转型、回归与再平衡——2022 年宏观经济展望

报告日期：2021-11-01

分析师：何宁
执业证书号：S0010521100001
电话：15900918091
邮箱：hening@hazq.com

主要观点：

2021 年各国逐渐走出疫情的阴霾，但复苏也并非一帆风顺。在各国疫情周期错位、全球供需错位、供应链和物流危机，以及病毒变异和疫情反复的影响下，全球经济跌跌撞撞走到了 11 月。如果说 2021 年的关键词是不平衡的回归，那么 2022 年将逐渐走向平衡的回归。陡峭的复苏斜率将回归平稳甚至下降，供需缺口有望弥合，超宽松的政策预计退坡。本文就后疫情中国经济的长远走势，以及 2022 年的全球和中国经济、通胀、政策等方面进行展望。

总体看，全球经济可能从差异化的复苏、以及美国为代表的类滞胀状态走向衰退，各国也有望于 2022 年下半年逐渐缩小节奏差，走向统一。国内看，经济稳中求进，可保持平稳增长，在稳健货币政策的呵护下逐渐去杠杆，总体上名义 GDP 和社融增速可能均是前高后低，从而带来利率的逐渐回落，可关注债市行情，以及受益于低利率的科技、消费等板块。

- **后疫情时代的中国经济：潜在增速趋下行，6%以上增速或难再有**

借鉴东亚国家经济发展规律和学术层面对潜在增速的测算，中国未来 10 年的潜在经济增速将降至 4.7%左右，从而对债市和股市的结构性配置产生深远影响。长期趋势之下，我们进一步探讨 2022。

- **全球展望：疫情稳定，经济走弱，政策退坡，通胀缓解，从分化到统一**

1）疫情：疫情周期波幅有所收窄，对经济拖累作用逐步弱化。

2）全球经济：2022 年全球经济增速趋于回落，各国节奏从分化到统一，经济见顶回落顺序可能是美国-欧洲-新兴市场。

3）全球政策：2022 年宽松逐渐退坡，美联储逐步收紧，欧央行和日央行仍偏宽松，部分新兴市场国家已开始“抢跑”来应对通胀和货币贬值。

4）全球通胀：暂时性和长期性问题共存，国家和商品间存差异，预计全球本轮通胀明年下半年有所缓解，但长远看未来价格波动中枢或有抬升。

- **国内经济和通胀：经济平稳增长，通胀压力有望逐步缓解**

1）经济面：综合潜在增速、疫情和基数因素，预计 2022 年实际 GDP 同比在 5.5%左右。分项看，预计制造业投资维持平稳，房地产投资延续回落，基建投资稳定回升，消费内生改善，出口前高后低。由此判断全年 GDP 同比波动可能不大。考虑今年四季度财政后置、宽信用逐渐兑现；明年财政前置、信贷开门红，今年四季度和明年一季度经济景气度可能较好。

2）价格面：CPI 升、PPI 降，广义通胀逐季下行，关注能耗双控、猪油波动节奏、以及 PPI 向 CPI 的传导（正文就猪价、油价、电价对 CPI 的影响，以及 PPI 向 CPI 的三个维度传导有详细测算）。综合 CPI 和 PPI 看，广义通胀和 GDP 平减指数当季同比四季度仍趋上升见顶，2022 年逐季下降。

- **国内政策：稳货币、降杠杆、防风险、促改革；逐步从重量到重质转变**

1）潜在经济增速存在下行压力，预计政策基调整体偏稳，其中稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，结构性降息可期；积极的财政政策要提升政策效能，赤字率（3%以下）和专项债可能下降，继续推进减税降费，稳妥化解地方政府隐性债务。总体看，货币维稳，财政收缩，今年四季度信用阶段性宽松之后明年仍趋紧，社融存量同比可能回落至 9%-10%。

2）防风险、调结构、促改革，重公平。关注房地产、地方融资平台、信托等收紧、打击垄断和防止资本无序扩张等领域的防风险；创新驱动、新经济、硬科技发展；消费模式转变和结构升级；双碳目标下的能源转型；共同富裕要求下的缓解收入、城乡、区域不平衡问题配套政策。

- **资产配置建议**

1）全球来看，预计随着美联储收紧货币政策、财政刺激退坡，美国经济景气度逐渐回落，美股可能承压；全球通胀同比可能有所缓解，预计实际美债收益率将上行，从而打压黄金；原油先涨后跌；美欧经济和货币政策增速差对比将促进美元升值，从而给人民币汇率带来贬值压力。

2）国内看，鉴于广义通胀、名义 GDP 同比、信贷社融增速可能前高后低，预计 10 年期国债收益率一季度维持高位，后续趋下行，但空间可能较为有限。国内权益市场则可能逐渐从受益于经济复苏的周期板块向受益于低利率环境的科技、消费板块切换。

注：正文结尾附中国各项宏观指标预测和全球经济预测。

- **风险提示**

货币政策收紧力度超预期、经济增速不及预期、模型测算有偏差。

正文目录

1 后疫情时代的中国经济：潜在增速趋下行，6%以上增速或难再有 8
1.1 中国未来 10 年 GDP 增速中枢将下行至 4.7%左右 8
1.2 疫情可能对供给、需求造成部分的长期结构性拖累 10
2 全球展望：疫情稳定，经济走弱，政策退坡，通胀缓解，各国从分化到逐步统一 12
2.1 疫情周期波幅有所收窄，对经济拖累作用逐步弱化 12
2.2 全球经济：2022 年复苏动能预计走弱，各国从分化到统一 13
2.3 全球政策：2022 年宽松逐渐退坡，各国节奏分化 15
2.4 全球通胀：暂时性和长期性问题共存，国家和商品间存差异，总体看，2022 年下半年全球通胀有望得到缓解 16
3 国内经济：经济平稳增长，通胀将趋缓解 19
3.1 经济面：地产出口下、基建消费升、制造稳，预计 GDP 同比季度波动不大，全年 5.5%左右 19
3.2 价格面：CPI 升、PPI 降，广义通胀逐季下行，关注能耗双控、猪油波动节奏、以及 PPI 向 CPI 的传导 23
4 国内政策：稳货币、降杠杆、防风险、促改革；潜在增速向下，逐步从重量到重质转变 35
4.1 货币稳，财政收，信用阶段性走宽后再收紧 35
4.2 防风险、调结构、促改革，重公平 39
5 资产配置建议和宏观预测概览 43
风险提示： 46

图表目录

图表 1 西欧、东亚和拉美经济发展呈俱乐部收敛 8
图表 2 东亚国家（地区）经济收敛较快 8
图表 3 未来十年我国经济增速中枢或降至 4.7%-5.1% 9
图表 4 供给侧测算显示，中国未来 10 年 GDP 增速将下行至 4.7% 9
图表 5 2021-2050 年中国潜在经济增速测算 10
图表 6 社零增速仍处于较低水平 11
图表 7 餐饮增速恢复比商品更慢 11
图表 8 居民收入信心拖累居民消费意愿 11
图表 9 消费者信心逐渐下降 11
图表 10 疫后居民储蓄意愿占比提升，消费占比下降 11
图表 11 2020 年居民储蓄率有明显抬升，2021 年有所回落 11
图表 12 美国新增确诊快速回落，欧洲大幅反弹 12
图表 13 欧美疫苗接种稳步推进，新兴经济体快速追赶 12
图表 14 新冠死亡率呈波动下行 13
图表 15 摩根大通全球综合 PMI 已经见顶回落 14
图表 16 9 月美国景气度边际回升 14
图表 17 美国消费者信心指数趋于下行 14
图表 18 欧洲经济景气度边际下行 15
图表 19 德国商业景气指数趋于下行 15
图表 20 巴西和印度经济仍未显著恢复 15
图表 21 印度三季度经济景气度上行 15
图表 22 美欧日英基准利率 16
图表 23 部分经济体已开始加息 16
图表 24 美欧日 CPI 回升 17
图表 25 美欧核心 CPI 大幅攀升 17
图表 26 美欧日 PPI 同比大幅攀升 17
图表 27 大宗商品价格持续走高 18
图表 28 油价持续走高 18
图表 29 低库存支撑铜价 18
图表 30 全球供需缺口高位震荡盘整 19
图表 31 全球加权 M2 增速年初以来有所下行 19
图表 32 4 月以来，出口量价趋势发生分化 20
图表 33 美国在内的全球景气度下行可能拖累明年出口 20
图表 34 PMI 新出口订单下行预示未来订单量可能下降 20
图表 35 销售、新开工、竣工数据全面回落 21
图表 36 地产投资增速趋势下滑 21
图表 37 2017 年之后，政府专项债对基建投资是重要支撑 22
图表 38 企业盈利对制造业投资有支撑 23
图表 39 中下游制造业占比较大 23
图表 40 2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表 24
图表 41 国外市场煤价高企 25

图表 42 国内进口煤及褐煤数量没有明显变化 25
图表 43 我国原煤产量当月同比震荡下行 25
图表 44 动力煤的期货收盘价上涨态势不减 25
图表 45 PPI 同比测算值 26
图表 46 2022 年下半年猪价可能回升 26
图表 47 猪肉价格相关系数表 27
图表 48 电价影响行业与 CPI 对应关系 28
图表 49 CPI 同比测算值 29
图表 50 PPI 与 CPI 剪刀差走阔 30
图表 51 PPI 向 CPI 传导能力测算 30
图表 52 领先一期的 PPI 向 CPI 传导依然不强 31
图表 53 上中下游 PPI 同比波动对比 31
图表 54 PPI 生产资料向 CPI 传导不畅 31
图表 55 PPI 生活资料向 CPI 传导较好 31
图表 56 PPI 细项向 CPI 细项传导能力测算（未调整） 33
图表 57 PPI 细项向 CPI 细项传导能力测算（调整后） 34
图表 58 广义通胀和 GDP 平减指数当季同比预测值 35
图表 59 广义通胀和 GDP 平减指数累计同比预测值 35
图表 60 央行 10 月加大公开市场操作投放 36
图表 61 资金面维持平稳 36
图表 62 财政赤字率测算 37
图表 63 M2、信贷、社融增速测算 38
图表 64 信贷、社融同比增速预测 38
图表 65 “三新经济”增长强劲 39
图表 66 技术进步对经济增长贡献率快速上行 39
图表 67 研发投入加码培育原始创新能力 40
图表 68 高技术制造业投资产出活动连年优于制造业 40
图表 69 高技术产品保持高额贸易顺差 40
图表 70 最终消费率和资本形成率此长彼消 41
图表 71 非必需消费支出占比稳步增长表征消费“提质” 41
图表 72 网络零售发展助推新兴消费业态 41
图表 73 城乡消费水平走向弥合 41
图表 74 单位 GDP 能耗和碳排放量增速呈下降趋势 42
图表 75 清洁能源快速替代煤炭消费 42
图表 76 “十一五”以来我国单位 GDP 能耗显著降低 42
图表 77 单位 GDP 能耗和碳排放量增速呈下降趋势 43
图表 78 清洁能源快速替代煤炭消费 43
图表 79 2021 年四季度-2022 年宏观主要指标预测 44
图表 80 主流经济机构对全球经济预测对比 44
图表 81 IMF 对全球经济预测 45
图表 82 OECD 对全球经济预测 45
图表 83 WORLD BANK 对全球经济预测 46

引言和核心观点：

2021 年各国逐渐走出疫情的阴霾，但复苏也并非一帆风顺。在各国疫情周期错位、全球供需错位、供应链和物流危机，以及病毒变异和疫情反复的影响下，全球经济跌跌撞撞走到了 11 月。如果说 2021 年的关键词是不平衡的回归，那么 2022 年将逐渐走向平衡的回归。陡峭的复苏斜率将回归平稳甚至下降，供需缺口有望弥合，超宽松的政策预计退坡。本文就后疫情中国经济的长远走势，以及 2022 年的全球和中国经济、通胀、政策等方面进行展望。

总体看，全球经济可能从差异化的复苏、以及美国为代表的类滞胀状态走向衰退，各国也有望于 2022 年下半年逐渐缩小节奏差，走向统一。国内看，经济稳中求进，可保持平稳增长，在稳健货币政策的呵护下逐渐去杠杆，总体上名义 GDP 和社融增速可能均是前高后低，从而带来利率的逐渐回落，可关注债市行情，以及受益于低利率的科技、消费等板块。

具体看，主要结论如下：

1.疫情带给我们什么，后疫情时代会是怎样的？——后疫情时代的中国经济：潜在增速趋下行，6%以上增速或难再有。

1）疫情后的一个长期趋势在于中国潜在经济增速将趋下行，后续大概率难以回到 6%以上的增速。从东亚国家经济发展规律和供给侧角度的潜在经济增速测算均能得到类似的结论，即中国中长期潜在经济增速趋于收敛，“十四五”期间将逐步降至 5.2%左右，至 2030 年降至 4.7%左右，至 2050 年进一步降至 2.9%左右。

2）疫情可能对供给、需求造成长期的结构性拖累，例如对全要素生产率和劳动投入的负向冲击；消费恢复缓慢等，使得潜在经济增速较疫情前测算有所降低。

这个大前提将对资本市场产生较为深远的影响，例如长期利率的下行，并由此引发的对股市的结构性影响。此外，鉴于总量增速趋下行，政策可能整体难大幅收紧，并将注重防风险、促改革、调结构。在这一长期趋势之下，下面我们探究 2022 年全球、中国经济的可能形态。

2.全球展望：疫情稳定，经济走弱，政策退坡，通胀缓解，各国从分化到逐步统一。

1）疫情：疫情周期波幅有所收窄，对经济拖累作用逐步弱化。新增确诊美国回落、欧洲反弹；欧美疫苗稳步推进、新兴经济体快速追赶。国内疫情周期明显与海外错位，疫苗普及率和效率远超海外。

2）全球经济：2022 年全球增长增速趋于回落，各国回落节奏从分化到统一。疫情和疫苗节奏很大程度上决定了各国经济复苏和衰落节奏，由此看经济见顶回落顺序可能是美国-欧洲-新兴市场。其中：美国复苏步伐日渐趋缓，存在阶段性“类滞胀”风险，明年上半年将看到见顶回落。欧洲经济景气拐点预计晚于美国，但受疫情、供应链断裂等影响，复苏进程受阻，复苏力度也可能弱于美国。新兴经济体当前经济仍趋复苏，明年可能滞后中美欧，迎来回落。

3）全球政策：2022 年宽松逐渐退坡，各国节奏分化。随着全球经济修复带来就业情况好转，通胀压力升温，全球货币政策宽松程度逐渐退坡，其中美联储逐步收紧，欧央行和日央行仍偏宽松，部分新兴市场国家已开始“抢跑”来应对通胀和货币贬值。

4）全球通胀：暂时性和长期性问题共存，国家和商品间存差异，总体看，预计本轮通胀明年下半年有所缓解，但长远看未来价格波动中枢或有抬升。大宗商品方面：原油年内维持强势，明年可能逐步回落。铜价当前已处于顶部区间，增长空间或已有限，但新能源相关需求的抬升和短期铜矿产能增长有限也会限制铜价下行空间。

3.国内经济和通胀：经济平稳增长，通胀压力有望逐步缓解。

1）经济面：根据潜在经济增速，2022 年实际 GDP 同比应在 5.6%左右，在此基础

上，综合考虑疫情对经济的抑制和基数等因素，我们预计 2022 年实际 GDP 同比在 5.5%左右。分项看：

- 出口：综合量价分析：数量趋于下滑，价格短稳长跌，预计 2022 年出口增速总体下行，二季度之后下行速度可能加快。
- 房地产：政策短期纠偏以支撑存量项目完工，但“房住不炒”的总基调下，新增项目扩张仍难，再结合销售、拿地、新开工、施工等增速趋于下行，预计地产投资将延续内生性下行。
- 基建：财政支撑下，预计基建投资平稳抬升，但幅度可能有限。
- 制造业：上游产能扩张继续受限，下游利润传导可能提升扩张意愿，预计制造业投资增速维持稳定。
- 消费：消费继续回升，但可能难以回到疫情前的增速。

总体看，我们判断全年 GDP 同比波动可能不大。考虑到今年四季度财政后置、宽信用逐渐兑现；明年财政前置、信贷开门红，今年四季度和明年一季度经济景气度可能较好。

2）价格面：CPI 升、PPI 降，广义通胀逐季下行，关注能耗双控、猪油波动节奏、以及 PPI 向 CPI 的传导（正文就猪价、油价、电价对 CPI 的影响，以及 PPI 向 CPI 的三个维度的传导有详细测算）。综合 CPI 和 PPI 看，广义通胀和 GDP 平减指数当季同比四季度仍趋上升见顶，2022 年逐季下降。

- PPI：12 月将逐渐回落，但绝对值 2022 年上半年仍高，全年同比可能较今年回落 3 个百分点，关注国际大宗商品走势和国内能耗双控的影响。
- CPI：预计 CPI 同比今年 11 月、明年 2 月阶段性冲高，2022 年总体前低后高，全年同比将从今年的 1%以下升至 2%左右，关注猪价、油价、电价，以及疫后服务业 CPI 上行等的影响（正文有详细测算）。
- PPI 向 CPI 的传导：总体看 PPI 对 CPI 传导不佳；其中 PPI 生活资料向 CPI 传导较好；一对一细项传导效果存在差异（正文分 7 类进行了一对一传导效果检验）。

4.国内政策：稳货币、降杠杆、防风险、促改革；潜在增速向下，逐步从重量到重质转变。

1）货币稳，财政收，信用阶段性走宽后再收紧。潜在经济增速存在下行压力，预计政策基调整体偏稳。

- 货币政策：预计货币政策整体维持稳健，年内降准预期降温，但 9 月新增 3000 亿元支小再贷款额度将对小微企业形成支持，并将通过碳减排支持工具进行结构性降成本，也会注重对小微企业、绿色、科技、新经济的支持。房地产方面仍坚持“房住不炒”，但在“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”的要求下，会对按揭、开发贷等收紧情况进行预调微调和纠偏。
- 财政政策：积极的财政政策要提升政策效能，赤字率（3%以下）和专项债（可能 3.5 万亿以下）规模预计下降，继续推进减税降费，持续稳妥化解地方政府隐性债务，实现隐性和显性合并。
- 信用政策：预计 2022 年信贷、社融、M2 同比较 2021 年继续回落，但回落幅度较 2021 年收窄，其中社融存量同比回落 1 个百分点左右（即落在 9%-10%之间，三种测算方法分别为 9.4%、10.1%、9.7%，正文附详细月度测算）。

2）防风险、调结构、促改革，重公平。后疫情时代中国潜在经济增速将逐渐下降，与之伴随的是新动能培育和高质量发展，以及防范化解风险，关注：（1）继续防风险，应主要体现在房地产、地方融资平台、信托等收紧以及打击垄断和防止资本无序扩张；（2）关注实施创新驱动战略、“三新经济”发展、研发投入加码、高技术产业投资高增；（3）消

费模式转变和结构升级；（4）双碳目标下的能源转型；（5）共同富裕要求下的缓解收入、城乡、区域不平衡问题。

5. 资产配置建议

综合以上对全球宏观以及国内政策、经济、通胀等的展望：全球来看，我们认为随着美联储收紧货币政策、财政刺激退坡，美国经济景气度逐渐回落，美股可能承压；全球通胀同比可能有所缓解，预计实际美债收益率将上行，从而打压黄金；原油维持前述判断，即四季度至 2022 年上半年波动向上，下半年可能承压；鉴于美国经济复苏强度可能整体好于欧洲，美国货币政策收紧力度也强于欧元区，预计美元可能上行，从而给人民币汇率带来贬值压力。

国内来看，鉴于四个季度经济增速可能维持平稳波动、通胀方面 PPI 前高后低、CPI 前低后高，整体名义 GDP 同比可能前高后低，叠加货币政策维持稳健，社融和信贷增速也可能前高后低，预计 10 年期国债收益率一季度维持高位，后续趋下行，但空间可能较为有限。国内权益市场则可能逐渐从受益于经济复苏的周期板块向受益于低利率环境的科技、消费板块切换。

注：正文结尾附中国各项宏观指标预测和全球经济预测

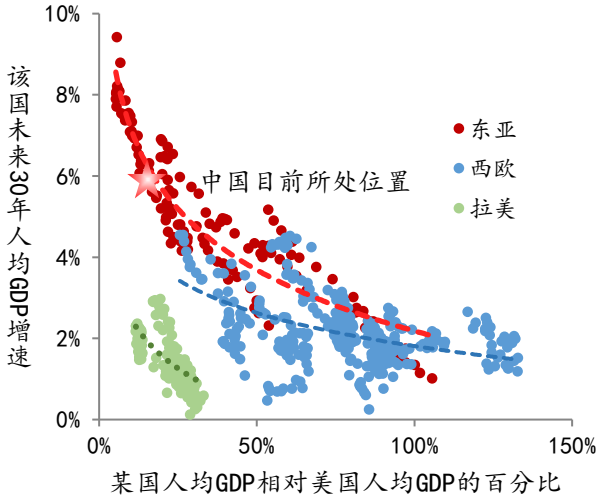
1 后疫情时代的中国经济：潜在增速趋下行，6%以上增速或难再有

1.1 中国未来 10 年 GDP 增速中枢将下行至 4.7%左右

1.借鉴东亚国家经济发展规律，中国未来 10 年 GDP 增速趋于收敛，且可能逐步下行至 4.7%-5.1%

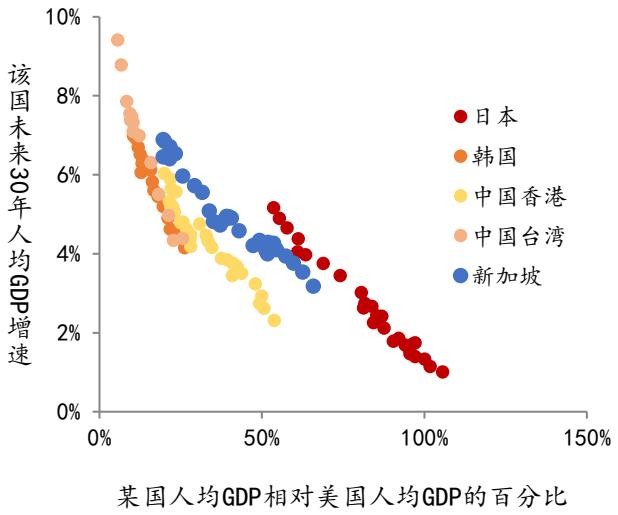
“收敛俱乐部”理论认为相似条件经济体发展增速趋于收敛，这为中国经济发展可借鉴东亚经济收敛经验提供了理论依据。“收敛俱乐部”理论指出，不同地区依其初始条件差异会在发展上形成不同的俱乐部，俱乐部内部条件相似的地区在发展中出现收敛。借鉴白重恩和张琼（2017）论文[1]，我们挑选了三类具有代表性的经济体，着重考察本国相对美国人均 GDP 比值与该国未来人均 GDP 增速的关系。西欧“俱乐部”经济发展程度较高、收敛速度明显放缓；东亚“俱乐部”发展路径相似、收敛速度较快；而拉美“俱乐部”均衡水平较低。因此，东亚经济收敛的历史经验对研判我国经济降速趋势具有较大借鉴意义。此外，Eichengreenet al.（2011）的研究也认为当人均 GDP 达到某一特定水平时，高速增长将结束，经济增速趋于收敛。

图表 1 西欧、东亚和拉美经济发展呈俱乐部收敛



资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 2 东亚国家（地区）经济收敛较快



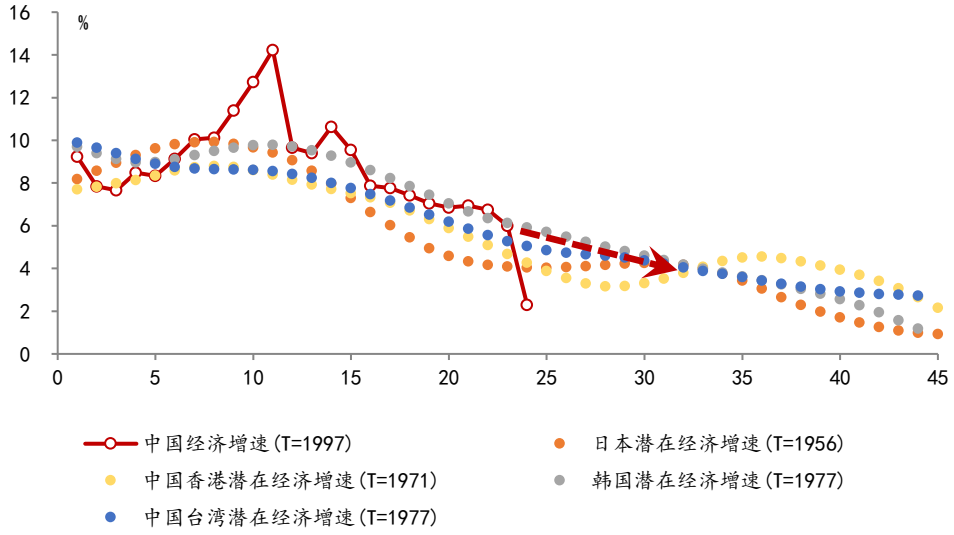
资料来源：WIND，华安证券研究所

将中国当下阶段与东南亚国家对标，预计未来 10 年中国的 GDP 增速中枢或将下行至 4.7%-5.1%。回顾全球产业转移变迁史，20 世纪 50-60 年代美国向日本转移劳动密集型产业；70-80 年代日本在承接美国技术密集型产业的同时对亚洲四小龙进行直接投资，实现劳动密集型产业的二次转移；迈入 90 年代，随着韩国“科技立国”、新加坡大力发展新兴产业，我国逐步承接低端制造业。结合人均 GDP 占美国比值来看，韩国和中国台湾发展水平相近，中国香港领先韩国 5-10 年。因此我们将日本（1956）、中国香港（1971）、

[1] 白重恩，张琼．中国经济增长潜力预测:兼顾跨国生产率收敛与中国劳动力特征的供给侧分析[J]．经济学报，2017(4):1-27

韩国（1977）、中国台湾（1977）和中国（1997）作为基期，通过 HP 滤波计算其潜在经济增速并进行历史投影。从 T+23 期往后推十年，东亚经济体潜在经济增速平均下滑 1.4 个百分点，我国在当前阶段和韩国最为相似。以韩国和东亚经济体降速幅度来看，至 2030 年我国 GDP 增速将下行 1.4 至 2.1 个百分点，2021-2030 年 GDP 增速中枢将落在 4.7%至 5.1%。

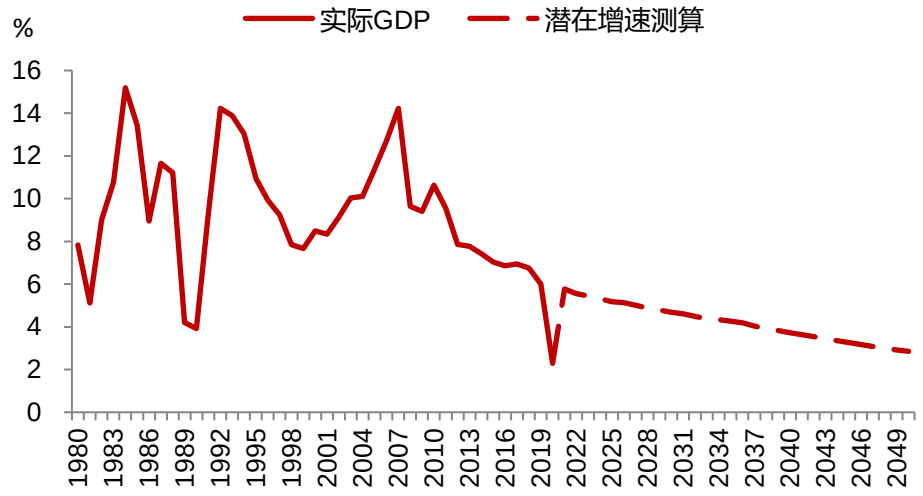
图表 3 未来十年我国经济增速中枢或降至 4.7%-5.1%



资料来源：WIND，华安证券研究所

2.从潜在经济增速测算，“十四五”期间中国经济增速将下行至 5.2%左右，未来 10 年可能下行至 4.7%左右

图表 4 供给侧测算显示，中国未来 10 年 GDP 增速将下行至 4.7%



资料来源：WIND，人民银行调查统计司课题组，中国社会科学院宏观经济研究中心课题组，中国社会科学院经济研究所《中国经济报告(2020)》总报告组，华安证券研究所

从供给侧角度，基于对劳动力、资本存量、全要素生产率的变化分析可以预测未来中国的中长期潜在经济增速。鉴于资本要素投入的趋势性下降、生育率的降低和老龄化趋势对劳动投入的拖累，我国未来经济增长潜在增速趋于下降。综合人民银行调查统计司课题组，中国社会科学院宏观经济研究中心课题组，中国社会科学院经济研究所《中国经济报告（2020）》总报告组在 2020-2021 年的研究[2]，**中国 2022 年经济潜在增速在 5.5%-5.6%之间，“十四五”期间的潜在经济增速将逐步降至 5.2%左右，至 2030 年降至 4.7%左右，至 2050 年进一步降至 2.9%左右。**

图表 5 2021-2050 年中国潜在经济增速测算

年份	2021	2022	2023	2024	2025	平均
潜在增速	5.77	5.56	5.44	5.31	5.18	5.45
年份	2026	2027	2028	2029	2030	平均
潜在增速	5.13	5.01	4.88	4.80	4.69	4.90
年份	2031	2032	2033	2034	2035	平均
潜在增速	4.62	4.49	4.39	4.35	4.27	4.42
年份	2036	2037	2038	2039	2040	平均
潜在增速	4.20	4.04	3.90	3.83	3.73	3.94
年份	2041	2042	2043	2044	2045	平均
潜在增速	3.63	3.55	3.43	3.35	3.26	3.44
年份	2046	2047	2048	2049	2050	平均
潜在增速	3.18	3.08	3.01	2.92	2.86	3.01

资料来源：资料来源：WIND，人民银行调查统计司课题组，中国社会科学院宏观经济研究中心课题组，中国社会科学院经济研究所《中国经济报告(2020)》总报告组，华安证券研究所

1.2 疫情可能对供给、需求造成部分的长期结构性拖累

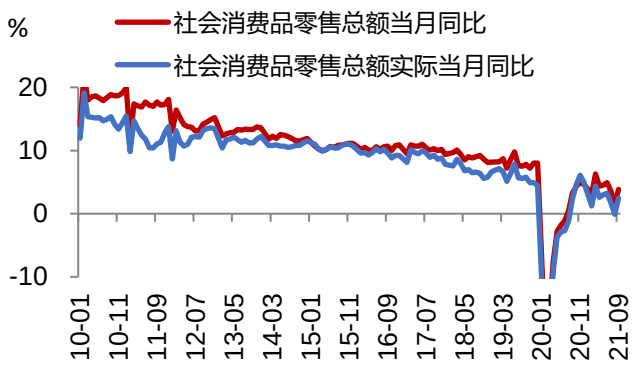
2020 年新冠疫情对经济的部分结构性冲击短期内或难以消除。

其一，供给角度看，疫情对全球潜在经济增速有所拖累。Heimberger(2020)[3]、连平等（2020）[4]等学术分析认为，新冠疫情对全要素生产率和劳动投入的负向冲击，将拖累未来的年均潜在增速。

其二，需求角度看，疫情之后消费恢复比预想的更为艰难，社零增速仍处于较低水平，主要有以下几个原因：1）疫情反复、病毒变异可能使疫情存续时间超预期，从而对线下消费，餐饮、娱乐等形成拖累；2）生活、养老等成本上升，同时居民收入增速下降，导致居民消费意愿和能力的下降；3）疫后贫富差距拉大，服务业和非正式就业恢复较难，同时还伴随着老龄化与自动化问题，消费信心不足；4）疫后居民对未来收入前景不确定性担忧提升，储蓄意愿提高，2020 年底居民部门储蓄率较疫情前提升了 2.5 个百分点，影响消费的恢复。

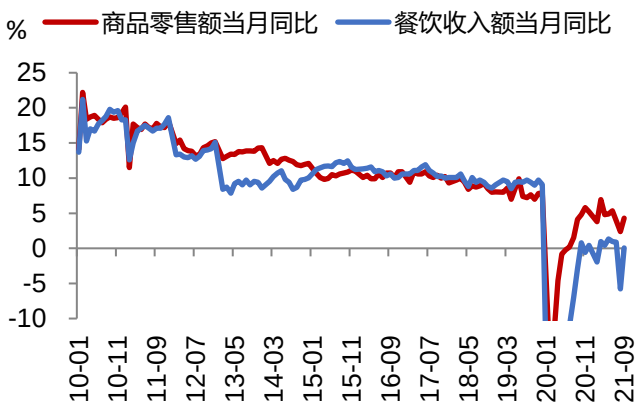
[2] 人民银行调查统计司课题组，《“十四五”期间我国潜在产出和增长动力的测算研究》；中国社会科学院宏观经济研究中心课题组，《未来 15 年中国经济增长潜力与“十四五”时期经济社会发展主要目标及指标研究》；中国社会科学院经济研究所《中国经济报告(2020)》总报告组，《全球经济大变局、中国潜在增长率与后疫情时期高质量发展》。
[3] Heimberger P. Potential Output, EU Fiscal Surveillance and the COVID-19 Shock [J] . Intereconomics. 2020 May;55:167-74.
[4] 连平，王好.中国潜在产出增速与“十四五”期间经济增长[N].金融时报,2021-01-04(009)。

图表 6 社零增速仍处于较低水平



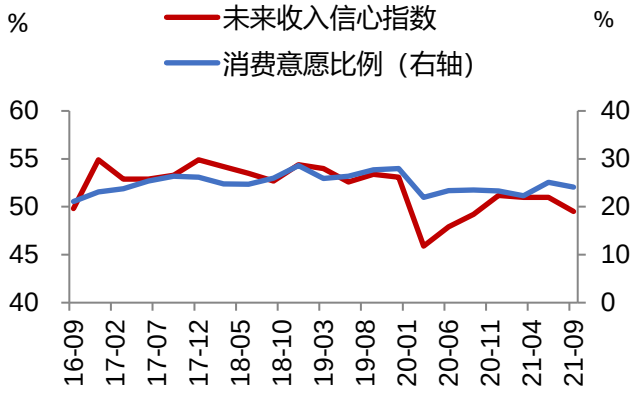
资料来源：wind，华安证券研究所 注：2021 年之后为两年平均增速

图表 7 餐饮增速恢复比商品更慢



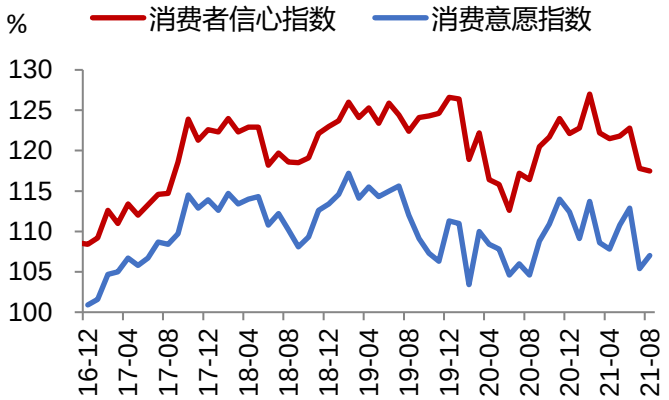
资料来源：wind，华安证券研究所 注：2021 年之后为两年平均增速

图表 8 居民收入信心拖累居民消费意愿



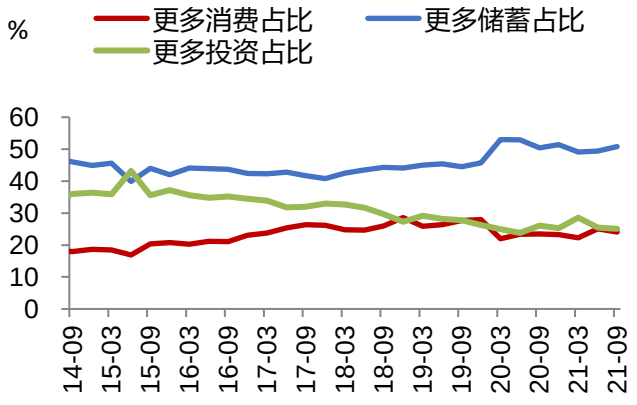
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 消费者信心逐渐下降



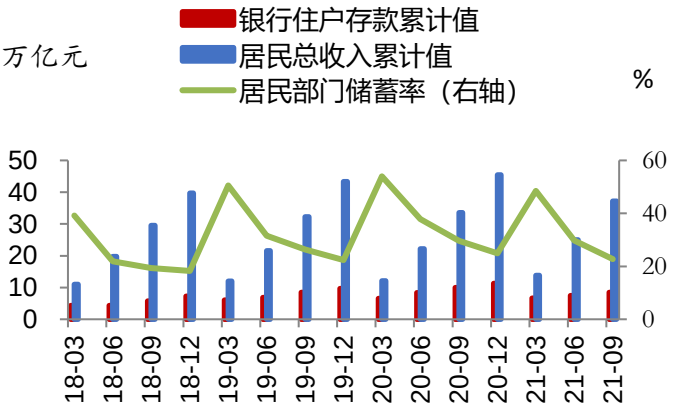
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 疫后居民储蓄意愿占比提升，消费占比下降



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 2020 年居民储蓄率有明显抬升，2021 年有所回落



资料来源：wind，华安证券研究所

其三，对企业行为、产业结构等方面的影响，例如企业生产经营成本增加，经营环境面临更多不确定性；企业投资被推迟或取消；中小企业和中低收入群体恢复困难；宏观杠杆率走高，资产质量下降等风险。

总体而言，疫情对经济发展从供给、需求端均存在一定的负面影响，使得“十四五”期间的潜在经济增速可能比疫情前的测算有所降低，这是疫情后的一个较为长期的大趋势。下文我们将就 2022 年的全球、中国经济等展开详细论述，并展望在此背景下的政策应对和改革方向。

2 全球展望：疫情稳定，经济走弱，政策退坡，通胀缓解，各国从分化到逐步统一

2.1 疫情周期波幅有所收窄，对经济拖累作用逐步弱化

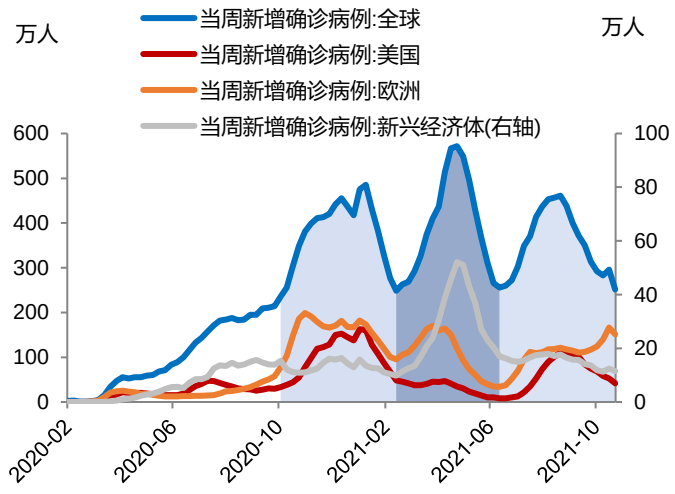
1.海外疫情：新增确诊美国回落、欧洲反弹；欧美疫苗稳步推进、新兴经济体快速追赶

新增确诊：美国持续回落，欧洲出现反弹。自 2020 年 2 月新冠初次肆虐以来，全球共爆发三轮较大的疫情周期，平均时长为 4 个月，当下处于第三轮疫情的末端。截至 10 月 29 日，全球累计确诊 2.47 亿例。10 月 25 日至 10 月 29 日，全球当周新增确诊 25.2 万例；美国当周新增确诊 4.2 万例，连续两个月下行；欧洲当周新增确诊 15.2 万例，连续 15 周超过 10 万例；新兴经济体中，印度、巴西、马来西亚当周新增确诊分别为 1.4、1.7、0.6 万例。

疫苗接种：欧美疫苗接种稳步推进，新兴经济体快速追赶。发达国家具有成熟的疫苗研发、生产、供应和发放体系，欧美从 2020 年 12 月启动疫苗接种，领先新兴经济体约 2 个月。10 月欧美疫苗接种比例（至少一剂次）分别为 68.6%和 65.7%，在接种比例超过 60%后增速明显放缓。相反新兴经济体后发效应显著，几乎呈直线式进行追赶，10 月疫苗接种比例（至少一剂次）升至 55.4%，其中印度、巴西、韩国、南非接种比例分别为 51.9%、79.9%、74.4%、24.8%。

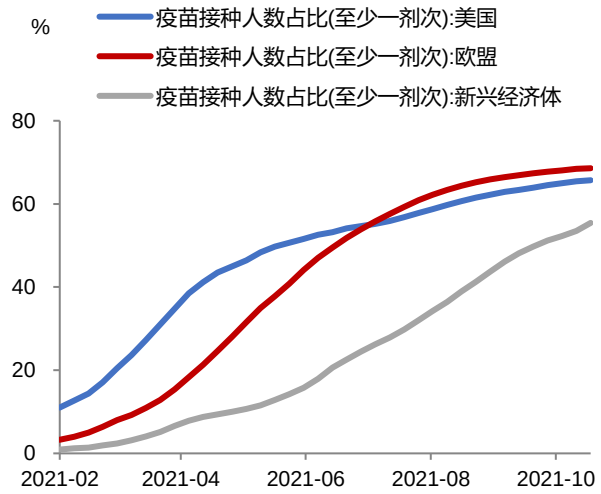
死亡率：疫苗接种叠加医疗方案升级，新冠死亡率呈波动下行态势。10 月美国、欧洲和新兴经济体的月度致死率分别为 1.8%、1.3%和 2.3%，较今年 2 月的高位分别下降 0.7%、1.4%、0.8%。疫情对民生和经济的拖累作用将进一步弱化。

图表 12 美国新增确诊快速回落，欧洲大幅反弹



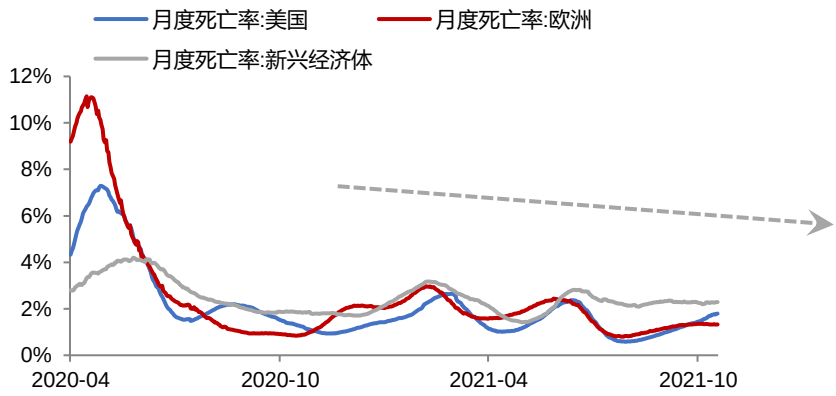
资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 13 欧美疫苗接种稳步推进，新兴经济体快速追赶



资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 14 新冠死亡率呈波动下行



资料来源：WIND，华安证券研究所

2.国内疫情：国内疫情周期明显与海外错位，疫苗普及率和效率远超海外

国内“零容忍”之于国外“相共存”，防控政策和主张上的差异导致我国疫情周期和海外存在显著的错位。截至 10 月 29 日我国累计确诊 9.7 万例，10 月 25 日至 10 月 29 日当周新增确诊 322 例。疫苗累计接种 22.6 亿次，10 月至少一剂次接种比例和完全接种比例分别为 76.2%和 80.0%，疫苗普及率和效率远超海外。

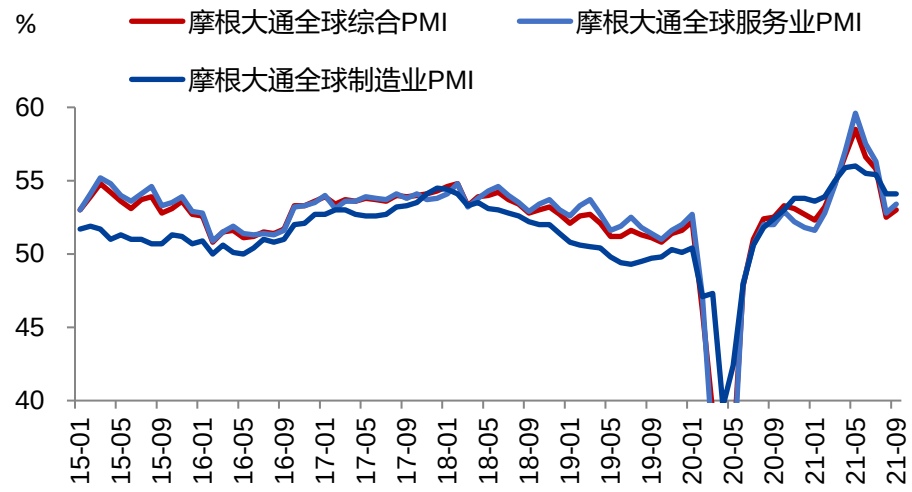
纵观两年新冠、三轮周期，疫情周期波幅有所收窄，对经济拖累作用逐步弱化，明年新兴国家疫控形势向好有望进一步提振全球经济。由于疫苗进度和财政刺激规模不同，今年欧美复工复产节奏明显快于新兴经济体，前者上半年已基本实现经济重启，而后者局部疫情形势严峻，总体来看普遍处于向疫情前水平回归的中期阶段。2022 年疫苗供应援助和医疗技术外溢有助于新兴国家的加速修复，将接棒欧美复苏，对全球经济形成支撑。

2.2 全球经济：2022 年复苏动能预计走弱，各国从分化到统一

2021 年全球经济总体复苏但严重分化，预计 2022 年全球增长速度趋于回落，顺序可能是美国-欧洲-新兴市场。

一方面，从全球景气度来看，摩根大通全球综合 PMI 今年 5 月达到高点的 58.5%，其中服务业 PMI 高达 59.6%，制造业 PMI 也升至 56%，随后趋于回落。总体看，疫后制造业修复程度总体好于服务业，后续制造业复苏可能逐渐乏力。截至今年 9 月，服务业 PMI 受局部疫情平稳的带动小幅回升，但制造业 PMI 已经走平。**疫情反复可能迟滞全球经济复苏进程，同时随着宽松政策退坡，全球经济复苏动能也将边际放缓。**

图表 15 摩根大通全球综合 PMI 已经见顶回落

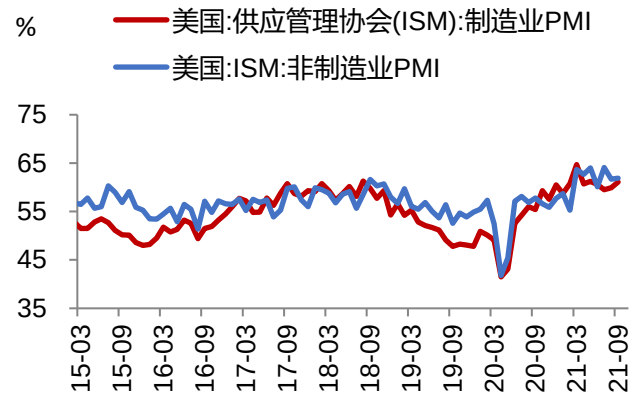


资料来源：WIND，华安证券研究所

另一方面，分国别看：

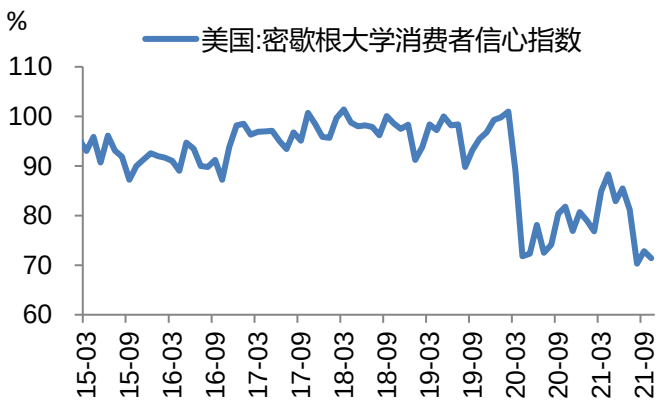
1）美国复苏步伐日渐趋缓，存在阶段性“类滞胀”风险。短期看，9 月美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 边际回升，显示经济有所回暖，服务消费的回升也可部分对冲耐用品消费的下滑，经济仍有支撑。中长期看，美国复苏动能预计放缓，存在类滞胀风险。今年以来美国经济复苏根本上源于超宽松的货币和强财政刺激，9 月美国大部分疫情补贴政策面临到期，新一轮财政政策尚未落地，叠加年底缩减购债和明年将逐步加息，美国居民消费需求将面临下滑。此外，美国供应链断裂与物流危机、劳动力短缺、工资上涨等问题又加剧通胀，经济类滞胀的风险加大，对消费者信心形成打压。

图表 16 9 月美国景气度边际回升



资料来源：wind，华安证券研究所

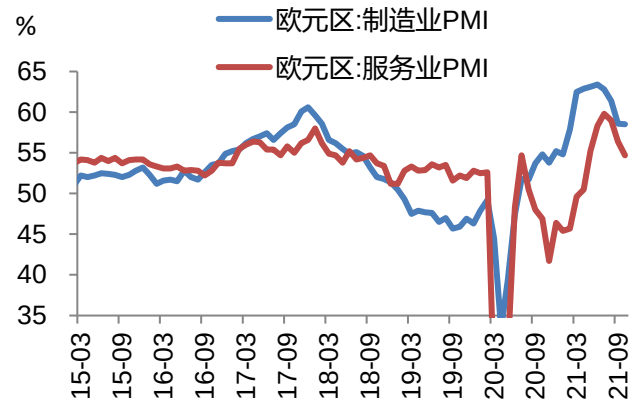
图表 17 美国消费者信心指数趋于下行



资料来源：wind，华安证券研究所

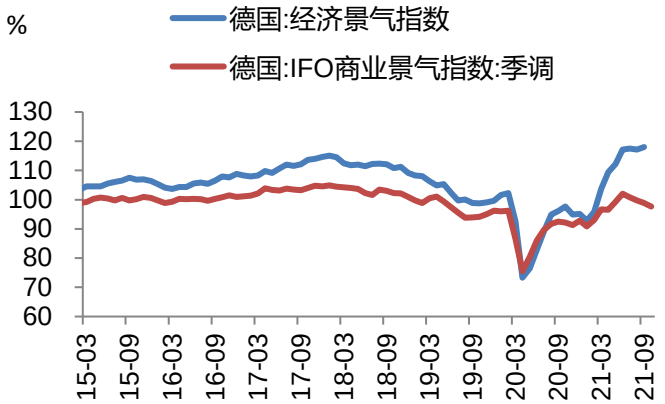
2）欧洲经济景气拐点预计晚于美国，但受疫情、供应链断裂等影响，复苏进程受阻。受病毒变异、部分国家“带疫重启”、供应瓶颈等制约，欧洲经济已现疲态。7 月以来欧元区制造业和非制造业 PMI 连续 3 个月边际下行，德国商业景气指数连续 4 个月下跌。往后看，在宽松政策支持下，欧洲经济或将延续复苏，拐点可能滞后于美国；但同时疫情反复、供应链“断裂”等问题也将继续迟滞欧洲复苏进程，整体复苏力度可能不及美国。

图表 18 欧洲经济景气度边际下行



资料来源：wind，华安证券研究所

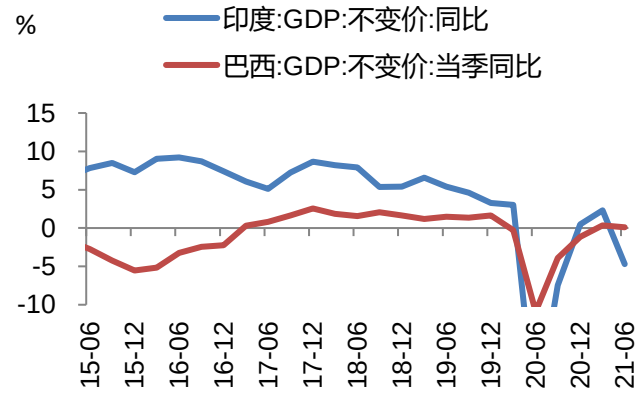
图表 19 德国商业景气指数趋于下行



资料来源：wind，华安证券研究所

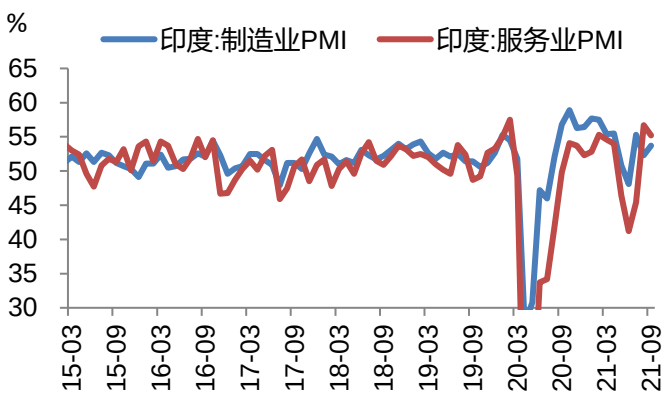
3）当前经济仍趋复苏，明年可能滞后中美欧，迎来回落。受疫苗供给不足，疫情持续影响制约，新兴经济体恢复缓慢。受疫情影响较大的巴西和印度二季度 GDP 两年平均增速分别较前值回落 0.25 和 7.04 个百分点至 0.09%和-4.72%。往后看，随着疫苗接种率的提升，新兴市场仍将延续复苏，截至 9 月，印度制造业和服务业 PMI 分别从 6 月的低点 48.1%和 41.2%回升至 53.7%和 55.2%。展望 2022 年，随着中美欧经济动能的逐渐衰减，新兴市场复苏动能可能也将滞后迎来回落。

图表 20 巴西和印度经济仍未显著恢复



资料来源：wind，华安证券研究所 注：2021 年数据为 2020-2021 年两年平均增速

图表 21 印度三季度经济景气度上行



资料来源：wind，华安证券研究所

2.3 全球政策：2022 年宽松逐渐退坡，各国节奏分化

随着全球经济修复带来就业情况好转，通胀压力升温，全球货币政策宽松程度逐渐退坡，其中美联储逐步收紧，欧央行和日央行仍偏宽松，部分新兴市场国家已开始“抢跑”来应对通胀和货币贬值。

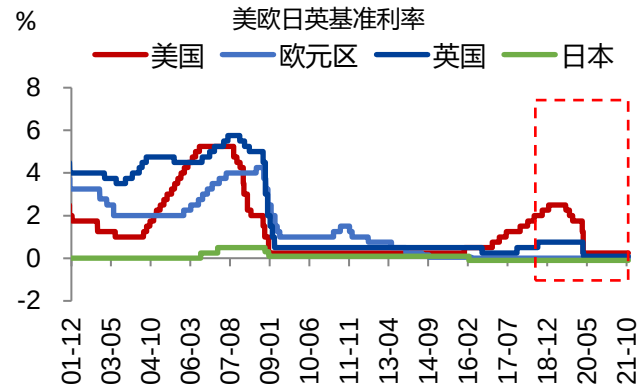
美联储：美联储预计在年底开始缩减购债，并于 2022 年中结束购债，之后启动加息。截至 10 月下旬，联邦基金利率期货显示明年下半年美联储启动加息几乎是板上钉钉，加息时点预期也从此前的 12 月提到最早 6 月开始。若通胀持续居高不下，美联储收紧货币政策的行为可能更加鹰派，也不排除提早加息或增加加息次数。

欧央行：10 月 28 日，欧央行发布最新利率决议，维持利率和购债规模总量不变，紧急抗疫购债计划（PEPP）将于明年 3 月结束，并称放缓 PEPP 购买速度不等于缩窄。欧央行认为欧元区继续强劲复苏，通胀上升比预期持续得更久，但仍相信“通胀是暂时的”，预计 2022 年供应链问题将得到解决，通胀缓解，加息条件还不满足。总体看，欧央行态度较为温和，欧元区经济复苏程度不及美国，因此需要更长时间的宽松政策刺激，加息进度将慢于美联储。

日本央行：10 月 28 日日本央行最新利率决议提出保持当前货币政策宽松力度，维持利率不变，并下调 2021 财年经济增长预期至 3.4%。因此，当前尚看不到日央行收紧，日央行行长甚至重申“如有必要将毫不犹豫推出进一步宽松措施”。

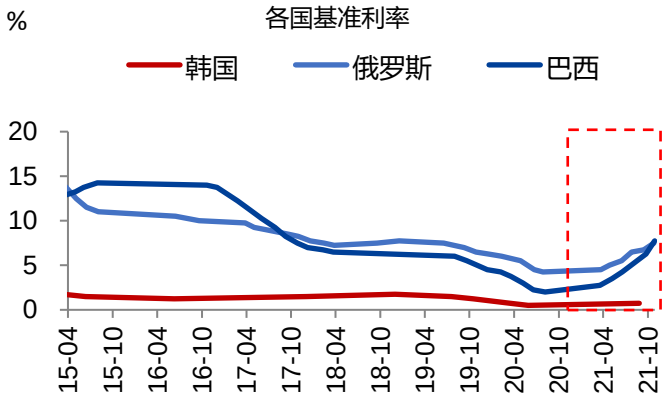
新兴市场：为应对通胀上升，资本外流和汇率贬值等压力，新兴市场开始“抢跑”，纷纷加息，例如俄罗斯、巴西、墨西哥、土耳其、智利等国。以巴西为例，截至 10 月 27 日，巴西进行了年内第六次加息，上调基准贷款利率至 7.75%，这可能进一步加剧巴西经济的脆弱性。

图表 22 美欧日英基准利率



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 23 部分经济体已开始加息



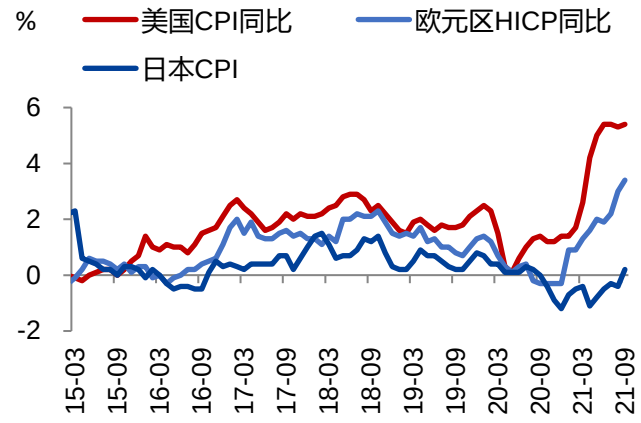
资料来源：wind，华安证券研究所

2.4 全球通胀：暂时性和长期性问题共存，国家和商品间存差异，总体看，2022 年下半年全球通胀有望得到缓解

1.全球各国通胀：全球通胀普遍走高，短期仍维持高位，2022 年将逐步缓解

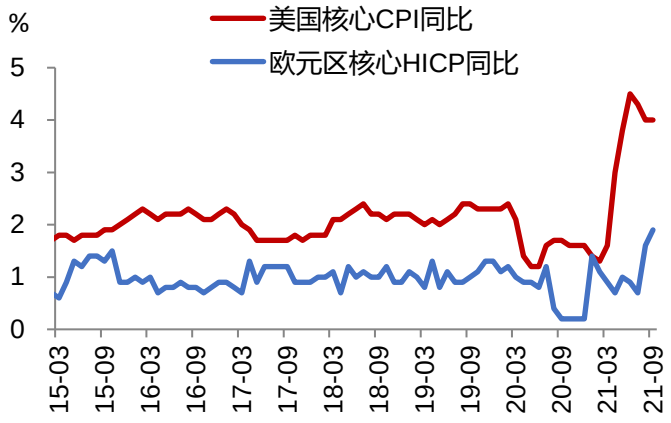
2021 年以来全球通胀普遍走高。分国家看：截至 2021 年 9 月，美国 CPI 同比稳定在 5.4%的高位，核心 CPI 同比虽较 6 月高点有所回落，但仍为 4%，创 1992 年以来新高；欧元区 HICP 同比上涨 3.4%，已经超过 2%的政策目标，核心 HICP 同比 1.9%；日本通缩压力缓解，9 月 CPI 同比 12 个月来首次由负转正至 0.2%。同时，各国 PPI 同比上涨更加明显，截至 2021 年 8 月，美国、欧元区、日本 PPI 同比分别录得 8.3%、13.4%、5.8%的高位。

图表 24 美欧日 CPI 回升



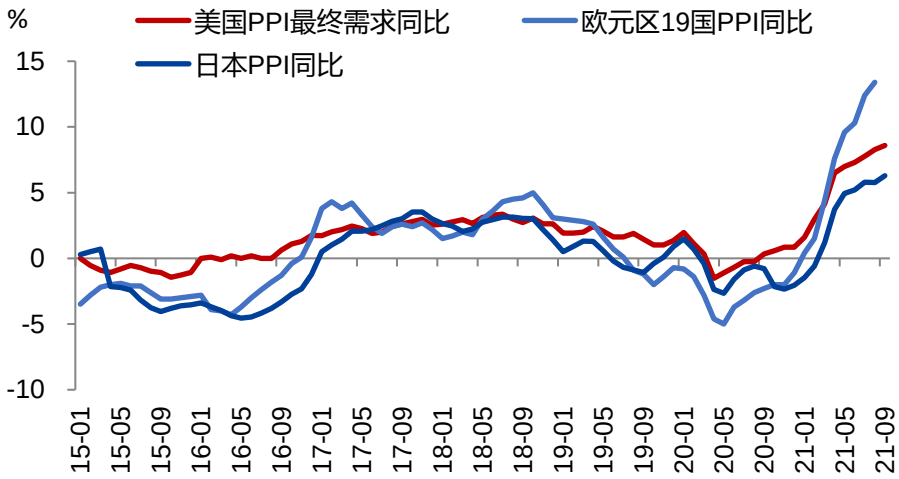
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 25 美欧核心 CPI 大幅攀升



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 26 美欧日 PPI 同比大幅攀升



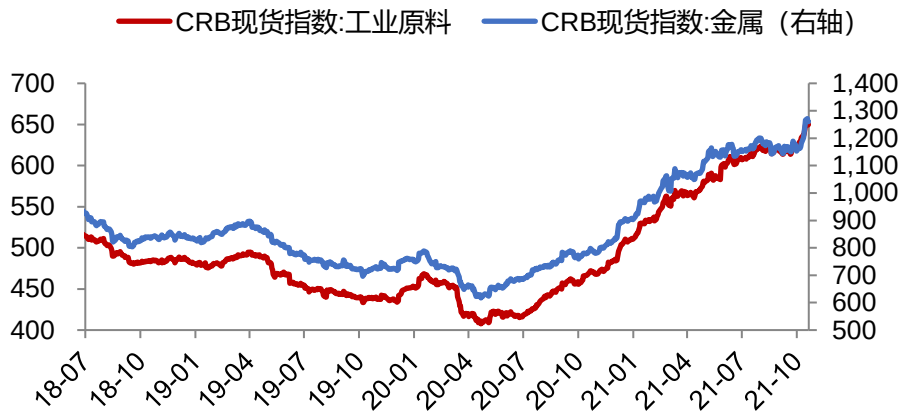
资料来源：WIND，华安证券研究所

往后看，对于美国：鉴于供应链危机、劳动力短缺和工资上涨等问题短期难切实缓解，且停止购债前美国货币政策整体偏宽松，预计通胀仍将持续一段时间，经济面临类滞胀风险；不过鉴于今年基数较高，油价同比明年趋于回落，将带动美国 CPI 逐渐回落。**对于欧元区：**欧洲本轮通胀主要源于供应链“断裂”和能源短缺，正如欧央行所说，通胀比预期的持久但仍是“暂时的”，预计未来随着能源供需再平衡，价格将逐步回落。

2.通胀暂时性 vs 长期性：预计本轮通胀明年下半年有所缓解，但长远看未来价格波动中枢或有抬升

2021 年以来全球大宗商品价格“一路高歌”。疫情期间各国超宽松货币政策带来充裕的流动性，疫情稳定后全球企业生产活动和居民出行、消费增加，对能源需求加大，然而与之错配的是短缺的能源供给，叠加芯片短缺、运费走高，国际大宗商品价格大幅上涨，截至 2021 年 10 月底，CRB 工业原料现货指数较年初上涨 26%，CRB 金属现货指数较年初上涨 35%。

图表 27 大宗商品价格持续走高



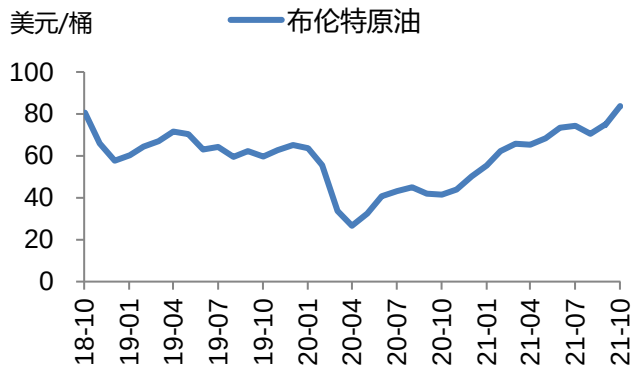
资料来源：Wind，华安证券研究所

展望后市，分品种看：

1）原油：年内维持强势，明年可能逐步回落。需求端看，新兴市场接棒复苏，冷冬和北半球能源危机增加对原油需求；供给端看，OPEC 增产乏力、美国页岩油和俄罗斯原油供给短期难放量；年内原油供需偏紧格局可能难逆转，油价趋于震荡上行。展望明年，需求端有增有减，虽然天气转暖、美欧经济景气相继见顶回落、宽松政策退坡将拖累原油需求，但疫情缓和后居民出行也将部分增加对原油的需求；供给端预计增加，OPEC、美国、俄罗斯等原油供给预计逐步提升，伊朗核协议谈判如果取得实质结果，原油也将得到释放，原油供需紧张格局或将得到缓解。总体看，预计明年中旬之后油价可能上涨乏力。

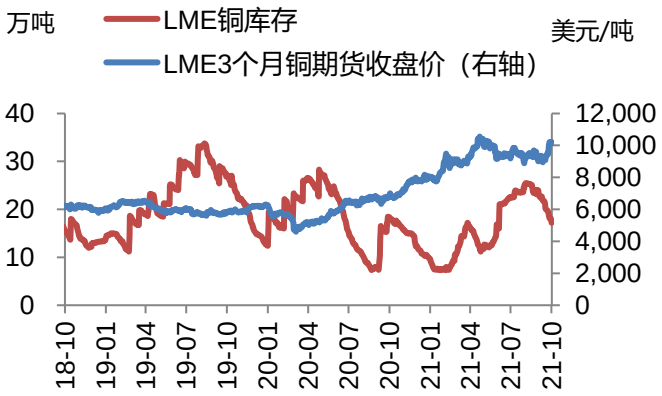
2）铜：当前已处于顶部区间，增长空间或已有限，但新能源相关需求的抬升和短期铜矿产能增长有限也会限制铜价下行空间。一方面，鉴于明年美联储货币政策逐步收紧、全球经济复苏动能日趋衰落，疫后供需格局改善和铜矿产能释放，预计铜价继续大幅上涨空间有限。但另一方面，新能源汽车、光伏、电缆将增加中长期铜需求，较低的全球铜矿资本开支短期内也将抑制产能的大幅扩张，预计铜价也难大幅回落。

图表 28 油价持续走高



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 29 低库存支撑铜价



资料来源：wind，华安证券研究所

关于通胀的暂时性和长期性的讨论，我们的观点是，从价格周期波动来看，我们构造的全球供需缺口指标今年年中以来高位盘整，后续可能趋于回落，意味着全球供需的再平衡；同时全球加权货币增速年初以来趋势下行，意味着宽松政策退潮，基本面和流动性角度不支持大宗商品价格持续大幅上涨。长远考虑，未来价格波动的中枢或有抬升，这是因为：

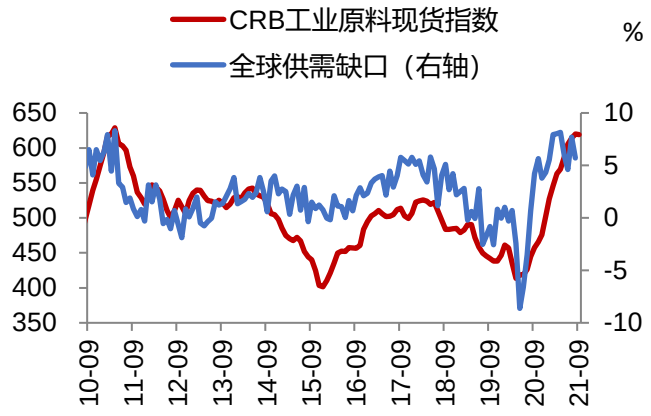
1）低碳转型将使得全球产品纳入碳排放成本，提升商品价格；

2）国内新旧产业转型、能源结构转型可能提升商品成本，劳动力转型也将提升用工成本；

3）供应链断裂、拉尼娜气候因素对运费、工资、大宗商品等价格的扰动短期内可能难以根除。

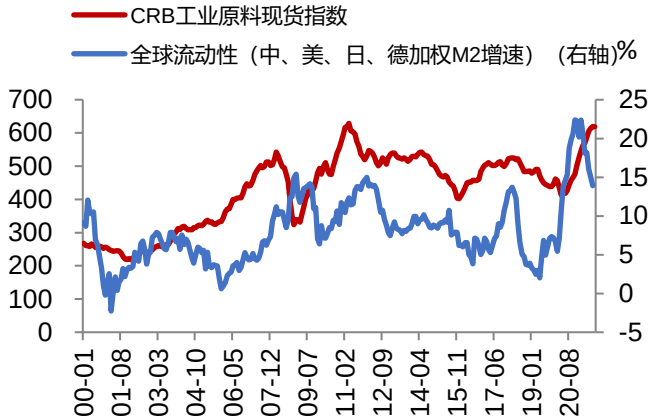
当然，也存在诸如劳动生产率下降、全球老龄化等因素对于价格的拖累，因此长期物价情况仍需持续观察。

图表 30 全球供需缺口高位震荡盘整



资料来源：wind，华安证券研究所 注：全球供需缺口采用主要国家制造业 PMI、工业生产指数处理得到。

图表 31 全球加权 M2 增速年初以来有所下行



资料来源：wind，华安证券研究所

3 国内经济：经济平稳增长，通胀将趋缓解

3.1 经济面：地产出口下、基建消费升、制造稳，预计 GDP 同比季度波动不大，全年 5.5%左右

1.出口：综合量价来看，2022 年出口增速总体下行，二季度之后下行速度可能加快

今年以来，出口表现维持强势主因外需回暖拉动，特别是美国耐用品消费复苏；同时海外生产恢复并不稳定，加上疫情反复带来的防疫物资和居家办公用品需求，生产替代效应仍强。三季度之后，价格贡献占据主因。

展望 2022 年，量价拆分看：

数量后续将逐步下滑。1）随着美国财政补贴逐步减少、货币收紧，居民消费信心将受打压，企业收入面临下行压力，经济景气明年可能见顶回落，欧洲和新兴市场需求可能也将滞后美国逐渐见顶回落。数据上看，摩根大通全球制造业 PMI 今年年中已达到高点，后续面临下行压力。2）随着疫情趋于稳定，海外生产的恢复和对防疫物资需求的减少也

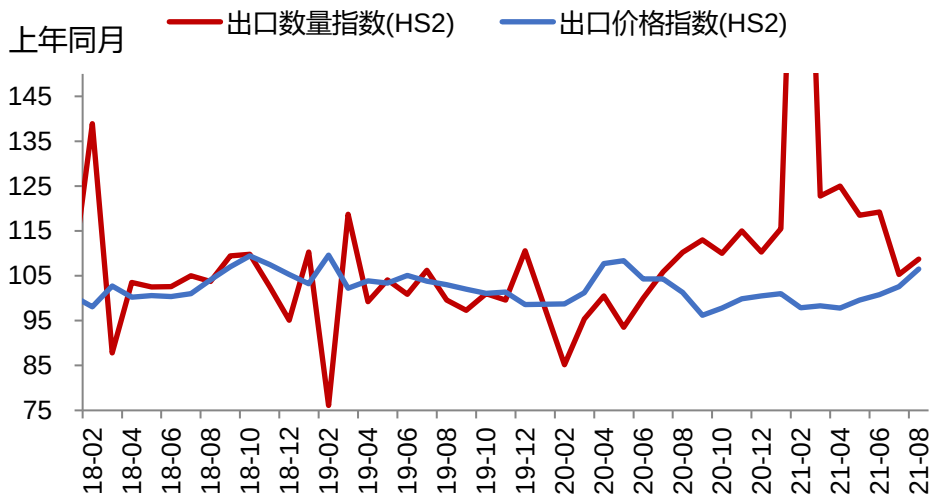
将部分削弱中国出口的替代效应。从前瞻指标看，PMI 新出口订单略领先出口一个季度左右，我国 PMI 新出口订单连续 6 个月下滑，其中 8-9 月下滑至 47%以下；9 月的限产也将拖累后续出口交付能力，预示着四季度到明年出口从量的角度面临下行压力。

价格短期仍有支撑，明年将逐渐下滑。价格方面看，全球供需缺口今年年中以来高位盘整，全球加权货币增速年初以来趋势下行，基本面和流动性角度不支持大宗商品价格持续维持高位。再考虑到明年一季度之后 PPI 同比可能趋于回落，价格对出口金额的支撑作用可能在二季度之后明显下行。

节奏来看，明年下半年出口下行压力更大。明年上半年欧美经济或仍有支撑，中期选举之前中美关系可能维持稳定，中美关系缓和有望迎来部分关税豁免，对出口形成一定支撑。而后随着全球货币政策收紧、经济增长动能下降拖累需求；疫情稳定、供应链恢复拖累供给替代，出口增速下半年下行压力更大。

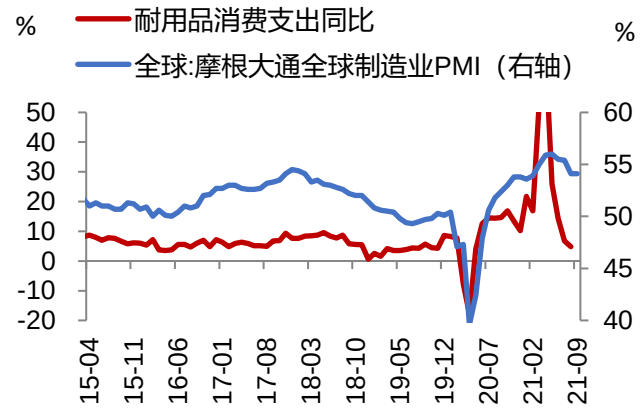
因此，综合量价两方面来看，2022 年出口增速总体下行，二季度之后下行速度可能加快。预计 2022 年出口同比增速或降至 7.5%左右。

图表 32 4 月以来，出口量价趋势发生分化



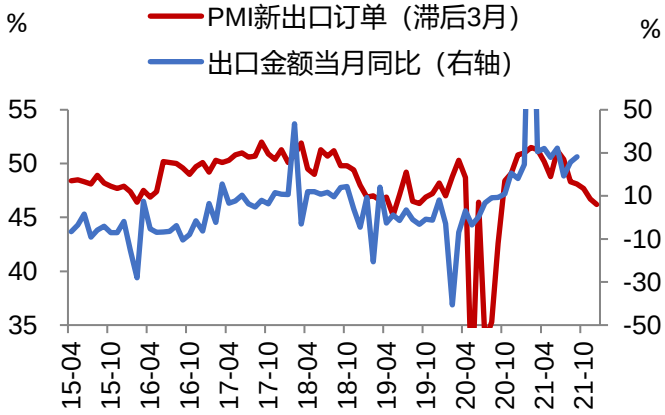
资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 33 美国在内的全球景气度下行可能拖累明年出口



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 34 PMI 新出口订单下行预示未来订单量可能下降



资料来源：wind，华安证券研究所

2.地产：政策短期纠偏以支撑存量项目完工，中长期地产投资增速预计将延续下滑

1）从政策角度来看，预计地产调控将继续坚持“房住不炒”、“因城施策”的总基调。考虑到房地产市场的稳定和保护消费者权益，近期房地产按揭和开发贷有边际纠偏倾向，但预计仅能部分缓解地产投资下行压力，不改“房住不炒”大趋势。展望明年，房地产总体收紧趋势仍将延续。

总体看，今年以来房地产调控政策分为以下三个方面：

第一，稳地价。今年上半年受“三道红线”、“供地两集中”政策影响，房企融资环境收紧，回款能力较弱的房企面临生存挑战，房企现金流限制拿地热度。7 月 26 日，监管部门新增“重点房企买地金额不得超年度销售额 40%”的规定，进一步控制土地市场价格。

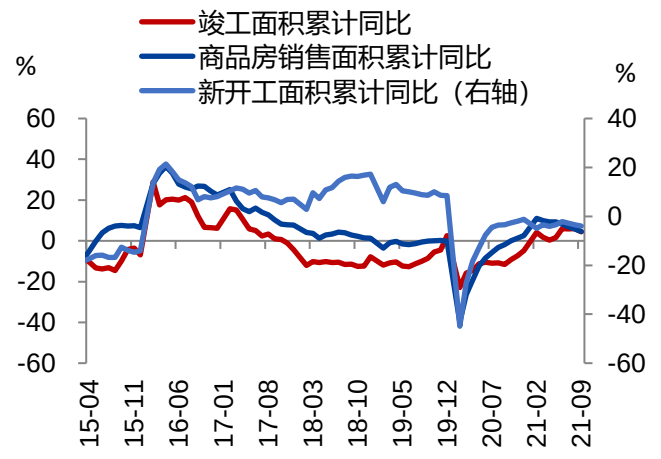
第二，因城施策稳房价，高价地区限涨，低价地区限跌。一方面，房价上涨的 24 省市加强对房地产市场的调控力度，政策工具包括限购限贷、二手房参考价等，积极应对房价上涨，引导理性消费。另一方面，在政策环境影响下，多地房价大幅跳水，以岳阳为首的 7 城出台“限跌令”救市；长春等部分城市在财税层面出台支持性政策稳定房价。此外，10 月 23 日，全国人大常委会授权国务院，在部分地区开展房地产税改革试点工作。房地产税的持续推进也将在增加地方政府收入的同时起到一定的稳房价作用。

第三，加强保障性住房建设，完善租房市场。2020 年“十四五”规划提出：房住不炒、租购并举。2021 年 4 月 15，住建部等发文加强轻资产住房租赁企业监管；6、7 月相关政策迎来井喷期，其中国务院出台的《关于加快发展保障性租赁住房的有关意见》，明确实现全体人民住有所居的奋斗目标，为扩大保障性租赁住房建设提供财政支持，鼓励银行业金融机构通过信贷债券、贷款投放等方式提供金融支持。

由此来看，“房住不炒”的基调下，尽管短期地产政策或有纠偏，但仅限于存量项目的完工，而新增项目扩张仍难，因此不改地产投资下行大趋势。

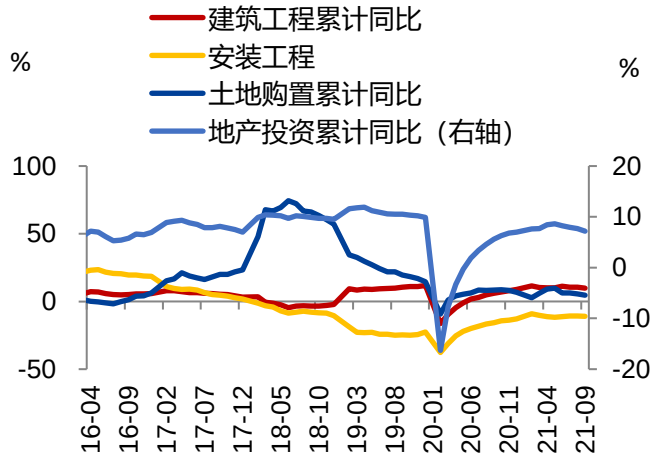
2）从基本面数据看，销售、拿地、新开工、施工增速下行将传导至房地产投资增速的下行，此外明年土地购置费对地产投资的支撑作用也可能减弱，导致地产投资的内生性下行延续。

图表 35　销售、新开工、竣工数据全面回落



资料来源：wind，华安证券研究所 注：2021 年之后为两年平均增速

图表 36　地产投资增速趋势下滑



资料来源：wind，华安证券研究所 注：2021 年之后为两年平均增速

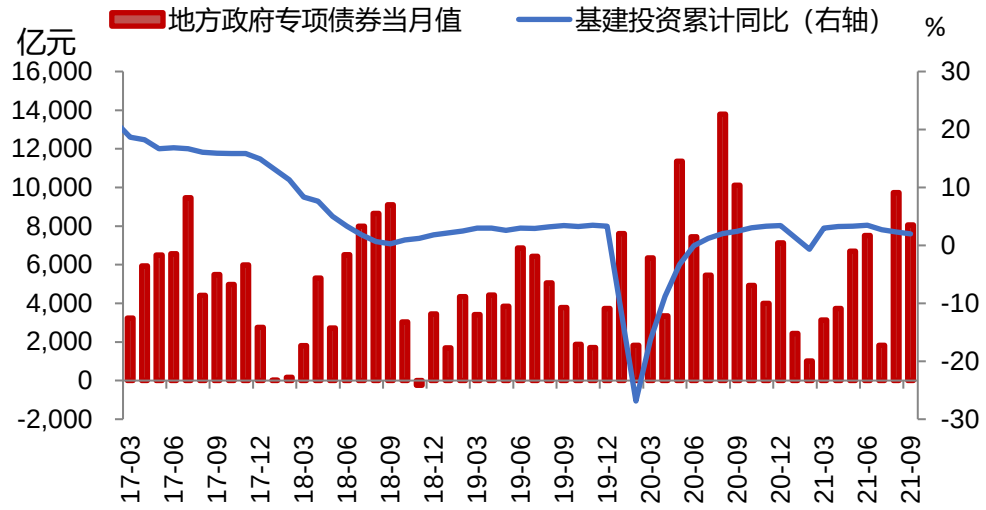
3.基建：财政支撑下，预计基建投资平稳抬升，但幅度可能有限

受地方隐性债务管控导致基建资金来源不足，项目审批趋严，地方政府积极性不高等

影响，近年来基建投资增速整体偏低。尽管 2020 和 2021 年专项债额度较高，但由于专项债资金投向的跑冒滴漏和缺乏优质项目，上半年稳增长诉求较低，三季度疫情汛情影响施工等问题，今年以来基建投资增速仍较低。

7 月 30 日政治局会议指出“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，推动今年底明年初形成实物工作量”，**我们预计 2022 年基建投资增速高于今年，原因主要来源于两方面：**一是信贷加大投放，10-11 月专项债加速发行以及可能的明年专项债额度前置将使得年底年初形成实物工作量，推升今年四季度和明年一季度基建投资增速，包括前期未用完的专项债资金也可以继续投入到项目中。二是新基建、高端制造业、军工相关领域的项目需求也将对基建形成支撑。但鉴于此前制约基建的因素短期仍难切实消除，基建投资总体升幅或将有限。

图表 37 2017 年之后，政府专项债对基建投资是重要支撑



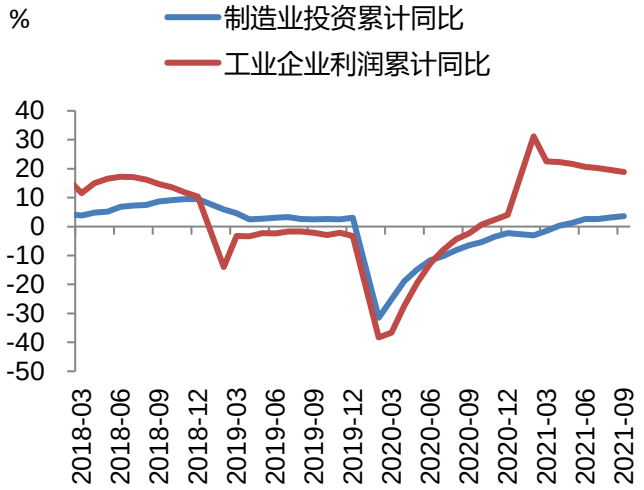
资料来源：WIND，华安证券研究所

4.制造业：上游产能扩张继续受限，下游利润传导可能提升扩张意愿，预计制造业投资增速维持稳定

今年以来受益于出口维持强劲、房地产韧性较强、企业盈利增速回升，制造业投资总体趋于改善。但下半年以来，鉴于双碳目标、“能耗双控”、“限产限电”等政策提振上游价格，侵蚀中下游企业利润，导致中下游企业投资动能不足，同时上游又受政策限制难以大规模投产扩建，制造业投资回升幅度被压制。

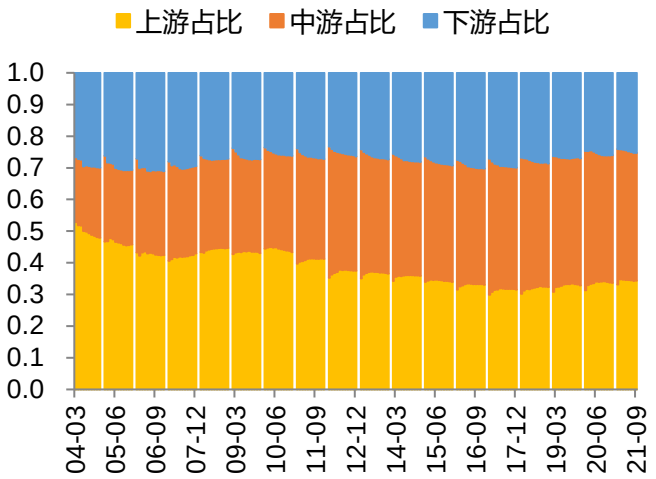
展望 2022 年，碳中和政策将继续限制上游产能扩张；价格逐渐向下游传导、叠加下游消费内生性回升，中下游制造业投资有望改善。对于上游：2021 年 10 月 26 日国务院印发《2030 年前碳达峰行动方案的通知》，碳达峰及碳中和政策目标下，能源消费强度和总量双控制度将持续完善，对制造业上游产能扩张将形成限制。**对于中下游：**预计明年 PPI 将向 CPI 形成传导，PPI 全年成前高后低的走势，CPI 成前低后高的走势，中下游企业盈利将有所改善，但幅度可能有限。**总体看，考虑到中下游制造业投资占比更大，预计 2022 年制造业投资继续维持稳定修复。**

图表 38 企业盈利对制造业投资有支撑



资料来源：Wind，华安证券研究所 注：2021 年之后为两年平均增速

图表 39 中下游制造业占比较大



资料来源：Wind，华安证券研究所

5.消费：消费继续回升，但可能难以回到疫情前的增速

随着疫情缓解、就业改善、居民收入修复，消费有望继续回升。但鉴于疫情仍存不确定性导致消费场景受限、疫后贫富差距拉大、居民收入增长缓慢、居民储蓄意愿提升、地产对消费存在挤压等因素，疫情之后消费恢复比预想的更为艰难，社零增速仍处于较低水平，预计社零增速在 2022 年可能仍难回到疫情前的增速（具体请见前文阐述）。

6.GDP：预计 2022 年实际 GDP 同比在 5.5%左右

根据潜在经济增速，2022 年实际 GDP 同比应在 5.6%左右。在此基础上，考虑两方面问题：一方面，疫情之后供给、需求可能存在一些偏长期的抑制因素，预计 2022 年 GDP 同比可能达不到既定的潜在经济增速；另一方面，鉴于 2021 年经济仍未完全恢复至疫情前，因此基数仍较低。**两者相抵，我们预计 2022 年 GDP 同比在 5.5%左右。**

此外，鉴于 2022 年制造业投资预计维持平稳，房地产投资延续回落，基建投资稳定回升，消费内生改善，出口前高后低，我们判断全年 GDP 同比波动可能不大。考虑到今年四季度财政后置、宽信用逐渐兑现；明年财政前置、信贷开门红，今年四季度和明年一季度经济景气度可能较好。

3.2 价格面：CPI 升、PPI 降，广义通胀逐季下行，关注能耗双控、猪油波动节奏、以及 PPI 向 CPI 的传导

通胀方面我们关注四个问题：PPI 预测、CPI 预测、PPI 向 CPI 的传导以及广义通胀和 GDP 平减指数可能有多高。

1.PPI：12 月将逐渐回落，但绝对值 2022 年上半年仍高，全年同比可能较今年回落 3 个百分点，关注国际大宗商品走势和国内能耗双控的影响

海外看，前文我们对全球通胀和大宗商品的讨论认为，原油价格可能在明年年中之后有所回落，铜价已经达到高位区间，后续上涨空间有限但也难大跌。**国内看，**我们主要考察能耗双控对国内大宗商品的影响。

1）能耗双控对价格的潜在影响。

9 月全国各地区相继发布限电、停产、限产等相关公告，对煤炭、电解铝、水泥、钢材等产量、价格造成影响。能耗双控政策突然收紧，主要是由于 2021 年上半年大部分省市能耗强度降低和能源消费总量控制力度不达标。能耗强度降低方面，9 个省（区）上半

年能耗强度不降反升，为一级预警；10 个省上半年能耗强度降低率未达到进度要求，为二级预警。能源消费总量控制方面， 8 个省（区）为一级预警； 5 个省（区）为二级预警；17 个省（区、市）为三级预警。

对于能耗双控的影响，我们就煤炭行业进行展开分析。供给端，中国进口煤炭不足，中国停止从澳大利亚进口煤炭，印度部分煤矿在 2020 年洪灾中遭灾，煤炭产量下降。全球能源紧缩环境下，我国难以以进口补充充足的煤炭。国内山西在 8 月遭受洪涝灾害，对煤矿也造成了部分影响。我国原煤产量当月同比自 2020 年 3 月起震荡下行。总体看，煤炭面临国外供应和国内供应双紧的局面。需求端，四季度进入冬季，发电、取暖提升用煤需求。供需错配之下，煤价上涨态势明显。动力煤、焦煤和焦炭期货收盘价逐步攀升，10 月份分别达到过 1836 元/吨、3847 元/吨和 4402 元/吨的高价。

往后看，考虑发改委为维稳煤价，10 月中下旬连续发文控价，要求煤炭企业稳价降价，严厉打击囤积居奇、哄抬煤价、投机炒作等行为，显示政府调控煤价信心很强，预计煤价短期将面临一波调整。但是鉴于当下煤炭供需仍偏紧，发改委的政策调控可能只会平抑短期炒作，煤价中长期仍将取决于基本面供需情况：供给端，在全球节能减排压制燃煤发电产能的大前提下，煤企扩矿意愿有限，再考虑 3 年以上的建矿周期，预计煤炭整体产能释放有限。需求端，根据中国煤炭工业协会预计，今冬明春煤炭的发电供热需求仍旺，短期供给增加难以弥补四季度动力煤缺口，煤炭供需总体偏紧。**展望明年，随着供暖季结束、下半年全球经济景气逐步回落，以及未来可再生能源逐步替代煤电的供电等功能，煤炭的严重供需错配情况可能逐步改善。**

图表 40　2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表

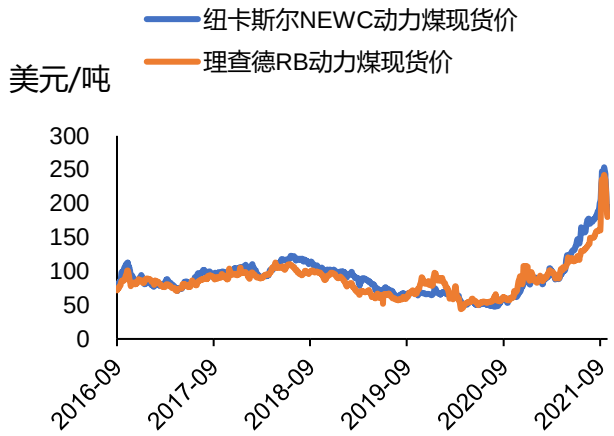
地　区	能耗强度降低进度目标预警等级	能源消费总量控制目标预警等级
青　海	红	红
宁　夏	红	红
广　西	红	红
广　东	红	红
福　建	红	红
新　疆	红	黄
云　南	红	红
陕　西	红	黄
江　苏	红	红
浙　江	黄	黄
河　南	黄	绿
甘　肃	黄	绿
四　川	黄	黄
安　徽	黄	黄
贵　州	黄	绿
山　西	黄	绿
黑龙江	黄	绿
辽　宁	黄	绿
江　西	黄	绿
上　海	绿	绿
重　庆	绿	绿
北　京	绿	绿
天　津	绿	绿
湖　南	绿	绿
山　东	绿	绿
吉　林	绿	绿
海　南	绿	绿
湖　北	绿	红
河　北	绿	绿
内蒙古	绿	绿

注：1.西藏自治区数据暂缺，不纳入预警范围，地区排序的依据为各地区能耗强度降低率

2.红色为一级预警，表示形势十分严峻；橙色为二级预警，表示形势比较严峻；绿色为三级预警，表示进展总体顺利

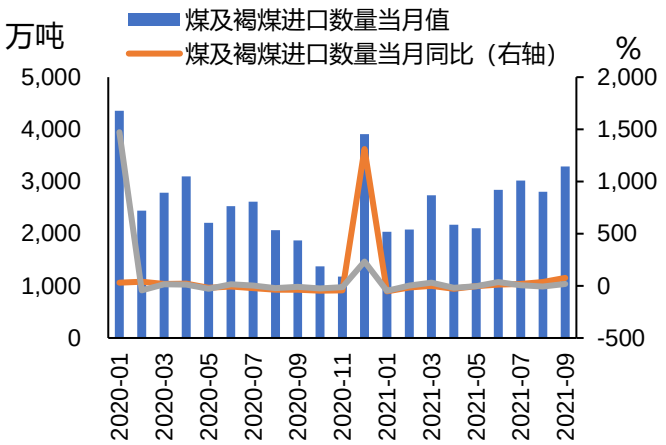
资料来源：国家能源局，华安证券研究所

图表 41 国外市场煤价高企



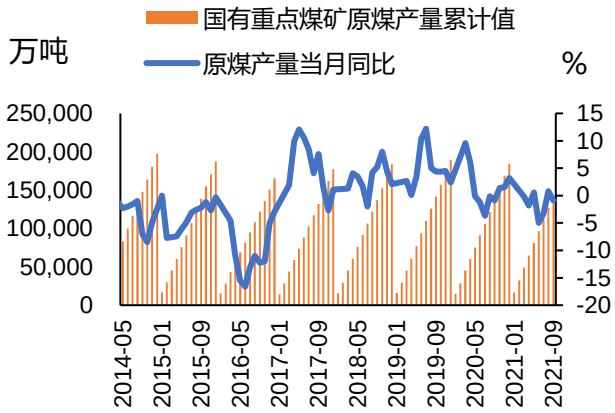
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 42 国内进口煤及褐煤数量没有明显变化



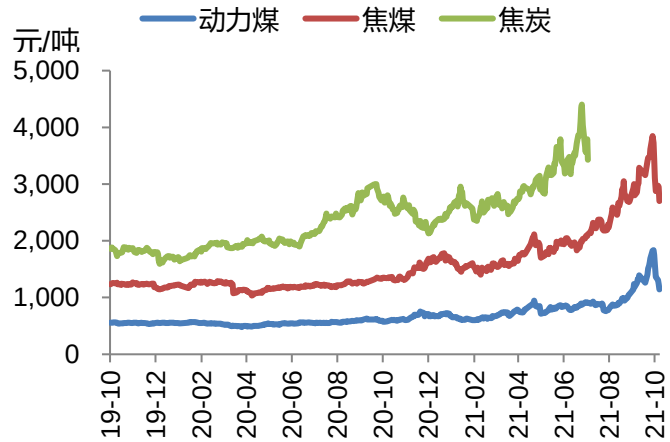
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 43 我国原煤产量当月同比震荡下行



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 44 动力煤的期货收盘价上涨态势不减

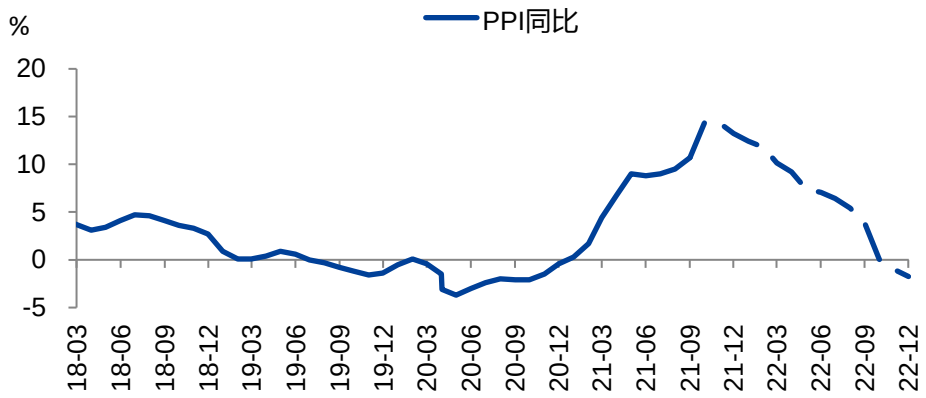


资料来源：Wind，华安证券研究所

2）四季度及 2022 年 PPI 同比预测

综合考虑 2017 年 PPI 同比下行期的历史特征，全球经济景气度可能在明年中之后逐步回落，中国经济动能的逐步回落，原油价格明年中旬之后可能承压对 PPI 生产资料的影响，猪价可能在 2022 年下半年上行对 PPI 生活资料的影响，**预计 PPI 同比在 2022 年 12 月之后逐渐回落；但在 2022 年上半年 PPI 同比绝对水平仍高，目前预计在 7-8%以上。全年累计同比可能从今年的 8%以上降至 5%左右。**

图表 45 PPI 同比测算值



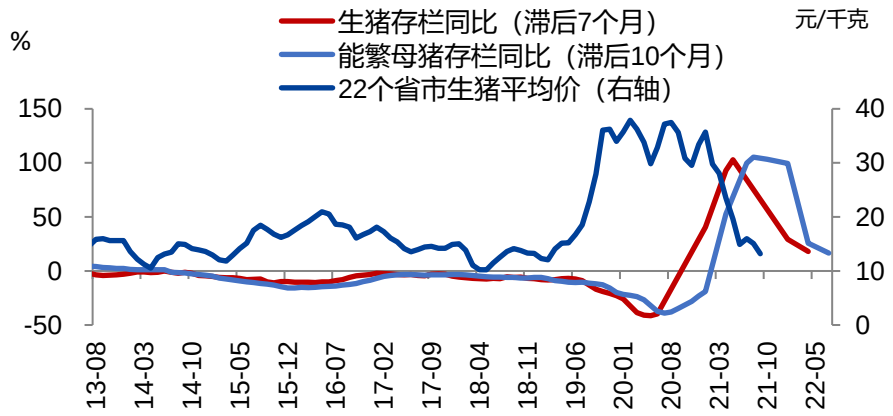
资料来源：WIND，华安证券研究所 注：其中虚线部分表示预测值

2.CPI：预计 CPI 同比今年 11 月、明年 2 月阶段性冲高，2022 年总体前低后高，全年同比将从今年的 1%以下升至 2%左右，关注猪价、油价、电价，以及疫后服务业 CPI 上行等的影响

1）猪价：今年四季度至春节可能阶段性抬升，然后 3-5 月筑底，下半年再回升。影响猪周期最主要的因素是供给变化。一般而言，从能繁母猪在栏到生猪出栏通常需要 10 个月左右的时间，因此常使用能繁母猪存栏量同比领先 10 期对猪肉价格进行预测。但根据测算，能繁母猪存栏量同比领先 5 期的数据与猪肉价格同比相关系数最高。因此，实际上的领先期大概率介于 5 期-10 期之间。鉴于能繁母猪存栏同比在今年三季度见顶，预计猪肉价格底部可能落于明年上半年。此外，猪肉价格不仅受供需影响，还具有一定的季节波动性。一般 1、2 月份节日期间，猪肉需求大增。因此总体看，预计 2022 年 1-2 月的猪肉价格应有回升，春节后波动下行，3-5 月可能触底，2022 年下半年再趋势上行。

对于猪价对通胀的影响，我们首先假设生猪价格四季度至春节期间波动上升至 15 元/千克，然后波动下行至 12 元/千克左右，至 2022 年下半年再回升至 15-20 元/千克，假设猪肉占 CPI 权重为 2.31%，则在 2022 年下半年月均拉动 CPI 环比 0.1 个百分点。

图表 46 2022 年下半年猪价可能回升



资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 47 猪肉价格相关系数表

猪肉价格当月同比与能繁母猪存栏当月同比相关系数（2016 年月-2020 年 3 月）	同期	-0.72424
	领先 1 期	-0.82202
	领先 2 期	-0.88815
	领先 3 期	-0.9232
	领先 4 期	-0.93973
	领先 5 期	-0.94447
	领先 6 期	-0.94182
	领先 7 期	-0.93762
	领先 8 期	-0.94261
	领先 9 期	-0.94022
	领先 10 期	-0.93212
猪肉价格当月同比与生猪屠宰量当月同比相关系数（2016 年月-2020 年 7 月）	同期	-0.64457
	领先 1 期	-0.68474
	领先 2 期	-0.63533
	领先 3 期	-0.58796
	领先 4 期	-0.58692
	领先 5 期	-0.54041
	领先 6 期	-0.50681
	领先 7 期	-0.4342
	领先 8 期	-0.36694
	领先 9 期	-0.24299
	领先 10 期	-0.17642

资料来源：Wind，华安证券研究所测算

2）油价：维持前文结论，即年内维持强势，明年中旬之后可能上涨乏力。结合原油对 CPI 水电燃料、CPI 交通工具燃料的影响，预计今年四季度和明年上半年原油对 CPI 环比的拉动在 0-0.05 个百分点之间，明年下半年可能拖累 CPI 环比 0.01 个百分点。

3）电价：电价浮动对各行业影响范围广，但对 CPI 的拉动并不高。

10 月 8 日，国务院常务会议指出，要改革完善煤电价格市场化形成机制，有序推动燃煤发电电量全部进入电力市场，在保持居民、农业、公益性事业用电价格稳定的前提下，将市场交易电价上下浮动范围由分别不超过 10%、15%，调整为原则上均不超过 20%，并做好分类调节，对高耗能行业可由市场交易形成价格，不受上浮 20%的限制。

下面我们测算电价调整对 CPI 的可能影响：

根据发电机容量燃煤占比可知，2021 年 8 月煤电产量占发电量的 47.967%，以此为基准，假设燃煤发电电量上网电价上浮至上限 20%，以浮动幅度最大 10%计算，则电价上浮 4.8%。根据销售电价（含税） = 上网电价+输配电价+线损折价+政府基金及附加，我们考虑销售电价上浮 4.8%对 CPI 的影响。

首先，电价上涨对于 CPI 的直接影响主要体现在居住类别中的水电燃料一项。根据 33 个省市的居民用电平均销售电价测算，居民用电平均销售电价应为 0.53 元/千瓦时。1 月 18 日，国家能源局发布 2018 年全社会用电量等数据，其中城乡居民生活用电量 9685 亿千瓦时，同比增长 10.4%。因此居民用电支出为 5135 亿元，根据 2018 年居民消费支出为 354124 亿元可知，用电支出占消费支出 1.45%，CPI 与居民消费有关，因此可以认为电价上升 4.8%，会直接拉动 CPI 上抬约 0.07 个百分点。

其次，电价上涨对于 CPI 的间接影响可以理解为电价的上涨导致行业用电成本上抬，从而传导至居民消费。行业成本与 CPI 的关系我们以 PPI 对 CPI 的传导代替，通过 PPI

行业细项对 CPI 大类的回归系数衡量行业成本对 CPI 的影响程度。由于数据可得性，我们以 2018 年的总投入作为行业总成本。根据 2018 年的平均销售电价为 0.59931 元/千瓦时和 2018 年各行业的用电量，计算得出 2018 年各行业的用电成本，并计算对总成本的占比。电价上浮 4.8%后，拉动行业生产成本，行业价格影响传导至 CPI，通过计算对 CPI 大类的拉动，乘以 2021 年各类的权重并加总，最终得出电价上浮 4.8%后，CPI 可能上升 0.1062 个百分点，幅度很小。

此外，对于可能存在的误差，我们做以下说明：第一，PPI 不包括服务业，上述考虑间接影响时，可能遗漏电价对服务业、从而对 CPI 的影响。但事实上，服务业用电成本占比较小，以租赁和商务服务业为例，用电成本占行业成本仅 0.019%，简单测算租赁商务服务业用电对 CPI 的拉动不会超过 0.003 个百分点。第二，在行业细项 PPI 对 CPI 大类回归时，可能夸大某一行业 PPI 对 CPI 大类的影响，从而扩大电价对 CPI 的影响。

最后，综合电价调整对 CPI 的直接、间接影响，并考虑计算偏差方面的相抵，预计电价上浮对 CPI 的拉动约 0.1758 个百分点。由此可见，虽然电价的浮动对会各大行业造成影响，辐射范围很广，但其实际对 CPI 的拉动并不高。

图表 48　电价影响行业与 CPI 对应关系

CPI 大类	CPI 大类 2021 年权重	对应 PPI 行业	回归系数	用电支出占比	电价拉动率	CPI 大类波动
CPI:食品烟酒	28.21%	农副食品加工业	0.73739	2.9221%	0.1034%	0.0184%
		食品制造业	-0.2293	6.6075%	-0.0727%	
		酒、饮料和精制茶制造业	-1.1039	0.8804%	-0.0466%	
		烟草制品业	2.99533	0.2387%	0.0343%	
CPI:衣着	6.81%	纺织业	-0.0406	3.8776%	-0.0076%	0.0327%
		纺织服装、服饰业	0.61829	0.8141%	0.0242%	
		皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.21607	1.5542%	0.0161%	
CPI:居住	22.12%	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.51015	1.1054%	0.0271%	0.3776%
		电力、热力的生产和供应业	-0.0481	7.9611%	-0.0184%	
		燃气生产和供应业	-0.0019	1.7450%	-0.0002%	
		水的生产和供应业	0.7656	10.0415%	0.3690%	
CPI:生活用品及服务	4.74%	家具制造业	0.53257	0.8020%	0.0205%	0.0205%
CPI:交通和通信	11.25%	汽车制造业	-0.6909	0.6850%	-0.0227%	-0.0375%
		石油、煤炭及其他燃料加工业	0.14332	1.6445%	0.0113%	
		金属制品、机械和设备修理业	-0.4694	3.1277%	-0.0705%	
		计算机、通信和其他电子设备制造业	0.23006	4.0172%	0.0444%	
CPI:教育文化和娱乐	13.65%	造纸及纸制品业	0.04587	2.3280%	0.0051%	0.1070%
		印刷业和记录媒介的复制	0.96686	0.9089%	0.0422%	
		文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.61251	2.0314%	0.0597%	
CPI:医疗保健	11.24%	医药制造业	0.87956	0.8259%	0.0349%	0.0349%
CPI 对应波动	0.1062%					

资料来源：Wind，华安证券研究所测算

4）四季度及 2022 年 CPI 同比预测

综合考虑 CPI 环比的季节规律、2022 年下半年猪价上行、油价年中之后上涨可能乏力、电价对 CPI 的影响，预计 CPI 同比在 2021 年 11 月阶段性冲高至 2%以上，然后回落，2 月春节再次阶段性上涨但可能难破 2%，然后再次回落，至下半年再逐渐升高至接近 3%。全年累计同比可能从今年的 1%以下升至 2%左右。

需要指出的是，除了猪油电，该判断还未纳入其他因素可能对 CPI 季节性规律之外的额外提振，例如冷冬对菜价的阶段性提振，疫情修复之后核心 CPI、服务 CPI 的上行，以及 PPI 向 CPI 的传导。因此可能最终的 CPI 同比高于我们测算的结果。

图表 49 CPI 同比测算值



资料来源：WIND，华安证券研究所 注：其中虚线部分表示预测值

3.PPI 向 CPI 的传导：总体看 PPI 对 CPI 传导不佳；其中 PPI 生活资料向 CPI 传导较好；一对一细项传导效果存在差异

受大宗商品涨价等影响，2021 年 PPI 持续上升，9 月 PPI 同比高达 10.7%；而受疫情影响，居民消费意愿不强，2021 年 CPI 同比甚至下滑，9 月 CPI 当月同比仅 0.7%；PPI 与 CPI 的剪刀差扩大。市场预期随着疫情稳定、消费修复，2022 年 PPI 向 CPI 传导效果将逐渐加强。下文我们详细分析 PPI 向 CPI 的传导情况。

第一，总体看 PPI 对 CPI 的影响。测算显示，滞后一期的 PPI 当月同比与 CPI 相关性最强，但也仅有 0.4544。这表明整体看 PPI 与 CPI 的相关性较低。

第二，分行业大类看 PPI 对 CPI 的影响。

1）上中下游维度：我们根据各行业营业收入占总营业收入的占比计算 PPI 各行业的权重，加权得出上中下游行业的 PPI。测算显示，PPI 上游行业与中游行业相关系数达 0.7262，滞后一期的 PPI 上游行业与中游行业相关系数达 0.7597；PPI 中游行业与 PPI 下游行业相关系数达 0.7265；PPI 上游行业与 PPI 下游行业相关系数达 0.7271，滞后一期的 PPI 上游行业与 PPI 下游行业相关系数达 0.7318。汇总来看，以相关系数最高做为传导时期的标准，上游行业 PPI 向中游行业传导存在时滞，且当期传导水平低于 PPI 中游行业向 PPI 下游行业的传导水平。

2）生产资料与生活资料维度：PPI 生活资料当期向 CPI 的传导最强，相关系数达 0.8915，而 PPI 生产资料向 CPI 传导的相关系数当期仅 0.3984，即使 PPI 生产资料领先一期向 CPI 传导的相关系数最高，也仅有 0.4001。因此，PPI 生活资料与 CPI 波动较为一致，而 PPI 生产资料则和 PPI 的走势更加相似，与 CPI 走势呈现剪刀差。由此看

来，PPI 向 CPI 传导不畅主要是上游行业 PPI 向下传导不畅所致。

图表 50　PPI 与 CPI 剪刀差走阔



资料来源：Wind，华安证券研究所

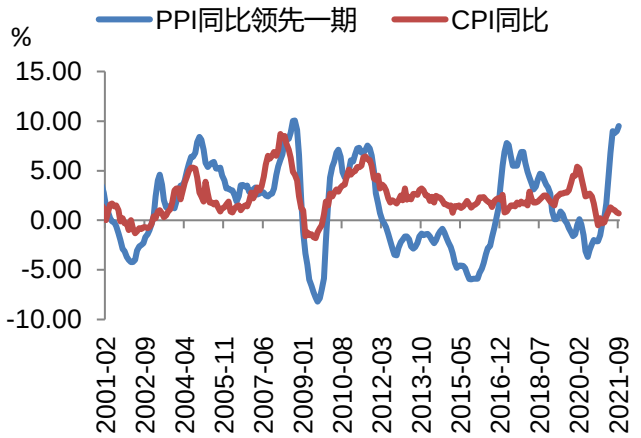
图表 51　PPI 向 CPI 传导能力测算

	相关系数	当期	滞后 1 期	滞后 2 期	滞后 3 期	滞后 4 期	滞后 5 期	滞后 6 期	滞后 7 期
PPI 向 CPI 传导	PPI 与 CPI	0.4501	0.4544	0.4399	0.4093	0.3765	0.3413	0.3026	0.2599
PPI 上游向中游	PPI 上游行业与中游行业	0.7262	0.7597	0.7576	0.7209	0.6586	0.5749	0.4809	0.3843
PPI 中游向下游	PPI 中游行业与 PPI 下游行业	0.7265	0.6939	0.6381	0.5682	0.4898	0.4047	0.3146	0.2264
PPI 向 CPI 传导	PPI 生活资料与 CPI	0.8915	0.8699	0.8306	0.7810	0.7231	0.6573	0.5873	0.5079
PPI 向 CPI 传导	PPI 生产资料与 CPI	0.3984	0.4001	0.3864	0.3652	0.3382	0.3086	0.2740	0.2392

注：红色为相关系数最高值

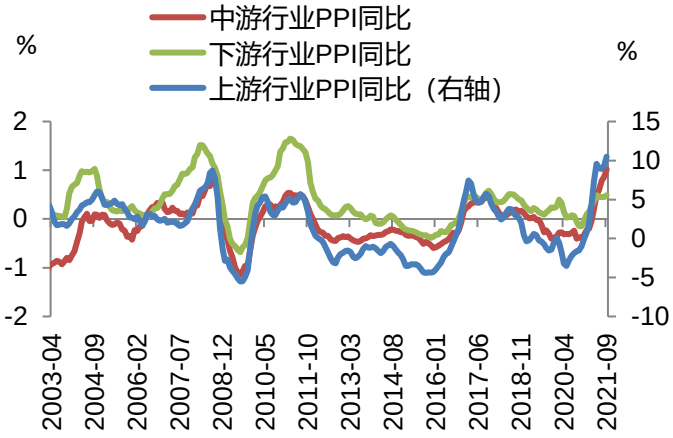
资料来源：Wind，华安证券研究所测算

图表 52 领先一期的 PPI 向 CPI 传导依然不强



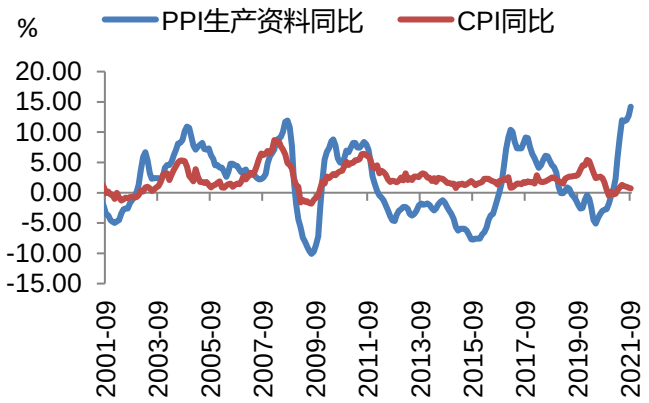
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 53 上中下游 PPI 同比波动对比



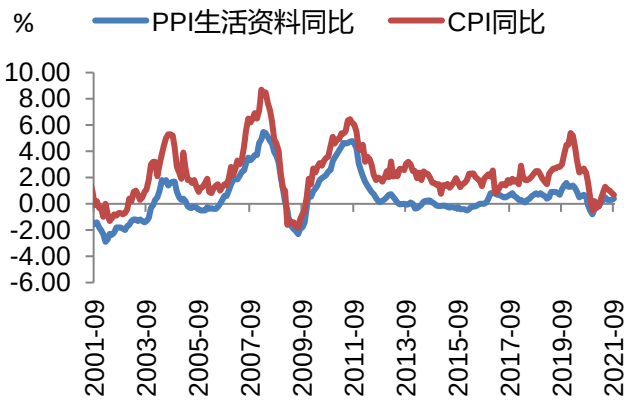
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 54 PPI 生产资料向 CPI 传导不畅



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 55 PPI 生活资料向 CPI 传导较好



资料来源：Wind，华安证券研究所

第三，细分行业 PPI 对 CPI 的影响存在差异。PPI 行业与 CPI 的对应选择内含的产品与 CPI 包含的消费品最为接近的 PPI 行业。根据数据的可能性，时间序列选取 2014 年 1 月至 2021 年 9 月，交通工具使用和维修的 CPI 数据由于更新开始时间较晚，使用 2015 年 11 月至 2021 年 9 月的数据，得到的结果见表 56。由于部分行业 PPI 对 CPI 回归系数不显著，我们进行了删除调整，调整后结果见表 57。结论主要包括：

1）CPI 食品烟酒中，除粮食、食用油和水产品外，加工业 PPI 对其他 CPI 食品烟酒细类传导效果较好，显著性和拟合度较高，可信度高；谷物磨制的 PPI 对粮食 CPI 的传导能力较差。

2）纺织服饰业的 PPI 由于细项较多且产品都与服装 CPI 有关，因此直接选择二类行业的 PPI 与 CPI 服装进行回归，得出服装制作有关的 PPI 向服装 CPI 传导效果较好，服装制作有关的 PPI 对服装 CPI 的拉动率可达 81.87%。制鞋业 PPI 对鞋类 CPI 的回归系数虽然显著，但是偏低，说明传导效果不佳。

3）水电燃料 CPI 方面，电力供应 PPI 对水电燃料 CPI 回归系数不显著，说明两者相关性差，电力供应这一行业删除后，自来水供应、热力供应、燃气供应和电力生产均

对水电燃料 CPI 有影响，而电力生产的影响为负。说明在国家保证居民用电的政策要求下，电力供应对居民居住的水电燃料 CPI 方面影响不大，但是电力生产会影响到电价，反而会对与居民居住有关的 CPI 造成负面影响。

4）家用器具 CPI 方面，由于建筑、安全用金属制品制造业中家用器具的零件制造只占较小的部分，因此这一行业的 PPI 对 CPI 影响不显著，剔除这一行业后，家用电力器具制造和非电力家用器具制造的 PPI 均对家用器具 CPI 有显著影响，但是传导力度不高。

5）交通工具 CPI 方面，建筑、安全用金属制品制造业 PPI 对交通工具 CPI 影响不显著。汽车制造业 PPI 对交通工具 CPI 传导显著，但数值不高。交通和通信 CPI 的其他部分（不包括服务类）均受到相关 PPI 行业的良好传导，不仅有显著影响，且传导水平较高。

6）文化、办公用机械制造、文教、工美、体育和娱乐用品制造业和印刷业和记录媒介的复制行业的 PPI 均对教育文化和娱乐的 CPI 传导力度不大，我们考虑这和纸媒衰落以及网上娱乐盛行有关。

7）中药饮片加工和中成药生产的 PPI 对中药 CPI 存在传导，但是传导水平不高；化学药品原料药制造 PPI 和生物药品制品制造 PPI 对西药的 CPI 影响不显著，而化学药品制剂制造 PPI 对西药的 CPI 传导效果较好，调整后化学药品制剂制造 PPI 对西药的 CPI 传导效果可排在前列，考虑和疫情影响下疫苗大量生产有关。

图表 56　PPI 细项向 CPI 细项传导能力测算（未调整）

CPI 细项	对应 PPI 细项	回归系数
CPI:食品烟酒:粮食	PPI:谷物磨制	0.360341
CPI:食品烟酒:食用油	PPI:植物油加工	0.469175
CPI:食品烟酒:鲜菜	PPI:蔬菜、菌类、水果和坚果加工	1.029494
CPI:食品烟酒:畜肉类	PPI:屠宰及肉类加工	2.702942
CPI:食品烟酒:水产品	PPI:水产品加工	-0.50758
CPI:食品烟酒:蛋类	PPI:其他农副食品加工	1.695411
CPI:食品烟酒:奶类	PPI:乳制品制造	0.887845
CPI:食品烟酒:鲜果	PPI:蔬菜、菌类、水果和坚果加工	1.023058
CPI:食品烟酒:卷烟	PPI:卷烟制造	1.005173
CPI:食品烟酒:酒类	PPI:酒的制造	1.003039
CPI:衣着:服装	PPI:纺织服装、服饰业	0.818668
CPI:衣着:鞋类	PPI:制鞋业	0.575902
CPI:居住:水电燃料	PPI:自来水生产和供应	0.613522
	PPI:电力供应	-0.21136
	PPI:热力生产和供应	0.728837
	PPI:燃气生产和供应业	0.123591
	PPI:电力生产	-0.27192
CPI:生活用品及服务:家用器具	PPI:建筑、安全用金属制品制造	0.056142
	PPI:家用电力器具制造	0.520306
	PPI:非电力家用器具制造	0.419852
CPI:交通和通信:交通工具	PPI:汽车制造业	1.025439
	PPI:建筑、安全用金属制品制造	-0.03533
CPI:交通和通信:交通工具用燃料	PPI:石油、煤炭及其他燃料加工业	0.714167
CPI:交通和通信:交通工具使用和维修	PPI:通用设备修理	1.022146
CPI:交通和通信:通信工具	PPI:计算机、通信和其他电子设备制造业	0.992045
CPI:教育文化和娱乐	PPI:文化、办公用机械制造	0.130152
	PPI:文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-0.12754
	PPI:印刷业和记录媒介的复制	0.371639
CPI:医疗保健:中药	PPI:中药饮片加工	0.581196
	PPI:中成药生产	0.440292
CPI:医疗保健:西药	PPI:化学药品原料药制造	-0.02441
	PPI:化学药品制剂制造	1.049677
	PPI:生物药品制品制造	-0.00437

注：表格底色越蓝代表数值越小，越红代表数值越高，红色字体为回归系数不显著项

资料来源：Wind，华安证券研究所测算

图表 57　PPI 细项向 CPI 细项传导能力测算（调整后）

CPI 细项	对应 PPI 细项（修正）	回归系数
CPI:食品烟酒:粮食	PPI:谷物磨制	0.360341
CPI:食品烟酒:食用油	PPI:植物油加工	0.469175
CPI:食品烟酒:鲜菜	PPI:蔬菜、菌类、水果和坚果加工	1.029494
CPI:食品烟酒:畜肉类	PPI:屠宰及肉类加工	2.702942
CPI:食品烟酒:水产品	PPI:水产品加工	-0.50758
CPI:食品烟酒:蛋类	PPI:其他农副食品加工	1.695411
CPI:食品烟酒:奶类	PPI:乳制品制造	0.887845
CPI:食品烟酒:鲜果	PPI:蔬菜、菌类、水果和坚果加工	1.023058
CPI:食品烟酒:卷烟	PPI:卷烟制造	1.005173
CPI:食品烟酒:酒类	PPI:酒的制造	1.003039
CPI:衣着:服装	PPI:纺织服装、服饰业	0.818668
CPI:衣着:鞋类	PPI:制鞋业	0.575902
CPI:居住:水电燃料	PPI:自来水生产和供应	0.486502
	PPI:热力生产和供应	0.623003
	PPI:燃气生产和供应业	0.123884
	PPI:电力生产	-0.24482
CPI:生活用品及服务:家用器具	PPI:家用电力器具制造	0.568697
	PPI:非电力家用器具制造	0.428122
CPI:交通和通信:交通工具	PPI:汽车制造业	0.337252
CPI:交通和通信:交通工具用燃料	PPI:石油、煤炭及其他燃料加工业	0.714167
CPI:交通和通信:交通工具使用和维修	PPI:通用设备修理	1.022146
CPI:交通和通信:通信工具	PPI:计算机、通信和其他电子设备制造业	0.992045
CPI:教育文化和娱乐	PPI:文化、办公用机械制造	0.130152
	PPI:文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-0.12754
	PPI:印刷业和记录媒介的复制	0.371639
CPI:医疗保健:中药	PPI:中药饮片加工	0.581196
	PPI:中成药生产	0.440292
CPI:医疗保健:西药	PPI:化学药品制剂制造	1.020708

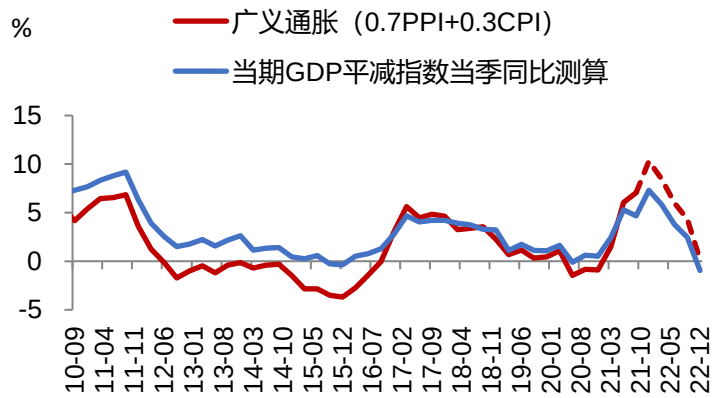
注：表格底色越蓝代表数值越小，越红代表数值越高

资料来源：Wind，华安证券研究所测算

4.广义通胀和 GDP 平减指数当季同比四季度仍趋上升见顶，2022 年逐季下降

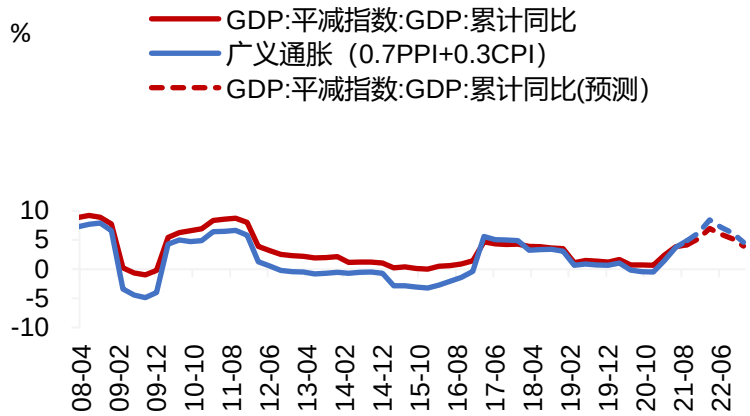
综合 CPI 和 PPI 预测，我们做广义通胀（0.7PPI+0.3CPI）来预测 GDP 平减指数。当季同比来看，广义通胀和 GDP 平减指数当季同比四季度仍趋上升见顶，2022 年逐季下降。累计同比趋势来看，广义通胀和 GDP 平减指数累计同比 2021 年四季度和 2022 年一季度趋于上升，2022 年二季度开始逐季下降。

图表 58 广义通胀和 GDP 平减指数当季同比预测值



资料来源：WIND，华安证券研究所 注：其中虚线部分表示预测值

图表 59 广义通胀和 GDP 平减指数累计同比预测值



资料来源：WIND，华安证券研究所 注：其中虚线部分表示预测值

4 国内政策：稳货币、降杠杆、防风险、促改革；潜在增速向下，逐步从重量到重质转变

4.1 货币稳，财政收，信用阶段性走宽后再收紧

潜在经济增速存在下行压力，预计政策基调整体偏稳，其中稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，结构性降息可期；积极的财政政策要提升政策效能，赤字率和专项债可能下降，进一步减税降费，着力化解地方政府隐性债务，实现隐性和显性合并。总体看，货币维稳，财政收缩，四季度信用阶段性宽松之后 2022 年仍趋紧。

1.货币政策：“以我为主，稳字当头”，绿色、小微等结构性宽松可期

第一，央行反复强调“实施正常货币政策”，这是能够“以我为主”的大前提。9 月 28 日，易纲行长在《中国的利率体系与利率市场化改革》一文中提到“中国的经济潜在增速仍有望维持在 5%-6%的区间，有条件实施正常货币政策，收益率曲线也可保持正常的、向上倾斜的形态。中国将尽可能地延长实施正常货币政策的时间，目前不需要实施资产购买操作”，再结合此前央行在多数场合对于“正常的货币政策”的表述，我们做以下推演：1）在当前情况，央行尚不考虑零利率甚至负利率，或者量化宽松。2）“正常的货币政策”意味着对比发达国家，中国有相对“较大的货币政策调控空间”，要珍惜和用好正常的货币政策空间。3）正常的货币政策要注重跨周期的供求平衡。因此，从这一角度，“正常的货币政策”是在美联储收紧的背景下，我国货币政策能够“以我为主”的大前提，既不“大水漫灌”，也不会急于转向。

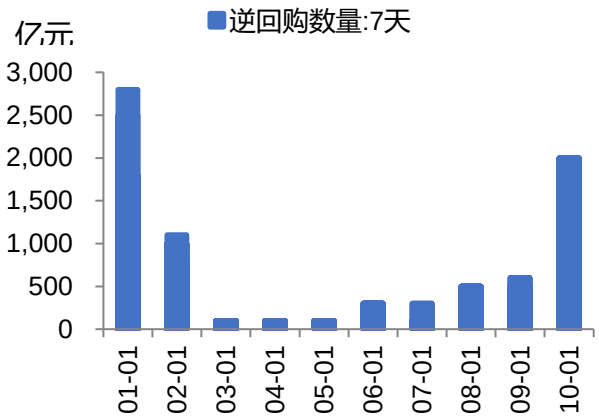
第二，从经济、物价、汇率等根本目标看，货币政策应维持稳健中性。我国货币政策的最终目标是“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”，这里隐含了三个条件：1）经济方面看，鉴于 2022 年中国经济存在以房地产、出口为主的内生下行压力，货币政策不宜过早收紧；2）物价方面看，2022 年上半年 PPI 同比在基数作用下逐步回落，但绝对水平仍偏高，煤炭、原油等大宗品仍可能高位震荡；下半年猪价可能触底回升，对 CPI 形成支撑。因此，货币政策不宜再继续大幅宽松；3）汇率方面看，随着美联储收紧货币政策预期升温，美欧相对货币政策差和经济差仍将显现，从而推升美元，对人民币形成贬值压力，货币政策不宜再继续大幅宽松。综合看，货币政策预计整体维持稳健。

第三，从央行态度看，以我为主、稳字当头，维持流动性合理充裕，年内降准预期降温，但仍注重结构性支持。10 月 15 日第三季度金融统计数据新闻发布会中央行提到“四季度，银行体系流动性供求将继续保持基本平衡，不会出现大的波动。对于政府债券发行和税收缴款以及中期借贷便利到期等阶段性影响因素，人民银行将综合考虑流动性状况、金融机构需求等情况，灵活运用中期借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具，适时适度投放不同期限流动性，熨平短期波动，满足金融机构合理的资金需求，保持流动性合理充裕”，“我国的通胀总体可控，所以下一阶段人民银行还将坚持实施正常的货币政策，以我为主、稳字当头，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把握好政策的力度和节奏，稳定社会预期”，预计货币政策总体“稳字当头”，年内降准预期降温，但仍可能通过碳减排支持工具进行结构性降息，并将注重直达性，对总量宽松有一定支撑；同时对房地产按揭、开发贷等收紧情况进行预调微调和纠偏。

第四，从政策操作看，为对冲缴税和四季度 MLF 到期，央行加大公开市场操作投放，10 月 20 日以来，央行连续投放 1000 亿-2000 亿 7 天逆回购，10 月中旬以来 DR007 平均在 2.16%，低于 7 天逆回购利率 2.2%的水平。**总体看，资金面维持平稳。**

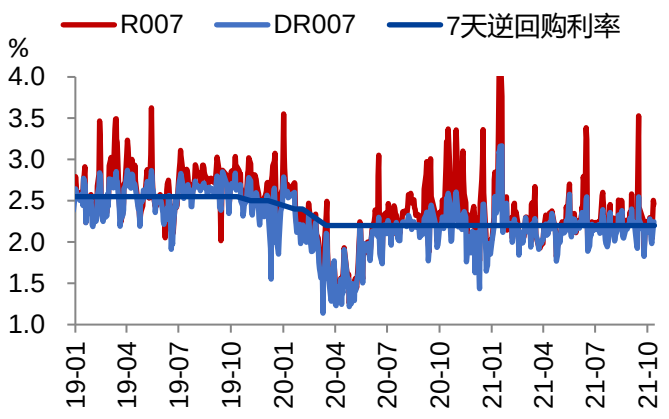
往后看，预计货币政策整体维持稳健，年内降准预期降温，但 9 月新增 3000 亿元支小再贷款额度将对小微企业形成支持，并将通过碳减排支持工具进行结构性降成本，也会注重对小微企业、绿色、科技、新经济的支持。房地产方面仍坚持“房住不炒”，但在“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”的要求下，会对按揭、开发贷等收紧情况进行预调微调和纠偏。

图表 60 央行 10 月加大公开市场操作投放



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 61 资金面维持平稳



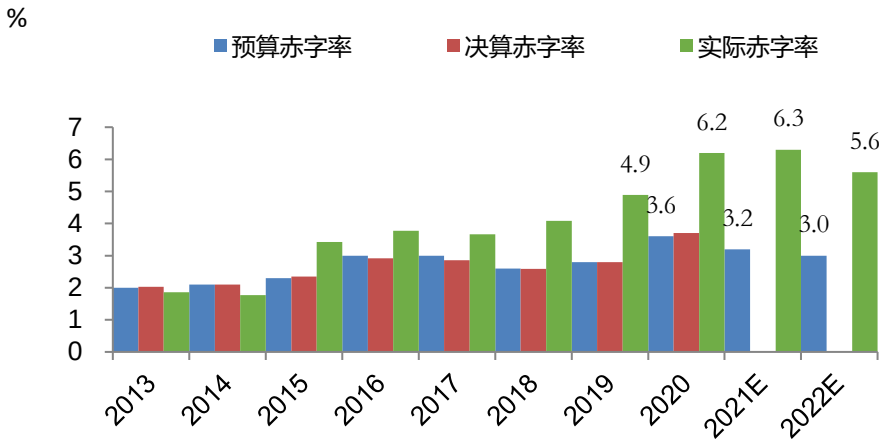
资料来源：wind，华安证券研究所

2、财政政策：注重提质增效，赤字率和专项债规模下降，继续推行减税降费，加快地方政府隐性债务化解（全域无隐性债务试点）

2021 年在疫后回归之年，政府预算赤字率由 3.6%以上调低至 3.2%左右，地方政府专项债券由 3.75 万亿降至 3.65 万亿，预计实际（广义）赤字可能达到 7.2 万亿左右（2020 年计划 8.5 万亿，年底实际 6.3 万亿；2019 年 4.85 万亿），对应的实际（广义）赤字率可能达 6.3%（2020 年 6.2%；2019 年 4.9%）。

展望 2022 年，在经济运行回归常态、稳定宏观杠杆率的要求下，预计财政政策注重提质增效、更可持续。初步预计：1）赤字率可能回落至 3%以下，假设名义 GDP 为 9.4%，对应政府预算赤字可能为 3.78 万亿元；专项债规模降至 3.5 万亿以下，此处先假设为 3.25 万亿；由此判断，广义财政赤字预计为 7 万亿（3.78+3.25），广义财政赤字率可能回落至 5.6%。2）持续推进减税降费，以保市场主体，缓解中小微企业压力，支持科技创新和先进制造业发展。3）持续稳妥化解地方隐性债务。2017 年多地要求用 5-10 年时间将隐性债务化解完毕，随着期限临近，近期广东、上海开启全域无隐性债务试点。从广东的操作来看，发行再融资债券进行隐性债务置换是一个可行举措。后续不排除有更多经济相对发达、化债压力较小的省份陆续纳入试点。

图表 62 财政赤字率测算



资料来源：WIND，华安证券研究所

3、信用政策：预计 2022 年信贷、社融、M2 同比较 2021 年继续回落，但回落幅度较 2021 年收窄，其中社融存量同比回落 1 个百分点左右（即落在 9%-10%之间，三种测算方法分别为 9.4%、10.1%、9.7%）

1）从央行中介目标看，社融存量增速可能在 9%-10%之间，预计为 9.4%左右。货币政策中介目标要保持广义货币供应量（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，鉴于 2022 年实际 GDP 同比可能为 5.5%左右，我们测算的 GDP 平减指数为 3.9%左右，因此名义 GDP 增速可能在 9.4%，若对应严格匹配的社融存量增速应该也为 9.4%，放开波动范围则可能对应社融存量同比在 9%-10%。

2）剔除疫情期间的波动，我们假设 2022 年 M2、信贷、社融回归疫情前的稳定增长，预计 2022 年 M2、信贷、社融存量同比分别为 8%、11.3%和 10.1%（具体请见表 63）。

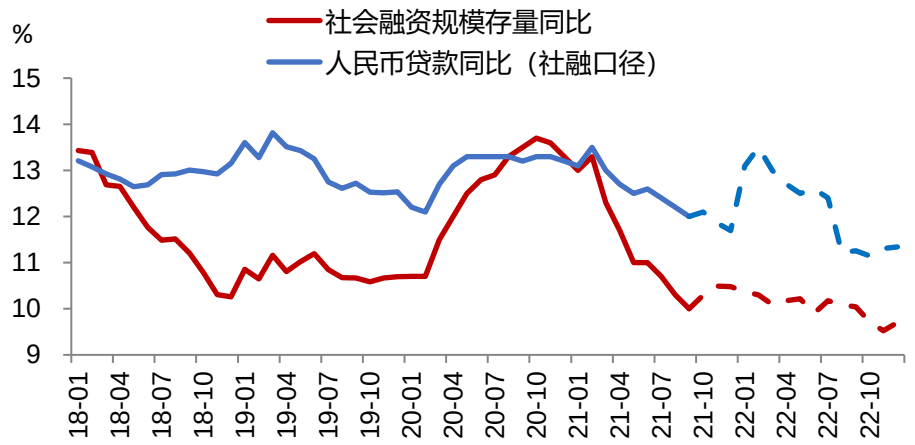
图表 63 M2、信贷、社融增速测算

年份	新增 M2（万亿）	M2 余额（万亿）	M2 同比（%）	新增贷款（万亿）	贷款余额（万亿）	贷款余额同比（%）	新增社融（万亿）	社融存量（万亿）	社融存量同比（%）
2017	14.02	169.02	8.10	13.53	120.13	12.70		205.91	
2018	13.65	182.67	8.10	16.16	136.30	13.50	21.13	227.04	10.26
2019	15.97	198.65	8.70	16.82	153.11	12.30	24.28	251.31	10.69
2020	20.03	218.68	10.10	19.63	172.75	12.80	33.52	284.83	13.30
2021E	**19.20**	**237.88**	**8.78**	**20.10**	**192.85**	**11.64**	**31.40**	**316.23**	**10.50**
2022E	**18.91**	**256.79**	**7.95**	**21.75**	**214.60**	**11.28**	**33.73**	**349.96**	**10.13**
2017-2019 新增量平均变化幅度	0.98			1.64			3.15		

资料来源：WIND，华安证券研究所 注：社融存量增速经误差调整，假设 2020-2021 年新增量按疫情前规模匀速增加。

3）自下而上加总看，鉴于四季度专项债加速发行、地产的适度纠偏，预计信用逐渐企稳，至年底社融存量增速可能逐步回升至 10.5%左右。展望 2022 年，如果信贷按照全年 21.7 万亿来算，节奏参考疫情前季节规律；政府债券按全年 7 万亿（等同于广义财政赤字），参考 2019-2020 年发行节奏摊到每月；信托、非标、地产按照此前速度收紧，那么大致可得到 2022 年全年新增社融 33.7 万亿，经误差调整的存量同比为 9.7%，节奏上总体是前高后低。

图表 64 信贷、社融同比增速预测



资料来源：WIND，华安证券研究所 注：图中虚线代表预测值

因此，综上所述，我们预计 2022 年信贷、社融、M2 同比较 2021 年继续回落，但回落幅度较 2021 年下降，其中 M2 同比预计回落 1 个百分点左右，信贷同比回落 1 个百分点以内，社融存量同比回落 1 个百分点左右（即落在 9%-10%之间，三种测算方法分别为 9.4%、10.1%、9.7%）。

4.2 防风险、调结构、促改革，重公平

后疫情时代中国潜在经济增速将逐渐下降，与之伴随的是新动能培育和高质量发展，以及防范化解风险，主要体现在以下几个方面：

1.继续防风险。《央行二季度货币政策执行报告》指出“健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，坚决遏制各类风险反弹回潮，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线”，要求“密切监测、重点排查重点领域风险点”，“强化地方党政风险处置属地责任，推动做好重点省份高风险机构数量压降工作”，再结合 730 政治局会议要求“防范化解重点领域风险”，“落实地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制”，预计重点领域风险防范仍将继续，应主要体现在房地产、地方融资平台（隐性债务）、信托、非标等的收紧，以及打击垄断和防止资本无序扩张。

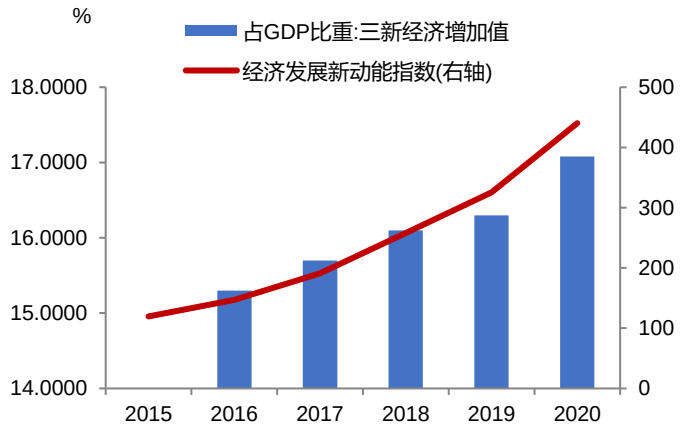
2.深入实施创新驱动战略，全面塑造经济发展新动能。“十四五”规划将创新驱动发展提升到全新的历史高度，将科技自立自强发展上升到国家发展的战略支撑地位。加强新发展理念贯彻落实，促进国民经济在新发展格局下高质量发展，引导全要素生产率在相对高水平路径上增长。

1）创新引领带动作用日益凸显，新兴经济发展向好。以新产业、新业态、新模式为核心内容的“三新经济”发展态势迅猛，三新增加值占 GDP 比重从 2015 年的 15.3%升至 2020 年的 17.1%。创新驱动为经济发展注入新动能，经济发展新动能指数[5]在 2015 至 2020 年间同比增长 19.6%、22.8%、30.2%、34.9%、26.2%和 35.3%，根据央行调查统计司测算，技术进步对经济贡献增长率从 2006 年的 6.3%上升至 2019 年的 36.7%，为构建经济发展新格局提供了强有力的战略支撑。

2）研发投入持续加码，原始创新能力长足发展。过去 25 年间我国 R&D 投入几乎从零起步，至 2020 年占 GDP 比重已达 2.4%，2020 年发明专利授权量 53 万件同比增长 17.1%，每万研发人员平均发明专利授权量为 1,013 件[6]。

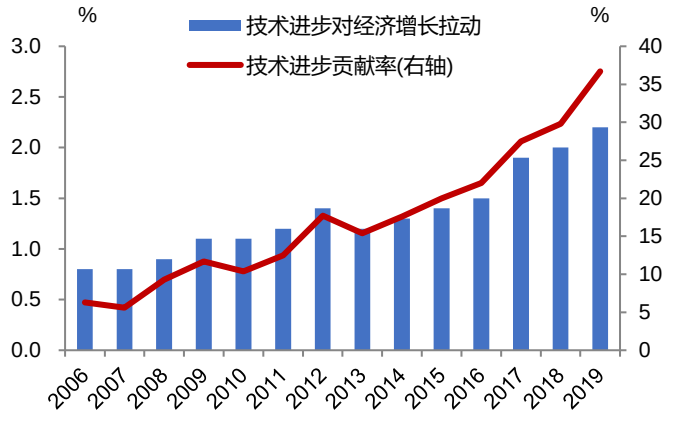
3）高技术产业彰显活力，投资、出口和产出质量齐头并进。2021 前三季度高技术制造业固定资产投资额累计同比 25.4%，超出制造业 10.6 个百分点；同期高技术制造业增加值累计同比为 20.1%，自 2015 年以来持续高于制造业均值；出口方面高技术产品保持高额贸易顺差，其占出口金额比重稳定在 30%。

图表 65 “三新经济”增长强劲



资料来源：国家统计局，Wind，华安证券研究所

图表 66 技术进步对经济增长贡献率快速上行

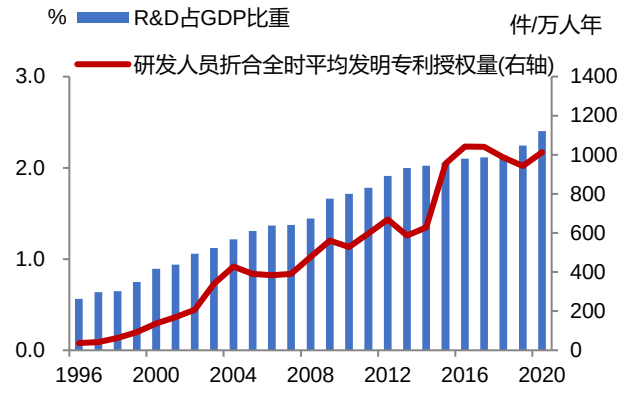


资料来源：中国人民银行，华安证券研究所

[5] 经济发展新动能指数，统计局利用“三新”调查基础数据，采用线性加权方法构建的反映三经济新动能发展的趋势和进程的复合指数。分项包括网络经济、经济活力、创新驱动、知识能力和转型升级指数。

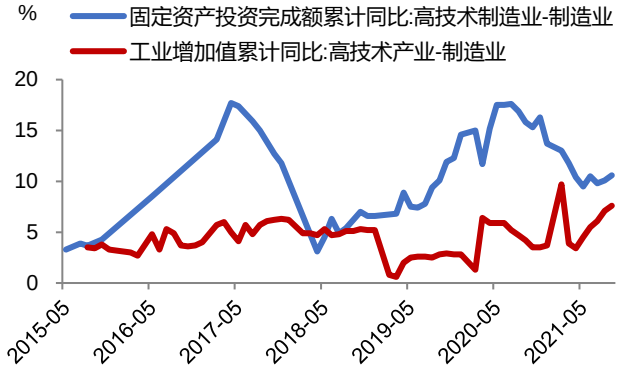
[6] 指研发人员折算全时当量后的年均发明专利授权数，折算全时当量表示全时人员和非全时人员按工作量折算为全时人员数，从而衡量研发创新的效率和质量。

图表 67 研发投入加码培育原始创新能力



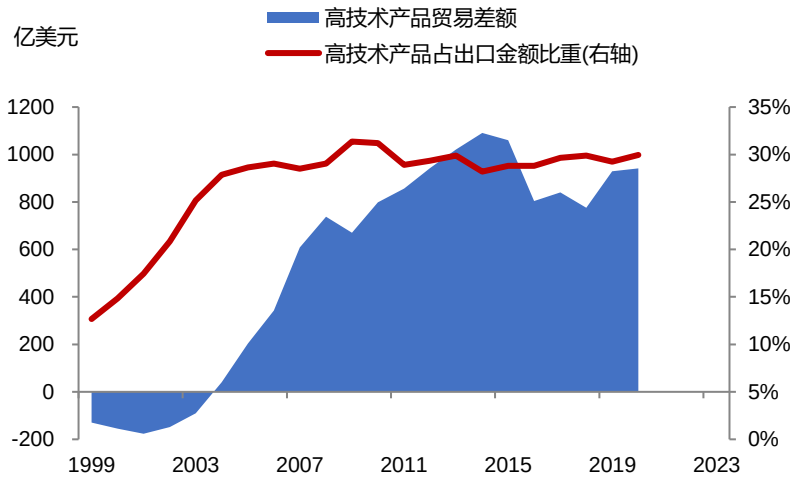
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 68 高技术制造业投资产出活动连年优于制造业



