



报告日期：2021年1月19日

5. 5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱

风险因素

1. 全球经济下行幅度超预期；
2. 新冠疫苗变异程度超预期；
3. 美联储货币政策收紧超预期。

相关报告

1. 英大证券 2021 年宏观经济与大类资产配置展望报告《经济“上”、货币“稳”，有色、原油、A 股“优”》（20210111）

宏观研究员：郑后成

英大证券研究所所长

执业编号：S0990521090001

电 话：0755-83008511

E-mail: houchengzheng@163.com

报告概要：

➤ 全球宏观经济走势是研判2022年我国宏观经济形势以及大类资产配置的逻辑起点。虽然当前全球宏观经济还面临来自财政政策的支撑，但是全球宏观经济的高点已过，2022年全球经济增速大概率较2021年下行，主因大宗商品价格位于高位，包括美联储在内的海外经济体央行启动加息进程，以及全球新冠肺炎疫情依然严峻。尽管如此，并不能得出全球经济已经进入衰退阶段的结论。展望2023年，全球经济增速大概率较2022年下行。

➤ 2022年美国零售商大概率还将处于主动补库存阶段。在此背景下，2022年美国大概率全年处于主动补库存阶段。与之相对应，2022年美国ISM制造业PMI大概率前高后低，但是跌破50.0的概率较低。美联储本轮加息的高点大概率不超2.25%，加息次数不超8次。预计本轮加息期间10年期美债收益率大概率上行至2.25%至2.99%之间，美元指数大概率走出“三重顶”形态，美股未必下跌，相反，上行概率较大。

➤ 2022年我国宏观经济面临“三重压力”。我们认为2022年3月《政府工作报告》中确定的GDP增速目标区间大概率下调0.50个百分点至“5.50%左右”。具体看“三驾马车”走势：2022年出口金额累计同比低于2021年，但是大概率录得2位数增长；高技术制造拉动2022年制造业投资增速维持在较高水平；2022年房地产投资增速大概率企稳反弹；2022年基建投资增速大概率前高后低，但全年增速不会太高；2022年消费增速小幅上行，难以修复至疫情前8.0%的水平。

➤ 2022年核心CPI当月同比大概率前高后低，交通工具用燃料CPI当月同比呈逐季下行趋势，1-10月猪肉CPI当月同比大概率总体呈上行走势，综合看2022年CPI当月同比中枢大概率较2021年温和上行。2022年PPI当月同比大概率前高后低，逐季下行。本轮PPI周期在顶部区域大概率呈“倒V型”，且在2022年4季度进入负值区间。综合看，2022年PPI与CPI“剪刀差”大概率收窄且反转。

➤ 总体而言，2022年宏观政策的力度强于2021年，财政政策和货币政策协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策有机结合。货币政策方面，2022年稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。2022年央行大概率继续降准与降息；人民币汇率“多空交织”，但利空因素占上风；外汇储备中枢大概率小幅下行；M1同比、M2同比与社融增速大概率迎来拐点。财政政策方面，2022年积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。财政政策强度大于2021年，且节奏上“前高后低”；小微企业以及民生问题是财政政策支出的重点领域；预计2022年减税降费大概率超1.20万亿元；财政赤字率不排除持平，乃至高于3.20%的可能。

➤ 展望2022年，我们认为全年工业企业利润总额累计同比大概率高于10.0%。从年内月度走势上看，虽然2021年工业企业利润总额累计同比“前高后低”，但是并不能根据基数效应得出2022年工业企业利润总额累计同比“前低后高”的结论，相反，我们认为2022年工业企业利润总额累计同比大概率“前高后低”。

➤ 展望2022年大类资产配置，我们的基本观点是“债强股不弱，金猪承压并蓄势上行，油铜冲高且小幅回落”。具体看：A股不具备大幅下跌的基础；10年期国债收益率面临下行压力；国际金价短期内承压但是大幅下行概率较低，中长期大概率上行；商品房价格短期企稳，中长期大幅上行概率较低；1季度国际油价大概率继续上行，在2季度位于高位，不排除“破百”的可能，在下半年承压并小幅下行；1季度有色金属价格大概率继续上行，在2季度位于高位，在下半年承压并小幅下行；黑色系多空交织，大概率维持震荡格局。

目录

一、全球：经济增速高点已过，2022-2023 年将渐次下行	5
（一）疫情冲击不减叠加美联储加息缩表，2022 年全球经济复苏力度减弱	5
（二）全球宏观经济尚未进入衰退阶段，但 2023 年全球经济增速将较 2022 年下行	8
（三）2022 年美国宏观经济尚处于主动补库存阶段，但是经济增速大概率下台阶	9
1、在零售商主动补库存背景下，2022 年美国大概率全年处于主动补库存阶段	10
2、美国 ISM 制造业 PMI 大概率前高后低，但是跌破 50.0 的概率较低	12
3、美联储本轮加息的高点大概率不超 2.25%，次数不超 8 次	15
（四）加息背景下，美债收益率确定性上行，美元指数与美股大概率上行	16
1、10 年期美债收益率大概率上行至 2.25%至 2.99%之间	17
2、美元指数大概率走出“三重顶”形态	18
3、美联储加息期间，美股未必“应声下跌”，相反，上行概率较大	20
二、中国经济：“稳字当头”，奋力实现 5.50%左右的 GDP 增速目标	22
（一）不应应对 2022 年出口增速过分悲观，投资是“稳增长”的主力军	23
1、2022 年出口金额累计同比低于 2021 年，但是大概率录得 2 位数增长	23
2、高技术制造拉动 2022 年制造业投资增速维持在较高水平	26
3、2022 年房地产投资增速大概率企稳反弹	27
4、2022 年基建投资增速大概率前高后低，但全年增速不会太高	30
5、消费增速小幅上行，难以修复至疫情前 8.0%的水平	32
（二）2022 年 PPI 与 CPI “剪刀差”大概率收窄且反转	34
1、在猪肉 CPI 当月同比推动下，2022 年 CPI 中枢大概率温和上移	35
2、PPI 当月同比大概率前高后低，逐季下行，4 季度大概率进入负值区间	40
（三）2022 年宏观政策的力度强于 2021 年，货币政策与财政政策协同发力	41
（四）2022 年货币政策宽松力度介于 2020 年与 2021 年之间，大概率继续降准与降息	42
1、2022 年法定存款准备金率与政策利率大概率继续下调	44
2、人民币汇率“多空交织”，但利空因素占上风	46
3、2022 年外汇储备中枢大概率较 2021 年小幅下行	48
4、M1 同比触底反弹，M2 同比与社融增速大概率迎来拐点	49
（五）小微企业以及民生是财政支出重点领域，2022 年减税降费大概率超 1.2 万亿元	51
（六）2022 年工业企业利润总额累计同比大概率高于 10.0%，且全年“前高后低”	54
三、大类资产配置：债强股不弱，金猪承压并蓄势上行，油铜冲高且小幅回落	56
（一）A 股不具备大幅下跌的基础	57
（二）10 年期国债到期收益率面临下行压力	59
（三）国际金价短期内承压但是大幅下行概率较低，中长期大概率上行	60
（四）商品房价格中短期企稳回升，长期大幅上行概率较低	61
（五）1 季度国际油价大概率继续上行，2 季度位于高位，下半年承压小幅下行	63
（六）1 季度有色金属价格大概率继续上行，2 季度位于高位，下半年承压小幅下行	63
（七）黑色系多空交织，大概率维持震荡格局	66

图表目录

图 1: 2021 年 5 月的 56.0 大概是摩根大通全球制造业 PMI 本轮周期的高点 (%)	6
图 2: 2020 年 7 月的 100.6092 大概是 OECD 综合领先指标本轮周期的高点 (点)	6
图 3: 2021 年全球 GDP 实际增长率 5.50% 的预测值, 是 1974 年以来的最高值 (%)	7
图 4: 当前全球新冠肺炎疫情依然严峻, 周度新增确诊数创新高 (例)	7
图 5: OECD 综合领先指标领先于全球 GDP 同比 (%; 点)	9
图 6: 美国 ISM 制造业 PMI 与摩根大通全球制造业 PMI 高度相关 (%)	10
图 7: 当前美国还处于主动补库存阶段 (%; %)	11
图 8: 当前美国零售商处于主动补库存 (%; %)	11
图 9: 通常在美联储加息的前半程, 美国零售商销售额同比还是上行的 (%)	12
图 10: 2021 年 3 月的 64.70% 是美国 ISM 制造业 PMI 本轮周期的高点 (%)	13
图 11: 美国 ISM 制造业 PMI 与美国 OECD 综合领先指标走势十分一致 (%; 点)	13
图 12: 美国销售增速高于库存增速, 则美国 ISM 制造业 PMI 高于 50 (%; 百分点)	14
图 13: 当前通胀高企, 失业率大幅下行, 美联储加息的条件已经具备 (%)	15
图 14: 美国联邦基金目标利率总体震荡下行, 后高不高于前高 (%)	16
图 15: 在美联储加息的背景下, 10 年期美债收益率的总体趋势是确定性上行的 (%)	17
图 16: 一旦长短端利差倒挂, 则美联储大概率会启动降息进程 (%)	18
图 17: 从历史经验看, 美联储加息背景下, 美元指数未必就上行	19
图 18: 前面两次美元指数均止步于 103, 表明 103 是强大的阻力位	20
图 19: 美联储加息期间美股未必下行, 相反, 上行概率较大 (%; 点)	20
图 20: 加息期间, 美国经存货计价调整的企业利润折年数同比上行概率较大 (%)	21
图 21: 当前我国处于被动补库存阶段, 即宏观经济的衰退阶段 (%)	22
图 22: 2012 年以来 GDP 增速目标区间每次下调的幅度均为 0.50 个百分点 (%)	23
图 23: 高基数背景下医疗仪器及器械出口增速在 2021 年下半年录得 2 位数增长 (%)	24
图 24: 在大跌之后, 进出口增速在第一年冲高, 在第二年高位徘徊或小幅下行 (%)	25
图 25: 2 月出口金额当月值录得 2047.06 亿美元, 远超季节性 (亿美元)	26
图 26: 2021 年下半年, 房地产市场的调控力度明显加大 (%)	28
图 27: 在房地产调控政策边际转向的背景下, 预计国房景气指数大概率上行 (%)	28
图 28: 政府可以通过银行货币传导体系控制房地产企业贷款与个人按揭贷款 (%)	29
图 29: 2021 年下半年基建投资增速远不及市场预期 (%)	30
图 30: 自 2017 年 7 月全国金融工作会议之后, 基建投资增速断崖式下跌 (%)	32
图 31: 餐饮收入零售额当月同比在低基数的背景下, 年内依旧三次录得负增长 (%)	32
图 32: 2021 年 9 月、10 月城镇调查失业率跌破 5.0%, 创 2019 年 1 月以来新低 (%)	33
图 33: 2022 年消费增速面临价格方面的支撑 (%)	34

图 34: 2021 年 CPI 当月同比走出了“N”字形, PPI 当月同比总体陡峭上行 (%)	35
图 35: PPI 当月同比大概率领先核心 CPI 当月同比 6 个月左右 (%)	36
图 36: 交通工具用燃料 CPI 当月同比的走势和国际油价同比的走势基本一致 (%)	37
图 37: 2021 年 1-10 月, 猪肉平均批发价累计下行 29.60 元/公斤 (%)	37
图 38: 22 省市猪粮比与全国猪粮比均在 2021 年 10 月 8 日到达最低点 (%)	38
图 39: 猪肉平均批发价同比是猪肉平均批发价的领先指标 (元/公斤; %)	38
图 40: 能繁母猪存栏同比领先生猪存栏同比, 生猪存栏同比领先生猪出栏同比 (%)	39
图 41: 生猪出栏同比与猪肉平均批发价同比呈负相关关系 (%)	40
图 42: PPI 当月同比与 PPI 当月同比翘尾因素的相关系数为 0.72 (%)	41
图 43: 2021 年 3 季度非金融企业部门杠杆率较前期高点下行 6.40 个百分点 (%)	43
图 44: 大中小型存款类金融机构法定存款准备金率均有下行空间 (%)	45
图 45: 目前 1 年期 MLF 利率 2.85% 的读数还有 10 个基点的下行空间 (%)	45
图 46: 在长时间未下调的背景下下调 LPR 报价, 可能不会只有一次下调 (%)	46
图 47: 2021 年我国 CPI 当月同比远低于美国, 对人民币汇率形成支撑 (%)	47
图 48: 2021 年底人民币汇率录得阶段性高点, 进一步突破前期高点面临一定阻力	47
图 49: 对 2021 年外汇储备形成有力支撑的是创历史新高的贸易顺差 (亿美元)	48
图 50: 单位活期存款在 M1 中的占比高达 81.28%, 是 M1 同比的主导因素 (%)	49
图 51: M1 同比与商品房销售面积累计同比相关度较高, 二者的相关系数为 0.59 (%)	50
图 52: M2 同比与社会融资规模存量同比大概率迎来拐点 (%)	51
图 53: 从历史经验看, 在宏观经济承压的背景下, 财政赤字率通常上调 (%)	53
图 54: 2021 年 PPI 当月同比创新高有力拉升工业企业利润总额当月同比 (%)	54
图 55: 2022 年工业企业利润总额累计同比全年大概率“前高后低” (%; %)	56
图 56: 在 M1 同比上行的背景下, A 股通常表现较优 (点; %)	57
图 57: 在“PPI-CPI”剪刀差收窄乃至反转背景下, A 股大幅下跌的概率较低 (点; %)	58
图 58: 2022 年我国 PPI 当月同比大概率逐季下行, 利多利率债 (%)	59
图 59: 社会融资规模存量同比的拐点早于 10 年期国债到期收益率的拐点 (%)	60
图 60: 国际金价的走势与全球 GDP 同比存在较为明显的负相关关系 (%)	60
图 61: 中期看 10 年期美债收益率趋势性下行利多国际金价 (%)	61
图 62: 70 大中城市住宅价格指数环比领先于 70 大中城市住宅价格指数同比 (%)	61
图 63: 商品房销售面积累计同比领先于 70 大中城市住宅价格指数当月同比 (%; %)	62
图 64: 中东地区钻机数量的反弹幅度远低于美国与全球的反弹幅度 (部)	63
图 65: 中长周期看, 有色金属价格与国际油价的走势是一致的 (美元/桶; 美元/吨)	64
图 66: 有色金属库存居于历史低位, 利多有色金属价格 (吨)	64
图 67: 美国采矿业的产能利用率尚未修复至疫情前水平 (%)	65
图 68: 从历史走势看, 美联储加息期间, 国际铜价总体趋势是上行的 (%)	65



回首2021年年初，我们做了题为《经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）》的年度宏观经济与大类资产配置展望报告。该报告的主要观点是：2021年我国宏观经济内生动能增强，出口存在超预期的可能；2021年货币政策的宽松力度弱于2020年，但是边际收紧程度可能低于市场预期；在大类资产配置方面，看好有色金属、原油以及A股，这三者有望在大类资产配置中占优。

站在2022年年初，我们在2021年的基础上继续对2022年宏观经济形势与大类资产配置进行展望。

一、全球：经济增速高点已过，2022-2023年将渐次下行

全球宏观经济走势是研判2022年我国宏观经济形势以及大类资产配置的逻辑起点。这一观点的依据是马克思主义哲学的三大原理。**第一**，马克思主义哲学普遍联系原理认为，任何事物内部的不同部分和要素是相互联系的，任何事物都同其它事物处于一定的相互联系之中，整个世界是一个相互联系的整体。**第二**，马克思主义哲学整体与局部关系原理认为，整体和部分既相互区别又相互联系，其中，整体居于主导地位，统率着部分，同时，整体和部分二者不可分割，相互影响。**第三**，马克思主义哲学内外因辩证关系原理认为，外因是事物发展变化的不可缺少的条件，有时外因甚至对事物的发展起着重大的作用。

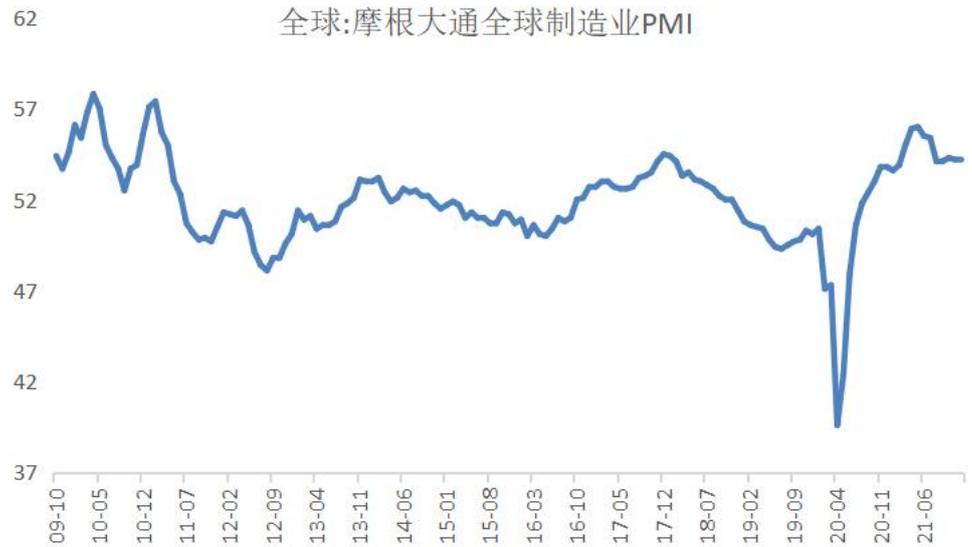
（一）疫情冲击不减叠加美联储加息缩表，2022年全球经济复苏力度减弱

主要受益于中美两国新冠肺炎疫苗的研制与大量投放，全球宏观经济逆周期调节政策尚未完全退出，以及全球贸易秩序得到纠偏式修复，在2020年-3.12%这一超低基数的基础上，预计2021年全球GDP实际增长率大概率超过5.50%，具体看，IMF的预测值是5.88%，OECD的预测值是5.56%，世界银行的预测值是5.50%。展望2022年，我们认为全球宏观经济的高点已过，2022年全球经济增速大概率较2021年下行。这一判断的依据来自以下三个层面。

第一个层面是宏观经济先行指标。**第一**，从摩根大通全球制造业PMI看，2020年4月该指标在新冠肺炎疫情的冲击下跌至39.60，创2009年10月有数据记录以来新低，之后在2020年7月快速反弹至荣枯线之上，于2021年5月录得56.0，此后下行并连续5个月在54.10至54.30之间窄幅波动。值得指出的是，当前对摩根大通全球制造业PMI形成支撑的主要是投入价格与产出价格，而最为领先的新订单则呈下行趋势。从目前情况看，2021年5月的56.0大概率是本轮周期的高点所在。

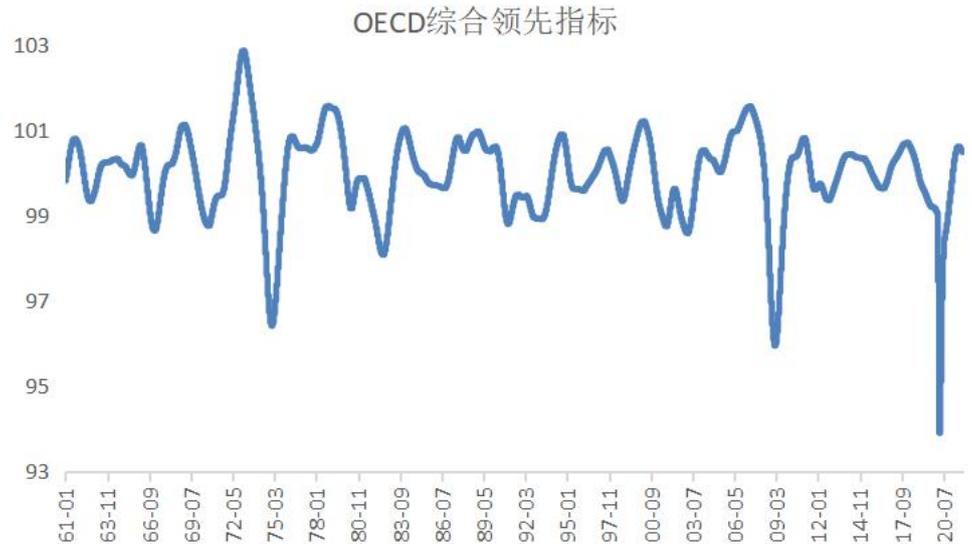
第二，从OECD综合领先指标看，该指标在2020年4月触及93.9031的创纪录新低之后快速反弹，在2020年7月攀至100.6092，此后连续4个月单边下行至100.4797。OECD综合领先指标在前两轮周期的高点分别是2018年1月的100.7046，以及2014年3月的100.4363。2020年7月的100.6092基本上接近前两轮周期的高点，叠加考虑OECD综合领先指标的走势较为平滑，2020年8-11月单边下行意味着2020年7月的100.6092大概率是本轮周期的高点所在。

图 1：2021 年 5 月的 56.0 大概率是摩根大通全球制造业 PMI 本轮周期的高点（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

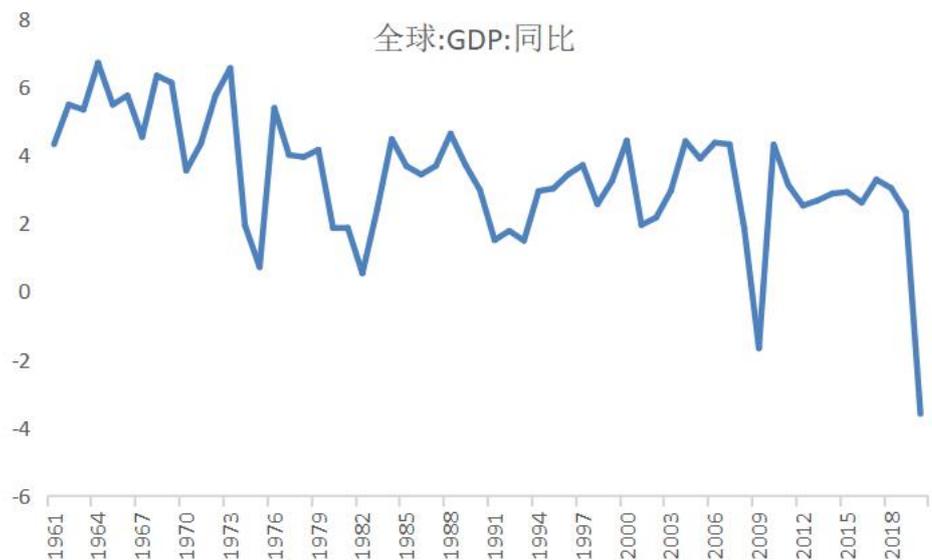
图 2：2020 年 7 月的 100.6092 大概率是 OECD 综合领先指标本轮周期的高点（点）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第二个层面是国际经济组织预测值及基数效应。根据IMF的最新预测，2022年全球GDP实际增长率的预测值是4.89%，较2021年下行0.99个百分点；根据OECD的最新预测，2022年全球GDP实际增长率的预测值是4.46%，较2021年下行1.10个百分点；根据世界银行的最新预测，2022年全球GDP实际增长率的预测值是4.10%，较2021年下行1.40个百分点。2022年全球GDP增速较2021年下行，一个原因是2021年的高基数效应。根据IFM的数据，2021年全球GDP实际增长率5.88%的预测值，是1980年有数据记录以来的最高值。根据世界银行的数据，2021年全球GDP实际增长率5.50%的预测值，是1974年以来的最高值。在超高基数的作用下，2022年全球宏观经济增速较2021年下行也属正常。

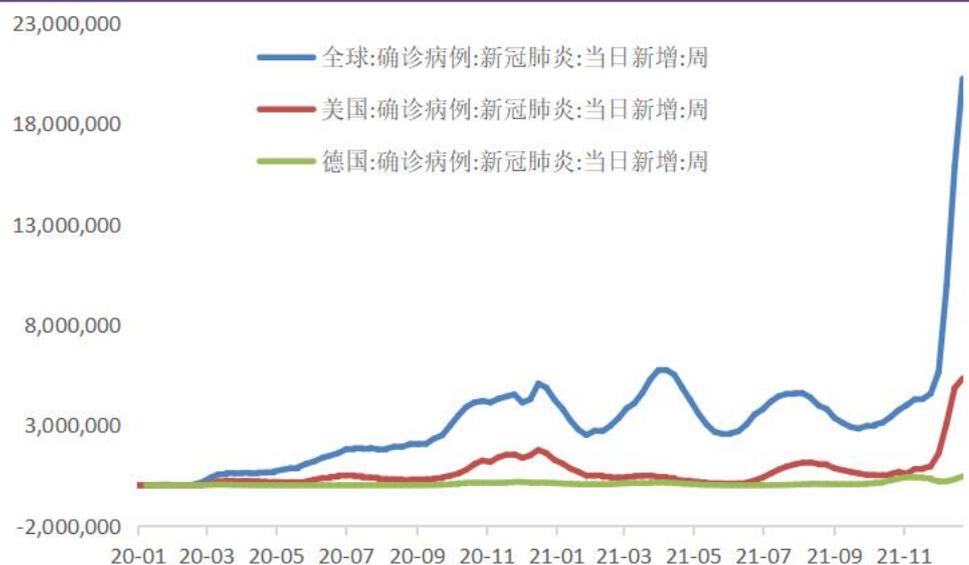
图 3：2021 年全球 GDP 实际增长率 5.50% 的预测值，是 1974 年以来的最高值（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第三个层面是宏观经济基本面。第一，国际油价与有色金属价格自2021年年初大幅上行以来持续位于高位。在它们的推动下，全球各大经济体的CPI当月同比与PPI当月同比均大幅上行。高通胀严重侵蚀社会购买力，对全球总需求形成压制。第二，CPI当月同比是全球各国利率政策的主要锚定指标。在CPI当月同比大幅上行的背景下，部分海外经济体央行启动加息进程。以美国为例，2021年12月美国季调CPI当月同比录得7.10%，创1982年7月以来新高。在此背景下，12月美联储议息会议纪要显示，“考虑到经济、劳动力市场和通胀前景，可能有必要提前或以快于此前预期的速度提高联邦基金利率”。这将在较大程度上压低全球总需求，进而利空2022年全球经济增速。

图 4：当前全球新冠肺炎疫情依然严峻，周度新增确诊数创新高（例）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第三，当前全球新冠肺炎疫情依然严峻。1月13日全球新冠肺炎新增确诊病例为334万

例，为新冠肺炎疫情爆发以来的最高当日新增数。在德尔塔病毒与奥密克戎病毒的双重冲击下，预计2022年全球新冠肺炎对宏观经济的冲击力度要大于2021年。这将在很大程度上利空全球经济，尤其是服务业。

当然，在看到利空因素的同时，我们也要看到，2022年全球宏观经济还面临来自财政政策的支撑。**第一**，2021年12月15日，美国众议院以221票赞成、209票反对通过提高债务上限的法案，将债务上限由28.9万亿美元提高到31.4万亿美元。**第二**，2021年12月15日，日本众议院通过创纪录的额外刺激预算，规模达3160亿美元，其中包括1930亿美元的新债券。

（二）全球宏观经济尚未进入衰退阶段，但2023年全球经济增速大概率较2022年下行

OECD综合领先指标（CLI）和经济周期密切相关。OECD综合领先指标的走势主要有以下四种情况：一是CLI>100且在增长；二是CLI>100且在下降；三是CLI<100且在下降；四是CLI<100且在增长。根据万得资讯平台提供的信息，这四种情况分别对应经济周期的四个阶段：顶峰、衰退、谷底、扩张。按照以上标准及界定，当前全球宏观经济已经进入了衰退阶段，因为2021年8-11月OECD综合领先指标连续4个月单边下行至100.4797，符合“CLI>100且在下降”的界定，即当前全球宏观经济处于衰退阶段。2022年OECD综合领先指标将怎么走？我们认为大概率跌至100之下。**首先**，OECD综合领先指标“掉头向上”的概率较低，毕竟美联储加息缩表下全球流动性收紧是大概率事件，与此同时，新冠肺炎疫情愈演愈烈，也对OECD综合指标形成冲击。**其次**，如果OECD综合领先指标向下，从以往的经验看，下滑的幅度可能会加大。我们保守地参照11月的边际下行幅度0.0430来计算，预计2022年10月、11月OECD综合领先指标的读数分别为100.0067、99.9637。如果按照OECD的定义，则2022年11月全球宏观经济将进入谷底阶段，亦即萧条阶段。

客观而言，我们并不认同OECD指标对经济周期的判断标准，理由有三点。**第一**，IMF对2022年全球经济增速的最新预测值是4.89%，远高于1980年至2021年的均值3.35%，表明2022年宏观经济表现较佳，并未进入衰退阶段。此外，据国际经济组织1999年GDP增速预测

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_36567

