

# 虎变

## 2022年宏观经济展望（跨年更新）

证券分析师：秦 泰 A0230517080006  
屠 强 A0230521070002 王茂宇 A0230521120001  
研究支持： 贾东旭 A0230120080001

2021.12.18

# 主要内容

- (本报告是《虎变——2022年宏观经济展望 (2021.11.13)》的更新版, 主要分析框架、逻辑、主要结论均沿袭原报告, 而具体数据预测根据近一个月以来最新的数据和政策情况进行了系统性更新, 与原报告略有差异。)
- **2022年注定不凡, 海外经济在经历滞胀之后, 货币财政将进入艰难的“拨乱反正”阶段, 我国经济则在“双循环”新发展格局、双碳目标、共同富裕的长期战略规划导向下, 有望启动一轮需求结构的全面优化, 潜在政策空间充裕的货币财政政策组合得当, 我国有望在2022年维持高质量稳定增长, 走出一条与他国不同的“大国虎变”之路。**
- **一、滞胀分野: 海外加速紧缩, 国内供强需弱。** 疫情在海外的危机化正在深度重构全球产业链格局, 美国等发达经济体“滞胀”弱复苏格局进一步凸显, 制造业产业链的深层次弱点暴露出来, V型强劲复苏的期待日渐落空, 发达国家货币财政政策无奈开始着手准备共振式收缩, 过热的需求将受到抑制, 重归供需低水平均衡。而海外的滞胀恰恰映照出我国供给之强韧, 扩大的外需缺口拉动的出口高增长, 令我国连续两年成为全球主要经济体中工业生产恢复最强的国家, 2022年我国需求侧政策大有可为。
- **二、共同富裕: 出口降温与消费升级再平衡。** 海外过热的商品消费需求受到政策抑制, 我国出口增速或将大幅降温, “双循环”制造业高级化的良好趋势需要内需增长动力进一步增强以平衡出口的边际拖累, 财政政策有充足的财力和较为合理的时机在2022年考虑个税减税等稳定中等收入群体收入的措施, 以此缓解因竣工下滑而导致的国内商品消费升级动能之忧, 延续工业生产强于实际GDP表现的供给侧结构优化态势, 也符合共同富裕导向的收入结构优化内涵。考虑减税的可能性之后, 我们测算发现一般公共预算赤字率仍可连续第二年下压至2.8%-3.0%左右。

# 主要内容

- **三、内需中枢：房地产融资呵护纠偏稳预期。** 房地产产业链牵一发而动全身，在我国城镇化仍持续推进的阶段是内需增长的压舱石和核心中枢。20H2-21H1我国内需过度向地产需求倾斜的泡沫迹象已经得修正，融资剧烈收紧所导致的居民观望和开发商谨慎情绪已经在今年3季度形成明显的经济下行拖累，近期货币政策已经开始边际转向，地产融资呈现黎明曙光，2022年预计地产调控不会进一步收紧，地产投资预计全年增长1%左右，增速有所下行但失速风险不大，稳房价和稳刚需之间形成新的微妙平衡。
- **四、基建投资：能源升级与财经纪律平衡木。** 双碳目标是长期战略，既要实现制造业高级化又要在这一过程中实现碳达峰，意味着达峰之前的战略重点更关注在能源体系的升级优化和用能效率提升两个方面。2022年预计不依赖化石燃料的新能源发电体系建设将步入快车道。但狭义基建在资管新规之后叠加“穿透式监管”长期盈亏平衡的要求，没有重回泡沫化高增长的政策环境。预计广义基建投资增速或在2022年小幅抬升5个百分点左右至6.0%，预计明年新增专项债规模可收缩至3.35万亿，但同时信用融资环境提出更高要求。
- **五、货币环境：降准不降息“有温度的中性”。** 货币政策的长期中性并不等于持续的收紧，在当前信用融资需求偏弱背景下，有温度的货币中性有望给市场感受到自下而上的呵护。从成本和效率的角度分析，当前基础货币投放已经几乎穷尽了全部空间，2022年降准仍是必要性较高的合理选择。预计2022年M2、社融同比分别为8.0%、10.0%，需全面降准150BP以上，可形成约7500亿的MLF存量置换。但降准不意味着降息，下调LPR对央行而言风险远大于潜在收益，并不是合理选项。
- **综合上述分析，我们测算2022年我国实际GDP同比增速约为5.3%左右，流动性环境仍然合理充裕，海外紧缩并不影响我国稳定的格局，财政扩张可能带来增量积极作用，大国经济需求结构优化的“虎变”过程值得期待。**

# 主要内容

---

1. 滞胀分野：海外加速紧缩，国内供强需弱
2. 共同富裕：出口降温与消费升级再平衡
3. 内需中枢：房地产融资呵护纠偏稳预期
4. 基建投资：能源升级与财经纪律平衡木
5. 货币环境：降准不降息 “有温度的中性”
6. 大国虎变：需求结构升级，政策高效呵护

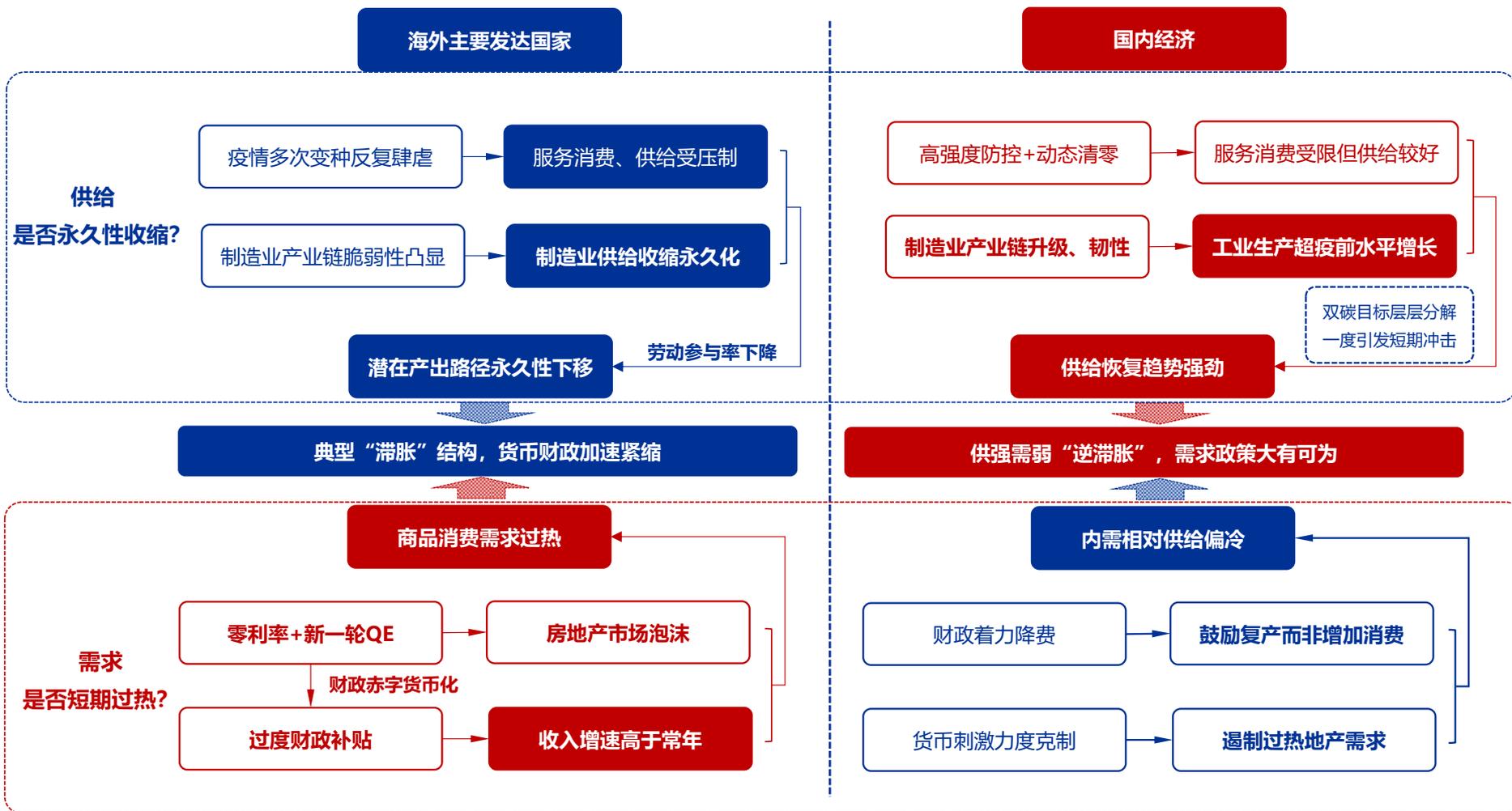
# 主要内容

---

1. 滞胀分野：海外加速紧缩，国内供强需弱
2. 共同富裕：出口降温与消费升级再平衡
3. 内需中枢：房地产融资呵护纠偏稳预期
4. 基建投资：能源升级与财经纪律平衡木
5. 货币环境：降准不降息 “有温度的中性”
6. 大国虎变：需求结构升级，政策高效呵护

# 1.1 滞胀分野：海外加速紧缩，国内供强需弱

“滞胀”与否是一个关键判断，事关需求政策的方向

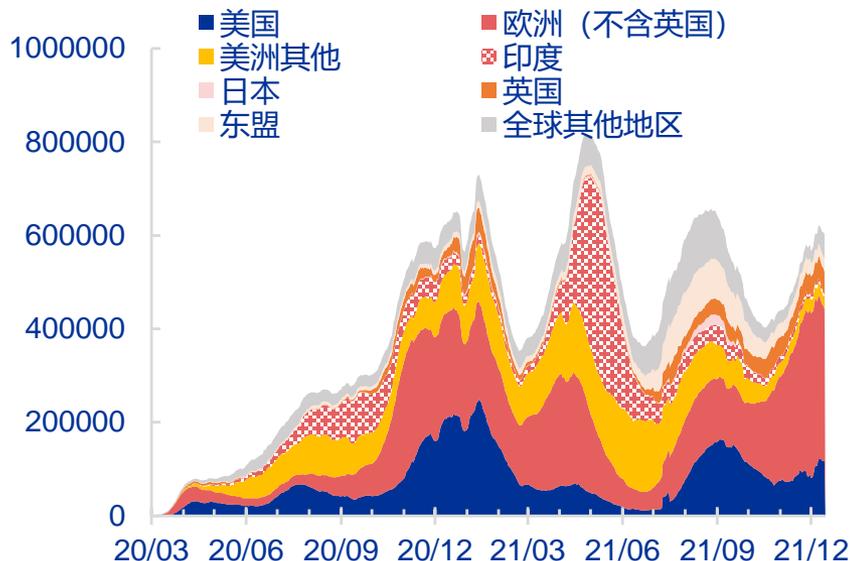


资料来源: 申万宏源研究

## 1.2 变种病毒肆虐海外，服务消费——供给持续承压

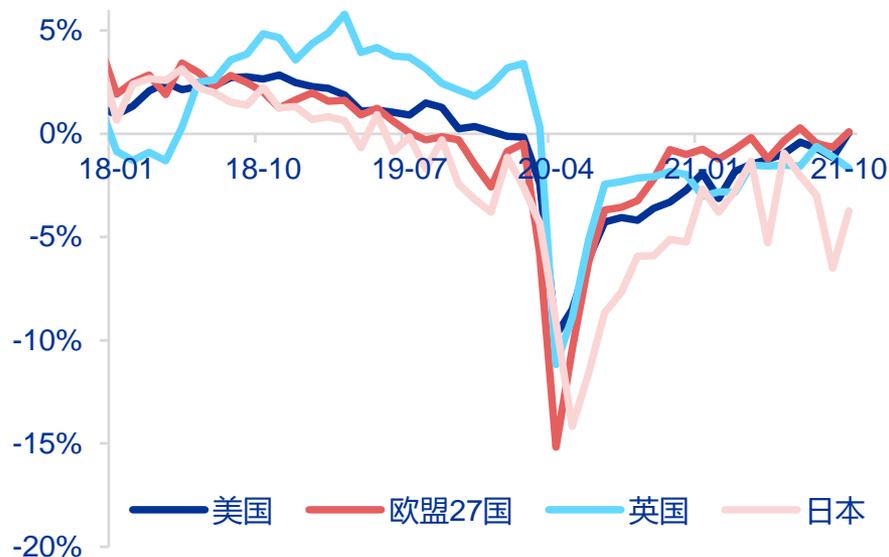
- 海外服务消费驱动服务业供给和就业恢复，Omicron变种病毒再掀新一轮疫情反扑潮，服务消费需求、服务业就业改善缓慢，尚未恢复至疫情前水平，持续弱于海外市场预期。

### 全球新增确诊病例数（例，7DMA）



资料来源:CEIC, 申万宏源研究

### 发达经济体工业生产两年平均增速 (%)

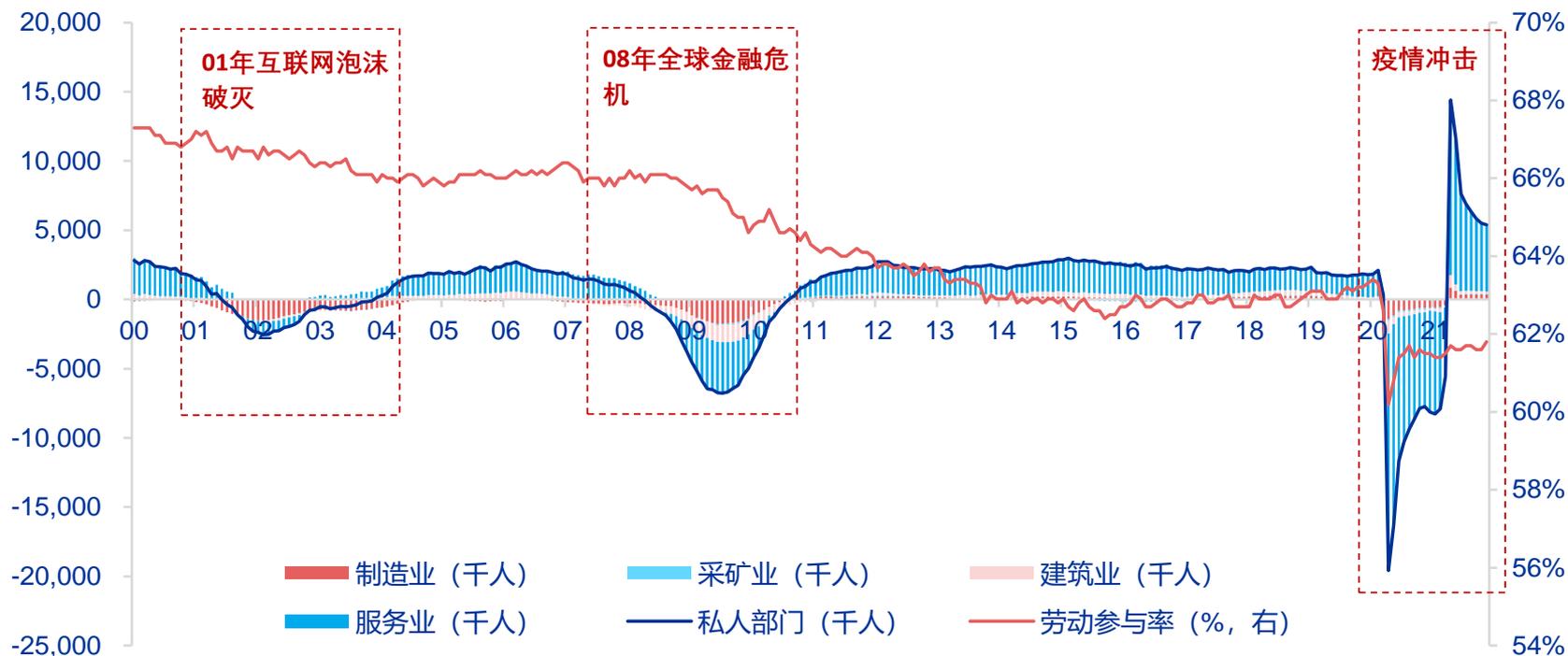


资料来源:CEIC, 申万宏源研究

## 1.3 发达国家制造业长期脆弱性凸显，就业损失永久化

- 更深层次的问题系于制造业产业链的长期脆弱性：自90年代起美国等发达国家本土制造业企业大举实施全球产能布局，导致发达国家本土制造业产业链日渐单薄，韧性下降，每有经济危机，往往引发永久性就业损失，以及劳动参与率永久性下降。

美国私人部门就业人数同比变化与劳动参与率

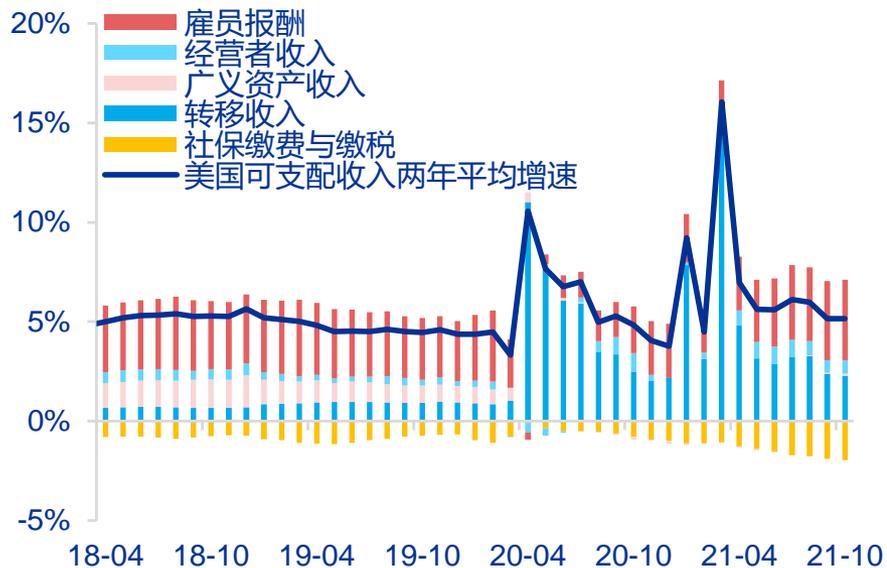


资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 1.4 而赤字货币化+过度补贴政策，令商品消费需求过热

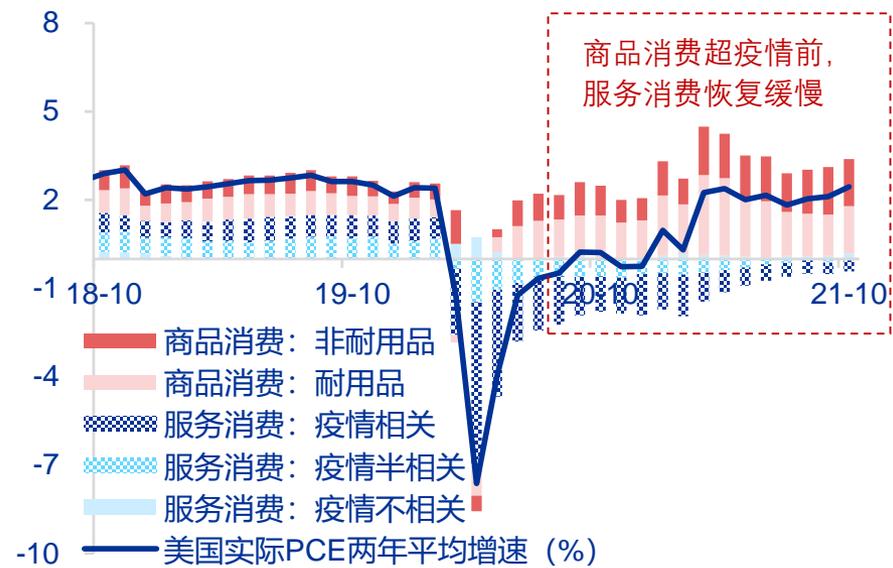
- 与此同时，美国为代表的发达经济体在需求政策组合方面，普遍实施了不同程度的“财政赤字货币化+过度补贴”组合，过激的需求刺激政策正在将海外商品消费需求推向过热，并进一步抑制海外居民的就业意愿。

### 美国居民可支配收入增速异常高增 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

### 美国实际PCE两年平均增速及结构 (%)

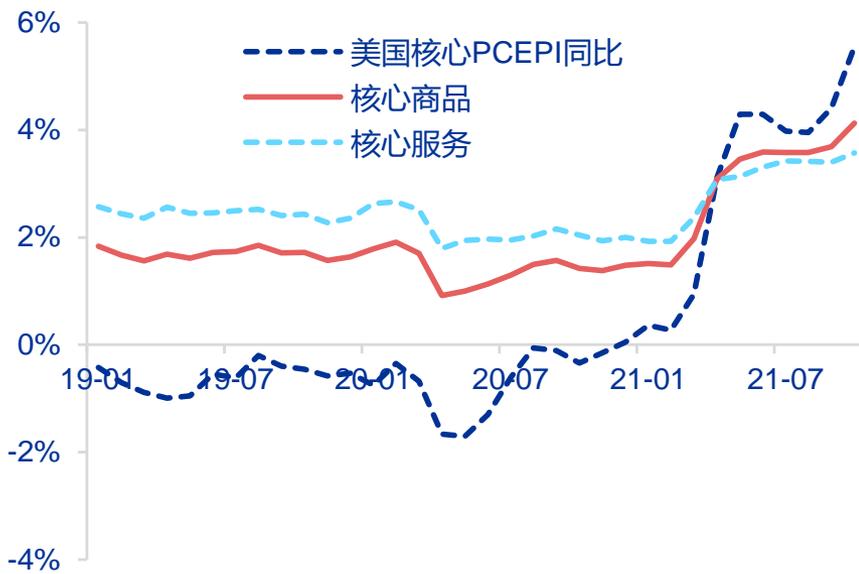


资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 1.4 海外经济由此陷入“滞胀”并愈演愈烈

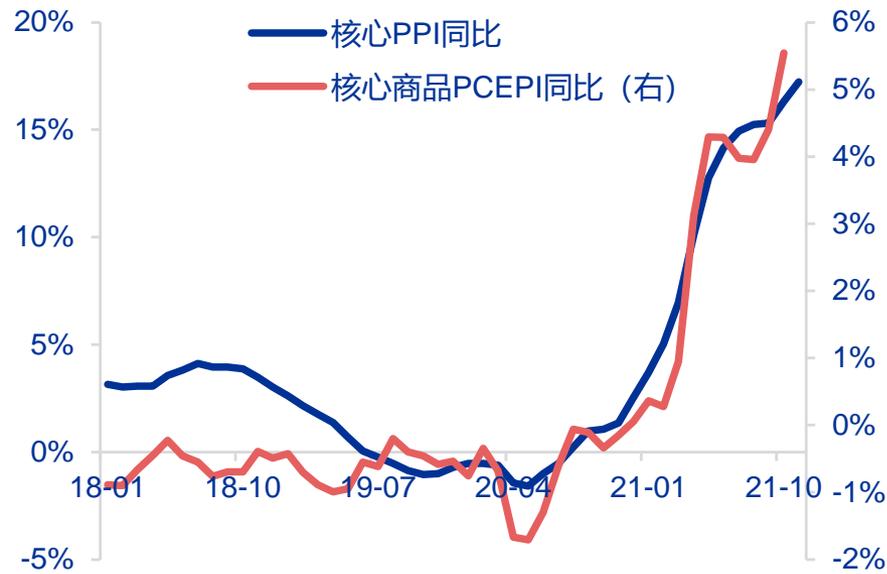
- 供给的永久性冲击，与商品消费需求的过热同时出现，海外经济由此进入典型的“滞胀”结构之中。尽管过度补贴已经结束，但Omicron变种病毒正在带来新一轮供给冲击的巨大威胁，海外经济“滞胀”格局愈演愈烈。

