

# “稳”中有变，平淡寻机

## ——2022年度宏观经济与大类资产

---

恒泰期货 首席经济学家

魏 刚

投资咨询资格号：Z0012988

电话：021-60212762

电邮：[weigang@cnhtqh.com.cn](mailto:weigang@cnhtqh.com.cn)

2021.12.26上海

# 第一部分

## 引言：2022宏观环境

## (一) 疫情扰动延续

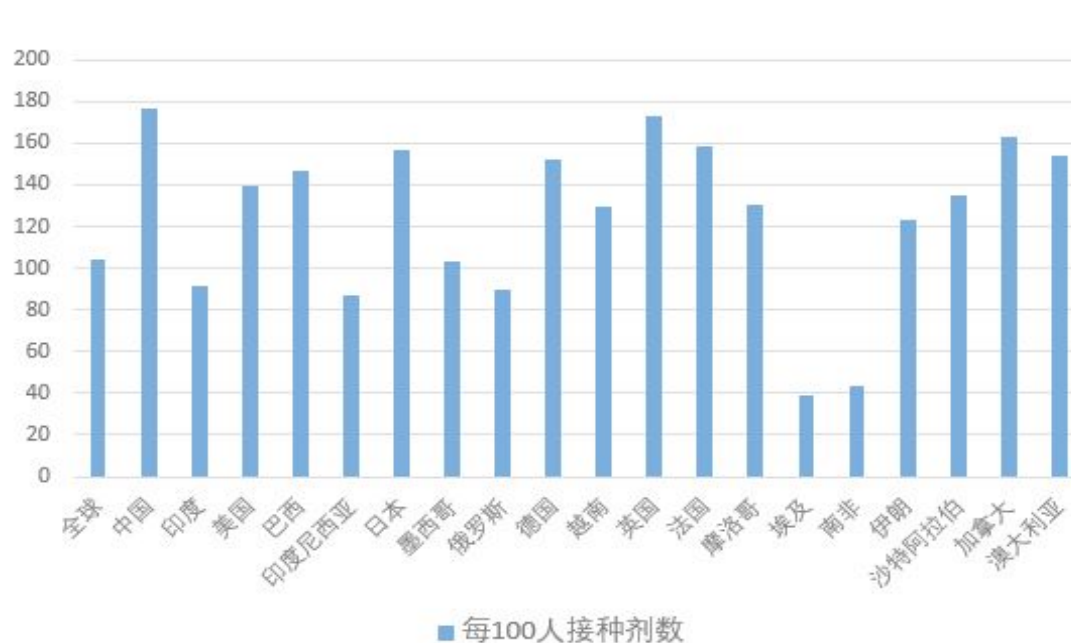
- ◆ 当前全球疫情演化和防控方面呈现如下几个特征：
1. 全球疫情短期内难以根除，呈现周期性的传播爆发然后得到控制缓解的波动特征；
  2. 明年疫苗资源有望流向发展中国家，分化现象或有改善；
  3. 特效药开始出现：辉瑞、清华大学等机构；
  4. 本轮疫情可能已经度过了感染人数高峰期；
  5. 疫情周期性爆发对经济的冲击逐渐弱化。

图1：疫情高峰似已过去，周期性爆发对经济冲击逐渐弱化



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

图2：新冠疫苗快速接种，在发达国家及中国基本已实现覆盖

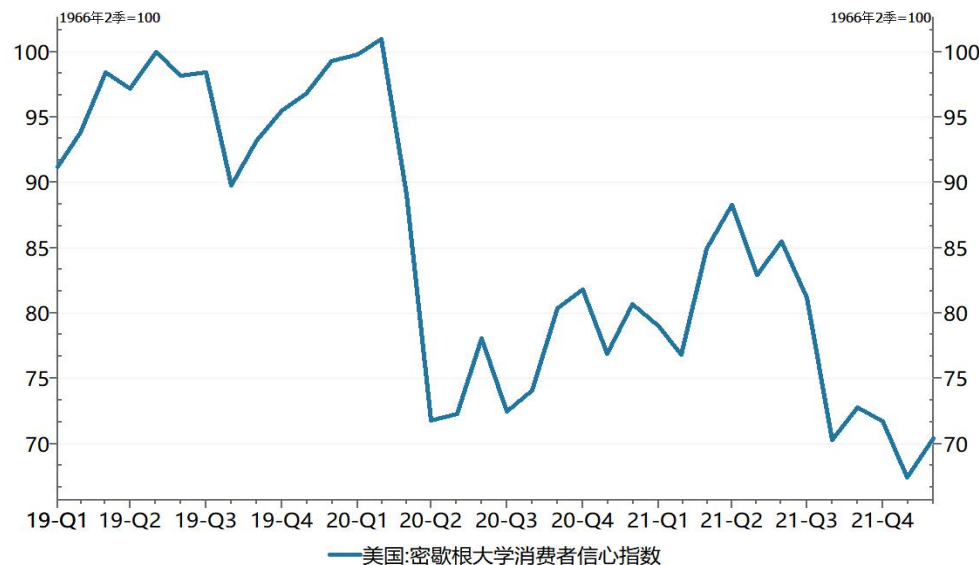


数据来源：Wind、恒泰期货研究所

## (二) 美国财政货币双双转向

- ◆2022年，美国政策环境发生重大转变，应对疫情的财政补贴政策到期退出，过度宽松的货币政策开始收紧。
- ◆财政政策：2021年美国推出了 1.9 万亿的财政刺激方案，居民获得大量政府转移支付补贴；2022年财政补贴面临断档，居民收入和消费将直接面临下行压力。
- ◆货币政策：2021年11月，美联储FOMC会议正式宣布缩减购债规模。这是疫情爆发以来美国过度宽松货币政策正式转向的里程碑性的事件，是美元货币周期的拐点。下半年美国通胀压力剧增，11月CPI同比大涨6.8%，创39年最大涨幅，抑制高通胀成为美国政府和美联储的首要任务。点阵图显示，多数美联储官员预期明年加息3次。市场预期最早3月份就开始加息。
- ◆全球金融环境收紧，美元回流，新兴经济体面临汇率、和金融市场波动加大等风险。

图24：美国消费者信心指数下半年逐渐回落



### (三) 中美选举之年

---

#### ◆ 2022 年：美国中期选举之年

- 根据历史经验，选举之年美国政府通常希望宽松的货币环境，美联储政策偏鸽。需要调整货币政策节奏，提前或拖后收紧货币。
- 中美矛盾可能加剧，压制风险偏好。

#### ◆ 2022：中国迎来党的二十大胜利召开

- 是我们党向第二个百年奋斗目标进军新征程的重要时刻召开的一次十分重要的代表大会，是党和国家政治生活中的一件大事。
- 要求社会大局、经济运行都要 “稳” 字当头。



## (四) 中国宏观经济与政策年度展望

---

- ◆ 2022年，是党的二十大胜利召开之年，要求社会大局、经济运行都要“稳”字当头。稳增长成为政策重心，首要任务；财政、货币双宽松，财政前置，降准降息可期；促进消费、扩大投资成为首要的政策抓手，各类新基建、老基建项目会不断出台，经济动能切换至财政端；房地产政策进一步放松，政策纠偏，风向偏暖。保障房建设扩容带来新增量，对优质房企健康发展、居民合理住房需求提供金融支持；宏观经济将由“微衰退”轮转至“微复苏”。
- ◆ 关键词： 稳字当头，政策纠偏

## 第二部分

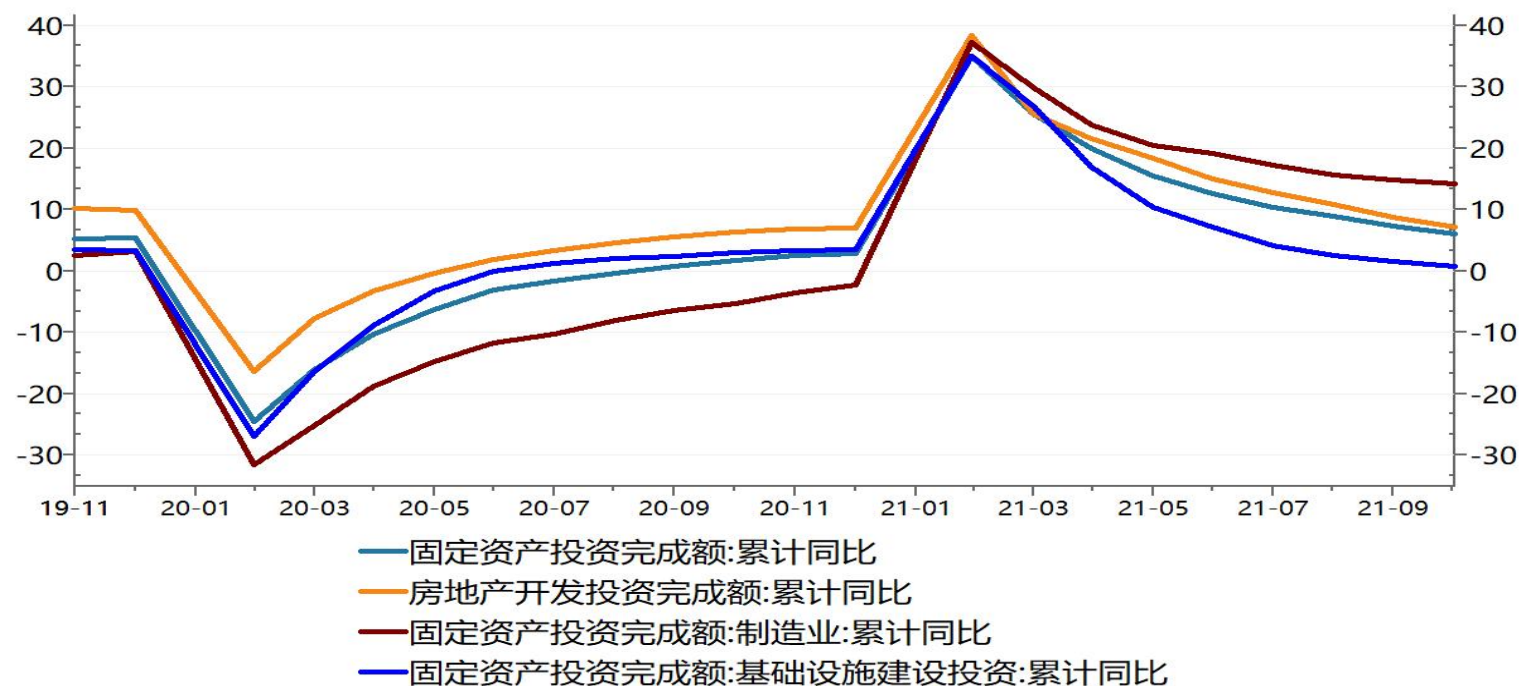
# 经济增长

2022年财政政策的逆周期调节有望发挥稳增长作用。  
2022全年经济增长目标有望定在5%-5.5%。

## (一) 投资：基建与保障房发力，对冲房地产下滑

- ◆2021年投资端对经济增长拉动弱化，地产投资受制于政策调控加码；制造业投资受制于成本提升利润下滑；基建投资受制于财政节奏放缓。
- ◆展望2022年，政策纠偏，稳增长力度加大，基建投资有力回升，制造业投资相对乐观，房地产投资企稳回暖，固定资产投资增速预计在5%左右，略低于2021年的5.5%。

