

2021年12月13日

“稳”中有变，平淡寻机

——2022年度宏观经济与大类资产报告

恒泰期货研究所

首席经济学家 魏刚

【从业资格编号】 F3030858

【投资咨询编号】 Z0012988

【联系电话】 021-60212762

【电子邮箱】 weigang@cnhtqh.com.cn

相关研究

《如何理解美联储缩减购债的影响》

《11月美联储会议或宣布缩减购债——

2021年11月宏观经济与大类资产》

《经济下行压力加大 更关注供给端冲击

——2021年四季度宏观经济与大类资产报告》

《社融回暖，关注“宽货币+稳信用”环

境下的大类资产轮动 ——2021年10月
货币金融数据分》

《经济下行压力加大 投资时钟转向微

衰退 ——2021年9月宏观经济与大类资
产报告》

摘要

2022年，是党的二十大胜利召开之年，稳增长成为政策重心，首要任务。财政货币双宽松，财政前置发力，降准降息可期。扩大投资、扩大内需成为首要政策抓手，基建与财政接棒经济动能。房地产政策纠偏，风向偏暖。保障房建设带来新增量，对优质房企健康发展、居民合理住房需求提供金融支持。稳增长力度超预期，冲锋号已经吹响，各项措施有望加快落地。

2022年，宏观经济将由“微衰退”轮转至“微复苏”，增长目标或在5%-5.5%，上半年经济下行压力大，但也是稳增长政策集中发力之时。财政政策的逆周期调节有望发挥稳增长作用，新基建、老基建、保障房建设有望对冲出口、房地产的下滑。基建投资有力回升，制造业投资相对乐观，房地产投资企稳回暖。PPI压力缓解，同比不断走低，年末转为负增长；CPI中枢略高于今年，全年2%以内。

2022年，全球经济将明显放缓，IMF预测值为4.9%。欧美经济上半年可能触顶进入下行期。发达经济体通胀将在一季度见顶回落，新兴市场通胀波动节奏类似。美国经济增速下滑，前高后低，通胀压力减弱。美债长端名义利率将重心下移，收益率曲线走平，衰退预期将升温，而实际利率走平或小幅走高。美元指数有望重心上移，相对走强。

2022年，中国宏观经济将由“稳货币+紧信用”过度至“宽货币+宽信用”，对应投资时钟由“微衰退”转换至“微复苏”。资产定价逻辑有利于A股、债券，与基建相关的中国定价的大宗工业品也将阶段性受益。A股：年初年尾走出行情概率较高，内部仍是结构市。债券：上半年向上机会概率较大，整体缺乏趋势性行情驱动。大宗商品：全球需求趋弱，压制工业品价格。但中国稳增长政策发力，与基建相关的中国定价的大宗工业品也将阶段性受益，不宜过度悲观。黄金：美债实际利率走平或小幅走高，叠加美元指数重心上移，定价逻辑不利于黄金表现。

一、引言

（一）年度展望

2021年，是从容应对百年变局和世纪疫情，具有里程碑意义的一年，我国经济发展实现了“十四五”良好开局。宏观经济的关键词是：碳达峰碳中和、房地产调控、PPI 通胀、货币政策正常化、稳货币紧信用。

2022年，是党的二十大胜利召开之年，要求社会大局、经济运行都要“稳”字当头。12月6日召开的政治局会议、12月10日召开的中央经济工作会议为2022年经济发展指明了方向：

“着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间”意味着**稳增长成为政策重心，首要任务**。“积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。”意味着**财政、货币双宽松，财政前置，降准降息可期**。“实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。”意味着**促进消费、扩大投资成为首要的政策抓手，各类新基建、老基建项目会不断出台，经济动能切换至财政端**。

“推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。”意味着**房地产政策进一步放松，政策纠偏，风向偏暖。保障房建设扩容带来新增量，对优质房企健康发展、居民合理住房需求提供金融支持**。“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，适度超前开展基础设施投资”，意味着**稳增长政策力度超预期，冲锋号已经吹响，各项措施有望加快落地**。

2022年，宏观经济将由“微衰退”轮转至“微复苏”，上半年经济下行压力大，但也是稳增长政策集中发力之时。“稳货币+紧信用”过渡至“宽货币+宽信用”，基建、小微企业、科技创新、绿色发展领域将更加受益。投资时钟轮转加快，决定了投资逻辑切换更快。

