5.3%	4.9%	0.2%	5.9%	2.3%	17.9%	-0.8%	3.7%
2021-06	5.4%	6.4%	4.8%	5.3%	7.1%	-2.0%	5.6%	5.6%	17.6%	-1.3%	2.6%
2021-03	2.5%	6.7%	0.7%	2.0%	6.6%	-3.6%	5.7%	6.8%	17.1%	-1.1%	3.4%
2020-12	3.8%	5.9%	5.7%	5.8%	6.6%	4.0%	6.7%	4.4%	19.1%	6.0%	5.8%
2020-09	3.4%	4.9%	6.9%	4.3%	5.4%	0.2%	7.2%	5.1%	19.9%	0.6%	4.8%
2020-06	3.4%	4.4%	6.2%	3.5%	4.1%	-6.9%	7.1%	3.1%	19.4%	-0.6%	2.8%
2020-03	0.0%	-8.5%	-17.5%	-17.8%	-14.0%	-35.3%	6.0%	-6.1%	13.2%	-9.4%	-1.8%
2019-12	3.5%	5.0%	4.9%	5.3%	5.7%	5.3%	6.5%	2.1%	18.6%	10.0%	7.1%

资料来源：Wind、万和证券研究所

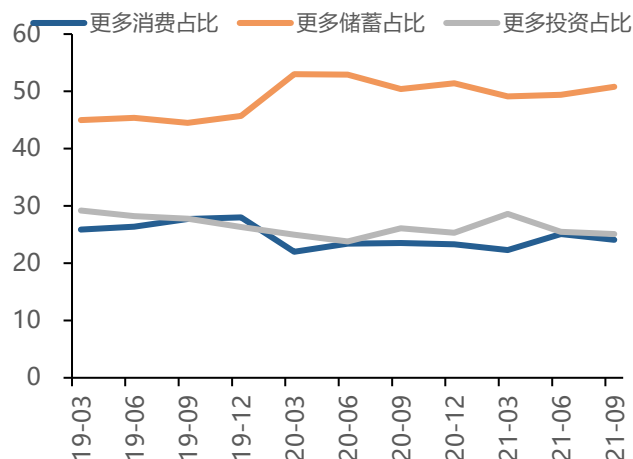
消费修复始终低于预期，主要还是受到防控常态化造成的消费瓶颈。首先，疫情冲击居民收入端，城镇居民和农村居民收入疫后增速明显放缓；其次，居民生活半径缩短，旅游、商务服务、外来务工整体热度下降，所带动的衍生消费会存在增速瓶颈。此外，居民防御性储蓄动机增强，消费倾向下降。中国人民银行城镇储户问卷调查显示，疫情之后储蓄率有显著上升，三季度倾向于“更多消费”的居民占 24.1%，比上年同期增加 0.6 个百分点。

图表 8 居民可支配收入增速低于疫前

图表 9 城镇居民储蓄倾向上升



注：2021年为两年平均增速 资料来源：wind、万和证券研究所

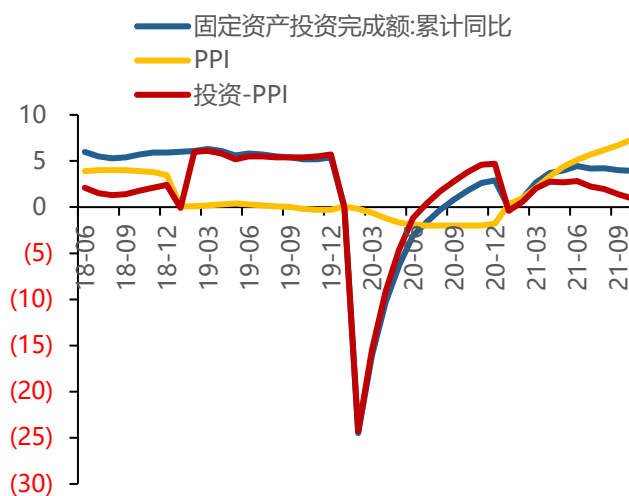


注：2021年为两年平均增速 资料来源：Wind、万和证券研究所

3. 固定资产投资：整体低迷、行业差异显著

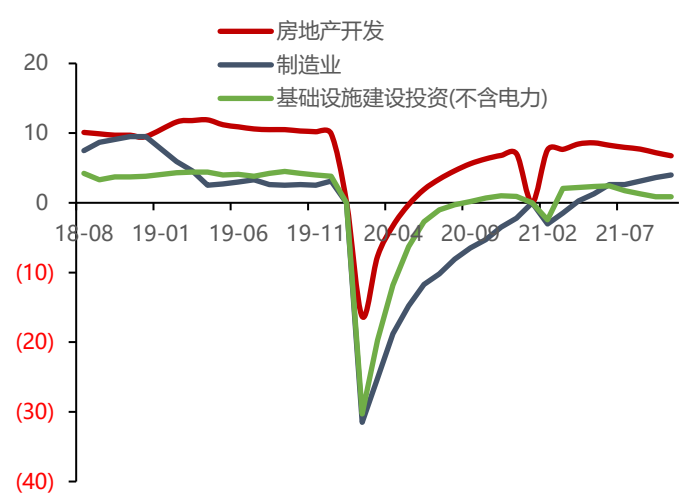
今年上半年固定资产投资增速稳步恢复，两年平均累计增速达 4.46%，但伴随 PPI 不断走高，投资增速在下半年步入下行，1-10 月累计同比增速为 3.93%（两年平均），较上半年下行 0.5 个百分点，剔除价格后的实际投资量下行更明显。

图表 10 固定资产投资增速 (%)



注：2021年为两年平均增速 资料来源：Wind、万和证券研究所

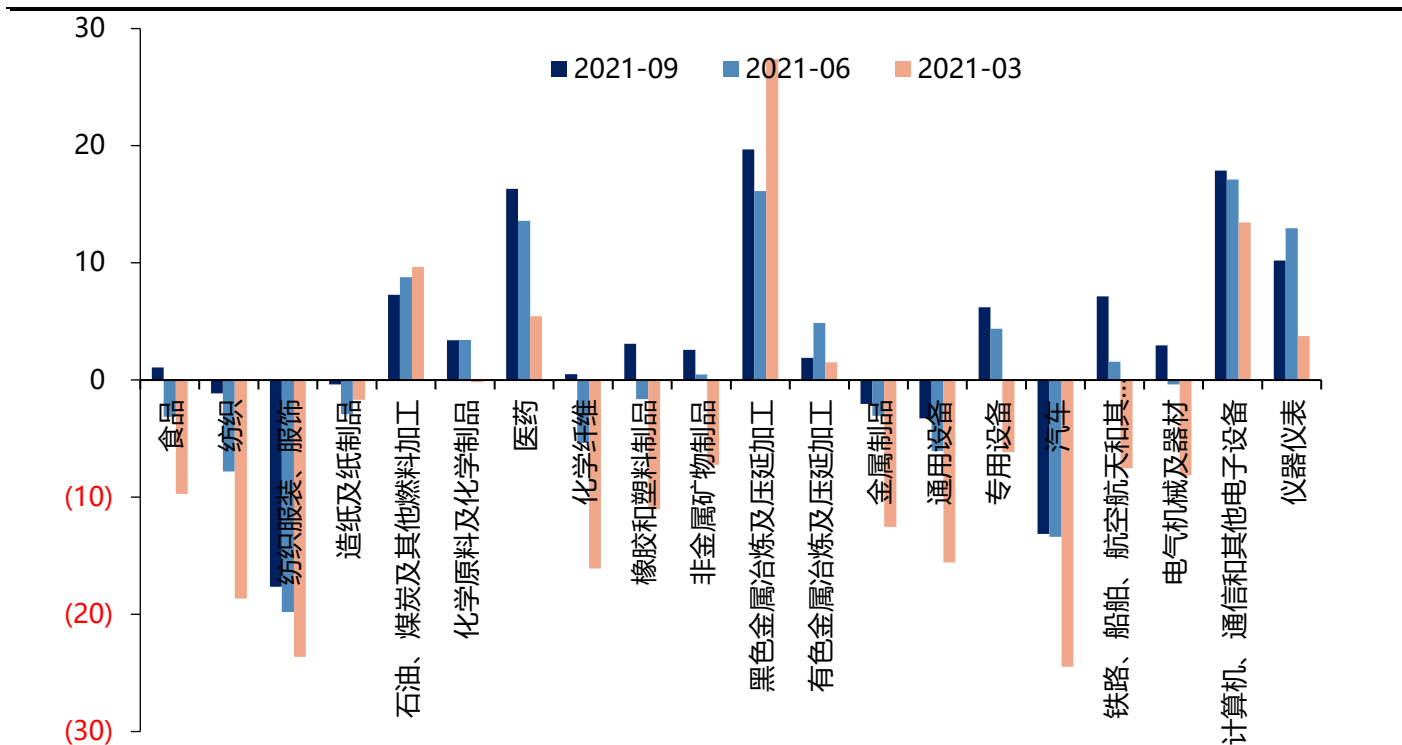
图表 11 固定资产投资增速：分领域 (%)



注：2021年为两年平均增速 资料来源：Wind、万和证券研究所

制造业投资方面，1-10 月累计增长 14.2%，两年平均增长 4%，整体稳健修复，但行业分化非常明显。受益于上游利润改善和出口景气，能源、化工、钢铁、医药、计算机电子等行业投资景气度较高，中游制造业和下游消费行业固定资产投资整体比较低迷，主要是由于中下游利润空间受到原材料成本严重挤压，抑制投资意愿。此外，在三季度以来“双控”政策趋严，能源钢铁等高耗能企业的利润无法转化为投资，导致制造业固定资产投资修复斜率有所放缓。

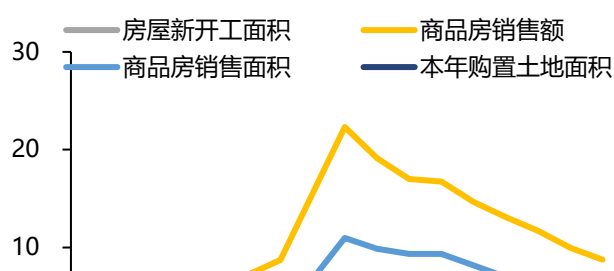
图表 12 制造业固定资产投资增速：分行业： (%)



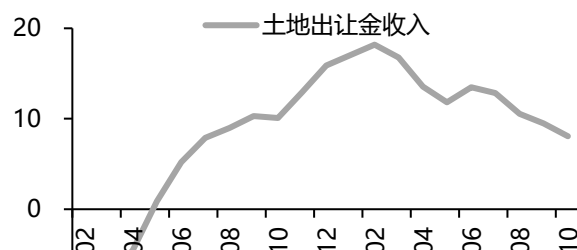
注：累计同比为两年平均增速 资料来源：wind、万和证券研究所

房地产投资方面，1-10月投资增长7.2%，两年平均增长6.75%。2021年“三道红线”全行业全面实施、贷款集中度考核落地，杠杆与信贷监管的进一步规范导致房地产企业新开工和拿地积极性都偏低，叠加个别房企出现信用风险事件，房地产业投融资环境进一步收紧。同时，多个城市购房政策不断升温，三季度居民中长期贷款的同比少增5100亿印证地产销售的回落。房地产周期的下行造成地方财政压力上升，土地出让金累计同比由上半年的22.4%降至前三季度的8.7%。

图表 13 房地产拿地、开工、销售同比增速全面下滑 (%)



图表 14 国有土地出让金收入累计同比 (%)



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_31576