图3：制造业投资增速好于其他投资



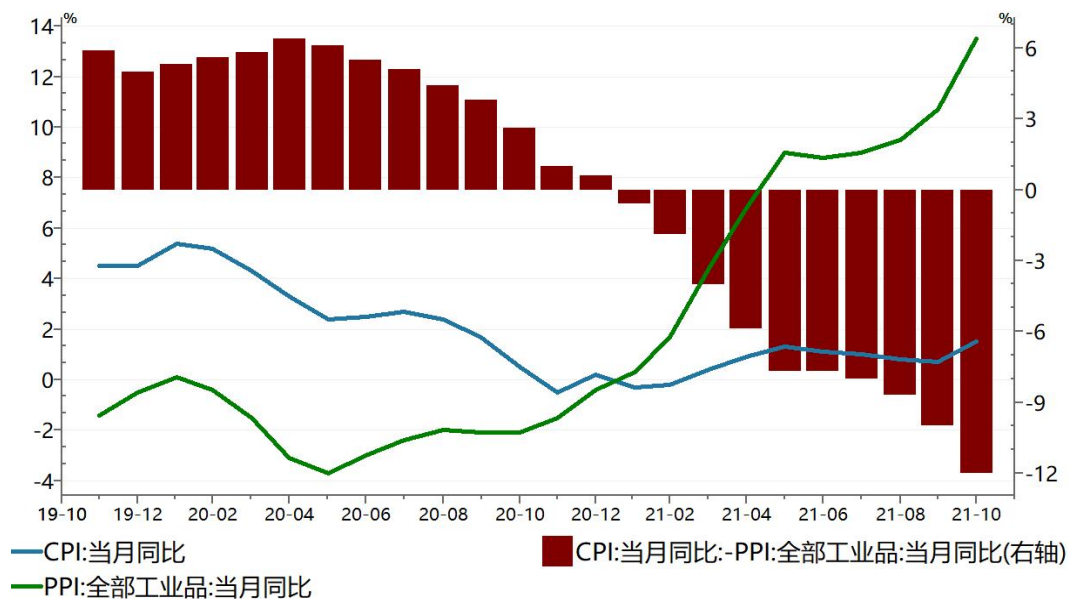
数据来源：Wind、恒泰期货研究所



## 1. 制造业投资相对乐观

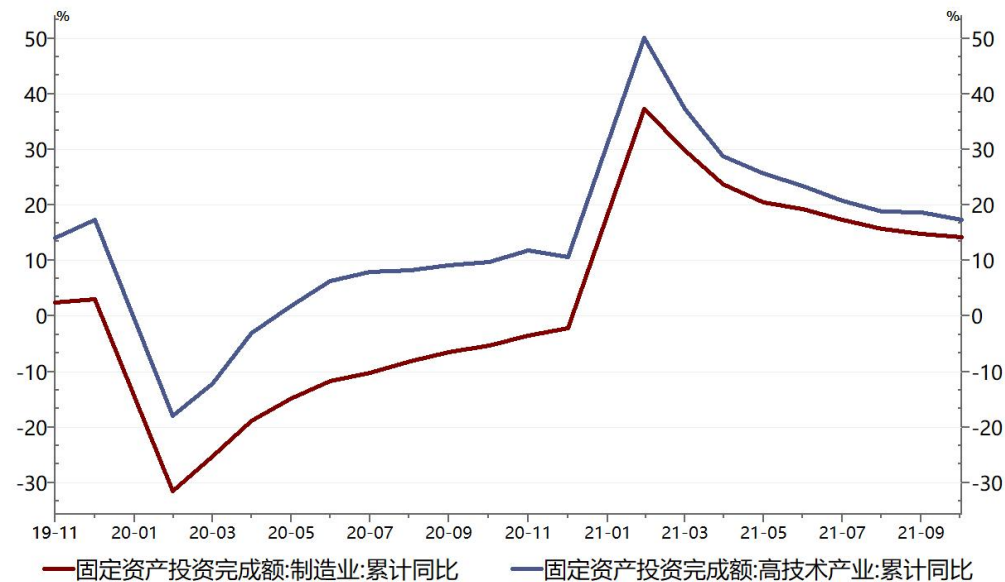
- ◆ 2021年制造业投资表现好于房地产和基建投资，4%，12%。受益于出口表现强劲、企业盈利改善，制造业投资整体趋于改善。但三四季度，大宗原材料价格暴涨，压制中下游企业利润，导致中下游企业投资动能不足。
- ◆ 展望2022年，制造业投资有望稳中回升，6%。第一，PPI与CPI剪刀差将收窄，中下游企业盈利将有所改善，有利于中下游制造业扩大投资。第二，财政支出节奏前置，基建增速有望回升；房地产调控边际放松，地产投资有望企稳回升，从需求端改善中下游制造业企业经营状况，进而增强资本开支意愿；第三，碳达峰碳中和政策的推进落地，将带动新能源领域的大量投资；第四，锻长板、补短板，推动传统产业高端化、智能化、绿色化转型升级等政策落地，将提升制造业投资需求。

图4: CPI-PPI剪刀差即将收敛



数据来源: Wind、恒泰期货研究所

图5: 高技术制造业投资持续高于整体制造业投资

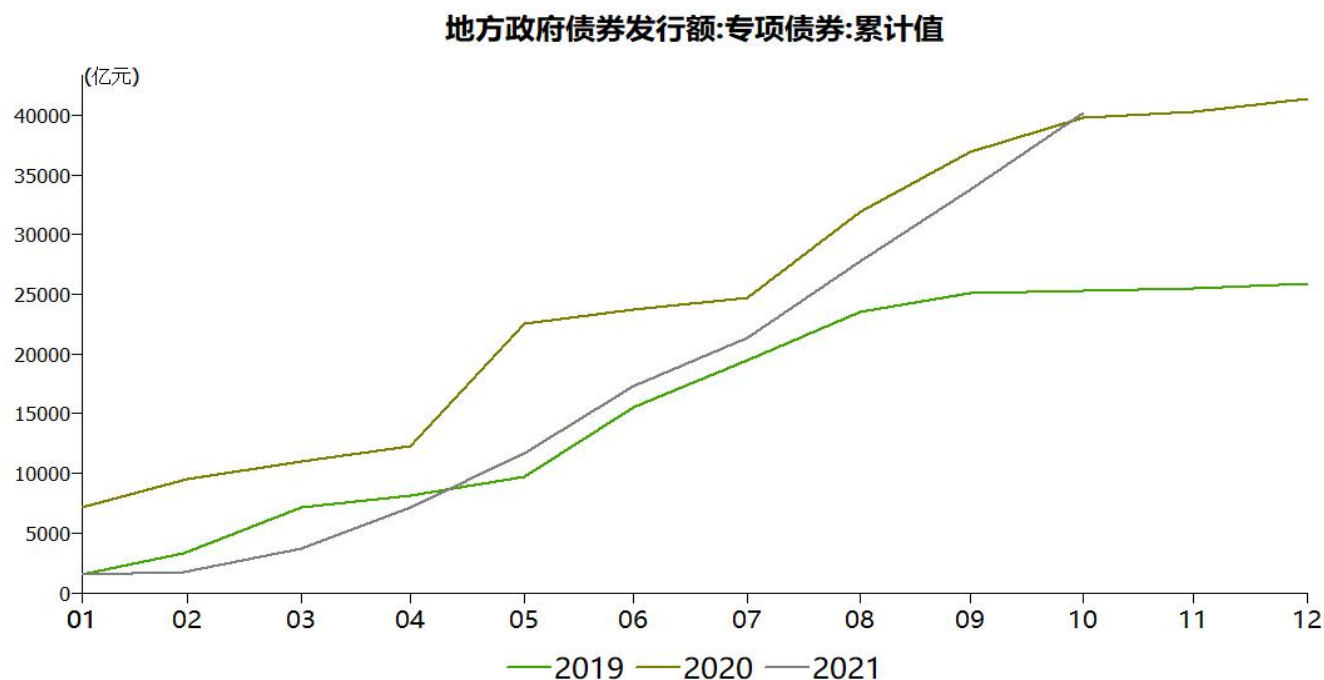


数据来源: Wind、恒泰期货研究所

## 2. 基建投资有力回升

- ◆ 2021年稳增长并非政策重心，专项债发行以及基建项目整体后置，受限于地方隐性债务管控，专项债绩效管理严格，基建投资整体偏弱，0.3%，1.5%。
- ◆ 展望2022年，基建增速高于2021年，5%-6%。第一，12月6日政治局会议强调“稳定经济基本盘，扩大有效投资”。12月10日中央经济工作会议提出“适度超前开展基础设施投资”。稳增长成为重要政策诉求，基建投资将显著发力。第二，四季度专项债加快发行节奏，以及明年财政前置，将加快形成实物工作量，推动基建投资增速。

图6：专项债发行下半年开始加速

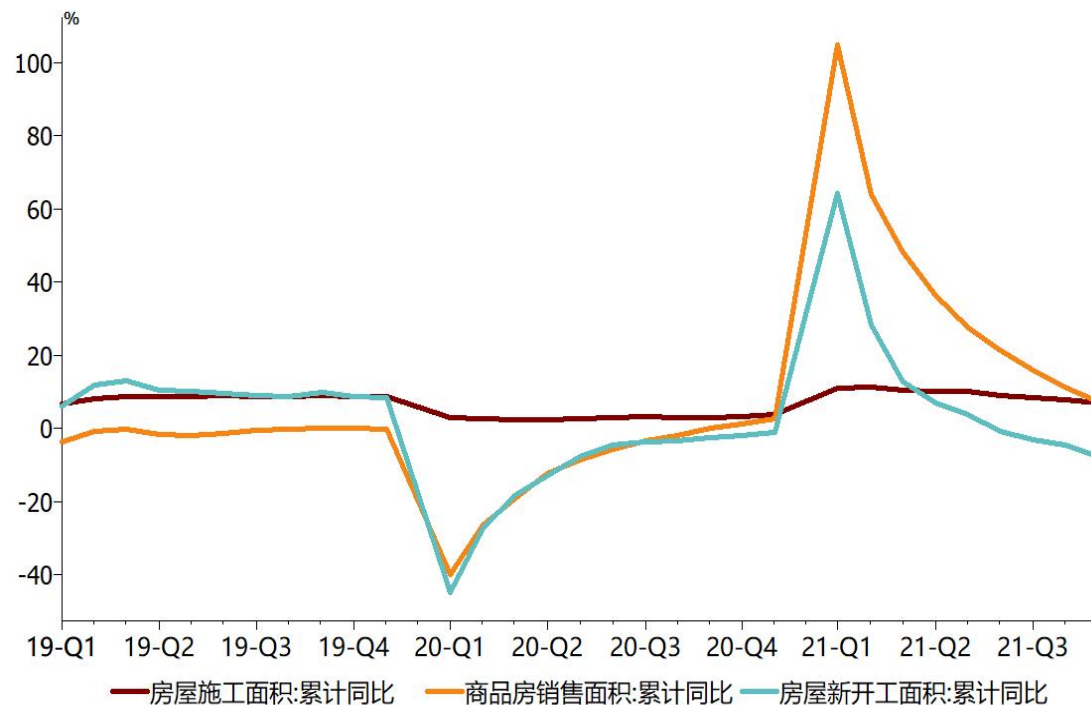


数据来源：Wind、恒泰期货研究所

### 3. 房地产投资企稳回暖

◆2021年房地产监管政策收紧，行业显著承压。三道红线约束，以及销售端回款下滑均导致房地产企业融资压力加大。三季度以来，地产行业主要数据，包括房地产销售面积、购置土地面积、新开工面积、施工面积当月增速，均呈现快速下滑态势。9月下旬央行表示，“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”，房地产政策开始微调和边际放松。5%

图7：2021年房地产销售、新开工数据全面回落



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

图8：2021年房地产投资增速趋势下滑



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

### 3. 房地产投资企稳回暖

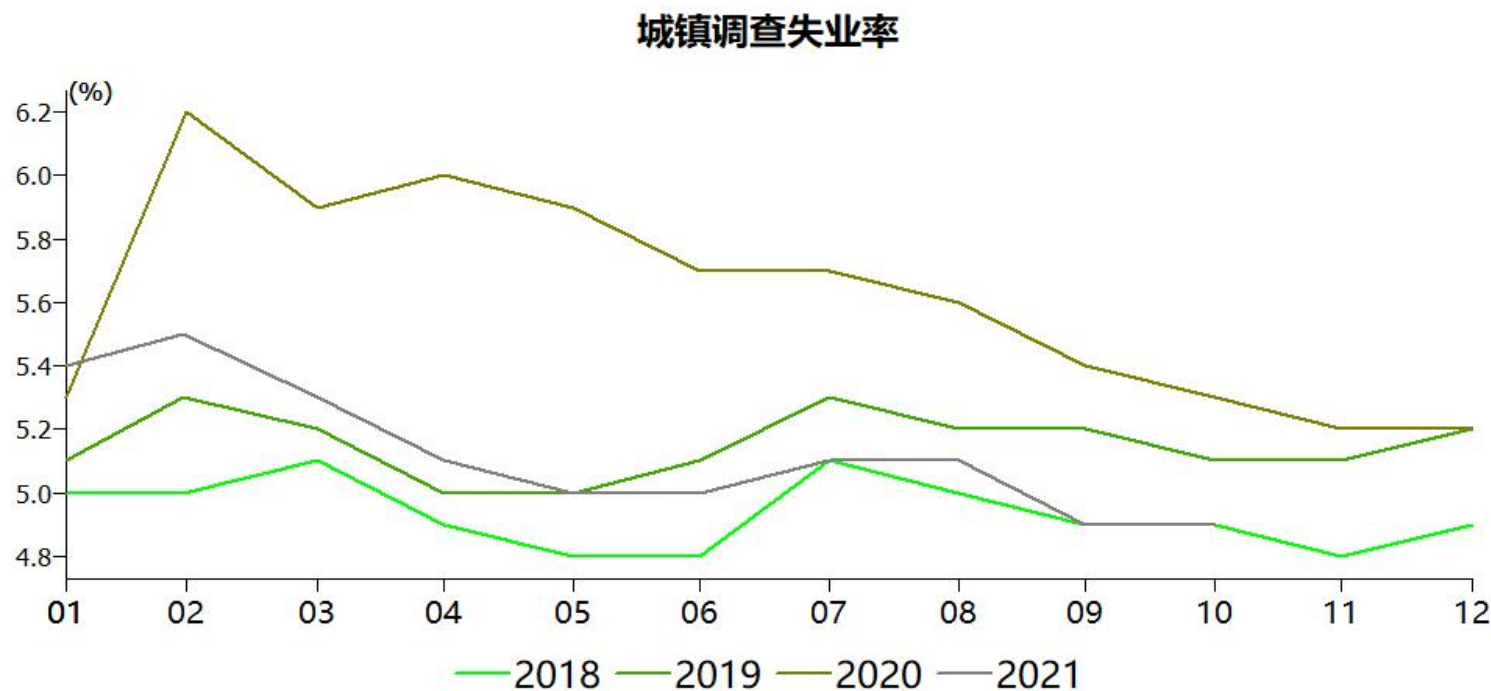
---

- ◆ 12月6日政治局会议定调明年房地产政策，强调“要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，促进房地产业健康发展和良性循环”。为了托底经济，防范房地产风险，明年房地产政策在“房住不炒”的大基调下进一步放松。重点之一：保障房建设扩容，这是棚改后又一项重大住房保障政策。之二：保障刚需群众的信贷需求，在10月，11月房地产贷款环比显著回暖的基础上进一步明确政策方向。之三：促进房地产业良性循环，在恒大风险释放后，房企融资环境有望放松。
- ◆ 2022年，政策纠偏，风向偏暖，保障房建设扩容带来新增量，结构性信用宽松对优质房企健康发展、居民首套房和合理置换的需求提供金融支持，房地产投资增速有望企稳回暖，2.5%-3%。

## (二) 消费：温和复苏，难回疫情前水平

- ◆ 2021年消费复苏整体偏弱，不及预期。失业率不断走低，10月城镇调查失业率降至4.9%，低于2019年同期水平，但消费一直偏弱的主要原因在于：疫情反复冲击，降低了中低收入群体的收入预期和消费意愿。而防疫清零政策也对消费需求形成显著压制。
- ◆ 展望2022年，经济下行压力加大，稳增长必要性增强，预计2022年消费进一步复苏，社会消费品零售总额名义增速大致在6%–7%，高于2021年4%水平，但难以回到疫情前8%–9%增速水平。

图9：失业率已降至疫情前水平



### (三) 出口：增速逐步放缓

---

- ◆ 今年以来，中国出口景气超预期成为常态，成为需求端拉动经济增长的重要动力。今年出口强势的主要原因在于海外需求复苏，特别是美国财政补贴刺激下的需求复苏，叠加疫情导致的海外生产供应链问题，造成生产订单转移至中国。
- ◆ 2022年出口难以保持如此高景气度，出口增速将逐步放缓。
  - 第一，9月起美国财政补贴全面到期，明年财政刺激政策退出，宽松的货币政策开始收紧，居民消费信心和实际需求将开始走弱。
  - 第二，先行指标中国制造业PMI新出口订单指数自3月见到阶段高点后形成趋势性下行，虽然11月数据49.4%较上月略有回升，但持续低于临界值，也低于前七年历史同期均值，反映外需趋弱态势。



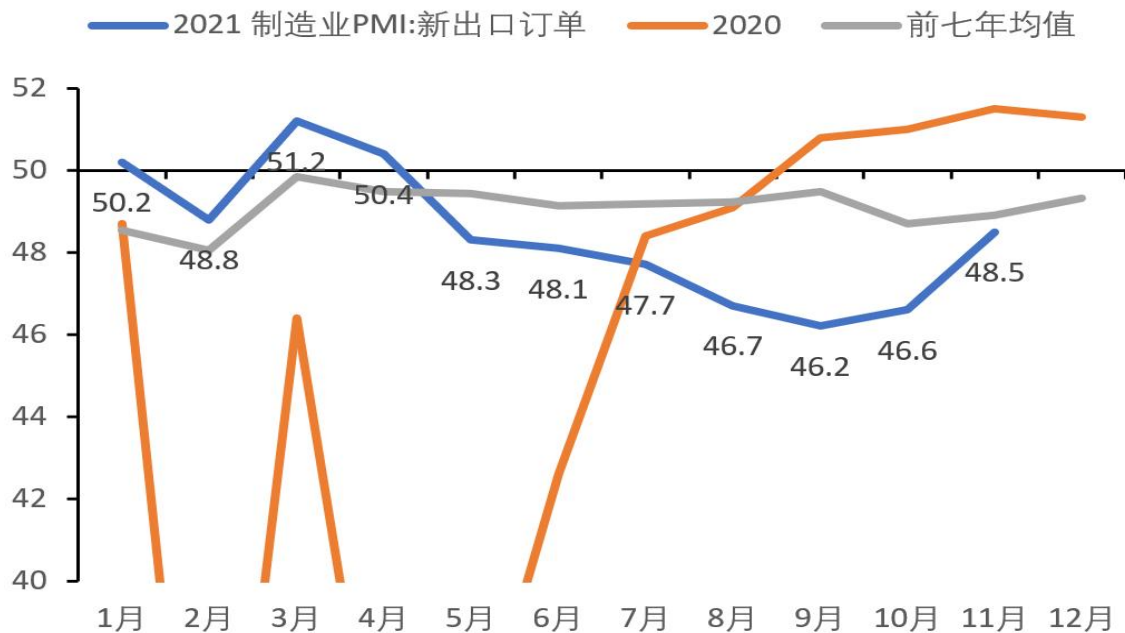
### (三) 出口：增速逐步放缓

第三，价格上涨对今年出口数据大幅上升有较大的拉动作用，扣除涨价因素后，出口数量指数在下半年整体走低，表现为价涨量缩，反映外需在边际趋弱。

第四，虽然疫情还会反复脉冲爆发和缓解，但对经济影响越来越弱化，明年海外生产恢复状况将好于今年，这将削弱中国出口的替代效应。

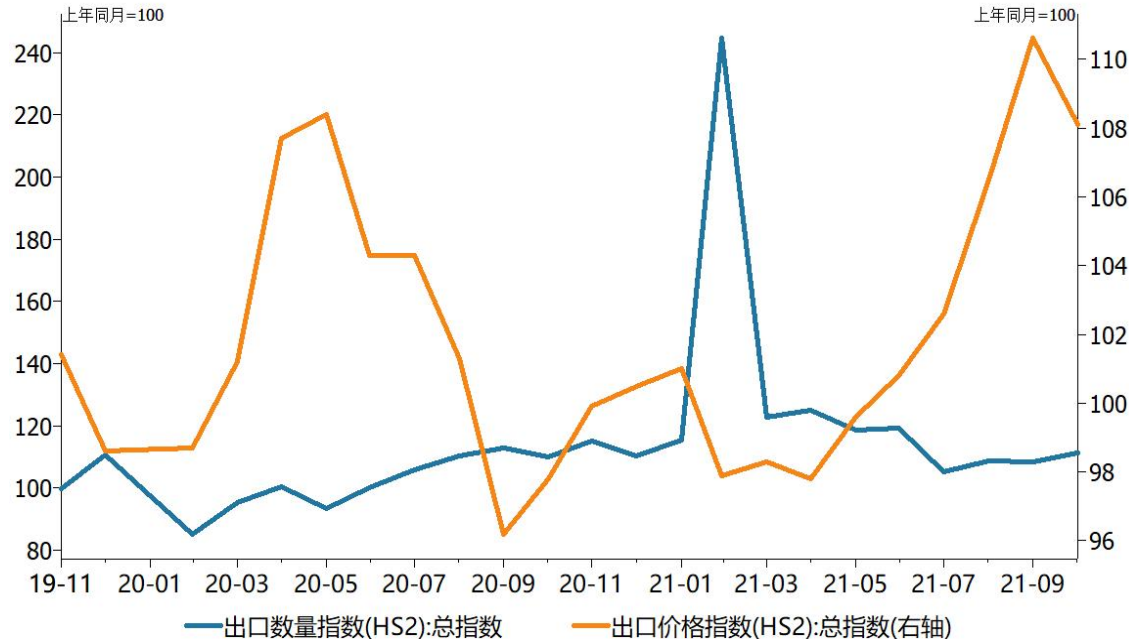
总结：基建与保障房发力，对冲房地产下滑；消费温和复苏，难回疫情前水平；出口增速逐步放缓，实际GDP增长5.5%

图10：先行指标出口订单指数持续低于临界值



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

图11：出口数量指数走低，而价格指数走高



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

## (四) 库存周期：即将进入去库存阶段

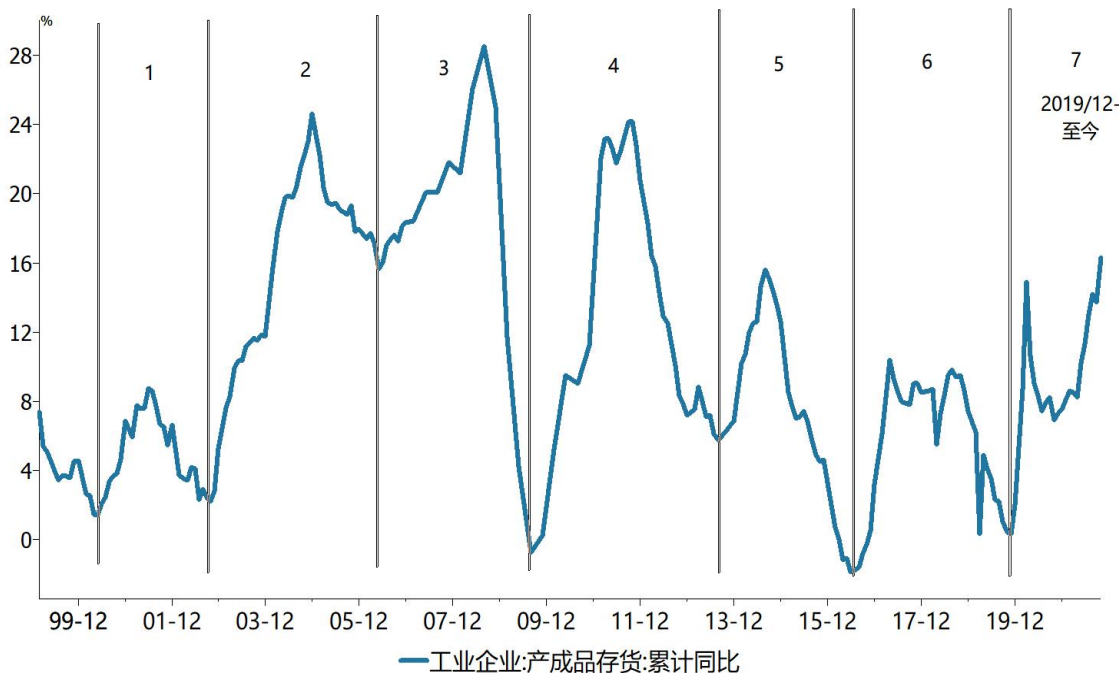
---

- ◆ 市场经济中，宏观经济运行呈现周期性波动特征。经典周期理论包括 50-60 年的康德拉季耶夫周期（长周期）；18-20 年的库兹涅茨周期（建筑业周期）；8-10 年的朱格拉周期（中周期），以及 3-4 年（40 个月）的基钦周期（库存周期）。
- ◆ 虽然产成品库存是个相对滞后的指标，但在年度宏观报告中，进行库存周期分析，有助于判断当前经济运行所处的阶段，有利于指导大类资产配置。

# 1.中国制造业库存周期划分

- ◆以工业产成品库存指标为标准，2000 年以来，中国经济经历了2000-2002、2002-2006、2006-2009、2009-2013、2013-2016、2016-2019共六轮库存周期，当前处于2019年12月开启的第七轮库存周期过程。
- ◆一轮库存周期平均持续38个月，强周期42.5个月；弱周期29.5个月。上升期（补库存）平均持续22个月，强周期26.7个月，弱周期13个月。本轮库存周期上升期已运行25个月，接近强周期上升期平均值26.7个月。
- ◆以经验规律推断，当前已经进入库存周期上升期的尾声，2022年一季度很可能触顶，开始进入下行期（去库存阶段）。

图12：2000年以来的中国6轮制造业库存周期



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

图13：中国制造业库存周期经验统计

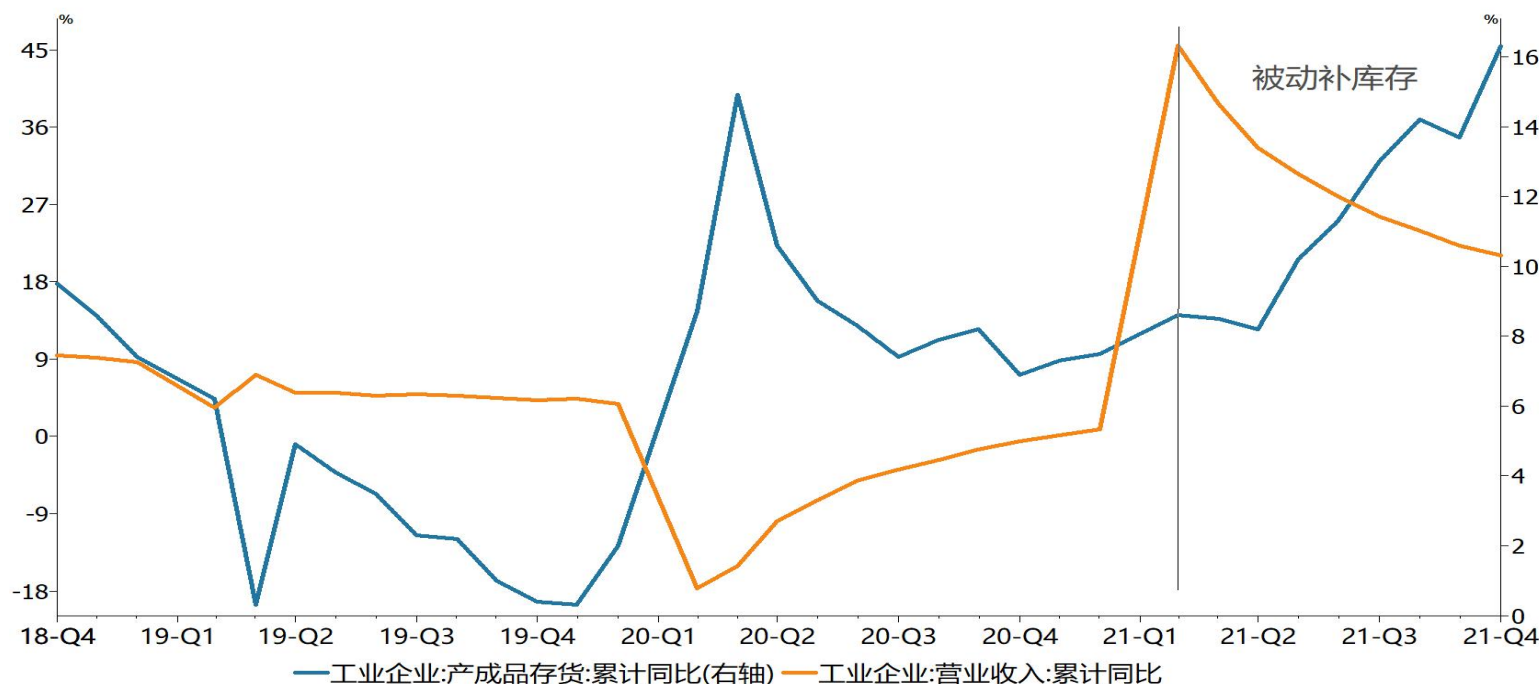
起始时间	结束时间	持续时长（月）	上升时长（月）
2000/05	2002/10	30	14
2002/11	2006/04	42	27
2006/05	2009/08	40	28
2009/09	2013/08	47	26
2013/09	2016/06	29	12
2016/07	2019/11	41	26
2019/12	至今		

数据来源：Wind、恒泰期货研究所

## 2.即将进入主动去库存阶段

- ◆库存周期反映下游需求变动、上游生产者预期错配，导致价格与库存呈现周期性变化的特征。根据库存变动的内在逻辑，一个完整的库存周期可以分为四个阶段：被动去库存、主动补库存、被动补库存、主动去库存。
- ◆始自2019年12月的本轮库存周期，因疫情冲击对供需两端均产生较大扰动，库存周期四个阶段的轮动出现紊乱。但从大趋势看，总体处于补库存阶段。从2021年3月开始，工业经济进入被动补库存阶段，并一直持续到当前。但从上下游产业的供需匹配状况、企业利润、PMI指数等内在逻辑分析，接下来，即将进入主动去库存阶段。

图14：被动补库存进入尾声



## 2.即将进入主动去库存阶段

- ◆ 从上下游产出对比看，下游需求方面，房地产出现崩塌式下滑，新开工面积累计同比增速暴跌至-7%，房地产投资增速降至7.2%；财政后置，基建投资也相当弱势；受芯片供应制约，汽车行业产出增速也持续萎缩。在这轮被动补库存阶段，上游相关产品产量仍然呈现增长态势。但当前粗钢产量增速已跌至负值，煤炭增速也大幅下滑，预示本轮补库存周期进入尾声，即将进入主动去库存阶段。

图15：上下游产出对比

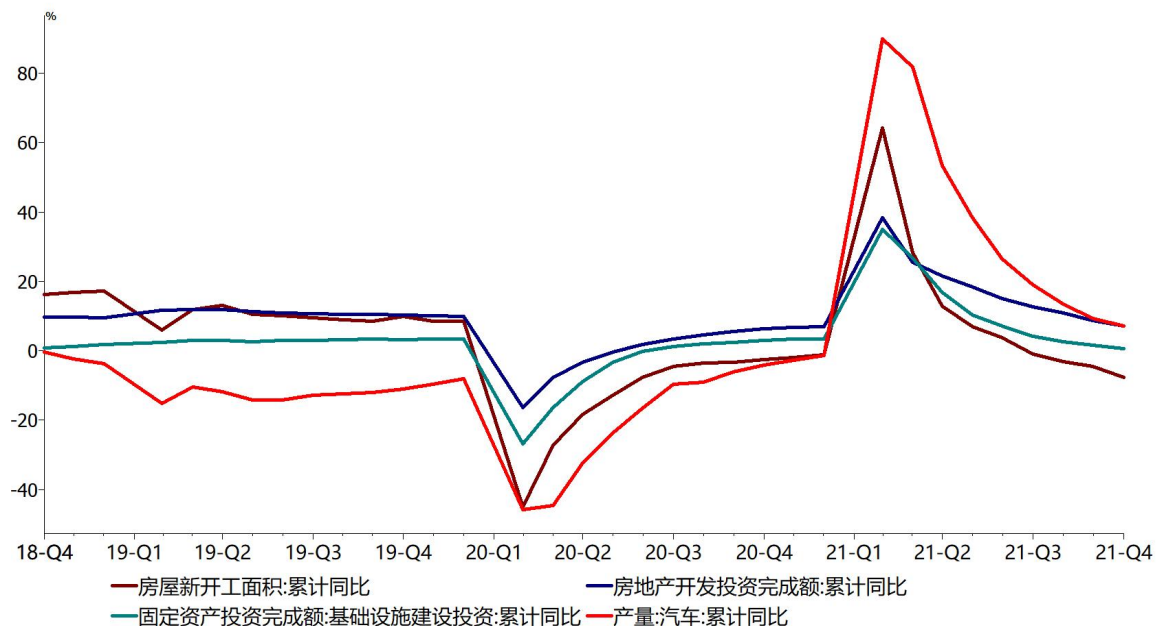
上游相关	同比增速	下游相关	同比增速
煤炭	4	房屋新开工面积	-7.7
粗钢	-0.7	房地产投资	7.2
有色金属	7	基建投资	0.72
乙烯	20.8	汽车产量	7.1

数据来源：Wind、恒泰期货研究所



## 2.即将进入主动去库存阶段

图16: 下游产业需求情况



数据来源: Wind、恒泰期货研究所

图17: 上游产业产出情况



数据来源: Wind、恒泰期货研究所

- ◆ 2022年，稳增长政策发力，基建投资有望加速，房地产投资有望企稳回暖。
- ◆ 作为下游需求核心的地产和基建在2022年受稳增长政策带动出现阶段性回升，将延缓经济进入主动去库存周期的节奏，本轮去库存周期可能呈现相对平滑的特征。



### 3.库存周期对宏观经济、大类资产配置の启示

---

- ◆ 价格变动通常领先于周期变动。当前，煤炭钢铁有色价格均已拐头向下，南华工业品价格指数也已跌破上升趋势。而产成品库存仍在持续走高，工业品价跌量增预示着工业产成品库存周期下行拐点即将来临。
- ◆ 对库存周期的分析判断，可以帮助我们预判经济形势和周期波动。库存周期的上升期，会推动GDP和工业增加值上行；而库存周期的下行期，通常伴随着经济回落，景气度下降。
- ◆ 2022年进入主动去库存阶段意味着经济下行压力加大，对应着投资时钟的“衰退”期。从大类资产的角度，有利于债券、下行前期压制股票定价的分子端、不利于大宗商品，压制大宗工业品价格。

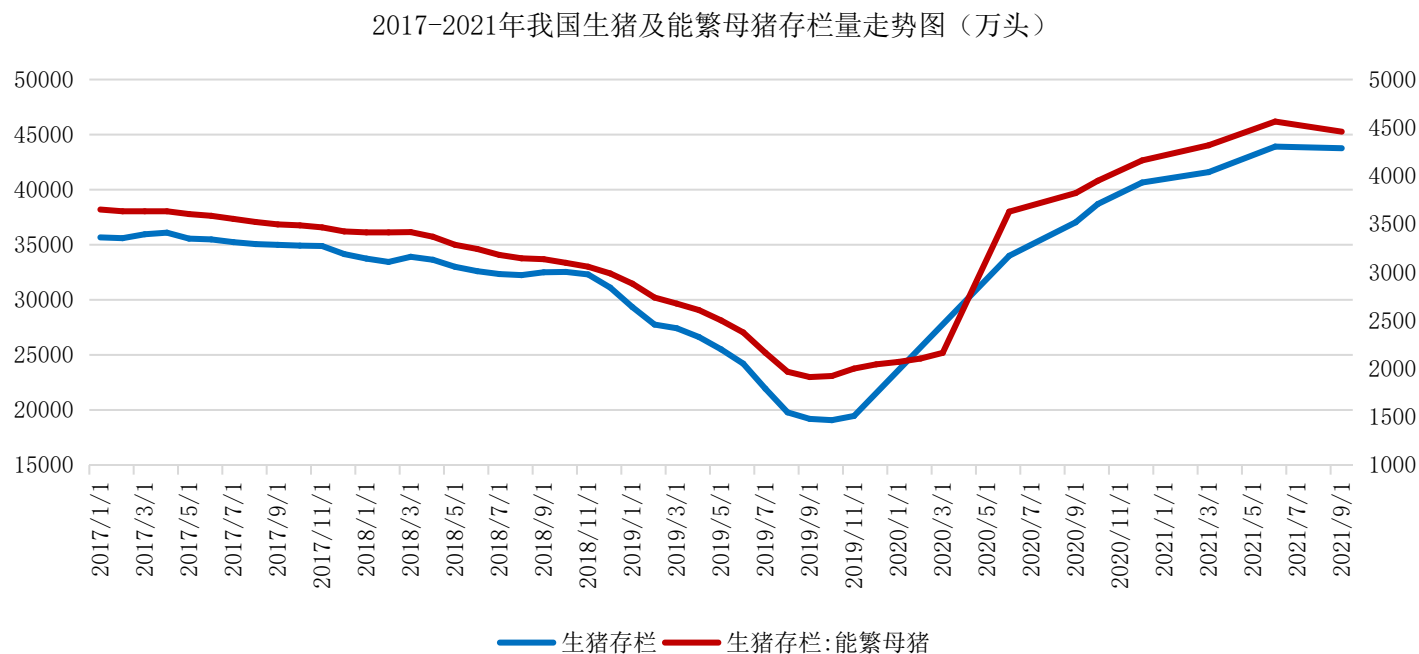
# 第三部分

## 通胀

## (一) CPI：中枢略高于2021年，全年增速不超过 2%

- ◆ 2021年疫情反复出现压制消费需求，消费总体偏弱；叠加猪周期进入下行阶段，生猪价格大幅下跌，导致CPI同比增速低位小幅波动，1%。
- ◆ 2022年重点看猪价、油价，以及服务业价格的走向对CPI的传导和影响。
- ◆ 猪肉：预计生猪价格底部可能出现在2022年上半年，之后价格有望回升，不过考虑到存栏基数仍然较高，猪价大幅反弹可能性较小，未来猪价更多围绕养殖成本线上下波动。

图18：能繁母猪存栏同比在3季度见顶



## (一) CPI：中枢略高于2021年，全年增速不超过 2%

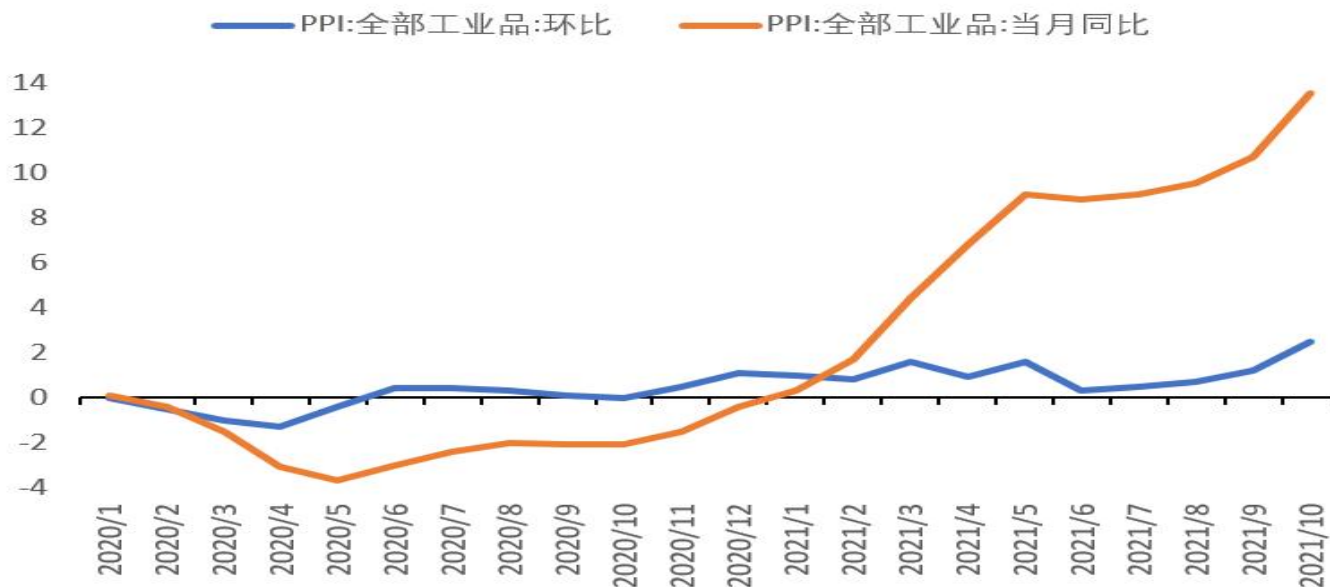
### ◆ 原油：

- **从需求端看**，2022年全球经济增速将显著放缓，上半年中国经济延续下行走势，美欧经济触顶进入下行期。受此影响，原油需求端将承压。但疫情对经济和生活影响逐渐减弱的背景下，居民出行需求和相关服务业有望显著恢复，增加对原油的需求。
  - **从供给端看**，美国通胀居高不下，拜登及美联储将控制通胀作为首要任务，压制油价是必然选择。OPEC大概率会受压增加原油供给，叠加美国增加原油产量释放库存，原油供给端将得到明显改善，供需紧张格局得以缓解。
- ◆ 预计2022年下半年原油价格重心下移为主，此外，疫情缓解后服务CPI有望上行，综合上述因素，我们认为2022年CPI 中枢将略高于今年，全年数据在 2%以内。

## (二) PPI：不断走低，年末转为负增长

- ◆ 受上游大宗原材料和能源价格大幅上涨驱动，2021年PPI通胀压力凸显，PPI同比增速全年持续上升，7.7%，PPI高企引来政策调控，以动力煤为代表的大宗原材料价格出现大幅回落。
- ◆ 2022年全球经济趋弱，需求端对大宗工业品的价格驱动减弱，上游大宗工业品价格很可能受压走弱。此外，PPI基数从11月起逐月走高，因此，预计11月起PPI同比将迎来重要拐点，逐步回落。
- ◆ 2022年PPI整体走低，年末可能转为负增长，3%-3.5%。CPI与PPI剪刀差将收窄，下游制造业企业利润压力逐步缓解。

