

宏观经济破而后立 股指慢牛再上台阶

摘要

- **2021年回顾:** 后疫情时代的全球经济开始由复苏进入到类滞胀周期,海外疫情、大放水、供应链短缺带来的尾部效应,在2021成为了资产价格走向的重要因素。大宗商品上演波澜壮阔的行情,而全球股市表现则波澜不惊。A股与H股在经济、政策等因素的影响下,表现平庸,前者呈现结构性分化行情,后者则表现的格外萎靡
- **海外宏观环境:** 2022年,随着疫情防控政策逐步放开以及新兴经济体产业链进一步修复,供需两端矛盾随之弱化,全球性的通胀格局有望企稳修复。不过随着全球流动性逐渐收紧,难免对国内宽松政策以及权益类市场形成扰动。
- **国内经济/政策:** 中国经济处于疫后余波期,滞胀倾向以及地产拖累经济使得宏观预期偏弱。年末中央经济工作会议传递稳增长信号。在经济环境偏冷的氛围下,2022年国内政策预判为“宽货币+宽财政+稳信用”的基调。央行或将再度降准甚至降息。同时财政政策前置将成为维稳经济的要点。
- 下半年全球流动性收缩,国内宽信用维持的周期长度难免受到影响;与此同时,伴随着国内经济趋稳,政策也将逐步由宽松转向中性,而经济改善的信号,或将是A股再度稳步上行的重要契机。
- **估值/盈利:** A股市场风险溢价或将呈现低位回升趋势。在基数效应下,上半年盈利增速放缓或将对估值形成抑制,同时无风险收益率继续下行,预计将进一步带动市场风险偏好回落,下半年这一现象或将有发生转变。
- **资金面:** A股市场或将面临来自供需两端的共同压力。在消耗增加(注册制、产业资本减持),供给平稳(外资、公私募、杠杆资金)的背景下,资金对于市场整体的驱动或将有限。
- **策略上,** 期指建议依托震荡区间以高卖低买操作为主,可适当关注大盘蓝筹的波段性机会,采取多IH/IF空IC2203、2206合约的跨品种套利操作,适当降低单边敞口。下半年随着经济企稳,政策从宽松回归中性的过程,预计将进入稳步的上行态势,以偏多操作为主,同时继续介入多IC空IH/IF策略。
- **风险提示:** 新冠变异毒株蔓延、经济承压超预期,全球流动性趋紧提前。



金融投资专业理财
JINRONGTOUZI ZHUANYELICAI

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号: 30170000

分析师:
张昕
投资咨询证号:
Z0015602

咨询电话: 059586778969
咨询微信号: Rdqhyjy

网 址: www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



内容目录

摘要.....	1
2021 年回顾： 结构分化与波动收敛.....	5
一、滞胀再起 商品波动加剧.....	5
二、A 股： 又是分化的一年.....	7
三、2021 年 A 股行情复盘.....	9
宏观展望： 供需修复与政策维稳.....	11
一、 海外： 供需缺口与流动性.....	11
（一）、供需结构分析.....	11
（二）流动性展望.....	15
二、国内： 政策边际放松 经济增长见底.....	16
（一）经济结构性形势.....	16
（二）政策展望.....	22
A 股市场： 估值抬升面临阻碍 增量资金支撑减弱.....	23
一、盈利与估值.....	23
（一）、A 股盈利增速明显放缓.....	23
（二）、A 股估值水平趋于稳定.....	28
二、A 股资金压力不减.....	29
（一）、全面推行注册制.....	29
（二）、产业资本减持.....	30
（三）、资金供给.....	32
2022 年股指期货总体观点.....	36
免责声明.....	39

图表目录

图表 1 : 全球主要指数 2021 年走势 (2021/1/1=100)	5
图表 2 : 南华商品指数与 WTI 原油价格 2021 年走势 (2021/1/1=100)	6
图表 3 : 近十年南华商品综合指数与上证综指	6
图表 4 : 2020-2021 年主要指数涨跌幅对比	7
图表 5 : 上证指数历史波动率	7
图表 6 : 2021 年上证指数走势	8
图表 7 : 2021 年申万一级行业涨跌排序	8
图表 8 : 2021 年风格类指数走势对比	9
图表 9 : 2021 年主要指数走势对比	10
图表 10 : 东南亚各国疫苗接种占比	11
图表 11 : 美国劳动力参与率	12
图表 12 : 美国新增非农就业人数	12
图表 13 : 美国失业率与非农员工周薪	13
图表 14 : 美国制造业库存与 CPI	13
图表 15 : IMF 主要经济体 GDP 预测值	14
图表 16 : FOMC 点阵图	15
图表 17 : GDP 实际增速与预测增速	16
图表 18 : PMI 与 GDP 相对走势	17
图表 19 : 固定资产投资完成额累计同比	17
图表 20 : 房地产行业与制造业信心指数对比	18
图表 21 : 房地产行业景气指数	18
图表 22 : 新开工、施工以及竣工面积同比增速 (供应端)	19

图表 23 : 购置土地、待开发土地面积同比增速 (供应端)	19
图表 24 : 房产销售面积同比增速 (销售端)	19
图表 25 : 居民消费与房价相对趋势	20
图表 26 : 社会消费品零售增速	20
图表 27 : PPI 生产资料分项增速	21
图表 28 : 生产资料与生活资料相对趋势	21
图表 29 : 核心 CPI 趋稳且小幅上行	21
图表 30 : M1 与 M2 同比	22
图表 31 : A 股营收增速	24
图表 32 : 三大期指现货指数营收增速	24
图表 33 : A 股归母净利润	25
图表 34 : 三大期指现货指数归母净利润	25
图表 35 : A 股 ROE (TTM)	26
图表 36 : A 股销售净利率	26
图表 37 : 风格类 ROE	27
图表 38 : 风格类销售净利率	27
图表 39 : 全部 A 股估值变化 (P/E)	28
图表 40 : 主要指数估值变化 (P/E)	28
图表 41 : 全部 A 股风险溢价与十年期国债收益率	29
图表 42 - 43 : 中国股市加速扩容 (IPO 家数、融资规模 (亿元))	30
图表 44 : 产业资本净减持 (亿元)	31
图表 45 : 限售解禁规模 (万亿元)	31
图表 46 : 交易结算资金余额年度增量 (亿元)	32

图表 47 : 公募股票型与偏股混合型基金新增份额 (亿份)	33
图表 48 : 私募股票产品新增发行规模与数量	33
图表 49 : 两融余额与两融占 A 股流通市值	34
图表 50 : 外资占 A 股流通市值比例	35
图表 51 : 陆股通持股市值与占 A 股流通市值比例	35
图表 52 : 陆股通净流向 (亿元 , 周)	36
图表 53 : 上证指数周 K 线	37
图表 54 : IC 主连周 K 线	38
图表 55 : IF 主连周 K 线	38

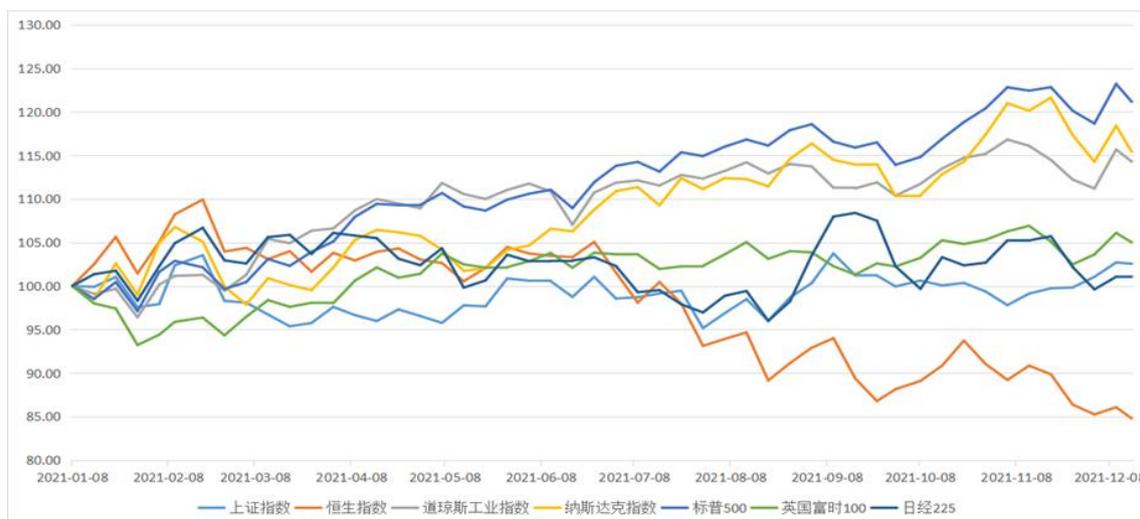
2021 年回顾： 结构分化与波动收敛

一、滞胀再起 商品波动加剧

新冠肺炎疫情在全球范围扩散的脚步并未放缓，2021 年全年全球确诊病例接近 1.9 亿例，2020 年仅为 8283 万例。随着疫苗接种率提高、死亡率下降，美欧等发达经济体由于前期建立的疫苗屏障以及“群体免疫”倾向的策略，国内消费维持一定韧性，受到疫情的干扰逐渐减弱。不管是 Delta 还是 Omicron 毒株对资产价格波动的影响时间、力度已远不及 2020 年一季度。对于采取“动态清零”防疫政策的中国经济和市场，更为有限。

相较而言，部分新兴国家依然维持较低疫苗接种率，较落后的卫生医疗系统导致新冠病毒高死亡率，作为生产端的新兴国家大量产业链停滞，加剧了全球供需矛盾。进而驱动后疫情时代的全球经济开始由复苏进入到类滞胀周期，海外疫情、大放水、供应链短缺带来的尾部效应，在 2021 成为了资产价格走向的重要因素。从全球重要指数来看，尽管美联储扩表结束、三季度美股盈利增速拐点出现、物价上行等因素并未对美国三大主要指数带来太明显的冲击，经济复苏与量化宽松双重引擎，继续推动市场走高，表现亮眼。相比之下，中国与中国香港股市的表现则相对平庸，后者更是在下半年大幅回落。究其原因与中国经济先于其他经济体放缓、货币政策回归正常、行业监管政策收紧、房地产市场转弱、大宗商品价格波动等一系列因素有着较强的联系。

图表 1：全球主要指数 2021 年走势（2021/1/1=100）

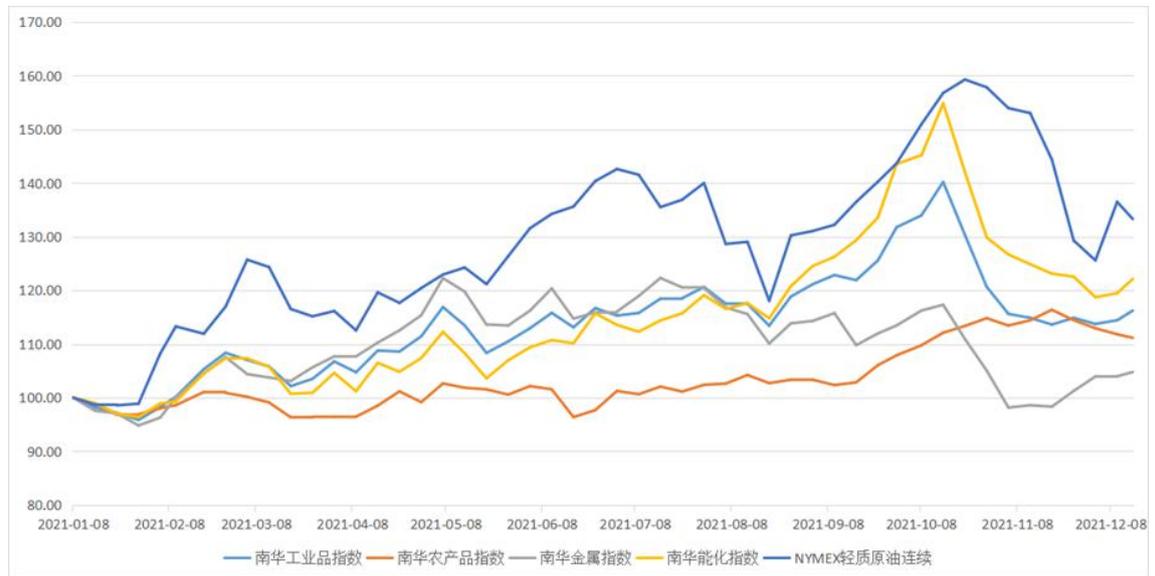


资料来源：瑞达期货、Wind

相较于中国股市的波澜不惊，大宗商品市场则迎来了波澜壮阔的行情。全球经济在疫情后错位复苏，供应链冲击冲击仍未消除，供需错配推动了大宗商品价格呈现持续上涨的态势。下半年大宗商品价格上涨的核心驱动则在于“能源危机”以及“能耗双控”，特别是

煤化工与黑色系品种，均出现了大幅上行的走势，上游工业品价格大幅上升推动了PPI涨幅持续性扩大，其中生产资料价格持续主导PPI涨势。。受此影响国内生产、投资均受到一定程度的影响，叠加产业、地产政策持续收紧，令经济下行压力明显加大，制造业PMI持续回落。不过随着九月份管理层加大保供稳价力度，国内需求端依旧疲软，而全球经济复苏见顶回落，以美国为首的石油消费国释放战略石油储备，大宗商品价格开始由盛转衰，进入下行周期。PPI见顶回落，CPI温和上行，剪刀差缩小使得通胀结构性异化的局面得到缓释，中下游企业的成本负担减轻。在过往经济周期中，大宗商品价格与A股走势基本保持一致，因而在2021年大宗商品与A股显著背离，经济复苏见顶回落的背景下，2022年大宗商品价格与A股会将再次呈现均值回归的过程。

