

春来更有好花枝 ——股指期货 2023 年度投资策略报告



陈梦贇

从业证书：F3078145

投资咨询证号：Z0018178

【报告要点】

- 展望 2023 年，中国经济将迎来复苏。在外需回落的背景下，出口承压，内需处于重中之重的位置。随着疫情防控政策的优化，消费有望展开修复。考虑到疫情的持续影响可能仍然被低估，未来消费修复的节奏值得关注。在一系列地产支持政策出台后，地产链跌幅有望逐步收窄，但修复节奏可能偏慢。制造业投资和基建投资仍有韧性，由于经济稳增长的需求，基建预计仍将保持较高增速。2023 年通胀压力相对温和，对货币政策不构成掣肘。
- 2023 年，货币政策仍将保持偏宽松的基调，但较 2022 年将边际收敛，上半年货币政策可能性更为宽松。尤其是总量方面，货币政策空间不大，结构性工具将发挥精准发力的功能。财政政策方面，为了托底经济，预计 2023 年财政政策支持力度将进一步加大，赤字率或小幅抬升至 3% 以上。
- 2023 年，内外扰动因素均有所缓解，市场风险偏好回升，增量资金有望重新入市，资金面较 2022 年边际改善。新基发行有望进一步回暖，公募基金流入规模或有所提升，仍然是主要增量资金来源。随着海外流动性环境好转，国内经济复苏，北向资金也将重新回流。

【年度展望】

当前估值接近历史底部，存在安全边际，2023 年有一定修复空间。2023 年，稳增长预期提振市场信心，风险偏好回升。海外流动性紧缩放缓，美债利率见顶回落，流动性环境保持相对宽松。以上积极因素将驱动估值展开修复。2023 年，随着经济逐步修复，A 股盈利有望随之改善，节奏上先抑后扬。综合考虑量价因素，A 股盈利增速有望在一季度触底，二季度之后开始回升。

展望 2023 年，A 股将震荡上行。短期内受稳增长政策催化，经济复苏预期主导，价值风格偏强，IH 可能阶段性走强。中期来看，随着盈利触底回升，我们更加看好成长风格表现，IC 和 IM 更为占优。

风险提示：疫情持续超预期，美联储收紧超预期，稳增长政策效果不及预期

免责声明：

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

期市有风险，投资需谨慎！

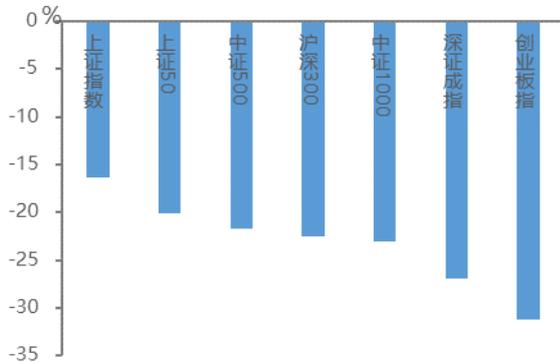
目录

一、行情回顾	2
(一) A 股行情回顾	2
(二) 期指行情回顾	3
二、经济基本面：扩内需、稳增长	5
(一) 通胀压力温和	5
(二) 消费修复	6
(三) 基建投资托底经济	6
(四) 外需收缩 出口承压	8
三、政策展望	8
(一) 美联储加息节奏放缓	8
(二) 货币政策偏宽松	9
(三) 财政支持力度增加	11
四、估值及盈利分析	11
(一) 估值存在修复空间	11
(二) 盈利触底回升	13
五、流动性展望	14
(一) 资金供给	14
(二) 资金需求	17
六、市场展望	18

一、行情回顾

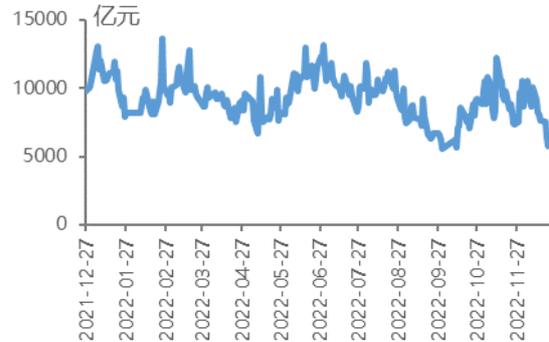
(一) A 股行情回顾

图表 1 2022 年主要指数涨幅 (截至 12/23)



