

先立后破，产业突围

——2022 年宏观年度策略报告

报告导读/核心观点

2001 年加入 WTO 之后，中国制造业凭借出口和人口红利之势增速颇高。2008 年次贷危机之后，随着全球经济缺少动力与人口数量红利逐渐消退，中国经济的驱动因素主要靠房地产政策，政府一直在寻求转型方向，并摆脱房地产对宏观经济的束缚。供给侧结构性改革总体以解决问题为导向，增长方向上尚未破局。

碳达峰碳中和背景下，一方面我国环保治理实践经验表明经济可承受环保治理带来的扰动，另一方面新能源汽车光伏等补贴性行业开始进入盈利阶段，进一步坚定我国推进双碳政策的决心。在推进双碳政策中，整体方针是“先立后破”，“立”指积极发展新能源，“破”指淘汰落后产能。2020 年由于出口带动工业用电量较高等因素，导致能耗双控政策推进中出现价格大幅上涨，而新能源建立过程往往需要消耗能耗指标，因此难以快速充分建立。

“先立后破”的原则在中央层面已经形成共识，但需突破产业发展与能耗指标等限制，我们预判这些限制政策将在年底中央经济工作会议上逐渐打破，形成正向循环，逐渐缓释上游的价格压力，并且从产业链上下游企业来看，大量需求订单无法完成的情况也将得以缓解，进而带动新能源相关领域的大量投资，尤其是制造业投资。更大的预期差是，碳中和带来的变革并不只在新能源产业链上，而在于会促发整个制造业的升级再造，使其与能源变革相匹配。预计 2022 年开始，制造业将从一个顺经济增长的带动变量转变为经济增长的驱动变量，而房地产仅将起到经济托底的稳定器作用。

风险提示：

1、中美博弈激化超预期：未来预计美国对华策略将在贸易领域出现边际缓和，但应警惕意识形态和科技领域风险激化对风险偏好的潜在冲击。军事领域的局部摩擦也应给予关注，历史经验表明当美国总统民调承压时往往会将军事摩擦作为提振民调的有效手段。

2、全球通胀持续超预期：中国方面需警惕猪油共振导致通胀超预期；海外方面需警惕供应链、能源及劳动力供需矛盾等问题持续恶化导致通胀超预期。一旦通胀压力加剧，全球央行可能出现加息潮继而对资本市场形成冲击。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

联系人：潘高远

执业证书编号：S1230121070015

邮箱：pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人： 李超

正文目录

1. 产业政策：能源转型逐渐替代传统基建地产	7
1.1. 我国能源转型将带来工业再造	7
1.2. 能源转型或将使制造业投资再次成为带动我国投资增长的主力	8
2. 三驾马车之投资：制造业挑大梁，碳中和产业再造是主线	9
2.1. 预计 2022 年制造业投资增速 11.1%	10
2.2. 预计 2022 年地产投资增速 5.4%，预计公积金参与保障房建设试点重启并成为重要拉动力量	13
2.3. 预计 2022 年基建投资 4%，关注 Q1 基建发力	18
3. 三驾马车之消费：消费持续复苏，空间仍受疫情反复制约	19
3.1. 居民收入有所改善，但 K 型分化依然存在	19
3.2. 疫情影响有所弱化，但“共存”策略短期内较难确定	21
3.3. 消费鼓励政策卷土重来，对消费起到一定提振作用	22
3.4. 预计 2022 年社会消费品零售总额名义增速为 6.9%	22
4. 三驾马车之出口：内需变化决定进口，供需缺口影响出口	23
5. 支出法看经济：投资强稳增长，全年 GDP 实际增速 5.6%	26
6. 生产法看经济：内需支撑工业，疫情继续延缓服务业修复	27
7. PPI 快速回落，CPI 温和回升，剪刀差将逐步收窄并反转	28
7.1. 猪价油价对冲，CPI 温和回升	29
7.1.1. 2022 年 5、6 月份有望迎来新一轮的猪价上行周期	29
7.1.2. 原油中枢进一步上行，二季度开始供需渐进平衡	30
7.1.3. 拉尼娜有助于提振冬季 CPI 食品项上涨	31
7.1.4. 核心 CPI 仍有一定回升空间	32
7.2. 供需缺口弥合，PPI 渐次回落	33
7.3. 预计全年名义 GDP 增速为 7.4%	35
8. 就业形势稳定，完成目标不难，退休高峰缓解失业率压力	35
9. 2022 年货币政策基调总体偏宽松，人民币汇率升值破前高	38
9.1. 预计 2022 年货币政策基调总体偏宽松	38
9.2. 预计 2022 年末信贷、社融、M2 同比增速分别为 12%、11.2%和 9.2%	39
9.3. 货币政策工具仍将以结构性调控为主	43
9.4. 预计 2022 年人民币汇率升值至 6.1	43
10. 2022 年广义财政维持紧平衡，重点领域发力注重政策衔接	44
10.1. 赤字率正常化，落实减税降费，保持支出强度	44
10.2. 土地财政有韧性，专项债提质增效	46
10.3. 防范财政金融领域风险，推进房地产税和消费税	47
11. 海外通胀退烧无需担忧加息潮，碳中和背景下欧洲有潜力	48

11.1. 美国经济逐季下行叠加通胀增速下行，2022 年无需担忧加息	48
11.1.1. 基本面前瞻：补库接近尾声叠加楼市逐渐降温，2022 年美国 GDP 同比增速 4%，逐季下行	48
11.1.2. 就业前瞻：2022 年美国失业率回归 4%中性水平，但受提前退休人群影响年底劳动参与率仍低于疫情前&职位空缺高于疫情前	51
11.1.3. 通胀前瞻：美国通胀的四座大山将逐步缓解，CPI 同比增速逐季下行并于年底回落至 3%附近	54
11.1.4. 货币政策前瞻：美联储退出量化宽松但难见加息	57
11.1.5. 国会前瞻：财政领域除加税基建组合拳外无边际增量，政治领域民主党中选败选众议院概率较大	58
11.2. 欧洲经济 2022 年可期，日本政府换届后将延续当前政策基调	63
11.2.1. 欧洲经济受益于四大驱动因素将走强并带动美元于 2022 年趋弱	63
11.2.2. 日本首相换届后国内政策可能有微调但无大幅变化，货币政策领域将延续宽松	67
12. 碳中和产业再造链条表现可期，警惕美股二季度回调风险	67
13. 风险提示：警惕中美博弈激化和全球通胀超预期上行风险	69
13.1. 2022 年需警惕中美博弈激化的风险	69
13.2. 警惕通胀超预期带动全球出现加息潮	70
13.2.1. 猪油共振，国内 CPI 超预期上行	70
13.2.2. 四大潜在风险导致美国甚至全球通胀超预期上行，继而引发加息潮	71
14. 主要宏观数据预测表	72
风险提示	72

图表目录

图 1：2025 年单位 GDP 能耗较 2020 年下降 13.5%	8
图 2：2025 年单位 GDP 二氧化碳排放量较 2020 年下降 18%	8
图 3：我国非化石能源占能源消费比重在未来十年将大幅提升	8
图 4：加入 WTO 后 2008 年之前，出口导向下我国制造业投资增速长期高于基建地产投资	9
图 5：固定资产投资累计同比增速	10
图 6：固定资产投资当月同比增速（估算）	10
图 7：制造业中长期贷款增速（%）	11
图 8：碳中和过程有助于推动相关行业制造业投资提速（同比增速，%）	12
图 9：高技术制造业投资增速持续高于整体制造业投资	13
图 10：高技术制造业投资占总体制造业投资比重波动上行	13
图 11：部分地区“强链补链”相关政策	13
图 12：2022 年地产投资逐季预测，预计全年增速 5.4%（%）	14
图 13：本轮新开工增速和开工竣工裂口高点均见于 2018 年	14
图 14：近几年全国试点项目累计发放贷款情况	15
图 15：部分人口净流入核心城市的公积金余额（亿元）	17
图 16：2021 年 Q3 基建累计同比驻底，Q4 企稳，预计 2022 年初基建发力	19

图 17: 2021 年消费增速中枢回升较慢, 与疫情前水平差距较大.....	19
图 18: 调查失业率持续回落	20
图 19: 外出农民工人数基本恢复到 2019 年水平	20
图 20: 收入平均数增速持续高于中位数收入增速	20
图 21: 住宿餐饮、租赁商务等行业景气度仍未恢复	20
图 22: 2016 年以来中等收入群体收入增速显著放缓	21
图 23: 疫情后社零总额负增长, 奢侈品销售增速逆势上涨	21
图 24: 英国每日新增病例依然高达 3~4 万人	22
图 25: 新加坡 8 月 10 日放松防控政策后, 新增确诊病例激增	22
图 26: 社零增速逐季修复	23
图 27: 克强指数对进口指引较强	24
图 28: 进口与内需变动关联度较强	24
图 29: 2021 年进口价格指数显著高增, 对进口形成支撑	24
图 30: 9 月进口量价拆分显示, 进口价格贡献较多	24
图 31: 2021 年 10 月 IMF 最新全球经济展望	25
图 32: IMF 数据显示, 美欧供应链修复较慢	25
图 33: 预计 2022 年全年 GDP 实际同比增速 5.6% (单位: %)	27
图 34: M1 领先 PPI 同比 10 个月	29
图 35: 预计 2022 年 5、6 月份开启新一轮的猪价上行周期	30
图 36: 美国原油产量 (百万桶/日)	31
图 37: 美国油井新开工数量仅为疫情前一半水平	31
图 38: 拉尼娜现象对 CPI 蔬菜项环比的影响 (单位: %)	32
图 39: 拉尼娜年份造成玉米主要产地减产	32
图 40: 2022 年核心 CPI 保持修复态势	32
图 41: PPI→CPI 家电项传递 (滞后 3~5 期)	32
图 42: 预计 2022 年 CPI 同比+1.8%, 呈现出逐季修复的趋势	33
图 43: 发展中国家疫苗加速注射	33
图 44: 海外粗钢生产水平已在疫情水平之上	33
图 45: 制造业 PMI 指数连续 6 个月回落	34
图 46: 美国经济环比高点已现	34
图 47: 预计 2022 年 PPI 同比+1.4%, 呈现出前高后低的走势	34
图 48: PPI-CPI 剪刀差可能在 6 月份反转	34
图 49: 预计 GDP 平减指数逐季回落, 全年名义 GDP 增速为 7.4%	35
图 50: 预计 2022 年调查失业率中枢可能小幅上行至 5.2% 左右, 与 2019 年相仿	36
图 51: 失业率中枢与工业企业利润中枢反相关	36
图 52: 16-24 岁调查失业率趋势上升	37
图 53: 2022 年高校毕业生将再创新高	37
图 54: 1962 年起我国出生人口大幅上升	37
图 55: 2022 年退休人数将增多 100~150 万人	37
图 56: 货币政策操作工具、中介目标及最终目标	38
图 57: 货币政策基调历史回顾	39
图 58: 2021 年信贷、M2、社融增速均有明显回落	39
图 59: 2022 年社融走势预测	41

图 60: 2022 年一季度社融新增规模或创历史峰值	41
图 61: 2022 年社融各分项变动趋势 (亿元)	42
图 62: 预计 2022 年 M2 增速为 9.2%	42
图 63: 预计 2022 年人民币汇率升值至 6.1	44
图 64: 2022 年财政收支平衡, 狭义赤字率 2.8%	45
图 65: 财政收支平衡, 赤字规模 33000 亿元	45
图 66: 预计 2022 年新增专项债 30000 亿	46
图 67: 新增专项债发行规模较 2020 年、2021 年有所下滑 (亿元)	46
图 68: 美国经济预计于 2021 年 Q4 接近恢复至潜在增速水平	48
图 69: 美国 2022 年 GDP 同环比增速预测 (%)	48
图 70: 美国居民储蓄冗余折年 (十亿美元)	49
图 71: 美国商品消费占比相较疫前明显提升 (%)	49
图 72: 美国个人消费支出三大项实际值两年复合增速变化情况	50
图 73: 美国名义库存和实际库存增速变化 (% , 实际按 PPI、CPI 各 50% 权重剔除价格因素)	50
图 74: 美国新屋库存周期和资本开支增速相关性较强 (%)	51
图 75: 绝对值看新屋库存补库尚未完成 (新屋千套, 成屋万套)	51
图 76: 库存增速看, 美国新屋补库已经接近完成 (%)	51
图 77: 美国就业市场的岗位空缺和总岗位需求 (千人)	52
图 78: 美国的劳动力参与率变化 (%)	52
图 79: 美国劳动力供应紧张程度 (% , 职位空缺 / (劳动力人口 - 非农就业人口))	53
图 80: 美国 2022 年 CPI 同环比增速预测 (%)	54
图 81: 美国各行业相较疫情前的就业缺口占比情况 (%)	55
图 82: 美国各行业平均时薪水平排名	55
图 83: 2021 年休闲酒店时薪增速超过平均时薪增速 (%)	55
图 84: 美国休闲和酒店业平均周薪水平极低	55
图 85: 美国房价环比涨幅领先 CPI 住房分项 12 个月 (%)	56
图 86: 今年以来标准普尔 CS 房价指数走势	56
图 87: Manheim 二手车价格指数	56
图 88: 美国居民当前对于未来 1-3 年期的通胀预期较高 (%)	58
图 89: 纽约联储对美国居民未来 5 年期通胀预期的调查 (%)	58
图 90: 美联储 9 月统计的通胀预期指数 (%)	58
图 91: 克利夫兰联储对未来 10 年通胀预期的测算 (%)	58
图 92: 总统所在的执政党往往在中选中表现不佳	62
图 93: 当前民主党在参议院的胜率小幅领先	62
图 94: 欧元区经济与其贸易规模高度相关 (%)	64
图 95: 以中美两国为代表的出口价格指数快速攀升 (%)	64
图 96: 欧元区制造业 PMI 与全球 PMI 高度相关	64
图 97: 全球贸易增速预测 (%)	64
图 98: 全球每日新冠疫苗接种约 2000 万针 (MA7)	64
图 99: 不同经济规模国家的贸易相较于 2019 年增速 (%)	64
图 100: 全球不同国家新冠疫苗接种进度	65
图 101: IEA 测算全球为实现碳中和需要开展的资本开支规模 (万亿美元)	66
图 102: 欧盟预计将于 2021 年 Q4 或 2022 年 Q1 进入补库阶段 (%)	66

图 103：我国 CPI 超预期上行风险往往来自于猪油共振	71
表 1：当前市值前 50 大房企的三条红线超标情况	14
表 2：浙江省保障房规划中的城市划分	15
表 3：估算各主要城市 2020 年新增保障性住房供应占比	16
表 4：各省会城市和计划单列市主要指标排序	17
表 5：2022 年 GDP 增速及其分项预测值（季度数据为当季值）	26
表 6：2022 年生产法 GDP 预测值	28
表 7：近 20 年的拉尼娜事件	31
表 8：不同原因拒绝就业人数表	54
表 9：各机构对于全球芯片危机缓解时间预测	57
表 10：5790 亿美元基建方案的主要构成部分	59
表 11：5790 亿美元传统基建投资的融资来源（十亿美元）	59
表 12：历任美国中期选举结果	60
表 13：美国众议院净席位获得或损失，按总统工作批准评级	61
表 14：2020 年选举的胜选差距低于 10 个百分点的席位	62
表 15：2022 年将要退休的参议院公职人员	63
表 16：USTR 评估对来自中国的产品征收 301 条款关税的豁免要求	69
表 17：USTR 按产品类型对进口自中国的产品征收 301 条款关税的豁免批准	69
表 18：战争期间美国总统的民调变化情况	70
表 19：2022 年宏观经济数据预测	72

1. 产业政策：能源转型逐渐替代传统基建地产

2001 年加入 WTO 之后，中国制造业凭借出口和人口红利之势增速颇高。2008 年次贷危机之后，随着全球经济缺少动力与人口数量红利逐渐消退，中国经济的驱动因素主要靠房地产政策，政府一直在寻求转型方向，并摆脱房地产对宏观经济的束缚。供给侧结构性改革总体以解决问题为导向，增长方向上尚未破局。

碳达峰碳中和背景下，一方面我国环保治理实践经验表明经济可承受环保治理带来的扰动，另一方面新能源汽车光伏等补贴性行业开始进入盈利阶段，进一步坚定我国推进双碳政策的决心。在推进双碳政策中，整体方针是“先立后破”，“立”指积极发展新能源，“破”指淘汰落后产能。2020 年由于出口带动工业用电量较高等因素，导致能耗双控政策推进中出现价格大幅上涨，而新能源建立过程往往需要消耗能耗指标，因此难以快速充分建立。

“先立后破”的原则在中央层面已经形成共识，但需突破产业发展与能耗指标等限制，我们预判这些限制政策将在年底中央经济工作会议上逐渐打破，形成正向循环，逐渐缓释上游的价格压力，并且从产业链上下游企业来看，大量需求订单无法完成的情况也将得以缓解，进而带动新能源相关领域的大量投资，尤其是制造业投资。更大的预期差是，碳中和带来的变革并不只在新能源产业链上，而在于会促发整个制造业的升级再造，使其与能源变革相匹配。预计 2022 年开始，制造业将从一个顺经济增长的带动变量转变为经济增长的驱动变量，而房地产仅将起到经济托底的稳定器作用。

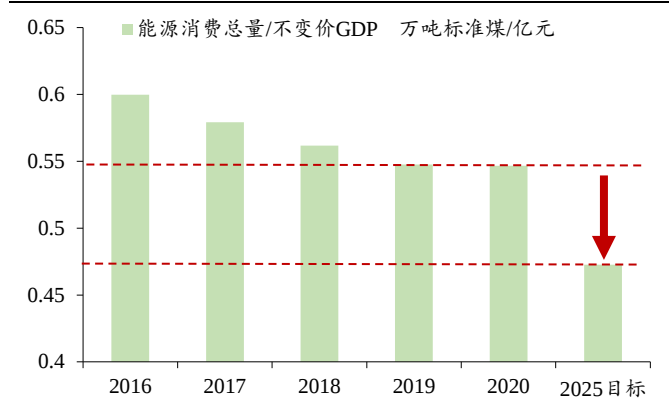
1.1. 我国能源转型将带来工业再造

我国双碳“1+N”政策体系逐步推出，双碳目标的实现路径逐步清晰，2022 年将是进一步落实双碳行动的重要开局之年。2021 年 10 月，中共中央、国务院《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》（以下简称《意见》），国务院《2030 年前碳达峰行动方案》（以下简称《方案》）相继发布，明确关于碳达峰、碳中和的重大战略决策，指出落实双碳目标的具体指标及行动方案。

我国的双碳行动将是全球历史上规模最大、门类最全的工业体系能源转型过程，其核心在于推动能源利用效率、非化石能源在能源消费中的比重提升。在能源利用效率方面，《意见》和《方案》中明确，到 2025 年，我国重点行业能源利用效率大幅提升，单位国内生产总值能耗比 2020 年下降 13.5%，单位国内生产总值二氧化碳排放比 2020 年下降 18%，到 2030 年，重点耗能行业能源利用效率达到国际先进水平，单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 65% 以上。在能源消费结构方面，到 2025 年，非化石能源消费比重达到 20% 左右，到 2030 年，非化石能源消费比重达到 25% 左右，风电、太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上，到 2060 年，非化石能源消费比重达到 80% 以上。

我国能源转型过程并不只是新能源产业链上的产业变革，更会引致制造业乃至工业体系的全面再造，甚至贯穿于经济社会发展的全过程和各方面。《意见》中指出碳达峰、碳中和纳入经济社会发展全局，加快形成节约资源和保护环境的产业结构、生产方式、生活方式、空间格局，从《方案》中碳达峰十大行动中亦可以看出，涉及能源结构、工业再造、城乡建设、绿色交通、低碳科技、循环经济等多个方面。

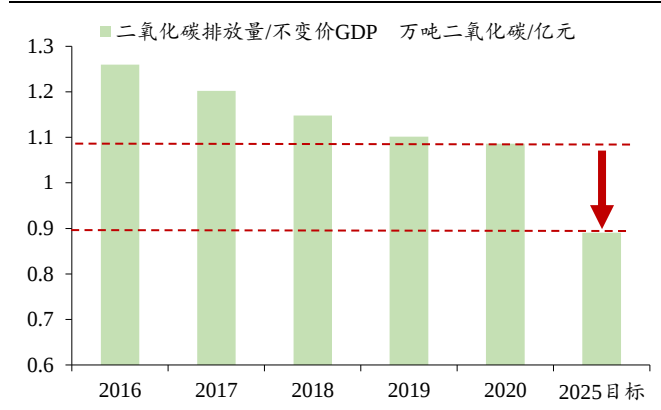
图 1：2025 年单位 GDP 能耗较 2020 年下降 13.5%



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

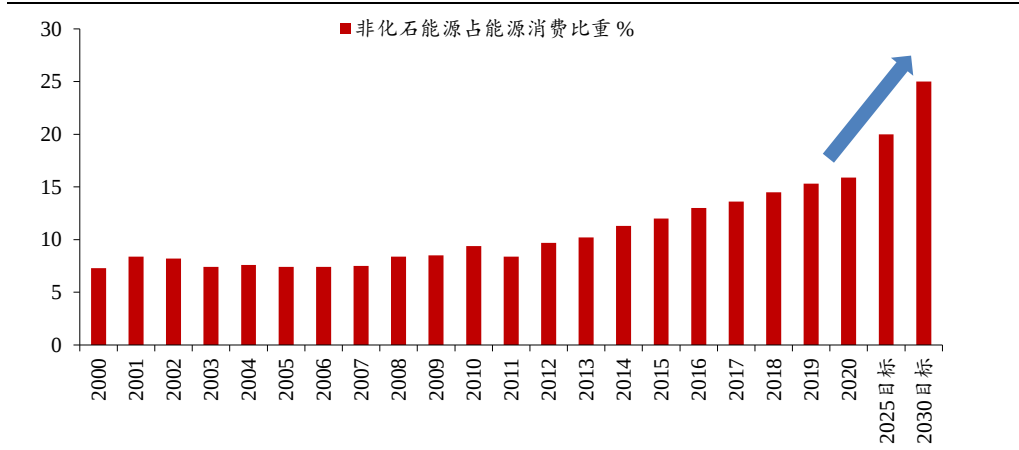
注：不变价 GDP 以 2015 年为基数

图 2：2025 年单位 GDP 二氧化碳排放量较 2020 年下降 18%



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 3：我国非化石能源占能源消费比重在未来十年将大幅提升



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

1.2. 能源转型或将使制造业投资再次成为带动我国投资增长的主力

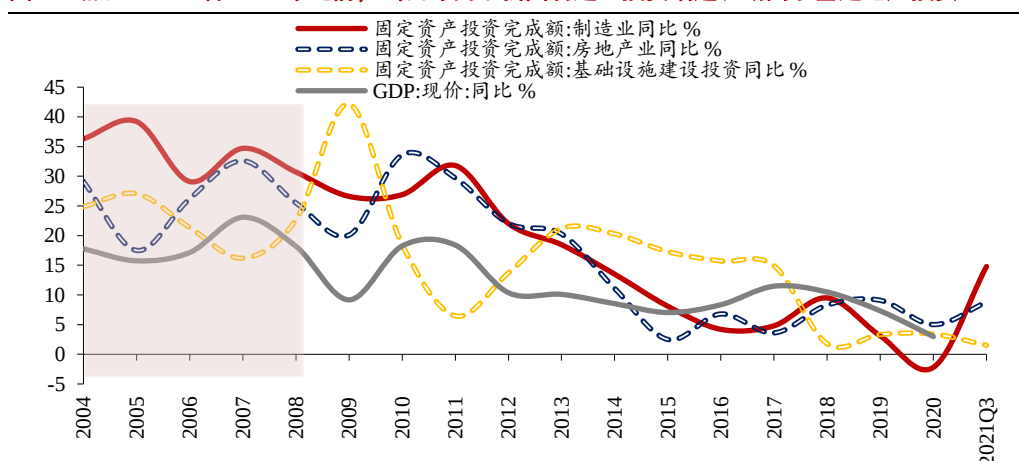
能源转型带动工业再造，我国制造业投资增速高于基建地产的阶段或将再现。21 世纪以来，我国制造业投资长期高于基建地产的阶段在 2008 年之前，其原因在于，我国加入 WTO 后加速融入全球经济体系中，出口导向型的增长模式及承接西方发达国家及东亚四小龙的制造业转移历史机遇，使得我国制造业体系加快完善构建，1998 年国家推进国企改革，中小国企陆续关停并转，大量劳动力土地资本等生产要素被腾挪出来，在外需不断增加的同时，中国的制造业体系并不与之匹配，东南沿海地区民营制造业企业快速发展，投入了大量资本开支，带来了制造业投资的高速增长。但在 2008 年金融危机之后，外需随着全球经济放缓走弱，以及我国制造业体系在大规模投资建设下逐步完善，且常受产能过剩困扰，制造业投资逐步成为顺经济周期变量。但在实现双碳目标过程中，新能源转型引致的新能源应用需求及设备更新需求将是制造业投资强劲的带动力，从而使制造业投资有望取代基建地产成为我国投资增长的主力。

我们认为，我国新能源转型背景下的工业再造，是指为实现能源利用效率的提升、适应非化石能源消费比重提升的能源结构调整，对采矿业、制造业、电力、热力、燃气

及水生产和供应业进行系统全面的再造升级。这既包括各行业本身为提升能源利用效率的设备更新、体系重构，更在于为适应居民生活和工业生产在新能源转型中的增量需求所对应的产能扩张，其核心在于形成与之匹配的制造业投资。

当然需要注意的是，制造业在替代房地产、基建成为投资的主要增长动力时，并非重复过去的粗放式增长，而是更注重提升经济发展效率的转型升级，需同时满足双碳行动中能源消耗增量的约束。但我们认为，能耗双控的行业要求应适应产业生产规律作结构上的动态调整，对于新能源设备生产过程中所需要的高能耗中间产品行业应予以一定差异化设置控制目标，以顺利实现经济的新能源转型升级。

图 4：加入 WTO 后 2008 年之前，出口导向下我国制造业投资增速长期高于基建地产投资



资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们认为，遵循先立后破原则，我国能源转型背景下的工业再造，将从能源体系再造、用能终端再造两大方面展开。

第一，以非化石能源为主体的能源体系再造，需要进一步加大对光伏、风电、核能、氢能、生物质能等清洁能源行业的投入，并间接带动产业链上下游的化工产品、非金属矿制品、机械装备等制造业生产扩容。其次，传统能源行业虽然进入存量或减量替代阶段，但在非化石能源主导的能源体系未成熟时，仍需要效率更高的设备投资，并非一关了之。此外，电网体系需再造与新能源特性相匹配，需要储能、传输、智能设备等硬件投资，也需要新一代信息技术的软件投资。

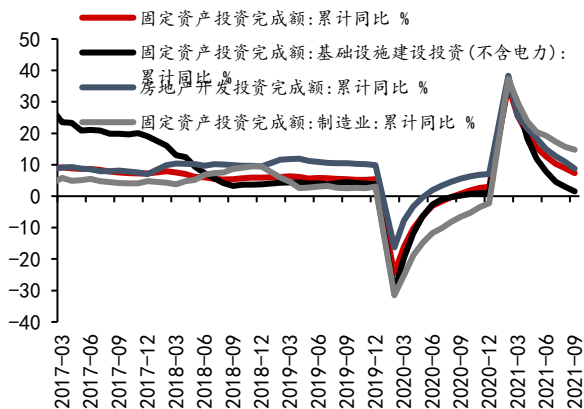
第二，用能终端再造则将遵循新能源技术应用和传统行业技术改造两条主线，带来相关制造业产业链的生产扩张和投资。一方面新能源技术的应用场景将不断扩展，带动相关产业的投资和生产，例如新能源汽车、储能、低碳零碳负碳技术装备、碳汇、节能建筑、绿色交通基础设施等。另一方面，工业生产过程中提升能源利用效率所进行的设备更新、技术改造，居民生活中汽车、家电、炊具等用能终端的能效标准提升带来的更新换代。

2. 三驾马车之投资：制造业挑大梁，碳中和产业再造是主线

预计 2022 年固定资产投资增速 7.8%，其中，制造业、基建、地产投资分别为 11.1%、4% 和 5.4%。2021 年二季度以来，制造业投资增速持续强于基建、地产投资，我们认为 2022 年制造业投资增速除有上游成本压力缓解、需求回暖及金融定向支持等正面影响因

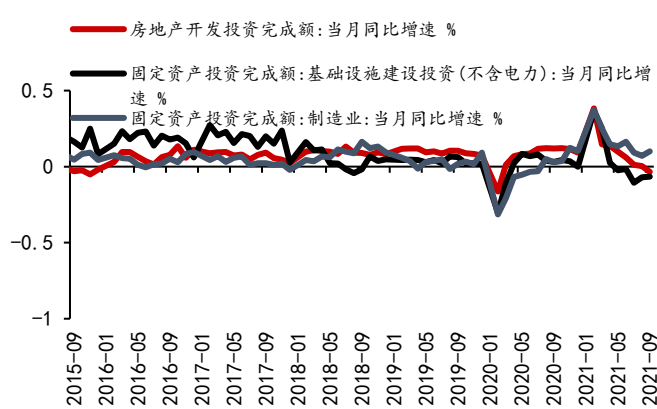
素，核心将受益于碳中和推进对能源体系和工业链条的重塑，有超出市场预期的较强表现；在 2021 年底至 2022 年初形成实物工作量的政策基调下，预计基建投资 2022 年有所趋稳，增速较 2021 年的 2% 有微升；地产投资走势仍取决于监管政策变化，预计 2022 年增速较 2021 年略降，保障房领域可能形成新的投资增量。

图 5：固定资产投资累计同比增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：固定资产投资当月同比增速（估算）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.1. 预计 2022 年制造业投资增速 11.1%

预计 2022 年制造业投资增速 11.1%，高于基建、地产投资增速。对于年内走势，2021 年 1-2 月制造业投资增速基数较低，意味着 2022 年初数据可能有相对较高的表现，全年走势仍是前高后低。

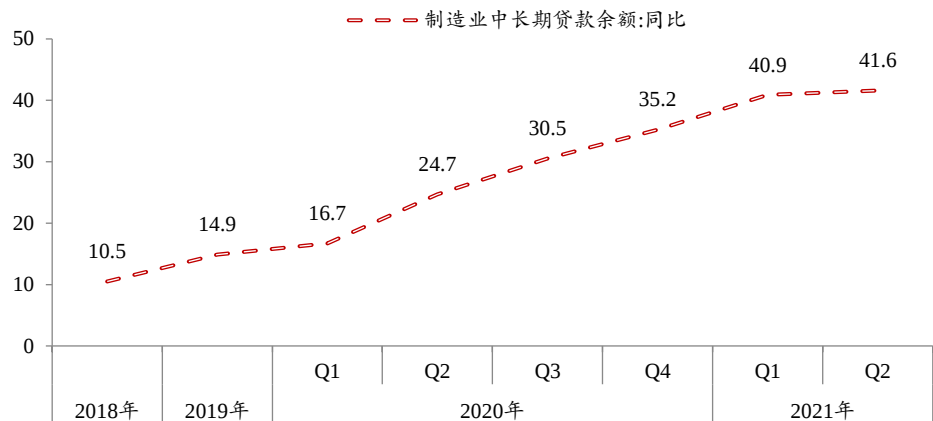
制造业投资增速主要受下游需求、工业企业利润、产能利用率等基本面数据及信贷、社融等金融数据影响。我们对 2022 年制造业投资乐观的基础逻辑在于：

一是上游原材料价格大概率将经历高位回落，中下游企业成本压力缓解，一定程度上有利于扩大投资；

二是从“量”的角度，基建增速有望回升、地产投资有望趋稳，均将使制造业企业下游需求边际改善，进而增强资本开支意愿；

三是金融角度，2019 年以来政策持续强调资金定向支持制造业，预计 2022 年信贷也将继续强化对制造业中长期贷款的投放力度，有助于支撑制造业投资。据央行披露，2021 年二季度末，制造业中长期贷款余额同比增速为 41.6%，较 2020 年末的 35.2% 再次提高 6.4 个百分点，相比 2018 年、2019 年末的 10.5% 和 14.9% 明显上行。其次，政策着力保市场主体，尤其是在疫后修复阶段及局部风险处置可能引发信用问题时期，中小、民营企业均得到金融定向支持，这对于稳定制造业投资至关重要。

图 7：制造业中长期贷款增速（%）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

除基础逻辑外，我们想提示两个重要的新增变量：碳中和推进带动的产业格局重塑、制造业强链补链，我们认为 2022 年起，这两项因素将成为拉动制造业投资增速大幅提高超市场预期核心变量的核心变量。

一是碳中和的推进过程是能源体系和工业链条重塑的过程，双碳政策“先立后破”，鼓励新能源行业发展，推动传统行业转型升级，将带来大规模制造业投资需求，尤其是碳减排货币政策工具推出将从资金层面给予制造业投资着重支持。

我们认为推进双碳政策中，整体方针是“先立后破”，“立”指积极发展新能源，“破”指淘汰落后产能。“先立后破”的原则在中央层面已经形成共识，但需突破产业发展与能耗指标等限制，我们预判这些限制政策将在年底中央工作会议上逐渐打破，形成正向循环，逐渐缓释上游的价格压力，并且从产业链上下游企业来看，大量需求订单无法完成的情况也将得以缓解，进而带动新能源相关领域的大量投资，尤其是制造业投资。

更大的预期差是，碳中和带来的变革并不只在新能源产业链上，而在于会促发整个制造业的升级再造，使其与能源变革相匹配，如一个工业环节的产品更新或技术进步会带动其产业链上其他行业的同步更新，进而带动配套投资需求，整个制造业的升级重塑将带来大量投资需求。预计 2022 年开始，制造业将从一个顺经济增长的带动变量转变为经济增长的驱动变量，而房地产仅将起到经济托底的稳定器作用。

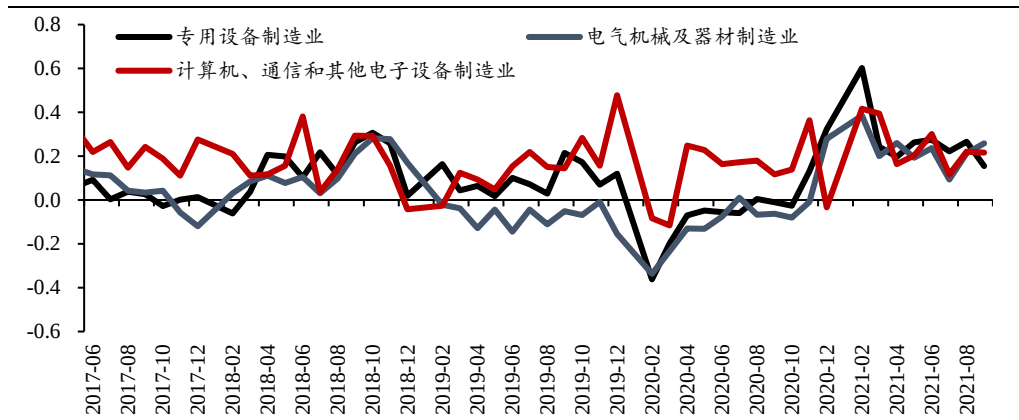
实际上，从 2021 年近几个月的行业投资表现来看，同比增速较高的行业有电气机械及器材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业、专用设备制造业等，以 9 月数据为例，三个行业 9 月当月投资增速分别为 25.8%、21.6%和 15.5%，均高于总体制造业投资，其中，输配电设备、光伏设备、电线电缆电池制造均计入电气机械及设备制造业，我们认为该类分项增速较高意味着新能源相关的发电及输配电设备带动的投资较强，碳中和推进过程中，相关投资需求仍将维持强劲，后续也将陆续体现为其他相关行业的投资增量。

对于具体规模，2021 年 4 月 15 日，在中国人民银行与国际货币基金组织联合召开的“绿色金融和气候政策”高级别研讨会上，人民银行行长易纲提出“预计 2030 年前，中国碳减排需每年投入 2.2 万亿元；2030-2060 年，需每年投入 3.9 万亿元，要实现这些投入，单靠政府资金是远远不够的，需引导和激励更多社会资本参与”，我们做近似测算，中性预计 2021 年末制造业投资增速降至 10%左右，则对应的年度投资总规模为 23.7 万

亿，假设碳减排每年投放规模 2.2 万亿中，有 1.5 万亿属于制造业投资，则仅此规模带动的 2022 年制造业投资增速将有 6.3 个百分点。

资金方面，碳减排货币政策工具将是重要的来源，预计 2021 年年内有望落地，采取先贷后借的方式，此工具的落地将加速减碳贷款投放，而其中制造业领域投资占绝对比重。

图 8：碳中和过程有助于推动相关行业制造业投资提速（同比增速，%）



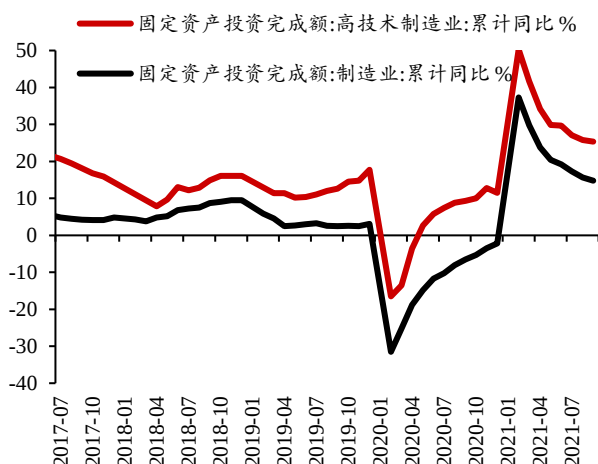
资料来源：Wind，浙商证券研究所

二是从制造业强链补链的角度看，“两个大循环”的推进过程中，内循环政策持续发力，将重点表现在高端制造业领域相关投资上。

强链补链重点围绕锻长板、补短板、强企业三方面工作展开，工信部部长肖亚庆此前表示，推动传统产业高端化、智能化、绿色化转型升级，加快新一代信息技术与制造业深度融合，是锻造长板的重要抓手之一。此外，还要着力打造新兴产业链，聚焦产业优势领域深耕细作，培育打造一批先进制造业集群。补短板即补上我国严重受制于人的产业环节和关键领域，增强我国产业自主发展能力，如在高端医疗器械、航空发动机、芯片等高端产业领域，我国仍面临“卡脖子”困境，需着力加强关键核心技术攻关，增强自主可控能力。近两年，各省市积极布局“强链补链”，将其作为重要产业发展方向，如 2020 年 8 月，广西壮族自治区印发《广西关键产业链补链强链专项行动方案（2020—2022 年）》，2020 年 12 月，江苏省印发《江苏省“产业强链”三年行动计划（2021-2023 年）的通知》，从区域到全国，产业链强链补链对制造业投资的拉动效应正在增强。

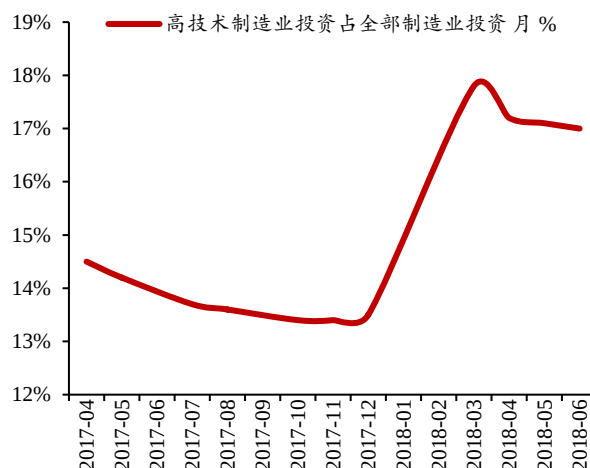
我国高技术制造业投资增速持续高于整体制造业，始终是制造业投资的核心支撑，2021 年 1-9 月高技术制造业投资同比增长 25.4%，其中，计算机及办公设备制造业、航空航天器及设备制造业投资同比分别增长 40.8%、38.5%。鼓励高技术制造业发展是一个中长期的过程，随着其占整体制造业比重的提高，正面拉动作用将进一步提高，统计局近几年未定期公布高技术制造业投资占整体制造业投资比重，最新数据为 2017 年 4 月末的 14.5%，由于高技术制造业增速更高，其占比大概率继续提高，若高技术制造业投资在 2022 年保持 20% 以上的增速，其对整体制造业投资增速预计约有 1 个百分点左右的拉动。

图 9：高技术制造业投资增速持续高于整体制造业投资



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：高技术制造业投资占总体制造业投资比重波动上行



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 11：部分地区“强链补链”相关政策

地区	“强链补链”相关政策
广西	2020 年 8 月，广西壮族自治区印发《广西关键产业链补链强链专项行动方案（2020—2022 年）》，目标到 2022 年，全区汽车、机械、电子信息、高端金属新材料、高端绿色家居、生物医药六大重点支柱产业产值突破 15000 亿元，占全区工业产值比重达 70%，成为在全国有重要影响力的产业链；全区新能源汽车、5G 通信设备与应用、高端装备制造、前沿新材料等优势新兴产业链总量规模稳步扩大，产值突破 3500 亿元，占全区工业产值比重达 15%以上，形成具有较高竞争力的未来产业生态。
江苏	2020 年 12 月，江苏省印发《江苏省“产业强链”三年行动计划（2021—2023 年）的通知》，聚焦 13 个先进制造业集群和战略性新兴产业，实施 531 产业链递进培育工程，旨在用三年时间，重点培育 50 条具有较高集聚性、根植性、先进性和具有较强协同创新力、智造发展力和品牌影响力的重点产业链，做强其中 30 条优势产业链，促进其中特高压设备、起重机、车联网、品牌服装、先进碳材料、生物医药、集成电路、高技术船舶、轨道交通装备、“大数据+”等 10 条产业链实现卓越提升。
天津	2021 年 5 月，天津市印发《天津市产业链高质量发展三年行动方案》，明确要做强 7 条“强链”、壮大 2 条“新链”、延长 3 条“短链”，也就是要巩固提升信创、生物医药、高端装备、汽车等优势产业链，发展壮大车联网、高端金属材料等新兴产业链，拉伸延长集成电路、石油化工、航空航天等传统产业链。目标是到 2025 年，“1+3+4”现代工业产业体系全面形成，新一代信息技术成为 5000 亿级产业集群，装备制造、汽车、石油化工成为 3000 亿级产业集群，新材料、现代冶金、轻工纺织成为 2000 亿级产业集群，生物医药、新能源等成为 1000 亿级产业集群。

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2. 预计 2022 年地产投资增速 5.4%，预计公积金参与保障房建设试点重启并成为重要拉动力量

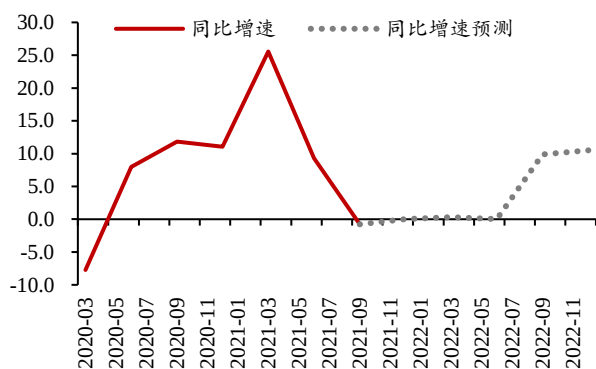
我们认为 2022 年房地产开发投资逐季增速分别为 0.3%、0%、9.9%和 10.5%，全年增速 5.4%。从驱动因素上看，上半年地产的核心支撑仍然源自“施工+竣工”的被动再投资链条，“保交房”+第一条红线的改善诉求将成为核心驱动逻辑；预计下半年地产

投资的核心支撑可能源于公积金参与保障房建设的政策性投资。在此基础上，预计 2022 年建安投资增速 7.3%，其中保障房投资将发挥重点支撑作用；其他费用增速约为 2.0%。

上半年预计“保交房+红线改善”将继续驱动“施工+竣工”的被动再投资链条并成为开年地产投资的主要支撑。自 2021 年 9 月出现局部地产债务违约风险以来，央行及住建部门密集发声并强调“维护住房消费者的合法权益”，“保交房”诉求可能成为 Q1 驱动竣工的核心逻辑。从三条红线来看，我们曾于前期报告指出，第一条“剔除预收款的负债率”指标对房企约束力较强，加速竣工收取购房尾款并将此前的预收款结转收入并改善“第一条”红线是房企为数不多的选项。以当前市值规模前 50 的内地上市房企作为观察样本，2021 年 Q1 超标企业高达 24 家，Q2 已降至 22 家，超标率有所改善但仍有进一步下行空间。在当前房住不炒整体基调未变的情况下，预计 2022 年 Q1 房企仍可能通过竣工进一步改善红线，开年竣工增速仍然可期。

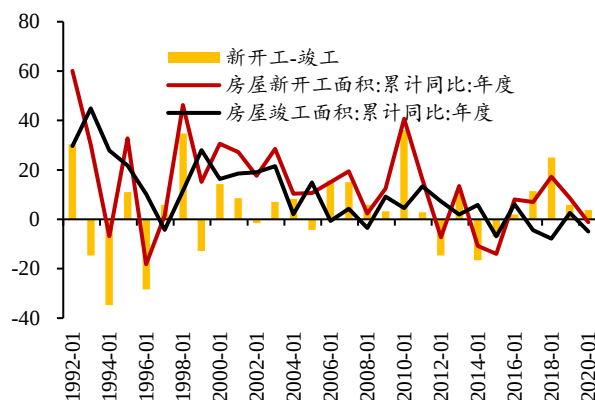
但从全年竣工来看，2015 年后新开工对竣工存在 3 年左右的领先期，本轮新开工增速于 2018 年见顶并于 2019 年回落，映射 2022 年竣工强度可能同比回落；除此之外，伴随年内地产企业逐步减轻首条红线的超标压力，赶工的意愿也将逐步回落并带动“被动再投资”下行，下半年对地产投资的支撑作用将逐步减弱。

图 12：2022 年地产投资逐季预测，预计全年增速 5.4%（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 13：本轮新开工增速和开工竣工裂口高点均见于 2018 年



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 1：当前市值前 50 大房企的三条红线超标情况

第一条红线		第二条红线		第三条红线	
一季度	二季度	一季度	二季度	一季度	二季度
24	22	14	14	19	19

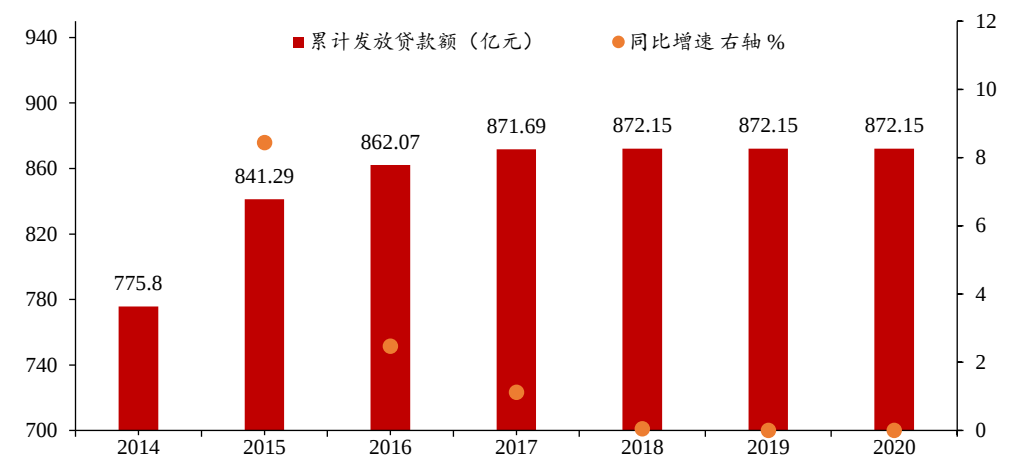
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2022 年，我国可能在共同富裕的背景下改良并进一步推广 2009 年的现有试点政策，运用公积金参与部分一二线城市的保障房项目建设并从下半年起逐步拉动地产投资。住建部等多部委曾于 2009 年发布《关于印发利用住房公积金贷款支持保障性住房建设试点工作实施意见》，该贷款定向用于经济适用住房、棚户区改造项目安置用房、政府投资的公共租赁住房建设。整体方案规定各地公积金中心在保证缴存职工提取和个人住房贷款的前提下，可将 50% 以内的住房公积金结余资金用于发放项目贷款。经济适用住房和城

市棚户区改造安置用房试点项目，贷款期限最长不超过 3 年；公共租赁住房试点项目，贷款期限最长不超过 5 年。

近几年，住房公积金支持保障性住房建设试点项目累计发放贷款同比增速放缓。2018 年至今，累计发放贷款额保持在 872.15 亿元，无新增试点项目贷款。我们认为 09 年至今该试点项目投放力度不足主要源于政策重视度不够。在当前共同富裕的政策背景下，“住有所居”作为国家 9 项公共服务标准优先级较高的方面之一（国新办单独召开新闻发布会），这一政策有望迎来改革以及较大力度的重启。

图 14：近几年全国试点项目累计发放贷款情况



资料来源：住房和城乡建设部，浙商证券研究所

从保障房供应的指标压力来看，多数核心城市在十三五期间的保障房供应量无法满足十四五期间的新目标，边际来看亟需增加投资规模。2021 年住建部住房保障司司长曹金彪曾表示：“新市民和青年人多，房价偏高或上涨压力较大的城市，在‘十四五’期间新增保障性租赁住房占新增住房供应总量的比例，应该力争达到 30% 以上”。虽然这一指标仅针对局部城市，但我们认为在共同富裕强调“住有所居”的大背景下这一要求对其他省市也具有示范学习效应。

以浙江省为例，在浙江省住建厅发布的《关于加快发展保障性租赁住房的指导意见（征求意见稿）》中要求：“十四五”期间，人口净流入的大城市，新增保障性租赁住房供应套数占新增住房供应套数的比例力争达到 30% 以上；其他重点发展城市，新增保障性租赁住房供应套数占新增住房供应套数的比例力争达到 15% 以上。”其中对于人口净流入的大城市划出了杭州、宁波、余姚、慈溪、温州、瑞安、嘉兴、湖州、绍兴、金华、义乌、台州十二个城市；另外还划出 25 个县市区域作为重点发展城市。整体规划范围实际已经涵盖省内多数区域。浙江省作为共同富裕示范区，在保障房领域的规划对其他省份也具有示范效应，这一指标体系的设计可能得到广泛学习。

表 2：浙江省保障房规划中的城市划分

人口净流入的大城市	杭州、宁波、余姚、慈溪、温州、瑞安、嘉兴、湖州、绍兴、金华、义乌、台州
其他重点发展城市	象山县、宁海县、永嘉县、平阳县、苍南县、龙港市、乐清市、嘉善县、海盐县、海宁市、平湖市、桐乡市、德清县、长兴县、安吉县、诸

暨市、兰溪市、东阳市、永康市、衢州市区、舟山市区、温岭市、临海市、玉环市、丽水市区

资料来源：浙江省《关于加快发展保障性租赁住房的指导意见（征求意见稿）》，浙商证券研究所

通过估算“十三五”期间各主要城市保障房供应情况，除北京外，各城市新增保障性住房供应占比呈下降趋势，且显著低于 30%。由于各地公布数据口径不统一，我们以商品房销售面积表征商品房供应量，以保障性住房供应套数或基本建成套数乘以单套面积表征保障性住房供应量（单套面积假定为 60 平方米），据此估算主要城市新增保障性住房供应占比。以 2020 年为例，部分核心城市新增保障性住房供应占比为：北京 42.2%；深圳 26.9%；上海 20.5%；南京 15.7%；杭州 8.8%；天津 8.7%；广州 4.9%。除北京外，各主要城市当前新增保障性住房供应占比均小于住建部对于 30% 的要求，当前平均比例位于 15% 附近；如欲顺利达标，通过住房公积金撬动保障房投资带来的边际增量有望拉动房地产投资升温。

表 3：估算各主要城市 2020 年新增保障性住房供应占比

	北京	深圳	上海	南京	杭州	天津	广州
估算新增商品房供应面积（万平方米）	970.9	929.2	1789.2	1324.7	1699	1307.2	1539.4
估算新增保障性住房供应面积（万平方米）	409.8	250.2	366	208	148.8	114	76.2
估算新增保障性住房供应占比	42.2%	26.9%	20.5%	15.7%	8.8%	8.7%	4.9%

资料来源：各城市《2020 年国民经济和社会发展统计公报》、住建局官网，浙商证券研究所

从投资规模来看，我们从两个角度分别进行估算。根据公积金存量规模测算，2020 年末全国公积金缴存余额约 7.3 万亿，如果仅从人口净流入以及房价上涨压力角度选取北上广深等 7 个一、二线城市作为试点对象，上述城市公积金余额近 2 万亿元。如果参照 09 年试点规则，在十四五期间最高提取 50% 参与保障房建设，则可最多撬动 1 万亿增量投资，2025 年前平均每年最多可贡献 2500 亿投资规模；如果试点规则进一步放松并允许公积金作为资本金使用，则可撬动的投资规模最多可能增至 5000 亿元甚至以上；此外，如上文所述，保障房比例要求在共同富裕背景下可能逐步由各级政府推广至全国，拉动的投资规模可能更加庞大。

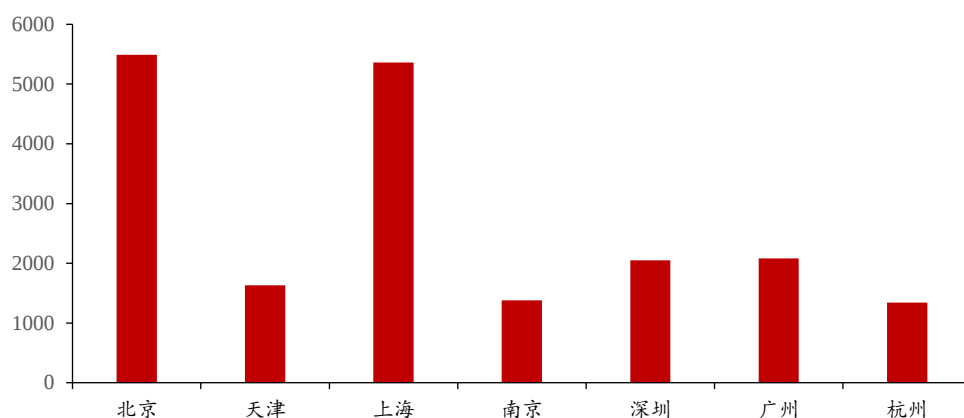
根据供应面积测算，鉴于保障房的供应要求有较大可能大面积推广，以当前一线城市保障房供应比例的均值水平以及浙江省在“人口净流入”大城市以外区域采取的指标为参考，我们以 15% 作为未来保障房供应占比的增量估算。按 2020 年全国商品房销售面积 17.6 亿平方米为基数，15% 的增量占比对应约 2.6 亿平方米保障房面积；按单位建面 2000-3000 元计算，对应投资规模约 5200-7800 亿每年。结合公积金存量可投资上限规模的估算，如果公积金参与保障房建设政策得以落地兑现可以带来每年 5200-7800 亿元的投资规模，按中值估算约为地产投资贡献 4% 的比重。

除公积金的潜在拉动作用外，预计专项债也将为保障房投资贡献部分增量。截至 2021 年前三季度，新增专项债券约三成投向保障性安居工程以及卫生健康、教育、养老、文化旅游等社会事业领域重大项目。2022 年考虑保持宏观政策连续性、稳定性，专项债为重

大项目提供充足财力保障，预计基建、能源、民生、科教、农林水利等领域仍将是专项债支持重点。

房产税方面，2021 年 10 月人大正式宣布对国务院进行试点授权后，预计房产税试点范围即将迎来进一步扩大。我们认为房产税试点范围的扩大可能同时配合银行信贷以及部分城市的限购条件的边际放松并以此形成政策对冲，进一步满足首套房的购房需求。此外，在“稳房价、稳地价、稳预期”的三稳导向下，2021 年 Q4 起部分地产政策在执行层面也已迎来阶段性回摆，按揭等领域政策小幅放松后（局部城市未来仍有进一步放松空间）地产销售有望边际回暖并拉动 2022 年房地产投资；开发贷本身政策也将逐步纠偏（2021 年 3 季度金融数据发布会央行邹澜司长指出“部分金融机构对于 30 家试点房企‘三线四档’融资管理规则也存在一些误解，将要求‘红档’企业有息负债余额不得新增，误解为银行不得新发放开发贷款”，全年来看对地产投资依然可保持信心。

图 15：部分人口净流入核心城市的公积金余额（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 4：各省会城市和计划单列市主要指标排序

房价（元）		人口净流入（千人）		平均工资（元）	
深圳	87957	上海	10117	北京	166803
北京	64721	深圳	8491	上海	149377
上海	59072	北京	7979	南京	129605
厦门	49803	广州	5768	深圳	127757
广州	39851	天津	2799	广州	123498
杭州	33862	宁波	2457	杭州	120308
南京	32855	郑州	2406	宁波	110878
福州	27103	杭州	2406	天津	108002
天津	26332	武汉	2148	青岛	103125
宁波	24465	厦门	1679	济南	100593

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.3. 预计 2022 年基建投资 4%，关注 Q1 基建发力

受项目扰动下降、财政边际发力、大宗商品涨价扰动渐缓等因素影响，预计 2022 年基建（不含电力）同比增长 4%，全年稳步增长；Q1 基建有望发力，节奏上呈现出前高后低特征，Q1 至 Q4 分别是 6%、3.8%、5.8%和 1%。

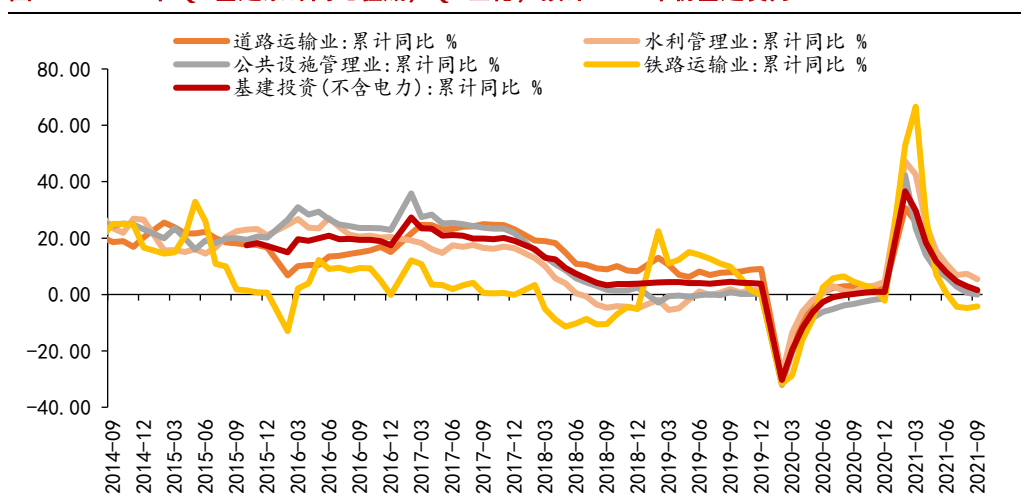
2022 年前期项目扰动下降，基建资金支持效率回升。通过计算基建到位资金变化来估算基建投资是惯用预测方法，但此方法在 2020 年和 2021 年失灵，我们在 8 月外发的《下半年财政发力为何要到年底？》报告中予以解释，资金预判偏差来源于下达的财政资金并未全部形成实物工作量，压实项目责任、地方政府终生追责导致投资意愿降低，项目质量扰动导致基建投资不及预期。

2022 年我们认为前期项目质量扰动有望下降，基建资金效率边际提升，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，另一方面专项债用途也可以有序调整，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。我们认为，这两方面相辅相成，有助于从增量和存量两方面改善项目质量对基建投资的扰动。

2022 年财政发力利好基建发力。2021 年财政支出呈现两个特点，一般公共预算和政府性基金预算的支出进度较慢，交通运输、农林水利等预算内基建支出进度较慢，导致对基建投资的支持偏弱。政治局会议定调保持宏观政策连续性、财政维持支持强度，我们认为 2022 年财政大概率前置发力对基建形成利好。1) 2022 年是政治大年，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。2) 项目质量扰动下降，专项债资金形成实物工作量效率提升。当前 2021 年专项债仍有超 6000 亿待发行，预计 2022 年专项债规模在 30000 亿左右，财政部最新文件要求各地方积极储备并报批 2022 年项目并可以补充申报 2021 年项目，我们认为项目质量扰动下降，专项债形成实物工作量效率提升，有助于基建发力。

大宗商品涨价扰动有望逐步可控。2021 年大宗商品涨价居于高位，有海外能源供需缺口影响，也有我国双碳、环保政策执行过程中的影响，PPI 持续高增导致中下游企业经营面临挑战，基建施工强度受挫也影响基建投资增速。进入 Q4，国内一系列政策效果逐步显现，煤炭、钢铁等大宗商品价格适当回落。2022 年，我们认为推动本轮大宗商品涨价的供需缺口将逐步弥合，PPI 同比有望从 Q1 起高位逐步回落，Q3 可能跌入负值，大宗商品涨价对基建项目的扰动将逐步可控，前期暂停或施工较慢项目也有望在 2022 年初加速施工，项目赶工将有助于基建投资的升温。

图 16：2021 年 Q3 基建累计同比驻底，Q4 企稳，预计 2022 年初基建发力

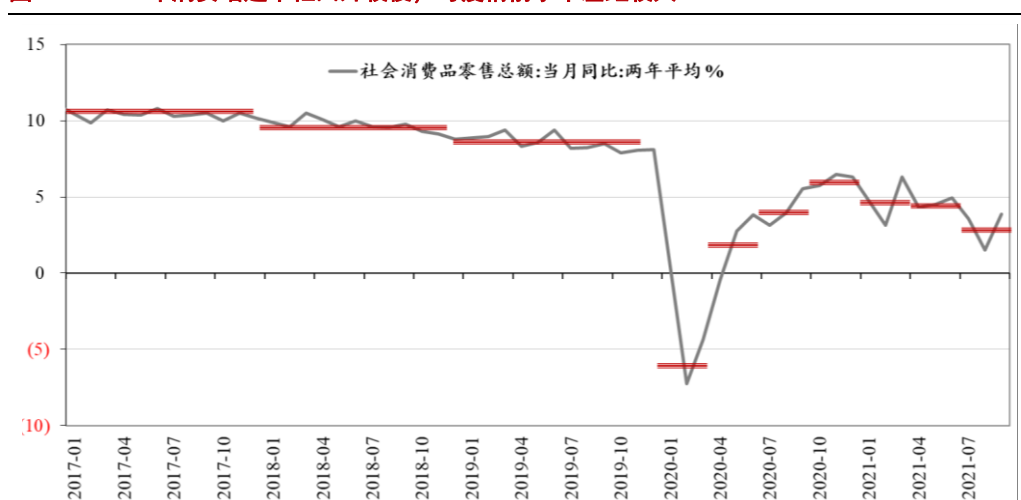


资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 三驾马车之消费：消费持续复苏，空间仍受疫情反复制约

疫情之后消费复苏较缓的原因主要有两点：其一，收入结构恶化，中低收入群体的消费能力改善有限；其二，疫情反复扰动，“清零”政策体系下防控措施升级对线下活动修复形成明显抑制。展望 2022 年，我们认为，制约消费复苏的这两点因素依然存在，但边际上将出现一定改善。因此，我们判断 2022 年消费依然有修复空间，但增速中枢较难回到疫情前水平，预计全年社会消费品零售总额增速为 6.9%。

图 17：2021 年消费增速中枢回升较慢，与疫情前水平差距较大



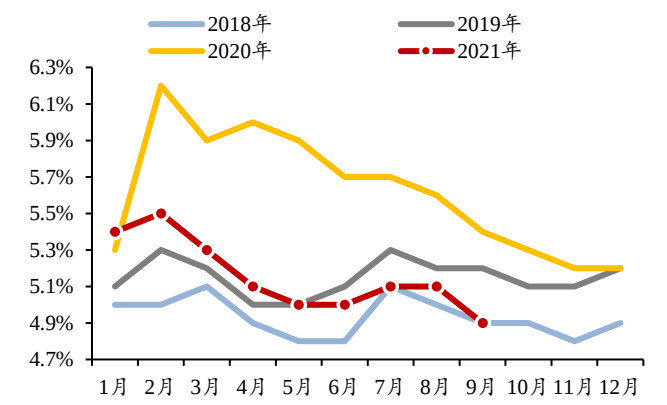
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1. 居民收入有所改善，但 K 型分化依然存在

居民收入有所改善，居民消费能力仍在提升通道，但收入 K 型分化依然存在。

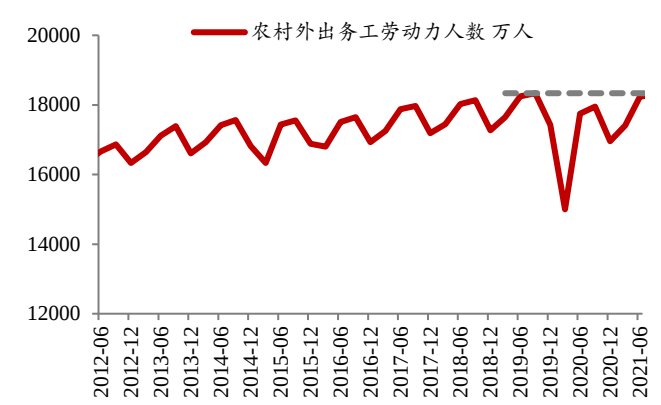
一方面，居民收入持续改善。我们看到，2021 年 5 月份以来调查失业率已低于 2019 年同期水平，居民基本的工资收入有一定保障；居民可支配收入增速赶上 GDP，经济复苏的成果逐步体现到居民收入水平上来；二季度以来，外出农民工人数较 2020 年显著提升，已基本恢复到疫情前水平，有助于改善农村家庭人均收入水平。

图 18：调查失业率持续回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所

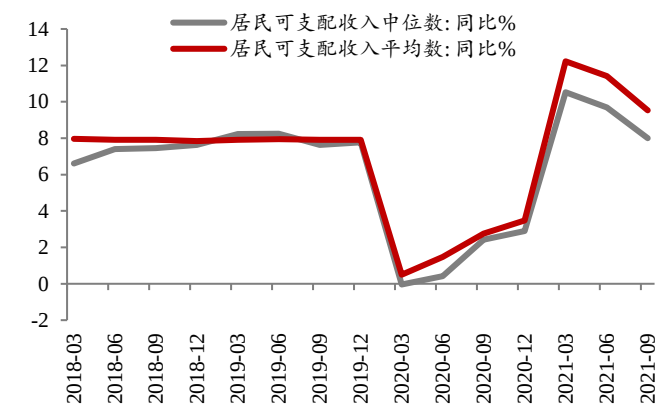
图 19：外出农民工人数基本恢复到 2019 年水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

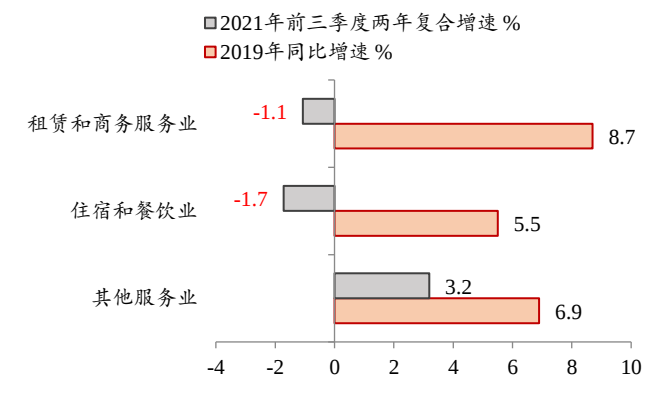
但另一方面，收入 K 型分化的现象依然存在。2020 年以来连续 7 个季度平均收入的增速要快于中位数收入的增长，从一定程度上体现了收入分配结构的恶化。高收入群体的收入增速高但边际消费倾向低，而中低收入者的消费能力并未显著改善，因此消费复苏动力较弱。另外，行业之间的收入差距也持续扩大，由于疫情反复冲击，景气度较差行业（如住宿和餐饮业、生活服务业、租赁和商务服务业等）迟迟难以修复到疫情前水平，这些行业的从业人员面临转行的巨大压力，收入水平难以修复。

图 20：收入平均数增速持续高于中位数收入增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 21：住宿餐饮、租赁商务等行业景气度仍未恢复

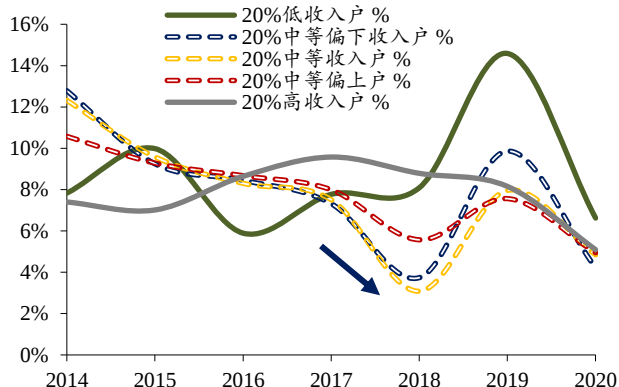


资料来源：Wind，浙商证券研究所

进入 2022 年，居民可支配收入将伴随经济增长持续改善，但收入 K 型分化的现象仍难以缓解。实际上，自 2016 年以来，我国中等收入群体收入增速放缓的特征就逐步体现，之后社零增速持续滑坡也引发了大家对于消费降级的关注，疫情之后收入 K 型分化特征又有所加剧。我们认为，扭转收入分配恶化局面亟需共同富裕政策落实落细，通过收入分配制度改革持续提高中低收入群体收入、扩大中等收入群体规模，并努力降低居民在

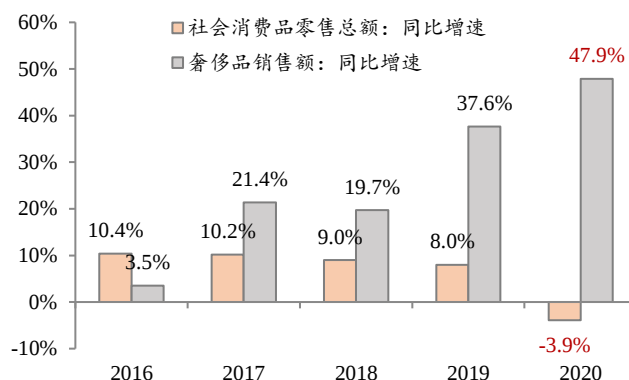
教育、医疗、住房等方面的成本，进而提振消费信心。鉴于共同富裕属于中长期政策，短期内对于消费的提振效果难以体现。

图 22：2016 年以来中等收入群体收入增速显著放缓



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 23：疫情后社零总额负增长，奢侈品销售增速逆势上涨



资料来源：Wind，贝恩咨询，浙商证券研究所

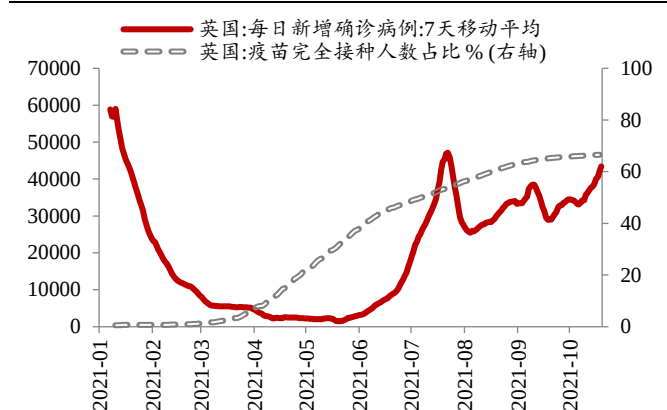
3.2. 疫情影响有所弱化，但“共存”策略短期内较难确定

疫情对于消费的冲击有两个层面：一是疫情发生之后，居民防控意识上升，外出意愿下降，主动减少出行、聚餐等社交活动；二是疫情引发防控措施升级，限制聚集和限制出行等措施使得消费活动被动降温。经过两年左右时间，居民主动防控习惯已经形成，且疫苗注射率也接近达到“群体免疫”的要求，零星疫情的出现对于居民消费行为边际上影响不大，影响更大的是由于“清零”策略而被动升级的疫情防控措施。

由于新冠病毒传播力极强，全球每日新增病例依然处于高位，预计 2022 年我国疫情仍有零星反弹的概率，但复发频率和反弹程度都有望降低。一方面，地方政府的疫情防控水平显著提高，具备快速病毒溯源、全员核酸检测的能力，可在较短时间内扑灭疫情；另一方面，我国自新冠疫苗上市以来积极开展接种工作，预计 10 月底完全接种人数将超过 75%，抵御病毒的能力显著提升。

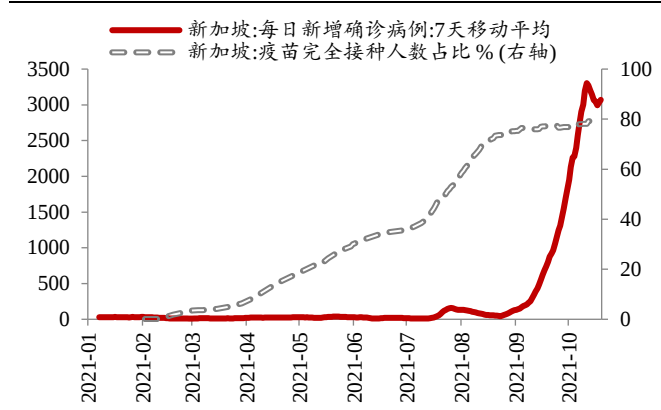
不过，我国的疫情防控策略短期内很难从“清零”转向“共存”，目前全球尚未出现“共存”策略的成功案例，我国不会“以身试险”。从全球角度来看，随着疫苗注射工作的推进，选择与病毒“共存”的国家逐渐增多：7 月 19 日英国宣布全面解封；8 月 10 日，新加坡迈出“与病毒共存”第一步；10 月 4 日新西兰宣布放弃“清零策略”；防疫措施最为严苛的国家之一韩国也预计在 11 月份逐步放松防控措施。但是从结果来看，英国每日新增病例依然高达 3-4 万人，新加坡放开之后确诊病例快速上升，目前两个国家的新冠感染者致死率约为 0.3%，较全球平均水平 0.6%显著下降，说明疫苗的确对于降低重症率和致死率有一定功效，但 0.3%依然远高于季节性流感 0.1%的致死率水平。

图 24：英国每日新增病例依然高达 3~4 万人



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 25：新加坡 8 月 10 日放松防控政策后，新增确诊病例激增



资料来源：Wind, 贝恩咨询, 浙商证券研究所

近期国内关于放松疫情管控的舆论正在增多，但我们认为二十大之前防疫策略不会调整，疫情对消费依然产生一定拖累。

3.3. 消费鼓励政策卷土重来，对消费起到一定提振作用

2022 年稳增长压力较大，我们认为，在经历了 2021 年全年消费持续低于预期的情形下，新一轮的消费鼓励政策有望卷土重来，预计以消费券、新能源汽车下乡等形式出现。不过，更加全面的消费刺激政策如家电下乡、汽车购置税优惠等估计仍不会推出。

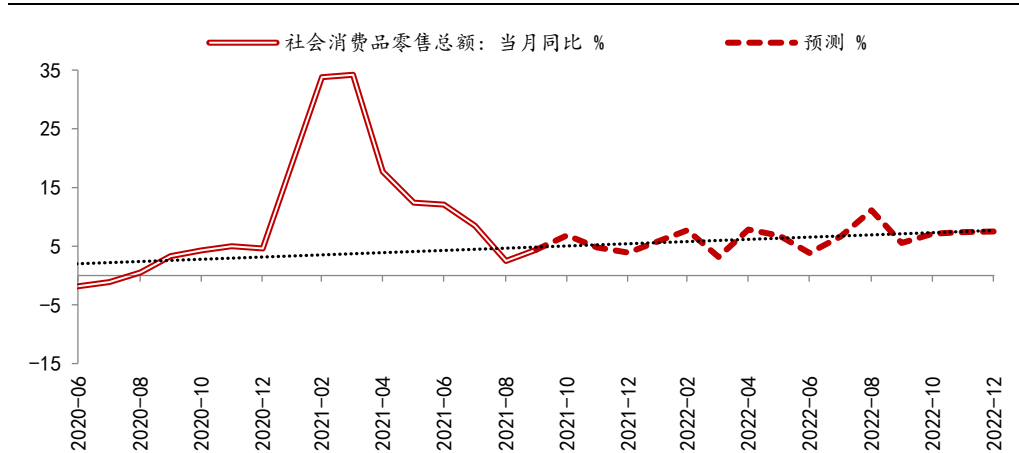
其中，消费券主要还是由各地方政府根据自身财政状况进行发放，并结合互联网平台巨头的补贴达到进一步“让利实体经济”的效果。我们认为，2022 年互联网平台可能会加强补贴力度，尤其在大众消费品方面的补贴可以起到转移支付的效果，符合共同富裕中关于三次分配的政策导向。

消费券等鼓励政策对于消费拉动作用十分直接，预计对消费复苏起到一定提振作用，叠加互联网平台让利，我们预计对于社会消费品零售总额拉动的效果为 0.2%~0.3%。

3.4. 预计 2022 年社会消费品零售总额名义增速为 6.9%

综上所述，我们认为 2022 年社会消费品零售总额名义增速为 6.9%，高于 2021 年 4~5% 左右的增速中枢，低于疫前 8~9% 的增速水平。从节奏上来看，2021 年四季度至 2022 年四季度将呈现逐季修复态势，一方面疫情因素渐次弱化，另一方面 CPI 温和回升带动名义增速回暖。

图 26：社零增速逐季修复



资料来源：Wind，浙商证券研究所

从结构上来看，由于我们判断疫情防控策略在 2022 年难以调整，必需品和“宅经济”相关消费品的景气度仍将延续，粮油食品、烟酒饮料、文化办公用品、通讯器材等分项增速将持续跑赢消费整体。其他可选消费方面，低社交属性的消费由于不受制于社交距离的影响，表现将更加突出，其中随着“缺芯”问题逐步缓解，2022 年乘用车销量增速有望达到 8%~10% 的区间。高社交属性消费保持低斜率修复，期间仍可能间歇性受到局部疫情复发带来的短暂冲击。

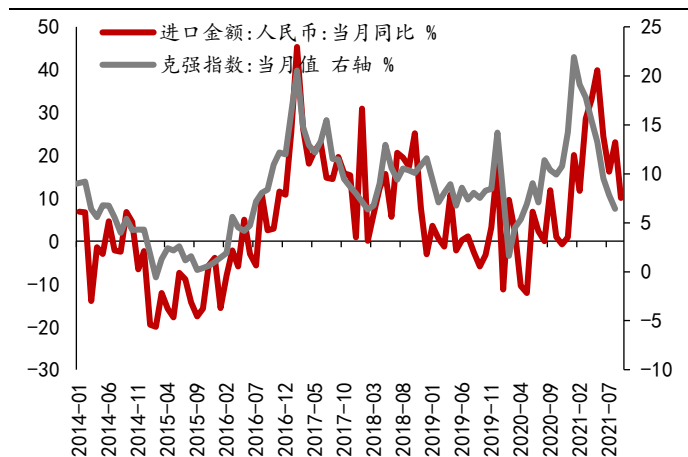
4. 三驾马车之出口：内需变化决定进口，供需缺口影响出口

2022 年进出口平稳增长，外贸稳中有升，预计 2022 年美元计价出口同比增长 1.8%，美元计价进口同比增长 2.1%，服务及货物贸易顺差 4200 亿美元，对经济形成正向支撑。

内需节奏决定进口走势。2021 年上半年起，我们不断提示决定进口的主导逻辑从海外供给向国内需求拉动切换，疫情冲击海外供给进而影响我国进口的一次性因素不断下降，根据历史经验我国内需走势对进口的解释力度较强，实际 GDP 同比、克强指数与进口增速均有反映。从高频角度来看，克强指数能够从工业用电、物流运输和信贷需求综合反映我国经济活动强弱，在疫情前该指标就对我国进口走势有较好的指导作用。2022 年我们预计全年 GDP 实际同比增速 5.6%，节奏上四个季度 GDP 当季实际同比增速分别为 5.7%、4.8%、5.7%和 6.2%，年内大概率走出“NIKE 型”走势，四季度为全年峰值。我们认为，国内经济的整体走势决定了进口增速可能是 Q1、Q3、Q4 较强，Q2 走弱主要受内需走弱影响，Q4 较强除了内需拉动外还有潜在基数支撑。

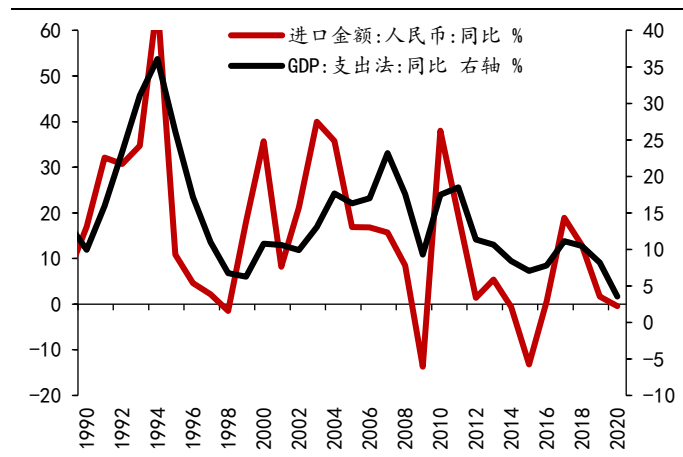
贸易品结构上，原材料品及机电产品进口仍是重点。作为全球供应链的枢纽环节，我国较为依赖从资源国进口能源品及部分农产品，从发达经济体进口高附加值的产成品及中间品。2022 年，我国石油、铁矿石等能源品对外依赖度较高，国内双碳政策稳步推进，预计我国仍将有较大的能源进口需求，特别是在 Q1 投资发力阶段，相关进口品价格及量可能表现较为积极。另外，进一步对外开放、扩大进口是我国坚定不移的发展战略，配合高质量发展目标，高技术制造业快速增长及传统制造业的智能化、数字化等需求，机电产品进口增速预计仍将稳步增长。

图 27：克强指数对进口指引较强



资料来源：Wind，浙商证券研究所

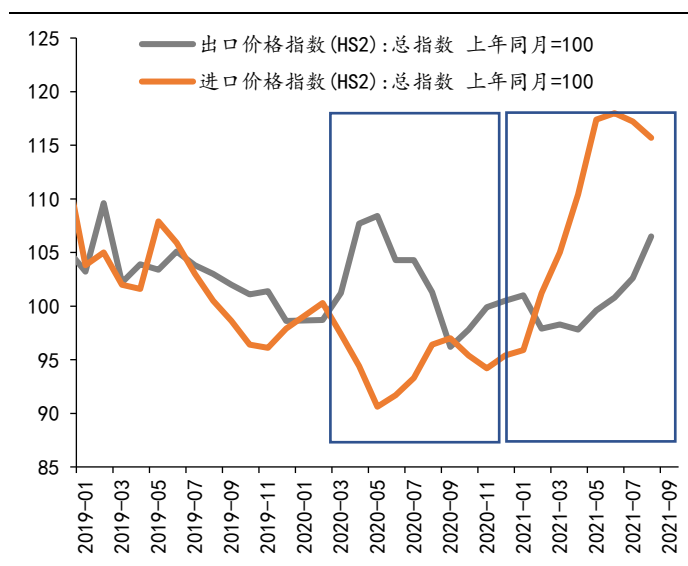
图 28：进口与内需变动关联度较强



资料来源：Wind，浙商证券研究所

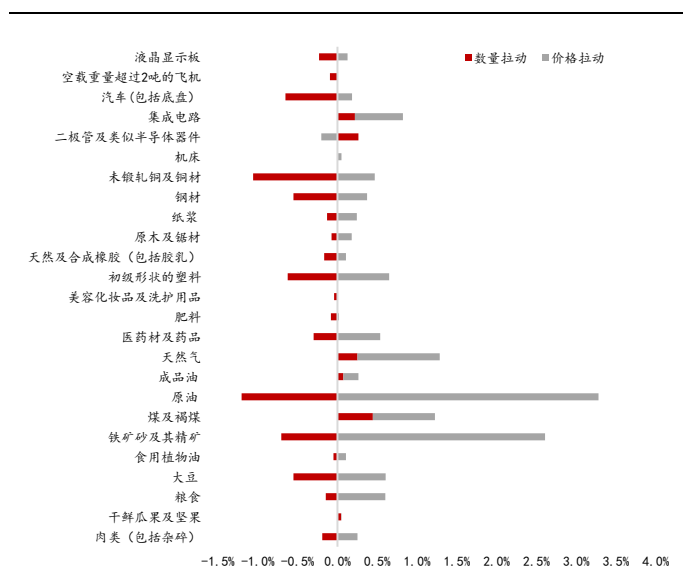
大宗商品走势对进口增速影响边际回落。2021 年全球范围内的大宗商品涨价导致我国进口价格指数显著走高，是在内需渐进回落情况下，进口增速并未大幅走弱的重要支撑，部分上游原材料品类的价格因素是增速的主要贡献来源。展望 2022 年，我们认为，支撑本轮大宗商品走强的供需缺口将逐步弥合，全球疫情防控及疫苗注射情况将不断改善，各国劳动力市场有望持续改善带动工业生产体系复位，国内供应链体系修复，同时全球范围内的海运、物流等也有望逐步正常化，全球供给体系的修复和改善有助于大宗商品价格逐步回落，能源品价格的回落意味着我国进口价格指数也将渐进回落，我们认为无需过度担心进口价格指数的持续高增带动进口超预期走强。

图 29：2021 年进口价格指数显著高增，对进口形成支撑



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 30：9 月进口量价拆分显示，进口价格贡献较多



资料来源：Wind，浙商证券研究所

供需缺口仍是决定我国出口未来走势的关键。2020 年我们提出中国供给填补海外供需缺口带动我国出口超预期,2021 年我们提出供需缺口变化是影响我国出口走势的关键,今年以来剔除基数效应后稳步回落的特征已有印证,当前展望 2022 年,我们认为供需缺口仍是解释我国未来出口走势的关键,综合考虑全球疫情防控有序改善、全球经济平稳修复、全球供应链渐进修复、贸易摩擦风险缓释等逻辑,预计我国 2022 年出口美元计价增长 1.8%,节奏上表现为前高后低。2022 年重点关注以下三个方面:

2022 年全球疫情防控及疫苗注射进程有望进一步提升。全球疫情防控逐步进入下半场，美国、英国、法国、德国、新加坡等发达经济体疫苗接种率已经显著高于“群体免疫”基准，防疫政策也均切换至有条件的与病毒共存策略，而发展中经济体受限于疫苗接种率低、公共卫生资源不足等因素，疫情防控仍面临挑战。近期 WHO 发布最新全球接种战略，希望 2021 年底全球接种率达到 40%，2022 年年中全球接种率达到 70%，当前全球几乎 80% 的疫苗接种维持在富裕国家，G20 峰会在全球疫情防控合作达成共识有望进一步推进这一目标的实现。我们认为，疫情可防可控对需求和供给的影响都将是至关重要的，一方面促进服务业回暖，商品消费向服务业消费的转移，另一方面影响全球供应链体系的修复，疫情防控的不断改善，有助于供需缺口的弥合。

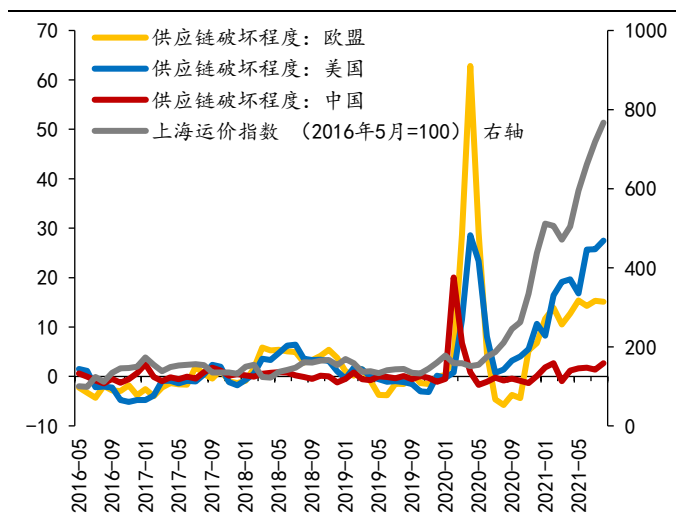
预计全球经济平稳增长，关注全球供应链修复进程。疫情前，决定我国出口的核心变量是全球经济及贸易景气度，疫情后，在各国经济及贸易均走弱的情况下，中国供给替代海外供需缺口实现了出口的超预期景气。展望 2022 年，全球经济走势和全球供应链修复情况共同决定了我国出口的整体规模和变化节奏。根据 IMF 在 2021 年 10 月公布的最新经济展望显示，预计 2022 年全球经济增长 4.3%，全球贸易量增长 6.3%，分别较 2021 年回落 1.3 和 2.0 个百分点，剔除基数效应，2022 年全球经济及贸易均保持平稳增长态势，对我国出口形成支撑。全球供应链修复仍然面临调整，一是发展中经济体国内供给体系仍受疫情扰动；二是发达经济体国内劳动力市场、就业市场等恢复不均衡，导致国内供给体系运转不畅，如美国、英国出现物资短缺、货物运转低效等现象，IMF 在 10 月公布的供应链破坏指数方面也显示，美欧供应链修复较慢；三是国际运输效率仍低，运价持续位于高位的本质是供需不匹配，现有的国际航运体系无法满足贸易量的需求，供应链不畅是港口、集装箱、有效运力等多环节受挫的综合结果。我们预计全球供应链体系的修复，促进海外经济体供给修复，发达经济体供给修复可能对我国的资本品和中间品形成拉动，发展中经济体的供给修复将对我国供给形成替代。综合来看，全球经济稳步增长，供应链体系逐步修复降低我国出口的一次性利好因素，我国出口增速大概率前高后低。

图 31：2021 年 10 月 IMF 最新全球经济展望

实际GDP增速	2018	2019	2020e	2021f	2022f	2023f
世界	3.2	2.5	-3.5	5.6	4.3	3.1
发达经济体	2.3	1.6	-4.7	5.4	4.0	2.2
美国	3.0	2.2	-3.5	6.8	4.2	2.3
欧元区	1.9	1.3	-6.6	4.2	4.4	2.4
日本	0.6	0.0	-4.7	2.9	2.6	1.0
新兴市场和发展中经济体(EMDEs)	4.6	3.8	-1.7	6.0	4.7	4.4
中国	6.8	6.0	2.3	8.5	5.4	5.3
俄罗斯	2.8	2.0	-3.0	3.2	3.2	2.3
巴西	1.8	1.4	-4.1	4.5	2.5	2.3
墨西哥	2.2	-0.2	-8.3	5.0	3.0	2.0
阿根廷	-2.6	-2.1	-9.9	6.4	1.7	1.9
沙特阿拉伯	2.4	0.3	-4.1	2.4	3.3	3.2
伊朗	-6.0	-6.8	1.7	2.1	2.2	2.3
印度	6.5	4.0	-7.3	8.3	7.5	6.5
南非	0.8	0.2	-7.0	3.5	2.1	1.5
世界贸易量	4.2	1.2	-8.3	8.3	6.3	4.4
大宗商品价格						
油价	29.4	-10.2	-32.8	50.3	0.0	0.9
非能源类商品价格指数	1.7	-4.2	3.0	22.5	-2.5	-2.7

资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 32：IMF 数据显示，美欧供应链修复较慢



资料来源：IMF, 浙商证券研究所

预计贸易摩擦风险缓释，有助于我国出口稳步增长。2018年以来，中美贸易摩擦经历了加关税-延迟关税-减免关税的反复波折，结合此前研究成果，美国对我国出口品加征关税，将对我国出口及经济增长有较大的冲击，特别是2000亿及3000亿清单，对我国基本面冲击较大，可能对我国名义GDP增速分别带来0.4和1.5个百分点的冲击效果。截至2021年11月中美互动频繁，10月4日，美国贸易谈判代表在中美贸易文件中表达了关税豁免审批的参考标准，并表示中美两国对全球有重要影响；10月6号、9号中美双方先后安排重要代表进行了磋商和交流，我们认为未来两个月仍是重要观察窗口期，关注G20谈判结果及中美两国领导人未来会谈结果。我们预计美国对华策略将在贸易领域出现边际缓和，但在科技和意识形态领域继续保持强压，中美贸易摩擦风险缓释，有助于我国出口平稳增长。

5. 支出法看经济：投资强稳增长，全年GDP实际增速5.6%

预计2022年全年GDP实际同比增速5.6%，较2021年的预测值8.1%有所回落，主要原因在于2021年享受了2020年较低的基数水平，经济可稳定在8%上方，2022年经济大概率继续向疫情之前进行常态化回归。目标值国家大概率设置在5.5%，实际略高于目标值。

从支出法GDP角度，预计2022年消费低斜率修复，预计居民收入有所改善，消费复苏动力增强，但受制于疫情防控因素，增速中枢提升幅度有限，预计疫情防控仍以“清零”为主，疫情防控升级举措仍对消费复苏释放形成制约。

投资方面，受益于碳中和的推进对能源体系和工业链条的重塑，制造业投资有望大幅走高；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2022年有所趋稳，增速较2021年的2%有微升，且2021年7月发改委要求提前储备项目并在10月上报2022年首批项目，预计2022年Q1项目质量对基建的负面扰动下降；地产投资走势仍取决于监管政策变化，预计按揭贷款政策将迎来边际放松，销售的边际改善将拉动地产投资，且预计下半年将选取北京、上海、深圳、天津等试点城市，使用当地住房公积金参与当地保障房建设继而拉动地产投资，总体判断地产投资2022年增速较2021年略降。

出口方面，发达经济体耐用品消费需求与发展中经济体供给之间的缺口渐进收敛，决定我国出口将逐步回落。边际上关注疫苗、特效药及抗疫政策走势，我国内需变化成为影响进口的主导逻辑，经济中枢回落决定了进口渐进回落，2022年净出口预计与2021年较为接近，对经济增长的拉动作用较小。

表 5：2022 年 GDP 增速及其分项预测值（季度数据为当季值）

	GDP 实际同比	投资	制造业	基建	房地产	最终消费支出	净出口
2022 年 Q1	5.70%	10%	19%	6%	0.30%	6.20%	10%
2022 年 Q2	4.80%	4.70%	7.20%	5.70%	0%	6.50%	13%
2022 年 Q3	5.70%	8.00%	9.40%	3.80%	9.90%	7.40%	-4.70%
2022 年 Q4	6.20%	8.80%	13.20%	0.40%	10.50%	6.90%	-4.30%
全年	5.60%	7.80%	11.10%	4%	5.40%	6.80%	2.50%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

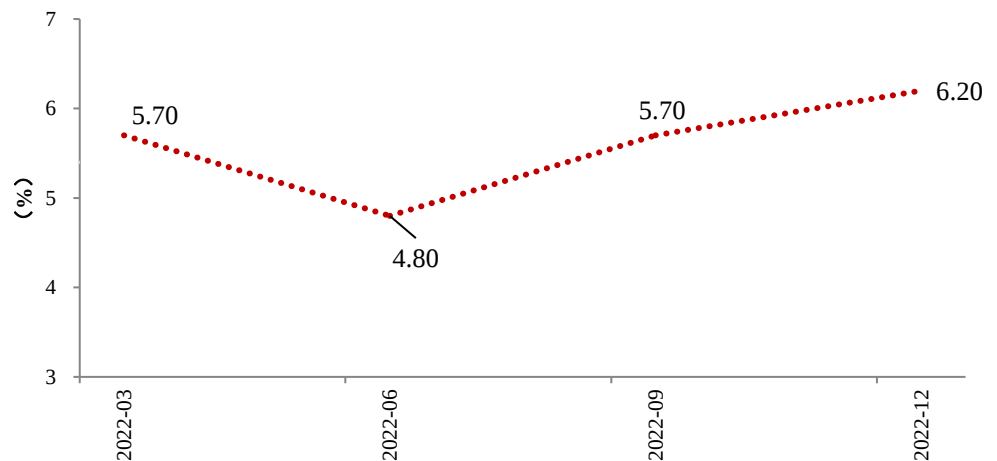
年内走势看，预计 2022 年四个季度 GDP 当季实际同比增速分别为 5.7%、4.8%、5.7%和 6.2%，年内大概率走出“NIKE 型”走势，四季度为全年峰值。预计一季度迎来经济开门红，核心在于“四箭齐发”宽信用带动经济向好及 2021 年一季度基数“较低”。

一是预计 2021 年四季度我国经济将面临较大的下行压力，12 月底中央经济工作会议及政治局会议的政策定调大概率较为宽松，有助于 2022 年一季度经济改善。财政政策方面，2021 年专项债投放在年底及 2022 年年初预计将形成实物工作量，体现为基建投资增速的企稳回升。货币政策方面，预计将呈现“四箭齐发”宽信用，即四个领域信贷有望放量：制造业贷款、减碳贷款、基建贷款、按揭贷款（详见下文货币政策部分分析），对于经济增长支撑力度强。

二是 2021 年一季度 GDP 增速 18.3%及其两年复合增速 5%相对较低，对 2022 年一季度会带来一定的正基数影响。

我们进一步推演，总体看 2022 年可能与 2019 年的经济、政策环境较为类似，2022 年一季度经济增速走高可能使得 4 月底政治局会议定调边际收紧，逆周期政策或于 4 月底重回“跨周期调节”，宽松节奏有所放缓，叠加二季度基数的影响减弱及需求端投资走弱可能拖累生产，共同导致经济下行。进一步，二季度边际走弱的经济增速及下半年二十大即将召开的情况下，预计 7 月底政治局会议政策基调再度转向缓和，相对宽松的政策环境对于维稳经济增长、防控风险是较为适宜的，政策环境友好+下半年制造业投资再造的潜力逐步释放均将推高下半年经济增速读数，且由于 2021 年下半年经济增速基数较低，政策无需大规模宽松，就可以推动经济较快企稳，我们对 2022 年三、四季度 GDP 增速较为乐观，预测值分别为 5.7%和 6.2%，四季度增速高于一季度。

图 33：预计 2022 年全年 GDP 实际同比增速 5.6%（单位：%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

6. 生产法看经济：内需支撑工业，疫情继续延缓服务业修复

我们认为，2022 年内需中的制造业投资及居民消费是贯穿全年工业生产的主要支撑力量，疫情反复的风险是扰动服务业的关键，此三项是影响明年经济生产的主要因素。同时，2021 年疫情扰动带来的基数影响也是影响明年生产法 GDP 读数的因素之一。

全年来看，工业生产的支撑因素中，外需趋弱，内需发力，其中内需以制造业投资及消费为主。随着海外疫情共存常态化，供给能力逐步稳定，海外供需缺口逐步弥合，外需对我国工业生产的支撑作用将逐步减弱。在消费方面，考虑到明年仍将受制于疫情防控因素，增速中枢提升幅度有限，但随着居民收入有所改善，复苏动力增强，对工业生产将形成一定支撑作用。投资方面，在稳增长的主旋律下，基建或着重在一季度发力，全年平衡，而房地产开发投资的表现或强于市场预期，但在我国逐步摆脱经济增长对房地产依赖的取向趋势下，并不会成为主要增长引擎，从而对工业生产有一定支持但并非主力。而在双碳政策先立后破，鼓励新能源行业发展，推动传统行业转型升级的情况下，对能源体系和用能终端的再造过程将引致大量的制造业投资需求，或是对工业生产的有力支撑因素。

同时，鉴于能耗双控在2022年对工业生产的影响将回归常态化，以及今年钢铁限产、汽车缺芯、大宗商品价格高企的影响将在明年逐步消解，我们预计规模以上工业增加值增速2022年为5.5%，四个季度分别为5.7%、4.5%、5.5%、6.3%。

全年来看，疫情反复仍将是我国服务业恢复的掣肘。海外国家在疫情共存常态化情形下，服务业消费及生产场景恢复较快。考虑到人民健康安全，我国在充分的疫苗覆盖、加强针充分接种以及成熟的应急预案形成条件下，或在特效药使得疫情流感化情形下，才能可能调整动态清零防控策略，此类情形在明年上半年或难实现，因此服务业的恢复过程较缓。

从季度节奏上来看，2022年一季度“四箭齐发”宽信用，内需强劲、外需平稳带动生产向好，二季度投资趋弱引致生产回落，下半年在双碳引致的制造业再造及消费支撑下回升，同时下半年在21年低基数作用下形成较高读数。鉴于明年气候的极端性概率提升，对农业生产或造成一定负面影响，但我国对农业的底线思维较强，预计总体仍将平稳增长。综合来看，生产法GDP全年增速5.6%，四个季度分别为5.7%、4.8%、5.7%和6.2%。

表 6：2022 年生产法 GDP 预测值

预计增速	第一产业	第二产业	工业	第三产业	生产法 GDP
2022Q1E	3.0%	5.9%	5.7%	5.8%	5.7%
2022Q2E	3.5%	4.2%	4.5%	5.4%	4.8%
2022Q3E	4.0%	5.2%	5.5%	6.3%	5.7%
2022Q4E	4.0%	6.1%	6.3%	6.6%	6.2%
全年预测值	3.6%	5.4%	5.5%	6.0%	5.6%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

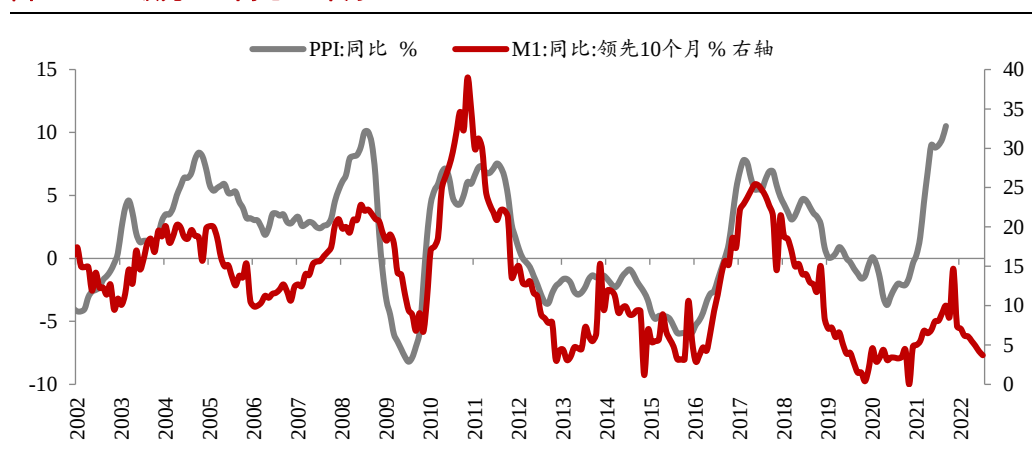
7. PPI 快速回落，CPI 温和回升，剪刀差将逐步收窄并反转

2021 年全球大宗商品价格飞涨以及国内双控政策加严的双重压力下，PPI 快速拉升，但由于疫情之后消费表现较差叠加猪周期下行，CPI 持续处于低位，上游行业不断侵蚀下游利润。我们认为，这种局面在 2022 年将会极大缓解，PPI-CPI 的剪刀差拐点有望在年中出现，上游原材料成本将得到控制，下游利润空间逐渐释放。

一方面，PPI 将经历快速回落过程，全年中枢为 1.4%。首先，2021 年是信用收缩之年，货币供给量和社融信贷增速都经历了明显的回落，经济热度也在政策正常化的过程中逐步回落，大宗商品需求渐次走弱，历史经验表明，M1 增速领先 PPI 十个月左右，而 M1 从 1 月份开始已连续回落 3 个季度，预示 PPI 已大概率见顶。其次，随着疫情因素趋弱，海外工业生产正常化，供给能力提升，而逆周期政策退出，需求也将边际转弱，全球的供需矛盾正在缓解，我国输入型的通胀压力也会减弱。第三，高层对于大宗商品涨价挤压下游利润的重视程度极高，通过市场、法律以及各类行政手段进行保供稳价的态度十分坚决，大宗商品的投机属性极大弱化。

另一方面，CPI 开启温和回升模式，估计目标值设定为 3%，我们预测全年中枢为 1.8%，较 2021 年显著提高。其一，猪周期经历了两年的下滑，明年有望重回上行通道，能繁母猪存栏等领先性指标已经见到拐点；其二，随着收入回升和疫情因素趋弱，2022 年消费需求将有所回升，叠加部分消费刺激政策，我们认为居民消费支出的增速中枢将高于 2021 年，带动 CPI 逐渐而上。

图 34：M1 领先 PPI 同比 10 个月



资料来源：Wind，浙商证券研究所

7.1. 猪价油价对冲，CPI 温和回升

预计 2022 年猪价先低后高，油价先高后低，猪油对冲情形下，CPI 超预期上行的风险不大，更有可能将在核心 CPI 的带动下温和回升，预计 2022 年 CPI 中枢为 1.8%，节奏上呈现逐季回升的趋势。

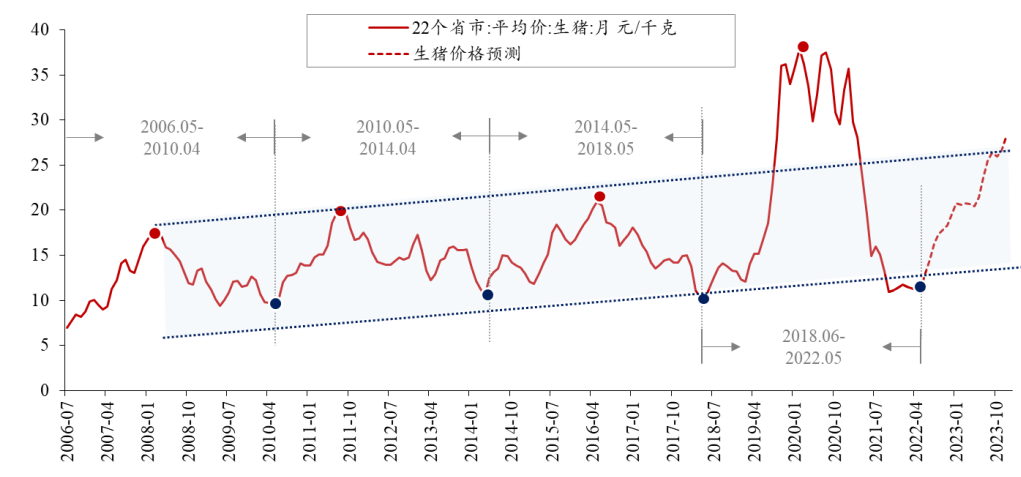
7.1.1. 2022 年 5、6 月份有望迎来新一轮的猪价上行周期

预计 2022 年猪肉价格进一步寻底，5、6 月份达到本轮下行周期的底部，也就是下一个猪周期上行的起点，全年猪价呈现前低后高的走势。

以生猪价格为观察主体的话，基本上四年为一个周期。以 2018 年 6 月为本轮超级猪周期起点的话，预计 2022 年 5、6 月份将是生猪价格的底部。据农业农村部数据，7、8 月份能繁母猪存栏量连续两个月下跌，结束了长达 21 个月的增长，但能繁母猪存栏是生猪供应的领先指标，生猪供应整体上仍处于过剩状态，农业农村部数据显示，8 月份规模场新生仔猪数量同比增长 31.1%，创生猪恢复以来历史新高，哺乳仔猪需要 6 个月左

右时间，这意味着 2022 年一季度生猪供应量仍将相当充分。我们坚持在 2020 年 11 月 9 日外发报告《大国博弈与跨周期调节》中的判断，预计 2022 年二季度生猪供应开始回落，下一轮猪周期有望开启。

图 35：预计 2022 年 5、6 月份开启新一轮的猪价上行周期



资料来源：Wind，浙商证券研究所

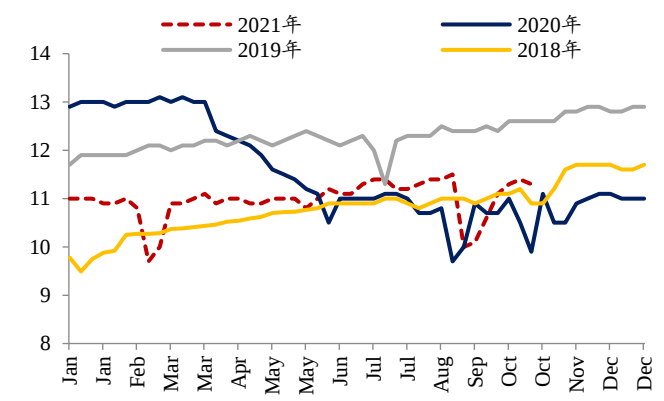
7.1.2. 原油中枢进一步上行，二季度开始供需渐进平衡

预计 2022 年油价中枢进一步上升，节奏上呈现前高后低走势。其中，一季度供应不足的局面仍然存在，冬季供暖、用电高峰有望进一步提升天然气需求，压力也将传递至原油市场，油价有望进一步上行。二季度之后，随着美国页岩油企业产量逐渐修复，OPEC+ 减产力度减小，而原油需求提升空间有限，预计油价在明年年中出现拐点。

美国方面，预计 2022 年原油产量小幅回升，供给较难回到疫前水平。最新数据显示，10 月份美国原油产量约为 1130 万桶/日，疫情前峰值水平约为 1300 万桶/日，2019 年平均的产量约为 1230 万桶/日，即目前的美国原油供给水平与疫情前相比仍有 100~150 万桶/日的差距。虽然油价早已回升到盈亏平衡点以上，但能源企业出于长期能源结构转型的考虑，资本开支意愿显著下降，新钻油井数仅为疫情前水平的一半左右。页岩油生产周期很短，完工后 3~6 个月即达到产量峰值，因此美国原油供给水平与油井开工情况密切相关，预计 2022 年产量温和回升，与 2019 年相比仍有一定差距。

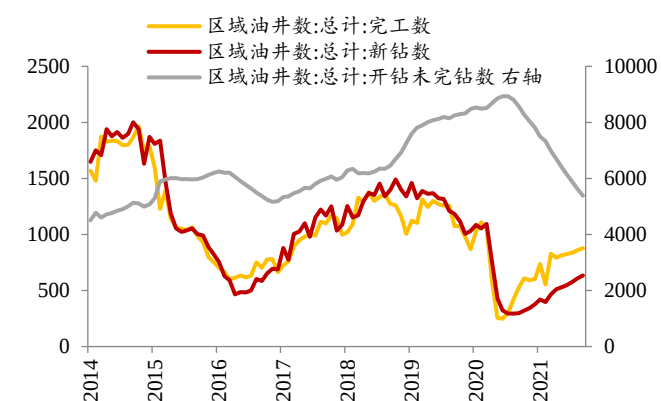
OPEC+ 国家方面，预计 2022 年产量逐渐释放，基本回到 2019 年水平。最新的减产协议规定争取在 2022 年 9 月底取消所有减产，另外 2022 年 5 月起实施新的产能标准线（调高 163 万桶）。疫情之后 OPEC+ 国家较好地执行了减产协议，我们根据协议规定的规模可以测算出 2022 年 OPEC+ 国家原油产量可以达到 4300~4400 万桶/日，其下半年随着减产规模缩减和新的产能标准线实施，供给有望显著回暖。

图 36：美国原油产量（百万桶/日）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 37：美国油井新开工数量仅为疫情前一半水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

另外，美伊矛盾缓解预期下，伊朗有望进一步释放原油供给。拜登 9 月末在联合国大会中表示愿意恢复伊核协议，并在 10 月 8 日解除对两家伊朗导弹商的制裁，伊朗官员近期也表态愿意尽快重启谈判。数据显示，2018 年 5 月美国退出伊核协议之前，伊朗原油产量约为 380 万桶/日，而截至 2021 年 9 月伊朗原油产量约为 250 万桶/日。若伊核协议恢复，伊朗原油供给有望快速释放。

需求侧，2022 年原油消费有一定回升空间。随着新冠疫苗和特效药的进一步普及，选择“与病毒并存”的国家陆续增加，跨境出行需求仍有进一步释放空间。总的来看，2021 年供不应求的局面有望缓解，整体上处于供需平衡状态。节奏上，Q1 由于产量爬升需要一定时间，供应不足的局面仍然存在，原油价格中枢有望进一步上行至 85 美元上方；Q2 开始供给与需求逐渐匹配，尤其 5 月份之后由于 OPEC+ 调整原油基准线，沙特、俄罗斯原油产量有望进一步释放，原油进入累库存阶段，但由于整体增产幅度有限，预计油价下行至 80 美元左右。

7.1.3. 拉尼娜有助于提振冬季 CPI 食品项上涨

2021 年冬天将再次形成拉尼娜事件，偏冷、干旱的气候将对物价产生一定扰动。10 月 22 日国家气象中心披露，2021 年冬季将形成一次弱到中等强度的拉尼娜事件，鉴于去年冬天拉尼娜事件已经形成，2021 年将成为“双拉尼娜年”。通常在发生拉尼娜事件的冬季，我国的寒潮冷空气活动频繁，中东部地区气温易较常年同期偏低，长江以南大部地区降水易较常年同期偏少。新世纪以来，对我国影响较大的拉尼娜事件分别出现在 2000 年、2007 年（08 年雪灾）、2010 年、2011 年和 2017 年和 2020 年。

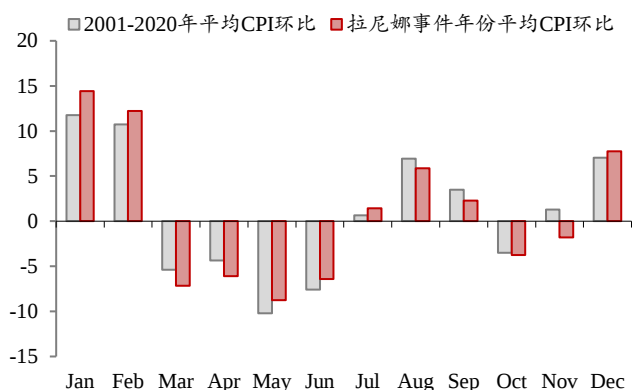
表 7：近 20 年的拉尼娜事件

拉尼娜事件起止时间	冬季受影响年份	峰值强度
2000.10-2001.2	2000 年底-2001 年初	-0.8
2007.8-2008.5	2007 年底-2008 年初	-1.7
2010.6-2011.5	2010 年底-2011 年初	-1.6
2011.8-2012.3	2011 年底-2012 年初	-1.1
2017.10-2018.4	2017 年底-2018 年初	-0.8
2020.8-2021.4	2020 年底-2021 年初	-1.3

资料来源：Wind，浙商证券研究所

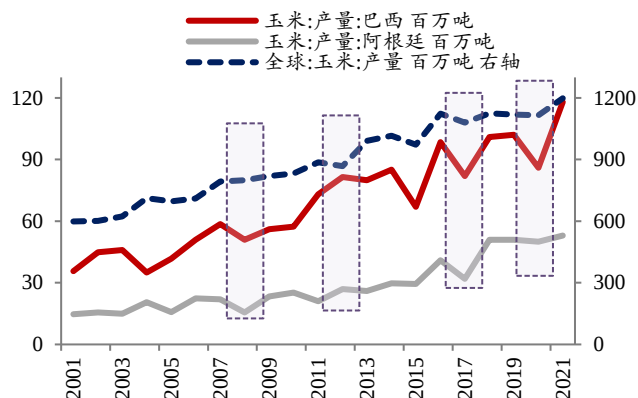
偏冷、干旱的气候将对物价产生一定扰动，尤其是食品项。以鲜菜为例，拉尼娜现象对于 CPI 鲜菜项的影响十分显著，拉尼娜年份春节期间菜价涨幅显著高于平均：其一，鲜菜生长对气候较为敏感，寒冷天气（霜冻、暴雪等）和干旱条件会对鲜菜单产有负面影响，以冬季油菜为典型代表，2007 年和 2010 年两次较强的拉尼娜事件均造成蔬菜减产；其二，低温、冰冻、雨雪对运输有较大不利影响，冷冬期间蔬菜运输难度增大，运输成本显著增加；其三，部分批发商或消费者会因为气候异常出现一些囤货心理。另外，拉尼娜可能会造成美洲的玉米、大豆、糖等农作物减产，也会对国内的粮价和饲料价格（如豆粕）造成一定拉动。

图 38：拉尼娜现象对 CPI 蔬菜项环比的影响（单位：%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 39：拉尼娜年份造成玉米主要产地减产

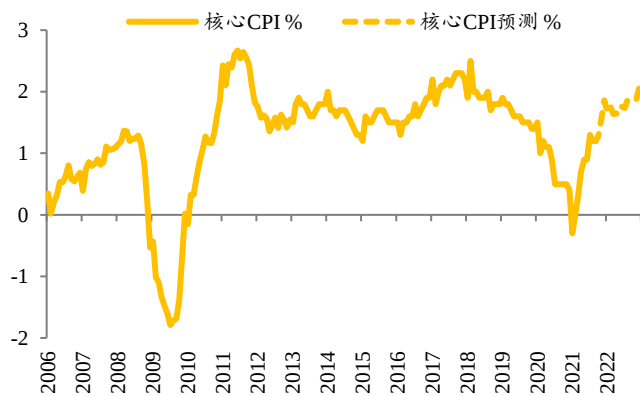


资料来源：Wind，浙商证券研究所

7.1.4. 核心 CPI 仍有一定回升空间

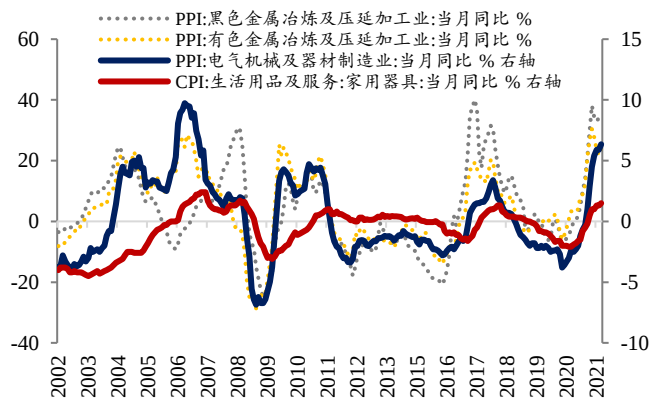
猪价先低后高，油价先高后低，猪油对冲情形下，重点关注核心 CPI 的修复。2021 年 1 月份核心 CPI 一度下探到 -0.3%，经过三个季度的修复，9 月份回升到 1.2%。我们认为，2022 年核心 CPI 仍有一定回升空间。其一，随着疫苗接种速度加快、疫情影响趋弱，消费场景逐渐丰富，核心 CPI 中拖累较多的旅游项、其他用品及服务项（如旅馆住宿、美容美发洗浴等）、交通和通信项（如机票等）都有望获得修复。其二，上游原材料的涨价压力将通过工业消费品向 CPI 进行小幅传递，时间上滞后 1~2 个季度。实际上，2021 年受原材料上涨影响，家电、装潢材料、电脑、自行车等消费品均有小幅提价。

图 40：2022 年核心 CPI 保持修复态势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

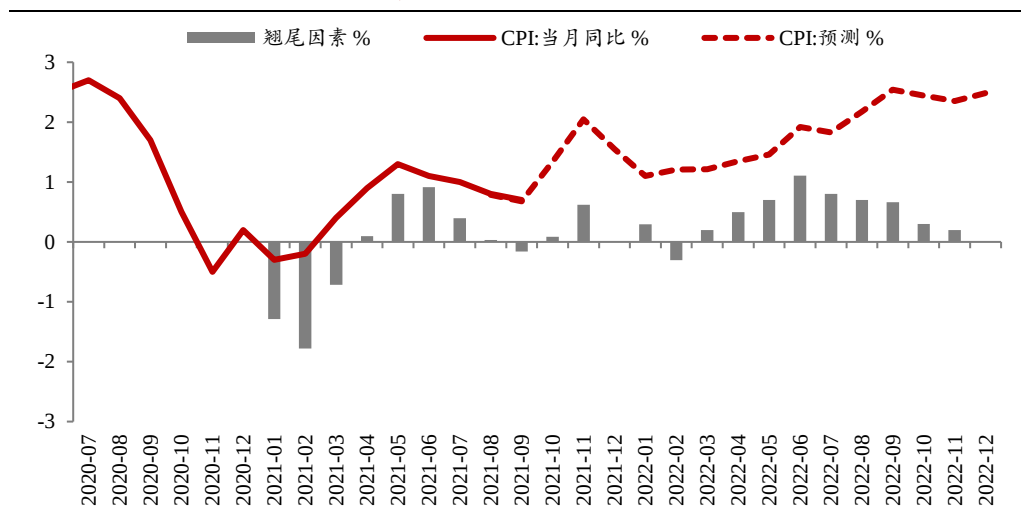
图 41：PPI→CPI 家电项传递（滞后 3-5 期）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

综上所述，我们预计 2022 年 CPI 同比+1.8%，呈现出逐季修复的趋势，四个季度的预测值分别为+1.2%、+1.6%、+2.2%和+2.4%。

图 42：预计 2022 年 CPI 同比+1.8%，呈现出逐季修复的趋势



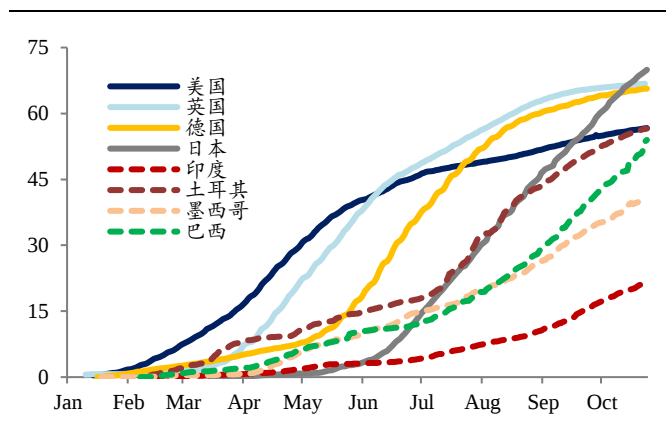
资料来源：Wind，浙商证券研究所

7.2. 供需缺口弥合，PPI 渐次回落

2022 年随着全球供需缺口逐步弥合，我国输入型通胀压力得到显著缓解。不过，碳中和背景下，能源转型压力可能使得部分大宗价格持续位于高位，综合判断 2022 年 PPI 中枢为 1.4%，呈现出前高后低的走势。

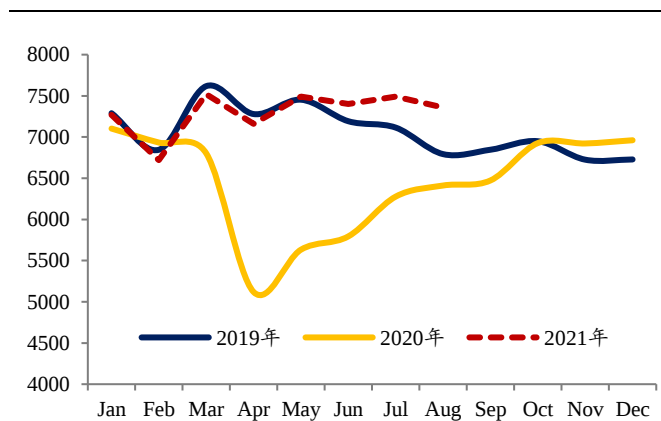
供给端，随着全球疫苗注射率不断提高，尤其发展中国家注射进程加速，工业生产常态化，大宗商品的供给能力持续修复。由于全球疫苗分配不均，2021 年发达国家的疫苗注射进度快于发展中国家，发达国家大多位于产业链下游而发展中国家位于上游，疫苗时间错配使得终端需求复苏速度快于上游供给修复速度，进一步加剧了供需缺口。不过从 2021 年下半年开始，巴西、土耳其、墨西哥等发展中国家的疫苗注射进度明显加速，工业生产逐步常态化，大宗商品的供给能力持续修复，以粗钢生产为例，除中国以外的粗钢产量已在疫情水平之上。随着疫苗接种工作的不断推进，已经有越来越多的国家选择“与病毒共存”，可以预期 2022 年全球供给能力呈现持续修复态势。

图 43：发展中国家疫苗加速注射



资料来源：Wind，浙商证券研究所

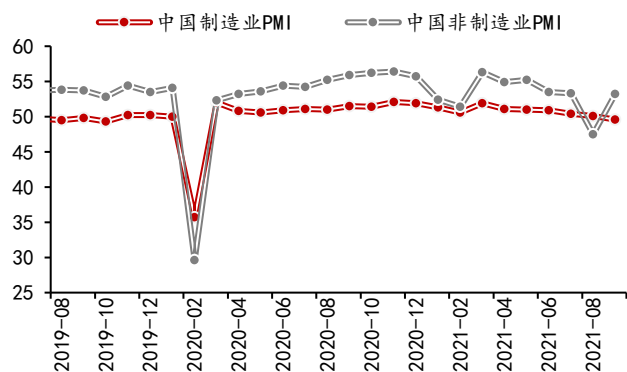
图 44：海外粗钢生产水平已在疫情水平之上



资料来源：Wind，浙商证券研究所

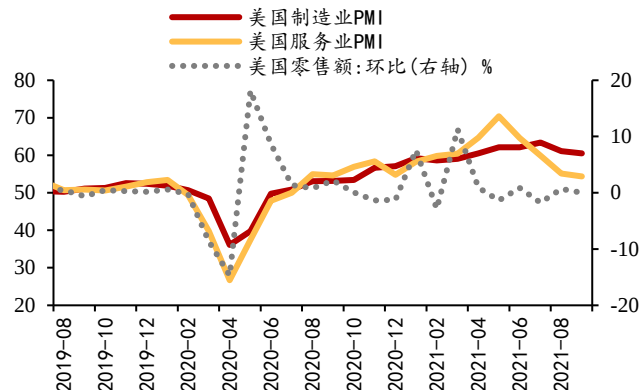
需求端，海外发达国家的逆周期刺激政策正在退出，PMI、订单、零售等数据都表明经济环比高点已过。以美国为例，疫情期间的财政刺激已到期退出，货币政策方面 Taper 落地在即，经济数据上来看，二季度开始美国零售数据环比已逐步正常化，6 月服务业 PMI 开始下行，8 月制造业 PMI 开始下行，2022 年景气度大概率延续回落趋势。综上，我们认为疫情之后的供需矛盾将迎来拐点。

图 45：制造业 PMI 指数连续 6 个月回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 46：美国经济环比高点已现

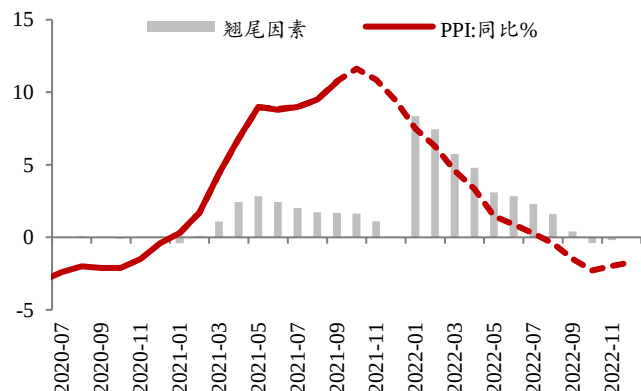


资料来源：Wind，浙商证券研究所

不过，碳中和实现过程中的能源转型压力将阶段性增加涨价压力，部分大宗商品价格可能持续位于高位。首先，碳中和大背景之下，高排放、高耗能行业面临持续减产压力，而新能源“先立”的过程中可能会增加对一些传统工业品的需求，这之间存在一定的供需矛盾；其次，由于推进碳达峰碳中和的确定性极强，企业自身对于传统能源的投资意愿也会下降，因此上游原材料在较长时间内维持供需紧平衡；其三，全国碳交易市场全面铺开，无论是企业自身为了实现减排目标而额外增加技改投资，还是直接购买碳权，都将从成本端推动相应工业品涨价。

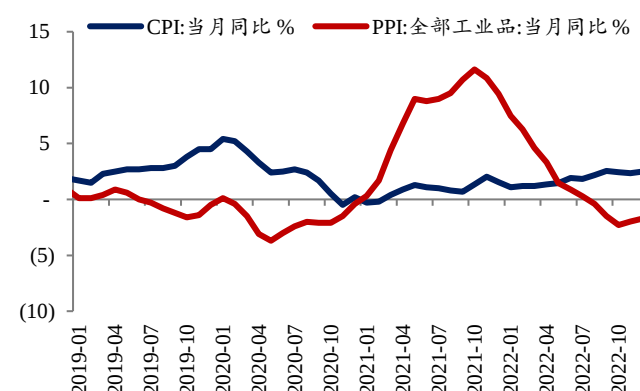
预计 2022 年 PPI 同比+1.4%，呈现出前高后低的走势。其中由于下半年基数较高，PPI 同比可能转负，四个季度的预测值分别为+6.3%、+2.1%、-0.4%和-2.3%。结合对于 CPI 的预测，我们认为 PPI 和 CPI 的剪刀差将逐步收窄，并可能在 6 月份反转。

图 47：预计 2022 年 PPI 同比+1.4%，呈现出前高后低的走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 48：PPI-CPI 剪刀差可能在 6 月份反转



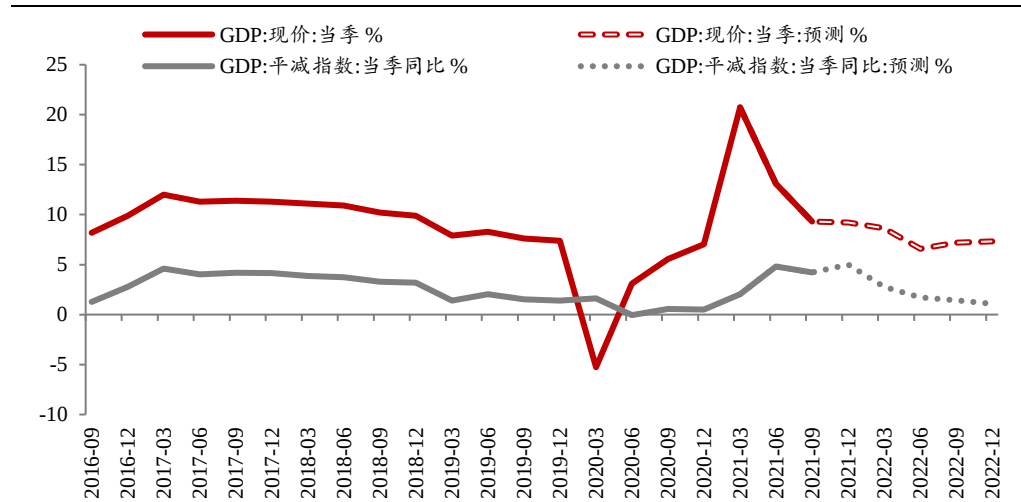
资料来源：Wind，浙商证券研究所

7.3. 预计全年名义 GDP 增速为 7.4%

PPI 较快回落，CPI 温和回升，综合而言 GDP 平减指数将逐季回落，预计 2021Q4 和 2022 四个季度的平减指数分别为+5%和+2.8%、+1.7%、+1.4%、+1.1%。

结合对于通胀和实际 GDP 的判断，我们预计 2021Q4 名义 GDP 为 9.2%，2022 年全年名义 GDP 为 7.4%，其中 Q1~Q4 四个季度分别为 8.6%、6.6%、7.2%和 7.3%，一季度较高、二季度回落，下半年企稳。

图 49：预计 GDP 平减指数逐季回落，全年名义 GDP 增速为 7.4%

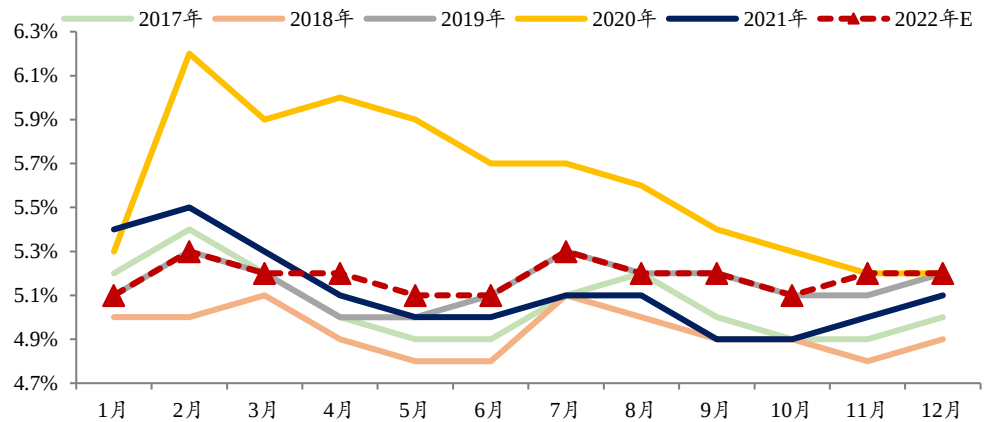


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

8. 就业形势稳定，完成目标不难，退休高峰缓解失业率压力

在保市场主体、保居民就业的政策呵护下，2021 年我国就业形势稳定。展望 2022 年，我们认为调查失业率整体将保持稳定，全年中枢 5.2%左右，较 2021 年下半年水平小幅上升，与 2019 年水平相近。调查失业率中枢上行的主要原因有三点：其一，经济增速回落、企业盈利水平下行，较难支撑企业扩大用工需求；其二，供给方面，高校毕业生人数在 2022 年或大幅上升；其三，教育双减、能耗双控等产业政策给相关行业从业人员带来一定转型压力。不过，共同富裕大背景下，就业优先政策将持续发力，对就业市场有一定支撑；另外，2022~2023 年退休人数迎来高峰，岗位空间释放有利于对冲一部分劳动力供给压力。

图 50：预计 2022 年调查失业率中枢可能小幅上行至 5.2% 左右，与 2019 年相仿

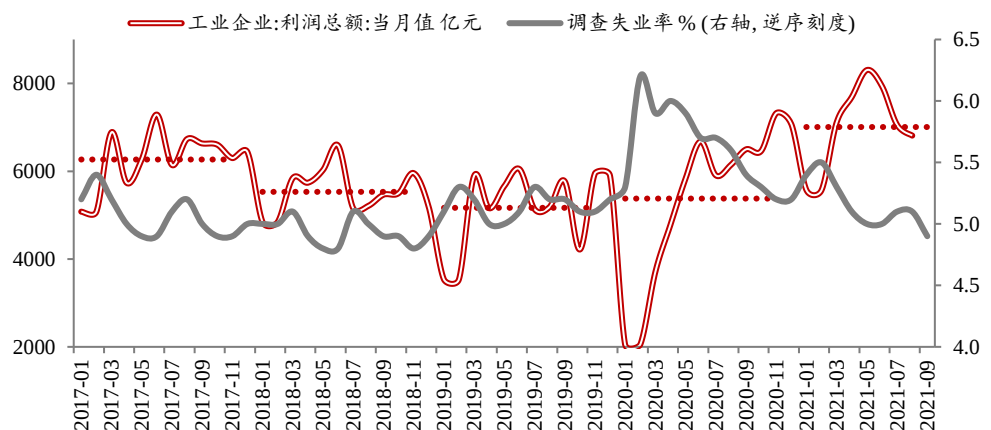


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

首先, 预计 2022 年经济增长和企业盈利水平都将有所回落, 企业用工需求较难扩张, 尤其出口产业链岗位需求将有所回落。可以看到, 调查失业率中枢跟企业盈利水平密切相关, 2017 年之后随着工业企业盈利水平滑坡, 调查失业率中枢不断抬升, 而疫情之后随着企业利润不断改善, 失业率也不断下降。随着 2022 年经济增速下行、企业盈利水平回落, 调查失业率中枢将小幅上行。

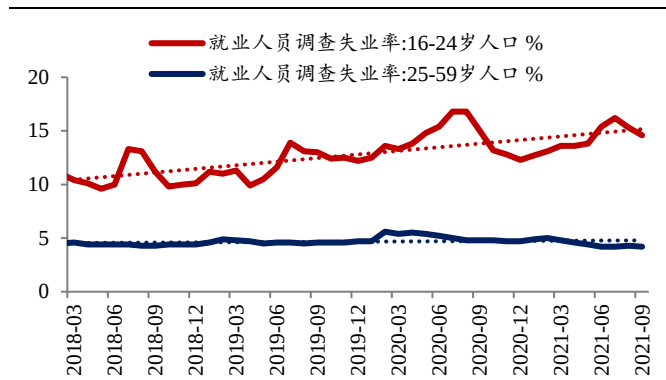
其次, 2022 年高校毕业生人数将突破 1000 万人, 就业结构性矛盾更加突出。国务院 2021 年 8 月 23 日发布的《“十四五”就业促进规划》中提出, 结构性就业矛盾成为我国就业领域的主要矛盾, 其中高校毕业生就业是重中之重。由于 2019 年高职院校大幅扩招 100 万人, 专科招生人数由 2018 年的 369 万人急速扩张至 2019 年的 484 万人, 而专科一般三年毕业, 因此我们预计 2022 年高校毕业生有望突破 1000 万人, 再创历史新高, 大学生就业难问题可能会更加突出。不难看出, 16-24 岁人员调查失业率自公布以来一直趋势升高, 这与毕业生人数不断增多密切相关。

图 51：失业率中枢与工业企业利润中枢反相关



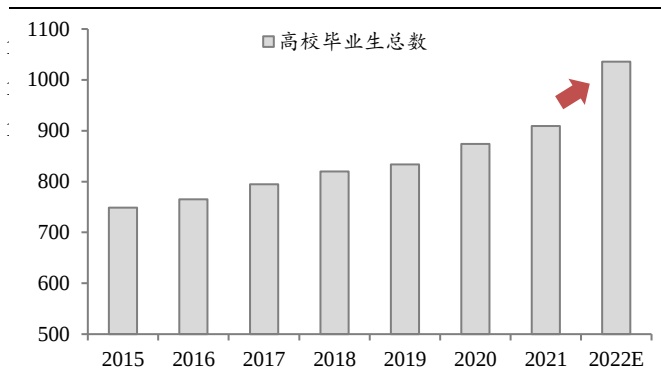
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 52：16-24 岁调查失业率趋势上升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 53：2022 年高校毕业生将再创新高

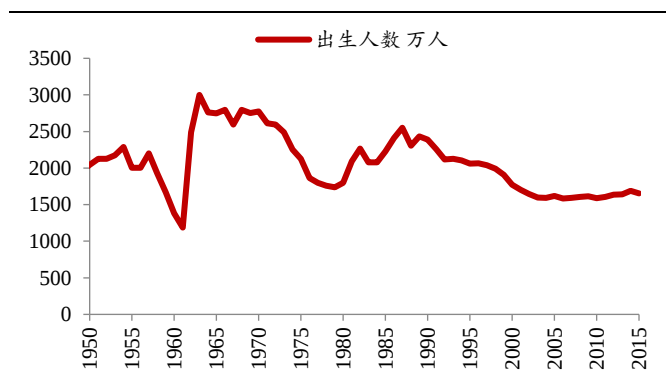


资料来源：Wind，浙商证券研究所

第三，教育双减、能耗双控等一系列产业政策调整也给相关行业从业人员造成一定的转型压力。一方面，教育双减政策开始施行，K12 课外培训机构扩张受到严格控制，广告各渠道分发被勒令禁止，节假日、寒暑假及双休日的 K12 课外培训遭到停课，据我们测算，K12 课外培训带动就业约 300 万人，包括销售人员、中后台和专职教师都面临职业转型压力。另一方面，碳中和背景下，能耗双控等政策严格限制高排放、高耗能行业的扩张，尤其在价格下行周期，双高行业利润回落可能会导致用工需求萎缩，部分员工面临失业压力。

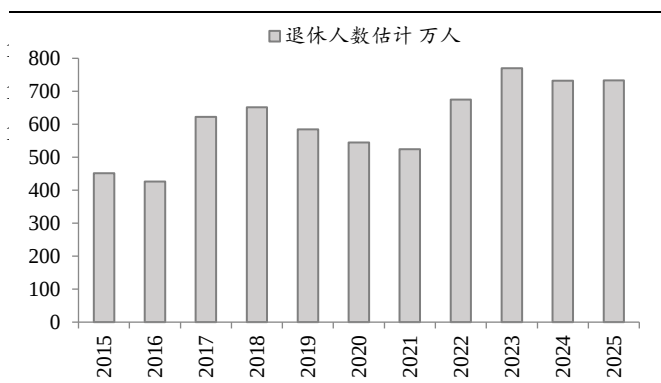
不过，2022~2023 年退休人数迎来高峰，岗位空间释放有助于对冲一部分劳动力供给压力。1959~1961 年三年，我国平均每年的出生人口仅为 1411 万人，1962 年起人口出生数大幅增加，1962 年达到 2491 万人，1963~1970 年都在 2700 万人以上，因此 2022 年之后我国适龄退休人口数量也将显著增加。根据我们测算，2022 年退休人数较 2021 年增加 100~150 万人，就业岗位释放显著增多，这有助于对冲一部分劳动力市场的供给压力，尤其对于解决高校毕业生就业难有一定帮助。

图 54：1962 年起我国出生人口大幅上升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 55：2022 年退休人数将增多 100~150 万人



资料来源：Wind，浙商证券研究所

预计 2022 年调查失业率目标仍为 5.5%，从预测结果看目标完成难度不大。2018 年政府工作报告首次设置城镇调查失业率目标为 5.5%，除 2020 年因疫情因素上调为 6.0% 以外，其余年份均将目标值设置为 5.5%，十四五规划中也提到要保持调查失业率在 5.5%

以内，因此我们预计 2022 年的调查失业率目标仍将定为 5.5%，根据预测结果，我们认为全年完成难度不大，就业优先政策将更加倾向于解决结构性问题。

9. 2022 年货币政策基调总体偏宽松，人民币汇率升值破前高

9.1. 预计 2022 年货币政策基调总体偏宽松

我们将稳健的货币政策分为 4 类：略宽松、略紧缩、中性、灵活适度，由于我国央行最终目标比较多，包括四项常规目标经济增长、物价稳定、充分就业、国际收支平衡，一项隐性目标金融稳定，及转轨时期长期目标金融改革开放和发展金融市场，在判断货币政策取向的时候只能抓主要矛盾，随着国内、国际经济背景的变化，对央行最终目标的重要性进行排序，来判断央行当前最关注的逻辑，从而判断其货币政策取向。

2022 年货币政策可能随整体政策环境而变化，核心变量是 GDP 增速走势，我们预测 2021 年四季度至 2022 年，逐季 GDP 实际同比增速分别为 4%、5.7%、4.8%、5.7%和 6.2%，2021 年四季度 GDP 增速降至 4%左右低位，年末政治局会议及中央经济工作会议总体将释放宽松政策信号，因此从央行多个最终目标来看，2022 年一季度货币政策大概率以稳增长为首要目标，保持稳健略宽松，采取四箭齐发宽信用的方式，稳住经济。但随着 4 月中旬发布一季度 GDP 增速数据，数据较为乐观可能使得 4 月底政治局会议的基调边际趋紧，二季度货币政策首要目标可能转为关注金融稳定问题，即宏观杠杆率高企，由此政策基调转为稳健中性，是边际趋紧的过程。7 月中旬发布的二季度 GDP 数据可能再次触发政策转向宽松，且下半年二十大的召开意味着政策环境趋于温和维稳，下半年货币政策有望再次转向稳健略宽松。

我们认为市场担忧的通胀及海外因素对货币政策扰动较小。首先，通胀约束相比 2021 年将逐步抬升，但总体看猪价和油价上涨压力再次错开，2022 年中性预测 CPI 为 1.8%，中枢水平和单月数值均难以制约货币政策宽松；其次，海外主要经济体大概率将逐步收紧货币政策，此时我国央行能否持续保持独立性？我国央行与美联储政策决策之间具备独立性，核心在于中美利差保持较高水平，存在较强的安全边际，截至 2021 年 10 月 29 日仍维持在 142BP 水平，一般情况下，中美国债利差在 80-90BP 以内需重点关注其可能带来的外部压力，从一季度来看压力不大，二季度存在不确定性。

图 56：货币政策操作工具、中介目标及最终目标

货币政策		
操作工具	中介目标	最终目标
调整基准利率； 调整商业银行的法定存款准备金率； 公开市场操作； 再贷款、再贴现。	数量型： 货币供应量 (M2)； 社会融资规模； 价格型： 利率； 汇率。	经济增长； 物价稳定； 充分就业； 国际收支平衡； 隐性目标：金融稳定； 金融改革开放； 发展金融市场。

资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 57：货币政策基调历史回顾

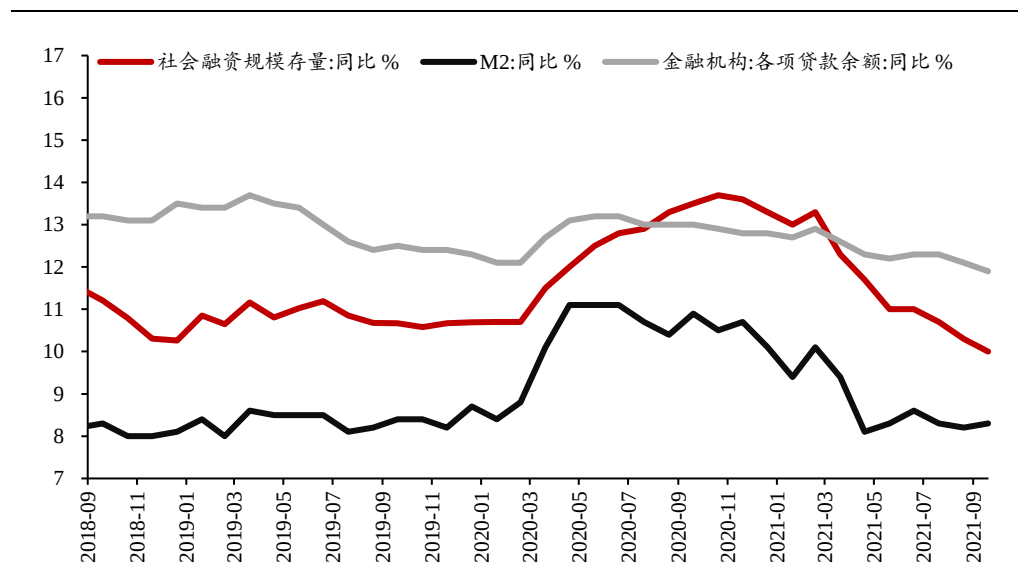


资料来源：Wind，浙商证券研究所

9.2. 预计 2022 年末信贷、社融、M2 同比增速分别为 12%、11.2%和 9.2%

我们认为，2022 年央行依然会选择数量型中介目标作为主要的调控对象，广义货币 M2 增速和社融增速两者同时作为货币政策中介目标。全年总体货币政策基调为稳健略宽松的情况下，预计各项金融数据增速稳定运行，预计 2022 年末信贷增速 12%，与 2021 年末水平相近，走势总体平稳；预计社融增速 11.2%，较 2021 年末预测值 11%微升，走势先升后降；预计 M2 增速 9.2%，较 2021 年末预测值 9%微升。总体看，M2 增速和社融增速与名义 GDP 增速基本匹配，而与增速相对应的信贷、社融全年新增量分别为 23.3 万亿和 35.2 万亿，较 2021 年的预测值分别多增约 2.3 万亿和 2.9 万亿。

图 58：2021 年信贷、M2、社融增速均有明显回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所

对于信贷，预计全年新增信贷规模 23.3 万亿（增速 12%），主要是考虑碳减排贷款的增量及央行维稳信贷增速的政策诉求，全年走势上，预计增速前低后高、波动上行。其中，我们判断 2022 年一季度央行“四箭齐发”宽信用，即四个领域信贷有望放量：制造业贷款、减碳贷款、基建贷款、按揭贷款。

(1) 制造业贷款是政策着重引导信贷支持的方向，央行持续强调“对科技创新、小微企业、绿色发展、制造业等需要长期支持的领域加大政策支持力度”，2019 年，央行在 MPA 考核中增加制造业中长期贷款占比指标，并在 2020 年加大权重，2021 年政策延续，持续强调加大对制造业的金融支持。从信贷需求看，随着基建与地产市场在 2022 年一季度出现新的增长点，制造业投资需求有望企稳，从而拉动企业资本开支意愿，增加信贷需求尤其是中长期信贷需求。从信贷供给看，年初优质项目多，银行也有意愿实现“开门红”，监管角度预计央行将持续强调信贷结构性调节，重点支持制造业、民营企业、小微企业等重点领域和薄弱环节，总体我们认为 2022 年一季度制造业贷款有望大规模放量。

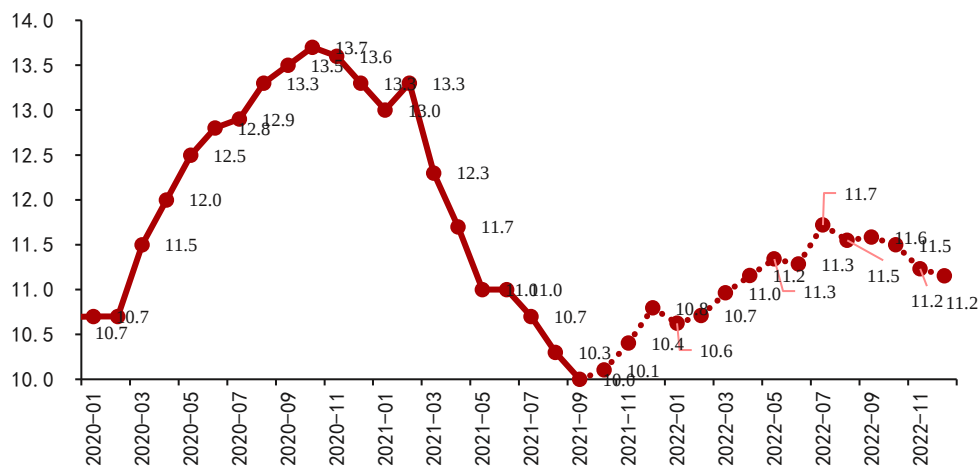
(2) 对于减碳贷款，碳达峰碳中和背景下，我们认为绿色金融领域的定向支持力度将不断加强，2021 年二季度的货币政策执行报告中，央行继续强调“强化对绿色发展的金融支持”及“继续落实和发挥好结构性货币政策工具的牵引带动作用，运用好碳减排支持工具推动绿色低碳发展”。我们持续强调央行大概率在 2021 年年内推出碳减排货币政策工具，其结构上可能类似 TMLF，通过设定更低的再贷款利率起到定向降息作用，操作频率上也可能以季度为频率常态化投放，规模依据上个季度的减碳信贷投放状况及本季度的投放需求而定，此工具的落地将加速减碳贷款投放，推动 2022 年一季度“四箭齐发”宽信用。

(3) 对于基建贷款，2021 年 7 月 30 日中央政治局会议强调，“积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层‘三保’底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动 2021 年底 2022 年初形成实物工作量。”由此我们预计年内财政资金形成实物工作量大概率后移至 2022 年一季度，推动基建贷款放量。综合考虑发改委预先储备未来项目和货币政策稳信用节奏，我们认为财政或将配合货币政策带动 2022 年一季度信用扩张。

(4) 对于按揭贷款，2021 年以来，地产贷款集中度管理、三道红线、五档分类等政策极大地限制了房企融资，严查消费贷、限制按揭贷也使得居民贷款难以放量，地产政策不放松的情况下，宽信用较难见成效。但我们提示关注可能出现的边际变化，首先，“一城一策”及“稳房价、稳地价、稳预期”三稳的政策基调下，部分房价、地价回落幅度较大的三四线城市可能有局部政策缓和。其次，共同富裕相关政策推进加速，其核心在调节收入分配，一旦房产税试点扩大政策落地，相应城市需求端购房按揭贷款监管可能有所宽松，以对冲房产税试点对房地产市场的负面影响。2021 年以来，受按揭贷收紧影响，地产销售趋向低迷，2022 年一季度局部地区按揭贷政策缓和的情况下，房地产市场有望实现供需两旺推升销量，从而释放信用。随着销售回暖，也会带动地产后周期的相关消费及消费贷款，如建筑装潢、家具、家电等，进一步推动居民信贷增长。

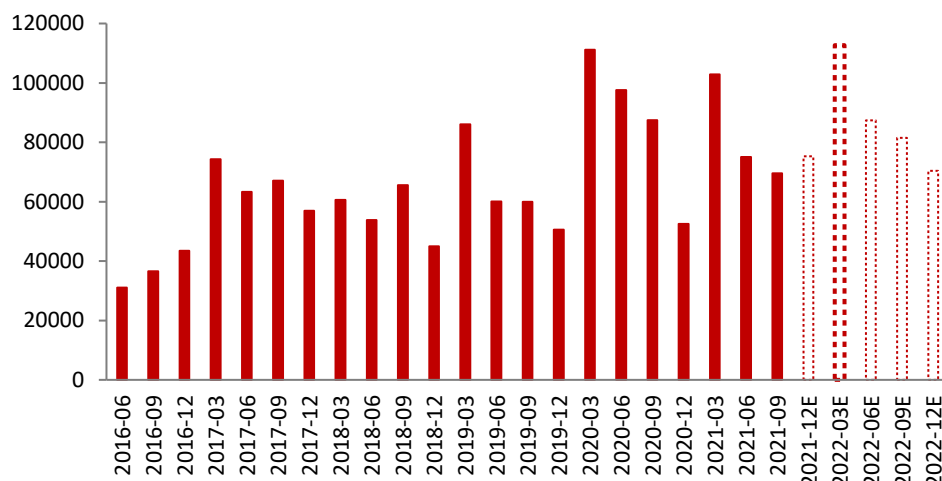
对于社融，预计 2022 年在全年相对较为宽松的货币政策基调下，社融全年新增 35.2 万亿，对应增速 11.2%，年内走势波动上行、前低后高，可能在三季度见到全年高点，四季度数据略有回落（走势也受基数的影响）。重点提示，2022 年一季度受“四箭齐发”宽信用影响，即便在没有专项债额度提前下达的情况下，社融当季新增规模仍可达 11.3 万亿，达历史社融季度增量峰值，超 2020 年同期水平。

图 59：2022 年社融走势预测



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

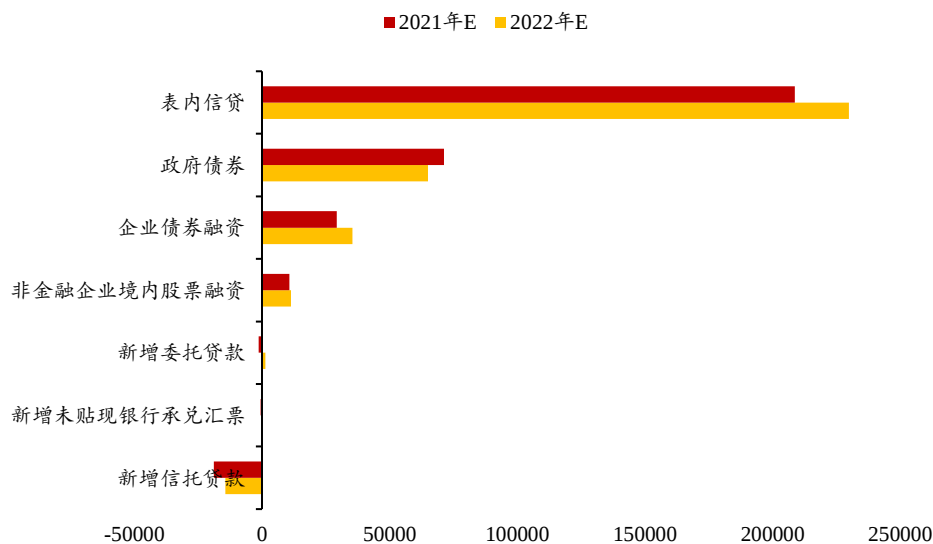
图 60：2022 年一季度社融新增规模或创历史峰值



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

全年社融结构来看，对于表内信贷，相比人民币贷款口径信贷增量，社融口径人民币贷款需扣除非银贷款的影响，预计 2022 年银行间市场流动性总体宽裕，非银贷款大概率为正，则社融口径人民币贷款多增幅度或略有收敛；财政政策对政府债券的支撑预计略弱于 2021 年，预计全年政府债券净融资 6.5 万亿，相比 2021 年 7 万亿略降 5000 亿；对于非标项目，委托贷款监管进入尾声，预计其全年相比 2021 年有望实现同比多增，预计融资类信托监管仍将持续，但随着行业逐渐规范化，其同比降幅将有所收敛，预计同比少减约 4000 亿，未贴现票据项目在 2021 年受上半年央行主动压降票据及下半年经济回落+票据大量贴现影响而受到明显冲击，预计 2022 年与 2021 年增量基本相当；直接融资方面，预计企业债券全年相比 2021 年多增约 6000 亿，追溯历史，在宽信用时期，企业债券融资需求往往也随之上行，且 2022 年信用环境将较 2021 年有明显改善，违约事件将明显减少，有利于企业债券融资；股市融资与股市行情直接相关，预计一季度及下半年融资规模较大，全年或与 2021 年较为相近。

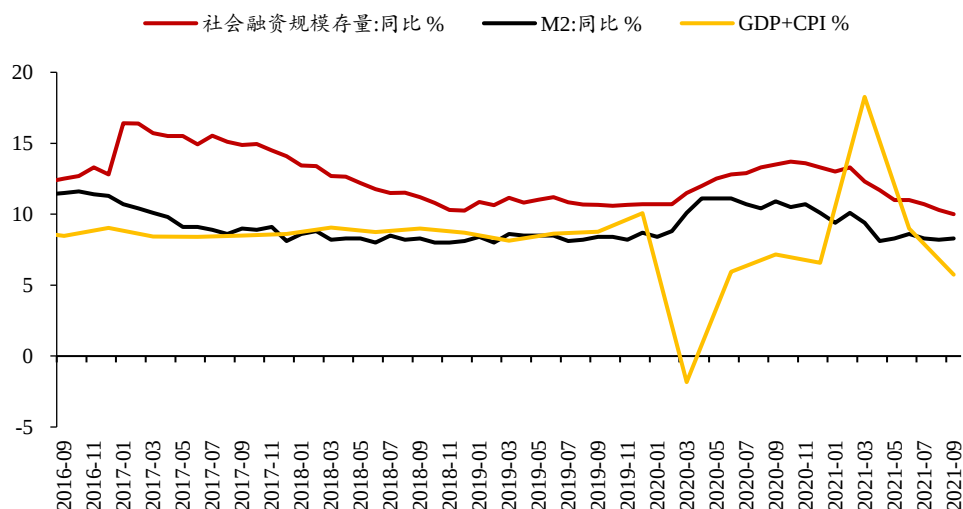
图 61：2022 年社融各分项变动趋势（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

对于 M2 增速，以往我国 M2 年度增速目标的制定是在 GDP+CPI 增速的基础上加 2-3 个百分点，将之作为合意的 M2 增速水平。2021 年政策强调稳定宏观杠杆率，央行以信用收缩为主要方式，回归货币政策正常化，截至 2021 年 9 月，M2 增速降至 8.3%，明显低于名义 GDP 水平，我们预计年末受信贷趋稳的影响，M2 增速或有上行。2022 年货币政策环境相对宽松的情况下，**预计 M2 增速保持稳健，全年 9.2%，高于 GDP+CPI 增速。**

图 62：预计 2022 年 M2 增速为 9.2%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

9.3. 货币政策工具仍将以结构性调控为主

政策调控工具上看，我们认为 2022 年总量性宽松工具将相对谨慎，准备金和利率下调窗口在 2021 年四季度和 2022 年一季度，目前倾向于前者；随着 CPI 中枢抬升，全面降息概率不大。2022 年央行货币政策基调将是一季度稳健略宽松，以宽信用为主要形式；二季度稳健中性；三、四季度稳健略宽松，稳定信用端，由于经济增速受基数影响会自然反弹，下半年的货币政策也不需采取过度宽松的工具。我们提示，碳减排货币政策工具落地初期，其更显著的影响体现为“定向降息”，但拉长时间维度，其更是一项宽信用工具，有助于信用的定向释放。

预计结构性货币政策将有延续，继续定向支持制造业、民营小微企业、绿色金融、高端制造等领域，同时，预计房地产领域信贷调控或有边际放松，尤其是从满足刚需的角度，首套房按揭贷款政策可能有适当放松。

9.4. 预计 2022 年人民币汇率升值至 6.1

我们预计 2022 年美元中枢下行，核心在于欧洲资本开支水平或相对强劲，美国经济基本面下行趋势较为确定，随着联储 QE 政策落地，预计美元大概率进入下行通道，叠加中国经济基本面较为强劲，经济增速水平较高，预计人民币汇率升值至 6.1。

预测汇率首先需基于对美元指数的判断，我们预计美元上半年高位震荡，下半年波动下行，主要基于美联储 Taper 落地及欧洲双碳推进过程中资本开支规模或较大使得经济基本面表现优于美国的判断。对于人民币汇率，对比中、美两国基本面和政策面，我国经济大概率 2022 年走出“NIKE 型”走势，即先降后升，一季度经济增长强劲，二季度为全年低点，此后再度上行，相比美国大概率震荡下行的经济走势，一季度人民币汇率相对占优，大概率可出现小幅升值，但二季度可能面临阶段性贬值压力，三、四季度我国政策环境较为温和、经济形势持续向好将对汇率形成较强的支撑。

中美关系演进可能成为扰动人民币汇率的短期事件性因素。我们预计 2022 年中美之间大概率将形成经贸领域缓和、军事人权意识形态等领域博弈加剧的格局，需密切关注若短期两国经济对抗加剧可能对人民币汇率形成的扰动，但我们认为其负面影响并不持续，人民币汇率全年升值趋势确定性强。

中长期看，我们仍然坚定判断未来 8-10 年美元大周期下行、人民币汇率确定性升值。中长期看，人民币兑美元长期走势与美元周期密切相关，美元周期决定于生产要素在美国与新兴市场的对比，我国劳动力要素相对于美国的科技和资本要素略占上风，这决定了中长期人民币相对美元是渐进升值的趋势，预计人民币兑美元后续仍有 8 年左右升值过程。

图 63：预计 2022 年人民币汇率升值至 6.1



资料来源：Wind，浙商证券研究所

10. 2022 年广义财政维持紧平衡，重点领域发力注重政策衔接

保持政策连续性，做好财政跨周期。2022 年财政政策基调聚焦三个关键词：跨周期调节、统筹财政政策衔接和提质增效。（1）为应对大国长期博弈背后的潜在风险，我国积极布局跨周期调节，在积极储备财政政策子弹的同时，积极化解潜在风险并推动中长期改革事宜，由此带来的是财政“超收节支”和压实责任防范并化解存量隐性债务的审慎态度，预计 2022 年财政紧平衡和防风险仍将是重要目标。（2）统筹财政政策要求兼顾稳增长和防风险需要，保持财政政策连续性、稳定性、可持续性，一方面要继续兜牢“三保”，着力保障和改善民生；另一方面要继续推动创新发展和产业升级，保障产业链供应链稳定，在三基、自主可控、国产替代、强链补链、专精特新等方面提供财力保障。（3）提质增效则强调提高财政政策效益，实施好常态化财政资金直达机制，提高专项债资金效率以推动形成实物工作量，落实落细减税降费政策，切实减轻企业经营负担。

10.1. 赤字率正常化，落实减税降费，保持支出强度

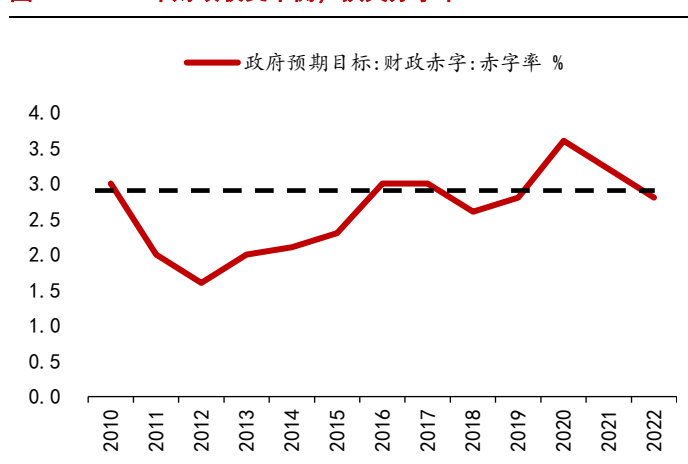
疫后经济复位，赤字率正常化。赤字率是反映财政政策基调的重要参考，为应对疫情冲击及巩固经济修复成果，2020 年及 2021 年我国赤字率分别达到 3.6% 和 3.2%，高于 3% 的“警戒线”，侧面体现了财政政策积极有为，赤字率提升的背后是中央政府杠杆率的提升和潜在风险的积累。进入 2022 年，我国经济在疫情后保持了积极修复态势，一系列对冲性政策也取得了积极效果，经济回归常态化意味着政策也将复位，我们预计 2022 年赤字率将回归正常化达到 2.8%，较 2021、2020 年下滑 0.8% 和 0.4%，与 2019 年持平，对应预算赤字 33000 亿元，较 2021、2020 年减少 2700 亿和 4600 亿元，较 2019 年上升了 5400 亿元。

财政收入平稳增长，减税降费持续推进。我们预计，2021 年财政收入决算继续超收，2022 年一般公共预算全国财政收入同比增长 1%，财政收入平稳增长；阶段性及制度性减税降费积极推进，新增减税降费规模或接近万亿。

受益于一系列对冲性政策的积极作用，经济活动、企业盈利、居民收入等积极修复，2021 年大概率延续 2020 年财政超收特征，截至 1-8 月已完成全年预算收入目标的 76%，超过时序进度 7 个百分点以上。2021 年下半年起，经济下行压力加大，大宗商品涨价带来 PPI 持续走高，未来在经济终端需求逐步回落的情况下，PPI 逐步向下游传导可能对企业经营带来更多成本端的扰动。

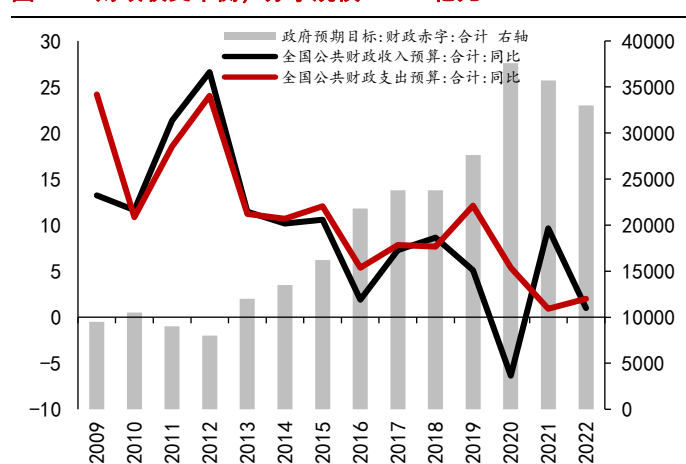
财政政策有望在 2022 年双管齐下，**制度性和阶段性减税降费同时发力**：（1）十三五期间制度性减税降费政策在保障市场主体、提升企业活力、增强经济韧性等方面作用突出，十四五将继续推进制度性减税降费，我们认为降低增值税、个税专项附加扣除等政策继续实施，对小微企业的税收普惠政策继续推进，加大对制造业及科技创新的支持力度，可针对性提高企业研发费用加计扣除比例。（2）实施阶段性减税降费缓解企业经营压力。2021 年 10 月 20 日国常会中明确表示“防止大宗商品涨价向下游产业传导使中小微企业承受成本压力，抓紧研究包括阶段性减税降费在内的普惠性政策”。结合 2020 年政策经验，我们预计阶段性减税降费重在保市场主体，对中小微企业在减免房租、水电费等方面给予支持，小规模纳税人减征增值税执行期限等政策也或将延长。

图 64：2022 年财政收支平衡，狭义赤字率 2.8%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 65：财政收支平衡，赤字规模 33000 亿元



资料来源：Wind，浙商证券研究所

财政保持支出强度，保障政策连续稳定。预计 2022 年一般公共预算全国财政支出超过 25.5 万亿元，同比增速或达 2%；2021 年 730 政治局会议要求“要做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持经济运行在合理区间”。我们认为，2022 年财政政策维持连续性和稳定性，将继续保持支出强度，预计全年财政支出规模将达到 25.5 万亿元以上。同时，2021 年下半年以来经济下行压力逐步加大，需要财政政策适当发力予以对冲，叠加 2022 年政治大年，我国进入重要维稳窗口期，经济有望开门红，也需要财政政策予以配合，我们预计 2022 年财政支出前置概率较高。

方向上，财政支出重点关注两大领域：兜牢“三保”，聚焦民生。疫后我国经济较快修复，但基础不稳，仍面临内外部的多重扰动，外部有对冲性政策滑坡导致需求回落，国内面临经济下行压力及大宗商品涨价冲击企业经营，我们认为在此背景下财政政策将继续巩固拓展抗疫成果，坚持底线思维进行前瞻性调控，确保财政资金兜牢“三保”，切实保障基本民生、工资发放和机构运转。我们预计，延续 2021 年及 2020 年财政支出特征，社保就业将是 2022 年重点支持领域，教育、住房保障、卫生健康等也将是重点支持领域。

为重大任务及项目提供财力保障。十四五规划要求“加强中期财政规划管理，增强国家重大战略任务财力保障”和“中央财政性资金优先投向本规划确定的重大任务和重大工程项目”。我们认为，疫后经济复位和政策跨周期调节为我国中长期发展奠定基础，十四五规划提出的一系列重大任务和重大项目需要财政提供财力保障，其一是提升科技创新能力，集中解决一批“卡脖子”问题，财政将增加基础研究投入，重点用于国家自然科学基金，以及稳定支持基础研究领域科研院所、科技创新基地、科研人才等；其二是强链补链，加快产业链优化升级，财政利用制造业领域政府投资基金，引导社会资本加大对集成电路、新材料、新一代信息技术等领域投入，保障产业链供应链的发展和安

全；其三，积极扶持中小企业，增加财政资金支持，安排专项奖补资金，分批重点支持“小巨人”企业高质量发展，培育专精特新企业；并加大财政支持普惠金融发展力度，落实创业担保贷款贴息政策，推动中小企业发展。

财政资金提质增效，压减一般性开支。在以收定支的财政纪律要求下，进一步提升财政政策效果的关键在于提质增效。首先，压减一般性支出，继续落实政府过紧日子要求，从严控制三公经费，避免财政资金沉淀闲置。其次，财政资金要提质增效，运用好常态化的财政直达机制，“精准滴灌”直达地方，确保资金用在刀刃上，加大均衡性转移支付，增强财政对薄弱领域的财政支持。2021年上半年，财政直达资金总支出的7成以上用于地方养老、义务教育、基本医疗、基本住房等基本民生方面。在支持保市场主体方面，相关惠企资金累计支出超过2700亿元，惠及各类市场主体近58万家。

10.2. 土地财政有韧性，专项债提质增效

展望2022年政府性基金收支，核心关注土地财政和专项债两大方向。

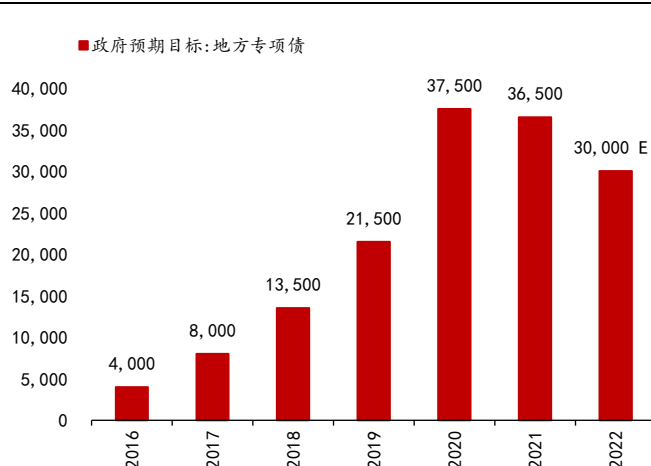
土地财政仍有韧性。政府性基金收入主要依赖土地出让收入，近年来财政预算与决算表现出一个显著特征，财政预算安排的土地使用权出让收入规模相对有限，体现出对土地财政的审慎态度，但年底财政决算往往显著超收，2021年地方政府土地使用权出让收入预算安排为84143亿元，同比0%，前8个月国有土地使用权出让收入同比增长12.1%，预计年底仍将出现国有土地出让收入超收特征。在考虑2021年超收的基础上，我们认为2022年预算国有土地使用权出让收入增速大概率率为0%，规模有望超过86000亿。

图 66：预计 2022 年新增专项债 30000 亿

年份	地方政府 债发行	地方政府 一般债	地方政府 专项债	地方政府新 增一般债	地方政府 新增专项 债	地方政府 再融资一 般债	地方政府 再融资专 项债
2022	65,248.4			8,000.0	30,000.0	27248.40	
2021	71,122.3	24,361.5	46,760.8	8,200.0	36,500.0	16,161.5	10,260.8
2020	64,438.1	23,033.7	41,404.5	9,506.2	36,018.7	13,527.5	5,385.8
2019	50,426.5	23,137.2	27,289.4	11,330.1	21,950.7	11,807.1	5,338.6
2018	49,566.0	28,858.8	20,707.1	10,487.8	13,876.8	18,371.0	6,830.4
2017	52,535.4	29,643.6	22,891.7	10,590.2	9,892.3	19,053.4	12,999.4
2016	73,150.1	43,908.4	29,241.8	11,648.5	7,232.8	32,259.9	22,009.0

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 67：新增专项债发行规模较 2020 年、2021 年有所下滑（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

专项债规模适当下降，提质增效助力稳增长。预计 2022 年新增专项债规模将适当回落，随着经济逐步复位，扩张性财政政策逐步回归常态化，配合稳定宏观杠杆率和降低政府杠杆率的基本要求，地方政府举债规模也回归正常化，地方债发行规模总体平稳，2020 年及 2021 年分别达到接近 65000 亿和 72000 亿。同时，近年来历史已发行专项债到期规模逐步增加，2020 年至 2022 年到期规模分别为 20,747、26,659 和 27,493 亿元，再融资专项债的发行需求逐步提升。我们预计 2022 年整体地方债发行规模在 65000 亿，与 2020 年接近，到期债券在 95% 以上会进行再融资安排，地方财政赤字决定了新增一般债规模，综合来看，我们预计 2022 年专项债规模将达到 30000 亿。

我们认为，虽然 2022 年专项债规模有所下降，但资金提质增效有望发挥更积极的作用。首先，我们预计新增专项债资金仍将保持政策的延续性和稳定性，重点用于交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、物流基础设施、市政工程和产业园区基础设施、国家重大战略项目、保障性安居工程等。其次，专项债资金做重大项目资本金的比例维持在上限 25% 不变，储备项目质量提升有助于更好发挥专项债作用。第三，按照监管要求，今后各地需通过重大项目库按周调度 2020 年和 2021 年已发行地方政府专项债券项目进展情况，省发改委将每周提取调度数据并上报国家发改委，调度内容包括项目实际开工时间、实际竣工时间，资金到位、完成和支付情况，形象进度等信息，我们认为此举将更好地发挥财政资金效果。

10.3. 防范财政金融领域风险，推进房地产税和消费税

坚守底线思维，压实党政同责，防范财政金融风险。十四五期间更加注重经济金融安全问题，坚守底线思维，守住不发生系统性风险的底线，财政金融领域防范并化解潜在风险尤为重要。疫情后，防范并化解隐性债务问题成为 2020 年下半年至 2021 年以来的核心关注点，监管要求和政策部署逐步加码。2022 年，我们预计防范化解隐性债务仍是重点任务，重点关注以下几个方面：

首先，防范并化解隐性债务的决心较强。疫情后政策要求逐步加码，4 月政治局会议要求“要防范化解经济金融风险，建立地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制”，Q2 部分区域出现潜在风险苗头，党政领导作为第一负责人标志着对财政金融风险的高度重视，2022 年是政治大年，防范并化解隐性债务仍将是重点内容。

第二，逐步推进各个省份隐性债务清零。近期上海正式启动“全域无隐性债务”试点工作，是继广东省后的第二个省份，凸显地方政府化解隐性债务的决心，2022 年有望进一步推进，我们认为，“全域无隐性债务”先行试点一般在化解难度小、财力较好、债务压力小的区域先推进，短期化债压力大的省份可能逐步推进。

第三，关注隐性债务化解的新方法。我们在 2021 年 4 月外发报告《政府债怎么收缩？》中指出，隐性债务化解进入攻坚期，在现有六大化债方式之上需要新的化债方式，再融资债券化解隐性债务在今年已经逐步推行，建制县试点的范围逐步拓展，对于隐性债务的化解有积极作用。我们认为，考虑再融资债规模有限难以大幅应对隐性债务，建制县试点经验逐步完善，下一步可以通过新增地方政府专项债助力化解隐性债务，特别是用于攻坚难度化解较大的隐性债务，比如对弱财力、高债务风险地区的城投进行置换，或者对较低层级的地级市县平台形成的隐性债务进行置换，我们认为，这种“以债换债”的置换方式可以达到较好效果，一方面仅用于解决部分高风险地区的隐性债务问题，所需的资金体量也不会过大，另一方面表明了决策层对防范化解隐性债务的决心。

建设现代财税体制，更好服务重大目标。十四五阶段，高质量发展是我国战略核心，在高质量发展战略下建设现代财税体制，有助于更好服务于我国长期发展的重大目标，特别是在共同富裕、创新驱动、扩大内需、消费升级等领域。2022年，我们认为重点关注以下几个方面：（1）房地产税试点稳步推进。人大授权国务院扩大试点，房地产税试点扩围有望在2021年末至2022年落地，我们认为，保有环节房地产税有助于释放二手房供给并缓解一二线城市的房屋供给压力，配合房地产调控政策服务于房地产长效机制发挥作用，促进房地产市场平稳发展。（2）消费税变革的潜在影响。10月15日领导人发表《扎实推动共同富裕》强调“要加大消费环节税收调节力度，研究扩大消费税征收范围”。2021年以来，财政先后在1月全国财政工作会议、3月财政预算报告、6月半年度财政执行报告等文件中指出，健全地方税体系，稳妥推进消费税征收环节后移改革并下划地方。税收法定原则下，2022年消费税、增值税等税种的立法进程值得关注，消费税领域关注消费税后移征收环节及下划地方，对财权分配、消费需求等有重要作用，我们认为，消费税重点不在于抑制而是在于鼓励并推动消费升级，通过缩小代际差异促进共同富裕，更好发挥再分配手段，同时消费税征收环节变化，可能对中央-地方、地方政府之间的财权分配产生影响，中央与地方财权事权的平衡调节是现代财税体制关注的重点。

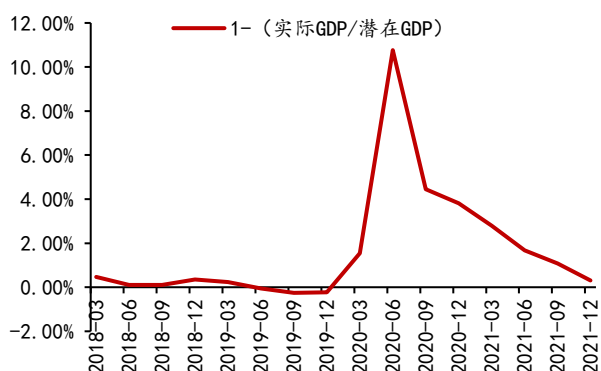
11. 海外通胀退烧无需担忧加息潮，碳中和背景下欧洲有潜力

11.1. 美国经济逐季下行叠加通胀增速下行，2022年无需担忧加息

11.1.1. 基本面前瞻：补库临近尾声叠加楼市逐渐降温，2022年美国GDP同比增速4%，逐季下行

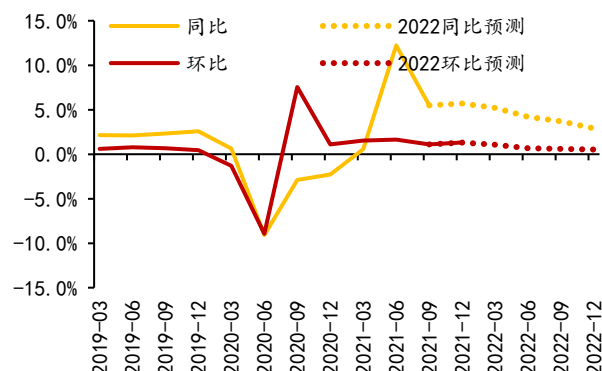
从CBO估算的经济潜在增速来看，美国在2021年Q4方可恢复至潜在增速水平。综合考虑拜登的财政刺激方案、存量储蓄释放以及2021年尚未恢复至潜在GDP水平带来的低基数效应，我们预测2022年美国GDP实际增速为4.0%。从消费和投资两个视角综合观测，我们认为明年美国经济将呈现同环比增速前高后低，逐季下行的节奏。

图 68：美国经济预计于 2021 年 Q4 接近恢复至潜在增速水平



资料来源：Wind，CBO，浙商证券研究所

图 69：美国 2022 年 GDP 同环比增速预测（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

消费方面，伴随疫情步入正常化阶段，预计2022年美国商品和服务消费均回归常态化，部分存量储蓄的释放可能使得消费增速呈现出前高后低的走势。

美国疫情后的消费特征是商品强、服务弱。前者受消费场景约束较小，且需求端受到财政补贴的拉动持续强势；服务型消费则受制于消费场景关闭和疫情约束复苏乏力。

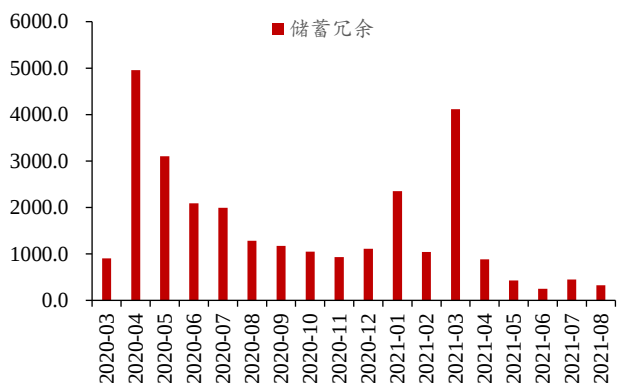
商品消费方面，截至报告日耐用品和非耐用品消费的两年复合增速分别为 9.5%和 6.3%，远高于疫情前水平。2022 年后，部分商品需求透支、财政刺激停止叠加高基数效应三因素共振下预计商品消费将回落至疫前水平。

预计 2022 年美国将步入疫情正常化阶段，服务消费项将回归常态并保持平稳。2020 年以来，受疫情间消费场景和居民消费意愿约束，美国服务消费支出的实际值恢复缓慢，截至报告日 2 年复合增速为-0.7%，尚未恢复至 2019 年同期水平，后续恢复进程仍在极大程度上取决于疫情的进展。

从疫苗注射进度来看，美国当前完成两针注射的疫苗覆盖率已接近 60%，根据当前注射速度预计仍需 4 个月便可覆盖 75%的国内人群并实现群体免疫。口服特效药方面，FDA 初定于 2021 年 11 月 30 日召开会议讨论默克公司的特效药“molnupiravir”（当前临床试验结果显示该药物可以将轻度至中度患者的住院率和死亡率降低约 50%），同时设定时间表力争在 2021 年底批准特效药的紧急使用授权。结合特效药审批进度以及疫苗注射进度看，预计 2022 年起美国将步入疫情正常化阶段，居民逐渐适应“疫后新常态”后服务型消费将回归常态并整体保持节奏平稳。

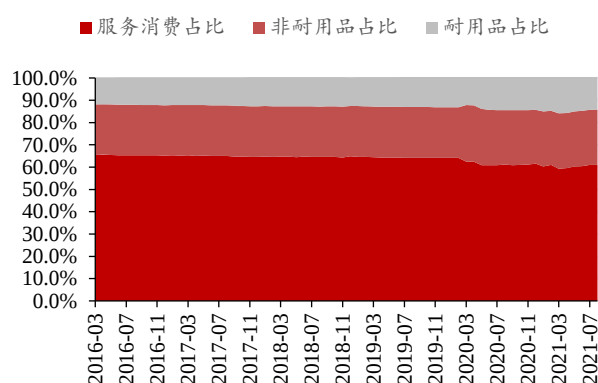
当前市场对于美国消费的另一大关注点在于超额储蓄。2020 年 3 月疫情爆发至今美国居民累计产生 2.4 万亿美元超额储蓄。2021 年市场便存在普遍预期，认为超额储蓄的释放可以带动消费需求回暖，但这一预期持续落空。主要源于疫情的反复使得服务业的消费需求受限并连带拖累个人消费支出。2022 年疫情常态化后，服务消费将回归正常化，预计存量储蓄将有局部释放但难以对消费形成大规模拉动。核心原因在于服务相关项目不具备报复性消费属性，外出餐饮、本地娱乐、外出旅游等需求的阶段性灭失是永久性的，疫情甚至可能导致居民的消费习惯出现永久性改变。疫情在上半年回归正常后存量储蓄释放仅可能对服务消费形成短暂拉动，整体使服务消费增速呈现前高后低的走势。

图 70：美国居民储蓄冗余折年（十亿美元）



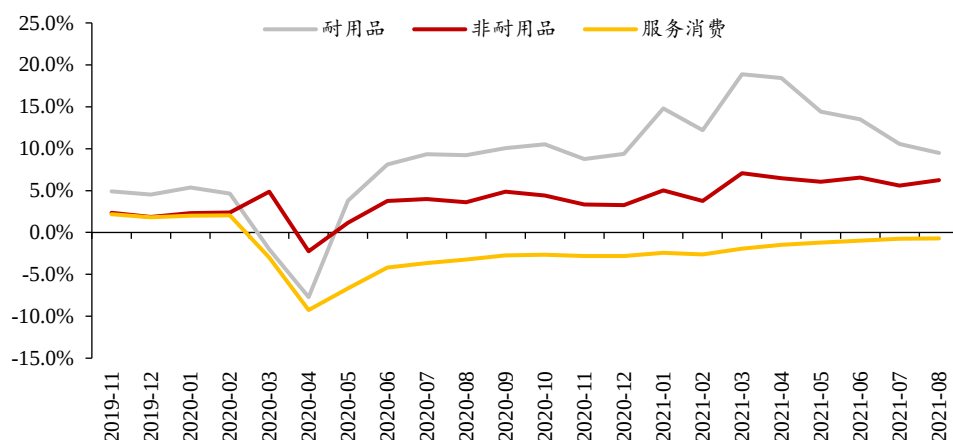
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 71：美国商品消费占比比较疫前明显提升（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

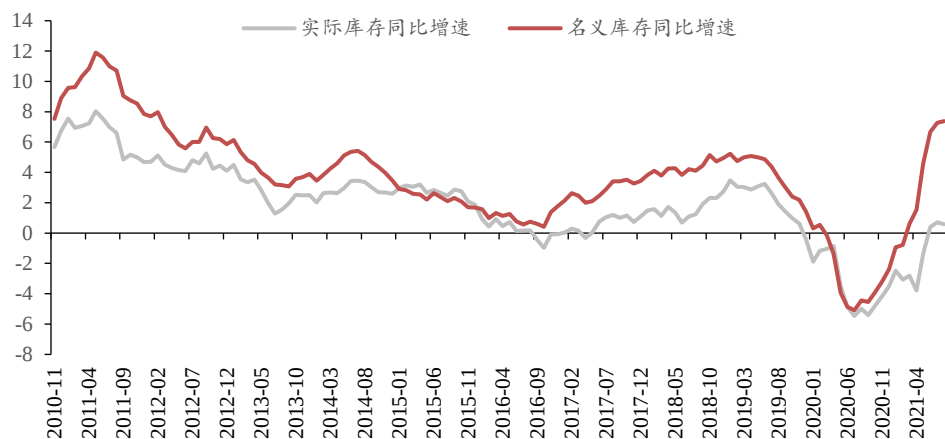
图 72：美国个人消费支出三大项实际值两年复合增速变化情况



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

投资方面，商品叠加住房补库接近尾声，全年对美国资本开支及经济拉动作用将逐季走弱。一是**商品补库方面**，自 2020 年 7 月启动本轮补库进程以来，预计美国本轮补库进程将于 2022 年 1 季度结束。从名义增速来看，美国本轮补库已经基本完成，考虑到 2021 年物价扰动因素较大，我们将价格因素剔除后发现本轮补库同样已经接近尾声，如按本轮“去库-补库”周期启动时的库存实际增速估算，本轮补库预计将在 2022 年 1 季度进入尾声阶段，此后将再度进入去库阶段，对资本开支的拉动作用将逐季趋弱。

图 73：美国名义库存和实际库存增速变化（%，实际按 PPI、CPI 各 50%权重剔除价格因素）

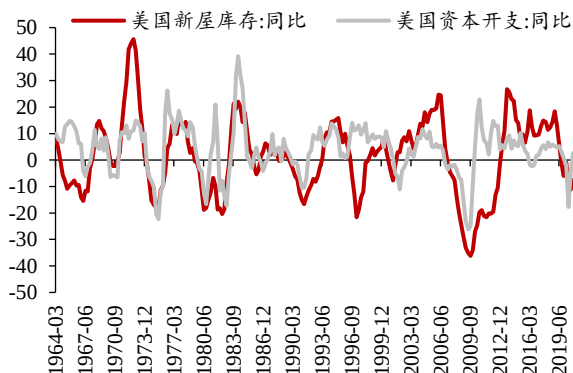


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

二是住房补库方面，从住房市场来看，美国新屋库存与私人投资有较强的相关性，换言之新屋补库可以有效带动美国资本开支。从增速来看，美国本轮新屋补库已经临近完成；从绝对值来看，当前新屋库存距离 2006 年的新屋库存高点尚有补库空间。如果按照 2021 年以来美国新屋补库的平均增速测算，预计美国新屋补库也将在 2022 年 Q2 末附近完成，此后对资本开支的拉动作用将逐步趋弱。

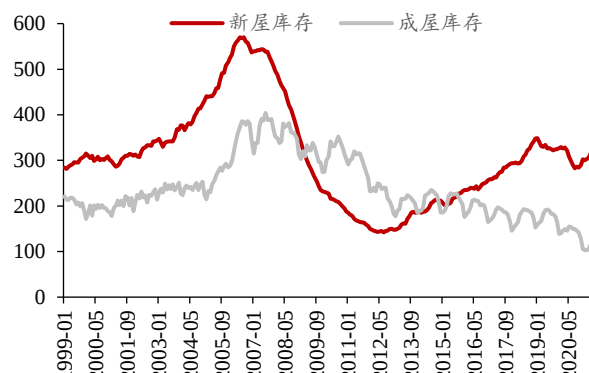
除此之外，拜登的“加税+基建+个人福利支出”组合拳预计将于 2021 年内落地，2022 年开始启动。鉴于整体方案投资周期过长，且支出规模依赖加税支撑，整体来看，对经济的拉动作用不宜过分乐观（详细请参考我们前期关于拜登新政研究的系列报告）。落地后社保相关的支出预计将先行启动，基建相关的投资由于涉及环保审查（EIS, environment impact statement）等冗长的行政审核流程将后置启动，整体来看，对全年 GDP 的节奏影响较为均衡。

图 74：美国新屋库存周期和资本开支增速相关性较强（%）



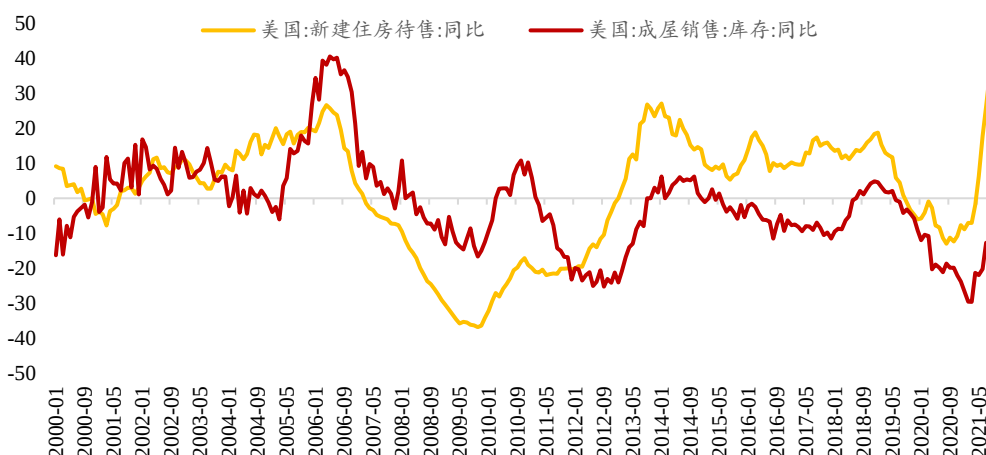
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 75：绝对值看新屋库存补库尚未完成（新屋千套，成屋万套）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 76：库存增速看，美国新屋补库已经接近完成（%）



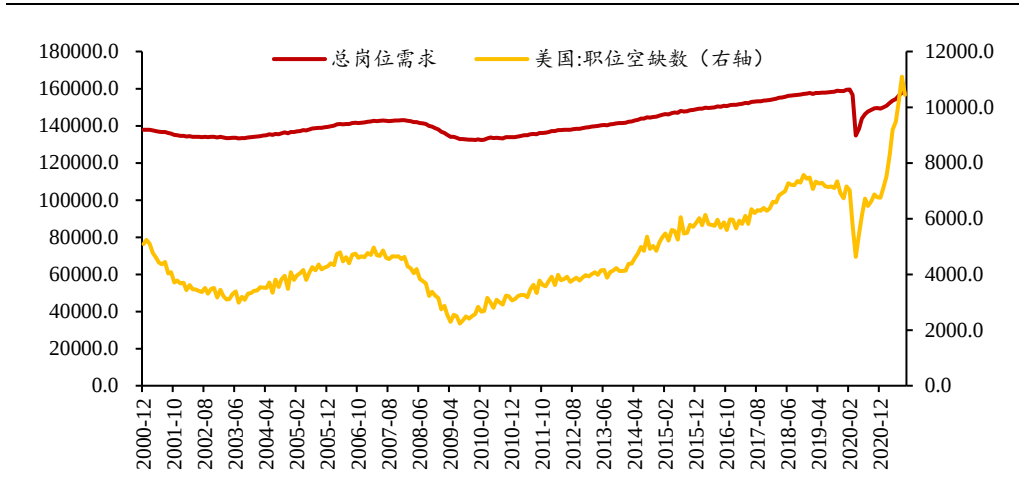
资料来源：Wind，浙商证券研究所

11.1.2. 就业前瞻：2022 年美国失业率回归 4% 中性水平，但受提前退休人群影响年底劳动参与率仍低于疫情前&职位空缺高于疫情前

当前美国就业市场存在严重的缺口，职位空缺数高达 1044 万，是数据统计以来新高。就业市场的紧缺导致了当前“高薪资+高离职率”的双高格局（离职率统计的是跳槽者，离开现岗位前往新岗位），也间接助长了通胀压力。我们认为就业市场的紧缺应该从供需两方面观察。

从美国就业岗位的总需求来看（以职位空缺数+非农就业人数衡量总需求），当前美国总岗位需求数为 15780 万，低于疫情前水平，2020 年 2 月美国总岗位需求数为 15954 万。说明美国企业的招工需求相较疫前并未增长，当前就业市场的问题主要来自供给端。

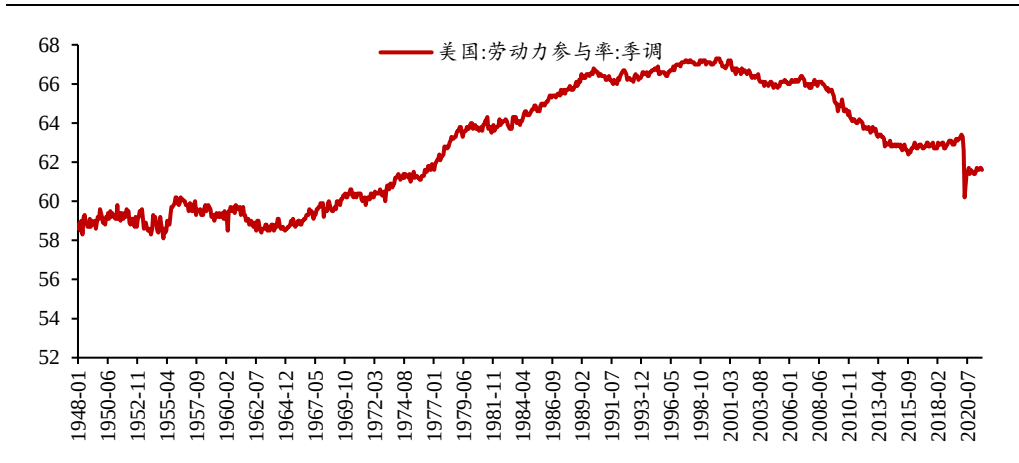
图 77：美国就业市场的岗位空缺和总岗位需求（千人）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

供给问题的核心分歧实质来源于劳动力参与率的恢复弹性问题。疫情后美国劳动力参与率由 63.3% 大幅下降至 61.6% 导致劳动力供给不足。从历史经验来看，过去 20 年每一轮美国劳动力参与率的下行都需要 3-5 年方能扭转趋势。90 年代末期互联网泡沫破裂后，美国的劳动力参与率持续下降至 2004 年方才扭头上行；2008 年金融危机后，劳动力参与率持续下行至 2013 年方才筑底回升。如果根据历史经验线性外推，本轮劳动力参与率的修复将同样缓慢并且使得劳动力市场的紧张程度和薪资增速持续维持高位。有别于市场预期，我们认为：劳动力参与率在 2022 年的修复速度将快于市场预期和历史经验。

图 78：美国的劳动力参与率变化（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

一是本轮劳动力参与率下行并非源自驱动经济的产业泡沫破裂，而是源自于公共卫生事件。从数据本身看，疫情导致劳动力参与率的断崖式下跌也不符合过往经济危机下

参与率缓慢下行的特征。据此判断，我们认为疫情在 2022 年平复后劳动力参与率修复的弹性也将强于传统时期（截至报告日，美国每日新增确诊病例仍在 10 万例附近）。

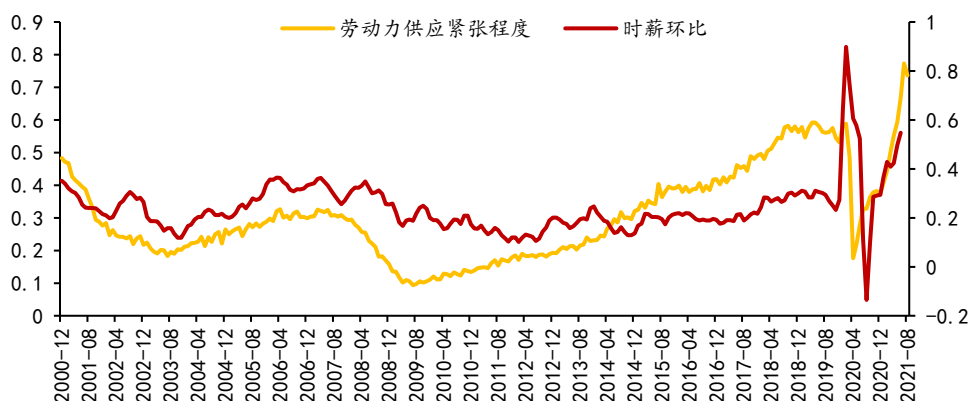
二是本轮疫情美国政府大规模的财政补助延缓了参与率的修复速度。美国历史上从未对失业群体采取如此大规模的救济补助，包括失业补助、房租补贴、房贷救济（延缓驱逐令等），直接导致居民重返就业市场的意愿低下。2021 年 9 月起，各项补助措施基本到期（除部分区域的延缓驱逐令外），失去生活来源的居民将被迫返岗，劳动力参与率修复速度将提升。

从驱动因素看，我们认为当前劳动力供给（劳动力参与率）修复的动力主要源自两方面：一是美国疫情常态化后，受疫情影响无法工作的人群将逐渐返岗；根据美国商务普查局的官方失业原因调查，当前受疫情所迫而失业的人群数量仍居高不下。二是失业救济金到期后，居民收入来源受限，就业意愿将明显增强，官方调查显示 2021 年 7-9 月补助逐步停发后部分待业人群已经开始重返就业市场。

未来劳动力供给修复的阻力主要来自于提前退休人群，疫情后部分 55 岁以上人群已经提前退休不会再返回就业市场，主要原因是过去两年股票以及地产价格大幅上涨后资本性收入大幅提升，持续工作的必要性下降；根据彭博以及 Schwartz Center 等学术机构统计，提前退休人群的预测中值约为 200 万人，该部分人群的存在主要影响劳动力参与率的修复上限，但不影响短期的修复方向。

综上，2022 年美国进入疫情常态化阶段后，劳动力重返就业市场将缓解劳动力供应紧张程度，一季度受拉尼娜现象和部分摩擦性失业影响就业数据可能修复乏力，此后将稳步复苏，预计 2022 年底美国失业率将回落至 4.0%-4.2%，逼近中性失业水平。但受提前退休影响，劳动力参与率将低于疫情前水平 63.3%，职位空缺数将高于疫情前水平 701.2 万个。

图 79：美国劳动力供应紧张程度（%，职位空缺/（劳动力人口-非农就业人口））



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 8：不同原因拒绝就业人数表

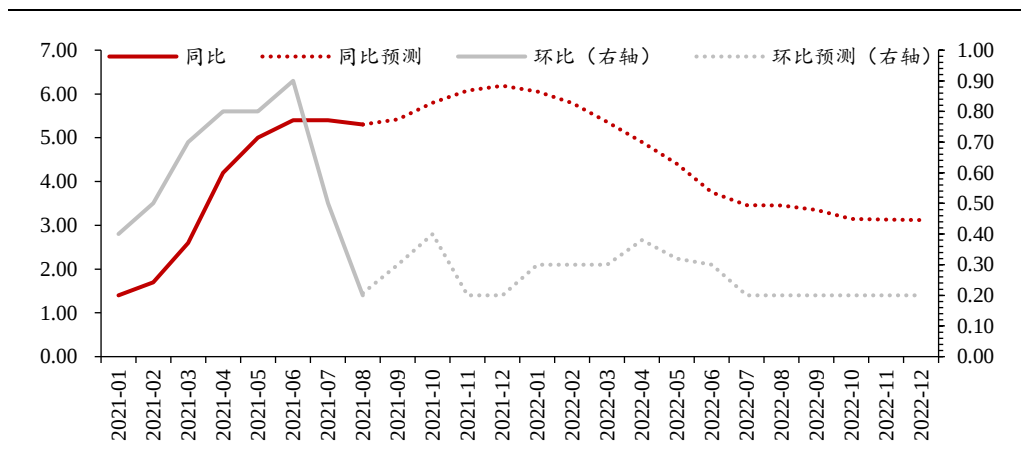
拒绝工作的原因	2020 年 4.23-5.5 (万)	2021 年 7.21-8.2 (万)	2021 年 9.15-9.27 (万)	202109 与 202005 比	202109 与 202107 比
我现在不想被雇用	380.4	497.0	545.3	164.9	48.3
照看感染家人或感染	131.4	201.5	419.9	288.5	218.4
照看在家的孩子	599.5	704.6	498.1	-101.4	-206.5
照看在家的老人	174.7	170.3	192.1	17.4	21.8
害怕被感染	—	248.0	315.4	315.4	67.4
生病残疾（非新冠）	649.1	643.8	667.4	18.3	23.6
已退休	3706.1	4178.5	4318.7	612.6	140.2
因新冠被解雇或休假	1078.8	560.5	422.2	-656.6	-138.3
雇主因为新冠关门	1750.4	250.0	216.5	-1533.9	-33.5
雇主因为新冠倒闭	161.9	245.6	173.7	11.8	-71.9
因为交通不便	—	150.5	106.1	106.1	-44.4
其他原因	3013.3	1926.9	1797.2	-1216.1	-129.7
未报告原因	129.7	688.2	591.2	461.5	-97
总计	11775.3	10465.4	10263.8	-1511.5	-201.6

资料来源：美国商务普查局，浙商证券研究所

11.1.3. 通胀前瞻：美国通胀的四座大山将逐步缓解，CPI 同比增速逐季下行并于年底回落至 3%附近

2021 年美国通胀压力的快速上行主要源自于四座大山，分别是二手车、能源价格、房租价格和薪资压力上升带来的广谱涨价压力。预计四座大山的压力将在 2021 年上半年明显缓解，对 CPI 相关分项的拉动作用将逐步趋弱，整体来看预计 2022 年美国 CPI 呈现前高后低走势，1 季度仍将面临明显的通胀压力，CPI 同比增速可能继续维持在 5% 以上，甚至有再破前高的可能，此后将逐季回落并在年末回归至 3% 附近。环比方面，仍将延续每月为正的环比涨幅，但涨幅将逐步收窄。

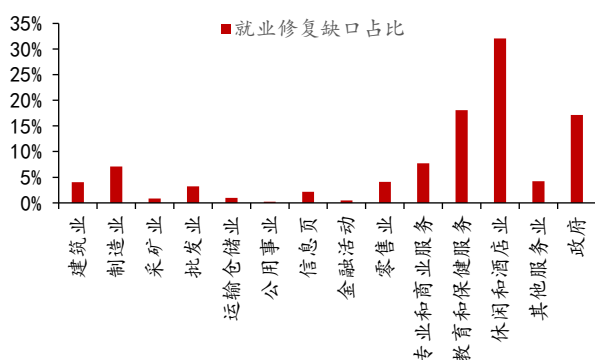
图 80：美国 2022 年 CPI 同环比增速预测（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

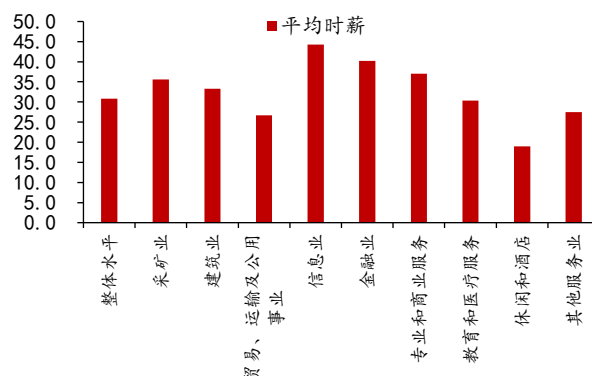
薪资压力方面，未来居民重返就业市场将降低劳动力市场压力，薪资环比增速有望逐渐回落。一是疫情常态化后，居民重返就业市场本就会缓解劳动力的供需矛盾；二是大量低收入群体重返就业市场会降低整体薪资水平，美国当前最主要的就业缺口源自休闲酒店业（占当前缺口的 32%），该行业平均时薪为 19.0 美元，远低于美国整体的平均时薪水平 30.9 美元。预计 2022 年美国薪资增长压力可以得到有效缓解，环比增速将逐渐回落，但鉴于提前退休人群的存在，就业市场回归均衡后的整体薪资水平（尤其是低收入群体）将高于疫情前。

图 81：美国各行业相较疫情前的就业缺口占比情况（%）



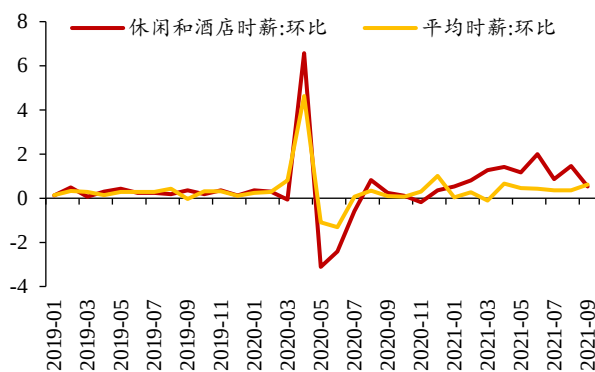
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 82：美国各行业平均时薪水平排名



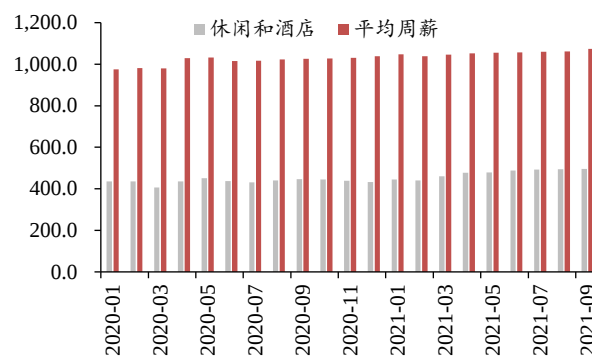
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 83：2021 年休闲酒店时薪增速超过平均时薪增速（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 84：美国休闲和酒店业平均周薪水平极低



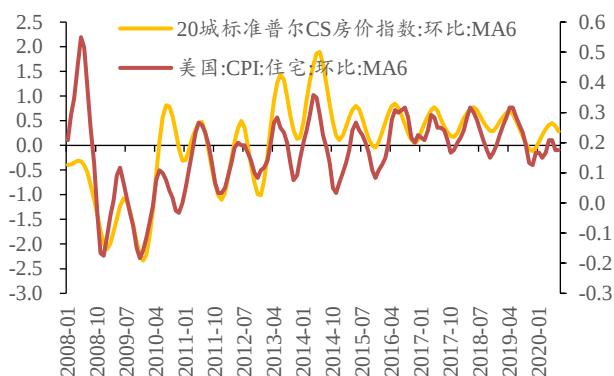
资料来源：Wind，浙商证券研究所

能源价格方面，受三因素影响预计同样将于明年上半年触及全年高点，此后对 CPI 对应分项的拉动作用将逐步趋弱。一是寒冬将至，根据美国国家气象局信息，2021 年 12 月-2022 年 2 月间出现拉尼娜现象的概率为 87%。随之产生的全球异常天气和取暖需求预计将在 2022 年 Q1 提升传统能源的需求并推升价格。二是伊核协议有达成预期，如果伊朗重返协定同时美国原则上同意取消特朗普任期内施加的所有制裁，伊朗的石油出口将逐步修复缓解油价上行压力。从时间点来看，如果 2021 年 Q4 伊核协议达成，美国国会将对伊核协议进行审议（根据 2015 年经验仍需 60 天审议期）。综合来看，则伊朗的石油出口有望于 2022 年 Q1 逐步恢复并缓解相关能源品价格的上行压力，预计带来新增产能 130 万桶/日。三是 OPEC 联盟的产量基准调整，阿联酋等国将在 2022 年 5 月起实施

新的产能标准线，OPEC 产能将在当月起提高 163 万桶释放增量供给。整体来看，预计 2022 年全年能源价格前高后低，对 CPI 相关分项的拉动作用也将在下半年逐渐下行。

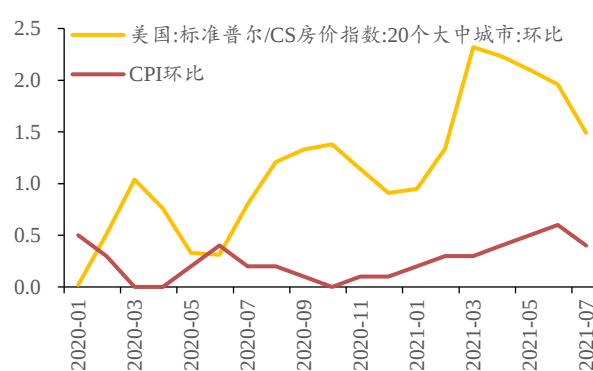
房租分项方面，整体来看预计 2022 年仍将延续今年的高环比走势，但环比增速可能于 1 季度见顶回落。我们曾于此此前报告中指出，美国房价环比涨幅对 CPI 住房分项存在 12 个月的领先期，2008 年以来这一关系便较为稳定。从 20 大中城市今年以来标普 CS 房价指数观测，环比增速于今年 3 月见顶回落，对应 CPI 住宅环比分项在 2022 年 1 季度未见顶，此后将逐步下行，但全年环比均值仍将维持高位。

图 85：美国房价环比涨幅领先 CPI 住房分项 12 个月（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 86：今年以来标准普尔 CS 房价指数走势

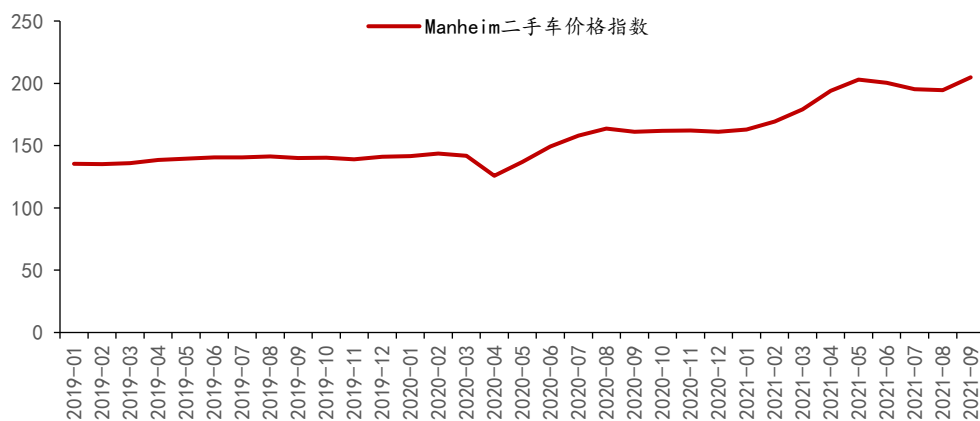


资料来源：Wind，浙商证券研究所

二手车方面，预计缺芯压力的逐步缓解将使得二手车以及相关交通运输分项的涨势趋缓，下半年起可能成为 CPI 的负向拖累。2021 年上半年，二手车价格的上涨是美国 CPI 上行的第一大驱动因素，核心原因在于缺芯导致新车供应受限继而推动二手车市场火热，后续二手车价格走势极大程度取决于芯片的供给能力。根据当前各类机构预测，缺芯压力将在 2022 年逐步改善，2022 年下半年起当前的资本开支将逐渐产生供应能力，对应二手车的价格上行压力也将在 2022 年逐步改善，下半年起可能成为 CPI 的负向拖累。

其他方面，中美贸易关系预计将有所缓和，关税的减免也将缓和美国国内的通胀压力（详细阐述请参考下文）。

图 87：Manheim 二手车价格指数



资料来源：Manheim，浙商证券研究所

表 9：各机构对于全球芯片危机缓解时间预测

	提出时间	机构	预测时间
芯片供给端	2021.7	意法半导体	缺芯危机预计将于 2022 年逐步改善，2023 年初恢复正常
	2021.7	台积电	持续至 2022 年
	2021.6	美光	持续至 2022 年
	2021.4	英特尔	缺芯危机还将持续两年
	2021.3	富士康	持续至 2022 年第二季度
芯片需求端	2021.4	思科	持续至大约 2021 年年底
	2021.4	小米	在 2021 年不会缓解
	2021.10	AMD	全球芯片短缺将在 2022 年下半年缓解
研究机构	2021.6	高盛	持续至 2023 年之前
	2021.7	VLSI Research	2023 年结束，2024 年过剩
	2021.10	Future Horizons	短缺将持续到 2022 年上半年，直到当前的资本支出开始影响供应，但如果需求过于强劲短缺将持续至 2023 年上半年

资料来源：公开资料，浙商证券研究所

11.1.4. 货币政策前瞻：美联储退出量化宽松但难见加息

2022 年美联储退出量化宽松已无悬念，货币政策的核心在于 2022 年是否有加息可能。当前联邦基金利率期货定价 2022 年 12 月加息的概率超过 90%，2022 年 9 月加息的概率超过 75%，市场一致性预期认为美联储将受迫于通胀压力加息。我们认为 2022 年美联储难见加息，核心原因在于 2022 年美国通胀逐步回落后，长期通胀预期将回归正常区间。

虽然 2022 年美国通胀增速较高但年末仍将逐步回落至 3% 附近，实际通胀的回落将带动市场交易的通胀预期回落。相较过去的货币政策框架，平均通胀目标制更加注重通胀预期。当期居民和联储测算的长期通胀预期（5-10 年）并未出现明显恶化，一旦确认通胀并无失速风险，联储反而应该呵护通胀预期。

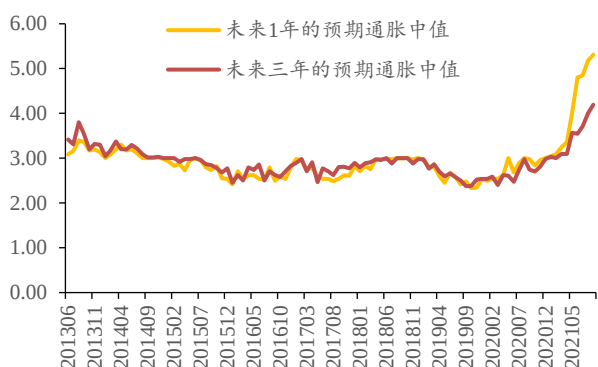
在平均通胀目标制的管理框架下，一方面在双重目标下赋予了就业更高的优先级，在菲利普斯曲线逐渐平坦化的情况下允许通胀超调以促进就业尽快达到目标值；另一方面也给通胀预期的管理赋予了更高的权重。鲍威尔在 2020 年 8 月宣布平均通胀目标框架时的讲话中曾指出：美联储一直以来非常重视通胀预期，预期是实际通胀的重要驱动力，但过去几年来一直受到通缩力量的压制；一旦通胀预期被压低，就容易和实际通胀形成互相拖累的负循环；因此制定货币政策时要具有前瞻性，将家庭以及商业部门的预期考虑在内。纽约联储主席在发表的工作论文中同样指出：“比起传统的通胀目标，平均通胀目标制更加强调对通胀预期的锚定作用”。

从通胀预期来看，纽约联储的居民通胀预期调查显示当前美国居民对于未来 1 年和 3 年的通胀中值预期较高，分别达到 5.3% 和 4.2%；但对于 5 年以上的通胀预期基本保持稳定。美联储自身测算的通胀预期指数（CIE）显示 10 年的长期通胀预期稳定在 2.06% 附近，实际位于合意区间；5-10 年通胀预期为 2.78%，相较疫情前仅抬升 0.25%。从市场

交易的角度来看，当前 10 年通胀预期（名义利率-TIPS 利率）仍然维持在 2.5%附近，我们认为这一预期同样将在明年美国通胀回落的趋势下逐步下探。

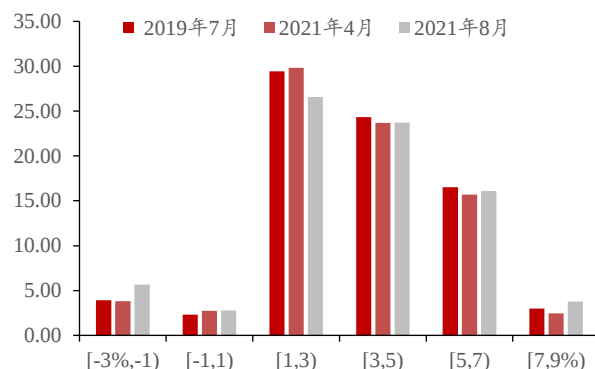
在此情况下，虽然短期通胀预期有所抬升，但居民和联储对于通胀的长期预期仍然保持稳定。一旦明年通胀下行的趋势确认（详细请参考上文对于美国 2022 年通胀形势的展望），美联储实际无需加息，反而更应该在平均通胀目标制的框架下谨慎呵护通胀预期，防止过快加息导致长期通胀预期继续跌入 2%以下形成与实际通胀互相拖累的负向循环。流动性方面，美联储完成 Taper 退出后，财政存款也将回归常态，美国流动性环境将基本保持平稳，即便偶发性由于缴税等原因出现流动性紧张，美联储也已经提前预设了正回购工具进行流动性补充，无需担心流动性大幅收紧的风险。

图 88：美国居民当前对于未来 1-3 年期的通胀预期较高（%）



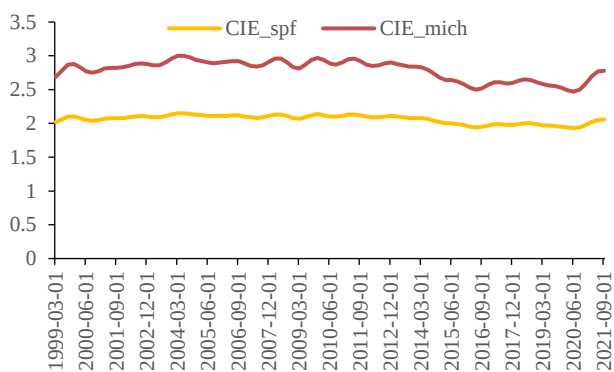
资料来源：NYfed，浙商证券研究所

图 89：纽约联储对美国居民未来 5 年期通胀预期的调查（%）



资料来源：NYfed，浙商证券研究所

图 90：美联储 9 月统计的通胀预期指数（%）



资料来源：NYfed，浙商证券研究所

图 91：克利夫兰联储对未来 10 年通胀预期的测算（%）



资料来源：NYfed，浙商证券研究所

11.1.5. 国会前瞻：财政领域除加税基建组合拳外无边际增量，政治领域民主党中选败选众议院概率较大

财政政策领域，拜登双轨推进的两大方案预计将在 2021 年内落地，2022 年正式生效，“加税+新老基建+个人福利支出”的组合拳将落地兑现。

传统基建方面预计将足额兑现，1 万亿美元基建方案投资周期长达 10 年，分摊至单年投资规模有限。其中新增部分仅 5700 亿美元，其余为存量资金划拨，不涉及加税。

综合财政方案的当前谈判规模已经大幅缩水至 1.75 万亿美元，收入端匹配约 2 万亿美元加税规模，整体支出周期同样长达 10 年，收入支出匹配的情况下大量的财政支出基本不形成赤字缺口，与我们前期判断完全一致。支出端来看，清洁能源投资规模将达到 5550 亿美元（直接投资规模约为 2350 亿美元，3200 亿美元为相关行业的税收抵免）；剩余部分均与居民的社保福利支出相关。收入端来看，此前个人所得税、公司所得税和资本利得税的加征被取消；转向为利润超过 10 亿美元的大型企业设置 15% 的最低税率（将大约覆盖 200 家美国公司，防止大型企业的避税行为。以亚马逊为例，过去 3 年利润总额达到 450 亿美元，但经过层层避税后实际税率仅为 4.3%）；此外还设置了股票回购税等新税种，并对部分税收漏洞进行了更新。该方案当前在民主党内分歧相对较小，预计未来落地规模将与当前的提案规模基本相近。

鉴于整体方案投资周期过长，且支出规模依赖加税支撑，对经济的拉动作用不宜过分乐观。落地后社保相关的支出预计将先行启动，基建相关投资前续审查较多将后置启动，对全年 GDP 的节奏影响较为均衡。上述方案落地后，拜登在财政领域的选前承诺已基本兑现，在临近中选政治博弈日益加剧的情况下，2022 年财政领域难再出现边际增量刺激。2021 年 12 月中旬债务上限再次到期仍是资本市场的噪声，两党在经历反复的政治作秀后仍将以提高上限或进一步暂停的方式解决这一问题。

表 10：5790 亿美元基建方案的主要构成部分

	数量（十亿美元）
交通	312
道路，桥梁，主要项目	109
公共交通	49
客运及货运铁路	66
电动汽车基础设施、电动交通工具	15
机场、港口和航道	41
其他基础设施	266
水利基础设施	55
宽带基础设施	65
电力基础设施，包括电网权限	73
总计	579

资料来源：美国白宫，浙商证券研究所

表 11：5790 亿美元传统基建投资的融资来源（十亿美元）

规定	预算授权	财政赤字的影响
重新分配限制的疫情救助基金	-43	-22
延迟医疗保险支付	-51	-51
5G 频谱的出售收入	-10	-10
加密货币交易申报	-28	-28
扩大对 GSE 的收费	-21	-21
出售战略石油储备油	-6	-6
合计	-206	-173

资料来源：CBO，浙商证券研究所

政治格局方面，2022 年美国还将再次进入中选周期。其中众议院 435 席面临全员改选；参议院 100 项席位中 34 席面临改选，其中 20 席来自共和党、14 席来自民主党。虽然在当前节点判断 2022 年中选仍存在极大变数，但从历史规律看，明年美国政治光谱将大概率回摆，民主党较难保持一家独大，美国不会出现持续性的加税周期。

众议院方面，根据历史经验，总统所在的执政党败选众议院的概率极大，主要原因是政客在上一届胜选后求胜欲会明显下降。从选举结果来看，1878 年以来总统所在党派在中期选举胜选众议院的概率仅有 38%；如果总统支持率低于 50%，则所在党派胜选众议院的概率将进一步下降。截至报告日，拜登的支持率仅 44%，民主党在众议院的席位为 235 席，从历史经验来看，民主党中选失去众议院多数党席位的可能性较大。

表 12：历任美国中期选举结果

时间	总统	执政党	众议院席位获胜党派	参议院席位获胜党派
1878	Rutherford B. Hayes	共和党	民主党	民主党
1882	Chester A. Arthur	共和党	民主党	共和党
1886	Grover Cleveland	民主党	民主党	共和党
1890	Benjamin Harrison	共和党	民主党	共和党
1894	Grover Cleveland	民主党	共和党	共和党
1898	William McKinley	共和党	共和党	共和党
1902	Theodore Roosevelt	共和党	共和党	共和党
1906	Theodore Roosevelt	共和党	共和党	共和党
1910	William Howard Taft	共和党	民主党	共和党
1914	Woodrow Wilson	民主党	民主党	民主党
1918	Woodrow Wilson	民主党	共和党	共和党
1922	Warren G. Harding	共和党	共和党	共和党
1926	Calvin Coolidge	共和党	共和党	共和党
1930	Herbert Hoover	共和党	民主党	共和党
1934	Franklin Roosevelt	民主党	民主党	民主党
1938	Franklin Roosevelt	民主党	民主党	民主党
1942	Franklin Roosevelt	民主党	民主党	民主党
1946	Harry Truman	民主党	共和党	共和党
1950	Harry Truman	民主党	民主党	民主党
1954	Dwight Eisenhower	共和党	民主党	民主党
1958	Dwight Eisenhower	共和党	民主党	民主党
1962	John F. Kennedy	民主党	民主党	民主党
1966	Lyndon B. Johnson	民主党	民主党	民主党
1970	Richard Nixon	共和党	民主党	民主党
1974	Gerald Ford	共和党	民主党	民主党
1978	Jimmy Carter	民主党	民主党	民主党
1982	Ronald Reagan	共和党	民主党	共和党
1986	Ronald Reagan	共和党	民主党	民主党
1990	George H. W. Bush	共和党	民主党	民主党
1994	Bill Clinton	民主党	共和党	共和党

1998	Bill Clinton	民主党	共和党	共和党
2002	George W. Bush	共和党	共和党	共和党
2006	George W. Bush	共和党	民主党	民主党
2010	Barack Obama	民主党	共和党	民主党
2014	Barack Obama	民主党	共和党	共和党
2018	Donald Trump	共和党	民主党	共和党

资料来源：Wikipedia，浙商证券研究所

表 13：美国众议院净席位获得或损失，按总统工作批准评级

年份	主席/党派	中期工作批准率 (%)	总统党席位得失
1998	克林顿/民主党	66	+5
2002	GW 布什/代表	63	+6
1986	里根/众议员	63	-5
1962	肯尼迪/民主党	61	-4
1954	艾森豪威尔/众议员	61	-18
1990	GHW 布什/代表	58	-8
1970	尼克松/众议员	58	-12
1958	艾森豪威尔/众议员	57	-47
1974	福特/代表	54	-43
1978	卡特/民主党	49	-11
1994	克林顿/民主党	46	-53
2010	奥巴马/民主党	45	-63
2014	奥巴马/民主党	44	-13
1966	约翰逊/民主党	44	-47
1982	里根/众议员	42	-28
1950	杜鲁门/民主党	39	-29
2006	GW 布什/代表	38	-30
1946	杜鲁门/民主党	33	-55

资料来源：Gallup，浙商证券研究所

参议院方面，当前民主党选情小幅占优且最终占据多数党的可能性较大。一是共和党需要把守的席位较多，防守难度相对较大；且共和党在较多此前的胜选席位中胜出差距较小，防守难度高。二是共和党退休人数较多，2022 年共和党有 5 位议员宣布退休，民主党则无人退休，在任议员的退休对所在党派的选举存在不利。当前美国各权威民调机构的测算结果均显示 2022 年参议院中选结果两党各占 50 席位的概率较高，民主党可能凭借副总统优势继续多数席位。

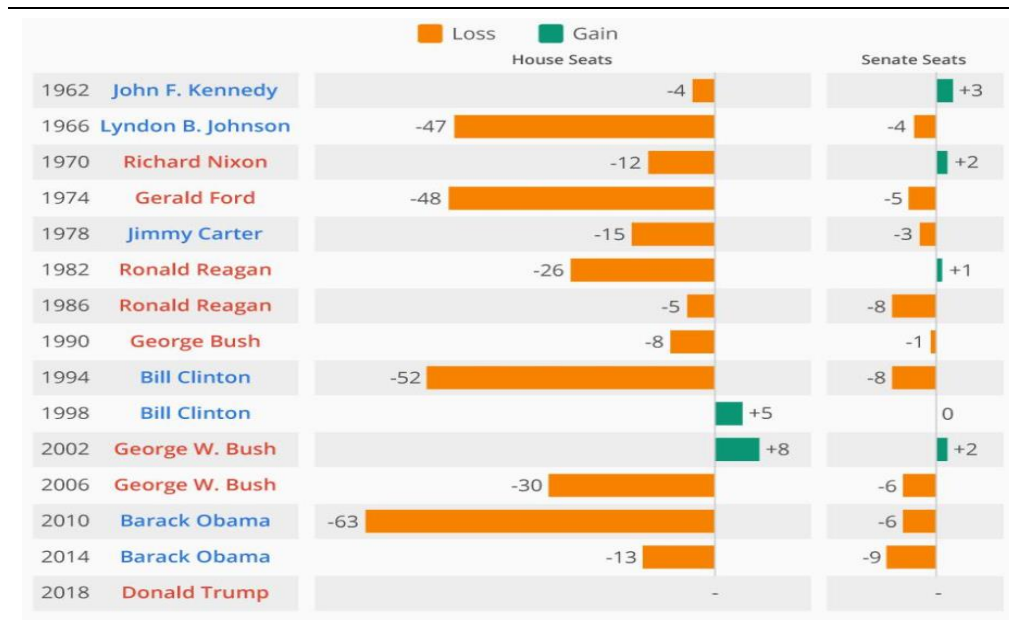
综上，虽然从当前节点看中选仍然存在极高不确定性，但从历史经验推断，民主党败选众议院、守住参议院的概率较大；极端情况下，如果民主党 2022 年执政不利甚至可能出现两院全丢的小概率场景。据此来看，2022 年中选过后美国的政治光谱将再次往右回迁，美国不会出现持续性的加税周期，政治领域的反通胀力量也将再次出现（“劫富济贫”的趋势暂停）。

表 14：2020 年选举的胜选差距低于 10 个百分点的席位

所在州	现任议员	首次当选时间	上次选举胜率
New Hampshire	共和党	2017	0.1
Pennsylvania	共和党	2011	1.5
Georgia	民主党	2021	2.1
Nevada	民主党	2017	2.4
Arizona	民主党	2020	2.4
Missouri	共和党	2011	2.8
Wisconsin	共和党	2011	3.4

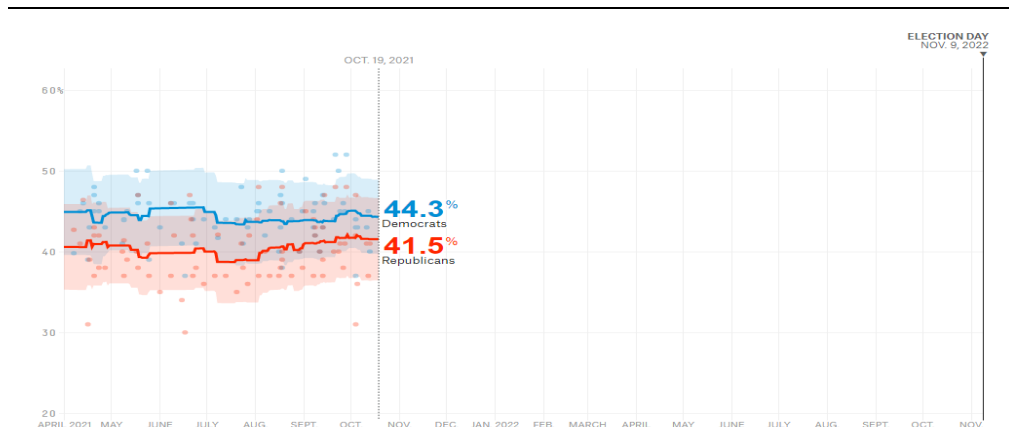
资料来源：Ballotpedia，浙商证券研究所

图 92：总统所在的执政党往往在中选中表现不佳



资料来源：Forbes，浙商证券研究所

图 93：当前民主党在参议院的胜率小幅领先



资料来源：FiveThirtyEight，浙商证券研究所

表 15：2022 年将要退休的参议院公职人员

人名	所在党派	所在州	宣布时间
Richard Burr	共和党	北卡罗来纳州	2016.7.20
Pat Toomey	共和党	宾夕法尼亚州	2020.10.5
Rob Portman	共和党	俄亥俄州	2021.1.25
Richard Shelby	共和党	阿拉巴马州	2021.2.8
Roy Blunt	共和党	密苏里州	2021.3.8

资料来源：Ballotpedia，浙商证券研究所

11.2. 欧洲经济 2022 年可期，日本政府换届后将延续当前政策基调

11.2.1. 欧洲经济受益于四大驱动因素将走强并带动美元于 2022 年趋弱

欧洲经济我们认为明年应重点关注四个方面，一是全球疫苗注射的推进将带动生产修复并利好欧洲经济；二是欧洲碳中和投资将持续开展并成为本轮全球碳中和投资的领头羊，德国潜在的“红绿灯”执政联盟和赤字约束的进一步暂停将助推这一趋势；三是欧洲补库将于 2021 年末或 2022 年 Q1 启动并驱动相关资本开支，欧盟补库节奏的滞后将驱动美元在 2022 年继续走弱；四是欧央行货币政策难见加息，购债计划到期后可能有结构性货币政策出台助力碳中和。

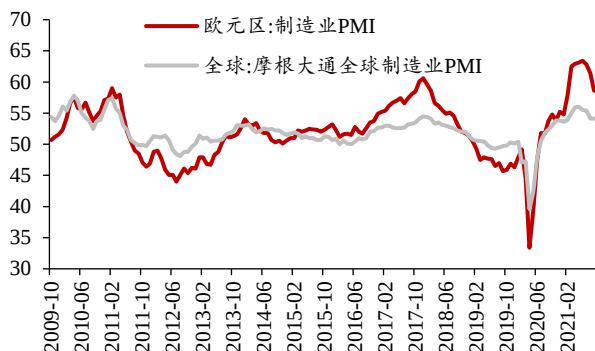
一是全球疫苗注射的推进将带动生产修复并利好欧洲经济。根据 G20 公报，全球将在 2022 年二季度实现 70% 的疫苗覆盖率，全球群体免疫的时间点可能在下半年（按全球人口实现 75% 的覆盖率估算），我们认为群体免疫将带动全球生产贸易进一步抬升。2021 年以来，全球贸易数据恢复迅速，联合国贸易会议预测 2021 年全球贸易总规模将比 2019 年高出 20%，相较 2020 年同比增速将达到 28%，但实际情况仍然弱于数据表象的繁荣。一方面全球的贸易复苏仍然存在极大的不均衡，部分小型经济体的贸易状况仍然堪忧；GDP 处于最后 10% 的国家贸易规模相较 2019 年仍然萎缩 26%，与小型国家疫苗注射进程落后有关。另一方面，今年以来贸易规模的繁荣与物价水平和运费的快速上涨有关，未来物价回落后可能对贸易规模形成拖累。在当前出口仍存在结构性缺陷的背景下，2022 年全球逐步实现群体免疫有助于实际贸易规模的进一步修复，并带动欧洲这一强外向性经济体呈现出相较美国的增长优势。

图 94：欧元区经济与其贸易规模高度相关（%）



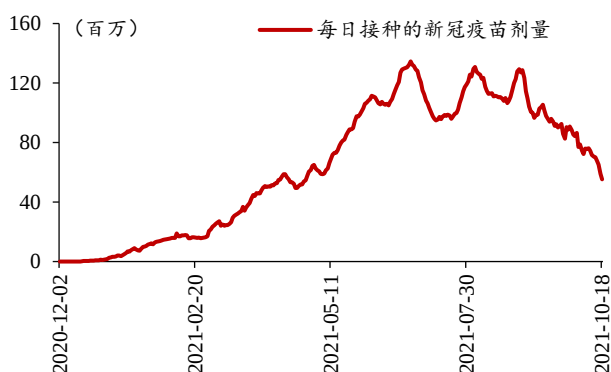
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 96：欧元区制造业 PMI 与全球 PMI 高度相关



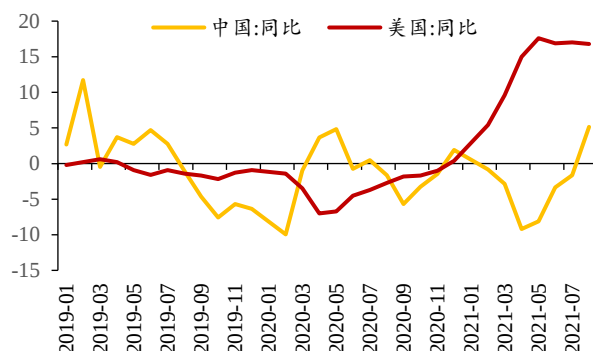
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 98：全球每日新冠疫苗接种约 2000 万针（MA7）



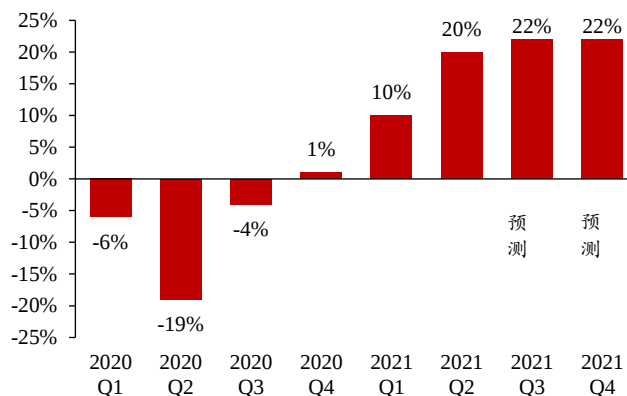
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 95：以中美两国为代表的出口价格指数快速攀升（%）



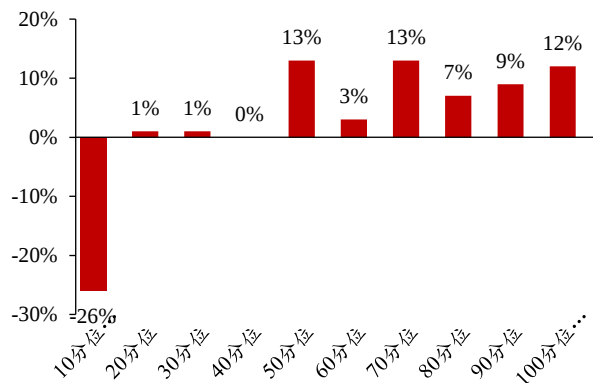
资料来源：NYfed，浙商证券研究所

图 97：全球贸易增速预测（%）



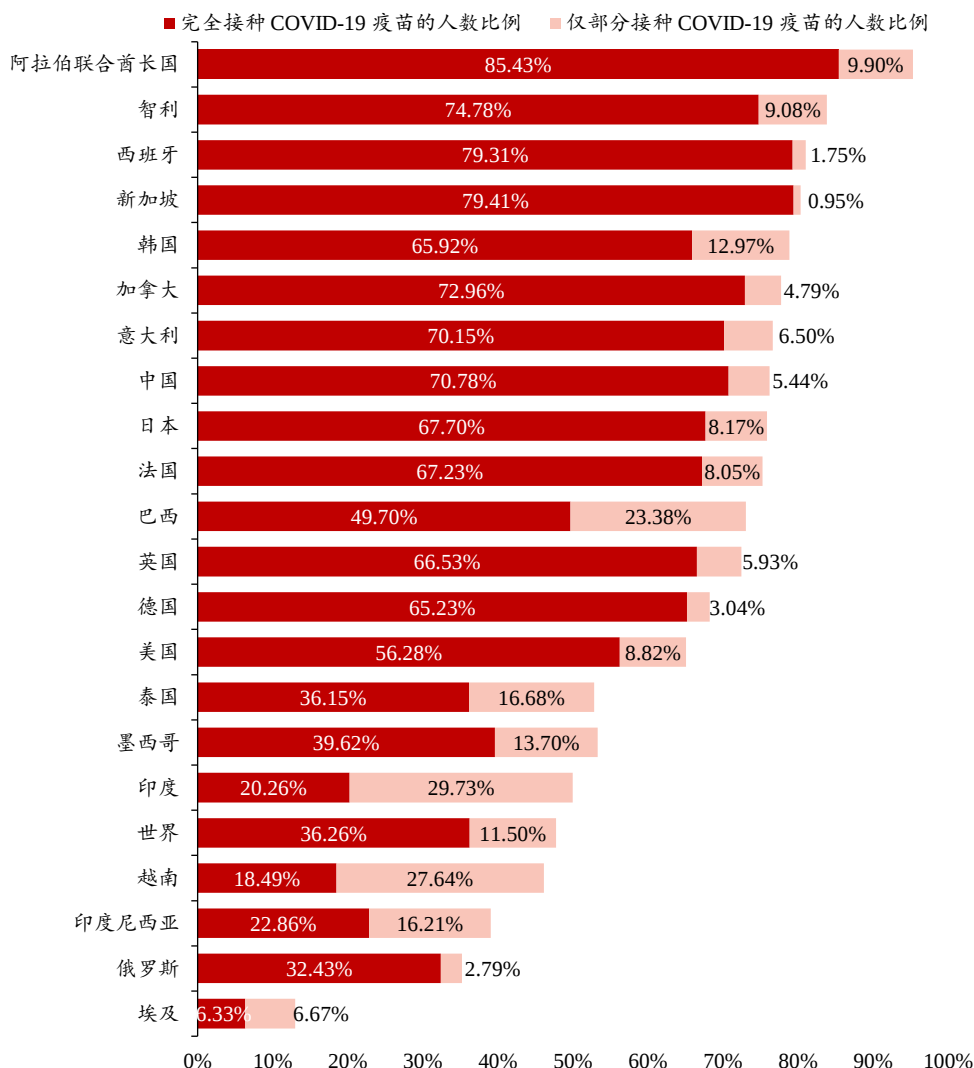
资料来源：Unctad，浙商证券研究所

图 99：不同经济规模国家的贸易相较于 2019 年增速（%）



资料来源：Unctad，浙商证券研究所

图 100：全球不同国家新冠疫苗接种进度



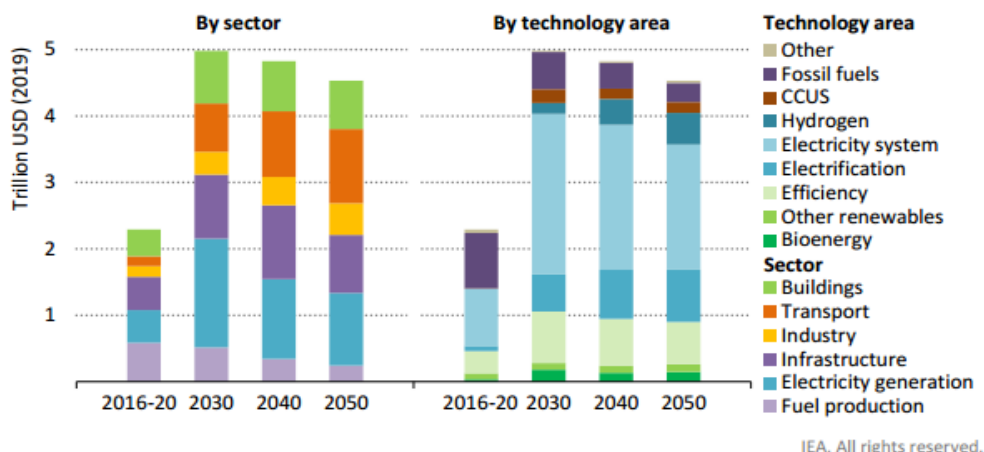
资料来源：World In Data, 浙商证券研究所

二是预计欧洲碳中和投资将持续开展并成为本轮全球碳中和投资的领头羊，预计德国“红绿灯”组合将顺利组阁并助推这一趋势。短期来看，碳中和将成为未来一轮全球资本开支的重要驱动力。根据 IEA 估计，如欲实现全球 2050 年的碳中和目标，需要大量增加碳中和相关的资本开支。2016-2020 年间全球在碳中和领域的年平均投资规模约为 2 万亿美元，2030 年年均投资规模需逐步升至 5 万亿美元，将对全球资本开支起到明显的拉动作用（2019 年全球资本形成总额约为 22 万亿美元），电力系统、绿色建筑、基建以及工业系统将成为重点投向。在全球碳中和热潮中，欧洲将凭借先发优势成为领跑者之一，根据欧洲机构测算，2021-2030 年间，欧洲在碳中和领域的年均投资规模将达到 1 万亿欧元（工业、能源、建筑、交通领域的年均投资规模分别为 180 亿、1130 亿、2630 亿和 6850 亿欧元），占全球碳中和投资的 20%。

此外，德国大选结果也已在 2021 年出炉。从当前结果看，最有可能出现的执政组合为“红绿灯组合”（社民党+自由民主党+绿党），与我们此前预期一致。在该组合下，德国未来可能也将出现“加税+基建”的政策组合，并在绿党的激进主张下发展推进碳中和

(详细请参考我们的前期报告《德国大选影响几何》)。在美国面临政治博弈本轮新能源投资落地规模不及预期，中选后拜登政府大概率再次成为跛脚政府、推进碳中和难度加大的背景下，欧洲可能在本轮碳中和过程中成为领头羊。

图 101：IEA 测算全球为实现碳中和需要开展的资本开支规模（万亿美元）



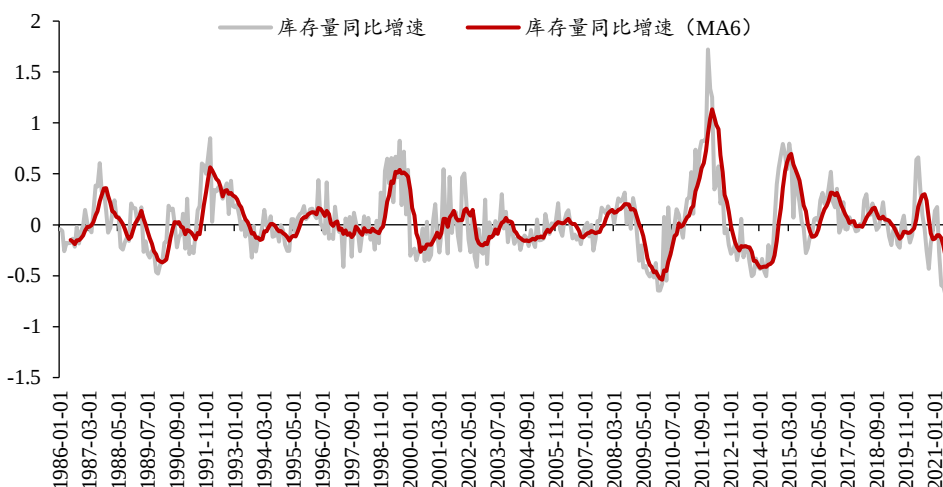
Capital investment in energy rises from 2.5% of GDP in recent years to 4.5% by 2030; the majority is spent on electricity generation, networks and electric end-user equipment

资料来源：IEA，浙商证券研究所

此外欧盟的财政赤字约束也将在 2022 年继续暂停，各国政府也将有更多财政发力空间为碳中和投资助力。《马约》要求欧盟各国必须将赤字率控制在 3% 以下，该项约束自 2020 年 3 月起因疫情而暂停至今；欧盟委员会已于 2021 年 6 月 2 日正式表示，欧盟将在明年继续暂停实施赤字规则。

三是欧洲补库将于 2021 年末或 2022 年 Q1 启动，驱动相关资本开支。截至报告日，欧盟库存持有量同比增速（MA6）位于历史新低，预计将于 2021 年末或 2022 年 Q1 启动补库并带动相关资本开支走强。从时间上看，美国补库将于 2022 年上半年完成，而欧盟则处于初步启动阶段，欧盟补库节奏的滞后将驱动美元在 2022 年继续走弱。

图 102：欧盟预计将于 2021 年 Q4 或 2022 年 Q1 进入补库阶段（%）



资料来源：OECD，浙商证券研究所

四是欧央行货币政策难见加息，购债计划到期后可能有结构性货币政策出台助力碳中和。欧央行基准利率（三大政策利率中的主要再融资利率）自 2016 年降至零利率至今未曾出现调整。作为重点管理通胀的单目标制央行，当前拉加德仍然认为欧洲的通胀是临时性压力。在此背景下，我们认为欧央行 2022 年同样不会加息，反而在 2022 年 3 月 PEPP（疫情期间启动的紧急购债计划）到期后可能有进一步结构性货币政策出台支持碳中和。欧央行已于 2021 年起将绿色债券纳入公开市场操作的标的范畴，继而提高相关债券的流动性，不排除 2022 年有进一步针对碳中和的购债计划出台的可能；此外，欧央行可能在 2022 年效仿日本央行推出绿色再贷款工具。

11.2.2. 日本首相换届后国内政策可能有微调但无大幅变化，货币政策领域将延续宽松

日本方面，预计新首相于 2021 年 Q4 正式上任后不会对国内的政策进行大幅调整。岸田文雄胜选后曾提出两大策略，分别是增长策略与再分配策略。

增长策略包含四条措施：一是加大科技研发投资，建立科技强国；二是建设数字花园城市，加快农村区域的数字化转型；三是严控日本技术外流；四是对社保和税收计划进行全面审查。**再分配策略包含四条措施：**一是增加工人劳动性所得；二是通过再分配扩大中产阶级比重；三是提高民生领域从业者的基础工资；四是推进长期预算制，更好的发展基础设施建设。整体来看，岸田文雄也是一位相对左倾的首相，对“加税+基建”的组合拳持支持态度，主张通过缩小贫富差距拉动需求，加税领域的重点倾向在于资本利得税。

虽然岸田文雄的政策理念较为清晰，但短期政策出现大幅调整的难度较高。一方面源自于政治压力，岸田文雄胜选初期的支持率创下过去 13 年新低，胜选后关于提高资本利得税的言论也引发了日本股市大幅调整，如果未来政策明显偏离当前轨道容易进一步影响自身支持率；另一方面源自于疫后的经济压力，岸田文雄本人也曾明确当前的工作重点并非加税，而是希望先行提高部分低收入群体的薪酬水平以对抗通缩。预计 2022 年日本在财政领域的相关政策仍以支持性为主，且调整幅度有限。

流动性方面，黑田东彦当前任期将持续至 2023 年，任期内政策难有大幅变化，日本整体的流动性环境仍将延续宽松。日本央行当前的公司债与商票购买计划将在 2022 年 3 月到期，后续政策可能类似于欧洲央行，会在碳中和领域有更多定向的投放工具。日本央行于 7 月议息会议中发布《气候变化支持工具的初步纲要》，是发达国家中首个“官宣”绿色再贷款工具的央行，该项工具的实质是为符合条件的金融机构定向投放优惠利率的再贷款（针对机构开展的业务包括绿色信贷和绿色债券等，日本央行会通过该项工具给予资金支持）。当前定价利率定价为 0%，借款期限为 1 年，并规定资金到期后可以续借且续借无次数限制，相当于以 0 利率的价格为机构提供永久性的资金。该项工具落地至今尚未有资金投放，预计 2022 年使用量将逐步上行。

12. 碳中和产业再造链条表现可期，警惕美股二季度回调风险

A 股方面：全年来看仍将表现出较为明显的结构性特征。在“先立后破、产业突围”的背景下，新能源以及相关链条带动的产业再造逻辑在 2022 年仍将是表现最为突出的板块。从节奏上看，Q1 受益于经济数据开门红以及四箭齐发下的信用宽松，金融、地产、建筑建材等逆周期板块将有出色行情。4 月政治局会议定调、货币政策趋紧后经济下行压力加大，叠加美股二季度大幅回调风险（详见下文），A 股市场可能在二季度初面临调整压力，风险缓释完成后叠加人民币全年升值背景下的北上资金流入，核心风险资产转为

修复，预计将在 Q2 下半场有较为突出的表现。碳中和背景下的产业再造以及新能源相关行情预计将贯穿全年。

债券方面：信用债优于利率债，二十大维稳背景下信用债违约个数变少，信用利差收窄。利率债也有较好的机会，市场利率总体震荡下行，一季度收益率面临上行风险，二季度开始逐步震荡下行。

房地产方面：总体没有机会。在房地产长效机制的调控下，房价炒作的预期正被逐步打消。中长期来看，房价的上涨本质仍然是供需缺口，高技术、高收入人群持续净流入城市的房地产需求将有较强持续性，个别一二线房价在政策预期稳定（房产税、学区房政策等）后仍有进一步上行空间。

大宗商品方面：在先立后破的整体基调下，预计 2022 年难有系统性机会，部分农产品和原油可能有阶段性表现。大豆、玉米、糖等局部农产品受拉尼娜现象以及极端气候影响价格仍有上行空间；原油价格预计 2022 年中枢进一步上升，节奏上呈现前高后低走势。Q1 仍有上行空间，供应不足的局面仍然存在，冬季供暖、用电高峰有望进一步提升天然气需求，压力也将传递至原油市场，价格中枢有望进一步上行至 85 美元上方，高点可能升至 90 美元以上；Q2 起供给端可能受伊朗原油出口放量、OPEC 国家产量基准调整等因素影响小幅下行至 80 美元附近（详细请参考上文），全年油价中枢位于 80-85 美元区间。

美元方面，2021 年末美元指数在 Taper 预期兑现、欧洲补库即将启动的背景下将再度向 90 美元下探；2022 年预计全年走势前高后低，全年中枢预计位于 87-88 区间。节奏上来看，2022 年 Q1 美国通胀压力高烧难退，加息预期增强；Q2 美股可能迎来大幅回调，市场可能呈现阶段性 Risk Off，美元将持续高位震荡。二季度下半场起欧洲补库逻辑发酵、全球实现群体免疫贸易规模抬升均将利好欧洲经济并驱动美元指数回落。

美股方面，预计在 Q1 末、Q2 初迎来大幅回调，下半年加息预期逐步证伪后由低位震荡向上。全年风格来看，纳斯达克仍然优于道琼斯。美股大幅回调的逻辑在于：Q1 美国通胀高烧难退，加息预期可能持续发酵，期限利差可能收窄使得美股承压；4 月我国召开政治局会议后政策基调趋紧，全球对我国经济增长预期转向悲观（类似于 2021 年 7 月中国降准以及 9 月恒大事件对海外市场情绪的冲击）。在此情况下，美股盈利和估值端可能受到双重冲击（前者受基本面下行预期影响，后者受加息预期影响），继而出现大幅度回调。Q2 后段起伴随美国通胀压力逐渐缓解，加息预期逐步证伪，美股风险偏好修复重新由低位震荡上行。在 2022 年美国逐季下行、长期走向衰退的基准判断下，股市风格仍然更偏向于长久期的纳斯达克。

美债方面，预计 2021 上半年高位震荡，下半年整体趋势下行。Taper 预期在 2021 年内落地后美债收益率上行动力不足，上半年高位震荡的主要原因在于就业和经济的进一步修复将驱动实际收益率上行，CPI 增速逐渐下行将驱动通胀预期回落，二者在接力的过程中美债收益率将整体呈现震荡走势，期间经济数据超预期或通胀回落慢于预期可能导致美债收益率出现短暂性摸高。Q2 后段起通胀压力逐步消除、加息预期被证伪后将带动通胀预期继续回落，GDP 逐季回落和就业修复放缓同样将使得实际收益率承压，预计美债收益率下半年逐步下行，可能冲击 1.2% 的前低位置。

黄金方面，在美元中枢整体下行、美债实际收益率全年反弹后期乏力的情况下，预计 2022 年金价整体呈上行趋势并再次突破 2000 美元关口。在上半年美债实际收益率反弹、美元高位震荡的背景下，黄金难有强势表现；Q2 后段实际收益率和美元双双进入下行轨道后黄金将逐步上行，Comex 黄金价格可能突破 2000 美元关口，并挑战 2089 美元的历史新高。

13. 风险提示：警惕中美博弈激化和全球通胀超预期上行风险

13.1. 2022 年需警惕中美博弈激化的风险

2021 年 10-11 月可能是中美关系出现边际缓和的重要窗口期。此前外交部副部长乐玉成曾指出习近平主席与拜登可能在 2021 年底通过视频方式进行会晤，因此 10 月末的 G20 峰会至 11 月均是中美两国元首接洽并推动中美关系缓和的重要时间点。未来预计美国对华策略将在贸易领域出现边际缓和，但在科技和意识形态领域继续保持强压。

贸易方面，美方存在通过降低关税缓解国内通胀和资本开支中间品压力的诉求，美国贸易代表办公室在 10 月发布的中美贸易文件中也提及可能启动有针对性的关税排除程序。从过去美方豁免我国商品关税的审批历史来看，资本品相关领域具有最高的豁免成功率。一是因为我国在机械等附加值较高的中间品领域具有较强的竞争力，全球范围内可以替代我国的生产国较少，因此具备较强的议价能力可以将加征的关税转嫁给美国企业继而增加其国内通胀和成本压力；二是机械等资本品和美国国内资本开支高度相关，进口受限对美国经济的连带影响更大（考量因素“严重的经济打击”）。

表 16：USTR 评估对来自中国的产品征收 301 条款关税的豁免要求

考量因素	描述
可用性	特定的产品是否只能从中国进口
严重的经济打击	对特定产品征收额外关税是否会对请求者或美国其他利益方造成严重的经济损失
对中国的战略重要性	特定产品是否具有战略重要性、是否与“中国制造 2025”或其他中国工业项目有关
301 条款调查的目的	豁免是否会破坏 301 调查的目的，以消除中国在 USTR 认为不合理或歧视的行为、政策和做法，并限制美国商业
可管理性	这项请求是否足够精确地定义了产品，以便美国海关和边境保护局可以对豁免进行管理

资料来源：GAO，浙商证券研究所

表 17：USTR 按产品类型对进口自中国的产品征收 301 条款关税的豁免批准

产品类型	豁免要求提交的数量	豁免要求同意的数量	豁免批准比例（%）
资本品	19,186	4,679	24
工业品	8,460	863	10
消费品	12,120	801	7
汽车	12,633	292	3
农产品或其他	411	64	26
总计	52,810	6,699	13

资料来源：GAO，浙商证券研究所

意识形态和科技领域将继续保持强压。科技领域是美国钳制中国竞争力的底牌，该领域较难出现退让。意识形态领域则是拜登作为民主党传统政客的主打领域，12 月起该领域存在多个风险时间点。拜登将于 2021 年 12 月 9 日至 10 日主持召开第一届主题为“对抗极权、打击腐败以及促进尊重人权”的民主峰会，会议指向性明显甚至

可能寻衅邀请中国台湾参会;2021年12月19日香港地区第七届立法会选举将举行;2022年3月27日将举行香港特首选举,以上时间点均是中美矛盾可能出现激化的时间点。整体来看,2022年应警惕中美关系尤其是意识形态和科技领域风险激化对风险偏好的潜在冲击。

军事领域的局部摩擦也应给予关注。根据历史经验,每逢重大危机或战争,美国公众均会将总统视为社会焦点并对其赋予更大信任,总统支持率短期会迅速上升而出现“聚旗效应”。这一效应已在过去美国的多次战争或危机事件中被反复验证。其中,战争以外的最典型案例如:911事件期间,小布什总统的支持率在1周内大幅上升34%;1980年,美国使馆人员遭遇伊朗民众扣留,彼时总统卡特的支持率大幅上升27%。细数美国近年来发动的8场战争及小型战役,7起战争期间美国总统的民调支持率均大幅度上升,平均上升幅度达11%。综上,如果拜登2022年民调下滑明显可能出于支持率考虑在军事领域寻衅滋事。

表 18: 战争期间美国总统的民调变化情况

总统	任期时间	时间	战争	战争期间的民调变化
肯尼迪	1961-1963	1962年9-12月	古巴导弹危机	上升13%
卡特	1977-1980	1979年10月-1980年1月	伊朗人质事件	上升27%
里根	1981-1988	1983年10月-1983年12月	入侵格林纳达	上升1%
老布什	1989-1993	1990年12月-1991年2月	科威特行动	上升26%
小布什	2001-2008	2001年10月发起	阿富汗战争	上升2%
		2002年2月-2003年5月	伊拉克战争	下降18%
奥巴马	2008-2017	2011年3月	利比亚空袭	上升6%
特朗普	2017-2021	2017年4月	叙利亚空袭	上升2%

资料来源:UCSB,公开渠道信息梳理,浙商证券研究所

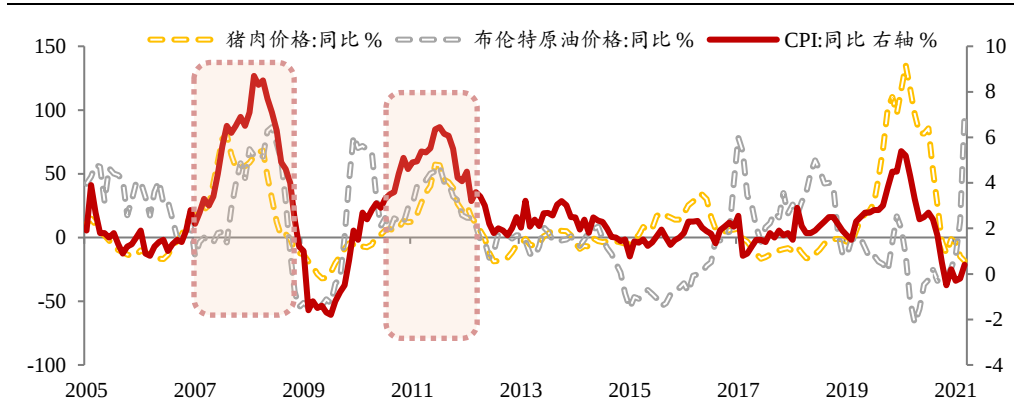
13.2. 警惕通胀超预期带动全球出现加息潮

13.2.1. 猪油共振,国内CPI超预期上行

我国历史上CPI大幅上行均是由于猪价和油价上涨共振。2021年油价快速拉升,但由于猪价下探极深,因此CPI保持平稳。我们判断,2022年猪周期有望重新进入上升通道,如果油价持续上行与猪价形成共振,我国CPI下半年存在破3风险。油价超预期上行的原因包括:重返伊核协议的谈判失利,中东局势再度紧张;欧盟俄罗斯难以就石油、天然气供应问题达成一致;经济下行压力之下,全球政治不稳定性上升,爆恐袭击、地缘冲突等因素都可能在一段时期内推动国际油价上涨。

另外,2021年为双峰拉尼娜年,连续两年偏冷天气可能会助长批发商或消费者囤货需求,带动菜价、肉价和部分粮食价格超预期上行。

图 103：我国 CPI 超预期上行风险往往来自于猪油共振



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

13.2.2. 四大潜在风险导致美国甚至全球通胀超预期上行，继而引发加息潮

美国通胀超预期的风险可能源自四个方面，一是提前退休的人群数量高于预期导致就业缺口修复缓慢，薪资环比增速被持续推高继而形成“工资-收入-通胀”的通胀正螺旋。二是全球大力推进碳中和，对传统能源的产量限制超出预期（尤其是俄罗斯正式宣布 2060 年碳中和目标后）导致能源品持续涨价；同时极端天气频发导致清洁能源生产受限（类似于 2021 年欧洲风力发电遭受的冲击），该情形下原油或天然气持续涨价继续对美国乃至全球通胀压力形成广谱冲击。三是美国供应链修复速度慢于预期，如果当前美国政府对于港口等供应链压力缓解的一系列政策执行效果不佳（诸如两大港口 7*24 运行，提高集装箱堆叠高度、铁路部门更多参与货物运输等），港口拥堵等供应链紧张情况如果延续时间过长可能导致物价压力持续上行。四是拉尼娜效应导致的极端天气对生产体系的冲击超出预期（诸如洪涝、干旱等冲击农产品生产；寒潮导致发电系统阶段性瘫痪等）。一旦通胀超预期上行，甚至形成通胀预期自我实现，美联储将被迫提前加息，美股可能出现更深幅度的回调且短期之内难以修复跌幅。

此外，上述四大因素中碳中和、拉尼娜相关的极端天气和供应链压力也是全球面临的共性问题，一旦失控将导致全球央行出现协同性加息，继而对全球资本市场形成明显冲击。发达国家的加息将使得新兴市场汇率体系和资本流动承压。

14. 主要宏观数据预测表

表 19：2022 年宏观经济数据预测

	2021	2022	2022	2022	2022	2022
	全年	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
GDP						
(当季同比, %)	8.1	5.7	4.8	5.7	6.2	5.6
规模以上工业增加值						
(当期同比, %)	9.6	5.7	4.5	5.5	6.3	5.5
城镇固定资产投资						
(累计同比, %)	6.8	10.0	4.7	8.0	8.8	7.8
社会消费品零售总额						
(当期同比, %)	12.5	6.2	6.1	7.7	7.4	6.9
CPI						
(当期同比, %)	0.9	1.1	1.5	2.1	2.4	1.8
PPI						
(当期同比, %)	7.8	6.3	2.1	-0.4	-2.3	1.4
出口						
(美元计价当期同比, %)	15	6	1	3	4	1.8
进口						
(美元计价当期同比, %)	18	7	5	3	1	2.1
贸易差额						
(亿美元)	4000					4200
M2						
(同比, %)	9	8.8	9	9.4	9.2	9.2
社会融资总额						
(存量同比, %)	10.8	11	11.3	11.6	11.2	11.2
人民币贷款						
(存量同比, %)	12	11.9	11.7	12	12	12
全国城镇调查失业率						
(期末, %)	5.1	5.2	5.1	5.2	5.2	5.2
一年期定期存款利率						
(期末, %)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
人民币兑美元汇率						
(期末)	6.4	6.4	6.4	6.3	6.2	6.2

资料来源：Wind, 浙商证券研究所

风险提示

中美博弈激化超预期；全球通胀超预期。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn