

产业转型，先立后破——2022年宏观经济展望

摘要

经济增长：展望 2022 年，面对国内经济增速放缓的压力，政策上稳增长诉求持续提升，财政政策将加快发力，货币政策边际转松，经济下行压力或得到缓解，增速前低后高。1) 绿色低碳和产业转型是固定资产投资发展主线，其中，逆周期调节加快发力将促进基建投资回暖，亮点在新基建；严调控下，地产投资同比增速或继续下降，甚至有可能出现负增长的风险；制造业投资将保持高景气，结构继续升级优化，与产业升级相关的投资将保持高增。2) 疫情反复扰动、居民收入分化的影响依然存在，但随着疫情防控进一步常态化、新冠防治手段增多，边际上将出现一定改善，预计 2022 年消费依然存在修复空间，但增速中枢或难以回到疫情前水平。3) 出口增速中枢或出现回落：一是，海外供需缺口将逐步收窄，我国的出口需求将面临回落；二是，海外耐用品高速消费透支了未来的部分需求；三是，价格因素对出口的拉动将减弱。不过，由于海运紧张而后置的需求仍有释放的空间，以及发展中国家的经济复苏未完待续，这将在一定程度上支撑未来中国出口的韧性。

物价：猪肉价格在上半年仍将顺势下跌探底，最乐观将于 2022 年年中周期反转，但力度可能有限，而原油价格同比可能出现回落，服务价格则难有作为，CPI 总体将温和回升，中枢在 2.3%附近。PPI 方面：全球需求已经出现回落，2022 年商品需求将进一步走弱，供应链也将逐步得到改善，叠加美联储逐步收紧政策，金融环境不再宽松，预计 PPI 同比将下降，但低碳转型和供应链瓶颈将继续影响 PPI。总体来看，2022 年 PPI 同比或前高后低，逐季回落。

政策展望：面对新的下行压力，中央经济工作会议要求推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。财政政策将保证支出强度，加快支出进度，通过减税降费和基建投资两个抓手为稳增长服务；货币政策灵活适度，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对实体经济的支持，降准、降息仍可期待。

风险关注：新冠疫情失控，政策发力不及预期，海外下行风险加大。

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫

联系方式：0592-5160416

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

2021 年，新冠疫情反复，在“动态清零”防疫政策下，国内经济艰难复苏。政策由追求效率转向兼顾公平，经济结构不断优化。互联网反垄断监管升级，地产调控、教育行业整顿等为三胎生育政策创造有益环境。“碳达峰、碳中和”目标正式提出，能耗双控政策重塑供需格局。全年经济增速前高后低，大宗商品价格上涨推动 PPI 增速持续走高，CPI 与 PPI 走势大幅分化。

展望 2022 年，面对国内经济增速放缓的压力，政策上稳增长诉求持续提升，财政政策将加快发力，货币政策边际转松，经济下行压力或得到缓解，增速前低后高。国内物价压力总体可控，CPI 和 PPI 的剪刀差将持续收窄。经济进入高质量发展阶段，绿色低碳发展理念将贯彻始终，双碳运动促进产业转型升级，能源革命先立后破。