图表 2：南华商品指数与 WTI 原油价格 2021 年走势（2021/1/1=100）



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 3：近十年南华商品综合指数与上证综指

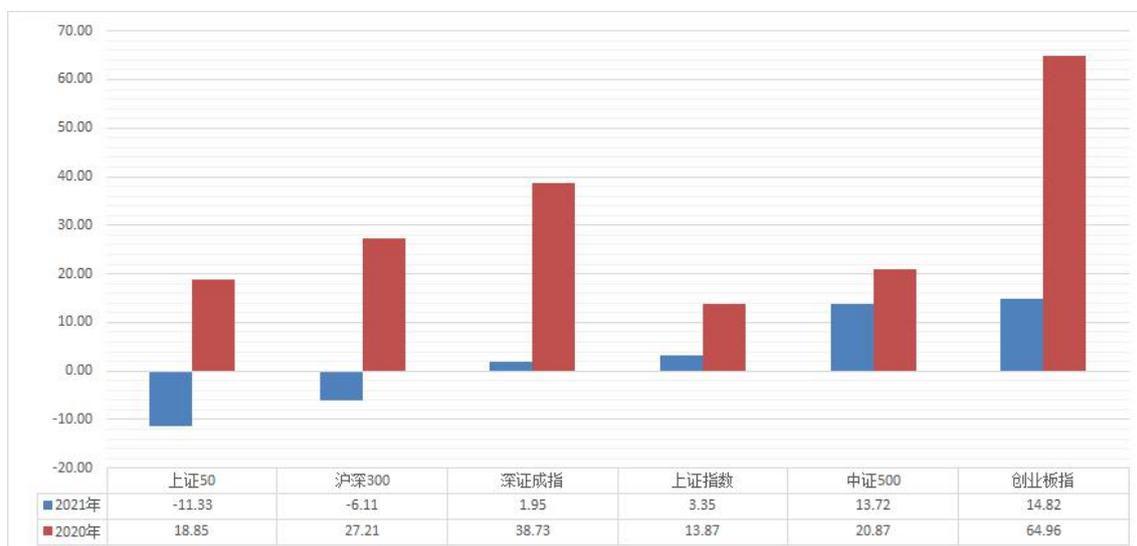


资料来源：瑞达期货、Wind

二、A股：又是分化的一年

回顾 2021 年，相比 2020 年市场强劲的上行动能而言，A 股今年行情经历了显著的结构分化以及增长动能回落。以中证 500 以及创业板为代表的中小指数走势较为强劲，以上证 50 以及沪深 300 为代表的大指数呈现弱势。从大趋势上看，去年是市场连续冲高的一年，上证综指自今年 2 月份开始正式进入区间震荡的状态。沪指去年全年涨幅达 13.87%，今年回落至个位数，仅有 3.35%，涨幅的大幅回落从均值上拉低了指数增速。从 20 日以及 60 日的历史波动率来看，今年沪指波动率也明显低于前两年的水平，再一次表示 A 股整体波动区间的收窄。

图表 4：2020-2021 年主要指数涨跌幅对比



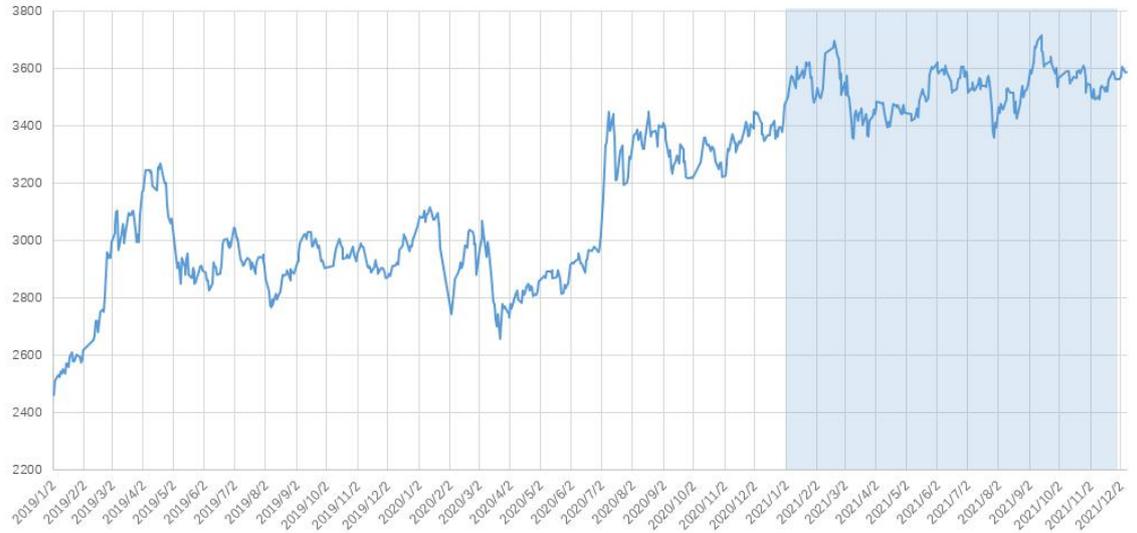
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 5：上证指数历史波动率



资料来源：瑞达期货、Wind

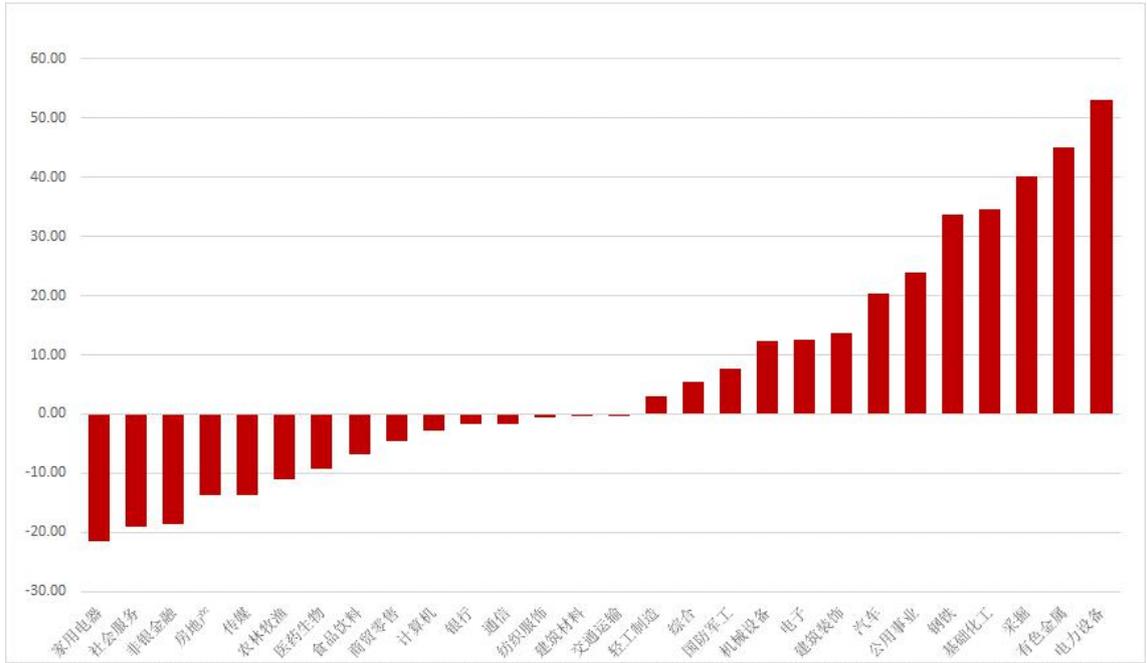
图表 6：2021 年上证指数走势



资料来源：瑞达期货、Wind

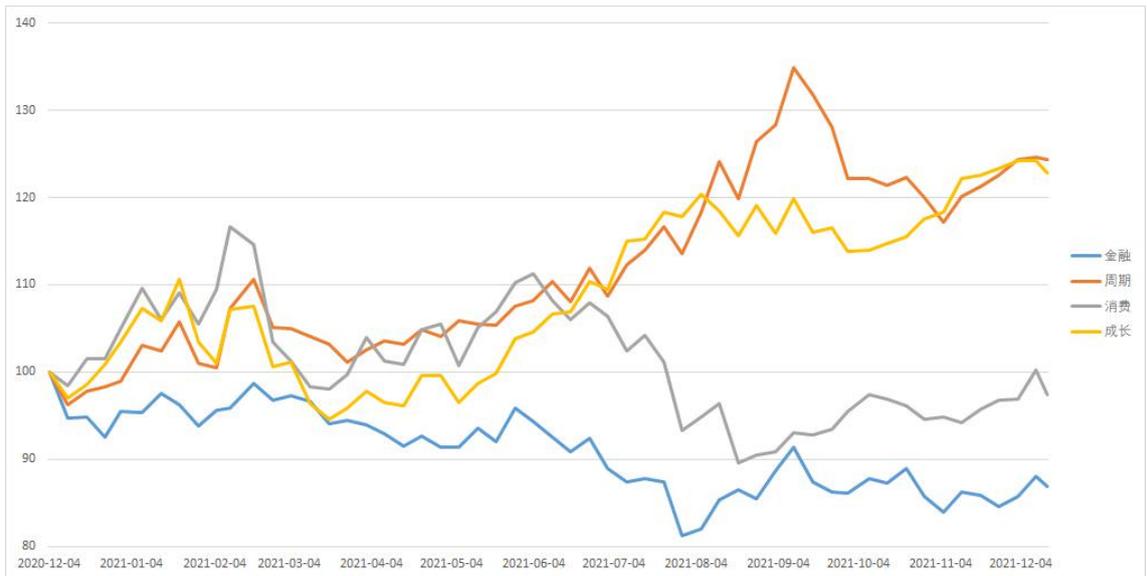
板块方面，根据申万一级行业的划分，采掘、有色金属以及电力设备板块今年领涨市场，其中电力设备板块收涨超 50%；家用电器、非银金融以及房地产板块跌幅居前。涨幅居前的行业主要有两条逻辑主线：一是以新能源为代表的高景气产业，包含电气设备、汽车、部分化工、部分有色等；二是供给受限需求复苏的上游资源品涨价板块，有色、采掘、化工、钢铁等。从中信划分的大类行业风格来看，周期与成长风格自下半年开始远远跑赢消费与金融，周期板块三季度达到峰值后有所回落，上半年走势仍维持较强得消费金融下半年呈现下坡行情，年末开始企稳回升。这也正是以中证 500 以及创业板为代表的中小指数今年走势较强的原因。

图表 7：2021 年申万一级行业涨跌排序



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 8：2021 年风格类指数走势对比



资料来源：瑞达期货、Wind

三、2021 年 A 股行情复盘

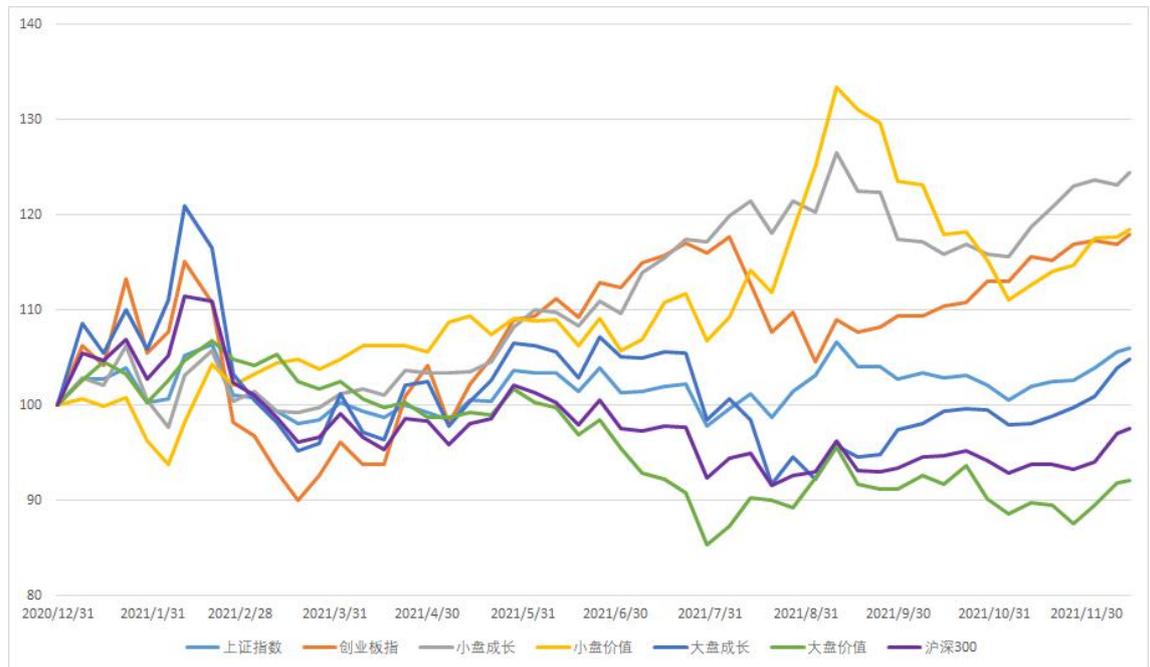
今年全年复盘来看，2021 年 A 股走势主要经历三大下行波段，四大上行区间。1 月份前三周，基金发行提速叠加北上资金共振，市场快速上行，期间新能源与生物医药成为领涨主旋律；1 月底至 2 月中上旬，资金开始担忧流动性紧缩以及货币政策转向，市场风险偏好下行，指数进入调整区间。春节前后，2 月份至 2 月份中旬，随着全球需求复苏，国内节庆氛围造好，大宗价格上升，周期性信号开启，指数再次进入小反弹区间。2 月下旬至 3 月初，全球通胀预期升温，流动性紧缩担忧再度来袭，A 股估值开启下行。3 月中旬以来，市场再度企稳，在双碳以及十四五规划催生下，钢铁以及公用事业板块行情启动。

二季度后开启至6月中旬前，市场整体开始上行，作为核心资产的科技开启上升旋律，创业板较为强势，拉升市场资金情绪。7月上旬，央行全面降准，投资者风险偏好明显提升，主要指数多数上涨，7中下旬至8月份开始，政策不确定风险使得市场快速调整，主要指数走势分化，医药板块下跌带动创业板指震荡下行，上游资源品价格持续上涨，周期板块大涨。

进入9月，虽然公募基金、私募基金等均处于持续流入市场的状态，但行业消息面利空因素占据市场主导情绪，为代表的房地产以及限电限产对经济形成下行预期，市场博弈加剧，大盘成长、中证500、上证50等开始上涨，小盘指数纷纷下跌，局部赚钱效应和局部亏钱均较为显著。

