

全球宏观金融与资产配置报告

2021年度回顾及2022年度展望



中国科学技术大学
University of Science and Technology of China

国际金融研究院全球经济与国际金融研究中心
(GEIF)



目录

第一部分	
全球政治评析：全球形势脆弱平衡，世界经济失稳滞胀	01
第二部分	
全球宏观评析：疫情肆虐增速回落，货政收缩市场波动	10
第三部分	
国内宏观评析：经济增长艰难前行，未来发展稳中求进	18
第四部分	
国内专题评析：地产行业夯基筑底，房住不炒稳健前行	31

2021年度回顾及2022年度展望 全球宏观金融与资产配置报告

主 管：中国科学技术大学国际金融研究院

主 办：中国科大国金院全球经济与国际金融研究中心（GEIF）

顾 问：余玉刚

总 编：张 明

主 编：吴 林

编 委：张 明 吴 林 郑联盛 葛天任

杨晓晨 吴国华 丰伟杰



中国科学技术大学

University of Science and Technology of China

国金院全球经济与国际金融研究中心(GEIF)

中国科学技术大学官方网站 www.ustc.edu.cn

中国科学技术大学国际金融研究院官方网站 iif.ustc.edu.cn

第一部分 全球政治评析

全球形势脆弱平衡，世界经济失稳滞胀

2021年，世界经济在驻足中寻求新路。2022年，多重危机叠加及其蔓延或许进一步对世界体系的边缘、半边缘地区产生严重影响。据约翰斯·霍普金斯大学的实时数据，截至2021年1月2日上午7时，全球疫情感染人数为2.89亿余人，死亡人数达544万余人（图1）。全球疫情第三年，自然杂志发表相关论文指出，文化价值对人类做出超越自身狭隘认知局限性起到关键作用。毫无疑问，人类意识到这一点是实现认知超越的第一步。希望仍在于人类的自我超越与团结合作。

在观察和思考全球政治经济那些最为深刻变化之时，思想文化的重要性也日益显现出来。本文构建了一种“思想-政治-经济”的分析框架，并进一步分析出，当前最为根本且急迫的问题乃在于那些仍然富有争议的思想文化、信念观念在超乎寻常地左右全球政治、影响全球经济。人类需要破解认知迷雾，团结起来应对危机。为此，本文将先后总结全球思想文化、全球政治和全球经济的新变化，剖析其深层次原因和内在逻辑，展望其未来趋势并指出2022年应注意的重要事件或关键时点。

2022年，多重危机，进一步对全球政治和世界经济产生严重影响。

图1 约翰斯霍普金斯大学全球疫情实时数据



资料来源：<https://coronavirus.jhu.edu/map.html>

一、2021年全球政治经济回顾

1、欧美思想文化：回归、反思与修复

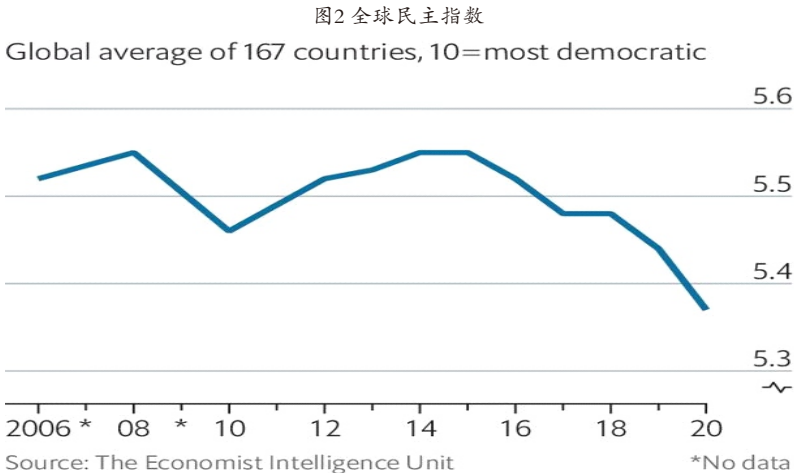
2021年全球思想文化领域继续呈现出三种新变化：西方社会思潮进一步回归保守主义，欧美主流知识界对资本主义及其社会制度进行反思，英美左翼进步主义与呼吁建设新社会主义的声音持续扩大。

第一，随着疫情反复及管控的加强，欧美社会大众所展现的右翼保守主义思潮伴随疫情蔓延而扩散。欧美社交媒体所反映的言论与行动充满了保守倾向，这种倾向藉由欧美政客和右翼媒体的扩散传播而进一步演化为一股社会思潮。其推动政策议程和政治生态变化方面的巨大作用应得到高度重视。例如，2021年初的美国国会山暴乱、英国北爱尔兰城市骚乱，从荷兰、比利时蔓延到几乎全欧洲的因反对“封控”而发生的游行示威乃至集体行动等。

第二，关于对资本主义及其社会制度的反思方面，大量作品包括影视文学作品出版。2021年，反映美国中产阶级郊区破碎化问题的电视剧《东城梦魇》热播，布鲁金斯学会的李成主任指出美国社会心理文化层面的冲击要更为严重。法国经济学家托马斯·皮凯蒂出版新书《资本与意识形态》并撰文呼吁迈向新社会主义。随后，美国著名学者大卫·哈维对皮凯蒂的新书做出了严肃批评，这意味着皮凯蒂的新书很快得到英美左翼学术界的关注和回应。此外，2021年底，著名左翼哲学家齐泽克发表新作《天上大乱》，意指欧美意识形态领域出现了严重混乱、分化乃至对立。2021年是历史不再终结的又一年。皮尤研究中心报告指出只有17%的人认为美国的“民主”值得效仿，而23%的人认为美国的“民主”从来不是什么好例子。美国政治学家福山在《外交政策》、《经济学人》等杂志发表关于美国权力衰落的有社会影响力的分析，将美国国内政治定义为更加急迫和重要之事，这方面《经济学人》杂志走的似乎更远，建立了关于美国权力与民主分析的专栏，其关于世界民主衰退的系列年度报告要更加具有影响力（图2），其中引人注目的是将美国的民主划入“有缺陷的民主”一类，实际上更多地透露出它所代表的英美中上阶层的普遍焦虑及建设性批评，显然这并未触及问题的本质和要害。对其本质问题的批评，熟知中国文化背景的加拿大女王大学著名规划与文化学者梁鹤年先生于2021年底出版的繁体字版新书《西方文明的未来》要更加深入、透彻。

第三，在英美深厚的、二战后未曾遭遇真正重大挑战的资本主义体制及自由民主意识形态面临空前的挑战，这不仅表现在社会骚乱、右翼民粹思潮兴起与知识界的反思，还表现在英美左翼“进步主义”力量及其矫正与修复国内政治问题的声音扩大。美国民主党独立参选人桑德斯号召进行一场改变美国的政治革命，他拒绝企业捐赠、依靠小额民众捐款、引发大量美国青年学生的追随。此外，英国工党领导者科尔宾在牛津大学辩论社公开表达“社

会主义绝对行的通”得愿景，加之牛津大学的独特地位及其影响力，这场辩论透过新媒体得到广泛传播。



资料来源：经济学人

2、全球政治体系的深度调整与脆弱平衡

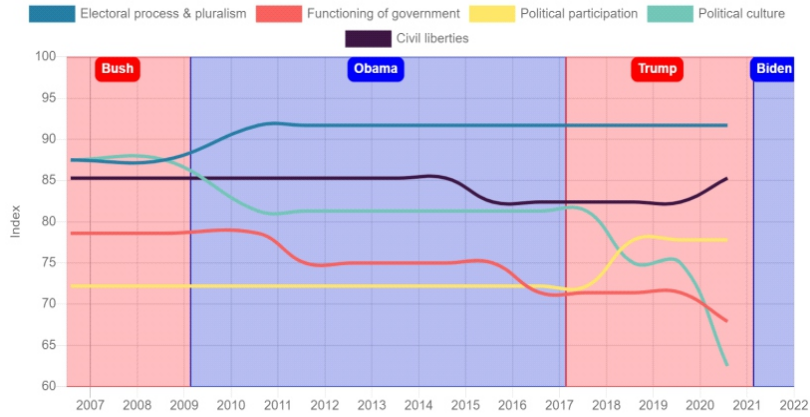
在2020年，全球政治有三个非常重要的新变化值得注意，这些变化主要建立在对英美、欧盟、俄罗斯、日韩等主要国家的外交政策调整与国内政治形势的分析之上。全球政治格局仍然在脆弱的经济中保持着难得的平衡，尽管这种平衡仍然面临着全球不平等所带来的社会政治变革的暗流与挑战。

第一，美国调整其外交政策，并以对华关系调整为其外交政策主轴。南京大学朱峰团队指出，“美欧关系有所拉近，中美俄和美欧俄战略三角关系的调整将对美俄关系未来产生影响。”拜登政府放弃特朗普政府的所谓“蛮权力”，而采取所谓“巧权力”，但其效果有限。中国社科院研究员周琪指出，美国在强化既定战略的同时，调整了其近期对华政策，强调所谓竞争战略，并通过拉拢盟友共同遏制中国实现其战略目标。2021年，中美开展了阿拉斯加会谈、天津会谈、苏黎世会谈，引发全世界关注。三次会谈中，中国站站在人类与自身未来发展的立场上，对中美关系给出了明确的底线并展现了最大善意。尽管美国持续炒作新疆问题、台海问题，并就冬奥会进行所谓“外交抵制”，召开所谓“世界民主峰会”，然而其产生的效果实际上并非如某些观察人士所言的那么大。正如布鲁金斯学会李成主任所言，“拜登在外交上不是在缓和对抗和冲突，而是四面树敌。他没有把更多的资源和重心真正用在国内，可谓败笔累累。尤其是与中国的关系上，不仅没有好转，反而是继续恶化。”美国外交政策团队的傲慢、偏见和短视引发的对华政策误判是其中最重要的原因。显然，尽管华盛顿决策团队看到了美国国内问题的严重性，但其对政党政治与国内情况估计不仅是不够的，甚至是缺乏强力手段的，尤其是缺乏空间维度是其最大的估计不足。美国民主指标连续下滑，

美国调整外交政策，对华关系调整为其外交政策主轴。

其中政治文化指标、政府职能指标呈现明显地、持续地下降（图3）。拜登政府的所谓“大基建”，虽然号称是大号版的“罗斯福计划”，即包括社保、医保改革在内的一揽子财政投资计划，但被两党政治大幅度挤压。

图3 美国民主指标变动2006-2021



资料来源：Gregology / Economist Intelligence Unit

欧盟强调战略
自主但变数仍
然存在。

第二，在全球政治的新变化下，欧盟强调战略自主但变数仍值得高度重视。2021年，德国前总理默克尔离任。默克尔虽获得了国内的高度赞誉，但德国的未来外交政策及其在欧盟所扮演的角色却蒙上了一层迷雾。德国社民党主席舒尔茨担任新总理组阁，其中绿党主席贝尔波克大概率出任外长，后者以对华强硬闻名。此外，法国总统马克龙虽然倡导“戴高乐主义”，就欧洲独立防务提出强硬口号，在对华政策方面坚持独立自主，但澳大利亚撕毁与法国之间的核潜艇协议导致法国召回驻美、驻澳大使，尽管事件得到降温处理，但影响依旧深远。同时，法国国内的地方大选中，右翼保守势力回归，引发法国对外政策的不确定性增加。2021年，唯独英国在继续其“全球英国”的对外政策同时，仍然“明智地”选择加强其与亚洲太平洋地区的经贸往来，只是英国仍将面临苏格兰独立、北爱尔兰离心的挑战。2019年年初，笔者曾撰文指出，英国将采取安全向西，经济向东的策略，目前正一步一步得到印证。2021年，俄罗斯总统普京发表年度国情咨文，乌克兰问题再度成为美俄、俄欧关系的关键。俄美关系虽有缓和迹象，但并无实质改变。俄罗斯强调进一步加强与亚洲的经贸关系，尤其是中俄关系。

3、全球经济滞涨与全球不平等程度继续加深

2021年全球经济的最大变量是各国持续释放大量流动性。无论赞同抑或反对，美联储在全球经济中扮演的角色都事关全局。尽管拜登政府采取了一系列经济刺激政策，虽然短期补贴低收入阶层确实可以促进消费，但并不能解决贫富差距过大问题。全球应对疫情和各种经济问题，各国采取“无痛疗法”，以牺牲长期利益来弥补短期损失。这无助于全球经济走出长期停滞的局面，甚至加剧了边缘和半边缘国家的经济失衡，引发社会与政治动荡。

图4 全球收入与财富不平等状况



资料来源：World Inequality Report 2022

2021年12月12日发布的《世界不平等报告2022》指出，国家之间的收入差距在减小，国家内部收入差距却在增大，尽管收入差距因国家而异，且通常取决于政府的政策选择。包括美国、印度、俄罗斯在内的一些国家内部的贫富差距在2021年大幅度扩大。2021年全球成年人的平均收入为2.34万美元，净资产为10.26万美元。在全球收入分配中，前10%的人年均收入为12.21万美元，而底层50%的人每年只赚3920美元，前者的年收入是后者的31倍之多。与收入相比，财富不平均更为明显，世界上最富有10%的人拥有全球75%的财富，其中约2750名亿万富翁拥有全球3.5%的财富，高于1995年的1%，而底层50%的人口所占财富为2%。笔者同意该报告的观点。显然，尽管不平等是全球性的，但是各国内部的收入和财富差异并非不可避免，能否避免只是政治性的选择。

2021年，大规模刺激政策导致的不只是全球大宗商品持续上涨，全球住房价格尤其是美国、欧洲的住房价格快速上涨。据英国房地产信息公司莱坊地产（Knight Frank）发布的《全球房价指数》数据分析报告显示，从2020年三季度到2021年三季度的12个月内，全球56个主要国家总体房价涨幅为9.6%（以实际涨幅为标准）。大规模刺激、住房价格的上涨与本来严重的经济社会问题综合起来，很有可能引发新一轮的经济与社会动荡，加剧住房金融化的社会负面后果。

4、全球政治经济形势恶化的根源是全球领导力赤字严重

总而言之，全球思想文化领域的回归与反思，促进了全球政治的内部调整与外部转向，这不仅没有带来全球经济走出长期大停滞的局面，反而引发新一轮的全球通胀，虽然短期刺激计划有助于改善发达国家普通民众的生活，但全球不平等的状况不仅没有好转反而有所加剧，住房价格继续高企，引发全球