数据来源: Wind、东吴期货研究所

图表 2 A 股成交额

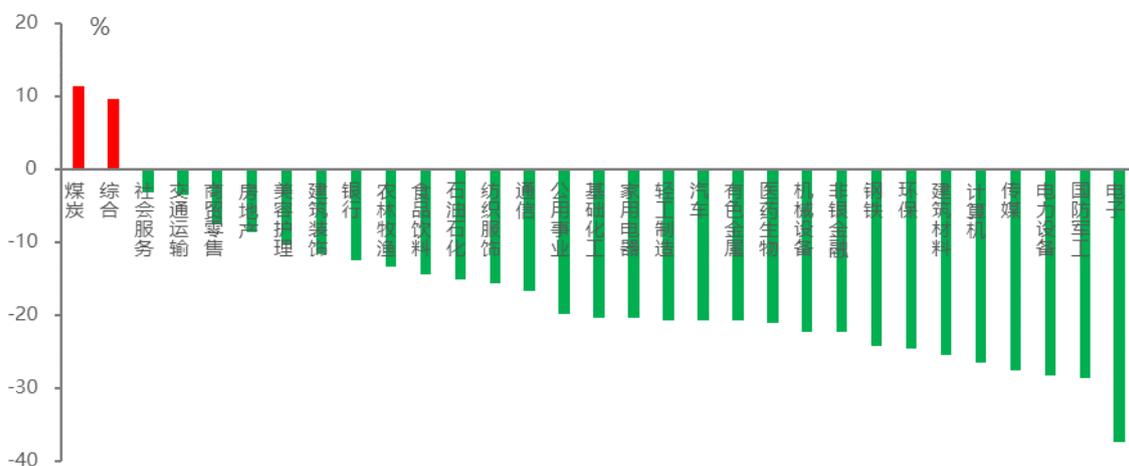


数据来源: Wind、东吴期货研究所

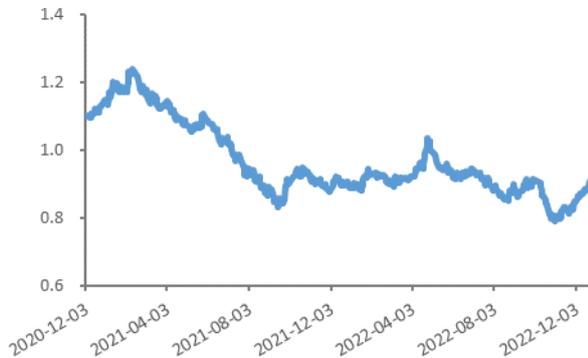
2022 年在俄乌冲突、美联储加息、国内疫情、地产等因素的扰动下, A 股市场震荡加剧, 板块快速轮动。主要指数悉数下跌, 截至 12 月 23 日, 上证指数跌 16.3% 跌幅最小, 科创 50 跌 34.2% 跌幅最大。沪深 300、上证 50、中证 500 以及中证 1000 跌幅基本相当。从行业来看, 2022 年多数行业下跌, 仅煤炭、综合上涨, 电子、国防军工、电力设备、传媒、计算机等成长板块跌幅居前。

年初受到俄乌冲突的影响, 大宗商品价格大涨, 尤其是能源价格。市场对滞胀和中美脱钩的担忧加剧, 北向资金大幅流出。3 月 16 日, 金融委会议召开, 市场企稳。从 3 月底至 4 月底, 由于上海疫情爆发导致供应链受损, 同时美联储紧缩预期升温, 市场再度大跌。从 4 月底开始, 国内疫情好转, 复工复产有序推进, 稳增长政策逐步落地, 同时海外扰动趋缓, 带动市场展开反弹。从 7 月到 10 月底, 美联储持续紧缩, 国内疫情、地产等因素继续扰动, 人民币汇率大幅贬值, 市场信心再度转弱, 市场继续调整。11 月以来, 美联储加息节奏放缓、疫情防控政策优化、地产支持政策出台, 前期扰动市场的因素均出现边际改善, 带动经济预期好转, 市场恢复上行。但是 12 月以来, 由于新冠感染人数大增, 疫情防控形势严峻, 短期经济继续承压, 市场重回震荡。

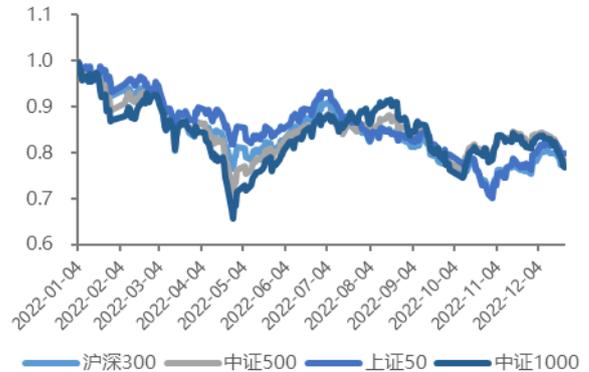
图表 3 2022 年各行业涨跌幅 (截至 12/23)



数据来源: Wind、东吴期货研究所

(二) 期指行情回顾
图表 4 2IH/IC


数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 5 股指期货标的指数年初至今走势


数据来源：Wind、东吴期货研究所

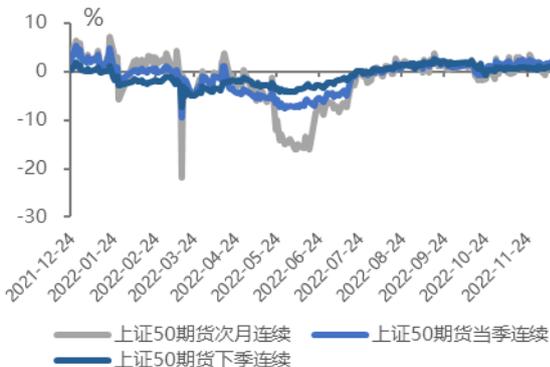
2022 年 1 月-4 月底，俄乌冲突和国内疫情再次爆发等因素叠加，导致 A 股出现大幅调整，市场风险偏好明显回落，在此期间大盘风格相对抗跌，IF 和 IH 跌幅较小。今年 4 月底以来，经济复苏斜率较缓，同时由于宽信用传导不畅，宏观流动性保持宽松，利好小盘成长风格，风格分化继续演绎，IC 和 IM 占优。11 月以来，由于经济复苏预期好转，与宏观经济更为相关的 IH 表现更强。

图表 6 IF 年化基差率

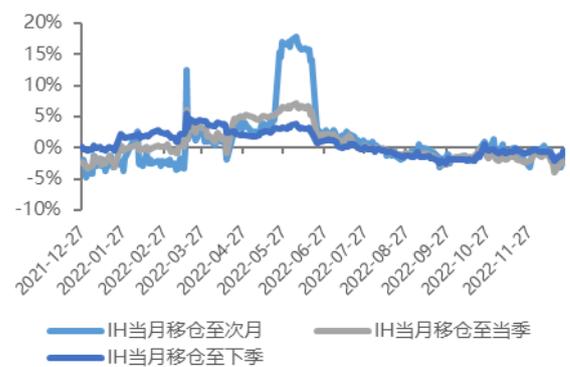

数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 7 IF 空头年化移仓成本

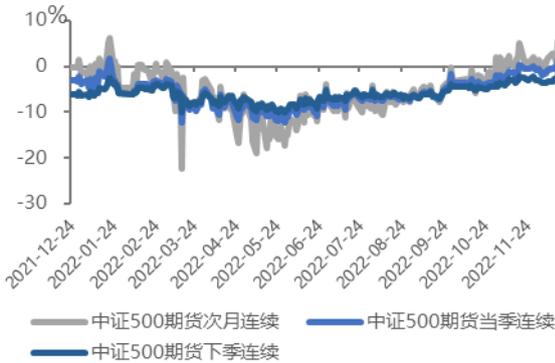

数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 8 IH 年化基差率


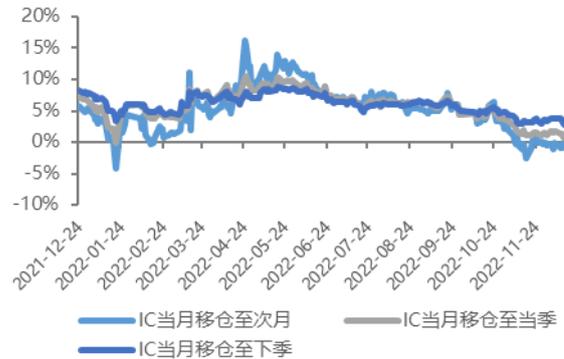
数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 9 IH 空头年化移仓成本


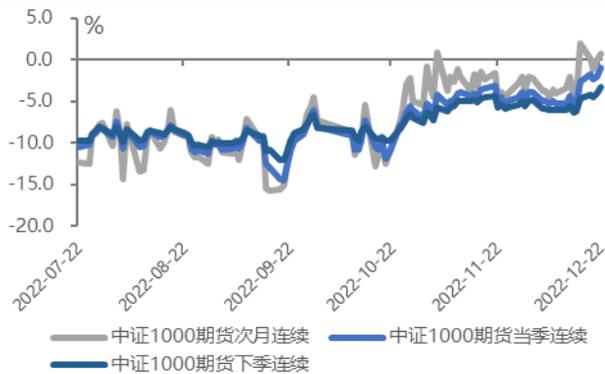
数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 10 IC 年化基差率


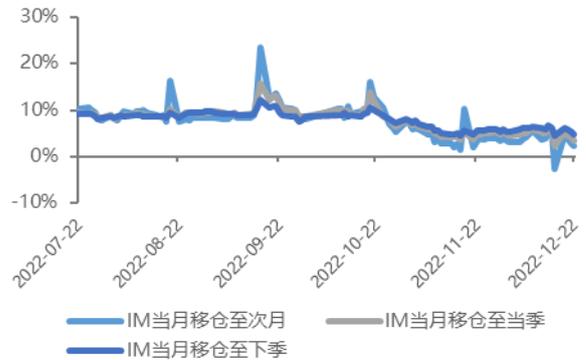
数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 11 IC 空头年化移仓成本


数据来源：Wind、东吴期货研究所

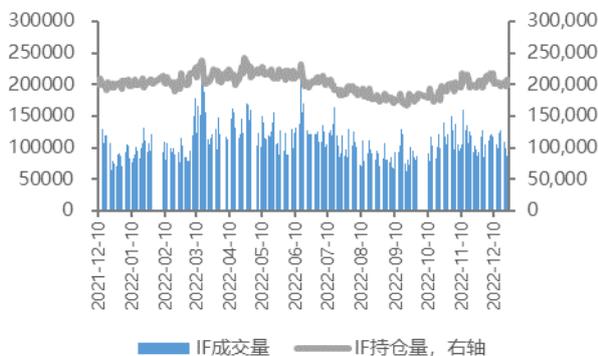
图表 12 IM 年化基差率


数据来源：Wind、东吴期货研究所

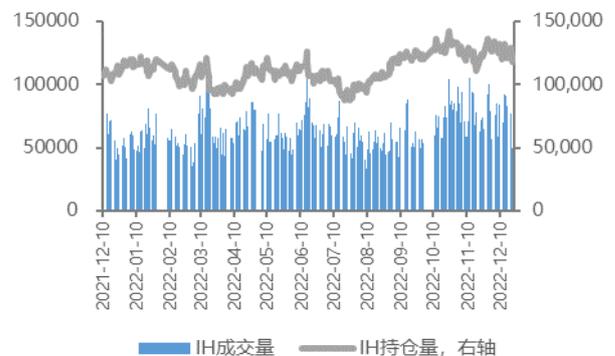
图表 13 IM 空头年化移仓成本


数据来源：Wind、东吴期货研究所

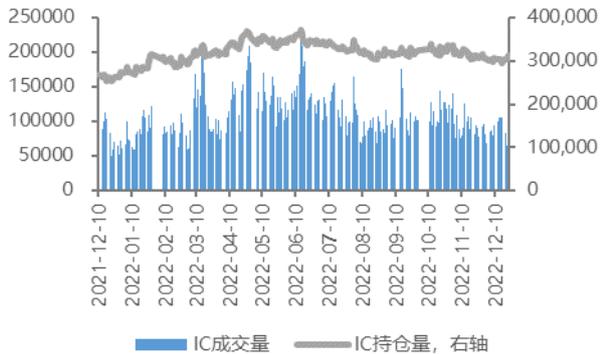
今年下半年以来，基差整体呈上行趋势，四个品种当月合约均出现升水。截至 12 月 23 日，IF、IH、IC、IM 当季年化升贴水率分别上行至 3.99%、3.31%、2.54%、-2.38%。由于基差处于较高水平，对于中性策略来说，当前对冲成本较低。

图表 14 IF 成交及持仓量统计


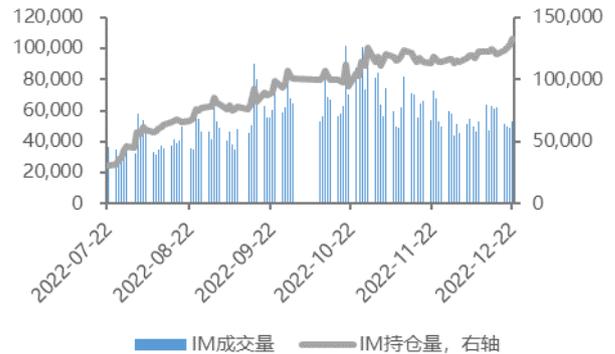
数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 15 IH 成交及持仓量统计


数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 16 IC 成交及持仓量统计


数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 17 IM 成交及持仓量统计


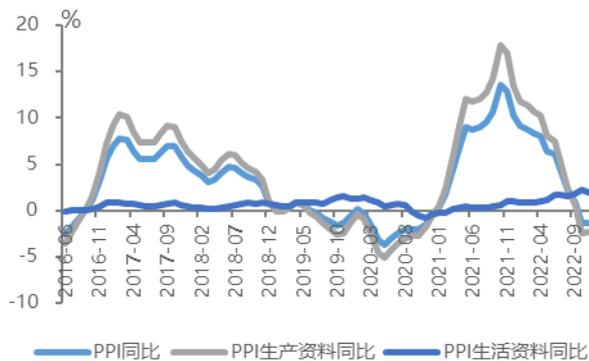
数据来源：Wind、东吴期货研究所

成交方面，截至 12 月 23 日，2022 年 IF 日均成交量为 11.1 万手，较 2021 年有所下滑；IH 日均成交量为 6.4 万手，IC 日均成交量为 11 万手，均较 2021 年有所增加；IM 日均成交量为 5.6 万手。

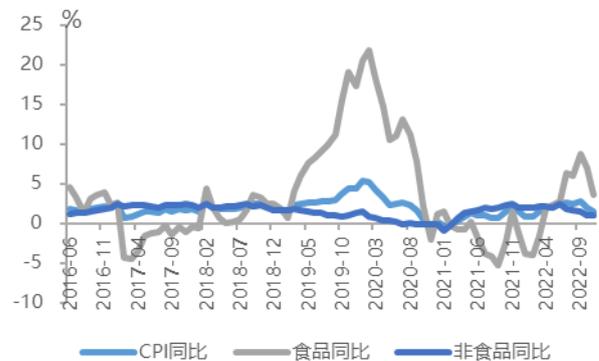
持仓方面，截至 12 月 23 日，IC 持仓量为 31.4 万手，较 2021 年年末增加 4.2 万手；IF 持仓量为 20.1 万手，较 2021 年年末增加 7060 手；IH 持仓量为 12.3 万手，较 2021 年年末增加 8397 手；IM 持仓量为 13.3 万手。整体来看，IC 持仓量增加幅度较大。

二、经济基本面：扩内需、稳增长

（一）通胀压力温和

图表 18 PPI 同比涨跌幅


数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 19 CPI 同比涨跌幅


数据来源：Wind、东吴期货研究所

11 月 CPI 同比上涨 1.6%，较上月回落 0.5 个百分点，重回 2% 以下，主要受到去年高基数的影响。CPI 环比由上月上涨 0.1% 转为下降 0.2%，其中食品项由涨转降，猪肉价格转跌，鲜菜价格降幅扩大，对 CPI 形成下拉。而非食品项连续 3 个月环比持平。剔除食品和能源的核心 CPI 连续 3 个月同比涨幅均为 0.6%，处于历史低位水平，核心通胀表现低迷。11 月 PPI 同比下降 1.3%，降幅与上月持平，同样是受到去年高基数影响。PPI 环比上涨 0.1%，较上月下降 0.1 个百分点，煤炭、石油、有色等部分行业价格上涨带动 PPI 环比上行，但黑色系整体需求较弱，价格跌幅扩大，拖累 PPI 表现。

11 月通胀数据反映出当前需求不足的问题。近期疫情防控政策不断优化，出行、住宿餐饮等受限场景或率先修复，整体消费需求将逐步回暖，2023 年核心 CPI 有一定上行压力。考虑到猪肉价格 2022 年的基数水平，2023 年猪价同比可能前高后低，因此 2023 年 CPI 或温和上涨，走势前高后低。

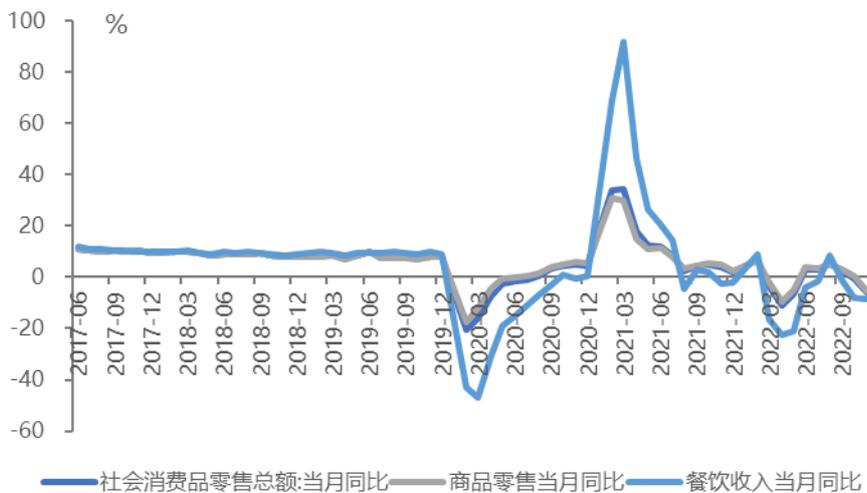
2022 年 PPI 持续下行，随着地产融资政策接连出台，2023 年黑色系商品以及地产链相关消费需求有所支撑。从国内库存周期来看，当前仍处于主动去库阶段，预计明年下半年开始重新开始累库，而美国同样处于主动去库阶段。因此对于工业品而言，短期需求偏弱，价格尚未形成上行压力。下半年库存周期有望重新上行，带动工业品价格或小幅回升，PPI 前低后高。总体来看，2023 年通胀压力相对温和，对货币政策不构成掣肘。

（二）消费修复

2022 年由于疫情多点散发的影响，消费场景缺失，同时居民预期收入下降，消费意愿受到制约，超额储蓄增加，因此消费复苏一直较为缓慢。11 月，社会消费品零售总额同比下降 5.9%。其中，除汽车以外的消费品零售额下降 6.1%。1—11 月份，社会消费品零售总额同比下降 0.1%。其中，除汽车以外的消费品零售额下降 0.2%。按消费类型分，11 月份，商品零售同比下降 5.6%；餐饮收入下降 8.4%。1—11 月份，商品零售同比增长 0.5%，餐饮收入下降 5.4%。

随着疫情防控政策的优化，消费场景不断恢复，对消费复苏形成支撑。短期内感染人数快速上升，疫情发展形势较为严峻，造成医疗资源紧张，超出市场此前的预期，对经济造成冲击，引发市场的担忧情绪。但部分城市在感染高峰过后，康复感染者出行开始恢复，有望带动消费复苏。春节后，疫情冲击有望暂缓。但是考虑到疫情的持续影响可能仍然被低估，未来消费修复的节奏值得关注，超额储蓄向消费转化速度有待观察。

图表 20 社零同比增速



数据来源：Wind、东吴期货研究所

（三）基建投资托底经济

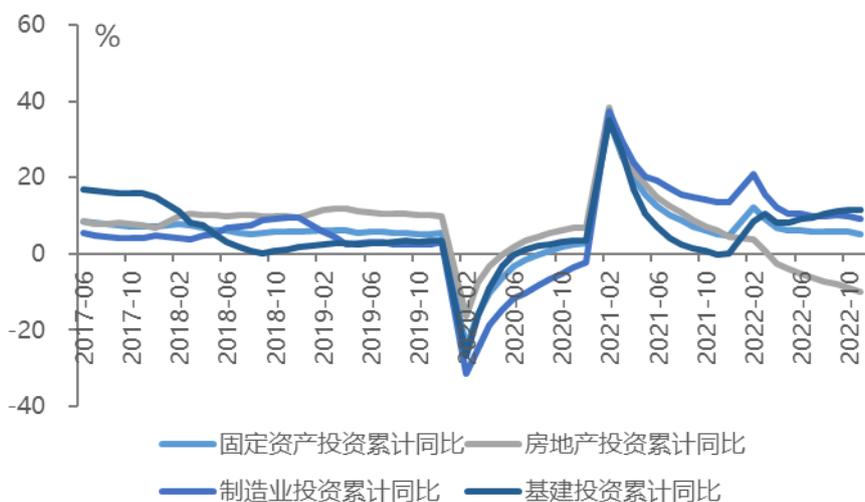
2022 年，房地产投资持续下滑，基建投资和房地产投资形成支撑，尤其是基建投资表现突出。在专项债和两批政策性开发性金融工具的资金支持下，今年以来基建投资在稳经济大盘方面发挥了重要作用。1—11 月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.3%，较上月回落 0.5 个百分点，单月同比增长 0.7%，较上月回落 4.3 个百分点。分项来看，11 月房地产投资增速较上月回落 3.9 个百分点至-19.9%；广义基建投资增速为 13.9%，较上月上升 1.1 个百分点；制造业投资增速为 6.2%，较上月回落 0.7 个百分点。11 月固定资产投资增速回落，基建投资仍是经济托底的主要抓手，制造业投资支撑减弱，地产投资跌幅继续扩大。

11 月地产数据全线走弱。商品房销售面积当月同比下滑 10 个百分点至-33.3%，新开工面积当月同

比下降 15.7 个百分点至-50.8%，施工面积当月同比下滑 20 个百分点至-52.6%，竣工面积当月同比下滑 10.8 个百分点至-20.2%，土地购置面积当月同比下降 5.4 个百分点至-58.5%。

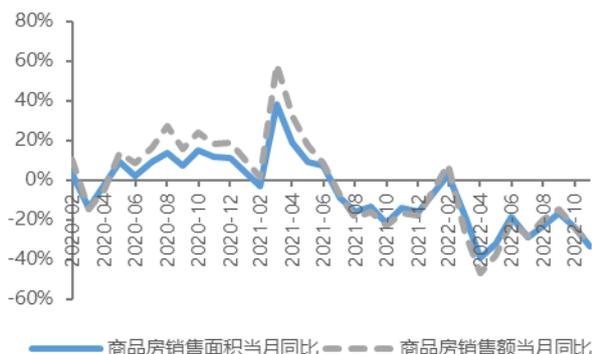
11 月以来多项房地产利好政策连续出台。11 月 8 日，中国银行间市场交易商协会披露，继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资。11 月 23 日，央行和银保监会联合发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，该通知共 16 条支持政策，主要涉及房地产融资、保交楼等方面。国有大行密集为房地产企业达成银企合作协议并提供授信。11 月 28 日，证监会宣布在股权融资方面调整优化 5 项措施支持房地产市场平稳健康发展。“第二支箭”、“金融十六条”、“第三支箭”等政策的出台，释放了较为积极的信号，表明房企融资环境不断改善，地产支持政策落地后，有望驱动地产链明年逐步复苏。

图表 21 固定资产投资累计同比



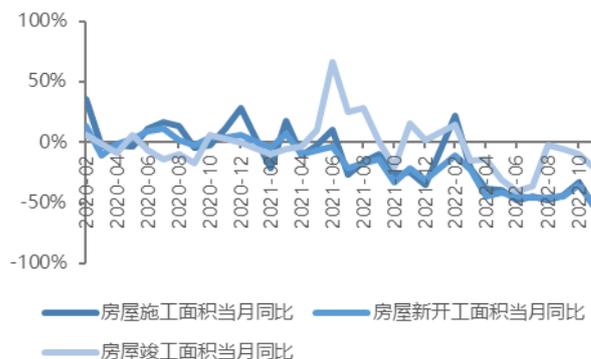
数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 22 商品房销售当月同比



数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 23 房屋新开工、施工、竣工面积当月同比



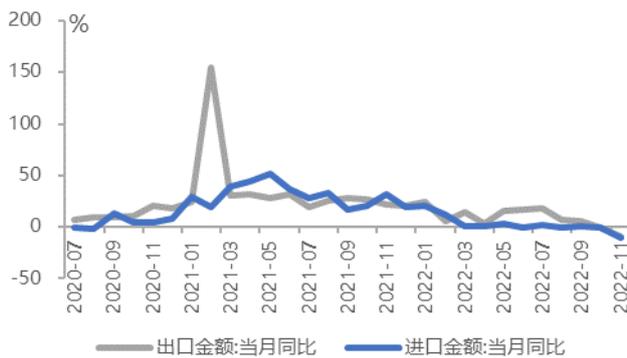
数据来源：Wind、东吴期货研究所

展望 2023 年，在一系列地产支持政策出台后，地产链跌幅有望逐步收窄，但修复节奏仍需继续观察。制造业投资和基建投资仍有韧性。由于出口承压，且企业利润也处于低位，均会拖累制造业投资扩张。考虑到经济稳增长的需求，基建预计仍将保持较高增速。

（四） 外需收缩 出口承压

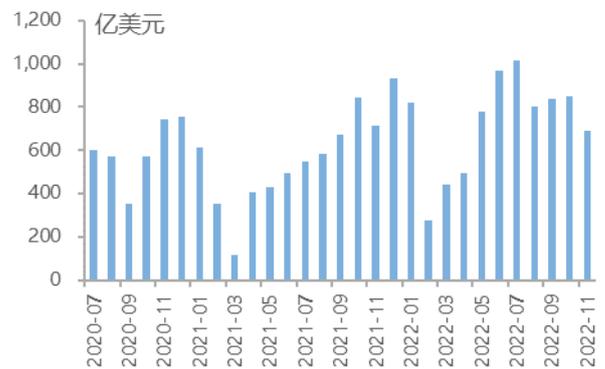
从今年下半年以来，出口增速持续回落，10 月以来出口首次出现负增长。11 月出口延续同比负增，且同比跌幅进一步扩大。按美元计价，11 月我国出口同比下降 8.7%，降幅较上月扩大 8.4 个百分点，对主要贸易伙伴出口同比增速悉数下滑，仅东盟还保持同比增长，但增幅也显著回落。出口超预期回落，外需快速降温是主要原因，全球经济增长放缓，美国 11 月 PMI 也已经跌破荣枯线。从 11 月出口数据来看，2023 年出口下行压力凸显，出口增速或将继续放缓。随着出口对经济的支撑走弱，2023 年将更加侧重国内需求对经济的贡献。

图表 24 进出口增速



数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 25 贸易差额



数据来源：Wind、东吴期货研究所

展望 2023 年，中国经济将迎来复苏。在外需回落的背景下，出口承压，内需处于重中之重的位置。国内中央经济工作会议提出把恢复和扩大消费摆在优先位置，传递出积极信号，《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》的出台也再次反映出内需是经济企稳的主要抓手，预计后续将有更多政策落地。随着疫情防控政策的优化，消费有望展开修复。考虑到疫情的持续影响可能仍然被低估，未来消费修复的节奏值得关注。在一系列地产支持政策出台后，地产链跌幅有望逐步收窄，但修复节奏可能偏慢。制造业投资和基建投资仍有韧性，考虑到经济稳增长的需求，基建预计仍将保持较高增速。2023 年 CPI 或温和上涨，走势前高后低，PPI 前低后高，通胀压力相对温和，对货币政策不构成掣肘。

三、政策展望

（一）美联储加息节奏放缓

自 10 月美国通胀低于市场预期后，美国 11 月 CPI 继续超预期回落，说明美国通胀压力有所缓解。11 月 CPI 同比 7.1%，预期 7.3%，前值 7.7%；季调环比 0.1%，预期 0.3%，前值 0.4%；核心 CPI 同比 6%，预期 6.1%，前值 6.3%；核心 CPI 季调环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.3%。分项来看，能源价格和核心商品价格下行带动 CPI 环比超预期回落，而房租价格由于时滞性仍维持高位，对通胀仍有支撑。

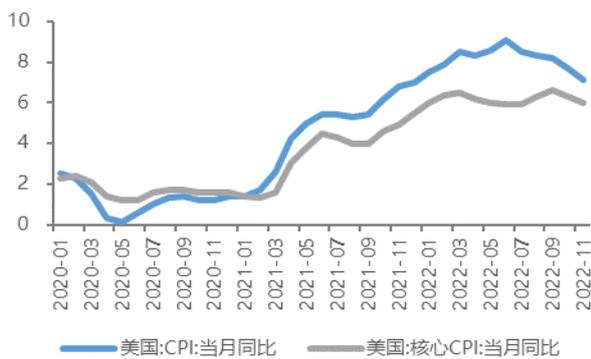
由于高通胀压力，2022 年美联储连续加息 7 次，美债利率和美元指数大幅走高，对全球其他风险资产造成明显压制。美联储 12 月议息会议宣布加息 50 个基点，基准利率上调至 4.25%—4.5% 区间，符合市场预期。鲍威尔会后发言较为鹰派，他表示美联储必须在一段时间内保持限制性政策，加息还有一段路要走，2023 年不会降息。美联储上调了 2023 年的加息终点，从 9 月份 4.6% 上调至 5.1%。从点阵图来看，19 名成员中有 17 名认为 2023 年终端利率至少要上调至 5% 以上，即 2023 年不会降息，且仍将加息 75bp。

2023 年美国经济将步入衰退。从经济预测来看，12 月美联储下调经济预测，上调失业率和通胀预

测。美联储将 2023 年 GDP 增速从 1.2% 下调至 0.5%，将 2023 年失业率预测上调 0.2 个百分点至 4.6%，将 2023 年 PCE 预测上调 0.3 个百分点至 3.1%。从美债利差来看，10 年期和 2 年期以及 10 年期和 3 个月利差倒挂程度不断加深，反映了市场对美国经济衰退的预期。从美国经济数据来看，ISM 制造业 PMI 回落至收缩区间，使得市场担忧加剧。

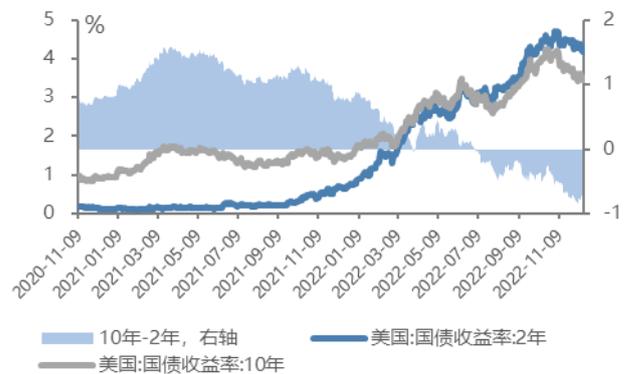
随着供应链问题缓解、商品消费走弱，商品通胀下行趋势较为明确。就业市场紧张导致服务通胀或有一定韧性，但随着下半年经济步入衰退，劳动力市场和薪资水平有望继续降温，而房租价格预计在年中之后也将逐步走低。因此 2023 年美国通胀有望加速下行，美联储加息放缓，美债利率和美元指数见顶回落。随着海外流动性拐点出现，同时国内经济基本面处于修复过程，人民币汇率也将逐渐企稳。因此，2023 年外部环境对国内货币政策的约束有所减轻。

表 26 美国 CPI 当月同比



数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 27 美债 10 年期和 2 年期利差倒挂



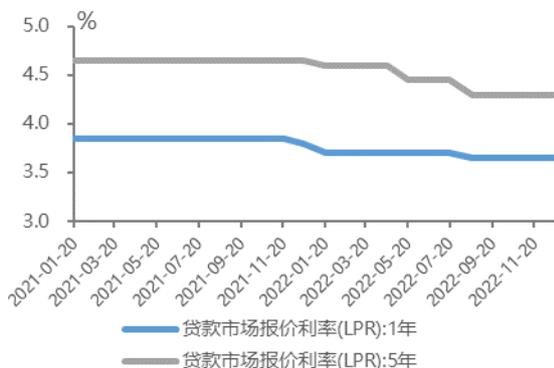
数据来源：Wind、东吴期货研究所

（二）货币政策偏宽松

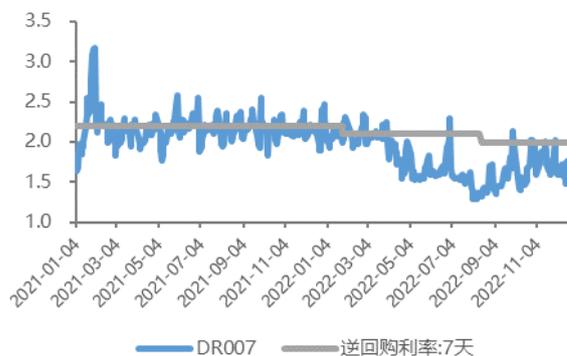
2022 年我国货币政策较为宽松。央行通过总量和结构性货币政策工具共同发力，为实体经济提供支持。2022 年 LPR 三次下调。1 月 20 日，1 年期和 5 年期以上 LPR 分别下调 10 个和 5 个基点；5 月 20 日，5 年期以上 LPR 下调 15 个基点；8 月 22 日，1 年期和 5 年期以上 LPR 分别下调 5 个和 15 个基点。除下调 LPR 报价外，2022 年央行两次下调金融机构存款准备金率。4 月 25 日，央行下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点；12 月 5 日，央行再度下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点。除了总量调节外，结构性货币政策工具也精准发力，如设备更新改造专项再贷款等。两批政策性开发性金融工具出台，截至 10 月末合计投放 7400 亿元，为重大项目资本金提供了支持，带动基建项目加速落地。

