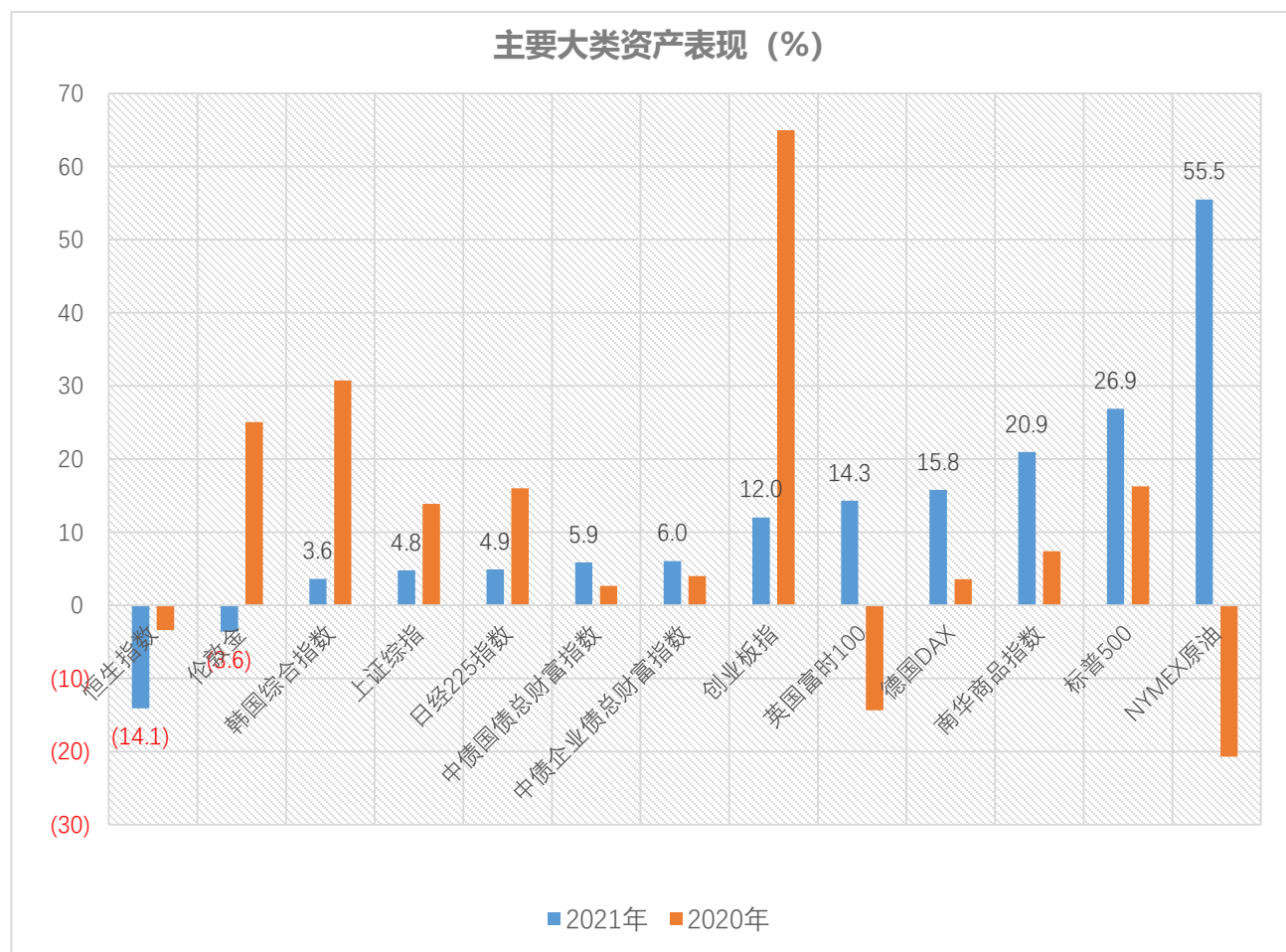


2022年大类资产配置展望

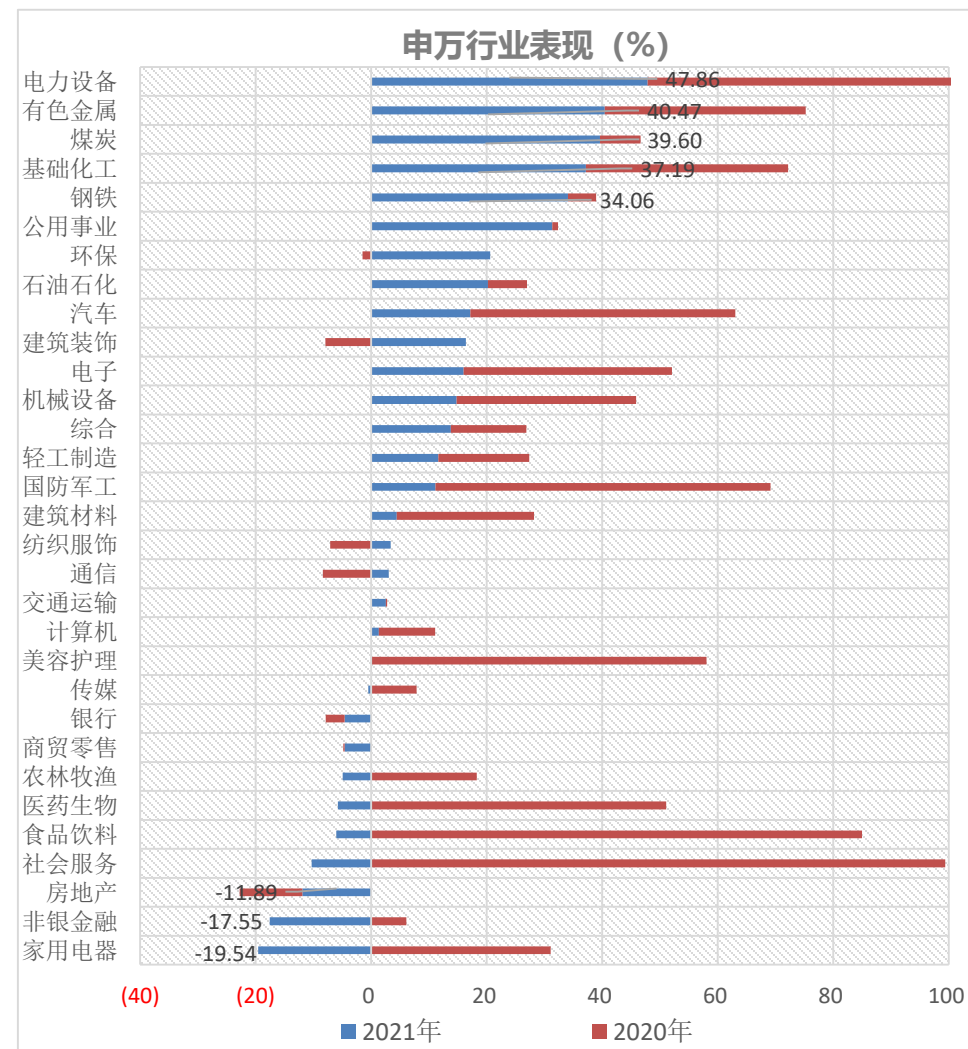
嘉实基金资产配置部、投顾部
2022年1月

2021年主要大类资产表现，大宗商品>股票>债券

- **股票**：受益经济复苏及流动性宽松，股票市场整体延续了上涨态势，但也分化明显。美股表现相对突出，A股创业板领先主板，港股表现相对落后；行业层面，A股的电力设备、有色金属、煤炭、基础化工和钢铁板块表现居前，而家电、非银和房地产表现相对落后；
- **债券**：美国受通胀及经济回升影响，10年国债利率上行59BP；而中国10年国债利率则下行37BP，信用债表现相对较好；
- **商品**：需求增加及供应短缺，2021年原油等资源品表现突出。



