

宏观政策外紧内松，“双碳”背景下大类资产展望

宏观经济/资产配置

内容提要：

- ◆ 全球货币政策转向是明年需要关注的一大主线，2022 年美联储将由缩债进入加息周期，欧洲央行将结束紧急抗疫购债计划（PEPP），新兴市场国家仍将继续加息。全球流动性边际收紧背景下，实际利率上升是大概率事件，风险资产价格将面临压力。
- ◆ 中央政治局会议为明年经济工作指明了方向，要求稳字当头、稳中求进，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间。预计 2022 年经济增速将维持在 5%-6% 区间，全年将呈现前低后高的走势。
- ◆ 尽管面临全球货币政策正常化等复杂因素，中国宏观政策将保持稳定，坚持以我为主，根据国内外经济形势变化，相机进行灵活调整。
- ◆ 积极的财政政策将更加注重精准、可持续，预计 2022 年财政赤字率有望小幅上调，新增地方专项债额度或将继续下调。
- ◆ 货币政策保持稳健、灵活适度，不搞“大水漫灌”，降准并不意味着全面宽松，而是通过置换 MLF 降低金融机构资金成本，引导实际贷款利率下行，降低社会融资成本。
- ◆ 随着供应链瓶颈缓解，以及全球经济增速放缓、流动性宽松退潮，2022 年大宗商品有望回归供求平衡，通胀压力有望回落。
- ◆ 根据库存周期推断，2022 年将进入主动去库存阶段，企业盈利仍将面临压力。但随着助企纾困政策的深入落实，以及原材料价格回落，企业生产成本和经营压力有望得到缓解，有助于企业盈利改善，股指结构性行情或将延续。
- ◆ 进入 2022 年，随着美联储缩债步伐加快，以及加息预期的强化，实际利率边际上升是大概率事件，黄金上半年仍将面临下行压力，预计首次加息后，将迎来阶段性反弹。

程 伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831160

E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

稳增长政策效果初步显现，股指春季行情有望缓慢开启

20211203

稳增长政策进一步加码，股指春季行情值得期待

20211126
实际利率或已触底，黄金短期陷入高位震荡

20211119
稳增长措施陆续出台，股指深 V 探底后进入反弹

20211112
美联储缩债计划正式落地，黄金能否趋势反转？

20211105
“滞胀”预期消退，股指重心有望上移

20211029

第一部分 国际篇

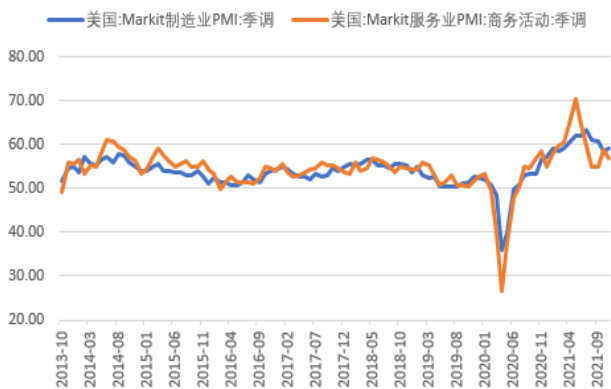
2021 年下半年，随着基数效应逐渐消退，以及货币宽松退潮，全球经济增速开始放缓。摩根大通全球制造业 PMI 自 2021 年 6 月见顶回落，11 月份降至 54.2，为年内次低水平，美国、欧盟、日本等主要发达经济体 PMI 均呈现不同程度的下滑。与此同时，大宗商品价格高位运行，通胀压力居高不下，引发市场对经济“滞胀”的担忧。今年以来，俄罗斯、巴西等新兴市场国家连续加息，加拿大、澳大利亚等发达国家先后缩减 QE。美联储已于 11 月开始缩减购债，计划明年年中结束购债，但不排除中间加快缩债步伐，预计 2022 年加息两次。除此之外，英国央行加息的呼声渐涨，欧洲央行也在考虑逐步退出量化宽松。进入 2022 年，随着全球货币政策正常化的周期开启，流动性边际收紧，实际利率边际上升，将给风险资产价格带来压力。

一、美联储货币政策正常化正式开启，债务上限问题制约举债空间

在低基数效应、疫苗接种以及拜登政府 1.9 万亿美元的财政刺激法案等因素的共同作用下，上半年美国经济复苏加快，并在二季度到达高点。下半年以来，随着基数效应消退，以及失业救济金陆续停止发放，美国经济增速逐渐放缓，第三季度 GDP 同比增长 4.9%（前值 12.2%），环比增长 2%（前值 6.7%），增速较二季度大幅回落。从先行指标来看，美国 11 月 Markit 制造业 PMI 降至 58.3（前值 58.4），连续 4 个月回落，创年内新低。11 月密歇根大学消费者信心指数降至 67.4（前值 71.7），创 2012 年以来新低。美国 10 月 Sentix 投资信心指数降至 21.3（前值 25.7），连续 5 个月下滑，创 2 月以来新低。

同步指标显示，美国 10 月耐用品订单环比增长 7.4%（前值 9.9%），增速创 2 月以来新低，工业产出同比增长 5.1%（前值 4.6%），为 3 月以来次低水平。美国 9 月零售销售同比增长 14.3%（前值 15.7%），零售增速创 2 月以来新低。美国 9 月出口同比增长 16.6%（前值 22.8%），进口同比增长 19.9%（前值 20.5%），增速分别连续 4 个月下滑，9 月份贸易逆差扩大至 809 亿美元，创历史最高纪录。数据表明，下半年以来，美国经济领先指标和同步指标都有不同程度的下滑。

图 1. 美国制造业和服务业 PMI (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 2. 美国耐用品订单和工业产出同比 (%)



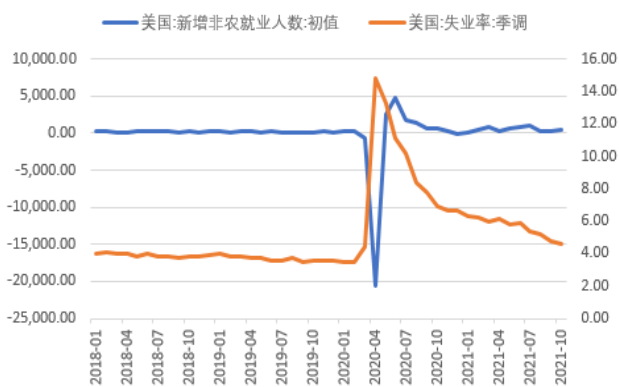
资料来源：WIND 新纪元期货研究

美国劳动力市场持续改善，逐步接近充分就业的目标。美国 10 月新增非农就业 53.1（前值 31.2）万人，创 7 月以来最大增幅，职位空缺率降至 6.6%，为 3 月以来首次下降。非农失业率降至 4.6%（前值 4.8%），为去年 3 月以来新低。平均小时工资同比增长 4.9%（前值 4.6%），增速连续 6 个月扩大，创 3 月以来新高。美国 10 月新

增 ADP 就业 57.1 万人，增幅连续两个月扩大，创 7 月以来新高。截止 11 月 20 日当周，美国当周初请失业金人数降至 19.9 万，创 1969 年以来新低，连续 7 周达到美联储充分就业要求的低于 30 万这一标准。数据表明，随着失业救济金停止发放，越来越多的劳动力陆续加入求职的行列，职位空缺迅速得到填补，失业率持续下降，劳动力市场正在朝着充分就业的目标迈进。

受供应短缺、工资上涨等多重因素推动，美国通胀持续上升，核心通胀创三十年新高。美国 10 月 CPI 同比上涨 6.2%（前值 5.4%），为 1990 年 12 月以来最高，核心 CPI 同比上涨 4.6%（前值 4%），创三十年来新高。美国 10 月 PCE 物价指数同比上涨 5.1%（前值 4.4%），核心 PCE 物价指数同比上涨 4.1%（前值 3.7%），为 1991 年以来新高。美国 9 月 PPI 同比上涨 8.6%（前值 8.3%），涨幅连续 9 个月扩大，创有记录以来新高。

图 3. 美国非农就业（千人）和失业率（%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 4. 美国核心 CPI 和 PCE 物价指数同比（%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

1. 美联储宣布缩债计划，首次加息的时间较预期提前

2021 年 11 月 4 日，美联储 FOMC 会议宣布维持联邦基金利率在 0-0.25% 不变，从 11 月开始缩减购债，每月减少资产购买 150 亿美元，包括 100 美元国债和 50 亿美元住房贷款抵押支持证券（MBS），明年年中结束购债。货币政策声明显示，经济活动和就业继续加强，通胀上升的原因预计是暂时的，准备在必要时调整缩减购债规模的步伐，将于 12 月加快缩债步伐。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，经济朝着目标取得了进展，可能会在 2022 年下半年前实现充分就业，相信随着经济的调整，通胀率将下降到接近 2% 的目标。如果认为更高的通胀将持续下去，必须采取措施应对这一风险。准备根据经济情况调整债券购买步伐，缩减购债计划将在明年年中结束，减码时机对加息没有直接信号意义，现在不是加息的时候。这次缩债比 6 个月前的预期更早、更快，在接下来的会议中将回到资产负债表问题上。

我们认为，美联储货币政策声明和鲍威尔讲话，表达了对美国经济前景的乐观看法，认为阻碍经济复苏的因素在消退，劳动力市场也将在明年上半年实现充分就业。缩减购债只是货币政策正常化的第一步，如果高通胀持续，不排除加快缩债步伐。市场提高了对美联储在明年加息的预期，美国联邦基金利率期货显示，美联储明年 7 月加息的概率为 90%，年底前加息两次。

2. 美国债务上限问题制约举债空间，财政支出举步维艰

2021 年 11 月 5 日，美国众议院以 228 赞成、206 票反对的投票结果通过拜登政府提出的《基础设施投资和

就业法案》，该提案是拜登经济议程的重要组成部分，要求加大对联邦基础实施建设的投资，其中包括将在五年内新增约 5500 亿美元投资，用于修建道路、桥梁、港口等交通基础设施。这笔资金是未来十年基础设施建设支出已有规划基础上的额外支出，新增支出加上已有规划支出的总规模达到 1.2 万亿美元。根据众议院公布的经济议程文本，拜登政府将支出计划的总额从最初的 3.5 万亿美元削减至 1.75 万亿美元，目前两党尚未就该议案达成一致。

2021 年 10 月中旬美国两党就短期提高债务上限法案达成一致，将债务上限提高了 4800 亿美元，允许联邦政府资金运行至 12 月 3 日，暂时避免了债务违约的风险。为了给协商债务上限问题争取时间，避免短期债务法案到期后政府陷入停摆，美国国会两党在 12 月 2 日就权宜支出法案达成一致，为联邦政府机构提供资金至 2022 年 2 月 18 日。最终美国两党在 12 月 7 日就提高债务上限达成协议，拟将债务上限提高约 2 万亿美元，明年 11 月之前将不再考虑这一问题。美国财政部公布的报告显示，截至 2021 年 9 月的财年赤字为 2.77 万亿美元，去年同期为 3.1 万亿美元。美国财长耶伦和白宫预算局代理局长在一份声明中预计，从 10 月 1 日开始的当前预算年度赤字将降至 1.15 万亿美元，并将在 2023 年至 2025 年的 3 年内降至 1 万亿美元以下，随后在 2031 年前的每年再次升至 1 万亿美元以上。我们认为，由于债务上限问题的存在，美国联邦政府举债能力受到限制，巨额的财政赤字难以为继，未来数年不得不削减财政支出。

二、欧元区通胀加快回升，欧洲央行放缓购债步伐

受疫情反复及疫苗接种缓慢等因素影响，今年以来，欧元区经济复苏落后于美国。截止三季度末，欧元区 GDP 同比增长 3.7%，增速较二季度放缓 10.5 个百分点。从领先指标来看，欧元区 10 月制造业 PMI 降至 58.3（前值 58.6），连续 4 个月下滑，创 3 月以来新低。服务业 PMI 降至 54.6，连续 3 个月回落，创 4 月以来新低。欧元区 10 月经济景气指数录得 118.6，较年内高位明显下降，Sentix 投资信心指数降至 18.3，为 5 月以来次低水平。欧元区 10 月消费者信心指数降至 -4.8%，创 6 月以来第二低位。

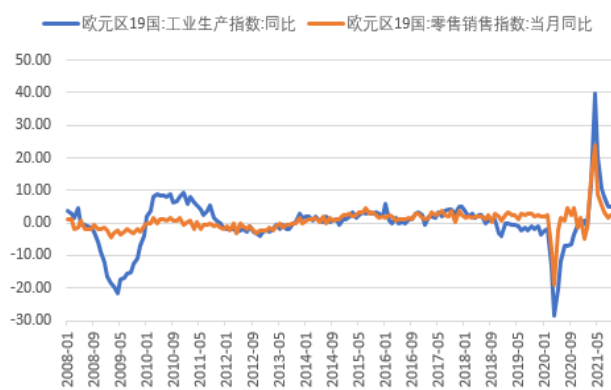
同步指标显示，欧元区 8 月工业生产同比增长 5.1%（前值 8%），增幅连续 4 个月下降，创 2 月以来新低。4 月零售销售同比增长 2.5%，增速降至 4 月以来次低水平。欧元区 8 月进口同比增长 26.5%，出口同比增长 18.2%，进出口同比增速降至 4 月以来第二低位，贸易顺差为 48.1 亿欧元，创去年 5 月以来新低。数据表明，随着基数效应消退，以及财政刺激边际减弱，欧元区经济自三季度开始放缓。

图 5. 欧元区制造业和服务业 PMI (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

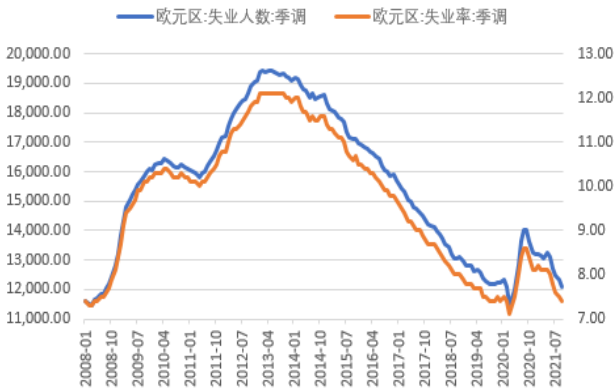
图 6. 欧元区工业产出和零售销售同比 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

就业方面，欧元区 9 月失业人数降至 1207.9（前值 1233.4）万人，较疫情峰值 1402 万人显著下降。失业率降至 7.4%（前值 7.5%），连续 4 个月下降，创去年 5 月以来新低，逐渐恢复到疫情前水平。通胀方面，欧元区 10 月 CPI 同比上涨 4.1%（前值 3.4%），涨幅连续 4 个月扩大，追平历史最高纪录。核心 CPI 同比上涨 2.1%（前值 1.9%），2008 年以来首次超过 2%，为 2003 年 1 月以来新高。数据表明，欧元区就业持续改善，逐渐接近疫情前水平，通胀正在加速回升，已超过 2% 的长期目标。

图 7. 欧元区失业人数（千人）和失业率（%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 8. 欧元区 CPI 同比（%）

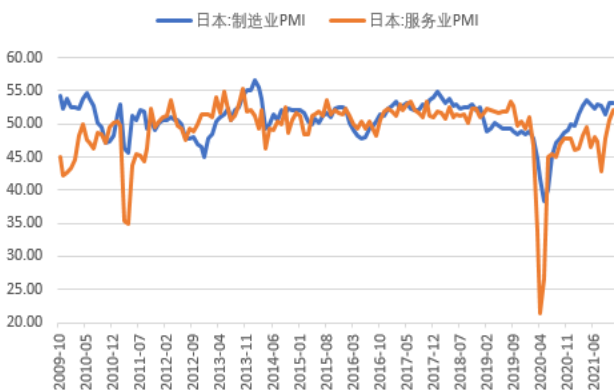


资料来源：WIND 新纪元期货研究

欧洲央行 10 月会议维持三大关键利率不变，重申 1.85 万亿欧元的紧急抗疫购债计划继续进行，至少持续至 2022 年 3 月底，符合市场预期。货币政策声明显示，尽管经济增长势头有所放缓，但欧元区经济增长依然强劲，预计到今年年底，经济将恢复到疫情前水平，净资产购买的步伐将适度低于二季度和三季度。欧洲央行行长拉加德在新闻发布会上表示，欧元区经济继续强劲复苏，年底前将超过疫情前水平。尽管目前通胀飙升，但中期通胀前景仍然低迷，明年加息的条件不太可能得到满足。将继续维护有利的融资条件，并确保所有经济部门的借贷成本不会过度收紧。紧急抗疫购债计划（PEPP）将于明年 3 月结束，将在 12 月讨论 PEPP 结束后的购债政策。我们认为，欧洲央行 10 月会议表达了对经济复苏的乐观预期，同时对通胀有着较高的容忍度，在明年 3 月结束 PEPP 之后，还将保持每月 200 亿欧元的常规购债，2022 年之前加息的可能性较小。

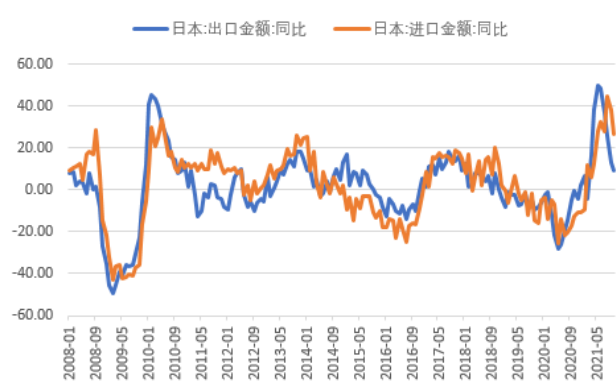
三、日本经济复苏缓慢，货币政策将在长期内保持宽松

图 9. 日本制造业和服务业 PMI（%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

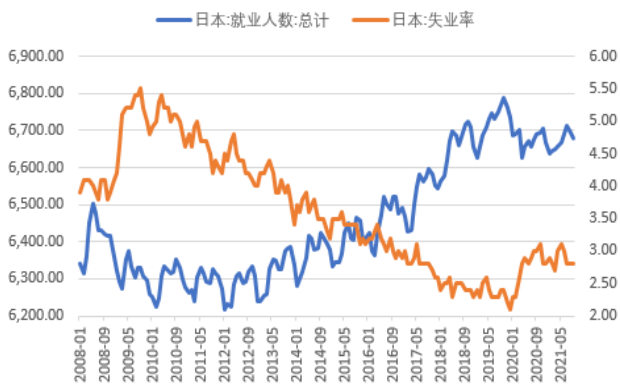
图 10. 日本进出口同比（%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

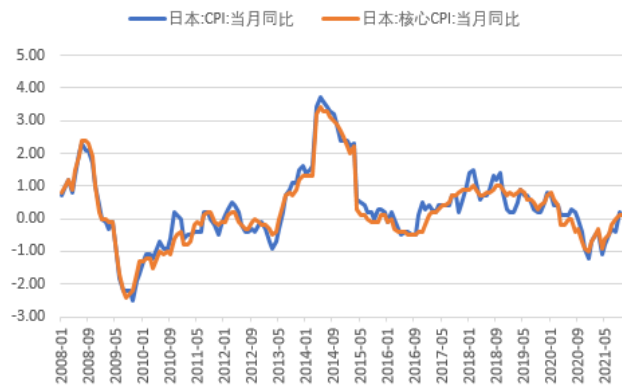
受疫情反弹的限制，今年前三季度日本经济复苏持续弱于欧美。日本第三季度 GDP 同比增长 0.3%，增速较第二季度的 6.4% 大幅回落。从领先指标来看，日本 10 月制造业 PMI 回升至 53.2（前值 51.5），创 5 月以来新高。服务业 PMI 上升至 50.7（前值 47.8），2020 年 2 月以来首次站上枯荣线。日本 10 月消费者信心指数上升至 39.2（前值 38），创去年 2 月以来新高，逐渐恢复至疫情前水平。同步指标显示，日本 9 月工业生产（采矿业和制造业）同比下降 2.3%，连续 3 个月下滑，创 2 月以来新低。9 月商业销售额同比增长 6.1%（前值 6.9%），增速连续 4 个月回落，创 4 月以来新低。日本 4 月出口同比增长 12.2%（前值 26.9%），增速连续 4 个月回落，创 3 月以来新低。进口同比增长 35.6%（前值 39.2%），为 2006 年以来次高水平。数据表明，随着疫苗接种比例的提高，疫情逐步得到控制，四季度以来日本经济复苏有所加快。

图 11. 日本就业人数（千人）和失业率（%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 12. 日本 CPI 同比（%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

从就业和通胀来看，日本劳动力市场整体保持稳定，受疫情的影响小于欧美国家。日本 9 月就业人数总计 6679 万，连续两个月回落，略低于疫情前水平，失业降至 2.8%，略高于正常水平。日本 9 月 CPI 同比上涨 0.2%，2020 年 10 月以来首次转正，核心 CPI 同比上涨 0.1%，创去年 4 月以来新高。数据表明，尽管日本就业保持稳定，但通胀回升缓慢，远低于日本央行 2% 的目标。

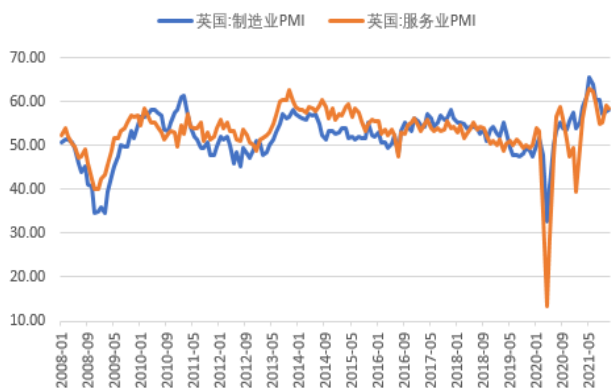
日本央行 10 月会议宣布维持基准利率和 10 年期国债收益率目标不变，符合市场预期。货币政策声明下调今年经济增速和通胀预期，认为受供应链瓶颈的影响，出口和产出仍疲弱，经济正在走向温和复苏。央行行长黑田东彦在新闻发布会上表示，经济仍处于复苏趋势，通胀风险偏向下行，将继续目前的政策，直到达到 2% 的物价目标。如果需要，将毫不犹豫地加码宽松，其他央行的行动不会对日本的货币政策产生影响。我们认为，日本经济复苏远不及欧美国家，通胀仍处于低位，因此货币政策将在长期内保持宽松，QE 退出的时间也将滞后于其他发达国家。

四、英国通胀形势严峻，央行加息预期紧迫

受低基数效应、疫苗接种率提高以及旅行限制放松等因素影响，今年上半年英国经济复苏加快，第二季度 GDP 同比增长 23.6%，创历史新高。进入下半年，随着基数效应减弱以及疫情反弹，英国经济增速明显放缓，三季度 GDP 同比增速降至 6.6%。从先行指标来看，英国 10 月制造业 PMI 录得 57.8，此前已连续 4 个月下降，为 3 月以来第二低位，服务业 PMI 回升至 59.1，但仍仍低于上半年水平。英国 10 月 GFK 消费者信心指数降至 -17，连续 3 个月下滑，创 3 月以来新低。同步指标显示，英国 8 月工业生产同比增长 3.7%（前值 4.4%），连续 4 个月

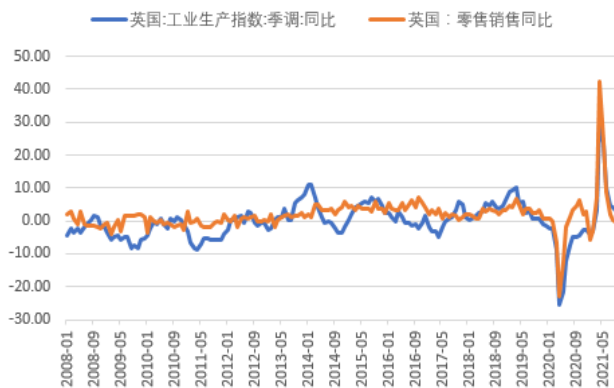
回落，创4月以来新低。英国9月零售销售同比下降1.3%，连续5个月下滑，为3月以来新低。

图 13. 英国制造业和服务业 PMI (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

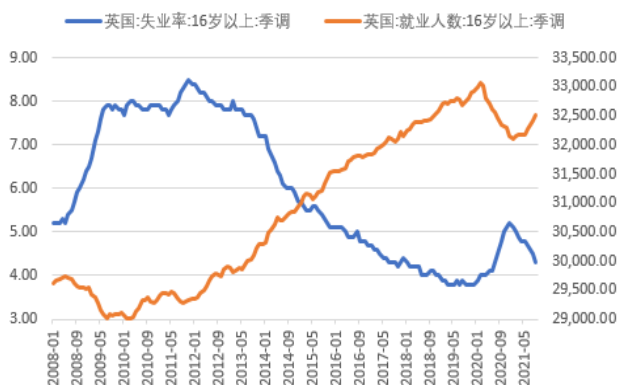
图 14. 英国工业产出和零售销售同比 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

今年以来，英国通胀加速回升，截止9月末，英国CPI同比上涨3.1%（前值3.2%），核心CPI同比上涨2.9%（前值3.1%），为2012年以来第二高位。9月零售价格指数同比上涨4.9%（前值4.8%），创2012年以来新高。就业方面，英国8月就业人数为3241.6万人，连续4个月增加，创去年9月以来新高，失业率降至4.5%，连续7个月下降，创去年9月以来新低。数据表明，随着疫苗接种比例的提高以及社交活动的放开，英国就业逐渐恢复至疫情前水平，与此同时，通胀压力持续加大，创近十年新高。

图 15. 英国就业人数（千人）和失业率 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 16. 英国 CPI 同比 (%)



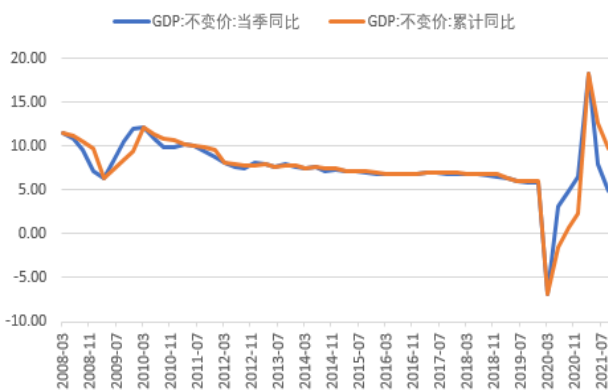
资料来源：WIND 新纪元期货研究

英国央行11月会议宣布维持基准利率和购债规模不变，赞成和反对加息的投票比例为7:2，上次会议投票结果为9:0，同意和反对维持购债规模不变的投票比例为6:3，上次会议投票结果为7:2。货币政策声明称“未来几个月”借贷成本将不得不上升，因此英国央行并未就12月是否加息给出真正的指导意见。英国央行行长贝利在新闻发布会上表示，最近的数据强化了利率需要提高的观点，可能有必要适度收紧政策。然而，最近的不确定性仍然存在，特别是在劳动力市场和持续的国内成本和价格压力。预计失业率短期内不会大幅上升，但仍存在较大不确定性。我们认为，尽管英国央行尚未就货币政策调整作出决定，但通胀压力持续加大已是不争的事实，且支持加息和缩减购债的呼声渐涨，市场预计明年加息的概率依然较大。

第二部分 国内篇

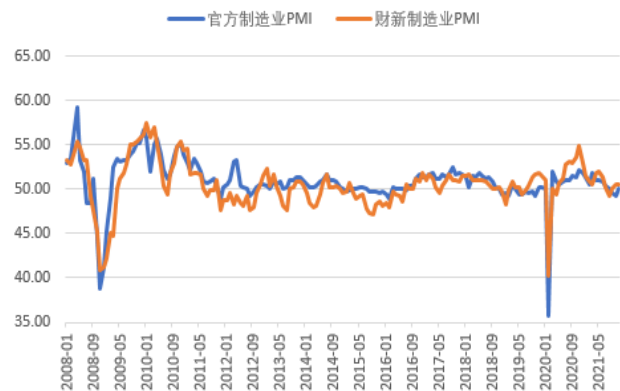
今年二季度以来，随着基数效应逐渐消退，我国经济增速逐季回落，全年呈现前高后低的走势。今年前三个季度，国内生产总值同比分别增长 18.3%、7.9%、4.9%，累计同比增长 9.8%，两年平均增长 5.2%，预计全年经济实现 6% 以上的增速绰绰有余，乐观估计有望达到 8%-9% 之间。展望 2022 年，我国疫苗接种将达到全民免疫所要求的水平，疫情对国民经济的影响有望进一步降低，我国经济增速将维持在潜在产出水平附近，预计 GDP 同比增速在 5%-6% 区间。

图 17. 中国 GDP 当季和累计同比 (%)



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 18. 官方制造业和财新制造业 PMI (%)



资料来源: WIND 新纪元期货研究

一、固定资产投资增速跌势放缓

受基数效应消退以及房地产调控政策收紧等因素影响，2021 年 3 月以来，固定资产投资增速进入下行趋势。今年 1-10 月份，固定资产投资同比增长 6.1% (前值 7.3%)，增速连续 8 个月下滑，两年平均增长 3.8%，与上月持平。分领域来看，房地产投资延续下滑趋势，基建投资增速降幅收窄，制造业投资保持平稳增长。

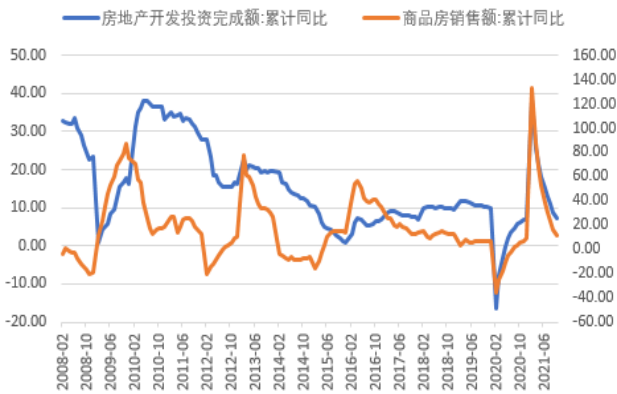
1. “房住不炒”的政策定位不变，不以房地产作为短期刺激经济的手段

2020 年 8 月，房企融资监管新规“三道红线”出台以来，房地产调控政策明显收紧。受融资新规“三道红线”的约束，监管不达标的企业资金链紧张，拿地和储备新项目的意愿下降，不得不加快施工进度，通过打折促销的方式加快回款，主动去杠杆。今年以来，房地产投资增速持续下滑，土地购置面积和房屋新开工面积连续负增长，房屋施工和竣工面积以及房地产销售增速见顶回落。今年 1-10 月，房地产投资同比增长 7.2% (前值 8.8%)，较 2019 年同期增长 14%，两年平均增长 6.8%，较上月下滑 0.4 个百分点。从土地购置和新开工面积来看，今年 1-10 月土地购置面积同比下降 11%，连续 6 个月负增长，为 2020 年 5 月以来第二低位。房屋新开工面积同比下降 7.7%，连续 4 个月负增长，创去年 6 月以来新低。从施工和竣工面积来看，今年 1-10 月房屋施工面积同比增长 7.1% (前值 7.9%)，增速自 4 月以来连续回落，创年内新低。房屋竣工面积同比增长 16.3% (前值 23.4%)，增速连续 3 个月回落，创年内新低。从房地产销售来看，今年 1-10 月商品房销售面积同比增长 7.3% (前值 11.3%)，销售额同比增长 11.8% (前值 16.6%)，分别连续 8 个月回落，均创年内新低。

虽然房地产投资增速下滑，给我国经济带来下行压力，但中央政治局会议多次强调，坚持“房住不炒”的政策定位，不将房地产作为短期刺激经济的手段。在扎实推进共同富裕的道路上，房地产要回归居住属性，实现公

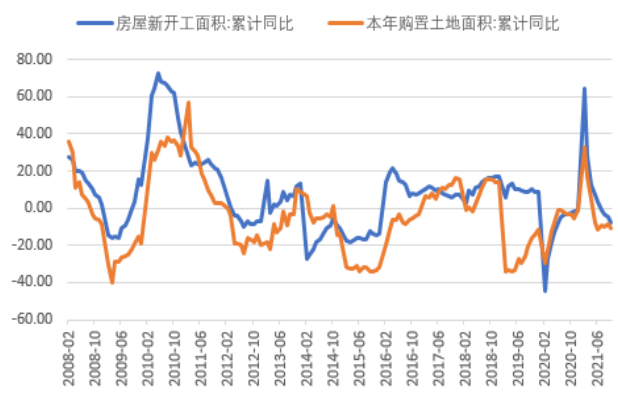
共服务均等化，而不应该成为发家致富的工具，房地产投资收益率将趋于平庸化。由此来看，房地产调控政策难以出现实质性放松，最多是局部性微调，预计 2022 年房地产投资增速降中趋稳，但进入上行趋势的可能性较小。随着我国经济结构调整的稳步推进，房地产投资对国民经济的影响也将越来越低。

图 19. 房地产投资和销售累计同比 (%)



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 20. 房屋新开工面积和土地购置面积累计同比 (%)

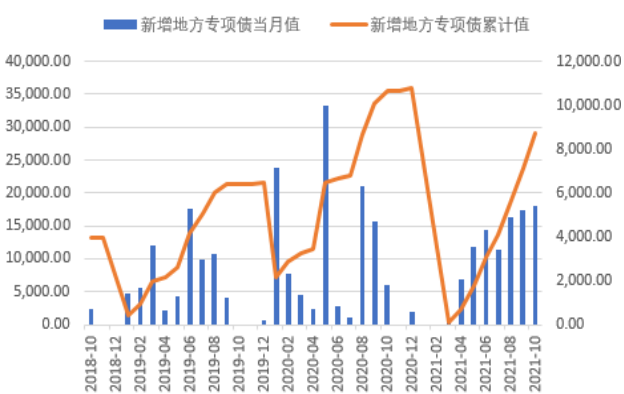


资料来源: WIND 新纪元期货研究

2. 地方专项债发行提速，新基建有望发力

财政部数据显示，2021 年 1-10 月份，全国发行新增地方政府债券 36624 亿元，包括一般债券 7552 亿元，专项债券 27578 亿元以及 2020 年新增专项债券结转额度 1494 亿元。其中 10 月份，全国发行新增地方政府债券 6144 亿元，包括一般债券 734 亿元，专项债券 5410 亿元，新增地方债规模与新增专项债规模均创下年内新高。财政部明确要求，2021 年新增专项债券额度尽量在 11 月底前发行完毕，根据测算，若要实现今年预算安排的新增地方债限额 36500 亿元，则 11 月底需发行新增专项债 8922 亿元。

图 21. 地方专项债发行 (亿元)



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 22. 基础设施投资累计同比 (%)



资料来源: WIND 新纪元期货研究

2021 年 9 月 23 日，国务院常务会议审议通过“十四五”新型基础设施建设规划，明确“十四五”时期科学布局 and 推进建设以信息网络为基础、技术创新为驱动的新型基础设施，推动扩内需、促转型、增后劲。提出要加强信息基础设施建设。包括推动国家骨干网和城域网协同扩容，开展千兆光网提速改造，推进新一代移动通信网络商业化规模化应用以及完善卫星通信、导航、遥感等空间信息基础设施等。强调要稳步发展融合基础设施，打造多层次工业互联网平台，并结合推进新型城镇化，进一步推进交通、物流、能源、市政等基础设施智慧化改造。

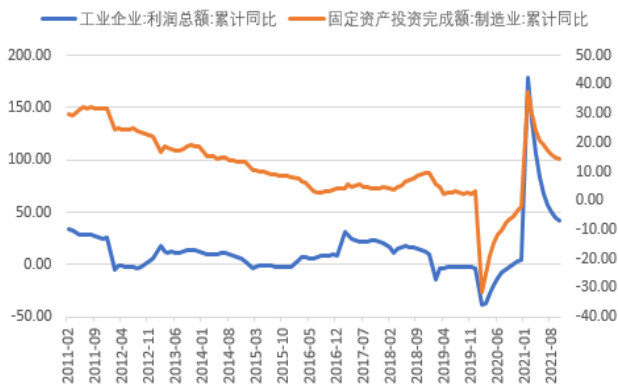
今年以来，江苏、四川、贵州等地相继出台“十四五”新型基础设施建设规划，明确未来五年数据中心、工业互联网等一批重大项目建设目标。贵州明确到 2025 年，累计投资 2500 亿元，建成大数据优势突出、通信网络基础稳固、转型支撑有力、创新资源集聚、安全可控可信的贵州特色新型基础设施。四川提出到 2025 年，初步建成集约高效、经济适用、智能绿色、安全可靠的新型基础设施体系，成为经济社会高质量发展和治理能力现代化的有力支撑。

受基数效应减弱以及地方专项债发行进度滞后等因素影响，今年上半年基建投资增速明显放缓。2021 年 1-10 月基础设施建设投资同比增长 1%（前值 1.5%），增速连续 8 个月回落，两年平均增长 0.3%，较上月微降 0.1 个百分点。展望 2022 年，面向“十四五”时期，作为扩内需促转型的重要抓手，新型基础设施建设将进一步加大马力，基建投资增速有望企稳。

3. 助企纾困力度加大，制造业投资保持平稳增长

国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署对制造业中小微企业等实施阶段性税收缓缴措施，进一步加大助企纾困力度。会议指出，针对大宗商品价格高位运行、生产成本大幅上升等对企业尤其是制造业企业带来的影响，以市场化、普惠式方式加大帮扶力度，助力企业纾困，稳定市场预期和就业，促进工业经济平稳运行。会议决定，对今年四季度制造业小微企业（含个体工商户）的税款全部缓税，对制造业中型企业的税款按 50% 缓税，特殊困难企业可申请全部缓税，预计可为企业缓税 2000 亿元。抓紧研究下一步对市场主体的规模性减税政策，适时有针对性加强宏观预调微调，回应市场主体关切。

图 23. 制造业投资和工业企业利润累计同比（%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 24. 通用设备和专用设备制造业投资累计同比（%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

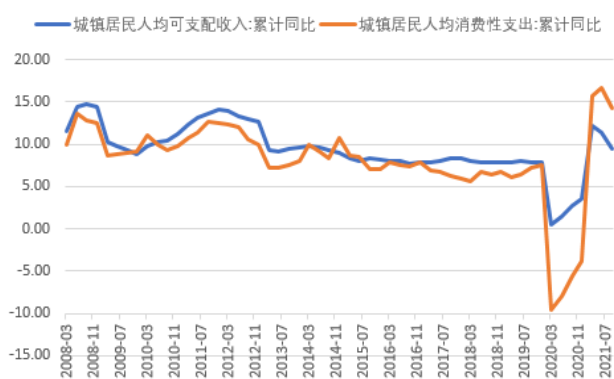
与房地产和基建投资相比，今年以来，制造业投资整体保持平稳增长。2021 年 1-10 月制造业投资同比增长 14.2%（前值 14.8%），两年平均增长 3.8%，较 1-9 月份加快 0.5 个百分点。其中，高端和装备制造业保持较快增长，金属制品、电气机械、计算机通信等出口景气度较高的制造业维持高增速。展望 2022 年，中美经贸关系有望朝着缓和的方向发展，美国财政部长耶伦表示，正在考虑降低对中国实施的关税，如果中美互相作出关税减让，将有助于制造业进一步恢复，预计制造业投资有望保持平稳增长。

二、居民收入持续恢复，消费增速降中趋稳

今年以来，我国多个地区小规模疫情交替出现，夏季洪涝灾害偏多，受灾面积扩大，造成的经济损失较往年

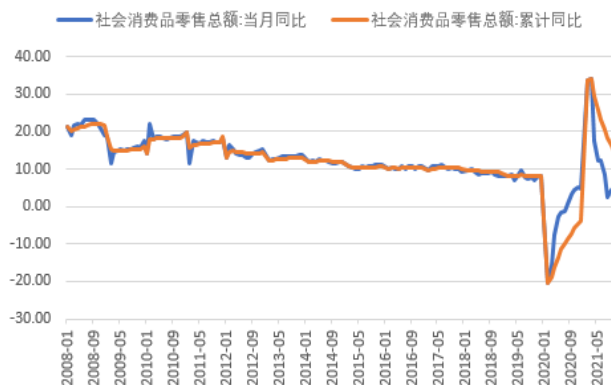
增多，居民收入和支出也在一定程度上受到影响。截至今年三季度末，我国城镇居民人均可支配收入同比增长 9.5%，连续两个季度回落，尽管居民收入持续恢复，但仍低于名义 GDP 增速。城镇居民人均消费性支出同比增长 14.2%，明显高于人均可支配收入增速，表明物价上涨导致居民消费支出增加，但收入增长明显滞后。随着收入分配制度改革的推进和社保体系的完善，以及住房、医疗、教育等影响民生的“三座大山”问题陆续得到解决，居民可支配收入将保持稳步增长，消费能力也将得到释放。

图 25. 居民可支配收入与支出累计同比 (%)



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 26. 社会消费品零售销售总额同比 (%)



资料来源: WIND 新纪元期货研究

国家统计局数据显示，今年 1-10 月社会消费品零售总额同比增长 14.9%（前值 16.4%），两年平均增长 4%，较上月加快 0.1 个百分点。其中 10 月社会消费品零售总额同比增长 4.9%（前值 4.4%），两年平均增长 4.6%，较上月加快 0.8 个百分点。从限额以上零售来看，今年 1-10 月家用电器和音像器材类销售额同比增长 13.1%（前值 13.5%），增速连续 8 个月回落，创年内新低。1-10 月汽车类销售额同比增长 12.2%，其中 10 月份汽车类销售额同比下降 11.5%，连续 4 个月负增长。数据表明，受多点疫情散发、收入增长放缓等因素的影响，汽车、家电等耐用品销售增速下降。商务部强调在落实落细各项常态化疫情防控措施的基础上，扎实推进商务领域促消费重点工作。并发布《关于进一步做好当前商务领域促消费重点工作的通知》，提出 14 项促消费措施，包括促进新车消费、提振餐饮消费、鼓励发展“互联网+回收”等新型业态模式、推动建设改造一批乡镇商贸中心等内容。展望 2022 年，随着居民收入持续恢复增长，以及扩内需、促消费政策的深入落实，消费增速有望实现软着陆。

三、中美经贸关系有望缓和，外贸保持平稳增长

2021 年 10 月份以来，中美高层接连举行战略性对话，释放缓和双方紧张关系的信号。10 月 4 日，美国贸易代表戴琦发表演讲，表示不谋求激化与中国的贸易紧张关系，寻求以“全新、全面和务实”的方式处理对华经贸关系。10 月 6 日，中央外事工作委员会办公室主任杨洁篪与美国总统国家安全事务助理沙利文举行会晤，就中美关系和共同关心的国际与地区问题交换意见。10 月 9 日和 26 日，国务院副总理刘鹤分别与美国贸易代表戴琦、财政部长耶伦通话，就经济形势、双边领域合作等问题进行交流。在以上对话取得积极进展的基础上，11 月 16 日，国家主席习近平同美国总统拜登举行视频会晤，双方就事关中美关系发展的战略性、全局性、根本性问题以及共同关心的重要问题进行了充分、深入的沟通和交流。两国元首都认为，此次会晤是坦率、建设性、实质性和富有成效的，有利于增进双方相互了解，增加国际社会对中美关系的正面预期，向中美两国和世界发出了强有力信号。双方同意继续通过各种方式保持密切联系，推动中美关系重回健康稳定发展的正确轨道，造福中美两国

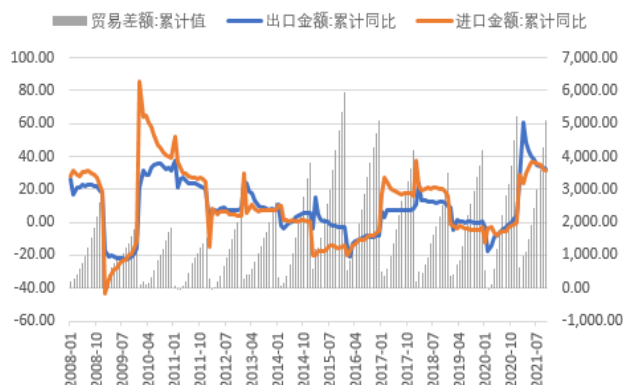
人民和世界各国人民。

图 27. 进出口当月同比 (%)



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 28. 贸易差额 (亿美元) 和进出口累计同比 (%)

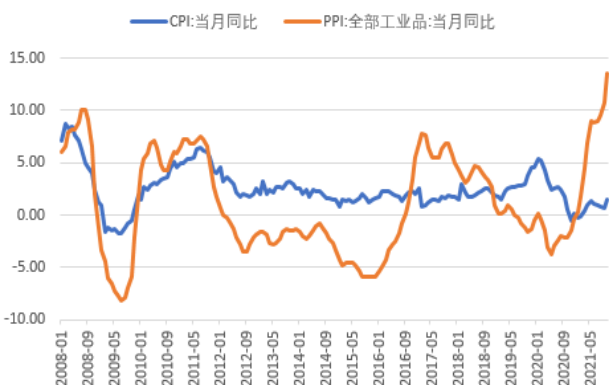


资料来源: WIND 新纪元期货研究

今年以来, 国外疫情反复导致海外产能不足, 订单陆续转移到国内生产, 我国进出口保持较高的景气度。按美元计价, 今年前 11 个月进出口总值 54711.80 亿美元, 同比增长 31.3%, 已超过 2020 年全年 46559.13 亿美元。其中, 进口总额 24447.30 亿美元, 同比增长 31.4%, 出口总额 30264.50 亿美元, 同比增长 31.1%。前 11 个月实现贸易顺差 5817.10 亿美元, 较上年同期增加 1335.10 亿美元, 创历史同期新高。从国家和地区来看, 东盟继续保持与我国第一大贸易伙伴的地位, 今年前 11 个月双边贸易总额同比增长 20.6%。欧盟、美国、日本位居其后, 与我国贸易总额分别增长 20%、21.1% 和 10.7%。展望 2022 年, 中美经贸关系有望朝着缓和的方向发展, 互相降低部分商品关税或将提上日程, 有利于促进我国进出口和外贸平稳增长。

四、大宗商品价格回归合理区间, 通胀压力有望缓解

图 29. CPI 和 PPI 当月同比 (%)



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 30. CRB 综合指数和波罗的海干散货指数



资料来源: WIND 新纪元期货研究

受全球经济复苏、货币宽松以及供需错配等多重因素的推动, 今年以来, 有色金属、原油、煤炭等大多数大宗商品价格持续上涨, 纷纷创历史新高或逼近历史高位。尤其 9 月初至 10 月中旬这段时间, 煤炭、石油、天然气等能源价格快速上涨, 加剧市场对通胀恶化引发经济衰退的担忧。国务院常务会议多次强调, 防止大宗商品价格上涨向下游产业链传导, 多措并举保供稳价, 严厉打击恶意炒作、囤积居奇、哄抬价格等行为。10 月 20 日以来, 国家发改委连续发文, 强调依法对煤炭价格实行干预措施, 促进煤炭价格回归合理区间, 推出八大举措促进煤电

油气运重点企业保供稳价，严厉查处资本恶意炒作动力煤期货。在国家一系列政策的强力干预下，以动力煤为首的大宗商品价格急转直下，快速上涨的势头再次得到遏制，通胀预期明显降温。

国家统计局数据显示，今年 10 月 CPI 同比上涨 1.5%（前值 1.7%），创去年 9 月以来新高，主要受蔬菜、鸡蛋、水产品等食品价格涨幅扩大的影响。PPI 同比上涨 13.5%（前值 10.7%），创历史最高纪录，主要原因是，煤炭、石油、天然气等能源价格快速上涨，带动相关行业涨幅扩大。展望 2022 年，随着供应链瓶颈缓解以及全球货币政策边际收紧，大宗商品将实现供求平衡，价格将回归合理区间。我国生猪生产已恢复至正常水平，猪肉价格有望保持稳定，粮食生产连年丰收，粮食产量保持在 1.3 万亿斤以上，为保供稳价打下坚实的基础。

五、货币政策保持稳健，相机灵活调整

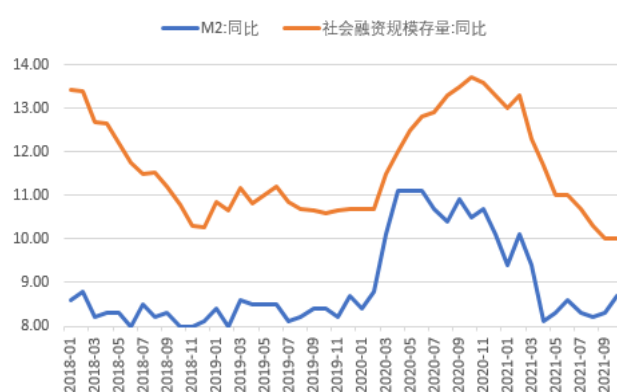
中国人民银行 2021 年三季度货币政策执行报告指出，“加强国内外经济形势边际变化的研判分析，统筹做好今明两年宏观政策衔接，坚持把服务实体经济放到更加突出的位置，保持货币政策稳定性，稳定市场预期，努力保持经济运行在合理区间。稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，以我为主，稳字当头，把握好政策力度和节奏，处理好经济发展和防范风险的关系，做好跨周期调节，维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性。”从总体思路来看，央行货币政策整体延续了去年三季度以来的基调，在支持经济恢复发展的同时，防范化解金融风险，根据经济形势发展和变化，相机灵活调整，保持经济平稳运行。比如今年上半年，全球经济处于加快复苏阶段，利用稳增长压力较小的窗口期，货币政策转向积极稳妥去杠杆、稳杠杆和防风险，同时也保证了经济平稳着陆。

图 31. 五年期和十年期国债收益率 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 32. 货币供应量和社融规模同比 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

进入下半年，随着全球经济增速放缓，通胀压力持续加大，以及部分国家货币政策转向，我国经济下行压力加大，货币政策逐渐向稳增长方面倾斜。今年 7 月初，央行宣布全面降准 0.5 个百分点，净释放长期资金约 1 万亿元，引导金融机构加大对小微企业的支持力度，推动社会综合融资成本下降。此外，为贯彻落实国务院关于加大对市场主体特别是中小微企业纾困帮扶力度的决策部署，新增 3000 亿元支小再贷款额度，支持地方法人金融机构向受大宗商品价格上涨、疫情影响较大的小微企业和个体工商户发放贷款，降低融资成本。为落实党中央、国务院关于碳达峰、碳中和的重要决策部署，创设推出碳减排支持工具。用增量资金支持清洁能源等重点领域的投资和建设，从而增加能源总体供给能力。在设立碳减排支持工具的基础上，再设立 2000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，形成政策规模，推动绿色低碳发展。

信贷政策方面，货币政策报告指出“完善货币供应调控机制，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳

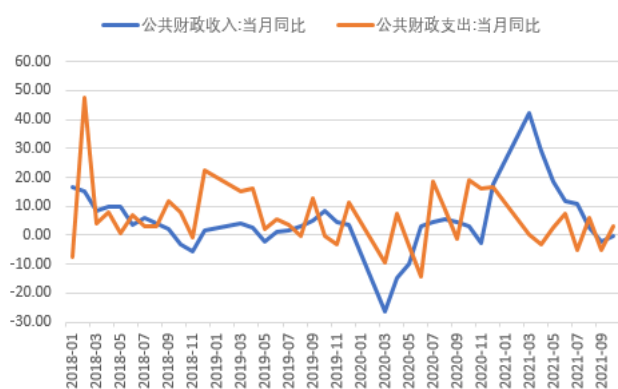
定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。”今年上半年，由于信用边际收紧，广义货币供应量 M2 同比增速明显回落，逼近历史低位。但三季度以来，随着经济下行压力加大，稳增长政策陆续出台，信用边际放松，M2 增速逐渐企稳。央行金融统计报告显示，今年 10 月新增人民币贷款 8262 亿元，同比多增 1364 亿元，社会融资规模增量为 1.59 万亿，较上年同期多增 1970 亿元。10 月末，广义货币供应量 M2 同比增长 8.7%，连续两个月回升，创 4 月以来新高。M1 同比增长 2.8%（前值 3.7%），增速连续 9 个月下滑。从总量和结构来看，在 10 月新增贷款中，居民中长期贷款同比增加，企业中长期贷款同比下降；社会融资规模增量中，委托贷款、信托贷款、未贴现票据融资占比下降，企业债券和股票融资占比上升，政府债券融资占比增加。数据表明，信用扩张明显加快，债券和股票等直接融资的比重进一步上升。但企业对未来生产和经营依然保持谨慎，不愿持有过多现金。

综上所述，展望 2022 年，货币政策将继续保持稳健，不搞“大水漫灌”，保持广义货币供应量 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配，预计 M2 同比增速在 8%-9% 之间，社融增速在 10%-12% 左右。根据国内外经济形势变化，相机进行结构性调整，继续发挥再贷款、再贴现、碳减排支持工具等结构性政策的作用，重点为中小微企业纾困。

六、财政政策依然积极，更加注重精准、可持续

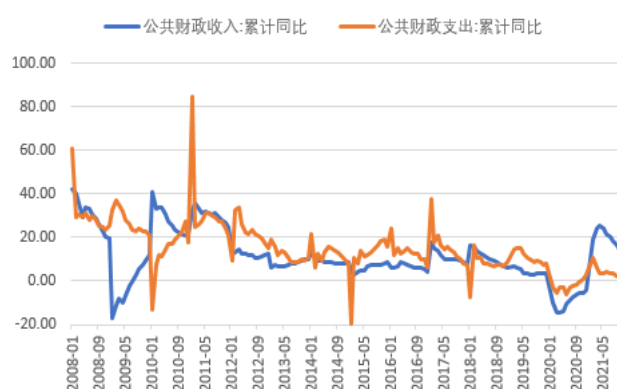
财政部数据显示，2021 年 1-10 月，全国一般公共预算收入为 181526 亿元，同比增长 14.5%，较 2019 年同期增长 8.2%，财政收入整体保持恢复性增长。其中 10 月份一般公共预算收入 17506 亿元，较上年同期下降 0.1%，受原材料价格上涨、电力供应紧张等因素影响，最近几个月工业生产增速回落，增值税增长放缓，在一定程度上拖累的财政收入。今年 1-10 月，全国一般公共预算支出为 193961 亿元，同比增长 2.4%。其中 10 月份一般公共预算支出 14668 亿元，同比增长 2.9%，增速为 7 月以来首次转正。随着经济下行压力加大，财政政策逐渐加码，四季度以来财政支出明显加快。

图 33. 财政收入与财政支出当月同比 (%)



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 34. 财政收入与财政支出累计同比 (%)



资料来源: WIND 新纪元期货研究

中央政治局 12 月 6 日召开会议，分析研究 2022 年经济工作，强调明年经济工作要稳字当头、稳中求进。宏观政策要稳健有效，积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。预计 2022 年财政赤字率将小幅上调至 3.3% 左右，财政支出有望在上半年加快，新增地方专项债或降至 3.5 万亿左右。

第三部分 碳达峰、碳中和政策背景下，如何进行资产配置

2021 年 10 月 24 日，国务院印发《2030 年前碳达峰行动方案》的通知，方案中明确了未来十年内要实现的具体目标，包括非石化能源消费比重、单位 GDP 能源消耗、单位 GDP 二氧化碳排放等量化指标。

2021 年 11 月 13 日，《联合国气候变化框架公约》第 26 次缔约方大会（简称 COP26）在英国格拉斯哥闭幕，在长达 15 天的时间里，来自近 200 个国家的代表在经历了多轮谈判和斡旋后，最终达成了《格拉斯哥气候公约》（以下简称公约）。本次峰会的主要成果：

1. 根据此次峰会达成的《公约》，与会的近 200 个国家将在 2022 年底前再次评估各自的 2030 年减排目标，并予以加强，以进一步向《巴黎协定》中努力将升温控制在 1.5 摄氏度的目标靠近；同时，《公约》要求还未更新或提交国家减排目标的国家在 2022 年完成更新。

2. 《公约》强烈要求发达国家尽早实现为发展中国家每年提供 1000 亿美金气候资金支持的承诺，并将该承诺延续至 2025 年；《公约》还要求发达国家在 2025 年前将向发展中国家提供的气候资金支持在 2019 年水平基础上增加一倍。

3. 《公约》呼吁各国加快向低碳能源体系转型，加快可再生能源部署，降低能效，同时逐渐减少煤电，并结束“效率低下的化石能源补贴”。这是在气候大会历史上首次将煤炭和化石燃料相关内容写入大会的最终协议文件。不过，在最后一刻，草案中的“逐步淘汰”煤炭的承诺被改为“逐步减少”。

4. 此外，大会还完成了对 2015 年《巴黎协定》实施细则遗留问题的谈判，对碳交易市场、透明度和共同时间框架做出了具体规定。各国同意今后将以 5 年为周期制定气候行动目标，并予以检视。

一、能源转型过程中面临的新机遇

《2030 年前碳达峰行动方案》（以下简称方案）明确指出，“十四五”期间，产业结构和能源结构调整优化取得明显进展，重点行业能源利用效率大幅提升，煤炭消费增长得到严格控制，新型电力系统加快构建，绿色低碳技术研发和推广应用取得新进展，绿色生产生活方式得到普遍推行，有利于绿色低碳循环发展的政策体系进一步完善。到 2025 年，非化石能源消费比重达到 20% 左右，单位国内生产总值能源消耗比 2020 年下降 13.5%，单位国内生产总值二氧化碳排放比 2020 年下降 18%，为实现碳达峰奠定坚实基础。

“十五五”期间，产业结构调整取得重大进展，清洁低碳安全高效的能源体系初步建立，重点领域低碳发展模式基本形成，重点耗能行业能源利用效率达到国际先进水平，非化石能源消费比重进一步提高，煤炭消费逐步减少，绿色低碳技术取得关键突破，绿色生活方式成为公众自觉选择，绿色低碳循环发展政策体系基本健全。到 2030 年，非化石能源消费比重达到 25% 左右，单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 65% 以上，顺利实现 2030 年前碳达峰目标。

1. 新能源发展空间巨大

方案在重点任务中明确了“碳达峰十大行动”，其中之一就是能源绿色低碳转型行动，（1）全面推进风电、太阳能发电大规模开发和高质量发展，坚持集中式与分布式并举，加快建设风电和光伏发电基地。因地制宜发展

生物质发电、生物质能清洁供暖和生物天然气。探索深化地热能以及波浪能、潮流能、温差能等海洋新能源开发利用。到 2030 年，风电、太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上；（2）因地制宜开发水电，积极推进水电基地建设，推动金沙江上游、澜沧江上游、雅砻江中游、黄河上游等已纳入规划、符合生态保护要求的水电项目开工建设，推进雅鲁藏布江下游水电开发，推动小水电绿色发展。“十四五”、“十五五”期间分别新增水电装机容量 4000 万千瓦左右，西南地区以水电为主的可再生能源体系基本建立；（3）加快建设新型电力系统。构建新能源占比逐渐提高的新型电力系统，推动清洁电力资源大范围优化配置。积极发展“新能源+储能”、源网荷储一体化和多能互补，支持分布式新能源合理配置储能系统。到 2025 年，新型储能装机容量达到 3000 万千瓦以上。到 2030 年，抽水蓄能电站装机容量达到 1.2 亿千瓦左右，省级电网基本具备 5% 以上的尖峰负荷响应能力。

国家能源发布的数据显示，截至今年 10 月底，全国发电装机容量约 23.0 亿千瓦，同比增长 9.0%。其中，风电装机容量约 3.0 亿千瓦，同比增长 30.4%；太阳能发电装机容量约 2.8 亿千瓦，同比增长 23.7%；水电装机容量约 3.8 亿千瓦，平均增长 5.1%。目前来看，我国风电、太阳能发电总装机容量 5.8 亿千瓦，占总装机容量的 25.2%，距离到 2030 年达到 12 亿千瓦的目标，还有一倍的增长空间，要求年平均增速达到 8%。“十四五”、“十五五”期间累计新增水电装机容量要达到 8000 万千瓦，要求年平均增长速度为 2%。

截至 2020 年底，已投运的新型电力储能（包含电化学储能、压缩空气、飞轮、超级电容等）累计装机规模仅为 3.28GW。根据到 2025 年新型储能装机容量达到 30GW 以上这一目标，“十四五”期间新型储能装机规模将增长近 10 倍，年平均增速将达到 58%。2020 年我国抽水蓄能累计装机规模约为 31.79GW，根据 2030 年达到 120GW 这一目标测算，年平均增长速度要达到 14%。

2. 新能源汽车产业和基础设施配套具有长远发展潜力

方案明确提出，加快形成绿色低碳运输方式，确保交通运输领域碳排放增长保持在合理区间。（1）推动运输工具装备低碳转型。积极扩大电力、氢能、天然气、先进生物液体燃料等新能源、清洁能源在交通运输领域应用。大力推广新能源汽车，逐步降低传统燃油汽车在新车产销和汽车保有量中的占比，推动城市公共服务车辆电动化替代，推广电力、氢燃料、液化天然气动力重型货运车辆。到 2030 年，当年新增新能源、清洁能源动力的交通工具比例达到 40% 左右，营运交通工具单位换算周转量碳排放强度比 2020 年下降 9.5% 左右，国家铁路单位换算周转量综合能耗比 2020 年下降 10%，陆路交通运输石油消费力争 2030 年前达到峰值。（2）构建绿色高效交通运输体系。“十四五”期间，集装箱铁水联运量年均增长 15% 以上。到 2030 年，城区常住人口 100 万以上的城市绿色出行比例不低于 70%。（3）加快绿色交通基础设施建设。有序推进充电桩、配套电网、加注（气）站、加氢站等基础设施建设，提升城市公共交通基础设施水平。到 2030 年，民用运输机场场内车辆装备等力争全面实现电动化。

中国汽车工业协会发布的数据显示，2021 年 10 月我国新能源汽车市场产销量，分别达到 39.7 万辆和 38.3 万辆，环比增长 12.5% 和 7.2%，同比增长均为 1.3 倍，再创历史新高。10 月新能源汽车市场渗透率为 16.4%，1-10 月新能源汽车渗透率提升至 12.1%。根据 2030 年新能源交通工具渗透率达到 40% 的目标，未来十年新能源汽车有着广阔的发展空间，将带动电池、整车制造业、充电桩、储能等相关产业链发展。

二、如何进行资产配置

展望 2022 年，全球经济增速将继续放缓，全年或呈现前低后高的走势，欧美等主要发达国家经济有望恢复至潜在产出水平。随着全球经济增速放缓、货币政策收紧以及供应链瓶颈缓解，大宗商品价格有望回归合理区间，通胀压力有望得到控制。美联储货币政策正常化已经开启，从 2021 年 11 月开始每月减少购债 150 亿美元，计划将于 2022 年年中结束购债。但如果通胀回落不及预期，不排除中间加快缩债步伐，提前结束 QE，之后将开始讨论加息。欧洲央行货币政策调整相对迟缓，预计将于 2021 年 3 月结束 1.85 万亿欧元的紧急抗疫购债计划(PEPP)，但仍将维持每月 200 亿欧元的常规购债，首次加息的时间可能在 2022 年之后。根据历史规律，在美联储退出量化宽松的时期，美元流动性收紧，经济发展脆弱、外汇储备不足的国家将受到冲击，引发股市、商品、债券等资产价格下跌，以及货币贬值等风险。投资者在调整资产配置时，需要将此纳入重要考量。

表 1. 美联储上一轮缩债和加息周期大类资产表现

时间	沪深 300 指数 (涨跌幅%)	文化商品指数 (涨跌幅%)	五年期国债 (涨跌幅%)	伦敦现货黄金 (涨跌幅%)
2014 年 1 月—2014 年 12 月 (缩债)	52.19%	-15.76%	5.96%	-3.23%
2015 年 1 月—2018 年 12 月 (加息)	-17.32%	8.21%	2.70%	7.30%

资料来源：WIND 新纪元期货研究

从统计结果来看，美联储上一次缩债期间，股指、国债表现为上涨，商品和黄金下跌；而在加息期间，股指下跌，商品、国债和黄金上涨。综合国内因素来看，2014 年底至 2015 年，我国开启了一轮降息周期，推动股指走出一波“疯牛”行情，泡沫破灭后进入“快熊”，供给侧改革之前，大宗商品仍在熊市征途，受美联储加息预期的影响，黄金继续寻底。美联储加息周期开启后，股指进入了长期震荡，黄金重心逐渐上移。

1. 股指

从基本面来看，股指作为股票价格的加权平均数，估值自然由股票的价值所决定。根据股利贴现模型 (DDM)，股票的内在价值主要由股利和期望收益率决定，因此影响股指估值的主要因素包括企业盈利、无风险利率及风险偏好三个方面，分子端由企业利润构成，而无风险利率和风险偏好构成分母端。

(1) 企业盈利增速放缓，由被动补库存进入主动去库存

2021 年 3 月份以来，随着基数效应消退，经济增速逐渐放缓，此外受原材料价格上涨的影响，下游企业生产成本增加，但由于向终端消费领域传导不畅，导致企业盈利增速放缓。国家统计局公布的数据显示，2021 年 1-10 月规模以上工业企业利润同比增长 42.2% (前值 44.7%)，增速连续 8 个月回落，较 2019 年同期增长 43.2%，两年平均增长 19.7%。其中 10 月规模以上工业企业利润同比增长 24.6%，较上月加快 8.3 个百分点。在 41 个工业大类行业中，32 个行业利润总额同比增长，1 个行业扭亏为盈，8 个行业下降。其中煤炭、石油、天然气开采等原材料加工业利润增长持续加快，而处于产业链下游的制造业利润增速下滑，高端和装备制造业利润保持较快增长。1-10 月产成品存货同比增长 16.3% (前值 13.7%)，创 2012 年 4 月以来新高，表明受原材料价格上涨的影

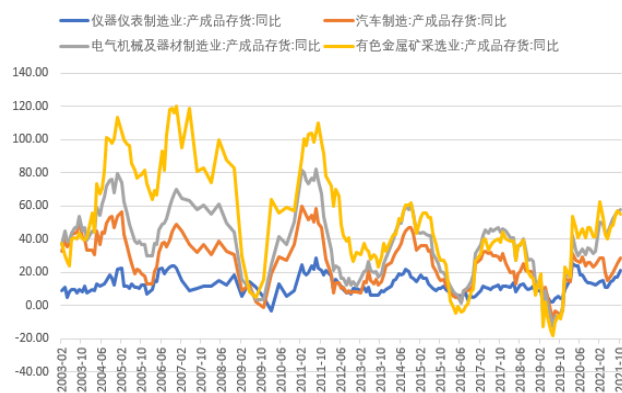
响，终端消费需求下降，企业盈利增速放缓，自 5 月以来进入被动补库存阶段。2003-2019 年，我国共经历了 5 轮库存周期，平均持续时间为 40 个月左右。本轮库存周期始于 2019 年 12 月，至今已持续 21 个月，根据库存周期推断，当前处于被动补库存的末端，即将进入主动去库存阶段。

图 35. 库存周期



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 36. 不同行业的库存周期



资料来源：WIND 新纪元期货研究

为缓解企业成本压力，国务院常务会议多次强调做好大宗商品保供稳价工作，并出台相应措施，打击恶意炒作、囤积居奇、哄抬价格等行为。在国家一系列政策的强力干预下，以煤炭为首的大宗商品价格快速回落，通胀预期明显降温，有助于降低企业生产成本，改善企业盈利预期。

（2）货币政策保持稳定，无风险利率上行或下行的空间有限

央行 2021 年三季度货币政策执行报告指出，“加强国内外经济形势边际变化的研判分析，统筹今明两年宏观政策衔接，坚持把服务实体经济放到更加突出的位置，保持货币政策稳定性。把握好政策力度和节奏，处理好经济发展和防范风险的关系，做好跨周期调节，维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性”。与二季度相比，三季度货币政策报告强调，外部环境更趋复杂严峻，包括全球经济增速放缓、通胀压力加大以及货币政策转向等，我国经济面临阶段性、结构性、周期性因素制约，保持平稳运行的难度加大，正如国常会所讲经济面临新的下行压力。在此背景下，三季度报告中删除了“不搞大水漫灌”、“管好货币总闸门”等表述，但并不意味着货币政策转向全面宽松，而是结构性调整，重点为中小微企业纾困，充分发挥碳减排支持工具、3000 亿支小再贷款和 2000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款等结构性政策工具的作用。

展望 2022 年，货币政策仍将保持稳定，根据国内外经济形势变化，相机灵活调整，保持广义货币供应量 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配。无风险利率上行或下行的空间有限，对股指估值的影响偏中性。

（3）中美关系改善有望成为风险偏好的压舱石

今年 10 月份以来，中美高层举行多次战略性对话，就双方关切的问题进行沟通、交流，为中美元首成功会晤创造了有利条件。11 月 16 日上午，国家主席习近平同美国总统拜登举行视频会晤，双方同意继续通过各种方式保持密切联系，推动中美关系重回健康稳定发展的正确轨道。我们认为，中美元首会晤为双方关系发展指明了方向，有助于重塑市场对中美关系缓和的预期，一旦中美经贸关系缓和，互相降低部分商品关税，则将提升风险偏好。

综上所述，根据库存周期推断，进入 2022 年，企业将由被动补库存转向主动去库存，企业盈利增速或将继续放缓。原材料价格下跌有助于降低中下游企业生产成本，国家对中小微企业的支持政策也将持续跟进，能够在一定程度上缓解盈利增速下行的压力；货币政策保持稳定，无风险利率上行或下行的空间有限，对股指估值的影响偏中性；中美关系有望朝着缓和的方向发展，将成为风险偏好的压舱石。展望 2022 年，股指大概率存在结构性机会，重点关注一季度春季行情。

2. 债券

2021 年以来，我国经济增速在一季度到达高点后逐季回落，10 年期国债收益率自 3 月高位 3.28% 开始下降。随着经济下行压力加大，7 月初央行宣布降准，10 年期国债收益率进一步下行，截至 11 月底，10 年期国债收益率降至 2.82%，全年呈现先扬后抑的走势。国债收益率曲线的变化，整体反映了我国名义 GDP 增速的走势。进入 2022 年，随着基数效应进一步消退，我国经济增速将维持潜在产出水平附近，即 5%-6% 区间。面临全球经济增长放缓、货币政策收紧等外部因素的影响，我国货币政策仍将保持稳健，根据国内外经济形势变化，相继进行结构性调整，全面宽松的可能性较小。

展望 2022 年，随着稳增长政策的深入落实，我国经济增速有望在一季度企稳，全年或呈现前低后高的走势，预计 10 年期国债收益率重心或将上移，整体维持在 2.5%-3.5% 区间波动。预计 10 年期国债期货将在一季度回落，全年波动区间为 96-103，100 上方逢高做空，96 附近逢低做多。

3. 黄金

布雷顿森林体系瓦解后，黄金与美元脱钩，长期以来，二者之间形成此消彼长的关系。此外，黄金作为一种无息资产，其价格还受到实际利率的影响，当实际利率上升时黄金趋于下跌，反之当实际利率下降时，黄金倾向于上涨。从中长期来看，黄金价格的走势主要取决于美元和实际利率的变化。

(1) 美联储货币政策正常化正式开启，名义利率易涨难跌

美联储 FOMC 会议已宣布从 2021 年 11 月开始缩减购债，每月减少资产购买 150 亿美元，计划于 2022 年中结束购债，但如果通胀进一步走高，不排除中间加快缩债步伐。美联储主席鲍威尔出席参议院金融委员会会议表示，关于对通货膨胀的描述，是时候放弃“暂时”这个词了。高通胀风险对恢复充分就业造成风险，通胀持续上升的威胁越来越大，可以考虑提前几个月结束缩减购债计划，将在下次会议上讨论加速缩债的问题。美联储 2022 年票委、亚特兰大联储主席博斯蒂克称，如果到 2022 年通胀保持在 4% 左右的高位，那么就有很好的理由提前加息，并在明年加息不止一次，在 2022 年第一季度结束缩债符合各方利益。我们认为，美联储主席鲍威尔国会证词放弃了通胀是暂时的这一说法，间接承认了通胀可能持续更长时间，也就为美联储加快缩减购债和提前加息提供了依据。根据鲍威尔国会证词和其他官员讲话提供的线索，我们预计美联储将在 12 月会议上宣布加快缩债，于 2022 年一季度提前结束购债，之后将开始讨论加息。随着美联储货币政策正常化周期的开启，美元流动性将边际收紧，名义利率易涨难跌。

(2) 美国通胀创三十年新高，引发政策干预

美国 10 月 CPI 同比上涨 6.2%，核心 CPI 同比上涨 4.6%，创三十年来新高。能源、住所、食品、新车及二手

车都是当月通胀的主要推动因素，包含电力、燃油、天然气价格的能源指数当月环比走高 4.8%。值得注意的是，作为占据 CPI 权重达到三分之一的大项，住所（房租、房价）价格环比涨 0.5%，同比涨 3.5%，同比涨幅回到 2019 年 9 月之后的高位。随着市场通胀预期持续升温，美国通胀保值债券备受追捧，美国财政部发行的 140 亿美元 10 年期通胀保值债券，最终得标收益率为-1.145%，创出纪录新低。美联储三号人物、纽约联储主席威廉姆斯在 2021 年国债市场会议上发表讲话称，美国的通胀变得更加广泛，且对未来物价上涨的预期正在上升，政策制定者将密切关注这一趋势。10 月 CPI 数据发布后，美国总统拜登表示扭转通胀是当务之急，物价上涨的最大因素是能源成本上涨，已经指示国家经济委员会设法降低能源成本，要求联邦贸易委员会打击任何市场操纵行为。

（3）实际利率处于历史低位，未来上行空间有待打开

受通胀预期的推动，实际利率进一步走低。截至 2021 年 11 月 18 日，美国 10 年期美债收益率录得 1.59%，今年以来累计上升了 66 个基点。而 10 年期美债实际收益率降至-1.14%，处于历史低位，年内累计下降了 8 个基点。表明名义利率上升的速度低于通胀预期，从而导致实际利率不升反降。但我们认为，随着供应链瓶颈缓解以及全球货币政策收紧，大宗商品有望恢复供求平衡，价格将回归合理区间，通胀预期将趋于下降，实际利率边际上升是大概率事件，黄金中期或仍将承压。

（4）欧美货币政策预期差推动美元指数走强

美元作为世界货币的锚，除了受美国经济以及货币政策等自身因素的影响，还受到欧洲、日本等 G7 国家经济和货币政策的影响。在欧美日等主要发达经济体中，美国经济复苏最为强劲，通胀也形势也比其他国家严峻，退出量化宽松的时间明显早于欧洲和日本。根据此前分析，美联储已于 2021 年 11 月开始缩减购债，而欧洲央行对退出宽松保持谨慎，日本央行将在长期内保持宽松。在美强欧弱的经济格局下，美联储货币政策边际收紧的预期强于欧元区，美元指数延续上涨的可能性较大，将对黄金价格形成抑制。

特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号
新纪元期货大厦

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

成都分公司

电话：028-68850968
邮编：610004
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518001
地址：深圳市罗湖区桂园街道人民桥社区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室（名义楼层16E）（尚需工商登记）

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

重庆营业部

电话：023-6790698
邮编：400010
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#