

2022 年 A 股市场将趋于均衡

如果 2022 年货币政策进一步宽松、市场主题扩散，那么 A 股有望趋于均衡。叠加全面注册制等因素，2022 年 A 股市场不排除全面牛市的可能性。

文 | 张静静



依据经济基本面和货币政策预期，2022年股票的性价比将明显高于债券。当下股市调整风险已提前释放，2022年市场将趋于均衡，如果货币政策更加宽松，有可能迎来全面牛市。

2021年： 拥抱新能源 担忧旧经济

2021年创业板、中证1000与中证500指数明显跑赢上证50与沪深300指数，成长风格乃至中小市值下沉的选股特征反映了两点，即拥抱新能源、担忧旧经济。

回看新能源，在2021年实现了四大红利共振：一是新能源政策预期差带来的确定性溢价，国内政策发力加速，国际范围内欧洲有了“钱”、美国有了“意愿”，显著提振了市场的新能源风险偏好；二是原油价格与新能源成长性是一个硬币的两面，2021年原油价格大涨提振了新能源车渗透的预期；三是疫情反复约束无风险利率，新能源获得估值“激励”；四是2021年随着年初涵盖30家“类茅台”公司的“茅指数”调整、第三季度末周期调整，新能源逐渐一枝独秀、主力资金集中购买的抱团特征也越发明显，吸筹红利显著。

进一步看，2021年表现最好的创业板、中证1000指数以及中证500指数的“含宁量”——含有以宁德时代为代表的新能源及其概念股的比重——显著高于2021年表现较差的上证50指数与沪深300指数。如果将上述指数进一步拆分成“含宁部分”与“不含宁部分”，创业板、中证1000指数以及中证500指数的“含宁部分”要显著好于“不含宁部分”；上证50指数与沪深300指数中“含宁部分”表现不仅明显强于其“不含宁部分”，甚至也跑赢了创业板、中证1000指数以及中证500指数的“不含宁部分”。

2021年创业板、中证1000与中证500指数明显跑赢上证50与沪深300指数，成长风格乃至中小市值下沉的选股特征反映了两点，即拥抱新能源、担忧旧经济。

也就是说，2021年新能源几乎贯穿了A股的主线。

值得注意的是，2021年第二季度上证50指数与沪深300指数的“含宁部分”与创业板、中证1000指数以及中证500指数的“含宁部分”表现相当，8~11月则有所分化，表明在此期间市场在新能源主题下进一步演绎了成长风格、大盘股和小盘股分化加剧。从表面看，这一分化刚好对应了无风险利率中枢下移，这种分化的驱动力为宏观因素，事实上与市场对于地产乃至经济下行的担忧有关。

首先，2021年7月以来剔除价格因素后，出口量的同比增速已经降至个位数。同样是2021年7月以来商品房销售面积累计同比快速回落的同时，房屋新开工面积累计同比也已转负。在此背景下，截至2021年11月，市场对地产下行的担忧与日俱增，出口增速进一步下滑压力也有所显现，此外，疫情在长三角及珠三角等经济发达地区零星散发也影响了2021年第四季度的经济表现。

基建和保障房将起托底作用

就基本面而言，“旧经济”对GDP的贡献有望显著提升。

从目前来看，宏观政策稳增长迹象已经显现，2022年第一季度经济增速就有望回暖，并且“旧经济”对GDP的贡献将明显上升，其中非常确定的是基建和保障房将共同发力。

首先，地产开发贷同比大概率已经处于底部。2021年12月6日召开的中共中央政治局会议强调“要推进保障房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环”。就在此次会议前后，一行两会也分别就“支持商品房市场更好

满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环”表态，预计未来几个月内个人房贷与地产开发贷有望加速，房地产开发贷同比大概率已经处于底部区域并有望企稳。

其次，2021年财政后置、2022年财政前置，叠加就地过年可能性较大，2022年第一季度基建增速大概率明显回升。尽管在“三线四档”融资规则、“房贷集中度管理”、“供地两集中”等一系列严厉调控的政策措施影响下，地产投资暂时难以企稳，甚至2022年上半年也极有可能保持下行态势，但政府主导的投资领域将在2022年第一季度对经济形成较强的托底作用。

2021年的财政特征为财政后置，9~11月累计发行专项债1.6万亿元左右，占全年专项债限额的46.8%。通常来说，专项债落地3个月左右会形成实物工作量，因此上述资金将对2022年第一季度的基建形成提振。考虑到疫情扰动，2022年倡导民众就地过年的概率不低，在提前下放资金的背景下，就地过年也将显著提

振第一季度各地基建、保障房相关的实物工作量。进而，2022年第一季度“旧经济”因素对实际GDP的贡献或将显著攀升。

2022年下半年地产投资增速回升为大概率事件，“旧经济”重获活力。再往后看，由于海外经济料将逐步恢复，出口份额或将小幅回落，2022年出口或已无量的增长，因此内需将极为关键。在上半年政府主导的投资领域发力后，下半年国内房地产投资增速亦有望触底回升接力基建与保障房。

2022年PPI与CPI剪刀差大概率收敛，国内消费需求或进一步边际转好，因此2022年消费——尤其是大众消费——领域值得看好。

就行业来看，只要传统能源需求不见顶，新能源的成长逻辑就没有讲完。国际能源署预测原油需求或于2025年见顶，那么新能源大概率是贯穿“十四五”时期的A股市场主线，进而2022年新能源仍具备贝塔特征。2021年新能源的四大红利多数将在2022年有所减弱，但近期美国对华延长了即将到期的排除关税清单，也令当下调整风险提前释放。因此2022年新能源自身的阿尔法收益或仍存在，但大概率会弱于2021年，其背后有三条逻辑。

2022年： 市场或更均衡 全面牛市可期

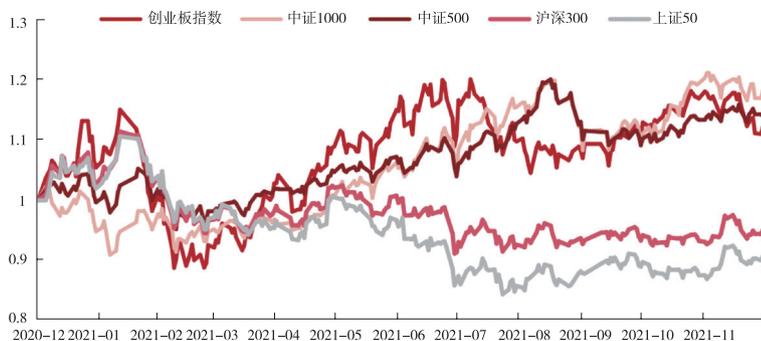
第一，市场已经对政策确定性有充分认知，预期差或许已经基本消除；“确定性溢价”状态有可能持续，但亦大概率变弱。

第二，预计2022年下半年油价仍有望升破90美元/桶，但全年涨幅将比2021年收敛很多。进而，新能源获得的成长弹性会受到边际约束。

第三，经历了2021年第四季度和2021年第三季度海外疫情反弹后，在疫苗接种率攀升、特效药有望问世的背景下，2022年疫情给全球带来的不确定性大概率将有所降温。就国内而言，我们认为2022年稳增长概率极高，一旦边

2021年A股主要指数表现

(2020.12.31=1)



> 资料来源：Wind，西部证券研发中心

际宽信用预期形成，无风险利率也将回升。可见 2022 年新能源等部分权益资产的估值弹性亦将变弱。

那么，2022 年新能源领域的增长点在哪里？由高油价背景下美国页岩油资本开支仍疲软可知，2021 年投资端已经开始布局新能源，2022 年将继续在新能源领域扩张产能。扩产就需要增加原材料与设备需求，进而上游原材料与中游设备应是新的增长点。

与此同时，大众消费值得看好。

目前可以说大众消费仍然处于低谷阶段，而且原因是多方面的。持续防疫在客观上约束了场景型消费，难免拉低服务行业从业者就业与收入，并拖累大众消费。而防疫背景下跨省务工半径缩小，影响外出务工人员收入。此外，也不排除疫情受损和顺周期行业存在拖欠薪资的可能性。因此，经济实现稳增长后，居民收入有望获得保障，消费意愿也会随之增强。假若再配合促消费政策，2022 年大众消费企稳甚至回升的可能性非常大。

根据我们对“十四五”规划纲要的理解，“十四五”期间中国的转型方向是“消费大国叠加制造大国”。在转型预期下，促消费、保中下游行业利润等相关政策有望逐步落地。此外，2022 年 PPI 与 CPI 剪刀差大概率收敛，国内消费需求或进一步边际转好，因此 2022 年消费——尤其是大众消费——领域值得看好。

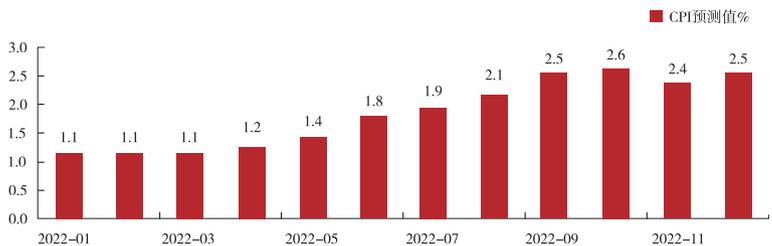
综合来看，风险提前释放，市场会更加趋向均衡，全面牛市可期。

目前，10 年期国债收益率倒数（可理解为债市估值）与沪深两市 PE TTM（可理解为股市估值）差值处于过去十年的高位，可见股票性价比明显高于债券。复盘来看，此时股市上涨概率显著高于整体下跌，大幅下跌的可能性不大。换言之，假若货币政策进一步宽松，股市大概率更为受益。从风格上看，2021 年的主

房地产开发投资贷余额同比与市场风格



2022 年中国 CPI 同比预测值



> 资料来源：Wind, 西部证券研发中心

线是新能源，在此背景下形成了抱团特征、成长风格并伴随着中小市值下沉的选股方式。

同时，近期新能源调整相当于提前释放了 2022 年的部分风险，2022 年虽无显著的超高收益，但高景气仍有望助力出现整体市场行情。2022 年 A 股中表现更突出的可能是与“旧经济”相关性较强的价值蓝筹股及与能源革命相关的新能源上中游成长股。如果 2022 年抱团与中小市值下沉特征有所弱化，货币政策进一步宽松、市场主题扩散，那么 A 股也有望趋于均衡。叠加全面注册制等因素，2022 年 A 股市场不排除全面牛市的可能性。☒

（作者系西部证券宏观首席分析师）