

东方基金投研月报

(2022. 1)

东方基金权益研究部



目录

一、本月市况.....	3
二、重大事件.....	6
(一) 本月主要经济数据及点评.....	6
1. 国内主要经济数据.....	6
2. 国外主要经济数据.....	14
(二) 本月市场重点信息及点评.....	17
1. 重点信息.....	17
(三) 重点行业信息及点评.....	20
1. 地产行业.....	20
2. 光伏行业.....	23
三、基金经理研判.....	26
(一) 曲华锋：结构化风格将延续.....	26
四、产品策略.....	27
(一) 东方新思路.....	27
五、其他.....	28
(一) 公司新产品动向.....	28
(二) 投研工作成果.....	28
免责声明.....	29

一、本月市况

12 月市场整体延续震荡走势，市场风格偏向中小盘。12 月上证综指、沪深 300 指、创业板指的涨跌幅分别为 2.13%、2.24%、-4.95%。从指数变动幅度来看，沪深 300 指、上证综指和中小板指相对表现较好。

行业方面，申万一级行业领涨的行业分别为传媒、休闲服务、建筑材料，领跌的行业分别为电气设备、有色金属、汽车。概念指数方面，领涨的指数分别为打板指数、影视指数、鸡产业指数，领跌的指数分别为钴矿指数、稀土指数、锂电池指数。

图 1：上证指数 12 月走势图



资料来源：wind、东方基金整理

表 1：2021 年 12 月市场主要指标表现

大盘指数			
国内指数	最新	涨跌幅	成交额（万亿）
上证指数	3639.78	2.13%	10.95
沪深 300	4940.37	2.24%	6.96
深证成指	14857.35	0.42%	14.80
中小板	9985.74	2.08%	1.84
创业板	3322.67	-4.95%	5.87
概念板块指数（前三）		概念板块指数（后三）	
打板指数	49.93%	钴矿指数	-11.01%
影视指数	19.68%	稀土指数	-10.25%
鸡产业指数	19.07%	锂电池指数	-9.91%

申万一级行业（前三）		申万一级行业（后三）	
传媒(申万)	14.45%	电气设备	-8.58%
休闲服务(申万)	13.92%	有色金属	-6.22%
建筑材料(申万)	12.82%	汽车	-4.80%
上涨个股数	2297 只	下跌个股数	1222 只
领涨个股		领跌个股	
西仪股份	204.45%	丰元股份	-33.58%
丽鹏股份	193.01%	华宝股份	-32.08%
九安医疗	161.34%	清水源	-30.45%
雅本化学	150.13%	润都股份	-28.52%
陇神戎发	145.74%	康美药业	-28.14%

资料来源：wind、东方基金整理

资金层面，2021年12月沪股通资金净流入581.11亿元，截止12月31日，2021年沪股通累计资金净流入8125.52亿元；2021年12月深股通资金净流入308.8亿元，截止12月31日，2021年深股通累计资金净流入8220.26亿元。

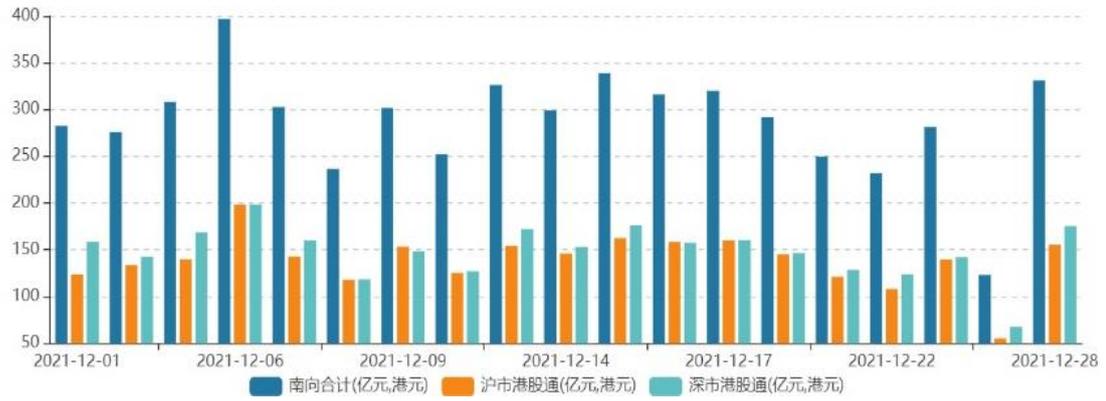
图2：沪深股通12月资金流入情况



资料来源：wind、东方基金整理

2021年12月沪市港股通资金净流入199.97亿元（港币），截止12月31日，2021年沪市港股通累计资金净流入12142.14亿元（港币）；2021年12月深市港股通资金净流入298.69亿元（港币），截止12月31日，2021年深市港股通累计资金净流入9705.86亿元（港币）。

图3：港股通12月资金流入情况



资料来源: wind、东方基金整理

二、重大事件

（一）本月主要经济数据及点评

1. 国内主要经济数据

（1）中国制造业采购经理指数

事件：

2021年12月，统计局公布中国制造业采购经理指数（制造业PMI）为50.3%，较上个月回升0.2个百分点；中国非制造业商务活动指数（非制造业PMI）为52.7%，较上个月回升0.4个百分点。

点评：

1）价格指数进一步回落，制造业景气连续两个月回升。12月份，“保供稳价”政策持续推进，工业品价格进一步回落，PMI调查数据中的主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为48.1%和45.5%，分别较前值回落了4.8和3.4个百分点，连续两个月回落，均落入荣枯线以下并位于2020年5月份以来的低点，预计12月份物价数据中，也将看到PPI环比出现较为明显的回落。高涨的工业品价格是前期压制工业、尤其是制造业生产的主要因素之一，随着价格指数连续两个月回落，企业成本压力有所缓解，制造业景气持续回升，12月份PMI在前值的基础上再度扩张0.2个百分点至50.3%。后续预计，在充分考虑2022年春节较早的时点性因素外，PMI有望波折上行。

2）企业加快备货，产需指标均有改善。由于原材料价格下降，企业采购成本有所回落，加快备货，12月份PMI数据中的采购量指数和原材料库存指数分别为50.8%和49.2%，分别较前值回升0.6和1.5个百分点，反映了企业生产意愿提高、主动补库的趋势。这种乐观的态势在供需格局中也可以得到观察，12月份生产指数为51.4%，保持在扩张区间，新订单指数为49.7%，环比改善0.3个百分点，连续两个月回升，反映了需求复苏的趋势。从行业维度观察，高技术制造业、装备制造业、消费制造业的PMI分别为54.0%、51.6%和51.1%，均持续位于临界点以上。行业保持扩张，从细分行业来看，医药、通用设备等行业的生产指数加快扩张，医药、汽车、计算机通信电子设备等行业需求指数加快扩张。但是随着价格中枢下移，偏上游的行业景气初现回落，例如石油煤炭及其他燃料加工行业的生产指数降至临界点以下，生产活动有所放缓。

3）不同规模的企业景气仍有分化，预计各方面将陆续推出有利于“稳增长”的政策。整体制造业景气初现回升的背景下，不同规模的企业景气仍有分化，12月份大、中型企业的PMI均为51.3%，分别高于上月1.1和0.1个百分点，景气水平稳中有升，而小型企业PMI

为 46.5%，较前值回落 2.0 个百分点，位于近年来较低水平。一方面，小型企业景气回落，可能和海外假期（感恩节、圣诞节）已过，短期订单减少有关，例如 12 月份的 PMI 数据中可以看到新出口订单较前值回落 0.4 个百分点至 48.1%；另一方面，大、中、小型企业景气分化，还是反映了我国短期经济尚未全面复苏，仍有改善空间的特点。预计各部门政策将在 2022 年一季度加快落地，并形成政策合力，以确保经济运行在合理区间。

4) 疫情防控进一步完善，服务业恢复加快。12 月份进入冬季，部分地区散点疫情仍有发生，但是由于我国疫情防控政策进一步完善，对经济运行的扰动进一步减少，12 月份非制造业商务活动指数中的服务业景气恢复进一步加快，较前月上升 0.9 个百分点至 52.0%，尤其是前月受疫情影响较大的航空运输、餐饮、文化体育娱乐等行业恢复至扩张区间。另外，受疫情影响较小的电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务等行业保持在 60.0% 以上的高景气区间，持续快速增长。但是目前整体服务业的新订单指数连续 7 个月位于收缩区间，一定程度上反映了市场对未来预期尚有一定担忧、仍持谨慎态度的特点。

5) 寒潮天气叠加“两节”将近，抑制短期建筑业景气上行空间。由于天气寒冷不宜施工，以及“两节”将近生产节奏放缓，12 月份建筑业商务活动指数为 56.3%，较前值下降了 2.8 个百分点。但是这一情况后续有望改善，12 月份建筑业业务活动预期指数为 59.9%，较前值上升了 1.6 个百分点，反映了行业市场主体明朗乐观的预期，因此预计在剔除时点性影响后，建筑业景气有望上行。实际上，在“基础设施建设适度超前”的指引下，地方政府将从加快储备立项和促进广泛融资两方面着手，基建投资有望在 2022 年一季度加快形成实物工作量，增速或适度超前于 GDP 同比读数。另外，在“托而不举”的房地产政策下，地产投资也不具备进一步大幅下行的基础，有望温和向上。因此我们预计后续建筑业景气有望回归至上行区间。

(2) 全国规模以上工业企业数据

事件：

统计局公布 1-11 月份全国规模以上工业企业实现利润总额 79750.1 亿元，同比增长 38.0%，比 2019 年 1-11 月份增长 41.3%，两年平均增长 18.9%。

点评：

1) 11 月工业企业利润有所回落，绝对值仍保持较高水平。11 月份，全国规模以上工业企业利润同比增长 9.0%，增速较上月回落 15.6%，两年平均增长 12.2%。从结构上来看，“双控”等政策对中上游生产的影响较上月有所减弱，供需矛盾边际缓解，上游原材料价格得到有效控制，下游消费品制造业利润亦有所好转，行业间利润表现的分化得到缓解。

2) 中上游资源原材料制造业利润增速边际回落，销售利润率仍保持较高水平。11 月份 PPI 有所回落，上游资源价格下降叠加供需矛盾缓和，中上游资源和原材料制造业仍然保持较高的利润水平。11 月份，采矿业利润同比增长 248.4%，延续了年初以来的快速增长态势，但增速比上月明显回落。具体细分行业来看，大部分中上游行业的两年复合增速较上月有所

回落。以煤炭开采和洗选业为例，随着煤炭产能核准加快、煤炭扩产保供的积极推进，煤炭价格环比明显回落，但由于价格水平仍然较高，煤炭行业利润 2 年复合增速虽较上月稍有回落，但增速仍然处于 110% 的较高水平，拉动工业企业利润较快增长。

3) 利润行业结构改善，下游消费品制造业利润增速加快。11 月随着部分上游资源价格出现回落，中上游行业对利润增长的拉动减弱，而下游工业品和消费品对工业企业利润增长的拉动贡献边际上升，上中下游利润分化得到缓解。在消费品生产稳定恢复、价格回升等因素带动下，11 月消费品制造业利润同比增长 13.6%，较上月明显加快 10%，增速连续两个月回升。从工业增加值来看，中上游工业增加值企稳，而下游工业品和消费品单月工业增加值有所回升。往后看，大宗商品价格在国家政策调控下已现下降趋势，且保供稳价政策下，供需紧平衡可能进一步得到缓解，PPI-CPI 剪刀差收窄，下游行业成本压力有望持续得到缓解。

4) 出口导向型行业支撑总体利润增长，但增速边际放缓。下游行业中，下游工业品制造业表现优于下游消费品，下游工业品比如计算机、专用设备、仪器仪表制造业等受到出口需求的支撑，2021 年以来仍然维持了较高的累计复合增速。然而，6 月以来外需出口导向型行业利润增速逐渐放缓，当前利润所处分位数明显低于年初水平。随着美国财政刺激效应的减弱，外需出口的逻辑逐渐从消费品转向生产品，当前的高出口增速可能主要受到价格的支撑，以及全球疫情背景下中国供应链的稳定性和安全性。

5) 产成品名义库存增速继续上升，需关注未来实际库存增速的变化。11 月产成品库存同比增速 17.9%，产成品名义库存增速持续出现较快上涨。拆分库存的量价来看，库存受到价格的支撑作用明显，而库存实际数量的变化仍需要持续关注。在当前 PPI 维持较高水平的背景下，11 月产成品及原材料实际库存或并未出现大规模回补。当前中国正处于经济动能回落和供给约束叠加下的特殊时期，企业补库存的行为和意愿可能会受到影响。未来需持续关注大宗价格和出口两条主线的边际变化对工业企业利润的影响以及未来库存增速的变化。

(3) 全国一般公共预算数据

事件：

财政部同步 1-11 月全国一般公共预算收入 191252 亿元，同比增长 12.8%，增速比 1-10 月下降 1.7 个百分点；1-11 月全国一般公共预算支出 213924 亿元，同比增长 2.9%，增速比 1-10 月上升 0.5 个百分点。

点评：

1) 财政收支平稳符合季节性，实际赤字较预算水平仍留有较大空间。1-11 月全国一般公共预算收入同比增长 12.8%，收入增速从今年五月以来高位有所回落；公共财政支出同比增长 2.9%，支出增速企稳并有所回升。从全年财政收支节奏来看，公共财政收入已经完成全年预算的 97%，略高于季节性水平；公共财政支出已完成全年预算的 86%，基本符合季节性规律。然而，从公共财政赤字的绝对值水平来看，今年前 11 个月实际赤字较预算水平仍有较大差距，虽然往年的经验来看 12 月支出速度会明显加快，但参考 2020 年实际赤字不及

预算赤字的情况，今年的预算赤字仍有剩余的可能性。

2) 受税收收入拖累，11月财政收入增速为负。11月当月公共财政收入同比-11.23%，其中，税收收入增长拖累收入增速10.96%，非税收入拖累收入增速0.27%。继10月税收收入单月增速年内首次转负以来，11月税收收入增速降幅扩大。从税收收入分项来看，进出口环节税、地产相关税和增值税明显拖累11月税收收入增速。相关税收收入增速的放缓与当前地产降温、内需较弱的宏观环境有关。

3) 公共财政支出加快，科技、社保、教育分项发力明显。从一般公共财政支出来看，1-11月全国一般公共预算支出同比增长2.9%，已经完成全年预算的86%，11月当月财政支出略高于往年支出，财政发力有所加速。从累计支出分项来看，节能环保和农林水事务为公共财政支出的主要拖累，而在今年非急需非刚性支出持续压减的背景下，全国财政“三保”等重点支出增长较快，科技、教育、社会保障和就业分项发力明显，财政支出进一步向民生倾斜。

4) 政府性基金收入增速持续下行，支出边际加快。11月政府性基金收入累计同比5.4%，年初以来增速持续下行。政府性基金收入的主要分项一国有土地出让收入累计同比增速3.8%，增速年初以来高位回落。持续放缓的国有土地出让收入与近期逐渐降温的房地产市场有关。政府性基金支出累计增速为-4.8%，年初以来持续为负，但较上月增速明显回升，呈现出政府性基金支出边际加快的趋势。

5) 政府性基金支出增速领先基建投资增速约1-2个月，明年初基建有望回暖。从政府性基金支出与基建投资增速的关系来看，由于政府性基金的主要用途为基础设施建设，二者有一定的相关性，且政府性基金支出领先基建投资约1-2个月。例如2018年11月政府性基金支出增速见顶后1-2个月内基建增速开始下行；2020年5月政府性基金支出增速回落7月基建投资增速回调。当前政府性基金有边际加快发力的趋势，明年在控制新增地方政府隐性债务的前提下，基建投资有望回暖。

6) 今年新增专项债发行进度已基本完成，明年提前批额度已下达。截至2021年12月17日，今年已发行的新增专项债占全年新增专项债额度的97%，今年新增专项债发行已基本完成。明年新增专项债提前批也已于12月下达，额度为1.46万亿，占当年目标额度的40%。根据人大会议通过，允许“在当年新增地方政府债务限额的60%以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额。”2022年地方债提前批时间早于今年，体现出了政府“今年底明年初形成实物工作量”的决心。从提前批额度占比来看，今年略低于往年水平，可能与今年底地方债集中发行，地方财政子弹仍然充足有关。本月中央经济工作会议强调“明年经济工作要稳字当头、稳中求进”，着力部署“政策发力适当靠前”，“适度超前开展基础设施投资”，意味着2022年财政前置趋势已定，上半年基建投资或将迎来适度发力，助力宏观政策实现跨周期调节。

(4) 11月全国经济数据

事件：2021年12月15日，国家统计局发布11月经济数据：

1) 11月工业增加值同比3.8%，两年复合增长5.4%，服务业生产指数同比3.1%，两年复合增长5.6%；

2) 1-11月固定资产投资累计同比5.2%，两年复合增长3.9%，其中制造业投资累计同比13.7%，两年复合增长5.5%；基建投资同比0.5%，两年复合增长0.7%；房地产投资同比6%，两年复合增长6.5%；

3) 11月社会消费品零售总额同比3.9%，两年复合增长4.4%；

4) 11月全国城镇调查失业率5%，其中16-24岁和25-59岁人口调查失业率分别为14.3%、4.3%。

点评：

1) 整体来看，11月经济数据好坏参半。工业表现略有加速，汽车产销好于上月，固定资产投资单月企稳，地产系数数据降幅收窄；但基建城镇投资继续走弱，消费数据低于上月，服务业生产指数继续走低，新增就业人数偏低，调查失业率数据小幅走高。

2) 在保供稳价、杜绝一刀切限电限产的背景下，工业增长低位中略有加速，11月工业增加值同比增长3.8%（前值3.5%）；两年平均增长5.4%（前值5.2%），环比季调为0.37%（前值0.39%，但10月包含9月低环比基数影响）。从发电量数据来看，11月为6540亿千瓦时，高于下半年低点10月的6394亿千瓦时，环比增长了2.3%，改变了8-10月发电量连续环比负增长的趋势；但改善幅度相对有限，绝对量仍明显低于7-9月；同比增速也只有0.2%。

3) 从主要工业品产量来看，保供稳价之下原煤月产量超3.7亿吨，连续第二个月环比高增，继续创年内新高。减碳方式纠偏背景下，粗钢、钢材、有色等高耗能领域低位企稳，降幅均小幅收窄；汽车产销企稳，产量同比降幅收窄。11月电子产品产量一般会季节性升温，本月智能手机产量达年内最高的1.25亿台，同比增长也有加速；但集成电路产量同比持续减速。此外减速的领域还包括地产相关产业链，水泥、玻璃增速继续弱于上月。

4) 从边际变化来看，固定资产投资有企稳特征。1-11月累计两年平均增速的3.9%高于1-10月的3.8%。从单月来看，11月环比的0.19%亦属5月以来最高；单月同比-2.2%，较上月低点略有收窄。其中地产单月投资降幅有所收窄，基建降幅有所扩大，制造业大致持平。不过从年度值来看，投资增速低仍是一个明显特征，固定资产投资累计增速进一步回落到5.2%，进一步显著低于年度实际GDP增速（预期8%左右），按照我们前期分析，低投资率是本轮经济承压的主要原因。

5) 地产领域五大指标有不同程度改善，购地、销售、新开工、施工、竣工同比增速均有所上升。从本轮地产短周期来看，7月是下滑显性化的时段，10月是各项数据降幅大幅加深的时段，11月虽多数指标仍双位数负增长，但边际好转初步呈现。值得注意的是，11月70城新建商品住宅价格指数环比连续第三个月负增长，这为政策边际调整创造了空间。

6) 消费表现偏弱，多数指标有不同程度减速。11月社会消费品零售总额单月同比增长3.9%（前值4.9%），但扣除汽车之外低于前值；两年平均增速为4.4%（前值4.6%）；环比季

调增速为0.22%(前值0.40%);统计局口径扣除价格因素实际消费同比增长0.5%(前值1.9%)。餐饮收入同比回落明显,只有-2.7%,属8月以来年内第二个月负增长。不同门类消费品中,少数的加速的主要是汽车、化妆品、药品等。除经济放缓所带来的收入效应外,我们猜测主要和疫情影响有关。

7) 服务业生产指数增速继续走低,单月同比只有3.1%。这一则与基数抬升有关;二则应与疫情影响有关。服务业生产指数主要覆盖从批发零售业到文化、体育和娱乐业等13个行业门类。11月服务业PMI同样出现放缓。

8) 就业数据在边际上继续呈现出压力。11月新增就业人数只有74万,环比10月进一步下降了15.9%,同比增长也继续处在-17.8%的低位。城镇调查失业率为5.0%,高于前值的4.9%。

(5) 11月社融数据

事件:

央行公布2021年11月新增社融规模2.61万亿元,低于预期的2.81万亿元;社融同比增长10.1%,高于前值的10.0%;M2同比上涨8.5%,弱于预期和前值的8.7%。

点评:

1) 11月社融增量2.61万亿元,比上年同期多增4786亿元;社融存量同比增速10.1%,较10月小幅上升0.1个点,其中人民币贷款和非标偏弱,企业债券和政府债券融资有所改善。

2) 人民币贷款(社融口径)新增1.3万亿元,是2018-2020年同期的次低值,大部分分项均有所收缩。这一表现应主要源于实体融资需求偏弱,一则在资金利率相对稳定的情况下,11月份短期限的票据利率大幅下降,票据融资同比多增,表明银行依然需要依靠票据来冲抵信贷额度;二则11月BCI投资前瞻指数和融资环境指数继续下降,表明中小企业的融资预期和状态依然疲弱;三则企业中长期贷款同比继续少增,对应基建投资和制造业资本开支等长期投资力度没有上来。

3) 人民币贷款中有所改善的项目是居民中长期贷款,同比多增772亿元,延续了10月份的趋势,房地产金融政策边际调整的效果继续显现。从过往四轮房地产调控周期的经验来看,房地产金融政策调整、房贷改善以及按揭利率的下降是地产系指标企稳和社融企稳的开端,若后续我们能进一步看到房地产销售低位企稳、房价跌幅收窄等现象的出现,则证明政策调整向下传导相对顺畅,信用环境改善与地产系企稳的概率会更大。

4) 非标三项中,委托贷款和未贴现银行承兑汇票变动不大,主要变化集中在信托贷款,环比同比均有所收敛,房地产信用风险的负反馈未完全消失,叠加临近年末部分信托机构加快压降融资类与通道类业务是主要原因。从用益信托网的数据来看,11月集合信托投向贷款的规模(产品成立日期口径)大约是140亿元,较10月份的175亿元进一步收缩。

5) 企业债券新增4104亿元,同比多增3264亿元,一方面是11月银行间市场流动性偏

松，金融机构的配置力量偏强；另一方面是房地产政策边际调整，优质房企发债有所增多。

6) 政府债券新增 8158 亿元，同比多增 4158 亿元；财政存款同比多减 5424 亿元，财政支出在加速下发。后置财政在加速落地。按已下达的新增债务限额来看，新增地方债发行已经接近尾声，国债将是 12 月政府债券融资的主要品种。

7) M2 同比增长 8.5%，环比下降 0.2 个百分点。从存款表现看，居民存款、非金融企业存款和机关团体存款等均有所改善；非银存款少增较多，是 M2 增速下降的主要原因，可能与临近年末，在严监管下通道类产品与非标类产品压缩清理较多有关。

8) 总体而言，11 月社融延续了 10 月份“需求退、政策进”，“总量改善、结构仍差”的特征。短期这一特征应会有一定的延续性，政策主导的融资（政府债券、企业债券与居民中长期贷款等）将继续成为社融的主要支撑项。中期看，在房地产金融政策、财政政策、货币政策均转为有利于稳信用的基调后，社融趋稳改善的方向相对确定，不确定的是节奏与幅度，未来需继续关注地产政策调整、金融监管约束以及政府债券额度的变化。

第九，对金融市场而言，社融总量的企稳对估值收缩压力会有一定的缓释作用，风格上受社融收缩压制的金融和消费风格在预期上可能会迎来改善，流动性会成为股票资产风格从极致分化转向均衡的助推力。

(6) 11 月 CPI 数据

事件：

国家统计局公布 2021 年 11 月 CPI 同比上涨 2.3%，略低于预期的 2.5%，PPI 同比上涨 12.9%，高于预期的 12.0%，但弱于前值的 13.5%。

点评：

1) PPI-CPI 剪刀差今年以来首次回落，中下游成本压力有所缓解。一方面，CPI 受去年低基数和猪肉价格回升影响，同比上涨 2.3%，较上月涨幅扩大 0.8 个百分点。另一方面，保供稳价政策成效凸显，前期涨幅较大的煤炭、金属等原材料价格回落，推动 PPI 中的生产资料同比今年以来首次回落，由上月的 17.9% 下滑至 17.0%。

2) 虽然猪价近期反弹，但后期食品分项难以对通胀构成上行压力。10 月以来，受能繁母猪存栏量下行的影响，生猪价格出现小幅反弹。叠加春节前 2-3 个月一般为猪肉消费旺季，前期猪价下行趋势有所遏制。但往后看，由于今年国庆猪价整体较低，部分春节生猪需求已在国庆提前消费，今年春节生猪需求或弱于往年。从生猪期货价格来看，近期价格已开始下行。目前生猪供给仍然过剩，当前猪价超季节性反弹或是短期因素，本轮猪周期筑底或仍等到明年年中。另一方面，前期涨幅较快的鲜菜价格在各地多措并举保障“菜篮子”的政策压制下，其价格环比已出现下行。虽然冬季一般而言鲜菜价格会季节性上行，但是今年整体蔬菜种植有所推迟，南方蔬菜刚刚上市，鲜菜价格后期或难以继续上行。

3) 上游对下游部分商品的价格传导仍在继续。受上游涨价及供应链问题影响，下游家用器具、交通工具同比自 2020 年下半年以来持续上行，而这个趋势在 11 月仍在继续。虽然

11 月上游价格的上行趋势已反转，上游开采业和原材料加工业的 PPI 同比已开始向下，但是下游消费品的 PPI 同比仍在上行。相较于本月 PPI 生产资料同比的下降，本月 PPI 生活资料同比已连续三个月保持上升，这背后可能是由于上游对下游传导存在滞后。

4) 但消费仍然偏弱，核心 CPI 疲态已显。10 月核心 CPI 同比曾出现小幅反弹，但 11 月核心 CPI 同比再次下行。11 月核心 CPI 同比为 1.2%，环比为-0.2%，较环比季节性规律弱 0.15 个百分点。拆分来看，11 月核心 CPI 中除教育文娱分项之外，其余分项皆弱于季节性。我们在 8 月通胀点评（《20210909-供给约束下的结构性通胀》）曾提醒过当前内需在经济走弱和供给约束下受到压制，核心 CPI 缺乏上行动力，通胀难以对货币政策造成制约

5) 并且，PPI 高点已过，上游涨价动力减弱，下游成本压力将下降。11 月 PPI 同比为 12.9%，较上月涨幅缩窄 0.6 个百分点。从生产者购进价格指数来看，黑色金属材料价格下降最为显著，环比由上涨 3.5% 转为下降 4.8%。受国际原油价格走高影响，燃料、动力类价格涨幅最大，环比上涨 3.3%，但较上月涨幅也缩窄了 4.2 个百分点。往后看，国内大宗商品价格下行趋势已较为确定，海外油价在 Omicron 病毒冲击下也快速下行，PPI 同比高点已过。另一方面，从经济供需环境的指标——PMI 新订单-生产指数（约领先 PPI 环比 1 个月）来看，其在 11 月已出现快速下滑。

6) 通胀确认回落，货币政策宽松掣肘减弱。从 11 月通胀走弱来看，通胀的下行趋势得到确认。在通胀确认下行的背景下，货币政策的掣肘减弱，而在信用风险和债务问题处置的过程中，通过利率中枢下移降低付息成本对于央行而言是“性价比”较高的选择。

(7) 11 月进出口数据

事件：

国家海关公布 2021 年 11 月中国出口(以美元计)同比增长 22.0%，高于预期增长 17.2%，低于前值增长 27.1%；进口（以美元计）同比增长 31.7%，高于预期增长 18.2%和前值增长 20.6%；贸易顺差由前值 845.4 亿美元收窄至 717.2 亿美元。

点评：

1) 11 月单月出口额达 3255 亿美元，继续创历史新高，环比的 8.4% 也不弱于季节性。由于去年 11 月环比高达 13%，超高基数下今年 11 月同比有所下降；但两年平均增长为 21.2%，高于前值。2021 年四个季度(四季度暂为 10-11 月)出口的两年平均增速分别为 13.4%、14.2%、16.1%、20.0%，在逐级加速。简单来说，出口截至目前依旧没有任何减速的迹象。

2) 外需偏强依旧是一个关键背景。11 月欧元区 PMI、美国 ISM-PMI 均高于前值。韩国 11 月出口同比为 32.1%，亦继续好于 10 月，两年平均增长更是达年内最高。先前中港协称港口反馈 11 月份圣诞货品出口旺盛，市场预计外贸集装箱出口将好于 10 月。

3) 回看 2021 年的强势出口，我们理解有几个方面的背景：其一，疫情冲击后的经济修复，以及部分国家本土供应链受损都需要贸易，即“全球贸易共振”；其二，海外制造业补库存进一步带来量价贡献上升，其中上半年偏量，下半年偏价，均阶段性存在正向驱动；其

三，由于港口航运等约束，需求端没有办法充分表达，有一部分会被动延迟，供给端存在缓慢释放和“减震垫效应”，因此出口在月度间的波动不是太大，基本上没有大幅低于预期的单月数据。

4) 从上面这个框架推演，2022年可能存在的出口减速因素包括目前偏高的海外制造业库存和进口周期、价格周期逐步下行、海外本土供应链好转、航运等平滑因素变化等。当然，支撑因素也包含一些，如东南亚疫情仍待拐点。

5) 出口说到底是一个外生变量，除非像去年下半年一样处于典型的周期性底部回升期；否则可预见性总归受到限制；目前处于经验高位的出口至少不能当作明年增长的倚重因素。12月政治局会议已做好短周期内需替代的准备，会议指出要“促进消费持续恢复”和“积极扩大有效投资”。在这样的背景下，后续宏观面的主线就是“外需退潮、内需替代”，立足点是要么消费，要么固定资产投资。这一点将对后续经济和资产定价带来深刻影响。

6) 从11月出口的结构来看，占比较高的机电产品出口环比9.0%，略高于整体出口速度。其中单月环比偏高的是自动数据处理设备、手机，终端电子产品出口似乎有所加速。环比略偏低的是家用电器、汽车等。劳动密集型产品中，箱包环比正增长，服装、玩具环比负增长，但同比均在20%左右的速度。鞋靴算其中表现较好的，环比增长8.8%，同比至43.6%。可能和全球第五波疫情上升有关，纺织制品、医疗仪器及器械等防疫用品环比加速。

7) 11月进口表现较强，环比增长达17.7%，同比增长31.7%。由于同期内需高频数据依然是弱势企稳，这一表现有些超预期。其中“保供稳价”背景下上游产品进口增幅较大，煤炭进口单月超3500万吨，进口额同比增长达763%。原油、成品油进口额同比增长分别为80%、102%。但上游保供稳价不是唯一贡献，限电限产影响淡化后制造业投资短期改善可能是另一背景，机电产品进口环比增长19.2%，也表现较强；其中机床进口同比增长43.5%。集成电路进口同比增长25.3%，属下半年以来首次明显加速。

2. 国外主要经济数据

(1) 美国：

美国11月非农就业人数增长21万，录得今年1月份以来最小增幅，市场预期为预期55万人。劳动力参与率微升至61.8%。失业率超预期降至4.2%，连降六个月，首次恢复到新冠疫情爆发前水平，创2020年2月以来新低。

美国11月ISM服务业PMI从10月份的66.7升至69.1的纪录高位，因消费者需求稳定，推动企业活动进一步增强，订单保持坚挺。

美国11月芝加哥PMI为61.8，创2月以来新低；预期67，前值68.4。美国11月大企业联合会消费者信心指数109.5，预期110.9，前值由113.8修正为111.6。

美国11月ADP就业人数增加53.4万，高于市场预期，但低于10月份向下修正的57万人。美国劳工部将于周五公布11月份非农就业报告，市场预计新增55万个就业岗位，高

于 10 月份的 53.1 万。

美国 11 月 ISM 制造业 PMI 从前一个月的 60.8 升至 61.1，符合预期。其中，制造业生产指标升至七个月高位，新订单指标加速，就业指标也升至七个月高位。

美国至 11 月 27 日当周初请失业金人数 22.2 万人，低于市场预期的 24 万人，前值 19.9 万人修正为 19.4 万人；当周续请失业金人数 195.6 万人，预期 200 万人，前值 204.9 万人。

美国通胀创近 40 年新高，美联储面临更大紧缩压力。美国劳工部数据显示，11 月美国 CPI 环比上涨 0.8%，符合市场预期；同比涨幅则进一步攀升至 6.8%，为 1982 年 6 月以来最高水平。11 月核心 CPI 环比上涨 0.5%，同比上涨 4.9%，为 1991 年 7 月以来新高。美国总统拜登表示，尽管美国 11 月出现近 40 年来最快的通胀，但价格涨势正在放缓，尤其是汽油和汽车。

美国 11 月 PPI 上涨超预期，同比升幅创历史最高纪录。美国劳工部数据显示，11 月最终需求 PPI 环比增长 0.8%，同比增长 9.6%，创 2010 年开始统计该数据以来的最大年增幅。11 月核心 PPI 增长 0.7%，同比增幅达到创纪录的 7.7%。

美国 11 月零售销售额环比仅增 0.3%，远不及市场预期的增长 0.8%，10 月份数据修正后为环比增长 1.8%。美国 CPI 正以近 40 年来最快的速度上涨，拖累消费者支出。

美国 11 月工业产值稳定增长，制造业产值增长 0.7%，产能利用率升至 77.3%，为 2018 年 12 月以来最高水平。11 月总体工业产值增长 0.5%，产能利用率升至 76.8%。

美国 11 月新屋开工折合年率增至 167.9 万套，达到八个月最高水平，高于市场预估的 156.7 万套。11 月份建筑许可增至 171.2 万套，市场预估 166.1 万套。

美国第三季度实际 GDP 终值环比升 2.3%，预期升 2.1%，初值升 2.1%。

美国 11 月二手房销量环比增长 1.9%，连续第三个月增长，折合年率达 646 万套，创下 1 月以来最大增幅。二手房售价中值同比上涨 13.9%至 35.39 万美元。

美国 11 月耐用品订单环比增长 2.5%，较上月 0.1%大幅改善，且好于经济学家此前预期。

美国 11 月二手房签约量指数意外下滑 2.2%，同比则下滑 2.7%。受到强劲需求和低借贷成本提振的房地产市场在临近年底时开始降温，高房价和库存有限仍对购房活动构成压力。

美国 11 月商品贸易逆差增至 978 亿美元，扩大到纪录最高水平。其中，进口额增长 4.7%，至 2524 亿美元的纪录新高；出口额减少至 1547 亿美元。另外，美国 11 月批发库存增长 1.2%，零售库存增长 2%，为 1992 年以来最大增幅。

美国 12 月芝加哥 PMI 升至 63.1，在上月下滑后再次回升。由于企业为更长的交货期创造缓冲条件，库存达到四年来的最高水平。在五大指标中，产量和新订单均有所上升。整个月的订单积压量、雇佣人数和供应商交付量都有所下降。

(2) 欧元区：

欧元区 11 月制造业 PMI 终值从 10 月的 58.3 小幅升至 58.4，低于最初预估的 58.6，但仍远高于荣枯分水岭 50。但供应链瓶颈恶化，令产出受到限制，并以逾 20 年来最快速度推

高原材料成本。

欧元区 11 月经济景气指数由上月的 118.6 回落至 117.5，衡量消费者信心的指标跌至七个月来的最低水。另外，欧元区 11 月工业景气指数大致稳定，服务业景气指数有所改善。

欧元区第三季度季调后 GDP 终值同比增 3.9%，预期 3.7%，初值 3.7%。随着欧元区在疫情封锁之后重新开放，私人消费成为拉动欧元区第三季度经济的最大动力。

欧元区 12 月 ZEW 经济景气指数为 26.8，前值为 25.9。德国 12 月 ZEW 经济景气指数录得 29.9，预期为 25.1，前值增 31.7。

欧元区 11 月制造业 PMI 初值从上个月的 58.4 降至 58，略超市场预期；疫情卷土重来打压，当月服务业 PMI 由 55.9 降至 53.3，创九个月来最弱；受服务业拖累，综合 PMI 从 55.4 跌至 53.4。

德国 11 月进口物价指数同比升 24.7%，为 1974 年以来的最快增速，预期 22.3%，前值 21.7%。

德国 10 月季调后工业产出环比增 2.8%，预期增 0.8%，前值修正为减 0.5%。

德国 11 月通胀率升至 5.2%，为 1992 年 6 月以来最高值。能源价格同比上涨 22.1%，是推高通胀的主要因素。去除能源价格因素，当月通胀率为 3.4%。

(3) 英国：

英国 11 月 Halifax 季调后房价指数环比升 1%，前值由升 0.9%修正为升 1%；同比升 8.2%，前值升 8.1%。

英国 12 月综合 PMI 初值 53.2，预期 56.3，前值 57.6；服务业 PMI 初值 53.2，预期 57，前值 58.5；制造业 PMI 初值 57.6，预期 57.6，前值 58.1。

英国 11 月 CPI 同比上涨 5.1%，创逾 10 年新高，且比英国央行预期提前数月突破 5%的关口。核心通胀率升至 4%，为 1992 年以来的最高水平。

英国 11 月季调后零售销售环比升 1.4%，预期 0.8%，前值 0.8%修正为 1.1%。

英国 12 月 Rightmove 平均房屋要价指数环比降 0.7%，预期降 0.6%；同比涨 6.3%，预期涨 6.3%。

英国 11 月失业率录得 4.9%，前值为 5.1%；失业金申请人数减少 4.98 万人，前值减少 1.49 万人；至 10 月三个月 ILO 失业率为 4.2%，预期为 4.2%，前值为 4.3%。

英国第三季度 GDP 同比终值上调至 6.8%，预期 6.6%，前值 6.6%；环比 1.1%，预期 1.3%，前值 1.3%。

(4) 日本：

日本 11 月批发通胀率达到创纪录的 9%，连续第九个月上升，表明供应瓶颈和原材料成本上涨对价格构成的上行压力正在扩大。

日本 11 月进口同比增长 20.5%，预期增 21%；进口同比增长 43.8%，预期增 40%。

日本 10 月核心机械订单环比增 3.8%，预期增 2.1%，前值持平；同比增 2.9%，预期增 4%，前值增 12.5%。

日本 11 月核心 CPI 经季节调整后同比增长 0.5%，连续三个月同比上升。国际市场原油价格高企带动日本国内能源类商品涨价，是推升日本核心 CPI 的主要因素。

日本 11 月新屋开工同比增 3.7%，预期增 7.1%，前值增 10.4%。

日本 11 月零售销售同比增 1.9%，预期增 1.7%，前值增 0.9%；环比增 1.2%，预期增 1.3%，前值增 1.1%修正为增 1%。

日本 11 月工业产出环比增 7.2%，为连续 2 个月实现环比上升，并创 2013 年以来的最大升幅。由于半导体等零部件的供应短缺缓解，汽车工业实现 43.1%的快速复苏。

（二）本月市场重点信息及点评

1. 重点信息

（1）12 月 3 日，国务院总理李克强通过视频会见国际货币基金组织总裁格奥尔基耶娃。李克强指出面对复杂环境和新的下行压力，中国将继续统筹疫情防控和经济社会发展，实施稳定的宏观政策，加强针对性和有效性。继续实施稳健的货币政策，保持流动性合理充裕，围绕市场主体需求制定政策，运用多种货币工具，适时降准，加大对实体经济特别是中小微企业的支持力度，促进综合融资成本稳中有降，确保经济平稳健康运行。

（2）12 月 5 日，2022 年度全国煤炭交易会落下帷幕。交易会上公布了《2022 年煤炭中长期合同签订履约工作方案（征求意见稿）》，该文件由国家发展改革委起草，提出明年煤炭中长期合同签订范围扩大，供应方原则上覆盖所有核定产能 30 万吨/年及以上的煤炭生产企业，需求方则首次实现发电供热用煤全覆盖。“基准价+浮动价”的定价机制不变，但实行月度定价，基准价出现 2017 年以来首次调整，并明确给出 550 元/吨至 850 元/吨的浮动范围。

（3）中央经济工作会议指出，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。明年经济工作要稳字当头、稳中求进，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。宏观政策要稳健有效，要保证财政支出强度，加快支出进度；实施新的减税降费政策，适度超前开展基础设施投资；坚决遏制新增地方政府隐性债务；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。加大对实体经济融资支持力度，促进中小微企业融资增量、扩面、降价。中央经济工作会议强调，要抓好要素市场化配置综合改革试点，全面实行股票发行注册制，完成国企改革三年行动任务，稳步推进电网、铁路等自然垄断行业改革。加强反垄断和反不正当竞争，以公正监管保障公平竞争；强

化契约精神，有效治理恶意拖欠账款和逃废债行为。实现共同富裕目标，首先要把“蛋糕”做大做好；要发挥分配的功能和作用，坚持按劳分配为主体，完善按要素分配政策，加大税收、社保、转移支付等的调节力度。要为资本设置“红绿灯”，依法加强对资本的有效监管，防止资本野蛮生长；要支持和引导资本规范健康发展。中央经济工作会议强调，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。

(4) “2021-2022 中国经济年会” 12 月 11 日举行，中财办副主任韩文秀等就中央经济工作会议进行权威解读。韩文秀指出，“稳”是中央经济工作会议最为突出的关键词。宏观政策是稳定经济重要手段，稳健就是要保持政策连续性、稳定性、可持续性；有效，就是要提高政策针对性、操作性、管用性，抵御经济下行压力，使“六稳”稳的牢、“六保”保得住。韩文秀表示，今年我国 GDP 有望达到 110 万亿元，人均 GDP 约 1.2 万美元，接近世界银行高收入标准。

(5) 12 月 6 日，央行决定 12 月 15 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，共计释放长期资金约 1.2 万亿元。央行强调，稳健货币政策取向没有改变。将继续实施稳健的货币政策，坚持稳字当头，不搞大水漫灌，兼顾内外平衡，保持流动性合理充裕，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，加强跨周期调节，统筹做好今明两年宏观政策衔接，支持中小企业、绿色发展、科技创新，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

(6) 12 月 7 日，央行下调支小、支农再贷款利率 0.25pct：证券时报报道，央行自 12 月 7 日起，下调支农、支小再贷款 3 个月、6 个月、1 年期利率 0.25 个百分点，分别至 1.70%、1.90%、2.00%。市场反响平平。

(7) 12 月 9 日，央行宣布，为加强金融机构外汇流动性管理，决定自 12 月 15 日起，上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点，由现行的 7% 提高到 9%。此为央行年内第二度调升外汇存款准备金率。消息公布后，人民币兑美元汇率大幅跳水，离岸人民币一度跌破 6.38 关口，较日内高点跌近 450 个基点；在岸人民币夜盘则逼近 6.38 关口，较日内高点跌逾 370 个基点。昨日人民币兑美元中间价报 6.3498，调升 179 个基点，并创 2018 年 5 月 15 日来新高。

(8) 12 月 11 日，全国发展和改革工作会议在京召开，部署 2022 年重点工作，强调要坚持发展是第一要务，稳字当头、稳中求进，保持经济平稳运行在合理区间。深入实施创新驱动发展战略，推进高水平科技自立自强，坚决打通各种“卡点”“堵点”，促进形成强大国内市场。要先立后破有序推进能源结构调整优化，积极推进以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电、光伏基地建设，继续发挥传统能源特别是煤炭、煤电的调峰和兜底保供作用。

(9) 12 月 13 日，工业和信息化部党组召开扩大会议，传达学习习近平总书记重要讲话和中央经济工作会议精神。工信部表示，突出工业稳增长，聚焦制约工业经济循环和产

业链畅通的难点堵点问题，更加注重做好政策精细设计和衔接协调，抓好“十四五”规划重大项目启动实施，加大对中小企业的减负纾困力度，全力稳定工业经济增长，保持制造业占比基本稳定，筑牢经济“压舱石”

(10) 12月13日，国务院总理李克强视频会见世界银行行长马尔帕斯。李克强表示，面对新的下行压力，我们将把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、促改革。采用市场化法治化办法，加大对量大面广、支撑大量就业的中小微企业和个体工商户的财政金融政策支持力度，增强中国经济的韧性和底气。

(11) 12月15日，国务院常务会议部署进一步采取市场化方式加强对中小微企业的金融支持，明确将普惠小微企业贷款延期还本付息支持工具转换为普惠小微贷款支持工具，并从2022年起将普惠小微信用贷款纳入支农支小再贷款支持计划管理，支持金融机构发行小微企业专项金融债券。会议确定加大对制造业支持的政策举措，明确实施减税降费政策要向制造业倾斜，扩大制造业中长期贷款、信用贷款规模。

(12) 12月16日，央行行长易纲主持召开金融机构货币信贷形势分析座谈会强调，金融部门要坚持稳字当头、稳中求进，实施好稳健的货币政策。要加大跨周期调节力度，统筹考虑今明两年衔接，保持流动性合理充裕，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，增强信贷总量增长的稳定性，稳步优化信贷结构，保持企业综合融资成本稳中有降态势，不断增强服务实体经济能力。

(13) 12月21日，国家发改委副主任宁吉喆表示，要积极出台有利于经济稳定的政策，用好投资政策和消费政策工具，实施好即将出台的扩大内需战略纲要；慎重出台有收缩效应的政策。加强顶层设计，研究制定促进共同富裕行动纲要。协同做好反垄断和反不正当竞争、反暴利防范短期游资炒作、反资本脱实向虚、反头部平台企业侵权等工作。持续推进防范化解地方隐性债务风险，加强企业债券违约风险防范。切实防范经济运行下行风险。

(14) 中央农村工作会议12月25日至26日在北京召开，分析当前“三农”工作面临的形势任务，研究部署2022年“三农”工作。会议强调，要全力抓好粮食生产和重要农产品供给，稳定粮食面积，大力扩大大豆和油料生产，确保2022年粮食产量稳定在1.3万亿斤以上。强化“菜篮子”市长负责制，稳定生猪生产，确保畜禽水产和蔬菜有效供给。大力推进种源等农业关键核心技术攻关，提升农机装备研发应用水平，加快发展设施农业，强化农业科技支撑。

(15) 12月27日，全国财政工作会议强调，2022年积极的财政政策提升效能，更加注重精准、可持续。要实施更大力度减税降费，增强市场主体活力；保持适当支出强度，提高支出精准度；合理安排地方政府专项债券，保障重点项目建设；加大中央对地方转移支付，兜牢基层“三保”底线。持续防范化解地方政府隐性债务风险，对化债不实、新增隐性债务的要严肃问责，完善防范化解隐性债务风险长效机制。

(16) 12月28日，工业和信息化部等八部门联合印发《“十四五”智能制造发展规划》提出，到2025年，70%的规模以上制造业企业基本实现数字化网络化，建成500个以上引

领行业发展的智能制造示范工厂。要推动数字孪生、人工智能、5G、大数据、区块链、虚拟现实等新技术在制造环节的深度应用，探索形成一批智能场景。

(17) 12月28日，十五部门联合印发《“十四五”机器人产业发展规划》提出，到2025年，我国成为全球机器人技术创新策源地、高端制造集聚地和集成应用新高地。其中，机器人产业营业收入年均增长超过20%；建成3-5个有国际影响力的产业集群；制造业机器人密度实现翻番。

(18) 12月28日，全国商务工作电视电话会议部署2022年重点工作，提出要提升传统消费能级，加快新型消费发展，办好消费促进活动，补齐城乡流通短板，加快建设现代流通体系。多措并举稳定外贸，加强跨周期调节，落实好稳外贸政策，推进外贸创新发展。加大吸引外资力度，进一步扩大开放。高质量做好《区域全面经济伙伴关系协定》实施，积极推进加入《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》、《数字经济伙伴关系协定》。

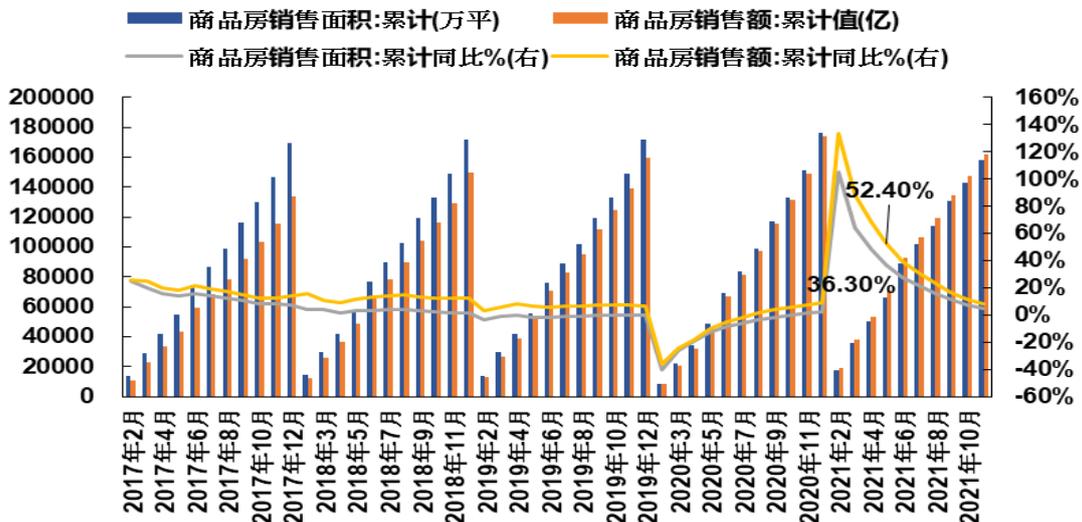
(三) 重点行业信息及点评

1. 地产行业

(1) 行业数据:

根据统计局数据，2021年1-11月中国商品房销售面积15.8亿平，同比增长4.8%；商品房销售金额16.2万亿，同比增长8.5%。从单月增速看，下半年增速明显放缓，主因居民获得按揭贷款的能力下降。数据上体现为居民购房贷款余额同比增速大幅下降，从Q1的14.5%下滑至Q2的13%，再下滑至Q3的11.3%。按揭额度不足成为房地产流动性危机的重要触发点之一。另外的原因包括房企布局经营业务占用资金过多、土储结构不合理等。

图4：商品房销售面积和销售金额累计同比增速



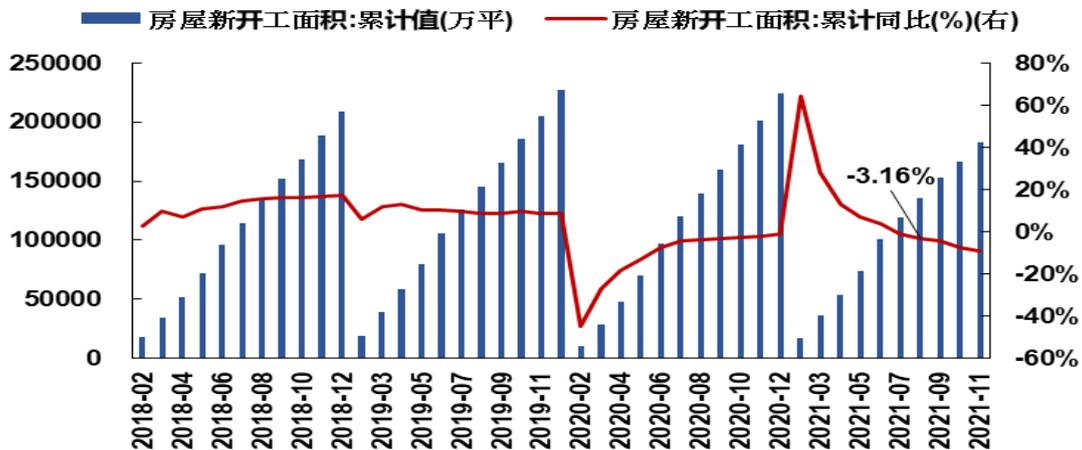
资料来源：统计局、东方基金整理

统计局数据显示，2021年1-11月累计新开工面积18.3亿平，下滑9.1%。拖累新开工的原因或有两个方面：1) 房企连续三年拿地下降，开工能力不足。2019年初控制土地前融、2020年8月重点房企资金监测和融资管理规则即“三条红线”出台、2020年末银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度出台，政策本质上都是控制房企加杠杆。房企拿地因此连续三年负增长，可开工土地不足。2) 销售下行，开工意愿不足。受累于头部房企暴雷和行业流动性危机蔓延，居民购房意愿显著下降，房企开工意愿因此下降，经营集中于销售回款和偿付公开市场债务。

另外，房地产投资额2021年1-11月达到13.7万亿，同比增长6%。虽然累计增速仍然高于GDP增速，但单月数据显示房地产投资额在下半年同样开始恶化，并在9月开始滑落至负增长区间。11月单月增速-4.3%。从两个分项数据看，建安投资和土地购置均大幅下滑，其中土地购置下滑更快，和房企拿地连续3年下降形成印证。展望2022年，预计投资额实现正增长存在一定难度。

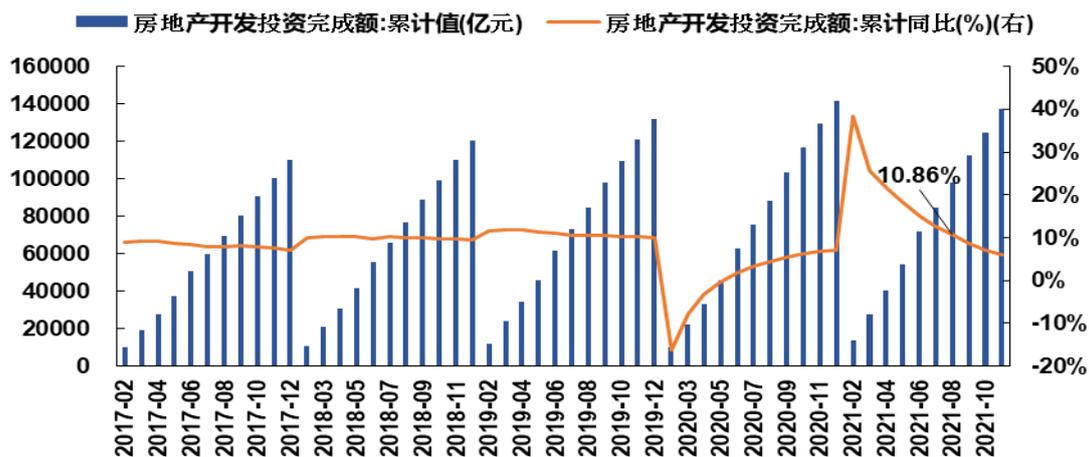
2021年1-11月，房企累计到位资金18.3万亿，同比增速7.2%，连续11个月下滑。剔除占比较少的利用外资外，融资类的两个分项自筹资金和国内贷款是拖累到位资金的主要原因。销售类的两个分项定金及预收款、个人按揭贷款均表现稍好，但年内也大幅下降。

图5：房屋新开工面积累计值及同比增速



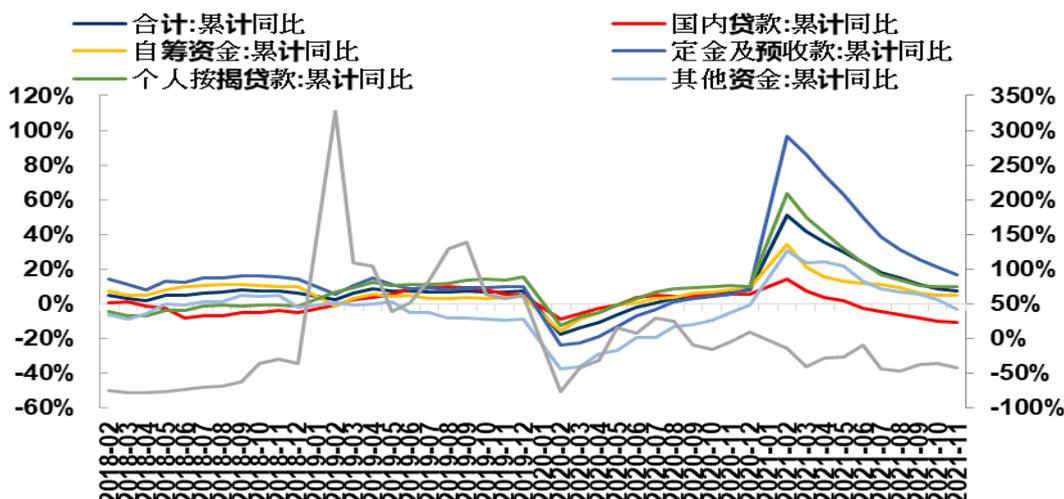
资料来源：统计局、东方基金整理

图6：房地产开发投资额及同比增速



资料来源：统计局、东方基金整理

图 7：房地产企业到位资金及同比增速



资料来源：统计局、东方基金整理

(2) 后期观点：

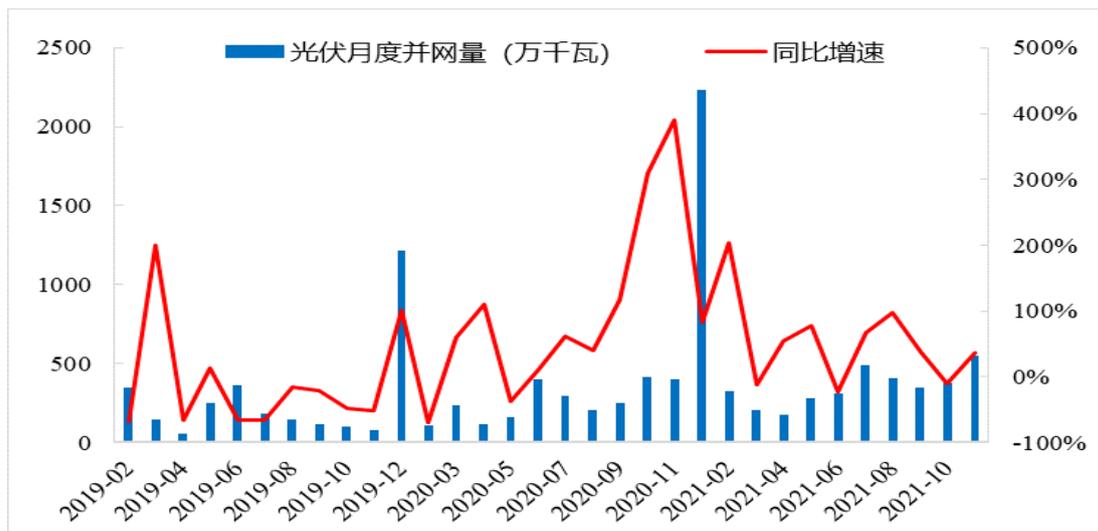
国央企仍受益于收并购推进，其次关注国央企物业。目前行业的主要矛盾在于民企的流动性危机持续蔓延，按揭额度不足在 7 月触发负反馈后，负反馈开始进入销售下行的循环，拖累房企销售回款和偿付非标、公开市场债务。国央企作为高信用主体，按照市场化原则收并购民企项目，对外输出信用是解决当前负反馈的一个方法。同时 12 月 3 日银保监会提出“要根据各地不同情况，重点满足首套房、改善性住房按揭需求，合理发放房地产开发贷款、并购贷款，促进房地产行业和市场平稳健康发展”，预计后续仍有支持改善性需求的政策落地。国央企物业公司同样受益，分子端受益于收并购落地，分母端作为长久期资产更受益于无风险利率下行。”

2. 光伏行业

(1) 光伏发电主要行业数据:

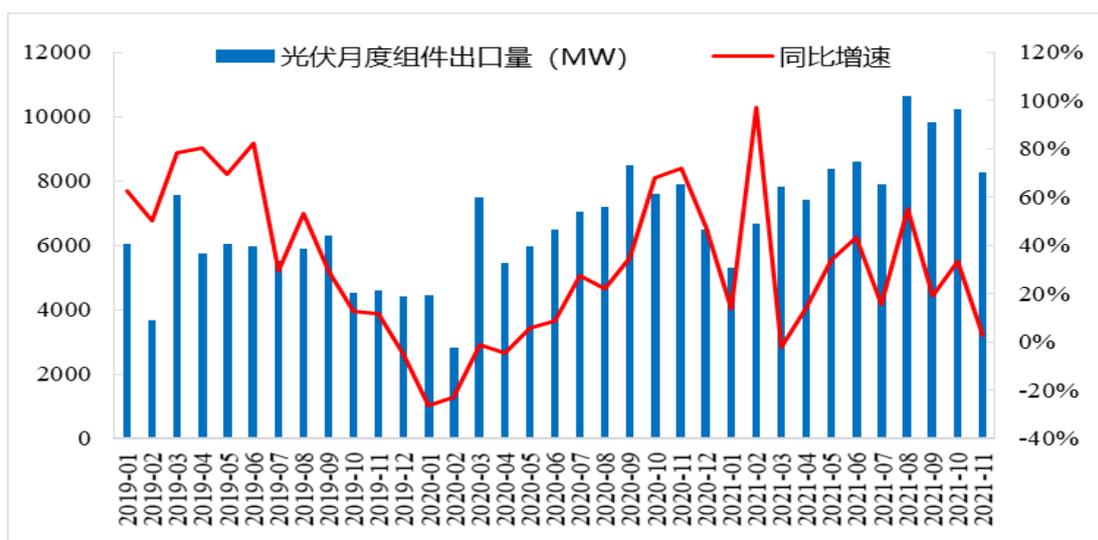
根据中电联数据,2021年11月国内光伏并网容量为5.52GW,同比+37.3%,2021年1-11月国内光伏累计并网容量为34.8GW,同比+34.5%。根据海关数据,2021年11月光伏组件出口量为8.25GW,同比+2.65%,2021年1-11月累计组件出口量为91.1GW,同比+25.6%。

图8:国内光伏月度并网量及同比增速



资料来源:中电联、东方基金整理

图9:光伏月度组件出口量及同比增速

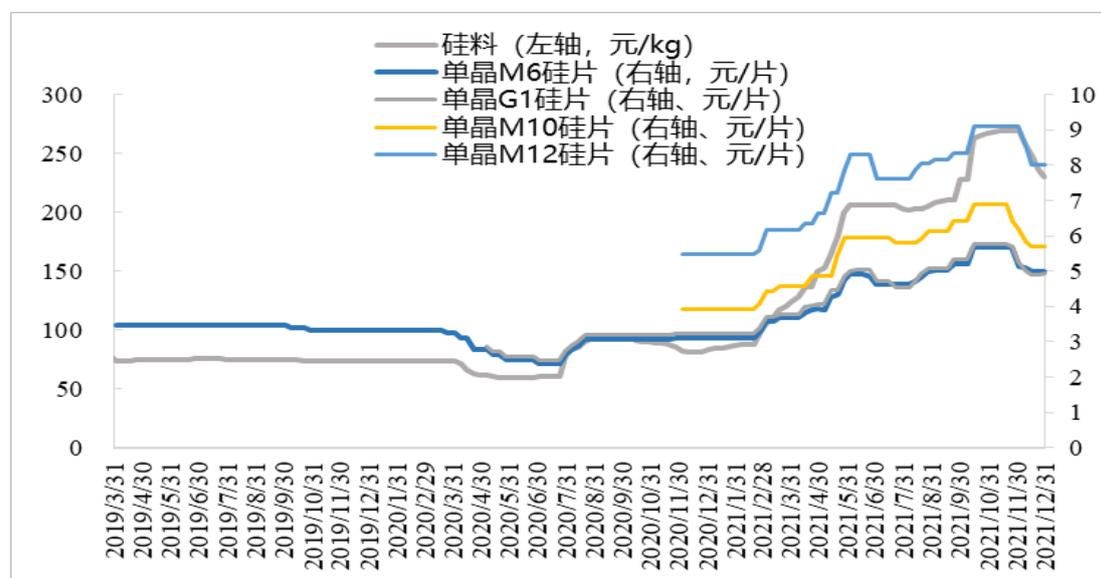


资料来源:海关总署、东方基金整理

根据PVinfolink最新数据,12月31日当周多晶硅致密料最新成交均价为230元/kg,环比11月末下降了39元/kg,环比上周下降了6元/kg。单晶182硅片成交均价为5.7元/

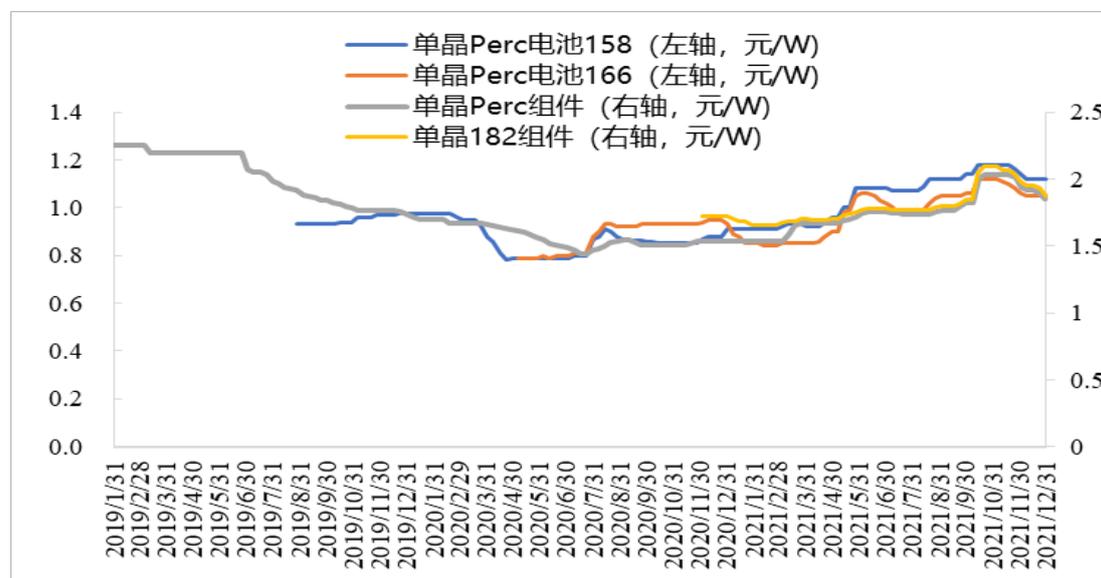
片，环比 11 月末下降了 0.7 元/片，环比上周持平。单晶 166 电池片成交均价 1.05 元/w，环比 11 月末下降了 0.03 元/w，环比上周持平。单晶 182 组件成交均价 1.88 元/w，环比 11 月末下降了 0.16 元/w，环比上周下降 0.05 元/w。产业链整体价格处于下降趋势。

图 10：光伏硅料和单晶硅片价格走势



资料来源：PV infolink、东方基金整理

图 11：光伏单晶电池片和单晶组件价格走势



资料来源：PV infolink、东方基金整理

(2) 后期观点：

11 月国内光伏新增并网量较少，但预计 12 月国内因抢装因素，并网量较大。目前光伏硅料价格维持相对较高，但从价格趋势上看已经进入逐步下降的通道。供给方面，2021 年 Q4 及 2022 年 Q1 预计硅料新投产产能较多，若产能顺利爬坡则有望贡献较大的硅料有效

供给，进一步缓解上游供给紧张情况。随着产业链价格持续下降，国内和海外终端电站的收益率将缓步上行，有望刺激需求回暖。

三、基金经理研判

（一）曲华锋：结构化风格将延续

回顾 2021 年行情，各大指数涨跌互现，市场呈现明显结构化特征，其中创业板指数明显强于其他指数，市场呈现明显结构化特征，从各行业变现来看，新能源、周期等板块走势较强，而消费等板块明显偏弱。

展望明年，国内经济方面，经济增速中枢回落，三驾马车亮点不多，内需相对疲软，外需在高基数背景下可能出现转弱风险，高端制造投资增速较快，消费仍然是经济增长主要推动，消费明年有改善预期。流动性方面，在稳增长背景下，流动性保持相对宽松。海外方面，欧美经济在经历复苏后，增速边际或将有所回落，同时根据美联储议息会议，后续加息节奏可能成为全球流动性拐点。

当下我们所处的市场环境，经历经济复苏后增速有放缓风险，企业盈利增速下行，同时市场整体估值处于高位，虽然部分行业个股通过一年盈利高增速消化部分估值，但是市场的主要矛盾依然是盈利和估值的矛盾，因此在组合个股选择上，我们需要在盈利和估值之间不断进行再平衡，市场在平衡过程中将延续结构化行情。方向上，一方面看好景气度延续的科技制造类方向，另一方面我们认为消费行业存在边际改善预期。中长期角度，此次疫情加速各行业竞争格局定型，未来伴随疫情结束，需求有所恢复，龙头企业将凭借其强大的护城河优势在行业复苏过程中迅速抢占市场份额，行业集中度有望进一步提升。因此我们仍看好领域细分子行业龙头中长期的确定性收益，通过估值盈利的再平衡，选取 DCF 折现后预期收益仍有空间的个股进行择优配置。

总体看，未来我们需要持续关注细分领域景气度变化。我们持续看好消费在需求复苏下的结构性行情，可以关注食品饮料、家电、医药等细分领域壁垒较高的龙头公司。

四、产品策略

（一）东方新思路

东方新思路是成立于 2015 年的公募基金产品，基金在有效控制风险的前提下，通过积极灵活的资产配置和组合精选，充分把握市场机会，追求基金资产的长期稳定增值。

在组合构建思路上，我们仍然维持一贯的甄选个股的投资理念，坚持通过企业基本面分析和严格筛选财务指标相结合的办法，筛选中长期优质资产进行配置，力争获得中长期阿尔法收益。我们认为消费类资产具备较好的盈利质量和增长的稳定性，特别是龙头公司具备较宽的护城河和良好的财务指标，因此优质的消费资产仍是我们长期坚守的标的。

五、其他

（一）公司新产品动向

东方汽车产业趋势混合型证券投资基金于 2021 年 12 月 24 日进行份额发售公告，募集发行期为 2022 年 1 月 14 日至 2022 年 1 月 27 日。

（二）投研工作成果

2021 年 12 月，权益研究部对重点上市公司进行了持续跟踪，并对市场热点进行了点评。12 月权益研究部共完成了各类报告 159 篇，其中公司调研和点评报告近 150 篇、公司深度报告 6 篇、行业报告 11 篇。

2021 年 1-12 月，权益研究部累计完成各类报告近 2000 篇，其中公司调研及访谈报告 1800 余篇、公司深度报告约 60 篇。

免责声明

东方基金管理股份有限公司（下称“东方基金”）是经中国证券监督管理委员会批准依法设立的公募基金管理公司，具备公募基金经理人资格。

本报告并非基金宣传推介材料，仅供投资者参考，不构成任何投资建议或承诺。

本报告是基于投资者被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

基金管理人提醒投资人基金投资的“买者自负”原则，在做出投资决策后，基金运作状况与基金净值变化引致的投资风险，由投资人自行承担。

本报告所载资料来源均为已公开资料，东方基金对这些资料的准确性和完整性不做任何保证，且东方基金不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。

东方基金可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员、基金经理的不同观点、见解及分析方法，并不代表东方基金或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员、基金经理于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告版权归东方基金所有，未经东方基金事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊发、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。