图19：PPI同比创有统计数据以来最高值



## 第四部分

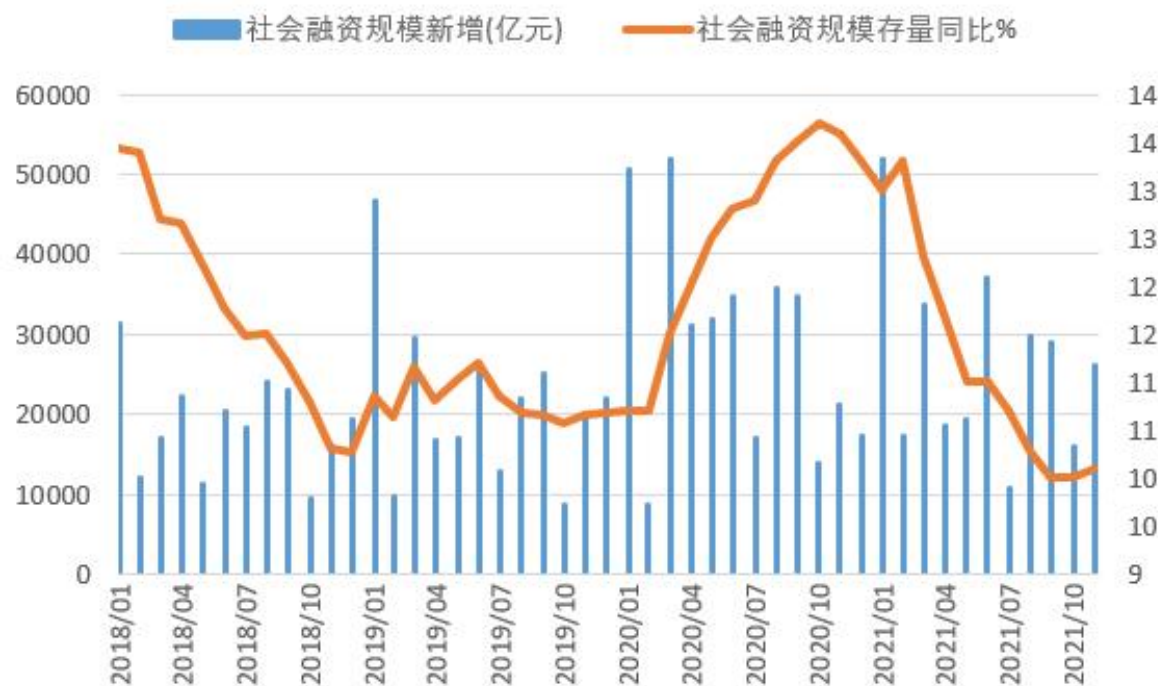
# 货币信用



## 四、货币信用

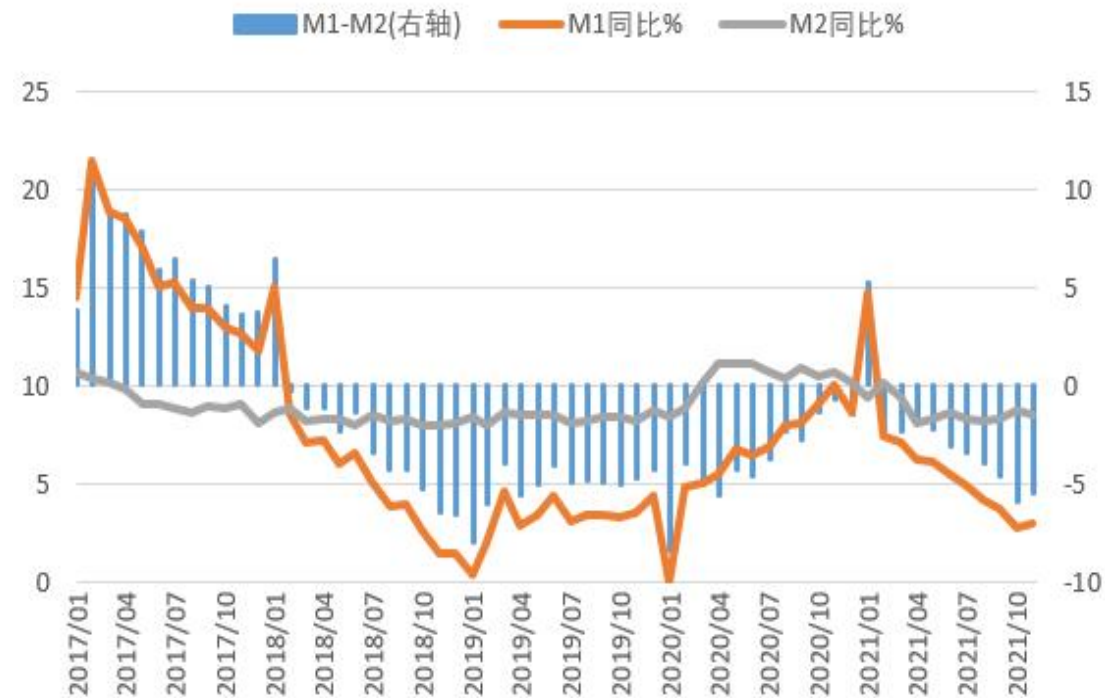
- ◆2021年，中国经济疫后恢复较好，货币政策以稳健为主基调，应对疫情的逆周期政策逐渐退出，货币政策正常化是大方向。
- ◆在“M2和社融增速与名义GDP增速相匹配”的指引下，M2与社融增速呈现重心下移态势。11月社融存量同比增长10.1%，已较上年同期13.6%的增速大幅回落；11月M2同比增长8.5%，较上年同期下降2.2个百分点。呈现信用整体紧缩，但结构性分化的格局。

图20：2021年社融存量同比大幅回落



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

图21：2021年M2同比重心下移



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

## (一) 货币: 政策明确宽松, 可能降息

---

- ◆ 展望2022年, 政策重心偏向稳增长的大环境下, 货币政策逆周期调节特征凸显, 货币信用环境将更为宽松友好。根据12月6日政治局会议定调明年政策方向: “稳健的货币政策要灵活适度, 保持流动性合理充裕。” 货币政策必然偏向宽松以应对经济下行压力, 发挥逆周期调节作用, 后续降息仍可期待。
- ◆ 第一, 明年出口、地产投资走弱, 经济下行压力加大, 稳增长保就业作为央行政策目标之一, 有必要成为明年政策重要方向, 货币政策进一步宽松是央行必然选择。
- ◆ 第二, 明年PPI通胀压力减退, PPI同比逐步走低, CPI同比低位缓升, 整体通胀压力不大, 打开了货币宽松的空间。
- ◆ 第三, 美国开启货币紧缩周期, 上半年持续Taper, 年末可能加息, 从外部环境方面对中国货币政策有一定掣肘影响。但当前G2大背景下, 中国货币政策独立性越来越强, 央行主要根据国内经济形势确定政策取向, 大国央行定位越来越突出。总体看, 美国收紧货币对中国货币政策影响有限。

## (二) 信用：紧信用过度至宽信用，社融存量增速稳中缓升

- ◆ 社融存量增速自2020年10月见顶以来，经过一年下降，已进入稳定阶段。
- ◆ 展望2022年，紧信用将过度到宽信用，社融存量增速将稳中缓升，考虑与名义GDP匹配，社融增速全年可能在10.5%-11%。

第一，央行11月12日表示，“创新货币政策工具，引导金融机构加大对小微企业、绿色发展、科技创新、乡村振兴、区域协调发展的支持力度，加大对小微企业、制造业、科技、绿色等领域的支持力度。” 2022年，将继续执行向上述领域倾斜的结构性宽松政策。

第二，明年继续实施积极的财政政策，专项债规模上与2021年持平或略有提升，时间上提前下发额度，即财政前置，并尽快形成实物工作量。

第三，房地产政策纠偏，房地产融资环境得到改善，居民合理房贷也将得到满足，保障房建设扩容带来新增量。上述因素将支撑社融逐步回暖。但国企和地方隐性债务、信托融资等领域监管政策不放松，将制约社融反弹高度。

## 第五部分

# 海外经济

## (一) 全球经济

---

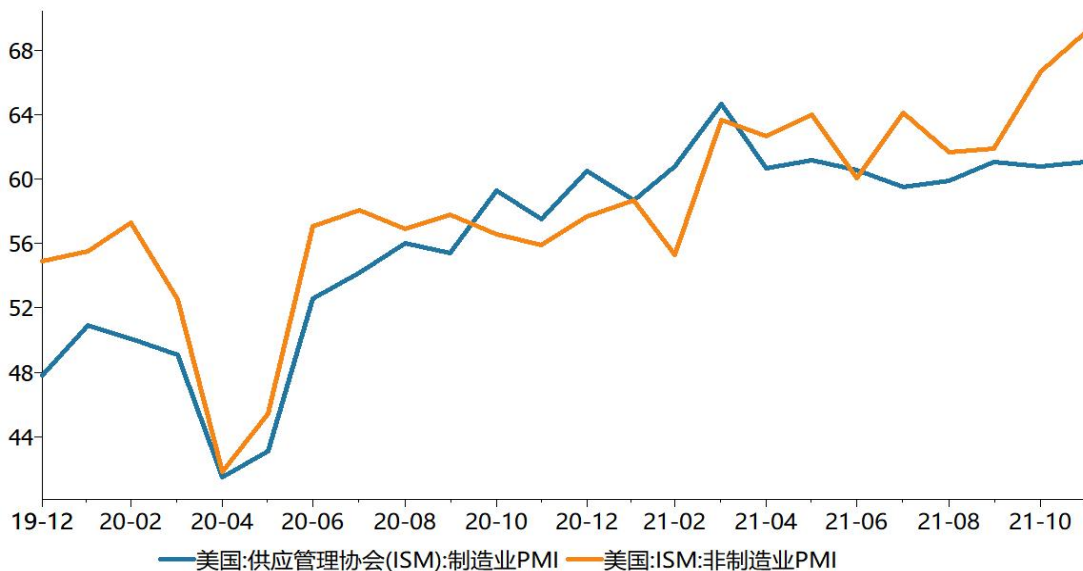
- ◆ 2021年，全球经济整体处于疫情冲击下的共振复苏过程，较2020年-3.1%的负增长有了显著修复。疫情的反复爆发导致全球供应链中断的持续时间比预期更长，经济复苏速度较预期放缓，并推升通胀。
- ◆ 国际货币基金组织（IMF）发布的10月《世界经济展望报告》预测2021年全球、发达经济体、新兴市场与发展中经济体的经济增速分别为5.9%、5.2%、6.4%。
- ◆ 展望2022年，疫情的反复仍会对全球供应链产生扰动，对接触密集型行业的复苏造成影响，多数国家的劳动力市场复苏明显滞后于产出复苏。受疫情反复周期性冲击、美国财政刺激逐步退出、美欧货币政策转向收紧等因素影响，2022年全球经济增速将明显放缓，全球、发达经济体、新兴市场与发展中经济体的经济增速分别为4.9%、4.5%、5.1%。
- ◆ 欧美经济上半年可能触顶进入下行期。中国经济领先欧美，在2021年已经触顶，2022年上半年中国经济下行压力持续存在。发达经济体通胀将在2022年一季度见顶，上半年开始回落，新兴市场通胀波动节奏类似，整体物价水平更高。

## (二) 美国经济

### 1. 当前经济维持高景气，明年1季度仍有上行动力

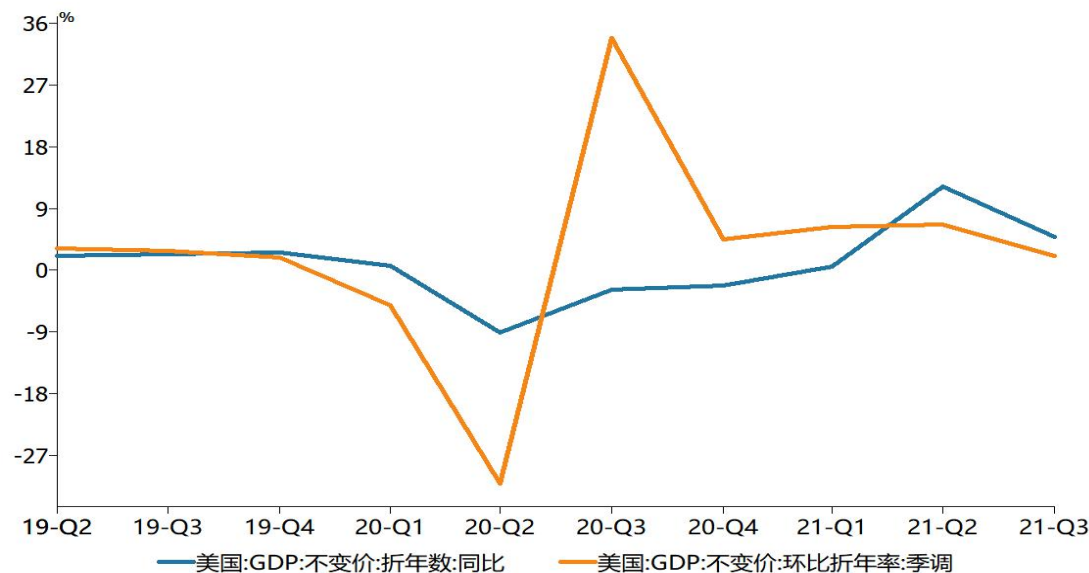
- ◆ 2021年美国整体维持复苏态势，增速由负转正，上半年增速高，下半年增速有所下降。2021年GDP预计增长5.5%。主要驱动因素在于超宽松的货币政策以及强财政刺激。从最新的先行指标看，美国11月ISM制造业、非制造业PMI指数为分别61.1%、69.1%，维持较高景气度。特别是非制造业PMI最近两个月大幅上行创出新高，反映服务业逐渐摆脱疫情影响，复苏步伐加快，预示12月及明年1季度美国经济仍将维持上行。

图22：美国非制造业与制造业维持高景气度，非制造业强势回升



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

图23：2021美国经济增速由负转正，稳步复苏



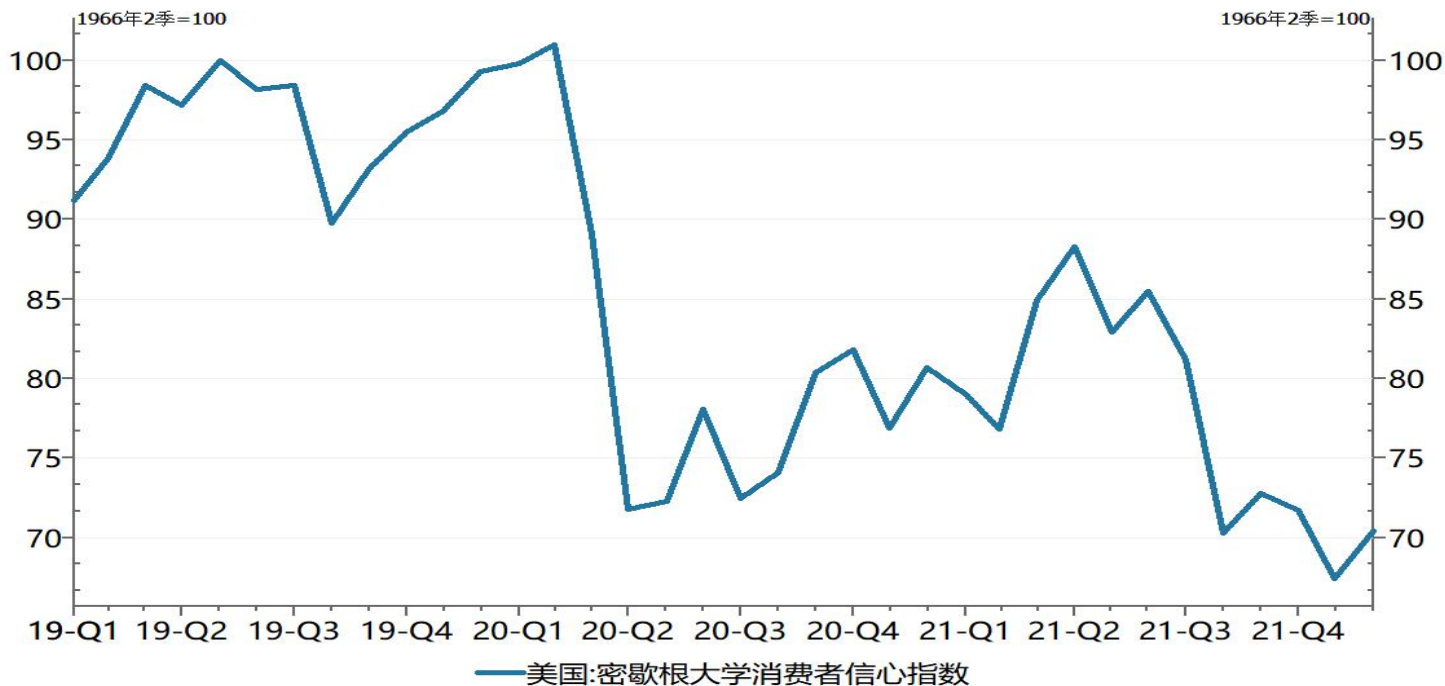
数据来源：Wind、恒泰期货研究所



## 2. 政策环境发生转变，财政货币双双转向

- ◆2022年，美国政策环境发生重大转变，应对疫情的财政补贴政策到期退出，过度宽松的货币政策开始收紧
- ◆财政政策方面：2021年美国推出了 1.9 万亿的财政刺激方案，居民获得大量政府转移支付补贴；2022年财政补贴面临断档，居民收入和消费将直接面临下行压力。
- ◆2022年开始实施的拜登新财政方案包括：投资周期长达10年的1万亿美元基建方案；针对利润超10亿美元的大型企业设置15%的最低税率，以防止大型企业避税；增设股票回购税。整体看，基建投资周期过长，分摊到每年规模有限，而且依赖加税来平衡支出，因此不宜高估对经济的拉动作用。

图24：美国消费者信心指数下半年逐渐回落



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

## 2. 政策环境发生转变，财政货币双双转向

- ◆ 货币政策方面：2021年11月，美联储FOMC会议正式宣布缩减购债规模。这是疫情爆发以来美国**过度宽松货币政策正式转向的里程碑性的事件，是美元货币周期的拐点。**
- ◆ 今年下半年美国通胀压力剧增，11月CPI再次加速，同比大涨6.8%，创39年最大涨幅，核心CPI同比上涨4.9%，创30年来最大涨幅。**抑制高通胀成为美国政府和美联储的首要任务。**
- ◆ 12月15日美联储宣布，从明年1月起每月减少购债300亿美元，较11月12月Taper速度提高一倍。则到明年3月购债将结束，提前3个月，为明年更早加息铺平道路。点阵图显示，联储官员的明后两年利率预期中位值分别为0.9%和1.6%，多数官员预期明年和后年将各加息三次。暗示未来加息路径比预期鹰派。
- ◆ 市场预期，明年3月、6月和12月美联储各加息一次。历史上美联储加息会过头，在收益率曲线倒挂的时候，就释放出“过头”的信号。
- ◆ 此轮Taper与2013-2014年的不同：1. 退出量化宽松的速度更快。在2014年，美联储用了10个月缩减其量化宽松计划。这一次将在四个半月内完成，快了一倍；2. 资产价格高得多，更容易受到流动性迅速减少的影响。3. 经济增长更弱。2014经济增长加速，当前开始减缓。
- ◆ 关注可能的风险：未来3-4个月。

## 2. 政策环境发生转变，财政货币双双转向

◆ 我们认为，**实际加息节奏未必如市场所预期**：第一，明年年中时段，美国通胀压力已经减弱，实际通胀的下行将带动通胀预期的回落。第二，明年经济增速也开始见顶下行，加息的紧迫性必要性有望下降。第三，2022 年是美国中期选举之年，美国政府通常希望宽松的货币环境，美联储政策偏鸽。需要调整货币政策节奏，提前或拖后收紧货币。第四，10Y-2Y: 80BP，进入负区间为衰退信号。还未加息，斜率就走平。在不引起倒挂的情况下，留给美联储加息的空间已经不多。

图25：美国5年、10年通胀预期出现回落

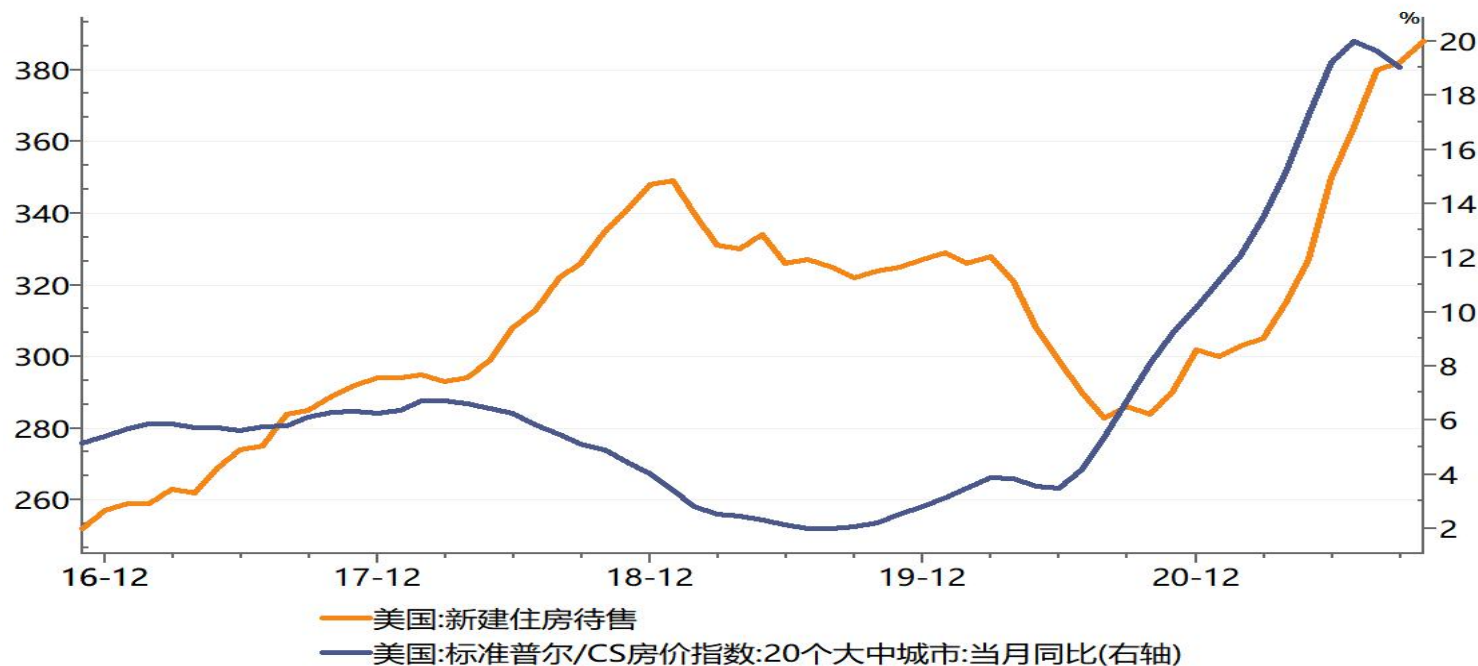


数据来源：Wind、恒泰期货研究所

### 3. 经济增速下滑，前高后低

- ◆**消费方面**：2021年受财政补贴拉动商品消费增长强劲；服务型消费表现较弱。2022年，商品消费将回归常态，增速显著下行；服务消费增速将有所改善，但疫情仍可能脉冲式爆发，消费整体增速有所下滑。
- ◆**投资方面**：2022年财政方案中1万亿美元基建项目投资周期长达10年，投资周期过长，分摊到每年规模有限，因此不宜高估基建投资对经济的拉动作用。2022年美国房地产市场面临去库存压力，将压制房地产投资及总体资本开支。
- ◆**综合考虑投资、消费以及政策环境变化等因素**，预计 2022 年美国 GDP 实际增速为 4-5%（美联储预计4%），较2021年5.5%明显回落，Q1有望继续上行，Q2或Q3见顶下行。

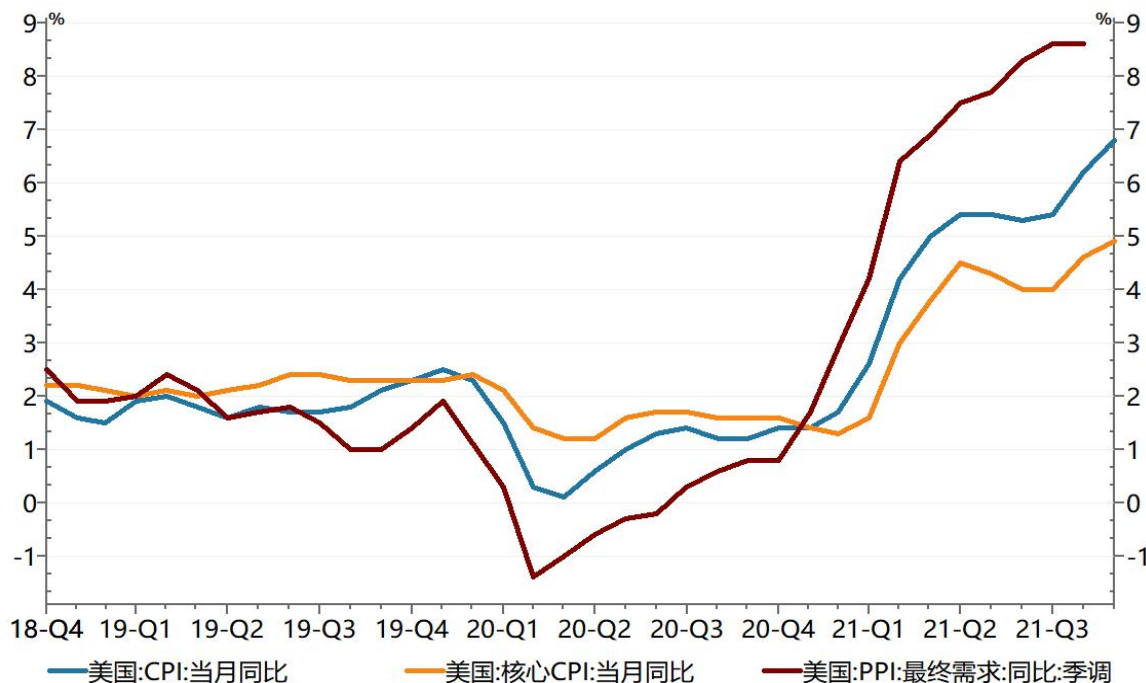
图26：新建住房待售量达13年来最高值



## 4.通胀下行，预期减弱

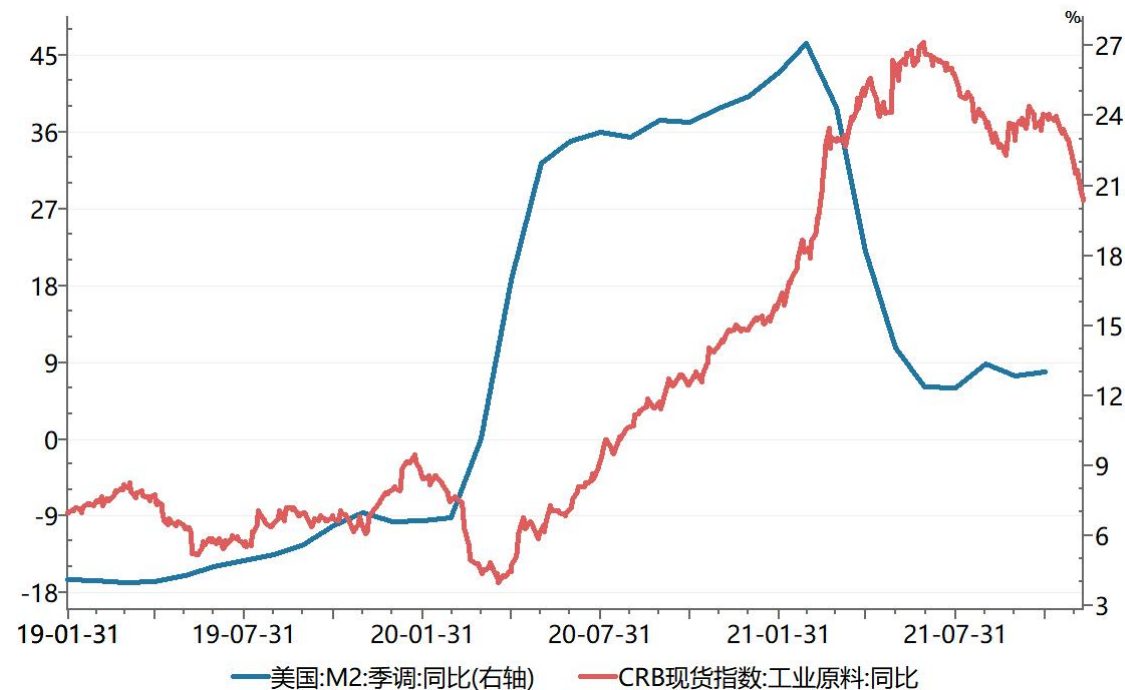
- ◆2021年美国通胀高企，11月同比大涨6.8%，创39年最大涨幅。抑制高通胀成为美国政府和美联储的首要任务。
- ◆展望2022年，美国通胀压力减弱，CPI同比前高后低，Q1高位见顶，之后逐渐回落，重心下移。第一，原油价格重心下移，中国PPI回落。第二，2022年中国PPI整体走低，年末可能转为负增。第三，全球经济减速，供需格局趋于平衡，不支持价格再度走高。第四，全球主要经济体宽松货币政策共振退潮，流动性收紧也将减弱美国通胀压力。

图27：美国CPI同比创39年最大涨幅



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

图28：美国M2同比与CRB指数同比已经拐头向下



数据来源：Wind、恒泰期货研究所



### (三) 全球宏观定价因子

#### 1. 美债收益率：长端名义利率走低，斜率走平

- ◆ 作为资产定价基石的美国10年期国债收益率，2021年呈现N型波动。Q1升至年内高点1.74%。
- ◆ 曲线斜率：Q1伴随美债收益率的快速走高，收益率曲线斜率也快速陡峭化，10年期与2年期收益率差值上行至1.59%的高位。陡峭化主要由长端收益率上升所驱动。反映美国经济加快复苏，美联储还未收紧货币的状态，是经济上行前期，“复苏”阶段。从定价逻辑看，有利于风险资产，不利于避险资产的。前三季度能源化工、有色黑色等大宗商品、股票类资产表现好于黄金、债券。
- ◆ 曲线斜率：当前利差收窄，12月上旬最低已跌至0.75%，接近2020年11月底的水平，出现平坦化趋势。主要由短端收益率上行，长端收益率走平趋弱所驱动。反映经济动能趋弱，通胀高企，货币开始紧缩的特征，是经济上行末段，“滞涨”阶段。长端利率已出现触顶转向迹象，意味着处于“滞涨”向“衰退”过度的阶段。

图29：10年期美债收益率开始走平趋弱



数据来源：Wind、恒泰期货研究所



数据来源：Wind、恒泰期货研究所



## 1. 美债收益率：长端名义利率走低，斜率走平

---

- ◆ 美债长端收益率主要受到实际经济增长、通胀预期，以及违约风险带来的风险溢价共同影响。根据前述分析，2022年美国通胀预期不断走低，将推动实际利率上行，而经济下行幅度小于通胀下行幅度，综合考虑，实际利率有望走平或小幅走高。
- ◆ 综合上述分析，我们判断，2022年美债长端名义利率将重心下移，收益率斜率走平，反映衰退预期将升温，而实际利率走平或小幅走高概率较大。加息预期的阶段性边际变化会对美债收益率短期走势造成扰动。若如此，市场波动将会加大，不利于风险资产，大宗工业品、股票类资产将承受压力。

## 2. 美元指数：重心上移，相对走强

---

◆ 美元指数主要受到美国和欧元区经济增长和利差的强弱对比，以及避险情绪的影响。同时，疫情的强弱和疫苗接种进度也阶段性影响了美元指数的波动。

第一，根据IMF预测报告，2022年美国、欧元区分别增长5.2%、4.3%、3.2%。美国经济增长情况好于欧元区。

第二，美国货币政策收紧的节奏和力度强于欧元区，有利于美欧国债利差走高。

第三，根据历史数据，在全球经济下行周期，美元指数通常走强。2022年，全球经济增速下滑的基本面提供了美元指数走强的大背景。

第四，2022年美国的经济衰退预期增强，金融市场波动加大，避险情绪升温有利于美元走强。

◆ 综合上述分析，我们判断2022年美元指数有望重心上移，相对走强。

## 第六部分

# 大类资产配置

## (一) 基本逻辑：宽货币+宽信用

---

- ◆ **信用周期见底回升。**中国社融存量增速经过一年下行，已进入稳定阶段。11月社融规模存量同比增长10.1%，下行趋势减缓并开始企稳。2022年，社融存量增速将稳中缓升，紧信用将过度至宽信用。
- ◆ **货币宽松降准降息。**126政治局会议、中央经济工作会议定调2022年稳增长为政策重心，货币政策要与财政政策联动，货币端将配合财政发力，宽货币成为必然，12月再度大幅度降准确认货币宽松。
- ◆ 根据政治局会议、中央经济工作会议定调，2022年将是“财政货币双宽松+组合拳”的政策组合，对应着“宽货币+宽信用”组合。
- ◆ 2022年，宏观经济将由“稳货币+紧信用”过度至“宽货币+宽信用”，对应着投资时钟由“微衰退”转换至“微复苏”。资产定价逻辑有利于A股、债券，与基建相关的中国定价的大宗工业品也将阶段性受益。

## (二) 大类资产判断

大类资产	核心观点
A股	经济下行后期，以货币信用明确放松为标志，宏观环境将有利于A股表现。从定价逻辑看，上半年经济下行压力大，分子端缺乏驱动，但货币政策放松，分母端形成向上驱动。下半年，经济有望小复苏，有利于改善分子端驱动。年初年尾走出行情概率较高，内部仍是结构市，新老基建、低估值蓝筹、消费、新能源、绿色发展、大科技、军工板块机会更多。
债券	上半年经济下行压力大，货币宽松，利率中枢下行，定价逻辑有利于债券表现。下半年经济小复苏，宽松的货币政策或有边际收敛，需防范风险。债券整体缺乏趋势性行情驱动，上半年机会较多，适当采用久期策略。
大宗商品	全球经济增速显著放缓，中美欧经济相继进入下行周期，将导致2022年全球需求趋弱，无法在需求端对大宗商品价格继续上行构成支撑。但中国稳增长政策发力，财政货币双宽松，与基建相关的中国定价的大宗工业品也将阶段性受益，不宜过度悲观。年内波动变小，趋势性机会变少。
黄金	通胀预期降温，美债长端名义利率下降，而实际利率走平或小幅走高概率较大，叠加美元指数重心上移，定价逻辑不利于黄金表现。

## 风险提示及免责声明:

本报告由恒泰期货研究所制作，在未获得恒泰期货股份有限公司授权的情况下，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对所用信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在恒泰期货股份有限公司及其研究人员知情的范围内，恒泰期货股份有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。





恒泰期货  
HENGTAI FUTURES



恒泰盈沃  
HENGTAI YINGWO

THANKS

办公地址：上海市浦东新区峨山路91弄120号2层201

公司网址：<http://www.cnhtqh.com.cn>

微信号：htqhwx88

电子邮件：htqh@cnhtqh.com.cn

