



中建投信托

稳增长环境下，从“分化”走向“收敛”

——2022年宏观与大类资产配置策略

黄春华 2022.01.07

主要观点

1. 中国的问题在“滞”，美国的问题在“胀”；
2. 中国货币政策偏宽，美国货币政策偏紧；
3. 加息窗口的打开将继续推动美债利率向上；美欧货币政策的差异性特征被进一步扩大，预计美元也将出现上涨；
4. “一松一紧” → **人民币汇率有小幅贬值压力**；
5. 2022年二十大召开，稳定宏观经济不仅是经济问题，更是政治问题；
6. 稳增长内涵：动能切换背景下的稳增长，传统经济、传统基建提供托底，新经济、新基建提供弹性；2022年基建增速大概率明显回升； → **关注基建链条的投资机会**；
7. 2021年，结构性政策明显“一加一减”；2022年，稳增长环境下，“一加一稳”；总量工具与结构性工具从替代转向配合并举； → **风格从分化走向收敛**；
8. 信用逐步企稳； → **信用边际修复，信用债表现可能优于利率债**
9. PPI与CPI剪刀差逐渐收敛 → **中下游表现好于上游，消费股好于周期股**；
10. 资产配置：偏防御，权益结构性行情，利率债中枢小幅下移，黄金延续下跌。

[1] 从中央经济工作会议看2022年宏观形势

[2] 2022年资产配置观点及逻辑框架

[3] 大类资产回顾及具体展望

1



PART

从中央经济工作会议看2022年宏观形势

2021年“稳” VS 2022年“实”



- 六稳六保；
- 留得青山，赢得未来。



- 实事求是的方法论。要一切从实际出发，并且要坚持以经济建设为中心。
- 实字代表了实体经济。金融的天职和宗旨就是要为实体经济服务，如果为实体经济服务了，金融风险也就自然化解了。
- 抓工作落实要实实在在。一分部署九分落实，实干兴邦，稳增长的格局和好的局面是干出来的，所以抓工作要务求实效。

经济转型方向不变，节奏有所纠偏

- 过去一段时间，我们更多地关注长期经济增长的问题而淡化短期的目标，会议对“总量与结构”、“长期与短期”以及“传统经济与新经济”这三组关系进行了“动态再平衡”，**对短期稳增长赋予更高的权重。**

总量与结构

2021增年中央经济工作会议再次强调“以经济建设为中心”，同时提出“推动经济实现质的稳步提升和量的合理增长。”

短期与长期

会议首提跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合，既稳当前、又利长远。同时会议也指出“**政策发力适当靠前**”。

传统经济与新经济

会议指出“先立后破、稳扎稳打”，而非“破而后立”。



把脉，首提“三重压力”

- 去年的中央经济工作会议作出这样的分析：“明年（2021年）世界经济形势仍然复杂严峻，复苏不稳定不平衡，疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视。”而今年的中央经济工作会议首提**三重压力**。



