

寻找“新稳态”：2022年四条主线逻辑

站在两个“百年”交汇之际，满怀希望又充满期待。2022年宏观图景如何构建？我们反复推演认为，可用10个字提炼：（全球）场景修复年，（国内）寻找“新稳态”。“动能切换”下的第三轮经济下台阶，股市结构深化、债牛基础牢固。

一、“滞涨”还是“衰退”？广泛热议“伪命题”，忽视了传统框架解析力的下降

经济处于“滞涨”还是“衰退”阶段，是前期广泛热议的话题；此类观点，存在对传统周期框架及当下经济形势的误解。传统周期，需求驱动主导下经济呈现明显的周期波动，由于物价一般滞后需求2个季度左右，经济与政策周期变动时，增长与物价会呈现周期性交替，形成“复苏-过热-滞涨-衰退”等经济状态的周期往复。转型以来，经济由需求主导转向供给驱动，传统框架解析力已大幅下降。

换个视角看经济，眼下正处于转型阶段第三轮经济下台阶；三次下台阶，体现的恰是结构转型中的动能切换。进入转型阶段以来，中国经济经历了三轮下台阶：2011-2015年，传统高耗能行业投资增速趋势下移，拖累经济快速换挡；2018-2019年，“防风险”下，地方投资行为显著下台阶；2020年下半年以来的地产调控政策，对第二个传统引擎形成实质约束，经济效应2021年下半年加速显现。

二、新一轮经济换挡，寻找“新稳态”的过程，映射“动能转换”的加快

政策在长短期目标间权衡的过程，也是寻找“新稳态”的过程，房企等微观企业、金融机构与市场，也需经历并逐步适应“新稳态”。经济下台阶，底层逻辑依然是转型过程中的“动能切换”；经济阶段性的下行担忧，不会改变政策加快动能切换的方向。在此过程中，经济存在阶段性超调的压力，随后回归“新稳态”下的合意区间。2022年，对托底政策过度期待、经济过度悲观，皆不建议。

寻找“新稳态”的过程中，“稳增长”主要抓手或有所切换，由传统引擎转向新动能的过程中，孕育着部分投资机遇。加快“动能切换”的过程中，地产基建等传统引擎作为稳增长工具的作用弱化，主要抓手或出现在以下链条：1、十四五期间基建重大项目的加快推进或提前启动；2、“双循环”背景下，补链强链相关产业突围项目；3、共同富裕下的“促消费”政策，缩小贫富差距、促进消费。

三、寻找“新稳态”之年，“资产荒”延续，债牛基础牢固、股市结构深化

眼下至2022年，宏观形势与信用环境或类似2018年底至2019年的状态，货币流动性环境或类似2015年至2016年的状态。加快“动能切换”是政策最终目的，“稳增长”服务于“调结构”、“促转型”；传统引擎受限下，信用环境转向宽松并不容易。经济下行压力、债务风险暴露、隐性债务化解等，皆需流动性环境“呵护”；利率走廊调控日趋成熟下，短端利率或继续维持在低位水平低波动。

“资产荒”的情形仍将延续，寻找“确定性”的机会；债牛基础牢固、股市结构深化。债券市场，短期牛市基础牢固、坚定看多不动摇；2022年1季度后再做观察，重点关注国内政策环境、海外流动性环境等可能演绎路径。股市结构深化，宏观主线逻辑或包括：传统领域部分政策可能的纠偏、“新稳态”下跨周期政策发力点的切换、疫后“场景修复”下部分产业量价改善等带来的投资机会。

风险提示：全球疫情、海外通胀、国内债务风险暴露等

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

一、“滞胀”还是“衰退”？一个广泛热议的“伪命题”	4
（一）“滞胀”还是“衰退”？传统框架的解析力在不断下降	4
（二）换个视角看经济：眼下正处于转型过程中的第三轮下台阶	6
二、阶段性的“失速”担忧，摸索式的寻找“新稳态”	8
（一）疫情反复下的新一轮换挡，“失速”担忧阶段性困扰	8
（二）稳增长抓手何在？寻找“新稳态”的过程，“动能转换”加快	10
三、寻找“新稳态”之年，“资产荒”下找“确定性”机会	13
（一）“资产荒”加剧，依然是资产定价最重要的宏观背景	13
（二）场景修复之年，股票结构深化、债牛坚定不移	14

图表目录

图表 1：2011 年后周期弱化经济状态切换不再遵循传统周期变化规律	4
图表 2：行业分化，上游似乎呈现“滞胀”格局，下游行业似有“衰退”迹象	5
图表 3：煤炭去产能超预期的同时，严控新增产能	5
图表 4：供给增长放缓下，煤炭价格持续上涨	5
图表 5：中游相关产品出口增长相对较快	6
图表 6：中游行业生产明显高于上下游	6
图表 7：2011 年以来，我国经济经历三轮下台阶	6
图表 8：2012 年至 2015 年，周期性行业投资加速回落	7
图表 9：2012-2015，周期性行业生产趋势性回落	7
图表 10：2018 年基建投资明显下台阶	7
图表 11：2017 年以来，地方债务监管趋严	7
图表 12：地产定位变化下，调控方向逐步明确	8
图表 13：2020 年底以来，地产销售和持续回落	8
图表 14：年初以来，地产销售和新开工均持续下滑	8
图表 15：年初以来，土地成交“断崖式”下降	8
图表 16：消费增长持续低于疫情前	9
图表 17：居民支出低于收入，也明显低于疫情前	9
图表 18：居民边际消费倾向仍低于正常情况	9
图表 19：居民储蓄意愿上升，而消费意愿持续低位	9
图表 20：限电限产影响下，高耗能行业生产明显回落	10
图表 21：限电限产力度较大地区工业增加值下降显著	10
图表 22：制造业 PMI 生产指数创近年来新低	10
图表 23：中小企业生产景气持续回落	10
图表 24：2021 年 10 月以来，政策托底态度明确	11

图表 25: “十四五”项目推进或加快.....	11
图表 26: “十四五”支持建设交通强国等.....	11
图表 27: 省级重大项目聚焦新兴产业和传统产业升级.....	12
图表 28: “十四五”重点强调战略新兴产业等.....	12
图表 29: 消费是经济重要稳定器.....	12
图表 30: 农村消费、文化旅游等促消费政策频出.....	12
图表 31: “三条红线”下, 房企带息债务加速回落.....	13
图表 32: 城投债募资大部分用于“借新还旧”.....	13
图表 33: 基金规模持续扩张.....	13
图表 34: 信用债期限较短、主要由基金增持.....	13
图表 35: 部分银行房地产贷款集中度仍低于考核要求.....	14
图表 36: 2022 年地产债到期依然维持高位.....	14
图表 37: 广义财政支出中枢已明显下移.....	14
图表 38: 专项债项目几乎没有外部融资.....	14
图表 39: 流动性或类似 2015H2-2016H1.....	15
图表 40: 宏观经济形势或类似 2018 年至 2019 年.....	15
图表 41: 部分行业估值处于历史高位.....	15
图表 42: 供给约束下, 汽车销量大幅回落.....	15
图表 43: 当前短端利率略低、长端略高于 2015 年.....	16
图表 44: 2022 年经济低位波动, CPI 中枢或有所抬升.....	16
图表 45: 美国通胀及其预期升温至历史高位.....	16
图表 46: 经验显示, 加息预期下市场表现较为震荡.....	16
图表 47: 主要经济指标预测.....	17

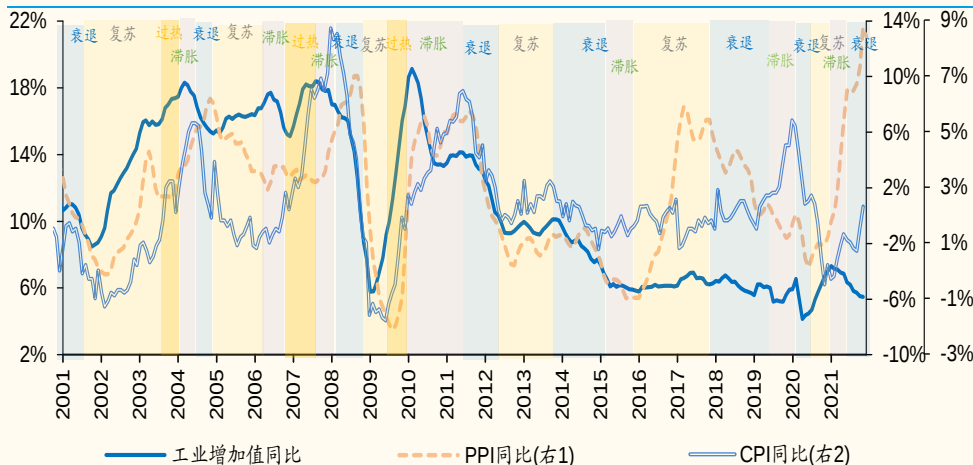
2022 年宏观图景如何构建？我们反复推演认为，可用 10 个字提炼：（全球）场景修复年，（国内）寻找“新稳态”。“动能切换”下的第三轮经济下台阶，股市结构深化、债牛基础牢固。

一、“滞胀”还是“衰退”？一个广泛热议的“伪命题”

（一）“滞胀”还是“衰退”？传统框架的解析力在不断下降

眼下经济处于“滞胀”还是“衰退”阶段，是前期广泛热议的话题；此类观点，存在对传统周期框架及当下经济形势的误解。传统周期以需求驱动为主，经济呈现明显的周期波动，由于物价一般滞后需求 2 个季度左右，经济与政策周期变动时，增长与物价会呈现周期性交替，形成“复苏-过热-滞胀-衰退”等经济状态的周期往复。2011 年以来，进入转型阶段，中国经济与政策的周期性规律越发弱化，尤其 2016 年“供给侧结构性改革”以来，经济主驱动力由需求主导转向供给端，传统框架解析力已大幅下降，“美林时钟”变成“电风扇”。

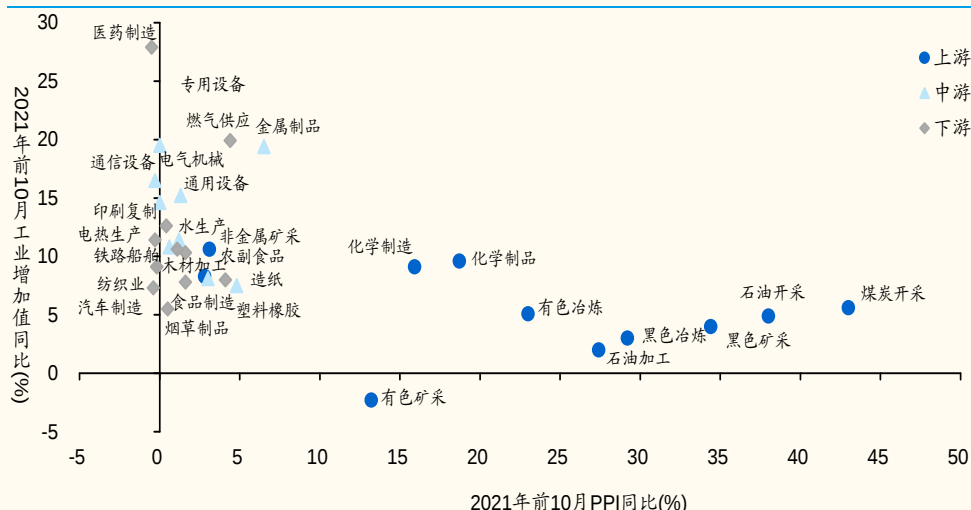
图表 1：2011 年后周期弱化经济状态切换不再遵循传统周期变化规律



来源：Wind、国金证券研究所

产业间的冷热不均、结构分化持续存在，也从侧面反映了传统框架解析力的下降。转型阶段，供给冲击影响更大，增长与物价间的周期往复规律被打破，产业间冰火两重天、行业内结构分化长期存在。以眼下的情景为例：上游产业普遍表现出传统意义类似“滞胀”的表征，究其原因在于供给受限而非需求，下游产业则表现出类似“衰退”的表征，主因国内终端需求偏弱；中游产业类似“复苏”的表征，并非内需主导，而是外需支撑。与传统经济周期下，内需主导的宏观运行逻辑大为不同，进而导致传统框架解析力的下降。

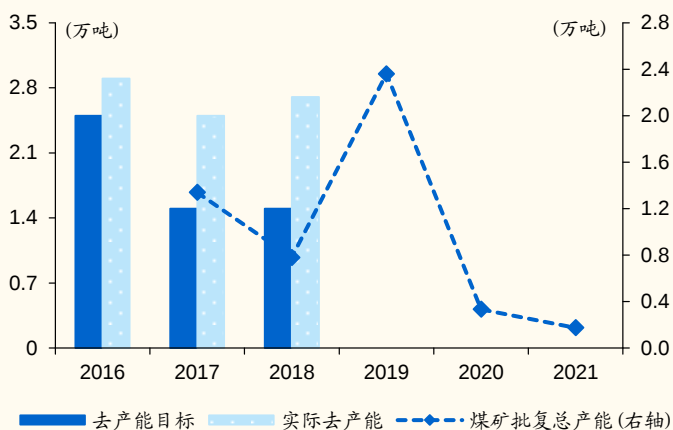
图表 2：行业分化，上游似乎呈现“滞胀”格局，下游行业似有“衰退”迹象



来源：Wind、国金证券研究所

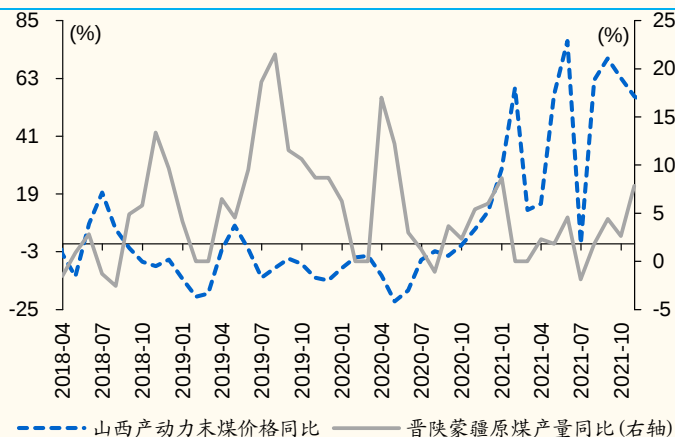
具体产业来看，上游高耗能行业主因“供给侧结构性改革”下的产业逻辑，中游产业受益于全球经济“错位”下出口“替代效应”的支撑。近年来，钢铁、煤炭等上游高耗能行业，多次出现类似“滞胀”的现象，即产销量下降、价格上升，主要缘于供给侧结构性改革背景下，产能供给收缩导致的“量跌价升”，2021年又叠加了全球“能源革命”背景下的供需冲击；电气机械、计算机电子等中游行业的高景气，受益于出口的持续高增长，与全球疫情“错位”下，“替代效应”支撑紧密相关；而国内消费需求拖累下，下游消费行业相对低迷。

图表 3：煤炭去产能超预期的同时，严控新增产能



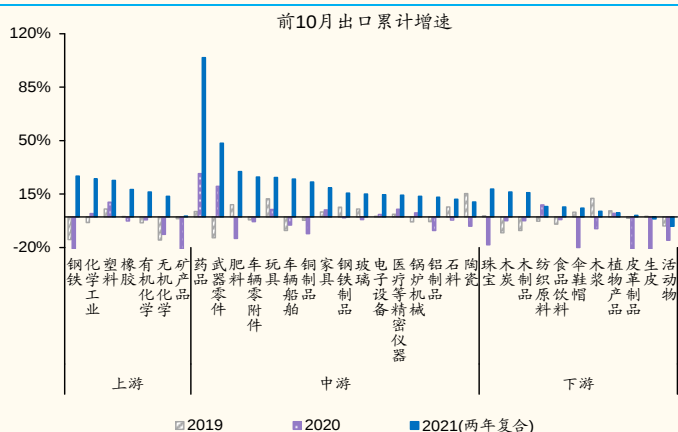
来源：Wind、发改委、国金证券研究所

图表 4：供给增长放缓下，煤炭价格持续上涨



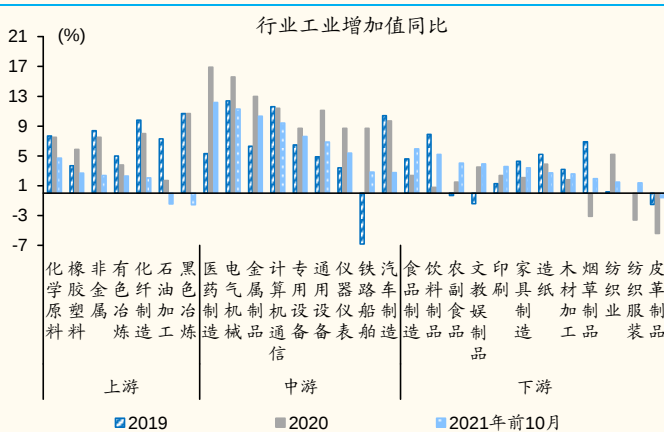
来源：Wind、国金证券研究所

图表 5：中游相关产品出口增长相对较快



来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：中游行业生产明显高于上下游

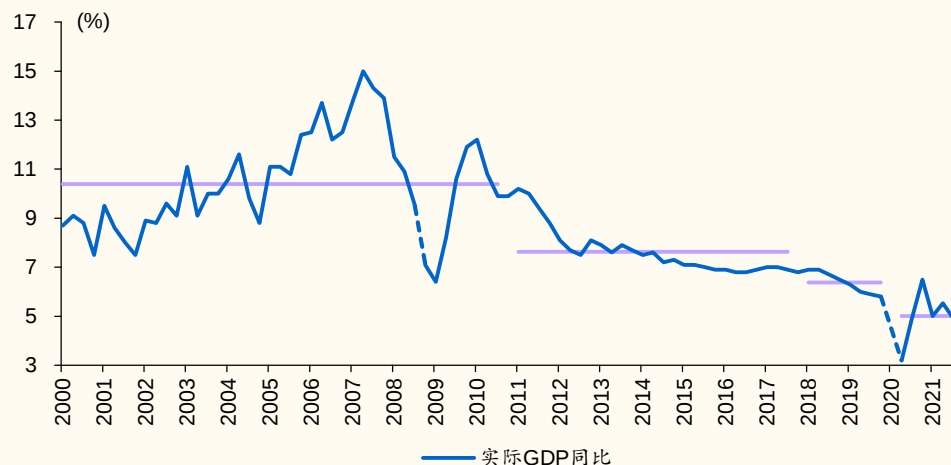


来源：Wind、国金证券研究所

（二）换个视角看经济：眼下正处于转型过程中的第三轮下台阶

换个视角看经济，眼下正处于转型阶段第三轮经济下台阶；三次下台阶，体现的恰是结构转型中的“动能切换”逻辑。进入转型阶段以来，中国经济经历了三轮下台阶：2011-2015 年，传统高耗能行业投资增速趋势下移，拖累经济快速换挡；2018-2019 年，地方债务“防风险”下，对第一个传统引擎形成实质约束，导致政府投资行为显著下台阶；2020 年下半年以来的地产调控政策，对第二个传统引擎形成实质约束，经济效应 2021 年下半年加速显现。