数据来源：Wind，截至2021年末

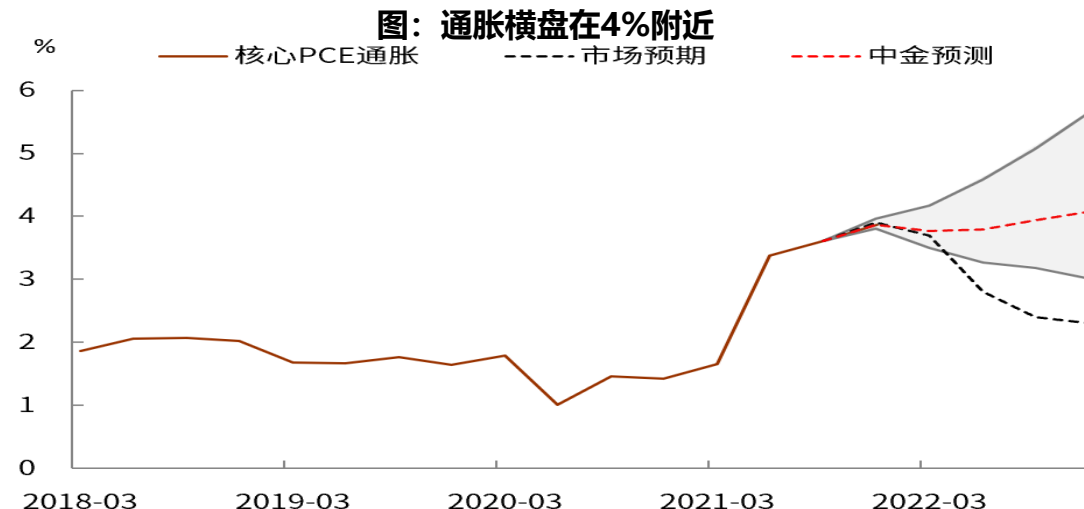
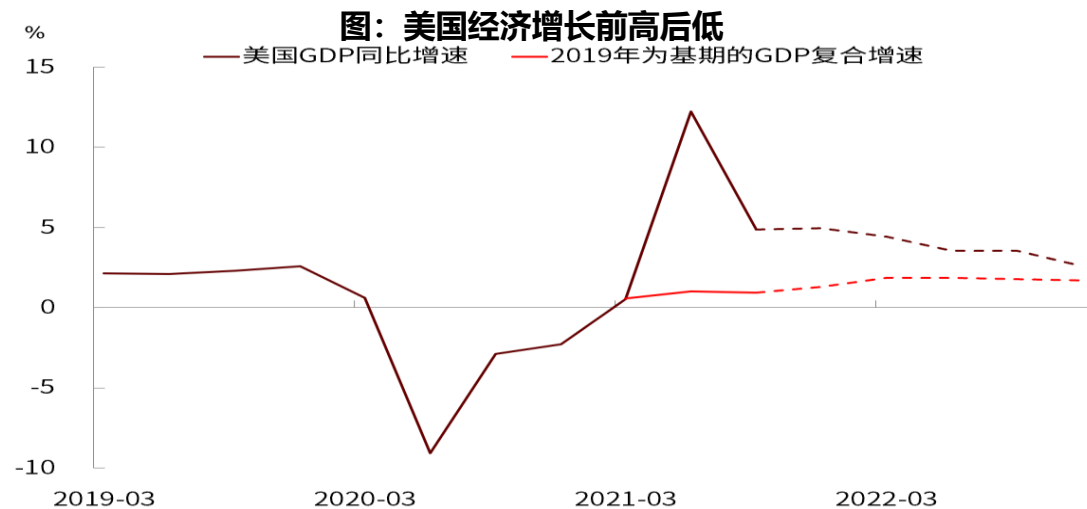


➤ 2022年宏观经济形势分析

◆ 2022年大类资产配置展望

2022年G3经济体，经济增长前高后低，美国通胀或维持相对高位

- 2022年，预计美国GDP增长3.5%，第1-4季度同比增速分别为4.5%、3.6%、3.5%、2.5%；
- 全年核心PCE通胀同比增速横盘在4.0%附近。



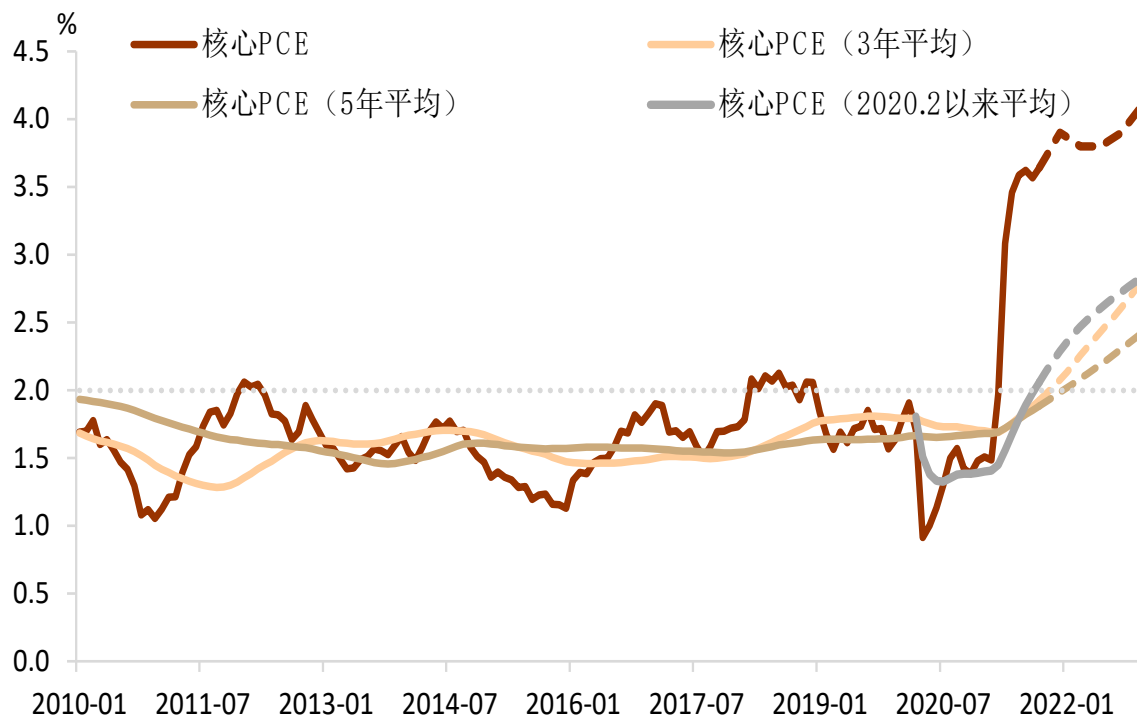
表：G3经济体宏观数据预测

	2020	2021E	2022E	2021				2022			
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
美国											
实际GDP (同比)	-3.4	5.5	3.5	0.5	12.2	4.9	5.0	4.5	3.6	3.5	2.5
实际GDP (季调环比折年)				6.3	6.7	2.0	4.9	4.3	3.2	1.7	0.9
PCE (同比)	1.2	3.7	4.0	1.8	3.9	4.3	4.6	4.4	4.0	3.9	3.8
核心PCE (同比)	1.4	3.2	3.9	1.7	3.4	3.6	3.9	3.8	3.8	3.9	4.1
欧元区											
实际GDP (同比)	-6.4	5.0	3.5	-1.2	14.2	3.7	4.6	5.6	4.1	2.2	2.1
实际GDP (环比)				-0.3	2.1	2.2	0.5	0.7	0.6	0.4	0.4
HICP (同比)	0.3	2.3	2.5	1.0	1.8	2.9	3.5	3.3	2.3	2.2	2.0
日本											
实际GDP (同比)	-4.7	2.3	2.4	-1.3	7.6	2.5	0.6	2.5	2.5	2.7	1.9
实际GDP (季调环比折年)				-4.2	1.9	1.0	4.0	3.0	2.2	1.4	1.0
CPI (同比)	0.0	-0.2	0.8	-0.5	-0.8	-0.2	0.6	0.5	1.2	0.8	0.7

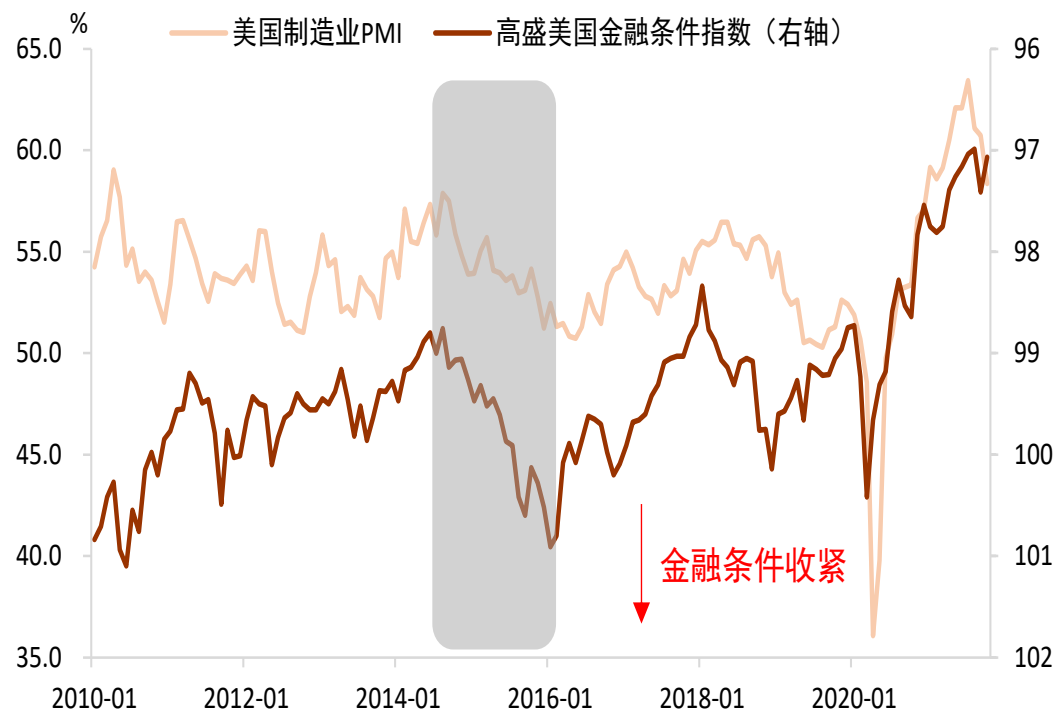
美联储陷入两难境地，2022年有望启动加息

- 美国当前通胀为供给冲击主导，货币政策效果有限；
- 面对4%左右的通胀，**轻微加息很难把通胀降到民众满意 或者合适的程度，但对经济增长会造成实质影响（融资成本上升）**；
- 2022年11月中期选举，是“Biden Agenda”能否实质性推进的关键。尘埃落定前，加息或面临政治阻力，利率衍生品市场目前预期2022年6月和12月各加一次息。

图：核心通胀快速提升



图：加息期间，经济持续放缓



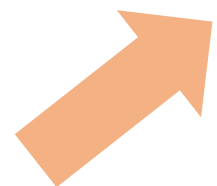
中国经济发展迈入“提质增效”新阶段

- 中国经济由注重总需求管理走向注重供给侧改革提质增效新阶段。绿色经济、数字经济和去房地产化，是长期战略方向；
- 经济政策新范式可以聚焦为“新发展阶段、新发展理念、新发展格局”。其中，新发展理念是重要抓手，关键词可以提炼为“创新、协调、绿色、开放、共享、安全”；
- “新发展格局”映射到市场：供给侧结构性改革、科技创新、绿色低碳、内外双循环、共同富裕、统筹安全与发展。**行业主题方向表现为：新能源、绿色环保、高新技术、军工。**

新理念
创新
协调
绿色
开放
共享
安全



新格局
内外双循环相互促进
共同富裕
科技创新、自主可控
绿色、低碳、环保
供给侧结构性改革
统筹安全与发展



行业方向
新能源
绿色环保
高新技术
军工
.....

宏观形势
通货膨胀
金融风险
结构转型

预计2022年中国GDP增速5%以上，PPI回落、CPI温和回升

- 2022年，**经济求稳，政策则稳中有松**。考虑政府的主观诉求和政策能动性，2022年GDP增速应在5.0%以上；
- 从逻辑上“倒推”，完成增长目标需要政府投资发力，房地产调控边际合理放松，以及广义制造业投资稳健；
- PPI有望前高后低，年均4%左右；CPI温和回升，全年2.3%左右。

表：中国主要经济数据预测

同比增速	2021E	2021两年平均	2022E
GDP实际值	8.0	5.1	5.2
GDP名义值	13.7	8.2	8.5
工业增加值	9.1	5.9	4.8
工业企业利润	33.9	18.1	7.2
固定资产投资	5.5	4.2	4.7
制造业投资	11.8	4.6	5.5
房地产投资	6.0	6.5	1.5
基建投资	2.0	1.4	7.0
社会消费品零售	14.5	4.9	6.9
商品出口	27.3	14.8	5.0
商品进口	28.0	12.7	5.0
CPI价格	1.0	1.7	2.3
PPI价格	7.9	2.9	4.0
社会融资总额存量	10.4	11.8	10.0
M2存量	8.6	9.3	8.5

数据来源：WIND，嘉实基金

图：实际GDP增速匡算



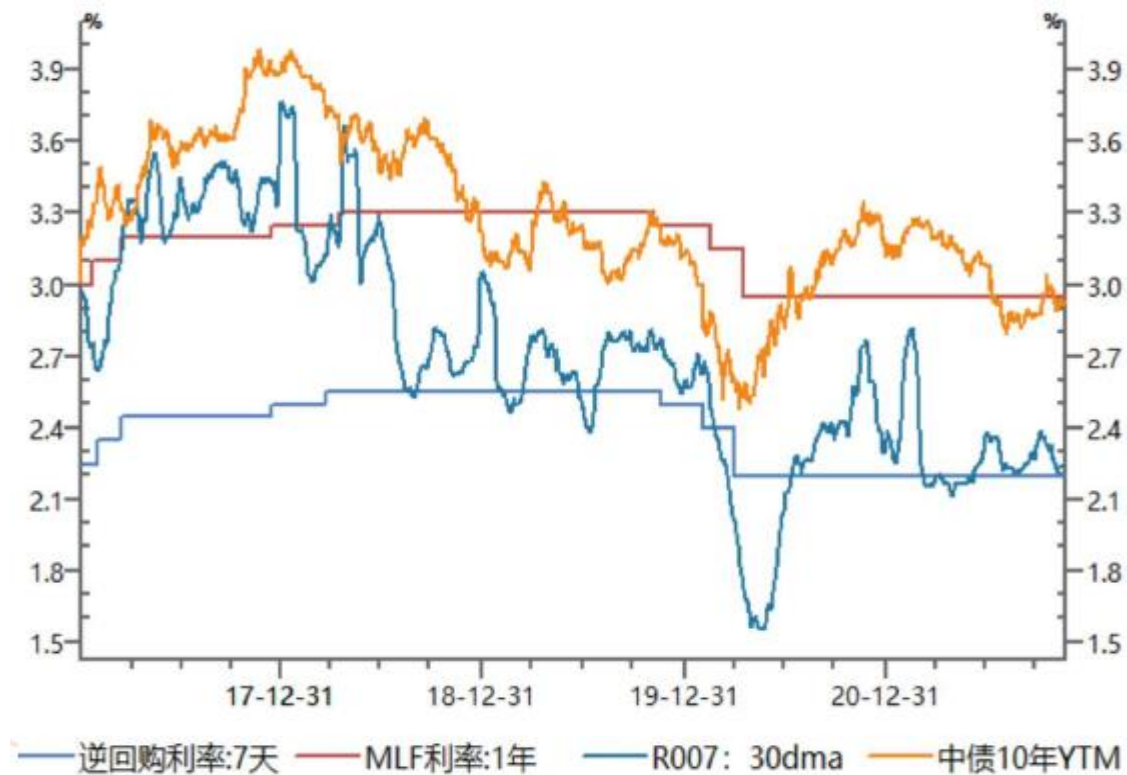
图：PPI回落、CPI回升



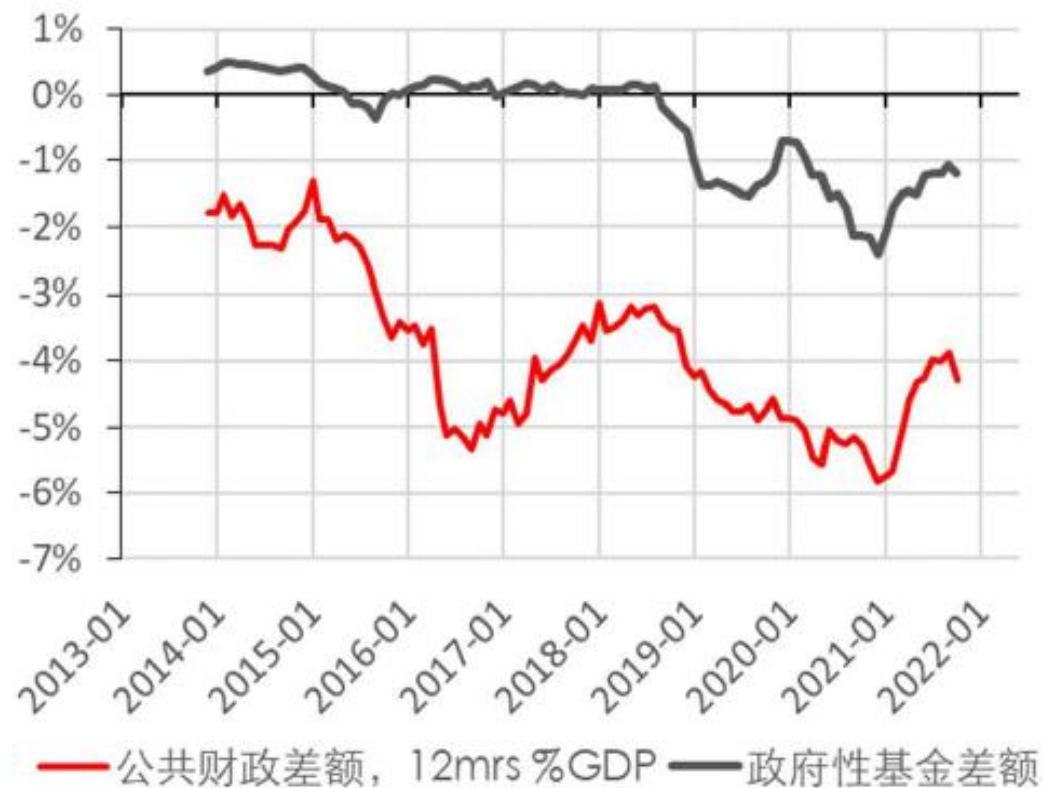
货币政策易松难紧，宽信用有望来临

- 货币政策“易松难紧”，结构性政策为主。2021年12月15日央行下调存款准备金率0.5个百分点；
- 2022年财政政策更加积极，发债与支出节奏有望前置，实际支出力度加大；
- 社融增速有望温和反弹，预计全年M2和社融增速分别为8.5%和10%，与名义GDP增速相“匹配”。

图：货币政策“易松难紧”



图：财政实际支出力度增大

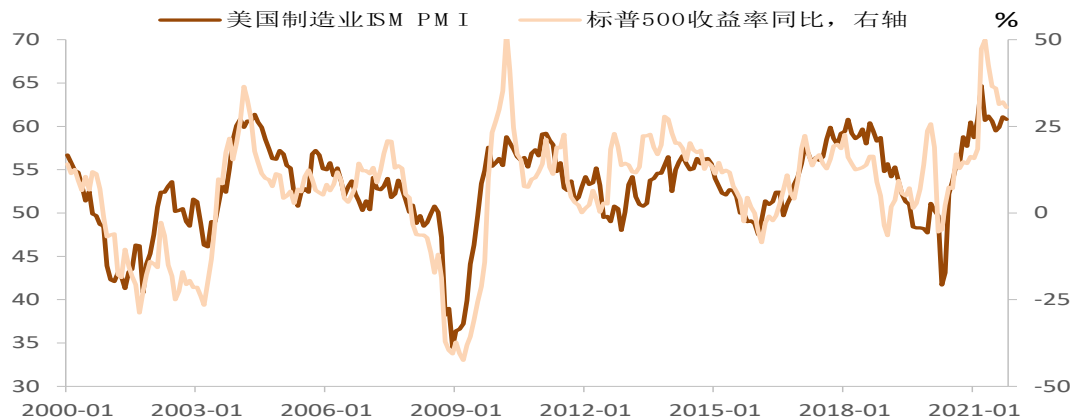


- ◆ 2022年宏观经济形势分析
- 2022年大类资产配置展望

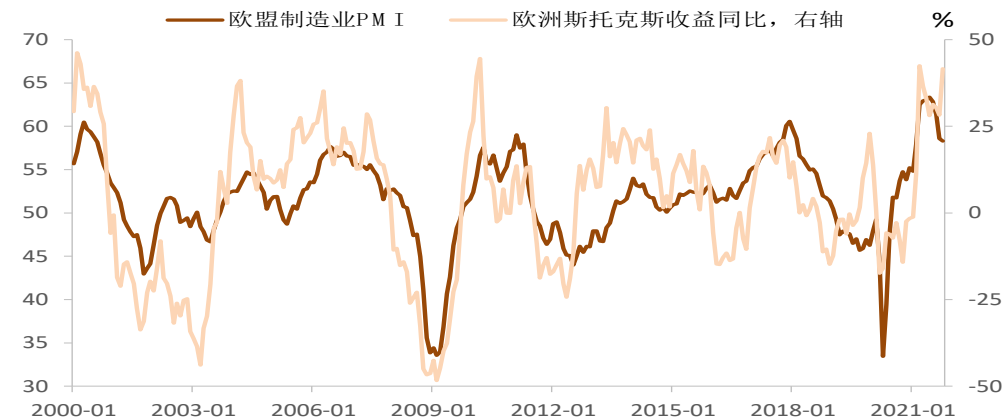
美股：先抑后扬

- 除估值过高之外，美股上半年面临三座大山：**1、增长放缓，PMI高位回落**。历史上，标普同比收益率与美国制造业PMI高度相关。**2、流动性收紧，影子利率**（综合货币政策的价和量，全面衡量流动性和货币政策松紧）**显著上行往往对应标普同比收益率下行**，参照上一次收紧过程。**3、供给推升型通胀往往令股市承压**。
- 欧股同样面临高估值、增长放缓、流动性收紧、以及高通胀影响。**但欧洲央行相较美联储流动性更宽松，且美国高通胀往往更有利欧股vs美股**，欧洲新能源相关制造业和产业受财政政策扶持，或对欧股形成一定支撑。

图：标普同比收益率与美国制造业PMI高度相关



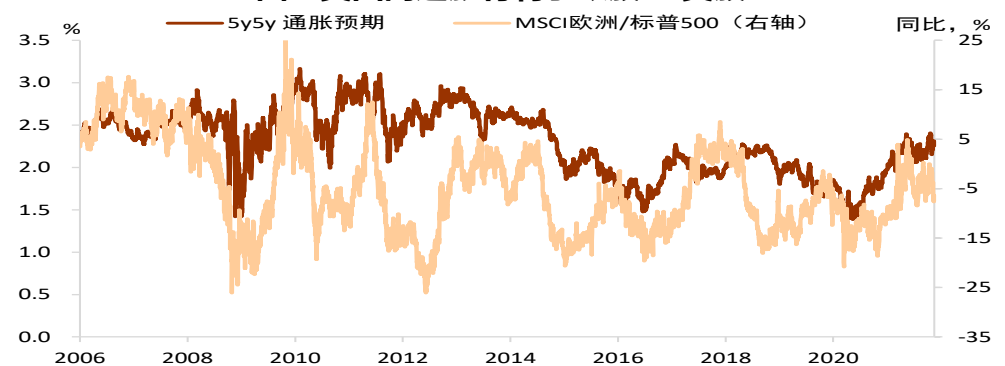
图：欧股同比收益率与欧洲制造业PMI高度相关



图：影子利率显著上行对应标普同比下行



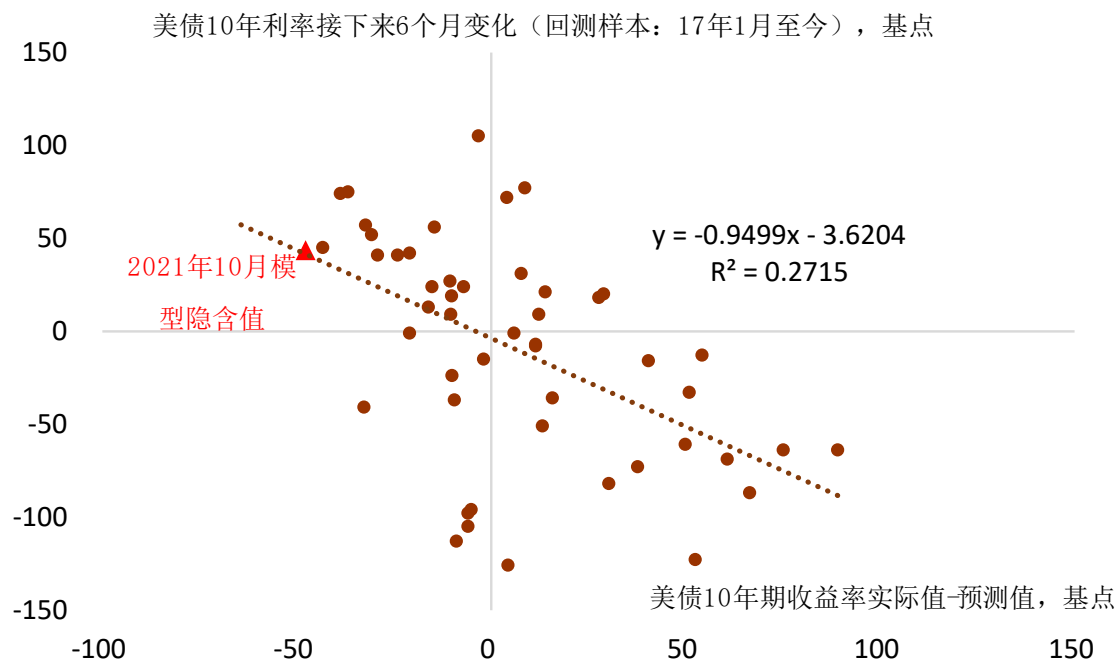
图：美国高通胀有利于欧股VS美股



美债：利率曲折上行

- 回测结果显示：若实际值偏离隐含值过大，未来6个月有望“均衡值回归”，存在40-50bp上行空间。
- 年底1.7%；年中附近2.1%（更多由实际利率拉动，3-5年期利率上行压力最大）。
- Q2后期headline通胀若有明显回落，且美联储12月前按兵不动，利率有可能回调；待开启加息周期后，长端利率或将再次上行，全年利率或呈现平坦化。

图：若实际值偏离实际值过大，有望均值回归



图：加息周期开启，长端利率或将再次上行



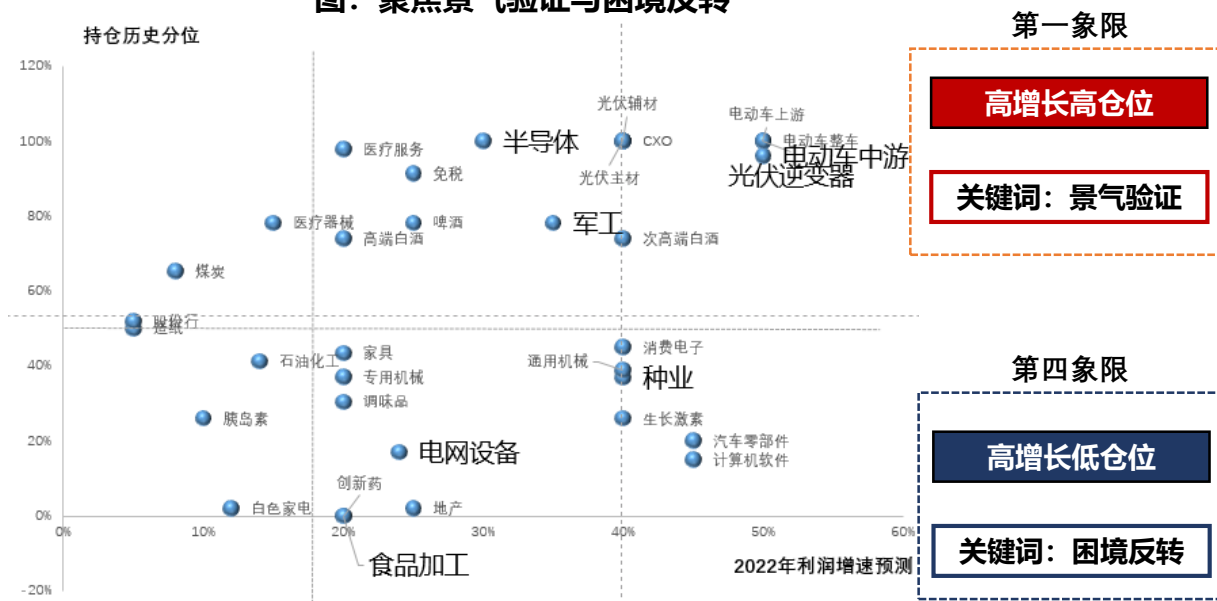
A股：结构行情依旧，聚焦高景气与困境反转方向

- 在盈利与估值缺乏较大弹性情况下，**2022年A股市场仍将是高景气结构性机会主导的震荡市**，自下而上寻找景气度持续得到验证以及困境反转的结构性线索将是主要思路。
- 高景气赛道选择**：相对看好支付端确定性高、行业竞争格局稳定、估值持仓均有一定预期差的**军工**。
- 新能源产业链**，高估值下有望出现分化，**相对看好下游环节、关注产业链线索从电动化向智能化的扩散，以及新基建**。
- 困境反转**：看好受益于涨价的**必选消费、农业**。

图：A股历年盈利与估值贡献拆分



图：聚焦景气验证与困境反转



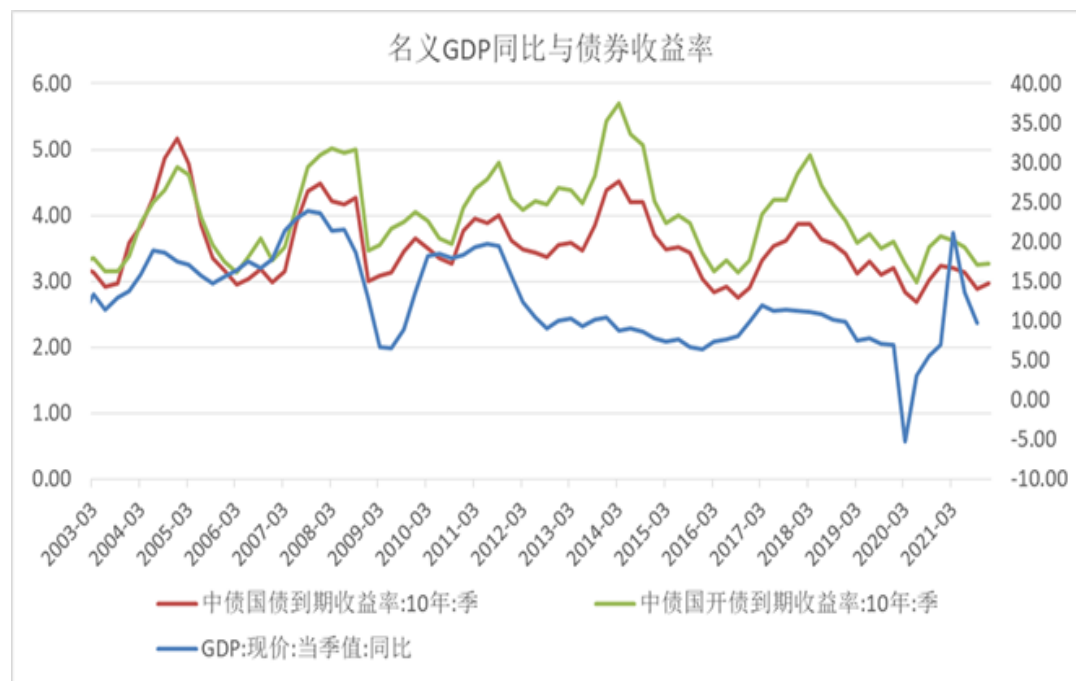
图：PPI-CPI剪刀差缩窄期间，食品指数有超额收益



中国债券：有交易性机会，可转、中高等级信用债相对更好

- 2022年经济增速大概率逐季回升，CPI温和抬升，利率（国债10年）下行空间有限。
- 另一方面，中美利差较大、出口盈余较高，利率大幅上行可能性也不大；在流动性宽松背景下，债券有交易机会，趋势性机会或不明显。
- 从细类来看，**可转债>中高等级信用债>利率债>低等级信用债**。

图：名义GDP回升，债券收益率走弱



图：资金价格低位，债券具有阶段性交易机会

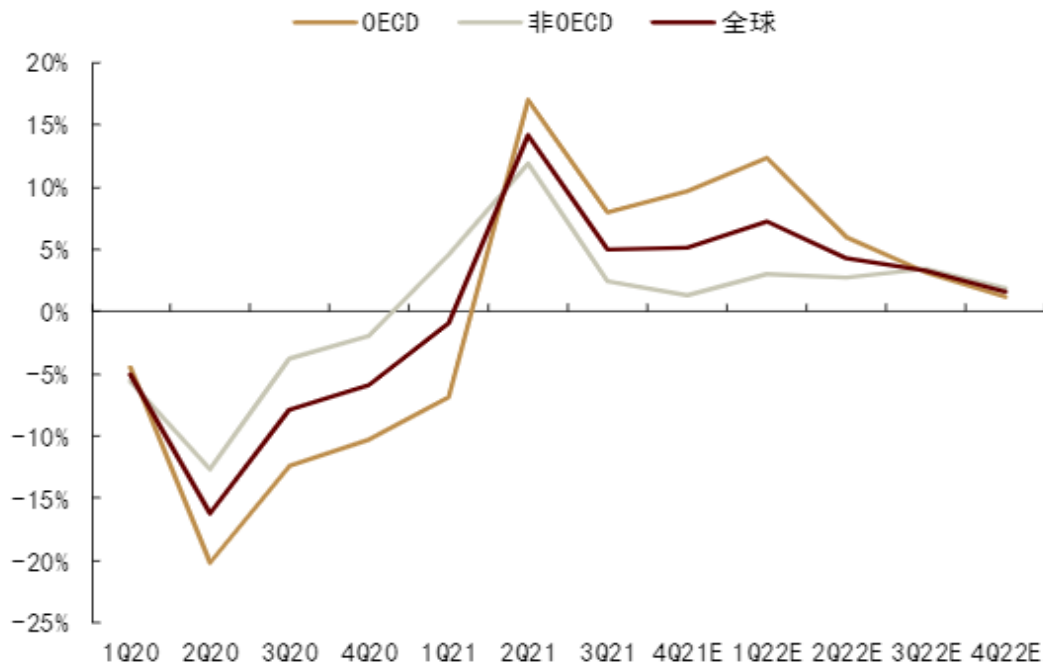


原油：有望前高后低

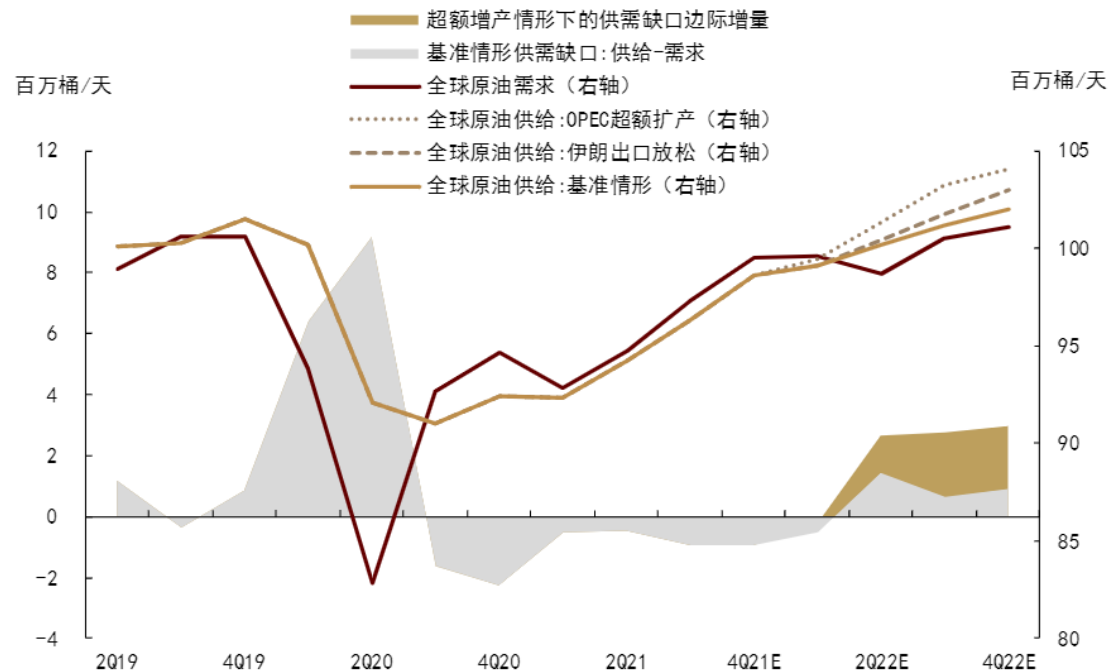
- 需求增长渐近尾声。欧美通航在即，OECD航空煤油修复有望进入冲刺阶段，叠加冷冬预期提振取暖需求。但随着全球经济全球经济增长动力边际趋弱，**2022年全年增速将呈“前高后低”整体特征。**
- 供需错配频繁发生，但并非结构性短缺。当前全球原油已步入稳定增产通道，2022年全年原油市场平衡可能呈“先紧后松、短缺收窄”的特征。

图：需求增速22年呈现“前高后低”特征

全球原油需求同比增速及预测



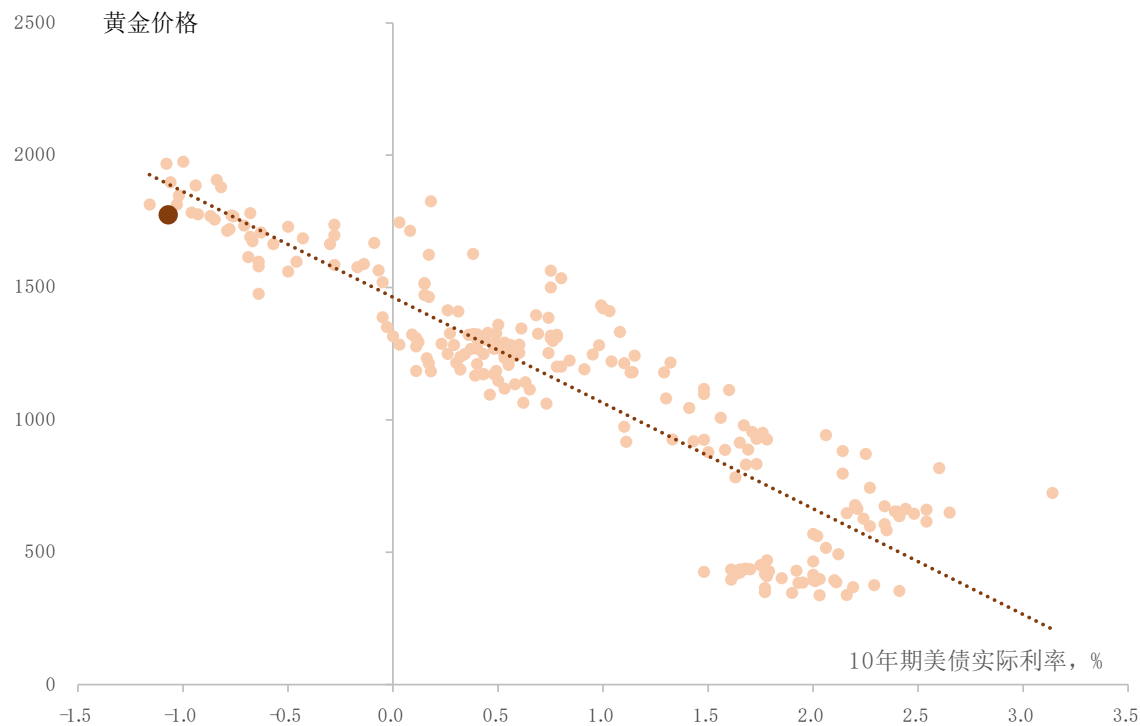
图：2022“先紧后松，短缺收窄”



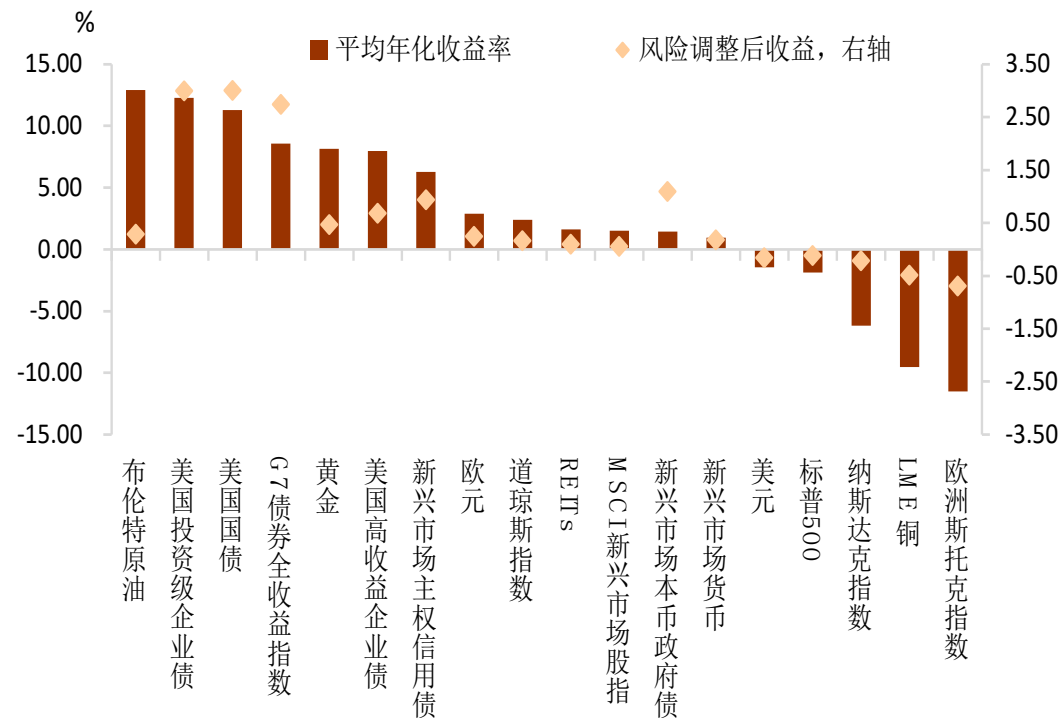
黄金：存在低估，但上行动能不足

- 相比于实际利率，黄金目前仍被低估，实际利率隐含的公允价值1900美元左右。
- 历史上，通胀较高且增长放缓时，黄金均有不俗表现。
- 但2022年美元周期性走强（集中在上半年）及实际利率缓慢上行，将令黄金承压。
- 提示关注数字货币对黄金的分流效果：部分市场参与者将数字货币视为抗通胀或者抗滞胀的资产。

图：实际利率隐含的公允价值1900美元左右



图：通胀较高且增长放缓，黄金有不俗表现



小结

- **国内股票**：结构性机会延续，聚焦高景气与困境反转两大线索；
- **国内债券**：在流动性宽松背景下，债券有交易机会，可转、中高等级信用债相对更好；
- **美国股票**：美股2022年将面临流动性收紧、增长放缓、供给推升型通胀三座大山，整体走势承压；
- **美国债券**：美联储有望在2022年启动加息，美债利率有望曲折上行；
- **原油**：需求增长渐进尾声，2022年有望前高后低；
- **黄金**：存在低估，但实际利率缓慢抬升，整体上行动能不足。

类别	谨慎	中性偏谨慎	中性	中性偏乐观	乐观
国内股票					
国内债券					
美国股票					
美国债券					
原油					
黄金					

尊敬的投资者：

投资有风险，投资需谨慎。公开募集证券投资基金（以下简称“基金”）是一种长期投资工具，其主要功能是分散投资，降低投资单一证券所带来的个别风险。基金不同于银行储蓄等能够提供固定收益预期的金融工具，当您购买基金产品时，既可能按持有份额分享基金投资所产生的收益，也可能承担基金投资所带来的损失。

您在做出投资决策之前，请仔细阅读基金合同、基金招募说明书和基金产品资料概要等产品法律文件和本风险揭示书，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，认真考虑基金存在的各项风险因素，并根据自身的投资目的、投资期限、投资经验、资产状况等因素充分考虑自身的风险承受能力，在了解产品情况及销售适当性意见的基础上，理性判断并谨慎做出投资决策。

根据有关法律法规，嘉实基金管理有限公司做出如下风险揭示：

一、依据投资对象的不同,基金分为股票基金、混合基金、债券基金、货币市场基金、基金中基金、商品基金等不同类型的基金，您投资不同类型的基金将获得不同的收益预期，也将承担不同程度的风险。一般来说，基金的收益预期越高，您承担的风险也越大。

二、基金在投资运作过程中可能面临各种风险，既包括市场风险，也包括基金自身的管理风险、技术风险和合规风险等。巨额赎回风险是开放式基金所特有的一种风险，即当单个开放日基金的净赎回申请超过基金总份额的一定比例（开放式基金为百分之十，定期开放基金为百分之二十，中国证监会规定的特殊产品除外）时，您将可能无法及时赎回申请的全部基金份额，或您赎回的款项可能延缓支付。

三、您应当充分了解基金定期定额投资和零存整取等储蓄方式的区别。定期定额投资是引导投资者进行长期投资、平均投资成本的一种简单易行的投资方式，但并不能规避基金投资所固有的风险，不能保证投资者获得收益，也不是替代储蓄的等效理财方式。

四、基金在投资运作过程中可能面临各种风险，包括市场风险、信用风险、流动性风险，又包括基金自身的管理风险、操作或技术风险和合规风险等，还包括一些特有风险：市场下跌风险、资产支持证券投资风险、港股交易失败风险、汇率风险、境外市场的风险、融资业务风险、存托凭证投资风险和其他投资风险等。

五、基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成对基金业绩表现的保证。嘉实基金管理有限公司提醒您基金投资的“买者自负”原则，在做出投资决策后，基金运营状况与基金净值变化引致的投资风险，由您自行承担。基金管理人、基金托管人、基金销售机构及相关机构不对基金投资收益做出任何承诺或保证。

六、基金由嘉实基金管理有限公司（以下简称“基金管理人”）依照有关法律法规及约定申请募集，并经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）许可注册。基金的基金合同、基金招募说明书和基金产品资料概要已通过中国证监会基金电子披露网站<http://eid.csrc.gov.cn/fund>和基金管理人网站www.jsfund.cn进行了公开披露。中国证监会对基金的注册，并不表明其对基金的投资价值、市场前景和收益作出实质性判断或保证，也不表明投资于基金没有风险。

谢谢

