



“稳中求进” 下的大类 资产配置



1、“稳中求进”，“稳”什么，“进”什么

2021年12月的政治局会议和中央经济工作会议强调2022年经济工作基调是“稳字当头、稳中求进”。做好“六稳”“六保”工作，坚持以经济建设为中心是党的基本路线的要求。中央经济工作会议指出，“中国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”。

关于“稳什么”这个问题，首先是稳定宏观经济大局。面对2021年下半年以来内需收缩，2022年外需存在收缩可能性等背景下，2022年政府经济工作将把“稳增长”放在更突出的位置。根据WIND数据，2021年二季度以来中国资本形成总额对经济增长贡献大幅下降。2021年三季度中国经济增速同比4.9%，处于历史较低水平。而三季度中国GDP同比增速4.9%具体构成中，资本形成贡献-0.03%，净出口1.06%，消费拉动3.86%，投资贡献大幅下降成为国民经济的主要拖累（表1），因此2022年经济稳住经济大盘的重点在发挥有效投资的作用，扭转投资增速下滑尤其是建筑业投资和基建投资2021年下半年以来出现的大幅下滑，这是“稳中求进”中“进”的部分。

历史上除了危机时期，投资对中国经济增长的拖累比较少见。制造业是经济发展的重要基础和支撑。制造业投资占整个固定资产投资总额的比重大约30%左右，2021年前11个月中国制造业投资实现同比11.7%的较高增速，稳住制造业投资也是稳增长的重要部分，这是“稳中求进”中“稳”的部分。

最后在住房不炒的基调下大力发展保障性住房，以弥补商品房投资的下降。随着地产政策的预调和微调，地产投资增速可能从 2021 年 11 月开始企稳。其次还要稳住消费的贡献，否则消费贡献下降而投资贡献上升也难以实现“稳增长”。在 2021 年中国出口高基数的背景下，2022 年净出口对经济增长的贡献可能有所下降。整体上预计 2022 年外贸还将保持顺差，但顺差规模或有下降。预计 2022 年全年经济同比增速或在 5.5%—6%。

表 1：中国 GDP 结构（按照需求结构划分）（%）

指标名称	GDP 不变价： 当季同比	GDP 当季同比贡献率			对 GDP 当季同比的拉动		
		最终消费支 出	资本形成总 额	货物和服务 净出口	最终消费支 出	资本形成总 额	货物和服务 净出口
2021-09	4.9	78.8	-0.6	21.7	3.86	-0.03	1.06
2021-06	7.9	77.1	13.2	9.7	6.09	1.04	0.77
2021-03	18.3	53.5	22.5	24.1	9.79	4.12	4.41
2020-12	6.5	39.6	38.3	22.1	2.57	2.49	1.44
2020-09	4.9	28.1	45.7	26.2	1.38	2.24	1.28
2020-06	3.2	-73.3	154.6	18.7	-2.35	4.95	0.60
2020-03	-6.8	63.5	20.8	15.7	-4.32	-1.41	-1.07
2019-12	5.8	57.2	43.0	-0.2	3.32	2.49	-0.01
2019-09	5.9	59.2	23.3	17.5	3.49	1.37	1.03
2019-06	6.0	52.3	33.7	14.0	3.14	2.02	0.84
2019-03	6.3	66.1	13.4	20.5	4.16	0.84	1.29
2018-12	6.5	57.5	40.7	1.9	3.74	2.65	0.12
2018-09	6.7	62.9	44.7	-7.7	4.21	2.99	-0.52
2018-06	6.9	68.3	40.3	-8.5	4.71	2.78	-0.59
2018-03	6.9	68.5	47.8	-16.3	4.73	3.30	-1.12

资料来源：WIND

2、稳投资：制造业是支柱、基建空间大、地产边际改善

从中央和地方固定资产投资项目金额比重来看，2015 年以后中央固定资产投资项目金额占比 4%左右，地方固定资产投资项目金额占比 96%左

右，地方是固定资产投资的主力军，稳投资重点要稳地方投资。投资结构上来看，制造业、房地产及建筑业、基础设施建设、其它行业投资（包括农林牧副渔和采矿业和各类服务业）固定资产投资占比为 30.65%:22.7%:27.4%:19.25%（数据来自国家统计局，2017 年数据），可见制造业是国民经济的重要基础和支撑。2021 年 11 月数据显示，制造业投资累计同比 13.7%，较去年上升 17.2 个百分点，较 2019 年同期上升 11.2 个百分点，非常稳定。制造业投资稳定主要受益于去年制造业投资低基数，且 2021 年以来工业品出厂价格指数（PPI）较高导致制造业盈利改善所致。

