

2022 宏观形势和资本市场展望



找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

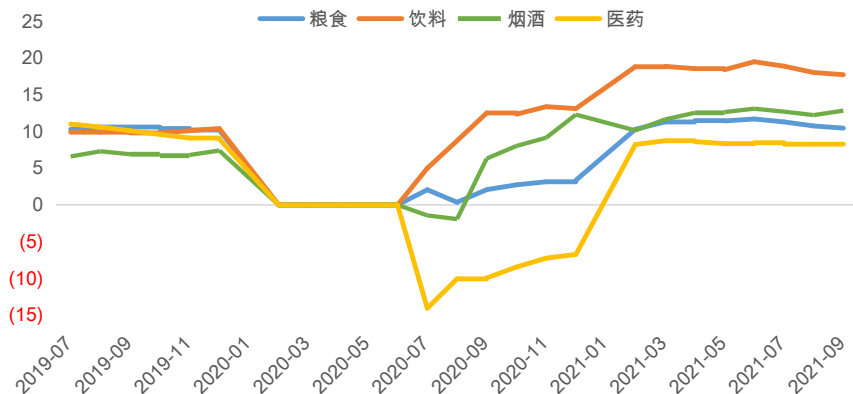
1

经济基本面

从经济基本面来看，我们认为2021年上半年经济量价齐升，恢复斜率最快的阶段已经过去，伴随信用紧缩和疫情的反复，经济在下半年整体出现了下行压力，尤其体现在地产、消费等领域。同时，工业品通胀的问题依然存在，尽管没有使得货币政策向紧，但对于部分工业企业、中小企业造成了压力。展望2022年全年，我们认为经济基本面偏弱，全年GDP增速在5-6%之间，重点应关注逆周期调节的政策。

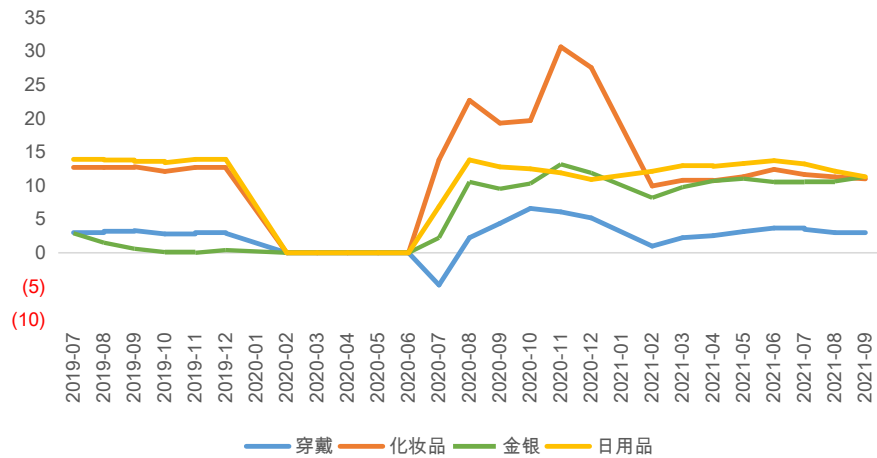
消费受疫情影响，恢复速度始终较慢。社零总额9月相对2019年同期的复合增速为3.9%，从8月散发疫情冲击中恢复过来，但仍然低于Q2季度平均4.5%的增速。服务消费的恢复依然大幅慢于商品消费。其中，必选消费中粮食、饮料累计增速继续放缓，医药和烟酒保持稳定；可选消费品中地产产业链累计同比增速继续下行，个人可选消费中除了金银类消费，穿戴、化妆品、日用品均继续下行。展望2022年，受制于收入增长和收入结构分化继续加大，消费增长依然达不到疫情前的水平，预计复合增速恢复至5-6%，其中必选消费的增速相对稳定，可选消费偏弱。

图 1：必选消费



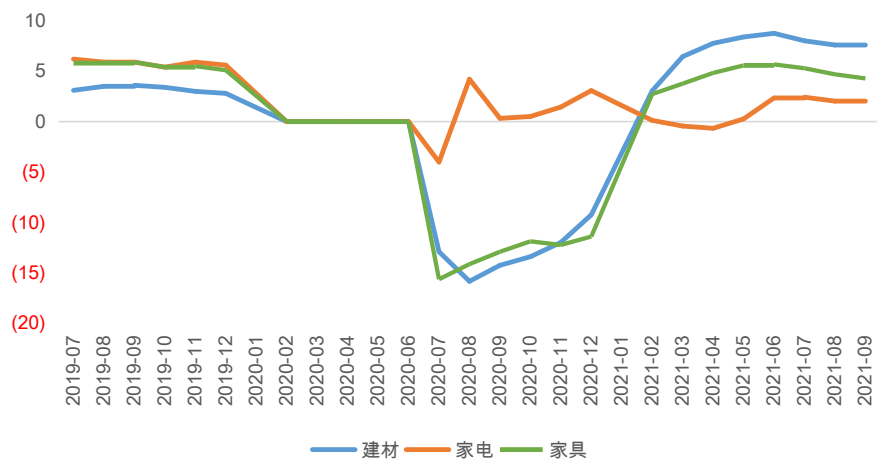
数据来源：wind

图 2：个人可选消费



数据来源：wind

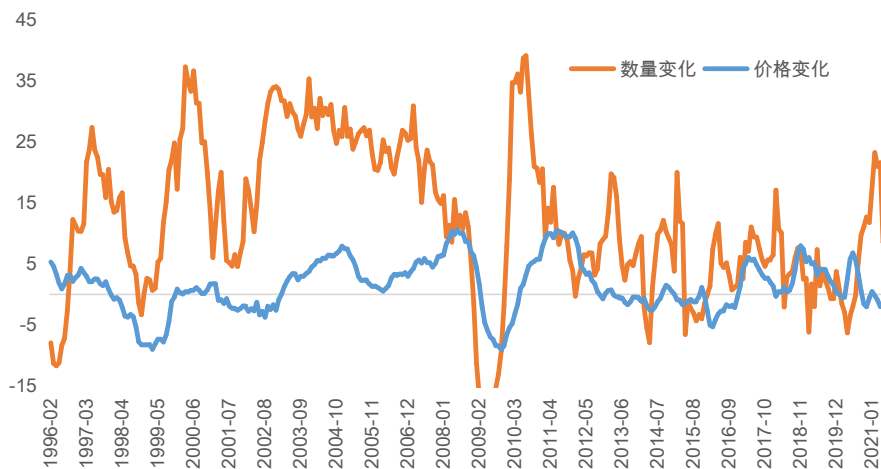
图 3：地产链消费



数据来源：wind

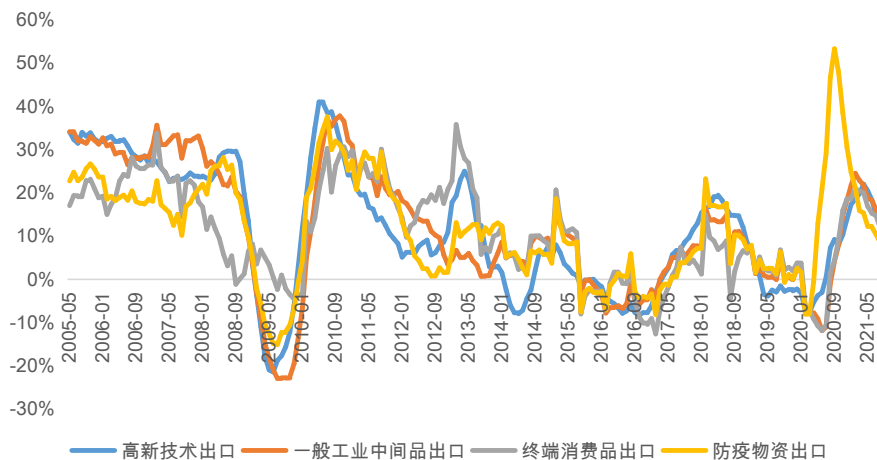
出口强势，价增量跌，未来边际不断下行。9月出口增速28.1%，超过上月增速25.6%，超出市场预期，主要原因为：（1）9月环比新增将近100亿美元出口，主要来自于手机出口70多亿美元的增量，和苹果手机新品发布密切相关；（2）当前价格效应贡献出口增速的将近40-50%，预计价格效应继续向上；但从出口的量来看，仍处于下行通道，后期会继续走弱；往前看2022年，随着欧美等国供给能力恢复，疫情以来的出口替代效应可能减弱，整体出口金额增速将高位震荡下行，上半年出口增速可能在10-15%，下半年回落至5-10%。

图 4：出口量价变化



数据来源：wind

图 5：分类出口增速



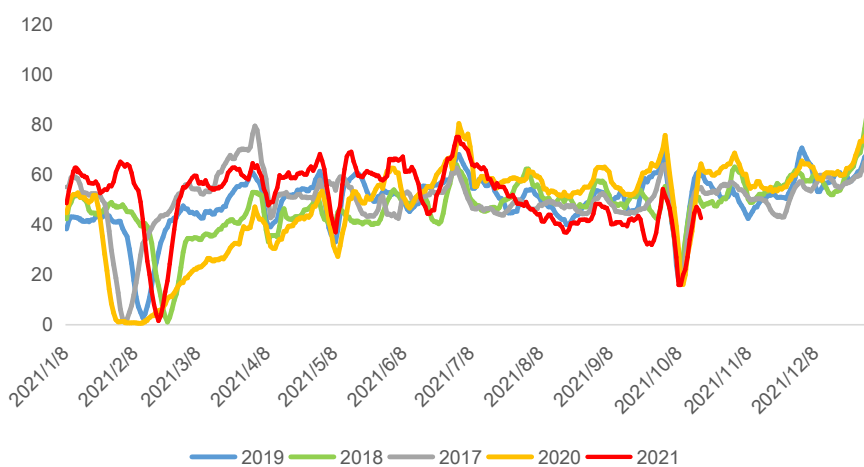
数据来源：wind

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

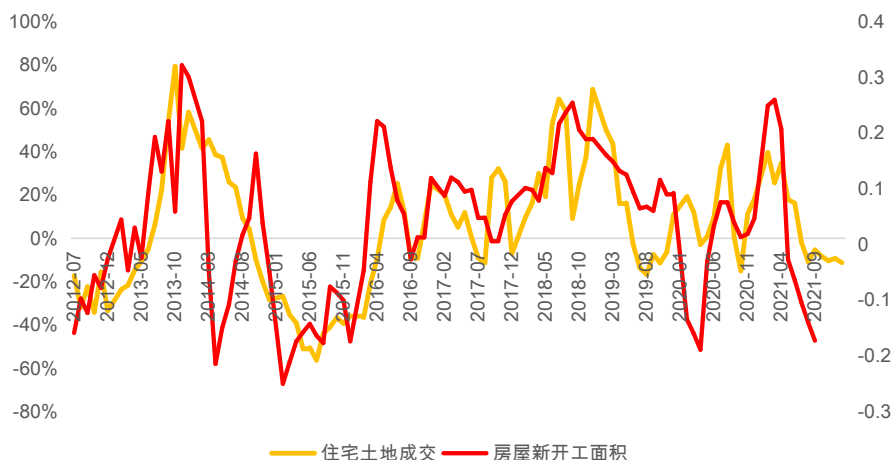
地产受到紧信用影响，后期继续走弱。地产销售9月相对于2019年复合年化增速为-3.5%，比8月的-2%继续下降，销售持续走弱。在信用冲击下，地产企业拿地继续放缓，新开工面积复合增长为-7.9%；地产投资复合增长为4%，相对8月的5.9%有所放缓，全年仍然受制于政策面临持续下行压力。基建投资方面，目前也依然维持弱势。展望2022年，随着逆周期政策的退出，地产基建投资预计将保持低位震荡，约为5%左右，对于经济具有一定托底作用，但无法带动经济上行。

图 6：30 大中城市商品成交（7 天平滑）



数据来源：wind

图 7：土地成交预示新开工震荡下行



数据来源：wind

找报告，上“数据理河”

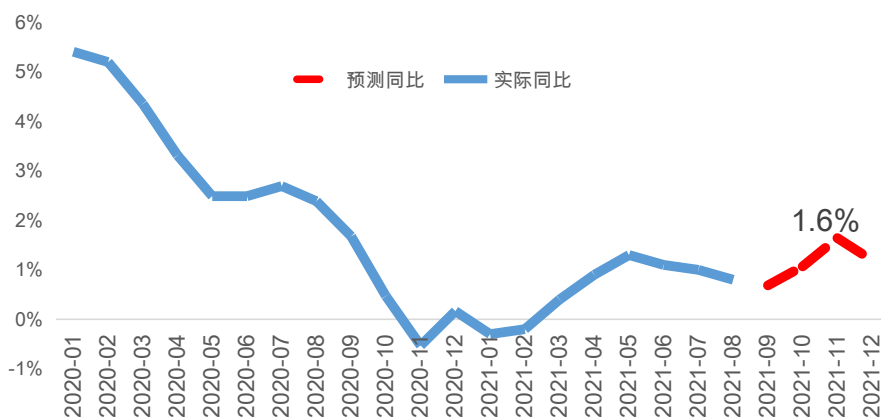
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

2

物价和流动性

CPI温和上行。9月CPI为0.7%，环比零增长，后期将逐步回升，尤其是猪价回到底部之后，对于CPI有天然的支撑。核心CPI为1.2%，比前月1.2%持平，整体消费依然偏弱。展望2022年，CPI具有温和上行趋势，将从目前0-1%区间上升至1.5-2%区间，体现一定的消费复苏、上游传导价格的效应。

图 8：2021 年 CPI 预测



数据来源: wind

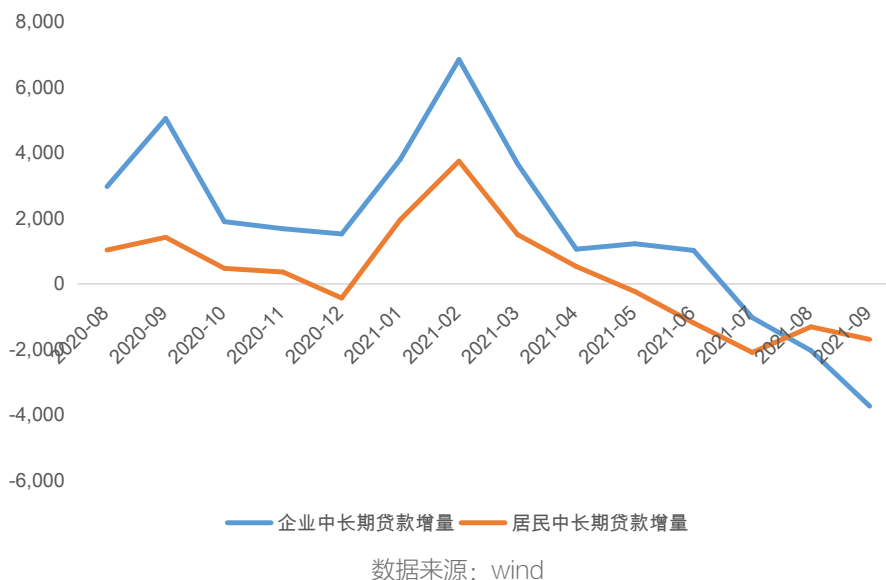
PPI持续高位。9月PPI为10.7%，环比回升，主因煤炭、原油等能源商品价格大幅上行。2021年PPI将持续维持高位，高点可能超过13%，2022年上半年会因为基数原因回落，但总体PPI也会在6-8%左右，下半年因为基数原因会继续下行至2-4%。

图 9：2021 年 PPI 预测



贷款同比增长继续为负，紧信用趋势不改。9月信贷1.66万亿，其中居民中长期贷款和企业中长期贷款同比继续为负，反映了政策收紧影响。在逆周期政策调节下，预计2022年的信贷增速还是能保持低位稳定，同比增长在12%左右，其中制造业贷款、小微企业贷款、绿色贷款会成为结构性发力重点，房贷增速继续回落，但放缓速度变慢。

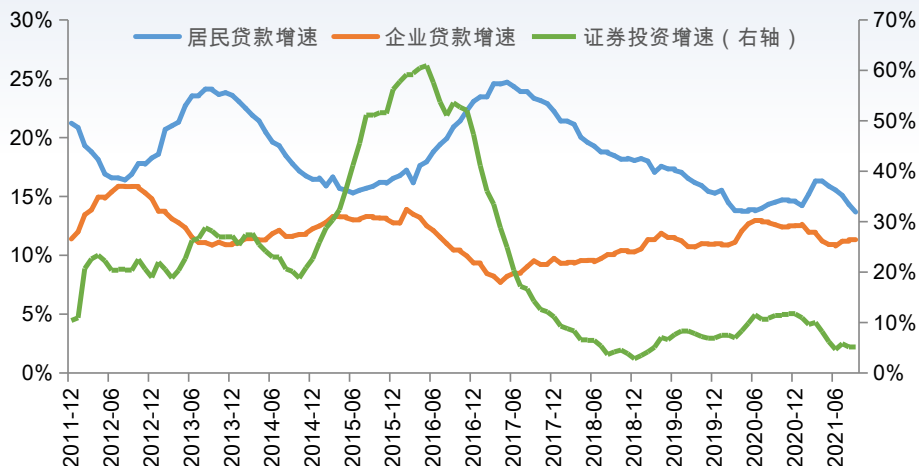
图 10：企业和居民中长期贷款：同比增长



找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

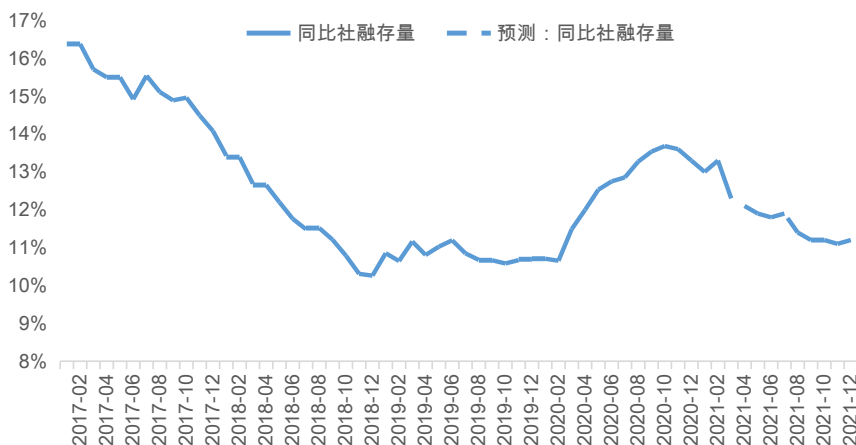
图 11:



数据来源: wind

社融增速触底，总体维持中性稳健。9月社融2.9万亿，存量增速为10%，环比下降0.3个百分点，预计随着专项债发行略有提速，社融增速基本触底，但后期增速依然无法持续回升，总体保持为名义GDP增速的趋势，2022年增速预计为10-11%，前高后低走势。

图 12: 社融增速及预测

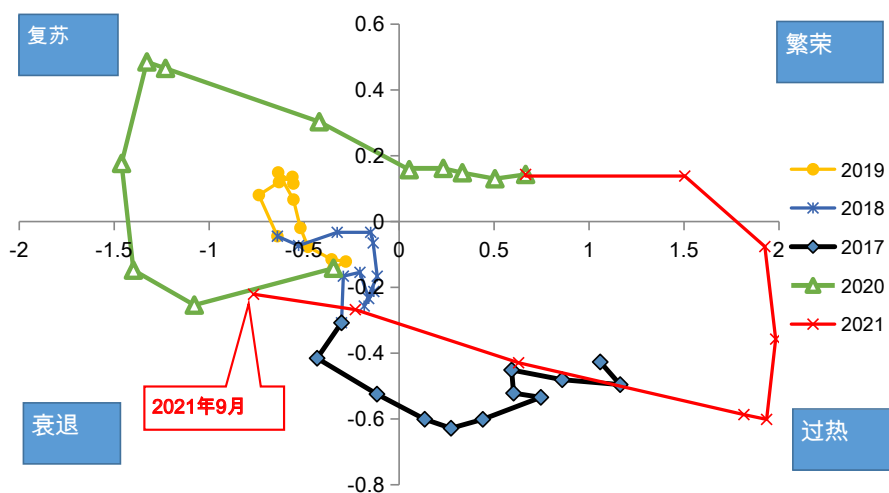


数据来源: wind

3 股票市场整体观点

按照中欧基金对于经济周期状态的划分，经济在2021年8月已经从“过热”进入到“衰退”，反应在2022年的股市上，将对盈利造成较大下行压力。但股票整体的估值已经出现了较多调整（尤其体现在金融、消费、医药等行业上），当前股市的风险溢价约为4.2%，已经接近2013-2014年、2016年初、2018年Q3、2020年初。**沪深300的风险溢价持续回升，也就意味着股市整体的预期回报升高。**

图 13：中欧基金经济周期模型



数据来源：中欧基金

图 14：沪深 300 风险溢价



数据来源：中欧基金

找报告，上“数据理河”

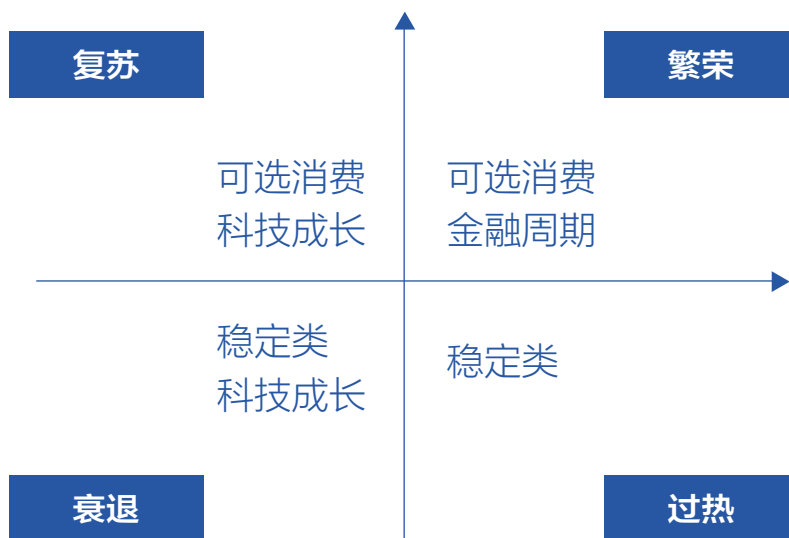
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

4

行业配置策略

逆周期政策发力成为2022年的主要投资逻辑。当经济出现明显的下行压力之后，盈利的下调在各行各业的分析中都会频繁出现，此时，顺周期的配置思路将切换为明显的逆周期政策发力方向。这些行业通常分布在必选消费（稳定类）和科技行业（逆周期）之中，需要结合细分的盈利和估值匹配度进行筛选。

图 15:

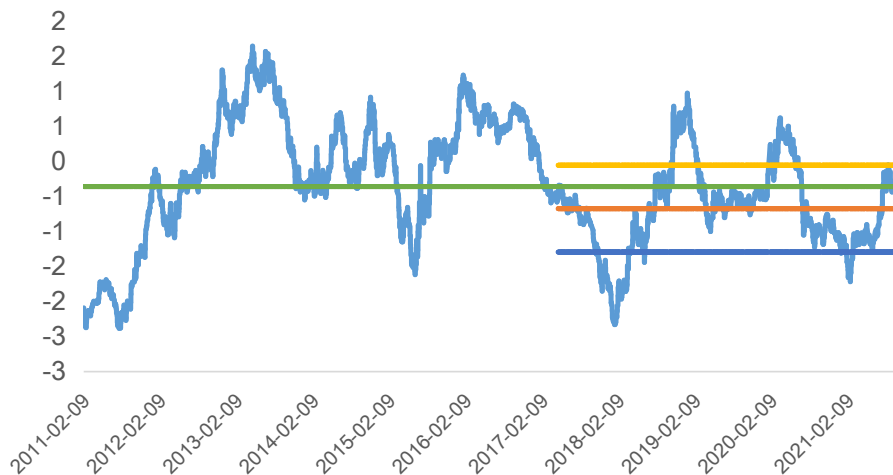


数据来源：中欧基金

消费：可选消费转向必选消费。消费板块至今的表现整体落后，和疫情的拖累有很大关系，所以疫情的进展仍然是主要的观察变量，目前我们还无法判断疫情的结束时点以及消费恢复的时间表。不过，尽管疫情的不确定性持续存在，但消费板块的估值被压到了一个较为合适的位置，投资预期回报明显上升。从宏观层面看，2022整体的CPI或是核心CPI，虽然依然很低，但基本触底，伴随猪价在底部的震荡，今年Q4到明年可能是温和复苏向上的趋势。我们认

为，消费依然具备较强的配置价值，但是配置重点需从可选消费转向必选消费，因为可选消费的盈利将受到经济周期向下的负面影响，必选消费受影响程度相对较轻，细分子行业中，看好食品、农业、医药等方向。

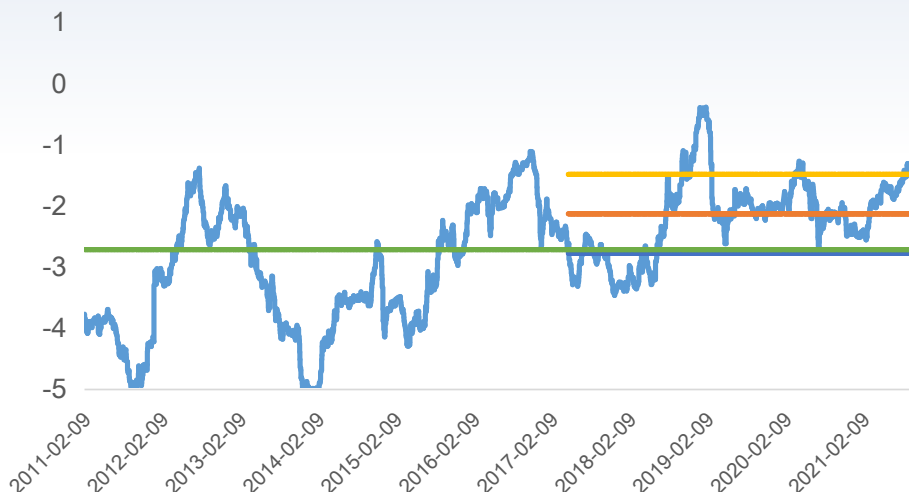
图 16：消费 / 企业债 - 风险溢价



数据来源：中欧基金

科技：重点关注逆周期。科技作为当前政策发力的重点方向，在经济下行期理应受到更大的关注。我们可以发现，经过连续调整之后，当前科技板块的风险溢价已经调整至一个中枢偏高位置，意味着市场已经相对充分的对于海外流动性收紧进行定价。展望Q4乃至明年，部分与经济周期关联度小、甚至是逆周期行业（例如新能源、计算机、5G通信）存在持续的买入机会，只是当前部分行业的估值相对较高（如新能源），需结合行业基本面仔细甄别。

图 17: 科技 / 企业债 - 风险溢价



数据来源：中欧基金

金融：注意地产风险。Q4开始经济下行压力增大，尤其是地产受到冲击可能较大，对于整体金融风险会出现持续担心。银行部门的盈利和资产质量会受到负面影响，相对配置比例应适度降低。

周期：波动加大，分化加剧。尽管PPI趋势向上，指向周期板块的盈利改善，但大量大宗商品价格在流动性推升、疫情导致供给受限等催化下，创出十年新高，随着疫情改善，流动性中性偏紧，供需缺口改善，大宗商品价格将进入震荡走势，分化加剧。我们更看好海外经济驱动的商品，而对国内经济驱动的商品相对谨慎。细分行业上，石油化工、有色可以持续关注。