

2022年02月03日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

不一味悲观，不盲目乐观，一起探寻客观 ——2022年宏观经济与资本市场十大预测 投资要点

分析师：谭倩

执业证书编号：S1050521120005

邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

分析师：纪翔

执业证书编号：S1050521110004

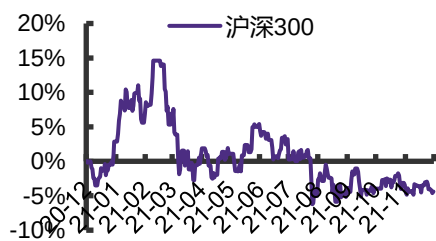
邮箱：jixiang@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹

执业证书编号：S1050121110002

邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

《稳增长主线延续，北上资金逆势加码》20220126

《美股重挫，港股修复，A股探底》20220123

《增量资金成色不足，内外资分歧明显》20220116

■ 宏观经济

经济前低后稳，稳增长必要性凸显，全年增速在5%-5.5%区间。虽有出口趋缓、地产下行、消费低迷等压力，但也不能低估稳增长的力度和成效。

■ 通胀

通胀风险趋于缓释，PPI和CPI走势互换。PPI开始回落，宽松制约渐退。猪油周期错位，CPI上行风险相对可控。

■ 货币政策

国内货币政策前松后稳，一季度降准降息可期，但窗口期在收窄。国外美联储货币正常化加速，中美货币政策背离风险仍需警惕。

■ 财政政策

财政政策前置发力，资金较为充裕，新老基建并重，2022基建大年可期，增速可达6%-8%。

■ 经济周期与资产轮动

经济周期逐渐从类滞胀转向衰退，结构性宽松可期。2022年兼具2018年的风险和2019年的机会，资产表现更像2019年，股债仍有结构性机会，但会比2019年更惊险，警惕风险。

■ 债市

债市还有鱼尾行情，应把握衰退式宽松带来的机会，但空间不及2021年，且上半年机会好于下半年。

■ A股

股市估值修复与业绩下行博弈，结构性机会犹存，关注稳增长、高质量发展和消费品提价反攻三大主线。由于没有趋势性行情，对谋势乘时提出了更高的要求。

■ 地产

地产政策微调而非转向，因城施策会进一步深化，量缩价稳，去金融化还在继续。

■ 汇率

美联储加息缩表背景下，美元有升值动力，而国内货币宽松、经济下行、贸易顺差收窄，人民币面临温和贬值压力，将回调至6.6-6.9区间。

■ 大宗商品

国外定价的大宗商品高位运行，国内定价的品种回调才刚刚开始，但农产品是难得的例外，全球供应链受损与国内产能骤减助推农产品价格上涨。

■ 风险提示

经济加速下行，政策力度与成效不及预期，疫情反复。

正文目录

1、 经济：前低后稳，稳增长重要性凸显，全年增速在5%-5.5%区间.....	4
2、 通胀：风险缓释，PPI和CPI走势互换，新一轮猪周期即将开启.....	5
3、 货币政策：前松后稳，降准降息可期，但要警惕中美货币政策背离风险.....	5
4、 财政政策：前置发力，新老基建并重，基建大年可期，预计增速在6%-8%.....	6
5、 经济周期：从类滞胀到衰退期，股债还有结构性机会，但会比2019年更惊险.....	7
6、 债市：还有鱼尾行情，空间不及2021年，且上半年机会好于下半年.....	7
7、 A股：估值与业绩博弈，结构性机会犹存，关注稳增长、高质量发展和消费品提价反攻三大主线....	8
8、 地产：政策微调而非转向，量缩价稳，去金融化还在继续，地产开启“慢时代”.....	8
9、 汇率：人民币汇率有温和贬值压力，将回调至6.6-6.9区间.....	9
10、 大宗商品：国内定价的品种回调才刚刚开始，农产品是难得的例外.....	10
11、 风险提示	11

1、经济：前低后稳，稳增长重要性凸显，全年增速在5%-5.5%区间

经济承压，叠加高基数效应，2022年经济下行进入下半场，预计经济前低后稳。结合2021年中国经济“成绩单”，全年GDP增速8.1%，表现不俗，已实现6%的经济增长目标，但压力仍在。分季度来看，GDP增速（Q1-18.3%、Q2-7.9%、Q3-4.9%、Q4-4%）前高后低逐季下滑，Q3、Q4的GDP增速均处于5%以下，跌破5.1%-5.7%的潜在经济增速。叠加高基数效应，2022年经济下行依然较大，考虑到2021年Q2的GDP两年平均增速的基数最高，预计2022Q2的GDP增速最低，经济前低后稳。

