

重提“以经济建设为中心”

文/东方红资产管理 权益研究团队

一、 行业比较

1. 从中央经济工作会议出发，稳增长会是重要主线，核心看落地节奏

“稳增长”态度非常明确：会议指出“必须看到我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，“各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前”、“坚持先立后破、稳扎稳打”，表述较政治局会议更为具体。

“宽财政、稳投资”是一个大方向：“适度超前开展基础设施投资”和“保证财政支出强度”是 2022 年 Q1 核心主题，会议还提出“新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制”，在保经济增长大前提下，无论是传统基建、保障房还是新基建都会是稳投资的重要抓手。

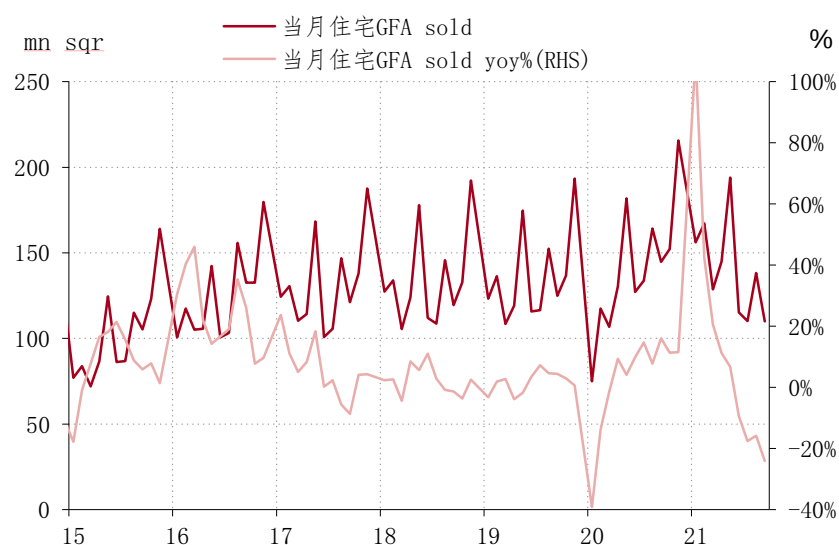
核心是看“稳增长”措施的落地节奏：2022 年 Q1 财政前置，带来适度超前的大基建投资可期。然而目前政策发力仍未明显体现，尽管货币趋松可见，但在需求低迷预期下，扩信用的具体落地节奏仍待进一步跟踪。

2. 看 2022 年景气度，消费或迎来景气回升，科技股维持高景气

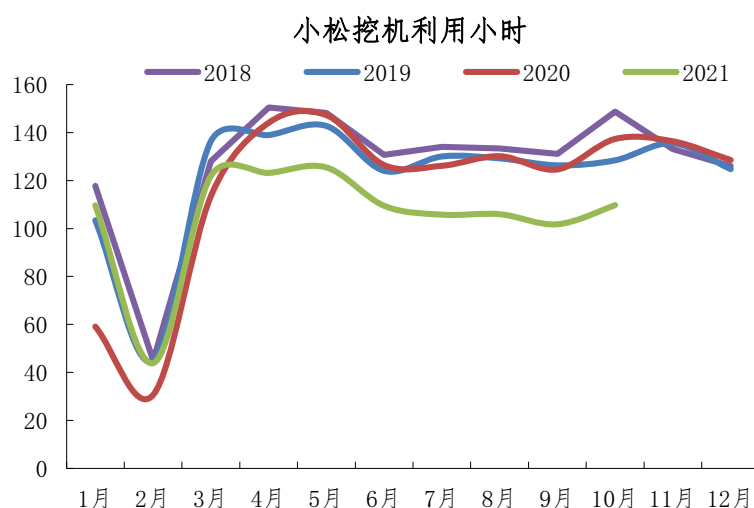
部分消费品明年或迎来景气回升，CPI 与 PPI 剪刀差缩窄：2021 年受限于疫情反复以及边际消费倾向下滑，消费品需求疲弱，景气度都处于持平或者较弱的增长。2022 年伴随重回“以经济建设为中心”和 CPI、PPI 剪刀差收敛，部分消费细分板块预期有所回暖，值得在左侧提前布局关注。

以半导体、新能源为代表的科技股或将维持高景气：2021 年伴随“双碳”推进，新能源渗透率得到大幅提升；伴随半导体缺芯和国产替代浪潮，半导体业绩也大幅增长。展望 2022 年，伴随绿色新基建落地，以及国产替代的继续推进，科技股或将继续维持高景气。

基建 Q1 托底效果虽弱，但效果逐渐显现：2018-2020 年，尽管专项债持续增加，宏观层面基建投资增速一直保持低个位数。2021 年 3 月以来，由于大宗商品涨价带来开工延后、专项债难以找到更多符合回报率的项目、地产投资下滑带来土地出让金减少等原因，挖机利用小时数持续下行。伴随定调稳经济，2022 年 Q1 专项债发行会带来财政前置，有助于稳经济增长，然而受限于以上三个原因，托底效果虽弱，但效果逐渐显现。



数据来源：Wind，东方红资产管理

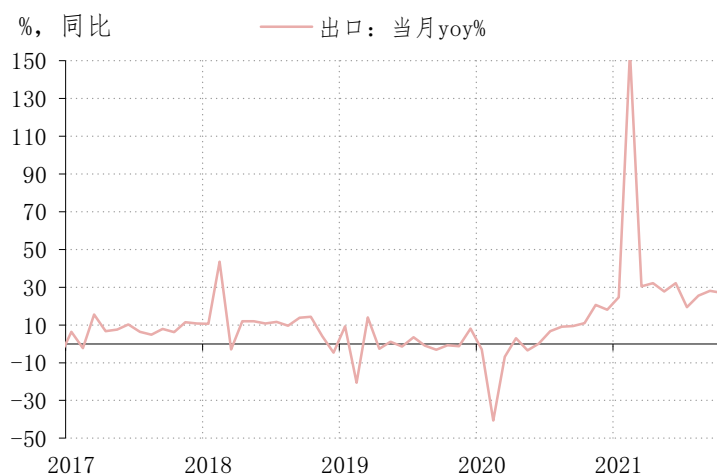


数据来源：Wind，东方红资产管理

4. 出口链带动制造业景气，Q1 制造业投资或维持高位，全年看好

出口绝对额维持了相对较高景气：出口链条在 2021 年维持了相当高的景气，体现在出口绝对额上维持~20%+同比增速。背后主要是全球疫情复苏的供需错配，中国比全球提前从疫情中恢复过来，因此成为了全球生产国。但受限於海外部分供给的缓慢复苏，以及海外需求复苏的斜率放缓，Q4 出口就已出现价增量跌，金额尚在高位。

出口带动的制造业投资增速下滑，但绿色基建有望托底制造业投资：受限於海运价格的上涨、国内双限带来的原材料暴涨，出口拉动的制造业利润有所压缩，Capex 意愿也因此有所减弱。往明年 Q1 看，制造业投资增速会有所放缓，主要靠绿色基建、环保改造等手段，可以提供额外的 Capex，因此对全年制造业投资维持乐观。



数据来源：Wind，东方红资产管理

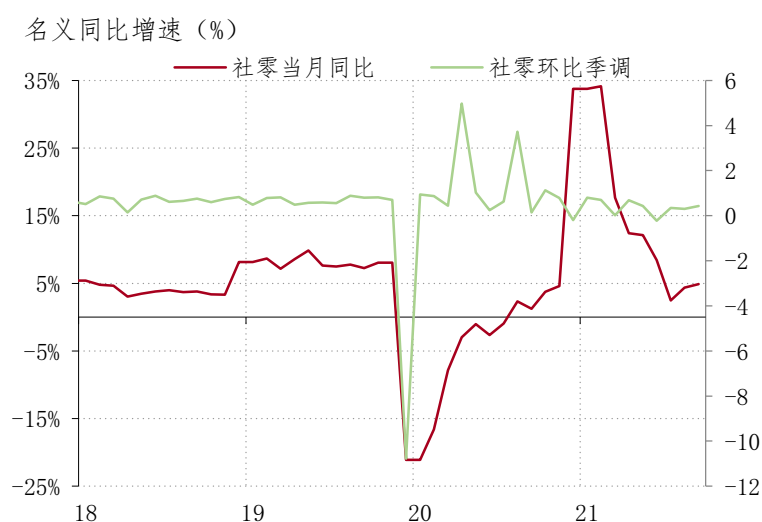


数据来源：Wind，东方红资产管理

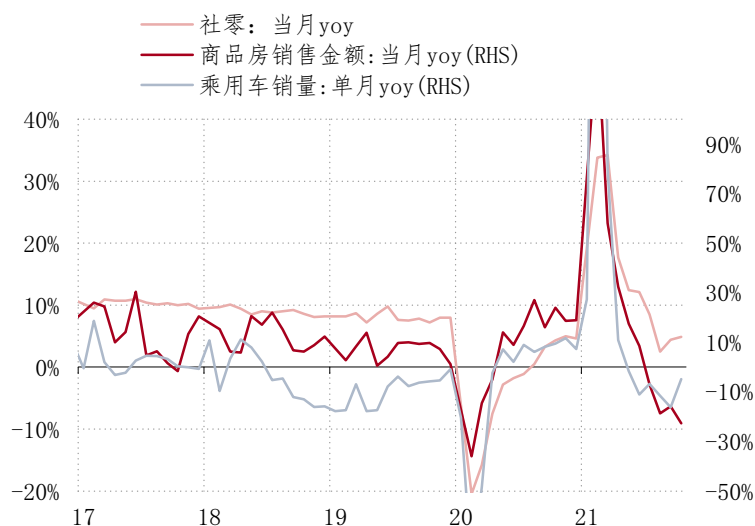
5. 宏观层面消费总量 Q1 继续承压，2022 全年或有所修复

社零数据出现较大压力：国内 10 月份社零同比增速下降到 4.9%，主要是疫情反复，叠加部分地区降雨等自然灾害的影响。其中，餐饮、纺织服装鞋帽、石油及制品等高社交属性消费品零售额跌入负区间，消费整体增长非常疲弱。目前疫情的反复还在继续，叠加居民增加预防性储蓄应对不确定的宏观环境、消费金融贷款收缩的原因，宏观层面的消费总量数据在 2022 年 Q1 可能还会继续承压。

大众消费品面临较大压力，2022 年或修复：社零中最大项目的汽车今年其实景气尚可，由于缺芯原因目前库存较低，终端进行了一定涨价。除汽车外的其他消费品，压力均不小，无论是地产链上的可选消费品，还是餐饮这种服务业，都面临较大冲击。而无论是压制消费的宏观经济因素，还是压制服务业消费的疫情因素，在 2022 年或将迎来边际修复。



数据来源：Wind，东方红资产管理



数据来源：Wind，东方红资产管理

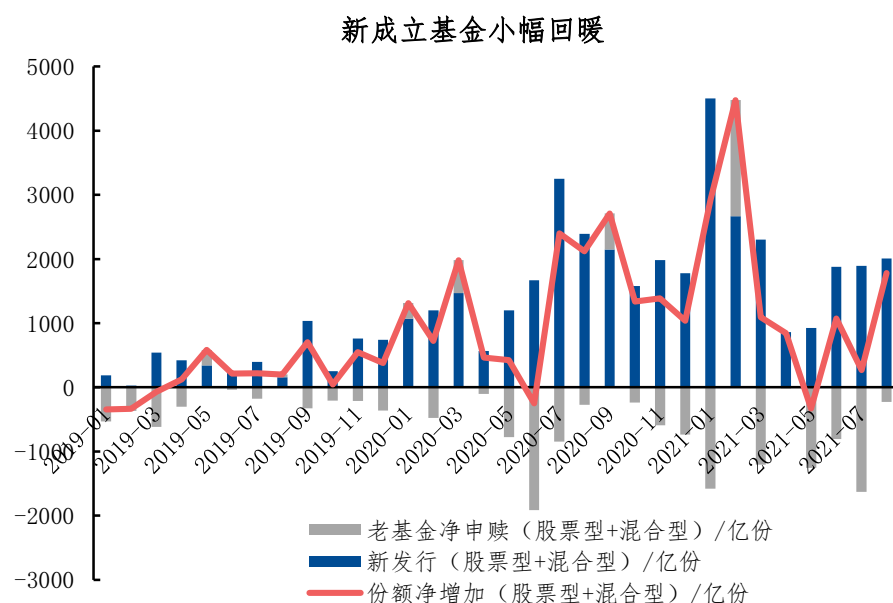
二、 资金层面

1. 公募发行维持高位，外资、私募均保持平稳流入

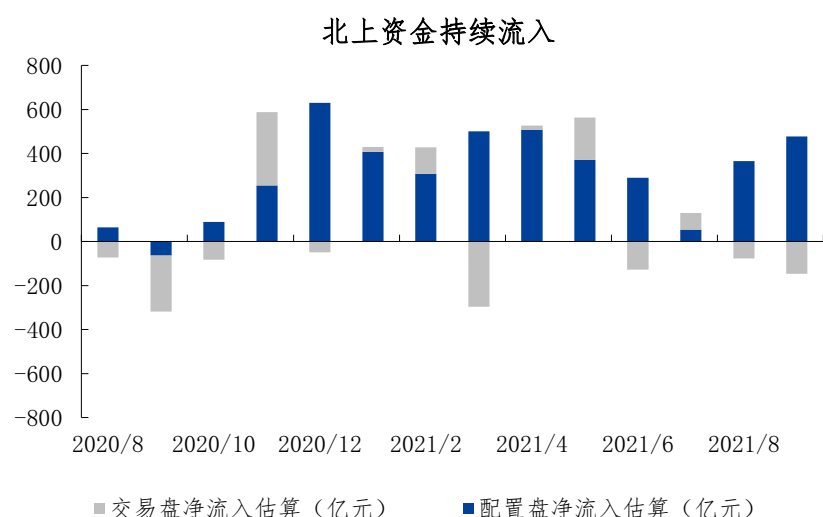
公募基金发行规模维持平稳：截至 10 月 20 日，今年偏股基金累计发行 18771 亿，与去年全年 2 万亿水平相当。6 月以来基金发行回暖，偏股基金平均单月发行超 1500 亿。考虑基金赎回，前 8 个月偏股基金净流入 12122 亿，老基金赎回 4918 亿，赎回压力处于正常水平。展望明年，预计全年基金发行仍有望突破 2 万亿。

短期市场和风险扰动不改外资长期流入的趋势，外资持续流入 A 股：截至 10 月 22 日，北上净流入达到 2907 亿元，超过去年全年，配置型外资占据主导，净流入超过 3000 亿，交易型外资净流出 100 亿。

私募是 2021 年最重要的增量资金之一：截至 9 月，今年私募证券投资基金规模从年初的 3.77 万亿增长 48%至 5.59 万亿，剔除涨跌幅后净流入规模达到 1.3 万亿，超过公募净流入规模，也远超过去年全年 5200 亿左右的净流入。市场结构性行情叠加中小盘风格崛起，私募平均收益率跑赢公募。



数据来源：Wind，东方红资产管理



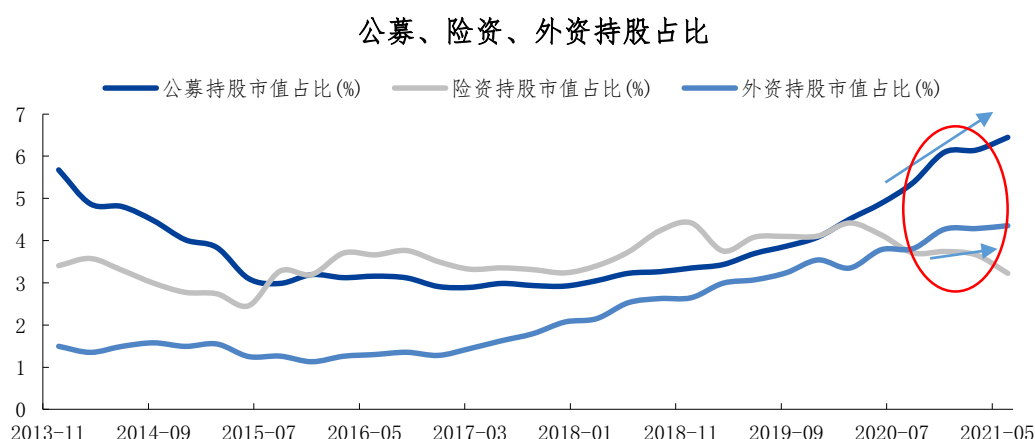
数据来源：Wind，东方红资产管理

2. 增量资金入市节奏平稳，2022 年预计维持

一是机构资金绝对流入额较去年有所减少：保险资金出现减仓，外资、

理财、养老、社保、年金等维持稳定，并未大幅加仓，边际资金仍是公募、私募，Q1 预计保持稳定流入。

二是机构资金边际推动力量减弱：过去几年，机构力量由弱到强，机构话语权提升，以外资为代表的机构资金在市场中占比大幅提升。但随着市场与机构体量扩容，资金的边际推动力量有所减弱，即使绝对流入金额并未大幅下降，其占 A 股流动市值比例已经出现小幅回落；公募资金的增长也出现边际放缓。

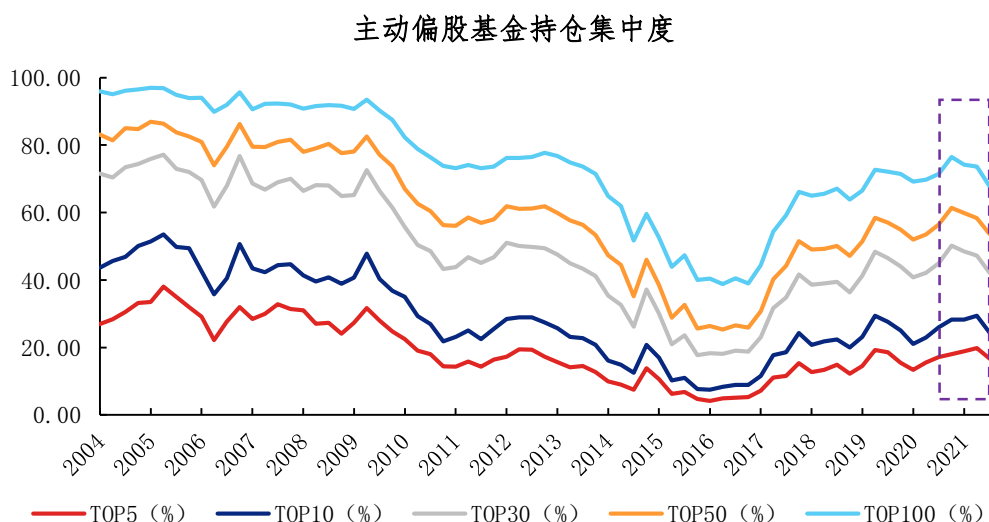


数据来源：Wind，东方红资产管理

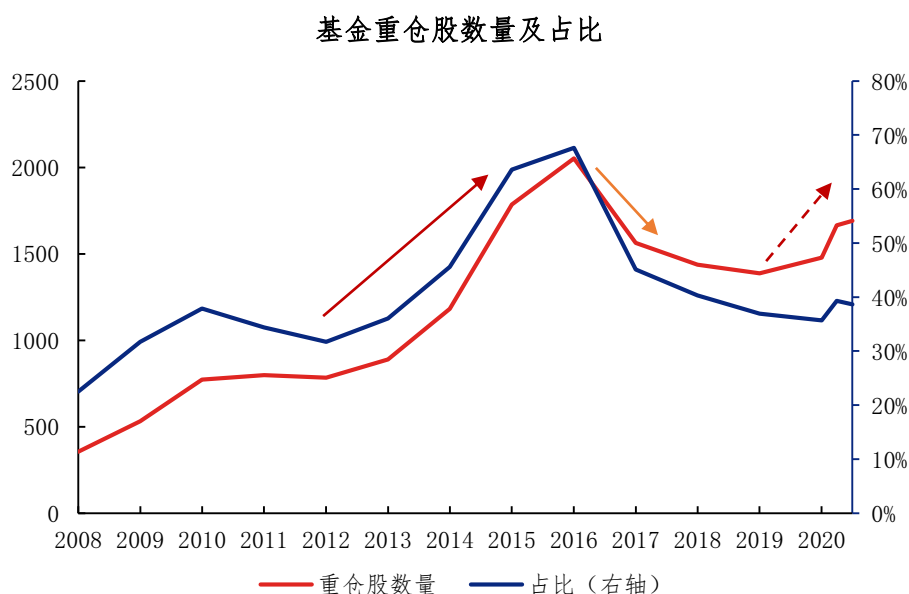
3. 预计 2022 年持仓从集中到再次分散

过去，机构仓位集中度持续抬升，基金重仓股数量占全 A 比例过去几年持续下滑：从茅指数见顶后，基金持仓就开始进行分散化。

未来，机构仓位从集中再次走向分散：各种专精特新小巨人的股票开始崛起，中小市值因子在 2017 年后再次回来，预计明年也会是一个机构持仓继续分散的过程。



数据来源：Wind，东方红资产管理



数据来源：Wind，东方红资产管理

三、 市场结构

1. 整体不贵，分化值从历史最高位小幅回落，在一倍标准差附近

PB 的离散度衡量各行业间 PB 的分化程度，目前仍处高位（PB 离散度=各行业 PB 所处自身历史分位数的方差）；市场估值分化正在逐步修复，历史均值是 14%，一个标准差是 8%，目前基本还在一个标准差以上。但

是市场整体估值水位并不算太高，主要还是估值分化比较明显。

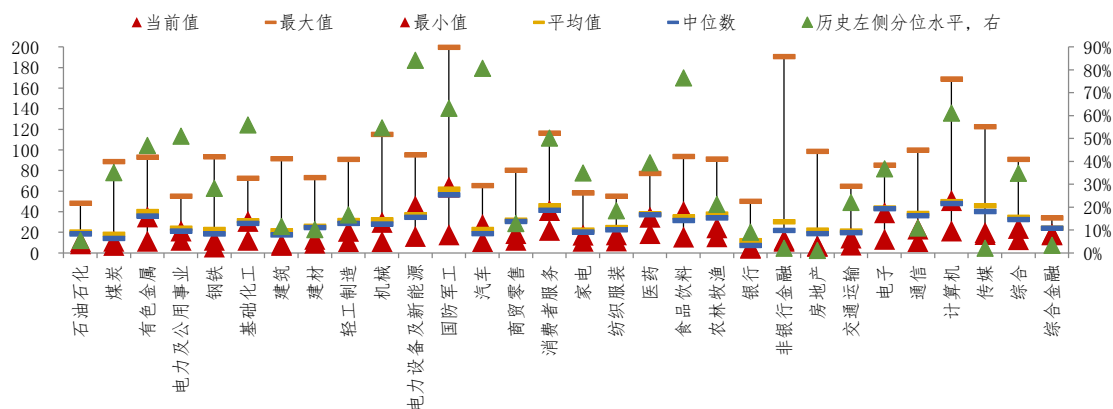


数据来源：Wind，东方红资产管理

2. 虽然部分行业估值接近历史高位，但仍有许多结构性机会

从行业估值来看，当前大多数行业估值低于历史中位数的水平。目前主要处于历史接近最高分位的是周期板块、电新：主要是煤炭、有色、电力、化工、机械，均处于历史较高 PE 分位数，如果从 PB 角度来看，采掘/化工/有色/机械分别位于 62%/95%/97%/87%分位数；而电力设备及新能源、电子从年初就一直维持在高位，电新更是一直维持在 100%的历史估值分位数。目前主要处于历史低位的是大金融板块：从 PB 角度来看，地产/银行/非银分别处于 0%/0%/0%的历史估值分位数。目前虽然高，但回调较多的是食品饮料、医药：从 PB 角度来看，食品饮料/医药都从 6 月的 97%左右分位数分别下滑到 11 月的 78%/70%，其中食品饮料更是回到了 2019 年初的分位数，医药则是回到了 2020 年 6 月的分位数。

中信一级行业PE估值水平
(2005年以来, 截止2021年11月24日)



数据来源: Wind, 东方红资产管理

风险提示:

本材料中包含的内容仅供参考, 信息来源于已公开的资料, 我司对其准确性及完整性不作任何保证, 也不构成任何对投资人投资建议或承诺。市场有风险, 投资需谨慎。读者不应单纯依靠本材料的信息而取代自身的独立判断, 应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本材料所刊载内容可能包含某些前瞻性陈述, 前瞻性陈述具有一定不确定性。