

研报精选

2021年12月5日 第51期

宏观专栏

2022年通胀展望：剪刀差收敛的投资机会

明年看，大宗商品再平衡，但短缺难以完全消失，预计明年PPI同比放缓，但中枢仍高于历史均值(1%)。CPI同比或将从今年的1%回升至2%左右。剪刀差将收窄，下游利润望改善，市场对国内通胀的担忧或减弱。

2022，财政发力三大抓手

报告预计，相较货币政策，财政政策明年可发挥更大作用，财政力度加强是大概率事件，并主要通过基建、转移支付和减税降费综合发力。全年广义财政赤字率可能为5.8%左右，高于2021年5.2%左右的实际值。

专题聚焦

消费电子2022年展望：万物智联时代强音，创新终端百舸争流

展望2022年，创新仍将成为消费电子行业的成长核心驱动力。随着5G及AI等底层技术成熟，万物互联时代有望开启，在智能汽车、AIoT、ARVR等细分方向百花齐放，驱动消费电子行业景气度抬升。

传媒互联网2022年展望：行以致远，精品内容多元变现

展望2022年，摒弃“唯流量论”趋势下精品优质内容的多元开发或将成为核心，加速促进传媒互联网行业有序健康发展。网络娱乐发展进入下半场，头部公司工业化与多媒体形态布局成为关键。

宏观专栏

2022年通胀展望：剪刀差收敛的投资机会

1. PPI同比：中枢虽降尤高，警惕上行风险

缺能推升中国PPI创新高，明年看，大宗供求再平衡，但短缺可能难以完全消失。从供给看，全球绿色转型普遍遇摩擦，传统能源投资下降，而新能源投资不足、净能源系数低，供应安全遇挑战。从需求看，一方面，疫情中发达国家强刺激引发消费大增，而劳动短缺推升工资、支撑购买力，且明年补库和资本开支或接力商品消费。另一方面，消费结构由服务转向商品、极端天气频发、三产耗电增多，电力消费弹性亦上升。根据中金大宗组预测，明年看，煤炭供给最紧张时刻已过，但价格难回绿色区间；电改深化，明年长协价或明显上涨；黑色金属供需双弱，价格稳中回落；石油短缺收窄、高位震荡，天然气仍有短缺风险；有色在绿色转型下价格坚挺。

预计明年PPI同比放缓，但中枢仍高于历史均值（1%）。基准情形下，我们预计明年各季度PPI同比分别在7.3%、5.2%、2.7%和0.9%，全年约4.0%。上行风险：如果电价传导较多，明年PPI同比或在5%。下行风险：如果电价传导受限，油价钢价跌幅大于预期，不排除从明年3季度后PPI同比或转负，全年或在1.5%左右。

2. CPI同比：猪周期拐点将至，虽回升犹温和

猪周期拐点或在明年Q2，但弱需求压制下，回升节奏或慢。本轮猪周期波幅较大，存栏达峰不等于非产能达峰，近期反弹或非反转，本轮周期低点或在明年春节后。尽管疫后消费结构转变对猪价影响有限，但消费需求低迷，压制猪价反弹。我们预计明年猪价或先跌后涨，加之高基数消退，猪价对二季度后CPI同比的贡献将显著抬升。

菜价影响短暂，粮价或仍平稳。换茬季低温多雨，蔬菜产量受影响，近期菜价大涨，但12月后或缓解。国际小麦或是结构上涨，而国内小麦是阶段性上涨。我们预计CPI粮价中占比高的口粮自给率和库存高，预计将维持平稳增长。

非食品消费品涨价或随PPI放缓，服务价格继续修复。综合来看，我们预计明年CPI同比或将从今年的1%回升至2%左右，明年各季度或分别在1.5%、1.7%、2.1%、2.2%。

3. 行业与市场影响

剪刀差将收窄，下游利润望改善。本轮涨价主要集中在上游采矿和原材料行业、其利润改善，而中下游制造业和公用事业涨价较少、利润下降。明年PPI回落而CPI回升（特别是食品通胀上行），剪刀差收窄，下游盈利望改善。历史上看剪刀差收窄期，食品饮料、家电、电子、消费服务、医药、农林牧渔等下游板块表现较好，而上游板块表现不佳。

此外，市场对国内通胀的担忧或减弱。10年国债收益率9月升、10月中回落，与煤电短缺后PPI上涨和保供稳价后大宗回落有关。随着PPI回落、CPI仍温和，市场对通胀的担忧亦将缓解，关注重回增长和信用风险。

以上观点来自：2021年12月2中金公司研究部已发布的《2022年通胀展望：剪刀差收敛的投资机会》

黄文静 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

张文朗 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

彭文生 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

宏观专栏

2022，财政发力三大抓手

在明年稳增长压力加大、宏观杠杆率处于较高水平的背景下，相较货币政策，财政政策可发挥更大作用，我们认为明年财政力度加强是大概率事件，并主要通过基建、转移支付和减税降费综合发力，促进疫后经济复苏以及中长期结构性改革。但由于今年一般预算账户收入的序时进度快于往年，全年超收的概率较高，而政府性基金支出则偏缓，我们预计今年或有超往年平均水平的未用资金结转至明年，使得今明两年财政支出呈一定的“跨周期”特征，进而明年新增赤字率或低于今年，但实际赤字率则高于今年。

具体到财政政策的力度，我们预计2022年一般财政预算赤字率不会低于3.0%（2021年3.2%），一般预算赤字规模在3.8-4.0万亿元，而专项债对项目收益性要求偏严，近几年使用效率不高（每年均有未能使用结转至次年的部分），专项债规模或小幅调降至约3.5万亿元，广义赤字规模或达7.3万亿元左右，广义赤字率或在5.8%左右（我们预计今年实际广义赤字率约5.2%）。而考虑到今年未使用资金的结转至明年可用（超过1.8万亿元），明年财政对经济的支持力度并不弱。

关于财政政策的发力方向，短期内，针对受疫情影响严重的小微制造业和接触性服务业群体扶持，可以通过减税降费或房租减免等帮助其渡过难关，缓解就业压力；十四五期间的重大项目开工，一般预算和专项债资金可以予以安排；在结构性改革推动经济高质量发展方面，可通过财税体制改革如优化税收结构、提高直接税占比，逐步培养地方税源，有序推进房地产税试点扩围等来推动。

我们预计明年基建投资增速或反弹至6%左右（如果配套资金适度放松，不排除上行至8%的可能），传统基建与新基建或齐发力，而受制于隐性债务监管仍偏强以及能源供给紧平衡，基建超过10%的概率较低。明年一季度由于经济增长压力较大，今年年底集中下发的专项债或在明年初支撑基建投资，1季度基建投资增速或超5%，3季度由于基数效应或超8%。明年基建反弹的节奏仍

一定程度受制于能源与高耗能建材的供给，不过房地产投资的走弱或在一定程度上减少供给端约束。与十三五规划相比，十四五规划更加注重立体化交通体系、现代能源体系建设、文化发展工程、养老扶幼以及经济安全保障工程，而央行碳减排支持工具的推出，有助于通过支持绿色信贷扩张等形式支持绿色投资发展。

此外，保障性租赁住房成为人口净流入的大中城市十四五期间建设重点，明年保障性租赁住房专项债发行规模或有明显扩大。但由于保障性租赁住房相当比例由存量房筹集为主，并集中在大中城市，对整体地产投资的拉动作用不大，我们预计明年因保障性住房建设新增的投资体量在2000亿元左右。

去年以来中央直达基层的转移支付资金体量较大，且持续增长，我们认为财政对居民的转移支付仍有提升空间，体现在扩大社保覆盖面、提高社保标准、退休人口增长、特定群体补助等，明年直达基层资金或继续稳定增长；而财政对创新企业的转移支付也或有增加可能。

我们预计**2022年减税降费规模或较2021年扩大，或在1.5万亿元左右**。我们预计有三个着力点：一是继续朝着“优化税制结构，健全直接税体系，适当提高直接税比重”的方向努力；二是增强减税降费政策的针对性；三是部分延续2021年底到期减税降费政策。而从近年来减税降费政策的效果来看，减税降费政策有助于降低企业负担，A股上市公司的税负成本占比中位数由2015年的最高点6.7%下降到了2021年的4.8%。

以上观点来自：2021年12月4日中金公司研究部已发布的《2022，财政发力三大抓手》

邓巧锋 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

段玉柱 SAC 执证编号：S0080521080004

郑宇驰 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

张文朗 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

彭文生 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

专题聚焦

消费电子2022年展望：万物智联时代强音，创新终端百舸争流

展望2022年，我们认为创新仍将成为消费电子成长核心驱动力：1) 手机市场走出缺货阴影，在折叠屏和光学等微创新有望提振下游需求；2) 随着5G及AI等底层技术成熟，万物互联时代有望开启，在智能汽车、AIoT、ARVR等细分方向百花齐放，驱动消费电子行业景气度抬升。

手机市场：折叠屏或引领行业创新方向，手机厂商加速造车。我们判断2022年手机市场将逐渐走出供应缺货阴影，同时众多主流厂商计划发布折叠屏手机，有望打破手机创新瓶颈，引领行业增长。而手机品牌厂商也将持续在高端市场及渠道布局方面扬长补短，持续提升市场占有率。此外，手机品牌厂商或将加速在智能汽车领域的探索，打造第二增长曲线。

AIoT：后智能手机时代，新一轮创新与成长的动力。我们认为AIoT有望受益于技术成熟、价格下探和巨头推进形成多点开花的发展状态，并围绕单品品牌化、智能家居场景先行、AIoT系统价值凸显三条主线发展：1) 通过拳头单品拓展品类的AIoT品牌厂商将获得更好的竞争格局，同时AIoT新物种如服务机器人等有望快速发展；2) 目前AIoT落地最快的智能家居场景或将出现拐点；3) AIoT演进的底层逻辑转向整体智能解决方案和操作平台，“互联”或将取代“智能”成为下一阶段重点。

ARVR：硬件创新推动应用丰富，2022或为承上启下之年。我们认为明年将有众多科技巨头入场，推动VR硬件迎来关键升级，产品功能创新助力应用场景丰富，软件方面明年仍将有大量知名游戏IP发布，推动用户数量持续增长。AR领域我们认为硬件路径仍有待确定，成像及光源的技术路径迭代值得关注。长期来看，我们认为ARVR的信息呈现优势明显，未来有望成为下一代移动算力平台。此外，在交互侧，我们看好脑机接口的便捷性、高效性和准确性等特点，有望成为ARVR时代人机交互发展趋势。

光学：光学赛道长坡厚雪，多重应用打开成长空间。回顾过去，光学微创

新为手机提供了异质化的竞争优势。展望2022年，我们认为平台型光学制造公司将延续过去在车载光学、手机光学等领域的持续应用加速发展，不断拓展应用和成长空间，赋能行业增长。同时ARVR及智能安防有望成为光学行业另外的成长动力。



以上观点来自：2021年12月1日中金公司研究部已发布的《消费电子2022年展望：万物智联时代强音，创新终端百舸争流》

彭虎 SAC 执证编号：S0080521020001 SFC CE Ref: BRE806

李澄宁 SAC 执证编号：S0080120070020

温晗静 SAC 执证编号：S0080521070003

黄天擎 SAC 执证编号：S0080121070283

专题聚焦

传媒互联网2022年展望：行以致远，精品内容多元变现

展望2022年：我们认为，摒弃“唯流量论”趋势下精品优质内容的多元开发成为核心，加速促进行业有序健康发展；网络娱乐发展进入下半场，头部公司工业化与多媒体形态布局成为关键；拥有内容与渠道优势的平台型公司有望放大变现能力，实现价值和效率的双升。

数字媒体：我们认为，用户竞争格局趋于稳定，在监管规范下，头部公司致力于内容精品化及产品运营能力提升，并持续加强自有内容与生态建设，在会员订阅、品效广告等传统变现形式基础上，进一步拓展用户价值、探索更多业态的IP全产业链多元化变现可能。

网络游戏：疫情后游戏产业政策规范下有序发展，我们预计手游市场规模2022年将超2,500亿元，同比增长14.5%；行业安全健康发展意识进一步强化，内容精品化、出海国际化趋势显著，新技术探索助力产业创新发展，头部研运一体化厂商有望进一步提升竞争优势。

广告营销：我们预计2021年中国广告业经营额将达到1万亿元，同比增长13.8%；宏观消费需求平稳、广告主营销预算支出中性背景下，媒体效率差异驱动广告主选择分化，营销市场呈品牌化营销和社会化营销趋势。

影视院线：我们判断，行业正从疫情影响中逐步恢复，不断提效增质，迈入品质驱动的良性发展阶段，预计电影行业2022年中性情形下含服务费票房584亿元，剧集行业成本结构和供需格局有望进一步改善，伴随优质内容价值凸显，精品内容制作方及头部渠道方市场份额有望持续提升。

图书出版：我们认为刚需出版稳增长，奠定国有出版集团业绩基本盘，高股息具备强防御价值；融合出版顺应多元化阅读新需求，教育数字化助力实现“减负提效”，IP衍生布局全产业链挖掘变现潜力。

有线广电：我们认为，大屏用户渗透率或进一步提升，新一代信息技术深度融合推动新业态拓展，智慧广电有望为广电公司长期成长注入新动能。



以上观点来自：2021年12月3日中金公司研究部已发布的《2022年展望：行以致远，精品内容多元变现》

张雪晴 SAC 执证编号：S0080517090001 SFC CE Ref: BNC281

焦杉 SAC 执证编号：S0080521070012 SFC CE Ref: BRQ187

唐婧 SAC 执证编号：S0080121040028

杨宁 SAC 执证编号：S0080121070206

余歆瑶 SAC 执证编号：S0080121070201

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2021.11.29 海外宏观简评：宏观探市：新病毒的资产“压力测试”
- 2021.11.29 中国图说中国宏观周报：美国拥堵改善不多，中国出口仍显韧性
- 2021.11.30 中国宏观热点速评：11月PMI点评：保供量价效果均显
- 2021.12.2 中国宏观专题报告：2022年通胀展望：剪刀差收敛的投资机会
- 2021.12.2 其他宏观专题报告：日本56万亿日元财政刺激的十问十答
- 2021.12.3 中国宏观热点速评：11月经济数据前瞻：实体承压，融资或改善
- 2021.12.4 中国宏观专题报告：2022，财政发力三大抓手
- 2021.12.4 中国图说中国宏观周报：进一步释放稳增长、防风险信号
- 2021.12.5 海外宏观周报：美联储“转鹰”：亡羊补牢，还是加剧担忧？
- 2021.12.5 海外全球外汇月报：聚焦12月央行盛会

策略及大宗商品

- 2021.11.29 主题策略：解读港交所优化海外发行人上市制度
- 2021.11.29 大宗商品：图说大宗：海外疫情反复，国内地产预期筑底
- 2021.11.30 大宗商品：锡：需求进入“快车道”，结构性缺口持续
- 2021.11.30 A股和港股行业首选：2021年12月
- 2021.12.1 主题策略：行业比较与配置月报：上游跌价及新冠新形势下的行业配置
- 2021.12.2 海外策略：海外资产配置月报（2021-12）Omicron的影响路径与政策的反应函数
- 2021.12.3 大宗商品：石油：需求修复延后，增产按部就班
- 2021.12.4 全球资金流向监测：南北向资金流入均明显增加
- 2021.12.4 海外策略：Omicron疫情最新进展追踪 疫情复工周度追踪（12月04日）
- 2021.12.5 A股策略周报：政策窗口期可能在逐渐临近
- 2021.12.5 海外市场观察：从情绪和流动性指标看美股当前波动 2021年11月29~12月5日
- 2021.12.5 大类资产配置月报（2021-12）：把握关键政策窗口

固定收益

- 2021.11.29 简评：华兴源创转债投资价值分析
- 2021.11.29 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2021.11.29 专题研究：近期境外评级下调的地产主体有哪些 ——中资美元债小专题
- 2021.11.29 中资美元债周报：一级新发放缓，二级市场回调

- 2021.11.29 招投标备忘录：国开债21年第8、16、18期增发——利率债招标分析
- 2021.11.30 资产证券化分析周报：ABS一周市场回顾
- 2021.11.30 简评：经济动能仍偏弱，债券利率将延续下行——11月PMI数据分析
- 2021.12.1 招投标备忘录：付息国债21年第12、13期续发，农发债21年第10、11期增发——利率债招标分析
- 2021.12.1 简评：2021年12月十大转债
- 2021.12.1 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2021.12.1 招投标备忘录：国开债21年第9、15期增发——利率债招标分析
- 2021.12.1 简评：奥飞数据转债投资价值分析
- 2021.12.2 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2021.12.2 招投标备忘录：贴现国债21年第59、60期新发——利率债招标分析
- 2021.12.3 中国可转债策略周报：线性外推试验与转债的“估值中枢”
- 2021.12.3 中国信用策略双周报：土地出让下滑延续，城投区域分化加大
- 2021.12.4 简评：恒大债务风险确认，个体案件影响可控
- 2021.12.4 信用债收益率跟踪周报：3年以内期限收益率多数下行
- 2021.12.4 中国利率策略周报：从机构行为看债市走向

行业

- 2021.11.29 金融：消费金融公司牌照价值凸显
- 2021.11.29 银行：银行周度观察：“稳信贷”的量化测算
- 2021.11.29 轻工日化：电子烟获合法地位，行业有望规范健康发展
- 2021.11.29 电力电气设备：电气设备策略：新型电力系统下电网投资回暖，看好结构性投资机遇
- 2021.11.29 机械：关注海外疫情发展，持续看好新能源装备
- 2021.11.29 主题研究：硅片跌幅扩大，政策首提分布式规范化
- 2021.11.29 航空航天科技：行业小幅回调，仍坚定看好长期投资价值
- 2021.11.29 有色金属：锂钴价格持续上涨，关注南非变异毒株冲击
- 2021.11.29 电力电气设备：配网：投资加码关键环节，行业景气正当时
- 2021.11.30 房地产：周报#270：11月销售延续三成跌幅
- 2021.11.30 主题研究：12月工商业代购电价较原销售电价上浮，看好工商业分布式光伏充分受益电价市场化
- 2021.11.30 电力电气设备：工业自动化跟踪：十四五信息化与工业化融合规划出台，加速工控企业数字化进程
- 2021.11.30 有色金属：铜：重视南非疫情对非洲矿产铜供应干扰

- 2021.11.30 保险：养老金第三支柱加快居民资产再配置，人身险公司或迎重大增量
- 2021.11.30 软件及服务：工业软件：五年规划确立，中长期趋势明晰
- 2021.12.1 金融：中国财富管理行业展望—引入中金分析框架
- 2021.12.1 软件及服务：信息技术十四五规划：迎接产业黄金五年
- 2021.12.1 轻工日化：电子烟国标征求意见稿发布，门槛提升利好制造龙头
- 2021.12.1 机械：智能电网浪潮已至，掘金“专精特新”小巨人
- 2021.12.1 博彩及奢侈品：十一月总博收同比持平；出行政策放宽后恢复明显
- 2021.12.1 物业管理服务：2022年展望：成长可持续，风险收益再平衡
- 2021.12.1 香港金融：利率、楼市与本地银行股
- 2021.12.1 科技：消费电子2022年展望：万物智联时代强音，创新终端百舸争流
- 2021.12.2 机械：机械行业：需求分化，关注成长
- 2021.12.2 日常消费：零研月报：10月多数品类商超销售延续回暖
- 2021.12.2 物业管理服务：物管调研：社区增值服务方兴未艾（三）
- 2021.12.2 家电及相关：21年“黑五季”落幕，海外消费仍具韧性
- 2021.12.3 交通运输物流：航空：民航局发布737MAX适航指令，关注后续复飞进度
- 2021.12.3 电力电气设备：3Q21海外光伏回顾：户用景气延续，工商业拐点初现，集中式预期增强
- 2021.12.3 化工：关注辉瑞新冠药物中间体-异戊烯醇、菊酸
- 2021.12.3 轻工日化：电子烟管理办法征求意见稿发布，门槛提升利好思摩尔等制造龙头
- 2021.12.3 传媒互联网：2022年展望：行以致远，精品内容多元变现
- 2021.12.4 电信服务：电信运营商产业互联网系列报告：云网融合塑造差异化能力，云计算发展驶入快车道
- 2021.12.4 银行：【理财月刊】9-10月跟踪：过渡期截止前的理财行业数据观测
- 2021.12.4 传媒互联网：虚幻引擎技术开放日纪要：技术迭代与内容发展共振

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn