



2021年12月20日

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：王志萍

• 从业资格编号 F3071895

• 投资咨询编号 Z0015287

邮箱: wangzhiping@jinxinqh.com

盛世繁花仍可期，A股起落自有时

——2022年股指展望

内容提要

2021年，疫情持续扰动全球市场，全球经济在分化复苏中结构重塑，全球主要央行货币政策边际收紧，中国央行货币政策采取了先紧后松因时而变。在此背景下，A股跌宕起伏，受权重股、核心资产回落拖累，上证指数和深证成指表现偏弱，中证500指数跑赢上证50指数，“杀”估值以及恐慌情绪持续发酵导致上证50指数处于弱势。

2021年三大股指期货走势基本上与现货指数保持一致，但由于经济基本面以及市场情绪变化，三大股指期货全年大部分时间保持贴水状态，但仍然呈现阶段性升水，显示市场情绪出现阶段性改善，但总体对A股市场的看法大部分时间并不十分乐观。

2021年A股表现出明显的结构性分化行情，国内经济基本面、行业政策变化、资金偏好等因素影响加快了A股市场风格轮动。中国A股偏向于周期风格，A股市场多次演绎“煤飞色舞”行情，消费股未能延续去年的强势，成长股表现相对落后，金融股在下半年表现相对稳定并且估值得到一定修复。

我们认为2022年全球经济将“再平衡”，主要国家经济复苏将分化。疫情变化对全球经济复苏仍有制约作用，但预计疫情对全球经济的影响将边际弱化。全球通胀短期仍有压力，但中长期将边际缓和。中国经济仍将趋弱。国内核心变量在于需求恢复。供给冲击叠加需求走弱，短期中国经济仍将趋弱。预计2022年中国经济将前低后高，经济基本面有可能由“类滞胀”向“类衰退”周期转向。

2021年下半年开始主要国家货币政策已经趋势性收紧，主要央行货币政策谨慎收敛趋势已基本确立，未来主要国家货币政策将边际调整，全球流动性面临拐点，同时主要经济体财政支持力度将减弱。预计2022年海外货币收紧的节奏将加快，主要央行明年转鹰的方向基本确定并且将对A股产生冲击。美联储进入加息周期前，国内货币政策将继续处于宽松的时间窗口，预计2022年央行货币政策将先松后紧，但后续宽货币政策空间料将有限，若经济增长低于潜在增速，宽信用预期可能升温，财政政策有可能成为主宽信用的主力。

总体上，我们认为在不出现系统性重大风险的前提下，对2022年股指走势偏向于谨慎乐观，同时A股有可能表现出“慢牛快熊”的特征。沪指大概率在3200-4000

请务必仔细阅读正文之后的声明



点宽幅震荡，明年大概率会重返今年的高点 3732 点并有可能冲击 4000 点，但可能会出现阶段性熊市。2022 年 A 股的不利因素包括全球经济复苏进程、海外市场波动、资金流动以及市场情绪变化等。

股市风格层面，我们认为在经济基本面、市场情绪等因素共同制约下，预计 A 股将延续结构化行情。未来周期股仍存在政策调控风险，大宗商品价格拐点预计在明年上半年出现，随着涨价因素的消退，顺周期景气度大概率下降，大宗商品价格的总体转弱将导致产业链利润再分配，同时可能拖累中证 500 和中证 1000 指数，但中下游企业利润将改善；地产和消费股将继续受经济修复的影响，房地产估值将修复；碳中和政策目标下，能源结构清洁化转型步伐将继续加快，新能源将继续受益于碳中和政策推进；宽货币+紧信用结构将有利于成长风格，但后期货币政策若收紧，将不利于成长股表现。2022 年 A 股全面实行股票发行注册制后，市场分化程度将加深，同时北向资金持续流入将加大 A 股市场风格的切换。

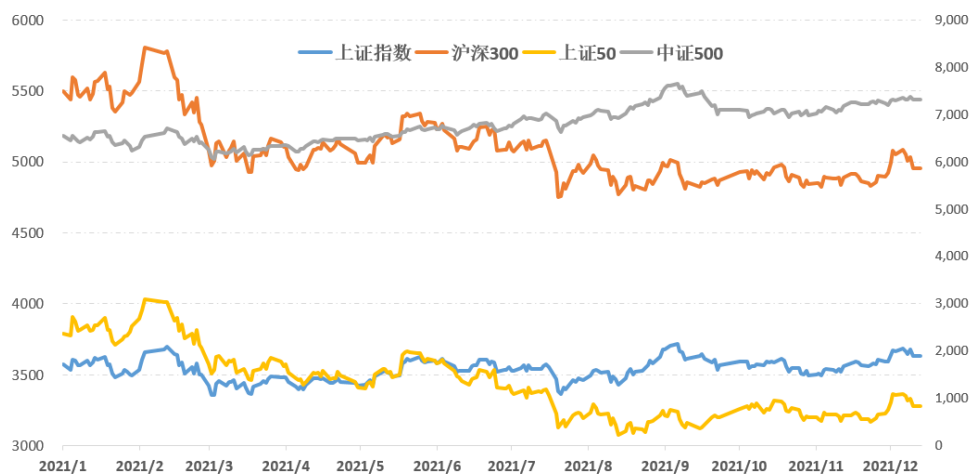
风险提示

全球疫情超预期、国内外经济增长不及预期、国内外政策调整超预期、流动性风格

一、A 股市场回顾

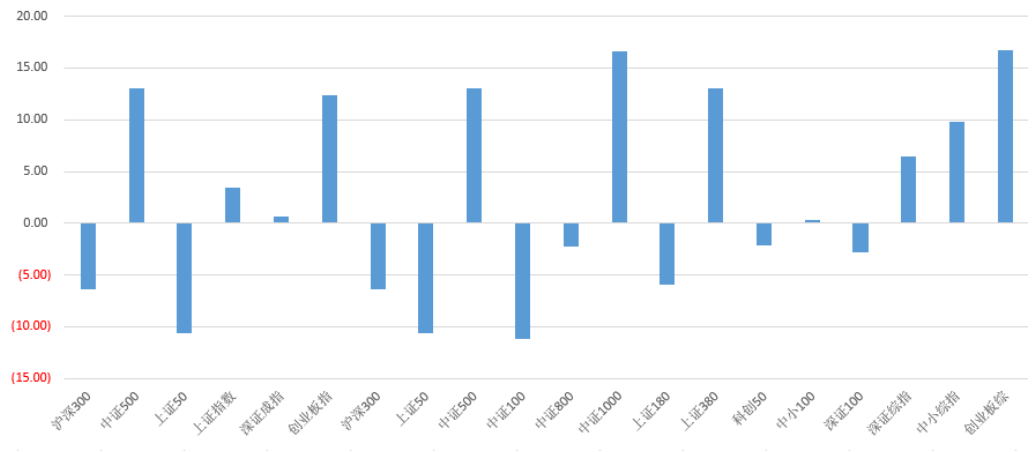
2021 年，疫情持续扰动全球市场，全球经济在分化复苏中结构重塑，全球主要央行货币政策边际收紧，中国央行货币政策采取了先紧后松因时而变。中美关系缓和，人民币汇率总体呈现升值态势。国内部分行业政策加码，监管层强化金融平台监管，房住不炒的严厉政策导致房地产出现局部风险。在此背景下，A 股跌宕起伏。从各宽基指数表现来看，受权重股、核心资产回落拖累，上证指数和深证成指表现偏弱，上证指数全年上涨 3.47%，深证成指上涨 0.68%；中证 500 指数跑赢上证 50 指数，中证 500 指数上涨 13.02%，而沪深 300 和上证 50 指数分别下跌 6.35%和下跌 10.58%。“杀”估值以及恐慌情绪持续发酵导致上证 50 指数处于弱势。

图表 1：各宽基指数走势



资料来源：Wind，优财研究院

图表 2：各宽基指数涨跌幅



资料来源：Wind，优财研究院

从大小盘股比值来看，2021年A股小盘股相对抗跌。大盘指数累计下跌8.13%，小盘指数则上涨5.44%。从今年年初至春节前，大盘股占优，市场风格呈现“大强小弱”的格局；2月份开始，大小盘比值继续下探，小盘股整体占优，并且持续至9月下旬；进入三季度后，大小盘比值回升，市值风格则从小盘持续占优略向大盘均衡。

图表 3：大小盘比值



资料来源：Wind，优财研究院

1.1 股票市场回顾

今年股指的走势大致可以分为五个阶段：

第一阶段：年初A股市场经历了两轮冲高回落过程。第一轮：1月初至2月初。在此阶段，国内经济持续复苏，资金面相对宽松，A股市场呈现出前高后低的走势，核心资产上攻，上证指数快速突破去年高点3464点，直奔3600点关口。但随后1月末央行收紧流动性，shibor一度飙升，资金面趋紧，同时港股科技股大涨吸引南下资金分流，A股市场阶段性回调，沪指再次回踩3450点区域。第二轮：2月中旬至3月初。在此阶段，随着宏观流动性逐步改善，叠加1月份金融数据超预期，核心资产连续拉涨，上证指数刷新五年半以来新高3731点。但在短期暴涨之后，货币政策转向预期升温，市场出现自发性的调整压力。与此同时，二八行情演绎到了极致，核心资产迎来主升，但中小盘股严重失血。春节后伴随着基金抱团品种的快速调整，许多此前长期下跌的低估值品种出现明显的反弹，顺周期行业表现优异，市场风格逆转。

第二阶段：3-5月A股进入宽幅震荡期。3月中旬开始，国内经济整体趋稳，但下行压力有所加大，通胀预期和流动性收紧预期持续影响市场。3月起股指贴水幅度扩大，市场情绪改善趋于谨慎。4月开始，国内经济复苏延续放缓，叠加流动性收紧预期、海外疫情形势恶化等多重因素影响，A股市场情绪整体较为低迷；

第三阶段：5月中旬至7月，A股强势反弹后进入高位震荡状态。随着大宗商品价格降幅明显，通胀预期减弱，央行略超预期投放货币，流动性收紧的担忧得到缓解，市场情绪改善带动风险偏好提升，A股市场有效突破了震荡箱体，人民币升值背景下外资持续流入进一步助推A股，国防军工板块领涨，以新能源等为代表的科技股、创业板和科创板股票表现较好。但是7月后，疫情爆发影响国内消费、餐饮、旅游等行业，制造业供需放缓，A股高位震荡；

第四阶段：7月底至9月中旬，A股先抑后扬。由于疫情反复、极端天气、行业监管政策等利空不断，叠加经济数据超预期回落，加剧市场对基本面担忧，引发权重股再度杀跌，股票市场集体回调，沪指跌破3400点。随后在经历了一波暴跌后相关部门陆续对相关监管政策表态，同时国常会宣布全面降准超市场预期，市场情绪提振，A股逐步企稳回升；进入8月后，国内经济增速趋缓，信贷数据偏弱，国常会定调宽松并提及“跨周期调节”，A股企稳回升，但指数仍然分化明显，周期及成长风格占优，A股半年报公布、海外疫情持续升级导致市场情绪波动；9月份，政策利率维持稳定，但宏观经济数据再次超预期下行，限电及能耗双控政策和地产信用事件对A股市场的影响持续发酵，叠加季末影响下资金面收敛，同时外围市场美元走强叠加美债收益率上涨，国内A股冲高回落，周期板块大幅回调并拖累指数。

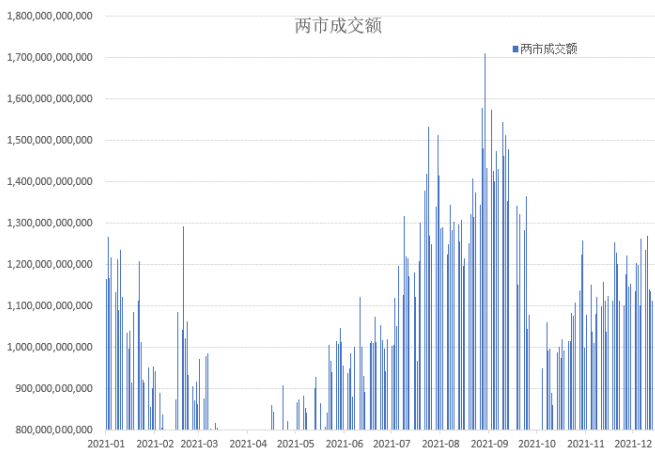
第五阶段：四季度，A股进入震荡整理阶段。奥密克戎病毒扰动全球资本市场。美国通胀上升加快美联储收紧步伐。国内PPI持续高位，经济滞胀压力加大，随着保供稳价政策力度的加大，供给端问题得到缓解，原材料价格增速放缓，煤炭、金属等能源和原材料价格回落，通胀阶段性见顶为货币政策偏松调整创造条件。政策定调明确稳增长，托底+纠偏政策不断落地，房地产政策边际放松，房地产贷款投放继续增长，房地产融资环境边际好转，国务院部署加大制造业政策支持，基建刺激

持续改善，叠加央行全面降准落地，稳增长政策预期强化，A股反弹，高景气赛道股，金融板块估值修复，白马股估值逐步修复，而消费股受益于提价因素。

2021年，A股市场交投情绪高涨，沪深两市成交量累计141个交易日突破万亿元，日均成交10587.17亿元，较去年均值8482.36亿元增长24.8%。

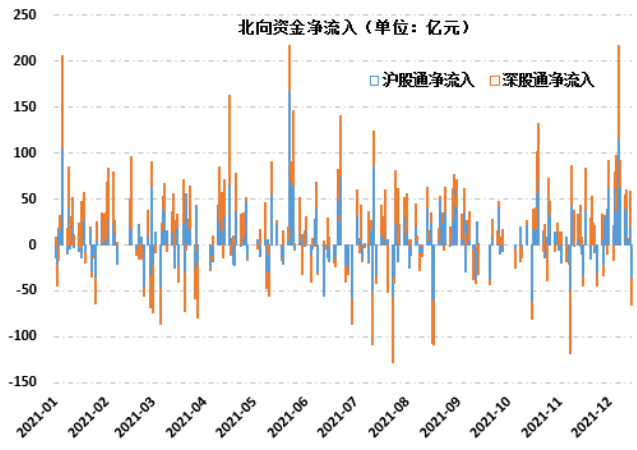
北向资金延续净流入状态，全年北向资金累计净流入4187.21亿元，其中沪股通净流入1,858.11亿元，深股通净流入2,329.10亿元。今年以来，北向资金持续流入，我们认为主要有两方面的原因：一是宏观流动性依然宽裕，人民币资产对外资来说相对吸引力较强，北向资金对A股的乐观情绪有所升温；二是人民币汇率走高，而海外市场波动加大的情况下海外机构对国内资产的配置需求增加。

图表4：A股沪深两市成交额（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图表5：北向资金流入

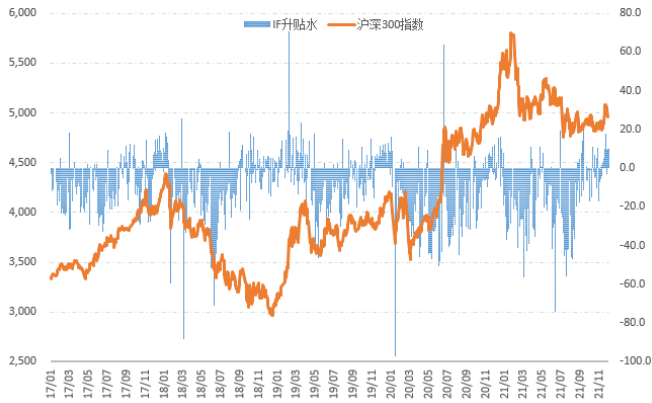


资料来源：Wind，优财研究院

1.2 股指期货回顾

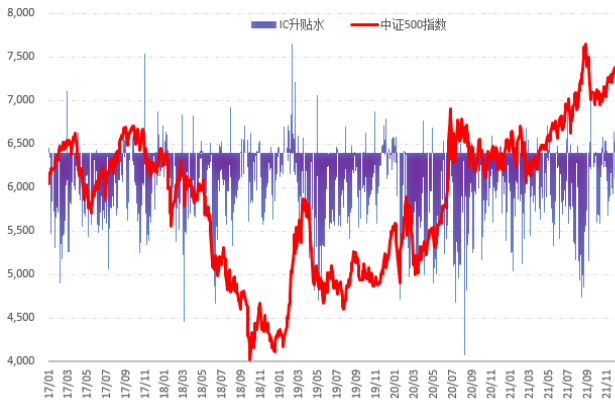
2021年三大股指期货走势基本上与现货指数保持一致，但由于经济基本面以及市场情绪变化，三大股指期货全年大部分时间保持贴水状态，但仍然呈现阶段性升水，显示市场情绪出现阶段性改善，但总体对A股市场的看法大部分时间并不十分乐观。全年IF、IH和IC平均贴水13.1点、4.8点和26.8点。IC/IF主力合约比值为1.48，较去年有明显上升。

图表 6: IF 升贴水



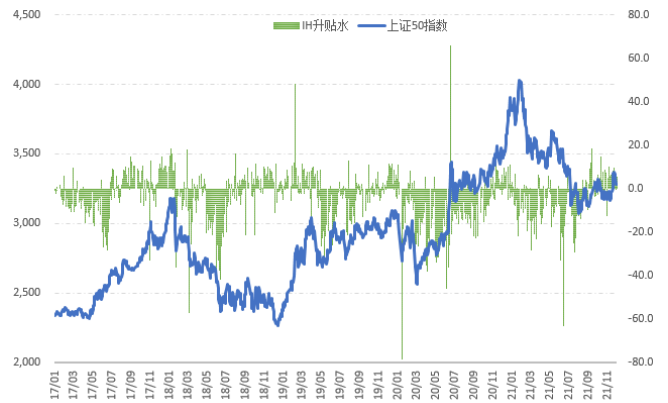
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 8: IC 升贴水



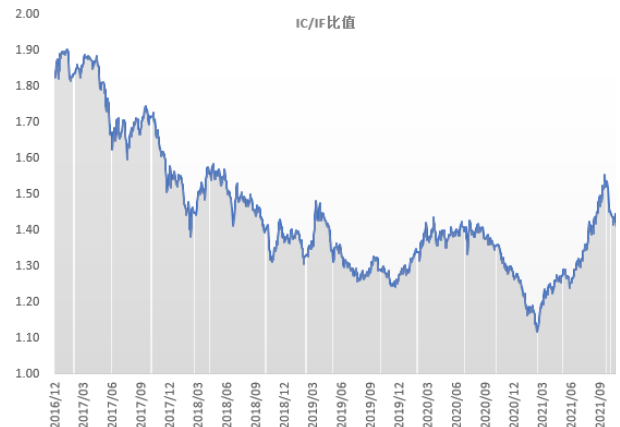
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 7: IH 升贴水



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 9: IC/IF 比值

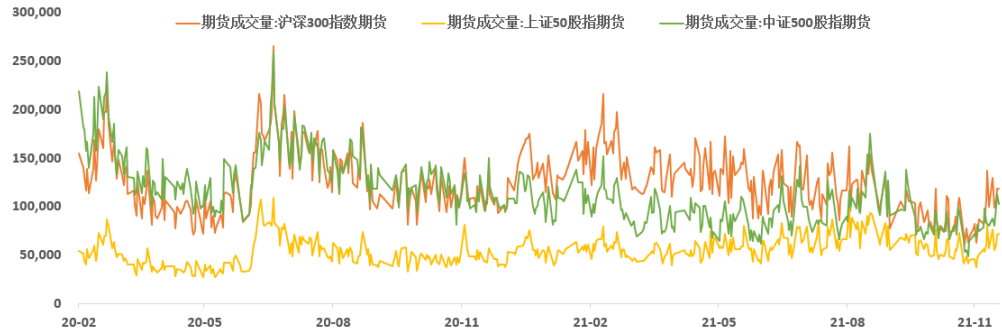


资料来源: Wind, 优财研究院

2021 年股指期货市场整体成交上升,三大股指期货活跃度在 2020 年高位的基础上形成分化,特别是下半年成交量回落明显,主要是由于下半年随着国内经济预期转向,经济数据较为低迷,成交量表现不及去年同期。IF 成交量相对稳定,但 IH 成交量略有上升,而 IC 成交量明显下降。从成交量来看,2021 年 IF、IH、IC 的日均成交量分别为 12.4 万、5.9 万和 9.5 万手,与 2020 年日均成交量相比分别变化 +0.35%、+22.96%和-29.71%。从持仓量来看,2021 年 IF、IH、IC 的日均持仓量分别为 20.6 万、8.9 万和 25.3 万手,分别比去年同期日均成交量增加 24.5%、28.7%和 23.3%。从成交量和持仓量的变化来看,今年市场风格与交易热度存在明显的转变,三大股指期货持仓量变动不一。IC 日均成交量和持仓量均较去年有明显下滑,而 IH 日均成交量和持仓量迎来高增,市场对冲情绪较强,叠加上证 50 指数走势相比去年

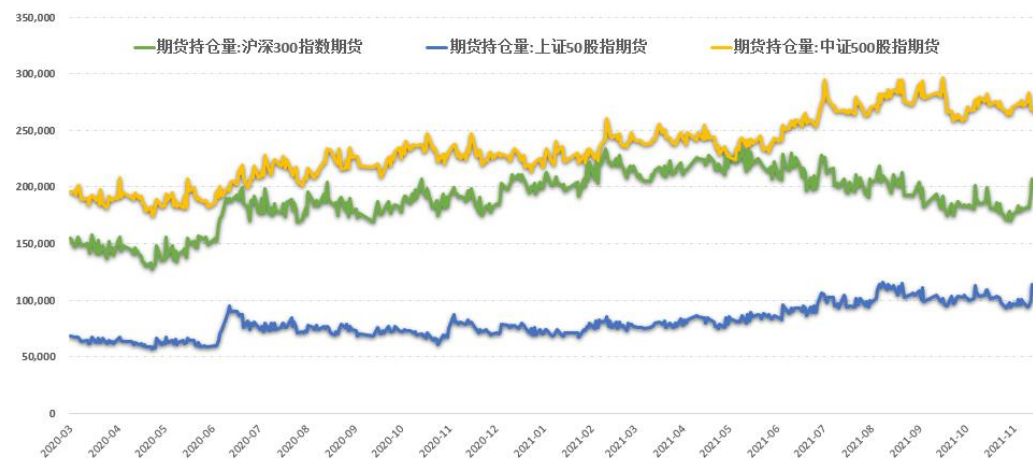
存在较大差异，共同推动 IH 成交量和持仓量增长；IF 持仓量则与去年保持在平稳波动区间内。

图表 10：三大股指期货成交量



资料来源：Wind，优财研究院

图表 11：三大股指期货持仓量

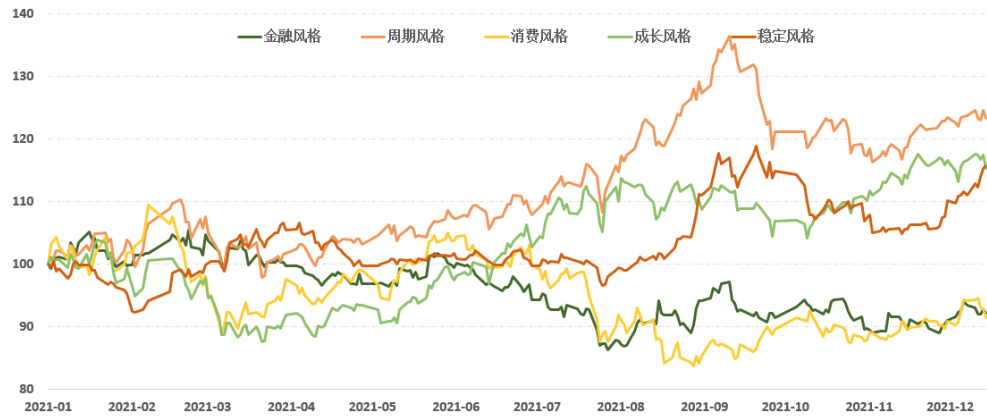


资料来源：Wind，优财研究院

二、A 股风格演绎

2021 年 A 股表现出明显的结构性分化行情，国内经济基本面、行业政策变化、资金偏好等因素影响加快了 A 股市场风格轮动。从风格上来看，2021 年市场风格的相对表现排序为：周期(+25.67%)>成长(+18.86%)>金融(-7.15%)>消费(-9.07%)。中国 A 股偏向于周期风格，A 股市场多次演绎“煤飞色舞”行情，消费股未能延续去年的强势，成长股表现相对落后，金融股在下半年表现相对稳定并且估值得到一定修复。

图表 12: A 股主要风格指数变化



资料来源: Wind, 优财研究院

1、2021 年 A 股风格轮动

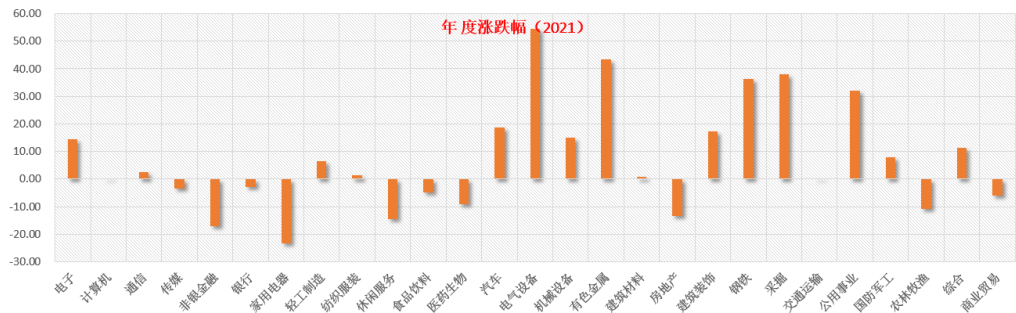
2021 年市场热点转换频繁, A 股呈现结构化行情, 扰动因素较多。分阶段来看, 上半年资金面及市场情绪变化是市场风格变化的主要驱动力, 下半年基本转弱后政策的介入使得市场风格加快转换。2021 年至今 A 股调整行情中, 板块行情总体缺乏持续性, 但基本上出现了三轮行业风格轮动:

(1) **年初消费股走弱, 而周期股走强。**年初至春节前, 央行开始回笼流动性, 权重市值龙头呈现资金抱团现象。春节后, 由于美债收益率快速飙升叠加通胀预期高涨, 全球高风险资产显著调整并传导至国内, 叠加国内资金面超预期紧缩, A 股市场行情从白马股的抱团行情急速切换至低估值顺周期行情, 以白酒为首的核心资产估值回落, 而上游周期行业受益于经济回升表现较好, 周期股掀起上涨行情, 钢铁、有色金属、采掘、电气设备领涨, 新能源板块崛起; 金融股表现分化, 银行股走势偏强, 但非银金融下挫, 国防军工走弱。

(2) **二季度, 消费股和周期股同时走强, 成长股表现较好。**经济增长出现放缓迹象, 股市进入调整阶段。食品饮料板块虽然业绩分化, 但是行业涨幅不仅明显跑赢了同期市场均值, 并且位于大类行业涨幅榜前列, 白酒行业走势强劲; 大宗商品市场走牛, 周期股走强, 有色金属领涨, 钢铁板块大涨; 成长风格中电子和计算机均有不错的涨幅, 半导体、光伏、新能源等景气赛道大幅反弹。二季度消费股、周期股均跑赢大盘。

(3) 下半年以来，周期股分化而消费股和金融股回升，成长股表现不佳。受国际大宗商品价格以及国内行业政策影响，周期股表现先扬后抑，但外资整体净流入周期股板块。能源类大宗商品价格领涨，而针对煤炭价格的调控政策持续发力，钢铁、石油、有色等周期板块集体退潮，煤炭板块下挫对市场情绪形成了一定打击，房地产继续受政策影响而继续调整，房地产税改革试点消息对市场情绪形成负面影响；而受“双碳”目标顶层设计的利好消息刺激，碳中和题材引领市场；消费股以及风电、光伏、新能源车等高景气赛道回升，大金融以及大消费板块走强推动大盘企稳，核心资产支撑股指。

图表 13：各行业板块全年涨跌幅



资料来源：Wind，优财研究院

2021 年 A 股市场的风格轮动，主要受宏观层面和微观层面的影响：

宏观层面，2021 年全球流动性保持宽裕，受疫情影响，海外供给端恢复缓慢。而国内整体经济偏弱，全球疫情反复导致供需错配，国内一系列行业政策对 A 股形成扰动。“双减”政策对教育行业产生巨大冲击，“共同富裕”以及反垄断政策打压互联网等板块的估值，叠加房地产信用事件冲击房地产行业，而国内相继出台限产限电以及能耗双控等政策引爆周期股行情，钢铁、煤炭等黑色系以及原油等能源系需求旺盛，上游资源品行业存在明显的超额收益；而消费层面，2021 年国内消费恢复缓慢，疫情持续发酵、极端天气以及房地产政策等影响消费复苏。另外一方面，在“稳增长”预期下，年底大消费及大金融板块走势较强，金融地产等相关板块明显反弹，同时国内政策逐步向新能源行业倾斜，央行给予新能源行业信贷支持工具，新能源相关产业链迅速发展，新能源板块带动指数回升。

微观层面，盈利仍是驱动股价变化以及市场风格转变的核心动力，2021年A股风格轮动主要源于上市公司的盈利分化。A股各行业整体收入和业绩增速呈现分化，景气复苏向周期风格和消费风格扩散，特别是周期行业主导的中证500指数逐步走高，而业绩增速较慢的沪深300指数和中证50指数表现落后于中证500指数。从盈利结构来看，A股上市公司的盈利结构呈现分化状态。上半年供应短缺以及下游需求带动上游周期资源品价格持续走高，上游企业盈利改善，利润增速及毛利率继续提升，石油石化、煤炭、有色、钢铁、化工等行业净利润增速及毛利率均有明显增加，但下半年随着周期资源品价格回落，上游企业盈利边际放缓；中游工业品呈现两极分化，制造业中上游原材料加工业整体业绩较好，而中下游制造业企业受大宗商品价格上涨的影响较为明显，利润总体承压；金融风格中，银行业利润明显上升，不过受宏观经济环境与地产行业信用扰动影响，银行板块整体表现低迷，而非银金融在上半年收入增速和利润增速表现较好，但三季度表现不佳；消费风格在一季度延续高景气度，但进入二季度后收入增速和利润增速放缓，必要消费的复苏力度较弱，商贸零售和农林牧渔业利润明显下滑，汽车行业收入增速和利润增速下降；成长风格中，国防军工表现较好，电子、计算机、传媒和通信行业收入增速和利润增速均边际下滑。

图表 14: A股各行业盈利分化

大类行业	一级行业	单季度, 归属母公司股东的净利润合计同比			单季度, 营业收入同比			单季度, 销售毛利率		
		Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3
周期上游	石油石化	297.3	1,035.6	-40.5	11.5	44.7	39.3	21.0	17.9	18.2
	煤炭	61.6	67.2	62.8	25.3	20.0	42.1	27.3	27.8	28.7
	有色金属	305.4	228.2	141.2	48.8	39.3	26.9	10.3	11.3	11.2
周期中游	电力及公用事业	50.9	-14.3	-62.1	27.2	15.6	11.6	19.9	20.2	13.4
	钢铁	242.8	220.7	78.8	53.3	57.4	46.6	11.5	13.7	10.9
	基础化工	209.2	116.6	100.5	42.7	28.4	30.6	23.6	25.2	24.4
	交通运输	345.6	535.8	73.7	38.6	51.6	52.5	9.7	12.2	12.4
	建材	100.2	11.7	-3.7	60.9	10.2	4.3	27.5	29.7	25.8
	轻工制造	129.0	31.4	-12.0	58.0	26.2	15.5	24.8	24.2	21.7
周期下游	机械	172.6	7.2	2.6	52.4	22.5	8.5	23.2	22.7	22.9
	电力设备及新能源	152.7	3.5	19.7	52.9	24.3	28.3	22.0	21.8	20.7
	建筑	71.2	13.0	3.2	54.5	15.0	7.2	10.0	10.9	10.7
金融	房地产	-14.1	-20.5	-58.5	35.9	27.0	11.7	22.6	20.7	18.9
	银行	4.6	24.0	14.8	3.7	8.3	11.5			
	非银行金融	22.0	39.5	-26.3	8.2	4.2	-2.2	24.8	24.6	18.9
必要消费	商贸零售	180.3	-33.3	-80.1	30.9	27.6	3.7	13.3	10.4	11.1
	医药	84.1	22.9	-1.3	31.4	15.1	6.5	35.3	35.8	34.7
	食品饮料	26.6	2.7	2.1	22.9	6.5	5.8	49.3	45.1	46.4
	农林牧渔	3.0	-112.0	-169.2	42.1	22.3	7.1	17.1	8.8	1.1
可选消费	汽车	571.7	6.5	-28.5	71.2	8.1	-9.5	13.2	13.5	13.6
	消费者服务	251.5	1,751.2	-43.0	56.9	57.7	-4.8	33.7	33.4	28.3
	家电	109.2	5.2	-10.4	46.7	16.9	3.7	22.4	23.0	22.9
	纺织服装	130.3	4.3	-18.1	28.7	9.7	9.5	25.2	25.4	25.8
成长	国防军工	-6.3	24.5	28.9	31.8	13.8	13.5	22.9	21.3	21.1
	电子	167.6	86.7	38.6	53.5	35.6	26.6	22.1	23.4	22.6
	通信	94.9	-45.7	-0.1	20.2	6.0	8.7	18.8	18.9	21.0
	计算机	771.1	-19.2	-21.0	26.1	15.0	-16.9	18.7	20.1	24.1
	传媒	88.3	50.2	-18.3	20.7	17.4	4.5	30.2	29.5	29.5
	综合	846.9	78.5	-4.3	46.8	35.7	23.2	8.1	7.5	7.1

资料来源: Wind, 优财研究院

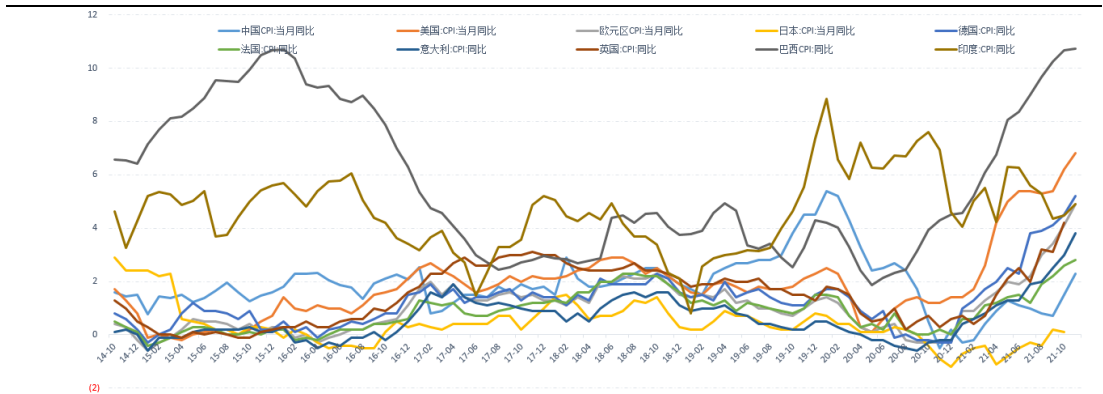
三、基本面分析

1. 全球经济进入“类滞胀”环境

2021 年全球经济“类滞胀”特征愈加明显：一方面，全球经济复苏势头放缓，主要经济体出现经济下行趋势。2021 年前三季度美国 GDP 同比增长 5.7%，其中三季度美国 GDP 增速降至 2.0%；另一方面，2021 年以来，全球能源危机愈演愈烈，中国、欧洲、美国等国家能源供需矛盾不断加剧，能源价格持续飙升，同时多数大宗商品逼近历史高位，全球通胀持续走高。美国和中国国债收益率攀升，一定程度上反映出通胀的风险。

受能源成本飙升以及供应链中断影响，美国通胀水平飙升，10 月份 CPI 整体通胀率达到 6.2%，通胀率创 31 年来最高纪录，PPI 增速也录得金融危机以来新高。美国通胀高位运行以及经济增速放缓使得美国存在进入滞胀周期的风险。今年以来，全球货币政策开始转向，土耳其、巴西、俄罗斯、英国等部分国家先后加息。

图表 15：全球主要国家通胀明显上升

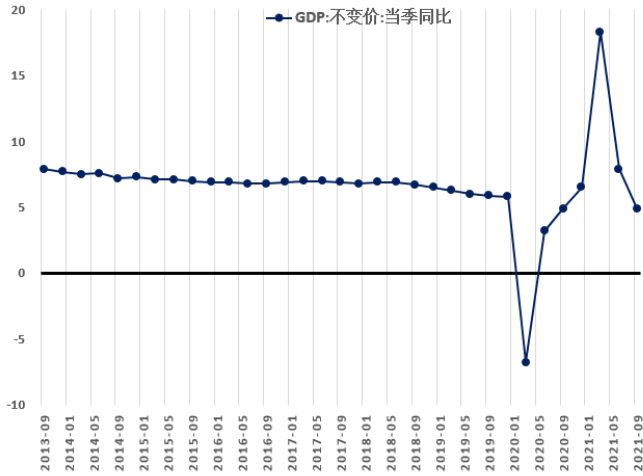


资料来源：Wind，优财研究院

国内经济增长放缓的同时 PPI 表现出结构性通胀特征。中国经济下行压力加大，国内疫情反复冲击消费和服务业，投资消费全面回落，洪涝灾害天气、限电和能耗双控拖累工业生产，制造业修复放缓，制造业 PMI 指数跌破荣枯线，生产进入收缩状态；国内固定资产投资和工业生产边际放缓，政策严监管下房地产景气度快速回落，需求继续承压“滞胀”特征显现，GDP 增速动能趋缓，上游工业品价格大幅上涨，但疫情扰动、消费放缓以及猪肉价格因素拖累 CPI，通胀整体温和，而 PPI 高位震荡，

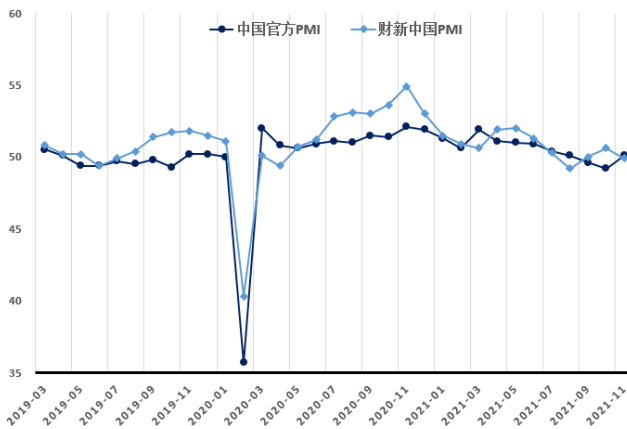
上游资源价格上涨对下游企业利润形成挤压，PPI-CPI 剪刀差创历史新高，中国经济出现类滞胀特征。中国三季度 GDP 同比增速降至 4.9%，CPI 同比上升 0.7%，PPI 则同比上升 10.7%，PMI 生产指数续三个月位于收缩区间，中国经济处于类滞胀阶段。

图表 16: 中国经济增速放缓



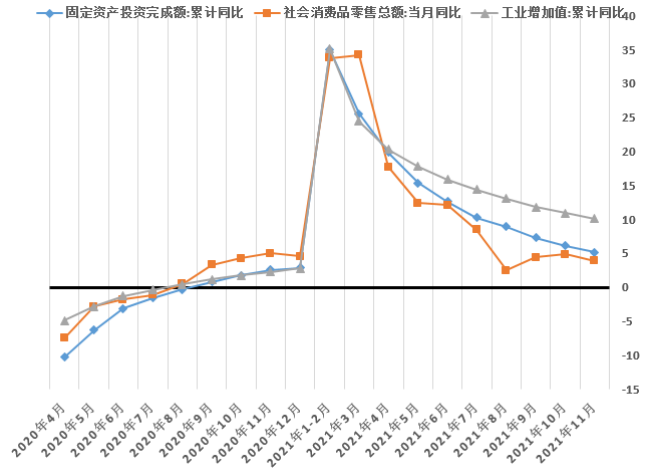
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 18: 中国制造业 PMI 在荣枯线附近徘徊



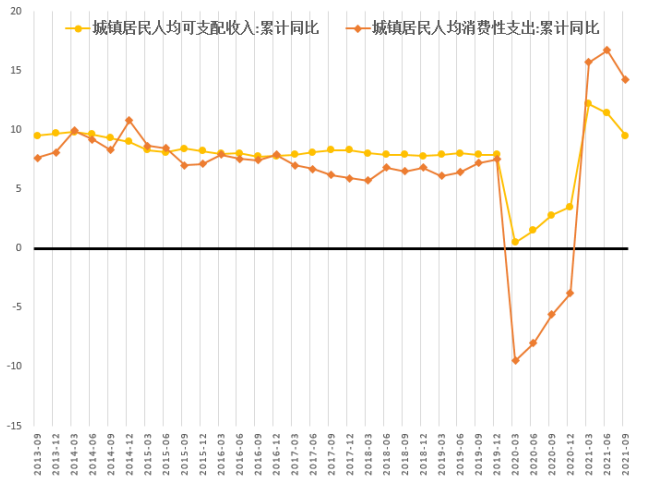
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 17: 中国经济关键指标出现下滑



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 19: 居民可支配收入放缓



资料来源: Wind, 优财研究院

2. 中国宏观政策偏向稳增长

今年以来，国内经济动能趋弱背景下货币政策不再收紧，国内货币政策总体保持稳定中性基调，信用边际收紧并进入稳杠杆和防风险阶段，政策不断给予中小微企业信贷支持。年内央行两次降准，市场围绕宽信用和宽货币之间博弈。

上半年，国内经济持续复苏，货币政策总体保持连续性和稳定性。年初央行提高公开市场操作连续性，持续释放短期政策利率信号。央行二季度例会表示将继续灵活精准实施货币政策，货币政策保持稳健的立场，央行持续释放中性信号，公开市场投放较为温和，MLF 操作总体平稳，LPR 报价维持不变。央行、银保监会等五部门将普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划两项直达货币政策工具延期至 2021 年底，并提出 12 项降费措施；随后 5 月 31 日，为加强金融机构外汇流动性管理及稳定人民币汇率预期，央行宣布上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点，将外汇存款准备金率提高到 7%；6 月底，央行连续“加量”操作逆回购，以对冲跨季扰动因素影响。

下半年，基本面转弱背景下，稳增长政策逐步加码。7 月 7 日国常会意外提出降准，随后 7 月 15 日央行全面降准落地，重点指向稳信用，宽信用预期升温。730 政治局会议基调偏暖，基调在稳的基础上更加积极，政治局会议再度强调要做好宏观政策跨周期调节；8 月下旬央行召开信贷形势分析会，明确稳定信贷增速、避免信用需求不足的态度，释放稳信贷信号；9 月份，国常会定调宽松并提及“跨周期调节”，不过拉闸限电政策导致供给压力陡增，随后 10 月份政策开始纠偏，国内煤炭等原材料价格回落；进入 10 月中旬-11 月期间，房企频频爆雷导致市场对基本面预期悲观，降准预期升温，不过货币宽松预期落空，但宏观政策重心向稳增长偏移，宽信用信号频出；12 月政治局会议定调“稳”基调，央行再次全面降准后央行下调支农、支小再贷款利率，为实体经济营造了宽松的货币环境。同时市场对政策基调、地产风险等问题逐渐由分歧走向一致，宽松预期再次增强。

图表 20：2021 年央行两次降准

时间	降准内容	释放基础货币	目的
2020/1/6	全面降准： 下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）	此次降准 释放长期资金约 8000 多亿元，中小银行获得长期资金 1200 多亿元，降低银行资金成本每年约 150 亿元	增加金融机构支持实体经济的稳定资金来源，降低金融机构支持实体经济的资金成本，支持实体经济
2020/3/16	定向降准： 对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点。除此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点，支持发放普惠金融领域贷款定向降准	此次降准共 释放长期资金 5500 亿元	支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020/4/3	定向降准： 对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%	此次降准共 释放长期资金约 4000 亿元，平均每家中小银行可获得长期资金约 1 亿元，降低银行资金成本每年约 60 亿元	增加中小银行支持实体经济的稳定资金来源
2021/7/15	全面降准： 下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）	此次降准共 释放长期资金约 1 万亿元，降低金融机构资金成本每年约 130 亿元	支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降
2021/12/15	全面降准： 下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）	此次降准共计将 释放长期资金约 1.2 万亿元。降准降低金融机构资金成本每年约 150 亿元	1. 加强跨周期调节，优化金融机构的资金结构，支持实体经济 2. 降低社会综合融资成本

资料来源： 根据新闻整理，优财研究院

四、2022 年展望

1. 全球经济“再平衡”

我们认为 2022 年全球经济将“再平衡”，主要国家经济复苏将分化。（1）**疫情变化对全球经济复苏仍有制约作用，但预计疫情对全球经济的影响将边际弱化。**病毒变异对全球经济复苏产生不确定性，但全球疫苗注射率进一步提升以及实体经济对疫情的敏感度有所下降，将减弱疫情对全球经济的冲击，全球产口缺口将收窄。不过全球供应链修复仍有待时间，关键原材料、能源产品和中间零部件供应紧张局面短期内难以缓解，供给侧约束仍将制约全球经济；（2）**全球通胀短期仍有压力，但中长期将边际缓和。**全球疫情背景下各国难以通过打压需求来控制通胀，全球流动性宽松和通货膨胀的背景下，工业品价格仍将在相对高位运行，而供应链问题短时期难以解决，因此通胀问题仍将延续。但中长期来看，全球通胀将向常态回归。预计 2022 年中国 CPI 与 PPI 的剪刀差大概率收窄；（3）**美国经济大概率延续复苏进程。**2022 年美国就业市场整体将延续修复进程，供需结构对通胀的影响将减弱，不过财政支持减少将导致消费者支出的复苏比之前的预期更为迟缓；（4）**中国经济仍将趋弱。**国内核心变量在于需求恢复。供给冲击叠加需求走弱，短期中国经济仍将趋弱。预计 2022 年中国经济将前低后高，经济基本面有可能由“类滞胀”向“类衰退”周期转向。

2. 全球货币政策将趋紧，中国财政政策将发力

2021 年下半年开始主要国家货币政策已经趋势性收紧，主要央行货币政策谨慎收敛趋势已基本确立，未来主要国家货币政策将边际调整，全球流动性面临拐点，同时主要经济体财政支持力度将减弱。预计 2022 年海外货币收紧的节奏将加快，主要央行明年转鹰的方向基本确定并且将对 A 股产生冲击。美联储已宣布缩减购债规模并逐步退出 QE，结束时间有可能在明年二季度或三季度，同时就业市场持续修复将持续强化加息预期，下半年美联储有可能进入加息周期；欧洲央行明年大概率跟随收紧货币政策。主要国家利率中枢上移将对投资、居民消费以及金融市场等带来

一定冲击。

国内政策更加注重“防风险”与“稳增长”方向。一方面，国内宏观逆周期调控基调将延续，房住不炒政策不变，但房地产信贷政策将有所矫正；另一方面，2022年政策重心和投资逻辑将转向“稳增长”。国内经济将继续处于修复期，通胀阶段性见顶为货币政策偏松调整创造条件，“稳增长”的政策诉求将进一步增强，预计明年一季度稳增长相关具体政策将加速出台落地，将集中于新基建、稳地产和促消费等方向。美联储进入加息周期前，国内货币政策将继续处于宽松的时间窗口，预计2022年央行货币政策将先松后紧，但后续宽货币政策空间料将有限，若经济增长低于潜在增速，宽信用预期可能升温，财政政策有可能成为主宽信用的主力。

3. 股指及市场风格研判

总体上，我们认为在不出现系统性重大风险的前提下，对2022年股指走势偏向于谨慎乐观，同时A股有可能表现出“慢牛快熊”的特征。沪指大概率在3200-4000点宽幅震荡，明年大概率会重返今年的高点3732点并有可能冲击4000点，但可能会出现阶段性熊市。逻辑在于：一是经济对疫情将有所钝化，海外供应链中断将继续有利于国内出口，国内经济稳增长诉求下，基建投资将逐步发力并为经济起到托底作用；二是宽松流动性以及政策预期仍是股指重要支撑，国内政策有由宽货币向宽信用转向的可能，货币政策若进一步放松更有利股市走强；三是行业政策将相对温和，对各板块的冲击将弱化，地产政策将边际放松；四是中国宏观形势以及稳增长信号将利好与“旧经济”相关性较强的价值蓝筹股，同时低估值板块存在反弹机会，将带动指数阶段性上扬。

不过2022年A股的不利因素包括全球经济复苏进程、海外市场波动、资金流动以及市场情绪变化等。国内经济仍面临下行压力，短期通胀的结构性问题难以实质性解决，通胀预期难有改观。美联储收紧预期已经开始强化，美联储货币政策正常化进程背景下美国国债收益率和美元指数有可能加速上行，将对全球市场和风险偏好带来冲击等。从长期角度来看，人口结构变化以及居民消费不振构成A股的不利因素。

股市风格层面，我们认为在经济基本面、市场情绪等因素共同制约下，预计 A 股将延续结构化行情。未来周期股仍存在政策调控风险，大宗商品价格拐点预计在明年上半年出现，随着涨价因素的消退，顺周期景气度大概率下降，大宗商品价格的总体转弱将导致产业链利润再分配，同时可能拖累中证 500 和中证 1000 指数，但中下游企业利润将改善；地产和消费股将继续受经济修复的影响，房地产估值将修复；碳中和政策目标下，能源结构清洁化转型步伐将继续加快，新能源将继续受益于碳中和政策推进；宽货币+紧信用结构将有利于成长风格，但后期货币政策若收紧，将不利于成长股表现。2022 年 A 股全面实行股票发行注册制后，市场分化程度将加深，同时北向资金持续流入将加大 A 股市场风格的切换。

风险提示：全球疫情超预期、国内外经济增长不及预期、国内外政策调整超预期、流动性风格。

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>