

稳增长基调下寻找低估与确定性机会

—2022年1月资产配置报告



HWABAO SECURITIES

／ 2022年1月7日

分析师：蔡梦苑（执业证书编号：S0890521120001）

► 请仔细阅读报告结尾处风险提示及免责声明



✓ 宏观逻辑：

- 当前我国经济面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力。内部来看，除常规的经济下行带来需求减弱外，“动态清零”政策使得我国潜在经济增速下滑（海外疫苗接种率提升以及逐步放松的防疫要求将带来很大的病毒输入压力，国内坚持动态清零将付出的经济成本越来越大）。外部来看，22年我国面临的外围环境相对不友好：一方面是全球货币收紧，部分海外投行预计美国22年加息4次；另一方面是美国中期选举两党争打“中国牌”的概率较大，势必对我国“卡脖子”类关键技术造成供给冲击。
- 内外、供需双重压力制约企业家对未来经济发展信心，因此，22年关键是把握中央经济工作会议提出的“以经济建设为中心”的主题，围绕具体的稳经济和调结构政策方向进行投资布局。
- 22年政策以“宽货币、宽信用、宽财政”为主。货币宽松，边际灵活；财政积极，效果有限。
- 股市的主线是回归均衡，掘金低估。债市难见系统性趋势，信用分化是主旋律。

✓ 资产配置观点：

- ✓ **股票：增配。**整体回归均衡配置思路，重点关注确定性较高的基建产业链投资机会，尤其是低估值的老基建值得重视；其次，在地产适度纠偏的背景下，关注地产上下游产业链以及其他传统制造业链条相对低估的领域。新能源绿电板块估值过高风险释放后，依然值得关注，建议更加关注业绩的确定性，在业绩落地后择优配置。

✓ 债市：

利率债：减配。宽信用周期开启，利率债全年没有系统性上行机会，整体以震荡为主。

信用债：标配高等级信用债。银行资管产品到期后不能新发，净值型理财子产品更偏爱高等级信用债，22年信用债分化程度进一步拉大。

- ✓ **黄金：减配。**随着美国就业逐步恢复到充分就业水平，通胀将成为白宫和美联储面临的主要问题，美联储首次加息时间和加息节奏可能快于市场预期，利空黄金。

- **风险：国内经济下滑超预期；美联储加息超预期；疫情演进超预期；国际形势演变超预期。**

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 宏观经济环境
- 03 宏观政策与流动性环境
- 04 市场结构与特征
- 05 资产配置观点展望



市场回顾：大类资产表现

2021年全年大类资产表现特征回顾：

- 欧美股市涨幅明显，A股整体表现弱于海外股市，港股主要指数出现不同程度的下跌。

12月A股沪深300指数小幅上涨，创业板指跌幅较大，市场短期受海外流动性收紧预期和国内货币政策偏松两股力量叠加影响，表现为显著的结构性行情。

- 国内债市温和上涨，转债市场全年表现较好。

转债市场与小市值股票表现相关度较高，下半年来，随着小市值股票反弹，转债市场也有亮眼表现，全年来看，转债指数涨幅在17%左右。

- 美元指数较上月基本持平，人民币相对美元价值不变；2021年在美元指数整体升值的背景下，人民币汇率相对美元升值2.45%，走势强劲。

2021年以来央行已连续两次上调外汇存款准备金率，以抑制人民币汇率升值的单边预期，向市场释放稳定汇率的信号

- 全年商品表现良好，尤其是原油价格全年涨幅超50%，与海外主要发达经济持续复苏有关。

南华商品指数扭转11月的下跌趋势，12月涨幅明显

资产类别		区间涨跌幅			
		12月份	11月份	上半年	今年以来
A股	Wind全A	1.04	3.14	5.45	9.17
	上证指数	2.13	0.47	3.40	4.80
	沪深300	2.24	-1.56	0.24	-5.20
	中证500	1.47	3.28	6.93	15.58
	中证1000	-0.55	9.06	6.58	20.52
	创业板指	-4.95	4.33	17.22	12.02
港股	恒生指数	0.00	-7.49	5.86	0.00
	恒生中国企业指数	-1.58	-6.62	-0.70	-23.30
	恒生科技指数	-9.17	-5.45	-3.21	-35.01
海外股市	标普500	4.64	-0.83	14.41	27.23
	纳斯达克指数	1.31	0.25	12.54	22.14
	德国DAX	5.20	-3.75	13.21	15.79
	日经225	3.49	-3.71	4.91	4.91
	英国富时100	4.87	-2.46	8.93	14.59
	法国CAC40	6.73	-1.60	17.23	29.21
债券	中债总财富指数	0.53	0.71	2.14	5.07
	中债信用债指数	0.28	0.42	2.15	4.27
	中证转债指数	1.10	5.12	4.04	17.77
商品	南华商品指数	4.92	-4.88	15.89	20.28
	ICE布油	12.37	-16.37	45.04	53.09
	COMEX黄金	2.36	-0.59	-6.57	-4.10
汇率	美元指数	0.08	1.87	2.68	6.68
	美元兑人民币	0.14	-0.48	-1.20	-2.45

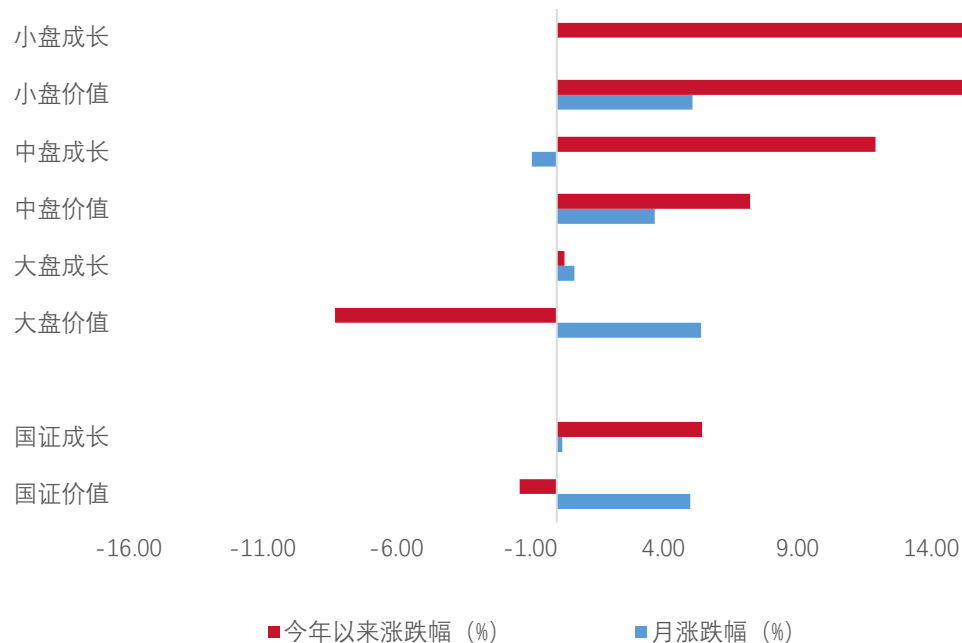
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：数据截至2021年12月31日

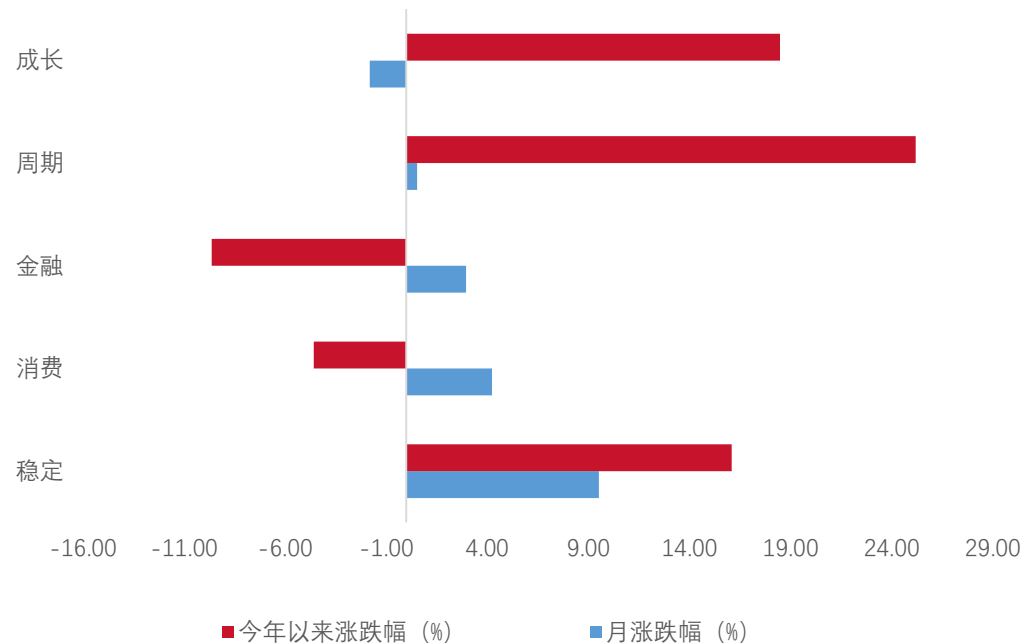
市场回顾：21年全年成长风格好于价值，12月有所逆转

- 21年全年成长风格好于价值，12月份市场风格开始切换，价值风格明显强于成长风格，大盘风格明显强于小盘风格。这一方面与中央经济工作稳增长预期有关；另一方面，与新能源相关股票估值较高，临近年底部分机构兑现收益有关。
- 21年全年金融、消费风格下跌，周期、成长、稳定风格上涨。12月成长风格出现调整，下滑1.81%，其他行业风格均上涨，其中，稳定和消费风格领涨，12月份分别上涨9.52%和4.23%。

12月份中小盘股和成长股的表现较弱



12月份成长股表现不佳



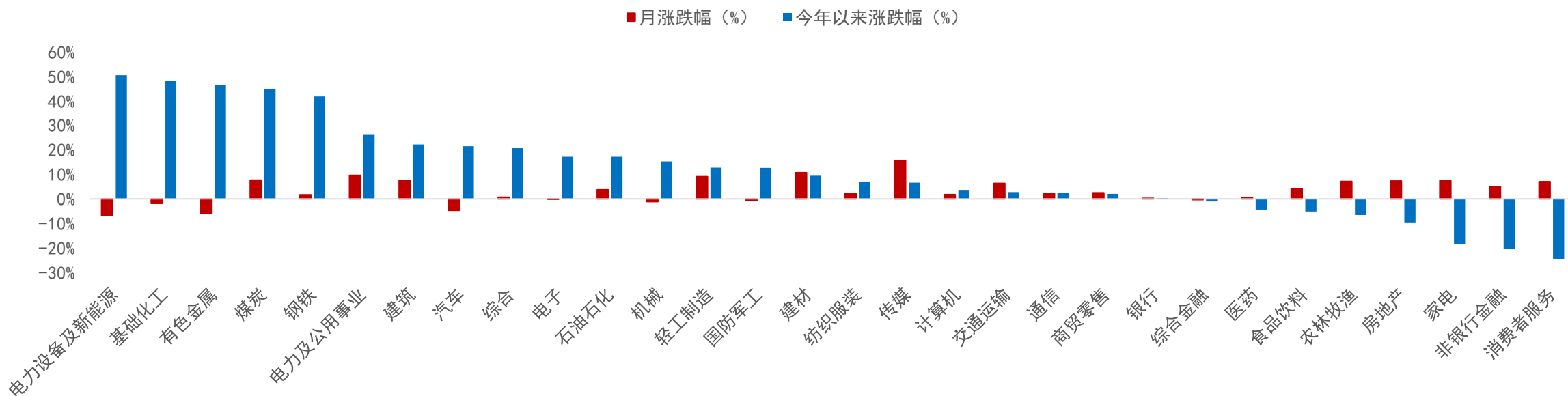
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部
注：市场数据统计截至2021年12月31日

市场回顾：高景气度板块调整，周期板块表现有所分化

- 2021年整体行业风格非常集中，主要在电新和周期板块。全年指数涨幅在50%左右，消费、家电、非银（以保险为主）表现落后。
- 上述全年表现较好的板块在12月有所回调：电力设备及新能源、汽车、国防军工分别下跌6.83%、4.73%、0.71%；周期板块行业表现有所分化，有色金属行业仍在调整，煤炭行业则上涨7.59%（主要受冬季供暖需求攀升以及限电结束后工业用电需求恢复的影响）。

2021年主要行情集中在电新和周期行业

不同行业12月份和2021年以来表现（中信一级行业分类）



市场回顾：债券上涨带动信用利差继续回落

- 信用债方面，10月份以来，信用利差持续回落。

截至12月底，3年期AA级中短期票据信用利差下降至42bp，3年期AAA级中短期票据信用利差下降至118bp。目前信用利差被压缩到历史较低位置。

- 尽管在债牛带动下，信用利差显著回落，但分化仍比较大。高等级信用利差降幅大于低等级。
- 信用分化将成为22年信用债投资的主旋律。

一方面是经济下行的背景下，资金偏爱高等级信用债；另一方面，资管新规过渡期结束，银行母行资管产品自然到期背景下，理财子新发的净值型产品更偏爱高等级信用债。

信用利差持续上行



商品回顾：能源及工业金属涨幅较大，黑色系落后

全年来看，原油涨幅最大，其次为工业金属和部分农产品。相比来看，尽管部分黑色系品种全年波动剧烈，但最终年涨幅不大。

具体到12月，大宗资源品的表现分化明显：

- 能化板块，原油供需缺口尚未得到有效缓解，美国战略储备原油库存超预期下降致使原油价格继续冲高。对国内而言，自政策出手“保供稳价”以来，发改委指导煤价等政策组合拳持续落地，此前“疯狂”上涨的黑色系板块近三个月以来大幅调整，其中动力煤12月份下跌18.07%。
- 工业金属板块方面，随着限产结束以及吨钢毛利的持续回升，短期内钢企对铁矿石的需求提升，12月铁矿石价格上涨9.04%；国内定价品种中螺纹钢上涨

商品种类		月涨跌幅 (%)	今年以来涨跌幅 (%)
能源化工	ICE布油	12.37	53.09
	WTI原油	15.74	57.87
	CZCE PTA	10.33	31.51
	CZCE动力煤	-18.07	1.01
工业金属	DCE铁矿石	9.04	-32.13
	SHFE螺纹钢	3.40	-0.56
	SHFE热轧卷板	-3.42	-1.72
	LME铜	0.37	23.78
	LME铝	7.03	42.21
	LME锌	10.15	28.04
	LME铅	0.70	14.67

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_35826

