

2022年中国经济展望及 大类资产投资策略

申万期货研究所

二零二一年十二月

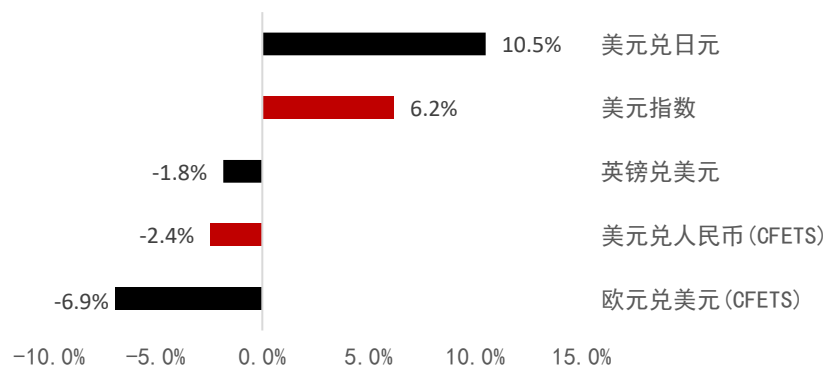
汪洋

期货从业资格：F0306430

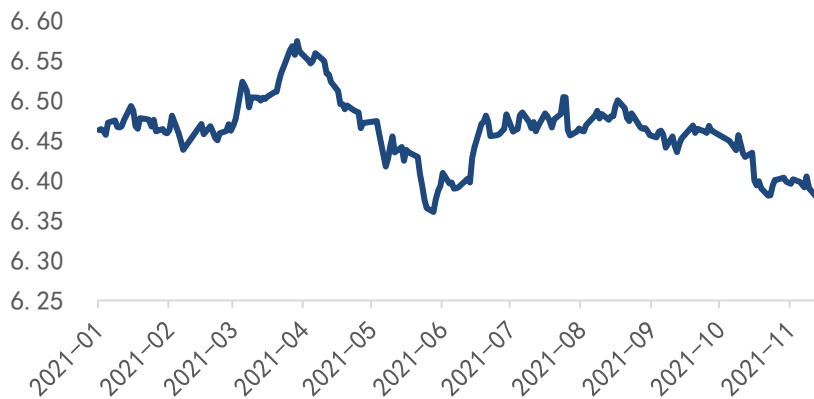
投资咨询资格：Z0002320

2021年人民币资产升值，无风险利率下行

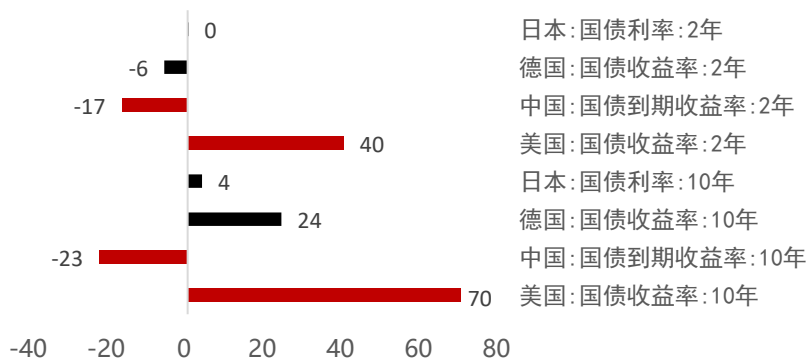
2021年以来主要货币表现



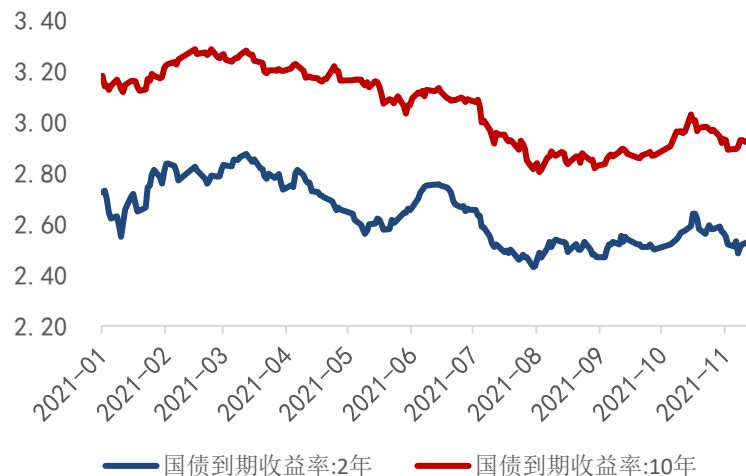
美元兑人民币



2021年以来主要国家国债收益率涨跌 (BP)

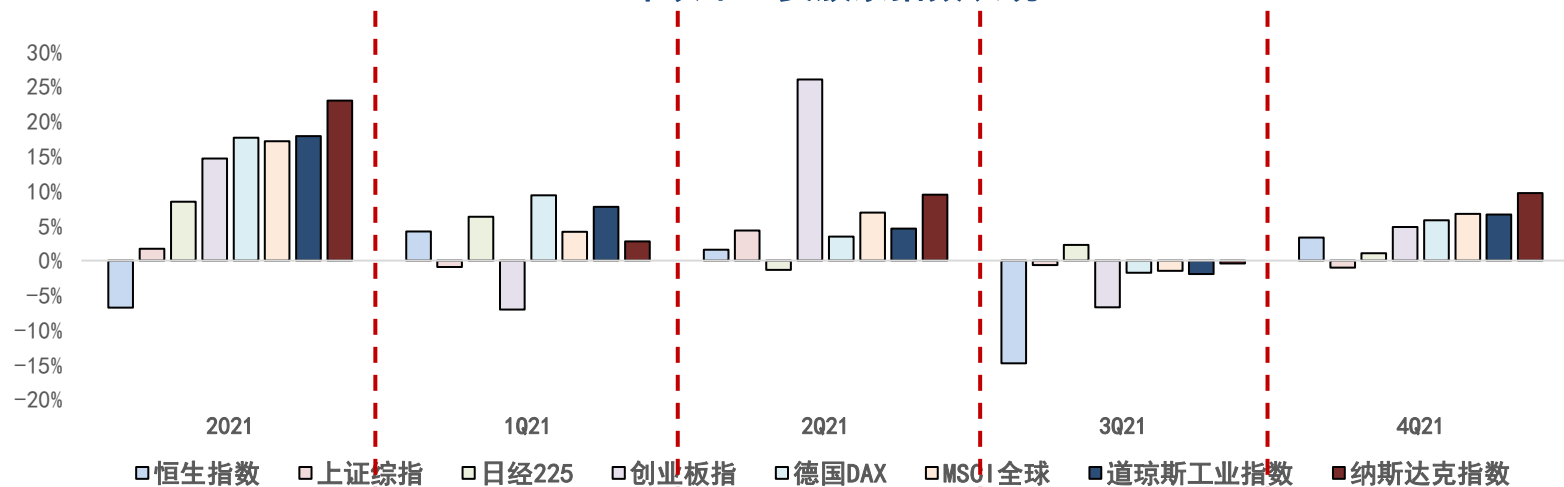


2021年无风险利率 (%)

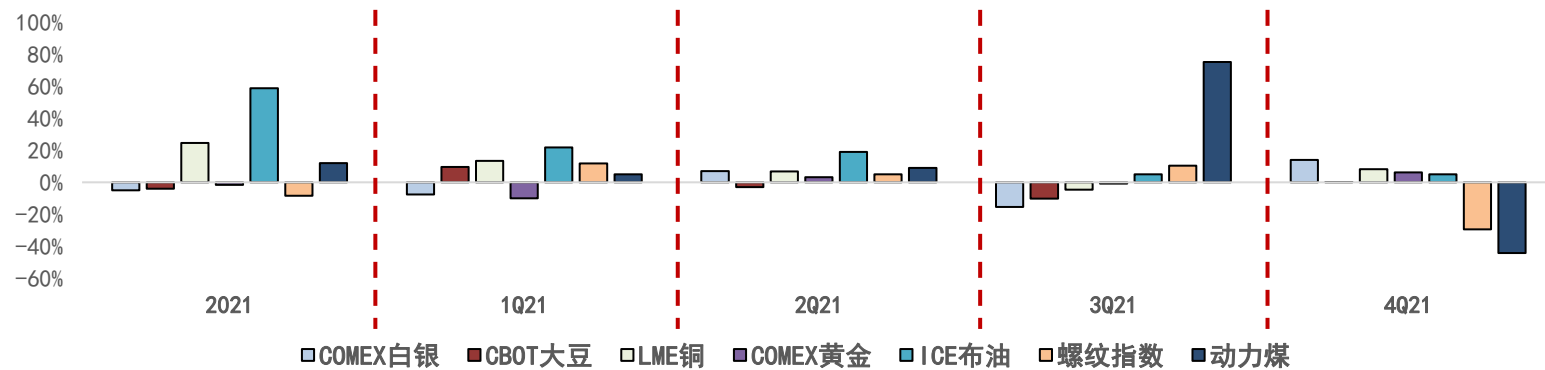


2021年全球主要指数上涨，商品大幅上涨

2021年以来主要股票指数表现



2021年以来主要商品表现



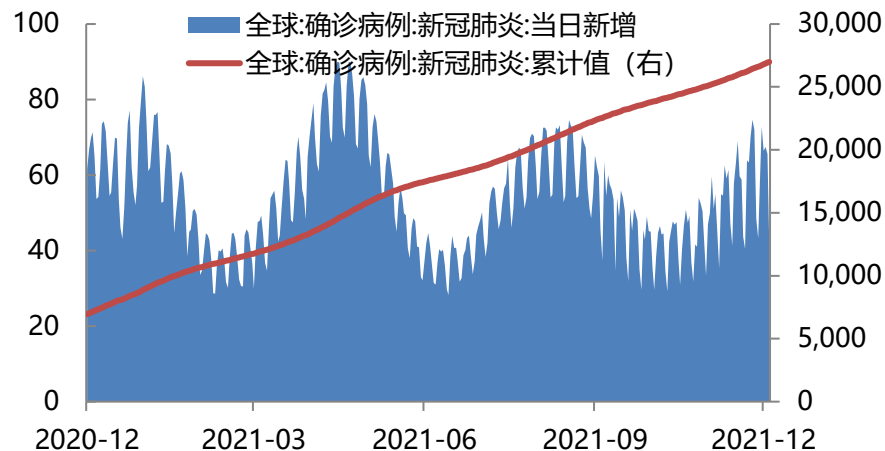
注：数据截止2021年11月16日

2021年国内市场环境：不急转弯和稳中求进

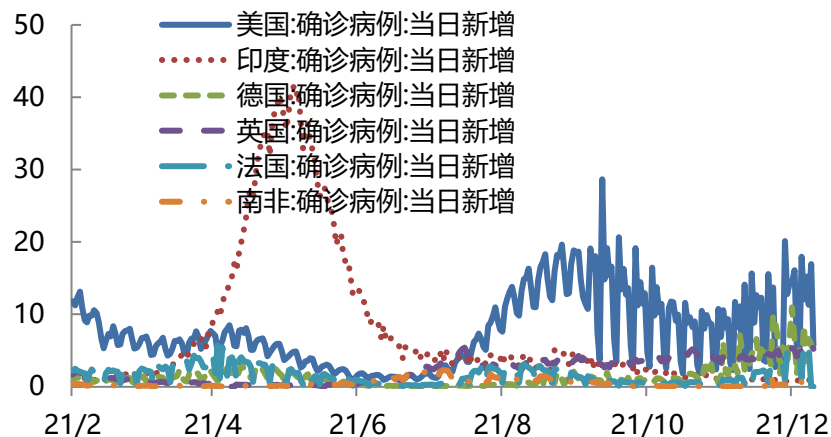
2021年环境总结

大背景	1) 我国经济转型升级期，双减政策、房地产调控政策、三胎政策出台； 2) 后疫情期各项支持政策逐步退出； 3) 全球通胀压力上升；
经济情况	1) 宽松政策退出后经济增速逐渐下降，2021年GDP同比增速预计为 8.5% ； 2) 产业结构调整，地产产业链回调明显，经济下行压力增大；
货币政策	1) 结构性宽松的货币政策，二次降准； 2) 无风险利率整体仍以下行为主； 3) 美联储开始逐步减少购债规模；
财政政策	1) 财政政策超预期，前三季度全国新增减税降费9101亿元； 2) 2021年财政赤字率降至3.2%； 3) 部分地区开展房地产税改革试点工作；
信用环境	1) 整体偏紧但存结构性定向宽松的信用环境； 2) 社融增速低于预期； 3) 房地产融资大幅收紧；
市场风格	1) 一季度白马股迅速去估值； 2) 前三季度周期股一骑绝尘； 3) 四季度市场风格相对平衡；
资金走向	1) 截至11月15日公募基金累计募资额超2.5万亿； 2) 外资和杠杆资金持续流入A股；
资本改革	1) 北交所正式开市； 2) 香港A50股指期货上市； 3) 放开合格境外投资者投资股指期货；

全球当日新增确诊及累计病例（万人）



主要国家当日新增确诊病例（万人）



目 录

1

经济：以我为主，稳中求进

2

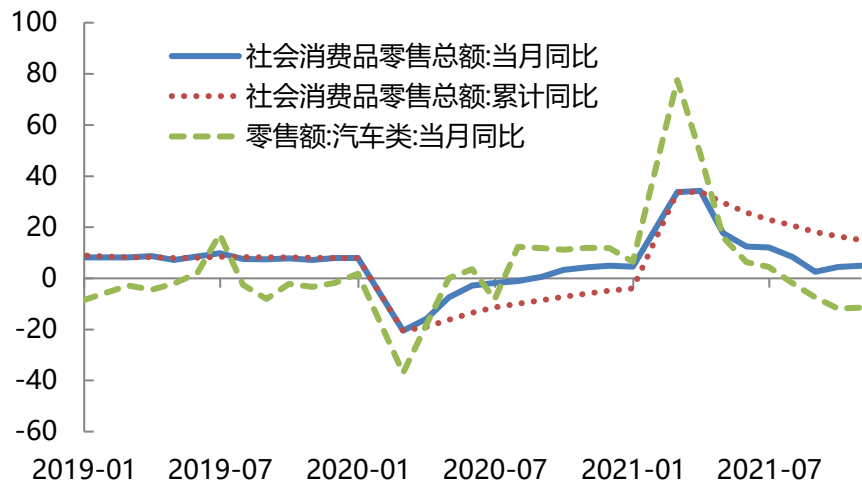
变局：绿色转型，产业升级

3

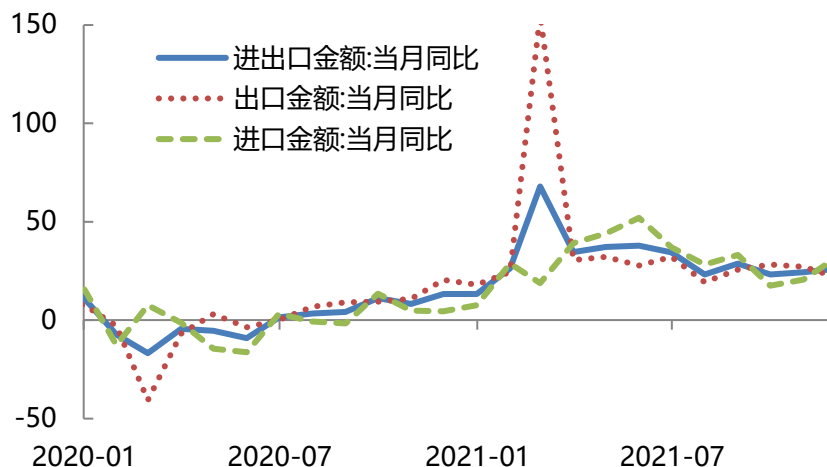
资产：重估确认，分化加剧

经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力

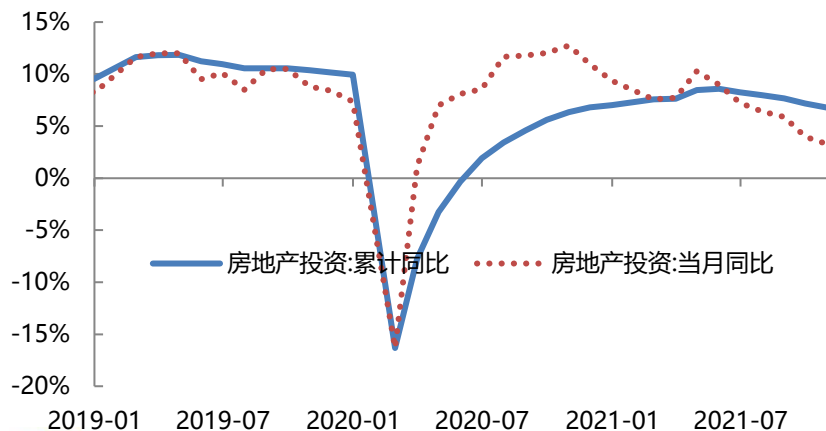
社会消费品零售总额当月及累计同比 (%)



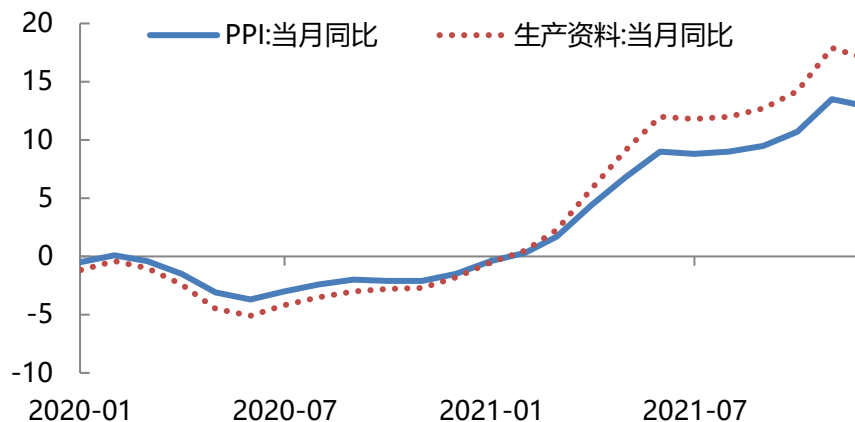
进出口金额当月同比 (%)



房地产投资累计和当月同比 (%)



PPI及分项当月同比 (%)



百年变局加速演进，坚持以经济建设为中心

- 无论国际风云如何变幻，我们都要坚定不移做好自己的事情，不断做强经济基础，增强科技创新能力，坚持多边主义。坚持以经济建设为中心是党的基本路线的要求，必须坚持稳中求进，调整政策和推动改革要把握好时度效，坚持先立后破、稳扎稳打。

2021年重点工作

1、强化国家战略科技力量

- 坚持战略性需求导向，确定科技创新方向和重点

2、增强产业链供应链自主可控能力

- 要加强顶层设计、应用牵引、整机带动，强化共性技术供给

3、坚持扩大内需这个战略基点

- 形成强大国内市场是构建新发展格局的重要支撑

4、全面推进改革开放

- 实行高水平对外开放，推动改革和开放相互促进

5、解决好种子和耕地问题

- 加强种质资源保护和利用，有序推进生物育种产业化应用

6、强化反垄断和防止资本无序扩张

- 加强规制，提升监管能力，坚决反对垄断和不正当竞争行为

7、解决好大城市住房突出问题

- 因地制宜、多策并举，促进房地产市场平稳健康发展

8、做好碳达峰、碳中和工作

- 继续打好污染防治攻坚战，实现减污降碳协同效应

2022年重点工作

1、宏观政策要稳健有效

- 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

2、微观政策要持续激发市场主体活力

- 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

3、结构政策要着力畅通国民经济循环

- 深化供给侧结构性改革，畅通国内大循环，突破供给约束堵点。

4、科技政策要扎实落地

- 要实施科技体制改革三年行动方案，制定实施基础研究十年规划。

5、改革开放政策要激活发展动力

- 推动制度型开放，推动重大外资项目加快落地

6、区域政策要增强发展的平衡性协调性

- 促进东、中、西和东北地区协调发展

7、社会政策要兜住兜牢民生底线

- 统筹推进经济发展和民生保障，健全常住地提供基本公共服务制度

从政策基调来看，经济压力似乎相对较大

2019年

2020年

2021年

2022年

财政政策

- 积极的财政政策要**加力提效**，实施**更大规模的减税降费**，较大幅度增加地方政府专项债券规模。

- 积极的财政政策要**大力提质增效**，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生。

- 积极的财政政策要**提质增效、更可持续**，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障。

- 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**。

货币政策

- 稳健的货币政策要**松紧适度**，保持流动性**合理充裕**，改善货币政策传导机制，**提高直接融资比重**，解决好**民营企业和小微企业**融资难融资贵问题。

- 稳健的货币政策要**灵活适度**，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。

- 稳健的货币政策要**灵活精准、合理适度**，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系。

- 稳健的货币政策要**灵活适度**，保持流动性**合理充裕**。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。

结构性政策

- 强化体制机制建设，**向改革要动力**，深化国资国企、财税金融、土地、市场准入、社会管理等领域改革，强化竞争政策的基础性地位，鼓励中小企业加快成长。

- 坚持以改革开放为动力，推动高质量发展，坚决打赢三大攻坚战，**全面做好“六稳”工作**。

- 加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，要紧紧扭住供给侧结构性改革这条主线，注重需求侧管理。

- 要**深化供给侧结构性改革，重在畅通国内大循环**，要提升制造业核心竞争力，启动一批产业基础再造工程项目，激发涌现一大批**“专精特新”企业**。

社会政策

- 强化**兜底保障**功能，实施**就业优先政策**，确保群众基本生活底线。

- 引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域，促进产业和消费“双升级”。

- 疫情防控要毫不放松抓好“外防输入、内防反弹”工作**，严防死守，确保不出现规模性输入和反弹。

- 要**兜住兜牢民生底线**。健全常住地提供基本公共服务制度。

1、宏观政策转为稳增长，财政助力经济企稳

要以**更大的**宏观政策力度对冲疫情影响，运用**降准、降息、再贷款**等手段，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位

确保宏观政策**落地见效**，保持货币供应量和社融规模合理增长

要抓好各种**存量风险化解和增量风险防范**。政策操作上要更加精准有效，**不急转弯**

保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，**不急转弯**

纠正运动式“**减碳**”，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位

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

2020年
3-4月
政治局

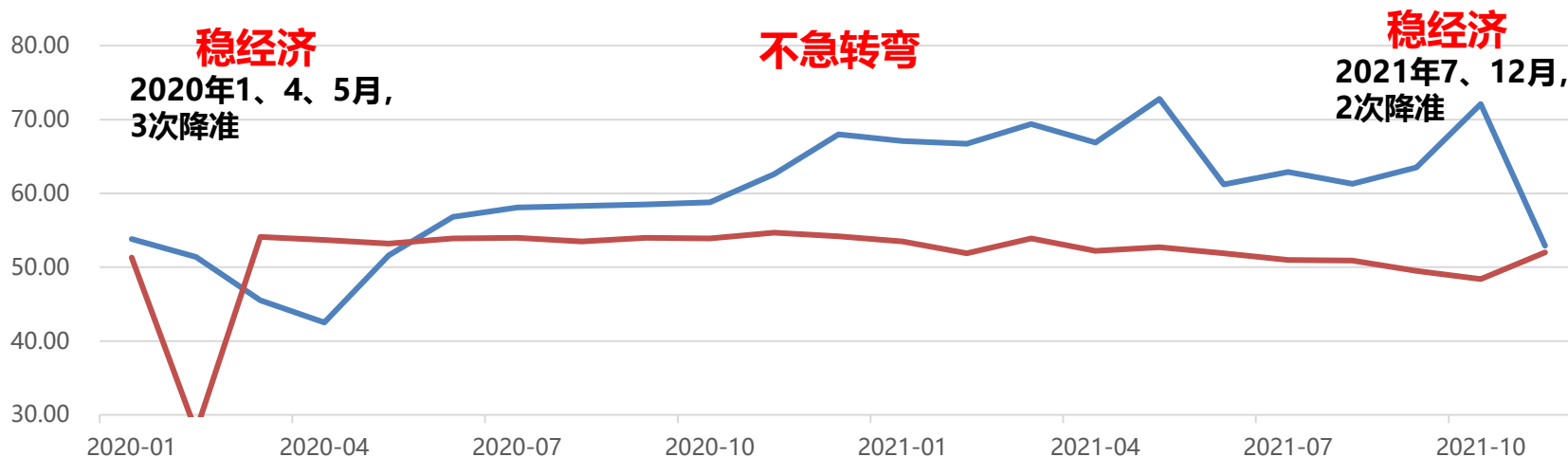
2020年
7月
政治局

2020年
12月
政治局

2021年
4月
政治局

2021年
7月
政治局

2021年
12月
政治局



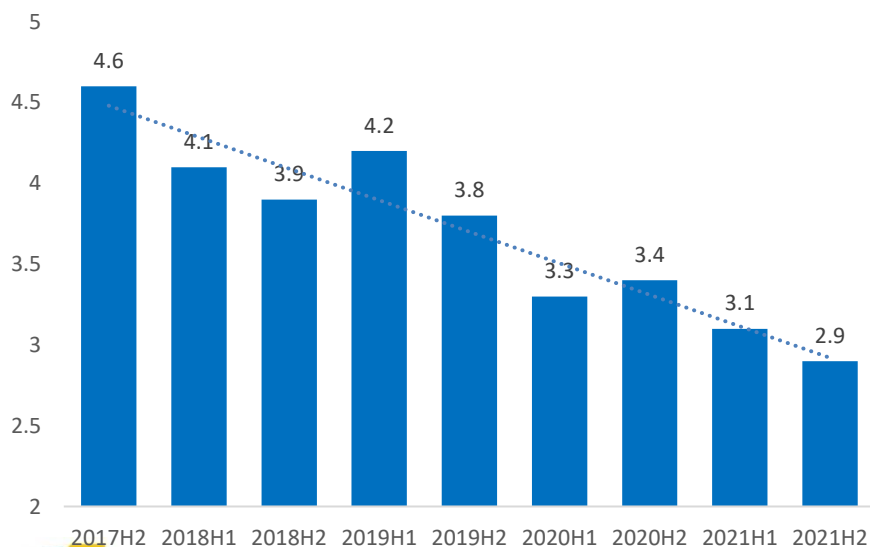
稳定经济基本盘，也就是要稳定房地产

2018年以来地产行业去金融化：资管新规加强表外监管；三道红线约束企业负债率；降杠杆下企业主动去土地库存；疫情延后竣工周期。

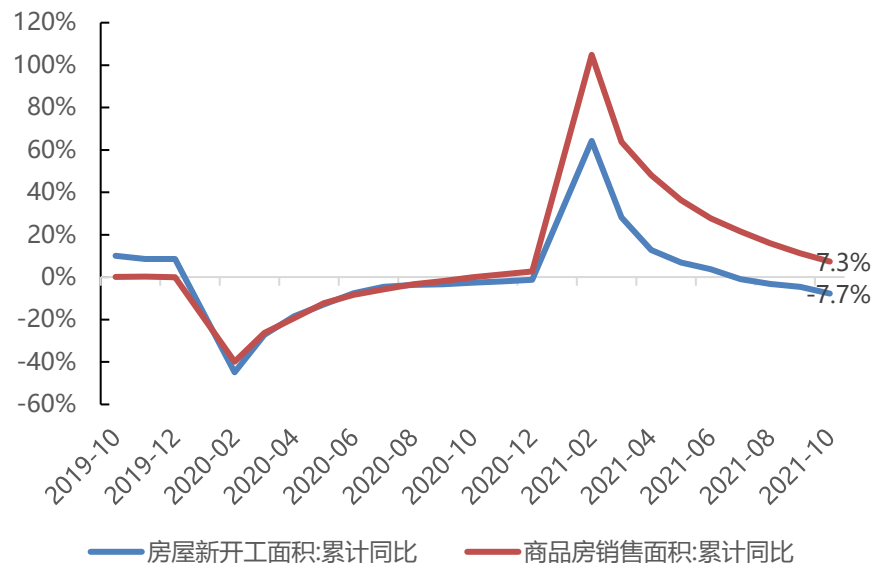
降准并不意外，保障房的建设是重点。房住不炒依然是方向，防范金融风险、稳定经济基本盘是明年上半年的重点。

- 以经济高质量发展化解系统性金融风险
- 本轮经济下行压力加大的政策源头是地产和政府债务管控导致投资需求弱

房地产去化周期始于3年前



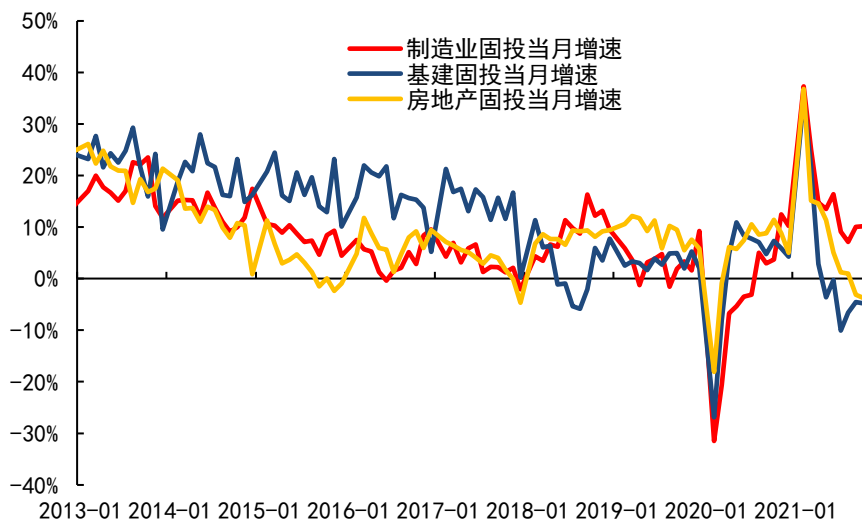
新开工和销售同比全线回落



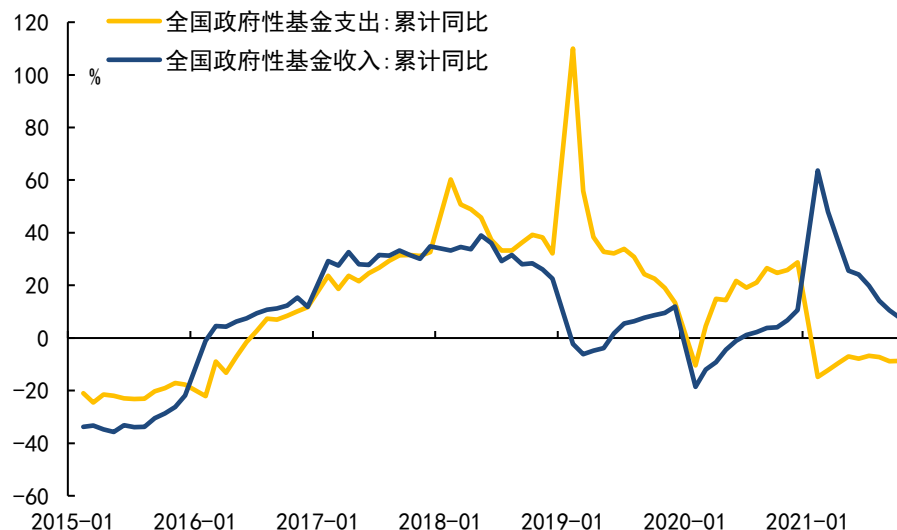
跨周期调控下，也需要基建蓄力托底需求

- **在三大固定投资完成额增速中，基建今年的增速明显拖累整体。** 2021年1-10月基建累计增速1%，10月当月同比增速-4.8%，基建的疲弱与今年财政支出进度偏慢有较大关系。
- **财政支出增速明显慢于收入。** 2021年前10个月政府性基金收支累计增速分别为7.7%和-8.7%，在专项债穿透式监管和财政后置的导向下，今年的财政结转结余将为明年基建提供更大的发力空间。

基建增速2021年乏善可陈



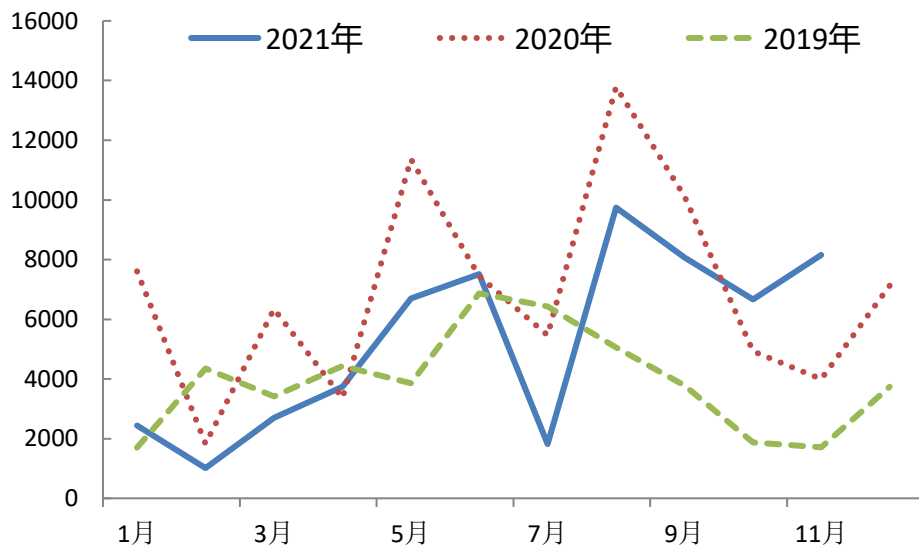
政府基金支出进度慢于收入



2、地方债前置发行，适度超前开展基础设施投资

- **2022年地方债前置发行。**中央经济工作会议要求明年经济工作要稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。目前，2022年提前批专项债2.19万亿已经下达，带动扩大有效投资。
- **适度超前开展基础设施投资。**2021年9月，刘副总理表示要适度超前进行基础设施建设，优化资源和服务供给，保护公平竞争，反对垄断，同时在乌镇峰会上强调将大力加强新型基础设施建设。“十四五”中明确新基建一是建设以数字化基础设施为主的基础设施；二是对传统基础设施的改造。

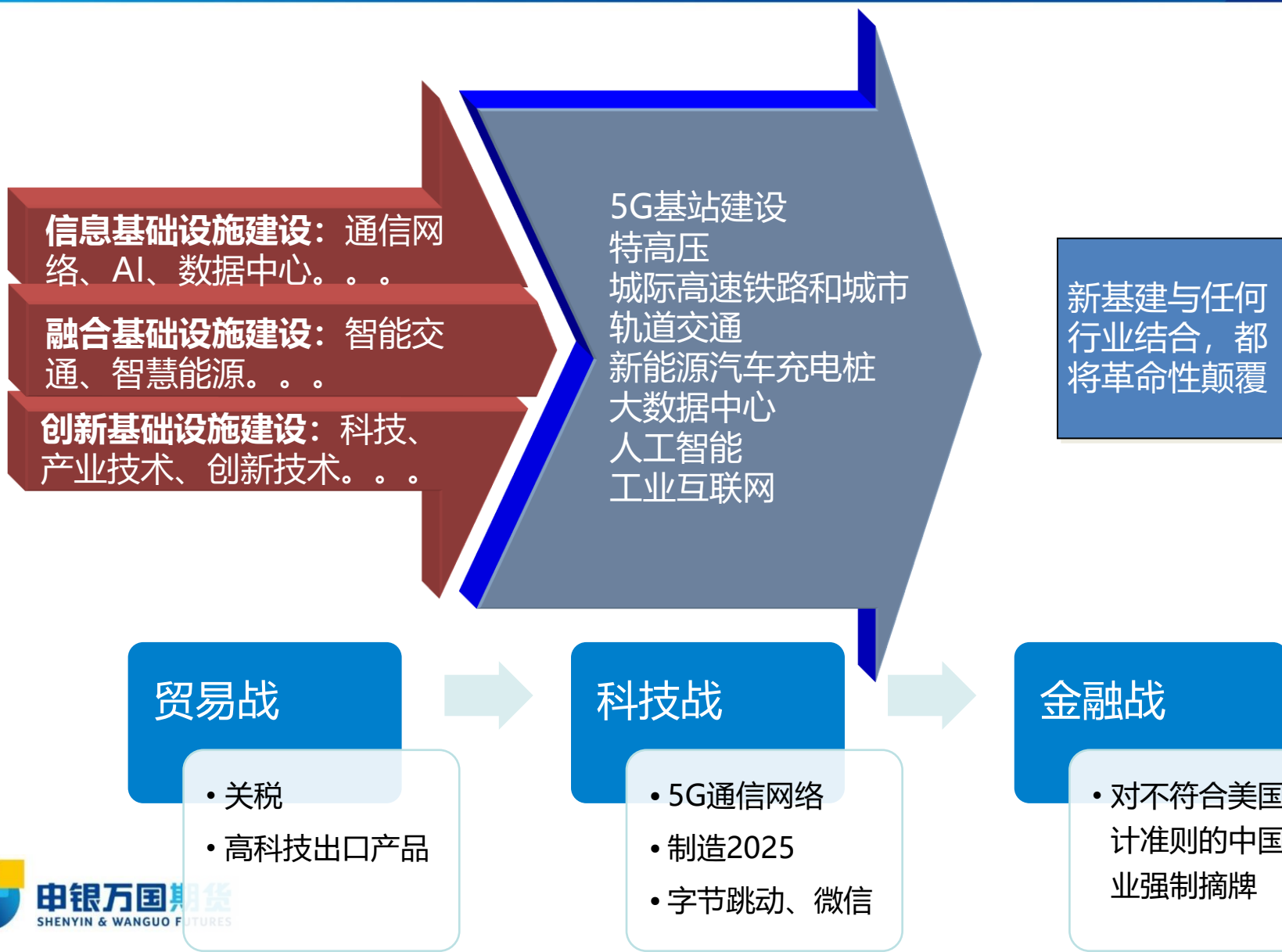
政府债券当月净融资规模（亿元）



近年新增专项债提前批下达情况

批次	下达时间	下达额度	下达额度占比
2019年提前批	2018年12月	0.81万亿	60.0%
2020年提前批	2019年11月	1万亿	46.5%
2021年提前批	2021年3月	1.77万亿	47.2%
2022年提前批	2021年12月	2.19万亿	60% (预估)

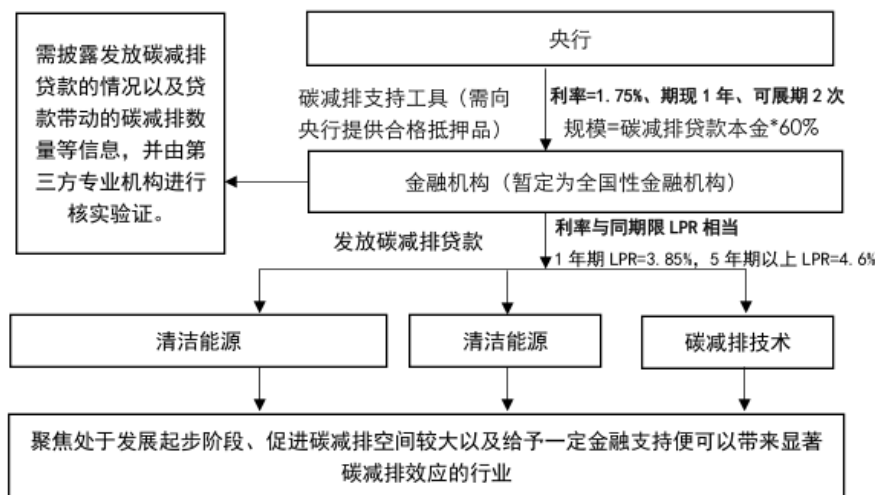
新基建是加速内循环的基础，也是科技战焦点



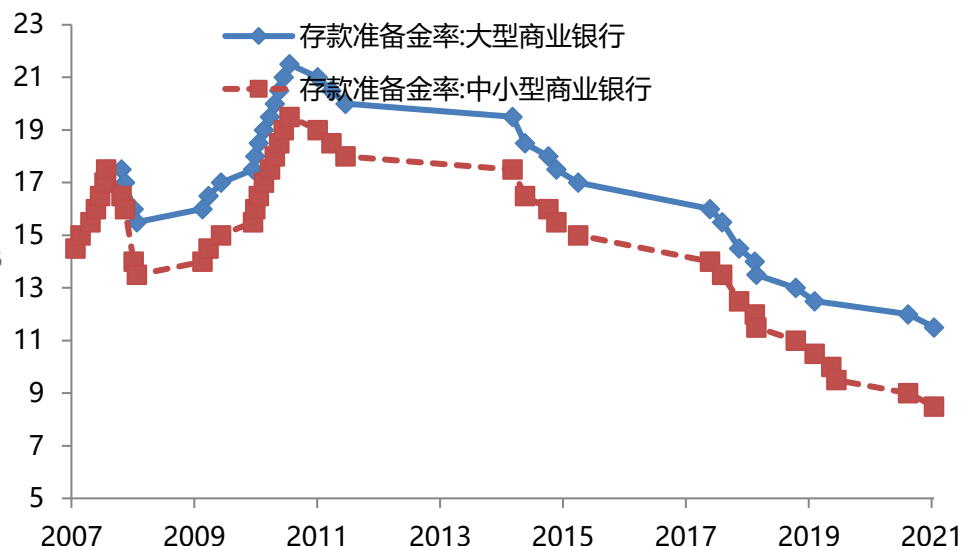
3、货币政策定向为主，发挥结构性工具作用

- **流动性将保持合理充裕。**中央经济工作会议要求明年经济工作要稳字当头、稳中求进。2022年保持流动性合理充裕甚至略宽松是央行大概率的选择。
- 11月8日，央行创设**结构性货币政策工具。碳减排支持工具**额度6000-9000亿元，预计分两年使用。采取“先贷后借”的直达机制，按贷款本金的60%向金融机构提供资金支持，利率为1.75%，期限1年，可展期2次。一定程度上起到了结构性降准与降息的效果，具有“补缺口、降成本、调结构”的功能整体效果类似于定向再贷款。

先借后贷直达机制流程



商业银行存款准备金率走势 (%)



4、畅通国民经济循环，促进要素自主有序流动

《中共中央 国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》：深化要素市场化配置改革，促进要素自主有序流动，提高要素配置效率，进一步激发全社会创造力和市场活力，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革

01

土地要素

城乡统一的建设用地市场
产业用地市场化配置改革
盘活存量建设用地
完善土地管理体制

02

劳动力要素

户籍制度改革
社会性流动渠道
技术技能评价制度
人才引进力度

03

资本要素

股票市场基础制度
发展债券市场
有效金融服务供给
有序扩大金融业对外开放

04

技术要素

职务科技成果产权制度
科技创新资源配置方式
技术转移机构和技术经理人
技术要素与资本要素融合
国际科技创新合作

05

数据要素

政府数据开放共享
社会数据资源价值
数据资源整合和安全保护

要素市场化
配置综合改
革试点

全面实行
股票发行
注册制

国企改革
三年行动
任务

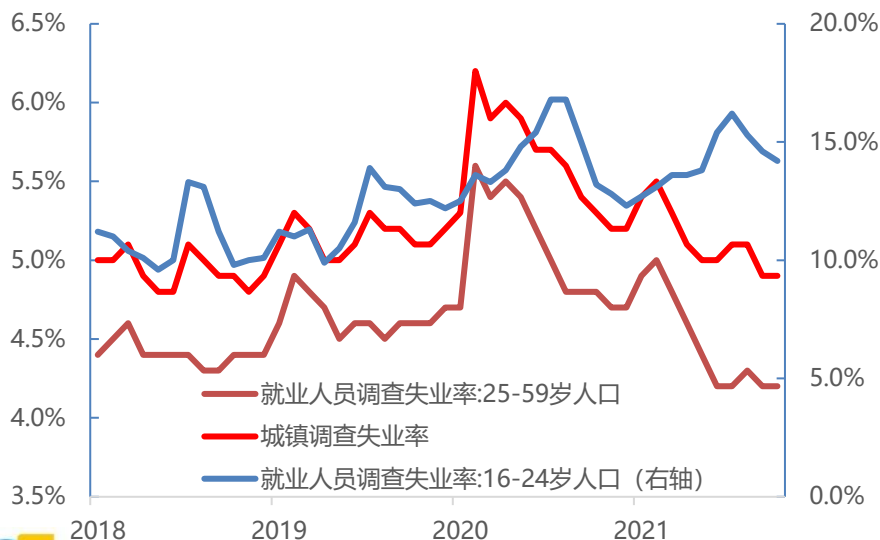
自然垄断
行业改革

各地因地制
宜、主动改
革

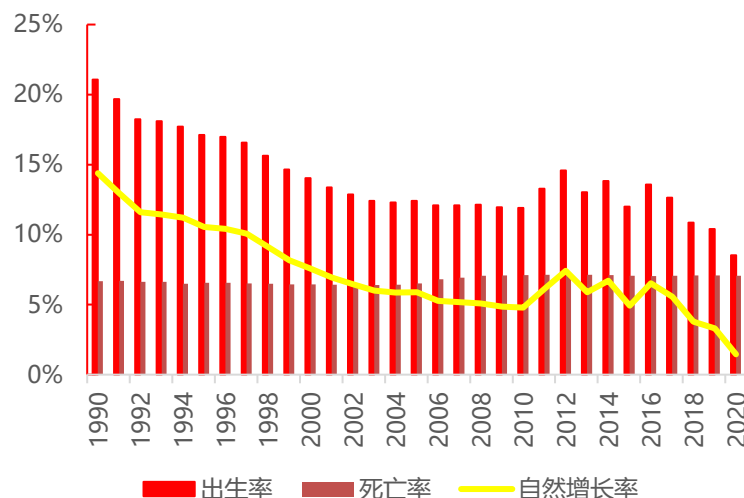
5、社会政策要兜住兜牢民生底线

- **1、青年就业问题：**解决好高校毕业生等青年就业问题，健全灵活就业劳动用工和社会保障政策。
- **2、新的生育政策：**《中国统计年鉴2021》，2020年全国人口出生率为8.52‰，人口自然增长率仅为1.45‰，结婚登记数量自2014年以来连续7年下降，2021年前三季度共有588.6万对新人登记结婚，较2020年同期继续回落。第七次人口普查：2020年我国65岁以上人口占比已经达到13.5%，较2010年提高了4.6个百分点，人口老龄化程度进一步加深。

失业呈现年轻化特征



自然增长率达到历史低点



宏观展望：以我为主，政策托底，经济软着陆

	通胀周期	信贷周期	企业周期	政府调节周期
当前位置	基本见顶	逐步见底	内部分化	逐步见底
拐点	2022回落	2022年中向上		2022上半年向上
整体判断	<p>1、通胀：海外输入性通胀已经回落，大宗商品价格回落，PPI环比见顶，预计12月整体通胀见顶。综合来看：猪肉价格一季度末恢复，疫情扰动再度拖累海外供应链复苏</p> <p>2、地产：地产调控边际放松，“三道红线”维持但央行开始纠偏，地产部分数据预计缓和。综合来看：降准+定向降息下明年宽信用可能提前。</p> <p>3、行业：上下游分化，下游需求较难复苏，与供给相关的行业复苏，上游周期回落。综合来看：中小企业和专精特新仍是政策照顾对象。</p> <p>4、国内政策“以我为主”：今年人民银行已经作了前瞻性政策安排，降低了美联储等发达经济体央行政策调整可能带来的外溢冲击。外汇储备充足、经常项下盈余，有能力应对美联储Taper的外溢效应。政府调节周期：稳杠杆预计放松，宽信用明年起航。基建年初形成实物工作量。</p> <p>综合来看：明年上半年政策稳增长为主。</p>			

2022年中国经济：上半年稳增长，下半年求发展

经济基本盘

宏观政策：不将地产作为短期刺激手段，推进保障性住房建设，支持商品房市场合理住房需求

金融政策：降准、定向降息

化解风险：恒大事件为个案，广东省派驻工作组

经济保5

绿色经济

宏观政策：纠正运动式减碳、先破后立

金融支持：碳减排工具&清洁能源再贷款

产业转型

中美关系

经济合作：加强双边经贸合作，考虑关税减免

政治对抗：美国外交抵制冬奥会

中国台湾：美国以台制华，中美嘴仗升级

三条底线

社会问题

共同富裕：扎实推动全社会共同富裕

人口问题：出生率断崖，人口老龄化加剧

就业问题：毕业生突破千万，总需求恢复较慢

共同富裕

目 录

1

经济：以我为主，稳中求进

2

变局：绿色转型，产业升级

3

资产：重估确认，分化加剧

五个正确认识和把握，指明了变局的方向

➤进入新发展阶段，我国发展内外环境发生深刻变化，面临许多新的重大理论和实践问题，需要正确认识和把握。

共同富裕

资本

初级产品

防范化解
重大风险

碳达峰
碳中和

首先要把“蛋糕”做大做好，然后把“蛋糕”切好分好

要为资本设置“红绿灯”，依法加强对资本的有效监管，防止资本野蛮生长

推进资源全面节约、集约、循环利用；倡导简约适度、绿色低碳的生活方式

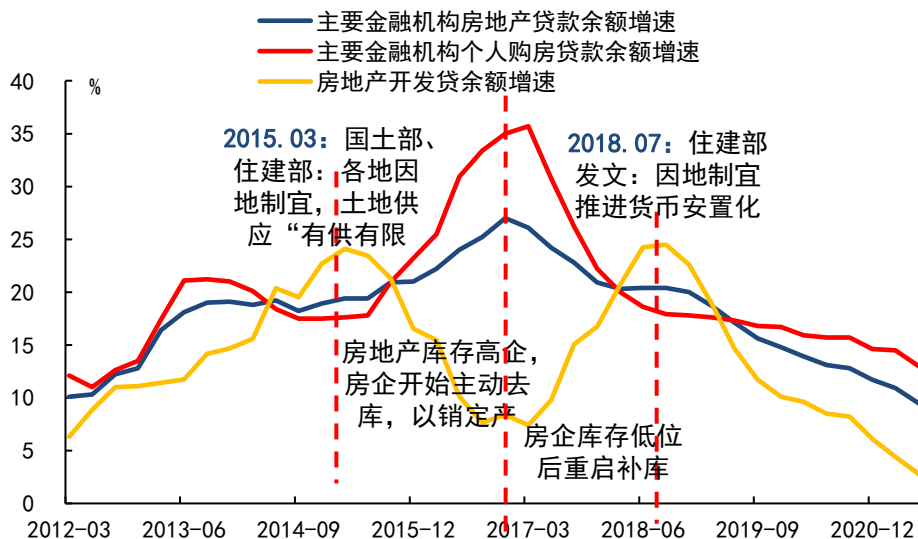
稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹的方针

要坚定不移推进，但不可能毕其功于一役

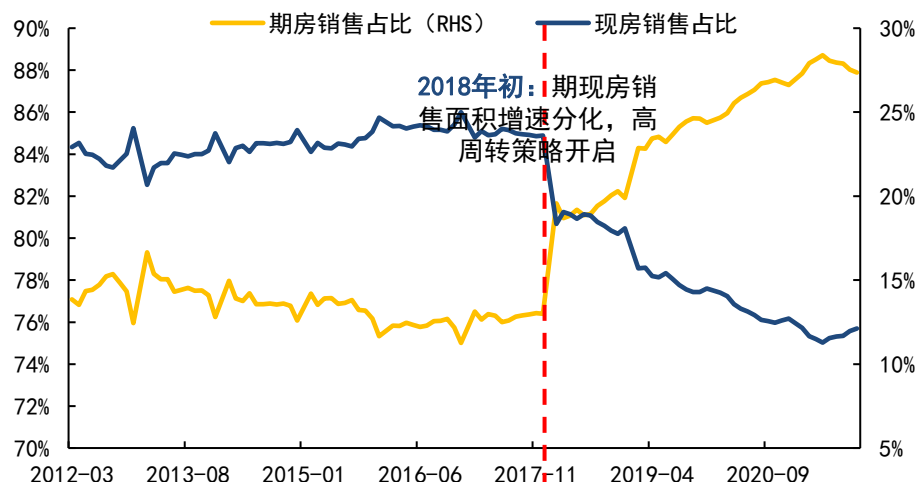
变局1：地产金融深度融合，房住不炒与控制风险

- **坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位。**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。可能出台居民房贷以及房企开发贷放松政策，但主要聚焦于保障房供给放松。
- 2015年3月，国土资源部、住建部提出土地供应因地制宜“有供有限”，房企圈地式扩张的模式步入尾声，房企开始主动去库，房地产开发贷余额增速明显放缓，但整体房地产贷款没有明显缩量。
- 需求端，**2015年底的棚改进一步加速了去库进程。**使得土地、房产、资金在政策、居民、房企三者间的闭环流转更加快速。**随着货币化安置比例在2017年达到峰值，房企的外部融资开始整体收紧，为了应对外部融资渠道收窄的现实以及达到规模扩张的目的，房企开启了高周转策略。**

地产资金来源及行为逻辑变动



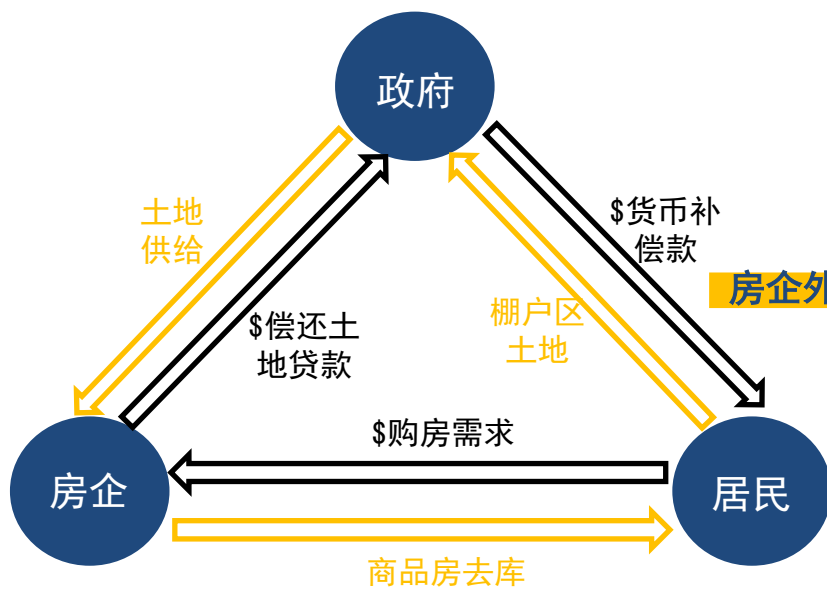
外部资金受限导致高周转策略



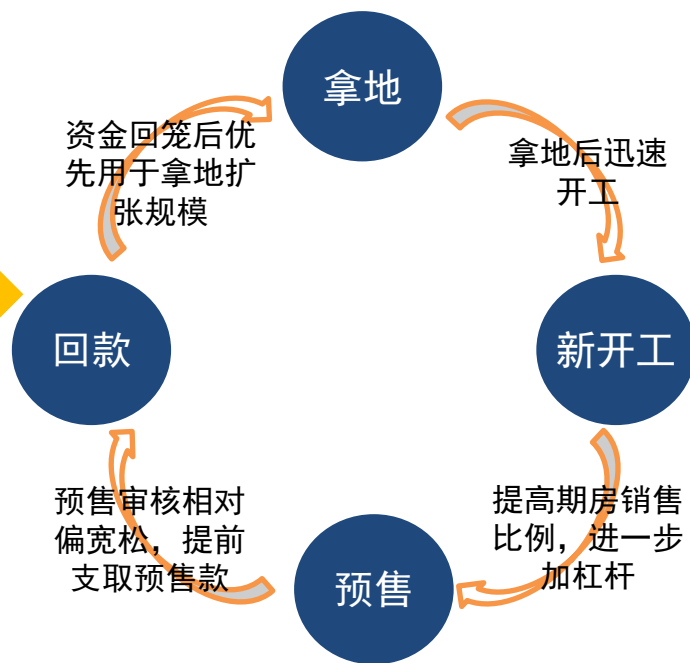
地产流动性问题：三道红线限制地产高周转模式

- 在高周转策略下，从拿地到回款的时间周期明显缩短，销售增速和新开工增速走势分化。房企凭借提前支取预售款和抬高期房销售比例两大手段加杠杆实现规模扩张。
- **2020年8月份“三道红线”政策的出台限制了这一高周转模式的杠杆上限。**

2016-2017棚改政策下钱、地、房流转模式

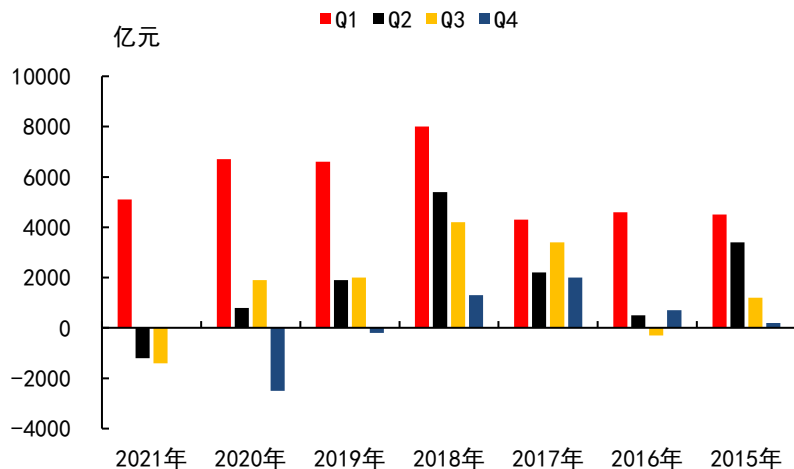


房企高周转模式下加杠杆扩规模

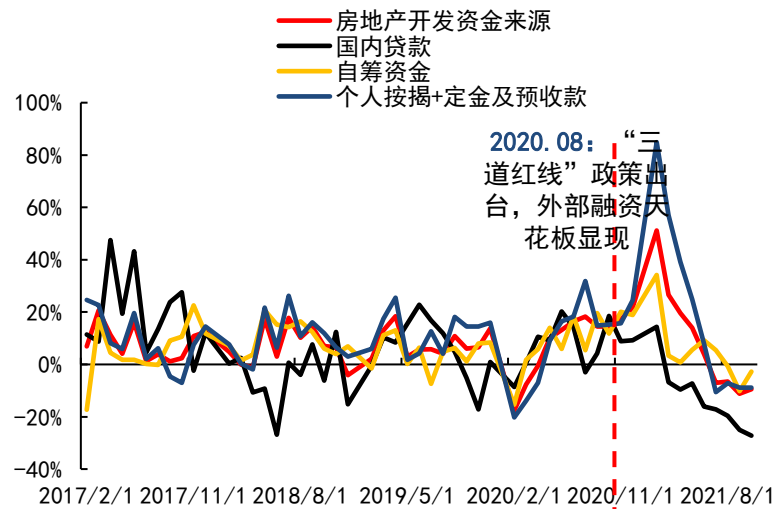


地产流动性问题：销售和融资同时收紧

净新增房地产开发贷规模明显缩减



三道红线进一步削减外部融资空间

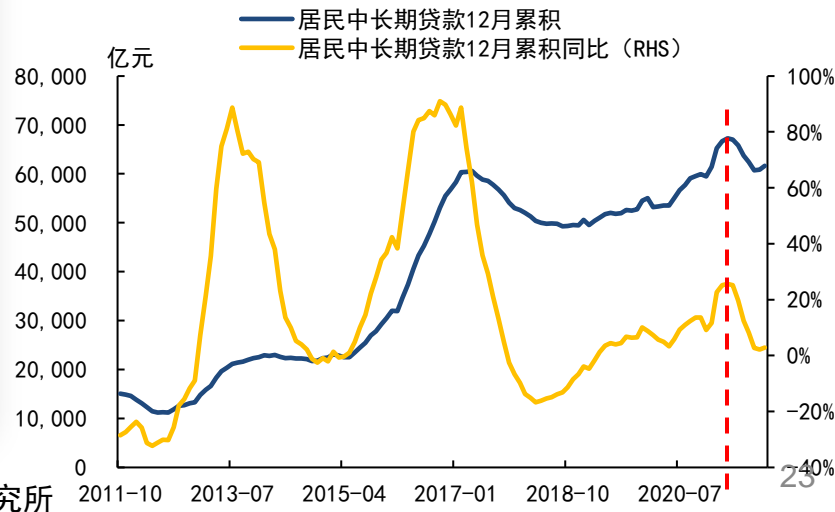


■ **“三道红线”和贷款两集中管理，地产企业销售端和融资端的现金流出现了明显恶化。今年前3季度，净新增房地产开发贷同比减少1400亿元。**

■ 房地产资金来源分项同比增速2020年先后转负，降幅最大的国内贷款10月单月同比降幅27%。

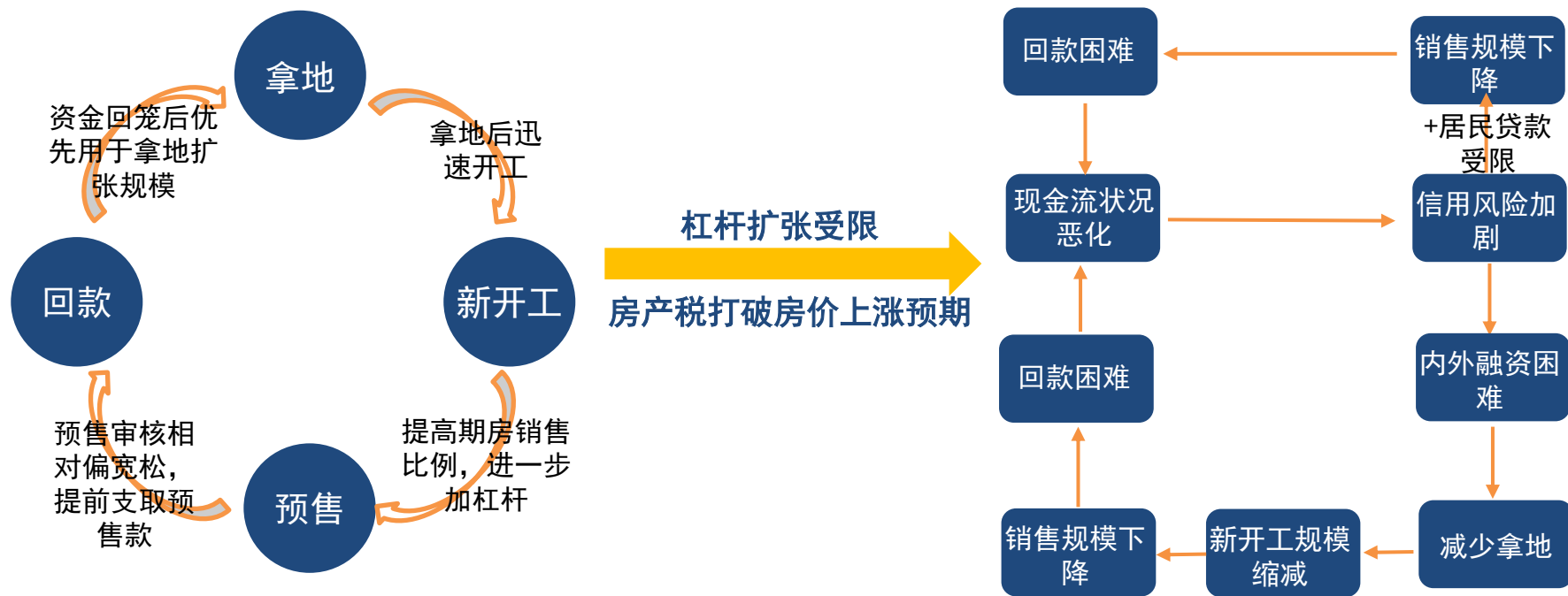
■ 居民端购房的杠杆也受到了限制，贷款利率及首付比例的抬高，以及放款周期的拉长使得居民中长期贷款的增速在今年下半年进入负值区间。

地产需求端流动性同步收紧



地产流动性问题：杠杆扩张受限及房价上涨预期弱化

高周转模式被打破，信用危局中地产陷入闭环负反馈

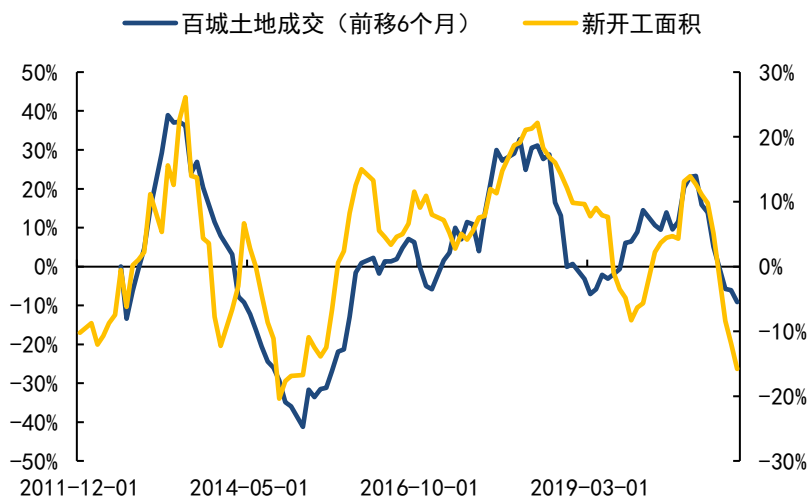


数据来源：申万期货研究所

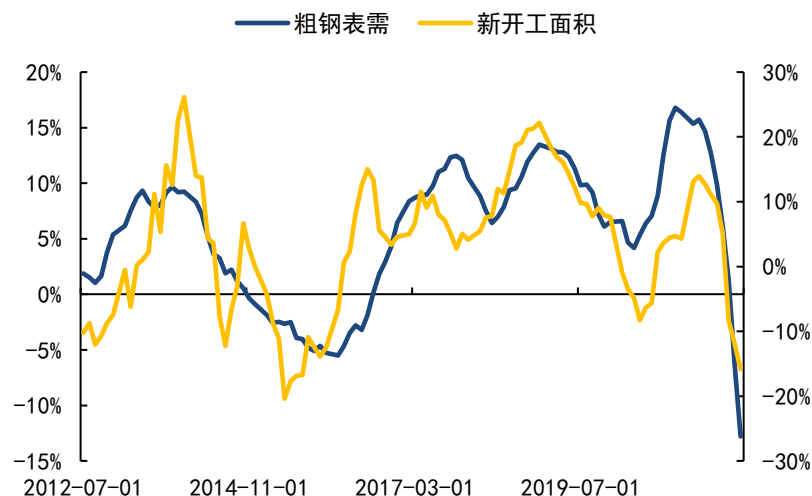
地产流动性问题：地产需求中长期见顶难改

- 在现金流吃紧、房企信用受损、房价永远上涨的预期转向后，缺钱-减少拿地-新开工下降这一条逻辑路径在2021年5月以后愈演愈烈。10月新开工面积33%的坍塌式下滑。
- 于此同时，从新开工的领先指标（6个月）拿地环节来看，百城土地成交面积增速在2020年9月见顶，2021年3月新开工面积也见顶回落。

拿地积极性下降拖累远期新开工



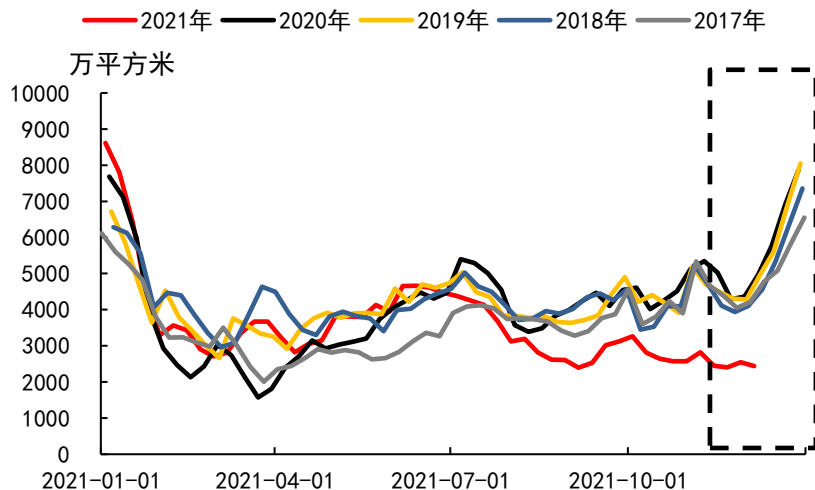
新开工面积下滑导致粗钢需求崩塌



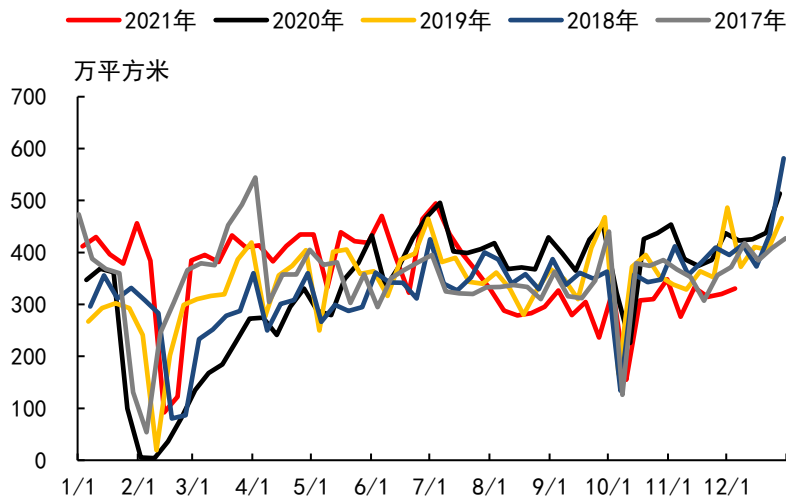
数据来源：Wind, Mysteel, 申万期货研究所

地产流动性问题：地产需求中长期见顶难改

房企拿地积极性并未抬头

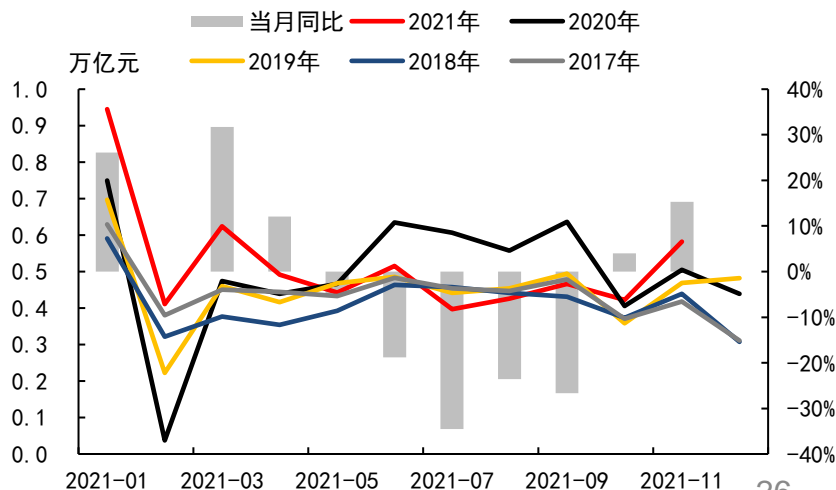


30大中城市周度商品房成交面积



- 拿地层面，目前百城口径拿地面积同比去年下滑幅度超过50%，未见到明显的抬头迹象。
- 销售层面，30大中城市商品房成交面积的降幅仍然在20%附近，一线、二线城市的成交出现了边际好转，但三线城市降幅仍然超过50%。
- 中长期贷款增速的转正或与前期挤压的贷款短期释放有关，持续性仍需观察。

居民中长期贷款增速仍需观察



变局2：能耗双控压力重重，绿色转型能否加速

- 2021年3月，**中央财经委第九次会议：实现碳达峰、碳中和是一场广泛而深刻的经济社会系统性变革。**广泛意味着影响范围覆盖各行各业；深刻意味着不只是能源变革，是生产方式乃至国际秩序巨变；经济社会系统性变革理解为根本上改变现有的经济社会形式。

政策文件	“十四五”目标	中期目标	长期目标
《关于完整全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作意见》	2025年，单位GDP能耗比2020年下降13.5%；单位GDP二氧化碳排放比2020下降18%；非化石能源消费币种达到20%左右	2030年，单位GDP能耗大幅下降，单位GDP二氧化碳排放下降65%以上，非化石能源达到25%左右	1推进全面绿色转型；2深度调整产业结构；3加快推进清洁低碳高效能源体系；4提升城乡建设绿色低碳发展质量
《2030年前碳达峰行动方案》	产业结构和能源结构调整优化取得明显进展了煤炭消费增长得到严格限制，加快构建新型电力系统	“十五五”期间产业结构调整取得重大进展，清洁低碳安全高效的能源体系初步建立，重点耗能行业能源利用效率达到国际领先	1.能源绿色低碳转型行动；2节能降碳增效行动；3工业领域碳达峰行动；4城乡建设碳达峰行动；5交通运输绿色低碳行动...

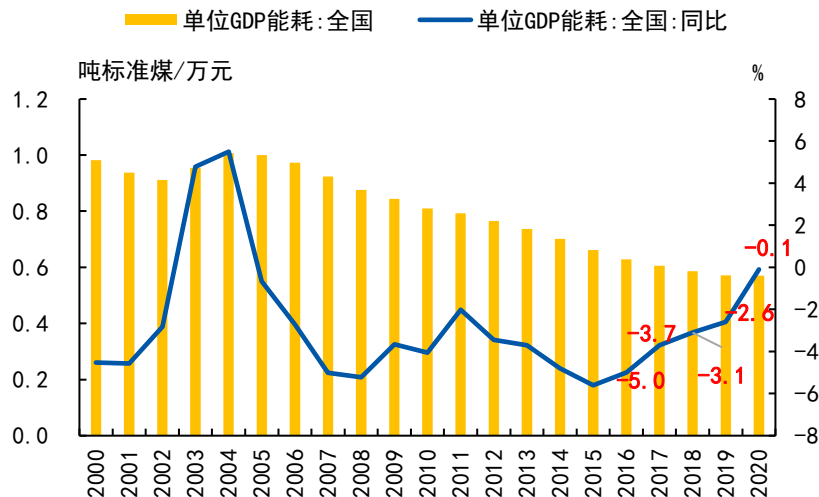
各地区能耗双控限产压力指数

红/黄灯 加权	能耗强度			能耗总量			限产迫切指数		
	2021年上半年	2021年1季度	2020年前3季度	2021年上半年	2021年1季度	2020年前3季度	2021年上半年	2021年1季度	2020年前3季度
华北	1	1	2	0	0	2	1.5	1.5	5
东北	2	2	4	0	0	0	3	3	6
华东	7	6	3	6	7	4	16.5	16	8.5
华中	1	1	0	2	2	0	3.5	3.5	0
华南	6	6	6	6	6	3	15	15	12
西南	2	2	0	1	1	0	4	4	0
西北	9	8	5	6	2	2	19.5	14	9.5
合计	28	26	20	21	18	11	63	57	41

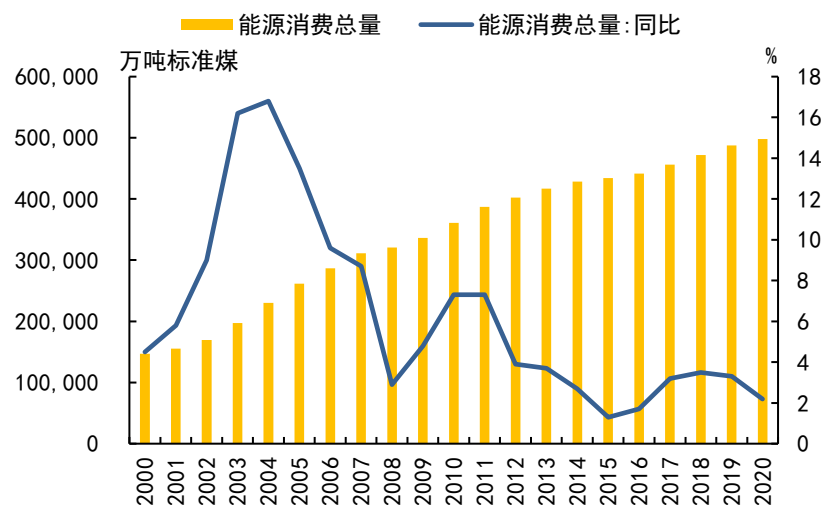
(1) 出口高增长推动制造业，但也增加了能耗

■ 问题1：能耗双控强度未变，为何今年完成难度加大？

单位GPD能耗

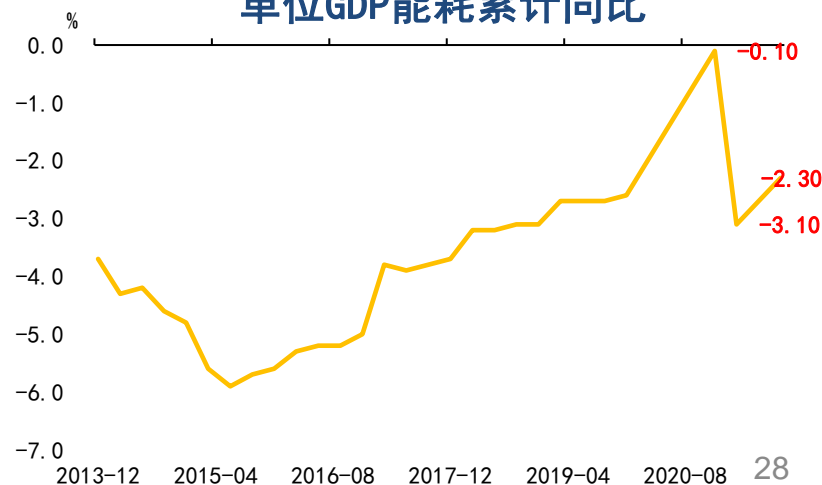


能耗总量



- 单位GPD能耗强度：2020年比2015年下降15%。2020年万元能耗强度0.57吨标准煤，2016年同期数据0.66吨标准煤，同比下降13.7%。
- 能源消费总量：控制在50亿吨以内，2020年能源消费总量49.8亿吨。
- 2020年全年单位GPD能耗累计同比降幅0.1%，2021年前3季度累计同比降幅2.3%。2015-2019年的年平均降幅为4%。

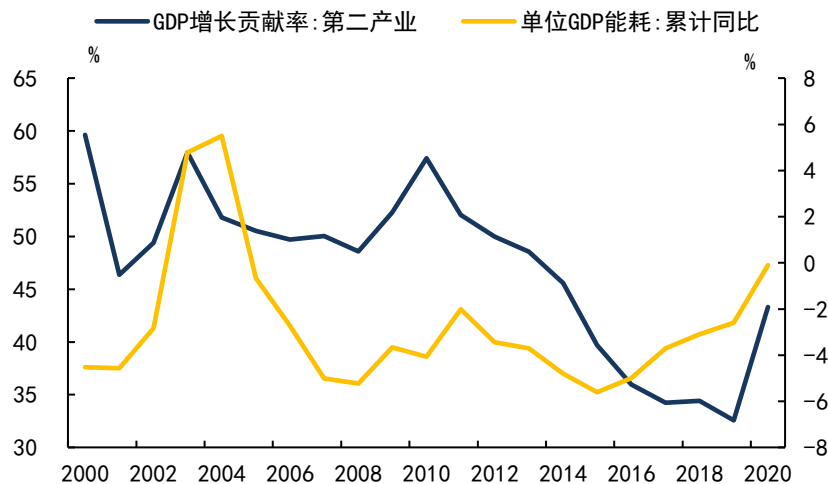
单位GPD能耗累计同比



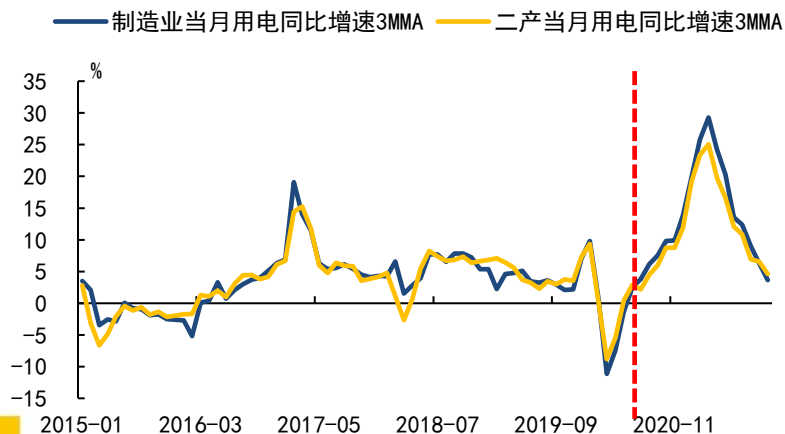
出口高增长推动制造业，但也增加了能耗

■ 问题1：能耗双控强度未变，为何今年完成难度加大？

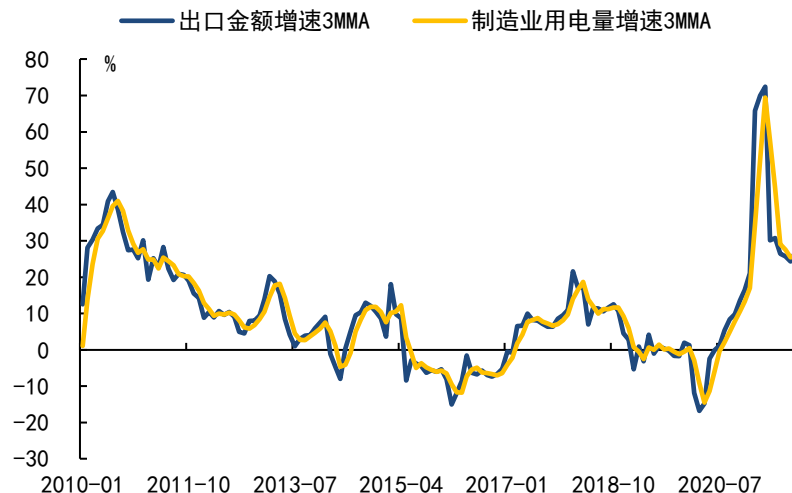
二产高增速推动单位能耗增长



制造业用电增速整体高于二产用电增速



出口同比高增长带来制造业耗能激增



- 单位GDP能耗强度与各个产业对GDP的贡献比重有较高的相关性，2020年开始疫情扰动下，三产服务业受到严重打击，第二产业对GDP的拉动明显加快，**2020年第二产业43.3%的贡献率为近五年最高水平。**
- 由于疫情对全球供应链的扰动，**今年1-10月出口额同比去年保持了30%的高增速，带动了制造业耗能的高增长**，制造业用电量占到全社会用电比重的50%。

(2) 能源革新推动产业升级，先立后破是原则

■ 问题2：“碳达峰碳中和”的大框架下，如何实现先立后破

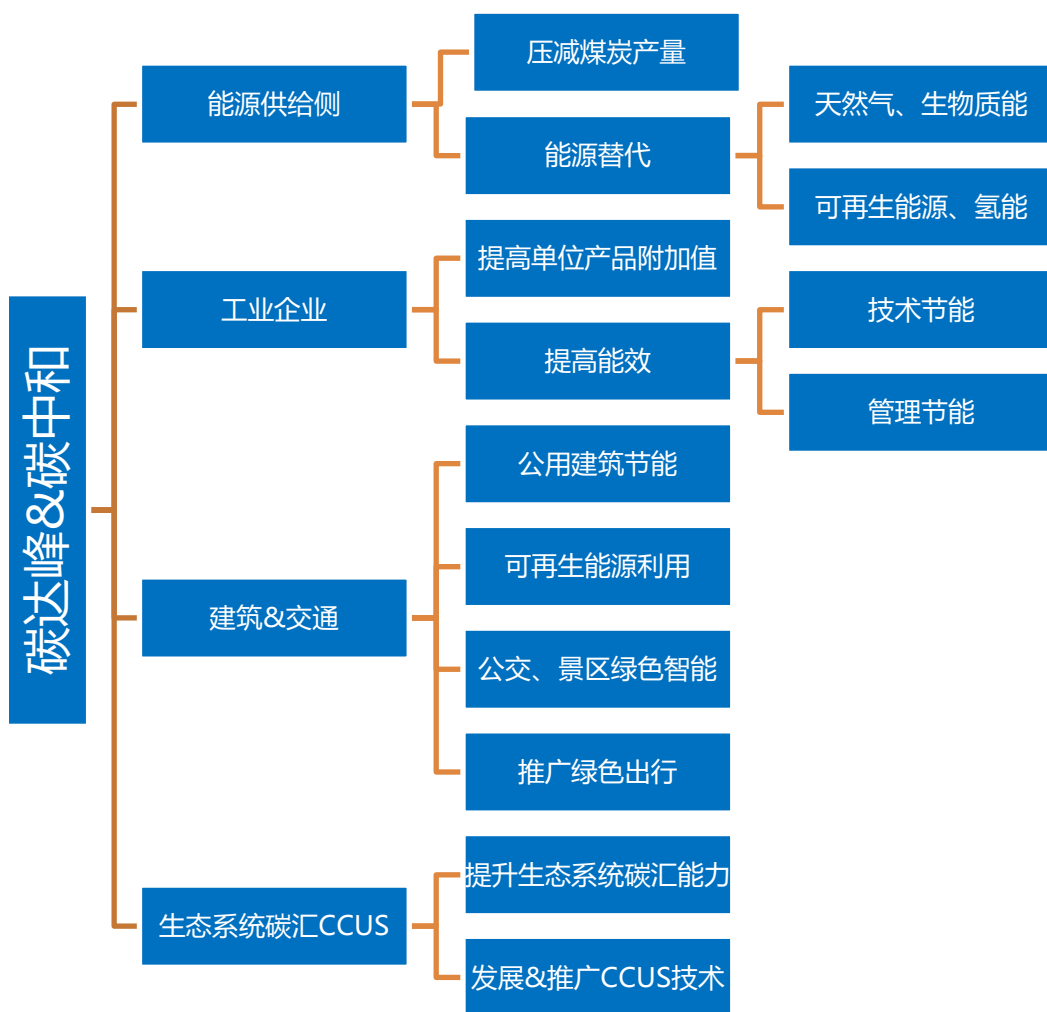
能源领域类排放主要分为能源工业、制造业和建筑业、交通运输业和其他行业的排放。

- **能源工业碳排放**主要指生产电力而产生的碳排放，约40亿吨，占温室气体排放的35%，实现电力行业碳中和路径：（1）逐步退出煤电；（2）发展风能、水能、太阳能、核能、生物质能等；（3）在部分既有化石燃料电厂加装CCS装置。
- **制造业节能增效**：电力的70%用于工业，钢材、水泥、平板玻璃、电解铝即是高排放行业，又是产能严重过剩行业。
- **建筑业电气化改造**：来组用电、供暖/供冷、供热水和炊事。
- **交通运输发展新能源汽车和电池技术**：主要消耗液体化石燃料。

2014年中国温室气体排放构成（亿吨CO₂e）

	二氧化碳	甲烷	氧化亚氮	氢氟碳化物	全氟化碳	六氟化硫	合计
1、能源活动	89.25	5.20	1.14	N/A	N/A	N/A	95.59
2、工业生产过程	13.30	0.00	0.96	2.14	0.16	0.61	17.18
3、农业活动	N/A	4.67	3.63	N/A	N/A	N/A	8.30
4、废弃物处理	0.20	1.38	0.37	N/A	N/A	N/A	1.95
5、土地利用、土地 利用变化和林业	-11.51	0.36	0.00	N/A	N/A	N/A	-11.15
总量（不包括 LULUCF）	102.75	11.25	6.10	2.14	0.16	0.61	123.02
总量（包括 LULUCF）	91.24	11.61	6.10	2.14	0.16	0.61	111.87

传统行业补充绿能，技术赋能构建双碳路径



能源领域绿色转型：

- ❑ **煤炭**：“十四五”时期严格合理控制煤炭消费增长，“十五五”时期逐步减少
- ❑ **煤电**：合理控制煤电建设规模和发展节奏
- ❑ **水电**：“十四五”、“十五五”期间分别新增水电装机容量4000万千瓦左右

新能源占比进一步提升：

- ❑ 2030年，风电、太阳能发电总装机容量达到12亿千瓦以上；
- ❑ 2025年，中国加氢站的建设目标为至少1000座

工业节能增效于碳达峰并行：

- ❑ 2025年前，钢铁行业实现碳排放达峰；2030年，钢铁行业碳排放量较峰值降低30%
- ❑ 2030年，当年新增新能源、清洁能源动力的交通工具比例达到40%左右

(3) 高排放和产能过剩行业仍是碳达峰的关键

■ 问题3：“碳中和”的大框架下，2022年能耗双控将以何种形式推进？

■ 国务院《2030年前碳达峰行动方案》到2025年：

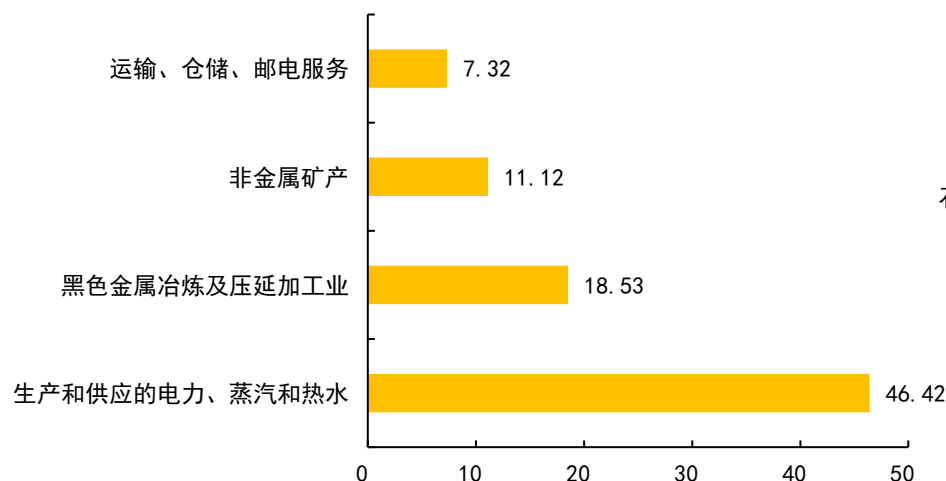
- 非化石能源消费比重达到20%左右
- 单位国内生产总值能源消耗比2020年下降13.5%
- 单位国内生产总值二氧化碳排放比2020年下降18%。

■ 控制碳排放为最终目的，能耗双控为实施手段。

■ 单位GDP碳排放和单位GDP能耗两手抓，碳排放量减量替代或掣肘置换产能投放。

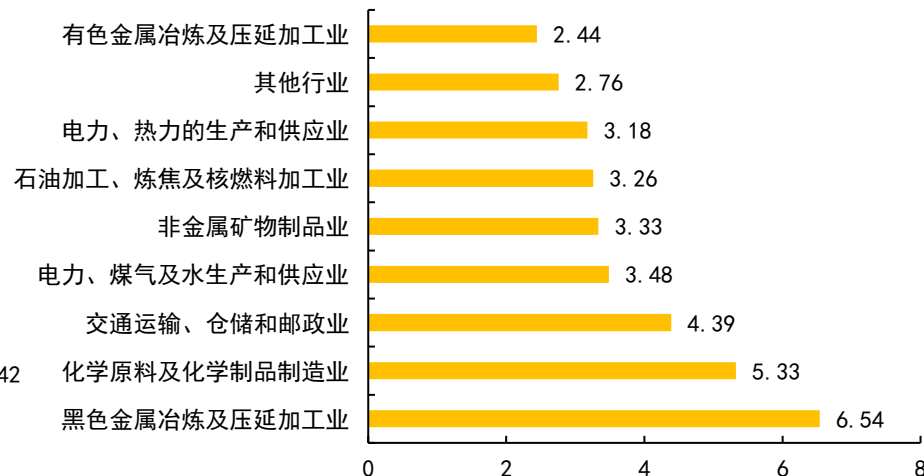
主要碳排放部门

亿吨二氧化碳



主要耗能部门

亿吨标准煤



■ 2019年黑色金属冶炼压延加工业碳排放量46.42亿吨，耗能6.54亿吨，在各个部门中分别排名第2和第3，占比19%和13.4%。

高排放和产能过剩行业仍是碳达峰的关键

■ 问题2：“碳中和”的大框架下，2022年能耗双控将以何种形式推进？

■ 从控制能耗和碳排放角度，高炉炼铁环节都是重点限产管控的对象：

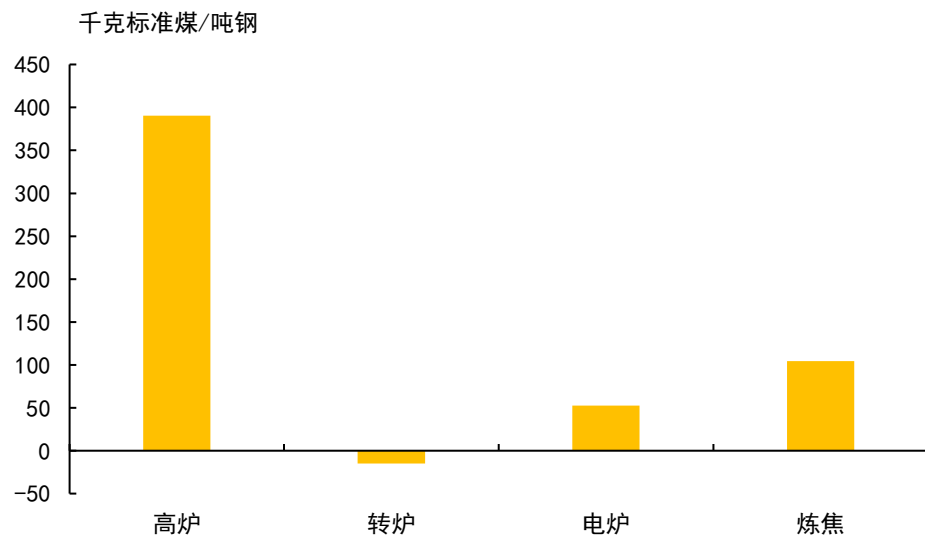
➢ 中钢协前8个月会员单位高炉环节平均能耗390.2kg标准煤/吨钢、转炉环节14.8kg标准煤/吨钢、电炉环节52.8kg标准煤/吨、电炉环节104.4kg标准煤/吨。

➢ 世界钢协数据显示，长流程吨钢排碳量2.1吨左右，电炉排碳量0.4吨左右，而长流程的碳排放量的80%集中在高炉环节。

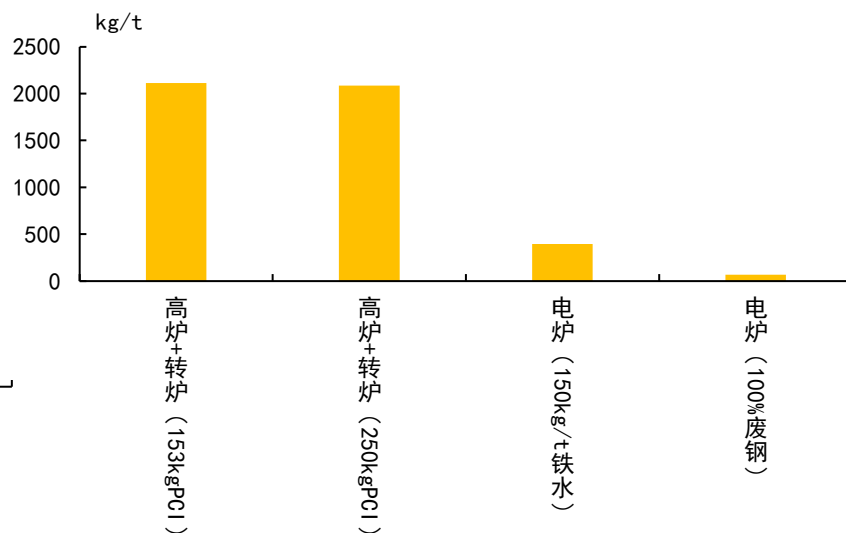
■ 《关于推动钢铁工业高质量发展的指导意见》：2025年碳达峰，能耗总量和强度均下降5%以上。

■ 缺电缓解、煤价回归的背景下，对电炉管控趋松，短流程对长流程的替代是22年需关注的重点

中钢协会员单位1-8月能耗

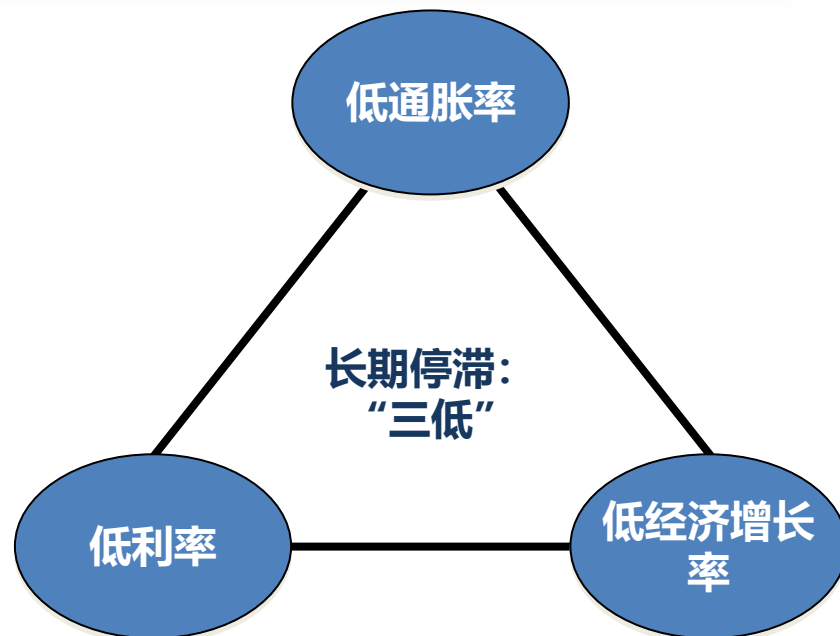


长/短流程碳排放量对比



变局3：中美问题和全球秩序，需要持久战来看待

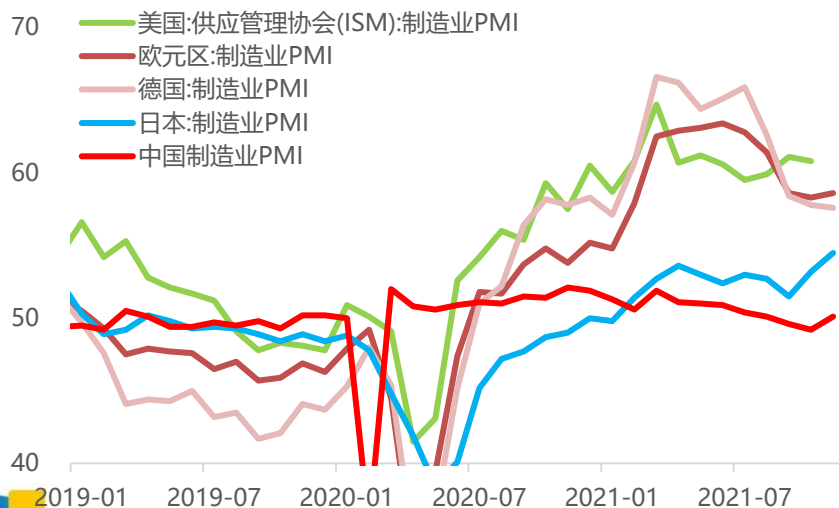
- **理解百年未有之大变局的三个维度：**（1）英国工业革命以来建立自由市场经济体制和西方政治社会制度面临新一轮冲击。（2）二战以来形成的全球治理体系和治理结构面临冲击。（3）中国和以美国代表的西方发达国家矛盾开始显性化。（4）极度的发展不平衡导致全球政治、经济和文化冲突加剧。
- **表现形式：**经济走向衰退，贸易投资萎缩，金融市场动荡，民粹极端主义兴起，文化冲突加剧，逆全球化浪潮加剧等。



