



政策护航，稳字当头

——2022年宏观经济展望

华龙证券研究所

研究员：曹明

执业证书编号：S0230517110001

邮箱：caom@hlzq.com

请认真阅读文后免责条款

摘要（核心观点）：

➤ 2022年全球经济复苏延续，但分化不一，流动性面临拐点

全球经济继续从新冠肺炎疫情造成的巨大冲击中不断修复，复苏进程过渡到正常扩张将引起经济格局进一步分化与不均衡。疫情的再次恶化、劳动力短缺与通胀依然是决定经济复苏节奏的关键变量。美联储已开启缩减购债规模，欧洲央行将按计划在2022年停止购买资产，新兴经济体中部分国家已采取加息措施，整体来看2022年全球“滞胀”风险加大的同时货币政策将呈现出偏紧的态势，流动性面临拐点，金融市场存在一定的波动风险。

➤ 2022年国内经济在政策护航下稳字当头、稳中求进

2022年的宏观经济政策力保经济运行稳字当头，经济增长稳中求进。财政政策重在提升效能，在调控上更加注重精准、可持续，货币政策在稳增长目标要求下易松难紧，全年流动性会保持合理充裕。外生因素与内生因素的共振下，国内经济运行继续进入中速增长平台，经济增长动能依旧面临放缓压力，预测2022年GDP增速呈现出前低后高的态势，全年增速保持在5.5%左右。CPI在新一轮猪周期与人工成本、服务成本的带动下有所抬升，PPI在政策调控下将逐渐回落。

2022年在继续深入推进产业结构转型与升级的重要战略机遇期下，高技术制造领域、新能源领域、数字经济领域与消费升级领域等都将迎来较大的成长空间。

风险提示：

海外疫情爆发超预期与国内局部疫情干扰、中美关系、全球通胀超预期、经济增长与货币政策转向预期、地方政府债务风险。

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

目 录

1. 2022 年海外经济展望：复苏延续，但分化不一.....	1
1.1 美国：经济复苏较好，但通胀高企.....	1
1.2 欧洲：经济复苏或将放缓.....	2
1.3 日本：经济增长依旧疲软.....	3
1.4 新兴经济体：经济复苏压力较大.....	4
1.5 核心观点 1.....	4
2. 2021 年国内经济运行回顾.....	5
3. 2022 年宏观经济政策展望.....	7
3.1 财政政策：提升效能，注重精准、可持续.....	7
3.2 货币政策：易松难紧，保持流动性合理充裕.....	7
3.3 核心观点 2.....	9
4. 2022 年国内宏观经济展望.....	10
4.1 外生因素：不容忽视的扰动经济增长因子.....	10
4.1.1 疫情.....	10
4.1.2 极端天气.....	11
4.1.3 能源.....	12
4.2 内生因素：供给侧重在长期结构调整，需求侧为短期主要矛盾.....	13
4.2.1 供给侧.....	13
4.2.1.1 资本：技术创新下资本广化走向资本深化.....	13
4.2.1.2 人口：刘易斯拐点下人口红利走向人才红利.....	14
4.2.1.3 中小企业：纾困进行时，激发经济创新活力与发展动力.....	15
4.2.2 需求侧.....	17
4.2.2.1 消费：疫情得以有效防控下好于 2021 年.....	17
4.2.2.2 固定资产投资：基建稳、地产略松，关键在制造业.....	19
4.2.2.3 出口：海外疫情防控负相关，产业链替代下或呈前高后低.....	22
4.3 核心观点 3.....	23
5. 2022 年国内价格水平展望.....	25
5.1 CPI：在 PPI 传导下上行.....	25
5.2 PPI：在高基数影响与政策调控下回落.....	25
5.3 核心观点 4.....	26
6. 总结.....	27
7. 风险提示.....	28

1. 2022 年海外经济展望：复苏延续，但分化不一

2021 年，全球经济正从疫情带来的衰退中逐步复苏，但是复苏势头不同步、不平衡，发达经济体的复苏程度整体好于发展中经济体与新兴经济体。2022 年，随着疫苗、新冠特效药不断取得新进展，全球经济将从疫情复苏逐渐过渡到更正常的扩张，复苏进程的不均衡状况将愈发明显，各国贫富差距进一步拉大。

1.1 美国：经济复苏较好，但通胀高企

2021 年美国经济复苏表现较好，GDP 规模超过疫情前水平，前三季度 GDP 增速分别为 6.3%、6.7%和 2.1%。在复苏进程中面临的最大问题是供应链对国外的过度依赖，已成为一个巨大的薄弱点，由此导致制造业企业面临更多的困难，如原材料短缺和人工成本的上升，消费者面临更高的价格，从而加剧通胀压力，拖累经济增长。同时就业水平不及预期，未恢复到疫情前水平。美联储在 2021 年底的货币政策会议中声明，近几个月来就业稳健增长，失业率实质性降低，但是美联储高级官员不得不承认，经济发展过程中已面临越来越多领域的通胀增长。

图 1：美国 GDP 不变价（季）同比



图 2：美国 CPI



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2022 年，美国经济将进一步复苏，但是最大的挑战仍然是通胀问题。货币政策方面，2021 年 11 月美国已启动缩债计划，并且从 2022 年 1 月开始将资产购买计划每月削减的速度翻倍至 300 亿美元，预计 2022 年年中会提前完成缩减 QE。对于加息时点的关注，鲍威尔表示缩减购债的开始时点

和步伐都不是未来何时加息的“直接信号”，但市场普遍预计 2022 年至少将加息三次。财政政策方面，拜登提案的美国就业计划和家庭计划或将使财政赤字在 10 年内增加 8000 亿美元，预计 2022 年财政政策较为积极，主要用于道路交通基础设施建设、网络宽带、可再生能源、供水供气等公共设施领域。

图 3：美国制造业 PMI

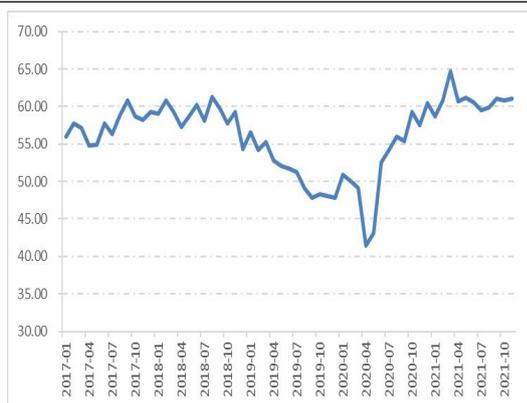
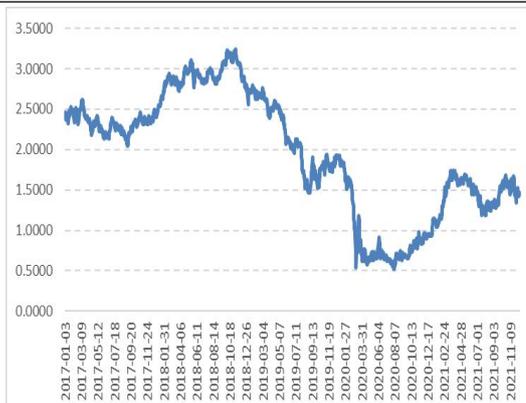


图 4：美国十年期国债收益率



数据来源：Wind，华龙证券研究所

1.2 欧洲：经济复苏或将放缓

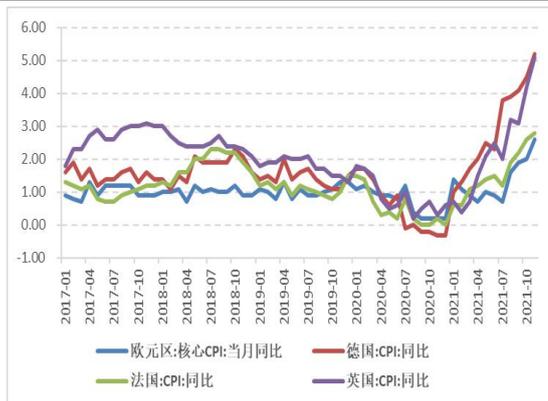
2021 年在欧洲央行实行低利率的货币政策和一系列救助措施的持续推动下，欧洲经济复苏增速稳中略升。就业方面，欧元区短期劳动力市场指标持续改善；通胀方面，能源价格上涨和经济复苏引发的供应短缺推动欧洲物价整体上涨，欧元区 CPI 大幅上升至 4% 以上，英国 CPI 从 2021 年下半年开始居高不下，由 7 月的 2.0% 增至 11 月的 5.10%，已连续多月超过央行设定的 2% 目标。

2022 年，欧洲经济复苏或将放缓，奥密克戎扩散引发供应链紧张，推升通货膨胀水平，使货币政策调整更趋复杂，从而加大欧洲经济复苏的不确定性。受疫情影响，欧央行或将放缓停止通过“紧急抗疫购债计划”(PEPP) 购买资产”的计划。