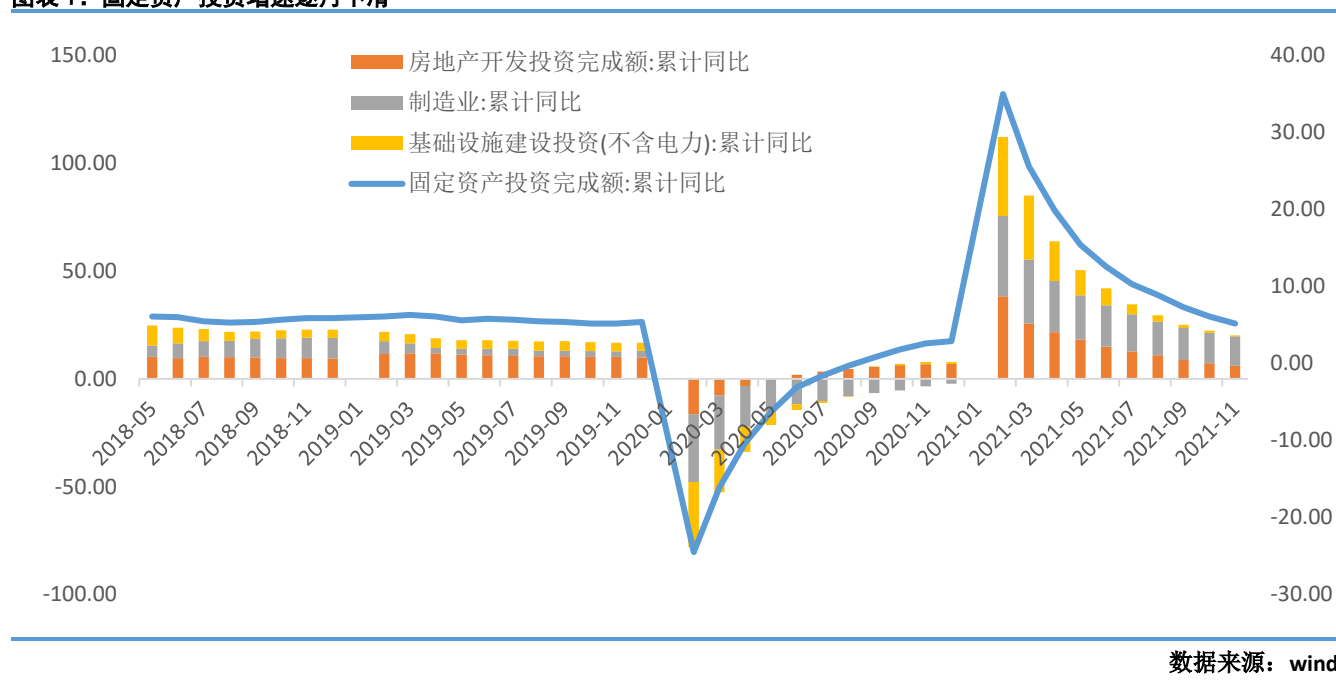
一、经济增长

1、投资-绿色低碳产业转型升级是主线

2021 年固定资产投资增速前高后低，累计增速逐月下滑，即使考虑两年平均增速水平，2021 年的投资增速也低于疫情前的水平，截至 11 月，固定资产投资增速累计同比增长 5.2%，比 2019 年 1-11 月份增长 7.9%，两年平均增长 3.9%。其中，基础设施投资（不含电力）同比增长 0.5%，房地产开发投资同比增长 6.0%，制造业投资增长 13.7%，较前值回落 0.5 个百分点。