2022年经济下行进入下半场。出口增速边际回落，楼市降温，地产投资下滑，疫情反复下消费端难有起色，经济下行压力仍存。

一是外需对经济的拉动作用减弱。2021年12月中国出口两年复合同比增速19.46%，较11月回落1.8个百分点，疫情冲击下中国出口虽仍具韧性，但对经济的拉动作用会逐渐减小。供给端的欧美失业率趋势性下行叠加需求端的海外刺激政策逐步退出，使得出口增速边际回落。

二是地产下行，微调纠偏难改地产投资颓势。政策上虽有放开限价，取消限售的微调纠偏的政策，但仅短期托底，难有起色。另外资金上虽然地产融资政策微调，房企融资略有回暖，但仅为纠偏而非转向，整体改善幅度有限，难改地产投资颓势。

三是消费疲软。经济下行趋势下居民人均可支配收入增速放缓，特别是工资性收入和经营性收入两年平均增速仅为7.0%和5.9%，远低于疫情前水平，同时疫情反复，居民储蓄率增高而消费意愿降低，消费水平仍受限。

稳增长信号明确，组合拳持续发力。年底政治局会议和中央经济工作会议重提“六稳六保”，政策重心转向稳增长，政策开始为下行的经济托底，要在高基数上保持经济平稳运行。目前来看，房地产政策略有放松、促消费政策出台、基建投资持续发力，稳投资是短期稳增长的主要抓手，而绿色发展和科技创新助推中长期高质量发展。

绿色发展：六中全会明确“以前所未有的力度抓生态文明建设”。足以体现政府对生态文明、绿色发展的重视程度，随着碳达峰碳中和纲领性文件落地，绿色金融体系逐步完善，碳中和下的经济转型和能源革命正在加速推进。

科技创新：六中全会强调“必须实现创新成为第一动力”。科技创新的地位再次得到强化，得益于政策与资金支持，高技术制造业持续高速发展，科技资本开支增速显著提升，科技创新持续发力。在全面注册制的战略机遇期，资本市场支持科技创新能力提升，有助于为新兴产业提供资金支持，释放创新潜能，全力解决事关国家安全的“卡脖子”难题。

跨周期调节持续发力，稳增长政策不断加码，GDP降幅可控。考虑到每次经济目标的调整幅度都在0.5%左右，2021年全年经济目标定在6%以上，实际增速为8.1%，预计2022年目标增速不会太低，大概率在5%-5.5%区间。

其实“稳定宏观经济不仅是经济问题，更是政治问题”，高层稳增长的决心和信心不可低估。对外，今年是中美GDP增速差为1990年以来最小值，保住经济增速优势十分

必要。对内，要保就业，今年有1076万的高校毕业生，还要兜住民生底线，迎接二十大。在外需增速趋缓的背景下，稳投资和促消费是主要主力点，绿色和科技双驱动，政策力度值得关注。

2、通胀：风险缓释，PPI和CPI走势互换，新一轮猪周期即将开启

PPI趋于回落，但仍需警惕输入性通胀。在国内强力保供稳价的政策指导下，国内自主定价的动力煤、螺纹钢等大宗商品价格急剧调整，通胀见顶回落的信号已经出现，但国外主导定价的大宗商品处于高位均衡，短期输入性通胀风险依然存在。考虑到近期国外定价的大宗商品供需缺口，输入性通胀风险依然值得警惕。预计2022年PPI前高后低，二季度PPI会逐步回落，下半年加速下行，四季度大概率转负。

CPI上行空间逐步打开，风险相对可控。2021年前三季度CPI在低位运行，四季度由于气温降低与运输成本增加，CPI有所回升。叠加上游原材料价格压力向中下游扩散，CPI仍具备上行动力。但考虑到猪油周期错位，CPI中枢整体上移幅度有限。

原油价格维持高位均衡，短期输入性通胀风险犹存。原油库存处于近5年低位，而且OPEC+已经拒绝美国的增产呼吁，继续维持严格减产的节奏，供给修复还需要时间，原油供需维持紧平衡，价格走势前高后低，油价主要压力在上半年。

新一轮猪周期即将开启，下半年猪价开始上行。猪周期正在磨底过程中，生猪产能开始调控，但能繁母猪和生猪出栏数量仍处于相对高位，通常情况下能繁母猪存栏量领先猪肉出栏约10个月，猪价预计在2022年下半年开始上行。

PPI与CPI走势互换，宽松制约渐退，差距渐小直至逆转。由以上分析可知，预计2022年PPI逐渐回落，前高后低，CPI中枢抬升，前低后高。PPI与CPI走势互换，剪刀差逐渐缩小最终逆转。

3、货币政策：前松后稳，降准降息可期，但要警惕中美货币政策背离风险

中美经济货币双周期背离，国内货币政策前松后紧。从国内经济形势来看，PPI见顶，经济金融数据普遍回落，实体需求低迷，经济加速下行，宽货币宽信用的需求与日俱增。从海外形势来看，2021年11月美联储启动Taper后，通胀风险仍未得到有效控制，12月美联储议息会议纪要释放出提前加息的信号，1月再提缩表，均表示加息进程或将提前，力度会加大。其他经济体也多有加息动作，新一轮海外“加息潮”已经开启，势必会对我国国内的宽松力度与节奏形成制约。

降息并非宽松的终点站，常常是中继站，降息后通常还会有降准。对2008年以来的4轮货币宽松周期复盘发现，鉴于降息的宽松信息意义较强，宽松后期降息会提前退出，除了2011-2012的那轮较为克制的宽松周期，2008、2014、2018的三轮宽松周期，最后一次降息都还跟随着降准。

LPR降息才刚到中点，还有调降的空间。上一轮2019年8月至2020年4月的宽松周期，共有5次降息，1年期LPR共调降5次46BP，5年期LPR共调降3次20BP。本轮宽松周期，从2021年7月降准作为起点，至今仅有两次降息，1年期LPR共调降2次15BP，5年期LPR共调降1次5BP，LPR降息才刚到中点，距离终点尚早，后续还有降息空间。

一季度大概率还会有降准降息，预计在两会前后。宽货币向宽信用还在疏通过程中，中美利差仍在80bp以上（大于50BP的警戒线），国内货币政策还可“以我为主”，有一定的腾挪空间。外部随着美联储Taper提速、加息预期加剧、缩表提上日程，中美货币政策周期背离会影响国内货币政策的独立性，进而制约国内货币宽松的空间，当前美联储3月加息的概率已上升至90%，一季度是国内降准降息的窗口期。宽货币配合宽财政，托底经济下行。

4、财政政策：前置发力，新老基建并重， 基建大年可期，预计增速在6%-8%

2022年经济承压，稳投资是稳增长的主要着力点。2021年末政治局会议与中央经济工作会议多次提“稳”，2022年初“稳增长”信号再次释放。稳增长政策风向托底，拉动投资势在必行，市场对于新老基建共发力的预期与信心正在加强。

在政策、资金和项目三方助力下，基建投资有望回春。通过对国家预算内资金能撬动的新增基建规模进行测算，预计2022年将新增1.17万亿-1.61万亿元广义基建投资，增速可达6.33%-8.69%。

(1) 政策支持：中央经济工作会议明确“适度超前开展基础设施投资”，将基建作为积极财政政策的主要着力点，推动重大项目在2022年年初集中落地，多地积极响应号召，地方两会的首要发展任务均聚焦于稳增长。

(2) 资金充裕：2021年财政超收缓支，叠加专项债发行进度落后，2022年预计有1.5万亿元的财政结余，垒实2022年项目资金。在2022年预期积极的财政政策支持下，预算内资金适度增长，专项债基本稳定，增量资金依旧可期，财政持续发力。

(3) 项目充分：2022年首批专项债申报的时间较往年提早了2个月，为项目准备了充足的时间。同时，各地“十四五”计划重大工程项目集中开工，特别是交通运输、能源水利等方向的重大基建项目集中落地；全国多地保障房建设如火如荼，新基建方向重大项目加快落地见效。

在政策、资金、项目的共同支持下，基建增速有望在一季度迎来拐点。前有估值修复启动，盈利作为支撑，基建大年稳增长主线行情可期，其中新基建发展进入加速期，整体更具弹性。

5、经济周期：从类滞胀到衰退期，股债还有结构性机会，但会比2019年更惊险

滞取代胀成为核心问题，经济周期从类滞胀转向衰退。基于当前的经济、通胀和流动性分析，结合PMI和PPI走势判断，当前经济周期逐渐从类滞胀转向衰退，宽松的制约开始消退，稳增长成为主线，跨周期调节和逆周期调节形成合力，结构性宽松可期。

2022年资本市场或将糅合2018年和2019年的特征，风险类似2018年，机会和2019年相似，资产表现更像2019年。2021年经济从过热到类滞胀，经济见顶，政策收紧，资产宽幅震荡。2022年从滞胀转向衰退前期，政策微调纠偏，货币前松后稳，风险和机会并存。整体来看，2022年的风险因素和2018年类似，分别为中美经济政策周期背离、A股业绩下滑、通胀见顶短期制约犹存；2022年的机会因素和2019年都是社融出现拐点，政策重心转向稳增长，倒逼政策开始宽松。

股债结构性机会可期，汇率和大宗商品有调整压力。结合美林投资时钟理论与上述分析，我们认为2022年资产表现更像是2019年，股债都有机会。由于政策微调纠偏，货币前松后稳，衰退式宽松再现，债市受益于利率下行，机会相对确定，上半年机会好于下半年，属于鱼尾行情整体空间较为有限；而A股市场估值抬升与业绩下行博弈，可寻找结构性机会；大宗商品仍在调整中，特别是国内定价的品种，修复还需要时间。

6、债市：还有鱼尾行情，空间不及2021年，且上半年机会好于下半年

从需求端的信用收缩驱动转向供给端的货币宽松驱动，债市进入下半场，还有空间。2022年经济基本面下行压力凸显，出口增速回落，财政和货币同步发力稳增长。12月经济数据不及预期，1月降息节奏提前且幅度超预期。预计上半年货币政策维持“温和宽松”的节奏，降准降息空间打开，推动债券到期收益率进一步下行，债市还有机会。

中美货币政策背离，制约宽松空间与节奏，债市仅剩鱼尾行情。随着美联储加息预期提前，中美利差收窄，货币政策宽松空间受限，一季度或是仅存的降息窗口期。总体来看，上半年债市还有窗口期，但目前价格已在相对高位，大幅上行可能性极低，上行空间小于2021年。下半年猪周期拐点确认后，猪价存在上行动力，带动CPI上涨，制约利率下行。预计利率债处于鱼尾行情，上半年机会相对确定，但考虑到2021年债牛已持续了较长时间，且下半年经济见底后流动性存在边际收紧的可能，债市上行的空间较为有限，大幅走高的可能性微乎其微。

债市全年行情呈前高后低的走势，方向相对明确，把握衰退式宽松带来的机会。但目前价格已在相对高位，叠加下半年经济见底后流动性存在边际收紧的可能，制约利率下行，后续大幅上行可能性极低，总体上行空间小于2021年。

7、A股：估值与业绩博弈，结构性机会犹存，关注稳增长、高质量发展、消费困境反转三大主线

A股市场估值抬升与业绩下行相互博弈，结构性机会犹存。当前政策底已现，市场和经济尚处于在寻底的过程中。一方面，2022年的A股具备2018年中美经济货币政策分化、业绩下滑的利空因素；另一方面，2019年流动性充裕、稳增长发力的利好因素亦可继续体现。因此，估值修复与业绩下行同时存在，在资金面宽松的背景下，A股整体估值还有修复空间，但业绩仍在承压，估值抬升与业绩下滑博弈，仅有结构性机会。

综合盈利、流动性、估值和市场情绪等因素分析，关注N形态中的三大主线。我们对2022年A股走势的推演如下：从节奏上看，2022年流动性前松后稳，上半年是降准降息窗口期，驱动估值上修；而业绩前高后低，逐季回落，尤其需要警惕下半年下行风险；经济前低后稳，下半年筑底企稳，带动市场情绪逐步回暖。整体来看，2022年A股在估值与业绩两方面影响下呈现扁平N字形态。建议关注绿色科技高质量发展、稳增长和消费提价反攻三条主线，但也要警惕二季度的回调风险。

8、地产：政策微调而非转向，量缩价稳，去金融化还在继续，地产开启“慢时代”

2022年地产下行趋势短时不易扭转。2021年上半年房地产业回春，销售可观，拉动相关投资；然而下半年进入类滞胀周期后，经济下行伴随高位通胀的情形下，高压监管与调控政策升级，房产下行压力加剧。2022年虽然至暗时刻虽已过去，但下滑态势尚不足以逆转，开发投资增速中枢继续下移，“微调纠偏”成为房产政策重点，道阻且长。

政策面微调为主，尚未转向，局部灵活放宽。中央经济工作会议对地产定调

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_36947