图 5：欧元区制造业 PMI



图 6：欧元区及英国 CPI



数据来源：Wind，华龙证券研究所

1.3 日本：经济增长依旧疲软

2021 年日本经济增长较为颓势，疫情影响下奥运经济并未对增长带来较好作用。2021 年季调后的 GDP 在一季度和三季度环比增长均为负值，三季度日本 GDP 环比下降 0.8%，个人消费环比下降 1.1%，疫情风险对消费的冲击影响远超出预期，日本央行副行长雨宫正佳更是悲观表示，日本经济已陷入停滞。

图 7：日本 GDP 环比（季调）%

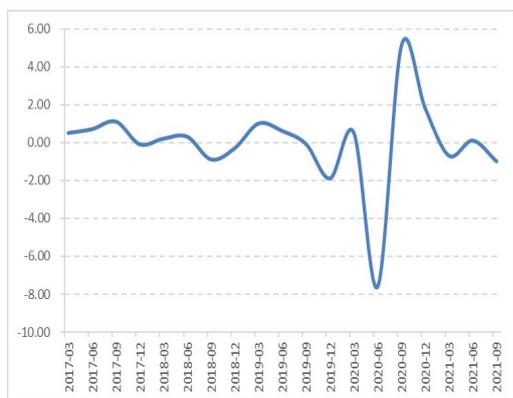
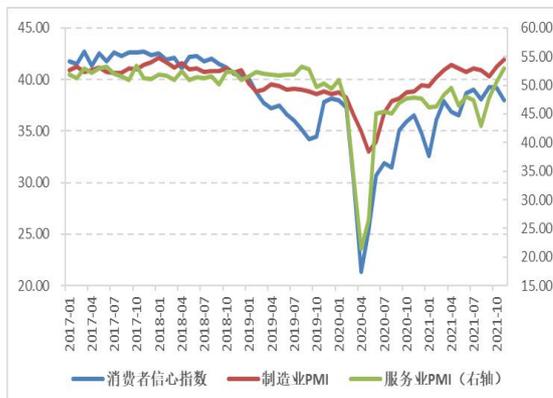


图 8：日本 PMI 及消费信心指数



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2022 年，日本经济将继续复苏，尽管国际货币基金组织（IMF）预计，日本近两年的经济增长率在七国集团（G7）中将是最慢的，但是日本政府推出规模 55.7 万亿日元的财政支出计划将加快日本经济在 2022 年的复苏进程，大规模数据中心、光纤和 5G 相结合等领域都是财政政策的发力点，货币政策方面预计日本央行仍将维持短期-0.1%利率水平，10 年期国债收益率目标在 0.0%附近不变。

1.4 新兴经济体：经济复苏压力较大

2021 年，新兴经济体总体保持增长态势。在美联储宣布实施 Taper 之前，俄罗斯和巴西等国家已开启加息步伐，应对美联储政策实施带来的冲击。但是新兴经济体在 2021 年的经济复苏步伐明显慢于发达经济体。

图 9：新兴经济体制造业 PMI

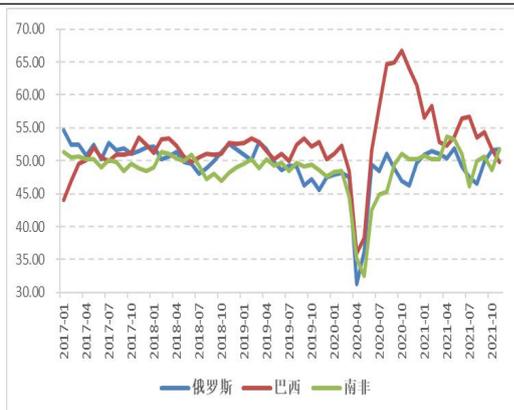


图 10：新兴经济体 CPI



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2022 年，在通胀预期和发达经济体利率水平上升的背景下，新兴经济体的复苏压力或将凸显，尤其是部分国家加息后的不确定性可能导致新兴经济体融资条件再度收紧，从而面临资本流出、汇率贬值、外汇负担沉重等压力。

1.5 核心观点 1

展望 2022 年，全球经济继续从新冠肺炎疫情造成的巨大冲击中不断修复，复苏进程过渡到正常扩张将引起经济格局进一步分化与不均衡。对于海外经济体来说，疫情的再次恶化、劳动力短缺与通胀依然是决定经济复苏节奏的关键变量，如何在疫情防控与经济发展之间取得平衡仍是关键因素。美联储已开启缩减购债规模，欧洲央行将按计划于 2022 年停止购买资产，新兴经济体中部分国家已采取加息措施，整体来看 2022 年全球“滞胀”风险加大的同时货币政策将呈现出偏紧的态势，流动性面临拐点，金融市场存在一定的波动风险。

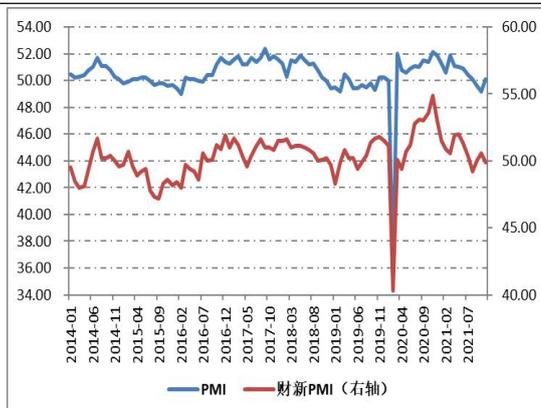
2. 2021 年国内经济运行回顾

“十三五”时期，中国 GDP 增速持续下行，从 2016 年的 6.8% 下降至 2019 年的 6.1%。2020 年受疫情等因素的影响，GDP 增速将进一步回落。在疫情散发、洪涝灾害、限产限电、地产震荡等因素叠加冲击下，2021 年国内经济依旧保持稳健复苏，增速呈现前高后低走势，其中一季度 GDP 同比增长 18.3%，二季度同比增长 7.9%，三季度同比增长 4.9%，三季度经济增速“破 5”显示经济下行压力加大。

