

2022 下半年权益策略：

最悲观时刻已经过去，均衡布局价值与成长

2022 上半年，A 股行情整体震荡，期间走势可以总结为两个阶段：

第一阶段，年初到 4 月下旬，市场由于内外部多重原因开始杀跌，投资者情绪持续恶化，估值偏高的一些成长板块成为重灾区。

第二阶段，4 月下旬上证指数跌破 2900 点后，政府及时召开金稳会，市场在确认政策底和经济基本面有好转迹象后反弹至今。

上半年煤炭板块表现最为强劲，涨幅达 31.38%，它也是上半年唯一录得上涨的板块（Wind）。

一、 下半年宏观趋势：经济复苏有望延续

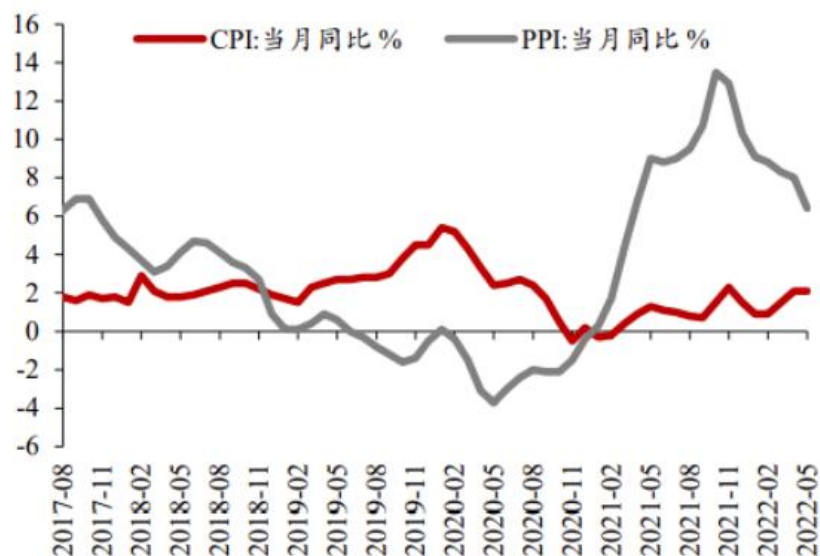
在上海、北京等地疫情出现拐点，解封进行时的背景下，市场复工复产预期增强，且经济数据显示经济基本面有边际转好趋势。叠加美国经济衰退预期不断增强，A 股吸引力上升，5 月起持续反弹，在外围普遍下跌的情况下走出独立行情，与外围形成此消彼长之势。下半年看，这种趋势大概率仍将持续，直到美国通胀数据达到美联储目标。稳增长目标不动摇的背景下，我国经济在下半年保持复苏趋势的可能性较大。

稳增长仍是经济主线。2021 年 Q2 至今，在疫情和资源类商品供需等原因催化下，我国经济增速进入下行区间，并一度陷入滞胀。政府在 21Q2 及时提出以稳增长为经济工作主线，今年更持续出台各类产业和流动性支持政策。我国总体 PMI 在 2021 年 3 月后开始下行，随着一系列稳增长措施生效，21Q2 一度回升至荣枯线以上。2022 年起，随着俄乌战争爆发、美联储加速加息缩表、国内疫情反复等诸多因素，PMI 再度回落至荣枯线下。

流动性相对宽松。上半年央行出台了包括降息、降准、财政定向支持等流动性宽松举措，在当前经济增速下行，稳增长至关重要的背景下，预计下半年宏观流动性仍将趋于宽松。

PPI 与 CPI 剪刀差有望缩小。在国际大宗商品价格居高不下，国内大宗商品供给与需求均较弱和外部流动性泛滥、输入性通胀影响下，目前我国 PPI 依旧高于 CPI，随着国家保供稳价等一系列稳增长措施起效，多数大宗商品价格基本稳住，预计 PPI 上行空间有限，CPI 链中下游行业成本压力得到释放，盈利端有望得到改善。

图：2017 至今我国 CPI 与 PPI 同增情况

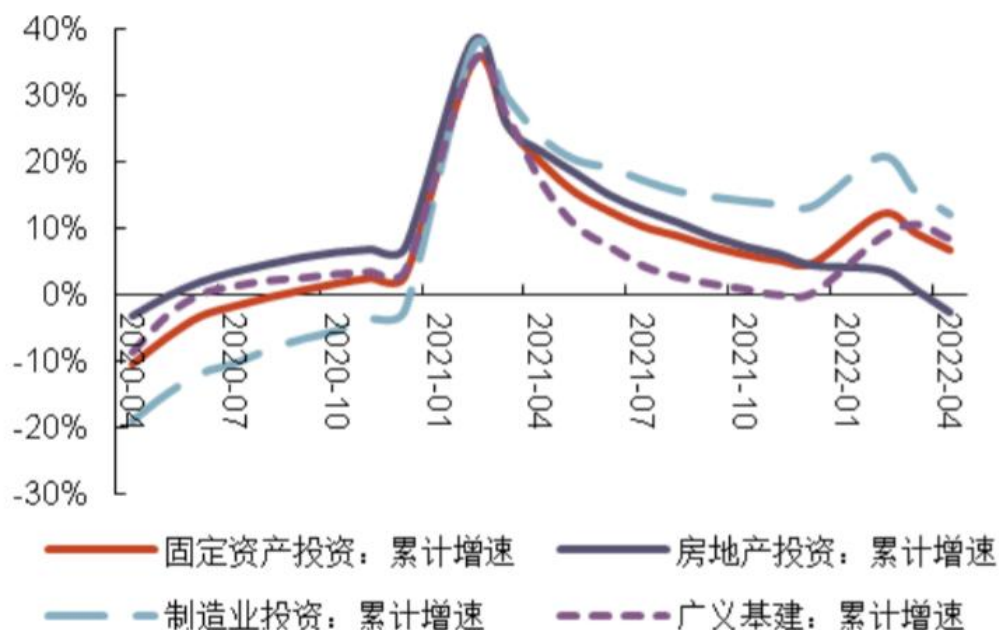


数据来源：Wind，截至 2022 年 5 月

出口增长压力犹存。新冠肺炎疫情以来，得益于我国对疫情的有效控制，全球最早实现复工复产，2021 年起出口从疫情打击中迅速恢复，屡屡超出市场预期，出口的强势带来了贸易顺差高企、人民币不断升值、外汇流入增多的局面，对 2021 年中国经济增长贡献巨大。但进入 2022 年，随着海外经济体生产能力逐渐修复和我国疫情出现反复，出口数据在上半年压力较大，随着复工复产进行时，5 月出口数据转好，单月出口超过 3000 亿美元，原因一方面是 4 月份积压的货物集中放行，另一方面我国出口景气度仍然较好。但纵观全年，我国出口仍然承受着疫情反复、需求走弱、高基数等诸多影响，下半年出口增长存在一定压力。

固定资产投资有望抬升。2021 年固定资产投资整体与 2020 年持平，今年在经济下行压力持续增大背景下，制造业深受疫情影响，地产投资目前看边际放松力度和需求都有所不足，作为稳增长的必要抓手，基建大概率有所加力，4 月疫情影响开工，基建政策更多兑现在二三季度，很多政策还未落实到位。全年专项债已发 2 万亿，今年额度还剩余 1.6 万亿额度，预计 6 月开始加速发行，下半年料有更多定向支持，基建投资或不再“前低后高”，预计下半年固定资产投资整体缓慢抬升。

图：2020 至今我国固投情况



消费修复预期增强但压力仍大。今年社零数据从年初走弱至今，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包括：

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。

放眼全年，随着疫情影响逐渐减小和政府稳增长措施逐步落地，消费边际修复预期增强，但压力仍大。

关注美联储议息进程。俄乌冲突目前仍然继续，对全球大宗商品市场和资源类股票都造成了极大影响，也是国际高通胀的主要推手，对我国经济和 A 股的影响要依据战争持续时间和结果决定。

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，通胀风险逐步显现，逼迫美联储开启 Taper 进程。美国 5 月通胀数据中，美国 CPI 同比上涨 8.6%，创 1981 年 12 月以来新高，高于上月及市场预期；CPI 环比增长 1%，显著高于预期的 0.7% 和上月的 0.3%。探究原因，高企的能源成本是美国本月整体 CPI 的飙升的主要推力（能源价格指数同比上涨了 34.6%），5 月美国 CPI 数据打破了市场对美国通胀见顶并开始回落的预期，给了美联储加大紧缩力度的动力，后期需重点关注美联储议息会议是否会超预期加息。