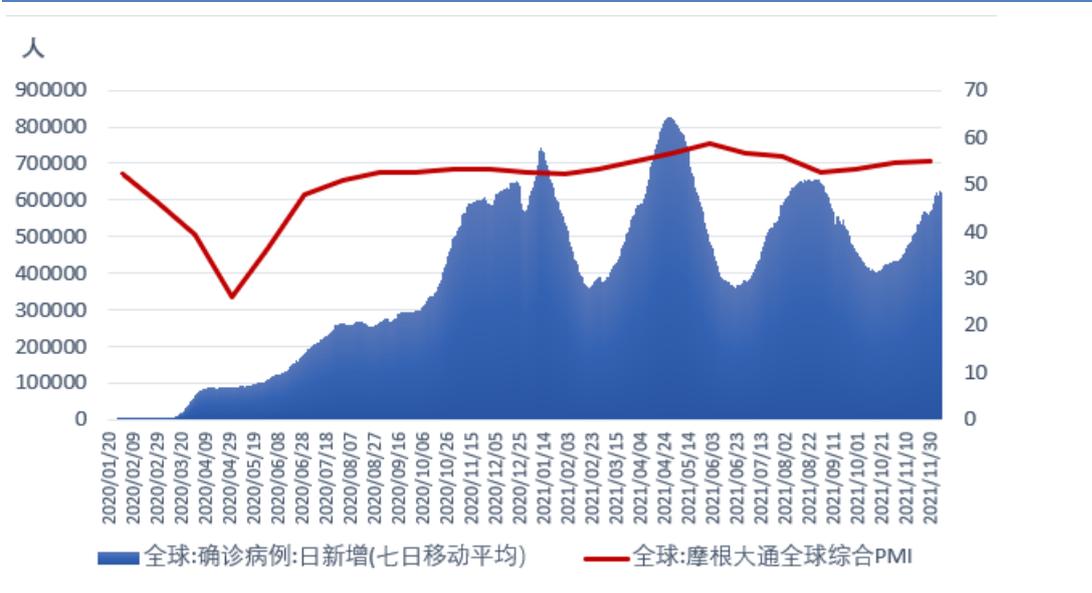
（二）疫情扰动

新冠疫情即将进入第三年，但我们还看不到结束的信号。当前全球疫情演

化和防控方面呈现如下几个特征：

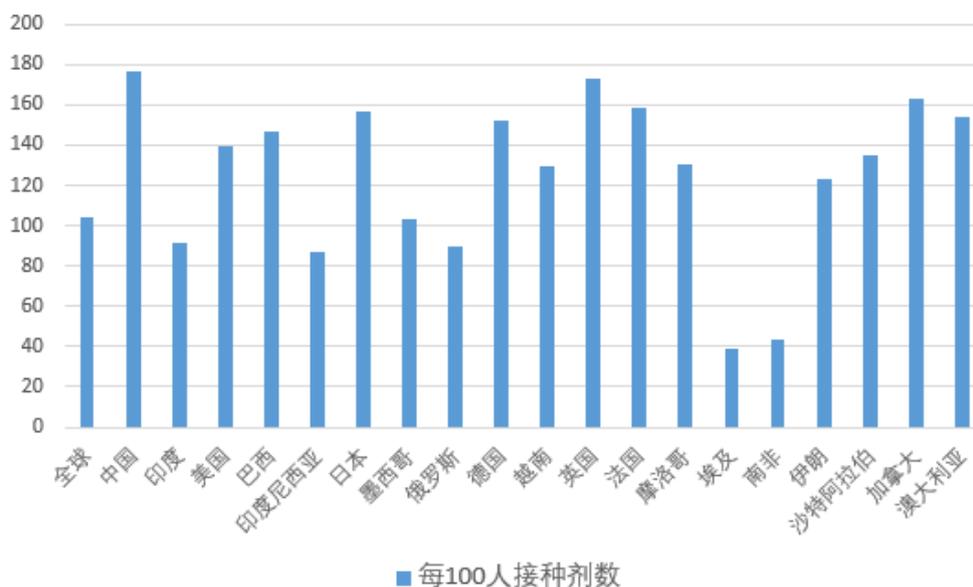
第一，全球疫情短期内难以根除，呈现周期性的传播爆发然后得到控制缓解的波动特征。第二，“疫苗鸿沟”现象持续，中国及发达国家疫苗接种基本普及，而低收入国家特别是非洲接种率非常低。截止 12 月 6 日，全球每百人新冠疫苗接种剂数达 104.2，中国、美国、日本、德国、英国、法国分别达 176.5、139.8、156.8、152.2、172.8、158.4，通过疫苗接种基本实现群体免疫。而埃及、南非仅为 39、43.8。明年，疫苗资源将向发展中国家集中，分化现象或有改善。第三，特效药开始出现。11 月 5 日，辉瑞公告表示其抗新冠口服药 Paxlovid 可以使轻度和中度患者住院或死亡概率降低 89%；11 月 22 日，清华大学等机构研发的 BRII-196 和 BRII-198 抗体组合药物能够降低 78% 的住院和死亡率。第四，观察全球新增感染数据波动趋势，本轮疫情可能已经度过了感染人数高峰期。第五，疫情周期性爆发对经济的冲击逐渐弱化，全球经济复苏的步伐并未受到第二轮、第三轮疫情的显著影响。

