

报告摘要

2022 年一季度 A 股市场展望与投资策略

宏观方面：内需发力、信用宽松、外需不弱共振之下，2022 年一季度国内经济回升的确定性较高，甚至可能是全年经济增长高点。国内来看：2021 年财政后置、2022 年财政前置，2022 年春节期间就地过年可能性较大，所以 2022 年一季度基建增速大概率明显回升。在稳增长压力较大的情况下，预计提前下达额度亦有望在 2022 年一季度附近形成实物工作量。出口方面：2021 年中国出口增速之所以能保持较高水平，一部分原因在于商品涨价效应，另一部分原因在于中国出口份额持续高于疫情前平均水平，出口也成为经济托底项。展望 2022 年一季度，在海外疫情新一轮扩散的背景下，叠加就地过年政策利好生产，出口增速有望继续保持较高水平，托底经济增长。

国内疫情仍有反复，会继续压制消费的复苏，部分行业可能依然存在系统性风险，即便如此，市场依然存在部分结构性的投资机会，如我们坚定看好新能源占比持续提升下的新型能源体系建设的投资机会，“双碳”目标坚定，各行业路线图及政策不断清晰，打造现代能源体系、构建新型电力系统是国家长期发展方向。

2022 年一季度港股市场展望与投资策略

我们对香港市场一季度仍然持谨慎态度。港股虽于去年大幅跑输全球主要市场，估值亦处于历史地位，但在流动性趋紧等因素下，预计港股一季度仍将维持震荡行情，而板块间的轮动行情亦将持续。在一季度建议重点聚焦在与“稳增长”政策相关的部分低估值行业，避开受行业政策及政治因素影响较高的公司，具体来看：

1、“稳增长”政策的风气传递预计会持续在整个一季度的行情内，去年底 PMI 已在持续回升，在中央经济工作会议的定调下，各地方重大项目有望于一季度集中开工，带动投资的明显回暖。而市场前期略微担忧的中长期信贷，预计也有望在一季度放量。在此背景下，老基建及部分新基建的投资意愿及批复开工或将明显优于房地产行业。在行业选择上，低估值的部分基建、建筑建材、及房地产后周期板块或有望表现。

2、去年引发海外投资者对于国内部分行业（如以住宅开发为主的房地产企业、医药行业等）出现系统性风险的担忧预计仍然会持续，而今年一季度本身会伴随着国内的春节假期及海外假期等休市因素，预计在中外投资者的信息不对称问题上会愈发明显，部分行业或继续会出现当港股通休市时，海外投资者因认知偏差导致恐慌性抛售。

3、由于疫情防控等因素，内地与香港特别行政区仍然未能正常通关，导致投资者对于投资港股的态度和信心受到较大影响，即使如去年六月底国内流动性较为充裕的情况下，南下资金并没有明显好转，香港市场的本地股的表现可能仍然会受部分不确定性因素影响。

2022 年一季度债券市场展望与投资策略

2021 年经济名义增速及企业盈利增速维持高位，政府全年支出较为谨慎，财政整体超收欠支，全年结余资金较多，赤字压力较小。全年政策后置，叠加较多的结余资金，预计 2022 年一季度基建投资或有一波短期上扬，但全年来看房地产增速将维持 10% 以下且继续下行，出口增速也大概率趋缓，整体通胀压力仍然较大，PPI 去年四季度见顶并逐步回落，经济下行压力仍然存在，从稳增长的政策主线来看，面对经济下行压力，相应政策或将持续发力进行对冲。

2022 年一季度政策以稳增长为主线，流动性保持合理充裕。财政前置发力，基建增速开门红利好城投债，但长期化解隐性债务基调不会松动，城投融资增量较为有限，结合所处区域政府救助意愿和能力，保持合理参与。

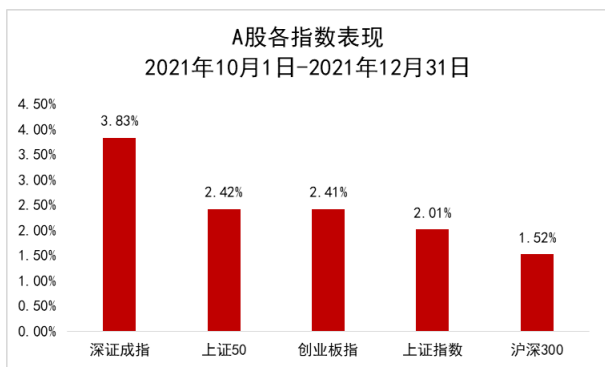
本报告所载资料的来源及观点的出处被恒生前海基金认为可靠，但恒生前海基金不对其准确性或完整性做出任何保证。本报告所载的信息、材料及结论只提供客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。恒生前海基金不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

2021 年四季度市场回顾

A 股稳增长预期增强，行业呈结构性分化

2021 年四季度稳增长预期增强，PMI 自 11 月起连续两月回升，企业生产经营活动总体稳定扩张，预计景气有望维持。大宗商品中煤炭价格快速下跌使 PPI 涨幅收窄，且已进入长协议区间。金属价格回落反弹，原油价格持续高位震荡。12 月降准降息维稳市场预期，货币政策释放宽松信号。政策力度逐步增强，并加大资本市场对科技创新的支持力度。

四季度行业风格仍呈现结构性分化，成长、消费风格表现较优，周期风格则明显弱于此前表现。受保供稳价等政策密集调控的影响，大宗商品明显回落，煤炭、石油石化、钢铁三大资源品板块（中信）居跌幅前三。双碳新能源经历短期调整，估值水平有所下降。受元宇宙概念刺激，传媒板块（中信）涨幅 22.7%，领涨 4 季度。

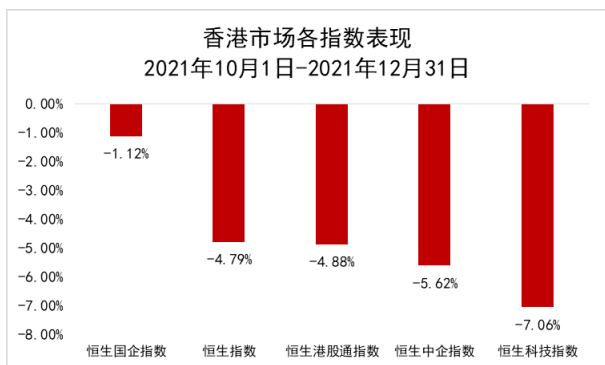


资料来源：Wind，恒生前海基金，截至 20211231。

港股市场持续下挫，底部距离或不远

海外市场的走势逻辑逐渐从交易“流动性收紧预期”切换到交易“收紧预期的兑现”，美联储不断兑现关于收紧的承诺。11 月 4 日美联储议息会议如期宣布 Taper，逐月递减购债规模。12 月 FOMC 会议再次宣布加速 Taper，月度购买量缩减翻倍。。

受全球疫情反弹、反垄断监管持续加码、房企债务危机等利空打击，香港市场情绪低迷，港股指数在 2021 年 4 季度全线下跌。AH 溢价仍处于历史阶段性高点。目前恒指 PE (TTM) 估值显著低于过去二十年的均值与中位数水平；PB 估值同样大幅低于过去二十年的均值与中位数水平，港股市场可能距离底部已不远。

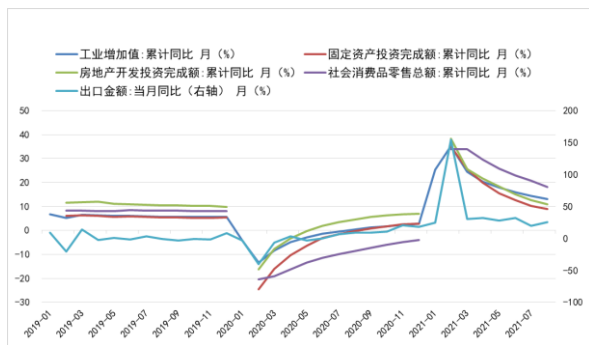


资料来源：Wind，恒生前海基金，截至 20211231。

中国宏观经济回顾

经济基本面

2021 年以来，全球疫情虽有反复，但随着疫苗施打推进，整体持续改善。国内经济在 2021 年上半年延续复苏态势，但 2021 年三季度经济增速有所回落，排除基数因素影响，变异毒株疫情的发散对经济复苏形成较强冲击，导致供需端双双放缓。2021 年三季度钢铁、煤炭价格涨幅继续扩大，PPI 增速上行主要来源供给端，需求端拉动极为有限。四季度，随着疫情影响的边际减弱，稳增长政策开始发力见效，生产表现稳步回升，房地产投资下行趋缓。

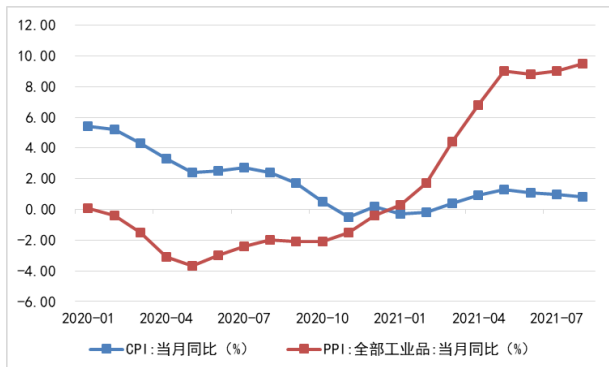


资料来源：Wind，恒生前海基金，截至 2021108。

国内经济从弱增长、高盈利逐步切换至稳增长、盈利增速放缓。2021 年受供给端价格上行，国内需求不足影响，GDP 相对偏弱。全年出口及制造业走强，地产大幅回落，消费复苏十分缓慢。预计 2022 年一季度地产持续出清后或将触底，财政发力短期基建或有冲高可能，但城投监管整体较严，全年基建难有大幅提升。

通货膨胀

2021 年上半年，翘尾因素拉动下国内 CPI 温和回升，PPI 受到大宗商品持续上涨以及去年低基数影响快速上行。2021 年 8 月份环比增速分化令 CPI 和 PPI 同比差异再度扩大。随着能耗双控政策纠偏，各地运动式减碳逐步缓解，2021 年四季度供给趋于缓和，PPI 出现拐点。预计 2022 年一季度随着消费终端逐步恢复，煤炭供给持续增加，能耗双控约束缓解，CPI、PPI 剪刀差将进一步收窄。



资料来源：Wind，恒生前海基金，截至 2021108。

货币政策

2021 年央行坚持实施正常的货币政策，强调跨周期设计，注重防范金融风险，政策空间留有余地，流动性保持合理充裕。2021 年上半年，贷款结构持续改善，新增企业中长期贷款规模同比维持高位，社融和 M2 增速延续下降趋势。四季度货币政策延续稳健，略有偏松，整体保持连续性、稳定性和可持续性，服务实体经济，防控金融风险。2021 年 12 月全面降准，释放约 1.2 万亿资金。预计 2022 年货币政策将稳中略松，房贷利率或有下调，货币政策总体将呈中性。

财政政策

2021 年财政收入端整体超收欠支，经济全年名义增长和企业盈利增速处于高位，全年预算支出较为谨慎，结余资金增多，赤字压力不大。全年财政整体后置，导致建筑产业链影响的内在下半年逐步放缓，信用派生偏弱，银行间狭义流动性相对宽松。预计 2022 年政策主线是稳增长，考虑到 2021 年结余资金较多以及四季度专项债集中发行，预计 2022 年一季度政策节奏将大概率前倾，基建增速有望出现高点。

2022 年一季度权益市场展望与策略

A 股市场

宏观方面：内需发力、信用宽松、外需不弱共振之下，2022 年第一季度国内经济回升的确定性较高，甚至可能是全年经济增长高点。国内来看：2021 年财政后置、2022 年财政前置，2022 年春节假期就地过年可能性较大，所以 2022 年一季度基建增速大概率明显回升。在稳增长压力较大的情况下，预计提前下达额度亦有望在 2022 年一季度附近形成实物工作量。出口方面：2021 年中国出口增速之所以能保持较高水平，一部分原因在于商品涨价效应，另一部分原因在于中国出口份额持续高于疫情前平均水平，出口也成为经济托底项。展望 2022 年第一季度，在海外疫情新一轮扩散的背景下，叠加就地过年政策利好生产活动，出口增速有望继续保持较高水平，托底经济增长。

国内疫情仍有反复，会继续压制消费的复苏，部分行业可能依然存在系统性风险，即便如此，市场依然存在部分结构性的投资机会，如我们坚定看好新能源占比持续提升下的新型能源体系建设的投资机会，“双碳”目标坚定，各行业路线图及政策不断清晰，打造现代能源体系、构建新型电力系统是国家长期发展方向。

港股市场

我们对香港市场一季度仍然持谨慎态度。港股虽于去年大幅跑输全球主要市场，估值亦处于历史低位，但在流动性趋紧等因素下，预计港股一季度仍将维持震荡行情，而板块间的轮动行情亦将持续。在一季度建议重点聚焦在与“稳增长”政策相关的部分低估行业，避开受行业政策影响较高的公司，具体来看：

1、“稳增长”政策的风气传递预计会持续在整个一季度的行情内，去年底 PMI 已在持续回升，在中央经济工作会议的定调下，各地方重大项目有望于一季度集中开工，带动投资的明显回暖。而市场前期略微担忧的中长期信贷，预计也有望在一季度放量。在此背景下，老基建及部分新基建的投资意愿及批复开工或将明显优于房地产行业。在行业选择上，低估值的部分基建、建筑建材、及房地产后周期板块或有望表现。

2、去年引发海外投资者对于国内部分行业（如以住宅开发为主的房地产企业、医药行业等）出现系统性风险的担忧预计仍然会持续，而今年一季度本身会伴随着国内的春节假期及海外假期等休市因素，预计在中外投资者的信息不对称问题上会愈发明显，部分行业或继续会出现当港股休市时，海外投资者因认知偏差导致恐慌性抛售。

3、由于疫情防控等因素，内地与香港特别行政区仍然未能正常通关，导致投资者对于投资港股的态度和信心受到影响，即使如去年六月底国内流动性较为充裕的情况下，南下资金并没有明显好转，香港市场的本地股的表现可能仍然会受部分不确定性因素影响。

两地市场看好的板块及原因

关注行业	看好原因
医药	老龄化加剧以及医保资金吃紧，促使医改政策频出力求挤压诊疗过程中的水分，导致医药处于政策阵痛期以及仿创新到全创新转型期，但是由于医药的刚需属性以及收入水平的提升，医药行业仍是高景气发展的长期领域，现阶段结合宏观环境变化，医药应重点关注具有业绩确定性以及估值合理板块标的，同时兼具政策避风港和全球化逻辑。
电子	集成电路方面，经历了 2021 年的高景气之后，预期 2022 年之后芯片紧缺现象逐步缓解，依靠涨价逻辑支撑的标的存在下行风险，行业逻辑将从“价”过度到“量”，未来一两年新产品有良好进展且能够顺利放量的标的依旧存在机会。 而消费电子方面经历了 2021 年的量价齐跌后，在 2022 年存在周期反转的可能，此外 2022 年 VR、MR 等新产品的发布，将给消费电子带来新的增长点。我们在这个时点看好未来能在“量”上继续突破的半导体标的，和具备新的增长点的消费电子标的。
计算机	智能汽车和工业软件景气度长期持续升温和部分细分领域龙头估值修复是近期板块投资主要着眼点，一季度年报预告和披露期将至，前述领域有较强基本面持续性和数据支持可把握。 一季度建议关注几条主线：1) 智能汽车座舱域和驾驶域新突破，合规云和高精度地图渗透率提升；2) 工业软件，智能制造软件 MES 的下游需求和产品成熟度不断向好；3) 云基础设施、金融 IT 等高景气细分龙头估值修复。

两地市场看好的板块及原因

关注行业	看好原因
新能源汽车	<p>国内市场延续高增长，欧洲市场有望复制国内由政策驱动向消费驱动转型之路，美国市场在政策帮扶下，需求有望大量爆发。对于 2021 年末电池的涨价，下游车企出于快速抢占市场份额的考虑，更多选择自己消化，因此上游涨价对下游需求的影响偏弱。中上游排产保持高位，部分环节仍然保持紧缺，即使因为产能释放出现盈利波动，龙头因为技术进步和一体化也会有阿尔法。</p> <p>2022 年一季度建议关注几条主线：1) 供给持续偏紧的环节，包括隔膜、负极（石墨化）、铜箔；2) 盈利能力有望从底部恢复的电池环节。</p>
光伏	<p>由于硅料新产能逐渐释放以及下游去库存，光伏产业链价格下降明显。从需求侧看，分布式需求保持旺盛，地面电站开工陆续启动，2022 年一季度有望呈现淡季不淡的特征。组件及辅材环节的排产环比上行，反映出产业链景气度进一步抬升。</p> <p>2022 年一季度建议关注几条主线：1) 盈利修复明显的环节，包括电池、组件；2) 盈利能力较为稳定、景气度始终维持高位的细分环节，比如逆变器、户用。</p>

随着一季度财政前置发力，短期内基建增速或有上扬，利好城投债，但隐性债务化解基调不变，短期城投融资窗口依然趋紧，建议配置需充分考虑所处区域地方政府的救助意愿和能力。

(此处为文章结尾)

2022 年一季度债券市场展望与策略

债券市场展望

2021 年经济名义增速及企业盈利增速维持高位，政府全年支出较为谨慎，财政整体超收欠支，全年结余资金较多，赤字压力较小。全年政策后置，叠加较多的结余资金，预计 2022 年一季度基建投资或有一波短期上扬，但全年来看房地产增速将维持 10% 以下且继续下行，出口增速也大概率趋缓，整体通胀压力仍然较大，PPI 去年四季度见顶并逐步回落，经济下行压力仍然存在，从稳增长的政策主线来看，面对经济下行压力，相应政策或将持续发力进行对冲。

2022 年一季度政策以稳增长为主线，流动性保持合理充裕，短期降息概率不大。财政前置发力，基建增速开门红利好城投债，但长期化解隐性债务基调不会松动，城投融资增量较为有限，结合所处区域政府救助意愿和能力，保持合理参与。

债市策略

2021 年 12 月，市场在降准“靴子落地”、降息预期落空和“保供稳价”政策下基本面小回温的压力下维持窄幅震荡。目前经济下行压力较大，房地产投资持续下行，货币政策有一定的宽松需求，但鉴于降准后央行需持续观察效果，短期降息落地概率较小。建议考虑配置盘等待时机。