

## 疫后修复下的此消彼长

——2022 年宏观展望



2022 年 01 月 06 日

## 投资摘要:

相对确定的宏观线索如下：海外端，加息及相关扰动为主要风险。1) 美联储 2-4 次加息及欧日发达经济体、新兴经济等跟上；2) 全球流动性收紧与新兴经济体脆弱性上升；国内端，需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力，其中供给冲击在逐步缓解，需求收缩与预期转弱将成为 2022 年的主要压力。3) 经济有短期衰退风险，上半年政策宽松空间打开，但不同于以往大幅经济扩张，幅度取决于底线思维。4) 通胀有所缓解，滞胀阶段过渡到短期衰退。

**外部环境：**全球经济仍有产出缺口但复苏动能走缓，海外供给端生产继续修复，需求端补贴难以维系，出口回落。

**内部环境：**消费重回复苏通道，必选消费有韧性，可选消费预期不宜过高。投资端，财政前置下基建仍将小幅回升。地产销售融资边际改善，但幅度、节奏及相关影响仍是重中之重。制造业继续上修但仍结构分化。

**投资端，逆周期有约束，顺周期动力不足。**

◆**房地产的关键讨论：**1) 稳经济的决心究竟有多大；2) 政策底确定经济底何时来；3) 保障性租赁住房能贡献多少增量；4) 房地产下行对相关消费多大负效应；5) 投资的节奏。向后展望，政策底已出，但经济底或看今年年中。地产投资中长期下降，短中期继续边际松，今年上半年经济下行压力大的背景下，政策陆续宽松空间大。销售端疲软或持续到今年年中，政府持续的保交房稳房价或对居民购房谨慎预期有所改善，信贷端有望继续放松，但需金融机构配合，投资端有起色或看下半年，保障性住房加快推进并开工或令时点提前。

◆**基建的加速与约束：**今年的维度基建的关键三要素政策意愿、资金、项目均就位。政策意愿加速，去年 8 月以来发改委审批提速，10 月以来政府债发行提速，可见的预期内，今年上半年有积极财政带动下的基建加速。但中长期看基建的主要约束仍在优质项目空间，从 2008 年以来 3 轮基建投资增速下台阶的背景看，2022 年基建投资增速上线在 6%-8%。

◆**制造业上或下：**制造业机遇与挑战并重，继续上修但趋势走缓。企业利润持续修复有助于制造业投资形成支撑，但订单回落及上游成本挤压利润对资本支出形成掣肘。结构上，高端制造业持续高景气，但占比仍较小，对制造业投资总体助力有限。

**出口：**出口进入下行通道，但全球经济复苏动能趋缓整体仍有韧性。

**消费复苏的掣肘：**纵观全年，在去年国内本土疫情又扩散背景下，线下餐饮、酒店消费仍受较大扰动。必选消费整体仍有韧性，但受地产拖累，地产后周期相关消费支持明显偏弱。居民收入修复进度或仍缓慢，且随步入冬季疫情反复或仍对线下服务消费形成扰动，消费难以超预期修复。

**政策：**积极财政与稳中偏松的货币。财政前置+货币政策跨周期平滑波动。

◆**货币政策：**货币政策稳偏松，稳增长意义上升。货币政策上由防风险向稳增长倾斜，稳中偏松，以结构性为主总量为辅。今年重心有望向稳增长倾斜，主要源于地产系压力明显。

◆**财政政策：**随今年稳增长压力凸显，财政有望重回扩张区间，支撑今年上半年基建投资。

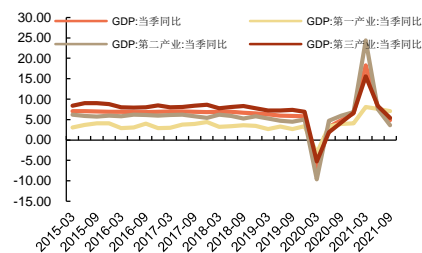
◆**本轮政策效用的主要掣肘是实体需求不足。**

**通胀：**猪油难共振。

曹旭特 分析师  
SAC 执业证书编号：S1660519040001

刘雅坤 研究助理  
SAC 执业证书编号：S1660120080015  
liuyakun@shgsec.com

## GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源：Wind，申港证券研究所

## 相关报告

- 1、《温和回暖：2022 年流动性展望》2021-12-31
- 2、《投资改善仍需时间：11 月经济数据点评》2021-12-16
- 3、《社融止跌 企业中长期贷仍未改善：11 月金融数据点评》2021-12-10
- 4、《PPI 高位回落 CPI 同比破 2：11 月通胀数据点评》2021-12-10
- 5、《信用扩张前会有什么异动么：——复盘宽信用周期之二》2021-11-17

- ◆ **PPI: 保供背景下 PPI 高位缓落。供给端大幅扩产能不符合双碳目标，工业生产端供给约束小幅缓解，稳经济背景下需求端仍旺，上半年 PPI 回落幅度有限。上半年原油仍将小幅缺口支撑价格。下半年 PPI 回落明显，中性预计今年 1-4 季度 PPI 分别 8%、5%、3%、0%。**
- ◆ **CPI: 2022 年 CPI 继续回升，但 PPI 高企对 CPI 贡献或有限，重点关注猪价。央行关心的核心通胀风险年内无虞。预计今年 1-4 季度 1.8%、1.5%、2%、2%。**
- ◆ **PPI 与 CPI 剪刀差大概率回敛。当前 PPI 与 CPI 剪刀差为 12.9% (前值 13.5%)，仍处于最近 10 年峰值，往后看，大幅收敛的概率持续上升，则大众消费品风险收益比优于工业品。**

**风险提示：**全球疫情反复及疫苗推行进度及效果不及预期、海外矛盾升级、全球性逆化、海外资产价格调整、经济数据超预期、政策风险、地缘政治风险、民粹主义冲突等。

### 2022 年中国主要经济指标预测

指标 (%)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
实际 GDP	6.7	6.1	1.6	8.2	5.2
名义固定资产投资	5.9	5.4	2.9	4.8	4
名义社会零售总额	8.16	8	-3.5	12.8	6
CPI	2.1	2.9	2.5	1	1.9
PPI	3.54	-0.32	-1.5	8.5	4
出口	7	5	4	30	10
利率 (1 年期存款)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.89	7.01	6.5	6.4	6.2

资料来源: Wind, 申港证券研究所

## 内容目录

1. 相对确定的宏观线索.....	5
1.1 “类滞胀”困局向短暂衰退过渡.....	5
1.2 风险渐近 危机四伏.....	7
2. 出口高位回落.....	9
3. 投资端 顺周期动力不足 逆周期仍有约束.....	10
3.1 制造业 机遇与挑战.....	11
3.1.1 机遇与挑战并重.....	11
3.1.2 中长期看好制造业升级 高端制造业景气仍在.....	11
3.1.3 制造业短期仍有阻力.....	12
3.2 地产 需求刺激转向供给端长效机制.....	12
3.2.1 中长期下行 短期有改善.....	13
3.2.2 关键问题的讨论.....	15
3.3 基建 加速与约束.....	18
4. 消费端的掣肘.....	19
5. 通胀 猪油或难共振.....	21
5.1 保供背景下 PPI 高位缓落.....	21
5.2 2022 年 CPI 回升 下半年关注猪肉.....	21
5.3 往后看大众消费品 风险收益比远高于工业品.....	22
6. 政策转向确定 但力度仍待观察.....	22
6.1 货币政策稳偏松 稳增长意义上升.....	22
6.2 积极财政 财政前置.....	23
6.3 实体需求不足是主要掣肘.....	24
7. 风险项.....	24

## 图表目录

图 1: 实际产出与潜在产出 (以 2016 年为基数 100).....	5
图 2: 海外补库临近结束 (%).....	5
图 3: 美国消费支出回落 (%).....	6
图 4: 固定资产投资 (其中 2021 年以来为两年平均, %).....	6
图 5: 基建投资增速 (%).....	6
图 6: BCI 企业招工、融资 (%).....	7
图 7: PPI 与 CPI 剪刀差处于极值 (%).....	7
图 8: 全球加息预期升温.....	8
图 9: 海外需求端回落 (%).....	9
图 10: 新出口订单 PMI 连续数月在收缩区间 (%).....	9
图 11: 8 月以来 PMI 持续超季节回落 (%).....	10
图 12: 企业销售与利润预期 (%).....	10
图 13: 工业利润领先制造业投资 (%).....	11
图 14: 国营与私企利润分化但边际在收敛 (%).....	12
图 15: 旧能源压减产能 随高能耗开工率放开价格高位回落 (其中高能耗包括钢铁、焦化、PVC、PTA、水泥磨机、半钢胎等, %).....	12
图 16: 2007 年—2021 年 11 月商品房单月销售额及销售面积同比增速 (%).....	13
图 17: 新增居民中长期贷与商品房销售同比 (%).....	14
图 18: 全国首套房房贷平均利率和环比变化 (%).....	14
图 19: 房地产新开工、施工与竣工 (%).....	15
图 20: 土地购置与房地产新开工 (%).....	16
图 21: 房地产贷款与按揭贷 (%).....	16
图 22: 保障性住房 VS 棚改 (其中保障性住房为预计, 万套).....	17
图 23: 房地产开发投资额与工业增加值走势相关联 (%).....	18
图 24: 基建投资增速能级递减 (%).....	19
图 25: 消费复苏但仍受疫情扰动 (2021 年数据为两年平均, %).....	20
图 26: 地产后周期相关消费 (%).....	20
图 27: 生产资料上涨仍上拉 PPI (%).....	21
图 28: PPI 向 CPI 传导有限 (%).....	21
图 29: 仔猪价格回升反映补栏意愿有所改善 (元).....	22
图 30: PPI 与 CPI 剪刀差大概率收敛 (%).....	22
图 31: 货币政策目标.....	23
图 32: 信用扩张周期伴随基建与房地产投资上升 (%).....	24

