

# 否极泰来

2022年港股投资策略  
2022年1月11日

山证国际研究部  
分析师：高景东  
中央编号：AYP093  
电话：852 2501 1037  
电邮：[tony.ko@ssif.com.hk](mailto:tony.ko@ssif.com.hk)



山證國際

SHANXI SECURITIES INTERNATIONAL

# 2022年港股投资策略

2021年，是我国“十四五”规划开局之年，我国经济发展从高速度向高质量发展转变，采取有保有压、有促有控之方略，进行经济结构调整，例如在加快绿色、高技术产业等发展的同时，也加大了高能耗和房地产等行业管控，限制相关工业和投资表现。受到疫情带来的扰动，防控措施收紧等因素影响，服务类消费复苏仍较弱；同时，“芯片慌”也在一定程度上制约了汽车类消费，叠加上游原材料急升已传导至部分终端消费品，抑制全社会整体消费持续恢复。此外，疫情推动订单回流、海外生产需求则支撑外贸整体保持强劲表现。

展望2022年，我国政策主基调将以稳为主，预计疫情等所带来之不确定性因素在上半年仍将较大程度影响经济恢复。随着疫情进一步得到控制和结构性刺激政策陆续出台，预期下半年经济表现或将企稳回升。

港股方面，受到中美博弈，针对互联网领域的反垄断及反资本无序扩张，对教培领域的整治抑制市场活力，高通胀以及疫情扰动等影响，港股2021年经历了较深度之调整，整体估值已回落至较吸引水平。展望2022年，我们对港股的判断：(1) 主要股指将在“低估值”效应下迎来“否极泰来”、均值回归「Mean Reversion」的一年；(2) 考虑到内房今年债务到期高峰集中于首三季，部分较高负债房企将承受较大压力，房企流动性风险事件仍将对港股市场带来扰动，叠加全球高通胀和疫情也需要一段时间才有望逐渐缓和等因素，预期港股下半年整体表现或将优于上半年。

我们对港股2022年三大投资主线：(1) “碳中和”主线，相对看好新能源发电、汽车与相关零部件类股，唯相关股份股价前期已累积较大升幅，建议可以等待调整阶段才择时配置；(2) “估值修复”主线，相对看好2021年已深度调整之内房与物管、互联网和生物科技类优质龙头股份；(3) “CPI-PPI剪刀差修复”主线，相对看好提价能力较强的日常消费类股，如啤酒等类股。

# 目录

- 1 2021年中国经济表现  
“调结构”、“高通胀”和“疫情扰动”制约经济持续恢复
- 2 2021年香港主要股指表现  
“熊霸”全球，唯已“跌出”较强估值优势
- 3 2021年港股全市场股份表现  
相对A股和美股，各板块走势明显较弱
- 4 2022年港股三大投资主线：  
“碳中和”、“估值修复”和“CPI-PPI剪刀差修复”
- 5 2022年市场三大潜在风险：  
“内房流动性风险”、“美国流动性收紧”和“新变异病毒”

# 第一节

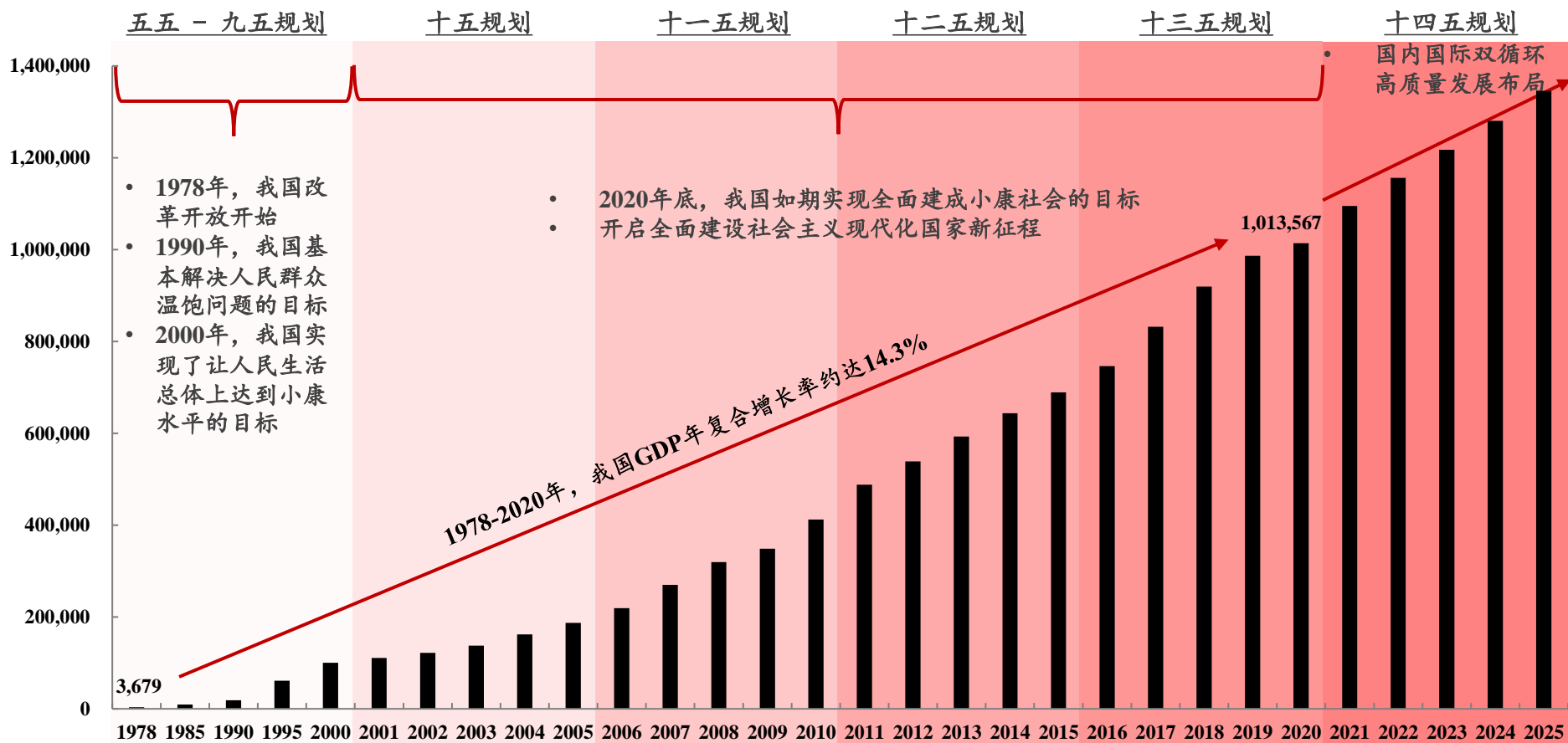
---

中国2021年整体经济表现  
“调结构”、“高通胀”和“疫情扰动”制约经济持续恢复

# “十四五”将是我国从小康社会向全面建设社会主义现代化迈进的关键时期

- 我国“十三五”时期，如期以全面建成小康社会、实现第一个百年奋斗目标这一里程碑式的成就圆满收官；
- 在《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》指引下的“十四五”时期，规划将开启全面建设社会主义现代化国家新征程、向第二个百年奋斗目标进军的第一个五年规划。

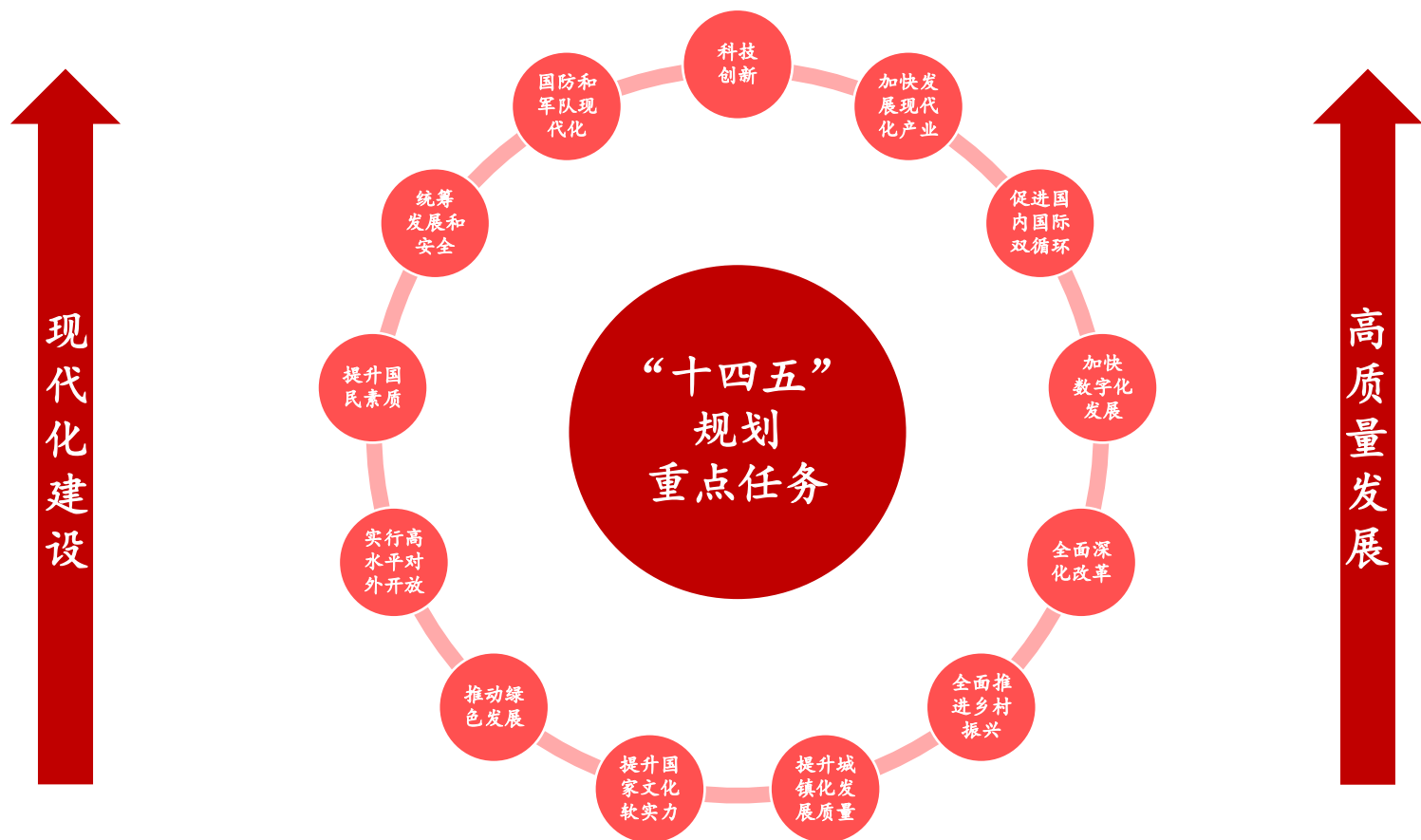
## 中国年度GDP(亿元人民币)表现与五年计划阶段性成果示意图



# 为新征程开好局、起好步的“十四五”时期，将构建高质量新发展格局

- 为新征程开好局、起好步的“十四五”时期，“十四五”规划主要纲要围绕提高科技创新、数字化发展、人民素质、现代化产业发展和国防和军队现代化建设等均表明国家将着力构建高质量和现代化新发展格局。

## “十四五”规划经济社会发展和改革开放之重点任务简介



# 我国经济发展从高速度向高质量发展转变，将对行业格局带来升级和巨变

“十四五”时期，我国经济发展从高速度向高质量发展转变将对行业格局带来升级和巨变，其中包括加强房地产金融调控，推进能源革命，建设清洁低碳、安全高效的能源体系和推动化石能源清洁高效利用等，必将为各行业之企业经营在不同层面上带来更多机遇和挑战。

## “十四五”规划将对十大行业带来之主要影响和发展机遇

### 银行

- 构建金融有效支持实体经济体制机制
- 深化国有商业银行改革，加快完善中小银行和农村信用社治理结构
- 推进数字货币研发
- 稳妥发展金融科技，加快金融机构数字化转型
- 完善现代金融监管体系

### 资管

- 大力发展机构投资者，提高直接融资比重
- 深化境内外资本市场互联互通和稳健推进人民币国际化
- 多渠道增加居民财产性收入
- 大力发展绿色金融
- 推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）健康发展

### 保险

- 深化保险公司改革，提高商业保险保障能力
- 养老保险作为第三支柱加快规范发展
- 积极发展商业医疗保险
- 发展农业保险
- 发展巨灾保险

### 消费

- 提升自主品牌影响力和竞争力，率先在化妆品、服装、家纺、电子产品等消费品领域培育一批高端品牌
- 培育新型消费，发展信息消费、数字消费、绿色消费，鼓励定制、体验、智能、时尚消费等新模式新业态发展
- 推动农村消费梯次升级
- 推动生活性服务业向高品质和多样化升级

### 制造业

- 推动制造业向高端化、智能化和绿色化转型
- 培育先进制造业集群，推动产业创新发展
- 深入实施增强制造业核心竞争力和技术改造专项
- 扩大制造业中长期贷款、信用贷款规模，增加技改贷款，推动股权投资、债券融资等向制造业倾斜

### 汽车

- 培育壮大新能源汽车成为战略性新兴产业产业之一
- 加快研发智能网联汽车关键零部件
- 加快推动汽车等消费品由购买管理向使用管理转变

### 医疗

- 培育壮大生物技术成为战略性新兴产业产业之一
- 高端医疗装备和创新药等产业将迎来快速发展期
- 加强中医药业发展
- 智慧医疗重点领域开展试点示范
- 深化医药卫生体制改革
- 深入推进医养康养结合

### 科技

- 支持北京、上海、粤港澳大湾区形成国际科技创新中心
- 前沿科技领域受到重点关注
- 激励企业加大研发投入，支持民营企业开展基础研究和科技创新
- 畅通科技型企业国内上市融资渠道，增强科创板“硬科技”特色

### 房地产

- 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位
- **加强房地产金融调控，发挥住房税收调节作用，支持合理自住需求，遏制投资投机性需求**
- 加快发展住房租赁市场，扩大保障性租赁住房供给
- 推进房地产税立法，健全地方税体系，逐步扩大地方税政管理权

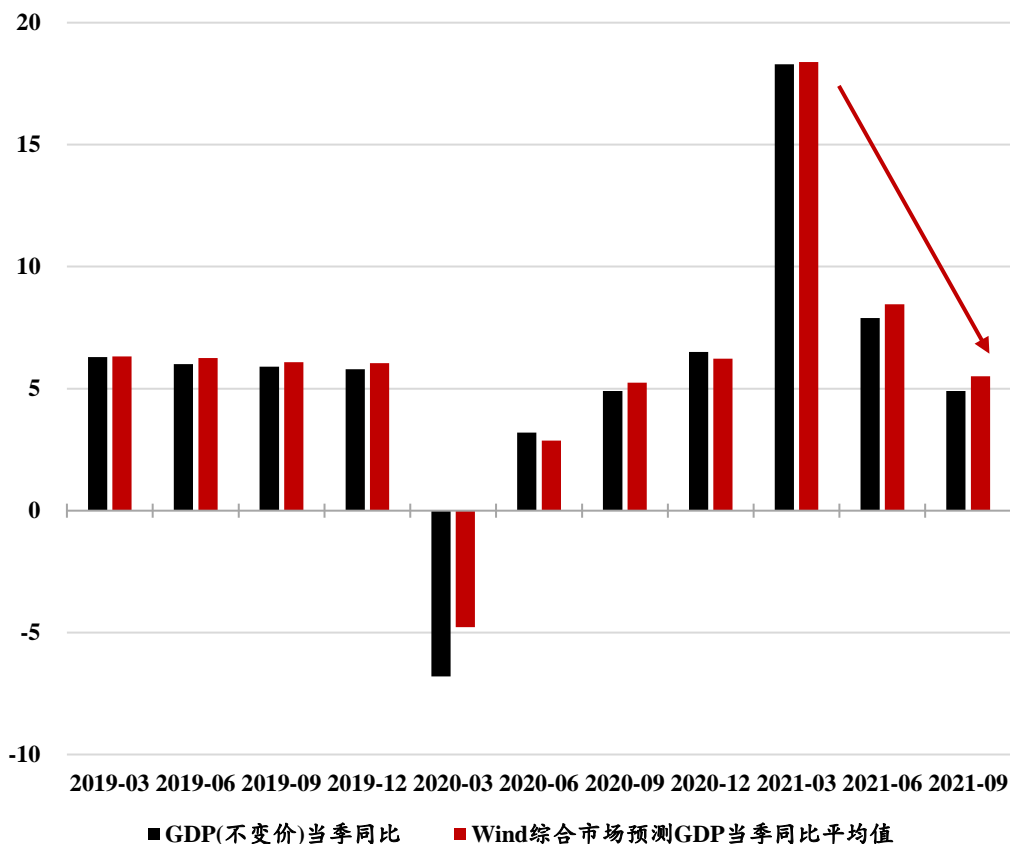
### 能源

- 培育壮大新能源成为战略性新兴产业产业之一
- 推进能源革命，建设清洁低碳、安全高效的能源体系
- **推动化石能源清洁高效利用**
- 大力提升风电、光伏发电规模；有序发展海上风电；安全稳妥推动沿海核电建设
- 非化石能源占能源消费总量比重提高到20%左右

# “十四五”时期，我国经济增长将在经济结构调整下进入“低增长”时代

- 2021年第三季度，受疫情带来之扰动和经济结构调整的影响下，我国经济增长由首季度录得之18.3%明显回落至4.9%，低于Wind综合市场预测平均值(5.51%)；
- 根据国际货币基金组织(IMF)预测，我国2022至2025年GDP增长将维持在约5%较低增速。

中国季度GDP同比增长率(%)和Wind综合市场平均值(%)表现对比



全国主要国家GDP增长预测

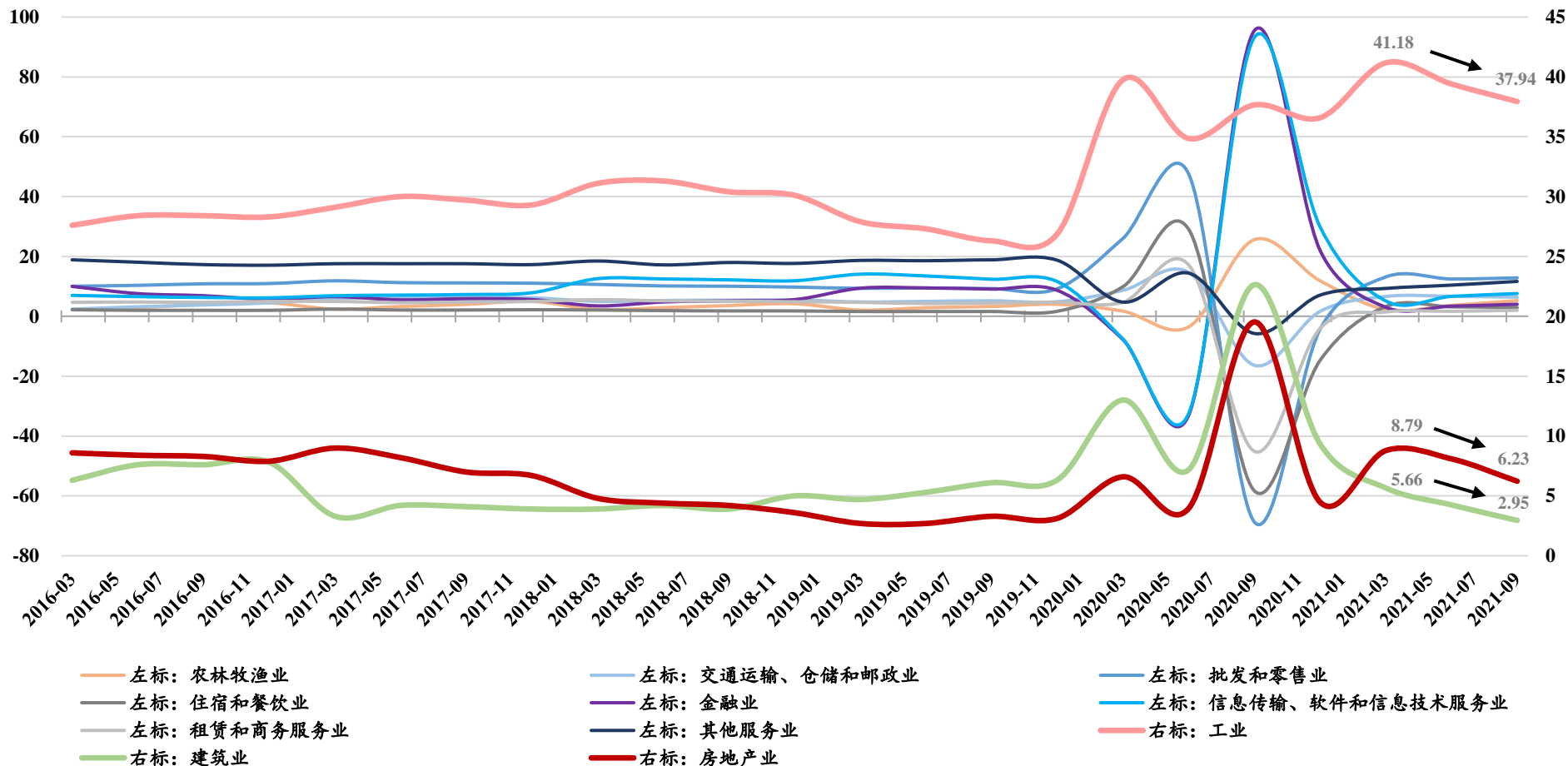
国家	2021	2022	2023	2024	2025
印度	9.5%	8.5%	6.6%	6.3%	6.2%
西班牙	5.7%	6.4%	2.6%	2.0%	1.6%
印度尼西亚	3.2%	5.9%	6.4%	5.6%	5.3%
<b>中国</b>	<b>8.0%</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.2%</b>	<b>5.1%</b>
美国	6.0%	5.2%	2.2%	1.7%	1.7%
英国	6.8%	5.0%	1.9%	1.6%	1.5%
加拿大	5.7%	4.9%	2.6%	1.5%	1.4%
沙特阿拉伯	2.8%	4.8%	2.8%	2.8%	2.8%
德国	3.1%	4.6%	1.6%	1.4%	1.2%
意大利	5.8%	4.2%	1.6%	1.0%	1.0%
澳大利亚	3.5%	4.1%	2.6%	2.6%	2.6%
墨西哥	6.2%	4.0%	2.2%	2.0%	2.0%
法国	6.3%	3.9%	1.8%	1.5%	1.4%
韩国	4.3%	3.3%	2.8%	2.6%	2.5%
土耳其	9.0%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
日本	2.4%	3.2%	1.4%	0.8%	0.6%
俄罗斯	4.7%	2.9%	2.0%	1.8%	1.7%
阿根廷	7.5%	2.5%	2.0%	1.8%	1.8%
南非	5.0%	2.2%	1.4%	1.3%	1.3%
巴西	5.2%	1.5%	2.0%	2.1%	2.1%



# 2021年首季以来，能耗双控、房地产调控政策导致相关产业GDP贡献率下滑

- 2021年首季以来，受能耗双控以及限电限产政策、房地产调控升级所影响，工业、房地产业和建筑业GDP贡献率分别由3月底录得之41.18%、8.79%和5.66%明显下滑至9月底之37.94%、6.23%和2.95%。

### 中国各行业季度GDP累计同比贡献率(%)表现



# 我国出台“能耗双控”优化方案，助力迈向节能降碳绿色发展之新时代

- 2021年9月，国家发改委发布《完善能源消费强度和总量双控制度方案》，目标是要推动清洁低碳、安全高效之能源利用，倒逼产业结构、能源结构调整升级，助力能源资源优化配置，支撑碳排放达峰后稳中有降目标实现；
- 全国多省市积极落实中央政策，严控能耗，并实行用电降负荷，涉及印染厂、化工厂和化纤厂等高耗能行业。

## 《完善能源消费强度和总量双控制度方案》总体目标以及主要内容简介

总体目标

2025年

- 能耗双控制度更加健全
- 能源资源配置更加合理、利用效率大幅提高



2030年

- 能耗双控制度进一步完善
- 能耗强度继续大幅下降
- 能源消费总量得到合理控制
- 能源结构更加优化



2035年

- 能源资源优化配置、全面节约制度更加成熟和定型
- 有力支撑碳排放达峰后稳中有降目标实现

主要内容简介

### 完善指标设置及分解落实机制

- 合理设置国家和地方能耗双控指标
- 优化能耗双控指标分解落实

### 增强能源消费总量管理弹性

- 对国家重大项目实行能耗统筹
- 坚决管控高耗能高排放项目
- 鼓励地方增加可再生能源消费
- 鼓励地方超额完成能耗强度降低目标
- 推行用能指标市场化交易

### 健全能耗双控管理制度

- 推动地方实行用能预算管理
- 严格实施节能审查制度
- 完善能耗双控考核制度

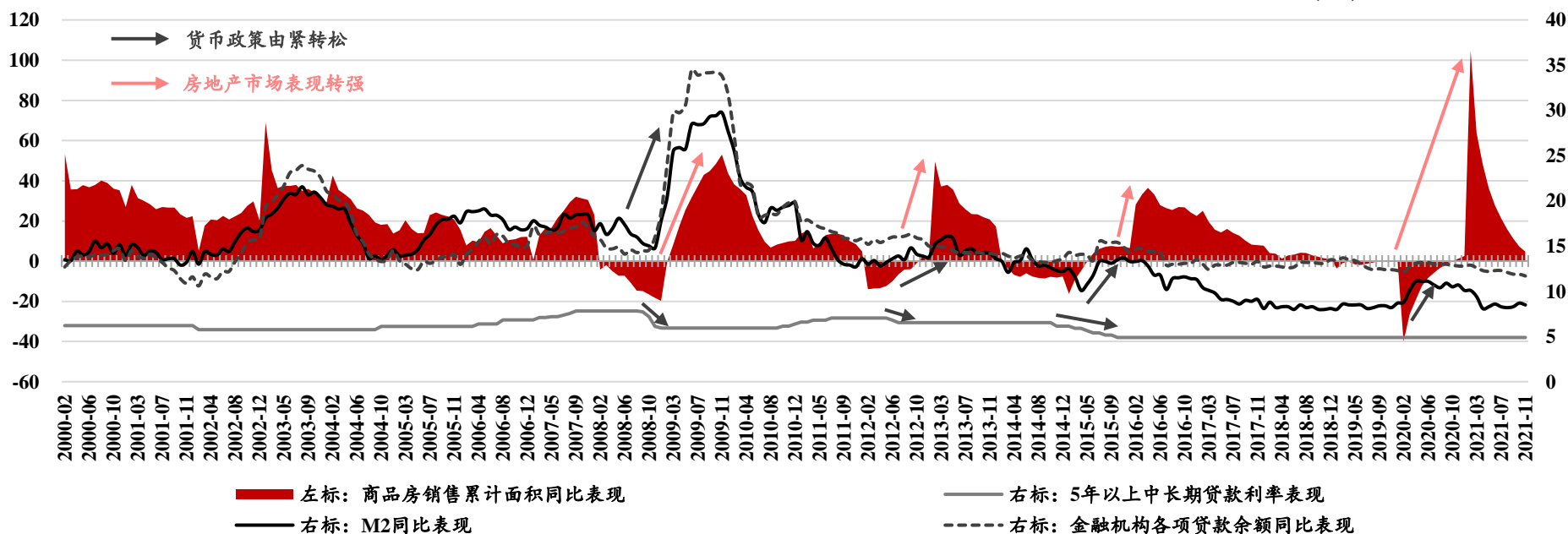
### 组织实施

- 加强组织领导
- 加强预警调控
- 完善经济政策
- 夯实基础设施建设

# 调控加码以防范、化解房地产金融风险

- 2008年金融危机以来，我国货币政策共经历四次由紧转松，以应对经济下行压力，房地产市场也受到降息、降准等措施刺激刺激在宽货币后均有较好的表现；
- 2016年后，国家坚持“房住不炒”定位，不再将房地产作为短期刺激经济手段，对房地产调控延续趋紧方向；
- 2020年11月，中国人民银行党委书记、银保监会主席郭树清发表文章《完善现代金融监管体系》指出，坚决抑制房地产泡沫。房地产与金融业深度关联。上世纪以来，世界上130多次金融危机中，100多次与房地产有关。2008年次贷危机前，美国房地产抵押贷款超过当年GDP的32%。目前，我国房地产相关贷款占银行业贷款的39%，还有大量债券、股本、信托等资金进入房地产行业。房地产是现阶段我国金融风险方面最大的“灰犀牛”；
- 近年来，中央政府对房地产市场调控政策不断升级，从房企融资端、银行放贷端、土地供应端三个主要维度，多措并举，进一步落实“稳地价”、“稳房价”、“稳预期”之目标，并且防范、化解房地产金融风险。

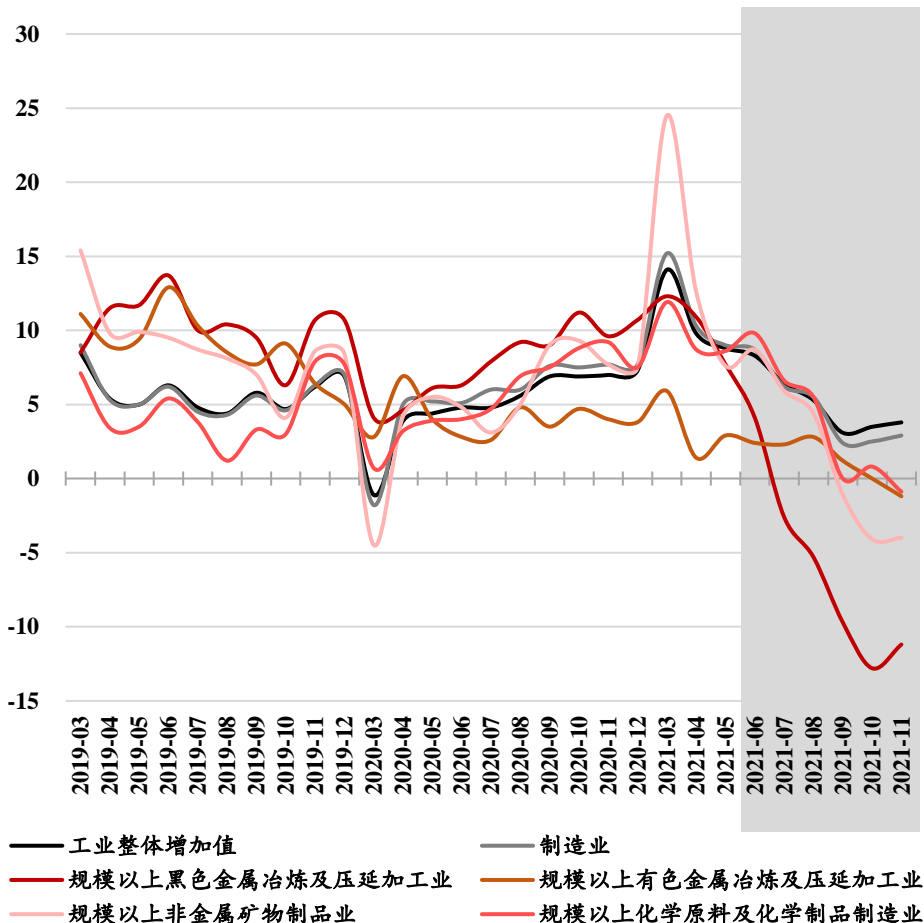
中国商品房销售累计面积与货币供应量M2、金融机构贷款余额以及5年以上中长期贷款利率(%)表现对比图



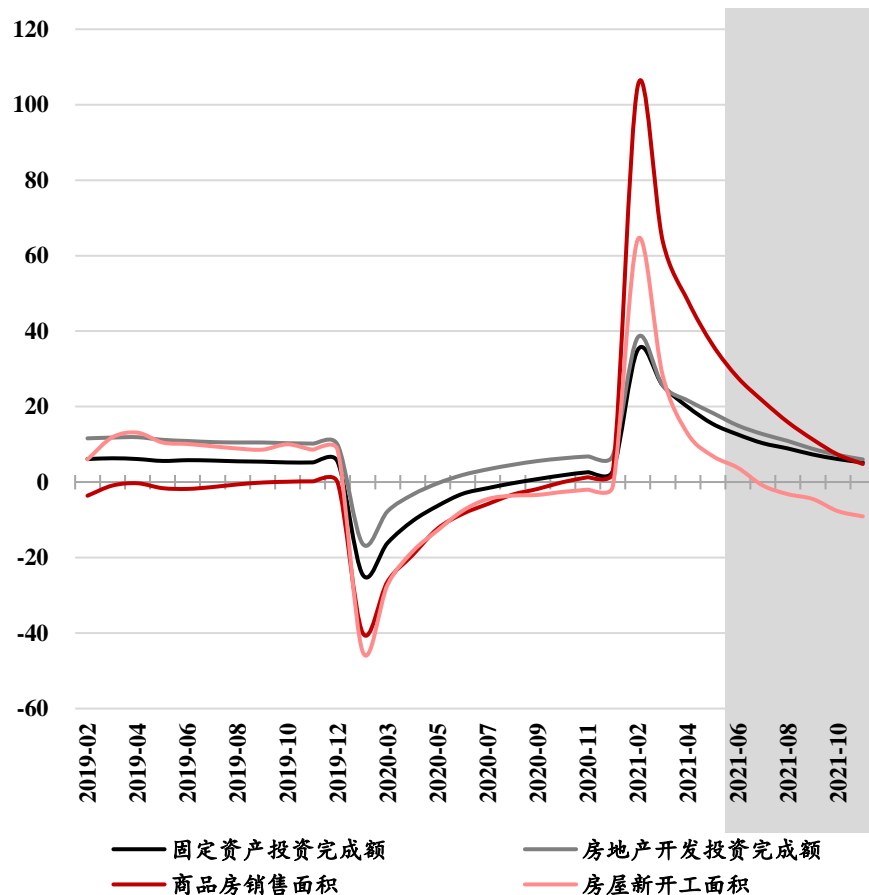
# 2021年下半年，“能耗双控”、房地产调控政策显著限制工业和投资表现

- 2021年下半年，能耗双控、房地产调控政策显著限制高耗能和房地产相关产业表现；其中，黑色金属冶炼及压延加工业增加值和房屋新开工面积累计值同比表现分别由6月的+4.1%和+3.8%明显下降至11月的-11.2%和-9.1%。

整体、制造业、高耗能产业工业增加值当月同比表现(%)



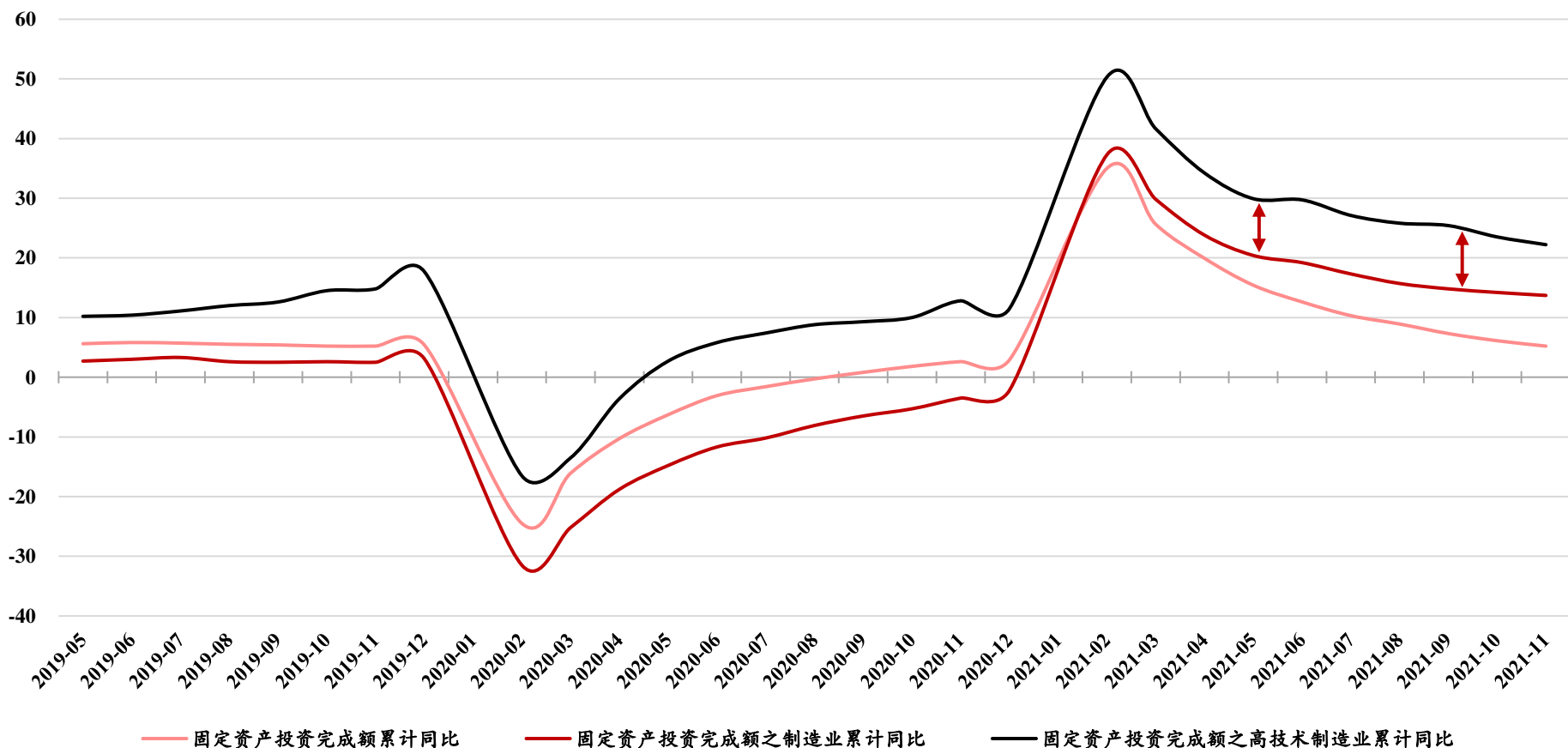
房地产开发投资完成额等累计值同比表现(%)



# 高技术制造业投资2021年保持较快增长，表明我国产业转型升级成效明显

- 2021年以来，高技术制造业投资增速与整体制造业投资增速差距有所扩大；
- 经过政府早前出台的一系列政策举措促进高技术制造业的投资，我国产业转型升级成效明显，也印证高技术制造业已成为引领我国产业升级和高质量发展之重要推手。

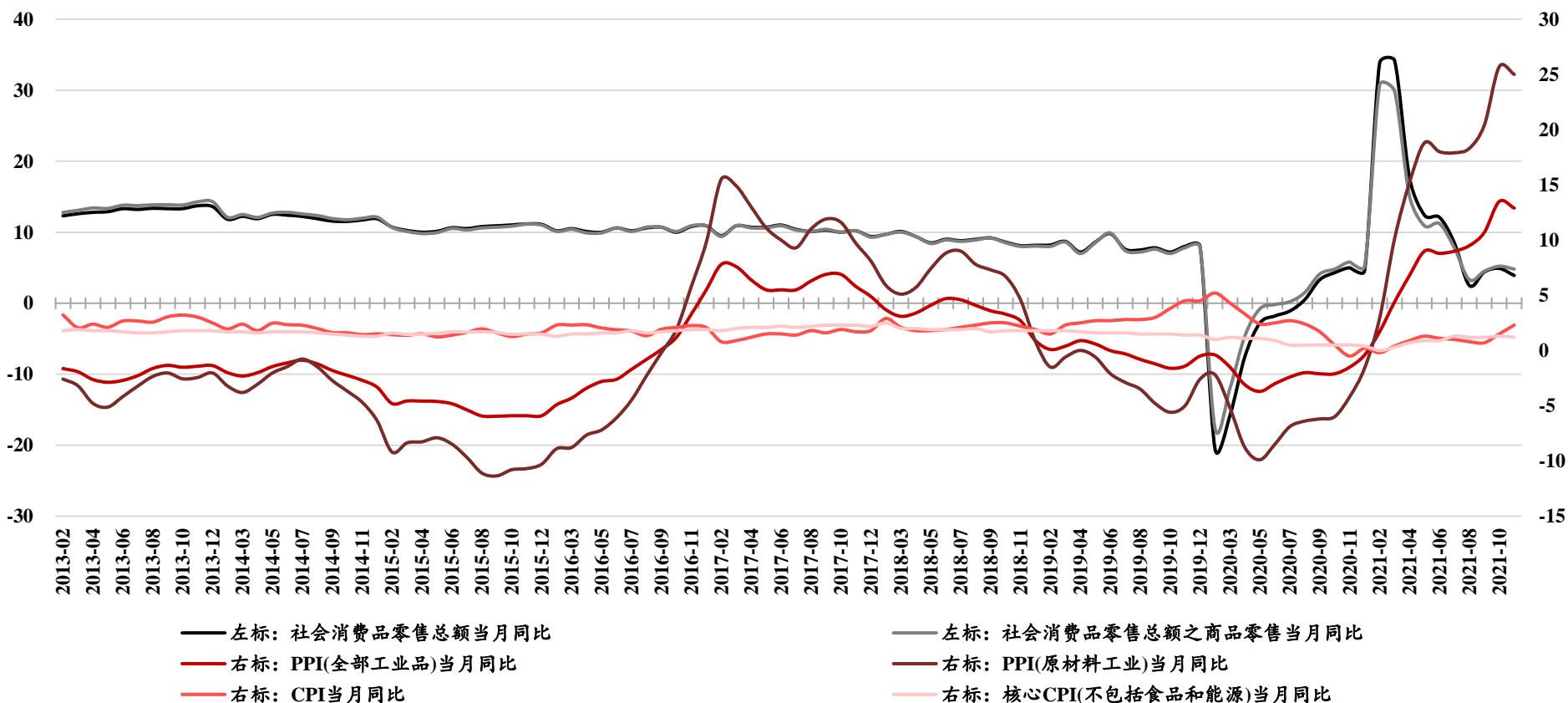
中国整体、制造业和高技术制造业固定资产投资完成额累计同比表现(%)对比图



# 上游原材料急升已传导至部分终端消费品，抑制全社会整体消费持续恢复

- 2021年以来，疫情严重影响全球供应链的背景下，以原材料为代表的通胀持续上升，导致我国整体PPI和PPI(原材料工业)同比表现分别在2021年10月达到13.5%和25.7%，创记录新高。上游原材料急升已开始传导至部分终端消费品，带动CPI在9月也开始再度回升，由1.2%上升至11月的2.3%，导致居民实际购买力有所下降，一定程度抑制全社会整体消费持续恢复。

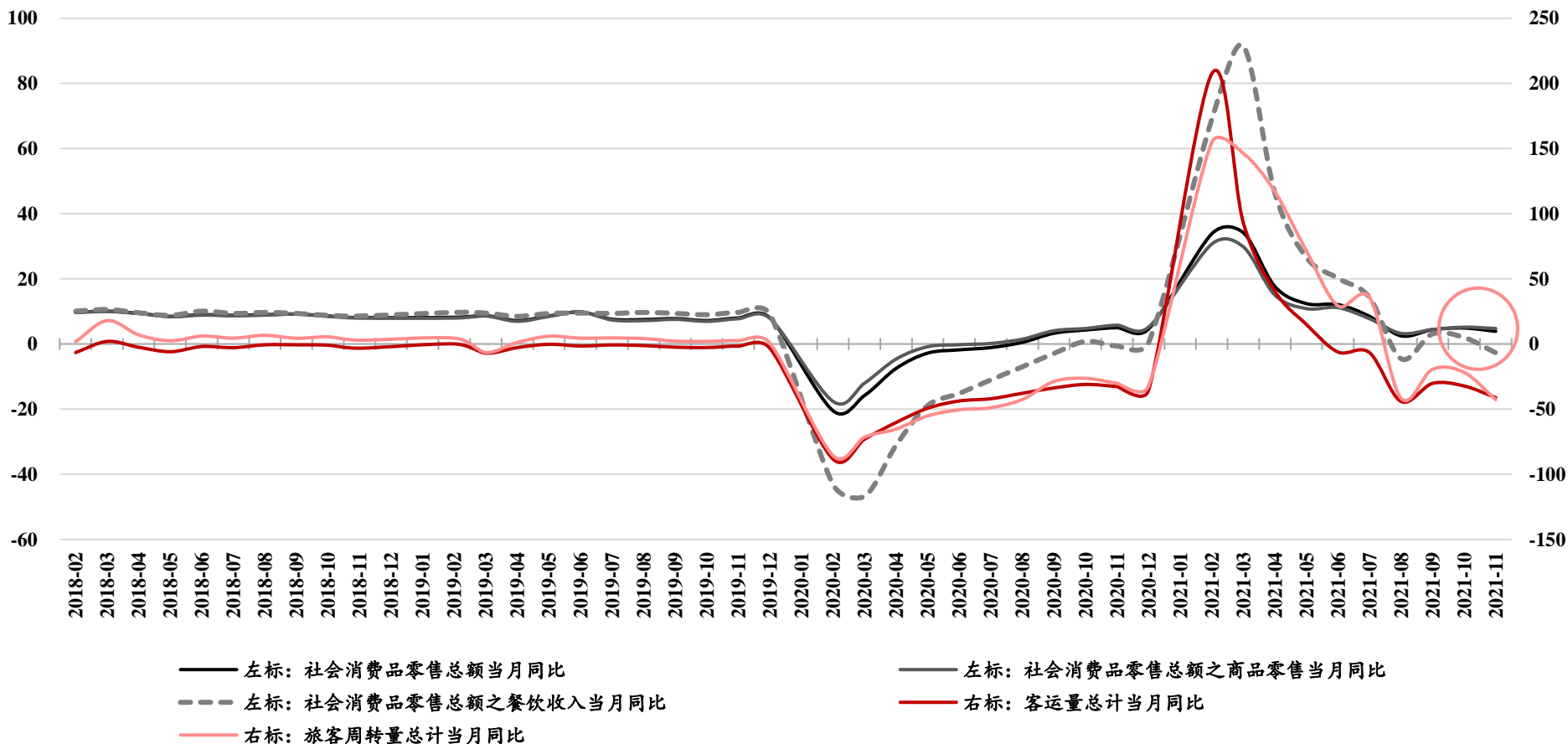
### 中国社会消费品零售总额与PPI、CPI同比表现(%)对比图



# 受到疫情带来的扰动，防控措施收紧等因素影响，服务类消费复苏仍较弱

- 2021年9月以来，受到疫情带来的扰动，防控措施收紧等因素影响，客运量和旅客周转量同比出现较大程度下滑，相关因素直接影响全社会整体餐饮收入表现。社会消费品零售总额之餐饮收入当月同比由9月的+3.1%下降至11月的-2.7%，明显弱于社会消费品零售总额期内同比表现(+3.9%)。

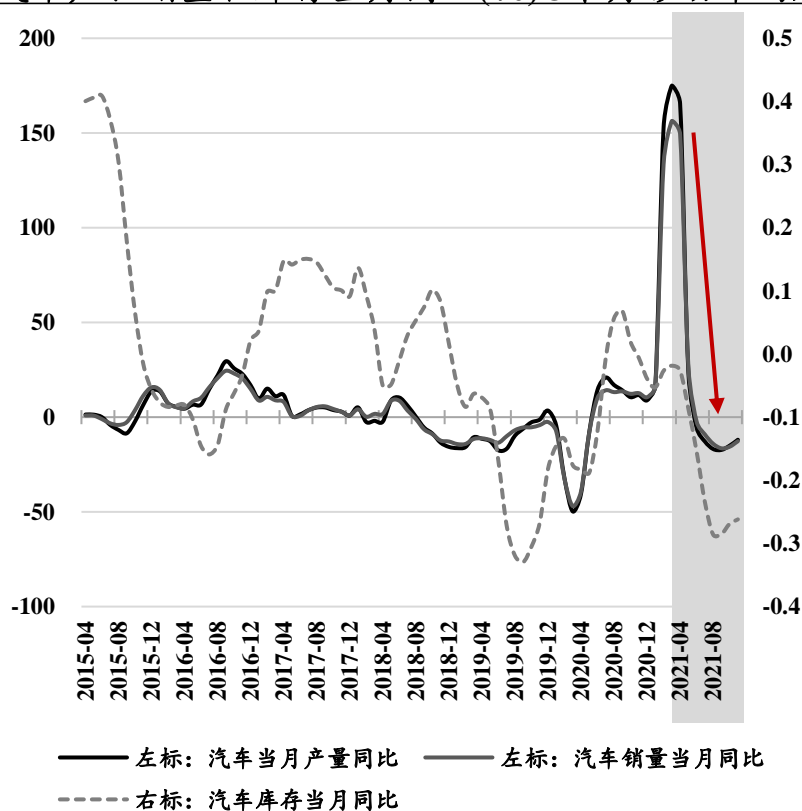
社会消费品零售总额等数据与客运量和旅客周转量同比表现(%)对比图



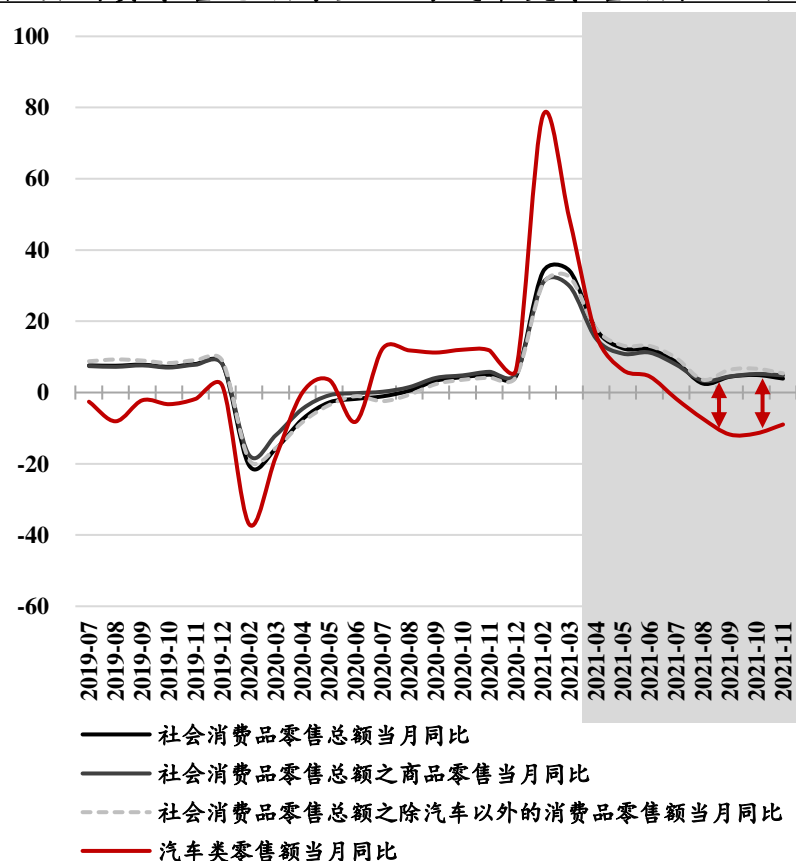
# “芯片慌”在2021年也一定程度上制约了汽车类消费

- 2021年以来，受到全球疫情反弹所影响，部分国家的芯片工厂运营也受到限制。其中，作为半导体产品第七大出口国和汽车芯片集中封测产地之一的马来西亚，疫情影响当地部分芯片厂房运营受限，导致全球汽车芯片短缺更为紧张，从而令全球汽车产业面临市场供应不足。在全球“芯片慌”下，我国汽车产量也受到冲击，从第二季度开始明显下跌，一定程度上制约了汽车类消费，也拖累全社会消费零售同期表现。

中国汽车产、销量和库存当月同比(%) 3个月移动平均走势图



社会消费零售总额等数据与汽车类零售额表现对比

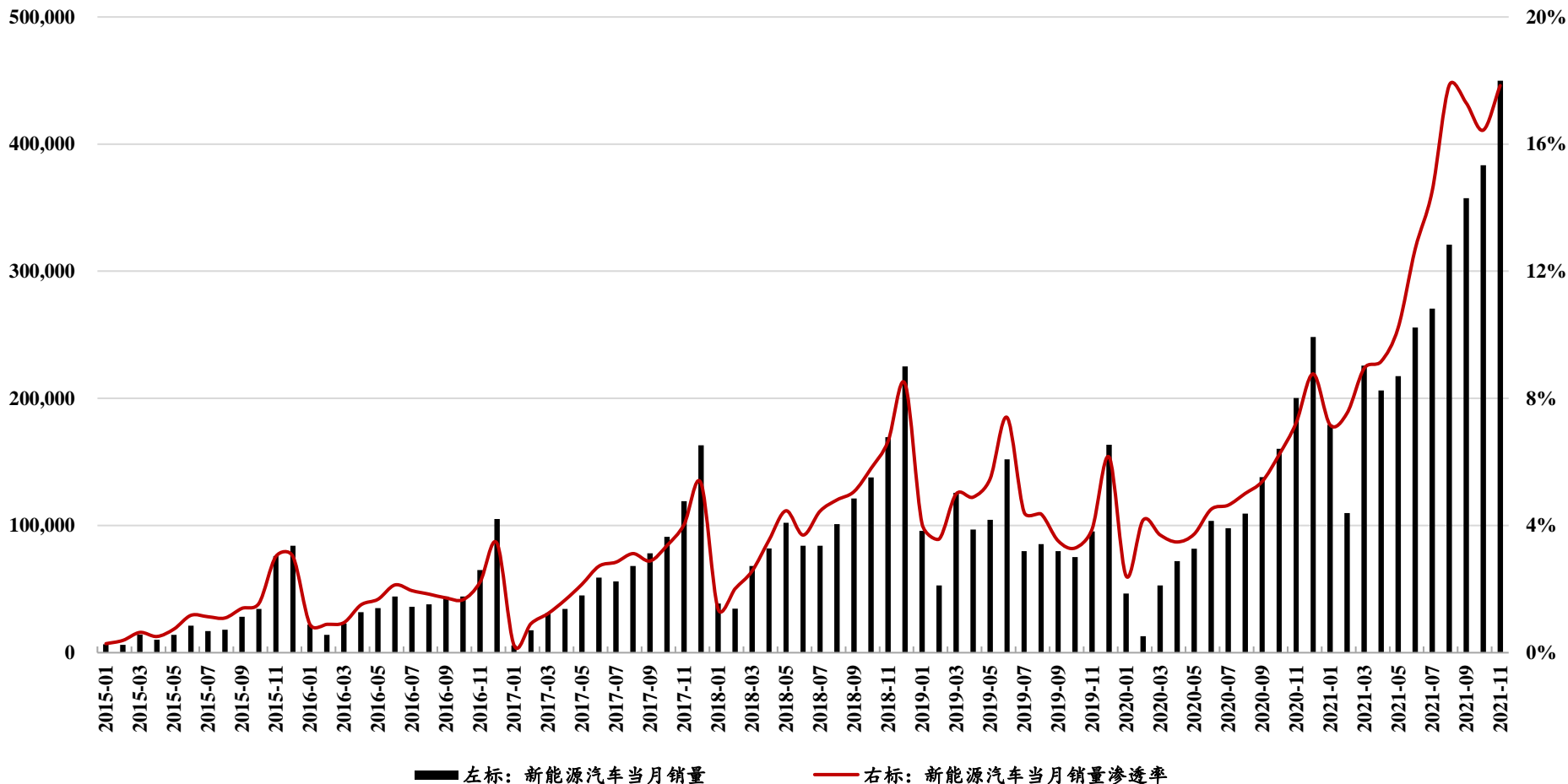




# 政策支持新能源汽车行业2021年加快发展，新能源汽车渗透率持续提升

- 2021年，政策支持新能源汽车行业加快发展，新能源汽车渗透率持续提升。11月，新能源汽车总销量逾44万辆，再创纪录新高，渗透率也进一步提升至约17.8%。

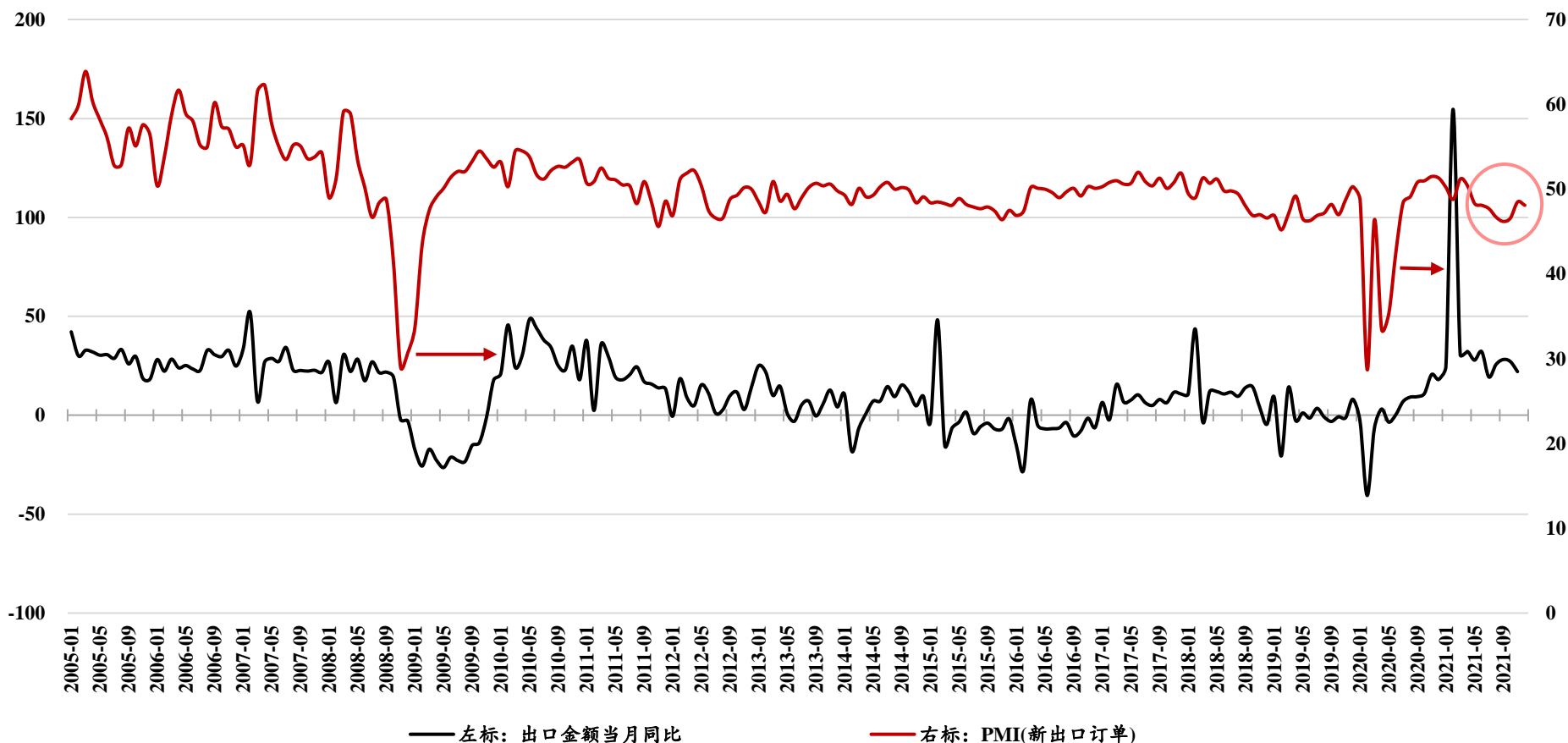
中国新能源汽车月度销量(辆)和渗透率(%)表现



## 2021年，疫情推动订单回流、海外生产需求支撑外贸整体保持强劲表现

- 2021年以来，我国外贸整体保持强劲表现。我国的产业链体系较为完整，抗疫效率较高使得生产恢复较好，供给能力较强，为出口增长奠定了较好的基础；此外，全球经济在上半年整体也步入复苏，海外需求有所增加，而疫情再度爆发又推动订单回流，叠加稳外贸政策的持续发力，外贸全年发展趋势良好。

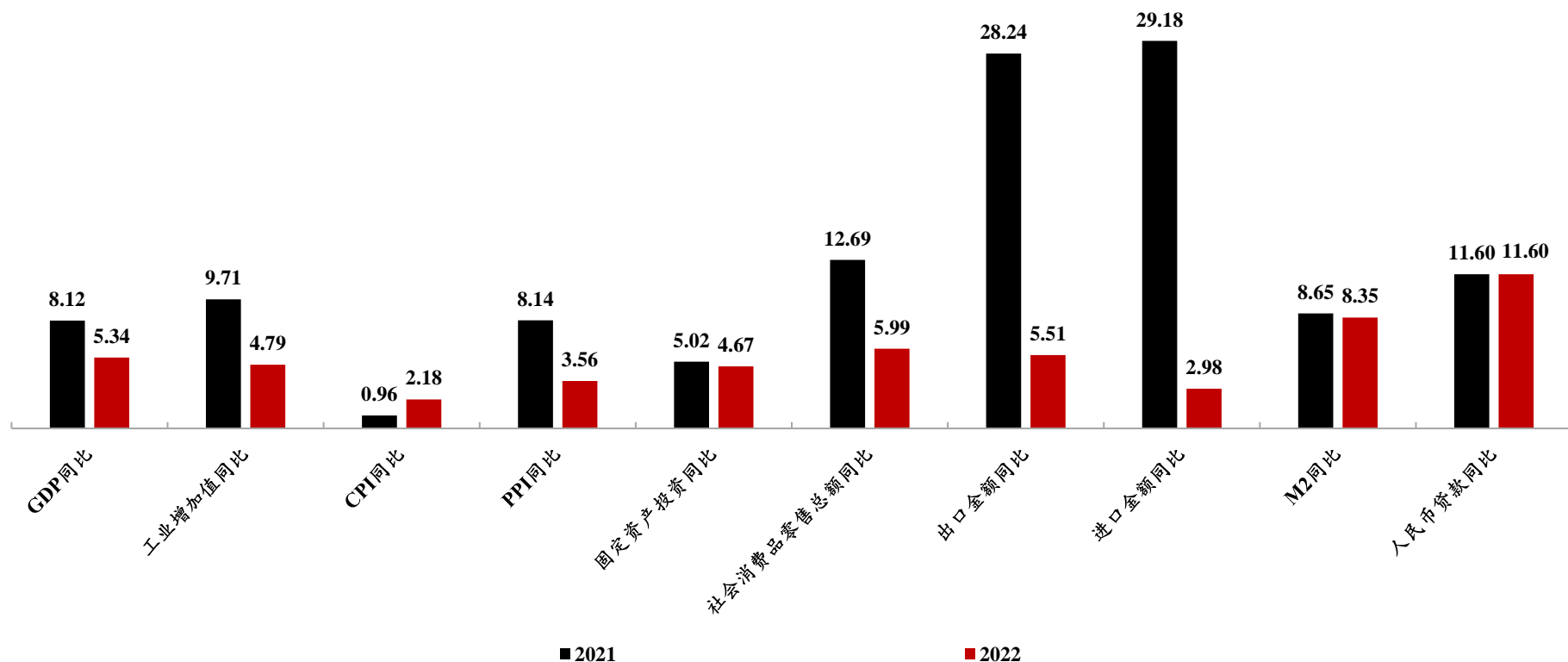
中国出口金额当月同比和PMI(新出口订单)表现(%)对比图



# 展望2022年，我国政策主基调将以稳为主，经济表现或将呈先低后高走势

- 展望2022年，我国政策主基调将以稳为主，预计疫情等所带来之不确定性因素在上半年仍将较大程度影响经济较好的恢复。随着疫情进一步得到和控制结构性刺激政策陆续出台，预期下半年经济表现或将企稳回升；
- 根据Wind综合市场对中国重点数据预测的平均值所示，我国重点经济数据2022年预测表现基本上是较2021年有所下降，相信主要也是反映“调结构”、“疫情扰动”和“高通胀”所带来之不确定因素影响经济表现的情况。

2021年、2022年中国重点数据市场平均预测值(%)表现



## 第二节

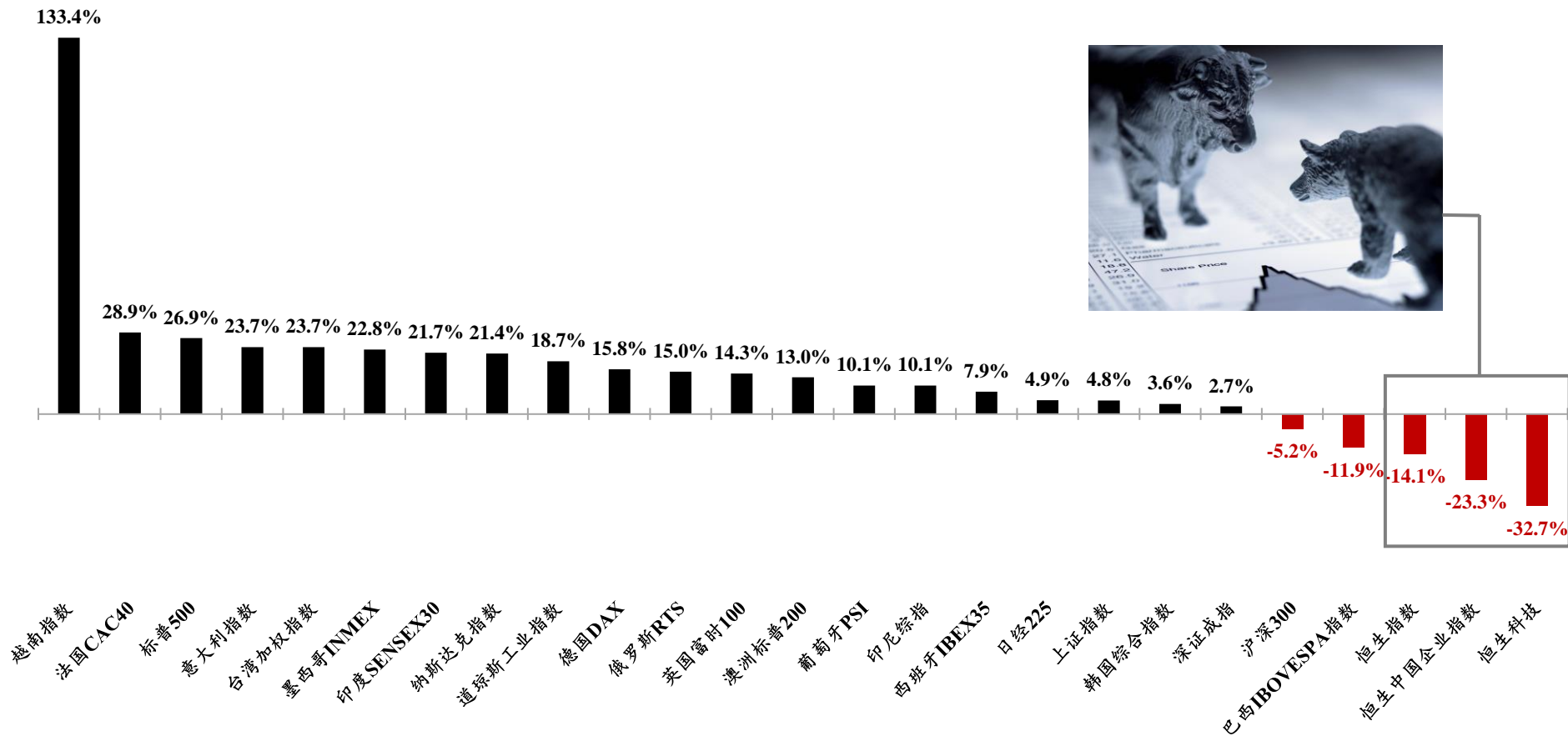
---

2021年香港主要股指表现  
“熊霸”全球，唯已“跌出”较强估值优势

# 港股主要股指2021年表现“熊霸”全球

- 2021年，恒生指数、恒生国企指数和恒生科技指数全年分别下跌约14.1%、23.3%和32.7%，表现“熊霸”全球。

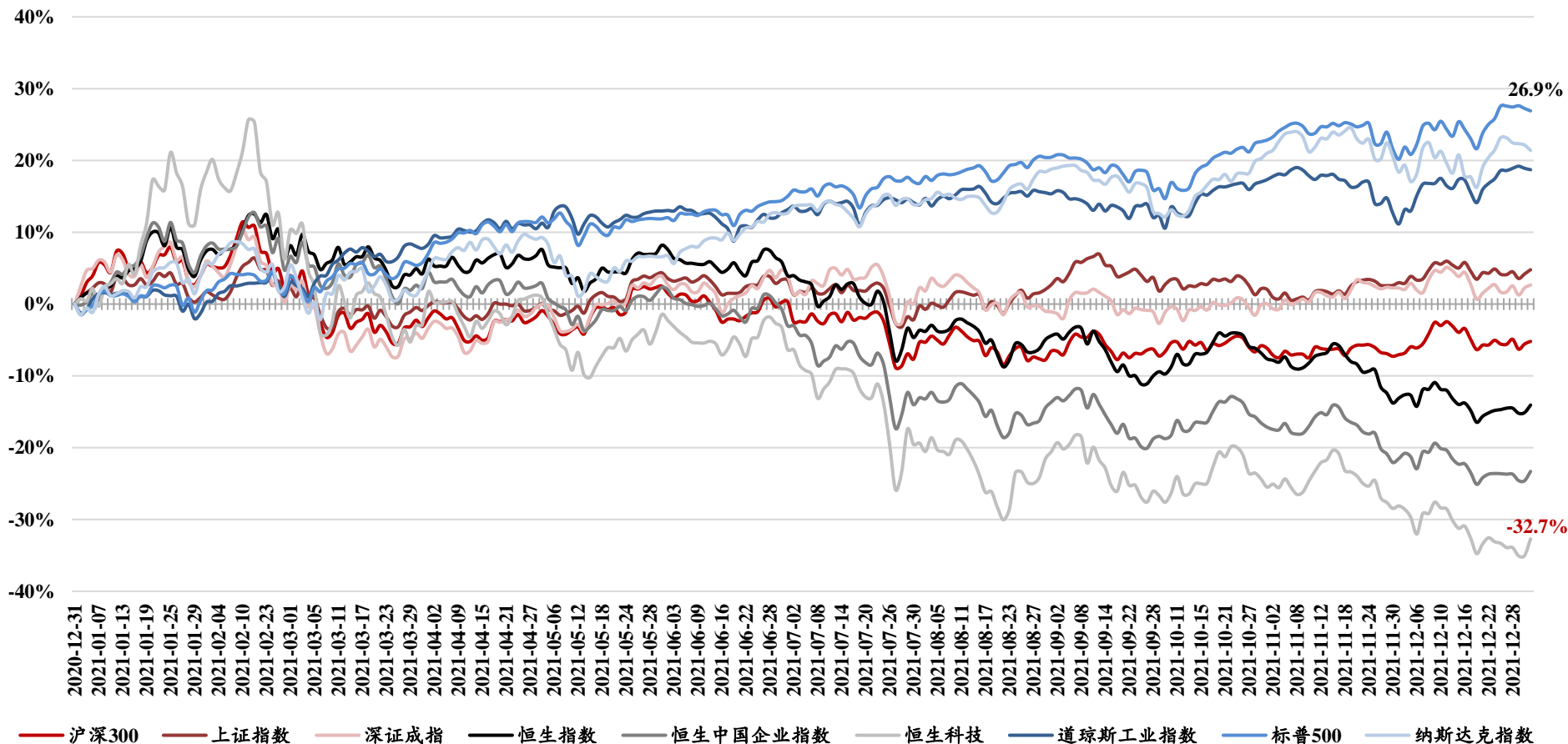
全球主要股指2021年表现对比



# 香港主要股指2021年表现呈“先高后低”走势，下半年表现显著走弱

- 香港主要股指2021年表现呈“先高后低”走势，下半年表现则显著差于中、美股指。恒生科技指数曾在2月18日一度录得升幅超25%，其后表现一直维持弱势，下半年跌幅更明显扩大，全年累积跌幅逾三成；受累于科技类股的弱势表现，恒生指数和国企指数下半年也明显走低，表现远逊于同期A股和美股主要股指。

## 中国、香港和美国主要股指2021年市场表现对比



# 恒指成份股中，TMT、日常消费、工业和医药类股2021年表现相对较弱

- 2021年，在64只恒指成份股中，仅有28只成份股上升，其余的36只则录得跌幅。其中，能源、综合和公共事业类股表现相对突出，板块内股份平均表现分别约达+29.9%、+22.8%和+18.6%；此外，TMT、日常消费、工业和医药类股表现则较弱，板块内成份股平均表现分别约达-17.4%、-15.9%、-13.2%和-9.3%。

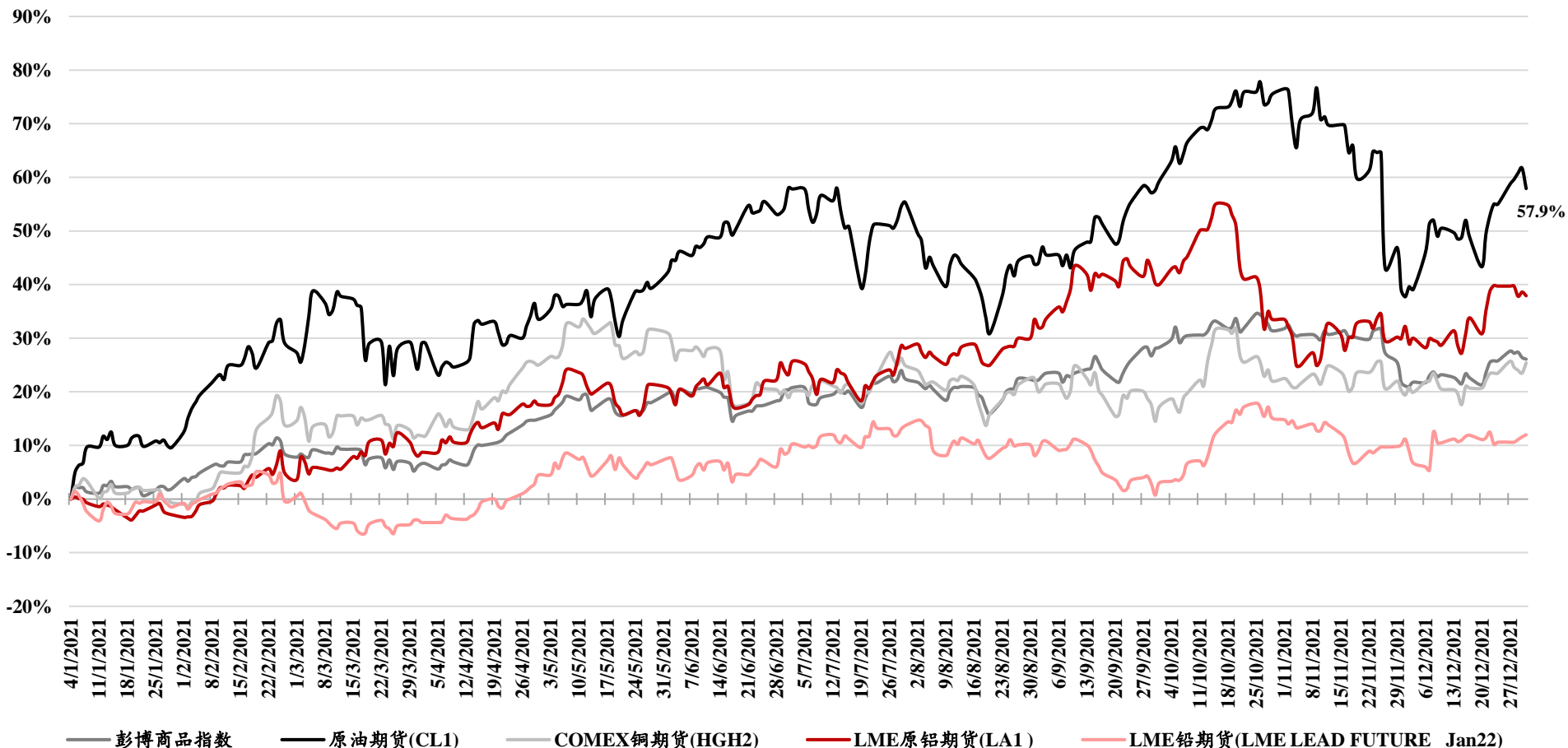
## 恒生指数成份股按板块划分之权重和2021年市场表现对比

板块平均表现(+1.0%) 中国平安(-38.6%) 中国人寿(-20.5%) 友邦保险(-16.1%) 工商银行(-6.6%) 建设银行(-2.1%) 香港交易所(+9.3%) 恒生银行(+11.1%) 中银香港(+13.8%) 中国银行(+14.7%) 汇丰控股(+19.5%) 招商银行(+26.5%)	板块平均表现(-17.4%) 阿里健康(-71.2%) 阿里巴巴-SW(-48.9%) 小米集团-W(-43.1%) 瑞声科技(-28.4%) 美团-W(-23.5%) 京东集团-SW(-19.9%) 腾讯控股(-18.8%) 中国联通(-5.1%) 网易-S(+7.5%) 中国移动(+13.2%) 舜宇光学(+46.1%)	板块平均表现(-4.9%) 海底捞(-70.5%) 金沙中国(-46.7%) 银河娱乐(-32.9%) 吉利汽车(-18.8%) 安踏体育(-4.2%) 比亚迪股份(+31.1%) 创科实业(+41.9%) 李宁(+60.7%)	板块平均表现(-1.3%) 碧桂园(-31.3%) 恒隆地产(-18.5%) 龙湖集团(-15.7%) 碧桂园服务(-10.7%) 新世界发展(-9.4%) 新鸿基地产(-0.9%) 领展房产基金(+1.4%) 九龙仓置业(+1.5%) 华润置地(+7.1%) 恒基地产(+15.3%) 中国海外发展(+16.9%) 长实集团(+28.3%)	
		可选消费, 8.9%	地产, 7.4%	
		板块平均表现(+18.6%)	板块平均表现(-15.9%)	板块平均表现(+29.9%)
		公共事业, 4.3%	日常消费, 2.6%	能源, 2.3%
		板块平均表现(-9.3%)	板块平均表现(-13.2%)	板块平均表现(+22.8%)
		医药, 4.1%	工业, 2.0%	综合, 1.5%
<b>金融, 34.0%</b>	<b>TMT, 33.1%</b>			

# 能源价格在2021年飙升，带动恒生成份股中能源类股表现最为突出

- 2021年以来，随着全世界经济开始重新开放，原油需求持续上升，叠加部分供应受到天气、地缘政治等因素影响，原油成为升幅最大的商品之一，升幅逾50%。能源价格飙升，带动恒生成份股中能源类股表现最为突出。

## 2021年以来彭博商品指数和原油与主要金属期货表现





# 港股多个板块2021年表现较差主要受到不同层面的政策打压所致

- 2021年以来，国家对教育、互联网、地产等重点行业加大监管力度，并出台一系列的政策，以防范系统性风险和规范各行业稳健发展，相关因素限制港股市场中多个板块的表现。此外，根据Reuters在2021年12月引述《金融时报》消息称，美国商务部可能将二十余家中国公司列入实体清单，其中包括一些生物科技公司，相关消息打击医药板块表现。

## 教育、房地产、互联网和医药板块部分重点政策变动简介



### 教育

- 2021年7月和9月
- 中共中央办公厅 国务院办公厅在7月印发《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》，全面规范校外培训行为，减轻学生过重作业负担
- 国家发改委、教育部、市场监管总局在9月印发有关校外培训收费实行政府指导价管理之通知



### 房地产

- 2021年7月至10月
- 中央加大房地产调控力度，重申“房住不炒”政策主基调，进一步强调金融管控以及土拍政策环节在房地产调控中需发挥作用



### 互联网

- 2021年4月至10月
- 市场监管总局分别在4月和10月依法对阿里巴巴和美团作出行政处罚，罚款逾182亿元和34亿元；
- 市场监管总局等七部门在7月联合印发《关于落实网络餐饮平台责任切实维护外卖送餐员权益的指导意见》
- 国家新闻出版在8月署下发《关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》



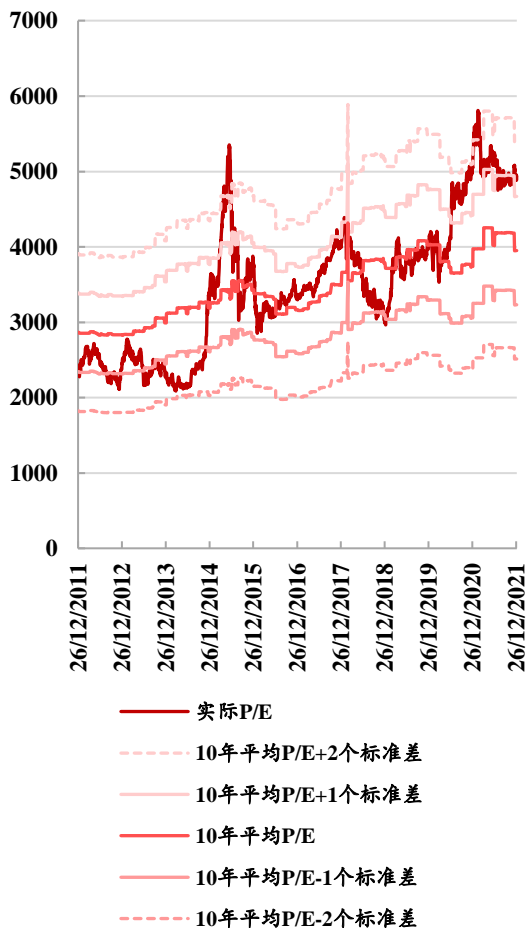
### 医药

- 2021年12月
- 根据Reuters引述《金融时报》消息称，美国商务部可能将二十余家中国公司列入实体清单，其中包括一些生物科技公司

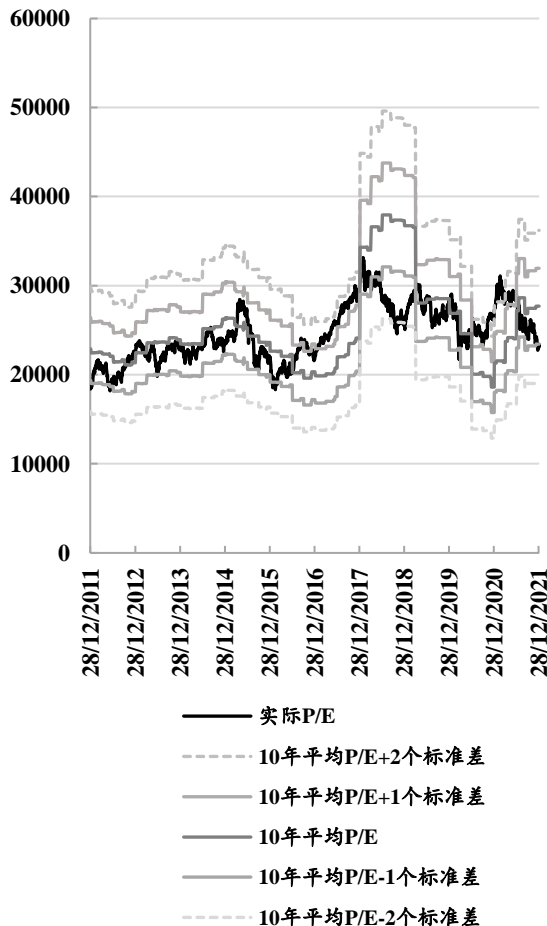
# 恒指当前P/E估值已低于10年均值一个标准差，具有较强估值优势

- 2021年，港股经过一轮较深度调整后，恒指P/E估值表现已低于10年均值一个标准差，相较沪深300指数和标普500指数P/E超10年均值一个标准差而言，具有更强估值优势。

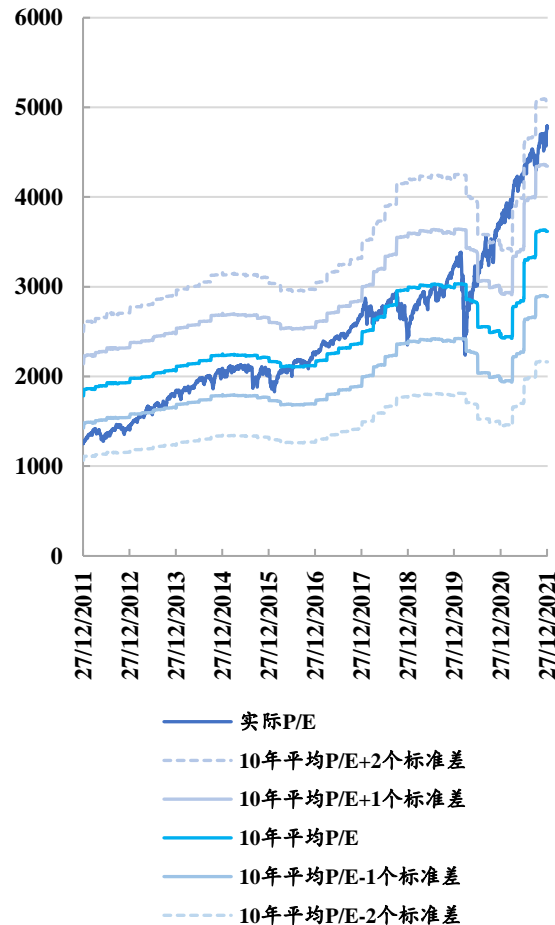
### 沪深300指数P/E表现



### 恒生指数P/E表现



### 标普500指数P/E表现



## 第三节

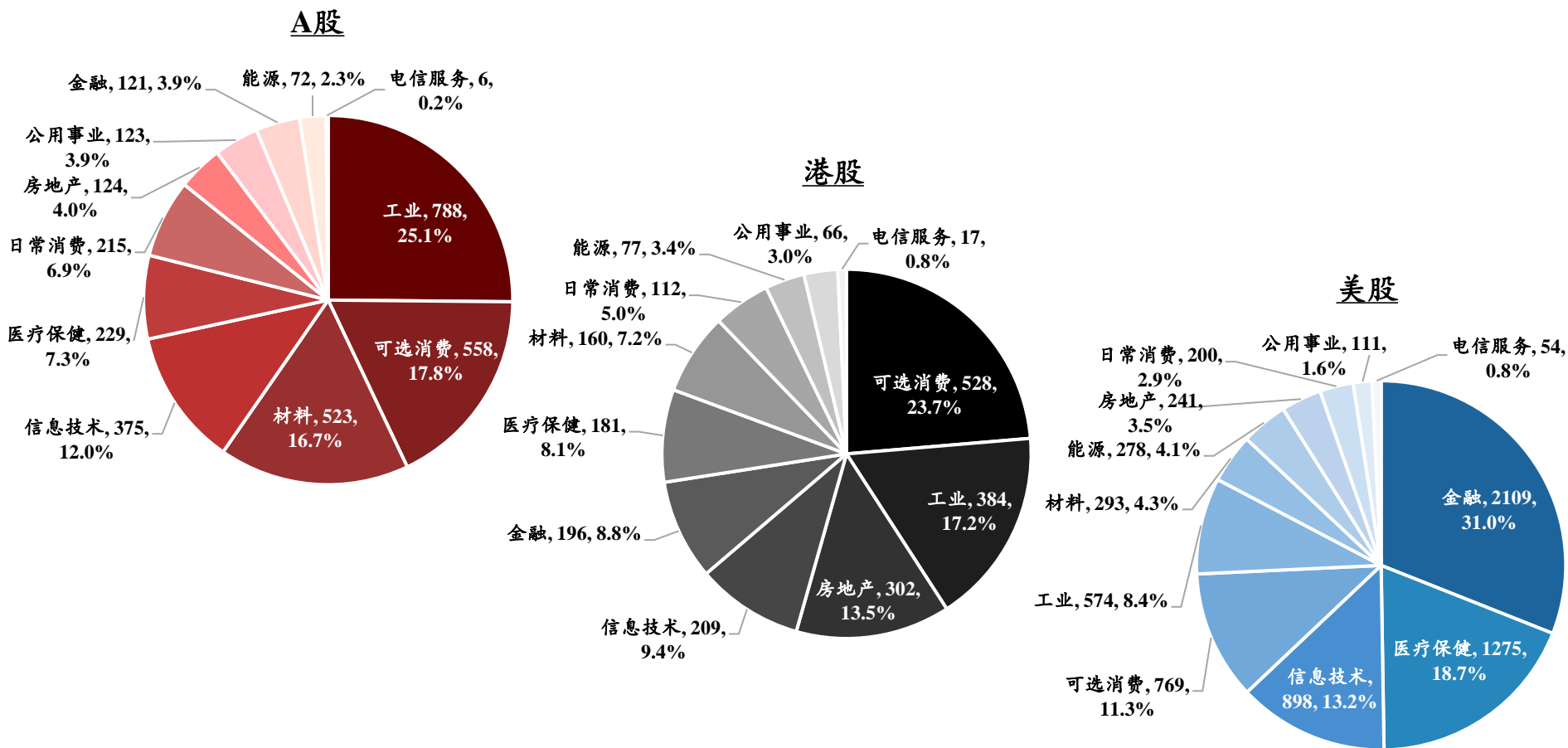
---

2021年港股全市场股份表现  
相对A股和美股，各板块走势明显较弱

# 中港与美国市场之股份构成存在较大差异

- 当前，A股全市场股份占比首三大板块分别是工业(25.1%)、可选消费(17.8%)和材料(16.7%)；港股首两大占比板块分别是可选消费(23.7%)和工业(17.2%)，与A股不同的是，港股第三大占比则是房地产(13.5%)。相比之下，美国市场之股份构成存在较大差异，相关占比首三大板块分别是金融(31.0%)、医疗保健(18.7%)和信息科技(13.2%)。

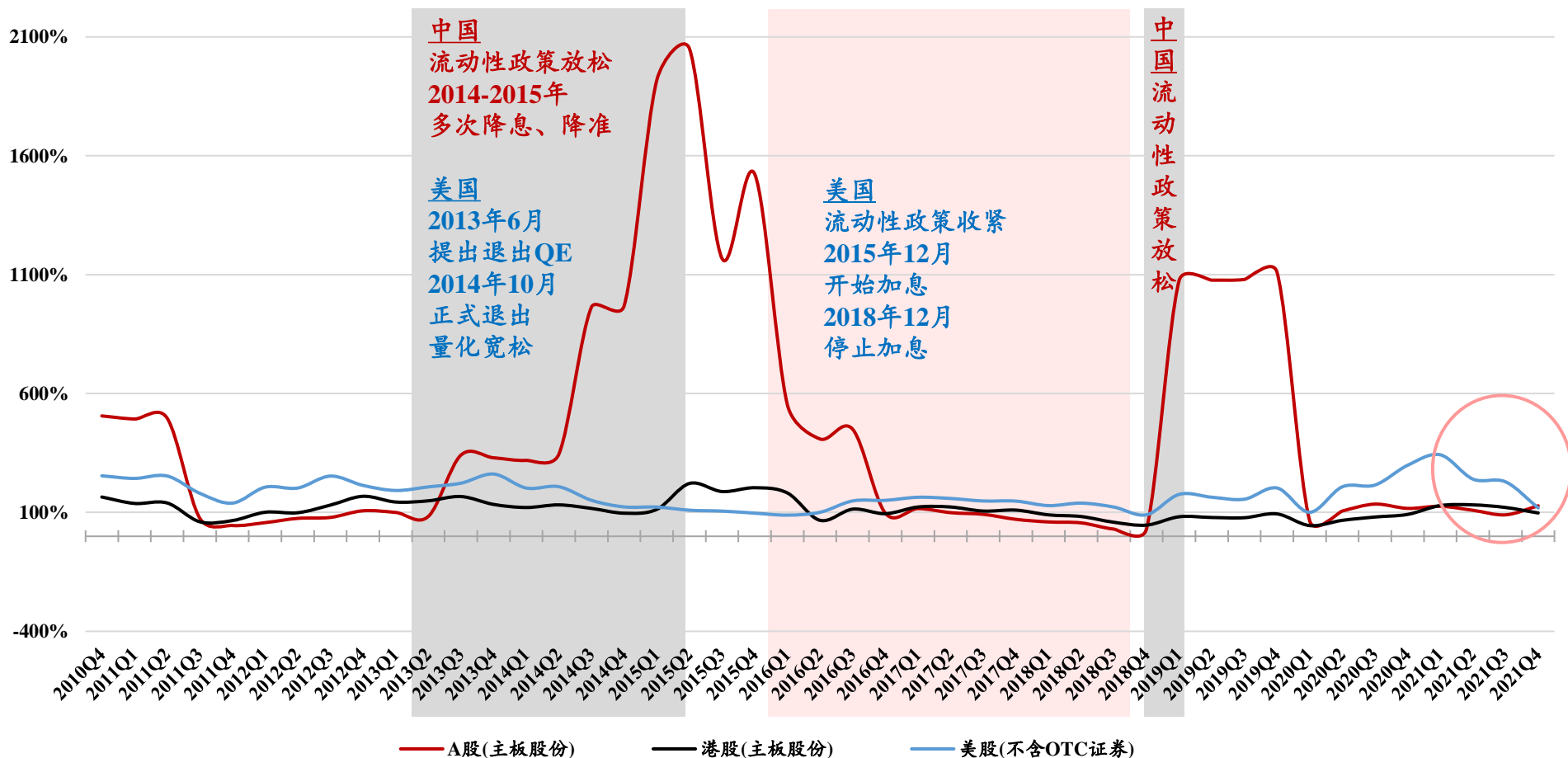
2021年底，A股、港股和美股全市场按板块上市公司数量分布图



# 港股全市场股份2021年整体升势覆盖面持续收缩

- 2021年，港股全市场上升与下跌股份比例(代表升势覆盖面)既没有走出A股“先低后高”之态势，也没有走出美股“冲高回落”之形态，而是表现持续向下，表示港股全市场整体升势覆盖面持续收缩，表现较A股和美股弱。

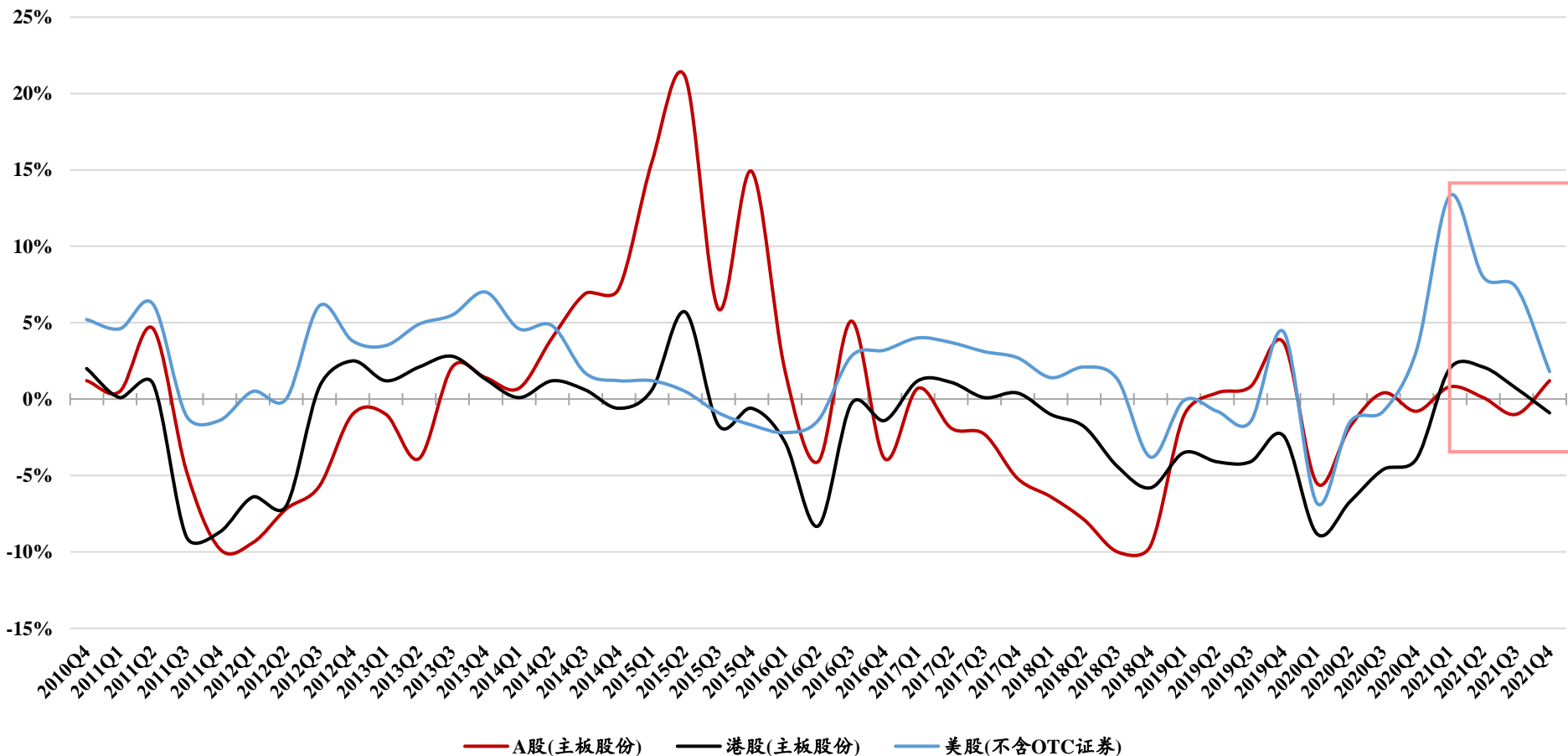
A股、港股和美股全市场季度上升与下跌股份比例的中位数4个季度移动平均走势图



# 港股全市场股份2021年整体表现持续转弱的程度有所放大

- 2021年，A股、港股和美股全市场股份季度表现中位数走势基本上与升/跌比例走势一致。其中，港股全市场股份季度表现持续向下，表示港股表现转弱的程度有所放大。

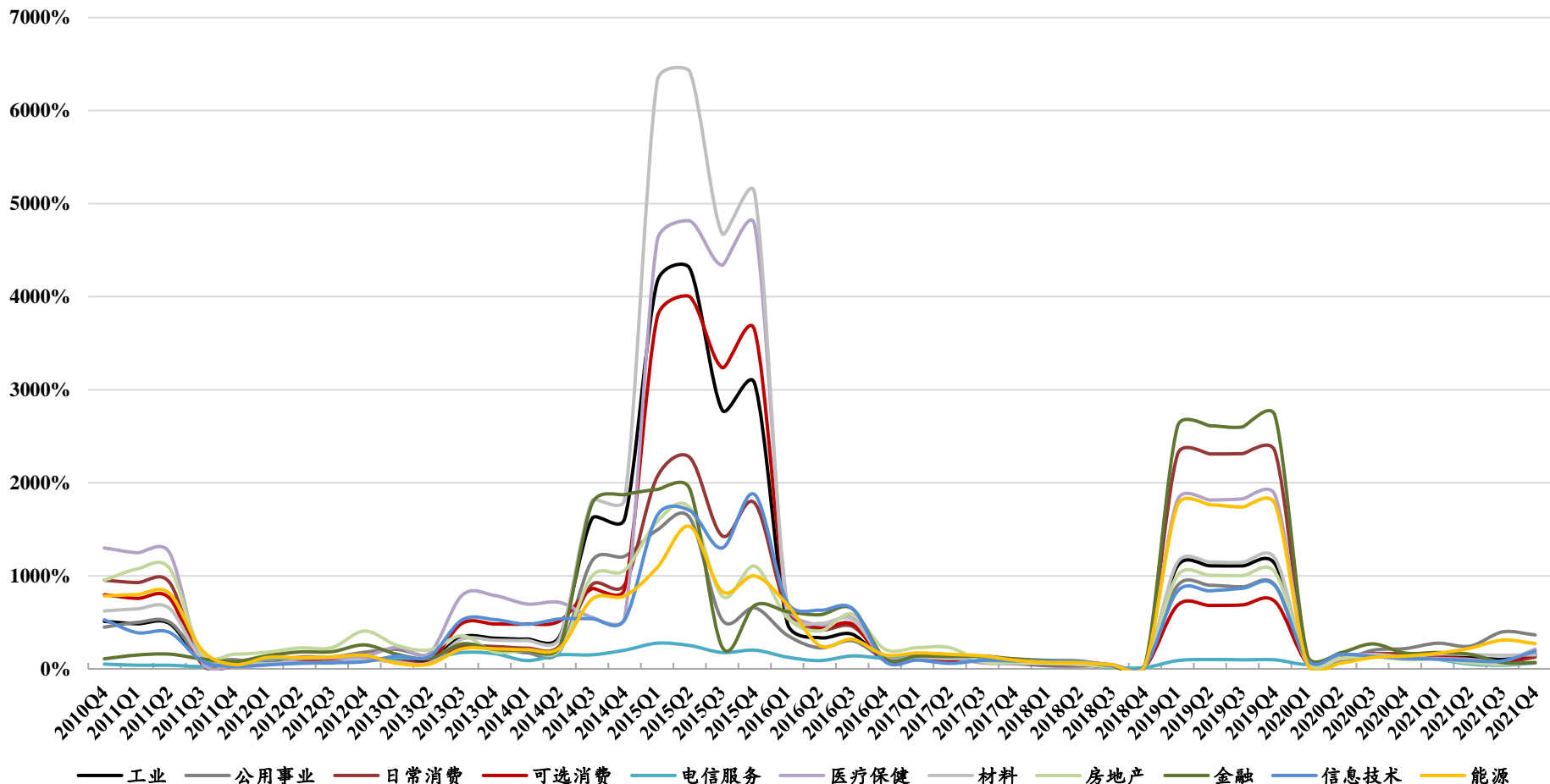
A股、港股和美股全市场股份季度表现中位数4个季度移动平均走势图



# 工业、公用事业、材料和能源类A股2021年整体升势相对全面

- 在商品价格飙升和“碳中和”等概念催化下，在A股全市场股份中，工业、公用事业、材料和能源类股2021年整体升势相对全面。

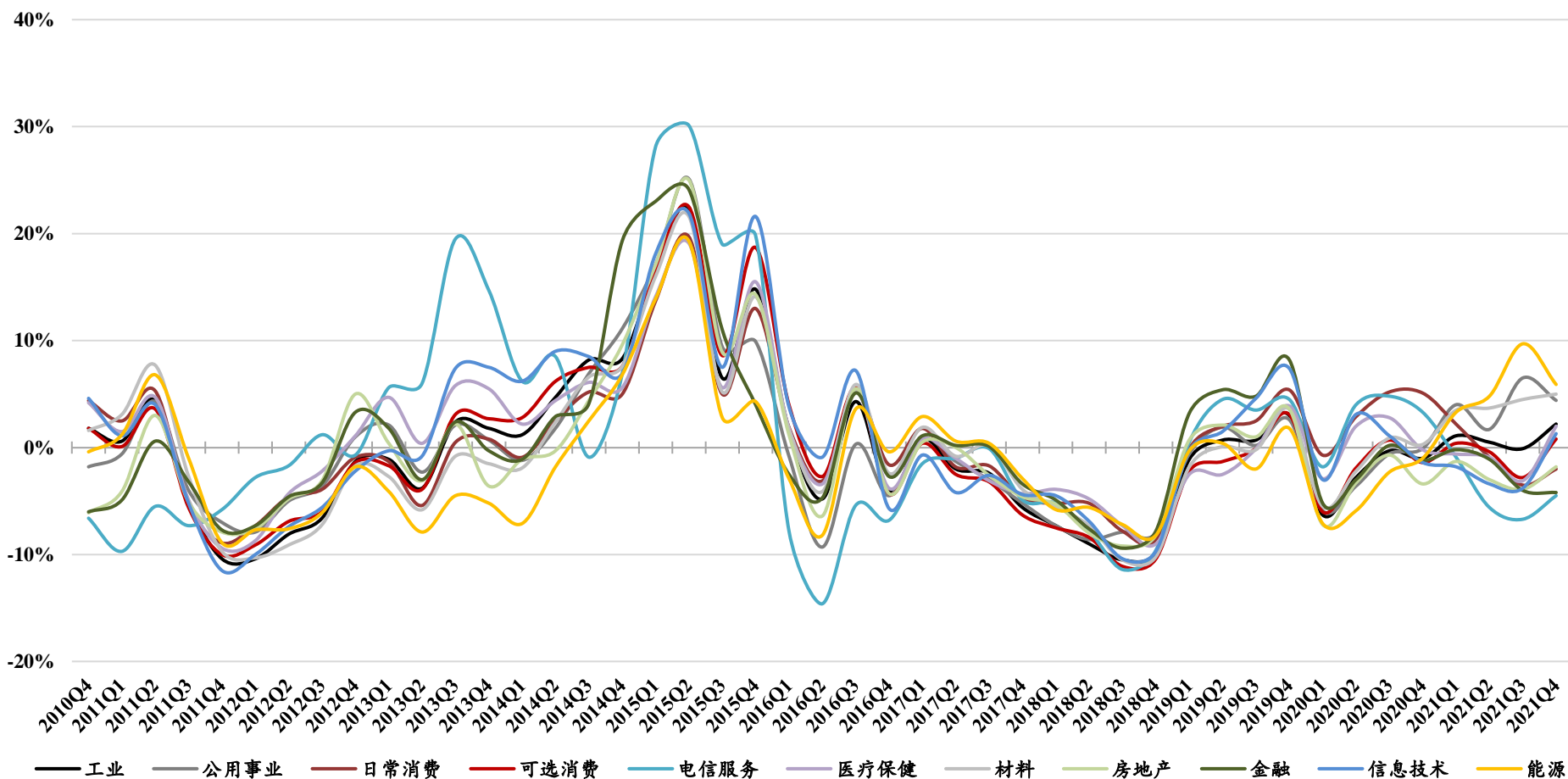
A股全市场各板块内季度上升与下跌股份比例的中位数4个季度移动平均走势图



## 工业和材料类A股2021年持续转强的势头较为明显

- 在A股全市场股份中，公用事业和能源类股2021年整体表现呈“冲高回落”走势，而工业和材料类股全年持续转强的势头则较为明显。

A股全市场各板块股份季度表现中位数4个季度移动平均走势图



注：数据截至2021年12月31日；A股全市场统计3136只主板上市股份

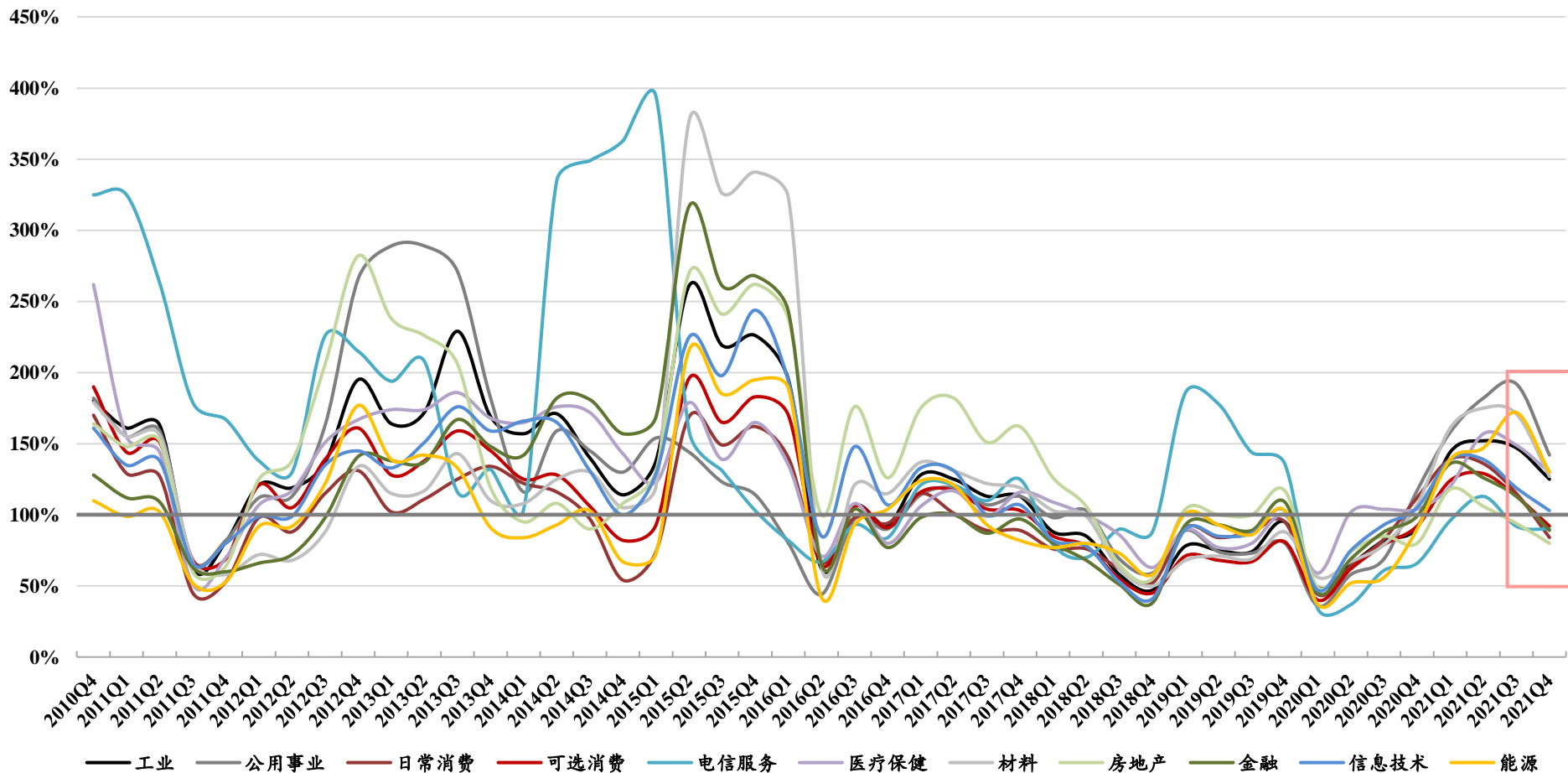
数据源：Wind、Bloomberg、山证国际研究部整理



# 港股全市场所有板块类股2021年下半年整体升势覆盖面收缩显著

- 港股全市场所有板块类股2021年下半年整体升势覆盖面收缩显著。其中，公用事业、材料和能源类股前三季度升势相对较全面，但进入第四季度也开始急速收缩。

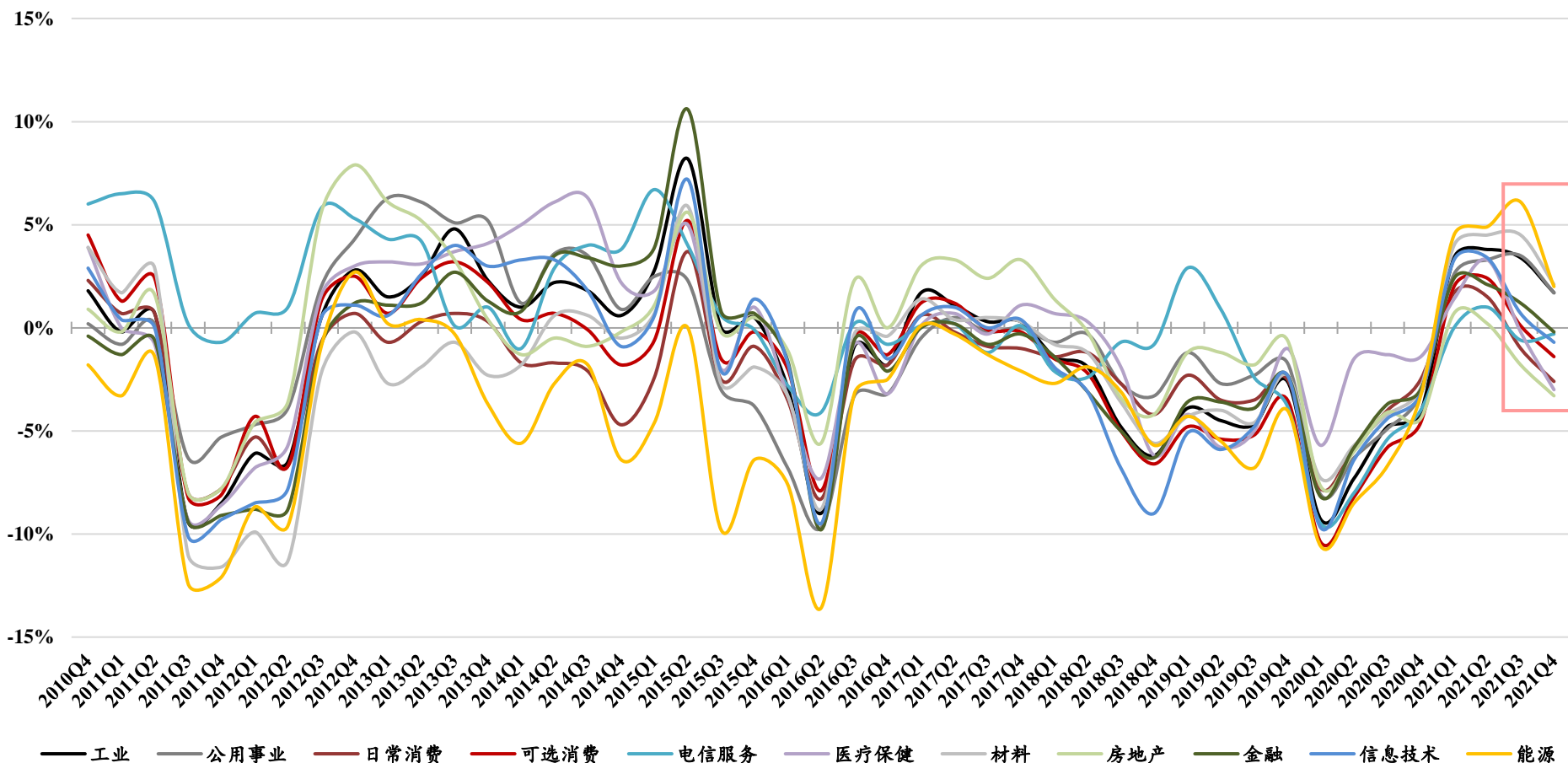
港股全市场各板块内季度上升与下跌股份比例的中位数4个季度移动平均走势图



# 港股全市场所有板块类股2021年下半年表现明显转弱

- 港股全市场所有板块类股2021年下半年表现明显转弱。其中，首三季度表现较强的能源、公用事业、工业和材料类股第四季度也开始显著回撤。

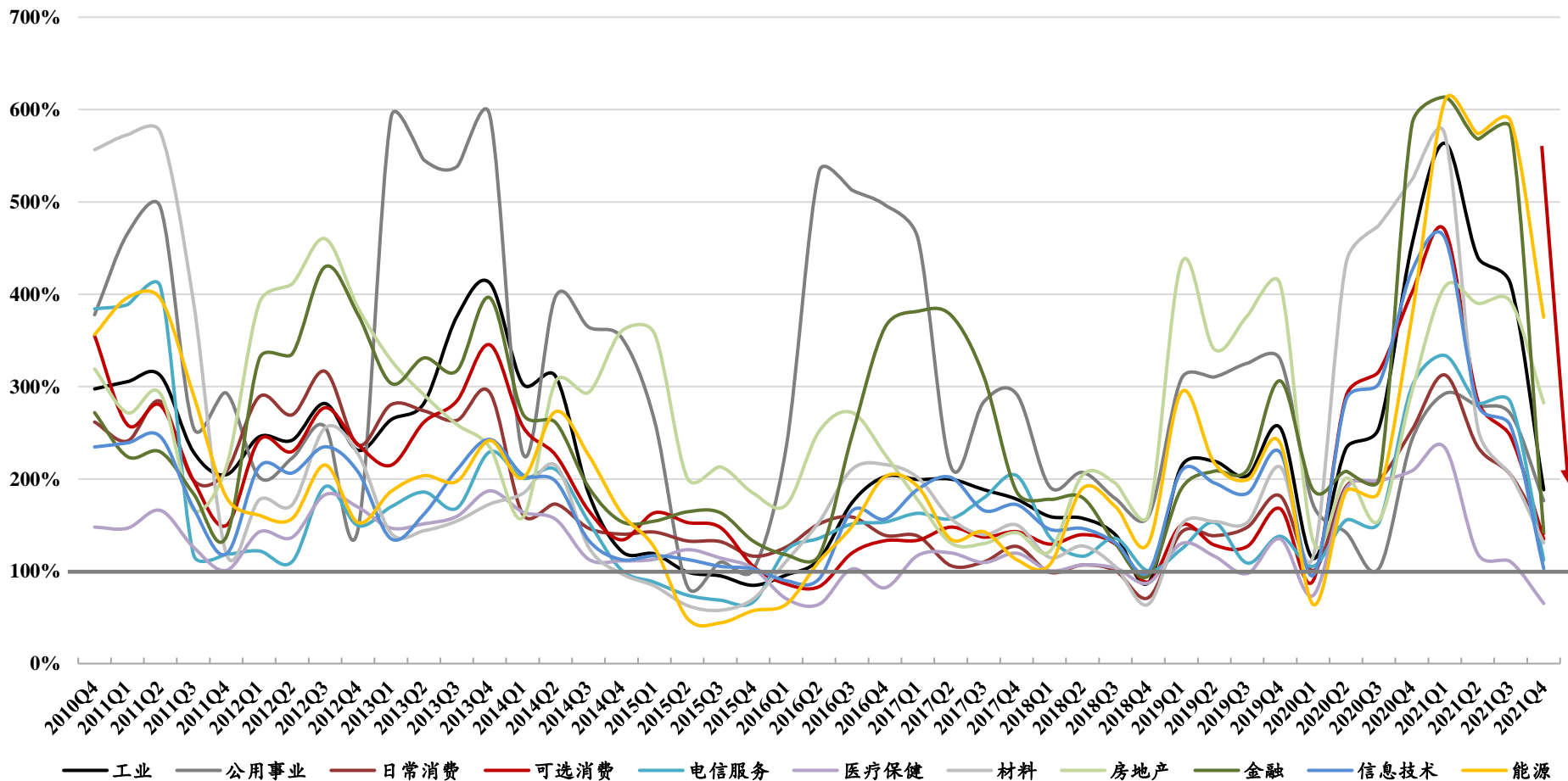
港股全市场各板块股份季度表现中位数4个季度移动平均走势图



# 美股全市场各板块类股2021年升势覆盖面也出现不同程度的收缩

- 2021年，美股全市场各板块类股升势覆盖面也出现不同程度的收缩。其中，医疗保健类股升势覆盖面收缩最为显著。

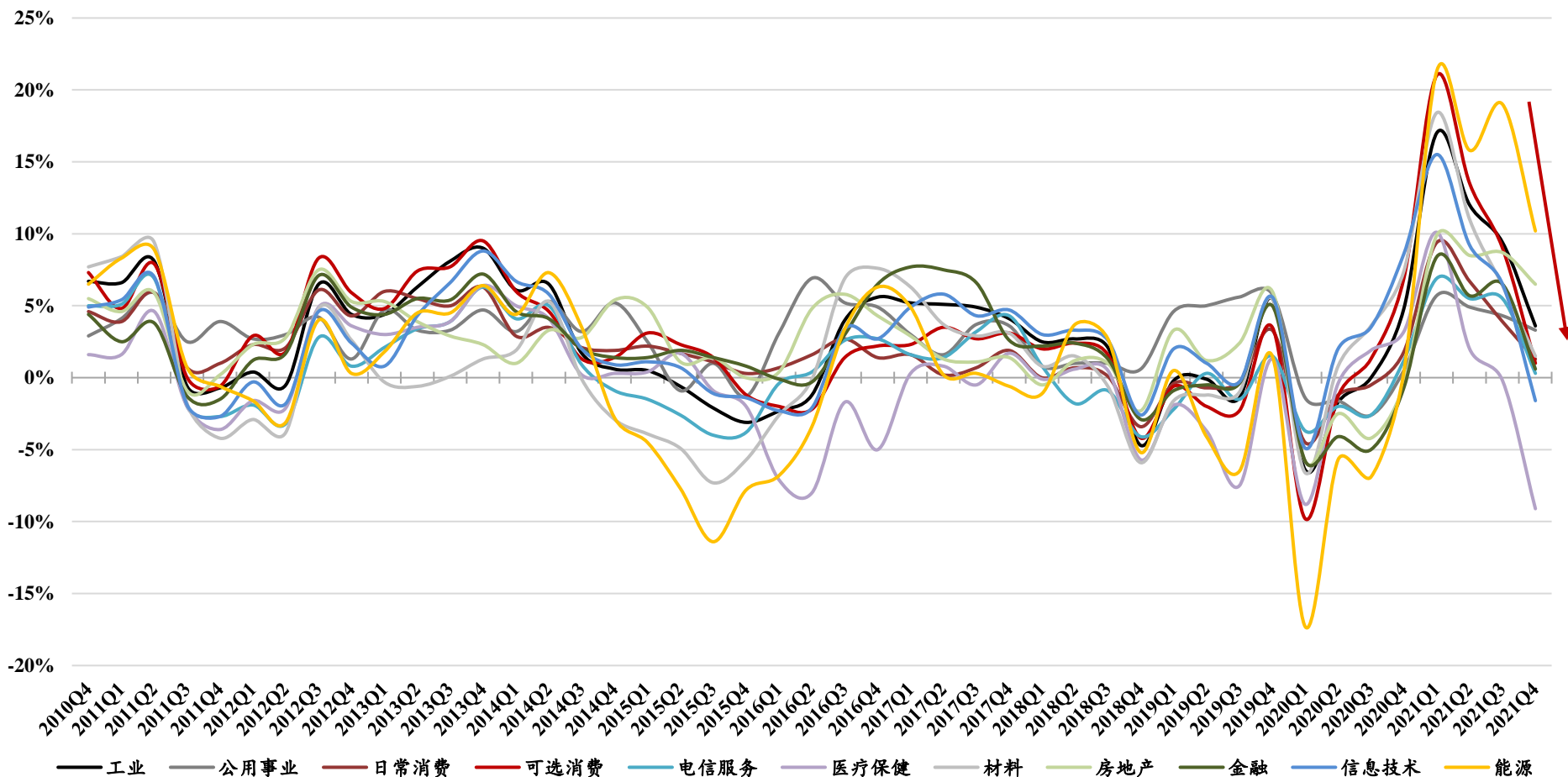
美股全市场各板块内季度上升与下跌股份比例的中位数4个季度移动平均走势图



# 美股全市场所有板块类股2021年表现基本上呈“冲高回落”走势

- 美股全市场所有板块类股2021年表现基本上呈“冲高回落”走势。其中，医疗保健类股表现最弱，板块内股份中位数表现4个季度移动平均值第三季度开始录得跌幅。

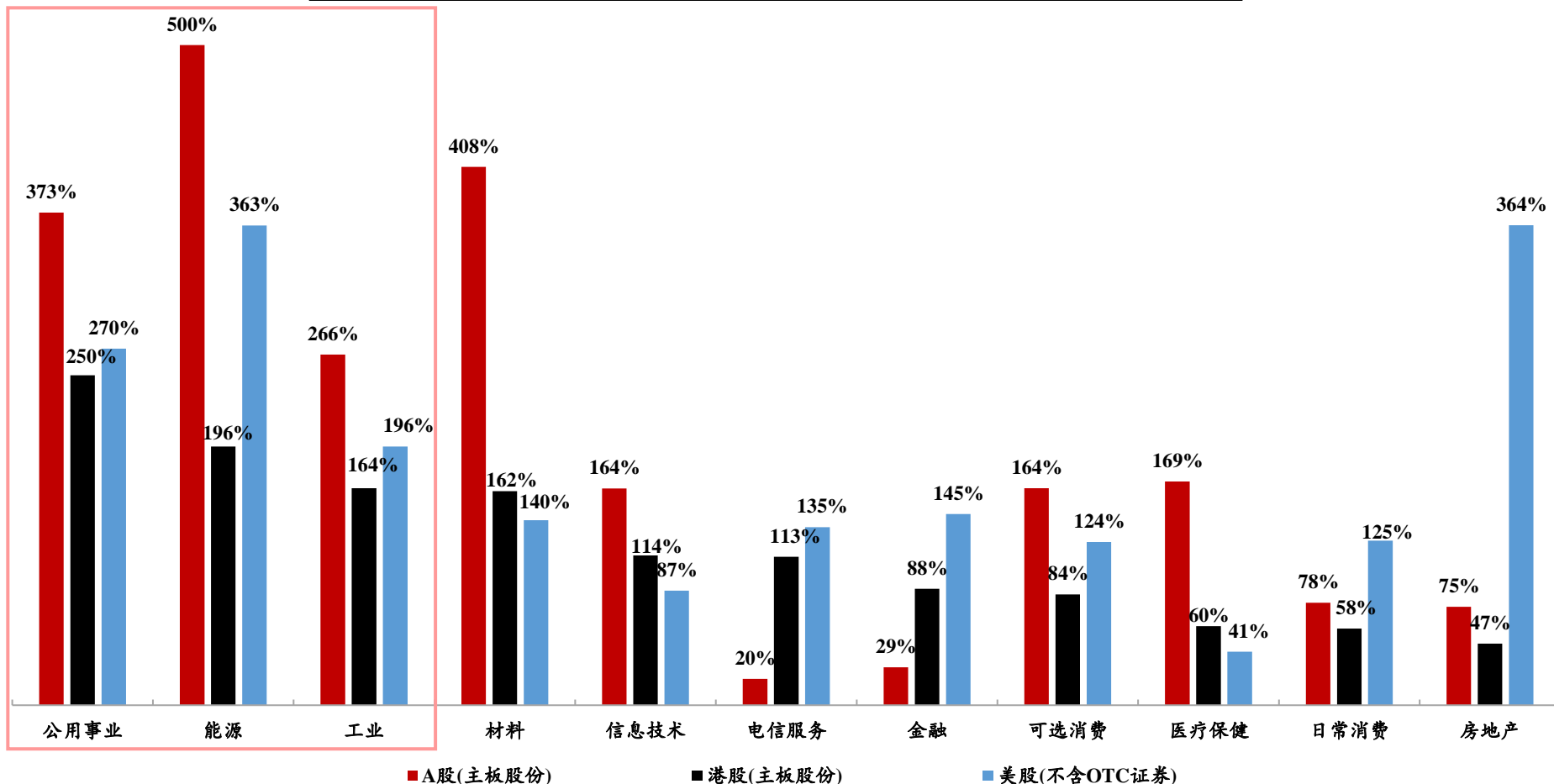
美股全市场各板块股份季度表现中位数4个季度移动平均走势图



# 港股2021年全市场所有板块类股升势覆盖面基本上不及A股和/或美股

- 港股2021年全市场所有板块类股升势覆盖面基本上不及A股和/或美股。其中，在热门板块如公用事业、能源、工业，港股相关类股升势覆盖面也显著小于A股和美股。

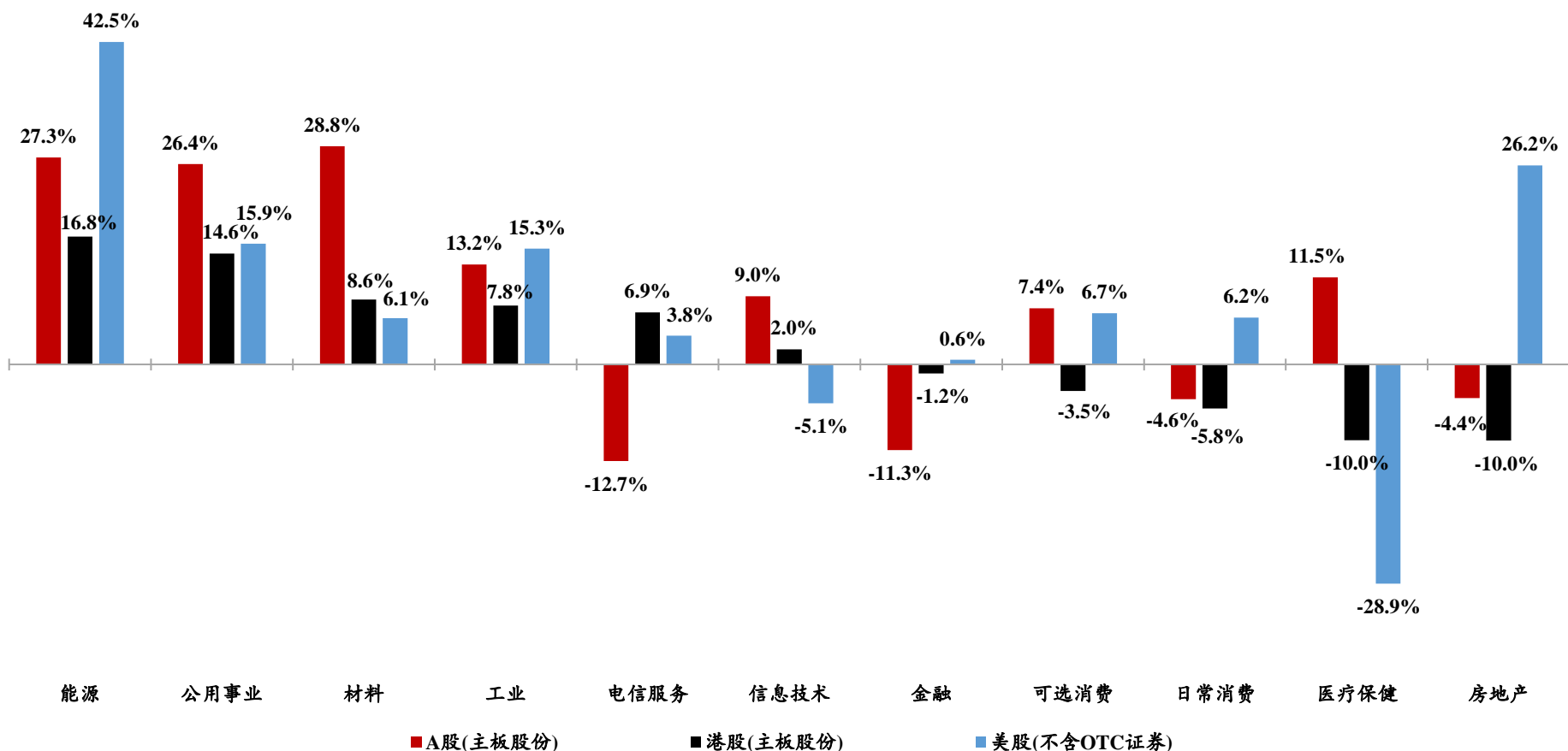
**A股、港股和美股全市场各板块2021年上升与下跌股份比例表现对比**



# 能源类股在三地股市中2021年表现突出，唯港股升幅仍明显低于A股和美股

- 2021年，能源、公用事业、材料和工业类股在三地股市中普遍录得不错表现。其中，能源类股表现突出，但港股板块内股份升幅中位数(16.8%)明显低于A股(27.3%)和美股(42.5%)，表明港股整体投资气氛较差。

A股、港股和美股全市场各板块2021年表现中位数对比



# 港股大部分类股2021年第四季度升势覆盖面均明显低于A股和美股

港股2021年第四季度大部分类股升势覆盖面均明显低于A股和美股。其中，较为强势的板块如公用事业和能源股升势覆盖面第四季度也出现明显回落走势；而在相对弱勢的板块中，房地产和金融类股在第二季度开始录得下跌股份多于上升股份，表示港股弱勢在第四季度仍未出现根本性的转变迹象。

A股、港股和美股全市场各板块股份2021年4个季度上升与下跌股份比例表现对比

板块	A股					港股					美股				
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	走势	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	走势	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	走势
工业	88%	107%	130%	249%		226%	128%	73%	71%		444%	134%	55%	120%	
公用事业	245%	37%	1130%	45%		170%	216%	118%	64%		206%	124%	79%	296%	
日常消费	40%	103%	37%	328%		126%	114%	33%	63%		250%	158%	30%	125%	
可选消费	73%	119%	48%	396%		138%	141%	32%	57%		278%	150%	38%	74%	
电信服务	0%	100%	50%	100%		143%	113%	45%	60%		155%	165%	61%	69%	
医疗保健	53%	208%	30%	549%		103%	361%	22%	35%		123%	69%	41%	28%	
材料	140%	141%	195%	131%		232%	146%	83%	48%		198%	128%	36%	162%	
房地产	39%	62%	67%	130%		167%	91%	23%	39%		461%	305%	87%	277%	
金融	33%	75%	54%	111%		163%	78%	48%	66%		122%	147%	114%	186%	
信息技术	42%	214%	49%	458%		164%	129%	34%	88%		155%	141%	51%	64%	
能源	129%	318%	610%	31%		200%	119%	152%	50%		935%	402%	90%	75%	

## A股表现

强势板块：工业类股2021年升势覆盖面持续扩大，但公用事业、材料和能源类股下半年则呈冲高回落走势

弱势板块：医疗保健、消费和信息技术类股升势覆盖面第四季度较大提升

## 港股表现

强势板块：公用事业和能源类股升势覆盖面第四季度明显下降

弱势板块：房地产和金融类股在第二季度开始录得下跌股份多于上升股份

## 美股表现

强势板块：公用事业和金融类股升势覆盖面均在第四季度扩大较明显

弱势板块：医疗保健、信息技术与可选消费类股分别在第二季度和第三季度开始录得下跌股份多于上升股份

总结

# 港股各板块2021年第四季度表现中位数均出现下跌，表现显著逊于A股和美股

- 港股全部类股2021年第四季度均出现下跌，表现逊于A股和美股。其中，较为强势的板块如公用事业和能源类股在第四季度出现下跌；而在相对弱勢的板块中，房地产、医疗保健类股第四季度跌幅虽然较第三季度有所收窄，但跌幅仍较其他类股显著，表示港股在第四季度表现维持弱勢。

**A股、港股和美股全市场各板块股份2021年4个季度表现中位数对比**

板块	A股					港股					美股				
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	走势	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	走势	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	走势
工业	-1.1%	0.6%	2.4%	7.0%		9.8%	1.6%	-2.2%	-2.3%		15.2%	1.8%	-5.2%	2.7%	
公用事业	5.3%	-6.7%	24.8%	-5.9%		4.7%	3.2%	0.1%	-1.4%		3.8%	1.1%	-0.9%	9.4%	
日常消费	-7.2%	0.3%	-7.1%	5.9%		2.0%	0.3%	-8.8%	-4.0%		8.3%	2.6%	-7.4%	1.9%	
可选消费	-2.9%	1.7%	-5.1%	9.6%		3.5%	2.9%	-9.2%	-2.9%		15.5%	3.1%	-9.5%	-4.8%	
电信服务	-10.4%	0.0%	-7.5%	0.0%		2.0%	1.1%	-3.6%	-0.8%		3.9%	3.5%	-3.4%	-2.9%	
医疗保健	-3.4%	8.0%	-8.6%	11.9%		0.0%	18.4%	-19.4%	-10.8%		2.7%	-4.5%	-12.5%	-22.0%	
材料	3.4%	4.0%	9.3%	3.4%		10.1%	2.0%	0.0%	-3.8%		8.3%	2.5%	-9.4%	4.7%	
房地产	-4.1%	-2.6%	-1.7%	1.2%		3.2%	0.0%	-10.3%	-6.1%		10.2%	8.1%	-0.8%	8.5%	
金融	-11.5%	-1.8%	-3.9%	0.3%		4.5%	-0.2%	-3.6%	-1.4%		1.4%	0.5%	0.2%	0.4%	
信息技术	-8.3%	7.2%	-6.4%	12.7%		6.5%	2.0%	-10.5%	-1.0%		5.1%	2.7%	-7.9%	-6.5%	
能源	1.9%	5.4%	24.8%	-8.6%		9.7%	0.0%	2.4%	-4.3%		26.3%	17.3%	-0.7%	-2.0%	

## A股表现

**强势板块：**工业类股第四季度升幅进一步扩大，公用事业、材料和能源在第三季度录得较显著升幅后出现不同程度回撤

**弱势板块：**消费、房地产和信息技术类股第四季度表现转强

## 港股表现

**强势板块：**公用事业和能源类股在第四季度出现下跌

**弱势板块：**房地产、医疗保健类股第四季度跌幅较第三季度有所收窄，但跌幅仍较其他类股显著

## 美股表现

**强势板块：**金融类股第四季度表现相对靠稳，公用事业和房地产类股表现则在第四季度再度走强

**弱势板块：**医疗保健、信息技术与可选消费类股分别在第二季度和第三季度开始录得较明显跌幅

总结



## 第四节

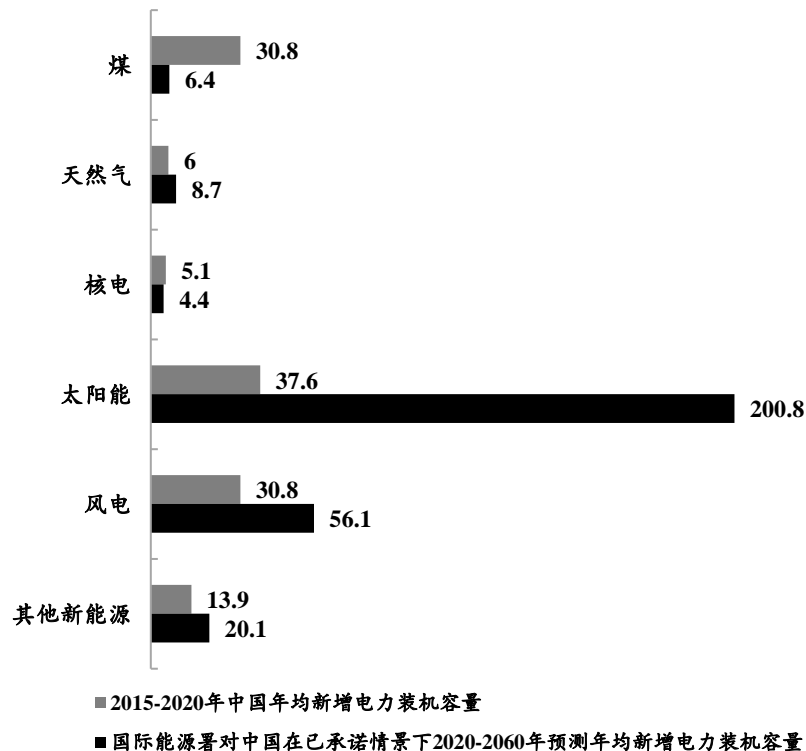
---

2022年港股三大投资主线：  
“碳中和”、“估值修复”和“CPI-PPI剪刀差修复”

# 主线一：新能源产业长期发展趋势良好，择时配置新能源发电和汽车等类股

- 2020年9月，习近平主席在第75届联合国大会一般性辩论上提出“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。”
- 在实现“双碳”目标，我国将通过大力发展新能源来替代传统能源发电，从而减少碳排放，这个趋势会促使新能源行业发展，形成一个长期良好投资赛道，也将孕育更多投资机会；
- 2021年，新能源类港股表现普遍较为突出，预期相关股份在2022年仍是港股市场一大焦点，相对看好新能源发电、汽车与相关零部件类股，唯相关股份股价前期已累积较大升幅，建议可以等待调整阶段才择时配置。

### 中国年均新增电力装机容量(GW)分布图



### 《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》重点内容



## 主线二：医药、内房和互联网板块已深度调整，龙头股份估值有望向上修复

- 2021年，医药、内房和互联网类股股价受到不同政策变动之影响而普遍出现较为深度调整，相信已大致反映相关政策变动所带来之不利因素；当前，相关类股的估值整体上已回落至相对吸引水平(P/S当前估值明显低于3年P/S平均值)；
- 医疗保健、房地产和信息技术板块被机构覆盖而给予买入评级数量之行业平均占比分别约为44.9%，42.5%和42.3%，在各板块中排名前三，表明我们的观点基本上与市场一致；
- 相对看好内房与物管、互联网和生物科技类优质龙头股份，预期相关股份之估值在2022年有望向上修复。

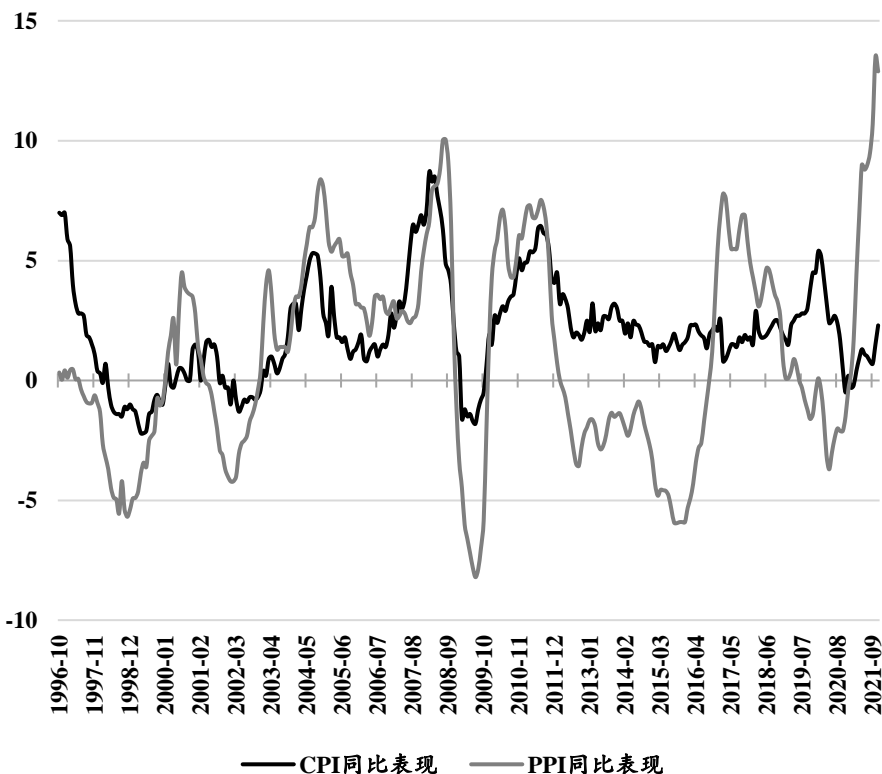
各板块股份市销率表现以及机构对各板块股份之评级和目标价表现对比

板块	港股全市场				被机构覆盖股份评级和目标价表现						
	股份总数	市销率(P/S)估值(倍)中位数表现			被覆盖股份数	各项评级所录得数量占比平均值					一致预测目标价 相对现价潜在升幅 中位数
		现值	3年 平均值	现值较3年平均值比率		买入	增持	中性	减持	卖出	
医疗保健	181	3.27	4.65	70.5%	127	44.9%	43.7%	10.5%	0.8%	0.0%	80.6%
房地产	302	1.42	2.33	67.9%	147	42.5%	41.3%	14.2%	2.0%	0.0%	84.9%
信息技术	209	1.23	1.33	85.5%	99	42.3%	42.5%	12.3%	3.0%	0.0%	56.2%
公用事业	66	1.01	1.06	98.5%	47	39.7%	43.3%	17.1%	0.0%	0.0%	23.0%
工业	384	0.72	0.89	84.4%	142	38.1%	46.3%	12.4%	2.5%	0.7%	47.4%
材料	160	0.60	0.81	84.7%	68	32.2%	49.2%	14.2%	2.9%	1.5%	67.1%
可选消费	528	1.06	1.24	88.4%	240	32.2%	41.3%	22.4%	3.9%	0.2%	84.6%
日常消费	112	0.91	1.03	84.6%	67	32.2%	43.4%	18.0%	6.4%	0.0%	54.5%
金融	196	1.89	3.25	73.3%	91	30.2%	41.9%	24.4%	2.3%	1.1%	40.0%
能源	77	0.40	0.63	78.8%	34	29.9%	42.6%	15.2%	12.4%	0.0%	41.5%
电信服务	17	1.09	1.11	87.1%	12	21.3%	47.8%	30.8%	0.0%	0.0%	49.6%

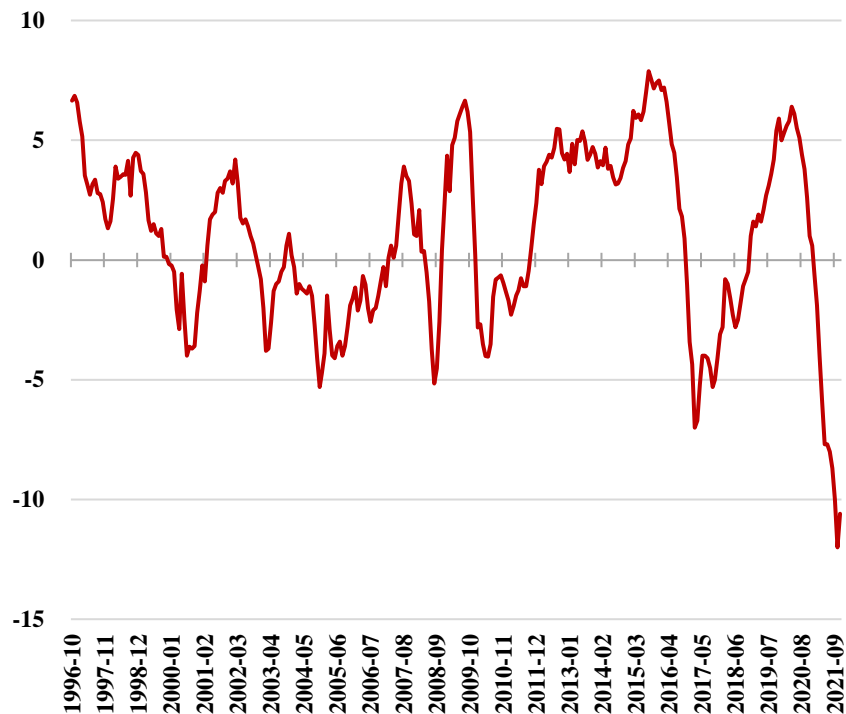
## 主线三：CPI与PPI剪刀差有望修复，优选提价能力较强的消费类股

- 2021年，疫情严重影响全球供应链的背景下，原材料价格因此急升，导致中国PPI同比在2021年10月已达到13.5%，创记录新高，CPI与PPI剪刀差也在同一时间达到极端值-12%，相关因素对消费品企业的利润率带来直接冲击，消费类股全年表现基本上维持相对弱势；
- 展望2022年，预计疫情影响供应链的情况将逐渐纾缓，叠加PPI将于高基数下逐步回落等；CPI与PPI剪刀差将有望得以修复；相对看好提价能力较强的日常消费类股，如啤酒等类股。

### 中国CPI和PPI同比表现(%)



### 中国CPI与PPI剪刀差(%)表现



## 第五节

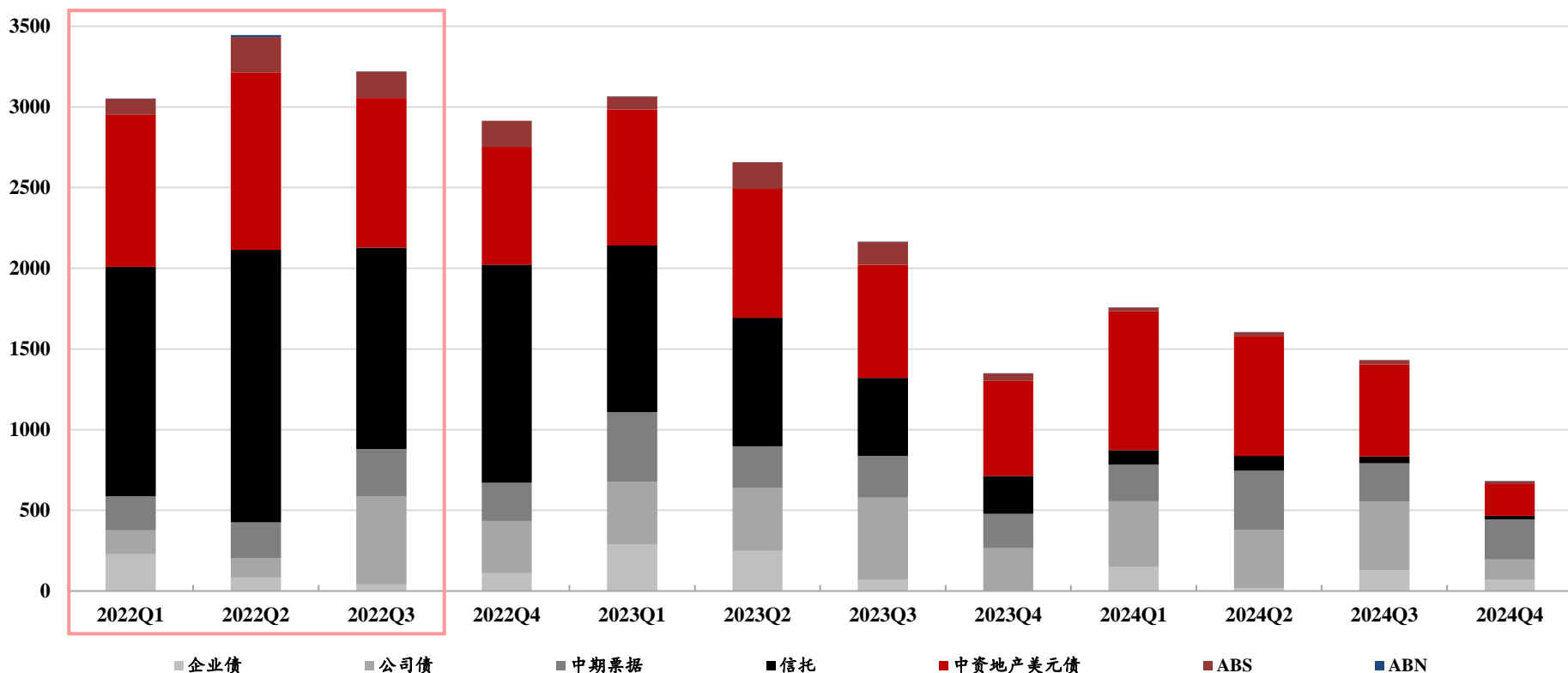
---

2022年市场三大潜在风险：  
“内房流动性风险”、“美国流动性收紧”和“新变异病毒”

# 房地产行业2022年债务到期规模将达高峰，警惕房企流动性风险带来之扰动

- 近年来，中央对房地产市场调控政策不断升级，从房企融资端、银行放贷端、土地供应端三个主要维度，多措并举，其中包括实施房企融资新规“三线四档”政策、房贷集中度“两条红线”政策、“双集中”土地供应政策等，进一步落实“稳地价”、“稳房价”、“稳预期”之目标，并且防范化解房地产金融风险；
- 展望2022年，房企融资环境仍将严峻，房地产相关融资产品到期规模将逾1.2万亿元，首三季度地产到期债务将达高峰，预期部分较高负债房企将承受较大压力，需警惕房企流动性风险带来之扰动。

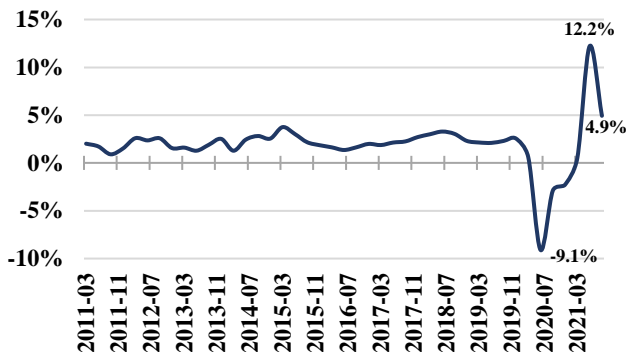
中国房地产行业各融资产品2022-2024年期间按季度到期规模(亿元人民币)



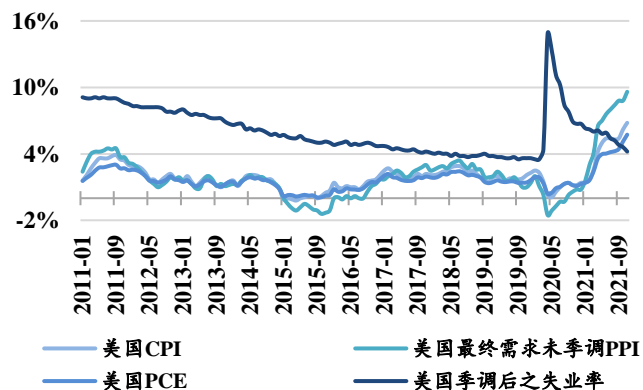
# 美联储2022年将加快收紧货币政策，警惕美国流动性收紧带来之波动性

- 2021年12月，美联储公布12月FOMC会议决议显示，2022年将加快减少购债。鲍威尔称，高通胀是美联储加速减少购债的主要原因；此外，是次会议之成员对2022年利率预测中值也由9月时之0.3%大幅上升至最新的0.9%，意味着2022年或将加息3次；随着美联储2022年将加快收紧货币政策，导致全球市场流动性有所收紧，或对全球股市(尤其是高成长类股)增添波动性。

### 美国GDP增长率表现



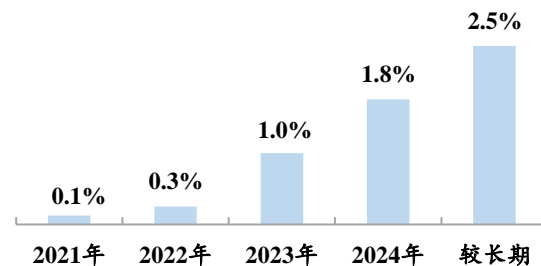
### 美国CPI、PPI、PCE和失业率表现



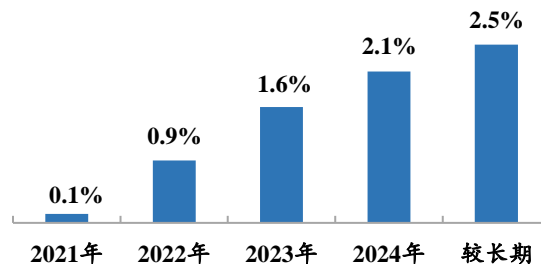
### 美联储2021年12月对美国经济预测与9月预测对比

经济指标	年度	2021年12月	2021年9月
经济增长 (Real GDP增速)	2021	↓ 5.5	5.9
	2022	↑ 4	3.8
	2023	↓ 2.2	2.5
	2024	2	2
就业 (失业率)	2021	↓ 4.3	4.8
	2022	↓ 3.5	3.8
	2023	3.5	3.5
	2024	3.5	3.5
通胀一 (PCE)	2021	↑ 5.3	4.2
	2022	↑ 2.6	2.2
	2023	↑ 2.3	2.2
	2024	2.1	2.1
通胀二 (核心PCE)	2021	↑ 4.4	3.7
	2022	↑ 2.7	2.3
	2023	↑ 2.3	2.2
	2024	2.1	2.1

### 2021年9月美联储FOMC会议成员之点图利率预测中值



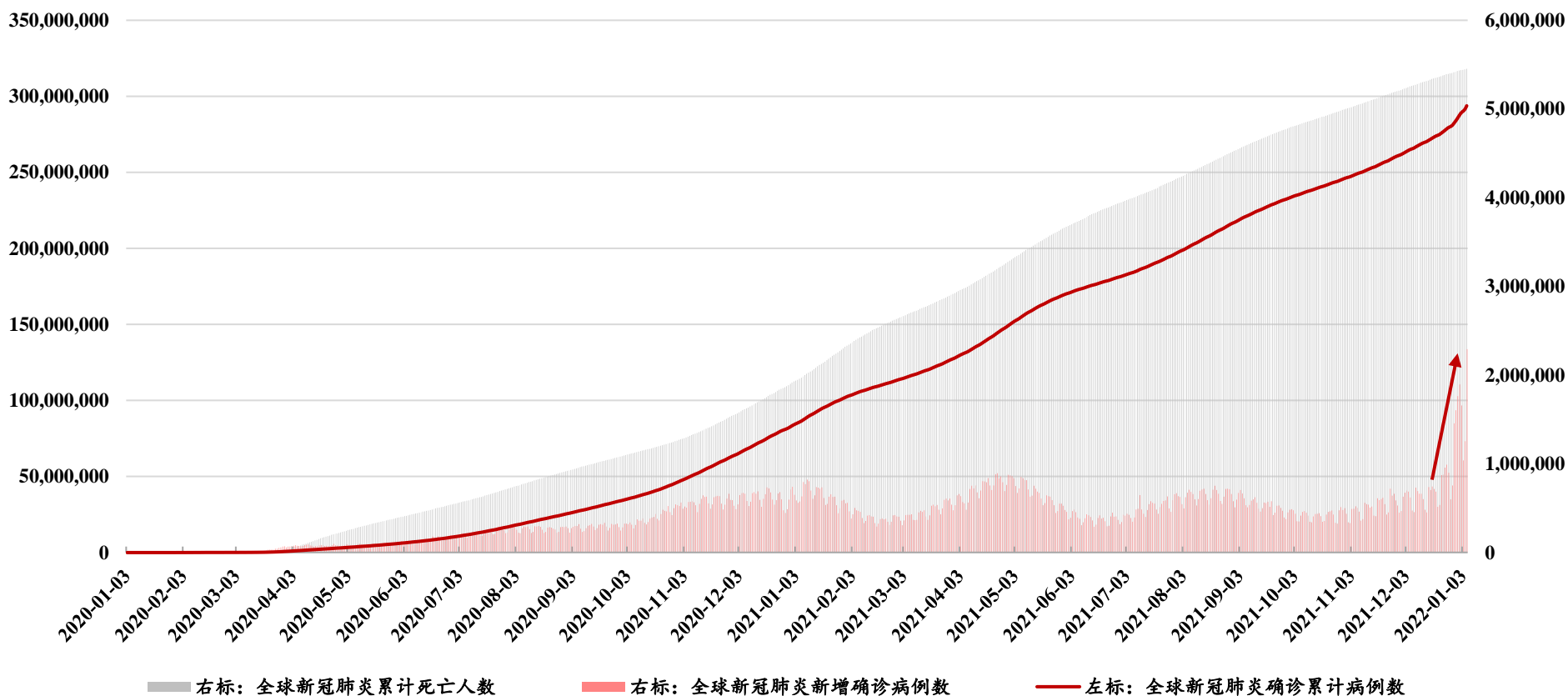
### 2021年12月美联储FOMC会议成员之点图利率预测中值



# Omicron传染力强，疫情再度爆发将加大拖累全球经济复苏之忧虑

- 2021年11月，南非发现新冠病毒新毒株B.1.1.529引起市场普遍关注。11月26日，世卫组织已将该变异株列为“值得关切的变异株”，并正式命名为Omicron。由于Omicron新变异株的传染力远超Delta和Beta，各国的感染人数近日不断攀升，导致各国和地区均加大防疫举措，限制部分经济活动，令全球经济复苏进度增添不确定性，对股市(尤其是餐饮等消费类股)将构成更多不明朗因素。

全球新冠肺炎确诊当日新增、累计病例数和死亡人数





附表

---

风险因素

## 风险因素

- 新冠疫情恶化，令防疫政策收紧，拖累全球经济复苏步伐
- 国家对房地产市场加大调控力度，内地房企信贷相关风险加大
- 全球通胀持续升温，各央行加息快于和大于预期
- 中美关系再度紧张
- 地缘政治趋紧张

# 重要声明

## 免责声明：

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由山证国际金融控股有限公司及其连系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。山证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映山证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。山证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

## 分析师声明：

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- a) 本研究报告所表达的任何观点均精确地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；
- b) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系；
- c) 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。

山证国际

香港金钟夏慤道18号海富中心1座29楼A室

电话：(852) 2501 1039

传真：(852) 2810 9962

公司网址：<http://www.ssif.com.hk>