图 11: GDP 当季同比%



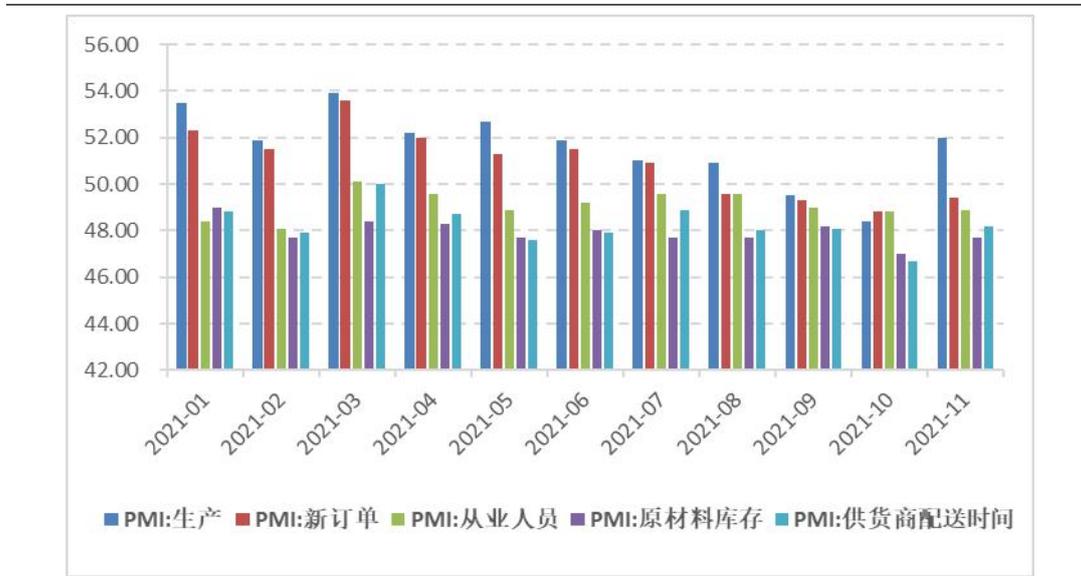
图 12: 制造业 PMI 与财新 PMI



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

从 2021 年前 11 个月 PMI 指数的五大分项指标来看，经济运行呈现出前高后低的走势。预计 2021 全年经济增长率将超过政府预定目标 6.0%。

图 13: 2021 年月度 PMI 分项指标

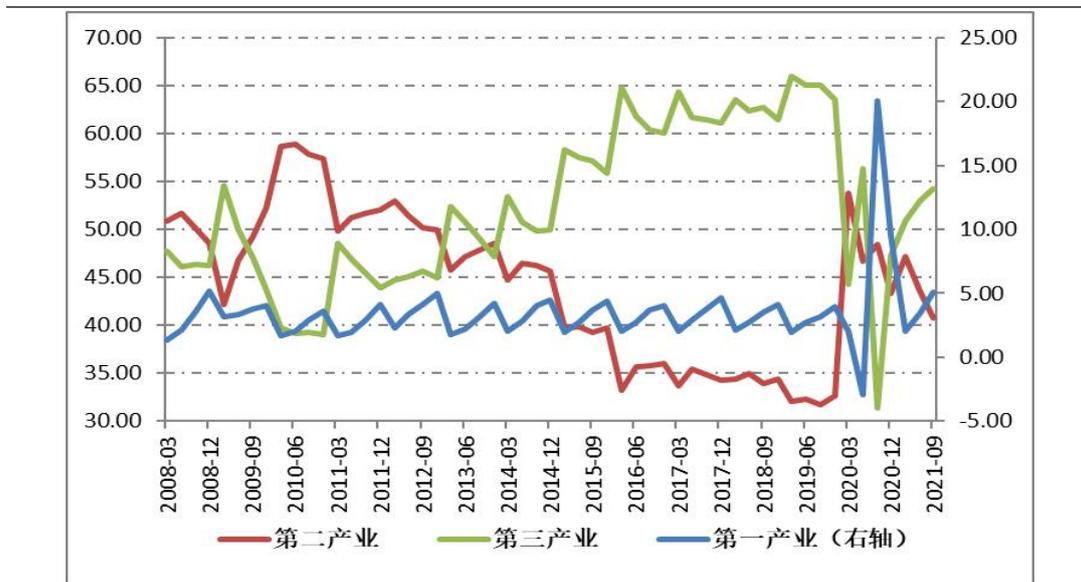


数据来源: Wind, 华龙证券研究所

2021 年的经济运行呈现出复苏中的不平衡态势，需求收缩与供给冲击下复苏主要有以下特征：外需强于内需、上游产业优于下游产业、大中型

企业好于小微企业、工业生产领先于服务业。整体来看，2021 年的经济仍处于疫情冲击中的修复期。

图 14: GDP 三大产业贡献率



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

3. 2022 年宏观经济政策展望

2022 年，经济增长面临较大下行压力，按照中央经济工作会议提出的“经济工作要稳字当头、稳中求进”的要求，宏观经济政策将继续保持连续性、稳定性、可持续性，发挥好跨周期调节作用。财政政策体现积极有效，重点提升效能、激发微观主体活力；货币政策稳健中灵活适度，保持流动性合理充裕。

3.1 财政政策：提升效能，注重精准、可持续

2021 年 1-11 月公共财政收入 19.13 万亿元，同比增长 12.80%，公共财政支出 21.39 万亿元，同比增长 2.90%。2021 年的财政支出呈现出年初、年末放量增长、年中收缩的态势，主要是受到新增专项债的发行呈现出前紧后松的走势，下半年新增专项债发行较上半年有所提速的影响。从财政支出结构来看，教育、社保就业与卫生健康等民生领域仍为支出重点。

图 15：公共财政支出与收入



图 16：财政支出重点领域



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2022 年，财政支出将进一步围绕市场主体展开，支持制造业企业、中小微企业和个体工商户纾困解难和创新升级，政策推进将继续向科学技术与民生领域倾斜，能源、交通运输、生态环保与新基建领域都将是政策发力的重点。

3.2 货币政策：易松难紧，保持流动性合理充裕

从货币投放看，2021 年 11 月，广义货币（M2）余额 235.6 万亿元，

同比增长 8.5%；狭义货币（M1）余额 63.75 万亿元，同比增长 3%。2021 年 1-11 月社会融资规模 28.97 万亿元，比去年同期减少 4.18 万亿元。11 月社会融资规模增量为 2.61 万亿元，比上年同期多 4786 亿元，比 2019 年同期多 6204 亿元。虽然社会融资规模年底呈反弹态势，但是 2021 年全年社融增速较 2020 年同比放缓，其中政府债券、企业债减少，人民币贷款与股票融资增加。

图 17: M1 与 M2

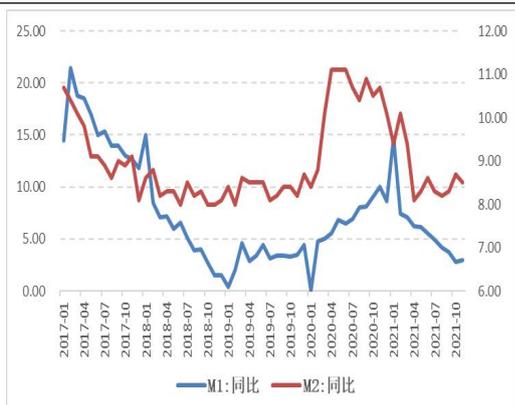
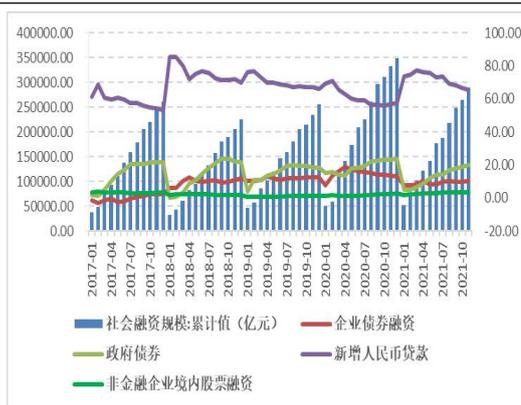


图 18: 社会融资规模及各项累计占比



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

从贷款方面看，2021 年 1-11 月新增人民币贷款 18.91 万亿元，前 3 季度居民部门新增人民币贷款 6.35 万亿元，较上年同期多增 2300 亿元，企事业单位新增人民币贷款 10.48 万亿元，较上年同期少增 800 亿元。贷款结构中新增居民中长期贷款受地产调控政策影响整体呈现下降趋势，企业中长期贷款保持强劲。

图 19: 新增人民币贷款当月值（亿元）

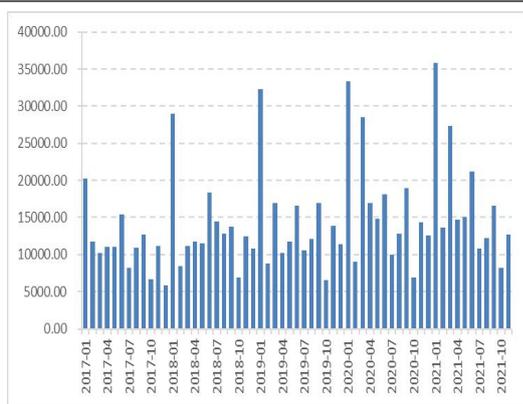
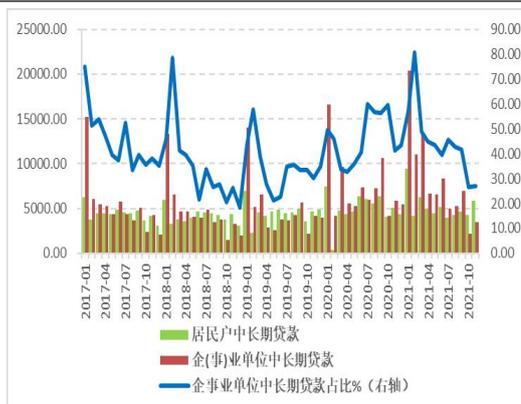


图 20: 居民与企事业单位中长期贷款



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

2021 年两次全面降准对银行降低成本效果明显，12 月 20 日人民银行授权全国银行间同业拆借中心将 1 年期 LPR 下调 5 个基点至 3.8%，叠加多种结构性货币政策工具，全年来看政策稳健的取向并未改变，政策的灵活

适度与自主性进一步彰显。

2022年，在经济下行压力有所加大背景下，金融机构将继续加大逆周期调控力度，不断夯实经济恢复基础。货币政策将保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，引导资金加大对中小企业、绿色发展等重点领域和薄弱环节的支持力度。预计社会融资规模将好于2021年，增速为10.8%，M2增速为8.0%-8.5%。基于2022年稳增长政策将适度靠前发力的预期，判断2022年上半年降准还将延续。

3.3 核心观点 2

展望2022年宏观经济政策，面对需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，宏观经济政策需具备独立性、自主性、灵活性，财政、货币政策双管齐下、跨周期和逆周期有机结合，力保经济运行稳字当头、经济增长稳中求进是全年主基调。财政政策重在提升效能，在调控上更加注重精准、可持续，货币政策在稳增长目标要求下易松难紧，全年流动性会保持合理充裕。

4. 2022 年国内宏观经济展望

2021 年 10 月，国际货币基金组织发布《世界经济展望报告》，预计 2022 年全球经济增长 4.9%，中国经济增长 5.6%。

2021 年 3 月，央行调查统计司课题组提出，劳动力质量提升和技术进步等要素对经济增长的重要性不断突显，通过生产函数法对我国经济增长的拉动因素进行全方位测算，“十四五”期间我国潜在产出增速为 5.0%-5.7%，总体继续保持中高速增长。

2021 年 12 月 6 日召开的政治局会议对 2022 年的要求是“稳字当头、稳中求进”，“继续做好‘六稳’、‘六保’工作，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间”。

2021 年 12 月 8 日至 10 日召开的中央经济工作会议，指出 2022 年经济工作要稳字当头，稳中求进，要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。

无论是高层对经济增长目标的定调，还是央行、社科院等机构所做的经济增长测算，可以看出我国的经济增长中枢是在 4.7%-5.7% 的区间，“十四五”时期年均增速将下降至 5.0%~5.5% 左右。

对于 2022 年国内宏观经济展望及判断，我们认为需要考虑外生因素与内生因素共同对经济运行及经济增长的影响。在外生因素中选取疫情、极端天气与能源，内生因素依旧结合供给端与需求端进行分析。

4.1 外生因素：不容忽视的扰动经济增长因子

4.1.1 疫情

始于 2020 年初的新冠疫情，已经对全球的全要素生产率、劳动供给、资本供给带来冲击，疫情已然是影响全球工业生产从而进一步影响消费复苏的重要变量。2021 年，德尔塔、奥密克戎变异株相继出现，全球抗疫局势再添变数。

图 21：全国疫情新增趋势图（截止 2021 年 12 月 22 日）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

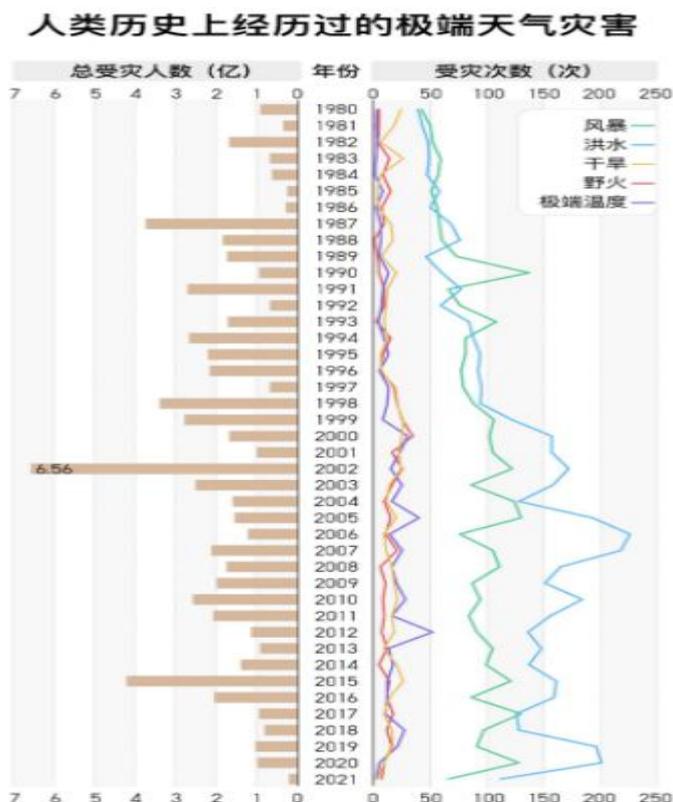
2022 年随着疫苗的全民接种普及与加强针特效药的研发与推出，将会对国内疫情的防控带来积极影响。疫情虽然不是影响我国经济增长与发展的主要矛盾，但是不容忽视的是，病毒的变异与海外经济体对疫情防控不力的态度，使得输入性风险对 2022 年国内经济发展来说仍是“黑天鹅”事件，疫情对经济运行的影响还将存在。

4.1.2 极端天气

2021 年，极寒天气、最暖 2 月、沙尘暴、强对流与暴雨降水等极端事件接连发生，我国气候总体呈现异常特征。最新发布的《中国气候变化蓝皮书（2021）》显示，2020 年全球平均气温已较工业化水平高出 1.2℃，气候变化距《巴黎协议》规定的 1.5℃升温临界点仅差 0.3℃。世界气象组织发布的《2020 年气候服务状况报告》显示，在过去五十年中，全球发生了超过 1.1 万起气候相关自然灾害，致使 200 万人丧生，造成经济损失高达 3.6 万亿美元。

作为一种负外部性因素，气候变化将会深刻地影响全球经济社会的可持续发展，对粮食安全、生态安全、国土安全和水资源环境保护安全构成严重威胁。无论是渐进性的气候变化，还是突发性的自然灾害，都将对全球的经济增长造成严重损害，从而引发金融体系的系统性、结构性问题。

图 22：极端天气灾害



数据来源：国际灾害数据库，公共信息

4.1.3 能源

在全球能源危机和能源转型的大背景下，石油等化石能源的命运已经成了市场关注的焦点。未来全球能源供应或将面临更多的不确定性冲击，表现在传统能源短缺引发通胀，新能源供给存在瓶颈，短期内难以一蹴而就。

图 23：液化天然气价格（元/吨）

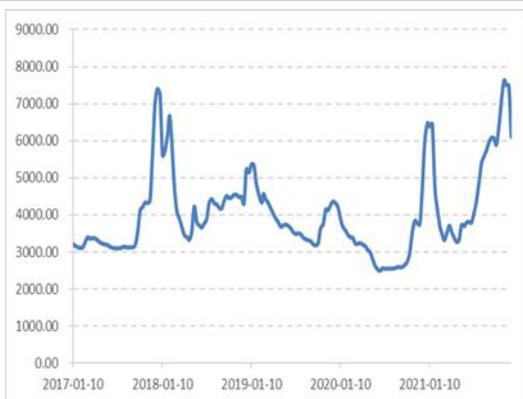
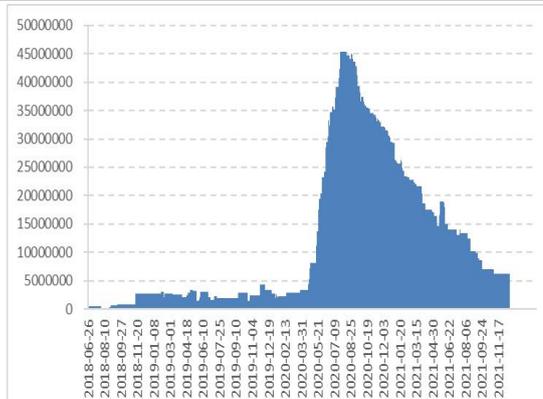


图 24：国内原油库存期货（桶/日）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2022年，全球将继续进行传统能源与新能源之间的再平衡调整。对于国内来说，碳达峰、碳中和背景下的能源格局重构，使得未来不会大力发展传统能源上纲上线，大规模开发利用可再生能源、提升能源利用效率和深度减排成为了能源行业发展的基本方向。未来随着我国生态目标任务的推进，绿色低碳产业投资井喷已成为必然，相关行业企业将迎来更多机会。

4.2 内生因素：供给侧重在长期结构调整，需求侧为短期主要矛盾

4.2.1 供给侧

4.2.1.1 资本：技术创新下资本广化走向资本深化

在资本方面，资本积累虽然仍是中国经济增长的核心驱动力，但目前呈现出两种不平衡态势：第一，资本积累的推动力开始显著减弱，受制于“两低三高”项目的管控，高投资发展模式愈发难以为继；第二，鉴于我国金融市场仍不够健全完善，扭曲的融资体制下优质的金融资源并没有配置给生产效率较高的部门、行业和企业，尤其是民营企业，民营中小型企业普遍面临融资难的问题。

人均资本存量角度看，2010-2020年10年期间GDP资本形成总额从19.19万亿元增长到44.24万亿元，年均增长率为8.71%，在人口从13.41亿增长到14.12亿背景下，人均资本存量从1.43万元增长到3.13万元，年均增长率为8.15%，低于资本形成总额增速。此外，2016-2018年人均资本存量年均增长率为11.96%，而2018-2020年增速下降到4.57%。

图 25：资本形成总额与总人口

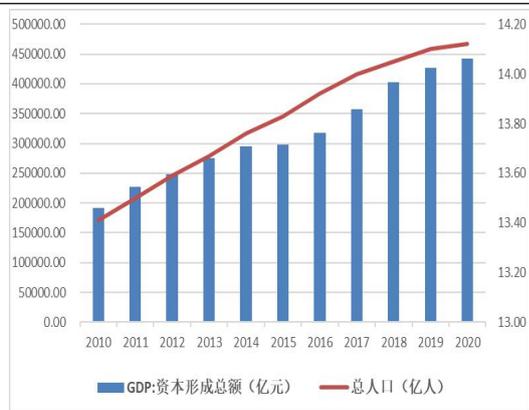
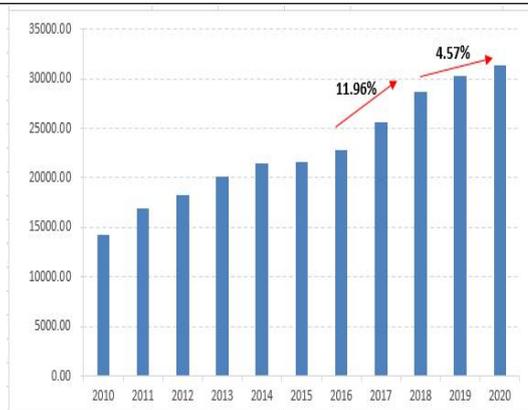


图 26：2010-2020 年人均资本存量（元）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2022年，继续推动技术创新提升人均资本存量水平，扩大高技术制造业投资，支持科技含量高、竞争力强、成长潜力巨大的专精特新企业发展，提高企业在资本市场融资的能力，从而使资本广化进一步走向资本深化，是经济增长的动力之一。

4.2.1.2 人口：刘易斯拐点下人口红利走向人才红利

受到人口红利不断衰退的影响，劳动供给对经济增长的贡献率总体呈现下滑态势，而人力资本对经济增长的贡献率还未出现显著提升。2020年全国人口普查情况显示，我国14.12亿人口当中60岁及以上人口为2.64亿，增长率为5.44%，超过全国人口增长率5.38%水平；65岁及以上人口为1.91亿，与2010年相比增加了0.72亿；15-59岁年龄组人口比例由2010年的70.14%下降到2020年的63.35%。

图 27：2010 与 2020 年全国人口普查对比

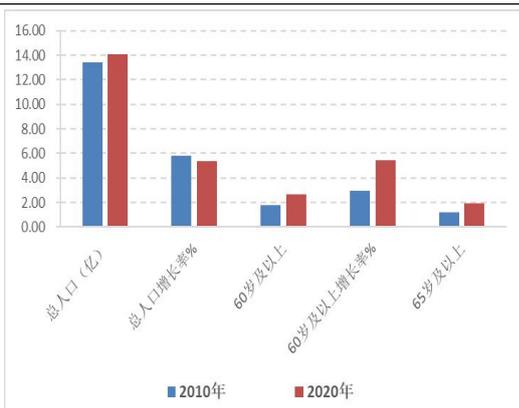


图 28：总抚养比与老年人口抚养比



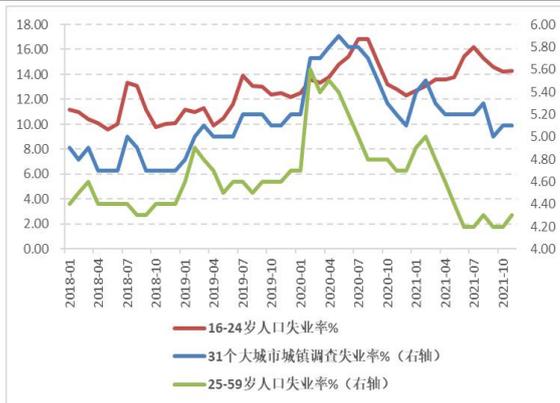
数据来源：Wind，华龙证券研究所

从劳动力供需看，长期存在的二元户籍制度导致两种不平衡态势：第一，在中国人口老龄化、少子化趋势日趋严重的背景下，劳动力增量下降，劳动力成本抬升过快，对企业生产端成本造成挤压，“招工难”、“用工荒”现象屡见不鲜；第二，从就业来看，2021年1-11月全国城镇新增就业1207万人，提前完成全年目标任务。全国城镇调查失业率为5.0%，16-24岁人口调查失业率为14.3%。尽管完成政府既定目标压力不大，但是随着消费时代与消费习惯的改变，就业的不安定与流动性问题凸显，特别是青年群体的失业率居高仍然是一个非常突出的问题。

图 29：城镇新增就业



图 30：城镇调查失业率



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2022 年，继续畅通劳动力市场大循环，通过城镇化以及地区之间的劳动力流动释放人口流量，通过人力资源配置深化职普融通，实现职业教育与普通教育双向互认、纵向流动。从人口红利走向人才红利，为打造技能强国注入生命力，进一步缓解人口老龄化和少子化对中国经济增长的负面影响，是经济增长的动力之一。

图 31：全国职业供求情况

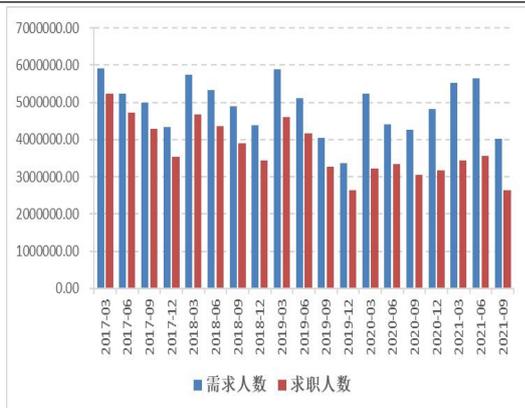
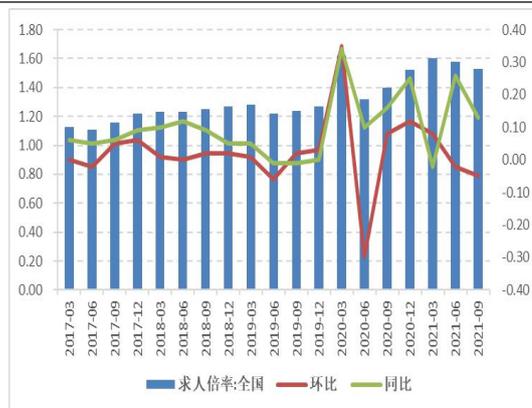


图 32：求人倍率



数据来源：Wind，华龙证券研究所

4.2.1.3 中小企业：纾困进行时，激发经济创新活力与发展动力

目前，我国市场主体总量突破 1.5 亿户，绝大部分为中小微企业和个体工商户。2021 年以来，中小企业经济效益稳定恢复，创新活力不断增强。但受到原材料价格高企、物流成本高、用电紧张等多重因素影响，发展也面临一些新问题。2021 年从 PMI 分项指标看，小型企业的生产与新订单指数大部分月度数值在荣枯线下方。

图 33：2021 年中小企业生产及订单

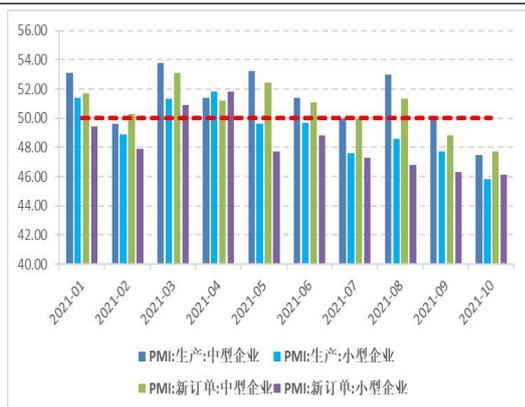
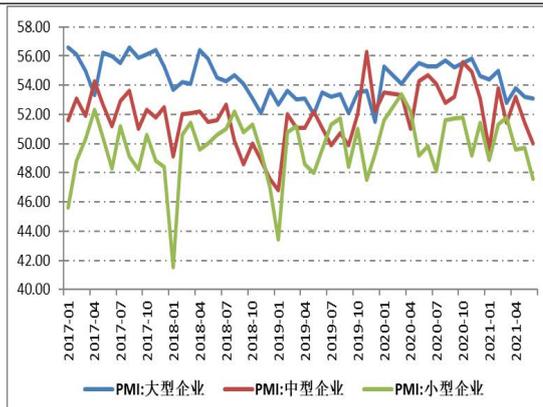


图 34：PMI 企业分类（剔除 2020 年 2 月）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2021 年，国家对中小企业政策支持力度持续加大。中央财政新增支持“专精特新”高质量发展资金，已安排 35 亿元支持 1300 余家专精特新“小巨人”企业高质量发展，进一步激发中小企业创新活力和发展动力。

表 1：2021 年“专精特新”及中小企业政策

时间	发布部门	政策名称
2021.1	财政部、工信部	《关于支持“专精特新”中小企业高质量发展的通知》
2021.4	工信部	《关于开展第三批专精特新“小巨人”企业培育工作的通知》
2021.7	工信部、财政部、科技部、商务部、国资委、证监会	《关于加快培育发展制造业优质企业的指导意见》
2021.12	国务院办公厅	《关于进一步加大对中小企业纾困帮扶力度的通知》、《为“专精特新”中小企业办实事清单》、《提升中小企业竞争力若干措施》

数据来源：华龙证券研究所依据公开资料整理

2022 年，扶持中小企业的力度将会进一步加大，按照工业和信息化部要求，“少取”、“多予”、“服务”、“培优”八字方针将逐项落地。具体来看，在服务模式上，发挥直接融资和间接融资两类模式相结合，尤其是以北交所开市为契机，推动更多中小企业在北交所、科创板、新三板等上市，提升直接融资比重；在服务对象上，抓好“专精特新”企业培育，对先进制造业、高技术制造业、战略性新兴产业等领域的“专精特新”企业展开全方位金融支持。

4.2.2 需求侧

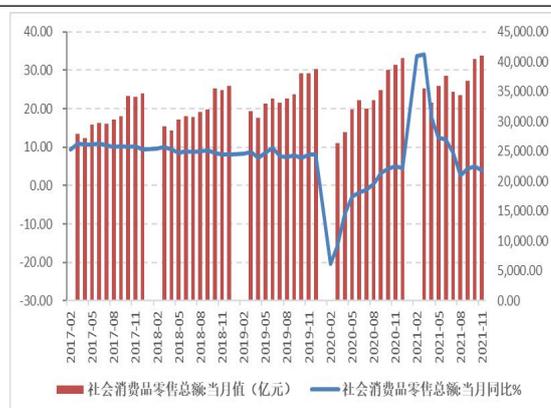
4.2.2.1 消费：疫情得以有效防控下好于 2021 年

受制于 2021 年疫情有所反复，消费的复苏呈现出弱势局面。2021 年前三季度，最终消费支出对经济增长贡献率为 64.8%，较上半年提高 3.1 个百分点，拉动 GDP 增长 6.4 个百分点。2021 年 1-11 月，社会消费品零售总额 399554 亿元，同比增长 13.7%，比 2019 年 1-11 月增长 8.2%。2021 年新冠疫情的局部性爆发影响了整体消费需求复苏的质量，尤其是对服务业消费冲击较大。

图 35：最终消费对 GDP 贡献



图 36：社会消费品零售总额



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2021 年前三季度，全国居民人均可支配收入 26265 元，比上年同期名义增长 10.4%，扣除价格因素，实际增长 9.7%。受疫情、汛情多种因素的影响，2021 年前三季度居民收入名义增速和实际增速有所放缓，分别比 2021 年上半年下降 2.2%和 2.3%。

图 37：城镇居民与农村居民收入

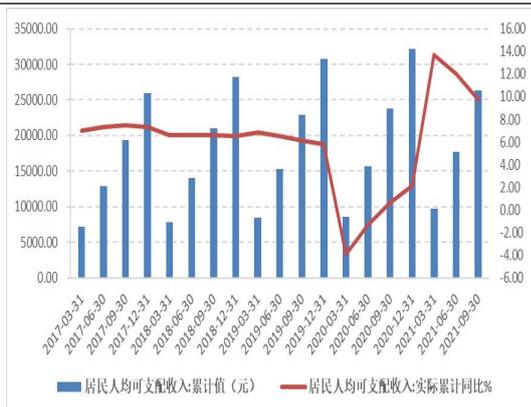
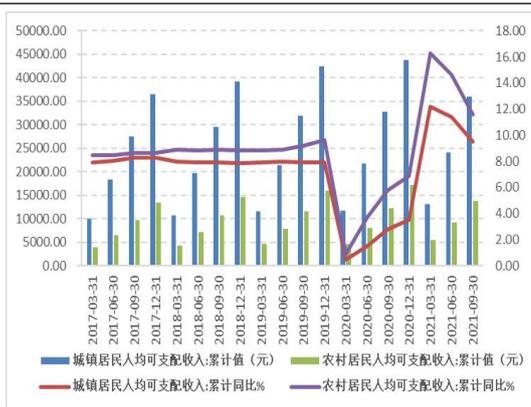


图 38：居民人均可支配收入



数据来源：Wind，华龙证券研究所

从收入结构看，在消费恢复不及预期的情况下，与之相对应的居民储蓄倾向则有所提高，数据显示2020年国民总储蓄率为45.71%，较2017、2018与2019年三年均值44.63%提高了1.08%，储蓄存款比例季度平均值在现阶段明显比2019年前提高了5%。

图 39：储蓄存款比例%

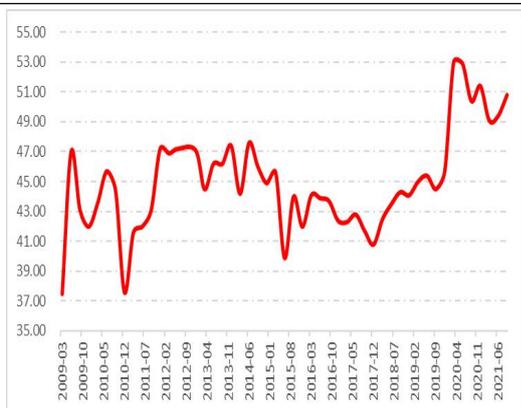
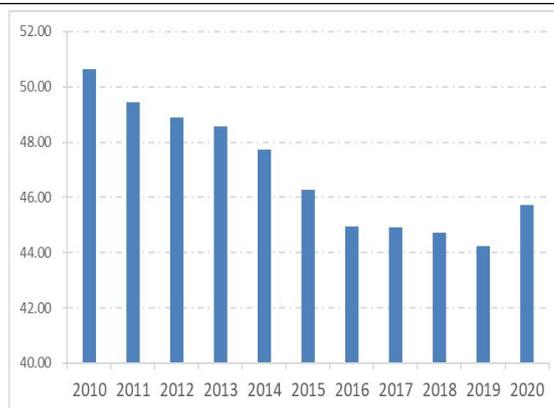


图 40：2010-2020 年国内总储蓄率%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

在疫情反复影响的情况下，现阶段消费表现出的亮点是服务消费支出快速增长，新业态新模式的快速发展下，人们消费理念有所升级，叠加后疫情时代，服务型消费的占比逐渐攀升并大于实物型消费。

2022年，随着国内疫情防控取得较好成果，消费市场回暖，消费对经济增长的拉动作用也逐季回升，消费复苏的动力要好于2021年，预计社会消费品零售总额名义增速有望达到8.0%左右。共同富裕政策与城镇化推进下，将对消费增长提供支撑。消费习惯的改变与新消费模式的融合，促使消费结构呈现出多样化、小而精的局面，文娱、健康、旅游等消费模式有

望得到快速补偿性修复。

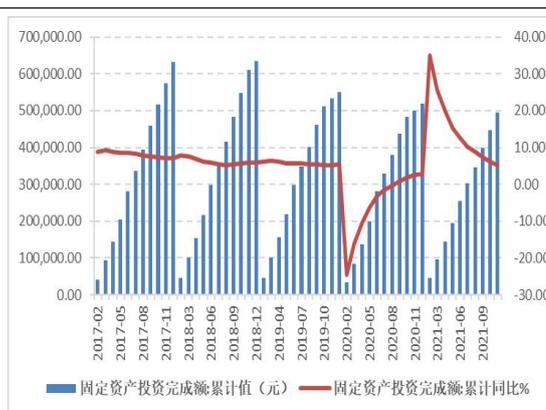
4.2.2.2 固定资产投资：基建稳、地产略松，关键在制造业

受制于地产调控与地方政府债务风险防范等因素，2021年固定资产投资稳中趋缓。前三季度资本形成总额对经济增长贡献率为15.6%，拉动GDP增长1.5个百分点，两年平均拉动GDP增长1.7个百分点。2021年1-11月全国固定资产投资（不含农户）49.41万亿元，同比增长5.2%；比2019年1-11月增长7.9%，两年平均增长3.9%。

图 41: 资本形成总额对 GDP 贡献



图 42: 固定资产投资



数据来源：Wind，华龙证券研究所

基础设施：取决于财政支持与债务风险防范

2021年1-11月基建投资同比增长0.5%，低于固定资产投资4.7个百分点，整体表现较为疲弱，主要因素为地方政府债务的防范与管控。2021年1-11月公共财政支出21.39万亿元，累计同比增速2.90%，较上年同期增长2.20%，较2019年同期大幅回落4.80%。2021年中央政治局会议指出：国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，要求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。

图 43：基础设施建设投资累计同比%

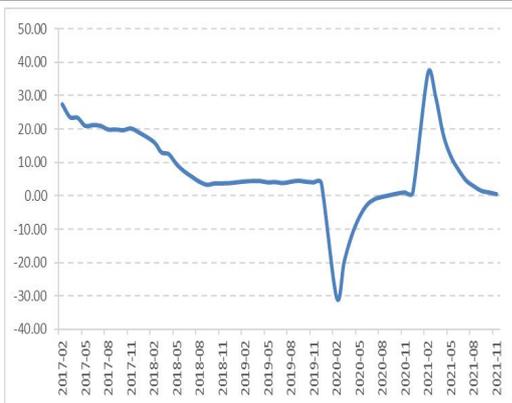
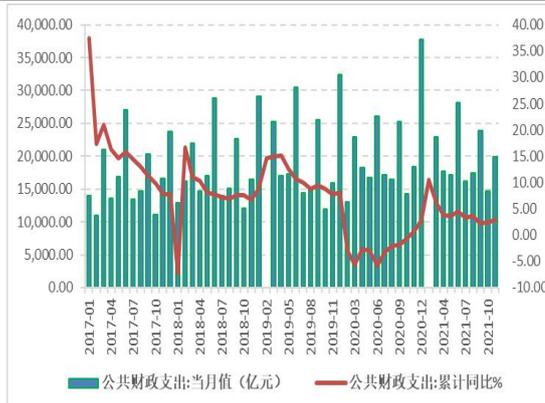


图 44：公共财政支出



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2022 年，将加强对“新基建”的投融资支持力度，对交通、能源、农林水利、生态环保、物流基础设施等领域的专项债券实行重点支持，政府投资基金、公募 REITs 等多元手段激活新基建资本供给，预计基建投资增速有望企稳好于 2021 年。

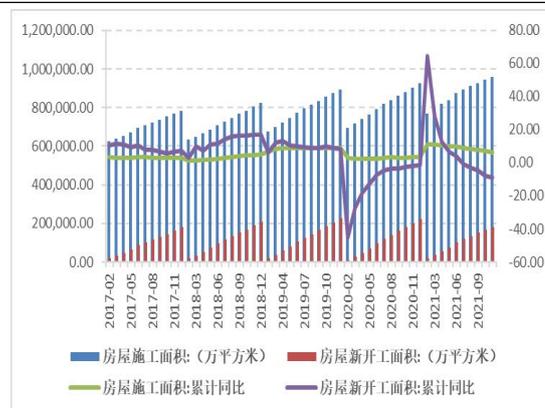
房地产：政策边际宽松逐渐成为市场共识

2021 年 1-11 月全国房地产开发投资 137313.96 亿元，同比增长 6.0%；比 2019 年 1-11 月增长 13.2%，两年平均增长 6.4%，地产开发投资增速下行态势明显。2021 年各地房地产调控政策频出，值得关注的是，在一些城市加码调控政策抑制房价上涨、楼市过热时，另一些城市则是防止房价下跌。

图 45：房地产开发投资



图 46：房屋施工与新开工面积



数据来源：Wind，华龙证券研究所

从政策角度来看，地产调控将继续坚持“房住不炒”、“因城施策”

的总基调。央行在 2021 年下半年多次提及“维护房地产市场的健康发展”，房地产投资作为我国经济的重要引擎，不会任其演变为系统性风险的导火索。此外，很多城市开始出手限制降价，沈阳、昆明、唐山等 21 城出台“限跌令”，如岳阳市住建局规定，新房销售价格不得低于备案价的 85%，且在 6 个月内不得调动备案价；昆明房协指出要严格控制降价的力度，否则不能网签等等。

表 2：2021 年三季度以来高层对房地产表态

时间	发布部门	表述
2021. 9	央行	货币政策例会首提房地产，要维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益。
2021. 10	央行	房价回稳后，城市房贷供需关系将回归正常。
2021. 10	银保监会	保障好刚需群体信贷需求。在贷款首付比例和利率方面对首套房购房者予以支持。让不少房企可以获得相应的信贷支持。
2021. 12	统计局	要加强居民基本住房保障，“房地产是支柱产业，住房更是居民的消费”。
2021. 12	中央财经委	房地产业规模大、链条长、牵涉面广，对于经济金融稳定和风险防范具有重要的系统性影响。
2021. 12	银保监会	持续完善稳地价、稳房价、稳预期房地产长效机制。
2021. 12	财政部	房地产税立法工作需要循序渐进、稳妥推进。建议先深化房地产税地方试点，再国家统一立法。

数据来源：华龙证券研究所依据公开资料整理

2022 年，在地产库存处于低位的背景下，政策边际宽松逐渐成为市场共识，融资环境改善有望缓解房地产投资对经济的拖累，但房企表现将呈现分化。中长期看，虽然地产投资是支撑我国城镇化进程的一个重要因素，但收紧趋势仍是主基调。

制造业：拉动固定资产投资增速的关键

2021 年 1-11 月制造业投资同比增长 13.7%，明显高于固定资产投资增速。制造业投资中，高技术制造业投资增长态势明显，先进制造业投资在工业投资领域的比重逐年上升。从研发支出来看，财政支出中科学技术的公共财政支出增长 5.9%，为高技术制造业投资增长提供了较有力的支撑。

图 47：制造业投资累计同比%

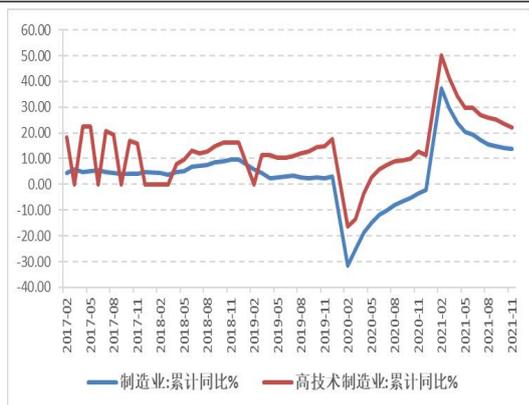


图 48：科学技术财政支出



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2022 年，受益于稳增长政策持续加码、“十四五”规划中重大工程项目陆续启动建设以及双碳目标下的能源结构转型等因素，一批强基础、增功能、利长远的重大项目，将推动制造业向绿色、高端、智能升级，对于扩大有效投资起到重要的拉动作用。

4.2.2.3 出口：海外疫情防控负相关，产业链替代下或呈前高后低

2021 年前三季度，货物和服务净出口对经济增长贡献率为 19.5%，拉动 GDP 增长 1.9 个百分点，两年平均拉动 GDP 增长 1.1 个百分点。

2021 年 1-11 月货物进出口总额 35.39 万亿元，同比增长 22.0%，其中，出口 19.58 万亿元，增长 21.8%；进口 15.81 万亿元，增长 22.2%。整体来看 2021 年全年外贸形势表现较强劲，主要得益于海外疫情扰动与供应链矛盾下对国内产品需求的拉动与国内制造业的复苏。

图 49：货物和服务净出口对 GDP 贡献



图 50：进出口金额



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2021 年机电产品和高新技术产品出口表现亮眼，其中机电产品出口增速同比增长 21.2%，高新技术产品出口增速同比 17.8%。

2022 年，随着海外疫情防控与疫苗接种持续推进，海外生产和消费需求将呈现恢复性增长，导致我国在全球贸易中的比重将会回归新的均衡点。各国产能加快恢复下的产业链替代叠加 2021 年的高基数影响，将会使国内贸易的强势具有不可持续性，预计全年的外贸增速或呈现前高后低的态势。

图 51：机电产品与高新技术产品出口

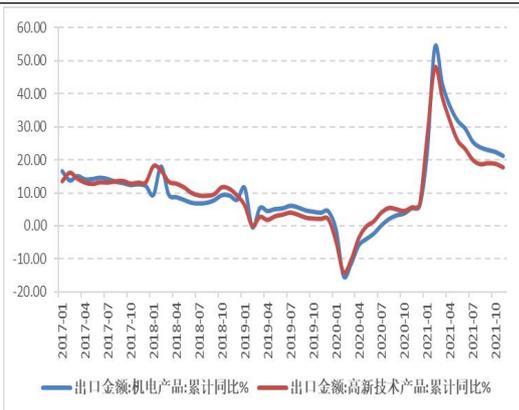
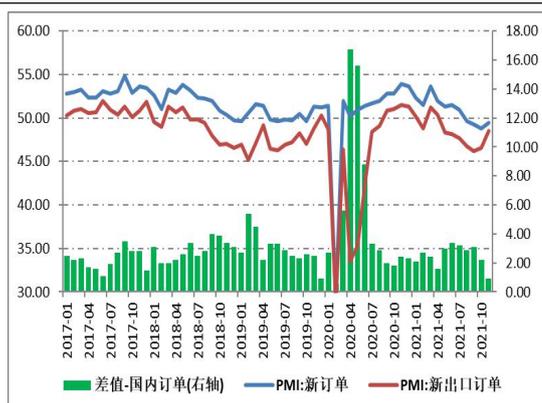


图 52：PMI 新订单与新出口订单



数据来源：Wind，华龙证券研究所

结合以上供给侧与需求侧分析，我们认为：

在供给侧，疏通国内经济循环堵点，高度重视全产业链和供应链的循环畅通。充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，处理好资本、人力与技术、整体和局部、短期和中长期的关系，做到减污降碳、能源安全、粮食安全、保供稳价。

在需求侧，加快培育完整内需体系，发挥好政府投资带动企业投资、带动就业和促进居民消费的作用。加大基础设施建设力度，积极推动城镇化步伐，实现乡村振兴，在人工智能、数字经济、新能源及新能源汽车、养老健康、生物医药等领域着重发力，逐步释放内需，推动实现我国基础设施和公共服务“从有到好”的跨越。

4.3 核心观点 3

展望 2022 年，外生因素与内生因素的共振下，经济运行继续进入中速增长平台，经济增长动能依旧面临放缓压力。供给侧重在长期结构调整，短期内对经济增长的作用难以凸显，需求侧为短期主要矛盾，消费稳健、

投资拉动、出口下降的背景下，预测 2022 年 GDP 增速呈现出前低后高的态势，全年增速保持在 5.5%左右。

5. 2022 年国内价格水平展望

5.1 CPI：在 PPI 传导下上行

2021 年受局部地区疫情影响，居民消费难以释放，叠加猪肉价格大幅下行，CPI 保持低位运行。2021 年 1-11 月，CPI 同比上涨 2.3%，四季度起 CPI 涨幅增速较快。

图 53：CPI 同比与环比

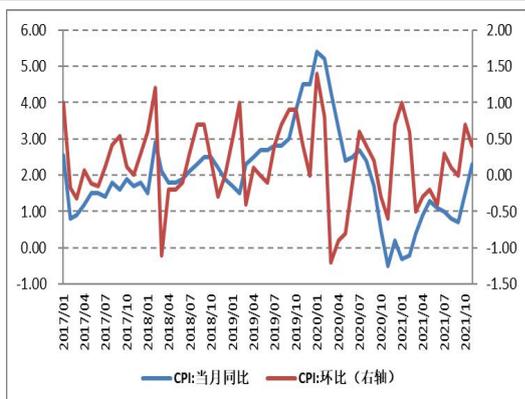
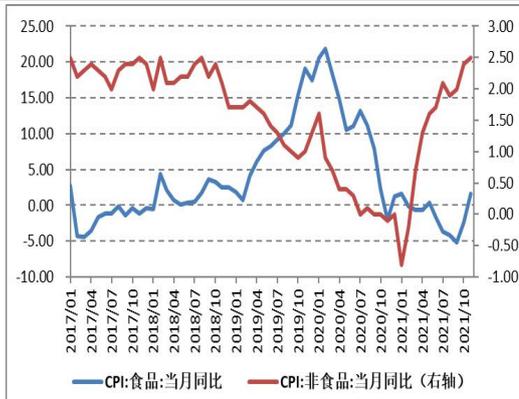


图 54：CPI 食品与非食品



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2022 年 CPI 涨幅需重点关注以下因素：2021 年 10 月生猪价格持续反弹，将带来新一轮猪周期从而拉动 CPI 上涨；2021 年 PPI 的高位运行对 CPI 的进一步传导；疫情得到有效控制下，非食品价格尤其是人工成本的上升助推服务类价格走高进一步拉高 CPI 涨幅。

5.2 PPI：在高基数影响与政策调控下回落

2021 年，大宗商品价格持续走高，“双碳”政策影响下煤电、钢铁及铝材减产预期引发上中游行业工业产品价格同比涨幅较大，从而拉升 PPI 全年涨幅。2021 年 1-11 月 PPI 同比涨幅 12.9%。9 月、10 月与 11 月 PPI 涨幅已连续 3 个月录得两位数的增长。

图 55: PPI 与 PPIRM

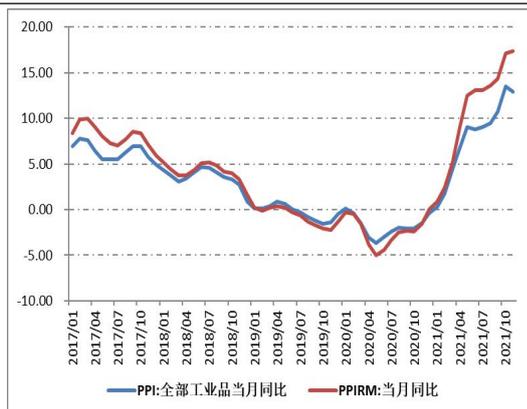
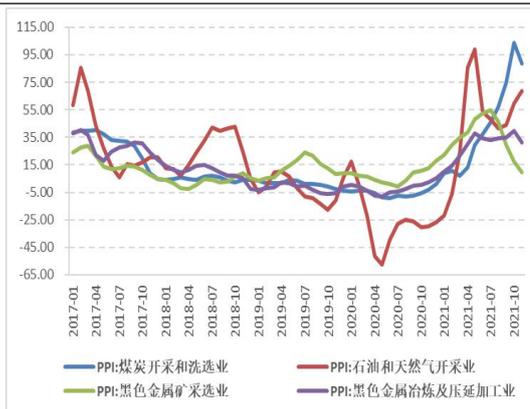


图 56: PPI 重点行业



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

2022 年 PPI 涨幅需重点关注以下因素: 全国各地区发布限电、停产、限产等相关公告, 对煤炭、电解铝、水泥、钢材等产量、价格的影响; 国际原油价格波动带动国内石油相关行业价格上涨; 政府出台各项保供稳价政策的持续性与有效性。

5.3 核心观点 4

展望 2022 年, 通胀水平总体可控。CPI 在新一轮猪周期与人工成本、服务成本的带动下有所抬升, 并且 PPI 向 CPI 的传导特征会愈发凸显, 预计全年 CPI 同比上行 2.2%-2.5% 左右。PPI 在 2021 年高基数影响与政策调控下同比涨幅将逐渐回落, 从趋势判断预计下半年回落态势更加明显。

6. 总结

2022年，在宏观政策呵护与保驾护航下经济运行稳字当头，经济增长稳中求进。尽管经济增长中枢有所下降，但也为新旧动能的转换与高质量发展提供了广阔的空间。我们期待经济的发展继续在技术创新下资本广化走向资本深化、刘易斯拐点下人口红利走向人才红利、国企改革加速进程下“国进民退”走向“国民共进”、循环经济模式下外需依赖走向重振内需。

在“十四五”规划中制造强国、科技强国的引领下，在“双碳”、“绿色低碳”目标的要求下，在共同富裕、加快城镇化步伐与乡村振兴的带动下，面对资源、能源和生态环境越来越多的硬约束，2022年的中国经济将会继续深入推进产业结构转型与升级，重要战略机遇期下的高技术制造领域、新能源领域、数字经济领域与消费升级领域等都将迎来较大的成长空间与持续发展的重大机遇，经济增长进一步迈向更高质量的发展。

7. 风险提示

海外疫情爆发超预期与国内局部疫情干扰。疫情仍旧在全球蔓延，德尔塔、奥密克戎变异株的出现增加了疫情防控的难度。虽然国内疫情管控水平较好，但局部性疫情出现的干扰对经济增长的冲击不容忽视。

中美关系。中美关系的冲突点是大国崛起的矛盾，缓和点是为了避免两败俱伤。从微观层面来看，中美两国在许多领域都存在冲突点，如政治、经济、安全。未来一年中美关系紧张缓和、改善对峙并行。

全球通胀超预期。全球范围内的高通胀可能在 2022 年得到一定的缓解，但需要警惕的是高通胀长期运行的风险，尤其是人口老龄化、供应链升级等因素，都可能在更长时间周期内推高价格成本。

经济增长与货币政策转向预期。稳增长预期下，货币政策呈现较宽松态势。一旦经济增长向好出现超预期，需谨防货币政策阶段性退出流动性呈现收紧的风险。

地方政府债务风险。财政部要求 2022 年需稳妥化解隐性债务存量，牢守不发生系统性风险的底线。整体来看政府债务风险总体可控，地方政府的债务率不高，但是局部地区的风险不容忽视，依旧存在隐性债务问题。

图目录

图 1: 美国 GDP 不变价 (季) 同比.....	1
图 2: 美国 CPI.....	1
图 3: 美国制造业 PMI.....	2
图 4: 美国十年期国债收益率.....	2
图 5: 欧元区制造业 PMI.....	3
图 6: 欧元区及英国 CPI.....	3
图 7: 日本 GDP 环比 (季调) %.....	3
图 8: 日本 PMI 及消费信心指数.....	3
图 9: 新兴经济体制造业 PMI.....	4
图 10: 新兴经济体 CPI.....	4
图 11: GDP 当季同比%.....	5
图 12: 制造业 PMI 与财新 PMI.....	5
图 13: 2021 年月度 PMI 分项指标.....	5
图 14: GDP 三大产业贡献率.....	6
图 15: 公共财政支出与收入.....	7
图 16: 财政支出重点领域.....	7
图 17: M1 与 M2.....	8
图 18: 社会融资规模及各项累计占比.....	8
图 19: 新增人民币贷款当月值 (亿元)	8
图 20: 居民与企事业单位中长期贷款.....	8
图 21: 全国疫情新增趋势图 (截止 2021 年 12 月 22 日)	11
图 22 : 极端天气灾害.....	12
图 23: 液化天然气价格 (元/吨)	12
图 24: 国内原油库存期货 (桶/日)	12
图 25: 资本形成总额与总人口.....	13
图 26: 2010-2020 年人均资本存量 (元)	13
图 27: 2010 与 2020 年全国人口普查对比.....	14
图 28: 总抚养比与老年人口抚养比.....	14
图 29: 城镇新增就业.....	15
图 30: 城镇调查失业率.....	15
图 31: 全国职业供求情况.....	15
图 32: 求人倍率.....	15
图 33: 2021 年中小企业生产及订单.....	16
图 34: PMI 企业分类 (剔除 2020 年 2 月)	16
图 35: 最终消费对 GDP 贡献.....	17
图 36: 社会消费品零售总额.....	17
图 37: 城镇居民与农村居民收入.....	18
图 38: 居民人均可支配收入.....	18
图 39: 储蓄存款比例%.....	18
图 40 : 2010-2020 年国内总储蓄率%.....	18
图 41: 资本形成总额对 GDP 贡献.....	19
图 42: 固定资产投资.....	19
图 43: 基础设施建设投资累计同比%.....	20
图 44: 公共财政支出.....	20

图 45: 房地产开发投资.....	20
图 46: 房屋施工与新开工面积.....	20
图 47: 制造业投资累计同比%.....	22
图 48: 科学技术财政支出.....	22
图 49: 货物和服务净出口对 GDP 贡献.....	22
图 50: 进出口金额.....	22
图 51: 机电产品与高新技术产品出口.....	23
图 52: PMI 新订单与新出口订单.....	23
图 53: CPI 同比与环比.....	25
图 54: CPI 食品与非食品.....	25
图 55: PPI 与 PPIRM.....	26
图 56: PPI 重点行业.....	26

表目录

表 1: 2021 年“专精特新”及中小企业政策.....	16
表 2: 2021 年三季度以来高层对房地产表态.....	21

免责及评级说明部分

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

公司声明:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。我公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

投资评级说明:

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
回避		基本面向淡，行业指数落后沪深300指数	

兰州

地址：兰州市城关区东岗西路
638号甘肃文化大厦21楼
邮编：730030
电话：0931-4635761
邮箱：hlzqyjs2021@163.com

北京

地址：北京市西城区金融大
街33号通泰大厦B座6层
邮编：100033

上海

地址：上海市普陀区大渡
河路168弄31号703室
邮编：200000