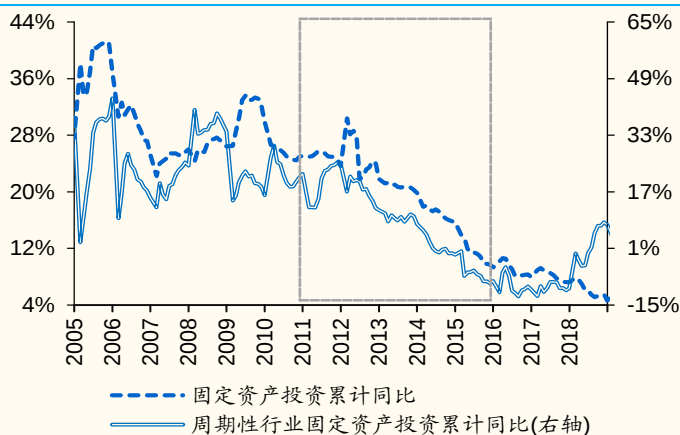
图表 7：2011 年以来，我国经济经历三轮下台阶



来源：Wind、国金证券研究所

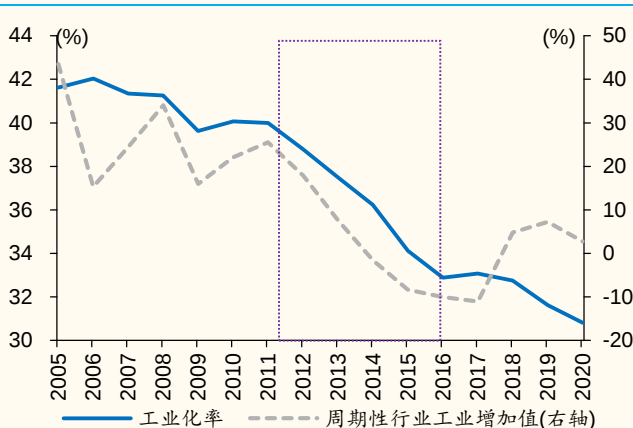
经济第一轮下台阶，缘于重工业化结束后，传统高耗能行业投资增速持续回落，带动经济增速快速换挡。融入全球价值链分工体系之后，工业化、城市化得以快速推进，进而带动中国经济持续高增长。2011 年之后，伴随重工业化时代的结束，我国工业化率开始出现趋势性回落。传统资本密集型行业生产大幅下降的同时，投资增速开始趋势性回落，拖累全社会投资增速下滑、经济增速快速换挡。这是转型以来第一轮下台阶，主要集中在 2011-2015 年前后完成。

图表 8: 2012 年至 2015 年, 周期性行业投资加速回落



来源: Wind、国金证券研究所

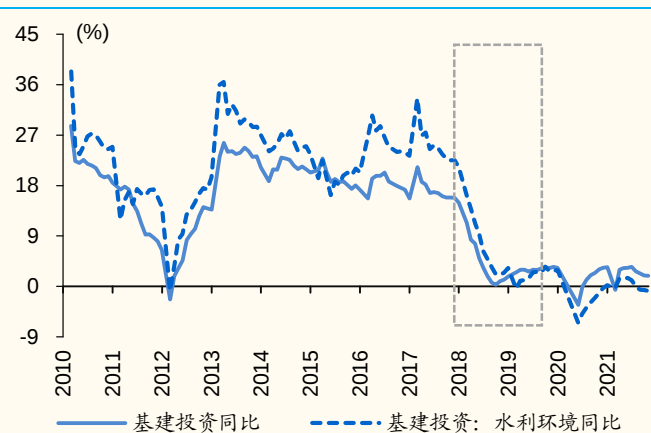
图表 9: 2012-2015, 周期性行业生产趋势性回落



来源: Wind、国金证券研究所

经济第二轮下台阶发生在 2018-2019 年前后, 与地方债务“防风险”下, 第一个传统引擎形成实质约束, 地方投资行为显著下台阶紧密相关。2015 年底, 总书记第一次提出“供给侧结构性改革”的概念, 2016 年以“防风险”、“去杠杆”为代表的部分政策逐步落地。2017 年中, 全国金融工作会议首提债务“终身追责”; 年底十九大报告中, 总书记做出“三大攻坚战”布局, 首要任务就是“防风险”, 而“防风险”的重心即为地方债务。在此背景下, 基建投资由早期的 20%左右的增速, 快速降至 2018 年以来 3%左右、甚至更低的增速。

图表 10: 2018 年基建投资明显下台阶



来源: Wind、国金证券研究所

图表 11: 2017 年以来, 地方债务监管趋严

时间	文件/会议	主要内容
2017年7月	全国金融工作会议	严控地方政府债务增量, 终身问责, 倒查责任。
2017年7月	政治局会议	有效规范地方政府举债融资, 坚决遏制隐性债务增量。
2017年12月	《关于坚决制止地方政府违法违规举债融资行为, 坚决遏制隐性债务增量情况的报告》	坚决遏制隐性债务增量。组织核查部分市县, 金融机构违法违规融资担保行为, 发函至 10 个省级政府和银监会、商务等部门建议依法问责处理。
2017年12月	全国财政工作会议	重点是有效防控地方政府债务风险, 坚决遏制违法违规融资担保行为, 严禁以 PPP、政府投资基金、政府购买服务等名义变相举债。
2018年3月	政府工作报告	严禁各类违法违规举债、担保行为, 严禁违法违规担保、担保行为。
2018年8月	《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》	遏制隐性债务增量, 督促整改政府投资基金、PPP、政府购买服务等中的不规范行为, 严禁各种违法违规担保和变相举债。
2019年5月	《关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知》	遏制新增 PPP 名义增加隐性债务; 增加隐性债务的项目, 应当中止实施或转为其他合规方式实施; 对已纳入政府债务监测平台但存在争议的项目, 相关部门应严格甄别项目是否增加隐性债务。
2020年12月	中央经济工作会议	抓实化解地方政府债务风险工作, 处理好恢复经济和防范风险关系。
2021年1月	全国财政工作会议	加强地方政府债务管理, 抓实化解地方政府隐性债务风险工作。
2021年3月	《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》	加强国有企业债务风险管控工作, 有效防范化解企业重大债务风险, 坚决守住不引发区域性、系统性金融风险的底线。防范化解重大债务风险, 维护金融市场稳定。
2021年4月	《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》	把防范化解地方政府隐性债务风险作为重要的政治纪律和政治规矩, 坚决遏制隐性债务增量。严禁地方政府通过金融机构违规融资或变相举债。决不允许新增隐性债务上新项目、铺新摊子。
2021年7月	政治局会议	要防范化解重点领域风险, 落实地方党政主要负责人负责的财政金融风险处置机制。
2021年12月	中央经济工作会议	严肃财经纪律, 坚决遏制新增地方政府隐性债务。