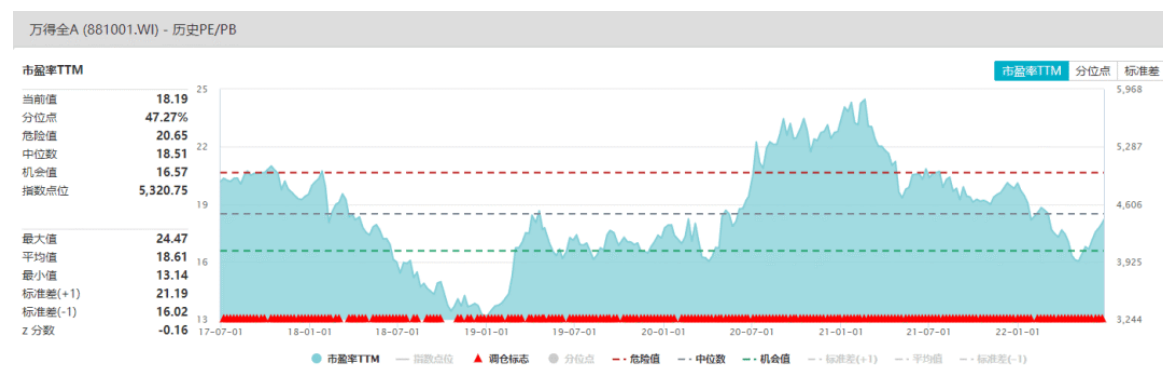
中国增长优势下，人民币与相关资产具备一定性价比，外资配置 A 股、债券是大势所趋，且我国货币政策具有较强自主性，央行在三季度货币政

策执行报告中提出“以我为主”，市场对美联储加息已有充分预期并提前消化。美国加息还将影响国内乃至全球市场，但美国政府对通胀应有后续应对政策，我国政府与央行也会有相应措施，对此不必过度担忧。

二、下半年投资策略：均衡布局，重点关注七大领域

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Wind对全部A股的盈利预测计算，预计全部A股2022年盈利同比增速为6.7%，全部A股（非金融）增速为6.2%。节奏上看，上半年盈利在2021年较高基数下回落的基础上，三季度之后或有所缓和甚至回升。截止6月27日，wind全A的PE(TTM)为18.19倍，处于5年期的47.27%历史分位，处于底部回升状态。

图：全A估值分位在底部有所回升



数据来源：Wind，截至 20220627

在我国经济开始边际好转叠加外围衰退预期增强的背景下，A股“风景这边独好”，最悲观的时刻已经过去，且目前政府稳增长决心仍然坚定，稳增长依然是今年经济工作的主线，后续应继续关注更多稳增长相关措施的进一步落地。

我们预计后续市场将重回震荡，单边熊市可能性不大，暂时仍以结构性机会为主。建议均衡布局稳增长价值标的和充分调整，景气度高的成长标的。继续对市场维持“不过分乐观、不过分悲观”的态度，可适当关注以下领域：

1、新基建。互联网数据中心（IDC）、物联网、充电桩等新基建作为国家力推的稳增长抓手之一，有望迎来较好的发展机遇。政策扶持下，物联网占据重要的战略地位，随着元宇宙等概念兴起，IDC、智能终端设备需求有望高增长；碳中和框架下，新能源汽车渗透率保持上升，作为其重要配套基础设施的充电桩有望迎来同步景气。

2、老基建。老基建作为稳增长另一主抓手，上半年由于疫情等原因，未能完全发力；下半年政府增加基建投资预期很高，且今年以来建筑业 PMI

全部在荣枯线以上，下半年或会有更多定向支持，基建投资不再“前高后低”，重点关注能源类基建标的和传统建筑央企估值修复。

3、新能源产业链。新能源汽车浪潮开启，锂电池步入快速扩产期。汽车方面，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；下半年国内新能源车销量预期上调。光伏方面，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。

4、半导体。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。

5、必选消费及高端、次高端白酒。后续复工复产等经济的边际改善将率先表现在消费数据上，“稳增长”作为传统政策方向对于传统型消费更加敏感，因此消费板块修复在短周期的交易层面表现或更佳，可关注必选消费的修复机会。农业方面，经过产业出清，猪周期在 2022 年-2023 年有望上行。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。

6、医药。经过上半年的调整，CXO、生物制品、创新药、医疗服务等估值逐渐得到消化，逐渐进入布局区间，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。

7、国企改革主题。2022 年是国企改革三年行动收官之年，政府对此工作高度重视，预计下半年央企资产注入、吸收合并、股权激励、转型升级等动作频繁，有此预期的央企标的值得重点关注。

注释：文中数据除特别说明，均来自 wind，截至 20220627

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。