

外有忧 内无患

分析师：

李明玉（宏观金融研发总监）

执业资格号：F0299477

投资咨询号：Z0011341

电话：021-22155630

E-mail: limingyu@xhqh.net.cn

审核人：李强

要点：

2021 年全球主要经济体都在疫情反复的阴霾下复苏。发达经济体中，美国经济率先走出衰退的泥潭，受益于大规模财政补贴和宽松的货币政策，强韧的内需成为本轮全球复苏的主要拉动者。然而疫情防控和经济修复的不均衡导致全球供应链严重堵塞，供需错配矛盾突出，推升全球商品价格快速攀升，通胀压力前所未有。

展望 2022 年，全球范围内疫苗接种有序进行，口服药有望量产推广，全球经济增长继续回归正常化。全球供应链阻塞有望逐步疏通，新兴市场国家生产供给进一步修复，供需矛盾大概率缓解，全球通胀压力有望缓解。同时随着财政刺激效应减弱，复苏动能可能面临断档风险。以美国为首的海外经济体大概率迎来经济与通胀的双拐点。海外最大的风险在于短期高通胀持续时间可能超预期，进而导致美联储超预期收紧。

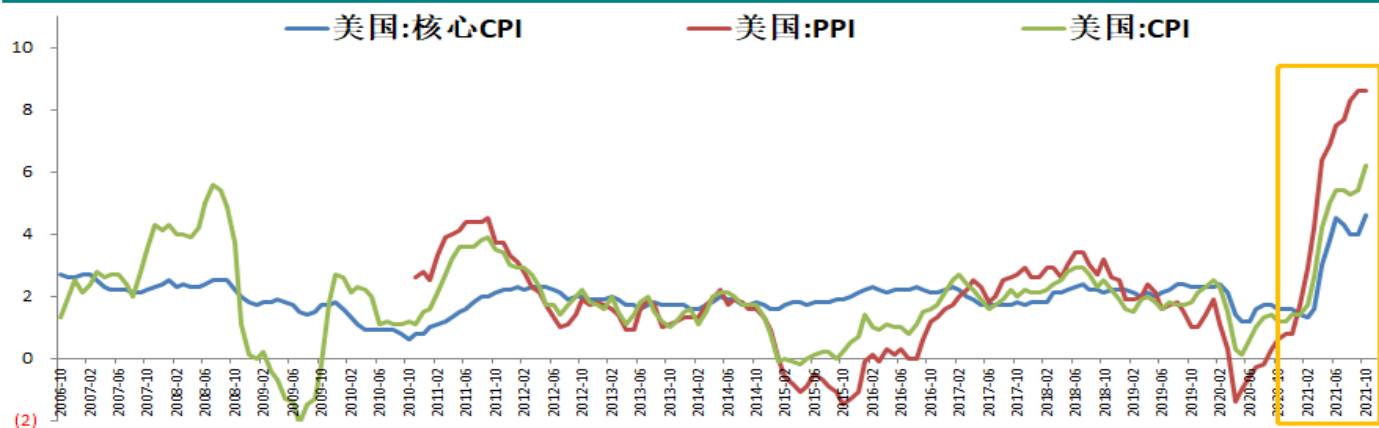
国内方面，在经济下行压力不断增加，未来出口大概率走弱、经济结构转型中“房住不炒”基调下地产投资继续下行，稳增长诉求提升，同时党的二十大召开在即，中央政治局以及中央经济工作会议明确明年“稳”字当头，政策大概率前置，基建、制造业将成为 2022 年逆周期调节的主要抓手。相比于今年财政“超收减支”，2022 年财政更加积极，财政支出要前置，加快财政支出进度。财政和货币要协调联动的新提法下，货币政策需要配合积极的财政政策落地与推进，这也意味着 2022 年在财政政策积极发力的同时，货币政策的宽松空间值得期待，降准、降息都可以期待。需重点关注地产下行的惯性，这决定了固定资产投资“底部”以及基建、制造业等发力的力度。风险点在于海外超预期收紧的情况下，国内政策宽松幅度受限；海外疫情超预期恶化导致出口韧性延续，国内政策发力低于预期。

撰写：2021 年 12 月 20 日

一、后疫情时代，2021 年海内外宏观经济回顾

回顾 2021 年，全球经济受疫情的影响逐渐减弱，实现持续复苏；同时由于供应瓶颈和能源价格持续上涨，全球通胀压力不断积累，各国央行开始考虑逐步退出宽松政策，其中部分新兴市场国家已经提前宣布加息，美联储也已经于 11 月宣布 Taper，并于 12 月宣布加快 Taper。在这一年里，全球资本市场的交易逻辑依次围绕“经济复苏-通胀抬升（滞胀）-政策收紧”来进行。站在当前时点，全球经济已过了复苏最快的阶段，疫情对经济的拖累已经显著减轻，通胀压力也已经接近峰值，同时资产价格对高通胀和政策收紧的预期已经反映得非常充分。

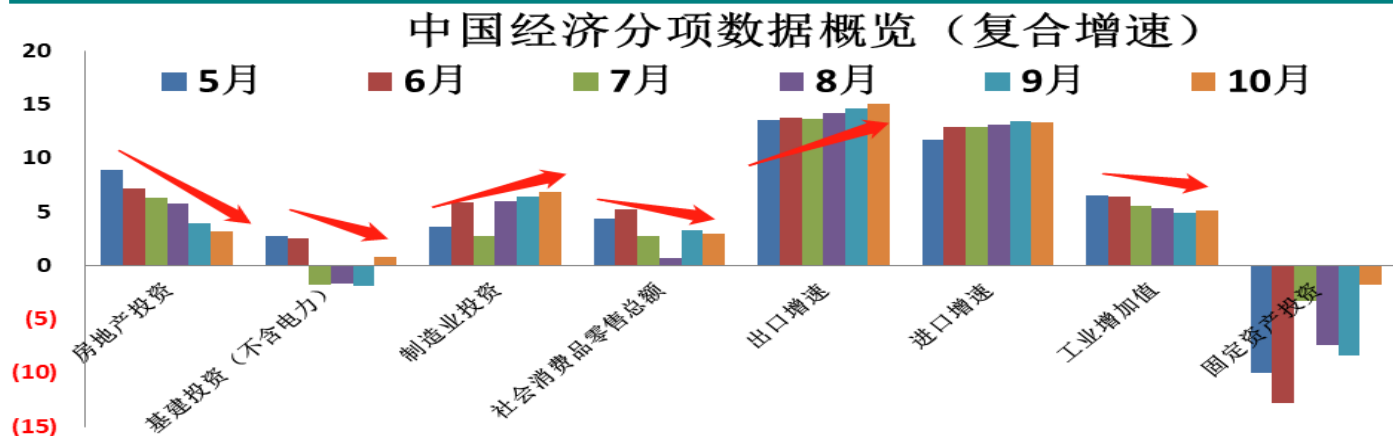
图 1 供给因素以及政策宽松推动美国通胀大幅上行



数据来源：Wind 新湖期货研究所

2021 年全球疫情反反复复，海外供应受到明显的抑制。这一方面使得我国出口维持高位，另一方面也给海外通胀带来上升压力。我国疫情虽然远好于海外，但服务业仍明显受到疫情抑制，这间接推高了工业占 GDP 的比例，不利于单位 GDP 能耗降低。受疫情的影响，2021 年我国宏观经济的不同部门表现差异较大。对比 2021 年 1-10 月份主要经济指标的两年平均增速与 2019 年同比增速，服务业生产受疫情抑制较为显著，而工业生产表现较好；我国消费受国内疫情的抑制较为显著，出口因为海外供应受海外疫情抑制而表现较好。固定资产投资受疫情影响相对较小，但国内政策分化导致房地产、基建、制造业投资的表现有所不同。

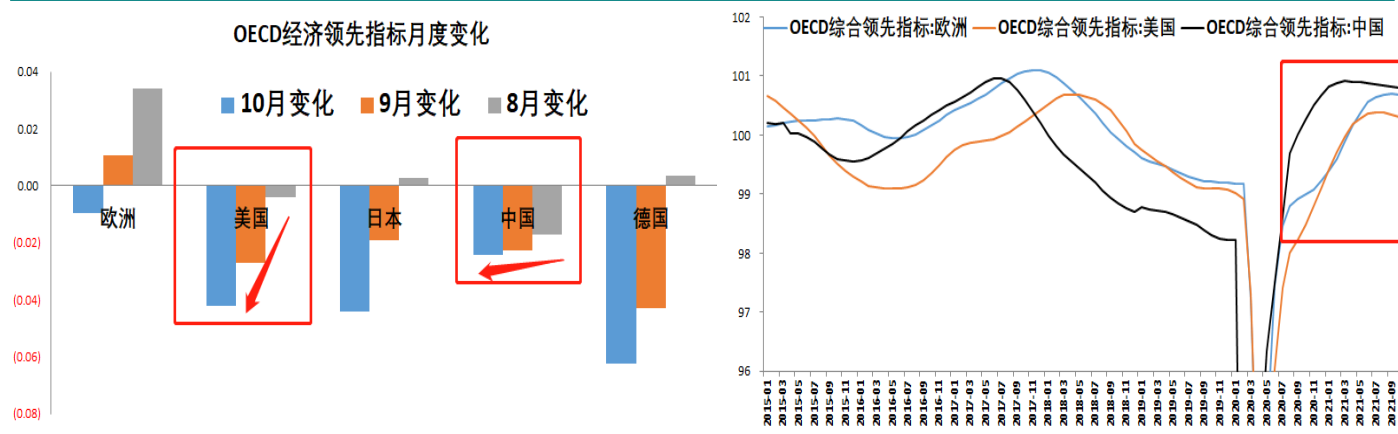
图 2 中国宏观经济不同部门表现明显差异



数据来源：Wind 新湖期货研究所

从中美两大经济体的经济与政策周期对比来看，首先经济周期上，美国在货币、财政双宽松的推动下，受到供应链、原材料、劳动力、进口等诸多因素的影响，美国进入高通胀状态，其CPI与核心CPI分别超6%和4%，创下30年来新高，因此美国更多体现的是“胀”。而中国经济在房地产以及地方债务调控的影响下，经济结构转型过程中出现了“稳中有落”的特征，2021年三季度GDP经济增长环比接近0，中国因为出口的韧性支撑经济，全年稳增长诉求始终偏低，财政发力明显滞后，因此中国经济更多体现的是“滞”。因此对应中美两国的政策周期来看，美国更多体现是“宽”，而中国政策上更多的体现的是“紧”。

图3 中美两国经济周期分化：中国先行走弱，美国延续修复，但动能已经走弱



数据来源：Wind 新湖期货研究所

图4 中美两国经济周期分化



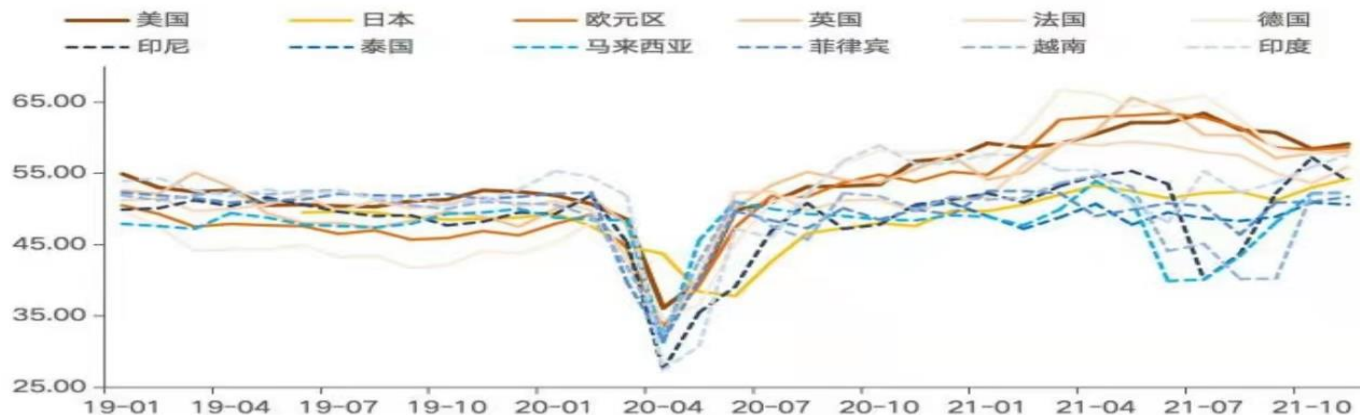
数据来源：Wind 新湖期货研究所

二、2022年财政刺激高峰已过，海外经济与通胀将迎双拐点

疫情爆发以来，得益于美国拜登政府多轮大规模财政刺激，以美国为代表的发达经济体的表现整体强于新兴市场，成为全球需求的主要增量；而得益于前期防疫较为谨慎，以亚洲为代表的新兴市场则成为全球生产的主要提供者。2021年年中以来，在德尔塔变种毒株的冲击下，由于疫苗分配不均以及“抗疫”模式选择的差异，发达经济体和新兴市场经济出现了进一步分化：一方面，虽然美欧等发达经济体疫情有所反弹，但由于前期建立了较高的疫苗屏障和直升机撒钱导致的居民“平躺”响应模式，其经济活动对疫情感知明显钝化，其需求始终保持一定的韧性；另一方面，前期疫苗接种相对

滞后的亚洲新兴经济体受高死亡率等因素困扰，部分生产明显停滞。这种差异，使得全球范围内的供需矛盾突出。

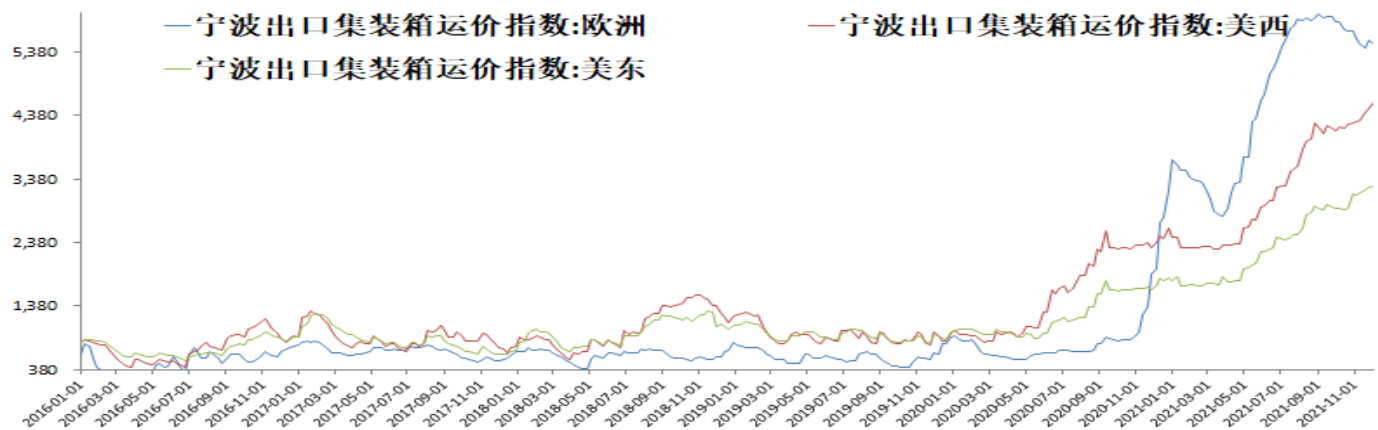
图5 发达与新兴经济体经济分化导致全球供需错配矛盾突出



数据来源：Wind 新湖期货研究所

此外，2021 年年初以来，受生产活动恢复、海外财政刺激等因素的影响，全球对航运行业的需求迅速增加，叠加 2021 年疫情反复的背景下，港口运转能力相对受限，造成全球航运业运转效率下降，航道、港口出现大面积阻塞。与此同时，美国物流环节压力也达历史高位，物流能力受限也拖累了供应商交货，从而进一步限制美国商品供给。从能够反映供需情况的库存数据来看，虽然 2021 年在价格推动下，美国名义值快速上升，但企业库存实际值自疫情以来实际上是持续下降的，这表明供需错配情况仍在恶化，进而导致美国经历了一轮反常的高增长与高通胀走势。

图6 航运阻塞导致集装箱运价暴涨，加剧供需矛盾



数据来源：Wind 新湖期货研究所

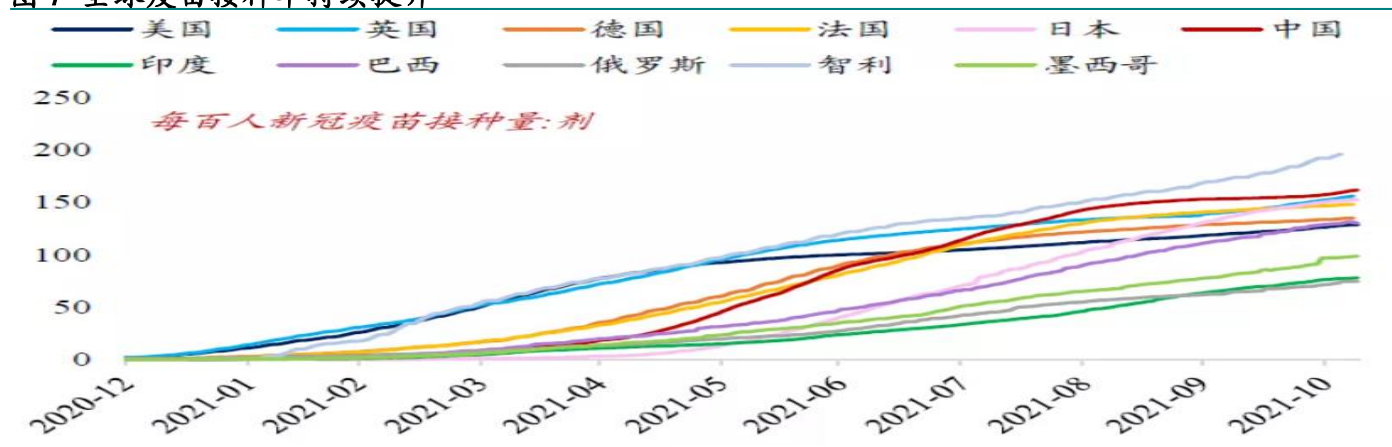
美国自身经济修复特点是导致其通胀压力高企的重要原因。具体从供给端来看，直升机撒钱模式导致美国劳动力回归缓慢，在物流行业尤为突出。从需求端来看，美国对海外进口的强依赖，加剧港口压力。一方面，大规模财政刺激推升了商品需求；另一方面，从消费结构看，在疫情叠加多轮财政刺激的作用下，美国“宅经济”相关消费明显增多，信息及音视频设备、休闲商品等耐用品消费占商品总消费的比例上升，而这类型商品更多依赖海外进口。因此，年初以来美国港口进港集装箱数量大幅超过疫情前水平。

当前来看，以美国为代表的海外通胀持续高企，仍然是需求韧性、供给刚性以及供需中间的物流

环节堵塞导致的错配矛盾。从这个角度而言，“胀”的压力可能将在相当一段时间内成为市场及货币政策的影响变量。接下来我们从美国经济的供需等角度看，尽管财政刺激延续、消费修复、地产韧性、就业好转等支撑美国经济延续修复，但是在政策边际转向的背景下，美国复苏最快阶段已经过去，同时复苏动能可能面临断档风险。

首先从供给端来看，2021年8月中旬以来，随着疫情的阶段性好转以及新兴市场主要生产国疫苗接种的明显提速，2022年全球疫情总体将持续改善，奥密克戎可能会带来短期不确定性。目前奥密克戎新变种病毒已经传播至27个国家和地区，该变种拥有蛋白突变，目前病患整体呈现年轻化、轻症化现象。目前已经有40余个国家采取断航、封锁等措施，短期全球开放边境进程放缓。奥密克戎的破坏性和影响仍需在未來2-3周观察，短期内可能对供应链和全球经济增长造成冲击，但基本假设仍是全球疫情将持续改善。

图7 全球疫苗接种率持续提升



数据来源: Wind 新湖期货研究所

新兴市场的经济活动出现明显回暖。往后看，在疫苗屏障的差异和“抗疫”模式的选择差异下，发达经济体可能仍将相较于新兴经济体有一定优势。但是随着疫苗接种的进一步推进、以及全球新冠肺炎的特效口服药有望在2022年量产，疫情对经济的冲击渐趋减弱，新兴市场的生产有望得到进一步修复。

图8 疫情对经济的冲击渐趋减弱

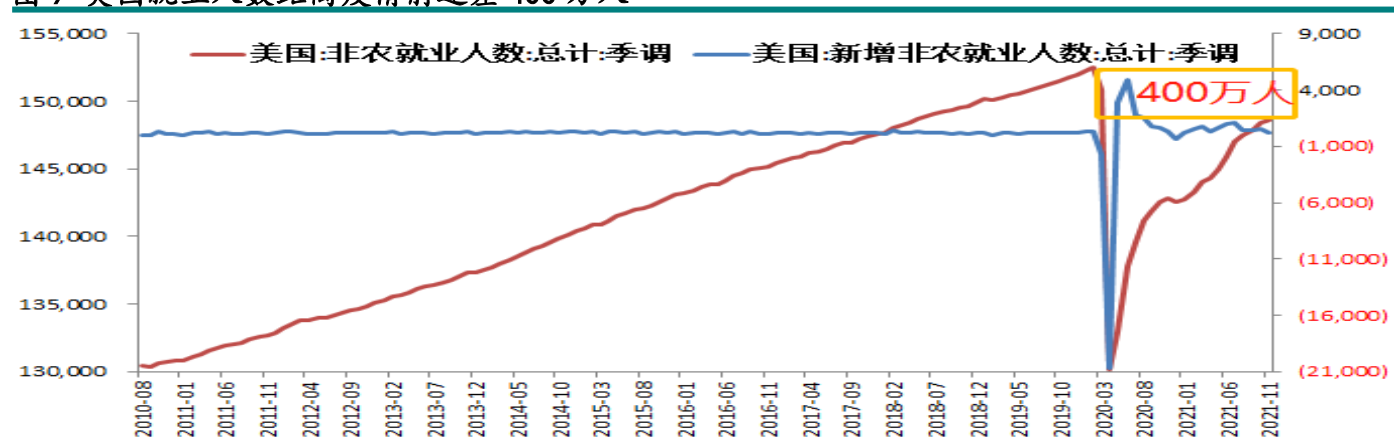


数据来源: Wind 新湖期货研究所

从美国就业供给的角度看，就美国国内而言，此前受财政补助拖累的就业意愿开始逐渐恢复。但

2021 年 9 月中旬，美国各州均已停止发放补充失业救济，从 10 月的劳动力市场数据来看，低学历、低龄人群的劳动参与率出现明显提升，带动 10 月美国非农就业增长触底反弹。往后看，随着财政补助的效用逐渐冷却，美国国内供给的拖累的因素有望逐渐缓解。目前美国距离疫情前就业人数还差 400 万人左右（8-10 月平均每月新增非农就业 44 万人），鲍威尔认为“2022 年下半年有可能实现充分就业”，我们认为 2022 年中就可能实现充分就业。唯一掣肘的就是劳动参与率依然明显低于疫情前水平，但这可能是因为疫情导致很多人永久性离开就业市场，比如老年人可能会考虑提前退休。

图 9 美国就业人数距离疫情前还差 400 万人

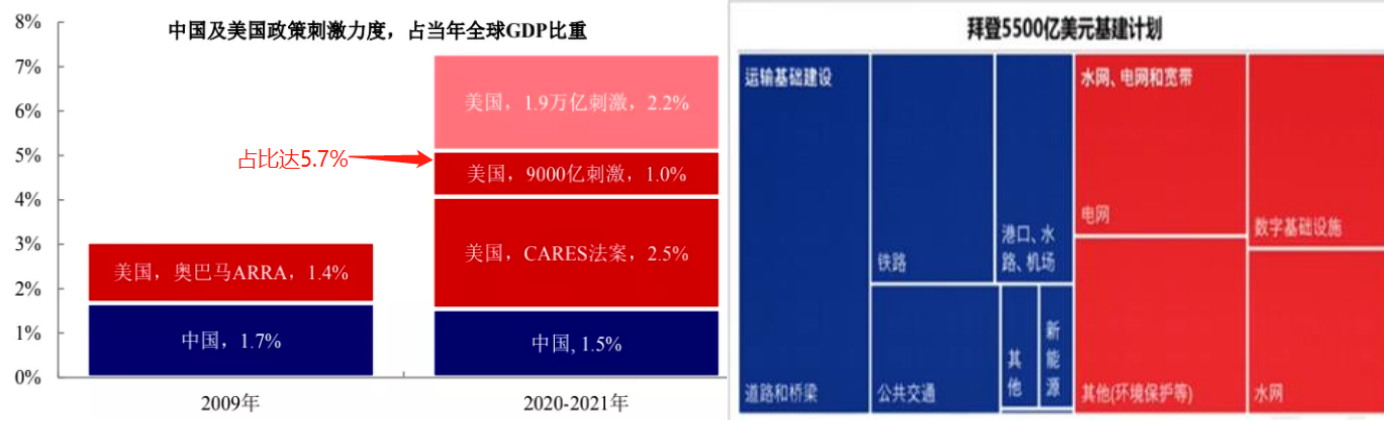


数据来源: Wind 新湖期货研究所

从货物供给端来看，伴随着美国白宫加大物流疏通投入，运输堵塞可能也会逐步缓解。就供应链混乱问题而言，美国白宫在 2021 年 10 月 13 日宣布了一个 90 天计划，通过推动洛杉矶及长滩等港口（这两个港口处理了进入美国 40% 的集装箱）将全天候运转、国际码头和仓库联盟（ILWU）员工延长工作时间、和沃尔玛 UPS 联邦快递等大公司合作来解决供应链问题。2021 年 11 月 3 日，美国白宫发布了供应链追踪仪表盘，预期未来每半个月更新一次，来追踪洛杉矶和长滩等港口的进口集装箱数量。而近期数据也已经出现了边际改善：根据美国白宫，2021 年 11 月 8 日，在码头上滞留超过 9 天的集装箱数量较 2021 年 11 月 1 日已经下降了 20% 以上；截至 2021 年 11 月 5 日，波罗的海干散货指数从 10 月 10 月初的高点 5647 降至 2718。从这个角度看，如果随着疫情影响逐渐过去，其他新兴市场经济体生产恢复及美国国内供应链问题逐步缓解，一方面中国的出口份额可能会受到挤压，美国的通胀压力也将有所缓解。

再从需求端来看，这里主要分政策以及消费来看。首先本轮疫情以来，美国是此轮全球疫后复苏阶段需求的主要提供者，其快速复苏来自于大规模的财政刺激和货币宽松。随着财政刺激高峰已过，联储开始减少购债，刺激政策转向背景下，美国经济复苏最快的阶段已经过去，经济增长回落是大势所趋。具体来看，自从 2020 年 3 月以来，美国三轮财政刺激总额达 5 万亿美元，约占全球 GDP 的 5.7%，力度明显高于 2009 年奥巴马 ARRA 的财政刺激。这也是此轮疫后复苏与 2008 年金融危机之后的一个较大的差别。相比之下，欧元区主要是受益于外部需求的受益者，而不是主要需求的溢出方。因此，此轮欧美疫后复苏的节奏主要看美国。

图 10 美国政策边际转向

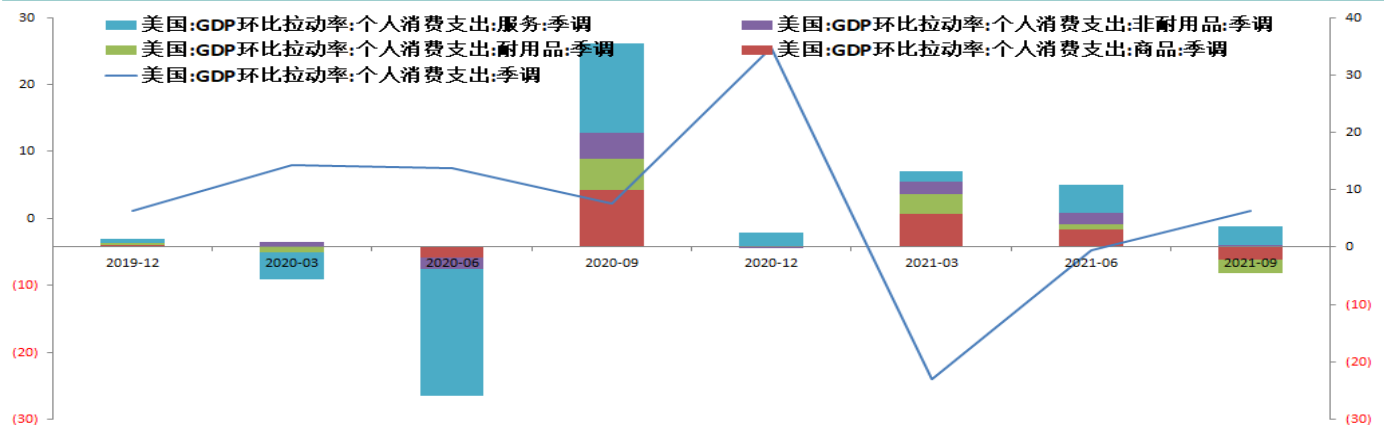


数据来源: Wind 新湖期货研究所

但是随着美国政策边际上开始转向,也代表美国复苏的最快阶段已过去,未来复苏动力甚至面临断档风险。从财政政策来看,刺激高点已过,2021年9月中旬美国补充失业救济金正式停止发放,尽管最近拜登政府推出了5500亿美元的基建计划,也在对1.75万亿美元的刺激计划进行讨论,但是这部分新增刺激的规模,与疫情这18个月左右的时间里面所投下去的财政刺激的规模相比,还是不可同日而语的。所以,随着后期财政刺激效应减弱,美国经济大概率也会进入到一个慢慢走低的趋势。

从货币政策来看,11月美联储会议上宣布开始逐步减少购债规模,并预计至2022年年中结束购债,这意味着联储的资产负债表扩张开始减速,流动性环境难以进一步宽松。同时,刺激政策的副作用开始显现:供给不足制约需求。从最新公布的2021年美国3季度GDP数据中,可以看到前期拉动经济的居民商品消费、居民地产投资均出现走弱。但此轮经济的不同之处在于,需求的走弱不完全代表了当期消费或投资意愿的下降,也有供应链制约下“买不到”的影响。

图 11 美国经济拉动从商品向服务转向

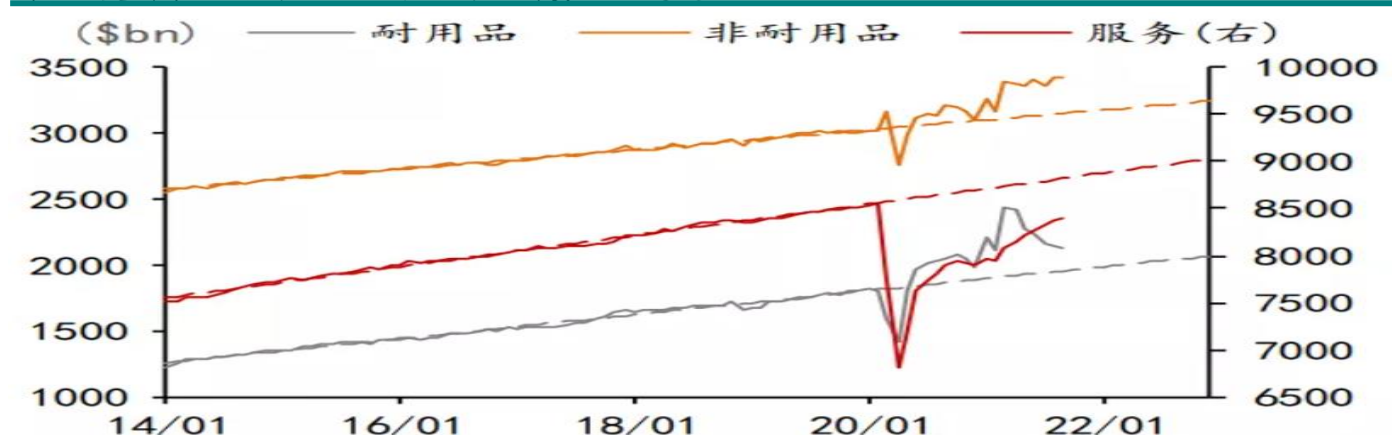


数据来源: Wind 新湖期货研究所

从上文基于需求端的分析来看,美国经济主要复苏动力是个人消费,其在美国经济中的占比超六成,基于上文全球疫情逐渐好转的假设,未来美国的复苏动力将从商品进一步转向服务。此前由于疫情的影响,个人服务消费严重受抑制,而耐用品以及非耐用品消费随着房地产等的火热持续修复,甚至耐用品以及非耐用品消费已经严重透支。服务业的复苏主要来自于疫后管控的进一步放松。尽管全球疫情并未完全平息,但部分发达经济体已开始选择“与疫情共存”,重新开放边境。比如美国在11

月正式对 33 个国家完整接种疫苗的旅客开放陆地和空中边境。美国作为服务贸易顺差的大国，开放边境将拉动跨境旅游相关服务业的进一步回暖。除此之外，美国辉瑞制药公司（Pfizer）11 月 5 日公布的中期试验结果显示，其研发的口服抗新冠药物，可以将感染者住院或死亡风险降低 89%，这可能将助推服务业的恢复。由于美国个人消费中的服务自我修复仍在持续，一定程度上可以平滑美国经济下滑的斜率。

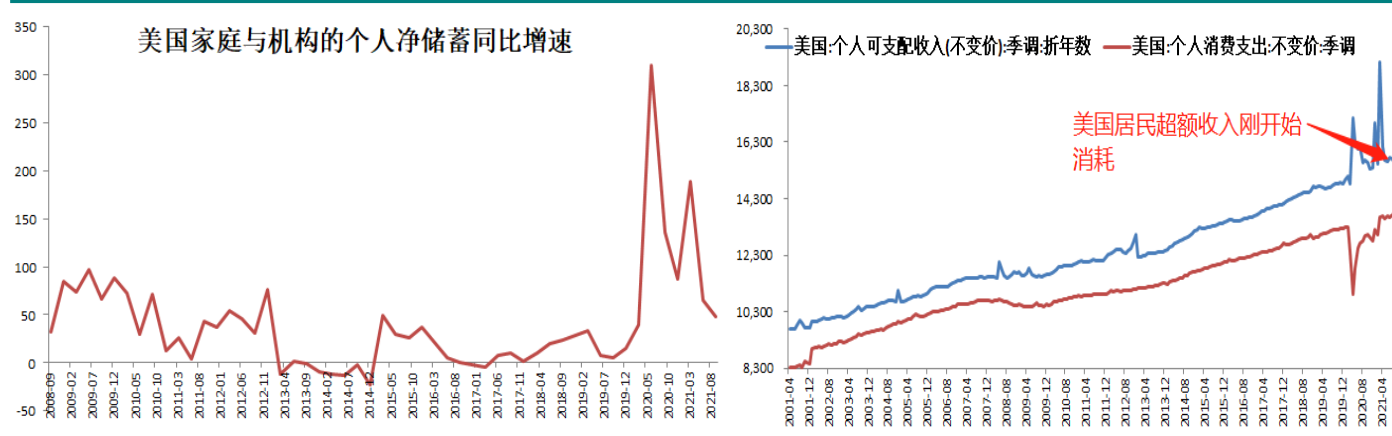
图 12 美国个人耐用品以及非耐用品消费已经透支



数据来源：Wind 新湖期货研究所

此外，从美国居民总收入来看，多轮财政刺激导致美国居民收入大幅高于疫情前水平，美国居民增加超额储蓄约 2.25 万亿美元，这部分超额储蓄 2021 年 9 月份开始才刚进入消耗期，财政刺激提振的最终需求可能尚未完全释放。由于 2021 年以来美国经济受到了明显的供给约束，导致居民无法消费而不是不想消费，这也意味着居民最终需求的释放可能因此被迫平滑。一方面，新冠疫情以来服务部门的恢复缓慢，美国居民消费中最重要一环收到明显的供给制约。另一方面，2021 年 3 季度以来物流环节的阻塞也妨碍了美国居民消费能力的释放。这些受供给制约的需求逐渐释放同样可以平滑美国经济的下滑斜率。

图 13 美国的直升机撒钱导致的储蓄高升短期继续支撑消费延续韧性

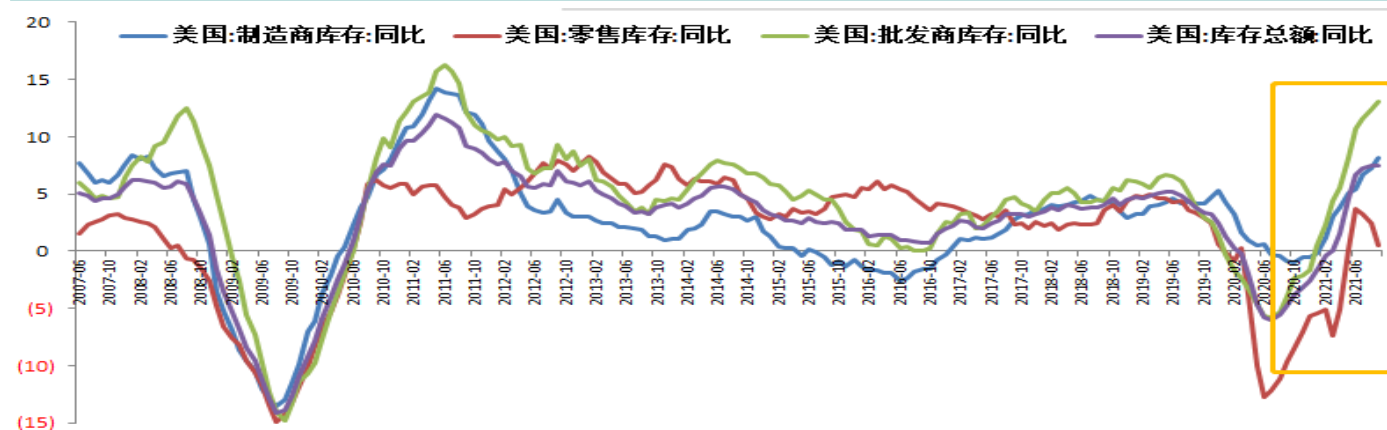


数据来源：Wind 新湖期货研究所

进一步看，由于疫情导致运输不畅及商品供应不足，近几个月美国零售商店的商品短缺明显加剧，价格亦加快上涨。这使得部分消费者提前备货，尤其是为圣诞节提前备货。今年以来美国制造业及批发商均持续补充库存，但是零售商的库存并未明显增长，今年 9 月份零售商库存反而环比下降。在当

前美国零售额远好于疫情前的背景下，零售商是愿意补充存货的。但是，消费者的提前备货消耗了零售商的存货。消费者为圣诞节的提前备货预计还能持续1个月。尽管明年上半年美国财政救助对消费的激励效果会持续衰减，但是美国消费品库存的回补以及美国低利率对消费的激励会使得美国消费需求增速回落相对较慢。当前美国零售商库存明显偏低，库存的回补预计需要1年左右的时间。疫情之后，美国虽然大幅降息，但并未马上起到刺激消费的效果，因为消费者拿到了大量财政救助，不太需要去借贷消费。今年5月份以来，随着财政救助效果衰减，美国消费信贷增长明显加快，低利率对消费的激励效果开始体现。这对美国消费需求也构成一定的支撑。考虑到美联储货币政策收紧，预计明年下半年美国利率会明显回升，货币宽松对消费的激励效果会明显减弱，消费需求增速会加快回落。

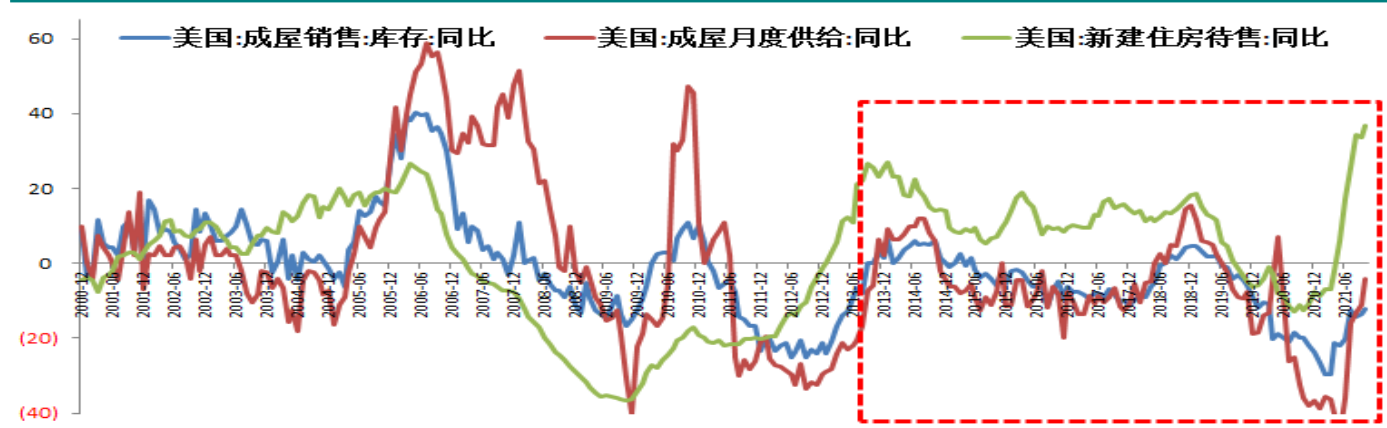
图 14 明年美国零售商的补库对年初的经济有支撑



数据来源：Wind 新湖期货研究所

最后，2020年疫情以来，美国地产360度无死角的好（买、建、库、融）的情况在2021年下半年有所变化。从当前美国的成屋库存来看，地产基本面依旧强劲（成屋销售库存以及供给比较低，但是待售房屋同比已经过高），不过地产与利率相关度较高，未来利率上行是否会影响到地产仍需拭目以待。短期地产投资延续韧性，但是销售持续不好的情形延续下去，库存起来，将大概率影响投资，进而导致投资韧性恐难以延续。

图 15 美国地产短期有韧性，但销售降温，韧性恐难延续

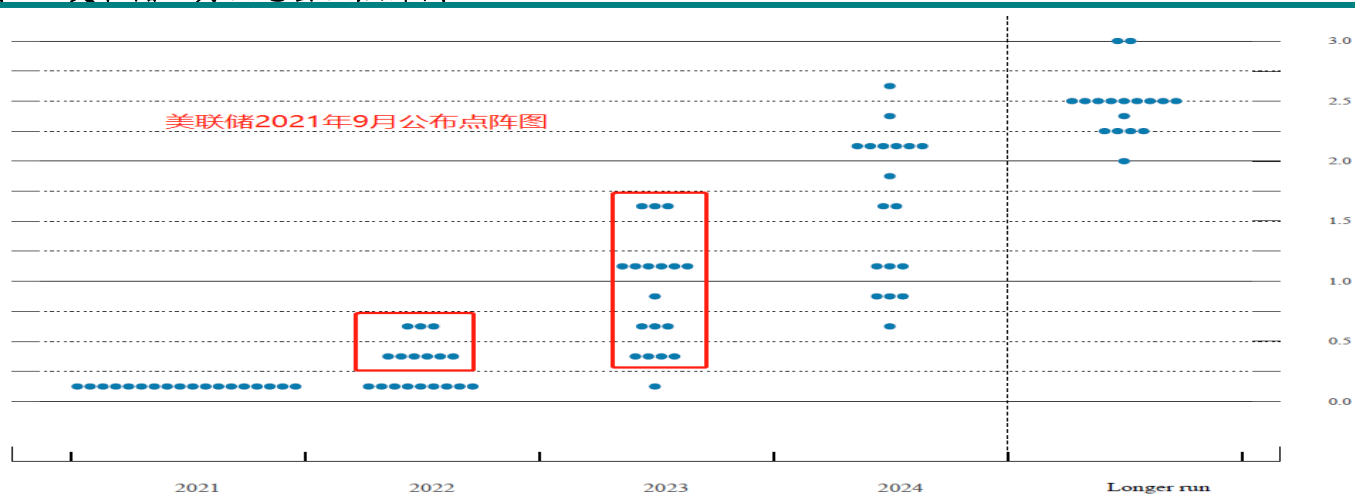


数据来源：Wind 新湖期货研究所

从美联储货币政策看，联储在做预期管理，未来依旧覆水难收，2022年大概率先鹰后鸽。11月30日鲍威尔出席美国国会参议院银行委员会的季度听证会时表示：是时候放弃通胀“暂时”这个词

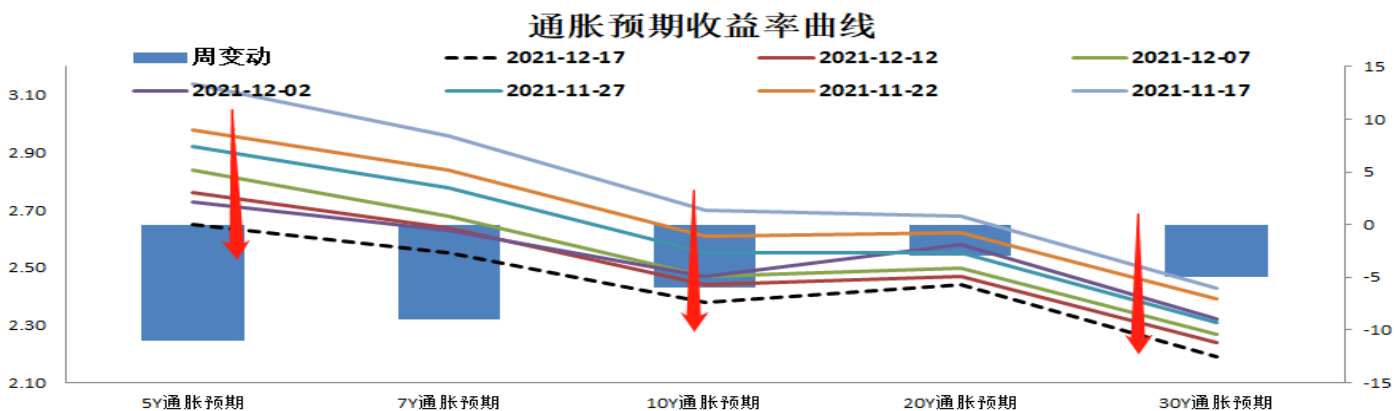
了…考虑在未来的联储会议上加快 Taper 速度。我们都知道鲍威尔一直以来都是坚定的鸽派成员，本次突然转鹰可能是实属无奈。我们知道近期美国通胀问题一直困扰着美国政局上下，而通胀问题是因为供给不足所致，同时货币政策收紧对于解决供给问题导致的通胀问题基本无效。那么基于这样的背景，鲍威尔突然转鹰可能就不是美联储真实的意图了。首先，今年以来由于拜登对当前供应链紊乱和能源价格上涨的控制无力，他的支持率和明年民主党中期选举的前景正在变得黯淡下来；其次，尽管鲍威尔一度卷入内幕交易的负面新闻，但拜登依然提名他连任了美联储主席。拜登为了赢得中期选举需要支持率，提高支持率需要通胀回落，通胀需要解决供应链紊乱的问题，而供应链需要防疫策略、恢复就业和国际协调，这些都需要时间，而时间的敌人是可能自我强化的通胀预期。所以美联储主席暂时放弃“通胀暂时论”并考虑加快 Taper，目的就是抑制通胀预期的上升，为拜登解决供给问题争取时间。通过表达对通胀的重视，来平抑通胀预期的不断上行，尽可能避免预期自我强化为“螺旋式通胀”。目前看，确实已经取得了不错的效果，美国通胀预期不断走低。对于明年美联储的动作，我们认为鉴于美国疫情反弹将大概率再度拖累就业，同时通胀和经济均上半年出现拐点，预计 2022 年美联储将“先鹰后鸽”。

图 16 美联储 9 月议息会议点阵图



数据来源：Wind 新湖期货研究所

图 17 美国通胀预期持续下行



数据来源：Wind 新湖期货研究所

此外，加快 Taper 可能并不意味着提前加息的到来，如果鲍威尔这次转鹰的表态的目的是为了抑

制通胀预期，尽可能避免通胀预期自我强化为“螺旋式通胀”。一旦“通胀螺旋”出现，无论经济和就业的修复情况如何，央行都将“被迫”加息。所以，如果鲍威尔突然转鹰的表态对抑制通胀预期起了很大的作用，那么明年联储加息的概率相反就会使是下降的。即使鲍威尔的表态没用，加息的概率也没有发生变化，依然取决于“通胀螺旋式上升”出现的概率。整体上我们认为 2022 年年底加息一次。

综合以上需求、供应以及货币财政层面的分析，我们预计海外经济与通胀迎双拐点，财政刺激高峰已过，货币中期依旧覆水难收，经济与通胀明年一季度延续韧性，二季度开始会有所回落。

三、“稳”字当头，政策发力前置，基建成逆周期调节主要抓手，关注政策预期差

2021 年中国经济增长走势呈现“前高后低”，上半年好于下半年，与年初市场主流预期差距不大。年初低基数叠加年初复苏（很大程度上源于“就地过年”政策），2021 年第一季度 GDP 增速高达 18.3%，但在疫情反复、能源“双控”、“房住不炒”等结构性政策的影响下，二季度后经济内生动能开始减弱，尤其是投资，消费表现也比较一般。相比之下，全球经济复苏带动贸易扩张，外需维持强劲，对 GDP 的贡献率远高于往年。

图 18 2021 年三驾马车对经济的拉动情况



数据来源：Wind 新湖期货研究所

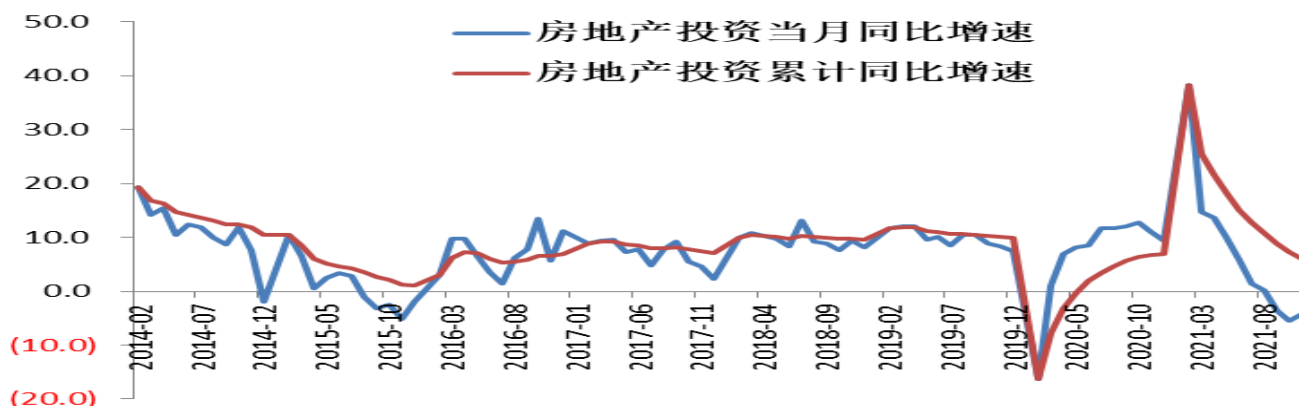
具体看主要原因在于：一方面在于 2020 年同期的低基数原因。2020 年因疫情对经济的扰动，上半年经济读数有个“坑”，所以 2021 年上半年同比读数自然会被抬高。另一方面是经济增长本身的原因。2021 年上半年，美国强化了财政刺激，下半年随着美国失业救济退出，商品消费见顶回落，出口的量也下来了，主要靠价格效应支撑，再加上前期不断加压的房地产调控措施开始见效，房地产投资也开始下行，所以从增长动能上看下半年也不如上半年。

整体而言，在出口的带动下，2021 年中国经济数据修复斜率偏缓，但“结构性”特征十分突出，同时需求结构与 2020 年相近，主线依然是疫情带来的影响。上半年经济韧性十足，使得稳增长政策相对“保守”；而下半年政策的影响开始显现，经济下行压力加剧，地产调控、环保限产、隐债治理等矛盾突出。展望 2022 年，国内经济的关注点或由“疫情相关”进一步向“内生动能”过渡，“以内为主”的结构特征可能愈加明显，尤其是在政治局会议以及中央经济工作会“稳”字当头基调的要求

下，政策大概率前置，基建、制造业将成为 2022 年逆周期调节的主要抓手。相比于今年财政“超收减支”，2022 年财政更加积极，财政支出要前置，加快财政支出进度。财政和货币要协调联动的新提法下，货币政策需要配合积极的财政政策落地与推进，这也意味着 2022 年在财政政策积极发力的同时，货币政策的宽松空间值得期待，降准、降息都可以期待。需重点关注地产下行的惯性，这决定了固定资产投资的“底部”以及基建、制造业等发力的力度。下面我们从三驾马车的角度来分析 2022 年中国经济的走势。

投资方面，2021 年尽管经济结构转型过程中，房住不炒基调下，房地产投资逐渐成为经济的拖累，同时由于海外出口的拉动，国内经济稳增长诉求一直偏低，财政发力明显后置，基建对经济的拉动一直低于市场预期。2022 年随稳增长诉求提升，逆周期调节政策的重启，投资尤其是基建以及制造业的投资将成为托底经济的重要抓手。

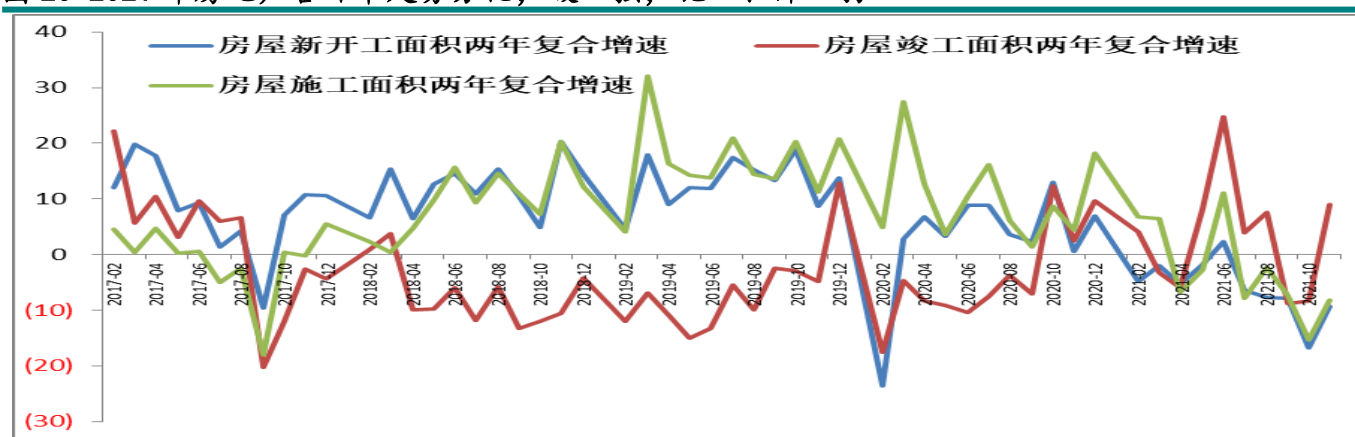
图 19 2021 年房地产投资压力显现



数据来源：Wind 新湖期货研究所

地产方面，2021 年初至今信贷政策的持续收紧导致房地产行业需求端明显收缩，销售表现持续走弱，同时集中供地政策间接提升了对房企拿地的资金实力要求，政策高压之下，房企信用风险加速释放，资金压力成为 2021 年制约地产投资的核心矛盾。2021 年上半年，地产投资在竣工环节的支撑之下仍呈现一定韧性，而下半年竣工增速在土地购置费基数走低、前端环节持续弱化的背景下快速回落，加之年内新开工、施工表现整体趋于下行，下半年地产投资对固投由带动转为拖累。此外，集中土拍使得拿地优势进一步向资金实力强的房企集中，导致年内多轮土拍热度降温、流拍率高企，在当前房住不炒的政策基调下，2022 年上半年地产新开工可能延续弱势，同时下半年土地购置费增速或有较大幅度回落，拖累投资表现。房地产投资或出现负增长情况。

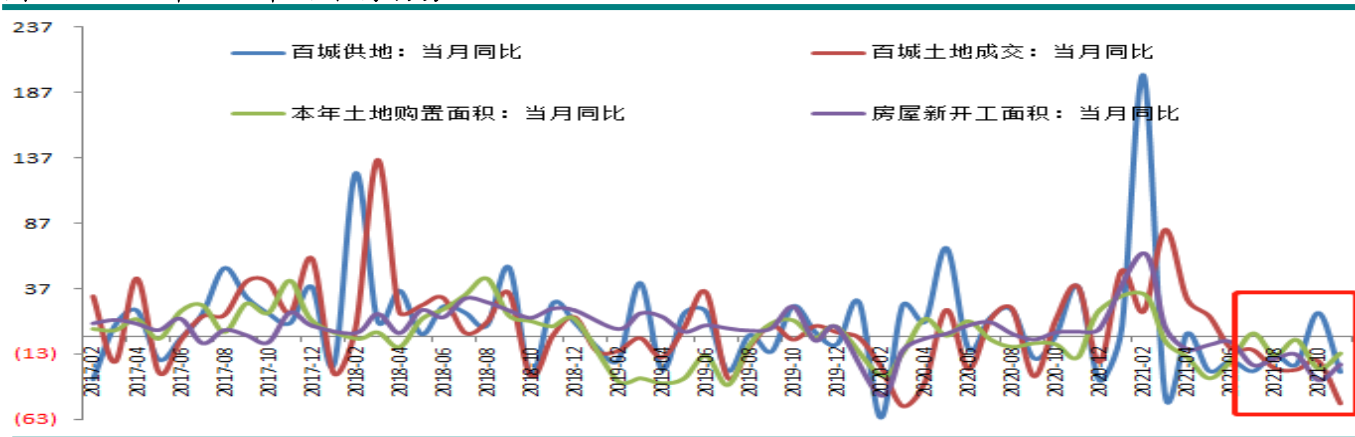
图 20 2021 年房地产各环节走势分化，竣工强，施工、开工弱



数据来源：Wind 新湖期货研究所

2022 年房地产行业景气度或继续下探。2021 年下半年以来，地产销售表现低迷，“旺季不旺”的特征突出，房企资金压力加剧；9 月末央行、银保监会召开房地产金融座谈会，指导金融机构保持房地产信贷平稳投放；10 月 20 日监管层面表态称，房地产市场合理的资金需求正在得到满足，指向地产信贷政策纠偏。10 月下旬，局部信贷政策小幅放松，短暂提振地产销售，但回升幅度有限，反映限购、房地产税政策的推广对于需求端的潜在约束较强，也暗示信贷政策收敛之下，市场对于房价下跌的一致预期正在形成。

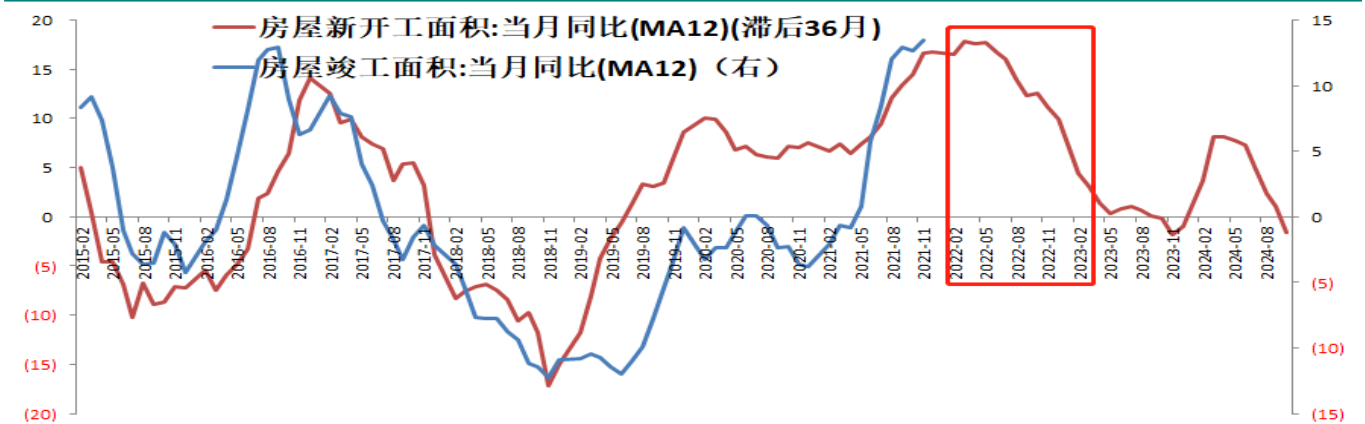
图 21 2021 年土地市场维持弱势



数据来源：Wind 新湖期货研究所

中央经济工作会议再度提出房住不炒的基调不变，自从 2016 年底中央提出“房住不炒”以来，中央对房地产调控定力较强，今年 9 月房地产金融座谈会后仅是微调托底，避免房企资金链断裂、保竣工交房和居民合理购房需求。而政策真正转向一般以购房政策放开与货币政策宽松为标志，有待触及保民生和防风险的底线，居民资产负债表是关键、房价是重要指标。今年 9 月统计局 70 城房价环比首月负增长，如果维持环比跌幅则在明年一季度末房价出现同比负增长，届时考验政策定力。当政策转向后，销售通常较快回暖，而投资拐点根据下行周期的长短有不同程度滞后。结合基数考虑，我们预计地产投资在明年上半年压力较大，三四季度开始改善。当前由于对房地产投资支撑的是过去因资金紧未完成的存量项目，根据新开工到竣工滞后 36 个月的规律，竣工周期可以支撑房地产投资到 2022 年下半年，因此在竣工周期的支撑下，房地产投资不至于时速下行。

图 22 2022 年竣工周期对房地产投资的支撑可以延续到下半年



数据来源: Wind 新湖期货研究所

制造业方面，2021 年以来，制造业投资尤其是高技术制造业投资保持了强劲的增长动能，前三季度固定资产投资、制造业投资、高技术制造业投资增速分别为 7.3%、14.8%和 25.4%。从两年复合同比增速来看，1-11 月制造业投资同比增长 6.87%，优于疫情之前 2019 年同期。今年以来制造业投资扩张动能强劲的重要原因之一是工业企业盈利处于高位，企业当前的中长期资本开支意愿仍然较强。从企业家信心指数和企业家宏观经济热度指数来看，虽然两项指标 2021 年三季度均出现明显回落，但企业预期仍好于即期，我们认为这主要是由于能耗双控执行力度强化以及疫情反复对企业生产端带来的阶段性负面影响所致，而并非趋势性回落的拐点。预计明年工业企业盈利仍有保障，制造业投资向好趋势不变。

图 23 制造业投资回复良好



数据来源: Wind 新湖期货研究所

2022 年政策层面的边际变化，有望拉动制造业投资。1) 能耗双控政策执行力度边际弱化。十一之后，政策端愈发关注保供稳价，10 月 8 日国常会明确提出“纠正有的地方‘一刀切’停产限产或‘运动式’减碳”，之后通过放开燃煤电价、煤炭增产增供等各类措施，平衡上中下游利润格局，今年以来工业产能利用率明显高于季节性，未来随着价格传导机制的畅通，有助于提振中下游制造业的开工和投资意愿。2) “财政前置”下，多地正密集谋划或申报 2022 年专项债项目，以在明年尽早发行和使用专项债，带动有效投资稳经济。预计明年基建投资大概率回暖，有利于推动制造业扩大设备投资与更新。3) 地产调控政策的“纠偏”，修正了市场对明年地产投资的极度悲观预期，预计与地产

链相关的制造业企业投资意愿将有所回升。此外，绿色贷款、普惠贷款保持较高增速，有望为制造业投资提供定向支持。

图 24 制造业利润格局有望改观

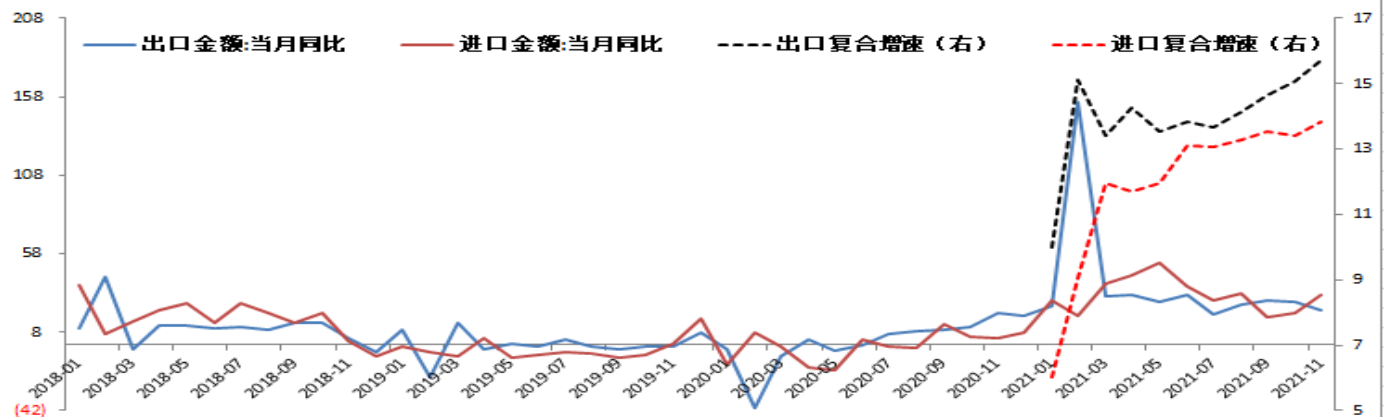


数据来源: Wind 新湖期货研究所

从制造业投资结构来看，和利润格局类似，今年受益于价格因子贡献，上游原材料行业对制造业投资拉动作用较大。在 PPI 触顶后，利润格局有望改观，中下游对制造业投资的贡献率或将提升。另外，随着疫情影响弱化，居民收入水平的改善有望推动明年消费品制造业投资贡献率温和修复综合判断，预计明年制造业投资增速将保持平稳。

出口方面，2021 年强韧的出口成为拉动国内经济增长的主要动能，从结构上看，2021 年非耐用消费品（服饰鞋帽等）、中间品（集成电路等）、资本品（电气设备等）出口表现均偏强，一是财政补贴效应明显提振消费需求，二是海外经济复苏中，对于生产资料的进口以及设备投产需求在高位。但从进度来看，美国供应链修复进度并不理想，2021 年以来 ISM 制造业 PMI 供应商交付分项基本保持在 72% 以上的历史高位，10 月再度上行至 75.6%，显示当前海外供应链仍承压，供需缺口短期内或难有明显改善，叠加前期订单交货的影响，预计上半年出口仍有望保持高景气。

图 25 出口是 2021 年拉动经济的主要动力



数据来源: Wind 新湖期货研究所

中国出口延续强劲一方面依赖于美国的财政刺激政策，财政向居民发钱转化为了居民对于商品和住房市场的购买力，全球多数国家受疫情影响产出还没有完全恢复，要满足美国商品和住房需求主要依赖于中国的工业产能。此外，中国出口的扩张还依赖于份额抬升。2020 年主要是因为中国率先控

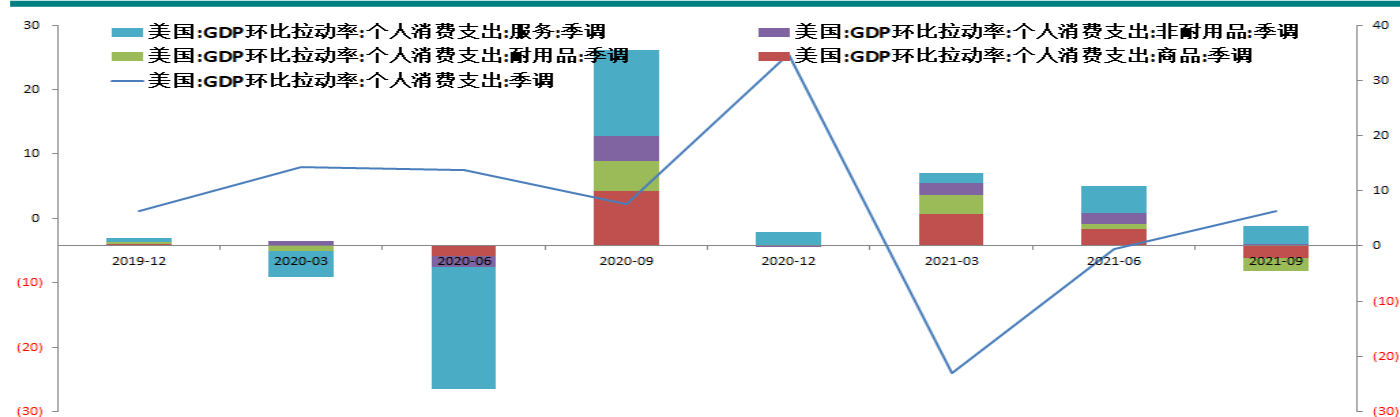
制了疫情，而其他国家因疫情无法复工复产，所以出口需求只能靠中国承接。到了 2021 年，中国出口份额的扩张主要是因为疫苗周期错配，疫苗接种率高的主要在发达经济体，新兴市场疫苗接种率不高。在传统的全球化框架下，新兴市场要么是生产国、要么是资源国，在部分产出品上，与中国是存在替代关系的。年中 Delta 变种病毒在东南亚扩散，在疫苗接种率不高的状况下，重症和死亡率居高不下，削弱了新兴市场的订单交付能力。全球出口订单也只能向交付确定性高的中国转移了。根据 WTO 的统计口径，2020 年中国出口占全球出口总额的比重达到了 14.7%，相比于 2019 年提高了 1.6 个百分点。2021 年以中国占 31 个国家（有公布数据）出口比例为例，可以看到 2021 年中国出口的占比依旧明显高与疫情前水平，并且前 8 个月的占比比 2020 年还提高了 1.2 个百分点。

图 26 中国出口份额维持高位



数据来源：Wind 新湖期货研究所

图 27 美国消费从商品转向服务消费



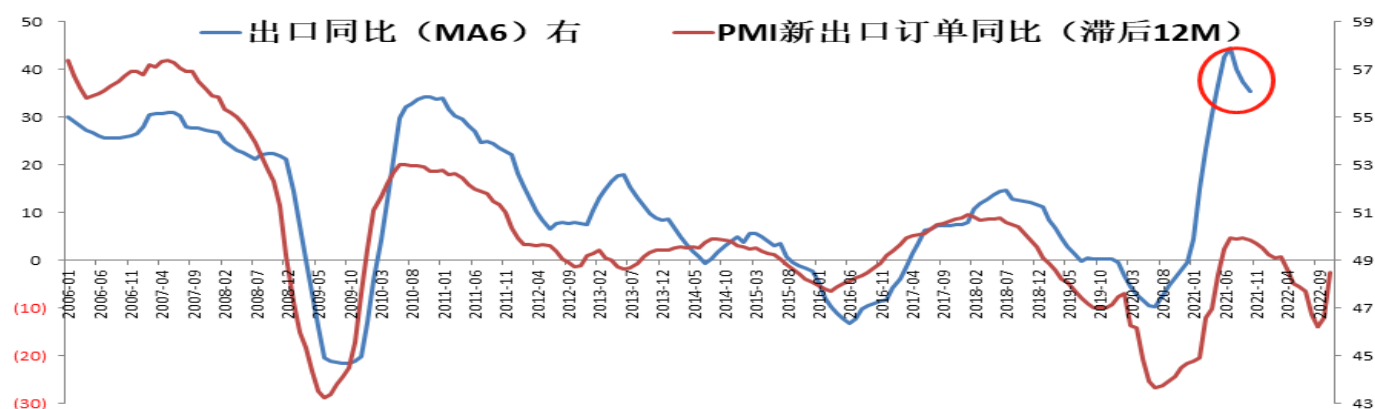
数据来源：Wind 新湖期货研究所

明年出口最大的风险在于美国财政效力减退且商品消费转向服务消费。无论我们如何强调中间品和资本品对于我国出口的拉动，但其实背后的根源都在于欧美的商品需求，尤其是美国的商品需求，因为中间品和资本品的出口本质也是直接用于或者服务于最终商品生产。那么，后续美国商品消费下滑一方面直接拖累我国消费品出口，另一方面通过国际生产链条影响我国中间品和资本品出口，出口对我国经济的拉动可能逐渐减弱。但是年初美国零售端补库存的需求可能对出口依旧有拉动（海外部分详细分析，此处不再赘述）。

我们依据“订单—生产—库存—出口”的出口链条，当前订单和生产环节已经开始回落，或预示

后续出口的回落风险。从通信电子行业的出口链条来看，生产对于产成品存货存在领先关系，产成品存货对于出口金额也存在领先关系，但疫情后的港口拥堵和运输瓶颈使得出口链条的时滞进一步拉长，进而导致当前 PMI 新出口订单和出口金额出现分歧（当前 PMI 出口新订单已经连续多月处于荣枯线下方，通信电子行业生产也初现拐点，但因为运输瓶颈的存在，库存仍在上升，出口也保持韧性）。

图 28 出口回落迟到不会缺席

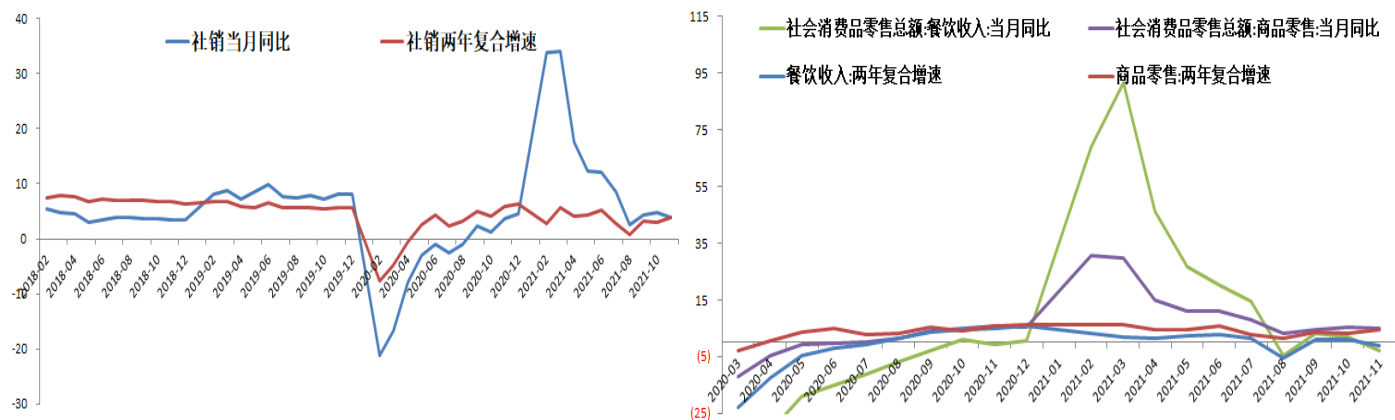


数据来源：Wind 新湖期货研究所

整体看，我们倾向于认为 PMI 新出口订单的信号只是滞后而非失真，出口订单和生产环节的走弱终将传导至最后的库存和出口环节，出口面临实质性的下行压力。当前的航运瓶颈导致出口存在虚假繁荣的可能，明年出口存在一定变数，海外撤单风险可能出现。鉴于美国商品消费让位于服务消费，全球供应链恢复的替代作用，以及基数效应等因素，我们预计 2022 年出口金额同比或回落至小个位数。基数和货币政策的影响下，上半年出口表现或强于下半年。

消费方面，疫情“阴晴不定”，消费温和复苏。2021 年初，国内北方疫情局部爆发、“就地过节”等防疫要求导致消费的春节效应表现不及往年同期；而后 5 月广东疫情、7 月江苏疫情、9 月福建疫情、10 月内蒙古疫情及其扩散影响，继续扰动社零修复，截至 2021 年 10 月，社零两年平均增速仅有 4.6%，距离疫前的 8-9% 左右的增速尚有较大差距。

图 29 疫情扰动下，消费低迷，其中服务餐饮影响最大



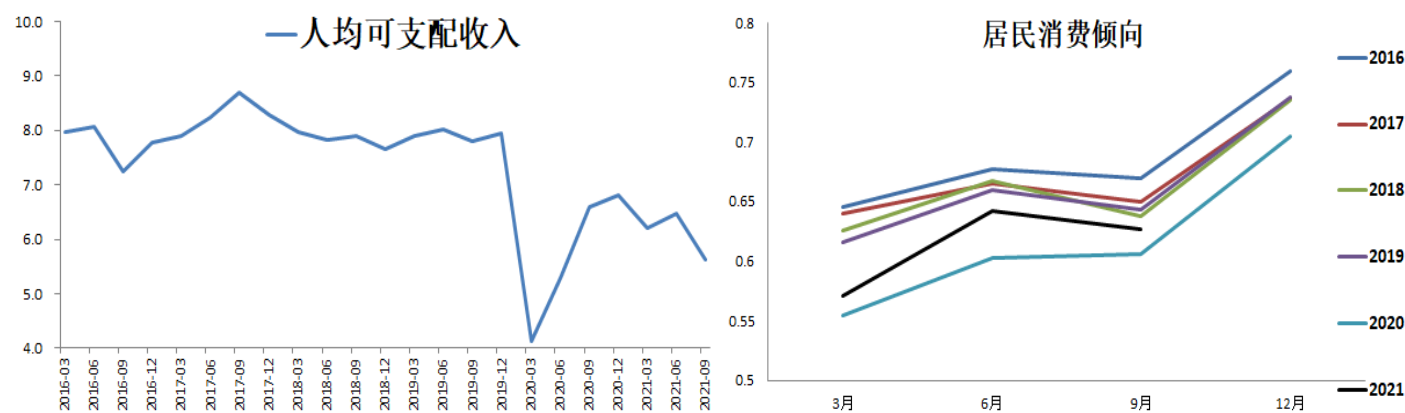
数据来源：Wind 新湖期货研究所

从社零口径来看，2020 年以来，餐饮收入占全部社零总额的比重下降至 10-11% 区间，而 2018、2019 年各月维持在 11%，与此同时，商品零售增速（两年平均）在 2021 年逐步回落至 4% 以下，低于

2018 年的平均水平，且自 2020 年之后持续超过社零总增速，说明餐饮消费对于社零的拖累效应持续存在，而当前社零主要依靠商品零售拉动，社零口径之外，出行数据也仅恢复至疫前的 70-80% 左右，修复进度偏慢，这一特征在 2022 年可能延续。

除了影响居民活动半径之外，疫情所导致的可支配收入增速放缓、消费意愿的下降或是抑制消费修复斜率的潜在因素，但二者缺口正趋于收窄。2021 年三季度，全国居民人均可支配收入累计同比增速（两年复合增速）为 5.1%，相较于 2020 年已有明显改善，但与 2019 年之前 6-7% 左右的增速相比仍有差距。同时人均消费支出的累计增速修复斜率要好于收入，反映消费意愿回升较快，二者缺口水平正向疫前靠拢，但是可支配收入所代表的消费增速“上限”修复偏缓慢，意味着中长期内社零复苏的斜率可能偏温和。此外，结构层面，明年社交经济将受益于疫情影响淡化，汽车消费将受益于芯片供应改善。必选消费短期展现抗周期性且存提价可能性，或量稳价升。可选消费或在明年下半年受益于经济小复苏。综合判断，基数影响下，我们预计 2022 年社零同比增速三季度增速可能略高，下半年整体表现或好于上半年。

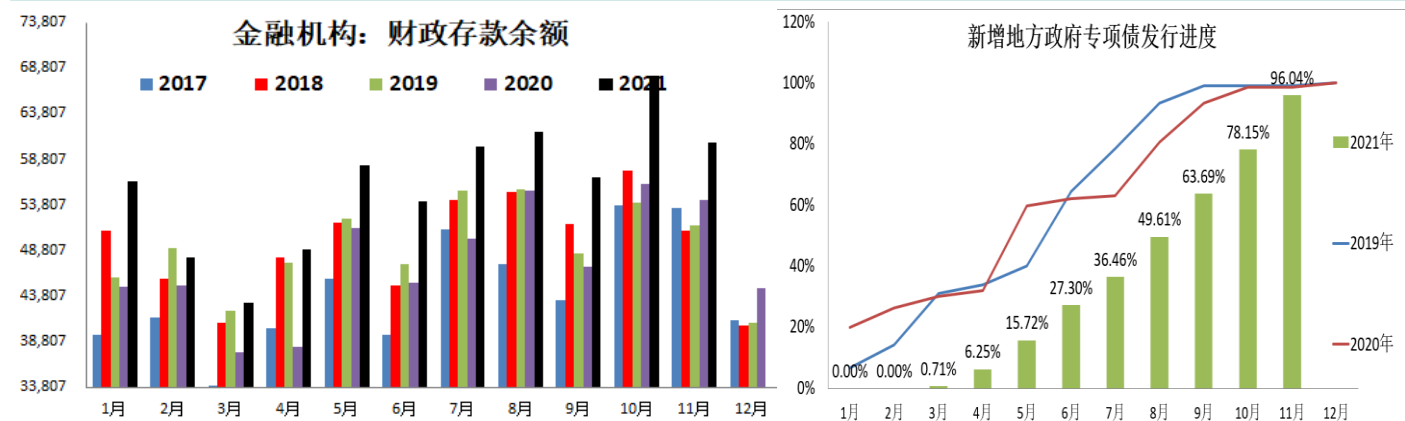
图 30 收入低迷，消费意愿低



数据来源：Wind 新湖期货研究所

基建方面，中央政治局会议以及中央经济工作会议强调“稳”字当头，同时重提逆周期调节，在明年经济下行压力较大的背景下，明年在地产下行趋势不改的背景下，基建将成为稳增长的重要抓手，并且大概率前置。

图 31 2021 年财政发力后置

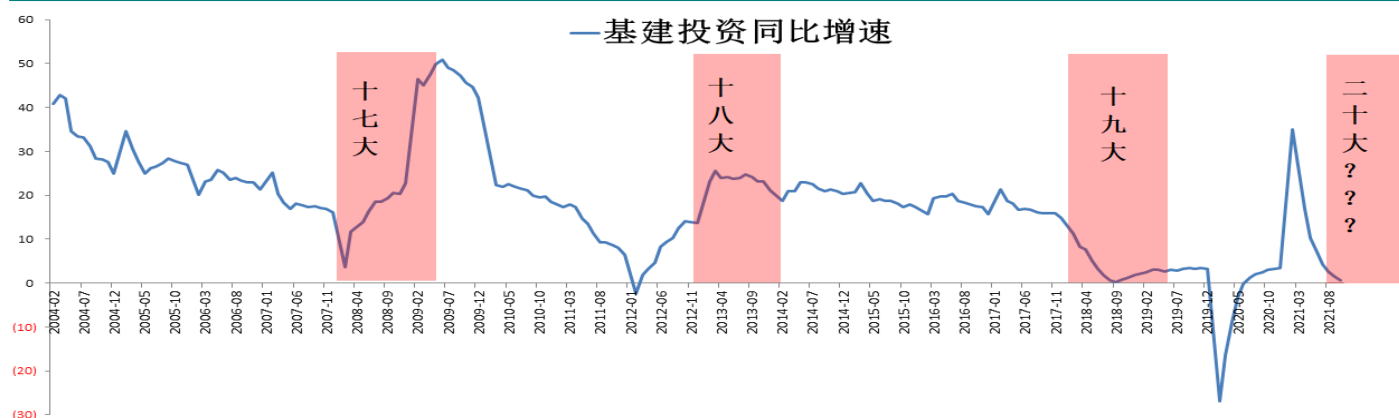


数据来源：Wind 新湖期货研究所

2021 年 GDP 增速目标设定比较保守，为改革与疫情不确定等留出空间，财政发力诉求不强，及时开源节流、化解隐性债务成为重点，年初总理曾提出降低政府杠杆率的要求，因此今年看到财政盈余、政府债发行慢、基建投资弱等现象。但明年地产和出口下行比较确定，消费弹性仍取决于疫情发展，财政有必要提供平衡之力，并且今年的财政盈余也为明年的重新扩张提供保障。我们预计明年赤字率回归 3% 以传递正常化信号，但通过结余结转和调入、实际赤字规模较大幅度扩张。此外，明年财政前置的节奏特征与今年恰相反。

通常来讲赤字率 3% 被认为是国际安全线，我国对政府债务长期保持克制，自设定预算赤字以来，仅 2020 年因疫情特殊性突破 3%，今年已下调至 3.2%，明年预计进一步下调至 3% 以传递正常化信号。事实上，赤字率的信号意义大于实质，我们估测明年 3% 的赤字率对应预算赤字约 3.57 万亿，仍较今年持平。而财政结余和调入资金（预算稳定调节基金、国有资本经营预算和政府性基金）的增量可远高于该规模，是预算弹性来源。今年前三季度，一般预算收入进度比往年（2016-2020 年）同期快 4.4 个百分点、支出进度慢 3.8 个百分点，财政存款累计增幅（体现收支结余变化）也显著高于往年同期，预示今年财政结余规模大，为明年实际赤字提供扩展空间。

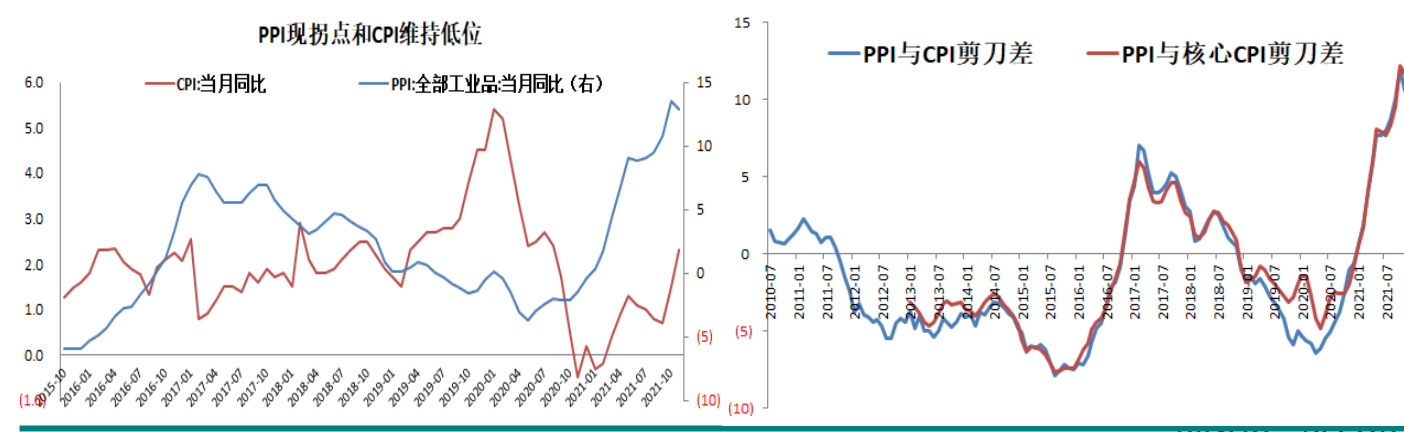
图 32 换届之年，基建发力诉求强



数据来源：Wind 新湖期货研究所

诉求角度，换届之年稳经济诉求强，地产和出口压力需要基建作对冲。2012 年同样是换届加地产出口下滑的背景，当年基建投资增速达 13.7%、是 2011 年 6.5% 的两倍多，可作为一个参考。整体看，作为拉动经济最重要的把手，一般换届次年投资增速具备大幅上冲的可能，换届当年的增速也普遍不低。

