

深度报告

2022 年 12 月 15 日

不惧未来

——2022 年宏观经济与资本市场展望

丁安华 招商银行首席经济学家

☎ 0755-83195106 ✉ dinganhua@cmbchina.com

谭卓 招商银行研究院宏观经济研究所所长

☎ 0755-83167787 ✉ zhuotan@cmbchina.com

刘东亮 招商银行研究院资本市场研究所所长

☎ 0755-82956697 ✉ liudongliang@cmbchina.com

感谢田地、黄翰庭、牛梦琦、王欣恬、杨薛融、陈峤、柏禹含、苏畅、石武斌、赵宇对此文的贡献。

敬请参阅尾页之免责声明



概 要

- **展望 2022，全球经济将在“类滞胀”的约束下继续修复。**疫苗与特效药的积极进展将进一步增强全球经济的内生动能。随着经济活动继续向常态回归，美国供需缺口有望收敛，修复重心将倾向服务业，商品需求外溢相应收敛，内外供给约束有望内生性修复，至明年中显著改善。相应地，美国通胀短期内或将维持高位，至明年年中可能进入下行通道。但仍需警惕变异毒株冲击和“工资-物价”螺旋式推升通胀的尾部风险。尽管美联储希望容忍通胀在一定时间内“超调”以达成就业市场“广泛而包容”的修复，但鲍威尔也开始承认美国通胀的时长和强度都超出了预期，并表示通胀已满足加息条件。美联储很可能将于明年年中开始加息。
- **中国经济仍将受到“滞”的困扰，“胀”的压力将有所减轻。**增长方面，明年我国经济“稳增长”压力依然较大，尽管当前所面临的多重供给约束有望边际缓解，但需求总体疲弱，结构显著切换，外需和房地产投资增速回落将更加明显，消费大概率仍将处于弱复苏状态，制造业投资动能边际衰减，基建投资有望发挥托底作用。通胀方面，随着国内外供给约束缓解，我国结构性通胀压力将显著减轻，PPI 同比增速有望稳步下行，CPI 受猪周期反转影响，同比增速中枢上升。值得注意的是，若明年原材料价格居高不下，导致 PPI 向 CPI 传导的力度和广度超出预期，CPI 通胀幅度可能显著扩张。
- **宏观政策将加强逆周期调节力度，财政政策和货币政策相配合，发挥托底经济的作用。**由于经济下行压力加大，财政政策将保持积极姿态，政府新增债务限额或将保持稳定，发行节奏前置，但地方政府债务偿还迎来高峰、土地出让收入下滑拖累财政收入将制约财政政策的空间。货币政策在“稳增长”中的重要性将上升，继续以稳为主，保持政策连续性，结构性特征进一步凸显，发挥对经济发展重点领域的“精准滴灌”作用。狭义流动性保持平稳，上半年或受到政府债券供给扰动。广义流动性在“结构性宽信用”导向下，修复态势有望延续至明年上半年，而后缓慢收敛。
- **大类资产配置策略建议降低进攻性并增强防御。**固收整体胜率相较权益来说更高，同时权益内部也可发掘结构性机会以寻求反击。具体有三点判断：第一，维持境外市场优于境内的基本判断；第二，对于境外资产来说，由于美国进入加息窗口，利率敏感型资产趋于弱势，预计境外固收、黄金相较权益市场来说胜率更低；第三，对于境内资产来说，由于国内仍面临“滞”的风险，固收资产的胜率相较权益资产来说将有所提高。具体资产配置建议如下：中高配美元、中国国债、港股（科技）、A 股成长风格；标配中国信用债、A 股、A 股消费风格、美股；中低配欧元、人民币，低配黄金、美债、A 股周期风格。

2022 年中国经济预测表

指标	2019	2020	2021F	2022F
实际 GDP	6.1	2.3	8.0	5.2
社会消费品零售总额	8.0	-3.9	12.5	5.2
全社会固定资产投资	5.4	2.9	6.1	3.4
房地产投资	9.9	7.0	5.8	1.3
基建投资	3.3	3.4	2.1	5.5
制造业投资	3.1	-2.2	9.6	3.5
出口（以美元计）	0.5	3.6	28.4	4.7
进口（以美元计）	-2.7	-0.7	29.0	1.0
CPI*	2.9	2.5	0.9	2.0
PPI*	-0.3	-1.8	7.8	3.9
新口径社融	10.7	13.3	10.5	10.5
M2	8.7	10.1	8.5	8.6
人民币贷款	12.3	12.8	11.5	11.0
目标赤字率	2.8	3.6	3.2	3.0
新增地方政府专项债（万亿元）	2.15	3.75	3.65	3.55
降准预期	次数	3	2	1
	幅度（bp）	150	100	50
利率	1 年期基准存款	1.5	1.5	1.5
	1 年期基准贷款	4.35	4.35	4.35
	10 年期国债*	3.2	2.9	2.9
	1 年期 LPR: 年末	4.15	3.85	3.80
	5 年期 LPR: 年末	4.80	4.65	4.65
上证综指*	2,920	3,128	3,500	3,500
美元兑人民币*	6.9	6.9	6.45	6.55
伦敦金（美元/盎司）*	1,394	1,770	1,800	1,750

资料来源：Wind，招商银行研究院

注：以上经济指标除专门标注外，均为增速，单位为%；带*指标为年度均值。

目录

一、2022 年宏观经济主线：“类滞胀”演进与政策分化	1
(一) “滞”：供需缺口内生收敛	1
(二) “胀”：压力边际缓解	7
(三) 货币政策：中美分化	12
二、中国经济：动能放缓，结构调整	16
(一) 进出口：高景气面临回落	16
(二) 投资：增长趋缓，结构转换	18
(三) 消费：弱势增长	23
(四) 供给侧：盈利分化	24
三、财政货币：增长优先，货币主导	27
(一) 财政政策：收支趋紧，节奏前置	27
(二) 货币政策：以我为主，相机抉择	30
四、资本市场：降低进攻，增强防御	34
(一) 2021 年市场回顾：境外优于境内，A 股结构分化	34
(二) 主要市场研判：固收谨慎乐观，降低权益收益预期	35
(三) 资产配置策略：增配固收，在成长、消费中寻找结构性机会	51

图目录

图 1: Delta 毒株造成美欧疫情反弹	2
图 2: 发达经济体疫苗接种率趋于饱和	2
图 3: 发达国家商品消费扩张以美国为主	3
图 4: 美国商品消费对服务消费形成替代	3
图 5: 美国激增的耐用品消费由进口支撑	4
图 6: 美国居民可支配资产位于历史高位	4
图 7: 接触性服务业消费约为疫前八成水平	4
图 8: 采矿和运输设备制造产能利用率偏低	4
图 9: 中美贸易统计差关系逆转	5
图 10: 美国生产-批发-零售链条传导不畅	5
图 11: 制造业新出口订单持续处于收缩区间	6
图 12: 房地产投资韧性减弱	6
图 13: 居民收入恢复不理想	7
图 14: 部分中下游行业利润承压	7
图 15: 交通类消费对通胀增速贡献最大	7
图 16: 二季度以来耐用品消费出现回落	7
图 17: 全球能源价格快速上涨	8
图 18: 近期美国通胀呈现“普涨”	8
图 19: 拜登政府支持率与高通胀负相关	9
图 20: 美国通胀走势推演	9
图 21: 美国实际薪资同比收缩	9
图 22: 美国居民中长期通胀预期显著抬升	9
图 23: 中美 PPI 同比波动具有同步性	10
图 24: 去年中以来大宗商品价格持续走高	10
图 25: 越靠近上游, 价格上涨越明显	10
图 26: 2022 年 PPI 同比增速有望稳步下行	10
图 27: 猪肉和能源相关分项对 CPI 影响较大	11
图 28: 能繁母猪数量较高, 猪粮比价回升	11
图 29: 高涨的工业品价格未来将向下传导	12

图 30: 2022 年 CPI 缓慢抬升	12
图 31: 疫情爆发后美联储扩表超过 2 倍	13
图 32: 冗余资金沉淀在联储逆回购账户	13
图 33: 美联储明年 6 月加息预期概率近 80%	13
图 34: 新冠或对美国就业市场造成“永久伤疤”	13
图 35: 美联储首次加息 2-4 年后美国经济下行	14
图 36: 付息赤字将在 2035 前后超越一般赤字	14
图 37: 今年下半年中美利差小幅回落后趋稳	15
图 38: 今年 9 月以来 OMO 操作量明显上升	15
图 39: 春节后 DR007 总体围绕政策利率波动	15
图 40: 10 月社融增速已处于底部区域	15
图 41: 我国进出口保持高增长	16
图 42: 收入效应和替代效应支撑出口	16
图 43: 出口名义值与实际值增速分化	17
图 44: 我国出口结构将继续转变	17
图 45: 进口量减价扬	17
图 46: 今年我国贸易条件显著恶化	17
图 47: 新一轮房地产周期销售加速下滑	18
图 48: 热点城市二手房成交量大幅萎缩	18
图 49: 未来我国适龄置业人口趋势性减少	19
图 50: 土地溢价率大幅下滑、流拍大幅上升	19
图 51: 新开工、施工、竣工面积增速下滑	19
图 52: 10 月房企各渠道资金来源边际回升	19
图 53: 基建投资增速不及预期	20
图 54: 一般预算支出投向基建的资金下滑	20
图 55: 2018 年以来基建增速与占比均下滑	21
图 56: 预计明年新增专项债维持较高水平	21
图 57: 高技术制造业保持高增长	22
图 58: 出口及原材料生产行业投资保持增长	22
图 59: 采矿业和原材料加工业占比较高	22
图 60: 制造业企业经营预期走弱	22

图 61: 不同行业收入增速明显分化.....	23
图 62: 社会集团消费负增长	23
图 63: 社零增速与疫情发展负相关.....	24
图 64: 商品消费增长分化	24
图 65: 工业增加值增速低于疫情以来水平.....	24
图 66: 工业企业利润累计增速呈下行趋势.....	24
图 67: 行业盈利持续分化	25
图 68: 电热燃水生产供应业利润收缩加剧.....	25
图 69: 国企与私企盈利分化	26
图 70: 服务业生产增速仍受疫情影响.....	26
图 71: 今年政府债券发行进度落后于去年同期.....	27
图 72: 今年财政支出端增速显著低于收入端.....	27
图 73: 一般公共预算收入增速明显高于支出	28
图 74: 政府性基金收入增速明显高于支出.....	28
图 75: 中等口径财政支出进度慢于历史同期.....	29
图 76: 今年以来基建领域支出持续低迷.....	29
图 77: 2022 年目标赤字率或小幅下调	29
图 78: 今年以来财政存款连续同比多增.....	29
图 79: 今年 MLF 大多数时期实现等量续作.....	30
图 80: 今年以来非标和直接融资表现低迷.....	30
图 81: 广义流动性缺口与存单利率正相关.....	31
图 82: Q2 以来商业银行主动负债曲线走平.....	31
图 83: 2021 年两次全面降准合计 1pct	32
图 84: 年内应无 LPR/MLF 降息	32
图 85: 9 月以来同业存单利率整体趋于上行.....	33
图 86: 未来社融增速有望企稳回升.....	33
图 87: 美股表现远强于 A 股、港股	34
图 88: A 股 2021 年的结构分化特征明显	34
图 89: 短端利率定价加息, 利率曲线趋平.....	36
图 90: 市场预期明年将加息两次	36
图 91: 货物贸易结汇量高增	37

图 92: K 型分化或带来中美利差继续缩窄.....	37
图 93: 人民币汇率预测模型提示有轻度贬值压力.....	37
图 94: 美债实际利率 vs 伦敦金.....	38
图 95: 美元指数 vs 伦敦金.....	38
图 96: 2021 年城投信用利差持续压低.....	40
图 97: 2021 年城投净融资额整体趋弱.....	40
图 98: 高等级钢铁煤炭债信用利差压至低位.....	41
图 99: 民营和国营房企净融资分化加剧.....	41
图 100: 宽基指数估值曲线.....	42
图 101: 中信风格指数估值曲线.....	42
图 102: 股价涨幅可归因到业绩和估值.....	43
图 103: 营收和调整后名义 GDP 相关性 90%.....	43
图 104: 利润和营收高相关.....	43
图 105: 营收和利润高相关源于利润率稳定.....	43
图 106: 利润增速和工业价格同步周期性.....	44
图 107: 全 A (非金融) PE 在中位数.....	44
图 108: 估值水平相比债市无显著吸引力.....	45
图 109: 广义流动性 M1 和估值高相关.....	45
图 110: 2022 年货币供给总体稳定.....	45
图 111: 估值和业绩高相关.....	45
图 112: 根据估值业绩预测上证指数点位.....	46
图 113: 美国制造业 PMI 与股市走势.....	51

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31390

