

2022 年 1 月 5 日

2022 年中国宏观经济展望

通胀型消费提高 CPI，减碳式投资拉动 GDP

报告观点：

Albert Liu

albert.liu@gisf.hk

+852-3550-6859

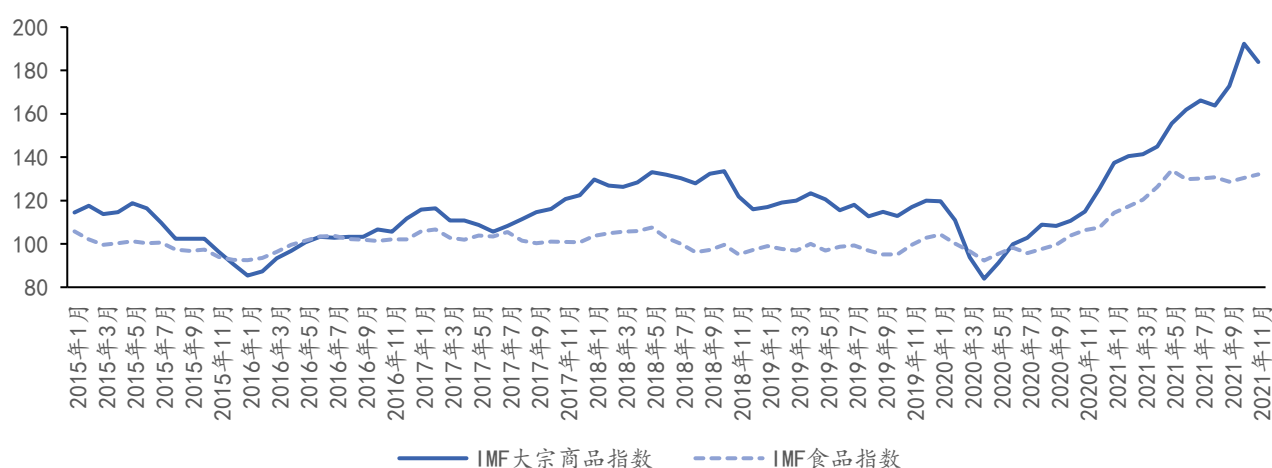
- **PPI 高基数 CPI 低基数，剪刀差将缩窄：**由于 2021 年大宗商品价格快速上涨，中国 PPI 指数在 2021 年下半年明显上行，CPI 指数因猪价大幅回落被持续压制。预计明年 PPI 指数因高基数效应下降，CPI 指数因低基数效应回升，PPI-CPI 剪刀差将缩窄。
- **出口强势将持续，并依靠减碳式投资拉动经济：**由于疫情持续干扰全球经济，2021 年中国出口强势，为工业企业恢复生产创造条件。随着明年其他国家疫情控制，生产恢复，减碳式投资可能成为拉动经济的重要推动力量，同并叠加碳中和政策的相应利好。
- **“抗通胀+低排放”，利好消费类及碳中和类企业：**2021 年消费类企业普遍表现不佳，原材料成本上升，公司利润减少有关。随着企业宣布提价措施，预计 2022 年消费类企业将迎来业绩拐点。此外，绿色贷款和碳减排金融工具的应用，将为碳中和类企业提供金融支持，结合工业生产与低碳排放的标的可能得到青睐。
- **流动性持续宽松，人民币维持强势：**中国货币政策可发挥空间大，在 2021 年下半年两次降准，后续存在继续宽松的可能。尽管允许币值自由波动，但在人民币持续升值情况下，存在政策调控的可能。预计 2022 年流动性不会比 2021 年收紧，人民币汇率相对 2021 年更强势。
- **风险提示：**经济复苏不及预期，变异病毒加剧疫情，滞涨现象出现，中央银行货币政策超预期收紧等。

1 高基数 PPI 低基数 CPI：剪刀差将缩窄

全球流动性收紧抑制商品价格，高基数 PPI 难以持续

随着美联储削减资产购买计划以及各国提高基准利率，流动性泛滥对大宗商品产生的影响逐渐削弱，商品高价格投机现象在 2022 年难以出现。今年十月中国对代表性的煤炭行业进行监管，使煤炭价格快速回落超过 50%，大宗商品价格很可能在今年第四季度达到阶段顶峰（详见图 1）。

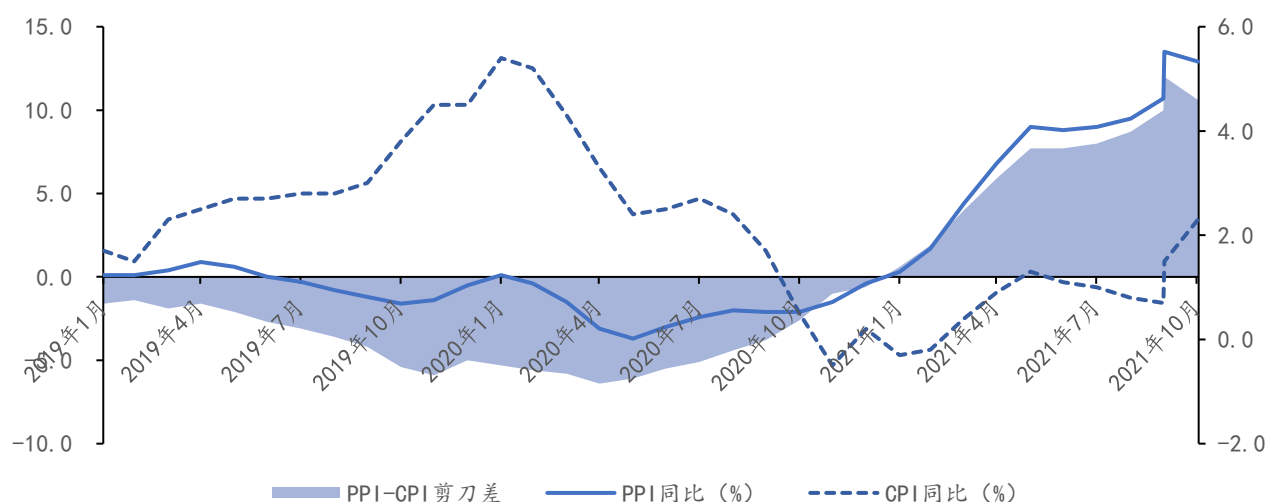
图 1 IMF 大宗商品指数与食品指数



资料来源：IMF

从十一月中国 PPI 同比增长 12.9% 分析，当前涨幅较上月有所减少，但整体仍维持高位。在高基数效应下，预计明年 PPI 将逐渐回落，生产者的成本会下降。同时，由于中国出口将维持强势，PPI 不会回落至 CPI 以下，PPI—CPI 剪刀差仍为正（详见图 2）。

图 2 中国 CPI、PPI 与 PPI-CPI 剪刀差



资料来源：Wind

企业提价助推成本传导，低基数 CPI 逐渐上升

由于 2021 年不少企业出现“收入增加利润减少”的现象，三季度以来多家龙头企业宣布提高产品价格，引起的其他企业模仿效应。企业提价会将原材料成本传导至消费者，消费者支出增加，最终反映在 CPI 指数的上升中。考虑到 2021 年全年的低基数效应，预计明年 CPI 指数将从 11 月的 2.4% 继续上升，但同比增速不会超过 PPI 指数。

除去涨价引起的 CPI 上升外，猪肉价格对 CPI 的拖累在 2022 年难以存在。一方面，上半年猪价即便不上涨，也不会如同今年价格大幅下跌，对 CPI 产生负面作用。另一方面随着能繁母猪加速出清，猪价在明年下半年很可能重新回到上升区间，使 PPI—CPI 剪刀差继续缩窄。

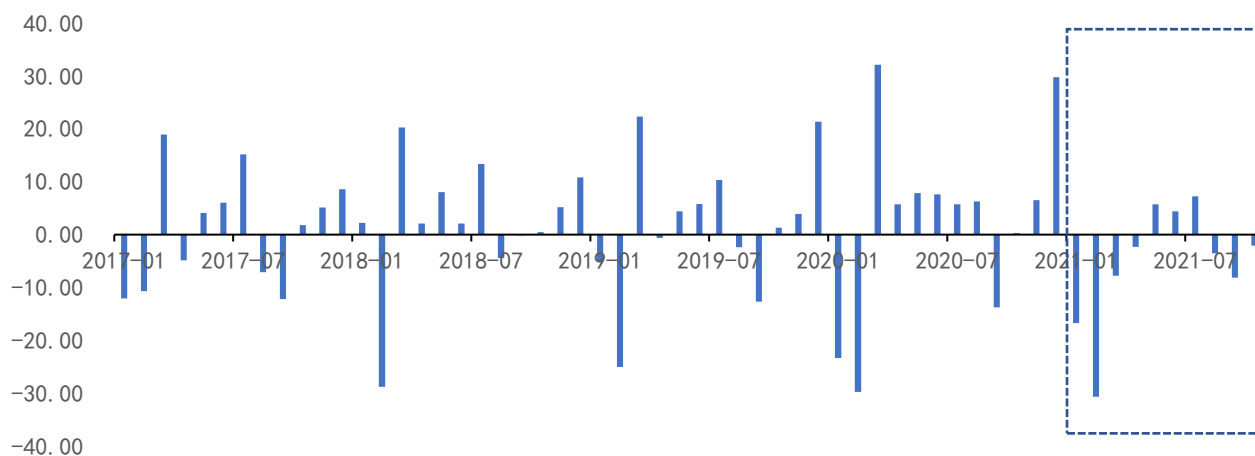
2 减碳式投资：碳中和叠加固定资产投资

绿色碳减排工具就位，引导碳中和发展

从第二季度央行货币政策执行报告中提及“碳减排工具”，直到第四季度央行宣布碳减排贷款落地，央行通过降低资金使用成本的方式，鼓励企业减排。其中“先贷后借”的直达机制以及公示要求，可以避免贷款被用于非减排领域。

在减排的同时也应不应过度遏制高能耗企业的发展，根据推算，直到 2050 年全球仍将有半数能源来自化石燃料的使用，而在 2021 年下半年中国实施能耗双控政策的情况下，也出现过工业企业“做二休五”，电力行业“拉闸限电”的情况（详见图 3）。在大宗商品价格保持高位的情况下，可以实施阶梯价格引导企业自行调整产能，并鼓励企业减排获得低息贷款。

图 3 2021 年用电量环比负值较往年更多

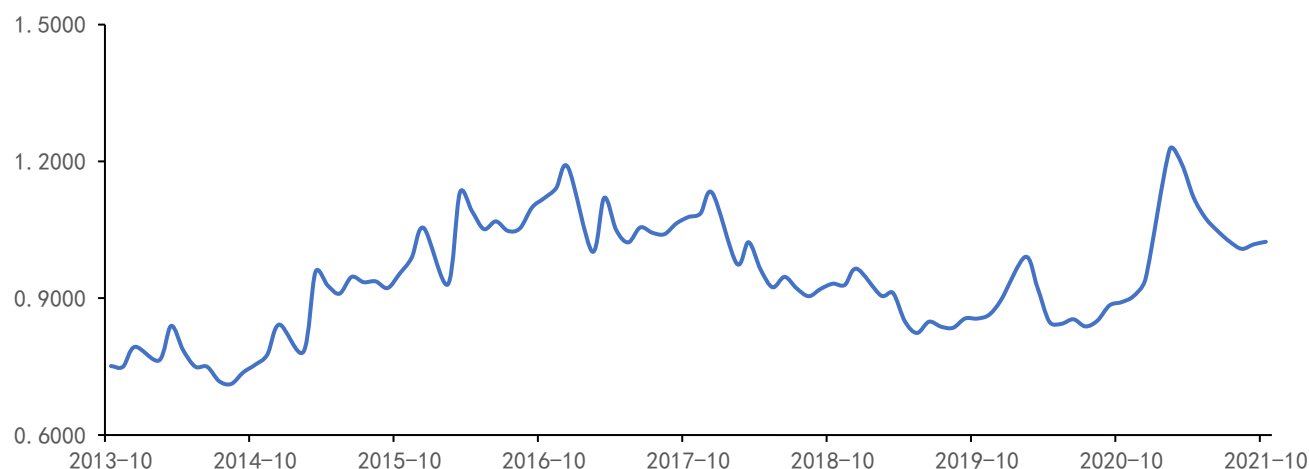


资料来源：Wind

固定资产投资叠加减碳，从数量向质量升级

2021 年下半年房地产企业在当前“三条红线”的限制下，行业发展受到限制，同时官方要求再次落实“房住不炒”政策，企业风险自担，使房地产行业无法作为新的固定资产投资增长点（详见图 4）。虽然当前政策存在边际宽松，但整体放松的概率很低。因此，大规模的固定资产投资需要以政府为主导，而基建可以作为其中的主要手段。

图 4 商品房销售面积与新开工面积比值



资料来源：Wind

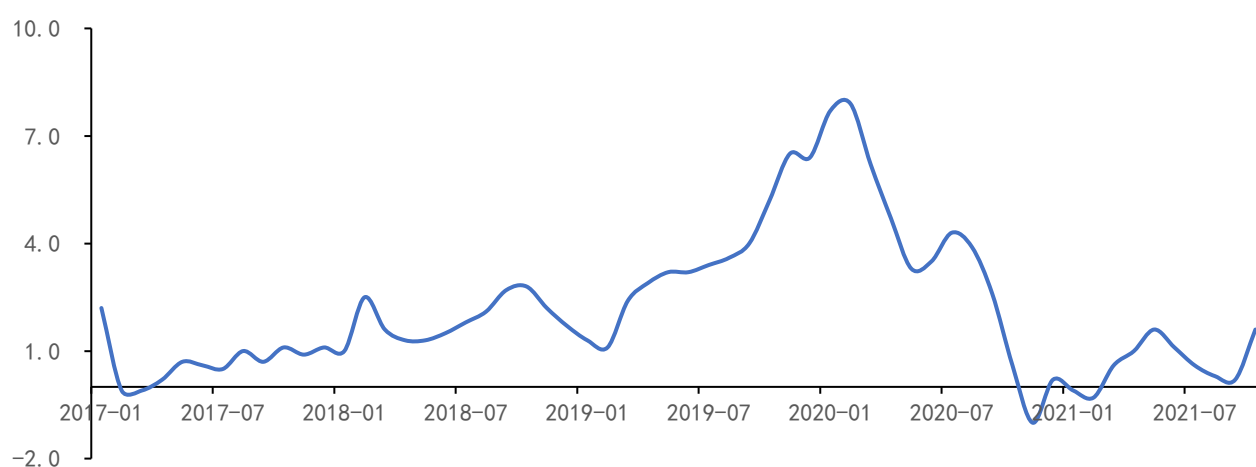
对比十年前的基建措施和当前出台的措施，可见十年前以数量为主，实现从无到有的转变。当前的措施以提升质量为主，依靠新技术降低碳排放，同时拉动经济增长。预计后续政策将由政府主导大型固定资产投资，同时低碳企业参与相关项目。

3 抗通胀+低排放：消费类、碳中和类企业受益

消费类企业：“收入增加利润减少”难重现

2020 年疫情期间，消费类企业受益于人们储备食品的新习惯，营收、利润、估值均出现上行，而 2021 年全年，这些企业的收入仍在增长，但因为原材料成本高企，利润下降，带动估值下行。随着中国 11 月 CPI 指数重回“2%区间”，以及消费企业的提价行为接连出现，预计明年企业营收、利润会再现 2020 年的情况。

图 5 消费品 CPI 同比变化出现上升趋势



资料来源：Wind

由于疫情对经济的冲击和中国房地产市场当前的情况，国内耐用消费品（如家用电器、汽车）的更新换代可能不及非耐用消费品，相关企业的增长点可能在于出口，而非国内消费。因此出口数据的变化，会反映以出口耐用消费品为主营业务的企业的经营状况。

碳中和企业：新能源+新基建+新材料为潜在方向

在中国 2035 年碳达峰目标的推动下，低排放的碳中和相关企业，会受到市场的关注。低碳和排放数量减少有关，也和排放质量提高有关，因此新能源、新基建、新材料会有长期的发展空间。新能源角度如传统火电向风电光伏转型，新基建角度如传统电网输电向特高压输电转型，新材料角度如锂电池的升级换代，都可能成为减排过程中受关注的方向。

从拉动经济的角度分析，碳中和企业需要长期持续的资金投入，而考虑到 2021 年风电光伏、锂电新能源部分企业的高估值情况，一些低估值基建将成为潜在的方向（包括 5G 基站建设、大数据中心、人工智能、工业互联网、特高压、城际以及城轨交通等七大方面）。

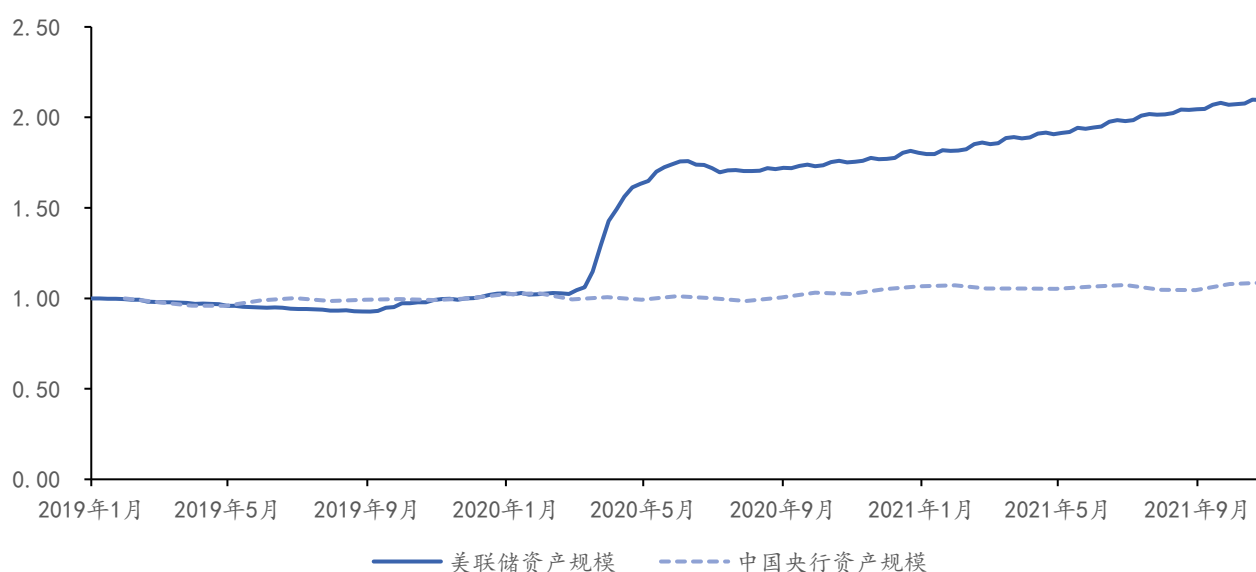
4 流动性宽松：货币政策仍有发挥空间

货币政策空间广阔应对经济变化

2020 年全球央行为了托底经济，通过降低基准利率和购买金融资产的方式，大量释放流动性。从最终效果分析，全球经济复苏正在持续进行，金融市场较疫情前更加强势。同时，流动性宽松导致 2021 年全球通胀出现，在恢复经济和解决通胀的问题上，中央银行在今年上半年以恢复经济为主，在下半年逐渐将政策目标转向解决通胀。

中国央行自 2020 年以来，货币政策并未出现明显的宽松，仅在 2021 年 7 月和 2021 年 12 月采取降准措施，因此未来的政策空间非常广阔。这意味着在明年面对全球央行收紧货币的环境下，中国央行仍有降准、降息等多种手段支持经济发展。

图 6 中美央行资产规模变化（2019 年 1 月=1）



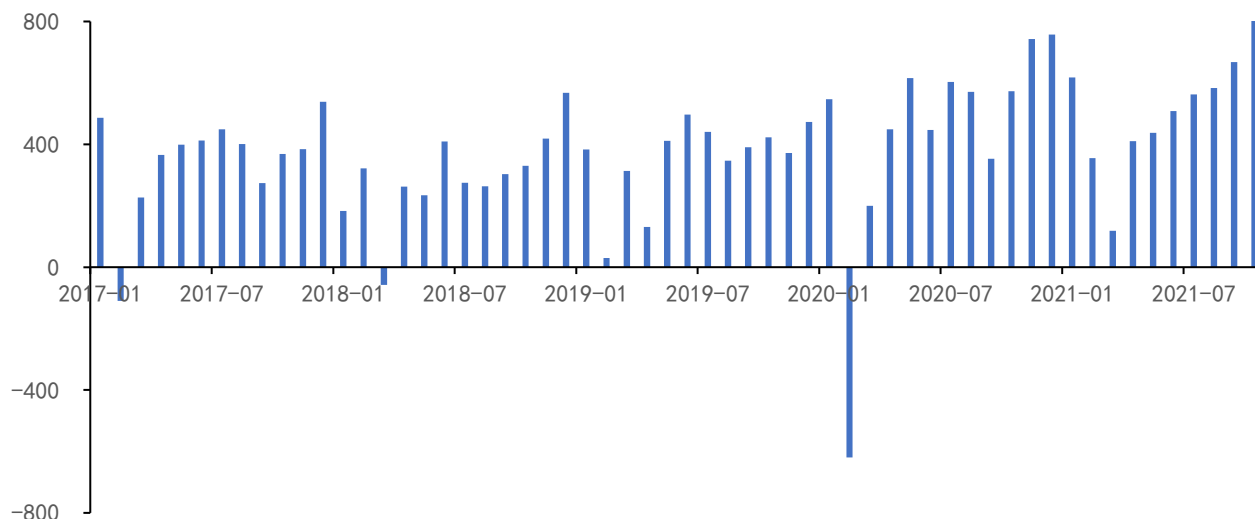
资料来源：Wind

请阅读此报告最后部分的免责声明

人民币升值持续但存在干预可能

2021 年全球疫情的两大变种——“Delta”和“Omicron”对全球供应链恢复带来压力，上半年出现的 Delta 助推了大宗商品价格和波罗的海干散货指数的上升，而 Omicron 的出现再次使供应链恢复的预期减弱，两者都为中国出口增长创造条件。出口数据强势，还体现在下半年来美元指数因美国流动性收紧预期上行的情况下，人民币仍相对美元升值。

图 7 中国月度贸易差值创五年新高



资料来源：Wind

虽然中国在今年上半年表态，不再对人民币汇率设定目标价格进行干预，但是“有管理的浮动汇率制度”并未消失，2021 年 12 月 9 日，中国央行宣布将金融机构外汇存款准备金率由 7% 上调至 9%，短期抑制了人民币继续升值的趋势，但如果全球疫情持续，供应链无法及时恢复，预计明年强势的出口数据还将继续推高人民币币值。

免责声明

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

恒大证券（香港）有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任，投资者应当自行关注相应的更新或修改，若有需要，应寻求独立专业意见，再自行分析及判断。

在任何情况下，本报告中的信息或所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上任何责任。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。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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证券交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

地址：香港湾仔告士打道 38 号中国恒大中心 20 楼 2004-6 室

联络电话：+852 3550 6888

传真：+852 3550 6999

网址：www.gisf.hk