

宏观股指国债年度观点

国元期货研究咨询部

经济增速下行 期指期债谨慎看多

主要结论:

2022 年国内经济压力仍存, 疫情对经济的影响将逐渐淡化, 经济进入新的均衡过程。2022 年全球主要经济体疫后复苏过程放缓, 通胀回落, 供应链紧张缓和, 全球经济增长动能减弱。

2022 年的市场底部应较 2021 年有所抬升, 但 2022 年经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力, 全年的行情中不确定因素较多, 而政策层面求稳的意愿较强, 政策空间充裕, 综合考虑对于大盘谨慎看多, 延续长期的震荡慢牛行情, 对于 2021 年股指行情的判断以偏多震荡为主。

对于 2021 年期债行情的判断应以偏多震荡上行为主, 高点、低点均高于 2020 年, 整体价格中枢上移。10 年期国债有望下破 2.8-3.0% 区间, 在 2.6-2.8% 区间长期运行。

宏观金融

许雯

电话: 010-84555101

邮箱 xuwen@guoyuanqh.com

期货从业资格号 F3023704

投资咨询资格号 Z0012103

相关报告

目 录

一、2021 年宏观经济概述.....	1
二、宏观分析.....	1
(一)、经济恢复性高增长.....	1
1、工业产出恢复.....	3
2、投资增速回升.....	6
3、消费增长缓慢.....	10
4、外贸处于高景气.....	12
5、财政扩张放缓.....	13
(二)、价格指数分化.....	15
(三)、金融数据回落.....	18
三、2022 年宏观经济展望.....	22
四、2021 年股指期货行情回顾.....	24
五、股指期货分析.....	25
(一)、盈利增速回归.....	25
(二)、股市融资节奏较快.....	27
(三)、融资余额稳步抬升.....	29
(四)、标的指数估值下降.....	30

(五)、下半年期货基差逐步收窄	32
六、2022 年股指期货展望	33
七、2021 年国债期货行情回顾	35
八、国债期货分析	37
(一)、国债发行量下降	37
(二)、存量国债期限结构稳定	38
(三)、资金利率中枢上移	39
九、2022 年国债期货展望	40
十、风险揭示	41

附 图

图 1: 中国 GDP	2
图 2: 美国 GDP	2
图 3: 欧盟 GDP	3
图 4: 日本 GDP	3
图 5: 规模以上工业增加值	4
图 6: 全部工业增加值	4
图 7: 年度固定资产投资数据	7
图 8: 房地产开发投资	7
图 9: 基础设施投资 (不含电力)	8
图 10: 制造业投资	8
图 11: 社会消费品零售总额	11
图 12: 中国城镇居民人均可支配收入	11
图 13: 年度进出口数据	12
图 14: 年度进出口数据	12
图 15: 财政政策目标	14
图 16: 财政收支年度数据	14
图 17: 财政收入月度数据	15
图 18: 财政支出月度数据	15
图 19: 价格指数	16
图 20: PPI-CPI	16
图 21: CPI	17
图 22: PPI	17
图 23: M0	20
图 24: M1	20
图 25: M2	20
图 26: 新增社会融资规模	20
图 27: 社会融资规模存量	22
图 28: 人民币贷款余额	22

图 29: 股指期货 2020 年行情回顾	24
图 30: 2020 年 A 股市场风格	24
图 31: 工业企业利润总额累计值	26
图 32: 当月利润	26
图 33: IPO	28
图 34: IPO 融资	28
图 35: 沪深股市市值合计	29
图 36: A 股增发融资额	29
图 37: 融资余额	30
图 38: 融券余额	30
图 39: 沪深 300PE	31
图 40: 上证 50PE	31
图 41: 中证 500PE	31
图 42: 2020-2021 标的指数估值	31
图 43: 沪深 300 主力合约现货期货价差	32
图 44: 上证 50 主力合约现货期货价差	32
图 45: 中证 500 主力合约现货期货价差	33
图 46: 沪深 300 成交持仓比	33
图 47: 2021 年国债到期收益率	36
图 48: 国债期货 2021 年行情回顾	36
图 49: 2021 年年度国债收益率变化	36
图 50: 国债收益率差	36
图 51: 7 天资金利率	39
图 52: 公开市场	39

一、2021 年宏观经济概述

2021 年我国经济延续恢复增长，经济结构深化调整。上半年延续了 2020 年下半年以来的加速修复趋势，二季度逐渐到达年内景气高点。下半年受到国内多点散发疫情、能源及工业品价格走高等因素影响，经济增速逐季回落。2022 年国内经济压力仍存，疫情对经济的影响将逐渐淡化，经济进入新的均衡过程。

2021 年全球经济复苏，通胀处于三十年来高位，新冠病例依旧居高不下，全球供应链紧张。2022 年经济疫后复苏过程放缓，通胀回落，全球经济增长动能减弱。

二、宏观分析

（一）、经济恢复性高增长

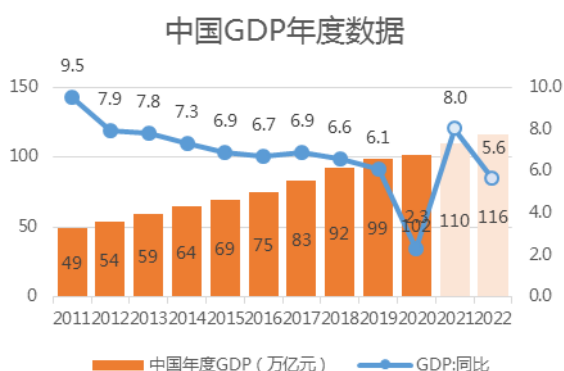
2021 年我国经济进入疫后复苏阶段，经济增速较 2020 年大幅提高。其他主要经济体也先后进入经济加速复苏阶段。由于基数、疫情等因素，经济增速逐季放缓。从经济景气的角度来说，2021 年上半年中国经济维持了稳定增长，下半年由于受到局部疫情、汛情、工业品价格走高等因素的影响，经济增长有所放缓。

2021 前三季度 GDP 为 82.3 万亿，同比增涨 9.8%，两年平均增长 5.2%，增速较上半年下降 0.1 个百分点。分季度看，一季度同比增长 18.3%，两年平均增长 5.0%；二季度增长 7.9%，两年平均增长 5.5%；三季度增长 4.9%，两年平均增长 4.9%。二季度为疫情后我国经济复苏的高点。按 8%、5.6%的年增速估算，2021

年我国 GDP 总量约为 110 万亿，2022 年约 116 万亿。

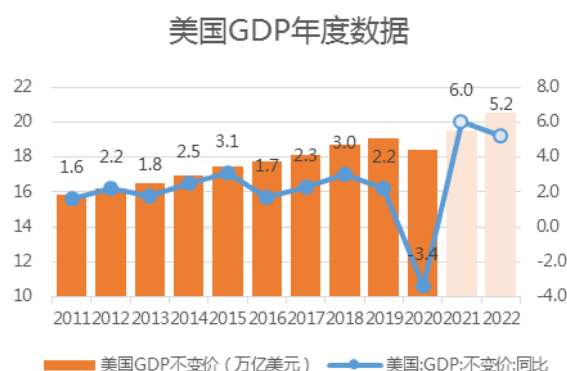
分产业看，前三季度，第一产业增加值 5.1 万亿元，同比增涨 7.4%，两年平均增长 4.8%；第二产业增加值 30.1 万亿元，同比增涨 10.6%，两年平均增长 5.7%；第三产业增加值 45.1 万亿元，同比增涨 9.5%，两年平均增长 4.9%。年内第二产业保持增长，达到疫情前增长水平，第三产业受多点散发疫情的影响大于第二产业，增速偏低，尚处于恢复过程中。

图 1：中国 GDP



数据来源：Wind、国元期货

图 2：美国 GDP



数据来源：Wind、国元期货

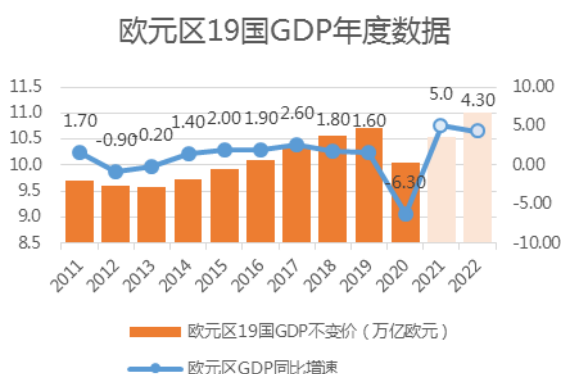
2021 年全球经济较 2020 年大幅增长。2020 年受疫情的影响全球经济整体负增长 3.1%，2021 年进入复苏阶段，中国、美国、欧洲先后进入加速复苏过程，成为全球增长引擎。随着疫苗普及率提高以及新冠特效药问世，新冠疫情对全球经济的冲击将会逐渐递减。2022 年全球经济加速复苏的过程放缓，逐渐进入正常化增长进程，面临就业、通胀、供应链等方面的压力，各主要国家经济增速均将放缓。

在 IMF 今年 11 月的世界经济展望报告中，预测 2021 年全球经济增速将达

到 5.9%，2022 年下滑到 4.9%。中国 2022 年经济增速下降到 5.6%。外部经济环境增长放缓，全球主要经济体经济增速下降，为明年的外需增长构成压力。

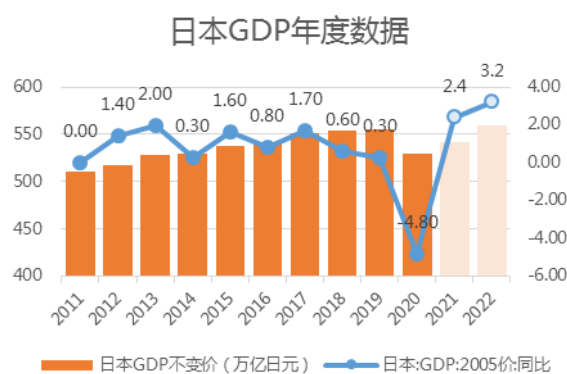
IMF 下调美国 2021 年增长预期至 5.2%；下调欧元 2021 年经济增速至 4.3%；调整日本 2021 年经济增速至 3.2%。中、美经济较强，仍然是世界经济增长的引擎。

图 3：欧盟 GDP



数据来源：Wind、国元期货

图 4：日本 GDP



数据来源：Wind、国元期货

2022 年全球经济依然面临诸多压力与挑战，各经济体经济前景出现分化，这是全球经济复苏面临的主要问题。很多经济体通胀形势严峻，导致经济复苏面临的风险加剧，政策应对难度加大。

1、工业产出恢复

全年数据来看 2021 年生产端的表现较 2020 年好转,2020 年应该是近几年的低点。在疫情受控初期、经济下行压力比较大的时候生产端表现出的强韧给市场以信心，在生产端率先启动修复进程，之后带动投资、消费、外贸等需求端的渐进复苏。2021 年生产端延续强势，及至三四月份进入传统生产旺季达到景

气高点，二季度工业增加值增速开始高位回落，三季度由于限电限产等供给端约束工业生产明显走弱，及至四季度，供给侧约束有所改善，工业生产短期回升。2022 年经济下行概率较高，需求端不确定因素较多，工业增速继续回升缺乏支撑。

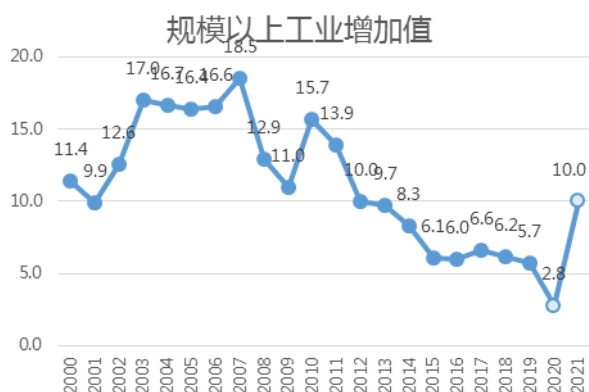
2021 年 1-11 月，规模以上工业增加值实际同比增长 10.1%，从年初的 35.1% 超高速增长逐渐平稳回落，较 1-10 月下降 0.8 个百分点，两年平均增长 6.1%，较 1-10 月下降 0.2 个百分点。从单月数据来看，11 月规模以上工业增加值同比增长 3.8%，较 9、10 月份小幅回升，生产端约束好转。但长期趋势来看生产端持续放缓的趋势仍在。

分产业看 11 月份采矿业增加值同比增长 6.2% 较上月上升 1 个百分点，制造业增长 2.9% 回升 0.4 个百分点，电热燃气水增长 11.1% 持平上月。制造业放缓，拖累整个生产端。41 个行业大类中有 29 个行业增加值保持同比增长；612 种产品中有 283 种产品同比增长。分行业来看，医药、电子、电力增速处于高位，制造业增加值，汽车、钢铁、水泥、焦炭等负增长。高能耗行业产量有所抑制，上游有走弱迹象。

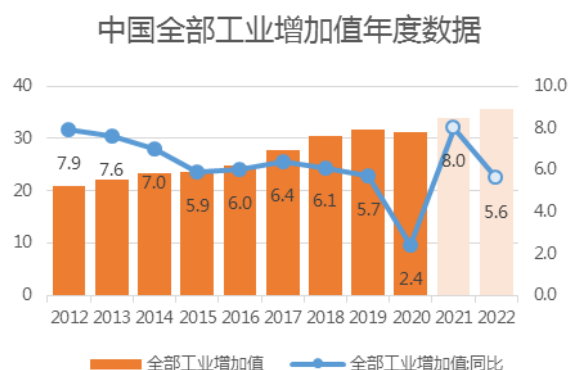
2022 年初生产端表现继续偏弱的概率仍大，一是传统淡季，二是需求端短期难以恢复强势，且需求响应一直相对滞后。地产链收缩、汽车产量下降对供需两端都有压力。内部需求不足体现在投资下滑、消费低于预期，同期净出口较强在一定程度上弥补了供需缺口、缓解供需矛盾。2022 年中生产端有望企稳回升，但增速再提高的空间也不大，取决于内需是否支持。

图 5：规模以上工业增加值

图 6：全部工业增加值



数据来源: Wind、国元期货



数据来源: Wind、国元期货

以年度数据来分析中国经济增速仍处于长期下行趋势之中, 2020 年、2021 年由于疫情造成了异常的波动, 2022 年开始将回归到原有的经济运行趋势之中, 这个趋势是由人口、收入、文化、产业结构、潜在增速等决定, 短期因素很难扭转。从工业产出来看, 在 2010-2015 年期间经历可产出增速逐年下台阶的过程, 2015 年之后几年一直稳定在 6% 的平台上, 2018 年三季度首次跌破这个长期平台, 这大概率是一个工业产出长期下滑趋势的开始。主要考虑的因素是中国经济在 2015 年之后发生了重要的结构性变化, 一是第三产业占 GDP 的比重逐步提高对 GDP 的增长贡献增加, 二是新经济领域的增长速度超越传统经济的增长新旧动能逐步转换, 三是人口结构变化逐渐进入老龄化。

表 1 2021 年规模以上工业增加值同比 前后 5 行业

行业	2021 年 1-10 月
废弃资源综合利用业	32.5
医药制造业	27.9
燃气生产和供应业	19.9
电气机械及器材制造业	19.5
金属制品业	19.4
黑色金属冶炼及压延加工业	3.0
纺织业	2.5
石油加工、炼焦及核燃料加工业	2.0

有色金属矿采选业	-2.3
其他采矿业	-6.9

2022 年生产端整体存在压力。年初由于基数影响延续今年以来的下行趋势，年终伴随经济企稳需求回升，生产端或小幅回升，而下半年工业增速继续回升或因缺乏需求支撑而走平。全年来看 2022 年由于外需、内需的增长放缓，加上 2021 年基数较高，工业增加值增速应较 2021 年明显下降，不过生产端一直具有很强的韧性，在宏观下行压力下工业产出应该较为稳健，是经济下行压力下较为坚挺的指标。

2、投资增速回升

2021 年固定资产投资增速较 2020 年回升。2009 年之后国内固定资产投资增速进入逐年下滑的长期趋势，2015 年之后跌破了 10% 进入个位数增长时期，投资领域映射了产出增速放缓趋势，2020 年受疫情影响固定资产增速创下 2.9% 的历史新低。2021 年疫情受控之后投资领域情况好转，但整体上投资恢复的过程较为迟缓。由于基数等因素的作用，年内固定资产投资增速自 1-2 月份的高位逐月回落，全年增长 5% 左右。投资主要构成中房地产开发投资高位回落下降较大、基建投资稳在低位，制造业投资增速提高保持回升势头。

1-11 月份中国固定资产投资 49.4 万亿元，同比增长 5.2%，两年平均增速为 3.9%。其中地产投资增速下降较快，基建投资较低拖累整体投资增速，制造业投资延续两位数增长。按投资主体看民间投资 28.1 万亿元，同比增长 7.7%，较上月下降 1.2 个百分点，较 2019 年同期下降 7.5%，剔除 2020 年基数影响民间投资恢复情况不及国有控股。分产业来看，第一产业投资 1.29 万亿元，同比增长 9.3%；第二产业投资 15.1 万亿元，同比增长 11.1%；第三产业投资 33 万亿元，

同比增长 2.5%。第三产业投资成为拖累。

制造业投资方面，今年以来制造业投资表现较强，是三大投资领域中增长最快的，1-11 月制造业投资同比增长 13.7%，两年平均增长 4.3%，制造业投资保持上升势头，年末的单月投资增速也保持在 10%左右。今年制造业表现好剔除基数影响主要是因为经济复苏过程中供给约束较大，产业投资需求自发走强。2022 年制造业投资的需求支撑下降、制造业企业利润增速下滑，或对制造业投资继续高增长构成压力，中长期来说宏观政策结构性宽松、产业政策支持，制造业投资保持平稳的可能性较大。

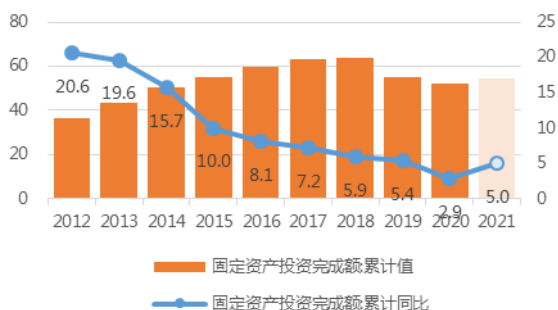
基础设施投资方面，增速处于低位，与 2020 年大体持平。今年财政扩张放缓、发力较晚，基建增速一直不高，1-11 月基础设施投资同比增长 0.5%，单月增速为-3.6%，基建投资明显较弱。年内基建投资基本稳在低位，在跨周期调节的政策导向下，基建仅起到托底作用。2021 年财政扩张力度整体上较 2020 年降低。从财政约束的角度来看，2021 年财政收支较为平衡、财政压力较小，基建施为尚留有余力，在跨周期调节的考虑下，可能将发力留至 2022 年。

2022 年经济下行压力较大，稳增长的预期较强，宏观政策逆周期调节的诉求提高，但在政府杠杆率不能大幅上升的约束条件下，对于财政政策托底基建的力度也不宜预期太高。尤其是在地产链 2022 年大概率收缩的情况下，土地收入下降也对未来财政形成一定压力。在结构方面基建投资方向依据政策导向施为，新基建领域会明显超过以电力、铁路、公路为代表的传统基建领域。

图 7：年度固定资产投资数据

图 8：房地产开发投资

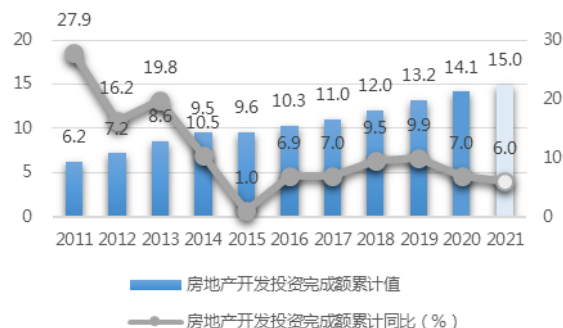
中国固定资产投资年度数据



数据来源：Wind、国元期货

图 9：基础设施投资（不含电力）

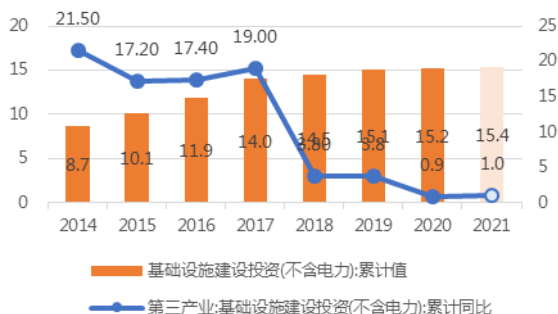
房地产开发投资完成额



数据来源：Wind、国元期货

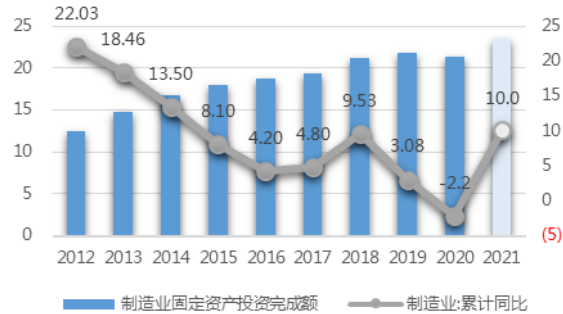
图 10：制造业投资

基础设施建设投资（不含电力）



数据来源：Wind、国元期货

制造业投资完成额



数据来源：Wind、国元期货

房地产开发投资，2021 年地产链收缩，地产相关数据走弱，地产销售降温，土地市场需求下降，房地产开发投资增速回落。在 2020 年的疫情冲击中，地产需求支撑较强叠加流动性宽松，地产投资属于较为坚挺的板块，也造成了高基数。2021 年在房地产，政策严厉收紧下，个别大型房企出现经营困难，地产投资增速加速回落。下半年地产投资快速下滑拖累了整体投资增速。1-11 中国房地产开发投资 13.7 万亿，同比增长 6%，两年平均增长 6.4%。11 月单月地产投资 1.24 万亿，同比下降 4.3%。

施工方面，1-11 月房屋施工面积 96 亿平方米，同比增长 6.3%；新开工面积 18.3 亿平方米，同比下降 9.1%；竣工面积 6.9 亿平方米，同比增长 16.2%。新开工受房地产政策收紧影响下滑较大。竣工面积高位回落，保竣工的政策下，竣工增速尚可，但地产行业整体下行对竣工也构成压力，主要体现在开发商保竣工的能力下降。

销售方面，1-11 月商品房销售面积 15.8 亿平方米，同比增长 4.8%，两年平均增长 3.1%。销售额 16.2 万亿元，同比增长 8.5%，两年平均增长 7.8%。年内房地产销售价格增速高于面积，销售平米单价上升。商品房销售有所放缓与银行地产相关信贷偏紧、地产政策导向等因素有关，2022 年楼市销售继续降温，2020 年的 17.6 亿平米可能是地产销售的长期顶部。

地产政策导向上中央一直坚持房住不炒，又以因城施策为补充，市场主流观点认为 2022 年房地产投资增速不会太高，甚至有可能负增长。由于监管严格与高基数的影响，房地产投资增速或逐渐回落。土地市场遇冷，地产公司资金链紧张也降低其购地意愿，最终可能会传导到地方财政。

表 2、2021 年固定资产投资增速前 5VS 后 5 行业

行业	2021.1-10
管道运输业	40.30
化学纤维制造业	31.30
黑色金属矿采选业	30.80
畜牧业	29.80
卫生	28.90
林业	-9.10
电信、广播电视和卫星传输服务	-10.50
公共管理、社会保障和社会组织	-10.80
燃气生产和供应业	-12.70
信息传输、软件和信息技术服务业	-14.60

整体来看，2022 年固定资产投资增速由于经济下行与财政约束的双重压力全年不会太高，但在稳增长政策导向下或许会小幅高于 2021 年。2022 年房地产投资增速难以提升，回落的概率较高，不排除全年投资增速负增长的可能性。基建稳定增长依然起到托底经济的作用。制造业投资增速保持较快增速或能够对冲房地产投资的下滑影响。2022 年政策支持、扶持领域的主动性投资需求保持强劲，扩张性的财政政策起到托底、稳增长的作用，使 2022 年固定投资增速回升到 5-8% 之间。

3、消费增长缓慢

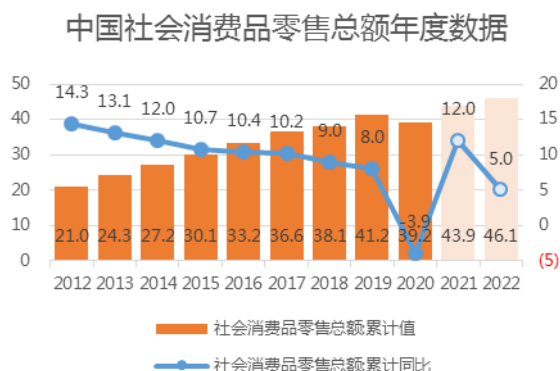
2021 年消费恢复性增长，较 2020 年增速提高。2021 年消费比较低迷，消费也是疫后总需求恢复的最缓慢的部分。2010 年之后社会消费品零售总额的增速一直处于缓慢下行的长期趋势中，2020 年初消费领域受到了疫情严重的打击，2021 年疫情有效管控，消费逐步回升。疫情后，K 型复苏加剧了贫富差距分化，政策导向更加强调共同富裕。

2021 年内需修复、社零增速回升，消费表现整体偏弱。1-11 月社会消费品零售总额 40 万亿，同比增长 13.7%，两年平均增速为 4.1%。11 月单月社销总额 4.1 万亿，同比增长 3.9%，两年平均增速 4.4%。后疫情时期全国居民的消费行为发生了显著的结构变化，餐饮消费处于较低水平，网络零售保持较高增速。由于就业、收入等方面的压力，消费是需求端回升最缓慢的部分，距离疫情之前的水平尚有不小的缺口。

2022 年消费水平也不会出现大幅下降。每一轮疫情对经济的冲击逐渐减弱，一方面面对疫情的处置能力、社会治理能力提高，二是群众对疫情的接受度、

耐受力也强了。政府部门出台稳定经济增长、扩大消费的政策工具，会起到拉动消费的作用。

图 11：社会消费品零售总额



数据来源：Wind、国元期货

图 12：中国城镇居民人均可支配收入



数据来源：Wind、国元期货

疫情结束后居民收入增长受经济下行影响的可能性较大，从而对消费的恢复过程造成负面影响。2021 年前三季度，全国居民人均可支配收入 26265 元，同比名义增长 10.4%，实际增长 9.7%。全国居民人均消费支出 17275 元，同比名义增长 15.8%，实际增长 15.1%。今年前三季度居民消费支出增速大于可支配收入增速 5.4 个百分点，疫情下居民生活压力普遍增加，对后期的消费有一定的抑制作用。11 月份全国城镇调查失业率为 5%。与疫情前相比居民就业、收入方面的增长尚有一定压力。

2022 年由于基数的影响，表观消费增速大概率较 2021 年下降，就业与收入压力可能会对消费持续回升造成不利影响。消费增速回归到长期的下行趋势之中，考虑到扩大内需的政策作用，下降幅度有限。

4、外贸处于高景气

中国进出口增速自 2017 年之后处于比较明确的下行趋势之中。2020 年受疫情影响，进出口增速下降到 2.1%，2021 年海外需求明显好于预期，疫情压力下我国在全球产业链中的优势突出，中国外贸保持超预期地高景气运行，9、10 月份单月出口金额、贸易顺差等数据创下历史新高，9 月出口绝对金额首次超过 3000 亿美元。2021 年进出口是创记录的一年，也是总需求中最坚挺的部分。

2021 年 1-11 月中国进出口总值 35.39 万亿，同比增长 22%；出口 19.58 万亿，同比增长 21.8%；进口 15.81 万亿，同比增长 22.2%；增速分别比 1-10 月下降 0.2、下降 0.7、上升 0.4 个百分点，贸易顺差 3.77 万亿元，同比增长 20.1%。

不论从绝对数量还是增速来说外贸表现强势，为历史最好水平。主要是全球经济复苏，外部需求增加。在美国需求增量走弱时，欧洲的需求恢复对外需的贡献较高，东盟的增速一直比较高。前 11 月对美、欧、日、东盟出口同比增速分别为 19.2%、23.9%、8.8%、18.9%，均大幅高于去年，处于历史高位。

进口方面，由于上游大宗商品价格处于高位，高价抑制需求，国内大宗商品进口价格普遍大幅高于往年。铁矿砂、原油、大豆、铜等商品进口量下降，为缓解国内能源需求煤、天然气进口量提升。

2021 年外贸超预期强势，或与越南、缅甸、印尼、泰国等国家疫情加重，中国市场份额上升，航运不畅、订单发运前置等因素有关。另外，价格因素对于增长外贸的贡献较高。

图 13：年度进出口数据

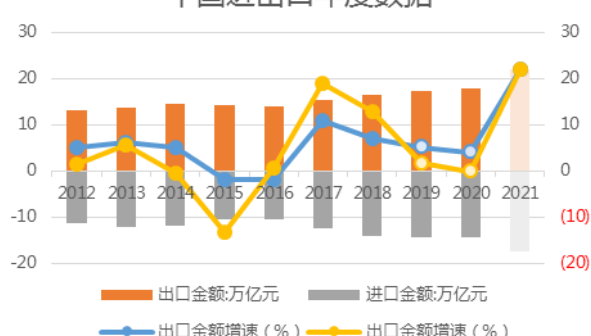
图 14：年度进出口数据

中国进出口年度数据



数据来源: Wind、国元期货

中国进出口年度数据



数据来源: Wind、国元期货

2022 年全球经济增速放缓, 外需下滑的可能性较高, 同时在疫情的不确定性影响下, 全球供需缺口或仍将长期存在, 我国出口的替代效应或将延续, 进出口有望维持小幅增长。

总之, 明年内外部经济景气度低于今年, 在内外需的双重压力下 2022 年进出口增速应较 2021 年下降。

5、财政扩张放缓

2021 年财政政策扩张力度较 2020 年显著下降, 财政赤字率下调, 政府债务规模上升, 政府部门杠杆率上升, 减税降费规模缩小。

财政收支预算方面, 2021 年财政扩张放缓, 财政赤字率从 2020 年的 3.6% 下调至 3.2%, 财政赤字预算规模 35700 亿元。2022 年经济下行压力仍存, 市场预期财政赤字率不低于 3%, 赤字规模在 37000 亿左右。

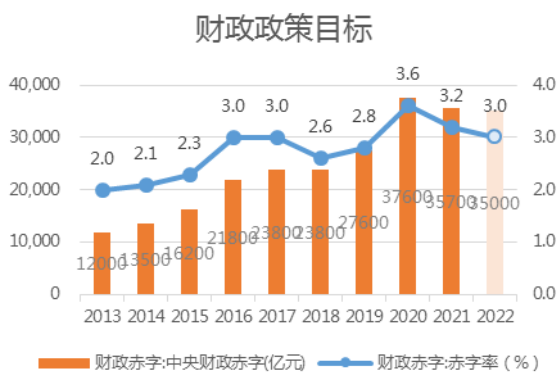
政府债务方面, 2021 年全国人大批准安排新增专项债券额度 3.65 万亿元, 较 2020 年的 3.75 万亿元减少 1000 亿, 年内各地专项债券发行使用情况总体良好。

上半年稳增长压力较小，专项债发行进度较慢。三季度由于稳增长压力加大，专项债发行加快。10月财政部明确，2021年新增专项债券额度尽量在11月底前发行完毕，持续发挥专项债券对地方经济社会发展的积极作用。2022年专项债发行安排靠前。2021年国债余额22.88万亿较2020年的20.69万亿增加2.19万亿，地方政府债余额30.28万亿较2020年的25.49万亿增加4.79万亿，政府债务增速放缓，地方政府债务压力较大。

2021年前三季度，全国新增减税降费9101亿元，其中新增减税7889亿元，新增降费1212亿元，全年估算超过1万亿。较2020年的超过2.6万亿下降。

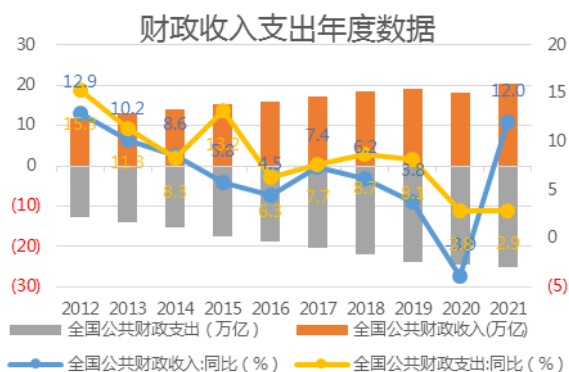
2021年1-11月全国一般公共预算收入19.13万亿，同比增长12.8%，两年平均增长3.4%，其中中央收入8.84万亿，同比增长13.1%，地方收入10.29万亿，同比增长12.6%。1-11月全国一般公共预算支出21.39万亿元，同比增长2.9%，两年平均增长1.8%，财政支出增速明显较低。由于经济修复带来税基扩大、逆周期调节诉求下降，今年财政收支运行平稳，财政收支增速差大幅好于往年。

图 15：财政政策目标



数据来源：Wind、国元期货

图 16：财政收支年度数据

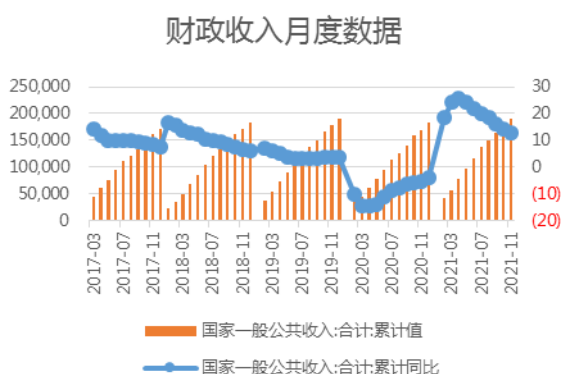


数据来源：Wind、国元期货

中央经济工作会议对 2022 年财政政策施为做出最新的定位，“积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续”。从稳定杠杆和保持对经济支持力度的角度考虑，2022 年的预算支出增速或加快。在政府杠杆率不能大幅上升的条件下，预算赤字率或回到 3% 左右。上半年经济下行压力较大，专项债规模相对稳定，发行前置。

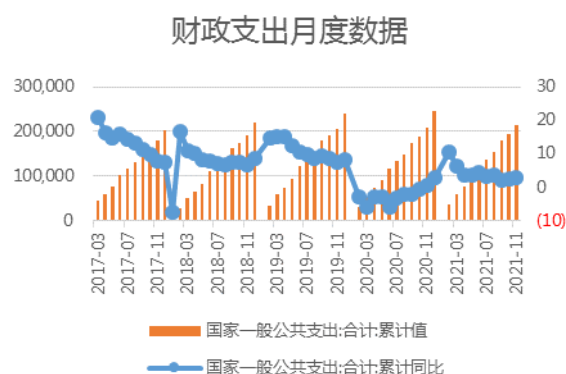
整体来看 2022 年经济增速下行税基收缩，稳增长导向下减税降费、基建发力，收入难以开源、支出难以节流，财政扩张力度大体应与上年相当，在结构上更加优化。

图 17：财政收入月度数据



数据来源：Wind、国元期货

图 18：财政支出月度数据

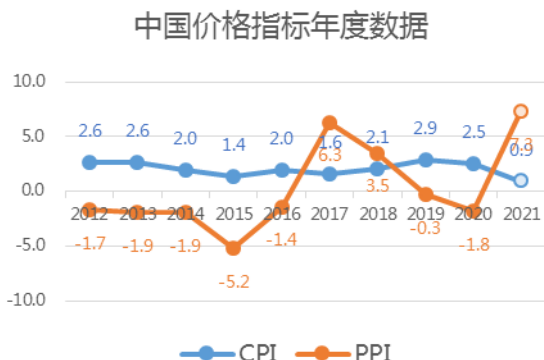


数据来源：Wind、国元期货

（二）、价格指数分化

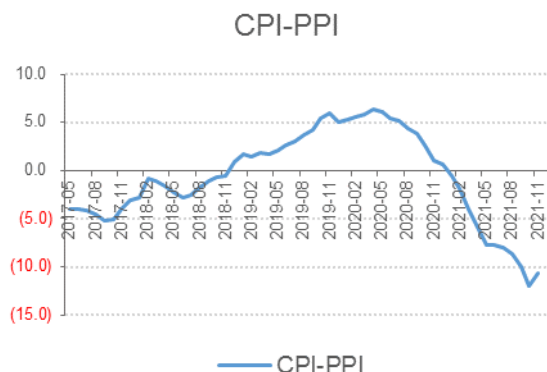
2021 年消费品价格表现偏弱，工业价格表现较为强势，价格指数表现持续分化。10 月份在发改委等多部门的稳价保供措施强力干预下，10 月下旬以煤炭为代表的大宗商品价格剧烈回落，PPI 见到本轮工业品价格上涨趋势的高点。CPI 年初延续自 2020 年以来的弱势，全年整体处于低位，10 月开始自低位回升。

图 19：价格指数



数据来源：Wind，国元期货

图 20：PPI-CPI



数据来源：Wind，国元期货

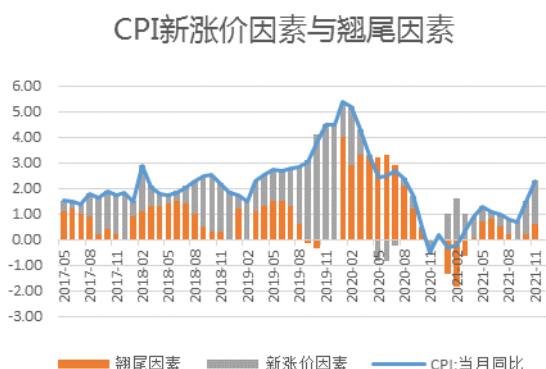
CPI 方面，2021 年初延续 2020 年的趋势，消费品价格维持低迷，2020 年 11 月 CPI 同比下降 0.5%，为十一年来首次出现负值。之后逐步小幅回升，于今年 3 月份 CPI 同比转正，5 月之后又开始走弱，四季度开始走高，进入 2.0% 区间。

2021 年 11 月 CPI 同比增长 2.3%，增速较上月上升 0.8 个百分点，同比增速是自去年 10 月以来的最高值。11 月核心 CPI 同比上涨 1.2%，较上月下降 0.1 个百分点。1-11 月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨 0.9%。今年以来 CPI 受食品价格的拖累较大，CPI 整体表现较弱，四季度蔬菜、肉食价格上涨，带动 CPI 回升。11 月份食品价格同比上涨 1.6%，由上月-2.4%转正，非食品价格同比上涨 2.5%，涨幅扩大 0.1 个百分点。今年猪肉价格对 CPI 拖累较大，11 月份猪肉价格同比下降 32.7%，降幅收窄，猪肉价格对 CPI 的拖累有所缓解。

11 月去年价格变动的翘尾影响约为 0.6 个百分点，新涨价影响约为 1.7 个百分点，比上月上升 0.4 个百分点。新涨价动能有所增强，年末食品价格稳步上行，能源价格处于高位，带动 CPI 进入 2-3% 区间。

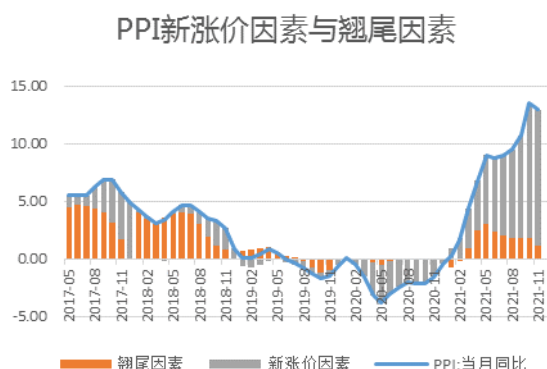
考虑到基数影响以及 PPI 上游价格向下游价格成本传导的影响，农副食品加工、食品制造、纺织业、造纸等下游消费行业涨价预期较强，2022 年的 CPI 整体水平将高于今年，前高后低总体不会太温和，全年大部分时间处于 3% 附近，年中存在超过 3% 的概率。

图 21: CPI



数据来源: Wind, 国元期货

图 22: PPI



数据来源: Wind, 国元期货

PPI 方面，2021 年全年 PPI 处于高位，并且是逐季走高，10 月份到达年内高点。2017-2019 年工业品价格处于长达三年的长期下行趋势中，2020 年又遭遇新冠疫情，总需求下滑工业品价格再遭到打压。在四年的工业品价格低迷期间，产能得到了充分出清，2021 年经济进入疫后快速增长阶段，工业品需求高增长，供应相对滞后，工业品价格逐月走高，三季度快速上行，四季度在政府部门强力干预下见顶小幅回落。

2021 年 11 月 PPI 同比上涨 12.9%，较 10 月的年内高点回落 0.6 个百分点，仍然处于高位。PPI 中生产资料价格上涨 17.0%，生活资料价格上涨 1.0%，分化较大。在 11 月份 12.9% 的 PPI 同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 1.2 个

百分点，新涨价影响约为 11.7 个百分点，新涨价动能较高、抗跌韧性较强。

年内原油、煤炭、天然气、有色、黑色等上游资源品为代表的工业品涨幅较大，四季度上游产品价格回调之后，下游消费行业的价格环比仍在上涨，农副食品加工、食品制造、纺织业、造纸等下游价格提涨预期较强，体现了 PPI 上游价格向下游价格成本传导的影响。

在此基础上，受 2021 年工业品价格基数较高的影响，2022 年 PPI 同比增速大概率是高位回落走势，上半年 PPI 整体水平仍偏高，下半年若经济下行压力仍偏大则进一步走弱。

CPI 在 2022 年处于高位，全年消费品价格上行压力较大；PPI 在 2022 年自高位回落，下半年能否企稳主要看经济增速能否稳在合理区间，整体上低于 2021 年。

（三）、金融数据回落

2021 年总量政策保持收敛，主要金融数据增速较 2020 年回落，2020 年货币政策超常宽松是在受新冠疫情影响的特殊经济环境下的举措，有助于经济恢复正常运行，2021 年回收流动性，保持政府、居民、企业部门的宏观杠杆率基本稳定也合乎情理。

今年年初金融数据增速超预期上行之后二季度开始逐步走弱，三季度以来由于景气指标连续回落，市场担心经济扩张放缓，尤其是地产行业调整可能会带来信用收缩，三季度以来金融数据逐月走弱印证了市场对于信用扩张放缓的判断。央行也于 7 月 15 日、12 月 15 日实施两次全面降准 0.5 个百分点。四季度开始政策面上稳增长、宽信用的预期逐渐增强，金融数据企稳但信用扩张放缓的

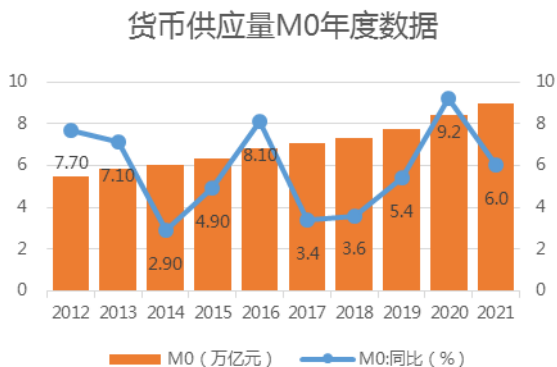
趋势改善有限。央行稳信用的效果还有待时间传导。

2021 年下半年以来，货币政策从强调逆周期调节转向同时注重跨周期调节，政策更加注重政策的稳定性以及长期政策目标，因此明年的货币政策环境基本稳定，大水漫灌的可能性不大。由于经济下行压力较大 2022 年央行大概率会延续“稳增长”、“稳信用”、“宽信用”的政策导向。中央经济工作会议也指出“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持。”

