



申港证券
SHENGANG SECURITIES

温和回暖 ——2022年流动性展望

2021/12/31

申港证券研究所

分析师 曹旭特, SAC执业证书编号: S1660519040001

研究助理 刘雅坤, SAC执业证书编号: S1660120080015

liuyakun@shgsec.com

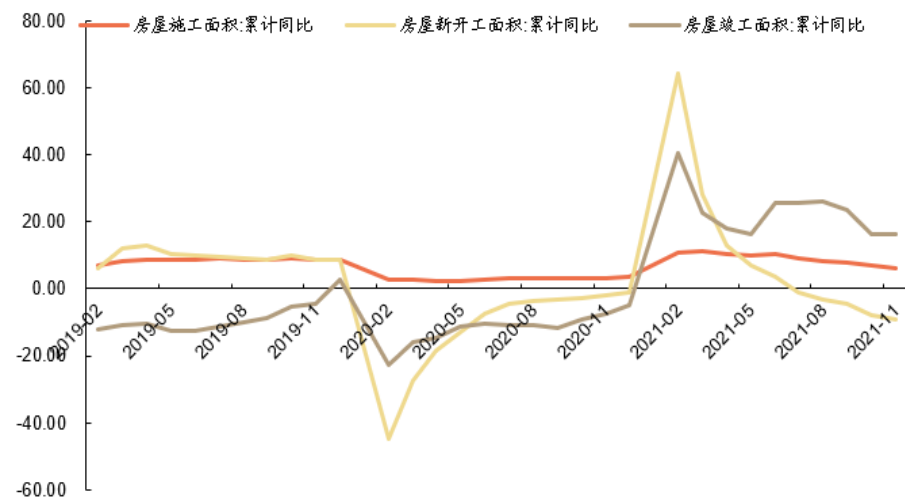
摘要

- **宏观背景**：当前处于类滞胀向衰退过渡-经济周期的阶段转换；以经济支撑项来看，逆周期有约束与顺周期动力不足。摘要
- **政策展望**：货币政策上，由防风险向稳增长倾斜，稳中偏松。财政政策上，重回扩张，上半年加速。
- **社融层面**：总量上，以“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”测算2022年社融增速预计10.5%-11.0%。分项上，基于人民币贷款、政府债、非标等，社融增量32-35万亿。
- **狭义流动性（DR007）**：量上，合理充裕到边际收敛。价上，上半年中枢2.1%，下半年中枢2.2%。
- **债券配置**：上半年狭义流动性充裕叠加类滞胀到微衰退阶段，经济下行风险明显叠加政策稳增长货币有望宽松，配置价值凸显。
- **股票配置**：企业利润环比升先有阻力后有改善与利率先下后上，分子端与分母端博弈。

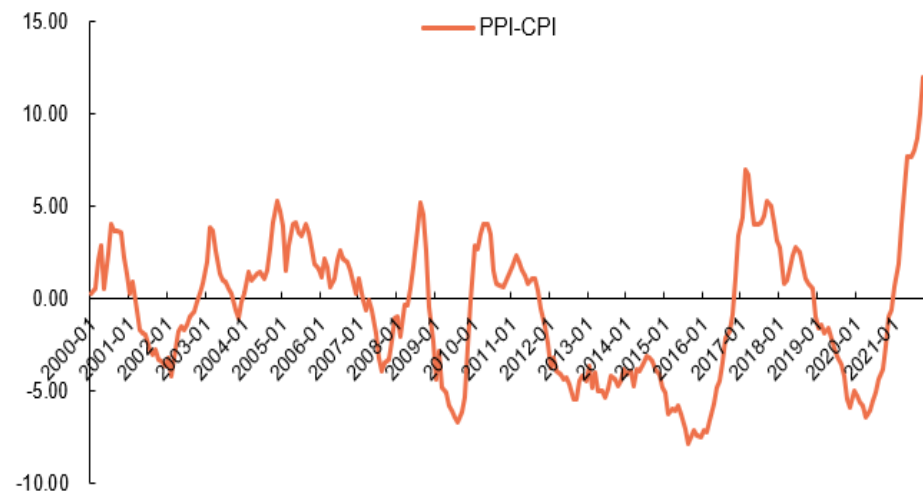
1. 宏观背景：类滞胀向衰退过渡-经济周期的阶段转换

- 明年上半年基本上将面临类滞胀向衰退过渡，稳增长意义上升。
- 经济下行风险。地产系下行风险明显，消费仍受制于疫情反复，工业企业利润回落压力。
- 通胀分化。生产资料与生活资料分化。

图：房屋新开工、施工和竣工(%)



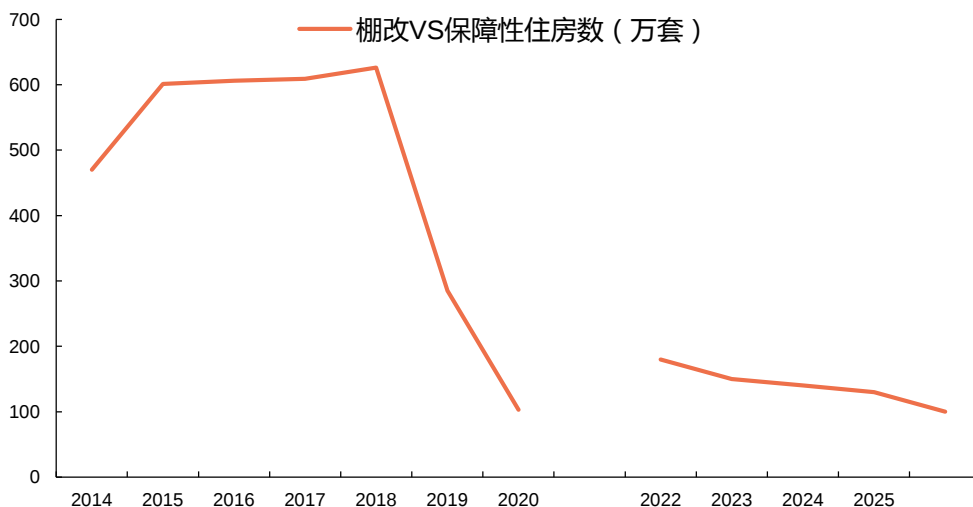
图：通胀分化(%)



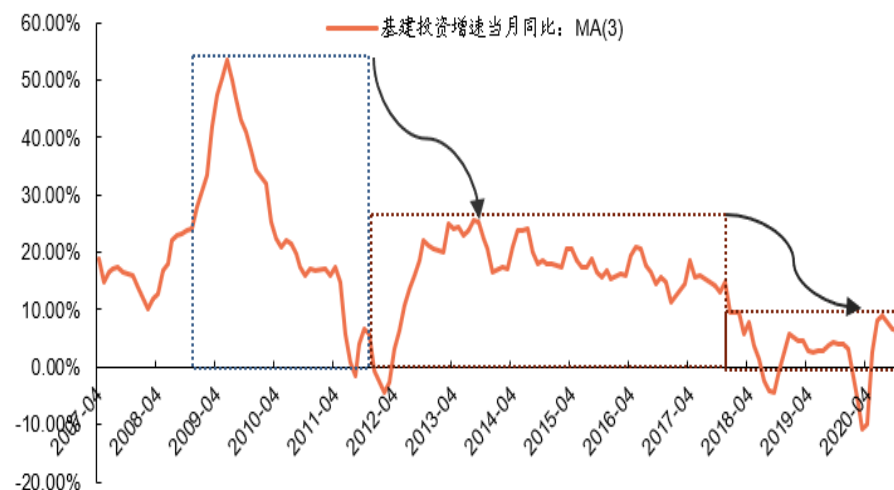
1.1 宏观背景：经济增长压力-逆周期有约束

- **经济：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。**
- **地产：中长期看房地产投资下行。短期地产合理融资要满足。明年1季度房地产融资有概率由偏紧向中性回归。**
- **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。
- **基建：能稳但难拉。**

图：棚改vs保障性住房数(万套)



图：基建投资增速 (%)



1.2 宏观背景：经济增长压力-顺周期动力不足

- 经济：制造业投资趋势继续上修，但改善偏弱。消费修复仍受制于疫情反复。
- 制造业投资趋势继续上修，但改善偏弱。制造业企业利润受到上游成本挤压较为明显，需求端仍有较大回落风险。制造业投资谨慎性仍高且结构分化。

图：制造业固定资产投资及工业企业利润同比（%）



图：上中下游主要行业工业增加值结构分化(%)

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

1.3 宏观背景：通胀

物价指数：猪油或难共振。

- **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，中性预计明年 1-4 季度 PPI 分别 8%、 5%、 3%、 0%。
- **CPI端下半年开始关注猪周期，核心通胀风险无虞。**预计明年 1-4 季度1.8%,1.5%,2%,2%。央行关心的核心通胀尚无风险。

2.1 货币政策：由防风险向稳增长倾斜，稳中偏松

明年重心有望向稳增长倾斜，地产系压力明显。

- **经济增长**：地产转型的背景下，2022年稳增长意愿有所上升。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；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并加息限制政策窗口期。

图：货币政策目标（央行）



2.2 财政政策：重回扩张，上半年加速

随明年稳经济增长压力凸显，财政有望重回扩张区间，支撑明年上半年基建投资。

- 基于今年财政留有余力，2022年财政支出同比增速或达两位数。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；
- 今年底明年初实物工作量的形成的背景下，明年专项债前置发行概率较高。

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_35494