需求收缩



供给冲击



预期转弱（重点与难点）

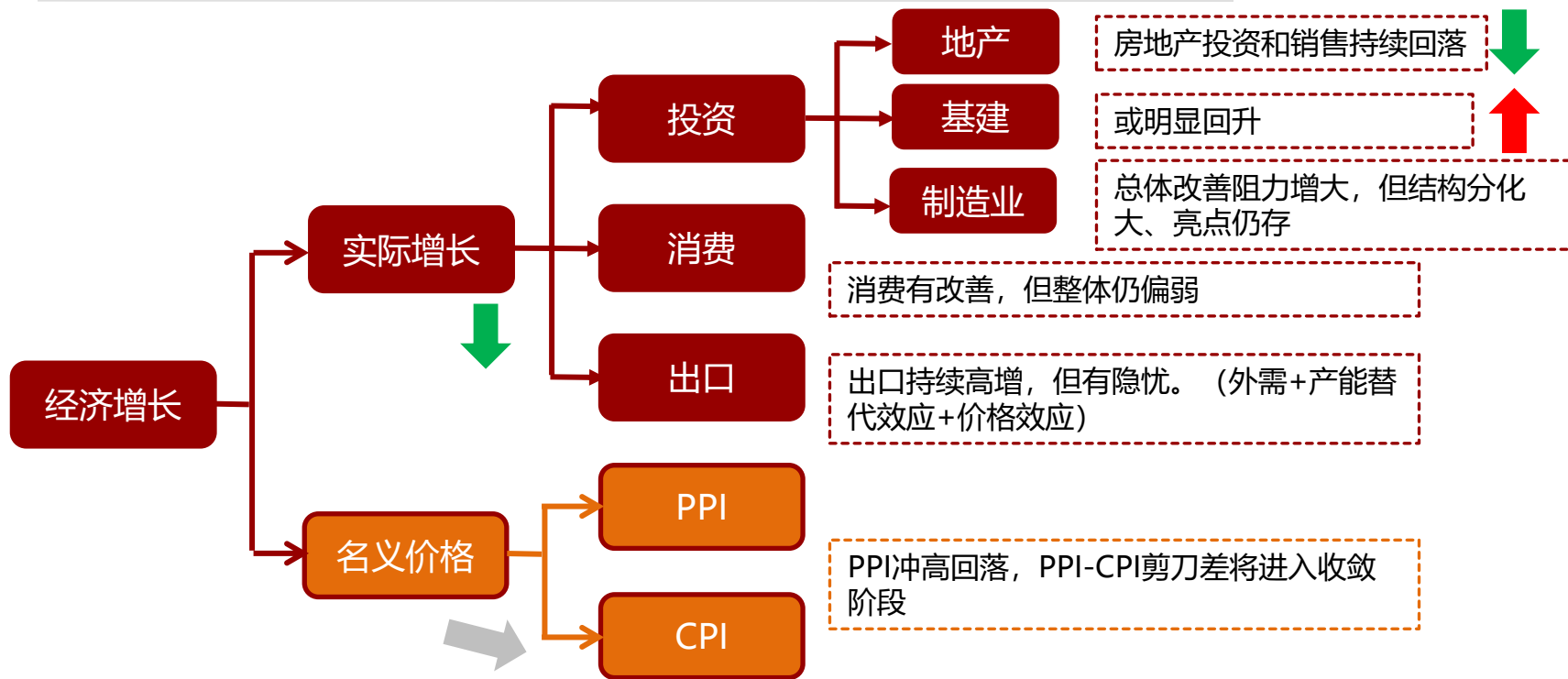
发改委政策研究室：加强财政政策和货币政策的协调联动 慎重出台具有收缩效应的政策

2022-01-07 08:19

南方财经1月7日电，人民日报刊发国家发展改革委政策研究室文章指出，统筹疫情防控和经济社会发展，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，将跨周期和逆周期宏观调控政策有机结合，更加注重多重目标的统筹平衡，在区间调控基础上加强定向调控、精准调控、相机调控，增强前瞻性、针对性、有效性，把握好政策时度效。加强财政政策和货币政策的协调联动，推动财政、货币、就业政策和产业、投资、消费、社会、环保、区域等政策形成系统集成效应，慎重出台具有收缩效应的政策，稳定社会预期，提振市场信心，促进经济运行在合理区间。

- 相比之下，今年对经济严峻形势的研判明显升级；中美政策周期或错位；
- 明年将召开党的二十大；
- 十四五规划，未来15年经济年均增长率为4.7%； → **“保5%争5.5%”**
- 在此背景下，稳定经济尤为关键，定调“稳字当头、稳中求进”。

2022年基建增速大概率明显回升



□ 2021年前三季度GDP两年复合同比分别增长5.0%、5.5%和4.9%。

房住不炒长期主线未变，重提“因城施策”

- ❑ “房住不炒” 尽管在之前的政治局会议通稿中缺席，但仍出现在此次中央经济工作会议通稿中，表明房地产政策基调未改，房地产行业运行的底层逻辑已发生深刻改变，房子不再是投机的主要对象，而将成为民生的一部分。会议首次提出要“探索新的发展模式”，一方面要坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，另一方面也要支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求。
- ❑ 会议还要求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展，相比之前的政治局会议，本次会议重提“因城施策”。这也表明，房地产政策的边际放松还是留了一道口子，维稳房地产行业的责任更多地放到了地方政府层面，在这一背景下，预计房地产压力较大的重点城市后续可能会出台相应维稳措施，确保房地产行业下行不失速，平稳地“软着陆”。
- ✓ 央行、银保监会联合印发《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》，《通知》明确，银行业金融机构要按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则，稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目。

货币政策基调偏松，操作上仍以结构性工具为主

- 本次中央经济工作会议对于货币政策总体基调的表述与12月6日召开的政治局会议表述相同，即“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”。同时，本次会议删去“保持宏观杠杆率基本稳定”相关表述，表明稳定宏观杠杆率将不再是政策转向宽松的掣肘，宽信用空间或将逐步打开。因此，对于货币政策表述的变化或表示明年货币政策在总体稳健的基础上略偏宽松。
- 会议再次强调了货币政策对于**小微企业、科技创新和绿色发展**的支持，基本上延续了此前的表述。货币政策重点支持上述三个领域，也意味着货币政策工具运用上仍以结构性工具为主。另外，会议也强调财政政策与货币政策要协调联动，意味着财政在发债高峰时，货币政策或将予以配合以保持流动性合理充裕。
- 用好碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款。

财政政策定调更加积极，基建或迎开门红

- 今年我国财政政策呈现出明显的后置特征，本次会议着重强调财政政策要“提升效能，更加注重精准、可持续”，同时指出“保证财政支出强度，加快支出进度”，因此，明年财政政策将保持积极态势，从节奏上看，将前置发力，而发力点主要在基建，明年基建增速或将显著回升。
- 积极的财政政策主要体现在两方面：一是通过新的**减税降费**激发市场主体活力，特别是强化对中小微企业、个体工商户、制造业的支持力度。二是通过**“适度超前”开展基础设施建设来稳定经济**，重点领域包括“十四五”重大工程、保障性住房、绿色经济等方面。
- 为配合积极的财政政策落地，有两点也需关注：一是保证支出强度的同时增加减税降费，这意味着一般公共预算的赤字可能需要进一步扩张；二是“适度超前开展基础设施投资”的同时，还要“坚决遏制新增地方政府隐性债务”，这意味着明年地方显性债务的增加，包括地方新增专项债与一般债的规模或继续增加

双碳政策节奏将会更加合理有序

- 会议明确要“坚定不移推进”“双碳”目标，但同时也强调“不可能毕其功于一役”，意味着短期内运动式减碳的问题将得到纠偏，未来我国绿色转型的发展将更加合理有序。具体而言，体现在三方面：
- ✓ 一是会议指出“传统能源逐步退出要建立在新能源安全可靠的替代基础上”，特别强调“立足以煤为主的基本国情”，表明煤炭在未来一段时间内仍将是我国能源结构中主要组成部分，清洁煤炭高效利用将成为能源工作中的重点；
- ✓ 二是要狠抓绿色低碳技术攻关；
- ✓ 三是会议对“双碳”“能耗双控”等考核机制进行科学管理。一方面，明确“新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制”，并指出创造条件尽早实现能耗“双控”向碳排放总量和强度“双控”转变；另一方面，加快形成减污降碳的激励约束机制，通过市场化方式来调节，防止简单层层分解。

2



PART

2022年资产配置观点及逻辑框架



资产配置观点：偏防御，适当增加固收配置比例

资产大类	资产细分	观点	2022年建议	中长期建议
股票	A股	以震荡调整为主，风格从分化走向收敛	标配	超配
债券	利率债	2.7%-3.1%区间震荡，中枢有所下移	标配+	超配
	信用债	稳增长背景下，边际利好于信用修复	标配+	标配
商品	大宗商品	中性偏负面	标配-	标配
	原油	短期波动会加大	标配	标配-
	黄金	延续下跌行情	标配-	标配

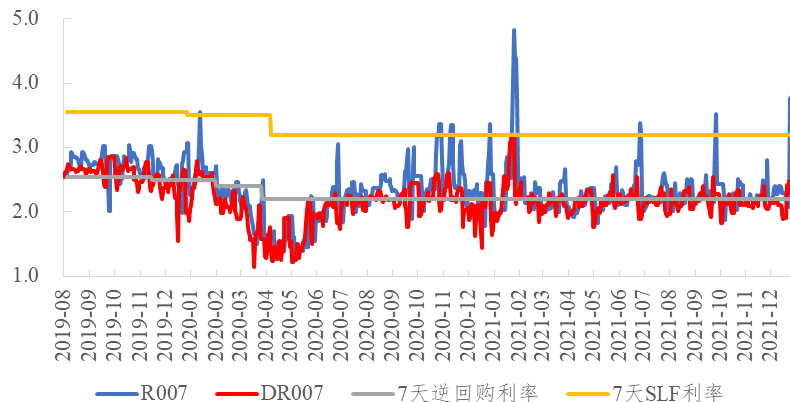
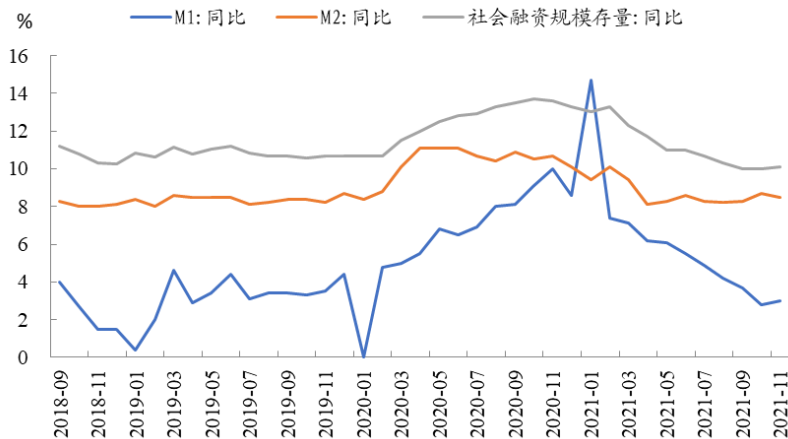
注：根据大类资产未来预期表现，分别给予超配、标配+、标配、标配-、低配五个评级；具体配置比例综合考量各类资产历史风险收益特征和各类资产之间的阶段性比价。

1.2 下半年资产配置依据

重要指标	2021年运行态势	2022年展望
美元指数	截至2021年12月31日，收于95.9701	偏强震荡
十年期美债收益率 (%)	截至2021年12月31日，收于1.52%	加息窗口打开将继续推动利率上行
GDP	GDP↓PPI↑，宏观经济周期处于类“滞胀”场景	GDP↓PPI↓，宏观经济周期或转向“弱衰退”场景
PPI		
社融/M2	货币政策处于“紧信用+稳货币”政策组合	宽财政加码，“稳信用+稳货币”
DR007		
股权风险溢价率	股债性价处于相对中性位置	

信用货币视角：“稳信用+稳货币”

- 政策逐步发力，社融底将逐步确认。10月份开始地方债发行速度明显提速，财政政策已经采取更加积极的取向，后续财政支出力度加大是大概率事件。随着各类会议都**聚焦在稳信用**，尤其以再贷款为主要手段的结构性宽信用政策陆续出台，稳信用的方向逐步成为市场的共识。
- 12月6日，决定于2021年12月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.4%。此次降准降低金融机构资金成本每年约150亿元，计释放长期资金约1.2万亿元。



FED模型——股债风险溢价率

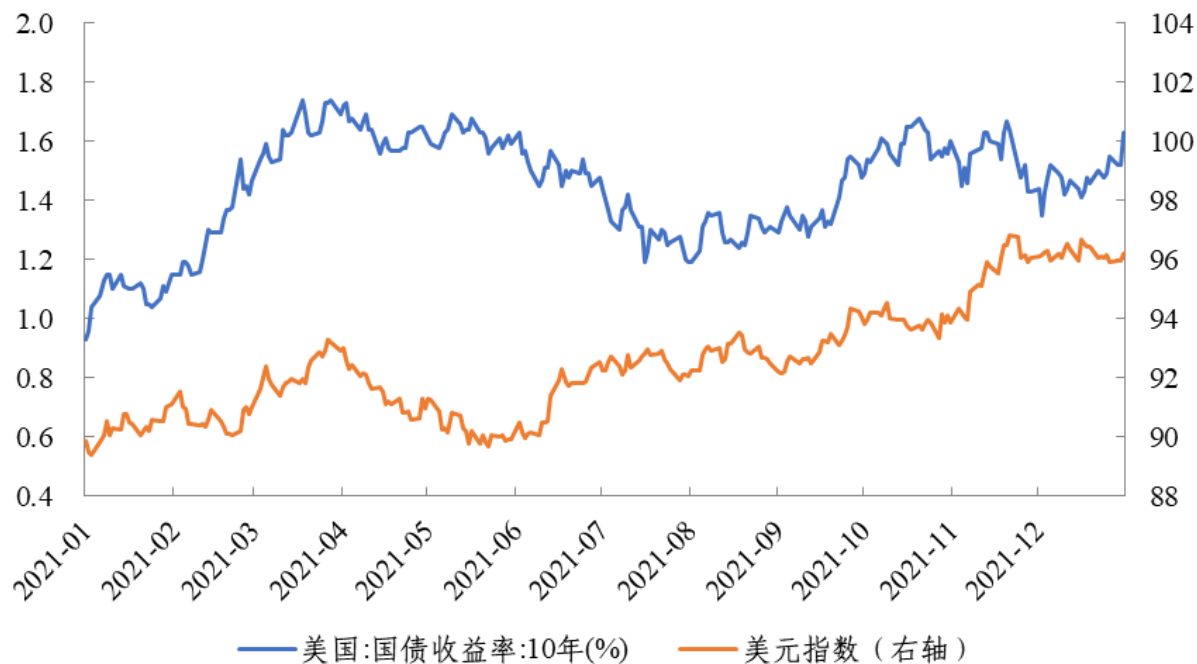
- 该指标蕴含着权益市场的预期收益率能高多少，显然，这个溢价越高，权益资产表现可能越好。

万得全A市盈率（TTM）倒数-10年期国债收益率



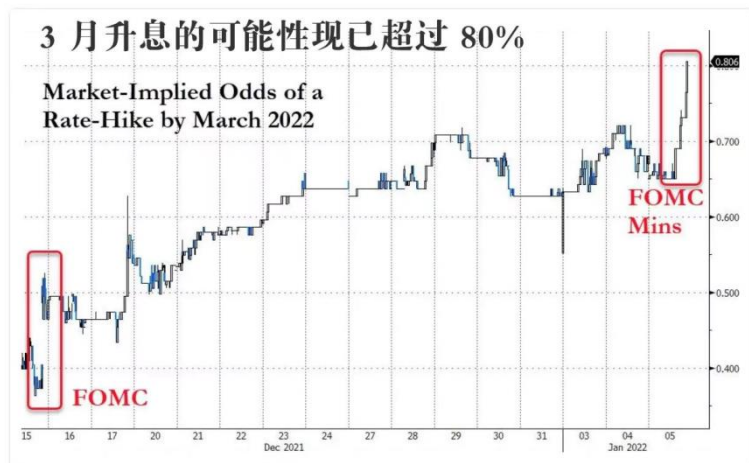
美债收益率+美元指数

- ❑ 美债利率：加息窗口打开将继续推动利率上行；
- ❑ 美元：偏强震荡为主



美债收益率：加息窗口打开将继续推动利率上行

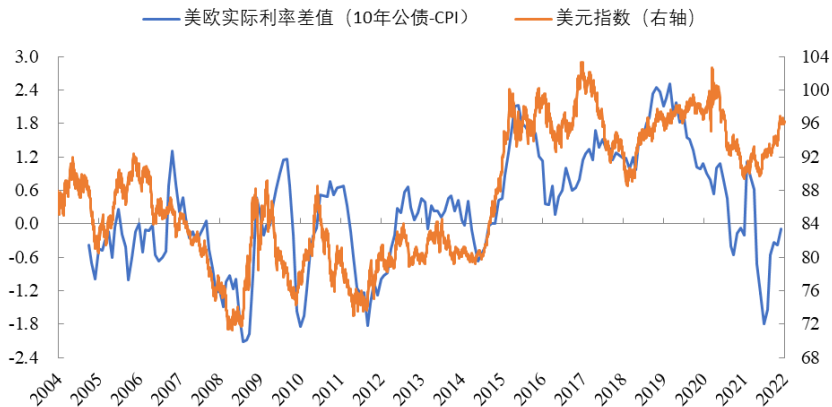
- 一方面，美国12月小非农（ADP）新增就业人数80.7万人，大超预期；
- 另一方面，美联储公布的去年12月会议纪要显示或更快的加息和缩表。会议纪要显示，与会者普遍认为，鉴于他们对经济、劳动力市场和通货膨胀的前景看法，可能有必要比与会者先前预期的更早或更快地加息；部分与会者还认为，在开始加息后，相对以往更快的开始缩表是合适的。
- 在会议纪要公布后，美联储加息预期再度提前，根据CME数据显示，美联储在今年3月加息的概率达到80%。美债利率也大幅上行，再度突破1.7%，为去年4月初以来高位。



美元指数以偏强震荡为主

- 在经济增长差异方面，由于美欧经济在2022年均相对稳定，对美元指数的方向性指导意义不强；
- 在货币政策差异方面，美联储在Taper落地后已经明确了流动性的转向，随着就业市场的进一步修复，以及通胀中枢的不断抬升，加息窗口大概率将于明年开启。而反观欧央行，不仅Taper尚未落地，拉加德也明确表示明年不会考虑加息，美欧货币政策的差异性特征被进一步扩大，预计美元也将因此出现上涨；
- 总的来说，美元指数预计将以偏强震荡为主，进一步的上行动力在Taper落地后可能会有所减弱。

