

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511920

王蔚然

研究助理

wangweiran@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511796

杨亚仙

研究助理

yangyaxian@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511883

相关研究

- 市场博弈政策落地情况
- 等待政策发力
- 11 月经济数据点评：稳增长在路上：制造业非昙花一现，消费韧性十足

- **2022 年股市有机会，债市偏震荡。**(1) 经济在政策呵护下大致平稳，三产贡献增大，基建制造业及其他投资+三产的提速对冲房地产和出口对经济的拖累。(2) 股市有修复行情，港股空间大；债市纠结震荡。(3) 股市风格更均衡；消费和经济维稳板块可能是重点，周期股分化。(4) 机会和风险：疫情变化、美股回调、中概股回归，政策运行逻辑的变化。
- **社融维稳，房地产和出口拖累增速。**社融增速预计平稳，因此 2022 年的经济基准假设是低位平稳。然而，房地产和出口对经济增速形成拖累。房地产托而不举，我们测算房地产将拖累明年 GDP 增速约 1.68%。全球供应链新均衡的建立预计是一个缓慢调整的过程，因此出口有韧性。但由于 2021 年出口增速较高，考虑到基数效应，对经济增速仍有明显拖累。
- **2022 年谁拉动经济增长：消费+投资。**疫情对经济持续脱敏，经济特别是服务业的修复中枢依然缓慢向上，因此第三产业将在 2022 年明显拉动经济增长。基建投资前置是 2022 年的明线，制造业企业利润领先其投资，在今年利润高增的情况下，明年投资有望高增。此外，占比不小的其他投资或将有所贡献。
- **2022 年需要关注的其他事项。**海外经济的胜负手仍是疫情。在疫情没有明显好转的前提下，美债利率难以大幅上行。如果全球疫情没有大改变的话，中国出口将维持相对强势，人民币也会维持强势。物价方面，猪价回升和疫情好转将助推 CPI 温和上行，大宗商品价格回落以及高基数效应共同作用下 PPI 将稳步回落。
- **资本市场展望。**当前形势类似 2018 年底。看好股市，恒指空间大，债市纠结震荡。经济维稳、调结构温和，社融回升，对股市利好，由于 A 股在 2021 年没有下行太多，因此 A 股的修复空间可能没那么大。港股由于之前跌幅较大，修复空间也更大。债券利率处于低位，且在宽货币及宽信用之间徘徊，如果疫情没有太大改变，整体还是维持纠结震荡。股市风格上，消费和经济维稳板块可能是重点，周期股分化。

风险提示：疫情变化、美股回调、中概股回归，政策运行逻辑的变化

目录

1	2022 年展望	1
1.1	股市有机会，债市偏震荡	1
1.2	经济主要矛盾与市场共识	1
1.3	谁来对冲地产和出口	3
2	社融维稳，房地产和出口形成拖累	3
2.1	社融维稳，经济基准大体平稳	3
2.2	房地产下行对经济影响几何？	4
2.2.1	2021 供需两端政策均收紧，融资难度上升	4
2.2.2	2022 地产下行将拖累 GDP 几何？	6
2.3	出口有韧性，但拖累经济增速	7
3	2022 年谁拉动经济增长	10
3.1	三产：温和回升	10
3.2	基建投资：财政发力	14
3.3	制造业投资：韧性可期	16
3.4	其他投资：微而不弱	18
4	2022 年需要关注的其他事项	19
4.1	美债节奏主要取决于疫情	19
4.2	人民币汇率走势	23
4.3	物价走势	26
4.3.1	CPI：温和上行	26
4.3.2	PPI：稳步回落	28
5	2022 年资本市场展望	29
5.1	大类资产市场走势预测	29
5.1.1	看好股市，恒指空间大	30
5.1.2	债市震荡为主，空间不大	32
5.2	市场风格观察：风格更为均衡，消费和维稳可能有超额收益	33

插图目录

图 1	2021 年经济单边下行	2
图 2	社融大致平稳	4
图 3	房地产开发资金来源（亿元）	4
图 4	房地产开发资金来源：累计复合同比	5
图 5	30 城年度商品房成交数据（万平方米）	5
图 6	房地产开工、竣工、销售	6
图 7	出口维持强势	8
图 8	全球疫情高位震荡	8
图 9	全球供应链新均衡（出口量）	9
图 10	2022 年出口同比预测	9
图 11	10-11 月疫情比 7-8 月更严重	10
图 12	国内航班出行显示 10-11 月更严重	11

图 13 服务业生产指数回升.....	11
图 14 社零复合同比.....	12
图 15 三产显示韧性.....	12
图 16 三产若无房地产拖累韧性更强.....	13
图 17 金融危机之后美国消费环比复苏.....	13
图 18 消费与疫情.....	14
图 19 基建投资一直萎靡.....	14
图 20 基建投资支出占比下降.....	15
图 21 财政引而不发.....	15
图 22 上半年财政支出较慢，财政相对隐忍.....	16
图 23 基建投资当月同比增速预测.....	16
图 24 工业企业利润领先制造业投资.....	17
图 25 制造业投资当月同比增速预测.....	17
图 26 其他投资当月同比增速预测.....	18
图 27 海外通胀压力大于中国.....	19
图 28 美国 PCE 与通胀预期.....	20
图 29 发达经济体制造业 PMI.....	20
图 30 美国耐用品+服务之和占比基本恒定.....	21
图 31 新增确诊病例.....	21
图 32 海外服务业普遍走弱.....	22
图 33 美国疫情与职位空缺数高度负相关.....	22
图 34 新兴与成熟市场 PMI 走势.....	23
图 35 发达市场与新兴市场分化.....	23
图 36 新兴市场汇率强于发达国家.....	24
图 37 发达国家货币走弱主因是美国加息.....	25
图 38 人民币偏强主因是出口好，顺差高.....	25
图 39 资本账户管制导致了经常账户影响大于资本账户影响.....	26
图 40 2021 年 CPI 温和攀升（%）.....	27
图 41 能繁母猪同比进入下行区间（%）.....	27
图 42 核心 CPI 同比预测（%）.....	28
图 43 2021 年黑色、原油产业链对 PPI 上行贡献较大.....	28
图 44 商品整体可能下行.....	29
图 45 2022 年 PPI 走势预测（%）.....	29
图 46 股市重回 2018 年底.....	30
图 47 沪深 300 跌幅小.....	31
图 48 港股修复空间大，但有不确定性.....	31
图 49 降息有可能，但空间很小.....	32
图 50 债市看起来美好，但空间有限.....	33
图 51 2021 为小票行情.....	34
图 52 中信风格指数.....	34
图 53 成长风格与国债收益率高度相关.....	35
图 54 周期股有分化.....	35

表格目录

表 1 2022 年经济指标预测	1
表 2 中央经济工作会议要点	2
表 3 各类投资、三产对冲地产、出口	3
表 4 房地产下行对 GDP 影响	7
表 5 供给侧改革相对淡化	30

1 2022 年展望

1.1 股市有机会，债市偏震荡

关于 2022 年的宏观经济以及资本市场，我们有以下几个主要结论：

(1) 经济在政策呵护下大致平稳，基建制造业及其他投资+三产的提速对冲房地产和出口对经济增速的拖累。

(2) 股市有修复行情，港股空间大；债市纠结震荡。

(3) 股市风格更均衡；消费和经济维稳板块可能是重点，周期股分化。

(4) 机会和风险：疫情变化、美股回调、中概股回归，政策运行逻辑的变化。

一，关于经济增长。政策维稳经济是 2022 年的一条明线，因此市场对 2022 年经济的总体看法是高度一致的，普遍预测增速区间落在 5.0%-5.5%，分歧在于维稳的力度、节奏、结构，特别是关于经济的结构，哪些部分能弥补房地产的下行是市场分歧所在，这也是本报告着力分析的内容。

二，关于股债行情。经济维稳、调结构温和，货币宽松，对股市利好，由于 A 股 2021 年初性十足，并没有下行太多，因此 A 股的修复空间可能没那么大。参照历史情况，结合政策纠偏，港股由于之前跌幅较大，修复空间也更大。债市由于货币政策空间有限，如果疫情没有太大改变，整体还是维持纠结震荡。

三，关于市场风格。2022 年在牛市难现的情形下，股市风格会更趋均衡，消费和经济维稳板块是重点，周期股分化。

四，关于机遇风险。一是疫情发展，病毒变异及病毒防治仍在赛跑，未来仍有不确定性；二是美股回调，参照过往，道指可能会见顶回落；三是中概股回归，如果中概股大规模回归港股和 A 股，从体量来看，市场很难平稳承接；四是政策取向，维稳的力度和节奏可能会跟市场预期有偏，加剧市场波动。

表 1 2022 年经济指标预测

单位：%	GDP	CPI	PPI	社会消费品零售	工业增加值	出口	固定资产投资	M2	社融存量	美元/人民币
2019 年	6.1	2.9	-0.3	8.0	5.7	0.5	5.4	8.7	10.7	6.98
2020 年	2.3	2.5	-1.8	-3.9	2.8	3.6	2.9	10.1	13.3	6.52
2021 年 (复合)	5.2	1.7	2.8	4.1	6.0	14.8	4.4	9.4	10.9	6.47
2022 年 (市场)	5.2	2.3	3.7	6.2	5.1	5.6	4.3	8.8	10.7	6.5
2022 年 (首创)	5.2	2.3	3.7	8.2	4.0	5.0	3.5	8.7	10.7	6.45

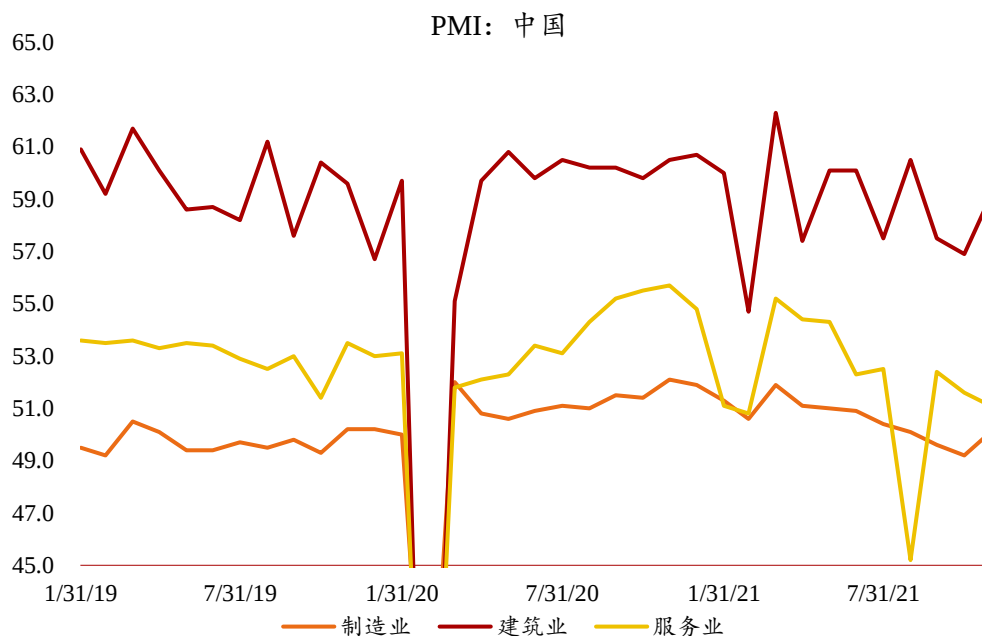
资料来源：首创证券

1.2 经济主要矛盾与市场共识

2021 年经济单边下行，各项监管政策特别是地产对经济在下半年形成明显的拖累。

12 月的中央政治局会议和中央经济工作会议释放的维稳信号非常明显。资本市场主要将在维稳的力度、节奏和结构上展开博弈。

图 1 2021 年经济单边下行



资料来源: Wind, 首创证券

表 2 中央经济工作会议要点

中央经济工作会议宏观要点	
1	“稳”是 2022 年的核心主线，稳字当头，稳中求进
2	当前经济面临三重压力，政策将出手维稳
3	财政货币将双宽松，而且出手较快，打提前量
4	财政支出加快，减税降费，基建投资提前
5	货币政策中性偏松，但宽货币和宽信用幅度有分歧
6	房地产定调正面，将加大保障房建设对冲
7	消费具体政策没明确，低于预期
8	能源政策先立后破，传统能源退出将放缓，新能源推进有分歧

资料来源: 首创证券

1.3 谁来对冲地产和出口

市场对于2022年的判断大体一致,特别是关于地产和出口拖累经济增速没有分歧,分歧在于对冲经济下行的增长项。与市场看法一样,我们认为制造业投资和基建投资能对冲一部分经济下行压力;与市场看法不同,我们认为第三产业复苏和其他投资对经济的支撑可能被市场忽视。

总体而言,对照2021年各项经济指标增速,2022年我们认为房地产销售、房地产投资、出口分别拖累GDP增速0.7个、1个和0.9个百分点;制造业投资、基建投资、其他投资和第三产业分别拉动GDP 0.4个、0.3个、0.5个和1.7个百分点。

表3 各类投资、三产对冲地产、出口

	房地产 销售	房地产 投资	出口	制造业投资	基建投资	其他投资	第三产业
GDP 占比 (%)	8	12	10	14	10	11	55
2017 增速	5.3	7	4	4.8	14.9	8.3	8.3
2018 增速	2.2	9.5	6.8	9.5	1.8	8	8
2019 增速	1.5	9.9	-2.6	3.1	3.3	7.2	7.2
2020 增速	3.2	7	1.8	-2.2	3.4	1.9	1.9
2021 增速	4.4	6	27.7	13.7	-0.2	7.8	7.8
2021 (复合)	3.8	6.5	14	5.8	1.6	3	4.9
2022 (预测)	-9	-5	5	9	5	7	8
相比 2021, 2022GDP 贡 献差	-0.7	-1	-0.9	0.4	0.3	0.5	1.7

资料来源: 首创证券

2 社融维稳, 房地产和出口形成拖累

2.1 社融维稳, 经济基准大体平稳

在当今中国经济运行逻辑中,社融依然是最重要的领先变量。2022年的社融增速预计保持平稳,因此经济基准假设也大致平稳。然而,房地产政策、出口及疫情的影响与社融关系不大,需要单独讨论。由于疫情和房地产政策的影响,2021年下半年的经济指标低于社融的拟合走势。我们预计随着这两个因素的缓解,经济走势有望环比回升,综合PMI指标将有所上升。

图2 社融大致平稳



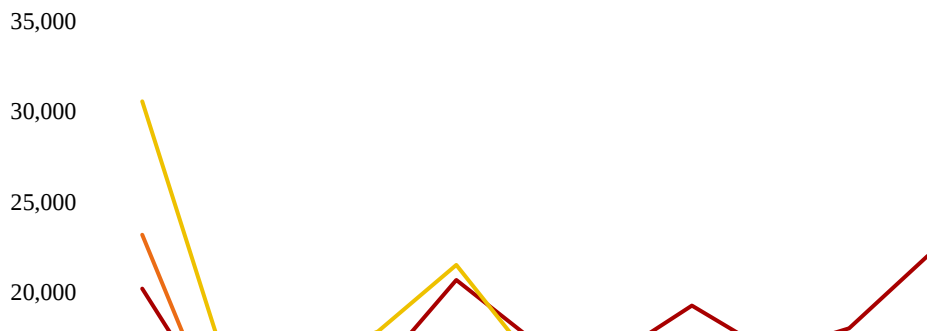
资料来源: Wind, 首创证券

2.2 房地产下行对经济影响几何？

2.2.1 2021 供需两端政策均收紧，融资难度上升

2021 年下半年房地产的下行和相关政策的影响息息相关，特别是融资政策。

图3 房地产开发资金来源（亿元）



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_35275

