

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

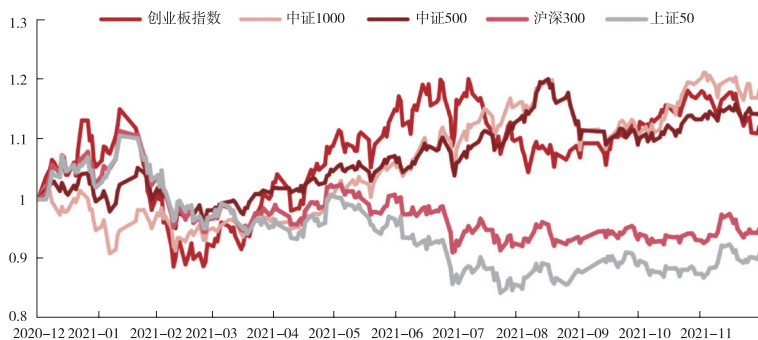
第一，市场已经对政策确定性有充分认知，预期差或许已经基本消除；“确定性溢价”状态有可能持续，但亦大概率变弱。

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。

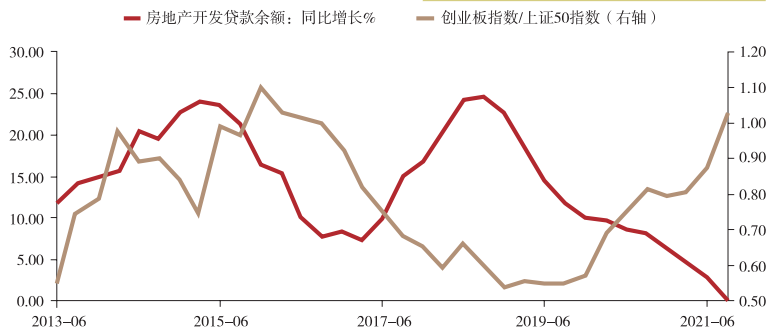
目前可以说大众消费仍然处于低谷阶段，而且原因是多方面的。持续防疫在客观上约束了场景型消费，难免拉低服务行业从业者就业与收入，并拖累大众消费。而防疫背景下跨省务工半径缩小，影响外出务工人员收入。此外，也不排除疫情受损和顺周期行业存在拖欠薪资的可能性。因此，经济实现稳增长后，居民收入有望获得保障，消费意愿也会随之增强。假若再配合促消费政策，2022 年大众消费企稳甚至回升的可能性非常大。

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。

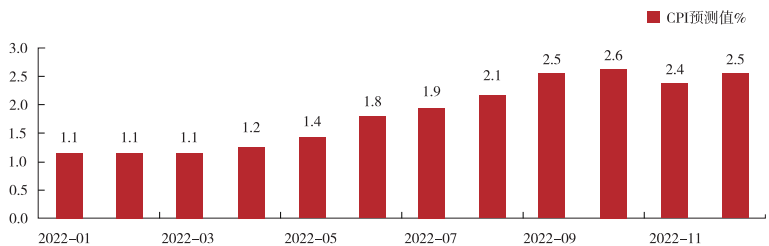
综合来看，风险提前释放，市场会更加趋向均衡，全面牛市可期。

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）