图 33 通胀结构分化明显

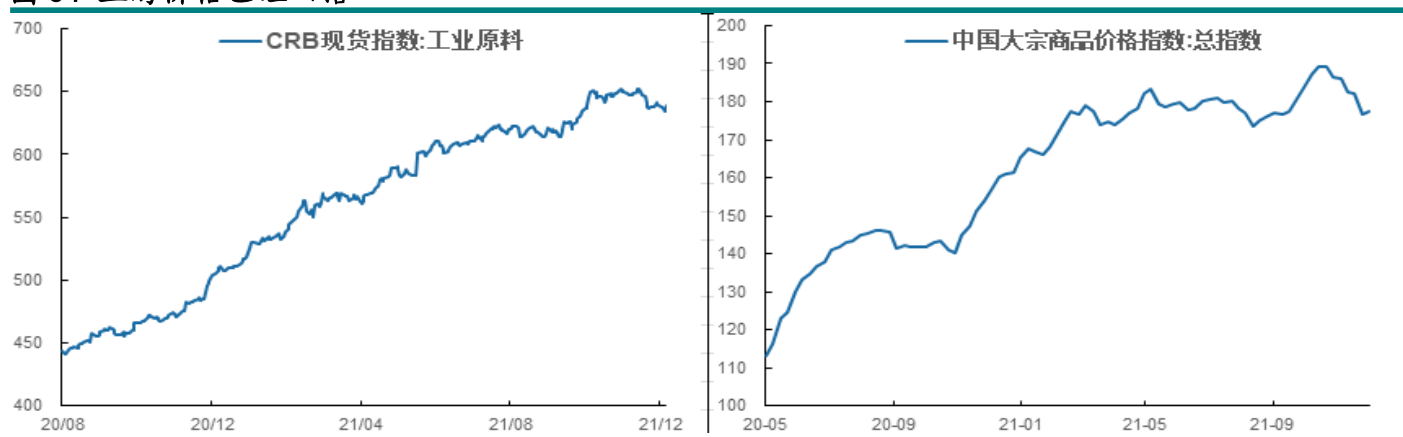


数据来源：Wind 新湖期货研究所

通胀方面，猪油难共振，通胀无忧。2021 年通胀整体呈现结构分化、PPI-CPI 剪刀差创历史新高。PPI 由海外供需错位、转为国内供给约束逻辑而接力上涨，另一面 CPI 因猪周期下行压制、服务业修复缓慢等因素低位徘徊。

PPI 方面，PPI 由上游生产资料定价，去年底至今有两轮较快上涨，驱动力由海外供需错位、转为国内供给约束因素为主。近期随着国内保供政策初见成效，PPI 上行接近尾声。第一轮是去年 11 月至今年 5 月，代表涨价商品是原油、铜铁矿等，海外供需错位占主因，例如美国耐用品需求旺盛消耗铜、但南美铜矿在罢工，这段时期国内更多是输入性、成本推动的涨价。今年 6 至 8 月因全球流动性退潮、Delta 病毒影响复苏节奏、美联储 QE 退出预期推升美元指数等，上游商品价格整体进入震荡期。第二轮是今年 8 月以来，代表涨价商品是煤炭、化工、铝和水泥等，主因国内缺煤缺电和能耗双控，针对上游工业限产政策加剧供需紊乱，PPI 也创出历史新高。10 月中旬以来，发改委出台煤炭保供稳价政策组合拳，煤价腰斩式下跌，从能源电力到上游工业品供给约束或边际缓解，PPI 已经迎来拐点。

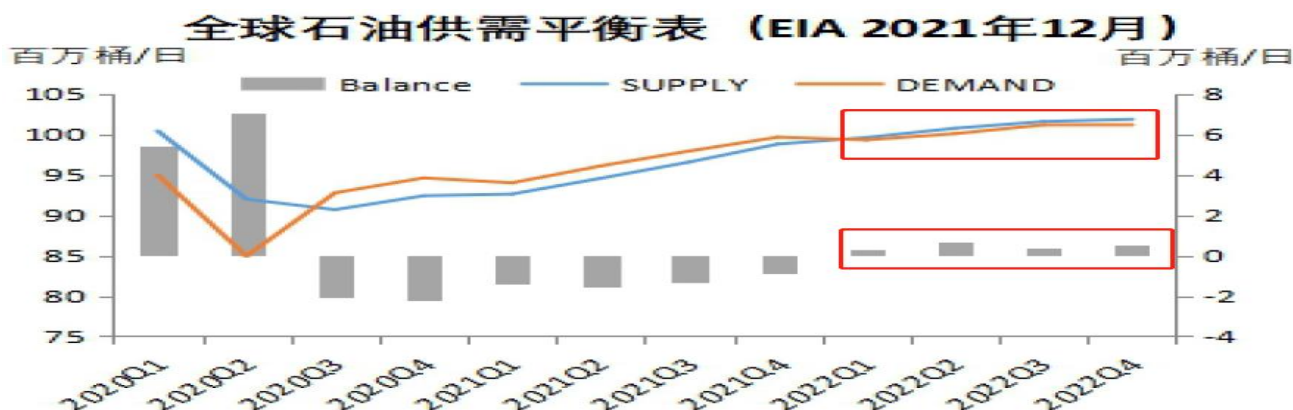
图 34 上游价格已经回落



数据来源：Wind 新湖期货研究所

明年上游供需继续改善与基数提升，预计 PPI 在前三季度回落、四季度企稳。一是国内供给端约束政策有望纠偏、能耗管理更有弹性，且随着明年增长结构由重工业向轻工业、工业向服务业切换，能耗压力也会自然消减，供给冲击的风险下降；二是价格是自动稳定器，今年上游利润修复刺激的产能投资有望在明年形成产量投放，例如北美的油、南美的铜、以及国内的煤等；三是明年美联储 QE 退出甚至加息、海外流动性不再扩张，国内外需求都在放缓，需求端压力不支持大宗商品继续上涨。经验上，PPI 也和地产投资与出口相关度高。节奏上，今年底到明年三季度 PPI 回落概率比较高，四季度内需修复可能带动 PPI 企稳。

图 35 22 年原油供应偏剩，原油价格重心大概率下移



数据来源：Wind 新湖期货研究所

CPI 方面，CPI 内部结构分化大，今年食品价格下跌与非食品涨价相互对冲，服务价格明显落后于工业消费品涨幅，物价分化的背后，猪肉供给过剩、服务需求不足与工业消费品成本传导的逻辑相互独立。今年 CPI 增幅不足 1%，总体显得较为乏力。对于明年 CPI 走势，主要从两大风险来看，原油与生猪。对于原油，明年随着全球经济从疫情中复苏，服务业恢复，交通出行逐渐回到疫情前水平，对原油的需求会显著增加，但从供给侧来看，OPEC 并未加速增产步伐，美国原油产量随着油价上涨稳步提升，通胀压力也促使美国政府推进原油产能释放，据 EIA 预测，明年二季度后全球原油供给将超过需求。原油需求复苏、供给恢复缓慢将在今年底和明年一季度支撑油价，但随着产能逐渐恢复，明年二季度之后，全球原油供需缺口或将逐渐缩小，油价面临下行风险。

图 36 22 年上半年猪价或再迎周期性底部



数据来源：Wind 新湖期货研究所

从生猪层面看，我国猪肉价格变化主要受供给端影响，能繁母猪存栏同比一般领先猪肉价格 10-14 个月，今年 3 月开始能繁母猪存栏量同比开始明显下滑，但 8 月至 9 月份全国能繁母猪存栏量接近正常保有量的 110%，预计今年四季度到明年上半年生猪供应相对过剩的局面仍将持续一段时间，猪价可能继续走低，因此，本轮能繁母猪下滑的趋势性领先可能有所后移，我们预计 2022 年年中前后将出现猪肉价格拐点。

整体看，今年以来，猪肉在 CPI 篮子中的权重从 4.62% 大幅下降至 2.39%，几乎贡献了全部食品烟酒类的权重下调，权重降低会在一定程度上缓和肉价上涨给 CPI 带来的影响。原油价格通过推升交

通通信的成本价格来影响 CPI，如交通工具用燃料价格和机票价格等，这部分压力或在今年底明年初有所显现，而原油供需缺口或逐渐收窄导致油价下行风险加大，预计 CPI 交通通信分项上行的压力将逐步缓解。猪价前低后高，油价前高后低，猪价、油价上行节奏不一致，“猪油共振”局面难现，CPI 整体呈现前低后高的走势，全年走势不会对货币宽松构成掣肘。

四、“稳”字当头，财政积极的背景下，货币进一步宽松更可期

近期，从央行降准到政治局会议，从中央经济工作会议到专项债额度提前下达，12 月以来，市场信号繁多，政策已经开始积极布局明年年初的各项经济工作事项了。偏积极的政策表态让市场在确认目前经济有下行压力的同时，对后续政策发力也抱有很大的期望！我们先从财政的角度分析政策的积极性。

对于 2022 年来说，在 2021 年下半年经济增速下行压力增强和三季度显现的非金融企业部门去杠杆、居民部门还在修复资产负债表的情况下，政府部门需要加杠杆托底名义经济增速。叠加 2022 年地方政府债开始进入偿债高峰，在防控债务风险、托底经济增速、做好跨周期与逆周期调节协同等多因素的政策考量下，2022 年财政政策大概率偏积极，尤其是上半年财政政策或继续维持积极：（1）2021 年下半年“发完未用完”的债券融资资金将结转至 2022 年上半年形成实物工作量（规模在万亿级别），大概率导致 2022 年新增专项债额度有所减少；（2）随着疫情影响的渐渐消退，财政政策也将陆续回归常态化，或推动财政赤字率继续回落到 3.0% 国际红线水平。下文将分别对国债、地方债供给作具体分析。

首先看国债的供给情况，根据预算赤字测算国债供给量。由于每年两会都会公布中央的财政赤字规模，即国债的净融资额。主要因为财政部的收支缺口只能通过发行国债来弥补，然后在国债金融规模的基础上加上当年到期量，即可得到当年国债的总发行量。由于 2022 年赤字率要到年初两会才会确定，因此我们对几种可能赤字率下的供给都进行了测算。

根据 2021 年前三季度名义 GDP 增速，我们假定 2021 年名义 GDP 增速为 13.7%，2021 年全年 GDP 总额为 104.64 万亿。在欧美经济体延续修复、外需大概率走弱以及中国经济重回潜在增速附近并存在一定的稳增长压力，因此我们预估 2022 年名义 GDP 增速为 8%，全年 GDP 为 118.97 万亿。

表 1 2022 年中央与地方赤字测算

2022年财政赤字测算								
指标名	财政赤字:赤字率	中央财政赤字	地方财政赤字	财政赤字	中央赤字占比	地方赤字占比	名义GDP	名义GDP增速
2011	2.00	7000.00	2000.00	9000.00	0.78	0.22	48.80	18.45%
2012	1.60	5500.00	2500.00	8000.00	0.69	0.31	53.90	-9.11%
2013	2.00	8500.00	3500.00	12000.00	0.71	0.29	59.30	-7.92%
2014	2.10	9500.00	4000.00	13500.00	0.70	0.30	64.40	-6.53%
2015	2.30	11200.00	5000.00	16200.00	0.69	0.31	68.90	-7.76%
2016	3.00	14000.00	7800.00	21800.00	0.64	0.36	74.70	-10.22%
2017	3.00	15500.00	8300.00	23800.00	0.65	0.35	83.20	-9.47%
2018	2.60	15500.00	8300.00	23800.00	0.65	0.35	91.90	-7.26%
2019	2.80	18300.00	9300.00	27600.00	0.66	0.34	99.09	-2.47%
2020	3.60	24400.00	13200.00	37600.00	0.65	0.35	101.60	2.99%
2021	3.20	23200.00	12500.00	35700.00	0.65	0.35	104.64	13.70%
2022E	3.00	23200.00	12500.00	35700.00	0.65	0.35	118.97	8.00%

数据来源: Wind 新湖期货研究所

我们根据赤字率测算国债以及一般地方政府债的净融资额度,以测算 2022 年全年的国债、地方债等的总供给量。我们假定 2022 年赤字率最可能为 3.0%。由此估计明年中央和地方赤字共计为 3.57 万亿,基本与 2021 年持平,其中中央赤字为 23200 亿元,即国债净融资规模为 23200 亿元,地方新增一般债为 12500 亿元。一般中央赤字通过国债发行融资的比重为 95%,因此中央赤字通过国债发行的量为 22040 亿元,再加上到期再融资规模 49884 亿,因此 2022 年国债总发行量为 71924 亿元左右。

表 2 2022 年不同赤字率下国债供给量测算

不同赤字率下,国债供给量预测					
年份	目标赤字率	总发行量	总到期量	中央赤字	净融资额(含特别国债)
2021	3.2	68000	35960	23200	32040
2022年不同赤字率下供给预测	2.8	70459	49884	21658	20575
	3	71924	49884	23200	22040
	3.2	73398	49884	24752	23514

数据来源: Wind 新湖期货研究所

再来看地方债供给情况

根据上文表述,对于不同赤字率下的供给量分别测算地方债供给量如下表所示。我们考虑到 2022 年赤字率大概率降低至 3.0%,因此预计地方政府赤字在 12362 亿左右,叠加 2021 年总到期量为 26680 亿,同时考虑到往年,偿还到期债发行量约占到年度到期量的 85%左右,因此一般地方政府债总发行量预计为 3.37 万亿左右。此外,由于地方政府专项债不纳入赤字范围,我们单独测算。11 月 24 日国务院常务会议要求加快今年剩余额度发行,做好资金拨付和支出管理,力争在明年初形成更多实物工作量。国务院发展研究中心宏观经济部副部长冯俏彬对澎湃新闻表示,今年地方专项债的发行额度是 3.5 万亿元,据测算,前三季度发行了全年 2/3 左右的地方政府专项债,因此加快今年剩余额度的

发行主要是针对这剩余的 1/3，总量为 12200 亿元。预计这 1/3 的量有一半将在 2022 年年初形成实物工作量。因此预计 2022 年新增专项债额度将比 2021 年有所减少，预计 2022 年新增专项债额度为 3 万亿元。

