

REPORT ON GLOBAL ASSET
ALLOCATION STRATEGY BY PRIVATE
BANKING BANK OF CHINA

2022

中国银行个人金融全球资产配置

白皮书



中國銀行
BANK OF CHINA

私人銀行
PRIVATE BANKING

REPORT ON GLOBAL ASSET
ALLOCATION STRATEGY BY PRIVATE
BANKING BANK OF CHINA

2022

中国银行个人金融全球资产配置 白皮书

总 编：刘 敏
副 总 编：王 亚 程慧心
主 编：文晓波

编撰委员会：中国银行投资策略研究中心

总 行：文晓波 王者星 马 龙 苏康苗
肖 敏 李品章 刘南希
分 行：万 洁 林永康 郭 岑 刘 畅
孟凡强 吴德磊 赵艳群 蔡永雄
王 颖 潘剑锋 侯兴森 丁 孟
综 合 公 司：管 涛 朱启兵 王 君 张斯琪
徐沛东 张立权 刘立品

校 对：叶家奇 李浩杰 陈子杰

联系电话：010-66592240

邮箱地址：0936745@bank-of-china.com



中國銀行
BANK OF CHINA

私人銀行
PRIVATE BANKING

扫描二维码，获取中银私行最新资讯



内容摘要

回顾篇：回顾 2021 年，全球“疫情与政策并进，通胀与资产共振”。全球疫情一波三折，高位运行，中国有效防控，抗疫表现全球最优。全球资产价格基本遵循“货币主导、交易通胀”的逻辑，通胀类资产中商品大牛、股市齐升，通缩类资产中美债下跌、中债小涨。黄金是今年交易通胀逻辑的一个例外，在各大类资产中表现最差。我行策略积极应对，全年大势基本看对，过程陪伴执行到位，三大模拟组合表现优秀，充分佐证了“市场贝塔不够大，还有中行阿尔法”的专业价值。

宏观篇：展望 2022 年，全球“疫情扰动仍存，边际影响趋弱，经济延续复苏，政策逐渐回归”，包括美国在内的经济体政策将回归常态。中国尽管面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，但在“宽松可期、结构优先”的货币政策和“积极有为、前置发力”的财政政策护航下，复苏趋缓但稳中求进，预计全年增速处于 5.0%—5.5% 之间。美国经济继续修复，增速或回落至 3.8% 左右；通胀有所回落，美联储加息实际行动或不及市场预期。欧元区通胀缓和、经济温和复苏。其他新兴经济体疫情扰动有望减弱，谨防外部冲击。

权益篇：从 2019 年“转折之年”的大胆预判，到 2020 年“从转折到复苏”的继续看好，再到 2021 年以“定性看涨、定量预期不高”的观点确立中国股市复兴趋势，三年白皮书的“趋势确认之判”皆得以验证。中国股市“复兴趋势确立，未来繁荣可期”，仍处于复兴初期的中国 A 股预计 2022 年涨幅与 2021 年相当，但结构更加均衡、投资体验更优，是“强基固本，夯实未来繁荣根基”之年。港股或将打破长期蛰伏低估值之态，定价权终将回归，有望演绎“转折和估值回归”行情。美股面临流动性阶梯回落、盈利增速趋缓、回购意愿减弱等压力，在美联储加息前后或现剧烈波动。欧洲经济复苏偏强，股市维持强势。日本股市流动性支撑，基本面向好，有望延续上涨态势。新兴市场由于复苏节奏的差异，表现料将分化，市场规模相对较小，配置价值或许有限。

债券篇：2022 年债市趋势机会难觅，局部价值可寻。中国货币市场利率中枢或将下移。分品种看，利率债区间震荡、难见趋势，10 年期国债收益率预计在 2.7%—3.1% 区间波动；信用债利差低位、面临走阔，波段机会、品种分化；可转债作为独特投资品种具有较高配置价值，预计需求支撑估值，上涨仍看正股。中资美元债两极分化，投资级价值凸显，高收益仍需

谨慎。美国债市长端利率或将有所上行，但上行空间有限，1.8%—1.9% 或将是长期美债向上突破的重要阻力位。

外汇篇：2022 年全球主要央行将逐步退出宽松，但源于各经济体复苏不均衡导致的央行退出节奏异步，或导致汇率表现差异。预计人民币双向波动，鉴于近两年有超调迹象，中枢面临下行压力；美元迎接加息周期，涨势或将延续；欧元加息预期落空，恐将继续回落；英镑不弱亦难强，预计表现偏中性；日元避险偶有驱动，弱势格局难改；加元高位震荡；澳元迎来转机。

商品篇：2022 年金银静待加息落地，油价或将高位震荡。金银走势大概率先抑后扬，转折可能发生在美联储首次加息落地或加息路径明确之时。原油的行情演绎仍围绕供需展开，产油国主观增产意愿不强加之客观产能提升受限使得供给端难以大幅增长，需求端预计保持平稳；叠加美元升值、主要原油需求国开始释放战略储备、疫情反复等影响，油价或将高位震荡。

配置篇：在“百年变局，加速演进”宏观背景下，我们建议的 2022 年全球大类资产配置顺序为：权益、债券、黄金、商品。权益方面，中国经济复苏趋缓、稳中求进，中国资产价值将持续得到重估，立足中国，全球权益优先配置中国股市，超配中国 A 股（推荐）、中国港股（推荐）。鉴于美国经济韧性仍在，股票配置需求较强，建议标配美股，但需谨慎应对在美联储加息前后或现的剧烈波动。欧洲复苏偏强，政策温和，建议标配。日本股市流动性支撑，基本面向好，建议标配。新兴市场关注越南、菲律宾等东南亚市场，鉴于印度市场估值高企，需保持谨慎。债市方面，在中国债市，鉴于可转债资产类别独特，需求支撑估值，建议超配（推荐）；利率债区间震荡延续，难见趋势行情，建议标配；信用债因结构性宽信用支撑或有局部机会，建议标配。中资美元债两极分化，跟随美债，建议保守。美债因货币政策收紧，加息落地，建议低配（保守）。贵金属方面，黄金大概率以加息为界先抑后扬，建议先低配后标配。原油供需逐渐平衡，高位震荡，建议年初维持标配，年内择机调整为低配。货币方面，美国经济复苏叠加货币政策紧缩周期快于主要发达国家，建议对美元超配（推荐）；澳元受益全球商贸恢复，建议超配（推荐）；加元、英镑标配，欧元、日元保守；人民币延续双向波动态势，鉴于近两年有超调迹象，中枢面临下行压力，建议标配。

Contents

目录



回顾篇：疫情与政策并进， 通胀与资产共振

1.1	全球疫情：一波三折，高位徘徊	10
1.1.1	全球疫情：疫情一波三折，中国抗疫最优	10
1.1.2	疫情演变：疫苗广泛接种，新药面世在即	10
1.2	全球经济：次第复苏，各国分化	11
1.2.1	全球政策：美欧继续宽松，中国回归正常	11
1.2.2	全球经济：各国经济次第复苏，发达国家表现更优	11
1.3	全球资产：货币主导，交易通胀	13
1.3.1	通胀类资产：商品大牛，股市齐升	13
1.3.2	通缩类资产：美债下跌，中债小涨	14
1.3.3	各国货币：中美升值，非美贬值	15
1.4	策略回顾：大势基本看对，过程陪伴到位	16
1.4.1	年度策略：连续三年，大类资产研判基本看对	16
1.4.2	策略陪伴：关键时点位置，积极精准应对	17
1.4.3	组合表现：市场贝塔不够大，再现中行阿尔法	20



宏观篇： 全球延续复苏，政策逐渐回归

2.1	全球格局：后疫情时代，复苏近常态	24
2.1.1	全球疫情：疫情曙光初现，未来扰动仍存	24
2.1.2	全球政策：美国启动收紧，各国紧随其后	25
2.1.3	全球经济：延续复苏态势，多数回归常态	26
2.2	中国经济：复苏趋缓，稳中求进	27
2.2.1	经济态势：温和托底，前低后稳	27
2.2.2	物价通胀：PPI 见顶，CPI 温和	33
2.2.3	货币政策：定向宽松，结构优先	35
2.2.4	财政政策：提前发力，护航增长	37
2.2.5	发展规划：稳中求进，共同富裕	38
2.3	美国经济：韧性仍在，逐步回归	40
2.3.1	美国政策：中期大选，聚焦经济	40
2.3.2	美国经济：继续修复，通胀回落	40

2.3.3	美联储政策：缩减购债，加息渐进	43
2.4	欧元区及其他新兴经济体	45
2.4.1	欧元区：通胀缓和，复苏延续	45
2.4.2	其他新兴经济体：疫情有望减弱，谨防外部冲击	48



权益篇：A 股（东方）复兴行稳致远， 美股（西方）上涨动力趋缓

3.1	中国股市：复兴趋势确立，未来繁荣可期	50
3.1.1	中国 A 股：复兴初期，行稳致远	50
3.1.2	港股：定价权继续回归，结构性机会凸显	60
3.2	美国股市：盈利资金双双回落，高位波动概率加大	66
3.2.1	美股估值高位，后续支撑减弱	66
3.2.2	美联储政策收紧，流动性阶梯回落	67
3.2.3	盈利增速趋缓，估值高位承压	67
3.2.4	股票回购成本提升，回购意愿或将减弱	69
3.2.5	加息风险压制情绪，拐点或现剧烈波动	69
3.3	欧洲股市：经济复苏偏强，股市维持强势	71
3.3.1	复苏较强，指数上扬	71
3.3.2	估值优势，德国凸显	71
3.3.3	特殊通胀，政策温和	72
3.3.4	隐忧风险，疫情反弹	73
3.4	日本股市：流动性支撑，基本面向好	74
3.4.1	估值合理，盈利修复	74
3.4.2	经济偏弱，政策刺激	75
3.4.3	通胀可控，货币宽松	76
3.4.4	弱势日元，支撑股市	76
3.4.5	结论：日本股市有望延续涨势	76
3.5	新兴市场：复苏节奏各异，表现料将分化	77
3.5.1	共振复苏，估值修复	77
3.5.2	节奏差异，表现分化	79
3.5.3	加息预期，市场承压	80
3.5.4	总结	80

4

债券篇：
趋势机会难觅，局部价值可寻

4.1	国内货币市场：低位震荡，波幅有限	82
4.1.1	回顾 2021 年：围绕中枢震荡	82
4.1.2	展望 2022 年：低位窄幅波动	83
4.2	国内债市：窄幅震荡，结构机会	84
4.2.1	利率债：区间震荡，或有波折	85
4.2.2	信用债：波段机会，品种分化	92
4.2.3	可转债：需求支撑估值，上涨仍看正股	97
4.3	中资美元债：两极分化，投资级价值凸显	100
4.3.1	多空扰动，投资级韧性存在	100
4.3.2	信用分化，高收益仍需谨慎	101
4.4	美国债市：阶段演绎，上行有顶	102
4.4.1	经济逐步回归，实际利率同步修复	104
4.4.2	通胀高位降温，或带动美债利率先上后下	105
4.4.3	加息预期或将对美债利率形成一定的支撑，但加息仍具不确定性	105
4.4.4	其他扰动因素	106

5

外汇篇：政策异同决定强弱，
中美汇率引领全球

5.1	人民币：延续双向波动态势，中枢面临下行压力	108
5.1.1	2021 年人民币汇率维持高位震荡，属世界强势货币	108
5.1.2	2022 年五大市场因素或加剧人民币双向波动态势	109
5.1.3	2022 年汇率政策仍将是防止人民币汇率超调	112
5.2	美元：迎接加息周期，涨势或将延续	113
5.2.1	货币政策差异继续利好美元	113
5.2.2	财政刺激更添美元上涨助力	114
5.2.3	就业和通胀动态可能倒逼美联储更快加息	115
5.3	欧元：加息预期落空，恐将继续回落	116
5.3.1	疫来如山倒，疫去如抽丝	116
5.3.2	不平衡与不确定：迎接后默克尔时代	117
5.3.3	美元指数中最大的构成权重，面临较大的外部压力	117
5.4	英镑：不弱亦难强，双边波动	117
5.4.1	经济复苏延续，通胀高位渐落	117
5.4.2	央行鸽派“加息”难以驱动英镑持续表现	118
5.4.3	其他外部因素，带来阶段性扰动	118

5.5	日元：避险偶有驱动，弱势格局难改	119
5.5.1	复苏与通胀并存，但力度仍不足	119
5.5.2	财政政策发力，货币政策相对宽松	119
5.5.3	利差定价为主线，避险提供阶段性驱动因素	120
5.6	加元：诸多变量或使加元高位震荡	121
5.6.1	疫情的不确定性是重要考量因素	121
5.6.2	美加货币政策的 inconsistency 或支撑加元	121
5.6.3	核心变量油价走势充满变数	122
5.7	澳元：潜在因素共振，澳元迎来转机	123
5.7.1	疫情影响在澳洲依旧有限	123
5.7.2	澳联储提前加息的可能性加大	123
5.7.3	后疫情时代全球大宗商品的贸易状态恢复可期	124

6

商品篇：金银静待加息落地，
原油或将高位震荡

6.1	金银：美元加息悬而未决，金银静待加息落地	126
6.1.1	鸽派加息是意图，临时通胀是理由，鹰派加息是不得已	126
6.1.2	明年加息逻辑主导金价波动的概率更高	126
6.1.3	低利率环境将继续存在，黄金等待利空出尽	128
6.2	原油：供需逐渐平衡，油价或将高位震荡	129
6.2.1	供给端不确定性增加，成为扰动油价主要因素	129
6.2.2	需求整体平稳，谨防疫情反复	132
6.2.3	库存处于低位，供需偏紧格局仍存	134

7

配置篇：2022 年全球资产配置
策略与中行解决方案

7.1	宏观主题：世纪疫情火炼真金，百年变局加速演进	136
7.2	全球资产配置建议：全球财富加速再平衡，中国份额持续提升	136
7.2.1	全球股市	137
7.2.2	债券市场	138
7.2.3	汇率	138
7.2.4	贵金属与大宗商品	139
7.3	中国银行解决方案	139
7.3.1	我们的投资策略服务理念	139
7.3.2	我们的资产配置方法论	140
7.3.3	我们的 2022 年资产配置解决方案	140
	风险提示及免责声明	144

Contents

图表目录

图表 01. 全球疫情在 2021 年一波三折	10	图表 21. 2021 年 C2 风险偏好客户资产配置方案	22
图表 02. 中国每日新增、累计感染人数	10	图表 22. 2021 年 C2 风险偏好客户资产配置方案最佳模型	22
图表 03. 2021 年全球主要央行资产规模及增速 ...	11	图表 23. 2021 年 C2 风险偏好客户资产配置组合表现	22
图表 04. G20 经济体实际 GDP 较疫情前恢复情况	12	图表 24. 全球死亡病例明显下降	24
图表 05. 2021 年原油及大宗商品涨跌幅	13	图表 25. 全球疫苗接种进度（截至 2021 年 12 月 15 日）	25
图表 06. 2021 年黄金、白银走势	13	图表 26. IMF 对 2022 年全球增速的预期	26
图表 07. 2021 年全球主要国家股指涨跌幅	14	图表 27. IMF 对主要经济体 2022 年增速预期（2021 年 10 月）	26
图表 08. 2021 年中美国债、货币市场利率	14	图表 28. PMI 指数持续下滑	27
图表 09. 2021 年全球主要外汇价格涨跌幅	15	图表 29. 工业企业利润率和规模以上工业企业增加值	27
图表 10. 2021 年中国银行各类资产配置观点季度修正图	17	图表 30. 固定资产投资完成额累计同比	28
图表 11. 2021 年中国银行投资策略季报、周报与万得全 A 指数走势拟合图	19	图表 31. 房地产投资持续低迷	28
图表 12. 2021 年 C4 及以上风险偏好客户资产配置方案	20	图表 32. 房地产开发资金来源及资金回笼放缓	29
图表 13. 2021 年 C4 及以上风险偏好客户资产配置方案	20	图表 33. 商品房住宅价格下滑	29
图表 14. 2021 年 C4 风险偏好客户资产配置方案最佳模型	20	图表 34. 高技术制造业投资持续加快	30
图表 15. 2021 年 C4 风险偏好客户资产配置组合表现	20	图表 35. 制造业产能利用率	30
图表 16. 2021 年 C3 风险偏好客户资产配置方案	21	图表 36. 前 10 月基建相关公共财政支出累计为负	30
图表 17. 2021 年 C3 风险偏好客户资产配置方案	21	图表 37. 专项债累计发行额	30
图表 18. 2021 年 C3 风险偏好客户资产配置方案最佳模型	21	图表 38. 社零当月同比增速趋缓	31
图表 19. 2021 年 C3 风险偏好客户资产配置组合表现	21	图表 39. 消费对 GDP 增长贡献度降低	31
图表 20. 2021 年 C2 风险偏好客户资产配置方案	22	图表 40. 居民可支配收入恢复较快	31
		图表 41. 失业率处于较低水平	31
		图表 42. 可选消费和必选消费的周期性变化	32
		图表 43. 国内国际航班客运量当月同比	32

图表 44. 对主要经济体出口金额累计同比	33	图表 73. 欧盟及主要成员国二季度实际 GDP 同比增速	46
图表 45. PMI 新出口订单指数	33	图表 74. 欧盟二季度 GDP 构成变化	46
图表 46. PPI 和 CPI 剪刀差	34	图表 75. 欧洲通胀阶段性上行	47
图表 47. 能繁母猪存栏与猪肉价格	34	图表 76. 欧央行跟随美联储边际收紧货币政策	47
图表 48. PPI 上游对下游的传导	35	图表 77. 欧央行继续扩表空间缩小	47
图表 49. M1 或领先 PPI 四个季度	35	图表 78. 新兴市场杠杆率处于历史较高水平	48
图表 50. 社会融资规模与 M2	36	图表 79. 新兴市场金融机构短期外债上升趋势明显	48
图表 51. 结构性货币政策工具更多使用	36	图表 80. 中国居民资产配置结构演变	51
图表 52. 小微企业贷款同比增加	36	图表 81. 美英德日居民资产配置结构	51
图表 53. 绿色贷款投放不断增加	36	图表 82. 社会融资规模存量	52
图表 54. 宏观杠杆率增速放缓	37	图表 83. 万得全 A 净利润一致性预测	52
图表 55. 非金融企业部门去杠杆	37	图表 84. A 股主要指数 PE 历史对比	53
图表 56. 赤字率回落	37	图表 85. A 股主要行业 PE (自 2010 年 1 月起, 按所 处分位数由高到低排序)	53
图表 57. 公共财政超收少支	37	图表 86. 碳减排支持工具涉及领域	54
图表 58. 美国经济实际增长率	41	图表 87. 公募基金新发份额及存量净值变动	55
图表 59. 美国经济规模	41	图表 88. 私募基金管理规模	55
图表 60. 美国失业率	41	图表 89. 银行理财规模及权益类资产占比	56
图表 61. 美国新增非农职位数目	41	图表 90. 保险资金运用余额及股票和基金占比	56
图表 62. 美国劳工参与率及就业率	42	图表 91. 全国社保基金资产总额及同比增速	56
图表 63. 美国密歇根大学消费者信心指数	42	图表 92. 融资融券余额及同比增速	56
图表 64. 美国供应管理协会制造业等指数	42	图表 93. 陆股通年度净买入额	57
图表 65. 美国新屋及成屋销售	42	图表 94. 陆股通月度及累计净买入额	57
图表 66. 美国消费者物价指数	43	图表 95. 近三年 IPO 家数及募集规模	58
图表 67. 美国私人消费开支物价指数	43	图表 96. 近三年再融资规模	58
图表 68. 美国联邦基金利率 (上限)	44	图表 97. 2021 年与近两年再融资规模没有扩张趋势	58
图表 69. 美国联邦局资产负债表规模	44	图表 98. 2021 年增量资金统计及 2022 年预测	59
图表 70. 美国联邦政府财政赤字和负债	44		
图表 71. 欧洲复苏相对偏慢	45		
图表 72. 2021 年秋冬季欧洲新冠疫情再度加重	45		

Contents

图表目录

图表 99. 全球主要股指年度涨跌幅.....60	图表 124. 美国无风险收益率与标普 500 估值负相关.....70
图表 100. 港股今年以来各行业涨跌幅.....60	图表 125. 标普 500 指数估值预测.....70
图表 101. 2021 年对港股影响较大政策梳理.....61	图表 126. 近三年欧洲及其重点国家 GDP71
图表 102. 全球主要股指 PE 估值对比61	图表 127. 近三年欧洲及其重点国家制造业 PMI.....71
图表 103. 全球主要股指 PB 估值对比61	图表 128. 欧洲市场主要指数近 10 年市净率情况.....72
图表 104. 恒生指数、沪深 300、标普 500 成分行业分布.....62	图表 129. 欧洲市场主要指数近 10 年估值情况72
图表 105. AH 股溢价水平62	图表 130. 近三年欧洲及其重点国家货币供应量 M2 环比.....73
图表 106. 恒生指数、恒生国企指数近十年行业分布变化.....63	图表 131. 日本近十年 PE 分析74
图表 107. 南下资金前 10 大持仓变化63	图表 132. 全球主要市场 PE 比较74
图表 108. 港股通在港股总成交额中的占比63	图表 133. 日本新冠确诊及疫苗接种量74
图表 109. 美国十年期国债、美元指数与恒生指数走势.....63	图表 134. 日经 225 近两年 EPS.....74
图表 110. 恒生科技指数与纳斯达克指数走势.....64	图表 135. 日本 GDP 及分项环比75
图表 111. 恒生医药医疗指数走势及估值.....64	图表 136. 日本 CPI 及 PPI76
图表 112. 恒生金融行业走势及估值65	图表 137. 日本央行持有 ETF76
图表 113. 全球金融业龙头公司市值及估值对比表...65	图表 138. 日经 225 指数与美元兑日元.....77
图表 114. 美股估值横向纵向比较处于高位66	图表 139. IMF 对新兴市场 GDP 增长率预测.....78
图表 115. 近 5 年美股估值变动.....66	图表 140. 部分新兴市场股指走势78
图表 116. 标普 500 增长贡献拆解.....66	图表 141. 部分新兴市场 PE 走势78
图表 117. 美国通胀压力抬升66	图表 142. MSCI 新兴市场 PE 水平.....79
图表 118. 标普 500 指数 EPS 同比增速67	图表 143. MSCI 新兴市场 PB 水平.....79
图表 119. 标普 500 指数 EPS 一致预期.....67	图表 144. 部分新兴市场出口份额.....79
图表 120. 1.75 万亿美元“重建美好未来”法案.....68	图表 145. 上一轮美联储 Taper 期间各类资产表现 .80
图表 121. 上市公司回购是美股市场最大的增量资金来源.....69	图表 146. 资金利差总体收窄.....82
图表 122. 美国分行业股票回购金额.....69	图表 147. 短端利率围绕中枢波动83
图表 123. 信用利差与标普 500 指数负相关70	图表 148. 长端利率围绕中枢波动.....83
	图表 149. 央行公开市场总规模下降83
	图表 150. MLF 存量规模水平提升84

图表 151. 2021 年 10 年期国债呈类“N”型走势 ..85	图表 177. 2021 年和 2022 年信用债到期主体对比.95
图表 152. 10—1 年期国债期限利差收窄至疫情前水平..85	图表 178. 2022 年地产债到期压力明显减轻.....96
图表 153. 2011 年国债收益率与工业增加值共振....86	图表 179. 地产债违约以民企为主96
图表 154. 2019 年国债收益率与工业增加值共振....86	图表 180. 2015 年以来城投债收益率走势96
图表 155. 国债历史分位水平.....86	图表 181. 2021 年不同等级城投债信用利差情况....96
图表 156. 近两年宏观结构性政策工具频出87	图表 182. 净值型理财产品规模持续增长，债券投资比例不断提升97
图表 157. 各类政策组合下的利率债表现88	图表 183. 固收类产品中理财产品的规模远超公募基金97
图表 158. 2022 年国债 + 地方政府债发行预测.....88	图表 184. 2021 年转债与主要股票市场指数涨跌幅 98
图表 159. 2022 年政金债发行预测.....89	图表 185. 2021 年中证转债与万得全 A 指数的走势98
图表 160. 历史年份利率债供给节奏89	图表 186. 可转债和可交债近 5 年发行规模.....98
图表 161. 近几年地方债提前下达情况.....90	图表 187. 可转债和可交债近 5 年发行预案情况.....98
图表 162. 投资机构利率债新增托管规模增速.....90	图表 188. 偏债策略为主的基金持有可转债的比例...99
图表 163. 投资机构利率债托管规模变动90	图表 189. 固收类基金近 5 年存续规模持续增长.....99
图表 164. 近三年中美利差变动91	图表 190. 可转债估值处于近四年以来的相对高位...99
图表 165. 纳入富时指数后国债增量情况91	图表 191. iBoxx 美元中国 v.s. 亚洲除日本债券指数总回报.....100
图表 166. 2021 年以来信用债收益率先震荡下行后有所回调（截至 12 月 15 日）92	图表 192. iBoxx 美元亚洲除日本外中国企业指数投资级 v.s. 高收益信用利差 Z-spread100
图表 167. 2021 年不同品种信用利差表现分化92	图表 193. 2021 年境外违约房企101
图表 168. 2021 年不同品种信用利差表现分化92	图表 194. 美债利率变动的拆解102
图表 169. 各品种信用利差历史分位数水平（2015 年—2021 年 12 月 15 日）93	图表 195. 美国 CPI 和制造业 PMI 的情况102
图表 170. 信用利差低位时市场回调风险加大.....93	图表 196. 美国 PMI 出现回落且就业数据不及预期103
图表 171. 2021 年房地产与煤炭、钢铁债券走势明显分化.....93	图表 197. 美国财政部一般账户迅速压降103
图表 172. 2020 年和 2021 年信用债净融资情况94	图表 198. 美国当日新增确诊病例人数情况103
图表 173. 2021 年和 2022 年信用债到期情况对比.94	图表 199. 美国 CPI 与核心 CPI 情况103
图表 174. 近 5 年信用债市场违约数据.....95	图表 200. 工资上涨是本轮美国高通胀的原因之一 104
图表 175. 近 5 年下调评级的主体数量变化.....95	图表 201. 美债利率曲线情况 104
图表 176. 2021 年民企违约占比上升95	

Contents

图表目录

图表 202. 10 年期美债利率走势情况（截至 2021 年 12 月 15 日）	104	图表 224. 不同的财政刺激方案对应的财政乘数比较	115
图表 203. 美国消费者信心指数震荡下行	105	图表 225. 欧盟和西班牙失业率	116
图表 204. 美国商品消费情况	105	图表 226. 封锁严格指数	118
图表 205. 2021 年铜价持续维持高位	105	图表 227. 英国 CPI 同比数据	118
图表 206. 2021 年铝价不断上涨	105	图表 228. 日本 CPI 与 PPI 对比	119
图表 207. 美联储点阵图隐含未来联邦基金利率 ...	106	图表 229. 日本与美国制造业 PMI 与非制造业 PMI 对比	119
图表 208. 期货利率合约隐含至 2022 年底加息次数	106	图表 230. 美元兑日元汇率与美国标普 500 波动率指数	120
图表 209. 美国财政部开始减量单只国债发行规模	106	图表 231. 加拿大消费者物价指数	121
图表 210. 美债利率、联邦基金目标利率及 LIBOR 走势	106	图表 232. 美元兑加元与 WITI 原油指数对比	122
图表 211. 2020 年以来境内美元兑人民币汇率中间价和下午四点半收盘价走势	108	图表 233. 澳大利亚 CPI 与 PPI	123
图表 212. 2020 年以来境内外汇市场供求关系 ...	108	图表 234. 美国耐用品价格与食品等分项价格对比	127
图表 213. 2021 年以来人民币兑 24 种货币中间价涨跌幅（截至 12 月 15 日）	108	图表 235. 美联储政策利率预期	128
图表 214. CFETS 人民币汇率指数，美元指数以及主要货币走势	108	图表 236. SPDR 黄金 ETF 持仓量的区间特点	129
图表 215. 2019 年以来出口金额、贸易差额以及货物贸易结售汇差额	109	图表 237. OPEC 原油产量预测	130
图表 216. 境外投资者持有境内人民币债券变动及中美利差	110	图表 238. 页岩油产量变化	131
图表 217. 中美通胀走势对比	110	图表 239. OECD 原油需求预测	132
图表 218. 美股三大股指走势	111	图表 240. 中国原油进口量	133
图表 219. 部分经济体 GDP 不变价同比增速	111	图表 241. 原油库存变化	134
图表 220. 主要经济体 GDP 增速预测	111	图表 242. 2022 年全球资产配置观点一览表	136
图表 221. 贝莱德地缘政治风险指标	112	图表 243. 不同风险水平下的有效投资组合	140
图表 222. 2020 年以来中国外汇政策组合	113	图表 244. 2022 年 C4 及以上风险偏好客户资产配置方案	141
图表 223. 美元指数对政策利率利差变化敏感	114	图表 245. 2022 年 C3 风险偏好客户资产配置方案	142
		图表 246. 2022 年 C2 风险偏好客户资产配置方案 ...	143



回顾篇

疫情与政策并进， 通胀与资产共振

2021 年全球“疫情与政策并进，通胀与资产共振”。全球疫情一波三折，中国抗疫全球最优；全球资产价格基本遵循货币主导，交易通胀的逻辑；通胀类资产中商品大牛，股市齐升，黄金例外，表现最差；通缩类资产中美债下跌，中债小涨；我行策略积极应对，全年大势基本看对，过程陪伴到位，三大模拟组合表现优秀，验证“市场贝塔不够大，还有中行阿尔法”的判断。

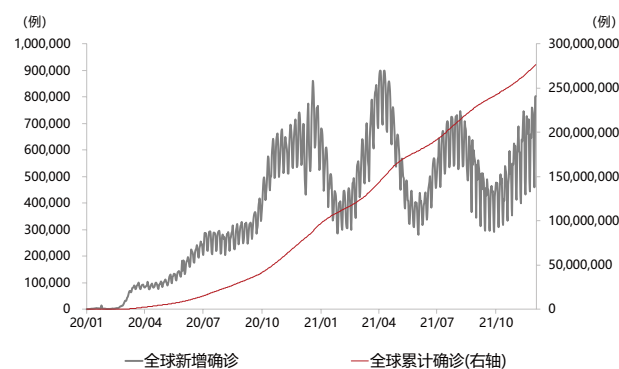
1.1

全球疫情：一波三折，高位徘徊

1.1.1 全球疫情：疫情一波三折，中国抗疫最优

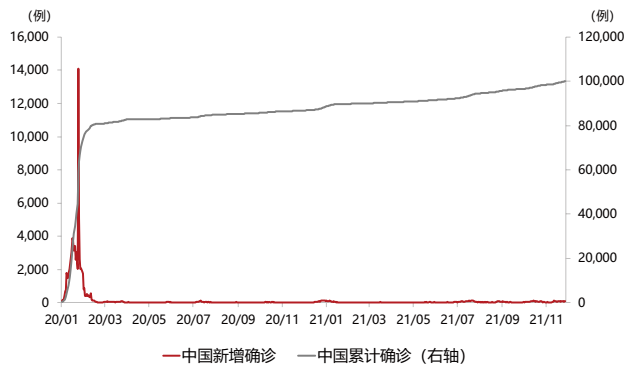
2021 年，疫情仍然是影响全球财经政策制定和经济走势的最大变量，截至 2021 年 12 月 15 日，全球累计感染人数 27236.52 万人，累计死亡人数 533.86 万人，累计感染人数前三的国家分别是美国 5129 万人、印度 3471 万人和巴西 2220 万人。2021 年全球疫情可谓“一波三折”，第一波疫情波峰由年初美国疫情高峰带动全球单日感染人数峰值至 86.1 万人；第二波疫情波峰来自于印度，并在 4 月 23 日创下全球单日感染人数 89.98 万人的年度最高值；第三波波峰由欧洲疫情推动，高点出现在 8 月底的 73 万人；接近年底，欧洲、南非、美国等多点散发，大有卷土重来之势。总体而言，2021 年全球疫情呈波浪式发展，全年单日感染人数在 30—90 万区间波动，日均感染人数约 54 万人，处于相对高位，但从峰值观察有逐波走低的态势。与全球疫情胶着态势形成鲜明对比的是，中国始终坚持“生命至上、举国同心、舍生忘死、尊重科学、命运与共”伟大抗疫精神，始终保持动态清零的策略，抗疫表现全球最优。

图表 01. 全球疫情在 2021 年一波三折



资料来源：万得，中国银行

图表 02. 中国每日新增、累计感染人数



资料来源：万得，中国银行

1.1.2 疫情演变：疫苗广泛接种，新药面世在即

伴随着病毒从 Alpha、Beta、Gamma、Delta 到目前的 Omicron（奥密克戎）的多次变异，每一次病毒变异都会带来一次全球疫情的小波峰，但与此同时，全球科学家也在与病毒赛跑，全球多款疫苗被 WHO 纳入紧急使用范畴，疫苗接种也在全球紧锣密鼓推进中。截至 12 月 15 日，全球共有 44.48 亿人至少接种了一剂次新冠疫苗，全球疫苗接种总量已超过 86.10 亿剂次，每百人新冠疫苗接种量已达 109.34 剂次。中国、美国和日本在疫苗接种数量上排前三，分别接种了 26.40 亿、4.93 亿和 1.98 亿，全球有 22 个国家百人接种剂量超过 150%，中国是主要国家中百人接种剂量进入前十的大国。在疫苗广泛接种的同时，全球新冠治疗药物也在加紧研究，疫苗的广泛接种和治疗新药的面世，为疫情的防控带来胜利的曙光。

1.2 全球经济：次第复苏，各国分化

1.2.1 全球政策：美欧继续宽松，中国回归正常

面对疫情，以美联储为代表的各国央行普遍维持较为宽松的货币政策，资产负债表持续扩张，但速度放慢，斜率趋缓。美联储、欧央行、日本央行资产增速从 2020 年第三季度的 77%、42.8% 和 20.6%，分别下降至 2021 年 10 月的 19.7%、23.5% 和 3.7%。中国疫情控制最好，经济率先复苏，2020 年三季度已经先行回归正常，中国央行资产增速从 2020 年三季度到 2021 年 10 月呈现上升后回落的态势。

图表 03. 2021 年全球主要央行资产规模及增速

	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021M10
美联储余额（亿美元）	71036	74114	77369	81269	84480	85561
同比（%）	77.9	75.6	32.1	15.2	19.7	19.7
欧洲央行余额（亿欧元）	67051	70147	74941	76576	82891	83661
同比（%）	42.8	50.4	44.1	36.8	23.6	23.5
日本央行余额（万亿日元）	690	702.6	714.2	724.6	723.7	725.2
同比（%）	20.6	22.6	18.2	13.5	4.9	3.7
中国央行余额（亿元）	374728	387676	382778	389897	391973	394919
同比（%）	3.5	4.5	4.8	7.1	6.2	6.2

资料来源：IMF 中国银行

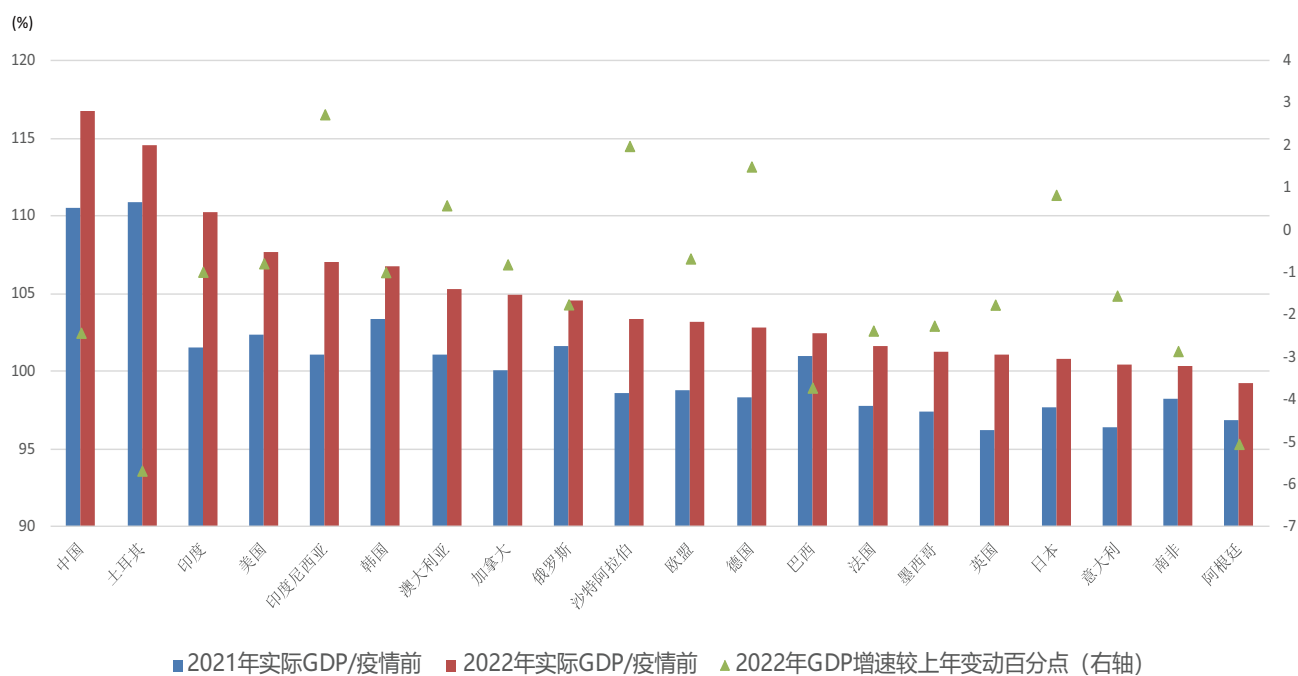
1.2.2 全球经济：各国经济次第复苏，发达国家表现更优

2021 年尽管全球经济饱受疫情冲击，但影响边际递减，主要经济体基本按疫情暴发次序“先进先出”，经济陆续复苏，中国经济率先复苏，回到正常水平。全球经济呈现“W型”复苏形态，一季度减速、二季度复苏、三季度再度放缓、预计四季度将有所回升。各国经济复苏情况出现分化，发达经济体逐渐领衔全球经济复苏，主要源于各国政府社会治理能力、财政货币政策空间、医疗保障水平、疫苗接种比例等基础能力的差异所致。美国实际 GDP 已较疫情前增长 1.4%，欧元区亦达到疫情前的 99.5%，预计在今年底将超过疫情前水平，预计到 2021 年底 G20 中约半数经济体 GDP 将超过疫情前水平。在 IMF 统计的 194 个经济体中，2020 年有 163 个经济体实际 GDP 总

量低于疫情前，虽 2021 年下降至 103 个，但仍有大量经济欠发达地区国家尚处于疫情漩涡之中，经济尚未恢复至疫情前水平。

2021 年全球经济在新冠疫情反复、病毒变异的阴霾中共振复苏。虽然疫情的反复打乱了许多国家复苏的进度，但全球仍有近半数主要国家的经济将基本恢复到疫情前水平。全球经济的复苏也离不开各国的政策刺激，全年来看，各国央行普遍仍维持较为宽松的货币政策，资产负债表仍在扩张但增速放缓。由于资源品在疫情扰动下的供需错配，商品价格年内持续走高，使许多经济体进入了类滞胀的阶段。

图表 04. G20 经济体实际 GDP 较疫情前恢复情况



资料来源：IMF 中国银行

1.3 全球资产：货币主导，交易通胀

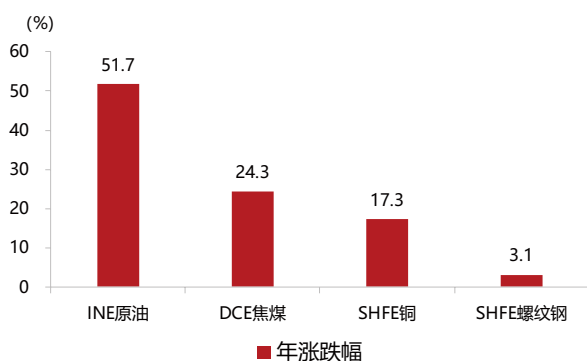
1.3.1 通胀类资产：商品大牛，股市齐升

2021 年全球交易主线围绕疫情下主要央行宽松的货币政策，及由此催生的通胀预期和实际通胀压力展开，体现出明显的通胀逻辑。

商品演绎大牛市行情。在美国等发达经济体宽松货币政策下，流动性过剩刺激需求的上升，同时疫情和“碳中和”相关要求对生产端的制约限制了供给的提升，供需缺口作用下通胀成为市场的一致预期和最大共识。2021 年以原油为代表的大宗商品大幅上涨，上演了一波商品大牛市行情，全年原油、煤炭、铜、钢铁分别上涨 51.7%、24.3%、17.3% 和 3.1%。这与我们在 2021 年度白皮书中提出最看好商品的研判是吻合的。

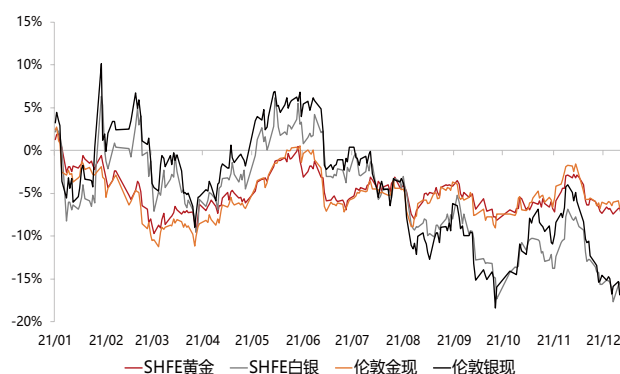
黄金是今年通胀交易逻辑的一个例外。2021 年整体呈“V”型走势，伦敦金（美元）一季度单边下跌 10.01%，二季度反弹 3.67%，三季度小幅下跌 2.54%，截至 12 月 15 日累计下跌 6.2%。究其原因，主要在于美元走强、Taper 预期的牵制和数字货币的替代效应，使黄金的通胀交易逻辑弱化，黄金依然是今年大类资产中表现最差的品种。

图表 05. 2021 年原油及大宗商品涨跌幅



资料来源：万得，中国银行

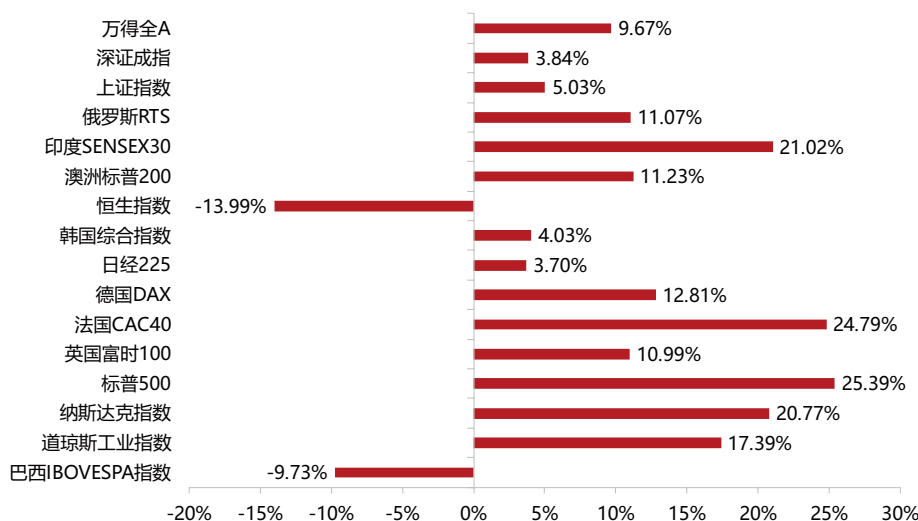
图表 06. 2021 年黄金、白银走势



资料来源：万得，中国银行

各国股市涨声一片。全球主要经济体股市均呈现上涨态势，尤其是货币政策仍处于宽松过程中的美欧股市，涨幅领先于货币政策已回归常态的中国股市。港股在 2021 年受加印花税、地产行业调控、互联网平台反垄断、博彩等政策层面多重利空轮番冲击后，在主要经济体股市中表现差强人意，恒生指数全年下跌 13.99%，恒生科技指数更是超 30% 的跌幅垫底，这是出乎我们意料的。

图表 07. 2021 年全球主要国家股指涨跌幅

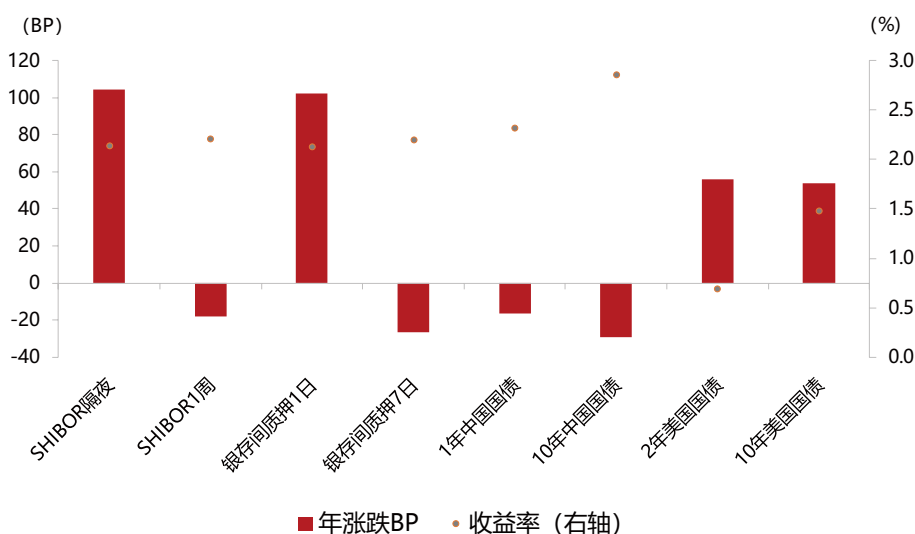


资料来源：万得，中国银行

1.3.2 通缩类资产：美债下跌，中债小涨

在全球交易通胀的逻辑主线下，以通缩类资产著称的债券表现自然不会太好。2021 年美国 10 年期国债收益率经历“N”型走势，一季度上升至年内高点 1.74% 之后，持续回落至第三季度的 1.19%，随后拐头向上，截至 12 月 15 日收于 1.47%，年初至今上行 54BP。美国经济复苏、通胀高企、Taper 从预期至实质的整个过程使 2021 年美债收益率整体呈下跌态势。中国债市方面，2021 年经济复苏见顶回落，货币政策前紧后松，中国 10 年期国债收益率仅在 1 季度小幅冲高之后，呈现逐季单边下跌走势。截至 12 月 15 日收于 2.85%，年初至今下行 29.27BP。中美债券市场的表现都验证了我们前期白皮书中“中债寻机，美债防危”的预判。

图表 08. 2021 年中美国债、货币市场利率

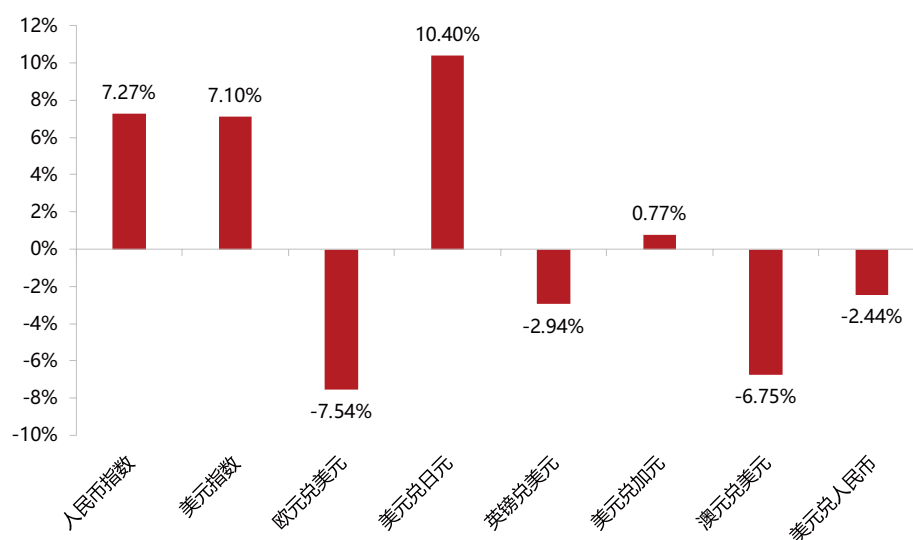


资料来源：万得，中国银行

1.3.3 各国货币：中美升值，非美贬值

2021 年美元指数呈“N”型走势并上涨 4.79%，其中一季度上涨 3.59%，二季度下跌 0.99%，三季度上涨 2.6%。截至 12 月 15 日，美元指数上涨 7.1%，欧元兑美元下跌 7.54%，英镑兑美元下跌 2.94%，美元兑日元上涨 10.40%。商品货币方面，澳元兑美元下跌 6.75%，美元兑加元上涨 0.77%。人民币汇率延续了上半年的强势表现，截至 12 月 15 日 CFETS 人民币汇率上涨 7.27%，且为连续 5 个季度上涨，是为数不多相对美元升值的货币。全球主要经济体货币呈现中美升值的 G2 模式，其他非美货币相对均呈贬值态势。

图表 09. 2021 年全球主要外汇价格涨跌幅



资料来源：万得，中国银行

1.4 策略回顾：大势基本看对，过程陪伴到位

1.4.1 年度策略：连续三年，大类资产研判基本看对

中国银行自 2018 年底首次发布《2019 年个人金融全球资产配置策略报告》，是在 2018 年市场极度低迷时期极少数看好 2019 年 A 股并建议超配中国资产的机构之一，当年我们对 C4 以上客户建议权益资产配置比例提高到 65%，当年股票型基金指数上涨 38.15%。

2020 年我们认为全球大类资产配置顺序：权益、黄金、债券、商品，全球权益优先配置中国股市，基于此判断我们对 C4 以上客户建议的权益资产配置比例从 65% 进一步提高到 69%，当年股票型基金指数上涨 38.63%，黄金（上海）上涨 13.98%，而与之相反的是商品大跌 60% 以上，大类资产观点得到市场完美验证。2020 年我行策略季报和周报对于市场节奏的研判也非常精准，尤其是在春节后因疫情延迟开市的第一个交易日，面对干股跌停我们给出“短期深跌亦忍耐，中期布局迎良机”的买入建议和 7 月初“快速上涨接近尾声，回归常态震荡整理”的减仓建议堪称经典。2020 年我行激进、稳健和保守三大策略跟踪组合全年收益率分别为 53.94%、35.31% 和 15.16%，

2021 年初我们认为全球大类资产配置顺序为商品、权益、黄金、债券。疫情之后全球市场回归经济共振复苏基本面，中国经济乘势而上、引领全球，中国资产价值得以重估。全球权益优先配置中国股市，超配中国 A 股（谨慎推荐）、中国港股（谨慎推荐）。鉴于流动性宽松和配置需求仍在，建议标配美股，但需警惕美联储政策拐点冲击；欧洲、英国、日本市场，估值有望修复，建议标配。受益于美元流动性外溢，新兴市场中国之外，关注越南。债券方面，鉴于当前可转债估值高企，性价比减弱，建议标配；利率债因经济复苏，货币政策回归正常，建议标配；信用债利差走阔，中资美元债跟随美债，建议标配。美债因收益率低位，经济复苏叠加通胀预期，建议低配（保守）。大宗方面，黄金因前有抗疫宽松政策和美元贬值，后有经济复苏和财政刺激通胀预期，预计仍有上升空间但同时需关注行情拐点，建议标配；原油受全球共振复苏，需求回暖，价格有望恢复至疫情前水平，建议超配（谨慎推荐）。货币方面，美元贬值预期强烈，建议低配（保守），超配人民币、欧元（谨慎推荐），加元、澳元、英镑标配，日元保守。

3 月份我们将全球大类资产配置顺序中的债券和黄金顺序对调，调整为：商品、权益、债券、黄金。基于我们对全球权益市场“定性看涨，定量预期不高”的研判，我们对 C4 以上客户建议的权益资产配置比例从 69% 下调至 60%。截至 2021 年 12 月 15 日，以原油为代表的商品大涨 51.7%，股票型基金指数上涨 10.72%，债券型基金指数小幅上涨 4.74%，黄金（上海）下跌 7.51%，中行研判的专业和准确又一次得到验证。此外，中行投策及时响应市场变化，在四个大类资产和 20 个细分项中，全年共微调三项，分别为：2021 年 3 月，我们微调了对美元、欧元的观点，分别从低配和高配调整至标配，调整后美元上涨 5.10%，欧元下跌 5.50%；4 月 12 日我们将可转债从标配调整到与权益一致的超配，调整后可转债上涨 16.64%，配置建议的微调亦为客户优化配置组合、获取更高收益创造了价值。

图表 10. 2021 年中国银行各类资产配置观点季度修正图

股票	低配程度		标准配置	超配程度	
	看空	保守	标配	谨慎推荐	积极
美国（标普 500）			●		
欧洲（DAX, CAC）			●		
英国（富时 100）			●		
日本（日经 225）			●		
中国 A 股（沪深 300）				●	
中国港股（恒生指数）				●	
债券	看空	保守	标配	谨慎推荐	积极
美国国债		●			
中资美元债			●		
中国：货币市场			●		
中国：利率债			●		
中国：信用债			●		
中国：可转债			→	●	
贵金属	看空	保守	标配	谨慎推荐	积极
黄金			●		
外汇	看空	保守	标配	谨慎推荐	积极
美元		→	●		
欧元			●	←	
英镑			●		
加元			●		
澳元			●		
日元		●			
人民币				●	

注：红色圆点为一季度已做修正，黄色为二季度修正，黑色维持年度观点

资料来源：中国银行

1.4.2 策略陪伴：关键时点位置，积极精准应对

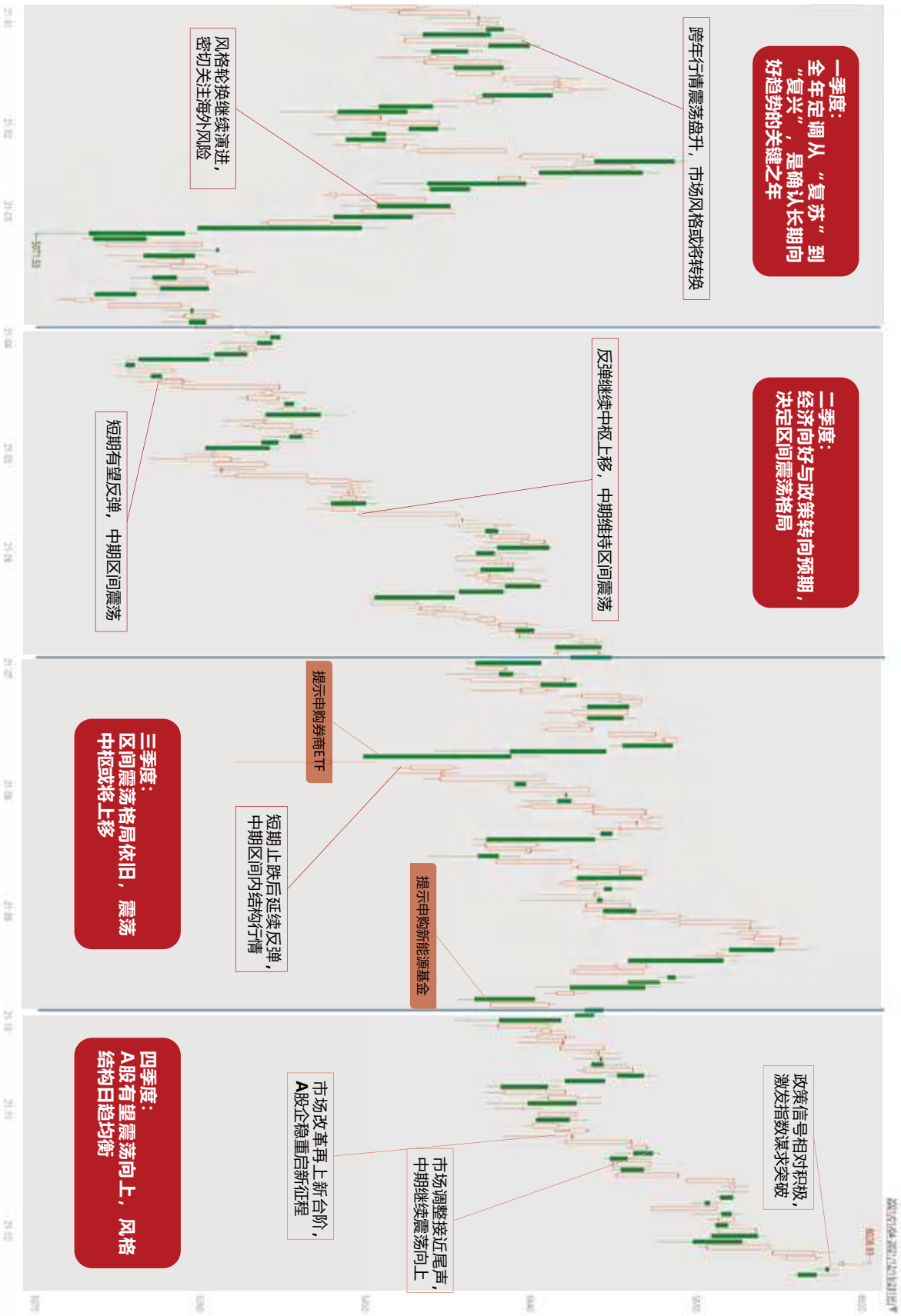
季度策略指导：年度白皮书作为我行全年纲领性观点，是指导我行中长期战略资产配置的依据。同时，为确保我行策略观点对市场的前瞻性，每季度还会对全年观点进行重新检视，检视内容包括年度观点的核心逻辑是否变化、基础性假设条件是否改变、预设的调整变量是否被触及等。在此指导思想下，2021 年二季度我们提出的主要观点是：全球抗疫曙光初现，但挑战仍存。全球经济继续共振复苏，在一系列强刺激计划下，美国复苏或超预期；中国政策

稳健连续，继续引领复苏，有望率先恢复至疫情前水平。大类资产方面，美股将是利率上升与盈利增长的赛跑，基本面改善是资产价格关键驱动力；价值和科技分化继续演进，价值风格将占优。海外股市经历一季度大涨之后，二季度上涨力度或将减弱，不排除经济复苏强劲而股市戛然而止的情况发生。国内经济向好与政策转向预期，决定 A 股区间震荡格局；港股方面，中概股跑步回港，定价权持续回归。债市仍是中债寻机，美债防危；原油和黄金二季度料将区间震荡。三季度我们的主要观点是“区间震荡格局依旧，震荡中枢或将上移”。认为疫苗大规模接种带动经济复苏将成主旋律，但德尔塔毒株或新添变数。由于疫苗接种进度各异以及医疗资源的限制，发达国家和发展中国家在经济增长动能上有所差异，复苏将次第式展开，总体来看全球经济正从疫情中慢慢走出，复苏将步入下半场，通胀引发关注。中国政策稳健连续，增长稳中有缓。大类资产方面，美股反弹接近年度高位，调整或已渐行渐近，估值依然处于高位，后续上涨动能较之前或将减弱，风险因素开始积聚。国内 A 股区间震荡格局依旧，震荡中枢或将上移；港股方面，结构持续优化，估值中枢不断上移。债市仍是美债防危，中债寻机；黄金预计进入攻防转换，原油料将高位震荡。四季度我们的主要观点是“A 股有望震荡向上，风格结构日趋均衡”。全球疫苗接种加速，疫情影响弱化，全球经济复苏进入下半场。美国 Taper 渐行渐近，中国经济短期增长承压，定向宽松可期。大类资产方面，美股估值处于高位并将迎来政策拐点，风险积聚波动加剧；A 股有望震荡向上，风格结构日趋均衡；港股外部冲击接近尾声，定价权回归拐点渐现。美债承压为主，收益率或继续上行；中债震荡寻机，危来则机至。美元震荡偏强，人民币保持稳定，非美货币弱势继续。黄金相关政策预期已逐步体现于价格之中，震荡阶段或将拉长；原油预计冲高回落，或将高位震荡。

每周策略陪伴：为做好投资者资产配置策略陪伴服务，我行还在年度策略框架体系下，通过策略周报形式结合当前市场状况，做好短期市场走势研判，更好的服务于投资者战术资产配置。结合我行优质产品为构建投资组合时降低组合成本，尽可能提高其盈利概率和水平，凸显中行阿尔法所在。鉴于我们研判 2021 年权益市场预期收益率不及过去两年，我们对 C4 以上客户建议的权益资产配置比例从 69% 下调至 60%。对前期权益配比较高的客户，我们在上半年市场相对高位处分 4 次择机建议其减仓使组合调整至今年的目标配置比例。策略周报 2021 年第 2 期（2021-01-11）：建议逢高减持白酒持仓较高的基金，对 C4 及以上客户建议的权益最高配置比例从 69% 下调 2% 至 67%，其他类型客户权益配置比例也做相应降仓操作。策略周报 2021 年第 3 期（2021-01-18）：建议逢高将前期获利丰厚的基金部分止盈，以旧换新，对 C4 及以上客户建议的权益配置比例从上周的 67% 再下调 2% 至 65%，其他类型客户权益配置比例也做相应降仓操作。策略周报 2021 年第 7 期（2021-02-22）：建议 C4 及以上客户权益资产配置比例从 65% 下调 3% 至 62%，其他类型客户权益配置比例也做相应降仓操作。策略周报 2021 年第 22 期（2021-06-14）：建议 C4 及以上客户在接下来的两周内逢大盘冲高时将权益资产比例再调降 2% 至 60%，其他组合权益配比也可相应调降。至此，我们 2021 年各大组合资产配置比例全部调整到位。

关键时点（位置）应对：除了每周一例行的策略周报予客户以全程陪伴外，当市场遭遇非理性下跌或黑天鹅事件而出现极端波动导致投资者无所适从之时，我们还会第一时间召开视频会议进行解读，安抚投资者情绪并给投资者清晰的投资建议。我们在 2021 年 7 月 27 日及 9 月 29 日两次指数大跌时召开电话会议，解读大跌原因，结合我们这几年对市场的观察和对逆向交易策略的有效应用，分别建议未完成组合构建的投资者配置券商 ETF 和新能源基金。其中 7 月 27 日推荐的券商 ETF 在随后的 34 个交易日上涨 19%，万得全 A 同期上涨 8.83%；9 月 29 日推荐的两只新能源基金至今平均上涨 7%，万得全 A 同期上涨 2.93%。共同的特征就是我们建议之后，很快市场就展开了一轮上升行情，充分证明了“中行投策阿尔法”的存在和价值，验证了我们在年度白皮书发布会上所言：2021 年市场贝塔可能不够大，别担心还有中行阿尔法。

图表 11. 2021 年中国银行投资策略季报、周报与万得全 A 指数走势拟合图



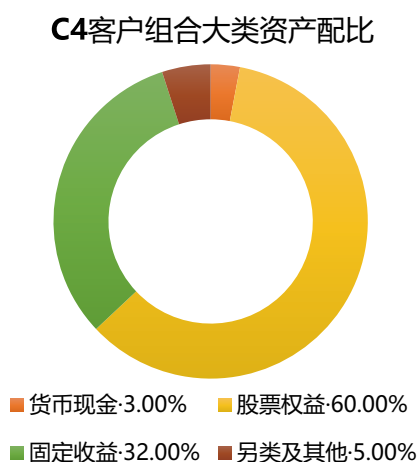
资料来源：万得，中国银行

1.4.3 组合表现：市场贝塔不够大，再现中行阿尔法

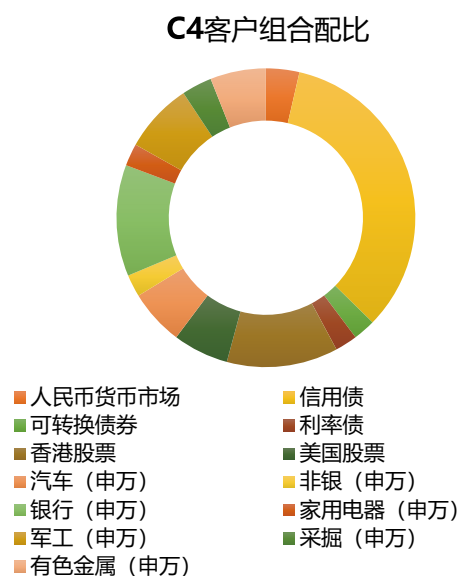
在 2021 年白皮书中，我们结合本年度全球各类资产走势研判，构建了中低风险（C2）、中等风险（C3）、中高风险（C4）及以上三类客户群 2021 年的组合配置方案，并通过 ETF 构建策略模拟组合来跟踪策略组合表现（策略 β 组合）。

在我们 2021 年的客户解决方案中，对 C4 及以上客户建议组合中大类资产配置和行业配比，最佳模型显示本组合在 10.39% 的年化波动率风险预算下，2021 年预期收益率区间为 -8.63%—22.98%。截至 2021 年 12 月 15 日，本组合实现年化收益 9.36%，最大回撤 -6.04%，年化波动率 10.50% 与去年白皮书模拟组合预测收益率高度吻合。

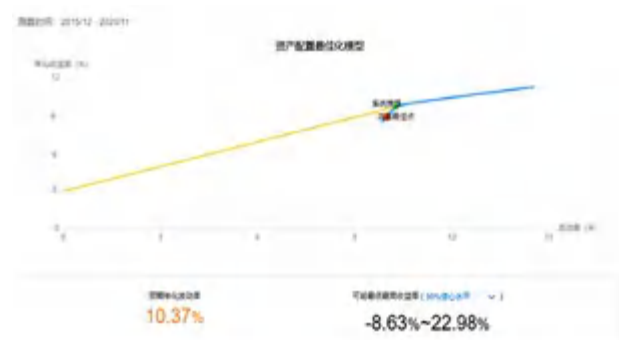
图表 12. 2021 年 C4 及以上风险偏好客户资产配置方案



图表 13. 2021 年 C4 及以上风险偏好客户资产配置方案

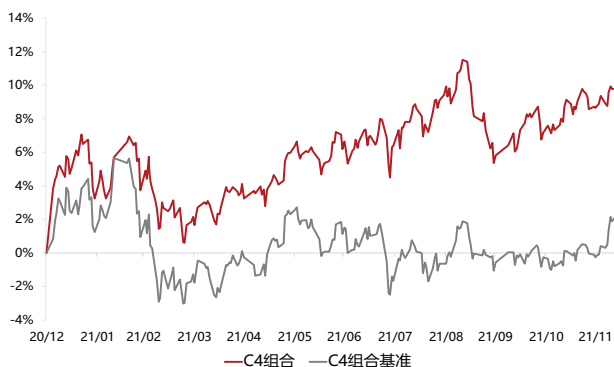


图表 14. 2021 年 C4 风险偏好客户资产配置方案最佳模型



资料来源：万得，中国银行

图表 15. 2021 年 C4 风险偏好客户资产配置组合表现

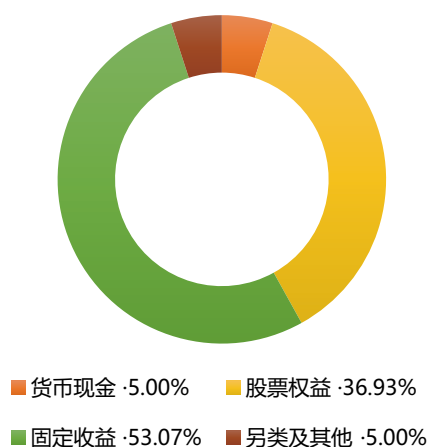


资料来源：万得，中国银行

在我们 2021 年的客户解决方案中，对 C3 客户建议组合中大类资产配置和行业配比，最佳模型显示本组合在 6.9% 的年化波动率风险预算下，2021 年预期收益率区间为 -3.09%—14.56%。截至 2021 年 12 月 15 日，本组合实现年化收益率 7.79%，最大回撤 -3.75%，年化波动率 6.11%，超出去年白皮书模拟组合预测收益率，与此同时最大回撤也略微超出预测范围。

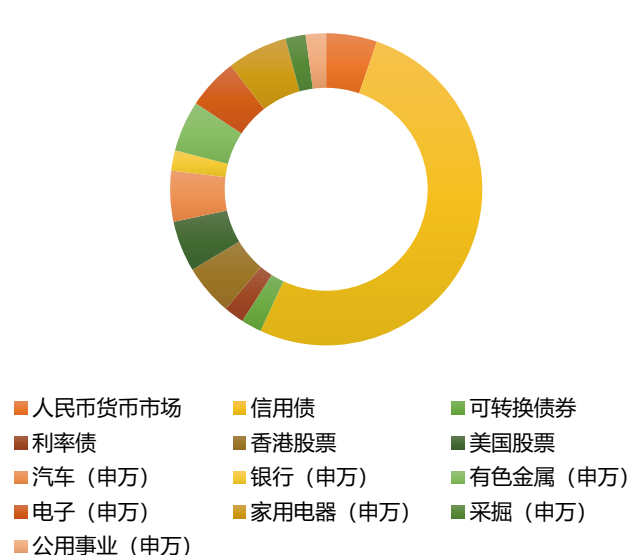
图表 16. 2021 年 C3 风险偏好客户资产配置方案

C3客户组合大类资产配置

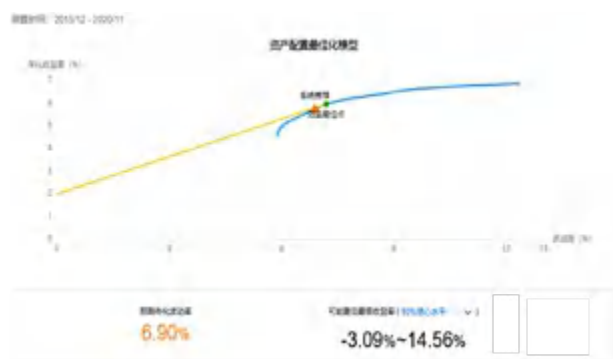


图表 17. 2021 年 C3 风险偏好客户资产配置方案

C3客户组合配比

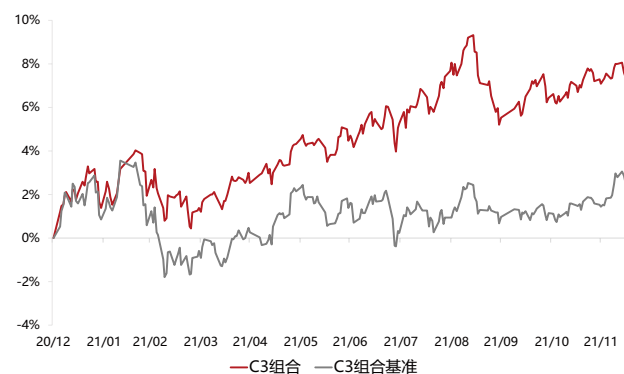


图表 18. 2021 年 C3 风险偏好客户资产配置方案最佳模型



资料来源：万得，中国银行

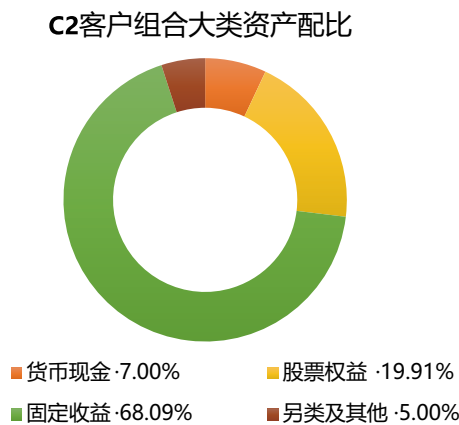
图表 19. 2021 年 C3 风险偏好客户资产配置组合表现



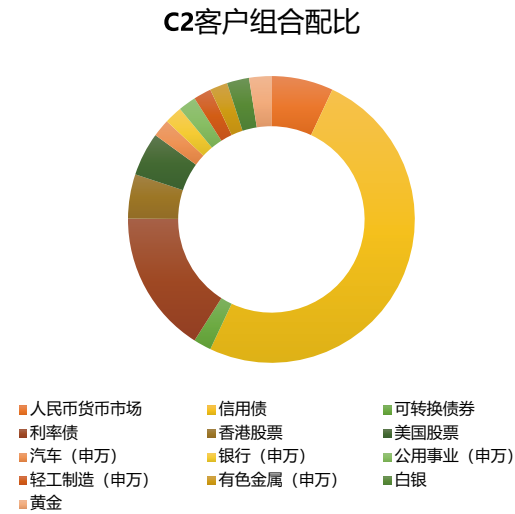
资料来源：万得，中国银行

在我们 2021 年的客户解决方案中，对 C2 客户建议组合中大类资产配置和行业配比，最佳模型显示本组合在 3.25% 的年化波动率风险预算下，2021 年预期收益率区间为 0.24%—8.57%。截至 2021 年 12 月 15 日，本组合实现年化收益率 4.57%，最大回撤 -1.69%，年化波动率 2.89%，年化收益率与去年白皮书模拟组合预测收益率基本吻合，但最大回撤超出预测范围上限。总体来看，三大组合都达到和超过模拟组合预测收益率，风险参数与预测值基本吻合，再次证明我们预测科学有效。

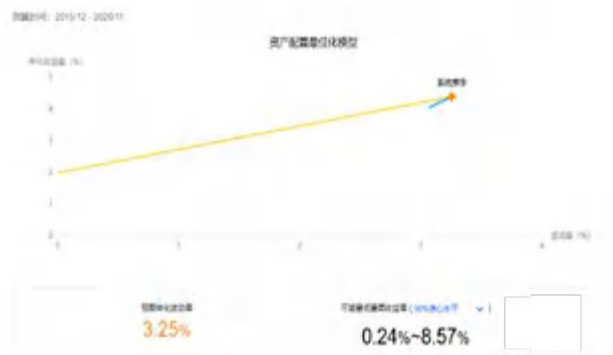
图表 20. 2021 年 C2 风险偏好客户资产配置方案



图表 21. 2021 年 C2 风险偏好客户资产配置方案

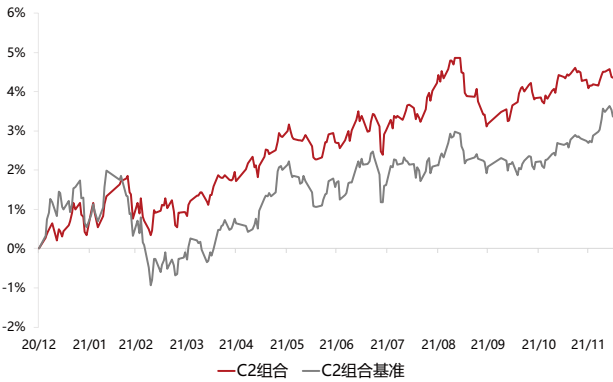


图表 22. 2021 年 C2 风险偏好客户资产配置方案最佳模型



资料来源：万得，中国银行

图表 23. 2021 年 C2 风险偏好客户资产配置组合表现



资料来源：万得，中国银行



宏观 篇

全球延续复苏， 政策逐渐回归

2022 年，尽管疫情曙光初现，但未来扰动仍存，预计全球延续复苏，政策逐渐回归，美国启动收紧，各国紧随其后。中国消费呈现温和复苏趋势，出口增速将逐步回落，流动性将合理充裕，财政发力将适当提前，中国 GDP 同比增速大概率前低后稳。美国经济增速或高位逐渐回落，美联储加息实际行动或不及市场预期。欧元区通胀缓和，复苏延续。其他新兴经济体疫情有望减弱，谨防外部冲击。

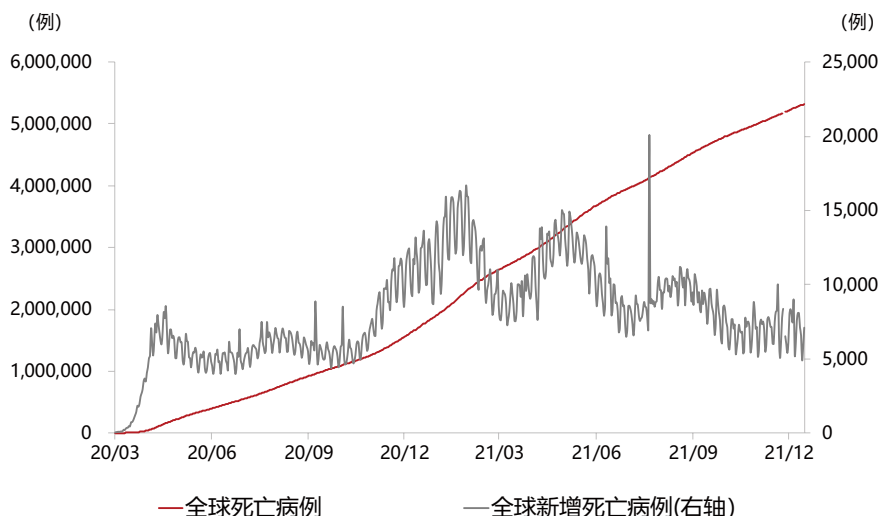
2.1 全球格局：后疫情时代，复苏近常态

回顾 2021 年，全球经济逐步从疫情中次第复苏，得益于较高的疫苗接种率，发达经济体经济受疫情反弹冲击相对可控，新兴经济体由于疫苗接种相对有限，疫情反弹冲击较为严重，生产受阻，经济复苏放缓。展望 2022 年，全球经济将延续复苏态势，疫情对宏观经济的冲击预计在 2022 年仍将延续，全球主要经济体中，发达经济体增速依然较疫情前水平偏高。全球政策将逐渐回归，美国启动收紧后，各国或将紧随其后。

2.1.1 全球疫情：疫情曙光初现，未来扰动仍存

2020 年新冠疫情对全球经济造成了严重冲击，2021 年，全球经济逐步从疫情中复苏，但病毒的不断变异、疫情的间歇式反弹依然脉冲式冲击全球经济。截至 2021 年 12 月 15 日，全球累计确诊人数 2.7 亿人，先后经历了三波明显的疫情反弹。尽管全球疫苗接种进度仍在推进，死亡病例较此前明显下降，但疫情对宏观经济的冲击预计在 2022 年仍将延续。

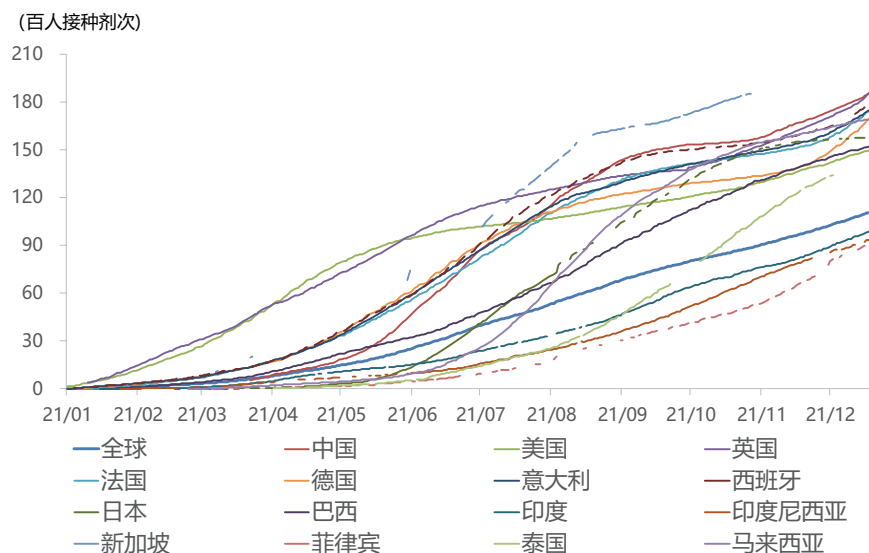
■ 图表 24. 全球死亡病例明显下降



资料来源：万得，中国银行

疫苗接种方面，截至 12 月 15 日，全球每百人新冠疫苗接种量已达 109.34 剂次。从不同国家看，中国每百人接种超过 180 剂次，英国、法国、意大利、西班牙、日本等国每百人接种均超过 150 剂次，美国每百人接种超过 140 剂次。总体上，发达经济体疫苗接种明显领先，发展中国家疫苗接种相对落后，印度、印尼、菲律宾等国接种进度均低于全球平均水平。

■ 图表 25. 全球疫苗接种进度（截至 2021 年 12 月 15 日）



资料来源：万得，中国银行

疫苗接种进度的差异加剧了全球经济分化。得益于较高的疫苗接种率，发达经济体经济受疫情反弹的冲击相对可控。新兴经济体由于疫苗接种相对有限，疫情反弹冲击较为严重，生产面临受阻，经济复苏放缓。IMF 在 2021 年 10 月《世界经济展望》中，上调 2022 年发达经济体增速 0.1 个百分点至 4.5%，下调新兴市场与发展中经济体 2022 年增速 0.1 个百分点至 5.1%。预计 2022 年全球供需缺口的恢复依然相对缓慢。

2.1.2 全球政策：美国启动收紧，各国紧随其后

美联储 2021 年 11 月议息会议正式宣布将于 11 月和 12 月每月递减 150 亿美元的资产购买规模（包括 100 亿美元国债和 50 亿美元机构抵押担保证券）。同时美联储指出，“如果出现可能阻碍委员会达成目标的风险，委员会将准备好适当调整货币政策立场”，风险因素包括公共卫生状况、劳动力市场状态、通胀压力与通胀预期指标，以及金融与国际形势发展等。美联储 12 月会议将每月缩减购债规模扩大至 300 亿美元，12 月会议点阵图显示，2022 年和 2023 年分别加息三次。随着美联储正式开始缩减购债，市场关注点开始转向美联储加息节奏。

全球其他央行也开始陆续跟随美联储转向收紧。欧央行 9 月 9 日议息会议后表示，2021 年四季度抗疫紧急购债计划（PEPP）下的购债速度适当低于之前两个季度即可维持宽松融资环境，释放出放缓资产购买节奏的信号。2021 年 12 月，英国央行宣布将基准利率提升至 0.25%。

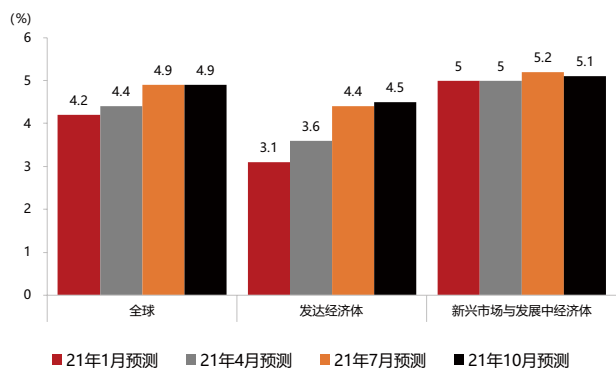
随着美联储货币政策的收紧，美元逐步走强，为了应对国内通胀压力、资本外流和汇率贬值风险，部分新兴经济体继续加息。10 月俄罗斯和巴西央行均做出年内第六次加息的决定，2021 年以来两国累计加息幅度分别达到 325 个和 575 个基点。

2.1.3 全球经济：延续复苏态势，多数回归常态

尽管仍有疫情冲击的不确定性，但全球经济 2021 年仍逐步走出疫情冲击，开始复苏进程。2021 年 11 月，摩根大通全球制造业 PMI 为 54.2，连续 17 个月位于扩张区间。预计在 2022 年全球经济仍延续复苏态势。IMF 对 2022 年全球增长的预期也在逐步抬升，最新一期《世界经济展望》预测 2022 年全球经济增长 4.9%，仍是 2011 年以来仅次于 2021 年的高增速。

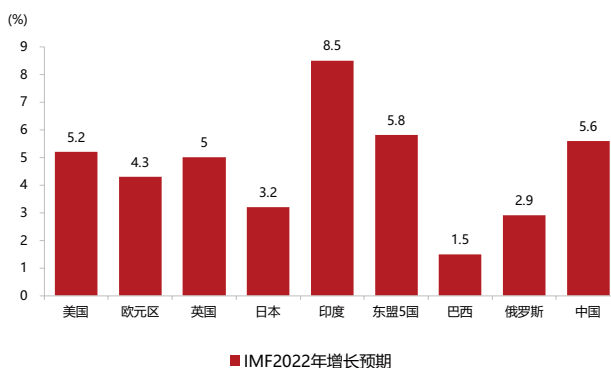
与疫情前相比，全球主要经济体中，发达经济体增速依然相对偏高，IMF 预测 2022 年美国增长 5.2%，欧元区增长 4.3%，英国增长 5%，日本增长 3.2%，均明显高于疫情前水平；发展中经济体增速则多数向疫情前常态回归，IMF 预测 2022 年印度增长 8.5%，巴西增长 1.5%，俄罗斯增长 2.9%。疫情导致的全球经济增长分化格局在 2022 年仍将延续。

图表 26. IMF 对 2022 年全球增速的预期



资料来源：万得，中国银行

图表 27. IMF 对主要经济体 2022 年增速预期（2021 年 10 月）



资料来源：万得，中国银行

2.2 中国经济：复苏趋缓，稳中求进

展望 2022 年，疫情影响边际减弱，消费呈现温和复苏趋势，外需和顺差对经济增长的拉动作用难以持续，出口增速将逐步回落。流动性环境仍将合理充裕，财政发力将适当提前，主要作用于内需提振和新基建投资，在政策的合理导向下，内需结构有望迎来新一轮优化升级。鉴于货币财政政策均存在操作空间，宏观调控的前瞻性针对性不断提升，海外紧缩不影响稳定增长的格局。中美关系开始由前期政冷经热向既合作又竞争转变，预计在经贸、环境等议题上具备合作和改善的空间。2022 年中国 GDP 同比增速大概率前低后稳，综合全年增长预计处于 5.0%—5.5% 区间。

2.2.1 经济态势：温和托底，前低后稳

2022 年是中国站在两个一百年的交汇点上承前启后的跨越之年，是党在总结百年奋斗重大成就和历史经验后继往开来的启程之年。中国经济高质量发展取得初步成效，“十四五”实现良好开局的同时，也面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”以及更加复杂严峻的国际环境。一方面，对内要持续激发市场主体活力，实施好扩大内需战略，增强发展内生动力，强化企业科技创新主体地位，以创新驱动和高质量供给引领创造新需求，围绕有序推进双碳目标、共同富裕拓展更多经济稳增长的新动能，加快构建新发展格局。另一方面，对外更加积极地参与国际分工，坚持多边主义和共商共建共享原则，主动对标高标准国际经贸规则，以高水平开放促进深层次改革。2022 年中国经济将坚持稳中求进工作总基调，深化推进供给侧结构性改革，做好“需求侧管理”，畅通国内大循环，推动经济实现质的稳步提升和量的合理增长。

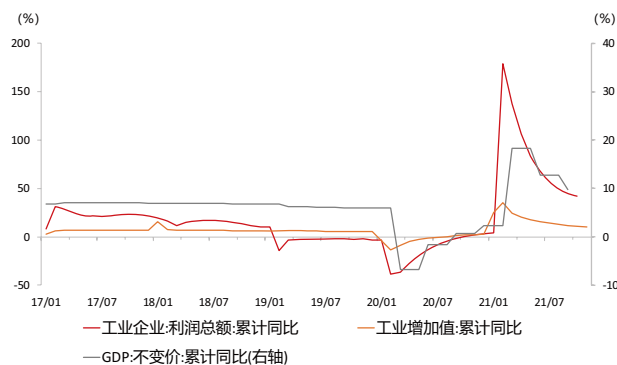
从经济先行指标看，2021 年综合 PMI 产出指数全年保持在较高景气区间，但整体呈现前高后低趋势，表明企业经营活动整体扩张力度持续放缓，未来经济下行压力仍然较大。受工业原料成本高企影响，2021 年下半年制造业 PMI 指数持续下滑，制造业企业扩张意愿不断降低，9、10 月降至荣枯线下方，在国家保供稳价政策作用下，11 月

图表 28. PMI 指数持续下滑



资料来源：万得，中国银行

图表 29. 工业企业利润率和规模以上工业企业增加值



资料来源：万得，中国银行

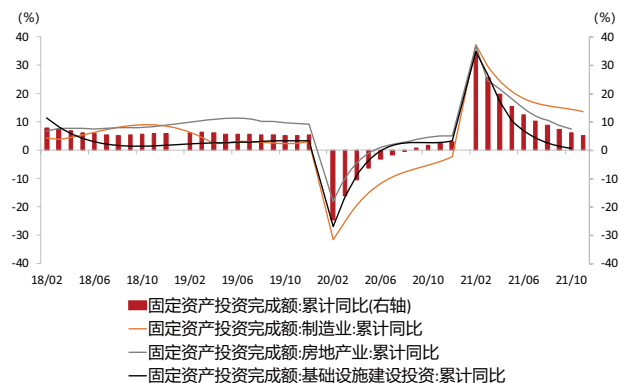
略有回升至 50.1。非制造业 PMI 商务活动指数受疫情冲击敏感度高，2 月、8 月因疫情反复影响呈现较为显著“V”型波动，总体保持在扩张区间，但尚不及疫情前水平。

从生产端数据看，截至 2021 年三季度末，全国规模以上工业企业利润累计同比增长 44.7%，两年平均增长 18.8%，高于疫情前水平并呈现稳定恢复态势。工业增加值累计同比增长 11.8%，两年平均增长 6.4%，连续两年高于实际 GDP 增速，体现了供给侧改革在提升经济高质量发展方面成效显著。预计 2022 年中国经济将延续复苏的动力和基础，在政策加力增效作用下，经济下行压力得到极大缓解，继续保持稳定增长。

2.2.1.1 投资结构新老替换

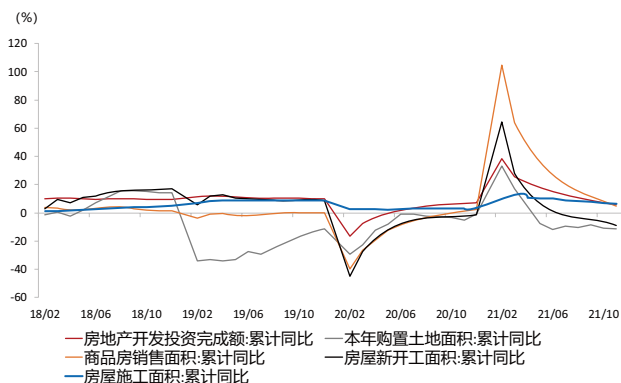
2021 年固定资产投资整体呈现增速放缓态势，1—11 月固定资产投资累计同比增加 5.2%，两年平均增速 3.9%，低于疫情前平均水平，仍处于相对低位。分产业看，第一产业投资同比增长 9.3%，第二产业投资增长 11.1%，第三产业投资增长 2.5%。从三大主要领域看，2021 年房地产基本面继续下行，拖累房地产投资增速走低。基建投资受制于大宗商品涨价及地方政府专项债发行进度缓慢影响表现乏力，制造业投资得益于国外需求强劲带动保持较高增长水平。预计未来投资结构对经济增长的贡献将发生变化，制造业将从顺经济增长的带动变量转变为经济增长的驱动变量，而房地产仅将起到经济托底的稳定器作用。

图表 30. 固定投资完成额累计同比



资料来源：万得，中国银行

图表 31. 房地产投资持续低迷

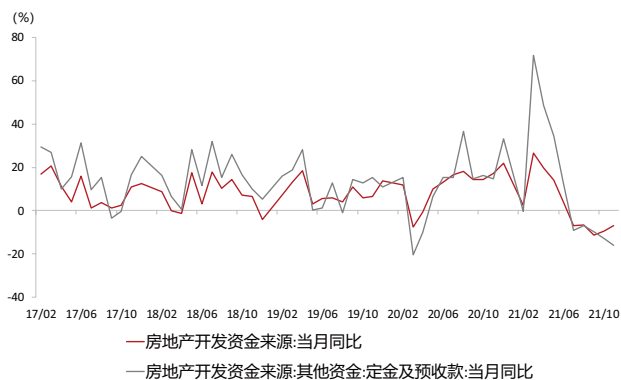


资料来源：万得，中国银行

房地产投资稳中趋降。2021 年房地产投资增速仍表现出一定韧性，1—11 月份，全国房地产开发投资累计同比增长 6.0%，好于整体固定资产投资增速。随着近年房地产市场调控措施不断趋严，行业融资持续收紧，房企无论是银行贷款还是销售端回款均面临明显压力。商品房销售面积、本年购置土地面积、房屋新开工面积、房屋施工面积累计增速均明显放缓。从 70 个大中城市房价看，2021 年下半年新建商品住宅价格涨幅同比明显下滑。针对相关

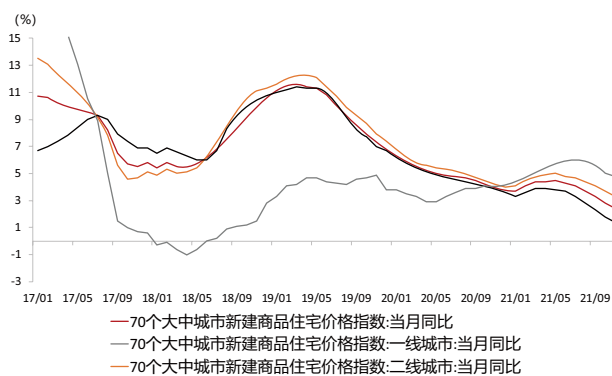
房企债券违约频发、融资风险逐渐暴露等问题，央行、银保监会及时释放稳定地产预期信号，指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产业的良性循环和健康发展。从 11 月金融数据看，房地产融资难问题正在得到解决，居民合理购房需求得到有效保障。预计 2022 年一季度可以看到政策边际改善的信号，二季度起房地产投资增速下滑的态势有望得以遏制并逐步触底企稳，城市更新、保障房领域可能形成新的投资增量。

图表 32. 房地产开发资金来源及资金回笼放缓



资料来源：万得，中国银行

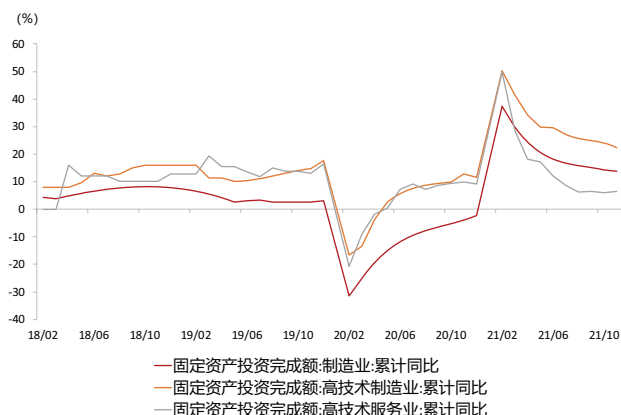
图表 33. 商品房住宅价格下滑



资料来源：万得，中国银行

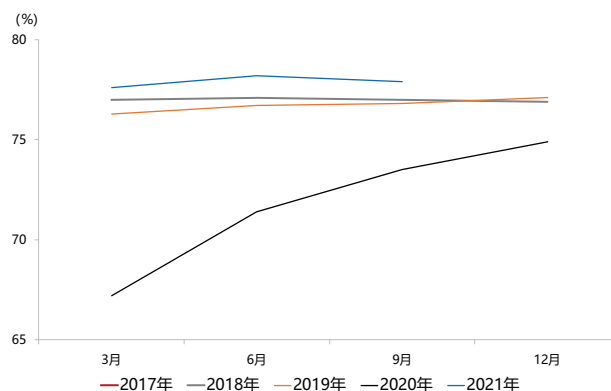
制造业投资引领复苏。2021 年以来由于出口强劲、房地产投资保持相对较高水平，制造业企业利润率、产能利用率远超近年同期水平。1—11 月制造业投资累计增速 13.7%，其中高技术制造业投资表现尤为亮眼，取得累计 22.2% 的高增速，明显高于其他投资增速。这种趋势将有望在政策的指引下延续，促使我国制造业形成自身技术优势，推动国内产业基础高级化、产业链现代化。预计 2022 年上游原材料价格大概率将从高位回落，中下游企业成本压力缓解，银行信贷将继续强化对制造业中长期贷款的投放力度，推动企业设备更新和技术改造，稳定制造业投资占比。双碳政策将对能源体系和工业链条进行重塑，推动传统行业转型升级并带来大规模制造业投资需求，北交所的设立将激发“专精特新”企业大批涌现，科研院所改革的不断推进将促进旗下高科技企业迎来快速发展，结构性货币政策工具相继推出体现了资金层面给予制造业投资着重支持，未来高技术制造业投资有望进一步引领经济复苏并取得超预期表现。

图表 34. 高技术制造业投资持续加快



资料来源：万得，中国银行

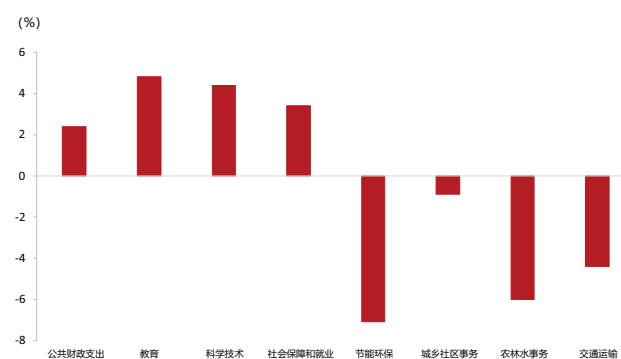
图表 35. 制造业产能利用率



资料来源：万得，中国银行

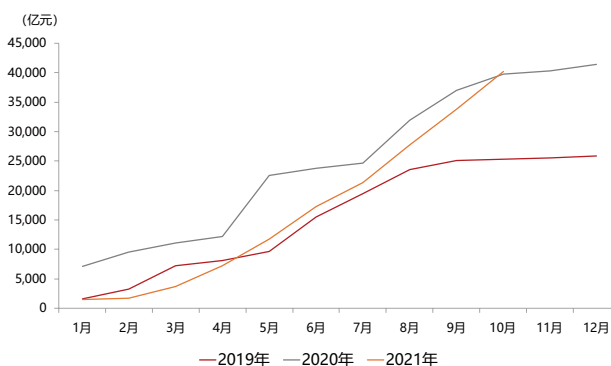
基建投资稳定增长。2021年基建投资受制于上游成本上升、政府隐性债务监管趋严和优质基建项目储备不足影响，基建投资增速保持低位，前三季度公共财政支出投向与基建相关的节能环保、农林水务、交通运输和城乡社区事务的累计增速均为负。1—10月，基础设施建设投资累计增速为0.72%，两年平均增速约为1.87%，低于2019年同期水平。11月随着全年3.47万亿新增专项债额度的发行完毕，或将见到基建投资的加速改善。2022年PPI持续下行将令基建投资面临的成本约束逐渐松绑，回暖节奏将进一步加快，伴随未来“十四五”时期新基建规划落地、专项债发行加快、项目储备报批提前，缺项目和配套融资难这两个制约条件也将出现较大改观，预计2022年一季度基建投资增速有望企稳回升，整体增速将高于2021年。

图表 36. 前10月基建相关公共财政支出累计为负



资料来源：万得，中国银行

图表 37. 专项债累计发行额

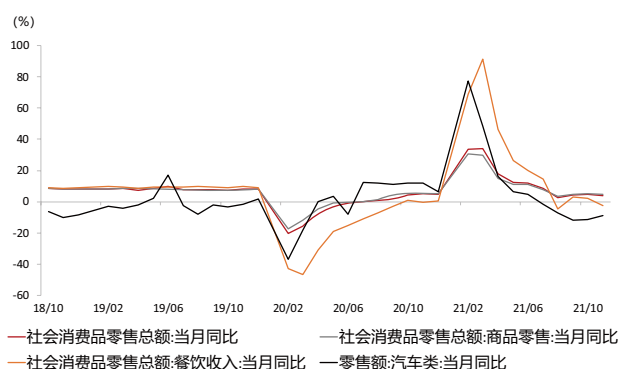


资料来源：万得，中国银行

2.2.1.2 消费复苏尚需时日

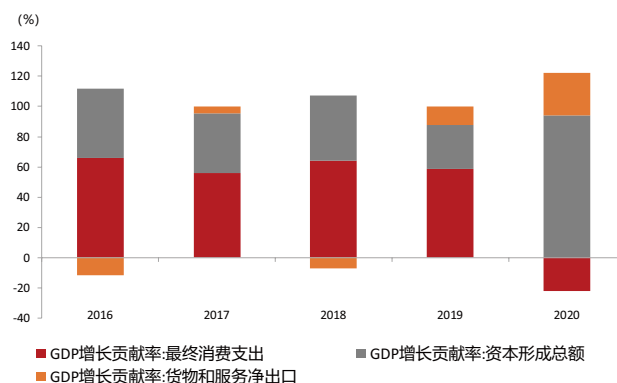
受到疫情反复的制约，消费对经济增长的贡献度持续下降。1—11月社会消费品零售总额同比增长13.7%，两年平均增速为4.4%，低于2019年同期的8%。餐饮收入受零星散发疫情影响略有回落，商品零售在节假日和“双十一”等促销活动的影响下出现一定程度回暖，其中汽车类消费由于受产能不足及居民需求有限的影响，连续五个月负增长，对社零整体表现形成较大拖累。

图表 38. 社零当月同比增速趋缓



资料来源：万得，中国银行

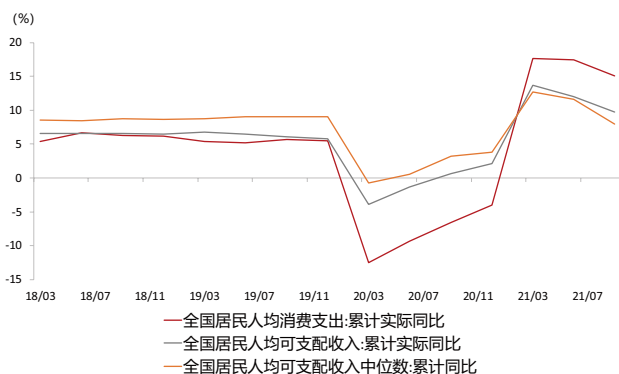
图表 39. 消费对 GDP 增长贡献度降低



资料来源：万得，中国银行

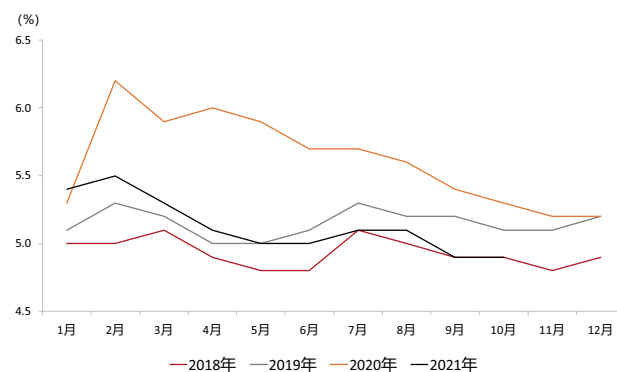
居民就业及收入情况。2021年三季度全国居民人均可支配收入累计同比为10.45%，两年平均增速为7.14%，低于2019年同期的8.87%。在保市场主体、保就业等政策支持下，居民就业总体持续改善，11月失业率为5%，回到往年正常区间。居民就业和收入的恢复明显好于消费的恢复程度，主要是疫情频繁扰动冲击消费场景。2022年疫情逐渐得以控制将有利于消费场景的修复和服务业的复苏，同时居民的就业和收入也有望进一步向好，对消费的提振作用将缓慢释放，预计2022年社零增速6.5%左右。

图表 40. 居民可支配收入恢复较快



资料来源：万得，中国银行

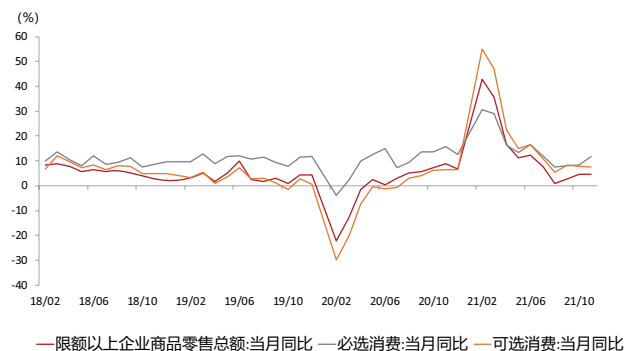
图表 41. 失业率处于较低水平



资料来源：万得，中国银行

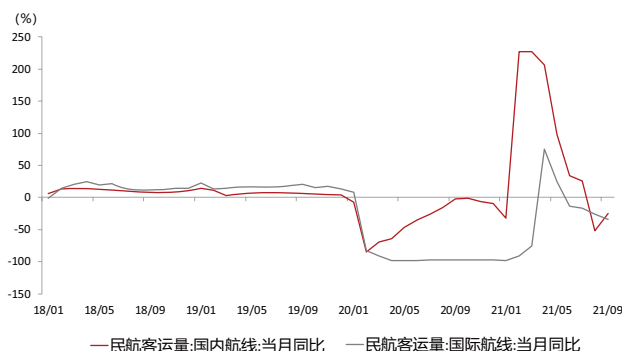
消费品及消费场景情况。从消费品类别的角度分析，可选消费具备较强的周期性，在经济形势不好时，消费者更倾向于将可选消费推迟。2021 年二季度以来，经济增长下行压力明显加大，尤其在外需进入筑顶阶段后，经济放缓更加明显，可选消费增速也不可避免地受到影响。三季度散点疫情多地频发，部分线下门店大量关闭，社交活动和消费场景减少进一步约束相关消费需求。从国际、国内航线客运量上看，疫情后国内航线客运量快速恢复，期间多次受散点疫情扰动而走弱，出国旅游短期难有起色。预计 2022 年随着公共服务均等化的推进，政府民生支出不断增加，居民在教育、医疗和住房等方面的必须支出逐渐改善，中等收入人群的规模不断扩大，潜在的消费动能将会持续释放。

■ 图表 42. 可选消费和必选消费的周期性变化



资料来源：万得，中国银行

■ 图表 43. 国内国际航班客运量当月同比

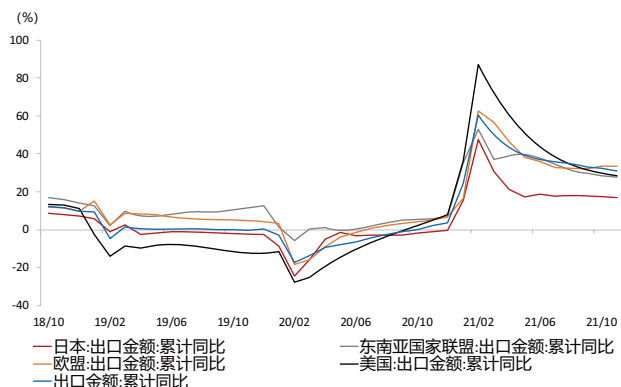


资料来源：万得，中国银行

2.2.1.3 出口放缓保持韧性

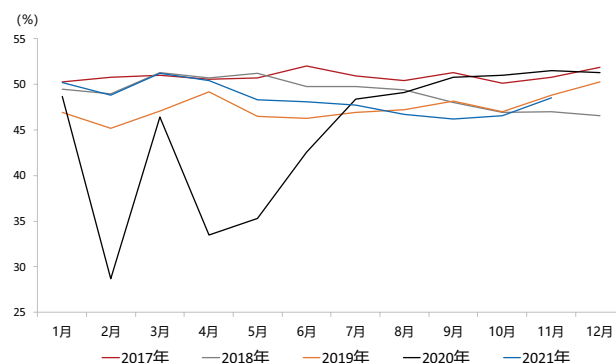
2021 年在海外需求复苏和生产替代效应带动下，出口增速表现强劲。2021 年前三季度货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献率达 19.5%，拉动 GDP 增长 1.9 个百分点。11 月出口额 3255.3 亿美元，同比增长 22%，环比增速有所放缓。随着欧美国内生产供给逐渐恢复，耐用品消费需求趋于饱和，我国出口企业接单量也开始同步走弱，PMI 新出口订单指数连续 7 个月位于荣枯线以下，11 月较 10 月有所改善。2022 年在产能替代效应消退、外需见顶、

图表 44. 对主要经济体出口金额累计同比



资料来源：万得，中国银行

图表 45. PMI 新出口订单指数



资料来源：万得，中国银行

价格作用减弱因素影响下，我国出口增速回落不可避免，但仍将运行在合理区间。

政策保障支持。11月24日商务部表示针对外贸企业面临的实际困难和需要，将做好跨周期调节工作，适时出台新一轮稳外贸政策举措，包括提升出口信用保险作用，抓实抓好外贸信贷投放，扩围新一批跨境电商综合试验区，保障外贸产业链供应链稳定畅通等举措，持续提升外贸服务构建新发展格局的能力，稳住外贸外资基本盘。

产业结构完备。中国目前是全球唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家，近年来制造业升级使得我国出口在高附加值率商品中的占比提升，可以更加深度地嵌入全球产业链相对高端领域，在与发达国家原有产能的竞争中获取更多优势，而非挤占其他新兴市场中低端产能方式获取暂时出口优势。双循环新发展格局将持续强化供给端的优势和韧性，继续支撑我国出口增长。

疫情影响仍存。随着疫苗接种率提高，更多国家倾向与新冠共存，但病毒不断变异使疫苗免疫效用降低，预计未来疫情不会在短期内完全结束，全球产业链修复进展缓慢，我国出口仍将保持在供给端的优势和韧性。

2.2.2 物价通胀：PPI 见顶，CPI 温和

2021年以来，两个通胀数据分化明显，PPI持续走高，CPI运行偏弱，剪刀差不断扩大，使得上中下游盈利分化明显，大宗商品价格上涨带动上游资源品及中游原材料业盈利大幅增长，原材料价格高企叠加消费偏弱拖累下游一般消费品行业利润。2022年预计CPI、PPI剪刀差将收窄，下游利润压力逐步缓解。

2.2.2.1 CPI 中枢抬升，温和上行

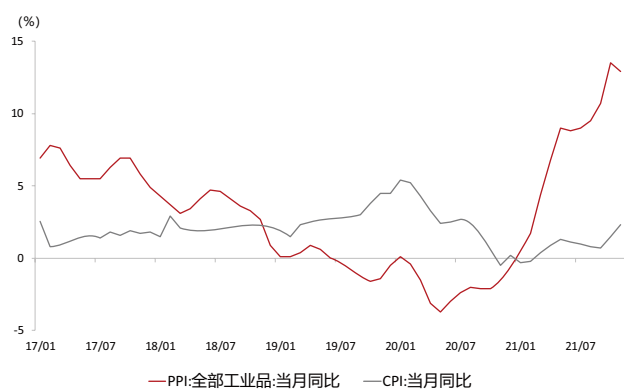
2021年居民消费总体偏弱，终端消费品和服务供给充足，PPI对居民端价格传导相对有限。预计2022年居民

收入和消费需求不断改善，猪价有望在上半年探底回升，CPI 中枢将略高于 2021 年，全年均值仍在 2% 以内。

食品项 CPI 受猪肉价格波动影响明显，由于目前生猪存栏量仍处高位，生猪价格还处于回落周期，猪价将继续保持低位波动，压制食品 CPI 的上行。2022 年上半年，猪价或将随着产能出清或完成筑底，并启动新一轮周期的初始行情。

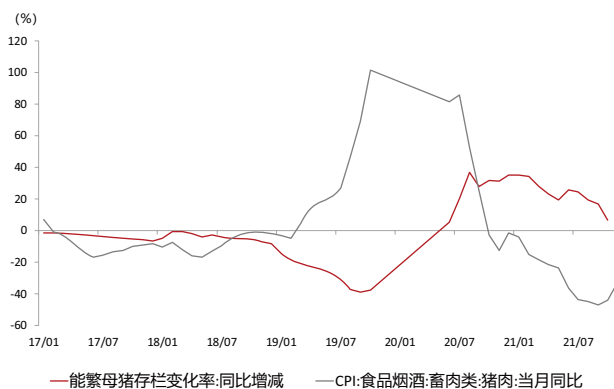
非食品项 CPI 主要体现为能源价格对非食品 CPI 中“居住项”和“交通与通信项”的影响。国际油价的变化对国内居住与交通通信项 CPI 的传导速度加快，但传导链条弹性较弱，传导效率很低，当前国际油价已在相对高位，2022 全球基本面仍相对较弱，油价难以大幅向上突破，对居民生活影响相对有限。剩余其他非食品项与政府高度关注的民生相关，供给端竞争充分，价格预计不会大幅上调。

图表 46. PPI 和 CPI 剪刀差



资料来源：万得，中国银行

图表 47. 能繁母猪存栏与猪肉价格



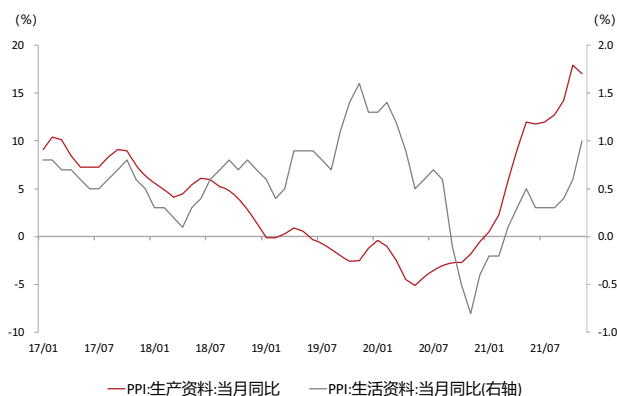
资料来源：万得，中国银行

2.2.2.2 PPI 上涨见顶后步入下行

2021 年由于能耗双控、极端天气和缺煤少电等多因素影响，供给侧出现短缺，中国 PPI 及全球大宗商品价格位于高位，引发市场对 2022 年 PPI 向 CPI 传导进而引发全面通胀的担忧。2021 年 11 月采掘工业 PPI 当月同比 60.5%，较 10 月历史高位 66.5% 出现回落，而中上游的原材料工业及中下游的加工工业的 PPI 当月同比则分别为 25% 与 10.1%，上游价格在向中下游产业链传导过程中逐渐削弱，传递到生活资料的 PPI 当月同比仅为 1%，传导的效果非常微弱。

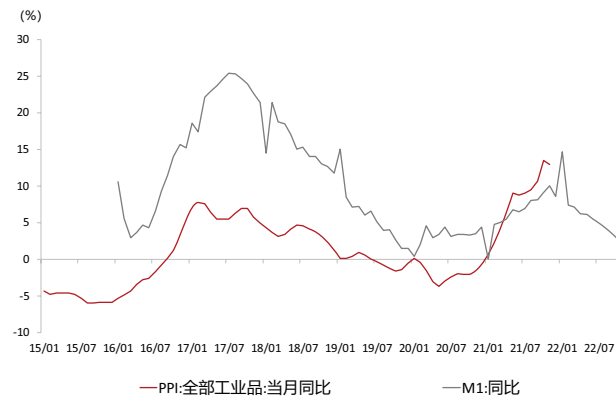
2022 年随着全球需求增长放缓，供需紧张关系逐步缓解，供需错配的情况将得到改善，大宗商品的价格逐渐回落，煤炭冶金产业链和石油化工产业链双链条通胀均将降温。根据测算，M1 增速通常领先 PPI 四个季度，2021 年 11 月 M1 增速已回落至低位。叠加 2021 年的高基数影响，预计 2022 年 PPI 同比增速将会出现较为快速的回落。

图表 48. PPI 上游对下游的传导



资料来源：万得，中国银行

图表 49. M1 或领先 PPI 四个季度



资料来源：万得，中国银行

2.2.3 货币政策：定向宽松，结构优先

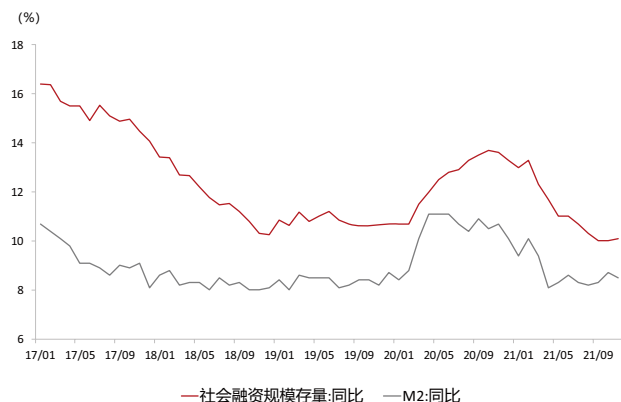
2021 年央行在“传统货币政策 + 宏观审慎”双支柱框架下，以稳健的货币政策为主基调，以灵活适度、相机抉择和精准操作为具体方向，面对 2021 年经济形势变换、通胀预期提高的压力，央行货币政策保持高度的连续性、稳定性和可持续性的战略定力，以维护流动性合理平衡为主要操作方式，边际略微走宽。在近期地方债发行提速、DR007 中枢抬升的背景下，逆回购 OMO 连续开展超千亿元逆回购操作，MLF 除了降准后在 7 月回收 3000 亿外，基本保持等量续作，央行对市场流动性的呵护特征明显。预计 2022 年央行货币政策将更趋向于“稳货币、定向宽信用”，以保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持。

2.2.3.1 总量控制，保持稳健

2021 年货币政策的制定和执行充分贯彻了央行年初提出的“灵活精准、合理适度”方针，实现了结构性货币政策对重点领域和薄弱环节的精准支持，社融增速和货币供应量（M2）同名义经济增速的基本匹配。2021 年的社融存量和 M2 同比分别由去年底的 13.3% 和 10.1% 回落至 2021 年 11 月的 10.1% 和 8.5%，央行通过灵活地公开市场操作、新增再贷款再贴现额度基本实现了基础货币的稳健增长。

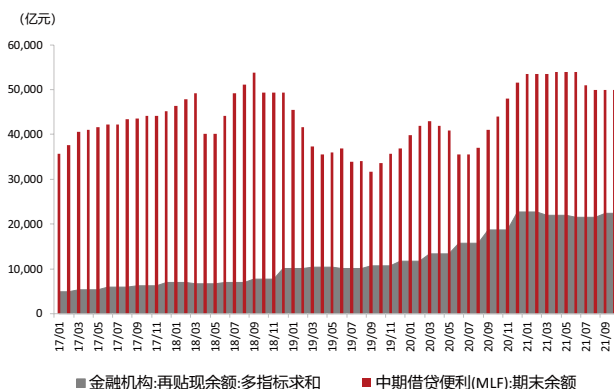
展望 2022 年，全球经济更趋严峻复杂，我国经济恢复仍然不稳固、不均衡，稳增长的压力逐渐显现，预计央行将继续做好跨周期调节，用好结构性货币政策工具，适时通过再次降准置换成本较高的 MLF，维持货币政策中性格局，稳定信用扩张环境。总体来看，2022 年 M2 与社融增速波动将更加平缓。

图表 50. 社会融资规模与 M2



资料来源：万得，中国银行

图表 51. 结构性货币政策工具更多使用



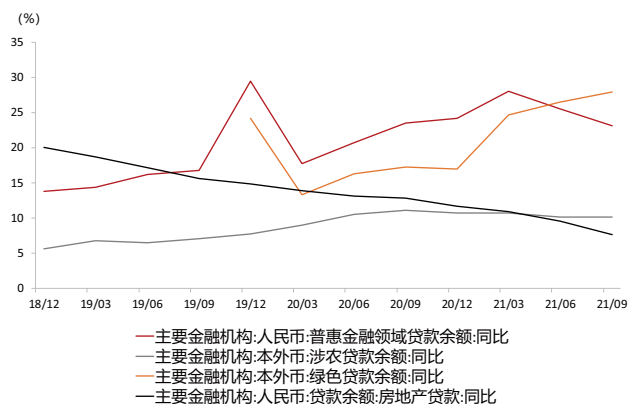
资料来源：万得，中国银行

2.2.3.2 灵活侧重，支持实体

疫情暴发以来，央行积极发挥结构性货币政策工具的精准导向作用，对小微企业贷款的定向调控、精准滴灌效果显著。截至 2021 年 10 月末，普惠小微贷款余额 18.6 万亿元，同比增长 26.7%，支持小微经营主体 4217 万户，同比增长 34.1%，普惠小微企业贷款加权平均利率为 4.94%，比 2020 年 12 月又下降 0.14 个百分点。为巩固提升两项直达实体经济货币政策工具的效果，2020 年至 2021 年 10 月银行累计对 14.4 万亿贷款延期还本付息，其中支持中小微企业延期还本付息 11.8 万亿元，累计发放普惠小微信用贷款 9.1 万亿元。

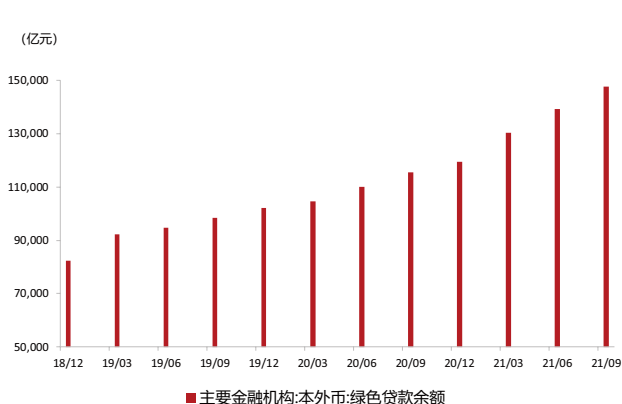
在金融支持实体经济、压降企业融资成本以及支持中小微企业融资等要求下，2022 年央行将继续深化金融供给侧结构性改革，推动金融机构完善内部资源配置和考核激励，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，深化利率市场化改革，健全市场化利率形成和传导机制，持续释放 LPR 改革效能，推动企业综合融资成本稳中有降，加强对中小企业等实体经济重点领域的支持引导。随着碳减排支持工具及煤炭清洁高效利用再贷款等创新工具的陆续推出使用，预计 2022 年绿色贷款将成新增信贷的重要来源。

图表 52. 小微企业贷款同比增加



资料来源：万得，中国银行

图表 53. 绿色贷款投放不断增加



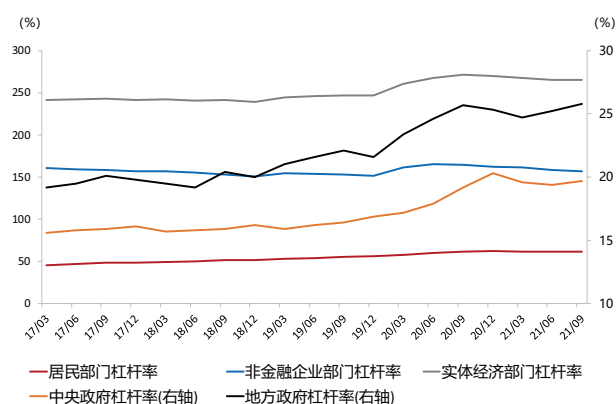
资料来源：万得，中国银行

2.2.3.3 均衡引导，控制风险

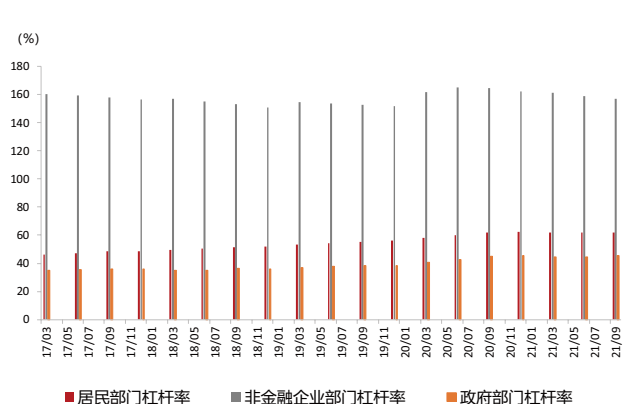
近年来我国宏观杠杆率在宽松的货币政策推动下快速上升，并于 2020 年第三季度到达 271.2% 的历史高点。随后通过连续四个季度的去杠杆，已于 2021 年三季度降至 264.8%，降幅高达 6.4%。其中居民部门、政府部门、非金融企业部门的杠杆率分别同比下降 0.1%、0.1%、5.1%，此次去杠杆主要发生在非金融企业部门。展望 2022 年，随着 PPI 增速大幅回落，受到抑制的基建融资需求得以释放，“三线四档”政策对地产产业链的调控日益趋稳，2022 年信用需求将保持平稳。随着政策转向稳增长，在稳货币和结构性宽信用基调下，预计宏观杠杆率将回归平稳。

2.2.4 财政政策：提前发力，护航增长

图表 54. 宏观杠杆率增速放缓

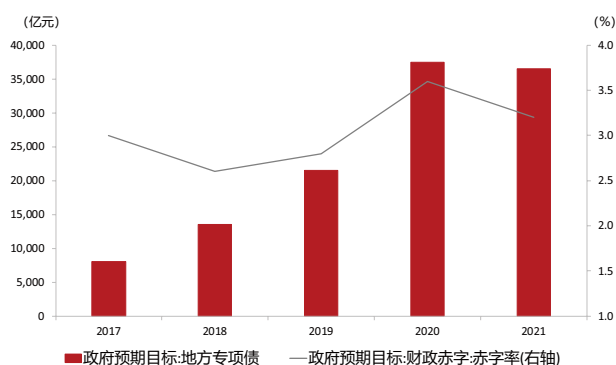


图表 55. 非金融企业部门去杠杆

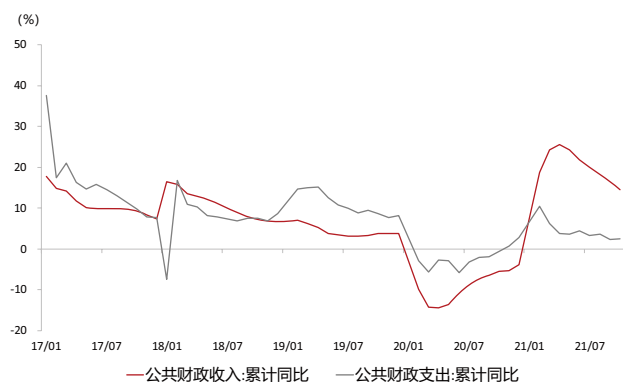


2021 年随着疫情影响减弱，积极的财政政策逐渐回归常态化，更加注重提质增效和可持续性，赤字率回落至 3.2%，专项债额度为 3.65 万亿元，在增强国家重大战略任务财力保障、促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配方面主动作为。随着出口和房地产投资的拉动作用边际减弱，2022 年稳增长压力明显增加，财政政策将更加注重效能，保持财政支出的强度，适度加快支出进度。连续两年“超收少支”为财政跨周期调节储备资金，2022

图表 56. 赤字率回落



图表 57. 公共财政超收少支



年财政支出节奏将从 2021 年的“后置”变为“前置”，新增地方专项债发行将提前启动，通过与十四五时期的重大项目结合，推动基建投资尽快形成实物工作量。同时减税降费政策将进一步优化落实，公共消费率有望适当提高，对经济薄弱环节的定向支持力度将继续加大。2022 年赤字率预计与 2021 年持平。

2.2.4.1 财政风险仍需关注

财政收入增速回升仍较弱。2021 年 1—11 月全国一般公共预算收入累计 191252 亿元，同比增长 12.8%，仍然处于较低水平，其中 11 月同比增速为 -11.23%，较 10 月出现下半年首次反弹后再度回落，反映经济虽有所改善，但稳增长压力仍然存在。增值税增速继 10 月首次转负后继续负增长，消费税增速同比大幅反弹，考虑到 11 月消费数据整体表现偏弱，税收相悖可能由于低基数及 10 月消费企稳滞后原因。个人所得税增速温和平稳，反映了居民收入稳步增长。企业所得税增速略有回升。出口退税增速再度回升至较高水平。房地产相关税种增速低迷的趋势暂时不会缓解，短期内相关税种增速的大幅下滑仍未有触底或筑底的基础，其对整体财政收入的拖累预计会一直延续到 2022 年一季度。明年财政收入伴随经济持续复苏，预计将稳步增长，受财政收入分布前移、经济增长下行等因素影响，财政收入增速收敛是大概率事件。

地方政府债券管理再加强。11 月 24 日国务院常务会议部署完善地方政府专项债券管理，优化资金使用，严格资金监管。要求面对新的经济下行压力，要加强跨周期调节，在继续做好地方政府债务管理、防范化解风险的同时，更好发挥专项债资金带动社会资金作用，扩大有效投资，以利扩内需、促消费。要求加快 2021 年专项债剩余额度发行，做好支出管理，力争在明年初形成更多实物工作量；省级政府要统筹加强符合经济社会发展需要项目的前期工作和储备，推进成熟项目开工；合理提出明年专项债额度和分配方案，加强重点领域建设，研究依法依规按程序提前下达部分额度；资金使用要注重实效，坚决制止资金挤占挪用、违规拨付、长期闲置。

2.2.4.2 财政调控作用显著

近年来，根据调控需要，积极的财政政策内涵不断调整完善，政策工具日益丰富，有效降低了经济周期波动的影响，有力维护了经济发展和社会稳定的大局。2022 年财政调控仍将对经济持续稳定健康发展发挥重要作用。

通过强化高质量发展目标引领，财政资源配置、政策供给将向构建新发展格局聚焦用力。在加强逆周期调节的同时，兼顾稳增长和防风险需要，集成运用、优化组合各项财税政策工具，实现财政政策逆周期调节和跨周期设计相统一。更加注重宏观政策协调配合，加强财政与货币、就业、产业、投资、消费、环保、区域等政策的配合，形成宏观政策调控合力，通过推动完善全球与区域经济治理，努力营造良好的外部经济环境。进一步促进财政政策提质增效，把握好财政政策调控的重点、力度、节奏和时机，不断调整优化财政支出结构，在区间调控基础上加强定向调控、相机调控、精准调控，增强调控的针对性、前瞻性和灵活性。

2.2.5 发展规划：稳中求进，共同富裕

2021 年 11 月 8 日，中国共产党第十九届六中全会审议通过了《中共中央关于党的百年奋斗重大成就和历史经验的决议》，全面总结了党的百年奋斗重大成就和历史经验，指明了第二个一百年的奋斗目标、实现中华民族的伟大复兴。决议强调，在经济建设上要贯彻新的发展理念，保持战略定力与意志力，稳中求进推动中国经济高质量发展，促进共同富裕。目前我国正处于百年变局的关键阶段，经济总量不断向世界第一迈进，而在产业结构、核心技术、贫富差距方面仍存在较大改善和提升的空间。产业的升级需要有需求的承接和带动，我国提出共同富裕的远景目标，

扩大中等收入群体规模，挖掘中等收入群体的消费潜力，为经济持续健康发展提供重要动力。制造业的高质量发展，稳定的制造业占比，保障了就业人口的合理分布，也成为缩小贫富差距的关键。

2.2.5.1 优化改革税收结构，扩大中等收入规模

实现共同富裕，需要不断扩大中等收入群体规模，打造橄榄型社会。包括在初次分配环节注重效率，通过区域协调发展、加强反垄断监管等措施，提高发展的平衡性和协调性；再分配环节注重公平，调节过高收入，促进公共服务均等化，形成人人享有的合理分配格局。在这个过程中，加强对高收入的规范和调节是未来政策重点，税收调节和转移支付政策将会趋于完善，尤其是遗产税和房产税制度将先后建立，最终形成橄榄型分配结构。

国际经验也表明，降低个税对消费的稳定有明显效果，其中日本在 70 年代初个税减税政策值得借鉴，1969—1974 年连续四次对个税税率和税档进行大范围调整，中高收入群体税率降低更多。减税后日本家庭消费支出增加，支撑经济回暖。

对于 2022 年的经济政策，预计税制改革对经济的引导作用将和我国中长期“双循环”发展战略进一步匹配，未来对制造业的税赋要进一步优化，同时结合共同富裕“中长期导向”，出台个税减税措施促进消费。

2.2.5.2 提升制造业占比，缩小高低收入差距

实现共同富裕必须以高质量发展为前提，中国应当实施系统性、大规模的制造业振兴计划，不仅包括发展“专精特新”和攻克关键“卡脖子”技术，还要启动一批产业基础再造工程项目，并依靠宏大的“碳中和”计划，推动中国制造业整体升级。10 月 27 日，国务院印发《2030 年前碳达峰行动方案》，提出工业领域要加快绿色低碳转型和高质量发展，力争率先实现碳达峰。一方面针对传统高耗能高排放行业，加快退出落后产能，推进低碳工艺革新和数字化转型。另一方面大力发展绿色低碳产业，包括信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车等战略性新兴产业。

从国际经验看，稳定的制造业占比在缩小高收入群体和低收入群体差距方面至关重要。德国受益于高端制造业的红利，第二产业享有最高的劳动生产率，同时发展了众多细分领域的中小企业，也提供了较多就业岗位。强大的制造业减缓了转型中面临的经济减速，保证经济总量的持续增长，稳定和扩大就业，壮大中等收入群体，避免收入差距扩大。

2022 年在产业政策方面，预计政府对“专精特新”及“双碳目标”产业链上企业会出台更多支持措施，包括提供更多创新性融资工具，建立产业示范区，引导形成中小企业的产业集聚效应，进一步推动制造业的高级化转型。

2.3 美国经济：韧性仍在，逐步回归

展望 2022 年，美国经济或将持续扩张，但考虑到疫情变化、通胀走势、财政赤字、债务平衡、国会两党博弈和地缘政治等不确定因素，2022 年经济增速或将从 2021 年高位逐渐回落至约 3.8%。由于疫情消退和供应瓶颈改善具有高度不确定性，预计通胀率最快或将于 2022 年二、三季度起逐渐回落。货币政策方面，2021 年 12 月美联储宣布加快缩减购债，美联储或将于 2022 年年中前后首次加息，但美国货币政策正常化路途遥远。

2.3.1 美国政策：中期大选，聚焦经济

拜登政策重点从内政转到外交和全球事务，中期大选聚焦疫情、经济和通胀。2021 年初，拜登正式就任美国总统，民主党同时控制了参众两院。美国是新冠疫情最为严重的国家之一，拜登上任后率先推行一系列控制疫情的措施，如口罩令、加强社交距离限制、加快展开和鼓励疫苗接种等，使疫情得以逐步缓解。此外，继特朗普离任前曾推出两轮刺激经济措施后，拜登再推出价值 1.9 万亿美元刺激经济方案、新一轮基建投资和支持美国家庭等计划，通过加大财政宽松，缓和疫情和经济封闭对美国经济的负面影响。随后，拜登政府的政策重点逐渐从内政转到外交和全球事务上，如与其盟友重新建立政经关系、重新检讨中美关系和全球气候变化等，再次重整其在全球的影响力。然而，美国将于 2022 年 11 月举行中期选举，选民最关心的是疫情、经济和通胀三大方面，预计 2022 年拜登政府的政策重点将确保疫情持续受控、推动经济全面恢复正常、避免通胀及通胀预期失控以及缓和通胀对美国家庭的影响。

疫苗广泛接种减轻疫情对经济冲击，日后药物治疗是最终解决疫情的方法。美国是新冠疫情确诊和死亡个案最多的国家，截至 12 月 15 日美国疫苗接种率约 74%。美国在放开社交距离措施后，疫情反复。但是在高疫苗接种率下，重症和死亡个案持续受控，美国无需再次颁布收紧社交距离的措施，甚至逐步放开跨境人流限制，美国进入与新冠病毒共存和经济恢复正常的阶段。除非疫情再次严重暴发并导致大量重症和死亡个案，经济再次出现类似 2020 年初受疫情严重冲击的概率不高，2022 年美国经济将进一步复苏，增速高于趋势增长水平。另外，美国默克和辉瑞药厂分别公布其口服新药能大幅降低新冠患者的重症住院或死亡风险，或将为最终解决疫情和经济全面恢复正常提供基础。

中美大国博弈料将长期存在，对华施压力度不减。自拜登上任以来，不但忙于处理疫情和推动经济复苏，而且对中国的政策一直保持强硬。尽管中美双方高层接触增加，但至今尚未取消对华关税，同时美国进一步制裁新疆和香港官员、制裁或限制部分中国科技企业，并联合其盟友在国际规则、人权和环保等范畴抗衡中国。目前，美国认定中国是其战略性竞争对手，抗衡中国成为了民主共和两党少有的共识。未来，美国国会或将推动更多法例，要求美国在中国崛起的新形势下，做出更全面和有系统的战略性应对计划，巩固并提升美国在全球范围内的领导地位和竞争力，预计在 2022 年 11 月美国国会中期选举前，对华施压将是选举的另一个焦点。但值得注意的是，部分对华加征的关税对美国经济和通胀产生的影响与日俱增，美国对华政策或将做出微调，但仍需要取决于未来谈判的结果。

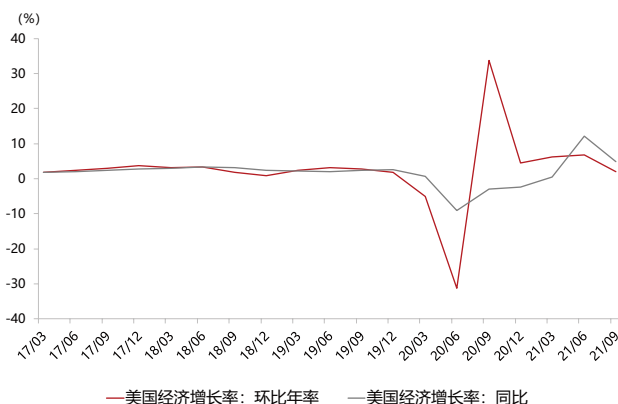
2.3.2 美国经济：继续修复，通胀回落

美国经济增长创 1984 年以来最快纪录，部分环节正从峰值回归正常。2020 年美国经济受新冠疫情打击录得 3.4% 收缩，创 1946 年以来最大跌幅。2021 年在低基数、疫情逐渐受控经济重开，以及宽松财政和货币政策的支持下，美国经济快速反弹，2021 年前三季经济增长同比达到 5.7%，经济规模更超出疫情前约 1.4%，预计

2021 年全年美国经济增长或将达到 5.5% 左右，创 1984 年以来最快纪录，略低于国际货币基金组织 6% 的预测。

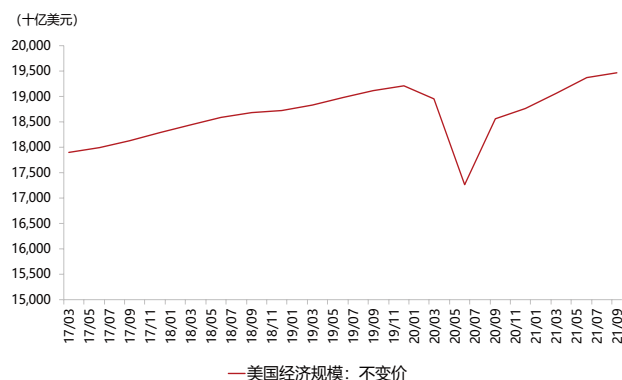
2022 年美国或将持续扩张，但经济增速或将从 2021 年高位逐渐回落。2021 年三季度美国增长率有所放

图表 58. 美国经济实际增长率



资料来源：万得，中国银行

图表 59. 美国经济规模

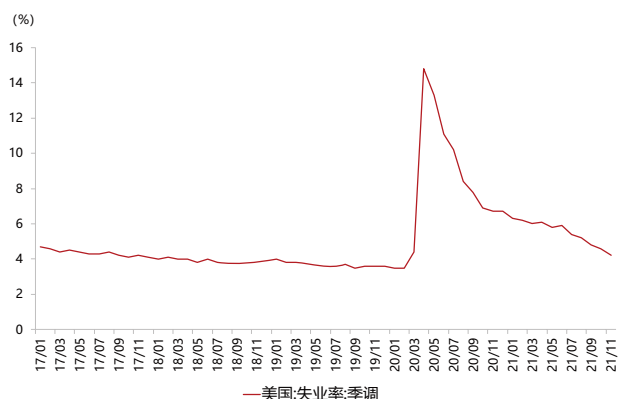


资料来源：万得，中国银行

缓，分别回落至同比 4.9% 及环比年率 2.1%，受到疫情反复和部分行业供应链紧张的影响，供应链瓶颈追不上经济重开等需求释放，汽车生产及销售、存货变化和住宅投资受到影响，个人消费环比年率增长 1.7%，其中商品和服务消费分别下降 8.4% 及增长 7.6%，住宅投资收缩 8.3%，该影响或将延续至四季度。上述影响已对二、三季度经济增长构成制约，但有助于支持未来几个季度经济复苏，叠加宽松财政和货币政策的正面效果，将推动就业市场进一步改善，进而推动 2022 年美国或持续扩张。同时，考虑到疫情变化、通胀走势、财政赤字和债务平衡、国会两党博弈和地缘政治等不确定因素，或将对 2022 年经济构成困扰，经济增速或将从 2021 年高位逐渐回落至约 3.8%，尽管高于趋势增长，但将低于国际货币基金组织 5.2% 的预测。

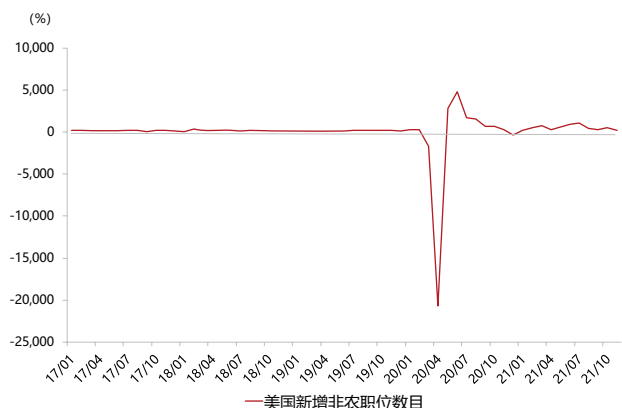
复苏动力缓和，就业市场恢复，但仍需关注疫情进展。美国经济复苏同时，增长动力并不平均，不但个别环节尚未返回疫情前水平，而且一些增长力度正从峰值回落，如 2021 年 12 月密歇根大学消费者信心指数从 4 月高位 88.3 回落至 70.4、11 月供应管理协会制造业指数从 3 月高位 64.7 回落至 61.1、新屋和成屋销售从 3 月高位回落，

图表 60. 美国失业率



资料来源：万得，中国银行

图表 61. 美国新增非农职位数目

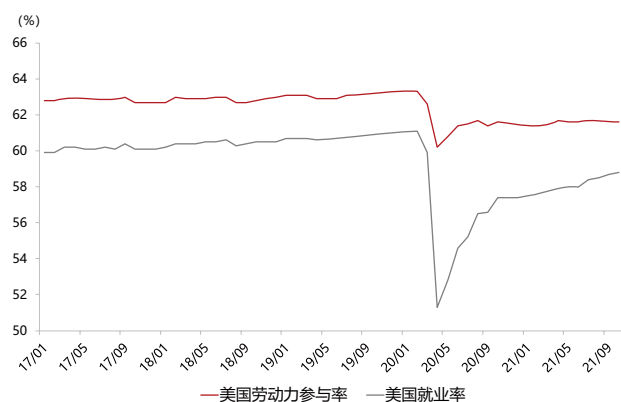


资料来源：万得，中国银行

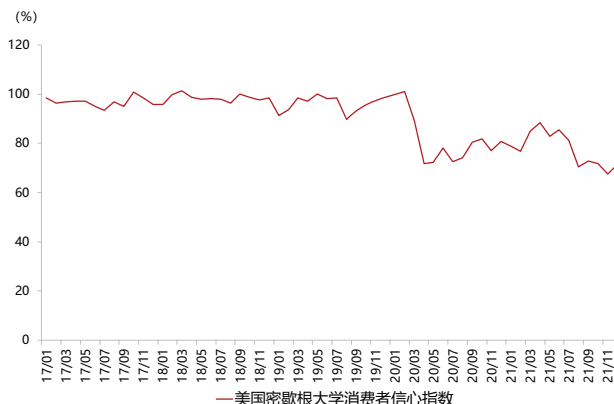
显示美国经济复苏动力正在放缓。此外，就业市场持续改善，但尚未返回疫情前水平。11月失业率进一步回落0.4个百分点至4.2%，过去6个月新增非农职位数目平均达61.2万，劳工参与率和工资等亦有改善，仅有多项就业指标尚未返回疫情前水平，失业率较疫情前高0.7个百分点、非农就业人数减少390万人、劳工参与率及就业人口也尚未回到疫情前水平，未来将关注就业市场改善步伐，特别是劳工参与率和工资上涨水平，预计就业市场将于2022年内逐渐恢复到充分就业水平。但就业恢复主要关注新冠疫情的变化和疫苗接种率，数据显示2021年7月美国每百人新冠疫苗接种量超过100之后上升速度明显减缓；截至12月中仅为每百人接种146剂次；10月美国辞职人数达到415.7万人，创历史新高，其中辞职人数增幅最大的领域是艺术、娱乐、一些服务行业，以及地方、州政府中的岗位。因此，仍需警惕2022年新冠疫情对经济就业结构调整的持续影响，以及由此对经济供求结构产生的间接影响。

通胀先高后回落，暂时性不再。目前，美国通胀维持高位，10月份美联储常用于衡量通胀的美国私人消费开支

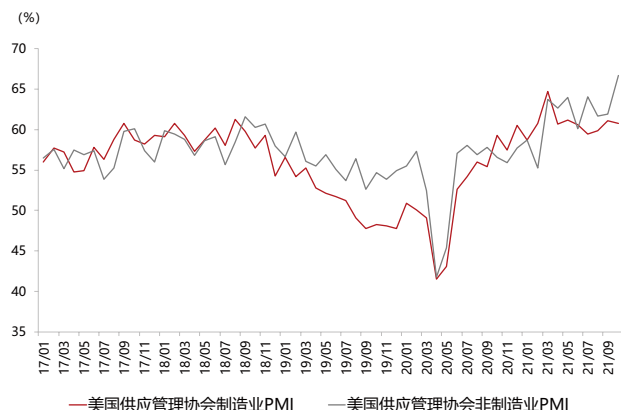
图表 62. 美国劳工参与率及就业率



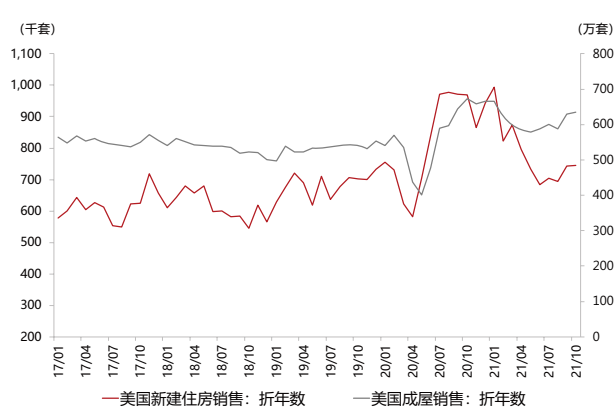
图表 63. 美国密歇根大学消费者信心指数



图表 64. 美国供应管理协会制造业等指数



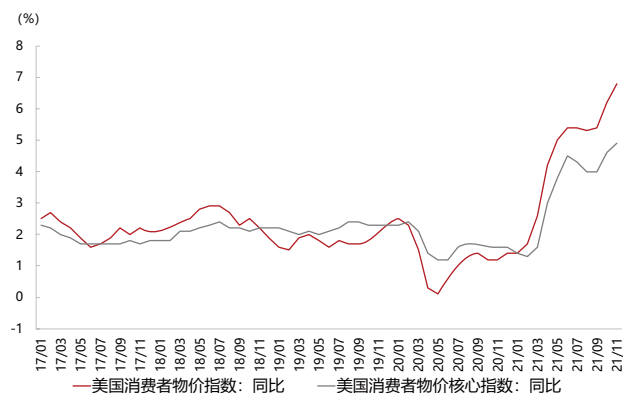
图表 65. 美国新屋及成屋销售



物价指数及其核心指数分别同比上升 5.0% 及 4.1%，创 1990 年 11 月及 1991 年 1 月以来新高，而 11 月消费物价指数及其核心指数的升幅更大，分别为同比 6.8% 及 4.9%，创 1982 年 6 月及 1991 年 6 月以来新高，受供应和交通受阻、劳工参与率低迷等因素的影响，多个分项价格持续高企，如食物、二手车、能源和居所价格，分别同比上升 6.1%、31.4%、33.3% 及 3.8%。2022 年随着通胀基数走高，CPI 同比增速将有所回落，其中能源和交通运输价格在 2022 年 1 月最早就会出现下行压力，食品和住宅在偏晚的 6 月也会开始受到基数效应的影响，预计高通胀将于 2022 年二季度才能逐渐回落。

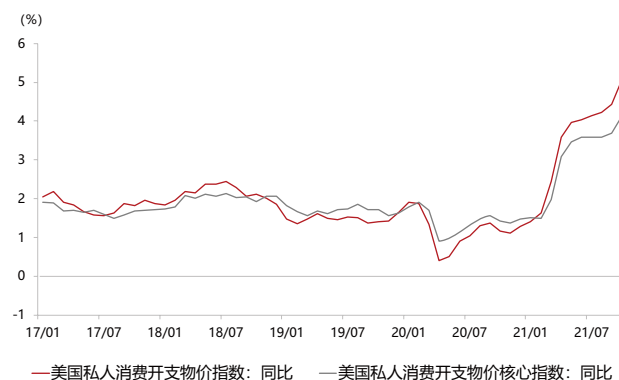
面对近月通胀高企，美联储主席指出通胀的广泛和持久性高于原来预期，暂时性一词将不再使用。通胀高企主要与疫情导致的扭曲有关，而薪金上升则尚未成为推动通胀高企的主要因素，但美联储会密切关注实际薪金增长超出劳动力生产力的风险，认为通胀率将于 2022 年底接近返回其 2% 长期通胀目标。因此，未来将进一步关注疫情和供应瓶颈、财政和货币政策常态化、美国是否对部分中国关税做出调整、劳工参与率是否逐渐回升，及其对工资上涨是否造成压力等将对通胀带来什么影响。尽管供应和交通受阻、劳工参与率低迷等因素会带动美国通胀上升一段时间，并于 2022 年维持在 2% 以上的高位水平，但低基数、供应瓶颈、宽松财政政策等因素难以长期持续，同时部分针对中国的关税或将有微调的可能，因此，引发美国通胀压力长期升温的概率不高，目前需关注劳工参与率低迷造成的工资上涨的压力。但值得注意的是，如果美国供应链问题不能得到有效解决，不排除 2022 年通胀将持续超预期。

图表 66. 美国消费者物价指数



资料来源：万得，中国银行

图表 67. 美国私人消费开支物价指数



资料来源：万得，中国银行

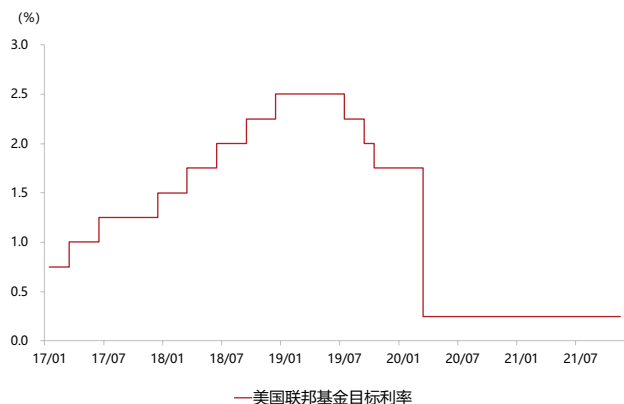
2.3.3 美联储政策：缩减购债，加息渐进

12 月美联储宣布加快缩减购债，2022 年 3 月中完成购债。自新冠疫情暴发以来，美联储一直维持超宽松货币政策，包括维持联邦基金利率于 0% 至 0.25%，同时进行量化宽松。12 月美联储会议在维持联邦基金利率于 0% 至 0.25% 不变的同时，宣布加快缩减购债，由目前每月 150 亿美元增加至 300 亿美元（即 200 亿美元国债及 100 亿美元按揭抵押证券），预计将于 2022 年 3 月中完成。按此计划，从 2021 年 11 月至 2022 年 3 月中期间，美联储将总共购债 2,400 亿美元，相当于未缩减前 8,400 亿美元的不足三成，其资产负债表规模将继续扩张，但扩张速度将放慢，预计到 2022 年 3 月其资产负债表规模将增至约 8.87 万亿美元，较疫情前约 4.15 万亿美元增加约 4.72 万亿美元，增长约 114%，占本地生产总值的比例升至 38.3%，较 2014 年底的高位超出 15 个百分点。

加息逐渐临近，但货币政策正常化路途仍远。美国货币政策正常化的次序是先行减少购债、继而停止购债，最

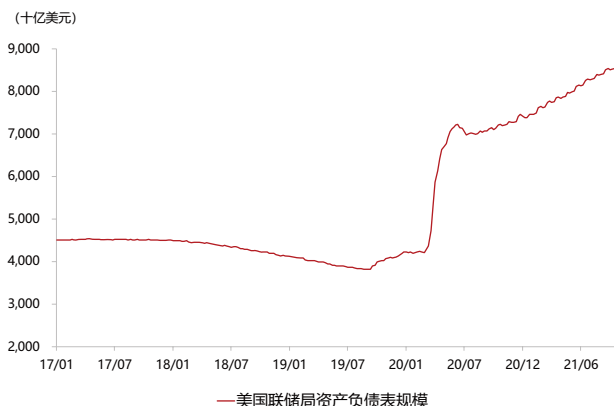
后才逐步温和加息，故提早于 2022 年 3 月中完成购债，并为 2022 年温和加息提供空间。美联储表示由于通胀率已在一段时间超出其 2%，未来将维持联邦基金利率于 0% 至 0.25% 不变直至劳工市场达成其就业最大化的目标。预计美国劳工市场将于 2022 年内逐渐达到充分就业，相信美联储并不急于加息，而是按部就班进行货币政策正常化。因此，除非通胀持续超出预期，美联储或将于 2022 年中前后首次加息，全年加息 0.25%，两次左右，口头偏鹰，实际行动或更鸽一些，随后每年加息三次左右。未来，若美国经济按预期持续复苏，根据其长期均衡利率约 2.5% 看，预计美联储或将需要约 3 年甚至更长时间实现货币政策正常化，货币政策正常化路途遥远。此外，不排除 2022 年美联储延后收紧货币政策可能：一是新冠疫情的不确定性，从目前病毒的变异情况看，疫情在 2022 年卷土重来的可能性不能完全排除；二是 2022 年美国中期选举在即，考虑到中期选举对经济增长的要求，美联储政策收紧步伐或将受到限制。

■ 图表 68. 美国联邦基金利率（上限）



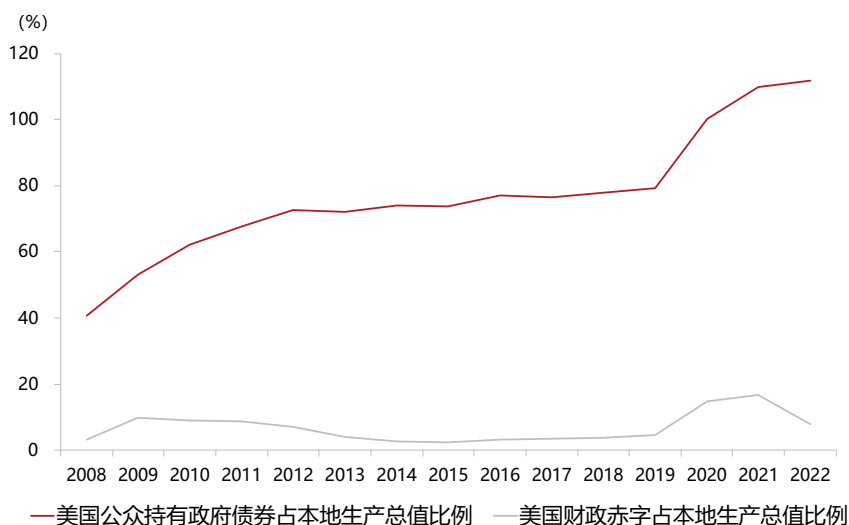
资料来源：万得，中国银行

■ 图表 69. 美国联邦局资产负债表规模



资料来源：万得，中国银行

■ 图表 70. 美国联邦政府财政赤字和负债



资料来源：万得，中国银行

2.4 欧元区及其他新兴经济体

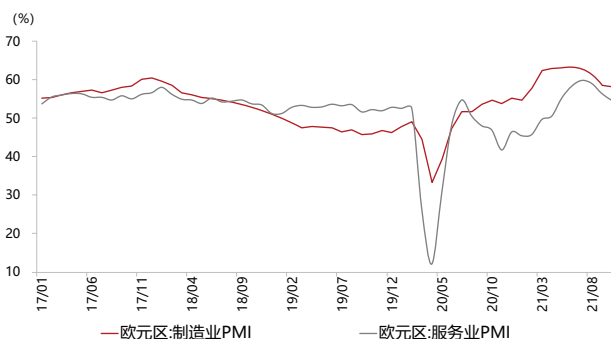
回顾 2021 年，欧元区经济复苏较慢，疫情影响是拖累经济的主要原因之一，同时欧洲各国经济复苏分化现象比较明显。展望 2022 年，欧洲经济复苏延续，但随着财政政策力度下降，欧洲经济复苏的斜率可能进一步下降。通胀方面，考虑到 2022 年全球能源供需格局将有所好转，预计欧洲通胀上行速度将有所放缓。货币政策方面，预计欧央行将在缩减购债等边际收紧流动性投放方面被迫跟随美联储。此外，2022 年，考虑到疫情对新兴国家和地区影响更为显著，仍需关注新兴市场的疫情和生产端复苏情况；同时关注新兴经济体的高杠杆高外债和经济脆弱性问题。

2.4.1 欧元区：通胀缓和，复苏延续

欧元区自 2020 年三季度经济复苏开始，截至 2021 年 11 月已经连续 17 个月制造业 PMI 指数位于荣枯线上方，但与美国的制造业和非制造业同步复苏不同的是，欧元区的服务 PMI 指数直到 2021 年 4 月才持续位于荣枯线上方，服务业相较制造业不仅复苏的时间晚，复苏斜率也低，在上升仅 4 个月之后，服务业 PMI 指数与制造业 PMI 指数几乎同步开始下行，显示欧洲经济复苏步伐明显偏慢。

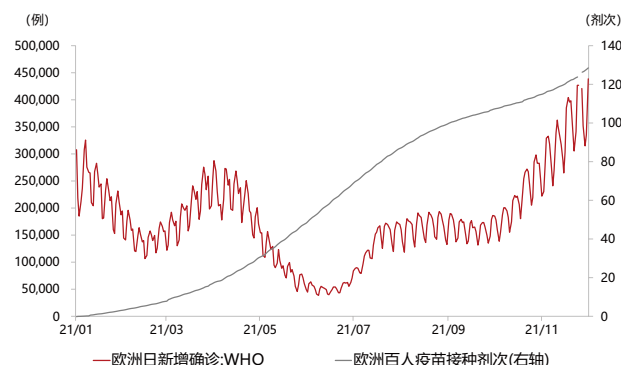
欧元区经济复苏较慢，部分原因是受疫情影响。2021 年初疫情反弹一度导致欧洲部分国家再次陷入封锁。2021 年 10 月以来，欧洲新冠确诊人数快速上升，而截至 12 月中旬，欧洲地区新冠疫苗接种量仅为每百人 136 剂次，接种率明显低于中美，如果新冠疫情秋冬季在欧洲卷土重来，则可能加剧欧洲复苏斜率下行的过程，并且显著拉长欧洲经济复苏的时间。考虑到当前德法意新增确诊人数已经接近回到了 2020 年秋冬季同期水平，需要关注欧洲各国是否会进一步采取措施应对新冠疫情在秋冬季的蔓延。

图表 71. 欧洲复苏相对偏慢



资料来源：万得，中银证券

图表 72. 2021 年秋冬季欧洲新冠疫情再度加重



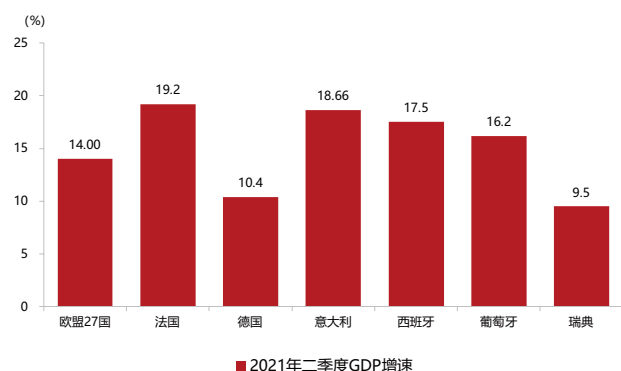
资料来源：万得，中银证券

欧洲各国经济复苏分化现象比较明显。欧元区 2021 年二季度实际 GDP 季调同比增长 14.2%，欧盟 27 国二季度实际 GDP 季调同比增长 13.7%，欧元区内部主要国家中，经济增速存在明显分化，增速较高的包括法国同比增长 19.2%，意大利同比增长 18.7%，增速较低的包括瑞典同比增长 9.5%，德国同比增长 10.3%。但考虑到

2020 年二季度新冠疫情给欧洲经济造成的基数影响，因此以不变价 GDP 换算同比 2019 年同期经济恢复程度的情况下，葡萄牙较 2019 年二季度偏低 4 个百分点，西班牙较 2019 年三季度仍偏低 6.1 个百分点，主要国家中仅瑞典二季度实际 GDP 已经回到了 2019 年同期水平。

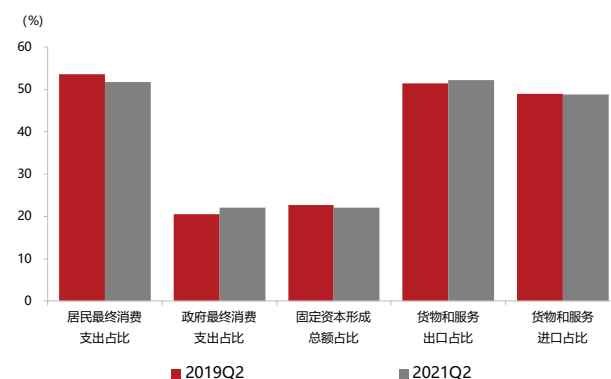
从二季度欧盟 27 国的不变价 GDP 结构看，与 2019 年二季度相比，占比明显上升的是政府消费和出口，占比下降的则是居民消费和投资，一定程度上说明欧洲经济复苏过程当中，对财政政策的依赖程度要远高于美国，考虑到当前欧洲各国实际 GDP 大多仍未回到疫情前水平，随着财政政策力度下降，欧洲经济复苏的斜率可能进一步下降，2022 年不排除与美国经济增速差小幅放大的可能。

■ 图表 73. 欧盟及主要成员国二季度实际 GDP 同比增速



资料来源：万得，中银证券

■ 图表 74. 欧盟二季度 GDP 构成变化

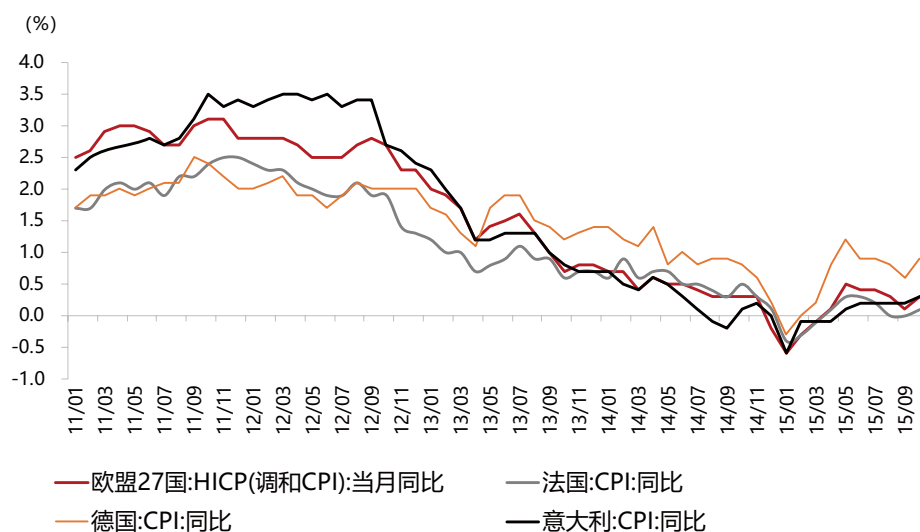


资料来源：万得，中银证券

2022 年欧洲通胀上行速度预计放缓。2021 年 10 月欧盟 27 国调和 CPI 同比增长 4.4%，创下次贷危机以来新高。从欧盟 27 国调和 CPI 构成看，与美国通胀类似的是，同比增速较快的主要是能源和电力、燃气及其他燃料，此外交通的同比增速也受能源价格上涨影响，同比涨幅达到 9.1%，但与美国不同的是，欧盟 27 国的工业制品价格同比增速也达到 9%，主要是受到 PPI 同比增速大幅上涨向消费品价格传导的影响。欧洲能源价格上涨主要受三方面因素影响：一是全球复苏共振，导致全球能源供需结构阶段性不匹配，推高能源价格；二是秋冬季气候影响，进一步加大了能源供需结构不平衡；三是绿色低碳发展道路下，欧洲能源消费结构的变化导致其更容易受到天然气和原油价格上涨的影响。考虑到 2022 年全球能源供需格局将有所好转，预计欧洲通胀上行速度将有所放缓。目前，欧央行上调了本地 2021 年和 2022 年的通胀预期，但预计 2023 年通胀增速将明显回落。截至目前，欧央行的货币政策表现出对通胀阶段性上行的极大忍耐，向市场释放出不会因为通胀调整货币政策的明确态度。

11 月美联储议息会议落地缩减购债之后，欧央行虽然没有表态收紧货币政策，但购债速度相较二季度进一步放缓。从欧央行资产负债表看，截至 2021 年 11 月，欧央行总资产规模已经达到创纪录的 8.38 万亿欧元。从结构看，与新冠疫情前相比，占比变化不大的是欧元区居民欧元证券，占比大幅上升的是和货币政策操作相关的对欧元区信用机构的欧元借款，可见欧洲地区政府和金融机构的融资和流动性都相当依赖欧央行的流动性投放。自从美联储开始引导市场预期缩减购债之后，欧元区公债收益率也跟随美债收益率上行，美欧利差基本维持平稳，但 2022 年欧央行的宽松货币政策可能将更多面临来自美联储的外溢性影响，面对市场对美联储 2022 年逐渐升温的加息预期，

图表 75. 欧洲通胀阶段性上行

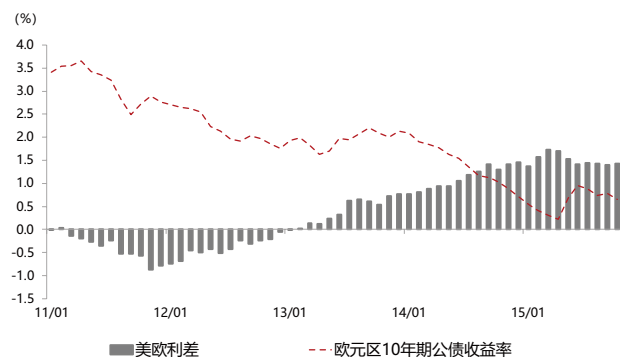


资料来源：万得，中国银行

欧央行仍在引导 2022 年不会加息，考虑到货币政策不跟随可能导致明年欧债收益率上行，预计欧央行将在缩减购债等边际收紧流动性投放方面被迫跟随美联储收紧。

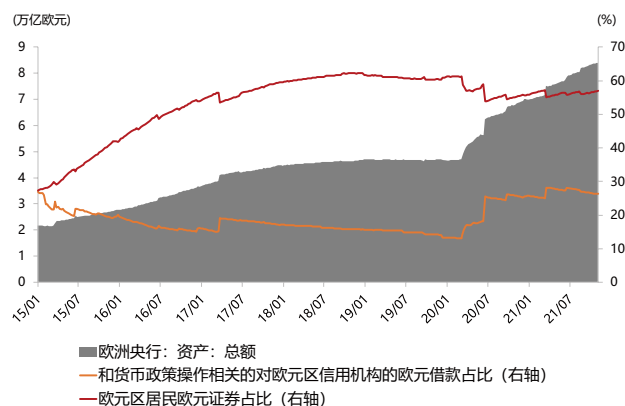
欧央行货币政策的两难在于经济和汇率。欧洲的根本问题依旧是经济复苏过程偏慢，根据 IMF 预测，2022 年欧元区实际 GDP 同比增长 4.35%，但 2020 年新冠疫情对欧元区经济的冲击要较美国程度更大，此后连续两年，欧元区的经济增速都显著低于美国，这是导致欧央行货币政策难以紧跟美联储的根本性原因。在经济复苏偏慢和货币政策与美联储脱节的情况下，一旦美联储开启加息进程，欧央行则需要考虑国际资本净流出可能对本地区造成的负面影响。如果为平衡汇率和资本账户，则欧央行需要启动加息；如果为保障资本市场流动性平稳，则需要加大资金投放力度；如果届时出现通胀居高不下或者经济复苏减缓，则会进一步对欧央行的货币政策造成两难。

图表 76. 欧央行跟随美联储边际收紧货币政策



资料来源：万得，中国银行

图表 77. 欧央行继续扩表空间缩小



资料来源：万得，中国银行

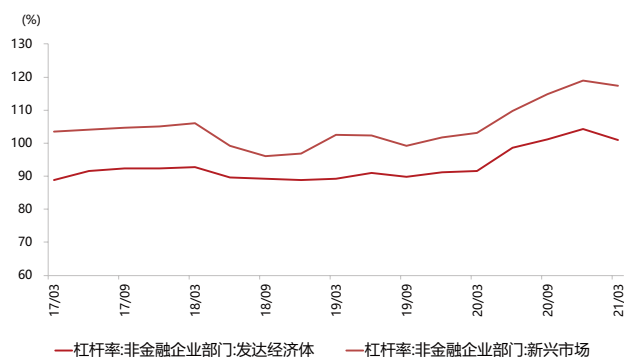
2.4.2 其他新兴经济体：疫情有望减弱，谨防外部冲击

新兴经济体基本面预期充分。新冠疫情冲击以来，特别是在 2021 年期间，新兴经济体的基本面被市场预期反应较为充分。IMF 于 2021 年 10 月的预测显示 2021 年新兴市场与发展中经济体增长 5.1%。2022 年，仍需关注新兴市场的疫情和生产端复苏情况。疫情的季节性对新兴国家和地区影响显著，主要是因为疫苗接种率偏低，随着疫情波动的是新兴国家和地区劳动力供给水平的波动，这也直接导致生产能力的波动。在此背景下，全球供应链的恢复仍有波折。

新兴经济体的高杠杆高外债更值得关注。新冠疫情所导致的新兴经济体债务水平上升问题在 2022 年尤其需要关注。从非金融企业部门杠杆率看，2008 年次贷危机之后，新兴市场杠杆率就从 60% 左右水平持续上升，新冠疫情冲击前已经在 100% 左右波动了大约四年，相较于新兴市场杠杆率持续上升，发达经济体的杠杆率维持在 80%—90% 区间波动，基本维持平稳。新冠疫情后非金融企业部门杠杆率的平稳波动局面被打破，其中发达经济体杠杆率自 2020 年二季度开始快速上升，并于 2020 年底达到阶段性高点 104.2%，新兴市场杠杆率也在同期触及阶段性高点 119%，2021 年一季度发达经济体和新兴市场杠杆率分别较 2020 年四季度回落 3.3 个百分点和 1.7 个百分点。从新兴市场短期外债看，政府部门和公司部门整体仍维持相对平稳，但 2021 年一季度开始，金融机构的短期外债环比出现明显上升趋势，2021 年二季度金融机构短期外债同比增幅更是达到 14%。

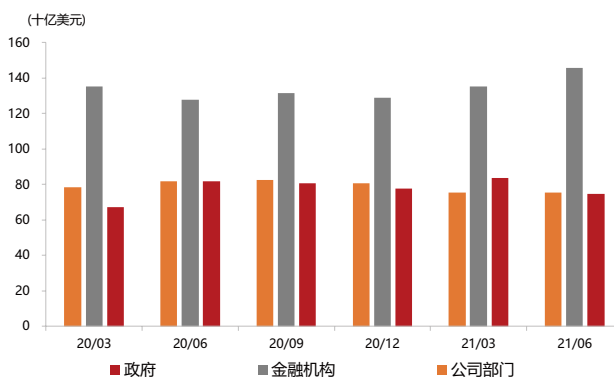
新兴经济体经济脆弱性，导致其更容易受美国货币政策变化冲击。考虑到美国经济自疫情冲击后复苏持续向好，美联储于 2021 年 11 月已经开启了缩减购债，国际资本市场已经开始预期缩减购债政策大概率在 2022 年中期结束，届时美联储可能开始引导市场加息预期，在美联储持续收紧货币政策预期下，美元指数近期已经上行突破 95。美联储的货币政策将通过汇率、利率和国际资本流动对新兴国家和地区产生影响，主要逻辑有两条：一是新兴国家不跟随美国加息，导致与美元资产息差拉大，国际资本出现净流出，与本土贬值形成恶性循环；二是新兴国家跟随美国加息，但自身经济基础薄弱，受到加息影响，实体经济再融资成本明显上升，在杠杆率处于较高水平的情况下导致债务风险。因此 2022 年新兴国家和地区投资应该首要关注其经济恢复情况。

图表 78. 新兴市场杠杆率处于历史较高水平



资料来源：万得，中国银行

图表 79. 新兴市场金融机构短期外债上升趋势明显



资料来源：万得，中国银行



权益篇

A 股(东方)复兴行 稳致远,美股(西方) 上涨动力趋缓

中国 A 股在经历 2019 年的转折, 2020 年的复苏和 2021 年的“复兴趋势确认”之后未来繁荣可期。预计 2022 年 A 股仍处于复兴初期, 需要强基固本, 夯实未来繁荣根基, 全年定性仍然看涨, 结构更加均衡, 投资体验更优; 港股低估值不可习以为常, 或是“转折和价值回归之年”。美股(西方)在流动性阶梯回落, 盈利增速趋缓大背景下, 上涨动能减弱, 但仍具有配置价值。新兴市场复苏节奏差异, 表现料将分化。

3.1 中国股市：复兴趋势确立，未来繁荣可期

3.1.1 中国 A 股：复兴初期，行稳致远

回顾 2021 年，中国股市结构分化十分明显，可以概括为成长优于价值、小盘优于大盘。从指数的表现上看，创业板指明显跑赢上证指数与深证指数，中证 1000 指数明显跑赢沪深 300 与上证 50。回顾全年走势可以发现，春节之后，伴随着美债收益率的快速上行，全球资本对通胀的担忧情绪加剧，这使得国内“茅指数”的估值被迅速打压并出现一波快速下跌。以沪深 300 为例，春节后的 26 个交易日，沪深 300 指数下跌幅度达到 15.18%，这一跌幅甚至超过了 2020 年疫情暴发阶段市场恐慌所带来的跌幅。伴随着“茅指数”抱团的瓦解，A 股市场的交易逻辑开始慢慢转向寻找经济复苏所带来的细分行业景气赛道上。首先是以新能源为代表的行业需求迎来大爆发，同时政策支持力度也在不断加强，带动半导体、芯片、高端装备等卡脖子行业持续上涨；随后由于全球发达经济体不断复苏而发展中国家依然受疫情困扰、供给受限导致上游大宗商品价格持续上行，叠加国内供给侧改革与双碳政策的压力，从而带动国内上游原材料行业出现了一轮明显上涨。而由于疫情在全年的反复扰动，以及国家在地方财政与房地产上的信用收缩，导致经济在三季度出现了下行趋势。这也让金融、地产、医疗、消费等行业持续承压。沪深 300 指数在上述两轮结构性行情中持续在全年低位徘徊，可见资金博弈现象明显。但即使是在经济复苏见顶回落、政策回归常态、全球通胀和疫情阴影挥之不去的情况下，截至 2021 年 12 月 15 日万得全 A 指数全年依然录得了 9.67% 的正收益，这也再次验证了我们上年的判断，A 股打破涨不过三年的魔咒，终结“牛短熊长”的历史，从此确认权益投资大时代的复兴趋势。

展望 2022 年，在百年未有之大变局加速演进过程中，中国国家治理体系与能力比较优势决定了中国经济长期向好的基本面，中国经济高质量发展决定了中国股市必将成为扎实推进全体人民“共同富裕”长期目标的重要载体，监管政策的宏观审慎、跨周期调节、精准施策也大大熨平了中国股市的波动性，中国股市已经或即将引领中华民族的伟大复兴，“中国股市复兴趋势得以确认”。当然复兴之路未必一帆风顺，但这种大的格局必须坚持，内在逻辑不可忽视。中国核心资产在全球性价比的优势，海外资金配置中国资产的长期趋势已经形成；共同富裕、房住不炒、国策下多渠道增加国民财产性收入，居民家庭财富再平衡决定了居民配置权益资产趋势亦不可逆转。我们预计 2022 年中国股市有望继续走在复兴之路上，复兴逻辑与趋势进一步得以强化和认同，机会将大于 2021 年。支撑上述判断的主要依据如下：1、2022 年信用政策将由收缩转向积极，对估值抬升有所帮助。2、PPI 与 CPI 剪刀差逐渐收窄，中下游企业利润将得到改善。3、疫情终将成为过去，大众消费复苏可期。4、国内居民资产再平衡提速，海外资金配置中国资产步伐加快，增量资金依然可观。但仍需时刻关注全球以及国内通胀预期的变化是否会导致股市出现宽幅波动。从细分行业上看，专精特新、科技创新与高端制造将成为全年的主线，大众消费亦将值得期待。我们将从估值、基本面、政策逻辑、股票与资金供求四个层面来分析 A 股的中期趋势。

3.1.1.1 政策逻辑：助力共同富裕，股市应当大任

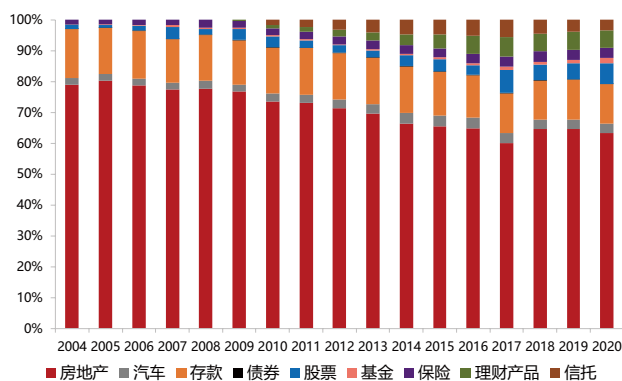
2021 年 8 月习总书记在中央财经委员会第十次会议上提出扎实推进共同富裕。党的十八大以来，党中央把握发展阶段新变化，把逐步实现全体人民共同富裕摆在更加重要的位置上，推动区域协调发展，采取有力措施保障和改善民生，打赢脱贫攻坚战，全面建成小康社会，为促进共同富裕创造了良好条件。现在，已经到了扎实推动共同

富裕的历史阶段。

共同富裕是全体人民的富裕，不是少数人的富裕；是人民群众物质生活和精神生活都富裕，不是简单的物质生活富裕；是鼓励勤劳创新的差别富裕，不是整齐划一的平均主义；是分阶段促进共同富裕，不是一蹴而就。促进共同富裕一方面要通过高质量发展做大蛋糕；另一方面还要通过“三次分配”等系列举措缩小收入差距、城乡差距、地区差距，分好蛋糕；通过助力社会民生服务优质共享促进公平，实现人民群众物质生活和精神生活全面富裕。最终形成中间大、两头小的橄榄型社会。

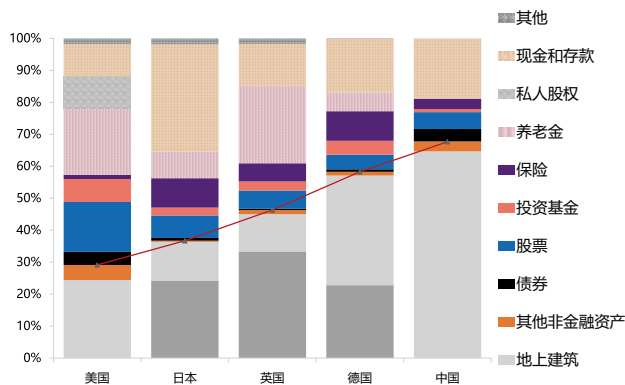
党的十九大报告和十四五规划提出，到 2035 年“全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展”，到本世纪中叶“基本实现共同富裕”，共同富裕已经成为未来国策。在“共同富裕”和“房住不炒”政策背景下，多渠道增加居民财产性收入，中国居民家庭资产结构面临再平衡，降低房地产资产配比同时增加金融资产配比大势已成且呈加速之势。对比美国等发达国家居民家庭资产配置结构，中国居民家庭金融资产配置中股票、基金以及第三支柱养老仍然有很大提升空间。进一步看，在居民家庭金融资产配比中，非存款占比提升趋势亦很明显。2020 年我国居民的金融资产比例已提高到 33.7%，相较于 2010 年提高了 10%。其中非存款金融资产占比 20.8%，相较于 2010 年提高了 11.8%，非存款金融资产占比提升幅度快于金融资产占比提升幅度。根据对美日欧等发达国家居民资产配置结构的变化趋势做对比可以发现，当国家经济增速逐步下行，利率水平逐步下行的过程中，金融资产以及股票资产在居民资产配置结构中的占比在不断提高。

图表 80. 中国居民资产配置结构演变



资料来源：万得，中国银行

图表 81. 美英德日居民资产配置结构



资料来源：万得，中金，中国银行

3.1.1.2 基本面：政策转向稳增长，企业盈利止跌企稳

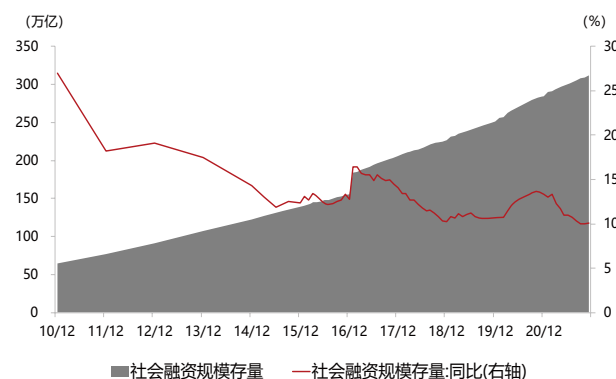
得益于中国强有力的抗疫政策，让中国经济先于欧美等发达国家复苏，同时也为经济结构优化调整赢得窗口期。中国政策率先回归正常，社会融资规模存量同比增速下滑约 3 个百分点，特别是房地产领域的融资、贷款额度限制等，均为近年历次调控之最，政策的率先回归也为未来储备更多政策空间。经济增长方面，2021 年 2 季度开始，PPI 的快速上行对中下游企业盈利造成挤压，同时受制于限产限电等影响，经济动能趋缓现象愈发明显。2021 年 10 月以来，发改委出台了一系列保供稳价政策，其中黑色系商品价格出现了大幅度调整，同时企业限电现象也得到缓解，预期未来 PPI 将从高位回落，中下游企业盈利得到修复。在 2021 年 12 月初召开的中央经济工作会议来看，政策正式

转向稳增长, 预计将带来市场预期边际改善。本次经济工作会议对明年经济形势作出重大判断, 即世纪疫情冲击下, 明年外部环境更趋错综复杂, 内部面临需求收缩、供给冲击和预期转弱三重压力。因此, 中央经济工作会议通稿 25 次提及“稳”, 明确提出明年经济工作要“稳字当头、稳中求进”。会议要求, 各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任, 各方面要积极推出有利于经济稳定的政策, 政策发力适当靠前。可以预见, 2022 年将又是以经济建设为中心的年份。

工业企业利润增速下滑以及金融行业利差难以扩大指向 A 股盈利增速将继续下行。需求层面, 一方面, 销售 -> 拿地 -> 新开工全面走弱, 地产投资下行压力不减; 另一方面, 疫情缓解, 供应链恢复, 我国出口份额承压, 出口增速跟随全球去库周期面临均值回落压力; 最后, 结构性调控思路下, 传统行业信用扩张托而不举, 以防范风险为底线, 宽信用的主要发力方向将重视结构, 倾向于绿色新兴产业。价格方面, 根据我们宏观组的判断, 国内 PPI 明年下行压力较大。在需求下滑的背景下, 金融企业利差收入也难以扩大。在需求压力和价格回落两方面作用下, 全 A 企业盈利下行压力凸显。

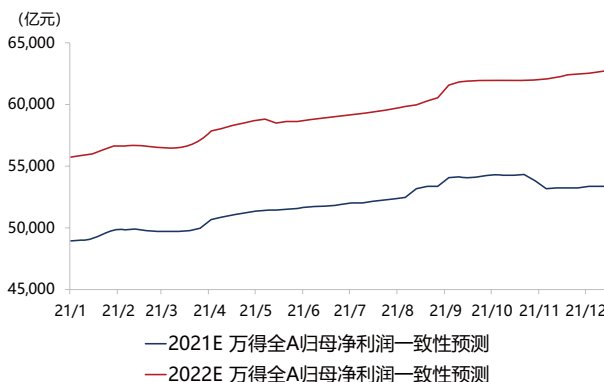
但政策转向稳增长, 行业政策的进一步清晰以及社融见底回升, 国内流动性稳中趋松势必推动企业盈利增速止跌企稳, 盈利预期见底回升, 也将淡化经济基本面的不利影响并提升市场风险偏好。

■ 图表 82. 社会融资规模存量



资料来源: 万得, 中国银行

■ 图表 83. 万得全 A 净利润一致性预测

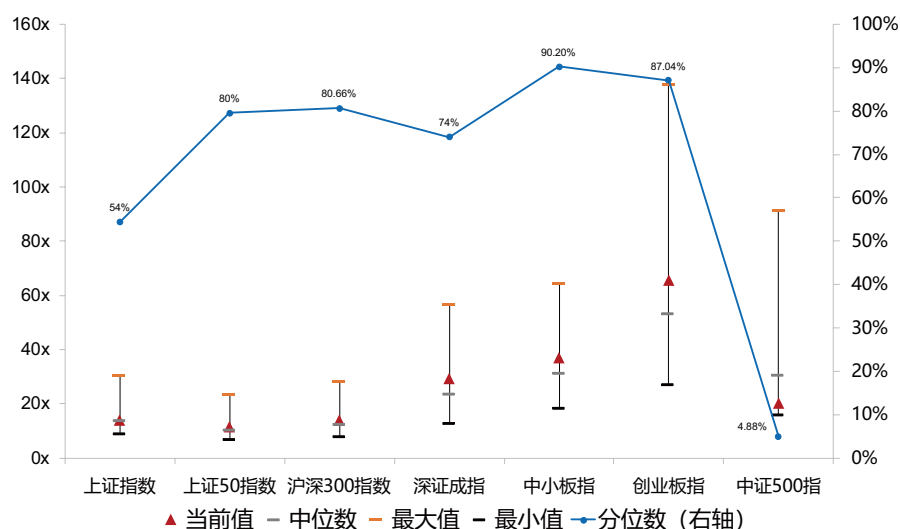


资料来源: 万得, 中国银行

3.1.1.3 估值: 整体估值偏低可托底, 景气行业支撑结构牛

通过分析对比 2010 年以来 A 股主要指数的 PE、PB 运行区间与现值所在位置可以发现, 现阶段除中证 500 指数位于历史低位, 上证指数位于历史中位数偏下位置外, 其余指数均高于历史中位数, 创业板指与中小板指估值更是位于历史 80% 分位数以上。

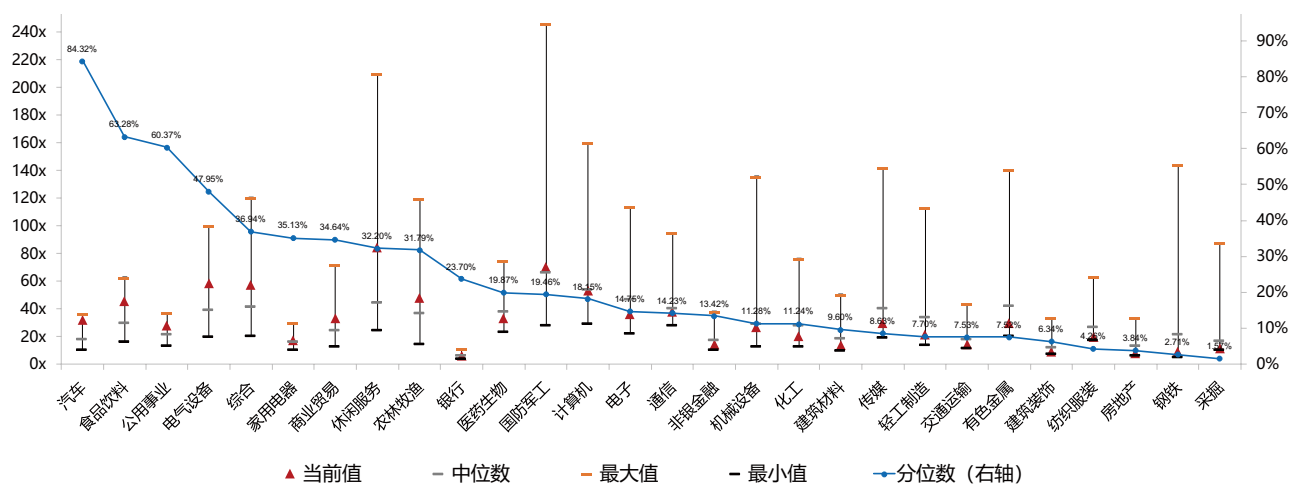
图表 84. A 股主要指数 PE 历史对比



资料来源：万得，中国银行

但从细分行业的估值情况去看，又会发现不同的现象。我们通过对申万一级行业指数自 2010 年以来的 PE 运行区间与现值所在位置会发现，仅有 10 个行业的 PE 现值位于历史中位数以上，占比只有全行业的 35.71%。这一结果与大多数指数估值位于历史中位数以上的现象存在一定反差。

图表 85. A 股主要行业 PE (自 2010 年 1 月起，按所处分位数由高到低排序)



资料来源：万得，中国银行

出现这一现象的原因与 2021 年复杂的宏观环境有关。经济下行叠加信用收缩导致 A 股市场中的景气行业减少, 资金为了确定性而不断去追逐景气行业导致剩余的景气行业估值不断被升高, 同时其他景气度下降的行业在信用收缩的过程中, 估值也在不断被压缩, 行业估值分化显著。鉴于国家在转型绿色低碳、科技自立、专精特新等方面持续的政策支持, 相关行业景气度仍然很高, 支持结构牛市行情得以延续。

2022 年值得关注的是国家为支持“双碳”所出台的一系列定向扶持政策。中国已经逐渐摆脱过去依靠房地产及投资拉动经济增长的状态, 转而在高端制造产业链、绿色清洁能源、科技创新自主可控等方向出台了一系列顶层规划方案。这也让国内经济结构向着长期健康可持续发展转型, 同样相关行业的景气度也在持续提升。2021 年 11 月 8 日, 央行推出碳减排支持工具, 这标志着“双碳”支持政策正式开启, 预计 2022 年将会继续出台政府财政以及税收等具体支持措施。A 股市场也将在相关政策的带动下降低周期性波动, 结构更加合理。

图表 86. 碳减排支持工具涉及领域

碳减排支持工具支持项目	
清洁能源	风力发电、太阳能利用、生物质能源利用、抽水蓄能、氢能利用、地热能利用、海洋能利用、热泵、高效储能(包括电化学储能)智能电网、大型风电光伏源网荷储一体化项目、户用分布式光伏整县推进、跨地区清洁电力输送系统、应急备用和调峰电源等。
节能环保	工业领域能效提升、新型电力系统改造等
碳减排技术	碳捕集、封存于利用等

我们将 A 股市场估值与全球主要经济体股市估值对比发现, A 股主要指数整体估值偏低, 中证 100、沪深 300PE 仅为 11 和 12 倍, 放在每年仍可保持 5% 以上增速发展的新兴经济体来讲无疑是被低估的, 在全球负利率资产规模不断扩大的当下, 中国核心资产性价比优势显著, 可以托底。

3.1.1.4 股票与资金供求：供需两旺依旧，配置浪潮来袭

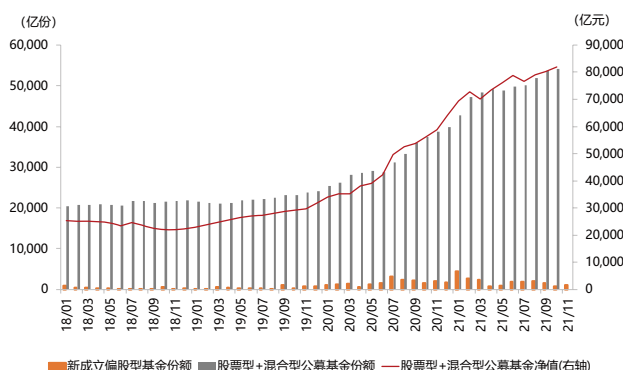
随着北交所的设立, 一个“规范、透明、开放、有活力、有韧性的多层次资本市场”已经搭建完成。我国资本市场将在对接国家战略、服务实体经济、优化资源配置、支持创业创新、推动高质量发展方面发挥重要的媒介作用。而市场流动性宽松与否, 资金供求关系将对明年 A 股市场的走势产生直接的影响, 我们预计 2022 年 A 股市场优质股票与资金供给仍保持供需两旺的态势, 测算 2022 年全年资金净流入 14000—16000 亿元之间。

资金供给: 2022 年 A 股市场新增资金供给预计将达约 40000 亿元。其中公募基金新增资金供给约 18000 亿元, 私募基金新增资金供给约 13000 亿元, 银行理财资金供给新增约 1000 亿元, 保险资金供给新增 1500 亿元, 社会保险资金供给新增约 800 亿元, 养老金资金供给新增约 400 亿元, 企业年金资金供给新增约 800 亿元, 杠杆资金供给新增约 1800 亿元, 海外资金预计新增供给约 3000 亿元。

资金供给之公募、私募基金：2021 年截至 11 月末，公募基金已成立 1628 只新基金，合计发行规模达 25478.29 亿元。其中股票型基金发行 447 只，发行规模 3435.82 亿元；混合型基金发行 774 只，发行规模 15587.96 亿元。截至 11 月末，偏股型基金发行规模 20356 亿元，预计今年全年新增 22206 亿元，较 2020 年增长 10.7%。2022 年公募基金按新发规模 10% 增长，平均股票仓位 80% 测算，预计能为 A 股市场带来增量资金 18000 亿。

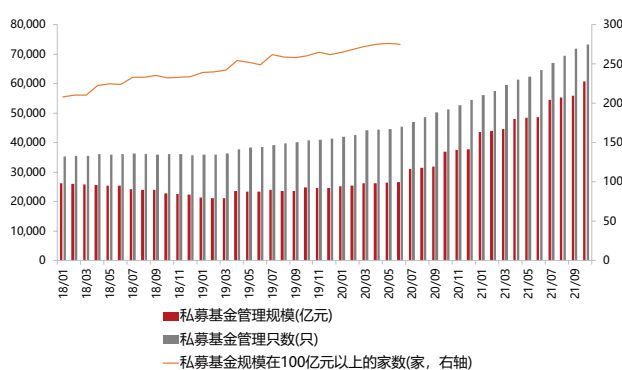
2021 年私募基金迎来大爆发，无论是管理规模还是产品只数较去年均有大幅增长。私募基金规模截至 11 月末达 61041 亿元，全年测算较去年新增 27771 亿元，增幅 73%。由于基金业协会月度披露资产净值，但股票投资规模及比例仅在年度报告《私募基金登记备案及投资运作概况》披露，所以根据 2020 年披露数据，股票及混合类私募基金占比 66.4%，平均仓位 70%，以及明年私募基金新增规模较今年持平的情况下，测算 2022 年预计能为 A 股市场带来新增资金约 13000 亿元。

图表 87. 公募基金新发份额及存量净值变动



资料来源：万得，中国银行

图表 88. 私募基金管理规模

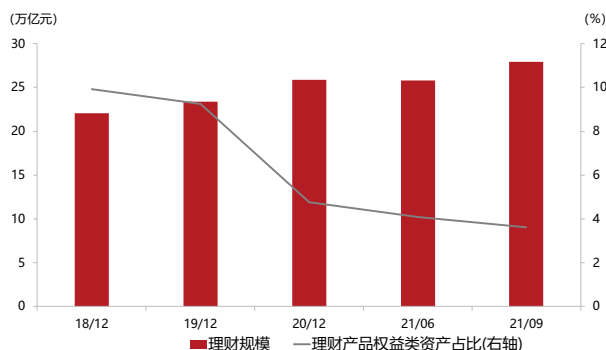


资料来源：万得，中国银行

资金供给之银行理财：预计 2022 年银行理财资金新增权益投资资金 1000 亿元。2021 年末资管新规收官，绝大部分银行理财完成净值化转型工作。理财子公司承接了银行发行、管理产品的职责，非保本理财配置权益资产的规模稳中有升。截至 2021 年 11 月，全年累计发行理财产品 45425 只，其中非保本产品 43787 只，占比 96.39%。根据 11 月 1 日，银行理财登记中心发布的《2021 年三季度理财市场数据分析》显示，截至 9 月末银行理财市场存续规模达 27.95 万亿元，同比增长 9.27%，其中权益类资产按中性 3.5% 测算，预计 2022 年理财产品能给 A 股市场带来新增资金约 1000 亿元。

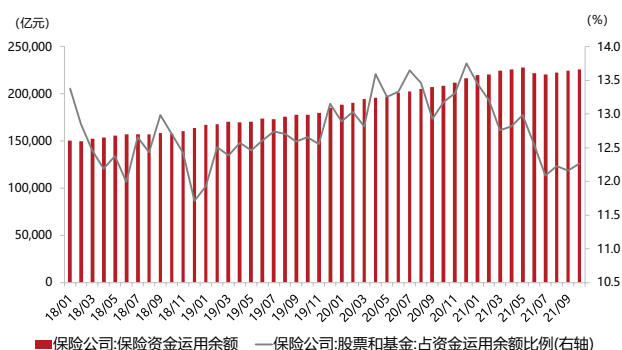
资金供给之保险资金：预计 2022 年保险新增权益投资资金 1300 亿元。截至 2021 年前三季度，保险资金运用余额为 22.44 万亿元，较去年末增长 0.76 万亿元。从行业权益投资占比来看，股票和基金的占比为 12.16%，对应规模 2.73 万亿元。预计 2021 年保险资金净流入规模可能达到 1406 亿元。假设股票和基金整体投资占比略微提升至 13%，并根据保费收入在全年的分布情况，估算 2022 年保险资金流入规模可能达到 1300—1500 亿元。

图表 89. 银行理财规模及权益类资产占比



资料来源：万得，中国银行

图表 90. 保险资金运用余额及股票和基金占比

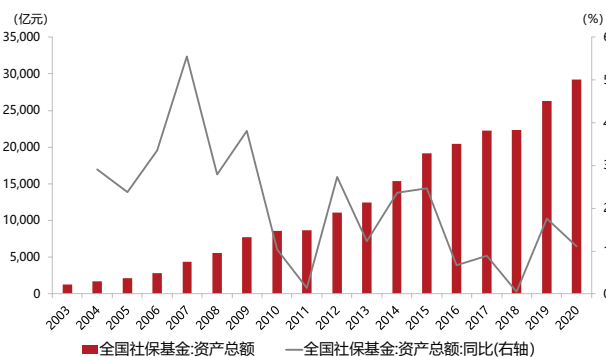


资料来源：万得，中国银行

资金供给之社保、养老金、年金：截至 2020 年末，全国社保基金资产总额 2.92 万亿，同比增长 11.19%。按照每年 10% 增速，预计今年末全国社保基金资产总额达 3.21 万亿，按 25% 的权益类投资占比，预计贡献新增资金 731 亿，2022 年预计为 A 股市场带来新增资金 800 亿。根据兴业证券测算，2022 年养老金、企业年金将为 A 股市场带来增量资金 400 亿元和 800 亿元。

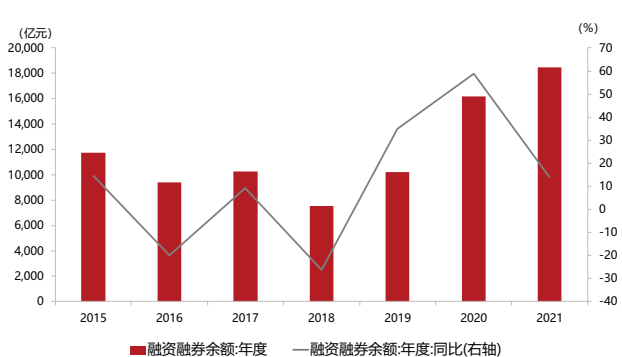
资金供给之券商融资：2020 年券商融资资金全年累计净流入 5997.61 亿元。截至 2021 年 11 月末，券商融资融券资金余额 1.85 万亿元，同比增加约 14%，净流入资金 2270 亿元。2022 年按 10% 的增速测算，预计将为 A 股带来新增资金 1800 亿元。

图表 91. 全国社保基金资产总额及同比增速



资料来源：万得，中国银行

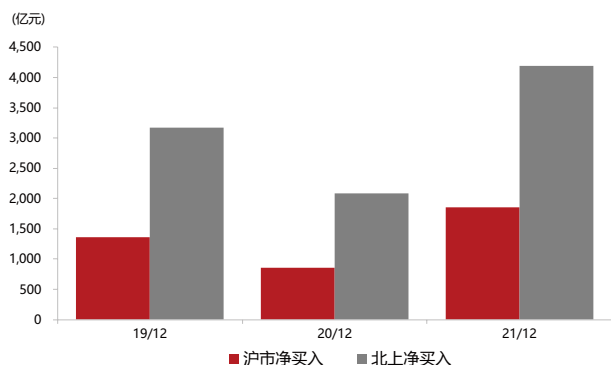
图表 92. 融资融券余额及同比增速



资料来源：万得，中国银行

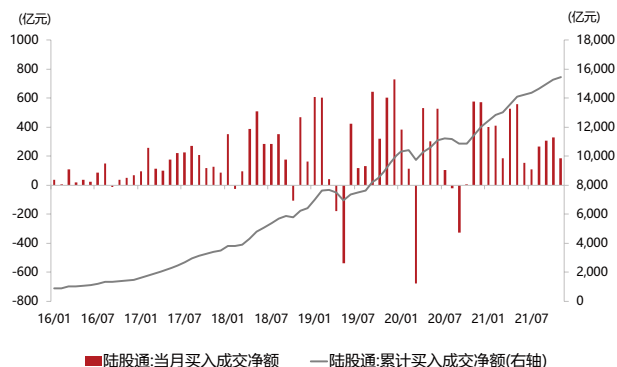
资金供给之外资：随着资本市场对外开放提速，外资正在成为 A 股市场一股重要力量。2021 年前 11 个月累计净流入 3432 亿元。随着美联储开启 Taper，全球流动性重估等因素，据兴业证券测算，2022 年外资预计将为 A 股带来新增资金 3000 亿。

■ 图表 93. 陆股通年度净买入额



资料来源：万得，中国银行

■ 图表 94. 陆股通月度及累计净买入额

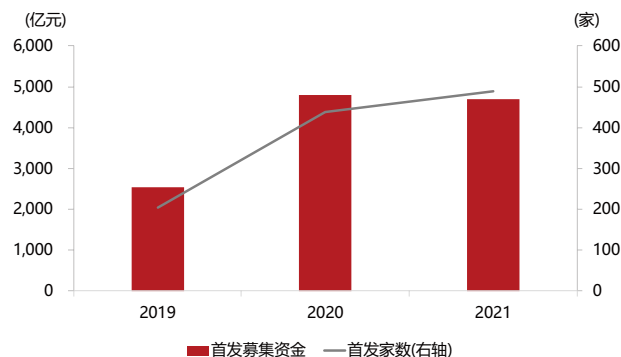


资料来源：万得，中国银行

资金需求：股市资金需求方面，我们预计 2022 年市场的整体需求将达到 25000—26000 亿元，其中权益融资需求 15000—16000 亿元，产业资本减持需求 4100—4300 亿元，交易费用需求 3400—4000 亿元，基金费用需求 1400—1600 亿元。

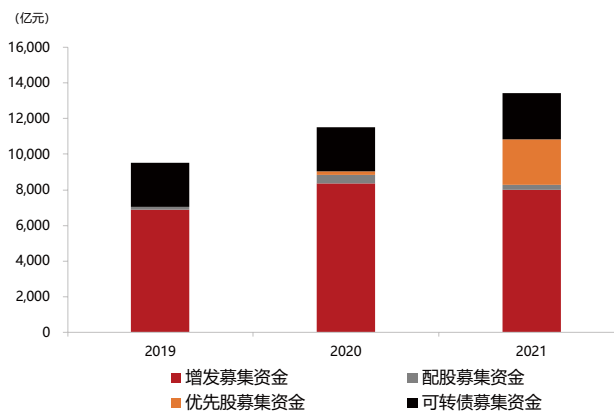
权益融资方面：截至 2021 年 11 月 19 日，IPO 共募集资金 4479.56 亿元，较去年全年减少 359.04 亿，总共已上市 303 家，其中主板 1768.10 亿元、创业板 1132.35 亿元、科创板 1506.34 亿元、北证 72.77 亿元。值得注意的是，截至 11 月 18 日，共计 414 家公司首发 IPO 上会，其中 367 家通过，23 家被否，通过率为 88.65%；而在 2020 年过会率为 96.05%。由此可见，尽管注册制推广范围不断扩大，但在“零容忍”政策下，今年以来首发 IPO 上会公司数量和过会率都有一定的下滑，主要体现在沪深主板。2022 年伴随着创业板注册制推广扩围、北交所开板运作，预计 2022 年 A 股 IPO 募资规模 5000—6000 亿左右。再融资方面，截至 11 月 19 日上市公司再融资（包括增发、可转债、配股和优先股）募资金额合计 9558.98 亿元，全年有望达到 10000 亿元，小于 2020 年规模。随着后疫情时代经济活动增加和企业投资意愿增强，预计 2022 年权益融资规模在 15000—16000 亿元之间。

图表 95. 近三年 IPO 家数及募集规模



资料来源: 万得, 中国银行

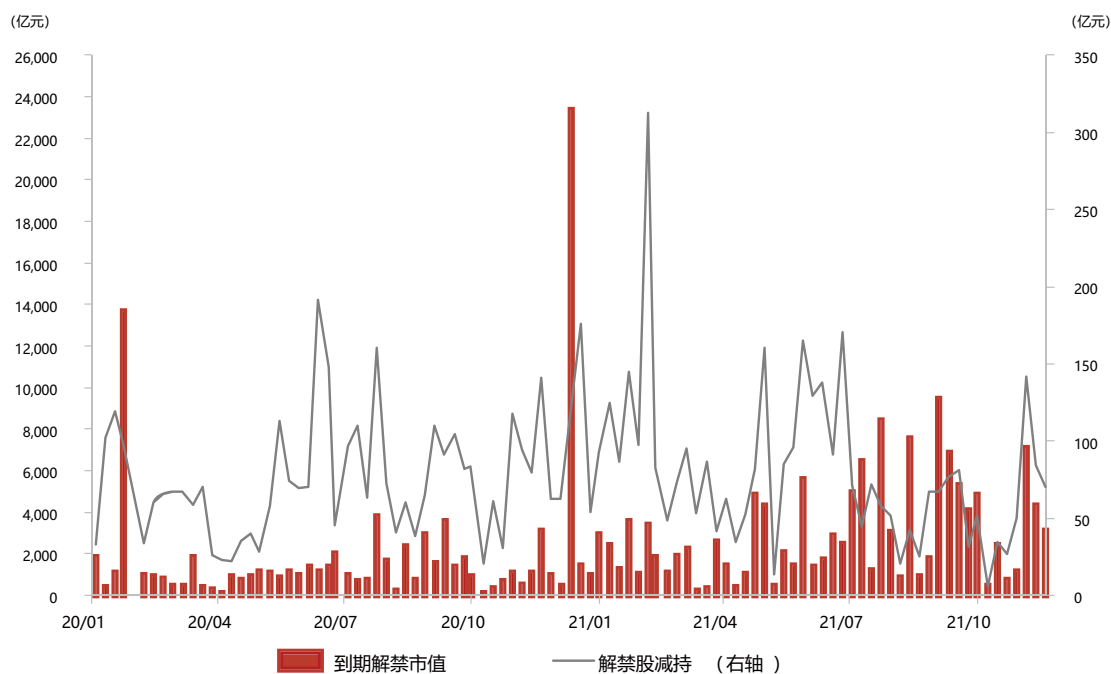
图表 96. 近三年再融资规模



资料来源: 万得, 中国银行

产业资本减持方面, 截至 2021 年 11 月 19 日, 解禁减持规模为 3703.76 亿元, 较 2020 年全年 4011.56 亿元有所减少, 解禁减持比例也由 2020 年的 4.08% 减少至 2.69%。预估 2022 年全年限售股解禁规模为 16 万亿, 假定解禁减持比例 2.7% 测算, 预计明年产业资本减持需求为 4100 到 4300 亿元。

图表 97. 2021 年与近两年再融资规模没有扩张趋势



资料来源: 万得, 中国银行

交易费用方面，近三年的 A 股成交额较为稳定，2018 年略低为 88.5 万亿，2017 年及 2019 年均为 110—130 万亿，2020 年市场较为活跃，成交额提升至 205 万亿。2021 年截至 12 月 15 日，A 股成交额为 244.41 万亿，假设 2022 年总体成交额较上年趋于平稳，按综合手续费率 0.18‰到 0.3‰测算，所需交易费用在 3400 亿到 4600 亿之间。

■ 图表 98. 2021 年增量资金统计及 2022 年预测

2021 年增量资金测算及 2022 年展望（截至 2021/11/30）单位：亿元				
项目	测算口径	2020 年	2021 年（截至 11 月）	2022 年估算
公募基金	偏股基金新发规模（平均仓位 80% 计算）	16043	17765	18000
私募基金	私募基金管理规模（平均仓位 70% 计算）	6116	12907（截至 10 月）	13000
银行理财	非保本理财：股票	1000	约 916	1000
保险机构	保险运用余额：股票和基金	4337	1105（截至 10 月）	1500
社会保障类资金	社保基金资产：股票	735	约 670	800
养老金	基本养老金委托金额：股票	300	233	400
年金	职业年金：股票	200	约 367	800
融资净买入	两融净流入	5997	2270	1800
境外资金	陆股通净流入	2089	3432	3000
资金供给合计				40300
IPO	IPO 数据	4800	4688	5000
增发	增发	8345	7813	8000
配股	配股	512	265	200
优先股	优先股	187	0	200
可转债	可转债	2475	2603	2600
重要股东减持	产业资本增减持	4011	3703	4300
交易费用	交易佣金、税费	2812	3250	3700
基金交易费用	股票及混合型认申购赎回费	约 974	约 1184	1550
资金需求合计				25550
净流入				14750

资料来源：万得，兴业证券，中国银行

3.1.1.5 结论

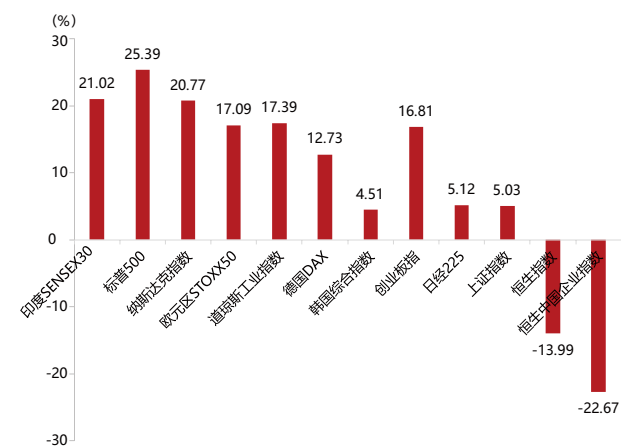
在我们成功预测 2021 年 A 股打破涨不过三年魔咒，终结“牛短熊长”历史，确认“A 股从复苏过渡至复兴”，开启中国股市“复兴时代”后，我们认为中国股市复兴趋势确立，未来繁荣可期。但 2022 年 A 股依然处于复兴初期，需要强基固本，夯实未来繁荣根基。

预计 2022 年 A 股（以万得全 A 观察）定性仍然看涨，定量预期不高，与 2021 年类似。仍然以结构行情为主，政策支持的主赛道有超额收益，而核心价值板块低估值可托底，在稳增长背景下风格趋向均衡，上涨行业扩面，基金产品和投资者盈利概率高于 2021 年，投资体验好于 2021 年。

3.1.2 港股：定价权继续回归，结构性机会凸显

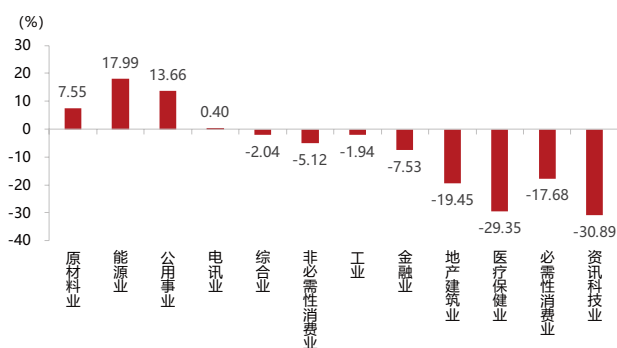
2021 年港股在全球主要市场中表现最差，截至 12 月 15 日，恒生指数下跌 13.99%，其中科技股科技行业表现最差，下跌 31.22%，仅有原材料等为数不多的五个行业录得正收益。主要源于香港市场遭遇利空冲击，从 2 月提高印花税，到后续的科技企业反垄断、教育双减、医药集采、房地产持续调控等政策影响，市场情绪极度低迷，风险偏好显著下降，港股 2021 年经历了至暗时段。

图表 99. 全球主要股指年度涨跌幅



资料来源：万得，中国银行

图表 100. 港股今年以来各行业涨跌幅



资料来源：万得，中国银行，截至 10 月底

3.1.2.1 港股估值历史低位，性价比进一步凸显

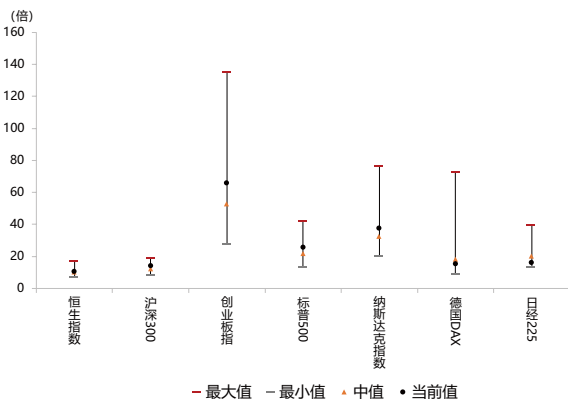
从估值来看，截至 2021 年 12 月 15 日，恒生指数 PE10.75 倍，位于近十年分位数 61.53%，PB1.10 倍，位于近十年分位数 24.68%，绝对估值水平低于中国 A 股，美国三大股指，也低于日本、欧洲主要股指；恒指股息率也高于上述主要市场股息率及美国十年期国债收益率。综合来看，恒指对比全球主要股指及主要无风险资产收益率，都有显著的估值优势。

图表 101. 2021 年对港股影响较大政策梳理

序号	事件	时间	事件要点
1	印花税风波	2021 年 2 月	2021 年 2 月市场传闻港股上调印花税消息，一度引发港股大跌，恒生指数当日跌逾 900 点。香港政府 8 月 1 日起港股印花税将上调 30%。印花税的提升，提高了港股投资者的交易成本，对市场活跃度有一定的冲击。印花税风波后，南下资金流入速度明显放缓，阶段性出现净流出。
2	反垄断	2020 年 11 月 10 日	国家发布《关于平台经济的反垄断指南(征求意见稿)》，对平台经济反垄断目标做出明确指向：1、预防和排制止除、限制竞争的垄断行为。2、明确规则，保护市场公平竞争。3、维护消费者利益和社会公共利益。4、促进平台经济持续健康发展。
		2020 年 12 月 24 日	国家市场监管总局宣布依法对阿里巴巴“二选一”等涉嫌垄断行为立案调查。2021 年 4 月 10 日，国家市场监管总局依法对阿里巴巴做出行政处罚，责令停止违法行为，并处以 2019 年销售额 4% 计 182.28 亿元罚款
		2021 年 7 月 10 日	2021 年 7 月 24 日，国家市场监管总局依法对腾讯做出责令解除网络音乐独家版权等处罚，罚款 50 万元。2021 年 8 月 31 日，QQ 音乐放弃所有独家音乐版权。
3	数据安全	2021 年 6 月	七部门联合入驻对滴滴进行全面调查，结果显示滴滴内部存在严重收集和使用个人信息的行为，为此国内下架了包括滴滴出行在内的 26 款 APP。在滴滴事件发生后，国家新规《网络产品安全漏洞管理规定》正式颁布，并于 9 月 1 日正式实施。
4	教育双减	2021 年 7 月 23 日	中办、国办印发《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》正式落地，意见指出，学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作；上市公司不得通过股票市场融资投资学科类培训机构。受此影响，美股新东方、高途、好未来等中概股当日收盘分别暴跌 64%、67% 和 75%，引发隔周港股教育股暴跌，拖累港股。
5	人力保护	2021 年 7 月 23 日	人社部等八部门共同印发《关于维护新就业形态劳动者劳动保障权益的指导意见》。7 月 26 日，七部门联合印发《关于落实网络餐饮平台责任切实维护外卖送餐员权益的指导意见》，对外卖员社保缴纳、准时率确定以及订单饱和度等七方面提出要求。近 1000 万的骑手社保费用使美团额外支出约 170 亿左右的人力成本，美团再度暴跌，两日跌去近 30%。

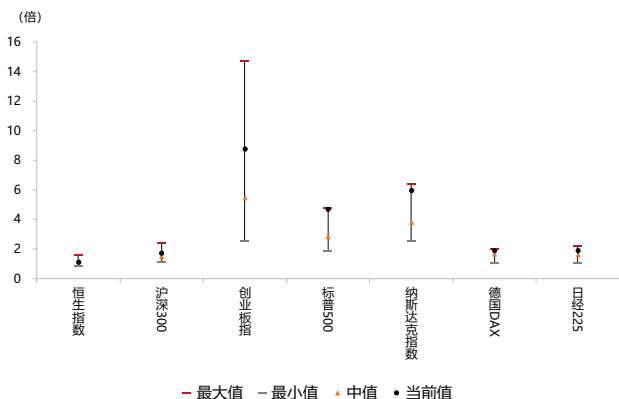
资料来源：万得，中国银行

图表 102. 全球主要股指 PE 估值对比



资料来源：万得，中国银行

图表 103. 全球主要股指 PB 估值对比

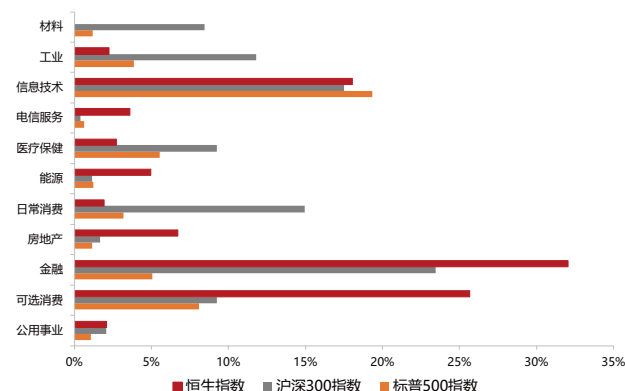


资料来源：万得，中国银行

但我们也应该辩证地看待各个市场的估值对比问题，指数结构的不同，对估值绝对高低的影响比较大，例如，恒生指数中金融地产占比 36%，显著高于沪深 300、标普 500，由于金融地产无论是从当前的经济发展阶段还是全球同类股票估值水平来看，都长期估值较低，因此，恒指的估值水平天然偏低，估值低有其合理性。

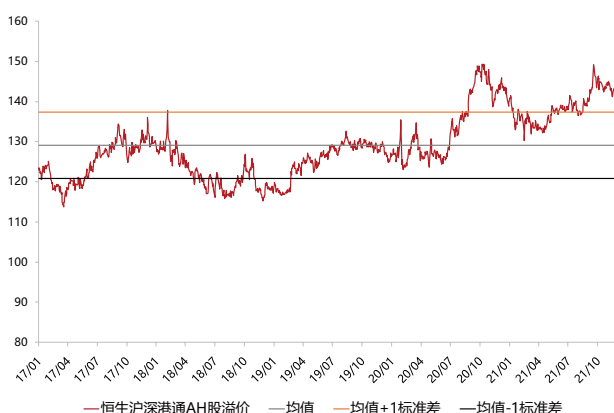
AH 溢价水平是观察港股相对投资价值的另一个角度，目前 AH 估值溢价水平处于高位，侧面说明港股相对于 A 股处于价值洼地，中长期具备较好的投资价值。但我们也应该看到，一方面，由于 A 股相对于港股的溢价长期存在，而北上南下资金对双方市场的影响是长期变量，在短期（1 年内）可能影响有限；另一方面，A 股历史上相对于港股的高估值溢价也有可能通过 A 股的单方面下跌或 A 股相对于港股更大的跌幅实现收缩，AH 高溢价并不能成为判断港股短期走势的绝对标准，但基于我们对 A 股的研判，我们更倾向于港股估值向上修复的概率更大。

图表 104. 恒生指数、沪深 300、标普 500 成分行业分布



资料来源：万得，中国银行

图表 105. AH 股溢价水平



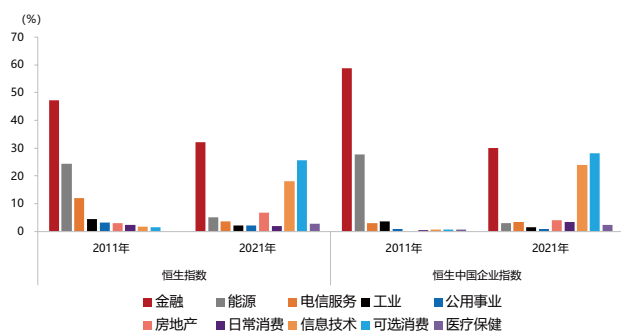
资料来源：万得，中国银行

3.1.2.2 指数结构继续多元化，新经济占比进一步提升

从指数结构来看，恒指 2011 年到 2021 年十年间行业构成发生了显著变化，金融股尽管仍是 2021 年的第一大行业，但占比已经从十年前的 49.18% 下降到 29.21%，权重大幅降低，能源股也从 23.77% 下降到 4.8%；而可选消费和信息技术的占比则分别从 2011 年的 1.62%、1.98% 大幅提升到 2021 年的 26.04%、19.26%，分列恒指第二、第三大行业，新经济占比进一步提升，恒生中国企业指数也显示出类似的结构变迁趋势。港股新经济占比的进一步提升，有利于提升指数成长性和多样性，提升对全球投资者的吸引力。

从机构行为来看，也呈现出类似变化，对比 2017 年末，当前南下资金在港股的前 10 大持仓中，金融地产股已经从 8 只减少到 3 只，机构持仓显著多元化，其中以腾讯为代表的新经济及资讯科技股占比最大，合计 4 只，港股结构多元化取得明显进展。

图表 106. 恒生指数、恒生国企指数近十年行业分布变化



资料来源：万得，中国银行

图表 107. 南下资金前 10 大持仓变化

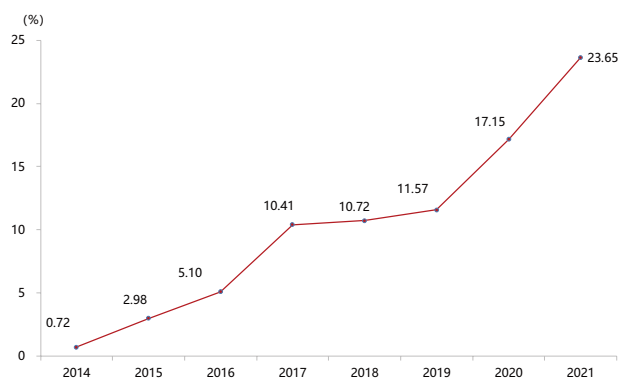
2017 年		2021 年 12 月	
0005.HK	汇丰控股	0700.HK	腾讯控股
0939.HK	建设银行	0939.HK	建设银行
1398.HK	工商银行	1398.HK	工商银行
0700.HK	腾讯控股	0005.HK	汇丰控股
1918.HK	融创中国	3690.HK	美团 -W
0175.HK	吉利汽车	0941.HK	中国移动
3968.HK	招商银行	1810.HK	小米集团 -W
1336.HK	新华保险	2382.HK	舜宇光学科技
3988.HK	中国银行	2333.HK	长城汽车
0998.HK	中信银行	0883.HK	中国海洋石油

资料来源：万得，中国银行

3.1.2.3 南下资金主导，定价权逐步回归

自港股通开通以来，南下资金在港股中的成交占比持续稳步提升。截至 2021 年 11 月，占比达到 23.65%，已经成为港股资金的重要来源，虽然 2021 年下半年以来，由于反垄断、教育双减等政策导致资金南下势头有所减弱，但我们认为这只是阶段性扰动，南下资金逐渐主导港股市场将是长期趋势，叠加港股基本面由内地决定，港股定价权将会逐步回归。同时，从市场活跃度来看，截至 11 月，恒生指数 2021 年以来日均交易量为 1759.14 亿港元，相对于 2016—2020 年以来的 668.73 亿、877.91 亿、1074.20 亿、875.72 亿、1286.79 亿，成交量逐渐放大，市场活跃度不断提升，为港股后续长期行情打下了坚实基础。

图表 108. 港股通在港股总成交额中的占比



资料来源：万得，中国银行

图表 109. 美国十年期国债、美元指数与恒生指数走势



资料来源：万得，中国银行

3.1.2.4 美联储政策阶段性冲击，但不改长期趋势

截至 2021 年 11 月底，美联储已经宣布此轮 Taper，且美联储 2022 年可能有 1—2 次加息动作，港股作为全球化资本市场，势必会受到美联储货币政策收紧的阶段性冲击。复盘美联储加息港股表现，也仅仅在历次消息公布后的短期内有所震荡，长期走势仍然由基本面、风险偏好、政策及制度等基础性因素决定。因此，预计 2022 年美联储货币政策收紧将对港股造成短暂冲击，但并不能决定港股的长期走势。

3.1.2.5 结构性机会凸显：港股主要行业资产配置建议

资讯科技业：估值历史低位，基本面暂时承压，长期布局正当时

从政策面来看，受反垄断政策等短期冲击，以中概股为代表的恒生科技指数大幅下跌，核心标的跌幅创历史之最，风险显著释放。但我们认为政策是为了规范行业发展，保护市场活力，促进公平竞争。互联网作为近 10 年中国新经济的代表，早已深入中国经济生活的方方面面，客观上显著促进了社会发展。

从企业基本面来看，以腾讯为代表的相关核心标的尽管已经基本过了跑马圈地的高增长阶段，流量红利等出现瓶颈，但经营仍然稳健，经营逻辑并未出现本质变化，当前因教培行业政策导致的广告收入增速放缓、因经济阶段性走低导致的消费不振、因游戏行业规范导致的游戏收入增速放缓，都大概率只是阶段性现象，优质互联网龙头长期仍将获得 15% 左右的稳定增速。

从估值层面来看，互联网龙头经过 2020 年之前的长期连续上涨，估值已经较高，经过此轮大幅调整，估值普遍处于 5 年以来的最低区间，恒生科技指数与纳斯达克的走势也出现显著偏离，性价比凸显。

综上，我们认为港股中以互联网龙头为代表的恒生科技指数目前具备较好的投资价值，短期具备预期反转、估值修复的投资机会，长期可分享龙头公司稳健增长的经营成果。

医疗保健：估值基本合理，行业长牛逻辑不变，逢低仍可介入

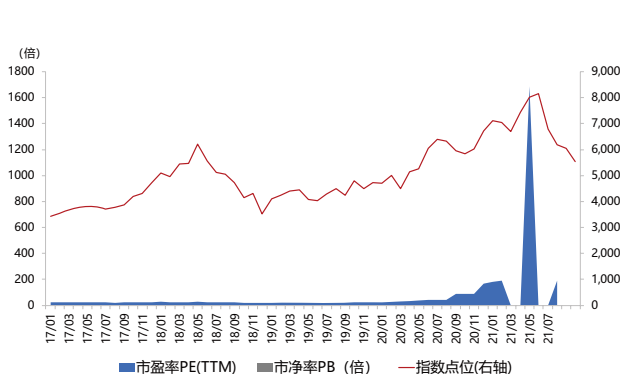
从政策面来看，医疗保健主要受集中采购影响，仿制药及部分医疗器械企业估值逻辑被质疑，股价跌幅巨大，但回顾过往两轮集采的影响，政策固然对部分医疗保健企业的基本面、估值偏好有显著影响，但鉴于中国医疗保健行业仍然有较大的国产替代、海外扩张、人口老龄化等有利因素。因此，长期来看，集采并不会改变行业向好趋势，中国的医药龙头企业市值相对于全球龙头还有显著差距。

图表 110. 恒生科技指数与纳斯达克指数走势



资料来源：万得，中国银行

图表 111. 恒生医药医疗指数走势及估值



资料来源：万得，中国银行

从企业基本面来看，部分受集采影响较明显、产品较单一、技术含量较低的仿制药企业、医疗器械企业受影响较大，而海外营收占比高、产品矩阵丰富、具备核心技术优势的企业所受影响相对较小。

从估值层面来看，经过此轮调整，医疗行业指数自最高点回撤约 25%，估值合理性进一步提升。

综上，医疗保健行业当前估值接近合理水平，考虑到行业未来潜在空间较大，优质公司基本面依然稳健，逢低仍可介入。

银行业：增长稳健资产质量可控，情绪缓和有估值修复机会

从政策面来看，银行业被定位为“服务实体经济”，银行业受制于地产调控和市场风格原因，过往一年走势低迷，市场始终认为潜在的房地产资产质量问题会对银行业产生拖累。展望 2022 年，从中央政策定力来看，中短期几乎没有大水漫灌的可能，房地产调控政策虽有边际修正的可能性，但不太可能全面放松，银行业股价走势可能继续受到压制。

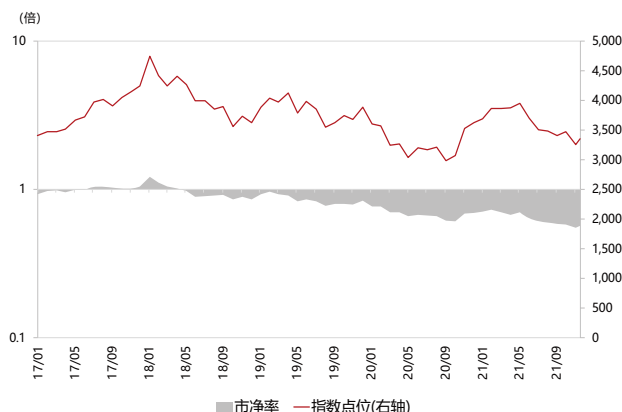
从企业基本面来看，大型银行经营仍然稳健，营收、净利润、拨备覆盖率等经营指标稳步增长或改善，目前不存在系统性风险。

从估值层面来看，银行股经过长期大幅调整，估值基本全部处于历史最低分位区间，与全球同业比，中国大型银行的 PB 估值也显著更低。

综上，我们认为银行股当前具备较好安全边际，向下空间相对不大，但想成为未来主流领涨板块，则需要政策面大幅放松、企业基本面显著回暖催化，2022 年预计难以出现上述情形，银行股大概率呈现“下有底，上限低”的特征。从更长远来看，中国经济发展已经过了总量增速狂飙突进的阶段，中国银行业龙头的市值也与全球标杆差距不大，且未来随着经济增速逐渐下台阶，利率长期向下，银行股市值增长空间预计有限。

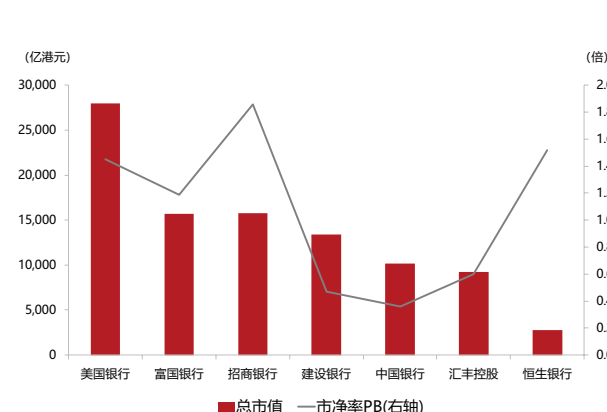
结论：港股作为中国经济在海外的映射，在 2019 年、2020 年显著跑输 A 股，2021 年又经历了比 A 股更大幅度的调整。从估值来看，恒指目前与自身比处于历史较低分位，与全球主要市场相比也处于价值洼地；从行业来看，以资讯科技、医疗保健等为代表性的行业经过大幅调整，相关政策风险得到了充分释放后，对标国际市场同类标的，已具备较好投资价值。展望 2022 年，随着中国宏观经济行稳致远，南下资金对港股影响力进一步增强，港股将成为全球投资者分享中国经济成长的重要平台。港股定价权将继续回归，港股低估值不可习以为常，2022 年或是“转折和价值回归之年”，资讯科技业、医疗保健、银行板块结构性机会凸显。

图表 112. 恒生金融行业走势及估值



资料来源：万得，中国银行

图表 113. 全球金融业龙头公司市值及估值对比表



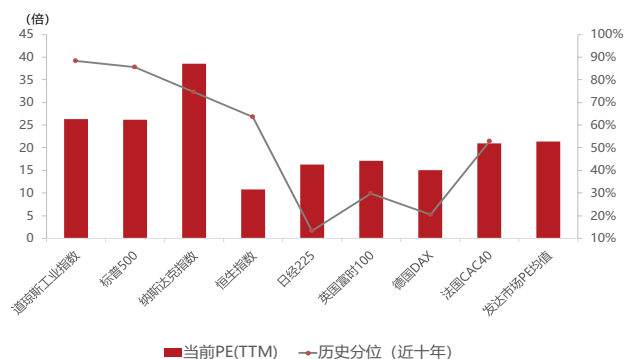
资料来源：万得，中国银行

3.2 美国股市：盈利资金双双回落，高位波动概率加大

3.2.1 美股估值高位，后续支撑减弱

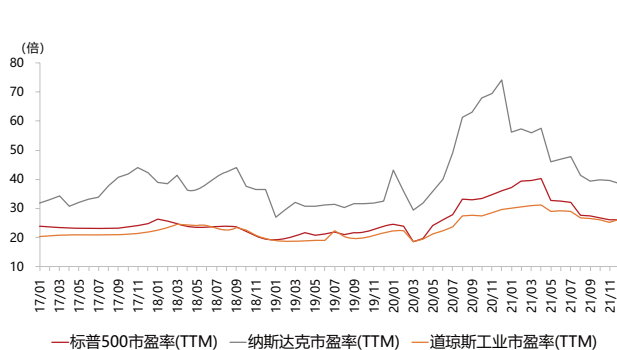
2021 年美股迭创新高，估值横向纵向比均处高位。此轮美股牛市始于 2009 年，2021 年在宽松的流动性、大量财政刺激政策，以及美股企业强劲的盈利增速支撑下，三大股指道琼斯工业指数、标普 500 和纳斯达克指数迭创新高，分别上涨 17.4%、25.4% 和 20.8%。尽管强劲的盈利增长使估值较年初有所回落，但大幅的上涨使指数估值仍处于历史高位，与其他发达国家市场横向比较也偏高。

图表 114. 美股估值横向纵向比较处于高位



资料来源：万得，中国银行

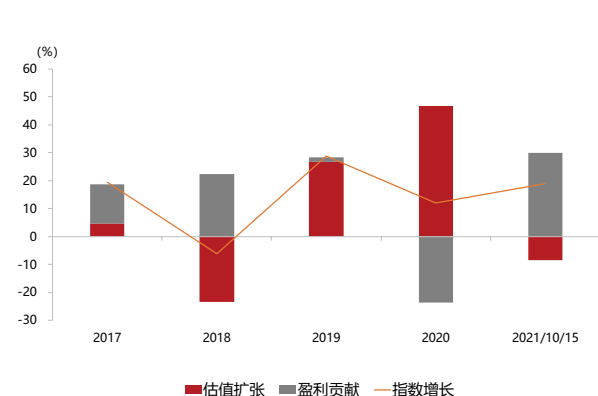
图表 115. 近 5 年美股估值变动



资料来源：万得，中国银行

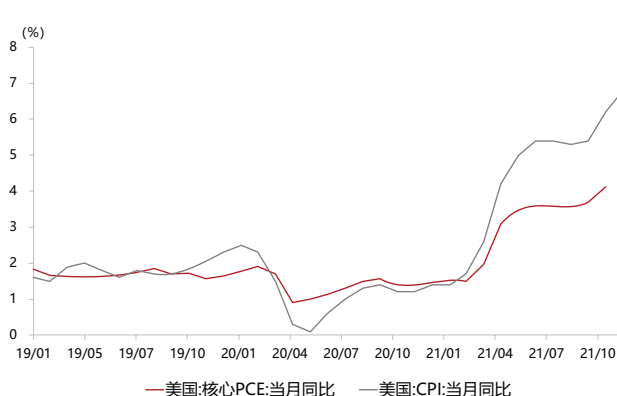
美股涨幅源于盈利修复和宽松政策，但后续支撑减弱。对疫情以来指数表现从盈利贡献和估值扩张两个维度进行拆解，2020 年美股上涨主要靠估值扩张驱动，标普 500 指数 PE 和 EPS 分别贡献 47% 和 -24%。随着经济修复，2021 年盈利水平较 2020 年大幅提升，成为美股上涨的主要动力；标普 500 指数 PE 和 EPS 分别贡献 -8% 和

图表 116. 标普 500 增长贡献拆解



资料来源：Bloomberg，中国银行，截至 2021 年 10 月 15 日

图表 117. 美国通胀压力抬升



资料来源：万得，中国银行

30%，强劲的盈利增长在支撑股价的同时还消化了部分估值，带动估值从年初的 37 倍回落到 26 倍左右。但未来宽松政策将边际收紧，盈利增长动能也将减弱，指数高位具有下调压力。

3.2.2 美联储政策收紧，流动性阶梯回落

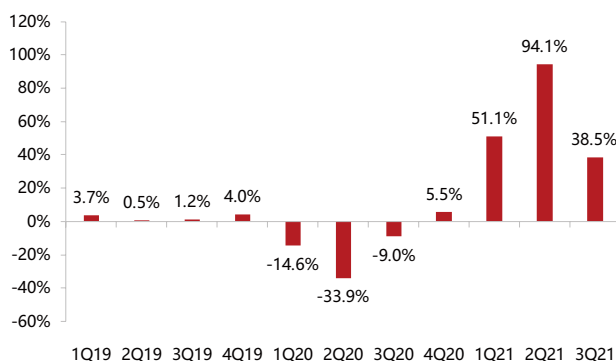
流动性是影响美股的重要因素，Taper 预示政策转向开始。2021 年 11 月，美联储正式宣布缩减购债。尽管缩减购债并不代表缩表，其资产负债表将持续扩大，直至购债规模缩减至零，但 Taper 启动宣告美联储宽松政策开始边际收紧。在大宗商品价格、供应瓶颈等问题催化下，2021 年以来美国 CPI 和核心 PCE 增速不断攀升，通胀水平处于高位（图表 117）。2021 年 12 月，美联储议息会议改变通胀为暂时性的措辞，加快缩减购债进度应对通胀，由每月 150 亿美元增加至 300 亿美元，预计将于 2022 年 3 月提前完成缩减购债，为 2022 年温和加息提供空间。随着政策转向，流动性阶梯回落，美债利率预计将抬升，过去靠低利率驱动估值扩张的阶段已过去，美股的高估值将承压。

后续关注美联储推动货币政策正常化节奏。若美联储未来以大致符合预期的节奏推动货币政策正常化，则预计不会对市场带来巨大扰动。若疫情反复加剧，通胀持续居高不下，可能促使美联储超预期加快收紧的节奏，将加剧对市场的冲击。

3.2.3 盈利增速趋缓，估值高位承压

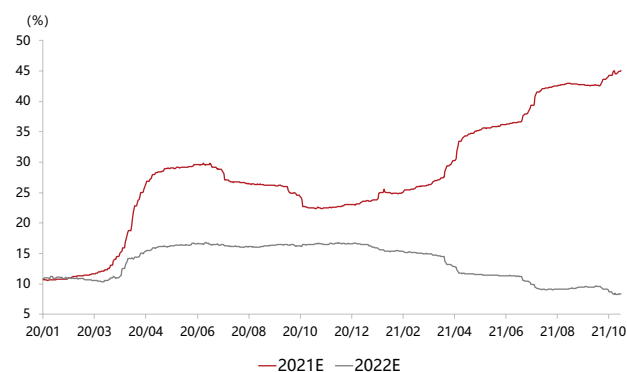
盈利高速增长难持续，增长动能趋缓。2021 年在经济修复背景下，美股盈利增速强劲，二季度标普 500EPS 同比增速触及高点，达 94.1%；3 季度盈利增速出现拐点，为 38.5%，但增长依然强劲且好于预期。根据 Factset 一致预期，2021 年标普 500 的增速预期从年初 23% 大幅上调至 45%。但市场一致预期对 2022 年标普 500 的增速预期降低，从年初 16.1% 调整到 8.4%，预计未来盈利增速将收窄。其中原因包括美国实体经济将趋势性放缓、通胀带来成本抬升、财政政策边际效用递减、加税侵蚀企业利润等，对指数高估值的支撑堪忧。

图表 118. 标普 500 指数 EPS 同比增速



资料来源：Bloomberg，中国银行

图表 119. 标普 500 指数 EPS 一致预期



资料来源：Bloomberg，中国银行，截至 2021 年 11 月 5 日

通胀缓解仍需时日, 劳动力成本压缩企业利润。尽管随着疫情消退, 大宗商品价格将趋于缓和, 就业增长回升将缓解供应瓶颈, 但考虑到目前疫苗接种率仍较低, 完全接种比例仅为 61%, 返工仍有顾虑, 美国劳动力市场复苏仍需时日。因此, 供需缺口将持续, 特别是休闲、服务、酒店等行业存在感染病毒风险担忧, 或将推动薪资上涨, 给企业利润率带来影响。

财政刺激效用边际递减, 加税侵蚀企业盈利。自疫情以来, 美国实施 5.5 万亿美元财政刺激政策, 显著提振美股盈利。未来美国财政刺激将继续推进, 但刺激效用边际递减, 刺激力度将不及之前, 且涉及基建方面支出需要较长时间才能体现成效。另一方面, 财政刺激使联邦政府陷入债务压力加大甚至停摆风险的“财政僵局”, 因此拜登政府有较强动力通过上调国内税率来补足财政缺口。2021 年 10 月, 拜登政府公布 1.75 万亿美元的“重建美好未来”草案, 提出对利润超过 10 亿美元的企业, 以及美国企业的海外利润分别征收最低 15% 的税收。若法案落地, 将使医疗保健、公用事业、房地产、信息技术等行业利润受到拖累; 海外收入税率将会对美股中的跨国公司, 特别是头部公司利润带来影响。

■ 图表 120. 1.75 万亿美元“重建美好未来”法案

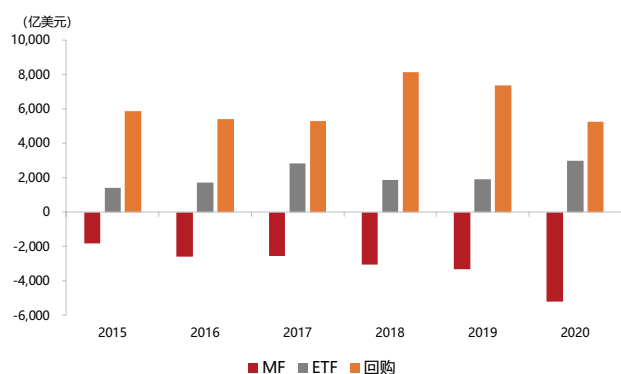
领域	具体方向	规模 (十亿美元)	占总规模比重
财政支出相关			
教育及儿童保育	普及 3-4 岁儿童的免费学前教育	400	22.86%
	提供普惠性儿童保育		
	提高高等教育投资	40	2.29%
	总计	440	25.14%
医疗	加强家庭护理和社区护理相关的医疗保险	150	8.57%
	加强平价医疗法案	130	7.43%
	通过平价医疗法案填补医疗保险覆盖缺口		
	将听力纳入医疗保险覆盖范围	35	2.00%
	总计	315	18.00%
社会保障	延长美国家庭救助计划中扩大的儿童税收抵免		
	延长扩大后的低收入工人劳动所得税抵免	200	11.43%
	实施儿童税收抵免全额退款		
	促进社会公平的其他相关投资	90	5.14%
	总计	290	16.57%
住房	投资经济适用房、减轻租房及购房者价格压力	150	8.57%
能源及气候	提供清洁能源税收抵免	320	18.29%
	投资清洁能源、科技、制造业及供应链	110	6.29%
	投资于应对极端天气的相关气候计划	105	6.00%
	投资清洁能源采购	20	1.14%
	总计	555	31.71%
	总规模约	1750	
移民	完善移民系统	100	
财政收入相关			
企业所得税率	对大型企业征收 15% 的最低税率	325	16.29%
	公司股票回购征收 1% 的附加税	125	6.27%
	企业全球收益最低税率降为 15%	350	17.54%
个人所得税率	收入超 1000 万美元的个人加征 5% 的个人所得税		
	收入超 2500 万美元的个人再额外加征 3% 的个人所得税	230	11.53%
资本利得税率	通过加强 3.8% 的净投资收入税消除医疗保险自雇税漏洞	250	12.53%
	限制富人利用业务亏损抵税	170	8.52%
其他	加强税收执法	400	20.05%
	取消特朗普此前的医药返款规则	145	7.27%
	总计	1995	

资料来源: Factset, 美国白宫, 中金研究部

3.2.4 股票回购成本提升，回购意愿或将减弱

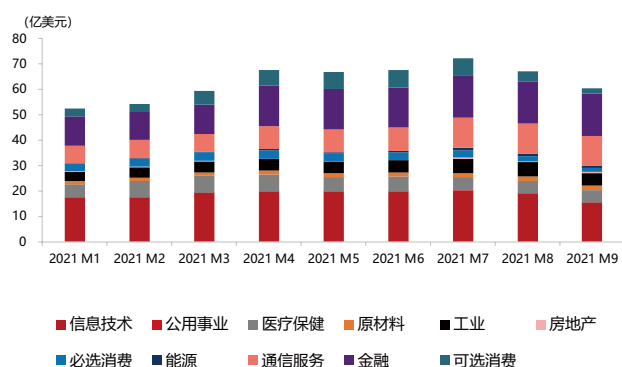
股票回购提供增量资金来源，但未来对美股支撑减弱。近年来，标普 500 上市公司回购是美股增量资金最大的来源。2015 至 2020 年，标普 500 上市公司 6 年回购总规模达到 3.73 万亿美元。2021 年回购金额稳步上升，前三季度标普 500 公司累计回购金额 5679 亿美元，超过 2020 年全年回购量；信息技术、金融、通信服务占比最大，分别为 30%、23%、15%。展望未来，随着流动性的边际收紧，信用利差走扩，企业融资成本抬升将限制举债回购的公司，造成回购意愿降低。另外，在“重建美好未来”草案中涉及对企业股票回购征收 1% 附加税费，税收的增加会提高回购成本，对上市公司回购意愿会形成一定影响。

图表 121. 上市公司回购是美股市场最大的增量资金来源



资料来源：Bloomberg，中国银行

图表 122. 美国分行业股票回购金额

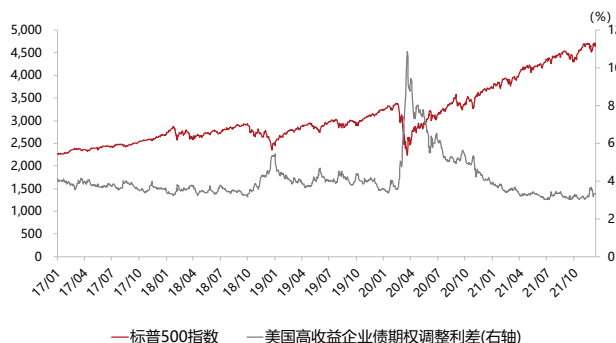


资料来源：Bloomberg，中国银行

3.2.5 加息风险压制情绪，拐点或现剧烈波动

加息预期将推升信用利差和美债利率，进一步加大美股风险。尽管美联储表示加息的标准远高于缩减购债，但随着货币政策正常化路径的推进，加息将是明年压制美股的重大风险因素。随着通胀率的攀升，美联储已经放弃通胀暂时性一词，加速缩减购债节奏对抗通胀风险，2022 年加息预期和路径也上调。加息预期将压制市场情绪，使美股波动风险进一步加大。一方面，当流动性进一步收紧，美国公司债信用利差将走阔，企业融资成本提高。从过去看，信用利差与指数走势呈现负相关。另一方面，加息预期和通胀风险将推高美债利率。由于成长型股票的估值采用 discount rate 折现，随着无风险利率的上升，将会对美股中占比较高的成长型股票带来估值下调。参考历史，美股估值变化与无风险收益率呈现较高负相关关系。考虑到美股目前处于估值高位，因此具有向历史均值回归的动力。

■ 图表 123. 信用利差与标普 500 指数负相关



资料来源: 万得, 中国银行

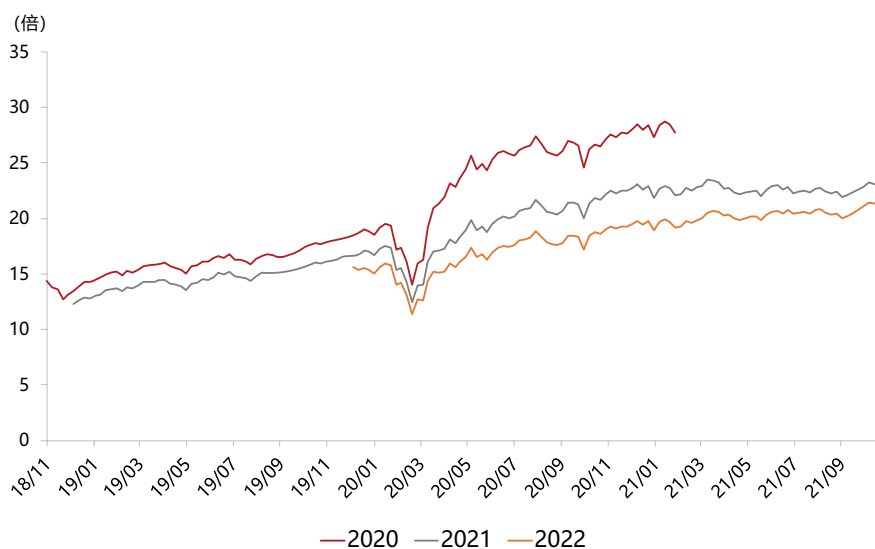
■ 图表 124. 美国无风险收益率与标普 500 估值负相关



资料来源: 万得, 中国银行

美股明年收益性降低, 以结构性机会为主。在流动性和盈利增速双降背景下, 预计明年美股估值高位承压, 市场或将迎来拐点。Factset 对标普 500 的估值预测显示, 2022 年预测值为 20.87 倍, 低于 2021 年 22.65 倍的预测估值以及当前 12 个月动态估值。美股明年的总体回报将低于 2021 年, 建议投资者降低收益预期。但考虑美联储相机抉择、维护市场的意愿, 若出现较大调整美联储或将放缓政策节奏, 因此美股的配置需求仍在, 从中期看回调后也提供了再介入美股的时机。

■ 图表 125. 标普 500 指数估值预测



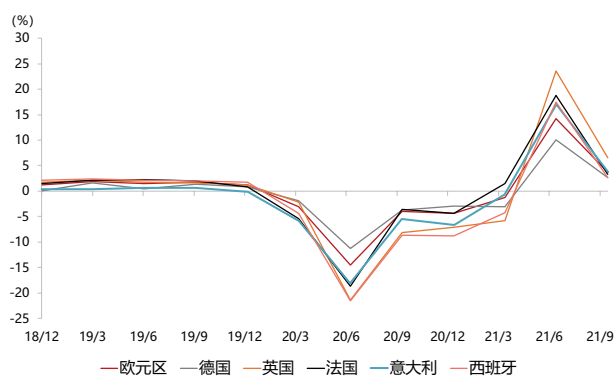
资料来源: Bloomberg, 中国银行, 截至 2021 年 11 月 26 日

3.3 欧洲股市：经济复苏偏强，股市维持强势

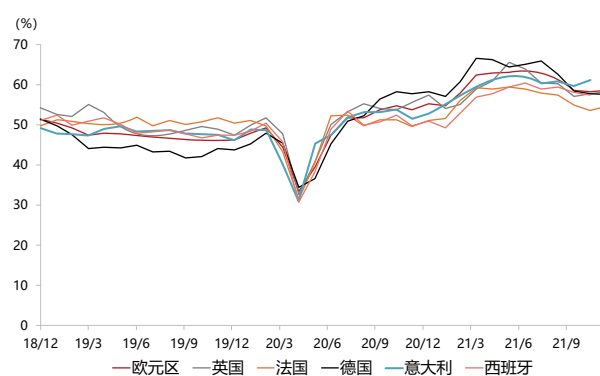
3.3.1 复苏较强，指数上扬

欧洲市场：欧元区及其主要国家 GDP 水平恢复超过疫情前水平，并在二季度时创下五年以来新高。其中，欧元区 GDP 增速 14.2%，德国 GDP 增速为 9.9%，英国、法国、意大利和西班牙 GDP 增速均超过 17%。同时，欧洲的前五大经济体制造业 PMI 景气指数远高于荣枯线以上；其中，欧元区 11 月制造业 PMI 指数为 58.6，英国、法国和德国均超过 54，西班牙和意大利 10 月制造业 PMI 分别录得 57.40 和 61.10，制造业 PMI 数据向好，显示了持续强势的复苏劲头。受益于经济的强势复苏，今年以来，欧洲地区主要国家的股指涨幅均超过了 10%。尽管这样的复苏势头在三季度略有回调，但欧洲的经济已显示出很强的韧性，后市欧洲的股市仍有望保持强势。

图表 126. 近三年欧洲及其重点国家 GDP



图表 127. 近三年欧洲及其重点国家制造业 PMI



3.3.2 估值优势，德国凸显

从市净率看，截至 2021 年 12 月 15 日，目前英国略低于德国和法国，由于今年以来的德国和法国的涨幅均超过 13%，因此处于较高历史分位。从估值看，截至 2021 年 12 月 15 日，欧洲主要国家的估值水平均不高。其中，英国富时 100 指数当前估值水平处于稍低的 31.8%，法国处于 53.93%，德国目前的估值为 15.32 倍，低于英法两国，且处于相对较低的 22.24% 历史分位；从历史分位来看，德国优势稍明显。

图表 128. 欧洲市场主要指数近 10 年市净率情况

主要国家	当前 PB	历史分位	PB 历史	PB 历史	PB 历史	PB 历史
			中值	最大值	最小值	均值
富时 100	1.8	46.93%	1.82	2.03	1.27	1.78
德国 DAX	1.92	96.91%	1.67	2.05	1.09	1.64
法国 CAC	1.98	99.04%	1.49	2.19	0.97	1.49

资料来源: 万得, 中国银行

图表 129. 欧洲市场主要指数近 10 年估值情况

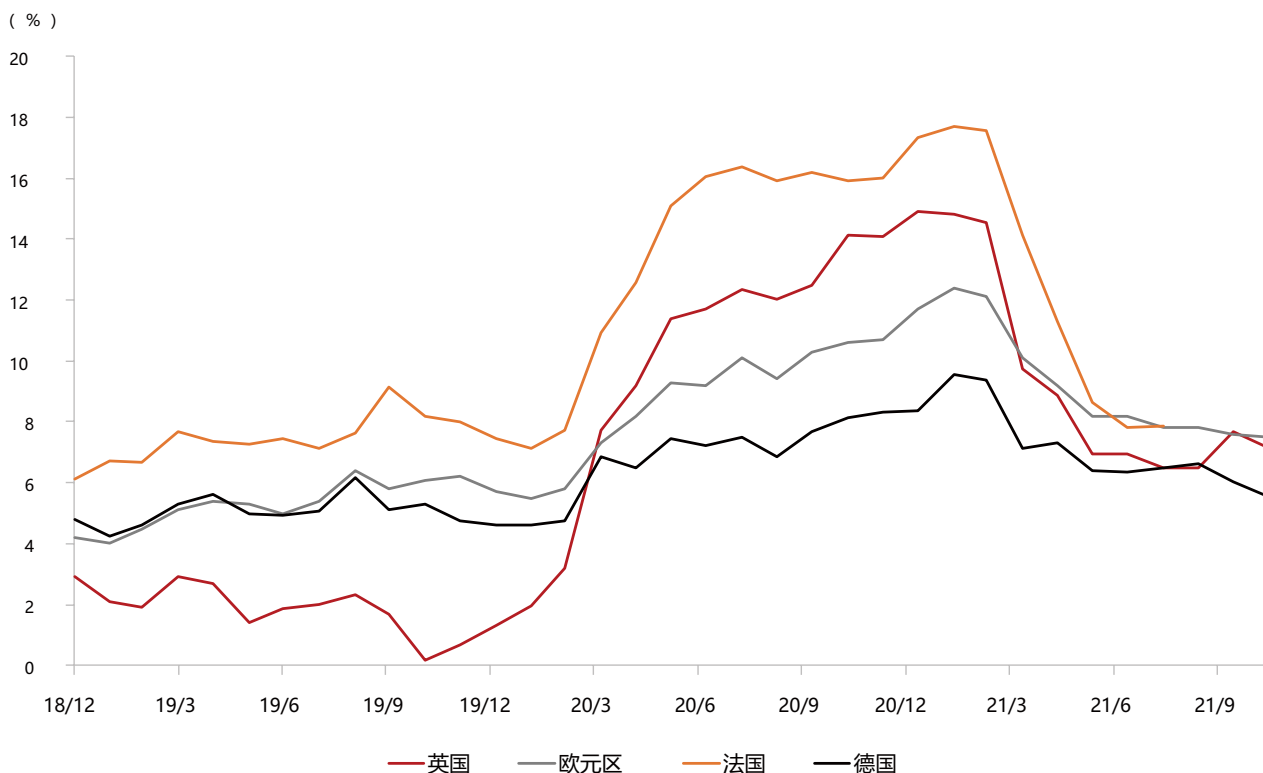
主要国家	当前 PB	历史分位	PB 历史	PB 历史	PB 历史	PB 历史
			中值	最大值	最小值	均值
富时 100	17.28	31.80%	19.9	284.63	9.99	32.59
德国 DAX	15.32	22.24%	18.04	72.83	9.09	20.45
法国 CAC	21.15	53.93%	20.57	69.41	9.05	22.83

资料来源: 万得, 中国银行

3.3.3 特殊通胀，政策温和

欧元区 10 月份通胀率同比达到 4.1%，是欧洲央行目标的两倍多。市场曾对欧央行有加息预期，但通胀风险尚未构成欧洲央行加速收紧的理由。10 月 28 日，欧洲央行宣布，维持三大关键利率不变。欧洲央行行长拉加德在 2021 年 11 月 20 日表示，这种通胀压力有其特殊情况，是源于供应方面的问题和能源价格飙升，而能源价格是全球设定的，欧洲央行的货币政策无法弥补供应瓶颈。因此，在 2022 年，欧央行在货币政策上保持温和是主基调，急于行动的概率并不太高。从货币供应角度看，今年货币 M2 增速虽不及 2020 年增速快，截至 2021 年三季度，除法国外，欧元区及欧洲主要国家 M2 同比增速均高于疫情前水平，持续相对宽松的资金面，依然给欧洲的权益市场更多的信心。

图表 130. 近三年欧洲及其重点国家货币供应量 M2 环比



资料来源：万得，中国银行

3.3.4 隐忧风险，疫情反弹

截至 11 月 22 日，欧洲发达国家新增确诊（160.5 万例）创出新高，疫情反弹。奥地利宣布全国封锁，德国卫生部长表示，他不能排除欧洲最大经济体再来一次封锁；法国总理 11 月 22 日表示感染新冠。欧洲势必再次施加限制以遏制最新一波新冠疫情，疫情反弹可能使欧洲大陆的卫生系统不堪重负，同时对欧洲经济复苏势头造成阻碍，从而拖累权益市场的表现。

小结：综合来看，欧洲经济的强势恢复，基本面成为权益市场有利的支撑。欧洲股票市场短期涨幅较大，叠加疫情反复，短期或有技术性回调；展望明年一整年，欧洲市场经济韧性十足，货币政策温和，因此权益市场难跌易涨，有望延续涨势，具有不错的投资机会。但仍需持续关注通胀变动导致货币政策的转向和疫情再次暴发对市场的扰动。

3.4

日本股市：流动性支撑，基本面向好

3.4.1 估值合理，盈利修复

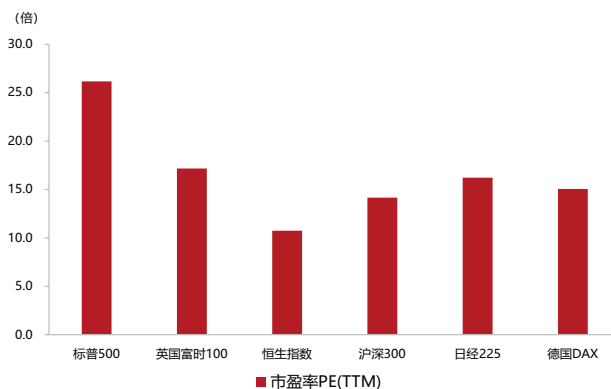
截至 12 月 15 日，日经 225 全年涨幅 3.70%，印证了去年白皮书日本股市流动性驱动补强的判断。从估值角度看，由于疫情对于企业经营带来的扰动影响较 2020 年有明显减弱，企业盈利水平普遍恢复，日经 225PE(TTM) 为 16.22 倍，较年初的 38.2 倍快速修复，处于近十年来负一倍标准差左右水平。横向比较其他发达市场，日经 225 估值水平明显低于美国、英国，略高于德国；日经 225PB1.89 倍，较年初 2.07 倍也有所修复。

图表 131. 日本近十年 PE 分析



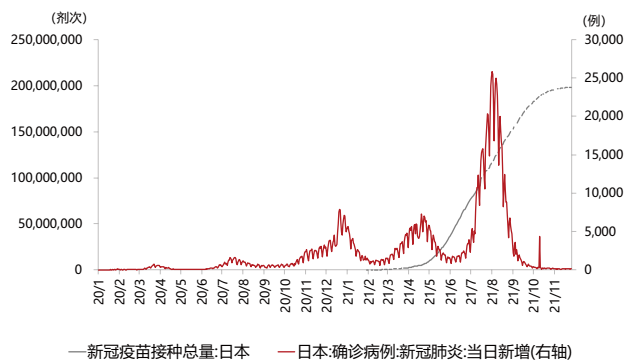
资料来源：万得，中国银行

图表 132. 全球主要市场 PE 比较



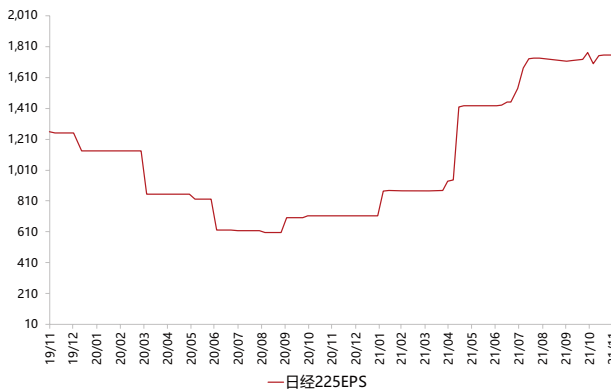
资料来源：万得，中国银行

图表 133. 日本新冠确诊及疫苗接种量



资料来源：万得，中国银行

图表 134. 日经 225 近两年 EPS



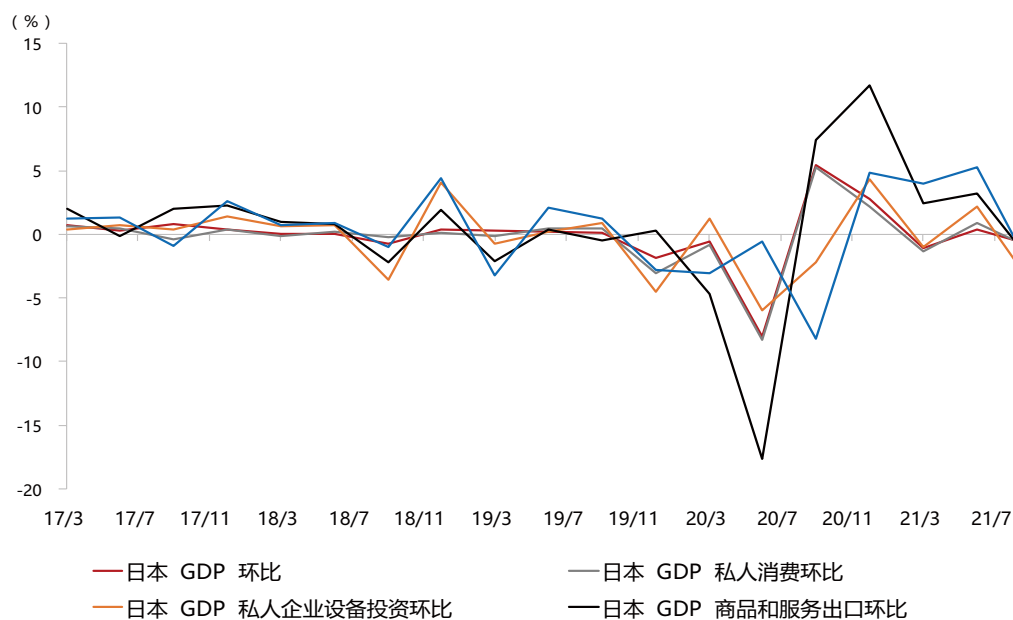
资料来源：万得，中国银行

从整体上市企业盈利的角度看，虽然日本疫情对经济的影响整体较 2020 年要小，但是在 2021 年内，日本国内经历了三轮疫情的反复，对于经济和上市企业盈利仍然带来了间歇性的扰动，所以在企业盈利增长方面相对落后于美国与欧洲。但在三季度后，随着新冠疫苗接种的提速，第三轮疫情的控制，上市企业盈利水平有望进一步修复，追赶发达国家市场复苏节奏。所以整体看，日本股市在发达市场中估值优势仍在。

3.4.2 经济偏弱，政策刺激

2021 年正当全球各国经济从疫情冲击后逐步复苏的大环境下，日本经济却陷入停滞，整体复苏节奏偏慢。日本 GDP 一季度环比下降 -1.1%，经历了二季度环比小幅增长 0.4% 后，三季度再次陷入 -0.8% 的负增长。特别是三季度，由于德尔塔毒株的迅速扩散，日本多地实施紧急状态，经济下滑幅度超出预期。私人消费环比下降 1.1%，私人企业设备投资环比下降 3.8%，出口环比下降 2.1%，进口环比下降 2.7%。由于受零部件及芯片短缺的产业链、供应链方面的影响，日本三大支柱产业中的汽车业与电子产业遭遇了较为严重的打击。

■ 图表 135. 日本 GDP 及分项环比



资料来源：万得，中国银行

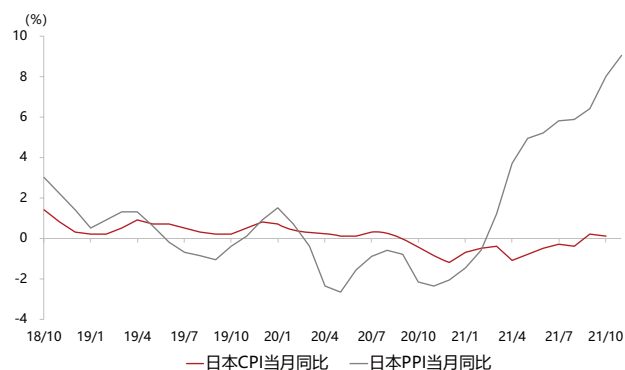
疲弱的经济复苏进度导致日本年内基本无望将 GDP 恢复至疫情前水平。受此影响，日本加快了经济刺激政策推出的步伐。11 月 19 日，日本政府决定推出财政支出达 55.7 万亿日元的新一轮经济刺激计划，巨额财政支出加上民间配套资金，本轮经济刺激计划总规模有望达 78.9 万亿日元。刺激计划除了充实医疗体系应对疫情外，以向家庭、企业发放补贴为主，旨在刺激需求的恢复以及提高企业的产能。大规模的政策刺激在一定程度上也将支撑日本股市。

3.4.3 通胀可控，货币宽松

过去二十年，日本长期处于通缩的状态，这是日本央行能够长期维持超级量化宽松政策的重要原因之一。而今年在全球供需错配严重，资源品价格飙升的情况下，日本通胀水平也仅略有抬头。日本 PPI 同比今年以来持续走高，而 CPI 同比降幅逐月收敛，10 月同比仅微增 0.1%。2 月份之后 PPI—CPI 剪刀差持续走阔，并且可能将在高位维持一定时间，所以可控的通胀水平有利于货币的持续宽松。

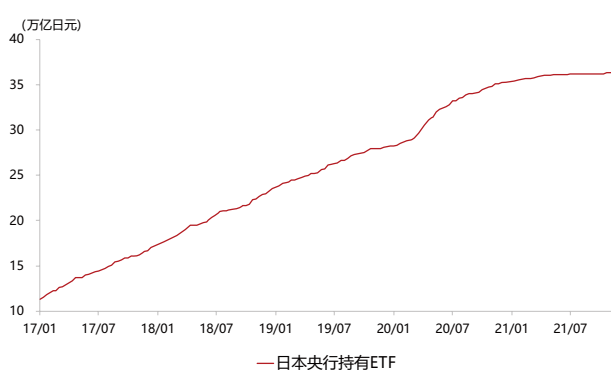
另一方面，日本央行在 2010 年重启量化宽松后并持续买入 ETF，2020 年疫情暴发后，日本央行直接注资推动股市，目前日本央行持有的 ETF 规模已上升至 36.34 万亿日元，随着新一轮经济刺激计划的实施，日本央行的注资仍将对股市起到推动作用。

图表 136. 日本 CPI 及 PPI



资料来源：万得，中国银行

图表 137. 日本央行持有 ETF



资料来源：万得，中国银行

3.4.4 弱势日元，支撑股市

在全球复苏，通胀压力高企的局面下，各国货币政策趋于边际收紧。而日本相对宽松的流动性环境，将导致日元维持相对弱势。弱势的日元虽然推高了原材料的进口成本，但对于企业盈利层面有两方面的利好。一方面，弱势的日元有利于提高日本出口的竞争力，提升出口企业的利润。另一更重要的方面是，日本公司海外子公司赚取的利润以日元计算也将受益于弱势日元。从历史数据看，在日元弱势周期内，日本股市的表现往往不会太差。

3.4.5 结论：日本股市有望延续涨势

尽管日本经济的复苏节奏在 2021 年横向比较仍然偏慢，但随着疫情的控制，通胀的可控，政策的刺激，产业链的复苏，企业盈利水平将在 2022 年对优先复苏的发达国家形成追赶。合理的估值，宽松的流动性环境也将有利于日本股市在 2022 年延续上涨的态势。

图表 138. 日经 225 指数与美元兑日元



资料来源：万得，中国银行

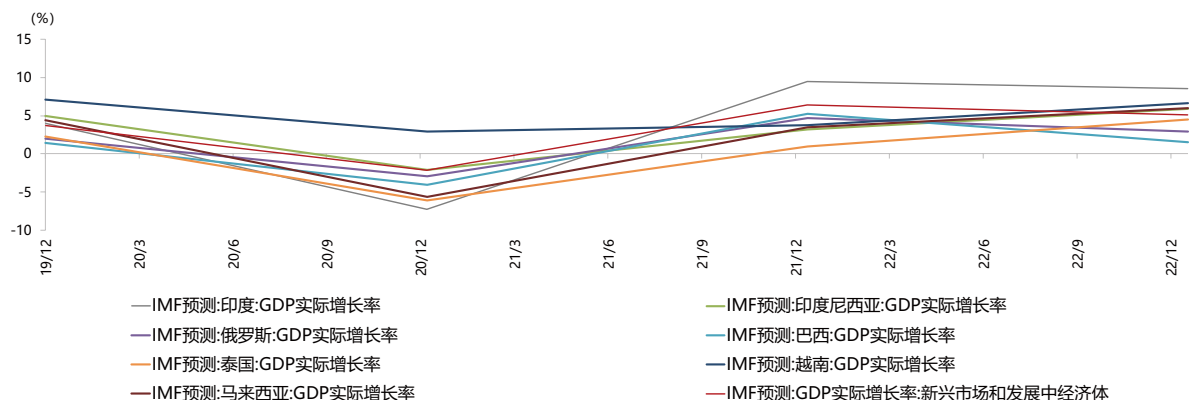
3.5 新兴市场：复苏节奏各异，表现料将分化

3.5.1 共振复苏，估值修复

2021 年全球各国经济基本都处于新冠疫情冲击后的共振复苏阶段，根据 IMF 10 月份的最新预测，2021 年新兴市场和发展中经济体 GDP 实际增长率将达到 6.375%，大部分国家经济预计将回到疫情前的水平。但由于新兴市场经济体疫苗接种速度缓慢，接种率远低于发达经济体，下半年东南亚受到德尔塔变种病毒扩散，实行旅行禁令和封锁，拖累了东南亚新兴市场经济体的经济增长。其中 IMF 将印度今年经济增长预测调降 3%，至 9.5%；对印尼、马来西亚、菲律宾、泰国和越南组成的东盟五国的增长预测调降 0.6%，至 4.3%。

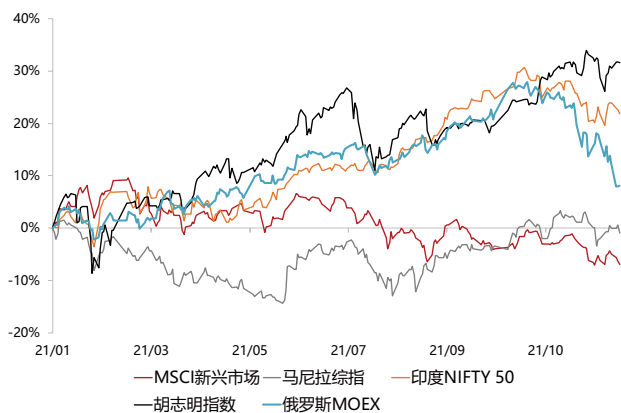
在各国经济共振复苏的大环境下，企业盈利回升，部分新兴市场股市表现亮眼，截至 12 月 15 日，俄罗斯 MOEX 指数今年以来涨幅 13%；印度 NIFTY50 指数今年以来涨幅超 20%；越南胡志明指数今年以来涨幅超 30%。同时，新兴市场股市的估值水平逐步修复。

■ 图表 139. IMF 对新兴市场 GDP 增长率预测



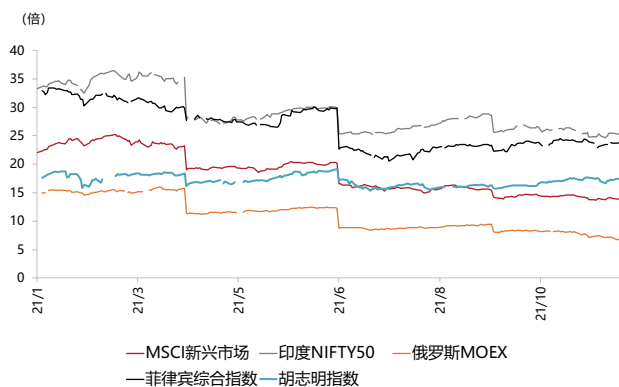
资料来源：万得，中国银行

■ 图表 140. 部分新兴市场股指走势



资料来源：万得，中国银行

■ 图表 141. 部分新兴市场 PE 走势

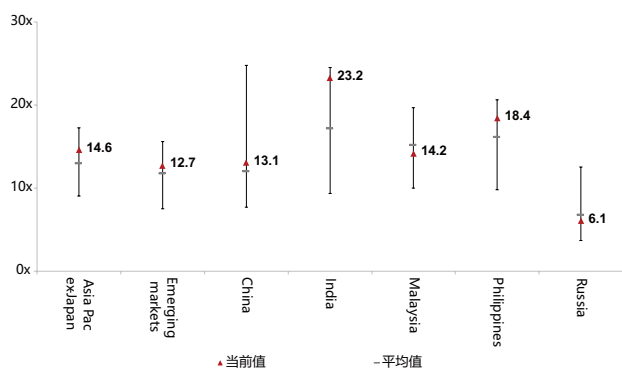


资料来源：万得，中国银行

从估值的角度看，全球新兴市场经历了估值修复和重估后，各国股市处于不同的历史水平。目前新兴市场总体来看估值水平已经回归历史均值附近，但仍然较为高估的是印度，指数的涨幅快于盈利增长，印度市场 PE25 倍，PB 近 4 倍，均处于历史高位，需要关注 2022 年盈利持续增长情况。而像马来西亚，菲律宾，俄罗斯等国资本市场的估值水平，目前已经处于历史均值以下偏低水平，值得投资者在进行全球资产配置时进行关注。

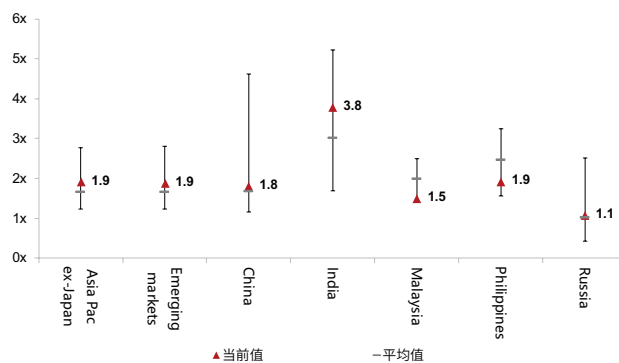
但从总体来看，今年新兴市场股市的表现不及发达市场，其中重要原因之一也是各国疫情发展和管控的差异。展望明年，随着疫苗接种率的提升，产业链的复苏，我们继续对部分新兴市场国家权益市场保持谨慎乐观的态度。

图表 142. MSCI 新兴市场 PE 水平



资料来源：Bloomberg，中国银行

图表 143. MSCI 新兴市场 PB 水平



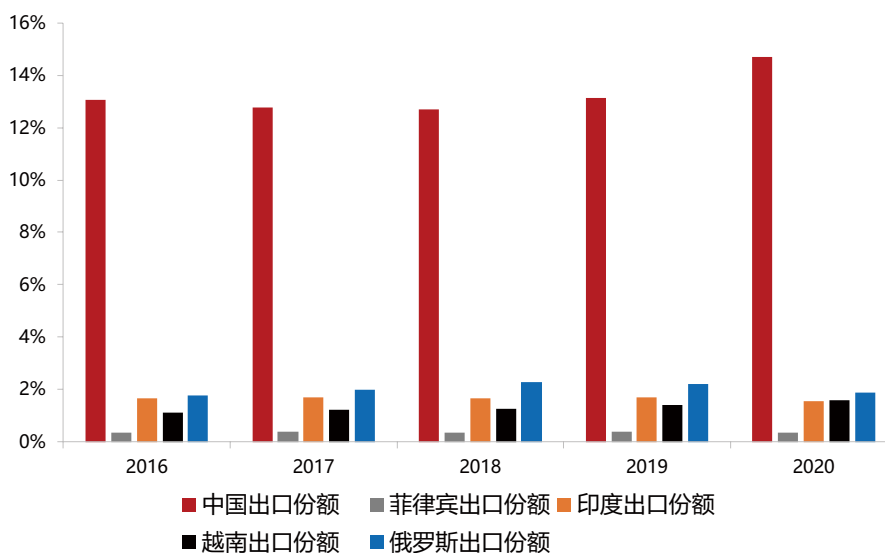
资料来源：Bloomberg，中国银行

3.5.2 节奏差异，表现分化

疫情的反复，也延迟了部分新兴国家经济的复苏节奏，导致每个新兴市场经济体的复苏节奏处于不同的阶段中。从 2021 年的情况看，各国经济的增长还是和疫苗的接种有着非常密切的关系。东南亚一些国家目前还是面临着疫情反复的压力，但随着疫苗接种率的不断提升，预计明年全球区域之间的增长将会出现从发达国家向新兴市场的传导。

从出口数据看，由于疫情冲击，全球货物出口金额从 2019 年的 19 万亿美元萎缩至 17.6 万亿美元。其中，中国货物出口额从 2.49 万亿美元提升至 2.59 万亿美元，出口份额从 13.14% 提升至 14.70%。相反，部分新兴市场国家出口金额大幅萎缩，让出了出口份额。如菲律宾出口份额同比下降了 2.95%；印度出口份额同比下降了 8.04%；俄罗斯出口份额同比下降了 14.58%。展望 2022 年，东南亚新兴市场经济体的产业链修复，重启出口行业，提振当地的的经济，也将帮助当地的上市公司盈利出现一个快速的反弹。

图表 144. 部分新兴市场出口份额



资料来源：万得，中国银行

3.5.3 加息预期, 市场承压

由于美国经济的复苏以及高企的通胀压力, 美联储已经开启 Taper, 明年美联储 Taper 的进度和加息预期如果加速, 或将使新兴市场承压。特别是部分市场已经处于过热阶段, 估值高企, 投资者应当回避。此轮 Taper 与 2013 年 Taper 在宏观经济、流动性环境方面有一定的相似度, 能够为此轮 Taper 各大类资产表现提供一定的参考。

从历史数据看, 在上一轮美联储 Taper 预期期 (2013/5/22—2013/12/31), 新兴市场普遍跑输发达市场, 与次轮相似。在 Taper 执行期 (2014/1/1—2014/10/31), 由于全球流动性边际收紧, 新兴市场或将承压。2022 年美国将处于 Taper 执行至加息阶段, 这或将给新兴市场带来一定的压力。

■ 图表 145. 上一轮美联储 Taper 期间各类资产表现

上一轮 Taper	Taper 预期期 2013/5/22—2013/12/31	Taper 执行期 2014/1/1—2014/10/31	空窗期 2014/11/1—2015/12/15	美联储第一次加息 2015/12/16—2016/12/14	美联储第二次加息 2016/12/15—2017/3/15
美元指数	-4.34%	8.38%	12.95%	3.94%	-1.47%
MSCI 发达	9.24%	2.83%	-3.59%	7.11%	5.13%
标普 500	10.74%	9.18%	1.26%	10.27%	5.86%
纳斯达克	19.26%	10.87%	7.87%	8.83%	8.52%
日经 225	5.92%	0.75%	13.11%	3.70%	1.68%
MSCI 新兴	-4.33%	1.33%	-23.29%	11.98%	8.11%
沪深 300	-10.89%	7.65%	47.29%	-8.54%	2.51%
恒生指数	-0.26%	2.97%	-11.35%	5.56%	5.95%
韩国综指	1.53%	-2.33%	-1.60%	5.38%	4.72%
俄罗斯 MOEX	5.70%	-1.04%	17.06%	27.93%	-10.61%
马尼拉综指	-19.62%	22.51%	-7.13%	3.39%	4.70%
胡志明指数	0.89%	19.07%	-5.47%	17.10%	7.22%
印度 NIFTY 50	3.11%	32.01%	-7.47%	6.25%	11.03%

资料来源: 万得, 中国银行

3.5.4 总结

展望 2022 年, 新兴市场股市表现会因复苏节奏不同而分化, 疫情的反复仍将会带来阶段性地扰动。南美洲普遍风险较高, 部分国家面临通胀失控、汇率贬值、外汇流失、政府换届等风险。相对更为看好越南、菲律宾等东南亚市场。对于印度市场, 投资者需保持谨慎。



债券篇

趋势机会难觅， 局部价值可寻

2022 年基本面回归常态，中美政策错位，趋势机会难觅，局部价值可寻。中债窄幅震荡，结构性机会；信用债波段机会，品种间分化；可转债需求支撑估值，上涨仍看正股；中资美元债两极分化。美债长端利率或将上行，但上行空间有限，大概率先上后平，全年震荡。

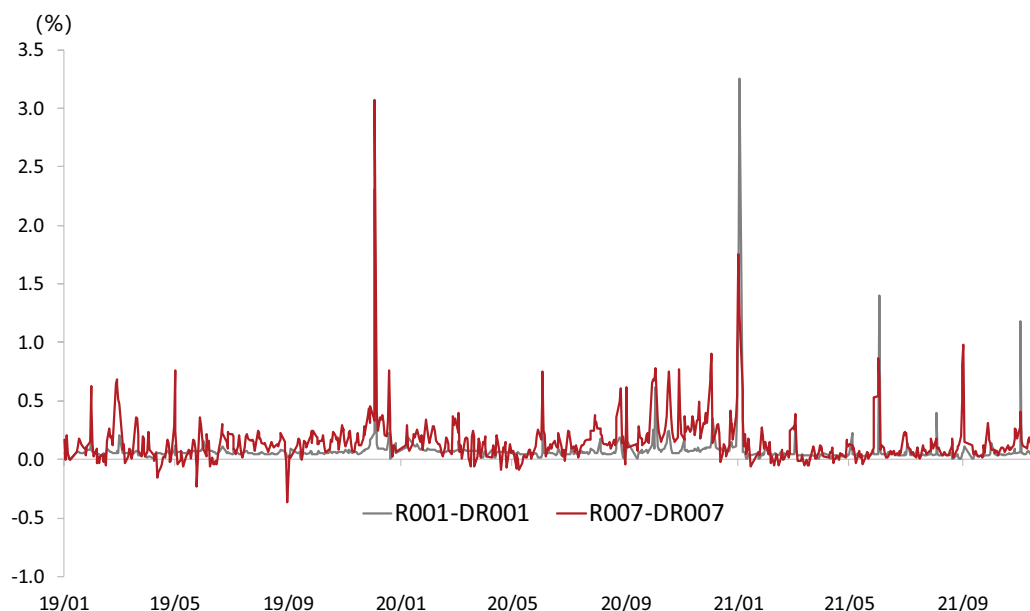
4.1 国内货币市场：低位震荡，波幅有限

2022 年货币市场在灵活适度、以我为主的跨周期政策调节下资金预期仍将保持稳定，利率位于相对低位的同时，受政策中枢引领趋势或越发明显，波动幅度有望进一步收窄。

4.1.1 回顾 2021 年：围绕中枢震荡

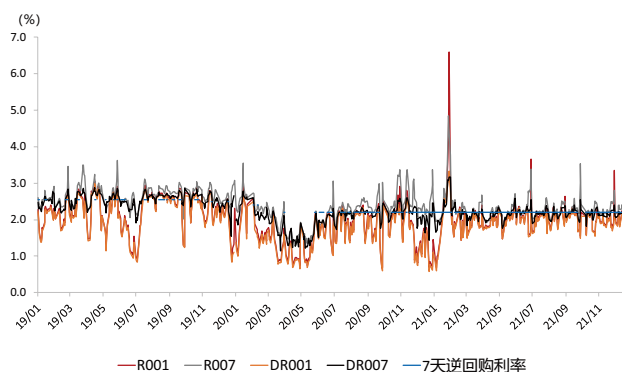
虽然 2021 年宏观基本面对内外部供需结构错位、产业政策变化和疫情长尾效应影响下复杂多变，但以稳为主的货币政策定力十足，更具前瞻性的市场预期管理引导货币市场利率围绕锚定的政策利率波动。全年来看，剔除个体事件或季节性因素影响，资金波动率明显下降，不同金融机构间的资金流通更加顺畅，银行与非银机构间的利差水平降至近三年平均最低水平。

图表 146. 资金利差总体收窄



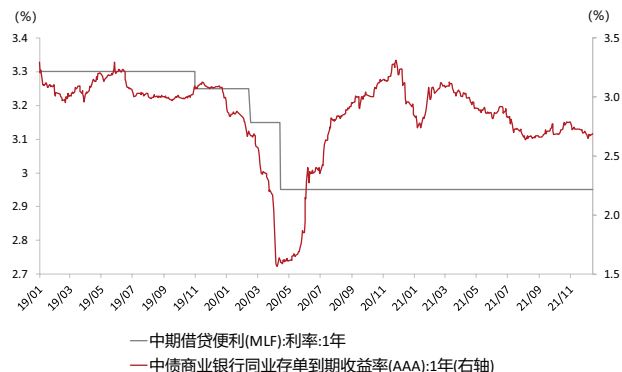
资料来源：万得，中国银行

图表 147. 短端利率围绕中枢波动



资料来源：万得，中国银行

图表 148. 长端利率围绕中枢波动

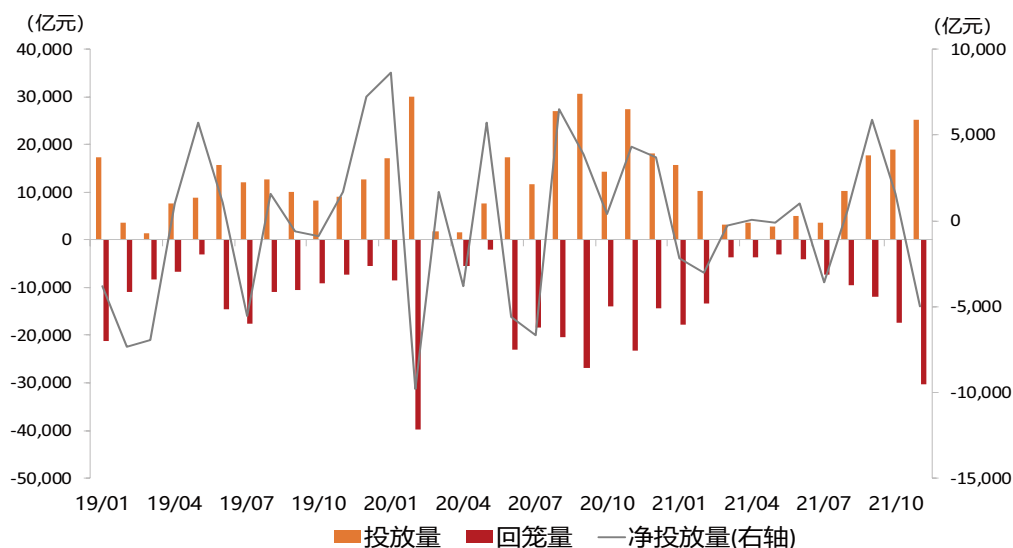


资料来源：万得，中国银行

4.1.2 展望 2022 年：低位窄幅波动

我们对货币市场有如下判断：利率保持低位。做好各经济周期中的衔接，避免基本面环境大开大合是疫情复苏以来政策的主导思想。2022 年国内宏观环境面临着一定的稳增长压力，尤其在上半年压力较大，为平滑周期波动，做好跨周期中的逆周期调节，灵活适度的货币政策易松难紧，资金利率仍将维持低位区间。若因稳增长压力超预期，边际宽松幅度增加，不排除利率中枢继续下移的可能性。

图表 149. 央行公开市场总规模下降



资料来源：万得，中国银行

波幅窄势延续。在总量政策使用有限，结构性政策频出的影响下，央行 2021 年操作越发精准，伴随公开市场操作总量下降的是 MLF 存量规模中枢的抬升，市场利率围绕中枢利率震荡的资金变动趋势已初步形成。在更关注价格而非操作总量的引导下，政策利率保持低位且稳定限制了市场利率上下波动的区间，稳定资金预期下波动幅度也难有较大起伏，窄幅围绕政策利率中枢震荡将成为未来很长一段时间的常态。

■ 图表 150. MLF 存量规模水平提升



资料来源：万得，中国银行

4.2 国内债市：窄幅震荡，结构机会

国内债券市场 2021 年先抑后扬，收益率在资金欠配需求和超预期降准中震荡下行。2022 年基本面趋于常态，在总量以稳为主，结构精准发力的政策背景下，趋势机会较难出现，收益率将以区间震荡为主，在阶段性政策边际变化和个券中寻找超额收益的可能性。

4.2.1 利率债：区间震荡，或有波折

回顾 2021 年，宏观经济经历了疫情余波影响下从强复苏到弱衰退的过程，期间伴随着因供需结构错配引发的资源品通胀。货币政策保持定力，中性基调的边际变化在调结构、防风险、稳增长诸多目标中切换，财政政策明显后置。利率债收益率在基本面和政策环境的共振下呈现类“N”型走势，期限利差接近疫情前水平，震荡区间较 2020 年明显收窄。

图表 151. 2021 年 10 年期国债呈类“N”型走势



资料来源：万得，中国银行

图表 152. 10—1 年期国债期限利差收窄至疫情前水平



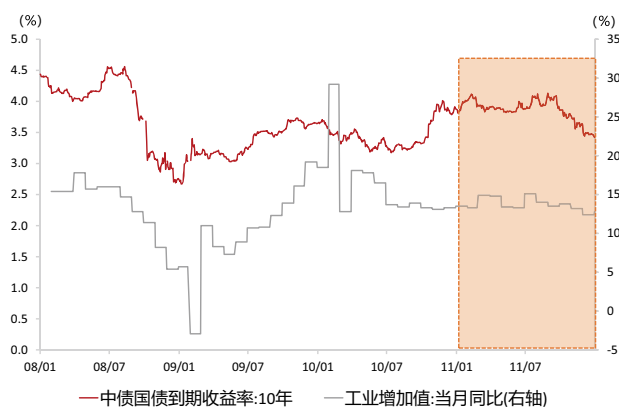
资料来源：万得，中国银行

展望 2022 年，利率债难见趋势行情，区间震荡延续。从时间上看，一季度主要面临财政前置的宽信用影响，稳增长的诉求需要货币政策配合，流动性稳中偏松可期，同时配置需求助力，收益率存在下行空间。二季度及以后美联储加息预期叠加居民端通胀水平回升，货币政策或有所掣肘，收益率上行压力显现。全年收益率在基本面、政策和外部环境预期变化中多有波折，不过总体而言，在越发强调以稳为主，以我为主政策下，利率债收益曲线或依然较为平滑。预计 2022 年 10 年期国债收益率水平主要震荡区间为 2.7%—3.1%。

4.2.1.1 基本面回归常态，上下空间有限

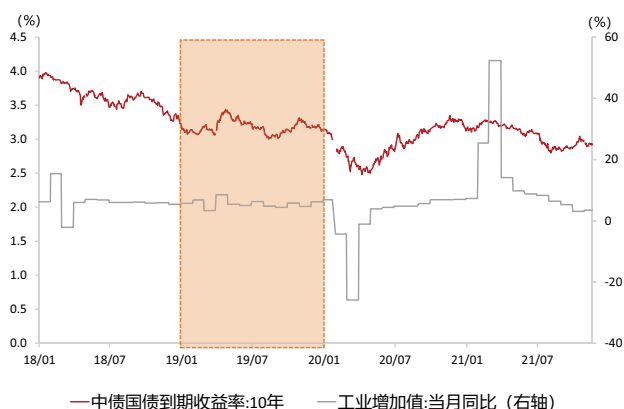
2022 年即将进入疫情发生后的第三年，无论是从重大事件影响下的下跌、反弹、回归节奏而言，还是疫苗接种的普及、新冠口服药的研制以及海外对疫情防控措施的边际变化，都预示着疫情对国内基本面的影响或将真正进入尾声阶段，政策的着力点也将回归到自身经济结构调整和内生动能增强方面。从实践情况看，跨周期调节政策更关注长周期增长的可持续性和结构优化，对于经济增速的容忍度在提升，经过平滑后短期经济周期波动将减弱，这对于利率债而言意味着震荡时间更长，趋势行情不明显。以当前 10 年期国债收益率水平来看，向下受到政策边际宽松幅度的制约，向上受到基本面韧而不强的支撑。

■ 图表 153. 2011 年国债收益率与工业增加值共振



资料来源：万得，中国银行

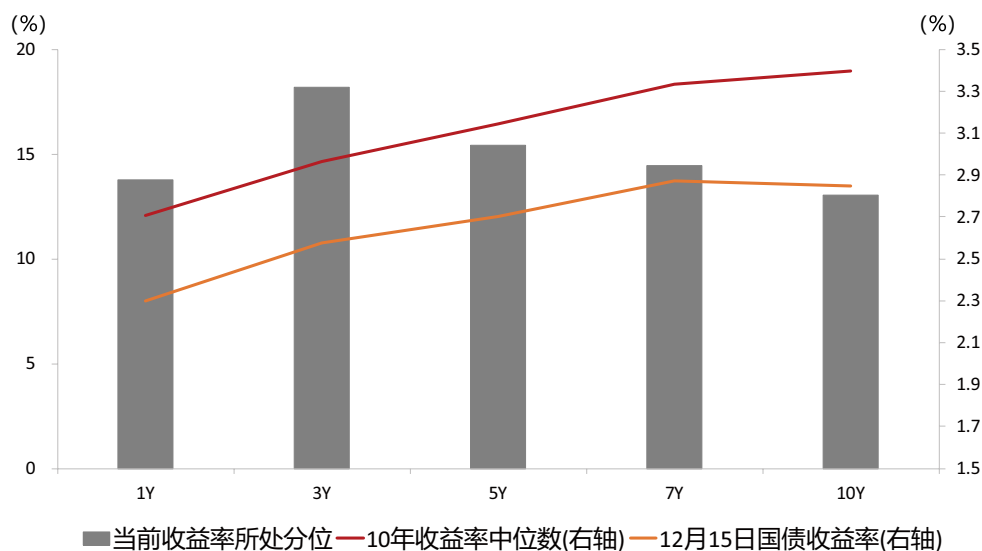
■ 图表 154. 2019 年国债收益率与工业增加值共振



资料来源：万得，中国银行

具体实践中，参照历史上经济周期和政策工具可比的时间段，金融危机之后的 2011 年和中美贸易摩擦后的 2019 年，均处于工业增加值月同比增长波动不大的时间段，10 年期国债收益率整体呈现区间震荡，中枢略有下移。2022 年基本面回归常态情况下，工业增加值增幅预计维持窄幅空间，10 年期国债收益率大概率也将跟随震荡，中枢或下移，但上下空间均有限。

■ 图表 155. 国债历史分位水平



资料来源：万得，中国银行

4.2.1.2 结构性政策为主，波动幅度有限

疫情以来宏观总量数据的结构性特征突出，高质量发展要求下新旧增长动能之间的冷热交替明显。针对结构性的基本面，政策总体托而不举，总量效果削弱，宏观调控的结构性政策频出，实现定向支持。2022 年基本面虽然暂告疫情主线，但地产下行和出口增长动能减弱让经济面临着不小压力，需要宏观政策对冲以实现经济连续性。中央经济工作会议强调稳定宏观经济大盘，灵活不失稳健的货币政策和精准积极的财政政策构成了 2022 年宏观政策组合。其中货币政策强调对小微企业、科技创新和绿色发展的支持，在灵活运用公开市场工具维持市场流动性整体合理充裕的背景下，结构性的定向支持工具不会缺席。财政政策较 2021 年更加积极，财政支出的强度和进度预计较 2021 年明显加强，宽信用较为明确，但受地方隐性债务管控影响，叠加“房住不炒”的底线要求，空间或受到制约。整体来看，可持续要求下政策的总量规模受限，结构性调节仍为明年政策的主要方向。

图表 156. 近两年宏观结构性政策工具频出

政策领域	结构性工具	具体内容
货币政策	再贷款、再贴现	再贷款： 大致分为流动性再贷款、信贷政策支持再贷款、金融稳定再贷款和专项政策性再贷款。当前主要以信贷政策支持再贷款为主，尤其是“支小再贷款”使用成为主流的再贷款工具类型。 支持煤炭清洁高效利用专项再贷款： 规模 2000 亿，央行通过先贷后借的方式对全国性金融机构在煤炭清洁高效利用企业发放的贷款予以发放本金的再贷款支持，发放利率需与 LPR 大致持平。 再贴现： 央行对金融机构持有未到期已贴现商业汇票予以贴现。
财政政策	两项直达货币政策工具	普惠小微企业贷款延期支持工具： 央行提供再贷款资金，通过特定目的工具与地方法人银行签订利率互换协议的方式，向地方法人银行提供激励，激励资金约为地方法人银行延期贷款本金的 1%。 普惠小微信用贷款支持工具： 央行使用再贷款专用额度，通过信用贷款支持工具购买地方法人银行新发放普惠小微信用贷款的 40%，促进银行加大小微企业信用贷款投放。
	碳减排支持工具	交易结构： 央行通过先贷后借的直达机制，对金融机构（暂定为全国性）向碳减排重点领域内相关企业发放的符合条件的碳减排贷款，利率与 LPR 持平，按贷款本金的 60% 提供低成本资金支持，利率为 1.75%。 支持领域： 重点支持清洁能源、节能环保和碳减排技术三个碳减排领域。
	结构性减税	制造业企业： 研发费用加计扣除比例由 75% 提升至 100%。 小规模纳税人： 增值税月销售额起征点从 10 万提升至 15 万。 小微企业和个体工商户： 年应纳税所得额不到 100 万的部分，在现有优惠政策下，再减半征收所得税。 煤电和供热企业： 实施“减、退、缓”政策。 阶段性税收缓缴措施： 对于 2021 年 4 季度制造业中小微企业实现的企业所得税和国内增值税，国内消费税及其附征的城市建设维护税，以及个体工商户、个人独资及合伙企业缴纳的个人所得税（不含代扣代缴）实行阶段缓缴。
	财政资金直达机制	方式： 将过去财政资金层层审批分配改为“一竿子”分配到基层或项目单位。 2021 年直达资金范围： 把中央财政民生补助各项资金整体纳入。包括直接用于基层财力保障的一般性转移支付；教育、就业、社保等领域基本民生保障资金；具备条件的专项转移支付，比如普惠金融发展专项资金等。

资料来源：华创证券、中国银行

被熨平的经济周期叠加结构性的政策组合，利率债震荡中波动幅度或将相对有限，历史上可比的 2019 年，10 年期国债收益率全年变动仅 4BP。

■ 图表 157. 各类政策组合下的利率债表现

政策组合	代表年份	利率债表现
宽货币 + 宽信用	2008	单边下行 168BP
宽货币 + 紧信用	2018	单边下行 67BP
稳货币 + 宽信用	2019	震荡下行 4BP
稳货币 + 紧信用	2021	震荡下行 25BP
紧货币 + 宽信用	2006—2007	单边上行 135BP
紧货币 + 紧信用	2010	单边上行 22BP

资料来源：万得，中国银行

4.2.1.3 供需节奏趋均衡，收益曲线走平

2021 年利率债是供给不弱，需求亦强，节奏后置的一年，供需节奏上的预期差对收益率水平波动形成较大影响，2022 年利率债供需皆旺的态势有望延续，节奏上或将因政策调节安排更加均衡。

供给规模方面，受到规模大增影响，利率债发行总量预计较 2021 年提升，达 20.48 万亿，净供给 9.55 万亿。国债 + 地方债发行规模以财政赤字 3.2% 作为测算假设。近 10 年来未受到疫情影响下的财政赤字率均低于 3%，其中 2019 年财政赤字率 2.8%，2022 年面临基本面回归常态，但经济结构化调整升级中面临的下行压力不容小觑，在稳杠杆基础上宽信用需要相对积极的财政水平予以配合，故仍维持 2021 年赤字率水平。同样，对地方专项债规模的预测延续 2021 年 3.65 万亿规模。

政金债发行常与政策性领域的信贷支持力度相关，国开债尤为明显，在 2022 年社融规模有望稳中回升背景下，政金债净投放规模或较 2021 年增加。同时，实际发行中，2018 年以来政金债发行 / 到期规模比率中枢为 1.4—1.6，按较为积极的 1.6 测算，2022 年政金债总发行规模预测为 5.18 万亿。

■ 图表 158. 2022 年国债 + 地方政府债发行预测

	2022 年到期	2022 年净发行预测	2022 年发行预测
国债	49884	27156	77040
地方债	27493	48440	75933
合计	77377	75596	152973

资料来源：万得，中国银行，单位（亿元）

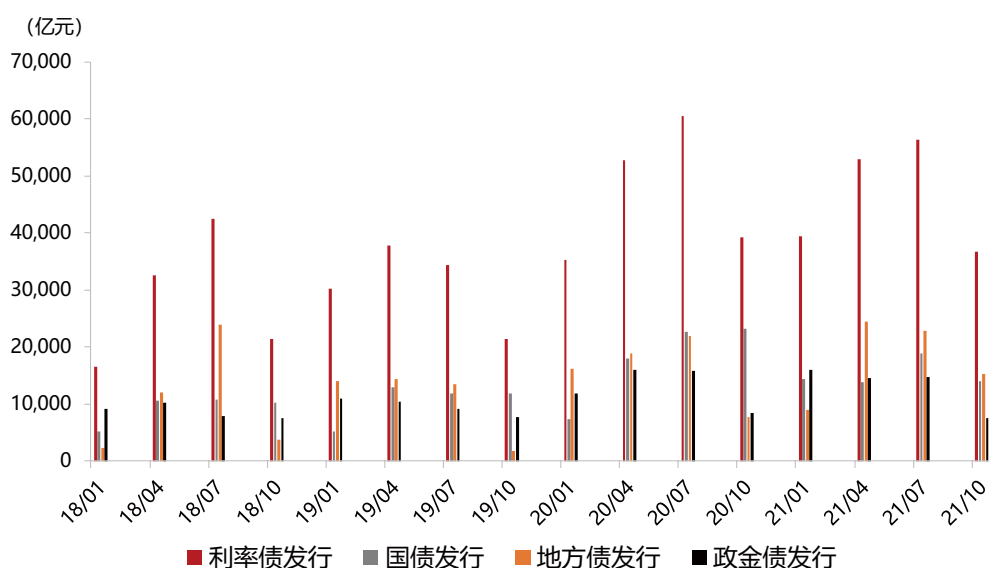
图表 159. 2022 年政金债发行预测

	2022 年到期	2022 年净融资预测	2022 年发行预测
国开债	16275	10172	26447
农发债	7781	4863	12644
进出口债	7823	4889	12712
合计	31879	19924	51803

资料来源：万得，中国银行，单位（亿元）

发行节奏方面，从规律上看，利率债在大部分年份的供给高峰都出现在二、三季度。主要原因是常规年份，地方债发行以二三季度为主，国债主要从二季度开始，后三季度均匀发行，政金债则全年节奏较为均衡。三类品种中受政策影响调节较大的是地方债，它的发行节奏安排是利率债整体供给节奏的变量。自 2019 年起，十三届全国人大常委会授权国务院可在当年新增地方债限额的 60% 内提前下达下一年度新增地方债限额，以便解决往年需两会批准预算后发行滞后不利于稳投资需求的问题。2019—2021 年均采取了提前下达的方式，近日，根据中央经济工作会议和国常会的要求，财政部提前下达了 2022 年地方债额度，其中专项债 1.46 万亿。同时财政部已会同发改委就专项债一季度的发行使用进行推动，后续也将持续加强督导。2022 年专项债发行将带动利率债发行节奏整体前置，增加上半年尤其是一季度供给规模，但考虑到到期规模，预计二季度仍为全年供给高峰。

图表 160. 历史年份利率债供给节奏



资料来源：万得，中国银行

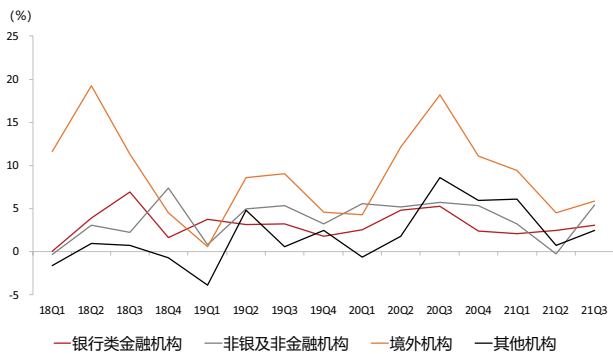
图表 161. 近几年地方债提前下达情况

预算年度	提前下达时间	提前下达额度
2019	2018 年 12 月	13900
2020	2019 年 11 月	18480
2021	2021 年 3 月	23580
2022	2021 年 12 月	14600（专项债）

资料来源：万得，中国银行，单位（亿元）

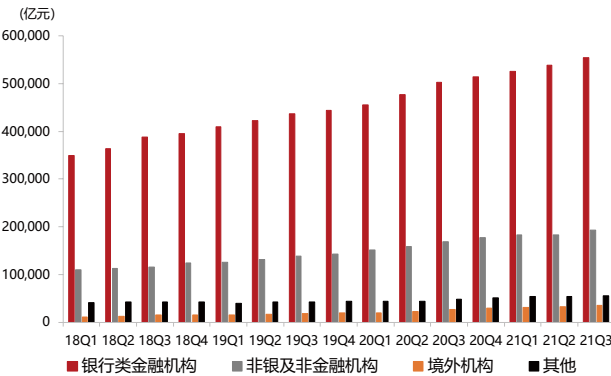
需求方面，持仓利率债的投资机构中商业银行始终处于首位，占比超过 65%，且增速稳定，其次是非法人产品和境外机构。2021 年在流动性总体平稳偏松、非标资产投资受限、部分大型信用债主体违约以及人民币汇率稳中有升多重因素影响下，上述利率债主要投资主体均加大配置力度，偏强的配置需求支撑 10 年期国债收益率从年初高点 3.26% 一路下行，后在 2.85%—3.0% 间窄幅波动。2022 年利率债配置的友好环境仍将延续，稳中有松的资金环境为利率债配置打下基础，结构性资产荒仍是最大助力，利率中枢下移后 10 年期国债 3.1%—3.2% 的收益率已具备较高配置价值，若一季度因宽信用加码抬升收益率水平，本着早配早受益的原则，机构配置需求也将释放，供需节奏均衡叠加短端货币偏松有助于收益曲线平坦化。

图表 162. 投资机构利率债新增托管规模增速



资料来源：万得，中国银行

图表 163. 投资机构利率债托管规模变动

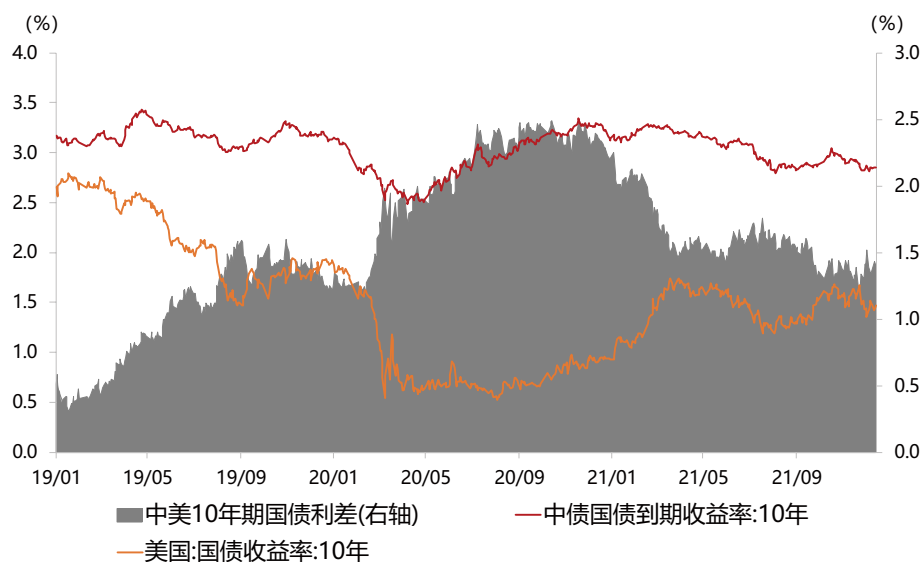


资料来源：万得，中国银行

4.2.1.4 中美利差或收窄，海外指数支撑

2021 年中美货币政策错位，两国 10 年期国债收益率利差从疫情期间最高 248BP 收敛至 2021 年末 139BP 附近。2022 年美联储货币政策从 Taper 结束走向加息，美债收益率存在上行压力，国内以我为主的货币政策引导收益率水平区间窄幅波动，中美利差或进一步收窄。不过就历史情况而言，当前利差处于近三年 35% 左右分位，近 10 年未受疫情影响年份的 52% 左右分位，区间较为中性，故即使面临收窄，幅度也相对有限，因利差优势减弱吸引外资流入减缓或存量资金流出的压力并不算大。

图表 164. 近三年中美利差变动



资料来源：万得，中国银行

此外，外资境内购债利息收入免征税政策再延4年和国债被纳入富时世界国债指数为利率债带来境外主动和被动资金。其中“入富”因纳入周期较长，自2021年10月起每月将带来200亿左右的增量资金。2021年1—9月境外机构增持利率债的均值为676亿，增量资金在2021年末入富月份外资增持利率债的资金占比近30%，能在较大程度上中和利差或汇率可能为利率债带来的扰动影响，利差变动不会成为影响明年利率债的扰动主因。

图表 165. 纳入富时指数后国债增量情况

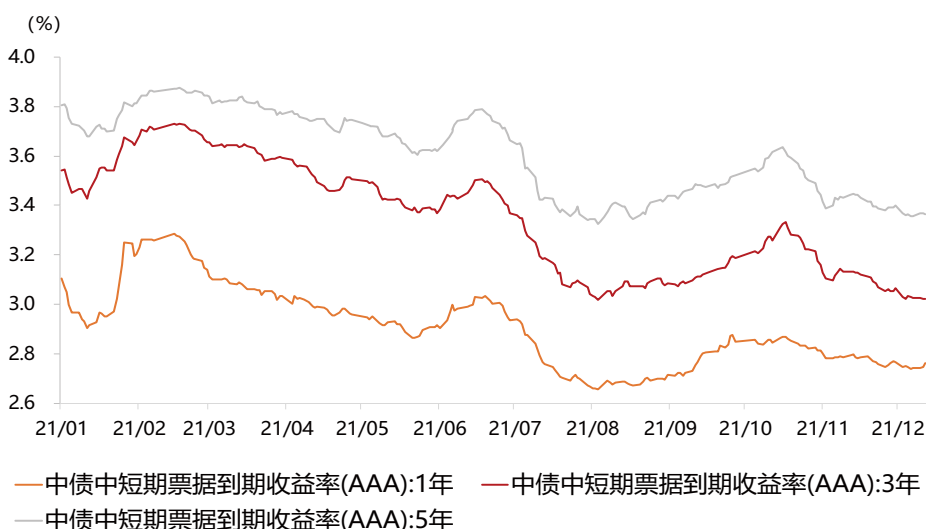
债券指数	纳入时间	纳入周期	纳入权重	纳入券种	跟踪指数机构 管理资产	总增量	月增量
彭博巴克莱全球综合指数	2019年4月	20个月	6.03%	国债+政金债	约13—19万亿人民币	约7800—11400亿人民币	390—570亿人民币
摩根大通全球新兴市场政府债券指数	2020年2月	10个月	10.00%	国债	约1.6万亿人民币	约1600亿人民币	160亿人民币
富时世界国债指数	2021年10月	36个月	5.25%	国债	约13—16万亿人民币	约6800—8400亿人民币	190—230亿人民币

资料来源：浙商证券，中国银行

4.2.2 信用债：波段机会，品种分化

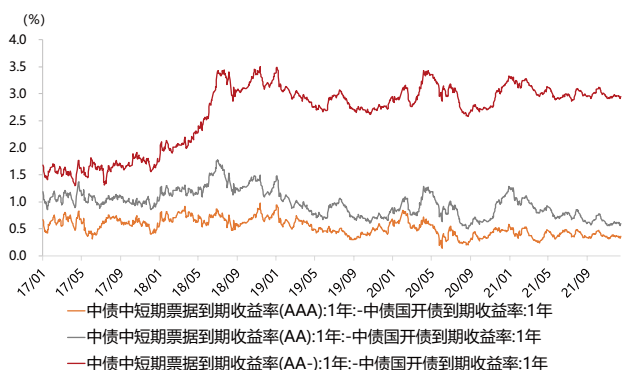
回顾 2021 年，信用债利差整体压缩，局部风险暴露。在资金面稳中偏松的环境下，信用债收益率整体跟随利率债先震荡下行后有所回调，以 AAA 级中票为例，截至 12 月 15 日，1 年、3 年和 5 年期品种收益率较年初下行 30BP—32BP 不等。其中收益率低点出现在 8 月初，较年初下行 50BP 左右，后又震荡回调。此轮信用债的行情从 2020 年 11 月永煤、华晨事件冲击后开始，随着流动性环境的逐渐改善，叠加金融机构的欠配推动，中高等级以及中短久期品种收益率下行明显，信用利差持续压缩。短久期品种信用下沉相对明显，AA 级利差较年初降幅最大，而市场对长久期、低等级品种始终保持谨慎，5 年期 AA- 等级中票利差较年初几乎无变动。展望 2022 年，在货币政策上有顶下有底、利率债区间震荡的大背景下，信用债也较难走出独立的趋势行情，更多的是挖掘波段回调，以及单个行业品种带来的局部性和阶段性机会。

■ 图表 166. 2021 年以来信用债收益率先震荡下行后有所回调（截至 12 月 15 日）



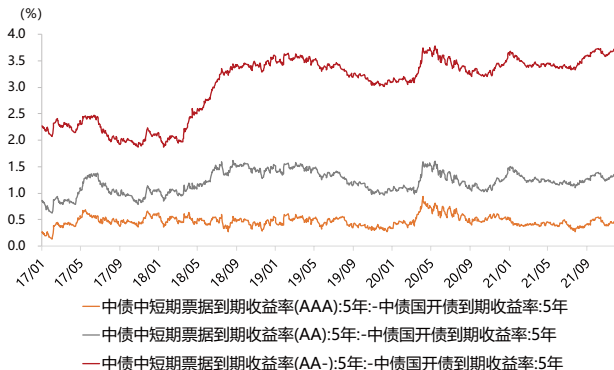
资料来源：万得，中国银行

■ 图表 167. 2021 年不同品种信用利差表现分化



资料来源：万得，中国银行

■ 图表 168. 2021 年不同品种信用利差表现分化



资料来源：万得，中国银行

4.2.2.1 趋势性机会不强，择时择优配置

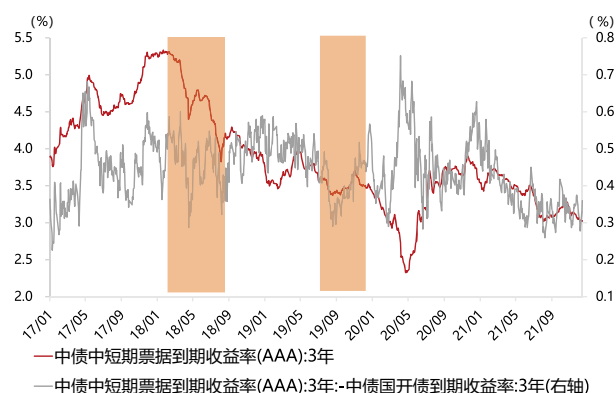
2022 年信用债整体趋势性机会不强。一是经过 2021 年的收益率下行，信用利差已经处于历史低位，如果没有强有力的因素推动，信用债继续向下的空间已较为有限。截至 2021 年 12 月 15 日，1 年期 AA 等级信用债利差较年初下降了 68BP，已位于 2015 年以来的 8% 分位数水平，而中长期、低等级品种信用利差，则位于 50%—90% 以上的分位数水平，市场走势的胶着以及风险事件的暴露使得投资者谨慎拉长久期和进一步下沉信用。二是从过往市场的运行规律来看，当信用利差较低时，大概率面临着利差再度走阔以及市场回调的风险，但基于对 2022 年整体货币政策环境较为友好的判断，收益率大幅上行的概率相对较小，因此对于票息策略来说，适度的利差走阔将带来更好的配置价值。

图表 169. 各品种信用利差历史分位数水平（2015 年—2021 年 12 月 15 日）

	1 年		3 年		5 年	
	较年初变化 BP	2015 年以来利差分位数水平	较年初变化 BP	2015 年以来利差分位数水平	较年初变化 BP	2015 年以来利差分位数水平
AAA	-22	27%	-20	33%	-6	42%
AA+	-42	18%	-49	21%	-41	35%
AA	-68	8%	-32	51%	-14	73%
AA-	-38	75%	-7	94%	4	95%

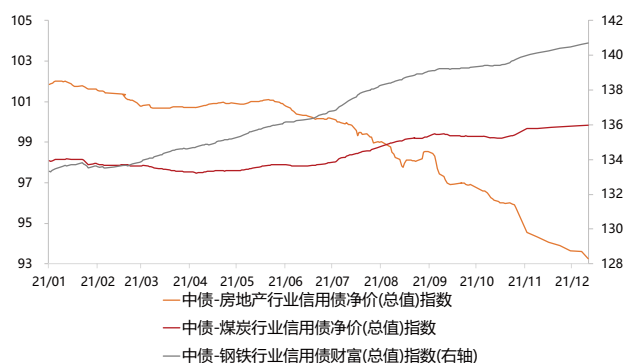
资料来源：万得，中国银行

图表 170. 信用利差低位时市场回调风险加大



资料来源：万得，中国银行

图表 171. 2021 年房地产与煤炭、钢铁债券走势明显分化



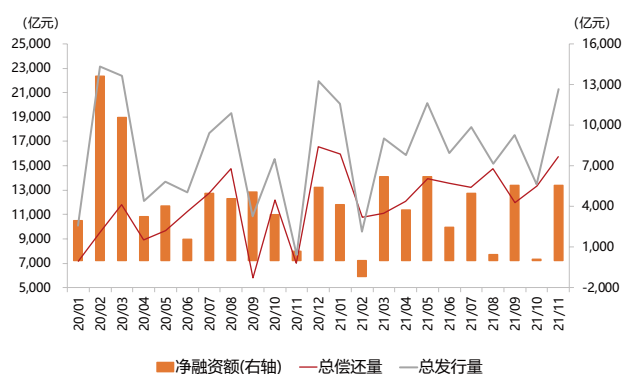
资料来源：万得，中国银行

在结构性宽信用的 2022 年，信用债更多的机会将在于挖掘不同行业个券价值。2021 年信用债整体小牛行情下，不同产业仍然表现各异，曾在 2020 年爆发了地方国企信用危机的煤炭等过剩产能行业，今年在大宗商品涨价助力下，企业盈利情况迅速改善，煤炭、钢铁等行业债券全年走出一波上涨行情。然而大型房地产企业，尤其是债务杠杆率较高的民营企业却在今年政策调控下，发生了较为集中的风险暴露，恐慌情绪引发了地产债整体大幅下跌。2022 年虽然政策已开始转向稳增长，但现在的稳增长已不同于过去的全面放水刺激，更多通过结构性方式，托底经济与产业结构转型并重，“房住不炒”前提下，房地产依然面临较大下行压力；基建托而不举，更多转向新基建、新产业，继续严控地方政府隐性债务，城投债依然面临分化；煤炭、钢铁等上游企业经过 2021 年的盈利增长，预计仍会维持不错的现金流；而中下游企业在生产成本高位压力下，面临着利润压缩挑战，需静待 PPI 下行逐步缓解。

4.2.2.2 结构性财政发力，风险整体可控

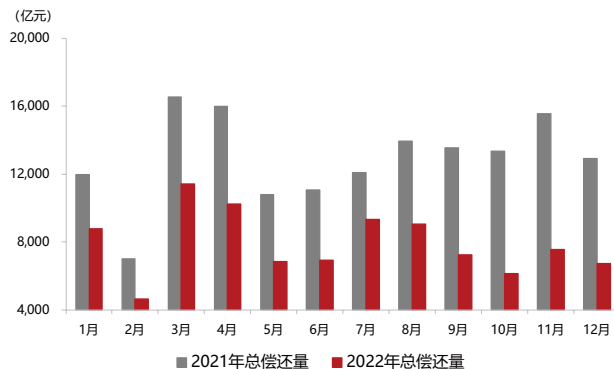
从净融资情况来看，2022 年信用债到期量较 2021 年大幅下降近 40%，整体到期压力缓解。同时 2021 年虽然净融资较前一年环比下降 40%，但主要受 2020 年 2—3 月疫情暴发期间高基数的影响，剔除 2—3 月数据后净融资量两年基本持平。2022 年在结构性财政发力以及到期量大幅下降的情况下，预计净融资状况将会进一步改善，市场信用风险整体可控。

图表 172. 2020 年和 2021 年信用债净融资情况



资料来源：万得，中国银行，截至 2021 年 10 月

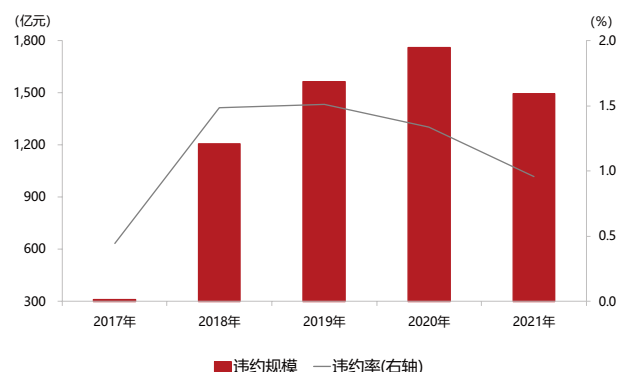
图表 173. 2021 年和 2022 年信用债到期情况对比



资料来源：万得，中国银行

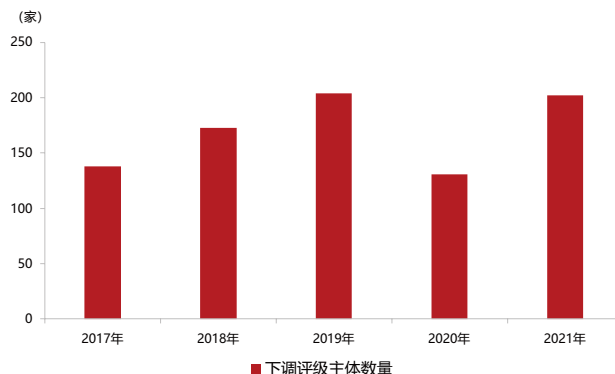
从信用债违约数据来看，虽然违约规模有所攀升，但违约率已连续 3 年下降，近两年违约风险受到关注并引发市场恐慌情绪的主要原因在于，超预期事件的发生以及大型企业的风险暴露。随着上述风险不断释放，地方国企、中大型地产企业等相关主体的责任意识 and 风险意识不断加强，政策上也严把不发生系统性风险底线，2021 年民企违约风险上升，更多源于民营地产企业的信用事件，但弱资质主体的违约将常态化，2022 年到期主体中，AA 评级主体及地方国企债券占比均有所提升，个体风险仍需关注。整体来看，预计 2022 年违约率变动将趋于平稳。同时，信用评级市场的不断完善也将有助于违约风险的提前发现。从 2021 年的数据来看，违约主体数量与违约率双下降，但下调评级的主体数量却显著增加，也从侧面反应出信评企业对于市场风险甄别的不断加强，可以在一定程度上降低突发风险事件对市场的冲击。

图表 174. 近 5 年信用债市场违约数据



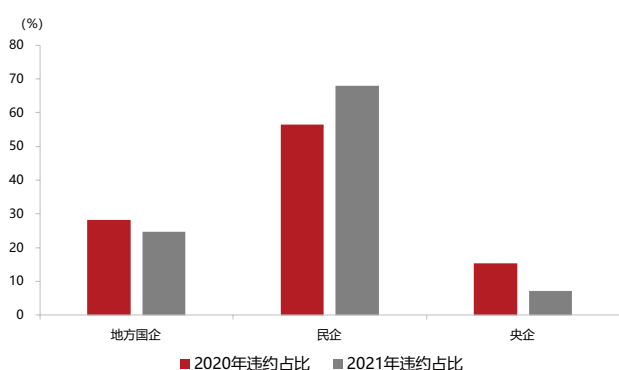
资料来源：万得，中国银行

图表 175. 近 5 年下调评级的主体数量变化



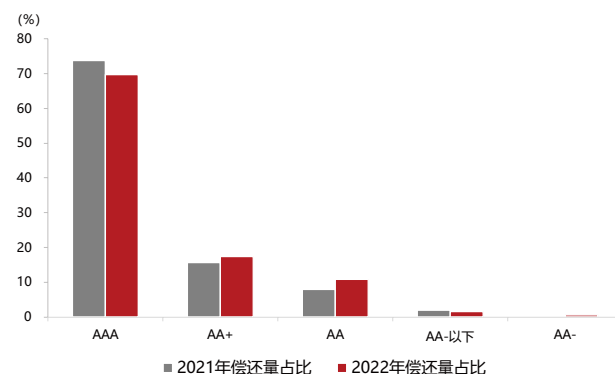
资料来源：万得，中国银行

图表 176. 2021 年民企违约占比上升



资料来源：万得，中国银行

图表 177. 2021 年和 2022 年信用债到期主体对比

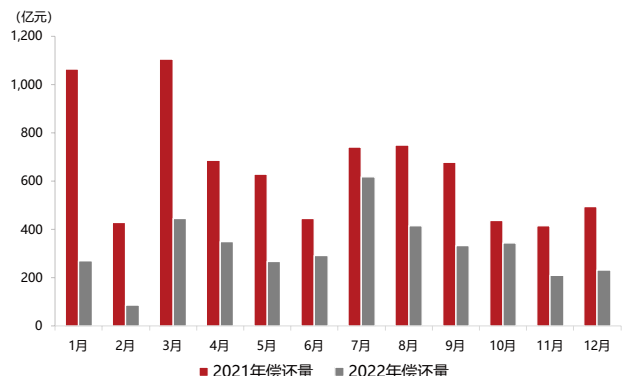


资料来源：万得，中国银行

4.2.2.3 地产尾部出清后寻找机会，城投个体分化局面难改

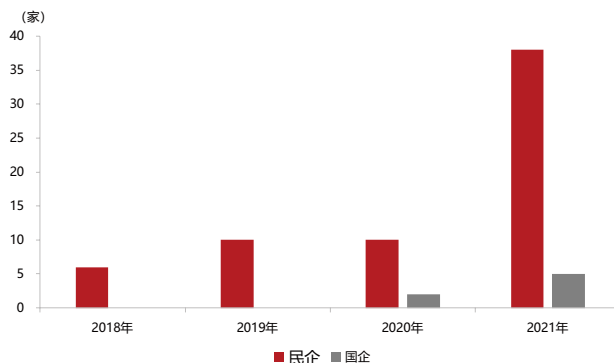
2022 年地产债的到期量较 2021 年大幅下降，到期高峰主要集中在三季度，债务压力明显减轻，但仍存尾部出清风险。从政策底到行业基本面逐步恢复，仍需要看到销售、拿地等数据见底企稳。地产企业违约首次发生在 2018 年，而且违约规模逐年攀升，并在 2021 年集中爆发，违约主体中绝大部分为民营地产。虽然对于地产企业融资限制已经有所放松，但在“三道红线”监管要求下，部分杠杆率较高的企业仍面临着继续降杠杆、降负债压力。商品房销售面积 2021 年 3 月以来出现断崖式下跌、土地流拍率快速升高，市场各方参与主体均需要一个信心重塑的过程。在“房住不炒”的大方向下，房地产行业景气度难以再回到以往供需两旺状态，但从避险情绪集中爆发到行业重回平稳的过程中，随着尾部风险逐步出清，可挖掘安全边际相对较高的主体债券，获取一定超额收益。

图表 178. 2022 年地产债到期压力明显减轻



资料来源：万得，中国银行

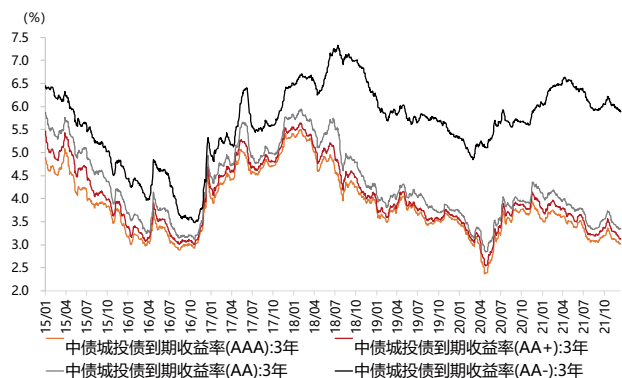
图表 179. 地产债违约以民企为主



资料来源：万得，中国银行

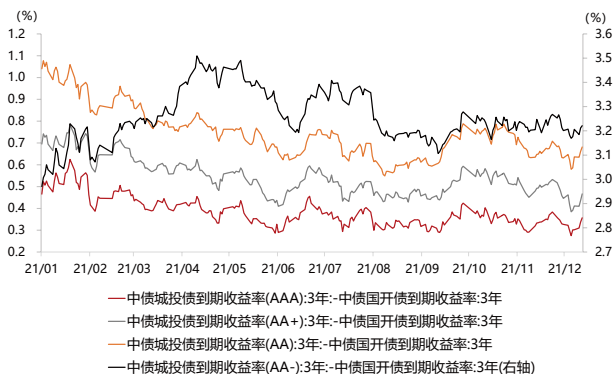
城投主体表现继续分化，低等级主体收益率走势明显偏弱，且信用利差呈走阔趋势，中高等级品种不论是收益率还是信用利差均已处于 2015 年以来历史低位。城投一定程度上反应了地方政府的经济实力和信用状况。2020 年永煤、华晨地方国企违约发酵，造成整个区域内企业融资困难，加之基建发力仍是 2022 年托底经济较为重要一环，这也使得地方政府对于城投信用更加谨慎。而对于已经出现非标违约的地区和省份，信用利差走阔也已接近历史高位。现阶段地方债务的处置重点在于隐性债务化解。2021 年 10 月以来，广东和上海先后启动了“全域无隐债试点”工作，作为债务压力较小的地区先试先行。如果试点成功然后推广，那么隐性债务的消除可能会降低城投企业与地方政府的关联度，城投作为一个独立企业主体，风险将更加市场化。从当下来看，城投违约仍是小概率事件，但个体分化的局面短时间内难以改变。

图表 180. 2015 年以来城投债收益率走势



资料来源：万得，中国银行

图表 181. 2021 年不同等级城投债信用利差情况



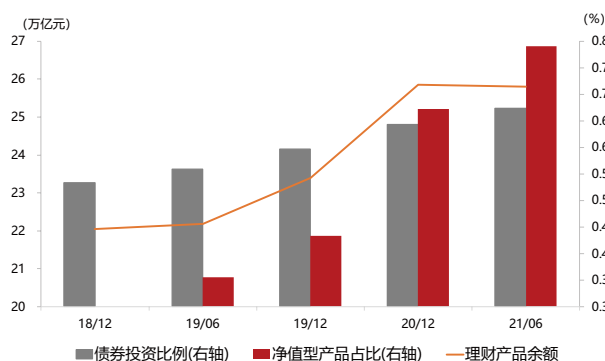
资料来源：万得，中国银行

4.2.2.4 资管新规过渡期结束，净值化转型加剧品种分化

资管新规从颁布到过渡期的结束历经 3 年多的时间，理财产品净值化的过程一直在持续进行中，市场对此已有充分预期。但随着过渡期结束，一些新的监管指导意见也相继下发，包括现金管理类理财产品规范、产品估值方法的要求等，进一步明确资管新规在过渡期实施过程当中的一些尚不完善之处。部分不符合产品估值新要求的摊余成本法产品面临调整，这也使得银行二级资本债、私募债等品种一度应声下跌。12 月 17 日，银保监会又发布了《理财公司理财产品流动性风险管理办法》，机构在投资标的上的选择将更加谨慎。

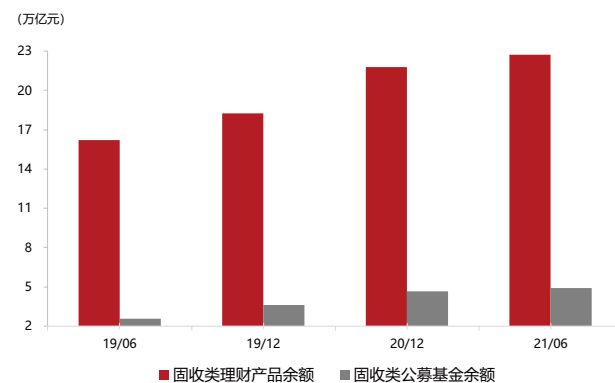
理财产品是固收类产品市场的主角。截至 2021 年 6 月，根据《中国银行业理财市场半年报告》中的数据，净值型产品已占全部理财产品规模的 79%，而理财产品的债券投资比例达到了 67%，固收类理财产品规模几乎是固收类公募基金的 5 倍。因此资管新规正式实施对理财产品的影响，也在很大程度上影响着债券市场。理财产品净值化转型会在一定程度上放大市场波动，由于理财产品受众群体风险偏好普遍偏低，因此产品运作思路也以降低波动、获取较为稳定的绝对收益为主。一方面会在大类资产配置轮动中寻找投资机会，比如可用于增强收益的权益或可转债，因此当债券市场出现回调或下跌预期时，仓位调整和再配置不可避免，趋同行为可能会使得市场波动加剧；另一方面，为降低波动，理财资金会更偏好短久期、中高等级品种，而风险较为可控、长久期、高票息品种，则需要根据摊余成本法产品的规模而定。

图表 182. 净值型理财产品规模持续增长，债券投资比例不断提升



资料来源：万得，中国银行

图表 183. 固收类产品中理财产品的规模远超公募基金



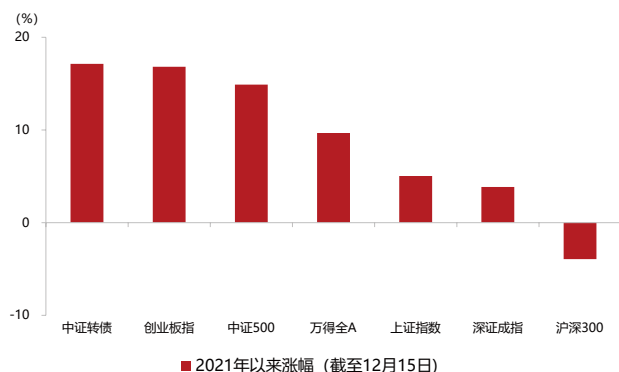
资料来源：万得，中国银行

4.2.3 可转债：需求支撑估值，上涨仍看正股

回顾 2021 年，可转债表现可圈可点，估值亦在高位。在股市板块轮动较快、结构性行情为主的情况下，可转债市场整体表现颇为亮眼。截至 12 月 15 日，中证转债指数上涨 17.12%，表现优于主要的股票市场指数。各阶段回顾来看，春节前股市以机构抱团的白马股上涨为主，由于转债正股均偏中小市值，因此表现偏弱；3 月份开始新能源为代表的成长股大幅上涨，转债也跟随上涨，由于转债没有涨跌幅限制，整体表现强于股市；9 月份开始随着股市的回调，转债也随之出现下跌，后又跟随股市震荡上行，12 月份再度创出年内新高。从估值水平来看，转债市场整体已处于一个历史较高的位置。

展望 2022 年，在政策不大开大合，更多采用结构性方式、跨周期调节的大方向下，股市大概率仍是成长相对占优的结构性行情，对于已处于估值较高分位的转债，更多应把握跟随正股的结构性行情。

图表 184. 2021 年转债与主要股票市场指数涨跌幅



资料来源：万得，中国银行

图表 185. 2021 年中证转债与万得全 A 指数的走势



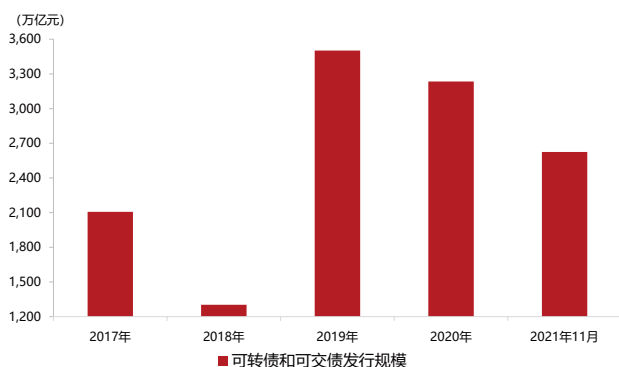
资料来源：万得，中国银行

4.2.3.1 供给有望保持稳定，固收 + 扩容带来配置需求

供给方面，在鼓励企业发展直接融资、转债备案数量和规模均有大幅反弹的情况下，预计 2022 年可转债市场仍将保持稳定的供给。2021 年是《可转换公司债券管理办法》正式施行的第一年，其中新增了大股东等配售需 6 个月锁定期、赎回等条款需加强信息披露的相关要求。转债市场的规范措施对发行产生了一定影响，2020 年再融资新规中对定增松绑，也对转债显现出了一定的替代效应，导致 2021 年转债发行规模有所下降。但是从 2021 年转债备案数量来看，较 2019 和 2020 年均有了大幅增长，同时市场投资者也更加理性。在鼓励企业发展直接融资大环境下，预计转债市场仍将保持一个稳定的供给规模。

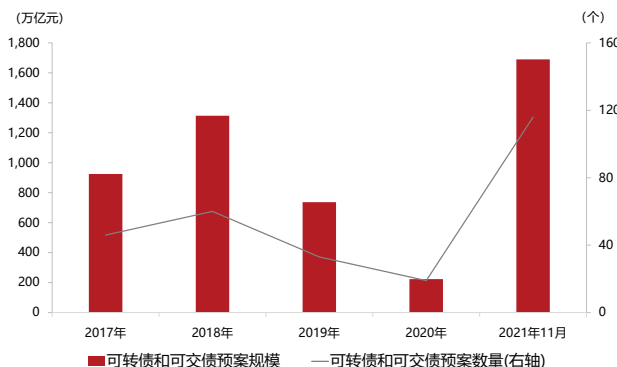
需求方面，固收 + 策略产品规模增长，将继续支撑转债市场的需求扩张。2019 年开始公募基金发展驶入了快车道，“固收 +”策略得到了众多投资者以及管理人的青睐。截至 2021 年 12 月 15 日，二级债基存量规模比 2020 年增长逾 60%，而转债也是其重要的投资标的，持有比例最高曾超过 30%。2021 年各固收 + 策略产品中可

图表 186. 可转债和可交债近 5 年发行规模



资料来源：万得，中国银行

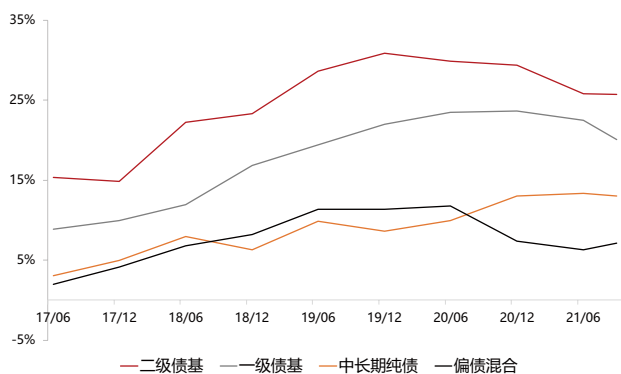
图表 187. 可转债和可交债近 5 年发行预案情况



资料来源：万得，中国银行

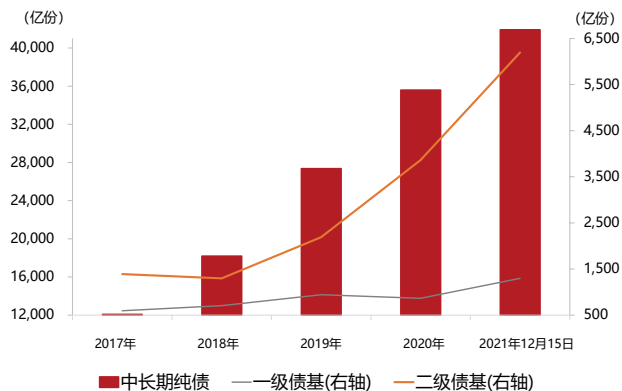
转债的持仓比例虽略有下降，但持有规模仍持续增长。从 2021 年三季报可以看到，二级债基对于可转债的持仓比例已有所提高，另外中长期纯债基金持有可转债的比例在持续提升，且维持在历史高位。2022 年上述情况可能还将延续，基金规模的持续增长以及投资者获取相对稳定超额收益的诉求，将继续支撑可转债市场需求。

图表 188. 偏债策略为主的基金持有可转债的比例



资料来源：万得，中国银行

图表 189. 固收类基金近 5 年存续规模持续增长

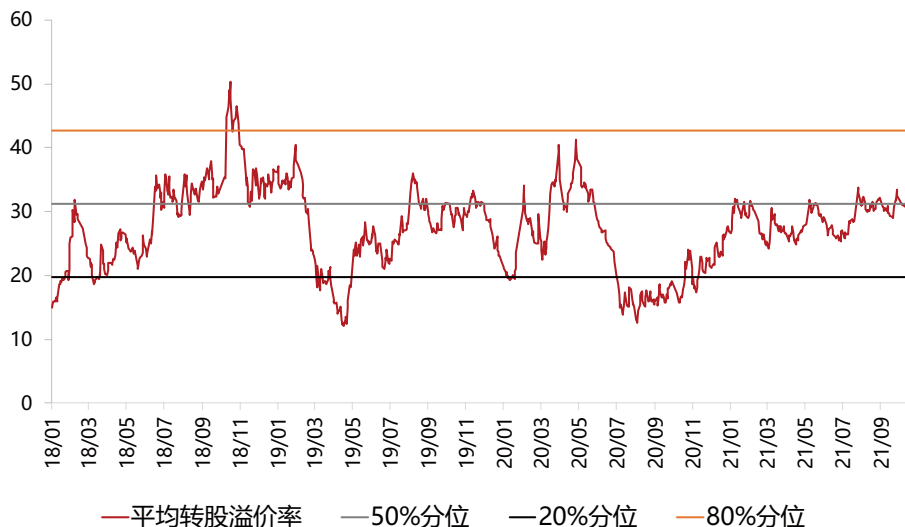


资料来源：万得，中国银行

4.2.3.2 估值高位市场波动放大，上涨空间仍看正股带动

2021 年转债估值在近四年中位数附近震荡上行，目前仍处于相对高位。一是源于市场需求支撑，二是在 2021 年股市成长风格占优带来转债结构性的投资机会。展望 2022 年，转债有望维持估值高位。一是我们研判 2022 年股市结构性行情有望延续，稳增长背景下市场流动性合理充裕。二是市场对转债的需求仍然旺盛，转债兼具股债属性独特资产类别优势，是产品净值化转型过程中，固收 + 策略青睐品种。但估值高位也可能会放大市场波动，2022 年转债上涨更多将跟随正股，可遵循低估值、高景气赛道思路挖掘优质个券。

图表 190. 可转债估值处于近四年以来的相对高位



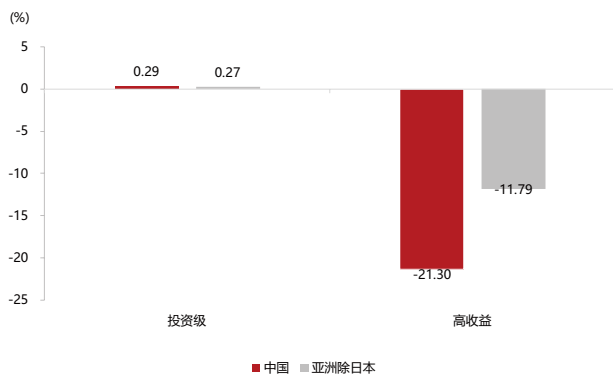
资料来源：万得，中国银行

4.3 中资美元债：两极分化，投资级价值凸显

4.3.1 多空扰动，投资级韧性存在

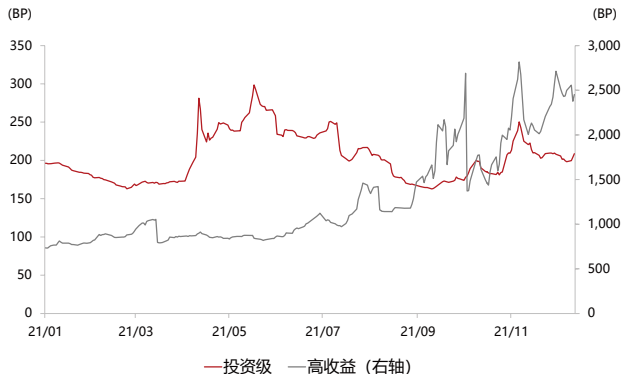
回顾 2021 年，受美国国债收益率上升和国内企业个别信用事件影响，中资公司美元债出现较大波动。截至 2021 年 12 月 15 日，美国 2 年期国债收益率上升了 55 个基点，而 10 年期收益率上升 54 个基点，拖累中资美元债券表现。投资级板块方面，华融在其推迟年度业绩后，债券价格一度出现剧烈波动，对投资级债券市场带来冲击；高收益板块方面，多间房企违约以及恒大因负面新闻所导致的抛售，均拖累了中国高收益债券市场的整体表现。截至 2021 年 12 月 15 日，投资级美元债券指数总回报率大致持平，仅上升 0.3%。高收益指数则大幅下滑，录得 21.3% 的负回报。

图表 191. iBoxx 美元中国 v.s. 亚洲除日本债券指数总回报



资料来源：彭博，中国银行

图表 192. iBoxx 美元亚洲除日本外中国企业指数投资级 v.s. 高收益信用利差 Z-spread



资料来源：彭博，中国银行

2021 年美国国债收益率上升给中资公司美元债券带来一定压力。投资级美元债信用利差在上半年波动较大，并受到华融事件影响扩宽，随后在下半年逐步收窄。高收益信用利差在上半年的大部分时间里一直处于区间内大幅波动，在下半年因房企爆雷而走宽。截至 2021 年 12 月 15 日，iBoxx 美元中国投资级和高收益公司债的信用利差（Z-Spread）分别较年初扩大 12.4 个基点和 1717 个基点。债券市场的信用分化继续扩大，基本面疲弱的公司债券价格大幅下挫。

展望 2022 年，美联储对过去货币政策的耐心消失了，将逐步退出自 2020 年起的量化宽松政策。美国货币政策正常化将会是金融市场最大焦点之一，对全球经济和资金环境都可能产生重大影响。虽然美国收益率曲线或因高通胀有上升压力，但即使在美国加息，甚至缩表、减少流动性的情况下，美国经济增长可能放缓和疫情反复都可能会限制美国国债收益率曲线的大幅上升。

在企业信用利差方面，受到国内经济增长放缓的影响，明年大幅收窄的空间不大。细分来看，中资美元债投资

级的发行人主要包括银行、金融、央企、国企、城投、科技公司及部分房地产公司。随着疫情后的低基数效应退去。在国内经济增速放缓的大环境下，这些主要发行人的信用利差会在当前水平逐渐巩固并趋稳。然而在另一方面，预计明年这些中资发行人的海外收并购需求不会太大，这意味着明年中资美元债的供应量也会有限。而当前市场上资本金仍然充足，且中资美元债的息率本就高于发达国家，为国内企业信用利差提供一定支持。总体来说，尽管 2021 年的债券表现受到个别事件的拖累，但在美国国债利率平稳和中资企业信用基本面稳健的情况下，中资美元投资级债在 2022 年的表现将会保持韧性。

4.3.2 信用分化，高收益仍需谨慎

经历 2020 年加速违约后，中国离岸美元企业违约总额在 2021 年仍保持高企。尤其在中资房地产板块，违约率更创新高。相比 2015 年至 2020 年只有 3 家房企违约，今年以来已有 7 家房企违约，包括：华夏幸福、泛海、四川蓝光、花样年、中国地产集团、新力控股、当代置业等。另外，在市场信心不足负面情绪的影响下，市场上有大量标杆债券处于深度折让交易，令地产高收益级新债供应窗口难以开启。

在坚持房住不炒的原则以及行业降杠杆的基调下，房地产的调控仍会保持偏紧。房地产合约销售疲弱、债券融资渠道收缩等因素都加重了房企的流动性压力。地产债的高波动预计持续，或暴露更多的违约风险。但在政策继续释放维稳信号，房企融资相关政策出现暖风。地产政策的边际放松有利于行业流动性紧张情况改善，以及支持房地产债券市场的情绪，特别是那些头部国企或较好资质的房企。从长远来看，财务强劲的房企将受益于行业整合，以及稳地价、稳房价、稳预期等长效机制下房地产行业健康发展和良性循环。

国内过去几年一直在推动“更加市场化”的方法来处理债务问题，政府将会继续倾向于推动更大程度的信用分化，允许个别国有和民营企业发生债券违约。不过，由于不希望系统性风险对金融市场、银行系统和社会的稳定造成破坏，因此亦不太可能出现广泛的违约。鉴于中资公司债券的持续信用分化，我们更看好财务状况良好的优质信贷，避免将信用曲线过度下移到基本面疲软和杠杆过高的公司。

■ 图表 193. 2021 年境外违约房企

首次违约日期	发行人
2021 年 10 月 25 日	当代置业
2021 年 10 月 18 日	新力控股
2021 年 10 月 15 日	中国地产集团
2021 年 10 月 4 日	花样年
2021 年 7 月 13 日	四川蓝光
2021 年 5 月 23 日	泛海控股
2021 年 2 月 28 日	华夏幸福

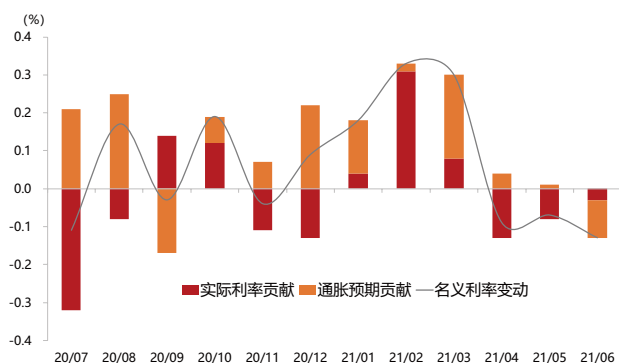
资料来源：中国银行

4.4 美国债市：阶段演绎，上行有顶

回顾 2021 年，美债交易逻辑不断切换，美债利率呈现“N”型走势。

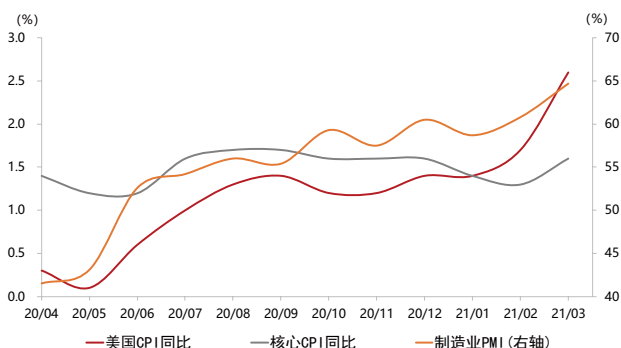
第一阶段：2021 年初至 3 月底，10 年期美债利率持续上行。年初美国疫情持续改善、疫苗接种进度有所加快、财政刺激措施推进，使得 PMI 等数据向好。在此期间，美国经济复苏和通胀预期走强，实际利率和通胀预期交替成为抬升美债利率的主导力量。此外，在大规模财政刺激即将出台的背景下，市场对美债供给担忧升温，也在一定程度上推升美债利率。

图表 194. 美债利率变动的拆解



资料来源：万得，中国银行

图表 195. 美国 CPI 和制造业 PMI 的情况



资料来源：万得，中国银行

第二阶段：2021 年 4 月至 7 月底，10 年期美债利率震荡下行。这一阶段主要受疫情反复、经济复苏边际放缓、拜登财政计划“打折”、财政泄洪引发市场流动性过剩等因素的影响。在此期间，经济数据有所回落和通胀预期回落带动 10 年期美债利率下行，从 4 月初的 1.69% 下降至 7 月底的 1.24% 左右。具体来看：

一是 2021 年 4 月起，Delta 变种病毒在英国大范围传播，5 月开始欧洲其他经济体和美国也相继遭到变种病毒攻击。受疫情反复的影响，部分美国经济数据显示经济增长边际放缓，市场开始交易美国经济和通胀“见顶”。

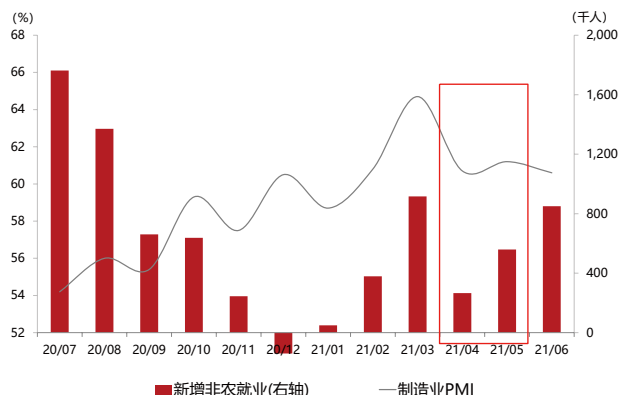
二是尽管拜登的“基建 + 增税”组合涉及 2.35 万亿美元支出，但共和党多个节点释放反对信号：4 月共和党人提出 5680 亿美元反对计划，5 月 2.35 万亿美元计划被压缩至 1.7 万亿，6 月拜登宣布支持的基建计划规模缩水约 40%。拜登财政计划“打折”令市场对拜登财政刺激计划的期待降温。

三是为满足债务上限要求，美国财政部一般账户（TGA）的余额大量减少，在此期间，美联储为了回收过量的流动性，大幅增加了逆回购规模，美国金融市场流动性充裕状态对短端资金利率和债券利率造成进一步下行压力。

第三阶段：2021 年 8 月至 10 月中下旬，10 年期美债利率震荡上行。这一阶段主要受疫情缓解、封锁管控有所放开带动服务业修复、美国通胀持续攀升及加息预期升温、市场开始交易美联储缩减购债等因素的影响，这些因素共同对美债利率形成支撑。10 年期美债利率从 8 月的 1.20% 上升至 10 月中下旬的 1.66% 左右。具体来看：

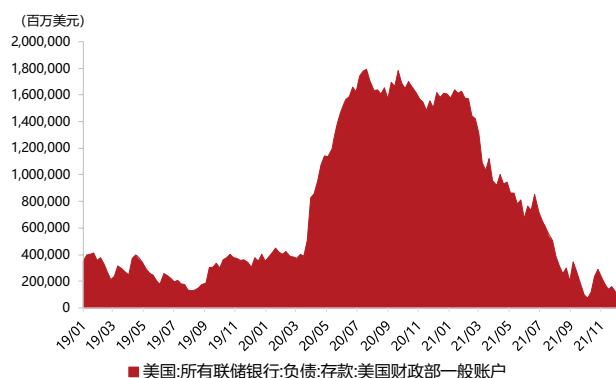
一是 9 月中旬起，美国新增病例开始迅速回落，新增非农就业人数反弹，部分经济指标显示美国增长正在边际

图表 196. 美国 PMI 出现回落且就业数据不及预期



资料来源：万得，中国银行

图表 197. 美国财政部一般账户迅速压降



资料来源：万得，中国银行

好转。与此同时，供应链问题、就业结构性问题、能源价格高位、房价房租上涨等问题进一步推升了美国通胀水平。在此期间，通胀预期和实际利率共同推升美债利率上行。

二是美联储9月会议声明首次更新了有关缩减购债的指引，声明指出“从去年底至今，经济已经朝着既定目标取得了进展。如果进展能如预期继续维持，委员会判断可能很快就将放缓资产购买的步伐”。市场开始交易美联储缩减购债，进一步推升美债利率上行。

第四阶段：2021年10月下旬至12月，震荡行情。2021年10月下旬至12月，尽管美联储于11月宣布缩减购债并于12月宣布加快缩减购债，但并未推升10年期美债利率一路上行。这一阶段，美债利率主要受多种因素影响，一是美国通胀仍处于高位；二是美联储及其官员对通胀和货币政策节奏的表态影响市场预期；三是变异毒株的出现影响经济预期及风险偏好；四是外围货币政策收紧、美国财政刺激缩水等因素对美债利率形成短期扰动。在上述因素交替影响或扰动下，10年期美债利率呈现震荡行情。

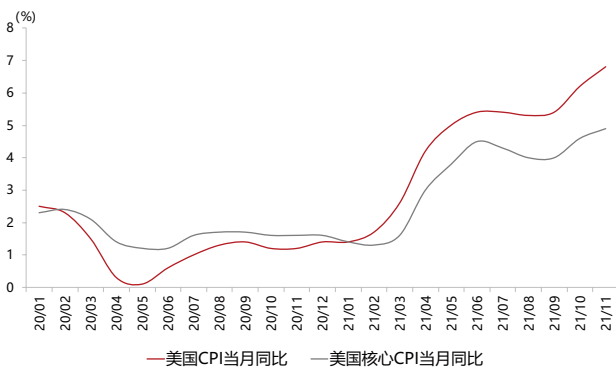
展望2022年，美债利率或将先是温和上行，随后转为走平或小幅震荡下行，1.8%—1.9%的位置或将是10年期美债利率向上突破的重要阻力位，年内美债利率曲线或将平坦化。具体来看，全年走势大致分为两个阶段：第一阶段，在美国通胀高位、加息预期升温的背景下，短端利率抬升带动长端利率温和上行，同时美国经济韧性也将

图表 198. 美国当日新增确诊病例人数情况



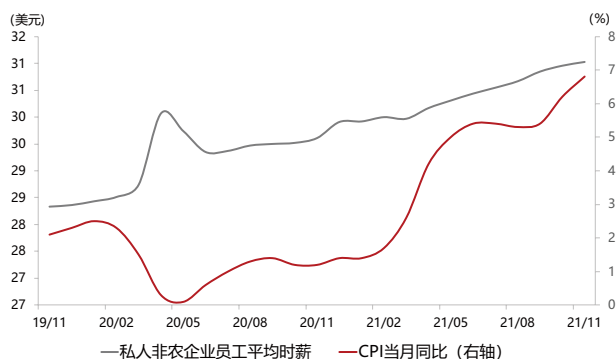
资料来源：万得，中国银行

图表 199. 美国 CPI 与核心 CPI 情况



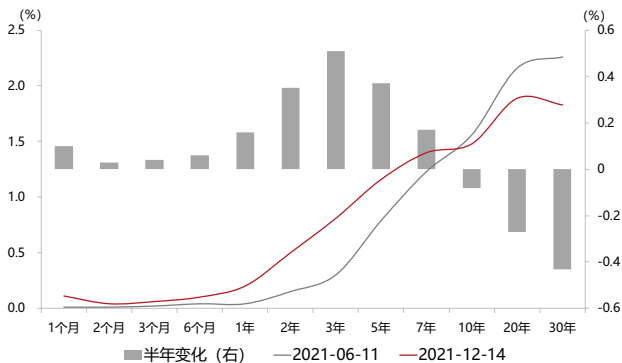
资料来源：万得，中国银行

■ 图表 200. 工资上涨是本轮美国高通胀的原因之一



资料来源：万得，中国银行

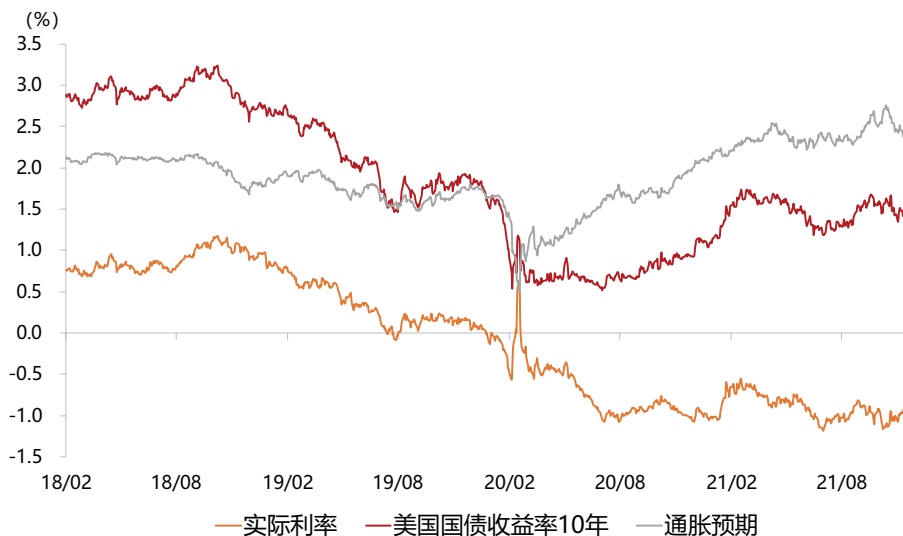
■ 图表 201. 美债利率曲线情况



资料来源：万得，中国银行

对长端利率形成一定的支撑。第二阶段，在美国通胀回落和经济动能开始放缓的背景下，长端利率的上行空间将受到压制，若加息兑现或将进一步加速美债利率曲线平坦化。在上述过程中，10 年期美债利率可能随货币政策预期、市场风险偏好和供需因素影响出现小波段的起伏。此外，若疫情超预期恶化，或将对通货膨胀、经济复苏和美联储货币政策造成较大干扰，并对上述美债利率的变动产生较大影响。

■ 图表 202. 10 年期美债利率走势情况（截至 2021 年 12 月 15 日）

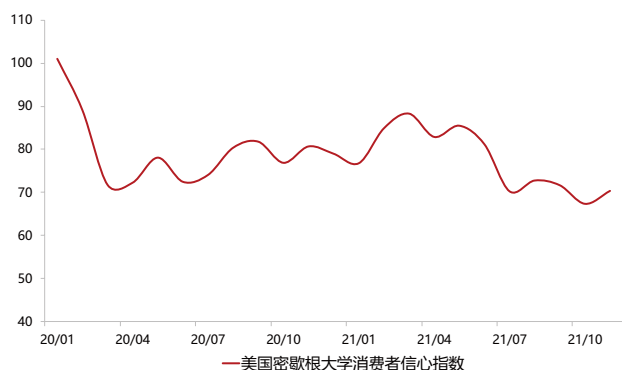


资料来源：万得，中国银行

4.4.1 经济逐步回归，实际利率同步修复

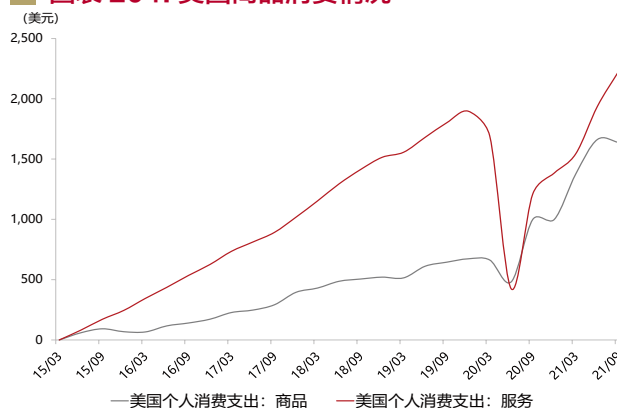
2022 年美国经济或将持续扩张，经济韧性仍在，但经济增速或将从 2021 年的高位逐渐回落：一是美联储于 2021 年 11 月正式开启缩减购债，货币政策已开始边际收紧。二是随着财政补贴结束，美国居民收入增长放缓，叠加通胀高位，美国消费者信心受到影响，美国居民的消费需求将逐步减弱。三是拜登政府的财政计划不断缩水且对经济的提振作用有限。四是新冠疫情反复对经济的影响仍存在不确定性。因此，美国经济的韧性将带动实际利率逐步修复，但随着美国经济增长逐步放缓并向正常回归，实际利率将同步回归。

图表 203. 美国消费者信心指数震荡下行



资料来源：万得，中国银行

图表 204. 美国商品消费情况



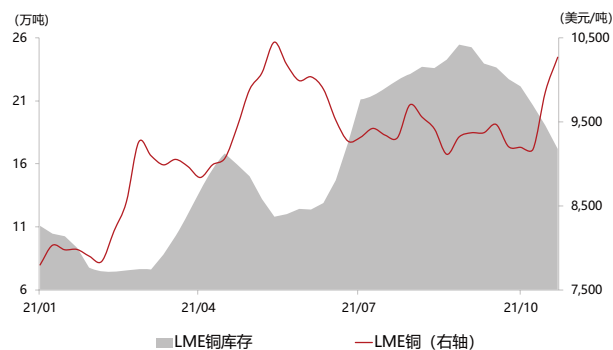
资料来源：万得，中国银行

4.4.2 通胀高位降温，或带动美债利率先上后下

阶段一：通胀高位或将推升美债利率略有上行。受供应链瓶颈仍在、劳动力供需缺口尚存、能源价格高位、房价租金高位的影响，2022 年一至二季度，美国通胀可能维持高位。在此背景下，通胀高企叠加美国经济韧性或将支撑美债利率有所上行，同时加息预期的升温也将在一定程度上带动美债利率上行。但考虑到这一阶段美联储缩减购债的节奏可能已被市场定价、后续美国经济增速逐步放缓等因素，美债利率上行的幅度或将有限。

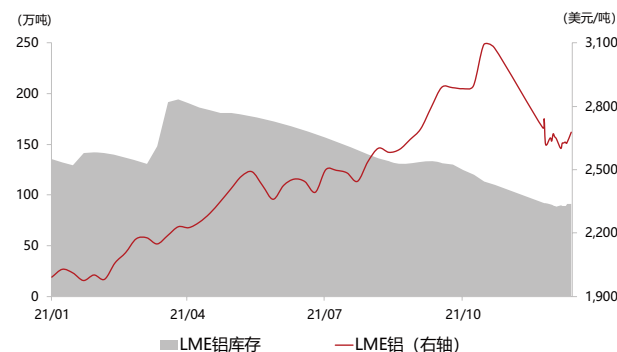
阶段二：通胀降温叠加经济动能回落或将带动美债利率走平或小幅震荡下行。考虑到疫情影响的边际减弱、劳动力供需缺口得到改善，供应链瓶颈不断缓解、大宗商品价格有所回落和基数效应的因素，2022 年美国的高通胀将得到一定程度的缓解，预计通胀将于 2022 年二季度逐渐回落并导致通胀预期下行，叠加美国经济增速回落，后续美债名义利率或将走平或小幅震荡下行。

图表 205. 2021 年铜价持续维持高位



资料来源：万得，中国银行

图表 206. 2021 年铝价不断上涨



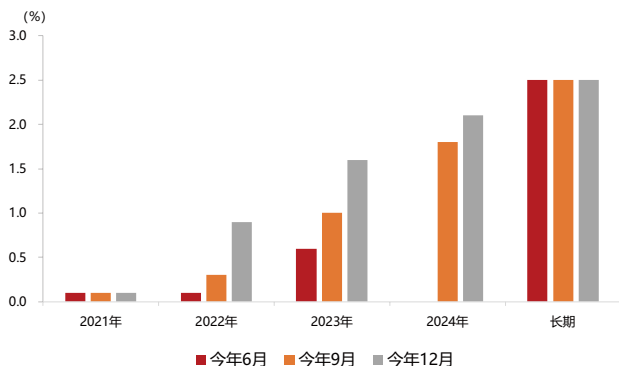
资料来源：万得，中国银行

4.4.3 加息预期或将对美债利率形成一定的支撑，但加息仍具不确定性

2021 年 12 月美联储公布的点阵图显示约 66.7% 的成员预期 2022 年至少加息 3 次，同时美联储宣布加快缩减购债，若按此速度美联储或将于 2022 年的 3 月完成购债。因此，在加息预期升温阶段，加息预期或将推升美债利率上行，其中，该影响在美联储宣布加息前后的作用效果最大，后续若加息兑现，对未来经济增长可能造成的影响或将压制长端利率上行，推动美债利率曲线平坦化。

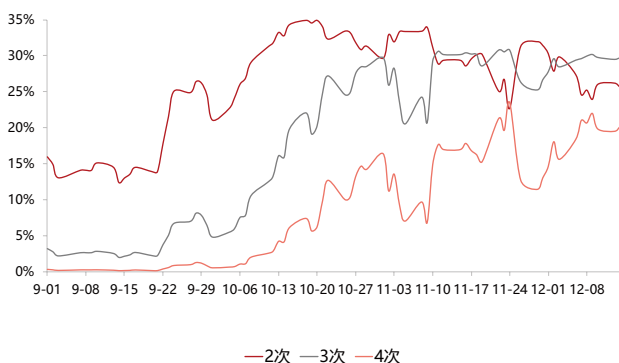
但是，美联储加息仍具有不确定性：一是美联储“点阵图”对未来美联储加息路径的参考性较弱，若 2022 年下半年通胀回落、美国就业恢复不及预期，市场对美联储多次加息的预期或将落空。二是美国 2022 年 11 月面临中期选举，美联储货币政策正常化进度仍有待观察。三是新冠疫情反复对经济的影响尚存在不确定性，若疫情卷土重来，或将对美联储的操作带来挑战。

图表 207. 美联储点阵图隐含未来联邦基金利率



资料来源：美联储，中国银行

图表 208. 期货利率合约隐含至 2022 年底加息次数

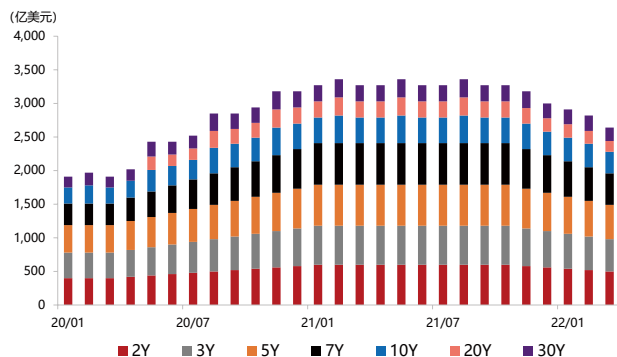


资料来源：CME，中国银行

4.4.4 其他扰动因素

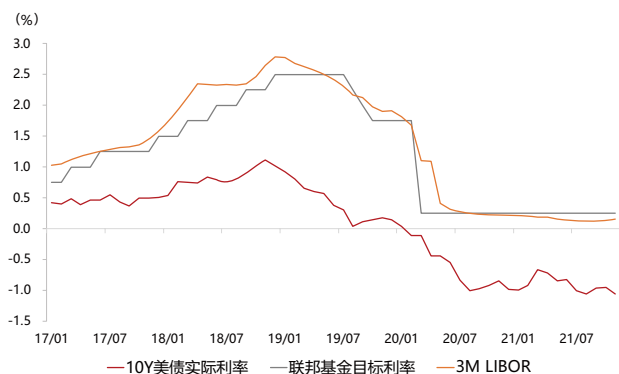
2022 年或将有其他因素使美债利率出现小波段起伏：一是供需因素。在财政部将逐步减少债券拍卖规模、美联储开启缩减购债和债务上限问题等因素的共同影响下，需关注美国国债供需关系的变化及对短端利率可能造成的扰动。二是外部因素。需关注发达经济体货币政策对美债利率可能带来的短期扰动，例如，如果 2022 年欧央行总体流动性仍相对宽裕，美债长端利率的上行或将受到一定的压制。三是疫情因素。应持续关注疫情可能对美债利率造成的影响。若疫情超预期恶化，或将对通货膨胀、经济复苏和美联储货币政策造成较大干扰，并将对美债利率产生较大的影响。

图表 209. 美国财政部开始减量单只国债发行规模



资料来源：万得，中国银行

图表 210. 美债利率、联邦基金目标利率及 LIBOR 走势



资料来源：万得，中国银行



外汇 篇

政策异同决定强弱， 中美汇率引领全球

2022 年全球主要央行宽松政策退出节奏或将决定汇率差异。预计人民币双向波动，中枢面临下行压力；美元迎接加息周期，涨势或将延续；欧元加息预期落空，恐将继续回落；英镑不弱亦难强偏中性；日元避险偶有驱动，弱势格局难改；加元高位震荡；澳元迎来转机。

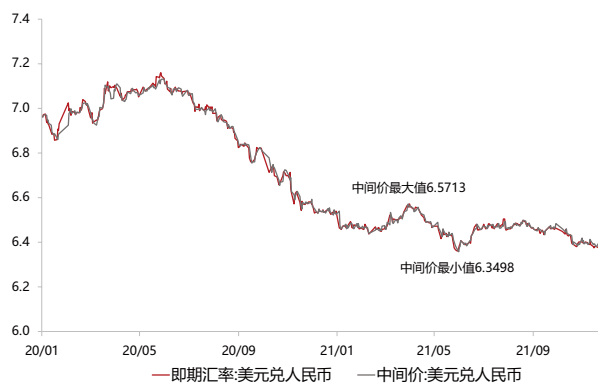
5.1 人民币：延续双向波动态势，中枢面临下行压力

5.1.1 2021 年人民币汇率维持高位震荡，属世界强势货币

2021 年以来，人民币兑美元汇率（以下如非特指，人民币汇率均指人民币兑美元双边汇率）由 2020 年 6 月开始的持续单边升值转为双向波动。截至 12 月 15 日，境内美元兑人民币汇率中间价和下午四点半收盘价分别在 [6.3498, 6.5713] 和 [6.3457, 6.5739] 的区间震荡；最大涨幅分别为 3.5%、3.6%，累计涨幅分别为 2.4% 和 2.7%，远小于 2020 年全年分别为 6.9%、6.5% 的涨幅。

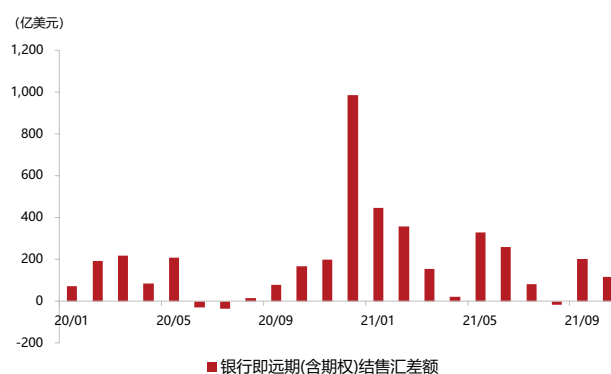
2021 年以来，人民币汇率维持高位震荡态势，既受到美元指数走高、中美利差收窄的影响，又受到中国出口韧性超预期、境内外汇供求盈余较大的支撑。尤其是 9 月份以来，美元指数连创年内新高，但人民币汇率不跌反涨，走出了独立行情，主要是受到境内外汇供求关系的影响。前 10 个月，银行即远期（含期权）结售汇顺差合计 1944 亿美元，同比增长 101%，除 8 月份为小幅逆差之外，其他各月均为顺差。截至 12 月 15 日，境内人民币汇率中间价累计上涨约合 0.153 元，其中收盘价相对当日中间价偏强累计贡献了 175%。

图表 211. 2020 年以来境内美元兑人民币汇率中间价和下午四点半收盘价走势



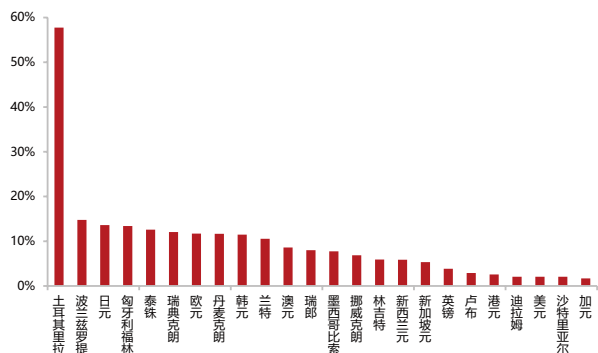
资料来源：万得，中国银行，注：即期汇率为境内银行间外汇市场下午四点半收盘价。

图表 212. 2020 年以来境内外汇市场供求关系



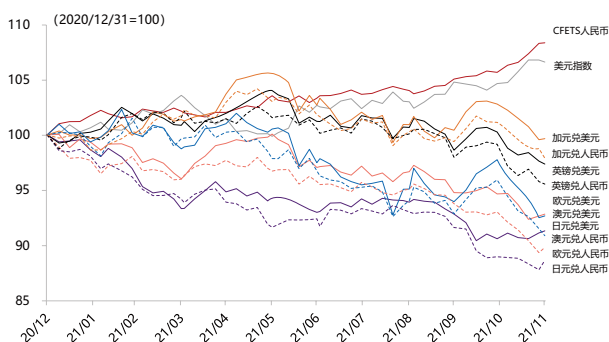
资料来源：国家外汇管理局，万得，中国银行

图表 213. 2021 年以来人民币兑 24 种货币中间价涨跌幅（截至 12 月 15 日）



资料来源：中国人民银行，万得，中国银行

图表 214. CFETS 人民币汇率指数，美元指数以及主要货币走势



资料来源：万得，中国银行

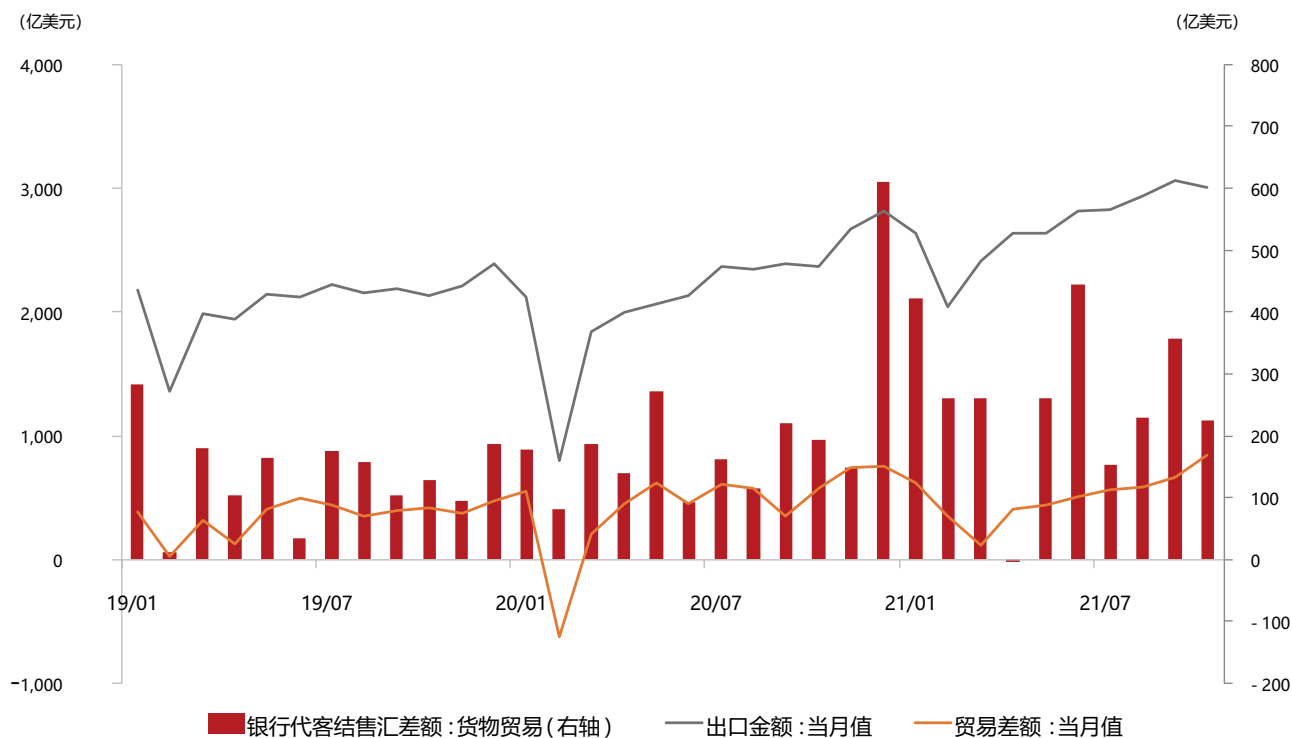
2021年以来,美元指数震荡走高,除人民币以外的其它非美货币兑美元汇率大多出现贬值。在银行间外汇市场(即中国外汇交易中心系统,CFETS)交易的24种货币中,人民币兑所有货币的中间价均出现升值。因此,人民币多边汇率走势十分强劲。12月10日,CFETS人民币汇率指数升至102.86,为数据公布以来次高,较上年末累计上涨8.5%。同期,美元指数上涨6.8%,表明2021年人民币是比美元还强的世界强势货币。

5.1.2 2022年五大市场因素或加剧人民币双向波动态势

2022年,影响人民币汇率的市场因素主要包括出口前景、中美利差、金融风险、经济复苏以及美元指数。

中国出口景气能否持续取决于全球疫情演变,贸易大顺差对人民币汇率有较强支撑作用。2021年前10个月,反映境内外汇供求关系的银行即远期(含期权)结售汇顺差中,银行代客货物贸易结售汇顺差合计2607亿美元,贡献了134%,是中国出口韧性超预期的结果。2022年,中国出口形势主要取决于全球疫情发展,有两种假设情形:如果全球疫情逐步好转,经济重新开放,中国可能面临出口订单外流、增速回落、贸易顺差下降的情况,这可能收敛境内外汇供求缺口,人民币汇率可能偏向贬值方向;但如果全球疫情持续蔓延,经济重启受阻,中国出口份额上升、贸易顺差扩大,这将继续对人民币汇率形成支撑。2021年12月以来,传染性更强的奥密克戎变异株迅速蔓延,引发了新一轮的市场恐慌。当地时间12月15日,世卫组织官员表示,在现有防疫手段能广泛应用的前提下,如果能继续控制新冠病毒的传播并减少死亡率,新冠肺炎大流行有望在2022年结束。那么,中国还可以享受两三个季度的出口高增长红利。如果海外疫苗接种推进不及预期,甚至病毒变异突破免疫屏障,则留给中国享受出口红利的时间可能将会更长。当然,如果期间能够研制出特效药,将有助于加快全球经济重启进程,进而缩短中国的出口红利期。

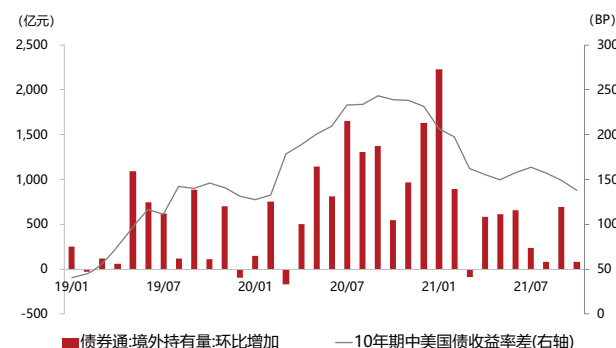
■ 图表 215. 2019 年以来出口金额、贸易差额以及货物贸易结售汇差额



资料来源:海关总署,国家外汇管理局,万得,中国银行

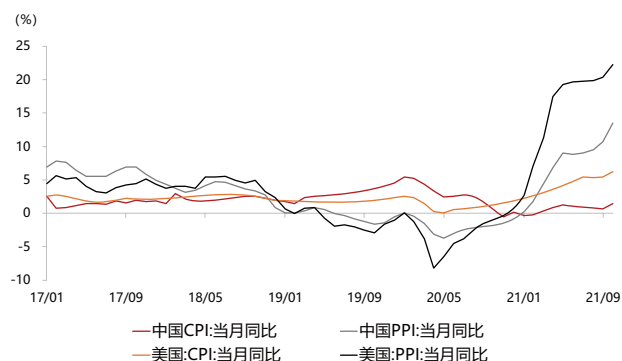
中美利差有可能进一步收敛，对人民币汇率支撑作用减弱。因疫情冲击下中美货币政策分化，2020年10年期中美国债收益率差达到历史峰值，全年境外投资者净增持境内人民币债券1.07万亿元，刷新历史记录。进入2021年，受通胀预期和货币紧缩预期影响，美债收益率上行，而中国境内流动性合理充裕，中美利差收窄。前10个月，境外投资者净增持人民币债券5982亿元，同比少增26%。2022年，如果美国通胀指标持续高企，不排除美联储可能加速缩表甚至提前加息，而中国为了经济稳增长的需要，货币政策要坚持以我为主、稳字当头。近年来，人民币汇率弹性增加、民间部门货币错配明显改善，并且当前国内通胀压力相对较轻，这些都增加了中国货币政策的自主空间。如果美元流动性趋紧，而人民币流动性继续宽松甚至更加宽松，这可能进一步收敛中美利差，减缓外资流入势头，进而收缩外汇供求缺口。

图表 216. 境外投资者持有境内人民币债券变动及中美利差



资料来源：万得，中国银行

图表 217. 中美通胀走势对比

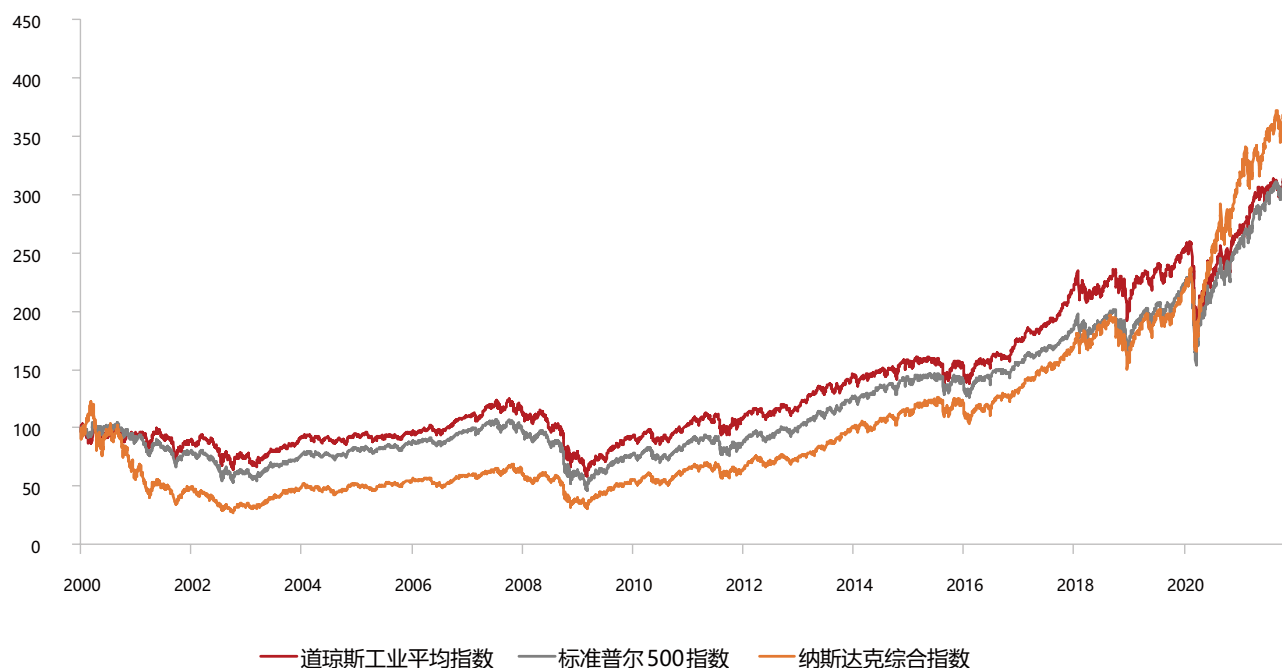


资料来源：万得，中国银行

内外部金融风险隐患较多，对人民币汇率影响存在较大不确定性。从外部来看，如果主要发达经济体货币政策宽松、经济复苏形势或者疫情发展演变不及预期，可能导致全球资产价格调整，部分新兴市场出现紧缩恐慌，届时将考验人民币资产是避险资产还是风险资产。从内部来看，在经济增长动能减弱、改革攻坚的背景下，如果国内房市、股市、债市及银行信贷市场的风险释放，可能降低市场风险偏好，对人民币汇率形成利空。

图表 218. 美股三大股指走势

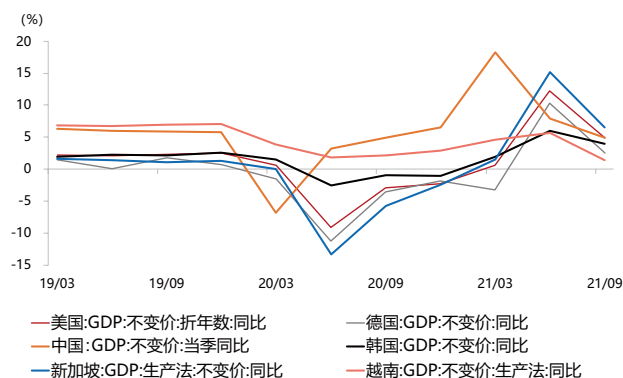
(2000/1/3=100)



资料来源：万得，中国银行

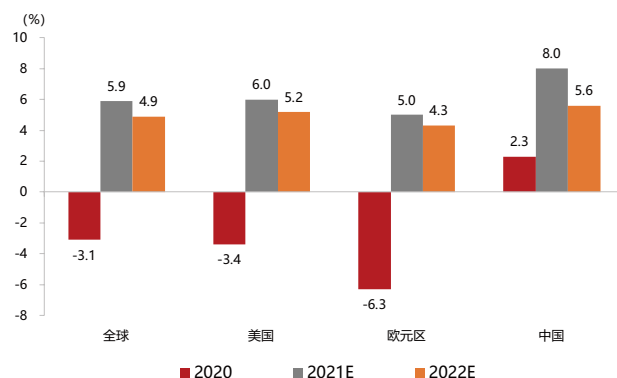
中国经济复苏领先优势可能进一步弱化，但对人民币汇率的影响取决于市场预期变化。2021 年三季度，经济增速加速下行，显示稳增长压力加大，加剧政策宽松预期。然而，经济下行并非中国特有现象，当季美国、德国、新加坡、越南经济同比增速较上季均出现了较多回落。故中国经济三季报亮相后，次日人民币汇率不跌反涨，重新升破 6.40。2021 年 10 月，IMF 发布的世界经济展望显示，2022 年全球经济增速较 2021 年将回落 1 个百分点，其中中国将回落 2.4 个百分点，这可能对人民币形成利空。但如果市场预期引导得当，市场认为中国经济下行是接近潜在产出水平，又或者是其他经济体经济恢复也不如预期，那么对人民币将形成利多。

图表 219. 部分经济体 GDP 不变价同比增速



资料来源：万得，中国银行

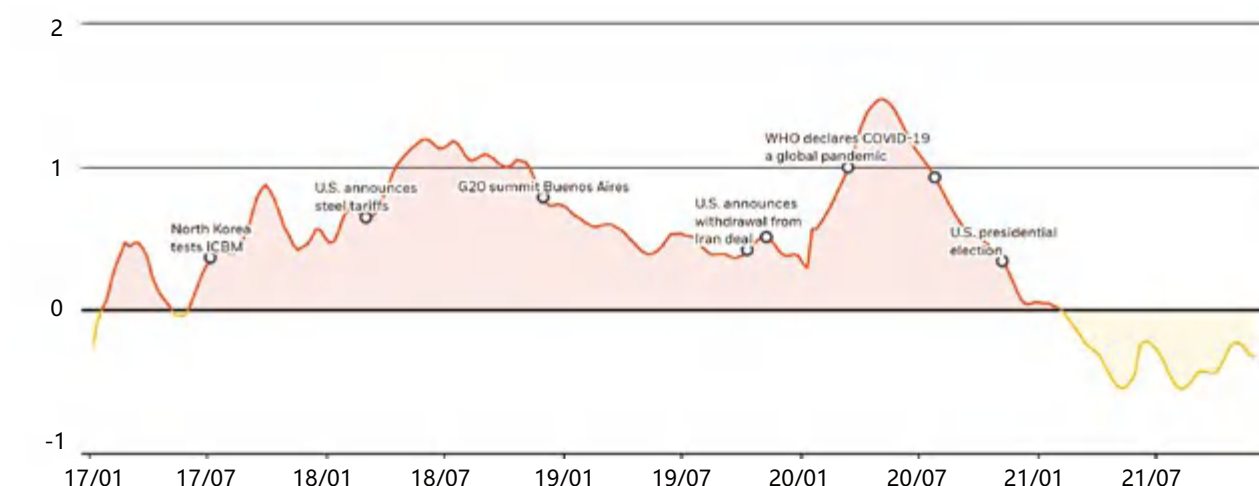
图表 220. 主要经济体 GDP 增速预测



资料来源：IMF，中国银行

美元指数影响因素延续多空交织，人民币汇率也因此面临不确定性。美元指数是影响人民币汇率的显性指标，2020 年下半年，人民币持续升值主要受益于美元指数走弱。2021 年，美元指数震荡基本主导了人民币汇率双向波动态势。2022 年，如果美联储被迫加快货币紧缩，或者全球疫情持续发展演变、国际金融市场动荡、地缘政治冲突加剧，将刺激市场避险情绪，则对美元指数形成利多；如果欧洲、英国、日本等发达经济体的经济恢复到疫前水平，欧央行、英格兰银行、加拿大央行、澳洲央行等开启货币政策正常化进程，则对美元指数形成利空。2021 年以来，贝莱德全球地缘政治风险指标（BGRI）持续在负值区间，现已跌至四年来最低水平，显示投资者较少关注地缘政治风险，地缘政治冲击可能让投资者比以往更加措手不及。

■ 图表 221. 贝莱德地缘政治风险指标



资料来源：贝莱德，中国银行

5.1.3 2022 年汇率政策仍将是防止人民币汇率超调

1994 年汇率并轨以来，人民币便开始实行以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度。因此，研判人民币汇率走势，不能忽视政策因素影响。2020 年 6 月份以来，人民币大幅升值，对出口企业带来较大的财务压力。因此，2020 年底中央经济工作会议公报时隔两年之后重提“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。不过，从 2020 年下半年以来“增加汇率弹性 + 调控资本流入 + 扩大资本流出”的外汇政策组合来看，有关部门维持了汇率政策透明度，坚持以市场化手段调节资本流动。

任何汇率制度或汇率政策都有利有弊。汇率政策灵活有助于吸收内外部冲击，增加宏观调控的自主性，但其带来的问题是有可能出现偏离经济基本面的汇率超调。到 2021 年底，这波人民币双边和多边汇率均积累了一定的涨幅。前期汇率超调的风险表现为，人民币双边汇率升值侵蚀出口企业利润。最近汇率超调的风险表现为，人民币多边汇率升值可能影响企业出口竞争力，仅 10 月份人民币实际有效汇率指数便上涨了 1.6%。这应是 11 月份全国外汇市场自律机制工作会议提出“偏离程度与纠偏力量成正比”，12 月份央行再度大幅上调外汇存款准备金率的主要原因。为避免汇率超调，预计 2022 年在增加汇率弹性、引导市场预期的同时，不排除政策上仍会有一些针对性的调控措施，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

图表 222. 2020 年以来中国外汇政策组合

	政策内容
增加汇率弹性	2020 年 10 月 27 日，中国外汇交易中心公告称，近期部分人民币对美元中间价报价行基于自身对经济基本面和市场情况的判断，陆续主动将人民币对美元中间价报价模型中的‘逆周期因子’淡出使用。
调控资本流入	2020 年 12 月 11 日，将金融机构跨境融资宏观审慎调节参数由 1.25 降至 1； 2021 年 1 月 7 日，将企业跨境融资宏观审慎调节参数由 1.25 下调至 1； 2021 年 5 月 31 日，将金融机构外汇存款准备金率由 5% 提高至 7%； 2021 年 12 月 9 日，将金融机构外汇存款准备金率由 7% 提高至 9%。
扩大资本流出	2020 年 9 月至 2021 年 12 月 5 日，累计新批 QDII 额度 535 亿美元； 2020 年 10 月 12 日，将远期购汇的外汇风险准备金率降至 0； 2021 年 1 月 5 日，将境内企业境外放款的宏观审慎调节系数由 0.3 上调至 0.5； 2021 年 9 月，正式开通债券通的南向通业务。

资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，中国外汇交易中心，中国银行

综上，从市场因素来看，2022 年出口前景、中美利差、金融风险、经济复苏以及美元指数均面临较大不确定性，或加剧人民币汇率双向波动态势；从政策因素来看，预计有关部门会坚持汇率政策中性，但当汇率出现预期外波动时，仍会适时进行调控。考虑到 2020 年下半年以来支撑人民币升值的诸多利好因素在 2022 年或将缓慢消退，利空因素逐步凸显，2022 年人民币中枢面临下行压力，需要警惕人民币兑美元汇率回调的风险。

5.2 美元：迎接加息周期，涨势或将延续

美联储 2021 年 11 月开始缩减债券购买计划，标志着其退出疫情冲击以来实施的超宽松货币政策的第一步。通胀飙升之际，市场对于联储明年加息的预期明显升温，根据 CME FedWatch 的数据，联邦基金利率期货以 80% 左右的概率利率的变化明年六月联储将首次加息，而 12 月前三次加息的概率也上升至 50% 以上（11 月 25 日数据）。宏观经济强弱仍主要通过对货币政策和利率的变化影响货币间的汇率水平，因此，作为美元对一篮子主要货币汇率变动的综合反映，美元指数强弱仍取决于其与主要经济体在加息节奏上的差异，鉴于欧洲央行一再通过口头干预打消市场对于其可能于 2022 年加息的预期，日本央行更未在加息问题上激起市场任何联想的“火花”，率先加息的美联储将助长美元强势。除了货币政策之外，紧货币宽财政的政策组合同样利好美元。

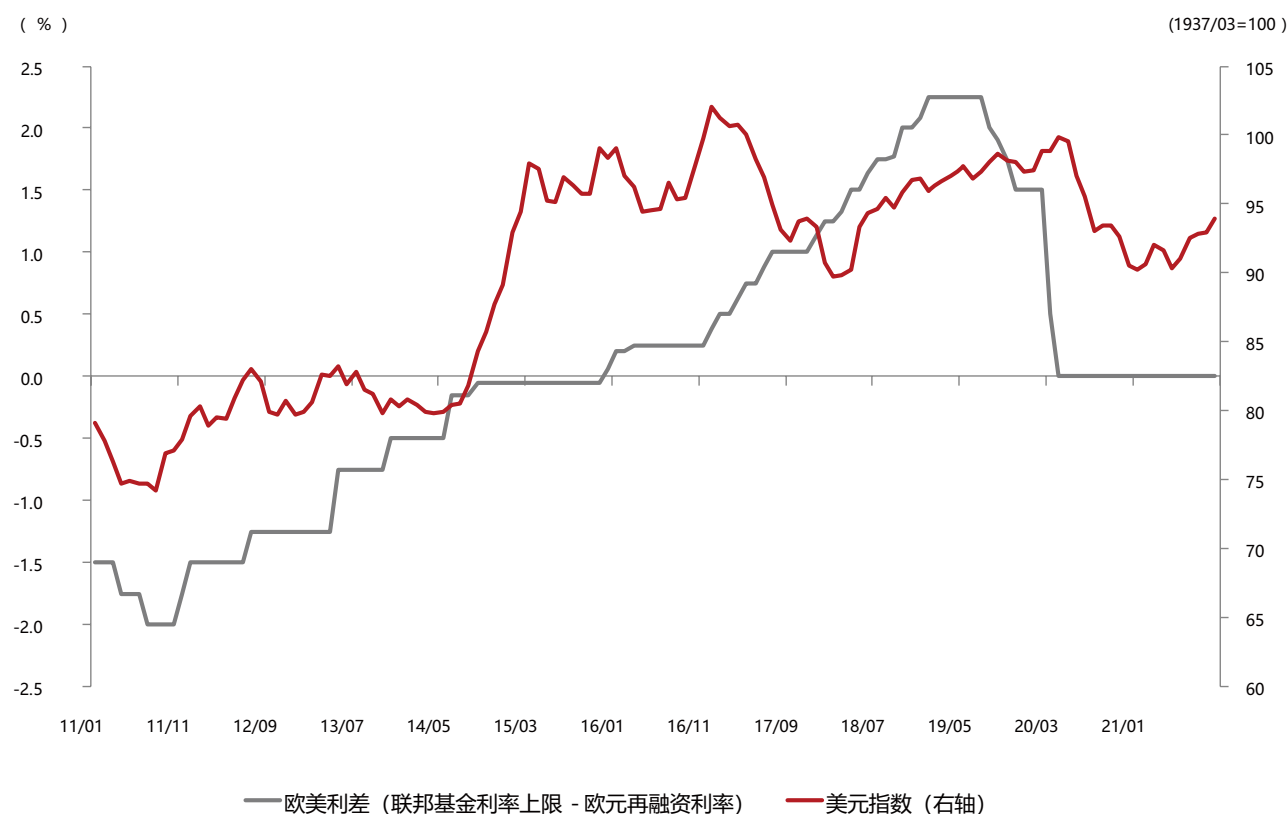
5.2.1 货币政策差异继续利好美元

美元在过往加息周期前期的强势得益于其经济周期中的复苏阶段往往领先于欧洲和日本等主要经济体，反映在货币政策上就是美国率先加息，欧洲逐步跟上，观察 1998 年以来的三个美元的加息周期可以发现，美元指数表现

对与欧美货币政策的差异在多数时间吻合。从目前全球经济增长数据和前景来看，这种加息周期先后不同驱动美元走势的模式仍可能延续。

经济增长之外，通胀成为另一个关注点，可能进一步助涨美元走高，面临 1990 年以来最高的通胀同比增速，美联储仍坚持其通胀是暂时性因素导致的论调。但是美国上市公司三季报显示，越来越多的公司已经开始将成本端的涨价通过产品涨价传递到消费者一端，通胀的持续上升只差消费者将消费品的涨价计入更高的工资要求这“临门一脚”。作为全球流动性“水龙头”的美联储被倒逼更快紧缩的可能性已经大大提高，如果通胀继续目前的升高势头，将进一步利好美元的走势，特别是在欧洲央行尚在加息与疲弱的经济增长之间权衡之时。

■ 图表 223. 美元指数对政策利率利差变化敏感

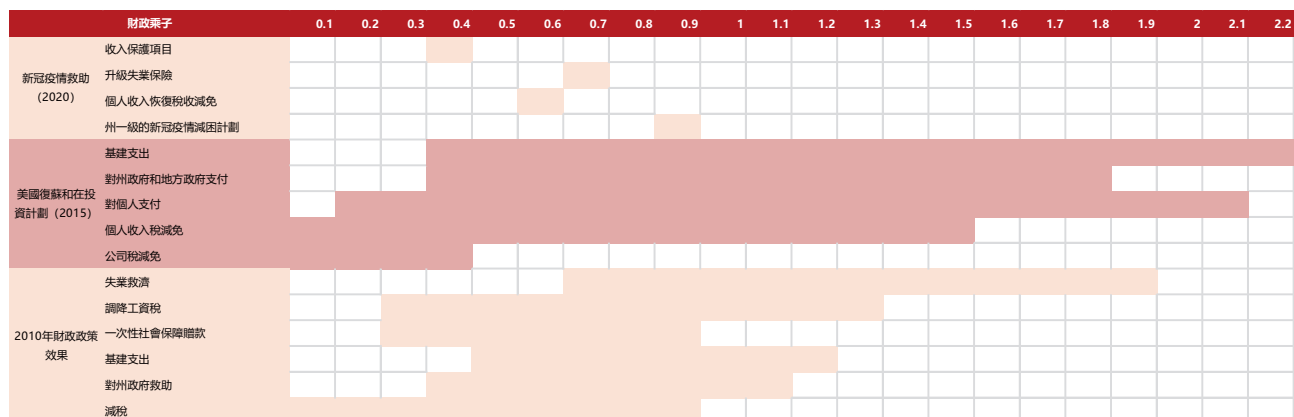


资料来源：CEIC，中国银行

5.2.2 财政刺激更添美元上涨助力

除了决定于就业和通胀动态的货币政策之外，也要考虑财政政策对美元指数的影响，最新通过的基建计划也将在美元的涨势上再添一把火，美国国会于 11 月 5 日通过了多方妥协后的基建支出计划，总金额 1.2 万亿美元，根据美国国会预算办公室估计的财政乘数，可以结合财政刺激的金额和内容估计财政刺激对美国名义 GDP 的提升。如果财政政策只是拉高 GDP 增速，但没有导致通胀上升，促使货币政策更加紧缩，则传统经济理论认为这样的紧货币和宽财政的组合有利于经济增长和经济中利率上升，进而更加推高美元。

图表 224. 不同的财政刺激方案对应的财政乘数比较



数据源：美国国会预算办公室，中国银行，其中橙色区域为估计的财政乘数水平

根据美国中立组织 committee for a responsible federal budget 的估计，美国在 2021 年 10 月、2022 年 10 月、2025 年 10 月的产出缺口分别为 1.1 万亿美元、1.85 万亿美元和 3.65 万亿美元。根据菲利普斯曲线，只有经济中的非自然失业对应的产出缺口被弥补后，通胀压力才会显现，因此对应表 224 中不同的财政乘数，可以计算 1.2 万亿的基建支出会否导致美国通胀被额外的财政支出拉升。

按照目前的新增 5500 亿美元基建支持规模的估计，即使考虑到目前提交到参议院审议的 1.75 万亿美元社会保障和应对气候变化支出计划（由于民主党在参议院的微弱多数，其是否通过尚存不确定性），新增的财政支出也很难完全弥补经济中的产出缺口。这种情况下，紧货币和宽财政的组合不仅有利于稳定经济增速，同时目前的支出计划下对通胀的额外推动也有限，这将进一步有利于美元上涨。

5.2.3 就业和通胀动态可能倒逼美联储更快加息

首先，越来越多指标显示美国就业市场即将回归甚至超越疫情前的水平：美国 9 月自愿辞职的人数创纪录高位，职位空缺仍位于疫情暴发前的水平上方，这表明企业可能不得不继续加薪以吸引工人。衡量劳动力需求的职位空缺小幅下降 19.1 万个，至 1,040 万个，招聘人数基本保持在 650 万人不变。更高频的首次申请失业救济人数降至 52 年来最低，更表明，随着以短缺、高通胀和无情的疫情为标志的一年接近尾声，经济活动正在加速。截至 11 月 20 日的一周，初请失业金人数减少 7.1 万人，经季节性调整后为 19.9 万人，为 1969 年 11 月中以来最低。

其次，通胀上涨已经有威胁到民主党中期选举的迹象，为了更快的平抑物价涨幅，美国协调包括中国在内的国家开始释放其战略原油储备，为近 10 年来首次。通胀同样触及美联储决策者的神经，美联储 11 月政策会议的会议记录显示，更多政策制定者暗示，如果通胀居高不下，他们对加快结束购债计划，并加快迈向升息持开放态度。会议记录显示，美联储对不断上升的通胀的不安情绪在加深，许多出席会议的官员也暗示，物价高企带来的压力可能更为持久。

尽管目前美联储并没有对未来的加息路径给出明确的暗示，但风险收益平衡已经偏向于更快加息而不是更慢，如果这种势头在 12 月将发布的美联储利率预测点阵图中得到确认，则将更加助长美元上涨。

5.3 欧元：加息预期落空，恐将继续回落

第四波疫情再度席卷欧洲，新的封锁措施之下，欧元区经济复苏之路漫长，货币政策宽松仍是财政上不统一的欧元区刺激增长的唯一药方。欧盟与英国、欧盟与俄罗斯、欧盟与中国等多重关系给后默克尔时代的欧元区带来新的考验。欧元难逃加息周期错位的负面影响，对美元可能延续回落。

5.3.1 疫来如山倒，疫去如抽丝

尽管欧元区疫苗接种率已经超过 50%，但第四波疫情仍然再次席卷欧洲，奥地利、捷克、斯洛伐克、爱尔兰、比利时和荷兰等国家相继宣布不同程度社交限制措施，欧洲经济再受重创。

德国将 2021 年经济增长率预期从 3.1% 调至 2.7%。与此同时，欧洲还面临全球同样的高通胀问题，欧元区 9 月失业率为 6.7%，虽然比疫情高峰时 7.7% 有所回落，但离恢复到疫情前仍有一定差距，且欧元区内部失业率分化严重，西班牙 9 月失业率为 14.6%，显著高于疫情暴发前 13.7% 的水平。

参考去年冬季疫情对欧洲经济的拖累，预计欧元区宽松货币政策暂时很难退出。欧洲央行总裁拉加德 11 月 3 日明确表示，目前其在前瞻指引设定的三个加息条件都很难满足，法国央行总裁维勒鲁瓦德加洛 (Francois Villeroy

图表 225. 欧盟和西班牙失业率



资料来源：CEIC，中国银行

de Galhau)、西班牙央行总裁德科斯 (Pablo Hernandez de Cos) 等欧洲央行管委纷纷呼应拉加德说法，市场预期欧央行明年升息可能性非常小。

5.3.2 不平衡与不确定：迎接后默克尔时代

作为欧元区核心国家，德国结束了默克尔执政时期，新的执政联盟已经开始表现出对待一些问题上与默克尔时期较大的差异，如在其纲领中对中国和俄罗斯都采取了更加强硬的立场。考虑到这些政治问题会引发一系列对于经济活动的影响，地缘政治问题对于欧元区 2022 年经济增长带来的不确定性同样不容忽视。

另一方面，结束力主欧盟更加统一融合的默克尔时代后，本来就在财政问题上协调困难的欧盟可能更加难以推动，尽管欧洲央行仍将控制通胀作为唯一的货币政策目标，但作为唯一在整个欧元区层面较易推动的政策，预计货币政策会忽视短期通胀，而在促进经济增长方面发挥更大的作用。

5.3.3 美元指数中最大的构成权重，面临较大的外部压力

在美元指数的构成中，欧元的权重为 57.6%，超过其他所有货币的权重之和。因此，在外汇市场中，美元指数基本与欧元呈现出反向走势。在 5.2 部分中，我们分析，得益于美国经济周期中的复苏阶段领先于欧洲和日本等主要经济体，美联储收缩的脚步会快于欧日，作为美元指数最大的对手盘，欧元除了自身基本面偏弱以外，还面临着外部强势美元的压制。

综合来看，不论是在疫情影响下的经济动态还是地缘政治的不确定，再到欧洲央行的主流态度对于明年升息的概率微乎其微，而汇率的两面性中，作为对手盘的美国在经济复苏和货币收紧步伐中均处于领先地位，外强内弱的情形下，欧元恐难有理想表现。

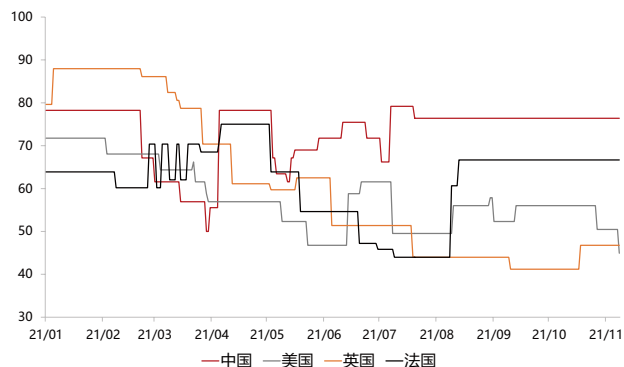
5.4 英镑：不弱亦难强，双边波动

5.4.1 经济复苏延续，通胀高位渐落

2021 年，英国经济整体处于后疫情下的复苏过程中。自 2021 年 3 月 8 日起，英国正式开始从第三轮封锁中逐步放松以来，经济各项数据也稳步回升。制造业和服务业 PMI 自 2 月份以来基本持续保持在 55 上方；失业率方面，2021 年 10 月份的失业率已降至 4.2%，较去年底高点下降 0.9 个百分点，较疫情前的 3.8% 尚有一定距离。英国作为发达经济体，2021 年 3 季度最终消费占整个 GDP 的比重超过 80%，而居民最终消费支出占整个最终消费的比例超过 70%，2021 年 3 季度的居民最终消费仍未到达疫情前的水平，反映了疫情对于英国国内消费影响仍存，此外英国在防疫政策上也相对其他国家较为宽松，如果疫情出现不利的因素，对于英国国内的消费也会产生制约。展望 2022 年，英国经济大概率仍然是维持稳步复苏的步伐。通胀方面，需求端的逐级复苏与供给端的阶段性瓶颈使得英国通胀在 2021 年年中以来持续走高，2021 年 11 月份 CPI 同比增长达 5.1%，创下 2012 年以来的新高，

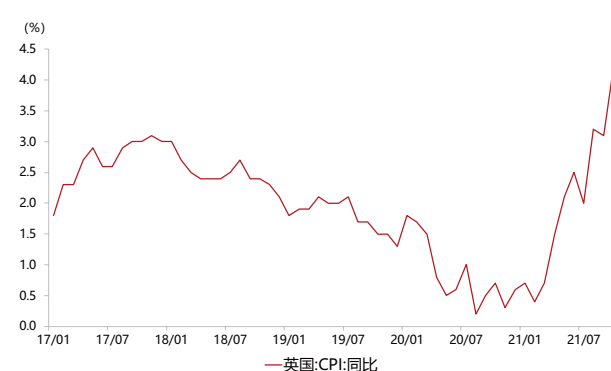
并且拐点仍未出现。需求端看，随着政策的逐步退出，叠加需求的阶段性释放，明年的需求可能有所趋缓，但是由于疫情的长期存在使得供应链的恢复速度较慢，2022 年英国通胀可能会是一个冲高回落的过程，但是回落的斜率会比较平，整体仍处于较高通胀的环境中。

■ 图表 226. 封锁严格指数



资料来源：Our World In Data，中国银行

■ 图表 227. 英国 CPI 同比数据



资料来源：WIND，中国银行

5.4.2 央行鸽派“加息”难以驱动英镑持续表现

不同于美联储“平均通胀目标制”和欧央行的“中期通胀对称 2%”，英国央行实行紧盯 2% 的绝对通胀目标制，这使得英国央行的货币政策灵活性不高，也是在高通胀背景下市场普遍预期英国央行可能更加鹰派并率先加息的主要原因。英国央行在 2021 年 12 月份的货币政策委员会会议上加息 15 个基点，早于美联储以及欧洲央行，英国央行在本次会后的政策声明中指出，加息的目的更多是考虑通胀的持续上行担忧，英国央行预计，在整个冬季的大部分时间里，通胀率将保持在 5% 左右，并在 2022 年 4 月达到 6% 左右的峰值。关于经济前景，英国央行的表述偏中性，一方面提出近期就业复苏前景持续向好，但是也表达奥密克戎变异株可能会对短期经济活动造成压力，关于中期影响仍需观察。截至 2021 年 12 月 16 日，英国单日确诊病例 8.8 万人，创下 2021 年下半年以来新高，对于经济前景的影响仍存有一些隐忧。此前市场一度预期英国央行在 2021 年 11 月份就上调利率，但是央行推迟一个月才采取行动。当前情形下，我们认为，2022 年英国央行在“退”与“不退”之间存在一定的犹豫，逐步退出是主旋律，但是退出的过程会有颠簸，难以一帆风顺，相比欧元区的步伐要快一些。此外，中间如有意外情况发生，央行仍会转向再宽松。在此情形下，外汇市场也会充分关注英国央行释放的政策预期，在“退”与“不退”信号之间博弈。

5.4.3 其他外部因素，带来阶段性扰动

我们在之前几年的资产配置白皮书中一直都有提及，汇率是两个货币的相对强弱关系。我们这里对英镑判断的对立面是基于美元，在本章节中论述了美元迎来货币紧缩周期，对应着非美货币都可能会面临阶段性强势美元的压制。此外，英国脱欧后，在北爱尔兰的边境问题上英国与欧盟仍没有达成协议，双方阶段性的纷争也会对英镑产生阶段性的影响。

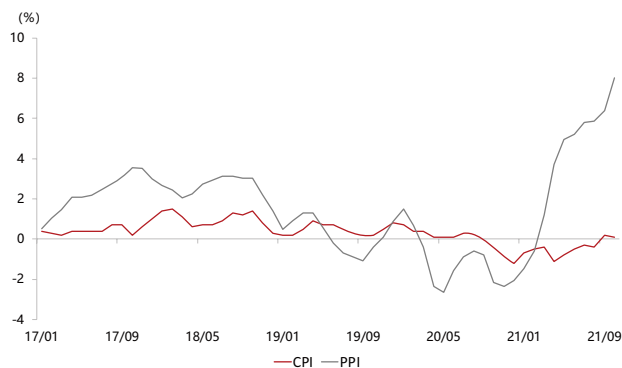
综合上述几个因素，在疫情影响趋弱的情形假设下，我们认为英镑因国内经济复苏，货币政策逐步收紧而获得支撑，但由于外部美元也处于收缩周期，叠加脱欧后遗留问题的扰动，英镑持续走强的概率也较低，可能维持双向波动，区间震荡。

5.5 日元：避险偶有驱动，弱势格局难改

5.5.1 复苏与通胀并存，但力度仍不足

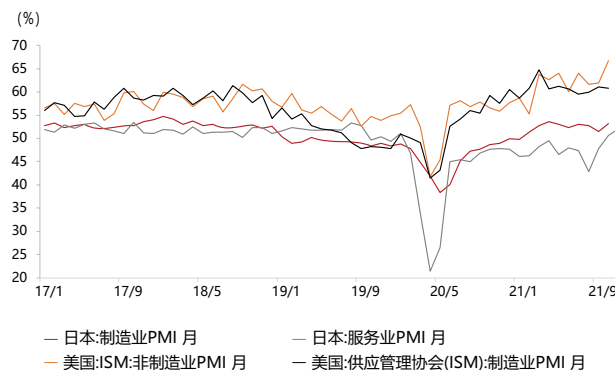
与全球主要经济体同步，日本经济 2021 年也开启复苏，由于 2020 年二季度经济大幅回落，2021 年 2 季度日本 GDP 同比增速达 6.4%，但是 3 季度由于国内疫情的暴发，当季经济增速明显出现回落，GDP 同比增长仅有 0.3%，较 2019 年同期仍是负增长。进入 2021 年 4 季度以来，随着日本国内新增确诊人数持续下降，经济再度重启。制造业 PMI 自 2021 年 2 月以来一直保持在 50 上方，非制造业 PMI 2021 年 10 月以来回到 50 上方，但是相比欧美发达经济体 PMI 数据基本保持在 55 上方，日本的 PMI 数据仍然相对偏弱。失业率方面，日本 10 月份的失业率为 2.7%，3 季度以来逐步回升，但是较疫情前的 2.1% 尚有距离。通胀方面，有别于欧美的 PPI 与 CPI 同步大幅上行，日本更多呈现出的是 PPI 高企，CPI 增长弹性不足，PPI 与 CPI 的剪刀差持续扩大。这里面反映出两个现象，一是由于全球商品价格上行，日本大分部的工业原材料基本依赖进口，导致国内 PPI 持续走高，二是 CPI 上行相较欧美地区而言，更多体现的是国内经济的内生性问题，这里我们在 2021 年的资产配置白皮书中提及，日本国内老龄化严重，日本 2020 年新出生人口仅有 84 万，创有统计以来新低，人口延续负增长，低欲望社会下，消费动力不足。展望 2022 年，考虑到当前日本疫情逐步可控，经济复苏仍将持续，但是由于经济内生性的问题，复苏的力度会弱于欧美发达经济体。

图表 228. 日本 CPI 与 PPI 对比



资料来源：万得，中国银行

图表 229. 日本与美国制造业 PMI 与非制造业 PMI 对比



资料来源：万得，中国银行

5.5.2 财政政策发力，货币政策相对宽松

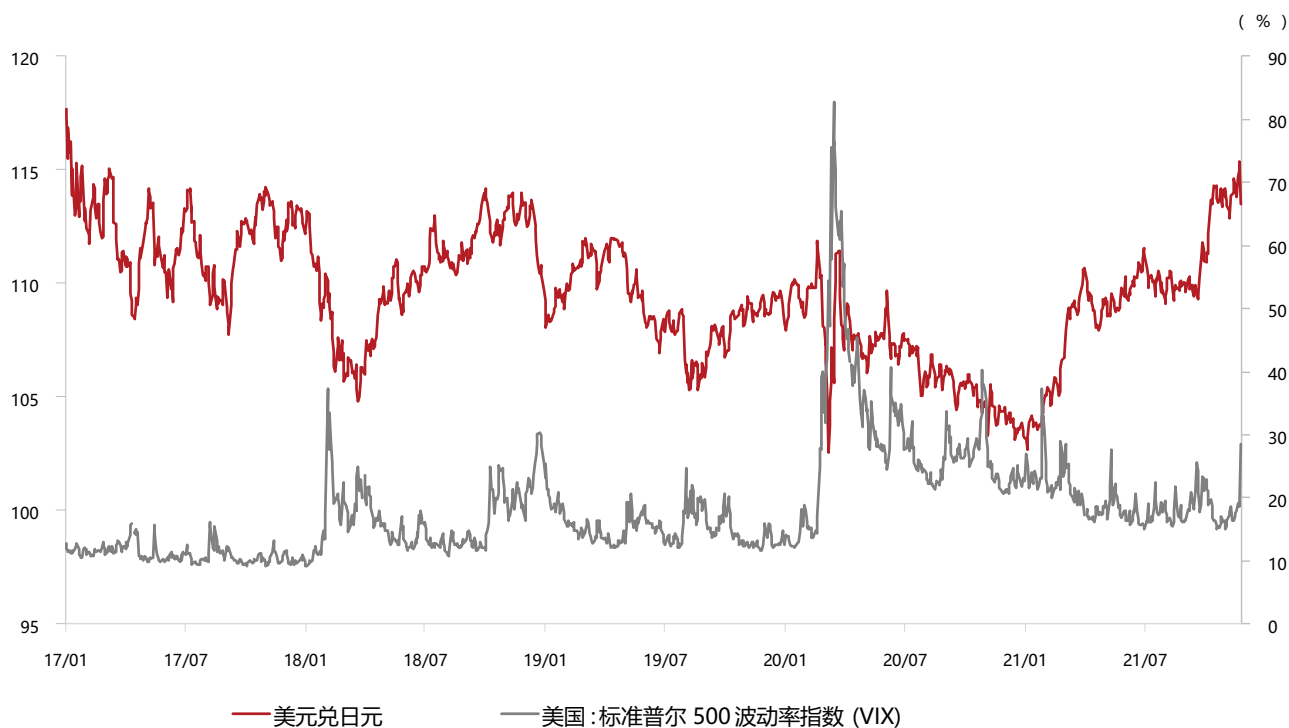
新首相岸田文雄于 2021 年 11 月 19 日宣布了 55.7 万亿日元（折合约 4900 亿美元）一揽子经济刺激计划，主要用于增加抗疫物资、疫苗研发、家庭支持、补贴国内芯片生产等。在 55.7 万亿日元总开支中，将有 31.9 万亿日元资金来源于今年提交给日本国会的追加预算，其余计入明年的国家预算。除发债外，日本政府还将动用 4.5 万亿日元的储备，用于针对疫情的紧急支出。受日本央行的收益率曲线控制政策 (YCC) 的影响，日本国债的收益率出现大幅上行的可能性不高；相反，内需受财政刺激有所扩大，从而助推日本的进口，最终可能通过贸易收支给日元带来贬值的压力。

货币政策方面，日本央行在 2021 年 10 月份的议息会议中继续维持基准利率和国债收益率目标不变，8:1 维持收益率控制目标不变，下调 2021 财年经济增速和通胀预期，上调 2022 财年经济增速预期，对于经济前景的措辞方面，日本央行表示经济活动和物价存下行风险，但通胀预期和经济活动料逐渐上升。相比欧美发达经济体，日本央行 2021 年以来从未提及过“紧缩”的辞藻。央行行长黑田东彦表示即使疫情平息，也会维持收益率曲线控制（YCC），对于日元汇率而言，货币政策面临外紧内松的情形下，预计难有强势表现。

5.5.3 利差定价为主线，避险提供阶段性驱动因素

日元是外汇市场的主要避险品种，其走势与标准普尔 500 波动率指数（VIX）具有很强的关联性，关于这一点我们也在 2021 年的资产配置白皮书中提及，当 VIX 指数连续一段时间处于 20 上方时，往往对应着日元走强。今年以来，随着疫苗接种加速，疫情不再成为持续性的避险因素，VIX 指数自 3 月以来持续走低，日元整体上也处于贬值状态。展望 2022 年，全球主要经济体大概率延续复苏，并伴随着货币政策的收紧，利差定价将是外汇市场的主旋律，美国国债收益率曲线可能进一步陡峭化，而由于日本央行在长端国债收益率上的目标控制措施的延续，将使得日本本国的长期国债收益率水平与美国长期国债收益率水平差值拉大。

图表 230. 美元兑日元汇率与美国标普尔 500 波动率指数



资料来源：万得，中国银行

综上，我们认为，在全球疫情态势仍然总体向好的假设情形下，由于日本国内经济复苏的力度弱，日本央行在货币政策上相对宽松，美日国债收益率差值持续走阔的背景下，日元偏弱的格局暂时难以改变。

5.6 加元：诸多变量或使加元高位震荡

5.6.1 疫情的不确定性是重要考量因素

加拿大国内方面，截至 11 月末，加拿大已经有超 75% 的人口完全接种疫苗，而每日新增也逐步回落至 3000 例区间，致死率仅 0.14%。而国际方面，虽然奥米克戎变异毒株的传播使得部分地区新增病例数不断反弹，但死亡率、住院率却始终保持在较低水平，同时随着疫苗接种率的不断提升，加强针研发使用周期加速，越来越多的国家开始实施与病毒共存策略，开始逐步放开管控措施，服务业开始恢复，需求开始回升。但若疫苗接种速度无法追上病毒变种情况，疫情恐将再度将全球经济卷入停滞状态。疫情的不确定性也是重要考量因素。

5.6.2 美加货币政策的不一致性或支撑加元

目前加拿大就业人口已经回到疫情前的水平，而 11 月最新通胀数据同比上涨 4.72%，创下自 2003 年 3 月以来的最大增幅，仍远高于央行的上限目标。考虑到加拿大经济构成较为单一，受到影响因素较小，并且美联储加速 Taper 的预期早已被市场逐步消化，明年加拿大央行货币政策节奏大概率领先美国。正如加拿大央行在 10 月议息会议公告所言，飙升的能源价格与疫情相关供给瓶颈似乎比预期更为持久，央行将更加密切关注通胀预期与劳动力成本。明年若通胀预期上升超预期，加拿大央行可能将更加鹰派，从而继续支撑加元。

图表 231. 加拿大消费者物价指数



资料来源：万得，中国银行

5.6.3 核心变量油价走势充满变数

相较于 2021 年经济复苏背景下原油的价格出现单边上涨行情而言，2022 年油价的走势出现分歧。从需求端来看，在疫情逐渐复苏过程中，无论是全球的工业水平还是居民需求都使得原油的需求量达到峰值，油价也逐步突破 80 整数大关。但展望明年，油价既要面对需求放缓的同时，还要面对来自新能源逐渐投入应用的挑战，传统能源的需求面临下行风险。从供给端来看，在 OPEC+ 维持不拓产的前提下，全球主要国家释放战略石油储备的做法也给油价带来一定的扰动。整体来看，原油的供需将回归到均衡水平，油价的继续上行面临挑战。

我们认为加元难以复刻 2021 年的单边上涨。虽然全球经济从“复苏”阶段转向“过热”，但在油价飙升与鹰派央行的背景下，美元兑加元有望再次冲击 1.2 关口。但随着全球央行开始收紧货币与财政政策，需求的锐减和通胀下行将有可能使得经济再次陷入窘境，使得处于高位的大宗商品有回调风险，进而拖累加元。综上，我们认为加元的高位震荡或是大概率事件，因此我们对加元的态度保守且谨慎。

■ 图表 232. 美元兑加元与 WTI 原油指数对比



资料来源：万得，中国银行

5.7 澳元：潜在因素共振，澳元迎来转机

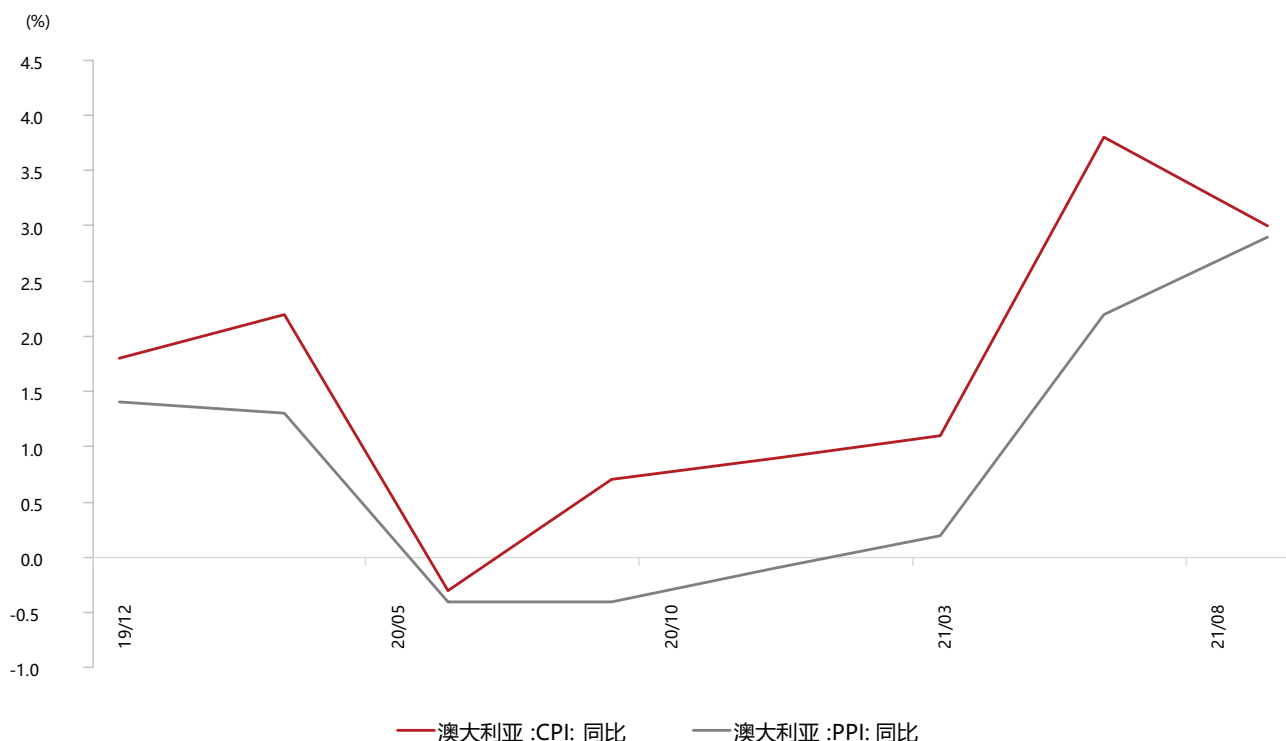
5.7.1 疫情影响在澳洲依旧有限

从 2020 年疫情暴发后良好的控制到今年变异病毒暴发后迅速的疫苗接种和目前经济的逐步开放，澳洲是在全球主要国家中将疫情影响控制到较小的国家之一。从数据来看，澳洲第一大州新州的完全接种率在 71%、第二大州维州则为 66%，已经超过了美国的 64%，而且根据现有的势头和此前调查的接种意愿，澳洲很可能在年底前达到接种率 90%；同时，澳大利亚新增确诊人数逐步稳定，在确诊人群中累计死亡占比逐渐降低，这些对澳元的稳定提供基础。

5.7.2 澳联储提前加息的可能性加大

虽然在货币政策方面，保守且偏鸽做派的澳联储明显落后于美联储及其他国家央行的收紧节奏。但随着本国通胀提前达到 2%—3% 的目标区间，使得澳联储被迫放弃将债券收益率保持在超低水平的承诺，并且对于 2024 年前不考虑加息的论调逐渐减弱，澳元或因此获得潜在支撑。

图表 233. 澳大利亚 CPI 与 PPI



资料来源：万得，中国银行

5.7.3 后疫情时代全球大宗商品的贸易状态恢复可期

由于疫情后市场对商品的需求仍在激增，而随着基础设施老化和投资减少，旧经济供应和交付大宗商品及其制成品的能力也随之下降，那么留在牌桌上的主要玩家将能够享受到最大的红利，而澳洲恰恰就是其中的幸存者。

综上，我们认为澳元被低估的程度有所降低，持续颓靡状态或将迎来转机。在疫情的良好把控、加息的预期转变、大宗商品贸易状态的恢复诸多因素共振下，澳元更有可能形成震荡上行的走势。而在全球疫情基本得到控制的基础判断下，全球经济贸易或将达到疫情后的稳定平衡，澳元可能会获得突破机会，因此我们对澳元的态度比较乐观。



商品篇

金银静待加息落地， 原油或将高位震荡

2022 年金银静待加息落地，黄金走势大概率先抑后扬，转折点或在美联储首次加息落地之时。商品（原油）供给端难以大幅增长，需求端预计保持平稳，叠加美元升值和疫情反复扰动，预计油价或高位震荡。

6.1 金银：美元加息悬而未决，金银静待加息落地

2021年贵金属价格波动的主要逻辑并不如前两年清晰，而是以疫情主导市场情绪、由实际利率构筑基础。因此，在各种预期差异的分歧下，全年金价呈现了双向宽幅波动的形态。2021年11月初美联储Taper政策落地以来，影响贵金属价格的因素由货币紧缩预期让位于通胀预期。特别是美国10月CPI公布之后，美元与黄金一度同涨，呈现了通胀恐慌交易的特征。

下阶段市场的主要矛盾在于：市场对于2022年加息预期的超前和美联储对货币政策紧缩的滞后之间的矛盾。我们预计，未来一年美国加息动作将逐步向目前的市场预期靠近，先抑后扬的走势是未来一年黄金价格波动的大概率路径，其转折点的标志性事件很可能是美联储首次加息落地或加息路径明确。

6.1.1 鸽派加息是意图，临时通胀是理由，鹰派加息是不得已

6.1.1.1 美联储11月议息会议解读会后鲍威尔的答记者问环节提供了一些未来政策的线索

后期加息政策的门槛看两个测试，首先就业、其次通胀。其中通胀属于结构性的供给侧受损引发，因此在疫情和就业同步好转之后，一旦人们开始消费服务而非商品，通胀就会回落。充分就业的基准是回到2020年2月的水平，即疫情前，失业率很低且大量人员进入劳动力市场。

6.1.1.2 加息预期将逐渐向偏鹰方向运行，持续利空金价

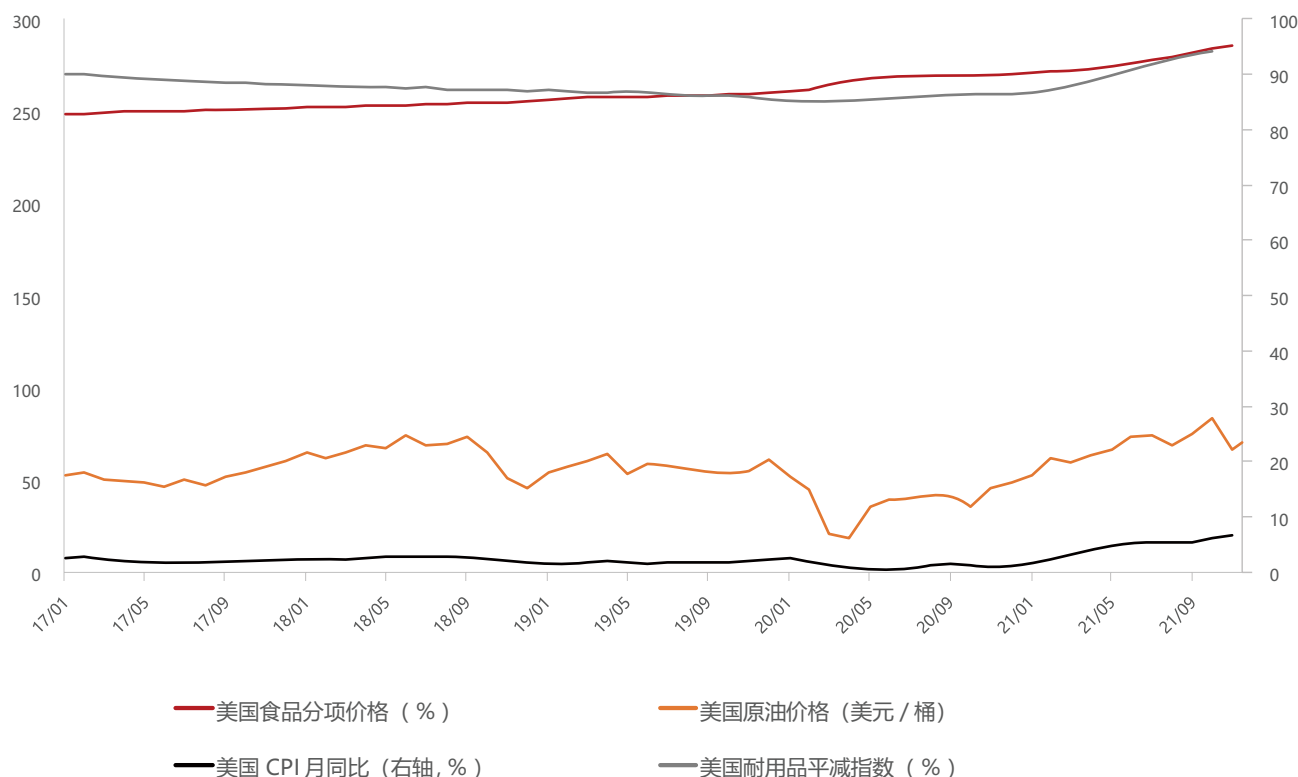
截至2021年11月份，美联储的本意是更倾向于鸽派加息，并且认为当前通胀不足为虑，加息与否首先要看就业。但是由于美国的通胀问题与政治粘连，冒着通胀失控风险继续偏鸽的成本很高，因此未来加息节奏加快的可能性会越来越大。贵金属价格先是在忽鹰忽鸽的市场情绪中震荡，继而有较大概率被未来持续偏鹰的预期打压。

从另一个角度来看，美联储对美国2022年中期选举的政治需求有顺水推舟的动机。因为加息虽然无法解决结构性通胀，但可以在经济复苏期间及时储存政策空间。因此我们对明年美联储货币政策的基准预期是2022年加息两次，但目前节奏加快概率正在逐步提升，不容忽视。这是未来一年贵金属价格最大的利空因素。

6.1.2 明年加息逻辑主导金价波动的概率更高

我们认为，通胀与加息对贵金属价格的影响并非叠加的，而是非此即彼的。加息逻辑夺取主动的前提是疫情恢复好于预期或能源类商品价格有见顶迹象。

图表 234. 美国耐用品价格与食品等分项价格对比



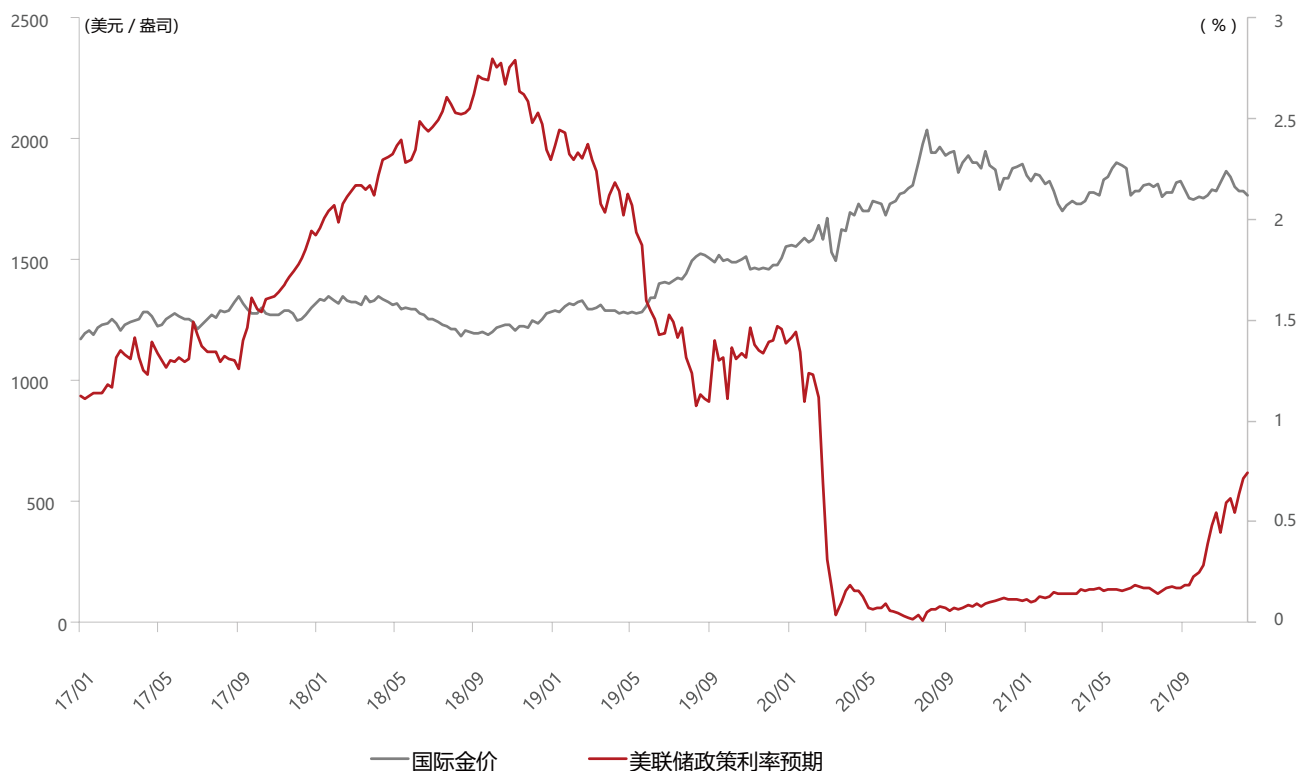
资料来源: Bloomberg, 中国银行

从通胀的具体价格分项来看，食品项部分承接了上一轮美国 QE 的后果，而耐用品的价格却相反。但是新冠疫情以来，伴随城市人口薪资快速上行恰是耐用品价格，一改多年下跌的趋势。同期快速上行的是原油价格，能源类价格在美国 CPI 中直接和间接的权重较高，这也是近期美国释放原油储备的意图。美联储控制通胀的信心在于，耐用品需求的持续性不高，而员工薪资并未和食品等必选消费品形成循环促进的上升。

随着新冠疫苗接种、口服药研发的进展，2022 年疫情更加糟糕的概率越来越小。虽然通胀仍会维持高位一段时间，但只要其受控的概率在提升，加息预期就可能会重回贵金属价格主线逻辑的地位。

目前市场反映的 2022 年美联储政策利率预期已经超过了 2 次加息幅度，但因为通胀恐慌的干扰，贵金属价格并没有明显下跌。我们预计，在疫情没有愈演愈烈的前提下，通胀恐慌的压力会逐渐削弱，加息的讨论会继续加强，直至加息落地前，贵金属价格仍会受该因素利空影响。

图表 235. 美联储政策利率预期



资料来源：Bloomberg，中国银行

6.1.3 低利率环境将继续存在，黄金等待利空出尽

6.1.3.1 一个没有新冠的假设

诚然，疫情仍然是下阶段市场演变的关键词。但假设没有新冠疫情，美国低利率、低通胀、低增长的经济环境仍会继续，经济周期决定了疫情恢复后的美国货币政策易宽难紧。

在“暂时通胀”的背景下，既然“充分就业”是回到疫情之前，则我们有理由相信，美联储货币政策向紧缩方向调整虽然会有一个逐渐加速的过程，但其调整的空间有限，目标应在1.25%附近。

6.1.3.2 ETF 减持趋势可能在 2022 年下半年放缓

从ETF基金持仓量的变化区间来看，2020年黄金配置资金已经达到历史峰值，与2011—2012年近似。2021年底，资金规模降至2013年中水平，当时的标志事件是美联储上一轮Taper启动。由此规律推测，ETF基金持仓可能将在2022年回到疫情前2019年二季度水平，随后见底回升。

■ 图表 236. SPDR 黄金 ETF 持仓量的区间特点



资料来源: Bloomberg, 中国银行

6.2 原油：供需逐渐平衡，油价或将高位震荡

6.2.1 供给端不确定性增加，成为扰动油价主要因素

6.2.1.1 OPEC+ 定力十足，大幅增产较难

虽然 OPEC+ 自 2021 年 8 月以来每月都增产 40 万桶，但该组织仍有约 380 万桶 / 日的减产规模尚未恢复，OPEC+ 在 2020 年 4 月减产逾 1,000 万桶 / 日，以应对新冠疫情的迅速蔓延。尽管面临美国的频频施压，但 OPEC+ 迟迟不愿意大幅增产，我们觉得原因主要有以下几点：

一是，OPEC+ 认为明年供应有可能大于需求。OPEC+ 一直不肯向要求加快增产的压力妥协，坚持自 8 月以来每月逐步增产 40 万桶 / 日的计划，称担心加速增产将导致 2022 年出现供应过剩。不仅是 OPEC+ 的预测，国际能源署（IEA）的预测也显示，以经合组织库存为衡量标准，明年所有季度市场都将出现供过于求的局面。巴克莱银行预计油市 2021 年第四季的小幅短缺，将在 2022 年第一季转为过剩。

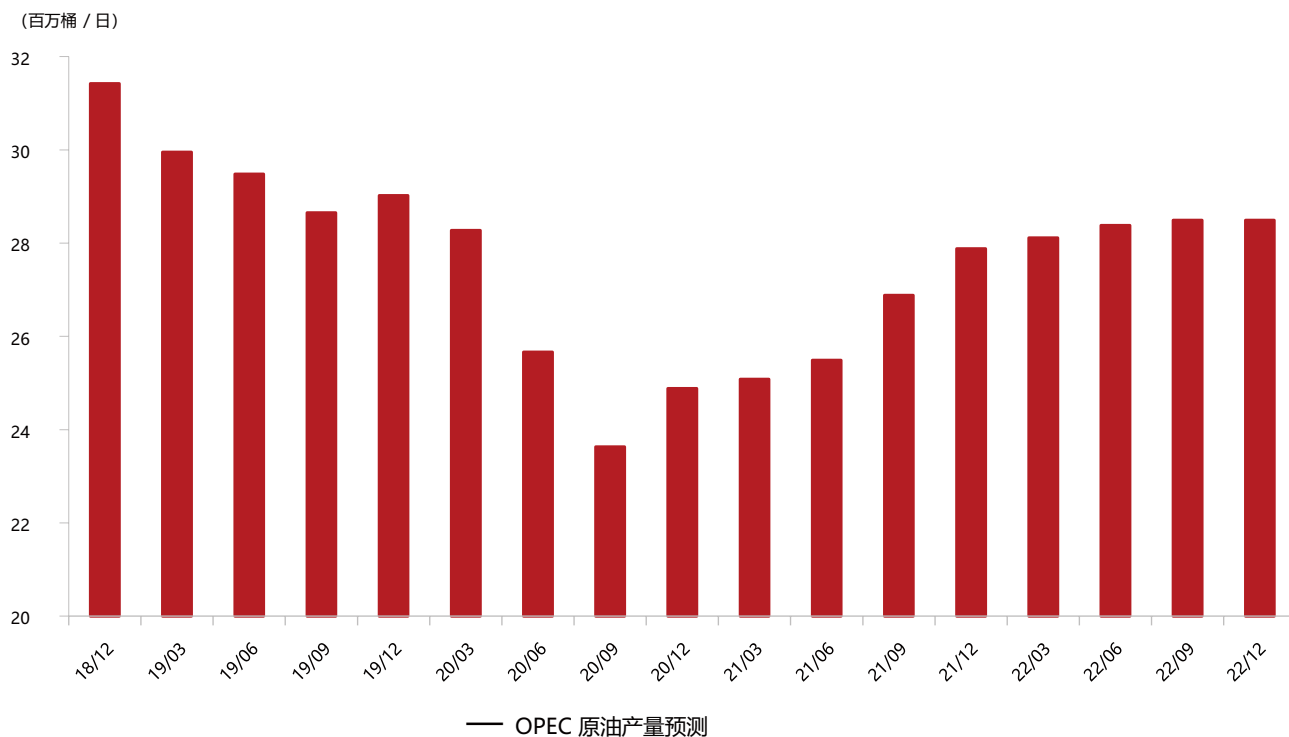
二是，OPEC+ 部分国家产能难以大幅提升

美国施压 OPEC+ 要求增加石油产量，给高涨的原油价格降温，这使大家忽略了产油国集团存在的一个较新的问题，即使他们想增产，也没有多少额外的产能。根据 OPEC+ 解除产量限制的时间表，到 12 月 1 日，OPEC+ 将正式实施 380 万桶 / 日的减产。但是由于一些 OPEC+ 成员国无法增加足够的产量，实际减产幅度仍然较大。

根据国际能源署数据，2021 年 9 月和 10 月 OPEC+ 产量都比计划少了 70 万桶 / 日，在 OPEC+10 月 70 万桶 / 日的产量缺口中，安哥拉和尼日利亚占了近 90%。

三是，油价保持相对高位对于 OPEC+ 成员国来讲收入效应明显，OPEC+ 乐见原油保持在目前甚至略高的位置，这也是其迟迟不愿意大幅增产的原因。

图表 237. OPEC 原油产量预测



资料来源：万得，中国银行

6.2.1.2 主要原油需求国开始释放原油战略储备，短期对油价形成冲击

原油价格最近触及七年高点，尽管仍低于 2011—2014 年期间曾突破每桶 100 美元的水平，但许多消费者正感受到油价较一年前大涨带来的痛苦。同时伴随着美油价格飙升超过每桶 80 美元，美国汽油价格持续攀升，驱动了美国 10 月 PPI 强劲增长。美国总统拜登倍感沮丧，因 OPEC+ 对其提出的增产要求一直置若罔闻，在明年的国会选举前，由于通胀率上升，拜登面对支持率低迷的局面。迫不得已，美国政府 2021 年 11 月份宣布将从战略石油储备中释放数千万桶石油，与中国、印度、韩国、日本和英国一道为油价降温。

美国 11 月份宣布将释放 5,000 万桶原油储备，美国政府高级官员表示，此次投放将采取向公司出借和出售的

形式，3,200 万桶出借的石油将在未来几个月内释放，而政府将加速国会已经批准的 1,800 万桶石油的出售。美国最近一次释放原油储备还是在 2011 年 OPEC+ 成员国利比亚发生战争期间，在 1991 年海湾战争期间和 2005 年卡特里娜飓风之后，美国也曾出售石油储备。其他国家方面，中国已开始释放原油储备。印度在一份声明中说，它将释放 500 万桶石油，而英国说，它将允许从私人持有的储备中自愿释放 150 万桶石油。韩国表示，将在与美国和其他盟国讨论后决定释放石油储备的数量和时间，日本表示也将跟进。

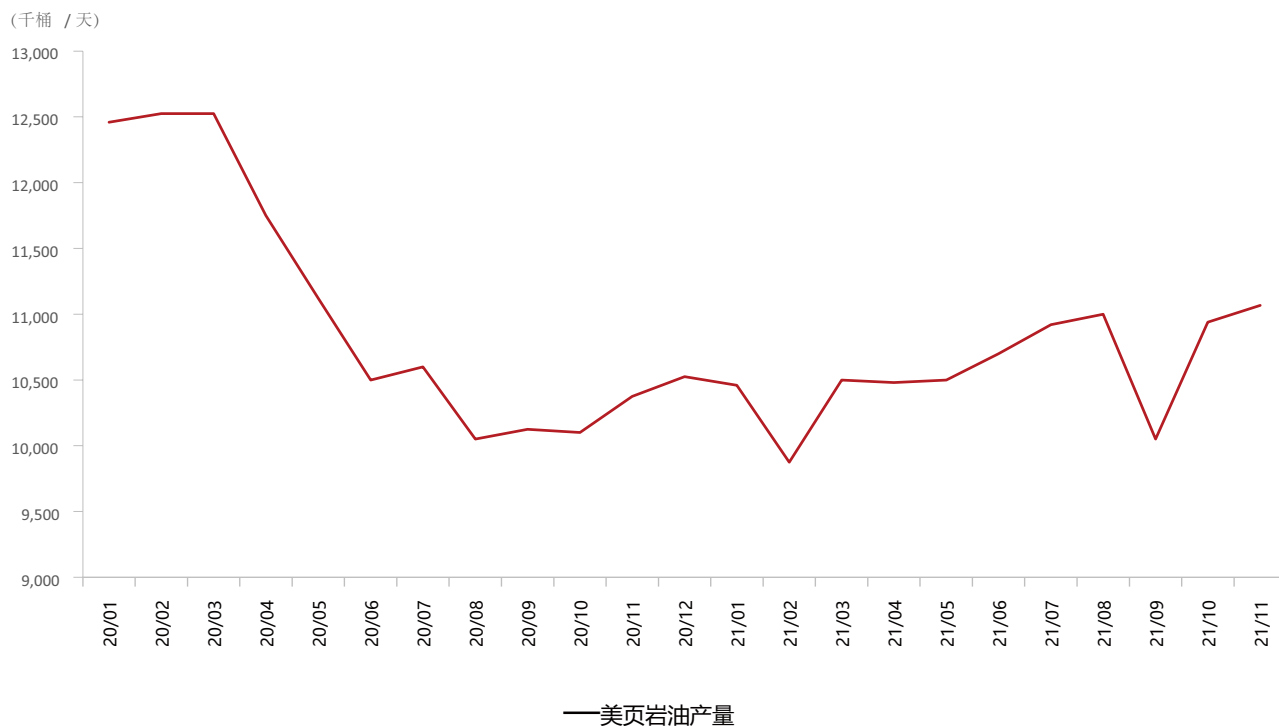
华盛顿与亚洲主要经济体联手降低能源价格的努力向 OPEC+ 和其他大型产油国发出了警告，即他们需要解决对原油价格高企的担忧。据彭博报道，OPEC 经济委员会预测，如果消费国在 2022 年 1 月和 2 月落实其承诺的储备释放规模，世界原油市场的过剩将增加 110 万桶/日，在 2022 年 1 月和 2 月分别达到 230 万桶/日和 370 万桶/日。如果全球主要原油需求国通过释放原油库存减少原油进口，无疑将一定程度上缓解原油产能不足的问题，对油价将形成较大压力。

6.2.1.3 美页岩油产量料持续提升

2022 年美国石油钻机数量可能加速增长从而带动页岩油产量持续提升。随着经济进一步复苏，以及生产商解除 2020—2021 年度为削减成本而采取的一些撤资措施，活跃钻机的数量和总产量可能会在明年攀升。

根据油田服务公司贝克休斯的数据，自 2020 年 8 月钻井周期的低点以来，美国生产商在 65 周内额外增加了 282 台钻机（平均每周 4.3 台），美国石油产量已从疫情后的 1,070 万桶/日的低点恢复到估计的 1,150 万桶/日，2022 年预计将持续提升。美页岩油的产量提升将对国际油价形成压制。

■ 图表 238. 美页岩油产量变化



资料来源：万得，中国银行

6.2.1.4 关注伊朗原油出口变化

2021 年，伊朗一直积极谋求联合国解除对其原油出口的禁令，美国态度亦有所缓和，2022 年需密切关注相关进展，如果伊朗原油出口限制解除或部分解除，都将对国际油价形成较大压力。

6.2.1.5 绿色能源政策将长期影响原油供给

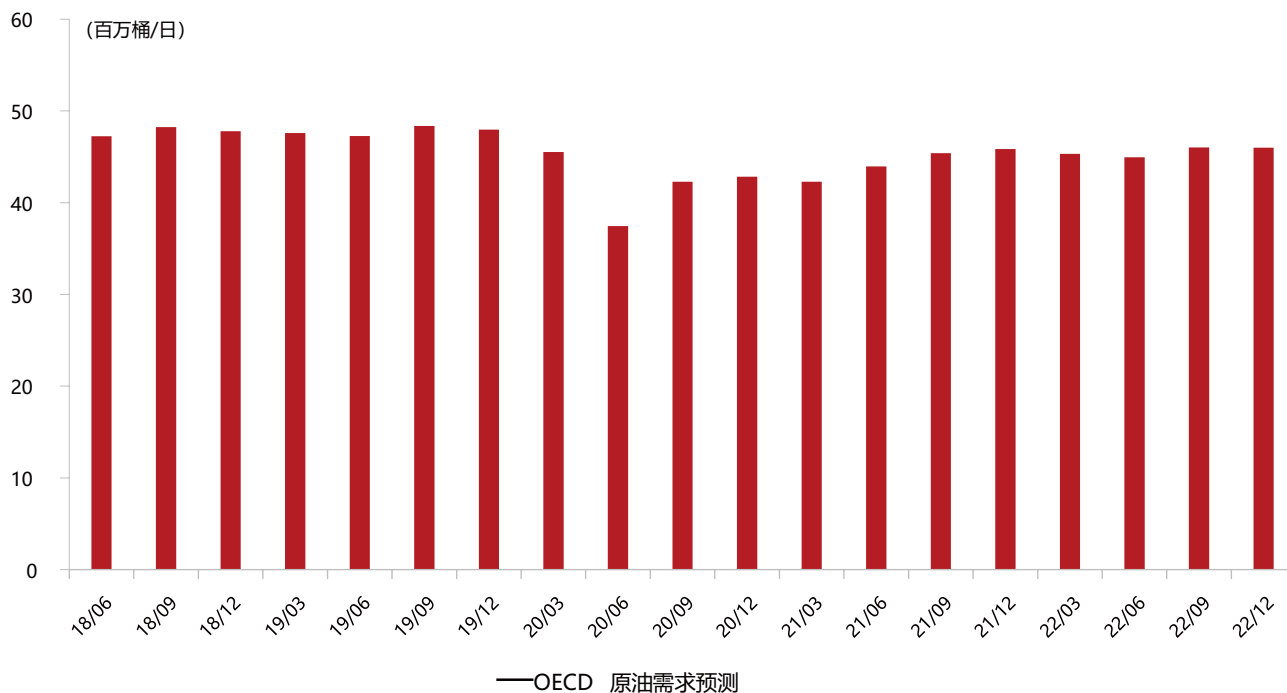
世界各国对替代能源的鼓励，尤其是全球针对碳达峰、碳中和各项具体政策和时间表的明确，绿色清洁能源呈现加速发展的态势。从长周期视角来看，全球原油产业链相关的资本开支难以大幅提升，原油供应长期来看大幅增加的概率较低。高盛表示：“当前原油投资正受到环境、社会和治理问题以及对全球变暖担忧的阻碍，银行对石油贷款的收费高于绿色项目，过去几年市场环境已经让石油生产商的资本投资意愿下降”。替代能源未来将重塑全球能源格局，石油作为主要能源品种的地位将逐步弱化，长期来看原油价格不具备大幅上涨的基础。

6.2.2 需求整体平稳，谨防疫情反复

6.2.2.1 经济平稳复苏，原油需求保持平稳

尽管 2021 年四季度全球疫情导致原油需求出现波动，但从 2022 年全年来看，原油需求仍将保持平稳的态势。OPEC 预测，预计明年全球石油需求将增长 415 万桶 / 日，维持了上月的预测，这将推动全球石油消费量超过 2019 年的水平，全球石油消费量预计将在 2022 年第三季突破 1 亿桶 / 日大关。

图表 239. OECD 原油需求预测



资料来源：万得，中国银行

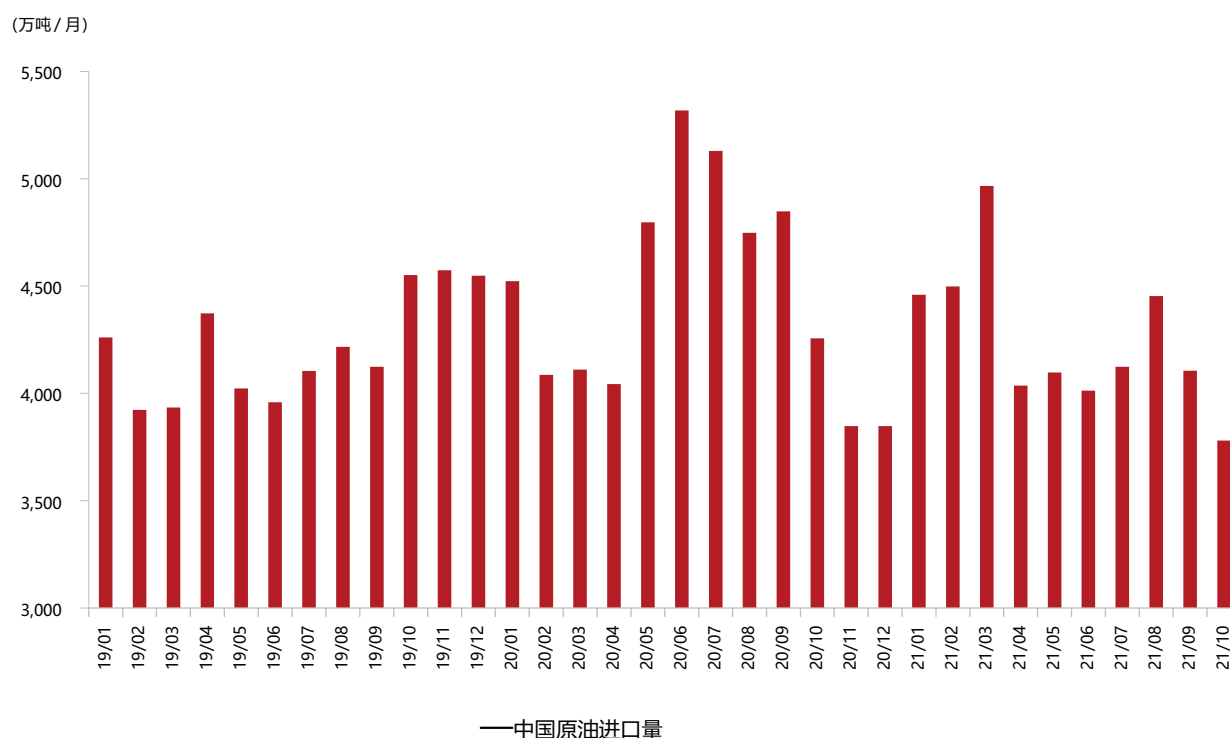
虽然原油需求整体平稳，但仍需要关注病毒变异对市场带来的冲击。回顾 2021 年原油需求变化可以明显观察到，疫情仍是扰动原油需求变动的主要因素。近期欧洲疫情仍未得到有效控制，虽然目前来看 Omicron 新冠病毒变体的影响不大，但科学家们正在努力找出它是否比现有变体更具传播性、或是否会导致更严重的疾病，疫情因素仍不可小觑。鉴于此，未来变异病毒对原油需求仍是潜在威胁，如果应对不力则将引起油价更大幅度的震荡。

6.2.2.2 亚洲主要原油需求国家进口量下滑，高油价对油价需求抑制效应凸显

随着油价高企，亚洲尤其是中国原油进口需求量出现较大幅度的回落，这意味着高油价本身对原油需求就有明显的抑制作用。2022 年如果油价继续上涨，则原油需求可能会被下降。

中国 2021 年 10 月原油进口量骤降至 2018 年 9 月以来最低，因为大型国有炼厂因油价上涨而暂停采购，而独立炼厂则受制于进口配额限制。海关总署数据显示，中国这个全球最大的原油进口国 10 月进口 3,780 万吨原油，相当于 890 万桶 / 日，这低于 9 月 999 万桶 / 日和去年同期 1,002 万桶 / 日的进口水平。海关数据显示，1—10 月期间的原油到港总量为 4.2506 亿吨，即 1,021 万桶 / 日，同比下降 7.2%。

■ 图表 240. 中国原油进口量



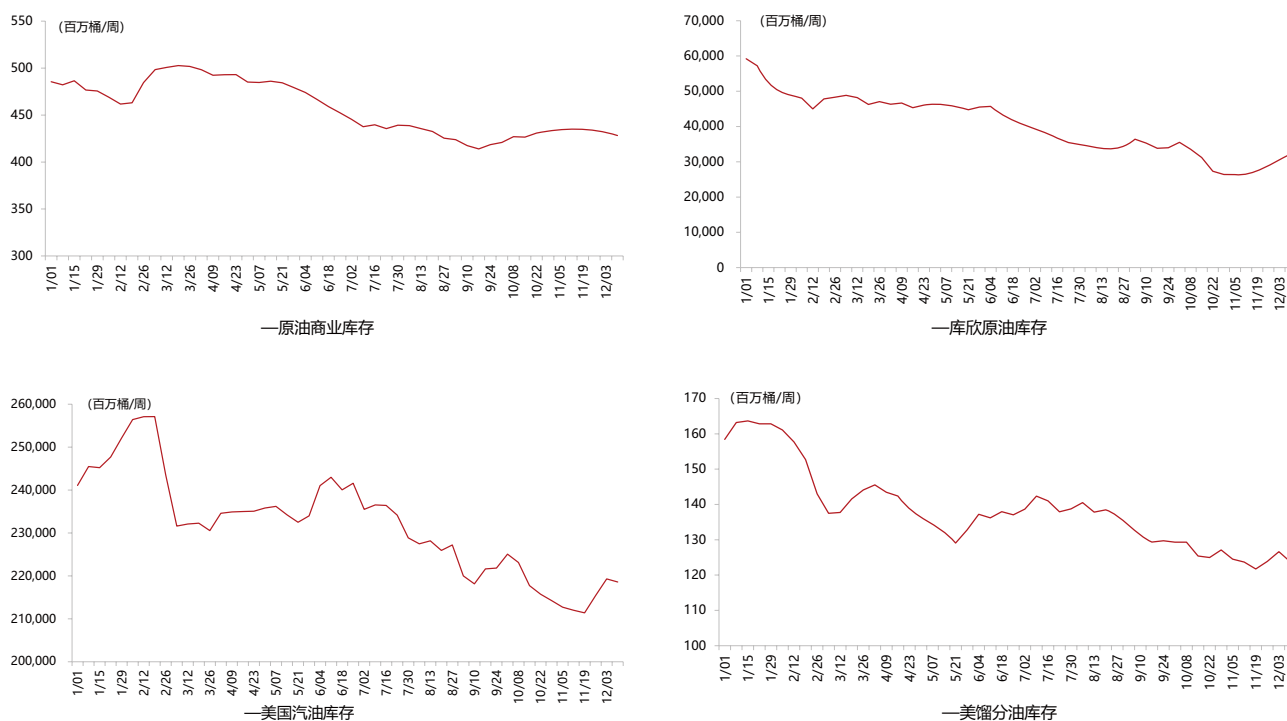
资料来源：万得，中国银行

6.2.3 库存处于低位，供需偏紧格局仍存

6.2.3.1 美原油库存处于 4 年低位

美国油市供应趋紧，因需求增加，随着更多国际旅行恢复，假日季的消费量可能会进一步上升。美国汽油库存持续减少，已经连续数周下降，目前总体库存处于 2017 年 10 月以来最低水平。汽油是美国使用量最大的燃料。包括柴油和航煤在内的馏分油库存存在减少，馏分油库存处于 2020 年 4 月以来最低水平。

图表 241. 原油库存变化



资料来源：万得，中国银行

6.2.3.2 库存体现了供需格局变化，库存若能明显提升对油价将形成打压，需要密切关注。

OPEC+ 称将密切关注经济合作与发展组织成员国的石油库存水平，将其作为衡量石油市场健康状况的指标，并对任何可能打压油价的库存再次增加保持警惕。

结论：展望 2022 年，国际油价预计高位震荡。一是，供给端虽有诸多不确定因素但大幅增产的概率不高，这决定了油价将保持较高的位置，但继续上涨的概率较低；二是，需求端将保持平稳，关注亚洲原油进口变化和航空燃油需求变动，有韧性的需求仍将对高油价形成支持，但疫情的潜在威胁和高油价本身也将严重制约原油需求量。三是，油价何时筑顶或弱势震荡，需要密切关注库存的变动，如果库存明显抬升则对油价形成打压。整体而言，2022 年原油不具备再度大涨的条件，大概率将呈现高位盘整的格局。



配置篇

2022 年全球资产配置策略与中行解决方案

在“百年变局，加速演进”宏观主题下，全球财富加速再平衡，中国份额继续提升。2022 年全球大类资产配置顺序为：权益、债券、黄金、商品。立足中国，超配中国 A 股和中国港股。我们致力于用专业“智造价值”，多渠道增加居民财产性收入；我们倡导财富向善，助力全体人民“共同富裕”；我们践行资产配置理念，履行大行社会责任；我们继续通过“投策五报”，持续做好全过程陪伴，“百年中行，为您的财富持续导航！”

7.1 宏观主题：世纪疫情火炼真金，百年变局加速演进

过去三年（2019—2021）我们认为全球宏观主题分别是“中美分化”，“中美分化，东起西落”和“东起西落，加速演进”。2021 年百年变局和世纪疫情交织叠加，世界进入动荡变革期。世界的不稳定性和不确定性并没有因为疫情而减弱，但疫情就是照妖镜，各国治理体系和能力在世纪疫情下火炼真金，高低立判。2022 年，我们认为全球宏观主题将会延续前几年逻辑主线，仍将是“百年变局，加速演进”的过程，全球财富再平衡不会因为人为划分阵营、设置障碍而改变，资本的逐利性决定资产从高度集中于美国单一市场向中、美和亚洲其他有超额收益的市场分散仍是大势所趋。

7.2 全球资产配置建议：全球财富加速再平衡，中国份额继续提升

在“百年变局，加速演进”宏观主题背景下，从宏观政策、经济增长、估值水平、流动性等维度分析全球各种资产，对未来一年的大类资产走势做出判断。我们认为，2022 年在“全球延续复苏，政策逐渐回归”的基本面下，全球大类资产配置顺序为权益、债券、黄金、商品；中国经济复苏趋缓，稳中求进，中国资产继续价值重估。全球权益优先配置中国股市，超配中国 A 股（推荐）、中国港股（推荐）。鉴于美国经济韧性仍在，股票配置需求较强，建议标配美股，美联储加息前后或现剧烈波动；欧洲复苏偏强，政策温和，建议标配；日本股市流动性支撑，基本面向好，建议标配。新兴市场关注越南、菲律宾等东南亚市场，鉴于印度市场估值高企，保持谨慎。债市方面，鉴于可转债资产类别独特，需求支撑估值，建议超配（推荐）；利率债区间震荡延续，难见趋势行情，建议标配；信用债因结构性宽信用支撑或有局部机会，建议标配；中资美元债两极分化，跟随美债，建议保守。美债因货币政策收紧，加息落地，建议低配（保守）。贵金属方面，黄金大概率以加息为界先抑后扬，建议先低配后标配；原油供需逐渐平衡，高位震荡，建议年初维持标配，年内择机调整为低配。货币方面，美元经济复苏叠加货币政策紧缩周期快于主要发达国家，建议超配（推荐）；澳元受益全球商贸恢复，建议超配（推荐）；加元、英镑标配，日元、欧元保守；人民币因过去两年升值较多，存在超调压力，叠加出口预期回落，建议标配。

■ 图表 242. 2022 年全球资产配置观点一览表

股票	低配程度		标准配置	超配程度		经济周期	估值（PE TTM）	货币 政策	政治 风险
	看空	保守		推荐	积极推荐				
美国（标普 500）			●			复苏收紧	35.64, 100% 分位	由松回归	中
欧洲（DAX, CAC）			●			弱势复苏	66.37, 99.81% 分位	宽松	中
英国（富时 100）			●			复苏收紧	193.01, 99.04% 分位	宽松	高
日本（日经 225）			●			弱势复苏	37.2, 97.88% 分位	继续宽松	低
中国 A 股（沪深 300）				●		衰退宽松	15.58, 95.12% 分位	中性	低
中国港股（恒生指数）				●		复苏	14.7, 99.47% 分位	宽松	中
债券	看空	保守	标配	推荐	积极推荐	超 / 低配逻辑			
美国国债		●	○			加息预期叠加通胀高位使美债相对弱势			
中资美元债		●				美联储政策收紧与利差低位扰动较大，品种间两极分化			
中国：货币市场			●			货币政策以稳为主，灵活适度，利率低位窄幅波动			
中国：利率债			●			基本面整体承压，政策以稳为主，难见趋势行情，区间震荡			
中国：信用债			●			信用风险整体可控，净值化转型与行业分化带来波段机会			
中国：可转债				●		资产类别独特，产品扩容支撑需求，正股思维寻找个股机会			

商品	看空	保守	标配	推荐	积极推荐	超 / 低配逻辑
黄金		●	○			疫情纾困政策，通胀预期助推黄金前期行情，同时应谨慎观察行情拐点
白银		●	○			与黄金逻辑一致
原油		○	●			供需基本平衡，叠加美元升值，疫情或反复，油价或将高位震荡
外汇	看空	保守	标配	推荐	积极推荐	超 / 低配逻辑
美元				●		经济复苏程度高，货币政策紧缩周期快于主要发达国家
欧元		●				第四波疫情影响经济复苏。货币政策仍是保证经济复苏持续的唯一主要工具，2022 年难见实质紧缩
英镑			●			经济复苏、通胀高企，央行货币政策收紧步伐偏快，外部受强美元压制
加元			●			货币政策恐超预期，油价上行面临挑战
澳元				●		疫情控制良好，全球商贸状态有望恢复
日元		●				避险难以持续，货币政策发达经济体中相对宽松，经济复苏弹性弱
人民币			●			人民币汇率上半年恐冲高回落，下半年看国内经济企稳状况，警惕市场或政策纠偏引发的汇率回调

资料来源：万得，中国银行，浅色圆圈为我们预设条件，择机调整配置的方向

主要资产观点如下：

7.2.1 全球股市

中国 A 股：我们认为，中国 A 股在经历了 2019 年的转折、2020 年的复苏、2021 年的验证长期向好趋势之后，有望在 2022 年正式开启权益投资的复兴时代。虽然复兴之路会有颠簸曲折但方向和目标已经无比清晰。在共同富裕的顶层框架下、居民资产配置结构的调整将为 A 股提供充足的流动性支持。在科学高效的跨周期政策调节下，中国经济的周期波动也将更为平缓。同时对“碳减排、绿色能源、自主可控、科技创新”的定点扶持，让全球投资者看到了中国可持续发展的希望。2022 年也需要关注通胀预期对 A 股市场的扰动以及疫情所带来的阶段性影响。因此我们预计，2022 年 A 股市场有望正式开启权益投资的大时代，但结构性行情依然是主要演绎方式。投资者应放弃短期博弈的方式，通过资产配置的方式实现对 A 股的超配（推荐）。

中国港股：港股作为离岸市场，历史上交易资金构成多样化，是全球投资者分享中国经济成长的主要平台，近年来南下资金占比持续提升，有助于进一步提升市场活跃度、优化估值逻辑；在指数构成方面，港股成分股成长性不断提高，有利于强化指数长期上涨动力，增强吸引力；估值方面，港股当前估值性价比突出，特别是部分行业经历 2021 年相关政策打压后，估值更是处于罕见的历史低位，当前已进入较好的长期配置区间，结构性行情值得期待，建议超配（推荐）。

美国股市：2021 年在宽松政策和企业盈利修复支撑下，指数迭创新高，但未来支撑减弱。美国 Taper 进程加速，加息预期渐进，流动性将阶梯回落；实体经济增长趋势性放缓、财政政策边际效用递减、加税侵蚀企业利润，企业盈利增长动能趋缓。在流动性和盈利增速双降背景下，美股高位上涨动力减弱，预计明年收益性降低，波动性加大。但美股配置需求仍在，考虑美联储相机抉择、维护市场的意愿，从中期看回调后也提供了再介入美股的时机。

欧洲股市：欧洲经济强势恢复，基本面成为权益市场有利的支撑。欧洲股票市场 2021 年涨幅较大，叠加疫情反弹，短期或有技术性回调；展望明年，欧洲经济韧性十足，货币政策温和，因此权益市场难跌易涨，有望延续涨势，具有不错的投资机会，但仍需持续关注通胀变动导致货币政策的转向和疫情再次暴发对市场的扰动。具体配置权重方面，可重点关注德国的配置机会。

日本股市：尽管日本经济的复苏节奏在 2021 年横向比较仍然偏慢，但随着疫情的控制，通胀的可控，政策的刺激，产业链的复苏，企业盈利水平将在 2022 年对优先复苏的发达国家形成追赶。合理的估值，宽松的流动性环境也将有利于日本股市在 2022 年延续上涨的态势。

新兴市场：展望 2022 年，新兴市场股市表现会因复苏节奏不同而分化，疫情的反复仍将会带来阶段性地扰动。

南美洲普遍风险较高，部分国家面临通胀失控、汇率贬值、外汇流失、政府换届等风险。相对看好越南、菲律宾等东南亚市场。对于印度市场，由于前期涨幅较大，估值过高，疫情管控不力等原因，投资者应保持谨慎。新兴市场由于市场容量小且相应的投资产品缺乏，仅供投资者参考。

7.2.2 债券市场

货币与现金：预计 2022 年，货币政策稳中偏松，结构性工具与灵活的公开市场操作叠加匹配实际资金需求，利率在维持低位的同时窄幅震荡，货币市场利率将继续以政策利率为中枢波动，建议标配。

利率债：2022 年利率债在基本面回归常态、以稳为主的结构性政策背景下难见趋势行情，收益率上下空间均有限，上半年机会优于下半年，10 年期国债收益率主要震荡区间 2.7%—3.1%，建议标配。

信用债：在利率债趋势行情难觅和信用利差已处低位的背景下，信用债 2022 年大概率将跟随震荡，结构性宽信用的支撑或将为局部行业和个体带来挖掘机会，品种间的分化也将受到资管新规过渡期结束影响有所加剧，建议标配。

可转债：经过 2021 年，可转债估值目前处于历史分位的相对高位，预计 2022 年波动幅度或将加大，整体来看，固收 + 产品的扩容对转债估值仍有支撑，但继续上涨空间相对有限，可遵循正股思路从低估值和高景气标中中寻找个券挖掘标的，建议超配（推荐）。

中资美元债：美联储政策正常化和企业利差难继续收窄是 2022 年中资美元债主要的趋势性扰动因素，品种间将出现分化，投资级将受益于供给减少而需求不弱价值凸显，高收益系统性风险可控前提下基本面优质的标的更佳，建议低配。

美国债券：美债利率或将先是温和上行，随后转为走平或小幅震荡下行，美国的通胀高位、加息预期升温以及经济韧性带动美债长端利率上行，之后伴随通胀回落和经济动能放缓，上行空间受到限制，疫情前 1.8%—1.9% 的位置或将是长端美债利率向上突破的重要阻力位，建议先低配择机调回标配。

7.2.3 汇率

2022 年全球主要央行将逐步退出宽松政策，但是由于各个经济体经济复苏的不均衡，央行退出的节奏会出现差异，这种差异将反映在各国利差的变化上，也会引导汇率的变化。具体汇率方面，人民币延续双向波动态势，中枢面临下行压力；美元迎接加息周期，涨势或将延续；欧元加息预期落空，恐将继续回落；英镑不弱亦难强，双边波动；日元避险偶有驱动，弱势格局难改；加元高位震荡；澳元迎来转机。

人民币：延续双向波动态势，中枢面临下行压力。2022 年，需要同时关注市场因素和政策因素对人民币汇率的影响。从市场因素来看，出口可能继续保持高景气，对人民币汇率的支撑作用延续，但中美利差可能继续收敛，内外部金融风险隐患较多，中国经济复苏领先优势可能进一步消退，美元指数的影响因素延续多空交织，这些因素或将加剧人民币双向波动态势。从政策因素来看，预计有关部门会坚持汇率政策中性，但当汇率出现预期外波动时，仍会适时进行调控。考虑到 2020 年下半年以来支撑人民币升值的诸多利好因素在 2022 年或将缓慢消退，利空因素逐步凸显，需警惕人民币汇率回调风险，建议标配。

美元：迎接加息周期，涨势或将延续。美国通胀上升可能倒逼美联储超出目前估计的更快升息，美国货币政策紧缩周期仍将领先于欧洲和日本提前到来，一如既往，在美联储紧缩周期的初始美元将有较大升幅，但随着临近年末欧洲央行升息预期开始升温，美元指数将相应回落，预计 2022 年美元指数节奏前高后低。主要风险来源于开始升息后金融市场，特别是欧美股市的反应，以及后续新冠疫情在全球演变的不确定性，建议超配（推荐）。

欧元：加息预期落空，恐将继续回落。第四波疫情再度席卷欧洲，新的封锁措施之下，欧元区经济复苏之路漫长，货币政策宽松仍是财政上不统一的欧元区刺激增长的唯一药方。欧盟与英国、欧盟与俄罗斯、欧盟与中国等多重关系给后默克尔时代的欧元区带来新的考验。欧元难逃加息周期错位的负面影响，对美元可能延续回落。作为低息的融资货币，欧元将受益于疫情对全球经济冲击更加负面和金融市场动荡等风险情景，但这并非我们宏观部分的核心假设，建议低配（保守）。

英镑：不弱亦难强，双边波动。疫情影响趋弱的情形假设下，我们认为英镑因国内经济复苏，货币政策逐步收紧而获得支撑，但由于外部美元也处于收缩周期，叠加脱欧后遗留问题的扰动，英镑持续走强的概率也较低，可能维持双向波动，区间震荡，建议标配。

日元：避险偶有驱动，弱势格局难改。在全球疫情态势仍然总体向好的假设情形下，日元重回利差定价。由于日本国内经济复苏的力度弱，日本央行在货币政策上相对宽松，美日国债收益率差值持续走阔的背景下，日元偏弱的格局难以出现实质性改变，建议低配（保守）。

加元：诸多变量因素或使加元高位震荡。在全球共同面临疫情困扰、通胀环境下，虽然加拿大央行货币政策有领先全球的积极预期，但我们更加关心油价的走势对加元产生的影响。基于对供需双方 2022 年的展望，原油的供需将回归到均衡水平，而油价的继续上行面临挑战。所以，我们认为加元 2021 年的单边上涨难以复刻，谨防高位回落，建议维持标配。

澳元：潜在因素共振，澳元迎来转机。无论是国内还是国际疫情，澳洲是在全球主要国家中将疫情影响控制到较小的国家之一。较好的基本面，叠加澳洲央行鸽派论调的逐步减弱，以及大宗商品贸易状态的恢复的诸多因素共振，澳元更有可能形成震荡上行的走势，建议超配（推荐）。

7.2.4 贵金属与大宗商品

贵金属：目前市场反映的 2022 年美联储政策利率预期已经超过了 2 次加息幅度，先抑后扬的走势是未来两年金银价格波动的大概率路径，其转折点的标志性事件很可能是美联储首次加息落地或加息路径明确，配置上先低配后标配。

国际油价：2022 年预计呈现高位震荡的态势，一方面疫情仍对原油需求有明显扰动，另一方面主要原油需求国释放原油战略的举动对油价持续施压，尽管 OPEC+ 迟迟不愿增产但油价在明年已不具备继续上涨的基础，大概率将高位震荡。配置上暂时维持标配，根据市场走势择机调整为低配。

7.3 中国银行解决方案

7.3.1 我们的投资策略服务理念

中国银行致力于通过专业的市场研判能力，强大的资源整合平台，丰富的优质产品序列，科学的资产配置体系，力求在“了解客户”的基础上，按照客户安全性、流动性要求，构建收益最大化投资组合，并通过“中银投策”的全程陪伴，帮助客户“投资简化，生活美化，人生升华”。同时，我们引导客户制定合理预期目标并通过长期投资达成其目标，树立科学的财富管理理念，远离各种非法投（集）资陷阱，加强国民财商教育，倡导通过专业金融机构从事财富管理活动。在共同富裕国策下，我们致力于用专业多渠道增加居民财产性收入，倡导财富向善，支持先富帮后富，帮助客户实现物质财富与精神财富共同富裕，个人价值与社会价值高度统一，共同履行社会责任。

我们鼓励投资者运用资产配置理念通过长期投资达成自身财富管理目标，我们对客户的大类资产（战略资产）配置比例在一段时间内原则上保持稳定，如果我们研判大类资产没有趋势性逆转，通常不调整战略资产配置比例。我们建议投资者不必过度关注短期市场波动而频繁调整自身战略资产比例，可参考我们策略周报建议，保持战略资产配置比例相对稳定的同时，结合市场波动调整战术资产配置的结构以及产品购买的节奏（即进行同等风险属性产品的新旧转换或重检优化），这是我们优势所在。

为更好的服务于中国银行客户资产配置工作，我们构建了与之相适应的策略服务体系，形成了“中国银行个人金融全球资产配置白皮书”（中英文）、“中国银行个人金融资产配置策略季报”、“中国银行个人金融全球投资策略月报”（中英文）、“中银资产配置策略周报”和“中银资产配置日报”的“投策五报”服务体系，分别从客户长期战略资产配置、中期战术资产配置，短期产品最佳时机选择等视角为客户资产配置提供全流程指导，全过程陪伴。

7.3.2 我们的资产配置方法论

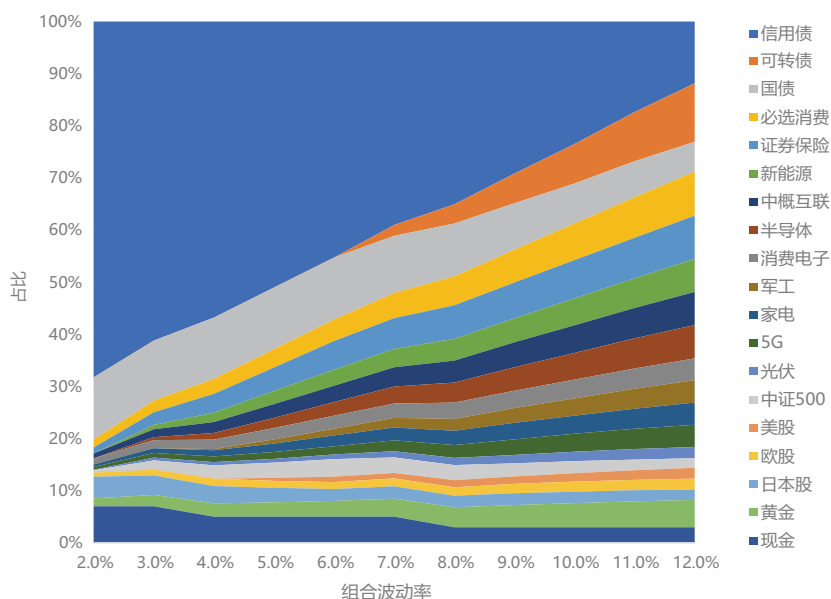
中国银行私人银行采取“1+1+1”管家式金融服务模式，即一名专属的私人银行家 + 一名专属私人银行投资顾问（IC）+ 一个专业化全球金融服务平台；中国银行个人金融全球资产配置服务流程，包括了解需求、规划方案、分步实施、重检优化 4 个步骤。我们根据个人客户风险偏好、资产配置目标等核心参数为资产配置的起点，发挥中国银行“投策五报”专业优势，全球化产品与服务平台独特优势，人工智能与大数据系统优势，基于对未来 1 年全球大类资产配置观点，将客户资产在货币现金类、固定收益类、股票权益类和另类资产类别上按照一定规则进行科学配置，构建不同类型客群的策略跟踪组合（策略 β 组合），并在未来的中银资产配置周报、季报中根据市场变化进行动态调整，指导客户分步实施并最终达成其财富管理目标。

7.3.3 我们的 2022 年资产配置解决方案

中国银行将个人客户风险偏好划分为 C1—C5 共 5 个风险级别，分别对应风险偏好为低风险、中低风险、中等风险、中高风险和高风险 5 类客群。本系列资产配置方案将大类资产划分为货币现金类、固定收益类、股票权益类和另类等资产类别，分别对应资产的中低风险、中等风险、中高风险、较高风险和高风险。具体到产品层面，按不同风险等级划分为 R1—R5 共 5 个风险等级，分别对应低风险、中低风险、中等风险、中高风险和高风险 5 个产品风险等级。我们将结合本白皮书对 2022 年全球各类资产的走势研判，聚焦到我们最看好的各类资产和行业构建策略跟踪组合（策略 β 组合），还会依托中国银行强大的产品与服务平台，精选各个资产领域优势产品帮助客户构建投资组合（产品组合），力争为客户赚取更多超额收益（阿尔法 α ），最终通过投资策略与产品的完美结合实现客户资产配置目标。

我们基于投资策略研究中心对于各类资产预期表现的研判，运用逆向优化与 Black-Litterman 模型，构建各风险水平下的有效组合，其中权益市场细分至 A 股市场不同行业、主题，以及海内外宽基指数。根据不同风险等级设定相应投资组合风险预算，进而确定不同风险水平下预期收益最高的有效投资组合。最后计算各细分市场模型收益预测的标准误差，给出组合预期年化波动率，以及预期收益区间（90% 置信水平）。以下各配置方案发布后，中国银行投资策略研究中心可根据市场走势在战术层面做不定期调整，并将持续监控组合收益情况及相关风险指标，定期回检，适时优化，力求最佳。

■ 图表 243. 不同风险水平下的有效投资组合

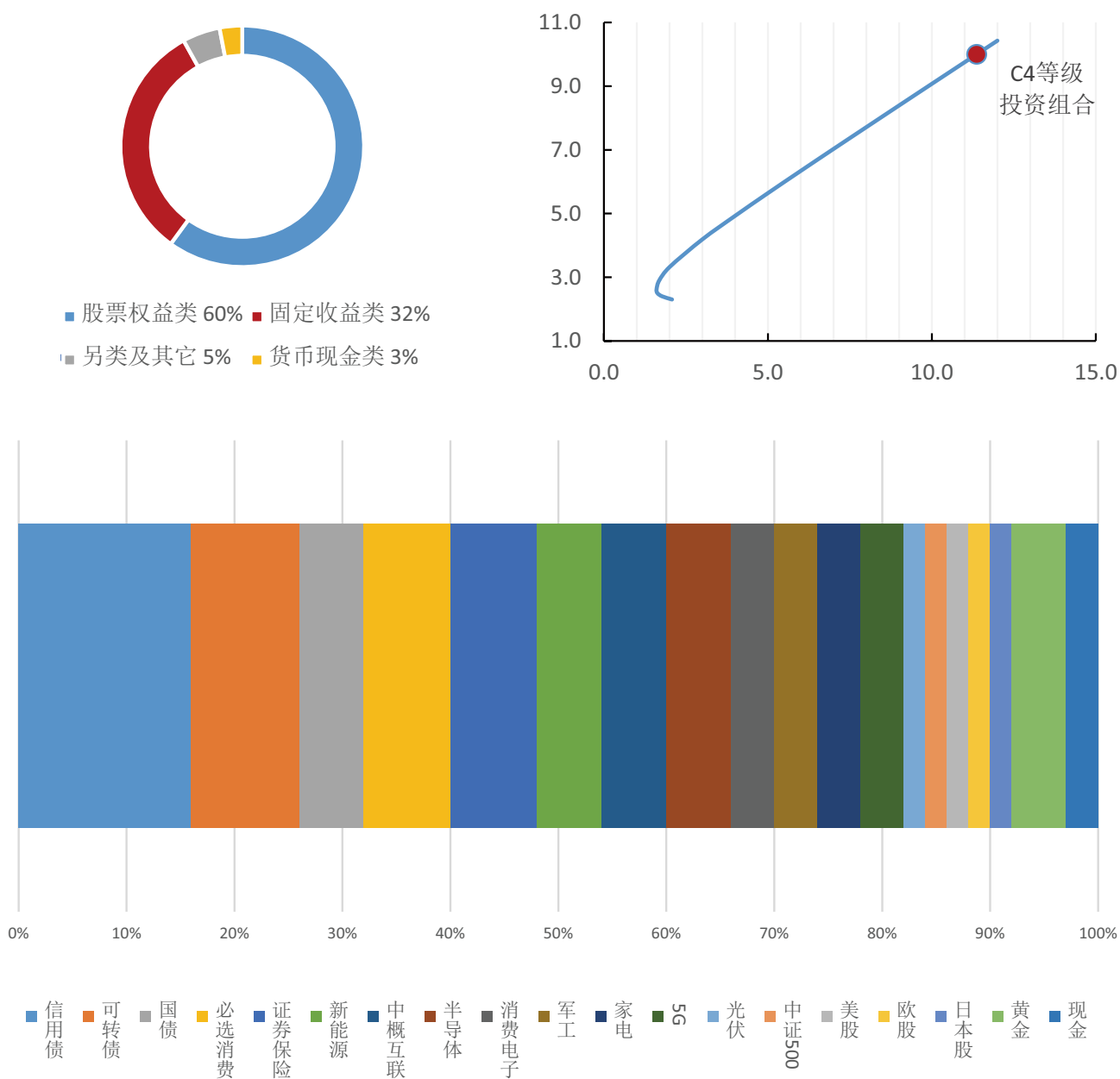


资料来源：中国银行

7.3.3.1 C4 及以上风险偏好客户资产配置方案

本资产配置方案为我们对 C4 及以上风险偏好客户，基于 2022 年白皮书观点建议的大类资产配置和细分行业组合。根据客户风险偏好较高的特点，按照 11.36% 年化波动率风险预算，我们较大比例配置股票权益类资产，适度配置固定收益类资产，较少配置现金管理类资产，并在聚焦二级分类资产选择时主要配置高端制造、绿色低碳、储能、科技自立相关行业与主题，力求在风险预算范围内博取更高收益。经测算，我们认为此类客群 2022 年的预期收益率区间为 -8.8%—28.8%（90% 置信水平）。

图表 244. 2022 年 C4 及以上风险偏好客户资产配置方案

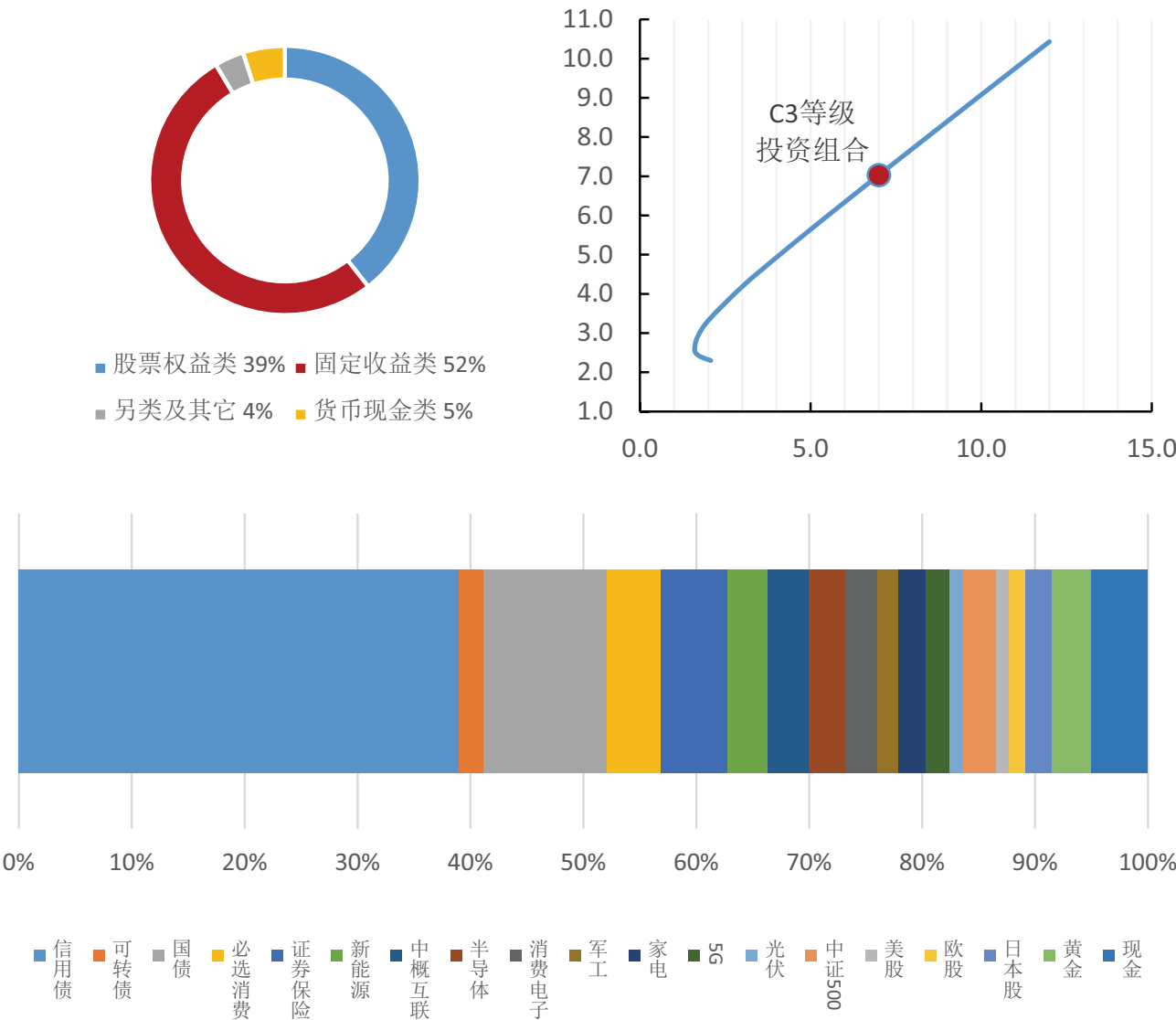


资料来源：中国银行

7.3.3.2 C3 类风险偏好客户资产配置方案

本资产配置方案为我们对 C3 风险偏好客户，基于 2022 年白皮书观点建议的大类资产配置和细分行业组合。根据客户风险偏好为中等风险的特点，按照 7% 的年化波动率风险预算，我们适当降低股票权益类资产配置，将固定收益类资产作为主要的配置对象，力求在适中的风险预算范围内博取均衡的收益。经测算，我们认为此类客群 2022 年的预期收益率区间为 -4.5%—18.6%（90% 置信水平）。

图表 245. 2022 年 C3 风险偏好客户资产配置方案

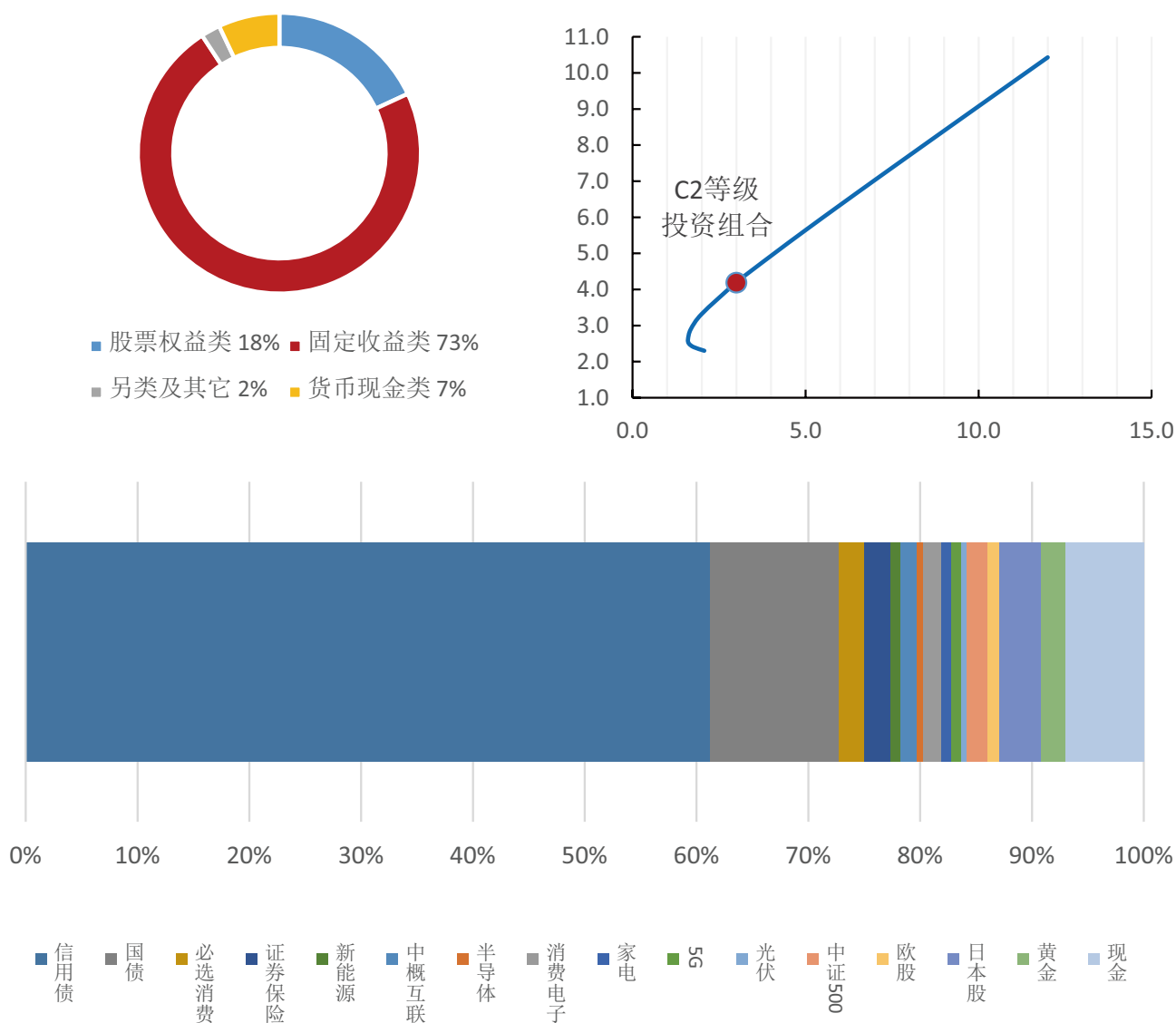


资料来源：中国银行

7.3.3.3 C2 类风险偏好客户资产配置方案

本资产配置方案为我们对 C2 风险偏好客户，基于 2022 年白皮书观点建议的大类资产配比和细分行业组合。根据客户风险偏好中低的特点，按照 3% 的年化波动率风险预算，我们大幅降低股票权益类配比，大幅增加固定收益类资产配比，力求在较低的风险预算范围内获取稳健的收益。经测算，我们认为此类客群 2022 年的预期收益率区间为 -0.8%—9.1%（90% 置信区间）。

图表 246. 2022 年 C2 风险偏好客户资产配置方案



资料来源：中国银行

风险提示及免责声明

本报告由中国银行投资策略研究中心专家撰写，署名分析师完全基于公开信息资料，秉承独立客观公正的分析立场，以勤勉尽责的职业态度，坚持专业和深度价值研究，但不能保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告内容及观点仅供交流使用，对任何个人和机构均不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告中包含的观点或估计谨代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本报告版权仅为中国银行股份有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对外翻版、复制和发布。不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。



采用国际 FSC 认证，可回收分解循环再利用
纸浆源自 100% 人造林，绿色环保用纸



中國銀行