四季度以来，11月份市场依然面临预期较为混乱的局面，对经济前景以及政策走向的不明确使得市场整体换手率下降，成交活跃度不足，指数维持反复走势，军工板块依然具备较好行情。12月份央行再度降准，中央部署年底经济工作会议给予了市场积极预期，北向资金净流入创新高，以沪深300和上证50为代表的大指数开启逆袭趋势。

图表 9：2021 年主要指数走势对比



资料来源：瑞达期货、Wind

宏观展望：供需修复与政策维稳

一、海外：供需缺口与流动性

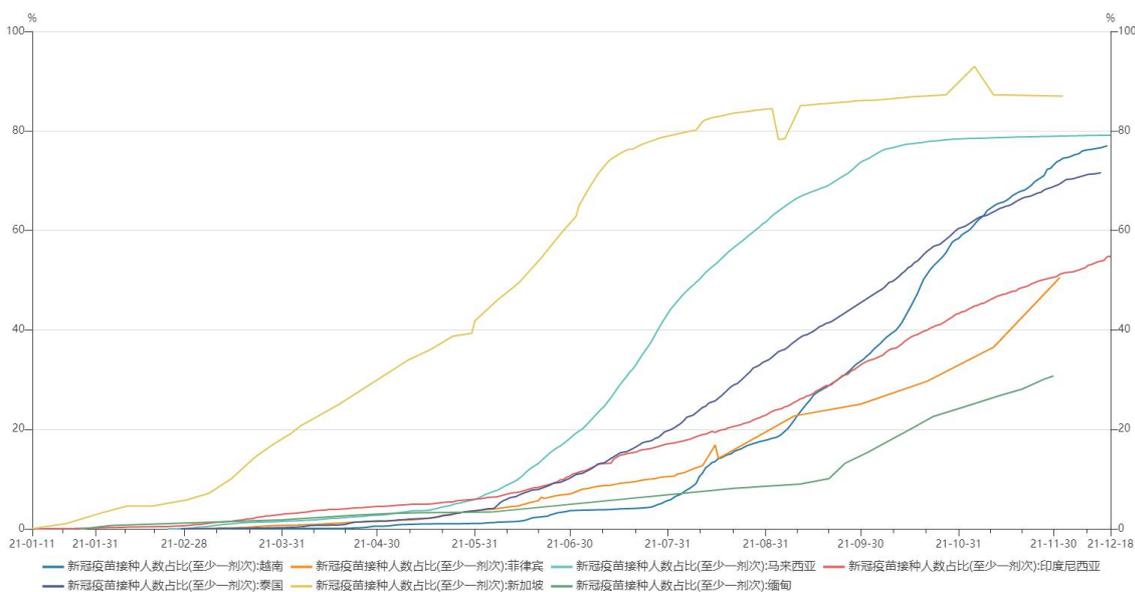
(一)、供需结构分析

1、疫情继续消退，全球供需缺口修复

2021 年来看，作为主要生产者的新兴国家以及主要需求者的发达国家之间的剪刀差矛盾是全球供需错配的矛盾主线。新出现的 Omicron 病毒一度引发今年年底全球资本市场的恐慌情绪，然而当前研究来看，变异毒株致死率预计低于德尔塔毒株，明年疫情持续恢复可以期待。

供给层面，在新冠疫情阶段性转换的前提下，随着疫苗接种进一步推进、以及全球新冠肺炎的特效药有望在 2022 年量产，新兴市场的生产有望得到进一步修复。以东南亚经济体为例，今年 7 月份来，新冠疫苗的接种率边际增速显著上升，复工指数也呈现递增趋势，在 Omicron 病毒危险性较低，对经济活动的干扰程度较小的情况下，这种趋势有望持续到明年。而新兴经济体的供给修复将收窄全球供需缺口的矛盾，供需失衡收敛或成为明年全球经济的主旋律，进而对大宗商品价格以及市场风格带来影响。

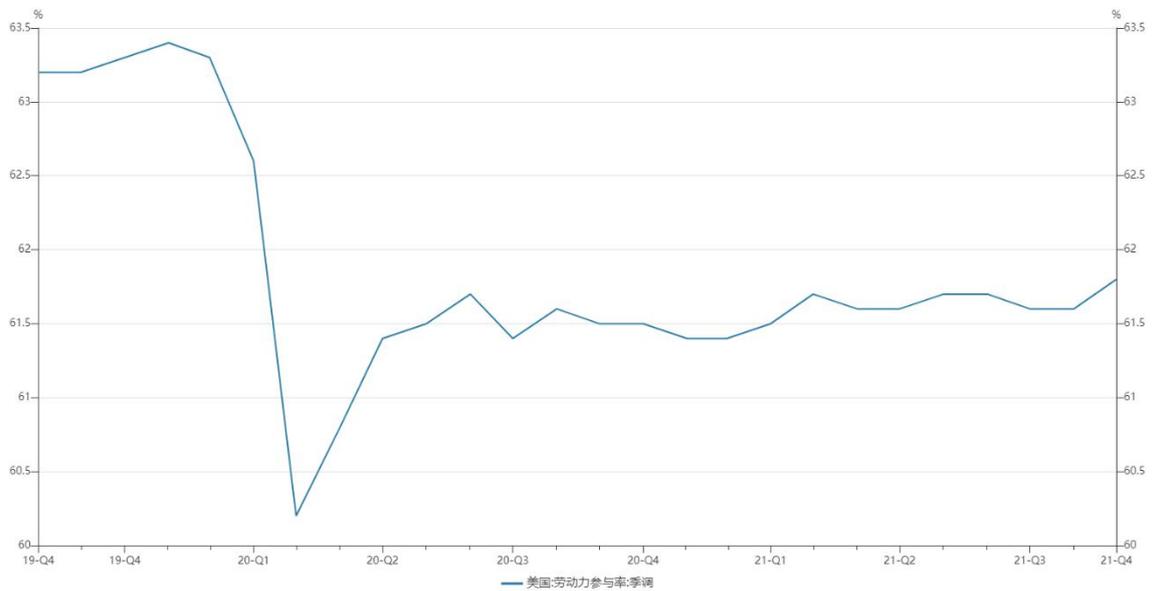
图表 10：东南亚各国疫苗接种占比



资料来源：瑞达期货、Wind

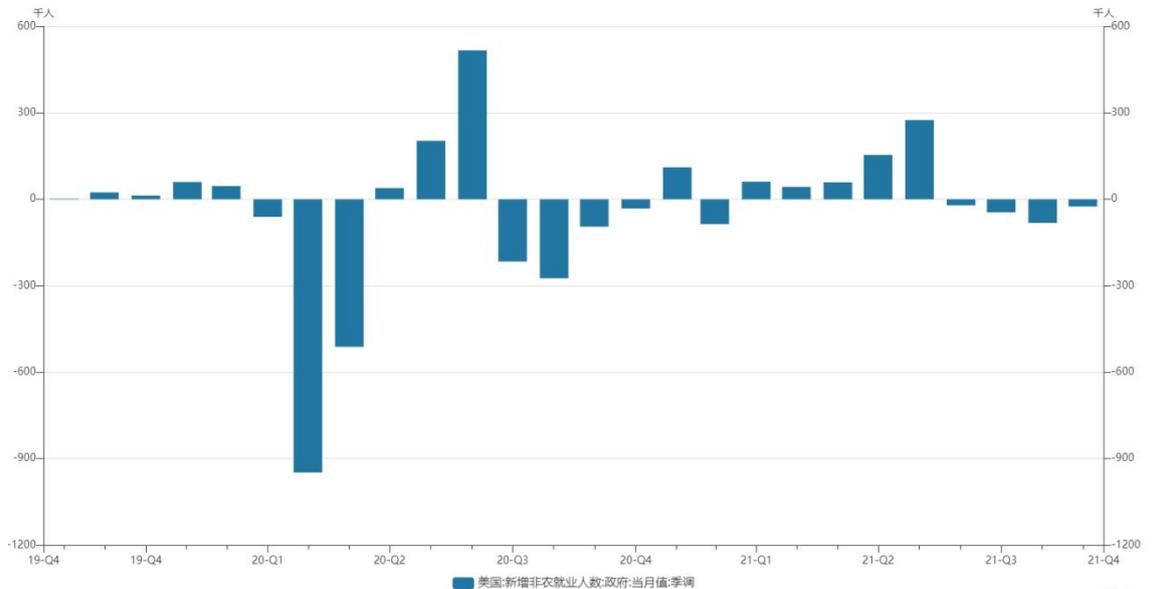
此外，2022 年，美国就业意愿有望逐步恢复，商品供给紧张有望缓解。美国商品供给能力下降、劳动力短缺、劳动报酬持续上升等情况是目前通胀高企的重要原因。2021 年 6 月开始，美国多州停发失业救济金，从 10 月的劳动力市场数据来看，低学历、低龄人群的劳动参与率出现明显提升，带动 10 月美国非农就业增长触底反弹。结合今年 12 月美国议息会议定调，经济将会朝最大化就业迅速前进，因此 2022 年美国就业市场指标较为乐观。随着财政补助的效用逐渐冷却以及劳动力供给的提升，美国国内供给的拖累的因素有望逐渐缓解。

图表 11：美国劳动力参与率



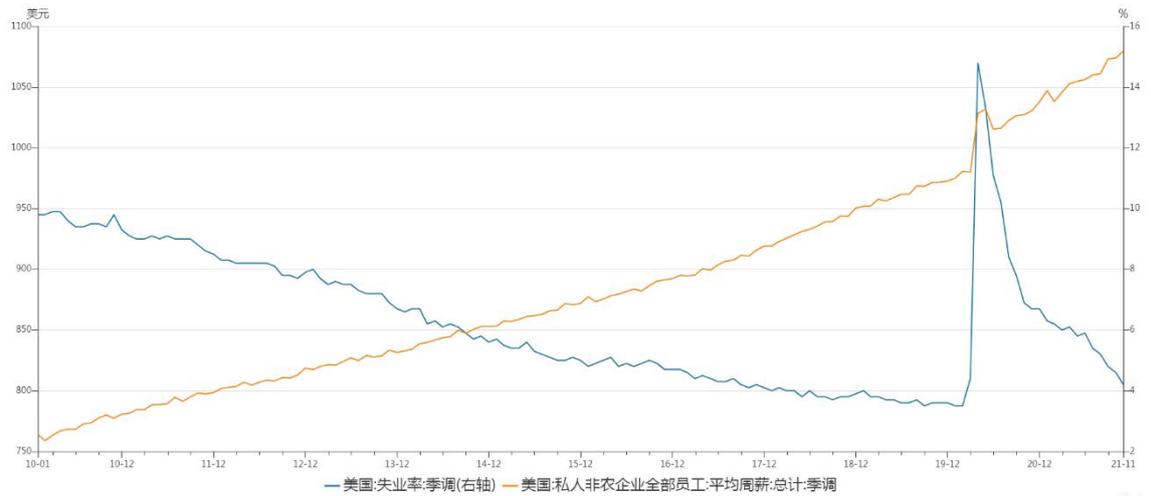
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 12：美国新增非农就业人数



资料来源：瑞达期货、Wind

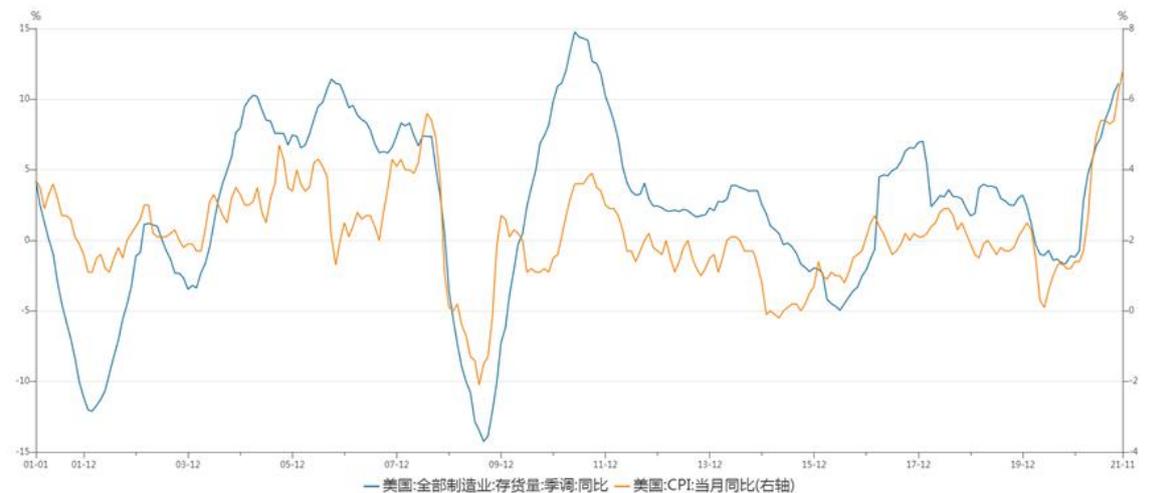
图表 13：美国失业率与非农员工周薪



资料来源：瑞达期货、Wind

需求方面，预计 2022 年财政刺激政策减弱、库存周期回落、上游价格高企等因素均对需求构成抑制。从金融危机后的经验来看，经济处于加库存阶段的时长和库存同比增长的高度都具有规律性，反映出当价格涨幅达到一定程度，就会反过来对需求形成抑制。美国作为疫后需求的主要提供者，目前国内商品价格上涨并未有效带动供给能力，相反，供给能力受制于劳动力以及物流能力等供给端因素，因此再度施行刺激政策将无益于经济修复。中长线来看，需求边际放缓或将是趋势。总体而言，无论是需求边际趋弱，还是供给进一步恢复，都指向供需矛盾短期趋于缓和，2022 年通胀预计将呈现冲高回落的态势。

