

2022年资产配置策略

华龙证券研究所

研究员：杨晓天

执业证书编号：S0230521030002

邮箱：hlzqyxt@163.com

研究员：陈霖

执业证书编号：S0230521030003

邮箱：hlzqytcj@hlzq.com

相关报告

《均衡配置，攻守兼备——2022年
公募基金投资策略》2022.1.7

请认真阅读文后免责条款

核心观点：

- **供给影响下的 2021：**无论上游大宗商品的涨价，出口拉动下的经济企稳，房地产、医疗、教育等方面的改革还是留有余地的宏观政策，都体现在供给方面的被动变化或者主动求变。供给影响下的 2021 年经济平稳运行，窗口期新旧动能转换等供给端改革持续推进。2021 年外需消费的高增拉动了国内中上游的生产，而输入型通胀的影响也通过出口价格的持续上行转移至国外相应的消费国，进而导致我国全年通胀压力较小。
- **需求导向中的 2022：**2022 年出口降速，内需仍在恢复期，经济增长承压拉动方向难料，消费的复苏、蓄力之后宏观政策的出台以及投资催化需求等需求导向因素将是 2022 年的主题。2022 上半年我国经济将综合受还未降下去的出口、前置的财政政策与基建投资、受益大宗商品降价的中游制造、广义流动性改善和政策导向的金融等因素拉动，2022 年下半年或可以期待逐步恢复的消费、产能扩张逐步投产的军工、边际恢复的房地产相关产业链、芯片供给恢复的汽车产业链等方向。
- **资产配置策略：**2022 年上半年在宽货币稳信用的基础上，债市有望获得一定配置空间，大宗商品有需求推升的结构性机会，权益成长与金融或有表现，上半年大类资产配置顺序为：债券>大宗商品、权益>货币；下半年随着美联储加息预期升温，大宗商品价格有望回落，权益在消费回暖预期下有望提升估值，下半年大类资产配置顺序为：权益>债券>大宗商品>货币。
- **细分资产配置方向。权益资产：**受疫情影响较小、行业发展逻辑有利的方向——国防军工、钢铁、水泥、券商、生猪、新能源车、绿色能源、通信设备。受疫情影响较大、行业催化受外因影响较大但边际改善的方向——消费、医药。**债券：**2022 年上半年利率债为底仓，钢铁、有色等产业债受益于基本面改善，可小幅拉长久期，下半年适当缩短久期并关注可转债。**商品：**2022 上半年产业链中下游的需求扩张或影响上游的商品价格上行，预计锂、钢材、水泥、有色等耗材受下游需求拉动影响较大，2022 年下半年受投资“后低”、上游产能恢复以及需求拉动势能减弱将有价格下行的压力。
- **风险提示：**疫情影响因素，房地产政策风险因素，通胀因素。

目录

| | |
|-------------------------------------|-----------|
| 1. 回顾与展望 | 2 |
| 1.1. 供给影响下的 2021..... | 2 |
| 1.2. 需求导向中的 2022..... | 3 |
| 2. 政策与基本面 | 4 |
| 2.1. 2022 年海外需求对我国出口拉动将逐步减少..... | 4 |
| 2.2. 消费复苏缓慢，明年仍难恢复疫情前水平..... | 5 |
| 2.3. 投资增速逐月下行，期待消费复苏带来的下游产能修复..... | 7 |
| 2.4. 财政支出加快，广义赤字规模望同增..... | 10 |
| 3. 流动性 | 12 |
| 3.1. 2022 年通胀不构成主要风险 政策宽松仍可期..... | 12 |
| 3.2. 狭义流动性整体充裕 “市场利率围绕着政策利率波动”..... | 14 |
| 3.3. 资本市场资金供求平衡..... | 15 |
| 4. 资产配置策略 | 16 |
| 4.1. 权益..... | 18 |
| 4.2. 债券..... | 21 |
| 4.3. 商品..... | 23 |
| 4.4. 货币..... | 24 |
| 5. 风险提示 | 25 |

正文：

1. 回顾与展望

1.1. 供给影响下的 2021

如果用一个词给 2021 年做一个定义我们认为“供给”。2021 年毫无疑问是一个受供给端影响较大的年份，在疫情的持续影响下，原本进行中的新旧动能改革、技术变革革命、内部政策指引下的公平与效率并重、绿色发展理念等变革被按下了暂停键，在 2020 年中国对疫情的有效控制下，全球范围内我国经济与社会运行率先恢复，在经济回温和稳增长压力较小的情况下，为我国在 2021 年的政策和改革带来了难得的窗口期。由于世界各商品生产国仍未从疫情中恢复产能，同时主要消费国家的流动性宽松与需求端强刺激政策影响下，**我国受生产效能的率先恢复优势，导致 2021 年出口持续回暖并强势拉动经济，上游订单饱满拉动制造业生产和库存的回暖是 2021 年经济的主要推动力。**

另一方面，同样受疫情影响导致国外上游原材料和资源品开工率较低，航运运力与成本持续上升，从 PPIRM 层面延伸至 PPI 层面的价格走向也可以看到，我国工业产业进口的大宗商品价格持续推升，进而推高我国生产资料的价格，这种变化同样来自于供给层面的紧缩导致相关价格的攀升。反观我国中下游制造和消费层面的商品价格始终低迷，同时投资对经济的拉动持续下行，反映我国内需层面的恢复仍然困难重重，PPI-CPI 剪刀差持续扩大反映了上游资料价格的上涨并未传导至下游消费层面，或者说上游价格上涨、景气度的扩张以及主动补库存意愿增加并不是内需拉动，**我们认为上游生产的景气主要是由于出口层面的高涨，即外需消费的高增拉动了国内中上游的生产，而输入型通胀的影响也通过出口价格的持续上行转移至国外相应的消费国，进而导致我国全年通胀压力较小。**

2021 年，我国基于出口导向的高景气带来经济压力缓解，同样影响政策调控和改革进度。今年我国“经济处于稳增长压力比较小的窗口期”，**我国政府对于经济结构改革的定力较为稳定**，在教育、房地产、医疗方面的改革力度进一步强化，在双碳和可持续发展方面继续推进，在新旧动能的转换方面保持长效机制。今年在经济政策方面我国并未跟随美国大力度的推动流动性宽松和消费刺激，而始终保持我国经济的独立性和“以我为主”，货币维持稳定偏宽松，财政政策在控制城投风险的基调下保持紧平衡，房地产以“房住不炒+三条红线+两集中+房地产税”的组合拳进行严控，**2021 年整体维持稳货币、紧信用的政策基调，在经济尚可的条件下保持一定的宏观政策调整空间，同时在财政支出方面保持一定的节流，这将为我国 2022 年的政策留有余地**，并且可以通过今年财政结余结转定向“支农支小”、扶持绿色产业和新能源产业的发展，好钢用在刀刃上。

1.2. 需求导向中的 2022

对于 2022 年的最强变量我们认为将是“需求”。2021 年疫情的散点爆发、大宗商品涨价反噬下游需求、房地产政策严控导致房地产产业链的下滑、出口拉动的经济回暖影响宏观政策并未对需求端采取强刺激，种种因素导致 2021 年消费需求较为疲软，人均消费支出进一步下滑。

我们认为 2022 年政策导向将进一步向需求层面转移。海外方面美国通胀数据的持续高攀以及美联储政策鹰派的转变都指向美国将在实质 Taper 的基础上寻求加息以稳定通胀，美联储政策的导向将减缓美国消费需求，同时疫苗接种和开放政策也将指引市场从商品消费转向服务消费。结合部分已经加息的发达国家的政策转向，这将影响海外商品需求的下降，进而必然导致我国出口的下滑。结合我国 2022 年 20 大的召开以及中央经济工作会议“稳字当头、稳中求进”的政策导向，2022 年内循环的回暖将是关键，结合政治局与中央经济工作会议的表述，我们认为 2022 年我国将维持较为宽松的货币政策和积极的财政政策，“保证财政支出强度，加快支出进度”，并通过一系列“新的减税降费政策，强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度”，来实现“扩大内需战略，增强发展内生动力”，政策基调将以推动我国内循环为主。

2021 年无论是财政政策、信贷增速、投资角度来看，都体现了一种政策蓄力的特征。2021 年财政后置，导致上半年专项债发行速度偏慢，由于 2022 年稳增长需求上升，或出现财政前置的情况，**财政 2021 年后置与 2022 年的前置将有效衔接以保持政策持续性，中央经济工作会议明确适度超前开展基础设施投资或显示明年财政将支持基建的发力。**从 2021 年 11 月金融数据看社融同比多增主要由于政府债发行的增量因素，也反映了财政后置年底发力的特征，但是尽管降准等方式体现了流动性的宽松基础，但需求端消费、房地产销售和中下游企业盈利持续疲弱导致人民币贷款同比少增反映短期宽货币向宽信用的传导短期仍难见效。

2021 年 12 月的降准以及“支农支小”利率的结构性降低，2021 年 11 月开始的通胀数据的提升预期和未来减税降费政策的出台，结合年底 LPR 利率调降 5 个基点，反映了政策层面加大信用向实体传导的意图但仍以预调微调为主，金融系统传导方向风险犹存。**我们认为宽货币的初衷之一也是为了推进信贷政策的宽松向中小企业传导，预计在 2022 年上半年美国实质性加息前的窗口期我国采取利率政策的概率较大。**而在房地产政策边际放宽的影响下，房地产相关产业链将有所恢复，由于房地产销售向拿地和开工传导具有一定时滞，预计房地产产业链需求景气度的恢复将出现在 2022 年下半年，2022 上半年仍将是房地产政策边际放松的恢复期，**2022 上半年我国经济将综合受还未降下去的出口、前置的财政政策与基建投资、受益大宗商品降价的中游制造、广义流动性改善和政策导向的金融等因素拉动，2022 年下半年或可以期待逐步恢复的消费、产能扩张逐步投产的军工、边际恢复的房地产相关产业链、芯片供给恢复的汽车产业链等方向。**

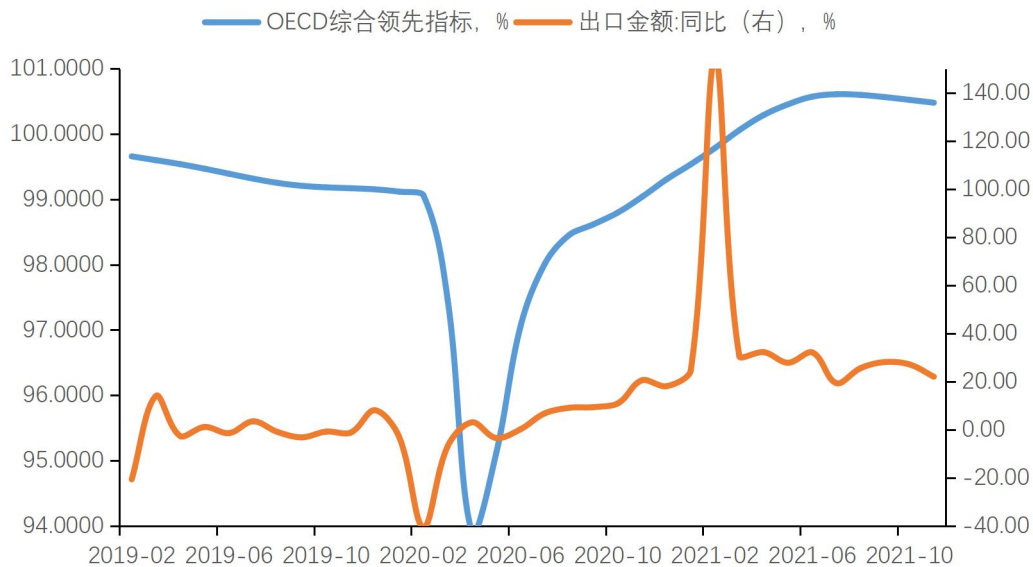
2. 政策与基本面

2.1. 2022 年海外需求对我国出口拉动将逐步减少

我国本轮出口高增受疫情影响，以及海外发达经济体需求端经济刺激政策相关，消费补贴和财政赤字化推动商品需求异常走高，同时疫情导致工业生产恢复过于缓慢，产能投入较低，侧面影响我国下游消费品为主的出口商品的高增。

OECD 综合领先指标自去年持续回暖，今年以来持续位于长期点位 100 点上方，但相应增速较去年明显放缓，同时 8 月首次出现指标回调，11 月降至 100.48%，或暗示世界主要经济体经济增速有放缓趋势。美国市场商品需求占比我国出口最大，美商品个人消费支出与我国出口高度相关，美逐步退出宏观宽松调控以及鲍威尔大概率连任与加息的表态将预示美国商品消费下滑，进而拖累我国消费品出口。

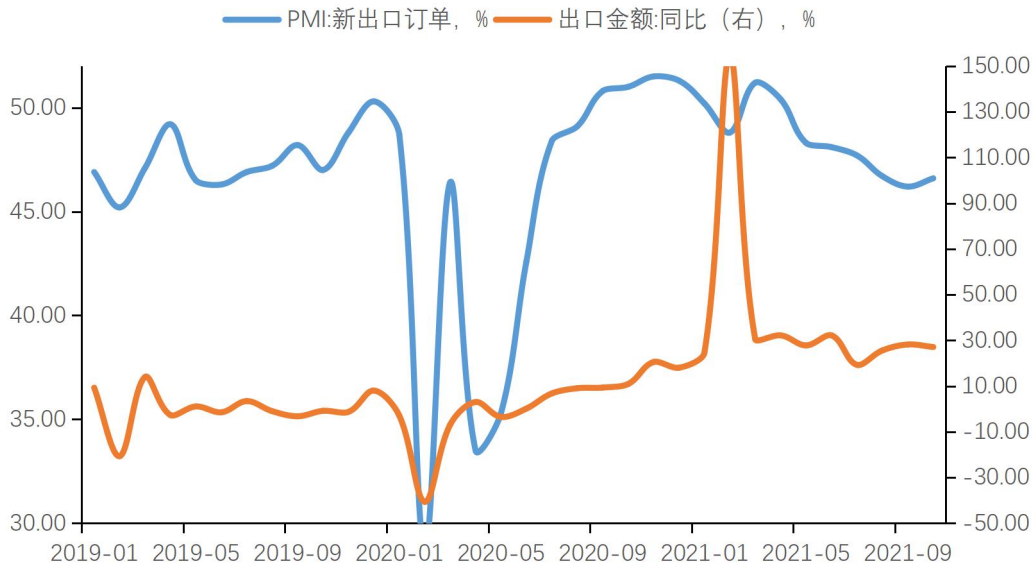
图表 1：OECD 回调或直接影响我国出口增速放缓



资料来源：Wind 华龙证券研究所

PMI 新出口订单自今年 5 月以来出现持续位于荣枯线下方的情形，工业增加值下行表明企业生产层面有低迷趋势，库存和出口金额的变化暂未看到转向，但从供应链角度，订单和生产层面的回落将逐步影响产成品库存和出口金额的下行，预示我国出口将受海外商品需求放缓影响而逐步降低，明年出口对我国经济拉动作用将逐渐降低。

图表 2: 出口产业链上游订单回调将影响下游库存和出口



资料来源: Wind 华龙证券研究所

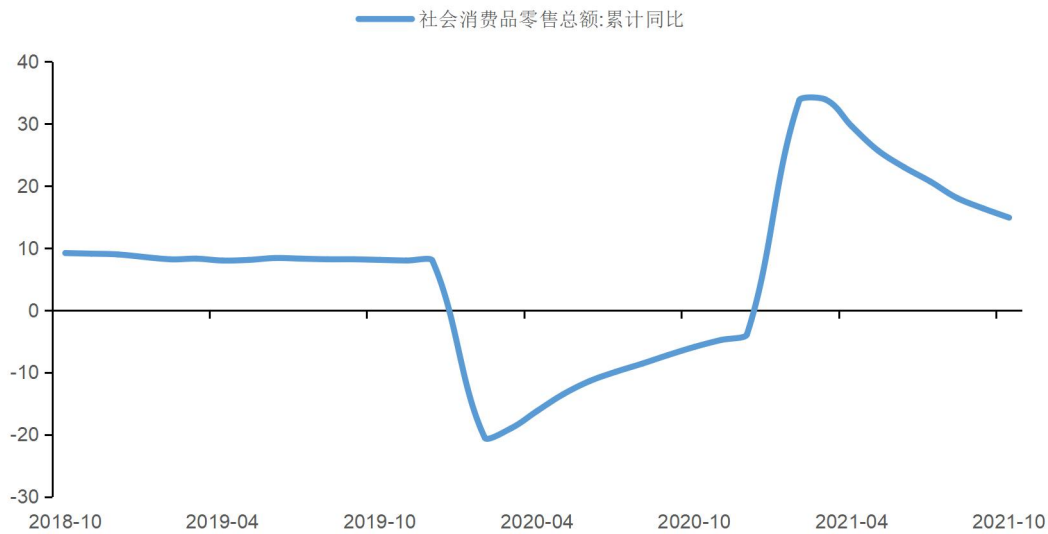
今年出口高增受全球贸易需求的强劲复苏,其归因于欧美宏观政策的放宽以及相应国家随疫苗覆盖的提升放开人口的流动。出口量价分拆来看,出口价格的快速上涨可能是今年出口高增的重要原因。

展望 2022 年,在全球经济低增和逆全球化的长周期中,明年海外需求政策共振式收缩的背景下,过热的商品需求不可长期持续,明年我国出口仍将保持来自供给端的一定韧性,但出口降温不可避免。明年内需的重要性将明显提升,我们期待 2022 年政策角度从货币中性稳房价、财政减税增收收入两方面促进国内居民商品消费,更加依靠内需拉动制造业。

2.2. 消费复苏缓慢,明年仍难恢复疫情前水平

消费复苏缓慢,明年仍难恢复疫情前水平。收入增速的下滑影响消费,社零层面结构上社交经济、地产影响导致的家电家具,芯片短缺导致的汽车。居民存款存在释放潜力。

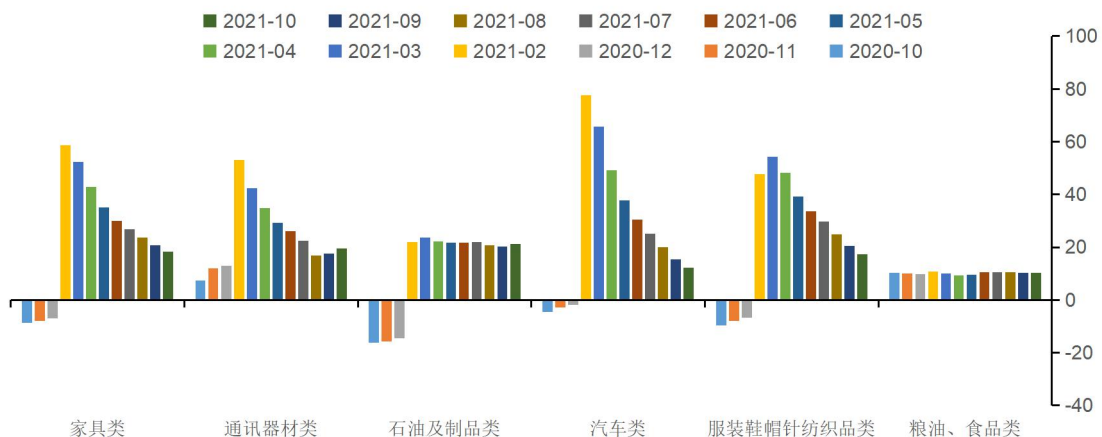
图表 3：受疫情因素影响较大 消费复苏缓慢



资料来源: Wind 华龙证券研究所

我国今年受出口拉动经济整体恢复可观，但目前经济的恢复体现在暂时性和结构性，明年面临的压力仍然较大，暂时性体现在疫情影响下生产环节的暂时转移带来的出口高增，结构性体现在今年的恢复主要受美国市场等外部需求的拉动，国内需求仍然恢复缓慢。今年国内人均收入水平的下降对消费支出的影响开始显现，社消零售总额仍未恢复至趋势线以上，预计明年受疫情不可控以及国内“清零政策”的影响，消费仍难以恢复至疫情前的水平。从结构上来看，汽车、家具家电、餐饮服装等行业分别受芯片供给短缺、房屋竣工面积的下行以及疫情导致的服务消费受限影响，拖累整体消费水平。虽然社消零售总额受去年基数影响较大近期仍在缓慢恢复阶段，但距离疫情前 8% 左右的中枢仍有一定差距。

图表 4：结构上汽车、家具家电、餐饮服装拖累消费



资料来源: Wind 华龙证券研究所

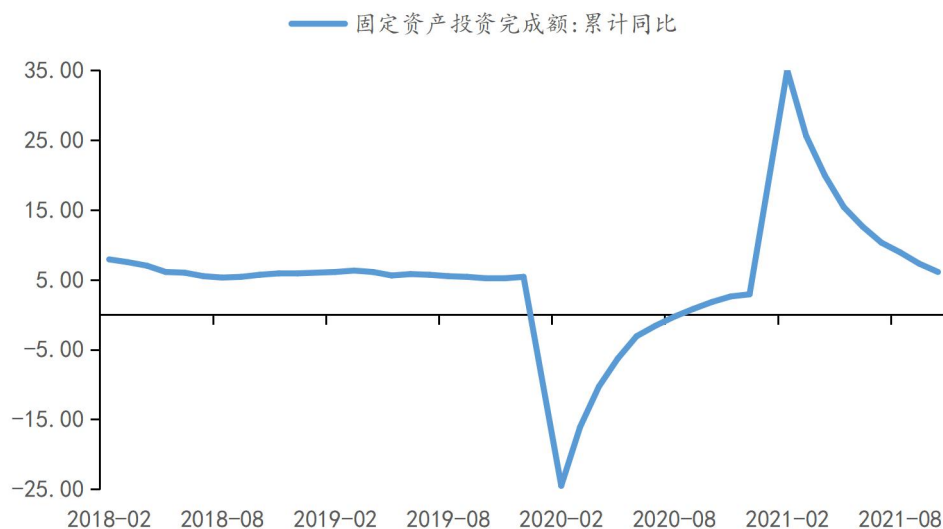
总体来看消费在边际上将有所改善，但改善幅度或有限，恢复过程仍将体现出不可控影响及结构性特征，即 1、新冠变异病毒是否会导致疫情的扩散加重从而影响消费层面的恢复；2、宏观调控政策是否会放松，中小民营企业及下游消费企业是否有减税降息费的政策以刺激和保护服务业的恢复；3、政府是否能够保持改革定力坚持房地产调控不放松，从而影响后地产相关消费品延续低迷；4、汽车消费层面政策是否延续和新能源车芯片供给是否改善且能否成为拉动内需增长的主要动力。

2.3. 投资增速逐月下行，期待消费复苏带来的下游产能修复

今年 1 至 10 月，固定资产投资累计同比增长 6.1%，增速逐月下行，制造业投资相对强势，基建和房地产投资较弱。制造业利润二季度下行，存款增速回落，目前进入主动去库存阶段，明年地产和出口减速将带来订单压力。从产能、库存结构上看，今年下游消费产能库存双低，明年预期消费复苏将带来下游行业产能修复。

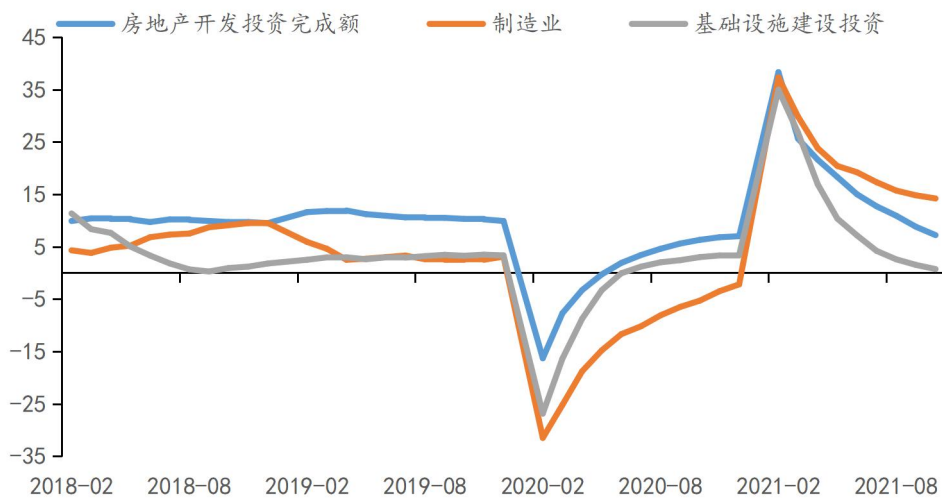
2022 年我国投资端受房地产投资继续承压影响较大，而制造业和基建投资有望成为支撑。今年工业企业利润的高增使得制造业投资意愿强劲，而明年将处于出口和内需拉动转换的过程中，下游需求的回暖程度以及明年信用放松的程度将影响投资层面的增速。预计 2022 年在社融增速企稳回升、中下游企业盈利压力缓解的背景下，制造业有望成为全年投资的支撑。基建投资有望在上半年受地产边际变化和财政政策的连续性，“形成实物工作量”环境下，基建投资将在明年上半年有所改观，但全年来看仍将受产业改革和信用层面的限制。

图表 5：投资继续承压



资料来源：Wind 华龙证券研究所

图表 6: 房地产下滑较快 明年制造业和基建有望成为支撑

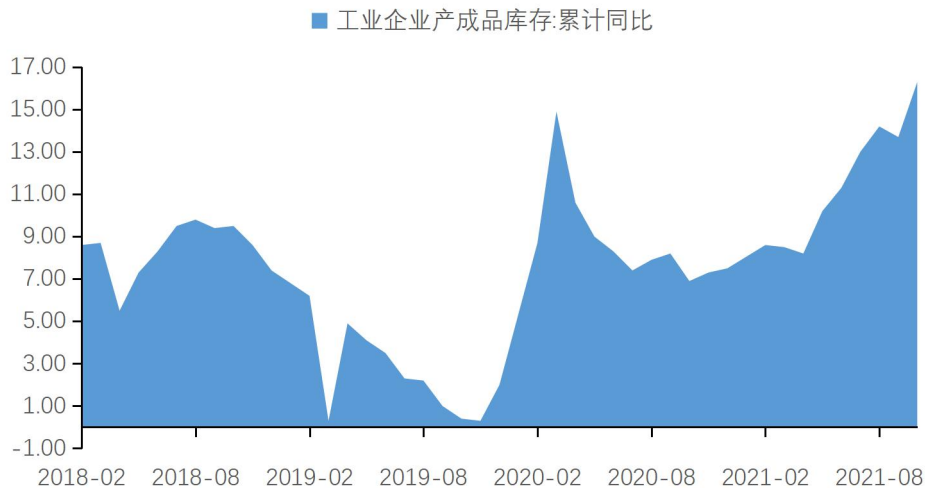


资料来源: Wind 华龙证券研究所

制造业投资增速与信贷及经济增速密切相关，当前货币政策以支持实体经济为主，对制造业投资偏利好。今年以来制造业投资增速逐月下行，一方面是经济增速下行，需求端前景尚不明朗，另一方面由于国外复工进度和国内限产政策导致上游原材料价格高企，使得制造业企业缺乏扩大再生产的动力。制造业投资上升的背景之一是库存上升，工业企业产成品库存同比由年初 8.56%上行至今年 10 月的 16.3%。PPI 可以大致反映制造业库存的波动，在 PPI 持续回落的预期下，制造业库存同比大概率往下，这会对制造业投资形成一定拖累。

今年三季度出现被动补库存向主动去库存转变的特征，明年地产和出口减速将进一步带来订单压力。高耗能行业投资严控，叠加整体去库存，估计 2022 年制造业投资增速将处于放缓周期；但政策导向之下，“双碳”相关的投资估计会异常活跃。明年信贷投向仍以支持实体和中小企业为主，资金层面的稳定宽松带来制造业投资的利好因素，原材料价格预计逐步回落，而制约制造业投资的主要因素仍将是需求。明年外需下行将是趋势所在，但上半年或依然维持景气，随着下半年内循环缓慢复苏，制造业投资总体上将平稳增长。

图表 7: 库存或转为主动去库进而影响制造业投资增速

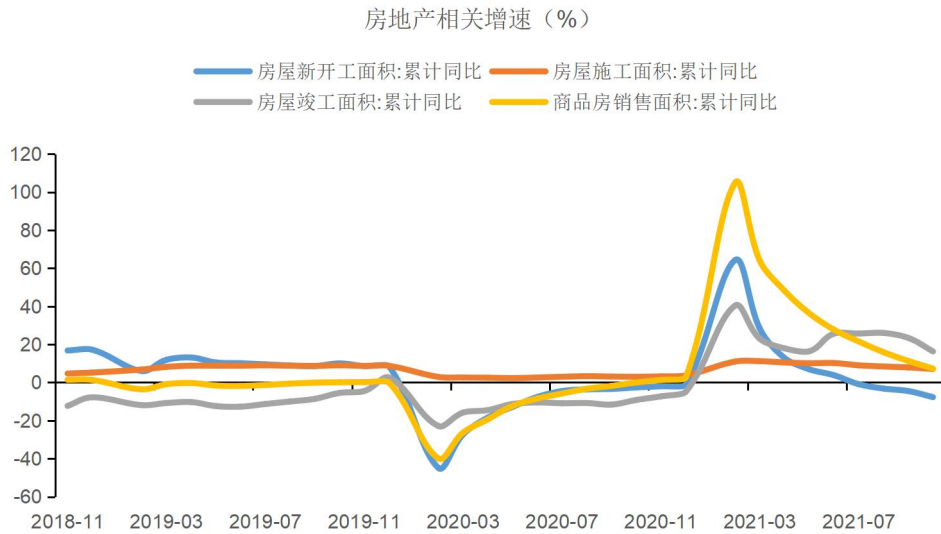


资料来源: Wind 华龙证券研究所

去年以来，政策从供需两端对房地产行业增量进行严控。2020年8月，央行、住建部确立了重点房地产企业资金监测和融资管理规则，严格限制房企过度负债经营。2020年12月，央行、银保监会建立了银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度，要求地产相关贷款余额占比不得高于规定上限。2021年2月，自然资源部要求各地将住宅用地出让信息合理适度集中，重点城市要集中公告、集中供应；2021年8月，自然资源部优化第二批土地出让政策，降低土地溢价率，提高竞拍门槛。2021年10月，人大常委会授权国务院开展房地产税试点，有助于提升持房成本，抑制投机炒作，将成为地产常态化调控的重要抓手。

“房住不炒”和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”事关我国长期改革，而当前房企的资金来源主要是销售回款，房企在资金趋紧的情况下降价促销，房价的下行预期又进一步抑制居民购房意愿。目前在地方政府和金融机构执行过程中一刀切，贷款集中度考核要求过严，授信按揭额度管控偏紧等现象造成地产行业微观执行层面过度甚至惜贷现象严重，地产行业边际调整将主要针对这方面的问题。今年前11月地产新开工面积累积同比降至-9.1%，而待商品房销售回暖传导至开工层面仍有一定的时差，这将导致2022年地产投资可能继续承压。明年上半年出口与地产均存在较大下行风险，在地产销售持续下行、房企信用风险暴露的背景下，地产政策的边际放松可期，明年政策基调望转为稳增长。稳增长除了在绿色经济领域发力外，大概率仍需稳定地产投资增长，地产产业链中的建材、工业金属等行业将受益。但仍需观察利率层面监管的态度是否释放积极的信贷环境，包括如何去平衡房产税改革试点。

图表 8：新开工和销售面积首尾两端影响房地产投资



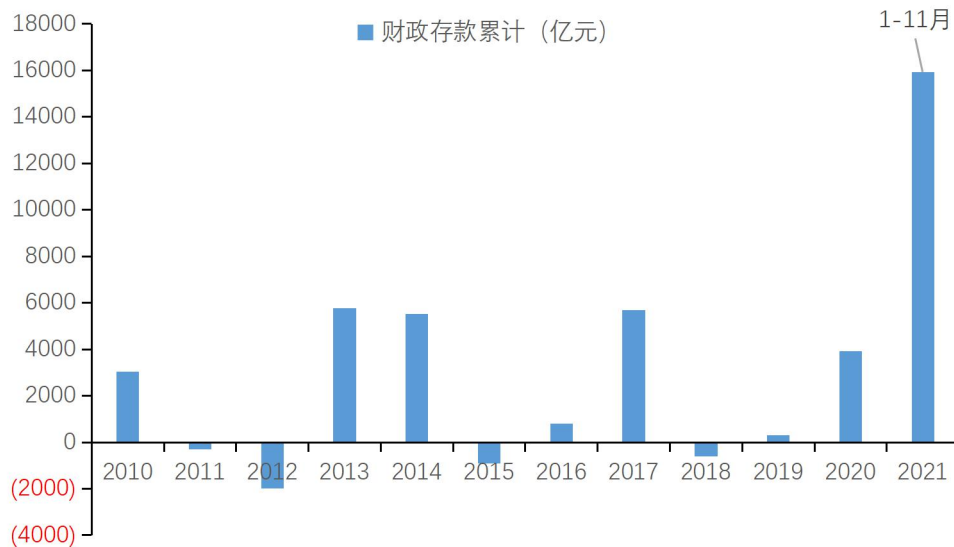
资料来源: Wind 华龙证券研究所

2.4. 财政支出加快，广义赤字规模望同增

今年新增财政存款余额高增，11月政府债放量以及财政支出温和均体现了今年财政政策的后置以及政府改革的定力。社融角度，目前长端利率上行而短端利率变化不大，期限结构陡峭化，市场宽信用预期逐步抬升。年内居民中长期贷款同比减少，年底受房地产政策边际放松影响同比转正，企业中长期贷款仍同比负增，仍维持下滑态势，而票据融资拉动明显，整体体现在政策呵护力度较强，实体需求仍然偏弱。

2021年财政保存实力蓄力特征较强，力保2022年换届稳定，财政扩张已成既定议题。2021年GDP目标较保守，财政发力诉求不强，及时化解隐性债务成为重点，今年财政盈余、政府债发行慢、基建投资弱体现了经济在出口拉动下压力不大，目标在结构性改革与财政蓄力为主。但明年地产和出口下行压力加大，消费仍取决于疫情发展，财政有必要提供平衡之力，并且今年的财政盈余也为明年的扩张提供保障。市场预计明年政府债净供给规模可能在7.5万亿左右，节奏上前置为主，需求层面欠配问题可能继续存在，但较今年应有所缓解。

图表 9：财政存款显著高于过往年份



资料来源：Wind 华龙证券研究所

2022 年国内疫情常态化防控形势仍将持续，预计社会保障和就业以及卫生健康等方面财政支出仍将增长，2022 年基建投资作为对冲房地产投资增速低迷的稳增长手段，有望获得财政政策支持。从制造业 PMI 指数可以看到中小企业经营形势面临诸多困难，特别是 10 月在限产限电政策影响下，原材料价格再度冲高加剧了经营成本压力，不排除财政政策继续落实有针对性的减税降费或税费延迟缴纳等措施。

展望 2022 年，预计地产下行、出口回落、消费缓慢，经济面临压力仍大，对应财政整体定调仍将较积极，预计赤字率可能恢复 3% 的安全线或可能持平 3.2%，2021 年财政属于后置发力，2022 年可能前置。积极财政支持下，明年基建投资发力可期，城市更新与绿色基建是两大主线。换届之年稳经济诉求强，地产和出口压力需要基建作对冲。

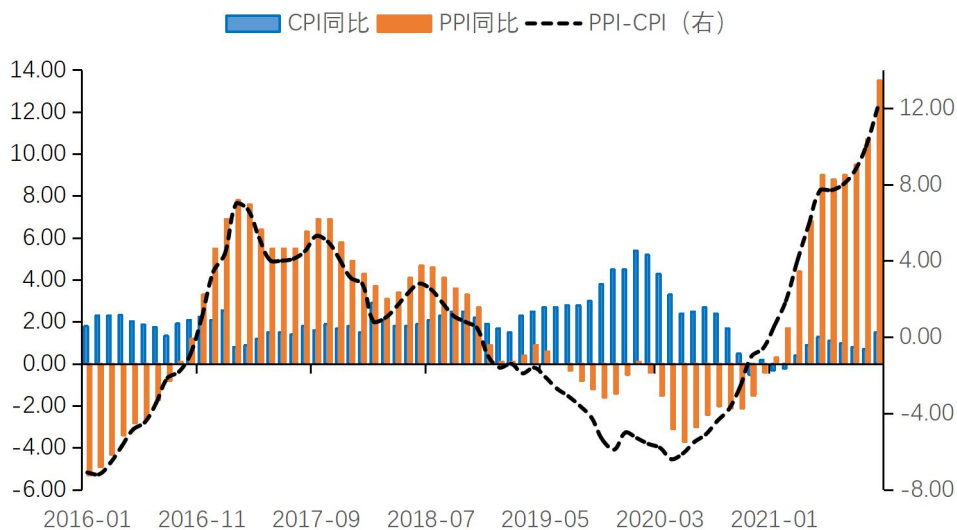
央行多次明确货币政策“价重于量”，货币政策的基调和方向主要关注政策利率，而非数量型工具。央行连续在货币政策执行报告中明确了市场观察货币政策取向的方式，即政策利率代表货币政策取向，在货币政策执行报告中也多次指出：“判断短期利率走势首先要看政策利率是否发生变化，主要是央行公开市场 7 天期逆回购操作利率是否变化，而不应过度关注公开市场操作数量”。虽然在 2021 年底央行再次进行降准以释放流动性维护市场稳定，但降准属于数量型工具，货币政策稳健中性的基调未改变。“人民银行坚持正常货币政策，保持政策的连续性、稳定性、可持续性，不搞大水漫灌，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。”央行目前已经构建起“市场利率围绕政策利率运行”的短端资金利率框架，市场利率紧密围绕政策利率变动。基于货币政策的推断 2022 年央行仍将维持偏宽松的货币政策基调，宽货币是结构性宽信用的前置。

3. 流动性

3.1. 2022 年通胀不构成主要风险 政策宽松仍可期

目前对于 PPI-CPI 剪刀差的收敛预期具有一定共识，对于 CPI 层面上行的判断主要在于猪周期的开启和产业链上游向中下游传导的预期，而 CPI 需要分拆来观察其结构性的变化，其实上游原材料向下游的传导一直都在，而主要拖累在于猪肉价格的下行。

图表 10: PPI 向 CPI 传导较为顺畅 拖累在于猪价下行



资料来源: Wind 华龙证券研究所

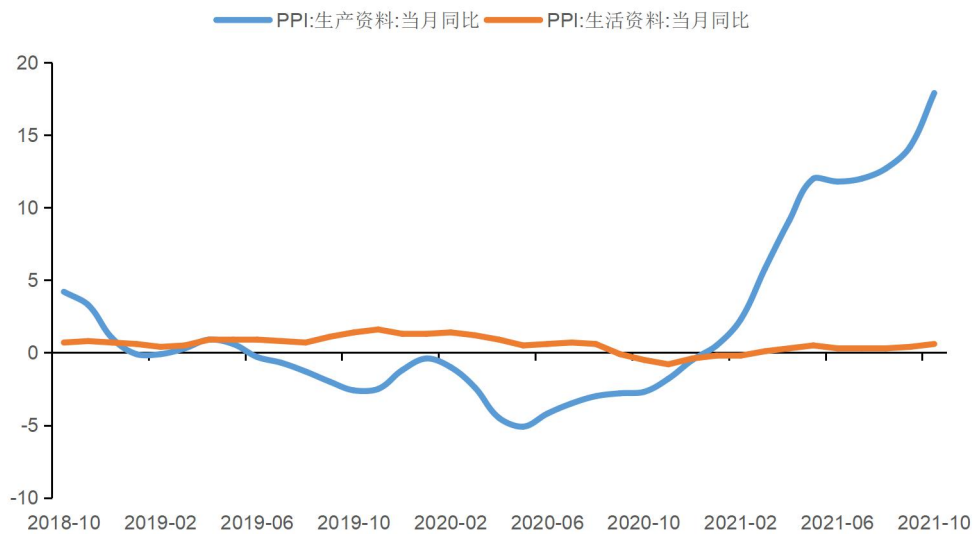
今年我国通胀情况始终以境外输入结构性通胀为主，具体表现在 PPI 持续上行，与之相对应的 CPI 却始终位于低位，PPI-CPI 剪刀差持续扩大反映出上游原材料行业向中下游制造与消费传导不畅，与美国等经济体 CPI 持续上行的通胀不同，我国及德国、日本等疫情期间主要生产类经济体均表现出上游原材料价格的持续上涨带来的结构性滞胀，对于我国今年下半年以来微滞胀的判断也是基于此。今年 PPI 的上行历经两轮价格的拉动，上半年主要受国外石油、钢铁等大宗商品涨价影响，而 7 月开始的上行主要由于国内限电限产与能源新旧转换导致的煤炭等能源价格上行影响。而 CPI 层面今年始终维持低位，主要原因一是由于消费需求层面的萎缩导致下游商品服务价格始终低迷；二是猪价的持续下行导致食品分项下降，而从仔猪和母猪存栏历史分位来看，明年上半年猪周期或仍难以见底；三是由于基数原因导致今年 CPI 月度同比数据位于低位。

对于今年通胀表现，需要关注两个层面的问题：**一、PPI 向 CPI 的部分传导实质较为顺畅，不过由于结构性原因导致 CPI 始终位于低位。**从 CPI 分项看，10 月非食品 CPI 同比为 2.4%，受猪肉价格持续下行影响食品类 CPI 同比为-2.4%，二者分化较为严重，交通运输燃料与水电燃料等分项与受 PPI 影响较小的食品衣着分化严重，反映出 PPI 层面生产资料的高企部分传导至 CPI 分项，而较为平稳的

生活资料也未明显影响 CPI 层面的价格上行。二、PPI 反映出上游能源、原材料的价格上涨带来的结构通胀，这种价格的影响一部分通过商品价格传导反映在 CPI 分项的上行，而另一部分影响通过外贸出口的方式将通胀输出至美国等消费导向经济体。从出口商品类别看，装备制造、化工等分项价格的大幅上涨也与同期 PPIRM 以及 PPI 价格的上行一致，我国消费通胀并没有向美国那样高企，部分原因也是源于 PPI 传导后价格的输出。

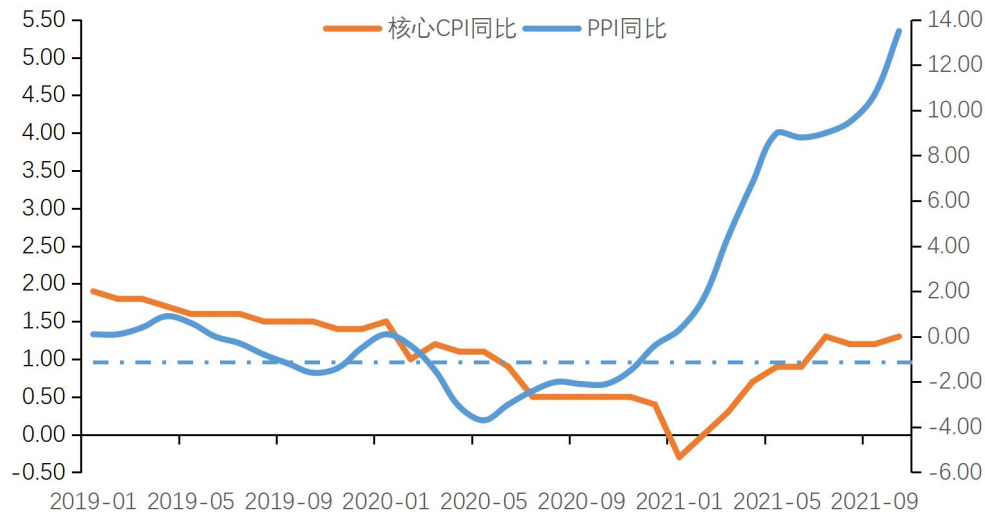
由于美国通胀高企，美联储通胀的忍耐力逐步减少，明年美国消费补贴收紧、Taper 逐步完成衔接实际利率的上调将逐步演变为现实。国内对于煤炭等上游能源价格的控制、全球范围疫情缓解预期下资源品类供给的增加，上游结构通胀压力将有所缓解，而国内需求不强以及上游价格的缓解，都导致明年国内通胀压力较小，因母猪存栏量仍是猪瘟前的 1.3 倍，预计猪周期见底或将在明年下半年。预计明年我国 PPI 将逐步下行，而 CPI 层面通胀压力不大或将缓慢回升，PPI-CPI 剪刀差有所收敛，通胀问题将从今年的供给端转变为明年需求是否回升从而影响 CPI 的上升。

图表 11：PPI 高企主要受占比较大的生产资料影响



资料来源：Wind 华龙证券研究所

图表 12: 去掉掉食品能源影响 核心 CPI 表现平稳

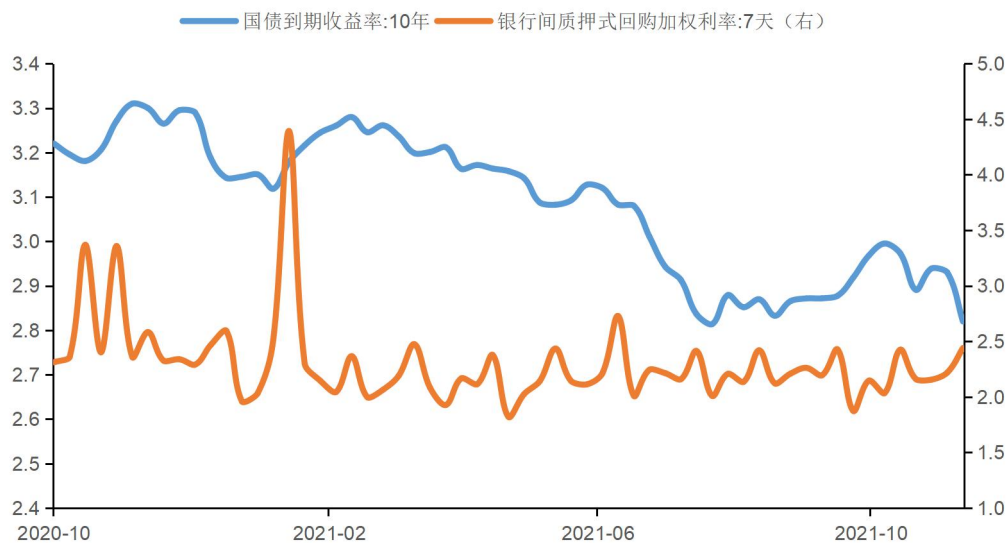


资料来源: Wind 华龙证券研究所

3.2. 狭义流动性整体充裕 “市场利率围绕着政策利率波动”

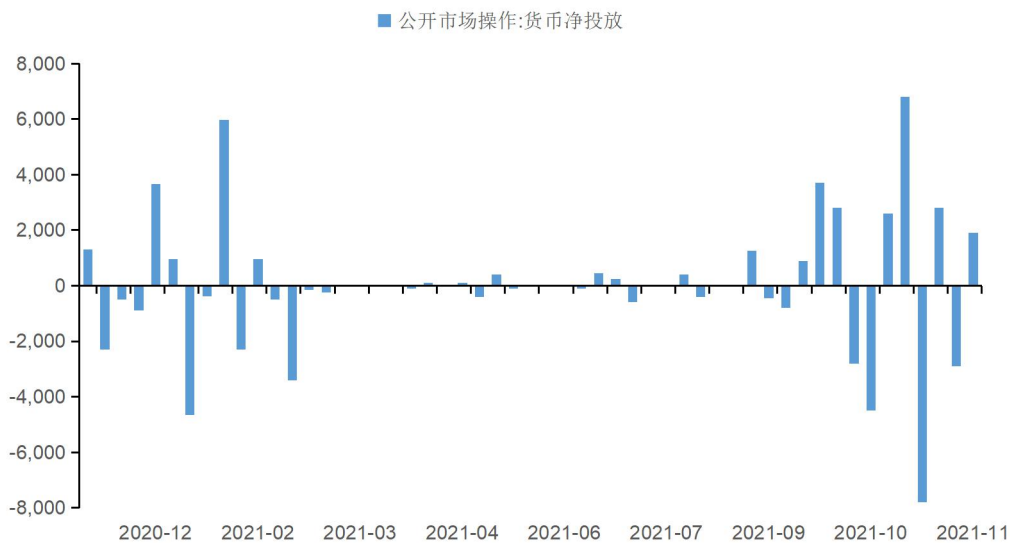
央行多次表态“将运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕、“市场利率围绕着政策利率波动”。2021年央行精准调控,全年的效果是财政后置、杠杆低和信贷需求弱。明年市场利率大概率继续围绕政策利率波动,银行间流动性整体充裕。而由于上半年稳增长压力更大,DR007 中枢偏下的概率略高。

图表 13: 银行间流动性仍然宽松



资料来源: Wind 华龙证券研究所

图表 14: 2021 年末 OMO 投放力度明显加大



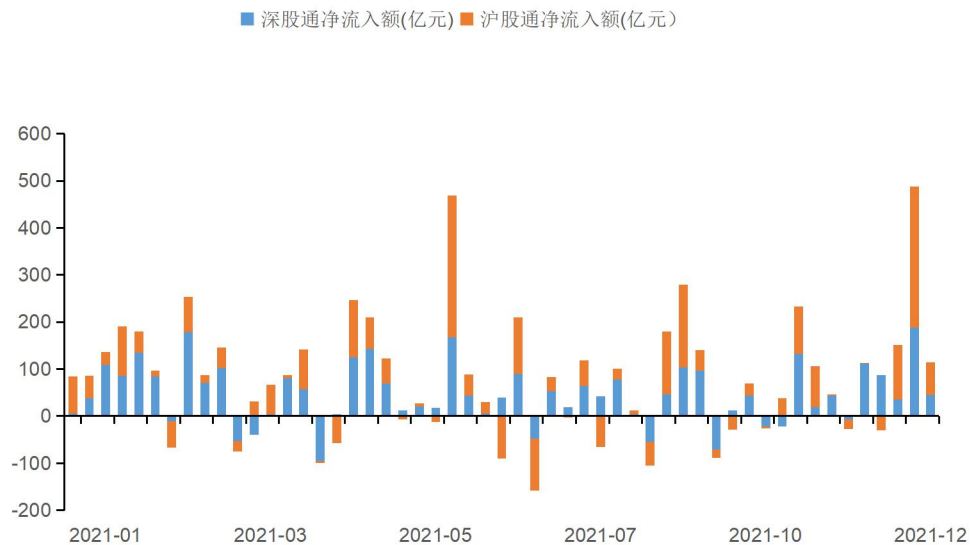
资料来源: Wind 华龙证券研究所

3.3. 资本市场资金供求平衡

资管新规过渡期结束、房地产去金融化，居民资产再配置的浪潮仍在继续，国内流动性足以支撑股市结构性行情，外部流动性收紧扰动需要警惕。理财净值化加速推进，实际无风险利率在下行；而在“房住不炒”大背景下，房地产企业“排雷”、房地产税等日益明朗，房地产的投资属性进一步降低。这些因素都意味着，虽然面临美联储 QE 退出等外部流动性边际收紧的扰动，但股市面临的机会成本在降低，股市供求两旺的格局不会改变，仍有望支持结构性行情的演绎。

今年以来北上资金维持净流入，预计明年优质资产将持续吸引外资流入。截至 2021 年 11 月，陆股通累计净流入约为 3250 亿元，高于历史同期规模。电气设备行业持仓市值大幅提升，食品饮料行业回落幅度较大。预计优质板块将持续吸引外资流入。但仍需注意，美联储流动性趋于收紧，整体不利于外资流入，加上行业政策可能引发北上资金扰动，对板块冲击需要提防。

图表 15: 2021 年末 OMO 投放力度明显加大



资料来源: Wind 华龙证券研究所

2021 年公募基金管理总规模突破 25 万亿元，混合型基金占比逐年稳步攀升，公募基金的资产配置属性持续增强。公募基金资产配置比例变动幅度不大，基金市场整体“水涨船高”。2021 年公募基金的整体收益率跑赢沪深 300 指数。其中股票型和混合型基金业绩优于其他类型基金，体现了基金经理的选股以及择时能力。固收+基金、主题型指数基金、FOF 基金、公募 REITs 的规模、数量都出现了大幅增长。公募基金重点持仓依旧集中在“大消费”和“碳中和”概念中，与市场的分化行情相吻合。公募基金市场情况请参考我们的报告《均衡配置，攻守兼备——2022 年公募基金投资策略》。

4. 资产配置策略

2021 年整体流动性稳中偏宽，实体经济融资需求不足，货币向信用传导有一定时滞和难度，宽信用是政策稳增长的目标，以增加企业层面流动性支持的同时帮助消费层面有所改善，信用层面不落地而仅通过宽货币将导致资金在银行间空转，难以形成对实体的有效支撑，2021 年 11 月社融数据同比 10.1% 低于预期，仍位于近年来低位，金融机构贷款余额继续下降，企业中长期贷款连续 5 个月同比负增长拖累信贷，反映实体企业层面资金需求仍然偏弱，而降准和降息是从资金供给层面增加流动性和降低融资成本，实体企业的融资需求还需要经济进一步回暖增强信心。2022 年，宽信用的政策导向不变，但实体的驱动不足或导致政策偏向逆周期调整，“价格重于数量”的调控基调预示 2022 年上半年或仍有降准、降息的预期，而基建项目审批加速、房地产融资与信贷边际放松也使得宽信用逐步落地。同时 2021Q3 我国宏观杠杆率同比下降 6.4 个百分点，为 20 年来最大季度降幅，杠杆率的

回落为 2022 年加杠杆提供空间。目前股债性价比 ERP 分位在 46% 位于中值附近，并无具体指向性，但观察中小市值 ERP 位于一倍标准差以下，相对具有更高的配置价值。

流动性宽松和融资价格的下降向宽信用传导有一定时滞，预计 2022 年三季度前信用边际改善概率较大，广义流动性的改善叠加信用的改善将有利于权益资产回报率提高，部分大宗商品受国内基建与房地产开发改善、以及流动性与信用宽松进而有结构性推升价格的可能。预计 2022 年上半年十年国债收益率震荡概率较大，债券仍有一定配置空间，城投债和地产债受房地产政策边际放宽和财政支出影响下供给端将有所增加，而 2022 年下半年债券投资预计受信贷宽松、通胀上升概率加大以及下游消费带动下的实体经济回暖影响，配置空间有所缩窄。

2022 年上半年在宽货币稳信用的基础上，债市有望获得一定配置空间，大宗商品有需求推升的结构性机会，权益成长与金融或有表现，大类资产配置顺序为：债券>大宗商品、权益>货币；下半年随着美联储加息预期升温，大宗商品价格有望回落，权益在消费回暖预期下有望提升估值，大类资产配置顺序为：权益>债券>大宗商品>货币。

图表 16：实体部门杠杆率降至 264.8 来年加杠杆空间较大



资料来源：Wind 华龙证券研究所

图表 17: 股债 ERP 并无明显指向 配置方向仍需关注宏观环境



资料来源: Wind 华龙证券研究所

4.1. 权益

2022 年国内经济压力较大, 货币政策预计维持稳中偏松, 居民资产由房地产转向金融资产持续推进, 同时受高基数影响经济预计将呈现弱衰退至微复苏的变化。国外经济缓慢复苏, 但受疫情反复影响较大, 美国通胀高企使得美联储加快 Taper 实施同时导致加息的预期不断上升, 国内通胀下半年大概率提升, 宏观调控政策或将与美国形成错峰。国内货币政策逐步从宽松走向稳健, 碳减排等定向支持性工具导向政策和资金配置倾向于支持绿色碳中和产业。**2022 年 A 股将由资金推动催化逐步向业绩增长主导过渡, 全年将呈现结构性机会**, 按照通胀预期和政策节奏, 上半年成长和价值均有阶段性机会, 成长或受益于政策导向, 下半年通胀抬升, 相对利好蓝筹股。

CPI-PPI 剪刀差收窄预计影响产业链业绩中枢向下游转移, 出口转弱背景下经济增长重回内需消费驱动。历史上权益资产受广义流动性以及信用宽松程度影响较大, 信用宽松的时间和幅度将影响权益资产的变动程度, 预计 2022 年广义流动性将维持适当宽松态势, 信用的变化将在降低资金价格和推升实体需求的基础上有所宽松, 这将有利于权益资产受益于流动性边际转移带来的价格上行。

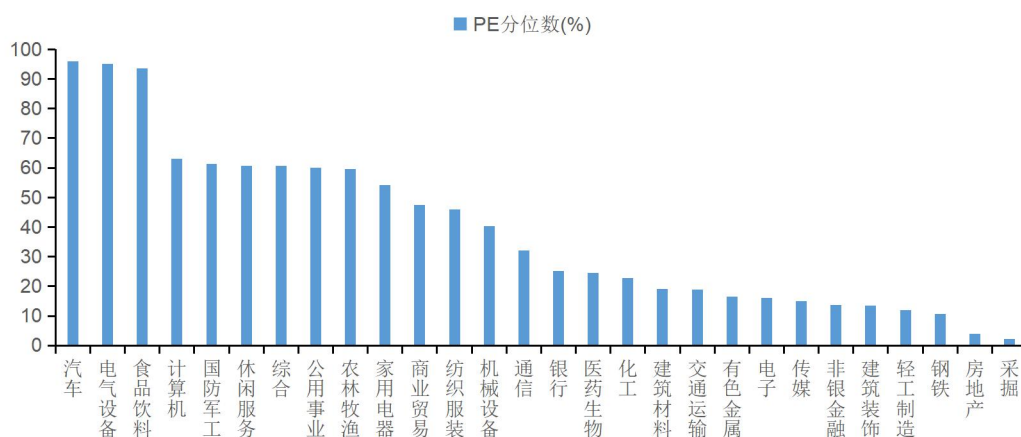
图表 18: 广义流动性是 A 股的主要驱动



资料来源: Wind 华龙证券研究所

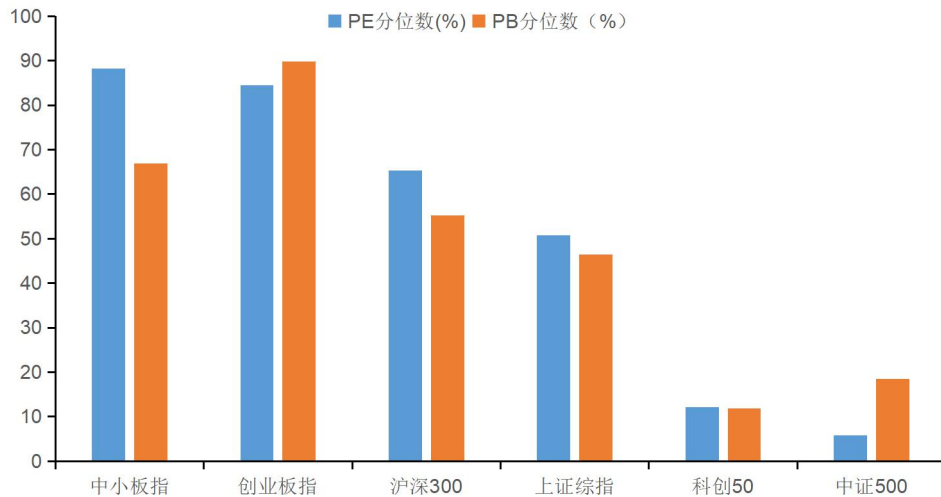
目前股市整体估值仍合理,以中证 500 为代表的中盘股估值仍处于较低分位。行业之间差异较大,电气设备、汽车、食品饮料等板块 PE-TTM 仍处于历史高位,房地产、钢铁、采掘、轻工等板块 PE-TTM 处于历史低位。我们认为 2022 年 A 股估值或将部分受益于流动性释放预期,但目前基本面景气的行业相对来讲估值都在比较高的分位,例如电气设备、军工、新能源汽车等,因此继续提升估值上限的阻力较大,不存在大幅提升估值的基础,同时 A 股多数指数风格的静态市盈率处于历史 70 分位以下,且权重的金融地产、周期、制造等市盈率分位非常低,A 股当前的估值水平较为合理,同样也不存在整体下行压力。

图表 19: 行业估值分位来看 A 股上下皆有限



资料来源: Wind 华龙证券研究所

图表 20：中盘股处于较低分位 A 股估值分化仍大



资料来源：Wind 华龙证券研究所

权益资产的结构化机会可能存在于以下方面：1、高景气品种，如新能源上下游产业链、半导体、军工。2、通胀传导的中下游制造业，如小家电和汽车零部件。3、疫情缓解、估值回归，如消费、医药和金融。预计 2022 年全年将以成长+消费为主，金融上半年或有所表现，周期或将表现出前高后低走势。疫情难以预判，但我们可以在疫情影响大小的不同结果基础上设计预案以做好相应准备。我们按照疫情影响大小将 2022 年可能有的结构化机会进行分类，分类也同样区分了行业自身逻辑演变和外力催化两种方向。

一、疫情影响较小、行业发展逻辑有利的方向包括：1、国防军工——顶层政策导向下，军工将维持长期景气，需求端营收现金流持续改善，整体在建工程、募投项目逐步提升产能使得供给端持续向好，政策导向和广阔的营收空间使得国防军工板块成长属性凸显，全年将受益于板块成长和逐步落地的产能释放。2、钢铁、水泥——流动性和信贷向中小企业的传导，结合 2022 年上半年财政支出偏向基建和制造业，将有效拉动钢材和水泥需求。3、券商——2022 年上半年宽松的广义流动性环境与资产荒的缓解将改善证券行业尤其是轻资产的营收环境，财富管理导向也将持续释放轻资产成长属性。4、新能源车、绿色能源、通信设备等政策导向结合下游需求的板块。

二、受疫情影响较大、行业催化受外因影响较大但边际改善的方向包括：1、消费——包括食品饮料、家电、商贸社服等方向将受益于疫情和我国内循环的边际改善，家电将受益于地产后周期的改善，需求拉动将逐步体现。2、医药——疫情散点爆发影响下的疫苗相关企业，医药行业最大的挑战主要来自于疫情变化和政策影响两方面，行业景气度和技术壁垒较高的赛道仍具备广阔的成长空间和更强的增长确定性。

图表 21：行业估值分化仍明显

| 行业分类 | 细分行业 | PE分位 | PB分位 | PS分位 | PCF分位 | PEG分位 | |
|------|------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 周期 | 上游资源 | 石油石化 | 10.2% | 13.3% | 14.8% | 1.6% | 37.2% |
| | | 煤炭 | 15.4% | 62.4% | 42.9% | 24.3% | 38.2% |
| | | 有色金属 | 7.1% | 87.2% | 57.3% | 53.5% | 0.2% |
| | 中游材料 | 建材 | 23.3% | 20.3% | 41.6% | 37.6% | 27.5% |
| | | 钢铁 | 16.3% | 59.1% | 45.3% | 31.7% | 25.8% |
| | | 基础化工 | 19.3% | 88.7% | 85.2% | 43.4% | 26.5% |
| | 中游制造 | 机械 | 28.9% | 76.5% | 66.3% | 34.3% | 47.6% |
| | | 电力设备及新能源 | 70.1% | 94.7% | 93.6% | 64.4% | 73.6% |
| | | 国防军工 | 50.2% | 86.3% | 94.7% | 4.2% | 62.2% |
| 消费 | 可选消费 | 汽车 | 92.3% | 92.4% | 96.8% | 48.6% | 35.9% |
| | | 家电 | 50.7% | 68.2% | 67.4% | 70.3% | 34.2% |
| | 必选消费 | 商贸零售 | 99.9% | 17.1% | 11.6% | 18.8% | 39.4% |
| | | 消费者服务 | 92.3% | 92.4% | 96.8% | 48.6% | 35.9% |
| | | 轻工制造 | 10.2% | 45.4% | 36.6% | 26.8% | 37.7% |
| | | 纺织服装 | 43.5% | 46.8% | 38.8% | 24.4% | 28.7% |
| | | 医药 | 70.9% | 76.1% | 73.9% | 5.1% | 95.2% |
| | | 食品饮料 | 91.5% | 89.1% | 93.2% | 87.7% | 81.1% |
| | 农林牧渔 | 99.8% | 55.4% | 33.2% | 78.0% | 0.4% | |
| 金融 | 金融 | 银行 | 13.9% | 0.5% | 0.8% | 72.8% | 3.9% |
| | | 非银行金融 | 9.1% | 1.2% | 12.9% | 27.8% | 34.2% |
| | | 房地产 | 38.7% | 3.8% | 2.8% | 5.1% | 99.0% |
| 成长 | TMT | 电子 | 29.0% | 84.8% | 62.8% | 24.3% | 39.2% |
| | | 通信 | 1.0% | 5.6% | 38.5% | 25.4% | 88.8% |
| | | 计算机 | 85.8% | 59.4% | 31.3% | 29.3% | 97.2% |
| | | 传媒 | 92.6% | 27.2% | 21.7% | 15.0% | 69.7% |
| 稳定 | 公共产业 | 电力及公用事业 | 99.2% | 69.5% | 63.1% | 85.8% | 99.2% |
| | | 建筑 | 19.1% | 19.3% | 16.6% | 18.2% | 34.4% |
| | | 交通运输 | 66.5% | 51.9% | 24.8% | 17.7% | 0.9% |

资料来源：Wind 华龙证券研究所

4.2. 债券

我们预计 2022 年债市将呈现货币稳+财政松+信用宽的环境。经济将以弱衰退至微复苏为主，上半年关注风险，下半年聚焦内循环的复苏；政策面和资金面将体现货币政策稳中偏松，宽信用为供给目标，财政政策更多利用今年结转资金而更为积极，基建、制造业、绿色能源作为需求支持拉动经济；供求端供给在积极财政下或小幅上升，市场预计明年政府债净供给规模可能在 7.5 万亿左右，节奏上前置为主，需求层面欠配问题可能继续存在，但较今年应有所缓解。

2021 年资产荒较为明显，缺资产的根源在于需求主体和资产供给之间的错位，对于融资主体而言，优先选择的往往是贷款，债券和非标受监管影响较大。机构规模持续扩张的过程中，可投资资产范围受限，就会产生缺资产和欠配的问题。2022 年将面临的宏观环境是地产下行压力增大，外需走

弱概率较大，消费修复难度仍大。房地产去金融化已成定局，土地财政弱化使得地方政府收支情况进一步恶化，基建将成为稳增长的重要因素，财政刺激力度将前后衔接维持一定力度。

2022 年包括国内货币政策调整、海外货币政策调整、信用风险和国内供给增量等因素将显著影响债券市场。房地产调控政策短期边际改善但长期仍趋紧，2022 年地方政府土地出让金收入将受此影响，地方政府债发行可能出现增量，且发行时间前置，供给放量直接影响上半年债券收益率上行。海外货币政策在通胀明显走高的情况下，美联储收紧货币政策存在超预期的可能，将通过汇率和利率等渠道对中国造成间接影响。随着明年宽松货币政策的进一步发力，利率会开启一个下行通道。

目前低等级信用利差位于历史相对高位。今年在结构性资产荒、流动性充裕背景下，机构普遍进行品种下沉。盈利修复带动产业债偏好修复，政策抑制城投无序融资，城投债低等级利差走阔明显。未来长端利率在经济增速放缓、地产等调控影响下大概率呈下行趋势，短端利率受资金利率约束，收益率曲线存在平坦化的压力。

图表 22：信用利差相对高位 未来有下行趋势



资料来源：Wind 华龙证券研究所

综合来看，2022 年上半年债市将受供给增加影响，收益率存在上行压力，但宏观政策可能在稳货币和宽信用两方面共同加码，结合 LPR 短期利率下降的影响以及 2022 年上半年进一步降准降息预期，债市收益率下行空间有所扩大，拉长久期策略有一定配置空间。下半年经济增速有望回归均衡水平，货币政策可能开始进入观望期，在房地产税等相关调控下，居民资产转移推动资产管理行业增量走高，将体现在债券投资需求方出现增量。2021 年十年国债收益率整体处于下行的趋势，从 2019 年以来，利率高点基本在 3.3% 左右，2022 年仍可能维持利率波动。**建议 2022 年上半年保持偏长久期，**

城投债风险整体可控，不做过度信用下沉，仍配置利率债作为底仓，钢铁、有色等产业债受益于基本面改善，可小幅拉长久期。下半年观察宽信用空间和经济回暖态势，适当缩短久期并关注可转债。

图表 23：十年国债收益率望见底 2.8



资料来源：Wind 华龙证券研究所

4.3. 商品

从今年主要的供给侧扰动因素来看，疫情影响逐渐弱化，监管与市场主体逐渐适应产业政策与地缘政治等因素并相应调整自身行为，供给扰动相比今年可能相对减少。随着全球经济复苏斜率边际放缓，总需求提升的速率也边际减弱，供需失衡的状况较今年可能明显缓和。分品种来看，原油受到全球开放国门带来的出行需求提振，有色等受到下电气化转型等长逻辑的支撑，是需求弹性更好的细分类别，预计表现偏强。2022 年全球总需求的见顶预计带动工业品价格见顶，但是在碳中和背景下有产能置换和退出要求的品种可能受到成本端的支撑。预计 2022 年工业品价格的总体趋势是回落，但具有供给端支撑的品种可能相对强势。当前国内猪肉价格处于历次猪周期的底部位置，能繁母猪存栏量已经开始下降，这可能标志着一轮新的猪周期或在不远的未来启动，猪肉价格具备中期维度的做多机会。

我们之前预判 2021 年 7 月的降准和国内限产政策影响大宗商品价格的进一步上行，对于本年度 12 月的降准以及短期降准降息预期叠加 2022 年上半年财政前置和基建、制造投资增速的提高，我们认为前期的涨价逻辑仍然适用，即通过产业链中下游的需求扩张影响上游的商品价格上行，预计锂、钢材、水泥、有色等耗材受下游需求拉动影响较大，2022 年上半年仍将保持价格上行的趋势，2022

年下半年受投资“后低”、上游产能恢复以及需求拉动势能减弱将有价格下行的压力。

4.4. 货币

2022年一季度经济下行压力偏大，货币政策易松难紧，不排除R007利率波动中枢在政策影响下进一步下行，进而导致货币收益率波动中枢继续下移。整体全年预计政策利率处于震荡下行态势，趋势下市场利率将继续向政策利率协同。

5. 风险提示

- 1、疫情影响因素：疫情是 2022 年的核心变量，如果疫情加重或导致海外宏观政策延缓收紧态势，对国内消费为主的内循环经济恢复将有所压制，进而影响相应宏观政策的调整，如加大财政赤字和货币流动性，扩大基建投资和房地产投资的拉动力度等。
- 2、地产硬着陆因素：若地产政策维持高压态势，房地产硬着陆风险导致一系列地产后产业链和金融风险将显著影响经济情况。
- 3、通胀因素：海外资源品供给未恢复将导致上游大宗商品价格持续上行，将持续影响国内下游商品价格，由此将带来相关通胀风险。

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: OECD 回调或直接影响我国出口增速放缓..... | 4 |
| 图表 2: 出口产业链上游订单回调将影响下游库存和出口..... | 5 |
| 图表 3: 受疫情因素影响较大 消费复苏缓慢..... | 6 |
| 图表 4: 结构上汽车、家具家电、餐饮服装拖累消费..... | 6 |
| 图表 5: 投资继续承压..... | 7 |
| 图表 6: 房地产下滑较快 明年制造业和基建有望成为支撑..... | 8 |
| 图表 7: 库存或转为主动去库进而影响制造业投资增速..... | 9 |
| 图表 8: 新开工和销售面积首尾两端影响房地产投资..... | 10 |
| 图表 9: 财政存款显著高于过往年份..... | 11 |
| 图表 10: PPI 向 CPI 传导较为顺畅 拖累在于猪价下行..... | 12 |
| 图表 11: PPI 高企主要受占比较大的生产资料影响..... | 13 |
| 图表 12: 去掉掉食品能源影响 核心 CPI 表现平稳..... | 14 |
| 图表 13: 银行间流动性仍然宽松..... | 14 |
| 图表 14: 2021 年末 OMO 投放力度明显加大..... | 15 |
| 图表 15: 2021 年末 OMO 投放力度明显加大..... | 16 |
| 图表 16: 实体部门杠杆率降至 264.8 来年加杠杆空间较大..... | 17 |
| 图表 17: 股债 ERP 并无明显指向 配置方向仍需关注宏观环境..... | 18 |
| 图表 18: 广义流动性是 A 股的主要驱动..... | 19 |
| 图表 19: 行业估值分位来看 A 股上下皆有限..... | 19 |
| 图表 20: 中盘股处于较低分位 A 股估值分化仍大..... | 20 |
| 图表 21: 行业估值分化仍明显..... | 21 |
| 图表 22: 信用利差相对高位 未来有下行趋势..... | 22 |
| 图表 23: 十年国债收益率望见底 2.8..... | 23 |

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

公司声明：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。我公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

投资评级说明：

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|------|----|-----------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 股价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上 |
| | | 增持 | 股价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间 |
| | | 中性 | 股价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间 |
| | | 减持 | 股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间 |
| | | 卖出 | 股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上 |
| | 行业评级 | 推荐 | 基本面向好，行业指数领先沪深300指数 |
| | | 中性 | 基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数 |
| | | 回避 | 基本面向淡，行业指数落后沪深300指数 |

兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638号甘肃文化大厦21楼

邮编：730030

电话：0931-4635761

邮箱：hlzqys2021@163.com

北京

地址：北京市西城区金融大街33号通泰大厦B座6层

邮编：100033

上海

地址：上海市普陀区大渡河路168弄31号703室

邮编：200000