来源: 政府网站、新华社、财政部、国金证券研究所

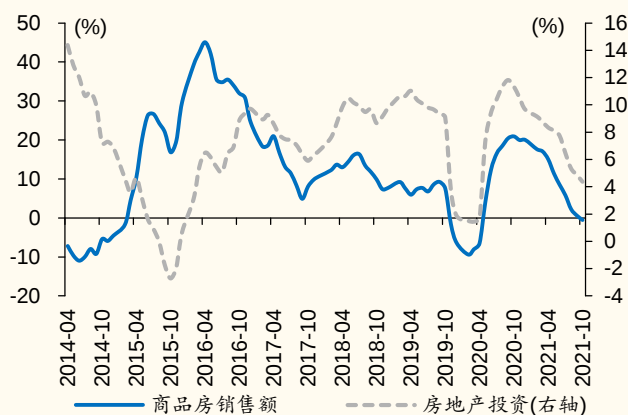
当下, 是中国经济的第三轮下台阶, 与 2020 年下半年以来地产调控政策等, 对第二个传统引擎的实质约束有关, 必然带动相应链条经济活动的下台阶。2019 年, 政治局会议上明确表示“不将房地产作为短期刺激经济的手段”, 2020 年下半年开始, 以三条红线、贷款集中度考核、土地集中供给为代表的新一轮调控政策出台。与过往不同的是, 政策调控更加注重“长效机制”的构建, 实际上起到“供给侧结构性改革”的长期影响, 属加快“动能切换”的一环。

图表 12: 地产定位变化下, 调控方向逐步明确



来源: 政府网站、中国人民银行、新华社、国金证券研究所

图表 13: 2020 年底以来, 地产销售和地产投资持续回落



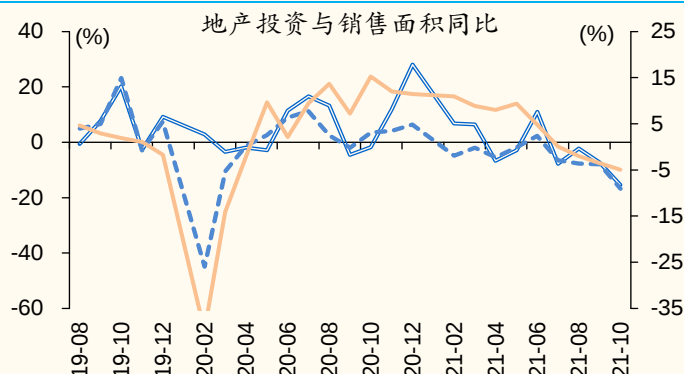
来源: Wind、国金证券研究所

二、阶段性的“失速”担忧, 摸索式的寻找“新稳态”

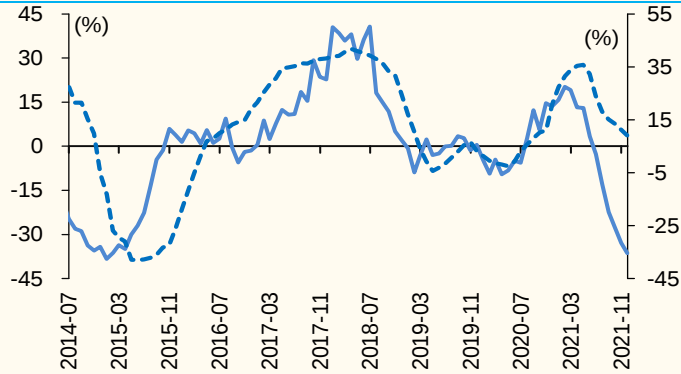
(一) 疫情反复下的新一轮换挡, “失速”担忧阶段性困扰

经济下台阶的过程中, 底层逻辑是转型过程中的“动能切换”, 阶段性存在下行超调的压力; 诸如, 地产链全面降温, 对经济的拖累仍在加速显性化等。下半年以来, 地产链加速降温, 商品房销售额同比增速由年初 20% 以上降至 9 月的零以下, 地产投资增速也由两位数增长降至 3% 左右。部分城市“因城施策”的松动, 并非政策方向的转变, 放松效果有限。同时, 土地市场的快速降温, 对地方综合财力、城投平台土地质押融资等杠杆行为的影响, 开始显现。

图表 14: 年初以来, 地产销售和地产投资均持续下滑



图表 15: 年初以来, 土地成交“断崖式”下降



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_31060

