冠通期货
Guantong Futures
慎初笃行方远 适应得人则通

波澜壮阔终归宁，经风历雨勇向前

--2022年宏观经济报告核心观点

研究咨询部 王静

期货从业资格证书编号：F0235424/Z0000771

2022年1月

本公司具备期货投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明。

核心观点--2021，波澜壮阔终归宁

2021年，全球经济复苏之路一波三折，不同的抗疫道路选择下，发达与新兴经济体走向分化。供给冲击下发达国家面临通胀的压力，而新兴国家则在忍受需求收缩与疫情反复的双重困境之下，即将遭遇美元回流的雪上加霜，酝酿着新一轮的危机。

中国宏观经济在低基数效应下，呈现出“总体可观、逐季回落”的增长特征。强劲的外需带动下出口增速明显，制造业投资抢眼，地产投资降温，基建表现平淡，加之消费修复缓慢，国内需求收缩，叠加“能耗双控”政策升级，部分地区限电限产，导致剧烈的供给扰动，经济下滑速度大超预期，政策重心逐渐转向稳增长。“猪油对冲”极大缓解了国内通胀的压力，PPI则在供给冲击与需求旺盛的刺激下持续走高，PPI与CPI剪刀差创历史新高。宏观政策强调稳健，重在调结构。货币政策以稳为主，整体偏紧，对房地产、城投债监管较严；财政政策节奏则在收支压力较小之下，呈现出明显的后置。

年内大类资产表现各异，以原油为代表的的大宗商品涨幅居前，权益市场则有所分化，发达经济体优于新兴市场，成长风格跑赢价值。

主要大类资产表现

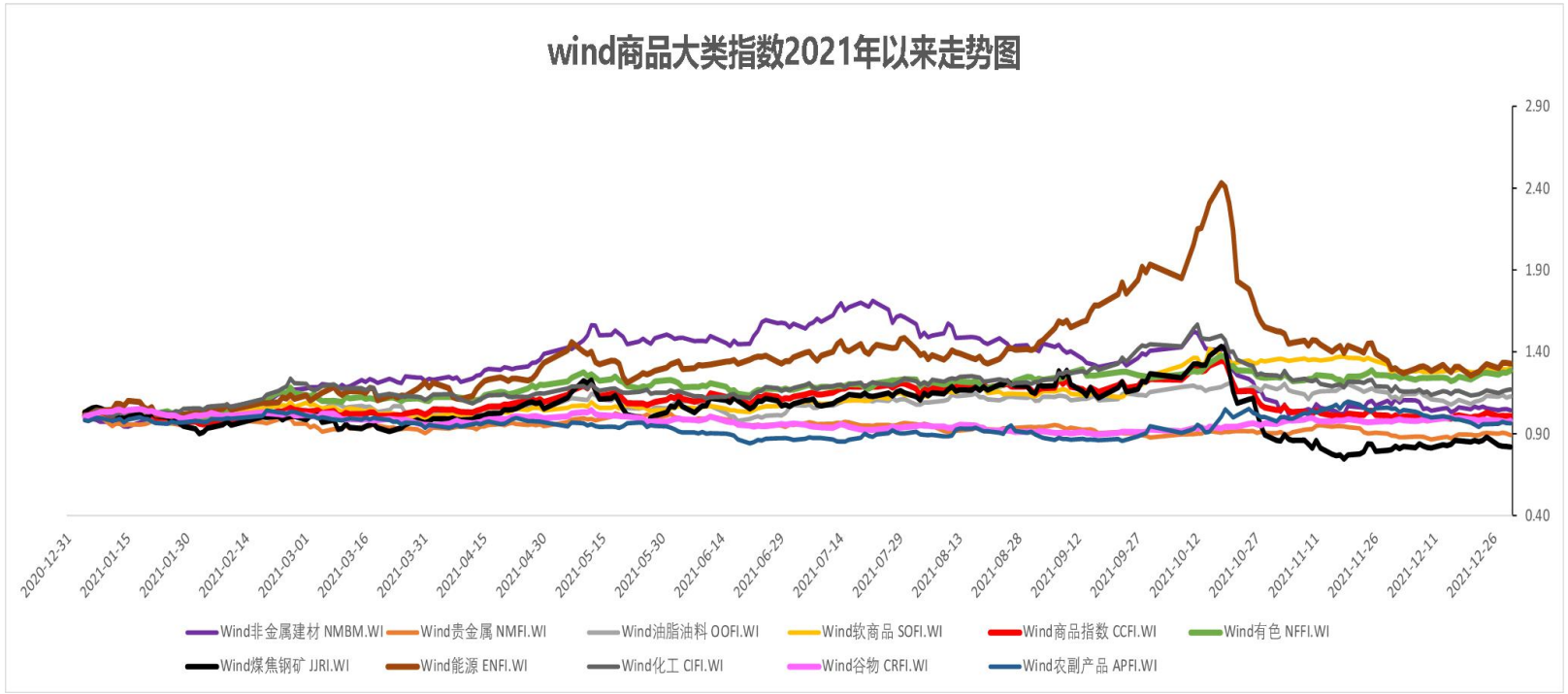
名称	年内涨跌幅（%）	年内走势图
上证指数	4.80	
上证50	-10.06	
沪深300	-5.20	
中证500	15.58	
标普500	26.89	
恒生指数	-14.08	
德国DAX	15.79	
日经225	4.91	
英国富时100	14.30	
印度SENSEX30	21.99	
中证国债	5.97	
中证企业债	5.11	
CRB商品指数	38.48	
WTI原油	55.51	
伦敦现货金	-3.60	
LME铜	25.81	
Wind商品指数	1.20	
美元指数	6.68	
CBOE波动率	-24.31	

商品亮眼，原油领涨；
美指走高，黄金疲软；
股市飘红，发达更佳；
上证震荡，恒生重创。

注：数据均来源于Wind、冠通研究

国内商品：一波三折，内部结构分化

2021年，国内商品价格走势呈现出走势一波三折，内部结构分化的特征。总体走势上，上下半年风景各异，在强力的行政干预之下，一翻波澜壮阔之后，逐渐归于平静。

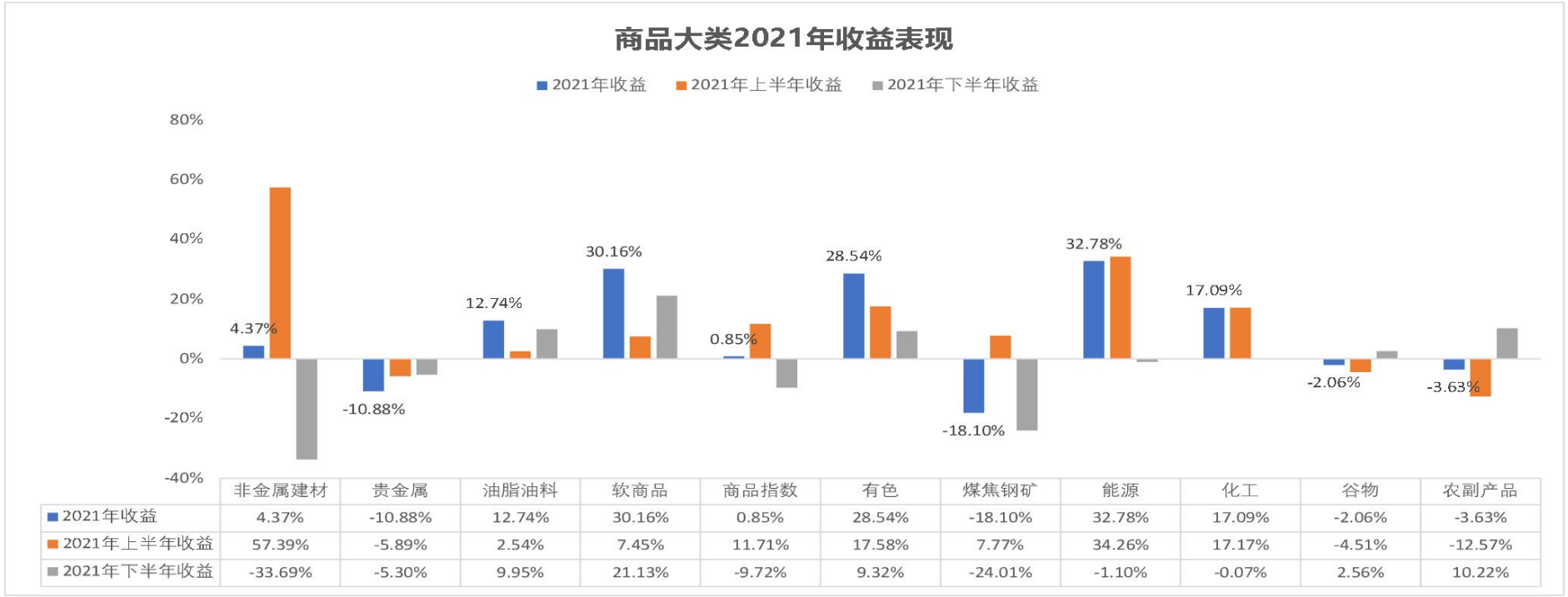


上半年，延续去年下半年的火热，再通胀交易一度甚嚣尘上，有色金属、煤焦钢矿和非金属建材两大板块表现抢眼，但也受到了期现货两端的同时干预，随着05合约的了结而在下半年走向平静，特别是受到地产拖累的影响下走向深渊；特立独行的是能源板块，上半年在低基数效应下涨幅明显，年中在行政干预下掉头，但十一左右，极端天气影响下，全球性的能源危机爆发，国内煤炭供给和电力紧张问题成为焦点，拉闸限电现象频发，不仅干扰了经济，更加引来了政府对于能源商品的强硬干预，价格暴涨暴跌，直到12月份，市场总体回复平静。

注：数据均来源于Wind、冠通研究

国内商品：一波三折，内部结构分化

内部结构上，工业品波动明显高于农产品，工业品中，能源、有色和化工板块相对强势，煤焦钢矿与非金属建材先涨后跌，黑色全年收阴，贵金属则窄幅波动略微收跌；农产品中，软商品涨幅居前，油脂油料整体表现抗跌，生猪拖累农副产品震荡走弱，谷物探底反弹，全年微跌。

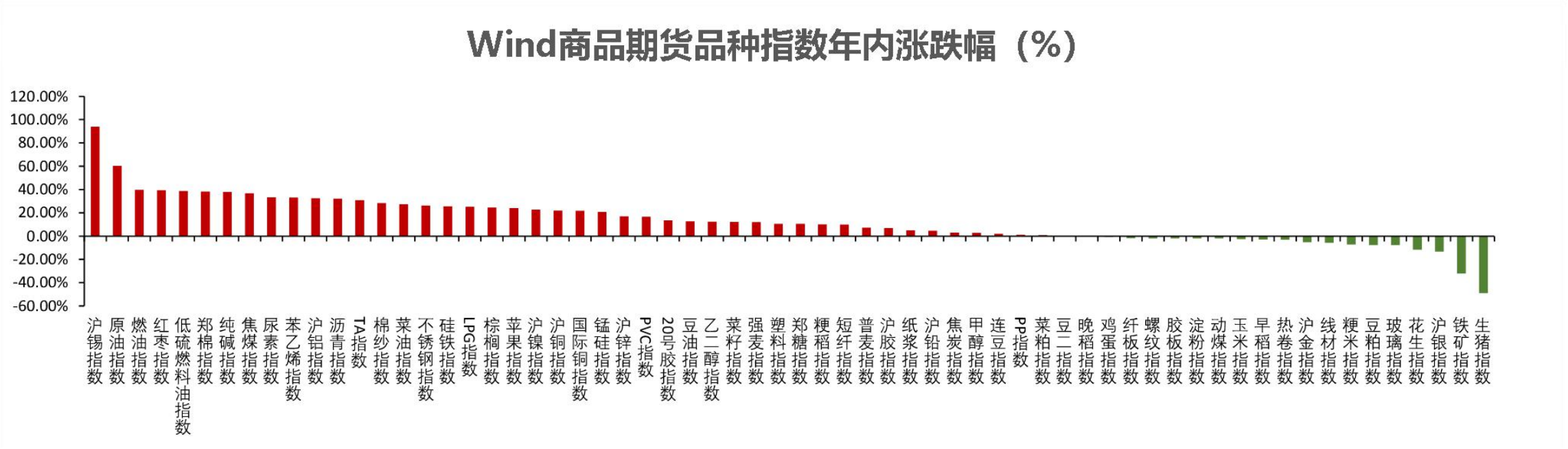


	非金属建材	贵金属	油脂油料	软商品	商品指数	有色	煤焦钢矿	能源	化工	谷物	农副产品
2021年收益	4.37%	-10.88%	12.74%	30.16%	0.85%	28.54%	-18.10%	32.78%	17.09%	-2.06%	-3.63%
2021年上半年收益	57.39%	-5.89%	2.54%	7.45%	11.71%	17.58%	7.77%	34.26%	17.17%	-4.51%	-12.57%
2021年下半年收益	-33.69%	-5.30%	9.95%	21.13%	-9.72%	9.32%	-24.01%	-1.10%	-0.07%	2.56%	10.22%

注：数据均来源于Wind、冠通研究

期货品种：沪锡夺冠，生猪垫底

商品期货具体品种表现来看，2021年涨幅居前五名的商品期货品种为沪锡、原油、燃油、红枣和低硫燃料油；2021年跌幅居前五名的商品期货品种为生猪、铁矿石、白银、花生和玻璃。



注：数据均来源于Wind、冠通研究

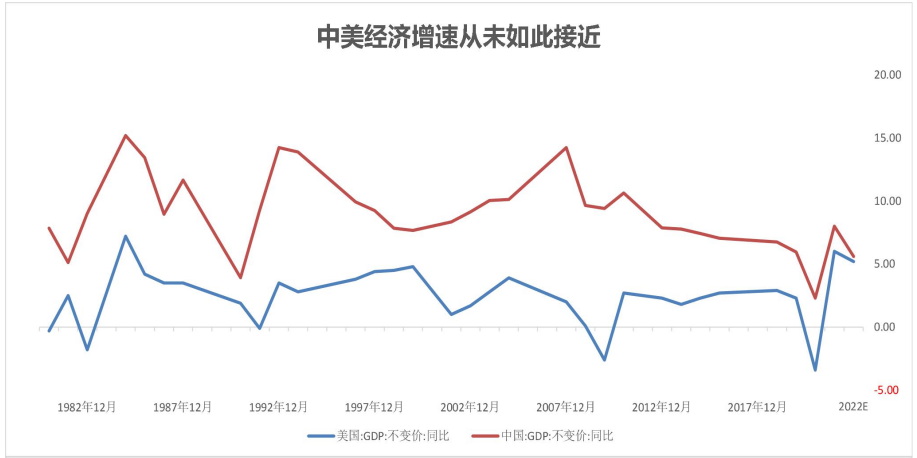
核心观点--2022，经风历雨永向前

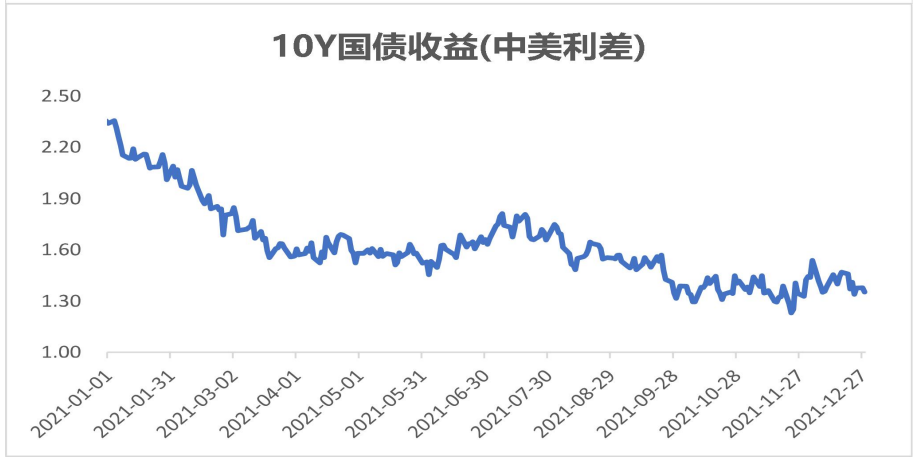
展望2022年，世纪疫情冲击下，全球经济推进复苏进程，发达经济体在疫苗的全面普及下率先走好，各项政策逐渐正常化，美国开启加息进程，新兴经济体将面临美元回流和疫情反复的双重扰动，日益走向分化。中国经济在需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力之下，面对中美近三十年来最小经济增速差，中国政府主张以我为主，稳中求进的主导方针中对经济的“稳”的意义更大。

基数效应下，经济增速前低后高，政府把握上半年美联储加息前的关键窗口期，更多的宽松政策和更大力度的财政支持项目有望出台。全年通胀压力不大，“猪油对冲”极大缓解了CPI的上涨压力，PPI则见顶后震荡走低，甚至存在转负风险。

风险点：疫情集中爆发，中美冲突升级，新兴经济体经济风险。

（一）增长：经济面临三重压力，稳增长政策下经济增速前低后高



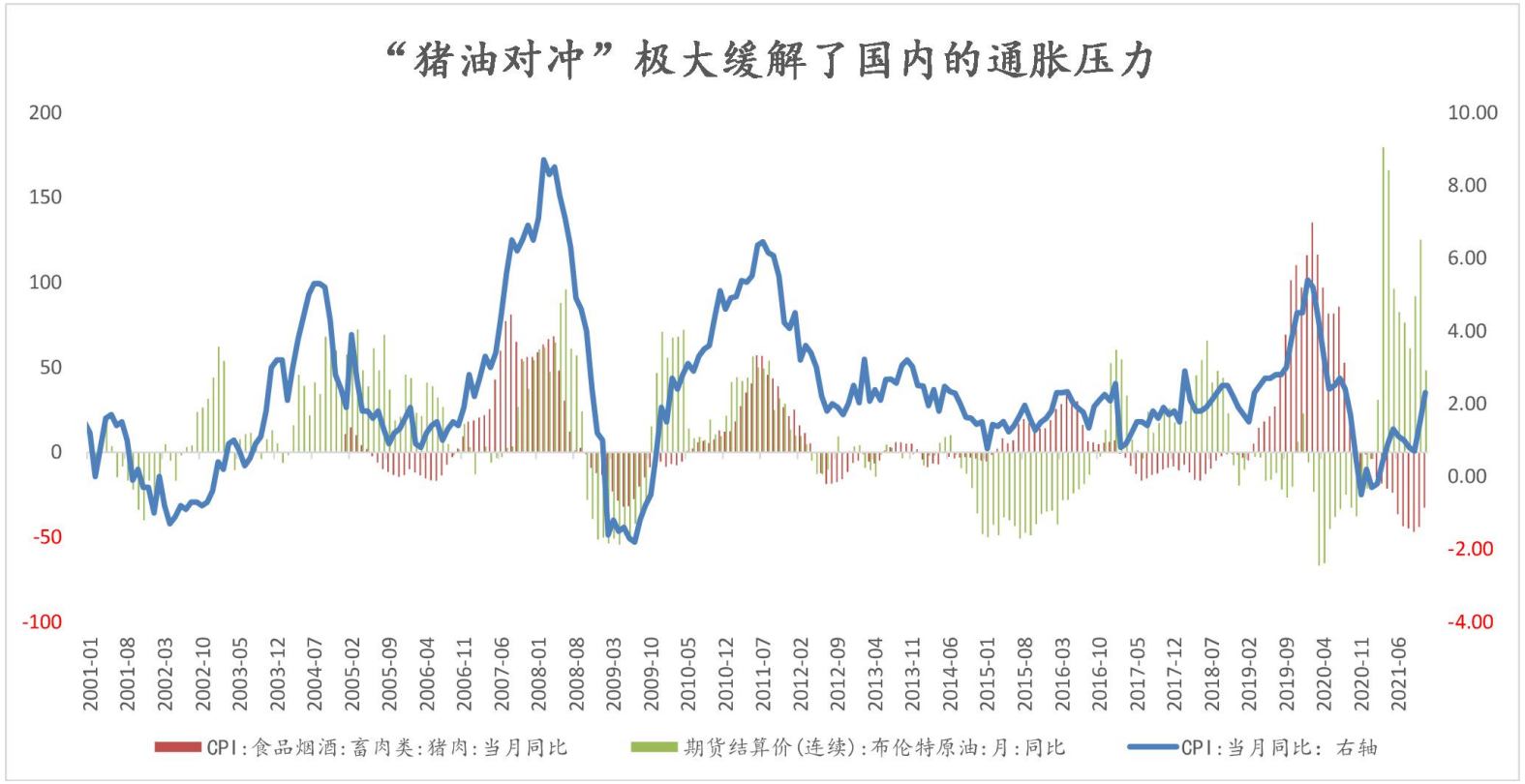


中国百年变局加速演进，外部环境更趋复杂严峻和不确定，国内经济在需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力之下，面对中美近三十年来最小经济增速差，即将召开的二十大，稳中求进的主导方针中对经济的“稳”的意义更大。

基数效应下，经济增速前低后高，政府把握上半年美联储加息前的关键窗口期，更多的宽松政策和更大力度的财政支持项目有望出来。

注：数据均来源于Wind、冠通研究

（二）通胀：CPI上涨压力不大，PPI见顶后震荡下行，甚至可能转负

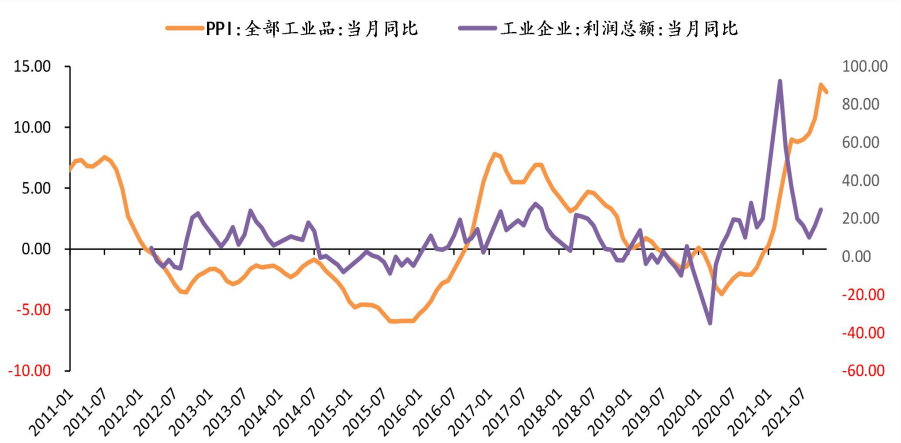


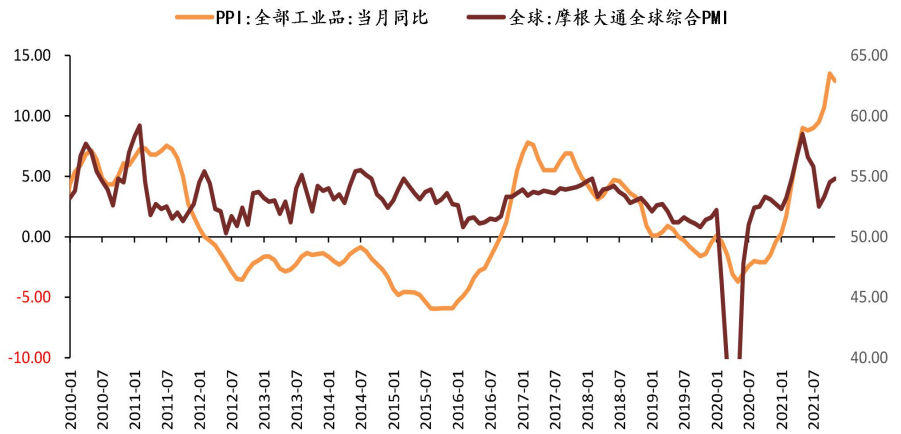
2021年，猪肉价格的持续走低，极大对冲了原油价格等大宗商品的上涨，令CPI走势总体疲软。

2022年，“猪油对冲”仍未结束，新一轮的猪周期尚在酝酿之中，猪价先行指标能繁母猪存栏量还在高位，短期来看CPI上涨压力不大；同时，需要注意的是，能繁母猪存栏量从高位开始掉头向下，外购仔猪育肥的利润反超自繁自养，加速生猪存栏的去化，猪肉价格有望在二次探底之后，于明年下半年迎来新一轮的上行期，到那个时候，CPI的问题才更加值得引起关注。

注：数据均来源于Wind、冠通研究

本轮PPI上行的三大动力均难以持续





本轮PPI的快速上行，始于疫情爆发的2020年3月，一路拉涨，于今年10月达到 13.5%的历史高点，创下有数据以来最高纪录。究其原因，主要是以下三个方面：

一是疫情下，全球产业链供给修复滞后于需求，在泛滥的流动性冲击下，以原油为主的国际大宗商品价格上涨带来的输入性通胀；

二是极端天气叠加“一刀切式”的环保政策，导致的“能源危机”，国内煤炭供需缺口凸显，煤炭产业链价格维持上升态势；

三是PPI的上行主要是受上游原料端的涨价带动，体现在PPIRM的快速拉涨，诸如有色金属冶炼、黑色金属冶炼价格等涨幅居前，这些行业大都是高耗能产业，受能耗双控与限电限产等产业政策的影响而保持强势。

展望 2022 年，上述三大动力均难以持续，13.5%大概率是本轮PPI的顶点，在高基数影响下 PPI 同比将见顶后一路震荡下行，如果经济持续恶化，市场悲观预期加剧的状况下，PPI甚至可能转负。

注：数据均来源于Wind、冠通研究

（三）政策：稳中求进，政策发力靠前，先立后破，稳扎稳打

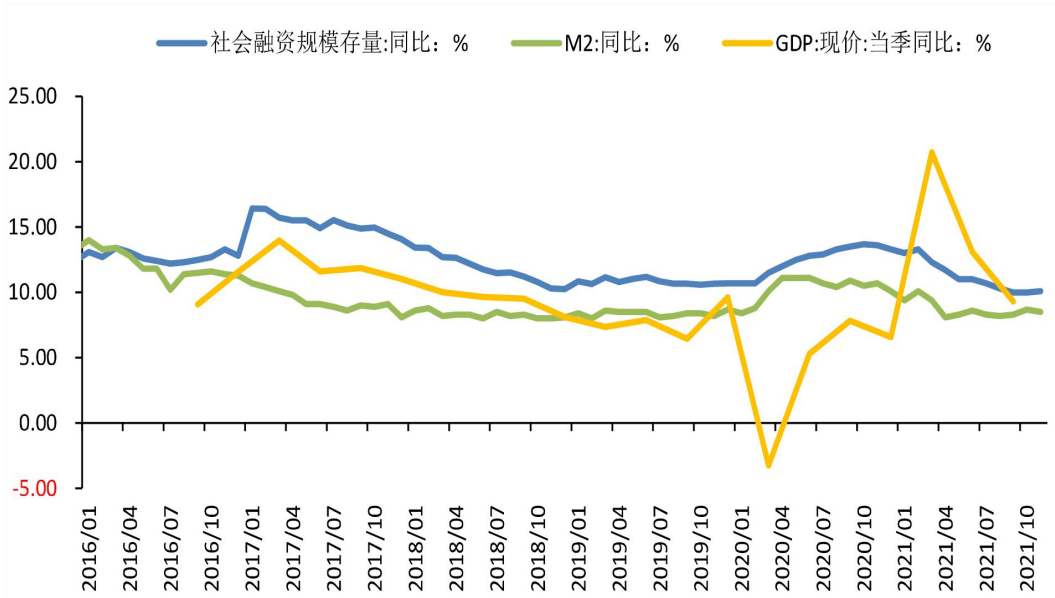
2022年，中国经济“爬坡过坎”，政策措施可谓“见路不走”，不受限于美国，强调以我为主，力求维稳，稳中求进，政策发力靠前，先立后破，稳扎稳打。宏观政策的发力将会成为托底经济增长的重要力量，更是投资者需要密切关注的要点。根据中央经济工作会议精神，明年经济工作要稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济的责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前，并计划从宏观、微观、结构、科技、改革开放、区域和社会政策七个方面开展一系列的措施，保障经济的稳定。

宏观政策强调稳健有效，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。要保证财政支出强度，加快支出进度。实施新的减税降费政策，强化对中小微企业等的支持力度，适度超前开展基础设施投资。同时，也提醒到，要坚决遏制新增地方政府隐性债务。稳健的货币政策要灵活适度，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。同时，注重财政政策和货币政策的协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。

注：数据均来源于Wind、冠通研究

宏观流动性环境有望转向宽货币宽性用状态

中央对明年宏观政策相对扩展宽松的定调，对于提振内需，对冲潜在的出口投资增速下滑风险大有裨益。同时，从近几个月社融增速的拐头反弹和7日回购利率低位运行，未来宏观流动性环境有望转向宽货币宽性用状态，推动无风险收益率的下行，有利于风险资产的表现。



注：数据均来源于Wind、冠通研究

全球资产配置

从全球的角度上来说，伴随着主要发达经济体的复苏，美联储加息预期之下，美元指数预计保持坚挺，同时美国实际利率有望抬升，继而不利于风险资产，然而，毕竟利率绝对位置仍在低位，债券市场想要跑赢权益资产，还是较为困难的，更多的体现在利率曲线的扁平化。权益市场方面，美股总体承压，高估值的成长股压力更大，风格将从成长切换到价值股。此外，一些疫情好转较快的新兴经济体，诸如越南、印度等，也将受益于海外市场份额的回升，而推动股市的上行；形成鲜明对比的则是，对外依存度较高的国家，则要面临美元回流的冲击，遭受潜在的危机，诸如阿根廷、土耳其等。

注：数据均来源于Wind、冠通研究

国内资产配置

从国内来看，则与海外市场不同，经济增速下行压力之下，政策环境宽松，资本市场流动性开始呈现宽货币宽信用的局面，有利于风险资产的表现。同时，居民资产配置也在不断从实物资产转向金融资产，对于股市形成长期利好，特别是绿色科技、新能源和消费类股将受益于政府扩大内需和双碳战略，尤为值得关注。大宗商品，PPI的单边走弱，要引起注意，工业品特别是国内定价的黑色金属等下行风险较大，要积极着手应对。CPI方面，则重点关注明年下半年生猪价格的长期底部抄底机会。

注：数据均来源于Wind、冠通研究

风险点：疫情集中爆发，中美冲突升级，新兴经济体经济风险。

- **疫情集中爆发**

一方面，是年初北京冬奥会期间的海外输入性疫情风险；另一方面，是全球其他采取免疫策略的国家大面积开放，给中国防疫的“动态清零”策略实施的持续性所带来的压力；最后，则是病毒的再次变异所带来的疫苗的有效性问题。

- **中美冲突升级**

2022年，中美都将面临重大重大政治事件，美国中期选举，中国二十大召开，政府的换届极易引发冲突，台海问题、人权问题、贸易战问题等都存在升级的可能性。

- **新兴经济体风险**

随着美联储加息预期的强化，部分对外依存度较高的新兴经济体，要面临美元回流的冲击，遭受潜在的经济危机，诸如阿根廷、土耳其等。

注：数据均来源于Wind、冠通研究

冠通期货
Guantong Futures
慎初笃行方远 适应得人则通

本报告发布机构

--冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货投资咨询业务资格）

致谢

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。