



行到水穷处，坐看云起时

——华泰期货 2022 年股指展望

- 统计的全球 20 个主要股指中，4 个股指 2021 年录得下跌，16 个股指录得上涨。美国三大股指表现较强，年度涨幅均超过 17%，其中标普 500 指数涨幅超过 24.8%。国内股指表现各异，上证 50 指数以及沪深 300 指数录得下跌，跌幅均超 5%；中证 500 指数表现较强，年度涨幅超 14%，深证成指、上证综指、科创 50 指数涨幅介于 0~10%。
- **多路资金加配 A 股趋势仍未变化。居民增配权益资产是未来大趋势**，调控房地产市场、稳定房价是征收房产税的主要考虑，房价上涨的预期也明显弱化，未来房地产已不再是最具性价比的配置资产，居民可投固收资产收益率下行，倒逼居民财富配置的变化；**居民资产通过基金进入权益市场是未来大趋势**，在居民财富管理需求日益增长的背景下，未来基金或成为居民财富管理的主力军，居民财富将会更多通过基金渠道进入股市；**政策鼓励，中长期资金加快进入股市**，证监会主要领导在多个公共场合表示将在投资端推出更多务实举措，推动各类长期资金入市。**公募基金和私募资金未来有较大想象空间**，截至 2021 年第三季度，国内公募基金的总资产超过 25.56 万亿，资产总额频创历史新高，私募基金规模同样创新高，截至 2021 年 11 月，全市场私募基金净值总规模超过 1.97 万亿元人民币；**境外资金进入中国趋势未变**，国内汇率韧性足，中美利差处于高位，中国 A 股估值较低，人民币资产具有较大的吸引力，截至 2021 年 11 月 23 日，北上资金净流入 A 股接近 3500 亿元，刷新年度净流入资金量的历史新高。在美上市中国主题 ETF 已经连续 5 年资金净流入，其中 2021 年资金净流入量刷新历史新高，达到 136.9 亿美元。
- **企业盈利-主要股票指数营业收入维持上行趋势**。根据预，2022 年国内主要股指营收仍会保持快速增长，沪深 300 指数预测营收同比增幅最大，超过 10%，上证综合指数以及中证 500 指数营收总数保持持续上行态势。
- **2022 年经济由弱衰退到弱复苏转变，市场风险偏好逐渐抬升**。从整个宏观情境来看，2022 年上半年 A 股大概率处于“弱衰退+信用企稳”的宏观情境，衰退或弱衰退阶段，国内股指的表现明显较差，但考虑到信用上半年会逐渐企稳，A 股走势或偏震荡，更多关注结构性机会。下半年 A 股大概率处于“经济弱复苏+信用边际改善回升”的宏观情境。回溯历史，弱复苏条件下国内股指表现较强，胜率较高，国内信用环境预计在下半年存在压力后的边际改善空间，权益市场风险偏好料有所抬升，对于股指走势有所支撑。股指期货方面，上半年的配置节奏主要在中证 500 指数，下半年的配置重点主要在上证 50 指数。
- **结构性机会较多。A 股大部分行业估值历史分位数处于较低水平**，国内申万一级 28

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 FICC 组

侯峻

从业资格号：F3024428

投资咨询号：Z0013950

研究员

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

联系人

彭鑫

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号：F3066607

蔡劭立

☎ 0755-82537411

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

个行业中，估值历史分位数高于 50% 的行业有 8 个，7 个行业的 PE 历史分位数低于 10%；**科技板块是高景气赛道，具有中长期配置机会**，科技板块政策驱动加强，上半年在国内“弱衰退+信用企稳”的宏观情境下，国内利率料处于低位，利率低位对于科技板块具有较强支撑；能源价格上涨导致化肥价格上涨，进而传导至农产品价格，**关注 2022 年能源价格向农产品价格传导所带来的投资机会**；下半年大概率处于“经济弱复苏+信用边际改善回升”的宏观情境，信用环境预计在下半年逐渐改善，**高风险偏好下关注低估值板块**；关注成本端压力下行，盈利有改善动力的中下游行业；碳达峰碳中和是长久命题，新能源板块长期关注。

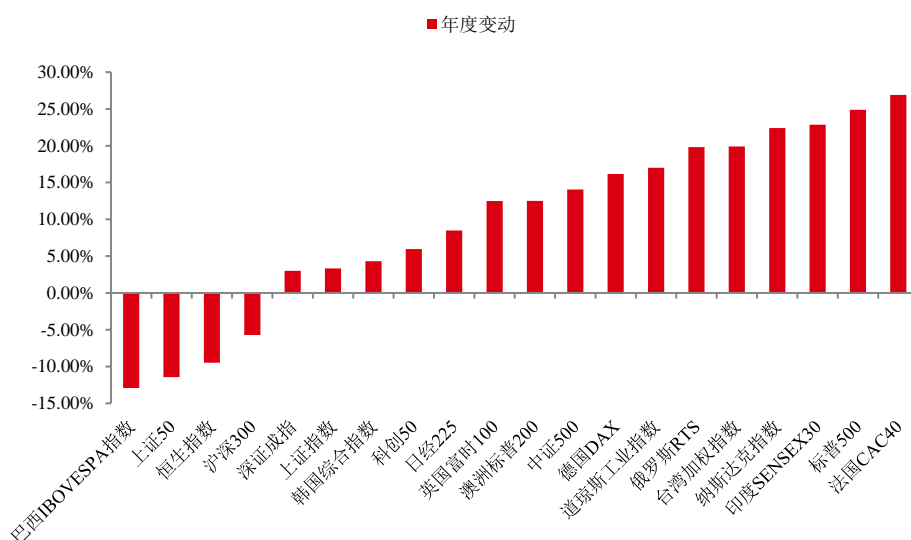
- **2022 年权益市场关注 3 个风险以及 1 个机遇。风险方面警惕明年猪油共振引发 CPI 大幅上行的可能性**，若 CPI 大幅上行，将会限制国内政策的发挥空间。**全球流动性退潮扰动 A 股**，全球流动性收缩，特别是美元流动性收缩，多次对新兴市场造成冲击，甚至引发危机，需关注新兴市场的资本外流压力；目前全球 M2 拐点已现，流动性端对于美股支撑触顶。本文对美国、日本、欧元区、英国、俄罗斯、澳大利亚、印度、巴西、中国等 9 个主要国家和地区的 M2 数据进行统计，M2 同比增速已经转为下行，美股波动性或加大，会对 A 股产生不利影响。**新冠病毒仍会是 2022 年市场的最大不确定性所在**，近期需密切关注奥密克戎病毒的最新进展并须提防 2022 年新的变异病毒再度出现。**机遇方面**关注中美贸易政策缓和预期带来的风险偏好抬升，美国 2022 年的中期选举也逐渐临近，调降关税或为拜登政府打压通胀的一个重要手段，或也成为其推进施政计划的重要推手，2022 年关注中美关税的最新进展，若中美贸易缓和，美国调降甚至削减对华进口关税，对中美经济均有较大利好，对市场风险偏好也会有较大抬升，近期密切跟踪关注。

一 2021 年全球股指表现.....	4
二 多路资金加配 A 股趋势仍未变化.....	6
2.1 中长期趋势：居民增配权益资产是未来的大趋势.....	6
2.2 资本市场改革加速，直接融资市场快速发展.....	7
2.3 居民资产通过基金进入权益市场是未来大趋势.....	8
2.4 政策鼓励，中长期资金加快进入股市.....	10
2.5 公募基金和私募基金未来有较大想象空间.....	10
2.6 境外资金进入中国趋势未变.....	13
三 企业盈利-主要股票指数营业收入维持上行趋势.....	15
四 2022 年经济由衰退向弱复苏转变，市场风险偏好逐渐抬升.....	16
五 2022 年主线投资机会.....	20
5.1 A 股全行业估值情况-大部分行业估值历史分位数处于较低水平.....	21
5.2 科技板块-高景气赛道，中长期配置机会.....	22
5.3 关注 2022 年能源价格向农产品价格传导所带来的农产品板块机会.....	25
5.4 下半年大概率处于“经济弱复苏+信用边际改善回升”的宏观情境，高风险偏好下关注低估值板块.....	27
5.5 关注成本端压力下行，盈利有改善动力的中下游行业.....	27
5.6 碳达峰碳中和是长久命题，新能源板块长期关注.....	32
六 风险与机遇.....	33
风险一：警惕明年猪油共振引发 CPI 大幅上行的可能性.....	33
风险二：全球流动性退潮引发美股波动，扰动 A 股.....	35
风险三：病毒变异仍为 2022 年的最大不确定性.....	38
机遇一：关注中美贸易政策缓和预期带来的风险偏好抬升.....	40

一 2021 年全球股指表现

统计的全球 20 个主要股指中，4 个股指 2021 年录得下跌，16 个股指录得上涨。美国三大股指表现较强，年度涨幅均超过 17%，其中标普 500 指数涨幅超过 24.8%。国内股指表现各异，上证 50 指数以及沪深 300 指数录得下跌，跌幅均超 5%；中证 500 指数表现较强，年度涨幅超 14%，深证成指、上证综指、科创 50 指数涨幅介于 0~10%。

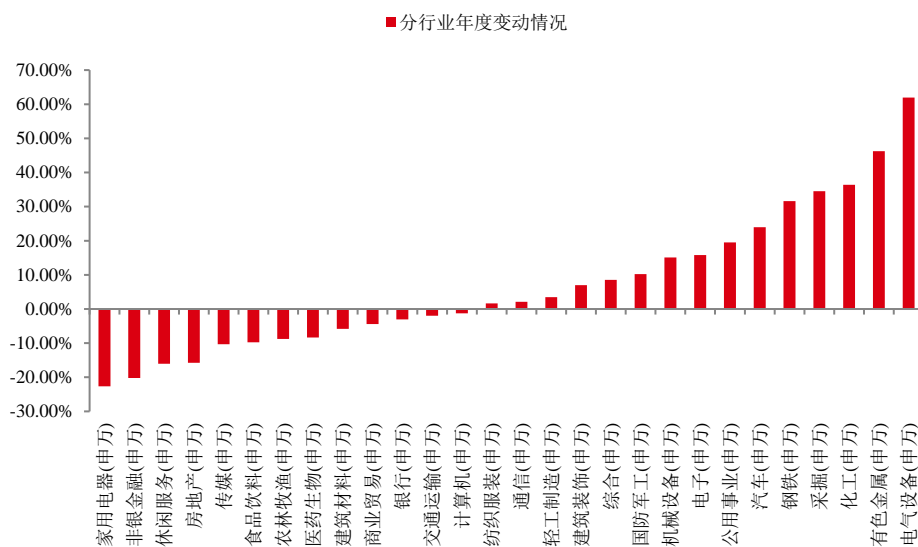
图 1： A 股 2021 年全年走势相对偏弱（截至 2021 年 11 月 23 日） 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

分行业来看，2021 年中万一级 28 个行业中 15 个行业录得上涨，13 个行业录得下跌，受益于大宗商品价格上行的行业表现优异，涨幅超过 30% 的行业为钢铁、采掘、化工、有色金属以及电器设备行业。跌幅超过 15% 的行业有房地产行业、非银金融行业、休闲服务行业以及家用电器行业。

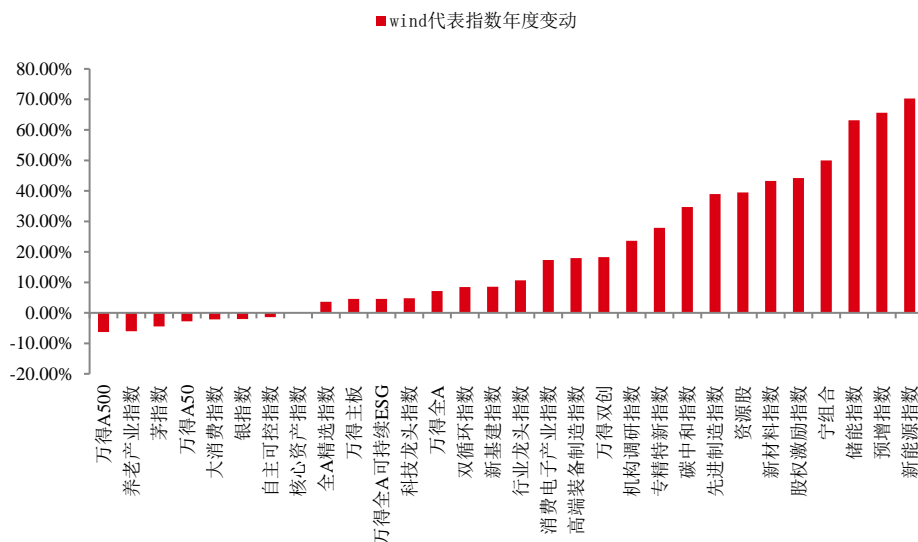
图 2: A 股 2021 年各行业变动 (截至 2021 年 11 月 23 日) 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

Wind 代表概念指数的表现方面, 新能源板块表现优异, 新能源指数涨幅超过 70%, 储能指数涨幅超过 63%, 宁组合涨幅接近 50%, 碳中和指数涨幅接近 35%。

图 3: WIND 代表概念指数变动 单位: %

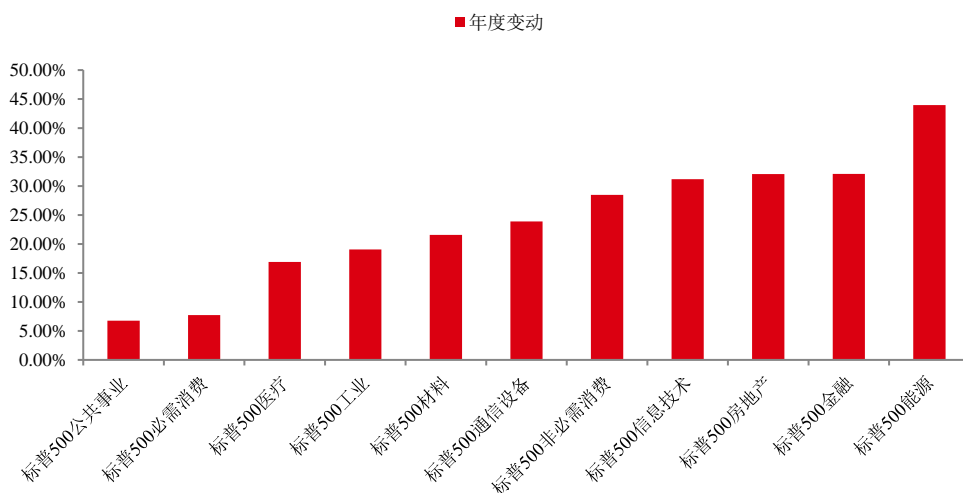


数据来源: Wind 华泰期货研究院

美国三大股指 2021 年涨势领先全球, 分行业来看, 标普细分的 11 个行业 2021 年均录得上涨, 受益于原油价格持续上行的标普能源行业涨幅最大, 年度涨幅超过 44%, 除标普公用事业以及必需消费品的涨幅低于 10%之外, 其他行业的涨幅均超过 15%。

图 4: 美股行业变动情况

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

二 多路资金加配 A 股趋势仍未变化

2.1 中长期趋势: 居民增配权益资产是未来的大趋势

房地产目前已经不再是最具有性价比的资产。本文统计 2010 年至今主要资产的年度收益率情况, 近三年, 国内商品住宅的收益率 (以上海地区商品住宅成交均价为计算基准) 已经连续三年跑输中证 500 指数。中央层面多次强调房住不炒, 2021 年三季度货币政策执行报告中指出目前房地产市场风险总体可控, 房地产市场健康发展的整体态势不会改变。坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段, 坚持稳地价、稳房价、稳预期, 保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性, 实施好房地产金融审慎管理制度, 加大住房租赁金融支持力度, 配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展, 维护住房消费者的合法权益。

10 月 23 日, 第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十一次会议通过《关于授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作的决定》。明确试点征税对象为居住用房, 农村住宅不在试点范畴; 土地使用权人、房屋所有权人为房地产税的纳税人; 由国务院制定房地产税试点具体办法, 试点地区政府制定具体实施细则; 授权试点期限为 5 年。调控房地产市场、稳定房价是征收房产税的主要考虑, 房价上涨的预期也明显弱化, 未来房地产已不再是最具性价比的配置资产。

表格 1 主要资产的年度收益情况 (数据截至 2021 年 11 月 29 日)

单位: 无

	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
中证 500 指数	14%	21%	26%	-33%	0%	-18%	43%	39%	17%	0%	-34%
中证企业债指数	5%	4%	6%	8%	1%	3%	10%	10%	2%	7%	5%
美国:标准普尔 500 指数	25%	16%	30%	-7%	19%	10%	-1%	11%	30%	13%	0%

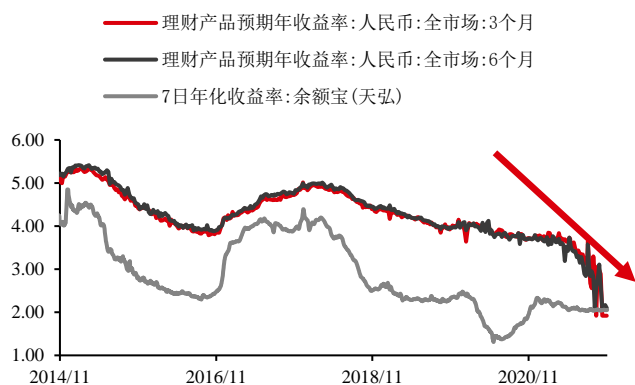
COMEX 黄金	-6%	24%	19%	-2%	14%	9%	-10%	-2%	-28%	9%	8%
WTI 原油	62%	-21%	35%	-25%	12%	45%	-30%	-46%	7%	-8%	9%
上海住宅收益率	4%	-7%	-10%	25%	15%	27%	12%	73%	5%	21%	-28%
CPI	2%	2%	5%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	4%
一年期定期存款	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	3%

资料来源：Wind 华泰期货研究院

居民可投固收资产收益率下行，倒逼居民财富配置的变化。居民理财产品“净值化”趋势愈发明显，逐渐打破刚性兑付，使得理财产品在进行投资时不会给定预期的收益率，居民理财的收益目前也不能得到保证。余额宝七日年化收益率目前处于低位，2020 年由于疫情的影响，余额宝 7 日年化收益率一度跌至 1% 左右，目前余额宝 7 日年化收益率约为 2%，处于较低位置；银行理财产品的收益率 2018 年以来也呈下行趋势。在居民理财刚兑被打破且理财收益率处于较低位置的前提下，或倒逼居民理财资金向权益类资产转移。

图 5：居民可投资的固收产品收益率呈下行趋势

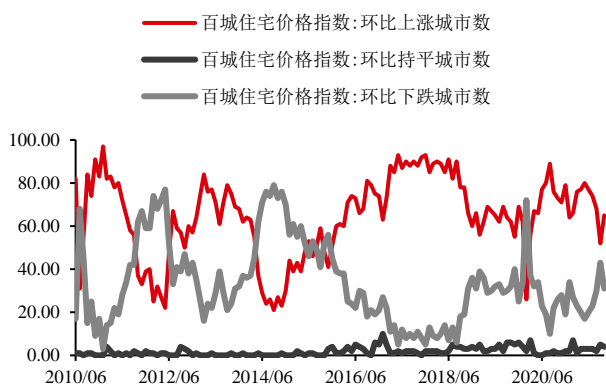
单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6：房价上涨预期有所弱化

单位：%



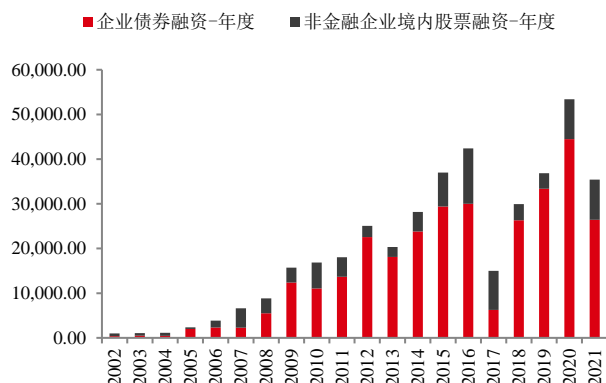
数据来源：Wind 华泰期货研究院

2.2 资本市场改革加速，直接融资市场快速发展

2021 年资本市场改革加速，**大力发展直接融资是未来大方向**。央行行长在中国人民银行工作论文中直接表示“发展直接融资要依靠改革开放。只有发展好直接融资尤其是股权融资，才能够减少对银行债权融资的过度依赖，从而实现在稳住杠杆率的同时，保持金融对实体经济支持力度不减的目标。”股权融资能够服务实体经济，促进行业创新，对于深化金融供给侧结构性改革具有重要意义。

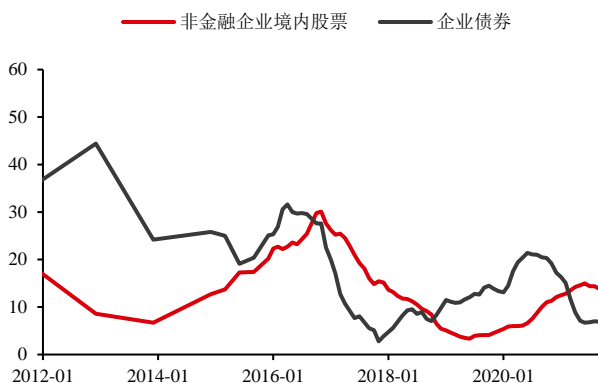
截至 2021 年 10 月份，当年企业债券融资总量为 26429 亿元，较去年同期减少 38.8%；股票融资总金额为 8988 亿元，较去年同期累计同比增幅为 27.9%，同时今年前十个月的股票融资金额创历史新高。稳定提高直接融资水平是我国资本市场始终不渝的历史使命。随着产业结构的升级，资金需求端的新兴产业例如高科技产业可以通过直接融资进行有效定价。在十四五规划及国内国际双循环发展格局的要求下，科技创新型公司发展动能充足，面对股权融资更具吸引力。随着自主创新、产业升级的逐步发展，我国的融资结构也将向直接融资进一步转变。

图 7：2021 年直接融资金额处于高位 单位:亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8：直接融资同比增速 单位：%



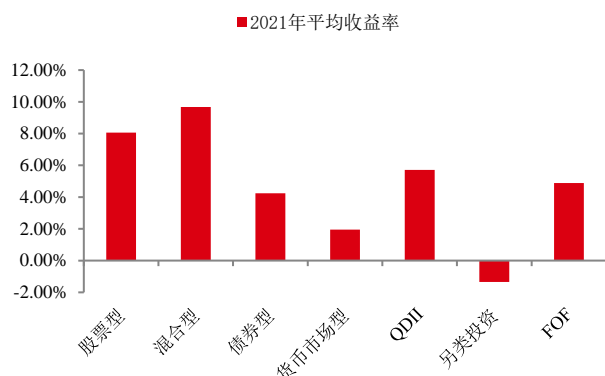
数据来源：Wind 华泰期货研究院

2.3 居民资产通过基金进入权益市场是未来大趋势

在居民财富管理需求日益增长的背景下，未来基金或成为居民财富管理的主力军。2021 年股票型基金以及混合型基金的收益率领先，股票型基金收益率为 8.06%，混合型基金的收益率为 9.67%。收益率相较于余额宝七日年化收益率以及银行理财产品收益率有较大的优势。

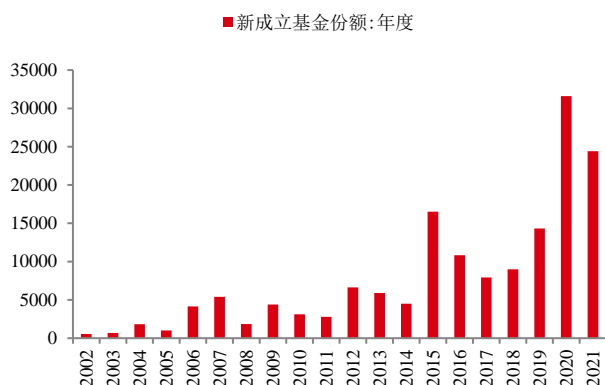
截至 2021 年 10 月底，2021 年总的基金发行份额超 24410 亿份，发行数量仅次于 2020 年。股票型基金截至 2021 年 10 月底发行数量超过 19200 亿份，年底累计发行数量超过 2020 年是大概率事件。在居民财富管理需求日益增长的背景下，未来基金或成为居民财富管理的主力军，未来居民财富将会更多通过基金渠道进入股市。

图 9: 2021 年各类基金平均收益率 单位: %



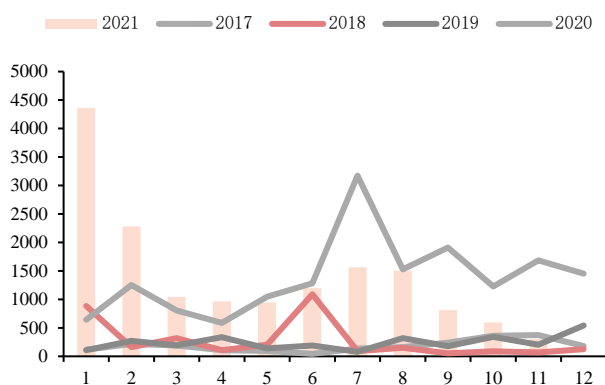
数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 10: 基金发行情况 单位: 亿份



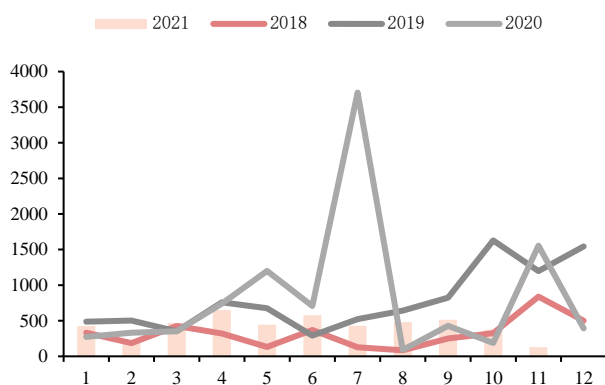
数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 11: 混合型基金发行份额情况 单位: 亿份



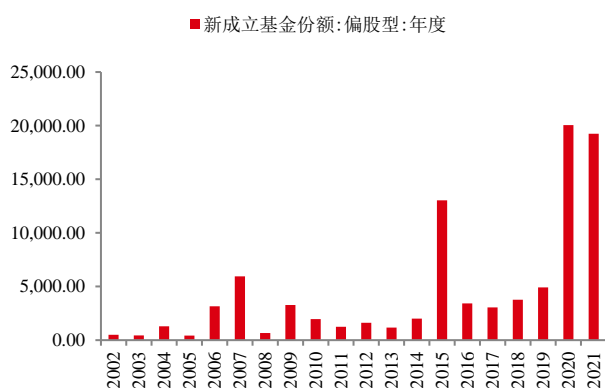
数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 12: 债券型基金的发行情况 单位: 亿份



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 13: 偏股型基金的发行份额情况 单位: 亿份



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 14: 股票型基金的发行情况 单位: 亿份, 点

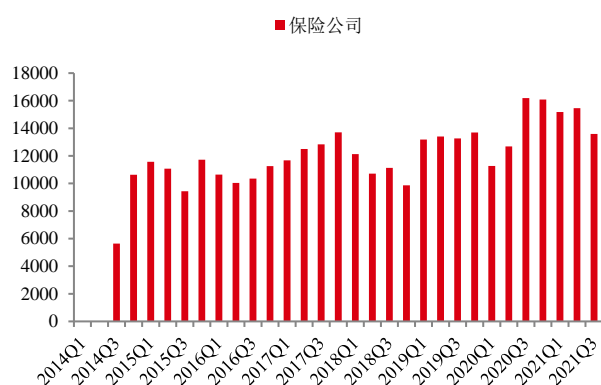


数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

2.4 政策鼓励，中长期资金加快进入股市

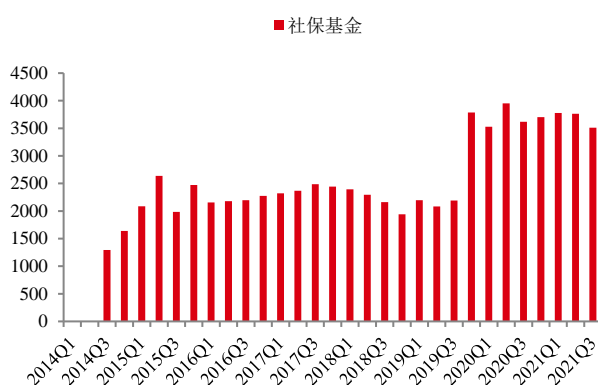
证监会主要领导在多个公共场合表示将在投资端推出更多务实举措，推动各类长期资金入市。2020 年年底，人力资源社会保障部发布关于调整年金基金投资范围的通知，投资股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品(含股票专项型养老金产品)等权益类资产的比例，合计不得高于投资组合委托投资资产净值的 40%。其中，投资港股通标的产品的比例，不得高于投资组合委托投资资产净值的 20%；投资单只股票专项型养老金产品的比例，不得高于投资组合委托投资资产净值的 10%。**年金、险资、QFII 等都是长线资金，他们入市规模进一步扩大，对形成长期牛市有着积极作用。**

图 15: 保险公司持股金额处于历史高位 单位:亿元



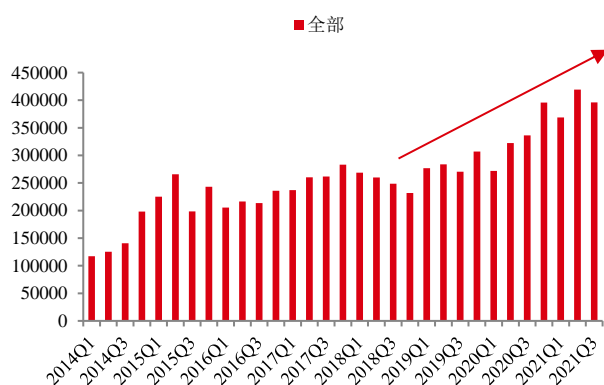
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 社保基金持股金额处在历史高位单位: 亿元



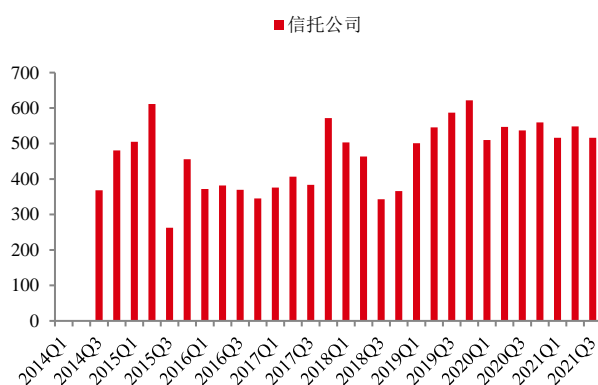
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 17: 机构投资者持有股票总市值 单位:亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 信托公司持股金额处在历史高位单位: 亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

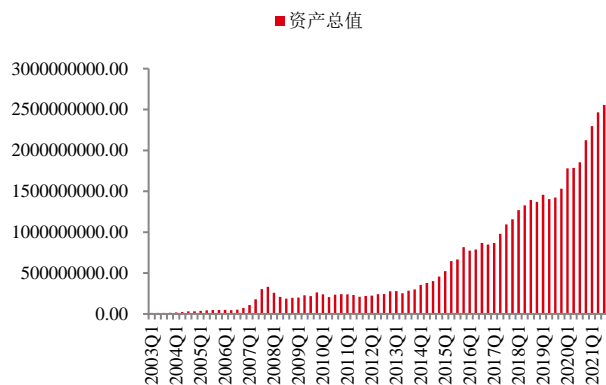
2.5 公募基金和私募基金未来有较大想象空间

2018 年 4 月资管新规正式出台以来已经取得初步成效，中国资管行业正逐步走向高质量、

可持续的良性发展轨道，国内公募基金行业发展如火如荼。截至 2021 年第三季度，国内公募基金的总资产超过 25.56 万亿，资产总额频创历史新高。公募基金持有的股票资产总额也在快速跳升，截至 2021 年三季度，持有股票市值超过 6.36 万亿元，再创历史新高，目前公募基金持有 A 股股票市值占 A 股总市值的比重也逐渐攀升，由 2016 年的低点 2.69% 稳步攀升至目前的 5.95% 左右。

图 19： 公募基金资产总值

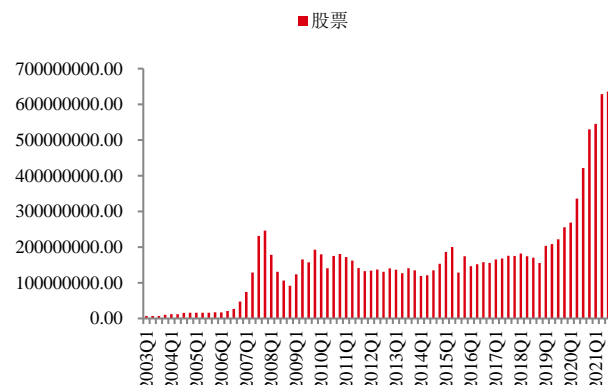
单位：万元



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 20： 公募基金持有股票市值

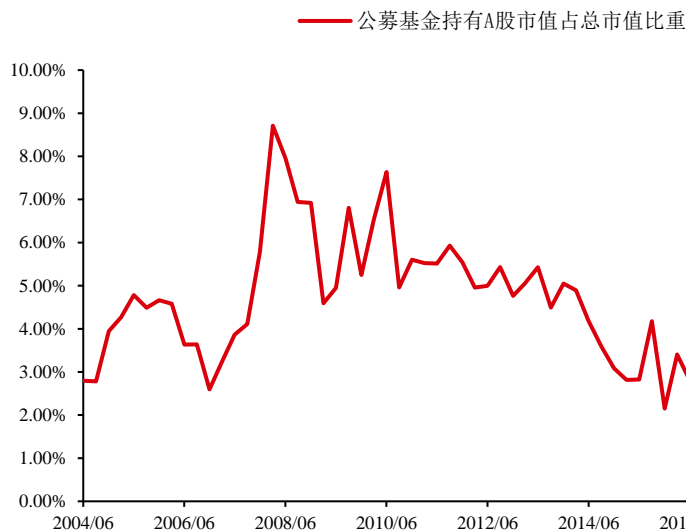
单位：万元



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 21： 公募基金持有股票市值占 A 股总市值比重

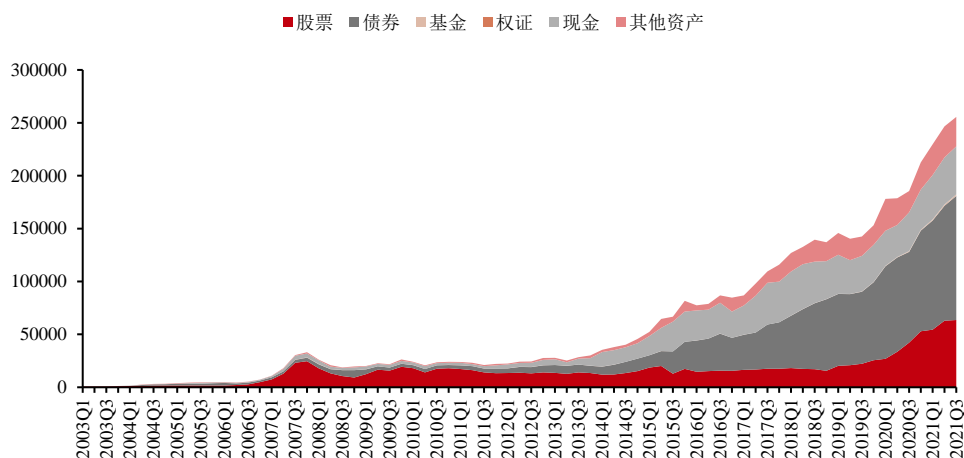
单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

分各类资产来看，目前债券仍然是公募基金的第一大配置资产，截至 2021 年三季度，公募基金共配置债券 11.73 万亿；然后是股票的 6.36 万亿元，其次是现金的 4.53 万亿元，接着是其他资产的 2.94 万亿元。公募基金对于权证和基金的配置相对较少。

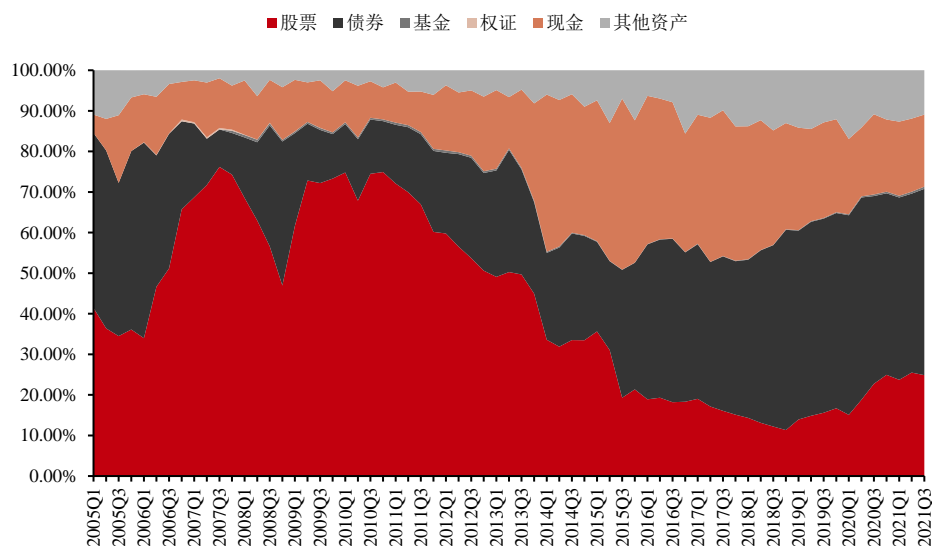
图 22: 公募基金对于各个资产的配置情况 单位: 亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

从各大类资产的配置比例来看，公募基金对于股票资产的配置比例由 2010 年的最高 74% 左右稳步下行至 2018 年第四季度的 11.3% 左右，之后配置比例便稳步抬升，截至 2021 年第三季度，公募基金对于股票的配置比例为 24.88%。公募基金对于债券资产的投资比例则稳步增加，2021 年第三季度公募基金对于债券资产的配置比例约为 45.91% 左右。三季度公募基金持有现金的比例为 17.75%，持有比例从 2015 年三季度（42.12%）至今不断下行。

图 23: 公募基金对于各个资产的配置比例 单位: %

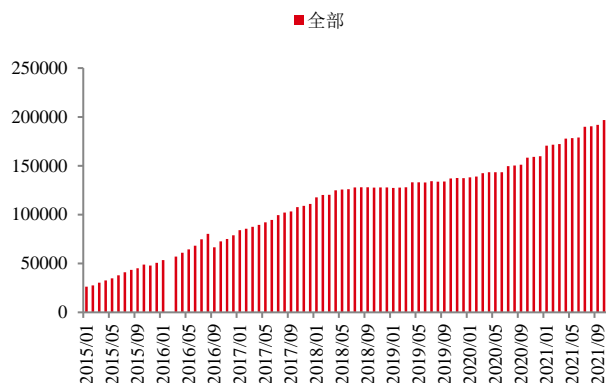


数据来源: Wind 华泰期货研究院

私募基金规模同样创新高，截至 2021 年 11 月，全市场私募基金净值总规模超过 1.97 万亿元人民币。

图 24: 私募基金存量规模

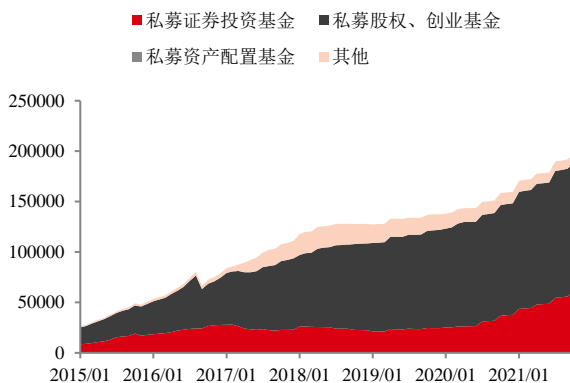
单位: 亿元



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 25: 分类别私募基金规模情况

单位: 亿元



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

2.6 境外资金进入中国趋势未变

国内汇率韧性足，中美利差处于高位，中国 A 股估值较低，人民币资产具有较强的吸引力。疫情发生后，我国坚持实施正常货币政策，政策较早回归常态化，有助于增强人民币汇率的稳定性。近期“美元风暴”来袭，从 11 月 10 日开始，美元指数节节攀升，8 个交易日涨超 2%，11 月 19 日收盘站上 96，盘中升至 96.25，创 2020 年 7 月以来的新高。欧元、日元、澳元以及加元等相较于美元均有不同程度的贬值，人民币汇率成为一道别样的风景线。无论是在岸价格还是离岸价格，人民币对美元汇率基本都在 6.3 元至 6.40 元区间窄幅波动，既没有大幅贬值也没有明显升值。

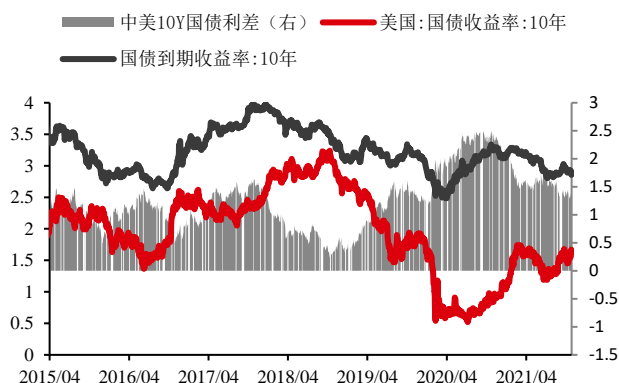
2021 年境外资金继续增配中国资产。中国人民银行公布的数据显示，截至 2021 年 9 月底，境外机构和个人持有的人民币资产超过 10.1 万亿元，其中持有股票资产为 3.56 万亿，持有债券资产 3.94 万亿，持有国内贷款资产 1.16 万亿，持有国内存款资产 1.52 万亿。北上资金 2021 年大幅净流入 A 股，截至 2021 年 11 月 23 日，北上资金净流入 A 股接近 3500 亿元，刷新年度净流入资金量的历史新高。

图 26: 人民币保持升值趋势 单位:无



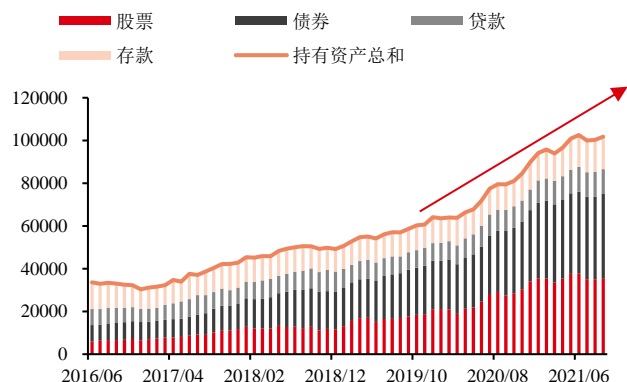
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 27: 疫情后中国经济增速相对较高 单位: %



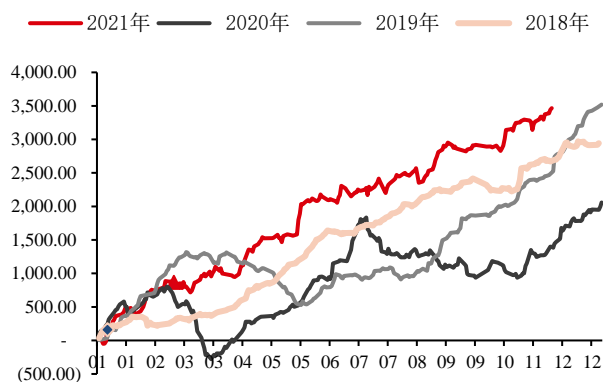
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 28: 境外机构和個人持有中国资产频刷新高 单位:亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 29: 2021 年北上资金累计净流入超 3400 亿元 单位: 亿元

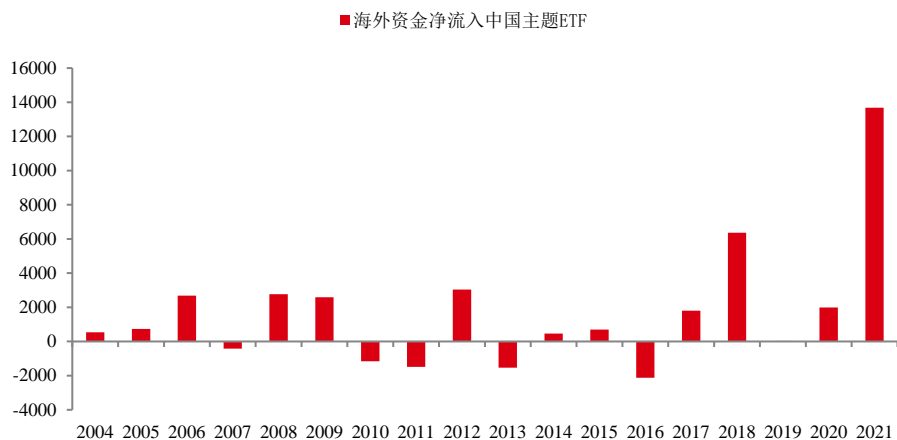


数据来源: Wind 华泰期货研究院

海外投资者对于中国主题资产 ETF 同样较为偏爱, 以在美上市中国主题 ETF 为例, 目前在美上市中国主题 ETF 已经连续 5 年资金净流入, 其中 2021 年资金净流入量刷新历史新高, 达到 136.9 亿美元。

图 30： 海外资金大幅流入在美上市中国主题 ETF

单位：百万美元



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

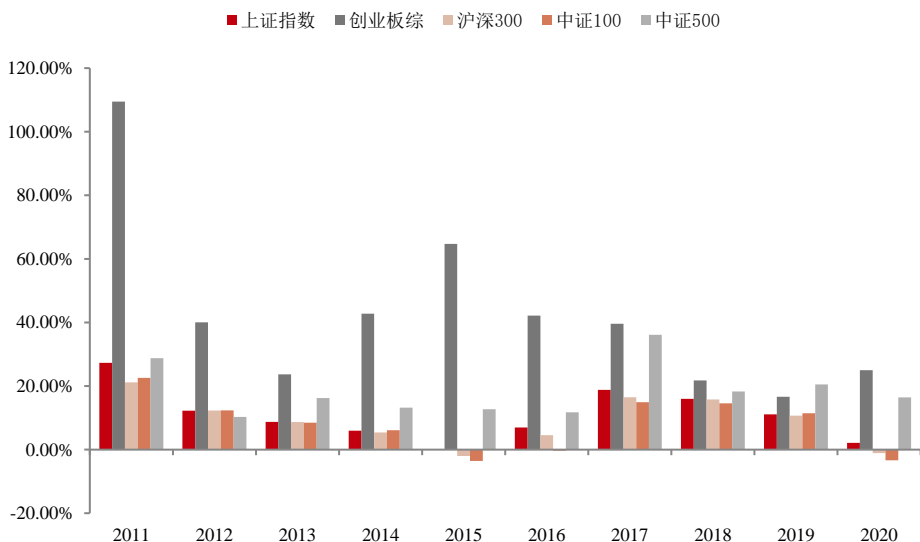
三、企业盈利-主要股票指数营业收入维持上行趋势

由于疫情导致的封城以及国内生产经营活动的中断，2020 年国内主要股指营收与之前几年相比，同比增速明显回落，其中沪深 300 指数对应公司总营收同比降低 1.08%；中证 100 指数对应公司总营收同比降低 3.35%；上证 50 综指对应公司总营收同比上行 2.13%（2017-2019 年营收年度同比均在 10%以上）。中证 500 指数营收受疫情影响较小，2020 年营收同比增速为 16.42%，持续维持在高位。

根据预测 2022 年国内主要股指营收仍会保持快速增长，沪深 300 指数预测营收同比增幅最大，超过 10%，上证综合指数以及中证 500 指数营收总数保持持续上行态势。

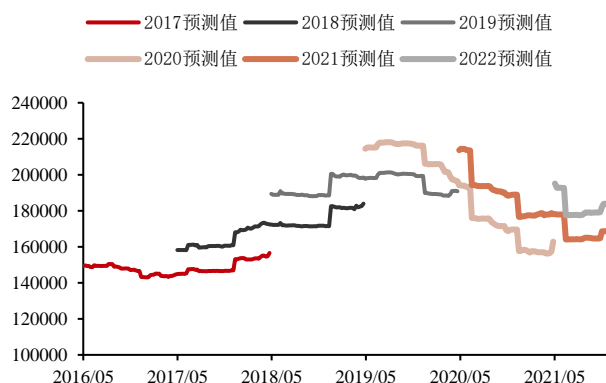
图 31： 主要股票指数营业收入年度变动

单位：%



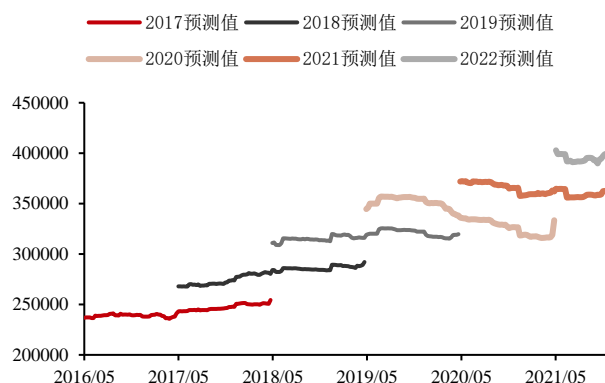
数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 32: 上证 50 营收预测情况 单位:亿元



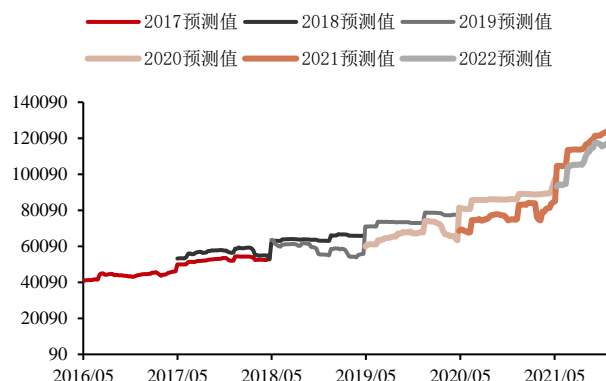
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 33: 沪深 300 营收预测情况 单位: 亿元



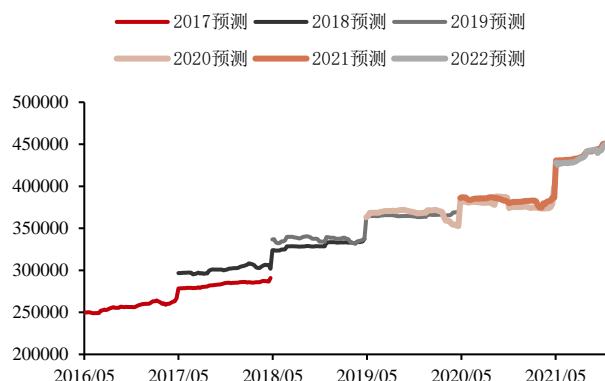
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 34: 中证 500 预测收入情况 单位:亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 35: 上证综指预测收入情况 单位: 亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

四 2022 年经济由弱衰退向弱复苏转变，市场风险偏好逐渐抬升

经济层面，我们预计 2022 年上半年中国经济仍将面临较大的下行压力。从经济的结果来看，“房住不炒”政策影响下，国内地产周期在上半年并不乐观，投资短期失速的风险正在加大。对于房贷政策的强约束尽管边际上出现了改善，但是在没有有效放松的状态下预计国内地产投资和销售仍将维持继续回落状态，从而对于国内需求而言缺乏整体的拉动力。外需来看，随着以美国为代表的消费型经济体经济景气的开始回落，我们预计 2022 年出口阶段性维持高位韧性之后，下半年出口订单回落的压力将逐渐增强。

对于 2022 年的中国经济，从乐观的角度需要关注下半年经济从“弱衰退”向“弱复苏”转变的可能性。一方面随着经济下行压力的增强，地产政策存在边际放松的可能，另一方面随着央行定向贷款支持政策的继续发力，国内信用环境预计在下半年存在压力后的边际改善空间。

本文将 PMI 上行同时 PPI 拐点向上或上行趋势（非高通胀）定义为国内复苏阶段；将 PMI 下行叠加 PPI 下行定义为国内的弱衰退或者衰退阶段。对 2008 年至今 PMI 以及 PPI 的走势进行回溯，共统计得到 2008 年至今国内共经历 10 个经济复苏阶段以及 9 个经济弱衰退阶段。上述各个阶段国内主要股指的走势如表格一以及表格二。

从整个宏观情境来看，2022 年上半年 A 股大概率处于“弱衰退+信用企稳”的宏观情境，衰退或弱衰退阶段，国内股指的表现明显较差，回溯 2008 年至今的 9 次弱衰退阶段，国内主要股指的胜率偏低，大部分位于 50% 之下，且从平均表现来看，平均收益率均在 4% 之下。但考虑到信用上半年会逐渐企稳，国内股指的走势与信用有较大的相关性，国内 M1 同比与 Wind 全 A 月度同比走势具有较大的相关性，国内信贷脉冲领先沪深 300 月度收益率大概半年左右，上半年 A 股走势或偏震荡，更多关注结构性机会。2022 年下半年 A 股大概率处于“经济弱复苏+信用边际改善回升”的宏观情境。回溯历史，弱复苏条件下国内股指表现较强，胜率较高，观测 2009 年至今的十次弱复苏阶段，国内主要股指的平均收益率均超过了 12%。央行定向贷款支持政策的继续发力，国内信用环境预计在下半年存在压力后的边际改善空间。国务院办公厅印发《关于进一步加大对中小企业纾困帮扶力度的通知》，对于中小企业的融资重点支持。加强再贷款再贴现政策工具精准“滴灌”中小企业，用好新增 3000 亿元支小再贷款额度。加大信用贷款投放，按规定实施普惠小微企业信用贷款支持政策。对于受新冠肺炎疫情、洪涝灾害及原材料价格上涨等影响严重的小微企业，加强流动资金贷款支持，按规定实施普惠小微企业贷款延期还本付息政策。在国家政策的不断加持下，未来企业中长期贷款也将逐渐改善，国内股指收益与企业年度累计贷款同比也具有较大的相关性，后半程国内权益市场风险偏好料有所抬升，对于股指走势有所支撑。

图 36: 中国月度 GDP 跌破 5% 单位:%

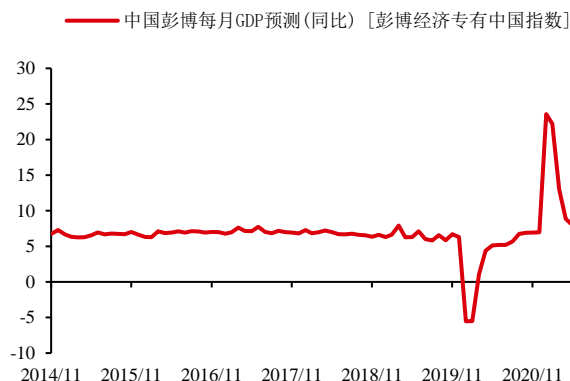
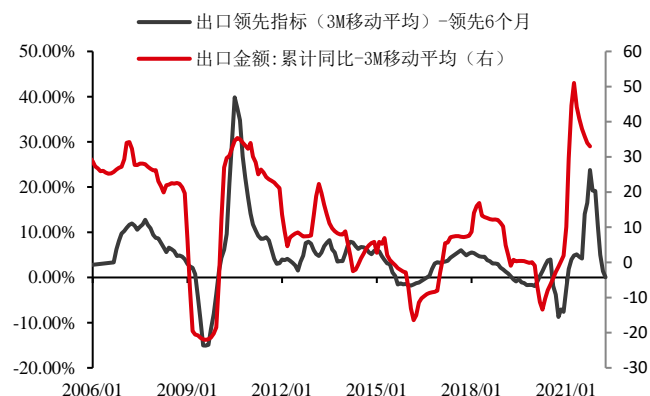


图 37: 中国经济活动指数不断下行 单位: 点



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

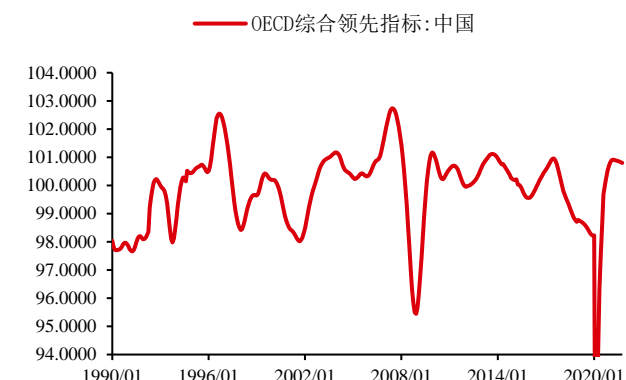
图 38: 出口先行指标显示未来出口面临下行压力
单位: %



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 39: 中国 OECD 领先指标
单位: 点



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

表格 1 国内复苏阶段 A 股表现

单位: %

	万得全 A	沪深 300	上证 50	中证 100	中证 500	中证 1000	上证综合指 数	深证成份指 数	创业板指 数
09 年 7 月-09 年 12 月	15%	10%	5%	7%	28%	31%	9%	16%	
10 年 8 月-10 年 11 月	9%	8%	-2%	2%	20%	21%	6%	12%	19%
12 年 9 月-12 年 12 月	9%	13%	19%	16%	2%	0%	10%	9%	-1%
13 年 6 月-13 年 11 月	2%	-6%	-10%	-8%	3%	11%	-3%	-8%	30%
14 年 3 月-14 年 7 月	8%	7%	11%	10%	5%	3%	6%	8%	-8%
16 年 1 月-16 年 12 月	-5%	-5%	1%	-1%	-10%	-12%	-6%	-12%	-21%
17 年 7 月-17 年 10 月	7%	10%	10%	12%	6%	1%	6%	8%	2%
18 年 3 月-18 年 5 月	-5%	-6%	-8%	-7%	-6%	-5%	-5%	-6%	-3%
19 年 2 月-19 年 4 月	23%	21%	18%	20%	24%	27%	18%	26%	28%
20 年 5 月-20 年 12 月	25%	31%	27%	32%	16%	13%	20%	32%	40%
胜率	80%	70%	70%	70%	80%	70%	70%	70%	50%
平均表现	15%	14%	13%	14%	15%	14%	12%	14%	13%

数据来源: Wind 华泰期货研究院

表格 2 国内经济弱衰退阶段 A 股表现

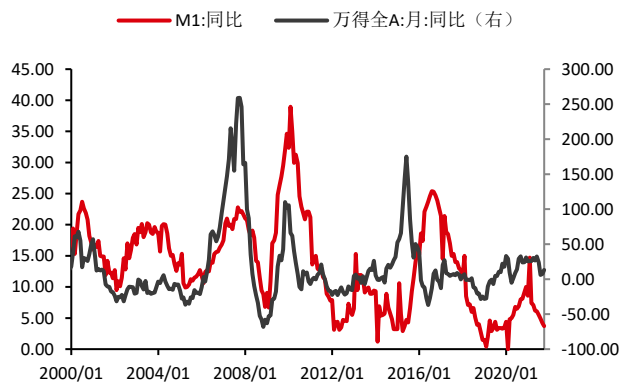
单位: %

	万得全 A	沪深 300	上证 50	中证 100	中证 500	中证 1000	上证综合指 数	深证成份指 数	创业板指 数
08 年 8 月-09 年 6 月	13%	11%	8%	10%	13%	16%	6%	21%	
10 年 5 月-10 年 7 月	0%	0%	-1%	0%	-2%	-2%	-2%	5%	
11 年 7 月-11 年 12 月	-21%	-23%	-19%	-20%	-29%	-29%	-20%	-27%	-15%
12 年 3 月-12 年 9 月	-12%	-13%	-11%	-12%	-14%	-14%	-14%	-14%	-7%
14 年 9 月-15 年 12 月	85%	58%	53%	58%	69%	92%	58%	59%	87%
17 年 10 月-18 年 2 月	-6%	4%	7%	8%	-10%	-17%	-3%	-4%	-7%
18 年 6 月-19 年 1 月	-20%	-15%	-6%	-11%	-27%	-30%	-16%	-26%	-28%
19 年 4 月-19 年 10 月	-7%	-2%	2%	1%	-15%	-14%	-8%	-6%	-5%
20 年 1 月-20 年 3 月	-8%	-12%	-13%	-14%	-6%	-5%	-11%	-7%	2%
胜率	33%	44%	44%	56%	22%	22%	22%	33%	29%
平均表现	3%	1%	2%	2%	-2%	0%	-1%	0%	4%

数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 40: 股市的宏观中枢在于流动性, 目前信用仍偏紧

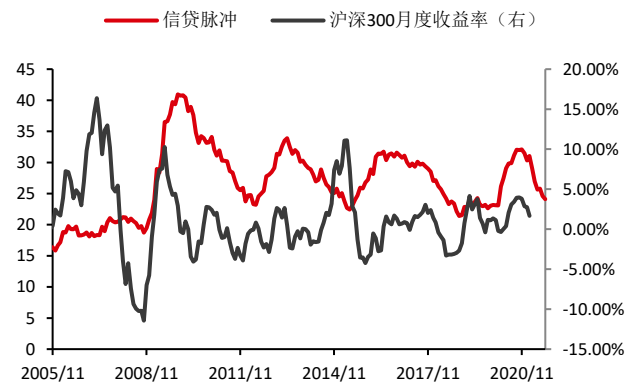
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 41: 国内信贷脉冲领先沪深 300 股指收益率大概半年左右

单位: %



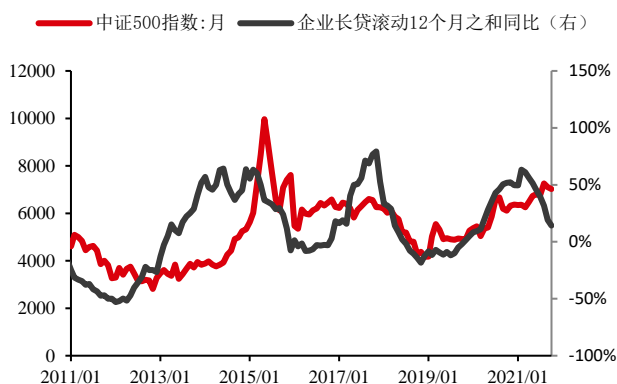
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 42: 沪深 300 指数与企业长贷滚动和相关性较大
单位:点 %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

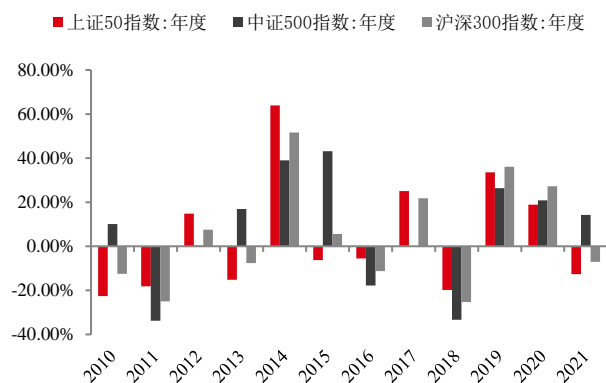
图 43: 中证 500 指数与企业长贷滚动和相关性较大
单位:点 %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

股指期货方面，上半年的配置节奏主要在中证 500 指数，下半年的配置重点主要在上证 50 指数，2022 年上半年 A 股大概率处于“弱衰退+信用企稳”的宏观情境，国内利率料仍在低位徘徊，利率低位对于偏成长风格的中证 500 指数具有较强支撑。下半年 A 股大概率处于“经济弱复苏+信用边际改善回升”的宏观情境，利率或企稳回升，上证 50 指数表现或稍强。

图 44: 主要股票指数年度表现
单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 45: 利率下行支撑中证 500 指数
单位:点 %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 46: 利率高位支撑上证 50 指数 单位:点 %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 47: 沪深 300 指数与国债利率 单位:点 %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

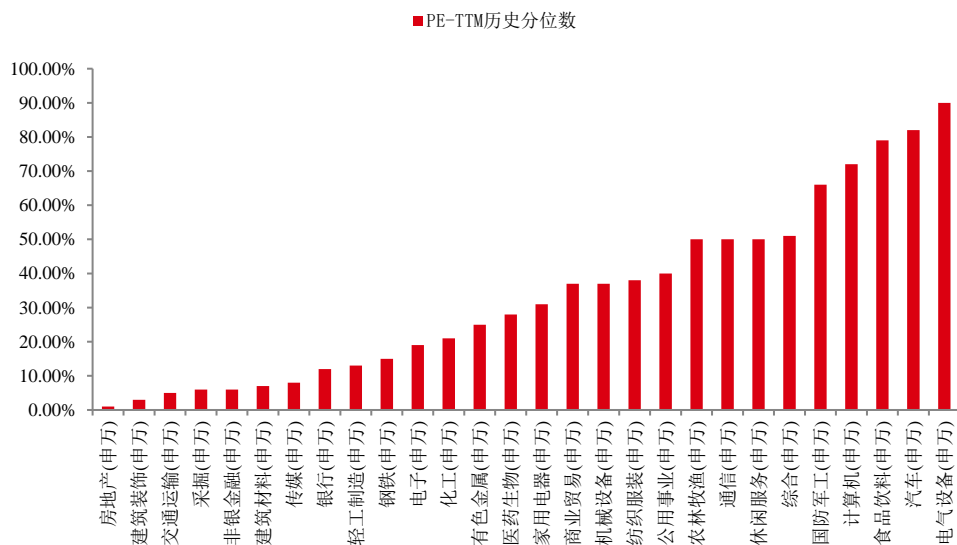
五 2022 年主线投资机会

5.1 A 股全行业估值情况-大部分行业估值历史分位数处于较低水平

从估值水平来看,国内申万一级 28 个行业中,估值历史分位数高于 50%的行业有 9 个。其中食品饮料、汽车、电器设备 PE 历史分位数均超过了 79%,处于较高位置。19 个行业的 PE 历史分位数处于 50%以下,7 个行业的 PE 历史分位数低于 10%,分别是房地产 (1%)、建筑装饰 (3%)、交通运输 (5%)、采掘 (6%)、非银金融 (6%)、建筑材料 (7%)、传媒 (8%)。

图 48: 国内各行业估值历史分位数

单位: %



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

表格3 A股各行业指标概览（数据截至2021年11月23日）

市场	最新价格	百分位 (PE-TTM) 历史	价格指数变动			
			YTD	1M	3M	12M
农林牧渔(申万)	3609.59	52.00%	5.74%	4.49%	16.42%	13.52%
房地产(申万)	3260.83	1.00%	-5.72%	-4.63%	-2.26%	-18.06%
银行(申万)	3612.17	12.00%	-2.24%	-4.41%	1.28%	0.07%
建筑装饰(申万)	2044.76	2.00%	-0.89%	-1.33%	-2.43%	-1.05%
建筑材料(申万)	7411.22	6.00%	-5.58%	-4.79%	-11.62%	40.07%
采掘(申万)	3268.72	3.00%	-12.88%	-17.63%	-8.35%	30.65%
钢铁(申万)	2870.16	13.00%	-9.19%	-10.68%	-20.23%	39.04%
轻工制造(申万)	2666.56	12.00%	1.04%	2.43%	-0.71%	28.58%
公用事业(申万)	2386.64	39.00%	0.68%	-3.17%	6.19%	20.31%
非银金融(申万)	1804.95	4.00%	-2.76%	-4.53%	-1.57%	-12.46%
商业贸易(申万)	3028.88	34.00%	-2.45%	-2.36%	-1.10%	-7.78%
传媒(申万)	658.09	8.00%	5.53%	7.41%	8.24%	8.58%
综合(申万)	2597.6	50.00%	-1.29%	-0.67%	-11.35%	34.86%
化工(申万)	4890.49	19.00%	-0.91%	-5.76%	-5.32%	94.66%
交通运输(申万)	2338.41	4.00%	-2.88%	-2.00%	-0.35%	-1.18%
机械设备(申万)	1732.15	34.00%	3.71%	2.52%	-2.87%	53.96%
纺织服装(申万)	1803.75	36.00%	-0.60%	1.62%	-1.76%	-4.62%
家用电器(申万)	7876.8	30.00%	0.02%	0.00%	-2.00%	15.14%
电气设备(申万)	13436.54	89.00%	11.86%	5.98%	10.50%	224.45%
有色金属(申万)	5799.22	22.00%	0.40%	-3.98%	-10.07%	109.27%
国防军工(申万)	1952.56	67.00%	14.66%	12.42%	3.70%	70.96%
通信(申万)	2125.05	44.00%	6.84%	8.66%	6.65%	-6.96%
汽车(申万)	6859.15	80.00%	5.19%	3.06%	3.46%	87.96%
电子(申万)	5368.13	17.00%	7.60%	7.51%	0.56%	74.21%
食品饮料(申万)	25649.3	74.00%	-4.07%	-0.19%	10.88%	68.78%
医药生物(申万)	11117.03	27.00%	-2.26%	-0.01%	0.58%	47.37%
计算机(申万)	5017.29	71.00%	3.33%	3.69%	1.94%	12.17%
休闲服务(申万)	10529.34	51.00%	-12.23%	-6.94%	-4.58%	72.33%

资料来源：Wind 华泰期货研究院

5.2 科技板块-高景气赛道，中长期配置机会

科技板块政策驱动加强。十九届六中全会公报专门指出“推进科技自立自强”，未来国家经济实力、科技实力、综合国力跃上新台阶。《人民日报》近期专门刊发国家领导人署名文章《必须实现高质量发展》，强调科技创新对中国来说不仅是发展问题，更是生存问题，要强化国家战略科技力量，加强基础研究，加快攻克重要领域“卡脖子”技术，掌握更多

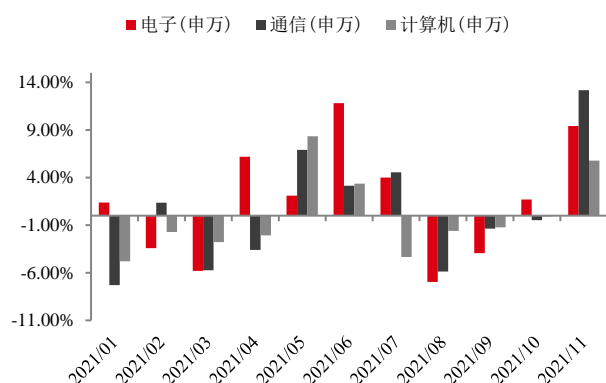
“杀手铜”式技术。加快科技发展，加强自主创新是中国要长期坚持的一个大方向，中长期来看，科技板块的景气度料会持续处于高位。

同时上半年在国内“弱衰退+信用企稳”的宏观情境下，国内利率料处于低位，利率低位对于科技板块具有较强支撑。

科技板块的营收和净利润情况也日趋改善，除去 2020 年一季度，电子、计算机以及通信板块的单季度营收同比 2015 年至今一直为正。科技板块的估值水平 2020 年年中至今不断下行，处于历史同期较低水平。若放眼全球来看，信息科技板块 2012 年至今一直跑赢上游原材料，中国市场风格与全球较为一致。

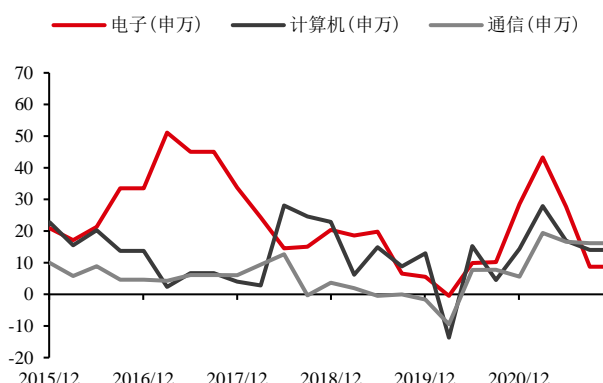
科创 50 指数中电子版快、计算机板块以及通信板块权重接近 54.5%；中证 500 指数中电子版快、计算机板块以及通信板块权重接近 18.5%。两指数需重点关注。

图 49: 科技板块 11 月份涨幅领先 单位:%



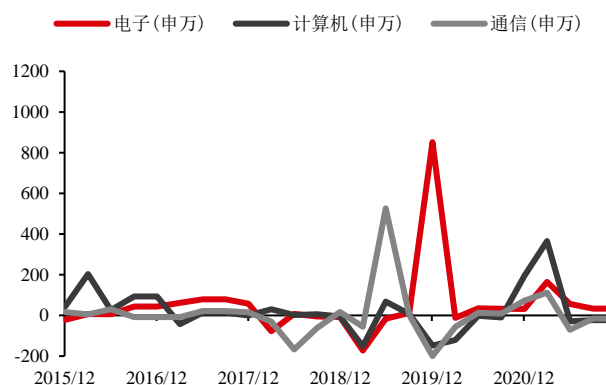
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 50: 科技板块单季度营收同比情况 单位:%



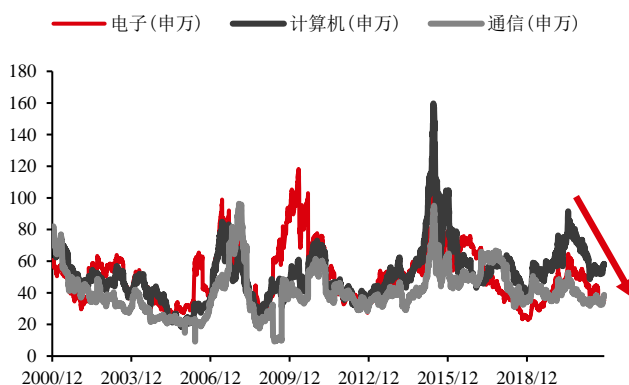
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 51: 科技板块单季度净利润同比增长情况 单位:%



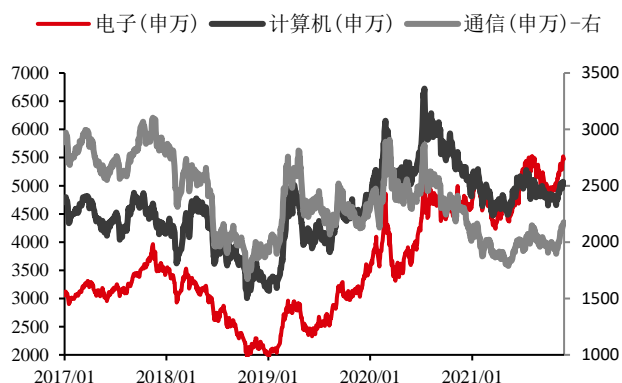
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 52: 科技板块 PE 单位: 倍



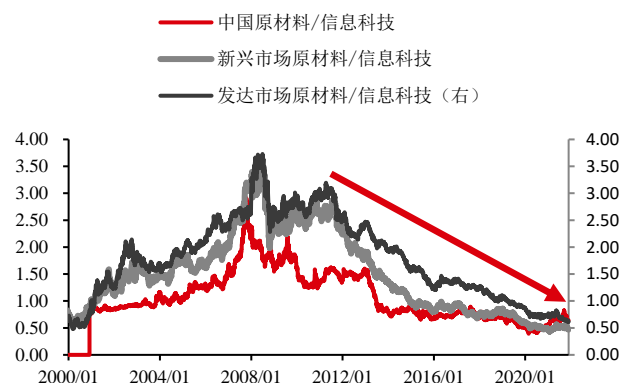
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 53: 科技板块指数走势 单位:点



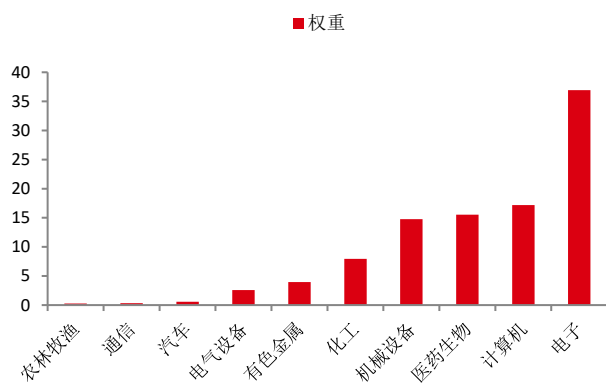
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 54: 信息科技长期跑赢原材料 单位: 倍



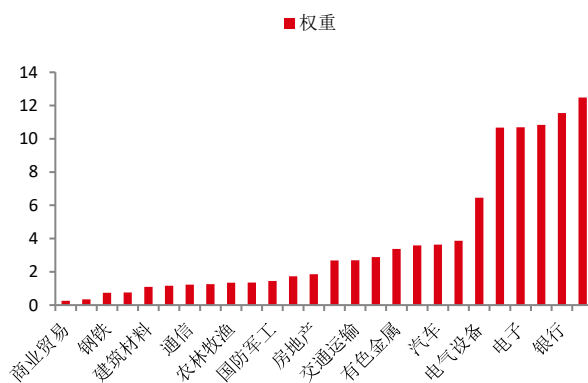
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 55: 科创 50 行业权重 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 56: 中证 500 指数行业权重 单位: %



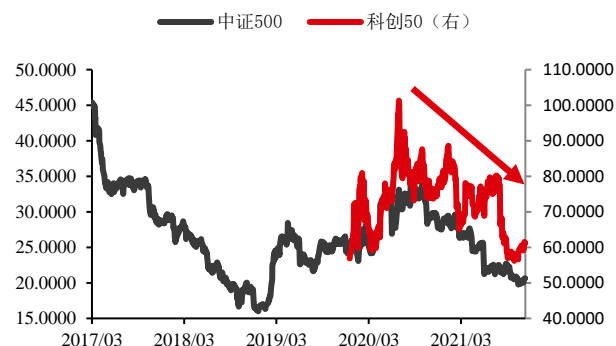
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 57: 科创 50 与中证 500 指数走势 单位:点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 58: 中证 500 指数与上证 50 指数 PE 单位: 倍



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 59: 利率处于低位支撑科技板块

单位:%, 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 60: 利率低位对于偏成长性的创业板指数有支撑

单位: %, 点



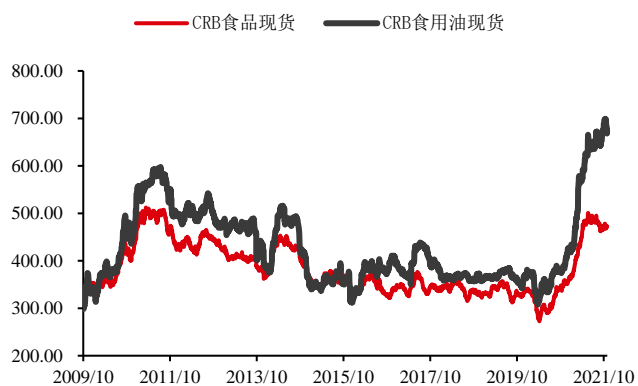
数据来源: Wind 华泰期货研究院

5.3 关注 2022 年能源价格向农产品价格传导所带来的农产品板块机会

能源价格上涨导致化肥价格上涨，进而传导至农产品价格，关注 2022 年能源价格向农产品价格传导所带来的投资机会。

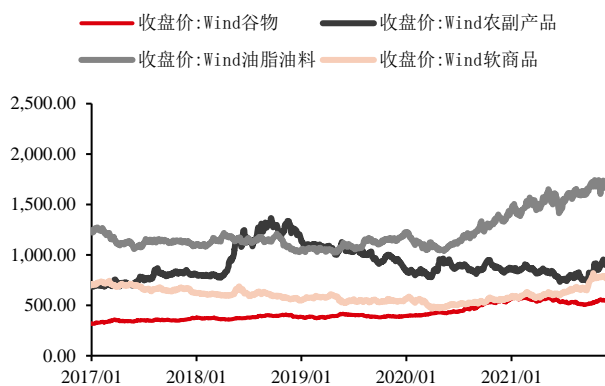
自去年 5 月以来，国际粮价爬出谷底，并在小麦、大豆、玉米等农产品价格带领下不断走高。联合国粮农组织(FAO)最新公布的粮农组织食品价格指数显示，2021 年 10 月粮农组织食品价格指数为 133.2 点，连续第 3 个月上扬，为 2011 年 7 月以来的最高值，去年同期为 100.9 点，同比上涨 32%。粮价上涨的背后原因一方面在于干旱天气导致的减产预期，另一方面也由农产品的能源化需求所引起。全球原油价格自 2020 年四月份达到阶段低点后一直延续上涨趋势，目前价格正在逼近 2018 年的阶段高点。全球能源供应的紧缩，尤其是天然气价格的飙升使得化肥的价格也出现了史无前例的涨势，目前北美化肥价格指数刷新历史新高，会在成本端对于农产品形成支撑。关注 2022 年能源价格向农产品价格传导所带来的投资机会。

图 61: CRB 食品以及食用油价格处于历史高位
单位:点



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 62: Wind 农业板块商品价格处于高位
单位: 点



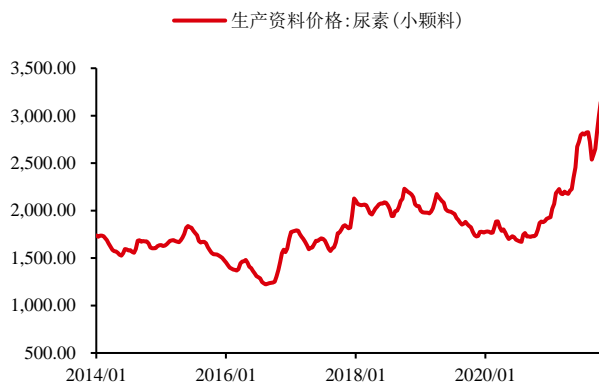
数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 63: 北美化肥价格指数
单位:美元



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 64: 国内尿素价格处于历史高位
单位: 元/吨



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 65: 原油价格和食品价格指数
单位:美元/桶, 点



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 66: 景顺农业基金延续涨势
单位: 点



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

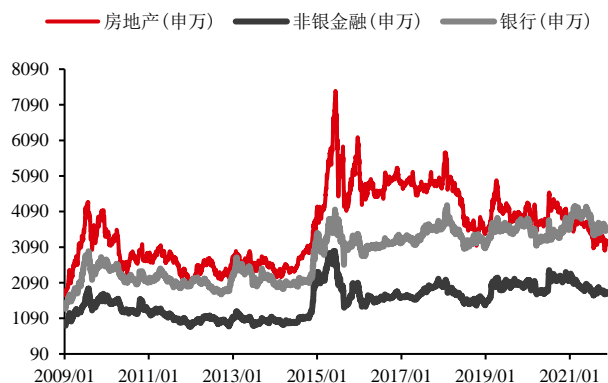
5.4 下半年大概率处于“经济弱复苏+信用边际改善回升”的宏观情境，高风险偏好下关注低估值板块

下半年大概率处于“经济弱复苏+信用边际改善回升”的宏观情境，信用环境预计在下半年逐渐改善。国内股指的走势与信用有较大的相关性，国内信贷脉冲领先沪深300月度收益率大概半年左右，未来随着国内信用环境的逐渐改善，国内信贷脉冲或止跌企稳，有所反弹，滞后于信贷脉冲的国内股指也将表现偏强。市场风险偏好的抬升有利于大金融板块。

目前房地产的“政策底”或以出现，近期政策对地产托底的意愿表现愈发明显，银保监会表示房地产合理贷款需求得到满足，10月末，银行业金融机构房地产贷款同比增长8.2%，整体保持稳定；个人住房贷款中90%以上用于支持首套房，投向住房租赁市场的贷款同比增长61.5%。成都市住建局官网发布了《关于精准应对疫情冲击全力实现年度目标的通知》，在加快推进重大项目建设、推动建筑业提质增效、促进房地产平稳健康发展等方面提出要求，“提高预售资金监管使用效率”和“协调金融机构加大支持力度”两条要求引起了业界的关注。在经济面临较大下行压力的条件下，地产端的边际放松将会给持续受压的房地产板块阶段喘息机会，可关注房地产板块的阶段性机会，但总的来看，“托而不举、压而不破”可能是中长期的地产政策取向。

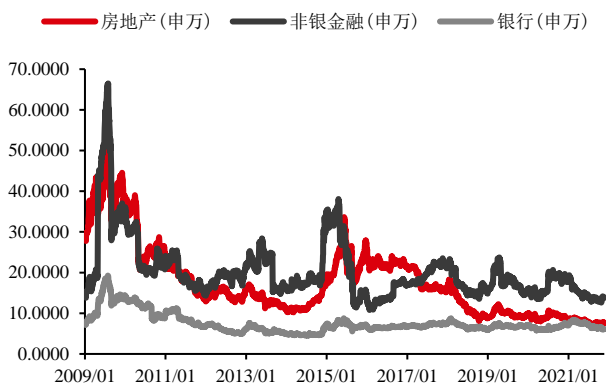
关注上述三大低估值行业的阶段性投资机会。

图 67: 三大板块指数走势偏弱 单位:点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 68: 估值水平处于历史较低位置 单位:倍



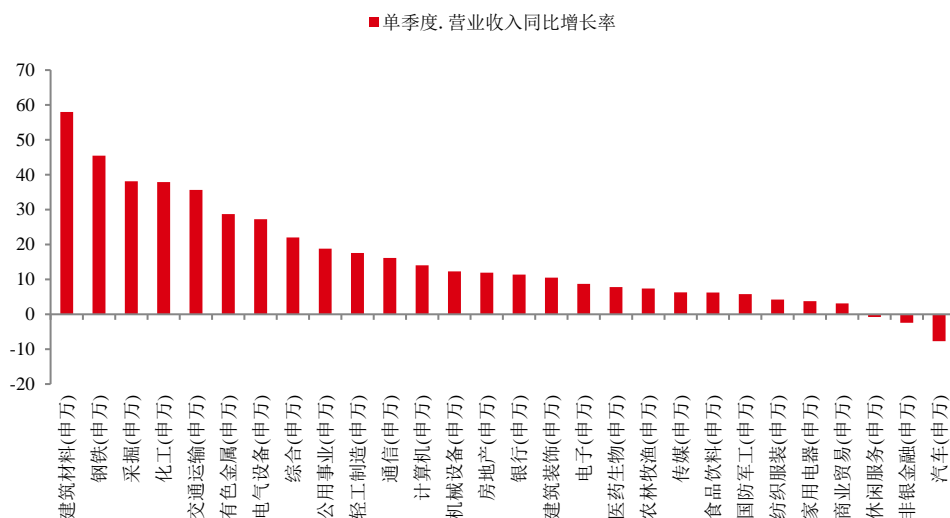
数据来源: Wind 华泰期货研究院

5.5 关注成本端压力下行，盈利有改善动力的中下游行业

受益于大宗商品价格的上涨，国内顺周期行业营收（钢铁板块、能化板块、采掘板块以及有色板块）2021年业绩大幅增加，四大板块营收以及净利润情况连续三个季度排名靠前，二季度四大板块营收和净利润同比增速达到阶段高点。2021年，中下游行业则面临较大的困难，上游原材料的涨价以及限电对中下游行业的净利润形成明显压制。

图 69: 各行业三季度营收同比

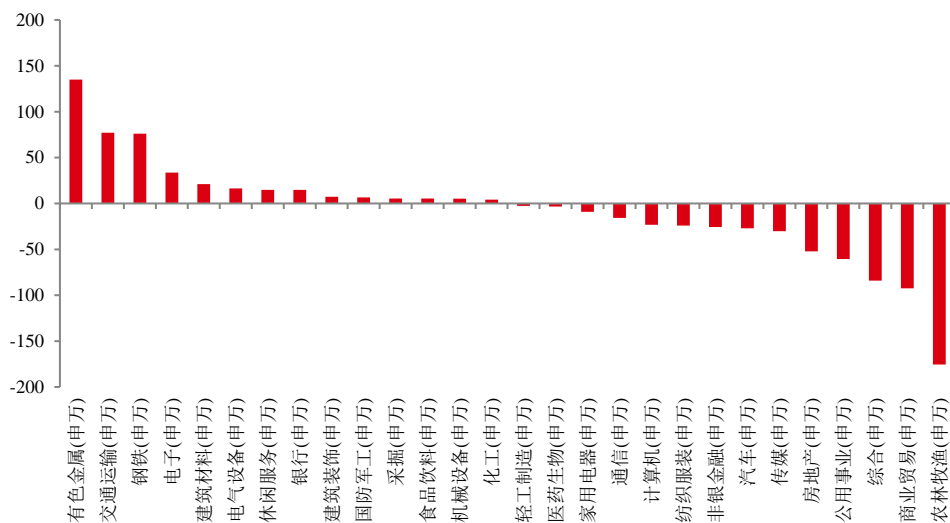
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 70: 各行业三季度净利润同比

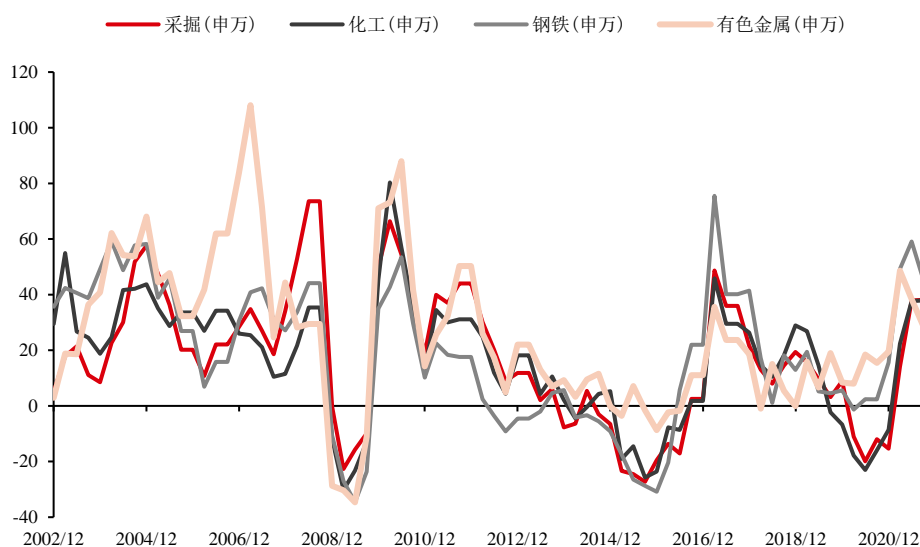
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 71: 顺周期行业营收同比情况

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

展望 2022 年,上半年全球大宗商品价格将继续面临下行压力。从需求端来看,目前全球摩根大通 PMI 连续下行,代表着全球需求在逐步回落;从货币角度来看,目前全球主要国家和地区 M2 同比增速稳步下行,资金端对于大宗商品的驱动在逐渐减弱。国内相关部门高度重视大宗商品保价稳供工作,动力煤价格下跌幅度较大,大宗商品价格近期明显下行,PPI 端的通胀压力有所缓解。随着大宗商品的大幅回调,国内顺周期行业股票做多情绪受到打击,四大板块 9 月份至今持续回调。信贷脉冲领先指标也预示着至少在上半年国内和全球大宗商品价格将面临压力。中国信贷脉冲指数目前在逐渐寻底,信贷脉冲指数的走势领先 WIND 商品指数大概半年,同时对 CRB 商品指数的同比变动也具有领先性,领先指标显示大宗商品价格 2022 年上半年将面临压力。

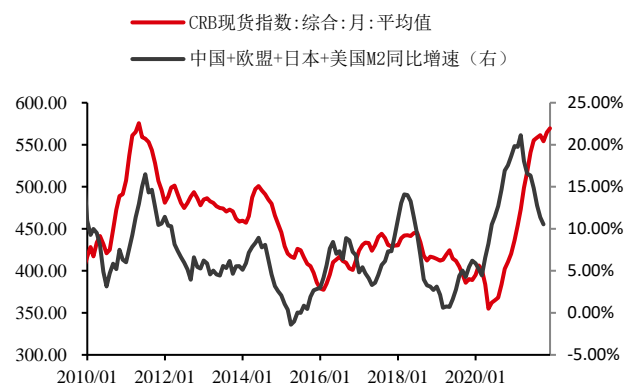
目前除原油和部分农产品外,大部分商品价格都已经深度调整,大宗商品价格的下行对于上游行业的营收带来压力,2022 年上游行业公司继续维持 2021 年营收和净利润的压力较大,有色、化工、钢铁、采掘板块 2022 年谨慎配置。受益于上游原材料价格下行且国内经济弱复苏而带来业绩改善预期的一些中下游制造业 2022 年可重点关注,比如机械行业、轻工织造行业、交通运输行业等可密切关注。

图 72: 全球 PMI 目前已经见顶 单位:点, %



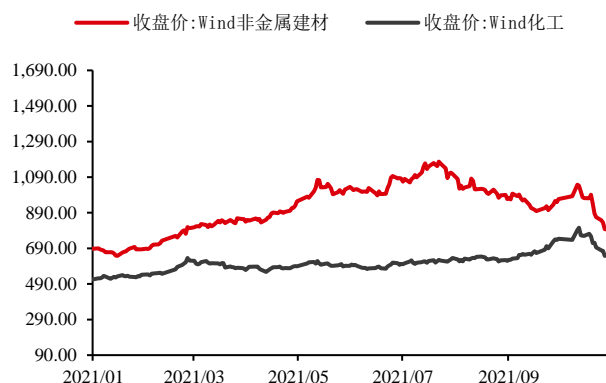
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 73: 主要国家 M2 同比增速延续下行 单位: 点,%



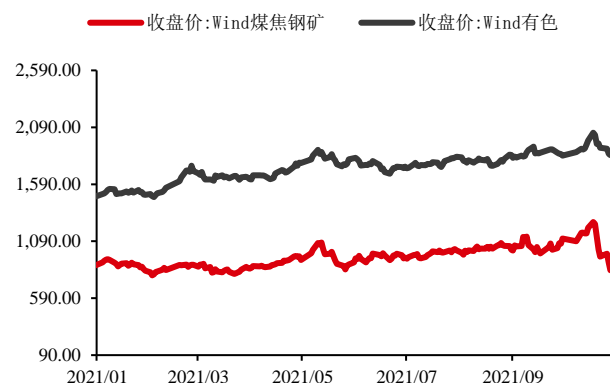
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 74: 内需商品近期调整幅度较大 单位:点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 75: 大宗商品价格近期显著下行 单位: 点



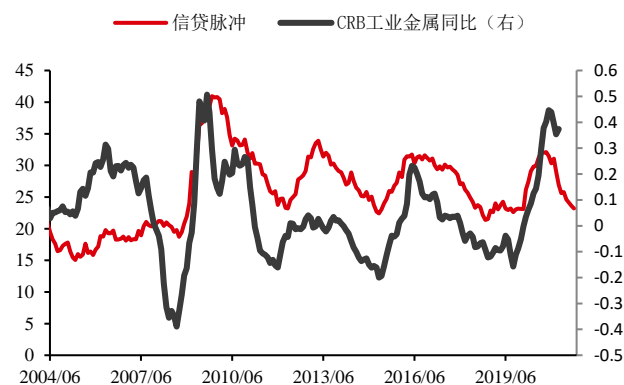
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 76: 信贷脉冲领先 WIND 商品指数大概 6 个月左右 单位:点, %



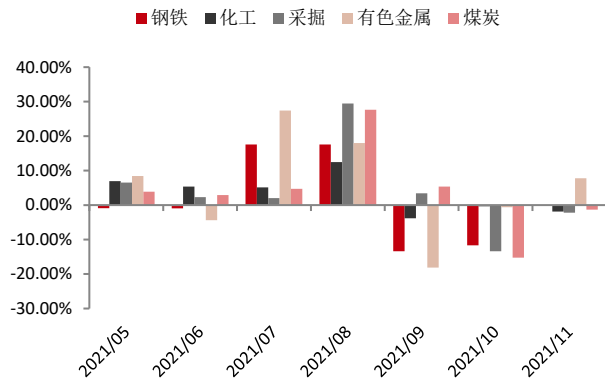
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 77: 信贷脉冲领先 CRB 工业同金属 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 78: 周期板块近四个月走势偏弱 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

表格 4 国内上中下游行业工业增加值同比情况

单位: %

	较 上 期	较去 年底	2021 /10	2021 /09	2021 /08	2021 /07	2021 /06	2021 /05	2021 /04	2021 /03	2020 /12
上游											
煤炭开采和洗选业	6.3	10.5	9.2	2.9	2.3	0.3	-1.3	2.8	2.7	0.1	6.6
石油和天然气开采业	-3.5	0.6	5.7	9.2	7	4.4	5.1	3.2	9.5	5.7	6.9
黑色金属矿采选业	-0.6	-3.9	-3.4	-2.8	-1.8	-1.4	0.5	8.6	3.2	4.8	4.1
有色金属矿采选业	-1	6.1	-0.8	0.2	-5.6	-9.9	-6.9	-3.8	-7	-0.9	-1.2
非金属矿采选业	2.9	-6.1	-0.7	-3.6	-2.5	2.9	5.4	5.7	8.8	25.6	-1.5
开采专业及辅助性活动	0.2	-6.8	5.5	5.3	18.1	3.9	12.3	6.6	-11.8	-1.8	-6.4
其他采矿业	-	4.9	-15.2	5.4	15.9	-25	-20.1	-8.1	-3.3	-7.6	0.8
中游											
石油、煤炭及其他燃料加工业	3.8	-3.9	-4.3	-8.1	-4.5	1.9	-0.4	-1.6	4.9	11.9	1.7
黑色金属冶炼及压延加工业	-3.1	-16.9	-12.8	-9.7	-5.3	-2.6	4.1	7.7	10.9	12.3	10.7
有色金属冶炼及压延加工业	-1.2	-2.4	0	1.2	2.8	2.3	2.4	2.9	1.4	5.9	3.8
化学原料及化学制品制造业	0.8	-9	0.8	0	5.5	6.6	9.8	8.6	8.7	11.9	7.5
电力、热力的生产和供应业	1.8	-0.1	10.7	8.9	5	12.7	10.8	10.4	9.8	13.6	5.4
燃气生产和供应业	0.4	1.1	24.1	23.7	24.5	23.5	23	19	11.4	15.2	10.4
水的生产和供应业	-2.3	-5.2	4.5	6.8	6.6	9.6	9.7	10.4	14.4	15.1	7.9
化学纤维制造业	-3.1	-9.7	-3.9	-0.8	9.7	12.8	5.8	8.1	8.6	12.5	8
下游											
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-0.3	-6.3	3	3.3	3.6	6.7	9.3	5.1	9.9	15.4	1.8
通用设备制造业	-2	-12.9	1	3	6.7	7.6	13.9	13.8	14.9	20.2	11.1
专用设备制造业	-1.6	-3.3	7.2	8.8	8.7	5.3	10.5	5.9	10.2	17.9	8.7
电气机械及器材制造业	-1.5	-9.7	5.3	6.8	10.3	10.3	15	18.7	22.6	24.1	15.6
仪器仪表制造业	-2.8	-7.3	5.1	7.9	9.4	6.9	12.4	8.4	9.2	12.4	8.7

下游	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-1.4	-0.3	6.5	7.9	1.3	4.6	6.8	7.5	7.7	9.8	8.7
	汽车制造业	0.3	-3.6	-7.9	-8.2	-12.6	-8.5	-4.3	0.5	7.7	40.4	9.7
	农副食品加工业	0.8	-6.3	3.3	2.5	7.2	5.9	9.6	7.3	3.4	8.3	1.5
	食品制造业	4	0.2	6.8	2.8	6.4	5	6.6	3.6	1.4	6.3	2.4
	酒、饮料和精制茶制造业	5.6	6.6	9.2	3.6	7.5	6.4	2.6	5.3	8.5	19.9	0.8
	烟草制品业	10.5	15.8	11.9	1.4	9.4	11.8	-3.9	1.8	-1.1	-17.9	-3.1
	纺织业	-0.1	-4.6	-5.9	-5.8	-2.5	-1	-1.3	-3	2.5	7.5	5.2
	纺织服装、服饰业	3	0.5	8.2	5.2	6.7	8.1	7.7	4	5.9	10.3	-3.6
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	1.3	1	7.9	6.6	5.7	4.6	6.9	7.3	8.6	14.3	-5.4
	家具制造业	2.1	-17	2.8	0.7	4.5	9.2	19.8	20.8	20.6	21.8	2.1
	造纸及纸制品业	1.8	-6.7	-1.2	-3	2.9	1.4	5.5	6.6	6.3	6.4	3.9
	印刷和记录媒介的复制业	1.8	-7.3	4.9	3.1	9.6	7.8	12.2	9.9	10.6	10.8	2.4
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.4	-12.2	7.4	7	7.7	9.2	19.6	24.2	24.3	19.9	3.5
	医药制造业	10.2	-16.2	16.3	26.5	32.9	25.3	32.5	34	19	16.2	16.9
	橡胶和塑料制品业	-1.5	-9.3	-5.4	-3.9	0.4	1.1	3.9	5.1	9.2	14.8	5.9
	非金属矿物制品业	-3	-12.8	-4.1	-1.1	4.4	5.9	8.7	7.6	12.6	24.5	7.5
	金属制品业	-0.1	-13	6.7	6.8	11.8	12.7	19.7	19.2	21	22.5	13
	计算机、通信和其他电子设备制造业	4.5	0.6	14	9.5	13.3	13	13.4	12.7	10.4	12.2	11.4
	其他制造业	2.7	0.1	6.7	4	2.1	3.1	6.6	8.8	3	16.9	6.2
	废弃资源综合利用业	0.6	-9.8	27.2	26.6	25.8	34.6	37	27.3	26.1	28.1	8.6
	金属制品、机械和设备修理业	0.9	4.9	7.6	6.7	0.1	3	2.7	-2.6	0.4	0.8	0.5

资料来源：Wind 华泰期货研究院

5.6 碳达峰碳中和是长久命题，新能源板块长期关注

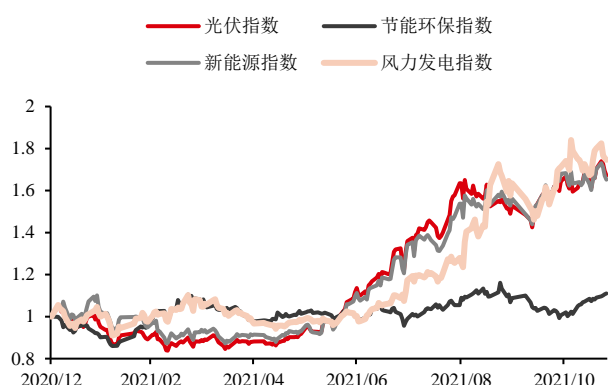
2020 年 9 月 22 日，中国政府在第七十五届联合国大会上提出：“中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。碳达峰碳中和是经过深思熟虑作出的重大战略决策，事关中华民族永续发展和构建人类命运共同体。在新发展阶段，做好碳达峰碳中和工作，加快经济社会发展全面绿色转型，对我国实现高质量发展、全面建设社会主义现代化强国具有重大意义。

碳达峰碳中和是一个长久命题，该条主线的投资将会持续贯穿 2022 年。碳达峰碳中和主要利好板块有**新能源电力行业、新能源汽车行业、建筑节能行业以及环保行业**等。新能源电力行业可着重关注，未来围绕“碳达峰、碳中和”目标推动电网向能源互联网升级方向的投资较大，国家电网董事长在 2021 年达沃斯论坛中表示未来 5 年国家电网公司将年均投入超过 700 亿美元，累计投入超过 3500 亿美元。未来国家电网将在三个方面促进能源

清洁低碳转型。其一，为清洁能源大规模开发利用提供配置平台；其二，为各种新型能源设施提供便捷服务；其三，为提高全社会能效提供解决方案。

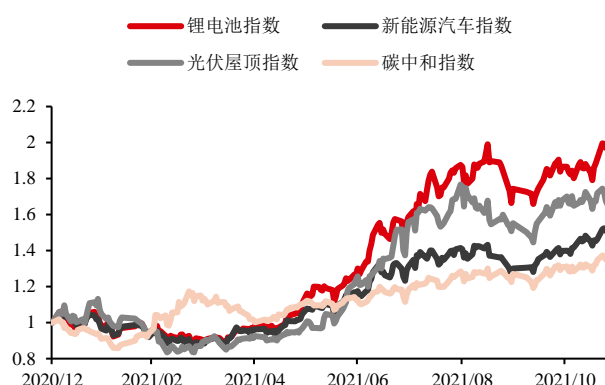
本文统计了下列 8 个与碳中和相关的概念指数 (Wind)，分别是光伏指数、节能环保指数、新能源指数、风力发电指数、锂电池指数、新能源汽车指数、光伏屋顶指数以及碳中和指数。这些指数今年以来表现优异，除节能环保指数涨幅仅为 11% 之外，其他七个相关指数涨幅均超 35%，其中锂电池指数涨幅最大，超过 95%。

图 79： 碳中和相关概念板块走势 (以 2020 年 12 月 31 日价格为初始数据) 单位:无



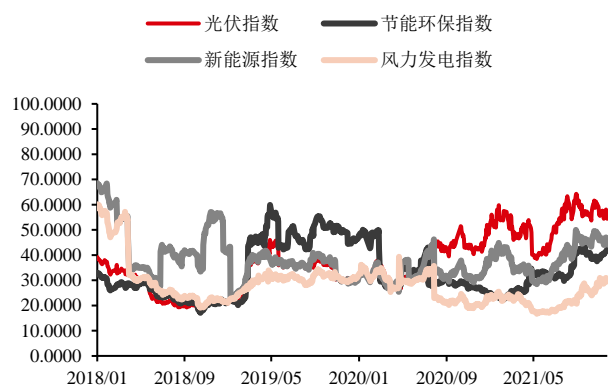
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 80： 碳中和相关概念板块走势 (以 2020 年 12 月 31 日价格为初始数据) 单位:无



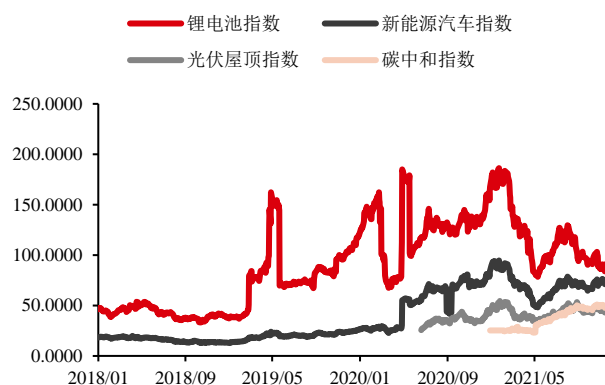
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 81： 碳中和相关概念板块 PE 单位:倍



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 82： 碳中和相关概念板块 PE 单位:倍



数据来源: Wind 华泰期货研究院

六 风险与机遇

风险一：警惕明年猪油共振引发 CPI 大幅上行的可能性

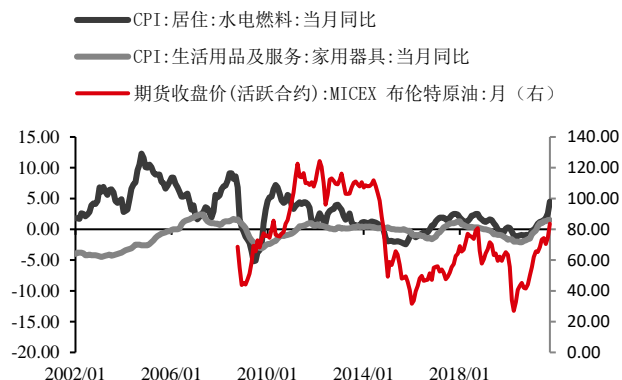
CPI 结构性差异明显，食品烟酒类对于 CPI 拖累明显，目前已经连续 5 个月拖累 CPI 数据，10 月份拉低 CPI 0.25%；非食品板块对于 CPI 拉动明显，对于 CPI 的同比拉动目前已经连续 7 个月高于 1%，10 月份对于 CPI 的拉动接近 2%。

能源价格的持续上行已经传导至 CPI 中与原油相关的消费品价格，CPI 居住水电燃料分项 10 月份同比高达 4.5%，刷新 2010 年至今新高；10 月份生活用品及服务分项中的家用器具项同比上涨 1.5%，创 2020 年 3 月份至今新高。目前原油价格仍维持坚挺，Brent 与 WTI 再度涨至 85 美元关口附近，稳固的现货基本面是支撑价格的重要因素，如果美国释放战略储备等潜在利空在短期不兑现，则油价有望维持甚至进一步突破，未来能源价格的上行对于 CPI 的向上推动仍会持续。

未来需关注猪油共振对于 CPI 的扰动。随着时间的推移，猪肉价格对于 CPI 的拖累影响将逐渐缓解，考虑基数原因（以农业农村部公布的 22 省市生猪价格为准），猪肉价格超过 40 元/kg 的月份为 2020 年 11 月-2021 年 3 月，考虑到目前生猪价格仍处低位，上述几个月份生猪价格仍会对 CPI 有所拖累，但是 2021 年 4 月份之后，生猪价格快速下行，月份越往后推移，生猪价格对于 CPI 的拉动动力越强，未来需关注猪油共振对于 CPI 的扰动。若 CPI 大幅上行，将会限制国内政策的发挥空间。

图 83： 与原油相关的消费品价格延续涨势

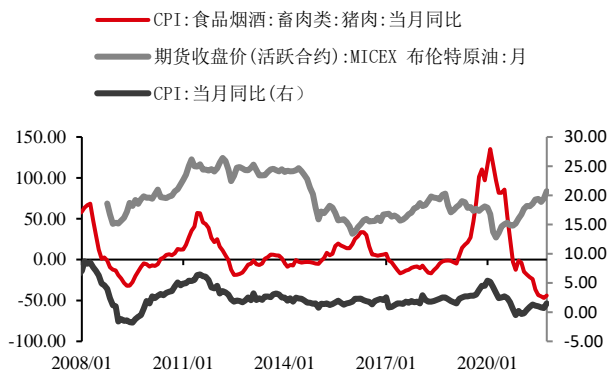
单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

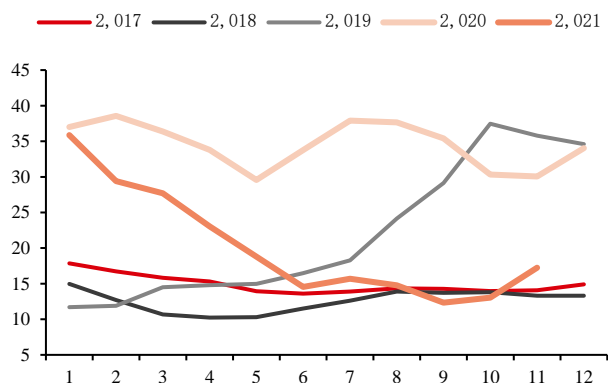
图 84： 明年警惕猪油共振拉动 CPI

单位：%，美元/桶



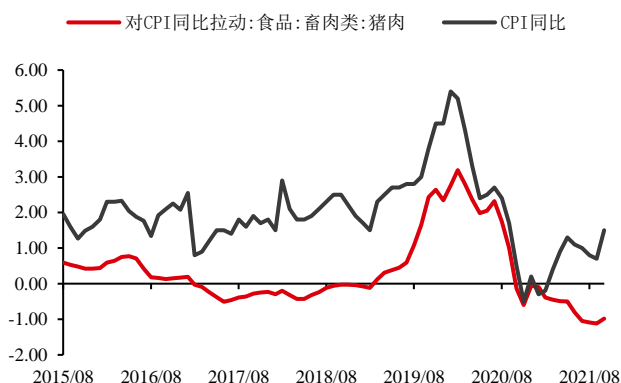
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 85: 2021 年猪价的低基数需关注 单位: 元/kg



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 86: 猪肉对 CPI 同比拉动 单位: %



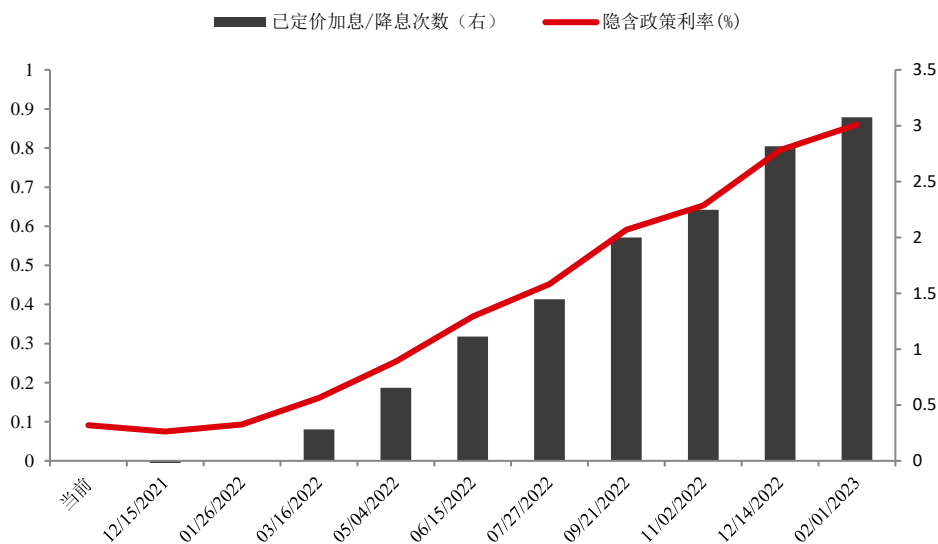
数据来源: Wind 华泰期货研究院

风险二: 全球流动性退潮扰动 A 股

美联储在 11 月 FOMC 会议上官宣 Taper, 11 月起每月少购债 150 亿美元。按照美联储会后公布的公开市场操作指示, 11 月的 Taper 应在始于 11 月中旬的月度购买期间进行, 12 月的则是在始于 12 月中旬的月度购买期间进行。如果每个月少买 150 亿美元, 每月合计 1200 亿美元的购买资产规模将在八个月内告罄, 也就是说, 在明年 6 月结束购债。目前市场对于美联储加息预期较强, 美国联邦基金期货目前隐含的加息情况为三次, 明年 6 月份第一次加息, 9 月份第二次加息, 12 月份将第三次加息。

图 87: 美国联邦基金期货隐含加息情况

单位: %

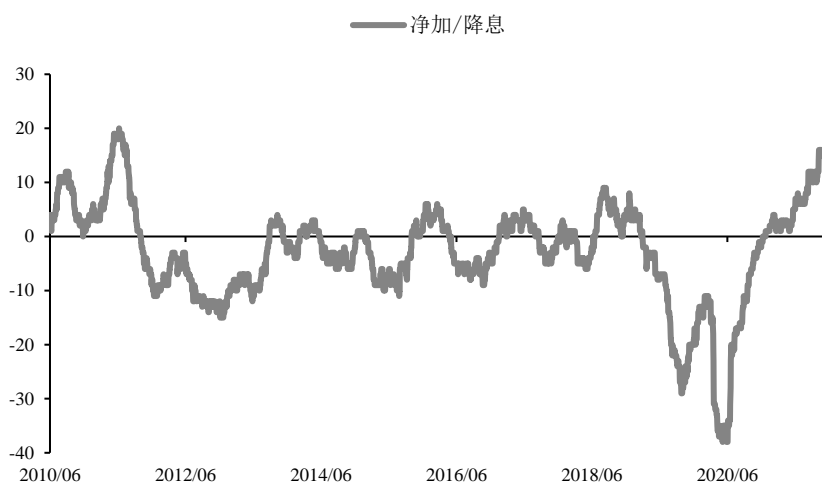


数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

目前越来越多的主要经济体央行正考虑加入加息行列，新一轮加息浪潮涌动，全球流动性拐点可能已渐行渐近。今年以来，全球通胀愈演愈烈，各国央行不得不削减新冠病毒大流行时期的刺激措施。韩国银行（央行）11月25日召开金融货币委员会货币政策会议，决定将目前的基准利率由0.75%上调0.25个百分点至1%；新西兰央行进行了两个月内第二次加息，并暗示未来将进一步收紧货币政策；11月11日同处拉美的墨西哥央行、乌拉圭央行及秘鲁央行密集加息，原因都是为了试图减缓快于预期的通胀；10月27日，巴西央行如约加息150个基点，创最近20年来最大单次加息幅度，至7.75%，并宣布“下次继续”。10月22日，俄罗斯宣布将政策利率上调至7.5%，远超市场预期7%。

图 88： 全球主要国家过去三个月净加息次数

单位：次



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

全球流动性的收缩会从以下两个方面对于 A 股产生影响。

第一：全球流动性收缩，特别是美元流动性收缩，多次对新兴市场造成冲击，甚至引发危机，需关注新兴市场的资本外流压力。2013 年的‘紧缩恐慌’对全球市场造成冲击，新兴市场首当其冲，资金大幅流出新兴市场国家，新兴市场国家资本流动指数由 5 月份的 170 点快速下行至 6 月底的 140 点，下行幅度接近 18%；MSCI 新兴市场国家指数由 5 月份的约 1050 点快速下行至 6 月底的 880 点；新兴市场国家货币也迅速贬值。目前市场对于 2022 年美联储加息预期持续升温，已经由 1 个月之前的加息 2 次攀升至目前的加息 3 次，2022 年若美元流动性收缩超预期，A 股或面临冲击。

图 89: 2013 年 Taper 意外宣布后新兴市场国家股指承压
单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 90: 2013 年 Taper 意外宣布后新兴市场国家货币大幅走弱
单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 91: 2013 年 Taper 意外宣布后资本大幅流出新兴市场国家

单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

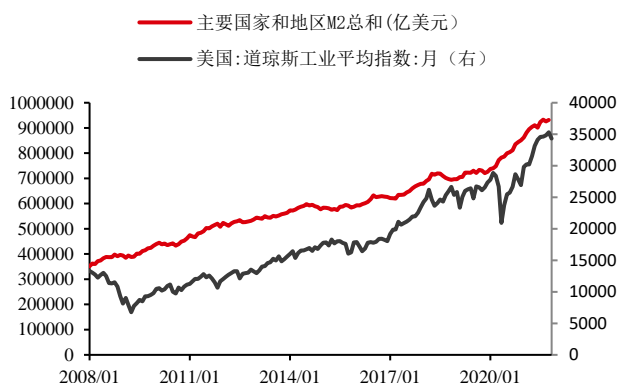
第二: 目前全球 M2 拐点已现, 流动性端对于美股支撑触顶。本文对美国、日本、欧元区、英国、俄罗斯、澳大利亚、印度、巴西、中国等 9 个主要国家和地区的 M2 数据进行统计, 目前 M2 同比增速已经转为下行, 由 2 月份的接近 20% 的同比增速快速下行至目前的 11.5% 左右。美股的持续上行受益于全球流动性, 但全球主要国家和地区 M2 的同比增速已经转为下行, 流动性对于美股的支撑效应越来越小, 随着 2022 年全球 M2 的再度收缩下行, 美股波动性或加大, 会对 A 股产生不利影响。

图 92: M2 同比增速已经拐头 单位: %



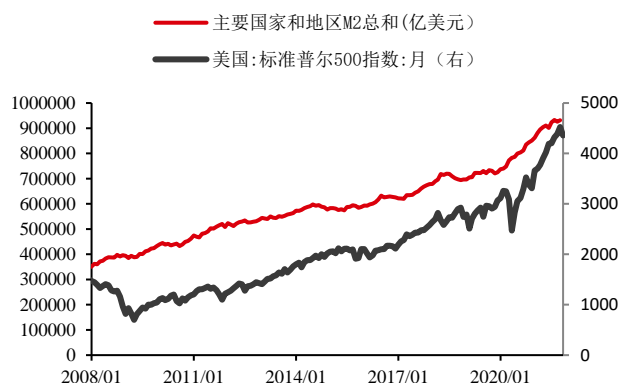
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 93: M2 总量支撑美股 单位: 亿美元, 点



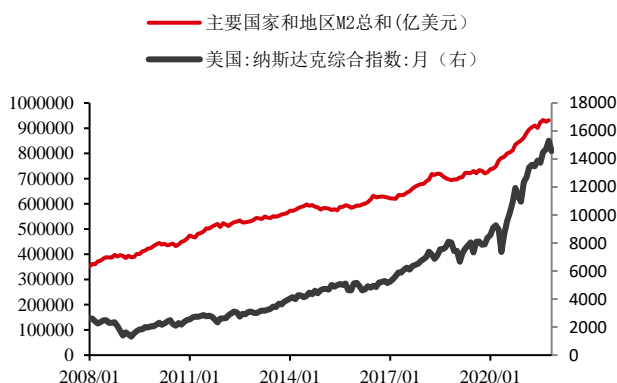
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 94: M2 总量支撑美股 单位: 亿美元, 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 95: M2 总量支撑美股 单位: 亿美元, 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

风险三: 病毒变异仍为 2022 年的最大不确定性

奥密克戎变种被发现是近期的突发性事件, 该病毒突变点数量远超已经发现的所有变种, 大概是在宿主体内经历了较长时间的进化后形成。形成新变体后, 又经过偶然的机会经过传播, 并迅速在传播上超越了已有的病毒传播能力, 成为南非近期所记录的病毒株中的优势株(占比 90%以上)。由于携带病毒突变点多, 在传播上短期内似乎战胜了南非的其他病毒株, 包括德尔塔毒株。因此, 世卫组织出于谨慎, 将其列入了密切关注变异株(VOC), 也就是说要引起极大关注。

截至 2021 年 11 月 29 日, 奥密克戎已经有 17 个国家及地区出现了奥密克戎毒株感染病例, 包括澳大利亚、奥地利、比利时、博茨瓦纳、加拿大、捷克、丹麦、德国、以色列、意大利、荷兰、葡萄牙、南非、西班牙、英国、瑞典以及中国香港。路透社曾援引世卫组织的

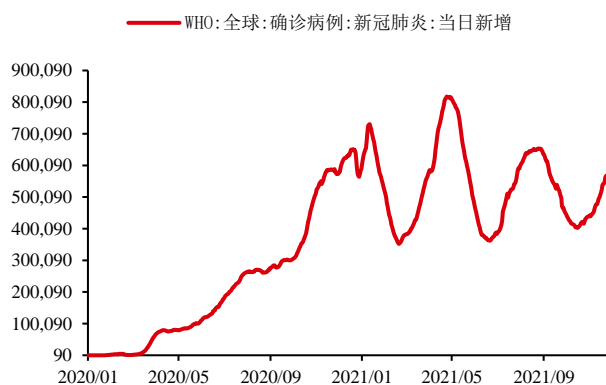
发言称，新冠病毒奥密克戎变异毒株很可能在世界广泛传播，全球风险等级“非常高”，新冠病例激增会在一些地区引发严重后果。

但是国内专家表示，奥密克戎对中国目前还不会产生大的影响，中国目前的快速响应与动态清零策略是可以应对各种类型的新冠变种的。新冠病毒再变，还是新冠病毒。中国目前处于动态清零策略所赢得的战略机遇期内，正在加速构建下阶段应对常态化抗疫所需要的科学支撑，包括形成足以支撑世界开放的有效疫苗与药物储备，以及公共卫生及医疗资源储备。基于科学与团结，我们可以应对德尔塔，也能应对奥密克戎。

莫德纳 CEO Stephane Bancel 近期在接受英国金融时报时警告称，制药公司需要几个月时间才能大规模生产新的疫苗以应对该毒株。Bancel 说，这种毒株有大量的突变并在南非迅速传播，这表明目前批次的疫苗可能需要在明年进行更新。该公司认为这种新毒株具有高度传染性，但至少需要两周时间才能确定现有疫苗针对奥密克戎变异毒株的有效性。

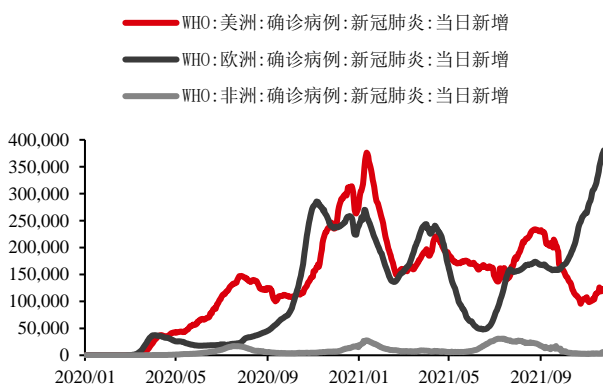
新冠病毒仍会是 2022 年市场的最大不确定性所在，近期需密切关注奥密克戎病毒的最新进展并须提防 2022 年新的变异病毒是否会再度出现。

图 96: 新冠肺炎单日新增确诊 单位: 例



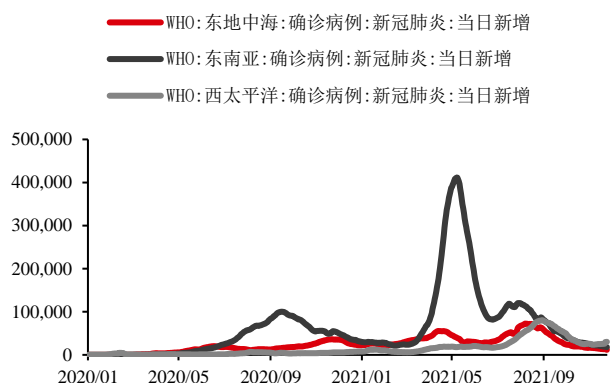
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 97: 新冠肺炎单日新增确诊 单位: 例



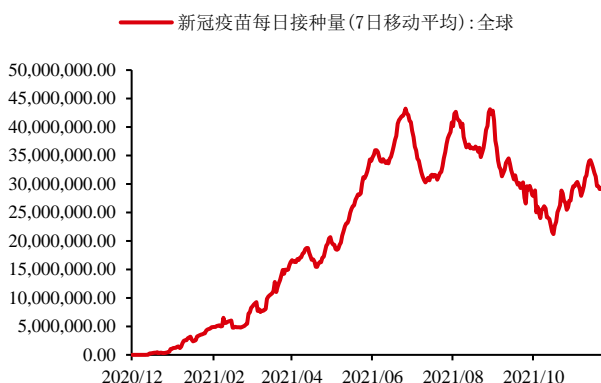
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 98: 新冠肺炎单日新增确诊 单位: 例



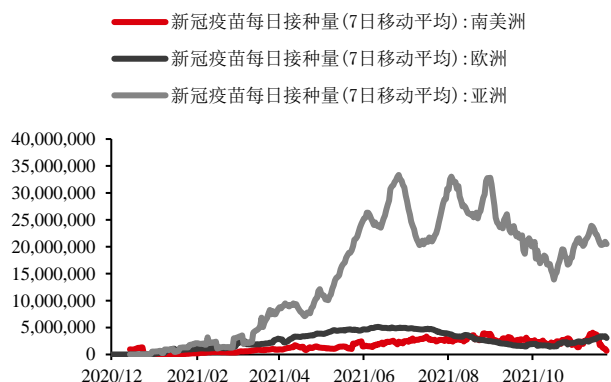
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 99: 新冠疫苗接种情况 单位: 剂次



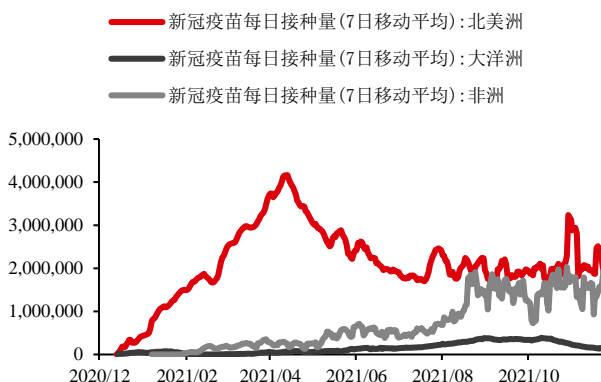
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 100: 新冠疫苗接种情况 单位: 剂次



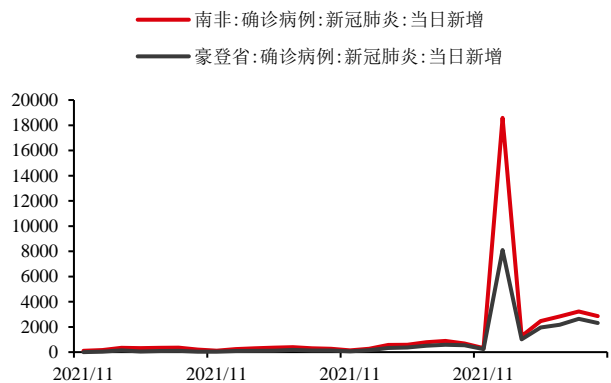
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 101: 新冠疫苗接种情况 单位: 剂次



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 102: 南非当日新增病例 单位: 例



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 103: 新冠疫苗接种情况 单位: 剂次



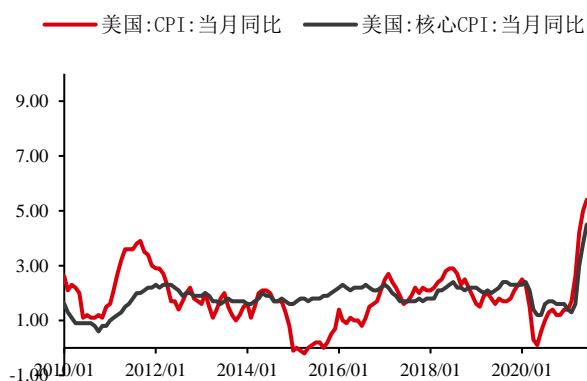
数据来源: Wind 华泰期货研究院

机遇一: 关注中美贸易政策缓和预期带来的风险偏好抬升

目前美国面临较大的通胀压力，美国的 CPI 和核心 CPI 数据均处于历史较高位置，中国目前严格实施能耗双控政策，中国制造商品的价格处于高位，美国未来将面临较大的输入性通胀风险。针对中美加征关税的行为，Cavallo、Gopinath、Neiman 和 Tang 采用劳工统计局关于从中国进口商品价格的数据的研究发现，因关税上升造成的成本几乎全部由美国进口商承担，而这些成本最终也会转嫁给美国消费者，对美国经济产生不利影响，美国企业代表、参议员、高级别官员今年也多次敦促拜登取消关税。

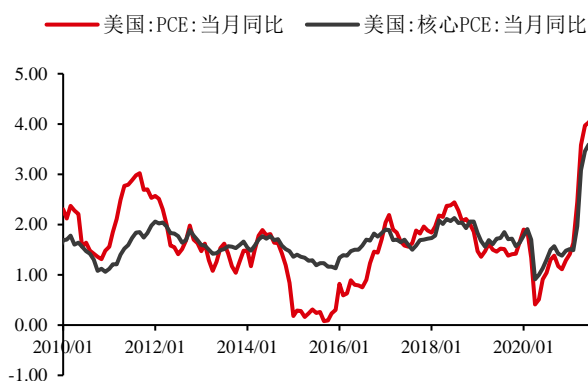
拜登支持率处于近一年来的较低位置，拜登政府尚有基建计划以及加税计划推进，未来料有较大阻力。美国 2022 年的中期选举也逐渐临近，调降关税或为拜登政府打压通胀的一个重要手段，或也成为其推进施政计划的重要推手，2022 年关注中美关税的最新进展，若中美贸易缓和，美国调降甚至削减对华进口关税，对中美经济均有较大利好，对市场风险偏好也会有较大抬升，近期密切跟踪关注。

图 104： 美国 CPI 与核心 CPI 处于高位 单位： %



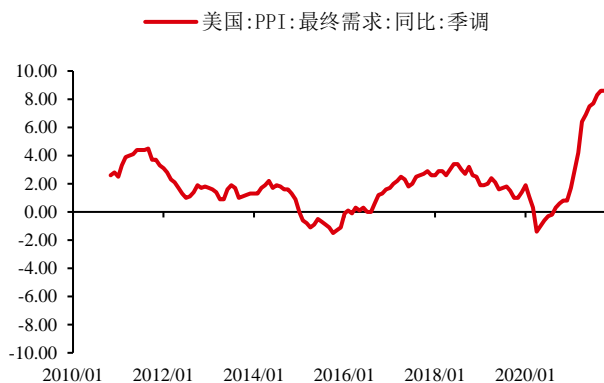
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 105： 美国 PCE 和核心 PCE 处于高位 单位： %



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 106： 美国 PPI 处于高位 单位： %



数据来源：Wind 华泰期货研究院

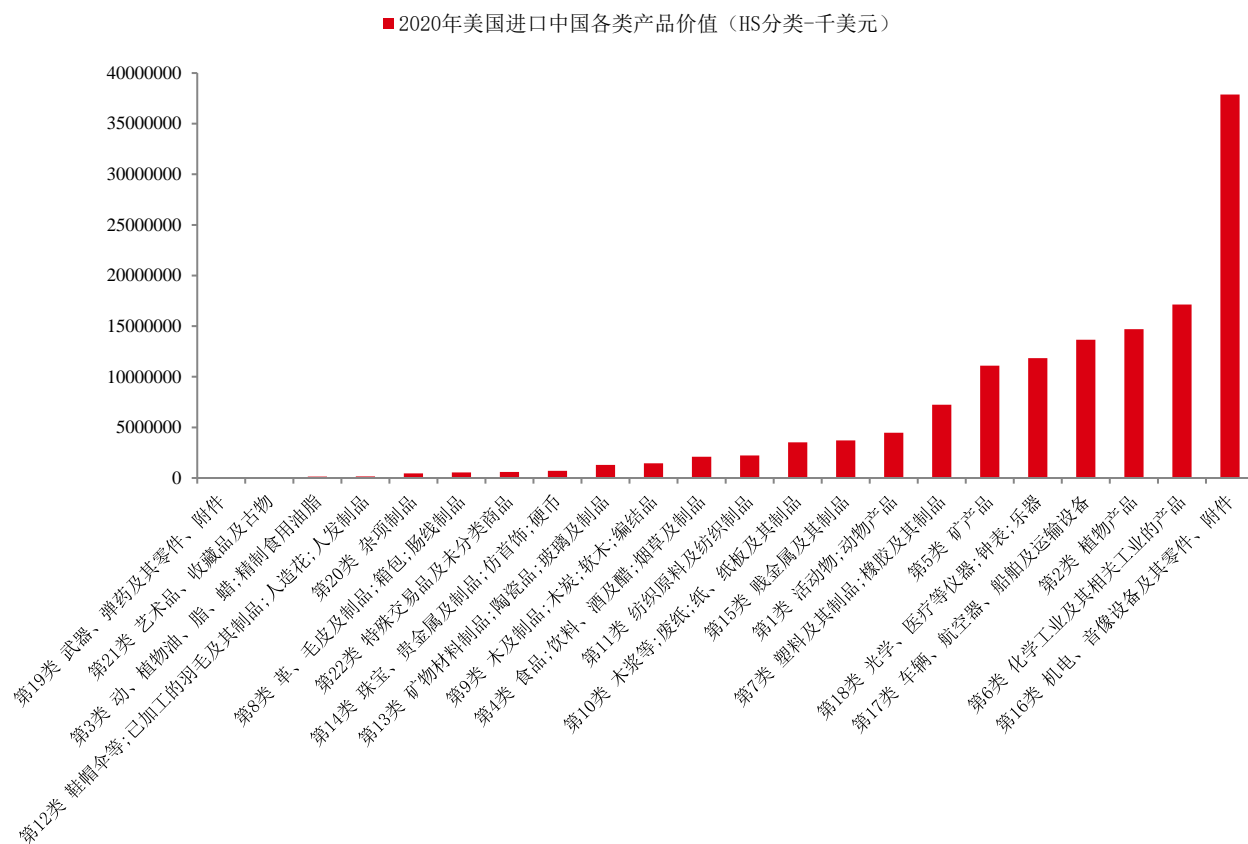
图 107： 拜登支持率处于低位 单位： %



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 108： 2020 年美国进口中国各类产品价值（HS 分类-千美元）

单位：千美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com