图 1：疫情高峰似已过去，周期性爆发对经济冲击逐渐弱化



资料来源：wind、恒泰期货

图 2：新冠疫苗快速接种，在发达国家及中国基本已实现覆盖



资料来源：BBC、恒泰期货

综上所述，一方面，随着发达国家实现群体免疫，疫苗在发展中国家加快接种，以及特效药的推广使用，预计明年疫情总体较今年有所好转，但不断反复的局面或将延续。另一方面，明年疫情即便如此，对经济的冲击也将逐渐弱化，消费和服务业受到的影响会越来越小。需密切关注 Omicron 病毒的致病强度和疫苗抗性，若影响超预期，消费与服务业复苏将再遇波折。

二、经济增长

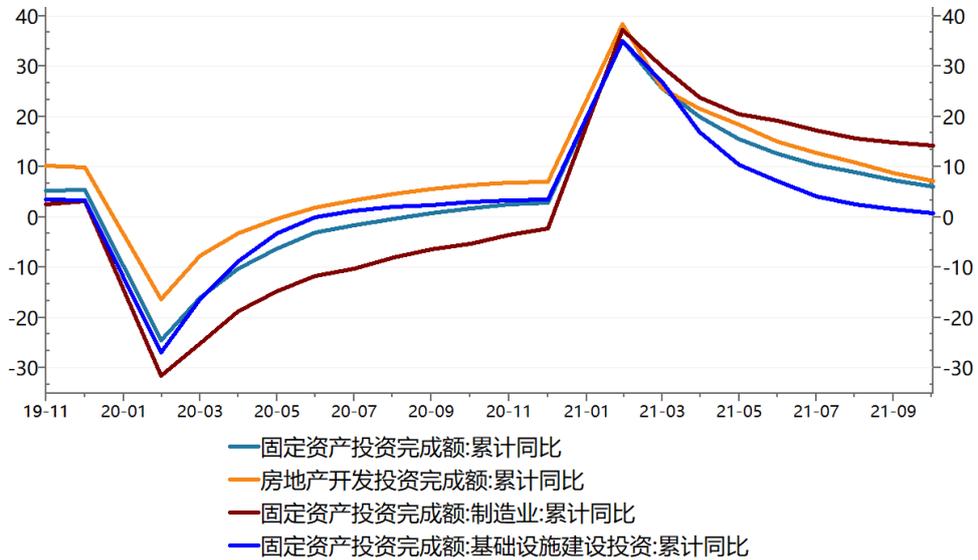
2021 年中国实际 GDP 增速有望达到 8%，在全球疫情继续肆虐，生产供应链仍受冲击的环境下，取得如此成绩实属不易。经济增长动力主要在出口端，投资和消费相对较弱。进入 2022 年，财政政策的逆周期调节有望发挥稳增长作用，新基建、老基建、保障房建设有望对冲出口、房地产的下滑。全年经济增长目标有望定在 5%-5.5%

（一）投资：基建与保障房发力，对冲房地产下滑

2021 年投资端对经济增长拉动弱化，地产投资受制于政策调控加码；制造业投资受制于成本提升利润下滑；基建投资受制于财政节奏放缓。展望 2022 年，政策纠偏，稳增长力度加大，基建投资有力回升，制造业投资相对乐观，

房地产投资企稳回暖，固定资产投资增速预计在 5%左右，略低于 2021 年。

图 3：制造业投资增速好于其他投资



资料来源：wind、恒泰期货

1. 制造业投资相对乐观

2021 年制造业投资表现好于房地产和基建投资。受益于出口表现强劲、企业盈利改善，制造业投资整体趋于改善。但三四季度，大宗原材料价格暴涨，压制中下游企业利润，导致中下游企业投资动能不足。