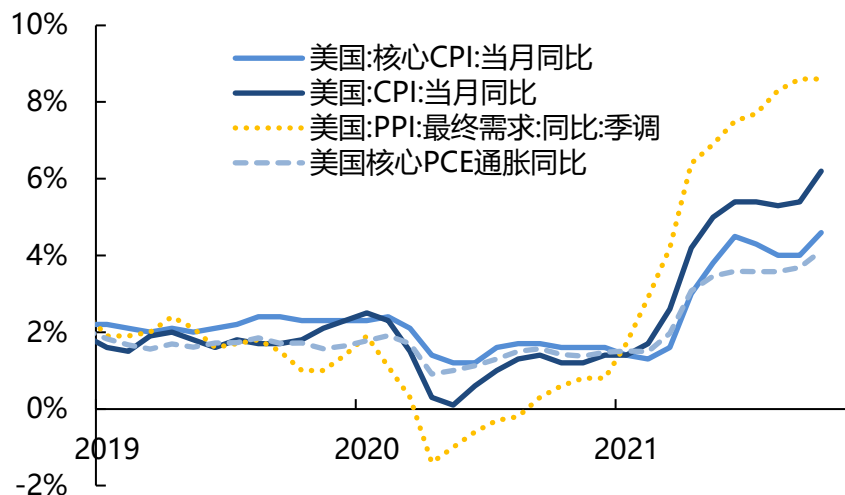
(1) 通胀走高和联储加息，短暂打破旧三角

- **鲍威尔放弃“通胀暂时论”**。美国核心通胀数据连续6个月高企，预计明年上半年维持高位。(1) 由财政刺激推动的需求，财政退出后消费仍在反弹；(2) 全球供应链问题引起供给不足。(3) 劳工短缺，薪资增速维持高位。鲍威尔放弃“通胀暂时论”，缩减购债的速度可以比本月早些时候宣布的每月150亿美元的计划更快。**预计2022年加息一次。**
- **对我国影响不宜过度反应**。目前国内政策“以我为主”，今年以来人民银行已经作了前瞻性政策安排，降低了美联储等发达经济体央行政策调整可能带来的外溢冲击。目前我国的外汇储备充足、经常项下盈余，有能力应对美联储Taper的外溢效应。

主要国家制造业PMI已过复苏拐点



美国通胀延续高位



(2) 高层对话缓和中美关系，科技是核心竞争力

中美关系近期出现缓和窗口

- 9月21日，孟晚舟顺利回国，中美关系出现破冰曙光。
 - 今年以来，习近平主席和拜登总统两次通话，达成重要共识，为两国关系发展指明了方向。
 - 国庆期间，杨洁篪主任同美国总统国家安全事务助理沙利文在瑞士苏黎世举行会晤，就双方关心的问题开展了深入的交流。外交部指出中美双方就年底两国元首视屏会晤进行了讨论，双方为营造良好氛围创造积极条件。
 - 10月9日上午，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤与美贸易代表戴琪举行视频通话。双方进行了务实、坦诚、建设性的交流，讨论了三个方面的问题：
 - 一是中美经贸关系对两国和世界都非常重要，应该加强双边经贸往来与合作。
 - 二是双方就中美经贸协议的实施情况交换了意见。
 - 三是双方表达了各自的核心关切，同意通过协商解决彼此合理关切。
- 10月4日，美国贸易代表戴琦就对华贸易政策发表了首次公开演讲，表态将重启关税取消程序。美国贸易代表办公室说，从10月12日到12月1日，它将就一系列产品的关税排除问题听取公众意见，这些产品包括工业零部件、恒温器、医疗用品、自行车和纺织品。

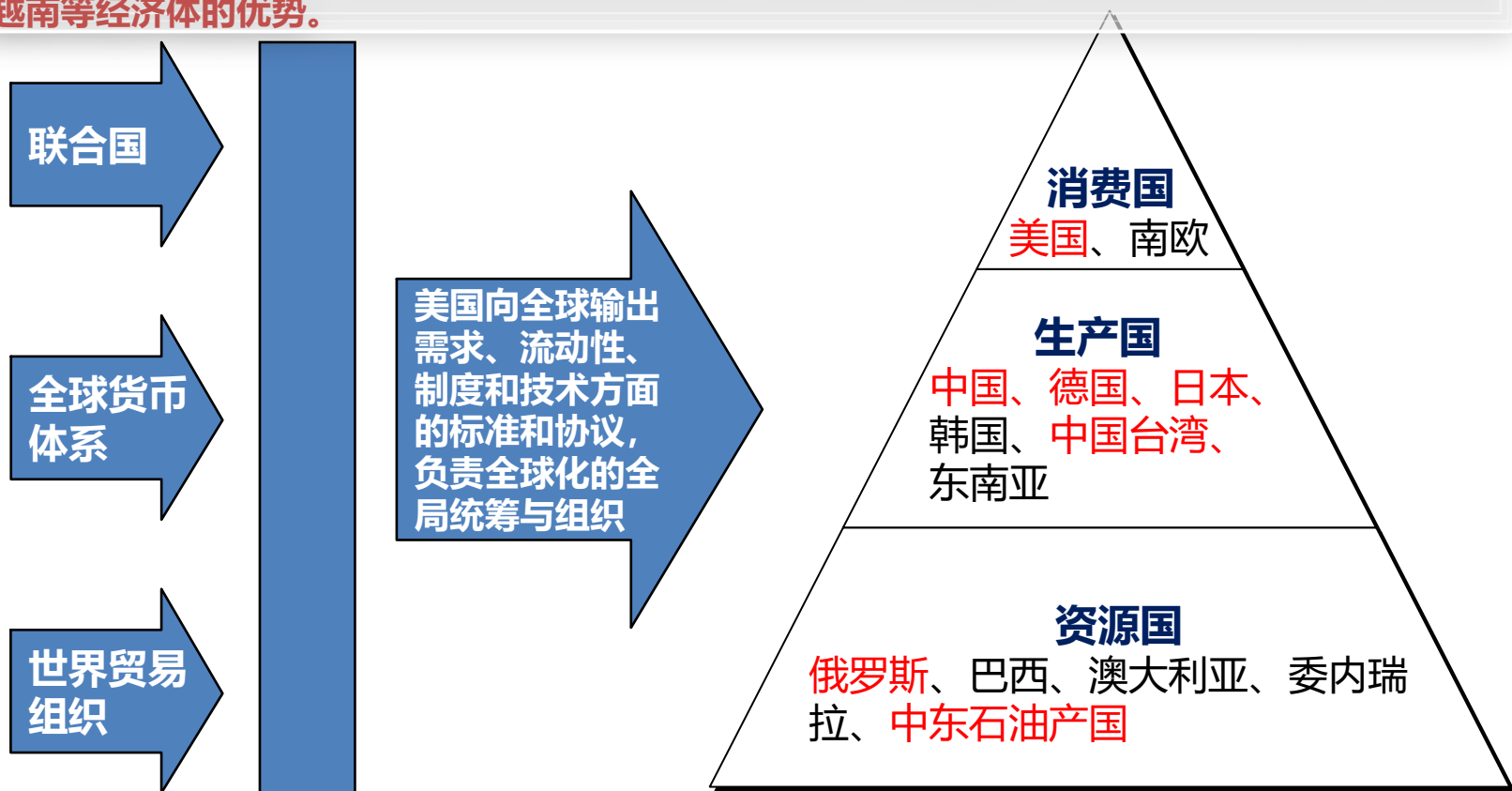


国家主席习近平11月16日上午同美国总统拜登举行视频会晤。使中美两艘巨轮迎着风浪共同前行，不偏航、不失速，更不能相撞。

- 一是展现大国的担当，引领国际社会合作应对突出挑战。
- 二是本着平等互利精神，推进各层级各领域交往，为中美关系注入更多正能量。
- 三是以建设性方式管控分歧和敏感问题，防止中美关系脱轨失控。
- 四是加强在重大国际和地区热点问题上的协调和合作，为世界提供更多公共产品。

(3) 全球化产业链再分工，中美抢占制造业

- 美国主导下的全球产业链分工体系，美元流动性决定了全球经济版图。中美都是全球化的受益者，美国得到了廉价商品和廉价美元债务，中国完成了产能、技术和资本的积累。
- 中国必须升级产业链，才能在去美元杠杆的同时，保增长、促转型，同时保持对第四代生产国印度、越南等经济体的优势。



目 录

1

经济：以我为主，稳中求进

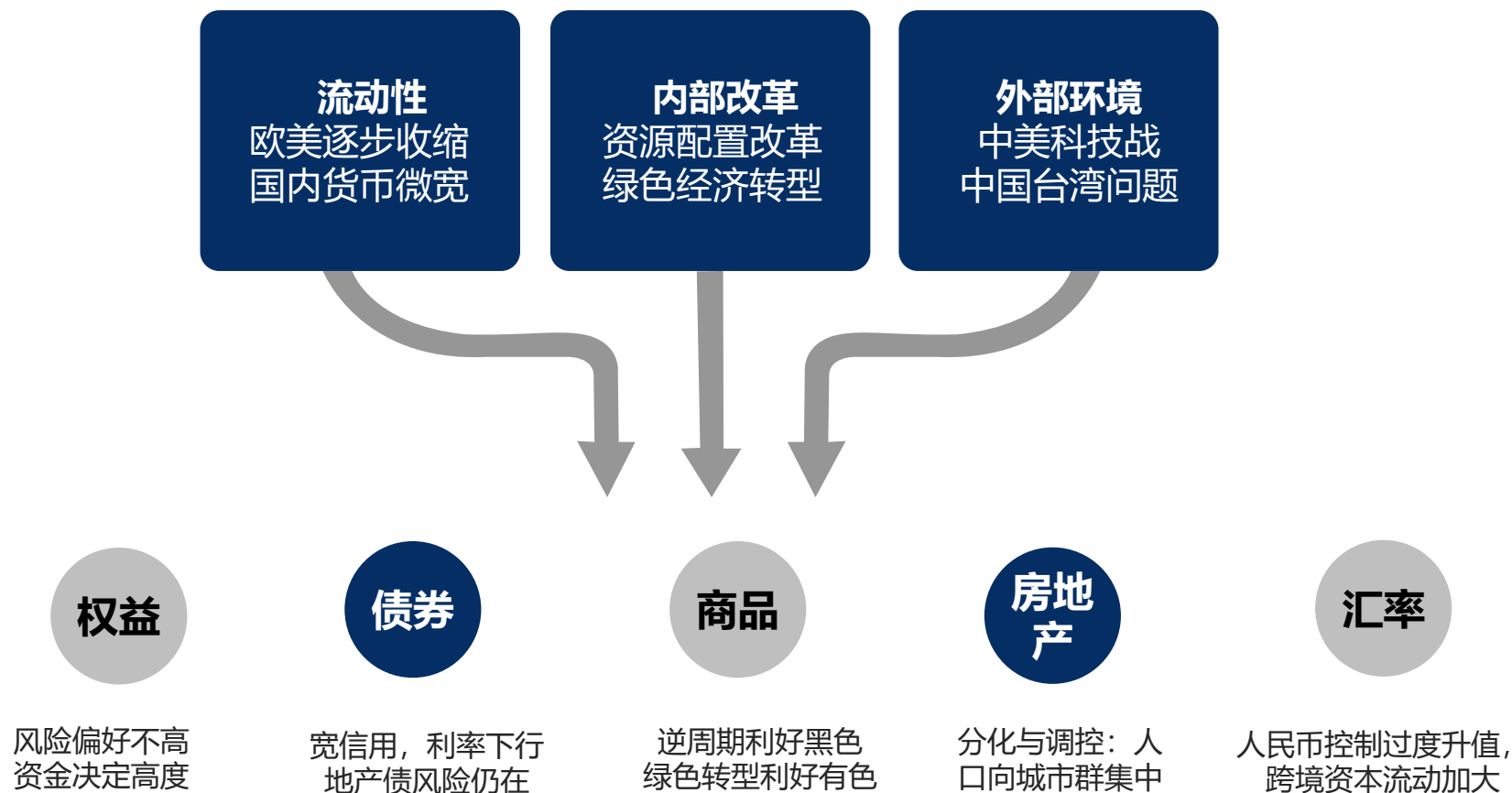
2

变局：绿色转型，产业升级

3

资产：重估确认，分化加剧

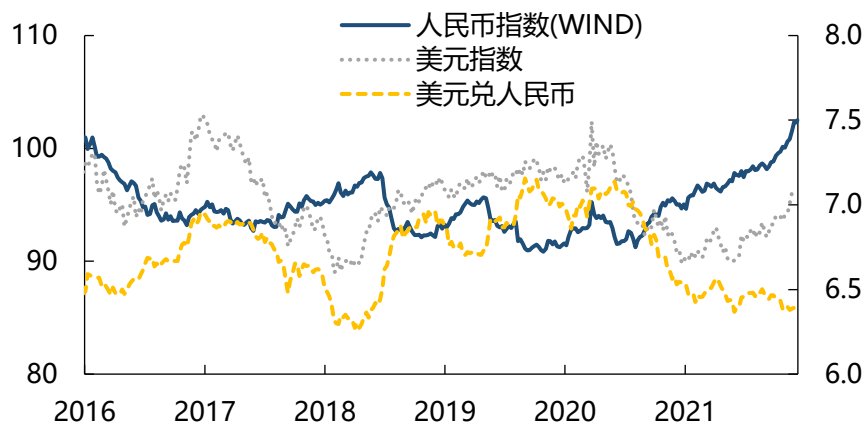
资产逻辑：长期愿景与短期矛盾，寻找增量财富



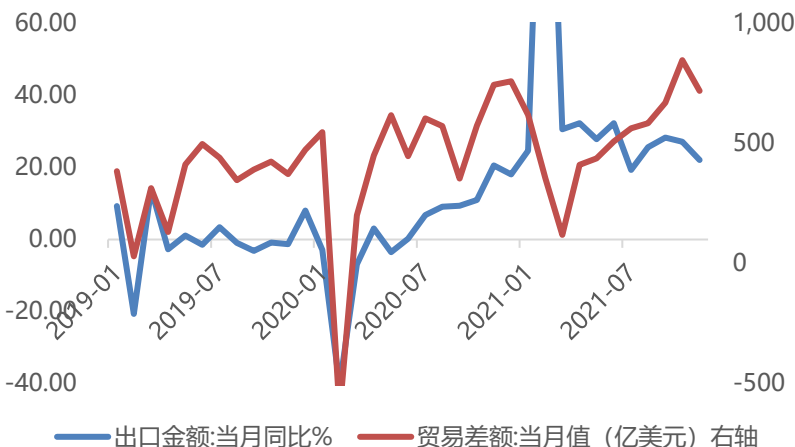
- 短期矛盾：新能源和芯片的高估值与业绩兑现周期
- 中长期核心资产：一线房产、科技与新基建、新能源、绿色转型依赖的稀有商品

货币双强（1）：美元要加息，中国产业支撑人民币

人民币指数和美元兑人民币



人民币升值依靠强产业链

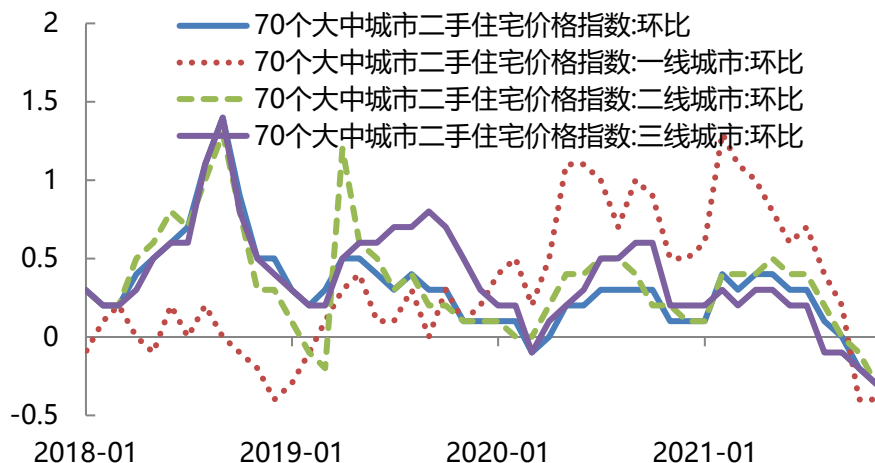


资料来源：Wind，申万期货研究所

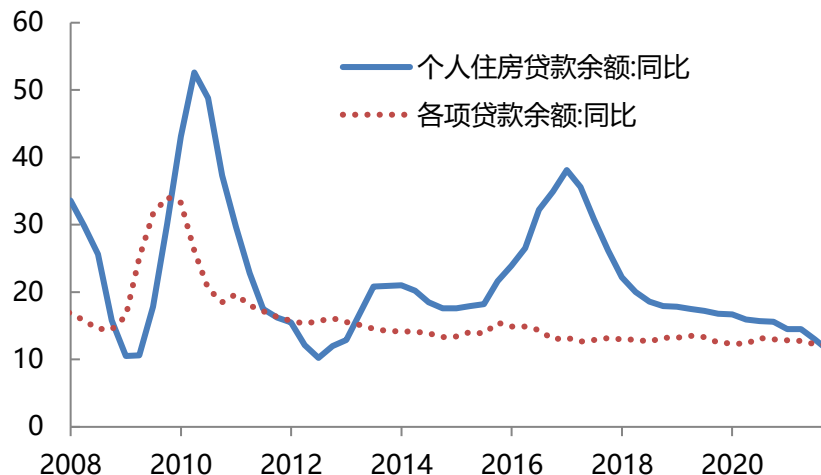
- **美国地位和加息支撑美元周期。**美联储姿态逐步转向鹰派，美元指数由年中开始便开始升值，预计2022年随着货币政策边际紧缩的兑现，美元将在明年一至二季度维持强势，加息预期已充分，上行空间相对有限。随着非美经济体的货币转向，美元可能弱回调。**风险点：**当前市场已经计入美联储明年至少加息一次的预期，如果出现因经济以及劳动力市场复苏不及预期而出现延迟加息的预期差，可能使得美元更大程度的回落。
- **中国产业链大而全，出口支撑人民币。**（1）中国疫情可控，经济稳健；（2）海外需求旺盛，中国出口持续超预期。11月我国出口同比增长22%，进口同比增长31.7%。**转折点：**随着海外需求边际增速见顶，外贸或难持续走强，人民币或呈高位震荡。

房价分化（2）：资源与人口集中，价格进一步分化

70大中城市二手住宅价格指数环比（%）



人民币贷款和个人住房贷款余额同比（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

- **地产政策从严到有限放松。**2021年7月以来地产调控措施继续加码。2020年底房地产贷款集中度管理和房地产企业融资的“三道红线”政策出台。2021年7月以来各地相继上调房贷利率，且二手房采取“三价就低”原则，发放贷款周期拉长。10月份以来，地产政策纠偏，一方面银行按揭贷款发放速度明显加快，另一方面房企融资有所改善，部分地产债券已经强势反弹。
- **房地产税征收细则并未公布，地产税未必能对一线房产施压。**一旦房地产税形成调控长效机制，过去对房地产调控的力度将会减弱，尤其是打击刚需购房的政策会逐步取消。
- **坚持房住不炒，支持合理住房需求。**中央经济工作会议继续坚持房住不炒的观点，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，推进保障性住房建设。
- **当前房地产开发景气指数继续回落，地产纠偏后落地效果有待观察。**

权益不弱（3）：以我为主，三年牛市起好步

- **预计2022年股指上行路径较为曲折。**一方面经济下行压力加大叠加产业结构调整，另一方面货币政策不会大幅宽松叠加美国加息干扰全球流动性，整体上股指投资难度会加大。资本市场改革深化，我国权益资产具有长期配置价值，但要看清长期社会经济结构的变革，要关注核心资产的切换。
- 2022年我国房地产调控依然会带来较大的经济压力，政策方面也出现了阶段性放松迹象，特别是扶持中小企业，发展高端制造意图明确，制造、科技等板块仍是长期投资方向；与此同时投资端依然是明年托底经济的重要环节，而消费复苏幅度预计仍然有限，相关板块也有阶段性机会。

主要指数年涨跌幅（%）			
年份	上证综指	沪深300	创业板指
2005	-8.33%	-7.65%	
2006	130.43%	121.02%	
2007	96.66%	161.55%	
2008	-65.39%	-65.95%	
2009	79.98%	96.71%	
2010	-14.31%	-12.51%	13.77%
2011	-21.68%	-25.01%	-35.88%
2012	3.17%	7.55%	-2.14%
2013	-6.75%	-7.65%	82.73%
2014	52.87%	51.66%	12.83%
2015	9.41%	5.58%	84.41%
2016	-12.31%	-11.28%	-27.71%
2017	6.56%	21.78%	-10.67%
2018	-24.59%	-25.31%	-28.65%
2019	22.30%	36.07%	43.79%
2020	13.87%	27.21%	64.96%
2021	4.74%	-4.13%	15.46%

轮动策略和被动指数策略累计净值



资料来源：Wind，申万期货研究所

从估值角度上证50当前的投资价值不如中证500

上证50	行业	数量	总市值(亿元)	总权重(%)	估值百分位(%)	沪深300	行业	数量	总市值(亿元)	总权重(%)	估值百分位(%)	中证500	行业	数量	总市值(亿元)	总权重(%)	估值百分位(%)
1	食品饮料	4	36952	23.65%	72.32%	1	食品饮料	15	59341	13.53%	72.32%	1	电子	32	11486	9.70%	29.95%
2	银行	7	50051	18.40%	43.09%	2	银行	23	97494	12.03%	43.09%	2	化工	38	12404	9.81%	27.96%
3	非银金融	11	35177	16.51%	37.66%	3	非银金融	37	57123	11.13%	37.66%	3	医药生物	48	10159	8.39%	46.27%
4	医药生物	3	8672	7.46%	46.27%	4	电子	33	38478	10.03%	29.95%	4	有色金属	23	7992	6.82%	22.33%
5	电气设备	2	6647	6.78%	55.85%	5	医药生物	38	34607	9.45%	46.27%	5	计算机	27	5597	5.75%	36.71%
6	电子	5	9426	5.77%	29.95%	6	电气设备	12	21993	6.75%	55.85%	6	电气设备	17	7560	7.02%	55.85%
7	化工	2	8249	2.77%	27.96%	7	化工	14	18983	3.50%	27.96%	7	汽车	19	5894	4.39%	76.65%
8	休闲服务	1	4207	2.72%	24.30%	8	汽车	10	24279	3.68%	76.65%	8	国防军工	16	5734	4.62%	29.24%
9	有色金属	2	3572	2.37%	22.33%	9	家用电器	6	11562	3.41%	52.77%	9	非银金融	21	4654	3.55%	37.66%
10	机械设备	1	2017	1.76%	20.49%	10	有色金属	9	12881	3.28%	22.33%	10	钢铁	18	4167	2.56%	5.75%
11	计算机	2	2,042	1.65%	36.71%	11	计算机	13	10,246	2.77%	36.71%	11	机械设备	17	4,979	3.19%	20.49%
12	采掘	2	13,491	1.49%	13.54%	12	交通运输	13	16,888	2.94%	35.00%	12	公用事业	27	7,844	3.78%	58.56%
13	家用电器	1	2,828	1.40%	52.77%	13	机械设备	10	9,679	2.38%	20.49%	13	传媒	25	3,919	3.37%	21.36%
14	房地产	1	1,785	1.35%	20.08%	14	房地产	10	8,132	1.97%	20.08%	14	食品饮料	16	5,655	3.61%	72.32%
15	建筑装饰	1	2,030	1.32%	28.39%	15	公用事业	7	10,810	1.95%	58.56%	15	房地产	28	4,559	2.93%	20.08%
16	建筑材料	1	2,081	1.18%	26.97%	16	国防军工	9	8,601	1.69%	29.24%	16	交通运输	22	5,398	2.52%	35.00%
17	通信	1	1,215	0.98%	39.46%	17	建筑装饰	6	7,804	1.47%	28.39%	17	通信	12	2,425	2.16%	39.46%
18	汽车	1	2,445	0.95%	76.65%	18	农林牧渔	5	5,914	1.56%	37.82%	18	采掘	14	5,195	2.41%	13.54%
19	国防军工	1	1,693	0.93%	29.24%	19	休闲服务	2	4,565	1.11%	24.30%	19	农林牧渔	11	2,371	2.36%	37.82%
20	交通运输	1	903	0.56%	35.00%	20	通信	4	3,993	1.18%	39.46%	20	建筑材料	10	3,499	1.76%	26.97%
21	钢铁	0	0	0.00%	5.75%	21	传媒	8	4,494	1.16%	21.36%	21	建筑装饰	10	3,837	2.04%	28.39%
22	公用事业	0	0	0.00%	58.56%	22	建筑材料	3	3,711	0.93%	26.97%	22	银行	12	2,362	1.60%	43.09%
23	传媒	0	0	0.00%	21.36%	23	采掘	4	15,412	0.86%	13.54%	23	商业贸易	14	2,422	1.66%	35.51%
24	商业贸易	0	0	0.00%	35.51%	24	钢铁	3	3,958	0.74%	5.75%	24	轻工制造	9	1,922	1.61%	18.61%
25	农林牧渔	0	0	0.00%	37.82%	25	轻工制造	3	2,346	0.28%	18.61%	25	综合	2	537	0.83%	39.82%
26	综合	0	0	0.00%	39.82%	26	商业贸易	3	1,107	0.22%	35.51%	26	家用电器	7	1,266	0.77%	52.77%
27	轻工制造	0	0	0.00%	18.61%	27	综合	0	0	0.00%	39.82%	27	纺织服装	3	596	0.33%	42.00%
28	纺织服装	0	0	0.00%	42.00%	28	纺织服装	0	0	0.00%	42.00%	28	休闲服务	2	828	0.47%	24.30%
合计		50	195,482	100%	47%			300	494,401	100%	44%			500	135,261	100%	37%

资料来源：Wind，申万期货研究所

前三季度化工、采掘、医药生物、电子利润已超去年全年

2019年行业利润排名			
序号	行业	2019年净利润 (亿元)	净利润占比 (%)
1	银行	16,727	44.7%
2	非银金融	3,948	10.6%
3	房地产	2,336	6.2%
4	建筑装饰	1,583	4.2%
5	采掘	1,532	4.1%
6	交通运输	1,173	3.1%
7	食品饮料	1,162	3.1%
8	化工	1,158	3.1%
9	公用事业	999	2.7%
10	医药生物	932	2.5%
11	电子	823	2.2%
12	建筑材料	699	1.9%
13	家用电器	692	1.9%
14	汽车	664	1.8%
15	钢铁	568	1.5%
16	农林牧渔	459	1.2%
17	机械设备	429	1.1%
18	电气设备	396	1.1%
19	商业贸易	379	1.0%
20	轻工制造	212	0.6%
21	计算机	165	0.4%
22	有色金属	128	0.3%
23	国防军工	108	0.3%
24	纺织服装	97	0.3%
25	休闲服务	87	0.2%
26	综合	31	0.1%
27	传媒	(2)	0.0%
28	通信	(95)	-0.3%
合计		37,392	100.0%

2020年行业利润排名			
序号	行业	2020年净利润 (亿元)	净利润占比 (%)
1	银行	16,858	43.0%
2	非银金融	4,086	10.4%
3	房地产	2,032	5.2%
4	建筑装饰	1,673	4.3%
5	化工	1,545	3.9%
6	食品饮料	1,380	3.5%
7	公用事业	1,361	3.5%
8	医药生物	1,245	3.2%
9	采掘	1,150	2.9%
10	电子	1,055	2.7%
11	机械设备	855	2.2%
12	建筑材料	797	2.0%
13	家用电器	746	1.9%
14	农林牧渔	737	1.9%
15	电气设备	729	1.9%
16	汽车	694	1.8%
17	钢铁	596	1.5%
18	有色金属	376	1.0%
19	轻工制造	343	0.9%
20	计算机	243	0.6%
21	国防军工	188	0.5%
22	通信	165	0.4%
23	商业贸易	119	0.3%
24	交通运输	112	0.3%
25	纺织服装	81	0.2%
26	传媒	20	0.1%
27	综合	6	0.0%
28	休闲服务	(2)	0.0%
合计		39,188	100.0%

2021年前三季度行业利润排名			
序号	行业	2021年前三季度 净利润 (亿元)	净利润占比 (%)
1	银行	14,739	36.9%
2	非银金融	3,628	9.1%
3	化工	2,755	6.9%
4	采掘	2,106	5.3%
5	医药生物	1,602	4.0%
6	电子	1,423	3.6%
7	建筑装饰	1,405	3.5%
8	交通运输	1,397	3.5%
9	食品饮料	1,240	3.1%
10	钢铁	1,085	2.7%
11	公用事业	1,053	2.6%
12	机械设备	939	2.4%
13	房地产	878	2.2%
14	汽车	835	2.1%
15	有色金属	831	2.1%
16	电气设备	775	1.9%
17	建筑材料	692	1.7%
18	家用电器	648	1.6%
19	通信	395	1.0%
20	传媒	391	1.0%
21	轻工制造	390	1.0%
22	计算机	196	0.5%
23	国防军工	176	0.4%
24	纺织服装	157	0.4%
25	商业贸易	138	0.3%
26	休闲服务	83	0.2%
27	综合	27	0.1%
28	农林牧渔	(46)	-0.1%
合计		39,937	100.0%

资料来源: Wind, 申万期货研究所



利率下行（3）：经济以稳为主，债市前低后高

利多

疫情反复，推升避险情绪。全球和国内消费需求复苏缓慢，经济仍面临较大挑战。

央行降准落地，市场宽松预期仍在，LPR利率或略有下调，以促进综合融资成本稳中有降。

资金面宽松，机构配置现券需求较强，加杠杆情绪高，境外机构也持续流入国内债券市场。

利空

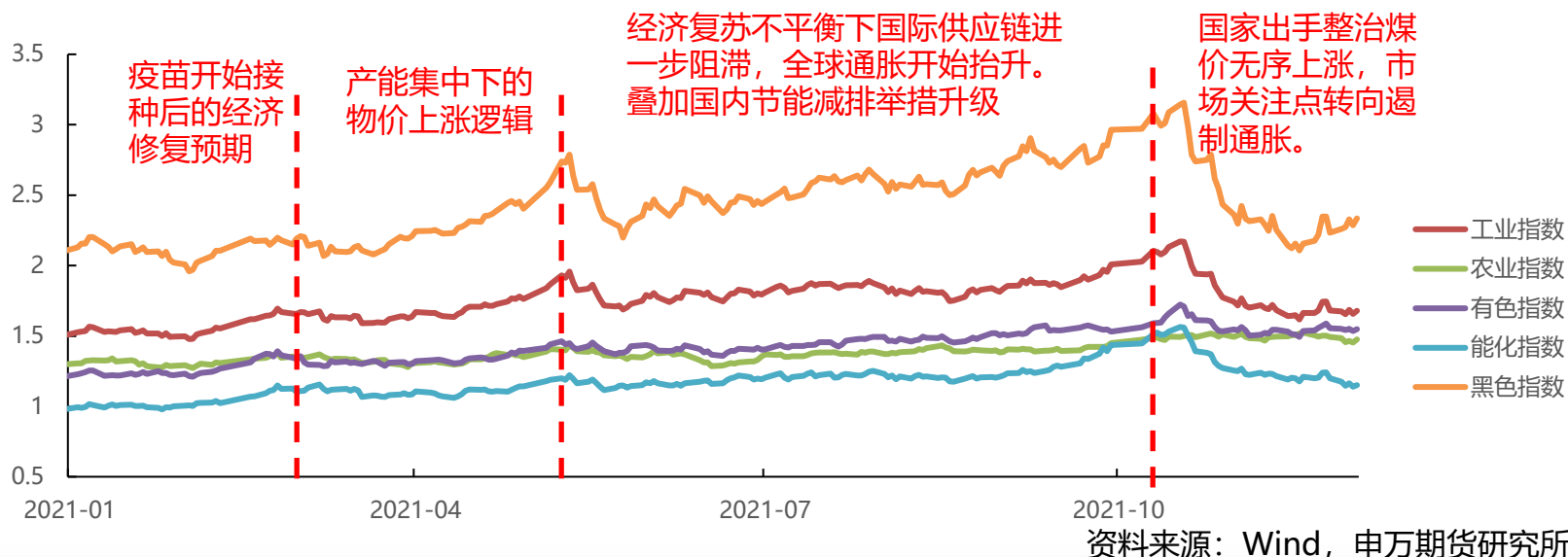
推进保障性住房建设，更好满足购房者合理住房需求，房地产政策边际宽松。

积极财政提升效能，2022年政府债券发行有可能前置，社融存量增速将逐步企稳，经济将运行在合理区间甚至超预期。

海外央行政策进一步收紧，美联储逐步缩减QE，美债收益率回升，中美利差收窄。

- 2022年我国疫情反复，经济面临挑战，宽松预期仍在，10年期国债收益率将维持低位，但向下突破需要降息等利好政策推动。而全球面临通胀，海外央行普遍收紧，债券收益率趋于上行。国内基层换届之年以稳为主，地产政策逐步边际宽松，政府债券可能前置发行，社融数据将逐步企稳，经济将运行在合理区间。总体预计债市前低后高，10年国债收益率核心区间维持在2.6%-3.0%。

大宗内外差（4）：国内商品已筑底，海外商品在筑顶



国内商品已筑底，海外商品在筑顶：

- 通胀持续走高实质上反映的是国际供应链的不平衡以及过量补贴后高企的人力成本，而非无法消化的需求所致，因而不会再反过来传导至大宗商品端，反而由于产能需求向中国的集中，激化了部分商品的价格表现。
- 从商品整体价格的角度来说，我们可能在2022年看到本轮复苏中的景气顶部，叠加海外逐步收紧的货币，大宗可能在明年见顶回落。类比2009年后美联储的0利率时代的话，我们大概处于2010-2011年的位置。
- 未来，我们更可能看到将是供需的再平衡以及企业利润由上游让渡至下游。但是碳中和背景下，国内供给端的持续改革会限制产能的总体规模，因而相关品种可能表现的会相对较强。

申银万国期货有限公司·感谢您的观看

S H E N Y I N & W A N G U O F U T U R E S

免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。