



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

审势相机 静待破局

摘要

2023 年一季度 A 股整体锚定经济复苏乐观预期，趋势向上，但随着经济强复苏的阶段性证伪，和海外风险事件的冲击，A 股出现明显回撤并陷入趋势混沌期。站在一季度末，我们对于 A 股走牛的观点和采用趋势策略的操作建议并未改变，但在二季度我们需要看到让 A 股趋势混沌突破的信号才能继续加码。

我们认为 A 股在二季度的运行核心仍锚定在内需恢复上，但年度展望中此前我们给出的市场上涨的三段待验证预期（核心政策预期、地方对核心政策的落地情况以及客观经济数据）出现了不同程度证伪，结合基本面的演绎，我们修正了对二季度行情跟踪的方向标。

在策略操作上，我们依然推荐顺势而为，如果新的方向标能够证实或部分证实就大胆加仓，如果被证伪则继续观察，静待破局时机。

风险点：市场和美联储对后续货币政策的预期差、出口回落预期差、地缘政治风险

目录

第 1 章	市场核心矛盾仍在盈利	4
第 2 章	内需路标的变化	5
2.1.	三大关注点的积极变化	5
2.2.	路标的修正.....	7
第 3 章	外围扰动不确定性分析	8
3.1.	美货币政策影响逐步由空转多	9
3.2.	风险事件如何观测以及 A 股表现	11
第 4 章	审势相机	14
4.1.	标的选择的两难	14
4.2.	风险和预期差的可能性	14
免责申明	16

图表目录

图 1.1: 3M shibor 显示利率当下处于历史地位, 货币政策仍在宽松周期 (%) ..	4
图 1.2: 全球主要国家制造业 PMI 下行, 外需疲软已有预期.....	5
图 2.1: 30 大中城市商品房成交面积.....	6
图 2.2: 南华工业品指数和 PPI 同比.....	6
图 2.3: 财政收入比重分布.....	7
图 2.4: 中央转移支付和税收返金额同比增速 (年度)	8
图 3.1: 美国长短端利差严重倒挂.....	9
图 3.2: 美国联邦基金利率期货反应美联储 12 月隐含利率变化 (%)	10
图 3.3: 过往美联储预期“最鹰时刻”加息预期.....	10
图 3.4: 一季度末美联储加息路径预期	11
图 3.5: LIBOR-OIS 走势 (%)	11
图 3.6: TED 利差走势 (%)	12
图 3.7: 沪深 300 指数走势涨跌幅度	12
图 3.8: 海外疫情爆发引发系统性风险时大类资产表现.....	13
图 3.9: 海外疫情爆发引发系统性风险时北向资金流动情况 (百万元)	13

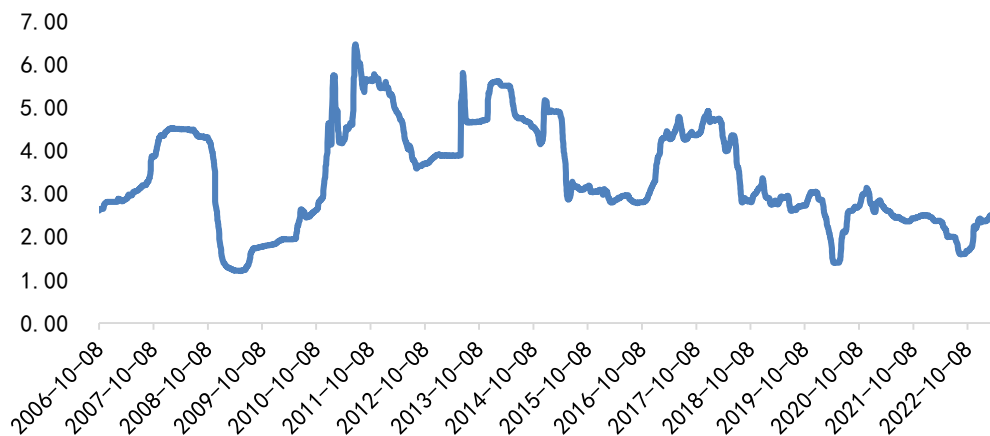
第1章 市场核心矛盾仍在盈利

在 2023 年年度展望报告中，我们分析认为：权益市场的核心矛盾在于盈利，而不是流动性，其中盈利部分中内需的重要性高于外需。一季度股市行情走势仍符合这一逻辑，同时后续预计这一市场运行核心矛盾将继续生效。

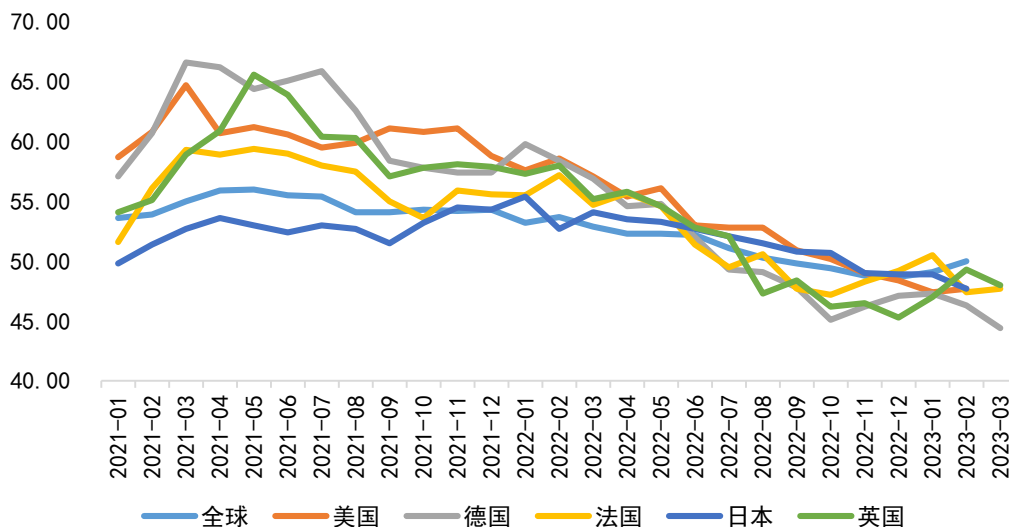
2023 年一季度，股市中枢主要受盈利驱动，锚定经济预期。A 股震荡上行主要受经济复苏乐观预期提振，而流动性边际收紧有所缓和，对市场影响有限，外需由于加息以及海外生产有所修复持续回落，但市场已有预期，所以对其表现也相对平淡。季末股指向下超预期修正幅度扩大则主要受到外围扰动。

具体来看，从 2022 年 12 月底，疫情防控政策放开之后，感染高峰逐步过去，在经济复苏的强预期之下，作为经济晴雨表股市大幅上行，表现为以消费、金融地产为代表的蓝筹股领涨。但是经济复苏强预期需要得到证实，并有进一步经济上行驱动才能助推下一段 A 股上涨行情，因而我们看到 1 月底经济复苏强预期在股市基本定价完成后，A 股平台整理等待经济数据验证。但是进入 2 月，无论是春节后的消费数据，还是月中公布的 1 月信贷数据均较为“平淡”，政策面也没有增量信息，因而股市持续维持震荡，进一步等待。到了 3 月，市场等待的经济复苏强预期不但未得到证实，反而由于两会对于 2023 年的 GDP 增速目标定在“5%左右”，强预期（市场预期在 5%以上）落空，此前在强预期驱动下的股市中枢进一步向下修正。虽然后续 3 月中旬公布的社融数据结构和总量均有一定程度的好转，但是 CPI 和 PPI 数据均超预期回落，反应消费低迷和企业盈利增长偏弱状况仍在，在政策没有加码的情况下，经济预期继续下沉，而 3 月公布的 1-2 月出口数据，虽然出现同比增速负增长，但是全球主要国家 PMI 均向下的情况下，外需的疲软在预期之中，已经被市场消化，因而外需并未对走势产生明显影响。此外，央行 3 月 18 日宣布将降准，叠加外围美欧银行风险事件的爆发以及美国失业率走高，美联储加息路径偏鸽，综合导致在流动性边际收紧的环境中，市场对于未来货币政策预期转松，但是从股市表现来看，流动性的变化并未对市场有明显的扰动，进一步佐证了在宽松的大周期中，流动性的小幅调整对于股市的助力有限。

图 1.1：3M shibor 显示利率当下处于历史地位，货币政策仍在宽松周期（%）



资料来源：Wind 南华研究

图 1.2：全球主要国家制造业 PMI 下行，外需疲软已有预期

资料来源：Wind 南华研究

综合来看，年度展望所提到的股市运行主要矛盾与逻辑仍成立，并将继续有效。从内外需而言，在国内外经济周期错位的情况下，内需对于盈利的提振更值得期待，外需继续受美联储政策收紧路径影响，高利率预计将继续对外需造成压制，因而外需对于盈利拉动贡献预计仍不足。同时，流动性层面如前所述，边际小幅变化不足以撼动股市。因此股市运行核心仍在于内需，即经济预期决定股市运行方向。此外，一季度末外围干扰产生利空影响时，A 股下修幅度明显扩大，并一定程度限制主逻辑生效。因此二季度重心在于内需，同时关注外围美联储加息和风险事件的走向。

第2章 内需路标的变化

在年度展望中，我们提出 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。同时，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。一个季度后，当我们再次审视内需路标时，会发现有些路标已经阶段性证实/证伪，这意味着我们对内需的跟踪需要进行迭代更新。

2.1. 三大关注点的积极变化

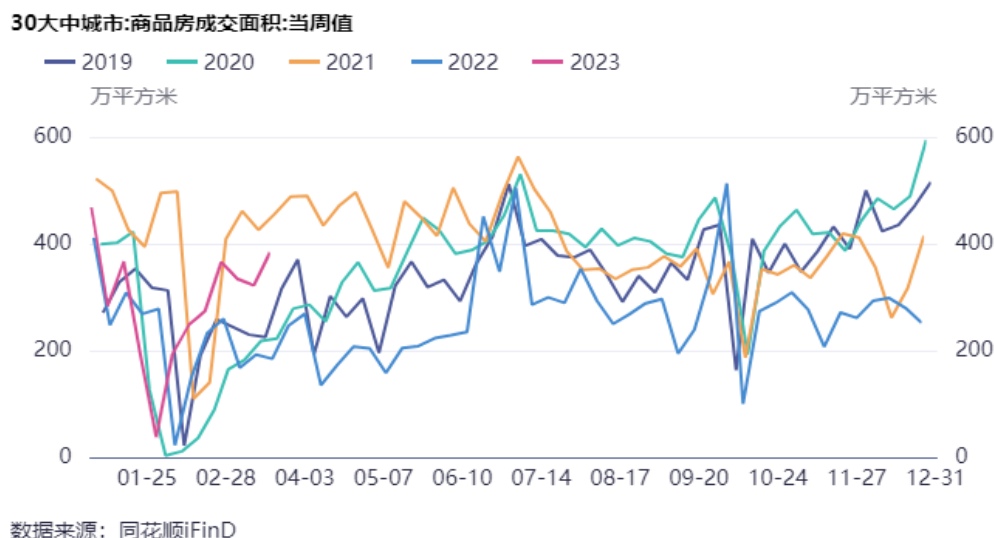
2022 年国内政策发力明显，但经济提振效果有限，我们在年度展望中反思了政策效果偏弱的原因有三，分别是疫情扰动、地产行业超预期下滑以及大宗商品价格高企。据此，我们也提出今年内需跟踪需要特别注意上述三个方面。开年至今，我们认为上述三个关注点的变化对内需提振有利，也意味着如果当前良好的情况能够持续，政策效果会更佳。

首先疫情的扰动目前看已经逐渐消散，尤其是流通环节的重新畅通，激活了经济的

自身修复。至于二次感染的风险，现在市场讨论此的声音也不多，而且在一次感染后迅速修复的前提下，我们认为大家对于二次感染的担忧会大幅降低，即使发生了对经济的扰动大概率也不会特别严重。

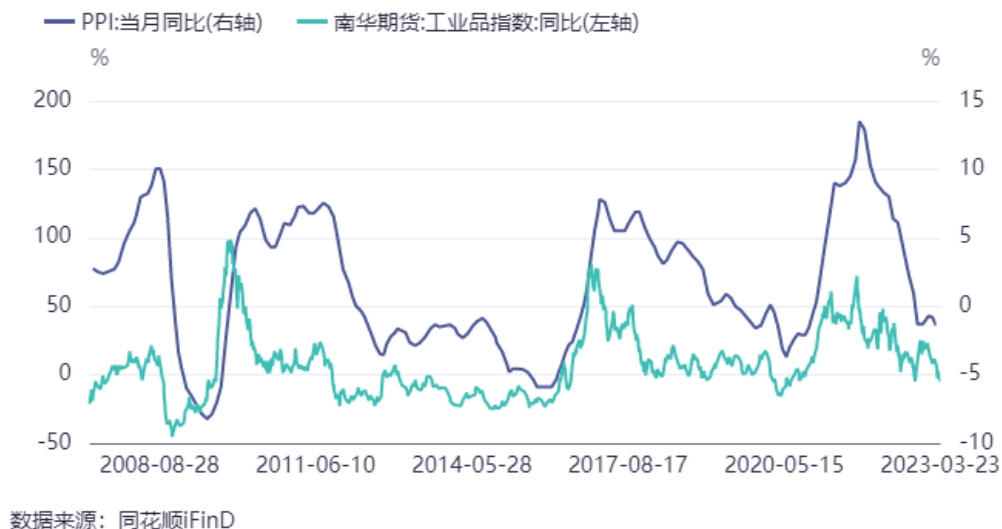
其次，我们重点关注的房地产市场在开年后一直的较为积极，一方面是商品房的销售情况已经和往年的正常水平相当，另一方面房地产开发投资增速和施工面积同比拐头往上，结束了去年的持续下滑状态。

图 2.1：30 大中城市商品房成交面积



资料来源：Ifind 南华研究

图 2.2：南华工业品指数和 PPI 同比



资料来源：Ifind 南华研究

另外,大宗商品价格在 2023 年维持低位震荡,以南华工业品指数的同比增速来看,后续国内 PPI 同比大概率继续下行,意味着国内制造业去年面对的高成本压力将有效缓解。在年度展望中我们简单论述了美国加息对大宗商品价格抑制的作用,显然这个逻辑正在起效,结合美联储当前对利率路径的态度,我们认为今年剩余时间内大宗商品价格的上行会继续受到抑制。

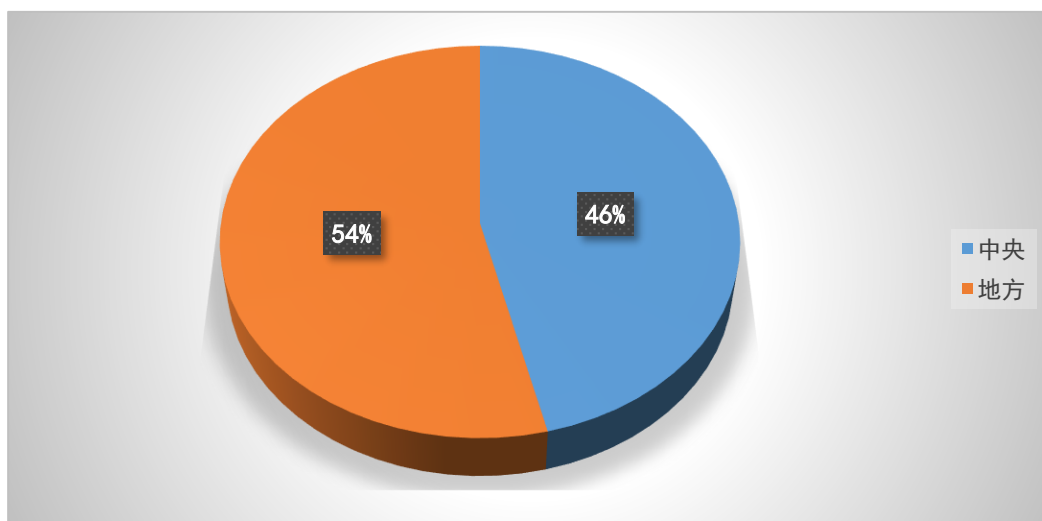
综上,2022 年扰动经济的三大关键问题都得到了不同程度的缓解,且疫情和大宗商品有利状态有望延续,这有助于内需的复苏。

2.2. 路标的修正

我们原来提及的三个路标和财政支出,尤其是地方财政收支情况息息相关。随着 2023 年财政预算报告的出炉,我们发现财政端的支持力度存在一定程度的预期落空。

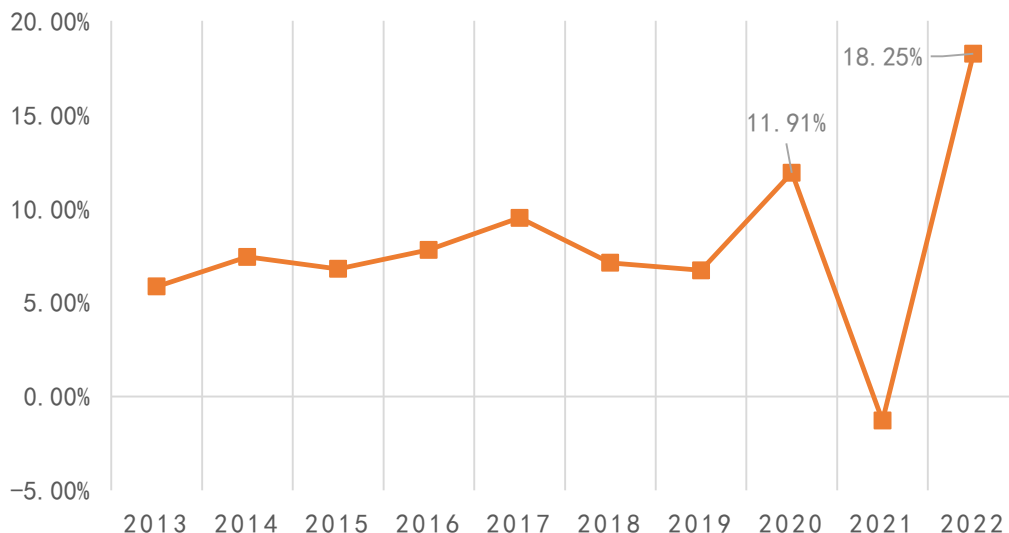
由于消费投资的扶持政策大部分都要依赖地方政府去落实,因此,地方政策是否有财力来支持这些政策就变得关键。近五年(2017-2021)中央和地方的财政的收入比重均值为 46:54,而中央和地方在支出上的比重为 15:85,可见,地方承担了更重的支出压力,也因此地方收入十分依赖土地出让、地方债和中央的转移支付和税收返还。在房地产行业步入下行周期以及地方债规模受限的背景下,中央的转移支付和税收返还对改善地方收入的作用显得尤为关键。从图 2.4 中可以看到,2013 年以来,只有 2020 年和 2022 年中央对地方的转移支付力度出现了明显的跃升,一次为了应对新冠疫情的爆发,另一次应对疫情扰动和经济下行的压力,转移支付额度增加了 18.25%,是近些年的最高增速。根据最新的财政预算报告,“中央对地方转移支付安排 100625 亿元、增长 3.6% (剔除一次性安排的支持基层落实减税降费和重点民生等专项转移支付后增长 7.9%)。”可见,今年的财政支持力度相对有限,那么市场原本期待的政策强刺激大概率是难以出现的,也意味着内需跟踪的路标需要进行修正。

图 2.3: 财政收入比重分布



资料来源: Wind 南华研究

图 2.4：中央转移支付和税收返金额同比增速（年度）



资料来源：Wind 南华研究

在年度展望中我们提到当时市场中已经有了一些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，但当时我们的观点是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。

时至今日，在原有路标有所落空的情况下，我们观察到了走盘活国有资产路线改善财政收支的可能性。

首先，从财政四本帐的收入占比来看，国有资本经营账本的收入占比不到 1%，但其潜力很大。据财政部数据，2021 年国有及国有控股企业的利润总额达到了 4.5 万亿，以此计算的国有资本经营利润上缴比例仅有 5.2%，如果后续国企利润上缴比例可以提升，那么对于财政状况会有明显的助益。我们认为**提升国企利润上缴比例是短期内能助力改善财政收入的有效手段。**

此外，要通过国有资本经营账本来改善财政整体的收支状况大概需要三个步骤：1、提升国有企业的分红比例；2、提升第三本帐调出至第一本帐的比例；3、继续加大中央对地方财政的转移支付力度（或者中央地方财政收入的分配改革）。**这三个步骤可以作为我们后续跟踪内需的新路标，值得注意的是如果要将国有资本经营账本的贡献率持续提升，那国企自身的盈利状况提升是非常重要的，这是能够持续产生现金流的前提。**2022 年报和 2023 年一季度的披露正在路上，这是验证国企利润表现的时间窗口。此外，目前提高国有企业分红比例已经有相关消息出台（中国移动和中国电信表示派息率将在 2023 年提升至 70%以上），但其他国企是否会跟进，我们仍需继续观察。

以上是从政策视角跟踪内需的思考，当然我们也不能忽视实际的经济数据变化，因此后续经济数据的表现也是内需跟踪的一个重要维度。

第3章 外围扰动不确定性分析

上文提到，当下外围扰动主要在于美联储加息路径以及银行风险事件。虽然说不至

于影响 A 股运行方向，但是会阶段性导致股市走势偏离度超预期。因而，外围扰动后续发展，也需要持续关注，由于不确定性较高，我们展开以下分析，辅助 A 股走势判断。

3.1. 美货币政策影响逐步由空转多

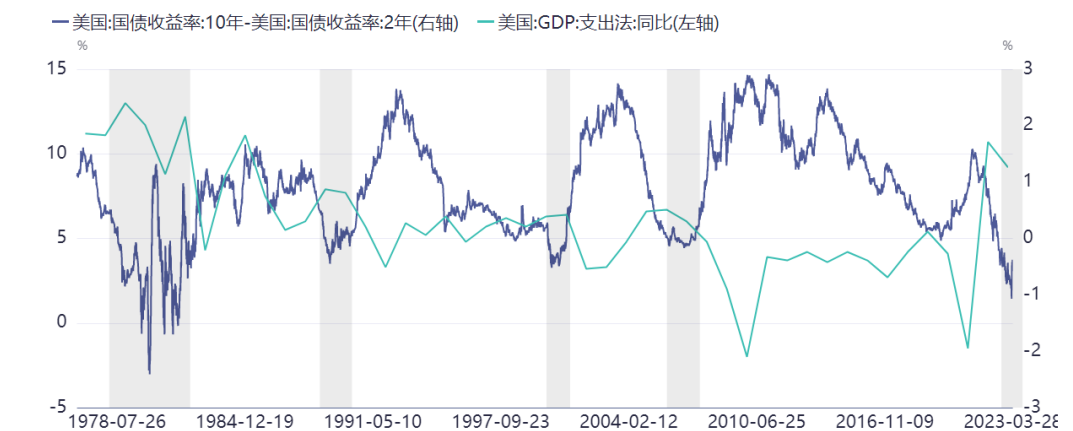
在年度报告中，我们提到，美联储加息对于 A 股走势的影响在边际转弱。从一季度的表现来看，基本符合预期。在一季度中，美联储加息预期经历数次鹰鸽转变，我们从美国联邦基金利率期货的隐含加息路径来看，市场对于美联储加息“最鹰”的时刻出现在 3 月 8 日附近，A 股基本在 2-3 个交易日内基本消化这一利空。此时，美国联邦基金利率期货对美联储利率峰值预期为今年 9 月达到 5.691%。

结合过往市场反应，我们认为美联储加息不会使 A 股进一步新低，甚至会逐步由利空压力转为利多支撑。

首先，从加息预期来看，数据显示，美联储加息峰值预期的最高点已过，这一预期在 A 股市场上的反应，也就是美联储加息对于 A 股影响最差时刻。若美联储加息打击股市再创新低，前提是加息预期超越此前“最鹰”，大于 5.691% 达到更高峰值。截至 3 月 27 日，我们从美国联邦基金利率期货预测来看，市场认为在 7 月开始降息的概率达到了 99.5%，即使年内没有降息，降息预期也使得美国货币政策对于 A 股的影响由空转多。

其次，美国经济、金融条件一定程度限制了美联储政策偏鹰，3 月的加息节奏反应了这一被动事实。在银行风险事件发生之前，由于美国经济数据支持美联储加息路径进一步延长，从鲍威尔发言来看也是将抑制通胀放在首要地位，以更高的利率遏制通胀，市场对于 3 月加息的预期最高时达到 75BP。但是银行爆雷之后，加息的并发症逐步显露，市场对于 3 月加息预期降至 25BP，甚至认为会停止加息，最终 3 月美联储加息 25BP，反应美联储加息受掣肘明显。即使银行爆雷属于个例，在美联储加息的环境中，有类似问题的银行承压是不可否认的事实，而美国长短端利差出现严重倒挂，且倒挂幅度已经明显超过 2008 年金融危机期间，这一信号在历史上出现，后续发生经济衰退可能性大，预计经济、金融环境将继续制约美联储偏鹰。

图 3.1：美国长短端利差严重倒挂

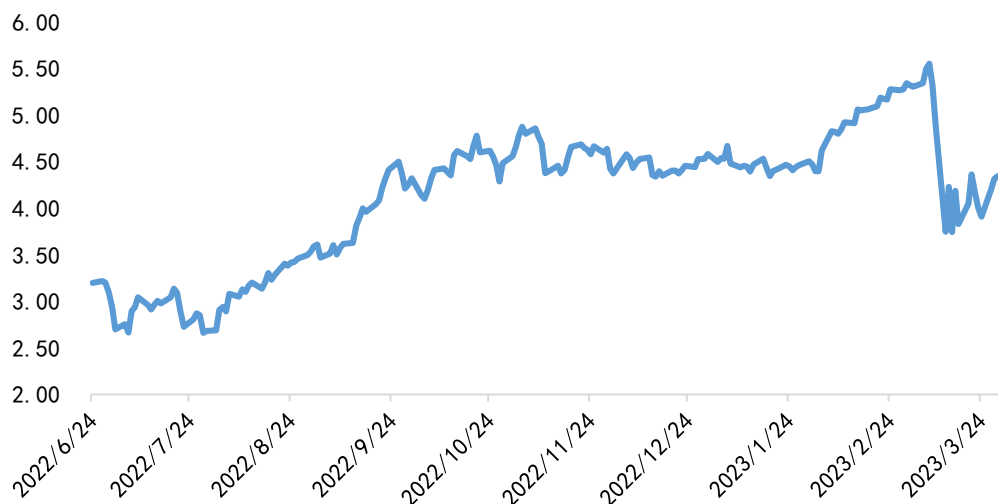


资料来源：Iifind 南华研究

所以综合来看，我们认为美联储加息对于 A 股利空压力仍在边际转缓，美联储加息

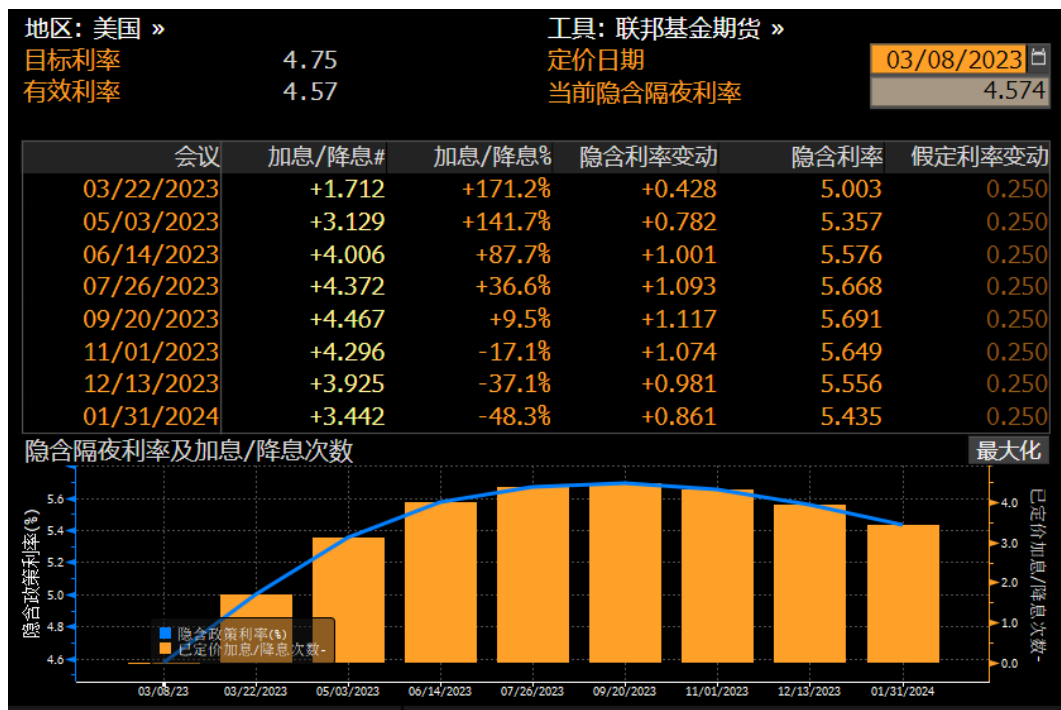
对于 A 股的冲击不会使得 A 股再创新低。后续年内即使没有降息，类似银行风险事件的冲击，政策偏鸽的预期也会对于 A 股形成一定的利多。

图 3.2：美国联邦基金利率期货反应美联储 12 月隐含利率变化（%）



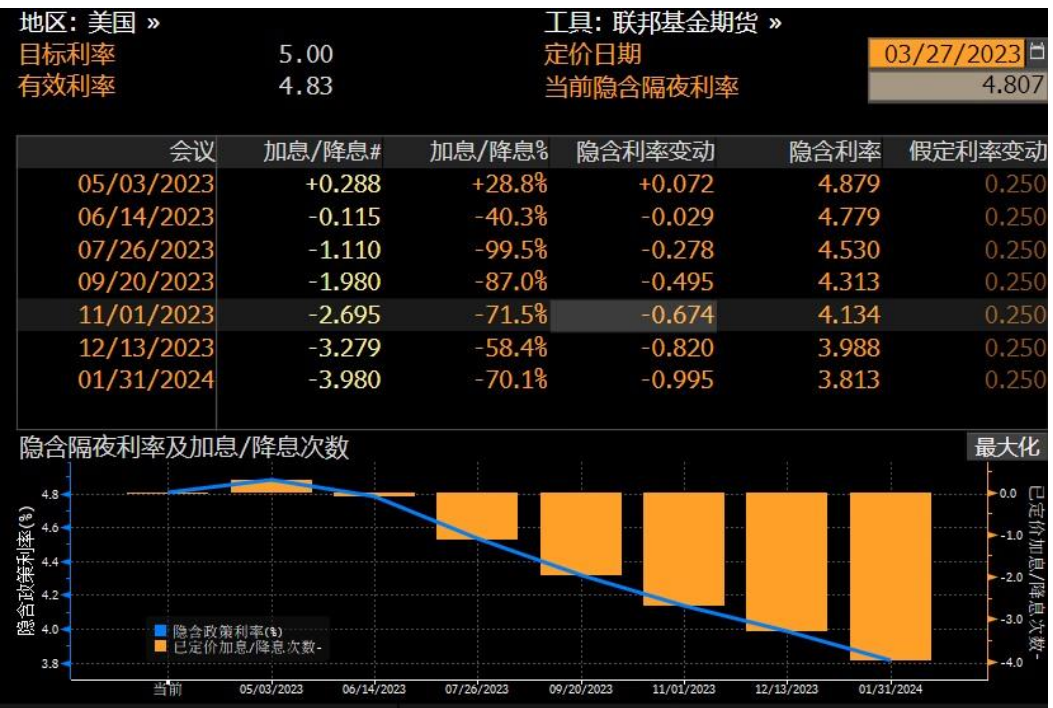
资料来源：Bloomberg 南华研究

图 3.3：过往美联储预期“最鹰时刻”加息预期



资料来源：Bloomberg 南华研究

图 3.4：一季度末美联储加息路径预期

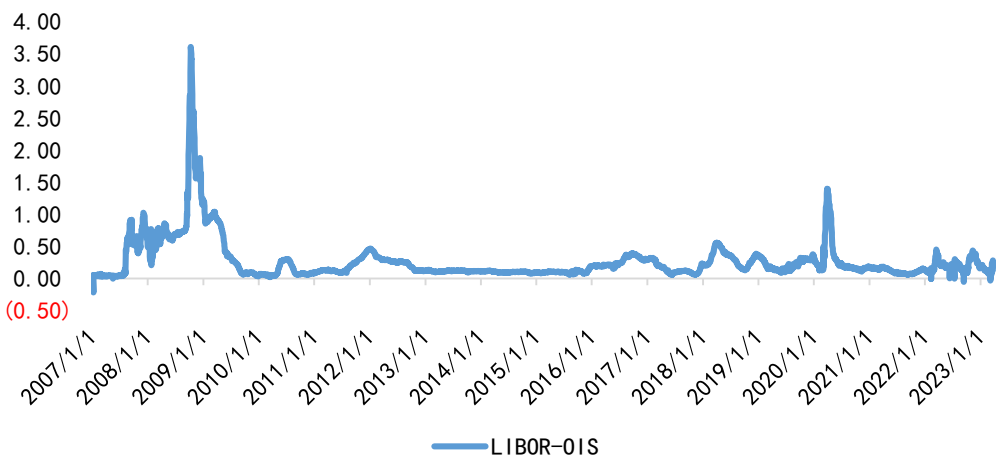


资料来源: Bloomberg 南华研究

3.2. 风险事件如何观测以及 A 股表现

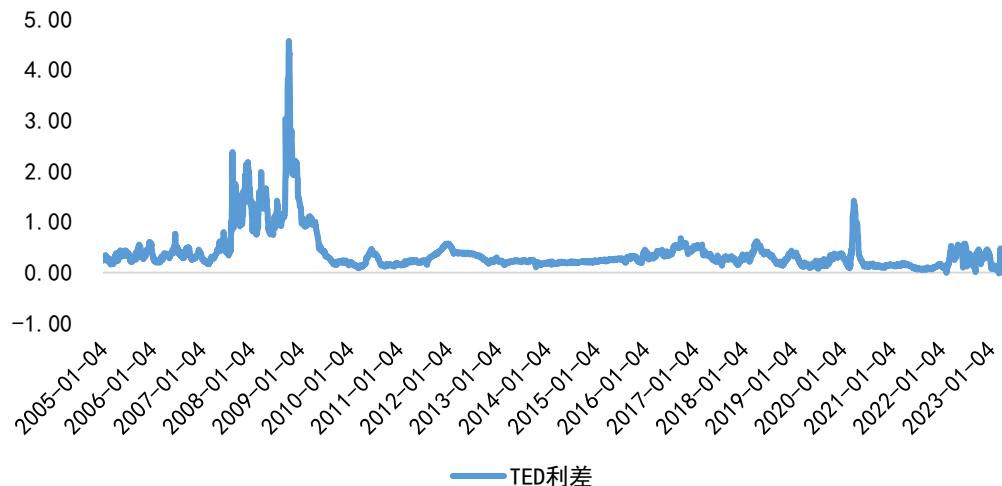
硅谷、瑞信银行等事件是否会发酵仍存疑, 如果平稳度过, 那么 A 股将继续回归交易主逻辑。但是金融系统性风险的特点之一在于突发性, 所以在暗流涌动的当下, 我们可以从以往危机时期 A 股表现, 了解外围系统性风险爆发时, A 股表现如何, 从而在危机到来时更好的应对。

图 3.5: LIBOR-OIS 走势 (%)



资料来源: Wind 南华研究

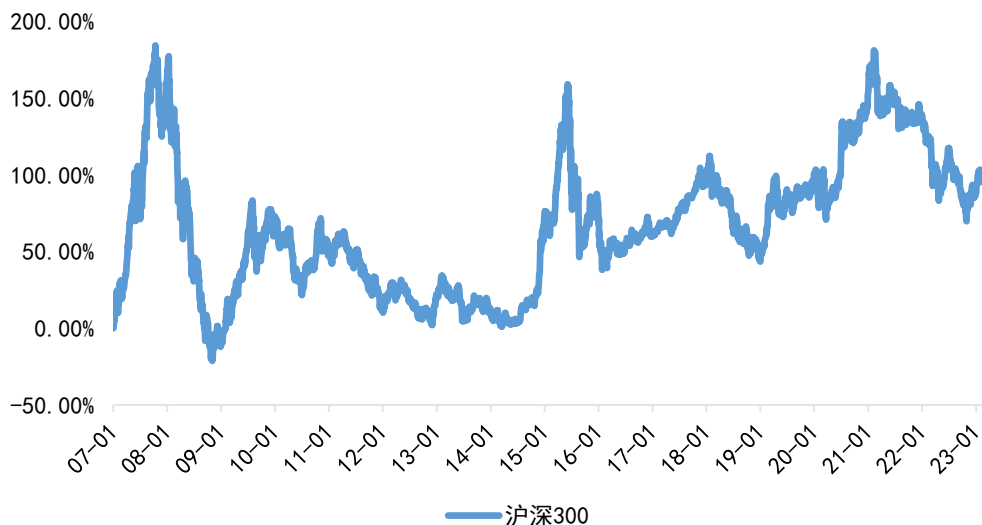
图 3.6: TED 利差走势 (%)



资料来源: Wind 南华研究

根据 TED 利差衡量流动性和信用风险, 并通过 LIBOR-OIS 利差观测银行体系流动性风险, 可以发现近 20 年, 外围出现过两次阶段性系统性风险, 分别在 2007 年 8 月中旬至 2008 年 10 月中旬, 以及 2020 年 3 月初至 4 月初。具体追踪当时 A 股涨跌归因:

图 3.7: 沪深 300 指数走势涨跌幅度



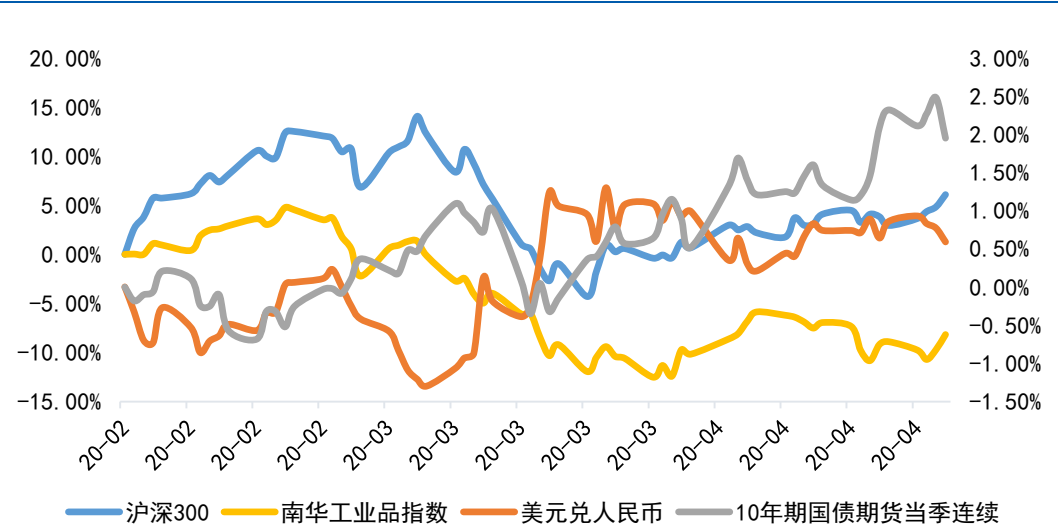
资料来源: Wind 南华研究

- 2007 年 A 股由于股权分置改革之后, 市场交投热情浓烈, 叠加国内经济继续保持两位数的高增长, 企业盈利高增, 流动性充裕。所以在危机初期, 2007 年 A 股并未对其有所表现, 直到 2008 年初在经历了 2007 年的紧货币周期, 叠加国内极端天气、地震等冲击下, 国内经济增速下降, 盈利与估值双双回落, 股市才开始在多方利空

压力下走熊，也并非完全受外围金融风险影响，到 11 月 10 日，“四万亿”政策刺激计划推出，股市开启反弹。

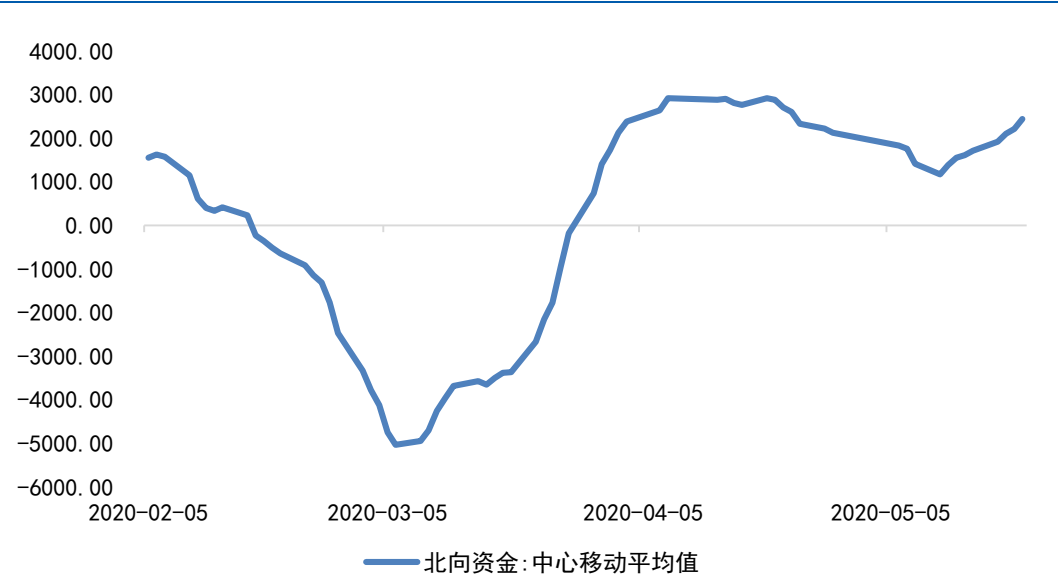
- 2020 年这一轮系统性风险，国内疫情已经初步得到控制，政策面宽松。从资产表现来看与 A 股下跌同步，人民币汇率贬值、国债期货下降，均反应此时外围冲击导致经济衰退预期强烈，并引导大类资产走势。同时，北向资金在这一阶段流出状态逐步改善，但并未改变外围风险对于 A 股的打击。走势上来看，外围系统性风险对于 A 股的影响立竿见影，3 月初冲击发生之后，股市就开启下跌，之后在美联储无限量化宽松政策的影响下反弹。

图 3.8：海外疫情爆发引发系统性风险时大类资产表现



资料来源：Wind 南华研究

图 3.9：海外疫情爆发引发系统性风险时北向资金流动情况（百万元）



资料来源：Wind 南华研究

综合来看，金融系统风险对于 A 股的冲击，与国内经济、市场风险偏好状态息息相关。当经济不稳定，风险偏好较为敏感时期，外围的冲击会更加及时的反映在 A 股走势当中，若国内经济形势乐观、而市场逐险情绪高昂，则一定程度会“免疫”外围冲击。从最终表现来看，流动性放松政策的发布是 A 股止跌反弹的重要信号。展望二季度，新的领导班子就位，政策的推出值得期待，届时经济预期以及市场风险偏好所决定的 A 股，对于外围系统性风险的抵抗力也将有所不同。

第4章 审势相机

在年度展望中，我们认为 A 股具备了走牛的基础，但需要基本面步步验证才能节节高升，因此操作建议上给的是趋势策略，顺势而为。**站在一季度末，我们对于 A 股走牛的观点和采用趋势策略的操作建议并未改变。**

但此前我们给出的市场上涨的三段待验证预期（核心政策预期、地方对核心政策的落地情况以及客观经济数据）出现了不同程度证伪，结合基本面的演绎，我们修正了对二季度行情跟踪的方向标。

首先，两会后市场对核心政策的预期基本证伪，政府的确在努力作为，但并非此前市场期待的强刺激路径，而我们重点关注的地方财政收支改善问题从之前的指望中央加大财政支付转移力度转向了对国有资本经营账本是否能提高对财政贡献度的观察。与此同时，对客观经济数据以及美国货币政策动向的跟踪依然非常关键。上述三个因素能够证实将是确认 A 股向上动能进一步延续的关键。因此，在策略操作上，我们依然推荐顺势而为，如果上述因素能够证实或部分证实就大胆加仓，如果被证伪则继续观察，静待破局时机。

4.1. 标的选择的两难

我们在年度展望中推荐了与国内经济复苏相关性更高的价值板块，规模指数优先 IH 和 IF，产业链板块中优推了下游，但是随着国内强预期的落空，尤其是市场对美国加息预期的鹰鸽剧烈摇摆，让 A 股的风格表现变得十分混沌。

我们对风格的研判依托于两个基点：第一，国内经济复苏是否能够顺畅完成，此处的复苏指的是从生产到消费（国民经济四环节）循环的顺利完成，而不是当前生产端恢复明显好于消费端的“跛脚”复苏；第二，流动性变化，当前格局下海外流动性边际变化的影响力更大，因此，美联储究竟何时转向极为关键。

展望二季度，我们不仅需要继续跟踪复苏能否顺畅完成，也要关注美联储转向预期的摇摆，只有市场对这两个基点的分歧不那么大时，风格演绎才会变得顺畅。由于目前可见的不确定性较多，二季度风格相关的标的选择陷入了两难。这种时候，我们倾向于推荐配置沪深 300 指数，因为 IF 是众多标的中成分股构成风格较为均衡的一个指数。

如果拉长时间周期看，我们对国内经济完成顺畅复苏并不悲观，且对美联储转向宽松周期持怀疑态度，在这种情形下，IH 可能会占优。

4.2. 风险和预期差的可能性

展望二季度，我们认为市场较大的风险可能来自于海外，而不是内部。海外市场对

美联储货币政策转向的乐观预期与美联储自身的表态存在较大的差距，这里隐含的预期差可能会继续扰动市场运行，也是我们二季度预期差的关注重点。

另外一个预期差仍观察出口情况。在年度展望中我们对外需回落的程度存疑，当时触发我们产生怀疑的信息是商务团出海抢订单。展望二季度，我们认为外需预期差可能出现的理由出现了新的变化，一方面是我国和沙特确立全面战略伙伴关系，另一方面美国经济的韧性可能比预期的强。二季度出口情况相信会得到进一步的确认。

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