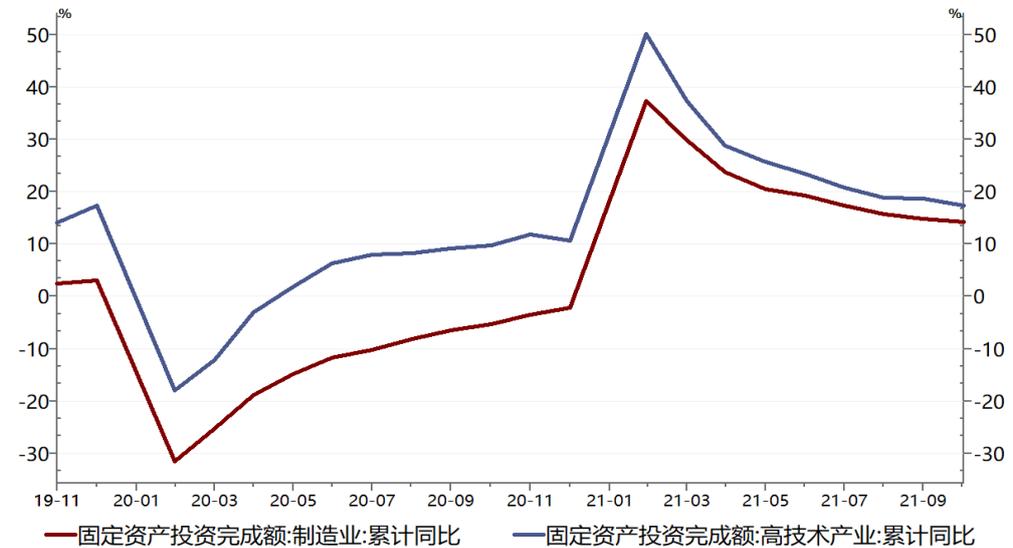
展望 2022 年，受益于中下游企业利润修复、需求端改善、双碳政策带动等因素，制造业投资有望稳中回升。主要逻辑在于：第一，2022 年，PPI 将向 CPI 传导，PPI 高位回落，CPI 稳中略升，PPI 与 CPI 剪刀差将收窄，甚至转负。上游原材料价格高位回落，降低下游企业成本压力，稳增长政策有望带动消费修复，中下游企业盈利将有所改善，有利于中下游制造业扩大投资。第二，2022 年，财政政策继续保持积极力度，财政支出节奏前置，基建增速有望回升；房地产调控边际放松，地产投资有望企稳回升，从需求端改善中下游制造业企业经营状况，进而增强资本开支意愿；第三，碳达峰碳中和政策的推进落地，将带动新能源领域的大量投资；第四，锻长板、补短板，推动传统产业高端化、智能化、绿色化转型升级等政策落地，将提升制造业投资需求。

图 4: CPI-PPI 剪刀差即将收敛



资料来源: wind、恒泰期货

图 5: 高技术制造业投资持续高于整体制造业投资



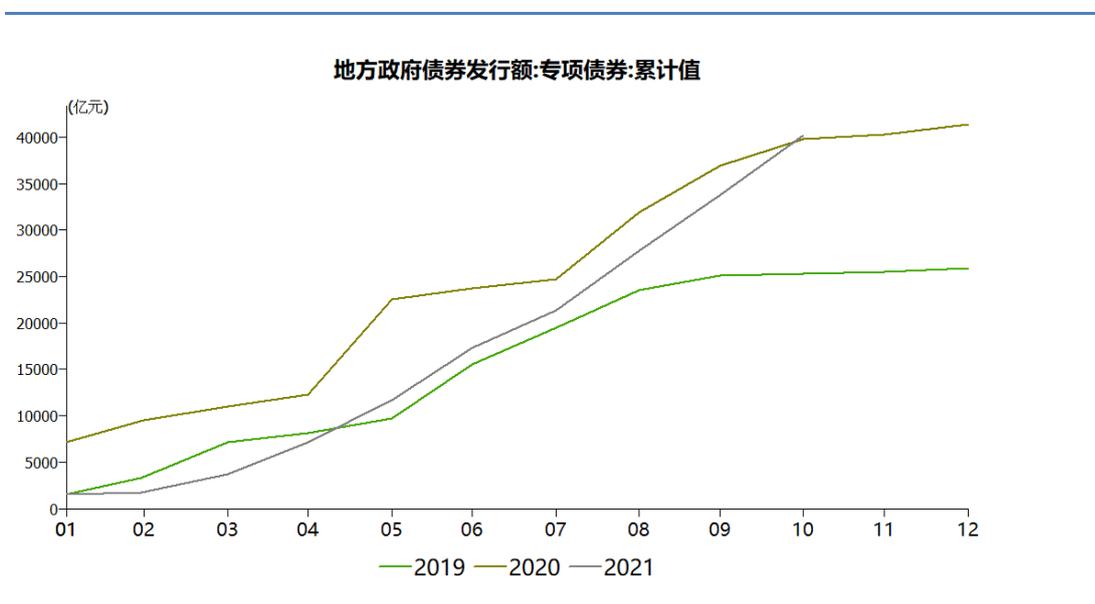
资料来源: wind、恒泰期货

2. 基建投资有力回升

2021 年稳增长并非政策重心，专项债发行以及基建项目整体后置，受限于地方隐性债务管控，专项债绩效管理严格，基建投资整体偏弱。从政策取向看，7 月 30 日政治局会议要求“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”；12 月 6 日政治局会议强调“稳定经济基本

盘，扩大有效投资”。12月10日中央经济工作会议提出“适度超前开展基础设施投资”。因此预计四季度和明年一季度基建投资增速有望有力回升，2022全年基建增速高于2021年。主要逻辑在于：第一，12月6日政治局会议定调明年经济政策，“着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。积极扩大有效投资，增强发展内生动力。”稳增长成为重要政策诉求，基建投资将显著发力。第二，四季度专项债加快发行节奏，以及明年财政前置，将加快形成实物工作量，推动基建投资增速。

图 6：专项债发行下半年开始加速

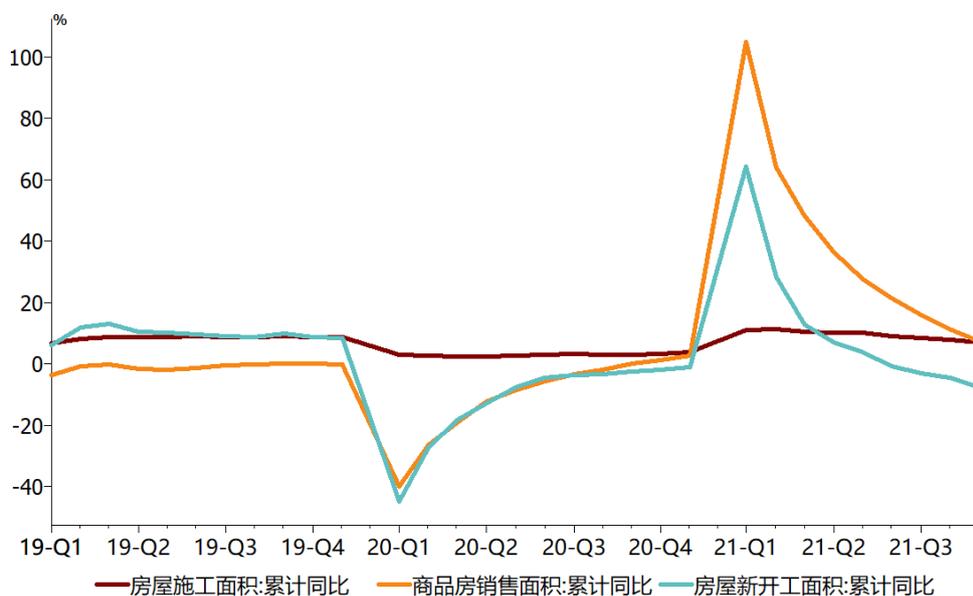


资料来源：wind、恒泰期货

3. 房地产投资企稳回暖

2021年房地产监管政策收紧，行业显著承压。三道红线约束，以及销售端回款下滑均导致房地产企业融资压力加大。三季度以来，地产行业主要数据，包括房地产销售面积、购置土地面积、新开工面积、施工面积当月增速，均呈现快速下滑态势。9月下旬央行表示，“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”，房地产政策开始微调和边际放松。

图 7: 2021 年房地产销售、新开工数据全面回落



资料来源: wind、恒泰期货

图 8: 2021 年房地产投资增速趋势下滑



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_35569



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn