

从“一枝独秀”到“四季分明” 2022年度A股市场投资策略报告

- **宏观经济：** GDP实际增速预计在5-5.5%之间，更靠近5.5%。分结构来看，消费延续复苏；制造业投资预计温和下行，地产投资下行压力较大，基建投资有望发力，小幅回暖；出口预计回落压力较大。
- **物价指数：** 预计年后PPI持续回落，但一季度PPI同比仍处于高位；CPI预期二季度开始企稳回升，全年通胀压力不大。
- **企业盈利：** 预计2022年上半年企业盈利持续回落，预计Q2-Q3有望企稳，ROE将趋于下行。
- **流动性：** 宏观层面流动性环境上半年好于下半年，一季度预计最为宽松。下半年美联储有望开启加息周期，全球流动性有望收缩，压制风险资产偏好。A股微观流动性来看，房住不炒大环境下，居民有望持续增配权益市场，预计2022年仍有增量资金入场，但力度可能较2022年弱。
- **投资机会：** 大势研判上，结合信用周期与盈利周期来看，2022年的机会主要在一、三季度，整体呈现震荡上行趋势，二季度基本面下行压力最大，市场可能阶段性休整，预计一季度末到二季度市场将有对ROE下行的明显调整。行业配置方面，上半年流动性宽松，社融企稳回升，一季度稳增长政策有望持续发力，有望带动市场整体震荡上行，金融、成长占优，下半年主要关注消费板块。板块层面，主要把握科技、制造业、大消费板块上的投资机会，适当规避周期板块。科技制造领域全年推荐军工行业；把握清洁能源领域（光伏、风电、储能）、低碳交通（新能源车）、新型电力系统、半导体制造国产替代等的波段机会；CPI回升来看，一季度年报业绩利空落地之后，伴随下半年猪周期的上行，食品、农业、家电、汽车等消费品有望迎来戴维斯双击；此外，伴随疫情的逐步控制，消费者服务（餐饮、旅游、酒店等）、交通运输（航空、机场）等行业估值有望修复。阶段性把握财富管理赛道的券商股、优质银行股的配置机会。

免责声明及风险提示：本报告内容仅供参考，不构成任何形式的要约或要约邀请。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下本报告中的信息或所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或担保。报告中所载的观点、分析、预测等仅反映研究员的见解和分析方法，并不代表我公司的立场。摩根士丹利华鑫基金郑重提醒您注意投资风险，并请根据自身财务状况及风险承受能力谨慎选择。

本报告版权归摩根士丹利华鑫基金管理有限公司所有，未经书面授权任何机构和个人不得以任何形式发布、复制、刊登或引用。

一. 市场回顾

2021年A股市场以结构性行情为主，各板块轮动上涨。板块上1-2月消费股占优，4-5月医药、白酒、碳中和表现较强，6-8月科技股较强，8-9月周期股占优，10月-11月新能源、军工及TMT上涨，11月下旬以来稳增长主线占优。

分时点来看，1-2月公募基金大量发行，春节前流动性推升股市，消费、周期领涨，A股指数达到年内高点；2月至3月上旬，美债收益率上行压制股市估值，全球股市震荡下行，A股“抱团股”大跌；4月，阿里巴巴集团违反《反垄断法》，被罚182亿，反垄断周期开启，同时一季报期间，白酒、医药板块及“碳中和”概念领涨A股；7月15日，央行降准0.5%，引发市场对经济的悲观预期，7月24日，史上最严“双减”政策来临，教培股大跌；“730”政治局会议强调下半年财政政策更加积极；8月央行召开信贷分析会，强调宽信贷；市场8月至九月中旬大幅反弹；8月12日，宁德时代抛582亿巨额定增；9月，北交所成立，助力中小企业发展，带动券商持续反弹；10月稳增长政策不及预期，地产信用风险暴露，房地产税出台等；11月下旬，稳增长信号逐步明确，带动市场反弹。

上证指数表现

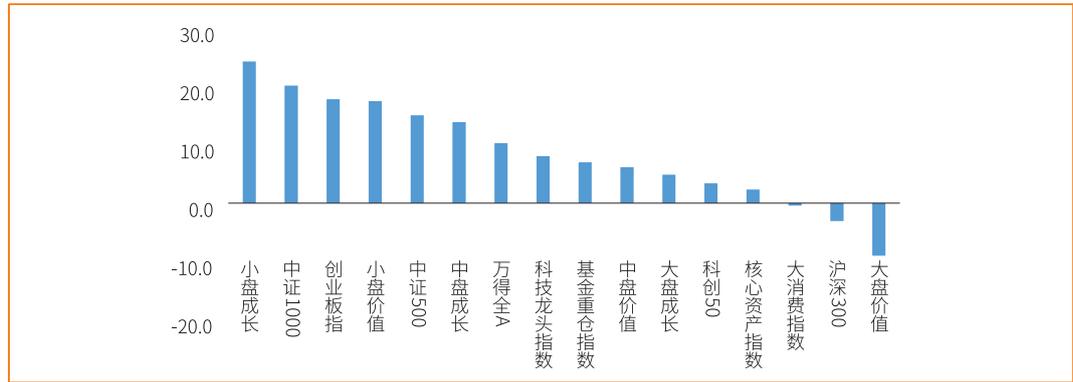


数据来源：wind，摩根士丹利华鑫基金，数据时间：2021.1-2021.12

2021年A股市场风格分化特征明显，中小盘成长风格显著占优，主要驱动在于业绩弹性、震荡下行的利率以及新能源产业链带动。涨幅居前的行业主要分为两条主线：

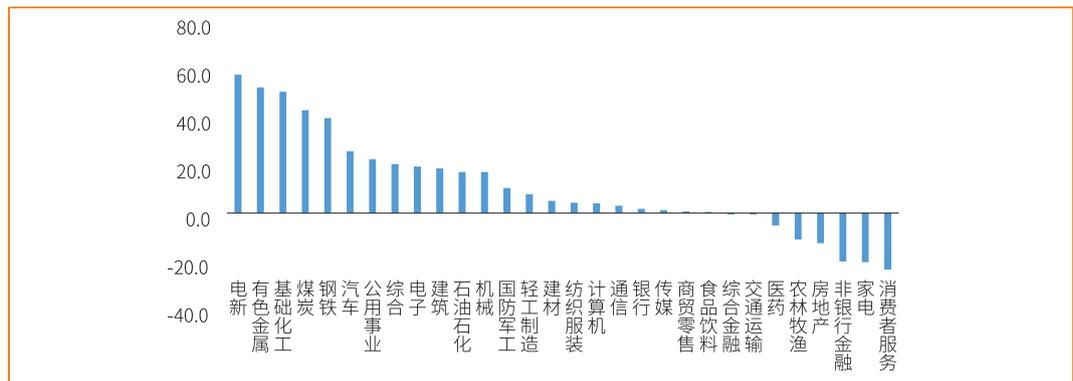
- 1) 高景气产业新能源产业链（电新、新能源车、部分化工、有色等）、电子、机械及军工
- 2) 供给受限需求复苏的上游资源品涨价（有色、化工、煤炭、钢铁等）。跌幅居前的主要是疫情影响的社服及地产链

主要指数2021年涨跌幅



数据来源: wind, 摩根士丹利华鑫基金, 数据时间: 2021.1-2021.12

中信一级行业指数2021年涨跌幅



数据来源: wind, 摩根士丹利华鑫基金, 数据时间: 2021.1-2021.12

二. 宏观经济展望

(一) 重要宏观变量判断

1. GDP: 先下后上, 低点在二季度

2022年全年GDP增速预计在5-5.5%之间, 更靠近5.5%, 节奏上呈现先下后上趋势, 二季度可能是全年的低点; GDP平减指数预计将逐季回落。

2022年实际GDP增速

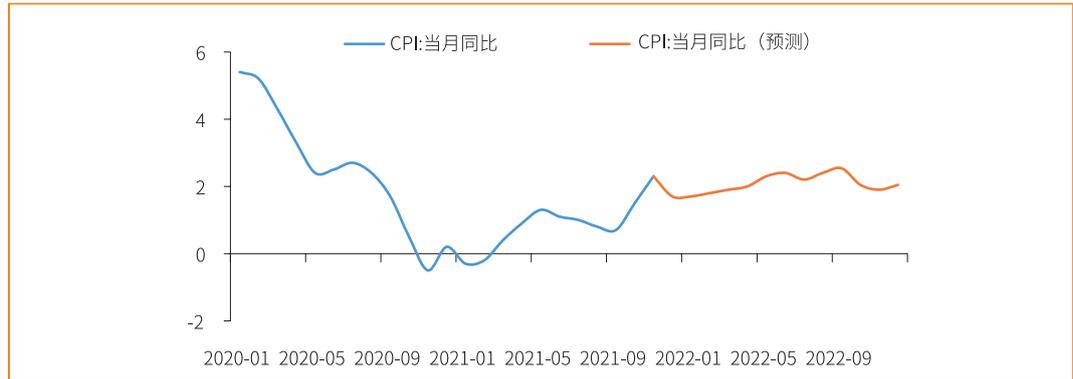


数据来源: wind, 摩根士丹利华鑫基金, 数据时间: 2018.3-2022.12

2. CPI：温和上行

预计2022年猪价先低后高，油价先高后低，猪油对冲，CPI超预期上行的风险不大，预计2022年CPI中枢为1.8%左右，走势逐季回升；2022年5、6月份有望迎来新一轮的猪价上行周期（慢周期）；预计原油中枢进一步上行，二季度开始供需渐进平衡，节奏前高后低。

CPI中枢抬升

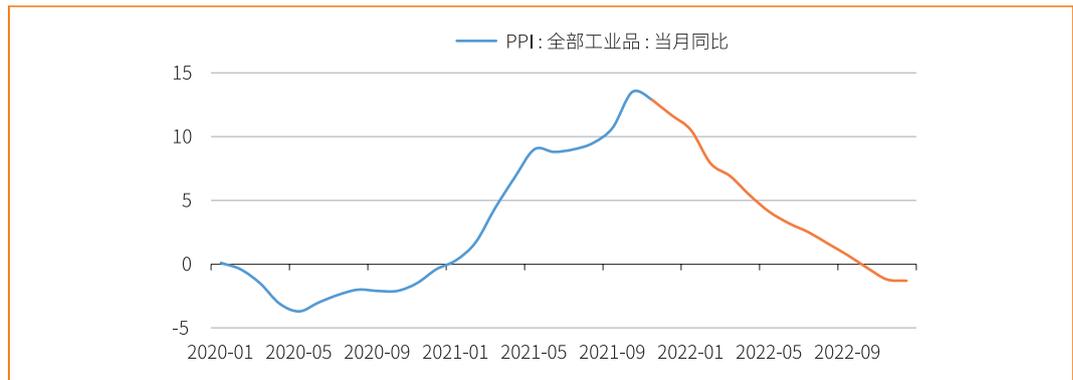


数据来源：wind，摩根士丹利华鑫基金，数据时间：2020.1-2022.12

3. PPI：逐月回落

2022年输入型通胀压力缓解，预计全年PPI中枢回落至3%左右，走势前高后低；供给端随着全球疫苗注射率不断提高，尤其发展中国家注射进程加速，工业生产常态化，大宗商品的供给能力持续修复；需求端随着海外发达国家的逆周期刺激政策的逐步退出，PMI、订单、零售等数据都表明经济环比高点已过。

PPI呈现出前高后低的走势

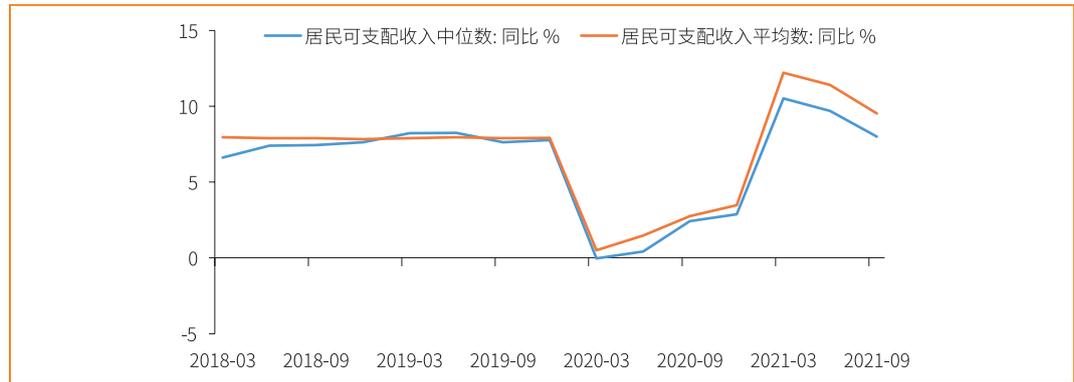


数据来源：wind，摩根士丹利华鑫基金，数据时间：2020.1-2022.12

4. 居民收入及消费：收入持续改善，消费延续弱复苏

居民收入有所改善，消费复苏动力增强，但受制于疫情防控因素，增速中枢提升幅度有限；居民消费能力仍在提升通道，但收入K型分化依然存在；疫情影响有所弱化，但“共存”策略短期内较难确定。

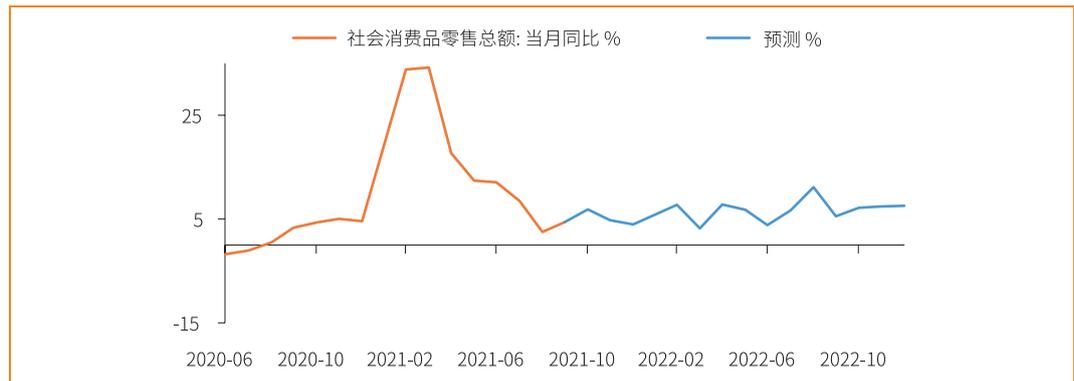
收入平均数增速持续高于收入中位数增速



数据来源: wind, 摩根士丹利华鑫基金, 数据时间: 2018.3-2021.9

消费方面, 预计2022年消费依然有修复空间, 但增速中枢较难回到疫情前水平, 预计全年社会消费品零售总额增速为6.9%左右; 一方面疫情因素渐次弱化, 另一方面CPI温和回升带动名义增速回暖; 从结构上来看, 必需品和“宅经济”相关消费品的景气度仍将延续。

社零逐季恢复

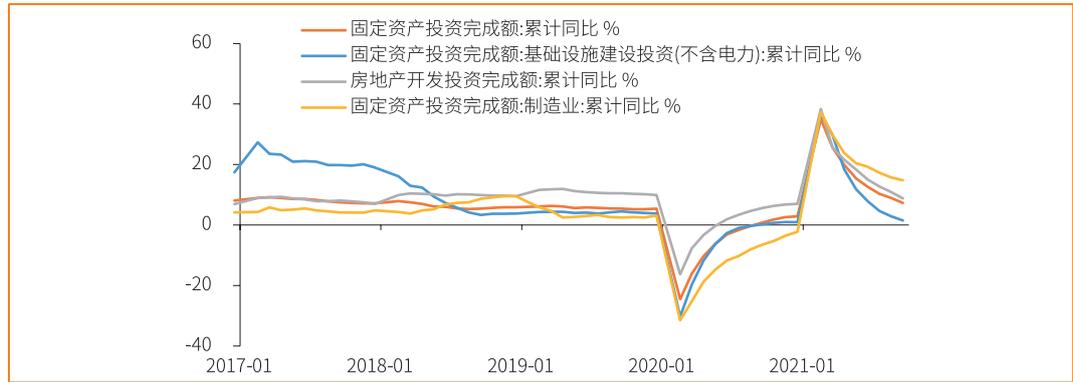


数据来源: wind, 摩根士丹利华鑫基金, 数据时间: 2020.6-2022.12

5. 投资: 基建投资改善、制造业投资维持较高增速

预计2022年固定资产投资增速约5.8%左右, 制造业受益于碳中和推进对能源体系和工业链条的重塑, 有超出市场预期的较强表现; 基建在2021年底至2022年初形成实物工作量的政策基调下, 预计基建投资2022年有所趋稳, 增速较2021年有微升; 地产走势仍取决于监管政策变化, 预计2022年增速较2021年略降, 保障房领域可能形成新的投资增量。

投资及三个分项累计同比增速走势



数据来源: wind, 摩根士丹利华鑫基金, 数据时间: 2017.1-2021.8

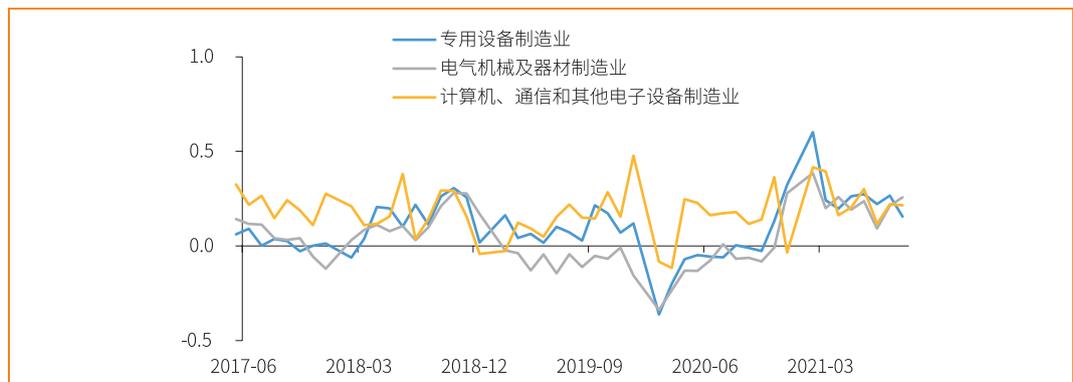
投资及三个分项当月同比增速走势



数据来源: wind, 摩根士丹利华鑫基金, 数据时间: 2017.1-2021.8

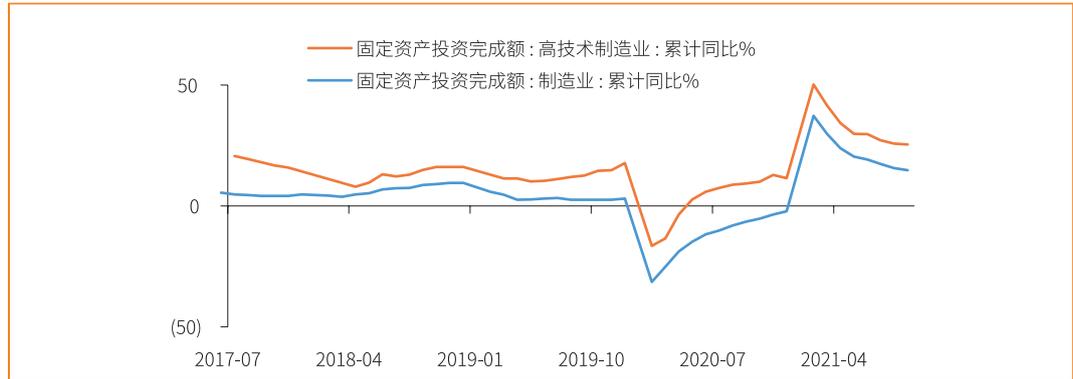
我国能源转型将带来工业再造, 或将使制造业投资再次成为带动我国投资增长的主力。在实现双碳目标过程中, 新能源转型引致的新能源应用需求及设备更新需求将是制造业投资强劲的带动力量, 从而使制造业投资有望取代基建地产成为我国投资增长的主力。

碳中和过程有助于推动相关行业制造业投资提速



数据来源: wind, 摩根士丹利华鑫基金, 数据时间: 2017.6-2021.9

高技术制造业投资增速持续高于整体制造业投资

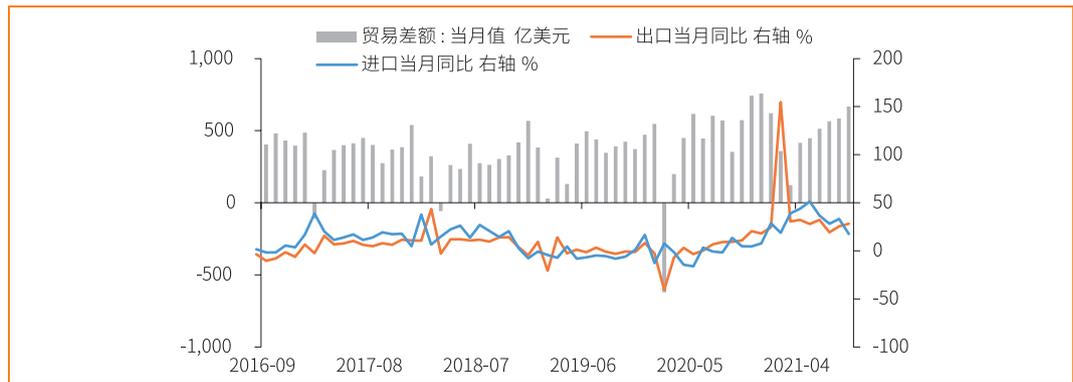


数据来源: wind, 摩根士丹利华鑫基金, 数据时间: 2017.6-2021.9

6. 出口: 增速回落

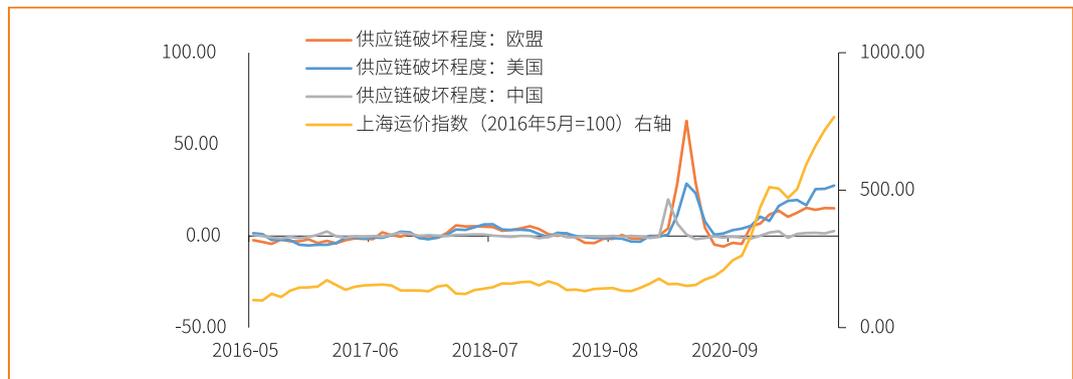
2022年进出口平稳增长, 外贸稳中有升, 预计2022年美元计价出口同比增长1.8%, 进口同比增长2.1%, 服务及货物贸易顺差4200亿美元, 对经济形成正向支撑。进口方面, 内需节奏决定进口走势, 原材料品及机电产品进口仍是重点, 大宗商品走势对进口增速影响边际回落; 出口方面供需缺口是关键, 关注全球供应链修复进程。

2022年, 净出口对经济影响有限



数据来源: wind, 摩根士丹利华鑫基金, 数据时间: 2016.9-2021.9

IMF数据显示, 美欧供应链修复较慢



数据来源: wind, 摩根士丹利华鑫基金, 数据时间: 2016.5-2021.9

(二) 财政政策与货币政策

中央经济工作会议定调要“稳字当头，稳中求进”，稳增长是当前政策主线，保持经济在合理区间。

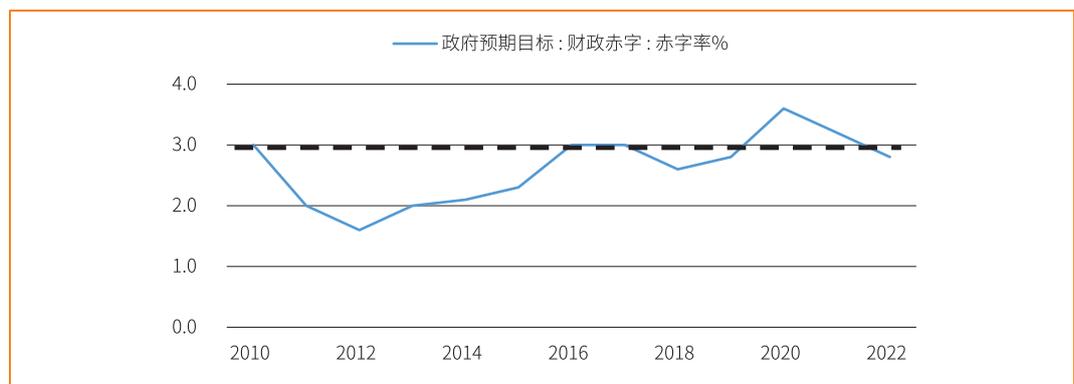
货币政策方面，强调“保持流动性合理充裕”，且去掉了“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”的表述，给货币政策留了空间。上半年强调经济稳增长，宏观环境偏宽松，下半年有望转向偏稳健。预计一季度仍有较大概率降准，且存在降息的可能。当前经济整体需求不足，只靠降准给信贷供给端刺激，效果越来越有限，只有通过降低贷款利率刺激需求端，达到供需适配，才能达到稳信贷的效果。

财政政策方面，2022年经济工作会议提到“要保证财政支出强度，加快支出进度”，去年是“持适度支出强度”，新增“适度超前开展基础设施投资”的提法，表明财政政策相比前两年的“超收减支”会更加积极，特别是考虑到2022年专项债节奏明显后置，超收缓支后财政资金还有结余，财政有加码空间。从节奏上来看，财政会前置发力，上半年会宽财政。同时也新增“严肃财政纪律”提法；对隐性债务，2022年是“坚决遏制新增地方政府隐性债务”，措辞要比“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”要严格。2022年财政政策会比2021年积极，尤其是上半年，但对财政纪律的要求加码，因此整体力度或有限。

1. 2022年广义财政维持紧平衡

预计2022年赤字率将回归正常化达到2.8%左右，对应预算赤字约3.3万亿元；2021年财政收入决算继续超收，财政收入平稳增长；阶段性及制度性减税降费积极推进，预计新增减税降费规模或接近万亿；土地财政预期仍有韧性，预计2022年预算国有土地使用权出让收入增速大概率仍为0%，规模有望超过8.6万亿专项债适度下降：预计2022年专项债规模将达到3万亿。

2022年财政收支平衡，狭义赤字率2.8%



数据来源：wind，摩根士丹利华鑫基金，数据时间：2010-2022

新增专项债发行规模较2020年、2021年有所下滑



数据来源: wind, 摩根士丹利华鑫基金, 数据时间: 2010-2022

2. 信贷、社融、M2

信贷: 预计全年新增信贷23.3万亿 (增速12%), 考虑碳减排贷款的增量及央行维稳信贷增速的政策诉求, 增速前低后高、波动上行

社融: 预计全年新增社融35.2万亿 (增速11.2%), 走势波动上行、前低后高, Q3或见全年高点, Q4略有回落 (走势也受基数的影响)

M2: 预计M2增速保持稳健, 全年9.2%, 高于GDP+CPI增速

(三) 海外经济展望

1. 全球经济增速放缓

2022年全球经济复苏势头减弱, 但同比增速仍高于疫情前水平。2021年全球经济复苏动能强劲, 2022年随着海外刺激政策的退坡, 全球经济将趋于常态化。根据IMF最新预测, 全球经济2021年增速为5.9%, 2022年增长4.9%。

中国经济增长回归常态, 海外发达国家正处复苏高峰。根据IMF最新预测, 中国经济2022年增速为5.6%, 已回落至疫情前趋势水平, 美、英、日等海外发达国家2022年将维持较高经济增速, 新兴市场国家由于受疫情的冲击更大, 增长相对较弱。

2020年全球主要经济体财政赤字占GDP比重大幅增加



数据来源: wind, 摩根士丹利华鑫基金, 数据时间: 2016-2022

2022年全球主要经济体财政货币政策持续宽松

IMF对全球GDP增速预测 (%)

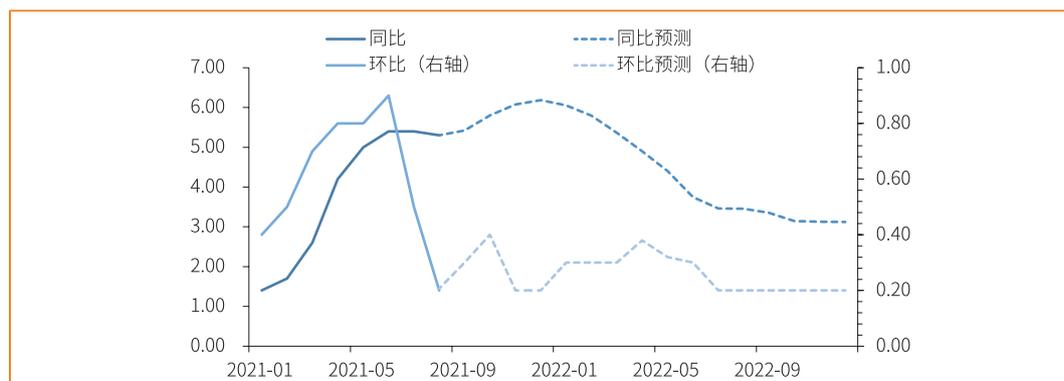
| 国家 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|-----|------|------|-------|-------|
| 美国 | 2.3 | -3.4 | 6 | 5.2 |
| 英国 | 1.4 | -9.8 | 6.8 | 5 |
| 日本 | 0 | -4.6 | 2.4 | 3.2 |
| 德国 | 1.1 | -4.6 | 3.1 | 4.6 |
| 法国 | 1.8 | -8 | 6.3 | 3.9 |
| 意大利 | 0.3 | -8.9 | 5.8 | 4.2 |
| 中国 | 6 | 2.3 | 8 | 5.6 |
| 印度 | 4 | -7.3 | 9.5 | 8.5 |
| 俄罗斯 | 2 | -3 | 4.7 | 2.9 |
| 巴西 | 1.4 | -4.1 | 5.2 | 1.5 |

数据来源: wind, 摩根士丹利华鑫基金, 数据时间: 2019-2022

2. 美国经济及通胀展望

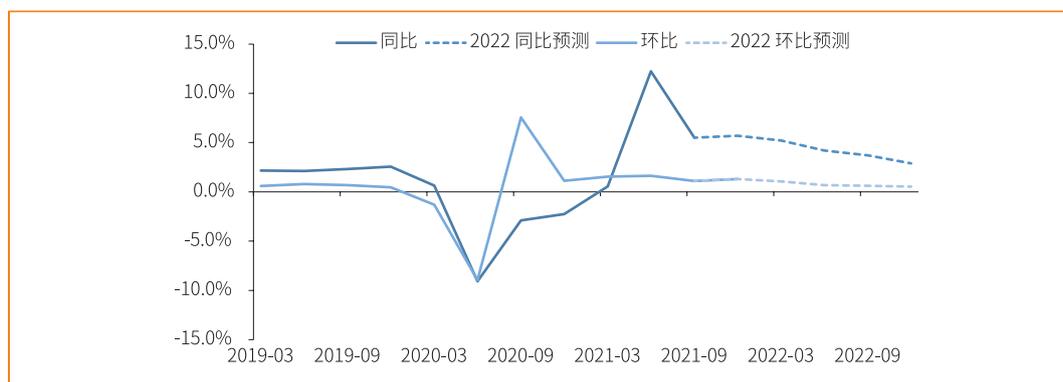
预期美国通胀将逐步缓解, CPI同比增速逐季下行并于年底回落至3%附近, 走势方面呈现CPI前高后低趋势, Q1仍将面临明显的通胀压力, 继续维持在5%以上, 甚至有再破前高的可能, 此后将逐季回落并在年末回归至3%附近。基本面来看, 补库临近尾声叠加楼市逐渐降温, 2022年美国GDP同比增速四季度逐季下行。另外, 上半年市场存在加息预期, 落地需进一步观察。

美国2022年CPI同环比增速预测 (%)



数据来源: wind, 摩根士丹利华鑫基金, 数据时间: 2021.1-2022.12

美国GDP同环比增速逐季回落



数据来源: wind, 摩根士丹利华鑫基金, 数据时间: 2021.1-2022.12

三. A股市场展望

宏观经济层面, 去年12月中央经济工作会议定调2022年经济要“稳字当头”, 重提“以经济建设为中心”, 同时政策纠偏, 扭转预期。预计上半年财政发力, 宽松的货币政策促进信用企稳回升, 合力促进稳增长。当前海外疫情较为严重, 替代效应下对国内出口仍有较强支撑。我们判断全年经济不用太悲观。上市公司盈利方面, 预期2022年上半年盈利延续下行趋势, 预计第二三季度有望见底, 分行业来看, 上游资源和中游材料2022年业绩回落较多, 消费及服务明显修复, 科技制造维持较高增速。

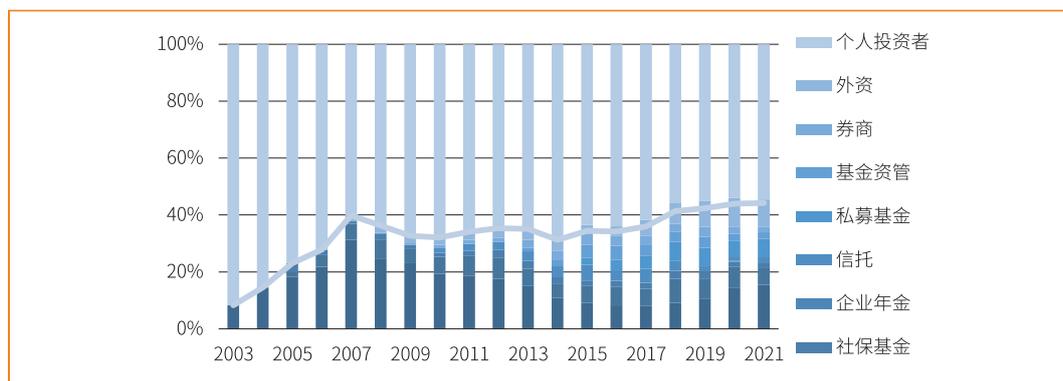
A股盈利增速预测



数据来源: wind, 摩根士丹利华鑫基金, 数据时间: 2005-2022

2022年股市资金面依然向好, A股整体仍呈现为增量资金市场。“房住不炒”的大背景下, 居民资金持续增配权益市场。银行理财产品净值化, 非标转标的过程中, 公募基金以及头部的私募基金凭借其扎实的研究力量及优秀的业绩将从中抢占份额。从而, 过去三年较高的基金发行规模有望延续。此外, 外资不断增配A股市场, 目前外资在A股持仓占比依然处于较低水平, 随着A股市场制度不断完善, A股对外资的吸引力不断提升, 外资将延续净流入态势。总的来看, A股资金面趋势向好。

A股机构化比例稳步抬升



数据来源: wind, 摩根士丹利华鑫基金, 数据时间: 2003-2021

估值层面, 2021年股市的上涨主要是盈利上行驱动, 估值是下降的, 目前A股估值分位整体处于居中水平。2022年特别是上半年企业盈利有下行压力, 但信用扩张对估值有支撑。我们判断2022上半年估值有修复动力, 幅度取决于宽信用的力度。

整体来看, 我们预计2022年A股维持震荡上行的态势。结合政策发力节奏、企业盈利的变化趋势, 把握结构性机会。

四. 行业配置及策略建议

1. 聚焦高景气方向

通过将全市场所有个股每年的扣非增速分为10组 (第1到10组由高到低), 统计每组每年涨幅中位数, 结果显示: 在大部分年份, 不管市场是牛市、熊市、还是震荡市, 不管风格是蓝筹还是成长, 也不管板块轮动是快还是慢, 一年维度的涨跌幅基本与当年的景气度 (扣非增速) 呈现单调正相关的情况。

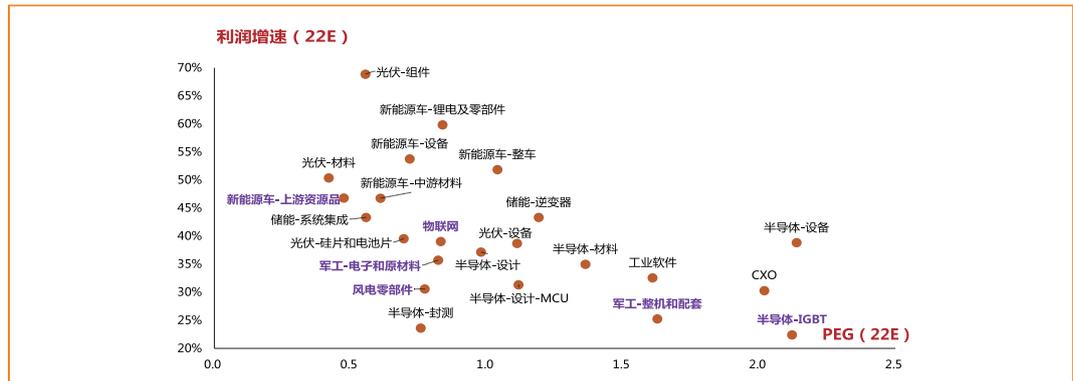
| 每组涨幅 (%) | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|------|-------|
| 第1组(增速最高) | -4.3 | 111.6 | 254.6 | -57.5 | 157.6 | 19.7 | -24.4 | 8.4 | 27.4 | 46.3 | 83.2 | -8.4 | -9.1 | -28.7 | 33.4 | 21.1 |
| 第2组 | -8.3 | 75.0 | 222.7 | -59.1 | 154.8 | 9.9 | -27.1 | 9.1 | 23.9 | 44.3 | 86.5 | -9.9 | -17.4 | -30.2 | 23.2 | 16.2 |
| 第3组 | -2.8 | 76.9 | 186.2 | -55.7 | 138.2 | 5.3 | -25.0 | 6.3 | 32.6 | 41.9 | 78.7 | -10.7 | -12.9 | -26.1 | 29.0 | 16.2 |
| 第4组 | -8.8 | 101.7 | 179.1 | -57.3 | 148.2 | 17.3 | -33.4 | 3.0 | 26.4 | 39.8 | 62.7 | -13.0 | -14.5 | -27.9 | 26.0 | 14.5 |
| 第5组 | -10.9 | 94.6 | 155.4 | -60.0 | 113.3 | 10.0 | -33.3 | -0.4 | 22.5 | 35.1 | 61.6 | -14.4 | -16.0 | -30.6 | 20.2 | 5.2 |
| 第6组 | -14.4 | 71.9 | 142.8 | -62.2 | 103.3 | 6.1 | -36.0 | -5.7 | 22.2 | 37.4 | 45.9 | -14.6 | -17.9 | -34.1 | 15.6 | 1.2 |
| 第7组 | -23.2 | 58.5 | 155.0 | -64.3 | 117.0 | 7.4 | -37.9 | -4.9 | 16.3 | 34.6 | 50.3 | -15.3 | -20.9 | -35.1 | 9.1 | -5.1 |
| 第8组 | -26.9 | 54.7 | 130.2 | -67.7 | 132.3 | -3.1 | -41.9 | -10.7 | 2.4 | 30.6 | 49.8 | -19.8 | -27.6 | -40.8 | 7.6 | -7.6 |
| 第9组 | -31.4 | 44.6 | 145.1 | -66.4 | 109.7 | -9.4 | -37.3 | -14.7 | 3.1 | 29.3 | 42.8 | -19.0 | -30.6 | -41.3 | 4.8 | -11.5 |
| 第10组(增速最低) | -34.1 | 55.5 | 177.8 | -63.3 | 119.8 | -6.7 | -39.6 | -12.6 | 1.8 | 37.0 | 39.4 | -17.7 | -30.6 | -44.5 | 3.6 | -12.0 |

数据来源: wind, 摩根士丹利华鑫基金, 数据时间: 2005-2020

2022年主要高增长赛道业绩增速环比21年普遍降速, 但行业横向比较仍然相对突出。半导体全产业链、光伏及新能源上游材料增速明显回落, 光伏组件、风电零部件、军工整机、

储能增速回落幅度相对较小。

增速与PEG



数据来源: wind, 摩根士丹利华鑫基金

2. 关注行业基本面反转带来的投资机会

预计2022年餐和酒店行业将有较好的恢复。疫情后餐饮业收入快回升至，21年上半年收入271.8亿元，为19年上半年的64%，累计同比81%；限额以上单位餐饮收入增速高于行业整体，行业马太效应增强进一步利好龙头公司。

疫后酒店业较大程度恢复，21年第二季度酒店行业的入住率（OCC）和出租单间营收（RevPAR）已经修复至19年第二季度的88%和84%；疫情加快酒店连锁化进程，2020年连锁化率相较2019年提升了2.5个百分点。

航空和旅游行业疫后复苏相对缓慢。航空客运量过去十年中复合增速11%，2022年以来仅恢复至2019年的71%，六家上市公司总供给/总需求各升15.3%/17.3%，但较2019年下滑46.0%/53.2%，客座率下滑11.0个百分点至72.1%。

3. 策略建议

大势研判上，结合信用周期与盈利周期来看，2022年的机会主要在一、三季度，整体呈现震荡上行趋势，二季度基本面下行压力最大，市场可能阶段性休整，预计一季度末到二季度市场将有对ROE下行的明显调整。行业配置方面，上半年流动性宽松，社融企稳回升，一季度稳增长政策有望持续发力，有望带动市场整体震荡上行，金融、成长占优，下半年主要关注消费板块。板块层面，主要把握科技、制造业、大消费板块上的投资机会，适当规避周期板块。科技制造领域全年推荐军工行业；把握清洁能源领域（光伏、风电、储能）、低碳交通（新能源车）、新型电力系统、半导体制造国产替代等的波段机会；CPI回升来看，一季度年报业绩利空落地之后，伴随下半年猪周期的上行，食品、农业、家电、汽车等消费品有望迎来戴维斯双击；此外，伴随疫情的逐步控制，消费者服务（餐饮、旅游、酒店等）、交通运输（航空、机场）等行业估值有望修复。阶段性把握财富管理赛道的券商股、优质银行股的配置机会。

摩根士丹利华鑫基金管理有限公司

深圳市福田区中心四路1号
嘉里建设广场一期二座17楼
邮编: 518048
电话: (0755) 88318883
传真: (0755) 82990384
www.msfnfunds.com.cn