

宏观 2022 年度报告

2022 年中国经济展望：差序格局下的高质量发展

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn

常艺馨 一般证券从业资格编号
S1060121110020
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

■ **差序格局既是挑战也是机遇。**2022 年是新冠疫情冲击平复后，中国经济归于常态化的第一年，对于“十四五”开局更具方向性意义。海外经济则仍处于从疫情走向复苏的关键阶段，其开放经济的节奏、经济复苏的节奏、政策正常化的节奏，均可能显著提速。这将使海外对中国的外溢效应产生新变化，突出表现为在疫情防控上出现“开放差”，在经济增长上出现反向“增速差”，在货币政策上呈现“松紧差”。2021 年中国率先控制疫情后，在全球经济复苏中一马当先；2022 年海外加速修复后，中国以我为主地坚持“高质量发展”的决心定力面临新考验，也孕育新机遇。

■ **奔赴高质量发展的中国经济。**2022 年中国经济下行压力主要来源于：一是，2021 年房地产调控政策冲击延伸，房地产投资可能滑向纵深调整，但在改善性、市民化、城市群三大新发展动能的支撑下，房地产销售的基本面并未崩塌，且房地产业的发展愈发融入，且更紧密地内嵌到高质量发展的进程中，我们对 2022 年房地产投资并不过度悲观。二是，海外对中国出口的拉动效应可能弱化后，中国经济更多转向内循环为主，但国内消费潜力释放仍存挑战。三是，绿色转型和技术攻坚撬动下，制造业投资成为高质量发展关键增量来源，对 2022 年制造业投资可以高看一眼。但出口景气高位回落后、绿色转型路径更加明晰前，其“高歌猛进”的条件尚不够成熟。2022 年，在跨周期调节的顶层设计上，在体制机制改革红利的继续释放中，我们预计中国经济可以实现全年 5.3% 左右的实际增速，“十四五”规划的第二年将成为中国经济蜕变的“第二春”。

■ **助力高质量发展的宏观政策。**2022 年中国经济增长的内外压力均有加大，对宏观调控政策提出更高诉求和更大挑战。预计 2022 年财政政策发力和产业政策调整将是重点，而货币政策作为配合，全面宽松的空间不大。货币政策方面，再贷款领衔的结构性货币政策工具将在基础货币投放中发挥突出作用；信贷稳定增长的空间诉诸于房地产、高耗能等产业政策之缓和，以及制造业高质量发展和绿色转型等之增量；而高企的宏观杠杆率和利息偿付压力奠定了利率水平下移的方向。财政政策方面，基调可比 2021 年略为积极，财政支出节奏需要体现“前置”特征，探索新增地方专项债与“十四五”重大项目、以及地方保障性安居工程项目的更好结合，更好发挥跨周期调节的作用。

■ **拥抱高质量发展的资本市场。**迈向高质量发展的中国，将在资本市场提供丰厚的投资机会。股票市场关注四条主线：货币宽松助推下，持续高增的成长赛道；销售毛利率改善下，专精特新的高技术制造业；绝对收益视角下，低估值高股息的红利因子；新一轮猪周期前页，生猪养殖业的 Beta 行情。债券市场可阶段性把握货币政策趋松的契机，同时，追求高质量发展过程中，资金使用质效的提升亦将驱动中长期利率水平下移。人民币汇率作为调节内外平衡的稳定器，或将从持续强势的状态中转为更加突出双向波动，以此释放国内货币政策自主空间，平衡出口企业成本压力。

■ **风险提示：**新冠疫情恶化，行业监管政策叠加，美联储快速收紧货币政策。

正文目录

一、	差序格局既是挑战也是机遇	6
1.1	防疫政策的“开放差”	6
1.2	经济复苏的“增速差”	8
1.3	货币政策的“松紧差”	12
二、	奔赴高质量发展的中国经济	16
2.1	房地产：融入新发展	16
2.2	制造业：谋定而后动	20
2.3	双循环：面临新挑战	22
2.4	通胀：不再是紧约束	25
三、	助力高质量发展的宏观政策	29
3.1	货币政策：调结构、释风险、稳信用	30
3.2	财政政策：积极对接十四五重大项目	36
四、	拥抱高质量发展的资本市场	39
4.1	股市：结构行情下的四条主线	39
4.2	债市：货币趋松下的配置机会	41
4.3	人民币汇率：调节内外平衡的稳定器	43
五、	风险提示	45

图表目录

图表 1	病毒变异后，“群体免疫”所需疫苗接种要求大幅上升	6
图表 2	未来一个季度全球新冠疫情反弹风险较高	7
图表 3	新冠疫情仍在压制全球劳动力市场修复	7
图表 4	新冠加强针推广虽刚起步、但速度较快	8
图表 5	新冠治疗药物研发推广或已处于冲刺阶段	8
图表 6	中国迈向疫情“常态化”的步伐相对谨慎	8
图表 7	不同经济体距离疫情前趋势增长水平的差距	9
图表 8	美国经济增长潜能较疫情前已有提升	9
图表 9	疫情后非美经济体财政刺激更加保守	10
图表 10	非美经济体出口高景气或难延续	10
图表 11	美国服务消费仍有复苏空间	10
图表 12	疫情过后美国房地产销量高涨、库存走低	10
图表 13	美国居民储蓄率已降至疫情前水平	11
图表 14	美国财政刺激规模缩水	11
图表 15	美国贸易差额扩大、未来有望收窄	11
图表 16	美国对中国服务贸易顺差主要在旅游业	11
图表 17	美国零售库存下降，但其上游库存充足	12
图表 18	美国库存总额或难恢复至此前的趋势增长水平	12
图表 19	2022 年美国能源、食品、二手车等价格增速或回落，但住房、运输服务和其他项等仍不确定	12
图表 20	2022 年美国 PCE 同比走势预测	12
图表 21	本轮美联储实施 Taper 乃至加息的过程将快于历史	13
图表 22	市场对 2022 年美联储加息预期大幅提前	13
图表 23	2021 年 10 月以来，除德债外的主要发达市场短端国债收益率飙升	13
图表 24	全球金融危机后出现三轮“中松美紧”的货币周期错位时期	15
图表 25	2022 年主要经济指标预测	16
图表 26	2021 年下半年以来中国房地产销售、投资断崖式下滑	17
图表 27	2021 年三季度房地产资金来源从各维度收紧	17
图表 28	历次房地产销售转负都伴随房地产投资断崖式下跌	18
图表 29	2018-2020 年，土地供应面积显著增加	18
图表 30	2021 年至今土地供应面积回到 2017 年水平	18
图表 31	房地产销售增速与房贷利率的变化呈反向相关	19
图表 32	2022 年土地购置费和建安投资增速均有进一步下行压力	20
图表 33	上市制造业企业资本开支同比有望在 2022 年延续高增，对制造业投资有支撑	21

图表 34	随着出口景气下降，2022 年制造业企业家信心或将高位回落.....	21
图表 35	2021 年对制造业投资增量集中在受益于出口和上游涨价的行业	22
图表 36	全球经济复苏带动国际贸易回暖	23
图表 37	2021 年以来我国出口份额保持较高水平.....	23
图表 38	2021 年下半年中国出口市场占有率已有明显回落.....	23
图表 39	2021 年下半年来，出口的价格贡献明显上升	24
图表 40	大宗商品价格已开始见顶回落.....	24
图表 41	2018 年房地产和建筑业从业人员占比近两成	24
图表 42	新冠疫情后居民的收入不平等问题显著扩大.....	24
图表 43	2018 年以来房地产相关消费增长持续低迷	25
图表 44	2016 年以来房地产销售开始呈现出透支迹象	25
图表 45	2010 年至今，政府最终消费支出占比基本稳定.....	25
图表 46	除少数年份，中国公共消费率长期低于全球平均.....	25
图表 47	历史上，M1 增速见顶常预示着 2022 年 PPI 增速下滑.....	26
图表 48	原油和黑色产业链价格中枢下移，将对 2022 年 PPI 同比形成拖累.....	27
图表 49	翘尾因素贡献趋弱，将对 2022 年 PPI 的同比增速形成拖累.....	28
图表 50	2020 年 11 月社融增速出现拐点，预示 2022 年核心 CPI 趋于回落	29
图表 51	2022 年 CPI 环比预测及贡献拆分	29
图表 52	2022 年 CPI 同比走势预测	29
图表 53	2021 年初以来企业和居民存款增速均持续放缓.....	30
图表 54	新冠疫情以来，再贷款、再贴现在基础货币投放中的作用得以凸显	31
图表 55	民营企业投资回报率显著偏低，与贷款利率倒挂	32
图表 56	中国宏观杠杆率已处于全球高位	32
图表 57	2020 年降息红利渐被消化，2021 年实体付息压力回升	33
图表 58	金融机构新增贷款投向严重失衡的问题正在纠偏.....	34
图表 59	2021 年前三季度房地产贷款在新增贷款中的占比猛降.....	34
图表 60	2022 年表外融资压缩速度或将明显放缓.....	35
图表 61	央行政策利率传导联动机制已然成型.....	36
图表 62	2020 年以来的两轮降准均为替换 MLF	36
图表 63	预计 2022 年社融增长企稳略有回升	36
图表 64	预计 2022 年 M1、M2 增速分别为 4.8% 和 9%	36
图表 65	2020 和 2021 年广义赤字安排中，或有 6.3 万亿未被实际使用.....	37
图表 66	预计 2022 年狭义赤字提高而专项债额度下降	38
图表 67	地方专项债还本付息压力显著增大	38
图表 68	2021 年 1-10 月，财政投向基建相关的四个分项均为同比负增长.....	39
图表 69	宽松的流动性环境往往助推成长股走强	40

图表 70	PPI-CPI 剪刀差收敛期间，上市中游制造业的销售毛利率皆改善	40
图表 71	目前中证红利指数股息率处于 2010 年以来的绝对高位	41
图表 72	2022 年猪价上涨有望带动养猪行业 Beta 行情	41
图表 73	2022 年我国名义 GDP 趋于下行将推动利率合意水平下降	42
图表 74	结构性“资产荒”：非标压降+信用利差高位	42
图表 75	结构性“资产荒”：利率中枢背离名义 GDP	42
图表 76	2022 年美国经济仍然“一枝独秀”	44
图表 77	人民币汇率是调节内外平衡的“稳定器”	44
图表 78	外资进入中国资本市场的规模依然在平稳增加	44
图表 79	新冠疫情后我国实际使用 FDI 逆势向上	44

新冠疫情爆发已近两年，中国经济的表现可用“一枝独秀”来形容。2020年，全球经济在疫情冲击下近乎停摆，中国成为全球唯一实现经济正增长主要经济体；2021年，全球经济仍在与疫情赛跑，中国经济在继续对抗疫情、快速推进绿色转型、以及平稳应对全球能源紧缺中，再次“交出了一份人民满意、世界瞩目、可以载入史册的答卷”。

展望2022年，中国经济面临的新形势就是：国内外经济的“差序格局”愈发凸显。相对中国经济，海外经济体在疫情防控上的“开放差”，在经济增长上的反向“增速差”，在货币政策上的“松紧差”，令中国“差中有序”地坚持高质量发展的路径面临新考验，也孕育新机遇。我们预计，在跨周期调节的顶层设计下，在体制机制改革红利的继续释放中，中国经济可以实现全年5.3%左右的实际增速，十四五规划的第二年将成为中国经济蜕变的“第二春”。

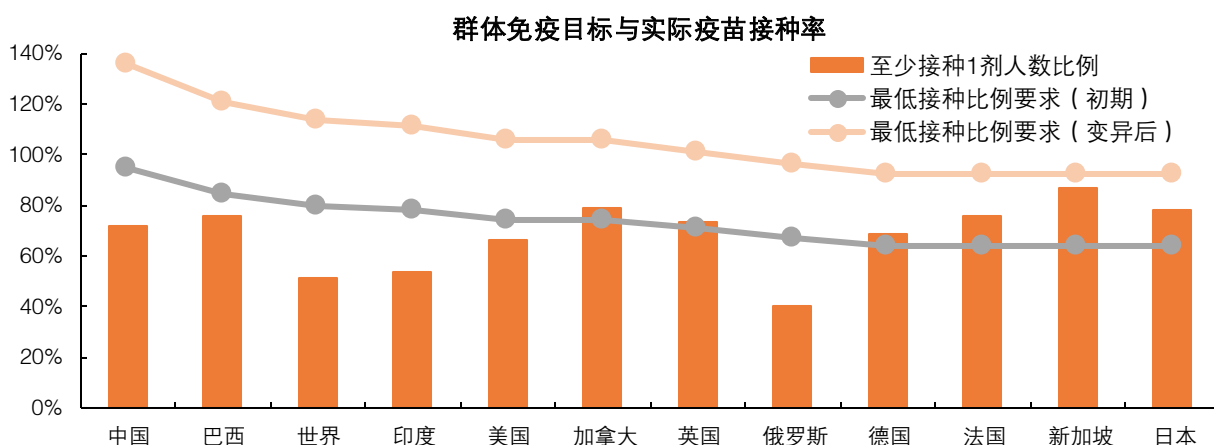
一、差序格局既是挑战也是机遇

2022年对中国而言是新冠疫情冲击平复后，经济归于常态化的第一年，对于“十四五”开局更具方向性意义。对海外经济而言，则仍处于从疫情走向复苏的关键阶段，其开放经济的节奏、经济复苏的节奏、政策正常化的节奏，均可能显著提速。这将使海外对中国的外溢效应产生新变化，突出表现为在疫情防控上出现“开放差”，在经济增长上出现反向“增速差”，在货币政策上呈现“松紧差”。2021年中国率先控制疫情后，在全球经济复苏中一马当先；2022年海外加速修复后，中国“以我为主”坚持“高质量发展”的决心定力面临新考验，也孕育新机遇。

1.1 防疫政策的“开放差”

全球新冠疫情仍在蔓延，核心原因是“群体免疫”在变异病毒出现后难度大增。2021年下半年Delta变异病毒的出现暂时打破了“群体免疫”（即通过疫苗接种实现足量人群免疫比例、病毒传播自然衰退）的愿景。据美国疾控中心（CDC）数据，Delta病毒的出现使新冠病毒的传播系数（R0）由从2.6飙升至8.5左右。基于WHO最新疫苗有效性数据、以及各国使用疫苗的种数与占比，我们估算出主要经济体实现“群体免疫”所需疫苗接种率：大部分经济体目标接种率由原来的64-95%上升为92-136%（图表1）。考虑到儿童疫苗推广的瓶颈、部分群体接种意愿有限等因素，实现100%疫苗接种或不现实；再考虑到疫苗有效性或随时间推移而下降，“群体免疫”可能更加遥远。

图表1 病毒变异后，“群体免疫”所需疫苗接种要求大幅上升

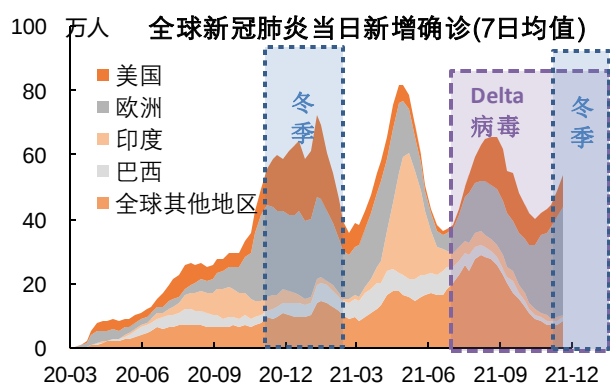


资料来源：Wind, CDC, WHO, 纽约时报, 平安证券研究所

未来一个季度，全球疫情传播风险较高，新冠对健康的威胁仍显著高于流感，以劳动力市场为代表的实体经济仍受影响。在

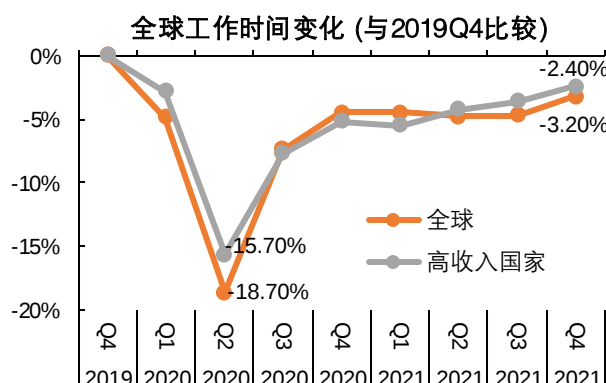
群体免疫尚未实现的背景下，未来一个季度的“冷冬”环境较利于病毒存活与传播，但海外经济体已经迫不及待解封，全球新冠确诊数易升难降（图表2）。尤其是 Omicron 新毒株的出现，更令全球防疫形势陡生变数。虽然疫苗保护与医疗经验积累下，新冠病毒对居民健康的威胁已经减弱，但其伤害性尚不能“约等于”流感。观察 2021 年 8-10 月每日新冠新增死亡和新增确诊比例的平均值，美国和英国分别为 1.3% 和 0.35%，均高于流感致死率的 0.1%。而且，因美国的“肺炎+流感”致死率随新冠疫情的爆发而大幅高于往年，尚不能排除新冠死亡率被低估的可能性。海外疫情蔓延对经济的冲击，主要表现在劳动力市场恢复缓慢。国际劳工组织（ILO）测算，2021Q4 全球工作时间总数仍 2019Q4 水平低 3.2%（对应 9640 万全职岗位缺失）；即使疫苗接种率较高、新冠致死率较低的高收入国家，其工作时间缺口也仍有 2.4%（对应 1130 万岗位）（图表3）。

图表2 未来一个季度全球新冠疫情反弹风险较高



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表3 新冠疫情仍在压制全球劳动力市场修复



资料来源：ILO, 平安证券研究所

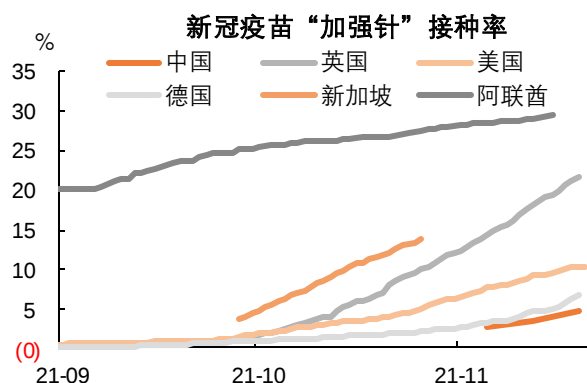
2022 年二季度及以后，全球疫情风险有望继续下降，海外经济进一步迈向常态化，具体取决于加强针和特效药的推广情况。

1) 加强针。据 2021 年 7 月下旬以来辉瑞、莫德纳、国药和科兴等疫苗厂商发布的临床试验结果，接种加强针能使抗体水平提高 5-10 倍。推广加强针可以对疫苗“过期”的影响，进一步控制重症风险，也有望继续提升疫苗总体有效率，使“群体免疫”更进一步。2021 年四季度以来，不少经济体已经开始加强针接种；在疫苗供给充足的前提下，加强针的推广速度较快，预计在 2022 年二季度左右主要经济体能够实现加强针的广泛普及（图表4）。

2) 特效药。除疫苗外，治疗性质的药物的研发和推广有望进一步弱化病毒威胁。目前，新冠治疗药物研发推广或已处于冲刺阶段：默沙东公司研发的莫努匹韦已获准于英国上市，标志全球首款新冠药物上市；辉瑞公司研发的口服药物 Paxlovid 也已获得理想的三期临床数据。据 BIO 公司统计，截至 2021 年 11 月下旬，全球正在开发的新冠治疗药物达 372 种，其中约三分之二早于 2020 年上半年已经开始研发；目前已有 76 种进行至临床三期以上、8 种已获得紧急使用资格（图表5）。

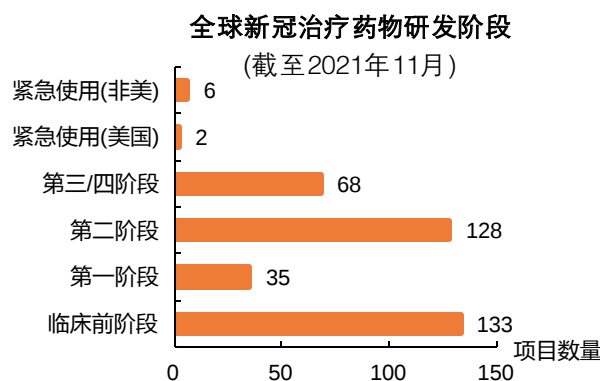
3) 变异病毒风险。虽然未来病毒变异的可能性客观存在，但病毒的变异通常有一定“自限性”，即传播率和致死率往往呈反向相关。例如新冠病毒 Delta 变种后虽然传播系数大幅上升，但确诊死亡率也明显下降（其中也有疫苗的作用）。对于疫苗资源充足的经济体，如果未来新冠死亡率未出现明显反弹，那么病毒变异的风险将相对可控。但疫苗接种落后的中低收入地区较难抵御变异病毒冲击，Omicron 病毒肇始于南非就是一个新近例子，这也意味着未来全球经济走势可能更加分化。

图表4 新冠加强针推广虽刚起步、但速度较快



资料来源: Our World in Data, 平安证券研究所

图表5 新冠治疗药物研发推广或已处于冲刺阶段

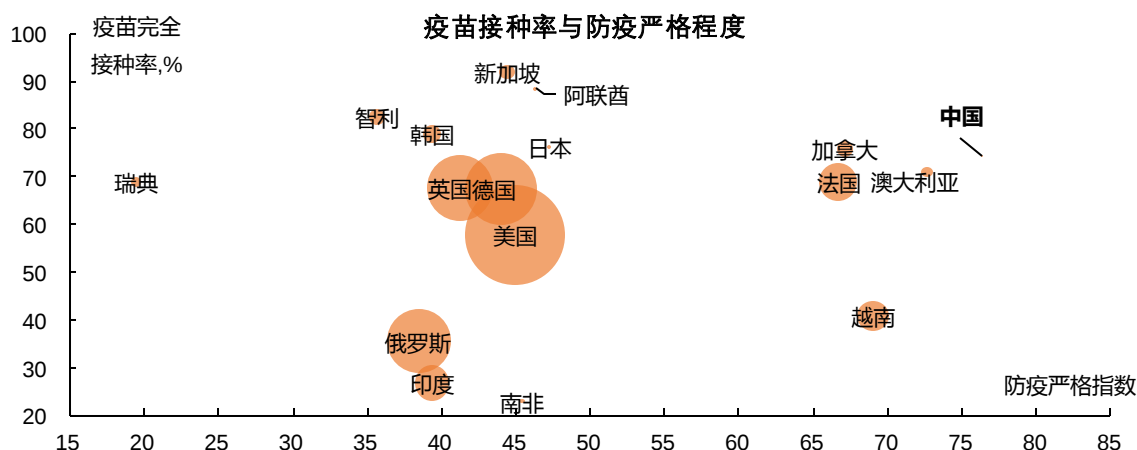


资料来源: BIO, 平安证券研究所

随着海外经济体陆续解封，中国或面临暂时性的“开放差”，从而强化中国稳增长诉求。中国迈向疫情“常态化”的步伐相对谨慎。根据 Our World in Data 的防疫严格指数（Stringency Index），中国疫苗接种率较高、病例数较少，但防疫严格程度高于全球主要经济体（图表 6）。中国疫苗在安全性与有效性的权衡中更注重前者，且人口基数对于开放后的医疗承载能力有较高要求，这是中国不急于迈向“常态化”的重要原因。

不过，对可能出现的“开放差”也需辩证看待。首先，新冠疫情的发展始终存在不确定性，中国相对严格的防疫政策，能够确保经济运行的行稳致远。正如中国经济更可能在近期 Omicron 变异病毒的冲击中保持韧性。尤其在“群体免疫”尚未实现阶段，部分欧洲、印度等经济体仍可能因疫情快速蔓延带来的医疗体系压力，而收紧防疫政策。其次，海外经济不太可能因解封而实现快速反弹，短期疫情仍会冲击劳动力市场、制约供应链修复，而加强针和特效药的推广还需一个过程。最后，中国的疫苗和药物研发亦走在全球前列，且防疫手段更能高效实施。如果海外经济体解封后疫情风险切实可控，那么中国也将在合适的条件下逐步迈向“常态化”，从而“开放差”问题只是阶段性的。

图表6 中国迈向疫情“常态化”的步伐相对谨慎



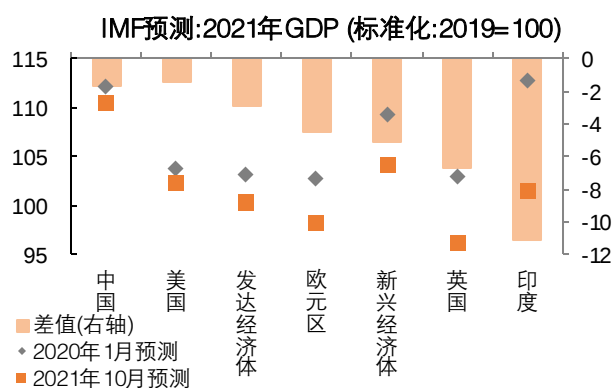
资料来源: Our World in Data, 平安证券研究所

1.2 经济复苏的“增速差”

2021年全球经济复苏快慢有别，意味着2022年各国经济的“起跑线”和“速率”均有不同，中美经济复苏周期出现错位。

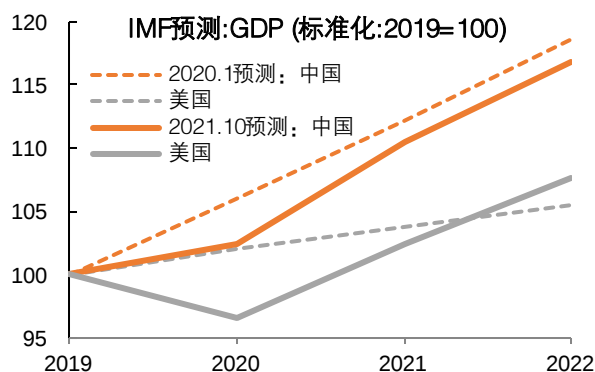
“起跑线”方面，我们比较 IMF 在疫情前（2020 年 1 月）和最新（2021 年 10 月）的两次预测，以 2019 年 GDP 为基准，测算出 2021 年各国经济距离疫情前的趋势增长水平的差距（图表 7），得出以下结论：中国和美国复苏领先全球，2021 年将基本达到新冠疫情爆发前的趋势增长水平；欧洲经济落后于美国，英国落后于欧元区；除中国以外的新兴市场（如印度）落后于发达市场。“速率”方面，IMF 最新预测 2022 年中国经济增速为 5.6%，略低于 2020 年 1 月预测的 5.8%；但最新预测同期美国经济增速达 5.2%，显著高于疫情前 2% 左右的“正常”水平。原因可能在于，美国政府的货币和财政刺激不仅较快弥补了疫情对美国经济的冲击，也可能提升美国经济的潜在增长率，这从近两年美国劳动生产率增长的明显提升中就可窥见一斑：2021 年 9 月美国企业每小时产量的生产力指数两年同比增速为 1.77%，明显高于 2015 年至 2019 年 1.45% 的平均水平。这意味着，按 IMF 预测，中国增长潜能基本持平于疫情前，而美国增长潜能明显高于疫情前（图表 8）。因此，即使“起跑线”相近，2022 年中美经济复苏周期也将出现错位。

图表 7 不同经济体距离疫情前趋势增长水平的差距



资料来源：IMF, 平安证券研究所

图表 8 美国经济增长潜能较疫情前已有提升

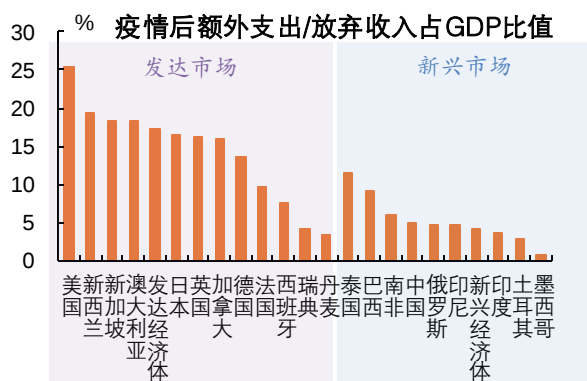


资料来源：IMF, 平安证券研究所

2022 年，预计欧元区以及中国以外的新兴经济体增长相对乏力，核心因素是财政刺激更加保守与外需走弱。据 IMF 最新统计，根据 2020 年 1 月至 2021 年 6 月期间各国财政计划，美国自新冠疫情以来的额外财政支出或放弃的收入合计高达 5.33 万亿美元，占 GDP 比值达 25.4%；无论是从绝对体量还是在 GDP 中的占比来看，美国均显著超过非美经济体（图表 9）；发达经济体中，欧元区国家财政刺激要比英国、日本、澳新等经济体更加保守；新兴经济体财政力度整体更弱于发达经济体，因其主权融资成本较高，加上货币政策相对谨慎，无法实现“宽货币+宽财政”的组合（现代货币理论 MMT），继而其经济复苏动能进一步受限。与此同时，随着 2022 年美国及全球财政刺激普遍退坡，对非美经济体来说，疫情以来“强出口”对经济的拉动或将进一步弱化，经济复苏动能与美国再度拉开差距（图表 10）。

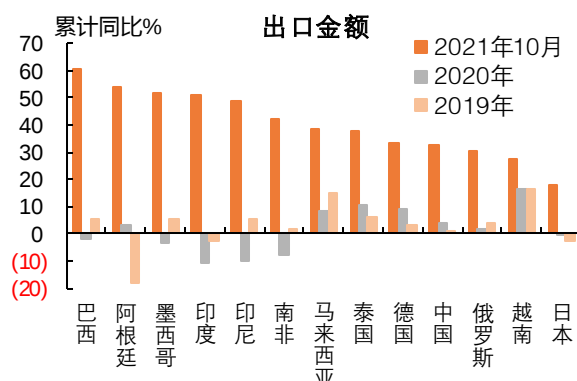
此外，不同非美经济体还各自存在不同弱点。例如，欧洲经济受能源危机和供应链中断的扰动更大。2020 年欧盟原油和天然气消费分别有 95.9% 和 87.4% 为外部进口，而美国能源品基本可以实现自给自足。2021 年 10 月欧元区 HICP 同比达到 4.1%，其中能源价格上涨的贡献超过 50%。又如，中国以外的大部分新兴经济体，在疫苗推广和防疫能力方面明显落后于发达经济体，疫情掣肘下经济复苏难言坦途。

图表9 疫情后非美经济体财政刺激更加保守



资料来源: IMF(2021.7 更新), 平安证券研究所

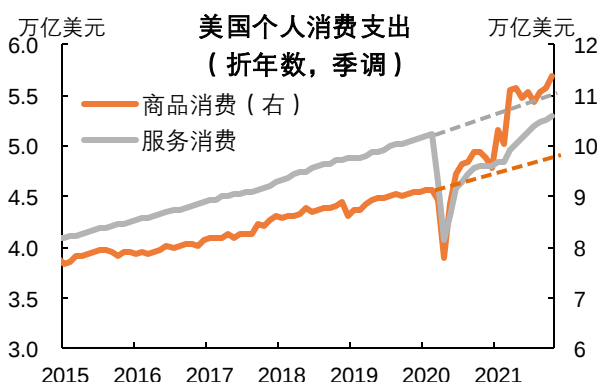
图表10 非美经济体出口景气或难延续



资料来源: Wind, 平安证券研究所

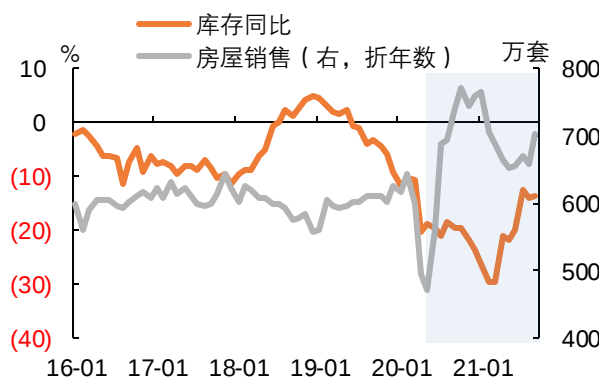
2022年, 预计美国仍将是海外经济复苏的“领头羊”, 其主要增长点在服务消费、地产和基建投资。首先, 服务消费“接棒”商品消费继续复苏。2021年1-3季度, 美国商品消费支出较2019年同期大幅增长21.7%, 而服务消费同期仅增长2.3%, 致使服务消费占比由疫情前的70%下滑至65%左右(图表11)。未来随着疫情影响继续淡化, 美国服务消费仍有巨大复苏空间。其次, 房地产市场繁荣延续。本轮美国房地产与次贷危机前截然不同, 主要由真实需求拉动, 而供给端进入补库存阶段(图表12)。即使未来美国利率水平上升会对需求形成一定抑制, 但考虑到美国居民杠杆率不高、住房占有率仍有上升空间、且部分需求还因库存不足而尚未释放, 美国地产“供需两旺”格局有望延续。最后, 拜登政府以“基建”为主题的中长期财政计划步入实施阶段, 基建计划与地产周期共振拉动投资增长。

图表11 美国服务消费仍有复苏空间



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 疫情过后美国房地产销量高涨、库存走低

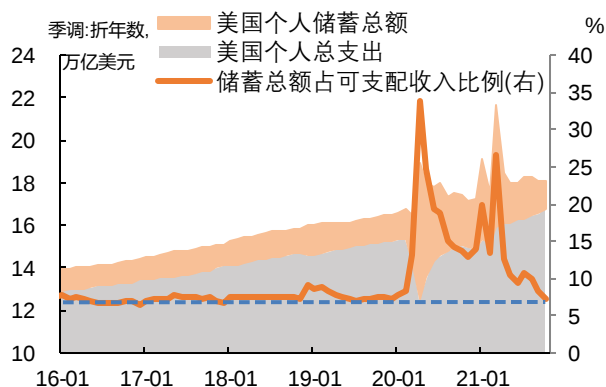


资料来源: Wind, 平安证券研究所

不过, 2022年美国对全球经济的外溢效应可能有所减弱。需注意以下三点变化:

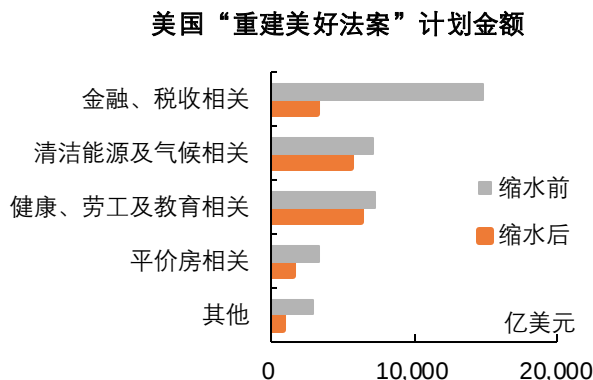
一是, 美国财政刺激的尾部效应不足。虽然美国前期大规模“撒钱”使居民总收入甚至高于疫情前水平, 但随着居民支出不断增加, 目前美国居民储蓄率已经基本降至疫情前水平, 这意味着财政刺激对居民消费能力的提升已到达新的瓶颈(图表13)。往后看, “拜登基建”虽然有望拓宽美国需求复苏的空间, 但截至目前, 其基建计划已经大幅缩水: 原本总价值2.3万亿美元的“美国就业计划”已被分拆, 其中“基建”部分由最初的约9820亿美元削减至约5480亿美元; 剩余的“重建美好法案”(Build Back Better Act)总规模从3.5万亿美元降至1.75万亿美元, 后续在国会“闯关”中仍有缩水的可能。除投资规模缩水外, 其财政计划中所包含的税收减免、民生服务等部分也明显缩水, 这些都将进一步制约消费增长(图表14)。

图表13 美国居民储蓄率已降至疫情前水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

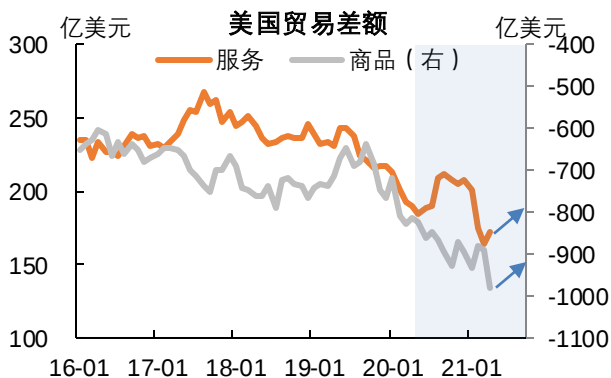
图表14 美国财政刺激规模缩水



资料来源: 白宫, 平安证券研究所

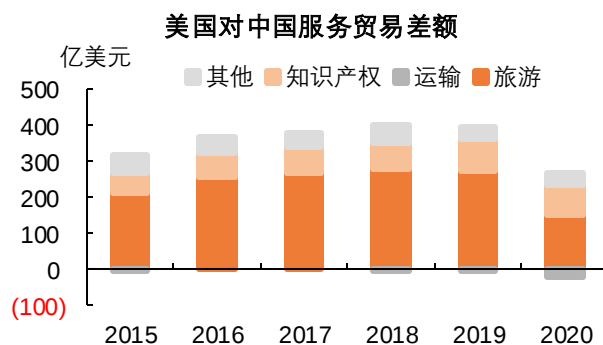
二是, 美国服务消费外溢性远不及商品消费。新冠疫情爆发以来, 因大规模财政刺激, 美国商品 (尤其耐用品) 需求迅速增长, 带动商品进口激增、贸易逆差迅速扩大, 商品贸易逆差由疫情前 800 亿美元以内扩大至 2021 年 9 月的 982 亿美元、创历史新高 (图表 15)。往后看, 随着消费能力难再明显提升、且耐用品消费周期较长, 2022 年美国商品进口需求势必回落。虽然部分商品消费需求将转向服务消费, 但服务消费的外溢性不强。疫情以来, 美国服务贸易顺差由疫情前的每月 220 亿美元以上降至 2021 年 10 月的 172 亿美元, 其修复空间远不及商品贸易逆差的扩张。且需注意, 美国服务贸易出口主要成分为旅游业, 该部分仍将持续受新冠疫情制约, 尤其对于边境开放较迟的新兴经济体而言 (错误!未找到引用源。)

图表15 美国贸易差额扩大、未来有望收窄



资料来源: Wind, 平安证券研究所

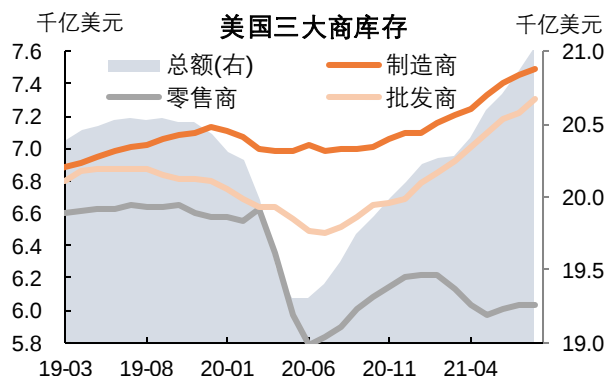
图表16 美国对中国服务贸易顺差主要在旅游业



资料来源: Wind, 平安证券研究所

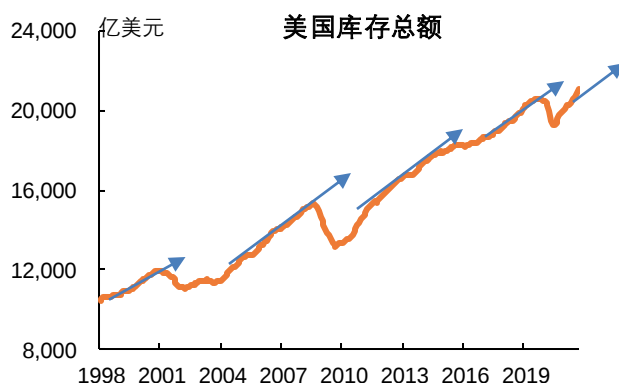
三是, 美国库存总量难扩张、仅结构再平衡。疫情以来, 美国零售库存大幅下降, 其补库需求或被视为进口需求的重要来源。然而, 本轮美国零售库存的下降主因并非其上游的批发、制造库存不足, 而是批发和零售中的运输物流环节暂时受阻 (图表 17)。若看三大商的库存总额, 其已恢复至疫情前的绝对水平。往后看, 我们认为美国库存总额或大致保持目前的增速, 而不是加快回升至疫情前的趋势增长水平, 因观察到历史上美国库存总额“失速”后一般不会很快回归至此前的趋势增长水平 (图表 18)。总之, 预计 2022 年美国三大商库存将随着供应链问题的缓解而发生结构性调整, 而总量增速有边界, 不宜高估美国补库需求的外溢效应。

图表17 美国零售库存下降，但其上游库存充足



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表18 美国库存总额或难恢复至此前的趋势增长水平



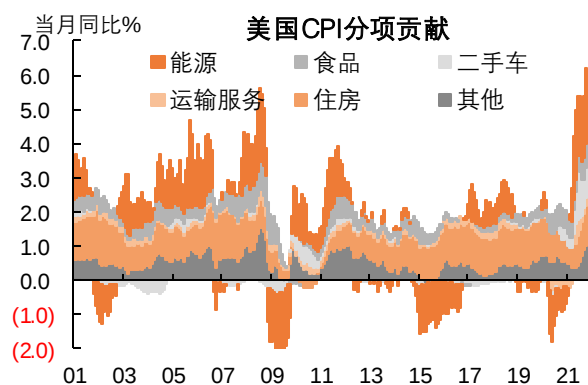
资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.3 货币政策的“松紧差”

2022 年，以美联储为代表的发达经济体央行将处于紧缩周期。相比全球金融危机后的紧缩周期，本轮美联储紧缩周期有三大特点值得关注：通胀超调、“前慢后快”、“同辈压力”。

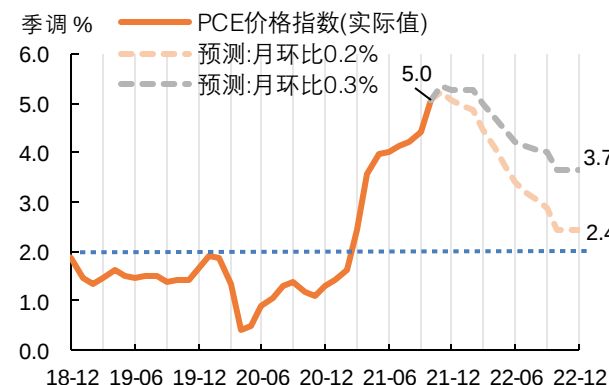
1) 通胀超调。2022 年，美国通胀形势的不确定性将对美联储的预期引导构成更大挑战。尤其是，美国当前陷入类滞胀困境，通胀上升并非经济的乐观信号，由通胀压力导致的政策收紧将对资本市场造成巨大压力。美联储在 2021 年 9 月预测 2022 年末 PCE 同比为 2.2% 左右，其隐含的 PCE 月环比约为 0.2%，略高于 2019 年平均水平 (0.14%)、但明显低于 2021 年 1-10 月平均水平 (0.45%)。假设未来一年 PCE 月均环比达 0.3%，则 2022 年末美国 PCE 同比将达到 3.4%、且 2022 年一季度 PCE 同比仍将高于 5% (图表 20)，届时美联储和市场都会高度紧张。此外，通胀预期的上行也可能直接触及美联储的容忍边界 (错误未找到引用源)。总之，2022 年 (直到加息落地)，每一次通胀指标公布前后或都需要警惕市场波动。

图表19 2022 年美国能源、食品、二手车等价格增速或回落，但住房、运输服务和其他项等仍不确定



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表20 2022 年美国 PCE 同比走势预测



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2) “前慢后快”。2021 年以来，由于“紧缩恐慌” (Taper Tantrum) 的教训、新冠疫情间有反复与就业市场恢复较慢等原因，美联储努力保持“慢转弯”，将政策转向过程切割为多个阶段。类似 2013 年，美联储从提到 Taper 到正式实施也历经了近半年的时间。但往后看，本轮美联储实施 Taper 乃至加息的过程或将快于历史 (图表 21)：目前逐月减少 150 亿美元资产购买的节奏已经快于上一轮，且不排除 Taper 加快的可能；若美联储于 2022 年内首次加息，则本次加息步调也快于历史，上

一轮 QE 结束至首次加息间隔长达 1 年。由于整个后半程缺乏历史参照物，美联储的预期引导难度会更大；尤其若美联储选择加快 Taper，这一举动可能释放提前加息的政策信号。总之，2022 年上半年，市场会紧盯美联储 Taper 决策变动；下半年，市场或持续对加息抱有警惕。

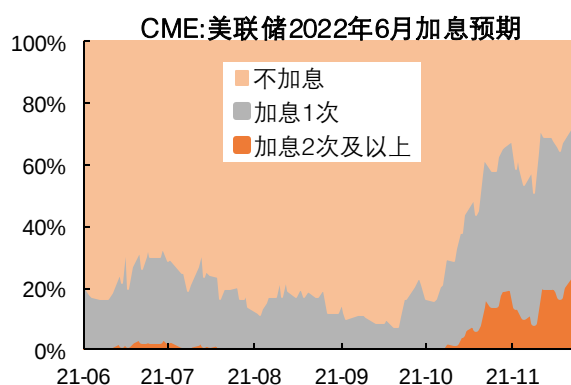
图表21 本轮美联储实施 Taper 乃至加息的过程将快于历史



资料来源: Wind, 平安证券研究所

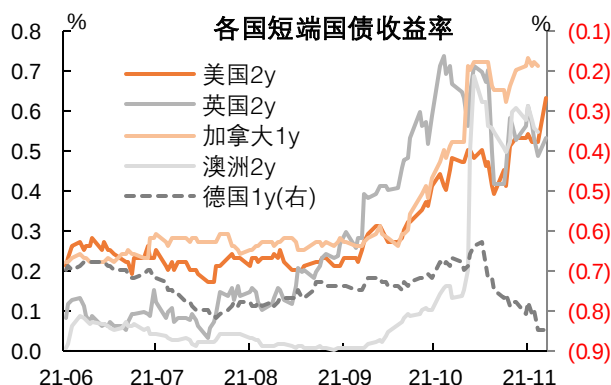
3) “同辈压力”。与历史不同的是，本轮发达经济体的后疫情复苏之路是相对同步的，这意味着货币政策动向也有较强同步性。因此，本轮美联储行动与其他发达经济体央行决策可能相互影响。2021 年 0 月以来，市场对于（除欧央行外的）主要经济体央行的加息预期均大幅提前（图表 22），这也体现在其短端国债利率的大幅跃升上（图表 23）。而英国央行 11 月会议暂未宣布加息使市场预期落空，市场对美联储的加息预期又同步回落。总之，2022 年美联储紧缩周期可能持续受到其他央行的影响，这也意味着市场波动风险的来源明显增多。

图表22 市场对 2022 年美联储加息预期大幅提前



资料来源: CME FedWatch Tool, 平安证券研究所

图表23 2021 年 10 月以来,除德债外的主要发达市场短端国债收益率飙升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

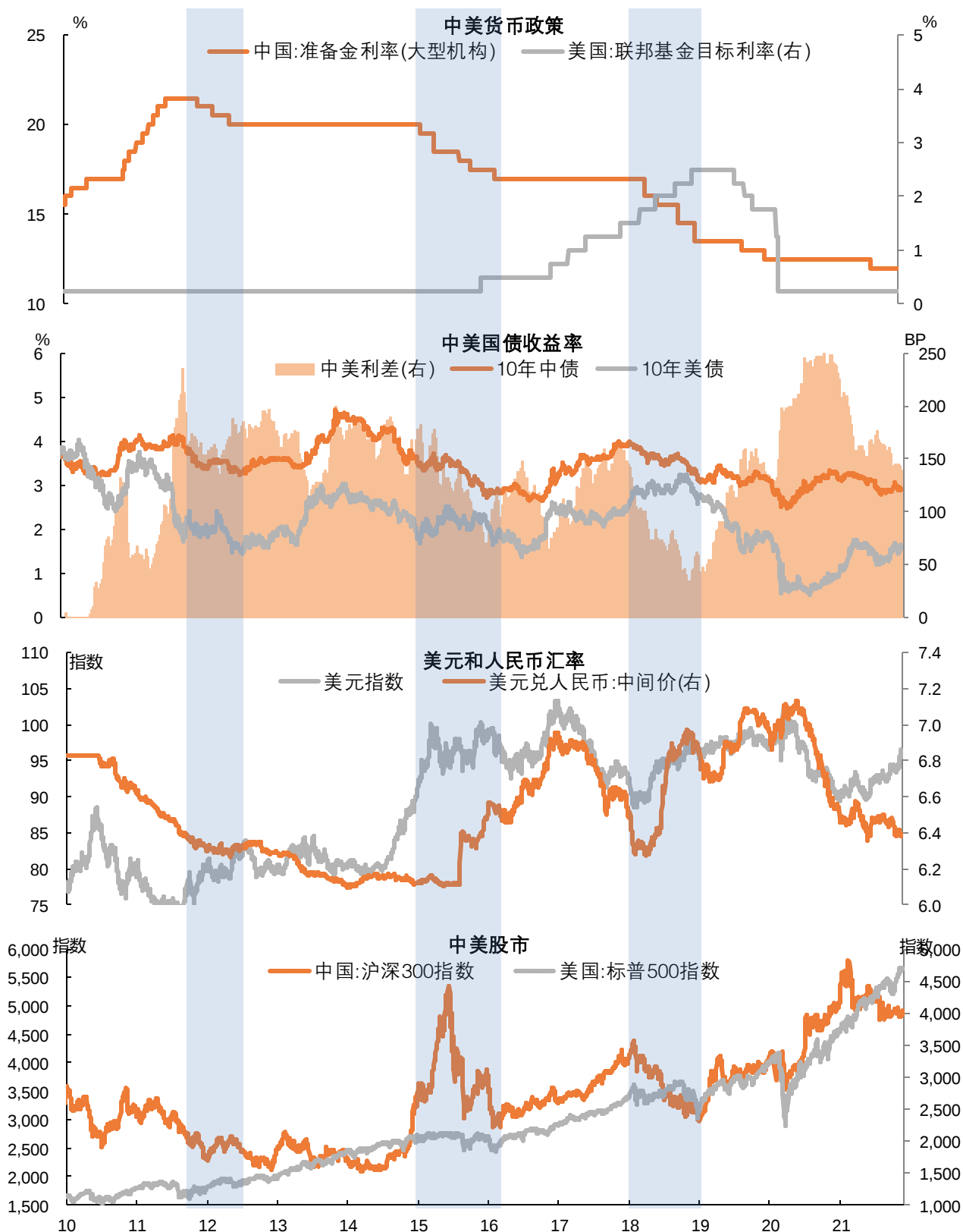
2022 年，中美复苏周期错位决定了货币政策错位：美国趋紧、中国趋松。我们认为，本轮美联储紧缩周期对我国的外溢作用有限，中国货币政策能够“以我为主”地支持国内稳增长，人民币资产在海外市场或存的波动中具备较强韧性。

历史上，全球金融危机后的四轮美联储货币政策紧缩周期中，有三段时期中国央行坚持“以我为主”（图表 24）：2011 年中

至 2012 年中（中国经济增速“破 8”；美国结束 QE2 而实施“扭曲操作”）、2015 年（中国“股灾”；美国已结束 QE3 并酝酿加息）、2018 年（中美贸易摩擦；美联储加息四次）。上述三轮中美货币周期错位期间，中美利差均有缩窄、人民币汇率承受贬值压力、A 股均出现波动和调整。

但是，本轮中国货币政策以及金融市场环境的优势在于：**1）中美利差空间充裕。**回顾多轮美联储紧缩周期，只有当中美 10 年期国债利差收窄至 80bp 以下时，中国央行货币政策的操作才明显受到束缚，而截至 2021 年 11 月中美利差仍保持在 130bp 以上。**2）人民币汇率更有弹性。**2016 年以后的人民币汇率波幅加大，能够有效缓冲外部冲击。2021 年下半年以来，人民币汇率维持强劲，尤其在美元指数升破 96 之际，人民币汇率依然坚挺于 6.4 以下，这为国内货币政策创造了充足空间，未来若人民币“顺势”贬值将有效缓解资本外流的压力。**3）中美股市联动效应减弱。**2020 年，中美经济同时受新冠疫情冲击、货币政策同步放松，两国股市相关性较强；但 2021 年，中国率先实现货币政策正常化，A 股市场调整已经“先行一步”。往后看，美股调整风险的背景是前期股价在货币宽松环境中持续上涨，而 A 股在经历调整后的定价更趋合理，因此美股价格的重估或难直接“传染”A 股。**2022 年前半程或同时受制于中国经济下行压力和美联储紧缩，但后半程中国经济企稳与美联储紧缩预期降温助力 A 股企稳反弹。2022 随着稳增长加码下的中国经济企稳、高质量发展下的优质“赛道”呈现、以及美联储政策路径的更加明晰，A 股有望快速消化内外部压力并重回正轨。**

图表24 全球金融危机后出现三轮“中松美紧”的货币周期错位时期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、 奔赴高质量发展的中国经济

2021 下半年，中国经济“类滞胀”格局凸显，高企的 PPI 与超预期下行的经济形成鲜明反差。2022 年，中国经济向“滞”的方向演化压力增大，而供给冲击最大的时段已过，“胀”的压力将大为缓解，这将强化“逆周期调控”的必要与可行性。

2022 年中国经济下行压力主要来源于：一是，2021 年房地产调控政策冲击延伸，房地产投资可能滑向纵深调整，但在改善性、市民化、城市群三大新发展动能的支撑下，房地产销售的基本面并未崩塌，房地产行业的发展愈发融入，且更紧密地内嵌到高质量发展的进程中，我们对 2022 年房地产投资并不过度悲观。二是，海外对中国出口的拉动效应可能弱化后，中国经济更多转向内循环为主，但国内消费潜力释放仍存挑战。三是，绿色转型和技术攻坚撬动下，制造业投资成为高质量发展的关键增量来源，对 2022 年制造业投资可以高看一眼。但出口景气高位回落后、绿色转型路径更加明晰前，其“高歌猛进”的条件尚不够成熟。

2022 年，在跨周期调节的顶层设计下，在体制机制改革红利的继续释放中，我们预计中国经济可以实现全年 5.3% 左右的实际增速，“十四五”规划的第二年将成为中国经济蜕变的“第二春”。

图表 25 2022 年主要经济指标预测

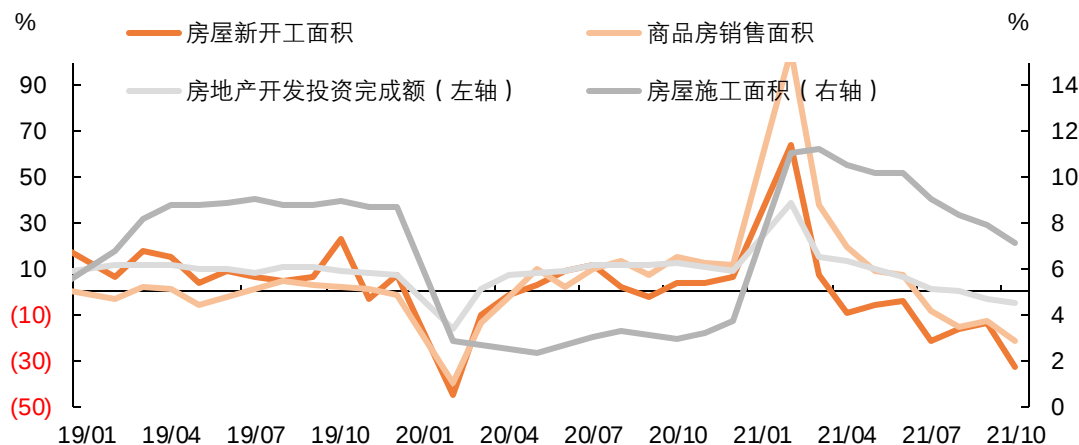
单位：%	2021Q3	2021Q4	2021Y	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022Y
GDP (当季同比)	4.9	3.9	8.1	5.2	4.8	5.7	5.3	5.3
工业增加值 (当季同比)	4.9	3.4	9.6	3.3	3.9	5.7	5.1	4.8
固定资产投资 (累计同比)	7.3	5.7	5.7	4.3	3.7	4.2	4.5	4.5
——房地产	8.8	5.0	5.0	-5.0	-3.5	-1.2	0.8	0.8
——基建	1.5	1.6	1.6	1.5	2.5	3.2	4.0	4.0
——制造业	14.8	12.0	12.0	15.4	9.9	8.7	7.5	7.5
社会消费品零售总额 (当季同比)	5.0	4.3	12.7	5.7	4.4	8.6	6.5	6.3
出口 (当季同比)	24.4	21.0	29.4	13.5	9.2	2.0	-3.0	5.0
进口 (当季同比)	21.0	16.0	28.1	6.0	1.5	2.7	3.5	3.5
CPI (当季同比)	0.8	1.7	0.9	1.5	1.9	2.6	2.3	2.1
PPI (当季同比)	9.7	12.2	8.1	7.8	3.7	1.4	-1.5	2.9
社会融资规模 (存量同比)	10.0	10.1	10.1	10.0	10.2	10.5	10.4	10.4
M2 (存量同比)	8.3	8.8	8.8	9.2	9.4	9.3	9.0	9.0

资料来源：Wind, 平安证券研究所

2.1 房地产：融入新发展

2021 下半年以来中国房地产销售、投资呈现断崖式下滑，第二批土地购置一改第一批的高热度成交，出现大面积流拍。2021 年 7 月，房地产销售面积当月同比从上月 7.5% 下滑至 -8.5%，10 月进一步走低至 -21.7%；房地产开发投资完成额当月同比从 6 月 5.9% 下滑至 10 月的 -5.4%；房屋新开工面积同比跌幅进一步扩大，10 月当月同比低至 -33.1% (图表 26)。土地市场也迅速转冷，2021 年 4 月第一批集中供地期间，100 个大中城市成交土地溢价率达 23.7%，到 10 月已低至 2.7%，为 2012 年 3 月以来新低。据克尔瑞统计，长沙、北京、杭州、广州等重点城市第二批集中供地流拍率超 50%。

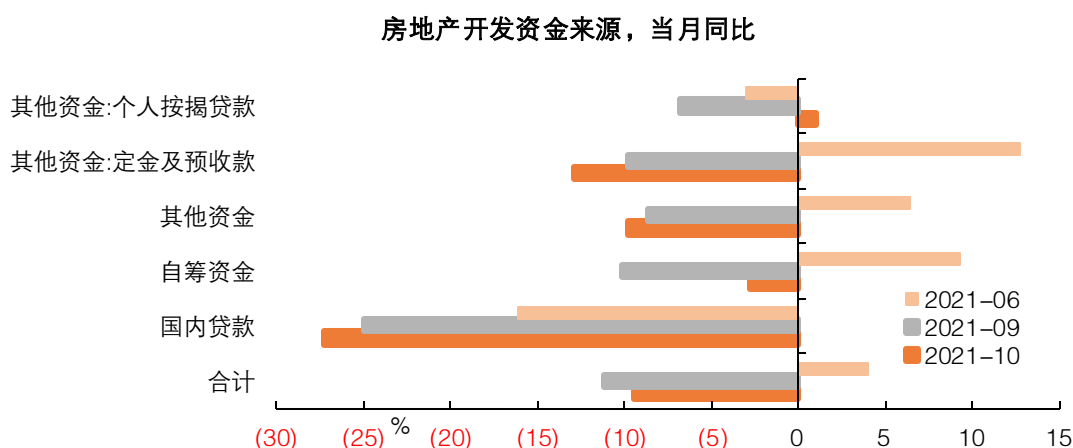
图表26 2021 下半年以来中国房地产销售、投资断崖式下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

这主要源于恒大事件叠加冲击下，房企、金融机构、居民的信心均受挫，融资收紧与房企境况恶化形成负反馈。2021 年二季度，金融机构在房贷集中度管理的要求下，大幅压缩新增房地产贷款，使得主要金融机构加权平均的房地产贷款占比从 2020 年底的 28.7% 下降至 2021 年二季度末的 27.4%，与加权平均上限的差距扩大到 3.5 个百分点。然而，恒大的风险暴露使得资金流向房地产的意愿进一步下滑。房地产开发投资资金来源当月同比从 6 月的 4% 下降到 9 月的 -11.2%，其中国内贷款从 -16.1% 下降到 -25%，发债等自筹资金从 9.2% 下降至 -2.8%（图表 27）。不仅如此，居民部门也出于担心开发商交房风险而放缓购房，定金及预收款当月同比从 6 月的 12.7% 下滑至 9 月的 -9.8%。资金来源的大幅收紧成为房地产投资下挫的直接原因。进入 10 月之后，房地产融资政策开始出现边际调整，10 月居民中长期贷款恢复增长，发债等自筹资金降幅明显收窄，但国内贷款和定金预收款同比仍在进一步下挫。

图表27 2021 年三季度房地产资金来源从各维度收紧



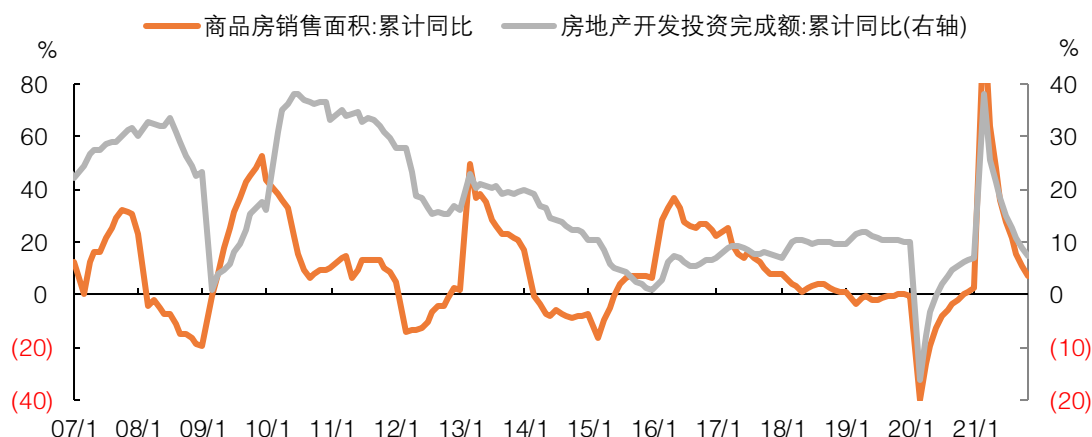
资料来源: Wind, 平安证券研究所

历史上，当房地产销售出现负增长时，都伴随房地产投资断崖式下跌（图表 28）。但 2018-2019 年颇为不同：尽管房地产销售已经下降至零增长附近，但房地产投资在这两年依然平稳上台阶。其核心原因在于，2017 年之后，土地供应面积显著增加，改变了 2014-2016 年土地供应实质缩量的状况（这也是 2016 年房地产销售高速增长，而房地产投资回升相对缓慢的重要原因）。2018-2020 年土地供应面积增多后，给房地产投资提供了坚实的“原料”基础。尤其是，“房住不炒”政策延续

下，开发商过去囤地、捂盘的现象大为减少，普遍采用了加速“开发-销售-回笼资金”的高周转模式，使得土地供应更快转化为房地产投资（图表 29）。2021 年上半年房屋施工面积同比从 2020 年底的 3.7% 上升至 10.2%，就在很大程度上得益于 2020 年规模不小的土地供应。然而，截至 2021 年 10 月，土地供应面积显著下滑，仅略高于 2017 年同期水平，使得近年来房地产投资稳步上台阶的基础条件发生了改变（图表 30）。

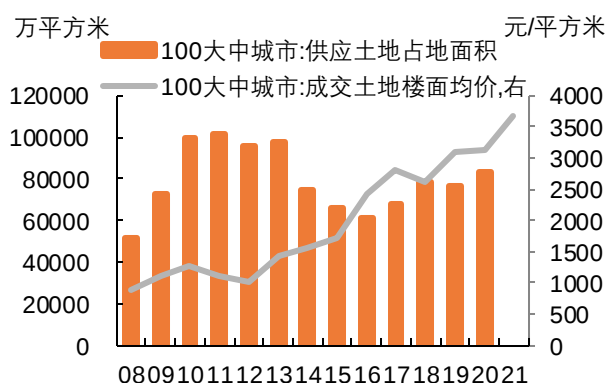
因此，2022 年房地产投资最大的威胁在于，房地产销售以目前趋势来看可能跌入负增长区间，同时 2021 年土地供应大幅“缩水”，叠加开发商拿地、新开工意愿下降，房地产投资可能再现断崖式下跌。

图表 28 历次房地产销售转负都伴随房地产投资断崖式下跌



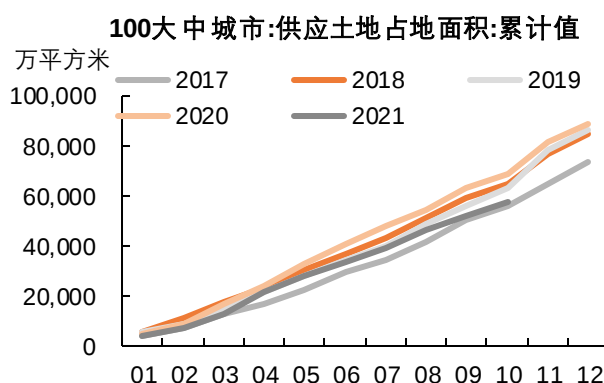
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 29 2018-2020 年，土地供应面积显著增加



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 30 2021 年至今土地供应面积回到 2017 年水平

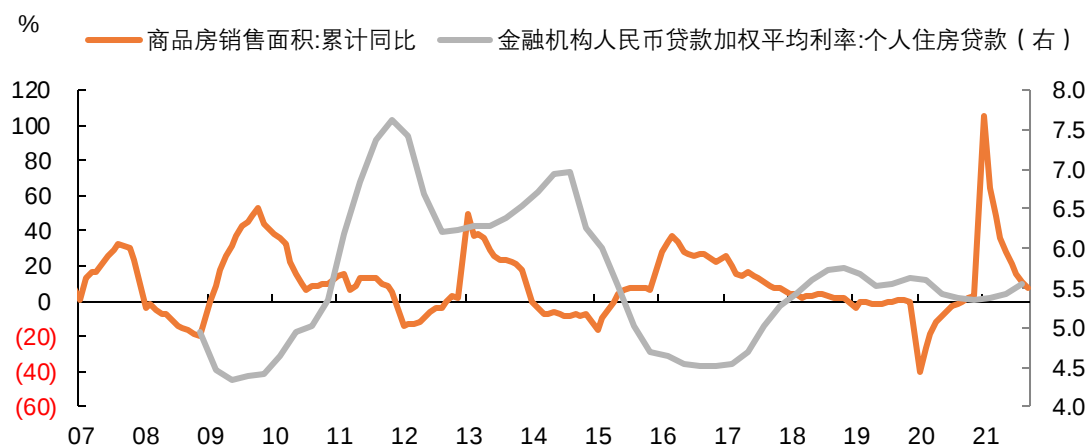


资料来源: Wind, 平安证券研究所

我们认为：1) 房地产销售相对而言不是太大的问题。2021 年 10 月以来，房贷政策调整最先行的就是加快了居民按揭贷款的投放，“维护住房消费者的合法权益”。虽然三季度个人住房贷款利率由于额度紧张而回升了 12bp，但 2022 年有望回落并保持平稳。历史上，房地产销售增速与房贷利率的变化呈反向相关，从目前房贷利率的绝对水平来看，应可支持房地产销售保持小幅正增长的水平上（图表 31）。2021 年 8 月 31 日，国新办新闻发布会上明确了“十四五”期间“努力实现全体人民住有所居”的政策目标。住房是人民群众对美好生活向往的一部分，“房住不炒”打击的是房地产投机，而非刚需和改善型需求。因此，作为总量政策的货币政策，我们预计总体上会比较调适，而非一味从紧。而且，在本轮房地产市场调整规范告一段落，相关房地产金融审慎管理制度更加扎实后，货币政策上也更有调适的空间。

进入“十四五”时期，我国交通基础设施建设红利将从三四线城市向城市群和都市圈进一步迁移。在这背后，棚改货币化告一段落，或意味着三四线城市对房地产市场的拉动力减弱。如此，我国房地产市场的底层逻辑正在发生悄然但重大的变革，即进一步转向以区域经济的健康发展为依托，以农村人口和流动人口的市民化、以城市群和都市圈的一体化、以“住有所居”背景下的普惠性和改善型住房需求为主要增量来源。在改善性、市民化、城市群三大新发展动能的支撑下，房地产销售的基本面并未崩塌，且房地产行业的发展愈发融入、内嵌到高质量发展的进程中。当然，对房地产销售也需要政策及时的预期引导，避免出现短期超调。

图表31 房地产销售增速与房贷利率的变化呈反向相关

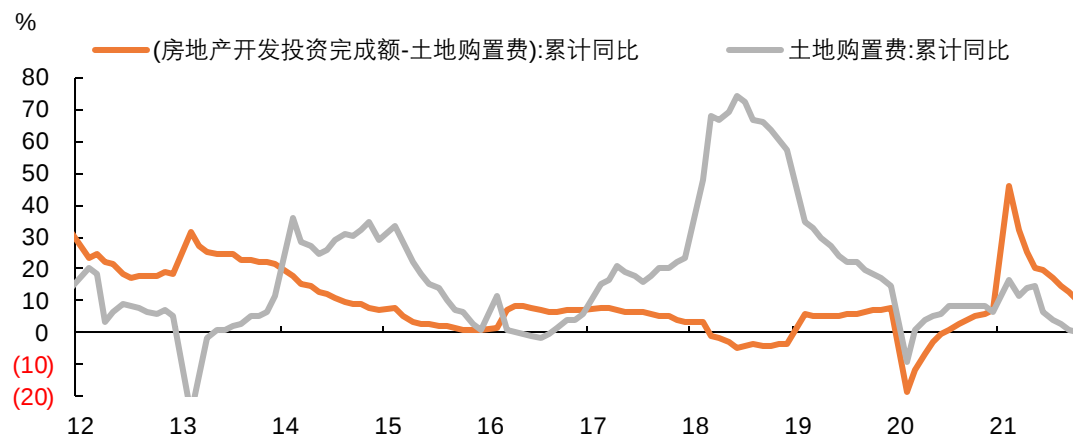


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2) 土地供应亟待恢复。要有效控制房价，尤其解决人口流入的热点城市房价过高问题，根本上还是要增加住房供给，而其前端就是土地供应。2021年至今土地供应规模的缩水，将对2022年房地产开发投资产生显著的负面影响，也不利于地方政府财政收入保持平稳，亟需进一步理顺集中供地机制。这也是实现“住有所居”“共同富裕”发展目标的应有之义。2018年以来，房地产开发投资中，土地购置费约占36.7%，而土地购置费大约滞后100大中城市土地成交总价1年。2021年1-10月，百城土地成交总价累计同比为-9%，如果2022年土地供应未能尽快修复，那么土地购置费可能滑入负增（图表32）。假设2022年土地购置费的增速为-3%，则将直接拖累房地产投资增速1.1个百分点（ $-3 \times 36.7\%$ ）。此外，还会通过限制新开工而拖累建安投资增长。

3) 房企信心需要加强引导。新发展格局下，我国房地产调控的系统性新框架已成型。目前形成了覆盖房企（融资“三道红线”）、金融机构（房地产贷款“两个上限”）、地方政府（“两集中”试点稳地价）、居民（购房“四限”搭配“抢人大战”）各个维度的调控框架。2021年由于政策多方向同时收紧，叠加恒大事件冲击，房企信心受挫，出现了不拿地、少开工的“躺平”迹象。“信心比黄金贵”，要使房企回到高周转、降杠杆的良性轨道上，还需要政策在近期释放积极信号的基础上，继续给予稳定呵护。考虑到2021年土地供应缩量，且目前房地产市场仍在深度调整，我们假设2022年建安投资增速从2021年10月的10.6%下滑至3%，那么将拉动房地产投资增速1.9个百分点（ $3 \times 63.3\%$ ）。加上前述假设的土地购置费的拖累，预计2022年我国房地产投资增速将从2021年的5%以上，下降到0.8%（ $-3 \times 36.7\% + 3 \times 63.3\%$ ）。

图表32 2022 年土地购置费和建安投资增速均有进一步下行压力



资料来源: Wind, 平安证券研究所

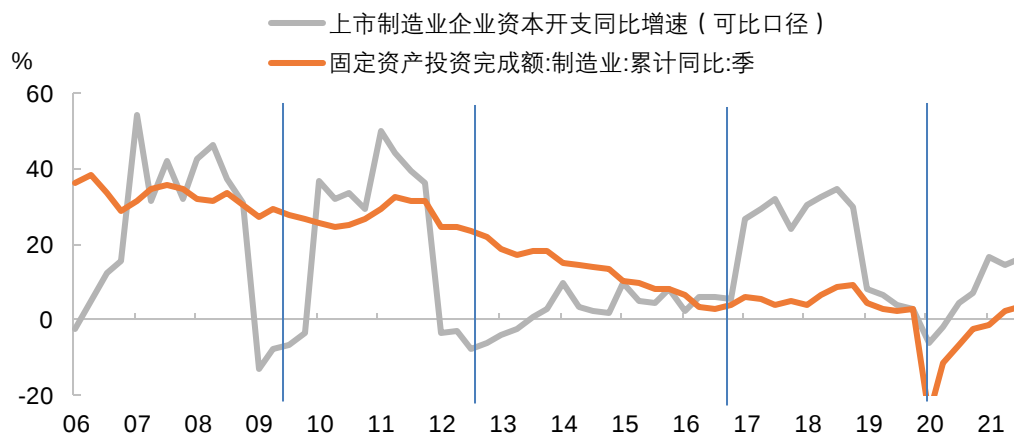
可见，对 2022 年房地产投资的走向还需动态观察：上半年房企信心可能延续低迷，使房地产投资滑向纵深调整，不排除出现过去从未出现过的房地产投资负增长。基于许宪春等（2015）的估算结果，如果房地产投资从高位回落 10%（疫情前房地产投资增速就达到 10%），那么至少会拉低中国经济约 1 个百分点。而房地产投资的纵深调整可能对 2022 年上半年中国经济产生显著拖累。而如果政策能够有效促进房企信心修复，并尽早重新加快土地供应，那么下半年房地产投资增速有望企稳回升，进而带动中国经济增长企稳。

2.2 制造业：谋定而后动

制造业投资可以说是 2021 年中国经济的一个亮点。主要得益于制造业资本开支周期的启动，货币政策对制造业中长期贷款的支持，以及出口高景气的保持提振了制造业盈利水平。2022 年，制造业投资有望继续受益于资本开支周期的驱动，在绿色转型和突破“卡脖子”工程的顶层目标驱动下，制造业投资仍然值得高看一眼。不过，考虑到出口高景气的有利环境减弱，绿色转型对制造业投资的拉动也是个渐进过程，制造业投资“高歌猛进”的条件尚不成熟。

观察 2006 年以来的几轮制造业上市企业资本开支周期，可见每轮周期中资本开支同比处于高位的时间均在两年左右，而在此期间，制造业投资增速通常能够稳中有升，尤其放在近年来制造业投资增速持续下行的进程中，更可显见其驱动作用（图表 33）。本轮资本开支周期于 2021 年一季度开始到达高位，参照前期经验，资本开支周期对制造业投资的驱动有望继续贯穿到 2022 年。

图表33 上市制造业企业资本开支同比有望在 2022 年延续高增，对制造业投资有支撑

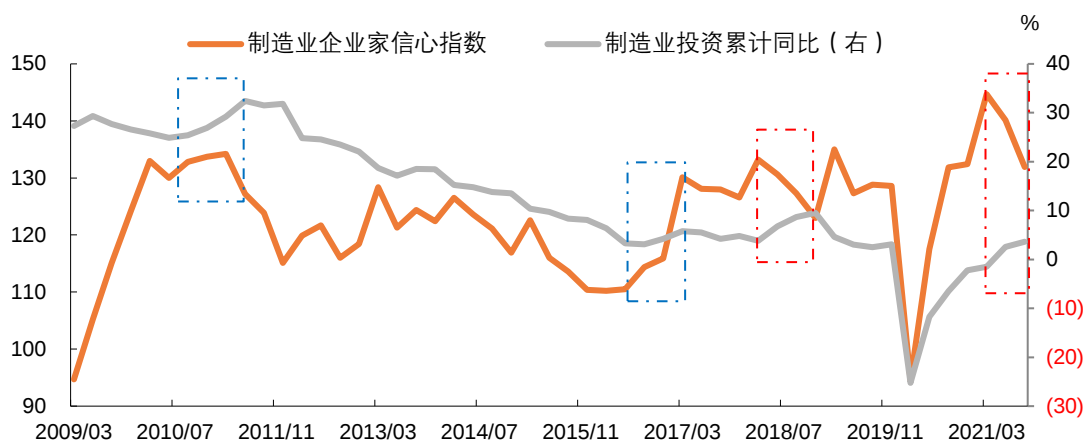


资料来源：Wind, 平安证券研究所

但 2022 年制造业投资高歌猛进的条件尚不成熟：

一是，与 2018 年相似，2022 年制造业企业家信心处于回落过程，制造业投资以被动设备更新为主（图表 34）。制造业投资可以分为主动投资和被动投资：主动投资是，企业看好未来市场而新建或扩建项目；被动投资是，企业现有设备影响到生产、或者达不到新的节能减排标准等原因，被动对现有厂房、设备等进行改建或者技术升级。2022 年中国制造业的处境或与 2018 年有相似之处：1）制造业企业都面临成本上升。2018 年去产能和环保限产，2021 年全球供需错位、供应链瓶颈和中国部分行业“运动式”减碳，推动上游原材料涨价，且今年涨幅明显大于 2018 年。2）制造业产能利用率都处于高位。2018 年和 2021 年前三季度的制造业产能利用率分别为 77.0%和 77.9%，均处于历史同期的较高水平。3）制造业下游行业的盈利预期并未好转。2018 年是由于中美贸易摩擦升温冲击出口预期，2021 年则是利润在行业间再分配、中下游行业承压。

图表34 随着出口景气下降，2022 年制造业企业家信心或将高位回落

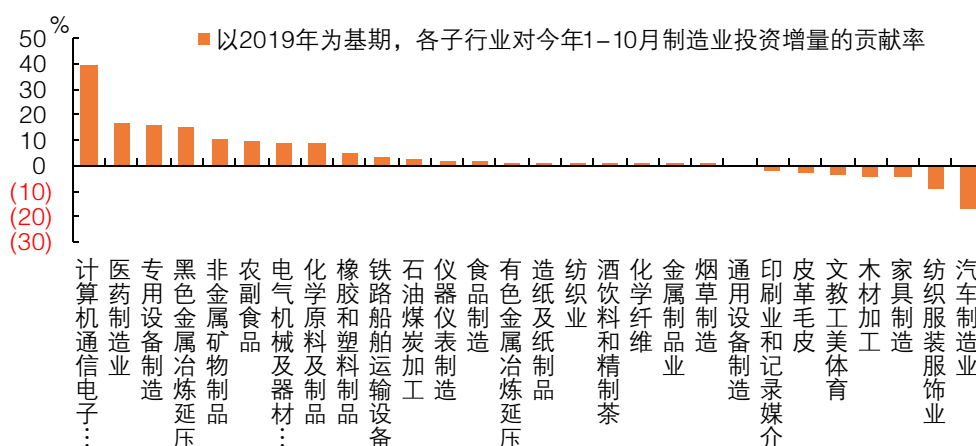


资料来源：Wind, 平安证券研究所（注：2021 年制造业投资增速为两年平均增速）

二是，2021 年制造业投资增量高度集中于受益出口和上游涨价的行业，随着出口步入下行周期，绿色转型严控高耗能行业新增产能，相关行业继续增加资本开支的空间或将有限。2021 年 1-10 月制造业投资较 2019 年同期增加了 1.3 万亿，其中，

计算机通信电子设备、医药、专用设备、黑色金属冶炼延压加工和非金属矿物制品五个行业，对制造业投资增量的贡献率高达 98.1% (图表 35)。计算机通信电子设备、医药和专用设备均受益于海外疫情和出口高增，出口大概率已过了最景气阶段，相关行业的资本开支难持续扩张。2021 年 10 月计算机通信电子设备制造业投资的两年平均增速已从 6 月的 18.5% 回落至 10 月的 17.1%，呈现出见顶迹象。在经济绿色转型过程中，钢铁、水泥等高耗能行业新增产能受限，《2030 年前碳达峰行动方案》明确要求严禁新增钢铁和水泥熟料的产能，因而黑色金属冶炼延压加工和非金属矿物制品两个行业投资面临政策约束。此外，汽车行业是 2021 年以来制造业投资的最主要拖累，受制于产业链供应链瓶颈，以及主流车企的竞争向智能化演进后，重研发投入而轻固定资产投资，2022 年汽车行业固定资产投资或也难有大幅反弹。

图表35 2021 年对制造业投资增量集中在受益于出口和上游涨价的行业



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三是，绿色转型将成为 2022 年制造业投资的重要撬动力量，但还需路径信号的进一步明确。2022 年碳减排支持工具势必成为撬动绿色投资的重要抓手，其鼓励金融机构向碳减排重点领域内的各类企业一视同仁地提供碳减排贷款，且初期支持范围突出“小而精”。但需要注意的是，制造业投资中将近 90% 都是民间投资，而民间投资通常更关注经济和政策的不确定性。因此，其在绿色转型的路径中，不太可能成为“打前阵”的角色，更可能是作为地方政府和国有企业加大绿色投资后的“跟投”，而这还需要更加明确的路径信号。对制造业和绿色转型的融资支持政策，还需配合企业投资意愿和能力的实质增强，才能形成有效投资。

2.3 双循环：面临新挑战

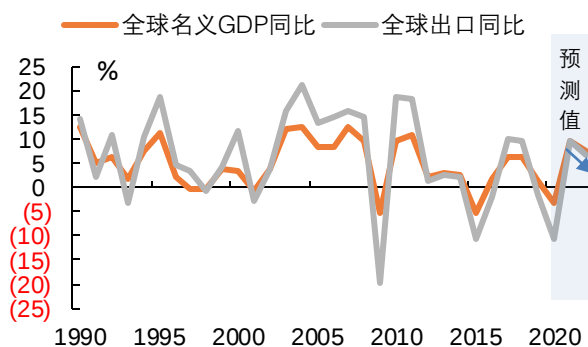
2021 年以来，在发达国家需求高涨、供应链短缺以及疫情再次大面积爆发等因素的作用下，我国出口呈现出超预期的韧性。从总量、份额和价格方面都形成了支撑：

外需总量上，2021 年全球总需求的较快复苏使得全球商品贸易迅速回暖 (图表 36)。但值得注意的是，新冠疫情后“逆全球化”的进程或有提速。1990 年代以来，全球出口增速在多数时间内都高于全球名义 GDP 增长，展现出全球化趋势。但根据 IMF 的预测，2021 年在全球经济增长反弹过程中，出口增速仅与名义 GDP 增速大致持平，2022 年全球经济增长有所放缓，而出口增速回落幅度可能稍大。“逆全球化”趋势不利于中国出口的中长期增长。

出口份额上，疫苗普及进程不均衡，且德尔塔病毒大面积传播，延缓了我国出口市场份额的回落 (图表 37)。但需要关注到，2021 年下半年以来，欠发达国家在全球出口中的占比，从此前大幅低于 2019 年同期水平，回到与 2019 年同期相近。也就是说，尽管其疫苗普及度仍显著落后，但已愈发适应了与疫情共存，生产能力已有显著修复的迹象。2021 年下半年以来，中国出口市场分额优势已显著收窄，所替代的份额主要集中在美墨加地区，这与美国迟迟未能缓解的供应链瓶颈，以及新增确诊、

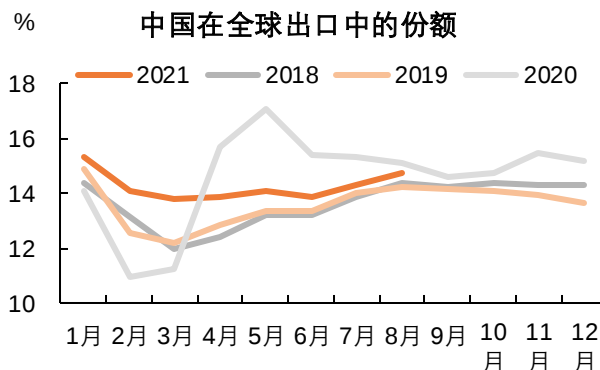
死亡病例的高位反复相联系（图表 38）。而美国在疫苗和药物研发上具备较强实力，意味着这种替代更可能是暂时的。2022 年中国出口市场份额或将面临进一步回落的压力。

图表 36 全球经济复苏带动国际贸易回暖



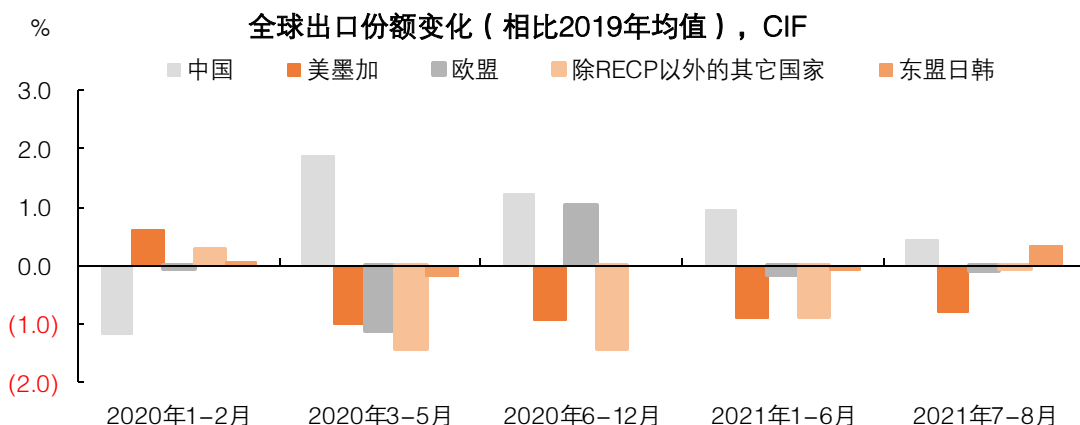
资料来源：IMF, 平安证券研究所

图表 37 2021 年以来我国出口份额保持较高水平



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 38 2021 下半年中国出口市场占有率已有明显回落

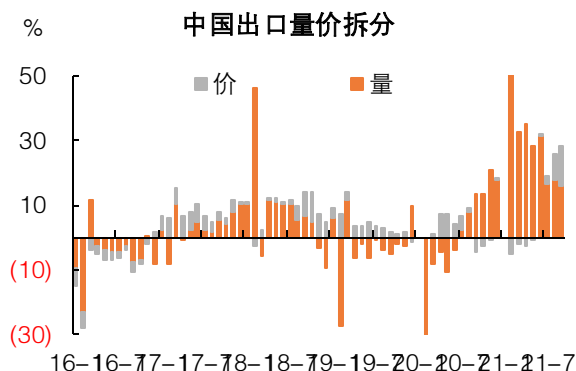


资料来源：IMF, WTO, 平安证券研究所

出口价格上，2021 年以来全球大宗商品价格大涨，价格因素对我国出口的支撑作用也从 2021 年 7 月开始凸显。出口量的贡献从 6 月的 31.2% 下降到 7 月的 16.3%，近乎减半，而价格的贡献快速上升，才使得出口增速保持了平稳。10 月以来，国内和国际大宗商品价格都出现见顶迹象，2022 年价格对中国出口同比的贡献也面临逐渐弱化（图表 39）。

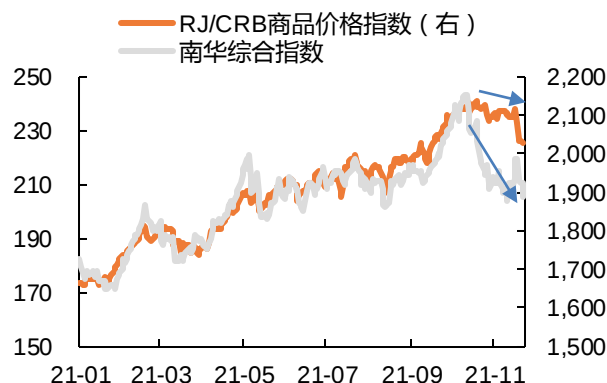
2022 年中国出口增长回落的方向比较明确。首先，全球疫后经济复苏最快的时间段已经过去，全球贸易增速将随着经济增速的下降而回落，“去全球化”进程亦会产生拖累。其次，欧洲、东南亚及其它欠发达国家的生产能力将进一步恢复，随着美国供应链瓶颈问题得到解决，其终端低库存状态或将快速反转，都将使得我国出口市场份额进一步承压。最后，随着全球大宗商品供需紧张格局趋于缓解、美元走强、全球流动性拐点的出现，全球大宗商品价格已出现见顶迹象，价格因素对我国出口的支撑亦将趋于减弱（图表 40）。

图表39 2021 年下半年来，出口的价格贡献明显上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表40 大宗商品价格已开始见顶回落

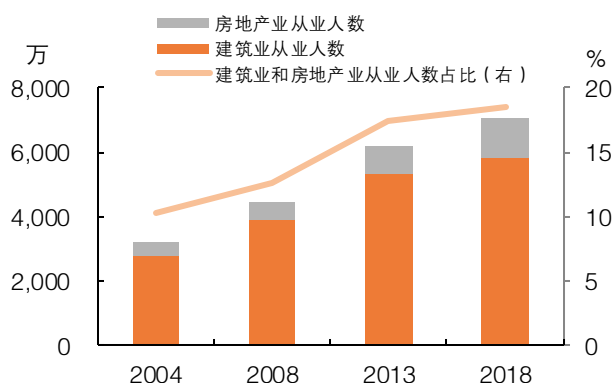


资料来源: Wind, 平安证券研究所

在外循环贡献减弱的背景下，内循环的重要性势必进一步凸显。新冠疫情爆发后我国消费恢复较慢，提振消费已成为中国经济的中长期挑战。预计 2022 年国内消费将延续缓慢修复。

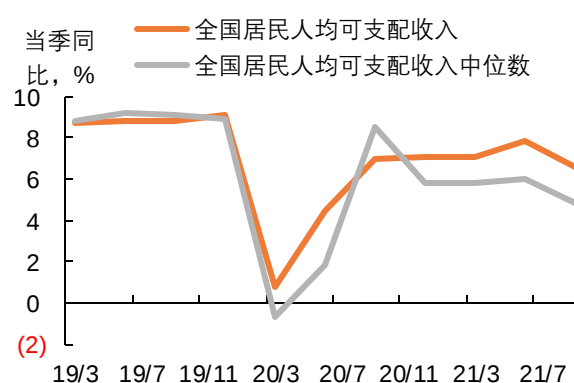
对 2022 年居民消费恢复不宜抱有过高期待。一是，债务压力继续压制居民消费能力。根据我们在《从国庆数据看为何“补偿式消费”迟迟未至》中的分析，以年还本付息额/可支配收入、债务余额/可支配收入衡量的中国家庭部门实际偿债压力，2020 年已超过美国、日本、德国、法国、英国等多数主要发达经济体。新冠疫情可能进一步放大了偿债负担。二是，居民消费意愿难有大幅提振。2022 年国内疫情仍有多点散发的可能；出口和房地产产业链步入下行周期后国内稳就业压力上升，退休潮来临拖累边际消费倾向；疫情以来我国居民人均可支配收入的中位数增长持续低于平均数增速，意味着收入分配的不平等扩大，同样拖累边际消费倾向。以上因素均不利于居民消费能力的释放（图表 41、图表 42）。

图表41 2018 年房地产和建筑业从业人员占比近两成



资料来源:《全国经济普查主要数据公报》, 平安证券研究所

图表42 新冠疫情后居民的收入不平等问题显著扩大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三是，地产后周期消费的拖累难有明显缓解。2016 年之前，国房景气指数对限额以上企业的家具、建材装潢类零售额同比有比较明显的领先性。但 2016 年后两者同步性减弱，国房景气指数长期在 100 附近震荡，而地产后周期消费增速下滑、并从 2018 年开始持续负增长（图表 43）。一个可能原因是，房价持续上涨后投机性和投资性的购房需求比例上升，房地产销售提前透支，家具和建材装潢类商品在住宅销售后并未同步跟上。我们把城镇户籍人口增加带来的刚性购房需求+人均居住面积提高带来的改善型购房需求，作为非投资和非投机的合理购房需求。将之与实际住宅销售面积进行对比，可以发现 2016 年开始，在地产销售进入上行周期、货币化棚改和投资投机需求等多股力量的推动下，我国住宅销售出现了一定透支迹象（图

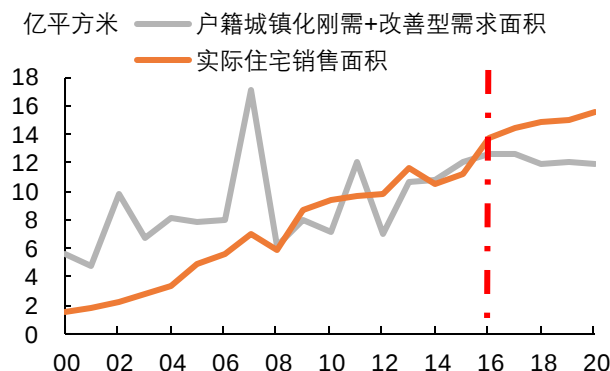
表 44)。截至 2021 年 10 月，房地产销售面积单月的两年平均同比已连续 3 个月为负，预计 2022 年地产后周期消费难有明显起色。

图表 43 2018 年以来房地产相关消费增长持续低迷



资料来源: Wind, 平安证券研究所 (注: 2021 年为两年平均增速)

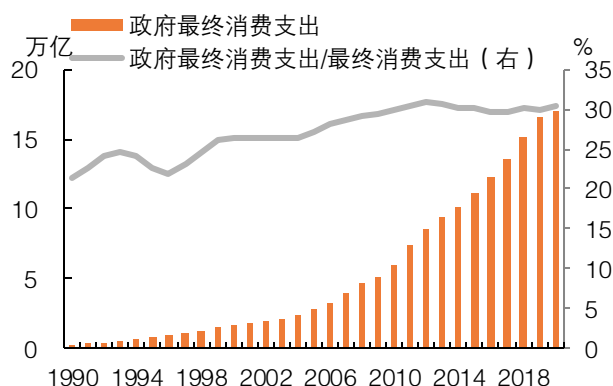
图表 44 2016 年以来房地产销售开始呈现出透支迹象



资料来源: Wind, 平安证券研究所

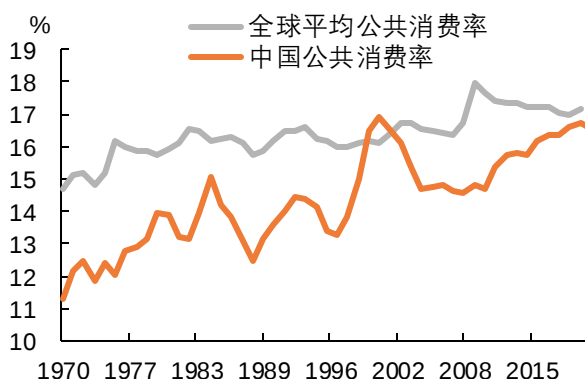
2020 年底召开的中央经济工作会议指出“要合理增加公共消费”“提高教育、医疗、养老和育幼等公共服务支出效率”。我们认为，2022 年在需要财政发力稳增长，但合适基建项目有限的情况下，财政支出适当向公共消费倾斜，将是一个非常有益的边际增量。2010 年至 2020 年，中国 GDP 最终消费支出中，政府最终消费支出占比在 29.7%-30.8% 之间窄幅波动，公共消费没有很好地发挥逆周期调节功能（图表 45）。国际对比看，中国的公共消费率长期低于全球平均水平（图表 46）。中国作为大政府的国家，公共消费率反而长期低于全球平均水平，和中国存在过量的基础设施投资有关。增加公共消费，不仅能提高财政资金的使用效率，还可以发挥公共消费对私人消费的“挤入”效应（有学术研究表明，中国公共消费率每提高 1%，居民消费在长期内最高会增加 0.39%）。2020 年中国常住人口城镇化率 63.9%、户籍人口城镇化率 45.4%，有 2.6 亿人生活在城市但户口在农村，推进常住人口市民化，需要政府加大在教育、医疗和社保等基本民生上的支出。根据国家统计局数据，2020 年中国基尼系数为 0.468，仍明显高于 0.4 的国际警戒线，增加公共消费以缓解中低收入人群的后顾之忧，也是“共同富裕”顶层目标下财政政策的应有之义。

图表 45 2010 年至今，政府最终消费支出占比基本稳定



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 46 除少数年份，中国公共消费率长期低于全球平均



资料来源: 世界银行, 平安证券研究所

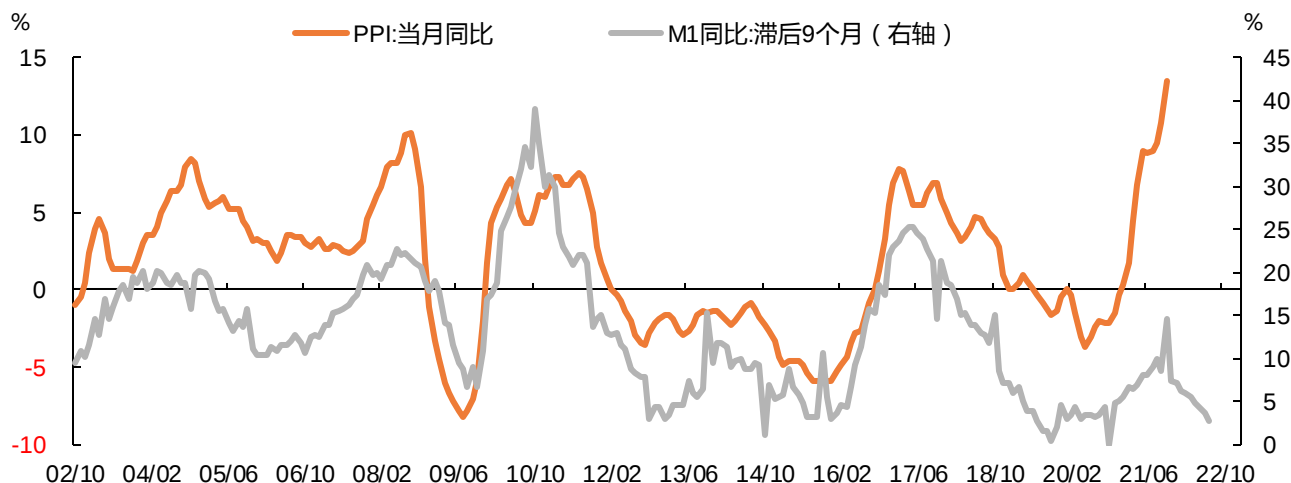
2.4 通胀：不再是紧约束

预计 2022 年我国 CPI 与 PPI 的高点将呈现错位，连续下行的 PPI 与整体低迷的 CPI 组合，货币政策宽松的制约因素势必弱化。

■ PPI：高基数下增速回落，四季度或至负值区间

总量角度：PPI的领先指标已先行进入下行区间。M1同比增速下滑往往预示着PPI的顶部已现（图表47）。M1的波动由企业活期存款贡献，其变化是实体经济活跃度的体现。历史经验表明，我国M1增速往往领先PPI约9个月见顶，这一规律在2008年、2011年、2013年和2017年都得到了很好的验证。

图表47 历史上，M1增速见顶常预示着2022年PPI增速下滑



资料来源：Wind, 平安证券研究所

翘尾因素：对2022年PPI的贡献逐月降低。我们测算，2022年1月，翘尾因素对PPI的拉动约9~10个百分点（具体取决于2021年年末的PPI环比运行节奏），而到2022年10月份则将下滑至负值区间（图表49）。

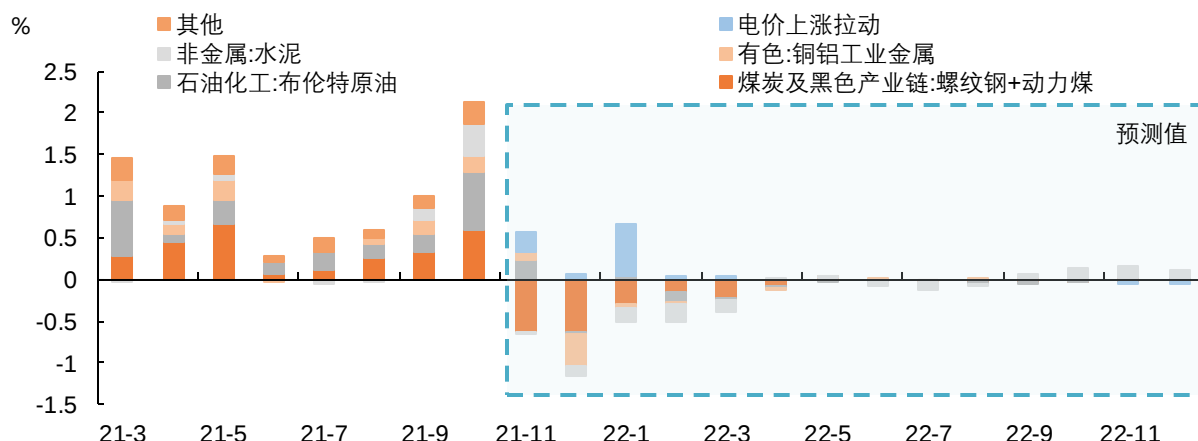
新涨价因素：油价和黑色产业链价格中枢下移。从新涨价因素来看，我们预计对2021年以来PPI上行贡献较大的黑色产业链及原油价格到2022年都将趋于下行（图表48）。尽管电价市场化改革存在一定的扰动，但新涨价因素整体上仍将进一步拉低PPI的同比增速。

1) 黑色产业链对PPI的拉动作用或逐步减弱。2021年10月下旬以来，国家发改委连续发文并出台各项政策，通过保供、控价、补库存、打击投机等手段对动力煤价格进行干预，严控煤价回归合理区间。诸多政策助力下，动力煤期货价格大跌，现货价格也缓慢下滑，未来PPI煤炭产业链的环比有望逐步回落。而焦煤、焦炭及螺纹钢等其他黑色系商品在动力煤价格大跌的情绪影响下，也出现较大幅度的调整，亦可能减弱PPI上行压力。基准情形下，基于目前商品期货的远期合约价格，动力煤价格自2021年10月见顶（期货结算均价约1750元/吨），至2022年末约650~700元/吨，跌幅约60%；螺纹钢价格对于PPI的拉动滞后约一个月，2021年9月见顶（期货结算均价约5600元/吨），到2022年末约3800~3850元/吨，跌幅约32%。

2) 在美国原油储备进一步投放、OPEC进一步增产或将落地的情况下，2022年油价大概率趋于下行。2021年9月以来，国际油价快速上行突破80美元/桶，达近年来高位。全球Delta病毒冲击减弱、美国页岩油及OPEC+产油国的供给不足，支撑油价强势，而四季度“冷冬”预期的强化、天然气等互补品价格暴涨、伊核谈判进度缓慢以及美国战略原油储备投放不及预期等进一步助推了油价上行。2021年11月26日，Omicron病毒变异触发市场恐慌情绪，布油价格从80美元/桶迅速下跌至11月30日的70美元/桶。虽然目前新冠病毒变种的具体影响尚未确定，但考虑到美国石油战略储备仍有可能加大投放、油价高位背景下OPEC增产动力更足，以及美联储货币政策收紧下美元偏强，我们倾向于2022年油价难以维持在当前高位，大概率趋于下行。基准情形下，布伦特原油价格对于PPI的拉动滞后约一个月，基于目前商品期货的远期合约价格，布油2021年12月见顶（期货结算84.38美元/桶），到2022年末降至70~75美元/桶，跌幅在15%左右。

3) 电价对 PPI 的传导不会改变 PPI 同比回落的形态。2021 年 10 月 11 日国家发改委印发《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，随后多地煤电交易价格触及上限，即较基准价上涨 20%。由于工业企业用电的来源及交易方式不同，本次煤电市场化改革所带来的影响将在未来几个月内逐步显现。根据我们在报告《再论煤电市场化改革对 PPI 的影响》中的测算，本次煤电市场化改革会对明年年初的 PPI 同比产生明显抬升作用，后随着未上网工业用电市场化的推进，这种抬升作用还会小幅扩大。三种情形下，煤电市场化分别抬升 2022 年的 PPI 同比 0.9 个、1.2 个和 1.3 个百分点，但不会改变 PPI 同比回落的形态。

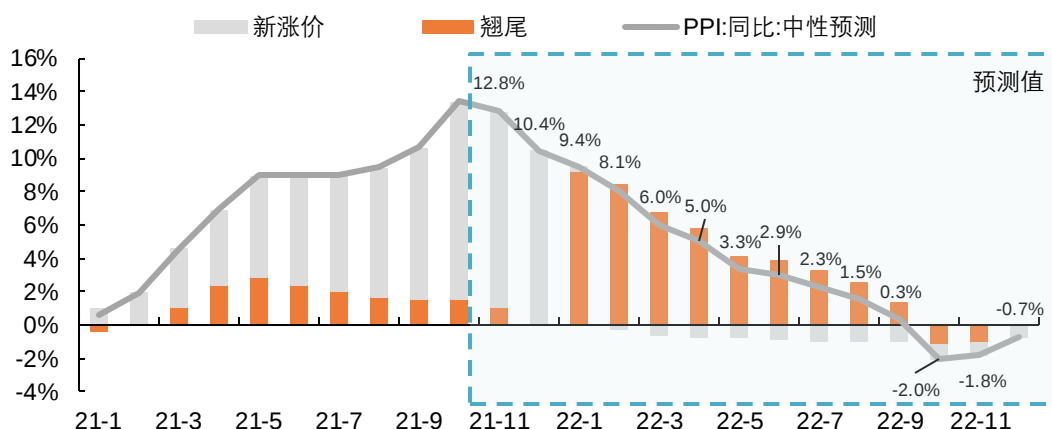
图表 48 原油和黑色产业链价格中枢下移，将对 2022 年 PPI 同比形成拖累



资料来源: Wind, 平安证券研究所

基于翘尾因素快速下行、黑色产业链对 PPI 的拉动作用弱化、原油价格 2022 年趋于下行，我们的预测显示，2022 年 PPI 在高基数下将趋势回落，四季度或至负值区间。中性情境下，一季度到四季度的 PPI 同比增速分别为 7.8%、3.7%、1.4% 和 -1.5%，10 月 PPI 转负，随后两个月温和回升、但仍处负值区间，全年 PPI 同比均值为 2.9%。不过，在 2022 年疫情演化高度不确定下，油价或会偏离我们中性预测的中枢，从而带动 PPI 中枢出现变化。如若海外疫情超预期恶化，引发欧美国家在很长一段时期内边境封锁力度较大，2022 年油价中枢或从我们中性预测的 75 美元/桶降至 65 美元/桶，推动全年 PPI 中枢下行 0.26 个百分点至 2.6% 左右。如若海外疫情控制得当，主要国家纷纷开放边境带动航空煤油需求增长，而 OPEC+ 的增产力度不强，供需缺口扩大推动油价上探 90-100 美元/桶区间，2022 年油价中枢或从我们中性预测的 75 美元/桶升至 85 美元/桶，推动全年 PPI 中枢上行 0.26 个百分点至 3.2% 左右。

图表49 翘尾因素贡献趋弱，将对2022年PPI的同比增速形成拖累



资料来源: Wind, 平安证券研究所

■ CPI：上半年温和上行，三季度或上探3%

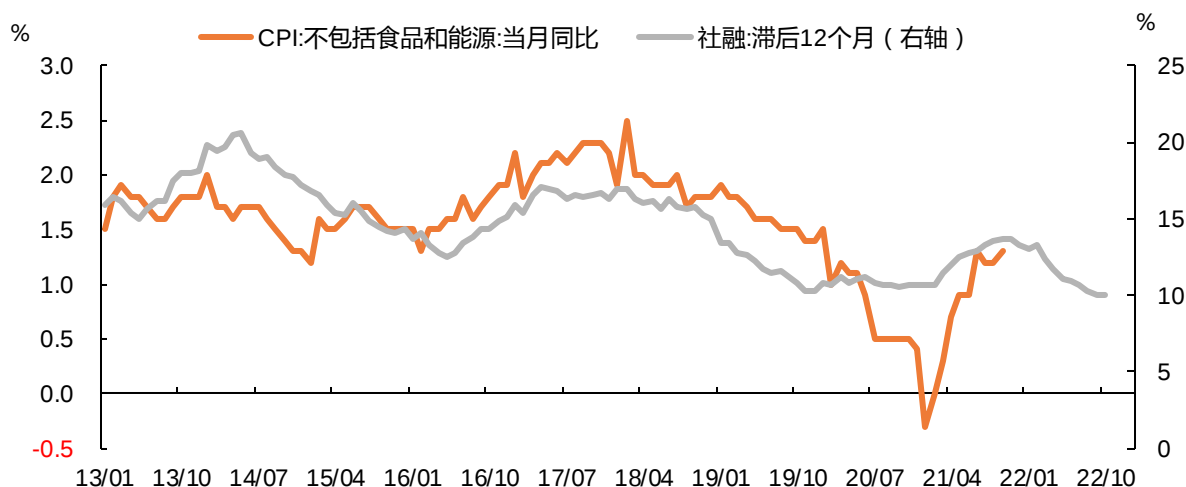
我们将CPI的波动拆分为四个部分：剔除能源与食品影响的核心CPI、能源相关、猪肉相关、剔除猪肉的食品项。其中，核心CPI与剔除猪肉的食品项环比季节性特征较明显，年度中枢水平主要受宏观需求强弱和货币信用传导的影响，因而在预测中，我们把自上而下的中枢判断与环比的季节性波动结合起来。对于能源和猪肉两个分项，则更关注它们本身的供需特征和变化节奏。具体来看：

1) 自上而下来看，2022年核心CPI难以冲高。需求方面，预计2022年中国经济多数时间运行在潜在增速之下，产出缺口为负，需求不振下价格较难上行。尽管2021年10月出现了一定的PPI向CPI非食品项传导迹象，但我们判断PPI下行趋势已定，进一步传导较难出现。货币方面，历史上社会融资规模增速往往对核心CPI有着一年左右的领先效应，而2020年11月以来社会融资规模增速见顶回落，预计将在2022年三季度之前压制核心CPI的上行（图表50）。

2) 新一轮猪周期启动预计将带动2022年下半年CPI冲高。根据我们在报告《新一轮猪周期：信号、拐点、影响》中的分析，2022年7、8月份或将成为猪肉价格上行的拐点。考虑到，历史上猪周期启动前半年猪价涨幅往往在50%以内，叠加2022年猪肉在CPI中的权重可能下行，我们的估算显示：中性（2022年末猪肉价格升至27~36元/公斤）、涨幅较高（2022年末32~40元/公斤）、上涨偏慢（2022年末24~30元/公斤）三种情形下，2022年猪肉对CPI单月同比的拉动最高（四季度到达）分别约为0.5%、0.7%、0.3%（图表51）。

3) 2022年能源价格大概率趋于回落。与前面对PPI影响因素的分析相同，2022年以动力煤和原油为代表的能源品价格均将趋于回落。

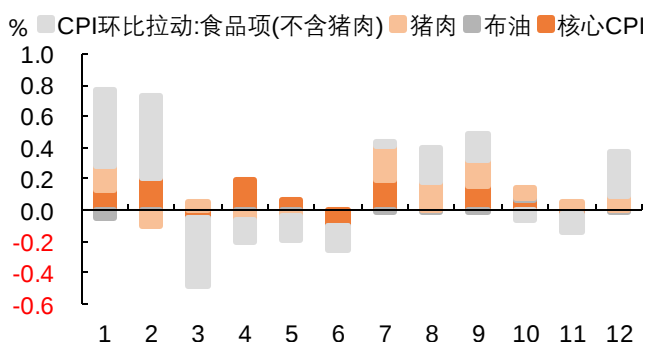
图表50 2020年11月社融增速出现拐点,预示2022年核心CPI趋于回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