### 美国核心PCEPI及商品和服务同比 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

### 美国核心商品PCEPI走高领先于核心PPI

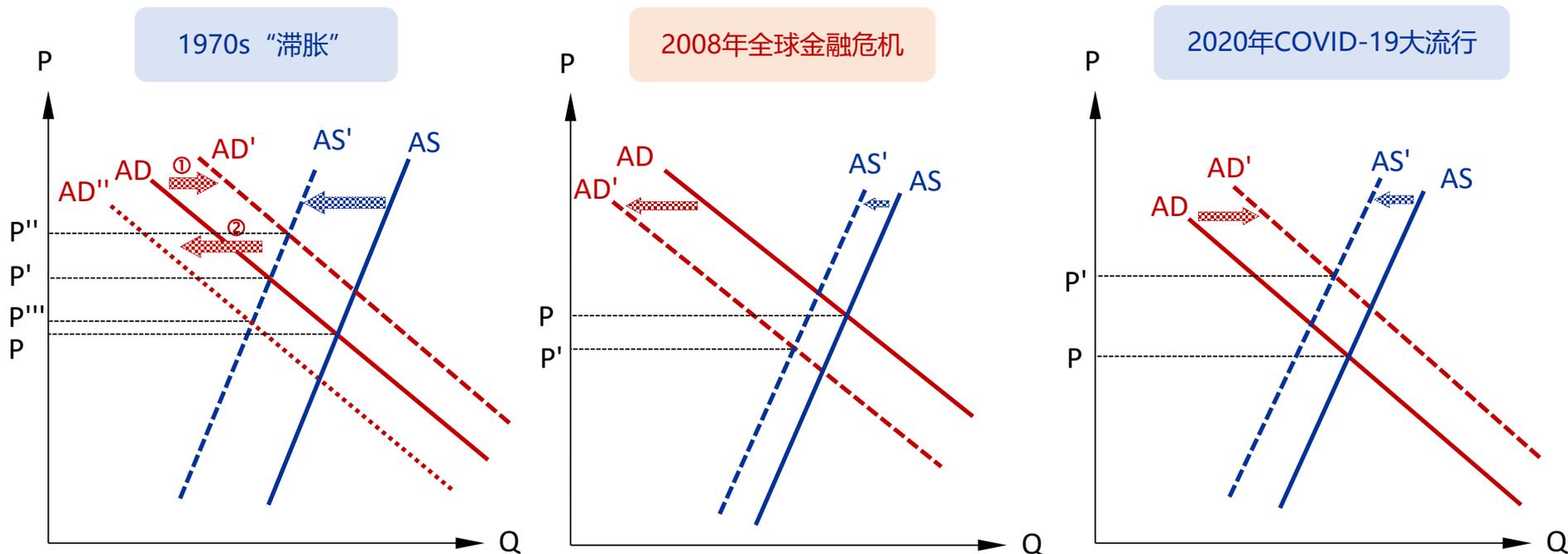


资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 1.5 烈性滞胀加速海外货币财政共振紧缩，以抑制需求过热

- 考虑到货币政策并无法直接应对供给的长期脆弱性问题，当前美联储加快边际紧缩的速度可能才是缓解财政赤字货币化扭曲，避免“滞胀”进一步引向深入的唯一选择。

### 三次危机中，AD-AS曲线的变化示意

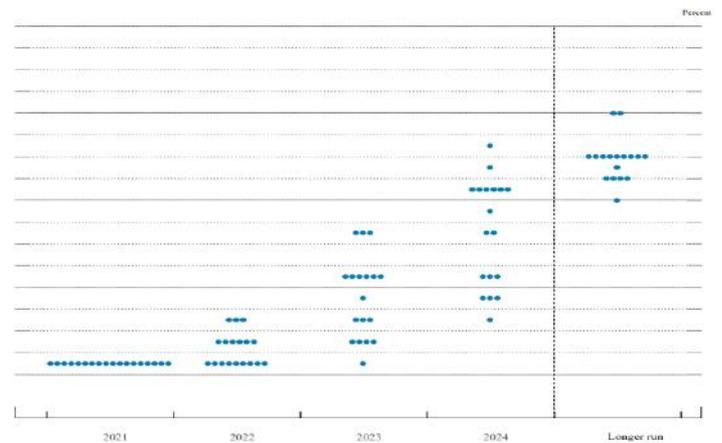
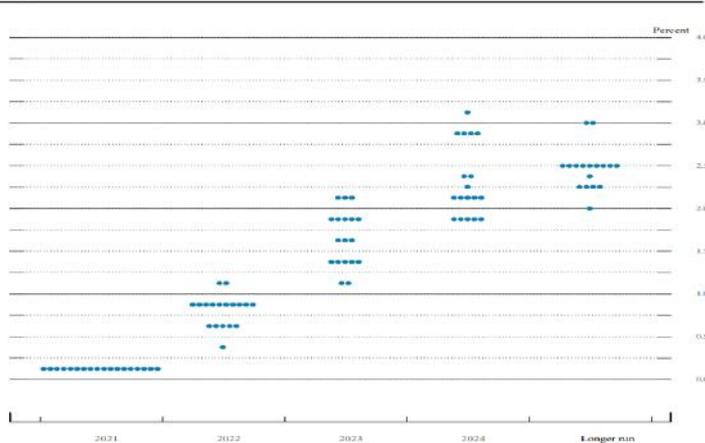
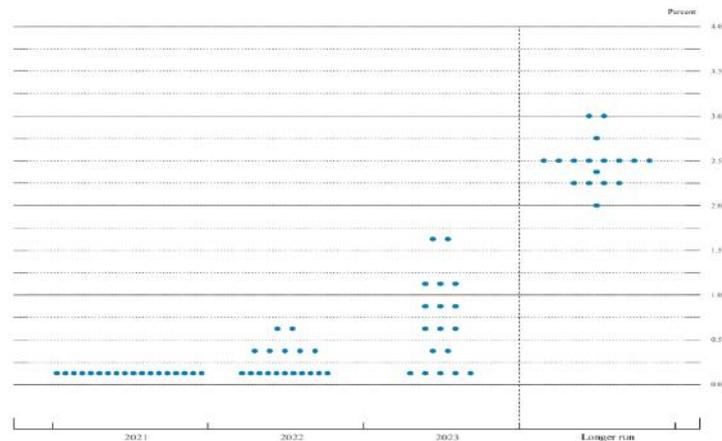
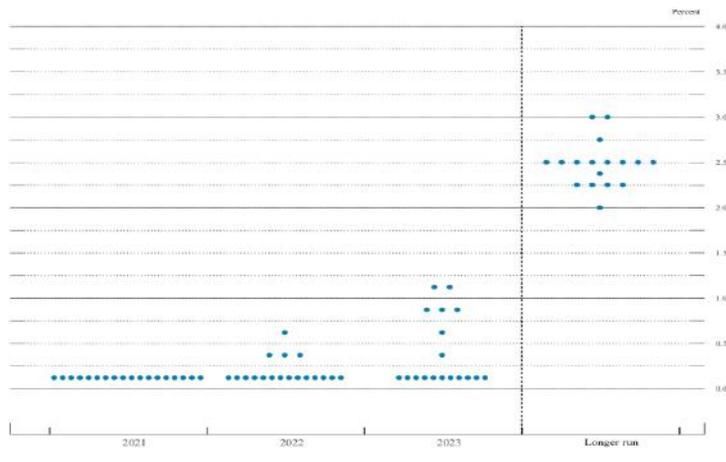


资料来源：CEIC，申万宏源研究

# 1.5 美联储“躺平式加息”下调增长预测、提前加息预期

- 美联储正在通过对泰勒规则的“改造”，放弃对潜在产出路径的不切实际的追求，从而在“滞胀”的经济背景下，可以在潜在产出路径出现永久性下移的同时，提前实施本轮加息过程。这是对历史经验的尊重。

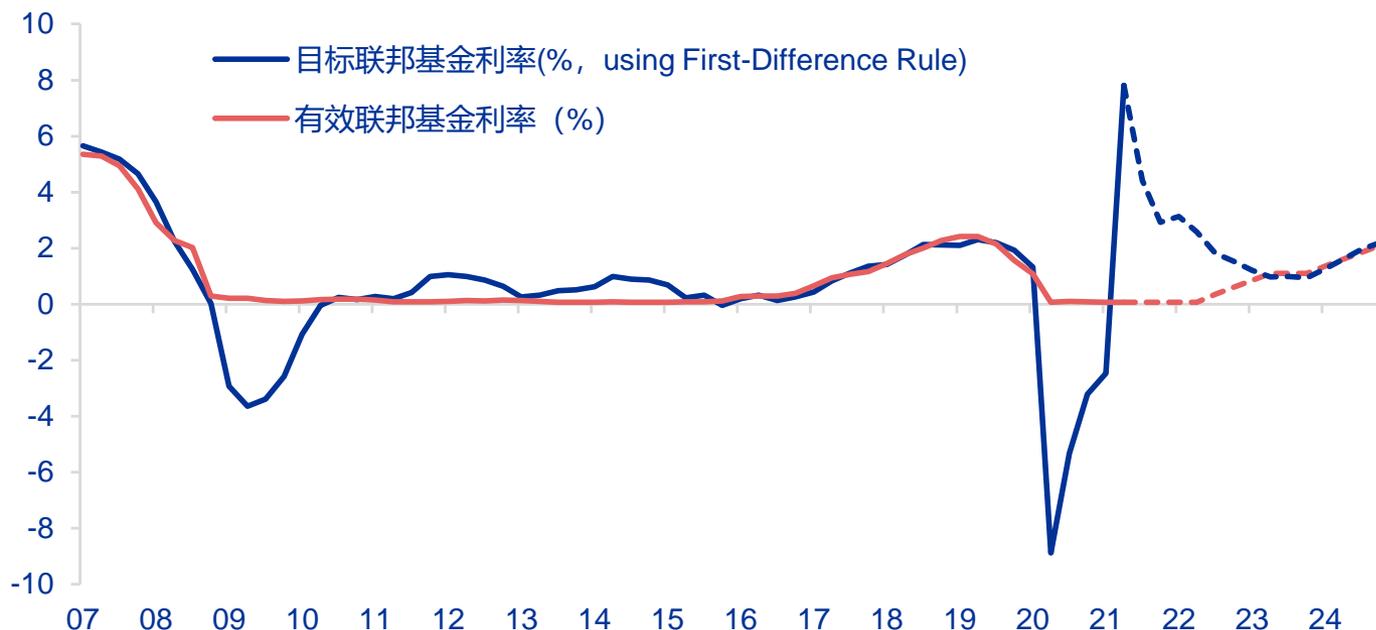
3月、6月、9月、12月美联储点阵图对比（顺时针）



## 1.5 预计美联储2022年3月首次加息，全年加息3次

- 12月美联储FOMC会议加快缩减QE Taper速度，本轮Taper在2022年3月即可结束。
- 随着通胀攀升压力持续加大，我们预计美联储可在3月Taper结束之时即开启加息，2022年加息次数预计不少于3次。

“差分泰勒法则” 利率目标与有效联邦基金利率及其预测 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 1.6 财政政策方向逆转，从补贴到加税收缩剧烈

- 美国宏观经济政策工具箱主要由货币财政等需求政策所构成，疫情从冲击到危机化、到最终演变为典型的滞胀表现，“奖励失业”的过度财政补贴类措施负有很大责任。

### 2020年-2021年美国财政刺激措施与金额

工具	2020年		2021年 9000亿美元		2021年 1.9万亿美元刺激	
	亿美元	主要内容	亿美元	主要内容	亿美元	主要内容
减税和延期	3364	<b>税收抵免:</b> 1) 工资税 (Payroll taxes) 抵免额度最高5000美元/人; 2) 社会保障税 (Social Security taxes) 递延至2021和2022年。3) 补偿雇主批准带薪病假等。 <b>亏损抵消应纳税所得额:</b> 1) 2018年到2020年三年	-	-	480	1) 将对6-18岁儿童税收抵免额度从2000美元提高至3000美元并增加税收返还范围; 2) 扩大所得税抵免; 3) 扩大保险补贴范围, 低收入保费降至零。
个人补贴和救济	5470	<b>个人补贴:</b> 个人补贴1200美元/人 <b>失业救济:</b> 1) 第一轮额外失业补贴600美元/周持续13周; 2) 第二轮额外失业补贴300-400美元/周	2802	<b>个人补贴:</b> 个人补贴600美元/人 <b>失业救济:</b> 第三轮额外失业补贴300美元/周, 持续11周	6157	<b>个人补贴:</b> 个人补贴1400美元 <b>失业救济:</b> 第四轮额外失业补贴额外300美元/周, 持续23周
对企业贷款和补贴	5740	<b>PPP贷款:</b> 1) 给中小企业的可豁免贷款 (PPP), 当贷款用于支付工资等成本费用时, 贷款免偿还, 第一轮共3490亿美元; 2) 第二轮PPP贷款额度共	2965	<b>新增第三轮PPP贷款</b>	520	<b>对餐饮等企业的支持, 以及少量的PPP贷款</b>
公共支出	3510	<b>医疗:</b> 扩大对医疗系统支持, 向疫苗研发提供资金; <b>教育:</b> 减免学生贷款等	1600	<b>医疗: 公共健康和社会服务紧急基金; 交通、营养计划等</b>	1639	<b>医疗检测、疫苗、医保支出等; 解决住房问题和公共运输</b>
应急和地方支出	2350	设立冠状病毒救济基金, 为地方政府的紧急支出提供资金; 向政府部门提供支出		-	2839.6	<b>向地方政府拨款</b>
总规模		<b>20434</b>		<b>7366.55</b>		<b>11635.26</b>
占GDP比重		<b>10.0%</b>		<b>3.3%</b>		<b>5.2%</b>

资料来源: CEIC, 申万宏源研究

## 1.6 财政政策方向逆转，从补贴到加税收缩剧烈

- 2022财年，拜登政府试图从根本上扭转此前的过度补贴导致的巨额赤字问题，但从历史经验来看，没有用对居民和企业部门加税的方式腾挪出政府主导的基建投资能够推升经济增速的先例。 **拜登BBB计划+基建计划支出部分**

普及学前教育和支持育儿服务 \$3800亿	增加州和地方税的扣除上限 (SALT cap) \$2750亿	延长扩大的儿童税收抵免 (CTC) 和所得税收抵免 (EITC)，以及使儿童税可返还 \$2050亿	带薪休假 \$2050亿		额外交运支出 \$1620亿	
		对居民住房的支持 \$1750亿	加强对家庭和社区的医疗服务 (Medicaid) \$1500亿	扩大平价医疗法案 (ACA) 和 Medicare的覆盖范围 \$1200亿	其他自主性支出 \$1300亿	能源和水的支出 \$760亿
清洁能源和气候相关税收抵免 \$3250亿	对清洁能源和气候适应性的投资 \$2350亿	其他投资 \$1750亿	移民改革 \$1100亿	教育和劳动力发展 \$400亿	地面交通支出 \$690亿	宽带支出 \$480亿
				听力医保 \$350亿	交运支出基线增加 \$550亿	运输支出及其他法定支出 \$330亿

重建更好未来 (Build Back Better Act) : \$2.43 万亿

基础设施投资与就业法案 (IIJA) : \$5730亿

### 拜登BBB计划+基建计划融资部分

征收15%的国内最低企业税率 \$3200亿	征收15%的全球最低企业税率以及其他国际税收改革 \$2800亿	对 1000 万美元以上的收入征收 5% 的附加税，对 2500 万美元以上的收入征收 8% 的附加税 \$2300亿	降低药品价格 \$1600亿	永久废除特朗普政府的处方药折扣规定 \$1450亿	将医疗保险 D 部分折扣规定推迟到 2026 年 \$510亿
			加强国税局税收执行 \$1300亿	其他企业税收改革 \$1050亿	政府支持企业 (GSE) 和超级基金费 \$350亿
延长州和地方税扣除上限 (SALT deduction cap) 至2026年后 \$2900亿	扩大3.8%的净投资收入税 \$2500亿	限制富人的商业亏损 \$1600亿	设置1%的企业股票回购税 \$1250亿	其他收入 \$700亿	区块链交易信息披露 \$280亿
					法定缩减 (Sequester) 等 \$270亿
					未使用的疫情资金 \$220亿
					5G频谱 \$100亿

重建更好未来 (Build Back Better Act) : \$2.27万亿

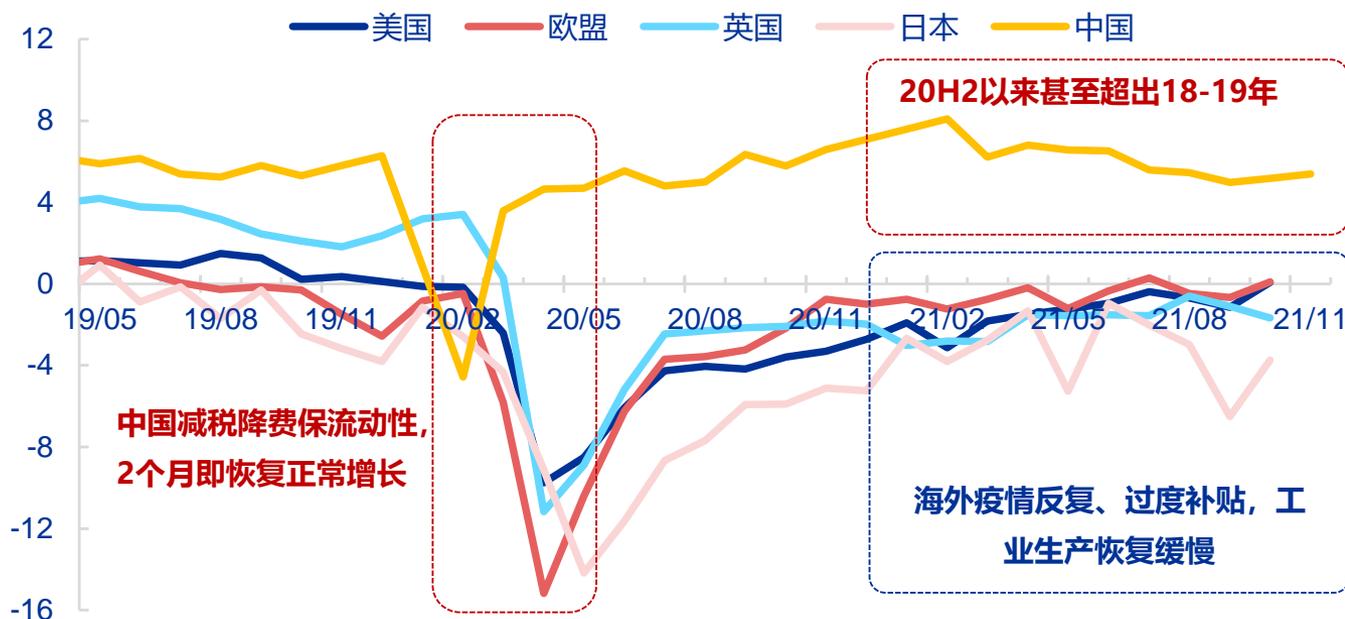
基础设施投资与就业法案 (IIJA) :

\$1730亿

## 1.7 我国“逆滞胀”：供给强韧无虑，内需偏弱待解

- 一、我国疫情之后的经济恢复期，以制造业生产的超强恢复为第一特征，供给端不但未受明显冲击，甚至一度生产趋势明显较疫情前偏热，这一点与“滞胀”所描述的供给收缩格局大相径庭。

### 中国和美欧日英工业生产两年平均增速 (%)



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

## 1.7 我国“逆滞胀”：供给强韧无虑，内需偏弱待解

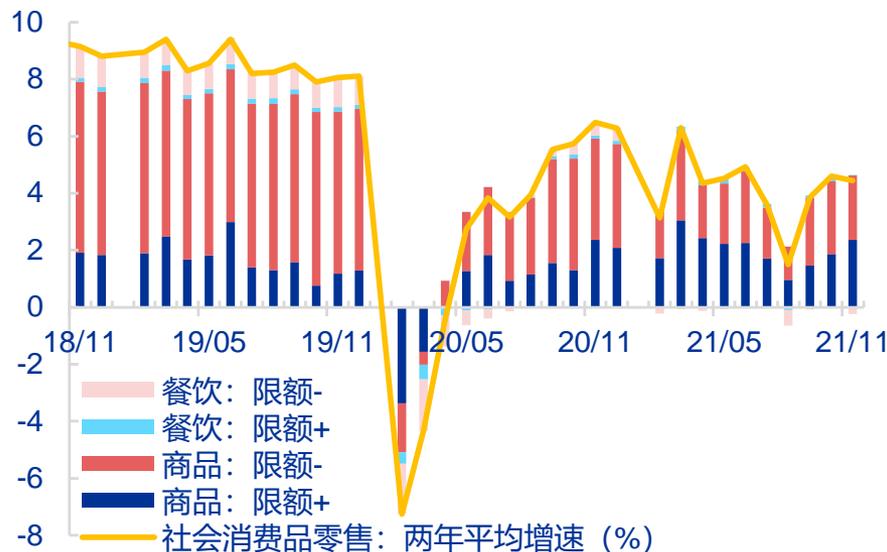
- 二、从需求结构上来看，我国商品消费需求又恰恰是恢复的最慢的分项，与海外的商品消费过热形成方向性的鲜明对比，这意味着我国疫情冲击后的工业生产是大于内需的，这一点又与“滞胀”所描述的供需缺口方向相反。

### 疫情以来出口、地产需求较快恢复



资料来源：CEIC，申万宏源研究

### 商品消费拖累21Q2-Q3零售增速下行 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 1.7 我国“逆滞胀”：供给强韧无虑，内需偏弱待解

- 三、从通胀结构来看，我国并不是CPI先上涨，再拉动PPI上行，反而恰恰是反映供给侧价格的PPI先上涨，而后向CPI耐用消费品形成传导后，进一步抑制了国内商品消费、特别是可选品消费的需求。

### 生产资料PPI传导非食品生活资料PPI



资料来源：CEIC，申万宏源研究

### 非食品生活资料PPI滞后传导工业消费品CPI



资料来源：CEIC，申万宏源研究

# 主要内容

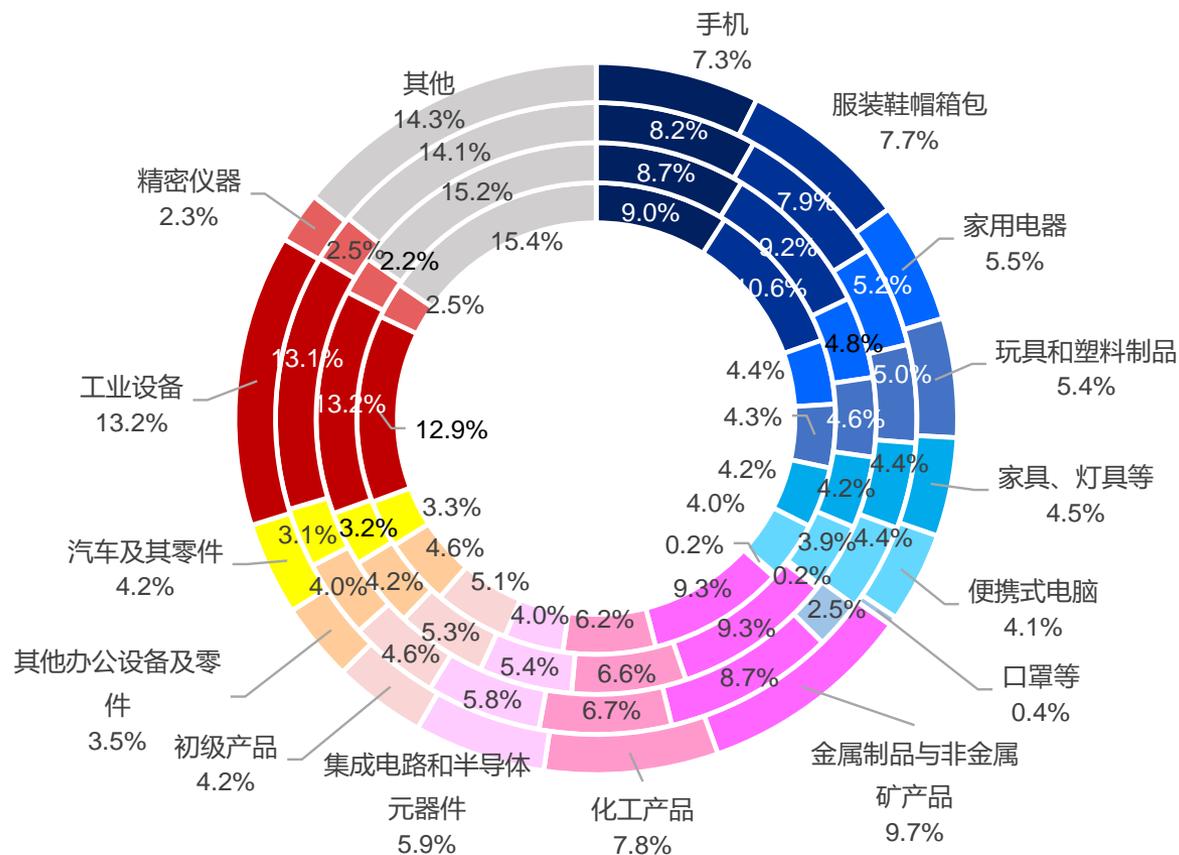
---

1. 滞胀分野：海外加速紧缩，国内供强需弱
2. 共同富裕：出口降温与消费升级再平衡
3. 内需中枢：房地产融资呵护纠偏稳预期
4. 基建投资：能源升级与财经纪律平衡木
5. 货币环境：降准不降息 “有温度的中性”
6. 大国虎变：需求结构升级，政策高效呵护

## 2.1 我出口产能迅速升级扩张，但难敌海外加速紧缩

- 海外滞胀愈演愈烈，我国工业产业链的韧性在疫情之后史无前例地凸显出来，出口更向高附加值商品集中，令我们并不会从供给角度担忧明年的出口前景。

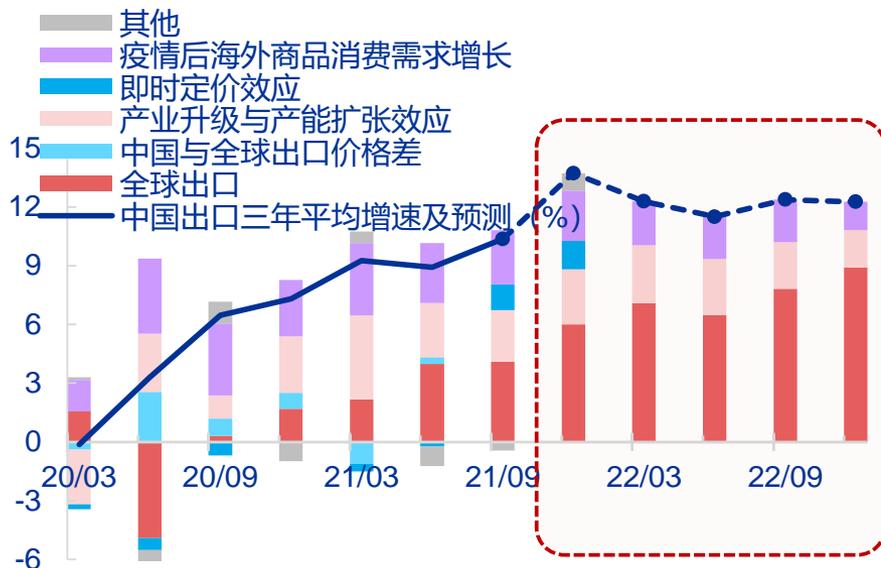
我国出口商品结构：从内到外依次为2017-2019-2020-2021年1-10月



## 2.1 出口拉动难以避免地逐渐降温

- **展望2022年，在海外发达国家货币财政共振式加速紧缩的环境下，海外过热的商品消费需求不可持续，外需回落导致的我国出口增速降温不可避免。**考虑一个较为温和的海外过热商品消费需求的回落程度，我国明年的出口同比增速仍可能从今年的30.2%左右大幅下行至4.5%左右，这意味着出口对于我国工业生产和经济增长的拉动作用或将不可避免地降温。

### 出口三年平均增速预测及贡献 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

### 出口当季同比及2022年三年平均增速预测 (%)



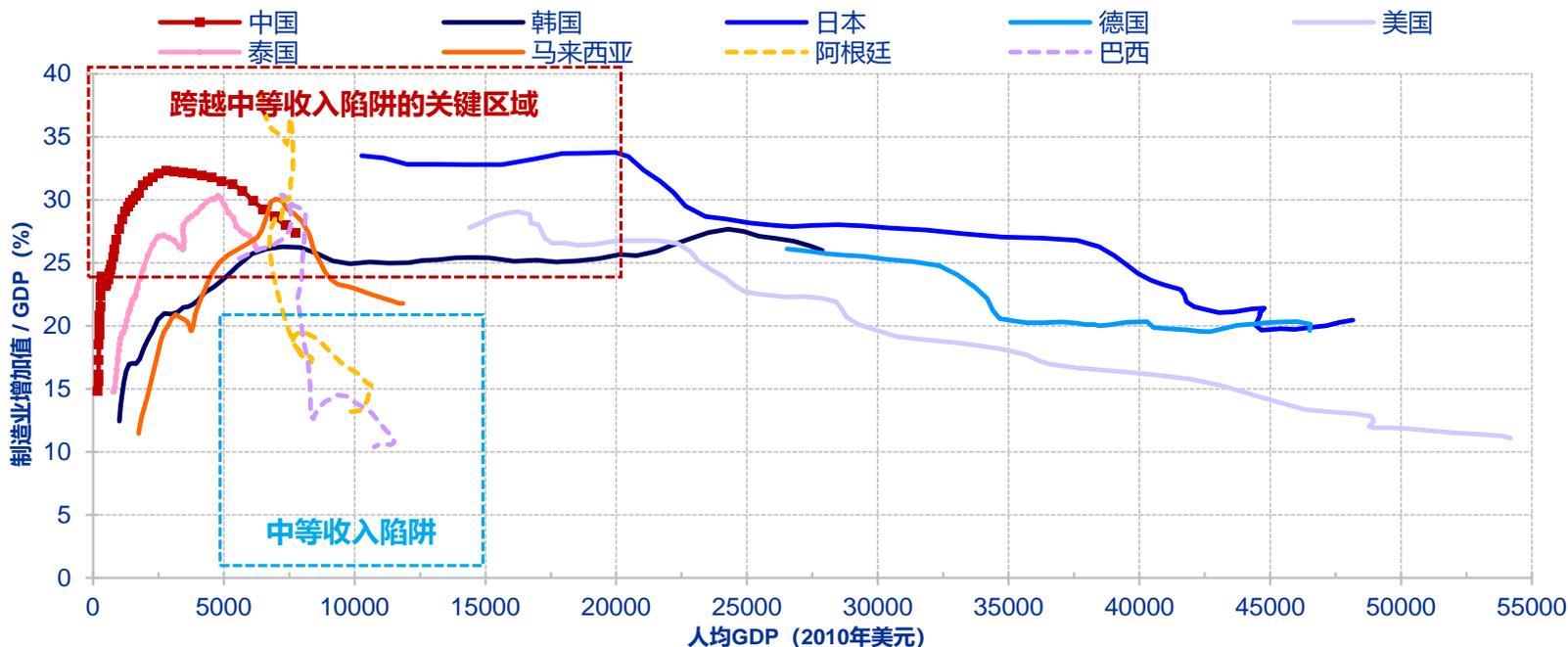
资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 2.2 20H2以来“再工业化”过程推动“双循环”良好趋势



- 2020年以来，我国经济政策之所以保持了全球最强的定力，既没有走上极度货币宽松之路，也没有一味通过财政扩张拉动短期增长，主要是因为经济结构改善，工业生产的实际增速开始高于实际GDP增长的表现，符合“双循环”新发展格局的高质量增长逻辑。

### 跨越中等收入陷阱，唯有制造业高级化路径可行

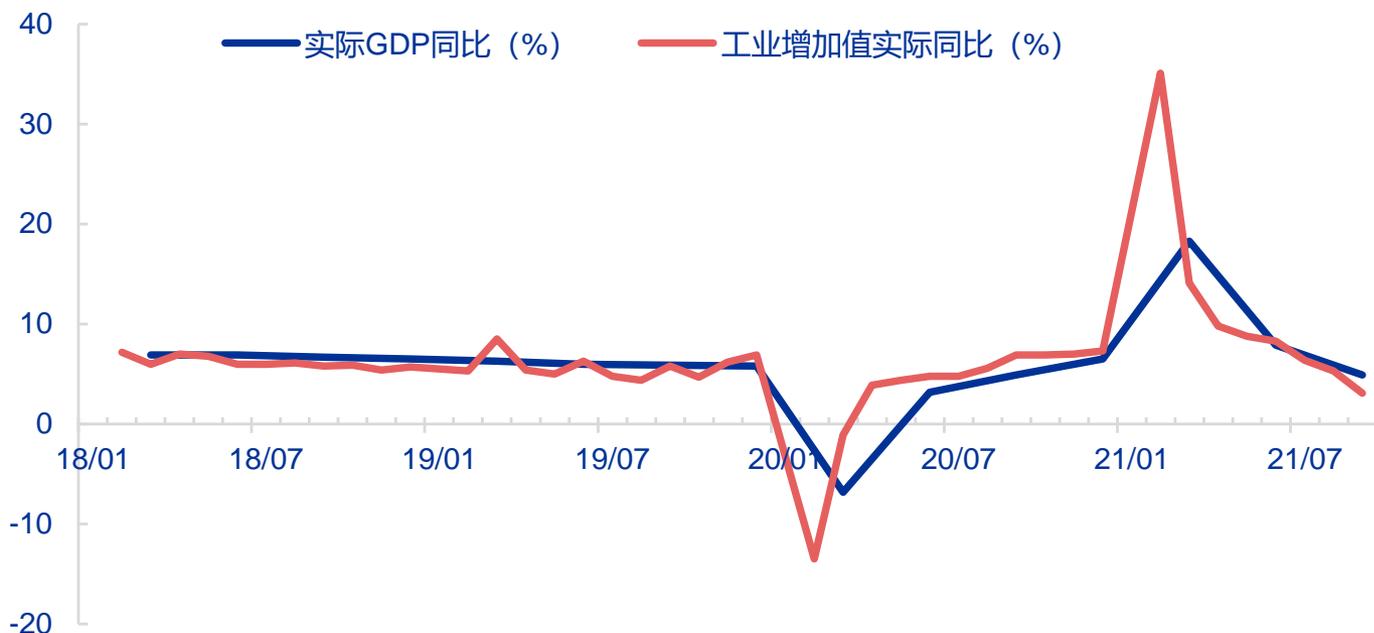


资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 2.2 短期经济政策的定力主要即来源于工业生产保持强劲

- 但工业生产走强需要需求的持续拉动，货币财政政策都难以快速见效。2020-2021年工业品需求呈现外需强、内需弱的格局，如果2022年外需回落，那么经济政策必然需要促进国内商品消费需求。出口与国内消费需求的再平衡是明年中国经济的第一个主线逻辑。

20H2-21H1，工业生产增速明显高于实际GDP



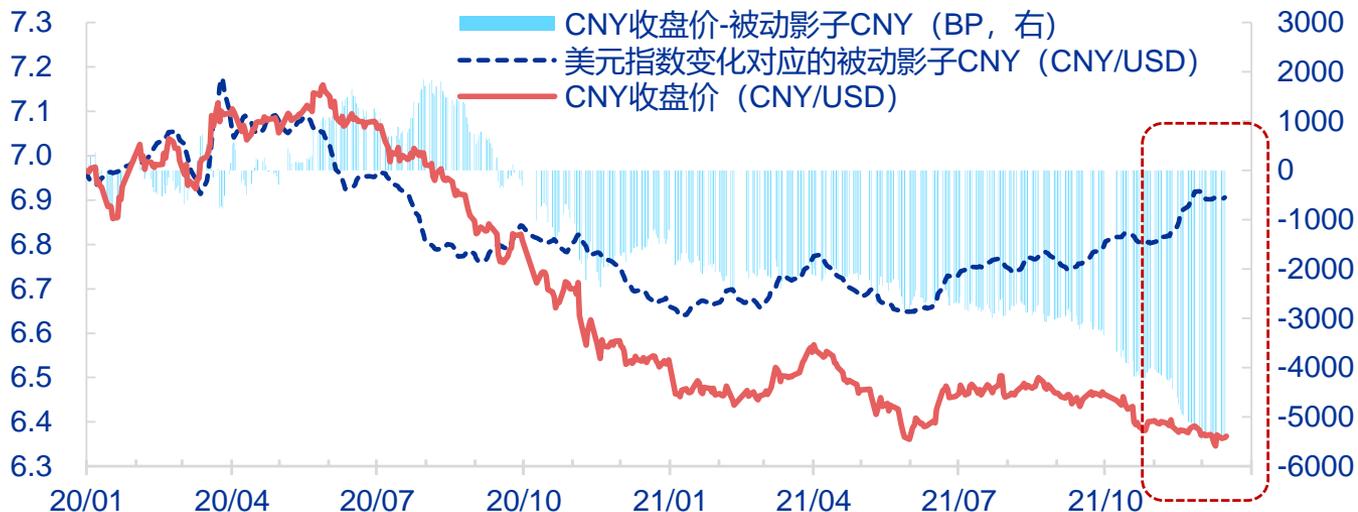
资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 2.2 “再工业化”过程中人民币获稳定升值，远景目标加速

### 再工业化过程推动人民币连续稳定主动升值



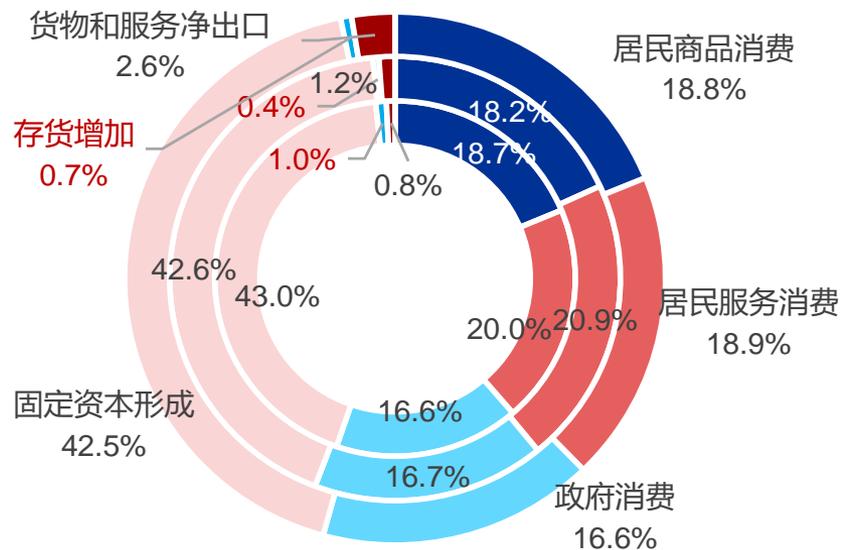
### 年内多次出现人民币、美元同步走强的罕见良好表现



## 2.3 但出口降温直接威胁工业生产，商品消费升级必要性上升

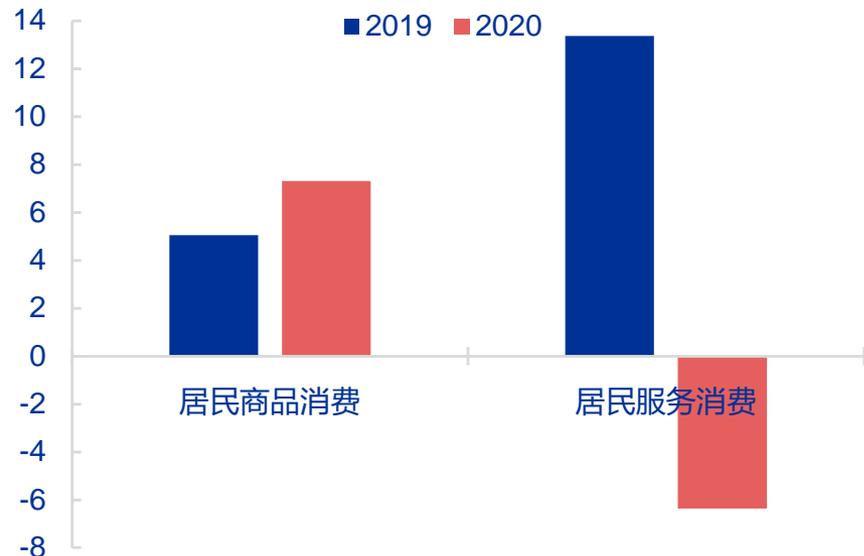
- GDP结构揭示出我国疫情冲击下也出现了“商品消费替代服务消费”的现象。
- 2020年我国居民商品消费同比增长7.3%，高于2019年2.3个百分点，未如零售数据般出现剧烈下滑，显示商品消费的真实趋势并不像零售数据看起来那么差。

### GDP结构：从内到外分别为18/19/20年



资料来源：CEIC，申万宏源研究

### 2020年居民商品消费名义同比增速高于2019年 (%)

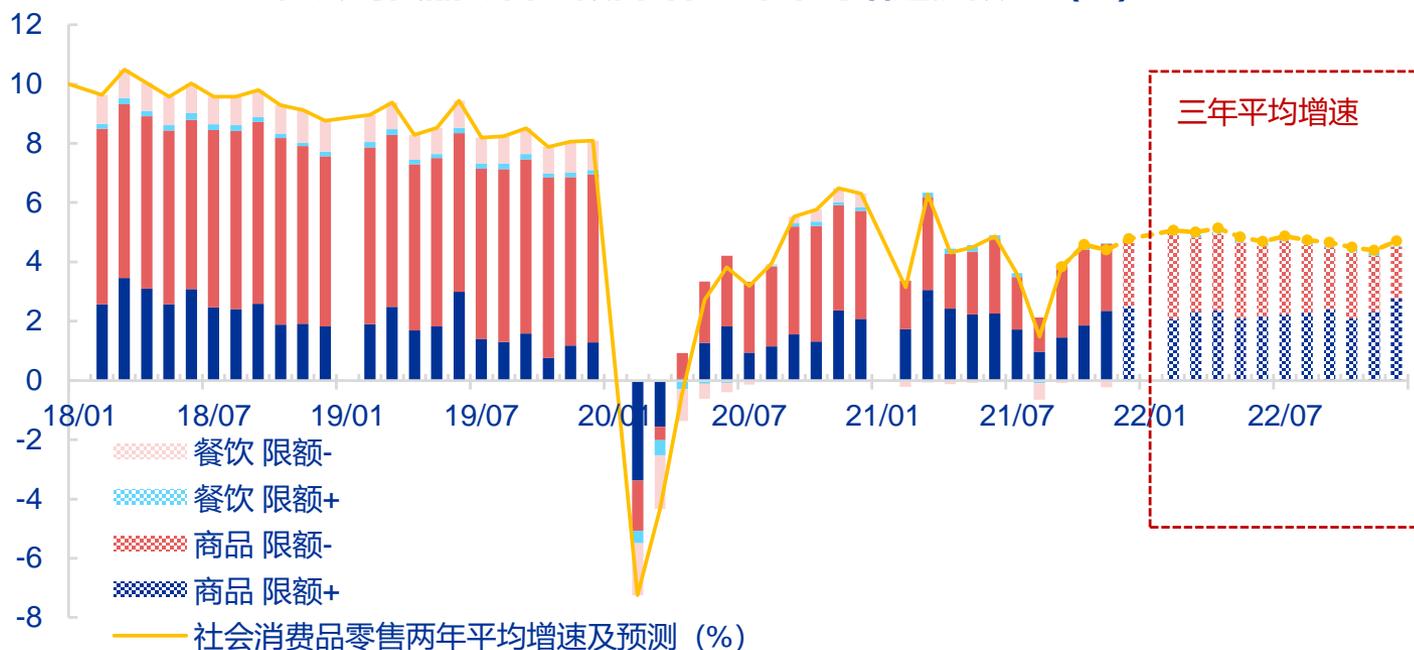


资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 2.4 中国居民商品消费增速稳健，零售数据系统性偏低

- 限额以下商品零售的抽样调查方法，可能在正常年份系统性高估小型零售单位零售额规模，从而因疫情冲击之后小型零售单位表现明显更差，而导致零售数据对真实商品消费趋势的大幅低估。
- 而更接近真实商品消费情况的限额以上商品零售，则自20H2起明显强于疫情前水平。

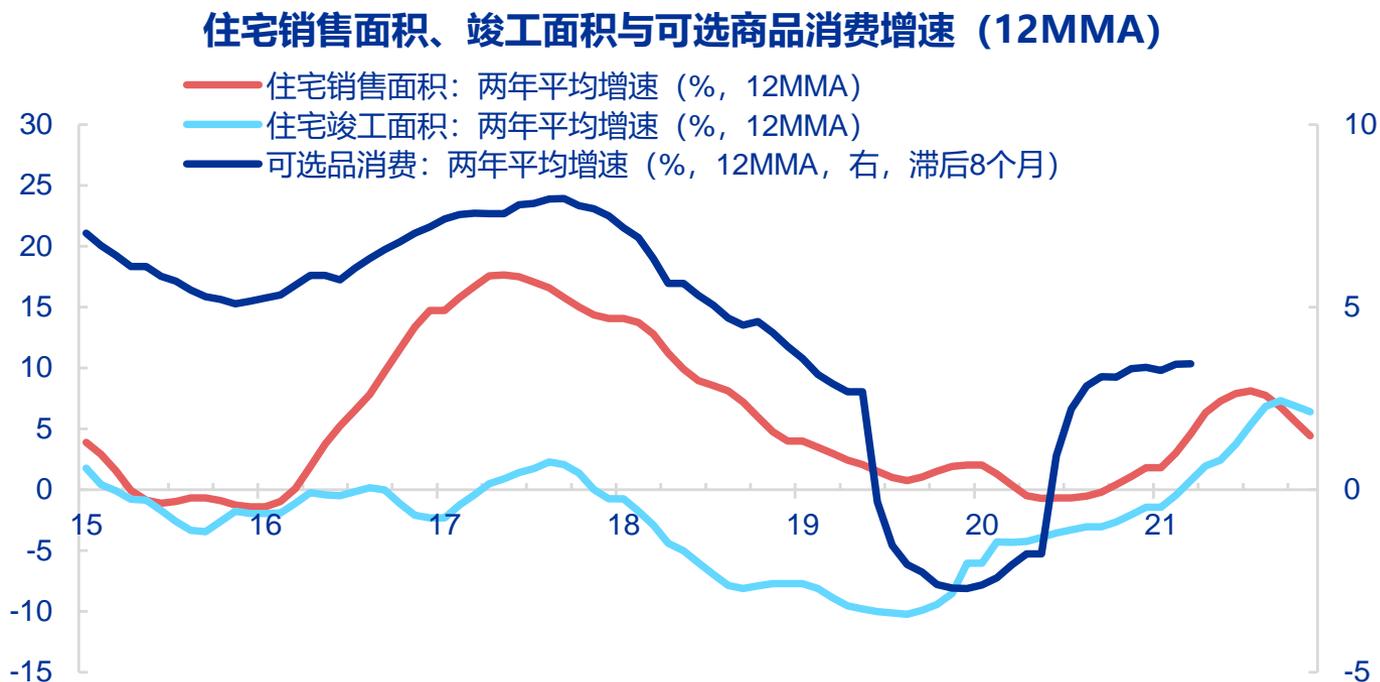
社会消费品零售总额两年/三年平均增速及预测 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 2.4 但限额以上商品零售仍弱于竣工高峰本应有的拉动强度

- 20H2以来住宅竣工明显改善至数年来最强水平，本应滞后地拉动今年全年可选商品消费大幅走强，但由于PPI向工业消费品价格传导导致的需求抑制效应，真实的可选品消费情况仅略好于2019年，弱于竣工拉动强度。



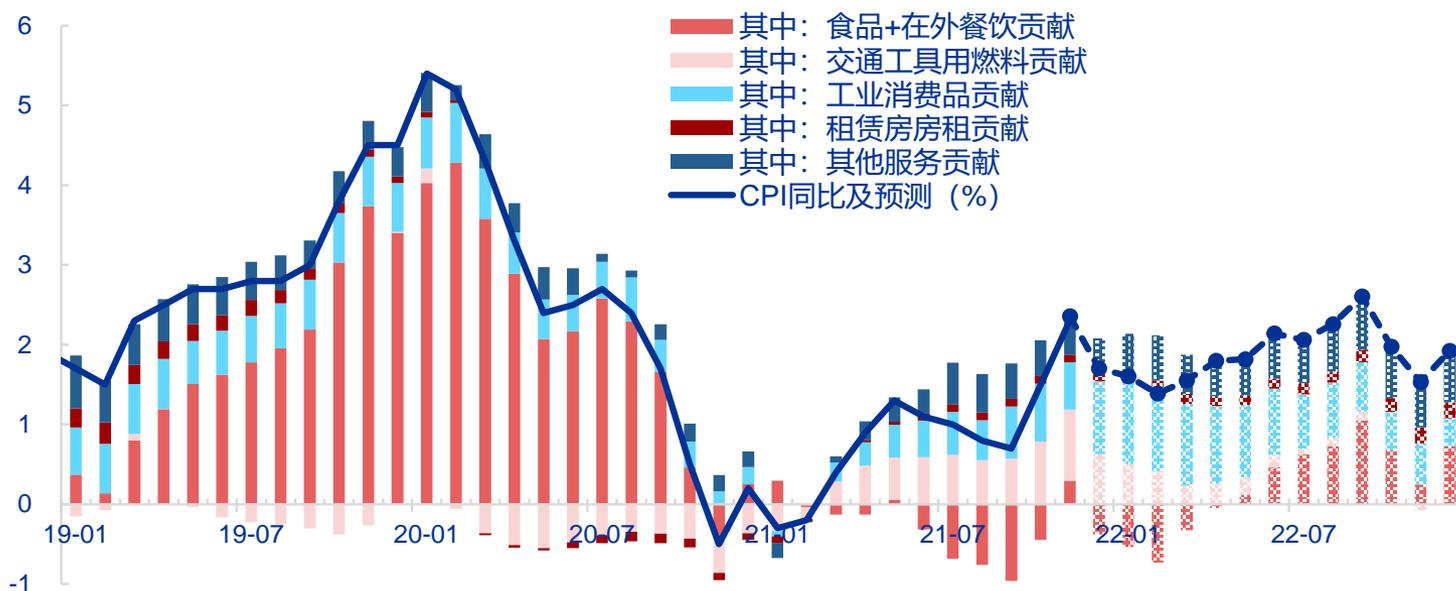
资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 2.5 2022年工业消费品通胀压力料缓解，但竣工已经趋弱



- 展望2022年，伴随国内上游大宗工业品供需关系逐步理顺、价格向合理水平回落，以及既定的OPEC+减产协议安排下，明年原油供给释放幅度也将超出需求恢复幅度，供给压力逐步减轻或带动油价趋于下行，整体PPI预计将趋回落，这也意味着PPI向CPI强传导逐步降温。预计Q1-Q4 CPI分别为1.5%、1.9%、2.3%、1.8%，全年1.9%。

### 2022年CPI“五分法”预测 (%)

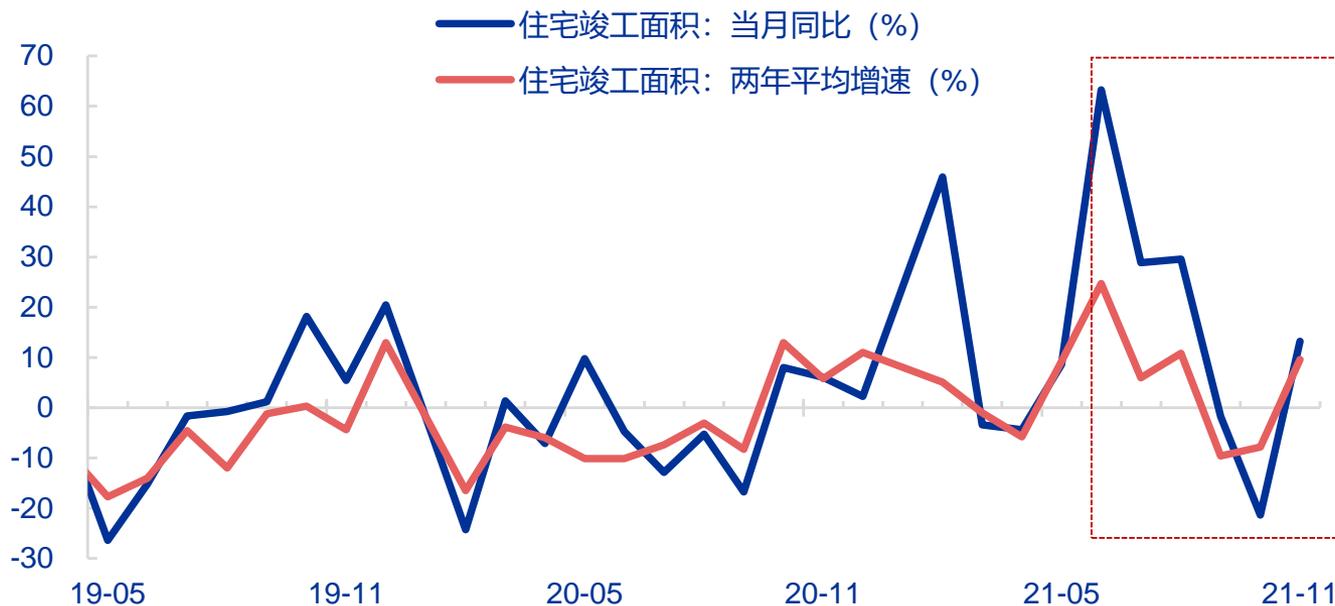


资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 2.5 2022年工业消费品通胀压力料缓解，但竣工已经趋弱

- 房地产融资21Q3迅速收紧，供地与新开工骤冷，住宅竣工难以维持高增，21Q3之后增速趋势已经开始趋弱，从而对2022年2季度起的居民商品消费内生拉动作用有所弱化。

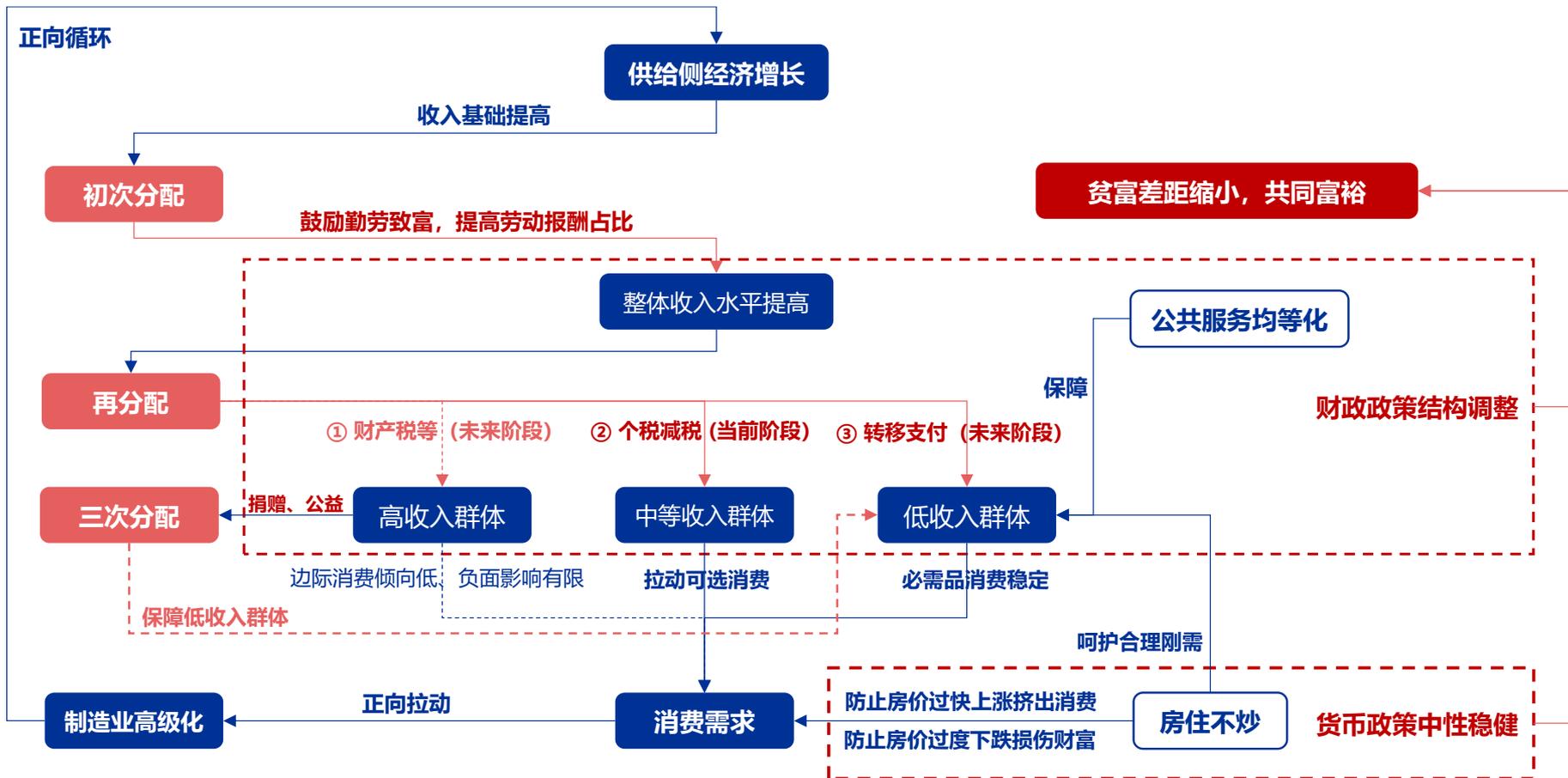
### 21Q3住宅竣工面积增速大幅回落 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

# 2.6 共同富裕强调蛋糕做大做好、切好分好，个税减税可期

## “双循环”新发展格局下的“共同富裕”路线图

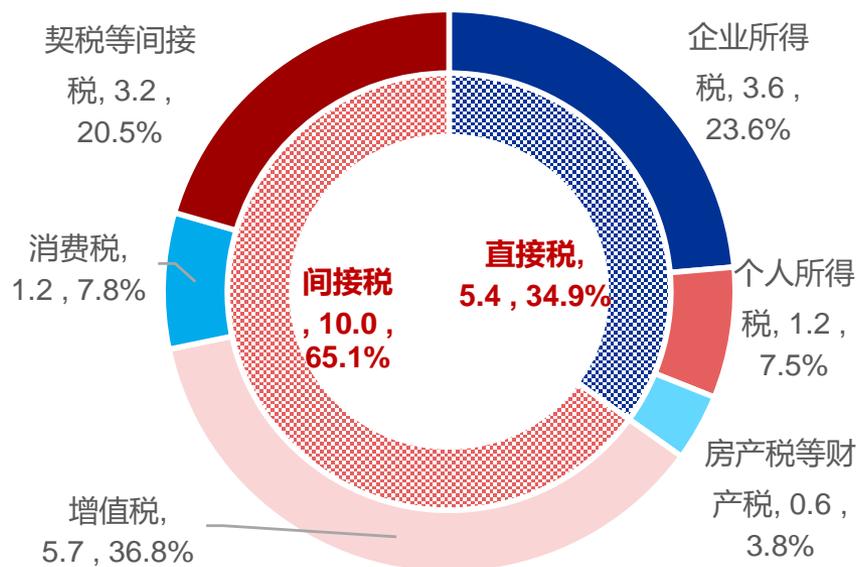


资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 2.6 共同富裕方向下，税收结构优化空间打开

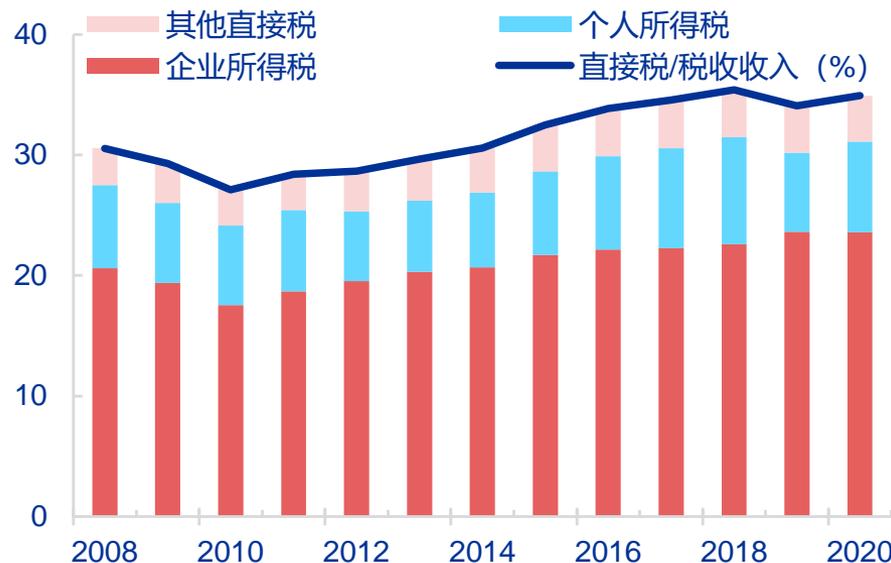
- 税制改革对经济的引导作用将和我国中长期“双循环”发展战略进一步匹配，未来对制造业的税负要进一步优化，对居民劳动收入的鼓励以及对收入分配的重视都将令未来税制改革在促进经济增长方面发挥更大的作用，我们可能在一定程度上已经站在新的“广义拉弗曲线”的起点上。

### 直接税/间接税划分 (亿元, 占税收比重 (%))



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

### 直接税/税收收入持续提高 (%)

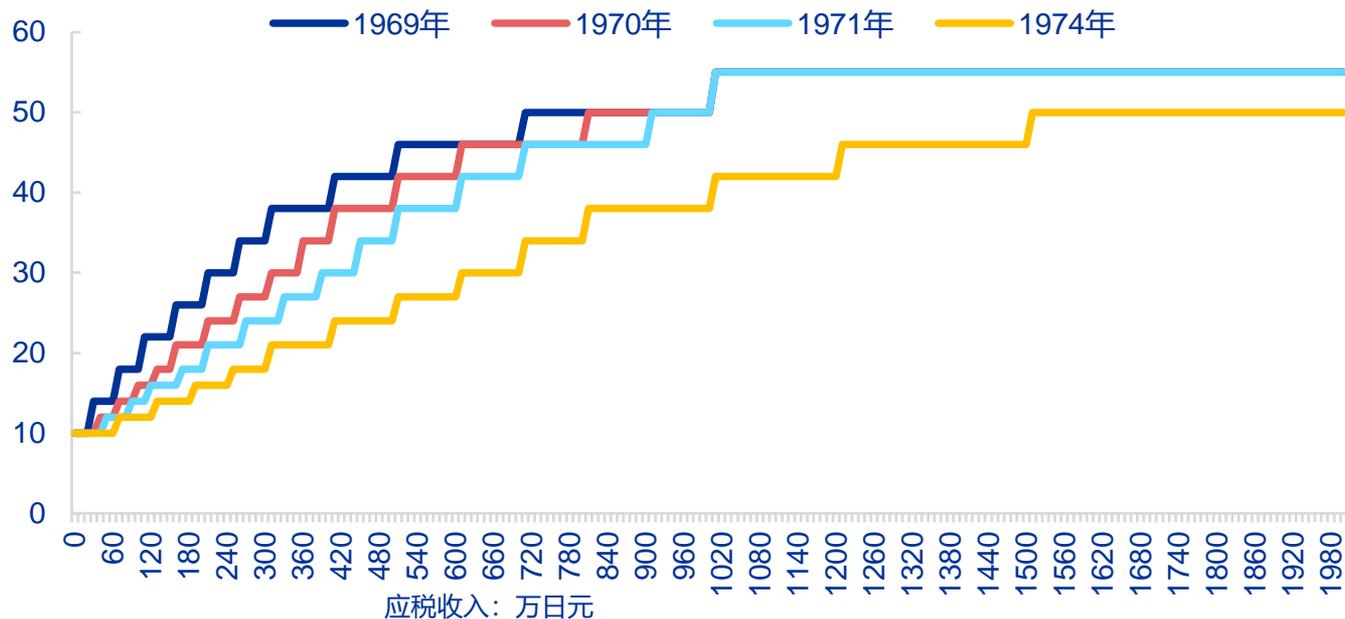


资料来源: CEIC, 申万宏源研究

## 2.6 共同富裕方向下，税收结构优化空间打开

- 2022年消费面临下行风险，国内海外政策的实践经验，都证明了个税减税对消费的稳定效果。

1970年左右日本个税减税集中在提升中等收入水平 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究 注：纵坐标为日本个人所得税边际税率

## 2.6 共同富裕方向下，税收结构优化空间打开

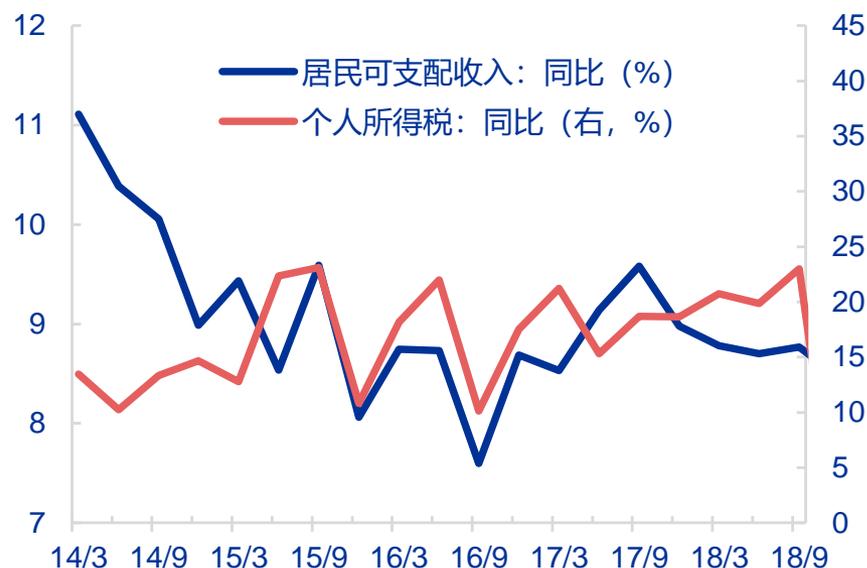
- 另外，我国个税减税已到临界点，从个税占一般公共预算收入比重、居民可支配收入占GDP比重、个税免征额和月均可支配收入的比例关系三大指标来看，个税减税将在2022-2023年进入窗口期。

### 个税占一般预算收入比重将回到18年水平



资料来源：CEIC，申万宏源研究

### 个税累进税制令其对收入弹性持续上升 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 2.6 共同富裕方向下，税收结构优化空间打开

- 另外，我国个税减税已到临界点，从个税占一般公共预算收入比重、居民可支配收入占GDP比重、个税免征额和月均可支配收入的比例关系三大指标来看，个税减税将在2022-2023年进入窗口期。

### 免征额与月均收入比例也将突破17年水平



资料来源：CEIC，申万宏源研究

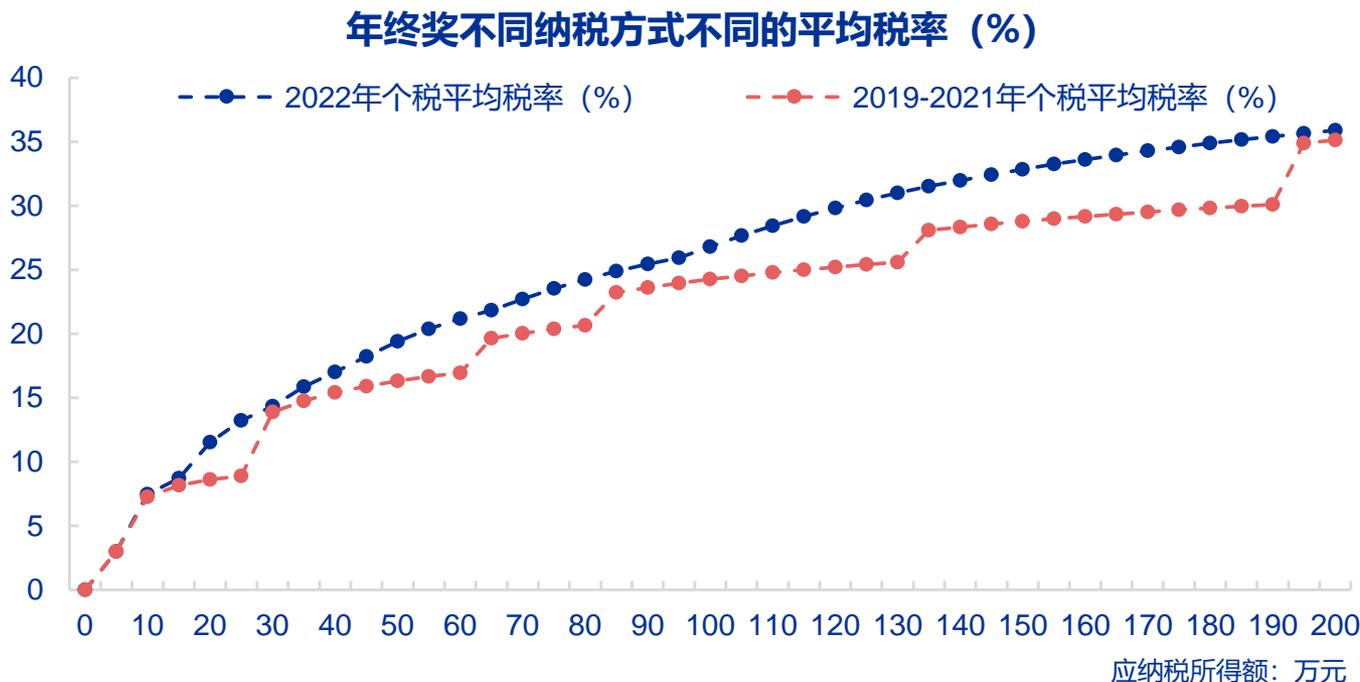
### 居民可支配收入占GDP比重或将连续回落



资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 2.6 共同富裕方向下，税收结构优化空间打开

- 另一方面，2022年个税年终奖优惠措施过渡期结束，中高收入群体面临税负突然提高的窘境，收入收缩效应可能对居民消费形成明显的直接冲击。

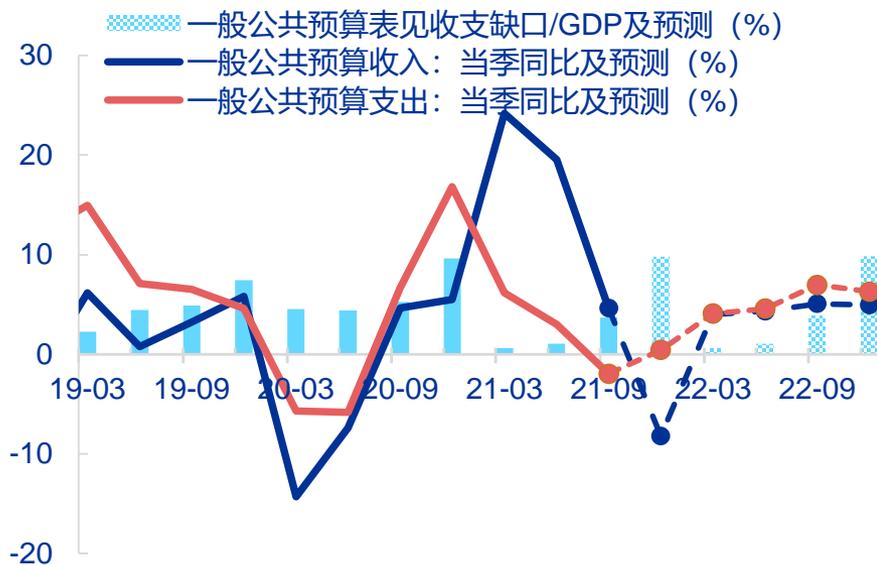


资料来源: CEIC, 国家税务总局, 申万宏源研究 注: 假设年终奖占年度应纳税所得额的50%; 纵坐标为个人所得税平均税率 (%)

## 2.7 2021年财政存款大增，2022年减税并不会扩大赤字

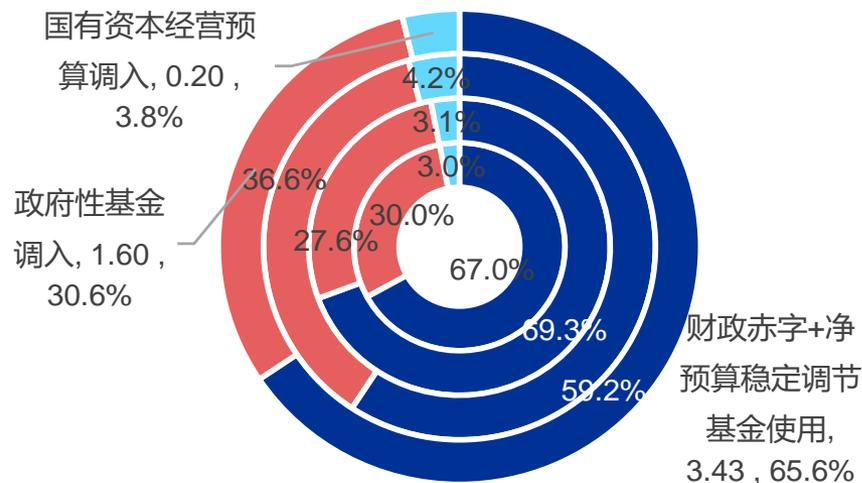
- 2021年财政持续“蓄力”，一方面名义GDP增速超预期高增大幅推高一般预算收入增速至10.7%左右，另一方面财政支出保持极强的战略定力，全年严格按照1.8%的年初预算执行，初步测算全年财政资金或净增加1.3万亿左右。
- 从而我们预计明年在个税减税约6000亿、财政支出增速小幅提升至5.5%的基础上，财政收入增速仍可维持约4.5%左右的正增长，对应的一般预算赤字率仍可小幅收窄至2.8%-3.0%左右。

### 一般公共预算收支增速及表见缺口占GDP比重



资料来源：CEIC，申万宏源研究

### 弥补一般公共预算表见缺口资金结构 (万亿元, %)

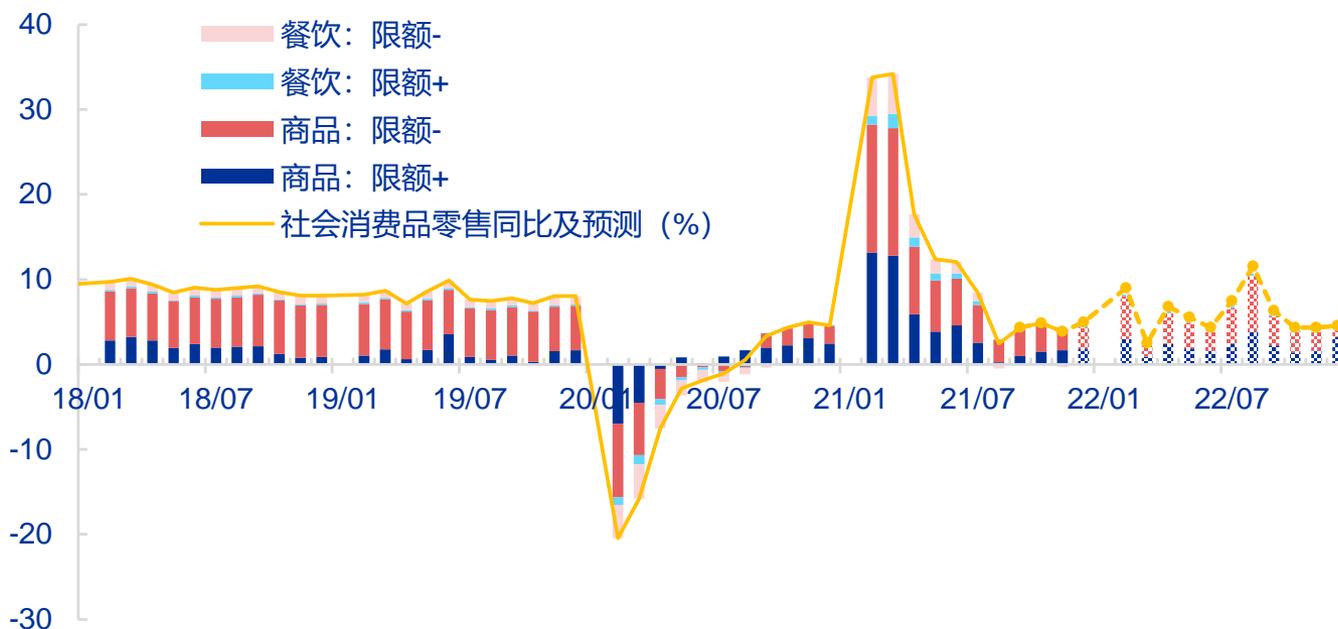


资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 2.7 在个税减税假设下，预计2022年零售同比6.2%

- 在上述个税减税假设下，我们预计2022年社会消费品零售总额同比增长约6.2%，较2021年两年平均增速（预测为4.1%）改善约2个百分点，其中略超一半的改善归因于个税减税假设。

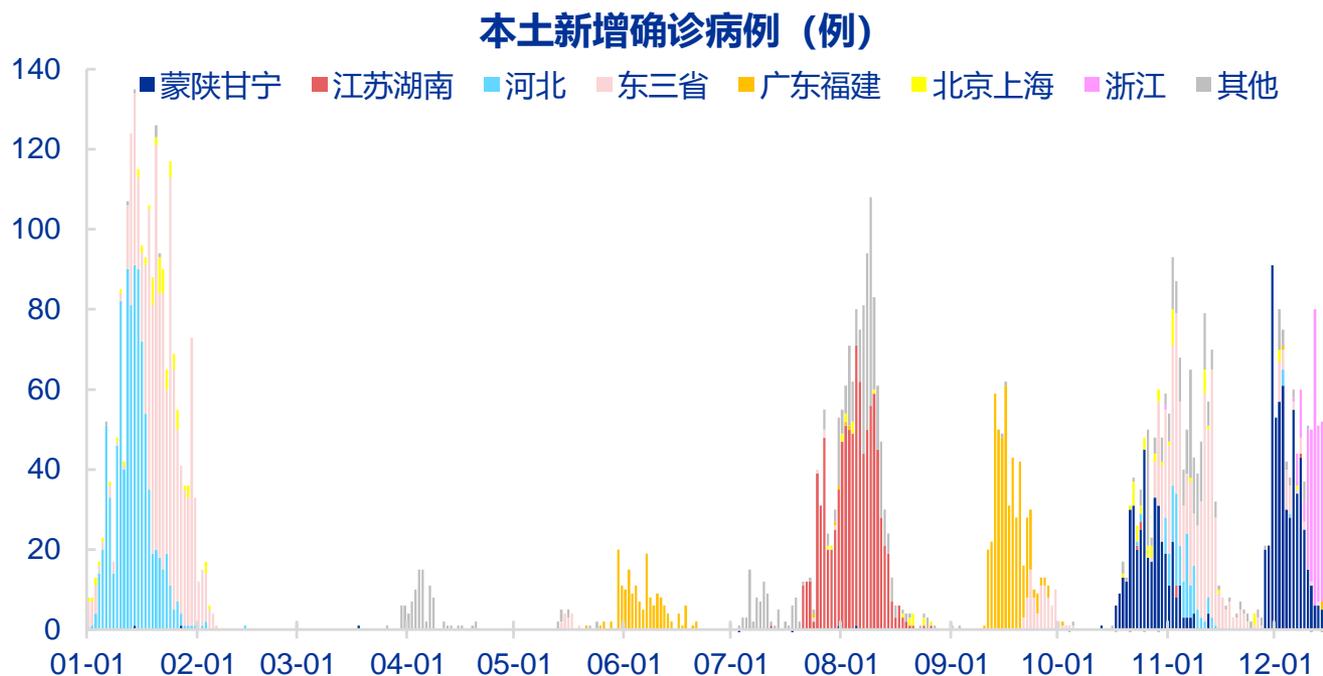
### 社会消费品零售总额同比增速及预测 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 2.8 而服务消费则仍可能受防控升级影响而有所波动

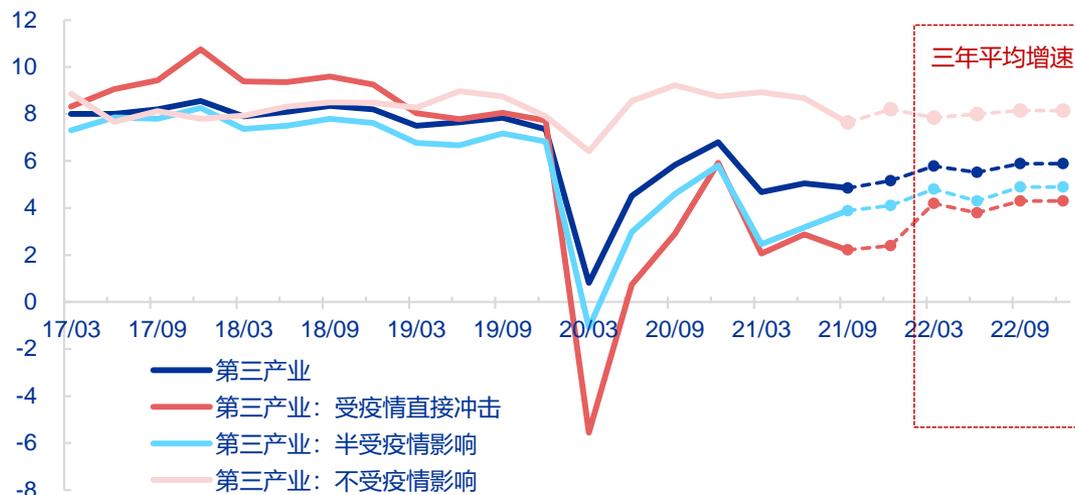
- 服务消费方面，10月中旬、11月下旬以来北部边境地区向内地多省扩散的疫情，令我们原先对4季度相对乐观的消费判断重新转为谨慎，新一轮的消费需求抑制不可避免，明年在疫情大概率不能完全结束的情况下，整体趋势或仍低于疫情前。



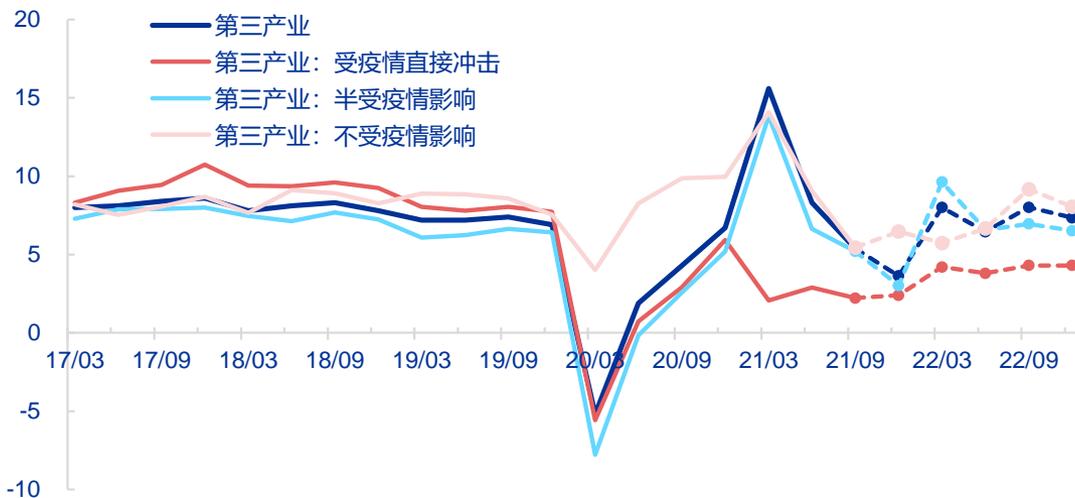
资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 2.8 而服务消费则仍可能受防控升级影响而有所波动

### 第三产业实际增加值两年/三年平均增速及预测 (%)



### 第三产业实际增加值同比增速及预测 (%)



# 主要内容

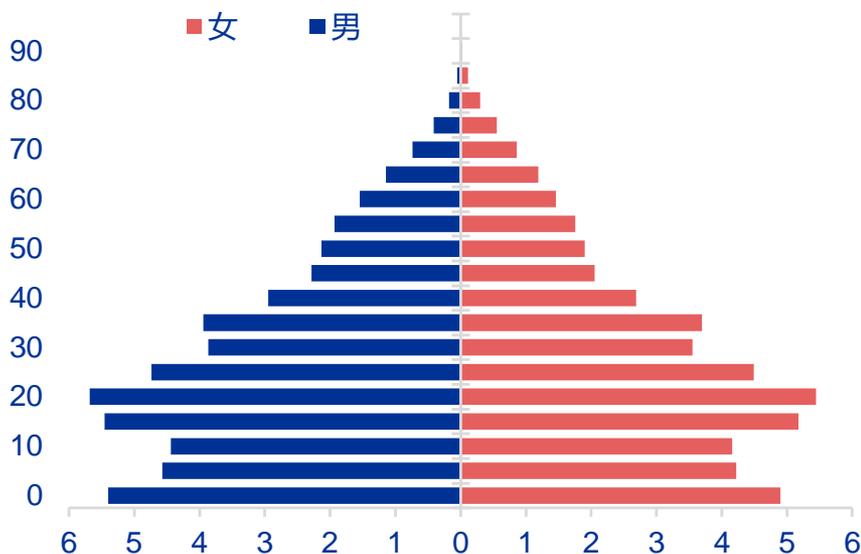
---

1. 滞胀分野：海外加速紧缩，国内供强需弱
2. 共同富裕：出口降温与消费升级再平衡
3. 内需中枢：房地产融资呵护纠偏稳预期
4. 基建投资：能源升级与财经纪律平衡木
5. 货币环境：降准不降息 “有温度的中性”
6. 大国虎变：需求结构升级，政策高效呵护

## 3.1 人口结构“未富先老”，地产调控骤然趋严

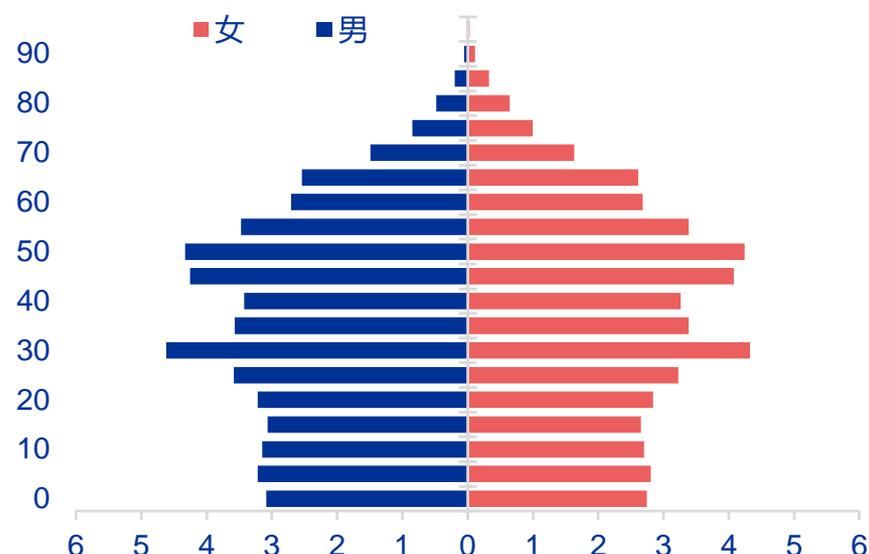
- 第七次人口普查数据充分暴露出人口结构“未富先老”，老龄化、少子化、不平衡的城镇化问题突出。在此背景下，我国实质上面临比其他发达经济体相同发展阶段更严峻的人口问题。而人口结构“未富先老”，很大程度上系于高房价抬升了居民生育养育教育成本，对居民构成强烈的经济约束。

1990年人口结构（各年龄段/总人口，%）



资料来源:Wind, 申万宏源研究

2020年人口结构预测（各年龄段/总人口，%）

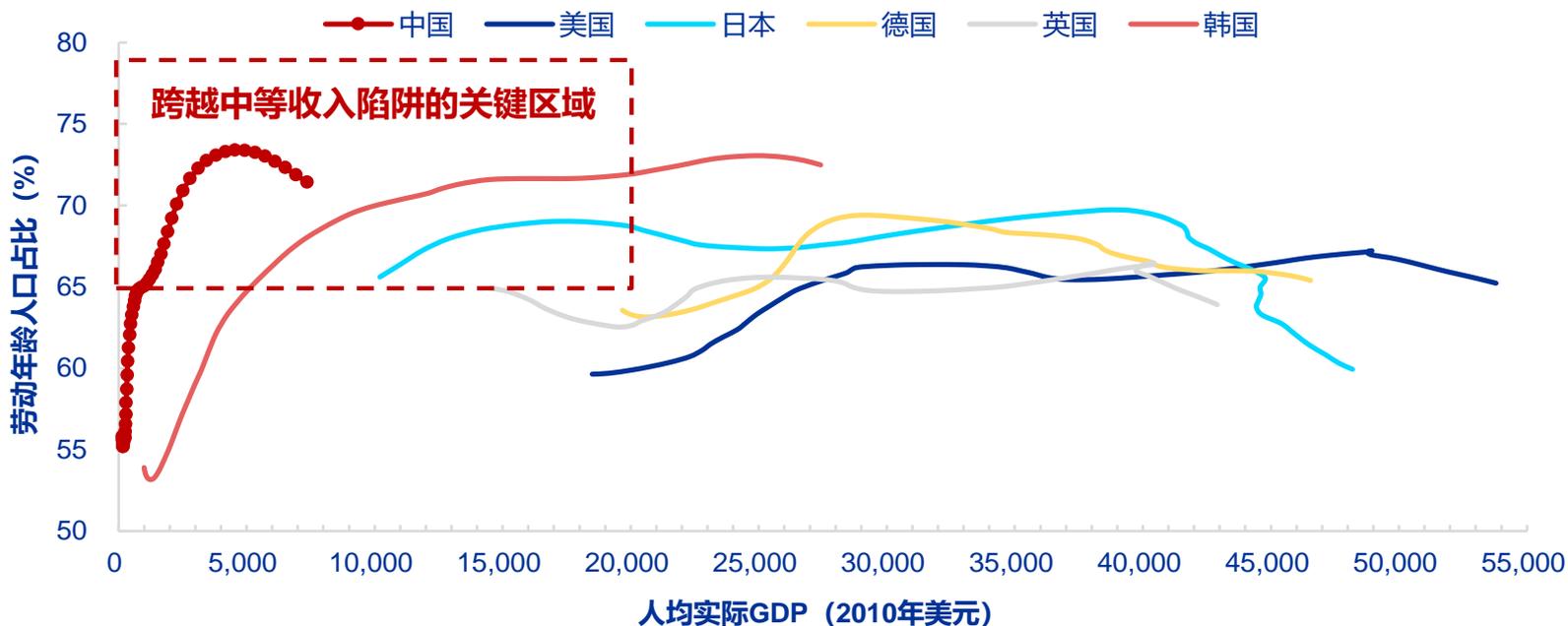


资料来源:Wind, 申万宏源研究

### 3.1 人口结构“未富先老”，地产调控骤然趋严

- 在此背景下，恰好是人口普查数据公布后，地产调控政策开始骤然趋严，地产销售快速回落。

与近十年制造业增加值占比回落相对应的，我国面临比发达国家相同阶段更严峻的人口问题



资料来源:CEIC, 申万宏源研究

## 3.2 地产销售逆转了20H2-21H1的高增，迅速收缩

- 疫情发生之后，地产需求一度达到三年峰值，源于疫情冲击进一步强化了居民购房偏好，而不是降息。但一二线城市地产调控政策迅速收紧，导致三季度以来地产销售迅速转冷。

长效机制下地产销售保持两年稳定，疫情进一步激发居民购房热情

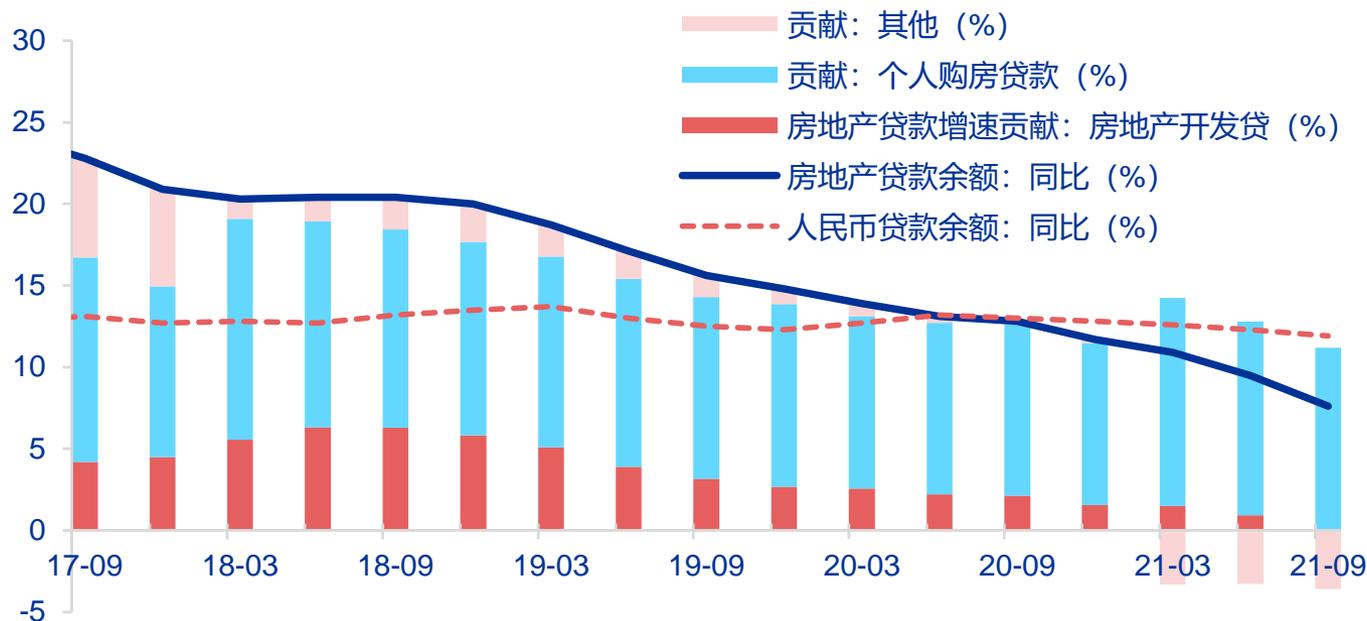


资料来源:Wind, 申万宏源研究

### 3.3 银行风险厌恶陡增，购房居民观望地产竣工骤冷

- 在整体趋严的房地产调控政策下，购房居民观望情绪浓厚，地产销售快速回落，加之部分房企融资链风险暴露，令商业银行风险厌恶陡增，房地产融资快速收缩。21Q3房地产贷款余额加速下滑，同比增速仅有7.6%，低于人民币贷款余额增速4.3个百分点。

21Q3房地产贷款余额增速加速下滑



资料来源:CEIC, 申万宏源研究

### 3.3 银行风险厌恶陡增，购房居民观望地产竣工骤冷

- 而在房企融资风险逐步暴露的背景下，此前持续旺盛的地产竣工骤冷。9-10月住宅竣工两年平均增速由5月以来整体积极改善、一度高增的水平，大幅回落至-9.6%/-7.8%，达到20H2以来最低水平。11月住宅销售底部反弹，地产融资持续收缩担忧有所缓解，竣工单月改善明显，但地产产业链活跃度仍处于较低水平。

#### 商品房销售面积和金额两年平均增速 (%)



资料来源:CEIC, 申万宏源研究

#### 住宅竣工面积当月同比与两年平均增速 (%)

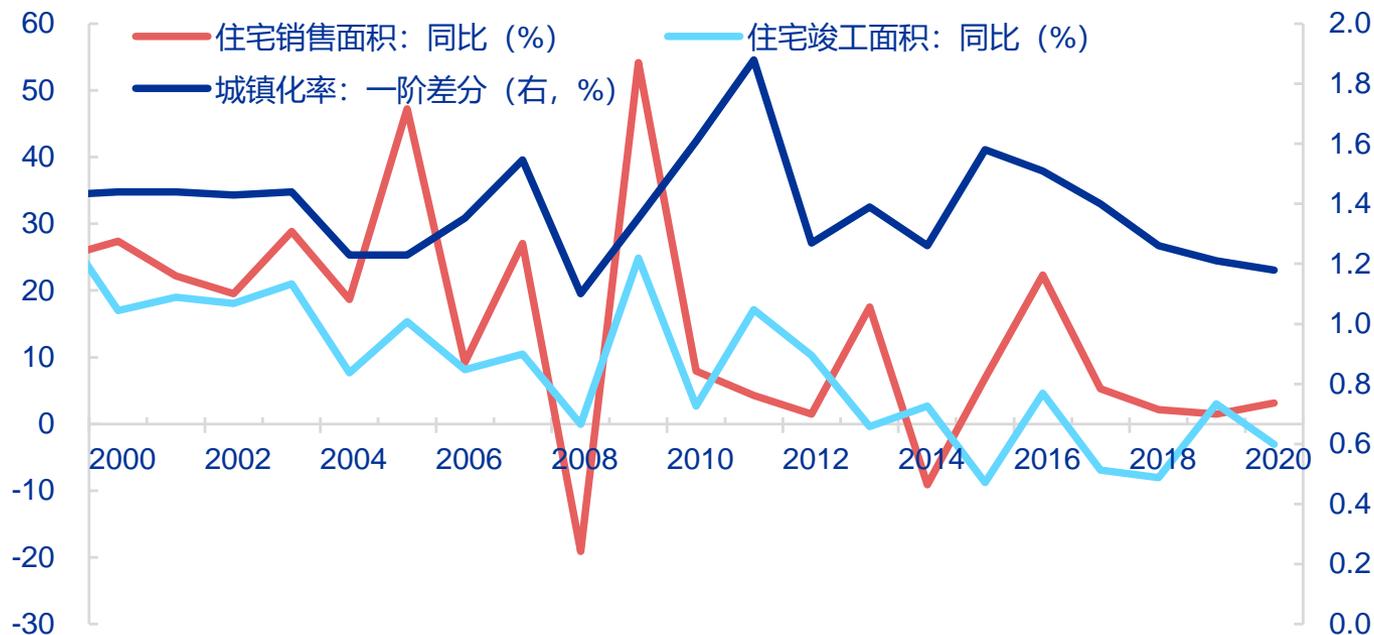


资料来源:CEIC, 申万宏源研究

### 3.4 展望未来，工业化持续推动城镇化，地产需求或仍稳定

- **2020年我国城镇化率63.9%，城镇化水平的提升内在要求住宅销售保持合理水平。**我国城镇化率变动和住宅销售面积有较为明显的相关性，考虑当前我国城镇化水平在国际主要经济体中较低，“双循环”制造业高级化发展模式要求下，城镇化仍有望稳定推进，首套刚需住房和改善性住房需求预计中期或仍保持稳定。

城镇化水平和住宅销售面积较为相关 (%)



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

## 3.5 维护房地产产业链融资已经成为当前政策重点

### 9月底以来维护房地产产业链融资方向明确

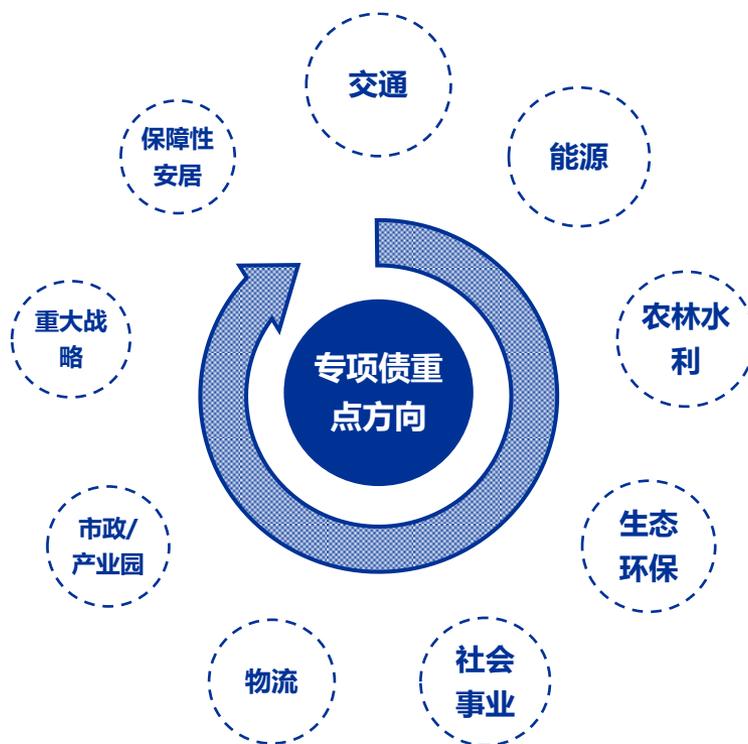


资料来源：中国政府网，中国人民银行，银保监会，证监会，申万宏源研究

## 3.5 中央经济工作会议对保障房的阐述其实有所弱化

- **中央经济工作会议对保障性租赁住房的强调实际上有所弱化。** 相较去年中央经济工作会议对于保障性租赁住房的大笔着墨，例如“要高度重视保障性租赁住房建设，加快完善长租房政策”，本次会议弱化为“加快发展长租房市场，推进保障性住房建设”。与之配套，2022年专项债券重点用于9个大的方向，其中保障性安居工程仅位列第九。

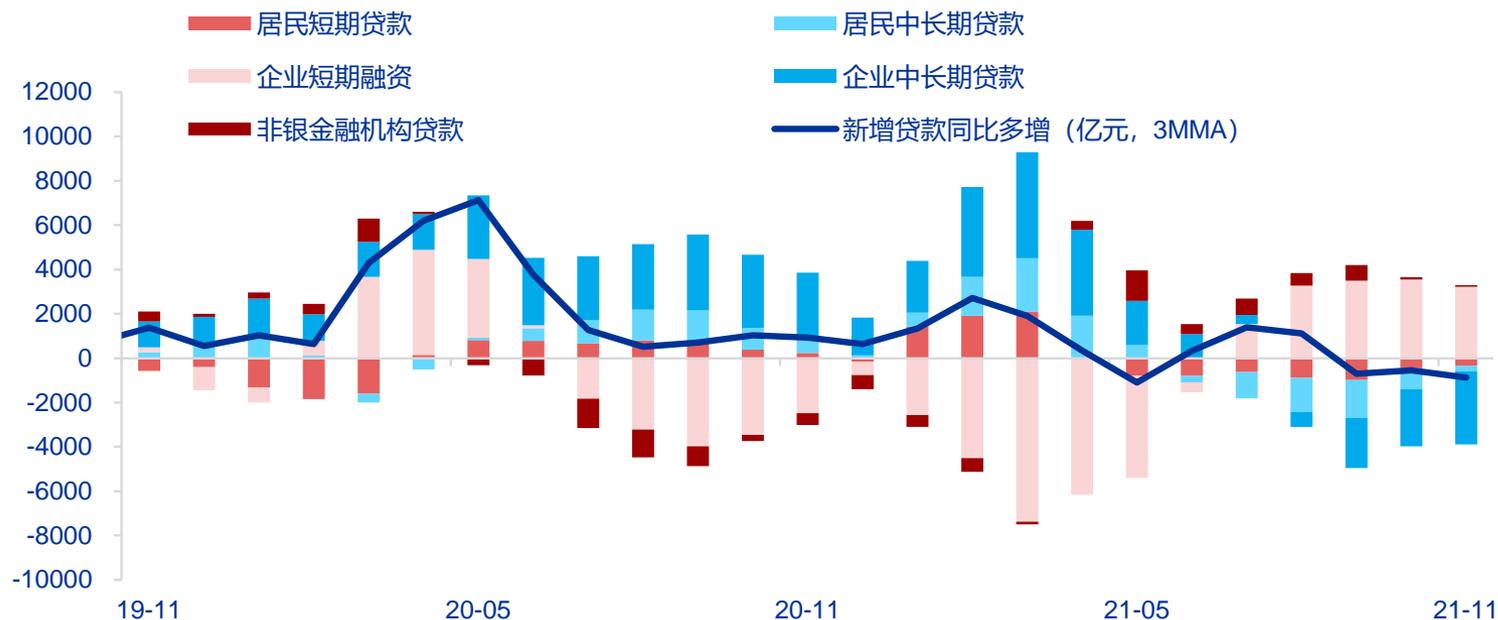
2022年专项债券重点用于9大方向



## 3.5 维护房地产产业链融资已经成为当前政策重点

- 10-11月金融数据显示，居民购房信贷需求开始得到有效保障，居民中长期贷款改善较为显著。但包含开发贷的企业中长贷仍在探底，需持续观察。
- 同时，降准、稳地产预期并不意味着“降LPR”等过度宽松的政策选择，“稳地产预期+不调降LPR”的稳房价和保刚需的再平衡政策才是明年核心主线。

新增人民币贷款同比多增及其拆分 (亿元)

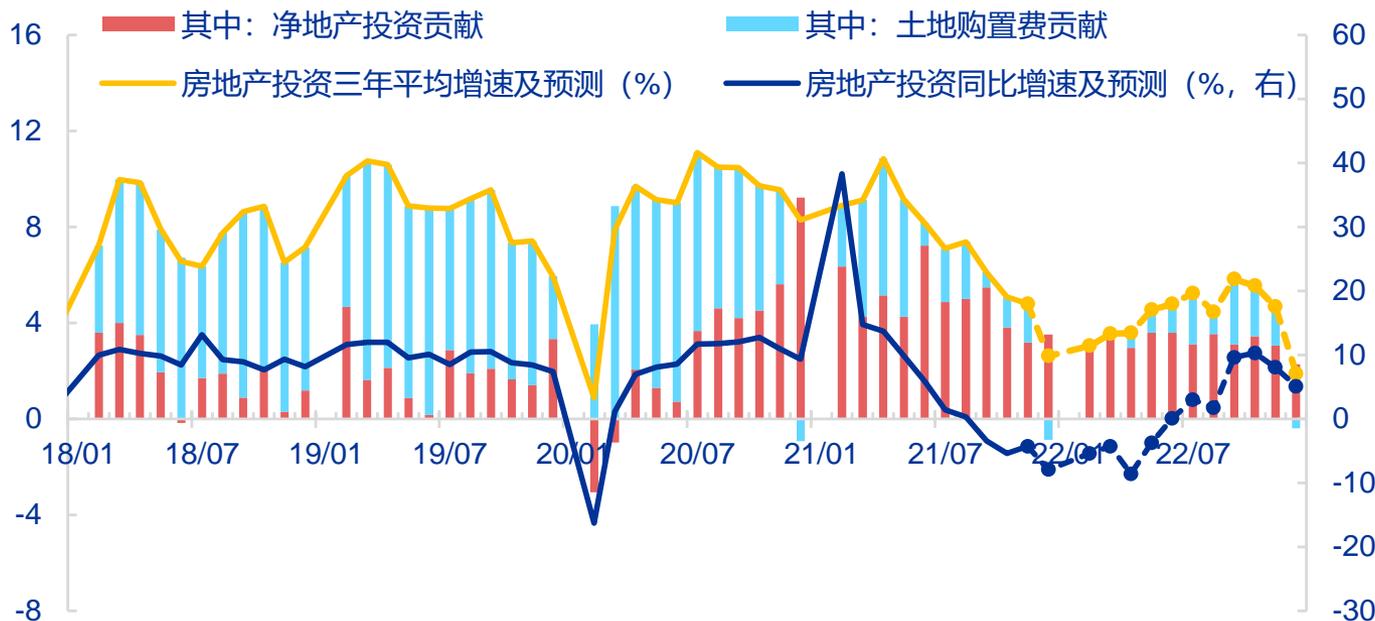


资料来源:CEIC, 申万宏源研究

## 3.6 房地产投资预计明年保住正增长

- 我们预计房地产产业链融资在今年年底至明年1季度呈现回暖迹象，预计明年房地产投资仍有望维持1%左右的正增长。

### 房地产投资增速预测及结构拆分 (%)



资料来源:CEIC, 申万宏源研究

# 主要内容

---

1. 滞胀分野：海外加速紧缩，国内供强需弱
2. 共同富裕：出口降温与消费升级再平衡
3. 内需中枢：房地产融资呵护纠偏稳预期
4. 基建投资：能源升级与财经纪律平衡木
5. 货币环境：降准不降息 “有温度的中性”
6. 大国虎变：需求结构升级，政策高效呵护

## 4.1 双碳目标不可能毕其功于一役

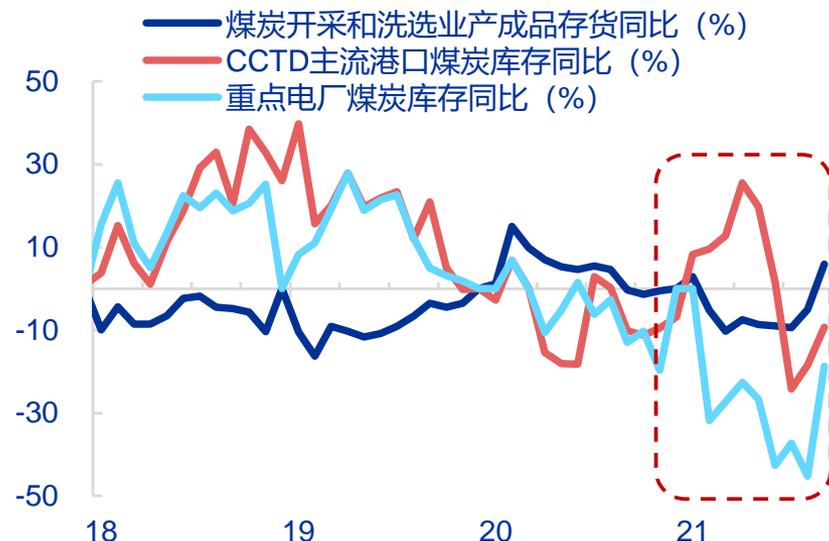
- 中央经济工作会议提出“立足以煤为主的基本国情”，并要求“确保能源供应”，不能将“双碳”路线图简单理解为化石能源去产能，2022年大宗保供仍将持续坚持。
- “要确保能源供应，大企业特别是国有企业要带头保供稳价。要深入推动能源革命，加快建设能源强国。”

### 9月下旬以来动力煤价格一度飙升



资料来源:CEIC, 申万宏源研究

### 电厂库存降幅 > 贸易商库存 > 生产商库存

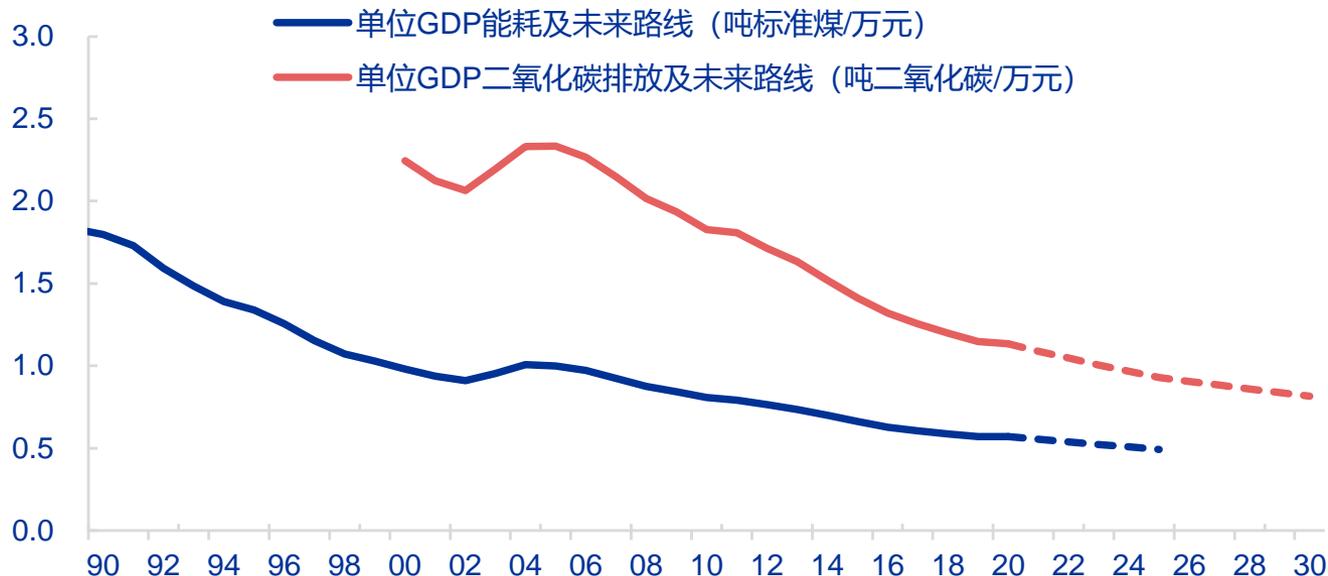


资料来源:CEIC, 申万宏源研究

## 4.2 双碳目标要求下，能源体系长期系统性升级

- 相较于2020年，今年的中央经济工作会议系统反思了“双碳目标”实施初期引发的短期供给冲击问题，明确提出要杜绝层层分解能耗指标以避免同样问题再次出现。
- 会议新增“新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制”，将更加激发新能源建设的热潮，预计2022年公用事业投资将有显著提升。

我国碳达峰路线图：并非运动式减碳、节奏相对温和

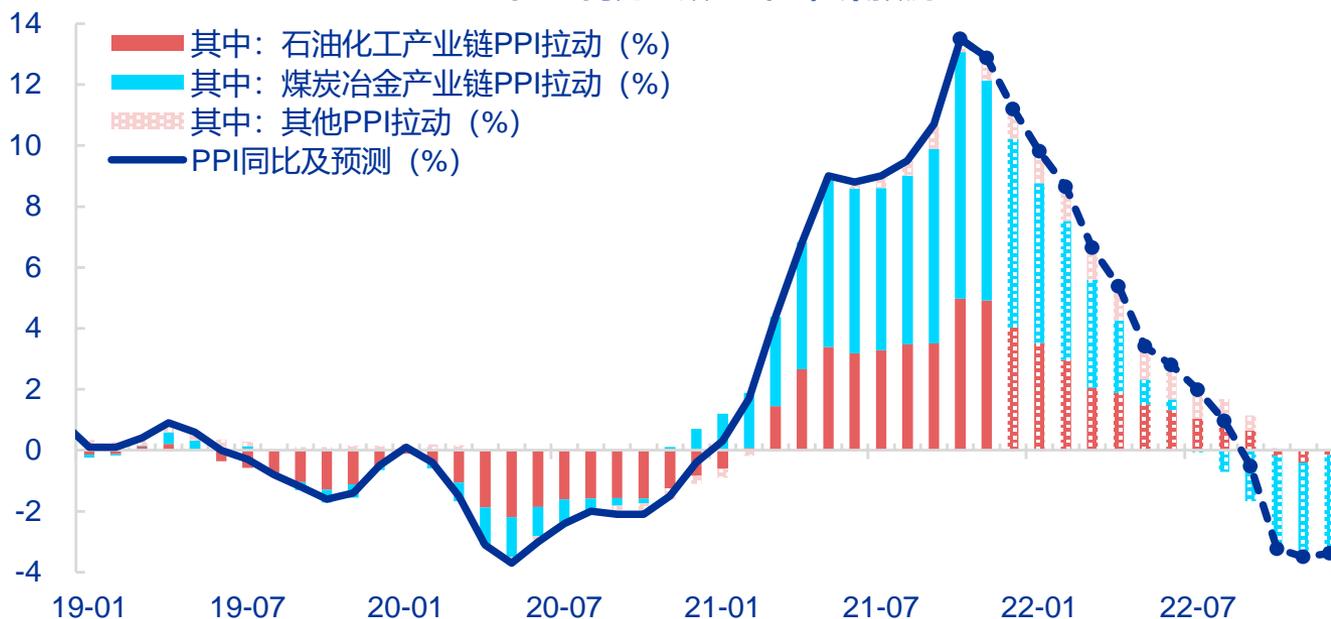


资料来源:CEIC, 申万宏源研究

## 4.2 双碳目标要求下，能源体系长期系统性升级

- **双碳行动方案并非旨在进一步推升工业品通胀。**国内上游工业品供需关系有望趋于正常化，加之海外原油供给释放幅度高于需求恢复幅度，供需紧张关系逐步缓解，煤炭冶金产业链和石油化工产业链双链条通胀均将降温，整体PPI预计明显回落。**预计22Q1-Q4分别为8.4%、3.9%、0.8%、-3.4%。全年均值2.4%。**
- **而2022年工业品通胀降温后，对需求侧的抑制风险也将走弱，而与此同时，双碳行动将催生新能源体系投资力度或将加大，能源体系将长期系统性升级。**

2022年PPI同比“双主线”框架预测

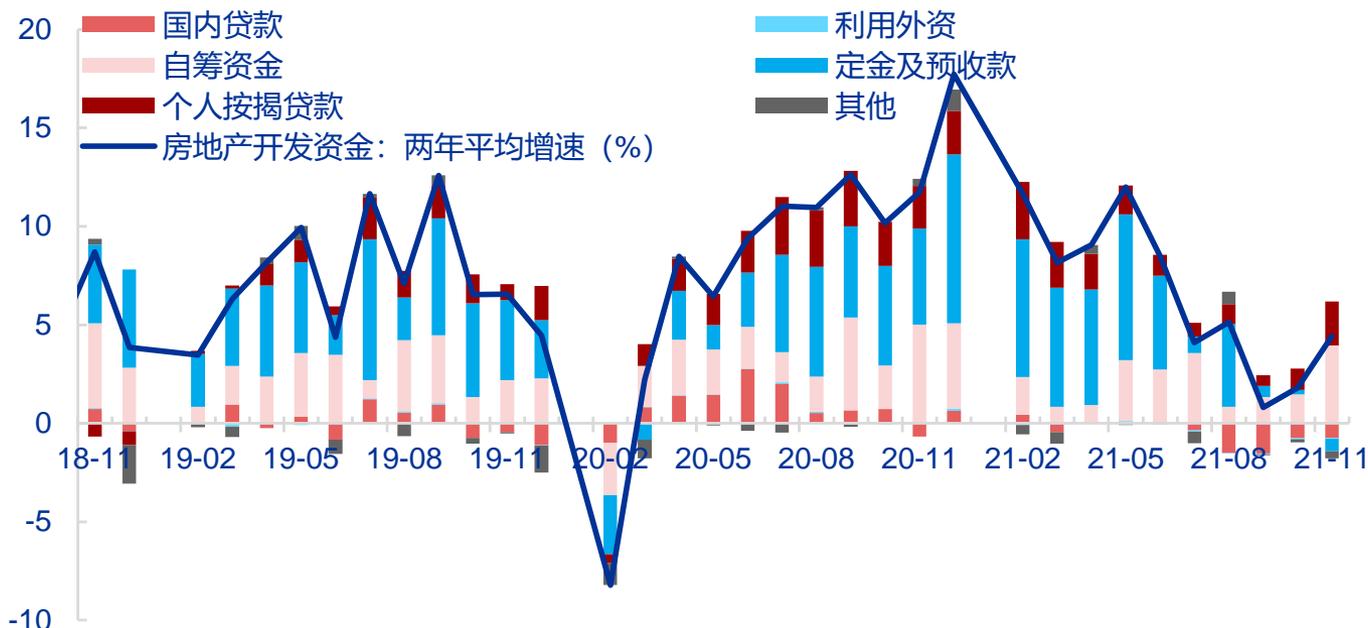


资料来源:CEIC, 申万宏源研究

## 4.3 传统基建与政府去杠杆的平衡术

- **地产基建“杠杆效率平衡”小循环。**我国已经在逐步探索建立一套基于“穿透式监管”、专项债资金为主撬动金融资源、投向能够实现现金流长期盈亏平衡的基建投资项目的“短期杠杆”与“长期效率”之间形成动态均衡的新的地产基建相关财政小循环可持续模式。
- **土地出让收入大幅减少主要源于对地产融资政策的快速收紧，另外“稳地价”要求下各地方政府土拍政策收紧进一步增加开发商土拍难度。**

房地产企业融资难，房地产开发资金增速低位反弹（%）

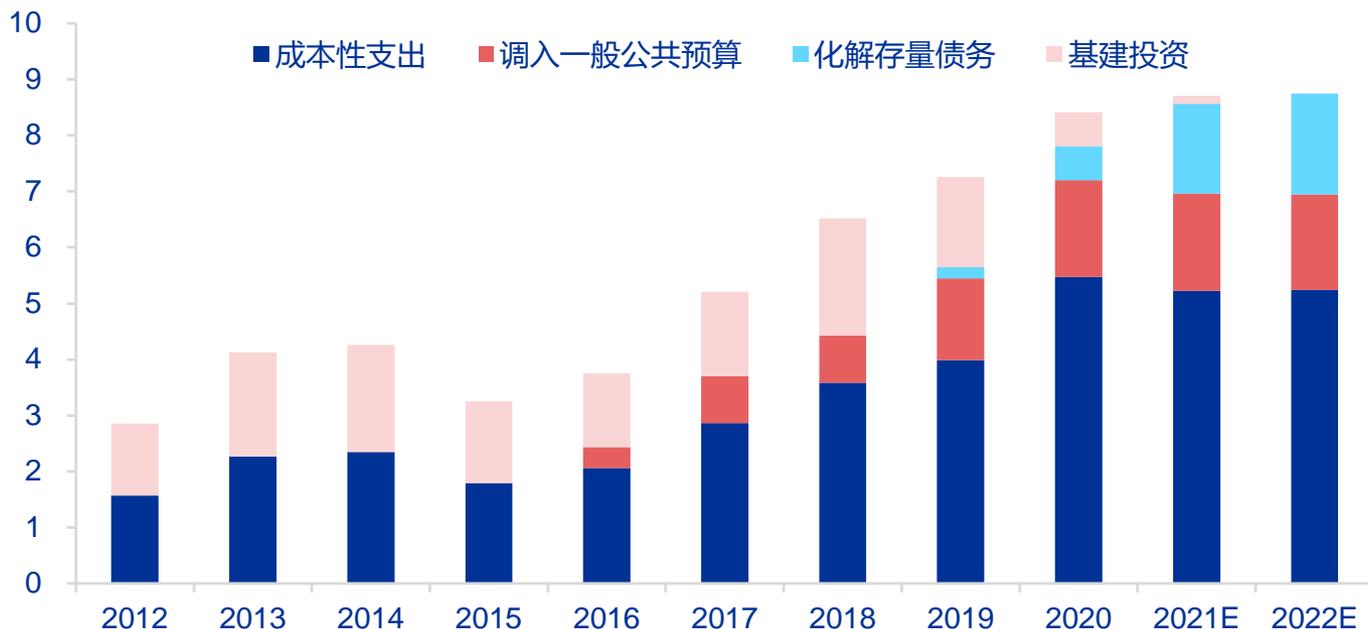


资料来源:CEIC, 申万宏源研究

## 4.3 传统基建与政府去杠杆的平衡术

- 三季度凸显的房地产融资难问题正在得到解决，四季度房地产贷款增速或将企稳，未来地产产业链仍具有韧性，令国有土地使用权出让收入后续或有所企稳。
- 稳土地出让收入就是稳政府杠杆率，源于2017年后国有土地使用权出让收入均用来进行广义去杠杆，一方面调入一般公共预算，另一方面化解存量债务。

土地出让收入更多用于调入一般公共预算和化解存量债务（万亿元）

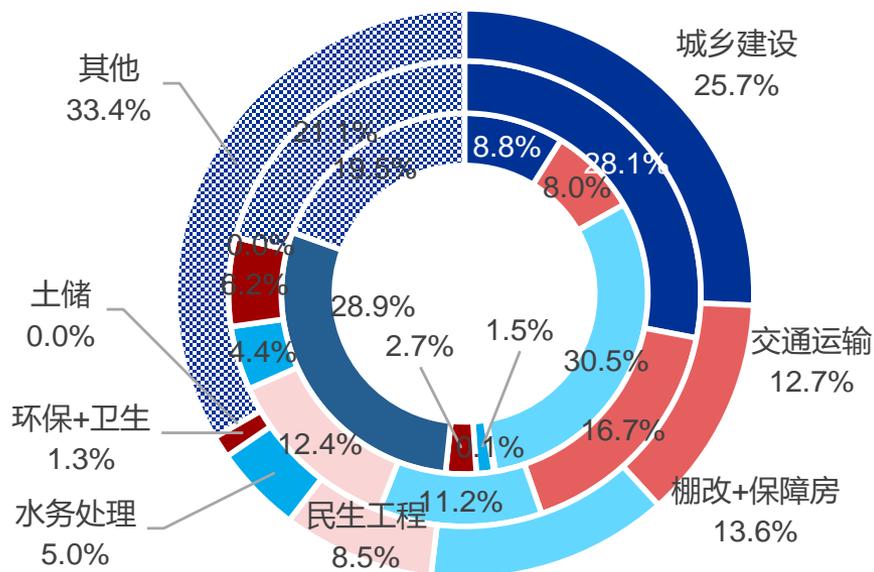


资料来源:CEIC, 申万宏源研究

## 4.4 对地方政府隐性债务保持高压，传统基建难现高增

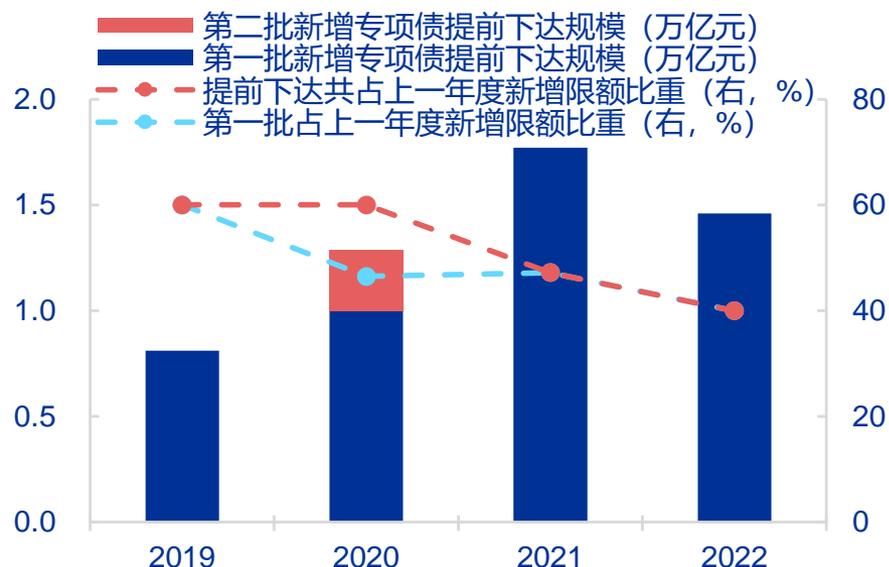
- 中央经济工作会议对地方政府债务问题保持高压，强调“严肃财经纪律”、“坚决遏制新增地方政府隐性债务”，明显较去年更趋严厉。
- 新增专项债提前下达额度1.46万亿明显谨慎，占上年度额度比重创2019年以来新低，这意味着专项债相关基建项目“穿透式监管”要求明年大概率不会放松，传统基建投资或仅能迎来小个位数增长。

新增专项债投向 (由内向外分别为19/20/21年, %)



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

2022年专项债提前下达占上一年比重较低 (%)

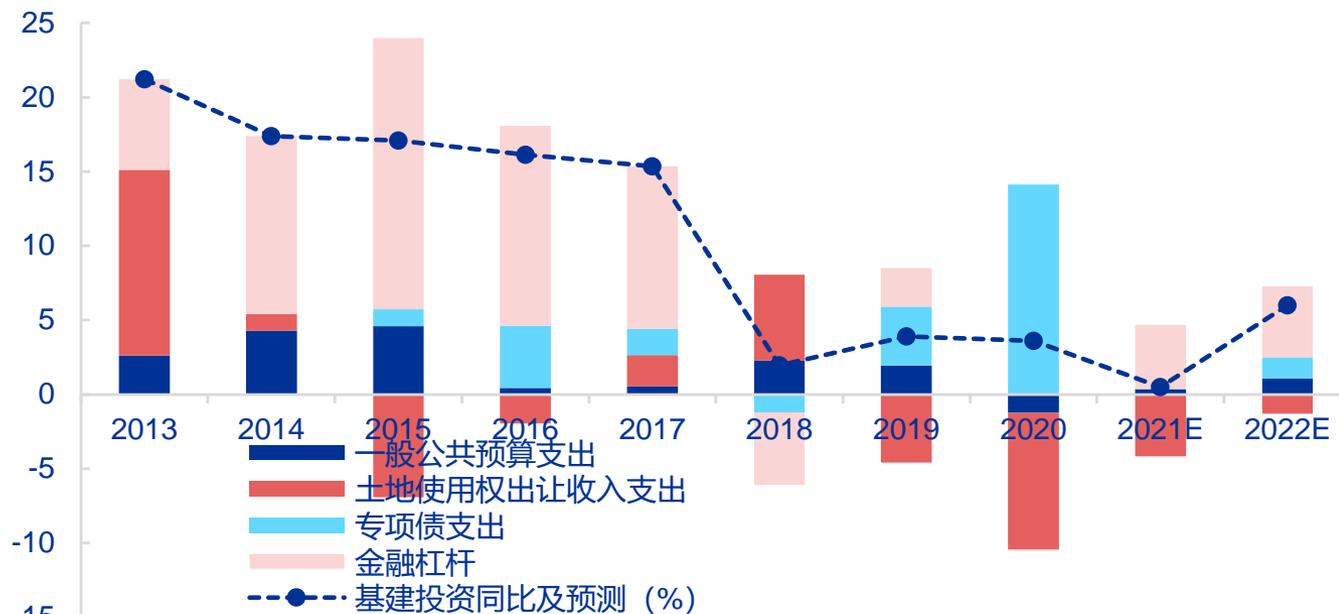


资料来源: CEIC, 申万宏源研究

## 4.4 广义基建预计改善，但幅度克制不走老路

- 预计2022年新增专项债3.35万亿左右，更多的稳定传统基建不至于净减少，同时国有土地出让收入也将有1.8万亿资金用于化解政府存量债务，令政府杠杆率仍低于2020年水平，保住2021年“政府杠杆率要有所降低”的果实。另外，在有坚实项目现金流的支撑下，新能源建设将成为拉动基建投资的主要力量，预计2022年全年基建投资（全口径）增速为6.0%。

基建投资资金增速贡献拆分及预测 (%)

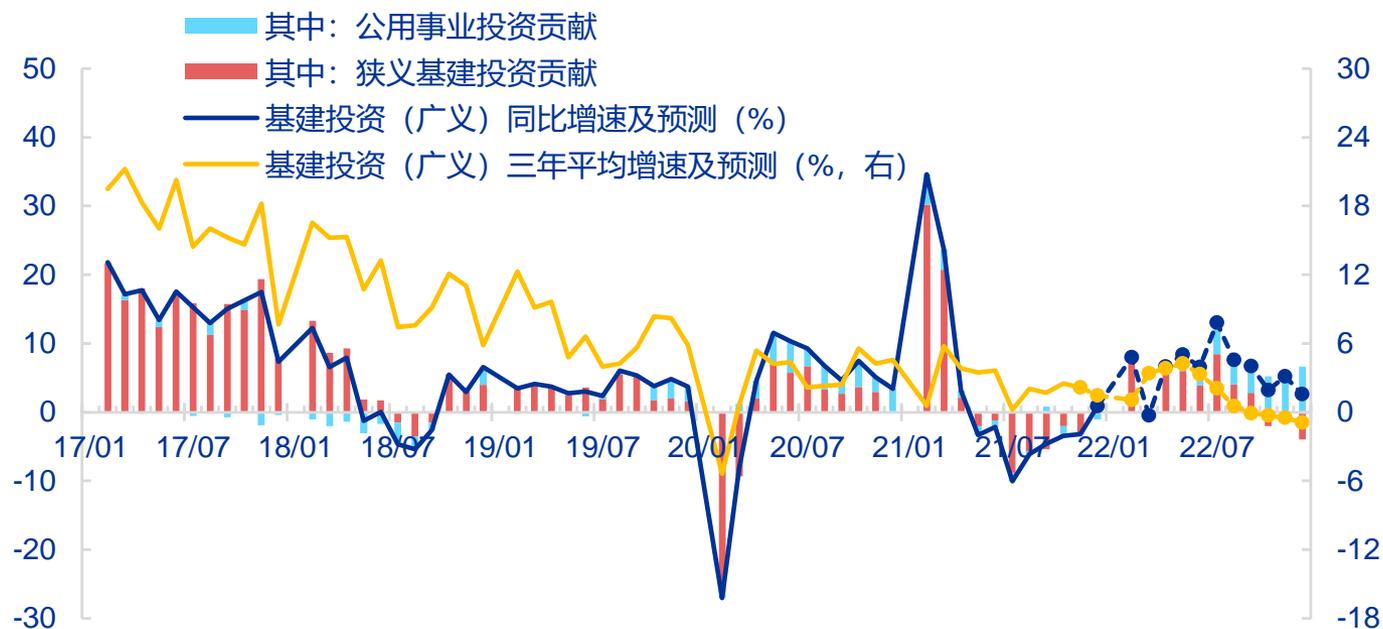


资料来源: CEIC, 申万宏源研究

## 4.4 新能源投资或成为明年基建的主要发力点

- 碳达峰碳中和要求提升能源利用效率，而非一味压降能源供给，这将对明年传统能源行业设备升级提出新的要求，带动明年公用事业投资达到19.2%左右的同比高增，对下半年的全口径基建投资形成重要支撑。

基建投资同比预测及结构拆分 (%)



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

## 4.4 广义基建预计改善，但幅度克制不走老路

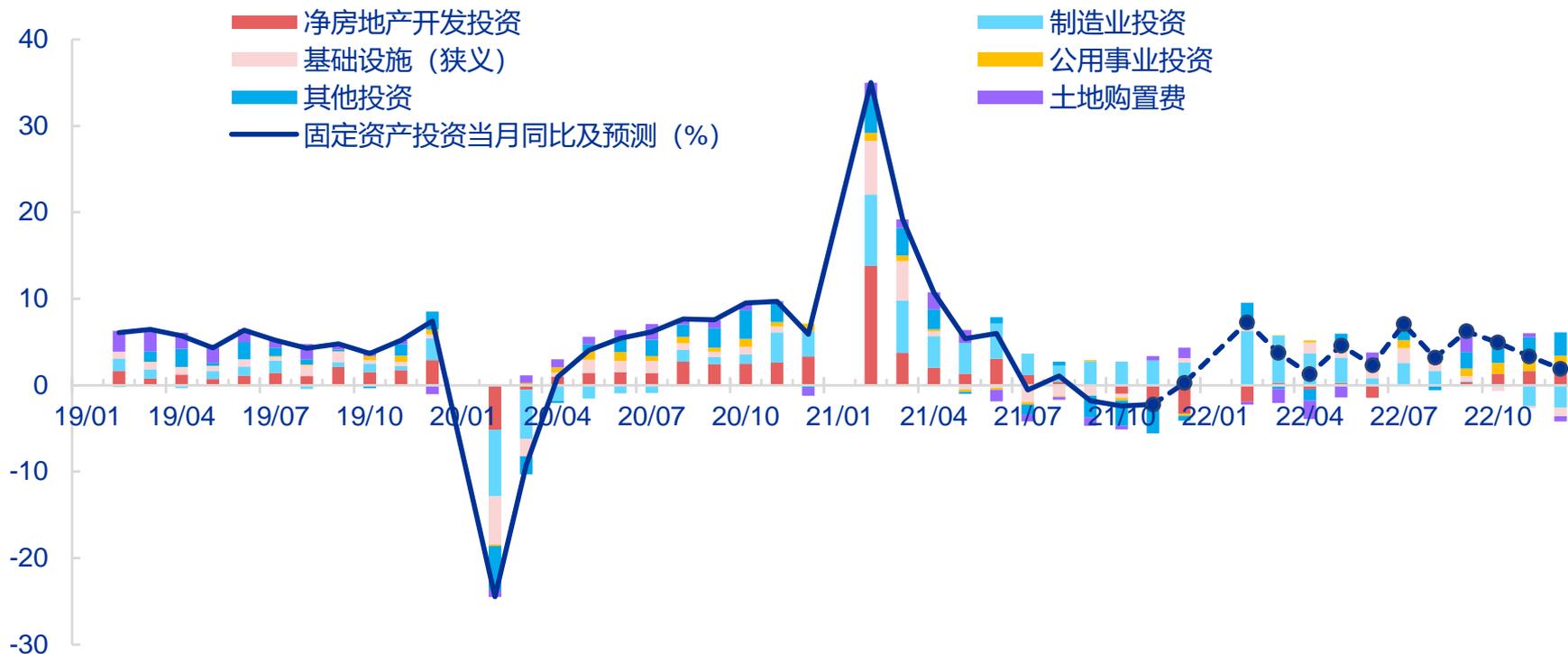
### 基建投资资金拆分及预测 (万亿元)

科目	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>一般公共预算</b>											
一般公共预算支出	12.60	14.02	15.18	17.59	18.78	20.31	22.09	23.89	24.56	25.00	26.38
其中基建投资	1.07	1.19	1.43	1.73	1.77	1.82	2.05	2.25	2.12	2.15	2.27
<b>政府性基金</b>											
国有土地使用权出让收入	2.85	4.13	4.26	3.25	3.75	5.21	6.52	7.26	8.41	8.71	8.74
扣除：成本性支出	-1.57	-2.27	-2.34	-1.79	-2.06	-2.86	-3.58	-3.99	-5.47	-5.23	-5.25
扣除：调入一般公共预算	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.37	-0.84	-0.84	-1.45	-1.73	-1.74	-1.70
扣除：地方政府化解存量债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.20	-0.60	-1.60	-1.80
<b>等于：用于基建投资支出</b>	<b>1.28</b>	<b>1.86</b>	<b>1.92</b>	<b>1.46</b>	<b>1.31</b>	<b>1.50</b>	<b>2.09</b>	<b>1.61</b>	<b>0.61</b>	<b>0.14</b>	<b>0.00</b>
地方政府新增专项债				0.10	0.40	0.80	1.35	2.15	3.61	3.63	3.35
用于基建投资的比例				100.0%	100.0%	70.0%	31.5%	38.4%	70.9%	73.0%	73.0%
未用于基建				0.00	0.00	-0.24	-0.92	-1.32	-1.05	-0.94	-0.90
上年结转专项债资金					0.02	0.03	0.04	0.04	0.02	0.15	0.30
扣除：结转下年				-0.02	-0.03	-0.04	-0.04	-0.02	-0.15	-0.30	-0.20
注资中小银行									-0.05	-0.16	
<b>等于：新增专项债用于当年基建投资支出</b>				<b>0.08</b>	<b>0.40</b>	<b>0.55</b>	<b>0.43</b>	<b>0.84</b>	<b>2.38</b>	<b>2.38</b>	<b>2.55</b>
特别国债									1.00		
扣除：调入一般公共预算									-0.30		
扣除：一般预算属性支出									-0.57	-0.13	
上年结转										0.13	
扣除：结转下年									-0.13		
<b>等于：用于基建投资支出</b>									<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	
<b>政府性基金预算用于基建投资</b>	<b>1.28</b>	<b>1.86</b>	<b>1.92</b>	<b>1.54</b>	<b>1.71</b>	<b>2.05</b>	<b>2.52</b>	<b>2.45</b>	<b>2.99</b>	<b>2.53</b>	<b>2.54</b>
<b>财政资金直接投入基建投资</b>	<b>2.36</b>	<b>3.05</b>	<b>3.35</b>	<b>3.27</b>	<b>3.48</b>	<b>3.87</b>	<b>4.57</b>	<b>4.70</b>	<b>5.11</b>	<b>4.68</b>	<b>4.81</b>
国内贷款、自筹及其他	2.24	2.52	3.18	4.38	5.41	6.38	5.88	6.15	6.14	6.62	7.17
<b>基建投资总资金</b>	<b>4.59</b>	<b>5.57</b>	<b>6.53</b>	<b>7.65</b>	<b>8.88</b>	<b>10.25</b>	<b>10.45</b>	<b>10.86</b>	<b>11.25</b>	<b>11.30</b>	<b>11.98</b>
<b>基建投资同比</b>	<b>13.70</b>	<b>21.21</b>	<b>17.39</b>	<b>17.07</b>	<b>16.12</b>	<b>15.35</b>	<b>1.96</b>	<b>3.92</b>	<b>3.60</b>	<b>0.50</b>	<b>6.00</b>

## 4.5 投资整体展望稳定，通胀抑制效应趋于消退

- 2022年投资整体展望稳定，预计21/22年固定资产投资同比分别为4.7%和4.0%，新能源投资或是新的基建投资增长点，地产融资需求预计得到合理保障，制造业增长动能由外需转向内需。

固定资产投资当月同比预测及贡献结构 (%)



资料来源:CEIC, 申万宏源研究

## 4.5 投资整体展望稳定，通胀抑制效应趋于消退

### 固定资产投资同比增速及预测



### 净房地产投资同比增速及预测



### 制造业投资同比增速及预测



### 基建投资同比增速及预测



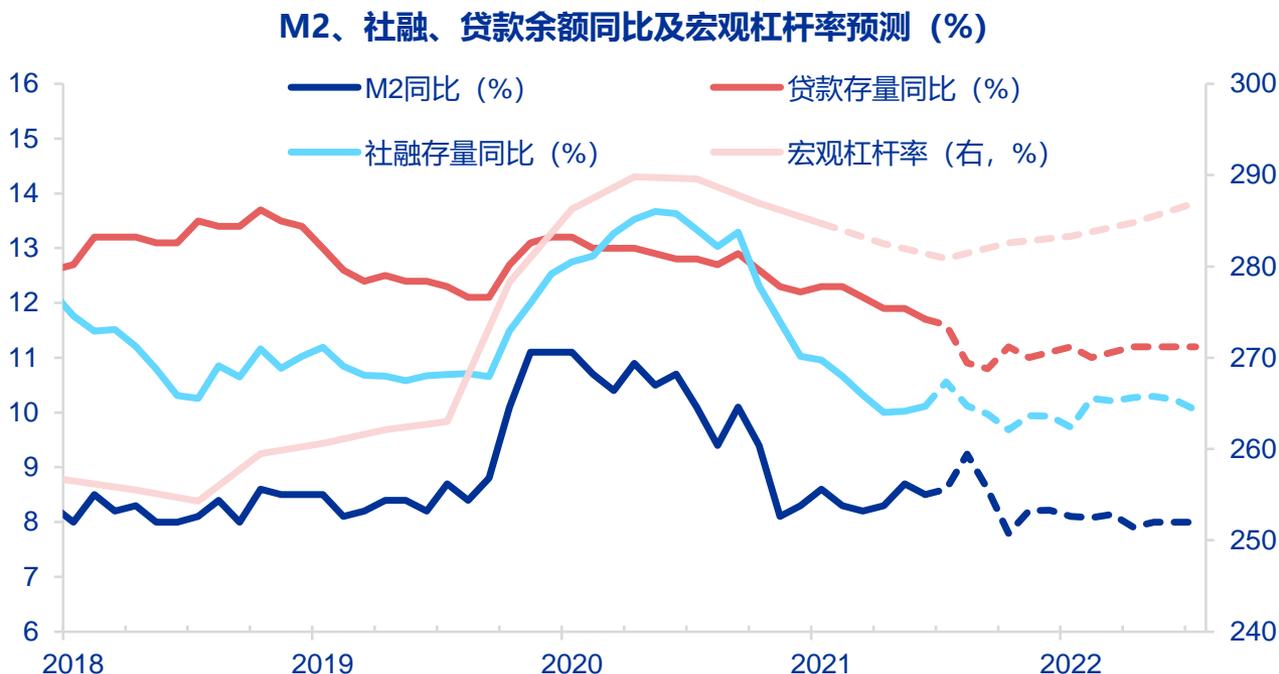
# 主要内容

---

1. 滞胀分野：海外加速紧缩，国内供强需弱
2. 共同富裕：出口降温与消费升级再平衡
3. 内需中枢：房地产融资呵护纠偏稳预期
4. 基建投资：能源升级与财经纪律平衡木
5. 货币环境：降准不降息 “有温度的中性”
6. 大国虎变：需求结构升级，政策高效呵护

## 5.1 “双循环”格局下的货币中性兼顾稳定地产产业链

- 在“双循环”格局下，稳定地产产业链预期可能是货币政策能做的最好方式，这恰恰是恪守中性的货币政策导向的本质要求。预计2022年贷款增速在11.2%左右、社融增速的中性水平在10.0%左右、M2同比预计在8.0%左右。由于名义GDP同比增速预计下滑幅度较深，2022年宏观杠杆率预计整体迎来较大幅度的反弹。

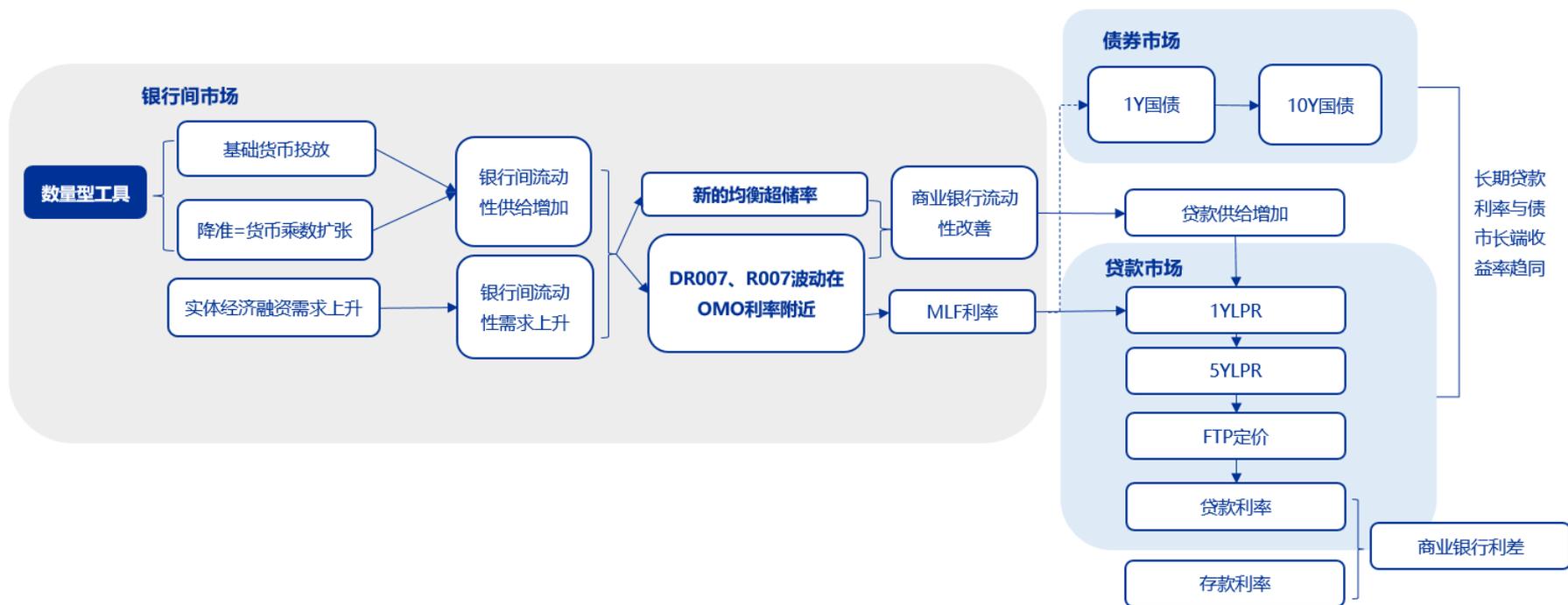


资料来源:CEIC, 申万宏源研究

## 5.2 目标决定操作，如何选择货币政策工具来稳信用？

- 在**传统货币政策工具**中，已经形成了“**政策利率曲线中介目标**”与“**数量型工具操作**”的分化，这意味着央行将更多通过操作数量型工具的方式，影响市场利率曲线的变化，并在合适的时点确认作为市场利率定价基础的政策利率的变化。短端市场利率围绕政策利率波动，传导至中长期利率，进而完成由货币市场到债券市场、贷款市场的利率传导。

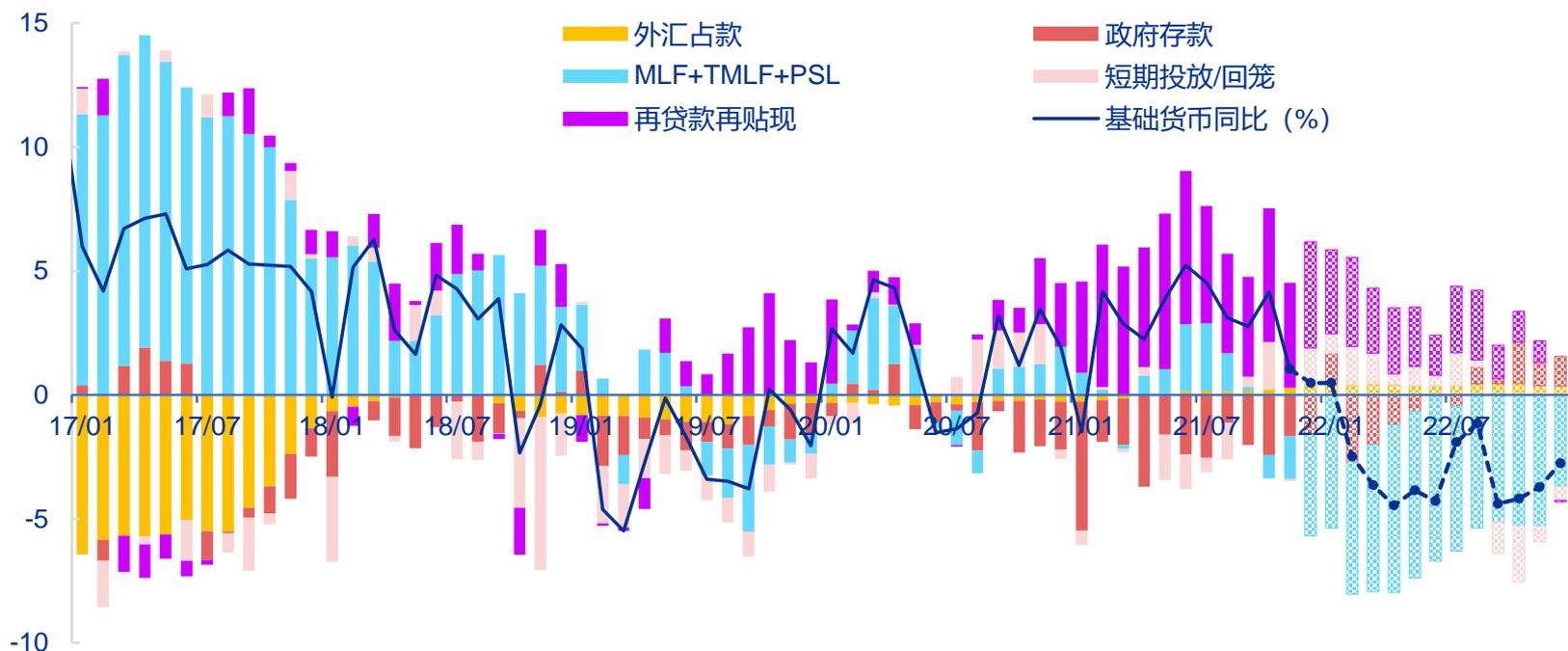
### 基础货币操作到短端、长端利率的传导



## 5.3 有温度的中性：预计2022年降准150BP，置换基础货币

- 基础货币投放工具已经接近极限：MLF成本高企，再贷款再贴现传导效率低、操作不透明，容易引发市场预期分歧。
- 2021年央行新增四批再贷款再贴现工具，仍无法完全实现流动性投放，仍进行了两次降准操作。符合我们在报告《明年会有两次降准吗？可能都不够》（2020.12.22）中的预测。

基础货币同比及贡献拆分 (%)

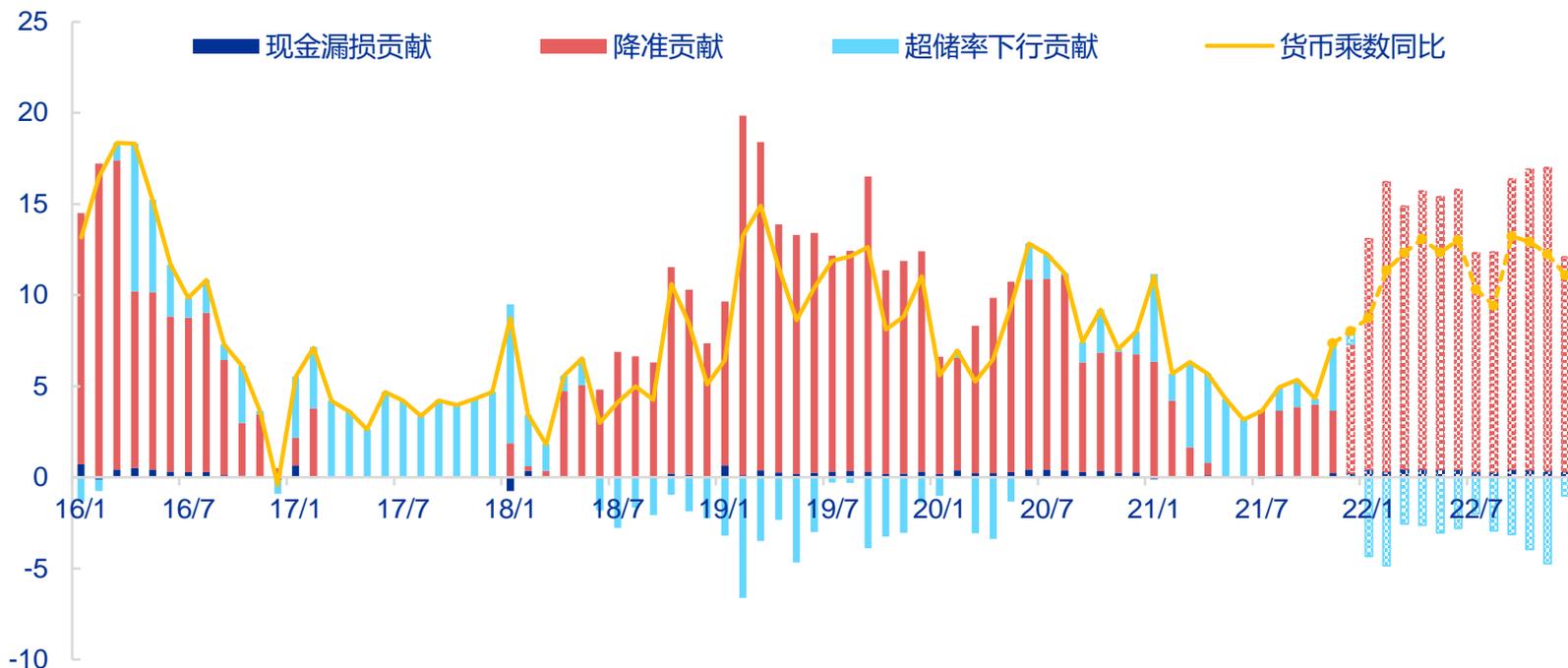


资料来源:CEIC, 申万宏源研究

## 5.3 有温度的中性：预计2022年降准150BP，置换基础货币

- 我们测算明年需降准150BP，最适宜的月份为：1月降准50-100BP（若仅降准50BP，2月又将迎来流动性紧张），9月降准50BP，预计均为全面降准。在此基础上，可保证全年M2同比8.0%左右的基础上，置换出7500亿左右的MLF存量。

货币乘数同比及贡献拆分 (%)

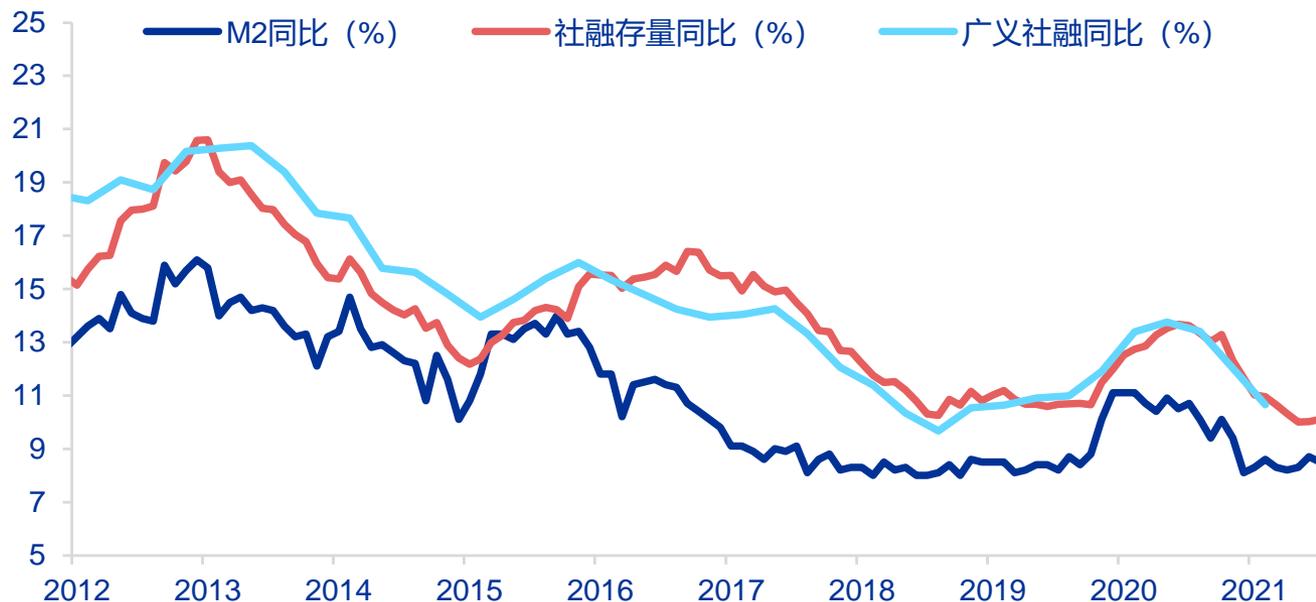


资料来源:CEIC, 申万宏源研究

## 5.3 降准不降息：下调LPR具有一定的危险性

- 基于降准后银行间流动性仍为合理充裕（而非过度充裕）、LPR下调侵蚀银行利润和资产扩张能力、LPR下调将催生置换型住房需求而非保障刚需等三大原因，下调LPR对货币政策操作而言是具有一定危险性的，并非合理的政策选择，我们建议对此不要报以太大的期待。

M2、广义社融同比、社融存量同比 (%)



资料来源:CEIC, 申万宏源研究

# 主要内容

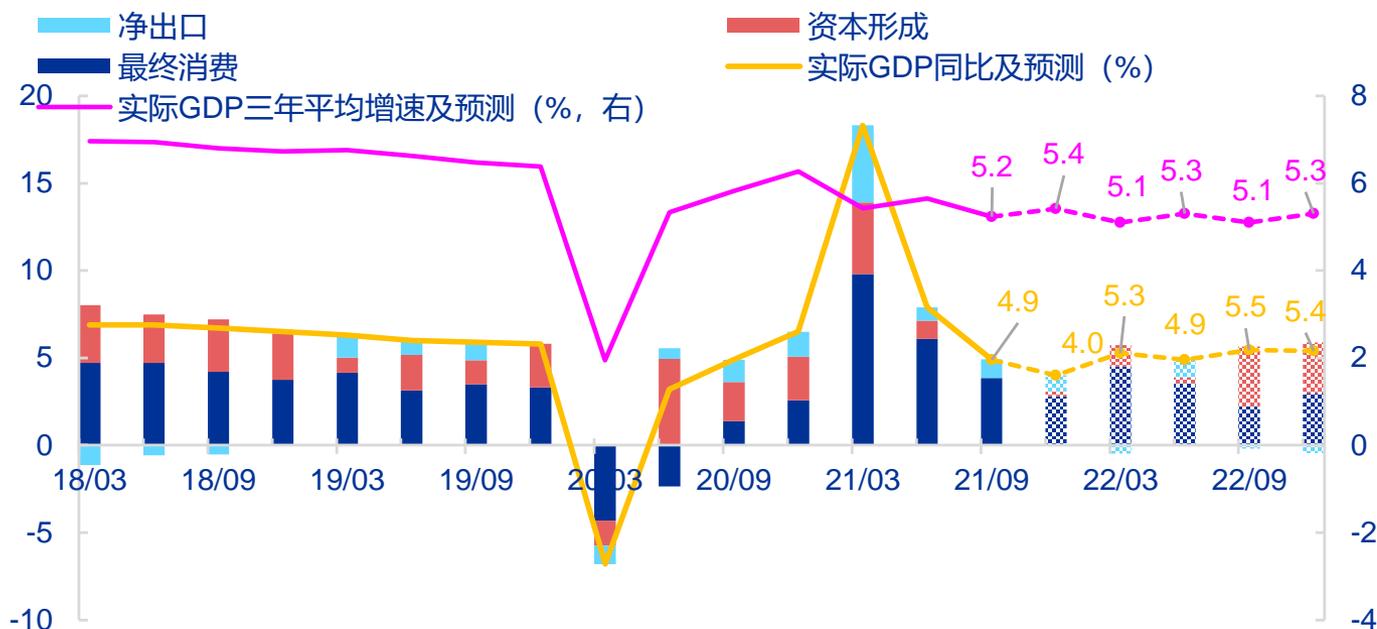
---

1. 滞胀分野：海外加速紧缩，国内供强需弱
2. 共同富裕：出口降温与消费升级再平衡
3. 内需中枢：房地产融资呵护纠偏稳预期
4. 基建投资：能源升级与财经纪律平衡木
5. 货币环境：降准不降息 “有温度的中性”
6. 大国虎变：需求结构升级，政策高效呵护

## 6. 总结：虎变——需求结构升级，政策高效呵护

- 2022年注定不凡，海外经济在经历滞胀之后，货币财政将进入艰难的“拨乱反正”阶段，我国经济则在“双循环”新发展格局、双碳目标、共同富裕的长期战略规划导向下，有望启动一轮需求结构的全面优化，潜在政策空间充裕的货币财政政策组合得当，我国有望在2022年维持高质量稳定增长，走出一条与他国不同的“大国虎变”之路。
- 综合上述分析，我们测算2022年我国实际GDP同比增速约为5.3%左右，流动性环境仍然合理充裕，海外紧缩并不影响我国稳定的格局，财政扩张可能带来增量积极作用，大国经济需求结构优化的“虎变”过程值得期待。

### 2022年实际GDP同比及预测 (%)



## 6. 总结：虎变——需求结构升级，政策高效呵护

		2020年					2021年					2022年				
		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	2020	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4E	2021E	22Q1E	22Q2E	22Q3E	22Q4E	2022E
GDP	实际同比 (%)	-6.8	3.2	4.9	6.5	<b>2.3</b>	18.3	7.9	4.9	4.0	<b>8.1</b>	5.3	4.9	5.5	5.4	<b>5.3</b>
	名义同比 (%)	-5.3	3.1	5.5	7.0	<b>3.0</b>	21.2	13.6	9.8	11.3	<b>13.5</b>	10.1	7.5	6.8	5.0	<b>7.3</b>
需求	固定资产投资累计同比 (%)	-16.1	-3.1	0.8	2.9	<b>2.9</b>	25.6	12.6	7.3	4.7	<b>4.7</b>	5.3	3.6	4.3	4.0	<b>4.0</b>
	其中：制造业投资 (%)	-25.2	-11.7	-6.7	-2.2	<b>-2.2</b>	29.8	19.2	14.8	13.2	<b>13.2</b>	24.0	13.0	9.6	5.0	<b>5.0</b>
	基建投资 (全口径) (%)	-16.4	0.6	2.9	3.6	<b>3.6</b>	28.0	7.0	1.5	0.5	<b>0.5</b>	3.0	5.8	6.9	6.0	<b>6.0</b>
	房地产开发投资 (%)	-7.7	1.9	5.4	7.0	<b>7.0</b>	25.6	15.0	8.8	4.9	<b>4.9</b>	-4.9	-4.1	-0.8	1.3	<b>1.3</b>
	出口同比 (美元计价) (%)	-13.3	0.2	8.8	16.7	<b>3.6</b>	48.9	30.7	24.4	23.7	<b>30.2</b>	10.2	5.6	4.6	-0.7	<b>4.5</b>
	进口同比 (美元计价) (%)	-2.9	-9.4	3.2	5.0	<b>-1.1</b>	28.7	43.3	25.9	25.3	<b>30.6</b>	11.0	2.7	1.7	1.9	<b>4.1</b>
	社会消费品零售总额同比 (%)	-19.0	-4.0	1.0	4.6	<b>-3.9</b>	33.9	13.9	5.1	4.5	<b>12.8</b>	6.8	5.5	8.4	4.4	<b>6.2</b>
供给	工业增加值实际同比 (%)	-8.4	4.4	5.8	7.1	<b>2.8</b>	24.5	8.9	4.9	3.5	<b>9.4</b>	4.0	5.2	7.4	7.0	<b>6.0</b>
通货膨胀	CPI同比 (%)	5.0	2.7	2.3	0.1	<b>2.5</b>	0.0	1.1	0.8	1.8	<b>0.9</b>	1.5	1.9	2.3	1.8	<b>1.9</b>
	PPI同比 (%)	-0.6	-3.3	-2.2	-1.1	<b>-1.8</b>	2.1	8.2	9.7	12.5	<b>8.2</b>	8.4	3.9	0.8	-3.4	<b>2.4</b>
货币信用 与杠杆	新增社会融资规模 (万亿)	11.1	9.7	8.3	4.8	<b>33.9</b>	10.2	7.5	6.9	7.4	<b>32.1</b>	9.2	8.4	9.5	6.9	<b>34.0</b>
	社会融资规模存量同比 (%)	11.5	12.8	13.5	13.3	<b>13.3</b>	12.3	11.0	10.3	10.4	<b>10.4</b>	9.7	9.7	10.3	10.0	<b>10.0</b>
	人民币贷款余额同比 (%)	12.7	13.2	13.0	12.8	<b>12.8</b>	12.6	12.3	11.9	11.6	<b>11.6</b>	10.0	11.2	11.2	11.2	<b>11.2</b>
	M2同比 (%)	10.1	11.1	10.7	10.1	<b>10.1</b>	9.4	8.6	8.3	8.6	<b>8.6</b>	8.0	8.1	8.0	8.0	<b>8.0</b>
	宏观杠杆率 (%)	278.3	286.0	289.7	289.5	<b>289.5</b>	287.1	284.8	282.5	280.9	<b>280.9</b>	282.6	283.3	284.8	287.0	<b>287.0</b>
	1Y LPR (%)	4.05	3.85	3.85	3.85	<b>3.85</b>	3.85	3.85	3.85	3.85	<b>3.85</b>	3.85	3.85	3.85	3.85	<b>3.85</b>
	10Y国债收益率 (% , 均值)	2.84	2.68	3.02	3.23	<b>2.94</b>	3.21	3.13	2.89	2.95	<b>3.05</b>	2.95	2.95	2.95	2.95	<b>2.95</b>
财政	财政收入当期同比 (%)	-14.3	-7.4	4.7	5.5	<b>-3.9</b>	24.2	19.5	4.6	-8.2	<b>10.7</b>	4.0	4.3	5.1	5.0	<b>4.5</b>
	财政支出当期同比 (%)	-5.7	-5.8	6.7	16.8	<b>2.8</b>	6.2	3.0	-2.0	0.5	<b>1.8</b>	4.1	4.6	7.0	6.3	<b>5.5</b>
	全年预算赤字率 (%)					<b>3.7</b>					<b>3.2</b>					<b>2.8-3.0</b>
	全年新增专项债 (万亿)					<b>3.61</b>					<b>3.47</b>					<b>3.35</b>
汇率	人民币/美元CNY (季末)	7.10	7.07	6.81	6.54	<b>6.54</b>	6.56	6.45	6.46	6.40	<b>6.40</b>	6.45	6.50	6.40	6.30	<b>6.30</b>

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东A组	陈陶	021-33388362	chentao1@swyhsc.com
华东B组	谢文霓	021-33388300	xiewenni@swyhsc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南组	陈左茜	0755-23832751	chenzuoxi@swyhsc.com

### A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)：	：股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	：股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	：股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数 (HSCEI)

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。