

当我们在谈论 2022 年时，我们在谈论什么： 我们的十大预期

报告要点：

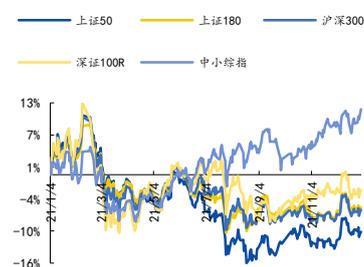
- 2022 年实体增长总体企稳。
- 财政反转是个重要的线索。
- 但比起乐观者来说，实体增长的上升斜率可能非常微弱，地产和服务业可能是最大的预期差。
- CPI 是个麻烦，CPI 可能超预期。
- 但 CPI 和 PPI 会位置置换，2022 年的 PPI 可能会降到非常低的位置之上。
- 货币政策也许不是宽松的，10Y 国债收益率会回到 3.1%-3.2% 的水平。
- 股市的贝塔压力在变大，其估值也会向正常的状态有所收敛。
- 转债市场也许会被戴维斯双杀，市场的贝塔机会会下降，择券的难度将变得更大。
- 信用利差可能会进入上升的轨道之中。
- 边疆债的配置价值和性价比显现。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

主要数据：

上证综指：	3639.78
深圳成指：	14857.35
沪深 300：	4940.37
中小盘指：	5007.36
创业板指：	3322.67

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《孤注一掷的复苏》2021.12.15
- 《经济增长重回中心：关于中央经济工作会议》
2021.12.11

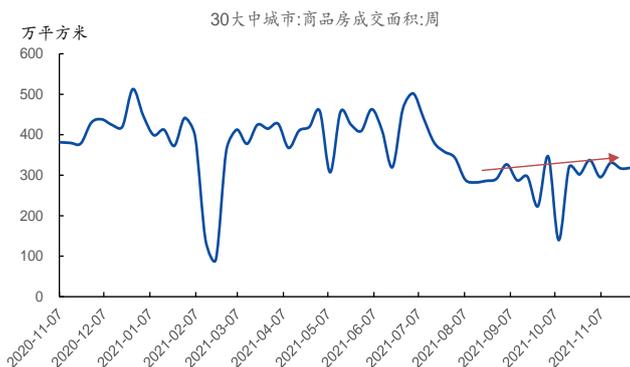
报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixiao@gyzq.com.cn
电话	
联系人	王宇辰
邮箱	wangyuchen@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
联系人	范圣哲
邮箱	fanshengzhe@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
联系人	孟子君
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

预期一：2022 年实体增长总体企稳

管控政策正在对实体经济逐步解绑，基建和地产出现反转迹象。同时，实体的希望还有两个旧有的优势力量：一是出口不会比市场预想得弱，实际出口的影响是向上的；二是当前高技术制造业和战略性新兴产业的投资速度很快，而且这块投资对宏观的影响越来越大。

图 1：30 大中城市商品房成交面积由降转平



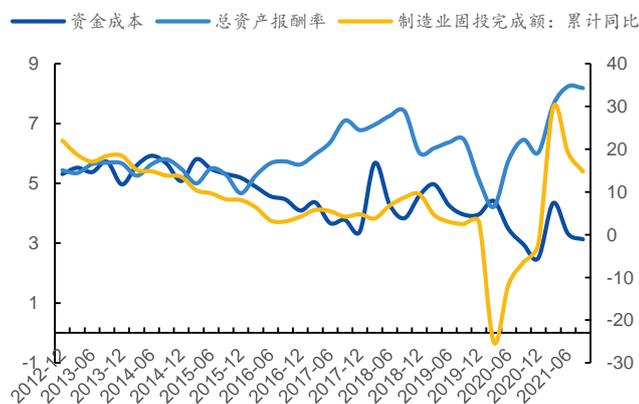
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：全球短端加权利率对全球景气度具有领先作用



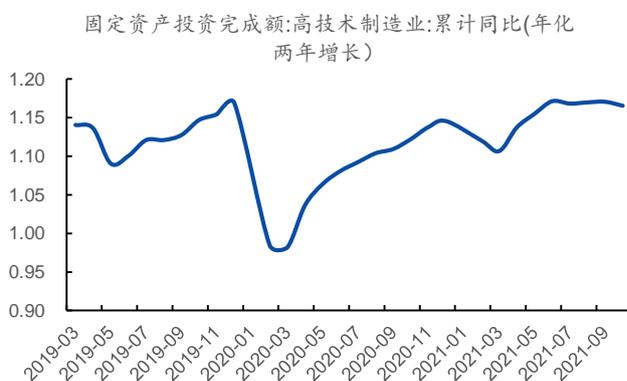
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：制造业净利润持续走阔成为投资回升的必要条件



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：高技术制造业投资已是 2018 年来的最高增长水平

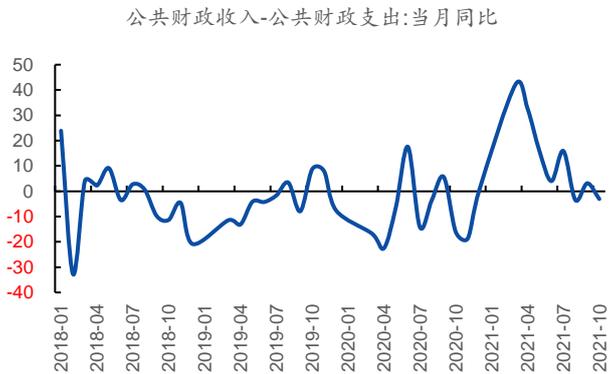


资料来源：Wind，国元证券研究所

预期二：财政反转是个重要的线索

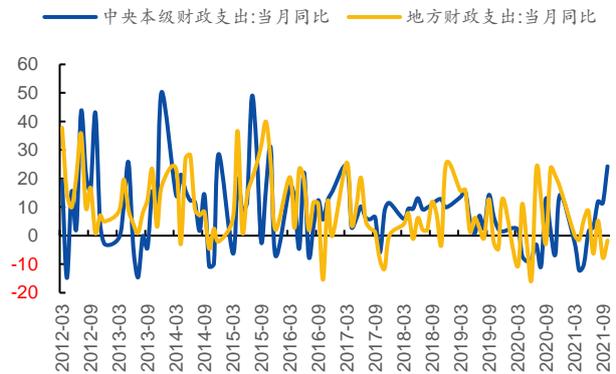
近期就单月数据看，财政的收支增长差在持续收敛，此外，目前中央支出已经出现了幅度不小的加速，按照既往中央带动地方投资的经验看，后续的地方支出也会逐步向上。财政其实是比较容易指导、且确定有效的链条，在经济增长的压力之下，这个链条率先出现反转应不太令人意外。

图 5：财政收支增长差在持续收敛



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 6：中央财政支出对地方投资具有带动作用



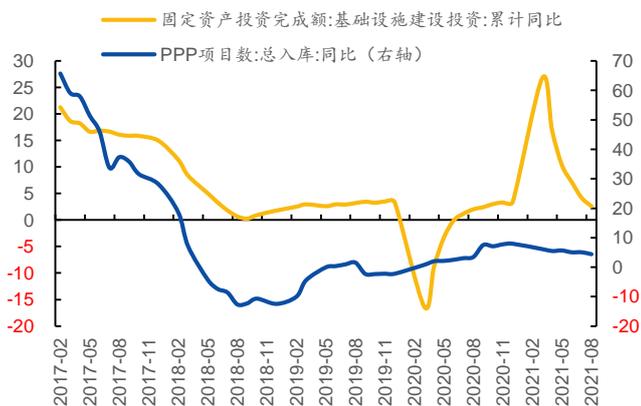
资料来源：Wind, 国元证券研究所

预期三：但比起乐观者来说，实体增长的上升斜率可能非常微弱，地产和服务业可能是最大的预期差

经济基本面的这个“V”可能是极为平缓的。其一：基建除了缺钱之外，还缺项目，我们的项目储备没有那么充裕；其二：房地产的逆转也绝非易事，房地产的痛点是难以逆转的地产信用以及万念俱寂的开发商信心；其三：PPI 可能逆转，这将带动商品价格的预期和库存周期的反转；最后，第三产业也几乎封死了增长的顶部，如果我们假设疫情带来的损失部分持续，则 GDP 难以高于 4.8%。

地产和服务业可能是最大的预期差。地产的产销增速已经双双创了近年新低；服务业也因疫情迟迟未能好转，一直没有修复到正常的位置之上。

图 7：今年以来 PPP 项目的入库增速缓慢下降



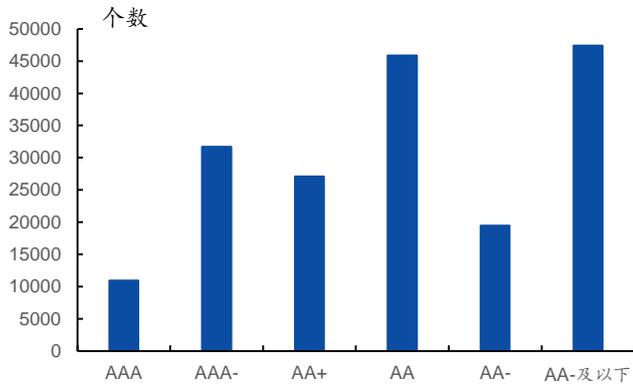
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 8：地产行业的有息负债比去年同期反而还下降了 1.4%



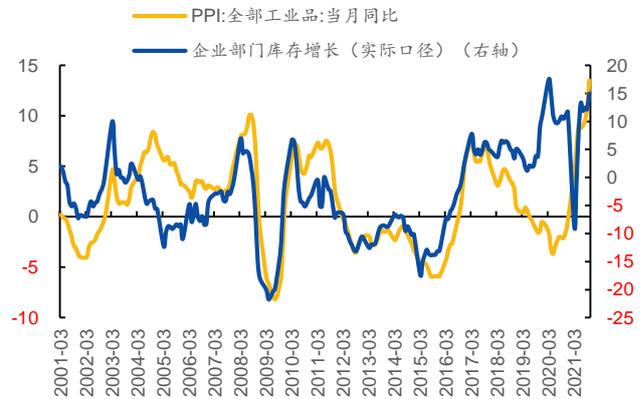
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 9：开发商存在问题的（AA 及以下评级）占总房源的 60%左右



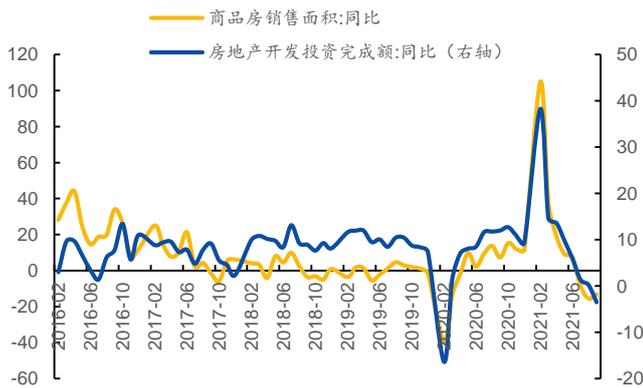
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 10：后续的库存周期可能会由升转降



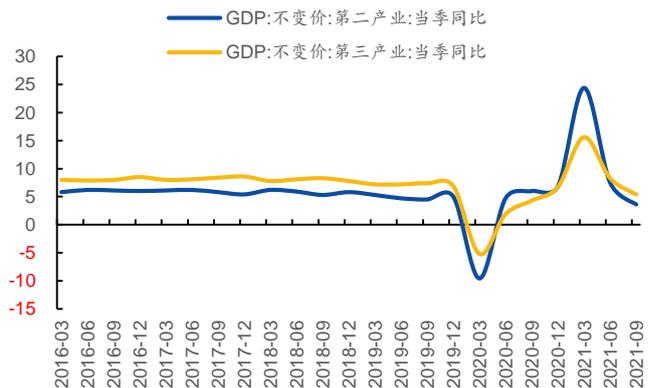
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 11：地产的产销增速已经双双创了近年新低



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 12：制造业与服务业均未修复到正常水平

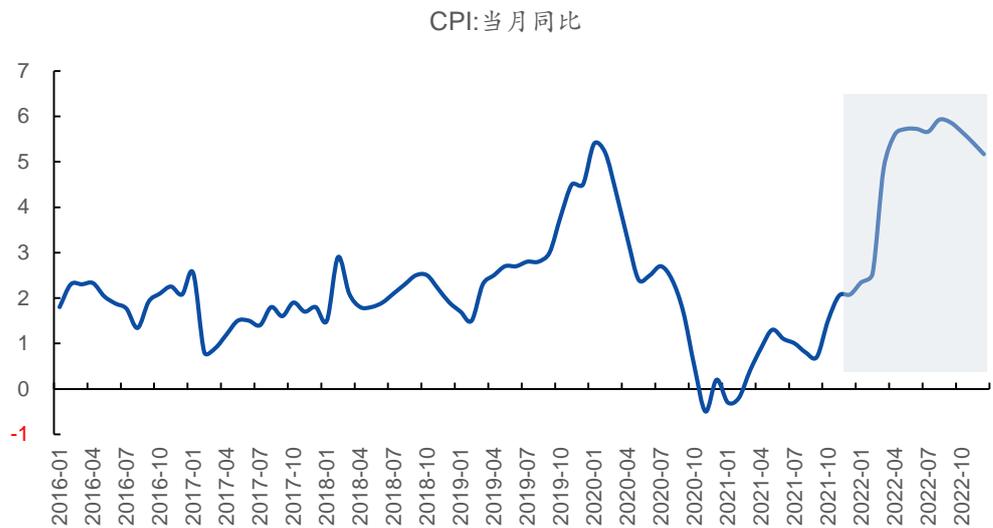


资料来源：Wind，国元证券研究所

预期四：CPI 是个麻烦，CPI 可能超预期

按照 PPI 领先核心 CPI 半年左右的规律看，核心 CPI 应上升到明年年中；同时猪周期也在酝酿着一轮超级行情。如果猪周期和核心 CPI 一齐冲高的话，那明年 CPI 的弹性应是远超预期的。我们可以尝试着做一测算：若核心 CPI 在明年 5 月升到 3.2% 左右，且猪肉价格在明年 11 月升至 151% 左右时，所对应的 CPI 可能在明年 8 月摸到周期高点，其高点应在 6% 左右。

图 13: CPI 可能在明年 8 月摸到周期高点



资料来源: Wind, 国元证券研究所

预期五: 但 CPI 和 PPI 会位置置换, 2022 年的 PPI 可能会降到非常低的位置之上

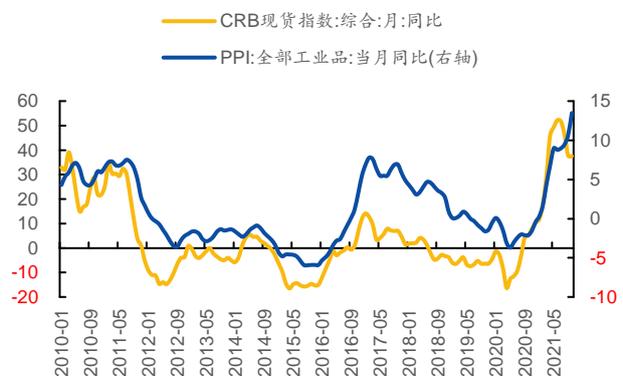
PPI/CRB 与全球信用投放周期 (M2) 是高度相关的。当前全球信用收缩在加速, 这表明大宗商品继续加速的环境已经变得非常脆弱。同时, 在增长的压力之下, 双控政策至少在短期不会表现得非常强硬, 这导致 PPI 有望向已经持续减速的 CRB 加速收敛。按此判断的话, PPI 最有可能的路径是, 2022 年会逐步向 0 收敛, 且在四季度的增长速度跌为负值。

