

2021年12月31日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

稳增长 微宽松 双驱动——2022年宏观经济与资产配置策略展望 投资要点

分析师：谭倩

执业证书编号：S1050521120005

邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

分析师：纪翔

执业证书编号：S1050521110004

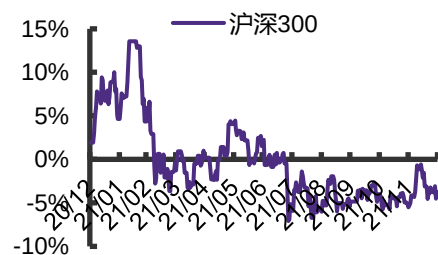
邮箱：jixiang@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹

执业证书编号：S1050121110002

邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

相关研究

《LPR非对称下调，宽松的中点还是终点？》20211220

《北上资金风格切换，消费金融占优》20211214

经济周期

经济下行已成共识，稳增长诉求明显上升。PPI筑顶信号明显，通胀风险略有缓释。“滞”取代“胀”成为主要矛盾，经济周期处于从类滞胀向衰退期的切换过程中，降准降息空间打开，投资逻辑也发生了变化。

经济

出口和地产投资边际回落，消费难有明显修复，传统经济增长动能不足，短期经济依旧承压，叠加高基数效应，经济下行进入下半场。所幸政策开始托底，重心逐渐转向稳增长，新老基建同步发力、保障房对冲、绿色转型和科创提速，经济增速降幅可控。预计2022年GDP增速前低后稳，全年在5%-5.5%区间。

通胀

PPI前高后低，趋于回落，CPI前低后高，中枢抬升，通胀重点逐渐从PPI转向CPI，而且猪油周期错位，CPI没有持续上行的基础。PPI和CPI方向互换，PPI-CPI剪刀差逐渐缩小直至逆转，中下游企业的生存环境趋于好转。

流动性

随着稳增长的压力加大和PPI顶部的确认，货币宽松的必要性提升，且内部制约逐渐消退。预计2022年货币政策前松后紧，降准还有空间，降息依旧可期，但窗口期收窄，一季度是观察窗口期。

大类资产策略

2022年兼具2018年和2019年的特征，风险像2018年，机会更像2019年。悲观者认为2022年会是2018年的重演，乐观者认为2022年是2019年的翻版，我们认为2022年资产表现更像是2019年，股债都有机会，且债>股>商，但也要警惕风险。

■ A股展望

估值抬升与业绩下行博弈，2022年A股走势呈现扁平N字形态。关注绿色科技高质量发展、稳增长和消费提价反攻三条主线，把握结构性机会。

■ 增量资金

2022年A股内资渐强，外资渐弱。机构化进程提速，居民配置权益资产延续火热，2022年公募基金发行有望突破2.2万亿元。美联储将开启加息周期，北上资金净流入的节奏或将放缓。

■ 高质量发展主线

“碳中和”和科技突破是坚持高质量发展的必经之路。一方面，“3060”目标推动能源变革，倒逼绿色制造业（光伏、风电）加速发展；另一方面，新一轮科技周期开启，科技行业（电子、军工、云计算、AIoT、元宇宙）焕新迭代，各项基础设施逐渐完善，宽裕的流动性将赋能科技估值抬升。

■ 稳增长主线

基建稳增长有望促成2022开门红。“稳增长”预期逐渐强化，新老基建齐发力，在政策、资金、项目的共同助力下，基建（工程机械、建筑材料）增速拐点已经确认，有望迎来2022年开门红，新基建（特高压、储能）重心或将偏向绿色能源。

■ 消费提价反攻主线

大众消费品提价，助力行业困境反转。经济下行压力下，社会消费品零售总额增速难以回升，消费整体在等待修复阶段，但大众消费品（啤酒、调味品）提价潮来袭，有望形成盈利改善驱动的行市。

■ **风险提示：**（1）经济加速下行（2）政策不及预期（3）疫情反复爆发

正文目录

1、宏观经济：从类滞胀转向衰退期，胀的风险让位于滞	7
1.1、经济：前低后稳，下行压力加大，稳增长政策成为关注点	7
1.2、通胀：PPI趋于回落，CPI有上行动力，走势背离风险缓释	26
1.3、流动性：前松后稳，开启宽货币+结构性宽信用组合，降准降息可期	28
1.4、经济周期：从类滞胀向衰退过渡，2022年债>股>商	32
2、资产策略：从政策底到市场底，科技和绿色双轮驱动	34
2.1、复盘：2021市场宽幅震荡，“双碳”行情贯穿全年	34
2.2、盈利：2021年A股业绩持续修复，2022年增速前高后低	35
2.3、估值：2022年股市估值有上行空间，蓝筹股性价比提升	38
2.4、增量资金：2022年内资渐强，外资渐弱	40
2.5、A股走势：2022年估值抬升与业绩下行博弈，呈现扁平N字形态	42
2.6、行业配置：关注绿色科技高质量发展、稳增长和消费提价反攻三条主线	43
3、风险提示	58

图表目录

图表1：经济下行压力明显加大	7
图表2：先行指标PMI和社融均处于下行通道	7
图表3：2021年出口保持高景气，11月增速为次高点	8
图表4：欧美劳动力短缺问题有所缓解	8
图表5：分区域看，除欧盟外的主要出口国增速回落	9
图表6：美国疫情补贴到期，商品需求首次下滑（美元）	9
图表7：出口价值指数量价拆分：涨价效应开始退潮	9
图表8：高基数下出口前高后低，拉动作用减弱（%）	9
图表9：房住不炒是底线，地产去金融化还在继续	10
图表10：房地产政策微调纠偏，但托而不举	10
图表11：房企融资持续下行，未有明显改善	11
图表12：自筹资金两年平均增速小幅回升（亿元）	11
图表13：当月同比增速中，自筹和个人按揭明显好转	11
图表14：2022年一季度是房企美元债到期高峰期	11
图表15：销售面积与销售额当月同比持续负增长	12
图表16：销售面积和销售额累计同比增速还在回落	12
图表17：房价连续三个月环比负增长	13
图表18：房贷利率是房价的先行指标	13

图表19: 除竣工外, 拿地、新开工、施工表现较弱	13
图表20: 土地溢价率处于历史低位	13
图表21: 可支配收入增速尚未恢复到正常水平	14
图表22: 工资性收入和经营性收入增速明显放缓	14
图表23: 可支配收入增速低于名义GDP增速	15
图表24: 可支配收入增速低于消费支出增速	15
图表25: 经济下行周期, 失业率有上行压力	15
图表26: 2022年高校毕业生超千万, 加大就业压力	15
图表27: 疫情后, 居民储蓄率持续高位	16
图表28: 央行调查显示储户消费意愿在下降	16
图表29: 疫情对消费的扰动十分明显	16
图表30: 国内外抗疫形势依旧严峻, 影响消费修复	16
图表31: 主要节假日消费数据尚未恢复至正常水平	17
图表32: 政策明确基建加码, 在一季度形成实物工作量	18
图表33: 2021年财政结余资金多达1.5万亿元	19
图表34: 专项债发行明显提速, 且节奏前置	19
图表35: 预计2022年将新增1.61万亿元传统基建投资, 增速为8.69% (单位: 亿元, %)	19
图表36: 传统基建增速触底回升	20
图表37: 新基建规模稳步上升	20
图表38: 2022年保障房投资额为3847亿元, 增量为2813亿元, 增速高达272%	21
图表39: 预计2022年新增风电38GW、光伏35GW	22
图表40: 预计2022年新增风电和光伏投资规模	22
图表41: 高新技术制造业持续高增长	24
图表42: 科技创新继续发力, 资本开支增速显著提升	24
图表43: 先行指标PMI下行通常持续3个季度左右	24
图表44: PMI新订单12MA与名义GDP同比正相关	24
图表45: 新增社融同比领先PMI 1-3个季度, 社融筑底回升, PMI还有半年左右的时间见底	25
图表46: GDP增长目标持续下行, 但每次调整幅度不超过0.5百分点	25
图表47: 国内定价大宗商品明显调整 (元/吨)	27
图表48: 进口价格指数与PPI走势高度相关	27
图表49: 猪周期正在磨底, 预计拐点在二季度附近	28
图表50: 原油供需维持紧平衡, 价格走势前高后低	28
图表51: PPI-CPI剪刀差收窄直至逆转	28
图表52: 中下游成本端压力有所缓解	28
图表53: 12月美联储点阵图显示2022年加息3次	30
图表54: 9月一半成员认为2022年至少加息一次	30

图表55: 删除“闸门”大多对应M2向上拐点	31
图表56: 复盘2019年8月LPR改革的5次降息, MLF和5年期LPR还有下行空间	31
图表57: PMI趋缓+PPI回落, 类滞胀转向衰退期	33
图表58: 经济周期切换与资产轮动	34
图表59: 周期领涨, 中估值占优	35
图表60: “双碳”主线行业涨幅居前	35
图表61: A股归母净利润增速	36
图表62: 2022年A股业绩前高后低	36
图表63: 上游原材料业绩高增	37
图表64: 股市投资性价比回升	38
图表65: 大盘指数回落中值	38
图表66: 多数行业估值回落	39
图表67: 低估值区域或将迎来估值修复	40
图表68: 偏股型基金放量发行	41
图表69: 杠杆资金或将维持2021年的流入节奏	41
图表70: 2021年北上资金连续净流入	42
图表71: 北上资金年度净流入创纪录(亿元)	42
图表72: “风光”渗透率提升	43
图表73: 2011-2025全球光伏新增装机预测(单位: GW)	44
图表74: 2011-2025全球光伏新增装机预测(单位: GW)	44
图表75: 绿色能源发电成本持续降低(LCOE USD/kWh)	44
图表76: 2020年风电光电成本降幅显著	45
图表77: 上游利润占比随商品价格回落	45
图表78: 高端制造投资增速高于整体制造业	46
图表79: 科技制造在成本上行阶段保持较高盈利	46
图表80: 半导体全球销售额同比持续高增(十亿美元)	47
图表81: 2022年全球半导体市场规模将高达6014亿美元	47
图表82: 国防支出预算提升	47
图表83: 60年的科技周期	48
图表84: 流动性宽裕下科技行业更易获得超额收益	48
图表85: 信通院预测云市场规模将持续高增	49
图表86: 云计算实现降本增效	49
图表87: 政策鼓励云计算技术发展	50
图表88: 蜂窝物联网终端用户高增(万户)	50
图表89: 米家智能硬件月活迅速提升(万人)	51
图表90: 工业互联网“补链强链”	51

图表91: Z世代成为网络原住民	52
图表92: 全球VR头显出货量将持续高增	52
图表93: 财政发力领先基建投资增速回升	53
图表94: 建筑材料和工程机械超额收益贯穿三次基建周期 (%)	53
图表95: 多数基建行业估值在合理区间	54
图表96: 工程机械、建筑材料和公用事业利润分配能力更强 (%)	54
图表97: 中国将成为世界上最大储能增量市场	54
图表98: 抽水储能为主要方式, 电化学储能增长较快	55
图表99: 储能政策密集落地	55
图表100: 特高压输送电量和工程距离快速提升	56
图表101: 电网投资增速回升	56
图表102: 社会消费品零售总额复合增速难回疫情前水平	57
图表103: 居民可支配收入 累计同比: 平均值-中位数	57
图表104: 大众消费品公司提价表	57
图表105: 毛利率恢复情况	58
图表106: 净利率恢复情况	58

1、宏观经济：从类滞胀转向衰退期，胀的风险让位于滞

三季度GDP增速跌破5%，经济下行已成共识，稳增长诉求明显上升。与此同时，大宗商品保供稳价政策成效初现，PPI筑顶信号明显，通胀风险略有缓释。“滞”取代“胀”成为主要矛盾，经济周期处于从类滞胀向衰退期的切换过程中，原本松紧两难的货币政策也找到了平衡点，打开了宽松的想象空间，投资逻辑也发生了微妙的变化。

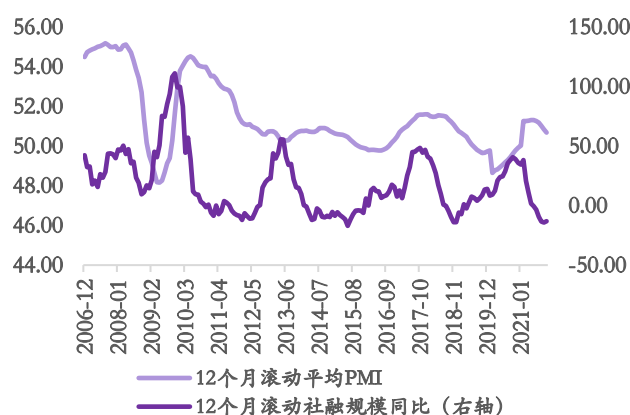
1.1、经济：前低后稳，下行压力加大，稳增长政策成为关注点

2021年经济走势前高后低，由于低基数逐渐消退、政策回归常态化，技术性驱动转为基本面主导，GDP增速逐季下行。特别是二季度顶点确认后，叠加散发疫情、局部汛情、限电限产、大宗商品上涨等多重因素影响，PMI连续7个月下行（11月仅为季节性反弹），滚动社融9个月持续下滑，经济先行指标全面回落，下行压力加速凸显。在这样的背景下，跨周期调节持续发力，稳增长政策正在加码，经济承压但也不至于失速，预计2022年经济增速前低后稳，全年目标增速在5%-5.5%区间。

图表 1：经济下行压力明显加大



图表 2：先行指标PMI和社融均处于下行通道



资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

1.1.1、经济承压：出口和地产投资边际回落，消费难有明显修复

三季度GDP增速超预期下滑至4.9%，已跌破央行测算的潜在经济增速5.1%-5.7%的区间下限，经济增长动能明显放缓。结合11月经济数据来看，仅有季节性结构性小幅回暖，整体经济依旧疲软，正在探底过程中。预计2022年经济下行还有下半场，除了高基数效

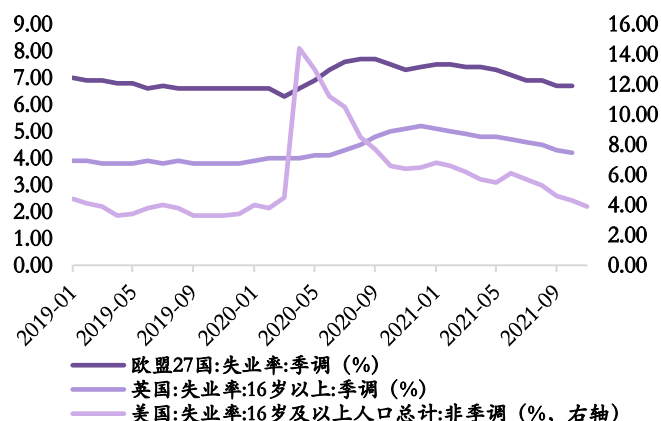
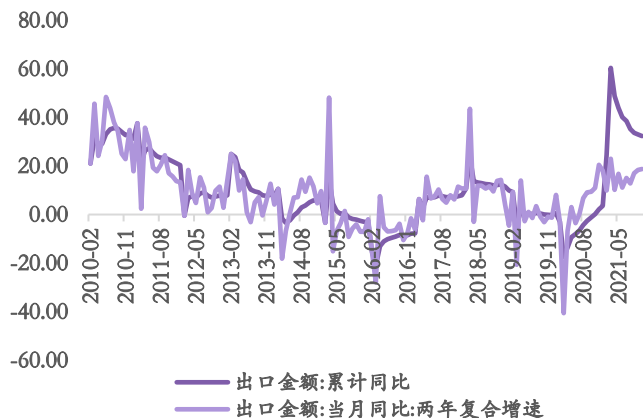
应的影响外，主要是以下几方面的压力：

一是外需回落，虽有韧性，但对经济的拉动作用在减弱。由于国内疫情相对可控、供应链韧性突出，2021年我国出口连创新高，前11个月出口金额高达3.03万亿美元，累计同比增速为31.1%，整体表现一枝独秀。特别是在海外传统节日消费旺季的因素催化下，11月出口再超市场预期，同比增长22.0%，远高于17.2%的一致性预期，两年复合增速为21.3%，为年内次高点，外贸出口维持较高景气度。

由于疫情冲击犹存、中美贸易趋于缓和，2022年中国出口仍有韧性，但增速会边际放缓，对经济的同比拉动作用会逐渐减小。主要是基于以下几点因素的综合考虑：**1. 供给端**，由于劳动力短缺这一关键制约因素开始缓解，欧美失业率出现趋势性下行，全球供应链逐渐修复，中国出口的“替代效应”趋于减弱；**2. 需求端**，因为海外刺激政策逐步退出，对多数国家出口增速边际回落，五大主要出口国中除欧盟外，其他增速都在下滑。以美国为例，随着疫情补贴的到期，三季度人均个人消费中的商品支出迎来拐点，耐用品降幅为4.7%，为年内首次。**3. 涨价效应**，疫情后大宗商品价格整体上涨，价格因素对出口的贡献越来越明显，9月份已超过53%，价格的上行掩盖了量的拖累。如果剔除涨价因素影响，出口数量自4月见顶就开始回落。后续随着大宗商品价格的趋稳，价格效应对出口的贡献也会逐渐退潮。**4. 基数效应**，出口“替代效应”减弱，需求增速下滑，涨价效应消退，叠加2021年出口高基数效应影响，2022年出口逐步回落，大概率是前高后低的走势，增速边际放缓，对经济增长的拉动作用也随之减弱。

图表 3：2021 年出口保持高景气，11 月增速为次高点

图表4： 欧美劳动力短缺问题有所缓解



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35472