全球经济发展
滞涨，大宗商品
价格持续上
涨，贫富差距
进一步扩大。

政治经济格局向负面状况继续演化。这主要是由于两大原因所导致：

第一，全球领导力赤字严重。2020年，人类面临非常严重的全球疫情，疫苗民族主义阻碍全球有效治理的形成，人类需要团结以共克时艰。面对危机，全球领导力急需重塑，全球思想文化领域的反思还没有扩展到全球治理层面。

第二，作为全球最大发达经济体和最具有政治影响力的国家，美国本应该为当前世界领导力赤字负责，然而美国决策层却仍然抱有狭隘过时的“冷战”思维，在全球数字化的21世纪运用以邻为壑的19世纪国际战略思维。导致全球化进程面临解组风险，其所推动的国家间联盟与重组，不仅放弃了战后美国罗斯福总统所建立的全球伟大理想，而且正在引导世界走向危险的边缘。

美国在20年的阿富汗战争中以失败告终，最后仓皇撤军，而今在面对国内外矛盾时转向选择性收缩战略，在这样的国际权力真空时刻，美国此举对世界和人类文明未来而言，是完全不负责任的做法。这种缺乏通盘考虑的短视的收缩战略，不仅执行困难，而且难以奏效，最终将导致全球领导力赤字严重，从根本上危及美国自身长远利益。其所根植的对中国发展的战略误判，完全是美国全球精英领导阶层的傲慢与偏见所致，而非因美国国家利益。他们才是导致中美关系波动和所谓“第二次冷战”的始作俑者，他们与自己祖辈所拥有的建立战后国际秩序的伟大理想和宽广胸怀相比，不知差距几何！

一个令人不安的例子是，仍以冷战思维观察当前中美关系问题的传媒历史学家尼尔·弗格森，活跃在各种全球智库和媒体论坛之上，他广泛接受采访，认为所谓“第二次冷战”是中国主动挑起，其数年间出版的书籍数量惊人，而其书籍多为拼凑、观点前后矛盾。能言善辩是这一派人物的共同特质，唯恐天下不乱则是他们获取眼球和利润的工具，而后果却要由中美两国人民和全世界来承担！

二、2022年全球政治经济展望

2022年，全球政治的新变量来自于三个关键地区，即欧洲、东亚与广大边缘地带。这主要是由于在中美竞争大格局下，上述三个地区成为十分关键的战略支点。

1、欧盟的战略自主：法国2022选举与德国新政府对外政策

欧洲地区的变化成为牵动中美、俄美、中俄关系的关键地带。其中，最重要的变化可能有四个方向：第一，法国将迎来下一届大选的变局，法国新右翼势力将在2022年竞争法国总统宝座，纽约时报甚至预言法国将迎来第一位女总统。法国国内政治的变化，将直接牵动甚至是决定欧洲的政治生态，

尤其是在德国完成换届之后。这恐怕也是美国对法国政治进行“巧妙干预”的重要原因。第二，德国新政府将陆续宣布新的外交策略，其中德国对华主要议题为经贸合作、人权、知识产权与尖端科技、欧盟5G网络建设等。从欧盟内部、德国政府内部以及德国三大主要政党公开的涉华言论和文件论调看，价值观冲突可能再度成为外界关注的焦点议题，其中绿党立场相对更为尖锐。在后默克尔时代，德中关系将进入一段调整期，但调整幅度与调整期长短仍有待观察。德国民众对于中国全球影响力的负面态度同样正在强化，但在中美地缘政治议题方面，绝大多数拒绝站队。第三，土耳其货币危机牵动俄欧关系变化。据华尔街日报（WSJ）相关观察家人士称，土耳其货币危机有着较深的政治与宗教动因，且货币危机正引发新的政治负面后果。第四，乌克兰危机将长期影响俄欧关系和美俄关系，相关分析国内多有报道，在此不再赘述。

2、东北亚局势的转型：韩国领导层更替

2022年，韩国将迎来重要的领导层更替。韩国将迎来新的大选，文在寅总统离任在即，韩国内部的政治博弈日益公开化。韩国国内政局在变化前夜，围绕即将进行的大选，韩国社会改革派与传统保守派就经济问题、对华政策问题、国内改革问题进行了较为激烈地博弈，韩国国内的形势变化将牵动东亚格局的系统性变化。韩国内部改革进步主义的力量似乎不足以与右翼保守主义政治派别抗衡。韩国领导层变化及其带来的影响即使不是最重要的变量，也是一个考验东北亚各方智慧的事件。2022年，日本新首相上台后，新一届政府关于印太战略、日美关系、对华政策等仍有诸多要点有待观察。日本新首相岸田文雄上台，虽有改善对华关系意愿，但仍面临日本国内较为复杂的政治形势的牵扯和制约。

3、边缘地带的危机：疫情、金融与经济的风险叠加

2022年，由于全球不平等加深、尤其是美联储加息引发资本回流而导致经济金融危机的爆发的风险，广大边缘地带的冲突。在这方面，非洲、拉美、东南欧的部分国家很可能出现债务危机或金融危机，进而波及世界。这方面的风险需要高度警惕。

拉美、非洲等国家和地区同样出现领导人换届或政权更替，值得一提的是智利总统大选与埃塞俄比亚内战。2021年底35岁左翼学生领袖、政党联盟“赞成尊严”的候选人博里奇当选新一届智利总统，其将于2022年3月就任，届时智利局势将再次成为引人注目的焦点。

广大边缘地带的新变化很可能充满挑战，尤其是对中国一带一路的推进造成较大的影响，相关方面需高度注意。



4、中美科技竞争与产业发展竞争

中美两国的大国科技竞争已经成为并继续为2022年全球政治经济格局中最重要、最关键的战略和政策议题，具体美国方面的政策动向有如下三方面：第一，反对向中国学习制定产业政策的声音逐渐扩大。美国智库认为反对中国产业政策是无效的，甚至认为反对中国的“国家资本主义”及其产业政策是为对手提供帮助，应坚持市场体制，并加强规则制定，而重点在于竞争政策。第二，反对向中国那样制定中心化的科技竞争体制。根据2019年12月底美国国际战略研究中心（CSIS）的相关战略分析报告，实际上已经给出了相当明确的、具有共识性的结论。该报告在分析20世纪30年代的美德科技竞赛、20世纪60年代的美苏科技竞争的成败得失的基础上，认为中美战略竞争的关键点就是科技竞争，这是一切战略的核心出发点，强调美国应着眼长远竞争战略，将美国纳税人的公共资金花到关键地方——培育长期技术创新领域和制定竞争扶植规则，坚决主张采取去中心化战略，培育科技应用和可推广的市场，并加强利用新兴技术。第三，在国际市场继续采取长臂管辖和国内法凌驾于国际法的逻辑，2022年针对高科技方面的竞争和管制恐将进一步升级。就此而言，笔者认为孟晚舟的“一抹中国红”是最好的说明，而皮耶鲁齐的亲身经历《美国陷阱》则做了最好地侧面说明。

三、发展战略与投资建议

从全球政治、经济与思想文化的互动层面看，当前国际形势与格局变动的根本动因是世界经济的长期停滞。根本矛盾是全球治理机制与世界经济发展之间的结构性矛盾长期得不到解决。重回冷战的提法与话术是遭遇民主失衡与治理无术的欧美部分主导阶层的政治性选择、是国内政治需要超过国际政治需要的非理性表现，是缺乏道德担当勇气和全球领导力智慧的表现，而非基于现实的理性和长期的战略利益分析。欧美各国为本国政治而采取的逆周期政策，干扰了世界经济周期性波动，尽管短期收益明显，但却以长期收益作为代价，这加剧了世界经济长期的结构性矛盾，并恶化了各国国内的社会矛盾，导致欧美国家的内部贫富分化问题进一步加剧。而这种恶化将促使当前欧美国家内部非理性的、回归传统保守主义的政治势力的兴起，从而引发负面连锁后果。

对中国而言，在上述全球政治经济分析的基础上，就国际方面，笔者提出应注重欧洲、东亚的关键国家的政局变动与政策变化，规避非洲、拉美重点国家的潜在危机及其所可能产生的经济、金融风险。应高度关注英美、德法、日韩等国家内部的理性声音，高度重视其真实民意变动，支持理性全球化与全球合作治理的积极政治力量发挥更大作用。就国内方面，我们在坚持制度与文化自信的基础上，在总体战略上应保持战略自主和战略定力，按照

中央既定方针和国家既有节奏稳步推动中国的对外开放与全球化发展，把握好安全与发展的政策工具，将主要精力与资源凝聚在国内可持续发展与改善民生之上，为此应该加强对外政策、经济政策、社会政策等三大政策的协调配合，具体如下：

1、稳步实现“共同富裕”是最好的发展战略

无论从发展的长期动力，还是全球不平等的最新变化看来，稳步实现“共同富裕”就是最好的发展战略。实际上中央已经从百年未有之大变局的全球视野来理解“共同富裕”，而不是从国内发展与意识形态角度等角度来单方面理解。当然，实现共同富裕需要高难度地政策操作加以落实，这需要把握好三大政策的协调。在这方面，笔者认为稳步实现共同富裕实际上是赢得国家间竞争的一场制度与文化竞赛，需要耐心、勇气与智慧。在后文关于全球宏观金融、中国宏观经济与房地产业转型发展方面，笔者将做重点具体论述。

2、以国家发展战略看待企业创新

对于中国而言，政府和企业是当前发展战略最重要的驱动力。对政府而言，应认识到国家发展战略中关于科技政策、产业政策、竞争政策等关键领域的政策调整，企业创新及其制度建设、规制建设是改革开放以来的最宝贵资源和最核心竞争力，中国对外开放和走向全球化的主力军是企业及其持续创新。对企业而言，应认识到国家发展的大战略变化所带来的方向与契机。2022年，尤其需要企业关注国际与国内大势，尤其是行业格局变化、内部核心竞争力、持续创新能力等方面需要做出果断选择。从全球形势看，我们对中国发展的信心就来自于上述两个方面的判断与分析，中国政府与企业将以高度共识实现战略性转型。

3、加强中国企业的海外利益保护机制建设

中美科技竞争对全球的最大影响是全球数字经济及其相关技术产业领域能否实现新的重大的技术创新，尽管竞争加剧、但部分领域的理性合作仍然非常重要。2022年不排除更为严峻的海外利益保护形势，在这方面，中国企业和对外投资应加强风险识别与管控，尤其是要对于欧洲、东亚的政局变幻，非洲、拉美的政权更替应保持高度警惕。在国内资本监管加强，国际发展形势较为严峻之时，是中国相关数字科技企业如何在一个动荡地局势中开拓全球市场，是一个关键问题。寻求科技创新的新利润空间是一个值得政府和企业共同研究的课题。

社会主义制度
优越性保障了
中国经济的不
断向前发展。

第二部分 全球经济评析

疫情肆虐增速回落，货政收缩市场波动

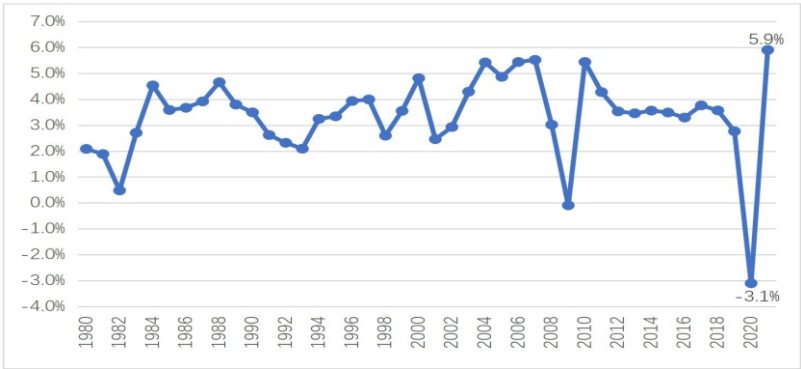
货币宽松政策
导致全球名义
GDP显著反
弹。

一、2021年全球宏观金融回顾

1、全球经济增速在2020年低基数基础上显著反弹

受新冠疫情爆发影响，全球经济增速在2020年下跌至-3.1%，显著低于全球金融危机爆发后2009年的-0.1%。由于疫情防控取得了一定成效，再加上全球主要经济体均实施了非常宽松的财政货币政策，使得全球经济增速在2021年可能反弹至5.9%（根据IMF2021年秋季《世界经济展望》）的预测。如图1所示，5.9%是全球经济自1980年代以来的最高增速，甚至高于全球金融危机爆发前2007年的5.5%。不过，我们也不能对这一数据过于乐观，毕竟2021年的高增速来自2020年的低基数。2020年与2021年这两年全球经济平均增速仅为1.4%，显著低于2015年至2019年这五年间的平均增速（3.4%）。如果说2020年全球主要经济体因为疫情而陷入集体衰退，那么2021年这些经济体都迎来了集体反弹。2021年中国与美国经济增速分别达到8.0%与6.0%，均创下多年来新高。

图1 全球经济增速

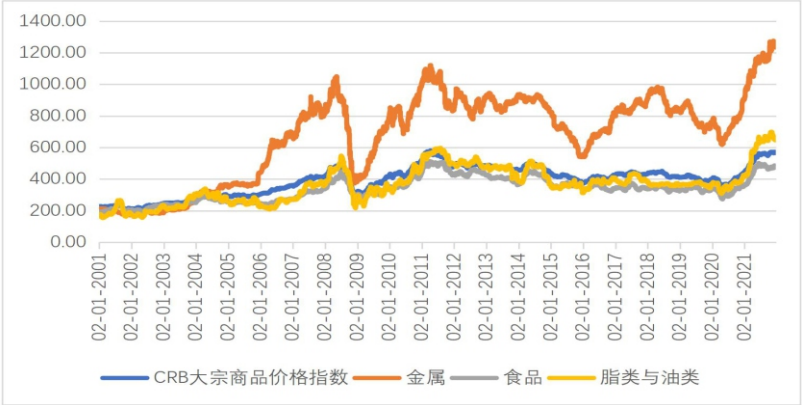


数据来源：IMF。

2、全球大宗商品价格快速攀升

在2020年，受疫情导致的经济衰退影响，全球大宗商品价格显著下跌。例如，CRB商品现货价格指数由2020年1月21日的410.68下跌至2020年4月27日的347.55，跌幅达到15.4%。然而，随着之后疫情得到控制，全球经济逐渐复苏，全球大宗商品价格显著反弹，不但收回了疫情爆发后的失地，而且创出了很多年以来的新高。例如，CRB商品现货价格指数由2020年4月27日的347.55上涨至2021年12月22日的571.22，涨幅高达64.4%（图2）。同期内CRB脂类和油类现货指数、CRB金属现货指数与CRB食品现货指数的涨幅更是分别达到108.6%、101.3%与76.4%。目前不少品种的大宗商品价格已经创下历史性新高。全球大宗商品价格上涨给大宗商品进口国造成了显著的输入性通货膨胀压力。例如，2021年10月，中国CPI与PPI同比增速分别上涨了1.5%与13.5%，两者之间的缺口达到历史性峰值。而导致中国PPI同比增速飙升的主要原因就是全球大宗商品价格上涨。2021年10月中国进口价格指数同比增速高达17.0%。