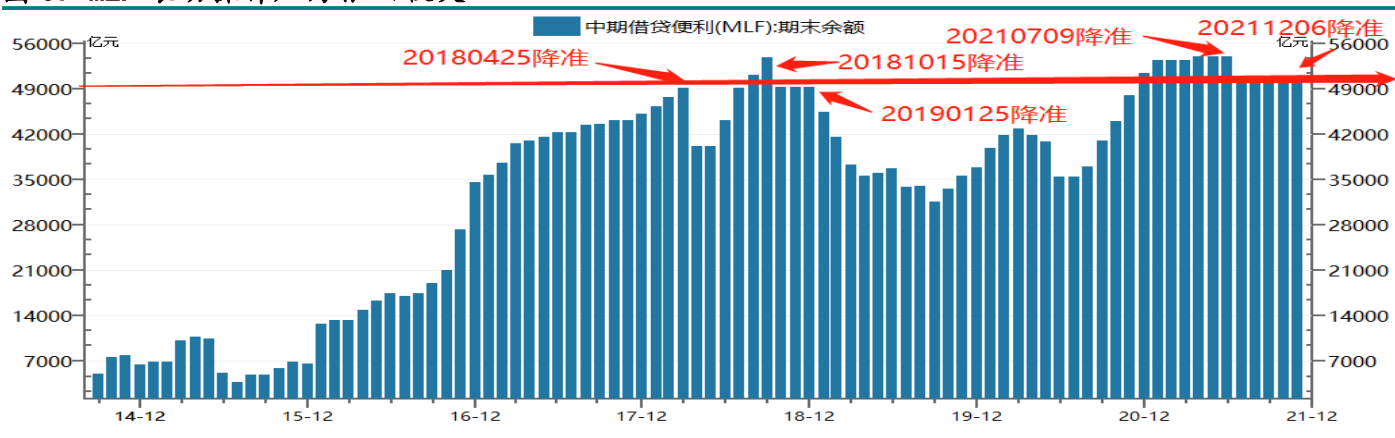
表 3 2022 年不同赤字率下地方债供给量测算

不同赤字率下，地方债供给量预测					
年份	目标赤字率	总发行量	总到期量	净融资额	新增专项债
2021年	3.2	72500	26685	12500	36500
2022年不同赤字率下供给预测	2.8	65102	27580	11659	30000
	3	65943	27580	12500	30000
	3.2	66768	27580	13325	30000

数据来源：Wind 新湖期货研究所

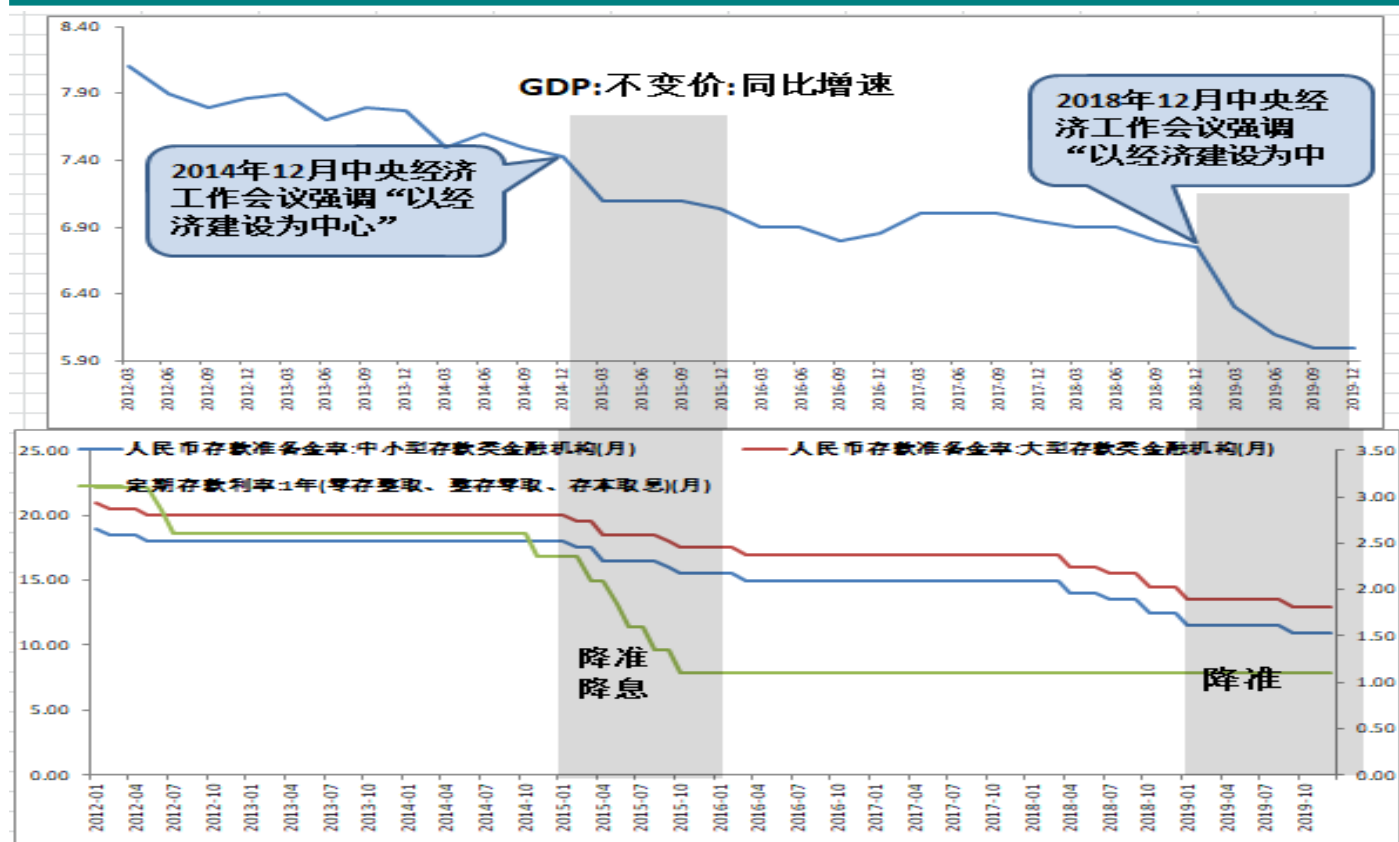
地方政府债发行量除了包含在赤字内的净融资量、新增专项债，还包括再融资债以及置换债。根据 wind 资讯统计，2022 年再融资债量为 27580 亿元，上文提到考虑到往年，偿还到期债发行量约占到年度到期量的 85%左右，因此到期再融资为 23443 亿元。而对于置换债，据财政部，截止 10 月末非政府债券形式存量政府债务 1747 亿元。今年未发行置换债，剩余部分可能在明年发行，那么明年置换债发行量可能在 0-1915 亿元之间，基本可忽略不计。因此，综合来看，假定赤字率为 3%，那么 2022 年地方政府债总供给量预计为 6.59 万亿（23443+12500+30000）。

图 37 MLF 滚动操作压力依旧较大



数据来源：Wind 新湖期货研究所

图 38 财政、货币协调联动，2022 年货币宽松空间值得期待



数据来源: Wind 新湖期货研究所

货币政层面，2021 年整体是一个结构性紧信用的格局，政策对房地产和地方隐性债务的监管力度整体维持高压，但是对制造业特别是小微企业一直是在支持的。考虑到对传统部门信用风险防范的压力，2022 年的信用环境和 2021 年相比，会有更多稳的特征，总体上仍然是结构性信用宽松的状态。同时从中央经济工作会议来看，来年经济下行压力较大，降准也是大概率事件。首先，MLF 到期量还是比较大。目前来看，2022 年下半年的时候会有较大规模的 MLF 到期，也不排除央行通过降准来置换 MLF，引导银行负债成本下行。其次，当出现传统部门信用风险扩散使得市场风险偏好明显下降的时候，降准可以压低风险溢价，稳定金融市场。

图 39 LPR 报价走势图

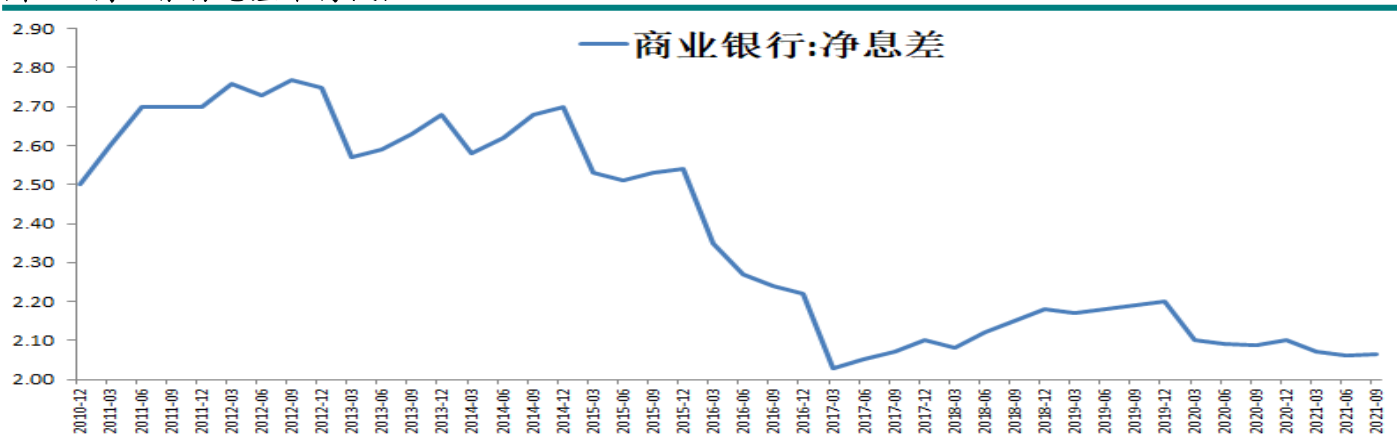


数据来源: Wind 新湖期货研究所

从降息角度看，降息也可以期待。12月央行时隔19个月再度下调LPR利率，或开启降息的序幕。此次一年期LPR下调整体复合市场预期，此前两周挂钩1年期LPR的利率互换成交明显活跃，且利率有所下行，蕴含了市场对于此次利率下调的预期，相比之下，挂钩5年期的LPR利率互换价格变动不大。银行此次主动下调短期LPR是央行年内两次降准后主动向实体让利的体现，年内两次降准均意在“宽信用”，通过释放便宜资金引导金融机构让利实体，降低实体融资成本，包括此前下调再贷款、再贴现利率也是如此。因此本次银行下调1年期LPR报价复合政策导向，同时保持5年期LPR不变也体现了中央经济工作会议对地产政策“房住不炒”的理解。

当前国内经济仍面临一定的下行压力，降低实体融资成本的迫切性和必要性仍在。今年下半年以来，国内房地产市场持续加速下行，商品房销售大幅下滑，房地产投资也不断回落，叠加基建投资低迷，居民消费持续弱势，内需拖累国内经济持续下行。今年唯一亮点是外需不断超预期，这背后的核心是美国财政刺激带动的美国商品消费需求增长，随着美国财政刺激结束，美国商品消费需求开始回落，尽管劳动力市场继续恢复，居民工资收入增长，但是通胀上升幅度更大，实际收入增速持续下降，居民消费信心低迷，明年美国商品消费需求将进一步加快回落，明年中国出口可能也会明显放缓。在外需前景趋弱背景下，稳增长核心还是要聚焦内需，而降低融资成本是“宽信用”乃至稳增长的重要前提。

图 40 商业银行息差维持低位



数据来源：Wind 新湖期货研究所

2022 年来看，本次 LPR 报价下调，表明央行调降政策利率的概率正在抬升，“宽信用”起效仍需进一步的“宽货币”。过去 LPR 的调整基本都是基于 MLF 利率先行调整，即银行会在负债端利率下行后，相应自主下调资产端利率，保持息差大体不变的情况下向实体让利。而此次则是在负债端利率变动不大的情况下，主动压调资产端利率。假设银行短期贷款的实际投放利率与 LPR 之间的加点不变，那么此次下调 1 年期 LPR 后，银行息差将面临进一步压降的压力。考虑当前银行息差已经处于历史相对低位，息差的再度压降可能进一步增减银行压力，反而会制约“宽信用”进程，需要政策调整重新腾挪息差空间。从这一角度看，考虑到 1 月往往为银行信贷“开门红”，预计央行 2022 年下调政策利率的概率有所抬升，包括公开市场操作利率和 MLF 利率，从负债端调降银行成本以补回银行息差空间。因此未来公开市场操作利率、MLF 利率调降值得期待。

整体看，基于三驾马车框架角度分析，我们认为 2022 年在基数影响下，固定资产投资增速或呈

前低后高，房地产投资或维持偏弱态势，上半年回落幅度高于下半年；出口韧性和政策效应有望带来制造业投资的边际增量；一季度基建投资是主要看点。其中房地产决定固定资产投资下限，而基建投资决定上限。与此同时，消费全年可能延续温和修复的态势，疫情对于收入的潜在影响决定了社零修复的上限，尤其是反复受到疫情扰动的服务消费，预计 2022 年将在疫前水平之下的区间逐步回暖；海外供应链承压、前期订单效应以及岁末年初海外疫情的再度爆发之下，出口短期内或持续高景气，二季度前后可能面临全球宽货币退坡、替代效应转弱等因素干扰而逐渐回落。综合基数影响，四个季度经济增速可能呈现前低后高。通胀层面，猪油难共振，通胀不会构成货币宽松的掣肘。政策方面，相比于今年财政“超收减支”，2022 年财政更加积极，财政支出要前置，加快财政支出进度。财政和货币要协调联动的新提法下，货币政策需要配合积极的财政政策落地与推进，这也意味着 2022 年在财政政策积极发力的同时，货币政策的宽松空间值得期待，降准、降息都可以期待。需重点关注地产下行的惯性，这决定了固定资产投资的“底部”以及基建、制造业等发力的力度。风险点在于海外超预期收紧的情况下，国内政策宽松幅度受限；海外疫情超预期恶化导致出口韧性延续，国内政策发力低于预期。



作者

李明玉 中级经济师，现任新湖期货宏观金融研发总监，主要从事宏观、货币、财政政策、固定收益及衍生品、贵金属等领域的研究，多次为金融机构和投资者提供套期保值方案。曾参加中期协与厦门大学金融工程研究中心金融衍生品高级研修班学习，曾参与十年期国债期货合约的设计与研究。曾获中金所第六届征文大赛优秀奖、第十二届最佳金融期货分析师、第十三届最佳宏观策略分析师。长期在《期货与金融衍生品》杂志、中国证券报、上海证券报、文华财经、期货日报以及债券专业类期刊《债券》杂志等权威财经媒体发表专题文章。

免责声明：

本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，投资咨询业务许可证号 32090000）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新湖期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确

保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者投资咨询建议。