

期指谨慎乐观，估值修复行情仍可期待

——2023 年股指期货年报

2022-12-26



中泰期货研究所



中泰期货服务号

## 内 容 摘 要

### 分析师

姓名：张月

宏观与股指期货分析师

期货从业资格： F03087913

投资咨询资格： Z0016584

联系电话： 13472807758

E-mail: zhangyue@ztqh.com

客服电话： 400-618-6767

公司网址： www.ztqh.com

**研判观点：**对 2023 年 A 股市场关键指数持谨慎乐观观点，分子端国内经济“疫后修复”进程驱动分子端盈利预期改善，全 A（非金融）归母净利润同比增速有望在一季度探底，分母端海外流动性紧缩周期有望明年迎来边际拐点同时国内流动性环境维持宽松，经历过 2022 年持续调整之后权益资产机会大于风险，A 股市场偏低估值存在客观修复空间。**行情节奏**很大程度上取决于关键性驱动因素落地情况，基于国内疫情风险可控、疫情防控持续优化后国内最终恢复正常经济生产秩序的基准假设下，预期 A 股市场春季躁动行情或将呈现，市场在两会窗口期或将集中交易稳增长政策；二季度不排除 A 股市场存在回调风险，主要风险因素在于美国通胀以及经济基本面韧性超预期背景下美联储货币政策偏鹰；下半年 A 股市场行情成色更多取决于国内经济基本面，如果工业企业在下半年能够顺利开启补库周期，那么关键指数波动中枢或有上移。

**市场风格：**四季度市场开始出现成长向价值风格切换迹象，关键性驱动因素在于疫情防控优化政策以及地产融资放松政策出台并直接利好消费、金融以及地产行业。展望明年，我们认为价值风格相对更加占优格局至少在上半年有望延续，但是考虑到驱动风格切换的因素还有估值以及中长期产业政策，四大现货标的指数中中证 1000 指数相对估值分位数无论是在五年还是十年窗口都较上证 50 和沪深 300 更低，如果国内经济基本面年中出现确定性向好格局，那么更加受益于相对低位估值和中长期产业政策（专精特新、国家安全）的中证 1000 指数或在下半年表现更加占优。**行业/赛道层面**，建议投资者可以重点考虑困境反转相关行业/赛道，主要聚焦两个方向：一是 11 月份以来国内高频出台落地疫情防控优化政策措施，当疫情集中感染风险充分释放后正常经济生产生活秩序逐渐恢复，那么前期明显受疫情压制的大消费行业板块表现或将持续相对优势，比如旅游、酒店、餐饮等；二是近期中央经济工作会议对明年数字经济以及平台经济发展予以支持，指出要“要大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中大显身手。抓住全球产业结构和布局调整过程中孕育的新机遇，勇于开辟新领域、制胜新赛道”，因此预期相关互联网平台、游戏以及教培板块或有受益。

**股指期货投资策略：**长线单边投资者建议考虑以逢低多头配置思路为主建仓；跨品种套利策略建议投资者在上半年继续考虑关注多 IF/IH 空 IC/IM 的风格套利机会。

**股指期权投资策略：**长线建议投资者重点考虑关注备兑增厚收益策略，同时可以关注指数区间震荡行情假设下的波动率套利机会。

**风险提示：**国内疫情 地产隐忧 海外央行货币紧缩持续加速 欧债危机

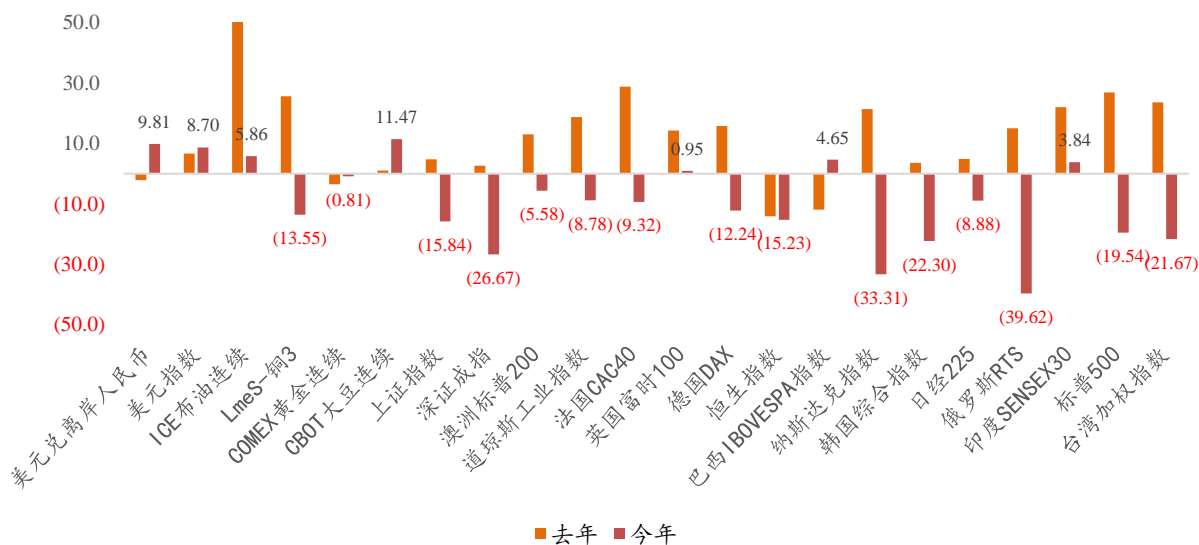
## 期指谨慎乐观，估值修复行情仍可期待

### ——2023 年股指期货年报

#### 一、2022 年 A 股市场行情回顾

- 全球主要大类资产来看，多数资产今年与去年表现形成鲜明对比，年初至今表现最为强势的资产为美元以及部分商品，权益资产表现最差。受俄乌冲突年初爆发并持续至今事件影响，全球部分商品供应链始终未得到有效修复，全球能源以及农产品价格录得明显涨幅；美联储持续快速加息步伐根本性支撑强势美元，截至 12 月 23 日美元指数较年初收涨 8.7%，期间美元指数持续创造近二十年新高且最高值一度接近 115，美元兑离岸人民币区间收涨 9.81%；权益市场中全球关键性股指悉数收跌，其中发达市场表现相对韧性而新兴市场跌幅明显更深，其中欧洲英国富时 100 指数、法国 CAC40 指数以及德国 DAX 指数区间分别上涨 0.95%、下跌 9.32%和下跌 12.24%，美国市场标普 500、纳斯达克指数以及道琼斯工业指数区间分别下跌 19.54%、33.31%和 8.78%，亚洲市场中日经 225、韩国综合指数区间分别下跌 8.88%和 22.30%，而上证综指、深证成指以及恒生指数区间分别下跌 15.84%、26.67%和 15.22%。

图表 1：全球主要大类资产交易标的年度涨跌幅，今年权益指数普遍收跌（%）

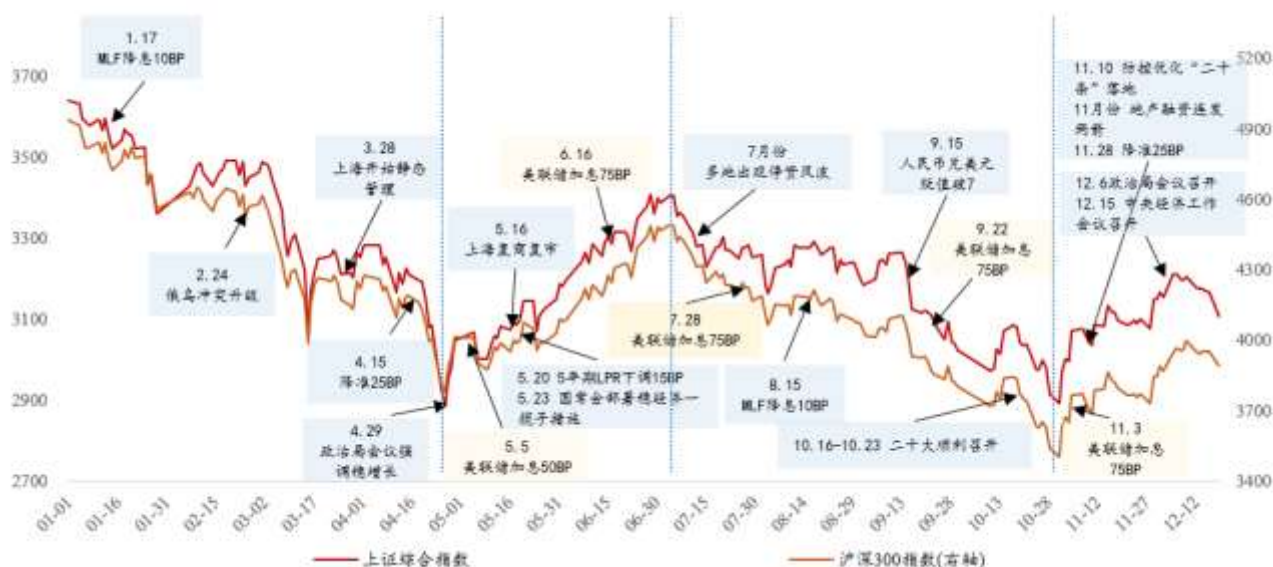


来源：Wind，中泰期货研究所整理，数据截至 2022 年 12 月 23 日

- 2022 年受国内疫情直接冲击经济基本面、地产投资制约经济修复、海外俄乌冲突以及多数央行持续性快速加息等多重因素影响，A 股市场关键指数整体表现一波三折震荡下行并完成二次探底格局，节奏上主要可以分为以下四个阶段：第一阶段为年初—4 月底，市场风险偏好在内忧外患背景下明显下行，关键指数多数呈现单边下跌行情，期间上证综指和创业板指分别下挫 16.30%和 30.20%，上证综指期间最低触及 2863.65 点。驱动因素包括美联储 Taper 加速、俄乌冲突全面爆发、美联储 3 月份开始加息、上海疫情形势严峻并实行静态管理使得国内经济预期转为悲观等。第二阶段为 5 月初—6 月底，A 股市场迎来趋势反弹行情，期间上证综指和创业板指分别收涨 11.50%和 21.20%，驱动因素方面，5

月份上海地区日度新增感染病例数明显趋势下行并开始分阶段复商复市，国常会从财政、金融、消费以及投资等六方面推出 33 项稳增长政策，地产需求端刺激明显发力。第三阶段为 7 月初—10 月底，A 股市场整体呈现二次探底格局，期间上证综指和创业板指分别收跌 11.5%和 21.2%，上证综指最低触及 2885.09 点并完成双底走势。驱动因素层面先是国内地产“停贷”风波阶段性集中发酵，房企违约引发市场对期房购买担忧预期，多地疫情再有反弹态势负面冲击经济修复，国内经济数据明显环比走弱，此外海外央行在三季度的加息节奏再度提速，美联储于 7 月和 9 月份连续加息 75BP，美元指数持续创造近 20 年新高同时人民币兑美元出现集中性贬值压力释放。第四阶段为 11 月份至今，A 股市场整体呈现底部反弹行情，截至 12 月 23 日，上证综指和创业板指分别收涨 9.73%和 1.59%。驱动因素层面先是美国通胀阶段性超预期回落使得市场对海外央行货币紧缩退坡预期增强，美元指数触顶回落，人民币兑美元贬值压力边际明显缓释，同时国内疫情防控二十条优化措施落地叠加地产维稳政策开始从供给端集中发力，地产融资“第二支箭”和“第三支箭”快速落地，市场对国内经济预期明显改善。但是 12 月份中旬开始全国层面疫情感染风险骤升，市场阶段性疫情担忧情绪再起，市场重新步入调整格局。

图表 2：年内 A 股市场关键指数震荡下行，从驱动以及节奏上可以分为四段



来源：Wind，中泰期货研究所整理，数据截至 2022 年 12 月 23 日

## 二、股指基本面展望：分子端企业盈利

### （一）中央经济工作会议定调明年工作重点为稳增长

- 秋去冬来，时间又再次来到年末，年度一次的中央经济工作会议如期于 12 月 15-16 日顺利召开，会议指出要坚定做好经济工作的信心，加大宏观政策调控力度，努力实现明年经济发展主要预期目标，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作。实际上每年中央经济工作会议都对来年经济



形势以及宏观政策判断具有重要意义，那么在分析明年国内经济形势之前我们首先聚焦本次中央经济工作会议所带来的增量信息。事实上，在中央经济工作会议召开之前的14日中共中央、国务院还印发了《扩大内需战略规划纲要（2022-2035）》，虽然扩内需战略纲要是一份长期规划，但是其印发时点正好放在中央经济工作会议之前也存在微妙之处。再回到中央经济工作会议，通过详读通稿且对比分析我们认为以下五个方面值得关注：一是对经济形势判断客观理性，指出“当前我国经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，外部环境动荡不安，给我国经济带来的影响加深”，既延续了去年经济工作会议的“三重压力”，同时也关注外部环境对国内经济影响，可以看出本次会议对明年国内经济整体环境并不乐观；二是整体工作基调方面本次会议在明确经济压力基础上，指出要落实二十大报告及政治局会议精神，将去年底的“坚持以供给侧结构性改革为主线”调整为“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革结合起来”，强调“突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，以及“推动经济运行整体好转”。三是宏观政策定调上，会议指出“**积极的财政政策要加力提效**。保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。要加大中央对地方的转移支付力度，推动财力下沉，做好基层“三保”工作。**稳健的货币政策要精准有力**。要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，强化金融稳定保障体系。”四是经济动能层面，本次会议着重强调扩大内需，其中重点发力方向包括消费和投资，会议强调“要把恢复和扩大消费摆在优先位置”，具体着力点方面明确提出“支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费”。客观来看经济工作会议之前落地的扩大内需中长期计划纲要也与本次会议具有相辅相成之意；五是产业政策层面，关于房地产，本次会议指出“满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”，同时“因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题”并且“推动房地产业向新发展模式平稳过渡”；关于数字和平台经济，本次会议指出要“要大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中大显身手。抓住全球产业结构和布局调整过程中孕育的新机遇，勇于开辟新领域、制胜新赛道”。

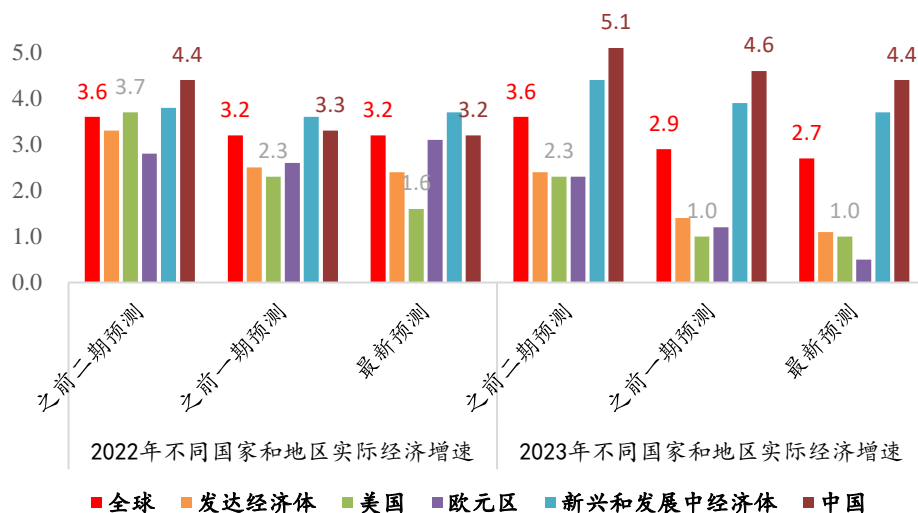
- 中央经济工作会议结束后，国内大类资产以股债为代表表现为股弱债强，市场认为会议给到的稳增长政策增量信息并不充分，但是客观分析下来我们并不悲观，会议核心精神整体确实指向明年将全力稳定经济增长，伴随疫情防控措施持续优化、宏观调控政策持续发力并有效防范化解重大风险，我们认为明年国内经济基本面整体呈现向好态势发展，经济疫后修复进程终将落地，但是经济复苏高度在多重因素干扰下仍然存在较大不确定性。

## （二）明年国内经济弱复苏格局大概率开启，但是复苏高度不要过多期待

- **总量视角下**，经历过 2022 年新冠疫情以及海外黑天鹅事件冲击之后，2023 年国内经济基本面是向潜在经济增速回归的一年。疫情防控措施不断优化落地背景下，尽管当下疫情集中感染且很大程度上集中负面冲击供需两端，但是在疫情集中达峰之后国内经济生活秩序将会逐步回归正常，国内经济基本面正式开启“疫后修复”进程，低基数使得明年全年实际经济增速达 5% 左右，季度经济增速节奏上或呈现“N”字型走势，同时经济结构上大概率呈现结构分化，内循环为主外且外循环阶段性负面压力增强，内需对经济贡献度明显提升（消费趋势向上、固定资产投资高位盘整），出口在海外经济衰退风险明显增强叠加高基数背景下持续回落，不排除全年净出口同比增速转负可能。
- **疫情方面**，受 Omicron 毒株侵袭，2022 年以来国内疫情呈现出高频散点爆发态势，各地疫情防控压力明显抬升并集中性负面干扰正常经济生产生活节奏，其中 3-5 月份的上海地区疫情反弹对国内经济增长预期形成了直接冲击，而 11 月份开始的新一轮疫情形势从传播范围来看则更为复杂并且对国内大部分地区的疫情防控带来了极大挑战。**防控措施方面**，国内疫情防控措施针对病毒变异情况围绕科学精准防控目标持续不断进行优化，2022 年 6 月 28 日，国家卫健委发布《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》，主要内容包括缩短入境以及密接隔离时间、无症状或轻症 7+7（7 天集中隔离医学观察+出院后 7 天居家健康监测），2022 年 11 月 11 日，国务院联防联控机制发布优化防控工作“二十条措施”，主要内容包括密接与入境隔离时间进一步缩短、不再判定密接、一般不按行政区域开展全员核酸检测等，11 月 15 日文旅部发布规定跨省旅游经营活动不再与风险区实施联动管理，2022 年 12 月 7 日，国务院联防联控机制发布进一步优化落实疫情防控的“十条措施”，其中指出除养老院、福利院、医疗机构、托幼机构、中小学等特殊场所外，不要求提供核酸检测阴性证明，不查验健康码。不再对跨地区流动人员查验核酸检测阴性证明和健康码，不再开展落地检。具备居家隔离条件的无症状感染者和轻型病例一般采取居家隔离，也可自愿选择集中隔离收治。**客观来看**，国内疫情防控政策优化速度在明显加快，尽管当下伴随疫情防控优化措施落地国内疫情进入集中感染阶段，但是参照海外其他疫情管控放开主体经验，我们预期明年疫情对国内经济生产生活节奏的高频负面冲击效应趋势性减弱，不再是制约国内经济活动开展的主导宏观因素，但是仍需防范全球新冠病毒持续变异之后的疫情不确定性风险。
- **出口端：海外衰退预期明显增强，高基数使得明年出口同比增速持续回落，净出口对国内经济增长小幅负面拉动：**事实上，2020 年新冠肺炎疫情全球性爆发之后的三年时间框架内，我国对全球净出口高增并构成拉动经济修复的关键性支撑，但是今年以来外贸数据显示出口同比增速持续下行，其中主要原因在于海外央行持续性快速加息背景下外需持续走弱。展望明年，我们预期出口回落态势还将持续，其中关键性驱动因素在于外需回落叠加疫情红利减弱之后出口替代份额走低。一方面明年海外宏观经济环境要环比明显弱于今年，外需回落空间较为明显。可以看到国际货币基金组织（IMF）年内持续下调全球以及关键性国家和地区今年以及明年的经济增速预期，10 月份 IMF 发布的《世界经济展望报告》预计 2022 年全球经济将增长 3.2%，同时 2023 年全球经济增速将进一

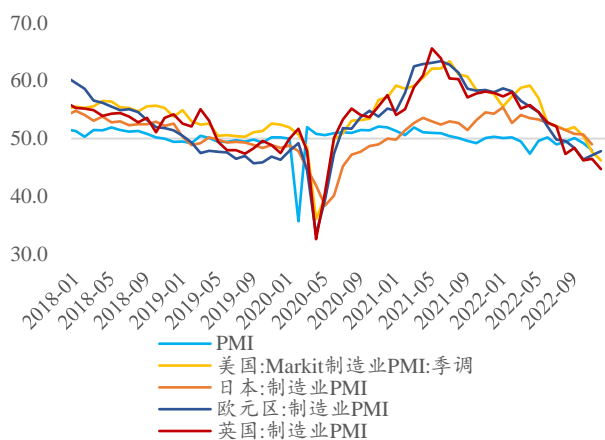
步放缓至 2.7%。同时，IMF 总裁在 12 月初表示由于一些主要经济体增速放缓，2023 年全球经济增速降至 2% 以下的可能性正在增大，预计全球约三分之一的经济体今年或者明年或将出现经济萎缩。此外，IMF 还预期 2023 年全球商品贸易名义增速为 1.6%，较 2022 年 11.4% 和 2021 年 25.2% 增速出现大幅回落。另一方面，分析国内出口结构可以发现，我国对外出口商品结构中两类商品明显占据主导地位：一类是技术密集型资本品（如机电、汽车船舶等），另一类是劳动密集型消费品（如农产品、食品、家具、纺服等），同时受益于疫情之后海外需求高增叠加供给冲击，我国出口替代红利得到集中性释放，但是今年以来部分东盟国家和地区疫情防控放开节奏要明显先于国内，同时这些地区劳动密集型商品成品较低，这就导致国内出口替代红利显著回落，客观分析我们预期明年这种趋势或将延续。

图表 3：国际货币基金组织 10 月份对世界经济最新预测 (%)



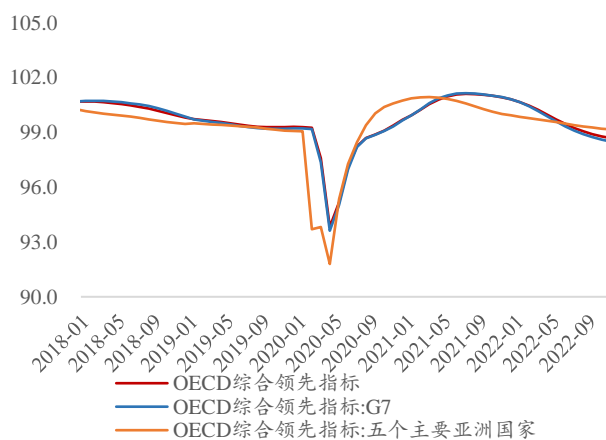
来源：WIND，中泰期货研究所整理

图表 4：主要国家和地区 PMI 趋势回落 (%)



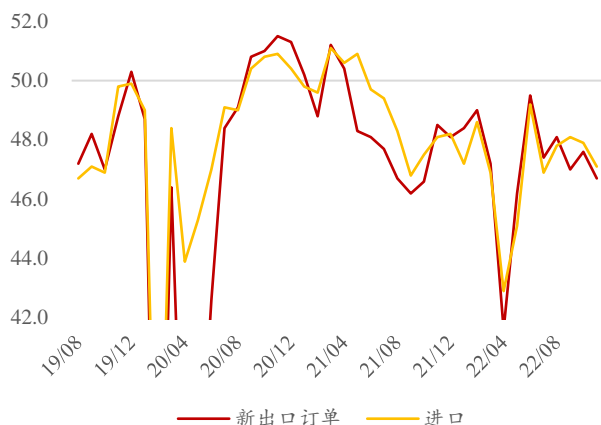
来源：Wind，中泰期货研究所整理

图表 5：OECD 综合领先指标趋势回落 (%)



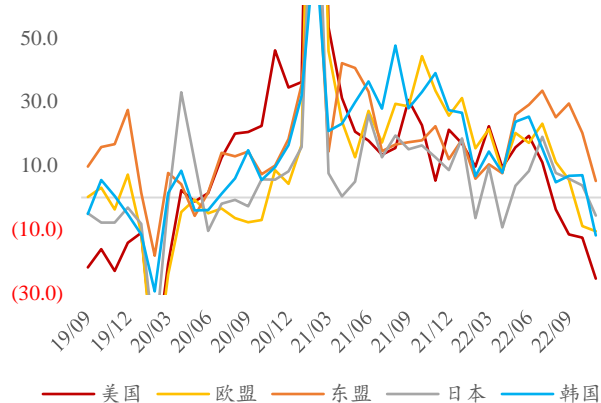
来源：Wind，中泰期货研究所整理

图表 6：PMI 进出口分项同步向下 (%)



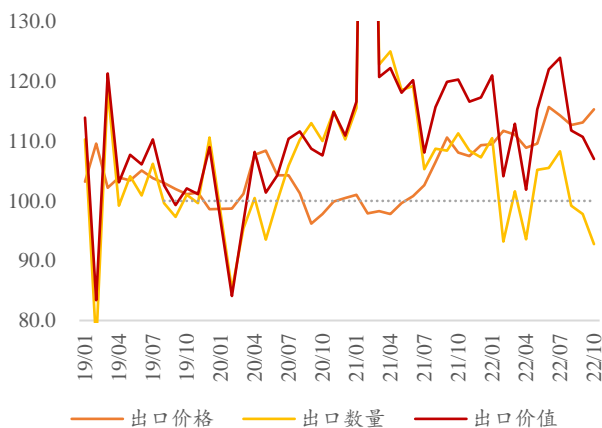
来源：Wind，中泰期货研究所整理

图表 7：年内对主要地区出口同比增速趋势回落 (%)



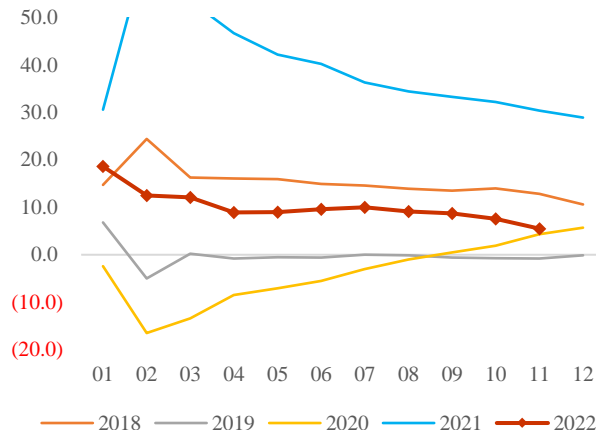
来源：Wind，中泰期货研究所整理

图表 8：出口量落比价落效应更为明显 (点)



来源：Wind，中泰期货研究所整理

图表 9：机电产品出口累计同比显著回落 (%)



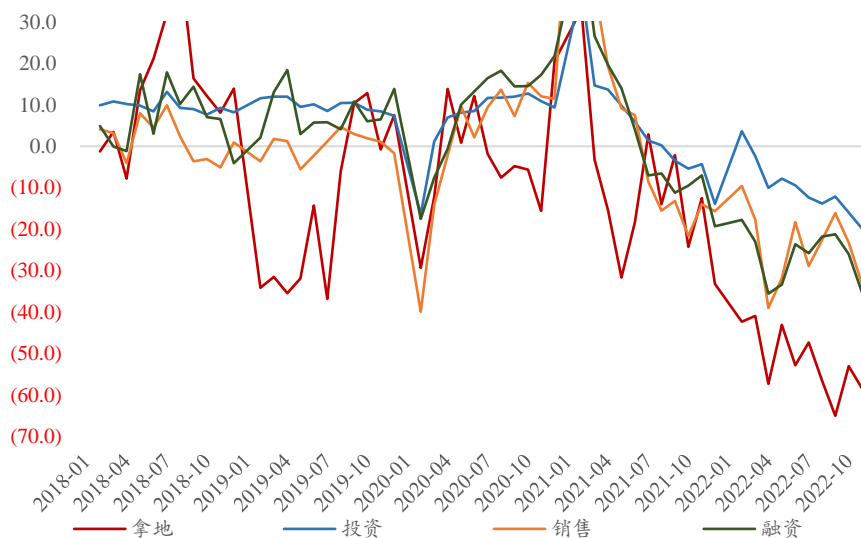
来源：Wind，中泰期货研究所整理

■ **投资端：**今年以来固定资产投资三大分项地产、基建以及制造业投资中基建投资始终发挥了逆周期稳定器作用，全年有望实现两位数增长，同时制造业投资在设备更新投资周期以及高技术制造业投资双重因素推动下高位运行，年内明显负面拖累固定资产投资的仅有地产。客观来看明年固定资产投资整体情况很大程度上仍然主要看地产投资能否企稳反弹。本轮地产周期下行始于 2021 年年中（5 月销售触顶、下半年拿地明显回落）、加速回落于 2022 年（地产投资全链条快速回落），并且截至目前仍未出现明确性触底反弹信号，11 月份，房地产开发投资累计同比减少 9.8%，较上月同比降幅扩大 1.0 个百分点，其中土地购置面积、新开工面积、施工面积、竣工面积以及商品房销售面积累计同比分别减少 53.8%、38.9%、6.5%、18.7%和 23.3%，累计同比降幅分别较上月扩大 0.8 个百分点、1.1 个百分点、0.8 个百分点、0.3 个百分点和 1.0 个百分点。诚然，当下地产行业困境是“房住不炒”定位之下供需两端短期集中负面冲击地产企业“高周转发展模式”的结果，同时年中“停贷”风波更是阶段性造成了“挤兑”风险并且进一步负反馈至需求端。



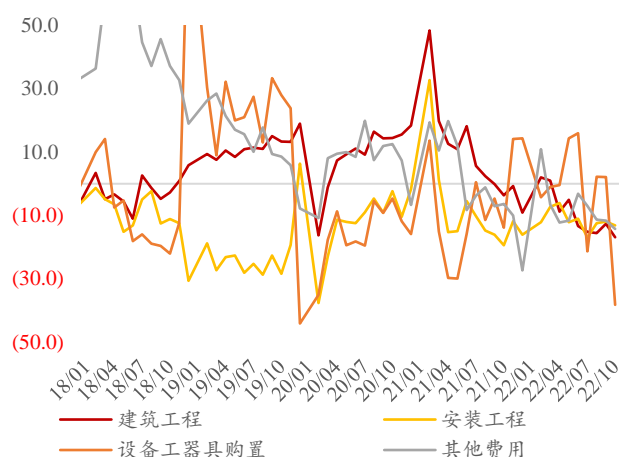
- 面对地产困境,2022 年以来地产行业迎来供需两端的集中调控政策放松,其中需求侧调控在前且主要以因城施策为抓手,同时总量同步降低房贷利率,供给侧调控真正发力是在下半年,包括保交楼 PSL 专项贷款、金融纾困地产融资的“三支箭”等。展望明年地产行业调控政策,我们预期仍然需要供需两端齐发,供给端需要进一步满足地产企业合理融资需求,需求端通过保交楼切实落地来稳定市场预期同时结合增量措施来刺激需求增量。近期中央经济工作会议提出“要有效防范化解重要经济金融风险。要确保房地产市场平稳发展,扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作,满足行业合理融资需求,推动行业重组并购,有效防范化解优质头部房企风险,改善资产负债状况,同时要坚决依法打击违法犯罪行为。要因城施策,支持刚性和改善性住房需求,解决好新市民、青年人等住房问题,探索长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,推动房地产业向新发展模式平稳过渡。”诚然,地产行业能否走出困境同时地产投资能否明显好转仍然存在较大的不确定性,但是我们整体预期地产投资能够在明年实现触底反弹进程,节奏以及结构上上半年保交楼项目推动竣工加速、地产资金链条压力缓解提升拿地意愿,下半年新开工有所好转并带动施工修复,全年来看地产投资有望大幅缩窄降幅,小概率实现正向增长。

**图表 10：地产前后链条当月同比增速年内持续大幅回落 (%)**



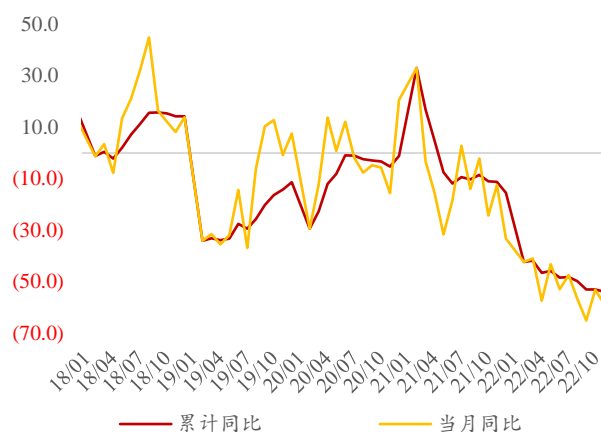
来源：WIND，中泰期货研究所整理

图表 11：地产投资各分项当月同比趋势下行 (%)



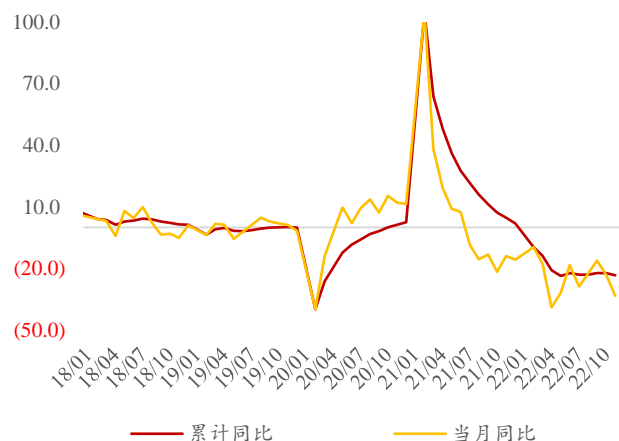
来源：Wind，中泰期货研究所整理

图表 12：房企土地购置积极性持续回落 (%)



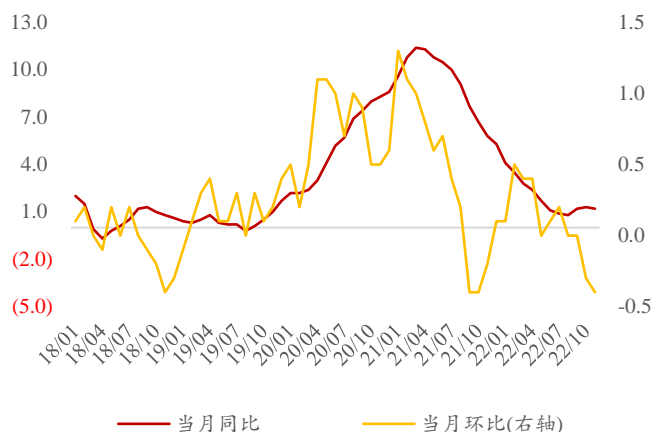
来源：Wind，中泰期货研究所整理

图表 13：商品房销售尚未明显触底 (%)



来源：Wind，中泰期货研究所整理

图表 14：70 大中城市商品住宅价格同比回落为主 (%)

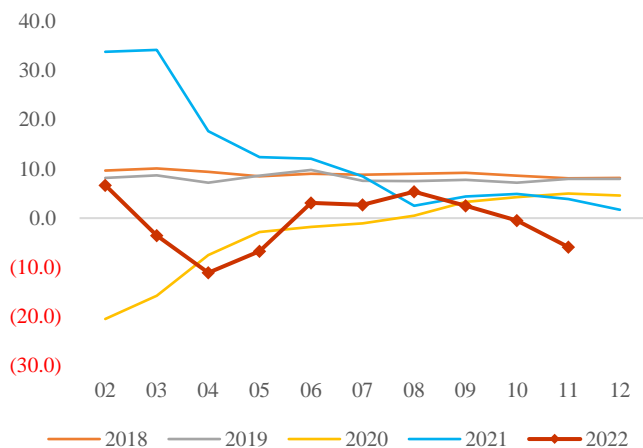


来源：Wind，中泰期货研究所整理

- **消费端：**今年受疫情、收入下降、房地产市场不景气等多重因素影响，国内消费修复始终不及预期，截至 11 月份，全国社会消费品零售总额累计同比减少 0.1%，明显低于 2020-2021 年同期两年平均增速 4.0%，更低于疫情前 2019 年同期增速 8.1%。结构上来看，年内必选消费相对稳定、居住类相关消费低迷而可选消费商品中汽车、家电等持续受到促销政策支撑。相对应，我们可以看到今年以来居民储蓄存款明显高于往年季节性表现，具体数据层面，相较于疫情之前的 2019 年同期，截至今年三季度住户部门累计增加 6.6 万亿超额存款，其中 2020-2021 期间增加 1.8 万亿，而 2022 年前三季度增加 4.8 万亿。住户部门存款明显多增直接反映出居民消费意愿处于低位，同时也反映出受地产行业景气度持续低位，尤其是今年三季度“停贷风波”之后的期房购买隐忧，居民部门主动缩表，居民购房支出主动减少。展望明年，中央经济工作会议明确提出要把恢复和扩大消费摆在优先位置，我们预期后续促销费政策持续加码，那么疫情防控措施不断优化叠加政策层围绕扩大内需不断加

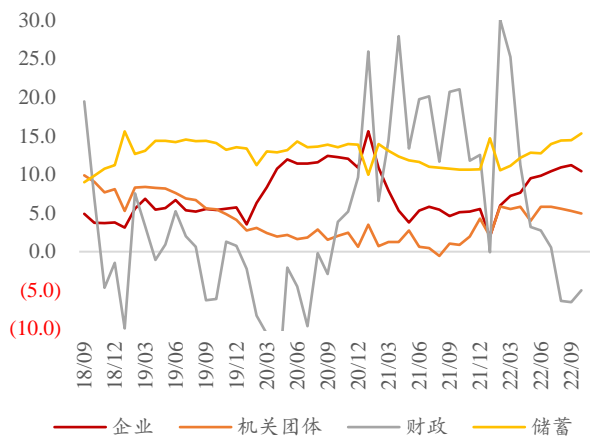
力，同时疫情冲击过后居民收入预期稳定，明年国内消费具有较为确定性的自发性修复空间，全年社零同比增速在今年低基数效应之下有望抬升至 8% 左右，但是客观来看当下国内疫情处于集中爆发过峰阶段，短期内社零消费动能仍然偏弱。

**图表 15：社零消费当月同比明显低于疫情前水平 (%)**



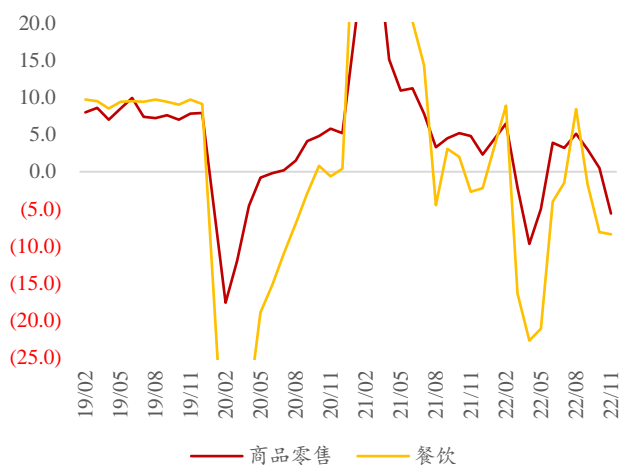
来源：Wind，中泰期货研究所整理

**图表 16：金融机构存款中储蓄存款增速明显强势 (%)**



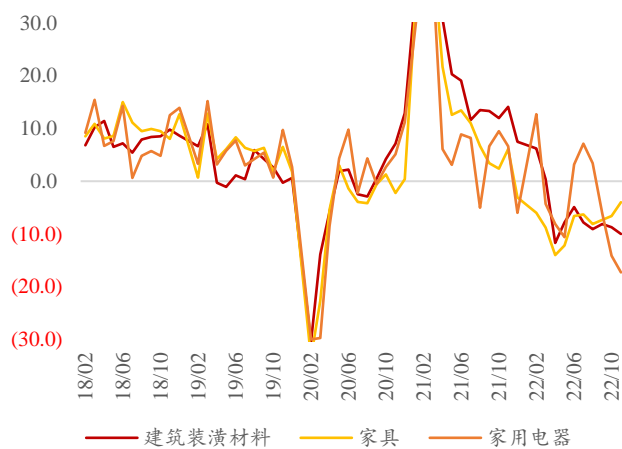
来源：Wind，中泰期货研究所整理

**图表 17：年内商品以及餐饮消费同比齐降 (%)**



来源：Wind，中泰期货研究所整理

**图表 18：地产后端商品消费回落明显 (%)**



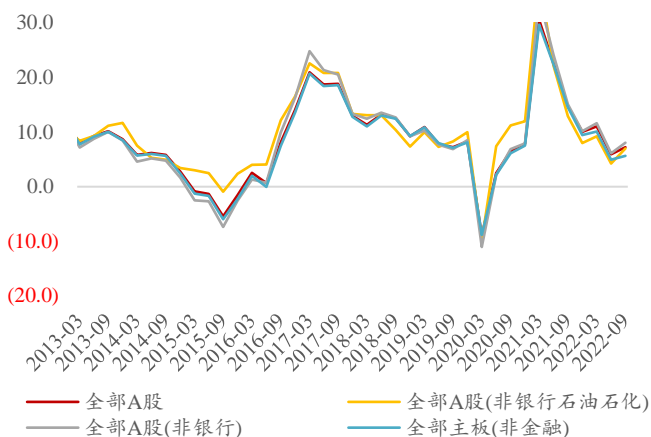
来源：Wind，中泰期货研究所整理

### (三) 分子端上市公司盈利预期存改善空间

- 通过对国内宏观经济基本面分析，我们可以看到今年以来受到国内疫情明显反复以及海外央行持续快速加息影响，国内经济所面对的“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力不降反增，房地产投资持续下行探底、国内消费动能未能修复、外需回落背景下出口同比增速自三季度快速下行。但是展望明年，伴随国内疫情防控政策明显优化、地产融资端调控政策持续放松同时海外主体央行明年加息周期有望迎来边际转向，我们认为国内经济基本面较今年会出现积极变化，全年 GDP 实际同比

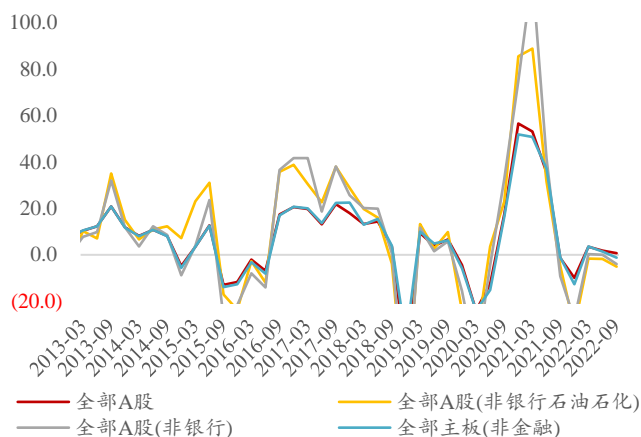
增速有望向潜在经济增速靠拢，节奏上二季度和四季度在低基数效应下单季经济增速较高。在此背景下，国内 A 股市场上市公司盈利预期有望明显改善，关键指数营收以及归母净利润同比增速有望迎来确定性触底，触底时间窗口预估在一季度，全年来看全部 A 股（非金融）归母净利润同比增速将在三季度明显转正，且四季度同比增速正向显著扩大。

图表 19：宽基指数营业收入累计同比增速 (%)



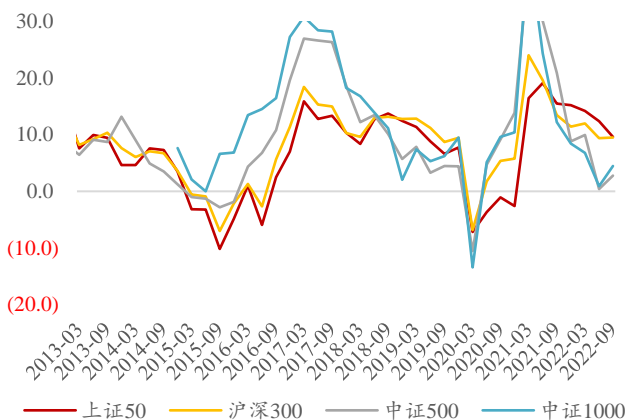
来源：Wind，中泰期货研究所整理

图表 20：宽基指数归母净利润累计同比增速 (%)



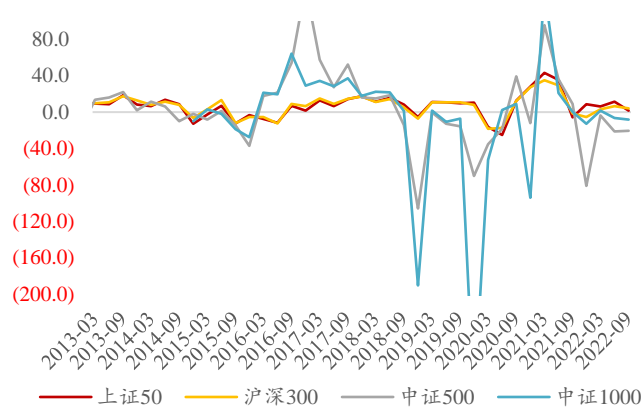
来源：Wind，中泰期货研究所整理

图表 21：宽基指数营业收入单季同比增速 (%)



来源：Wind，中泰期货研究所整理

图表 22：宽基指数归母净利润单季同比增速 (%)



来源：Wind，中泰期货研究所整理

### 三、股指基本面展望：分母端流动性与估值

#### （一）流动性环境：国内维持宽松，海外流动性紧缩拐点可期

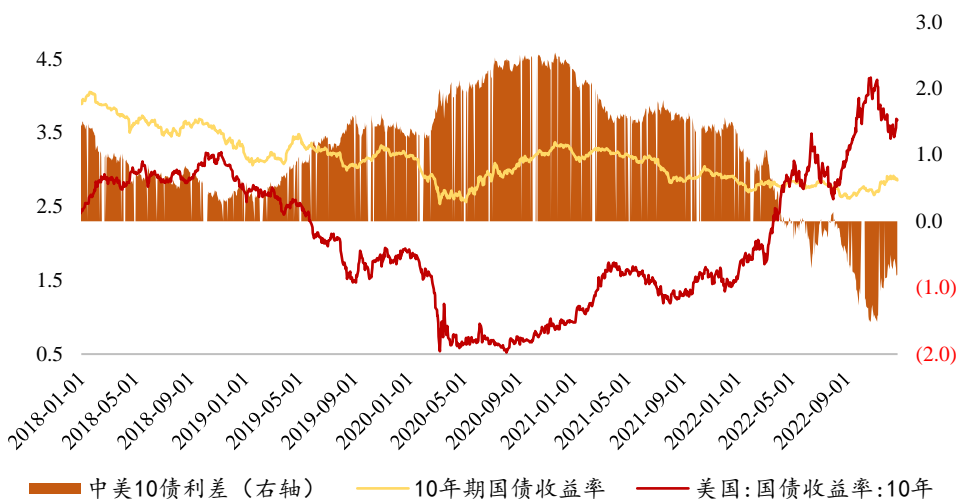
- 国内维持流动性宽松格局，但是宽货币力度渐缓。近期中央经济工作会议对明年货币政策整体定调“稳健的货币政策要精准有力”，我们认为货币政策定位理解层面需要将“精准有力”分拆为“精准”和“有力”两个部分来看，“精准”对应结构性货币政策工具继续发挥准财政作用，“有力”对应总量不能收紧。客观来看，明年国内经济所面的“三重压力”尚未有效缓释，宏观政策出发点仍以稳定经济增长为主，货币政策不具备收紧逻辑，国内流动性整体维持宽松格局不变，一方面，国内



通胀整体处于低位，且内外需求共同疲弱叠加供给冲击明显缓释，预期明年整体通胀水平整体维持低位，不会对国内货币政策形成掣肘，另一方面，地产缺位背景下持续一年时间内国内宽货币始终未能向宽信用进行有效传导，社融增速很大程度上跟随政府债券发行，居民中长期贷款明显偏弱，预期明年疏导宽货币向宽信用过渡仍然存在较大难度，最后今年压制国内货币政策的关键因素在于外部均衡，可以看到以美联储为代表的海外央行今年以来持续快速加息节奏远超市场预期，三季度人民币兑美元集中性释放贬值压力，但是高基数背景下预期海外通胀水平将在明年维持趋势回落态势同时海外经济衰退预期向现实落地概率明显增大，预期人民币兑美元汇率较今年来看或将更加具有支撑，阶段性贬值压力主要在上半年，整体由汇率以及输入性通胀压力所带来的货币政策外部均衡考量在明年或明显减弱。

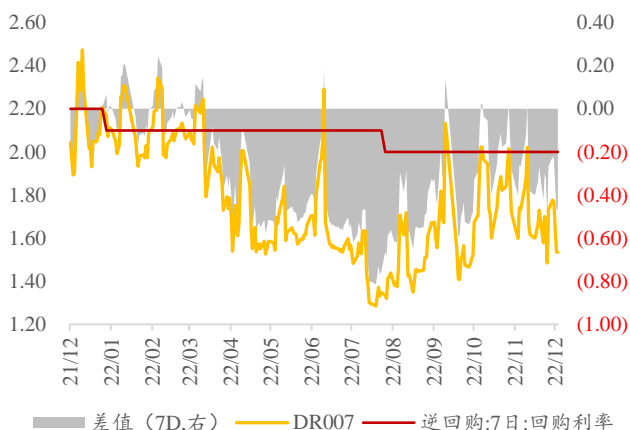
- **海外流动性紧缩拐点可期，节奏存在不确定性，核心变量仍在通胀。**美国本轮通胀高点基本得到确认，我们预期明年美债利率波动中枢较今年显性下移，但是美联储加息周期尚未结束，美国通胀韧性超市场预期，明年美联储货币政策转向节奏上存在不确定性。客观来看本轮美国高通胀并带动全球性通胀高企是供需两端（供给端承受疫情、俄乌冲突负面冲击，需求端受超常规货币和财政刺激推动）因素共同导致，美国通胀从最开始的商品通胀转变为现在的服务通胀，同时劳动力市场持续紧张并不断推升工资成本，今年以来美国通胀与工资黏性明显增强，美国通过快速加息对通胀抑制效率较低。展望明年，我们预期美国通胀在高基数背景下会持续回落，但是距离美国货币政策 2% 的核心 PCE 目标或将尚有一段距离，对于希望美国经济能够实现“软着陆”的美联储来说，紧缩退坡到退出仍将是大概率事件，只是节奏上可能存在反复，核心仍然在于美国通胀演绎情况。
- **综上，明年流动性环境层面整体维持内松外紧格局，但是相较于今年中美利差明显持续扩大格局，预期明年整体呈现中美利差震荡收窄过程，国内市场利率向政策利率回归，伴随美联储紧缩退坡叠加美国通胀回落，美债利率波动中枢或将显性回落。在此背景下，人民币兑美元汇率集中性贬值压力将明显缓释，美元兑人民币汇率波动中枢或将回落至 7.0 下方，阶段性贬值压力窗口在上半年。**

图表 23：中美十年期国债利差负向明显扩大 (%)



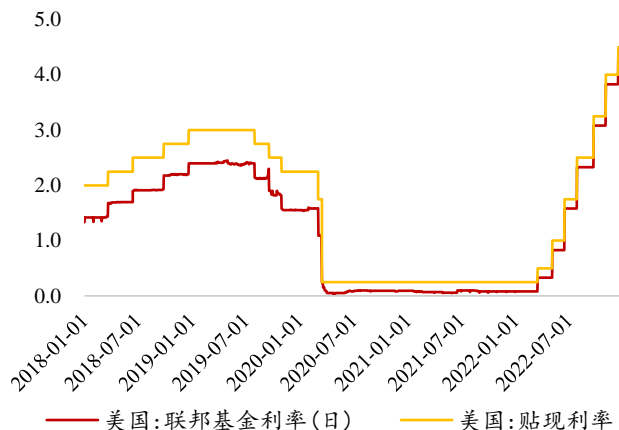
来源：WIND，中泰期货研究所整理

图表 24：国内货币政策维持宽松取向 (%)



来源：Wind，中泰期货研究所整理

图表 25：美国年内连续7次加息 (%)



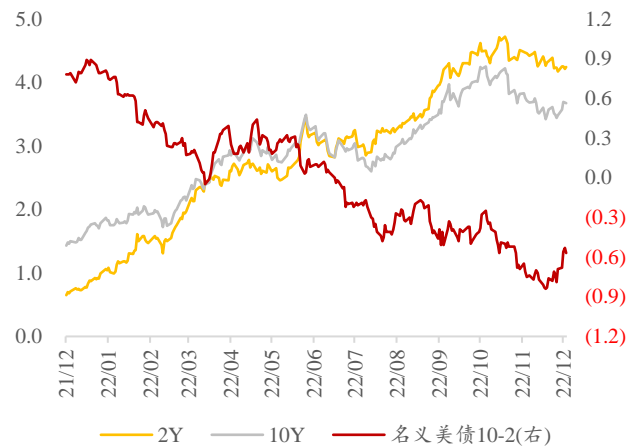
来源：Wind，中泰期货研究所整理

图表 26：年内人民币兑美元集中释放贬值压力



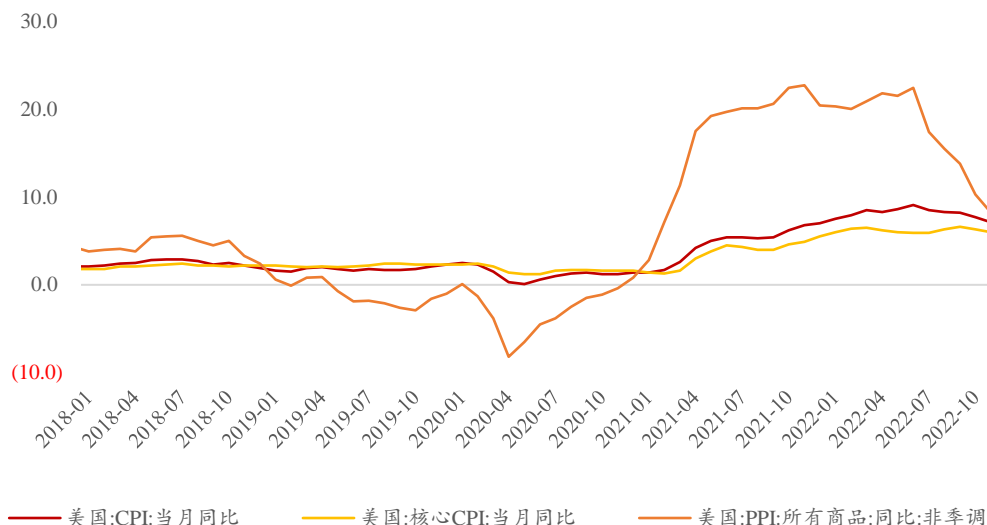
来源：Wind，中泰期货研究所整理

图表 27：美国长短债收益率持续倒挂 (%)



来源：Wind，中泰期货研究所整理

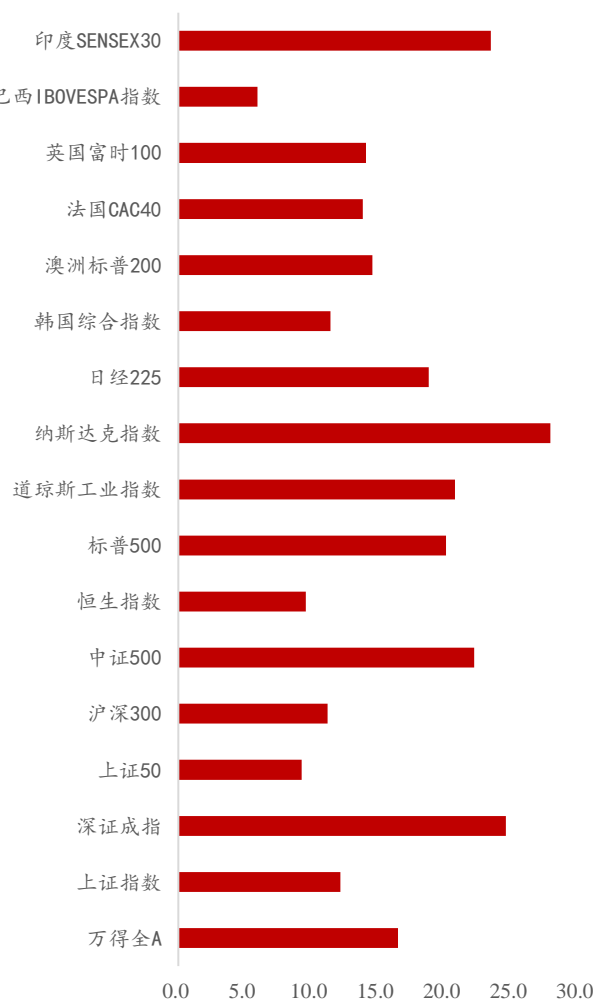
**图表 28：美国通胀高点或已出现，明年高基数推动通胀趋势回落 (%)**



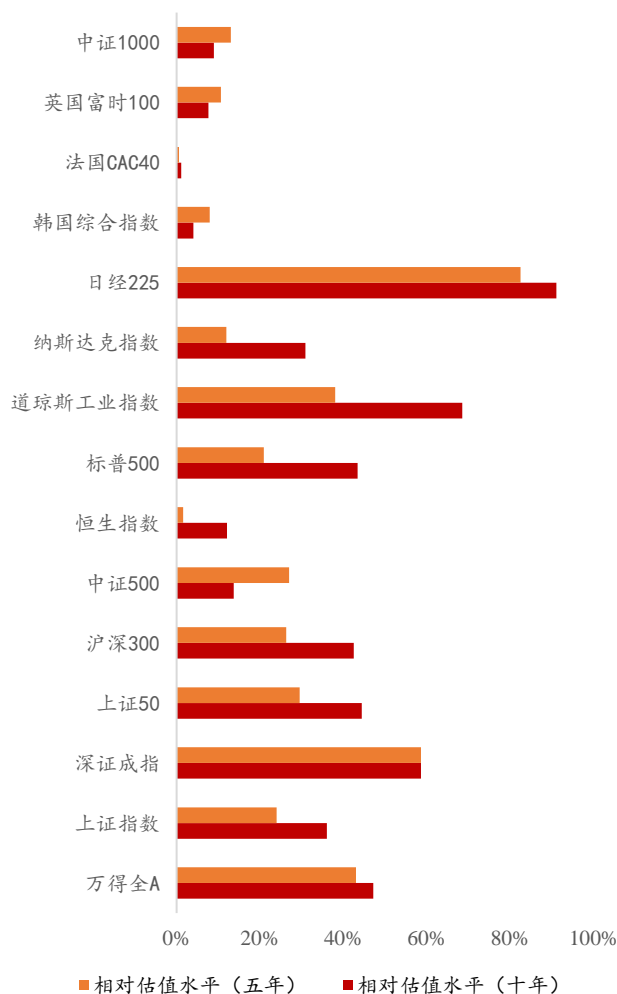
来源：WIND，中泰期货研究所整理

## （二）估值状态：持续调整之后 A 股市场整体估值处于历史相对低位

- 经历过 2022 年的持续震荡调整之后，A 股市场当前整体以及关键指数估值水平都已经处于历史相对低位水平，很大程度上完成对上市公司盈利预期下调以及全球无风险利率趋势上调的计价过程。事实上，可以看到三季度之后，A 股市场关键指数以及相对估值都在二次触底之后震荡上行。
- 横向对比绝对估值水平。截至 12 月 23 日，万得全 A、上证综指、深证成指滚动市盈率分别为 16.50、12.17 和 24.61 倍，上证 50、沪深 300、中证 500 以及中证 1000 指数滚动市盈率分别为 9.26、11.21、22.53 和 27.43 倍，可以看出当下 A 股市场估值在全球权益市场主要股票指数中处于中等偏下位置，这在一定程度上与我国经济在全球相对位置存在较大背离，客观来看 A 股市场具有相对估值优势。
- 横向对比相对估值水平。截至 12 月 23 日，万得全 A、上证综指、深证成指在近十年中的估值分位数水平分别为 32.90%、29.90% 和 44.10%，同时上证 50、沪深 300、中证 500 以及中证 1000 指数在近十年中的估值分位数水平分别为 28.00%、28.60%、18.50% 以及 8.90%，在五年时间窗口中的估值分位数水平分别为 10.00%、11.00%、35.00% 以及 13.00%。相较于全球其他股指，A 股市场在近十年时间以及近五年时间窗口中的相对估值状态均处于低位水平，同时中证 1000 指数的相对估值分位数在全球市场中属于偏低位置，存在一定程度上的低估。

**图表 29：全球主要股指滚动市盈率（倍）**


来源：Wind，中泰期货研究所整理，时间截至 2022 年 12 月 23 日

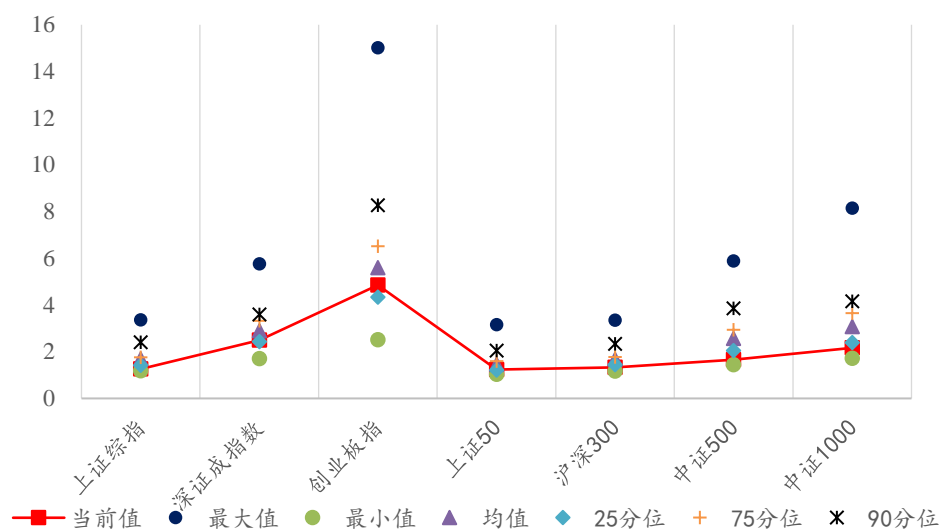
**图表 30：全球主要股指相对估值分位数（五/十年窗口）**


来源：Wind，中泰期货研究所整理，时间截至 2022 年 12 月 23 日

- **纵向对比。**A 股市场关键指数滚动市盈率倍数在五/十年窗口中都趋于靠近下边沿，估值相对分位数水平普遍低于 50%，且中证 1000 指数相对估值分位数在全球主要股票指数中处于绝对低位。行业层面，申万一级 31 个行业中超过 60% 比例的行业相对估值处于五年以及十年窗口中 50% 分位数以下状态，其中煤炭、通信以及有色金属相对估值分位数最低而社会服务、农林牧渔以及汽车行业相对估值分位数最高，整体来看多数行业估值端出现一定程度低估。



图表 31：A 股市场各关键指数相对估值处于五/十年窗口期绝对低位（PE-TTM，倍）



来源：WIND，中泰期货研究所整理，时间截至 2022 年 12 月 23 日

图表 28：申万一级 32 个行业滚动市盈率和五/十年时间窗口相对估值分位数水平

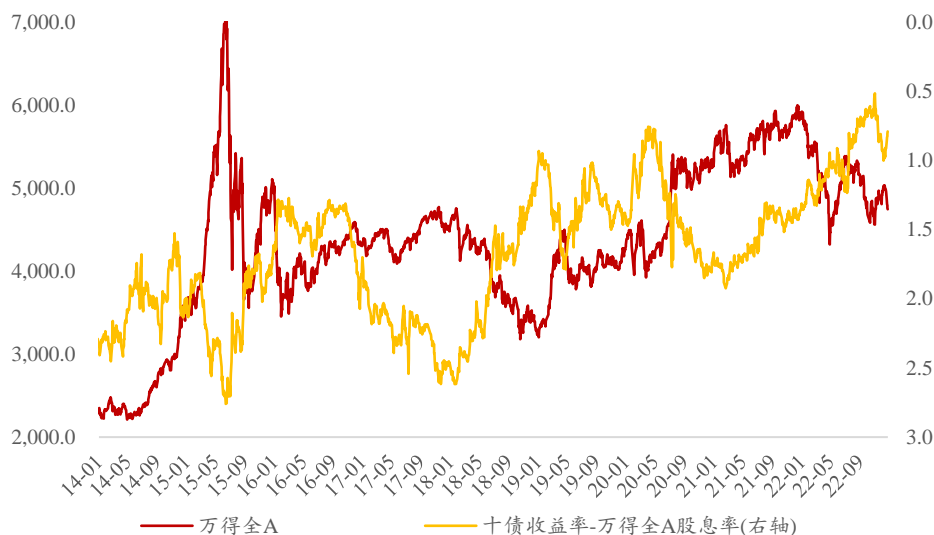
行业名称	PE-TTM	五年间分位数	十年间分位数	行业名称	PE-TTM	五年间分位数	十年间分位数
社会服务	118.83	87.6%	93.5%	非银金融	14.60	33.1%	25.6%
农林牧渔	96.02	89.1%	93.0%	家用电器	13.43	12.4%	19.1%
汽车	30.76	79.6%	88.4%	环保	20.72	26.3%	13.7%
商贸零售	39.11	99.1%	82.8%	电子	28.15	16.9%	8.9%
食品饮料	34.63	51.2%	73.5%	国防军工	48.73	0.3%	7.9%
公用事业	23.48	63.1%	64.1%	建筑装饰	8.94	12.8%	6.7%
美容护理	42.36	56.1%	58.9%	银行	4.82	2.8%	6.6%
房地产	13.42	84.1%	57.7%	电力设备	25.93	9.9%	5.1%
综合	46.95	64.0%	51.7%	基础化工	13.85	4.8%	2.5%
轻工制造	30.22	90.4%	47.2%	医药生物	23.36	4.2%	2.2%
机械设备	29.02	55.8%	46.4%	石油石化	10.74	3.6%	1.9%
钢铁	16.36	85.7%	44.8%	交通运输	11.65	3.5%	1.8%
建筑材料	14.06	54.2%	29.2%	有色金属	13.99	0.0%	0.0%
计算机	48.17	22.3%	26.9%	通信	24.10	0.0%	0.0%
纺织服饰	22.57	33.7%	25.7%	煤炭	6.33	0.1%	0.0%
传媒	31.19	46.7%	25.6%				

来源：Wind，中泰期货整理 数据截至 2022 年 12 月 23 日

### （三）盈利改善叠加流动性宽松环境，估值修复空间客观存在

- 展望明年，基于国内经济基本面分析我们预期 A 股市场上市公司分子端盈利预期将有所改善，流动性环境整体处于宽松态势，国内流动性维持合理充裕而海外流动性紧缩周期将迎边际拐点，综合考虑分子端盈利以及分母端流动性环境，A 股市场关键指数估值存在客观修复空间；同时，尽管估值不能作为推动指数上涨的核心驱动力，但是当估值在较长时间窗口内处于极端位置时往往对行情关键性拐点具有指示意义，也就是说当估值处于极端分位数水平时，往往容易出现反转行情，进而驱动估值均值回归，当下 A 股市场估值端具备明显配置价值，如果国内经济基本面能够超预期企稳反弹，那么低估值或将推动指数上行动能明显增强。

**图表 33：低估值使得股债性价比明显提高（点，%，右轴逆序）**



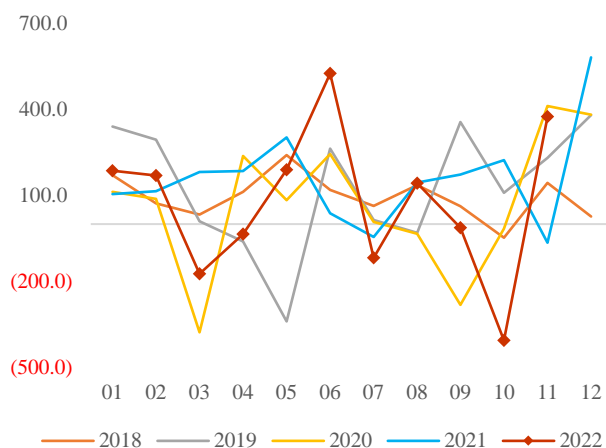
来源：WIND，中泰期货研究所整理

## 四、股指资金供需格局展望

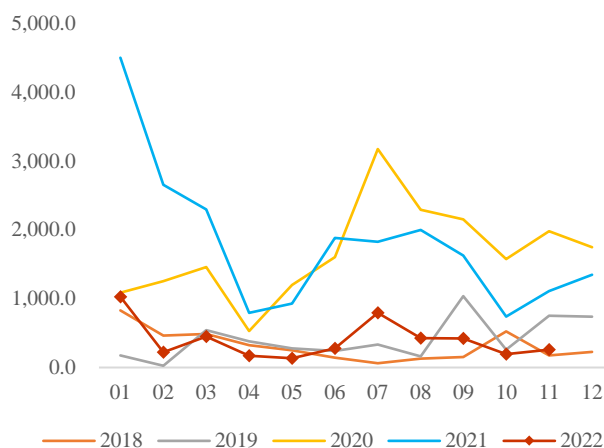
### （一）资金供给端：供给端收缩压力在明年或有改善

- 一方面，截至 2022 年 12 月 22 日，北上资金年内流入 A 股市场规模为 866.58 亿元，这较北上资金在 2021 年全年 4321.69 亿元、2020 年全年 2089.32 亿元以及 2019 年 3517.43 亿元的年度净流入资金规模差距很大，也显著低于行情同样不乐观的 2018 年，当年北上资金净流入 A 股市场资金规模超过 2900 亿元。其中关键性原因在于今年美联储持续快速加息，美债利率年内呈现单边上行格局，美元资产回流压力明显加大，同时相较于过往，今年由国际指数扩容 A 股带来的被动资金增量明显减少。展望明年，考虑到美联储货币紧缩周期明显或将迎来边际拐点，人民币兑美元贬值压力无论是从中美经济基本面还是央行货币政策背离收窄来看都将有所减弱，那么人民币资产配置性价比将会增强，事实上，四季度以来北上资金流入 A 股市场积极性已经较三季度明显提高，年度

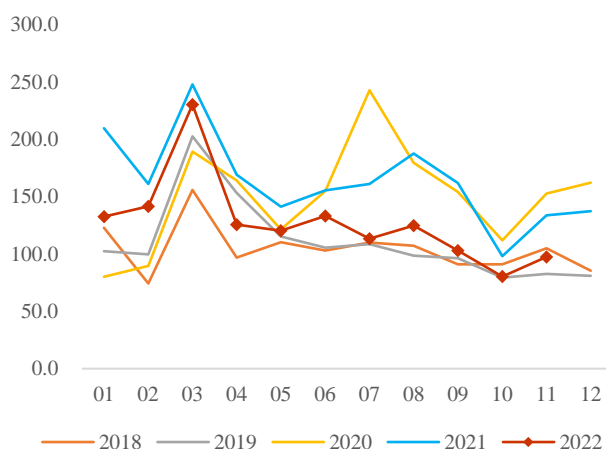
来看我们预期明年北上资金年度流入规模或超过 2020 年。另一方面，年内来看偏股型基金发行明显不及往年季节性表现，截至 11 月底，偏股型基金总计发行 4371.62 亿份，虽然明显低于过往三年，但是较 2018 年 3774.35 亿份出现明显增量，那么伴随 A 股市场整体企稳，预期明年偏股型基金发行有望显著改善，中性预期超万亿。再者，截至 11 月底 A 股市场新增投资者数量仅 1400 万，并没有明显弱于过往几年季节性表现，同时客观来看居民资金直接或者间接入市的长期逻辑难以证伪，地产投资长期预期悲观而银行理财净值化管理使得投资收益预期不稳，居民资金入市积极性长期来看会明显提高，明年行情企稳预期之下增量资金入场可期；最后，私募基金仓位伴随 A 股市场调整明显，4-6 月私募快速补仓同时又在 8 月底回到低位后续又开始补仓，整体来看私募仓位对 A 股市场整体投资者情绪具有一定指征意义，预期伴随 A 股市场企稳，私募基金仓位或有显性提高。

**图表 34：北上资金受海外流动性紧缩压制（亿元）**


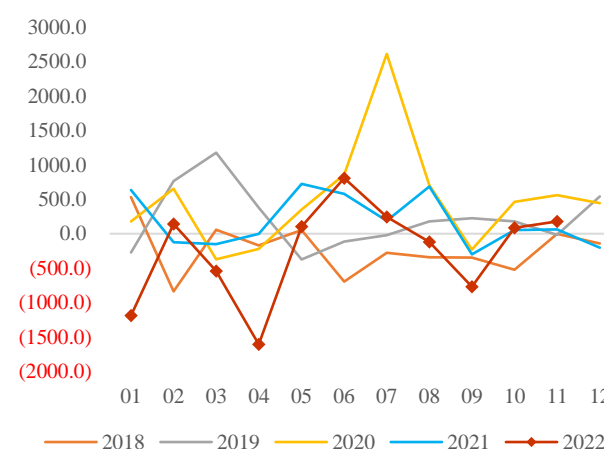
来源：Wind，中泰期货研究所整理

**图表 35：偏股型基金发行明显走弱（亿份额）**


来源：Wind，中泰期货研究所整理

**图表 36：新增个人投资者远不及前面两年（万人）**


来源：Wind，中泰期货研究所整理

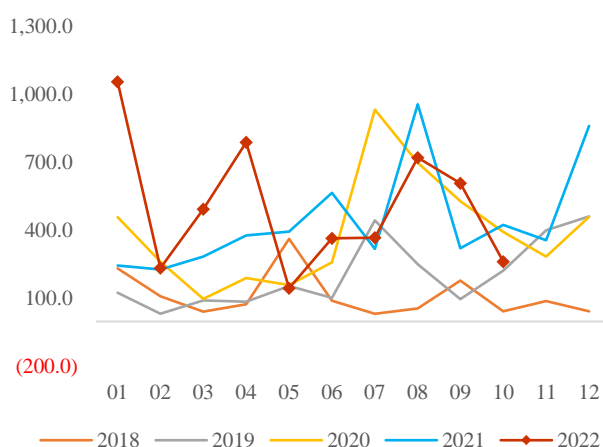
**图表 37：两融余额未出现明显超季节性变化（亿元）**


来源：Wind，中泰期货研究所整理

## （二）资金需求端：年度仍然维持高增态势

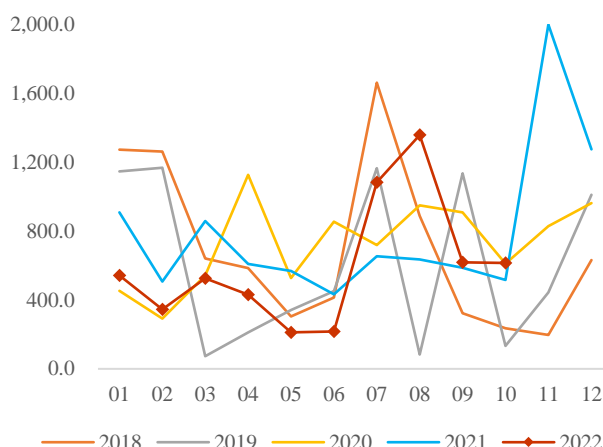
- 相较于明显偏弱的资金供给端，A股市场资金需求面整体表现稳中略有求进，截至10月底，2022年A股首发融资总额为5054.33亿元，较去年同期同比增加22.33%，同比增速较去年大幅提高18.90个百分点，预期年内A股市场首发融资总额或超6000亿并继续创出多年新高水平。同时，A股市场定向增发今年延续同比收窄格局，截至10月底，2022年A股上市公司定向增发融资总额为5950.48亿元，较去年同期同比减少5.23%，节奏上整体符合季节性规律。此外，明年A股市场限售解禁压力较过往两年并没有明显扩大，整体基本持平于今年。

图表 38：A 股首发融资需求保持高增（亿元）



来源：Wind，中泰期货研究所整理

图表 39：行情走弱背景下 A 股增发积极性回落（亿元）



来源：Wind，中泰期货研究所整理

## （三）A 股市场资金供需格局或将边际改善

- 今年A股市场持续震荡回调格局在资金面同样能够找到驱动，具体数据显示年内资金供给端明显弱于过去三年，北上资金整体净流入A股市场资金规模甚至明显低于同样是下行行情的2018年，同时资金需求端基本持平于往年，其中A股首发融资需求仍然维持高增态势。展望明年，无论是作为资金供给端关键性支撑力量还是典型A股市场情绪提振器，北上资金年度流入A股市场积极性或有增强，主要驱动力在于国内经济疫后修复叠加海外央行货币紧缩或迎边际拐点使得人民币兑美元贬值压力明显缓释，人民币资产尤其是估值低位的权益资产对外资吸引力或明显增强。同时居民资产在银行理财净值化以及地产投资长期预期悲观背景下增量转移至股市逻辑在明年行情企稳格局下也或有表现，整体来看从当前宏观层面的边际增量信息来看，A股市场明年资金供需格局或将边际改善。



## 五、股指行情研判与期指投资策略推荐

### （一）股指行情研判：整体观点以及行情节奏

- **整体观点：**对 2023 年 A 股市场关键指数走势持**谨慎乐观**观点，分子端国内经济“疫后修复”进程驱动分子端盈利预期改善，全 A（非金融）归母净利润同比增速有望在一季度探底，分母端海外流动性紧缩周期有望明年迎来边际拐点同时国内流动性环境维持宽松，经历过 2022 年持续调整之后权益资产机会大于风险，A 股市场偏低估值存在客观修复空间。然而，考虑到明年外需回落是大概率事件，分子端并不具备中外经济周期共振条件，同时尽管海外流动性紧缩周期或迎边际拐点，但是在海外央行开启预防式降息周期之前整体美元流动性都不会明显转向宽松，因此明年 A 股市场上行动能仍然存在不确定性，从历史回溯角度来看我们认为明年行情或与 2019 年相似，关键指数波动中枢环比上移、整体维持区间震荡行情。
- **行情节奏：**客观来看 A 股市场明年整体行情节奏很大程度上取决于关键性驱动落地情况，基于国内疫情风险可控、疫情防控持续优化后国内最终将恢复正常经济生产秩序的基准假设下，预期 A 股市场春季躁动行情或将呈现，市场在两会窗口期或将集中交易稳增长政策；二季度不排除 A 股市场存在回调风险，主要风险因素在于美国通胀以及经济基本面韧性超预期背景下美联储货币政策偏鹰；下半年 A 股市场行情成色更多取决于国内经济基本面，如果工业企业在下半年能够顺利开启补库周期，那么关键指数波动中枢或有上移。

### （二）股指行情研判：风格层面

- **市场大类风格层面，**驱动价值/成长风格切换的主要因素包括估值、经济度以及中长期产业政策驱动等。价值/成长风格之间的风格切换确实在 A 股市场周期性呈现，比如 2013 年-2015 年期间成长风格更加占优、2016-2018 年期间价值风格明显占优以及 2019-2022 年年初成长风格明显占优。可以看到四季度以来市场再度出现成长向价值风格的切换迹象，发生这种风格切换的关键性驱动逻辑在于疫情防控优化政策以及地产融资放松政策的出台以及快速落地，疫情防控优化直接利好困境反转逻辑的大消费板块，而地产融资放松直接利好地产、金融板块，而大消费、地产以及金融则是典型的价值风格对应行业。展望明年，我们认为价值风格相对更加占优格局至少在上半年有望延续，但是考虑到驱动风格切换的因素还包括估值以及中长期产业政策，四大现货标的指数中中证 1000 指数相对估值分位数无论是在五年还是十年窗口都较上证 50 和沪深 300 更低，如果国内经济基本面年中出现确定性向好格局，那么更加受益于相对低位估值和中长期产业政策（专精特新、国家安全）的中证 1000 指数或在下半年表现更加占优。
- **行业/赛道层面，**建议投资者可以重点考虑困境反转相关行业/赛道。困境反转逻辑包括两个方向：一是 11 月份以来国内高频出台落地疫情防控优化政策措施，尽管当下国内疫情明确步入感染高峰期，市场中也存在较多对疫情持续性的担忧，但是参考海外其他国家的疫情防控放开经验，

可以看到政策拐点落地之后的疫情形势确实都是复杂的，经济形势也存在阶段性反复，但是最终能够达到一种新稳态并恢复正常经济生产生活秩序，那么前期明显受疫情压制的大消费行业板块，比如旅游、酒店、餐饮等，尤其是前期调整已经非常充分的细分板块；二是今年以来数字、平台经济监管政策出现确定性拐点，近期中央经济工作会议也对明年数字以及平台经济发展予以支持，指出要“要大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中大显身手。抓住全球产业结构和布局调整过程中孕育的新机遇，勇于开辟新领域、制胜新赛道”，因此预期相关互联网平台、游戏以及教培板块或有受益。

### （三）期指投资策略推荐

- **股指期货投资策略方面**，长线单边投资者建议考虑以逢低多头配置思路为主建仓；跨品种套利策略建议投资者在上半年继续考虑关注多 IF/IH 空 IC/IM 的风格套利机会。
- **股指期权投资策略方面**，长线来看建议投资者重点考虑关注备兑增厚收益策略，同时可以关注指数区间震荡行情假设下的波动率套利机会。投资者谨慎持仓，及时止盈止损。

### （四）关键性风险因素

- **国内疫情风险**：伴随国内疫情防控优化政策措施持续落地，近期国内新冠疫情集中感染风险明显释放，后续需要关注疫情不确定性的客观存在，防范新冠病毒持续变异背景下疫情长期存在对国内经济基本面的冲击程度。
- **地产隐忧**：年内地产投资持续探底下行并明显干扰国内经济修复进程，当前地产融资三支箭齐发，后续需要重点关注地产销售以及投资环节能否有效触底反弹，防范地产投资超预期持续下行风险，届时地产信用违约或将再度集中出现。
- **海外央行货币紧缩持续加速**：四季度以来伴随美国通胀数据的超预期回落，市场对海外央行货币紧缩退坡预期有所增强，同时 12 月份美联储加息节奏已经实质性放缓，但是客观来看美国经济韧性以及通胀黏性仍然明显，市场需要防范美国通胀回落节奏不及预期背景下，海外央行货币紧缩超预期加速同时贯穿明年全年风险。
- **欧债危机风险**：年内伴随以美联储为代表的海外央行持续快速加息，欧元区通胀回落节奏明显慢于美国，经济下行压力以及债务上行压力明年强于美国，多项信用风险指标显著上行，市场需要防范欧债危机再度爆发风险。

**免责声明：**

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的交易建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。