图2 CRB商品价格指数



数据来源：CEIC，1967=100。

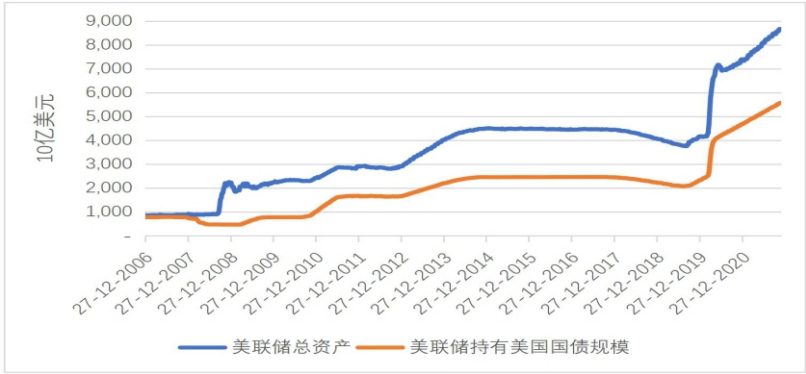
3、美联储开始退出量化宽松政策

新冠疫情爆发后，美国政府实施了史无前例的宽松财政货币政策。财政政策方面，2020年联邦政府财政赤字占GDP比率达到14.9%，显著高于次贷危机爆发后2009年的9.8%。2020年联邦政府债务占GDP比率上升了24.3个百分点，达到132.5%。货币政策方面，除再次实行零利率外，美联储还实施了规模巨大的量化宽松政策。如图3所示，2020年初至2021年12月22日，美联储资产负债表总规模由4.17万亿美元上升至8.79万亿美元，增长了110.8%。然而，由于国内通货膨胀率快速上升，导致美联储不得不在2021年11月3日宣布开始启动缩减购债计划。在此之前，美联储每个月购买1200亿美元的国债与MBS。从2021年11月起，美联储将在每个月缩减购债150亿美元，这意味着美联储将在2022年6月末停止量化宽松。2021年12月15日，美联储宣布将会加快缩减购债速度。从2022年1月起，

当前，美联储
回购国债与
MBS，缩表预
期显著增加。

美联储将缩减购债规模加快至每个月300亿美元。这意味着美联储将在2022年3月末停止量化宽松。

图3 美联储资产负债表规模



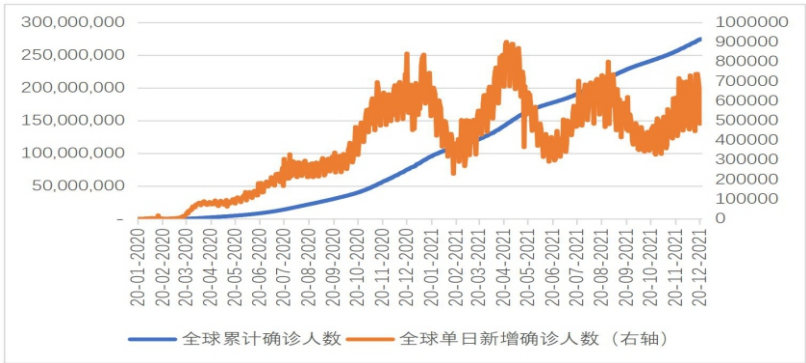
数据来源：CEIC。

二、背后的深层次原因

1、新冠疫苗注射进度显著不均衡，病毒变种此起彼伏

自新冠疫情爆发后至今，各国控制疫情的手段主要有二，一是隔离感染病人进行治疗，以及正常人群保持一定的社交距离（这自然会对大部分服务业造成显著负面冲击）；二是研发疫苗并进行大规模注射。然而迄今为止，全球范围内疫苗注射的进度存在显著差异。总体来讲，发达国家的疫苗注射进度快于新兴市场国家，而新兴市场国家的疫苗注射进度又显著快于发展中国家。例如，根据OWID数据库的数据，截至2021年12月25日，全球的每百人疫苗接种剂数达到113.02剂，欧盟、亚洲与非洲的该项指标分别为162.07、128.57与22.19剂。由于疫苗注射进度严重不均衡，导致病毒在防控薄弱的地区极容易形成新的变种，进而再度扩散至全球。例如，2021年下半年令人谈虎色变的Delta病毒变种即源自非洲。如图4所示，从全球每日新增确诊人数来看，迄今为止已经形成四波浪潮，且疫情并未得到根本性控制。截至2021年12月22日，全球范围内已经有2.75亿人确诊新冠，541.3万人因此而死亡。

图4 全球新冠疫情累计与新增确诊人数



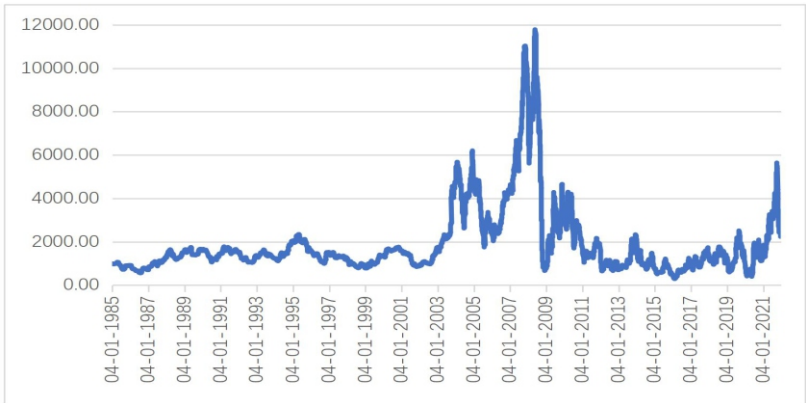
资料来源：CEIC。

全球范围内新冠疫苗注射的进度存在显著差异，病毒在防控薄弱地区容易形成新的变种并扩散至全球。

2、全球需求复苏快于供给复苏，运输体系面临较大瓶颈

导致2020年下半年至2021年全年期间全球大宗商品价格飙升的主要原因有四：一是新冠疫情的爆发重创了全球大宗商品的供给体系，导致大宗商品供应量显著收缩。考虑到大宗商品生产具有一定的刚性，即使需求开始复苏，从需求复苏到供给上升，将会经历较长时间的时滞；二是全球需求在2020年上半年显著收缩之后，随着疫情防控得力以及宏观经济刺激，全球需求从2020年下半年开始回暖；三是目前全球范围内的减碳控排运动也导致高排放的大宗商品供给产能出现趋势性收缩；第四，全球运输体系遭遇疫情冲击与面临产能不足，也是大宗商品价格飙升的重要原因。如图5所示，可以用来刻画全球海运成本的波罗的海干散货指数先是由2020年底的1090点下降至2020年5月14日的393点，降幅达到177.4%，再由2020年5月14日的393点飙升至2021年10月7日的5650点，上升了13.4倍！这一水平与2020年底的水平相比也上升了4.18倍！

图5 波罗的海干散货指数走势



资料来源：CEIC。

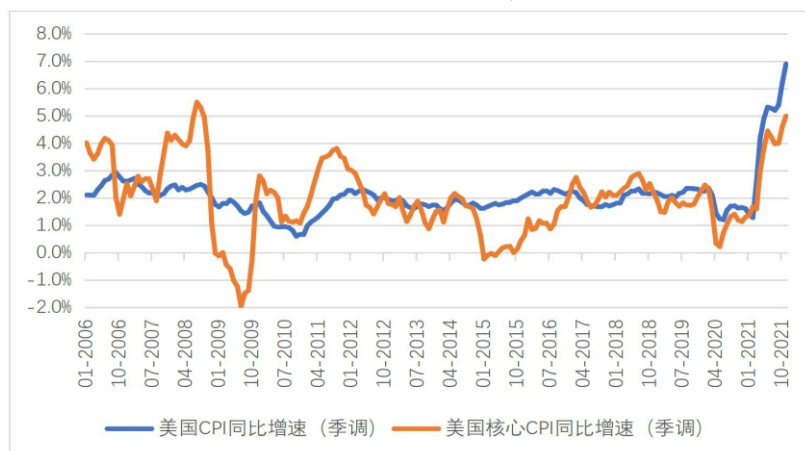
3、美联储对国内通胀形势存在误判，目前不得不进行政策修正

在新冠疫情爆发后，美联储扩张性财政政策的重点主要是给中低收入家庭发放财政补贴。此举导致美国居民消费在疫情爆发后不久就迅速反弹。然而，由于生产的复苏显著慢于消费的复苏，这种不均衡的复苏格局自然会导致通货膨胀率走高。如图6所示，美国经过季节调整的CPI同比增速由2020年6月的1.2%上升至2021年11月的6.9%，而剔除了食品与能源价格的核心CPI同比增速同期内则由0.7%上升至5.0%。尽管通胀率在2021年上半年就开始显著上升，但美联储认为这仅是暂时性扰动，随着生产的复苏以及供给需求缺口的消失，通胀率自然会下行。然而，通胀率在2021年下半年的持续快速上升所引发的各方面压力，还是导致美联储不得不在2021年11月初做出政策修正，宣布开始缩减量化宽松规模。2021年11月通胀数据再创新高，迫使美联储在2021年12月中旬再度宣布加

供需关系和运输体系导致大宗商品价格的飙升。

快缩减量化宽松规模。值得注意的是，从2021年12月中旬美联储的点阵图来看，所有委员都认为2022年将开始加息，且在2022年与2023年将会分别加息3次。这意味着美联储决策者已经集体由鸽转鹰。

图6 美国国内通胀走势



资料来源：CEIC。

三、2022年全球宏观金融展望

1、2022年全球新冠疫情演进依然面临不确定性，全球经济增速整体回落

2021年年底，在南非发现了新冠病毒的最新变种Omicron。WHO的数据显示，截至2021年12月3日，Omicron已经蔓延至38个国家。相关研究表明，与之前的毒株相比，Omicron更会躲避抗体，对现有疫苗具有更强的抗药性。从目前来看，2022年新冠疫情的全球演进形势并不乐观，对疫苗注射进度滞后的发展中国家（尤其是非洲国家）而言更是如此。如果新冠疫情继续肆虐，那么2022年的全球经济增速就可能不及预期。除疫情演进的不确定性外，各主要经济体扩张性宏观政策的逐步正常化，也将导致全球增速回落。根据IMF2021年秋季的最新预测，2022年全球经济增速将由2021年的5.9%回落至4.9%。发达经济体经济增速将由5.2%回落至4.5%，而新兴市场与发展中经济体经济增速则会由6.4%回落至5.1%。不难看出，2022年新兴市场与发展中经济体的经济增速回落速度要快于发达经济体。

2、在美联储货币政策正常化背景下，部分新兴市场经济体可能面临严重负面冲击

从历史上来看，每当美联储进入货币政策紧缩的周期后，新兴市场与

据IMF预测，
2022年全球
经济增速整体
回落，部分新
兴市场经济体
可能面临严重
冲击。

发展中国家都会面临短期资本大量外流、本币汇率面临贬值压力、国内风险资产价格下跌、本国经济增速放缓的不利冲击。在严重的情形下，甚至可能引发货币危机、债务危机、金融危机甚至经济危机。如果美联储收紧货币政策的速度超出市场预期，那么新兴市场与发展中国家面临的外部负面冲击将会更加猛烈。在1980年代，美联储的货币政策收缩引发了拉丁美洲国家债务危机。在1990年代，美联储的货币政策收缩引发了东南亚金融危机。在2000年代，美联储的货币政策收缩引发了美国次贷危机。在2010年代，美联储的货币政策收缩也引发了所谓的Taper Tantrum恐慌，部分新兴市场国家在2013年至2015年、中国在2015年至2016年遭遇了较大规模的短期资本外流与本币贬值。以史为镜，在2022年与2023年，美联储新一轮货币政策正常化可能让部分新兴市场经济体遭遇严重负面冲击。而对那些经常账户持续逆差、举借了大量外债、严重依赖资本流入的国家而言，冲击将尤其严重。近期土耳其的案例就是明证。

加息预期和全球运输体系瓶颈状态对大宗商品价格形成双向影响。

3、全球大宗商品价格走势可能触顶回落，但下降速度存在不确定性

一方面，当前全球大宗商品价格已经创下阶段性高点甚至历史性新高。从需求层面来看，全球经济尚未走出长期性停滞格局，且2022年全球经济增速将会显著回落。从供给层面来看，大宗商品价格飙升将会刺激供给格局的改善。因此随着供求缺口放缓，全球大宗商品价格有望触顶回落。另一方面，当前全球大宗商品价格上涨也有金融层面的故事，也即游资在大宗商品远期市场进行炒作，通过远期价格上升倒逼现货价格上升。而随着美联储退出宽松货币政策导致美国长期利率上升和流动性收紧，这会打压大宗商品远期市场上的价格炒作。此外，如图5所示，近来全球运输体系的瓶颈状态也有所改善。波罗的海干散货指数已经由2021年10月7日的5650点下降至2021年12月22日的2229点，降幅达到60.5%。因此，2022年全球大宗商品价格可能高位回落。然而，如果新冠疫情再度恶化并冲击全球大宗商品生产与运输体系，那么大宗商品价格的下降速度存在不确定性，也不排除继续高位盘整的可能。

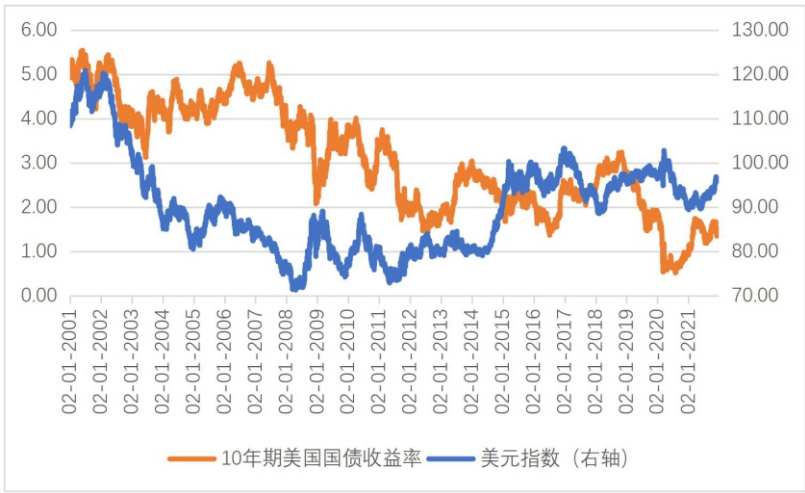
四、资产配置建议

1、美联储退出量宽可能导致美债收益率上升、美元指数仍可能高位盘整

在新冠疫情爆发后，美国10年期国债收益率一度下降至0.5%左右的历

史性低点。截至2021年12月下旬，该指标已经反弹至1.5%。如图7所示，在2013年美联储上一次Taper期间，10年期美国国债收益率曾经由1.5%左右反弹至3%以上，之后再度回落。随着美联储在2015年至2018年不断加息，10年期美国国债收益率再度反弹至3.0%以上。笔者认为，在2022年，美联储退出量化宽松将使10年期国债收益率重返2.0%以上。这意味着美国债券市场将面临一定的下行压力。新冠疫情爆发后，美元指数先是摸高至103，随后下跌至90附近，之后在2021年下半年反弹至目前的96-97。笔者认为，在2022年，考虑到美联储的货币政策正常化，美元指数有望在95-100的区间内高位盘整。

图7 10年期美债收益率与美元指数



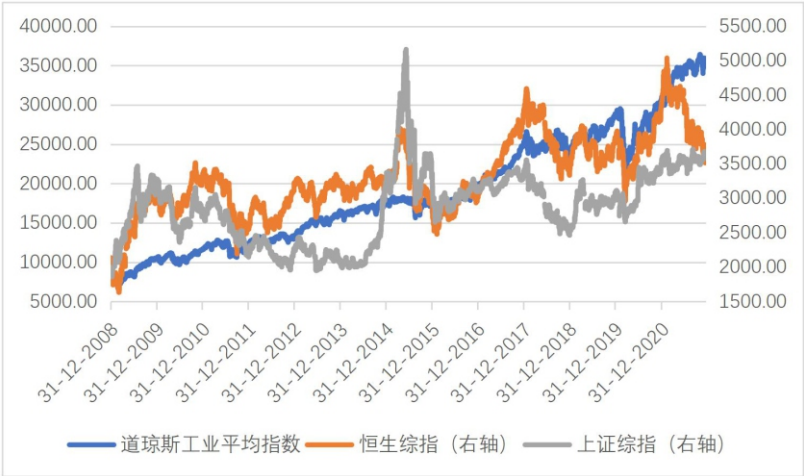
数据来源：CEIC。

2、高度重视美股可能出现的高波动性，重视A股尤其是港股的投资机会

在2009年至2021年，美股出现了历史上最长的一轮牛市（图8）。这轮牛市仅在2018年与2020年出现过两次调整。2018年的调整幅度最高达到20%，主要原因是之前美联储的连续加息。2020年的调整幅度最高达到35-40%，主要原因是新冠疫情爆发。不过迄今为止，在极其宽松货币政策与高风险追逐情绪的驱动下，美股依然在波动中叠创新高。不过，笔者认为，美股在2022年可能再度表现出较强的波动性。从历史上来看，2022年的美股可能类似于2018年的美股，也即股市的估值与投资者信心将会再度面临货币政策收缩的考验。如图8所示，港股在2021年经历了剧烈的估值调整，目前从估值来看依然显著低于美股与A股，笔者认为2022年具备重要的配置价值。A股市场同样在2022年具备较好的配置价值，一方面是2022年上半年的宏观政策有望显著放松，另一方面则是2022年下半年将会召开二十大。从历史上来看，在重要党代会召开的年份，A股的表现都相对较好。

在2022年，考虑到美联储的货币政策正常化，美元指数有望在95-100的区间内高位盘整。

图8 道琼斯指数、恒生指数与上证指数的比较



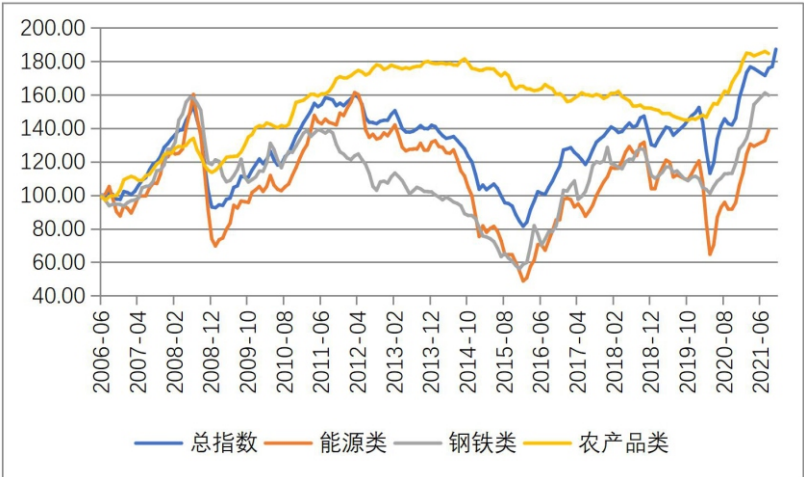
数据来源：CEIC。

大宗商品价格
波动预期加
剧，警惕回调
风险。

3、警惕大宗商品价格显著回调的风险

如图9所示，2021年国内大宗商品价格总指数、能源类价格指数、钢铁类价格指数与农产品价格指数，目前除能源类价格指数外，其他价格指数甚至都创出历史性新高。在2021年，大宗商品相关概念投资（例如传统能源与新能源、钢铁、有色等）均回报丰厚。然而如前所述，大宗商品价格在2022年再创新高的概率，显著低于高位回落的概率。尤其是那些金融资本深度炒作的大宗商品品种，在2022年的价格面临较高的波动性。笔者认为，投资者要高度警惕大宗商品价格显著回调的风险，避免遭遇高位接盘的格局。

图9 中国大宗商品价格指数走势



数据来源：Wind。

第三部分 国内经济评析

经济增长艰难前行，未来发展稳中求进

疫情当前，中国在全球分工体系中的重要作用牵引着中国经济前行。

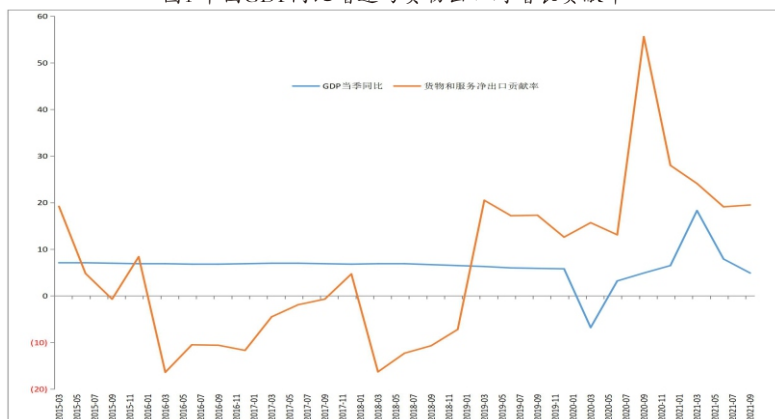
一、2021年中国经济回顾

1、经济增长在疫情中艰难前行

2021年中国经济整体保持稳健，但是增长速度相对较低。2021年是“十四五”规划开局之年，是全面建成小康社会、开启全面建设社会主义现代化国家新征程的关键之年。虽然，国内外环境复杂严峻，但党中央国务院积极应对，国民经济持续恢复发展，主要宏观指标总体处于合理区间，就业形势基本稳定，居民收入继续增加，国际收支保持平衡。2021年前三季度国内生产总值82.3万亿元，同比增长9.8%，两年平均增长5.2%，其中第三季度GDP同比增长4.9%，中国经济是世界经济增长中表现最为优秀的经济体之一。当然，相对于过去较长时间的高速增长，中国经济在疫情冲击中艰难前行，开始进入低于5%的增长区间。

进出口是2021年中国经济增长的一大亮点。2021年前三季度，中国货物进出口总额28.3万亿元，同比增长高达22.7%。其中，出口15.5万亿元，增长22.7%；进口12.8万亿元，增长22.6%；进出口相抵贸易顺差2.77万亿元。前三季度，货物出口对经济增长累计贡献率达到19.5%(详见图1)。进出口保持高速增长，充分体现中国在全球分工体系中的地位和作用，中国作为全球制造生产中心的功能反而在疫情冲击中更加凸显。

图1 中国GDP同比增速与货物出口对增长贡献率



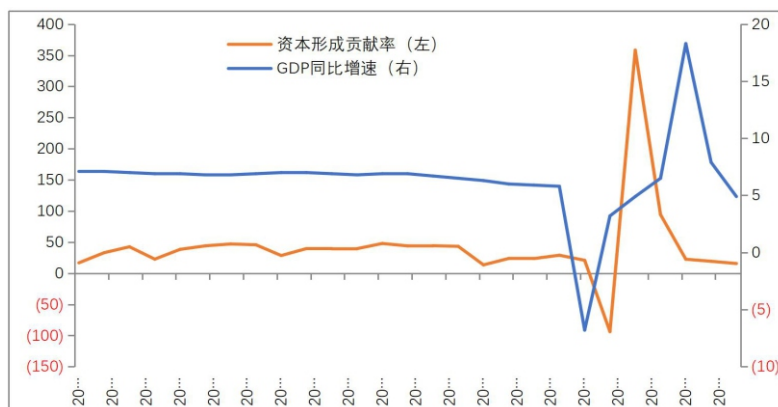
资料来源:wind

固定资产投资
效用递减规律
明显。

2、固定资产投资面临总量与结构困局

中国经济增长格局因疫情冲击发生了重大变化，固定资产投资整体面临相对不足的困境。在新冠肺炎疫情的冲击下，2020年资本形成总额贡献率急速上升，同时，货物和服务净出口的贡献率未出现大幅波动，投资和出口发挥了稳定总需求的作用，最终弥补了消费大幅下降引致的总需求缺口。但是，从总量看，2021年固定资产投资的支撑力度有所下降，中国经济增长面临总需求不足和增长力度疲软等问题。2021 年前三季度，全国固定资产投资39.8万亿元，同比增长7.3%，两年平均增长3.8%，均低于GDP增长速度，使得资本形成对GDP的贡献保持在低位（详见图2）。值得注意的是，资本形成对GDP的影响具有一定的滞后性，这可能使得未来1-2年经济增长的动能相对不足。

图2 中国GDP同比增速与资本形成贡献率



资料来源: wind

固定资产投资整体相对不力，特别是基础设施投资的支撑作用面临重大的制约。一直以来，当经济下行压力凸显之时，政府主导的基础设施投资总是发挥着逆周期的调节功能，使得我国宏观经济整体运行处于平稳状态之

PPIRM同比增
长6.7%，CPI
较上年上涨
0.6%。

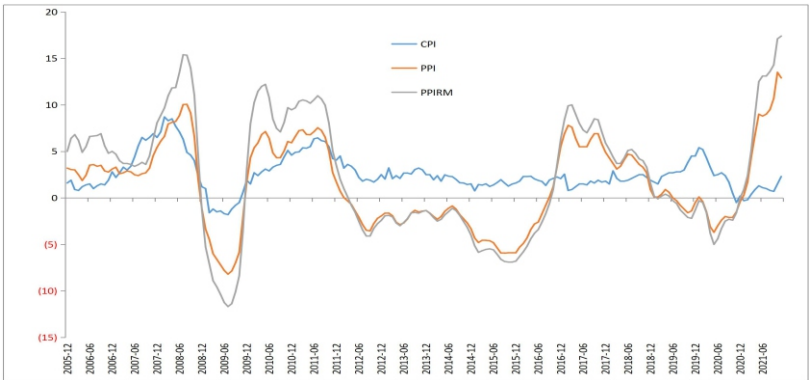
中。但是，2021年，由于疫情防控日益深化以及政府财政资源有限使得政府主导的基础设施投资的支撑功能有所弱化。从固定资产投资的分领域或结构看，2021前三季度基础设施投资同比增长1.5%，两年平均增长仅为0.4%；制造业投资同比增长14.8%，两年平均增长3.3%；房地产开发投资同比增长8.8%，两年平均增长7.2%。基础设施投资是固定资产投资各领域中增速最低的，这使得基础设施对经济增长的“托底”功能弱化。

3、消费品价格与工业品价格大分化

2021年中国经济在平稳中艰难前行，投资和消费增长动能均相对不足，消费品价格保持较低水平，而奇怪的是工业品价格呈现剧烈上涨态势，出现了与经济基本面大分化的走势。2021年前三季度，全国居民消费价格（CPI）同比上涨0.6%，涨幅比上半年扩大0.1个百分点，但整体保持低位。居民消费价格水平与较低的经济增长是相匹配的，反映的是总需求不足特别是消费部门需求较弱的现实状况。当然，居民消费价格较低，与消费品物价篮子中的商品类别及比重是紧密相关的，比如，猪肉，2021年前三季度猪肉价格同比下降高达28%。

在工业品价格方面，中国经济则是遭遇了巨大的“通胀”压力。2021年前三季度，全国工业生产者出厂价格（PPI）同比上涨6.7%，涨幅比上半年扩大1.6个百分点。工业品价格持续上涨主要原因在于成本压力。工业品价格、购进价格持续上涨与大宗原材料商品价格上涨直接关联。前三季度，全国工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比上涨9.3%，涨幅比上半年扩大2.2个百分点，购进价格指数创了1996年10月该指数公布以来的历史最高值（详见图3）。当然，这种价格传导压力来自两个方面：一是国外大宗商品价格持续上涨的压力（详见本课题组的全球宏观报告），导致工业品购进价格指数飙升；二是国内产能约束、环保政策或“双碳”政策导致的供给与需求错配，使得国内煤炭、矿石、钢铁等价格高涨。在需求相对不足、成本持续高企的过程中，中国工业部门呈现奇特的“滞胀”特征。

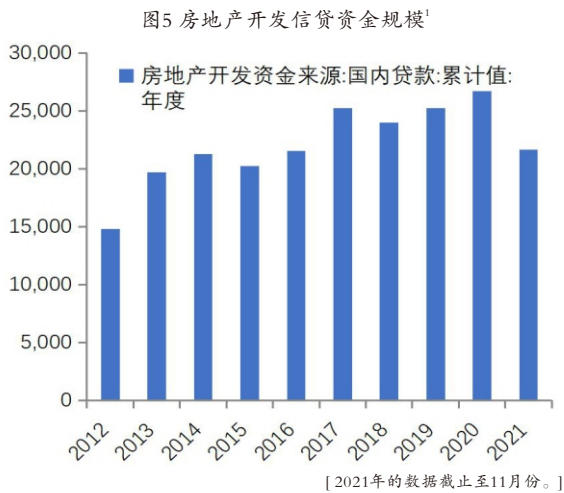
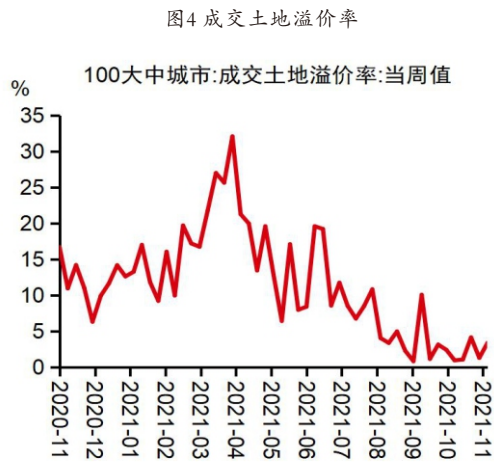
图3 中国CPI、PPI和PPIRM走势



资料来源：wind

4、房地产市场遭遇大拐点

2021年房地产市场进入重大调整阶段，可能迎来发展拐点。一是房地产市场出现更为显著的结构分化。三四线城市房地产价格下跌较为明显，较大部分二线城市房地产价格也有所下跌。房地产价格下行使得房地产市场赚钱效应明显减弱，房地产市场成交率迅速回落。2021年前三季度房地产开发投资同比增长8.8%，两年平均增长7.2%。2021年商品住宅销售额同比增速持续下降，至第三季度转为负增长；70城市商品住宅销售价格涨幅持续回落，至9月份涨幅首次转负。2021年四季度房地产市场多项指标小幅回暖，但整体仍然保持在较低水平。房地产市场逐步回归理性，特别是土地出让价格溢价率明显下降（详见图4）。



二是房地产企业融资受到较大的约束。随着房企的“三道红线”融资规则、银行业房地产贷款集中度管理制度以及土地集中招拍挂等房地产审慎管理制度的实施和完善，房企外源性融资所需资金的供需两端均被严控。金融机构和金融市场投资者对房企的金融支持力度产生更大分化，主要融资渠道更为偏好经营风格稳健、财务杠杆率合理的房企。甚至，由于整个市场风险的传递，财务相对稳健的房地产企业融资也非常困难。房地产开发信贷资金在过去2-3年得到了一定程度的抑制（详见图5）。

三是部分房地产企业出现严重的流动性风险。受融资收紧影响，部分大中型房企因长期杠杆经营进而爆发流动性风险。以恒大集团为典型代表的流动性危机使得房地产市场出现重大的风险及其显著的传染效应，房企债券信用利差迅速扩大、房企股票大幅震动、评级机构也纷纷调低各类房企的评级，多家房地产企业迅速遭遇流动性风险，给房地产平稳发展带来重大挑战（详见本课题组的房地产专题报告），也给宏观金融体系带来系统性风险威胁。

房地产市场调控和房地产风险应对本质上是一个经济发展模式问题。过去近20年来，依托房地产市场的“土地财政”是地方经济社会发展的重要资

房产调控和地
产风险本质上
是经济发展模
式问题。

强化平台监管，防范互联网巨头恶性垄断，促进与风险防范，是推动产业升级、社会经济数字化的新动能。

金来源，本质是将居民的储蓄转化为房地产投资，带来固定资产投资增长以及政府财政收入增长。由于房地产价格长期上行，居民储蓄的有限性就日益凸显，宏观表征就是居民部门储蓄率下降、杠杆率加速上升。房地产市场“房住不炒”调控政策、房地产信贷集中度管理等的主要目标是稳定房价同时防止居民过度加杠杆并为中长期投资夯实资金基础，但是，短期内必然会导致固定资产投资、经济增长和财政收入的下降，特别是政府基金性收入的下降。这种短期下行压力加剧和中长期稳健发展的平衡是2022年及其后一段时间房地产市场重大的政策挑战。

5、平台经济规范监管强化

互联网平台监管兼顾创新促进与风险防范。过去几年，互联网平台经济的蓬勃发展为我国经济发展注入新鲜动能，对于优化资源配置、推动产业升级、经济社会数字化转型等具有积极作用。与此同时，其所暴露出来的重要风险、监管套利、不公平竞争、损害消费者合法权益等问题日益受到监管部门重点关注。监管部门着力“健全平台经济法律法规”、“强化反垄断和防止资本无序扩张”推动平台经济规范健康持续发展，致力于实现平台经济创新发展与风险防范有效把控的平衡。2021年以来，监管部门对大型互联网平台滥用市场支配地位、强制“二选一”、数字经济公平竞争以及数据安全等强化了监管。

互联网平台金融业务监管进一步强化。2020年年底以来，大型互联网平台的不正当竞争、垄断和市场支配地位等的监管持续强化。反垄断是监管的重点。在互联网平台监管深化过程中，由于较多平台涉及金融业务，相关金融业务监管成为近期的重点。金融管理部门指出互联网平台在提升金融服务效率和金融体系普惠性、降低交易成本方面发挥了重要作用，但是亦存在诸如无牌或超许可范围从事金融业务、公司治理机制不健全、监管套利、不公平竞争、损害消费者合法权益等严重违规问题。自2021年以来，监管部门遵照“公平监管、从严监管”原则多次就互联网平台不正当竞争、金融业态牌照、信息违规收集使用等问题加强政策指导，甚至加以行政处罚。

表1 互联网平台经济规范监管大事件

日期	事件
2020年11月11日	市场监管总局发布《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》
2020年12月11日	习近平总书记主持召开中共中央政治局会议，会议要求要强化反垄断和防止资本无序扩张。
2020年12月16日	中央经济工作会议指出要强化反垄断和防止资本无序扩张
2020年12月24日	市场监管总局对阿里巴巴集团涉嫌垄断行为立案调查
2021年1月20日	央行发布《非银行支付机构条例（征求意见稿）》，强化支付领域反垄断监管措施。

2021年2月7日	《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》公布，明确《反垄断法》的基本制度、规制原则和分析框架适用于平台经济领域所有市场主体。
2021年3月15日	中央财经委员会第九次会议重提“平台经济反垄断监管”。充实反垄断监管力量，增强监管权威性，金融活动要全部纳入金融监管。
2021年4月10日	市场监管总局对阿里巴巴集团在中国境内网络零售平台服务市场滥用市场支配地位行为作出行政处罚决定
2021年4月12日	监管部门约谈蚂蚁集团，提出5项整改要求
2021年4月13日	市场监管总局会同中央网信办、国家税务总局召开互联网平台企业行政指导会
2021年4月20日	中共市场监管总局党组关于第十九届中央第五轮巡视整改进展情况的通报中对完善市场监管法律制度体系、加强和改进新业态新模式监管进行相关解释和通报
2021年4月29日	央行、银保监会、证监会等联合约谈13家从事金融业务的网络平台企业，要求各企业全面自查整改，强调开展金融业务要以服务实体经济、防范金融风险为本
2021年5月1日	市场监管总局《网络交易监督管理办法》正式施行，明确规定网络经营主体登记、新业态监管、平台经营者主体责任、消费者权益保护、个人信息保护等。
2021年7月6日	市场监管总局依法对互联网领域22起违法实施经营者集中案作出行政处罚决定
2021年8月17日	市场监督管理总局发布《禁止网络不正当竞争行为规定（公开征求意见稿）》
2021年8月20日	十三届全国人大常委会第三十次会议表决通过《中华人民共和国个人信息保护法》，针对大数据杀熟，规定处理个人信息应采取对个人权益影响最小的方式；针对提供重要互联网平台服务的个人信息处理者，规定其需要履行的义务
2021年8月30日	习近平主持召开中央全面深化改革委员会第二十一次会议，审议通过《关于强化反垄断深入推进公平竞争政策实施的意见》，强调要加快健全市场准入制度、公平竞争审查机制、数字经济公平竞争监管制度等
2021年9月18日	央行行长易纲表示将支持和促进平台经济守正创新、行稳致远，促进平台企业不断提升金融服务的同时坚持从严监管和公平监管
2021年9月24日	央行副行长范一飞表示互联网平台整顿已经取得重要的阶段性成果，支付领域反垄断有待深入，坚决反对平台企业无需扩张、不正当竞争、乱采滥用数据
2021年10月8日	美团因强制“二选一”的垄断行为被市场监管总局罚款34.42亿元

资料来源：作者整理。

二、中国经济变迁的深层次原因

1、内需相对不足

固定资产投资是总需求不足的重大变量。2021年国内固定资产投资面临多重挑战，使得资本形成对经济增长的贡献支撑明显下滑。首先是财政资金不足。由于政府财政压力加大，隐性债务管理趋严，以及债务风险加速暴露，政府主导的基础设施投资较为不力。其次是市场预期转弱。由于市场微观主体预期相对较弱，较好的出口形势并没有很好地转化为产能扩张，制造业仍然以技术改造、改建扩建为主导，而新增产能投资较小，这使得制造业投资增速不达预期。再次房地产市场系统冲击。房地产政策调控深化，房地产企业风险暴露，使得房地产销售和投资受阻，房地产投资随之回落，以“土地财政”作为支撑的基建投资随之回落。最后是政策扭曲冲击。碳中和与碳达峰政策传导出现扭曲，部分省市由于能耗双控目标受到警示，“一刀切”地限制产能甚至拉闸限电使产能利用率恢复、产能扩张以及固定资产投

新旧动能转换
深刻影响中国经济。

“零感染”政策要求地方投入巨大资源。

资面临负面影响。在2021年8月份，上半年部分地区能耗双控目标完成情况晴雨表发布之后，2021年9月约16个省市出现拉闸限工潮。

表2 2021年上半年部分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	●	●
宁 夏	●	●
广 西	●	●
广 东	●	●
福 建	●	●
新 疆	●	●
云 南	●	●
陕 西	●	●
江 苏	●	●
浙 江	●	●
河 南	●	●
甘 肃	●	●
四 川	●	●
安 徽	●	●
贵 州	●	●
山 西	●	●
黑 龙 江	●	●
辽 宁	●	●

资料来源：NDRC

消费难以复苏是中国经济增长相对不力的又一重大原因。2021年前三季度，社会消费品零售总额31.8万亿元，同比增长16.4%，两年平均增长3.9%。与此同时，第三产业维持弱势，前三季度第三产业增加值45.1万亿元，同比增长9.5%，两年平均增长仅4.9%。2016年到2020年第一季度，在三大需求中，最终消费支出对GDP增长的贡献始终处于首位，其次才是资本形成总额，最后是货物和服务净出口。但是，2020年以来，新冠疫情对消费的冲击巨大且持续，使得消费对增长的贡献迅速下行。2021年，除了实物商品网上零售保持相对稳定之外，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等服务业恢复较慢，相应的消费水平也较低。虽然，政府实施了较多民生保障政策，但是，居民部门对于疫情发展、经济增长以及收入预期仍然保持相对谨慎的态度，较大程度抑制了消费的复苏。

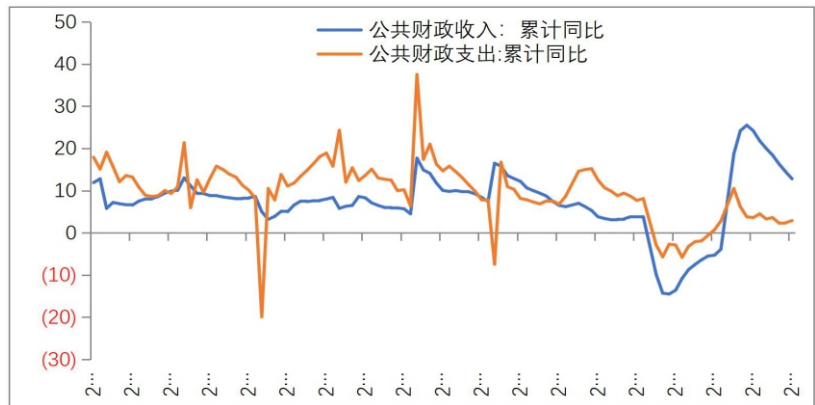
2、财政风险承压

2021年大部分省份的公共财政支出维持扩张态势，但扩张幅度已有所放缓，呈现边际趋紧的状态。一方面，“零感染”政策要求使得地方政府投入巨大的政策资源来强化疫情防控；另一方面，经济增长相对不力使得财政收入面临较大的约束，收支压力日益凸显，债务风险逐步累积。经济增长不力包括房地产市场调整使得地方政府基金性收入大幅下降，这使得政府基金性支出也明显下跌，从而使得政府主导的基础设施投资相对不足。

2021年全国财政收支形势呈现明显的“超收节支”特征，即财政收入增

速相对较高，财政支出速度却有所放缓（图6）。除了数据同比基数效应之外，出现这一特征的主要原因是近期财政政策出现两大导向性变化：在收入端，由减税降费为主的危机应对模式向稳定宏观税负、优化税制结构的常态化运行模式转化；在支出端，由建设财政向民生财政转变。政府财政资金使用方向的转变，与疫情防控深化的内在要求相关，同时也是地方政府担忧2020年疫情防控后日益累积债务风险的外在体现。

图6 公共财政收支状况



资料来源：wind

3、市场预期偏弱

2021年市场主体对经济增长的预期转弱，这种弱化效应有来自市场微观主体企业运营的内在因素，也有来自政策实施的外部因素。市场预期偏弱具有三个方面的原因。一是对新冠疫情演进的不确定性。新冠疫情疫苗接种过程中，市场预期一度有所恢复，但是，随着变异病毒的出现特别是国外疫情出现新的高峰以及国内疫情防控再度强化，市场预期进而转弱。二是对宏观经济政策的不确定性。积极的财政政策和货币政策是政策主基调，但是，在政策实施过程中，微观主体的政策获得感可能低于预期，特别是数量众多的小微企业的政策获益水平相对较低。三是对碳中和与碳达峰政策的不确定性。“双碳”是我国重大的国家战略，是经济社会长期可持续发展的必要政策。但是，部分省市在政策实施过程中采取极端的“一刀切”政策，使得微观市场主体的权益受到侵害。这种“运动式”的政策推行对营商环境、政府公信力以及市场预期等都是较大的破坏。

2021年，疫情重创全球产业链，导致市场整体悲观情绪浓厚。

4、外部风险溢出

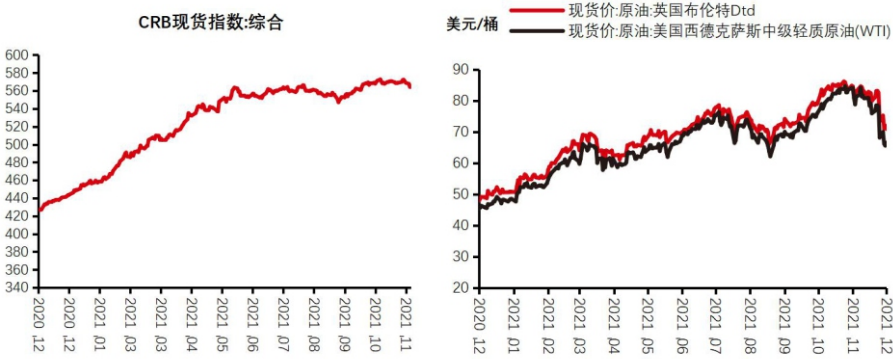
新冠肺炎疫情冲击使得全球产业链面临断裂风险，大宗商品供给难以适应需求扩张，从而带来需求不足、供给不畅以及价格扭曲的复杂格局。从世界经济角度看，疫情全球大流行重创了全球及国内产业链。一是部分产业链主体将因隔离、管制及运输中断等将较难实现及时和充足的产业链产品及服

务供给，比如芯片；二是疫情不严重地区的产业链主体则面临上下游元器件及服务难以到位的困境，使得其产品及服务供给能力下降；三是产业链关联具有乘数效应，少数几个产业链主体“停摆”可能使整个产业链瘫痪。产业链受挫，使得总供给不畅，总需求难以有效匹配。与此同时，由于国外缺乏国内相对完善的产业体系，美国等面临的是工业品价格和消费品价格同步上涨的物价压力，全球经济呈现一定的“滞胀”特征。我国由于消费品供给相对充足（特别是基本粮食和猪肉）而保持消费品物价相对稳定。

国际地缘政治博弈使得新冠疫情冲击下的产业链弥合面临更多困难。过去3-4年中美两国持续的经贸摩擦给双方以至全球的经济贸易合作带来障碍，同时也给全球产业链弥合带来的负面冲击。即使是拜登政府上台之后，中美两国紧张关系有所缓解，两国博弈对产业链冲击也仍在延续。

以零利率、负利率、量化宽松政策、大规模财政刺激以及平均通胀目标制为代表的巨量宽松政策是全球大宗商品价格暴涨以及经济金融风险加大的主要政策根源。超级宽松货币政策释放更多的流动性，可能会在疫情冲击下的产业链断裂中放大供求缺口，使得部分商品（特别是大宗商品）呈现价格飙升风险（图7）。2021年1季度布伦特原油创下新世纪以来的最高波动率；商品价格（特别是金属价格）波动率创5年新高。这给严重依赖外部供给的中国经济特别是工业部门带来严重的“输入性”通胀，使得工业品价格面临重大的成本压力。

图7 大宗商品价格走势



资料来源：wind

中美两国经济
摩擦增加，全
球经济贸易合
作受阻。

三、2022年中国经济展望

1. “二十大”为经济发展创造积极环境

2022年10月党中央将召开中国共产党第二十次全国代表大会。这是我国全面建成小康社会、向社会主义现代化国家迈进的重大会议，是我国未来中长期的明确发展战略、政策框架和重大举措。为了迎接二十大胜利召开，我

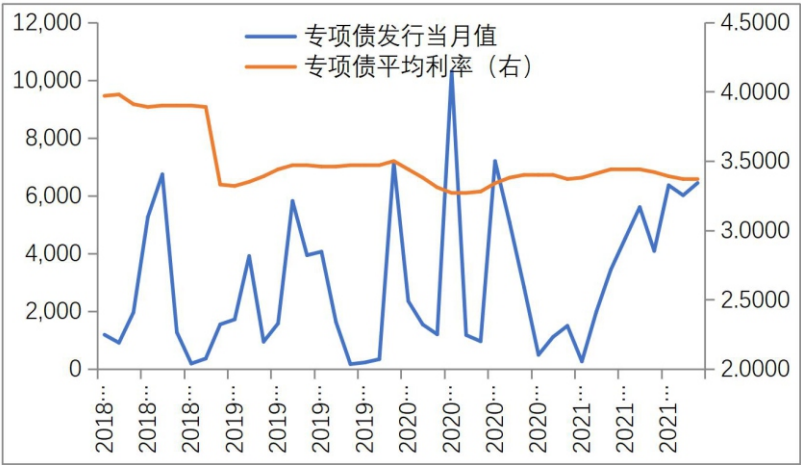
国经济社会发展环境将进一步优化。一是经济政策将更加倾向于经济发展，经济增长将得到更好的政策保障，专项债券发行、信贷资金供给以及社会融资增量等将前瞻部署。二是民生保障将得到更好的促进，以乡村振兴和共同富裕作为重大战略目标，包括民生保障在内的公共服务将进一步强化、优化和均衡化。三是经济金融社会发展的重大风险将得到更加有效的应对。包括公共卫生危机、收入分配不平等、房地产部门风险、地方政府债务风险、僵尸企业处置等经济社会问题将得到进一步的处置。为此，2022年中国宏观经济形势可能要好于2021年。

2、以经济建设为中心呼唤积极宏观政策

2022年宏观经济政策的目标是有效促进内需的增长。党中央要求必须坚持高质量发展，坚持以经济建设为中心，推动经济实现质的稳步提升和量的合理增长。财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。宏观经济部门将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。要保证财政支出强度，加快支出进度，适度超前加快专项债发行，适度超前开展基础设施投资。2021年一季度专项债发行可能略低于预期（见图8）。稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。按照宏观经济政策的布局，2022年上半年特别是1季度的经济政策可能会更为宽松，以专项债为支撑的地方基础设施建设有望得到提振。2022年宏观经济政策宽松水平和实质性政策支持可能会强于2021年。

2022年宏观经济政策宽松水平和实质性政策支持较大概率会强于2021年。

图8 地方政府专项债务发行规模及利率



资料来源：wind

中小微企业仍然是宏观经济政策重点倾斜的领域。财政部门将实施新的减税降费政策，强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度。金融部门将引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创

新、绿色发展的支持。当然，数量众多的中小微企业积极性的调动还需要其市场预期的有效转变。这亟待政府有效提振市场主体信心，深入推进公平竞争政策实施，营造各类所有制企业竞相发展的良好环境。

3. 新冠疫情仍具有重大不确定性

2022年中国经济仍然面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击是这三种压力的重大根源。新冠疫情对中国经济复苏、经济结构优化以及经济体制改革深化等带来了重大制约。中国经济能否重回6%之上，或者是持续运行在低于5%的增速区间，仍然需要看新冠疫情冲击、中国政策应对以及经济自身的弹性与韧性。疫情的冲击仍然表现为需求不足、供给不畅、配置低效以及改革阻碍等方面。新冠疫情冲击持续的时间和力度决定了中国经济增长恢复的节奏、政府政策的空间以及经济发展的成效。

由于中国追求“零感染”的政策要求，并且这种政策机制中短期内不会改变，这就使得政府将较多政策资源用于疫情防控相关的支出。面临政府资源投入边际减少、市场微观主体预期偏弱以及疫情引致的产业链冲击等现实难题，基础设施投资以及整个固定资产投资较难在短期内有效复苏。另外，政府部门相关的体制机制改革也可能因疫情防控而有所放缓甚至反复，比如，疫情防控可能使得部分地方营商环境出现较大的变化，人员交互也可能受到一定程度的阻碍，这对于固定资产投资以及畅通国内大循环是不利的。疫情冲击的不确定性还在于出口的维系。当前，由于全球产业链的破坏，国外较多国家的生产和产业体系受到不同程度的冲击，对中国生产的产品需求反而得以维系甚至加强，从而有效支撑了中国出口的增长。如果国外经济体的产业链体系得到稳步的复苏，将会对中国产品形成一定程度的替代，出口对增长的贡献可能也会弱化。

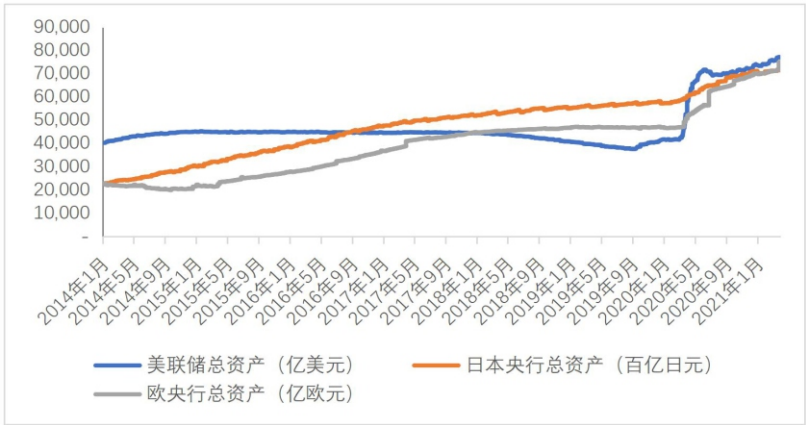
4. 外部溢出效应是重大风险

世纪疫情冲击下，百年变局加速演进，外部环境更趋复杂严峻且充满不确定性，2022年中国经济金融社会稳定仍需着重考虑外部环境变化及其对中国的外溢效应。首先，新冠疫情“倒灌”仍是疫情防控最重大的外部风险。由于很多经济体已采取放任的“群体免疫”政策，加上新冠病毒变异，中国疫情防控将面对更加复杂的外部冲击。

其次，美联储货币政策转向是最为重大的金融风险。虽然实施平均通胀目标制，美联储对通货膨胀水平的耐受力明显提高，但是，在巨量的量化宽松操作下（详见图9），长期、大幅、带有政策“忽视”的通胀水平偏离，已严重危及美国经济和社会稳定，美联储在2021年底已经调整其货币政策。2022年，美联储在继续加快缩减量化宽松政策同时，可能会进行加息操作。这将使得美国国债收益率上升，中美利差逐步缩小，资本可能出现向美国集中的趋

势。中国可能面临资本流出、外储减少和人民币贬值的三重压力。如果人民币贬值幅度较大，可能导致债市、股市以及房地产市场的波动或动荡。

图9 三大发达经济体中央银行总资产



资料来源：wind

再次，地缘政治风险仍不可忽视。中美两国关系近期有所改善，但是，中国已经成为美国战略性竞争对手，两国多层次、多领域和多地区的博弈将进一步深化，美国联合盟友对中国进行施压的概率大大提升，这对于中国与外部世界的互联、互通和互动将带来重大的挑战。

最后，疫情防控政策的溢出效应。目前，各国都在较为积极地通过疫苗和特效药进行疫情应对，如果2022年发达经济体在新疫苗或特效药具有实质性进展，那其产能、产业和价值链复苏将会迅速展开。2020年至2021年中国出口亮眼主要源于国外商品供给不足造成的替代效应，如果疫苗和药品研发使用超预期进行，那么中国出口就会发生变数。当然，对于广大发展中国家，疫情传染及其导致的低速增长使得经济社会状况恶化，也可能引发进口的下降，这对中国的出口将带来负面影响。整体地，2022年外部需求仍将保持相对强势，但需要对疫情持续恶化和疫情突然改观的两种情形的关注。

四、资产配置建议

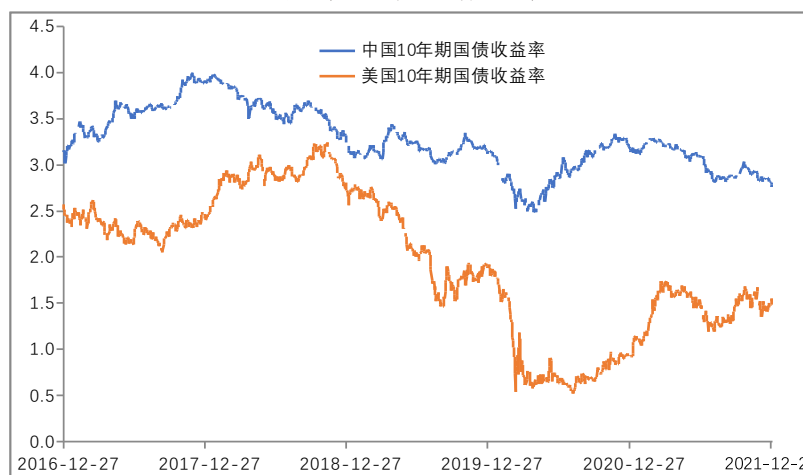
2022年中国将迎来中国共产党第二十次全国代表大会的召开，中国经济政策坚持稳中求进、坚持高质量发展、坚持以经济建设为中心，政策宽松水平和实质性政策举措可能有利于2021年。同时，由于美联储货币政策变化，外部宏观金融环境将具有更多的不确定性。

在安全资产配置上，黄金作为安全性资产最重要的代表，但可能只有一般性配置需求，较难期待2022年黄金价格有趋势性上涨机会。当然，在外部环境日益复杂并不断外溢至国内的情形下，适当配置黄金仍是有意义的。对于美国中长期国债而言，由于美联储将会缩减量化宽松的规模并可能进行加息操作，美国国债收益率上升将具有较大趋势性（详见图10），这将使得国

2022年外部需求仍将保持相对强势。

际债券价格面临一定的下行压力。当然，从长期配置角度，发达经济体中长期国债收益率上行可能带来更为重要的机遇。

图10 中美10年期国债收益率



资料来源：wind

2022年，股票市场配置价值凸显。

在资本市场配置上，由于经济形势、政策环境可能会好于2021年，股票市场的配置机遇可能会相对好于债券市场。在经济结构转型深化、居民部门杠杆率上升放缓以及房地产市场进行重大调整的背景之下，股票市场的配置价值相对凸显。在新能源、新材料、医药生物、消费品、电子信息、半导体、高端装备制造等领域的配置价值将更为显著。在债券市场上，国债、地方政府一般债券、地方政府专项债券、政策性金融债等具有较好的安全支撑，但是，城投债的风险值得警惕，而低等级的信用债风险特别值得重点防范。

对于房地产投资而言，中国房地产市场将进入一个日益分化的阶段，难有系统性投资机会。对刚需而言，自住购房者需要考虑到资产保值以及债务负担的匹配，适度降低杠杆率。对投资而言，2022年融资可得性可能会有所提升、成本也可能有所降低，但是，购房者在关注房地产调控政策边际变化的同时需要看到，国家“房住不炒”政策仍将持续，房地产市场的交易流动性和资产增值性仍将面临重大不确定性，同时，房地产税也可能是政策趋势，购房者需要对房地产投资进行更为细致的考量与权衡，更要严格控制杠杆率。

第四部分 国内专题评析

地产行业夯基筑底，房住不炒稳健前行

一、2021年房地产市场运行的三个特征

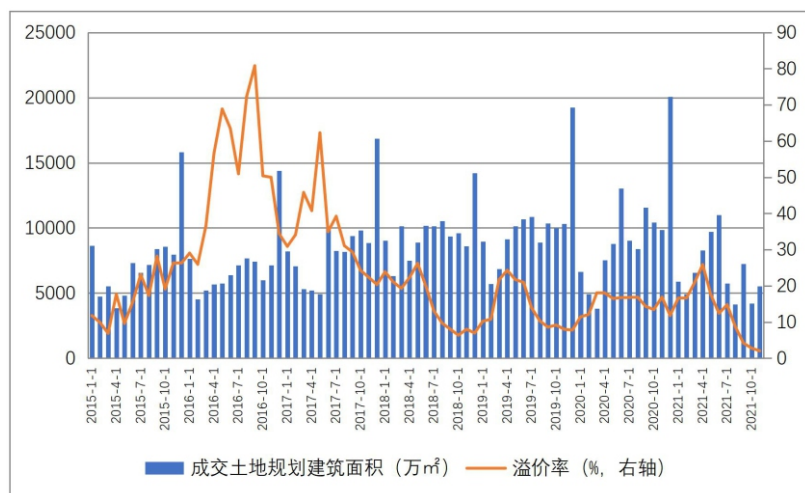
1. 土地市场趋于理性

2021年是实行集中供地的第一年，各主要城市都进行了三轮土拍。土地市场经历了显著的“先扬后抑”。年初，尽管“三道红线”使得诸多房企在融资方面受到限制，且集中供地使得房企需要集中准备巨量资金用于土拍保证金和土地款，但整个市场仍然出现了“抢地”热潮。但热度持续不长，金融行业就进一步整体收紧了向房企的融资供给，部分流动性管理较弱的企业陆续开启了违约浪潮。受此影响，第二轮土拍出现了较为普遍的流拍现象。到第三轮土拍时，情况略有好转，主要源于房企预期的边际改善，以及地方国企参与力度显著加大。

但从整体来看，成交土地的规划建筑面积以及溢价率数字说明了土地市场在2021年呈现量价双降的趋势（图1）。从正面角度来看，此前持续若干年的土地市场热潮有所消退，投资向理性回归，必将带动未来新房价格向更加合理的方向进行调整。但从相对负面的角度看，土地市场降温必将直接影响到地方政府财政收入。特别值得一提的是，地方国企如果通过借债的方式进入土地市场，土地成交非但不会使地方政府产生收入，反而会增加负债。拍地本质上就变成了地方政府借由土地进行融资的行为。对于一般房企买地而言，政府收入会在企业缴纳土地出让金时产生；但对于地方国企举债买地来说，政府收入实际要等到地块上的地产项目进行销售时才能产生，向后延长了1-2年时间。

土地价格“先扬后抑”，新房价格下降，地方政府财政收入下降。

图1 成交土地规划建筑面积及溢价率



数据来源：Wind

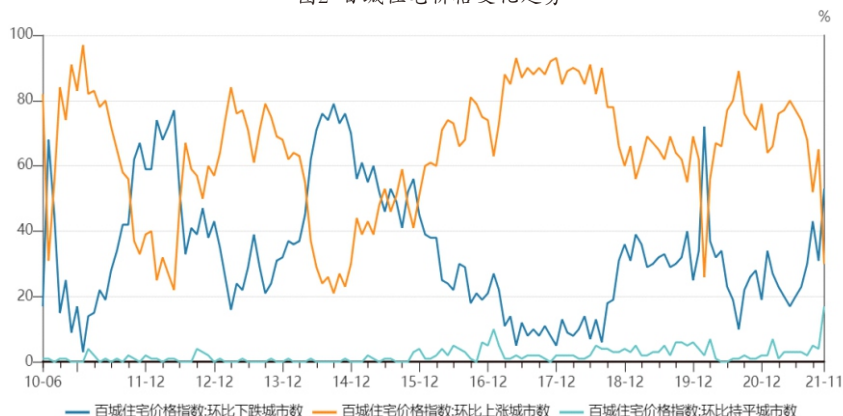
2. 购房市场观望情绪浓厚

多重因素造成
市场观望情绪
浓厚。

2021年购房市场成交量总体较为低迷，市场观望情绪浓厚，带动住宅价格环比显著走低（图2、图3）。笔者认为，市场情绪主要受以下几点因素影响。

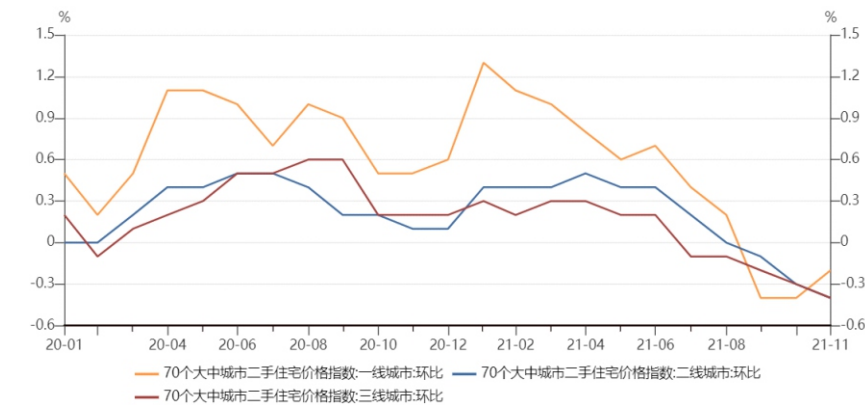
首先，信贷额度收紧，很多银行批贷后没有额度放款，直接影响了市场成交量。第二，房企违约的舆情在全社会展开，加之不时传出的在建工程停工、不能按时交房等传闻，给购房决策带来了较大的负面影响。尽管在各地住建部门的积极努力下，当前“保交房”工作有序开展，购房人的合法权益能够得到保障，但已经产生的怀疑情绪还需时日才能完全消除。第三，房地产税的推进工作在2021年有了实质进展，市场对于征税启动后可能带来的二手房供给量攀升有所防范。第四，部分暴利行业的经营模式在今年发生了重大变化，利润率显著下降，也因此影响从业人员的收入，从而降低了购买力。

图2 百城住宅价格变化趋势



数据来源：Wind。

图3 70个大中城市二手住宅价格指数（环比）



数据来源：Wind。

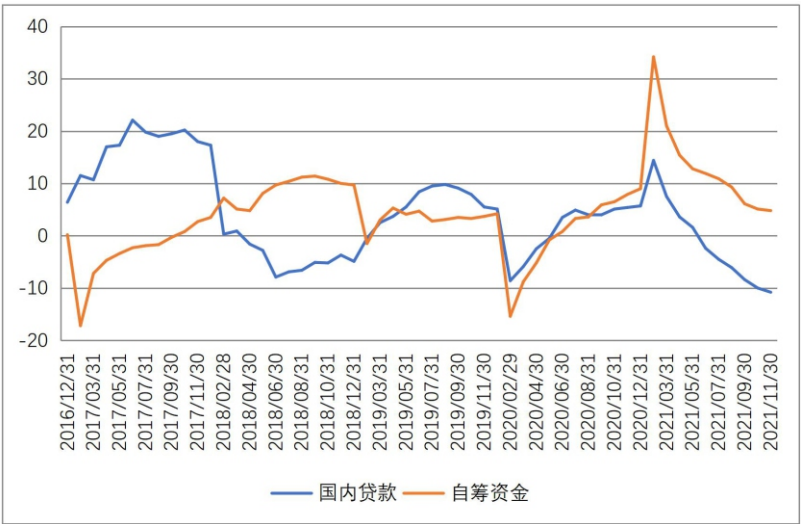
3. 房企经营全面收缩

2021对房企来说是较为艰难的一年，行业内各公司的经营均面临收缩的问题，主要体现在以下几个方面：

第一，债务问题导致全面缩表。受“三道红线”和各金融机构房地产额度管控的影响，房企所能获得的贷款资金快速下降（图4），行业债务问题在本年度集中爆发。为了获得偿债现金，大量房企不得不转让和变卖存量项目。债务偿还后却难以获得增量融资，就使得房企的资产负债表在资产端和负债端同时萎缩，全面缩表。

行业债务问题爆发导致房企的资产负债表在资产和负债端同时萎缩。

图4 房企资金来源



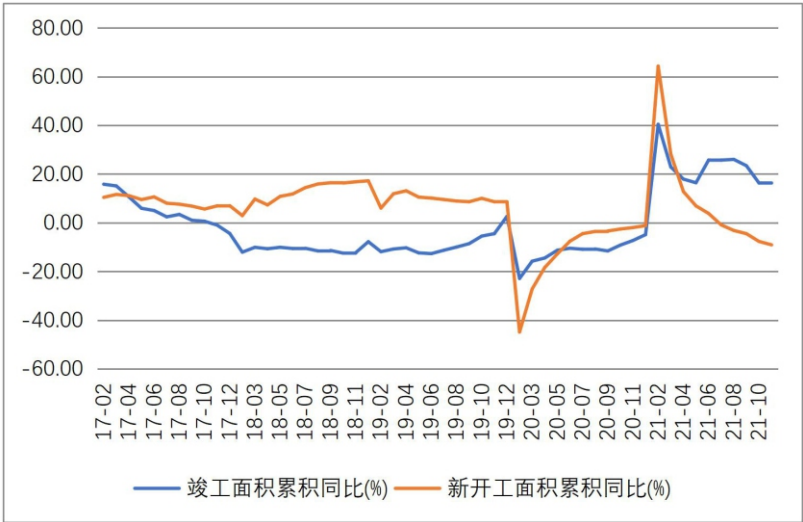
数据来源：Wind。

第二，拿地意愿减弱，新开工不足。新项目开工需要土地储备和相应的资金，如前所述，两者在当前的环境下均不易得。项目开工率就因此受到较

疫情影响和监管趋严使得房企加快施工进度，房企去库存被拖慢。

大影响（图5）。值得一提的是，图5中显示的项目竣工面积同比处于高位。笔者认为，这一方面是由于大量项目去年受疫情影响难以正常进行，今年需要赶工；另一方面则是近年来预售资金监管趋严，资金需要在工程完工后才能从监管账户逐渐释放给房企，这就使得企业有动力加快施工进度，从而取得资金，偿还债务。

图5 新开工和竣工面积（同比）



数据来源：Wind。

第三，市场观望情绪使得销售下降。浓厚的观望情绪使得各地楼盘销售都难以再现昔日的去化速度。部分房企企图以降价的形式促销，又大概率会受到前期购房者和当地管理部门的牵制，因此，在当前房价水平下，房企去库存的进展被拖慢。

二、房地产市场调整背后的思考

1. “大而不倒”并非防范风险的合理认知

“大而不倒”一词源于2008年金融危机，含义是公司体量过于庞大之后与经济命脉休戚相关，因此当出现危机时政府会出手相救，即“大而不能倒”。该词实际指代美国AIG等公司因自己的贪婪和盲目扩张导致了一系列危机，最终还要绑架政府和纳税人为其严重后果买单。

现在看来，金融危机并未给人们带来足够的警示。

我国房地产行业一直以来就被各种机构和投资人看作一个大而不倒的行业，这种说法倒也并非出于想象。根据国家统计局数字，在行业鼎盛的2019年，房地产行业增加值占GDP比重的7.03%，房地产贷款占各项贷款余额的比重28.7%（原材料、建筑施工等上下游行业未计入），房地产相关投资

占全社会固定资产投资的一半。如果将跟房地产行业直接相关的行业全部计入，的确可以占到中国经济的半壁江山。所以，近年来无论是各类机构还是投资人始终存有一种观念：“房地产行业已经到了大而不倒的阶段，出问题都是系统性风险，一定会由国家层面统一协调，大家都有份，就约等于没有风险”。

于是，大量房企投身到“千亿俱乐部”乃至“万亿俱乐部”（资产规模超万亿）的竞赛中。2020年末，恒大及碧桂园的资产规模均超过2万亿元，“万亿俱乐部”成员共有6家，5000-1万亿的6家，1000-5000亿45家。各家追求资产规模扩张也有其内在逻辑。在房地产行业，“做大”和“做强”在逻辑上是高度一致的。“做大”是追求更高的资产规模，有了资产，一方面可以通过销售产生利润，实现“做强”；另一方面也可以通过抵质押等方式进行融资，继续做大。同时，有了资产，才有实力去竞争更好的地块，聘请更好的设计、施工团队，打造更好的产品。因此，房地产业发展逐渐演变为一场房企规模的竞赛。谁能更快地撑大自身体量，谁就在市场份额和生存机会上抢占先机。

2021年房地产行业的事实显示出，市场的真实生存逻辑并非如此。房企的现金主要有两个来源：一是产品销售，二是融资。当疫情导致的新房销售不畅和去杠杆引发的融资受限相叠加，相当于从源头上掐断了房企的现金来源。那么，为了满足日常的运营需要和还债需要（主要是还债需要），房企就需要加速产品去化和尽力扩展融资渠道。在这个过程中，经营风格稳健，杠杆率较低的房企就不会在还债环节产生过大的现金流需求，也就可以通过加速销售等方式获得足够的现金支持。而杠杆较高的企业则很难短时间内通过产品销售途径筹集到足够的现金还债，就需要将存量项目打包销售，通过强制缩表的方式来获得资金。如果缩表销售过程不达预期，企业就直接面临现金流枯竭的窘境。诸多依靠高杠杆途径获得快速扩张的企业均是出于这种原因，因此而导致财务状况快速恶化，从而爆发风险。换言之，依靠高杠杆换来的“大”，非但不能保证企业不倒，反而会加速企业的风险暴露。

“大而不倒”
并非房地产行
业的真实生存
逻辑。

2. 对房企报表的解读需结合业务逻辑

房地产行业虽然与千家万户关系紧密，但多数人对行业的了解只停留在购房层面，对于业务模式如何影响财务报表等技术环节并不明了。各行业的财务报表都与本行业业务逻辑关系紧密，诸多投资人或债权人仅凭模糊的财务知识，往往会导致对房企真实经营情况的误解。较为典型的问题有以下几种：

其一，货币资金不等于可自由动用的资金。由于房地产行业存在如监管资金、保证金、项目共管资金等多种受限的资金形式，因此仅看财务报表的货币资金一项无法确定企业究竟有多少真实可自由支配的现金，还需结合报表附注及其他渠道综合了解。

其二，合作开发模式导致报表“虚胖”。合作开发的项目往往会全额计入房企报表，再与少数股东权益、长期股权投资、其他应收、其他应付等科目分拆体现。这样一方面造成报表“虚胖”，资产和利润等项目大于实际值；另一方面也造成了企业之间可比性变差，相似的报表数据可能对应了完全不同的底层业务情况。

其三，表外负债使得实际资产负债率高于表面值。通过“明股实债”等方式，企业往往可以将负债隐藏，体现资产，但不体现负债（往往转为权益）。这样就会使得实际负债水平远高于表面的资产负债率，造成投资人和债权人的误判。

3. 对项目的评估需更加符合实际情况

在行业上升期，大众购房的热情往往会掩盖多种问题，导致项目突破重重阻碍得以上马。但面对疫情等原因带来的行业下行，原本乐观的预期往往落空，直接导致过去忽略的问题接连暴露，陷入恶性循环。由此造成的库存抬升是与需求的错配造成的，预计将需要较长时间进行消化。

常见的问题有以下几种：第一，同一区域土地供应量集中放大，导致大量新房扎堆上市，需求不足。第二，以核心城市都市圈为卖点的项目，对于核心城市资源外溢受限估计不足，预期中与核心城市高度联动的效果并未实现，反而被核心城市排除在外。第三，对市场预期过于乐观，误判了当地实际居住人口和购买力情况，导致供给远大于需求。

三、2022年市场展望

1. 宏观层面：重提支柱产业

本次中央经济工作会议强调：要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。随后，中央财经委员会办公室副主任韩文秀、国家发展改革委副主任兼国家统计局局长宁吉等，对会议精神做了权威解读，并提出重要定调：房地产是支柱产业，住房更是居民的消费。

2022年，房住不炒、行业稳定是房地产行业政策的核心逻辑。

2021年，房地产行业经历了深度调整，产生了局部风险，也暴露了一些问题。当前，高层对房地产行业的定位已经从单纯的“房住不炒”到对“支柱产业”的重新确认。从各种发言和文件的表述看，保障房地产行业的平稳运行是保障宏观经济平稳发展的必要前提。有了这样的定位，2022年的行业政策将会更加注重以稳定为前提，不“层层加码”，不将“整体任务一分为之”。

为此，笔者梳理了近期市场多家分析机构对于2022年房地产行业的展望。仅展望报告的题目，便能充分感受到市场对于整个行业辞旧迎新，拨云见日的预期。正如会议所强调的，要“探索新的发展模式”，“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求”。

表1 各主要券商研究机构2022年房地产行业展望报告题目

券商	题目	日期
山西证券	政策维稳，继续洗牌，关注龙头	12.20
太平洋证券	再见，旧时光	12.20
东北证券	冬夜夜寒觉夜长，暖雨晴风初破冻	12.17
银河证券	新旧周期切换，底部蓄能嬗变	12.17
上海证券	月明星稀，拂晓耀熠	12.14
西南证券	行业进入下行周期，寻找结构性机会	12.13
华西证券	不破不立，危与机并存	12.07
申万宏源	借旧周期弹性，迎新格局成长	12.09
东方证券	政策回暖，期待更大力度需求端政策打破信用收缩负循环	12.08
平安证券	破困局，望新机	12.08
万联证券	政策托而不举，静待行业出清	12.06
长城证券	破与立，静待拨云见日	12.03
国海证券	开发的落寞，物业的崛起	11.30
天风证券	破与立，旧与新，分与合	11.23
国泰君安	未有之变局	11.18
国信证券	快周转的异化、式微与行业新生	11.18
首创证券	聚焦成长，存量机遇仍待挖掘	11.17
华泰证券	向死而生	11.14
招商证券	“烦恼”与“幸福的烦恼”	11.09
光大证券	破而后立，晓喻新生（地产开发）	11.08
	青山依旧在，惯看秋月春风（物业服务）	11.05

来源：笔者自行整理。

2. 中观层面：房地产税蓄势待发

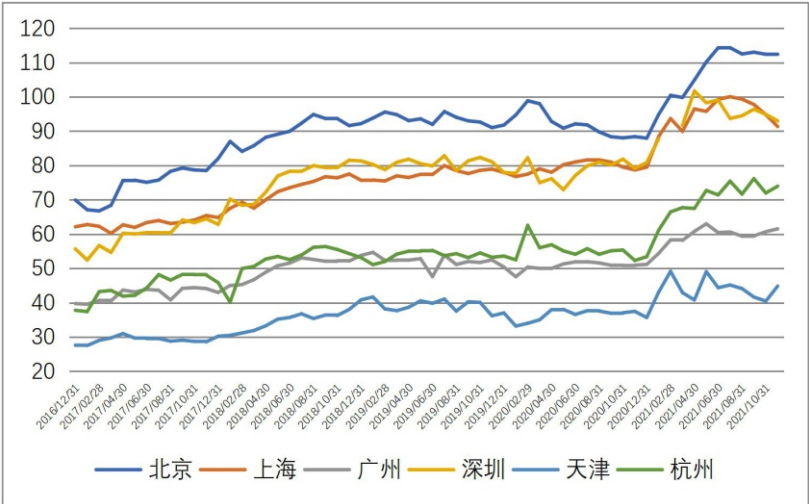
今年，习近平总书记在《求是》杂志发表的《扎实推动共同富裕》中指出：要积极稳妥推进房地产税立法和改革，做好试点工作。12月末召开的全国财政工作会议强调：深入推进财税体制改革，深化预算管理制度改革，做好房地产税试点准备工作。

当前房地产税的试点城市、税率、免征面积等关键因素都备受市场关注。作为“房地产长效机制”的重要组成部分，购房者及房屋所有人都需要将未来房屋所产生的税费负担进行折现后重新评估房屋价值。这无疑会在短期通过多余房屋上市带来的供给增加和购房人扣减税费负担后预期房屋价值缩减两方面对房价形成打压。但从长期来看，房价主要还是受到供求关系影响，根本在于经济发展水平和当地人口结构等因素。短期冲击对长期影响有限。

但值得警惕的是，近年来热点城市租金持续上涨（图6），已经成为了损害城市新进者生活幸福感的重要原因之一。尽管如此，由于房价上涨速度较快，住宅租金回报率下降趋势也十分明显（图7）。市场一直对于房地产税是否会影响租金有所担忧，理由是房屋持有人可能会转嫁税收成本。在“房住不炒”的大背景下，住宅价格已经很难快速攀升，这是对炒房行为的抑制，但很难抑制到资产配置行为。优质地区住宅作为一种资产，与其他资产相比具有一些独特优势。以资产配置而言，如果资产本身升值空间有限，那么持有人的确会更加关注资产所能带来的现金流，对于房产即是租金。

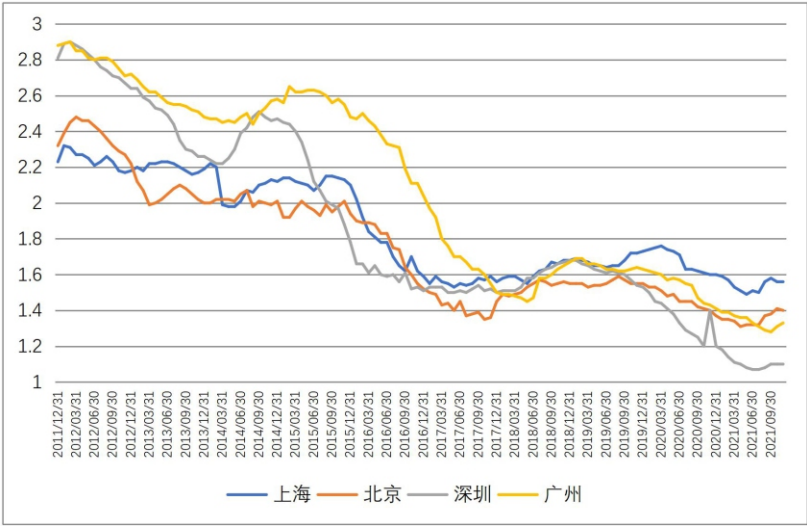
换言之，无论从转嫁成本的角度，还是从投机转为资产配置的角度，租金上升都有其逻辑合理性。实际影响将有多大，与房地产税的征收力度直接相关。在诸多核心变量仍未确定的情况下，市场反应有待观察。

图6 典型城市住宅平均租金变化趋势



数据来源：Wind。

图7 典型城市住宅租金回报率变化趋势



数据来源：Wind。

3. 微观层面：房企两极分化，部分企业风险仍然存在

如上所述，部分房地产企业由于风格激进，在过去几年中积累了一定风险，并在2021年以局部风险爆发的形式呈现出来。在中央经济工作会议之后，市场情绪得到一定程度的稳定，尤其是融资市场，实现了边际改善。这种改善直接导致了12月底风险暴露情况的显著好转。一些处在“悬崖边缘”的房企得以喘息，保障了两节期间市场的平稳运行。

尽管如此，边际改善并不意味着潜在风险的完全消除。流动性状况得以暂时缓解，不代表地产行业去杠杆过程的终结。大量房企在2022年依然面临与当前相同的问题，仍要集中精力通过资产处置等方式尽快回现，以便应对大量到期的国内外债务。根据公开市场统计数字，2022年内房企仅到期海外债务就可达到3500亿元规模。这些债务要么通过销售现金流支撑，要么通过新增融资现金流支撑。尽管实现了边际融资改善，但境内外多数机构的态度仍然没有从今年以恒大为代表的多家房企爆发风险的阴影中恢复，对向行业新增债务的态度仍然非常谨慎。在这种情况下，仅依靠资产处置产生的现金流是否足以覆盖到期本息，仍然存在一定不确定性。

相反，对另外一些经营状况良好，股东背景较优的房企而言，当前反而是低价收购优质资产的难得机会。据新闻报道，证监会当前支持优质房地产企业发行债券，资金可用于出险企业项目的兼并收购。这样就在化解风险的同时支持优质企业继续平稳发展，一举两得。因此，整个行业总体上将呈现两极分化的格局，部分企业通过处置资产还债，另一些企业通过收购优质资产进一步优化结构。预计经过2022一年时间的运行，市场将在很大程度上实现重构。

地产行业将呈现K型分化。

三、2022年房地产市场投资建议

在维持市场稳定的大前提下，2022年房地产市场将在2021年基础上有所恢复，但行业分化仍将持续。

从投资开发的角度来看，2022将是资产并购和不良资产处置的大年。在充分控制成本，留足安全边际的前提下介入优质地区的开发项目，仍然是较好的投资标的。

从购房人角度，“房住不炒”的趋势仍将持续。当前时点购房应当以自住和资产保值为目的。考虑到房地产税已进入试点环节并将在不久的将来实施，今后稍大户型、改善型住房的市场情况将比之前有所提升。同时，鉴于房企流动性状况仍然面临一定不确定性，购房人在选择楼盘时需要注意房地产企业自身舆情，对不能按期交房的情况有所防范。

关于中国科学技术大学国际金融研究院 全球经济与国际金融研究中心（GEIF）

中国科学技术大学国际金融研究院全球经济与国际金融研究中心（USTC IIF Center for Global Economic and International Finance Research，英文简称为GEIF），创办于2018年。聚焦宏观经济、数字经济以及国际金融研究，为中央及地方政府、中国企业发展提供决策咨询与智慧参考。使命愿景为“参谋宏观决策，服务企业发展，打造具有国际影响力的中国权威智库”。

本中心主任由中国社会科学院金融研究所副所长、国家金融与发展研究室副主任、研究员、博士生导师张明先生担任。中国科学技术大学管理学院副教授、EDP/EE中心主任吴林先生担任执行主任，负责中心全面运营管理。

本中心目前汇聚了中国科学技术大学、中国社会科学院、清华大学、南京大学、工银国际、兴业证券、国元证券、天风证券、太平洋证券、凯石资本、弈泰资产等经济学界、金融界、科技界、商业界20多名一流专家学者担任研究员及特邀专家。

■ 风险提示

本报告仅代表本中心研究团队成员个人观点，不构成任何投资建议。投资有风险，决策请谨慎。

