

（/光大，张宇生、巩健）

1、经济重回疫前轨道，关注三个核心变化

2021 年，疫情仍然是经济挥之不去的一片阴云，虽然各国都在努力修复疫情的影响，但疫情仍然显著扭曲了中国以及其他国家与地区的经济表现。展望 2022 年，随着疫苗接种率接近群体免疫阈值、特效药物的曙光以及各国“与病毒共存”的抗疫思想之下，疫情的影响将更快的退潮，中国与全球的经济最终会逐步地回到正常的轨道上去。

随着重回疫前的发展轨道，经济的变化可能会发生在各个方面。不过站在策略的视角来看，有三个方向的变化最为值得关注：1、重新对外开放带来的消费回归；2、出口对于经济的支撑将在年初出现拐点；3、稳增长政策有望全面展开。



1.1、重新对外开放带来的消费回归

今年以来国内的消费一直处于相对低迷的状态。相较于经济的其他分项而言，整体上消费的修复状态始终偏弱。这也使得经济一直缺乏内生的动能。从今年的情况来看，消费的疲弱主要有两方面的原因。

一方面是收入端的疲弱。疫情之后的居民收入并没有恢复到疫前的水平，尤其是偏低收入的人群，其收入恢复状况相对更差。目前居民的工资性收入增速仍然显著低于疫情之前，而经营净收入则要更低。这也显著限制了居民整体的消费能力与水平。

另一方面是消费意愿与能力的变化。由于疫情管控的原因，国内的消费意愿与能力都受到了显著的影响，线下消费、出行、外出务工等都受到了显著扰动。尤其是年中疫情的不断反复，叠加部分城市相对偏严的管控措施，使得节假日出行受到了显著影响。这进一步限制了消费的修复。



展望 2022 年，重新开放与消费补贴政策可能是促使消费意愿回归正常的重要因素。相对而言，收入增速的回升将是更加漫长的过程，而消费意愿的回归可

能会更加迅速。预计国内管控的逐步开放与可能的消费补贴政策将帮助消费意愿 回归正常。

从目前的情况来看，2022 年国内将有较大概率对外开放。一方面，目前海 外已经开始陆续地放松管制，随着疫苗的接种与经济的压力，很多国家在即使没有达到有效群体免疫的情况之下， 仍然逐步开始了对外开放，例如英国、新加坡 等。而美国也计划于 11 月份开始逐步放开边境限制，入境仅要求注射过疫苗以 及持有核酸检测证明。海外的逐步开放将可能对国内的入境限制政策形成一定的 影响。



另一方面，国内也开始逐步接近了开放的标准。根据国家卫健委的数据，目前国内的完全接 种比例已经接近了 75%，预计 2021 年底，疫苗的完全接种率将达到 80%以上， 达到逐步开放的标准。在全球开放的大背景之下，逐步推进对外开放将是必须的。

随着中国对外管控措施的逐步放开，内部的管控措施可能也将会逐步放松。 对于国内而言，对外和对内的限制政策是一体两面的。对外坚持守住国门，限制输入，对内才可以坚持清零政策，严控本土传播。因此当中国开始逐步对外放 开 的时候，对内的管控政策也将可能会逐步放松，例如对于城市之间流动的限制会 放松，以及小规模疫情的控制与响应更灵活。



这将有助于消费意愿的修复。在国内的限制政策逐步放松之后，人们“走出 去”消费的意愿将逐步修复。疫情确实改变了部分消费习惯，但更多的还是对于 消费意愿的短期限制，今年以来国内短途游的热度某种程度上或许可以证明这 一 点。此外随着跨城市流动限制政策的逐步减弱，农民工外出意愿也将逐步恢复， 这也将有助于经济以及居民收入的修复。

消费补贴与刺激政策也将促进消费意愿的修复。随着经济增长压力的增加， 预计消费补贴政策也将逐步出台。目前，部分部门已经相继出台了一些促消费政 策，这也将有助于消费意愿的修复。

在重新开放与消费补贴的共同作用之下，明年消费整体表现可能会强于整体 经济表现，这将与过去两年形成鲜明的对比。尤其是与开放关系更为密切的线下 消费板块，可能会有更大的弹性。而基本面的此消彼长之下，消费板块也可能 将 会有更好的表现。



1.2、 出口对于经济的支撑将在明年年初出现拐点

2021 年，出口毫无疑问是国内经济的最强支撑。这主要是由于海外需求在经济刺激之下持续旺盛，同时欧美本土生产修复由于疫情原因始终偏慢。在这样的供需缺口之下，全球主要外向型经济体出口增速都表现强势，不仅仅是中国大陆，中国台湾、韩国、东南亚各国的出口增速都已经超过疫情之前的平均水平。

展望 2022 年，需求的减弱可能会使出口面临较大的压力。随着海外开放，海外生产的持续修复会给国内出口带来一定的压力。不过相较而言，需求的持续减弱可能是更加值得关注的原因。疫情以来海外需求的显著偏强是出口持续强势的核心原因，而海外需求的强势又是各国政府海量补贴的结果。因此在补贴结束之后，海外的需求可能会回归到正常的轨道上去。



2022 年海外需求的拐点将会出现。由于补贴溢出到了居民的储蓄和投资，因此补贴结束之后需求并不会出现断崖式下行。居民会选择消耗储蓄，维持消费。但在补贴结束一段时间，前期累计的储蓄和投资可能都会逐步耗尽，从而带来需求的逐步趋弱。

参考 2020 年补贴结束之后的经验，美国居民储蓄会在明年年初降至历史均值。今年 7-8 月份是美国各州补贴集中到期的时间阶段，预计居民储蓄率也将开始加速下行。参考去年疫情结束之后的下行速度，预计明年年初居民储蓄率会降至 2017-2019 年均值水平。考虑到疫情之后经济的修复与居民收入的提升，这一时间点可能会略晚，但整体来看，2022 年之后，海外需求的拐点将大概率出现，进而带动国内出口需求显著转弱。



此外，价格因素对于出口的支撑可能也将在 2022 年难以为继。今年 8 月之后，价格因素成为了对于出口额的强势支撑，这一趋势明年是否会延续？我们认为很难，价格的强势也有赖于强势需求的支撑，单纯的供给因素并不足以支撑价格的强势。预计明年偏弱的需求最终将传导到价格端，价格趋弱和需求疲软将共同导致出口增速下行。

中美关税可能会成为出口的利好，但具体有多大影响可能仍然有待观察。近期中美之间的贸易冲突出现了好转的迹象，但目前进一步好转的方向与节奏

仍然有待观察。在美国整体对中国仍抱有敌意态度的基础之上，具体会在哪些项目上有多少关税减免仍未可知。另一方面，由于之前关税更多由美国企业及消费者承担，因此关税的下降或也使美国企业与消费者更加受益。中美贸易摩擦的缓和对于情绪面的影响或要显著大于基本面的影响。



1.3、稳增长政策有望全面展开

2021 年政策整体保持了较强的定力。由于今年经济增速依然保持了较高的水平，因此政策在今年选择了保持定力，以留好余力做跨期调节。随着基数效应以及疫情影响的过去，国内经济压力将逐步显现，预计明年稳增长政策将会全面展开，在基建、消费甚至房地产领域都会出现显著的变化。

节奏上来看，明年稳增长政策可能会较为前置。由于今年下半年经济压力开始逐步体现，稳增长政策可能会较早发力，预计今年年末到明年上半年，稳增长政策就会逐步开始落地。



回顾 2021 年，价格的强势对于盈利的拉动是毋庸置疑的。总量上，偏高的价格带来了整体盈利增长的强势；结构上，上游原材料行业盈利增长远超其他板块，从两方面验证了价格对于盈利的影响。我们认为价格的强势主要来自于两方面的原因。

基建发力难以改变经济的方向，但是可以减缓下行的斜率。虽然在过去几年中，基建并不具有很强的弹性。尤其是在当前政府对于隐形债务的坚决控制，以及优质项目相对稀缺的环境之下，基建或难以支撑经济上行，但其仍可能减缓下行的斜率，并且成为经济结构上值得关注的亮点。



地产政策可能也将有边际放松。今年房地产政策在销售、融资、供地等各方面都显著收紧，这也导致了地产相关数据面临较大的压力，并且导致了近期土地出现了大量流拍。近期地产政策已经出现了一定程度的变化，在供地、融资等方面相对缓和。明年虽然“房住不炒”的基本政策不会有显著改变，但可能会更多地“因城施策”，有望出现边际的放松。此外，明年保障房建设对于地产行业的影响也值得关注。

2、价格因素退坡，盈利向经济收敛

回顾 2021 年，上市公司整体盈利表现显著强于经济。虽然在低基数的影响之下，今年的经济增速与盈利增速都处在一个较高水平，但从变化趋势来看，二者有显著的差异。经济增长在一季度之后就出现了一定程度的下行，但上市公司的盈利增长却保持了强势。从分季度的复合盈利增速来看，今年整体是逐季抬升的，这与经济增长有很大差异。



今年经济“弱”、盈利强的原因主要来自于名义值与实际值之间的差异，即价格因素的影响。较高的 PPI 使得名义的 GDP 增长保持强势，同时由于具有更强的定价权与价格转移能力，上市公司在这一过程中整体显著受益。

展望 2022 年，国内价格的强势可能难以为继，因此盈利增速会逐步朝着经济增速收敛，并且导致上市公司盈利增速与盈利能力的显著下行。

2.1、价格的强势增长将会逐步退坡

回顾 2021 年，价格的强势对于盈利的拉动是毋庸置疑的。总量上，偏高的价格带来了整体盈利增长的强势；结构上，上游原材料行业盈利增长远超其他板块，从两方面验证了价格对于盈利的影响。我们认为价格的强势主要来自于两方面的原因。

其一，需求整体仍然是偏强的，虽然今年以来的经济是在逐步走弱的，但其是在一个较高的水平之下开始走弱的。全年来看，需求的增长中枢仍然处于较高的水平。尤其是工业，在出口高增长的拉动之下表现十分突出。从细分数据来看，无论是发、用电量，还是工业产能利用率情况，都反映出需求的强势，而这也是工业品价格高企的基础。



二、供给面临一定的限制。今年以来大宗商品供给也面临一定的限制，一方面国内碳中和政策限制了高能耗产业的生产，而其中大宗商品受到的影响最为严重，另一方面疫情与进出口政策也进一步影响了供给，例如对于煤炭的进口限制。但相比较而言，我们认为需求决定了价格变动的方向，而供给更多决定了价格变动的斜率，这也是为什么国内定价商品价格涨幅远超海外定价商品的原因。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：

<https://d.book118.com/968124015014006105>