美欧利差上行，利好美元



美欧经济相对稳定



3

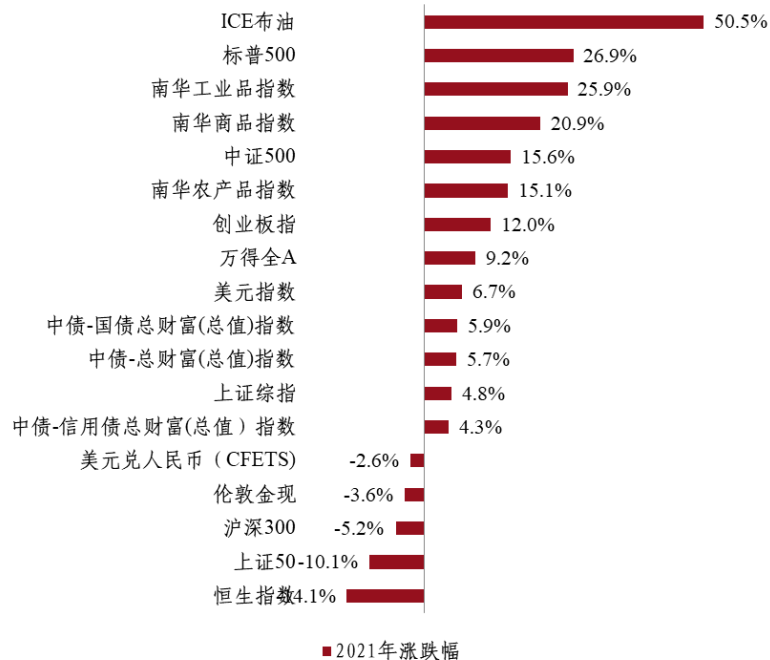


PART

大类资产配置回顾及具体展望

2021年回顾：“碳中和”是贯穿全年的投资主线

- ❑ 2021年，大宗、权益领涨；美股领先，中概垫底；
- ❑ “碳中和”是贯穿全年A股的投资主线。碳中和”的大背景下，PPI的快速拉升成为了最大的确定性，年内PPI-CPI剪刀差也创下历史新高，结构性行情演绎到极致。上游资源+新能源显著领涨，其中煤炭、电力设备、有色金属、公用事业、基础化工和钢铁的累计涨幅均突破30%，而与之相对应金融地产与消费板块则集体拉闸，A股上演了冰火两重天的行情，
- ❑ 在前两年因重仓消费而成名的多名明星基金经理今年业绩相当惨淡，而一些中小基金产品因为容易掉头也便于转换仓位，规模不大但是业绩确十分亮眼，极致分化是2021年市场风格中最明显的特征。



权益市场展望：结构性行情，风格有所收敛

- ❑ 基于经济基本面震荡磨低、流动性平稳偏宽松的判断下，2022年指数整体仍将延续震荡。在市场风格上，经过了近一年的调整，2022年在长期与短期之间、价值与成长之间，市场风格会趋于更加均衡。
- ❑ 行业上的排序：科技制造>消费>金融>周期。
- ❑ 三大投资主线：一是持续坚定看好政策和产业趋势并存的高景气赛道，如：新能源、军工、高端制造等；二是PPI-CPI剪刀差收敛维度，看好通胀向下游传导下必选消费的配置机会，如：食品饮料、医药、农林牧渔等；三是在一季度阶段性看好政策“稳增长”主线，如：基建、钢铁、建筑、建材等。

债券市场展望：窄幅震荡，把握利率空间

- 利率债：经济基本面疲弱，综合通胀压力可控、流动性平稳偏宽、利率债无系统风险。利率走势取决于宽货币向宽信用传导的节奏和幅度。维持震荡判断，预计在2.7-3.1区间震荡，注意把握收益率空间并重点关注流动性和信用的边际变化和幅度；
- 信用债：信用风险边际缓解，结构性分层延续，适当下沉，城投 > 产业 > 地产；
- 2021 年，紧信用环境下防风险是债的主线。2022 年稳增长压力下，政策组合更积极，边际利好于信用修复，信用债整体优于利率债。产业债方面，信用分层下关注结构性机会。城投政策有保有压，地方政府换届与超前基建需城投承担相关融资职能，城投违约风险可控。“稳中求进”基调下，可以对偿债能力和偿债意愿较好的区域进行适度信用下沉。价值分化预计持续，资质较差的城投债可能面临估值下压。地产方面，政策底出现，基本面底仍需进一步出清。

商品市场展望:持谨慎态度

- ❑ 难有趋势性做多的机会。一方面从流动性的角度来讲，会面临美联储开始加息带来的流动性的风险。另一方面，从供需的角度来讲，会面临我国房地产周期下行和美国对商品消费支出增速逐渐放缓的一个风险。
- ❑ 油价或维持高位震荡：受新变异病毒影响原油需求的持续修复或将按下暂停键，但未来疫情逐步过去、航空煤油消费的修复仍将成为支撑油价上行的重要因素之一，此外冷冬气候兑现、欧洲天然气价格持续飙升有望提振取暖油及油气转换需求；由美国、OPEC+主导的原油供应端大概率延续扩张，警惕伊朗产量超预期回归导致油价脉冲式下行的风险。
- ❑ 黄金市场：或维持承压格局。美元指数与美债收益率震荡上行均对黄金价格形成压制；扰动项在于避险情绪；整体而言预计震荡偏弱。

An aerial photograph of a city skyline, likely Chicago, with numerous skyscrapers and buildings. A large, semi-transparent silhouette of a person's head is overlaid on the left side of the image, facing right. The word "THANKS!" is centered in the image in a large, bold, black, sans-serif font. The text is enclosed within a thin red rectangular border. A small white triangle points upwards towards the bottom center of the text.

THANKS!