展望 2022 年，固定资产投资增速将保持低位波动，基建和制造业投资将先后成为投资的主要拉动力量，而地产投资全年很可能出现负增长，成为主要的拖累。

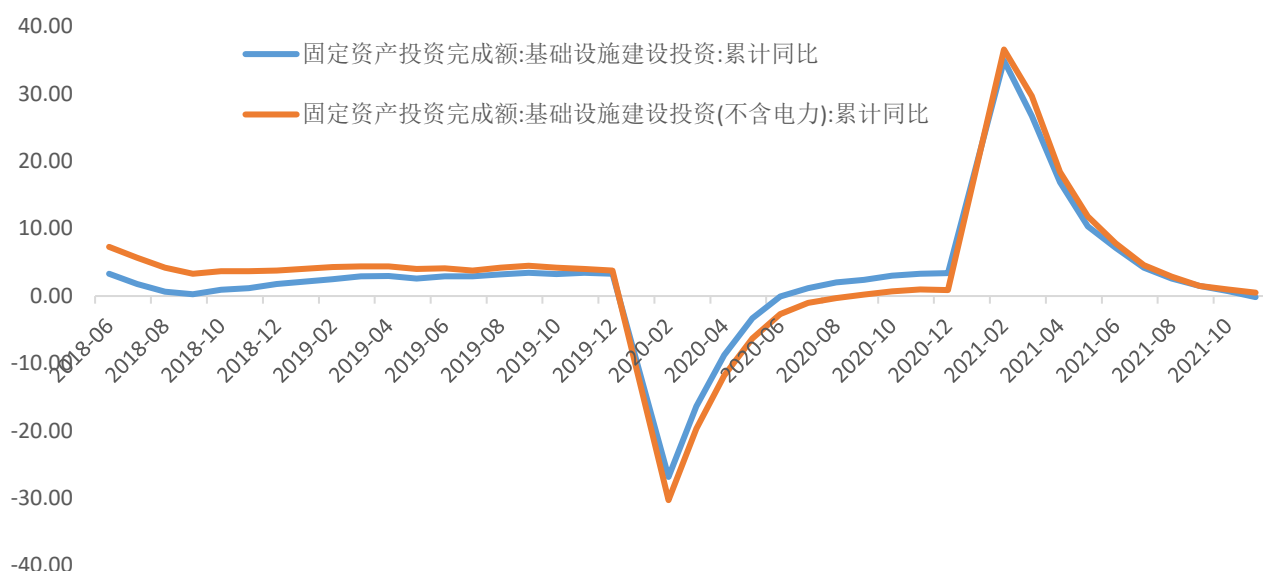
图表 1：固定资产投资增速逐月下滑



1.1. 基建：逆周期发力，亮点在新基建

2021 年，基建投资持续弱于预期，主因是财政后置，专项债等发行偏慢，项目储备不足所致。截至 11 月，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）累计同比增长 0.5%，弱于去年同期的累计增速。其中，水利管理业投资增长 2.1%，公共设施管理业投资下降 1.6%，道路运输业投资下降 0.3%，铁路运输业投资下降 1.7%。

图表 2：基建投资修复低于预期



数据来源: wind

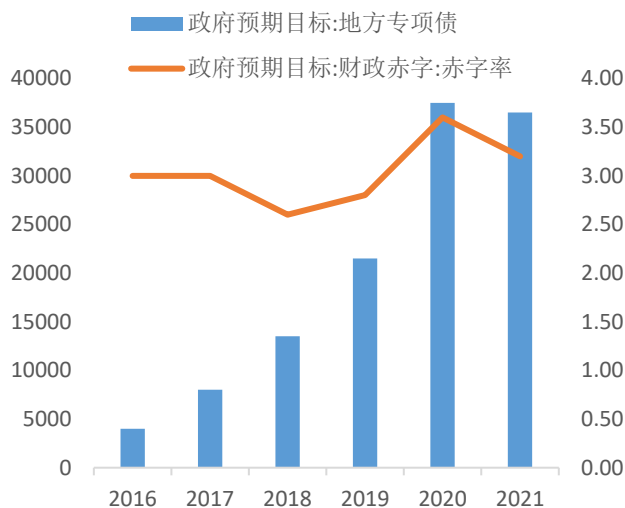
展望 2022 年，经济稳增长压力较大，作为逆周期调节的重要抓手——基建有望加快发力。中央经济工作会议要求“要保证财政支出强度，加快支出进度。适度超前开展基础设施投资”，在 2021 年底至 2022 年初形成实物工作量的政策基调下，预计基建投资有所回暖，增速将略高于 2021 年。

1) 有利的因素之一：财政发力利好基建投资。2021 年一般公共预算和政府性基金预算的支出进度较慢，同时，交通运输、农林水利等预算内基建支出进度较慢，导致财政支出对基建投资的支持偏弱（这主要是因为 2021 年经济稳增长的压力较小，财政逆周期调节下，基建发力并不显著）。2021 年中央经济工作会议要求“要保证财政支出强度，加快支出进度。适度超前开展基础设施投资”，我们认为 2022 年财政大概率前置发力对基建形成利好，首先，2021 年的财政后置导致相当部分的工程开工时间较晚，必然导致基建投资在 2022 年年初完工较多，形成对年初基建的支撑；其次，按照中央经济工作会议的精神，未来的基建投资将会适度超前，形成对经济发展的有力支撑。第三，在出口回落的预期下，2022 年年初的经济下行压力或进一步显现，作为逆周期调节的重要抓手，基建也应适当发力。

