

股指期货：韬光逐薮，含章未曜

摘要：本文回顾了 2022 年股指走势的主要原因：主要是来自宏观的黑天鹅冲击如疫情、俄乌冲突，叠加海外通胀和国内地产超预期疲弱。展望 2023 年，我们认为结合国内宏观复苏情况预期和股指的估值情况，国内股指总体预期震荡略偏强，但上行速度不会很快。而美股则由于美国国债利率明年的高点大约在 5% 左右，而受到较多压制。

一、2022 年股指基本面复盘

股指今年基本是一个下跌走势，截止 11 月 22 日，上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 分别下跌了 22.7%、23.7%、16.7% 和 17.8%，处于全球股指下跌幅度的中间位置。美国科技股为主的纳斯达克指数下跌达 28.5%，香港股指受到在美国上市的中国股拖累，今年跌幅也较大。

上半年股指经历了国内外的一些黑天鹅风险冲击：包括 22 年初部分地产公司债务出现了延期兑付，地产行业的困境进一步暴露；紧接着 2 月 24 日，俄乌冲突发生，全球权益市场蒙上阴霾；3 月初，受到国际形势紧张影响，美国中国股被非理性抛售；3 月底 4 月初，国内出现了春季疫情，二季度经济低于预期，中美利差出现倒挂。连续的利空事件，造成股指在 4 月底之前震荡下跌。4 月到 6 月之间，国内春季疫情结束，伴随着 4 月 29 日中央政治局会议针对于稳地产、促消费和扩基建的一系列政策利好，股指产生了一段明显反弹。

下半年，9 月之后美国通胀数据超出预期，美债利率快速上行对于全球汇率市场产生冲击，美元兑人民币汇率从 6.8 贬值到最低接近 7.3，外资流入受阻，股指期货又快速下跌。10 月底，人民银行、外

汇局宣布金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1 上调至 1.25，意在稳定人民币汇率，11 月初“进一步优化防控工作的二十条措施”和“金融支持房地产市场 16 项”政策先后推出，对于消费和地产托底。叠加政策利好、估值在下跌后更也加合理，股指从 10 月底的低位反弹，基本修复 9 月下旬的跌幅。

从当前股指期货的升贴水来看，目前中小盘指数期货的贴水明显收窄，反应了套保压力的减轻。

二、关键点解析

对于未来股指走势，我们认为有三个关键的问题需要回答。第一、今年四季度到明年的国内宏观增速如何，由此判断股指的预期净利润增速；第二、国内股指的估值与当前隐含的净利润增速如何，由此判断估值的未来空间和价格已经反映的利润情况；第三、对全球权益资产情绪影响较大的美国股指的估值和利润会如何演变，由此判断对国内股指的辅助影响。

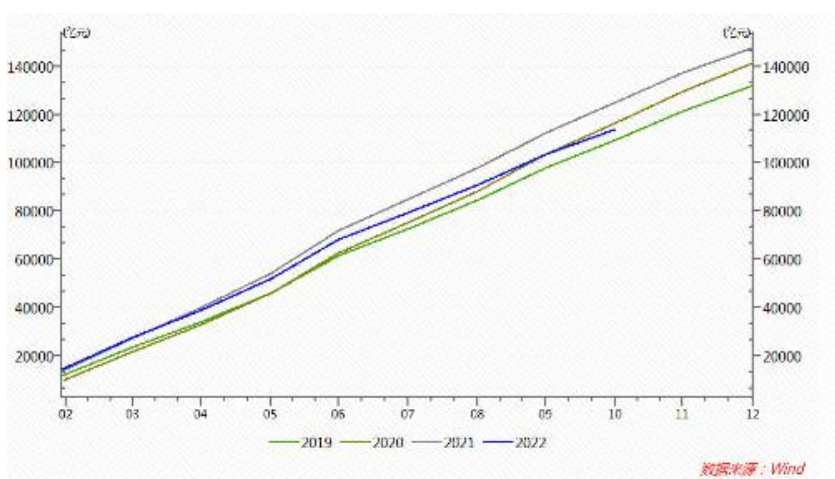
（一）预期明年国内 GDP 增速 4.5-5%

首先，我们之所以把国内宏观增速放在首位，主要是由于股指利润与 GDP 增速密切相关。并且宏观增速也和货币政策密切相关，影响股指的估值。三季度 GDP 增速累计同比 3%，略低于疫情前水平。今年经济的拖累项目主要是社零、地产；主要支撑项目是出口、基建、制造业。

10 月至 11 月，政策主要的发力点在 GDP 增速的疲弱项——地产、消费。10 月房地产开发投资完成额累计同比-8.8%，相较于 9 月继续下行。2021 年房地产开发投资完成额是近年的高位，2022 年 10 月的房地产开发投资完成额累计回到 2020 年水平，在这较低的基数下，

2023 年房地产投资完成额有望回到正值。具体来看，房地产开发资金来源当前低位走平，从居民中长期贷款也可以发现，居民买房意愿较差。未来在《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》的 16 条政策影响下，房地产开发资金有望改善。根据当前高频数据，商品房成交面积数据疲弱还未对政策有所反应，土地成交面积 10 月底以来略有改善。

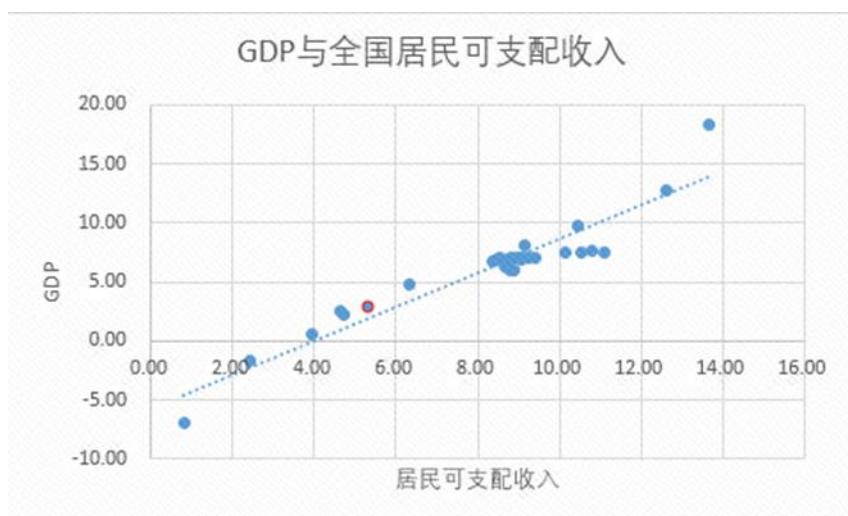
图 1： 房地产开发投资累计完成额



数据来源：Wind

另一个疲弱项消费，主要跟 9、10 月之后疫情反弹有关。社会消费品零售中的餐饮受到的打击较大。另一方面就业情况从 9 月开始情况转差，25-59 岁人口失业率高于往年，影响了后续的消费能力。央行问卷调查显示，今年以来更多消费意愿按季度下降，从 3 月的 23.7% 到 9 月的 22.8%。自 2013 年，人均可支配收入同比与 GDP 同比呈现较好的线性关系，且人均可支配收入在疫情之后弱于 GDP 增速表现，2023 年疫情如好转，可能会有一定的修复。

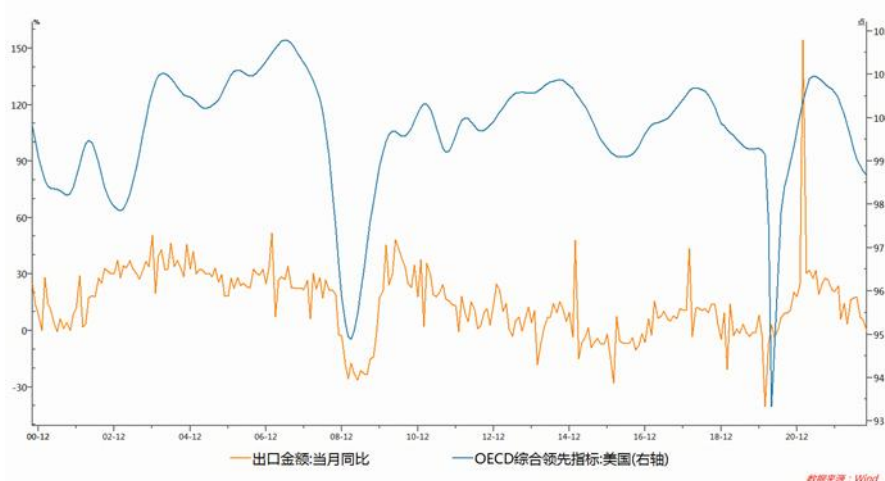
图 2：GDP 与全国居民可支配收入



数据来源：Wind

今年 GDP 增速的拉动项——出口、基建、制造业。其中进出口金额 10 月美元计价同比转负。由于进出口增速与海外经济增速密切相关，明年预期对国内经济拉动有限。基建投资方面，2022 年专项债额度 3.65 万亿，2021 年 4 季度发行了 1.2 万亿，10 月份发行的新增专项债主要为 5000 多亿元地方结存限额，如果不算今年四季度发行的，全年专项债利用额度约 4.85 万亿。2023 年 11 月专项债提前批额度已经在下发中，普遍预期在 1.4 万亿到 1.8 万亿之间。由于 2022 年基建增速较高，因此 2023 年在此基础上继续拉动国内经济有一定难度。制造业投资今年表现较好，贷款需求指数受到疫情影响小，利润结构随着上游原材料价格回落，制造业利润还有改善空间。预期 2023 年制造业投资增速与今年保持相近。

图 3：美国 OECD 综合领先指标和我国出口金额同比



数据来源：Wind

四季度和明年宏观展望总结：今年经济的拉动项除了制造业以外，进出口和基建可能未来一段时间难以继续拉动国内经济，但是今年的疲弱项例如消费、地产，明年可能会有一定修复。总体来看，基于今年较低基数，明年实际 GDP 增速总体高于今年，大约在 4.5%-5%。

（二）国内股指的估值处于低位，隐含利润增速处于周期低位

以 Wind 全 A 的价格同比与市盈率同比差值来表示 Wind 全 A 隐含利润增速，当前股价中隐含的利润增速已经回落到 2019 年水平，处于周期低位。三季度业绩报告显示，沪深 300、上证 50 的净利润同比较疫情前水平略低依然维持了 5%以上的增速，中小盘股代表中证 500 和中证 1000，净利润同比增速为-15.46%和-1.35%。净利润增速领先的行业包括有色金属、电力设备、煤炭，主要反映了新能源车原材料、电池、和传统能源的景气。净利润增速靠后的包括地产、钢铁、非银金融、电子、计算机等，反映了传统投资和消费的疲弱。

图 4：工业企业利润与 A 股隐含利润同比



数据来源:Wind

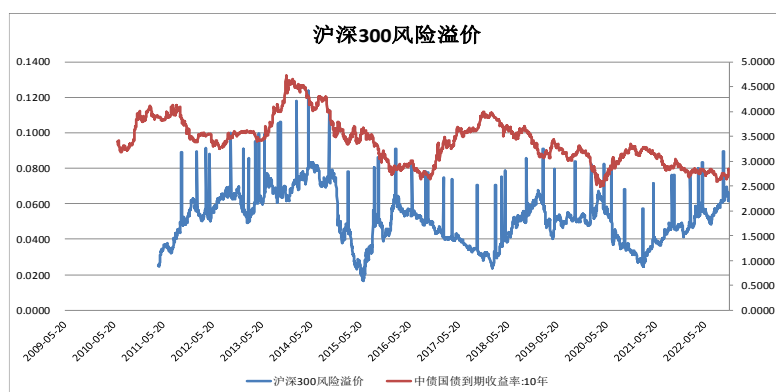
当前股指的市盈率基本都和盈利增速的回落匹配，处于类似 2013-2014 年或者 2018 年的估值低位。放眼全球，股指估值大多处于偏低位置，相比之下，美股估值略偏高，港股和 A 股偏低。AH 溢价震荡，但处于偏高位，港股表现基本触底，但是没有看到向上驱动。由于港股受到美国中概股影响较大，在美国利率高企、货币不宽松的情况下，磨底需要更多时间。以沪深 300 为例，分行业看，当前大部分行业处于历史上估值分位数低位，例如非银金融、银行、地产、建筑、医药、电子等。少部分处于估值分位数中位，例如食品饮料、商贸零售等。个别估值中性略高，例如汽车、美容护理等。总体来看未来估值具备上行空间。

图 5：沪深 300 市盈率与净利润增速



数据来源:Wind

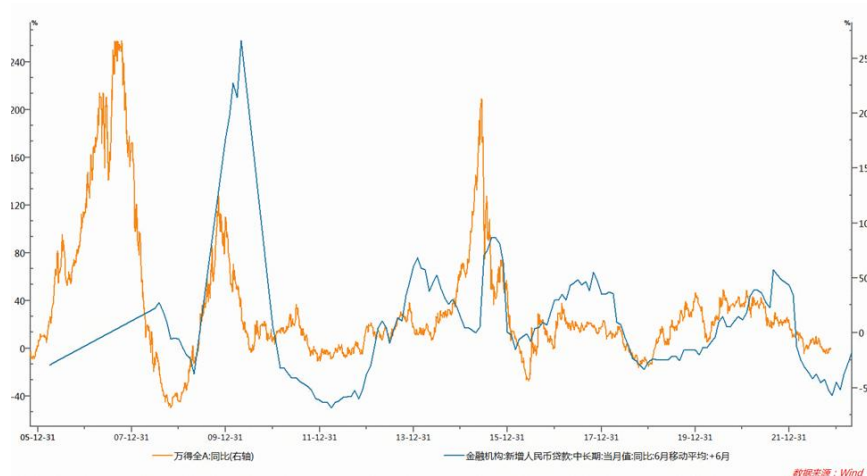
图 6：沪深 300 风险溢价



数据来源:Wind

从资产相对投资价值看，伴随着美国国债收益率回落，美股风险溢价略有改善但还在低位，沪深 300 风险溢价依然处于偏高位置。中长期人民币贷款作为经济的领先指标，领先股指约半年，目前触底向上。

图 7：中长期人民币贷款领先股指同比



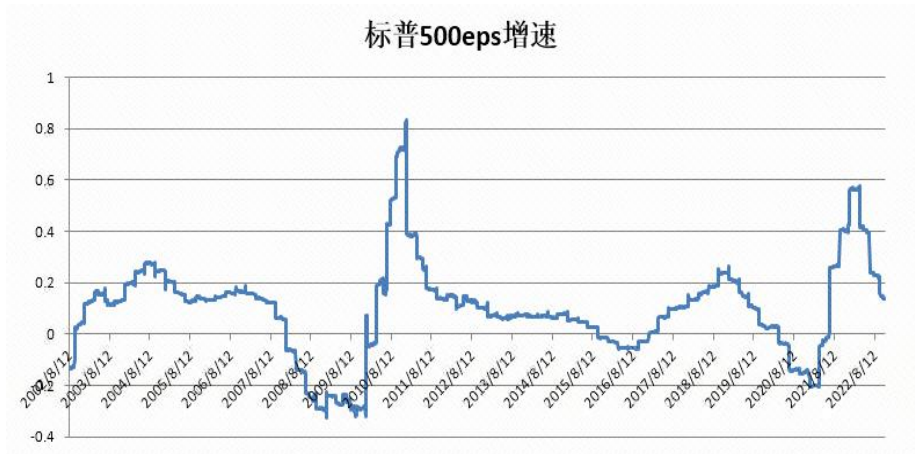
数据来源:Wind

股指的估值与隐含利润增速总结：估值低位，大部分行业处于中低位置，部分行业例如食品、农林牧渔、美容护理还稍有一点空间。从中长期看此估值位置具备吸引力。当前估值和盈利增速比较匹配，未来盈利好转时有改善空间。隐含利润增速处于周期低位，明年 GDP 增速预期好于今年，总体利润增速有望回升。明年股指预期震荡略偏强，但上行速度不会很快。

（三）美国股指的估值受债券利率压制，净利润增速合理位置

美国宏观环境与中国处于周期上的错位，在数据上还比较强劲。10 月 27 日公布的美国三季度 GDP 环比为 2.6% 高于预期，结束了连续两个季度的环比负增长。主要拉动源自进出口（对欧洲出口较多能源和武器），私人投资依然疲软。11 月 23 日亚特兰大联储预期美国 4 季度 GDP 增速环比 4.3%，相比三季度，消费者支出和非住宅投资有所改善。高频数据显示，商业零售同比虽然回落，但还处于偏高位置，就业职位空缺回落后又有所反弹。这些数据表明，美国经济虽然在降温，但是还有一定的韧性。美股当前下跌反应的盈利增速和实际较为一致。

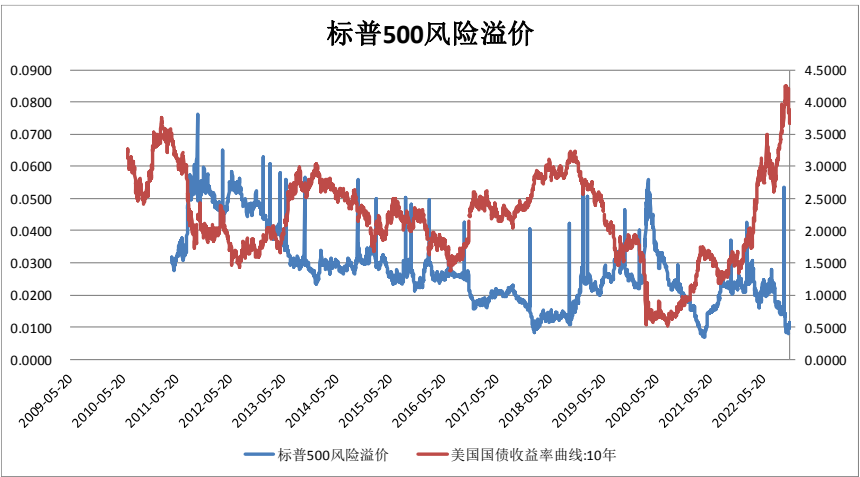
图 8：标普 500 每股收益增速



数据来源:Bloomberg

美国国债利率的上行对于全球风险资产市场影响较大。美国 10 月通胀数据回落快于预期，粘性最强的住宅 CPI 也略有回落，数据助力 11 月以来全球股票市场温和回暖。12 月目前预期加息 50BP 概率为 76%，明年利息高点在 5-5.25%。如此高的国债利率对于权益资产，尤其是美股的压力依然存在。

图 9：标普 500 每股收益增速



数据来源:Wind

当前美国高收益债与国债利差震荡，包括 VIX 指数低位，显示美股目前情绪比较冷静、偏乐观。

美国股指的估值和隐含利润增速总结：美国通胀数据放缓有利于债券利率上行的放缓。由于债券利率的总体趋势依然是上行，会不断挤压美股的估值，因此难以预期美股强势的反弹，但长期估值趋向于合理。当前位置比较合理的计入了盈利的调整，美国经济目前的数据经济还比较强劲，目前没看到崩溃风险。明年预期美股震荡略偏弱。

三、2023 年展望和策略

上文中我们已经对影响 2023 年股指走势的关键因素进行了分析与展望，并对中美股指的趋势给予了大致预判。我们总体认为未来需要关注的不利因素包括：12 月 15 日凌晨美联储议息会议可能令市场不满；俄乌冲突、疫情发展；以及美股在高利率下难有表现。同时，对于国内股指的有利因素包括：12 月 8-10 日中央经济工作会议可能有利好；11 月以来对于地产和消费端的政策利好在增多；美国加息放缓未来对于金融市场影响或将减小；明年实际 GDP 增速总体高于今年，大约在 4.5%-5%；股指估值中长期低位，隐含利润增速处于周期低位。2019 年以来，大盘蓝筹风格的股指与中小盘股指的相对表现与国债利率相关，利率上行，大盘蓝筹股表现更好，利率低位中小盘股表现更好。伴随国内经济温和复苏，未来预期国内利率上行速度偏慢。总体来讲，明年国内股指看温和震荡略偏强，风格上依然是中小盘占上风。

华翔

个人简介：美国纽约州立大学布法罗分校金融硕士毕业，从业 10 年，研究范围包含期权、基础金属期货、股票市场和宏观股指策略。在各个研究领域都有充分的经验积累和创新的研究理念。多次在期货日报发表文章，并荣获中国金融期货交易所征文奖项

从业资格证号：F0280697 投资咨询证号：Z0010169

团队简介：永安期货研究中心宏观团队共有分析师 3 人，均来自海内外知名高校。团队负责人王鹏，首席分析师，覆盖国内外宏观和大类资产的投研工作，蝉联期货日报/中国证券报十一、十二、十三届“最佳宏观策略分析师”。成员华翔擅长股指期货、期权的研究，凌晓慧负责宏观经济和国债利率的研究工作。宏观团队以对标商品的宏观研究和大类资产配置研究为特色和方向，致力于通过对国内外主要经济体的经济走势、结构特征和周期状态的跟踪，结合大类资产的估值表现，自上而下的发掘各类资产的交易机会。