货币供应方面，11 月份货币供应整体平稳，M1 增速处于低位。11 月末 M2 余额 235.6 万亿元，同比增长 8.5%，增速较上年末下降 1.6 个百分点；M1 余额 63.75 万亿，同比增长 3%，增速较上年末下降 5.6 个百分点；M0 余额 8.74 万亿，同比增长 7.2%，增速较上年末下降 2 个百分点，1-11 月净投放现金 3085 亿元。货币供应增速全面下降。M2 表现偏弱主要是去年同期增长过快，加上居民存款增速下降、企业存款增速偏低，M2 增速回落。下半年以来 M1 一直处于低位，与地产信贷政策收紧、商品房销售下滑有关，尽管房地产融资政策有所放松，但是商品房销售仍然保持较大降幅，房地产企业资金压力仍然较大，加上实体经济仍然较为疲软，企业流动性环境仍然较差。

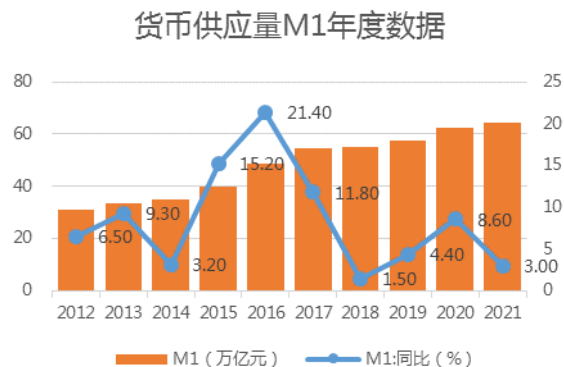
2021 年宏观政策年初以来的基调是稳杠杆，货币政策保持中性收敛，三季度经济下行时市场对于货币政策转向宽松的预期较强，但央行官员在公开场合反复申明了将会继续实施稳健货币政策，综合考虑今、明两年的经济环境，年内货币政策继续以稳为主。经济下行压力下稳增长目标的重要性提高，2022 年上半年需关注经济下行状态以及货币政策稳增长举措，存在降息降准的概率。

图 23: M0



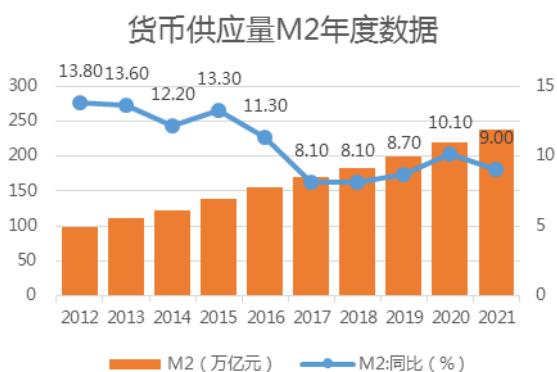
数据来源: Wind、国元期货

图 24: M1



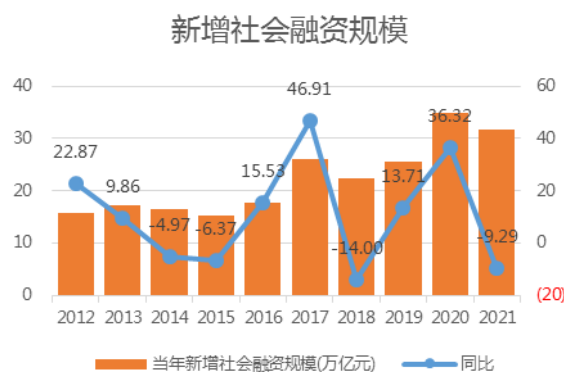
数据来源: Wind、国元期货

图 25: M2



数据来源: Wind、国元期货

图 26: 新增社会融资规模



数据来源: Wind、国元期货

社会融资方面，一季度社融延续了去年下半年的高增速，5月份之后融资需求越走越弱、社融增速下滑，反映了经济活性渐次下降导致信用扩张需求逐步降低。至四季度虽央行有宽信用政策意图，而去年同期新增社融基数较高，叠加经济下行约束，社融增速大幅回升的难度较大。

存量看 11 月社会融资规模存量为 311.9 万亿，同比增长 10.1%，增速较上年末下降 3.2 个百分点。分项来看同比上升的有：实体经济人民币贷款 190.5 万亿

同比增长 11.8%，增速较上年末下降 1.4 个百分点；政府债券 51.9 万亿同比增长 14.4%，增速较上年末下降 7.7 个百分点；企业债券 29.72 万亿同比增长 7.7%，增速较上年末下降 9.2 个百分点；非金融企业境内股票 9.28 万亿同比增 14%，增速较上年末上升 1.9 个百分点。同比下降的有：委托贷款 10.92 万亿，同比降 1.8%，较上年末收窄 1.6 个百分点；信托贷款 4.81 万亿同比降 29.3%，较上年末扩大 14.5 个百分点；未贴现的银行承兑汇票 3.16 万亿元，同比下降 15.3%，较上年末扩大 20.6 个百分点。表外融资同比增速全面下降。表内信贷、政府融资持稳；表外融资收缩剧烈，压降趋势不改，信托贷款受地产、城投收缩的影响降幅较大。

从增量看，1-11 月社会融资规模增量为 28.96 万亿，同比少增 4.18 万亿。同比多增幅度较大的有：非金融企业境内股票发行 1.03 万亿，同比多增 2484 亿。同比少增幅度较大的有：政府债券增加 5.85 亿同比少增 1.78 万亿元；企业债券增加 3.05 万亿同比少增 1.35 万亿；信托贷款减少 1.55 万亿同比多减 9121 亿；未贴现票据减少 3498 亿同比多减 7461 亿。企业生产活动和中长期融资下降，政府债务增量下降较多。

从需求方面考虑，社融跟随经济下行减速，若 2022 年经济下行幅度较大则社融还有下降空间。考虑到宏观政策对冲，下行幅度应可控，不会出现系统性金融风险。

存贷款方面，2021 年存贷款增速均较 2020 年下降。存量看 11 月末人民币贷款余额 191.56 万亿，同比增长 11.4%，增速较上年末下降 1.1 个百分点。增量

看 1-11 月当月新增人民币贷款 18.8 万亿,其中住户新增 7.55 万亿,企业新增 11.36 万亿略低于去年同期实体融资需求仍偏弱。中长期贷款新增 14.6 万亿,短期贷款新增 3.97 万亿,中长期贷款占比高于去年,贷款结构向好。

11 月份人民币存款余额 231.09 万亿,同比增长 8.6%,增速较上年末下降 1.6 个百分点,2020 年存款增速为 2017 年来高点。增量看 1-11 月当月新增人民币存款 18.52 万亿,其中住户新增 8.01 万亿、非银机构新增 4.39 万亿。

图 27: 社会融资规模存量

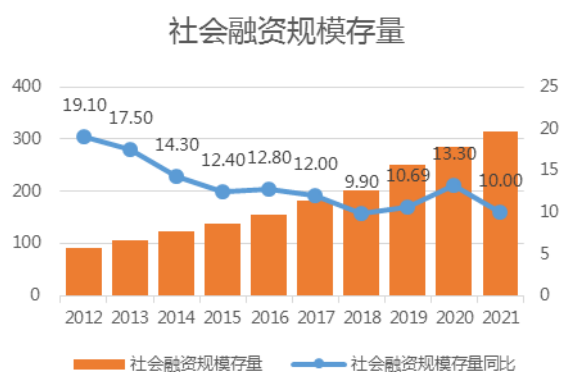
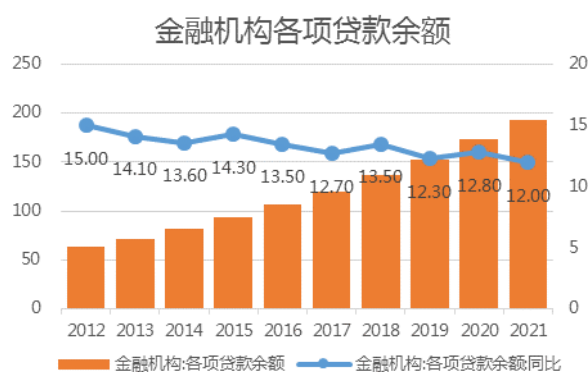


图 28: 人民币贷款余额



2022 年货币政策将保持定力,并根据经济增长和价格形势变化相机调整。2022 年上半年经济下行压力较大,货币政策逆周期调节的重要性提高,有望阶段性偏宽松。而下半年消费品价格压力增加,结合经济企稳,在中长期政策目标的权衡下,货币政策回归中性。整体而言 2022 年货币政策基调应较 2021 年持稳偏宽松,金融数据大概率小幅回升。货币政策灵活适度,保持流动性合理充裕。

三、2022 年宏观经济展望

2022 年国内经济压力仍存,疫情对经济的影响将逐渐淡化,经济进入新的均

衡过程。2022 年全球主要经济体疫后复苏过程放缓，通胀回落，供应链紧张缓和，全球经济增长动能减弱。

2022 年生产端整体存在压力。经济下行概率较高，需求端不确定因素较多，工业增速继续回升缺乏支撑。全年来看 2022 年由于外需、内需的增长放缓，加上 2021 年基数较高，工业增加值增速应较 2021 年明显下降。不过生产端一直具有很强的韧性，在宏观下行压力下工业产出表现应较为稳健。

2022 年需求端增长动能不强。2022 年固定资产投资增速由于经济下行与财政约束的双重压力全年不会太高，但在稳增长政策导向下或许会小幅高于 2021 年，房地产投资增速难以提升，制造业投资保持较快增速，基建稳定增长依然起到托底经济的作用。2022 年消费增速大概率较 2021 年下降，就业与收入压力可能会对消费持续回升造成不利影响。2022 年全球经济增速放缓，外需下滑的可能性较高，进出口有望维持小幅增长。

2022 年价格指标走势或将逆转。CPI 在 2022 年处于高位，全年消费品价格上行压力较大；PPI 在 2022 年自高位回落，下半年能否企稳主要看经济增速能否稳在合理区间，整体上低于 2021 年。

宏观政策方面，2022 年货币政策基调应较 2021 年持稳偏宽松，金融数据大概率小幅回升。货币政策灵活适度，保持流动性合理充裕。2022 年财政发力稳增长预期较高，预算支出增速或加快，在结构上更加优化，财政扩张力度大体应与上年相当。

四、2021 年股指期货行情回顾

2021 年 A 股市场全年宽幅震荡，震荡慢牛走势，截至 12 月 24 日上证、深成、创业板指数年内分别上涨 4.17%、1.66%、11.15%。股指期货三大标的指数涨跌分化，沪深 300 指数年内下跌 5.56%，上证 50 指数下跌 9.62%，中证 500 指数上涨 14.32%。

2021 年初市场延续 2020 年四季度以来的跨年多头行情，春节后首日高开低走，形成沪深两市的年内高点，大幅回调之后年内展开宽幅震荡，沪指年内高低点振幅 12.64%，深指年内高低点振幅 22.95%，创业板指年内高低点振幅 37.33%。市场走出结构性行情，消费、地产、金融等行业全年表现较差，风电、光伏、纯电动车等新能源板块表现较好。顺周期行业一至三季度表现强势，四季度大幅调整。

上证 50 指数成分股中消费、金融、地产权重较高全年表现较弱，上证 50 及沪深 300 全年未能突破 2 月 18 日的高点。中证 500 成长属性相对较强、顺周期成分股占比较高，全年表现较强，尤其是前三季度表现亮眼，并于 9 月 15 日创下 7688.6 的年内高点。

2021 年是注册制改革的第二年，年度 IPO 数量创下历史新高。

2021 年中国股市迎来了北京证券交易所，11 月 15 日北交所开市，81 家中小企业成为首批上市公司。

图 29：股指期货 2020 年行情回顾

图 30：2020 年 A 股市场风格



数据来源：Wind，国元期货



数据来源：Wind、国元期货

五、股指期货分析

(一)、盈利增速回归

今年疫情之后复苏逐渐深化工业企业经营状况持续向好，企业利润超季节性增长，利润增速处于高位，二季度开始自高位有所回落，但依然处于历史较高水平。工业企业利润超高增速的主要原因在于经济修复深化、工业品价格上涨、海外需求走强、头部企业优势突出等。另一方面，2020年疫情对企业经营状况造成了重大的影响，企业盈利普遍下降，造成了低基数，导致2021年利润增速较高。

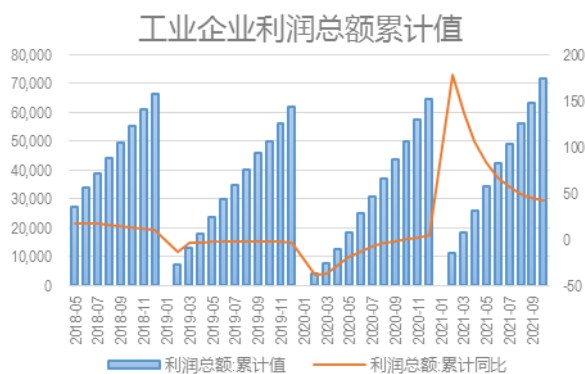
按前10个月来看，2021年1-10月全国规模以上工业企业实现利润总额7.2万亿元，同比增长42.2%，两年平均增长19.7%。在41个工业大类行业中，32个行业利润总额同比增加。国有企业利润增速更高，1-10月，国有企业利润总额38250.4亿元，同比增长47.6%。2021年1-10月规模以上工业企业实现营业收入102万亿元，同比增长21.1%，营业收入保持高增长，支持利润率继续维持在高位。各项指标均相互印证显示企业经营压力较去年缓解。

年内，上下游企业利润分化较大，价格上涨推动，石油、煤炭、化工、有色等上游行业的利润增速较高，占比较大。上游原材料制造业利润表现突出，但下游企业成本端压力显著扩大，各项经营指标表现一般。预计保供政策将使上游价格逐步回落，对中下游利润挤压或将逐步改善。

经济恢复性增涨之后，企业经营会回归常态，不支持利润长期处于历史高位，因此下半年之后有所回落，但整体上仍然大幅好于去年。

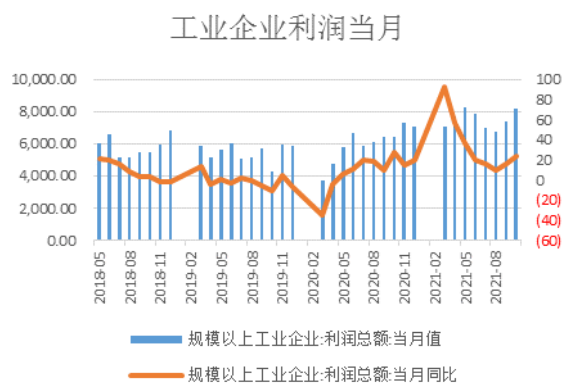
2022 年在政策调控下上游价格逐步回落、产量增速趋缓，企业利润增速应逐步下降，直至回归正常水平，上下游的利润格局分化或有所缓和。在宏观政策的扶持下，中小企业经营压力会有所缓解，但大企业的头部优势难以撼动。

图 31：工业企业利润总额累计值



数据来源：Wind、国元期货

图 32：当月利润



数据来源：Wind、国元期货

2021 年股市盈利能力整体受到经济复苏的影响较 2020 年有所提升，但升幅低于市场预期。自 2018 年以来的三年，股票市场的盈利结构一直呈现头部化的特征，并形成了市场稳定的长期预期。但在 2021 年部分成长股、中小盘收益增长较快，中证 500 指数 ROE 提高较多，这也跟 2021 年顺周期的煤炭、钢铁、有

色等行业盈利增幅较大有关。三大股指而言沪深 300、上证 50、中证 500 指数 2021 年前三季度的 ROE 分别为 8.88%、9.11%、8.14% 分别较 2020 年的 8.07%、8.02%、5.99% 提高 0.81、1.08、2.14 个百分点。沪深 300、上证 50、中证 500 指数 2021 年前三季度每股收益为 0.749 元、0.887 元、0.411 元，分别高于 2020 年同期 0.135 元、0.219 元、0.130 元。

2022 年股市整体盈利能力有一定的回落压力，主要在于经济下行压力较 2021 年增加，实际上下行压力自 2021 年三季度已经开始显现，三大股指指标的单季 ROE 已经较去年同期明显下降，沪深 300、上证 50、中证 500 指数三季度的 ROE 分别为 2.80%、2.86%、2.58% 分别下降 0.29、0.23、0.12 个百分点。2022 年房地产、金融行业可能会对上证 50 指数盈利构成压力，而顺周期行业整体表现不及 2021 年的概率较大中证 500 承压。下行压力下防御策略盛行，价值或优于成长。

（二）、股市融资节奏较快

2021 年股市融资加快，IPO 数量大幅增加。2019 年以来国内股市先后推行了科创板、创业板注册制改革、北交所，多层次资本市场建设过程提速，大力发展直接融资，IPO 速度不断加快，融资额增加、上市公司数量快速累增。截至 12 月 24 日，年内 515 家企业在 A 股上市，首发募资额合计 5325.7 亿元超过 2020 年的 395 家、4742.3 亿，均创下历史新高。资本市场作为企业融资的主要平台，既能为不同发展阶段的企业提供融资支持，还可以推动企业高质量发展。2021 年以来已有 157 家企业在科创板上市，合计募资 1970 亿元。随着注册制改革的深入，料 2022 年 IPO 数量与规模将进一步增长，对市场承载能力是不小的考验。

再融资方面，随着再融资新规正式落地以及相关规则的持续优化，2021 年 A 股市场再融资延续了去年以来的“火热”态势。截至 12 月 8 日，A 股再融资规模达 10422.98 亿元，超过 2020 年的 8779 亿元。其中，仅定向增发规模就高达 7541.54 亿元，占比约 72%。市场预期 2022 年再融资市场活跃度较高、投资机会不断增加。

重组方面，截至 12 月 24 日，2021 年内 A 股市场共发生 2505 起并购重组事件，涉及资金规模达 1.11 万亿元，数量及规模同比均小幅增长。从上市板块来看，主板为并购重组主要板块，涉及资金规模超 8500 亿元，占 77%。从行业分布来看，医药生物行业的并购重组数量最多，达 279 起。

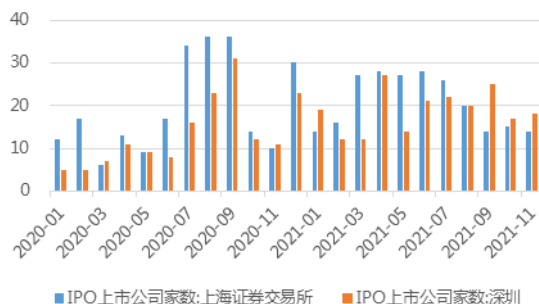
交易损耗方面，2022 年股市交易活跃度增加，估算证券交易印花税约 2400 亿，较 2020 年的 2067 亿大幅增长二成。市场规模扩大，成交量上升，市场交易损耗增加。

在 2021 年的特定经济、政策环境下，股市对资金的消耗整体大增。若明年市场热度维持在现有水平，则资金消耗将会只增不减，若无增量资金平衡消耗则要么指数下跌、要么市场活跃度下降、要么融资节奏放缓。

图 33: IPO

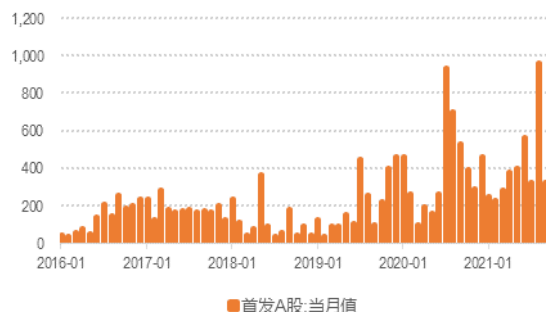
图 34: IPO 融资

2020-2021年IPO上市公司家数



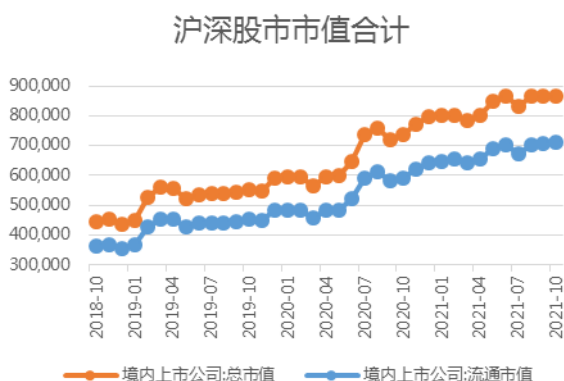
数据来源: Wind、国元期货

新股IPO融资额



数据来源: Wind、国元期货

图 35: 沪深股市市值合计



数据来源: Wind、国元期货

图 36: A 股增发融资额



数据来源: Wind、国元期货

(三)、融资余额稳步抬升

2021 年融资余额整体上升。杠杆资金对于行情的变化比较敏感，追逐趋势进行交易。年初，融资余额一直徘徊在 1.5 万亿附近，最低到达 14987 亿。年中行情启动，融资余额快速上升至 1.7 万亿左右，最高 17583 亿。四季度则变化不大，小幅波动、稳定在 17200 亿的水平。

2021 年融券余额在年内下降，前三季度融券余额缓慢攀升，最高到 1738 亿，蓝筹股、价值股的走势较为低迷，就势做空增加，四季度则价值股企稳反弹，融

券余额快速下降，年末下降到 1176 亿附近，已经低于 2020 年末的 1370 亿水平。一方面说明 A 股做空机制有了非常大的完善，另一方面部分股票确实留出做空机会。2022 年若价值股估值再次整体走高，融券余额将再次走高，发挥做空机制之作用。

图 37：融资余额



数据来源：Wind、国元期货

图 38：融券余额



数据来源：Wind、国元期货

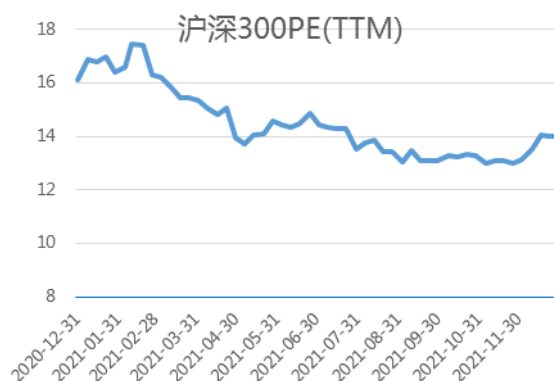
（四）、标的指数估值下降

下半年则降幅放缓小幅波动，一方面成分股业绩在上半年有较大幅度的提高，另一方面市场调整大盘股下跌估值回落。目前沪深 300 指数、上证 50 指数的估值水平处于历史中位偏高水平上，中证 500 指数的估值水平处于历史低位，这可能是由于市场上市公司大量增加中证 500 指数出现了结构性变化，成为以二线龙头为代表的中大盘股票指数。

结构上来看，沪深 300 指数、上证 50 指数下半年估值变化与中证 500 指数有较大区别，9 月份之后中证 500 走势不及上证 50、沪深 300 强势，因此 PE 下降更多。

市场对于 2022 年股票市场行情以成长还是价值为主导尚存争议, 但就估值的角度来看“头部化”的趋势大概率会长期延续。

图 39: 沪深 300PE



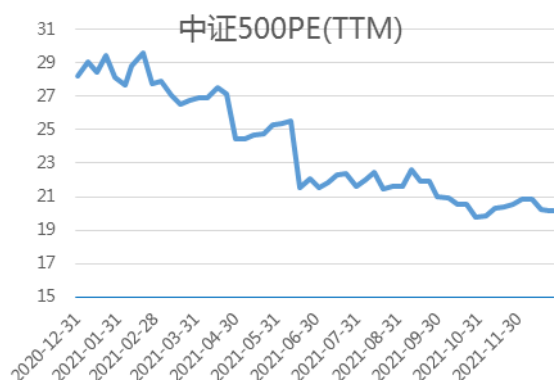
数据来源: Wind、国元期货

图 40: 上证 50PE



数据来源: Wind、国元期货

图 41: 中证 500PE



数据来源: Wind、国元期货

图 42: 2020-2021 标的指数估值



数据来源: Wind、国元期货

表 3、申万行业指数市盈率

申万行业指数:市盈率:	2020-12-31	2021-12-10	变化率
休闲服务	164.64	53.61	-67.44%
钢铁	14.55	8.66	-40.48%
家用电器	28.27	17.35	-38.63%
交通运输	24.83	15.3	-38.38%
有色金属	48.66	31.7	-34.85%
化工	30.85	21.56	-30.11%

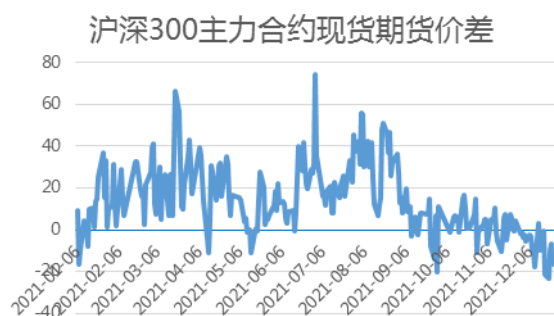
采掘	16.55	11.76	-28.94%
电子	49.95	35.58	-28.77%
纺织服装	36.8	27.04	-26.52%
医药生物	45.35	34.84	-23.18%
非银金融	18.73	14.46	-22.80%
计算机	70.65	58.53	-17.15%
轻工制造	25.71	21.54	-16.22%
银行	7.24	6.22	-14.09%
食品饮料	53.65	46.4	-13.51%
传媒	36.18	31.32	-13.43%
房地产	8.56	7.92	-7.48%
机械设备	30.14	28.02	-7.03%
商业贸易	27.27	25.46	-6.64%
国防军工	75.42	70.93	-5.95%
建筑材料	14.51	13.79	-4.96%
通信	37.48	37.85	0.99%
汽车	31.7	33.5	5.68%
建筑装饰	8.98	9.5	5.79%
电气设备	47.74	56.17	17.66%
公用事业	18.57	23.66	27.41%
综合	36.39	49.13	35.01%
农林牧渔	16.01	45.55	184.51%

（五）、下半年期货基差逐步收窄

由于疫情的发展对市场情绪的影响，上半年三大股指期货基差的波动幅度较大，期货贴水较多。年内宽幅震荡阶段，基差变化较快，股指期货短时间升水。下半年，市场高位震荡，市场情绪也渐归平稳，期现价差逐渐收窄。另外，由于行情震荡缺乏趋势，下半年 IF 合约的成交持仓比呈下降趋势，交投不够活跃。2022 年当股指脱离震荡行情时，基差才有望再次出现较大变化。

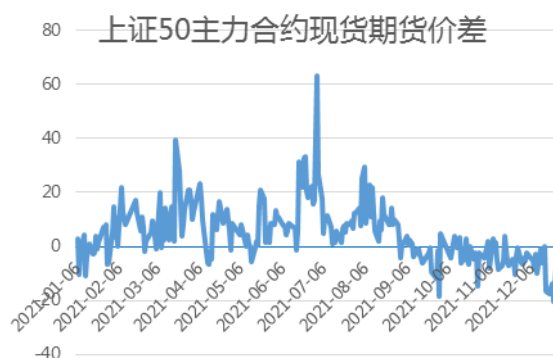
图 43：沪深 300 主力合约现货期货价差

图 44：上证 50 主力合约现货期货价差



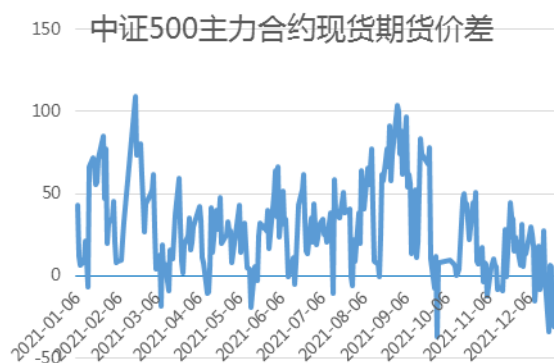
数据来源：Wind、国元期货

图 45：中证 500 主力合约现货期货价差

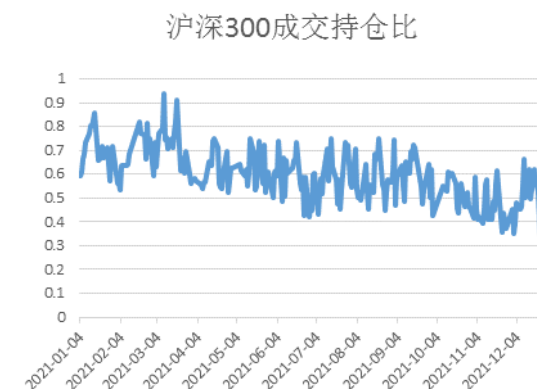


数据来源：Wind、国元期货

图 46：沪深 300 成交持仓比



数据来源：Wind、国元期货



数据来源：Wind、国元期货

六、2022 年股指期货展望

2022 年的市场底部应较 2021 年有所抬升，但 2022 年经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，全年的行情中不确定因素较多，而政策层面求稳的意愿较强，政策空间充裕，综合考虑对于大盘谨慎看多，延续长期的震荡慢牛行情，对于 2021 年股指行情的判断以偏多震荡为主。

从基本面来看，2022 年中国经济增速回落决定股市上行空间不大、不具备全

面牛市的基础、大概率还是结构性行情。同比经济数据前低后高，下半年会显著高于上半年，2021年末至2022年初这一时间段可能就是我国经济的阶段性底部，之后逐渐企稳回升。因此股市在2022年有来自宏观经济景气度逐渐好转的基本面支撑，适合延续偏多震荡行情。稳增长阶段波动难免，但大概率被控制在政策层面可接受的范围内，因此基本面虽弱但无系统性风险，股指回调深度有限，跌至2021年低点的可能性较低。

从公司业绩角度来看，2022年企业利润增速应逐步下降，直至回归正常水平，上下游的利润格局分化或有所缓和。2021年三季度上市公司盈利增速已经显现出回落压力，在政策调控下2022年顺周期的煤炭、钢铁、有色等行业盈利较上年再高增的概率较低。行业集中度的提高与利润分配格局的向上集中的背景下，比较容易形成强者恒强的氛围。下行压力下防御策略盛行，价值或优于成长。

从政策面来看。2022年政策基调是稳中求进，经济下行压力下稳增长目标的重要性提高，宏观政策扩张力度将好于2021年，在结构上更加优化。政策求稳则市场进入低波状态。

2022年的市场交易机会主要来自基本面的预期差与市场强弱结构起落的节奏。2022年经济增速下行压制上证50，中证500的成长属性更强、受周期板块的影响也大。实体经济越承压，元宇宙等主题投资越会受到市场关注。经济增速回升阶段机构资金或选择龙头股，沪深300、上证50有阶段性做多机会。

综上所述，整体判断2022是偏多震荡走势。

七、2021 年国债期货行情回顾

2021 国债期货整体呈现震荡上行走势，价格中枢较去年略低。

1 月中上旬，在 2020 年 11 月“永煤事件”的余波下，央行公开市场投放力度较大，资金利率较低，10 年期国债收益率由去年四季度的 3.3% 回落至 3.1%。期债价格偏强，二债波动较大。1 月下旬信用债市场情绪平复、债市杠杆率上升，央行公开市场缩量推动资金利率上涨，期债大幅回落。十债、五债于 2 月 22 日见到年内低点 96.41 元、99.935 元，而短债受流动性收紧的影响更大，二债延迟到 3 月 15 日才见到年内低点 99.935 元。

之后资金面转向平稳宽松，市场普遍预期二季度应为今年经济景气高点，自 2020 年三季度以来一直存在的经济增长对利率债的压力逐渐缓和，流动性好转叠加基本面利空钝化，期债震荡上行，走出慢牛行情，10Y 国债收益率一度跌破 3.1%。

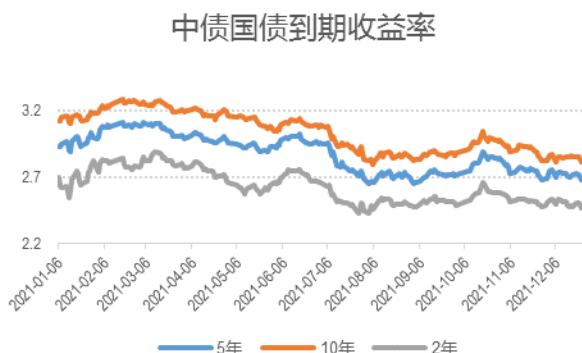
及至 5、6 月份，工业品价格持续走高、PPI 涨幅超预期，引起债市关注，部分市场人士认为央行可能会考虑控制通胀预期，债市预期动摇，期债回调整理。但是传统的通胀传导逻辑遇阻，央行选择更加注重经济增长而将工业品价格走高视为阶段性情况，进而超出市场预期地在 7 月 15 日全面降准，期债 7 月份快速上涨，按通胀逻辑交易的投资者损失较大。次轮 10 年期国债收益率由 3.1% 附近回落至 2.8%，下行 30 个 BP 左右。十债、五债于 8 月 2 日见到年内高点 100.67 元、101.51 元，二债 7 月 30 日见到年内高点 101.15 元。

8、9 月份期债一直在高位震荡，十月分 PPI 创下历史新高，以原油、煤炭为代表的上游资源品价格暴涨，叠加冷冬预期，通胀忧虑加剧债市快速调整。10

年期国债收益率升至 3.0% 附近。之后在发改委等部门强力政策干预下，煤炭价格剧烈调整，通胀担忧缓和，地产行业调整，经济下行预期走强，成为市场关注重点，期债自 10 月下旬开始迅速回升至前期高位。

2021 年国债运行区间较 2020 年窄得多，10 年期国债收益率在 2.80-3.28% 之间窄幅波动，均值 3.03%，较 2020 年均值上升 9BP，对应 10 债主力合约价格区间 100.67-96.41 元。5 年期国债收益率在 2.65-3.12% 区间波动，均值 2.8%，较 2020 年均值上升 18BP，对应 5 债主力合约价格区间 101.51-98.985 元。2 年期国债收益率在 2.43-2.89% 区间波动，均值 2.63%，较 2020 年均值上升 21BP，对应 2 债主力合约价格区间 101.15-99.935 元。2021 年的利率中枢较 2020 年整体上移。但不改利率中枢下移的长期趋势。

图 47：2021 年国债到期收益率



数据来源：Wind、国元期货

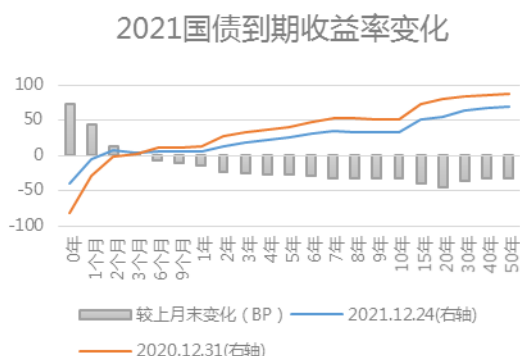
图 48：国债期货 2021 年行情回顾



数据来源：Wind、国元期货

图 49：2021 年年度国债收益率变化

图 50：国债收益率差



数据来源：Wind、国元期货



数据来源：Wind、国元期货

八、国债期货分析

(一)、国债发行量下降

债券市场发行量保持稳步增长态势，2018 年至 2020 年的债券发行量增速分别为 7.4%、11%、25.9%、7.4%，2020 年是中国债务融资规模显著扩大的一年，2021 年债券发行增速回归 2018 年左右的水平。随着疫情的变化，2020 年债务扩张加快可以理解，2021 年回归常态也合乎情理。

国债方面，2021 年发行额 6.8 万亿较 2020 年的 7.1 万亿减少 3200 亿左右。中央政府对债务扩张较为审慎。2022 年稳增长的重要性提高，地方债务压力又偏高，国债发行增速应不低于 2021 年。

表 4、债券发行量

债券发行额（亿元）	2020	占比%	2021/12/24	占比%	变化	变化率%
国债	71,173.25	12.5	67,967.10	11.1	-3206.15	-4.5
地方政府债	64,438.13	11.3	74,636.33	12.2	10198.20	15.8
央行票据	610	0.1	550	0.1	-60.00	-9.8
同业存单	189,766.60	33.4	214,905.80	35.2	25139.20	13.2
金融债	90,760.51	16.0	93,838.23	15.4	3077.72	3.4
企业债	3,926.39	0.7	4,328.90	0.7	402.51	10.3

公司债	33,697.45	5.9	33,871.29	5.5	173.85	0.5
中期票据	23446.92	4.1	25159.15	4.1	1712.23	7.3
短期融资券	49986.43	8.8	51583.51	8.4	1597.08	3.2
定向工具	7,072.95	1.2	8,464.33	1.4	1391.38	19.7
国际机构债	110.00	0.0	175.00	0.0	65.00	59.1
政府支持机构债	1,730.00	0.3	1,900.00	0.3	170.00	9.8
资产支持证券	28,879.56	5.1	30,220.51	4.9	1340.95	4.6
可转债	2,769.71	0.5	2,820.37	0.5	50.66	1.8
可交换债	476.3885	0.0	411.6	0.1	-64.79	-13.6
项目收益票据	24.00	0.1	64.30	0.0	40.30	167.9
合计	568,929.96	100.0	610,896.42	100.0	41966.45	7.4

（二）、存量国债期限结构稳定

从存量角度来分析, 国债存量增长较快, 期限结构均衡。2021 年存量国债 22.9 万亿, 较 2020 年增长 10.8%, 低于 2020 年的 23.5%, 与 2019 年国债存量增速大体持平。2020 年存量增幅最大的是 1 年期、5-6 年期、8-9 年期与国债。

表 5、存量国债按剩余期限统计

存量国债	2020		2021		增幅
	债券数量(只)	债券余额(亿元)	债券数量(只)	债券余额(亿元)	
1 年以内	66	36,001.93	66	53,302.52	48.1%
1-2 年	42	35,205.22	32	27,827.92	-21.0%
2-3 年	30	21,229.92	34	25,346.64	19.4%
3-4 年	23	18,245.44	15	18,333.88	0.5%
4-5 年	15	17,233.88	18	16,678.70	-3.2%
5-6 年	7	9,210.40	9	13,431.80	45.8%
6-7 年	9	11,003.00	8	12,814.60	16.5%
7-8 年	6	7,936.60	4	5,700.90	-28.2%
8-9 年	4	5,700.90	6	14,374.60	152.1%
9-10 年	6	12,344.60	3	4,906.30	-60.3%
10 年以上	63	32,746.77	65	36,436.77	11.3%
合计	271	206,858.65	260	229,154.62	10.8%

(三)、资金利率中枢上移

2021 年资金面整体平稳，资金利率水平整体高于 2020 年。在上半年经济增速较快的时期，央行有序回收了一部分流动性，在三季度之后，宏观经济下行压力较大的态势下，央行保持银行体系内资金充裕，以稳定金融市场，并于 7 月 15 日、12 月 15 日实施两次降准操作。2021 年 Shibor7 天利率在 1.822%-3.194% 区间运行，均值为 2.19%，区间整体高于去年并较 2020 年均值上升 7.4BP；7 天银行间质押式回购加权利率在 1.821%-4.8315% 区间运行，均值为 2.30%，2020 年均值上升 7.1BP。2021 年票息策略依然表现较好。

2022 年由于经济下行压力较大，货币环境不会骤然收紧。但 2020 年是 2017 年以来融资利率水平最低的年份，2021 年逐步回归常态，2022 年之后也再难见到 2020 年的宽松程度，因此资金利率水平中枢应有一定提高。

2021 年央行在公开市场操作的规模下降，对公开市场的干预减少。2022 年公开市场以灵活适度的精准量化流动性供应为主。

图 51：7 天资金利率

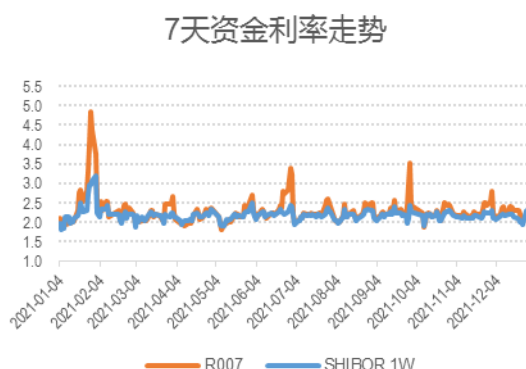
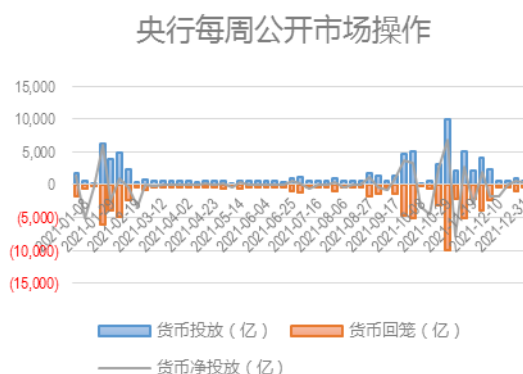


图 52：公开市场



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

九、2022 年国债期货展望

从基本面来看，2022 年国内经济进入新的均衡过程，对于期债来说基本面多空交织，一方面经济增速下行压力较大利多利率债，另一方面 CPI 中枢抬升又对利率债构成压力，外部主要经济体收缩流动性的预期也较强。综合评估名义 GDP 增速，2022 年应较 2021 年有所回落，所以整体上基本面对利率债的支撑偏多。也因为基本面多空交织，且经济运行的节奏与价格指数运行的节奏高低相错，基本面因素对明年债市行情的影响更为复杂难以预判，因此期债在 2022 年也难以出现比较流畅的多头行情。

从政策面来看，当局对经济减速的担忧加重，债券市场稳增长的预期逐步强化。从财政政策的角度，财政扩张力度较大则不利于期债多头。货币政策上 2022 年央行大概率会延续“稳增长”、“稳信用”、“宽信用”的政策导向。货币政策的影响较为复杂，流动性宽松利好利率债，而宽信用的中后期对利率债价格有压制。

资金面来看，2022 年再难见到 2020 年的流动性宽松程度，大体与 2021 年相当或略宽松。因此 2022 年资金利率水平中枢应较为稳定，波动区间较窄。持券成本尚可。

2022 年国债也会阶段性的承受不同方面的压力。它面临的最大风险就是通胀。第二大风险来自于稳增长的预期差。整体而言 2022 年国债期现的空间都没有往年

大，以年度来看市场的波动性降低。

对于 2021 年期债行情的判断应以偏多震荡上行为主，高点、低点均高于 2020 年，整体价格中枢上移。10 年期国债有望下破 2.8-3.0% 区间，在 2.6-2.8% 区间长期运行。短端则受资金面影响较大。

十、风险揭示

- 1、国内疫情出现反复。
- 2、经济增长滑出合理区间，经济增速大幅放缓，需求下降企业盈利下滑。
- 3、突发新涨价因素，CPI 大幅走高，经济面临滞胀局面。
- 4、外部需求由于外部经济超预期下滑、疫情或者贸易争端引起大幅下降。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层

电话：010-84555000

合肥分公司

地址：合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座六楼（中国科技大学金寨路大门斜对面）

电话：0551-62895501

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）

电话：0592-5312522

大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。

电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室

电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区民生路 1199 弄 1 号楼 3 层 C 区

电话：021-68400292

合肥营业部

地址：合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层（合肥师范学院旁）

电话：0551-68115906、0551-68115888

郑州营业部

地址：郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室

电话：0371-53386892/53386809

青岛营业部

地址：青岛市崂山区香港东路 195 号 9 号楼 9 层 901 室

电话 0532-66728681

深圳营业部

地址：深圳市福田区园岭街道百花二路 48 号二层（深圳实验小学对面）

电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室

电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层

电话：0475-6380818