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 69 高技术产品保持高额贸易顺差



资料来源：国家统计局，Wind，华安证券研究所

3.人均 GDP 跨越一万美元台阶后，我国消费品市场朝满足大众消费多样性和个性化需求方向迈进，消费模式转变和结构升级为经济动能切换注入了新内涵。

1）消费对经济贡献持续增强。最终消费率从 2010 年的 49.35%提升至 2020 年的 54.29%，同期资本形成率由 46.97%降至 43.12%，消费已成为经济运行的压舱石。

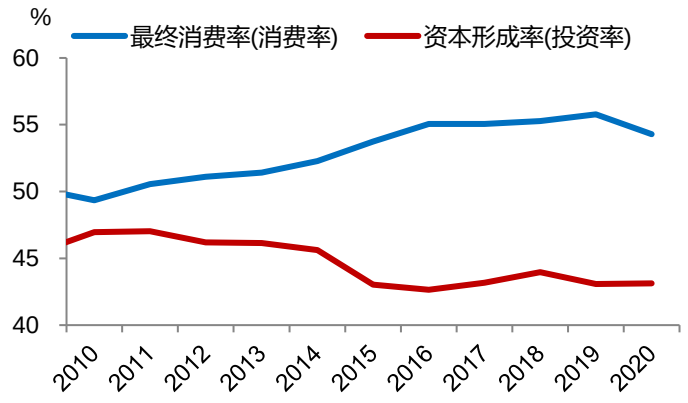
2）居民消费从注重量的满足转向追求质的提升。我们将教育文化娱乐、医疗保健、其他用品服务[7]定义为非必需消费支出，非必需消费占居民总消费支出比重自 2013 年以来稳步增长，从 19.9%提升至 2021 年 Q3 的 22.2%。

3）网络零售蓬勃发展，新兴零售业态不断涌现。2020 年前三季度网上商品和服务零售额占社会消费品零售总额的比重为 28.9%，较 2015 年全年提高 16 个百分点，网络购物、网上支付、网上外卖和在线教育的网民使用率均有不同幅度的提升。

[7] 其他用品服务大类包含养老、旅馆、美发美容洗浴、金融保险、首饰手表等，属于非必需消费的范畴。

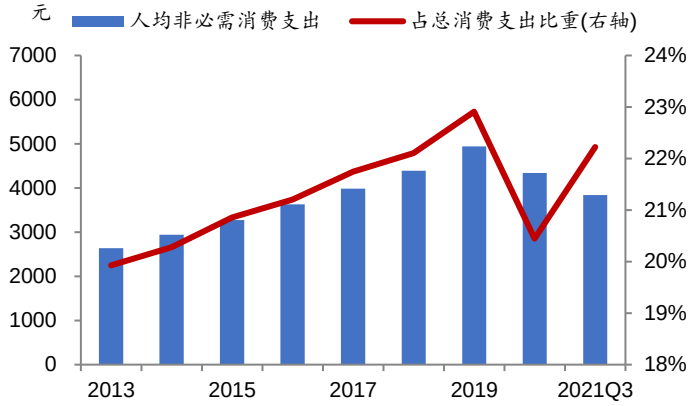
4）城乡消费水平从分化走向弥合。过去十年间城乡消费水平比值从 3.42 倍降至 2.12 倍，城乡结构均衡发展有助于持续创造内需、释放消费潜力。

图表 70 最终消费率和资本形成率此长彼消



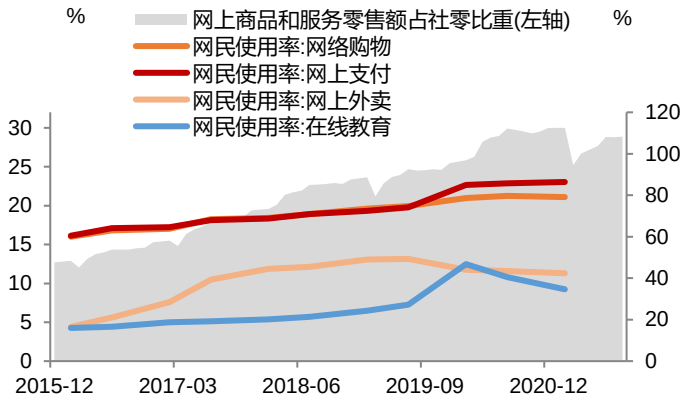
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 71 非必需消费支出占比稳步增长表征消费“提质”



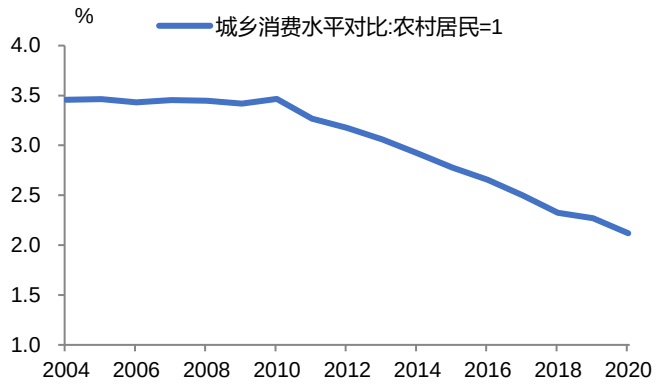
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 72 网络零售发展助推新兴消费业态



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 73 城乡消费水平走向弥合



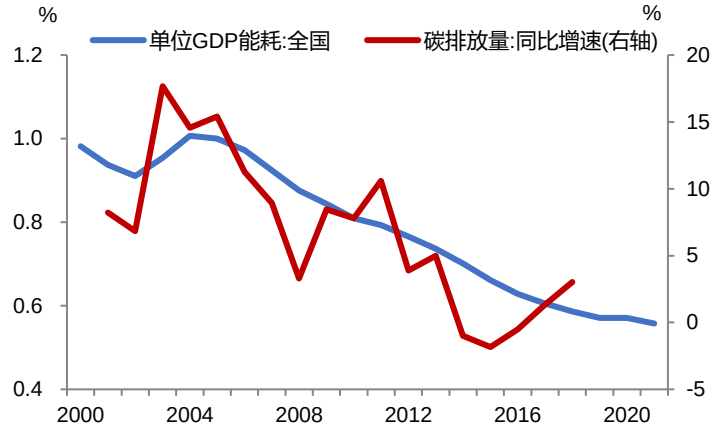
资料来源：Wind，华安证券研究所

4.“碳达峰、碳中和”顶层设计的陆续落地，将推进化石能源消费替代和工业高端绿色转型升级，大力发展新能源并构建清洁低碳高效安全的能源体系，降低工业产业的能源消费和碳排放，逐步实现经济增长和碳排放的脱钩。

1）清洁能源对煤炭消费呈“X”字形快速替代。2020 年我国能源消费总量 49.8 亿吨标准煤，天然气、水电、核电、风电等清洁能源消费量占能源消费总量 24.3%，较 2014 年提升 7.4%，同期煤炭消费量占比从 66%下滑至 56.8%。总体定量目标要求非化石能源消费占比在 2025、2030 和 2060 年分别达到 20%、25%和 80%，能源结构加速调整进一步显性化。

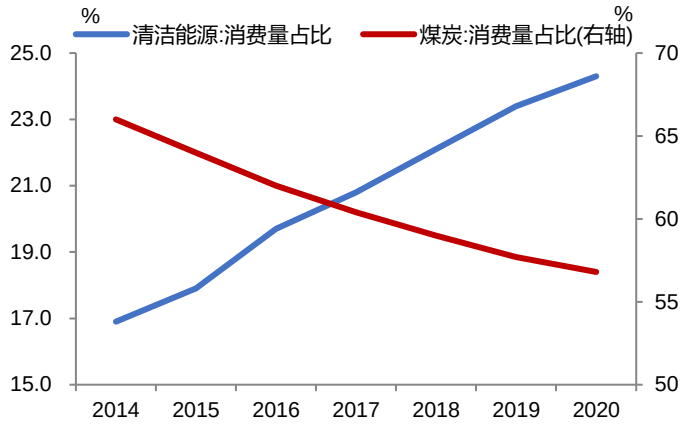
2）能耗控制方面，“十一五”首次将能耗降低纳入发展目标，2006 至 2020 年三个五年规划期间我国单位 GDP 能耗降低 41.3%，远超同期美国的降幅 21.9%。总体定量目标要求 2020 至 2025 年单位 GDP 能耗和单位 GDP 二氧化碳排放要下降 13.5%、18%，2020 至 2030 年单位 GDP 二氧化碳排放要下降 65%以上，从而顺利实现 2030 年前碳达峰目标。

图表 74　单位 GDP 能耗和碳排放量增速呈下降趋势



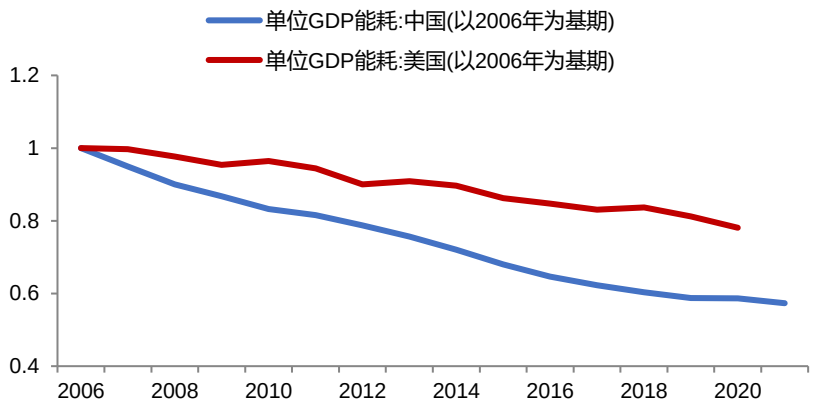
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 75　清洁能源快速替代煤炭消费



资料来源：统计局，华安证券研究所

图表 76　“十一五”以来我国单位 GDP 能耗显著降低

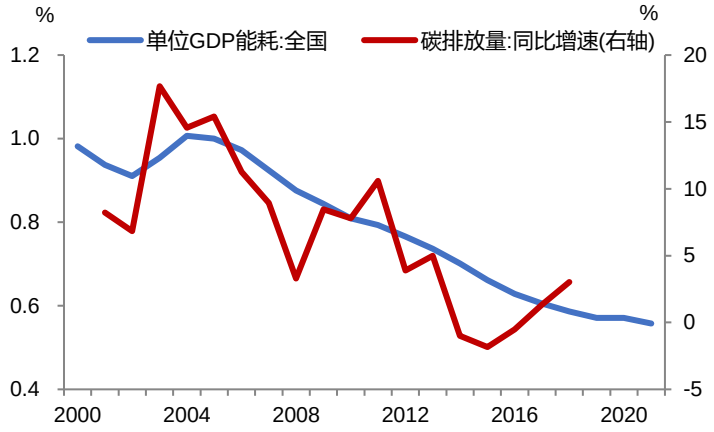


资料来源：Wind，华安证券研究所

5.推进共同富裕。改革开放以来，社会主义市场经济的发展带动一部分地区、一部分人先行富裕，社会贫富差距逐步增大。2020 年我国基尼系数为 0.47，70%省（市、自治区）可支配收入低于全国平均，城乡人均可支配收入比值达 2.56，近年差距有所收窄。

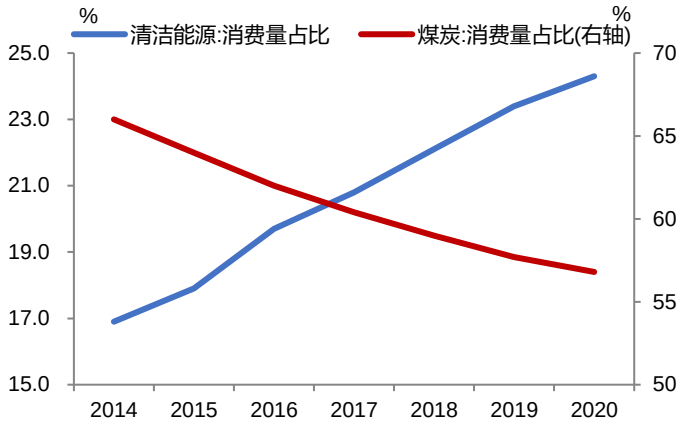
共同富裕是社会主义的本质要求和最大的优越性，秉持五项原则、缩小三大差距、构建三次分配体系是实现共同富裕的重要任务。共同富裕成效在于通过激活低收入群体的高消费边际，夯实社会消费基础，进而构建国内双循环发展格局。1）收入不平衡：构建并完善初次分配、再分配、三次分配协调配套基础性制度，形成中间大、两头小橄榄型分配结构，加大税收、社保、转移支付等调节力度，促进教育公平、优化公共服务供给，畅通向上流动通道，实现中等收入群体比重的不断扩大；2）城乡不平衡：加快推进新型城镇化、土地制度和户籍制度改革，落实乡村振兴战略、建立健全城乡融合发展机制，提速农业农村现代化进程，形成城乡共荣的新关系新格局；3）区域不平衡：促进各区域间的协调发展和生产要素自由流动，完善税收调节、转移支付和产业帮扶政策，增强区域发展的平衡性。

图表 77　单位 GDP 能耗和碳排放量增速呈下降趋势



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 78　清洁能源快速替代煤炭消费



资料来源：统计局，华安证券研究所

5 资产配置建议和宏观预测概览

综合以上对全球宏观以及国内政策、经济、通胀等的展望：全球来看，我们认为随着美联储收紧货币政策、财政刺激退坡，美国经济景气度逐渐回落，美股可能承压；全球通胀同比可能有所缓解，预计实际美债收益率将上行，从而打压黄金；原油维持前述判断，即四季度至 2022 年上半年波动向上，下半年可能承压；鉴于美国经济复苏强度可能整体好于欧洲，美国货币政策收紧力度也强于欧元区，预计美元可能上行，从而给人民币汇率带来贬值压力。

国内来看，鉴于四个季度经济增速可能维持平稳波动、通胀方面 PPI 前高后低、CPI 前低后高，整体名义 GDP 同比可能前高后低，叠加货币政策维持稳健，社融和信贷增速也可能前高后低，预计 10 年期国债收益率一季度维持高位，后续趋下行，但空间可能较为有限。国内权益市场则可能逐渐从受益于经济复苏的周期板块向受益于低利率环境的科技、消费板块切换。

图表 79 2021 年四季度-2022 年宏观主要指标预测

指标	年度预测				季度预测							
	2019	2020	2021E	2022E	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4E	2022Q1E	2022Q2E	2022Q3E	2022Q4E
经济												
实际 GDP 当季同比（%）	6.0	2.3	5.1	5.5	5.0	5.5	4.9	5.2	5.5	5.4	5.4	5.5
名义 GDP 当季同比（%）	7.3	3.0	8.0	9.4	7.1	8.2	7.7	9.1	11.3	9.2	7.8	4.5
工业增加值当季同比（%）	5.7	2.8	6.2	6.5	7.3	6.6	5.3	5.3	6.8	6.6	6.4	6.2
固定资产投资累计同比（%）	5.4	2.9	4.6	4.7	2.7	4.5	4.0	4.6	5.0	4.8	4.8	4.7
制造业投资累计同比（%）	3.1	-2.2	4.5	4.9	-1.5	2.6	3.6	4.5	4.8	4.7	4.8	4.9
房地产投资累计同比（%）	9.9	7.0	6.5	5.6	7.7	8.3	7.2	6.5	6.5	6.3	6	5.6
基建投资累计同比（%）	3.3	3.4	3.0	3.8	3.0	3.5	2.0	3.0	4.0	3.6	3.7	3.8
社零总额当季同比（%）	8.0	-3.9	4.0	5.5	4.7	4.6	3.0	3.8	5.0	5.4	5.6	6.0
出口美元当季同比（%）	0.5	3.6	15.2	7.5	14.4	14.3	16.1	16.0	10.0	8.0	7.0	5.0
通胀												
CPI 当季同比（%）	2.9	2.5	0.9	2.0	0.0	1.1	0.8	1.7	1.4	1.5	2.3	2.7
PPI 当季同比（%）	-0.3	-1.8	8.5	5.7	2.1	8.2	9.7	14.0	11.5	7.9	5.2	-0.9
GDP 平减指数当季同比（%）	1.2	0.7	5.2	3.9	2.4	5.3	4.7	7.3	5.8	3.8	2.4	-1.0
流动性												
新增信贷（万亿元）	16.9	20.0	20.1	21.8	7.9	5.0	3.9	3.3	7.3	5.4	5.2	3.9
信贷余额同比（季末%）	12.5	13.2	11.7	11.3	13.2	12.6	12.2	11.9	13.2	12.6	11.6	11.3
新增社融（万亿元）	25.7	34.9	31.4	32.2	10.3	7.5	6.9	6.7	10.1	7.7	8.1	6.3
社融存量同比（季末%）	10.7	13.3	10.5	9.7	12.3	11.0	10.0	10.5	10.1	9.9	10.0	9.7
M2（季末值）（%）	8.7	10.1	8.8	8.0	9.4	8.6	8.3	8.8	8.6	8.5	8.5	8.0
存款准备金率（大型金融机构）（%）	13.0	12.5	12.0	12.0	12.5	12.5	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
1 年 LPR（季末值）（%）	4.15	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
10 年期国债收益率（%）	3.14	3.14	3.08	2.80	3.19	3.08	2.88	3.08	3.05	3.00	2.90	2.80
财政												
预算赤字率（%）	2.80	3.60	3.20	3.00	—	—	—	—	—	—	—	—
新增专项债（万亿元）	2.15	3.75	3.65	3.25	—	—	—	—	—	—	—	—

资料来源：华安证券研究所测算

图表 80 主流经济机构对全球经济预测对比

经济机构	2020 年	2021 年	2022 年
IMF	-3.1	5.9	4.9
OECD	-3.5	5.6	4.3
World Bank	-4.2	5.8	4.4

资料来源：IMF、OECD、World Bank 官网，华安证券研究所

图表 81 IMF 对全球经济预测

资源区	2020 年	2021 年	2022 年
世界产出	-3.1	5.9	4.9
发达经济体	-4.5	5.2	4.5
美国	-3.4	6	5.2
欧元区	-6.3	5	4.3
日本	-4.6	2.4	3.2
英国	-9.8	6.8	5
加拿大	-5.3	5.7	4.9
其他发达经济体	-1.9	4.6	3.7
新兴市场和发展中经济体	-2.1	6.4	5.1
中国	2.3	8	5.6
印度	-7.3	9.5	8.5
东盟五国	-3.4	2.9	5.8
俄罗斯	-3	4.7	2.9
巴西	-4.1	5.2	1.5
墨西哥	-8.3	6.2	4
沙特阿拉伯	-4.1	2.8	4.8
低收入发展中国家	0.1	3	5.3

资料来源：IMF《世界经济展望》，华安证券研究所

图表 82 OECD 对全球经济预测

资源区	2020 年	2021 年	2022 年
世界产出	-3.4	5.6	4
OECD 国家	-3.2	6.2	4.1
美国	-3.5	6.5	4
日本	-4.8	2.7	1.8
英国	-9.9	5.1	4.7
加拿大	-5.4	4.7	4
中国	2.3	7.8	4.9
印度	-7.4	12.6	5.4
俄罗斯	-3.6	2.7	2.6
巴西	-4.4	3.7	2.7
墨西哥	-8.5	4.5	3
沙特阿拉伯	-4	2.6	3.9

资料来源：OECD《全球经济展望中期报告》，华安证券研究所

图表 83 World Bank 对全球经济预测

资源区	2020 年	2021 年	2022 年
世界产出	-3.5	5.6	4.3
发达经济体	-4.7	5.4	4
美国	-3.5	6.8	4.2
欧元区	-6.6	4.2	4.4
日本	-4.7	2.9	2.6
新兴市场和发展中经济体	-1.7	6	4.7
中国	2.3	8.5	5.4
印度	-7.3	8.3	7.5
俄罗斯	-3	3.2	3.2
巴西	-4.1	4.5	2.5
墨西哥	-8.3	5	3
沙特阿拉伯	-4.1	2.4	3.3

资料来源：世界银行《全球经济展望》，华安证券研究所

风险提示：

1、货币政策收紧力度超预期：如果全球通胀上行压力加大，那么美联储加息时点可能提前，加息次数可能增多。如果国内通胀压力超预期加大，那么货币政策可能超预期收紧。
2、经济增速不及预期：如果全球疫情超预期演化，那么全球和中国经济可能不及预期。
3、模型测算有偏差：鉴于数据可得性、指标有效性等问题，模型测算可能存在偏差。

分析师与研究助理简介

分析师：何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。