图表 14：美国制造业库存与 CPI



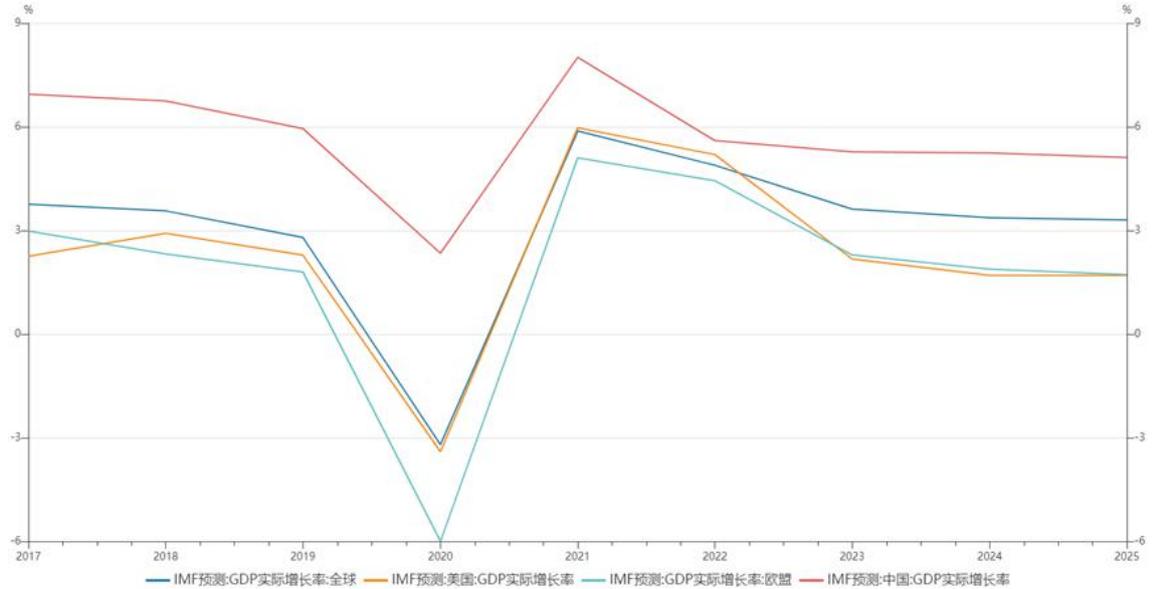
资料来源：瑞达期货、Wind

2、经济节奏慢速回落，三大需求缓冲效应

从 IMF 对全球的经济预测来看，2022 年全球经济平均增速预计达 4.89%，美国、欧盟以及中国经济预期分别为 5.20%、4.44%以及 5.60%。美国经济复苏依然被给予了较高期待，

但供应链及通胀仍然是主要矛盾。由于预期的充分落地，2021年末Taper对市场整体影响有限，出于对目前经济及中期选举的考虑，加息最快在明年中旬，最迟于年底附近；欧洲方面，2022年经济复苏大体呈放缓态势，与美国相似，发达经济体的通胀及供应链将持续对经济形成扰动，同时，需密切注意欧盟与美国的政策差带来的全球流动性波动。新兴市场国家经济恢复压力较大。

图表 15：IMF 主要经济体 GDP 预测值



资料来源：瑞达期货、Wind

可以明确的是，疫情后复苏的最快阶段已然过去，财政刺激已经见顶，宽松的货币政策也存在边际放缓的倾向。整体来看，2022年发达经济体的GDP增速大概率呈现放缓趋势，然而需求虽放缓但预计维持一定韧性，这将对以美国为典型的发达经济形成支撑效应，主要表现在商品需求向服务需求的转移趋势。因此，2022年经济增速动能放缓的大前提下，上半年由于需求韧性，经济大体呈现回落但有所缓冲。

首先，开放边境下，复苏动力将从商品进一步转向服务，疫后管控的进一步放松有助于服务业回暖。尽管全球疫情并未完全平息，但部分发达经济体已开始选择“与疫情共存”，重新开放边境。其次，美国基建计划方案若于明年上半年部分落地，或缓冲今年上半年高基数影响。1.2万亿美元基建计划中主要为传统基建。预计可能还有1.75万亿美元的“新基建”方案待国会表决。在2022年为中期选举年的情况下，这部分以新能源为主题的新基建方案有望在中期选举前落地。如果这部分刺激可以落地，理论上可以一定程度上平滑2021年年初两轮刺激造成的高基数效应。最后，前期财政刺激的需求或延续至2022年。从今年美国居民总收入来看，多轮财政刺激提升了居民的收入水平并且远高于疫情前。如前文所述，美国今年9月份结束补给，因此美国居民增加的超额储蓄理论上是从2021年9

月份开始才刚进入消耗期，财政刺激提振的最终需求可能尚未完全释放。

（二）流动性展望

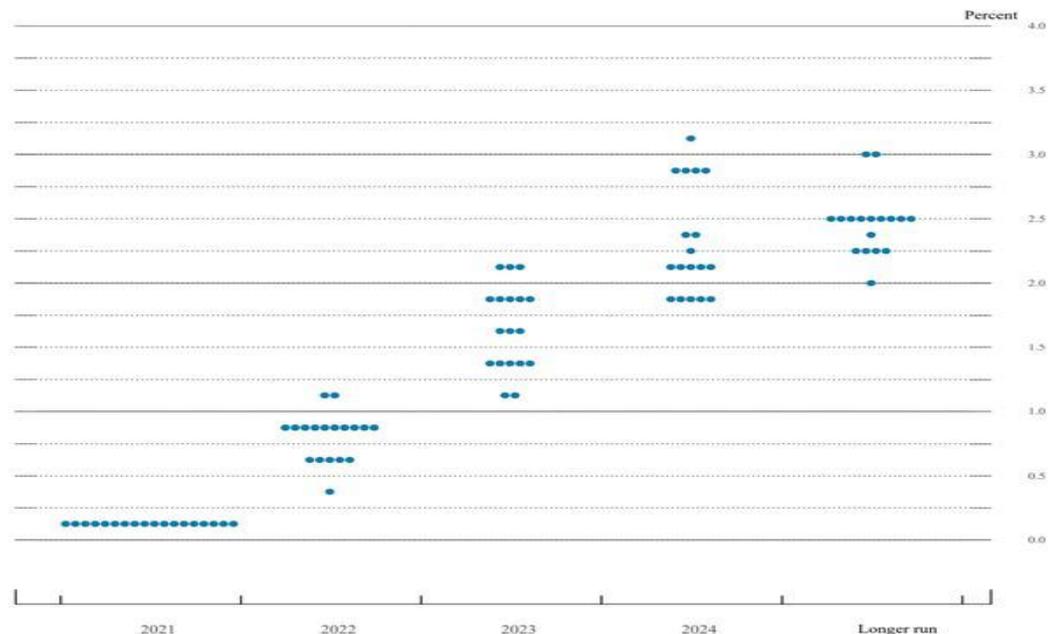
1、以充分就业为信号，全球流动性收紧节奏加快

美国的加息时间点成为全球资本市场关注的重点，也将是流动性预期波动的最主要因素。根据年底美联储公开市场委员会（FOMC）货币政策会议定调，美国当前通胀依然偏高，超过政策框架预期，这或迫使美联储加速 Taper，但为了维稳市场预期，不会在完成 Taper 之前实行加息。同时，当前美国的政策重心是朝着经济充分就业的目标前进。展望 2022 年，在 Taper 的速度从每个月 150 亿美元翻倍至 300 亿美元的基础下，3 月中旬预计是美国 Taper 结束的时间点，结合明后年预计加息 3 次的预期以及当前劳动力市场的恢复速度，预计明年中旬可能是美联储第一次加息的节点。从点阵图来看，美联储委员对 2022 年加息意见较为统一，2023 年和 2024 年则存在一定分歧

英国央行率先开始加息，欧盟缩减 PEPP 总量，美联储启动 Taper，意味着全球流动性收紧已进入到实质阶段。上半年国内宽信用以及海外货币收紧前的宽松期，将为国内经济以及权益类市场带来相对积极的影响。不过下半年全球流动性收缩，国内宽信用维持的周期长度难免受到影响。

图表 16：FOMC 点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：瑞达期货、FOMC

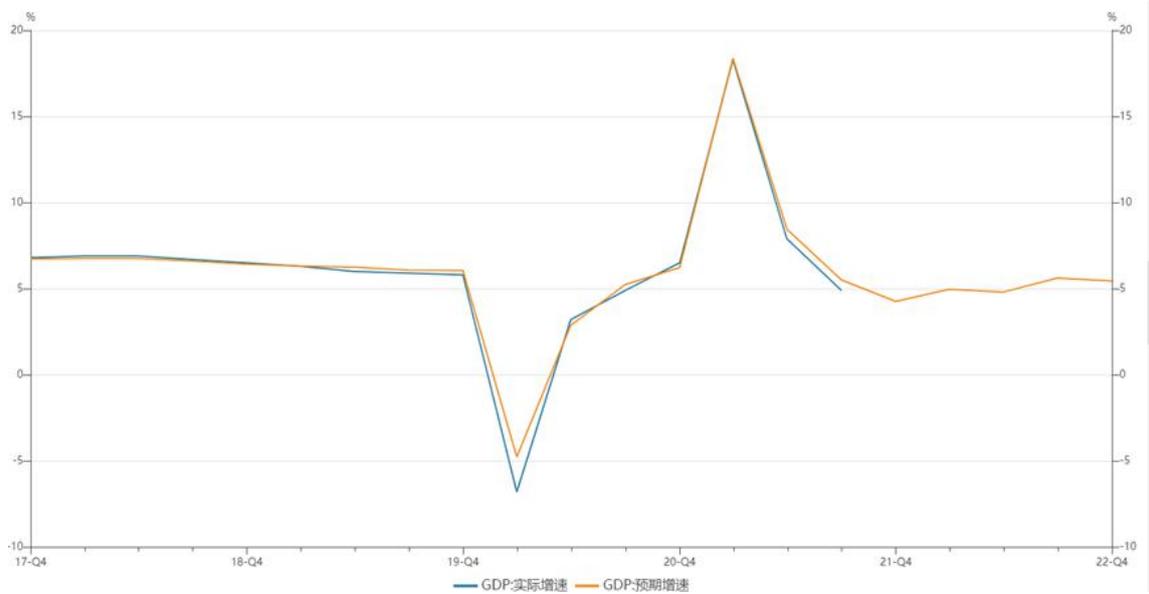
二、国内：政策边际放松 经济增长见底

（一）经济结构性形势

1、固投延续结构分化，消费边际回暖

展望 2022 年，随着疫情逐步得到控制，我国经济将迈入疫后“余波”期。由于国内与海外的疫情恢复时间差距、政策分化以及流动错配持续演绎，总体来看，判断 2022 年经济表现为国内偏“滞”，海外偏“胀”的格局，上游物价压力缓解然而内需依然弱势，景气度小幅回升有望平稳内需预期。经济潜在增长率以 5%为支撑，平均增速在 5%至 6%区间，结合 2021 年基数效应看，预计增速同比在季节上呈现先下行后反弹的 V 形走势。在年末经济工作会议定调下，政策趋松且前置，因此市场整体依然缺乏普涨动能，但结构性机会尚存。

图表 17：GDP 实际增速与预测增速



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 18：PMI 与 GDP 相对走势



资料来源：瑞达期货、Wind

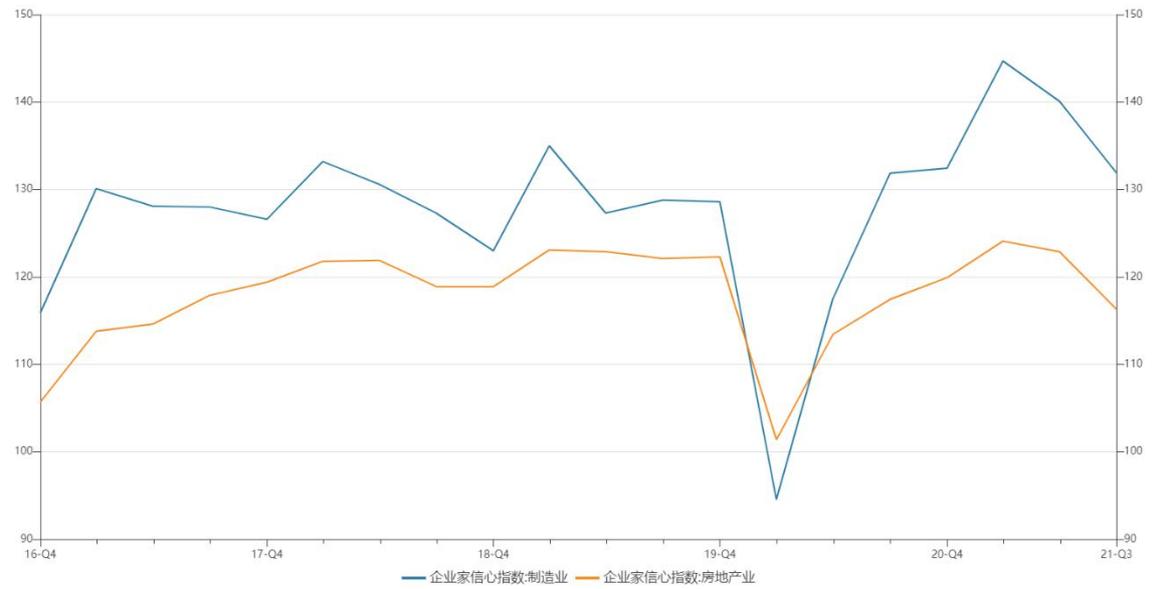
固定投资增速将继续延续结构分化，其中房地产投资继续延续下行趋势，高技术制造业投资预计在政策红利下保持较高增长速度。2021 年以来，地产调控政策强度持续加大，中央多次强调“住房不炒”的政策态度，地产融资环境降温，开发商持地成本难以下降，整体地产开发商投资意愿被打压。今年房地产市场的供应端与销售端的需求景气下行趋势明显，年末有所缓冲，在政策调控未明显放松的情况下，2022 年地产投资增速的回落或存在惯性，但不排除低位企稳的情况。而相比之下，2022 年制造业投资将成为支撑以及维稳固定投资的主力。一方面，站在更为长线的角度看，在“双碳”目标下，中下游产业在积极面对上游成本高企的环境下进行产业转型，从而引导新的投资需求。另一方面，在提升国际竞争力的视角上，制造业投资的行业支持力度加大，持续维持较高的景气预期。