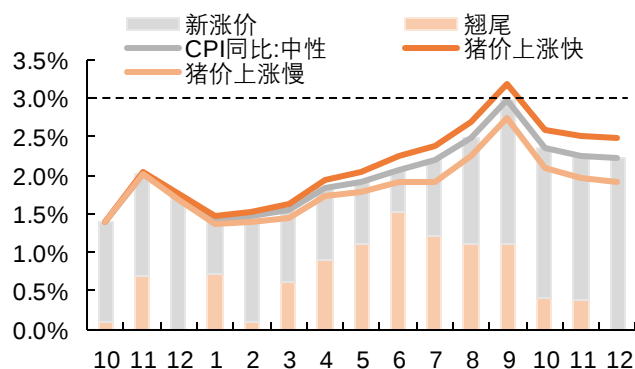
基于经济下行和货币滞后作用下核心CPI趋于回落、能源价格和PPI增速趋于下降、新一轮猪周期下半年启动,我们的预测显示,2022年CPI上半年温和上行,8月、9月上行有所加速,不排除9月上探3%的可能性,而四季度回落(图表52)。基准情形下,预计2022年一季度到四季度的CPI同比增速中枢分别为1.5%、1.9%、2.6%和2.3%,同比高点出现在9月,约3.0%,随后下行至2.2%,全年CPI的均值为2.1%。若猪肉价格上涨偏快,9月CPI同比高点或达3.2%,但随后在基数效应带动下回落至2.5%左右,全年CPI的均值为2.2%。若猪肉价格上涨较慢,9月CPI同比高点或为2.7%,随后回落至1.9%上下,全年CPI的均值为1.9%。

图表51 2022年CPI环比预测及贡献拆分



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表52 2022年CPI同比走势预测



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、助力高质量发展的宏观政策

2022年中国经济增长的内外压力均有加大,对宏观调控政策提出更高诉求和更大挑战。预计2022年财政政策发力和产业政策调整将是重点,而货币政策作为配合,全面宽松的空间不大。货币政策方面,再贷款领衔的结构性货币政策工具将在基础货币投放中发挥突出作用;信贷稳定增长的空间诉诸于房地产、高耗能等产业政策之缓和,以及制造业高质量发展和

绿色转型等之增量；而高企的宏观杠杆率和利息偿付压力奠定了利率水平下移的方向。财政政策方面，基调可比 2021 年略为积极，财政支出节奏需要体现“前置”特征，地方债务高压监管仍将延续，探索新增地方专项债与“十四五”重大项目、以及地方保障性安居工程项目的更好结合，更好发挥跨周期调节的作用。

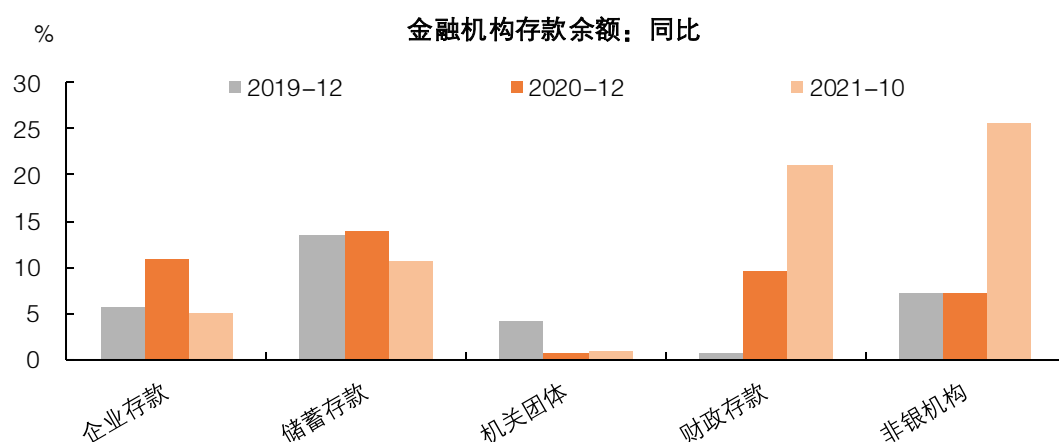
3.1 货币政策：调结构、释风险、稳信用

■ 2022 年货币政策有加码宽松的必要性。

1) 对 2022 年货币政策的最终定调需等待 2021 年底的中央经济工作会议落槌，但央行在 2021 年 11 月 19 日发布的《2021 年第三季度中国货币政策执行报告》中，拿掉了延续多时的“管好货币总闸门”。从此前这一关键词的“隐”与“现”中，均可窥见货币政策方向的转变，那么此次删除或许意味着后续货币政策宽松的空间已被打开。不过，央行对下一阶段货币政策又突出从“稳”（“保持货币政策稳定性，稳定市场预期”），意味着货币宽松的窗口更可能到 2022 年才会打开。

2) 2021 年 6 月以来，M1 增速持续滑坡，与 M2 增速的差距迅速拉大，表明实体经济现金流状况恶化，需要逆周期政策予以支持。M1 代表实体经济可灵活支配的现金流，其与房地产销售和企业盈利增长高度相关，M1 增速下滑是经济下行压力加大（尤其 2021 年下半年房地产销售快速下滑、中下游企业利润持续承压）的体现。从存款增速结构中也可观察到非政府部门现金流收紧的问题：2021 年前 10 月，储蓄存款、企业存款、机关团体存款余额增速均比上年同期显著下滑，而财政存款和非银金融机构存款余额增速显著攀升（图表 53）。这意味着，当前资金往实体经济的“沉淀”显著放缓，需要更加对症下药的政策支持，与此同时政府债券融资却较多滞留账上，财政发力进展较为一般。因此，从财政与货币政策搭配来看，货币政策亦有进一步取向宽松的必要性。

图表 53 2021 年初以来企业和居民存款增速均持续放缓



资料来源: Wind, 平安证券研究所

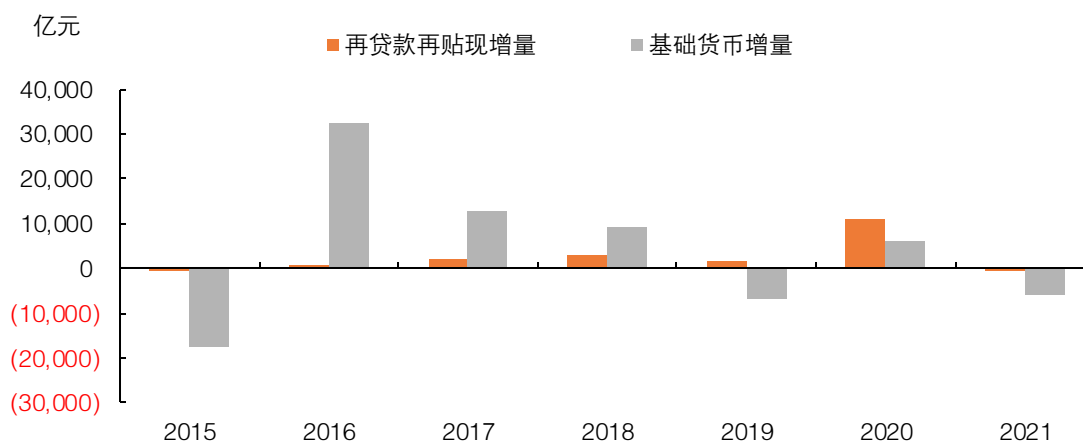
3) 2021 年超预期攀升的 PPI 通胀，对货币政策宽松形成掣肘，但 2022 年通胀压力减轻将为货币政策打开空间。2021 年初市场对 PPI 走势的预期是 5 月见顶后，即呈“倒 V”回落，但事实上 5 月之后 PPI 非但未有明显回落，反而在 9 月进一步上行，10 月创下 13.5% 的历史新高。且随着 10 月以来蔬菜价格的快速上涨、猪肉价格的底部反弹，CPI 同比也开始有所抬升。国内通胀超预期向上，叠加海外美联储加息预期的快速升温，无疑限制了我国货币政策宽松的工具选择。2021 年 9 月以来，央行推出 3000 亿支小再贷款额度、推出碳减排支持工具、推出 2000 亿煤炭清洁高效利用专项再贷款额度，以结构性方式应对中国经济增长中的“不稳固、不均衡”问题。根据我们前面预测，2022 年 PPI 同比将步入持续回落，CPI 大概率下半年才会在新一轮猪周期带动下上探 3%，货币宽松的掣肘将明显减轻。

■ 2022 年 货币政策将主要聚焦三大重点目标

着眼点一：结构性支持实体经济

2020 年以来，再贷款、再贴现开始在我国基础货币投放中发挥突出作用。2020 年，央行通过三批再贷款、再贴现政策和两项直达实体经济的货币政策工具，投放基础货币达到 1.0845 万亿，而 2020 年基础货币净增加量仅为 6253 亿（图表 54）。2021 年前三季度，再贷款、再贴现余额略有下降，但四季度以来政策再加码，尤其碳减排支持工具采用再贷款形式，势将成为 2022 年基础货币投放的重要一极。

图表 54 新冠疫情以来，再贷款、再贴在基础货币投放中的作用得以凸显

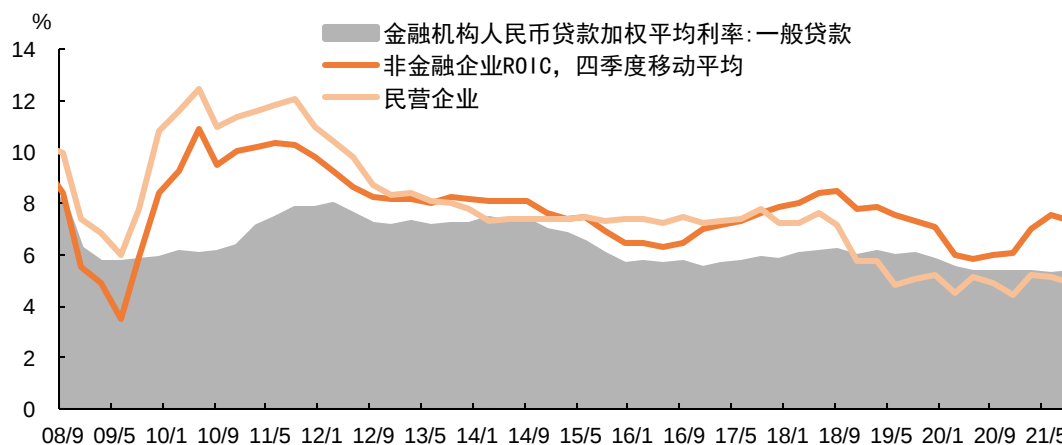


资料来源: Wind, 平安证券研究所

特别是，2021 年由于出口景气持续处于高位，前 10 个月中国贸易顺差创下历史最高，通过外贸赚取外汇成为填补基础货币缺口的重要一环（虽然较少体现在外汇占款上，但也通过外贸企业的海外收入进入国内货币派生）。2022 年，随着出口景气逐渐回落，央行需要在主动投放基础货币上发挥更大作用，而成本低于 MLF（目前再贷款利率在 1.75%-2.25%，MLF 利率为 2.95%）、又可结构性定向的再贷款，可能成为政策的优先项。

使用结构性货币政策工具的另一着眼点在于，中国经济增长不均衡（“长短脚”）问题凸显，定向降息更加对症。以可比口径的上市公司数据计算，2021 年以来得益于上游工业品价格上涨，国有企业投入资本回报率（ROIC）显著回升，三季度为 7.3%；而更多集中于中下游的民营企业 ROIC 仍在低位震荡，三季度为 4.9%，与新投放的一般贷款加权平均利率 5.3% 出现“倒挂”（图表 55）。在这种实体经济对贷款利率感受分化的情况下，更有必要加强对民营、小微企业的定向支持。央行在 2021 年三季度货币政策执行报告中，删掉了“推动实际贷款利率进一步降低”，而代之以“小微企业综合融资成本稳中有降”，同时明确了“引导金融机构加大对中小微企业、绿色发展等领域的支持”。

图表55 民营企业投资回报率显著偏低，与贷款利率倒挂

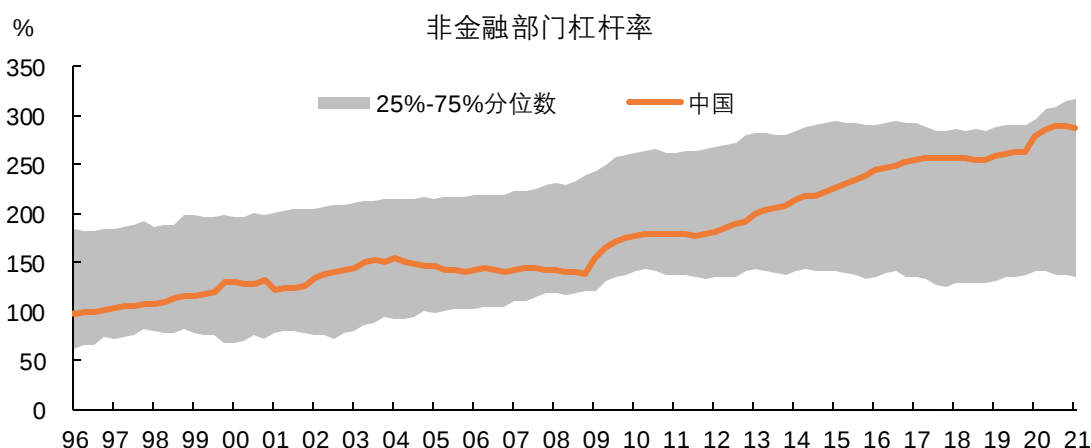


资料来源: Wind, 平安证券研究所

着眼点二：防范化解系统性风险

2020年，在经济增长受挫+逆周期政策发力的组合下，中国宏观杠杆率再上台阶，在全球主要经济体中已属高位，而2009年之前中国杠杆率在全球尚处低位（图表56）。2021年由于中国经济增速反弹，而信贷政策正常化（社融增速持续走低），中国宏观杠杆率开始温和回落，前三季度按照社科院口径的实体杠杆率共下降5.3个百分点，而2020年实体杠杆率比新冠疫情之前上升了23.6个百分点。2022年我们预计中国实际GDP增速从2021年的8.1%左右下降至5%-5.5%区间，与此同时社融增速保持平稳。在此情况下，宏观杠杆率有再度攀升的压力，“稳增长”与“稳杠杆”之间的权衡将更具挑战性。

图表56 中国宏观杠杆率已处于全球高位

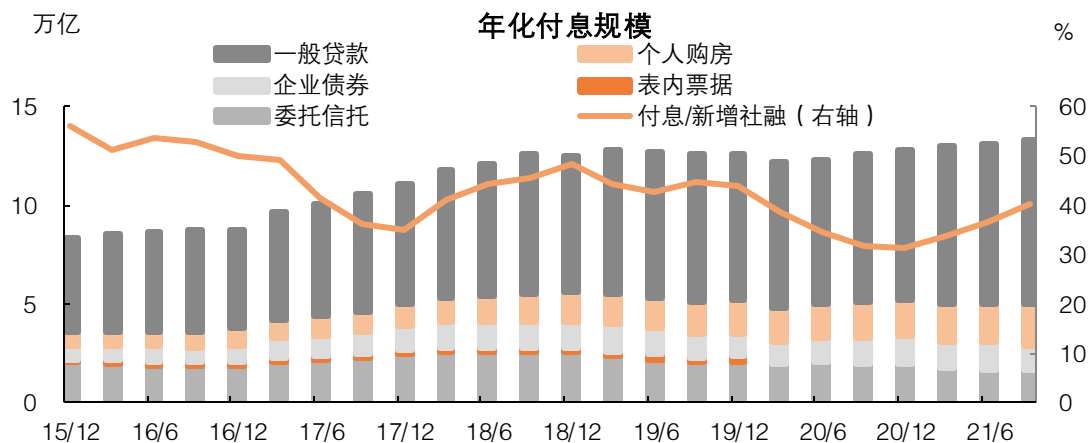


资料来源: BIS, 平安证券研究所

而2020年新冠疫情期间，央行降息35bp所带来的融资成本下降红利，在2021年已被逐渐消化。根据我们对存量社融年化付息规模的测算，2020年央行的大幅降息和降融资成本操作，使得在当年社融加速增长的过程中，实体付息压力出现持续下降。到2020年底，还本付息占当年新增社融的比例降低到约31.6%，是近年来的最低水平。但2021年随着社融存量的进一步增长，而央行未再降息，实体还本付息规模再度上升，在当年新增社融增长放缓的情况下，还本付息占新增社融的

比例重新回升。截至 2021 年三季度末，年化还本付息占过去一年新增社融的比例已回到 40.2%，与新冠疫情前 2019 年末的 43.7% 愈发接近（图表 57）。因此，中期内或有必要推出新的降息操作，配合稳定宏观杠杆率和防范系统性风险。

图表 57 2020 年降息红利渐被消化，2021 年实体付息压力回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

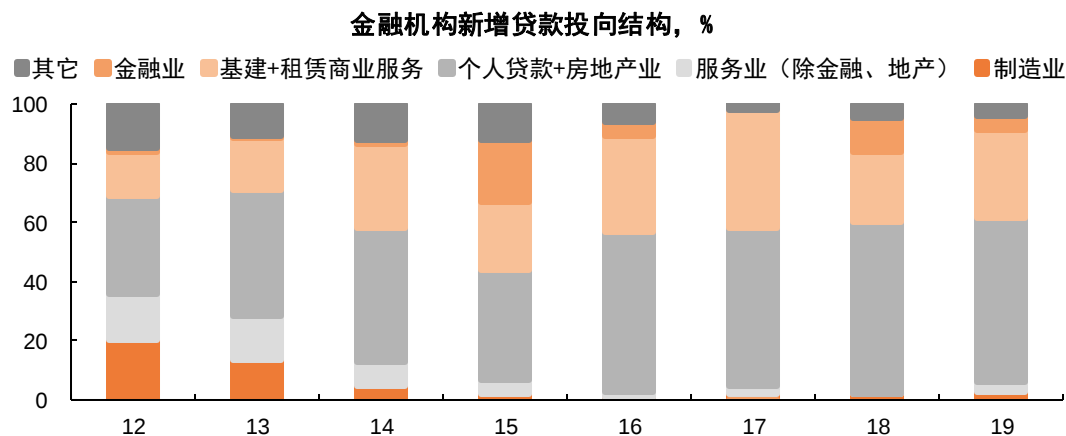
着眼点三：配合产业政策稳信用

2021 年第三季度货币政策执行报告特别增加了“增强信贷总量增长的稳定性”目标。其背景是，2021 年 9 月贷款余额增速已跌破了疫情前的水平，信用环境有滑出“货币政策正常化”区间的迹象。2021 年以来信贷、社融的主要拖累因素主要在于：1) 房地产贷款集中度管理和房企融资“三道红线”政策约束下，房地产表内贷款和表外融资均被大幅压降。2021 年前三季度，新增房地产贷款比去年同期少增 1.39 万亿，而整体新增人民币贷款比去年同期多增 4616 亿；房企债券融资比去年同期少增 2330 亿，而整体企业债券融资比去年同期少增 16625 亿，房企占 14%。2021 年上半年，资金信托投向房地产的金额进一步压缩了 2008 亿，同期社融中信托贷款规模共压降 7238 亿，房地产占 27.7%。2) 信托业“两压一降”工作持续推进，表外融资降幅进一步扩大。2021 年前 10 个月，委托贷款和信托贷款合计压缩 14645 亿，比去年同期多降 6269 亿，其中又以信托贷款降幅扩大为主。3) 城投平台融资在 2020 年高增长之后，受到政策约束。2020 年城投债净融资额达到近 2 万亿，而 2019 年为 1.28 万亿。在地方隐性债务延续强监管的背景下，2021 年城投债发行融资受限，前 10 个月实现净融资 1.6 万亿，比去年同期减少了 2236 亿，从债券发行层面反映出城投平台整体融资的受限。

我们预计 2022 年社融增长有望持稳。这主要有以下三方面的支撑：

一是，房地产、基建作为过去多年信用投放的“支柱”，压缩不可一蹴而就，2022 年其调整可能较 2021 年缓和。根据中国人民银行发布的金融机构分行业贷款年度余额数据，计算过去年份的新增贷款投放结构，可见 2016-2019 年房地产贷款占到年度新增贷款的 55% 左右，基建和城投相关贷款占到 30% 左右，房地产和基建城投两个板块占比就达到约 85%，再加上金融业在一些年份占比也达到 5-10%，新增贷款投向制造业等领域的比例甚微（图表 58）。2019 年新增贷款中投向制造业的仅占 2.6%，而 2012 年这一比例还达到 20%。

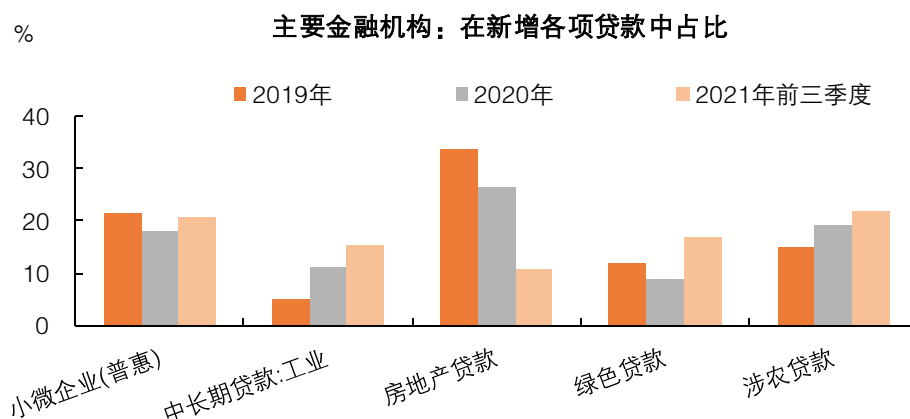
图表58 金融机构新增贷款投向严重失衡的问题正在纠偏



资料来源: Wind, 平安证券研究所

由于所披露相同口径数据仅截至 2019 年，从每季度披露的贷款投向数据来看，2021 年前三季度，主要金融机构房地产贷款占各项新增贷款的比重从 2019 年的 34% 大幅下滑至 10.9%，主要金融机构工业中长期贷款在新增中长期贷款中的占比从 2019 年的 5% 上升到 15.6%，绿色贷款、涉农贷款的占比也分别提升至 17% 和 22.1% (图表 59)。可见，从增量角度来看，金融机构贷款结构调整的成效已颇为显著，甚至在 2021 年至今房地产贷款压降有些过猛，若 2022 年中国经济下行压力加大，政策应有纠偏。

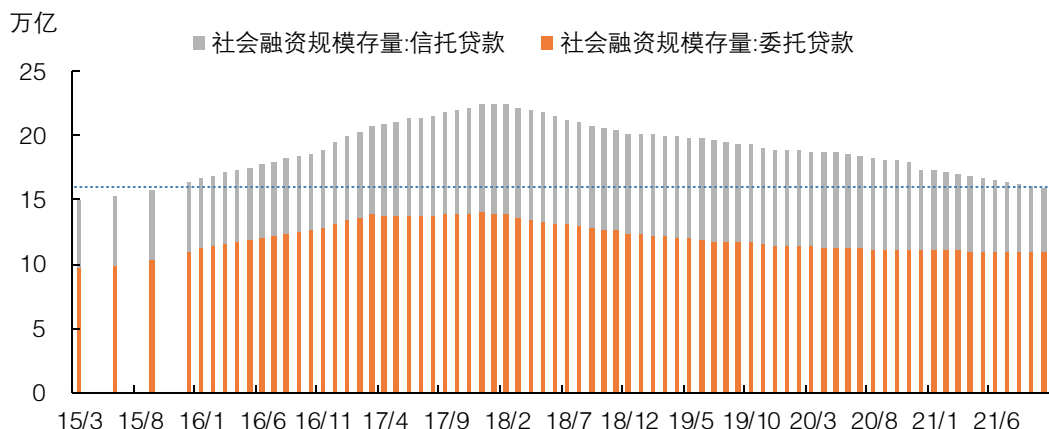
图表59 2021 年前三季度房地产贷款在新增贷款中的占比猛降



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 注: 工业中长期贷款占比的分母为“新增中长期贷款”, 其它为“各项新增贷款”

二是，表外融资压缩告一段落，降幅收窄助力稳信用。截至 2021 年 10 月，信托贷款和委托贷款余额已下降至 2015 年底的水平 (图表 60)。预计 2022 年信托贷款降幅有望明显收窄，对社融增速的影响由负转正。

图表60 2022 年表外融资压缩速度或将明显放缓



资料来源: Wind, 平安证券研究所

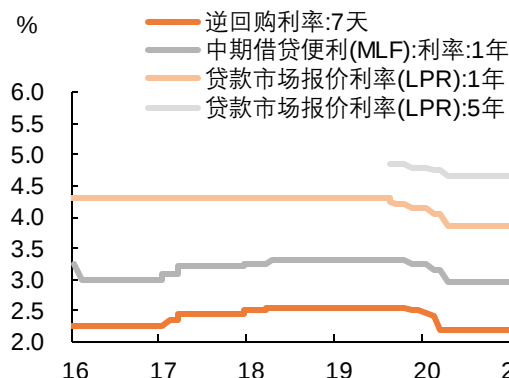
三是，碳减排支持工具“做加法”，对高耗能项目有的放矢。2022 年稳信用的拉动力量，除了延续此前的小微企业、制造业外，还有新近落地的碳减排支持工具。其也采用再贷款形式，按照贷款本金的 60% 提供资金支持。若按照目前较宽口径的绿色贷款数据，2021 年前三季度累计新增绿色贷款在 2.83 万亿，则对应的再贷款规模在 1.7 万亿。2022 年碳减排支持工具的效力取决于所支持领域的具体划定范围，以及符合条件的项目情况（即能够匹配 LPR 贷款利率的项目）。我们认为，以 1.75% 的、低于逆回购的成本获取资金，无疑会对商业银行形成有效激励，碳减排支持工具应可逐渐成为稳信用的重要一极。

此外，2021 年三季度货币政策执行报告中，拿掉了“严格控制高耗能高排放项目信贷规模”的表述，而是代之以“鼓励金融机构在依法合规、风险可控基础上，合理满足煤电企业应急保供发电融资需求”。2021 年 10 月 24 日，中共中央和国务院发布《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》，指导各省市自治区、各行业更好平衡绿色转型与经济增长。2022 年，随着产业政策更加调适，“运动式”减碳对稳信用的冲击也会有所减弱。

■ 2022 年货币政策的工具与节奏选择

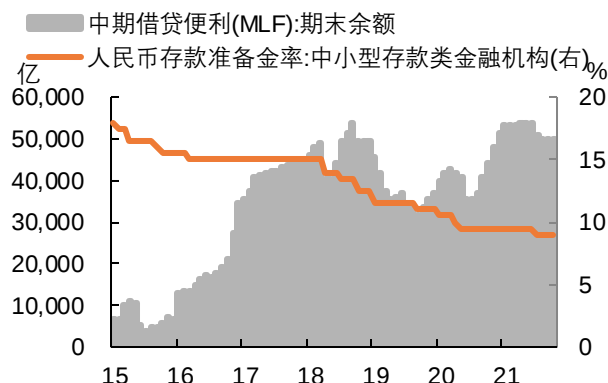
基于上述货币政策的三大着眼点，我们认为 2022 年货币政策工具的使用按照宽松程度由小到大、优先级由高到低的排序，依次为：首先，再贷款、再贴现领衔。其最具结构性特征，在经济增长不均衡背景下也最为适用。其次是降准。新冠疫情以来，降准在量的层面上中性意味越来越强，2020 年 4-5 月累计降准 1 个百分点、2021 年 7 月降准 0.5 个百分点，均伴随着 MLF 存量下降（图表 62）。降准的宽松意义主要体现在，增加低成本资金，替换高成本的 MLF，以降低商业银行负债成本。最后是降息。在“健全中央银行操作目标体系”的过程中，央行已经打造并正在健全“以公开市场操作利率为短期政策利率和以中期借贷便利利率为中期政策利率的政策利率体系”，“健全从政策利率到 LPR 再到实际贷款利率的市场化利率形成和传导机制”（图表 61）。在这一框架下，降息的全局性意味最强，意味着从货币市场利率到实际贷款利率的整体性下调。从中长期内减轻实体经济利息偿付压力的角度，有降息的必要性，但需在经济下行压力整体性加大时推出。且 2020 年下半年若美联储开启加息，则国内降息的空间也会受到掣肘。

图表61 央行政策利率传导联动机制已然成型



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表62 2020年以来的两轮降准均为替换MLF

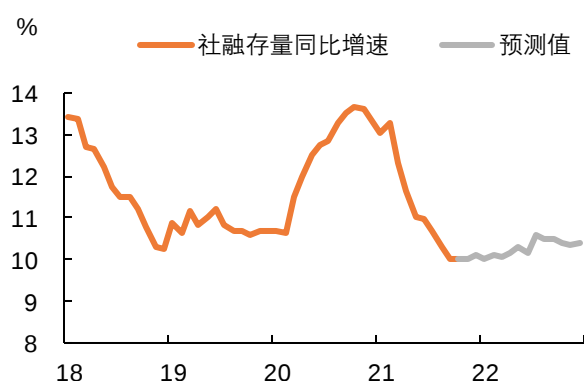


资料来源: Wind, 平安证券研究所

在政策工具的节奏上,我们可以大致做个“沙盘推演”:一季度由于需要弥补基础货币缺口,降准的可能性较高;二季度国内通胀下行和美联储货币政策操作更加明确,可能是降息的一个“窗口期”;下半年如果美联储开启加息,国内降息的空间会受到掣肘,随着经济企稳,货币宽松的诉求也可能有所减弱。

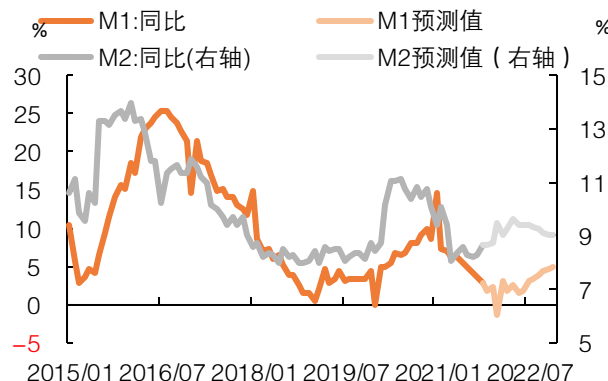
预计 2022 年社融增速企稳略有回升。这主要依托于:房地产、高耗能等产业政策缓和,信托规模压降空间缩窄,再贷款政策的结构性支持;而拖累因素主要在于实体有效融资需求下降(图表 63)。具体地,预计全年新增社融 32.57 万亿,增速约为 10.4%,7 月达到 10.6%左右的相对高点。预计表内信贷全年新增 21.97 万亿,增速 11.4%;委托贷款与信托贷款全年共压降 8400 亿,平均每月压降 700 亿;企业债券全年增量 3.3 万亿,与疫情前水平接近;政府债券全年净融资 6.82 万亿,每月按 2018、2019 年占比均值增长;其他项按照疫情前每月约 1100 亿增长。预计 2022 年新增房地产贷款占新增贷款比例约为 20%,高于 2021 年、但低于疫情前,绝对值为 4.39 万亿,全年增速约为 8%左右。预计 2022 年 M1 增速回升,年末达 4.8%;M2 增速温和上行至 9%左右(图表 64)。

图表63 预计 2022 年社融增长企稳略有回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表64 预计 2022 年 M1、M2 增速分别为 4.8%和 9%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 财政政策：积极对接十四五重大项目

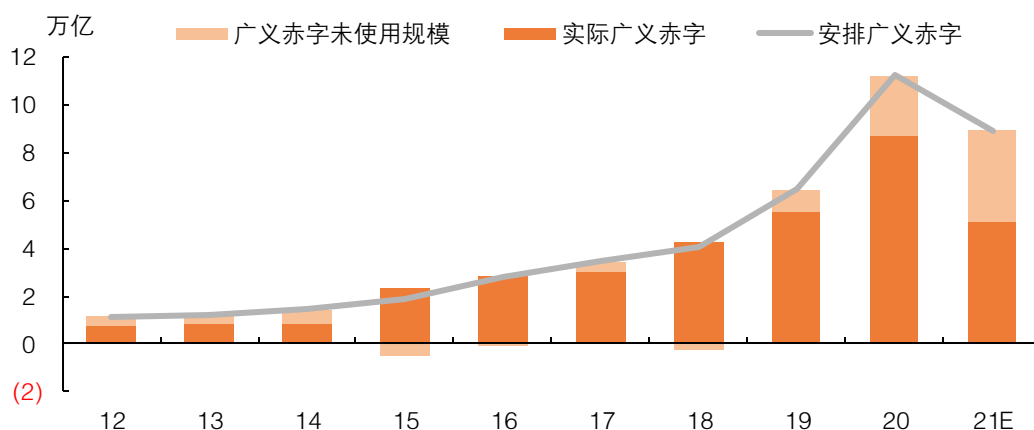
■ 2022 年广义赤字率可名义下调

预计 2022 年的广义赤字率将从今年的 6.3%下调至 5.5%, 广义赤字规模约为 68200 亿。广义赤字率有不同口径,我们取其

为一般公共预算和政府性基金预算这两本账对应的赤字率。2020年我国广义赤字率为8.4%，预计2021年的为6.3%。2022年广义赤字率可以下调的基础在于，2020-2021年财政连续两年“超收少支”，为财政“跨周期调节”提供了资金。

2020年，全国公共财政预算+政府性基金预算两本账实际使用广义赤字8.7万亿，比预算安排的广义赤字少2.5万亿（图表65）。2021年1-10月，两本账收入同比增长12.6%、支出同比下降1.1%，若按照过去三年1-10月的实际进度均值82.2%和76.9%估算，2021年两本账的实际赤字约为5.1万亿，将比预算安排的赤字少3.8万亿。考虑到2021年新增地方债额度大概率可用完，1-10月国债净融资1.41万亿，预计全年国债净融资2.23万亿，比2021年的中央财政赤字要少5200亿。也就是说，为扩大财政支出计划的新增负债中，只有5200亿未筹集到位，但实际收支缺口却比原计划少了3.8万亿，从而仍有3.3万亿资金可通过中央预算稳定调节基金、地方财政调入资金和结转结余资金等账户，预留到以后年份使用。

图表65 2020和2021年广义赤字安排中，或有6.3万亿未被实际使用



资料来源: Wind, 平安证券研究所

■ 2022年狭义赤字安排可更积极

预计2022年狭义财政赤字率可能至少持平于今年的3.2%，地方政府新增专项债券额度从2021年的36500亿下降到28500亿，减少8000亿（图表66）。

虽然狭义财政赤字率可能持平于3.2%，但2022年狭义赤字安排将比2021年更积极。从绝对规模看，2022年狭义赤字预计在39700亿，较2021年增加4000亿，而2021年比上一年减少了1900亿。此外，2021年安排狭义赤字35700亿、赤字率3.2%，隐含的2021年名义GDP增速为9.8%。但由于2021年中国经济的实际表现强于预期，名义GDP增速预计在13%左右，根据35700亿赤字安排计算的实际赤字率仅为3.1%左右。

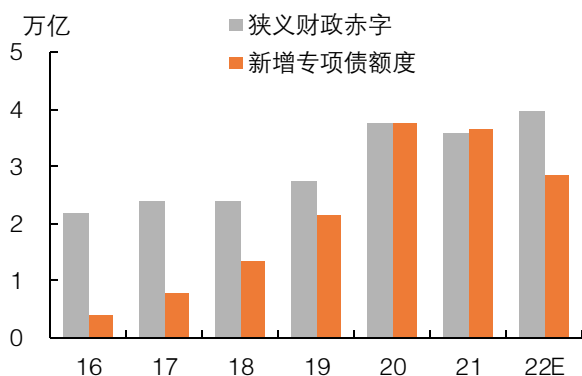
2022年狭义财政赤字将更积极可从总量和结构两个层面理解。从总量层面看，2022年稳增长压力更大，适当提高狭义赤字规模，可扩大财政政策的应对空间。从结构层面看，房地产和出口或将步入下行周期，对财政资金保就业保民生保市场主体的诉求将会更高。前文介绍过，2018年仅房地产和建筑业两个行业从业人员在全部就业人员中的占比就接近两成；而据商务部领导的介绍，2020年外贸带动就业人数超过1.8亿。2022年这两个产业链从业人员的失业风险上升，需要公共财政加大在保市场主体、稳定就业和基本民生上的支出。

2022年可能适当降低新增地方专项债的比例和规模。根据财政部统计，2021年9月末地方政府专项债券余额15.3万亿，已成为规模仅次于国债和政策银行债的第三大品种。但在规模快速扩张的背后，一些不规范的行为和风险也引起了越来越多的关注：一是，使用范围多次扩大，用途呈“万能化”之势；二是，专项债要求所对接项目的现金流能够自求平衡。2020年开始，约七成的新增专项债发行时公告称投向基建，但实际上收益率符合要求的基建项目不足，使得专项债募集到资金后趴在账上使用效率不高、挪作它用，甚至用于购买理财产品等问题并不少见；三是，专项债债务可持续性的问题严峻。地方政府专项债收支列入政府性基金预算，由于所对接项目现金流多数难以覆盖本息，需政府性基金收入或发行再融资债券来偿

还。即使不考虑目前地方政府性基金支出中有近八成是刚性的，难以腾挪用于偿还地方专项债本息，就是地方专项债余额和地方政府性基金收入缺口的持续扩大，也会导致地方专项债还本对再融资券的依赖度越来越高（图表 67）。

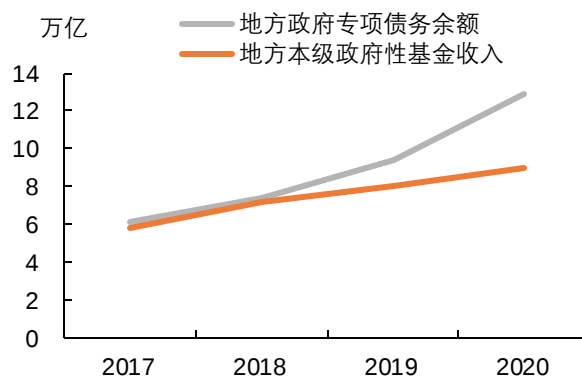
近年来要求降低新增专项债额度的呼声不断，财政部也对此做出回应。2021 年 8 月，财政部在答复十三届全国人大四次会议河北代表团“关于优化政府债务结构健全地方政府债券资金拨付管理机制的建议”时称，将按照党中央、国务院决策部署，认真考虑“进一步提高一般债券额度，适当降低专项债券比例”的建议意见，在分配以后年度新增地方政府债务限额时积极予以考虑。预计 2022 年可能就会将额度从专项债向一般债挪腾，在更好管控地方债务风险的同时，提高资金使用效率。

图表 66 预计 2022 年狭义赤字提高而专项债额度下降



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表 67 地方专项债还本付息压力显著增大



资料来源:Wind, 平安证券研究所

■ 2022 年财政支出节奏需“前置”

从支出节奏看，预计 2022 年财政支出将“前置”，与 2021 年的“后置”有机衔接。2022 年中国经济下行压力或将明显大于 2021 年，财政政策作为应对的主要抓手，需要尽早发力对冲。

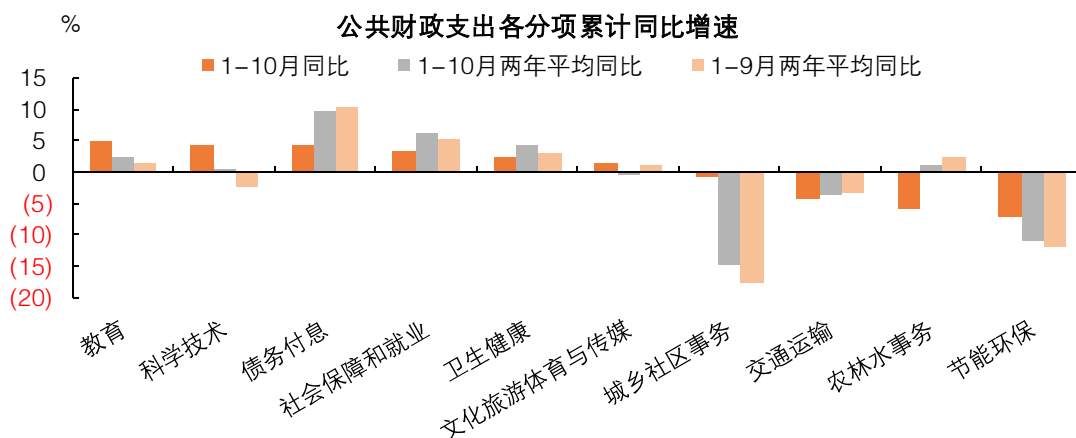
从支出结构看，预计 2022 年我国公共财政支出将呈现以下特点：一是，缺项目和缺配套资金，公共财政资金投向基建的规模难以明显提升。基建投资虽是政府主导，但直接来源于国有预算资金（包括专项债投向基建的部分）不到两成，主要还是依靠地方政府的债务融资。压实化解地方政府隐性债务风险是近年财政的重点工作之一，在缺少合适项目的情况下，地方政府为基建融资的动力不足。既缺配套资金，又缺合适项目，势必制约公共财政对基建的支持。2021 年 1-10 月，公共财政支出投向与基建相关的城乡社区事务、交通运输、农林水事务和节能环保的累计增速分别为 -0.9%、-4.4%、-6.0%和 -7.0%，这是公布支出增速的主要分项中仅有的四个负增长的领域（图表 68）。预计 2022 年公共财政投向上述领域的增速仍将低迷；二是，适当提高公共消费率，发挥对私人消费的“挤入”效应。在前文分析消费的部分已有分析，此处不再赘述；三是，继续加大对经济薄弱环节的定向支持，更好地保市场主体保就业保民生。中国经济疫后恢复并不平稳，通过结构性工具加大对薄弱环节的定向支持，是近两年宏观调控的重点工作之一。财政政策方面，预计 2021 年全年为市场主体减负超过 7000 亿；2021 年前三季度财政直达资金惠企支出 3967 亿，惠及各类市场主体 85.5 万家，支持实体企业发展。2022 年中国经济“类滞胀”格局仍将延续，尤其是房地产投资和出口这两大增长动能有减速风险，处于中下游行业的企业生产经营可能比今年更困难，需要财政以更大力度来支持制造业、中小微企业等经济薄弱环节。四是，围绕经济中长期的目标和战略，加大对绿色转型、专精特新和共同富裕等重点方向的支持。在国务院印发的《2030 年前实现碳达峰行动方案》，以及财政部印发的《关于支持“专精特新”中小企业高质量发展的通知》和《支持浙江省探索创新打造财政推动共同富裕省域范例的实施方案》中，都对财政如何支持上述经济转型方向做了具体部署。

■ 地方专项债可与“十四五”重大项目更好结合

近年来，重大项目在经济工作、财政政策等定调中被频繁提及，其在我国经济增长中发挥的作用也愈益突出。与一般固定资产投资不同，重大项目在资金、用地、能源等方面均具有一定优势，建设完成也更有保障。在新冠疫情冲击后，重大项目对于基建投资的托底作用明显增强：这不仅表现为重大项目投资在固定资产投资和基建投资中占比较高、且比较稳定，而

且表现为重大项目计划投资额和完成度也较以往年份有明显提升。“十三五”期间，我国共规划了 23 类、165 个具有代表性的重大工程项目，“十四五”规划中同样提出了一批聚焦新发展阶段的重大工程项目。与以往相比，“十四五”规划中对于新型基础设施、清洁能源、物流枢纽等方面提出了更高的要求，从一定程度上缓解了传统基建项目不足的困境，也为基建投资带来了新的方向与发力点。预计未来地方重大项目规划将更加偏向这些领域，计划投资金额也将进一步增长。十四五重大项目若与地方专项债更好结合，不仅可缓解收益率符合要求的项目不足问题，推动基建投资尽快形成实物工作量，也可以持续发挥专项债券对地方经济社会发展的积极作用。

图表68 2021 年 1-10 月，财政投向基建相关的四个分项均为同比负增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

四、 拥抱高质量发展的资本市场

迈向高质量发展的中国，将在资本市场提供丰厚的投资机会。股票市场关注四条主线：货币宽松助推下，持续高增的成长赛道；销售毛利率改善下，专精特新的高技术制造业；绝对收益视角下，低估值高股息的红利因子；新一轮猪周期前夜，生猪养殖行业的 Beta 行情。债券市场可阶段性把握货币政策趋松的契机，同时，追求高质量发展过程中，资金使用质效的提升亦将驱动中长期利率水平下移。人民币汇率作为调节内外平衡的稳定器，2022 年或将从持续强势的状态中转为更加突出双向波动，以此释放国内货币政策自主空间，平衡出口企业成本压力。

4.1 股市：结构行情下的四条主线

总量上看，2022 年我国股市的趋势性行情较难出现，上半年的内外部环境相比下半年或更友好。上半年，上市公司的盈利情况可能不容乐观，但在经济下行压力催化下，预计宽松的货币政策将对股市流动性带来支撑，而旨在提升经济增长质量的产业政策也有望提振股市的风险偏好。下半年看，经济基本面环境或有所改善，但流动性支撑边际上或将弱化，潜在的美联储加息也将对风险偏好产生抑制。

结构上看，中国经济转型升级为股市提供了丰富的结构性机会。尽管 2022 年 A 股整体盈利情况可能不容乐观，但趋于宽松的货币政策、以及“十四五”期间助推经济高质量发展的产业政策，有望继续驱动股票市场的结构性行情。同时，低估值高股息的策略在利率走低时期的配置价值较高，新一轮猪周期启动也有望成为市场的局部热点。具体地，我们将 2022 年市场的结构性机会总结为以下四条主线：

主线一：货币宽松助推——持续高增的成长赛道。我们认为，2022 年成长股行情仍可期待。一方面，从流动性角度出发，基于对 2022 年货币政策趋于宽松的判断，创业板指仍可实现相对沪深 300 指数的超额收益（图表 69）。另一方面，热门成长赛道在 2022 年仍有望保持较高业绩增速，相比其他板块的增速差或拉大，吸引力还在高位。

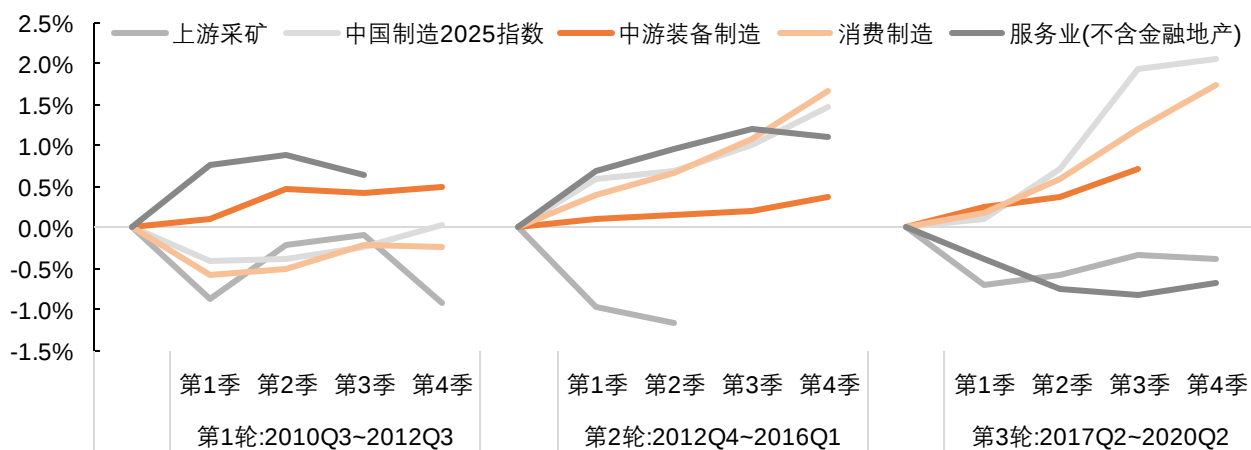
图表 69 宽松的流动性环境往往助推成长股走强



资料来源：Wind, 平安证券研究所

主线二：销售毛利率改善——专精特新的高技术制造业。一方面，基于我们对 2022 年物价形势的判断，PPI-CPI 剪刀差预计将快速收敛，而历史上相同情境下，中游制造业上市公司的销售毛利率往往都是趋于改善的（图表 70）；另一方面，2022 年重点制造领域产业政策的支持可以期待。“十四五”规划中明确指出“保持制造业比重基本稳定”，而近期刘鹤副总理在《人民日报》上发表的《必须实现高质量发展》文中也提出，要“壮大实体经济，加快建设制造强国”。高技术制造业领域、以及“专精特新”微观企业，符合中国经济转型升级与高质量发展的需要，将成为从“隐形冠军”蜕变为股市“良驹”的沃土。

图表 70 PPI-CPI 剪刀差收敛期间，上市中游制造业的销售毛利率皆改善

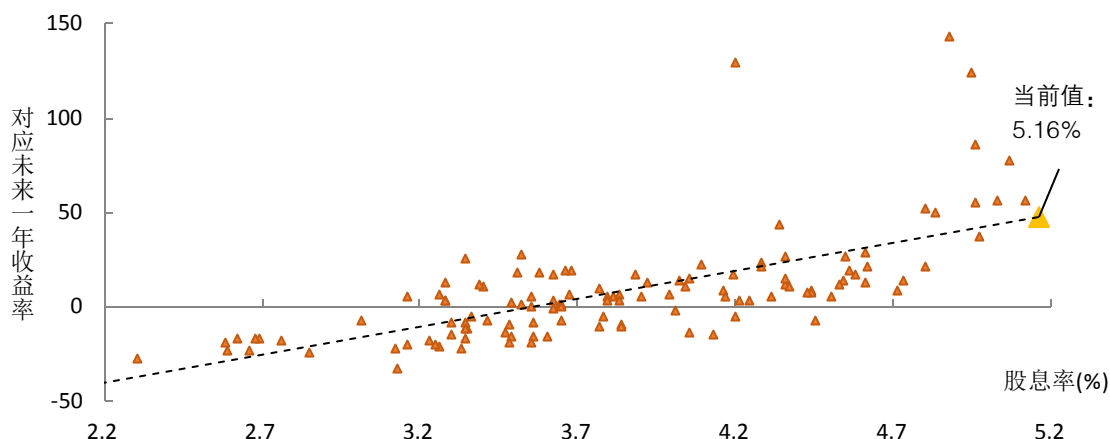


资料来源：Wind, 平安证券研究所

主线三：绝对收益角度——低估值高股息的红利因子。从绝对收益配置角度出发，我们认为，当前红利因子相对而言已经进入较极端的配置区间，或可为 2022 年带来较高夏普比率的投资机会。追求绝对收益的资产配置往往更看重各类资产之间的

相互比价，注重资产收益与波动的权衡。而红利因子以股息率为基础，追求分红较高且稳定的股票，在某些市场环境下契合绝对收益的投资理念。当前来看，中证红利指数股息率达到 5.16%，在历史上处于较极端的分位，历史上对应着未来一年的下跌概率极低（图表 71）。预计 2022 年利率中枢趋于下行，红利因子将取得较为稳定的投资回报，具备较高的配置价值。尤其是，若 2022 年下半年美联储开启加息，对国内股市的冲击或许在所难免，红利因子的低估值与避险属性或进一步凸显。

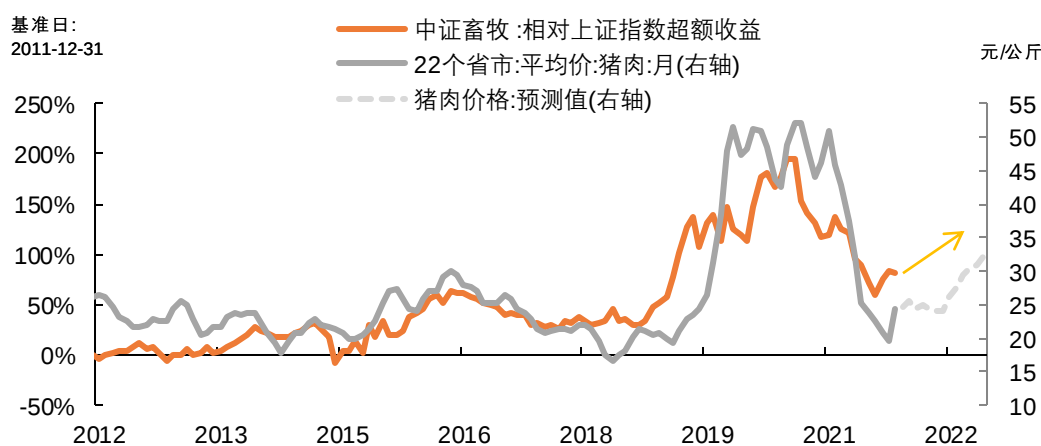
图表 71 目前中证红利指数股息率处于 2010 年以来的绝对高位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

主线四：新一轮猪周期——生猪养殖行业的 Beta 行情。2022 年 7、8 月份或将成为猪肉价格上行的拐点。猪价上行将显著拉动生猪养殖相关股票的盈利预期，或将成为 2022 年 A 股市场的热门主线之一（图表 72）。

图表 72 2022 年猪价上涨有望带动养猪行业 Beta 行情



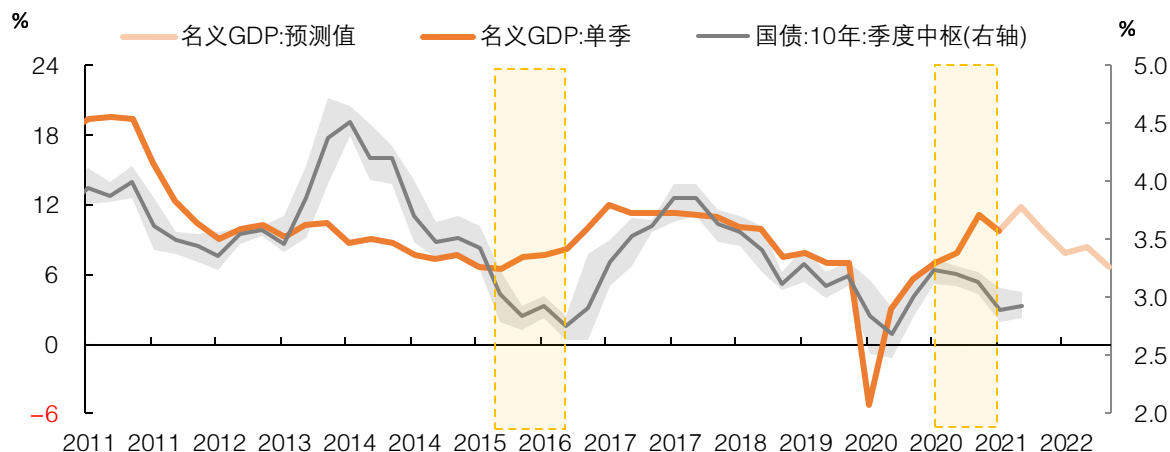
资料来源: Wind, 平安证券研究所

4.2 债市：货币趋松下的配置机会

从基本面出发，2022 年我国名义 GDP 增速整体下行，将推动利率合意水平下降。理论上，名义 GDP 增速的变化决定着十年期国债利率的中枢水平。依据我们前文对于 2022 年经济增长与通货膨胀的判断，2022 年我国实际 GDP 增速与 PPI 工业品价格双双下滑，这样的下滑难以被 CPI 温和上行的力量所抵消，名义 GDP 增速或从 2021 年的 10.0~10.5%（预测值，其

中 2021 年实际增速为两年复合增速), 下滑至 2022 年的 8.0%~8.5% (预测值)。按照历史上的名义 GDP 环比变化与 10 年国债利率均值环比变化回归所得系数粗略估算, 或将拉低 2022 年 10 年期国债利率的合意中枢下行 20bp 左右(图表 73)。

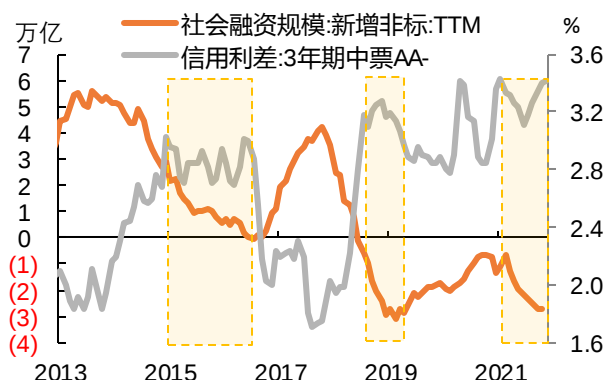
图表 73 2022 年我国名义 GDP 趋于下行将推动利率合意水平下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所, 其中 2021 年名义 GDP 中的实际增速部分采用两年复合增速

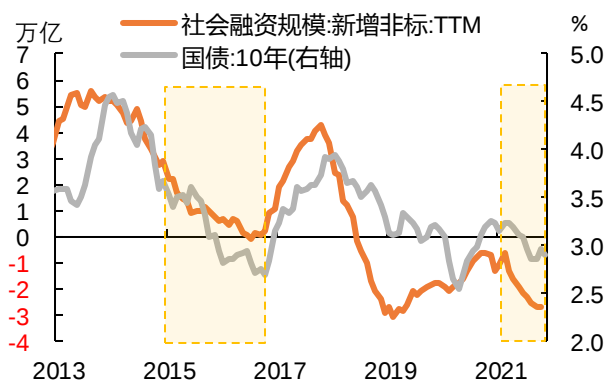
反思 2021 年的行情, 结构性的“资产荒”成为利率中枢背离我国名义 GDP 走势而下行的推手。2020 年年末, 由于疫情冲击带来较强的低基数效应, 市场对于 2021 年经济增速的一致预期是先上后下, 对通胀的一致预期则是二季度见顶随后回落。基于此的推断认为, 利率债将是先上后下, 于二季度见顶后回落。然而, 2021 年利率债实际运行中枢却是一路向下。回顾 2016 年与 2021 年这两次名义 GDP 上行过程中出现的利率债牛市, 其共同之处在于, 非标压降叠加信用风险事件频发, 市场风险偏好较低而资金欠配严重, 于是资金纷纷涌向高等级信用债与利率债市场 (图表 74、图表 75)。2015 年末至 2016 年初, 农行、中信银行、天津银行纷纷爆出票据风险事件, 央行与银监会先后出台关于票据业务的规范性文件, 要求银行全系统开展票据业务风险排查。受此影响, 社融非标类中的未贴现票据在 2016 年 2 月至 2016 年 7 月短短半年间便压降了 1.9 万亿。而信用债市场上, 2015 年末开始产能过剩行业违约事件频发, 而 2016 年 3、4 月份东特钢等债券违约更是冲击了市场对于国企、央企的“信仰”。这一期间, 信用利差高位与非标压降共存, 一度出现“结构性”资产荒。

图表 74 结构性“资产荒”: 非标压降+信用利差高位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 75 结构性“资产荒”: 利率中枢背离名义 GDP



资料来源: Wind, 平安证券研究所

从资金面出发，预计 2022 年政府债供给下行、风险偏好维持低位，结构性“资产荒”格局或将延续，支撑利率中枢下行。

1) 我们对财政政策的判断中，预计 2022 年的广义赤字率将从今年的 6.3% 下调至 5.5%，对应着政府债券供给规模的下行。2) 我们对货币政策的判断中，预计 2022 年非标规模进一步压缩，但其压缩力度或弱于“资管新规”过渡期收官的 2021 年，资金外溢效应仍有支撑。3) 风险偏好方面，弱资质城投与高杠杆运营的民营企业风险仍未出清，政策“托而不举”下难以受益于结构性的稳信用，中低等级债券信用利差或维持高位。

从政策面出发，预计 2022 年上半年货币政策的宽松空间相较下半年更大。2022 年上半年，随着整体物价水平拐点的确立和经济下行压力的加大，央行“宽货币”及结构性的宽信用政策可期；下半年，随着经济的企稳，货币宽松的诉求可能有所减弱，而如果美联储开启加息，国内降息的空间会受到掣肘。

综上，我们预计，2022 年利率债中枢趋于下行，上半年利好催化确定性更强。2022 年上半年，预计我国名义 GDP 增速趋于下行，结构性“资产荒”延续，央行货币政策趋于宽松，利率债下行空间打开。下半年，经济基本面企稳回升的可能性加大，叠加美联储可能开启加息，利率债或有潜在的调整风险。回溯历史上的关键点位，2022 年，10 年期国债利率下行或可达到 2016 年 8 月 2.6% 的低点，而若经济增长韧性超预期、货币政策定力超预期，10 年期国债利率在预期差演绎过程中或出现调整，不过调整上沿或限于 3% 附近。

4.3 人民币汇率：调节内外平衡的稳定器

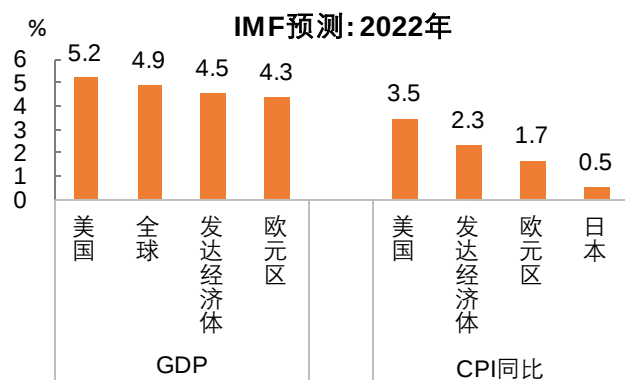
基于对美元指数相对强势和中美货币政策周期错位的判断，我们认为，2022 年人民币汇率大概率趋于贬值，但我国国际收支“双顺差”的状况较为稳定，人民币汇率中长期仍然具备扎实支撑。

第一，就美国经济的相对表现、美联储货币正常化进度而言，美元指数 2022 年或仍相对强势。一方面，美国经济相对全球经济保持“一枝独秀”，对美元的基本面支撑不变（图表 76）。IMF 于 2021 年 10 月的预测中，预计美国经济的增速仍高出全球 0.3 个百分点，高出发达经济体 0.7 个百分点，高出欧元区 0.9 个百分点。另一方面，就通胀形势与央行态度而言，美联储 2022 年加息的可能性较其他主要经济体更大，货币政策取向的差异预计将对美元指数形成更强支撑。IMF 对 2022 年 CPI 的预测中，美国亦远超欧元区、日本及发达经济体整体。此前欧央行行长拉加德表示“明年不太可能满足加息条件”，与美联储主席鲍威尔近期连任后“可能提前几个月完成 Taper，对加息要有准备”的鹰派言论形成对比。相对疲软的欧洲经济以及更加“鸽派”的欧央行将对美元指数上行形成支撑作用。

第二，中美货币政策“错位”下，人民币适度贬值可以起到较好的缓冲作用。按照目前市场预期，美联储 2022 年大概率开启加息，而国内“以我为主”，货币政策具备宽松的必要性及可行性。美联储加息周期中，国内货币政策未跟随的阶段，人民币汇率的变化符合利率平价理论的推演，通常趋于贬值（图表 77）。具体来看：1) 2015 年下半年，我国货币政策处于宽松周期内，而美联储则在 2015 年 12 月开启加息。自 2015 年 8 月 11 日汇改起至年末，在岸美元兑人民币汇率从 6.21 贬值至 6.49。2) 2016 年，我国逐步退出宽松的货币政策，而美联储在 2016 年 12 月再度加息 25bp。在岸美元兑人民币汇率自 2016 年初的 6.52 贬值至年末的 6.95。2) 2018 年，我国连续三次降准，而美联储连续四次加息共 100bp。在岸美元兑人民币汇率自 2018 年初的 6.50 贬值至年末的 6.87。

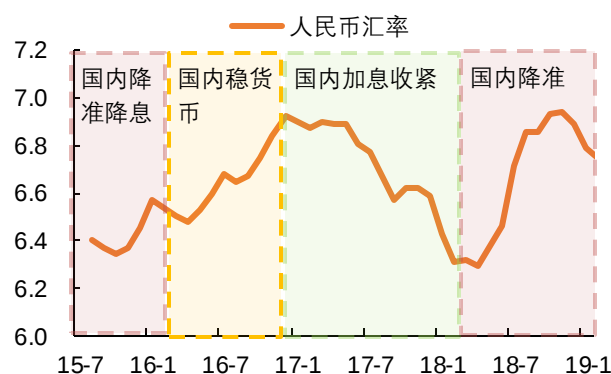
不过，目前人民币汇率已强势升值持续一年，人民币适度贬值作为中美货币政策“错位”的缓冲未必是件坏事。一是，释放人民币汇率的弹性，发挥其调节内外平衡的作用，国内货币政策将会拥有更多“以我为主”跨周期调节的空间。二是，对出口导向型企业而言，人民币适度贬值也具有正向增益。

图表 76 2022 年美国经济仍然“一枝独秀”



资料来源：Wind, 平安证券研究所

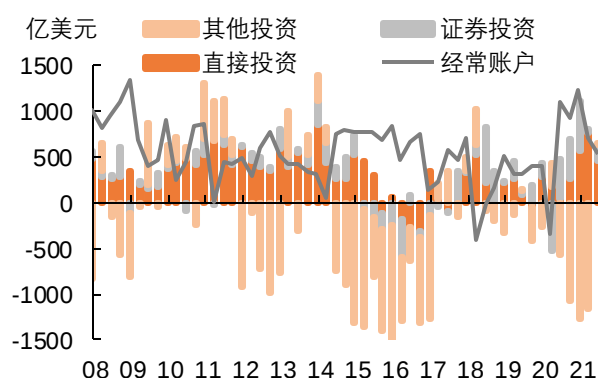
图表 77 人民币汇率是调节内外平衡的“稳定器”



资料来源：Wind, 平安证券研究所

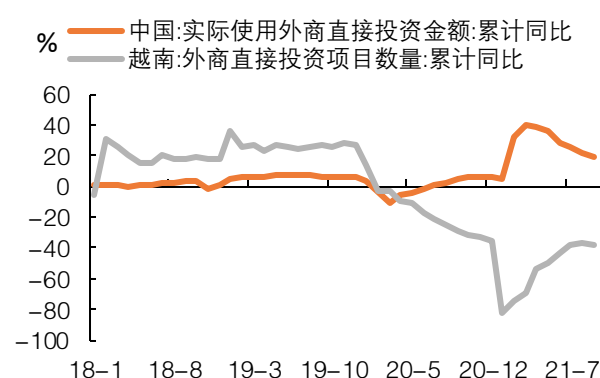
尽管 2022 年人民币汇率大概率趋于贬值，但从中长期维度看，我国出口具备较强竞争力，国际资本流入规模平稳增加，“双顺差”的国际收支状况稳定，人民币汇率仍具备扎实支撑。经常账户方面，我国出口竞争力强，贸易顺差持续流入。2021 年以来，受新冠病毒变异影响，欧美发达国家的供应链恢复不及预期；东南亚国家供应链进一步受损；其它欠发达国家受制于疫苗普及程度不足，供应链恢复缓慢。中国制造业的出口竞争力凸显，市场份额短时间得到大幅提升。这将在较长时间内提升中国制造业产业链的稳定形象。资本与金融账户方面，外商直接投资与证券投资流入态势向好。2018 年以来我国金融领域深化对外开放，为跨境资本流入提供制度便利。新冠疫情压力测试更凸显我国对外资的吸引力：证券投资方面，尽管其他新兴经济体遭受到较大的资本回流冲击，但外资进入中国资本市场的规模依然平稳增加（图表 78）；直接投资方面，新冠疫情检验了我国制造业产业链的安全性和稳定性，疫情蔓延导致各国生产链条中断的背景下，得益于完善的产业体系和便利的基础设施，我国实际使用的 FDI 逆势向上（图表 79）。

图表 78 外资进入中国资本市场的规模依然在平稳增加



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 79 新冠疫情后我国实际使用 FDI 逆势向上



资料来源：Wind, 平安证券研究所

五、风险提示

1. 财政、货币及产业政策力度不及预期，经济下行压力加大。
2. 工业品价格高位，猪肉价格上涨超预期，推升 CPI 高位风险。
3. 城投、地产融资政策超预期收紧，引发信用利差攀升。
4. 互联网反垄断及教育行业监管政策超预期收紧，海外中概股退市风险。
5. 海外疫情超预期反扑，主要国家再度封锁，全球供应链瓶颈加剧。
6. 美国“滞”与“胀”双超预期，美联储加快加息步伐。
7. 国际地缘政治博弈程度超预期，油价大幅上行。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新