



2022 股指：潜龙勿用，伺机而为

永安期货
YONGAN FUTURES

永安期货研究中心 宏观团队 华翔

一、 摘要：

2021 年，全球经济基于 2020 年同比高增，海外宽松的货币环境以及全球碳中和、新能源替代背景下，大宗商品大幅波动，整体价格向上抬升。如果说 2020 年是股指行情较大的一年，2021 则是商品称王。在此背景下，含材料行业成分较大的中证 500 走出了较为独立的走势，沪深 300 和上证 50 则全年震荡偏弱。展望 2022 年，我们认为在资产轮动和货币供给增速触底的条件下，股指全年温和上行。大宗上涨告一段落，使得中证 500 相对于上证 50 和沪深 300 的优势被削弱，但是由于中证 500 期货贴水较大，所以可能不是特别明显。

二、 目录：

- (一) 2021 股指期货行情回顾
- (二) 2022 股指展望
- (三) 总结

(一) 2021 股指期货行情回顾

2021 年，三大股指走势呈现稳中分化。沪深 300 和上证 50 在农历年前快速拉升，在 2 月中旬触顶回落，用半个月左右时间回到 2020 年 12 月底的起涨点附近，此后长期震荡，全年略有下跌。中证 500 在 3 月之前走势与其他两个指数类似，随后震荡上扬，全年涨幅在 13% 左右。(图一)

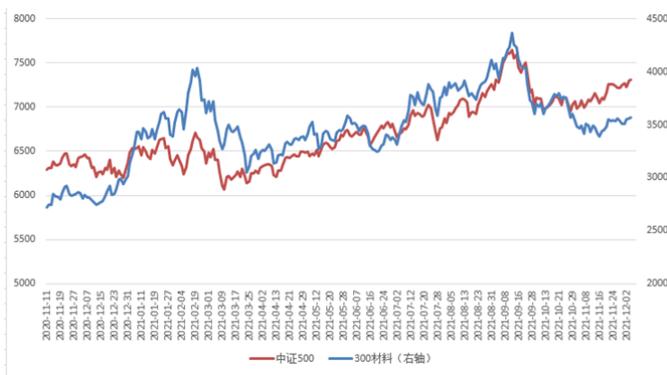
图一：2021 年股指走势



数据来源：Wind, 永安期货研究中心

中证 500 指数之所以能走出独立行情主要是因为和其他两个指数的行业构成不同，其材料行业的占比较高，沪深 300 和上证 50 的金融和消费行业占比更高。中证 500 的材料行业（即大宗商品和上游）占比在 22%，是指数的第一大权重，其次是工业品和信息技术行业，分别占比 21%和 18%。沪深 300 和上证 50 的第一大权重行业是金融，分别占比 23%和 35%，另两大权重行业是日常消费和信息技术。今年在需求复苏、供给受限和能源价格大幅波动的情况下，大宗商品价格整体抬升，PPI 同比从今年 1 月的 0.3%，跃升到今年 10 月的 13.5%，材料行业价格的大幅上涨，使中证 500 最为收益。另一方面，与日常消费相关的 CPI 同比则维持在较低位置，10 月的数据是 1.5%。金融行业更是受到宏观复苏不稳定不平衡的条件下，利率低位以及地产销售走弱，前景看淡等影响，走势波折。因此尽管今年总体宏观数据偏强，沪深 300 指数和上证 50 指数也只表现平淡。（图二、图三）

图二：中证 500 与材料行业走势



数据来源：Wind, 永安期货研究中心

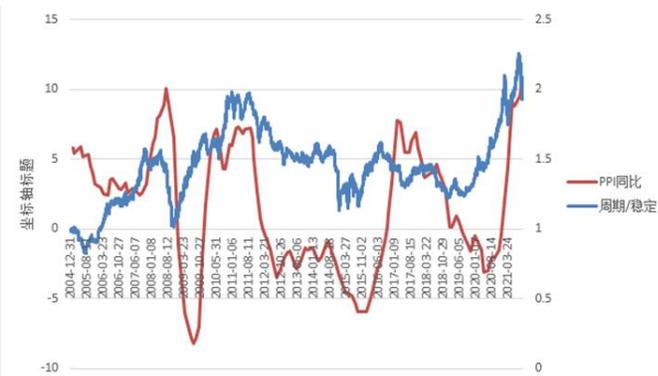
图三：沪深 300 与消费行业走势



数据来源：Wind, 永安期货研究中心

美股今年同样也是周期性行业偏强。年初至今，能源、房地产、金融行业在标普 500 成分里涨幅靠前。从历史角度看，通胀上升时期，标普 500 能源走势强于标普 500 信息，2011 年-2013 年趋势比较混乱。美国今年 10 月的通胀数据核心 PCE 同比达到 4%，CPI 更是达到 6.2% 远超美联储的 2% 的长期目标。（图四、图五）