图 14: 全球信用收缩加速表明大宗商品进入下行周期



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 15: 大宗商品的下行预示着 PPI 的上行基础荡然全无

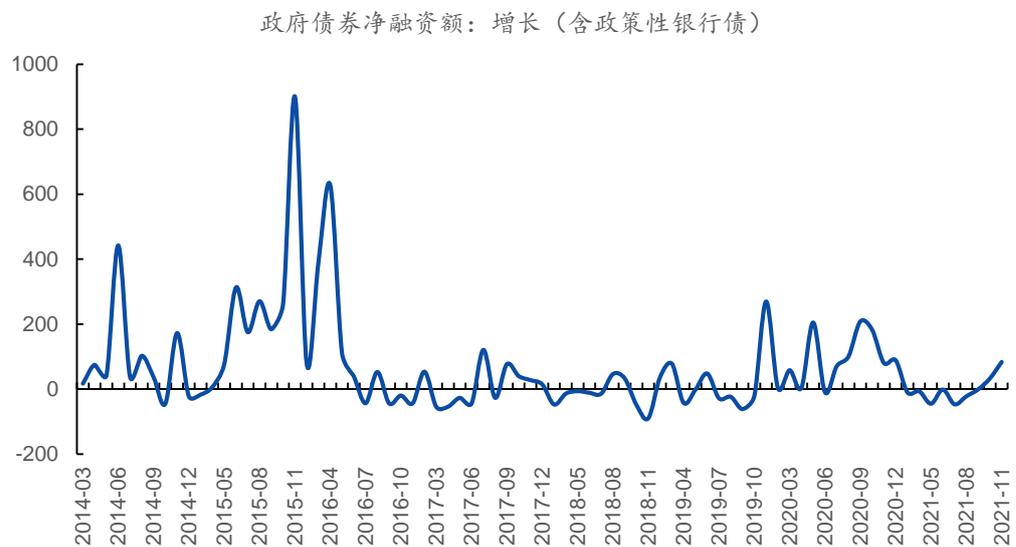


资料来源: Wind, 国元证券研究所

预期六：货币政策也许不是宽松的，10Y 国债收益率会回到 3.1%-3.2%的水平

一旦供应翻转，债券收益率非常容易进入上升的轨道之内。如果按照更高频的数据去观察，当前政府债券的净融资额已经出现了持续性的恢复。如果我们相信财政反转的逻辑的话，那债券供应和实体经济会回到一个与整个流动性相匹配的状态之中去。单纯按照实体经济的角度去判断的话，2022 年的 10Y 国债收益率会回到 3.1%-3.2%的水平。

图 16：政府债券净融资额已经出现持续性的恢复



资料来源：Wind，国元证券研究所

预期七：股市的贝塔压力在变大，其估值也会向正常的状态有所收敛

2022 年股市可能会进入到挤泡沫的阶段，贝塔机会乏善可陈。当前偏高估值的行业都是暂时性或周期性原因导致的，如果楼市的销售存在恢复，且居民的财富配置方向再次调整的话，股市的估值就会迎来调整的契机。2022 年全 A 的估值可能下行到 14.8 倍左右（上证估值降到 11 倍），对应着 0-4.8%之间的名义增长率（对应上证利润跌幅为 0.9%—10.1%），上证指数可能会冲击 3000-3200 点这个区间。

图 17：2022 年上证指数可能会冲击 3000-3200 点这个区间



资料来源：Wind，国元证券研究所

预期八：转债市场也许会被戴维斯双杀，市场的贝塔机会下降，择券的难度将变得更大

2022 年上证指数可能会冲击 3000-3200 点这个区间，对应全市场转股溢价率可能会跌到 22 倍左右，择券难度加大。此外，投资难度有所增加的是：在微观世界中，转债市场还是彼此收敛的，2021 年在整体估值提升的过程中，估值提升较快的转债是正股涨幅偏低甚至下跌的转债，这就意味着：2022 年估值下跌偏多的转债，其实是正股涨幅偏高的转债。

图 18：转债的估值与正股涨跌幅成反比



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_35499



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn