

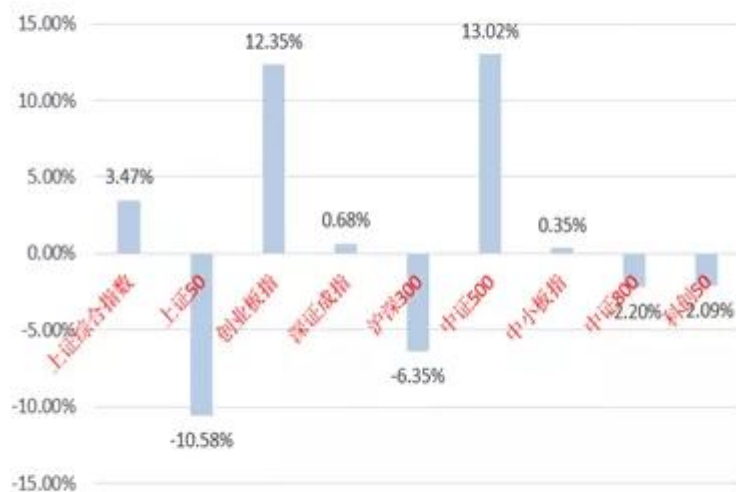
2022 权益策略展望：结构性行情“百花齐放” 超额收益或更显著



2021 年 A 股行情整体震荡，可以总结为三个阶段：

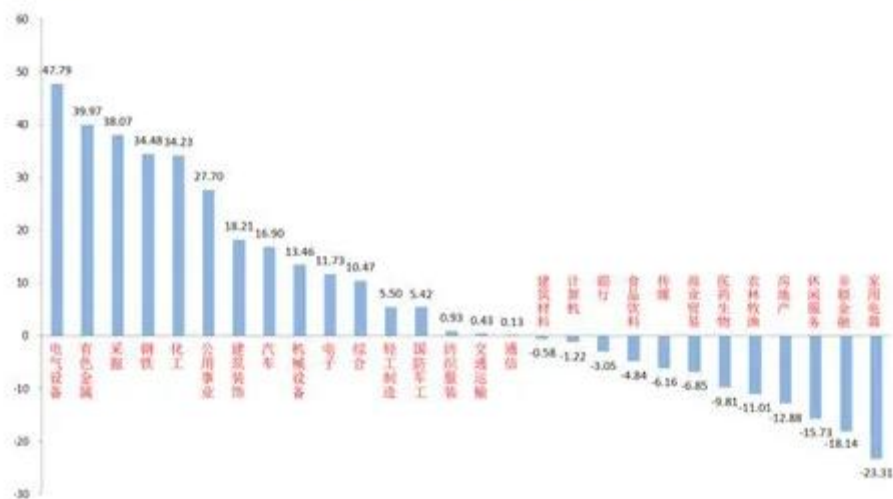
- 1、春节前以茅指数为代表的核心资产冲顶式上涨、春节后核心资产大幅调整，市场触及年内底部。
- 2、2-9 月，在海外流动性输入、国内双碳背景下，PPI 开始超预期上行，大宗商品涨价带动盈利改善，煤炭、有色等上游原材料板块跑出超额收益。期间货币维持中性宽松、信用端超预期收缩下，金融市场流动性充裕推动医药、新能源、半导体、军工等成长风格快速轮动。
- 3、9 月后，PPI 高居不下、经济下行压力大，宏观环境“类滞胀”，但周期股在保供稳价等措施下有所调整。年底地产监管松动和信用见底推动金融消费股回暖。纵观全年，新能源类和资源类标的成为大赢家。

图：主要指数 2021 年初至 12 月 20 日涨跌幅（%）



（资料来源：Wind）

图：申万一级行业 2021 年初至 12 月 20 日涨跌幅(%)



（资料来源：Wind）

2022 年我们将面临怎样的经济环境？

当前全球疫情不断改善，Omicron 变种带来变数，但难阻全球经济回暖趋势；海外尤其是美国流动性过剩，美联储已经开启 Taper 进程，预计 2022 年 6 月后开始加息。我们认为，不必过度担忧美联储 Taper。短期来看，国内经济稳增长压力大，逆周期对冲需要充裕的宏观流动性。长期来看，2010 年后，中美货币周期逐渐“脱钩”，尤其在上一轮美联储加息周期中，国内央行并未跟随加息。且中长期中国经济发展向好趋势以及产业转型升级背景下，外资增配中国资产是大势所趋。

此外，2021 年以来，国内经济实际复苏速度由快转缓，经济增速下行背景下，稳增长将成为 2022 的主题；预计 PPI 逐步见顶，PPI 和 CPI 之间的剪刀差将收敛，中下游行业盈利或有所改善；我国少子化、老龄化程度不断加深，预计对经济增长的拖累会逐步放大，倒逼产业升级。

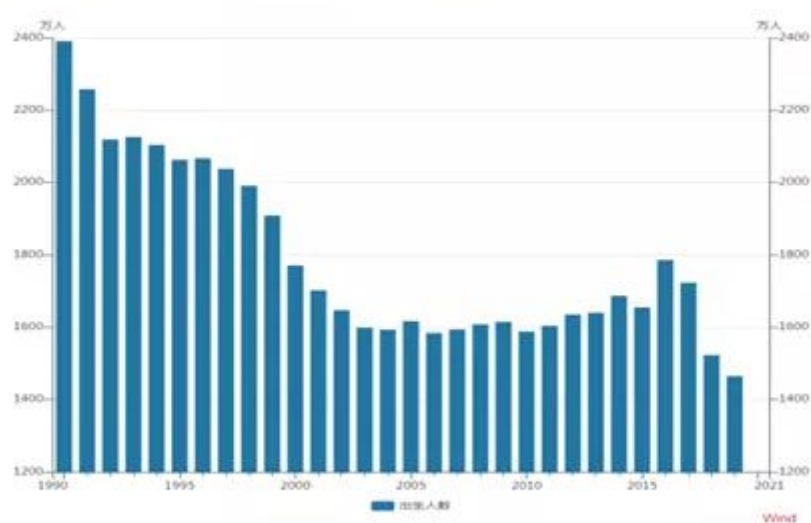
一、经济下行趋势下，稳增长成为 2022 的主题。2021 年 Q2 开始，在疫情抑制消费、基建投资“跨周期”、地产政策强力收紧等背景下，我国经济增速进入下行区间，与此同时 PPI 高居不下，宏观环境“类滞胀”，政府及时提出稳增长为经济工作的主线。我国总体 PMI 在 2021 年 3 月后开始下行，由于国家一系列稳增长措施生效，2021 年前 9 月回升至荣枯线以上。

二、我国出生率持续降低、老龄化程度加深。1990 年以后，我国出生人口数逐年下降，2020 年的出生人口数（1465 万）仅有 1990 年的 61.2%。此外，“60 后”婴儿潮到今天开始逐渐退休，预计到 2030 年，我国劳动年龄人口占比将持续下滑，老龄化程度进一步加剧。

出生率降低和老龄化加剧将对我国经济产生显著影响：

- 1、劳动年龄人口减少将倒逼我国产业升级，机器人、集约化生产需求提高，同时就业率可能会有所提升。
- 2、未来购房刚需人口将减少，房地产需求端将承压。
- 3、老龄化程度加深将对财政形成越来越大的压力。

图： 1990-2020 我国出生人数



(资料来源: wind)

三、流动性预计相对趋于宽松。在当前经济增速下行、稳增长至关重要的背景下，预计 2022 年宏观流动性仍将趋于宽松。一方面，中央经济工作会议表述中去掉了“不搞大水漫灌”的说法；另一方面，结合 12 月央行一系列诸如降准、降息等措施，货币仍将维持中性宽松，信用端逐步企稳，甚至宽信用信号明显。

国内当前经济下行，社融仍处于相对低位。但受美联储 Taper 落地和 2022 年年中开始加息的预期影响，国内流动性宽松的空间或将受限。

四、PPI 与 CPI 的剪刀差逐渐缩小。本轮通胀主要受国内大宗商品供给受限和海外输入性通胀影响，导致 PPI 显著高于 CPI。下半年随着国家保供稳价

等措施开始起效，大宗商品价格从高位下跌，预计 PPI 上行临近高点。而随着 CPI 的抬升，PPI 和 CPI 的剪刀差逐渐缩小，中下游企业成本压力得到释放，盈利端有望获得改善。

图：2014-2021CPI 与 PPI 当月同增情况



(资料来源：Wind)

五、出口增速将回落。2020 年下半年以来，我国最早控制住疫情，最早实现复工复产，出口顺势开始增长。出口的强势带来了贸易顺差高企、外汇流入增加、人民币不断升值的局面，同时也对 2021 年中国经济增长贡献了巨大的份额。

当前，在新兴国家生产能力逐渐修复、国内 2021 年出口高基数的背景下，预计 2022 年我国出口增速将不可避免地回落。2021 年 10 月，WTO 最新预测 2022 年全球出口增速为 4.7%。

六、固投有望缓慢抬升。在去年基数效应下，今年各项投资增速均呈现出“前高后低”走势，2021 年 1-11 月份，全国固定资产投资同比增长 5.2%，较 1-10 月份下降 1.1 pct，其中制造业有修复趋势，基建较弱，地产最弱。展

望 2022 年，在经济下行压力持续增大背景下，作为稳增长的必要抓手，基建大概率有所发力，地产投资或仍将继续承压，整体固定资产投资缓慢抬升。

七、消费修复预期增强但压力仍大。1-10 月社会消费品零售总额累计增长 14.9%，两年年均复合增速 3.9%，明显弱于工业生产和出口增速，服务业尤其弱势。消费修复缓慢的原因主要有：

- 1、疫情冲击居民收入端，城镇和农村居民收入疫后增速明显放缓。
- 2、疫情使居民生活半径缩短，旅游、商务活动、外来务工整体衰减。
- 3、居民防御性储蓄动机增强，消费倾向下降。中国人民银行城镇储户问卷调查显示，疫情之后储蓄率有显著上升。

放眼 2022，随着疫情影响逐渐改善和政府稳增长措施的逐步落地，消费边际修复预期增强但压力仍大。

八、全球经济回暖，通胀风险已现。随着疫情得到控制，2021 年起，欧美主要经济体 PMI 持续恢复，目前均处于枯荣线以上，全球经济在回暖趋势之中。

美国 2020 年起的流动性泛滥导致美国 CPI 和 PPI 从 20Q2 开始同步走高，通胀风险已经显现，逼迫美联储开启 Taper 进程。

九、疫情得到控制但仍有变数。今年 1 月以来，随着新冠疫苗面世并加速接种，美欧疫情显著改善，6 月开始以印度为代表的发展中国家疫情也有改善。但 11 月后，随着高传染性的 Omicron 变种病毒开始传播，欧美国家确诊人数再度上升。但在目前的疫情防控条件下，这波疫情应该很难阻止全球经济回暖趋势。

十、美联储正式进入 Taper 进程但不必过度担忧。在通胀高居不下的背景下，美联储 11 月议息会议上正式宣布开始 Taper 进程。12 月议息会议上，又宣布 1 月起加大缩减购债规模一倍，并于 2022 年 3 月结束 QE，此后市场预期，美联储将在 5-7 月正式加息。

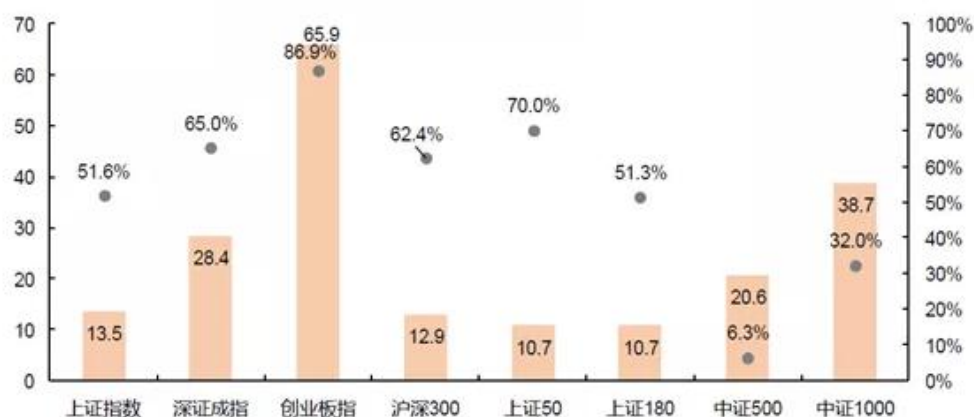
中国中长期经济增长优势助力人民币汇率强势，人民币资产仍具备性价比，外资配置中国是大势所趋。此外，央行在三季度货币政策执行报告中提出“以我为主”，我国货币政策具有较强自主性。市场对美联储 Taper 已有充分预期，虽然对全球流动性存在一定影响，但为应对通胀，不排除美联储有后续支持政策。而我国政府与央行也会有相应措施应对，对此不必过度担忧。

2022 年 A 股“盈利、估值、资金”趋势如何？

全 A 盈利增速恐继续回落。2021 年二季度起，全 A 盈利增速较上年大幅回落，此趋势在 2022 年很难快速改变。根据对全部 A 股的盈利预测计算，预计 2022 年全 A 盈利同比增速为 6.7%，全 A 非金融增速为 6.2%。节奏上，2022 年上半年盈利，在 2021 年较高基数下应该会继续回落，三季度之后或逐步回升。

A 股整体估值不高，内部分化显著。从权益市场估值分位来看，创业板指等宽基指数估值偏高，中证 500 等指数估值偏低，估值分化仍较大，整体处于合理区间。

图： A 股不同指数估值及近十年分位数对比（20211130）



（资料来源：wind）

中长资金在 A 股增量资金中的占比提升。根据 A 股主要机构投资者资金流动测算，预计 2022 年或有超过 1.4 万亿资金净流入，险资、理财子等中长资金占比提升。

2022 年指数或延续震荡，均衡把握结构性机会

从目前来看，经济增速下行背景下，稳增长成为 2022 的主题。此外，结合 A 股估值整体合理、内部分化，以及增量资金持续流入的因素，发生系统性风险的概率较小，预计 2022 年指数整体仍将延续震荡。与过去几年集中在几个主线赛道中不同，明年的市场结构更加百花齐放，预计行业轮动、精选结构带来的超额收益更加显著。

一、“新基建、老基建”将是稳增长的重要抓手

新基建作为国家力推的稳增长抓手之一，重点关注 IDC、物联网、充电桩 IDC、特高压电网、配网、储能、物联网、充电桩等方向的发展机遇。政策扶持下，物联网占据重要的战略地位，随元宇宙等概念兴起，IDC、智能终端设备需求有望高增。在当前我国的能源形势下，远程高效率输电需求高增，特高

压电网建设的重要性再次上升。“十四五”期间，国家电网将投资超过 2 万亿元，推进电网转型升级，目前大批特高压工程在规划建设中，到 2025 年，国家电网经营区跨省跨区输电能力达到 3.0 亿千瓦，输送清洁能源占比达到 50%。整体投资规模将达 5870 亿元。

老基建和新基建同为稳增长主要抓手，2022 年上半年政府增加基建投资预期很高，且年底建筑业 PMI 全部处于荣枯线以上，重点关注能源类基建标的和传统建筑央企估值修复。Q4 专项债发行提速：2021 年 10 月新增地方专项债 5410 亿元，创年内单月新高；10 月 22 日，财政部表示：2021 年新增专项债须在 11 月底前发行完，估计 2021 年 1-11 月专项债总额在 3.2 万亿元左右。目前很多省份已经提前启动了 2022 专项债申报。

二、新能源汽车渗透率持续提升，光伏有望保持高景气

新能源汽车浪潮开启，锂电池步入快速扩产期。自年底到 2022 年，共计 30+款新车型持续上市，各大车企进一步开拓 10-20 万元主流市场，将促使消费需求进一步释放，下游产销有望继续保持高增。当前市场对于 2022 年国内新能源车销量的预期已进一步上调；中游电池提价四季度有望落地，2022 年盈利改善。

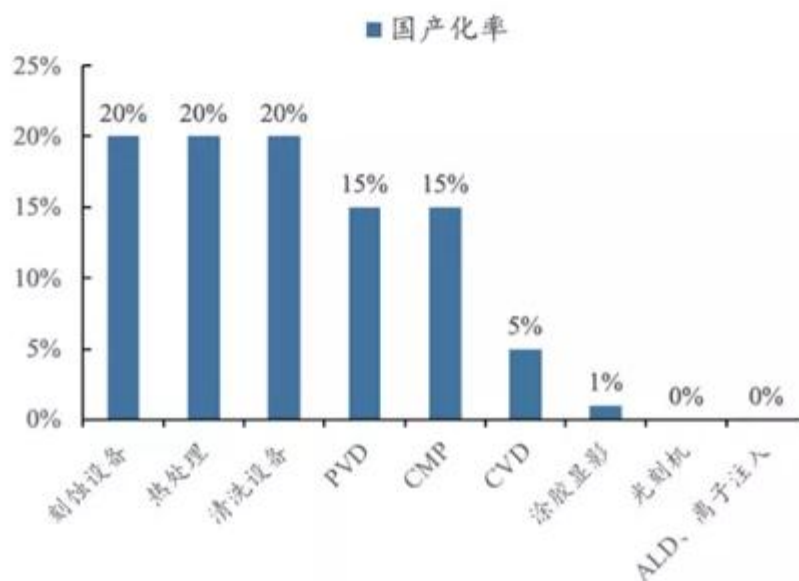
2022 年全球光伏有望保持高景气度，预计到 2025 年之前，全球光伏新增装机量仍能维持在 15%以上的增速。

三、半导体受益于汽车智能化、国产替代

受益于 5G 通信、汽车行业电动智能化、工业互联网等产业变革，半导体的需求越来越大。2020 年，我国智能网联汽车市场规模达 2556 亿元，同比大幅增长 54.35%。

国内半导体设备厂商已成功进入大多数半导体制造设备细分领域，但普遍处于发展初期，整体国产化率尚处于较低水平。在国产替代的大背景下，国内政策、资金持续大力支持半导体产业发展。

图： 半导体设备国产化率低



(资料来源：SEMI)

四、CPI 链：农业产业出清加速，获得政策支持

猪周期低迷之下，21 年养殖企业多数亏损，7 月以来产能端能繁母猪存栏同比持续下行，行业出清加速。

12 月 26 日的全国农业工作会议中，政府提出 2022 农业工作的三大重点为稳定生猪产业、增大大豆等油料作物种植以降低对进口的依赖、大力发展农业科技与高技术农机。明确了政策扶持养殖业与种业的预期。

五、CPI 链：次高端白酒加速扩容，大众消费品密集提价

高端白酒，竞争格局较为稳定，业绩确定性强，供需结构仍将维持紧平衡格局。次高端白酒受益于渠道变革和提价预期，2022 年盈利弹性有望实现高速增长。

食品加工：四季度以来大众消费品企业密集提价，业绩大概率已出底部。复盘来看，从提价到业绩兑现一般需要 1-2 季度时长。成本压力已逐步缓解，若同时叠加需求回暖复苏，2022 年有望量价齐升，业绩可期。

图：食品饮料厂商提价向消费者传导较为顺畅



(资料来源: Wind)

六、医药：高景气新龙头持续涌现，上下游拓展范围

过去 5 年，随着 A 股注册制推行，科创板、北交所的开放，以及港股上市制度改革等，医药企业上市速度明显加快，整体规模迅速扩容。2019-2021 年（截止 11 月底），分别有 37 家， 67 家， 79 家医药企业在 A/H 股上市，CXO、医美、眼科消费品、疫苗、医疗专科连锁、互联网医疗、科研试剂&服务均已成为规模化板块，高景气新龙头持续涌现。

除了医药资金集中度较高的 CXO 板块，经过调整的生物制品、创新药、医疗服务等估值逐渐得到消化，相继进入布局区间。同时，生命科学上游相关公司上市较多，高景气增长持续受到关注。

注释：文中数据来源除特别标注以外，其余均来自 Wind。

风险提示：基金有风险，投资需谨慎。本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。

中加基金管理有限公司
BANK OF BEIJING SCOTIABANK ASSET MANAGEMENT CO., LTD.

追踪结构行情 撷取别样芬芳

中加权益天团股市展望

张一然 基金经理
刘晓晨 基金经理
李坤元 中加权益天团领军人
王梁 基金经理
许飞虎 基金经理
钟伟 中加量化投资负责人
冯汉杰 基金经理
李继民 主管

行稳致远 进而有为
中加基金2022投资展望