图表 19：固定投资完成额累计同比



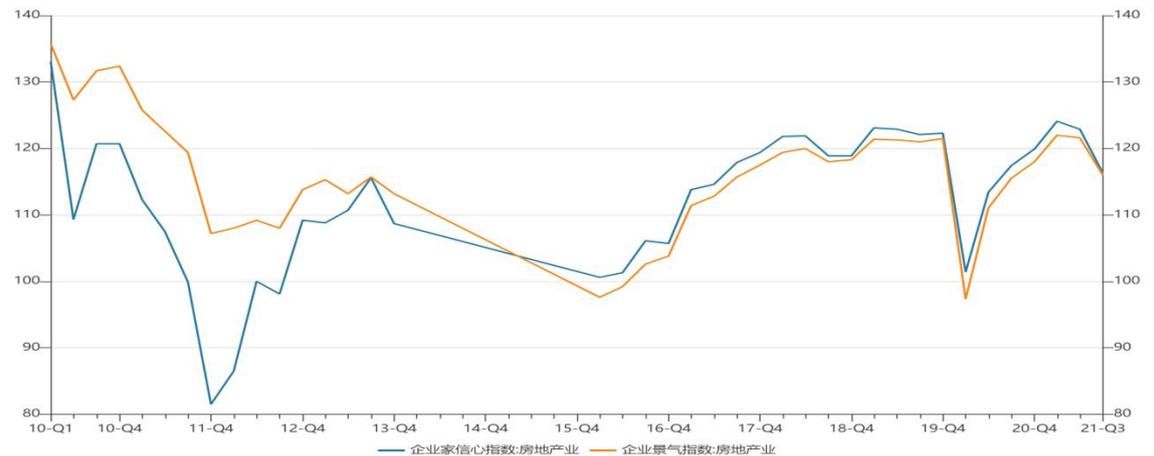
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 20：房地产行业与制造业信心指数对比



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 21：房地产行业景气指数



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 22：新开工、施工以及竣工面积同比增速（供应端）



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 23：购置土地、待开发土地面积同比增速（供应端）



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 24：房产销售面积同比增速（销售端）

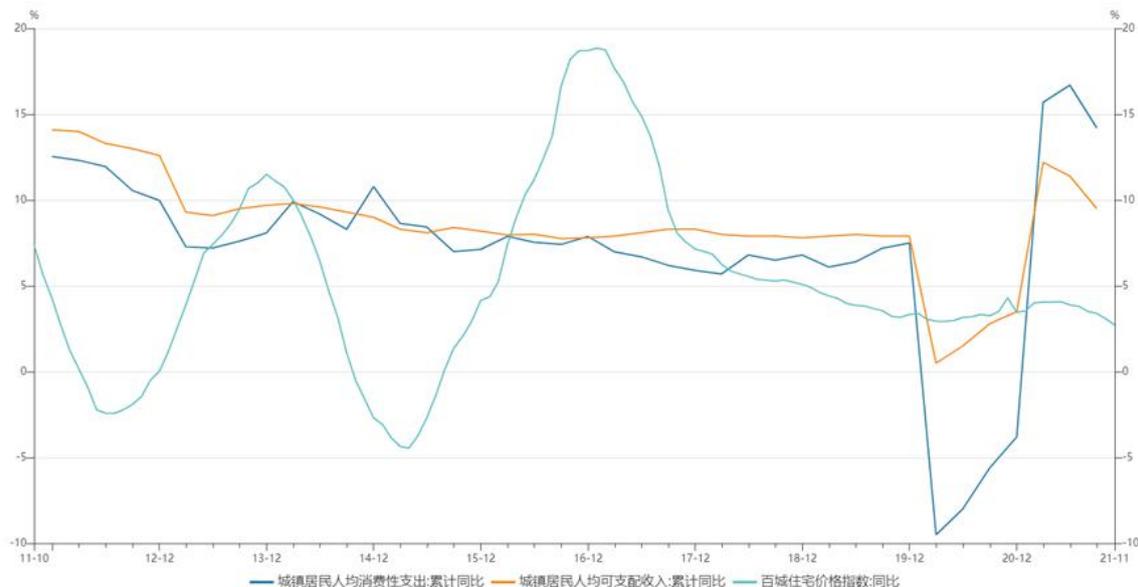


资料来源：瑞达期货、Wind

消费水平受到居民可支配收入、居民杠杆率以及房价等因素影响。2022 年，一方面，当房价进入下行周期，在房住不炒基调之下，预计房价因素对于消费的拖累将继续减弱。拉长时间区间来看，房价下行时间段大体对应居民消费性支出增加。另一方面，后疫情时

期中国同样面临着商品消费向服务消费的转移，结合 2021 年来看，居民对生活性服务需求有所提升，前三季度，服务消费支出快速增长，全国居民人均教育文化娱乐支出增长 46.3%，增速大幅快于实物类消费。在疫情扰动较低的前提下，随着明年全面放开叠加政策提振作用，国内消费有望加速恢复。

图表 25：居民消费与房价相对趋势



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 26：社会消费品零售增速



资料来源：瑞达期货、Wind

2、PPI 见顶回落，CPI 温和上行

2021 年以来，原材料供应不足，上游工业品价格大幅上升推动了 PPI 涨幅持续性扩大，其中生产资料价格持续主导 PPI 涨势。国际原油价格波动上行，带动国内石油相关行业价格上涨；煤炭相关行业受到供应偏紧的影响。能耗双控持续影响部分高耗能行业产品价格

上涨。预计 2022 年在保供稳价政策力度持续发力以及能耗双控政策得到纠偏的情况下，PPI 将见顶回落，上游端价格高企现象有所减缓。

预期 2022 年 PPI 同比增速有望逐渐回落至 4%左右。一季度来看，由于短期内产油国未能提高原油供给，冬季能源需求加大仍将对原油价格形成一定支撑。但国内关于保供稳价，尤其是煤炭等政策频出，供需矛盾随着季节更替逐步回归平衡或是大趋势，同时考虑到之后基数逐渐走高，至 2022 年下半年，PPI 将延续回落态势。

图表 27：PPI 生产资料分项增速



资料来源：瑞达期货、Wind

从今年三四季度来看，PPI 向 CPI 的传导效应初见苗头，不排除后续的递延趋势。今年 10 月份以来，生活资料价格涨幅逐渐扩大说明上游向下游传导幅度有所增加。在 2022 年疫情较稳定的情况下，短期此趋势将延续。然而，由于 PPI 呈现回落形态，剪刀差持续收敛，因此，基本预判明年 CPI 仅存在温和上行的空间。

图表 28：生产资料与生活资料相对趋势



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 29：核心 CPI 趋稳且小幅上行



资料来源：瑞达期货、Wind

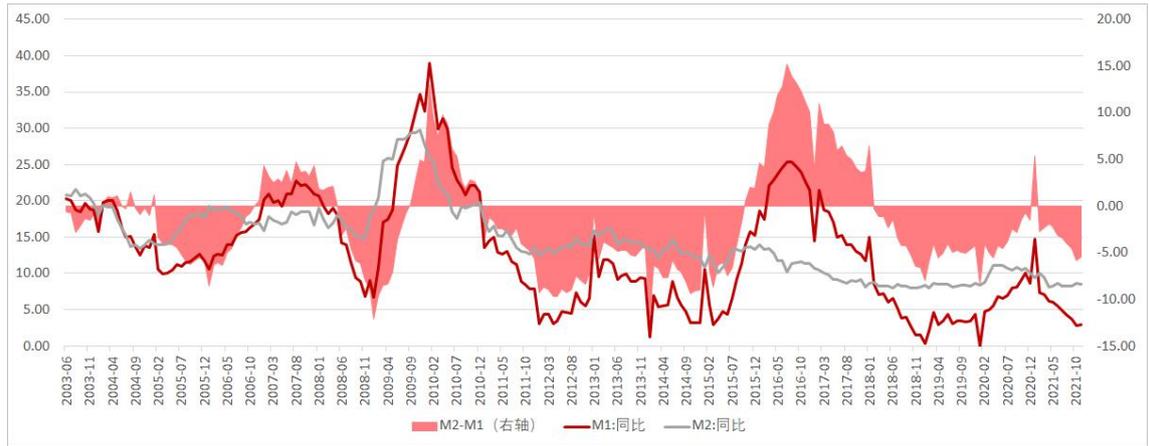
（二）政策展望

1、政策托底经济，稳增长叠加时间前置

年底中央召开经济工作会议，会议首次提出“三重压力”描述了当下中国经济面临的难题，需求收缩、供给冲击以及预期转弱。重点强调了政策短期稳增长的必要性。本次会议数次提及“稳”且多方面强调“稳”，例如“稳步推进”、“稳价”、“稳定外贸”、“供应链稳定”、“稳就业”等等，显示政策对于明年总体维持经济各方面发展“稳字当头”的基调，把保障经济放在了更为突出的位置。结合12月6日中央政治局会议，会议重提“六稳六保”，足以见得当下经济下行压力加强，国家呵护经济态度坚决。

预计2022年，国内政策组合应当是“宽货币+宽财政+稳信用”的基调。2022年央行再度降准甚至降息的可能性是存在的。第一，由于PPI见顶回落同时CPI温和上行，预判明年的通胀环境将对宽货币政策的掣肘减弱。第二，根据今年社融存量与增量的走势，2021年信贷余额增速持续滑坡，实体经济融资需求不足的问题尚在（M1M2剪刀差），而这也是货币政策仍需面临的调整。此外，随着全球货币环境步入收紧周期，这也将对宽货币稳信用的持续周期产生影响，在经济探底企稳后，政策不排除再度发生转向。

图表 30：M1 与 M2 同比



资料来源：瑞达期货、Wind

财政政策上，政策发力点持续向民生领域倾斜，对于促进消费的需求上，财政预计将加大公共消费以进一步配合私人消费。另外，政策前置将成为维稳经济的要点。会议指出“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”。从12月份央行降准政策的宣布节奏可以看出国内政策落地效力以及积极态度，预计明年政策支持经济力度有望延续，特别是时间点上有望适度提前，明年上半年或将是各项政策举措的重要时间窗口。

针对房地产行业政策，2022年政府的重点将聚焦在“加强预期引导”，在今年前期政策叠加导致房地产业信心低沉的情况下，政策强调民生发展，在“住有所居”的根本目标下，或可期待国家恢复房企投资信心的政策意图。其次是碳达峰以及碳中和路径的调整，双碳目标在今年为止依然缺乏可量化的中间目标。三季度以来，煤炭价格高位运行，在能耗双控的影响下，工业产量下挫给经济面增长带来了消极影响。预计明年政策将从能耗‘双控’向碳排放总量和强度‘双控’转变，以对现产业政策进行纠偏，同时确保能源供应，加大保供稳价力度，大宗商品价格或将回归平稳。最后，2022年，制造业投资有望继续受益于政策红利，在绿色转型和“强化国家战略科技力量”的顶层目标驱动下，海外需求景气度维持下，制造业投资增速可期。

A股市场：估值抬升面临阻碍 增量资金支撑减弱

一、盈利与估值

(一)、A股盈利增速明显放缓

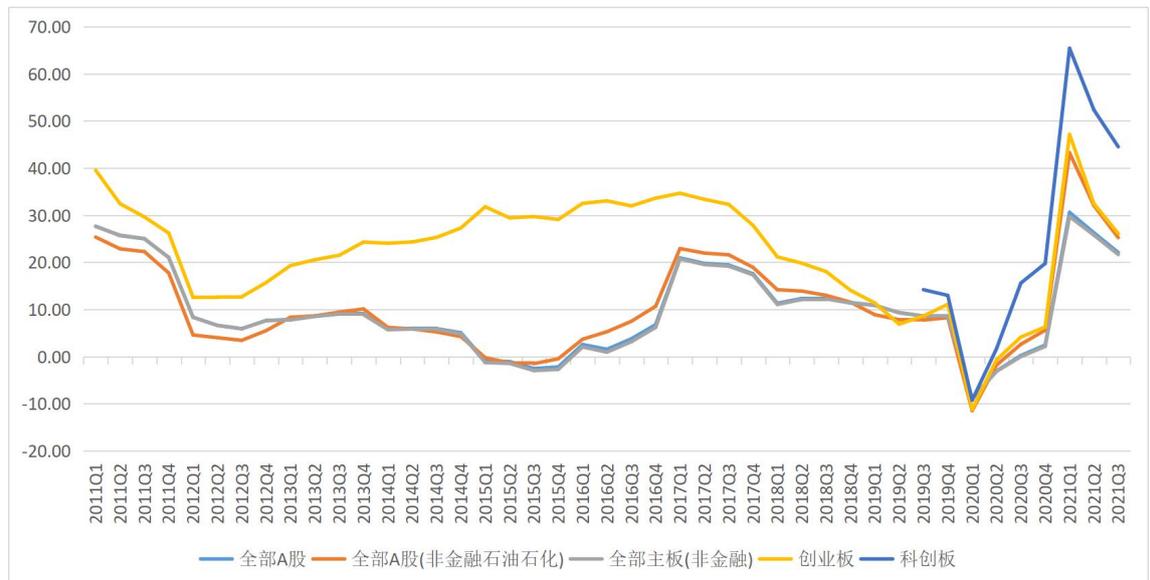
盈利层面，结合2022年国内GDP以及PPI-CPI走势来看。前者将向疫情前的中枢回归，但同时将落入到一个新的合理区间内运行。从历史规律上来看，上市公司收入、

净利润增速与 GDP 基本同步，具有较强的相关性。后者的走势则将对企业的利润率以及行业间盈利增速的差异产生影响。2021 年 PPI 大幅上升，推动周期股业绩明显抬升，而传导不畅、需求偏弱则影响着 CPI 的走势，进而对 A 股消费类板块的盈利及走势带来抑制。2022 年随着 PPI 大幅回落并企稳，CPI 温和回升，中下游行业净利润将有望迎来改善。总体来看，A 股上市公司在业绩增速 2021 年 Q2 见顶后，增速将在快速回落后趋于放缓。

根据 Wind 数据，2021 年前三季度 A 股业绩增速持续回落。A 股与 A 股非金融两油归母净利润累计同比增速分别为 25.14%和 32.49%，同比增速较二季报下降 18.37%和 24.58%；营收累计同比增速降至 22.08%和 25.24%，同比增速较二季度下降 4.2%和 6.81%。环比层面，二季度单季营业收入与净利润环比增速由正转负，高于往年季节性，而净利润增速环比双位数回落的情形，则出现在 2015 年。

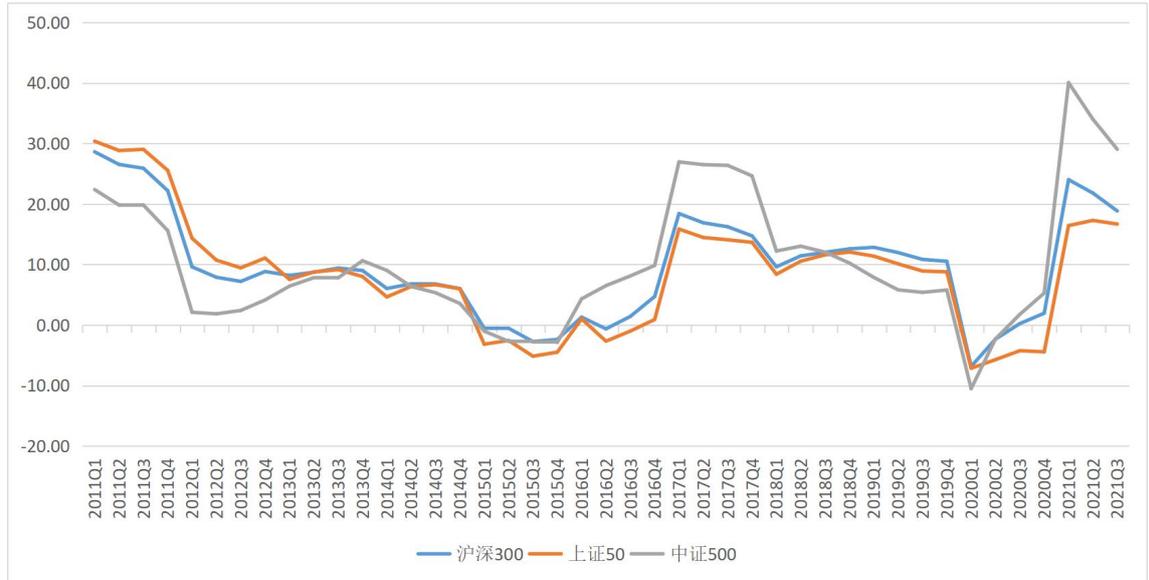
板块方面，2021 年前三季度主板（非金融）、创业板、科创板归母净利润同比增速分别为 25.19%、11.72%、72.69%，相较于上半年下降 18.18%、23.1%和 23.18%；沪深 300、上证 50、中证 500 指数归母净利润增速亦较上半年双位数回落至 19.13%、20.84%和 37.53%。上述板块/指数三季报营收增速较二季报回落幅度均在个位数，其中沪深 300 指数、上证 50 指数回落幅度则要小于主板、双创及中证 500 指数。从增速角度来看，基数效应以及上游原材料价格快速上涨，仍是三季度企业业绩回落的重要原因。

图表 31：A 股营收增速



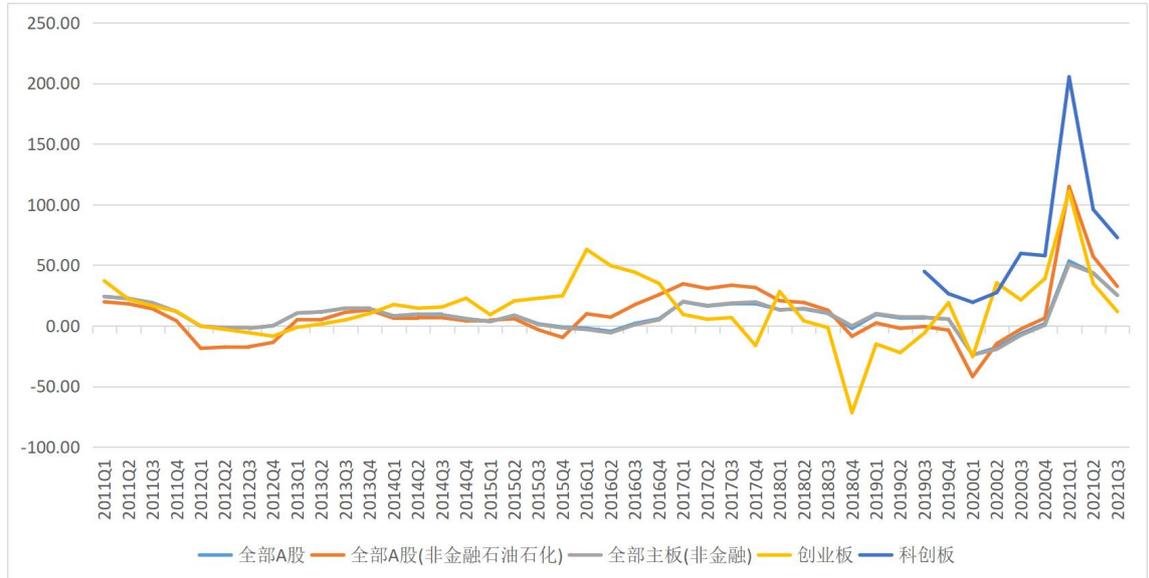
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 32：三大期指现货指数营收增速



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 33：A 股归母净利润



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 34：三大期指现货指数归母净利润

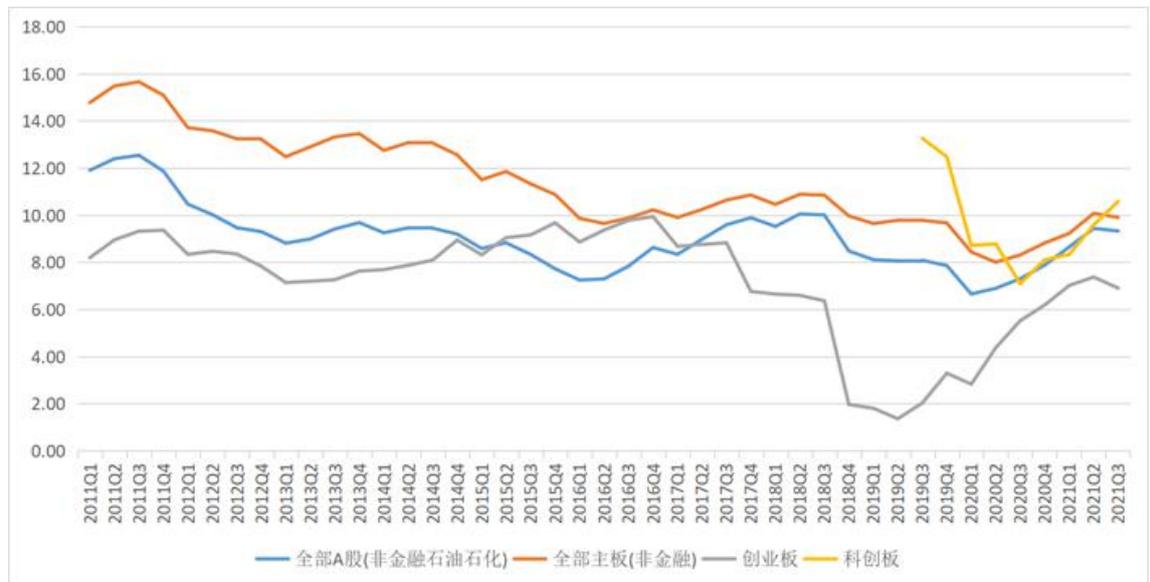


资料来源：瑞达期货、Wind

2020 年三季度全 A 非金融两油净资产收益率 ROE (TTM) 为 9.33%，较上半年下降 0.11 个百分点，结束一年多以来的回升态势。主板非金融、创业板、科创板 ROE 分别为 9.9%、6.9%和 10.58%，环比分别下降 0.17%、0.47%和上升 0.99%，科创板企业经营效益仍处上升通道，主板与创业板或已见顶回落。

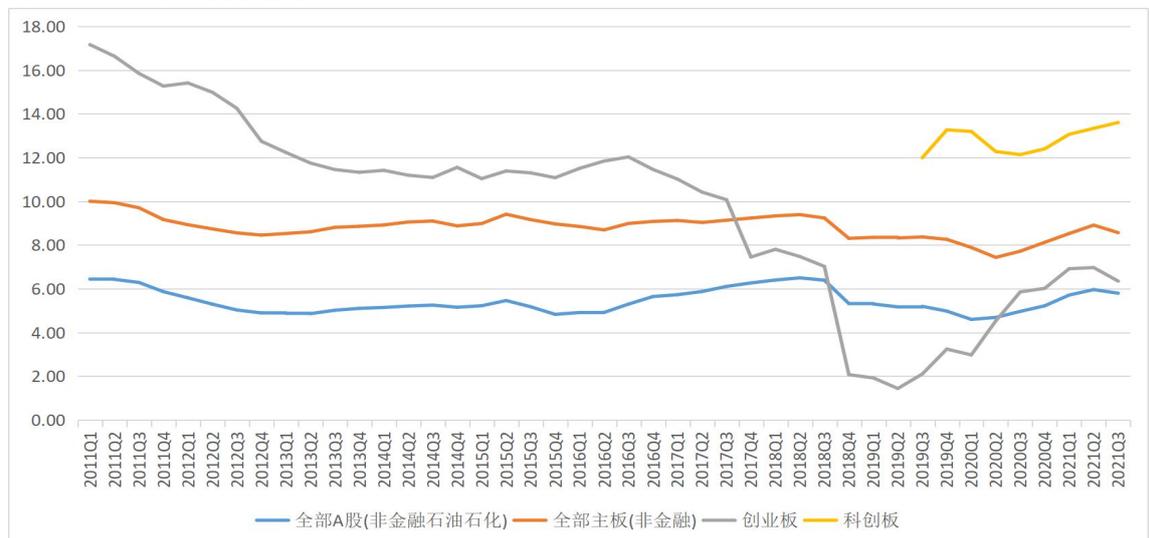
从杜邦分析来看，销售净利率回落是拖累 ROE 的主要原因，而各板块资产周转率则有所回升，说明三季度上市公司生产经营活动并未减弱，但是成本端的持续抬升对企业效益产生拖累。2021 年三季度主板非金融//创业板/科创板销售净利率分别为 8.57%/6.35%/13.6%，分别较二季度下降 0.34%、0.62%和上升 0.27%；资产周转率则分别较上期上升 0.05 次、0.15 次和 0.13 次至 0.14 次、0.44 次和 0.37 次；资产负债率则总体保持平稳，主板杠杆率有所回落。

图表 35：A 股 ROE (TTM)



资料来源：瑞达期货、Wind

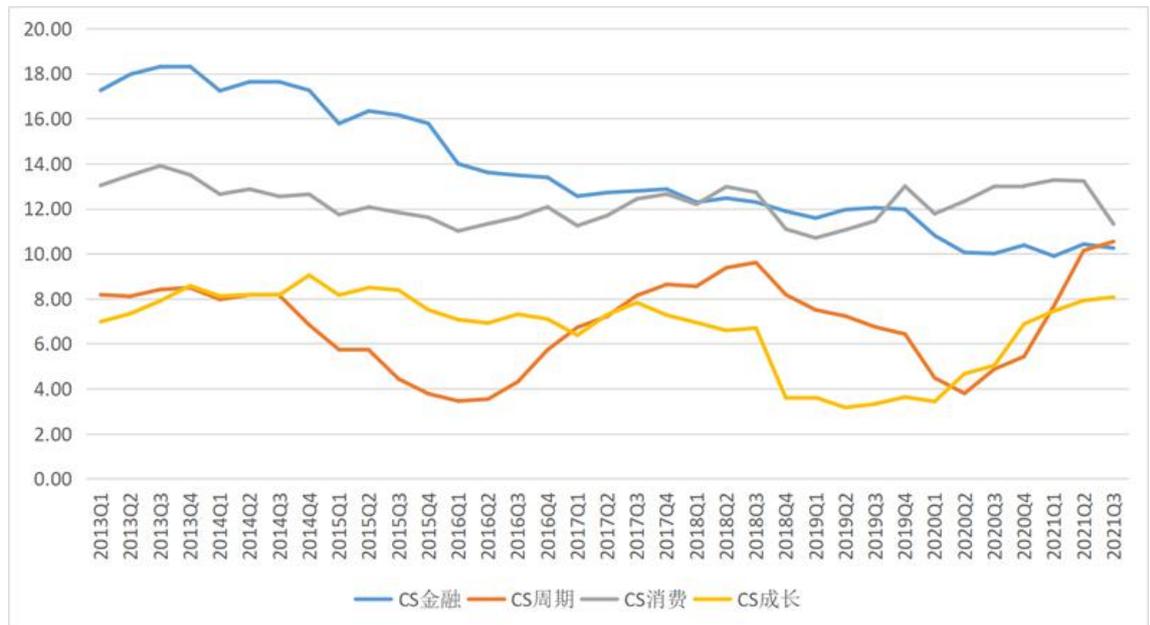
图表 36：A 股销售净利率



资料来源：瑞达期货、Wind

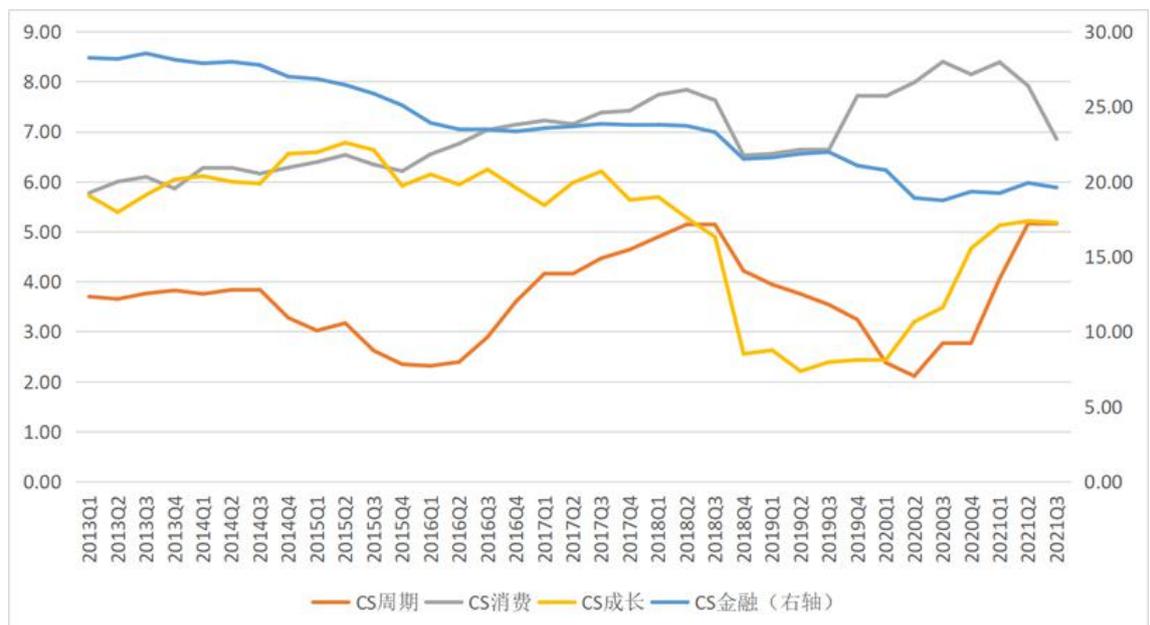
疫情发生以后，不同风格行业间的 ROE 差异走势显著扩大，而这也是 A 股呈现结构性分化的重要因素，2021 年消费的表现明显弱于成长与周期，三季度成本端上升对于消费行业的净利率侵蚀尤为明显，同时大宗商品价格上行则进一步对周期行业效益形成拉动。不过随着 2022 年大类行业周期发生变化，PPI 与 CPI 剪刀差收敛，周期行业大概率将步入下行通道，消费预计将步入修复，成长有望保持高景气度，市场风格将呈现回归过程。此外，随着 2022 年经济逐步见底回暖，ROE 有望再度迎来回升。

图表 37：风格类 ROE



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 38：风格类销售净利率



资料来源：瑞达期货、Wind

（二）、A 股估值水平趋于稳定

A 股整体估值在经历了 2020 年快速增长后，估值在 2021 年迎回落。当前 A 股主要指数估值多数处于近十年均值附近。全部 A 股 (P/E) 为 16.75 倍，均值为 15.72 倍，估值所处历史分位为 57.89%，仍处在中枢上方。2022 年流动性与盈利能力对于 A 股估值的提升都将较为有限，预计 2022 年 A 股整体估值水平将维持平稳，或难出现明显的抬升，大概率仍将延续结构性的估值提升。

2021 年 A 股风险溢价整体处于下行态势，上半年企业盈利增速对估值形成了一定的消化，而下半年无风险收益率快速下行以及盈利增速走弱，共同带动 A 股风险溢价回归均值附近波动，而市场风险偏好处于相对低迷的状态。2022 年市场风险溢价（风险偏好）或将呈现先抑后扬的态势，上半年盈利增速放缓将对估值形成抑制，同时无风险收益率继续下行，预计将进一步带动市场风险偏好回落，下半年这一现象或将有发生转变。

图表 39：全部 A 股估值变化 (P/E)



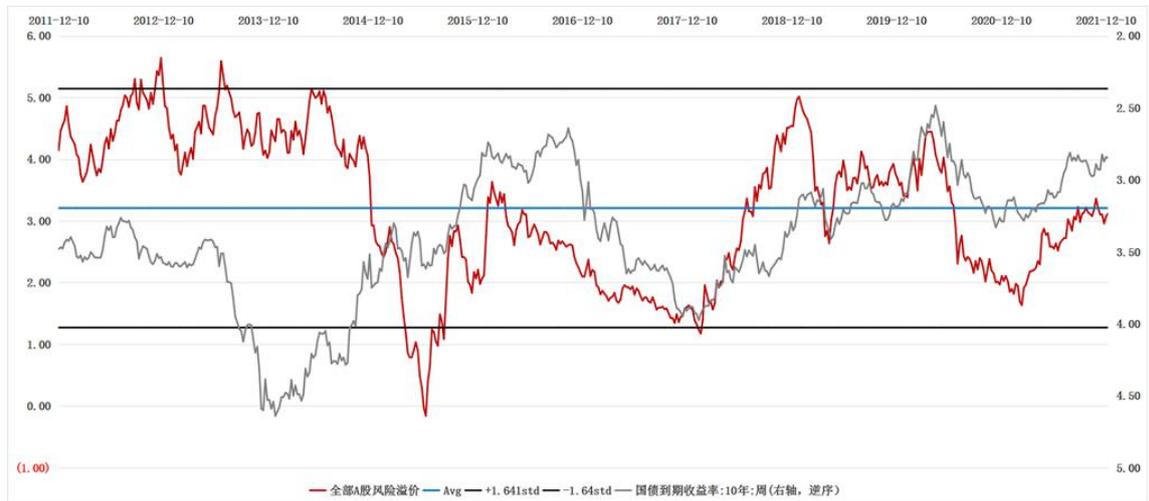
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 40：主要指数估值变化 (P/E)



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 41：全部 A 股风险溢价与十年期国债收益率



资料来源：瑞达期货、Wind

二、A 股资金压力不减

(一)、全面推行注册制

2022 年中央经济工作会议明确提出全面实行股票发行注册制。在 2019 年科创板、2020 年创业板、2021 年北交所实现注册制改革后，目前 A 股市场除沪深主板外，均已实现股票发行注册制。不过相较于科创板、北交所为增量试点，创业板与主板上市公司在规模、投资者等层面有着一定的差异，因而在完成“三步走”的实践后，改革难度更大的主板注册制逐步具备条件。注册制改革将为 A 股投资者带来更多投资机会，也将进一步扩大市场规模，成交额破万亿的情形将成为常态，但同时也将带来一些影响。

首先，随着新股持续增加以及“询价新规”落地，破发概率极低已成历史，打新难度

也将增加；其次，近两年大批量高科技企业登陆科创板及创业板，市场风格与结构开始发生改变，高科技企业已然成为市场内重要的组成部分，而随着 2022 年主板推行注册制，主板上市公司数量增加，或将令这样的风格发生一定的转变；再次，股票供给量的增加，投资者采坑概率大增，但也意味着近两年的资金抱团现象将更加明显，投资只能优中选优，交易集中度将会进一步上升。最后，在 2021 年 IPO 规模达到创历史记录的 5678 亿元的背景下，全面实施注册制或将推升 2022 年 IPO 节奏，这也将对市场资金带来一定的考验。

图表 42-43：中国股市加速扩容（IPO 家数、融资规模（亿元））



资料来源：瑞达期货、Wind



资料来源：瑞达期货、Wind

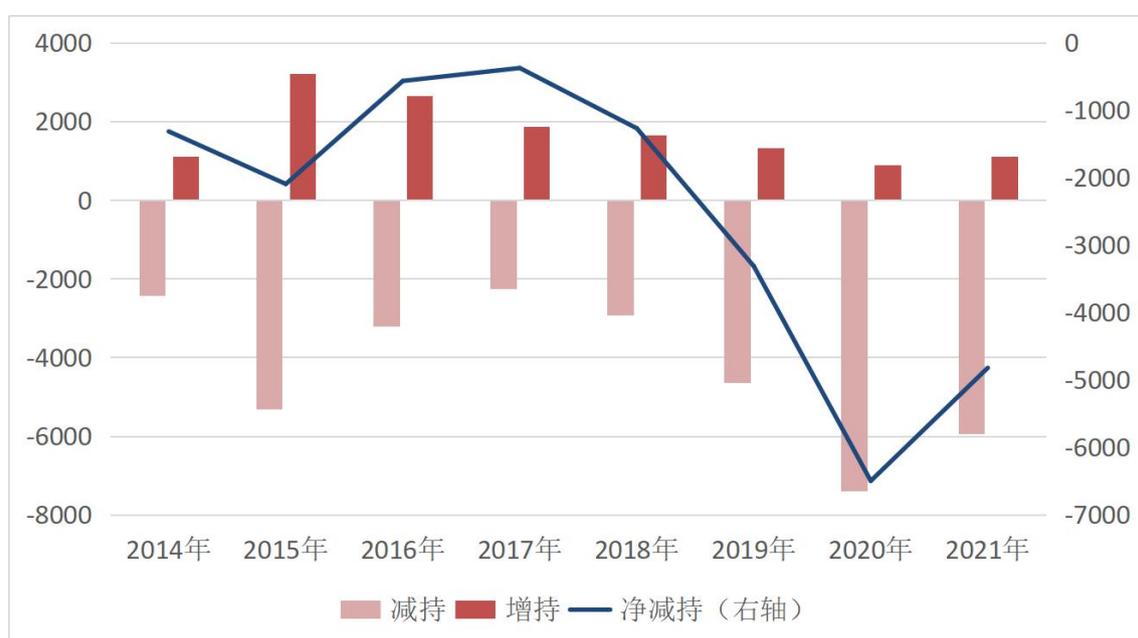
（二）、产业资本减持

在 A 股市场行情相对纠结的背景下，2021 年产业资本减持节奏较 2020 年有所放缓，但其仍是 A 股资金消耗的重要来源。2021 年产业资本减持达到 5938.85 亿元，净减持规模

为 4824.35 亿元，相较于 2020 年净减持规模 6501.07 亿元的规模有所回落，但依然处于相对较高的水平。

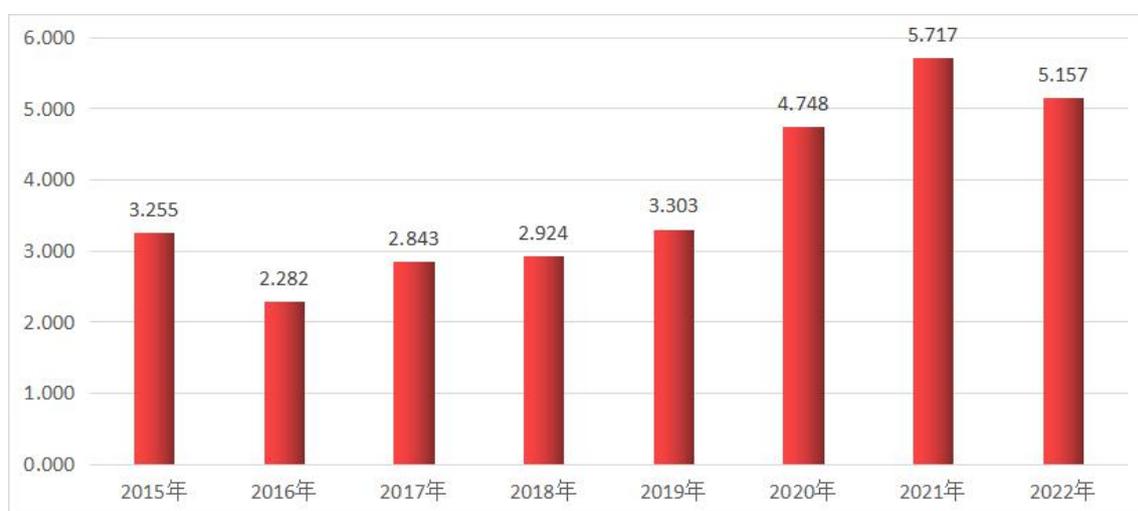
在新股供给增加的情形下，2022 年限售股开始流通市值虽较 2021 年有所回落，但仍处于历史高位，限售解禁市值将达到 5.157 万亿元，而在主板注册制改革铺开，未来限售解禁以及减持压力也将相应增加。不过 2022 年在行情预计更加曲折的背景下，产业资本减持行为或将有所缓解，但对于资金的消耗或将保持在近三年的均值附近。

图表 44：产业资本净减持（亿元）



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 45：限售解禁规模（万亿元）



资料来源：瑞达期货、Wind

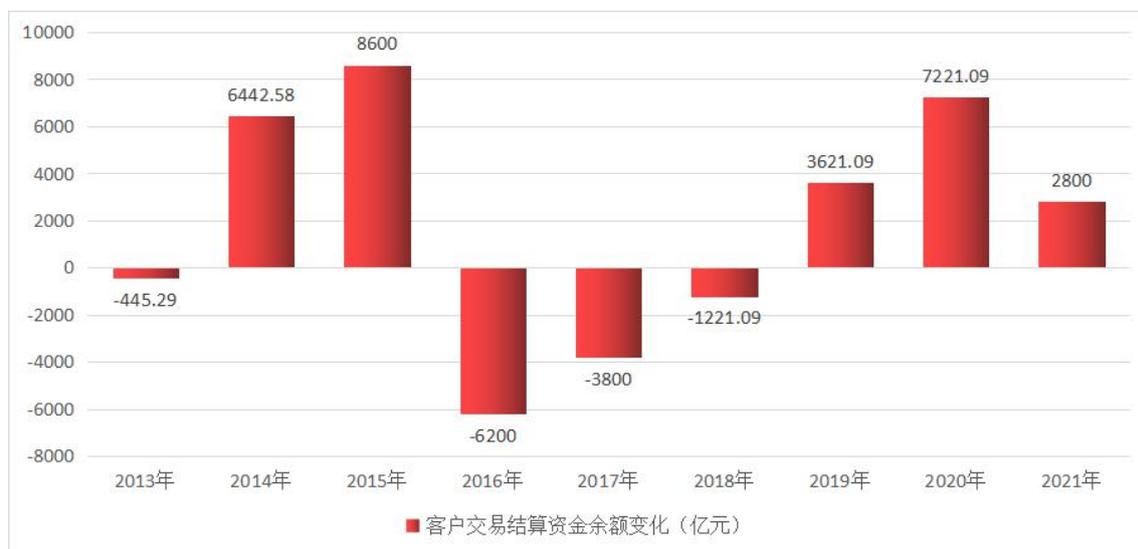
（三）、资金供给

在经济下行压力加大与“资产荒”的背景下，估值仍处于合理水平的 A 股仍将迎来增量资金的到来。第一，当前宏观环境下，“房住不炒”政策以及利率持续下行，将进一步加速居民资产向权益类市场转移；第二，A 股国际化发展的步伐仍未减弱，虽然面临着海外宏观环境变化等因素的影响，但 A 股投资环境的持续改善仍将吸引海外增量资金流入；第三，随着资管新规过渡期正式结束，2022 年资管市场预计将迎来快速发展，公募与私募也将逐步壮大，成为资金进入市场的重要通道

1、个人投资者

2021 年三季度末，券商客户交易结算资金余额为 1.94 万亿元，较年初增长 2800 亿元，这一数据较为直观的反映了个人投资者在证券市场交易资金结算余额，以及投资者情绪。在 2014 年和 2015 年 A 股大牛市期间，个人投资者增量资金达到 1.5 万亿元，余额达到创纪录 2.06 万亿元。近三年 A 股整体呈现慢牛格局，个人投资者资金规模保持增长势头，但 2021 年市场趋于震荡，板块轮动加剧以及公私募市场的壮大，使得资金流如有所放缓。在 A 股结构性行情仍在延续以及资产转移，个人投资者资金在 2022 年仍有望维持流入态势。

图表 46：交易结算资金余额年度增量（亿元）



资料来源：瑞达期货、Wind

2、公募与私募基金

除了通过直接交易的方式入市外，居民资产正在加速通过购买基金的形式进入权益类市场。截止 2021 年 11 月末，新发行的公募股票型和偏股混合型基金累计份额达到 0.36 万

亿份和 1.13 万亿份，与 2020 年全年发行量资本持平，远高于近年来的平均水平。随着 A 股市场不断扩容，选股难度不断上升，而较难把握的结构性行情，通过基金参与股票交易的投资者预计将日渐增多，但以当前公募基金的体量来看，2022 年通过公募流入股市的资金预计将保持在高位，年度增量预计较为有限。

2018 年资管新规的出台，推动我国资管市场进入一个新的发展阶段。在经历了 2018-2019 年两年的调整后，资管市场迎来了快速扩张。据 Wind，股票型私募基金 2021 年累计发行规模达到 27351 只，2019 年和 2020 年分别为 11903 只和 20184 只；不过在发行数量增加的同时，发行规模则保持相对平稳的态势，2020 年与 2021 年增量规模约 208.9 亿元和 198.49 亿元。随着私募市场的逐步扩大，以及高净值客户的投资需求增长，私募机构股票类产品的发行或将持续增长。

图表 47：公募股票型与偏股混合型基金新增份额（亿份）



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 48：私募股票产品新增发行规模与数量



资料来源：瑞达期货、Wind

3、杠杆资金

两融余额在 2021 年整体呈现缓慢上升的态势，随着四季度市场板块轮动加快，陷入震荡，两融余额自高点逐渐减少约 781.47 亿元至十二月中旬的 18372.17 亿元。这一数字相较于 2021 年初增加约 1570 亿元，而 2020 年两融余额增量达到 5928.42 亿元。与此同时，两融余额占 A 股流通市值比例在二三季度快速上升后，逐渐回落至近一年多来的最低水平。融资 2021 年融资净买入额为 2400 亿元，较 2020 年 4765.2 亿元明显减少。可见市场容量扩大的同时，杠杆资金入市意愿不足，增量资金不足难免将对行情的演绎带来了一定的负面影响。

图表 49：两融余额与两融占 A 股流通市值

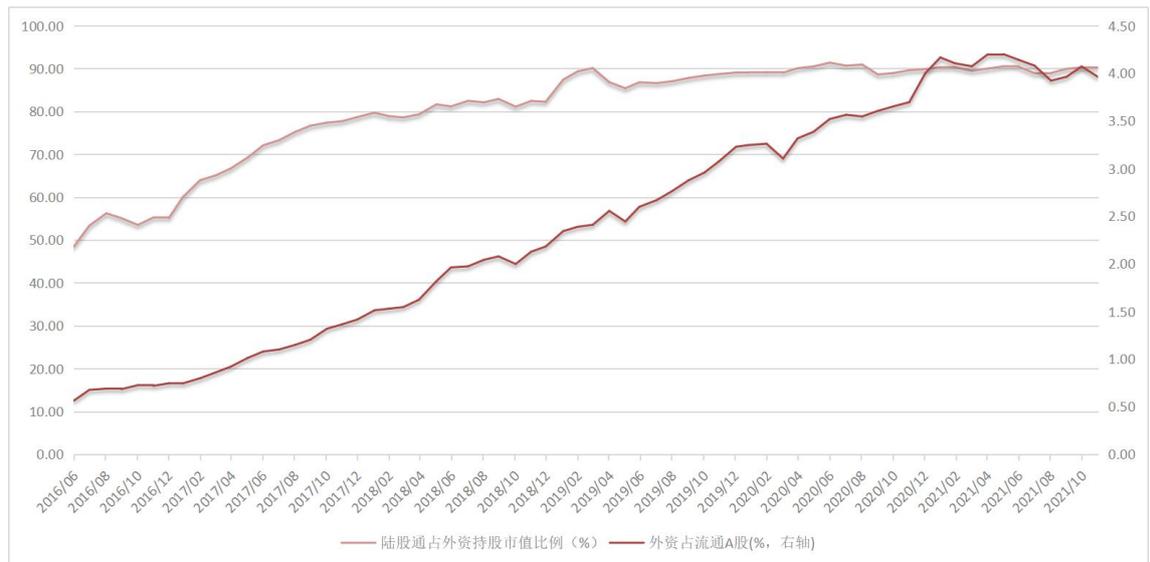


资料来源：瑞达期货、Wind

4、海外资金

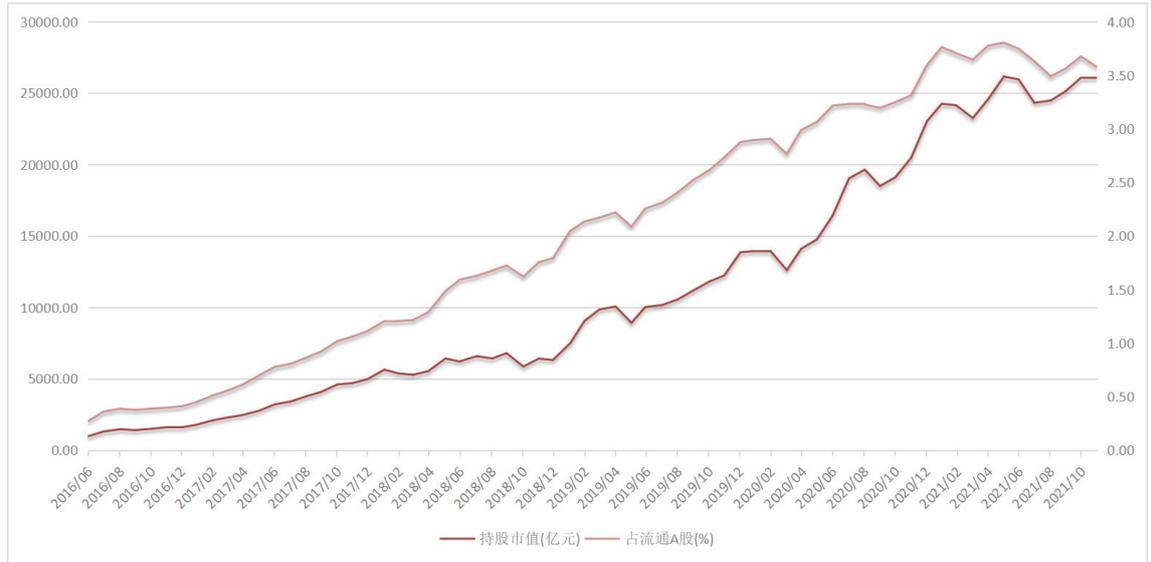
截至 2021 年十一月末，外资持股市值达到 2.89 万亿元，较 2020 年末增加 3242.21 亿元，但增量相较于 2020 年 1 万亿元和 2019 年 7870 亿元明显减少。2021 年外资占流通 A 股比例与 2020 年末基本持平，占比在一季度达到高点后逐渐回落。相较于 QFII，沪股通（陆股通）已经成为境外资金进入 A 股的主要渠道，持股市值占外资持股市值约 90%，已经成为外资参与 A 股的重要渠道。尽管陆股通 2021 年累计净流入 4150.08 亿元，较 2020 年进一步上升，但持股市值 2.6 万亿元，占流通 A 股比例为 3.58%，较 2020 年末增加约 3000 亿元和下降 0.13%。外资 2021 年为 A 股带来的增量资金相对有限。2022 年外资仍要面对全球流动性收紧、国内经济放缓、中美关系不确定性、海外市场波动加大等因素的影响，外资带来的增量资金对于当前 A 股的体量而言，影响或将减弱。

图表 50：外资占 A 股流通市值比例



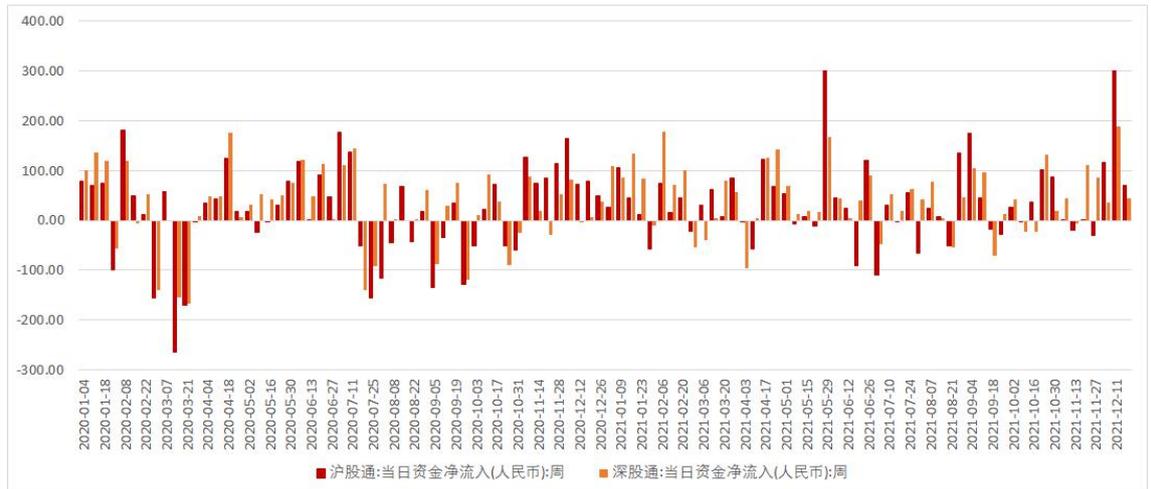
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 51：陆股通持股市值与占 A 股流通市值比例



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 52：陆股通净流向（亿元，周）



资料来源：瑞达期货、Wind

2022 年股指期货总体观点

一、2022 年市场行情预判

展望 2022 年，疫情逐步得到控制，疫后经济余波效应尚存。由于国内与海外的疫情恢复时间差距、政策分化以及流动错配持续演绎，总体来看，判断 2022 年经济表现为国内偏“滞”，海外偏“胀”的格局。海外层面上，在发达经济体与新兴经济体供需缺口持续修复的情况下，通胀局势有望倾向企稳。国内方面，上游物价压力缓解然而内需依然弱势，景气度小幅回升有望平稳内需预期。

结合国内宏观预期，2022 年，中国经济处于疫后余波期，滞胀倾向以及地产拖累经济使得宏观预期偏弱，因而市场路径或较为波折，维持震荡市场行情的观点不变。根据年底

行情以及政策定调，2022 年具备阶段性行情和结构性机会，逆周期结合稳增长的政策下，大盘指数或迎来估值修复。从周期性视角来看，上游价格上涨主导了 2021 年较长时间区间的行情，2022 年大宗涨势回落的趋势下，中下游端盈利预期将得到修复，其中低估值板块具备上行逻辑。另外，稳增长政策发力下，可以期待政策托底经济带来的宏观边际企稳，房地产受政策调整影响或有所回温。从结构性视角来看，制造业产业升级以及碳中和主题催化将为新基建相关板块提升成长空间，当前高估值的热门赛道短期面临一定的回调风险，然而中长期上受到行业政策红利的支撑

资金层面，A 股市场或将面临来自供需两端的共同压力。一方面，随着注册制全面落地，以及近两年新股的快速发行，IPO 与产业资本减持对于资金消耗的压力都将进一步增加；另一方面，从 2021 年资金供给层面来看，增量资金已处于一个较高水平，2022 年资金供给或与 2021 年基本持平。在消耗增加，供给平稳的背景下，资金对于市场整体的驱动或将有限。

技术上，2022 年大盘走势呈现先抑后扬格局，整体波动中枢上移，结构行情优于系统性行情。上半年，上证指数可能于 3400 点至 3700 点区间震荡，下半年行情较有机会迎来转机。从中长期趋势来看，在无较强利空因素刺激下，上证指数预计将保持在 2020 年七月份以来的上升趋势线上方运行，回补 2020 年跳空缺口的可能性较低，但仍需关注“两会”前后市场对于经济前期的预期。

图表 53：上证指数周 K 线



资料来源：瑞达期货，Wind

从沪深 300 指数、上证 50 指数与中证 500 指数的整体趋势上来看，大盘蓝筹震荡整理的局面尚未发生扭转，而中证 500 指数则延续着稳步上升的势头，后者月线级别的向上趋势或难发生改变，但周线及日线级别或有一定的震荡整理的需求，关注 7700-6900 点区

间。

策略上，在上半年 A 股可能面临一定震荡整理甚至回踩风险的背景下，期指建议依托震荡区间以高卖低买操作为主。在政策托底经济的背景下，可适当关注大盘蓝筹的波段性机会，采取多 IH/IF 空 IC2203、2206 合约的跨品种套利操作，适当降低单边敞口。下半年随着经济企稳，政策从宽松回归稳健的过程，预计将进入稳步的上行态势，以偏多操作为主，同时继续介入多 IC 空 IH/IF 策略。

图表 54：IC 主连周 K 线



资料来源：瑞达期货，Wind

图表 55：IF 主连周 K 线



资料来源：瑞达期货，Wind

二、风险因素引发超预期走向

全球经济在疫情后错位复苏，供需失衡的矛盾逐步减缓，由于供需错配压力推动的大宗商品价格或呈现见顶回落趋势。仍需要关注几大海内外利空因素对明年市场超预期走向的影响：变异毒株引发的疫情超预期蔓延；政策效力弱于经济下行压力导致的宏观趋势不及预期，影响相关行业逻辑；内需弱于预期带动经济景气度下行；创业板等成长风格赛道

估值分位处于高位，存在高位波动风险打击市场整体做多情绪。另外，美联储加息节奏前置，在流动性外溢作用下可能加大 22 年上半年 A 股市场风险。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

