

## 宏观

## 疫情仍扰动，复苏势不改

报告原因：专题研究

——2022 年宏观经济展望

2021 年 12 月 20 日

宏观研究/深度研究

## 山证宏观固收团队

## 分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码：S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

## 研究助理：

邵彦棋

电话：010-83496311

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

## 主要观点

## ➤ 疫情短期内难以结束，但我们仍期待在明年看到疫情形势的好转。

疫情短期的爆发和消退是周期性的，目前全球单日新增确诊病例数的高点出现在今年初，病毒变异后单日新增确诊病例数暂未超过变异前高点。另外，全球累积死亡率是在逐渐降低的。这些都表明在明年看到疫情拐点的希望增加。

## ➤ 疫情长期化导致海外主要经济体复苏结构失衡，不确定性增加。

一是产生了严重的通胀。二是极端宽松政策使得经济结构整体失衡。在结构失衡下，超宽松政策能否保证有序退出存在较大不确定性，欧洲能源危机也存在隐忧。

## ➤ 疫情长期化下，短期经济变化存在较大不确定性，经济增速很难在防控常态化下回到疫情前的水平。

疫情仍是影响季度经济增速的决定因素。在供给端，疫情长期化限制了服务业。在需求端，疫情长期化抑制了消费恢复。

➤ 明年 PPI 同比预计下行，CPI 同比上升压力不大。工业品价格已过高点，且 PPI 同比面临高基数。明年 CPI 同比可能因食品分项的季节性变化而出现波动，整体上升幅度也因为食品分项而相对较小。下游需求疲弱，原材料价格下降，非食品 CPI 同比上行压力不大。

➤ 当前，我国收入格局不平衡，实现共同富裕是社会主义的本质要求。未来在实现共同富裕目标的过程中，相关政策发力点集中在：完善收入分配制度、增加中高端制造业占比份额，扩大中等收入群体、健全社会公共服务，降低民生成本。

➤ 目前“政策底”已经确认，金融底也已出现。预计公共财政赤字率将在 3.0%-3.4% 区间。货币政策将配合“宽信用”边际宽松，方向会适当宽松。上半年再次降准的概率仍大，降息或是央行稳增长的最后“大招”。预计社融增速明年上半年走高的可能性更大，下半年有后劲不足的风险。

## ➤ 基建是最受期待的投资分项，房地产投资触底，但短期难以回升。

稳增长基调和宽财政下，明年地方专项债发行或高于今年，且预计专项债对应项目落地效率较高，支撑基建投资同比修复。缺少销售，资金支撑下，房地产新开工面积同比短期或继续低迷，建筑投资弱势的情况难以逆转。制造业投同比当前或已处于周期高点，后续建筑带动



型行业投资同比能够维持高景气度存疑。

➤ **消费进一步恢复需待政策的发力或疫情的持续好转。**消费或进入恢复的瓶颈期。一是疫情下，居民储蓄避险意愿强，消费意愿不高。二是防控常态化下，服务类消费本身受到限制。三是在商品消费中，占比较大的可选类和耐用品类商品，如汽车、石油制品、家电等零售同比都面临走弱的风险。消费的进一步回暖需要刺激消费政策或是疫情持续好转的支持。

➤ **出口增速或将逐步下行。**一是，价格因素及季节性因素为最近几个月出口同比高增的重要原因，但这些因素不可持续。二是，供需错配的修复将使我国出口份额下降。三是，海外流动性逐步收紧，外需对出口的拉动将趋弱。

➤ **生产端，工业后续将逐步修复，行业差距也将有所收敛。服务业仍将低于疫情前水平。**短期能耗双控政策边际调整，供给压力减轻，相关工业行业有望持续修复。但需求预期疲弱，下游行业高度依赖出口，预计修复程度有限。不同行业间增加值同比会有一定收敛，但差距难以完全弥合。疫情长期化对服务业的压制仍然存在，包括餐饮、住宿等服务行业无法在疫情结束前完全恢复。

➤ **全年视角来看，实际增速则有一定希望冲击 5.5%。**如果后续政策在包括基建投资、消费等多个领域及时发力，且能够有效传导至需求端，在疫情相对平稳下，经济仍有冲击 5.5%的可能。

## 目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 1. 疫情长期化对内外经济的扰动 .....              | 10 |
| 1.1. 疫情趋于长期化.....                   | 10 |
| 1.1.1. 疫情短期难以结束 .....               | 10 |
| 1.1.2. 疫情拐点在明年确认仍有可能.....           | 11 |
| 1.2. 海外展望：疫情长期化导致海外复苏结构失衡.....      | 14 |
| 1.2.1. 海外复苏的结构性失衡 .....             | 14 |
| 1.2.2. 海外面临不确定性增加 .....             | 17 |
| 1.3. 疫情长期化对国内经济的影响.....             | 17 |
| 1.4. 通胀展望：疫情长期化导致上下游价格收敛缓慢.....     | 19 |
| 1.4.1. PPI 展望：同比下降主因基数效应.....       | 19 |
| 1.4.2. CPI 展望：同比上行压力有限 .....        | 20 |
| 2. 共同富裕目标下的长期政策方向 .....             | 22 |
| 2.1. 我国贫富差距现状与共同富裕的必要性.....         | 22 |
| 2.2. 实现共同富裕的政策路径.....               | 25 |
| 2.2.1. 完善收入分配制度 .....               | 25 |
| 2.2.2. 扩大中等收入群体 .....               | 26 |
| 2.2.3. 健全社会公共服务，降低民生成本.....         | 29 |
| 3. 从“政策底”到“经济底” .....               | 31 |
| 3.1. 政策底已确认.....                    | 31 |
| 3.1.1. 财政政策展望：宽财政 .....             | 31 |
| 3.1.2. 货币政策展望：从“配合宽信用”走向“管理预期”..... | 33 |
| 3.1.3. 社融展望：金融底已现 .....             | 36 |
| 3.2. 需求端展望：“需求收缩”和“预期转弱” .....      | 38 |
| 3.2.1. 基建投资展望：稳增长的希望.....           | 38 |
| 3.2.2. 房地产投资：压力犹存 .....             | 40 |
| 3.2.3. 制造业投资展望：同比当前或已处于周期高点.....    | 44 |



|        |                       |    |
|--------|-----------------------|----|
| 3.2.4. | 消费展望：有空间，待发力 .....    | 48 |
| 3.2.5. | 出口展望：下行压力难消 .....     | 51 |
| 3.3.   | 生产端展望：“供给冲击”减弱 .....  | 54 |
| 3.3.1. | 工业增速展望：修复与行业差距收敛..... | 54 |
| 3.3.2. | 服务业展望：难回疫情前 .....     | 58 |
| 4.     | 实际增速预测与总结 .....       | 58 |
| 4.1.   | 实际增速预测.....           | 59 |
| 4.2.   | 总结 .....              | 59 |
| 四、     | 风险提示 .....            | 61 |

## 图表目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 1：今年全球大致经历了 3 轮疫情高峰（例） .....      | 10 |
| 图 2：DELTA 使东南亚国家 8 月彻底“沦陷”（例） ..... | 10 |
| 图 3：2 月以来全球各国疫苗接种工作稳步推进 .....       | 11 |
| 图 4：日韩及发展中国家疫苗覆盖率快速提升（%） .....      | 11 |
| 图 5：疫苗覆盖率的国别分化仍在 .....              | 11 |
| 图 6：美国疫苗覆盖率迟迟无法突破 60% .....         | 11 |
| 图 7：新冠疫情大致经历了五轮 .....               | 12 |
| 图 8：G7 和新兴国家的疫情发展出现了分化 .....        | 12 |
| 图 9：全球疫情病死率逐渐下降 .....               | 13 |
| 图 10：发达国家病死率低于新兴国家 .....            | 13 |
| 图 11：极端宽松政策下，美国经济迅速触底回升 .....       | 14 |
| 图 12：消费回升逆差走，需求快速修复(十亿美元) .....     | 14 |
| 图 13：库存去化交付时间延长，生产复苏缓慢 .....        | 15 |
| 图 14：美国 CPI 快速上行，物价大幅上涨（%） .....    | 15 |
| 图 15：海运价格持续冲高 .....                 | 15 |
| 图 16：美国进口商品价格不断走高 .....             | 15 |
| 图 17：11 月非农就业不及预期（千人） .....         | 16 |
| 图 18：失业率持续回落，劳动参与率提升艰难 .....        | 16 |
| 图 19：欧元区 3 季度以来 CPI 快速走升 .....      | 16 |
| 图 20：德国 11 月 CPI 同比高增 .....         | 16 |
| 图 21：今年以来多个主要市场股指大幅走升 .....         | 17 |
| 图 22：欧洲能源缺口较大，引发能源危机 .....          | 17 |
| 图 23：实际 GDP 同比波动与疫情有较强相关性 .....     | 18 |
| 图 24：工业增加值同比与疫情具有一定相关性 .....        | 18 |
| 图 25：单月服务业与疫情有较强相关性 .....           | 19 |
| 图 26：疫情后，居民更倾向于储蓄 .....             | 19 |
| 图 27：新涨价因素拉动 PPI 快速上行 .....         | 20 |
| 图 28：原油价格与 PPI 同比的相关性 .....         | 20 |



|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 29： 2021 年 CPI 同比走势 .....        | 22 |
| 图 30： CPI 非食品同比与核心 CPI 同比 .....    | 22 |
| 图 31： 猪肉价格触底前后有一年左右震荡期 .....       | 22 |
| 图 32： 生猪供给与猪肉价格 .....              | 22 |
| 图 33： 我国居民收入差距较大 .....             | 23 |
| 图 34： 我国基尼系数处于较高水平（%） .....        | 23 |
| 图 35： 2020 年奢侈品销售同比增速与社零同比相反 ..... | 24 |
| 图 36： 近 5 年中等收入群体收入增速放缓（%） .....   | 24 |
| 图 37： 拉美国家收入差距过大，陷入中等收入陷阱 .....    | 24 |
| 图 38： 日本、韩国收入差距较小（%） .....         | 24 |
| 图 39： 近年我国慈善捐赠总量呈上升趋势 .....        | 26 |
| 图 40： 慈善捐赠的主力是企业 .....             | 26 |
| 图 41： 中国处于产业链“微笑曲线”的底部 .....       | 27 |
| 图 42： 公共财政收入完成预算进度加快（%） .....      | 32 |
| 图 43： 公共财政支出完成预算进度偏慢（%） .....      | 32 |
| 图 44： 货币政策与宏观审慎政策双支柱调控框架 .....     | 34 |
| 图 45： 2021 年社融存量同比（%） .....        | 37 |
| 图 46： 2021 年社融分项存量同比（%） .....      | 37 |
| 图 47： 2021 年非标融资分项存量同比（%） .....    | 37 |
| 图 48： 政府债券存量同比（%） .....            | 37 |
| 图 49： 相较于政府目标的专项债发行进度（%） .....     | 38 |
| 图 50： 城投债融资难度加大（亿） .....           | 38 |
| 图 51： 基建资金来源（%） .....              | 40 |
| 图 52： 专项债限额（亿） .....               | 40 |
| 图 53： 专项债发行与基建投资累计同比关系 .....       | 40 |
| 图 54： 房地产投资同比 .....                | 41 |
| 图 55： 土地购置费同比 .....                | 41 |
| 图 56： 建筑工程投资同比 .....               | 41 |
| 图 57： 商品房销售额同比 .....               | 41 |

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 图 58：开发资金来源同比.....           | 41 |
| 图 59：自筹资金与国内贷款同比.....        | 41 |
| 图 60：土地成交价款同比.....           | 42 |
| 图 61：土地购置费同比预测.....          | 42 |
| 图 62：房屋竣工面积同比.....           | 43 |
| 图 63：房屋新开工面积同比.....          | 43 |
| 图 64：房屋施工面积同比.....           | 43 |
| 图 65：施工面积同比预测.....           | 43 |
| 图 66：新开工面积同比与开发资金来源同比.....   | 43 |
| 图 67：施工面积与建筑工程投资同比.....      | 43 |
| 图 68：制造业投资同比持续上行.....        | 44 |
| 图 69：出口和建筑投资带动型行业投资同比走势..... | 44 |
| 图 70：化学原料及化学制品制造业投资.....     | 45 |
| 图 71：化学制品业出口同比高位上行.....      | 45 |
| 图 72：电气机械及器材制造业.....         | 45 |
| 图 73：出口拉升效应明显.....           | 45 |
| 图 74：非金属矿物制品业投资同比.....       | 46 |
| 图 75：金属制品业投资同比.....          | 46 |
| 图 76：专用设备制造业投资.....          | 46 |
| 图 77：通用设备投资和制造业投资.....       | 46 |
| 图 78：建筑带动型行业收入复合同比持续走高.....  | 46 |
| 图 79：通用设备投资和制造业投资.....       | 46 |
| 图 80：汽车制造业投资同比走势.....        | 47 |
| 图 81：农副食品加工业投资同比走势.....      | 47 |
| 图 82：消费端逐渐修复.....            | 48 |
| 图 83：餐饮收入拉低社零增长.....         | 48 |
| 图 84：汽车类零售同比持续下降.....        | 49 |
| 图 85：房地产销售同比是汽车零售的前导性指标..... | 49 |
| 图 86：石油及制品类销售下半年开始回升.....    | 49 |

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图 87：石油零售额与价格相关性强 .....           | 49 |
| 图 88：家电零售有转好趋势.....               | 50 |
| 图 89：房屋竣工面积对于家电零售的预测 .....        | 50 |
| 图 90：化妆品零售两年复合同比维持较高水平 .....      | 50 |
| 图 91：通讯器材类零售同比仍然较高 .....          | 50 |
| 图 92：餐饮类消费无明显起色 .....             | 51 |
| 图 93：服装类消费节奏受到疫情影响 .....          | 51 |
| 图 94：今年以来，我国出口规模持续扩张（亿美元） .....   | 51 |
| 图 95：出口在进入高基数阶段后依然维持高增长 .....     | 51 |
| 图 96：机电产品是保障我国出口维持韧性（%） .....     | 53 |
| 图 97：地产后周期产品维持较高景气（%） .....       | 53 |
| 图 98：今年以来，美国房地产市场十分繁荣（万套） .....   | 53 |
| 图 99：传统出口产品增速同样可观.....            | 53 |
| 图 100：经济增速有所放缓.....               | 54 |
| 图 101：工业增加值同比整体下行 .....           | 54 |
| 图 102：电力、热力的生产和供应业同比增长 .....      | 55 |
| 图 103：煤炭开采洗选业同比下半年持续增长.....       | 55 |
| 图 104：电子设备制造业维持高水平增长 .....        | 55 |
| 图 105：医药制造业同比高位增长.....            | 55 |
| 图 106：黑色金属冶炼及压延加工业同比持续走低.....     | 55 |
| 图 107：非金属矿物制品业同比持续走低.....         | 55 |
| 图 108：2021 年 10 月各行业工业增加值同比 ..... | 57 |

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\\_31602](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31602)