表 1: 上中下游主要行业工业增加值情况 (其中 2021 年以来数据为两年复合增速, %).....	11
---	----

表 2: 2008 年以来房地产周期复盘 ..... 17

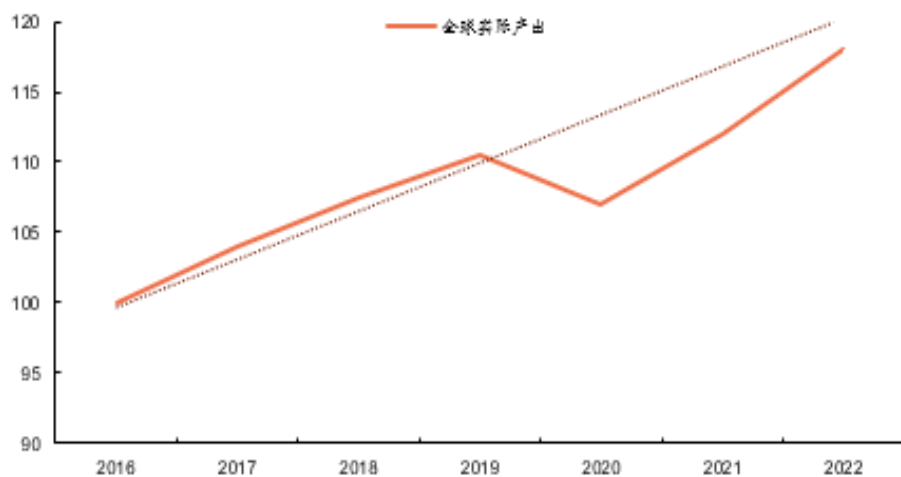
## 1. 相对确定的宏观线索

### 1.1 “类滞胀”困局向短暂衰退过渡

经济增长项上，顺周期有压力，逆周期有约束。其中投资与出口承压，消费修复仍受制于疫情反复，工业企业利润回落压力较大。

相比常态，全球经济仍有产出缺口但复苏动能走缓，出口有所回落。

图1：实际产出与潜在产出（以2016年为基数100）



资料来源：Wind，申港证券研究所

◆ 海外供给端生产继续修复，补库周期已临近结束。

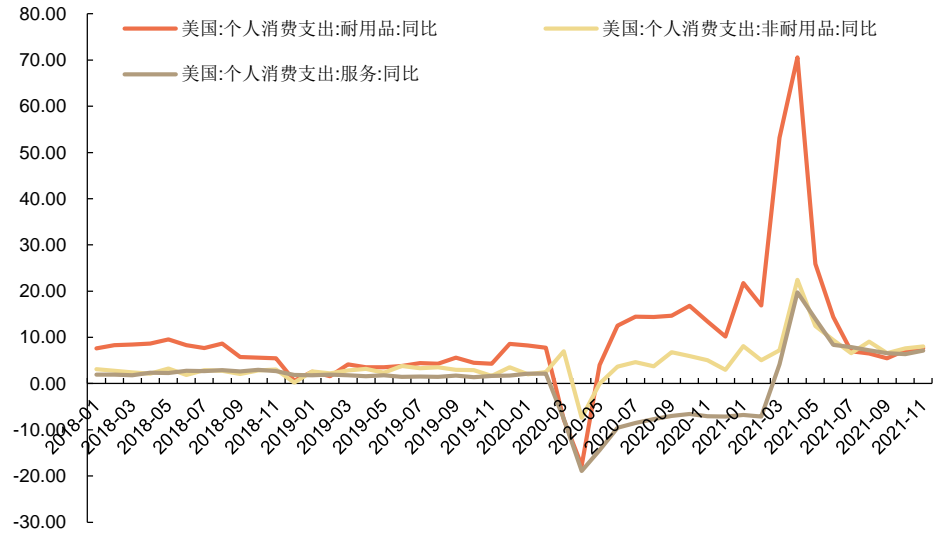
图2：海外补库临近结束（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

◆ 需求端失业补贴难以维系，但前期居民储蓄率高位，需求回落或不如市场预期恶劣，大概率回归疫情前状态。

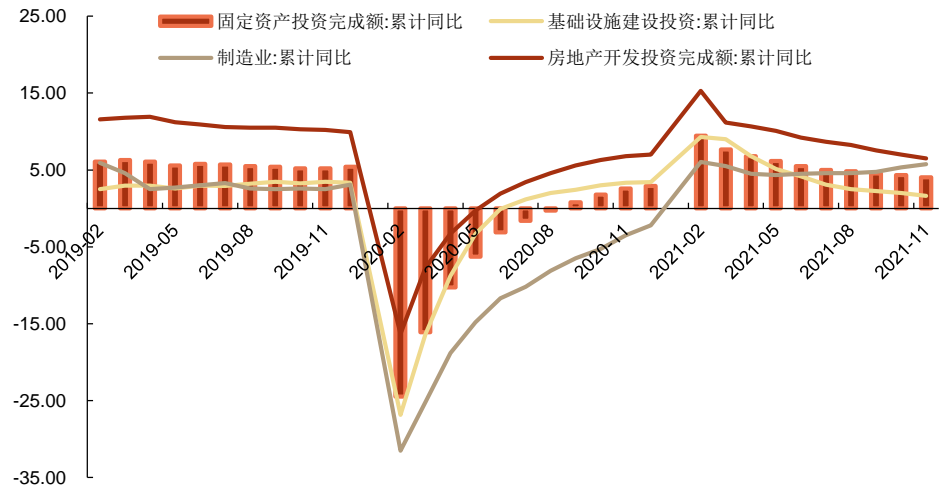
图3：美国消费支出回落（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

经济增长项上，顺周期有压力，逆周期有约束。

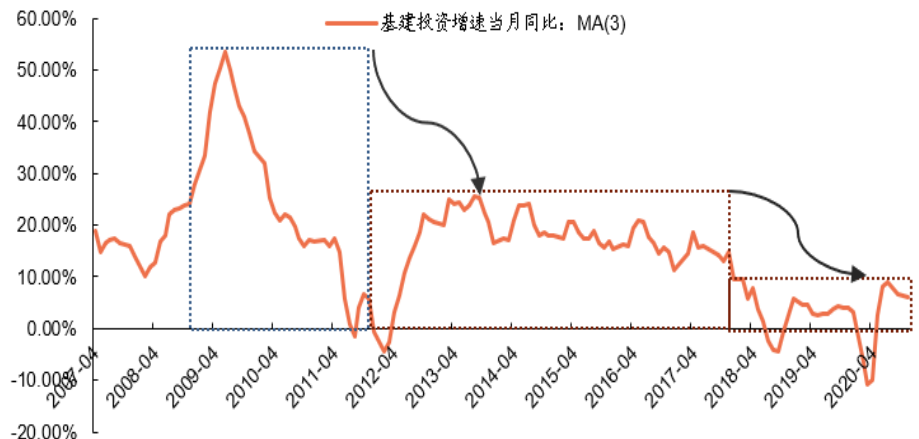
图4：固定资产投资（其中 2021 年以来为两年平均，%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

◆ 逆周期项仍有约束。房地产回归居住属性，中长期投资下行。基建今年加速但空间有约束。

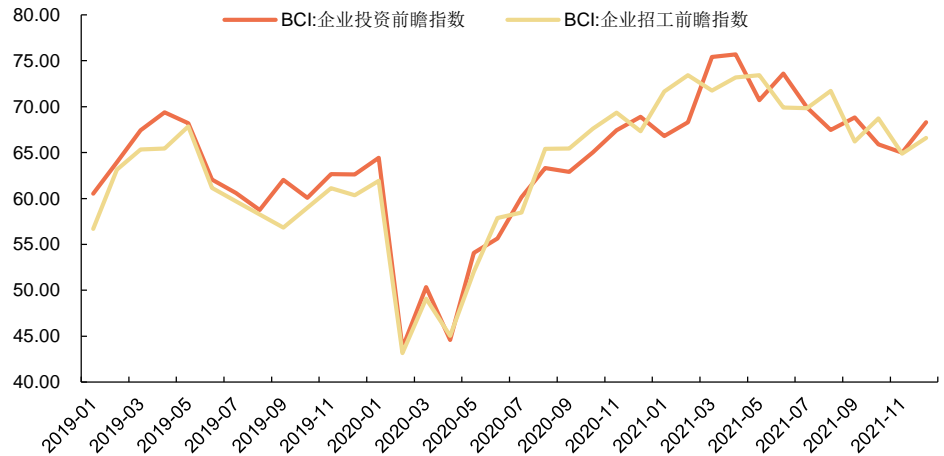
图5：基建投资增速（%）



资料来源: Wind, 申港证券研究所

- ◆ **顺周期项动力不足。**其中制造业趋势继续上修，但面临需求回落及上游成本挤压，资本支出谨慎性高且结构分化。消费仍受制于病毒变异及疫情反复扰动。

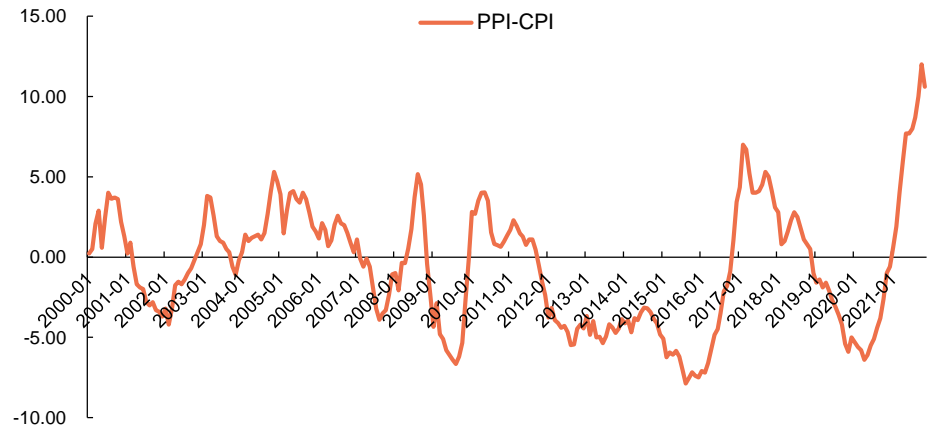
图6: BCI 企业招工、融资 (%)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

- 价格端，猪油难共振，通胀有所缓解，PPI 与 CPI 剪刀差回敛是大概率。2022 年上半年关注原油，下半年关注猪周期。

图7: PPI 与 CPI 剪刀差处于极值 (%)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

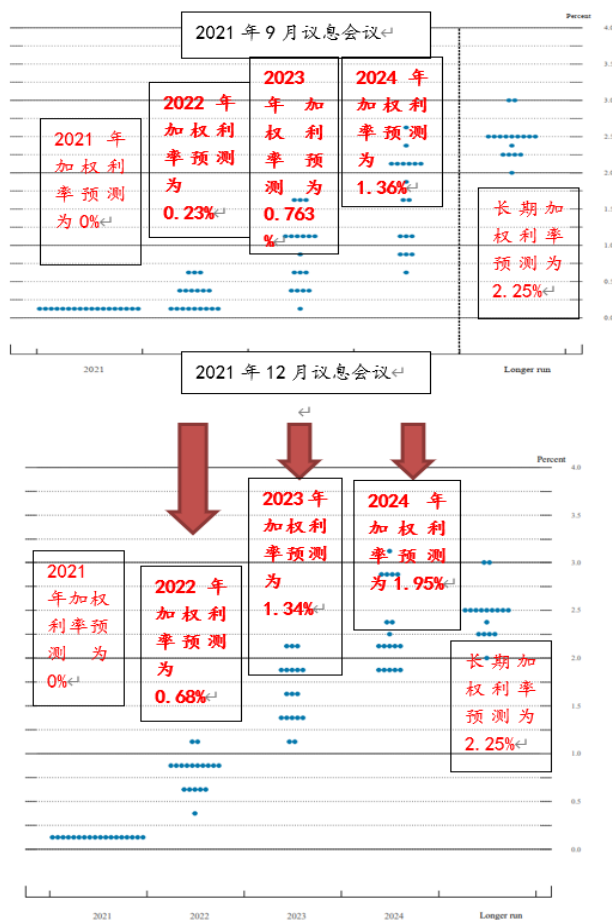
## 1.2 风险渐近 危机四伏

海外风险方面，美联储 2022 年加息风险 VS 新兴经济体政策周期错位。

- ◆ **美联储加息风险。**美联储 12 月份议息会议显示 2022 年将会有三次加息（每次加息 25 个基点）。鲍威尔表示加息时机不会早于 Taper。Taper 进度将加快，会议计划 2022 年 1 月中开始将缩减购债规模的速度提升一倍，由每月缩减购债 150 亿美元提高至每月缩减 300 亿美元的水平。
- ◆ **各大其他经济体紧跟其上。**英国 12 月开始加息，日本计划将于本财政年度末停止购债。截至 12 月初，巴西年内第七次加息，俄罗斯年内第六次加息。



图8：全球加息预期升温



资料来源：FED，申港证券研究所

新兴经济体脆弱性高，巴西、俄罗斯等的一众高外债的经济体在发达经济体加息背景下被迫跟随，土耳其风险或非个例。

- ◆ 各国经济复苏分化将导致政策周期错位，2022年美联储带动欧盟政策收紧将加大全球（特别是新兴市场）金融脆弱性。相比欧美等发达经济体疫苗注射进度生产修复进度，大部分新兴市经济体仍在与疫情的持续影响作斗争，复苏根基尚不牢固。美联储货币政策“掉头”将大概率推动全球利率上行，一方面新兴经济体经济复苏基础弱，远未达到加息基础；另一方面，不跟随加息新兴经济

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\\_35907](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35907)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>