

全年谨慎乐观，关注制造方向

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

谨慎看好 2023 年行情，上半年应仅有结构牛，下半年关注 EPS 修复，全年关注制造业。

摘要：

EPS 修复至少在 Q2 之后：地产周期下行叠加全球衰退，内需外需双弱强化稳增长逻辑。从发力方向来看，地方加杠杆面临地方债还本付息压力加大、财政收入减少等问题，居民部门加杠杆面临疫情反复，预计中央以及企业成为加杠杆的主力，信贷支持以及政策性金融工具作为主要工具。预计 PPI 二季度见底，之后库存周期由去库转向补库，Q3 之后 EPS 修复路径更为清晰。

股市微观流动性关注三条线索：1) 产品维度，商品指数波动率高位回落、股债性价比反转、中证 500 行业之间分化加大，各信号指向 CTA、债基流入权益、指增；2) 资金维度，公募私募追涨杀跌属性较重，配置型外资是否加速回流对于方向研判更为关键。若强美元周期结束、或是风险资产波动率下降，增量资金回流将更为顺畅；3) 货币政策维度，中小行息差下行压力加大，负债荒驱动短端利率波动，利率曲线进入熊平状态，政策间歇性宽松，但鉴于防范金融空转、信用风险事件需要，资金投放相对克制，A 股拔估值依赖于偏好修复。

权益及衍生品策略推荐：1) 趋势策略：上半年聚焦稳增长，政策托底方向占优，关注信贷支持的先进制造领域，风格偏向 IM；下半年 EPS 修复启动，关注弱势行业反转，地产链（偏后周期）、出口链存在布局机会，风格预计均衡，消费强度需结合防疫政策，略偏向 IF；2) 基差策略：因小盘情绪转暖、多方成为移仓主力，10 月之后贴水加速收敛。现阶段 IC、IM 贴水幅度进入极端低位，关注远近价差走阔及贴水扩大可能。

下行风险点：1) 防疫政策反复，扰动消费及供应链；2) 注册制下产生资金分流效应

上行风险点：1) 美元指数见顶回落，汇率升值令普涨时间提前



权益策略团队

研究员：
姜沁
021-60812986
jiangqin@citicsf.com
从业资格号 F3005640
投资咨询号 Z0012407

康遵禹
010-58135949
kangzunyu@citicsf.com
从业资格号 F03090802
投资咨询号 Z0016853

目 录

摘要:	1
一、 EPS 修复需要耐心	4
二、 流动性宽松幅度或低于预期	9
三、 增量资金拐点锚定外资	12
四、 全年关注制造业机会	14
五、 权益及衍生品市场策略	18
免责声明	20

图目录

图表 1: 中美日欧 PMI 均值与出口同比增速	4
图表 2: 八大枢纽港口集装箱吞吐量同比	4
图表 3: 美国零售商存在去库压力	4
图表 4: BDI 等运行指数回落	4
图表 5: 地产开发商资产周转率	5
图表 6: 销售面积 M12 同比与土地购置 M12 同比	5
图表 7: 期房销售占比	5
图表 8: 2023 年近万亿信用债及海外债到期 (H1 是高峰)	5
图表 9: 待售面积/滚动 12 月销售面积 (不同销售增速)	6
图表 10: 三道红线之后, 房企存货同比下降	6
图表 11: 地方债年度应付利息/地方债存量规模	6
图表 12: 前三季度部分地方财政收入增速	6
图表 13: 调入中央预算稳定调节基金	7
图表 14: 政府性基金收入增速	7
图表 15: 新增人民币存款滚动 12 月累加值	7
图表 16: 金融机构储蓄余额增速	7
图表 17: 社零消费与十大城市拥堵指数均值	8
图表 18: 疫情防控严格指数	8
图表 19: 制造业产能利用率	8
图表 20: 制造业经营现金流/营业收入	8
图表 27: 1 年期同业存单利率与 1 年国债利率利差	10
图表 28: 上市银行净息差中位数	10
图表 29: 城投 AAA 地域利差与地域久期 (截止 2022 年 10 月)	11
图表 30: 股票型公募规模同比与 Wind 全 A 指数	12
图表 31: 私募证券规模同比与 Wind 全 A 指数	12
图表 32: 配置型外资与 Wind 全 A 指数	12
图表 33: 各类型基金净值占比	12
图表 34: 商品指数年化波动率	13
图表 35: 股债性价比	13
图表 36: 中证 500 指增超额收益	13

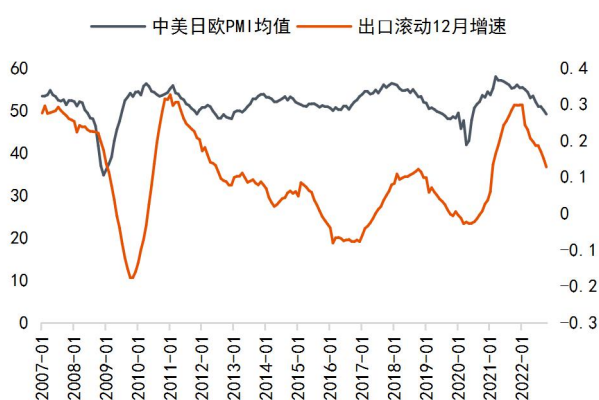
图表 37: 中证 500 一级行业相关系数均值.....	13
图表 38: 制造业杠杆水平（资产负债率）.....	14
图表 39: 产业债信用利差.....	14
图表 40: 制造业、地产、基建贷款余额同比增速.....	15
图表 41: 资本开支增速.....	15
图表 42: 近期鼓励制造业发展的相关政策.....	15
图表 43: 库存周期.....	16
图表 44: PPI 同比.....	16
图表 45: 制造业一致预测净利润增速.....	17
图表 46: 制造业细分行业增长机会（按 23 年增速排序）.....	17
图表 47: 制造业细分行业贸易差额.....	17
图表 48: 制造业细分行业贸易顺差 TTM 增速.....	17
图表 49: 当季合约年化折溢价率（剔除分红）.....	18
图表 50: IC 前 20 大席位数据仍有高抛低吸属性.....	18
图表 51: 首发募集资金.....	19
图表 52: 成交额后 50%的个股交易额占比（剔除次新股）.....	19

一、EPS 修复需要耐心

（一）外需：出口承压

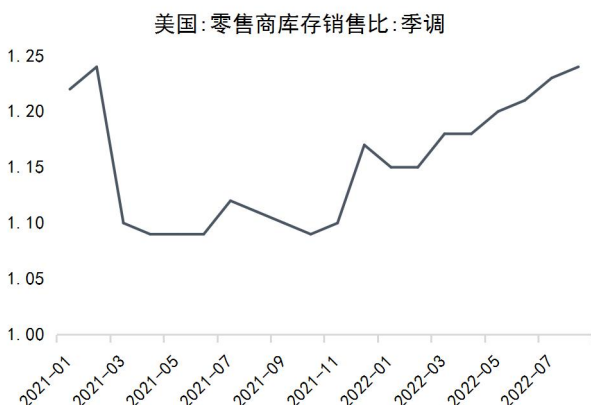
业绩维度，至少在 2023 年下半年之前，上市企业继续承压。外需层面，多个信号暗示出口下行压力增大：1) 历史上中美日欧 PMI 均值与出口滚动 12 月同比增速正相关居多，且时间维度 PMI 数据领先，鉴于欧美经济体 2023 年进入衰退期，出口易下难上；2) 美国零售商库存销售比逼近三年高点，由补库转向去库意味着发达经济体减少出口需求；3) BDI 为代表的运行指数中枢下行，表明运力需求下降。

图表 1： 中美日欧 PMI 均值与出口同比增速



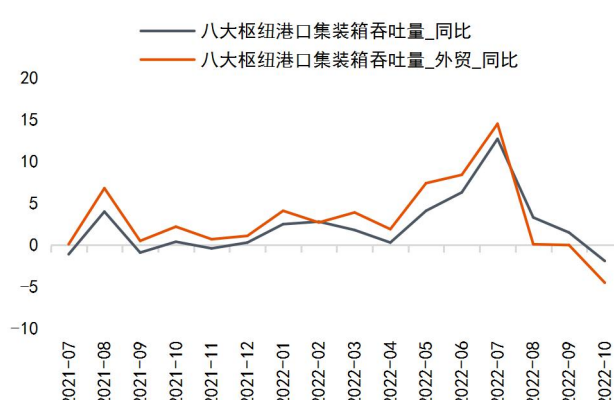
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 3： 美国零售商存在去库压力



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 2： 八大枢纽港口集装箱吞吐量同比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 4： BDI 等运行指数回落



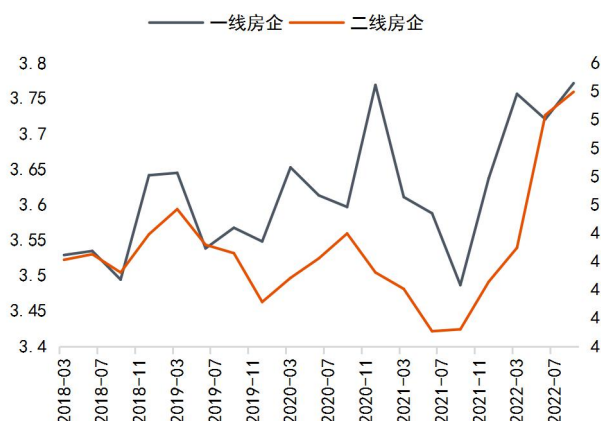
资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）内需：地产周期处于筑底期

内需层面，地产有企稳预期，但结构分化，其中竣工优于销售，销售优于开工。约束项有两点，其一，统计销售面积与土地购置滚动 12 月增速，近三年销售相对于土地购置的领先性逐步减弱，伴随期房销售占比增加，房企销售回款加快开工进程。但鉴于本轮地产风险蔓延至保交楼，期房销售占比见顶回落，传导链被破坏之后，销售恢复至投资恢复的时滞拉长，这意味着房企周转率中期抬升；其二，统计主要房企

信用债以及海外债的到期情况，2023 年到期规模仍接近万亿，即使近期有政策出台满足民营房企债券融资需求，仍不排除房企依然存在资金缺口的可能性。基于以上两点，地产隐患仍存，上半年需提防信用风险。

图表 5： 地产开发商资产周转率



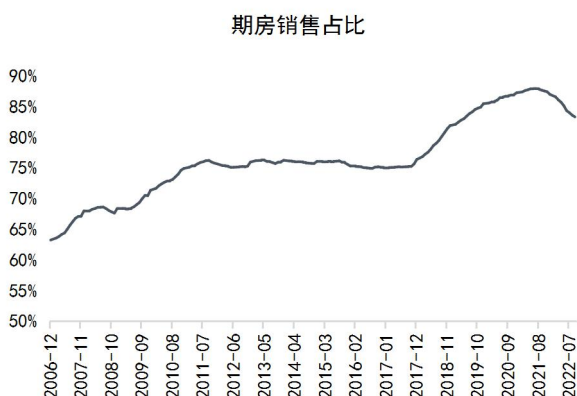
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 6： 销售面积 M12 同比与土地购置 M12 同比



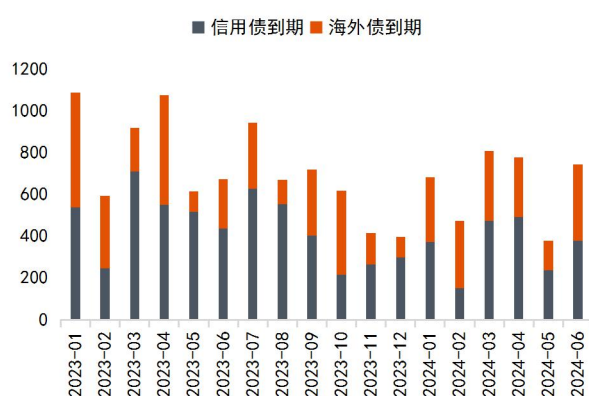
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 7： 期房销售占比



资料来源：Wind 中信期货研究所

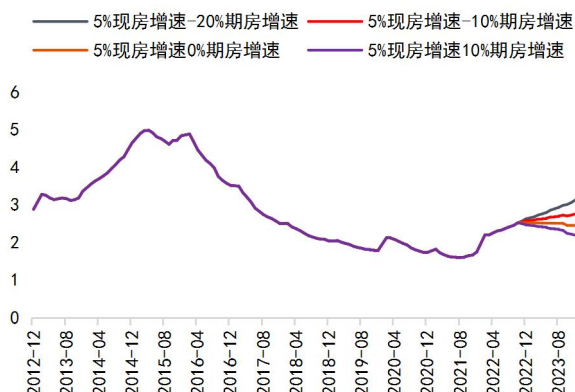
图表 8： 2023 年近万亿信用债及海外债到期 (H1 是高峰)



资料来源：Wind 中信期货研究所

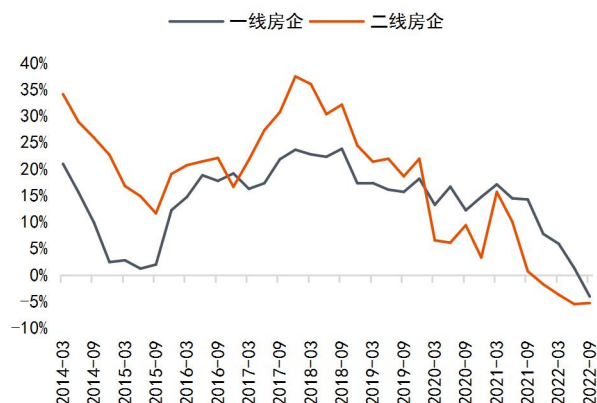
地产投资真正企稳，需要更为明确的房价拐点信号，商品房去化周期缩短将是催化因素。下文进行情景分析，其中约定：1) 地产待售面积维持 2022 年 10 月水平不变；2) 每月现房销售按照同比 5% 速度增长；3) 每月期房销售按照同比 -20%、-10%、0%、10% 速度增长。四种路径之下，截止到 2023 年年末，商品房去化周期分别为 3.12 个月、2.75 个月、2.44 个月、2.19 个月，不难发现，一旦期房销售增速恢复至正值水平，去化周期可降至 2.5 个月以下，并进入历史低位。此时由于新房供给减少，房价存反转预期可能，但这一过程至少要等到 2023 年年底才会出现。

图表 9: 待售面积/滚动 12 月销售面积 (不同销售增速)



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 10：三道红线之后，房企存货同比下降



资料来源：Wind 中信期货研究所

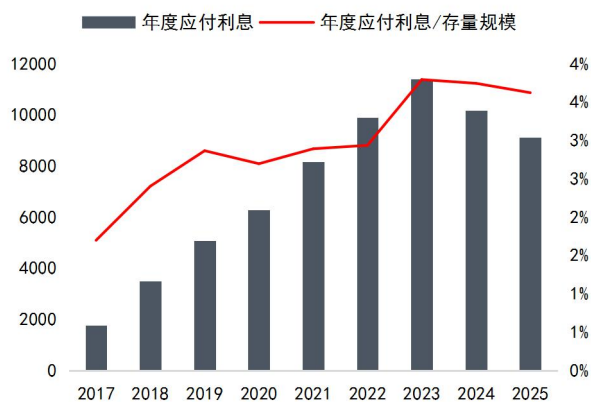
（三）稳增长确定，哪些部门加杠杆？

内外需承压下，政府稳增长已形成一致预期，分歧点在于哪些部门提供加杠杆的动能，这一部分旨在论述这一点。

A. 政府部门：地方腾挪空间有限，中央政策围绕政策性金融工具展开

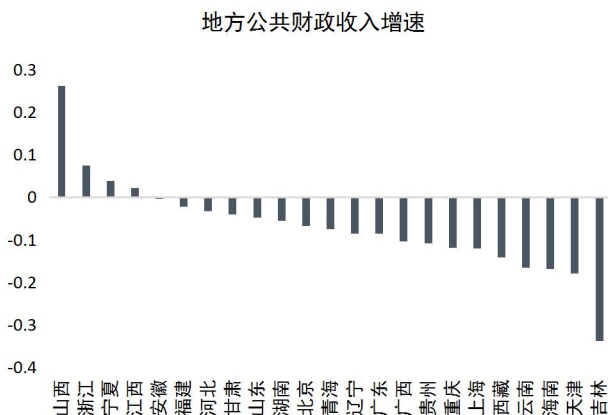
对于政府部门，发力方向应在中央而非地方。地方腾挪空间有限，因几个约束：1) 90%以上地方债发行期限在 5 年及以上，进入 2023 年存量地方债多处于还本付息周期，据测算付息规模与存量规模的比值在 4% 附近，这一水平显著高于无风险利率，地方债借新偿旧比例增大；2) 前三季度，因为疫情支出以及土地收入减少，除资源型省份，地方财政收入普遍萎缩。地方收入减少之际，财政余粮减少，统计调入中央预算稳定调节基金的规模，2022 年这一数据与中央财政收入的比值在 3% 附近，当前财政空间远不如 2020 年。由此可见，地方加杠杆动力不足，反而需提防城投暴雷可能，而中央财政扩张的重点方向可关注特别国债、PSL 以及政策性金融工具等。

图表 11： 地方债年度应付利息/地方债存量规模



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 12：前三季度部分地方财政收入增速



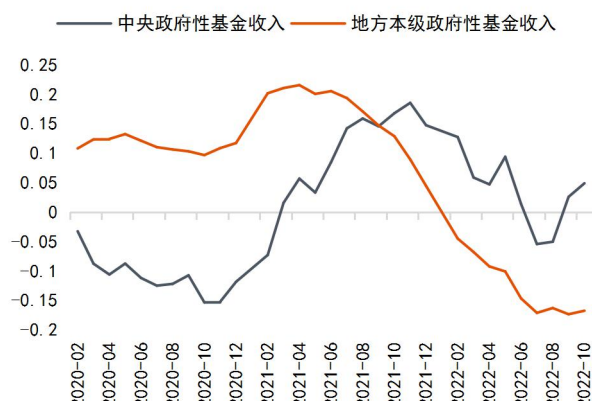
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 13：调入中央预算稳定调节基金



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 14：政府性基金收入增速

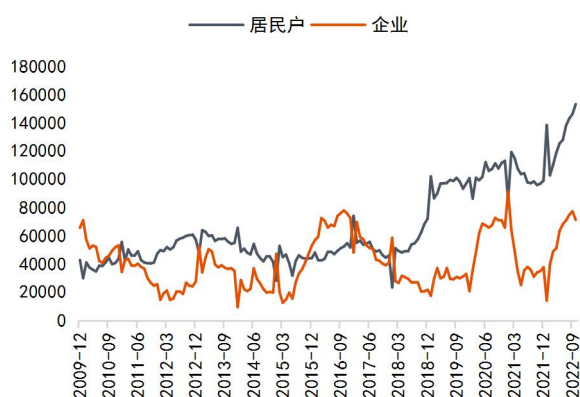


资料来源：Wind 中信期货研究所

B. 居民部门：引导储蓄流入实体

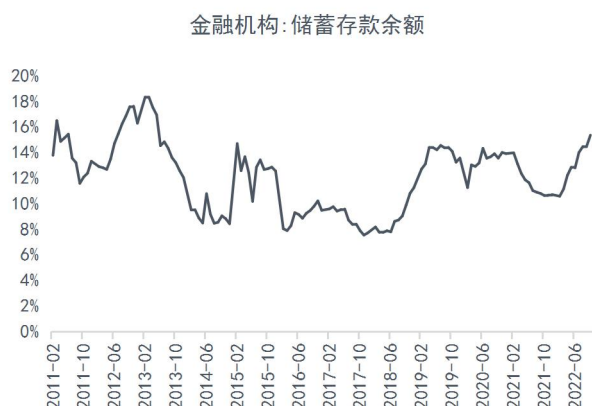
居民与企业部门年内问题类似，其共性在于近一年新增人民币存款均处在上升态势，意味着央行释放的基础货币未在金融体系与实体体系内有效流转，因此政策重点应是盘活资产。

图表 15：新增人民币存款滚动 12 月累加值



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 16：金融机构储蓄余额增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

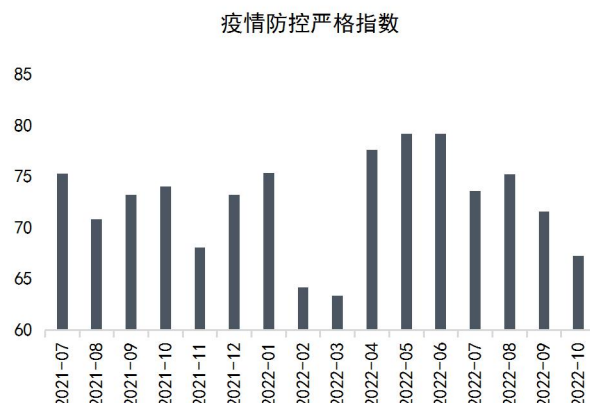
对于居民部门，储蓄意愿抬升可由两种路径进行解释：1）疫情。结合疫情之后的数据，社零滚动 12 月增速与十大城市拥堵指数滚动 3 月均值趋势类似，意味着防疫收紧，会干扰居民消费；2）地产。由于地产销售萎缩，居民被动减少负债增加储蓄。若后者干预效果不佳，对于居民稳杠杆，调节防疫政策预计是首选。

图表 17：社零消费与十大城市拥堵指数均值



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 18：疫情防控严格指数



资料来源：Wind 中信期货研究所

C. 企业部门：制造业具备资本开支空间

对于企业部门，发力点预计在制造业。当前制造业已经具备加杠杆的想象空间：

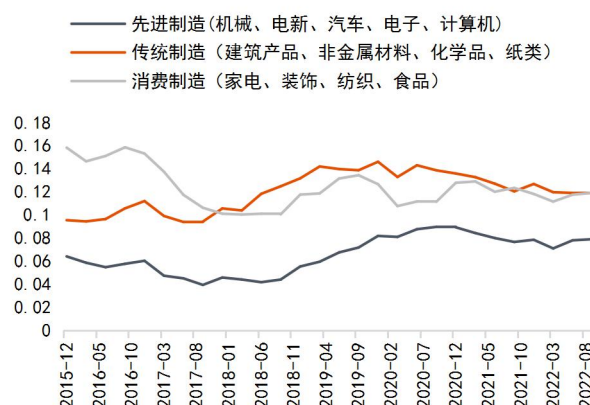
- 1) 制造业产能利用率在相对低位，即将进入新一轮的资本开支扩张周期；
- 2) 制造业的现金流情况明显好于 2018 年，尤其是先进制造方向；
- 3) 二十大强调安全基调，与国产替代、供应链安全相关的链条有望获得政策支持。

图表 19：制造业产能利用率



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 20：制造业经营现金流/营业收入



资料来源：Wind 中信期货研究所

简要小结，加杠杆最具潜力的部门无疑是企业部门（制造业）以及政府部门（中央），而居民部门空间与防疫政策挂钩、当前仍有不确定性。

二、流动性宽松幅度或低于预期

流动性维度，市场普遍预计美债拐点即将到来，同时稳增长背景下国内货币政策不至于收紧，因此市场对于 2023 年流动性宽松存有一定期待。对此预期，我们认为需理性看待。

（一）美债：通胀粘性，美联储政策在明年二季度之后反复

对于美债利率，Q2 之后不排除反复可能。得出这一结论的逻辑如下：1) 其一，因多重因素，本轮美国通胀更具粘性，尤其是服务性通胀，出现工资价格螺旋上升的迹象，深层原因在于，疫情之后居民大量退休，劳动力市场存在缺口，此时通胀下行斜率相对偏平；2) 其二，统计历史上美国核心 CPI 与 10 年美债实际利率的关系，大部分情况下，10 年美债实际利率更具前瞻性，但在 70 年代至 80 年代的大通胀环境中，实际利率高点时间反而滞后，因通胀粘性，货币政策在 CPI 拐点出现之后依然会收紧，结合这一案例，很难推断出实际利率不会二次上行；3) 其三，11 月 17 日布拉德引入泰勒规则的介绍，当通胀率高于目标值时，政策制定者通常应该提高利率，偏鸽派的情况下，这一比例应该是 1.25，在偏鹰派的情况下，这一比例应该是 1.5，在此路径之下，未来限制性利率水平将在 5%至 7%水平，意味着鹰派货币政策的预期仍未走完。美元、美债阶段性回落之后，后续有上行压力。

图表 21：美国核心 CPI 与美国 10 年期实际利率



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 22：核心 CPI 与 10 年美债高点出现时间

10年美债 高点时间	10年美债 高点	CPI 高点 时间	CPI 高点
1960-01	4.72	1959-10	2.70
1970-05	7.95	1970-11	6.60
1975-09	8.48	1975-02	11.70
1981-09	15.84	1980-06	13.60
1984-05	13.91	1984-05	5.20
1988-08	9.25	1989-02	4.80
2000-09	5.80	2001-11	2.80
2006-06	5.15	2006-09	2.90
2011-03	3.47	2012-01	2.30
2018-10	3.15	2018-07	2.40

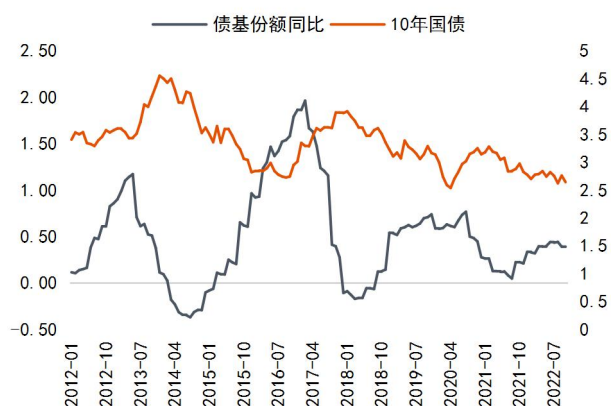
资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）中债：货币收敛但不收紧，宽松空间锚定利率走廊

对于国债利率，趋势反转的可能性较大：1) 统计债基规模增速以及 10 年国债收益率的关系，两者负相关居多，鉴于债基同比增速拐点疑似出现，或暗示后续利率上行；2) 利率走廊维度，2022 年因财政货币化，大部分时间 DR007 低于逆回购 7 天利率，近期政策利率向利率走廊下限收敛，意味着央行开始回收剩余流动性；3) 杠杆维度，以 1 天期质押式回购占比反映债市加杠杆程度，数据显示 7 月之后，比值高于季节性水平，显示利率低位状态下，机构通过加杠杆保持收益弹性，政策需考虑宽松之后金融空转的负面影响；4) 股份制、城商行、农商行揽储成本偏高，年内息差下

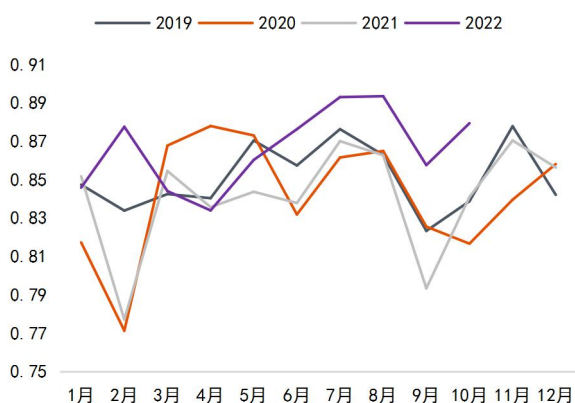
行程度更大，11月之后同业存单利率大幅上行印证负债荒现象存在，在中小行资金池子变浅的情景下，短端利率开始出现负反馈。因此，稳增长未必意味着货币政策持续宽松，进入2023年，反而需要提防短端利率波动导致流动性负反馈的可能性，而是否有宽松空间，一是锚定人民币汇率，二是政策利率与利率走廊下限的状态。

图表 23：债基规模增速与 10 年国债收益率



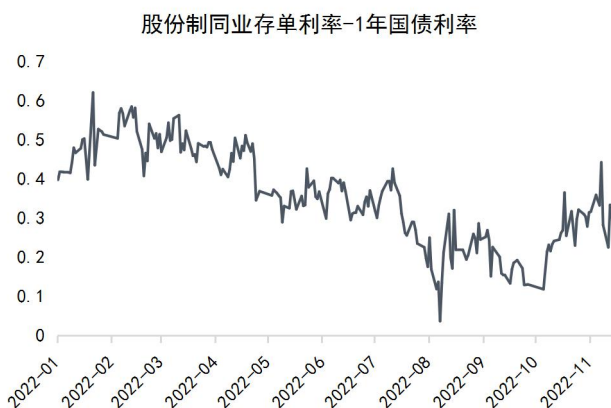
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 25：1 天期质押式回购成交额/总成交额



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 27：1 年期同业存单利率与 1 年国债利率利差



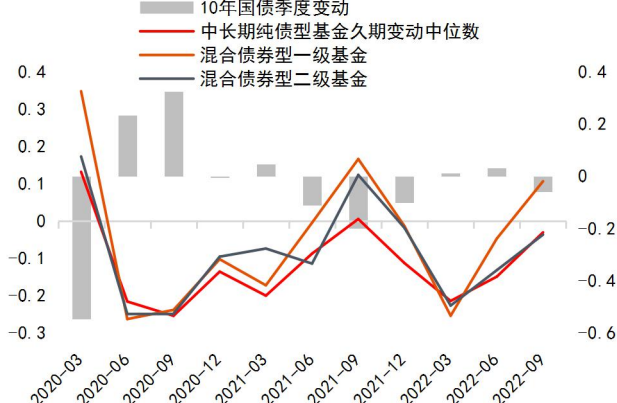
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 24：逆回购 7 天与 DR007



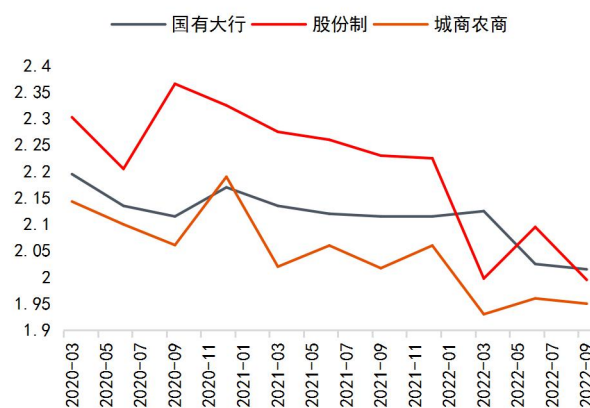
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 26：基金季度久期变动中位数与 10 年国债季度变动



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 28：上市银行净息差中位数

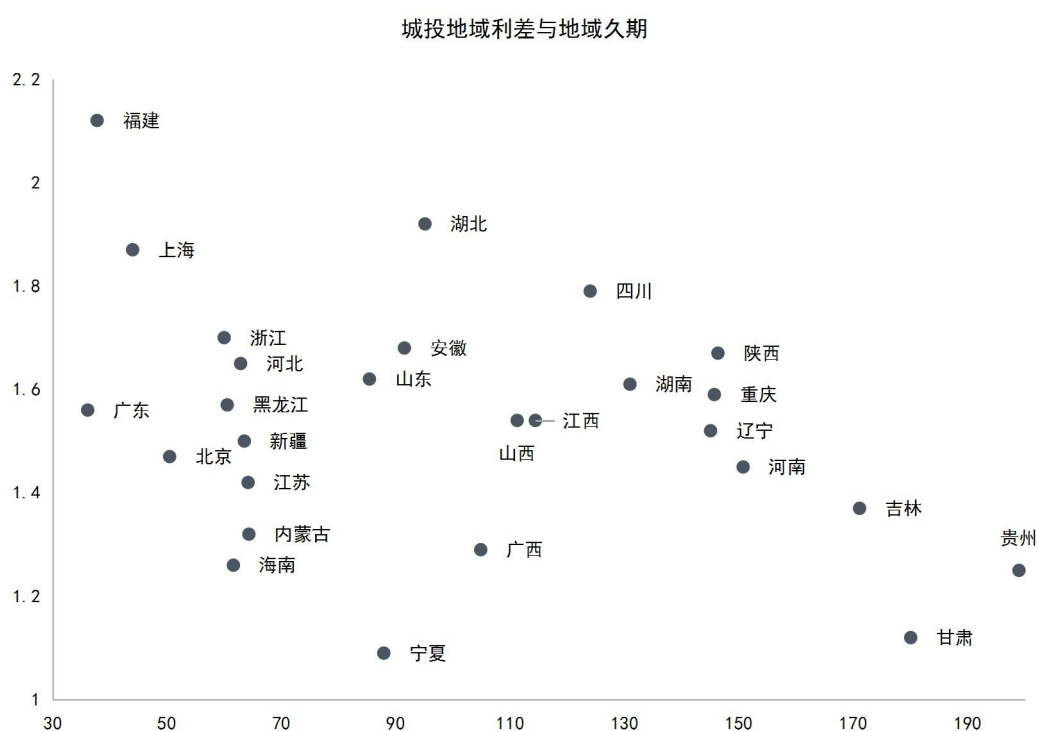


资料来源：Wind 中信期货研究所

（三）需为城投部门/信用风险预留政策空间

政策端另一考量是城投风险。年内城投风险事件不间断爆发，如近期兰州城投出现技术性违约，事件之后，地域利差区分度加大，如云南、贵州、甘肃等西部省份的城投 AAA 利差升至 150bp 以上。之所以近年城投风险暴露，主要系地方财政恶化有关，逻辑上，疫情之后财政更为依赖土地收入，但恰逢地产周期下行，城投被迫土地购置维稳地产价格，这一操作反过来加大城投债务压力以及现金流风险。这一负反馈链条之下，破局点是民企开发商重新进入到土地市场进行交易，但现阶段暂无该信号出现。在此氛围下，政策需预留弹药防范风险事件扩散，央行宽松相对克制。

图表 29：城投 AAA 地域利差与地域久期（截止 2022 年 10 月）



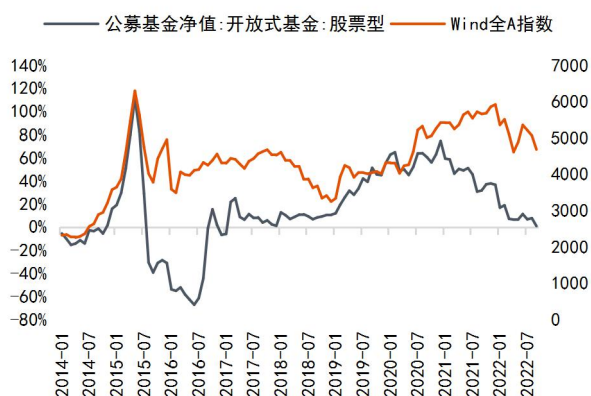
资料来源：Wind 中信期货研究部

三、增量资金拐点锚定外资

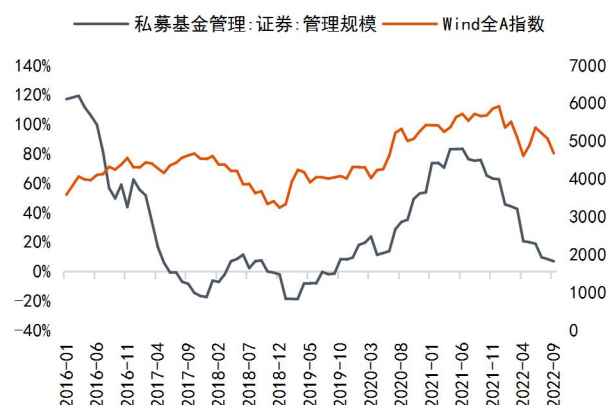
（一）外资流向是关键变量

资金面需考量两方面问题，一是哪些机构具备加仓潜力，二是资产之间的性价比情况。首先增量资金维度：1) 公募私募规模变化与 Wind 全 A 指数基本同步，两者追涨杀跌，边际变动不具参考性；2) 公募数据中，相对有参考性的是各类基金的净值占比，其中股票混合净值占比与全 A 指数正向相关，2018 年熊市低点为 17%，2022 年数据低点为 26%，下行幅度已然不大；3) 陆股通资金可粗略拆分为配置型以及交易型，其中历史经验显示交易型外资累计流入规模与指数关系不大，配置型外资累计流入规模一旦走平或下行，股市下行压力增大；4) 配置型外资流向历史上与两大因素有关，一是人民币汇率，二是全球风险资产偏好，因此美元、美股拐点之后，将有增量资金入市 A 股，外资是 A 股增量资金的锚点。

图表 30：股票型公募规模同比与 Wind 全 A 指数

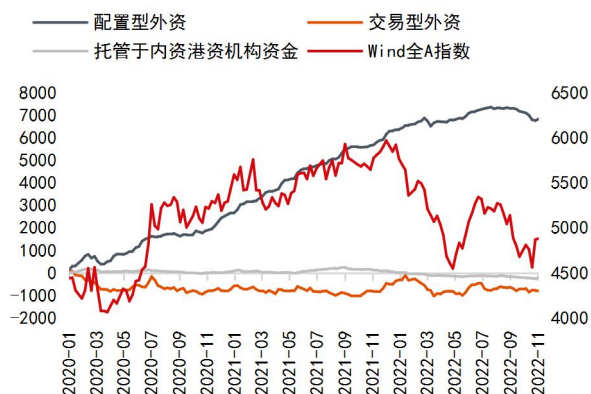


图表 31：私募证券规模同比与 Wind 全 A 指数



资料来源：Wind 中信期货研究所

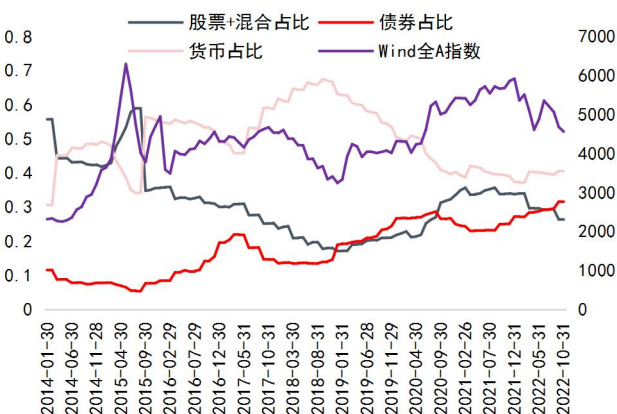
图表 32：配置型外资与 Wind 全 A 指数



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 33：各类型基金净值占比



资料来源：Wind 中信期货研究所

(二) CTA/债基流入权益/指增

产品维度：1) 中信期货商品指数滚动 250 日年化波动率进入高点，均值修复角度出发，CTA 后续获利难度增大；2) 股债性价比维度，股息率与 10 年国债比值百分位数进入极致，暗示股债性价比即将切换；3) 年内指增超额收益维持较高水平，尤其是中证 1000 指增，从行业内相关系数均值维度，可以发现自 2018 年之后，中证 500、中证 1000 内部关联性减弱，这一状态下利于指增做出超额收益。基于以上数据，2023 年股基、指增占比或提升，同时资金或减少 CTA 以及债基的配置占比。由此可见，如果 2023 年 A 股若有修复行情，更多力量将依赖配置行为切换，而非增量资金入市。

图表 34：商品指数年化波动率



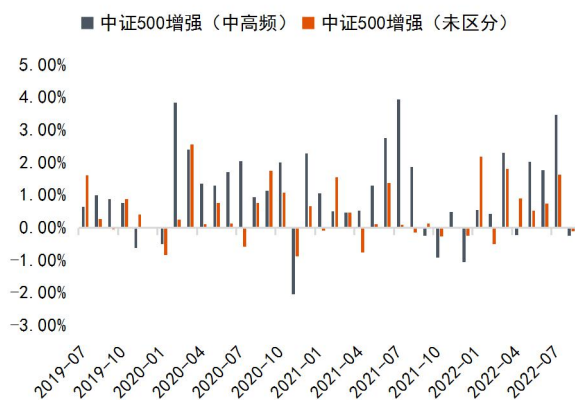
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 35：股债性价比



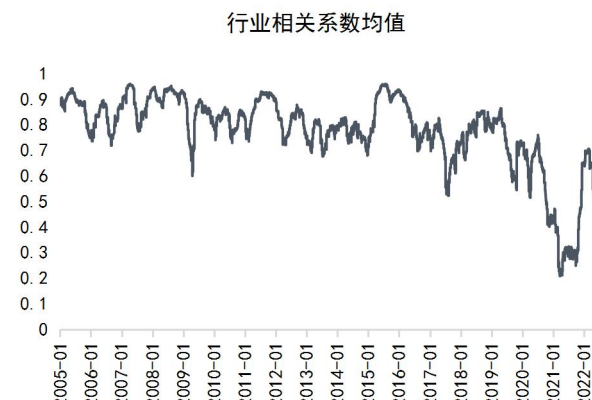
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 36：中证 500 指增超额收益



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 37：中证 500 一级行业相关系数均值



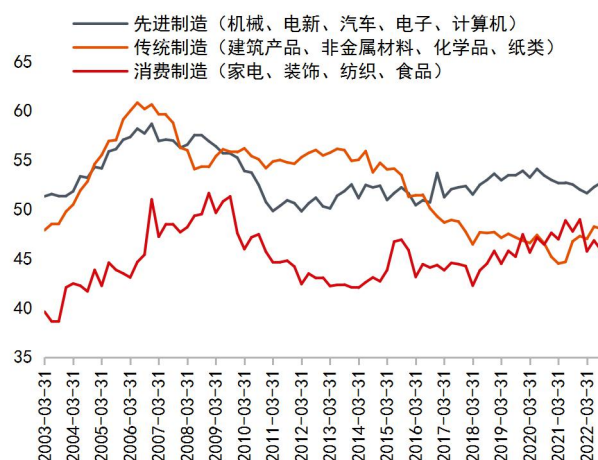
资料来源：Wind 中信期货研究所

四、全年关注制造业机会

（一）杠杆水平下降，应对经济下行能力提升

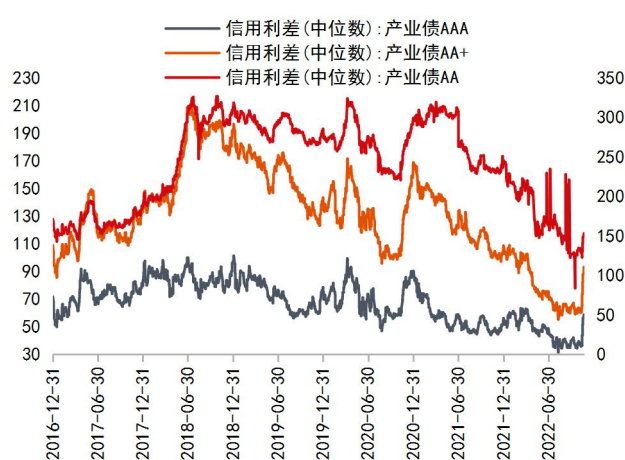
历史上制造业在经济下行周期通常表现不佳，高杠杆下盈利收缩，易出现现金流断裂风险，下行弹性较大。但此类风险近年扭转，供给侧改革至今，制造业杠杆率降至合理水平，年内信用利差处于低位，现金流负反馈并未集中出现，制造业应对经济下行能力提升。

图表 38：制造业杠杆水平（资产负债率）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 39：产业债信用利差

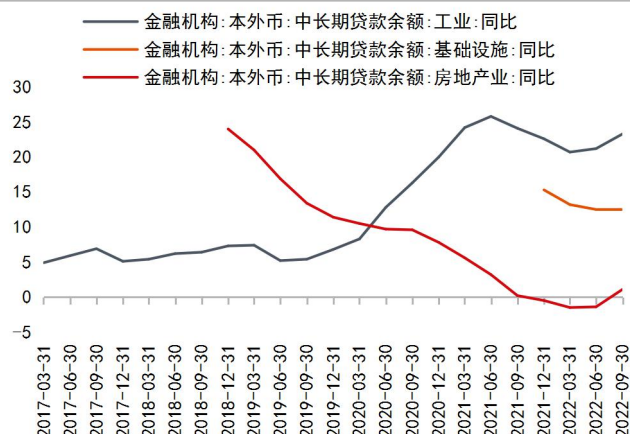


资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）信贷支持，进入资本开支扩张周期

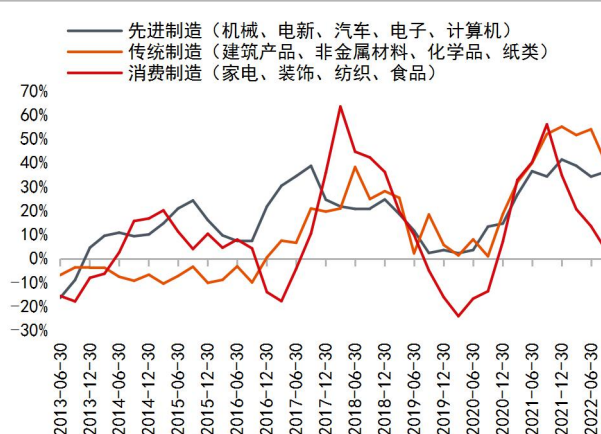
经济见底过程中，制造业往往最后企稳，并滞后于地产和基建。但本轮情况不同，因政策主动扶持，将拉动制造业投资率先增长。Q3 以来，政策精准投放，致力于产业升级和居民需求，方向涉及制造业设备、半导体等高端制造、化工能源和医疗。结合企业中长期贷款触底回升，以及信贷资源偏向制造业，预计 2023 年制造业进入新一轮资本开支周期，其中先进制造确定性最高。

图表 40：制造业、地产、基建贷款余额同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 41：资本开支增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 42：近期鼓励制造业发展的相关政策

时间	部门	事件	支持行业
7月4日	银保监会	发文《关于进一步推动金融服务制造业高质量发展的通知》，重申了银行机构要扩大制造业中长期贷款、信用贷款规模，重点支持高技术制造业、战略性新兴产业，推进先进制造业集群发展，提高制造业企业自主创新能力。加大对传统产业在设备更新、技术改造、绿色转型发展等方面的中长期资金支持。	先进制造、绿色制造
8月18日	国务院常务会议	会议决定，将本于今年底到期的免征新能源车购置税政策，再延期至2023年年底，预计将新增免税1000亿元。此外，会议还提出将充电桩建设纳入政策性金融工具支持。	新能源车
8月24日	国务院常务会议	部署19项稳经济一揽子政策的接续政策措施，制造业相关的有：出台支持制造业企业、职业院校等设备更新改造的政策。在项目建设中，一方面引导商业银行配套相关中长期贷款，尽可能满足符合条件项目的资金需求；另一方面，提高重点项目审批效率，加快项目落地形成实物工作量。	制造业设备
9月14日	国务院常务会议	确定专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造，扩市场需求增发展后劲。对制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等第四季度更新改造设备，支持银行以不高于3.2%利率投放中长期贷款。	制造业设备
9月28日	国务院常务会议	强调继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，注重用好政策性开发性金融工具和专项再贷款、财政贴息两项重要政策工具。同时，依法依规提前下达明年专项债部分限额。支持刚性和改善性住房需求，实施好保交楼政策。	制造业设备
9月28日	人民银行	设立设备更新改造专项再贷款支持制造业等领域设备更新改造。专项再贷款政策支持领域为教育、卫生健康、文旅体育、实训基地、充电桩、城市地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型、重点领域节能降碳改造升级、废旧家电回收处理体系等10个领域设备购置与更新改造。	新能源、新基建、家电、医疗设备
10月25日	发改委、商务部等六部门	联合印发《关于以制造业为重点促进外资增量稳存量提质量的若干政策措施》，进一步加大制造业引资力度，针对医疗、半导体、化工能源等重点产业链举办招商对接等投资促进活动；重点鼓励外商投资高端装备、基础元器件、关键零部件和新能源等领域。	高端装备、基础元器件、关键零部件、新能源设备

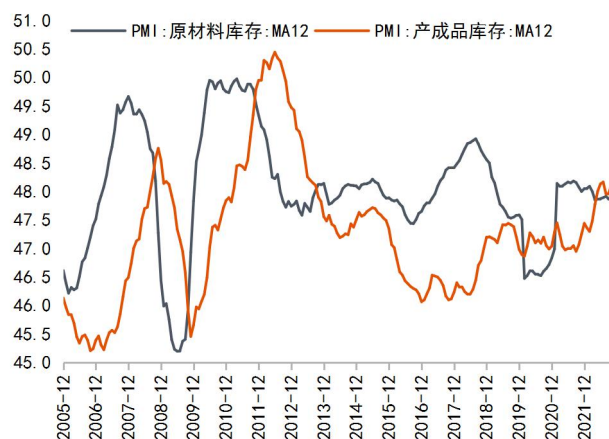
11月21日	工信部等 三部门	联合印发《关于巩固回升向好趋势加力振作工业经济的通知》，提出1) 统筹用好财政金融等资金支持企业设备更新和技术改造，引导资金投向制造业重点领域。着力稳住汽车等大宗消费，积极稳定外贸出口。坚持科技自立自强，聚焦重点产业链薄弱环节加快补齐短板。2) 推动医药等重点产业链补短板，加快关键原辅料、设备配件和生产工艺研发攻关，促进集群化发展。支持纺织服装行业绿色化发展，加大再生纤维制品宣传推广力度，稳住轻工、纺织等劳动密集型产品出口，促进传统行业平稳运行。	装备制造业、医药原料、纺织服装
11月21日	人民银行等八部门	印发《上海市、南京市、杭州市、合肥市、嘉兴市建设科创金融改革试验区总体方案》，提到支持银行业金融机构运用再贷款、再贴现资金加大对符合要求的科创企业信贷投放力度。支持保险公司研发推出符合科创企业需求的保险产品，持续推进生物医药相关责任保险、首台（套）重大技术装备保险、新材料首批次应用保险、网络安全保险和知识产权质押贷款保证保险、专利综合保险产品，支持开展软件首版次应用保险补偿机制试点。	生物医药、技术装备、新材料

资料来源：Wind 中信期货研究部

（三）转入补库周期，EPS 进入修复状态

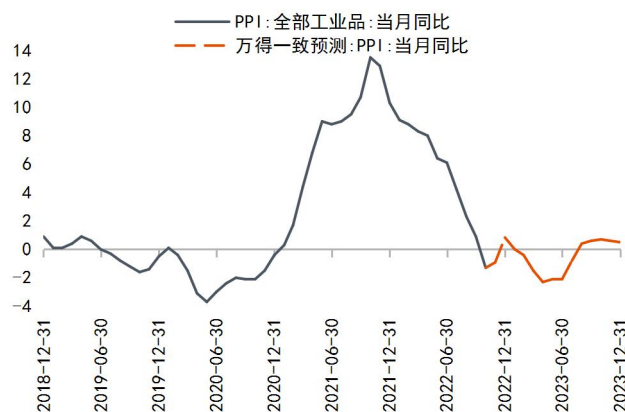
根据分析师一致预期，PPI 有望在 Q2 见底，鉴于 PPI 是库存周期的领先指标，2023 年即将由去库转入补库周期，届时市场将炒作需求恢复逻辑。需求修复过程中，先进制造仍是当下最高的细分景气方向，其中计算机、汽车、电子、机械设备 2023 年净利润增速一致预期领先；传统制造增长稳定，机会主要在地产保交楼相关的竣工链条；纺织和饮食有望引领消费制造修复。

图表 43：库存周期



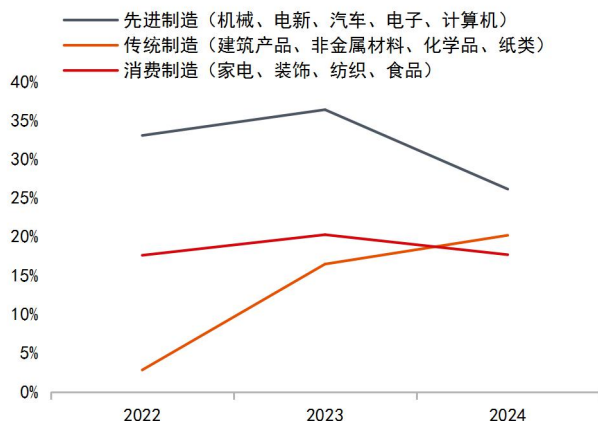
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 44：PPI 同比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 45：制造业一致预测净利润增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 46：制造业细分行业增长机会（按 23 年增速排序）

	2022年	2023年	2024年	趋势图
先进制造				
计算机	39%	94%	34%	
汽车	31%	39%	23%	
电力及新能源设备	102%	34%	26%	
电子	0%	34%	27%	
机械设备	17%	27%	24%	
传统制造				
建筑产品	-14%	62%	26%	
非金属材料	-28%	31%	20%	
纸类及包装	-16%	12%	19%	
化学品	17%	11%	20%	
消费制造				
纺织服装	-10%	56%	20%	
家用装饰及休闲	52%	26%	22%	
食品饮料	17%	21%	19%	
家电制造	21%	10%	14%	

资料来源：Wind 中信期货研究所

（四）契合国家安全和逆全球化趋势

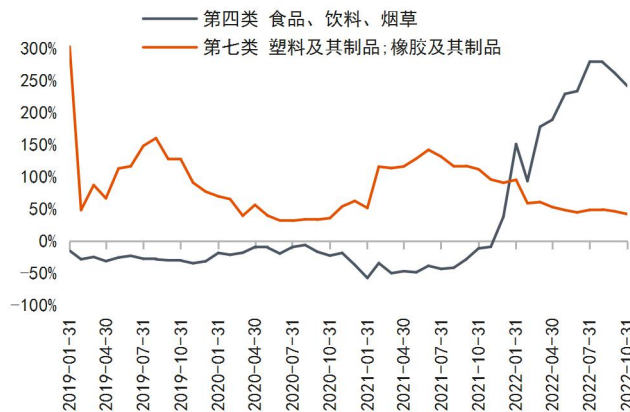
中期维度，制造业值得关注的细分方向有二：一是国家安全维度（国产替代、补短板）。“十四五”、二十大等规划指明对半导体、工业母机、医疗设备等先进制造的支持。二是供应链替代领域（化工、汽车）。疫情之后中国在化工和车辆 2 个行业扭转贸易逆差，且在车辆、食品制造、塑料橡胶的顺差保持高增，这充分受益于能源成本和供应链韧性优势。随着欧洲和日本的化工、新能源等产业资本向中国转移，精细化工、汽车零部件将继续快速发展。

图表 47：制造业细分行业贸易差额



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 48：制造业细分行业贸易顺差 TTM 增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

五、权益及衍生品市场策略

（一）趋势及风格建议

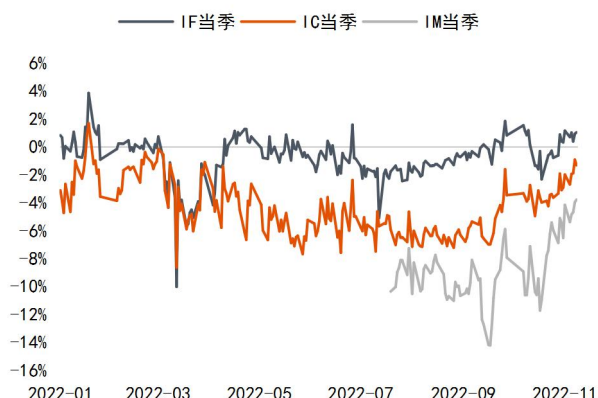
综上，对 2023 年 A 股走势谨慎乐观，其中行情修复的驱动项，上半年来自于风险偏好的修复，下半年则需关注 EPS 所带来的正向影响，中美货币政策均会形成阶段扰动，但不会是决定市场方向的决定力量。上半年，地产周期下行叠加外需回落，市场聚焦于稳增长，政府部门（中央）、企业部门（制造）有望成为加杠杆的主力，信贷支持领域以及资本开支扩大领域有望成为阶段主线，资金由债入股节奏将是这一阶段的关键。下半年，PPI 拐点显现或暗示进入补库周期，若叠加全球衰退已经计价、地产去化周期缩短等信号，此时 EPS 修复预期渐起，这一阶段重点关注地产链以及出口链的交易机会。全年维度，重点关注先进制造主线，期货层面先 IM 后 IF 的节奏。

（二）基差建议

2022 年，全年贴水缩窄，尤其在 10 月之后年化贴水加速收敛，主要驱动逻辑如下：1) 行情：10 月之后小盘超跌反弹，部分资金买入远月吃贴水；2) 移仓：当月相较于往年更早接近平水，移仓主力资金切换为多头，并收敛次月、当季贴水；3) 中性策略：2021 年中证协发布《证券公司收益互换业务管理办法》，规定 1 年内需有序了结存量业务，不排除因中性策略清盘导致贴水快速收敛的可能性；4) 基差动量：贴水加速回归令远月对冲资金净值加速回撤，为降低净值波动，部分空单由远切近。以上因素导致贴水在近 2 个月快速收敛。

对于 2023 年股指基差走势，我们预判贴水整体扩大。在专题报告《股指最优对冲期限切换的逻辑》中，我们提出了跨期价差的扰动因素，其中若预判 2023 年指数上涨，对于 IF，中性策略以及打新策略收益改善，逐季移仓占比提升之后，跨期价差以及贴水均有扩大压力，对于 IC，上涨带动雪球多单抛售，当月更不易接近平水，此时移仓主力转为空方，跨期价差易走阔，跨期价差以及贴水走阔的节奏。

图表 49：当季合约年化折溢价率（剔除分红）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 50：IC 前 20 大席位数据仍有高抛低吸属性



资料来源：Wind 中信期货研究所

（三）市场风险点

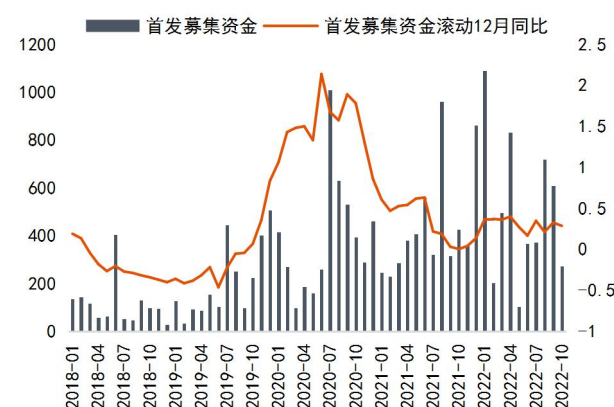
A. 下行风险：疫情政策反复

2022 年新冠疫情仍呈零星散发态势，尽管防疫二十条提倡科学精准防疫，但从北京、上海等地的实际落地情况来看，仍有“因城施策”现象，如 11 月 24 日起上海提出抵沪之后 5 日内不得进入公共场所。若防疫政策因疫情关系出现反复，将影响市场对于消费恢复以及供应链的信心。

B. 下行风险：全面注册制下新股发行提速

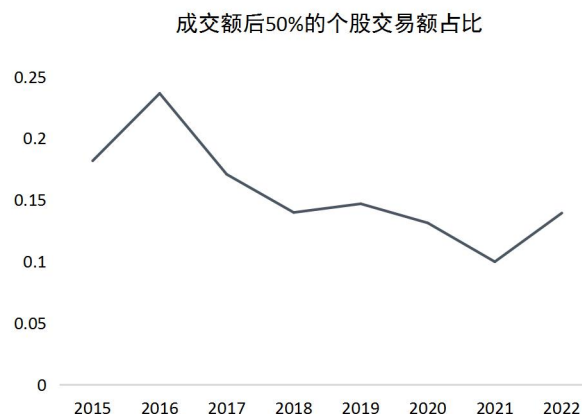
在实体经济不振的环境下，政策或放开股权融资改善民营企业现金流的可能性，全面注册制环境之下，存在新股发行提速的可能。从近 1 年数据来看，新股首发募集资金规模年度增速在 30% 附近。若新股发行提速事后被确认，存在分流场内资金的可能，若统计成交额排名后 50% 个股的成交额占比，可以发现数据近年中枢下移，反映流动性偏差的个股交易关注度显著下降，这可能导致上述个股出现流动性折价现象。

图表 51：首发募集资金



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 52：成交额后 50% 的个股交易额占比（剔除次新股）



资料来源：Wind 中信期货研究所

C. 上行风险：美元指数拐点提前

文中我们预判 Q2 前后美元指数存在反复的可能，但若拐点提前，人民币汇率升值将提振市场偏好，此时市场反攻时间将提前，驱动逻辑也将切换至风险偏好迅速恢复。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826。