宏观经济

专题报告

申港证券股份有限公司证券研究报告

疫后修复下的此消彼长

——2022 年宏观展望

申港证券 SHENGANG SECURITIES

2022 年 01 月 06 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

刘雅坤 研究助理

SAC 执业证书编号：S1660120080015

liuyakun@shgsec.com

投资摘要：

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

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

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

投资端，逆周期有约束，顺周期动力不足。

- **房地产的关键讨论：1）稳经济的决心究竟有多大；2）政策底确定经济底何时来；3）保障性租赁住房能贡献多少增量；4）房地产下行对相关消费多大负效应；5）投资的节奏。**向后展望，政策底已出，但经济底或看今年年中。地产投资中长期下降，短中期继续边际松，今年上半年经济下行压力大的背景下，政策陆续宽松空间大。销售端疲软或持续到今年年中，政府持续的保交房稳房价或对居民购房谨慎预期有所改善，信贷端有望继续放松，但需金融机构配合，投资端有起色或看下半年，保障性住房加快推进并开工或令时点提前。
- **基建的加速与约束：今年的维度基建的关键三要素政策意愿、资金、项目均就位。**政策意愿加速，去年 8 月以来发改委审批提速，10 月以来政府债发行提速，可见的预期内，今年上半年有积极财政带动下的基建加速。但中长期看基建的主要约束仍在优质项目空间，从 2008 年以来 3 轮基建投资增速下台阶的背景看，2022 年基建投资增速上线在 6%-8%。
- **制造业上或下：制造业机遇与挑战并重，继续上修但趋势走缓。**企业利润持续修复有助于制造业投资形成支撑，但订单回落及上游成本挤压利润对资本支出形成掣肘。结构上，高端制造业持续高景气，但占比仍较小，对制造业投资总体助力有限。

出口：出口进入下行通道，但全球经济复苏动能趋缓整体仍有韧性。

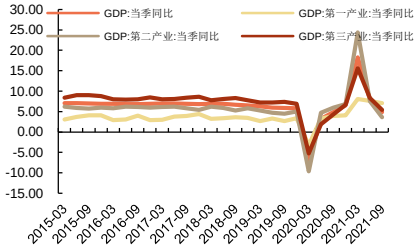
消费复苏的掣肘：纵观全年，在去年国内本土疫情又扩散背景下，线下餐饮、酒店消费仍受较大扰动。必选消费整体仍有韧性，但受地产拖累，地产后周期相关消费支持明显偏弱。居民收入修复进度或仍缓慢，且随步入冬季疫情反复或仍对线下服务消费形成扰动，消费难以超预期修复。

政策：积极财政与稳中偏松的货币。财政前置+货币政策跨周期平滑波动。

- **货币政策：货币政策稳偏松，稳增长意义上升。**货币政策上由防风险向稳增长倾斜，稳中偏松，以结构性为主总量为辅。今年重心有望向稳增长倾斜，主要源于地产系压力明显。
- **财政政策：随今年稳经济增长压力凸显，财政有望重回扩张区间，支撑今年上半年基建投资。**
- **本轮政策效用的主要掣肘是实体需求不足。**

通胀：猪油难共振。

GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源：Wind，申港证券研究所

相关报告

1、《温和回暖：2022 年流动性展望》2021-12-31

2、《投资改善仍需时间：11 月经济数据点评》2021-12-16

3、《社融止跌 企业中长期贷仍未改善：11 月金融数据点评》2021-12-10

4、《PPI 高位回落 CPI 同比破 2：11 月通胀数据点评》2021-12-10

5、《信用扩张前会有什么异动么：——复盘宽信用周期之二》2021-11-17

找报告，上“数据瑾河”

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

- **PPI：保供背景下 PPI 高位缓落。供给端大幅扩产能不符合双碳目标，工业生产端供给约束小幅缓解，稳经济背景下需求端仍旺，上半年 PPI 回落幅度有限。**上半年原油仍将有小幅缺口支撑价格。下半年 PPI 回落明显,中性预计今年 1-4 季度 PPI 分别 8%、 5%、 3%、 0%。

- **CPI：2022 年 CPI 继续回升，但 PPI 高企对 CPI 贡献或有限，重点关注猪价。**央行关心的核心通胀风险年内无虞。预计今年 1-4 季度 1.8%、1.5%、2%、2%。

- **PPI 与 CPI 剪刀差大概率回敛。当前 PPI 与 CPI 剪刀差为 12.9%（前值 13.5%），仍处于最近 10 年峰值，往后看，大幅收敛的概率持续上升，则大众消费品风险收益比优于工业品。**

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

2022 年中国主要经济指标预测

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

资料来源：Wind，申港证券研究所

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

内容目录

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

图表目录

图 1：实际产出与潜在产出（以 2016 年为基数 100） 5
图 2：海外补库临近结束（%） 5
图 3：美国消费支出回落（%） 6
图 4：固定资产投资（其中 2021 年以来为两年平均，%） 6
图 5：基建投资增速（%） 6
图 6：BCI 企业招工、融资（%） 7
图 7：PPI 与 CPI 剪刀差处于极值（%） 7
图 8：全球加息预期升温 8
图 9：海外需求端回落（%） 9
图 10：新出口订单 PMI 连续数月在收缩区间（%） 9
图 11：8 月以来 PMI 持续超季节回落 （%） 10
图 12：企业销售与利润预期（%） 10
图 13：工业利润领先制造业投资（%） 11
图 14：国营与私企利润分化但边际在收敛（%） 12
图 15：旧能源压减产能 随高能耗开工率放开价格高位回落（其中高能耗包括钢铁、焦化、PVC、PTA、水泥磨机、半钢胎等，%） 12
图 16：2007 年一2021 年 11 月商品房单月销售额及销售面积同比增速（%） 13
图 17：新增居民中长期贷与商品房销售同比（%） 14
图 18：全国首套房房贷平均利率和环比变化（%） 14
图 19：房地产新开工、施工与竣工（%） 15
图 20：土地购置与房地产新开工（%） 16
图 21：房地产贷款与按揭贷（%） 16
图 22：保障性住房 VS 棚改（其中保障性住房为预计，万套） 17
图 23：房地产开发投资额与工业增加值走势相关联（%） 18
图 24：基建投资增速能级递减（%） 19
图 25：消费复苏但仍受疫情扰动（2021 年数据为两年平均，%） 20
图 26：地产后周期相关消费（%） 20
图 27：生产资料上涨仍上拉 PPI（%） 21
图 28：PPI 向 CPI 传导有限（%） 21
图 29：仔猪价格回升反映补栏意愿有所改善（元） 22
图 30：PPI 与 CPI 剪刀差大概率收敛（%） 22
图 31：货币政策目标 23
图 32：信用扩张周期伴随基建与房地产投资上升（%） 24

