

稳经济政策下的后疫情时代，关注结构性机会

2021年12月15日 星期三

兴证期货·研发中心

金融研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

杨娜

从业资格编号：F03091213

投资咨询编号：Z0016895

联系人

杨娜

邮箱：

yangna@xzfutures.com

内容提要

2022年，经济方面存在下行压力，受地产拖累地产投资、消费预期都有回落，受到海外疫情导致的产业链、供应链终端，生存恢复仍较为缓慢影响，出口相对较好。年末中央经济会议强调稳经济提高政府专项债发行及基建投资预期。PPI回落及稳信用的背景下，货币政策宽松预期强化。海外美联储加息概率较大，上半年货币政策宽松强于下半年。

结构来看，地产及相关产业链在维稳的背景下不会有太大起色，金融消费更多看市场资金偏好。新能源虽然同时有政策偏好及景气度良好，但高估值有待消化。相对而言，科技板块可能会表现较为亮眼。由此，以金融为主的上证50维持稳定，金融消费为主的沪深300表现或不如成分股中科技成长股占比较大的中证500指数。

综上，预期2022年上半年在政策带动下指数表现较好，下半年有所回落，相对而言，IH表现较为稳定，IC相较IF更强。

● 风险提示

疫情反复，政策超预期。

报告目录

1. 2021 年行情回顾.....	3
2. 后疫情时代国内外风险机遇并存.....	4
2.1 全球宏观形势.....	5
2.2 国内宏观经济形势.....	6
2.3 通胀&成本.....	8
2.4 信用转向稳字当头.....	9
3. A 股盈利分析.....	11
4. A 股估值情况.....	12
5. 后市展望.....	14

图表目录

图表 1: 上证综指行情走势.....	4
图表 2: 三大指数走势行情.....	4
图表 3: 美国 GDP 与核心 CPI.....	5
图表 4: 美国新增就业与新开工住宅.....	6
图表 5: 居民消费意愿与工作稳定下预期.....	7
图表 6: 出口拆分及出口贡献率.....	7
图表 7: 房地产开发投资单月同比.....	8
图表 8: PPI-CPI.....	9
图表 9: PPI-CPI 与指数涨跌幅情况.....	9
图表 10: 社融增速.....	10
图表 11: 累计新增财政存款.....	10
图表 12: PMI 新订单与产成品库存.....	11
图表 13: PMI 新订单与产成品库存.....	12
图表 14: 沪深 300、上证 50、中证 500PE 与 PB.....	12
图表 15: 成长股与价值股 PB.....	13
图表 16: 各风格板块 PE.....	13
图表 17: 各风格板块 PB.....	13
图表 18: 各行业 PE.....	14
图表 19: 各行业 PB.....	14

1. 2021 年行情回顾

过去的一年，A 股大致分为六个阶段。

第一阶段：1 月至春节。2020 年春节前后爆发的新冠疫情对全球经济产生严重影响。我国由于疫情防控措施有效，率先实现复工复产。金融市场方面，受到债券违约影响，政策相对宽松，且在这一时间段，央行政策性放水接近尾声。在复工复产良好、政策宽松及资金入场积极的共同作用下，A 股延续普涨行情，深圳成指创六年新高，市场氛围活跃，相较而言，此阶段大盘蓝筹股相对表现更为良好。

第二阶段：春节至四月初。政策转向预期升温，叠加蓝筹股涨幅导致估值偏高，业绩无法支撑价格上涨。春节后机构资金抱团瓦解，股价出现杀估值走势。这一阶段，市场风格切换明显，板块轮动偏快。

第三阶段：四月初至五月中旬。美国阶段性经济恢复不及预期，美联储持续无限量宽松导致美元贬值，推高大宗商品价格。而国内货币政策相对收紧较早带来时间错配。产业政策引导科技、新能源持续上涨，结构性行情明显，市场整体震荡。

第四阶段：五月中旬至七月中旬。国内商品过度上涨，多部门出台政策，大宗商品价格暂时出现拐点，通胀压力有所缓和。在这一阶段，经济见顶回落，社融拐点显现，市场利率存在下行压力。

第五阶段：七月中旬至九月中旬。受到教育培训、底层调控加码及互联网垄断政策监管影响，相关板块大幅调整，指数跟着下跌。后期在能耗双控等政策影响下，PPI 上行带动周期板块上涨，股市有所反弹。

第六阶段：多部门联合监管大宗商品价格上涨，动力煤带动多产业链联合下调。恒大事件发酵，多家房地产出现债务违约、债务重组等事件，市场出现恐慌情绪。但随着央行三季度货币政策执行报告删除“不搞大水漫灌”、“总闸门”等关键词，叠加碳减排工具推出，中央经济工作会议强调稳经济，稳信用。且央行不断释放流动性。股市年出现年底行情。

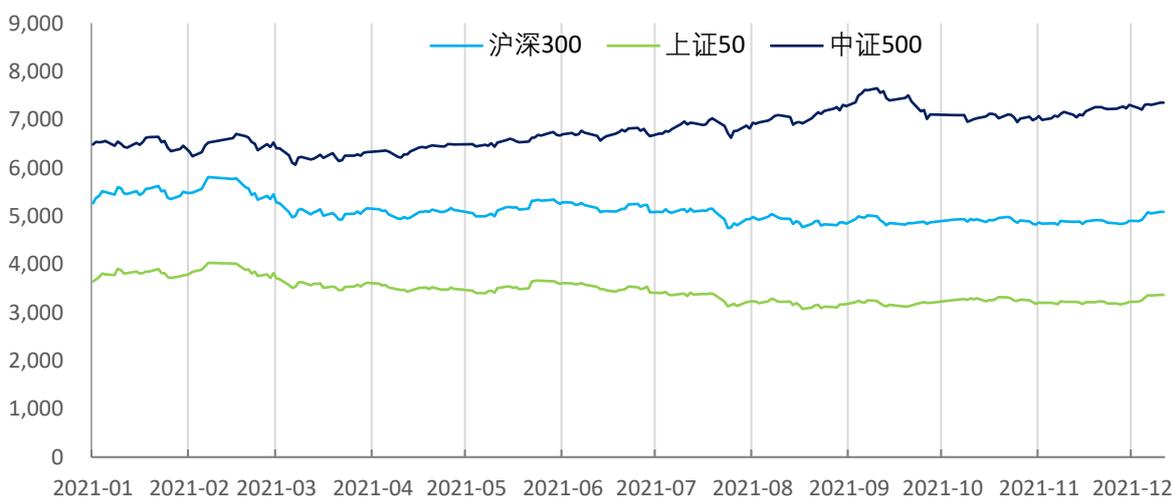
股指期货的走势与 A 股市场走势表现较为一致，但不同指数走势存在较为明显分化。由于 IC 成分股中涵盖了更多中小市值公司，而 IH 与 IF 反应的是大市值公司的股价走势，三者基差变化显著。

图表 1：上证综指行情走势



数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 2：三大指数走势行情



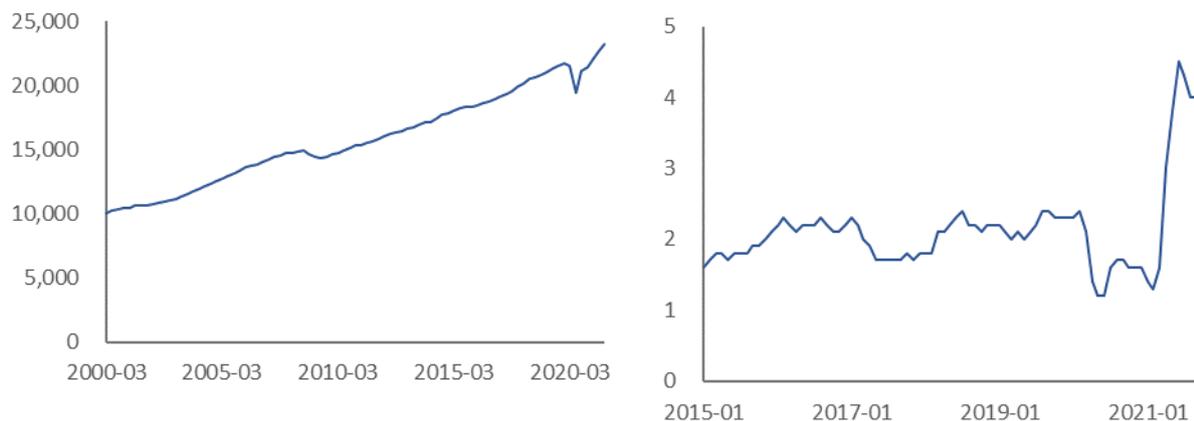
数据来源：wind，兴证期货研发部

2. 后疫情时代国内外风险机遇并存

2.1 全球宏观形势

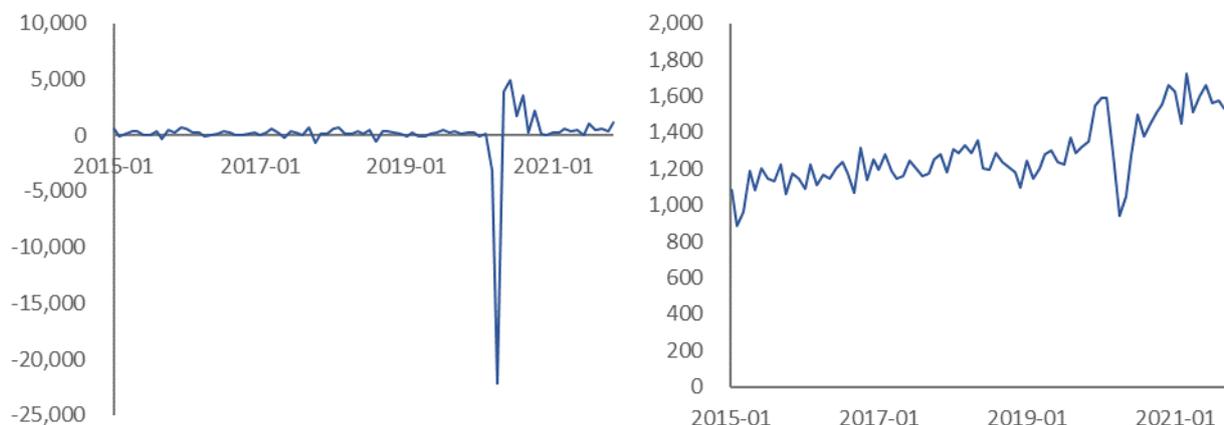
美国经济进入复苏周期，但进度逐渐放缓。一方面，在美国前期货币财政政策刺激下，疫情影响逐渐消退，美国经济进入复苏期，前两季度美国经济增速达到 6.3%，6.7%。另一方面，德尔塔变异病毒、供应链瓶颈放缓复苏进程，三季度 GDP 增速放缓至 2%。疫情反复导致美国一些地区机构受到限制推迟重新开业。在美国 taper 持续及疫情不确定性环境下，美国经济虽可维持恢复，但进度或逐渐放缓。最后，疫情对就业影响剧烈，但此次劳动力市场恢复比以往衰退时期恢复快。今年以来，美国新增就业人数持续为正，7 月与 11 月均超百万。整体看，相比于美国财政救济与经济修复背景需求恢复，疫情导致的产业链、供应链终端，生存恢复仍较为缓慢。

图表 3：美国 GDP 与核心 CPI



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 4: 美国新增就业与新开工住宅



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 国内宏观经济形势

经济增长中枢下移,但底部信号初显,产业政策有望带来破局。国内经济处于疫情以来经济恢复阶段,消费在“三架马车”中回复进度相对缓慢,当前消费同比增速距疫情前中枢仍有一定缺口尚未补回。2021年以来,在疲软的消费数据背后,消费意愿弱、工作不稳定预期强或是制约消费的主要因素。在2021年Q1与Q3,国内两波局部疫情期间,居民消费意愿和工作稳定下预期受到明显冲击。疫情形势的不确定性仍对消费者意愿和消费偏好带来持续性改变。11月PMI结束了7个月连续下行趋势,重回荣枯线上方或预示底部信号显现。

出口方面,短期有支撑,但全球供应链恢复过程中出口或逐渐向前期回归。短期看,不论海外生产性需求进一步复苏,对中国机电、高新技术产品需求仍有支撑,还是全球疫情周期性反复背景下,中国产业链韧性维持,都意味着短期中国出口增速仍有韧性。

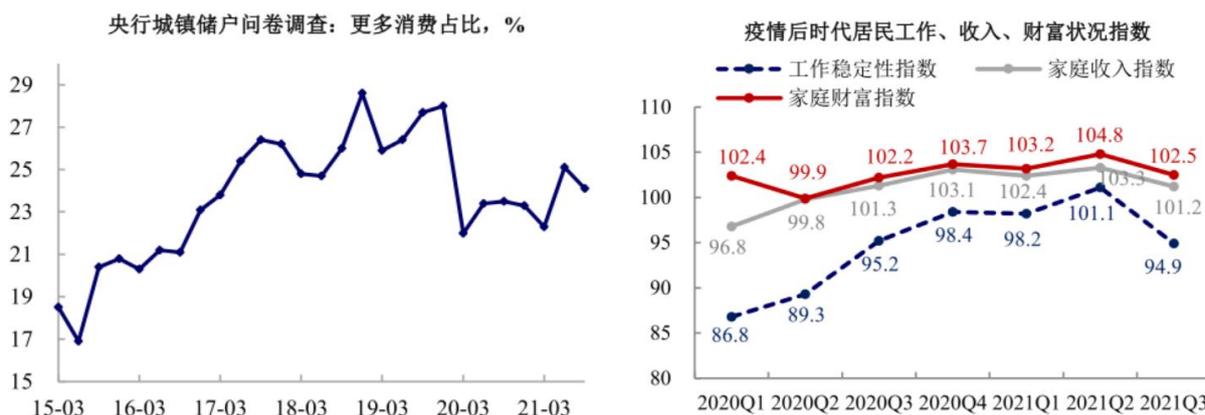
地产投资方面,上半年收紧政策打压地产。伴随“房住不炒”政策加码、房企“三条红线”以及金融机构融资限制加强多重政策叠加,房地产企业销售下滑,以恒大为代表的高负债房企接连出现违约。受政策影响,房地产开发投资承压,前期信贷额度受限及楼市调控收紧对购房需求产生抑制,销售下行叠加冬季淡季使得新开工动力虚弱,房企现金流压力大。11月以来,央行包括加大逆回购等多项操作提振市场信心。11月9日,中国银行间市场交易商协会举行房企代表座谈会矫正偏紧的房地产信贷环境,央行要求金融机构准确把握和执行好房地

产金融审慎管理制度，矫正偏紧的房地产信贷环节，特别是对“三道红线”执行过紧的情况进行微调，不会全面放松，放松力度有限，不会出现房企集中发布融资方案情况。该座谈会表明，监管机构将从房企发债方面给予支持，改善房企发债融资环境。近期多家房企公开发行业融资工具，计划融资金额超过 100 亿。依据央行公布数据，10 月个人住房贷款较 9 月多增 1013 亿元，房地产开发贷款环比多增 500 多亿，且多家企业通过银行发行债券，对外进行融资。

制造业投资或成为 2022 年小亮点，但可能不像之前一样大幅启动。2021 年以来，在地产调控加强以及宏观政策逆周期调控诉求不强背景下，制造业投资成为支撑投资的基本盘。制造业投资的结构性亮点来自两个角度：1. 在长期“双碳”目标下，在上游涨价过程中，将倒逼下游产业的转型，无论是不同行业间调整，还是企业内部的转型升级，可能都会带来投资需求的上升；2. 地缘政治环境依然处于“百年未有之大变局”，在此背景下，为“加快发展现代产业体系，巩固壮大实体经济根基”，部分有利于提升中国竞争力及经济稳健性的制造业行业或将加大投资力度。

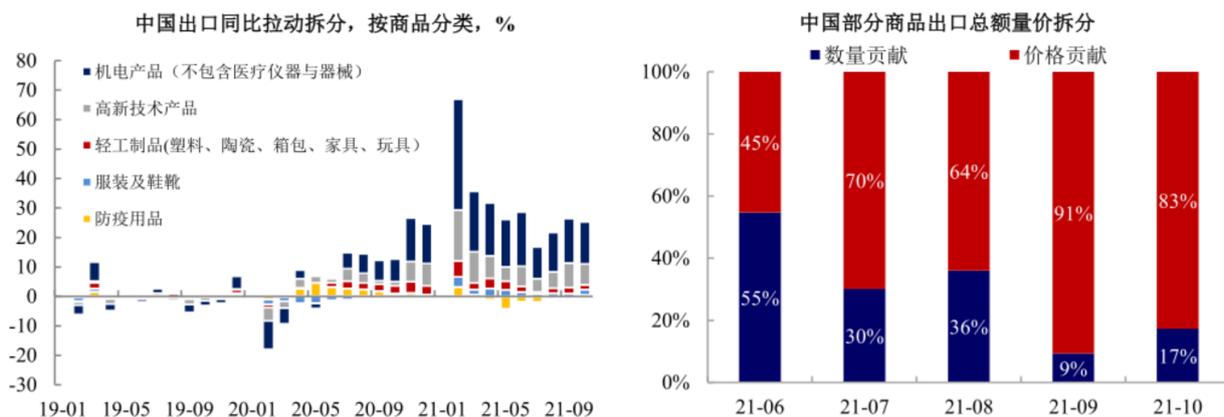
2022 年，产业政策或将带来预期差。在实现双碳目标过程中，新能源转型带来新能源应用需求及设备更新需求为制造业投资带来带动力量，而新能源汽车光伏等补贴性行业开始进入盈利阶段。

图表 5：居民消费意愿与工作稳定性预期



数据来源：Wind，蚂蚁金服，兴证期货研发部

图表 6：出口拆分及出口贡献率



数据来源: CEIC, 兴证期货研发部

图表 7: 房地产开发投资单月同比



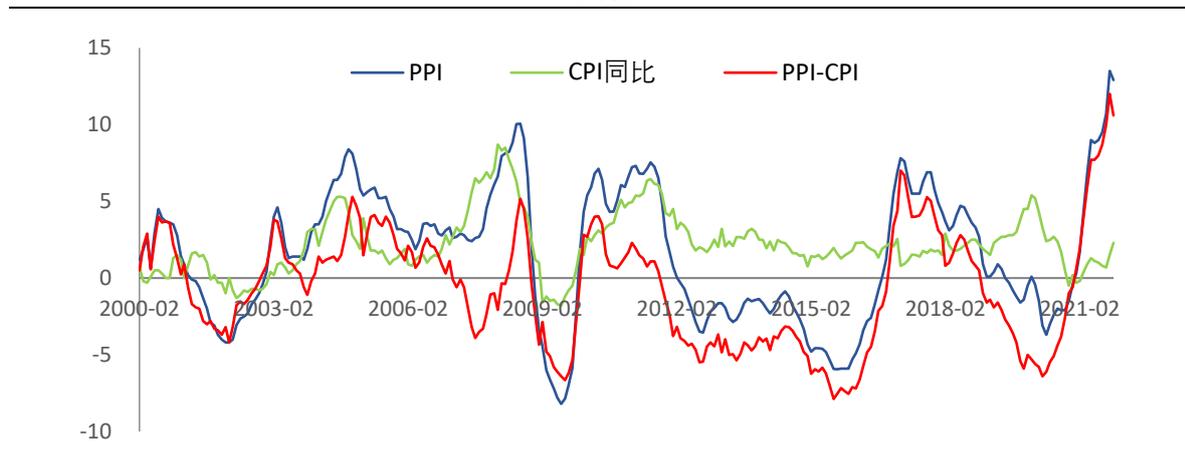
数据来源: CEIC, 兴证期货研发部

2.3 通胀&成本

PPI 剪刀差年内持续扩大, 但通胀传导受阻, 持续性或不足。本轮通胀来自于供给侧, 为应对疫情带来的经济疲软, 美国无限量 QE 政策导致上游能源与材料价格大幅攀升, 9 月能耗双控等政策趋严, 部分地区实施限电限产政策进一步推升通胀上行。随着 2022 年经济增速下降, 煤炭供给回归正常水平, 此外近期煤炭产能核准加快、煤炭扩产保供积极推进, 预计

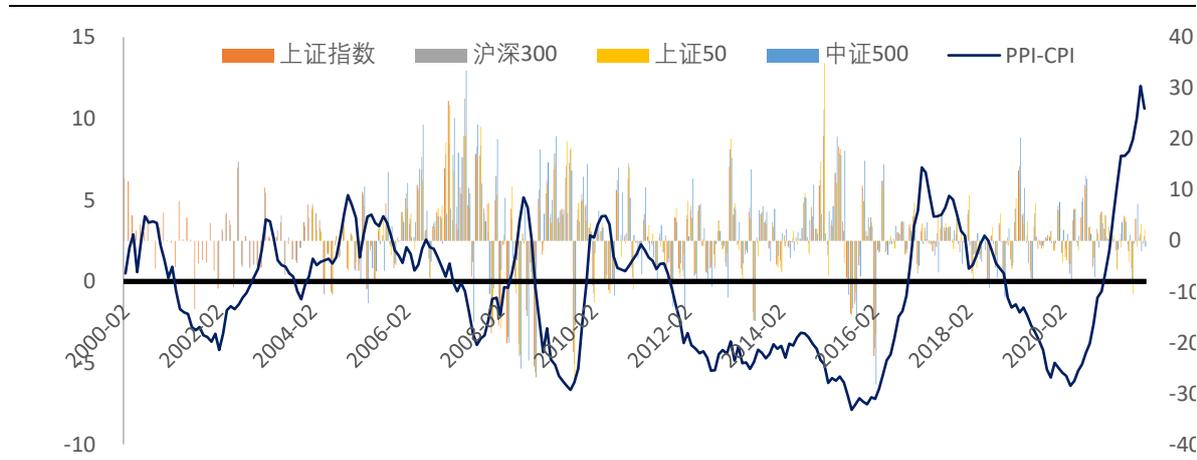
2022 年煤炭供需紧平衡状态有望得到缓解，剪刀差回落已经在 11 月数据中得到印证，这一趋势或将持续。从企业端看，剪刀差收缩时期，全产业链收入随成本共同下降，成本降低，需求也降低，但上游收入降幅相对更大，下游降幅较低。

图表 8: PPI-CPI



据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 9: PPI-CPI 与指数涨跌幅情况



据来源: wind, 兴证期货研发部

2.4 信用转向稳字当头

2022 年大概率转向“稳信用”。一方面，多次会议反复强调“稳发展”。1206 政治局会议将经济总基调由“稳中求进”改为“稳字当头、稳中求进”，在货币政策层面也更强调“灵

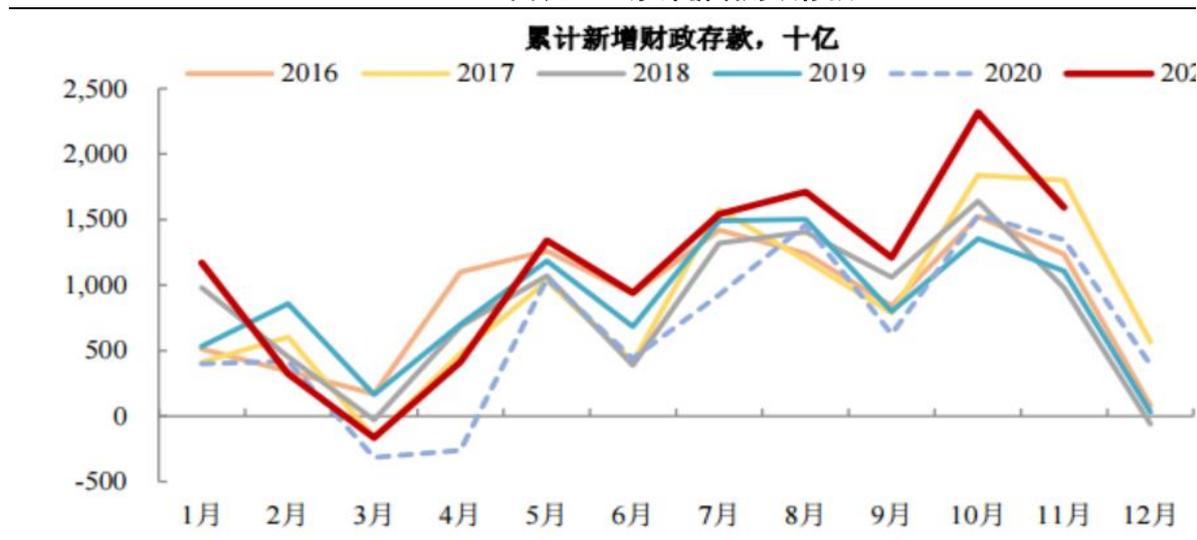
活适度”，中央经济会议对于“稳”提了 25 次，会议强调明年经济工作要稳字当头，稳中求进，各地区各部门都要担负起稳定宏观经济责任；三季度货币政策执行报告中删除了“总闸门”表述。从中美博弈角度考虑，“稳”政策提高中国长期竞争力；另一方面，当前房地产延伸出的金融风险问题仍将持续一段时间。此次地产引发的债务问题或会提高政策解决力度。工具角度看，除了此前推出的碳减排支持工具，未来可能还将推出更多结构性支持工具，比如：新基建、先进制造业、双碳目标上游研发投资及碳减排技术升级设备相关等。

图表 10：社融增速



数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 11：累计新增财政存款



数据来源：wind，兴证期货研发部

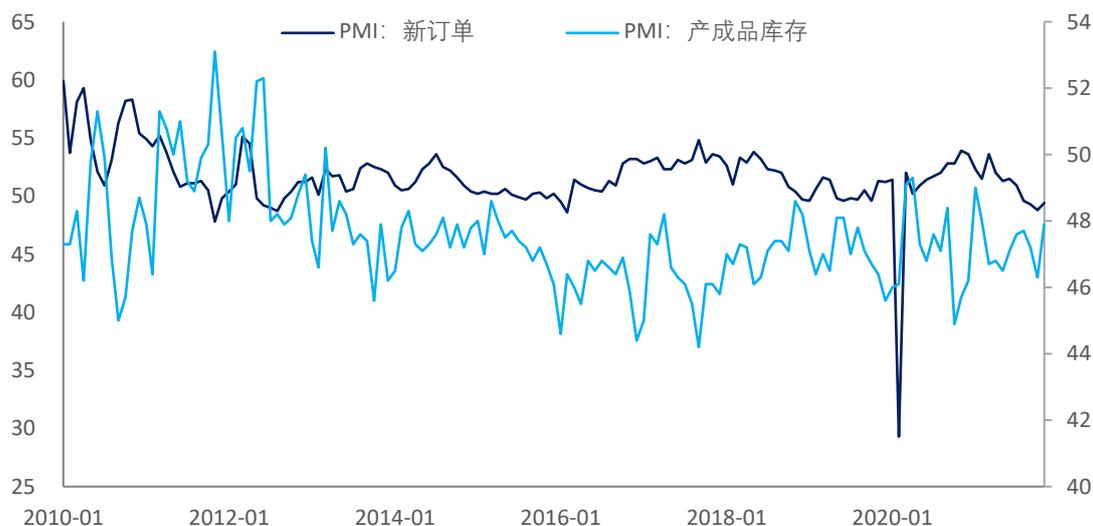
3. A 股盈利分析

A 股盈利预期下半年向好，结构性特征值得关注。一方面，上游 PPI 通胀回落仍待时日，2021 年以来信用周期收缩，订单周期回落，但从央行三季度银行家问卷调查中贷款审批指数边际企稳，银行放贷意愿和能力逐步企稳，近期央行再贷款投放及票据利率底部信号显现，预期信用进入：信用边际趋向宽松→订单周期企稳回升→主动去库存难以持续。库存周期从被动补库存逐步走向主动去库存。另一方面，随着美国进入加息周期，PPI 或进入回落周期，而下游随着明年猪价探底回升，PPI-CPI 收窄，全产业链企业盈利或在成本下降以及宽松政策的共同作用下获得盈利改善。

年底蓝筹股盈利收敛，中盘股增长显著。一方面，受到去年低基数影响，前三季度企业盈利增速明显，2021 年前三季度沪深 300 指数、上证 50 指数与中证 500 指数归母净利润增速分别为 18.89%、19.72%和 43.41%。另一方面，政府精准扶持政策及行业景气度等因素，不同板块分化较为明显。三季度单季度沪深 300、中证 50 与中证 500 归母净利润增速分别为-1.58%、-6.89%金额 21.48%。

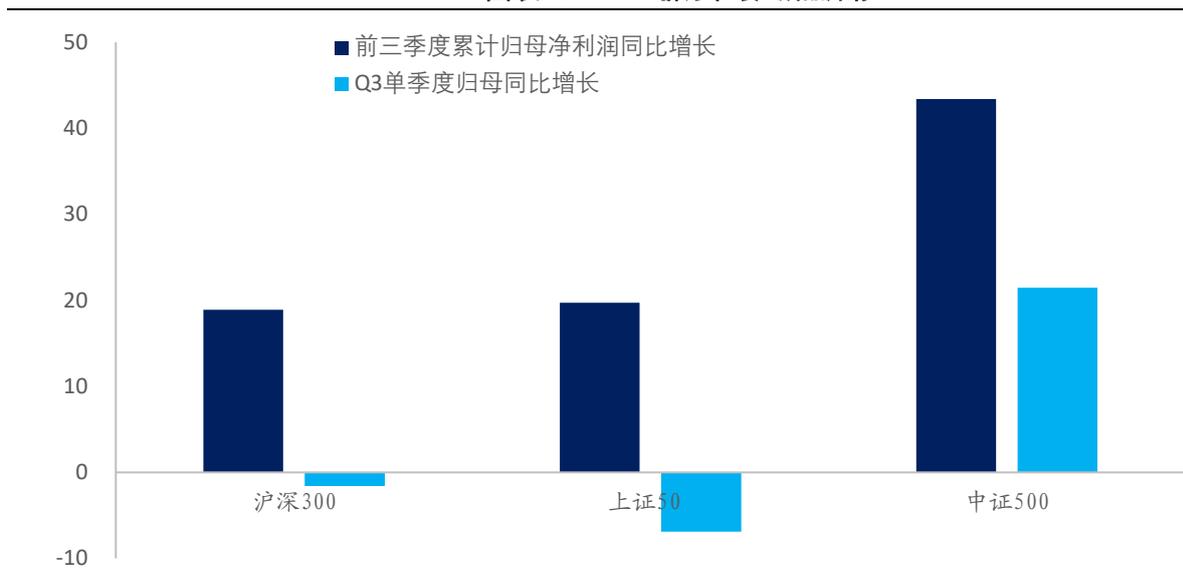
2022 年预期上游原材料价格回落压力偏大，下游在地产拖累下增长有限。在稳增长、稳信用及政策精准扶持背景下，消费、新能源、科技行业的利润预期表现良好。

图表 12: PMI 新订单与产成品库存



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 13: PMI 新订单与产成品库存

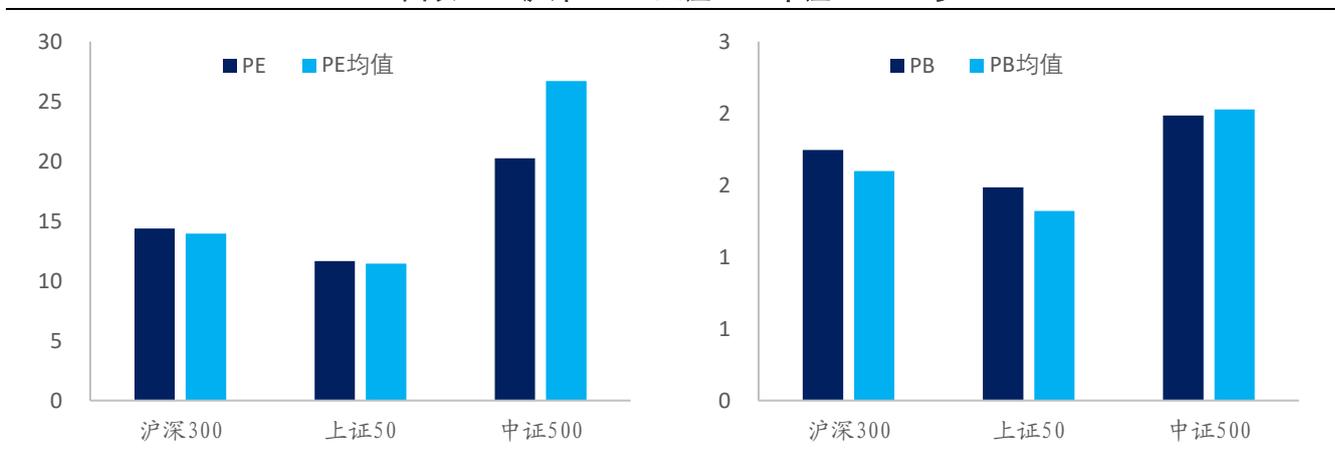


数据来源: wind, 兴证期货研发部

4. A 股估值情况

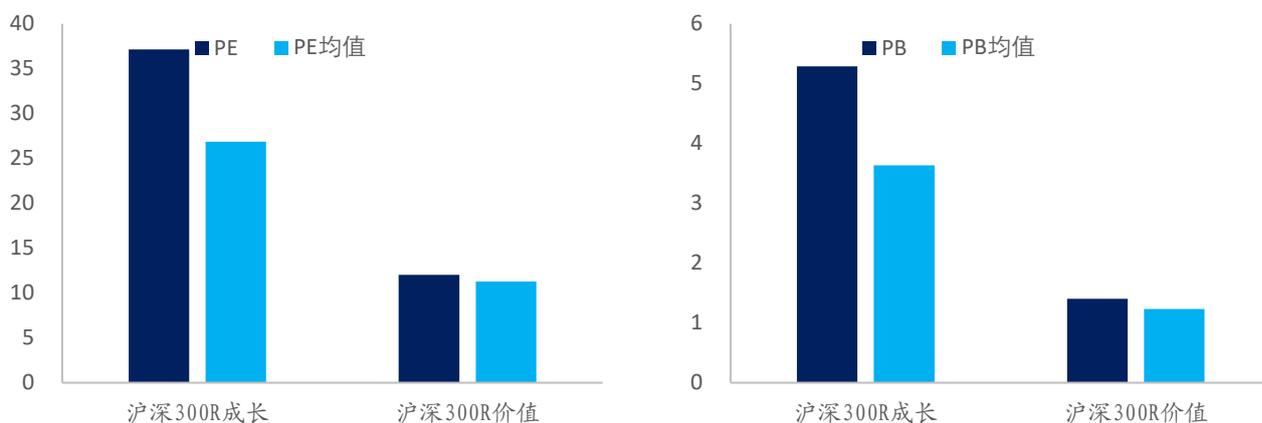
目前。主要指数间分化较大。蓝筹股相对估值偏高，上证 50 和沪深 300 指数的 PE (TTM) 和 PB 都略高于过去 10 年均值水平，而中证 500 指数 PE (TTM) 和 PB 都不及历史均值水平。成长股估值回归合理，成长股的估值相对偏高，但随着盈利快速增长，PE 低于历史均值但 PB 高于历史均值。电信技术、信息技术利润快速增长，估值回落明显，但 PB 位于历史均值。

图表 14: 沪深 300、上证 50、中证 500PE 与 PB



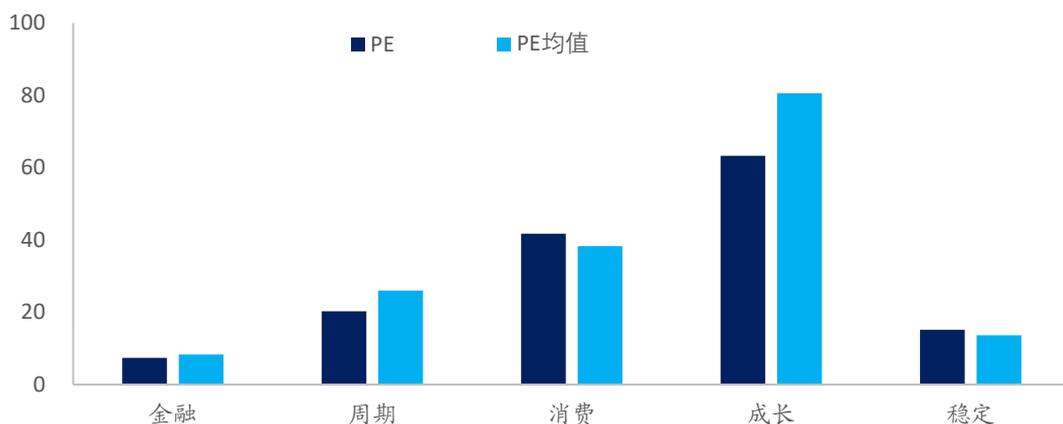
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 15: 成长股与价值股 PB



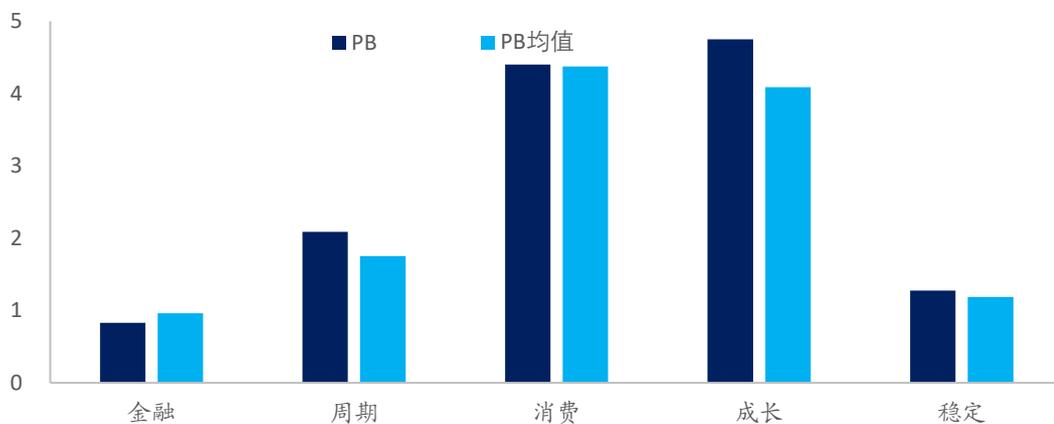
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 16: 各风格板块 PE



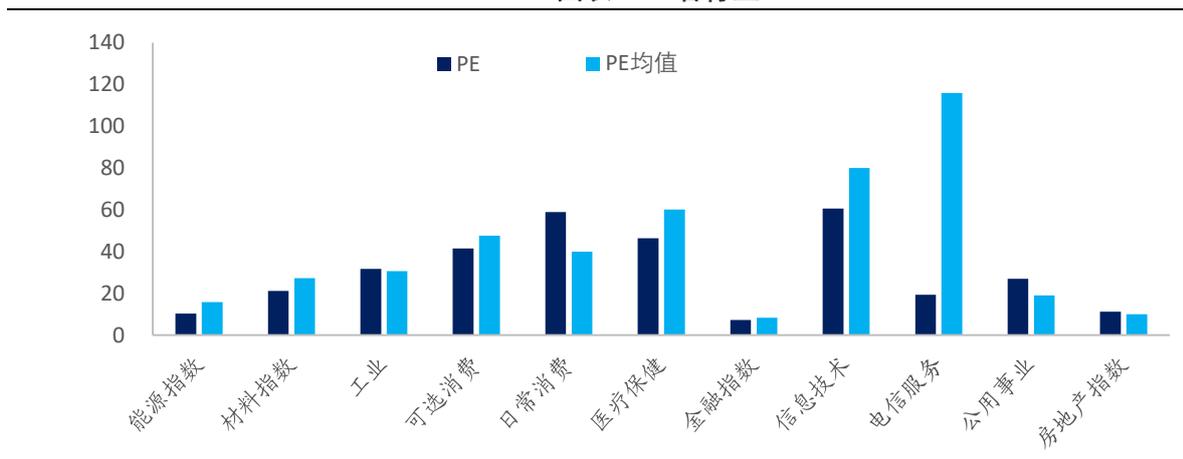
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 17: 各风格板块 PB



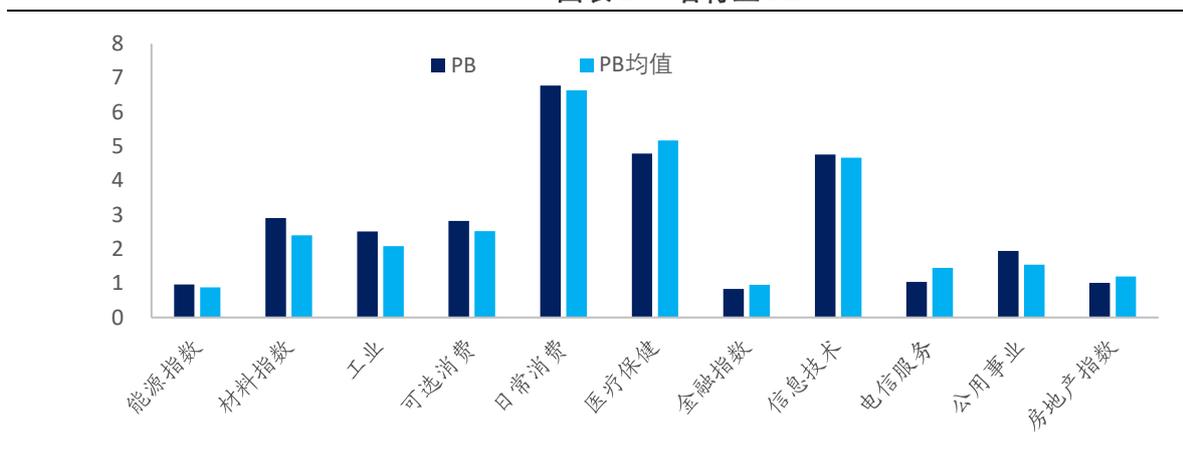
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 18: 各行业 PE



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 19: 各行业 PB



数据来源: wind, 兴证期货研发部

5. 后市展望

2022 年, 经济方面存在下行压力, 受地产拖累地产投资、消费预期都有回落, 受到海外疫情导致的产业链、供应链中断, 生存恢复仍较为缓慢影响, 出口相对较好。年末中央经济会议强调稳经济提高政府专项债发行及基建投资预期。PPI 回落及稳信用的背景下, 货币政策宽松预期强化。海外美联储加息概率较大, 上半年货币政策宽松强于下半年。

结构来看, 地产及相关产业链在维稳的背景下不会有太大起色, 金融消费更多看市场资金偏好。新能源虽然同时有政策偏好及景气度良好, 但高估值有待消化。相对而言, 科技板块可

能会表现较为亮眼。由此，以金融为主的上证 50 维持稳定，金融消费为主的沪深 300 表现或不如成分股中科技成长占比较大的中证 500 指数。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。