图四：国内周期与稳定行业比值与 PPI 同比



数据来源：Wind, 永安期货研究中心

图五：美股能源相对于信息技术价格增速与核心 PCE 同比



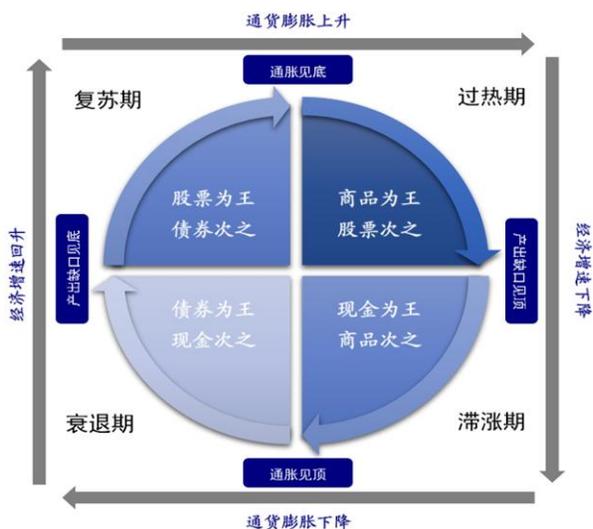
数据来源：Wind, 永安期货研究中心

总体而言，国内上涨的主线围绕碳中和下，国内产能限制、国外需求复苏带来的大宗商品上涨；以及科技主线半导体、新能源汽车的需求。美国上涨的主线主要是经济复苏，能源为代表的周期行业上涨，以及科技股一如既往的偏强表现。

（二）2022 股指展望

从资产轮动角度讲，股指明年具备一定的正向回报概率。从美林时钟的大类资产轮动表现来看，2020 年 3 月国内经济从疫情后复苏，股指从恐慌下跌的低位反弹，直到 2021 年 2 月中旬。随后大宗商品价格在国内外多种因素的影响下开始明显上涨行情，直到 2021 年 10 月，通胀风险引起政策关注。美林时钟已经从复苏到存在滞涨可能走过了 3 个象限，未来比较适合配置的资产如果偏悲观则债券，偏乐观则是股票。从较长时间轴看，我国 GDP 同比自 2013 年之后处于比较平稳的阶段，沪深 300 的年度涨幅围绕 0 轴上下波动，涨幅收负的年份过后，涨幅落在正数的概率上升。（图六、图七）

图六：美林时钟



数据来源：Wind, 永安期货研究中心

图七：GDP 与沪深 300 年涨跌



数据来源：Wind, 永安期货研究中心

从股指本身基本面角度，决定股指涨跌的因素主要分为业绩与估值两个方面。宏观情况决定股指业绩增速，估值则更多受到资金面的影响。国际货币基金组织（IMF）10 月发布《世界经济展望》，预计 2021 年全球和发达经济体经济增速分别为 5.9%和 5.2%，较 7 月预测值下调 0.1 个和 0.4 个百分点。中国 2022 年 GDP 预期 5.6%，略低于 2019 年的 6%。美国 2022 年 GDP 预期 5.2%，高于 2019 年的 2.57%。中美经济增速差距在 2022 年或许会是近年来最近的一次。纵观中国宏观的三驾马车，消费对 GDP 的拉动占比提升，我国经济逐渐从投资拉动型向消费驱动型转化。今年出口是主要拉动项，制造业投资利润较高，弥补了基建今年发力较

弱的情况，房地产投资和消费今年前高后低。我们预期 2022 年投资部分，地产投资的负面效应能被基建投资的正向拉动所抵消，制造业投资持稳、消费有所回升、出口略有回落。

具体来看，在固定资产投资中，房地产和基建投资占比相差不大。尽管地产行业受到政策约束，未来对经济的拉动能力下滑，但如果政府存在稳增长的意愿，基建的强度能够和地产投资起到此消彼长的效果。消费方面，由于疫情影响，去年到今年工资性收入和经营净收入较正常水平下滑，导致居民的 2 年消费支出均值还未恢复正常，当前社零企稳，大家电消费低位震荡，有触底迹象。12 月 8 日，国新办举行国务院政策例行吹风会，介绍“十四五”推进农业农村现代化规划有关情况。国家发改委农村经济司司长吴晓表示，推动农村居民消费梯次升级。多措并举增加农民收入，发展壮大乡村富民产业，完善农民工就业支持政策，赋予农民更多的财产权利，提高农民土地增值收益分享比例，实施农村消费促进行动。鼓励有条件的地区开展农村家电更新行动，实施家具家装下乡补贴和新一轮汽车下乡。促进农村居民耐用消费品更新换代。政策方面也将在未来推进居民消费状况。至于出口，当前我国整体进出口货运量同比下降，金额维持偏高位置。后期随着大宗商品价格同比回落，进出口金额数据同比可能放缓。但海外经济周期依然偏强将使得出口在未来一段时间内仍然支撑国内经济。

(图八)

图八：股指净利润增速与 GDP 增速

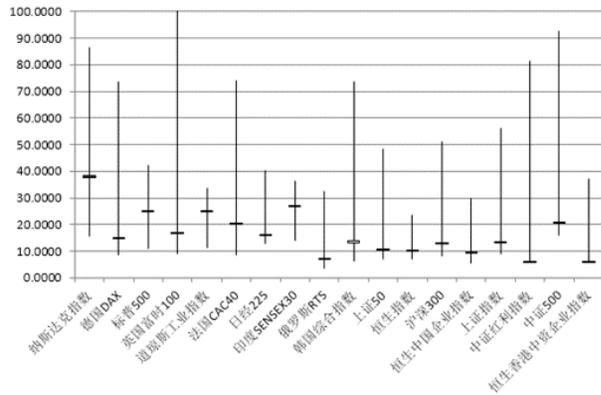


数据来源：Wind, 永安期货研究中心

前文中，我们总结了对股指明年业绩的展望，业绩增速大概率很难有太过亮眼的表现，但是可以维持在尚可位置。明年股指的估值从整体看，当前不论是港股亦或是 A 股，都处于偏低位置。A 股与港股相较而言，AH 股溢价处于偏高位置，意味着同样的股票，港股贴水深，因此港股企稳对 A 股意义较大。美股的估值从历史上看处于偏高位置，主要受益于美联储的大幅宽松，每次美联储扩表，都带来股指估值的抬升。不过，美联储已经从 11 月开始缩减购债，大约到 22 年 6 月完成，总体来讲未来一段时间美股估值提升的空间不大。至于美股风险，美国制造业 PMI 和美联储资产负债表扩张关系密切，由此看来美国 PMI 能维持到明年初，同时美国制造业 PMI 与 GDP 关联性也较好，短期美股的宏观基本面能够支持美股高位震荡。A 股估值与美股估值从长周期看有紧密联系，因此明年我们虽然觉得 A 股估值方面能够小有提升，但不会上升太高。而股指估值提升的速度和历

史情况发生了较大变化。由于 2019 年以来结构性行情频频发生，沪深 300 的行业构成显示热门的行业与冷门的行业估值差距巨大，使得整体股指估值波动变得不剧烈。从行业来看，低估值稳定类例如，金融、耐用消费有一定机会。（图九、图十）

图九：全球股指 PE 估值



数据来源：Wind, 永安期货研究中心

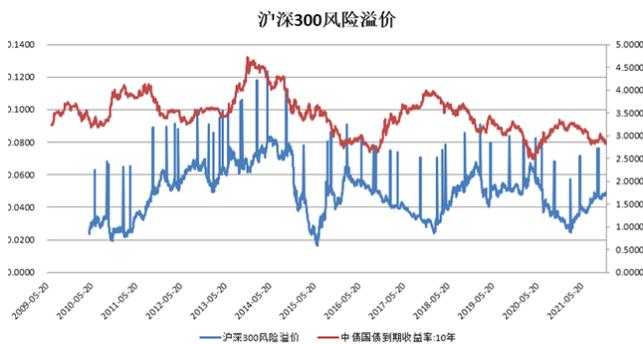
图十：AH 股溢价指数



数据来源：Wind, 永安期货研究中心

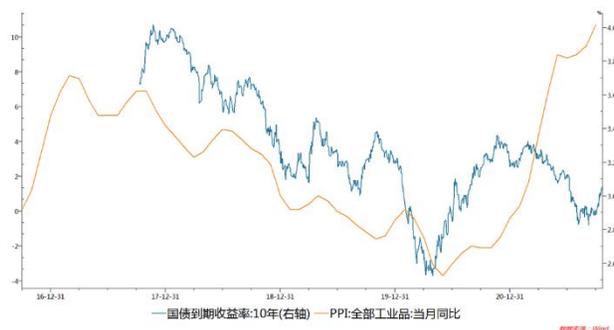
我们推测 2022 年，债券或股指上涨的机会更大，链接这两类资产关系的宏观因子是利率。中美股指风险溢价有所回升，意味着相对于投资债券，投资股票的相对收益吸引力变大，利率对股指短期不造成太大风险。我国国债利率当前处于偏低位置，体现了对实体的支持，随着后续 PPI 回落，国债利率上行压力会有所减轻。PPI 可能短期继续维持高位，随后缓慢下降，CPI 年内涨幅或较温和，22 年或因猪周期出现拐点带动 CPI 中枢抬升。整体而言，预测 22 年 PPI 缓慢下降，CPI 前低后高。上半年利率上行压力不大，下半年通胀压力仍是隐忧，制约政策宽松余地。因此明年上半年，国债利率上行压力不大对股指和债券价格均有向上的助力。（图十一、图十二）

图十一：沪深 300 风险溢价



数据来源：Wind, 永安期货研究中心

图十二：PPI 与国债到期收益率

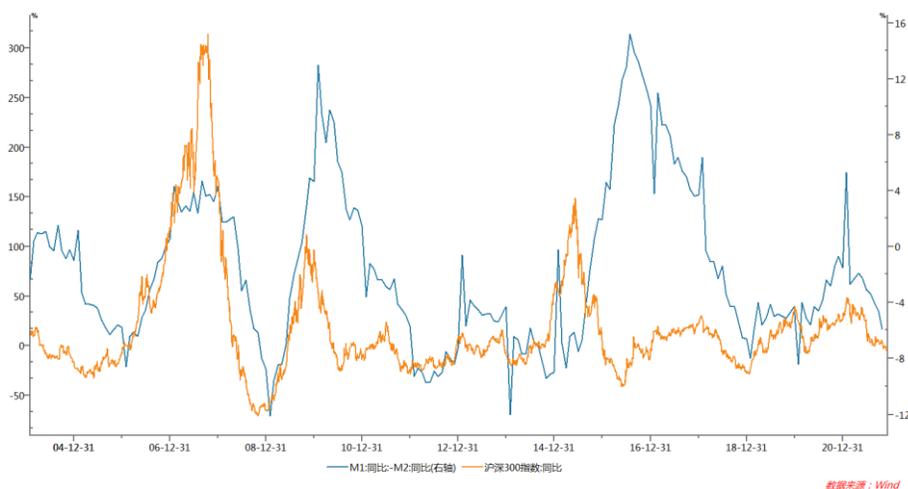


数据来源：Wind, 永安期货研究中心

最后我们来讨论一下资金情况。从货币供应角度，货币供应增速和股指同比处于低位，未来有望震荡上

行。基金和外资作为持股主力，在持仓上都重仓了信息技术、日常消费和工业行业，不同的是基金对于信息技术的仓位更重。对标美股，信息技术或是未来长期配置方向。偏股型基金连续两年发行大年，明年料略有放缓；外资流入情况，今年和 18-19 年类似，好于 2020 年，明年上半年美国处于缩减购债时期，可能不会太好。基金投资股票比例处于中间位置，当前情绪一般。融资融券整体位置偏高，但如果不发生大的风险，影响中性。因此从资金角度，股指会受益于货币供应增速的触底反弹，但是全年直接的资金增量暂时没有看到。（图十三）

图十三：货币供应增速与沪深 300 指数同比



数据来源：Wind, 永安期货研究中心

（三）总结

综合我们对 2022 年的信息预判，我们对股指全年看温和上行。国内宏观角度，当前整体偏弱，出口支撑；货币宽松，但是信用派生比较弱。对于股指来说需要看到信用派生改善信号。大宗上涨告一段落，使得中证 500 相对于上证 50 和沪深 300 的优势被削弱，但是由于中证 500 期货贴水较大，所以可能不是特别明显。海外宏观角度，美国经济尚能支撑，但是缩表限制股指估值上行。从股指自身看，利润增速同比走弱与 GDP 增速匹配，如果信用改善不发生，则向上驱动弱。整体估值偏低，内部估值分化使得估值处于比较难单向交易阶段；AH 股溢价偏高使得港股企稳对于 A 股意义较大。从资金情况看，当前资金热情一般，明年的资金增量暂时也有一定困难。好消息：从资产轮动的角度，股市在大宗熄火之后有一定机会，但须等待货币增速数据企稳。

免责声明：

以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但公司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。且全部分分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，客户应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我公司不承担任何责任。未经公司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因

互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我们均不承担任何责任。