基础设施建设占国民经济整个固定资产投资的比重为 27%左右。2021 年 11 月中国基础设施建设累计同比-0.17%，是去年下半年以来的最低值，而且较 2019 年 11 月下降 3.6 个百分点，基建对投资的拖累比较明显。基础设施建设 2021 年 7 月开始出现显著下滑，原因或在于高质量基建项目储备不足，项目审批审慎导致进程较慢；其次基建投资回报越来越低，难以满足专项债项目的收益回报要求。

此外，专项债和城投债监管严格，许多高收益的非标项目被阻断。2021 年，全国人大批准安排新增地方政府专项债券的额度是 3.65 万亿元，近期财政部公布截至 12 月 15 日新增专项债券发行 3.42 万亿元，发行额度基本正常。地方政府专项债具有大约 0.8-1.5 倍的杠杆效应。按照 2021 年新增 3.42 万亿元专项债，各地已安排 1700 多亿元专项债券资金用作重大项目资本金，因此 2021 年专项债大约 1.05 倍的基建资金撬动作用。据财政

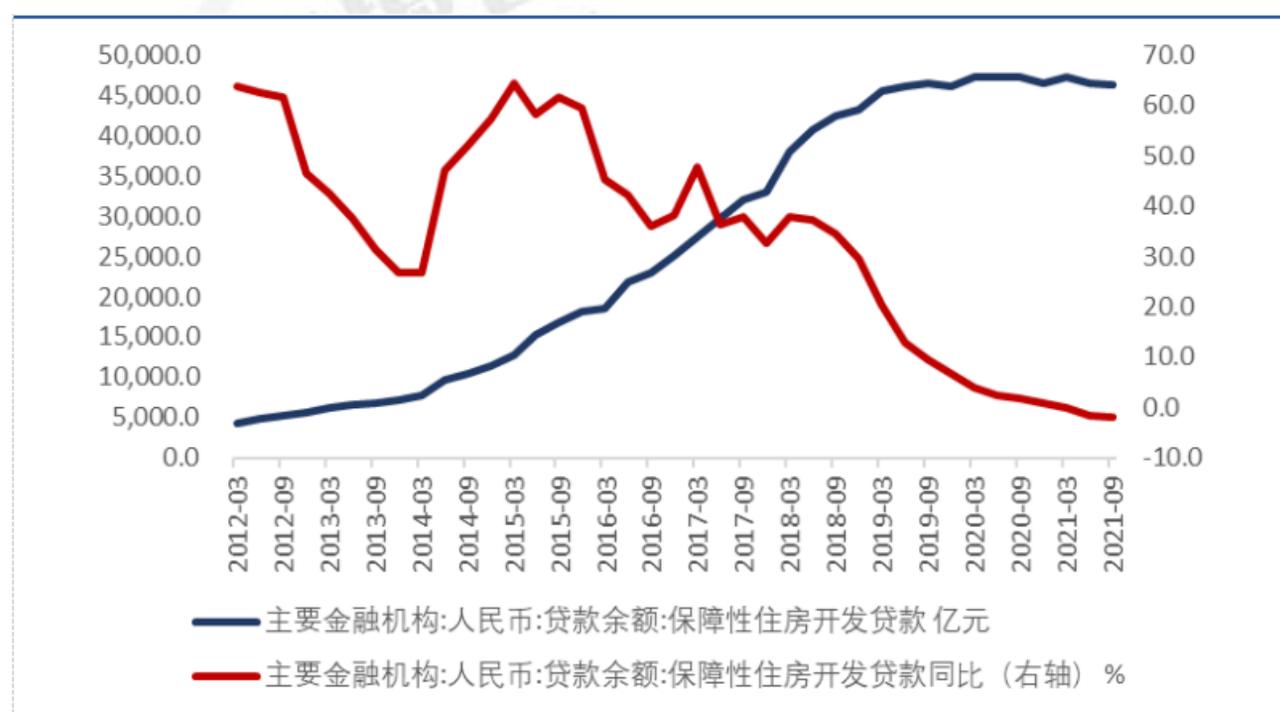
部介绍专项债资金投向，其中约五成投向交通基础设施、市政和产业园区基础设施领域；约三成投向保障性安居工程以及卫生健康、教育、养老、文化旅游等社会事业；约两成投向农林水利、能源、城乡冷链物流等。近期财政部和国家发改委印发了申报 2022 年新增专项债券项目资金需求的通知，明确了 2022 年专项债券重点的 9 大方向：一是交通基础设施，二是能源，三是农林水利，四是生态环保，五是社会事业，六是城乡冷链等物流基础设施，七是市政和产业园区基础设施，八是国家重大战略项目，九是保障性安居工程。2022 年相关的专项债可重点挖掘投资机会。

房地产投资 2021 年有所下行，但地产投资并非投资的最大拖累，建筑业投资增速已转负。2021 年 11 月房地产投资和建筑业累计投资增速分别为 6.3%和-0.8%。2021 年以来“三道红线”监管，地产商融资和生产两端受压，对预售资金的监管也趋于严格。房地产投资今年上半年累计增速均在 15%以上，9 月开始出现较明显的下滑。但地产投资并非投资的最大拖累，2021 年 11 月地产累计投资较 2020 年同期仍上涨 1.3 个百分点。而建筑业 9 月开始出现下降，尤其是 11 月下降幅度较大。按照“住房不炒”的基调，加上未来可能推出房地产税，商品房投资增速中长期还可能下行。

十四五规划中明确指出中国未来要“有效增加保障性住房供给”。2021 年 7 月《国务院办公厅关于加快发展保障性租赁住房的意见》发布后，多部门鼓励支持房地产及建筑企业共同推动保障性安居建设。2021 年 12 月 6 日召开的中央政治局会议强调“要推进保障性住房建设，支持商品房

市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环”。按照住建部 2021 年 7 月的计划，在“十四五”期间，新增保障性租赁住房占新增住房供应总量的比例应力争达到 30%以上。然而 2021 年保障房投资的作用并没有发挥出来。央行数据显示，2021 年第三季度保障性住房开发贷款同比增速-2%，持续三季度为负值；主要金融机构保障性住房开发贷款今年三季度较去年三季度下降 900 亿元，较 2019 年第三季度下降 100 亿元，保障性住房建设的融资需求也被堵。

图 1：金融机构保障性住房开发贷款及同比增速（亿元；%）



资料来源：WIND

保障房对房地产投资有多大的拉动作用？“十四五”以来多个大城市新增保障性租赁住房已开工落地。如 12 月 15 日上海市新一批保障性租赁

住房集中开工 15 个项目，约 115 万平方米、1.85 万套。2019 年 19 个城市纳入城市保障性住房实施试点，2020 年扩展到 27 个城市。按照人口规模和已公开省份公布的数据粗略估计，“十四五”期间全国新增保障性租赁住房大致在 900 万—1100 万套。根据照政府标准，保障性租赁住房以 70 平方米以下的小户型为主，因此“十四五”期间新增建筑面积或在 6.3 亿—7.7 亿平方米左右。住建部数据显示 2020 年全国竣工房屋平均造价为每平方米 3781 元，按照每年增速 5% 计算，初步估算“十四五”期间保障性住房投资需 2.9 万亿元—3.6 万亿元。平均下来，如果如期落地，2022 年全国保障性住房建设资金大约需要 5002 亿元—6113 亿元，大约占 2021 年（2020 年全国房地产开发投资 141443 亿元，按照 2021 年 7% 的增速，2021 年大约全年 151344 亿元地产投资）房地产开发投资总额的 3.3%-4%。

3、外贸大概率还是顺差，对 GDP 的拉动受制于高基数

2020 年一季度以来中国出口保持较高的增速，与此同时中国出口交货值也保持高速。中国出口增速保持较高的原因在于：中国疫情控制较好，即使有疫情反扑也很快将新增病例清零。生产和生活正常开工保证了中国出口生产商供货能力强；疫情之后中国港口生产并未受到很大影响，港口的正常作业是外贸正常进行的关键之一。此外，中国政府消化了高企的能源成本和暴涨的部分工业原材料成本压力，如多次抛储铜、铝和锌等当前全球都稀缺的工业品原材料库存，这有助于增强中国出口商品的竞争力。

2020 年二季度以来全球大宗商品出现不同程度上涨，代表国际大宗价

格指数的 CRB 现货指数已超过历史最高点。2021 年以来中国出口商品结构中疫情防疫物质有关出口品，以及包括铜铝铅锡镍及钢铁在内的全球供需缺口较大的资源类商品今年较以往明显增多。数据上看，2021 年 1-11 月中国出口商品集中在机电、音像设备、纺织、贱金属、家具杂项、化学品、车辆船舶、塑料橡胶等产品。预计 2022 年中国对外贸易还将保持顺差格局，但由于 2021 年进口和出口增速较高，因此净出口对 GDP 的贡献或受制于高基数而对 2022 年 GDP 有拖累。即使欧美开放国门，中国对欧美的贸易品大多为国内生产的互补品，中国出口的竞争对手主要是东南亚国家。但由于中国疫情防控效果显著，物流保证和订单交付效率、以及熟练劳动力供给充裕等方面中国具有明显优势，预计 2022 年中国对欧美国家的出口增速将有小幅回落，对最大的贸易伙伴东盟的进出口影响比较有限。

图 2：海运运费（按船型号）走势（2021 年 12 月份）

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31848

