



## 宏观经济

中性（短期）

看好（中长期）

### 市场数据（2021-12-29）

上证综指涨幅（%）

|     |       |
|-----|-------|
| 近一周 | -0.71 |
| 近一月 | 0.42  |
| 近三月 | 1.72  |

### 股价走势图



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

### 研究员

张志刚

执业证书编号：S0070519050001

电话：010-83991712

邮箱：zhangzg@grzq.com

### 相关报告

《拉闸限电引发经济下行 PPI 新高，政策纠偏促经济滞胀风险渐消》  
20211026

《政策趋宽对经济担忧有望缓解，能耗双控下 PPI 维持高位》  
20210922

《暂时性冲击和趋势因素驱动，7 月经济全面走弱，但失速风险较低》  
20210820

《6 月经济数据整体超预期，但经济下行趋势难改》  
20210721

中美政策错位，国内稳增长和转型并重，

看多 2022 年中国股债行情

—宏观研究 2022 年度报告

## 投资要点

■ **2021 年美国宏观经济回顾：财政货币持续发力，疫情扰动经济节奏但不改其复苏趋势，而物价持续高涨。**疫苗接种率提升叠加 1.9 万亿美元财政刺激，美国经济快速复苏，二季度 GDP 环比折年率达 6.7%，三季度受“德尔塔”病毒影响，经济受到冲击，但美国防疫实施“躺平”措施，叠加 11 月开放国境，四季度延续复苏。不过政策刺激带来物价飙升，能源、二手车价格以及供应链问题持续推升美国通胀超预期，价格创近 30 年新高，失业率持续改善下，美联储货币政策转向，开始实施 Taper。后续来看，通胀仍是 2022 年的关键变量。

■ **2021 年国内经济回顾：经济逐季放缓，外需强劲，内需偏弱，PPI 高涨持续超预期，财政后置，货币结构性发力。**具体来看，生产强劲直至 8 月能耗双控方放缓；出口全年维持高景气；消费受疫情影响整体偏弱；制造业投资延续复苏，基建持续不及预期，地产在“房住不炒”的基调下，景气度持续下滑，个别房企出现流动性危机，10 月地产政策边际放松，下行趋势开始有所缓和。2021 年除出口较旺以外，内需普遍受到被动影响和主动压制，下半年经济增长有所承压。PPI 与 CPI 剪刀差持续扩大，中下游企业利润遭遇挤压。货币全年稳中偏松，两次降准，结构性工具持续发力；社融增速持续下行，信贷结构有所恶化，直到四季度才有所企稳。财政发力后置，持续对中小微企业实行减税降费，房地产税扩围提上日程。前三季度政策仍是以防风险及调结构为主，下半年经济压力加大，稳增长政策有所出台。

■ **2022 年美国宏观经济展望：美国有望延续复苏，但经济增长高点或已过去。**

短期来看，财政货币宽松力度逐步减少，美国经济高点或已过去，但长期来看，美国防疫措施“躺平”，疫苗接种率不断抬升，经济大概率仍在复苏路上。与此同时，高通胀仍是主要风险关注点，美联储被迫提前大幅加息或加速美国经济走向衰退。世

界主流机构均下调了 2022 年美国经济增长速，世界银行、IMF 及高盛分别预测 2022 年美国经济增长速为 4.0%、5.2%和 3.8%。

(1) **美国财政货币政策力度衰减。** 财政补贴减少，居民储蓄从高点 5.8 万亿美元跌至目前的 1.2 万亿美元，近期拜登的“重建美好法案”也因党内人士反对有所搁浅，数额也削减至 1.75 万亿美元，同时美联储 Taper 加速，议息会议显示 2022 年将加息三次。与 2021 年相比，2022 年财政货币支持力度大幅下降，美国经济高点或已过去。

(2) **疫情影响有所减弱。** 疫情偶发但不改“躺平”防疫措施，美国 11 月开放了边境，拜登表示不会因“奥密克戎”进一步限制旅行或关闭经济，同时疫苗接种率不断提升，后续仍有望继续抬升，特效药也有望扩产，疫情影响逐步减弱。长期来看，美国经济仍在复苏路上。

(3) **通胀预计高位回落，但仍存小概率失控风险。** 原油供需缺口有望减少，同时供应瓶颈也将有所缓解。不过工资上涨，房价房租上涨，更可怕的是全社会不断抬高的通胀预期，美国通胀存在小概率失控的风险。若高通胀持续，美联储被迫提前大幅加息，或加速美国经济走向衰退。

■ **2022 年国内经济展望：政策前置，经济前低后稳，关注地产何时企稳及新能源发力。**

我国 2022 年经济增长速预计在 5.3%左右，节奏上前低后稳。出口将稳中回落，但景气度或仍超预期，全年增长速预计 8.5%左右；消费预计弱复苏，短期受疫情影响较大，社零增长速预计 7.0%左右；制造业投资有望在高技术制造业带动下保持较高景气度，增长速达到 5.5%；地产全年有望维持小幅正增长 2%左右；基建有所发力，基建广义增长速或达 7.5%左右。同时跨周期及逆周期调节政策为主要支撑。财政总量变化不大，节奏前置明显，更仰赖中央投资。货币方面，总量仍维持稳中偏松，再降准、降息、调降 LPR 可期，结构上仍将是主要发力点。

(1) **关注地产何时企稳，我们预计二季度地产投资下滑态势有所遏制。** 房地产是 2022 年经济重点，预计新开工将继续下行，拖累施工，叠加土地成交低迷，导致建安投资和土地投资双双下行，但“政策底”已现，销售有望率先企稳，后续竣工、新开工、施工将有所支撑，预计 2022 年一季度地产投资延续下行但斜率持续放缓，二季度起房地产投资增长速下滑的态势有望得以遏制，

迎来市场底。

(2) **新基建新能源方向为主要发力方向**。财政部在 11 月底基本完成专项债发行，要求在年底年初实现实物工作量，同时提前下达了 2022 年 1.46 万亿专项债额度，叠加政府项目审批优化，PPI 见顶，基建投资有望成为跨周期调节主要抓手，发力节奏前置。方向上来看，新基建、新能源（发电、输送、储能）是 2022 年政策的重点支持方向。

(3) **PPI 与 CPI 剪刀差将持续降低**。猪肉价格将触底回升，带动 CPI 中枢抬升，全年均值 2% 左右。大宗商品价格或由高位震荡转向震荡回落，同时能耗双控政策逐步纠偏，叠加高基数效应，PPI 全年来看将呈逐步回落态势，一季度预计仍维持高位，后续加速回落，到四季度 PPI 同比有望转负。PPI-CPI 剪刀差缩窄，利润将重新分配，中下游制造业相对受益。

(4) **中美货币政策错位，美国紧+中国宽**。国内经济下行压力较大，中央经济工作会议定调明年经济以稳为主，财政前置同时货币政策后续继续降准降息可期，与此同时，美国货币财政政策都有所收紧，2022 年 3 月美国将结束 Taper，6 月或开始第一次加息。中美政策错位下，国内宽松仍有一定窗口期，大概率“以我为主”。

(5) **中美关系或有所趋紧**。拜登政府的民调支持率走低，2022 年在拜登政府工作重心转向 11 月中期选举，势必打“对华外交牌”来吸引选票。我们认为 2022 年拜登在关税层面可能有所松动，但会在意识形态、地缘政治、科技、金融等问题上对华更加强硬，中美关系整体将比 2021 年或有所趋紧。预计对我国出口顺差有所支撑，但人民币汇率波动将有所加大。

#### ■ 2022 年第一季度大类资产配置：

(1) **权益配置**。美股一季度配置指引为“标配”。A 股一季度配置指引为“推荐”。港股一季度配置指引为“标配”。

(2) **债券配置**。利率债一季度的配置指引为“推荐”。信用债一季度的配置指引为“标配”。可转债一季度的配置指引为“标配”。

(3) **商品外汇配置**。黄金一季度的配置指引为“标配”。美元一季度的配置指引为“标配”。

**风险提示：**1. 地产下滑超预期；2. 国内政策宽松不及预期；3. 国内疫情影响及防控措施超预期；4. 美联储收紧对国内影响超预期；5. 中美关系影响超预期。

仅供签约客户使用，请勿转发

## 目 录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1.2021 年中美经济回顾</b> .....                                    | <b>7</b>  |
| 1.1 美国经济政策回顾：财政货币持续发力，疫情扰动经济节奏但不改其复苏趋势，高通胀成为新的主要矛盾 .....       | 7         |
| 1.2 国内经济政策回顾：2021 年经济逐季放缓，内外需分化，PPI 高涨持续超预期，财政后置，货币结构性发力 ..... | 10        |
| <b>2.2022 年中美经济政策展望</b> .....                                  | <b>12</b> |
| 2.1 美国经济政策展望：2022 年美国经济增长高点或已过去 .....                          | 12        |
| 2.1.1 美国财政货币政策力度衰减 .....                                       | 12        |
| 2.1.2 疫情影响有所消减 .....   | 13        |
| 2.1.3 通胀预计高位回落但仍存小概率失控风险 .....                                 | 14        |
| 2.2 国内经济政策展望：2022 年政策前置，经济以稳为主，关注地产何时企稳及新能源发力 .....            | 15        |
| 2.2.1 关注地产何时企稳 .....   | 17        |
| 2.2.2 重点关注基建新能源方向 .....  | 19        |
| 2.2.3 CPI 与 PPI 剪刀差将持续降低 .....                                 | 21        |
| 2.2.4 2022 年中美货币政策错位，美国收紧，中国宽松 .....                           | 21        |
| 2.2.5 中美关系或有所趋紧 .....  | 23        |
| <b>3.2022 年第一季度大类资产配置</b> .....                                | <b>23</b> |
| 3.1 股市配置 .....   | 24        |
| 3.2 债券配置 .....   | 25        |
| 3.3 外汇商品配置 .....   | 25        |

