

宏观年度报告

内松外紧，政策是核心变量

主要观点：

中国：扬帆起航时

今年下半年以来，随着地产行业加速下行，经济增长下行压力日渐加剧。尤其当中国三季度 GDP 两年复合经济增速仅有 4.9% 后，市场对于政策层面稳增长的预期愈加强烈。自四季度以来，我们留意到领导层在各类会议上开始释放政策稳增长的信号，而这一切都在 12 月的中央经济会议上做出了明确定调。结合 2022 年的宏观环境以及经济形势，我们预计明年一季度有望迎来更为具体的政策稳增长措施，密集的政策落地叠加相对宽松的货币环境有望推动经济恢复超预期，提振市场信心。

全球：由盛转衰

展望 2022 年，如果说中国经济是“扬帆起航时”，那全球经济可能就是“由盛转衰”了：全球性的高通胀加大央行退出货币政策的压力，目前全球主要央行均开始逐步加快退出货币宽松政策。随着财政刺激政策的退坡，全球经济复苏势头将减弱。展望 2022 年，全球经济最主要的宏观因子就是美联储等央行货币政策收紧的进程。整体上我们认为，如果未来美联储依然以大体符合预期的节奏推动货币政策退出，我们并不预计会就此带来市场趋势的彻底逆转。潜在的风险来自通胀失控、进而导致货币政策超预期的过快收紧，这不仅会导致市场预期需要重新修正，利率的快速走高也会对市场造成较大冲击。这一过程同样依赖未来疫情走势。

主要风险：疫情控制不及预期，全球经济增长下行，中美欧关系持续恶化，中美宏观宽松政策退出的时间和力度超越预期。

投资咨询业务资格号：

新证监许可【2020】3 号

宏观策略研究团队

研究员：

周志强

zzq@cloudfutures.cn

从业资格号：F3060545

投资咨询号：Z0014361

联系人：

郭修远

guoxiuyuan@cloudfutures.cn

从业资格号：F3078100



正文目录

第一部分 2022 年全球宏观环境展望	3
一、中国：扬帆起航时	3
(一) 中国经济：下行压力凸显，等待政策发力	3
1、GDP：预计明年增速前低后高，压力在上半年	3
2、地产：经济下行的主要驱动力	3
3、消费：防疫常态化阶段消费增速的顶部和底部或已现	5
4、通胀：PPI 向下、CPI 向上，对应下游利润空间的改善	5
5、出口：可能是一个缓步回落的趋势	7
6、固投：制造业投资恢复良好，基建业投资是抓手，地产投资等待更多宽松信号	7
(二) 中国政策：稳增长预期强烈	8
1、总基调：经济发展面临“三重压力”，稳增长信号进一步加强	8
2、货币政策：“稳货币+结构性宽信用”格局逐渐打开	9
3、财政政策：适度超前，发力基建	9
4、房地产政策：加回“房住不炒”，探索新的发展模式	10
5、碳中和：政策纠偏与能耗目标	10
二、全球：由盛转衰	11
(一) 全球经济：复苏过高点	11
1、美国通胀：明年上半年或迎阶段性高点，但回落速率偏缓	12
2、美国就业：劳动参与率仍偏低，“充分就业”目标仍尚远	13
(二) 全球政策：加快退出货币宽松	13
1、美联储：激进转向但市场反应相对积极	13
(三) 全球疫情形势：短期扰动难改常态化趋势	14
1、疫情：Omicron 迅速扩散，欧洲防控措施加强	14
2、疫苗：接种率的提高是疫情常态化的核心保障	15
第二部分 2022 年大类资产配置展望	17
一、大宗商品：波澜壮阔的 2021 年，值得期待的 2022 年	17
(一) 能源：供需错配到再均衡	17
(二) 有色：“双碳”背景下有色供需新变量	18
二、A 股：宽松预期下的节奏与行业配置	18
三、外汇：美元上涨空间有限，人民币或将小幅走弱	19
四、美债：通胀预期和加息预期的博弈	20

图表目录

图表 1：社融对经济有领先意义 (%)	3
图表 2：明年经济增速预计前低后高 (%)	3
图表 3：地产投资自年初以来持续下行 (%)	4
图表 4：过去十年中国消费增速呈现下行趋势 (%)	4
图表 5：商品房销售出现转暖迹象 (%)	4
图表 6：过去十年中国消费增速呈现下行趋势 (%)	5

图表 7: 防疫常态化背景下的中国消费增速 (%)	5
图表 8: 今年以来 CPI 与 PPI 的持续背离 (%)	6
图表 9: 国际油价环比大幅下行 (美元/桶)	6
图表 10: 动力煤价格表现 (元/吨)	6
图表 11: 中国出口维持较高单月增速 (%)	7
图表 12: CCFI 指数维持高位	7
图表 13: 固定资产投资分行业两年平均当月增速 (%)	8
图表 14: 全球经济实际增速预测 (%)	11
图表 15: 主要经济体实际增速预测 (%)	11
图表 16: 美国居民收入处于较高水平, 薪资持续增长 (十亿美元, 美元)	12
图表 17: 强劲的消费水平支撑通胀维持高位 (%)	12
图表 18: 美国补库周期将于明年 Q2 进入尾声 (%)	12
图表 19: CCFI 指数回落, 但海运价格仍处高位	12
图表 20: 美国非农新增就业人数 (千人)	13
图表 21: 失业率与劳动参与率 (%)	13
图表 22: 欧美主要国家新增确诊人数 (例)	15
图表 23: 主要国家按变种分类新增确诊占比 (截止 12 月 20 日)	15
图表 24: 各国疫苗接种比例 (%)	16
图表 25: 主要国家新增疫苗接种剂数 (万剂)	16
图表 26: 2021 年以来大宗商品价格涨跌幅 (截止 2021 年 12 月 14 日)	17
图表 27: 年初至今主要股指涨跌幅	18
图表 28: 年初至今主要行业涨跌幅 (%)	18
图表 29: 美元在加息预期推动下趋势走强 (%)	19
图表 30: 相比欧盟, 美国的高通胀更具有粘性 (%)	19
图表 31: 美元强周期下人民币保持强劲 (%)	20
图表 32: 中美利差对人民币的支撑 (%)	20
图表 33: 上次 TAPER 后一个月美债利率走势 (%)	21
图表 34: 本轮 TAPER 后一个月美债利率走势 (%)	21

第一部分 2022 年全球宏观环境展望

一、中国：扬帆起航时

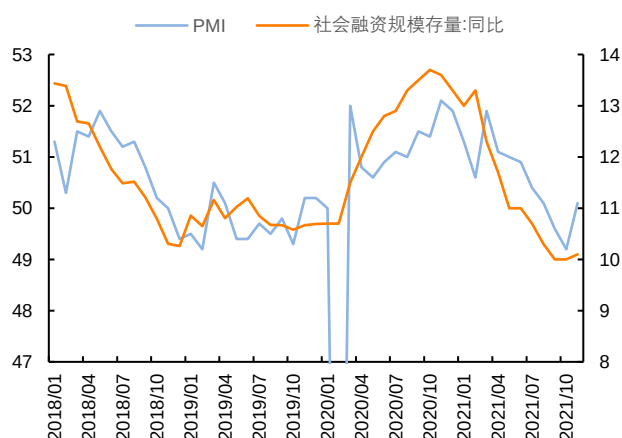
今年下半年以来，随着地产行业加速下行，经济增长下行压力日渐加剧。尤其当中国三季度 GDP 两年复合经济增速仅有 4.9% 后，市场对于政策层面稳增长预期愈加强烈。自四季度以来，我们留意到领导层在各类会议上开始释放政策稳增长的信号，而这一切都在 12 月的中央经济会议上做出了明确定调。结合 2022 年的宏观环境以及经济形势，我们预计明年一季度有望迎来更为具体的政策稳增长措施，密集的政策落地叠加相对宽松的货币环境有望推动经济恢复超预期，提振市场信心。

（一）中国经济：下行压力凸显，等待政策发力

1、GDP：预计明年增速前低后高，压力在上半年

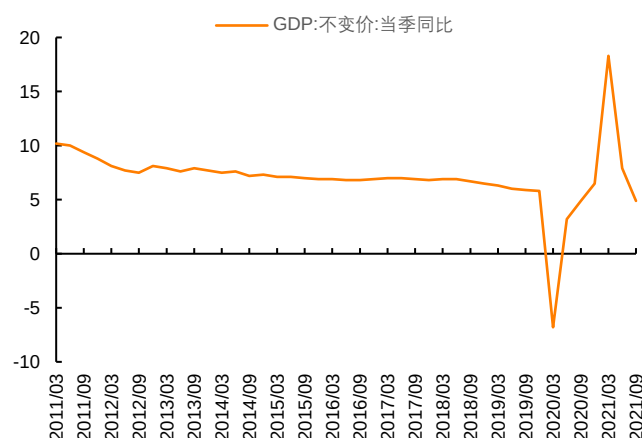
社融对经济有领先意义，预计明年增速前低后高。社融通常领先经济趋势 6 个月左右，今年 Q2-Q3 社融快速下行，存量同比由 13% 下行至 10% 左右，意味着明年上半年经济仍将偏弱。11 月社融存量同比较 10 月回升 0.3%，随着社融增速的逐步企稳，预计明年增速呈现前低后高的趋势，增速压力主要在明年上半年。

图表 1：社融对经济有领先意义（%）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 2：明年经济增速预计前低后高（%）



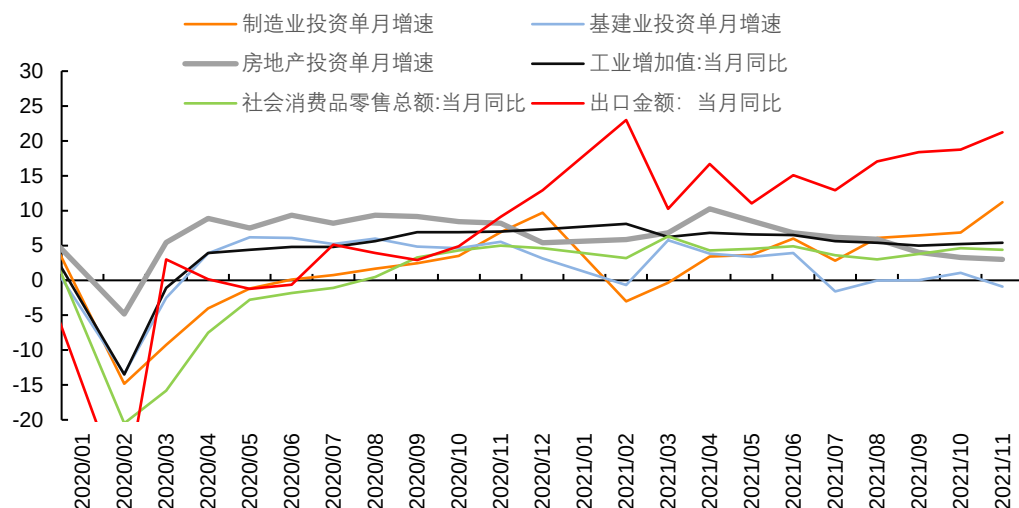
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

2、地产：经济下行的主要驱动力

地产是今年表现最差的经济部门，是经济下行的主要驱动力。用两年复合平均增速来衡量，今年的整体经济结构是外需好于内需，内需中制造业表现较好，基建

相对平稳，消费受散点疫情拖累但 9-10 月份显著修复，但地产投资增速从今年 4 月的 10%左右增速一路下行至 10 月的 3%左右增速，是今年表现最差的经济部门。

图表 3：地产投资自年初以来持续下行（%）

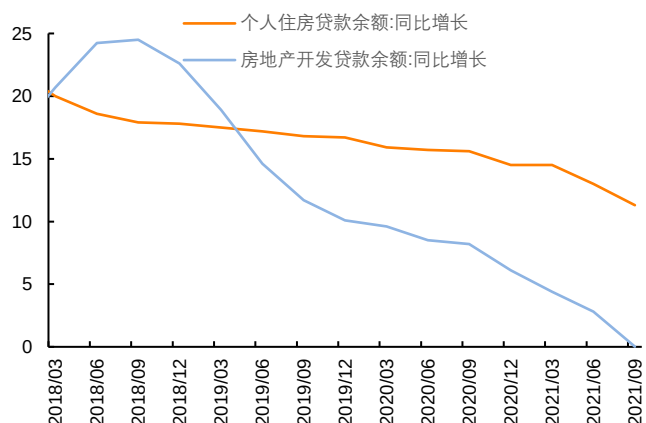


资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

下半年以来趋严的融资环境加重了地产的下行压力，对经济的冲击更为明显。

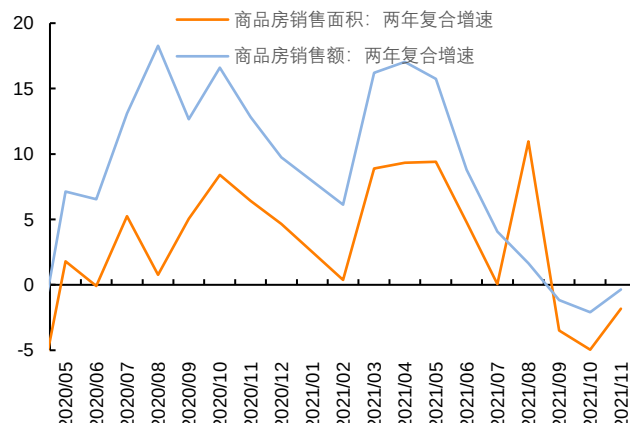
上半年的需求前置导致下半年商品房销售快速下滑，同时叠加融资全面收紧，房企拿地 and 开工意愿加速下滑，同时竣工进入最后加速阶段。到这个阶段，杠杆最高、资金周转压力最大的部分房企已经开始暴露风险。当前地产政策调控的主要思路是以稳为主，不将地产作为短期刺激经济的手段，同时地产调控出现边际宽松之势。随着明年一季度开始相关政策的陆续落地，我们预计二季度开始将逐步看到地产行业各链条的逐步企稳。

图表 4：过去十年中国消费增速呈现下行趋势（%）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 5：商品房销售出现转暖迹象（%）



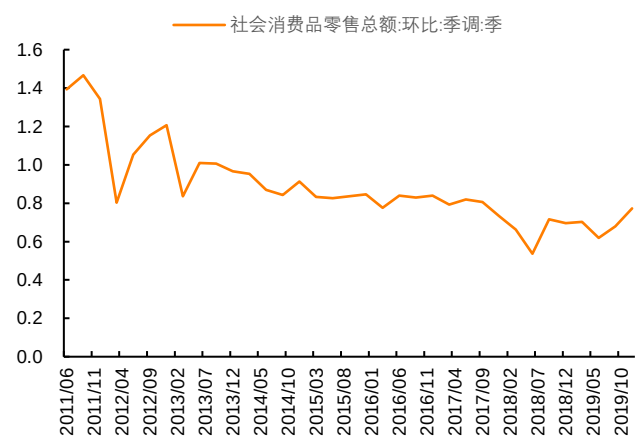
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

3、消费：防疫常态化阶段消费增速的顶部和底部或已现

过去十年，中国消费增速一直呈现着趋势性下行的表现。以社会消费品零售总额的环比季调值观察，疫情之前的 2019 年环比在 0.7% 左右的水平。进入 2021 年之后的疫情防控常态化阶段，我们大致可以看到消费增速的顶部和底部：

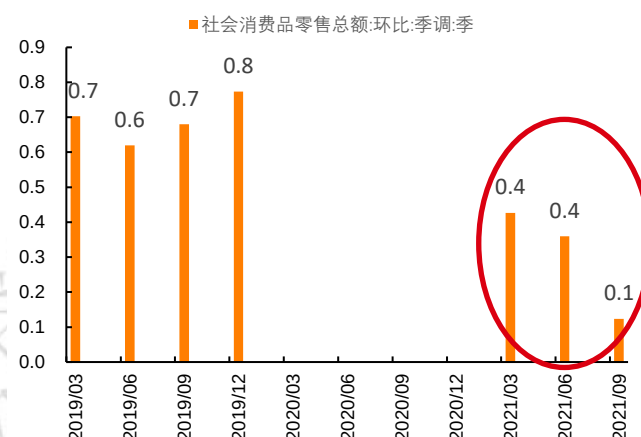
2021 年上半年环比 0.4% 的增速大致是一个顶。之所以较疫情前的 0.7% 存在明显减速，主要是受到防疫常态化的影响，一方面部分消费场景受限，社交距离上升，另一方面在疫情冲击下居民储蓄意愿提高。

图表 6：过去十年中国消费增速呈现下行趋势（%）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 7：防疫常态化背景下的中国消费增速（%）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

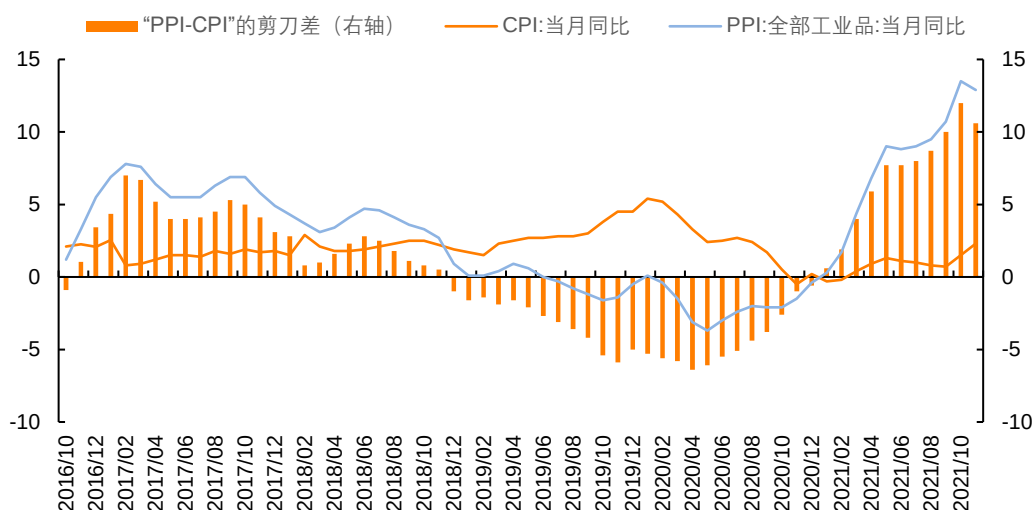
2021 年 3 季度环比 0.1% 的增速大致是一个底。2021 年 3 季度在防疫常态化的基础上叠加了多项供给冲击，其中 7 月有疫情与洪涝，8 月有疫情和能耗双控，9 月有限电限产。

总的来说，在防疫常态化不变的背景下，季度环比增速的 0.4% 大致是一个顶，0.1% 大致是一个底。排除一些临时性的供给冲击，我们预计 2022 年消费整体会在环比靠近这一区间上限的水平，散点疫情集中爆发阶段更加靠近区间下限。

4、通胀：PPI 向下、CPI 向上，对应下游利润空间的改善

回顾 2021 年，上游工业品价格上涨推升的 PPI 与被处于下行周期的猪肉价格拖累的 CPI 形成了明显的背离。展望 2022 年，我们认为会呈现一个 PPI 向下、CPI 向上的趋势，对应着下游利润空间的改善。

图表 8：今年以来 CPI 与 PPI 的持续背离 (%)



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

我们认为 **2022 年 PPI 大概率是震荡下行的趋势**。其一，在 Omicron 病毒传播引发的大幅环比下行后，原油价格 11-12 月同比已显著低于 10 月，并且它在 2022 年上半年将面临一个明显的基数的跃升。其二，煤炭供需最紧张的时候已经过去，在经历了一轮煤炭供给不足和价格暴涨引发的限电限产后，明年煤炭供给大概率以稳为主，且明年 3 月之后煤炭的价格基数也有明显抬升。

我们认为 **2022 年 CPI 大概率是震荡上行的趋势**。其一，猪肉价格已经在上行过程中，并且 2022 年 2 月起同比基数会逐月下行。其二，上游工业品价格持续维持高位后，会导致消费品生产成本抬升，带动消费品涨价。

图表 9：国际油价环比大幅下行 (美元/桶)



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 10：动力煤价格表现 (元/吨)



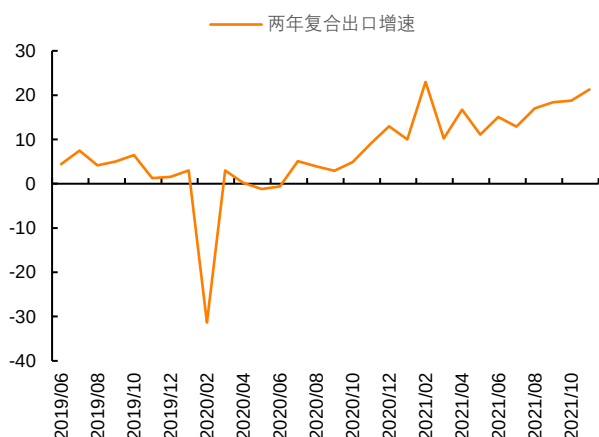
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

我们可以用 **CPI-PPI** 来粗略估计下游的利润空间，如果说 **2022 年的整体趋势是 PPI 向下、CPI 向上的话**，这一过程就对应着下游利润空间的修复。

5、出口：可能是一个缓步回落的趋势

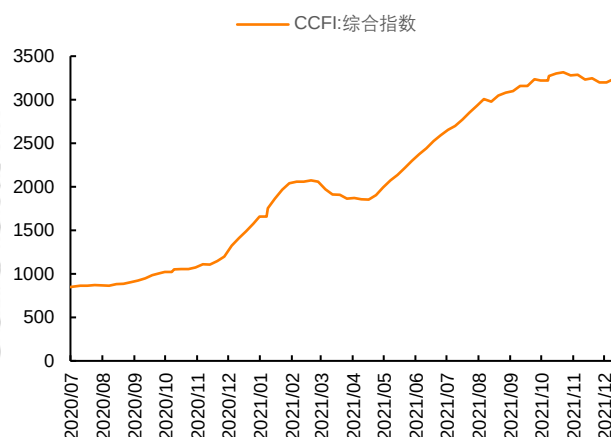
由于全球疫情形势的反复，2021 年我国出口持续维持着较高的单月增速。在全球疫情形势逐渐正常化、供应链紧张现象逐渐缓解的背景下，我们认为 2022 年中国出口整体呈现一个逐步回落的趋势。同时，目前来看中国出口仍然面临着一些有利因素：其一，在共同的经济增长压力下，中美贸易关系存在改善可能，同时中美经贸协定的后续完成也将对中国出口提供支撑；其二，从 CCFI 指数来看，全球航运紧张现状仍在延续；其三，作为全球供应链的重要环节，东南亚地区的生产依然受到疫情的影响，“替代效应”的惯性仍将利好中国出口。总的来说，我们倾向于认为 2022 年中国出口可能会是一个缓步回落的趋势。

图表 11：中国出口维持较高单月增速（%）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 12：CCFI 指数维持高位



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

6、固投：制造业投资恢复良好，基建业投资是抓手，地产投资等待更多宽松信号

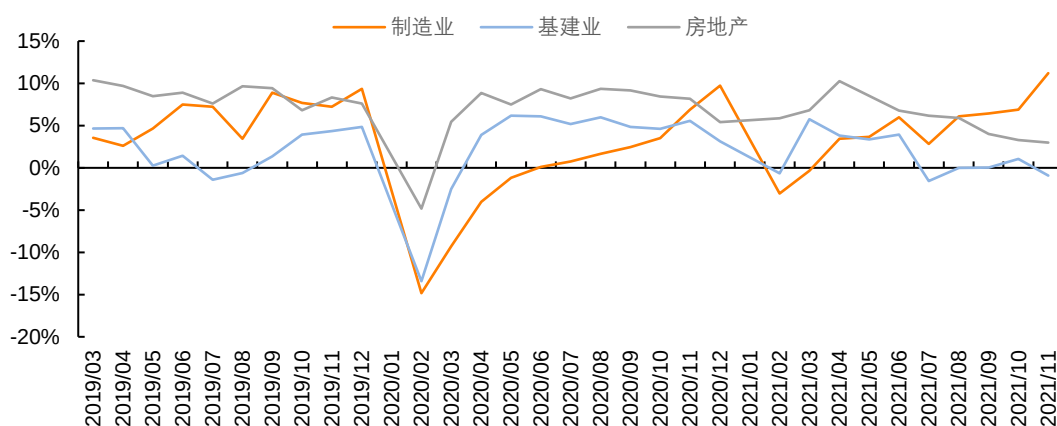
制造业投资恢复良好，聚焦专精特新的高技术制造业与新能源行业。今年出口维持高景气，带动国内制造业投资稳定回升，展望 2022 年，出口仍有望维持一段时间的高增长，对后续制造业投资形成支撑。具体来看，我们认为 2022 年制造业投资将集中在两个方向：一方面，从政策角度而言，经济高质量发展背景下，需要加快发展制造业优质企业，壮大“专精特新”企业，因此高技术制造业增长动能较强；另一方面，在“双碳”目标下，新能源行业投资有望成为新一轮固定资产投资周期的重要抓手。

适度超前，基建业投资有望成为 2022 年经济稳增长的重要抓手。下半年以来，基建业整体延续弱复苏之势，主因在专项债支出偏慢以及去年高基数影响。在 12

月的中央经济工作会议上，首次提出“适度超前开展基础设施投资”，我们认为在 2022 年地产投资加速下行的背景下，基建投资将作为对冲经济下行压力的重要抓手。同时随着 2022 年提前批专项债额度的下达，最高 2.19 万亿的额度有望促进基建投资的快速回升。

边际宽松难改地产投资下行之势，需等待更多宽松信号。在部分大型房企暴露风险后，保竣工、保交房成为政策底线，地方也加强了对房企的预售资金监管。短期来看，地产调控的边际放松难改地产投资下行之势，如果后续针对优质房企的融资政策放松、地产政府土地出让限制条件放松，房企拿地积极性可能在明年稍有改善，房地产开发投资增速届时将企稳。

图表 13：固定资产投资分行业两年平均当月增速（%）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

（二）中国政策：稳增长预期强烈

1、总基调：经济发展面临“三重压力”，稳增长信号进一步加强

12 月 10 日，中央经济会议通稿公布。本次中央经济工作会议在充分肯定成绩的同时，明确指出我国经济发展面临的“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力，充分表达了政府对短期稳增长的重视。在对于外部环境的解读上，在 7 月政治局会议的“更趋复杂严峻”之上增加了“不确定”的说法。“稳”是这次中央经济工作会议最为突出的关键词，“稳健有效”的宏观政策被放在明年重点工作的第一条，会议通稿中专门指出要“围绕保持经济运行在合理区间，加强和改善宏观调控，加大宏观政策跨周期调节力度，提高宏观调控的前瞻性针对性”。

2、货币政策：“稳货币+结构性宽信用”格局逐渐打开

“稳货币+结构性宽信用”格局逐渐打开。中央经济工作会议重申“稳健的货币政策”立场，但强调引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持，这与当前的货币政策一脉相承，狭义流动性保持平稳，结构性货币政策工具发力助力宽信用，2021年四季度支小再贷款、碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款等相继推出，未来有望进一步加大结构性宽信用力度，尤其是科技创新领域，或有新的结构性工具推出。

会议未提“宏观杠杆率”，为在经济进一步意外下行时进行更多的货币宽松留出了余地。货币政策“稳健、灵活适度”的总体基调没有发生变化，但本次中央经济工作会议中删去了去年的“保持宏观杠杆率基本稳定”。这可能意味着当2022年经济下行压力较大时，宏观杠杆的约束或有所松动，结构性宽信用可能超预期，降准降息仍有可能。

3、财政政策：适度超前，发力基建

本次中央经济工作会议对财政政策的表述更加积极，在定调上延续了12月政治局会议的总体要求，即“积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续”；除此之外，还包括两点增量信息：

第一，增加了“保证财政支出强度，加快支出进度”的表述，2022年财政前置发力的特征将更加明显。“保证财政支出强度”的提法与2021年经济工作会议的“保持适度支出强度”相比要更加积极，而“加快支出强度”则与“政策发力适当靠前”相呼应。2021年一般公共预算和政府性基金支出进度均偏慢，为2022年财政留有充足空间，财政前置发力的特征将更加明显。

第二，提出“适度超前开展基础设施投资”，基建将成为2022年稳增长的重要抓手。“适度超前”始终是我国基础设施建设的基本原则，但出现在中央经济工作会议中实属罕见，近年来中央经济工作会议对基建的定位多是“补短板”，此次提到适度超前表明，在2022年地产投资加速下行的背景下，基建投资将作为对冲经济下行压力的重要抓手，特别是新能源相关基建领域也将产生增量投资机会。

4、房地产政策：加回“房住不炒”，探索新的发展模式

“房住不炒”并未动摇，不应全面放松抱有太大期望，重点在推进保障性住房建设。本次中央经济会议将 12 月政治局会议上未提及的“房住不炒”又加回了房地产政策的指引，这说明房地产调控全面放松的可能性较低。目前地产调控政策底已现，但进一步趋松的时机还未到来。本次会议提出了探索新的发展模式，强调要推进保障性住房建设。

5、碳中和：政策纠偏与能耗目标

本次中央经济工作会议，对于能源转型方面，政策纠偏意图明显，强调在保证能源安全的前提下进行能源转型。今年在碳中和目标的具体落实上，部分地方政府搞“碳冲锋”和“运动式减碳”，间接导致了今年出现的大规模的“电荒”。因此，本次会议提出“要立足以煤为主的基本国情，抓好煤炭清洁高效利用，增加新能源消纳能力，推动煤炭和新能源优化组合。”在大力开展新能源建设的同时，对于传统能源的退出要平缓有序，不要反应过度。

二、全球：由盛转衰

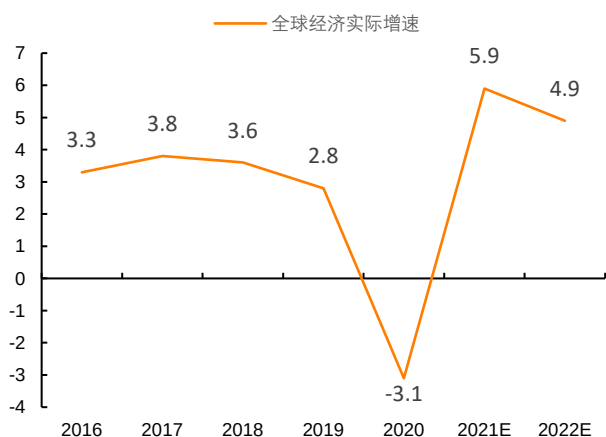
展望 2022 年，如果说中国经济是“扬帆起航时”，那全球经济可能就是“由盛转衰”了：全球性的高通胀加大央行退出货币政策的压力，目前全球主要央行均开始逐步加快退出货币宽松政策。随着财政刺激政策的退坡，全球经济复苏势头势将减弱。展望 2022 年，全球经济最主要的宏观因子就是美联储等央行货币政策收紧的进程。整体上我们认为，如果未来美联储依然以大体符合预期的节奏推动货币政策退出，我们并不预计会就此带来市场趋势的彻底逆转。潜在的风险来自通胀失控、进而导致货币政策超预期的过快收紧，这不仅会导致市场预期需要重新修正，利率的快速走高也会对市场造成较大冲击。这一过程同样依赖未来疫情走势。

（一）全球经济：复苏过高点

明年全球经济复苏势头减弱，但仍高于趋势水平。2021 年全球经济复苏动能强劲，2022 年随着海外刺激政策的退坡，全球经济将趋于常态化。根据 IMF 最新预测，全球经济 2021 年增速为 5.9%，2022 年增长 4.9%，虽然全球经济复苏势头有所减弱，但整体经济增长仍高于疫情前趋势水平。

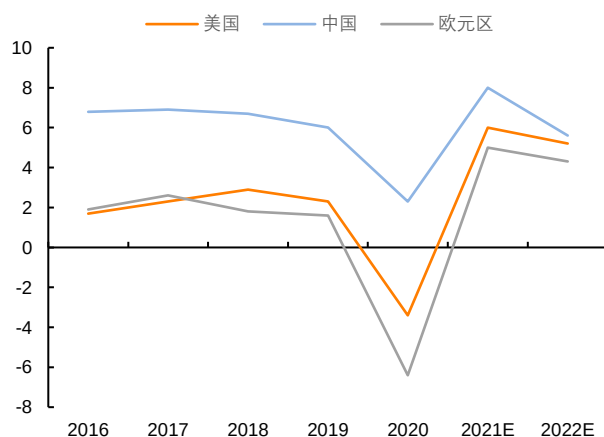
中国经济增速回归常态，海外发达国家正在度过复苏高峰。根据 IMF 最新预测，中国经济 2022 年增速为 5.6%，已回落至疫情前趋势水平。美国、欧元区等海外发达经济体明年将维持较高经济增速，但因货币政策收紧的脚步逐渐临近，经济增长面临的压力在逐渐增大。

图表 14：全球经济实际增速预测（%）



资料来源：Bloomberg 云财富期货投资咨询部

图表 15：主要经济体实际增速预测（%）

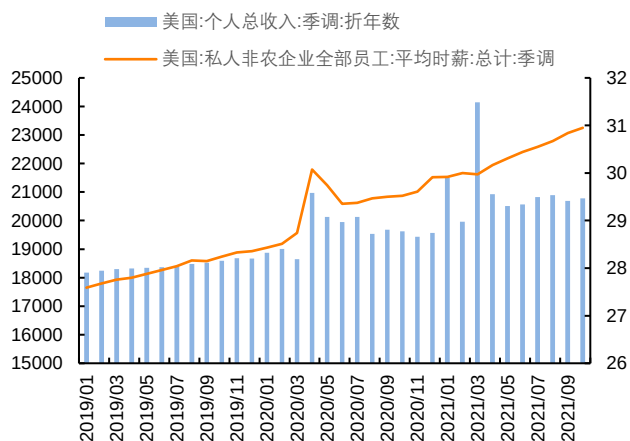


资料来源：Bloomberg 云财富期货投资咨询部

1、美国通胀：明年上半年或迎阶段性高点，但回落速率偏缓

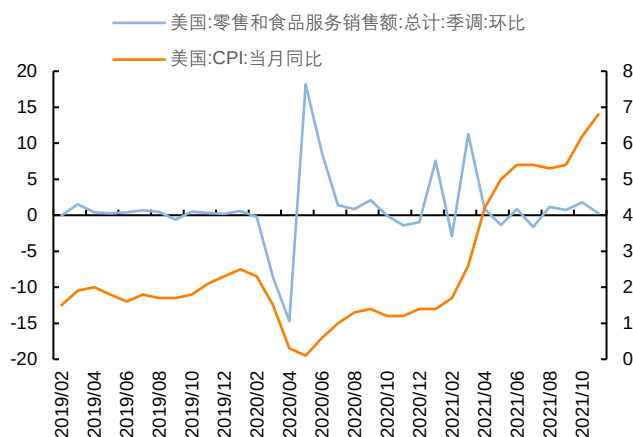
当前美国居民收入仍处于较高水平，强劲的居民消费将支撑通胀水平短期难以快速回落。今年以来，美国居民收入水平维持高位，薪资持续增长，居民端旺盛的消费需求推动产业链价格快速由上游向下游传导，是导致美国通胀水平短期难以快速回落的因素之一。

图表 16：美国居民收入处于较高水平，薪资持续增长
(十亿美元，美元)



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

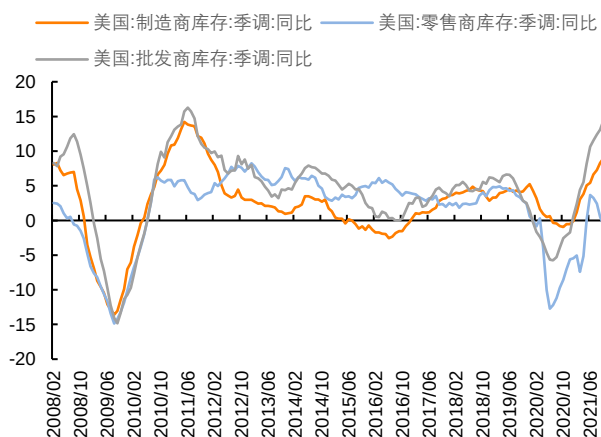
图表 17：强劲的消费水平支撑通胀维持高位 (%)



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

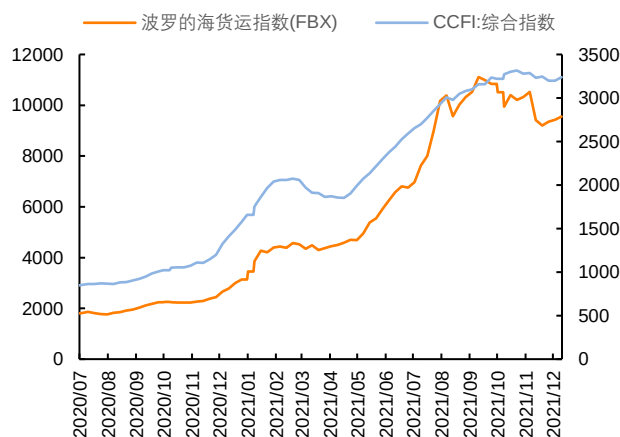
一方面，美国整体需求超预期增长可能性较低，全球供应链压力或已过峰值，预计明年上半年美国通胀或迎阶段性高点。借鉴 2010 年经验来看，零售商库存顶部领先制造商、批发商库存约 9 个月左右。本轮零售库存于 2021 年 6 月见顶，未来伴随经济复苏动能的趋缓，预计美国企业补库周期将于明年二季度进入尾声。与此同时，11 月以来集装箱运价指数出现回调，全球供应链压力或已过峰值，预计明年供需错配问题有望逐步缓解。

图表 18：美国补库周期将于明年 Q2 进入尾声 (%)



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 19：CCFI 指数回落，但海运价格仍处高位



资料来源：Bloomberg 云财富期货投资咨询部

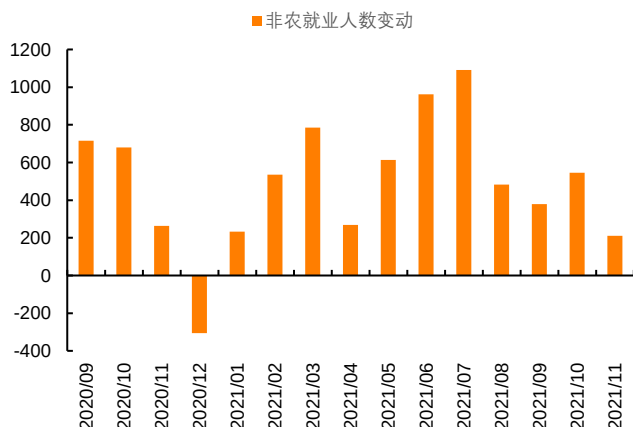
另一方面，当前美国港口堵塞问题仍然严重，全球海运价格仍处在高位，受疫情反复与劳动力缺失影响，供应链困局的改善将会是个缓慢的过程。

2、美国就业：劳动参与率仍偏低，“充分就业”目标仍尚远

美国 11 月非农就业报告喜忧参半。一方面，11 月新增非农就业人数仅 21 万，大幅低于彭博一致预期的 55 万人；另一方面，11 月失业率大幅回落 0.4% 至 4.2%，好于预期。今年以来，非农就业表现与失业率多次出现明显背离，主因在统计口径不同。

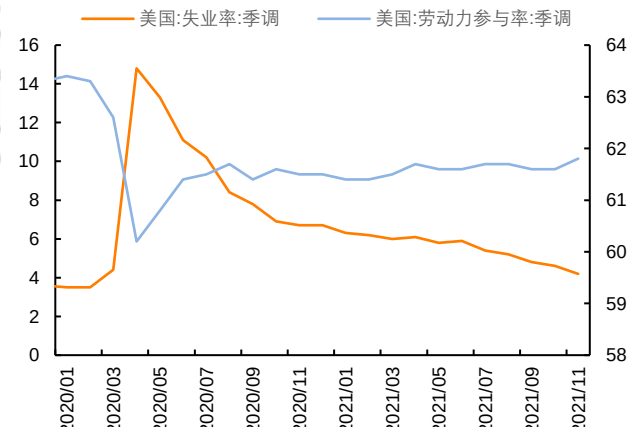
但失业率的下降并不能完全反应就业市场的真实供需情况——劳动参与率依然低迷。11 月劳动参与率为 61.8%，较上一月回升了 0.2 个百分点，不过较疫情前（2020 年 2 月）仍减少 1.5 个百分点。失业率与劳动参与率的差异，可能的解释是受到疫情的冲击，部分劳动力永久性离开就业市场。这也能解释工资大幅上涨的情况下劳动力市场持续供不应求的现象。

图表 20：美国非农新增就业人数（千人）



资料来源：Bloomberg 云财富期货投资咨询部

图表 21：失业率与劳动参与率（%）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

（二）全球政策：加快退出货币宽松

全球主要央行 12 月会议纪要陆续公布：美联储激进转向，QE 减量翻倍；英国央行意外宣布加息；欧洲央行表示将逐步退出 PEPP。美英欧三大央行近期的政策变化，结合此前已经进入紧缩周期的多数新兴市场，表明从全球货币政策周期来看，更多国家开始逐步加快退出货币宽松政策。

1、美联储：激进转向但市场反应相对积极

即使美联储主席鲍威尔在 12 月初的国会听证会上已经做出了“预告”，但此次美联储的政策转向仍是相对激进的。主要体现在以下三个方面：

(1) **QE 减量翻番，符合预期。**此次会议决定将每个月的减量规模从 11 月 FOMC 会议决定的 150 亿美元翻番至每月 300 亿美元，从而使得整体减量步伐从之前的 6 月结束加快至 3 月结束，提前一个季度。在这一点上，市场在鲍威尔发言后已经有所预期。

(2) **放弃通胀“暂时性”表述和平均通胀目标。**此次会议中第二个明显的变化是放弃了通胀“暂时性”的表述，这一点鲍威尔已有所预告。但不仅如此，从声明上来看，美联储实际上基本删除了对于允许通胀超过长期 2% 目标一段时间的措辞，基本等于放弃了平均通胀目标。

(3) **“点阵图”隐含 2022 年 3 次加息预期。**此次公布的利率点阵图显示，18 个委员预计 2022 年加息次数为 3 次。对于这一加息预期，我们认为可以且走且看，是否会如此快还有待观察。一方面，从历史经验上看，点阵图很难作为一个可靠的参考依据；另一方面，当前加息预计基于的高通胀基础仍存较大不确定性。因为不论是商品还是服务需求的边际回落已经相对确定，而商品和服务的供给已经出现边际缓解的迹象。正如我们在此前报告中提到的那样，如果明年二季度我们看到美国 CPI 的快速回落，经济增长与充分就业这两个目标可能会延缓美联储加息的脚步。

自美联储决策公布后，市场的第一反应是积极的。这说明一方面相比对于加快退出可能带来对于资产流动性和增长影响的担忧，市场更为欢迎美联储政策转向对于通胀特别是短期通胀预期的抑制，而后者如果失控反而别视为是市场更大的风险。综合来看，在抑制通胀和流动性撤出的两者之间，市场选择了前者的利而非后者的弊。

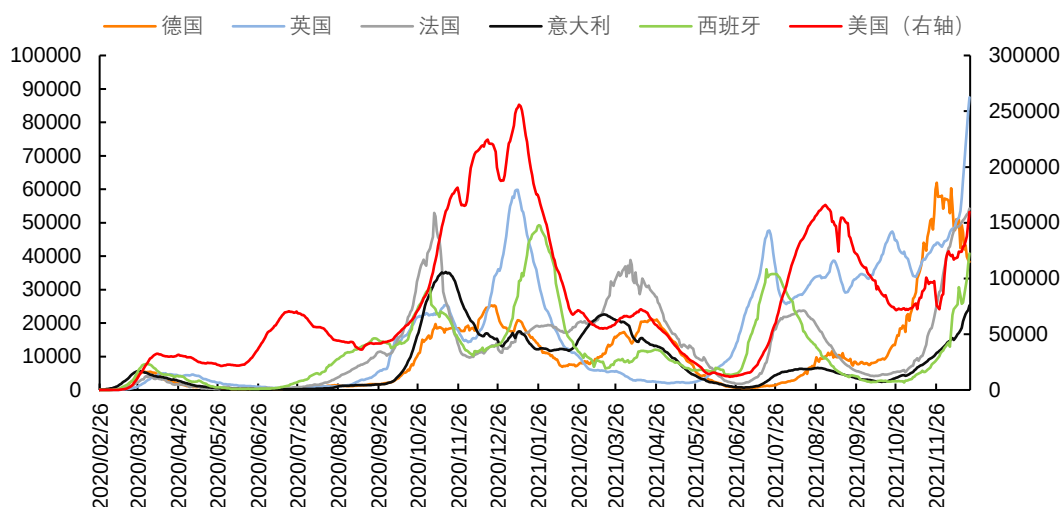
(三) 全球疫情形势：短期扰动难改常态化趋势

1、疫情：Omicron 迅速扩散，欧洲防控措施加强

自 10 月底开始，因防控措施的放松，欧洲疫情已再度复燃。后来随着 Omicron 新变异病株的出现，因其传染性高、免疫逃逸性高的特点，在南非爆发后迅速向全球扩散，激发了全球范围内的第四轮疫情大爆发。

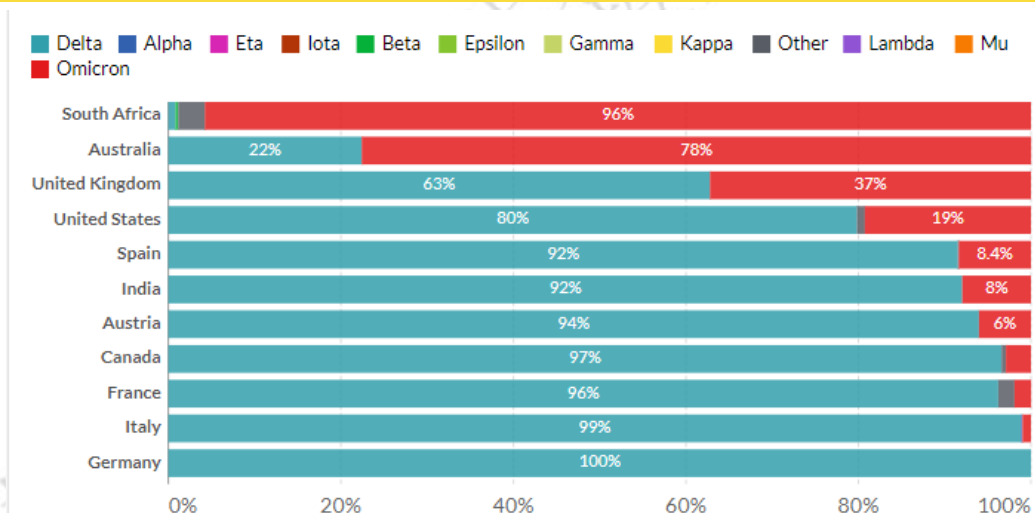
截止 12 月 21 日的最新情况来看，欧洲除德国外疫情持续升级，美国再起“病毒风暴”。全球范围来看，Delta 变种仍是新增确诊主要变种，但 Omicron 变种占比在迅速上升。针对近期的 Omicron 疫情冲击，欧洲多国采取新的防疫措施，拜登公布经济应对措施，但“考虑取消与奥密克戎相关的旅行禁令”。

图表 22：欧美主要国家新增确诊人数（例）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 23：主要国家按变种分类新增确诊占比（截止 12 月 20 日）



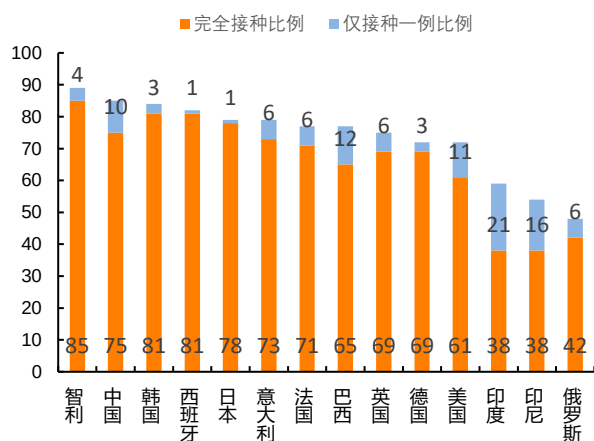
资料来源：Our World in Data 云财富期货投资咨询部

2、疫苗：接种率的提高是疫情常态化的核心保障

疫苗接种仍是目前防疫的主要手段。现阶段全球各国的疫苗接种率较 Delta 爆发时均有所上升，这是疫情最终常态化的核心保障。但目前疫苗不均衡问题仍未解决，大部分发展中国家疫苗接种率依旧偏低。

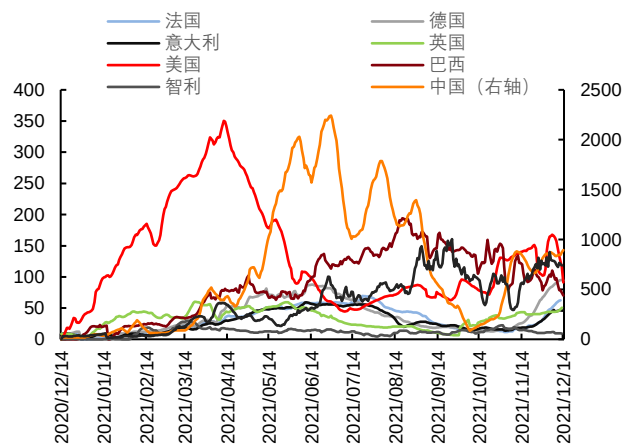
以最新变异病毒 Omicron 来看，虽然它具备高传染性以及一定的免疫逃逸能力，但是在疫苗保护下低重症率的特征依然如此。这都可能意味着 Omicron 的新一轮疫情的影响可能要小于夏天 7-9 月 Delta 造成的冲击。

图表 24：各国疫苗接种比例（%）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 25：主要国家新增疫苗接种剂数（万剂）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

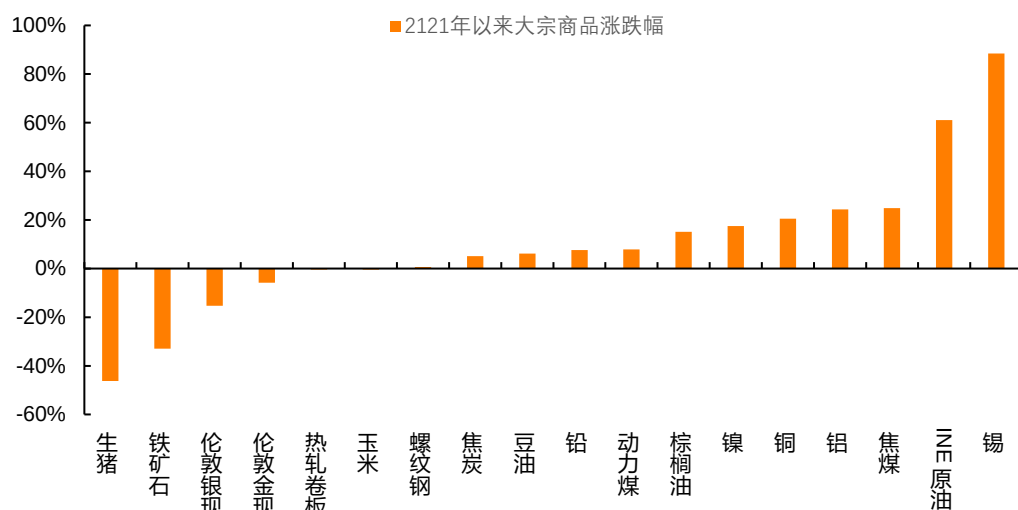
基于当前疫情的特征，我们认为，如果政策大概率采取类似于 **Delta** 的不封锁措施，那么对需求冲击较小，而供给可能会受到相对更多扰动，但整体的冲击幅度都要小于 **Delta**，也就意味着可能不至于完全逆转 10 月以来修复的大方向。

第二部分 2022 年大类资产配置展望

一、大宗商品：波澜壮阔的 2021 年，值得期待的 2022 年

2021 年大宗商品市场经历了一轮波澜壮阔的行情，在价格波动下，既有全球疫情冲击下的经济复苏不同步，也有多种因素作用下的供应扰动。我们在今年的多次报告中提出看多有色金属，并提示在天气等因素作用下的全球能源结构性短缺，带动煤炭、天然气、原油等能源品价格在进入四季度后可能超预期上涨，而市场表现基本如预期般体现。从大宗商品价格轮动来看，2021 年上半年大宗商品市场交易的逻辑在“复苏”，尤其是国内需求相关的品种，而在下半年随着国内经济增长趋弱，交易主线逐渐向“供给”倾斜，并带动大宗商品整体中枢下移，也基本符合我们的判断。

图表 26：2021 年以来大宗商品价格涨跌幅（截止 2021 年 12 月 14 日）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

（一）能源：供需错配到再均衡

低库存叠加基本面季节性紧张，形成了供需结构性错配。今夏发电需求在全球范围内均有超季节性增长，我们认为这与前期超预期的炎热突然密切相关，同时新能源增长不及预期也加重了传统能源的压力。随着冬天旺季来临，拉尼娜寒冬下低库存进一步放大了季节性趋紧的影响，全球范围内原油、天然气、煤价均大幅走高。

我们认为疫情后供需恢复错配是能源市场频繁发生阶段性短缺的核心，即供应频有扰动的情况下，需求在稳步增长。向前看，全球能源供应仍有复苏空间，且在今冬取暖季过后，随着需求季节性趋弱，能源品价格可能继续回归基本面。

（二）有色：“双碳”背景下有色供需新变量

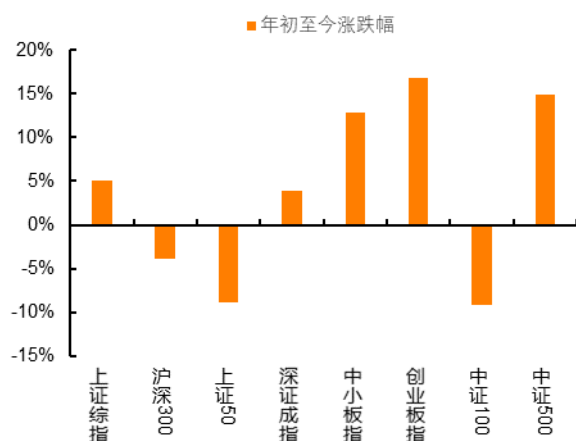
在“双碳”背景下，全球各国对新能源领域的投资机会都在不断兑现；对高能耗、高排放行业的约束也逐渐加码，这些都是有色金属基本面的新变量。今年以来有色金属的数次行情，主要交易逻辑为上半年的“复苏”与下半年的“供需矛盾”与“成本支撑”。

向前看，我们认为新能源领域发展对有色金属价格的影响将进一步凸显。随着疫情后全球需求反弹逐渐平息，我们认为传统领域投资和需求增速放缓趋势不改，能源转型（光伏、风电等）和下游电气化（新能源车等）将带来主要需求增量；供应端，“双碳”背景下，高能耗、高排放行业既面临政策直接约束，也面临着传统能源成本抬高的间接约束。

二、A 股：宽松预期下的节奏与行业配置

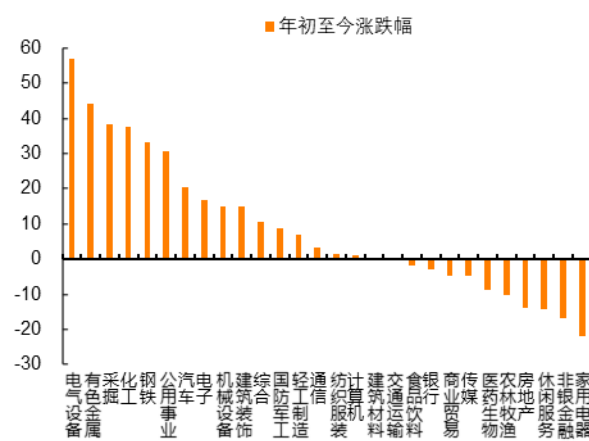
内“松”外“紧”，流动性有支持，估值有修复空间。疫情后海外市场超常需求刺激叠加暂时供应约束放大和延长了海外部分经济体的物价上行压力，政策格局从当前到 2022 年前半段可能呈现“内松外紧”的格局，也是 2022 年中国资产配置要注意的突出特征。我们认为中国可能采用降息降准等货币工具以及偏积极的财政支持稳增长，市场流动性逐步走向宽松。

图表 27：年初至今主要股指涨跌幅



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 28：年初至今主要行业涨跌幅 (%)



资料来源：Bloomberg 云财富期货投资咨询部

节奏上，当前仍处于增长放缓与政策托底预期的交互期，指数机会可能偏平淡，重结构，均衡配置。当政策稳增长力度加大，指数可能会迎来阶段性机遇，年底到明年一季度可能是政策重要的观察窗口期。待增长预期平稳，可能需要更加注重结构性机会。随着上游压力逐步缓解，配置方向逐步偏向中下游，中期方向仍偏成长。

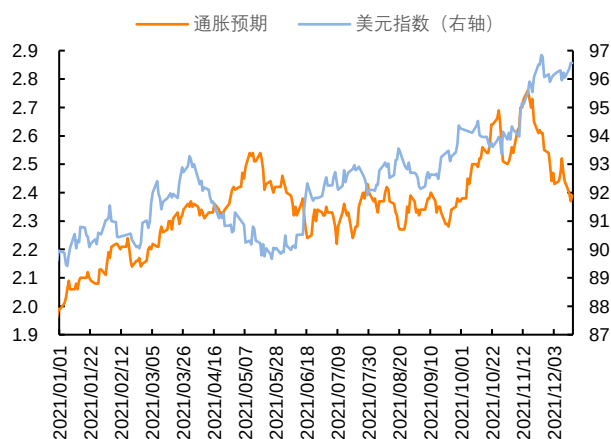
行业配置：短期偏均衡，逐步向中下游倾斜，中期偏成长。从当前到 2022 年的行业配置，既要关注宏观周期波动及政策错位带来的机遇，重视上游价格压力缓解带来的中下游机会，同时也要关注部分结构性的趋势。展望未来两个季度，我们建议 A 股投资者关注以下 3 条主线：（1）高景气制造成长赛道，包括新能源汽车产业链、新能源以及半导体等；（2）中下游调整较为充分，中长期相对明朗的消费类领域，如医药、食品饮料、家电等；（3）未来一两个季度可能受到中国稳增长政策预期支持的板块，如基建等。

三、外汇：美元上涨空间有限，人民币或将小幅走弱

自 6 月美联储议息会议以来，美元在不断升温的加息预期推动下趋势走强。展望 2022 年，我们预计市场的加息预期将随着高企的通胀风险继续升温，全球美元流动性也将开始步入收紧周期，以及全球经济复苏大概率较今年放缓，未来一至两个季度美元大概率有进一步上涨的动力。

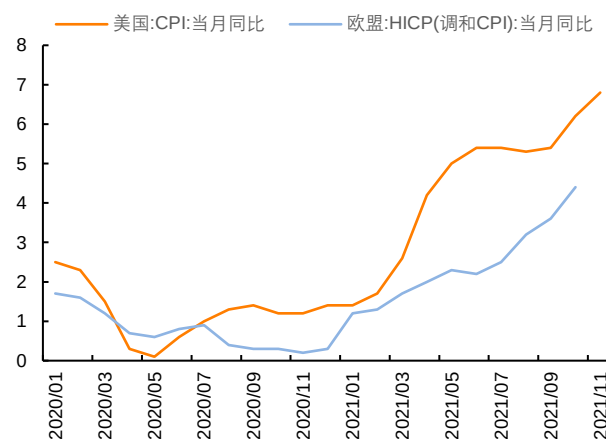
然而，相较于其它发达国家，美国更有粘性的高通胀将使美元指数趋势承压。从中长期看，较高的通胀会降低货币的实际购买力，从而令货币承压；并且如果通胀预期上行导致实际利率下降，也会对货币产生贬值压力。

图表 29：美元在加息预期推动下趋势走强（%）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 30：相比欧盟，美国的高通胀更具有粘性（%）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

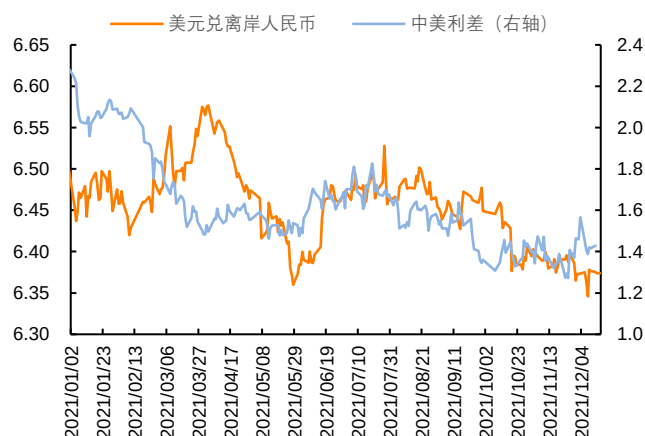
2021 年，人民币对美元与一篮子货币双双升值。即使在 9 月以来美元指数不断走强，人民币仍然维持稳健。人民币升值的背后，离不开强势的出口以及外资的持续流入。得益于疫情管控良好与供应链的稳定，今年中国出口持续保持强势。同时，中国国债的吸引力不断上升，吸引资金持续流入。

图表 31：美元强周期下人民币保持强劲 (%)



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 32：中美利差对人民币的支撑 (%)



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

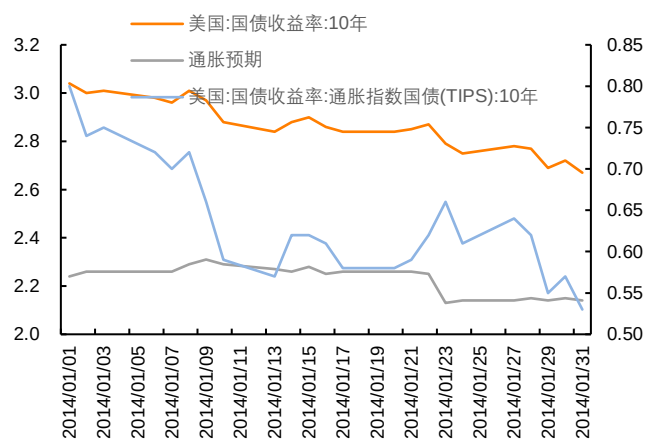
但伴随着经济基本面的走弱、美联储货币政策的转向，支撑人民币最重要的两个因素可能会在明年出现一定的逆转，给人民币带来贬值压力。在经历了连续一年半的高速增长后，我们预计中国出口的增速将稳步放缓，对人民币的支撑可能减弱。随着中国经济下行压力逐步加大，稳增长逐步形成共识，货币政策宽松的力度可能有所加强。叠加美国货币政策进入收紧周期，“内松外紧”下中美利差可能进一步收窄，中国国债的相对吸引力或将会边际下降。

四、美债：通胀预期和加息预期的博弈

本轮 Taper 开启之后，美债利率走势纠结，与上轮 Taper 完全不同，根本原因在于两轮 Taper 的经济基本面、加息预期和通胀水平具有较大差异。本轮 Taper 后，美债利率之所以没有走出下行趋势，主要原因包括：（1）本轮经济基本面明显强于上一轮，同时加息预期也更强烈，二者共同导致实际利率的企稳上行；（2）本轮通胀水平和通胀预期远超上一轮，导致盈亏平衡通胀率维持高位，同时随加息预期徘徊。

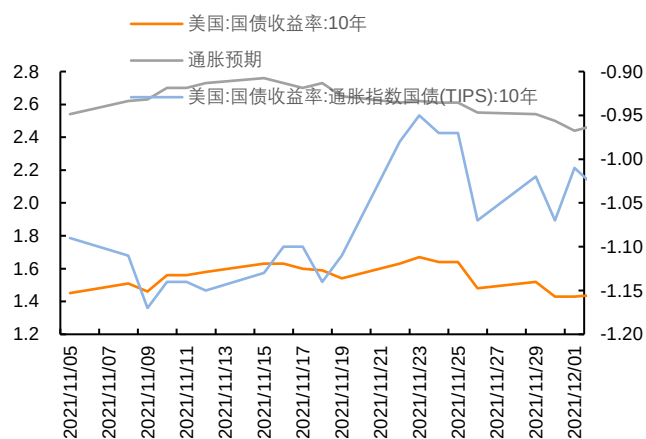
在 Omicron 变异毒株重症率和致死率较低的情形下，美债利率的主导因素仍会回到通胀预期和加息预期的博弈上，美债利率或将先上后下。随着越来越多的数据证明 Omicron 变异病株的重症率和致死率较低，我们倾向于认为其对于美国经济和货币政策将只是扰动，美债利率的主导逻辑仍是通胀预期和加息预期的博弈上。短期内，加息预期上行速度可能快于通胀预期的回落速度，则美债利率在实际利率主导下震荡上行。到明年上半年 Taper 结束、通胀回落后，如果美联储没有选择立即加息，那么在实际利率和通胀预期的双双回落下，美债利率可能震荡下行。

图表 33: 上次 Taper 后一个月美债利率走势 (%)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 34: 本轮 Taper 后一个月美债利率走势 (%)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

法律声明

■本报告由云财富期货有限公司制作，本报告所载资料的来源及观点的出处皆被云财富期货有限公司认为可靠，但云财富期货有限公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，云财富期货有限公司不对因使用本报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。本报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使云财富期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使云财富期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有本报告中的材料的版权均属云财富期货有限公司。未经云财富期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本予任何其他人。

■本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述投资标的买卖的出价或征价。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，云财富期货有限公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，云财富期货有限公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而云财富期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

■本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，云财富期货有限公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，投资者并不能依靠本报告以取代独立判断。本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

■本报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。本报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

云财富期货有限公司

总部地址：

新疆乌鲁木齐市天山区西河坝后街 137 号瑞达国际大厦 7 楼

上海分公司

地址：上海自由贸易试验区杨高南路 729 号 2102B 室

伊犁分公司

地址：新疆伊犁州伊宁市新市政府片区南环路以南伊宁机场商务写字楼 2003 号

喀什分公司

地址：新疆喀什地区喀什经济开发区空港产业物流区产业服务中心 A 段三楼 301、302、303、304 室

山东分公司

地址：山东省济南市高新区汉峪金谷 A3-4-907 室

深圳分公司

地址：深圳市福田区福田街道福安社区益田路 4068 号卓越时代广场 3904、3905 室

研究报告全部内容仅代表观点，不构成任何投资建议。