



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究院

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1290号

王梦颖

投资咨询证号：Z0015429

邮箱：wangmengying@nawaa.com

电话：0571-81727107

王映

投资咨询资格：Z0016367

邮箱：wangying@nawaa.com

电话：0571-81727107



南华期货研究 NFR

2023 年权益市场年度展望

顺势而为

摘要

在 2022 年的末尾，我们欣喜的看到 2023 年权益市场的方向逐渐明朗。二十大之后，各项重磅利好接踵而至，政策重心回归经济增长的迹象已经十分明显，我们有理由对 2023 年的权益市场更乐观一些。

国内政策回归稳增长和美联储加息冲击淡化的宏观组合意味着国内股票市场的底部已明。同时，当前股票市场偏低的估值为配置权益市场提供了良好的安全边际。因此，2023 年权益市场的“势”已经确立，积极可为。

诚然，“势”虽积极，但过程可能充满了曲折。我们从 2023 年权益市场的主要矛盾出发，借鉴历史经验，为 2023 年跟踪市场变化提供了三个路标。同时，我们也从 2022 年的经历中吸取教训，提出了三个值得关注的要点。

最后，我们给出的 2023 年操作建议是：采用趋势策略，顺势而为。此外，我们对规模指数、风格和主题方面的选择发表了看法，以方便投资者更好的布局。

风险点：疫情放开过程受阻、美联储收紧货币政策的节奏再超市场预期、中美关系变化等。本次年度展望中的基调偏积极乐观，但确实也需要考虑如果一切都不及预期的情况下，股指的下行风险有多少，低成本仍旧非常关键。

目录

引言	4
第 1 章 市场核心矛盾在盈利	4
第 2 章 美国货币政策的影响趋弱	5
2.1. 市场对美联储政策的预期	5
2.2. 外需修复需要更长的时间	7
2.3. 流动性冲击边际减弱	8
第 3 章 跟踪内需的三大路标	10
3.1. 以史为鉴：2013 年的经验	10
3.2. 2022 年的借鉴意义？	15
第 4 章 顺势而为	16
4.1. 规模指数优选 IH 和 IF	17
4.2. 风格倚重价值	17
4.3. 主题关注下游	17
4.4. 风险和预期差的可能性	18
免责声明	19

图表目录

表 2.1: 11 月 FOMC 会议以来的美联储官员观点	5
图 2.1: 美国联邦基金利率期货显示的加息预期情况	6
图 2.2: 美国经济增长基本与全球经济增长趋势相一致（单位：%）	7
图 2.3: 美联储政策拐点领先于 PMI 回暖（右轴：%）	8
图 2.4: 美国制造业 PMI 走势略微领先于其他国家	8
图 2.5: 美国 2 年期国债收益率（%）和国内高低估值股票指数强弱对比	9
图 2.6: 2 年期中美利差走势与北向资金对比	9
图 3.1: 三驾马车表现（单位：%）	11
图 3.2: 基建投资增速（2010 年至今，单位：%）	11
图 3.3: 3 月期 Shibor（单位：%）	12
图 3.4: 商品房销售和房地产开发投资增速（单位：%）	12
图 3.5: 上市公司消费板块归母净利润增速（2012-2014 年，单位：%）	13
图 3.6: 四大交通工具客运量同比增速（单位：%）	14
图 3.7: 美国 2 年期国债收益率 VS. 彭博商品指数	16
图 4.1: 中证上中下游指数海外营收占比状况（2017 年-2021 年）	18

引言

在 2022 年的末尾，我们欣喜的看到 2023 年权益市场的方向逐渐明朗。二十大之后，各项重磅利好接踵而至，政策重心回归经济增长的迹象已经十分明显，我们有理由对 2023 年的权益市场更乐观一些。

国内政策回归稳增长和美联储加息冲击淡化的宏观组合意味着国内股票市场的底部已明。同时，当前股票市场偏低的估值为配置权益市场提供了良好的安全边际。因此，2023 年权益市场的“势”已经确立，积极可为。

诚然，“势”虽积极，但过程可能充满了曲折，因此我们需要了解 2023 年权益市场的主要矛盾，并适当推演其演绎路径，为配置策略提供更详实的思路。

第1章 市场核心矛盾在盈利

2023 年权益市场的焦点还是在盈利，而这基本锚定在国内经济的恢复水平上。

2022 年下半年 A 股市场的超预期下跌是内外循环衔接不畅所致。2022 年三季度以来，全球总需求受美联储大幅加息影响出现回落，拖累我国净出口表现，与此同时，国内因为疫情的反复导致消费复苏困难，投资则受地产影响独木难支，外需的回落和内需的复苏没有顺利衔接拖累整体经济增速。

股票市场向来领先于经济周期，因此，股票市场交易的经济预期需要相对应的政策信号来提振，在内外需要衔接的当口，我们只看到了兜底政策，例如 8 月底国常会给出的接力政策 19 条，并没有看到可以提振经济的核心政策。因此，当 2022 年 9 月初进出口数据印证了外需的回落，股票市场开始破位下跌。我们倾向于将这段时期定义为政策观察期，即内需提振的核心政策还在观望中。核心政策的空白让内外需下滑成为了现实，而当内外需同步向下时，是权益市场最艰难的时候，这正是 2022 年 9-10 月份的写照。事情在 2022 年 11 月发生了转变，一方面美联储 11 月加息 75bp 落地后，边际转向的基调变得明显，市场情绪受此提振，外需回落的冲击也有所缓和；另一方面国内的核心政策终于出台，疫情放松和房地产融资政策的放开表明经济政策的焦点回归到稳增长上，内需提振的希望出现。至此内外需的预期都出现了边际扭转，股票市场已经具备走牛的基础。

对股票市场来说，2023 年内需提振的权重远高于外需回落的企稳。外需的变化会更依赖于美联储货币政策的演绎，外需能回升的重要前提是美联储结束加息周期，而这在 2023 年也只是可能出现的一个场景。内需则不同。内需占 GDP 中的权重显著高于外需，而过去的 2022 年经济不振的核心也在内需，在核心政策发力的状况下内需存在很大的可为空间。

为什么不关注流动性？因为国内流动性的边际变化幅度更小，博弈空间有限。2022 年初至今，国内的流动性水平一直保持着合理充裕，即使四季度银行间拆借率有所走高，但整体水位线依然明显低于 2021 年。加上美国还处在加息周期内，且不一定会在 2023 年转向降息，限制住了国内利率水平继续走低的空间，如此一来，现阶段流动性角度能提供的助力十分有限。

总之，2023 年权益市场的核心矛盾在盈利，而不是流动性，其中盈利部分中内需的重要性高于外需。

第2章 美国货币政策的影响趋弱

2022 年，美国货币政策变动给 A 股带来了流动性和盈利的双重冲击，展望 2023 年，美国货币政策对 A 股的流动性冲击有望边际走弱，但对 A 股盈利的冲击大概率会持续，而盈利冲击的根源是美国货币政策收紧抑制全球总需求导致的外需疲软。

2.1. 市场对美联储政策的预期

在分析美国货币政策对 A 股的影响前，我们有必要对 2023 年美联储货币政策的路径有一个基本认知。

首先，如果我们以 2022 年 9 月 FOMC 会议的点阵图预测为基准，那么美联储官员当前对最终利率的观点可以划分为偏鸽和偏鹰两派。根据 9 月会议的点阵图预测，2022 年利率中枢为 4.25%，2023 年联邦基金利率中枢为 4.625%。11 月 FOMC 会议后美国联邦基金利率区间上行至 3.75%-4%，根据目前市场一致预期 12 月 FOMC 会议大概率加息 50bp，那么 2022 年年底利率区间将达到 4.25%-4.5%，比 9 月点阵图的预测更激进一些。在此基础上，美联储官员的观点可以分为两派：偏鸽的观点认为 2023 年大致加息 50bp，最终利率水平为 4.75%-5%；中性偏鹰的观点则认为需要加息 75bp 至 5%-5.25%。简单来说，美联储官员的表述整体比 9 月点阵图暗示的更为激进，因此，如果通胀数据未如预期回落的情况下，我们不能排除 2023 年加息节奏再次超市场预期可能性。

表 2.1：11 月 FOMC 会议以来的美联储官员观点

美联储官员	观点
鲍威尔	终端利率很可能需要比 9 月会议和经济预测摘要时的数字更高一些。
布拉德	“具有足够限制性”的利率可能在 5%至 7%之间。基准利率的最低水平在 5%-5.25%之间。
乔治	美国家庭储蓄增加或意味着需要更高的利率。
戴利	如果通胀没有降温，美联储可以加息至 5%以上；目前预计联邦基金利率将在 5%左右触顶；利率在 4.75%至 5.25%区间内见顶是合理的；美联储需要采取一种“明智”的方法来避免过度紧缩。不能排除在 12 月的会议上采取任何措施的可能性；在某些时刻，美联储减缓加息步伐是合适之举；认为通胀已经见顶并正在降温还为时过早；没有看到工资物价螺旋上升的迹象；通胀一半是供应问题导致，一半是需求导致的。
博斯蒂克	预计美联储最终会将利率提高至 4.75%-5%，并相信这一水平的利率足以在合理的时间范围内抑制通胀。还将该利率水平描述为“适度限制性软着陆利率”，进入该区间后美联储将在一段时间内按兵不动以继续抑制通胀。
巴尔	目前通货膨胀太高了，将看到经济大幅放缓。美联储致力于物价稳定。将会看到失业率有所上升，但不确定失业率会上升到什么程度。美联储依赖数据行动，而就业一直是我们的指标之一。 为了将通胀降至目标水平，美联储需要采取一切必要措施，这可能将利率峰值推高至 5%以上。

布雷纳德	美联储目前的确很关注核心通胀率数据。恰当的做法是尽快放缓加息步伐。紧缩政策的实施需要时间，因此把加息步伐调整到更谨慎的速度是有意义的。迅速收紧政策会导致经济出现溢出效应。
梅斯特	恢复物价稳定是美联储的首要任务，将使用所有工具来实现这一目标；劳动力需求仍旧超过供给；在多数行业，工资增长仍落后于通胀的上升；通胀预期仍旧锚定。
沃勒	我们看到了一些抑制需求的进展，但还不够；加息 50 个基点仍将是紧缩政策的体现；最近的数据让我对 12 月加息 50 个基点的想法更为放心；我们还有一段路要走，明年还需要提高利率。
卡什卡利	政策制定者正努力实现美国经济软着陆，但不会在遏制高通胀方面退缩。12 月加息 50 个基点或 75 个基点均在考虑之列，但不排除其他选项。 今年 3、4 月时我预测利率会在今年 9 月见顶，最终峰值在 4.9% 左右。鉴于目前所掌握的信息，我预计利率会升到更高，至于会高多少，我并没有答案。
柯林斯	判断利率需达到多高水平为时过早，预计高于美联储 9 月预期。
埃文斯	美联储利率峰值水平“将略高于”9 月的点阵图预测。
巴尔金	即使加息放缓，利率也有可能达到更高的终点；准备对利率采取“更审慎”的行动。可以想象的是，美联储的利率上涨至 5% 以上，但这不是一个计划。

资料来源：公开信息整理 南华研究

图 2.1：美国联邦基金利率期货显示的加息预期情况



资料来源：Bloomberg 南华研究

其次，联邦基金利率期货显示，美国此轮加息大概率会维持到 2023 年 6 月，加息次数在 4-5 次，那么剔除 12 月加息 2 次（50bp），意味着明年上半年市场预期累计加

息 50bp-75bp，路径大致为 2023 年 2 月加息 25bp 或 50bp，在 2023 年 3 月或 5 月加息 25bp，最终利率在 5%-5.25% 附近，和上述官员中中性偏鹰的观点基本一致。

那么何时开始降息呢？联邦基金利率期货来看，2023 年下半年开始，市场的降息预期逐步加强，目前看在 2023 年 11 月降息 25bp 的概率为 53.8%。

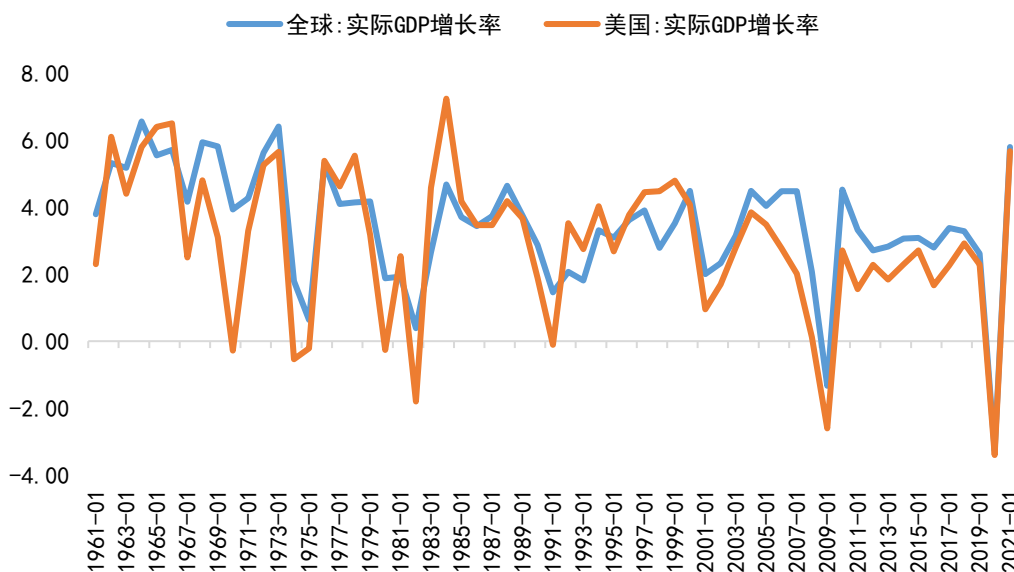
在综合了美联储官员的预测和联邦基金利率期货的走势后，我们认为市场目前对美联储政策的预期是：美联储将于 2023 年停止加息，加息峰值在 5%-5.25% 附近，加息路径大致为 2023 年 2 月加息 25bp 或 50bp，在 2023 年 3 月或 5 月加息 25bp。同时，美联储或于 2023 年下半年进入降息周期，最可能降息的时间点在 2023 年四季度，当然不排除在政策拐头前出现收紧幅度超预期的可能性。

2.2. 外需修复需要更长的时间

假设 2023 年美联储政策变化符合上述市场预期，那么美联储大概率在 5 月最后一次加息，或在四季度开始降息，但从政策变化传导到我国外需变化，存在时滞。

美国当下的高利率将继续遏制总需求，拖累其经济增速，美国 GDP 环比已经接连下降达到技术性衰退的标准，而这将外溢至全球大部分国家，尤其是与美国经济紧密相连的国家，从而间接影响到我国外需的状况。

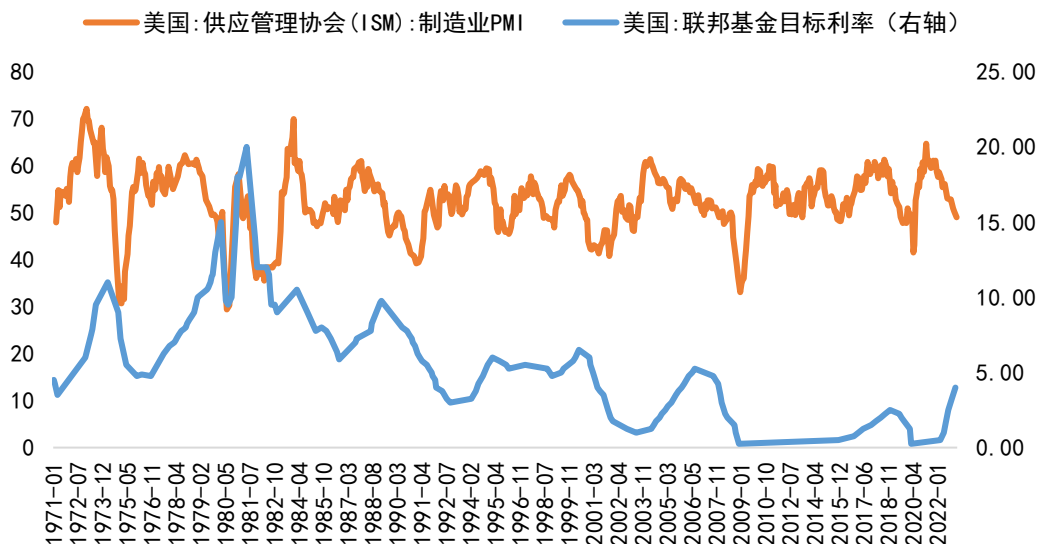
图 2.2：美国经济增长基本与全球经济增长趋势相一致（单位：%）



资料来源：Ifind 南华研究

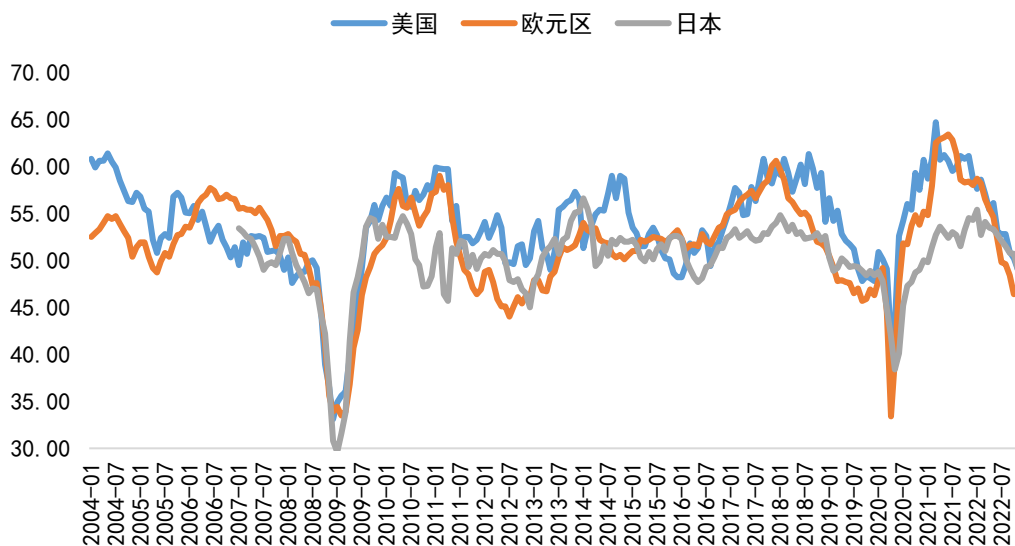
从图中可以看到美国制造业 PMI 要略微领先于其他国家。同时，通过观察美国联邦基金利率趋势与美国经济（以制造业 PMI 衡量）的状况，可以发现从联邦基金利率由峰值回落到美国经济修复至少需要一年的时间，而其他相关国家可能需要更久的时间才能逐步修复。如此，我们预计 2023 年我国外需仍将呈现疲软态势，回暖需要更长的时间。

图 2.3：美联储政策拐点领先于 PMI 回暖（右轴：%）



资料来源：Iifind 南华研究

图 2.4：美国制造业 PMI 走势略微领先于其他国家



资料来源：Iifind 南华研究

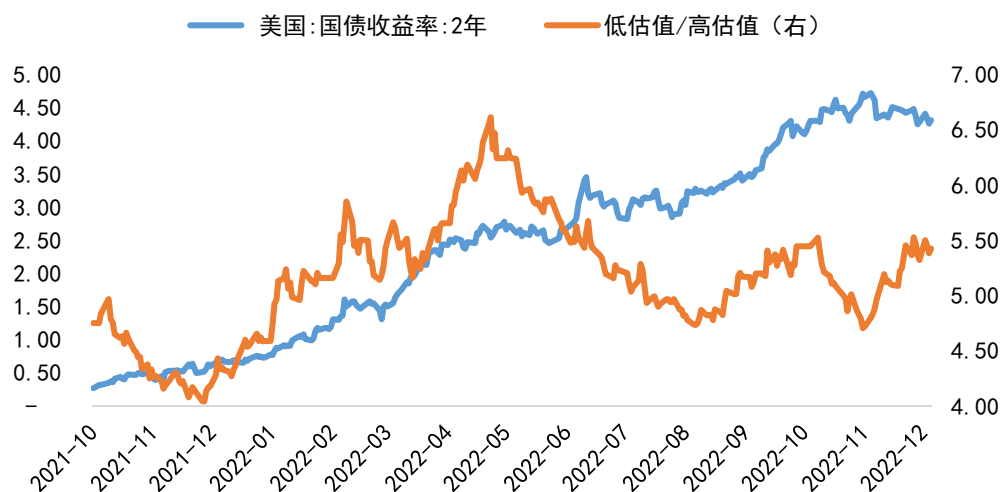
2.3. 流动性冲击边际减弱

随着美联储加息节奏的放缓和利率终点的在望，美联储加息周期对 A 股市场的流动性冲击大概率渐行渐弱。

美联储加息，尤其是快速加息会对全球市场流动性形成明显的负向冲击，对高估值的股票来说特别不友好。我们可以发现当美国 2 年期国债收益率快速上升时，国内高估值股票的表现总是落后于低估值股票，说明美债收益率的上升对国内高估值股票存在明

显的负向冲击。这部分冲击了贡献了 2022 年一季度大部分的跌幅。

图 2.5：美国 2 年期国债收益率（%）和国内高低估值股票指数强弱对比

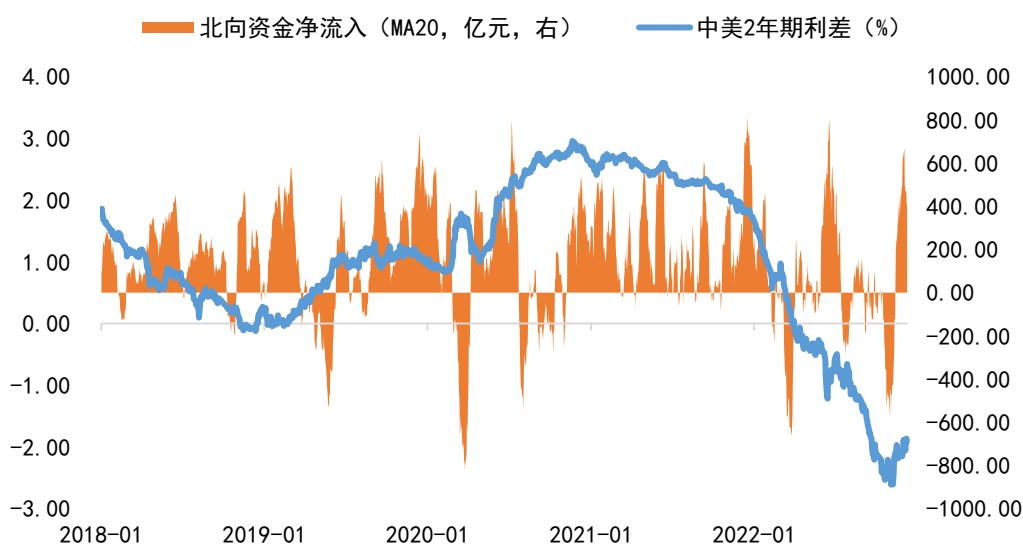


资料来源：Ifind 南华研究

此外，不少人认为中美利差的缩小、倒挂会引发外资流出 A 股市场，那么事实如何呢？

如果以 2 年期中美利差为观察标的，可以发现 2022 年中美利差出现了 2015 年 811 汇改以来的第二次倒挂，且这一次的倒挂幅度远高于 2018 年。在 2018 年 11 月初，中美利差出现了 811 汇改以来的第一次倒挂，整个过程仅持续了一个多月的时间，期间倒挂的最大幅度约 0.11%。2022 年 4 月中旬开始，中美利差再次出现倒挂，截止 2022 年 12 月中旬，此轮倒挂还未结束，期间的最大倒挂幅度一度达到 2.61%。

图 2.6：2 年期中美利差走势与北向资金对比



资料来源：Wind 南华研究

从基本面来看，2018 年四季度美联储仍处于加息尾声阶段，而中国因为经济下滑货币政策维持宽松。这一点和 2022 年有相似之处，2022 年 4 月由于国内疫情的散发和持续性，经济下行压力进一步加大，货币政策维持宽松，而美国因为通胀形势的严峻，加息节奏逐渐加快，在 4 月初公布的 3 月 FOMC 会议纪要中显示未来可能要一次或多次加息 50bp，以此为标志，此轮美国加息进入最激进的阶段，2022 年 5 月美联储加息 50bp，而在 6 月、7 月、9 月和 11 月各自加息 75bp。因此，此轮中美利差倒挂幅度颇深的主因是美联储基准利率快速上行所致。

但从中美利差走势和北向资金的净流入对比来看，两者之间并不存在明显的相关性。例如，2018 年四季度，中美利差虽然倒挂但北向资金却在大幅净买入，2020 年 3 月中美利差因为美国突然降息至零大幅回升，但北向资金却大幅净卖出。2022 年年初至今，北向资金月度净成交出现过三次大幅净卖出的状况，分别在 3 月、7 月和 9-10 月，卖出金额分别为 451 亿元、211 亿元和 685 亿元，而这三个时期的共同特征是市场对国内经济预期的恶化，诱因分别是原油价格逼近 140 美金引发滞胀预期、断供潮显示出地产下行压力大于市场预期、以及疫情的再次升级。可见，北向资金更多考虑的是国内经济前景，美国利率水平或者说中美利差的影响相对有限。

所以综合来看，**2023 年美国货币政策对 A 股的冲击将从之前的流动性+盈利双重冲击逐渐转向盈利单冲击。但美国加息周期的未完结意味着流动性压制压力仍在，只是边际减弱，而来自于盈利端的冲击则需要内需发力，进行相应抵冲，否则北向资金的大幅净流出有可能重演。**这也是我们认为 2023 年股票市场的核心矛盾在盈利的原因之一。

第3章 跟踪内需的三大路标

2023 年和 2013 年都是换届的第一年，也同样面临着经济下行压力，且在前一年的货币政策和财政政策方面也存在一定的可比性。我们不妨以史为鉴，通过复盘 2013 年的经验，推演 2023 年经济复苏的关键路标。

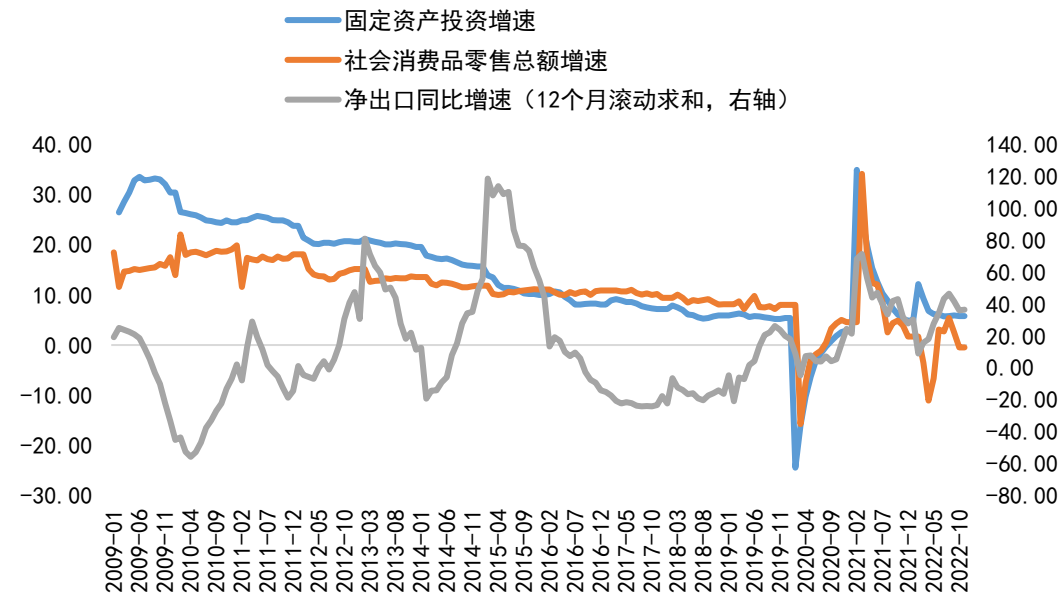
3.1. 以史为鉴：2013 年的经验

2023 年面临着和 2013 年一样的宏观困境。我们通过对 2022 年和 2012 年在宏观基本面上的相同点和不同点，发现 2023 年的开局局面比 2013 年复杂的多，意味着 2023 年的经济提振会比 2013 年艰难许多。

首先，2022 年和 2012 年都处在经济周期的下行阶段，经济数据和前一年相比出现了明显的趋势性下滑，是典型的衰退期。2012 年国内 GDP 逐季下滑破 8%，虽然四季度经济小复苏回升至 8.1%，但全年投资增速和社会消费品零售增速持续下滑，只有进出口数据表现相对较好。2022 年 GDP 低速运行，投资消费增速下滑明显，鲜有起色，也只有进出口数据相对强劲。

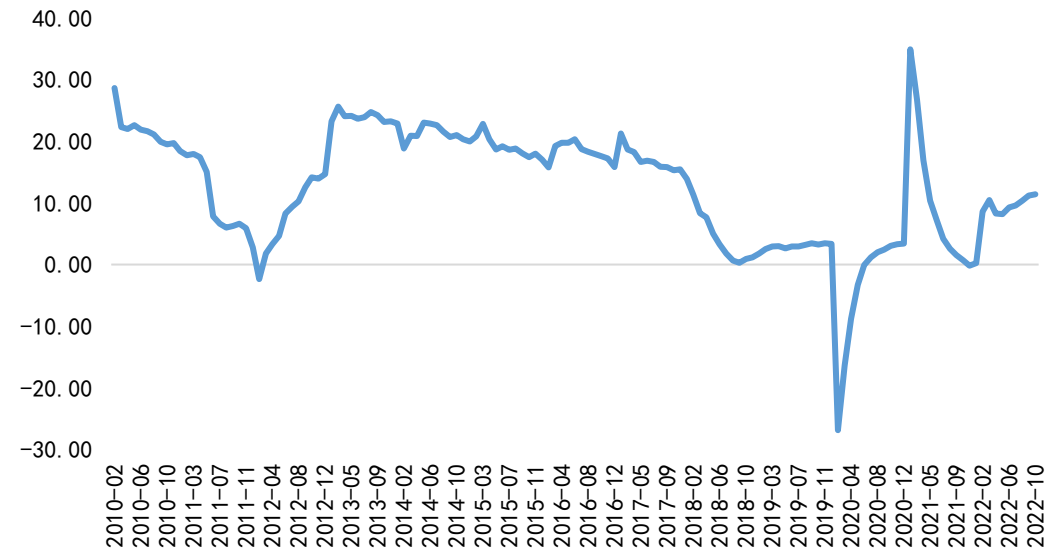
除了经济数据的类似外，2012 年财政政策同样以基建投资发力托底经济，2012 年 2 月基建投资增速跌至 -2.36%，是历史上首次出现负增长，随着发改委核准项目落地，基建投资增速一路回升，到 2013 年 3 月达到了基建投资周期的阶段性高点 25.6%。2021 年 11 月，基建投资增速出现负增长，2022 年政府债发行规模同比继续大幅上升，基建投资再次发挥其逆周期的托底作用，2022 年 10 月基建投资累计同比增速回升至 11.39%。

图 3.1：三驾马车表现（单位：%）



资料来源：Ifind 南华研究

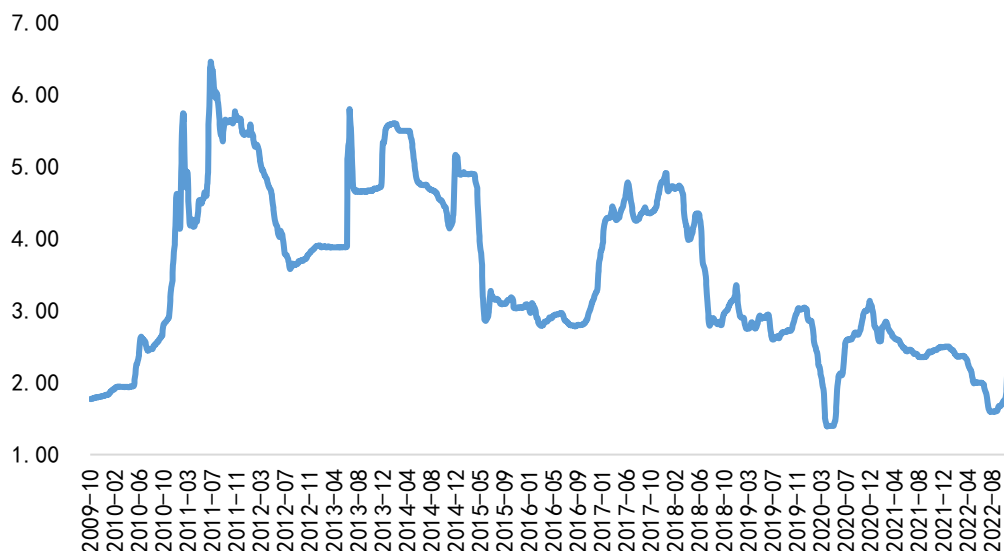
图 3.2：基建投资增速（2010 年至今，单位：%）



资料来源：Ifind 南华研究

由于经济的不景气，2012 年的货币政策维持了宽松的基调，年内实行了两次降准和两次降息，累计降准 1%，贷款利率累计下降 0.56%，货币资金利率持续下行，3 月期 Shibor 从 5.4% 下降至 3.8%。2022 年，1 年期 MLF 利率累计下调 0.2%，存款准备金率合计下调 1%，3 月期 Shibor 从 2.5% 一度下滑至 1.5%，之后又回升至 2.1% 左右。

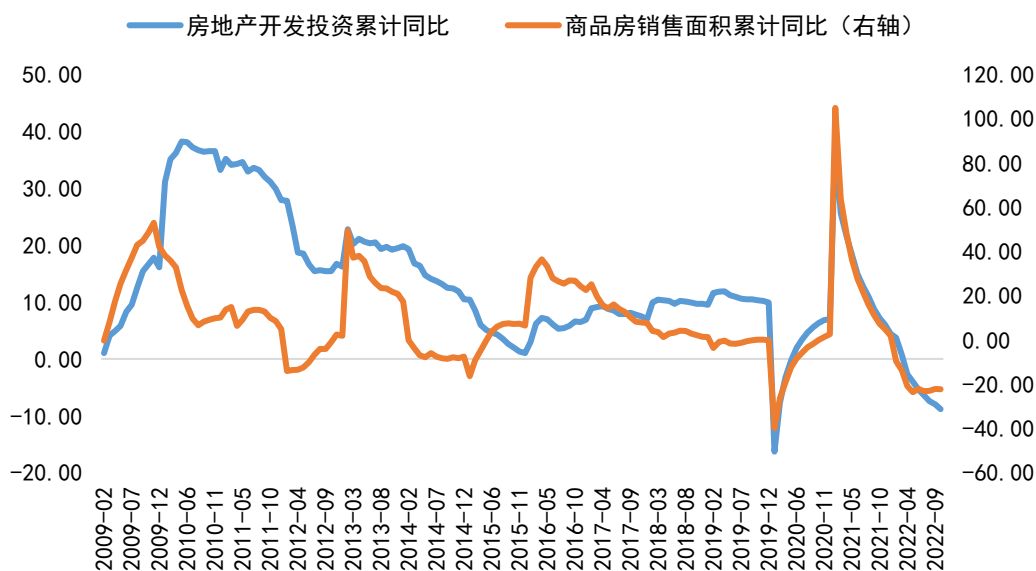
图 3.3: 3 月期 Shibor (单位: %)



资料来源: Ifind 南华研究

虽然 2022 年和 2012 年在经济和政策方面存在一定的类似性,但也存在着明显的不同。第一,2012 年年末至 2013 年初的复苏可能更多依赖地产周期的发力,而 2022 年地产行业是非常明显的出清阶段。我们看到 2012 年年中商品房销售开始复苏,房地产投资从 2012 四季度开始触底反弹,持续至 2013 年一季度再次走弱。第二,2012 年美国仍处在 QE 周期当中,而 2022 年美国却是强势加息周期,显然 2022 年的外部环境压力远大于 2012 年。第三,2012 年没有疫情的困扰。因此,虽然 2022 年和 2012 年有着经济下行周期的特征,但面临的境况却棘手得多。

图 3.4: 商品房销售和房地产开发投资增速 (单位: %)



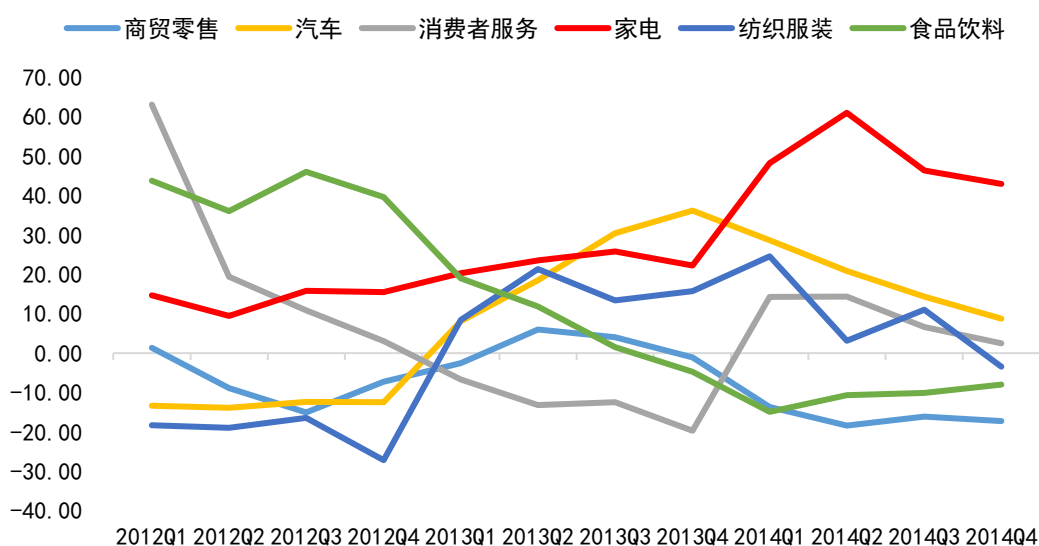
资料来源: Ifind 南华研究

从经济数据结果来看，2012 年底至 2013 年初的复苏未能延续，2013 年二季度开始经济状况陷入了僵局。综合 2012 年中央经济工作会议和 2013 年两会报告的基调，可以看到 2013 年的政策基调是积极的财政政策和稳健偏松的货币政策，并强调了扩大内需战略方针，要发挥消费的基础作用和投资的关键作用。我们认为政策基调符合当时的宏观境况，但经济在这样的基调下未能起色的根源在于**缺乏刺激经济的核心政策**。

投资方面，2013 年 3 月开始房地产调控再次加强，国务院出台了《关于继续做好房地产市场调控工作的通知》，让房地产市场迅速降温，房地产开发投资也随之走低，拖累了整体投资增速。虽然 2013 年积极财政继续朝着基建发力，但在 2012 年的高基数下，基建增速仅是维持相对高位，而且基建投资在固定投资中的占比有限，对于整体投资增速拉动作用不显。自 1998 年住房市场化改革以来，房地产一直是国内扩大内需的主要抓手，基建和制造业投资的占比依然有限，因此，2013 年楼市调控落地后，投资增速仅能勉强维持温和下行，2013 年全年固定资产投资增速较 2012 年下滑了近 1%。

消费方面，2013 年 1 月底商务部发布《关于进一步做好扩大消费工作的通知》，里面提及完善流通体系、搭建促销平台，鼓励发展信用消费等措施。具体的措施需要地方政府去跟进落实，例如 2013 年浙江省政府在 8 月发布的《关于进一步做好扩大消费工作的意见》中对搭建消费平台有非常详实的规定，要求省级特色商业街达到 30 条、特色旅游商品购物商店 100 家，切实发展夜市经济等。我们看到从中央政策出台到地方落实存在较长的时间差，并且具体的政策也由地方政府把握，由此可以看出消费提振的变数比投资多。2013 年社会消费品零售总额增速较 2012 年下降了 1.3%。如果结合上市消费类公司的业绩可以发现，2013 年日常消费公司的业绩表现较差，主要是受白酒拖累，而可选消费却很亮眼，其中可选消费中的汽车和家电表现特别好，而这大概率仍是受益于地产周期，因为汽车和家电属于地产后周期板块。

图 3.5：上市公司消费板块归母净利润增速（2012-2014 年，单位：%）



资料来源：Wind 南华研究

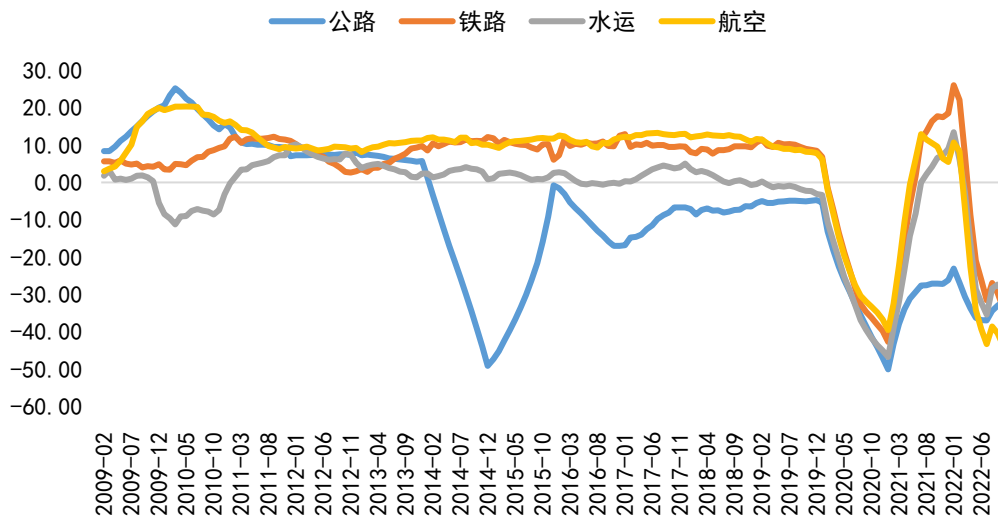
综上，可见地产周期对国内经济周期的影响力十分明显，2013 年楼市调控后地产周期走弱，遏制了整体经济的复苏程度。我们适当往后展望，在 2013 年经济下行后，

整个经济的恢复要一直等到 2016 年，可能很多人认为 2016-2017 年的经济复苏更多得益于供给侧改革，但其实 2015 年 6 月推出的棚改货币化带来了新一轮的地产周期，并造就了恒大、碧桂园、融创等房企的辉煌时代。2012 年开始国内强调调结构、促改革，大力发展创新型经济，但从当时到现在的几轮经济周期来看，新经济固然为经济提供了新增长动能，但其体量和对经济总量的拉动仍需要房地产的配合。因此，房地产周期对经济的作用仍需重视，2022 年的经历无疑是再一次印证了房地产对经济的影响力。同时，从 2013 年提振消费的过程来看，从政策出台到落地再到出效果变数很大，积极的政策并不等同于向好的消费结果。简单来说，**从过往经验来看，仍要重视地产的作用，要明白积极的政策基调并不等于积极的实际效果，期间变数颇多，容易造成预期差。**

2022 年 12 月 7 日中央政治局会议召开研究 2023 年经济工作，提到明年要“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，有效防范化解重大风险，推动经济运行整体好转”。此次会议再次印证了**政策重心回归经济增长**。在具体的经济政策方面，我们再次看到了熟悉的字眼“要着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用”。这个提法也不稀奇，在 2014 年、2019 年和 2020 年我们都曾经在相关政策文件中看到过这个提法，但在出口大概率回落的 2023 年，投资和消费会如何发力显得非常关键。

其实在 2022 年 4 月国务院发布过《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，里面提到了促进消费恢复的措施合计 20 条。但这些措施显然未能提振 2022 年的消费情况，原因就在于国民经济畅通循环要求打通生产、分配、流通和消费四个环节，但疫情的反复阻断了这四个环节的衔接，尤其是流通环节存在很大的阻碍，让这些措施难以见效。四大交通工具的客运量数据可以一定程度反应出这个问题（见图 3.6）。

图 3.6：四大交通工具客运量同比增速（单位：%）



资料来源：Iifind 南华研究

因此，提振消费的第一步还是要让流通环节重回顺畅，而这取决于疫情政策。在 2022 年年末，国内疫情防控措施超预期放开，但从疫情放开到流通环节重回顺畅需要花费多久是未知数，即使我们看到了流通环节重新畅通，也只是迈出了消费复苏的第一

步而已。但是，也正由于流通环节的不畅，导致我们很难估计当流通顺畅后消费的复苏程度。现阶段，我们能看到的就是消费预期向好，但实际效果未知。参照 2013 年的经验，一方面我们要关注后续消费是否会有更多增量政策出台，地方有没有及时跟进落实，另一方面，政策出台落实后，实际效果也不一定会如预期，这里就容易产生预期差。

如果明年要全力促进经济恢复，那今年用的投资抓手估计会延续，新型基建、制造业投资和低碳的发展恐会继续受到政策优待。我国的基建建设大部分由政府专项债支持，在今年基建投资基数相对较高的情况下，明年想要继续在这块发力需要更大规模的专项债规模来支持。防疫三年和房地产行情的出清大概率让地方政府的收支不平衡，在这种情况下，基建建设的融资是 2023 年需要关注的第一个点。第二，诚如上文所说房地产的作用依然很关键。虽然房住不炒的总基调没变，但房地产调控的具体措施权限大部分都转移到了地方。今年我们已经看到了不少地方在房地产销售方面的优惠措施，但因为保交楼等原因，销售并没有起色。如果 2023 年要全力稳增长，那房地产行业的利好恐怕不会停在“三支箭”落地上，提振地产的其他措施有希望跟上，这是 2023 年需要关注的第二点。

其实无论是消费还是投资，很大程度上需要地方政府发力去作为，这时地方政府财政收支的问题就成为了核心矛盾。2022 年中央加大了对地方财政的转移力度，就是帮助缓解地方财政状况的一个方式，但授人以鱼不如授人以渔，最近我们也看到了一些关于改善财政收支办法的推测，例如构建中国特色估值体系和盘活国有资产等。我们曾经也探讨了中国特色估值体系的内涵，通过分析 A 股历史估值的变化，我们认为 A 股市场的估值最终锚定的是资产回报率（详见《从历史看中国特色估值体系的内涵》）。因此，这条路径是否能够有效改善财政收支不平衡的问题，需要看后续有没有具体措施去跟进落实，否则只能是股票市场转瞬即逝的炒作题材。

综上所述，2013 年的历史经验告诉我们要提振经济需要出台对症的核心政策。2023 年提振经济的核心在消费和投资，而这背后需要改善地方财政的收支问题。因此，**2023 年对内需的跟踪可以落到三个方面：1、关注和地方收支方面相关的政策；2、顶层对消费和投资的安排；3、地方是否跟进落实顶层的要求，尤其关注基建融资和房地产政策。**

3.2. 2022 年的借鉴意义？

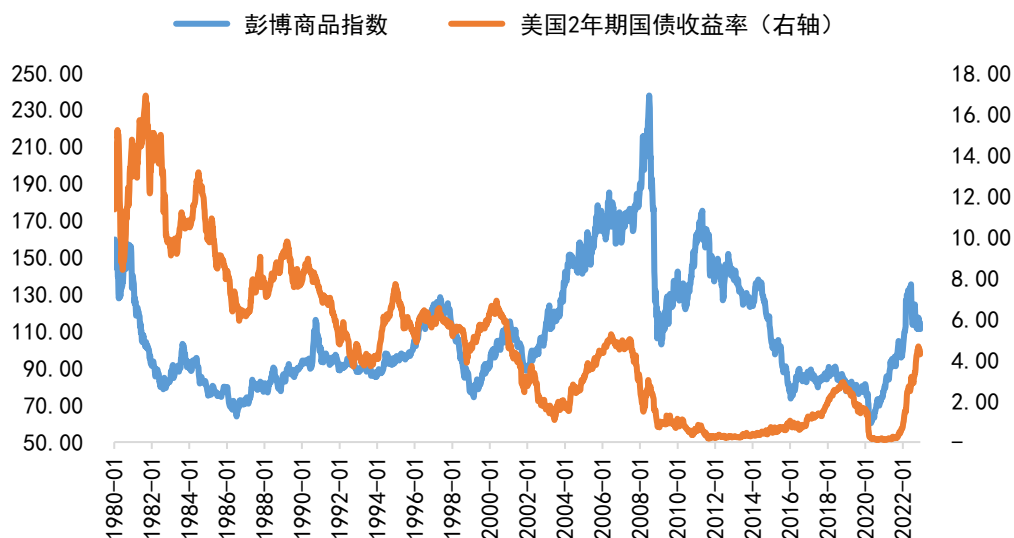
回看 2022 年的政策，我们会发现提振内需方面的财政收支改善、对消费和投资的安排都有相应的措施，但现实结果却是经济在持续下滑，那么造成政策和实际效果存在差距的原因是什么呢？

第一，2022 年各地疫情散发和防疫政策加大了财政收支改善的难度，在疫情爆发的第三年，疫情给经济带来的困扰远远超过了第一年，这是超预期的。同时，也正是疫情的存在，让消费的提振难上加难。第二，房地产行业的下行幅度和对经济的拖累超预期。楼市销售困难与房企融资渠道的受限，很容易抽干房企的现金流，作为一个高负债率的行业，意味着行业风险大增。2022 年房地产行业显然因此陷入了负反馈循环，拖累了整体经济。第三，俄乌冲突进一步推升大宗商品价格，国内中下游利润承压，尤其对制造业来说成本压力大增，而制造业近些年对国内 GDP 的贡献率超过 20%，即原材料大幅涨价会给经济带来明显的压力。

2022 年掣肘经济增长的主要问题或许在 2023 年都会得到不同程度的破解。第一、当下，疫情防控基本接近完全放开的状态，那么第一个原因带来的困扰在 2023 年有望

消散。第二，房企融资的三个口子重新畅通，有助于缓解房企的现金流压力，但楼市销售的恢复仍是未知数，但我们已经看到了房地产行业从负反馈中跳出的希望。第三，随着美联储的激进加息，全球总需求下滑的大背景下大宗商品价格出现了回落。从历史经验来看，美国加息后大宗商品先是受益于经济的强劲价格继续上行，但之后会随着总需求的下滑而走弱，等到美国降息，再次激活总需求后，大宗商品才能重回升势。2023 年美国不一定会降息，即使降息也接近年底，那么即使大宗商品的供应不如以往弹性大，但需求的抑制仍会阻止其价格的上行，因此，国内中下游尤其是制造业的压力会得到缓解。

图 3.7：美国 2 年期国债收益率 VS. 彭博商品指数



资料来源：Bloomberg 南华研究

简单来说，2022 年的可借鉴之处是提醒我们在 **2023 年继续关注疫情、地产和大宗商品价格的变化。**

2023 年股票市场能否起“势”核心在盈利，更在内需。借鉴 2013 年的经验，跟踪内需提振有三个路标：1、地方财政收支相关的政策和变化；2、顶层对消费和投资的安排；3、地方是否跟进落实顶层的要求，尤其关注基建融资和房地产政策。与此同时，从 2022 年的经验教训提醒我们在事情演绎发展的过程中，不能忽视疫情、地产和大宗商品价格的变化。只有以上三个路标满足预期，以及三个关注点没有超预期的变化，内需的提振才能顺理成章。

第4章 顺势而为

站在当下展望 2023 年，我们认为股票市场在外部冲击压力减轻和内部政策重归稳增长的状况下已经具备了走牛的基础。但是有了走牛的基础并不意味着就能走出牛市。牛市不是喊出来的，而是走出来的。股指中枢每上一个台阶都需要基本面基础，只有一步步印证基本面的牢靠性，股指才能节节高升，走出牛市。因此，我们对 2023 年股票市场的操作建议是：**采用趋势策略，顺势而为。**

首先，既然我们确认股票市场已经具备了走牛的基础，意味着股指的后续可博弈空间已经打开，此时最重要的是要入场，即需要建立一些仓位以进行后续的博弈，也避免踏空可能出现的牛市。

其次，考虑仓位调整的原则。如果 2023 年股指能够完成一轮上涨趋势，那么大概率需要证实以下三个阶段的市场预期。第一阶段，即当下，市场对 2023 年的核心政策抱有积极预期，最近乐观的市场情绪也源于此，12 月 7 号的政治局会议只是在基调上印证了市场预期，但具体政策的印证需要等到 2022 年 12 月的中央经济工作会议和 2023 年 3 月的两会。第二阶段，地方对核心政策的跟进落实情况，包括但不限于楼市政策、疫情后的经济恢复政策、盘活国有资产等。地方的跟进是比较难全盘跟踪的，可以盯住“领头羊”的举措，因为领头羊的举措一般具有示范意义。第三阶段，看最为客观的经济数据是否印证经济的复苏。以上三个阶段不一定会按照时间顺序出现，但一旦有所印证就意味着上升趋势的基础变得更牢靠，也会是比较好的加仓时机，反之，则需要重新考虑仓位比重。

4.1. 规模指数优选 IH 和 IF

我们认为 2023 年国内经济政策的意图更倾向于经济总量的增长。当经济总量增长时，在市场中拥有更多份额的大公司大概率受益更多。同时，根据我们对期指跨品种轮动的研究，当盈利预期走强、流动性边际收紧时，IH 和 IF 会跑赢 IC 和 IM。2023 年，我们面临的局面是国内盈利预期改善，国内流动性边际易紧难松，一方面美国利率终点未到，遏制国内流动性宽松空间，另一方面如果内需复苏，市场信贷需求有望回升，带动资金利率回升，因此，我们认为 2023 年 IH 和 IF 大概率会遵循历史规律继续跑赢 IC 和 IM。

4.2. 风格倚重价值

究竟如何定义价值和成长？在我们看来这两者最大的区别就是市场对其未来的盈利潜力的预估存在区别，成长股顾名思义拥有极大的盈利成长空间，但这个盈利空间是还未兑现的，因此，市场愿意给予很高的估值溢价，而价值股是经营相对成熟的企业，其盈利能力和盈利增速都相对稳定，市场给予的估值空间也会相对稳定。虽然不是特别贴切，但我们可以理解为成长股寄托于梦想，而价值股更看重当下。充裕的流动性会驱动梦想，但很难改变当下，因此，成长股总是在流动性佳的时候表现突出。

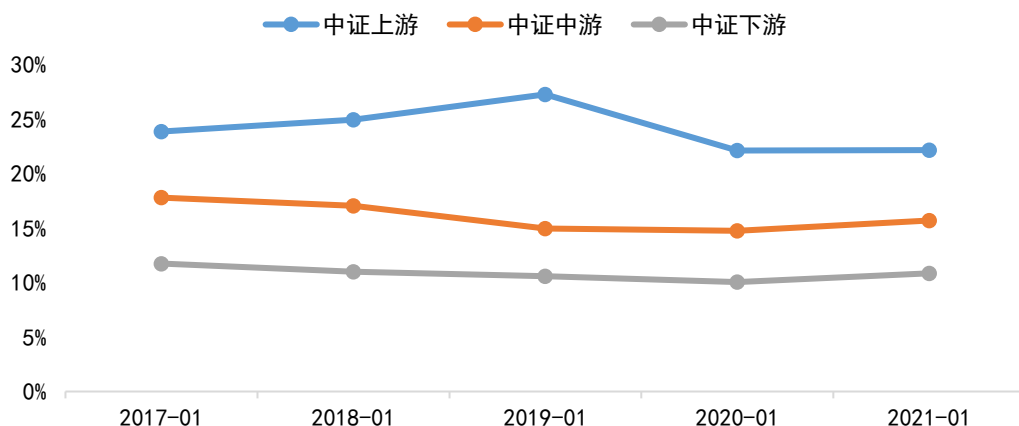
目前看 2023 年市场的焦点并不在流动性，且流动性即使出现变化，大概率是朝着收紧的方向发展，而不是更宽松，因此，我们认为 2023 年风格上价值的表现会更佳。

4.3. 主题关注下游

2022 年 11 月反弹开始前，中证中游和下游指数年内累计下跌了 29% 和 28%，而中证上游只下跌了 9.9%。上游受益于大宗原材料的涨价，表现远远超过了中下游。2023 年随着大宗商品价格的回落和疫情阴霾的消散，中下游产业链的表现有望出现反转。其中，下游的业绩弹性可能会比中游更好一些，毕竟下游更倚重内循环，而主要成分是工业和信息技术的中游，海外营收的占比明显高于下游，有可能会受到海外总需求放缓的

拖累。

图 4.1：中证上中下游指数海外营收占比状况（2017 年-2021 年）



资料来源：Ifind 南华研究

4.4. 风险和预期差的可能性

年度展望中最容易犯的错误就是将当下行情演绎的逻辑线性外推至全年，从历史教训看，要预判来年会发生什么新变化很难，但新变化出来后又觉得似乎是有蛛丝马迹可循的。所以，有的时候就会发生结果看起来和预想的差不多，但中间过程已经天差地别，历经千帆。

第一，在前面的论述中，我们将明年的外需回落定义为大概率事件，但随着部分省商务团出海抢订单的消息传来，明年外需回落的程度会不会和现在的认知存在预期差？

第二，根据现有的分析结果，美联储明年货币政策转向降息的概率是有的，最可能发生的时间点是 2023 年四季度。但是我们须得承认，当前的市场预期大部分基于当下已知的情况，且很多考量是从美国本身的视角出发的，很少将中国 2023 年的变化，以及中美之间的互动联系放入分析之中。因为中国 2023 年的经济复苏本也是一个需要边走边看的事件，现阶段基于此再推演对美国的影响会让分析结果的参考意义不大，但是也正因为缺乏了这一块内容，我们需要对美联储货币政策的变化继续保持警惕心理。

第三，本次年度展望中的基调偏积极乐观，但确实也需要考虑如果一切都不及预期的情况下，股指的下行风险有多少，低成本仍旧非常关键。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点