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

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

表 2： 2008 年以来房地产周期复盘 17

找报告，上“数据瑝河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

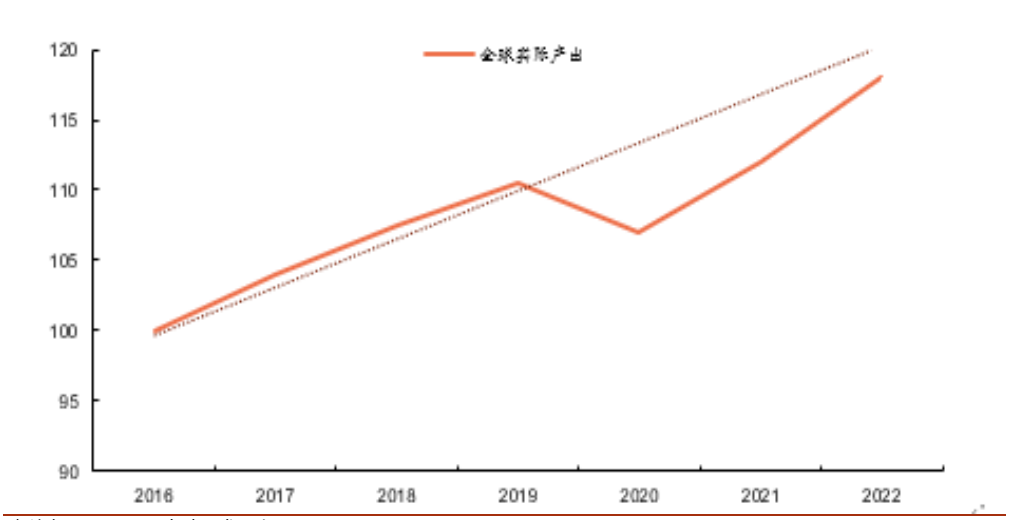
1. 相对确定的宏观线索

1.1 “类滞胀”困局向短暂衰退过渡

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

相比常态，全球经济仍有产出缺口但复苏动能走缓，出口有所回落。

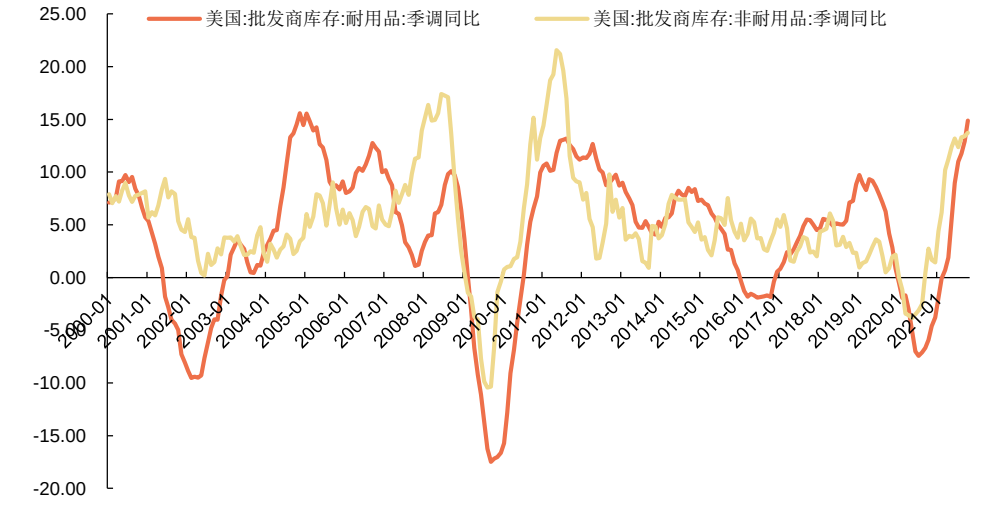
图1：实际产出与潜在产出（以 2016 年为基数 100）



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **海外供给端生产继续修复，补库周期已临近结束。**

图2：海外补库临近结束（%）

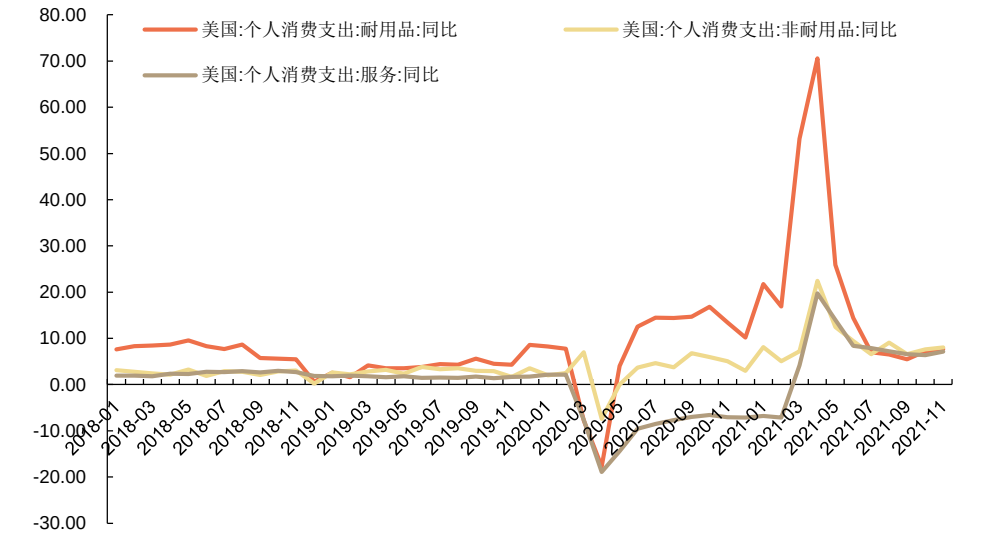


资料来源：Wind，申港证券研究所

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

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

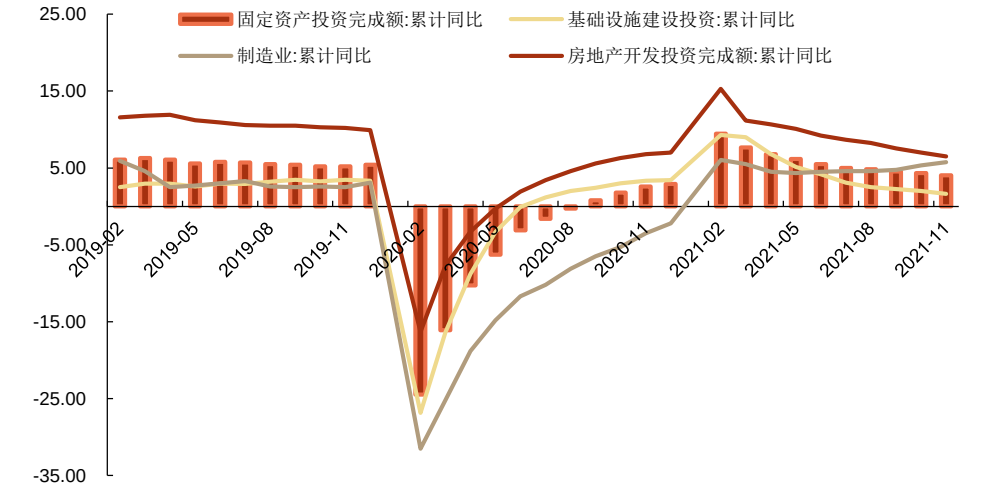
图3：美国消费支出回落（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

经济增长项上，顺周期有压力，逆周期有约束。

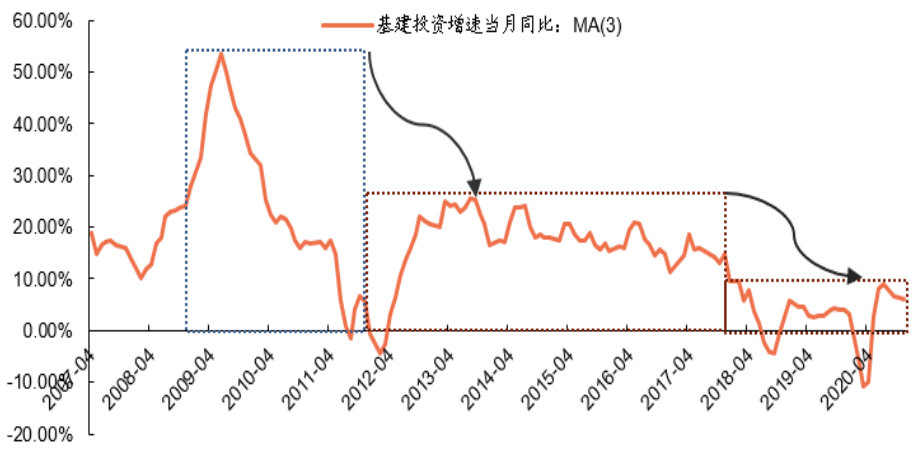
图4：固定资产投资（其中 2021 年以来为两年平均，%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

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

图5：基建投资增速（%）

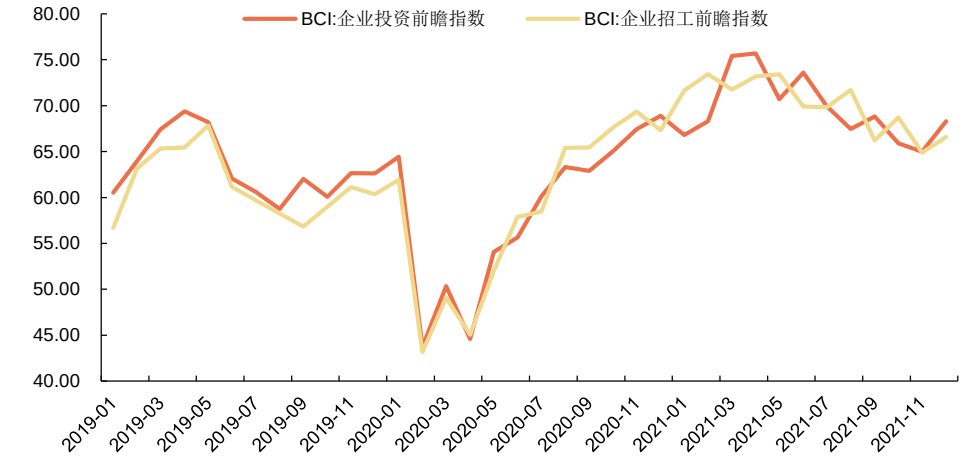


找报告，上“数据理河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

资料来源：Wind，申港证券研究所

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

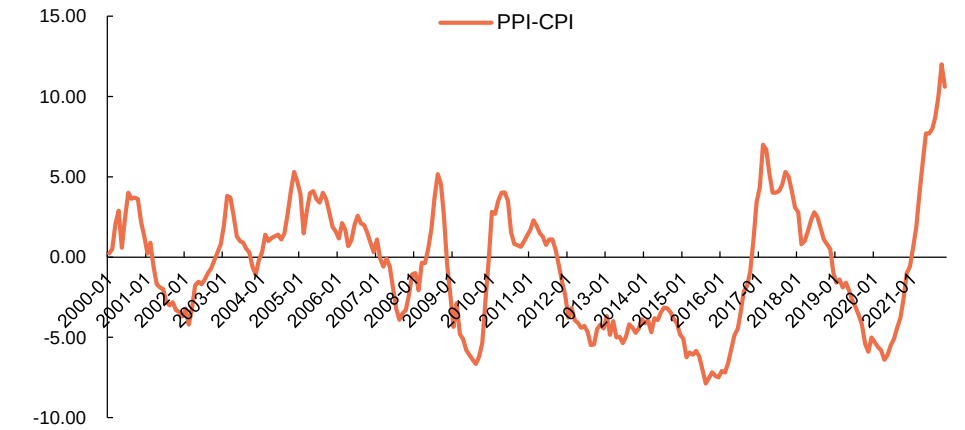
图6：BCI 企业招工、融资（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

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

图7：PPI 与 CPI 剪刀差处于极值（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

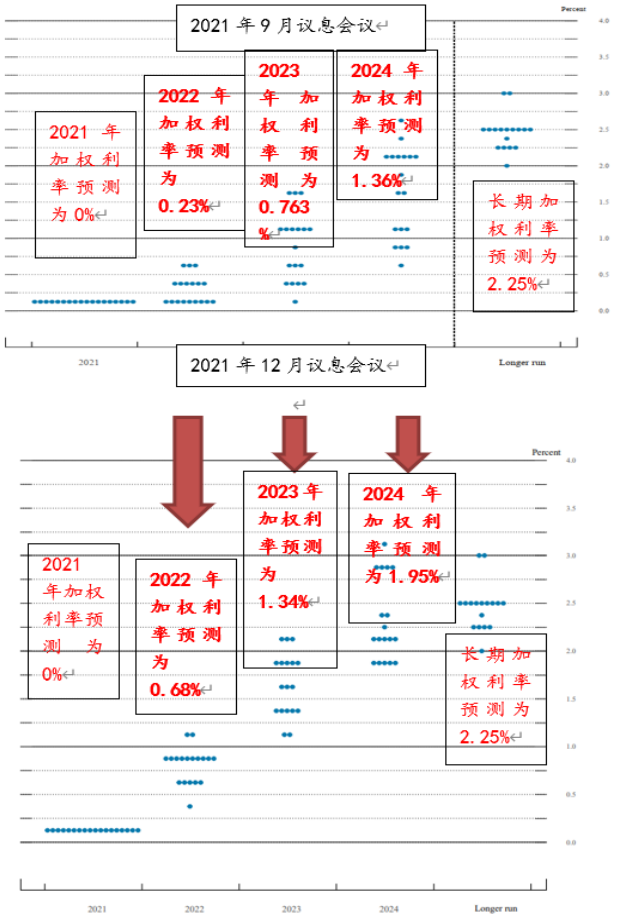
1.2 风险渐近 危机四伏

海外风险方面，美联储 2022 年加息风险 VS 新兴经济体政策周期错位。

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

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

图8：全球加息预期升温



资料来源：FED，申港证券研究所

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

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

- **在高通胀压力下，多个发达经济体央行缩减资产购买规模并启动加息。**12 月 16 日，英国议息会议宣布将基准利率从 0.1%提升至 0.25%，成为自疫情暴发以来首个加息的主要经济体。日本央行在 12 月会议上表示，将把小企业紧急融资延长 6 个月，但将于本财政年度末(2022 年 3 月)停止购买企业债券。尽管欧洲央行仍然坚持今年不会加息，但欧元兑美元处于最近一年低点仍将为政策继续宽松带来压力。

- **土耳其“不跟”面临的汇率大幅贬值。**相比全球跟随美联储的加息节奏，土耳其选择逆行。土耳其央行分别于 2021 年 9 月 23 日、10 月 21 日、11 月 18 日及 12 月 16 日连续降息四次，基准利率由 19%调降至 14%。而对应着年初至今，里拉对美元贬值幅度已超过 50%。

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

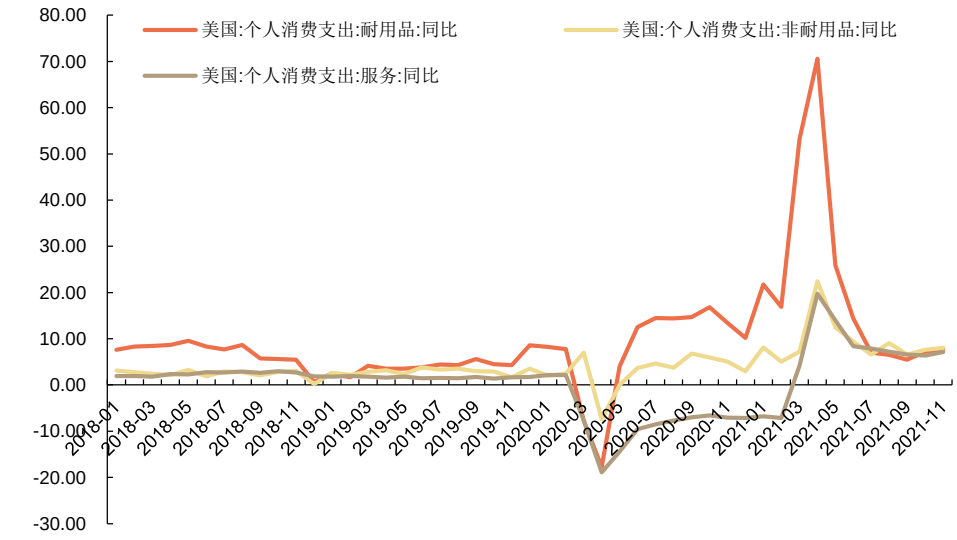
- **随美联储减缓购债进而收紧货币或导致新兴市场股市面临一定程度的调整压力。**如 2013 年发出 Taper 信号和真正开始启动缩减资产购买规模时，相比之下俄罗斯、巴西、墨西哥等新兴经济体股市调整明显幅度更大、时间更长。

2. 出口高位回落

出口进入下行通道，但全球经济复苏动能趋缓整体仍有韧性。

- **全球经济仍有产出缺口但复苏动能走缓，海外供给端生产继续修复，需求端补贴难以维系，出口回落。**2021 年我国出口延续高景气，主要源于疫情反复下供给恢复受阻叠加海外财政补贴需求拖底。

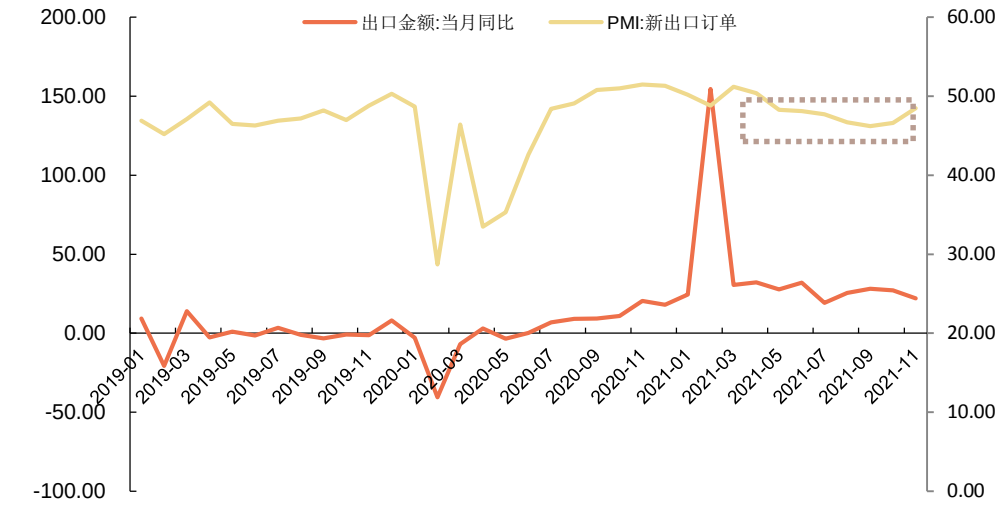
图9：海外需求端回落（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **截至 11 月出口高贡献为经济提供较强动能。但向后展望，领先指标新出口订单 PMI 连续 7 个月位于收缩区间，未来出口走弱格局形成。**

图10：新出口订单 PMI 连续数月在收缩区间（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

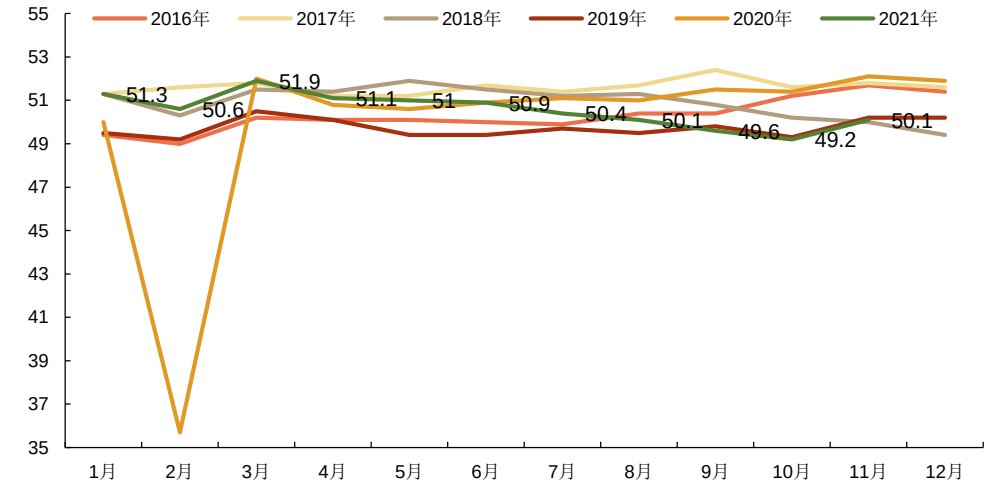
找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

3. 投资端 顺周期动力不足 逆周期仍有约束

投资端，顺周期动力不足，逆周期仍有约束。房地产短期合理融资要满足，中长期看房地产投资下行。基建短期加速，中长期能稳但难拉。制造业继续修复，但预期需求回落对资本支出有掣肘，成本端对利润挤占导致结构继续分化。

- **生产端利润改善但约束仍在。PMI 连续几个月处在收缩区间。**由于上游成本高，企业订单周期长，现金流紧张对生产端造成约束。

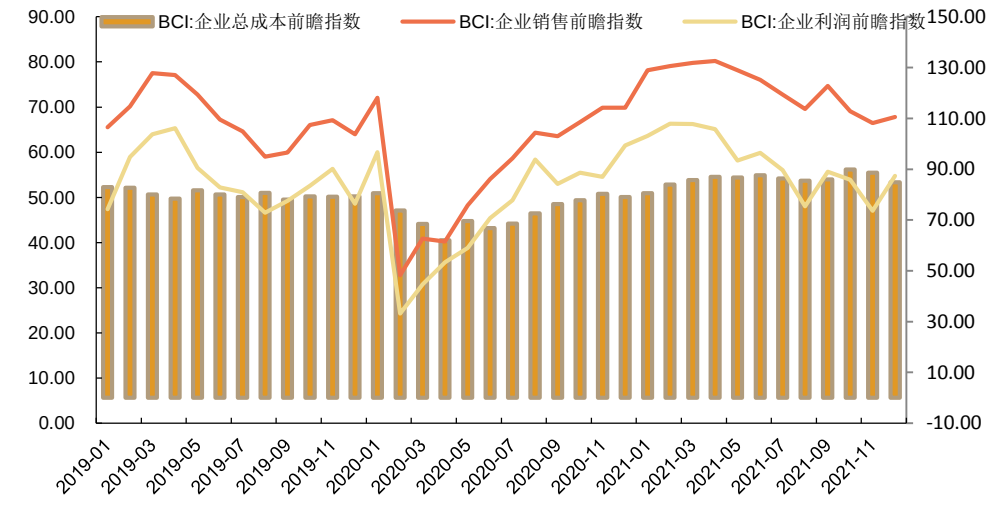
图11：8 月以来 PMI 持续超季节回落（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

- 企业销售、利润预期自 4 月峰值开始回落，两者剪刀差继续走扩，订单量销售预期走缓，利润预期大幅回落，利润回落幅度更大，以企业总成本开看，去年远高于往期，企业投资扩产警惕性提高，但这一情形在 12 月有所缓解，持续性有待观测。

图12：企业销售与利润预期（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

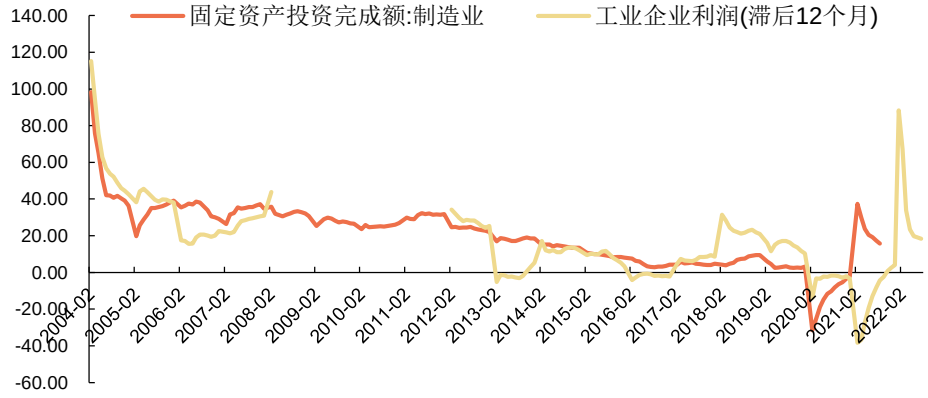
3.1 制造业 机遇与挑战

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

3.1.1 机遇与挑战并重

企业利润持续修复有助于制造业投资形成支撑。历史数据显示，工业企业利润领先制造业投资 12 个月左右，预计疫后企业盈利高企的滞后效应将继续显现，对四季度制造业投资形成支撑。

图13：工业利润领先制造业投资（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

3.1.2 中长期看好制造业升级 高端制造业景气仍在

十四五开年并技术升级周期与全产业链构建背景下，政策对高新制造业的支撑作用有望增强。世界供应链格局变动叠加后工业化时代跨越中等收入国家陷阱，中国制造业转型升级紧迫性提升。经济下行风险下结构性宽信用会对对制造业、普惠小微金融继续支撑。计算机、新能源、通用设备、专用设备等高技术制造业投资有望维持高增长。

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

指标名称	黑色冶炼	有色冶炼	通用设备	专用设备	电气设备	医药	食品	汽车
2021-05	6.9	3.45	10.55	11.15	12.75	18	4.95	6.35
2021-06	5.2	2.6	10.65	10.05	11.85	18.2	3.95	4.55
2021-07	2.65	2.45	8.6	7.75	12.95	14.3	3.4	6.55
2021-08	1.95	3.8	8.8	8.35	12.7	18.6	3.45	1.1
2021-09	-0.35	2.35	7.75	8.4	11.35	16.95	4.65	4.1
2021-10	-0.8	2.35	7.05	7.6	11.45	12.25	5.95	3.4
2021-11	-0.8	1.4	6.5	7.25	13.7	15.3	5.65	3.2

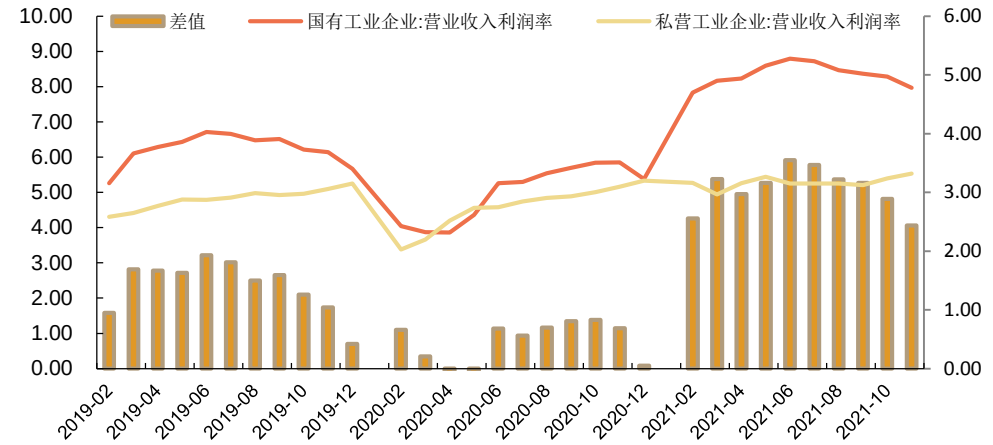
资料来源：Wind，申港证券研究所

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

3.1.3 制造业短期仍有阻力

制造业企业利润受上游成本挤压较明显叠加终端需求边际趋弱，制造业投资谨慎性仍高。制造业投资主要来源是民间投资，民营企业而言，扩产决定更审慎，从投资决策到新产能落地，往往需要一年以上的时间，如果需求端改善不能持续企业很可能在投资中受损。而本轮制造业修复进程中呈现结构分化，上游原材料与中游冶炼利润修复好，中游制造和下游消费制造业行业较弱。上游、中游由于垄断及高资本投入多为国企，中游下游行业民企居多，因而制造业投资谨慎性仍高。

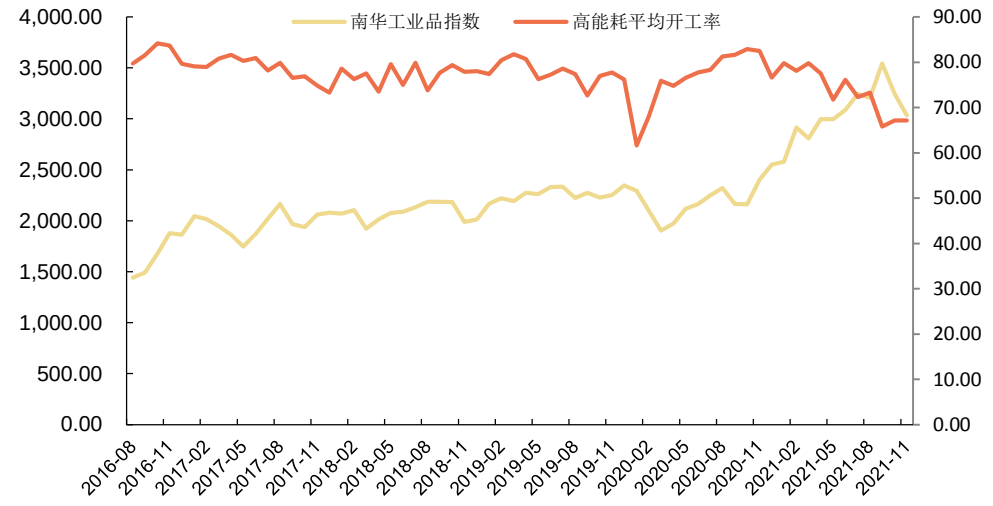
图14：国营与私企利润分化但边际在收敛（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

短期旧能源压减产能仍供给短缺，但保供背景下，边际在缓解。受能耗双控政策目标影响，上游和中下游制造业面临限产制约和成本压力。能源双控、限产限电政策导致上游行业供给约束增强，短期中下游制造业或继续面临成本压力，制约利润和投资修复空间与进度，随保供背景下，这种约束将逐步缓解。

图15：旧能源压减产能 随高能耗开工率放开价格高位回落（其中高能耗包括钢铁、焦化、PVC、PTA、水泥磨机、半钢胎等，%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

3.2 地产 需求刺激转向供给端长效机制

投资端，地产中长期下行趋势，但短期或边际（销售端，长效机制下融资端难松）

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

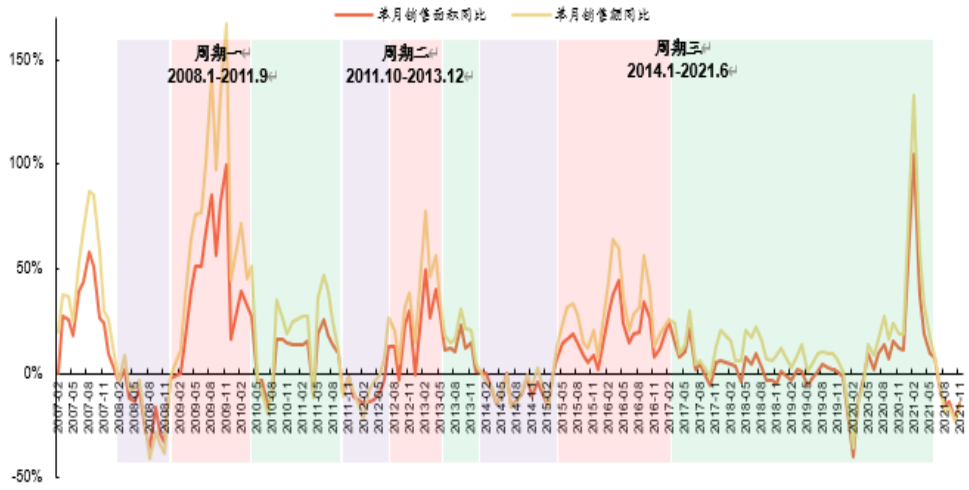
放松以对冲下行。中长期推进房地产市场软着陆。淡化房子的金融属性，回归居住属性。以稳地价稳房。稳预期为目标，促进房地产市场平稳健康发展。

3.2.1 中长期下行 短期有改善

截至 11 月，房地产有所回暖，其中竣工端较为明显。政策边际放缓背景下，竣工下滑趋势有所改善，销售与新开工施工改善不明显。

- **拿地端，去年以来流拍严重。**由于第二批集中供地降温明显，长沙、北京、沈阳、杭州、广州的流拍率均高达 50%以上。为了降低流拍率，提高成交量，深圳、广州、天津、南京等给出多项政策如提高房价销售上限、适度放宽保证金支付期限、降低参拍门槛等以激发房企积极性。
- **销售端，当前处于第三轮末到新周期开启。**我们以出现连续的单月销售额及销售面积同比负增长视作一个周期开端的低谷期，结束持续同比负增长至增速 20%以内为复苏期，两项增速持续在 20%以上为繁荣期，其后为回落期，则我国房地产行业共历经三轮完整周期，而现在正是第四轮周期的起点。

图16：2007 年—2021 年 11 月商品房单月销售额及销售面积同比增速（%）

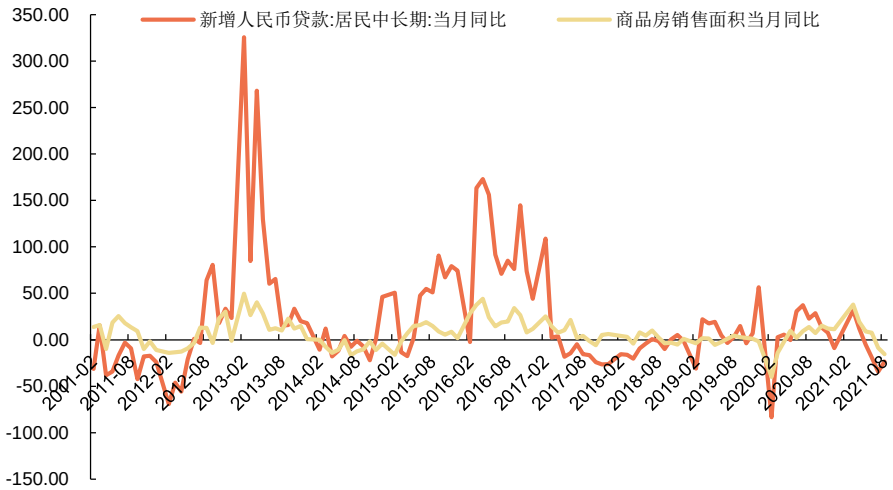


资料来源：Wind，申港证券研究所

新增居民中长期贷与商品房销售同比一致性较好，随后续按揭贷及购房条件的进一步放开，商品房销售有望回暖。

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

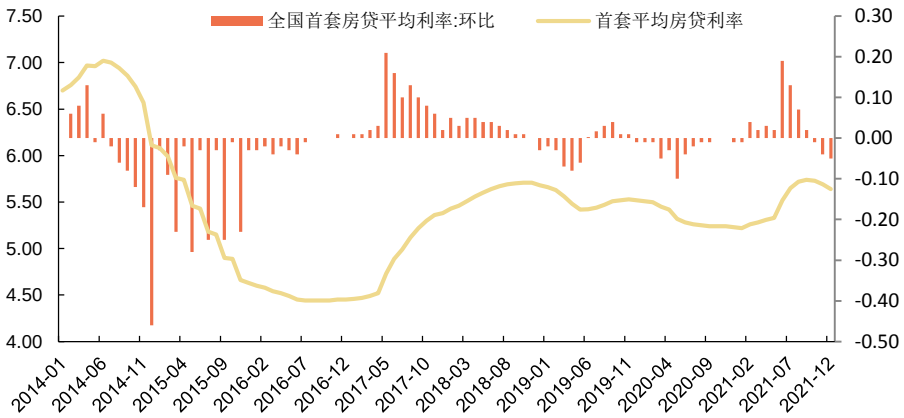
图17：新增居民中长期贷与商品房销售同比（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

预计后续按揭贷及购房条件的进一步放开，商品房销售有望回暖。

图18：全国首套房房贷平均利率和环比变化（%）

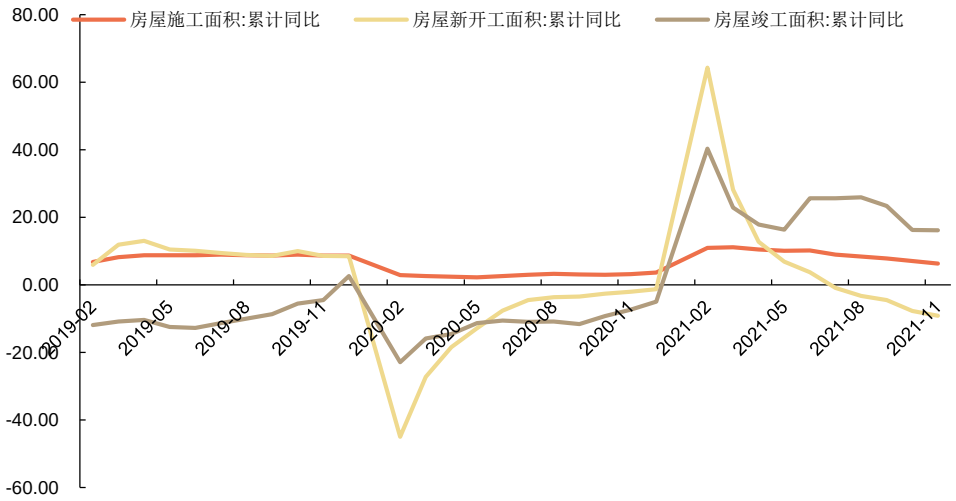


资料来源：Wind，申港证券研究所

- **新开工、施工与竣工来看地产下行压力仍明显。**截至 11 月数据，地产下行压力仍明显，房地产竣工端下滑趋势有所改善，新开工、施工仍走弱。竣工强、新开工、施工弱依然是“三条红线”及宏观审慎管理下房地产企业对房屋新开工速度放缓的最佳选择。正如我们在前述报告中反复强调后续地产或面临大考，近期在政策边际放松下下滑幅度收敛，但由政策底到预期改善到销售投资回暖或面临更长的周期，跨到今年的周期窗口，稳经济增长政策意义上升，仍需关注房地产投资失速风险及相关政策推行。

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

图19：房地产新开工、施工与竣工（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

3.2.2 关键问题的讨论

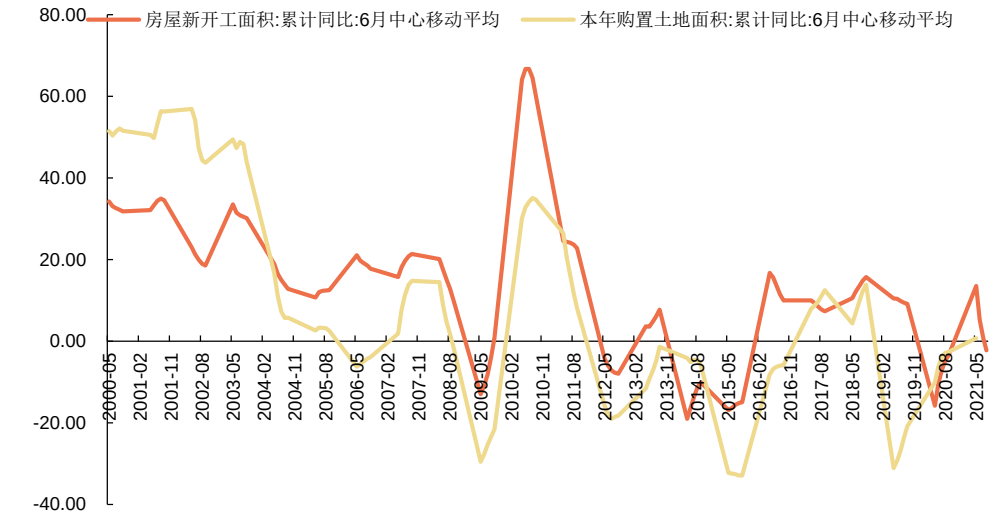
当前关于房地产的几点关键讨论集中在以下几方面：1）政策稳经济的决心有多大（边际向上的幅度）；2）以政策底确定经济底需要多长的周期；3）保障性住房能贡献多少增量；4）房地产下行对相关经济分项有多大负效应 5）地产端全年的投资节奏。

一、稳经济的决心究竟有多大。

- 在今年“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力下，传统逆周期项-地产、基建又应发力。但在地方融资平台不放开、宏观杠杆率有约束及基建规模剩余增量不大的背景下，地产又面临转型，“稳中求进”怎么做成为市场讨论焦点。
- **简单来看无非两种答案，稳经济还是拉经济。**如果是拉经济势必在一定幅度上放开地产，也意味着短期长期目标偏离的情形下，短期作为优先目标，毕竟在经济动能转换的时点，制造业及大工业体系短期难以独担大任；如果只是稳经济，未必能扭转购房、消费等谨慎预期，那就要承担经济短暂衰退的风险。
- **去地产化这条路可能走的艰难，需把握好调控节奏。**房地产作为在最重要的经济分项之一，过于激进的去化过程会对财政支出、就业、相关消费等带来明显的压力，触发系统性风险，并非中央应有之意。
- **我们在认为政策宽松以稳经济要更多关注底线思维。**如地产系拖累经济明显、稳就业及工资发放有难度、工业企业利润同比穿负等。
- 传统周期来看，拿地与新开工具备较高的一致性，而新开工又贡献房地产投资的大头，因而可以通过土地拍卖的边际宽松、未来关注土地溢价率的政策放松节点等进行跟踪。

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

图20：土地购置与房地产新开工（%）

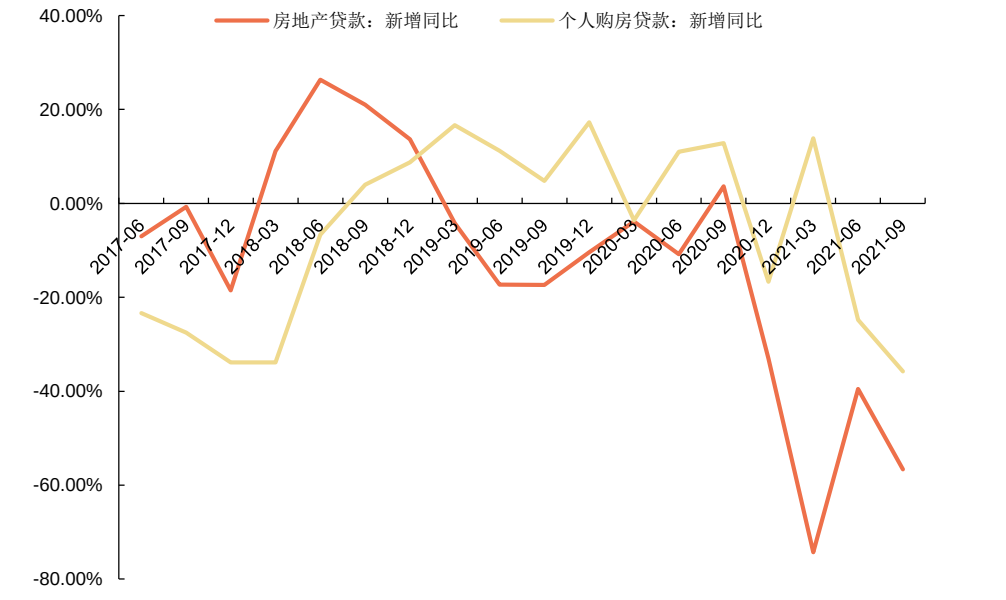


资料来源：Wind，申港证券研究所

二、政策底确定经济底何时来。

2021 年下半年以来单月销售额同比增速持续为负，地产相关融资持续紧缩，市场已进入第四轮周期低谷期。一方面，由于贷款集中管控导致房贷发放紧张，部分二手房贷款审批放款进度降速，导致来自于二手房销售置换的商品房需求受拖累下滑；另一方面，近期各类调控政策、土拍遇冷、房产税试点、房企暴雷、房企打折促销市场下滑等因素都在影响消费者的购房意愿。

图21：房地产贷款与按揭贷（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

通过比对当前市场环境与过往周期特征，预计本轮商品房销售额同比下行将持续到 2022 年中，此后在低基数与市场回暖共同作用下，2022 年下半年市场同比增速将逐步回正。从过往周期时间跨度来看，商品房销售累计同比增速持续负增长最长录得 14 个月，政策调控往往在市场进入低谷期 8-9 个月介入，政策推出后 4-8 个月可推动商品房单月销售额/销售面积同比增速转正。（具体可参见《冬至阳生

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

春又来-房地产行业资金链风险分析》)

表2：2008 年以来房地产周期复盘

周期	第一轮			第二轮			第三轮			当前
周期阶段	低谷	复苏	繁荣	低谷	复苏	繁荣	低谷	复苏	繁荣	低谷
商品房周期	2008.1-2008.12	2009.1-2009.3	2009.4-2009.11	2011.10-2012.6	2012.7-2012.9	2012.10-2013.5	2014.2-2015.3	2015.4-2015.12	2016.1-2017.2	2021.7-至今
货币/调控政策放松时间	2008.9-2009.11			2011.11-2013.2			2014.11-2016.2			2021.12 降准降息
政策放松内容	降准 4 次，降息 5 次，4 万亿，降首付比例			降准 3 次，降息 2 次，城市层面调控放松			降准 6 次，降息 6 次，下调房贷利率及二套房首付			降准降息各 1 次因城施策
持续同比负增长时长	12 个月			9 个月			14 个月			已 5 个月
政策放松滞后市场走弱	8 个月			1 个月			9 个月			4 个月
复苏滞后政策放松	4 个月			8 个月			5 个月			-

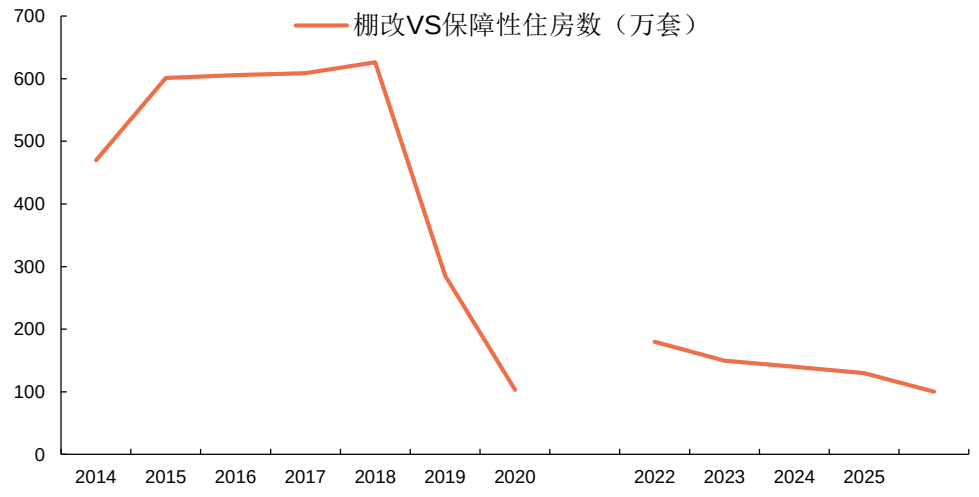
资料来源：wind，国家统计局，申港证券研究所

三、十四五期间保障性住房将贡献主要增量，但能级不及以往。

房地产由需求端的短期刺激转向在供给端构建长效机制，中长期看房地产投资下行，政策由偏紧向中性过渡。

保障性住房 VS 棚改。2022 年小 200 万套（十四五区间 700 万套左右）VS 2019 年小 300 万套。

图22：保障性住房 VS 棚改（其中保障性住房为预计，万套）



资料来源：Wind，申港证券研究所

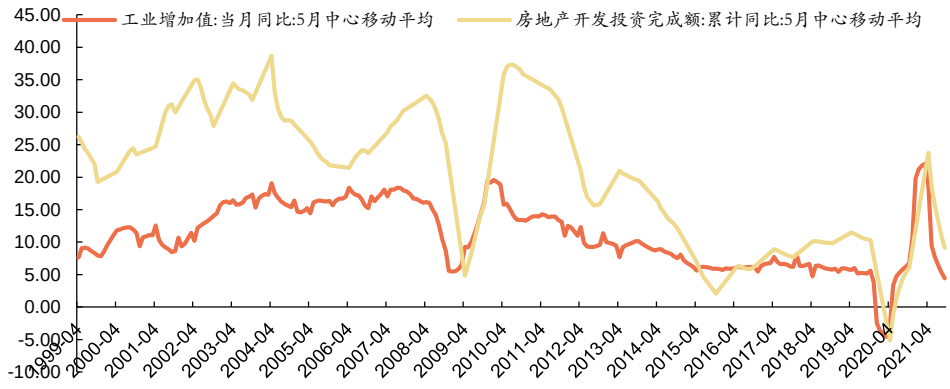
四、房地产下行对相关经济分项有多大负效应。

房地产是经济最关键的变量。其销售影响建材、家具、家电等相关消费，投资影响铁矿、有色金属等基本工业材料进口，投资作为重要分项之一，且对基建与制造业也有间接影响。

房地产下行拖累工业制造业。

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

图23：房地产开发投资额与工业增加值走势相关联（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

定量的维度上，朱晓明，童小龙（2021）在《中国房地产投资的挤出效应》中利用中国 285 个城市 2002-2017 年的面板数据对不同地域和时段上的房地产的挤出效应进行了估计。考虑挤出效应后房地产投资对经济增长的真实贡献将由 0.08 下降至 0.05。（其中一二线城市由 0.17 下降至 0.11，挤出效应较明显，也为因城施策提供实证层面的佐证）

五、投资的节奏，或看下半年。

向后展望，政策底已出，但经济底或看今年年中。地产投资中长期下降，但不触发系统性风险为限。短中期继续边际松，今年上半年经济下行压力大的背景下，政策陆续宽松空间大。销售端疲软或持续到今年年中，政府持续的保交房稳房价或对居民购房谨慎预期有所改善，信贷端有望继续放松，但需金融机构配合，投资端有起色或看下半年，保障性住房加快推进并开工或令时点提前。

- **政策底已出。**12 月中央经济会议对房地产的最新定位为“坚持房子是用来住的，不是用来炒的”，“支持商品房市场更好满足合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”。从以往几轮房地产周期复盘来看，在因城施策的背景下政策端后续有望下调按揭贷款利率、首付比例等继续吹暖。
- **销售端疲软或持续到今年年中，政府持续的保交房稳房价或对居民购房谨慎预期有所改善。**我们比较以往几轮房地产下行周期发现，本轮政策力度相对有限，房主不炒的基调下对市场托而不举，市场下行期仍将持续 7-8 个月。政府持续的保交房稳房价或对居民购房谨慎预期有所改善。
- **信贷端有望继续放松，但需金融机构配合。**随房地产市场预期，销售走低，房企“项目融资→开发建设→销售回款→支付融资成本”的资金循环模式承压，融资难度加大，将拖累后期拿地及开发投资。后续的重点不管在有额度，更多着力于央行对银行惜贷行为的引导。
- **投资端有起色或看下半年，保障性住房加快推进并开工或令时点提前。**

3.3 基建 加速与约束

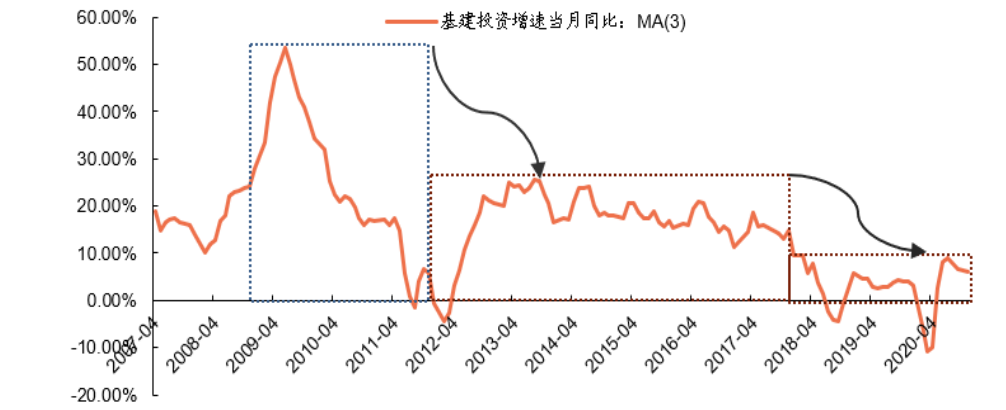
今年的维度上基建的关键三要素政策意愿、资金、项目均就位，基建能稳但难撑。尽管积极财政已在路上，节奏调控上 2022 年上半年或形成投资，绝对值上基建投资不宜期待过高。2020 年广义财政大幅扩张，叠加强政府维稳意愿，但基建增速不及预期，主要源于优质项目不足，而优质项目不足是中长期问题。尽管当下财

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

政发力已在路上，但优质项目不足将对基建投资造成约束，且积极财政到基建项目形成实物量需要时间，因而基建投资将有改善，但不益于预期过高。

边际上政策意愿加速。去年 8 月以来发改委审批提速，10 月以来政府债发行提速，可见的预期内，今年上半年有积极财政带动下的基建加速。但中长期看基建的主要约束仍在优质项目空间，从 2008 年以来 3 轮基建投资增速下台阶的背景看，2022 年基建投资增速上线在 6%-8%。

图24：基建投资增速能级递减（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

基建的三大决定要素：资金+政府托底意愿+项目。

- **政府托底经济意愿层面较为充足。**投资端基建可调节逆周期项（地产由需求刺激向长效机制转化中缺席）具备一定意义上政府意愿经济；
- **优质项目层面储备较为充足。项目审批提速将对基建投资形成支撑。十四五开局之年，地方重大项目储备好于往年且审批将提速。**据各省发改委网站公布的 2021 年重大项目投资计划，2021 年 22 省当年计划投资规模（部分省份未公布）合计达近 10 万亿元，较 2021 年增长 14.3%，各省为谋划布局十四五经济建设，今年地方重大项目储备多数超过往年，项目储备充足将为基建发力托底经济提供一定支撑。据发改委数据，上半年固定资产投资审批核准规模大幅低于前两年，7-8 月份审批核准开始加速，在项目储备充足和前期审批偏慢的叠加影响下，基建“上项目”提速将有利于后续基建投资发力稳增长。
- **资金有空间也有约束。空间在于去年紧财政的余额腾挪与支出后置。约束在于赤字率约束与城投平台宏观审慎。**从财政收入与财政赤字空间来看，城投融资和土地财政收入面临强监管约束，预计在国内新旧动能转换关口，年内隐性债务和房地产监管政策大概率不会放松，城投平台和土地财政对基建的拉动作用有限。基建投资资金来源增长受限，随经济增长压力增大且继续扶植小微（可能相关税收继续减免或延期）财政收入或将回落，政策常态化进程赤字率仍有约束。

4. 消费端的掣肘

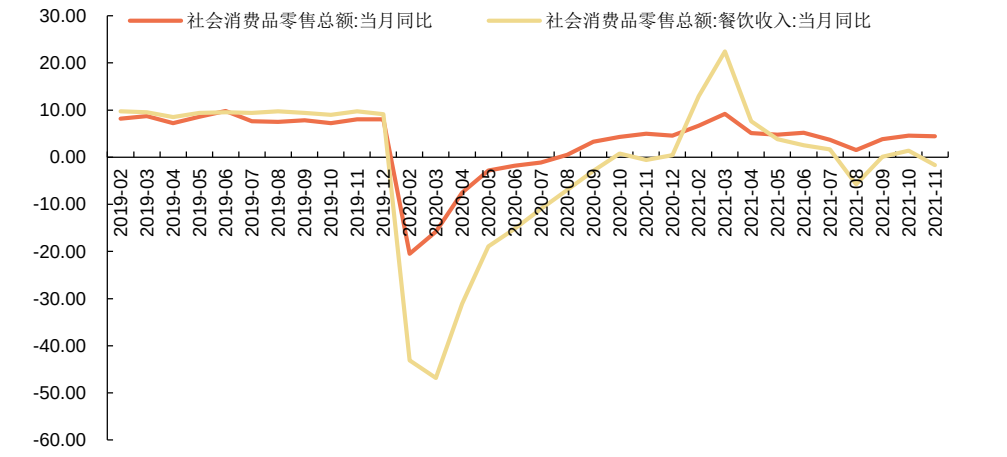
1-11 月份社会消费品零售总额两年平均增长 4.45%，增速不足疫情前（2019 年 8%）的六成，且二季度以来社零增速波动回落，是经济修复最弱分项。

纵观全年，在去年国内本土疫情又扩散背景下，线下餐饮、酒店消费仍受较大扰

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

动。必选消费整体仍有韧性，但受地产拖累，地产后周期相关消费支持明显偏弱。

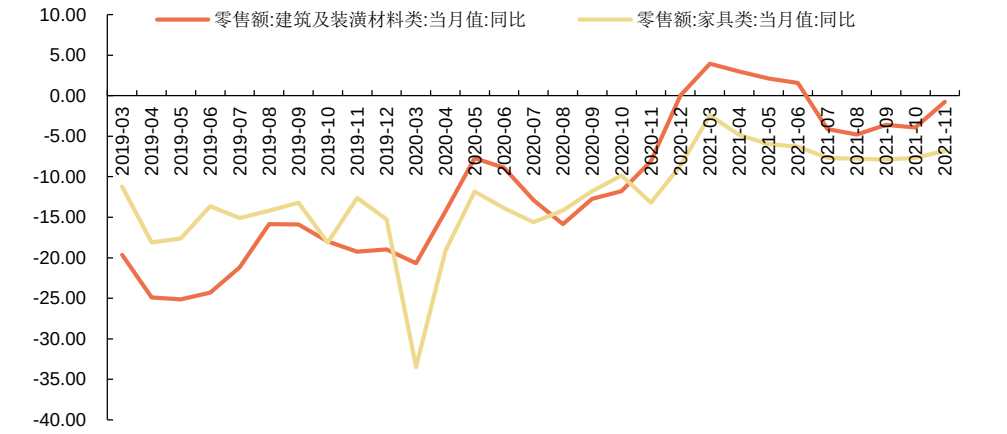
图25：消费复苏但仍受疫情扰动（2021 年数据为两年平均，%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **地产后周期相关消费回落，竣工回暖但拉动不足，建筑及装潢材料类、家具类同比增速下半年以来表现不佳。**

图26：地产后周期相关消费（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **疫情再扰动下，餐饮收入同比转负。**11 月餐饮收入同比两年平均回落到-1.65%（前值 1.4%）。以往数次疫情反复都导致消费同比穿负，线下餐饮修复的节奏幅度主因素归于疫情，预计疫情逐渐平稳将驱动线下餐饮消费加速回暖，但随入冬病毒再变异仍对线下餐饮修复不利。

居民收入修复进度或仍缓慢，且随步入冬季疫情反复或仍对线下服务消费形成扰动，消费难以超预期修复。

- **消费疲弱主要由以下原因：一方面与疫情外生扰动密切相关。受疫情影响较大的餐饮收入持续恢复最慢。另一方面是企业利润环比走缓拖累居民收入修复放缓、消费内生潜能趋弱。这两方面在 2022 年超预期上修均有阻力。**
- **考虑疫情对中低收入人群的影响偏大，低收入居民的消费意愿更取决于收入及收入预期，但居民收入修复进度或仍缓慢且疫情反复对服务消费仍不乐观，消费难以超预期修复。**

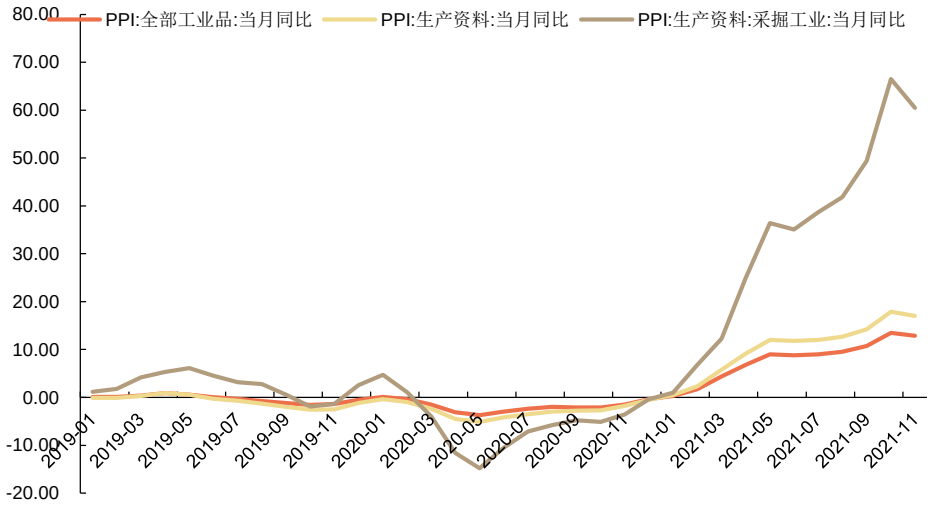
找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

5. 通胀 猪油或难共振

5.1 保供背景下 PPI 高位缓落

保供背景下 PPI 高位缓落。供给端大幅扩产能不符合双碳目标，工业生产端供给约束小幅缓解，稳经济背景下需求端仍旺，PPI 回落幅度有限。生产端保供背景下，PPI 有望在 1 季度末有所缓解。据 EIA 的平衡预测，上半年原油仍将有小幅缺口支撑价格。下半年，美国、伊朗和 OPEC 的生产端供应量逐步恢复。下半年 PPI 回落,中性预计今年 1-4 季度 PPI 分别 8%、5%、3%、0%。

图27：生产资料上涨仍上拉 PPI（%）

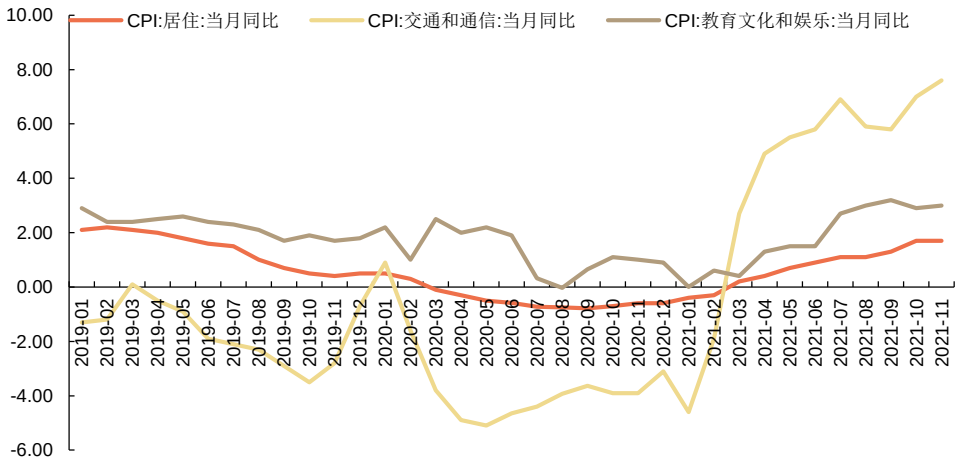


资料来源：Wind，申港证券研究所

5.2 2022 年 CPI 回升 下半年关注猪肉

2022 年 CPI 继续回升，但 PPI 高企对 CPI 贡献或有限，重点关注猪价。年初至今 PPI 对 CPI 居住、交通、教育文化等贡献显示了生产端高位回落后对传导至生活端的涨价压力有所缓释，重点关注食品端。

图28：PPI 向 CPI 传导有限（%）



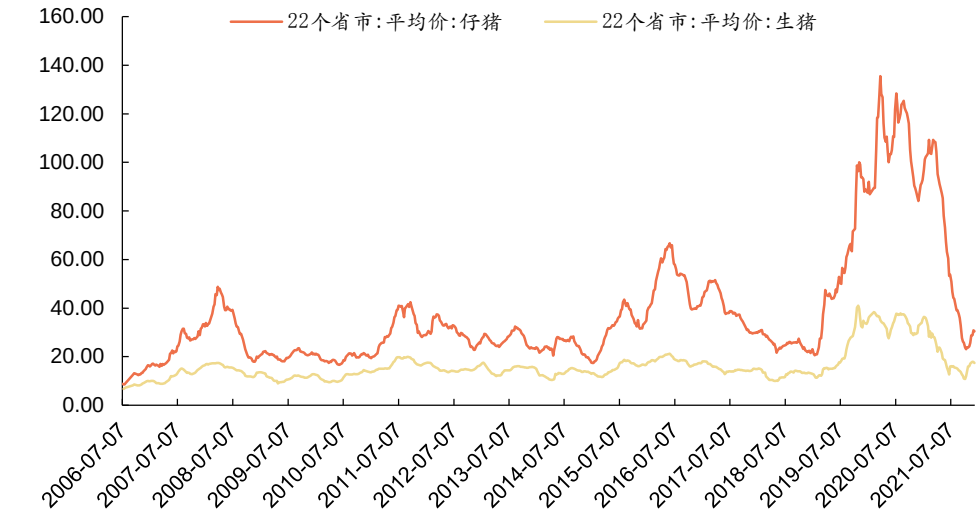
资料来源：Wind，申港证券研究所

CPI 端，央行关心的核心通胀风险无虞。预计今年 1-4 季度 1.8%,1.5%,2%,2%。

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

非食品项，以 EIA 供需缺口的平衡预测，上半年原油看国际油价的仍有可能超预期上涨。食品项，年初至今生猪价格回落，仍在下行周期末到新上行周期的磨底中。按历史规律约在 2022 年年中到本轮周期底部，但本轮生猪结构（二元猪与三元猪比例）有所不同，周期或短于上期。

图29：仔猪价格回升反映补栏意愿有所改善（元）

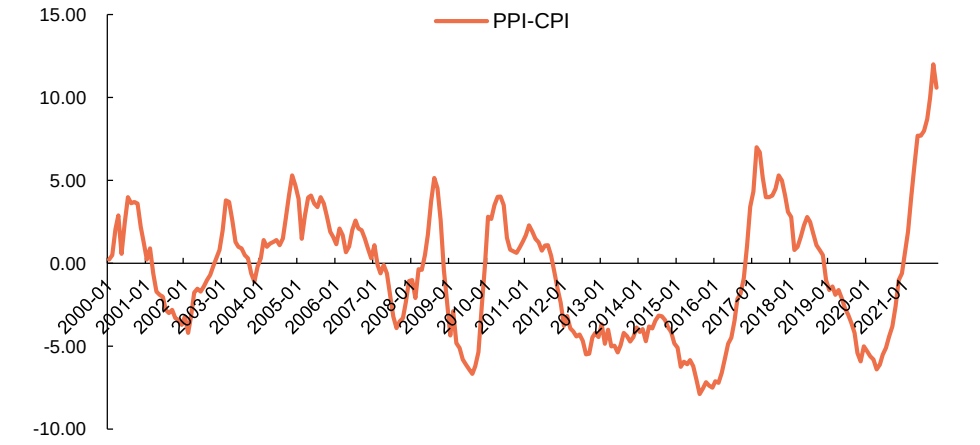


资料来源：Wind，申港证券研究所

5.3 往后看大众消费品风险收益比远高于工业品

截至 11 月，PPI 与 CPI 剪刀差为 12.9%（前值 13.5%），仍处于最近 10 年峰值，往后看，大幅收敛的概率持续上升，则大众消费品风险收益比优于工业品。

图30：PPI 与 CPI 剪刀差大概率收敛（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

6. 政策转向确定 但力度仍待观察

6.1 货币政策稳偏松 稳增长意义上升

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

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

- **经济增长：地产转型的背景下，2022 年稳增长意义有所上升。**12 月经济会议提到积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。
- **通胀：**CPI 持续超 3%或为约束，目前看风险不大；
- **充分就业：**12 月政治局会议、经济会议重提六稳六保，服务业为城镇就业率保障，农民工多为建筑业。
- **国际收入平衡：**以我为主，但外部退出 QE 并加息仍限制政策窗口期。

图31：货币政策目标

资料来源：Wind，申港证券研究所

工具上，结构为主，总量为辅，今年上半年经济下行压力大有望继续降准降息。结构上的倾斜仍将继续（以清洁能源、绿色经济为主的新兴制造业并相关基础设施投资），数量工具保持合理充裕，价格工具依然谨慎（触及底线思维）。

- 后续仍有可能为对冲 MLF、或为推动工业企业降低成本或为对冲外部风险稳定汇率再一次降准填补流动性缺口，但下调政策利率的时点可能在触及底线思维时（如地产系拖累经济明显、稳就业及工资发放有难度、工业企业利润同比穿负等）。
- 结构工具上通过专项货币政策工具（直达实体的货币政策工具、专项再贷款、再贴现、精准减排的货币政策工具、部分银行的窗口指导等），向金融机构提供中长期、低成本资金，用于对特定主体及领域的支持。

6.2 积极财政 财政前置

随今年稳经济增长压力凸显，财政有望重回扩张区间，支撑今年上半年基建投资。

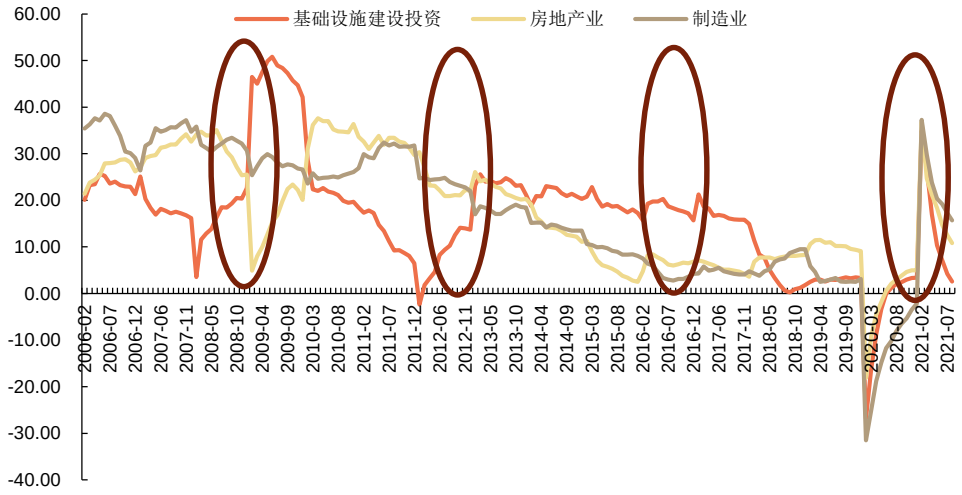
- **总量上，基于去年财政留有余力，2022 年财政支出同比增速或达两位数。**关键假设如下：狭义财政支出=一般公共预算+政府性基金支出+国有资本经营预算支出；其中政府性基金“年年有余”，保守估计 2021 年结余资金 1 万亿，政府基金预算持平上期；2022 年赤字率 3%（赤字规模 3.6 万亿）；专项债预算回落到 3 万亿，2021 年有 1.2 万亿结转，税收增长同比与 GDP 持平；
- **节奏上，今年初实物工作量的形成的背景下，今年专项债前置发行概率较高，今年上半年投资或有明显显现。**

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

6.3 实体需求不足是主要掣肘

本轮政策效用的主要掣肘是实体需求不足。历史上信用扩张周期多伴随传统经济主体基建与房地产相关融资拉升，2006 年以来的 4 轮信用扩张周期内，前 2 轮是基建、第 3 轮是基建与地产共同支撑，第 4 轮是房地产。

图32：信用扩张周期伴随基建与房地产投资上升（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

以当前时间节点看，地产（投资属性向居住属性转）、基建（存量空间大，增量空间有限）、城投平台（地方隐性债未放开）均有不同程度的约束。

7. 风险项

- **全球疫情反复及疫苗推行进度及效果不及预期、海外矛盾升级、全球性逆化、：**疫情波折会显著影响经济增长预期及资本市场的风险偏好。
- **海外矛盾升级：**拜登当选，两党派内部矛盾突出，谨防中国成为双方博弈的重要筹码等。
- **全球化：**全球性逆化带来的产业淘汰及行业波动。
- **经济数据超预期：**单月经济数据大幅低/高于预期带来的交易情绪波动。
- **海外资产价格调整：**全球资产价格有一定联动性，比如美股若发生大幅调整会一定程度影响国内资本市场价格。
- **地缘政治风险、民粹主义冲突等。**

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

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

找报告，上“数据瑝河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

免责声明

本报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本报告中所引用信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下作出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的风险等级定级为 R3 仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新