

股指期货 2023 年年报：柳暗花明，欲扬先抑

要点

撰写分析师：

霍柔安（股指）

执业资格号：F3073006

投资咨询号：Z0016229

电话：17695606206

E-mail: huorouan@xhqh.net.cn

审核人：李明玉

● 股指期货：

2023 年，从宏观环境上来看，海外方面虽然美国通胀数据自 2022 年 6 月开始逐渐下行，但是就业市场依然强劲，从而加剧了劳动力市场的通胀粘性，导致通胀的下行依然面临一定的难度，欧元区的通胀数据也刚开始有所缓解，通胀高企而加息仍在继续，根据 IMF 的预测，2023 年将有超过 43% 的经济体面临经济衰退的情况，所以综合来看虽然随着加息幅度的变缓，海外流动性环境较今年可能有所缓解，但整体仍然偏紧，结合国内进出口数据来看，外需存在压制。此外原油“限价令”的颁布和实施预计将对资本市场形成较大的扰动，加剧能源市场动荡，甚至可能加剧全球经济衰退导致总需求进一步回落。而国内方面，预计 2023 年的经济形势将呈现“U”字形走势，经济的好转还是需要公众对疫情的担忧脱敏之后出现，12 月疫情防控放松后疫情快速多地传播，大多数公众还是主动或被动选择居家，2022 年 4 季度甚至 2023 年 1 季度的经济数据大概率仍不太理想。中国的经济短期内将继续下行，但不会加速下滑，配合国家可能会陆续出台的稳增长政策以及针对下行风险的行业的增量政策，年中左右伴随着股指整体性的估值修复以及宏观部分指标出现好转，经济预计将开始企稳回升，市场开始好转。

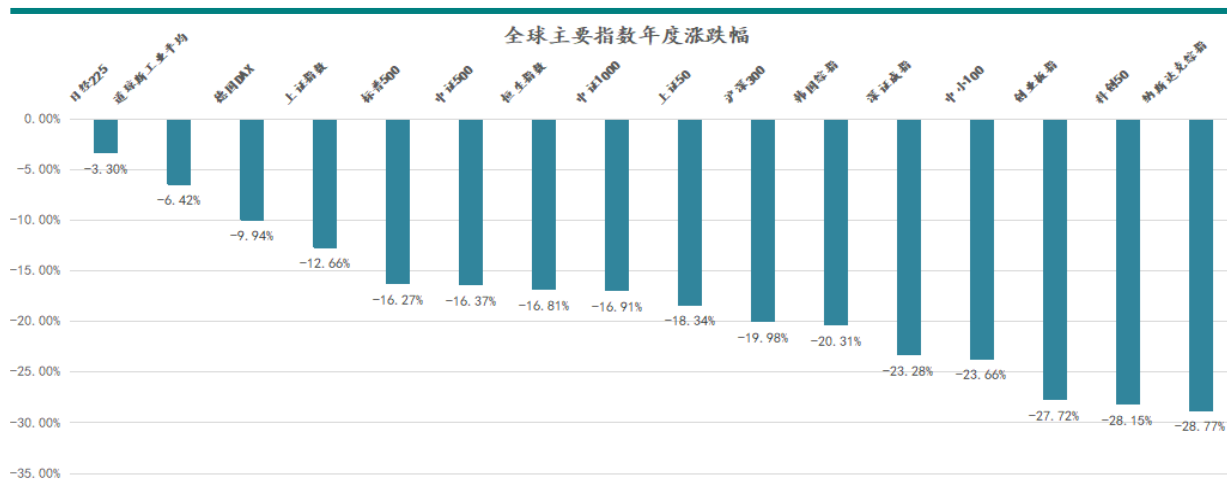
从市场的估值和风格来看，2023 年市场整体的估值预计较 2022 年会有一个向上的修复，如果当前市场对于中国股市的长期信心仍未改变的话，近期市场很有可能迎来一个新的阶段性底部。结合 DDM 模型三要素：企业相对盈利、流动性以及风险偏好来看，2023 年的市场风格可能会进入新的阶段，从原来的成长风格相对占优转向风格逐渐均衡，成长和价值、大盘和小盘之间相互博弈，考虑到基本面和政策方面的情况，半导体、新能源为代表的赛道股 ROE 趋势回升可能会受到产能升级的影响，在经历了连续两年利润的快速抬升，新的一年若没有新的产业趋势带动则难以超出预期，而两大经济支柱板块基建预计依旧保持强势，地产板块预计企稳，结合本年度地产为代表的价值股估值有所修复，上半年经济可能仍会处于下行周期，所以市场可能会更偏向于地产相关产业链、大消费等价值板块。股指期货操作方面，虽然接下来一个季度，A 股市场内忧外患同时存在，几大指数可能会面临调整，但是随着政策落地效果凸显，几大指数面临估值修复，在中长期仍然可以看好 A 股市场。结构化操作方面，上半年价值股预计表现相对较好，IH 和 IF 可能会有相对较好的表现。

撰写日期：2022 年 12 月 23 日

一、2022 年 A 股市场行情回顾

2022 年全年处于内忧外患的大背景下，观察全球市场主要指数的年度涨跌幅，可以发现全球指数大多下调。年初俄乌冲突爆发以来，全球供应链受阻推动能源和农产品价格上涨，全球尤其是欧元区以及美联储的快步加息支撑美元指数上行，全球陷入衰退周期，权益市场大多下调，发达市场维持相对韧性，而新兴市场则跌幅较深。日经 225、德国 DAX 各自下调 3.3%、9.94%，美国三大股指分化明显，美联储加息打压科技股估值导致科技股权重较大的纳斯达克指数跌幅高达-28.77%，道琼斯工业平均指数、标普 500 年度涨跌幅分别-6.42%、-16.27%。而 A 股市场今年同样经历了较深度的回调，截至 2022 年 12 月 12 日，上证指数下调了 12.66%，创业板指跌幅达到-27.72%。就期指而言，如果说 2021 年是结构化的一年，那么 2022 年的 A 股市场则并没有明显的风格划分，各板块之间轮动很快，资金博弈剧烈，四大期指的涨跌幅并没有呈现出明显的分化迹象，中证 500 以-16.37%的跌幅表现相对较好，而沪深 300 则以-19.98%的跌幅落后，全年来看中小价值风格还是相对占优的。

图 1. 全球主要指数年度涨跌幅

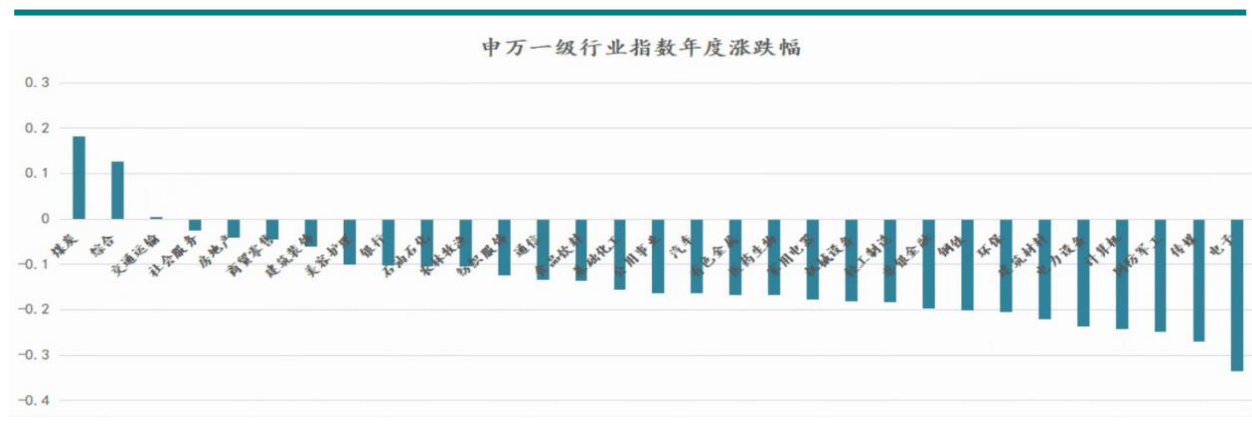


资料来源：同花顺，新湖研究所

从行业表现来看，31 个申万一级行业之中，2022 年仅有煤炭、综合以及交通运输这三个板块维持正收益，社会服务、房地产、建筑装饰等板块在政策及基本面的支撑之下维持相对韧性，电子、传媒、计算机等前期的高景气板块调整幅度最大。观察月度涨幅，今年上涨比较有持续性的板块主要是受益于大宗商品价格飙升的煤炭板块，以及 5-7 月的赛道板块，比如汽车、新能源等，其他阶段性领涨的板块，大多持续的时间不超过一个月。逐月来看，1 月份银行板块涨幅居前，主要是由于春节将至资金面紧张，由高估值流向低

估值，银行板块涨幅居前。2-3 月份，俄乌战争这个黑天鹅事件的扰动之下，国际大宗商品价格飙升，上游资源股如煤炭、有色金属等大涨。4 月份上海等多地疫情爆发，风控静默，仅食品饮料板块作为必要消费品收涨。5、6 月份开始，伴随着疫情的逐渐好转，多地开始复工复产，与此同时，政府接二连三出台稳增长政策，汽车和电力设备表现突出。7 月-9 月，欧央行及美联储连续大幅加息，海外市场紧缩预期升温，对 A 股市场造成压制。与此同时，今年夏季的炎热天气也造成了电力供应出现短缺，四川等地工厂限产限电，环保及煤炭板块在天气因素影响下涨幅居前。10 月整月，市场都在交易二十大相关的消息，会后在相关概念的带动之下，计算机、国防军工等板块表现相对较好。进入 11 月至今，A 股出现转机，伴随着防疫政策的逐步优化以及房地产融资端宽松政策的陆续出台，房地产板块大涨，并带动相关产业链集体升温，食品饮料等大消费板块也在经济复苏预期升温的背景下上行。

图 2. 申万一级行业指数年度涨跌幅（截至 12 月 19 日）



资料来源：同花顺，新湖研究所

表 1. 2022 年 1 月至今申万一级行业月度涨跌幅（截至 12 月 19 日）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	全年至今
煤炭	-4.21	15.53	10.81	-3.88	9.73	1.58	-7.93	7.85	1.69	-12.58	7.34	-5.10	18.15
综合	-6.64	8.54	2.08	-12.68	4.48	4.40	1.86	2.40	-5.20	1.03	9.82	4.32	12.78
交通运输	-2.88	2.80	-7.21	-1.74	6.95	1.98	-4.90	1.12	-2.67	-3.41	8.15	3.47	0.43
社会服务	-7.12	1.55	-7.38	-6.38	4.04	11.12	-9.21	-0.97	-5.62	0.78	13.57	6.17	-2.56
房地产	-1.29	-0.78	9.52	-8.36	-5.91	5.61	-6.25	-1.10	-1.03	-14.72	27.80	-1.91	-4.18
商贸零售	-6.50	0.00	-8.50	-1.42	2.95	10.81	-7.05	-1.70	-3.92	-7.07	14.29	6.36	-4.58
建筑装饰	-2.89	4.03	-1.98	-2.97	1.66	-0.16	-2.82	-2.26	-7.52	-1.76	13.80	-1.85	-6.66
美容护理	-14.09	4.29	-4.30	-1.75	5.42	10.56	-2.19	-4.36	-7.96	-6.83	7.32	6.41	-10.65
银行	2.33	1.01	-1.64	-3.64	-3.44	3.16	-9.31	-1.06	-1.75	-9.77	14.12	1.43	-10.65
石油石化	-4.84	8.95	-11.74	-4.90	13.43	-3.35	-3.65	4.14	-5.23	-8.85	10.46	-1.94	-10.48
农林牧渔	-4.60	0.76	2.94	-12.76	5.48	4.09	3.56	0.52	-10.38	-6.26	5.33	2.57	-10.45
纺织服装	-6.68	3.29	-6.82	-10.06	7.75	2.36	-1.58	-1.46	-7.91	-4.18	10.26	4.33	-18.30
通信	-8.24	5.57	-8.20	-12.29	6.08	6.45	3.08	-1.03	-8.26	5.54	1.17	-1.60	-18.37
食品饮料	-10.59	-0.75	-10.26	4.29	1.95	13.05	-9.69	0.73	-3.07	-22.14	16.61	12.86	-18.62
基础化工	-10.59	9.71	-9.33	-11.92	10.96	8.13	-2.15	-2.75	-9.03	-4.77	9.21	-0.28	-15.25
公用事业	-12.77	7.89	-9.61	-5.79	9.10	0.61	4.05	-0.46	-7.83	-3.43	8.15	-4.55	-18.28
汽车	-11.61	0.55	-11.56	-9.14	18.26	14.55	5.09	-11.85	-10.51	-1.51	8.04	-1.99	-16.38
有色金属	-10.74	17.18	-12.61	-11.65	7.98	11.96	-1.62	-6.48	-9.06	-3.54	7.51	-1.76	-16.39
医药生物	-14.94	3.98	0.87	-13.97	1.15	10.47	-7.50	-2.51	-6.82	5.70	7.37	1.76	-16.39
家用电器	-4.56	-4.79	-12.50	-0.83	1.61	11.16	-2.45	-4.26	-4.87	-12.87	13.49	5.08	-17.89
机械设备	-11.79	2.90	-10.89	-14.04	10.41	10.43	5.15	-7.34	-9.28	5.74	5.84	-2.43	-18.69
轻工制造	-9.64	0.88	-7.63	-13.37	7.54	8.44	-5.63	0.78	-8.05	-5.16	12.36	2.97	-18.38
非银金融	-6.68	-2.98	-5.96	-7.96	0.18	8.99	-8.13	2.22	-9.93	-4.83	14.99	1.32	-19.35
钢铁	-7.36	7.91	-10.10	-8.15	3.87	2.09	-0.58	-6.49	-9.03	-2.74	10.95	0.07	-20.86
环保	-10.20	7.70	-9.54	-15.26	10.32	2.18	5.33	-6.04	-9.19	0.70	7.47	-2.18	-20.49
建筑材料	-7.65	-0.63	-3.72	-6.89	2.13	10.05	-10.06	-6.80	-9.31	-9.74	20.51	1.90	-22.09
电力设备	-10.82	2.54	-10.10	-15.53	12.43	21.19	-0.38	-7.88	-10.66	-1.21	1.34	-1.59	-23.86
计算机	-8.50	2.64	-11.59	-17.03	2.19	8.48	-1.01	-5.80	-8.34	16.04	0.02	-0.08	-24.31
国防军工	-17.92	5.43	-11.36	-13.44	11.27	8.21	1.95	-4.28	-5.05	11.63	-5.28	-4.12	-24.96
传媒	-14.40	-1.39	-3.68	-13.95	6.15	4.69	-4.36	1.15	-13.83	-2.62	14.49	1.00	-27.02
电子	-13.39	1.22	-14.97	-13.91	8.96	8.03	-3.59	-1.15	-13.51	3.38	3.24	0.15	-33.46

资料来源：同花顺，新湖研究所

纵观 2022 年全年，A 股市场的走势一波三折，对内面临房地产下行周期和疫情反复对于经济复苏的压制，对外则面临全球经济衰退预期升温以及俄乌冲突对于风险偏好的制约。全年市场行情整体呈现出“W”走势，基本可以分为以下四个阶段。

- 年初至 4 月底，国内方面，全国多地疫情复发，4 月初开始上海陷入静默，疫情的爆发拖累经济修复，各类经济数据加速下行。而海外方面，俄乌冲突的爆发对于权益市场的风险偏好形成制约，叠加美联储连续加息，全球流动性紧缩预期加剧。内忧外患之下 A 股市场连续下行，大盘、价值风格相对抗跌，风格出现分化，上证 50 跌幅相对较小，科创 50 跌幅较大。

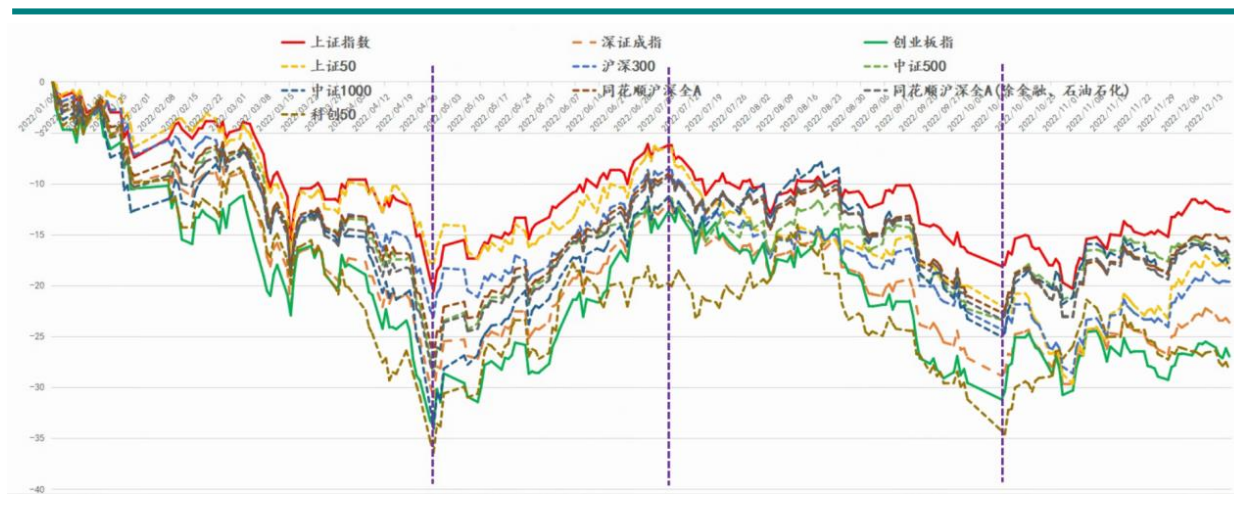
- 5 月初至 6 月底，伴随着上海疫情逐步缓解，各地复产复工，逐渐恢复生产生活秩序，与此同时中央政治局会议召开发布了一系列的稳增长措施，稳定市场预期。国际大宗商品价格高位回落，市场信心有所恢复，市场开启反弹趋势，小盘股、成长股的反弹速度快于大盘、价值股。

- 7 月初至 10 月上旬，地产“停贷”事件爆发，房企保交楼压力增大，违约情况频发，带动相关产业链下行，房地产销售及投资数据表现欠佳。而海外方面欧央行以及美联储接连释放鹰派言论，连续大幅加息，海外流动性紧缩，经济衰退预期升温，美元指数迅速走强并引起人民币汇率大幅贬值，叠加地缘局势的不稳定，共同作用之下外资流出，A

股市场震荡下行。市场风格分化不算明显。

• 10 月下旬至今，二十大会议成功召开，此后房地产以及防疫政策方面更是逐步优化，喜讯频传。国内疫情防控二十条优化措施出台，随后 11 月底更是再度加码对防疫政策进行优化，疫情对于居民生产生活以及经济复苏的制约预计将得到缓解。房地产方面，国家出台的政策导向逐渐从保项目转到保房企，房企融资端逐渐宽松，带动相关产业链共同上行。出资之外，海外虽然步入经济衰退周期，但通胀数据陆续见顶，虽然加息最终目标仍处高位，但是整体加息的步伐确定将有所放缓，美元指数回落，人民币汇率企稳，A 股市场在房地产相关产业链及大消费等受益于经济复苏的板块带动之下连续上行，价值股较成长股相对占优。

图 3.A 股主要指数盘面收益率 (%)



资料来源：同花顺，新湖研究所

二、海内外宏观环境

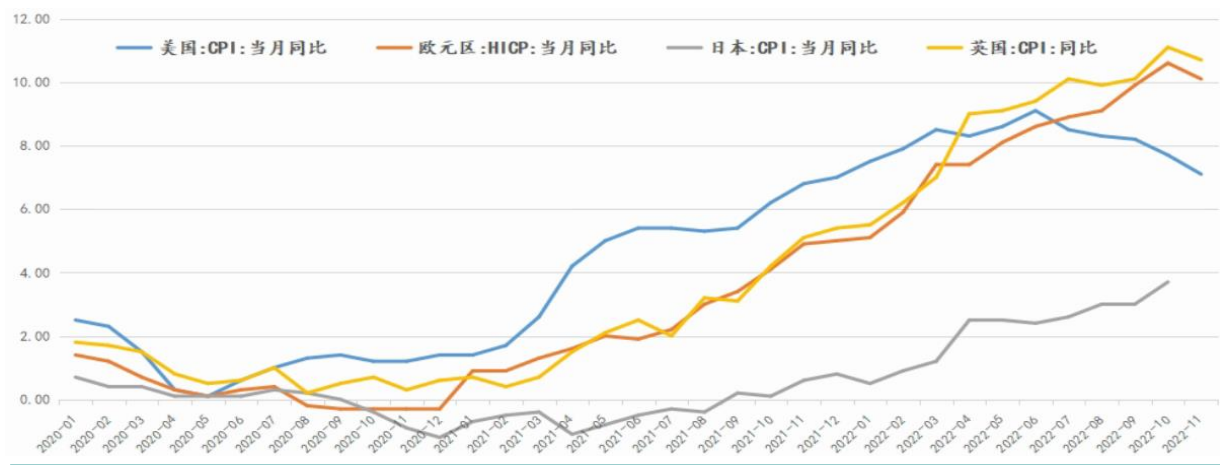
受到疫情影响，自 2022 年起，海内外经济周期就出现了明显分化。美国及欧元区在前期经济的快速修复之后迎来了严重的通胀问题，下半年欧美经济体陆续进入加息周期，海外流动性紧缩，全球经济衰退预期升温。而国内方面，中国经济仍有待筑底企稳，稳增长政策持续推进，且伴随着防疫政策的逐渐优化，明年经济有望筑底企稳，增量政策继续，国内流动性环境维持充裕。总的来说，2023 年海内外市场环境将较 2022 年出现明显逆转，市场逻辑将有所变化。

（一）国际宏观环境

2023 年的国际宏观环境目前面临的主要是三个方面的问题，处于高位的全球通胀、经济衰退风险飙升以及地缘政治带来的扰动。

首先先来看全球通胀数据高企的问题。当前国际面临的一个主要问题就是通胀长期居高不下。观察疫情后世界主要经济体的 CPI 数据情况，可以发现，自 2020 年疫情开始，世界各主要经济体的 CPI 数据连续上行，日本 CPI 同比增速仍在屡创新高，英国及欧元区的通胀数据 11 月虽然初现拐点，但是通胀水平仍然处于历史高位。而美国 CPI 数据连续 5 个月下行，稍有缓和，其他新兴经济体比如印度、巴西等国家的 CPI 数据出现了上扬。

图 4. 世界主要经济体 CPI 同比增速 (%)



资料来源：同花顺，新湖研究所

美国的通胀问题主要来自于供给端尚未完全恢复导致的供需缺口长期存在的问题。2020 年疫情以来，美国政府多次以直接现金补贴、企业贷款等方式补贴企业和居民，扩张政府杠杆以拉动消费恢复。再叠加俄乌冲突的升温进一步推升通胀，全球供应链受阻推动能源和农产品价格上涨，大宗商品价格大幅上行，使得美联储通胀高企。美国 CPI 同比自 2021 年 4 月升破 4% 后，此后半年的时间美联储都在持续弱化通胀压力，强调当前只是暂时性通胀，但去年 11 月之后，伴随通胀压力的持续累积，美联储放弃“通胀暂时论”、加速政策正常化。2022 年 2 月以来，美联储持续强调“通胀”居高不下，自 3 月起连续加息，截至 2022 年 12 月中旬，今年美联储已经累计加息 7 次，将联邦基金利率的目标区间提升至 4.25%-4.50%，创下了 2007 年 12 月以来的新高，并且自 6 月起每月缩表 475 亿美元，9 月起速度翻倍。三季度开始，美联储逐渐释放出鸽派言论，12 月初，美联储主席鲍威尔表示，经济运行已经放缓至长期趋势以下，考虑到货币政策具有滞后性，目前效果还没有完全显现。利率已经接近足以控制通胀的水平，因此可以放缓加息幅度。但在今年最后一次议息会议上，美联储再次释放出鹰派信号，如期加息 50 个基点，基准利率提升至 4.25%-4.5% 的十五年新高，表明加息还有一段路要走，将明年终端利率上调至 5.1%，并预言 2024 年之前利率保持高位、不会降息，货币政策的重点依然是通胀的显著

回落，货币政策的节奏可以根据经济基本面放缓，最好等到政策立场更加明确地处于限制性区域，并且有更具体的迹象表明通货膨胀压力正在显著减轻。疫情的出现打乱了美国的政策周期规律，货币政策正常化进程严重滞后于经济正常化；通胀的快速上升，导致美联储加息周期启动后的不断强化。

根据美国 2022 年 CPI 同比及环比的分项来看，可以看出，2022 年美国 CPI 上行的主导因素来自于能源以及交通运输价格的上涨，俄乌冲突的影响之下，全球供应链受阻，供应不足导致大宗商品价格上行，引发通货膨胀，虽然进入三季度之后伴随着美国以及欧元区的大幅加息，原油需求下滑导致能源类大宗商品价格增速预期下调，但最后受到欧佩克减产计划的影响，环比再度转正。能源、房租等必需品价格的上涨在导致了高通胀问题的同时，也打击了美国消费者的消费信心，挤占了部分可选消费品的消费，比如教育和通信、服饰、娱乐等等。

表 2&3. 美国 CPI 分项同比及环比数据 (%)

	CPI 同比	核心 CPI	能源	食品	食品和饮料	房屋	服饰	运输	医疗服务	娱乐	教育和通信	其他商品和服务
2022-11	-0.10	0.10	-1.60	0.20	0.20	0.30	-2.10	-1.20	-0.60	0.40	0.60	0.70
2022-10	0.40	0.30	1.80	0.70	0.70	0.40	-0.60	0.70	-0.40	0.70	-0.10	0.50
2022-09	0.20	0.40	-2.10	0.70	0.70	0.70	2.20	-1.60	0.50	0.10	0.30	0.30
2022-08	0.00	0.50	-5.00	0.80	0.70	0.70	1.70	-3.10	0.70	0.30	0.40	0.70
2022-07	0.00	0.30	-4.60	1.10	1.10	0.50	-1.10	-2.00	0.50	0.30	-0.10	0.40
2022-06	1.40	0.70	7.50	1.00	1.00	1.00	-0.30	3.80	0.60	0.20	0.20	0.50
2022-05	1.10	0.60	3.90	1.10	1.10	0.90	-0.10	2.80	0.40	0.40	-0.10	0.50
2022-04	0.60	0.50	-2.70	1.00	1.00	0.60	-1.40	0.90	0.30	0.40	-0.20	0.40
2022-03	1.30	0.40	11.00	1.00	1.00	0.70	0.80	4.50	0.50	0.20	-0.30	0.50
2022-02	0.90	0.70	3.50	1.00	1.00	0.60	3.10	1.90	0.40	0.90	0.00	1.10
2022-01	0.80	0.70	0.90	1.00	0.90	0.80	2.50	0.80	0.90	1.00	0.00	0.80

	CPI 同比	核心 CPI	能源	食品	食品和饮料	房屋	服饰	运输	医疗服务	娱乐	教育和通信	其他商品和服务
2022-11	7.10	6.00	13.10	10.60	10.30	7.80	3.60	7.80	4.20	4.70	0.70	7.00
2022-10	7.70	6.30	17.60	10.90	10.60	7.90	4.10	11.20	5.00	4.10	0.00	6.50
2022-09	8.20	6.60	19.80	11.20	10.80	8.00	5.50	12.60	6.00	4.10	0.20	6.90
2022-08	8.30	6.30	23.80	11.40	10.90	7.80	5.10	13.40	5.40	4.10	0.50	6.60
2022-07	8.50	5.90	32.90	10.90	10.50	7.40	5.10	16.40	4.80	4.40	0.50	6.30
2022-06	9.10	5.90	41.60	10.40	10.00	7.30	5.20	19.70	4.50	4.60	0.80	6.70
2022-05	8.60	6.00	34.60	10.10	9.70	6.90	5.00	19.40	3.70	4.50	0.80	6.30
2022-04	8.30	6.20	30.30	9.40	9.00	6.50	5.40	19.90	3.20	4.30	1.00	5.70
2022-03	8.50	6.50	32.00	8.80	8.50	6.40	6.80	22.60	2.90	4.80	1.50	5.50
2022-02	7.90	6.40	25.60	7.90	7.60	5.90	6.60	21.10	2.40	5.00	1.60	5.60
2022-01	7.50	6.00	27.00	7.00	6.70	5.70	5.30	20.80	2.50	4.70	1.60	4.90

资料来源：同花顺，新湖研究所

展望 2023 年，美国通胀自 2022 年 6 月开始逐渐波动回落，核心 CPI10 月开始也触顶下行，从货币政策来看，虽然当前美联储的加息尚未结束，且预言在 2024 年之前会维持高位，但是加息放缓的预期事实目前是不会改变的，2023 年美债收益率中枢预计会有一定程度上下行，伴随着加息周期接近尾声，美元指数再创新高的难度也较大，大概率会自顶部会有回落。对于 2022 年影响最大的能源价格，一方面当前能源供应紧张的局势仍未出现明显缓解，美国抛储等操作无暂无法弥补供给缺口，OPEC 和俄罗斯等能源出口国仍然有维持油价的动力。另一方面，欧元区及美国的大幅加息，打击了消费者的消费信心，限制了消费者的能源需求，且欧盟和七国集团目前也在考虑对俄罗斯海运石油进行价格限制，所以综合来看，未来能源价格的变化仍然面临较强的不确定性，进而对于通胀的影响

也未可知。从就业市场来看，美国当前就业市场依然强劲，失业率保持低位震荡，非农就业人数则仍然处于上行区间，劳动参与率和就业率仍未达到疫情前水平，劳动力依旧短缺，从而加剧了劳动力市场的通胀粘性。通常通货膨胀的下降会伴随着经济的衰退以及失业率的上行，根据当前美国的就业市场数据来看，通胀的下行依然面临一定的难度。

图 5. 美国非农就业及失业率



图 6. 美国就业率及劳动参与率



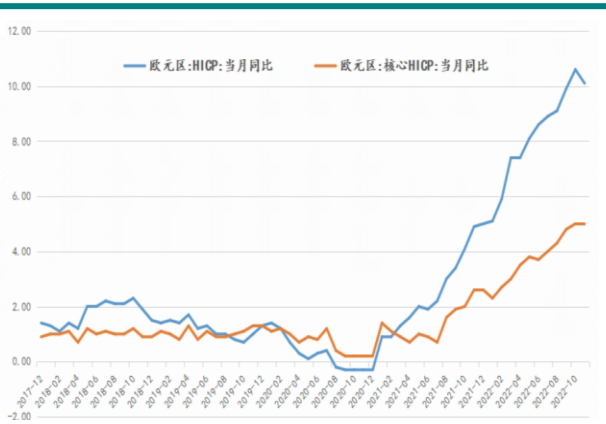
资料来源：同花顺，新湖研究所

美国 CPI 数据目前处于回落区间，但是欧元区通胀和美国通胀走出了分化的格局，欧元区 10 月通胀数据再创新高，而 11 月数据出现拐点，但尚不稳定，能源价格高位波动以及食品价格的高企，给之后的通胀水平带来的不确定性更高，12 月份欧洲央行更是继续鹰派加息，导致市场对于欧洲快速陷入衰退的预期继续升温。对于当前仍处于高位的通胀，欧央行同样表明无论前景如何恶化，都需要遏制住过高的通胀，除非出现长期严重衰退的风险。所以 2023 年，预计欧央行预计将会继续加息，使利率进入限制性区间，但不会将通胀水平作为衡量是否继续加息的唯一变量，若出现严重经济衰退的风险，也可能会考虑暂停继续加息。

图 7. 欧元区及美国 PMI 数据



图 8. 欧元区 HICP 及核心 HICP



资料来源：同花顺，新湖研究所

为了抑制高通胀而进行的激进的加息周期，也使得问题暴露加快，全球经济金融体系的稳定性明显下降，全球经济衰退预期升温。10 月份国际货币基金组织（IMF）将 2023 年全球经济增速预测下调至 2.7%，下调了 0.2 个百分点。同时，IMF 还预测 2022-2023 年度将有超出 40% 的经济体面临技术性衰退。以美国为例，近期美国宏观指标“外强中干”，房屋销售回落比较明显，存货投资下降，进口收缩，而消费和就业则表现相对稳定。11 月 Market 制造业 PMI 终值为 47.7，创下 30 个月的新低，不改下行趋势。欧元区制造业 11 月 PMI 数据出现拐点小幅回升，但仍处于收缩区间，欧元区经济可能会在今年四季度和明年一季度出现明显走弱的态势，而通胀 11 月出现拐点，预计明年初可能会稍有放缓。随着欧元区及美国经济衰退程度的逐步加深，海外市场的流动性环境较今年可能会稍有缓解，但是整体仍然偏紧，外需存在压制，

图 9. 美国 GDP 分项贡献度



图 10. 美国房屋销售仍然低迷



资料来源：同花顺，新湖研究所

最后是地缘政治方面的问题，2022 年初爆发的黑天鹅事件俄乌冲突一直延续至今，俄罗斯及欧美各国互相就贸易、能源等多个领域展开博弈导致全球范围内的供应链受阻，大宗商品价格，尤其是原油价格快速上行也是当前全球面临高通胀的主要原因。12 月 5 日，欧盟开始对俄罗斯石油施行“限价令”，要求俄罗斯海运出口的原油价格上限为 60 美元/桶，若超出这个门槛，则禁止欧盟企业为俄罗斯原油运输提供金融、保险等服务。而俄方也表明将不会向对俄罗斯石油进行限价的“不友好”国家提供石油。“限价令”的颁布和实施预计将对资本市场形成较大的扰动，加剧能源市场动荡，甚至可能加剧全球经济衰退导致总需求进一步回落，考虑到局势依旧紧张，预计 2023 年原油价格仍将维持宽幅震荡。地缘冲突展开以来全球范围内供应端受阻，叠加加息预期的影响，全球避险情绪升温，VIX 指数剧烈波动，美元指数单边强势，全球各大市场风险增加、波动加剧。

图 11. VIX 指数波动加剧



图 12. 国际油价受俄乌冲突影响冲高回落



资料来源：同花顺，新湖研究所

（二）国内宏观环境

2022 年，国内宏观环境主要由疫情主导，持续全年的疫情对居民的生产生活都造成了极大的影响。全年经济下行压力都比较大，尤其是二季度，上海疫情的爆发拖累经济修复，GDP 同比达到了 2020 年疫情爆发以后的低点，城镇调查失业率也再创新高，11 月的制造业 PMI、非制造业 PMI 指数也表明我国的经济景气度仍处于收缩区间且还在继续下探。

图 13. VIX 指数波动加剧

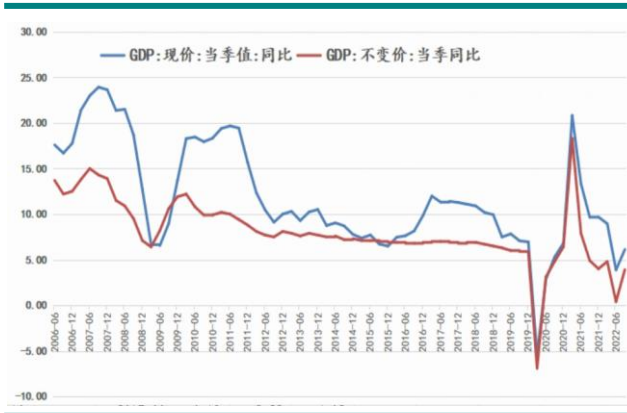
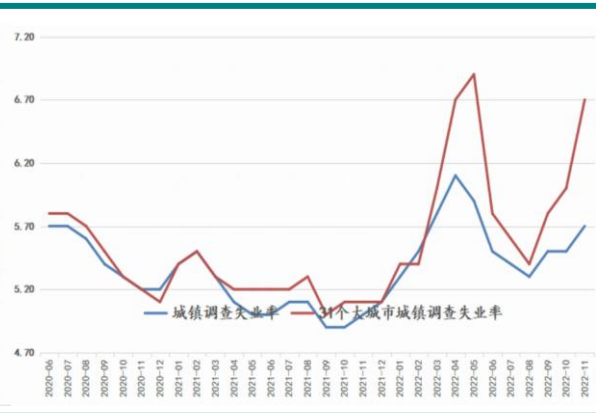


图 14. 国际油价受俄乌冲突影响冲高回落



资料来源：同花顺，新湖研究所

从 GDP 的三驾马车消费、投资和进出口来看，受疫情影响最严重的莫过于消费。全国各地疫情散点爆发，线下消费受到明显抑制，社会消费品零售总额同比增速降至负值，截至 11 月，疫情防控仍未完全放开，线下消费场景受限，交通运输不畅，除了一些生活必需品、药物等维持正增速，其他可选消费，包括一直以来作为支撑项的汽车分项，都出现了明显的负增长。而投资方面，制造业投资和基建投资 2022 年全年之中保持着相对韧性，房地产开发投资经过了 2021 年开始暴雷，资金链回流困难，居民收入不确定性增加买房意愿明显下降等诸多问题的影响一下步入下行周期，始终对投资端形成拖累。10 月开始，

进出口金额同比增速也转为负数。

图 15. 社会消费品零售总额降至负区间



图 16. 房地产拖累经济复苏



资料来源：同花顺，新湖研究所

2023 年国内的宏观经济预计将企稳回升弱复苏，整体呈现“U”字形走势。11 月末开始，防疫政策开始逐渐优化，新十条的颁布针对国内各地区的疫情都做出了进一步的优化调整，核酸查验要求下降，阳性病例可以居家隔离，以求达到疫情防控和经济活动间更好的平衡。与此同时，房地产相关政策也再度加码，由保项目转向保房企，除去在需求端进行宽松政策之外，供给端的“三支箭”也悉数推出，民营企业债券融资支持工具宣布延期并扩容、支持房地产在内的民营企业进行债券融资，央行及银保监会联合发布了金融 16 条，涉及开发贷款、信托贷款、债券融资、“保交楼”等诸多领域，11 月底地产企业股权融资“第三支箭”落地，支持放弃再融资及并购重组。12 月中央政治局会议召开，可以看出，明年的重点依然在于发展实体经济，但也并非依靠大水漫灌和大规模刺激，经济和金融领域的重大风险防范和严控地方债务扩张是重点，且明年提振经济增长主要靠信心的恢复，消费和扩大内需是稳增长的关键，预计政府仍然针对下行压力较大的行业比如地产等，出台增量刺激政策提振企业信心。

所以总体来看，影响 2023 年整年的经济复苏过程的两个主要变量就是疫情防控逐渐优化后对消费的复苏情况以及政策支持之下房地产销售端的改善情况。首先，防疫政策的优化在中长期肯定会进一步提升经济修复的预期，参照其他国家防疫政策调整之后的走势，叠加去年二季度的低基数，预计明年二季度开始，经济可能会企稳回升。而受防疫影响较大的消费，当前疫情防控已经放松，中长期角度看，无论是从基数效应还是基本面的角度看，消费都会有所回升，尤其是基数较小的二季度和四季度，但是短期内消费明显出现好转，还是需要在公众对疫情的担忧脱敏之后出现，12 月疫情防控放松后疫情快速多地传播，大多数公众还是主动或被动选择居家，2022 年 4 季度甚至 2023 那年 1 季度的消

费数据大概率仍不太理想。但等到消费场景恢复之后，消费预计会呈现广泛回升的状态，服装、化妆品、零食甚至地产相关的消费可能都会有所表现。虽然地产需求端政策自今年二季度以来就迎来密集调整，房贷利率较 2022 年初已经下降 30-40bp，低于 2016-2017 年的地点，但是由于房价上涨预期仍有待恢复，而居民收入不确定性依然受到疫情等因素干扰，加杠杆意愿不足下降，叠加今年开始多家房企暴雷，房企信用度下降，居民对于新建商品房的交付存在担忧，二手房成交面积情况好于新建房，多重因素作用之下，房地产需求端的彻底修复仍然需要时间，而房企目前也依然以加快竣工为主，推动新开工及拿地的情绪不高。四季度以来，房地产供给端支持政策开始密集出台，伴随着供给端的“三支箭”陆续推出，11 月以来多个地产股开始强劲反弹，带动房地产相关板块集体回升，配合防疫政策的快速优化，预计地产销售也会在 2023 年二三季度逐渐出现转机。工业生产和固定资产投资方面，伴随着疫情防控的逐渐优化，交通运输及生产方面受到的干扰都会逐渐减弱，伴随着全球物流情况的边际转好，预计工业生产与固定资产投资会随着经济的弱复苏逐渐回暖。“重基建轻地产”、基建投资“新旧兼备”，仍将是稳增长的重要特征。其中，基建投资或继续维持两位数增长，传统基建中“交通运输”值得关注，新基建，更多体现在对产业层面的支持。进出口方面，伴随着全球加息进程的推进，货币紧缩效果逐渐显现，叠加俄乌冲突导致的全球供应链受阻对全球主要经济体的增长形成抑制，根据 IMF 的预测，2023 年全球将有超过 43% 的经济体步入经济衰退周期，所以四季度开始，我国的出口增速开始快速走弱，并且预计将一直持续到明年四季度。而进口方面，则主要依靠消费和地产相关产业链的修复带动内需回升，从而提振进口增速。结合 12 月的中央政治局会议来看，明年提振经济增长主要靠信心的恢复，消费和扩大内需是稳增长的关键，预计政府仍然针对下行压力较大的行业比如地产等，出台增量刺激政策提振企业信心，流动性较为充裕，货币政策仍较宽松。

三、估值与风格

2022 年整年 A 股主要股指的业绩较 2021 年都出现了明显的下滑，与 2021 年四季度相比，除科创 50 和创业板指外，其余各主要指数的营业收入同比增速均显著小于去年四季度，三季度创业板指营业收入同比增速高于去年四季度，而科创 50 营业收入同比增速虽然呈现下行态势，但目前仍高于去年。从趋势来看，深证成指及创业板指 2022 年的营业收入呈现逐季上行的趋势，其余主要指数的营业收入则有所下行。而销售净利率方面，大部分指数较上一年还是出现了明显的回升的，仅科创 50 三季度销售净利率较去年出现

明显下行。

图 17. 主要指数营业收入同比增速

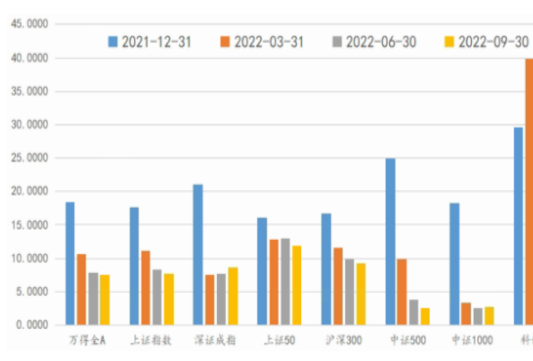


图 18. 主要指数销售净利率同比增速



资料来源：wind，新湖研究所

首先先来看主要指数估值方面的情况，主要指数的 PE 值及 PB 值所处分位数如下图所示，分位数参考时间段为 2019 年 1 月至今。2022 年全年，各主要指数的估值分位数走势与指数走势大致相同，呈现“W”字型，但总体估值水平较 2022 年初都出现了明显的下行。上证 50、上证指数、万得全 A 等年初 PE 水平较高的指数在年中随着疫情影响逐渐缓解，市场反弹的过程中并未达到年初水平，最终年末估值大幅下行，从 70%左右的分位数下滑至了 10%左右。而中证 1000 及中证 500 两个偏向小盘的指数，今年估值的震荡幅度较小，其中中证 500 的 PE 估值较年初有了明显的回升。而 PB 分位数的表现与 PE 基本保持一致，呈现下降走势，但这里需要注意的是 PB 的走势。以沪深 300 及上证指数这两个最主要且最能代表市场最优秀的一批企业的宽基指数为例，截至 12 月 22 日，两个指数的 PB 取值分别为 1.33 和 1.26，根据近十年的数据来看，可以发现十年以来几次熊市的结束往往都伴随着市净率触碰到 1.2 左右的底部，1.2 左右的取值似乎作为市净率的一个支撑点而存在，如果当前市场对于中国股市的长期信心仍未改变的话，近期市场很有可能迎来一个新的阶段性底部。

图 19. 主要指数 PE 历史分位数

图 20. 主要指数 PB 历史分位数



资料来源：wind，新湖研究所

图 21. 沪深 300 指数及市净率走势



图 22. 上证综指及市净率走势



资料来源：wind，新湖研究所

再来看市场风格方面的转换，在之前的相关报告中有提及，2009 之前，由于公司数量较少，公司股价表现相关度较高，且大家的市值都比较接近，所以较难拉开差距，不同市值风格的股票大部分时间都在同涨同跌，没有明显的大小盘风格，但 2010 年后的十年股票市场，超过一半的时间主要以分化为主，不同风格及行业之间的走势出现差异。A 股自 2009 年以来出现了明显的风格特征，截止目前已经经历了五轮典型的风格轮动，每次风格持续时间为 2-2.5 年。可以发现，自 2019 年开始在降准降息周期开启以及半导体、新能源等新赛道快速发展的背景之下，成长风格持续 3 年占优。2022 年以来，指数波动较大，市场的结构化风格减弱，成长与价值板块交替占优，1-4 月份大盘指数相对占优，5-10 月小盘股总体占优，11 月开始，大盘价值板块表现活跃。总体来看，在疫情干扰之下的 2022 年小盘价值风格仍然相对占优。

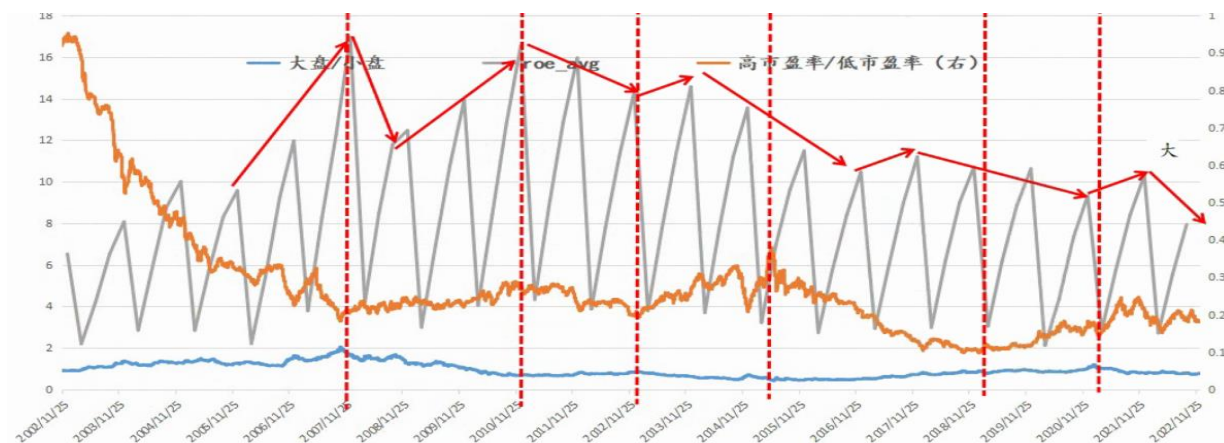
图 23. 2022 年以来，成长价值板块交替占优



资料来源：同花顺，新湖研究所

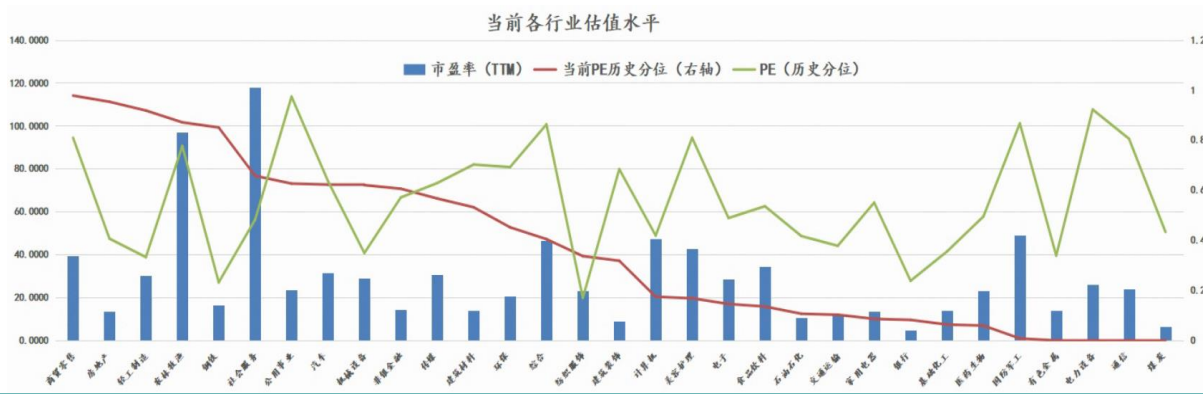
对于 2023 年市场风格何去何从，我们依然根据 DDM 模型中涉及三个影响因素来看，分别是企业相对盈利、流动性以及市场的风险偏好。首先先来看企业相对盈利，市场中的绝大部分投资者都是趋势投资者，在投资的过程中，都会根据当前的宏观经济或市场风向，挑选出经济景气度较高的行业及板块。当经济状况较好，经济预期向好的，A 股盈利增速加快的时候，投资者往往更倾向于选择成长潜力较大的小公司，相反，当经济预期较差，市场不确定性增加时，出于抵御风险的考虑，投资者往往会选择大盘股、龙头企业，因为他们有更强的抵御经济下行压力的能力。对比上证综指 ROE 的历史走势以及市场风格转换的时间点，可以发现比较大级别的风格切换往往伴随着 ROE（净资产收益率）的拐点，最长提前或者滞后于 ROE 拐点半年时间，所以 2021 年二季度新一轮周期 ROE 见顶，2022 年成长风格结束了长达三年的领先地位，价值和成长风格开始互相制衡，结合历史规律以及前面的基本面情况来看，2023 年下半年开始，ROE 大概率将处于上行周期，半导体、新能源为代表的赛道股 ROE 趋势回升可能会受到产能升级的影响，在经历了连续两年利润的快速抬升，新的一年若没有新的产业趋势带动则难以超出预期，且预计将处于熊市向牛市的转折区间，结合本年度地产为代表的价值股估值有所修复，所以 2023 年市场风格可能仍会在成长和价值之间博弈，伴随着两大经济支柱板块基建和地产的支撑及企稳，市场可能会更偏向于地产相关产业链、大消费等价值板块。

图 24. 风格变化时期往往面临 ROE 拐点



资料来源：wind，新湖研究所

图 25. 当前各行业估值水平



资料来源：wind，新湖研究所

而流动性方面，市场普遍认为流动性紧缩的时候会压低成长股的估值，不利于成长股的演绎，更加利好大盘、价值股，但是如果将十年期国债到期收益率与大小盘指数就行对比，就会发现他们的相关程度并不会像相对盈利与风格转换的相关性那么稳定，但可以用作一个补充要素，同理风险偏好，风险偏好也是可以用来判断风格变化的辅助工具，风险偏好上升时，投资者会更倾向于选择成长潜力较大的小公司。A股盈利增速决定了风格的中期趋势，而利率变化和 risk 偏好则在短期对风格转换起到促进作用。从流动性来看，利用 $M2 - (GDP + CPI)$ 这个指标来反映流向金融体系的流动性，可以发现 2022 年前三季度相对流动性均为正值，且当前我国经济仍处于弱复苏阶段，且 2023 年预计稳增长政策会继续推进，所以预计 2023 年我国的货币流动性总体依然会维持充裕。从 risk 偏好来看，伴随着国内经济回归常态，俄乌冲突带来的避险情绪也逐渐回归常态，预计 2023 年市场的 risk 偏好再次抬升，当前市场股债性价比也到达了一个历史极值水平，成长股可能会获得资金青睐，但考虑到基本面情况，经济全年预计将呈现“U”字形走势，且政策的影响可

能会推动各行业盈利分化，根据最新的中央政治局会议的表态，未来一年可能会针对下行压力较大的行业比如地产等，出台增量政策，所以预计 2023 年成长与价值板块依然存在博弈，风格偏向均衡，但是上半年在经济仍未完全复苏的情况下，预计价值股会相对占优。此外也可以关注一下北向资金的流向，2022 年北向资金流入的速度受到美联储加息、俄乌冲突、美元走强、中美经济周期错位等因素的影响，流入速度有所放缓，但进入 11 月后，美联储加息释放出即将变缓的信号，人民币汇率走高，而国内防疫政策也在逐步优化，北向资金的净流入明显转好，虽然放缓但依然维持着年度净流入的态势，说明当前外资对于 A 股市场整体的情绪还是偏向乐观的，但是外资持股占 A 股流通市值的比重 2021 年以来一路下行，考虑到外资通胀更偏爱大盘、蓝筹股，持股比例的下降一定程度上也是由于 2021 年以来成长股的走势相对价值股表现较好，在关注市场风格变动的时候也可以通过观察这个指标来辅助判断。

图 26. 流动性与市场风格关联不够密切



图 27. 当前市场货币流动性相对充裕



资料来源：wind，同花顺，新湖研究所

图 28. 创业板指及沪深 300 风险溢价高位

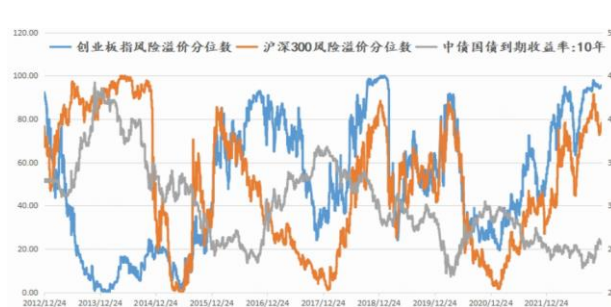


图 29. 外资持股维持净流入但比例下行



资料来源：wind，同花顺，新湖研究所

四、后市展望

2023 年，从宏观环境上来看，海外方面虽然美国通胀数据自 2022 年 6 月开始逐渐下行，但是就业市场依然强劲，从而加剧了劳动力市场的通胀粘性，导致通胀的下行依然面临一定的难度，欧元区的通胀数据也刚开始有所缓解，通胀高企而加息仍在继续，根据 IMF 的预测，2023 年将有超过 43% 的经济体面临经济衰退的情况，所以综合来看虽然随着加息幅度的变缓，海外流动性环境较今年可能有所缓解，但整体仍然偏紧，结合国内进出口数据来看，外需存在压制。此外原油“限价令”的颁布和实施预计将对资本市场形成较大的扰动，加剧能源市场动荡，甚至可能加剧全球经济衰退导致总需求进一步回落。而国内方面，预计 2023 年的经济形势将呈现“U”字形走势，经济的好转还是需要公众对疫情的担忧脱敏之后出现，12 月疫情防控放松后疫情快速多地传播，大多数公众还是主动或被动选择居家，2022 年 4 季度甚至 2023 年 1 季度的经济数据大概率仍不太理想。中国的经济短期内将继续下行，但不会加速下滑，配合国家可能会陆续出台的稳增长政策以及针对下行风险的行业的增量政策，年中左右伴随着股指整体性的估值修复以及宏观部分指标出现好转，经济预计将开始企稳回升，市场开始好转。

从市场的估值和风格来看，2023 年市场整体的估值预计较 2022 年会有一个向上的修复，如果当前市场对于中国股市的长期信心仍未改变的话，近期市场很有可能迎来一个新的阶段性底部。结合 DDM 模型三要素：企业相对盈利、流动性以及风险偏好来看，2023 年的市场风格可能会进入新的阶段，从原来的成长风格相对占优转向风格逐渐均衡，成长和价值、大盘和小盘之间相互博弈，考虑到基本面和政策方面的情况，半导体、新能源为代表的赛道股 ROE 趋势回升可能会受到产能升级的影响，在经历了连续两年利润的快速抬升，新的一年若没有新的产业趋势带动则难以超出预期，而两大经济支柱板块基建预计依旧保持强势，地产板块预计企稳，结合本年度地产为代表的价值股估值有所修复，上半年经济可能仍会处于下行周期，所以市场可能会更偏向于地产相关产业链、大消费等价值板块。股指期货操作方面，虽然接下来一个季度，A 股市场内忧外患同时存在，几大指数可能会面临调整，但是随着政策落地效果凸显，几大指数面临估值修复，在中长期仍然可以看好 A 股市场。结构化操作方面，上半年价值股预计表现相对较好，IH 和 IF 可能会有相对较好的表现。

免责声明：

本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，投资咨询业务许可证号 32090000）提供，

无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新湖期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者投资咨询建议。