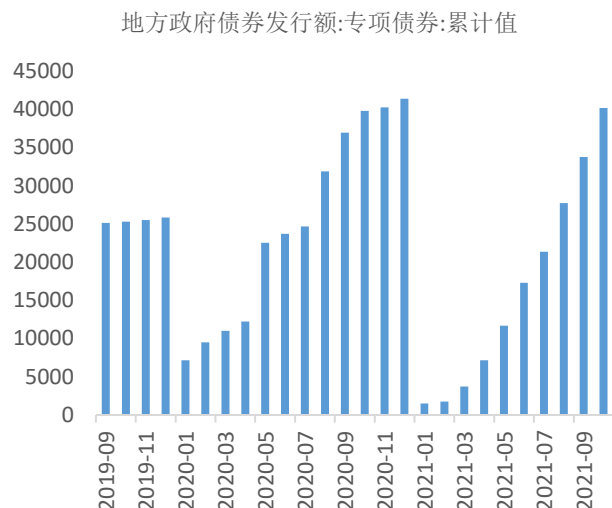
一方面，预计一般公共预算及政府性基金预算支出前置，对冲经济下行压力，为重大任务、重大项目提供财力保障，目前十四五规划提出的超过百项重大工程正在积极推进。另一方面，预计 2022 年新增专项债规模在 36500 亿左右，财政部已提前下达部分 2022 年专项债额度，专项债有望加快发行并尽早形成实物工作量，这有助于基建发力。

图表 3：政府财政赤字率下降

图表 4：地方政府专项债发行加速



数据来源: Wind



数据来源: Wind

2) 有利的因素之二: 项目不足问题逐步得到解决。近两年出现了下达的财政资金并未全部形成实物工作量的现象, 这与压实项目责任、地方政府终生追责导致投资意愿降低有关, 优质项目储备不足导致基建投资不及预期。

2022 年前期项目储备不足的问题有望得到改善, 基建资金使用效率边际提升, 一方面, 2021 年发改委更早要求地方政府提前储备专项债项目, 7 月中旬通知并要求 10 月上报首批, 目前发改委已形成 2022 年专项债项目准备清单, 明确了交通、能源等 9 个方面的专项债投资领域, 将推动专项债尽快发行; 另一方面, 9 月下旬财政部下发《专项债用途调整操作指引》, 明确指引已安排的项目可以申请调整, 这意味着专项债用途可以有序调整, 将有助于更好地盘活已发行的专项债资金。

图表 5: 2021 年 10 月以来, 政策托底态度明确

时间	会议	主要内容
2021 年 10 月 22 日	财政部新闻发布会	要求地方按照“资金跟着项目走”的原则, 继续围绕国家重大区域发展战略以及“十四五”发展规划等, 加大对重点项目的支持力度...2021 年新增专项债券额度尽量在 11 月底前发行完毕。
2021 年 11 月 18 日	经济形势专家企业家座谈会	我国经济出现新的下行压力, 要在高基数上继续保持平稳运行面临很多挑战...强化“六稳”“六保”特别是保就业保民生保市场主体...做好跨周期调节, 推动经济爬坡过坎, 保持经济运行在合理区间和就业大局稳定。
2021 年 11 月 22 日	经济形势部分地方政府主要负责人座谈会	国内外环境中不稳定不确定因素增多, 我国经济面临新的下行压力...落实好岁末年初筹划的跨周期调节举措...防范化解风险, 推动经济在爬坡过坎中持续健康发展。
2021 年 11 月 24 日	国常会	面对新的经济下行压力, 要加强跨周期调节...更好发挥专项债资金带动社会资金的作用, 扩大有效投资, 以利扩大内需、促进消费。
2021 年 12 月 10 日	中央经济工作会议	着力稳定宏观经济大盘, 保持经济运行在合理区间, 保持社会大局稳定...明年经济工作要稳字当头、稳中求进, 各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任, 各方面要积极推出有利于经济稳定的政策, 政策发力适当靠前...围绕保持经济运行在合理区间, 加强和改善宏观调控, 加大宏观政策跨周期调节力度。

数据来源: 国贸期货根据公开资料整理

3) 有利的因素之三: 新基建成为亮点。传统的基建投资以交通运输, 水利和公共设施以及电力热力和燃气的生产供应为主, 然而经济新常态下, 城镇化率逐步放缓, 传统基建需求增长潜力受限。新基建的投资则主要集中在

信息、融合以及创新等基础设施方面，对社会的技术水平提高和产业结构升级有着显著提振作用，从而有利于促进长期的经济发展。同时，新基建的运营与传统基建相比，市场化程度更高，政府的投入更容易起到四两拨千斤的效果。因此新基建属于成本压力小，但是政策效能高的财政政策抓手，或将成为未来较长时期内的政策重点。

随着“碳达峰、碳中和”目标的正式提出，“1+N”顶层设计文件和 2030 碳达峰行动方案 2021 年 11 月份先后公布。“双碳”相关的基建将扮演者重要角色：（1）能源新基建，包括新能源发电（光伏、风电、BIPV）、新型储能和抽水蓄能、特高压和智能电网；（2）清洁低碳交通工具配套基础设施，典型如充电桩、加注（气）站、加氢站等；（3）双碳相关创新基础设施建设，如低碳零碳负碳和储能新材料、新技术、新装备等相关国家重点实验室、国家技术创新中心、重大科技创新平台等。

图表 6：主要会议和文件对新基建的表述

日期	文件/会议	内容
2018/12/21	中央经济工作会议	加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设
2019/7/30	政治局会议	加快推进信息网络等新型基础设施建设
2020/2/14	中央全面深化改革委员会第十二次会议	统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。
2020/3/4	中共中央政治局常务委员会	加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020/4/20	国家发改委 4 月份例行新闻发布会	新型基础是以新发展理念为引领，以技术创新为驱动，以信息网络为基础，面向高质量发展需求，提供数字转型、智能升级、融合创新等服务的基础设施体系。
2020/5/22	政府工作报告	加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络、拓展 5G 应用，建设数据中心，增加充电桩、换电站等设施，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级。
2020/12/18	中央经济工作会议	要大力发展数字经济、加大新型基础设施投资力度
2021/3/5	政府工作报告	建设信息网络等新型基础设施
2021/3/12	十四五规划	建设现代化基础设施体系；加快建设新型基础设施，加快建设交通强国、构建现代能源体系，加强水利基础设施建设。

数据来源：国贸期货根据公开资料整理

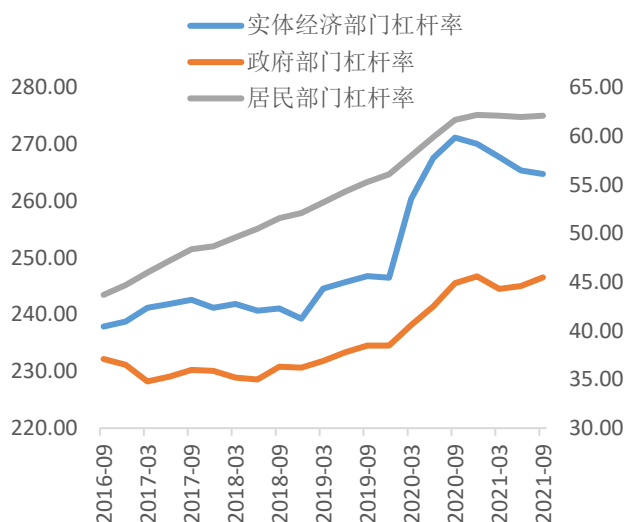
4) 不利的因素。减税降费限制政府财力；地方债务风险制约基建融资。

①2021 年中央经济工作会议要求“实施新的减税降费政策”，通过普惠性或结构性的税收政策来对经济的供给水平和结构产生影响，但是减税的同时也限制了基建的财力支撑。

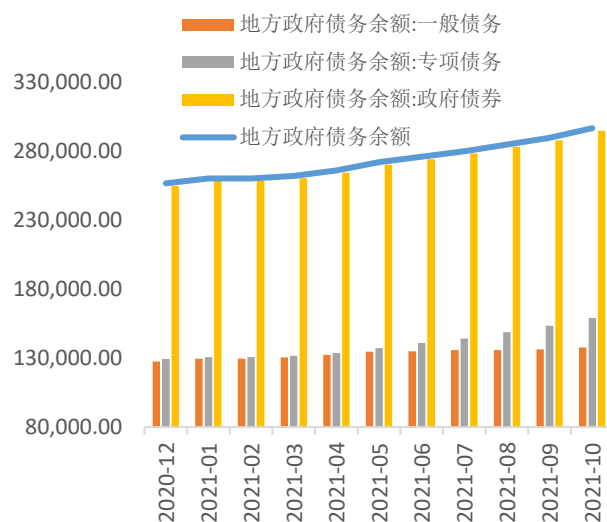
②基建融资对基建投资具有根本性的影响。近几年政策面主动降杠杆，着手解决地方政府债务风险，2017 年底和 2018 年初针对 PPP 项目、非标融资以及城投债的严格监管，对基建投资产生了深远的影响，导致近几年基建投资增速持续下滑。随着地方政府债务显性化，发行地方政府债券越来越成为基建融资的主要力量，这些举措极大限制了基建的融资能力。

图表 7：宏观杠杆率过快上升

图表 8：地方政府债务余额上升较快



数据来源: Wind



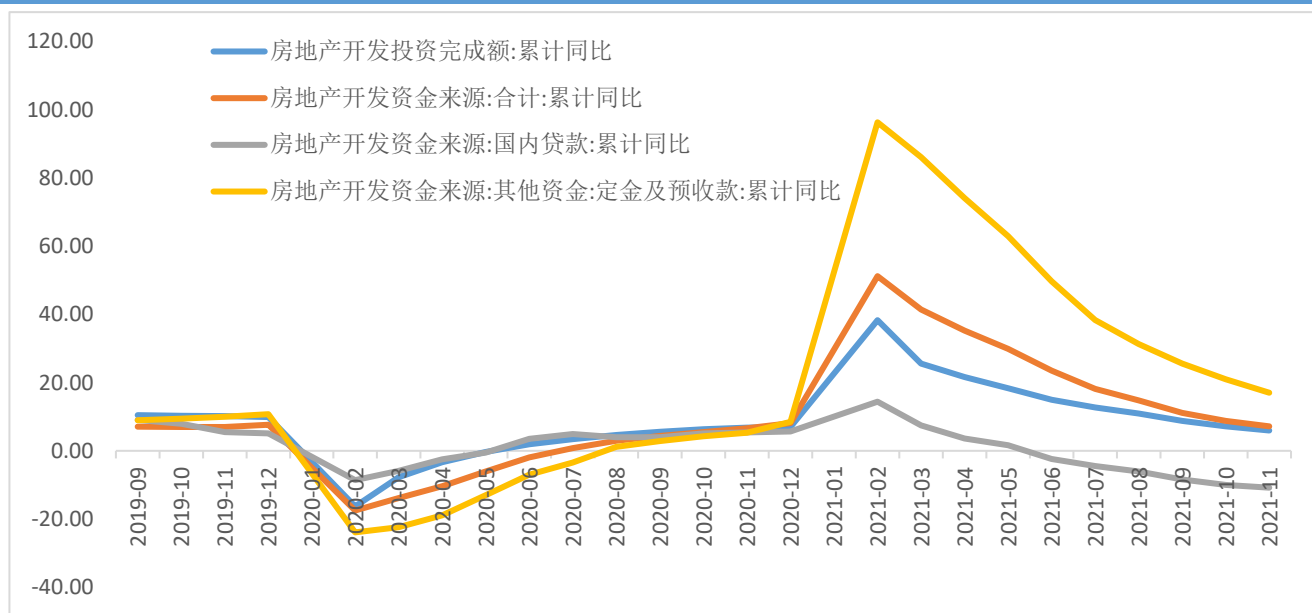
数据来源: Wind

综上, 预计 2022 年在稳增长的政策调控下, 基建投资将超前发力, 增速有望较 2021 年出现回升, 但减税、融资受限等因素也将限制基建投资增速持续回升的空间。

1.2. 地产投资下行压力较大

2021 年, 地产投资增速仍处于减速通道, 前 11 月累计同比增长 6.0%。2019 年以来, 我国对地产的限制政策逐渐加严, 地产企业在融资受限的情况下, 开启了高周转运营模式。但随着“三道红线”、各地对土拍市场采取规范措施, 集中供地后土地市场流拍上升, 在地产行业库存土地不断消耗的背景下, 地产新开工增速逐渐下降, 地产投资逐渐失速。

图表 9: 地产投资增速持续下滑



数据来源: wind

展望 2022 年, 地产投资同比增速或继续下降, 甚至可能出现负增长的风险。尽管房地产融资环境边际改善, 但“房住不炒”的政策基调下, 房企外源融资预计仍将面临压力, 销售景气度下降, 内源融资也将受限, 资金压力将持续制约房地产投资改善。从结构上来看, “保交房”等潜在因素或支撑竣工端保持一定的增速, 土地投资和新

开工则面临较大的压力。

1) **地产调控直指房企融资。**2020 年 8 月 20 日，住房和城乡建设部、人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，提出了“三条红线”房企融资管理规则。2020 年 12 月 28 日，人行、银保监会再度发文，对不同类型银行分档设置房地产贷款、个人住房贷款占比上限，并要求超标的银行限期整改。“三条红线”加上两个贷款集中度管理政策的出台，限制了房地产企业融资能力。2021 年 2 月下旬，22 个重点城市开始试行“两集中”供地政策，即集中发布出让公告、集中组织出让；每年出让次数不超过 3 次。土地大规模集中出让进一步加剧了房企资金链的压力，谋求减少土拍，降低土地溢价率。

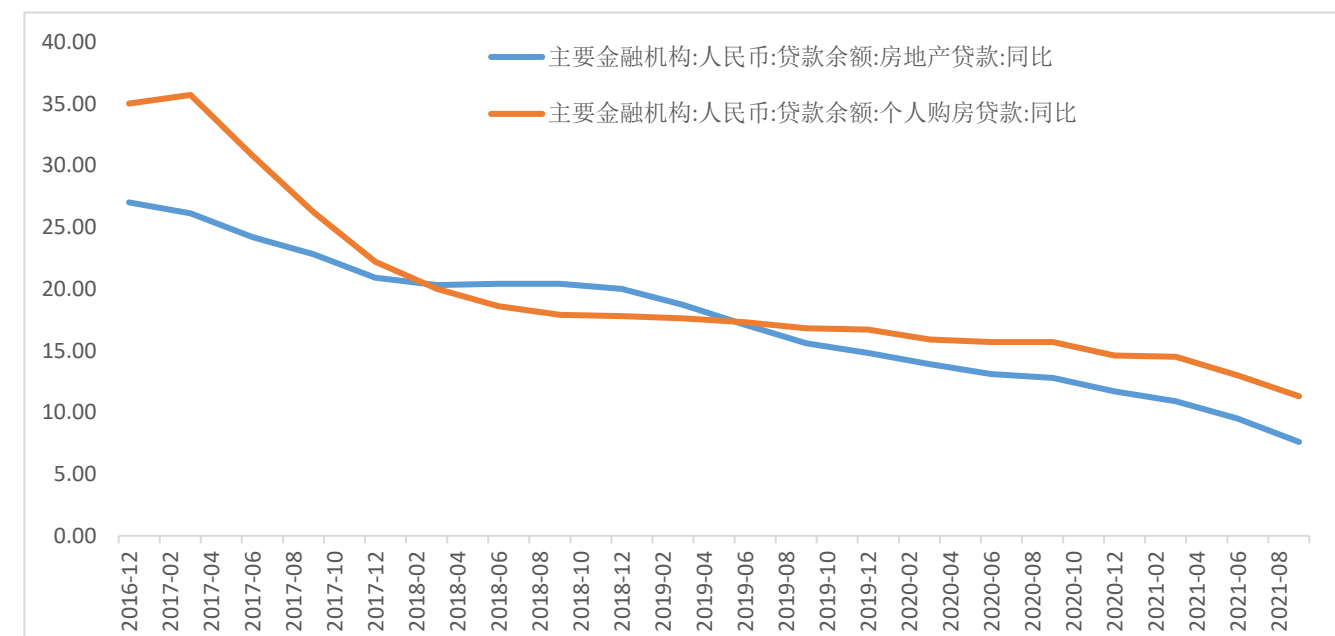
图表 10：地产调控三条红线

三条红线	越线指标数量	限制措施
红线一：剔除预收款后的资产负债率大于 70%	0	有息负债年增速上限为 15%
红线二：净负债率大于 100%	1	有息负债年增速上限为 10%
红线三：现金短债比小于 1 倍	2	有息负债年增速上限为 5%
	3	不能新增有息债务

数据来源：根据公开资料整理

三条红线、房贷集中度和集中供地制度，形成了三位一体的新一轮调控格局，释放出中央房住不炒的调控决心。截至 2021 年三季度，房地产贷款余额同比增速从去年底的 11.7% 降至 7.6%，其中个人房贷增速从去年底的 14.6% 降至 11.3%。

图表 11：房地产贷款增速持续下滑



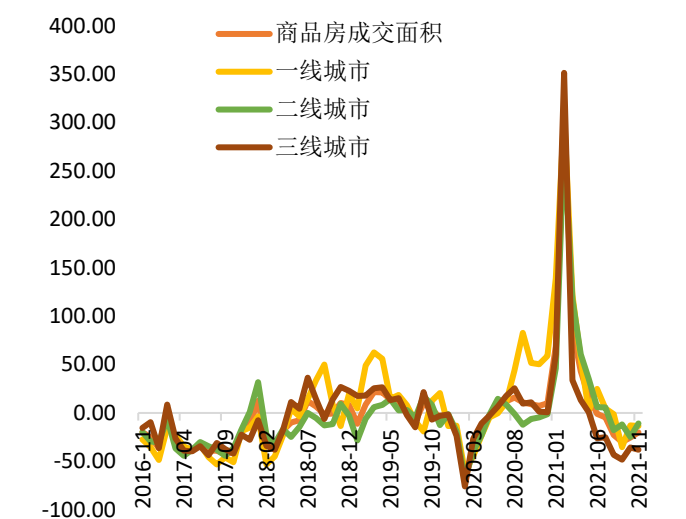
数据来源：wind

2) **地产销售景气度明显回落。**上半年地产销售保持较高的景气度，这主要得益于内生性需求的释放，核心逻辑在于受疫情影响较小、收入恢复快，或者受益于宽松政策带来的财富效应的这部分人群购房需求有所提升。房地产销售表现强势带来了新一轮房价的快速上涨，房价的过快上涨则引来了政策部门更大力度的调控。2021 年 2 月，深圳市发布了《关于建立二手住房成交参考价格发布机制的通知》，要求参考二手房网签价和周边一手房价格制定二

手房成交参考价。此后，多个重点城市跟进出台二手房成交参考价的发布政策。此外，针对学区房热度居高不下的现象，以北京、上海为代表的多个城市均出台相应的教育政策以加强教育公平。

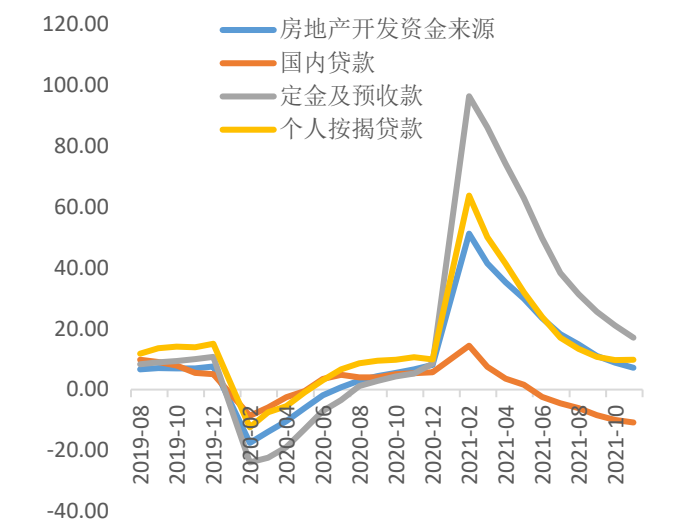
下半年以来，随着经济复苏见顶回落、内生需求后劲不足，叠加针对购房的金融和资格条件进一步收紧，各地限贷政策限制居民房贷，居民购房热情减弱，商品房景气度明显下降，房地产市场成交持续走弱，30城商品房日均成交面积同比跌幅持续超过20%。

图表 12：30 大中城市：商品房成交面积



数据来源：Wind

图表 13：房企开发资金来源及其分项累计增速



数据来源：Wind

外部融资渠道受限于三条红线、贷款集中度政策，房企国内贷款增速持续走弱。在内源融资方面，大力度的调控政策有力地抑制房市热度，降低了居民的购房预期，销售回款资金动能亦大幅下滑。在这样的背景下，房地产企业资金压力大幅上升。

3) 拿地积极性不高，土储持续去化。近年来，房地产调控力度不断升级，从“三条红线”到“房地产贷款集中度管理制度”再到影子银行融资监管，房地产融资路径均受到严格监管，要求房企缩表、降杠杆，房企缺少新开工及扩大投资的动力，直接结果是房企土地储备持续去化，百强房企的土储去化周期（土储面积/年度销售面积）已经从2017年底的4.6年降至2021年上半年的3.13年（较2020年末再降8%）。

上半年由于商品房销售景气度高，土地市场有所回暖，不过，下半年随着商品房热度回落，房地产融资持续收

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_35185