## 插图目录

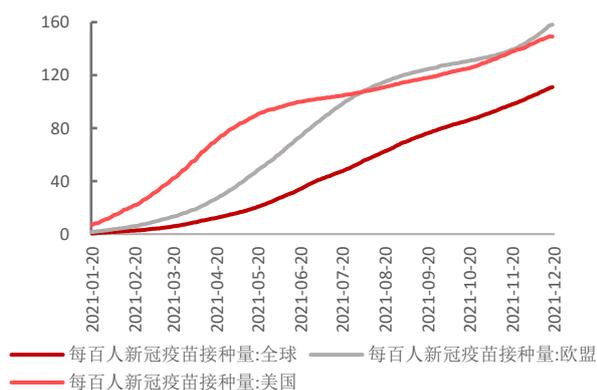
|  |    |
|--|----|
| 图 1 美欧主要经济体疫苗接种率快于全球（剂） .....              | 7  |
| 图 2 美欧主要经济体经济持续复苏（%） .....                 | 7  |
| 图 3 美联储通过持续购债进行史无前例的量化宽松，支撑经济（十亿美元） .....  | 7  |
| 图 4 消费为美国经济主要支撑（%） .....                   | 8  |
| 图 5 美国财政持续发力，居民转移支付收入维持高位 .....            | 8  |
| 图 6 服务业开放带动 PMI 有所反弹（%） .....              | 8  |
| 图 7 近期“奥密克戎”导致新增确诊病例大幅增加（人） .....          | 8  |
| 图 8 美国二手车目前已出现回落趋势（%） .....                | 9  |
| 图 9 石油等大宗商品 2021 年大幅上涨（美元） .....           | 9  |
| 图 10 欧美通胀持续上涨超预期（%） .....                  | 9  |
| 图 11 美国失业率持续改善（%） .....                    | 9  |
| 图 12 2021 年国内经济内外分化，出口一枝独秀（%） .....        | 10 |
| 图 13 PPI 与 CPI 剪刀差扩大，中下游企业利润承压（%） .....    | 11 |
| 图 14 财政收入增速持续降低（%） .....                   | 11 |
| 图 15 美国财政存款已跌至疫情前水平（百万美元） .....            | 13 |
| 图 16 美国居民储蓄规模较高点大幅下降（十亿美元） .....           | 13 |
| 图 17 美国消费者信心连续回落 .....                     | 13 |
| 图 18 美国疫情接种率不断攀升（%） .....                  | 14 |
| 图 19 疫情对美国经济影响逐步消减 .....                   | 14 |
| 图 20 美国住房租金持续上行（%） .....                   | 15 |
| 图 21 美国 20 大中城市房价同比维持高位（%） .....           | 15 |
| 图 22 美国非农职位空缺数高企（%） .....                  | 15 |
| 图 23 美国非农员平均时薪增速不断抬升（%） .....              | 15 |
| 图 24 预计 2022 年经济增速为 5.3% 左右（%） .....       | 16 |
| 图 25 高技术制造业投资为制造业主要拉动项（%） .....            | 16 |
| 图 26 全国城镇居民收入及支出仍低于疫情前（%） .....            | 17 |
| 图 27 疫情零星扩散但整体可控（人） .....                  | 17 |
| 图 28 土地财政收入持续下滑（%） .....                   | 18 |
| 图 29 地产开发资金来源持续下滑（%） .....                 | 18 |
| 图 30 地产边际放松下销售下滑态势放缓（%） .....              | 18 |
| 图 31 30 大中城市成交面积低于往年同期（万平方米） .....         | 18 |
| 图 32 预计 2022 年赤字率在 3%-3.2%（%） .....        | 19 |
| 图 33 预计 2022 年新增专项债在 3.5-3.8 万亿之间（亿） ..... | 19 |
| 图 34 首批风光大基地规模总计 97.5GW .....              | 20 |
| 图 35 能繁母猪存栏及生猪存栏环比均开始减少（%） .....           | 21 |
| 图 36 猪价目前已位于底部区间（元/公斤） .....               | 21 |
| 图 37 12 月美联储议息会议表示 2022 年将加息三次 .....       | 22 |
| 图 38 中美利差仍维持一定高位（%） .....                  | 22 |
| 图 39 人民币汇率有较大的调整空间（元/美元） .....             | 22 |
| 图 40 拜登上任以来支持率持续降低（%） .....                | 23 |

## 1. 2021 年中美经济回顾

### 1.1 美国经济政策回顾：财政货币持续发力，疫情扰动经济节奏但不改其复苏趋势，高通胀成为新的主要矛盾

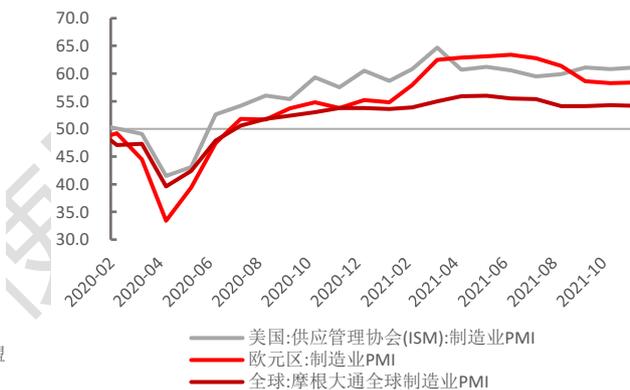
受益于疫苗接种及政策刺激，2021 年全球主要经济体重启。随着美国、欧盟等发达经济体疫苗接种率不断上升，叠加货币财政刺激政策支持，欧美主要地区均已实现重启。疫苗接种方面，截止 2021 年 12 月中旬，美欧主要发到经济体每百人疫苗接种数量分别达 147 剂和 154 剂，远超全球的 109 剂；同时美联储持续实施宽松政策，2021 年 3 月美国推出 1.9 万亿新的财政刺激方案，居民收入中获得政府的转移支付维持高位，同时联储资产负债表急剧扩张，均对经济增长有所帮助。

图 1 美欧主要经济体疫苗接种率快于全球（剂）



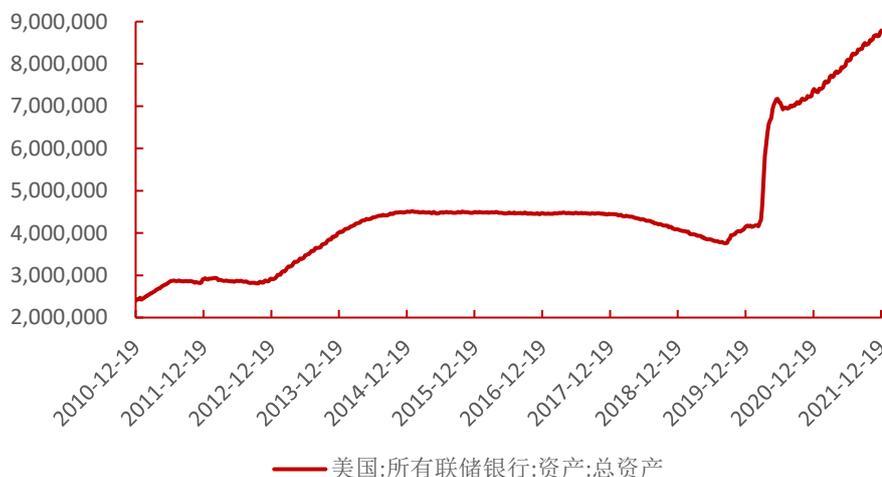
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 2 美欧主要经济体经济持续复苏（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 3 美联储通过持续购债进行史无前例的量化宽松，支撑经济（十亿美元）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

美国经济持续复苏并在二季度达到高点，其中消费为主要支撑，主因疫情期间个人转移支付收入维持高位，但三季度受“德尔塔”病毒影响，复苏节奏有所放缓，GDP 不变价环比折年率由二季度的 6.7%下降至三季度的 2.3%，不过美国边境自 11 月开始进一步开放，服务业接力，四季度经济仍维持复苏趋势。12 月“奥密克戎”变异病毒开始在欧美传播，该毒株传染率较德尔塔更高，冬春或再迎疫情高峰，后续密切关注疫情发展情况及各国应对政策。

图 4 消费为美国经济主要支撑 (%)



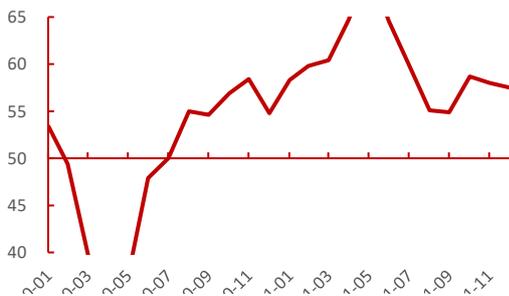
数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 5 美国财政持续发力, 居民转移支付收入维持高位



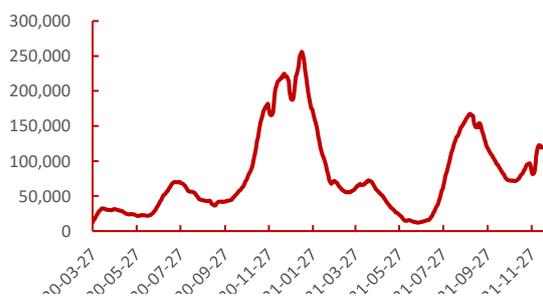
数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 6 服务业开放带动 PMI 有所反弹 (%)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

图 7 近期“奥密克戎”导致新增确诊病例大幅增加 (人)



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\\_35665](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35665)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn