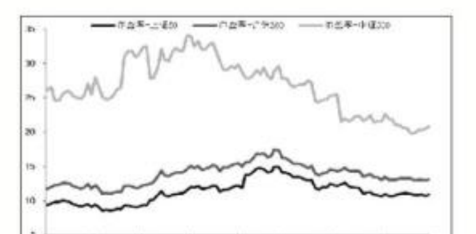
期货日报

本版内容仅供参考 据此入市风险自担

国内市场韧性十足

A股估值具有比较优势

2021年，A股市场行情结构分化明显，上证50指数与中证500指数呈现跷跷板行情，且各阶段驱动因素较明显。2022年的投资机会以波段与结构性并存为主，重点关注以IH为代表的价值回归以及以IC为代表的成长板块。



国内股指期货市盈率(TTM)

■ 于虎山

回顾2021年，A股市场行情结构分化明显，上证50指数与中证500指数呈现跷跷板行情，且各阶段驱动因素较明显。

第一阶段：年初至2月10日的快速上涨。权重股带领指数向上突破，两市成交额快速放大，形成量价齐升之势。此时上证50与沪深300指数的PE距历史高位一步之遥，IH/IC比值刷新了历史新高(0.6174)。

第二阶段：2月18日至3月25日的快速下跌。今年春节后指数持续下跌，中证500指数率先触底反弹。

第三阶段：市场分化。中证500指数3月9日至9月14日持续上涨并不断创年内新高，上证50与沪深300指数分别于5月10日和3月25日止跌后短暂反弹，随后再度下跌，至8月10日、7月28日分别创年内新低后企稳。

第四阶段：9月15日至今，中证500指数大幅回落后开始震荡偏弱。

美国开始缩表，中国货币政策空间较大

今年以来，主要经济体美国、中国、欧元区与日本的货币政策基本保持不变。美联储加速Taper，但应对高通胀压力，仅仅Taper根本不够，不过鉴于加息对经济的伤害可能是其主要考虑选项，未来美联储的货币政策压力凸显，海外市场迎来高波动将是大概率事件。另外，巴西、俄罗斯、土耳其、韩国、新西兰等国家已开始加息且幅度较为明显，全球货币宽松时代将告一段落。相比之下，中国的货币政策更加平稳且具有较强的独立性，操作空间大，政策工具丰富。今年7月、12月央行两次降准操作，在应对经济下行压力和疫情反复造成的冲击方面仍留有余地。11月中下旬央行发布的第三季度中国货币政策执行报告明确指出，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，以我为主，稳字当头，把握好政策力度和节奏，处理好经济发展和防范风险的关系，做好跨周期调节，维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性。完善货币供应调控机制，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，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，保持宏观杠杆率基本稳定。截至12月3日，央行今年累计净投放-7766亿元，其中逆回购净投放-3300亿元，MLF/TMLF净投放-4466亿元，预计2022年市场流动性或将中性偏宽。

国内市场估值具有吸引力

截至12月3日，上证50指数PE为10.92，沪深300指数PE为12.16，中证500指数PE为20.82，分别处于历史75.98%、66.99%、6.45%分位水平。相比而言，IC整体估值相对优势明显，具有较大的提升空间，而IH与IF经过估值修正后，重新回到具有较强吸引力的估值区间。与海外金融市场相比，上证50指数和沪深300指数无论绝对估值还是相对估值均存在比较优势。从全球范围看，未来货币流动性带来的估值驱动空间有限。

基差方面，自9月下旬以来，IF与IH近月合约持续呈升水状态，IC近月合约贴水有逐步收窄，一定程度上影响中性策略的收益。但IC、IF、IH均未达到前期共振阶段，更多表现为阶段性行情，因此较难出现趋势性上涨。2022年，基差走势依然是重要的影响因素，其更能反映投资者的心态与市场预期，若能与现货市场成交量和期货市场前期合约的动能形成合力，则趋势性行情可期。

展望2022年，美国加息预期增强，若美联储加息，美元回流美国将对世界金融市场产生冲击；我国金融市场持续开放，外资加速净流入，外资加仓趋势保持不变；未来国内货币政策将更多围绕实体经济的平稳发展展开，相关行业、板块将出现结构性机会；地缘政治冲突加剧，不排除事件性驱动带来的机会。因此，2022年的投资机会更多以波段与结构性并存为主，重点关注以IH为代表的价值回归以及以IC为代表的成长板块带来的机会。此外，股指期权隐含波动率今年一直处于历史低位，根据以往经验，2022年做多股指期权波动率策略或是较好选择。

（作者单位：招商期货）

“债牛”基础牢固

■ 高娜伟 俞锐龙

12月6日，央行公告决定于15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，当日国债期货大幅收涨，10年期国债主力合约单日上涨0.49%，创近4个月来最大涨幅。12月7日，国债期货大跌，其中10年期国债跌0.42%，回吐上一日涨幅。

本次降准落地的速度与广度均超预期。实际上，今年的“二次降准”市场早有预期，之前由于经济下行压力，市场对四季度政策有宽松预期。但在短期深化期，央行并未立即采取行动，因此在市场达成共识时又产生了预期差。好在在保供稳价政策调控下，煤炭等能源价格回归合理区间，通胀担忧降温，同时，宏观数据显示三季度GDP下滑，稳增长压力增大，且年末部分房企暴露信用风险，央行及时降准补充流动性。

回顾往年降准预告与落地后期债的市场表现可以发现（以10年期国债为例），降准后第一个交易日债市涨跌不一，虽无明显规律，但在宽松周期中普遍上涨，利收益率下行。公告日后的一到两周内，通常银行间流动性获得阶段性补充，债市收益率开始下行，1个月左右走完降准行情。对于10年期国债期货而言，降准后涨跌无确定规律，特别是近年来，降准多为定向资金输送工具或流动性调节工具。排除宏观货币环境因素影响，降准对期债的影响更多是在预告前后的期间，预期是否兑现，很多在前期价格中是否已完全体现等。此外，短期流动性和当前经济形势对期债走势影响更大。

本次降准释放的1.2万亿元长期资金，一部分将被金融机构用于归还到期的MLF，另一部分用于补充长期资金。今年7月的降准与此表述大致相同。12月15日将有9500亿元MLF到期，预计央行将保持缩量续作。因此从流动性上看，本次降准仍可看作中性降准，也就是置换MLF后多余的资金才真正注入银行间，补充商业银行的融资能力，若央行并不急迫多放水，依然可以通过调节OMO操作对冲。

笔者认为，MLF操作利率短期调整的概率较小。一是12月7日刚刚下调支农、支小再贷款利率；二是相比于直接下调MLF利率释放资金，再贷款更具约束，更能体现“定向”“精准”的特征，并且符合稳健中性的政策基调。但若明年年初经济未见明显改善，稳增长压力继续加大，为了降低实体部门综合融资成本，MLF作为贷款市场报价利率（LPR）基准，不排除明年一季度下调的可能性。且经过今年7月和12月的两轮全面降准，银行体系节约资金成本约280亿元，LPR下调的空间也已打开。

中共中央政治局12月6日召开会议，重提“六保”“六稳”，明确定调稳增长是政策主要目标。为促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，支撑新一轮经济增长，金融机构需要有意愿针对调整投资实体带来的风险，实现实体融资利率的下行，因此货币政策有进一步宽松空间。与之相呼应，Q3货币政策执行报告中首提“保持经济平稳运行的难度加大”，并删除了“管好货币总闸门”和“坚决不搞‘大水漫灌’”的表述。

中期看，货币政策与经济基本面仍然利好期债市场，“债牛”基础稳固，但也有不少值得关注的风险点。一是宽信用的到来时点。信贷刺激、房地产监管边际放松与财政支持均加深宽信用预期，若后续被信贷与社融数据验证，则面临利率上行风险。二是经济基本面触底回升。随着PPI回落，11月官方制造业PMI重回景气区间，11月出口延续强势。随着基本面的不断改善，货币政策将回归中性或审慎，债牛或迎来拐点。三是年末资金缺口较大，财政发力等带来的短期流动性扰动。因是10年期国债收益率至2.8%的支撑较为坚固，准备金率已经不高，下一轮降准的等待时间较长，降息空间较小，若宽信用到来前，还没有降息等更多利多因素支撑，期债上行趋势或将结束。

（作者单位：中国国际期货）

资金市场监测

短期利率快速回落

■ 夏嘉杰

12月10日，隔夜Shibor大跌34.70个基点，报收1.8070%，2周期Shibor下跌15.40个基点，报收2.1320%，1周、1年期Shibor分别下跌3.60、0.20个基点，报收2.1840%、2.7360%。3个月、6个月期Shibor分别上涨0.20、0.20个基点，报收2.4920%、2.5870%。1个月、9个月期Shibor保持2.3600%、2.6570%不变。

期限	Shibor(%)	涨跌(BP)
O/N	1.8070	-34.70
1W	2.1840	-3.60
2W	2.1320	-15.40
1M	2.3600	0.00
3M	2.4920	0.20
6M	2.5870	0.20
9M	2.6570	0.00
1Y	2.7360	-0.20

表为Shibor利率(人民币)报价

公开市场操作方面，央行上周逆回购规模快速减少，目前单日100亿元规模，累计逆回购500亿元，由于到期2300亿元，上周央行公开市场操作净回笼1800亿元。12月6日，中国人民银行公告于15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.4%，释放长期资金约1.2万亿元。但是在货币政策方向上，央行快速降准后释放出对经济调控的及时性，同时力度保持克制，继续保持稳健的货币政策，不搞“大水漫灌”，保持流动性合理充裕。央行在公开市场操作方面，上周是净回笼操作，可以说是稳健货币政策的信号。近期由于海外发现新型新冠变异病毒再度引发市场担忧，资金流向国内较为积极，人民币兑美元出现快速升值，央行公布于15日上调金融机构外汇存款准备金率2个百分点至9%，通过外汇市场收紧美元供给和流动性，减缓人民币升值的压力，有助于保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。总体看，降准有利于长期资金流动性宽松，且海外资金流入的趋势将会延续，货币流动性有望进一步宽松，短期利率下行。（作者单位：国信期货）

技术解盘

IF 偏多思路

上周IF加权放量上涨并一举突破近4个月以来的震荡区间。量能方面，向上突破过程中成交量明显放大，持仓量也随之增长。指标方面，均线系统有望从震荡整理转为偏强走势，MACD指标红色能量柱开始逐步放大。综合看，IF加权日线放量突破震荡区间，建议偏多思路对待，重点关注震荡区间上沿位置。

IC 缓慢上行

上周IC加权价格一度创出9月28日以来新高，但近1个月来价格整体涨幅有限。量能方面，上周上涨过程中成交量变化不大，持仓量却出现下滑。指标方面，均线系统走势偏弱，但多条均线相互黏合在一起，MACD指标快慢线在零轴上方也黏合在一起。综合看，IC加权日线缓慢上行，上方关注9月份高点一线，建议维持偏多思路对待。