

## 报告摘要

### 2022 年二季度 A 股市场展望与投资策略

宏观方面：财政部有关负责人表示，今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件。我们认为，房地产税推迟，政策放松可期。另外，3 月金融委会议的一系列表态对稳定市场情绪、呵护市场信心有重要作用，表明政策底或已出现，后续具体措施待落地。

国内疫情仍有反复，会继续压制消费的复苏。短期的剧烈波动过后，应该思考未来的投资方向是哪些。我们认为，维护国家能源安全，达成双碳目标背景下的新能源产业确定性仍是最高，如光伏，风电，核能等。这些行业在国内会持续增长，同时在全球范围内不断夯实自身产业链综合竞争力。推动这些行业继续做大做强原动力，是不断地核心技术自主化以及升级迭代。我们坚定看好能源革命大赛道，投资机会可能会从价格因素考量逐步向技术变革倾斜。“双碳”目标坚定下，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长期发展方向。

另外智能化升级在各行各业全面推开，智能驾驶，智能制造等方向存在较大的机会。汽车行业作为我国以及全球重要产业，新能源化和智能化是人类最重要的产业变革。新能源化在全球范围内形成共振已经有两年时间，智能化则或许在今年开启它的元年。

### 2022 年二季度港股市场展望与投资策略

短期内港股市场或将维持区间波动，主要考虑到：（1）监管不确定性和国外地缘紧张局势仍在持续，因此海外基金、尤其是大型主权财富基金可能不会很快重新流入中股市场；（2）国内疫情传播仍在持续；（3）稳增长政策仍在持续发力过程中，密集发布的阶段业绩将对市场带来影响；（4）卖空占比仍然处于较高水平。

但如果拉长维度来看。我们可以看到一些积极信号：（1）估值水平已经非常具有吸引力（恒生指数 PE 已跌到 10 倍，PB 接近 1 倍净资产；恒生科技指数 PE-TTM 跌到 38 倍，滚动至 22 年的前瞻 PE 则更低）；（2）更多企业正筹划扩大股票回购力度或发放高额股息；（3）香港本地疫情高点正在过去，未来几个月有望逐步缓解。

我们认为，港股市场的科技板块具备一定的稀缺性，且综合体量和权重来看，也可以充分体现港股的配置价值。尽管目前行业整体的反转上行的时间和空间尚不确定，但以估值来看，相对下行空间或相较有限，投资性价比已经比较突出。中长期来看，科技升级是我国经济转型过程中不可或缺的重要一环，因此我们看好港股科技板块中在基本面、竞争格局、业务护城河、盈利性等方面具备比较优势的龙头标的。

### 2022 年二季度债券市场展望与投资策略

二季度债市整体预期较为明确，稳增长政策基调下，宽信用逐步落地，叠加美联储及海外短期加息预期相对较强，债市面临一定阻力。虽然市场有一定的降息预期，但考虑到稳增长政策的需要，LPR 改革红利的持续释放以及结构性货币政策的不断发力，短期内降息落地的可能性不大，目前人民币对美元明显超涨，美联储加息迫在眉睫，预计会进一步减少央行短期内降息意愿。

二季度债市整体略为偏空，随着财政政策前置逐步形成实物工作量，基建发力得到进一步确认，关注二季度通胀预期升温以及宽货币预期带来的交易机会。

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。

2022 年一季度市场回顾

**A 股政策底或已现，市场逐渐回暖**

2022 年一季度初整体市场情绪较差，经济形势的不明朗、稳增长政策的配套不及预期加深了市场的恐慌。“俄乌”冲突后大量外资流出，上证指数不断探底，并在 3 月中旬创两年来最高单日跌幅，指数一度逼近 3000 点。

3 月 16 日，国务院金融委召开专题会议，对市场关注度高的几个问题一一作出了积极的回复。该次会议极大地提振了市场的信心，市场普遍认为 A 股的“政策底”可能已经到来。叠加 1-2 月工业增加值与固定资产投资数据远超市场预期，A 股快速回暖，各版块全面反攻。

一季度成长板块普遍受压，其中电子、国防军工板块领跌，主要源于全球经济形势较差与国际局势动荡，下游终端需求萎靡不振，叠加上游原材料普遍上涨，对中游制造业造成了不小的冲击。成长板块中光伏、风电等新能源发电板块在一季度较为抗压，主要是政策面的持续利好与国际原油价格的攀升，业绩相对有较为明确的支撑使股价回撤较少。煤炭板块一季度涨幅近 20% 远超其他板块，主要源于“保供”产量中资源枯竭型煤矿尾矿开采逐步下降，煤炭供给日趋紧张。煤炭需求淡季不淡，加剧煤炭供给紧张格局。未来煤炭板块投资逻辑或主要围绕“稳增长”与“碳中和转型”两大主线。

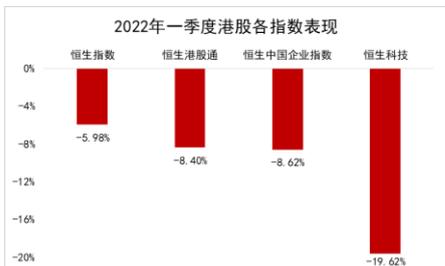


资料来源：Wind，恒生前海基金。

**多次利空出尽，港股市场进入超跌后的回升期**

一季度初港股持续下行。受美国国内滞胀水平持续加码影响，1 季度中旬市场对美联储将在 3 月份实现加息 50 个基点的恐慌达到了峰值，对加息次数的预期也从年初的 4 次升至 2 月的 6 次。“俄乌”冲突加速外资流出，引发对中国资产的抛售潮。中概股大跌，反应到香港再度使港股整体下挫。

三月中旬金融委会议与美联储加息 25 基点落地后，港股开始进入上升通道。其中恒生科技指数更是创下了历史最大单日涨幅。1 季度整体来看，港股市场金融类板块稳中有进，能源板块受全球大宗商品上涨领涨港市。汽车与硬件设备领跌，主要原因为年前估值较高，遇到市场下行时股价较为脆弱。

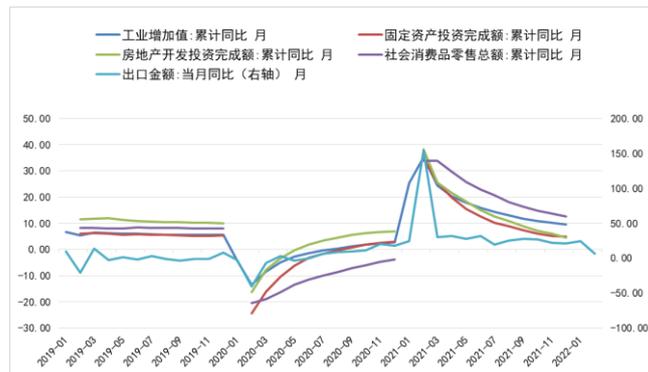


资料来源：Wind，恒生前海基金。

中国宏观经济回顾

**经济基本面**

去年四季度国内宏观政策强调稳增长，导致去年 12 月开始基建投资增速企稳回升，今年一季度稳增长基调得到进一步确认，相应政策持续生效，预计二季度基建投资或进一步改善。随着年后国内疫情地短期反复，现阶段经济二次脉冲下行，疫情初期第一轮经济下行主要依靠宽货币和经济自身韧性实现反弹，本轮中投资稳增长将发挥更大作用。

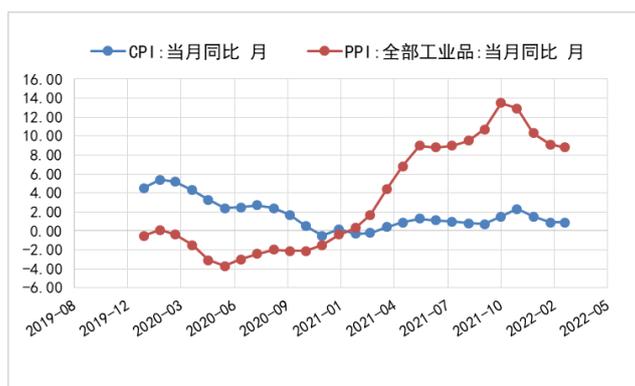


资料来源：Wind，恒生前海基金。

考虑到工业生产的企稳回升以及政策的支持，二季度预计制造业投资将保持稳定增长。二季度预计国内疫情将得到进一步控制，消费或将得到明显修复。考虑到海外疫情控制相对滞后，海外生产供应恢复不及国内，预计二季度出口仍有一定韧性。

**通货膨胀**

去年四季度以来在稳增长政策影响下，企业融资需求回暖，融资成本压力得到缓解，能耗双控政策纠偏，煤炭供应逐步修复，PPI 同比持续回落，预计二季度 PPI 或回落至 6% 以下，受疫情和猪周期的叠加影响，预计 CPI 同比回升至 2% 左右。



资料来源：Wind，恒生前海基金。

**货币政策**

二季度预计我国货币政策在稳增长的基调下仍以宽信用为主，短期降息概率不大。金融委会议强调“新增贷款保持适度增长”，国常会表述的“降低综合融资成本”多通过“引导金融机构来实现”。

## 财政政策

“两会”对财政定调为“积极的财政政策要提升效能，更加注重、精准和可持续”。2022 年赤字率不会扩大，保障支出强度主要依赖利润上缴、资金跨年调节以及专项债前置发行。一季度专项债提前下达 1.46 万亿额度，1-2 月已发行额度 60%，预计二季度将会形成实物工作量。

## 2022 年二季度权益市场展望与策略

### A 股市场

宏观方面：财政部有关负责人表示，今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件。我们认为，房地产税推迟，政策放松可期。另外，3 月金融委会议的一系列表态对稳定市场情绪、呵护市场信心有重要作用，表明政策底或已出现，后续具体措施待落地。

国内疫情仍有反复，会继续压制消费的复苏。短期的剧烈波动过后，应该思考未来的投资方向是哪些。我们认为，维护国家能源安全，达成双碳目标背景下的新能源产业确定性仍是最高，如光伏，风电，核能等。这些行业在国内会持续增长，同时在全球范围内不断夯实自身产业链综合竞争力。推动这些行业继续做大做强，是不断地核心技术自主化以及升级迭代。我们坚定看好能源革命大赛道，投资机会可能会从价格因素考量逐步向技术变革倾斜。“双碳”目标坚定下，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长期发展方向。

另外智能化升级在各行各业全面推开，智能驾驶，智能制造等方向存在较大的机会。汽车行业作为我国以及全球重要产业，新能源化和智能化是人类最重要的产业变革。新能源化在全球范围内形成共振已经有两年时间，智能化则或许在今年开启它的元年。

### 港股市场

短期内港股市场或将维持区间波动，主要考虑到：(1) 监管不确定性和国外地缘紧张局势仍在持续，因此海外基金、尤其是大型主权财富基金可能不会很快重新流入中资股市场；(2) 国内疫情传播仍在持续；(3) 稳增长政策仍在持续发力过程中，密集发布的阶段业绩将对市场带来影响；(4) 卖空占比仍然处于较高水平。

但如果拉长维度来看。我们可以看到一些积极信号：(1) 估值水平已经非常具有吸引力（恒生指数 PE 已跌到 10 倍，PB 接近 1 倍净资产；恒生科技指数 PE-TTM 跌到 38 倍，滚动至 22 年的前瞻 PE 则更低）；(2) 更多企业正筹划扩大股票回购力度或发放高额股息；(3) 香港本地疫情高点正在过去，未来几个月有望逐步缓解。

我们认为，港股市场的科技板块具备一定的稀缺性，且综合体量和权重来看，也可以充分体现港股的配置价值。尽管目前行业整体的反转上行的时间和空间尚不确定，但以估值来看，相对下行空间或相较有限，投资性价比已经比较突出。中长期来看，科技升级是我国经济转型过程中不可或缺的重要一环，因此我们看好港股科技板块中在基本面、竞争格局、业务护城河、盈利性等方面具备比较优势的龙头标的。

## 两地市场看好的板块及原因

关注行业	看好原因
医药	经过板块调整，医药行业泡沫得以释放，目前部分板块已经进入估值合理区间，预计二季度医药板块相对稳定。结合现阶段疫情及宏观环境变化，医药应重点关注抗击新冠带来的药物及疫苗需求，高景气度行业下，业绩确定性较高的标的以及自主可控推进进口替代的公司。
电子	2022 年开年以来电子板块跌幅居前，表现较差，如果加上去年 12 月的跌幅，基本是表现最差的板块。原因主要是在经济较差的环境下，下游除了新能源之外，需求都较弱，同时美联储加息打击全球科技股，导致电子板块在盈利、估值上都面临压力。 我们认为电子板块有基本面见底的趋势，一来消费电子需求变差的边际已经趋缓，二来供应链混乱局面已经延续良久，其中汽车缺芯、代工产能紧缺的局面已经开始逐步缓解，供应链有望逐步有序。在估值方面，经过一轮杀估值，目前电子板块估值已经处于历史中下位置区间，逐渐具备性价比。建议关注以下几条主线：1) 芯片国产替代；2) 智能汽车零部件等。
计算机	一季度疫情频发为板块基本面带来不确定性，远程非现场实施软件企业预计受影响较小，但需要大量现场实施的企业恐受较大影响，并且以公共部门和服务业为主要客户的或受影响更大。 展望未来，鉴于今年整体经济增长面临压力，政府及公共部门的信息支出不确定性亦较高，因此我们建议关注下游景气度较高的细分领域龙头：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。
新能源汽车	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，龙头公司因为技术进步和一体化仍然能保持坚挺。 二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。
光伏	地面电站陆续开工，分布式需求保持旺盛，排产率持续提升，光伏景气度保持高位。 展望二季度，硅料产能陆续释放，价格有望下行，进而进一步刺激需求释放。光伏新技术进展加速，下游接受度不断提高。二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。

## 2022 年二季度债券市场展望与策略

### 债券市场展望

二季度债市整体预期较为明确，稳增长政策基调下，宽信用逐步落地，叠加美联储及海外短期加息预期相对较强，债市面临一定阻力。虽然市场有一定的降息预期，但考虑到稳增长政策的需要，LPR 改革红利的持续释放以及结构性货币政策的不断发力，短期内降息落地的可能性不大，目前人民币对美元明显超涨，美联储加息迫在眉睫，预计会进一步减少央行短期内降息意愿。

2022 年二季度稳增长基调不变，一季度专项债发力，有助于二季度迅速形成实物工作量。基建逐步发力以及财政可持续性支出利好城投以及相关制造行业。二季度海外大概率加息，叠加国内通胀预期逐步升温，整体债市略为偏空。

### 债市策略

一季度楼市政策逐步放松，商品房销售价格逐步企稳。基建投资不断发力，稳增长政策效果逐渐显现，经济下行态势预计逐渐改善，随着财政前置，二季度通胀预期升温，短期内降息概率不大，建议策略偏空，等待时机。

基建发力，利好城投债，中央加大财政转移支付力度，地方政府偿债能力或进一步加强，城投债层级可有选择下沉，期限则以短期为主。

（此处为文章结尾）