2022 年流动性较为充裕，DR007 持续低于 7 天逆回购利率。今年 4 月底以来，经济复苏斜率较缓，同时由于宽信用传导不畅，实体融资需求仍然偏弱，因此市场利率水平维持低位，资金淤积在金融市场内。在这种宏观条件下，小盘成长风格较为受益，上证 50 和中证 1000 持续分化。

展望 2023 年，货币政策仍将保持偏宽松的基调，但较 2022 年将边际收敛。尤其是总量方面，可能货币政策空间不大，结构性工具将发挥精准发力的功能。2023 年一季度，疫情形势仍然较为严峻，新增感染人数维持高位，对于经济复苏仍有扰动。为了加大对实体经济的支持力度，保证流动性合理充裕，上半年货币政策可能性更为宽松，公开市场操作利率和 MLF 利率下调可能性较小，降准和下调 LPR 可能性更大一些。为了支持宽信用扩张，流动性环境也将维持偏松的状态，但市场利率有望逐步向政策利率回归，DR007 将重新围绕 7 天逆回购利率波动。

图表 28 LPR 走势


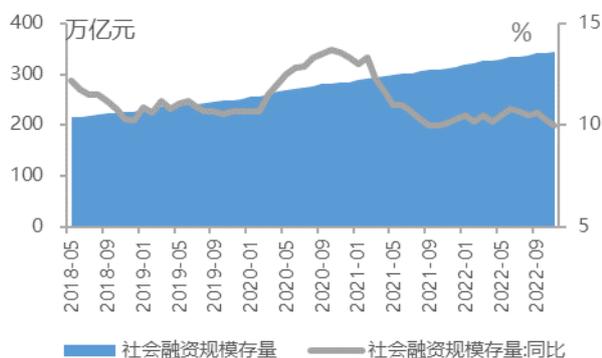
数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 29 DR007 走势


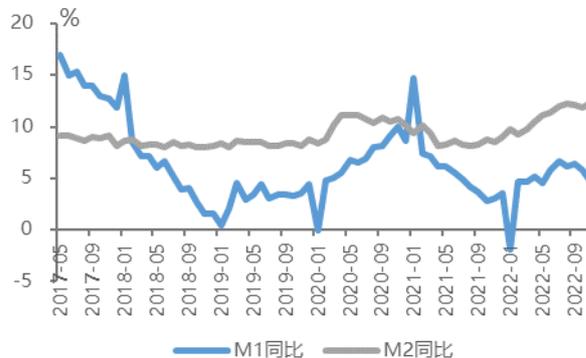
数据来源：Wind、东吴期货研究所

2022 年由于疫情、地产等因素的制约，货币政策宽松，但宽信用进程缓慢，融资需求偏弱，社融增速低位震荡，而 M2 增速维持高位。分部门来看，居民贷款持续疲软，而企业中长期贷款在政策引导下已经企稳回升。从 11 月社融来看，11 月社融新增 1.99 万亿元，略低于市场预期，同比少增 6083 亿元，社融存量同比增长 10%，较上月回落 0.3 个百分点。拆分来看，信贷、企业债券、政府债券是主要拖累项。企业债券同比大幅少增 3410 亿元，主要是受到债市调整的冲击，部分企业取消企业债发行。去年政府债券发行节奏后置，而今年发行节奏前置，导致政府债券同比出现少增。信贷方面，11 月新增人民币贷款 1.21 万亿元，同比少增 600 亿元。居民部门不同期限贷款均表现低迷，居民短贷同比少增 992 亿元，主要是因为受疫情影响，居民消费受到严重影响。居民中长贷同比少增 3718 亿元，由于地产销售不佳，2022 年居民中长期贷款持续受到拖累。企业中长期贷款表现亮眼，同比多增 3950 亿元。宽信用政策积极发力，拉动企业中长期贷款回升。

11 月 M2 同比增长 12.4%，较上月增加 0.6 个百分点，M1 同比增长 5.8%，较上月下降 1.2 个百分点。M1 增速回落，M2 增速保持高位，M2 和 M1 剪刀差整体呈扩大趋势，反映出未来经济预期偏弱。今年以来，居民存款呈大幅多增趋势，主要是因为居民对未来收入预期较为谨慎，储蓄倾向上升，近期银行理财赎回也使得居民存款增加。

图表 30 社融增速


数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 31 M1 M2 同比增速


数据来源：Wind、东吴期货研究所

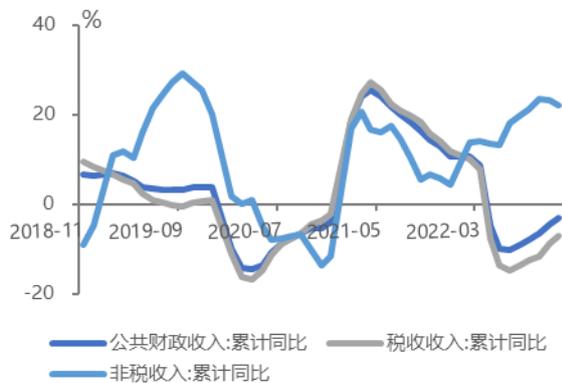
展望 2023 年，考虑到货币政策的节奏，社融增速可能呈现先升后降走势，实体融资需求逐步修复。由于地产链弱复苏，居民部门信贷可能呈缓慢修复走势。信贷结构不断优化，企业中长期贷款继续回升，基建和制造业方向仍是信贷重点投放方向。

(三) 财政支持力度增加

2022 年财政政策较为积极，整体节奏前置，专项债、政策性开发性金融工具为基建项目提供资金支持。受疫情影响，经济表现疲软，房地产景气低迷，2022 年财政收支压力较大。1-11 月累计，全国一般公共预算收入扣除留抵退税因素后增长 6.1%，按自然口径计算下降 3%。全国税收收入扣除留抵退税因素后增长 3.5%，按自然口径计算下降 7.1%。1-11 月累计，全国一般公共预算支出比上年同期增长 6.2%，其中卫生健康支出同比增幅较大。1-11 月累计，全国政府性基金预算收入比上年同期下降 21.5%。其中，国有土地使用权出让收入比上年同期下降 24.4%。土地出让收入累计同比降幅略有收窄，但 11 月当月同比跌幅再度走扩，企业拿地积极性尚未好转。受益于多项地产支持政策出台，2023 年土地市场有望逐步回暖。

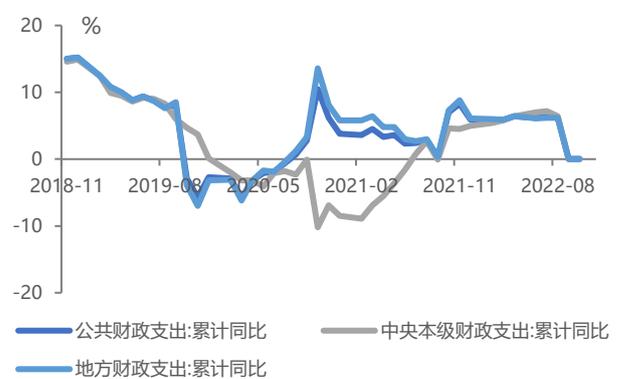
为了托底经济，预计 2023 年财政政策支持力度将进一步加大，赤字率或小幅抬升至 3%以上，专项债可能继续保持较高规模，政策性开发性金融工具等准财政工具也将发挥重要作用。

图表 32 公共财政收入累计同比



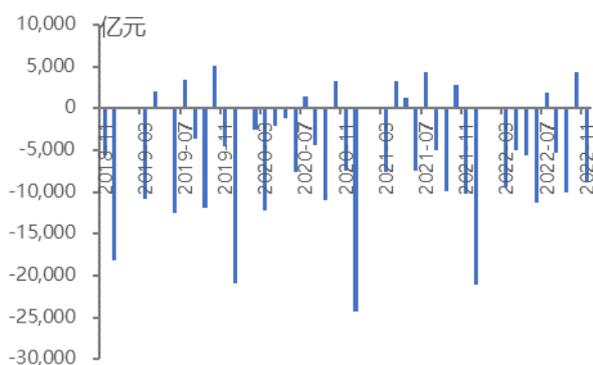
数据来源: Wind、东吴期货研究所

图表 33 公共财政支出累计同比



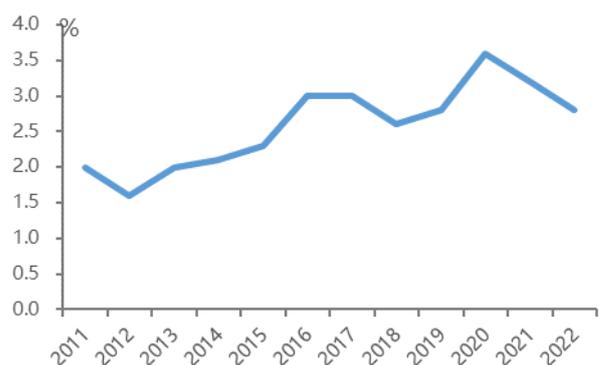
数据来源: Wind、东吴期货研究所

图表 34 财政收支差额



数据来源: Wind、东吴期货研究所

图表 35 政府预期目标: 赤字率



数据来源: Wind、东吴期货研究所

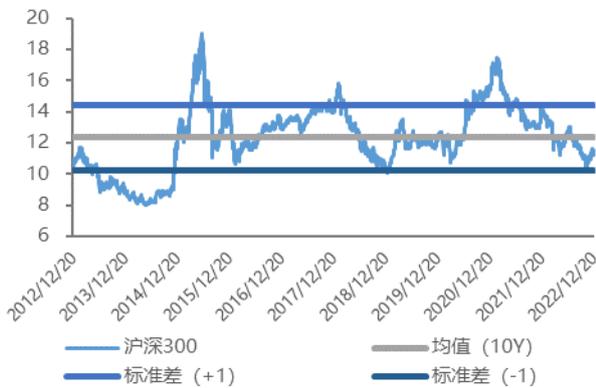
四、估值及盈利分析

(一) 估值存在修复空间

当前估值接近历史底部，存在安全边际，有一定修复空间。2022 年以来，由于俄乌冲突、美联储加息、疫情等因素扰动，A 股估值整体呈下行趋势，目前已经处于历史低位。近期由于市场风险偏好再

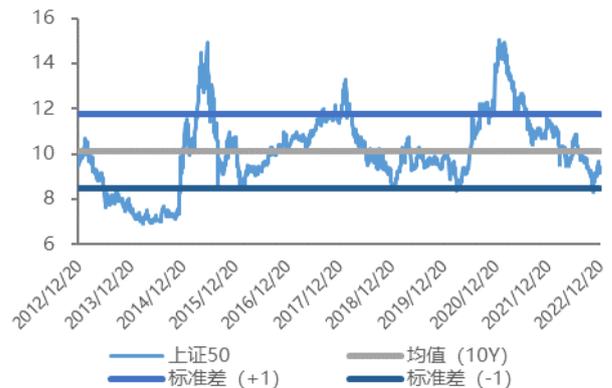
度下降，估值继续回落。截至 12 月 23 日，沪深 300 PE 为 11.21 倍，较 2021 年年末下行 2.78 倍，处于近十年来 25.45%的分位；上证 50 PE 为 9.26 倍，较 2021 年年末下行 2.12 倍，处于近十年来 25.21%的分位；中证 500 PE 为 22.23 倍，较 2021 年年末上行 1.89 倍，处于近十年来 19.48%的分位；中证 1000 PE 为 27.43 倍，较 2021 年年末下行 9.46 倍，处于上市以来 8.87%的分位。与据历史上熊市底部区域对比，4 月底和 10 月底以及当前位置估值水平都接近历次熊市底部区域。从风险溢价来看，目前沪深 300 和万得全 A 的风险溢价都在 1 倍标准差以上，配置性价比较高。未来随着稳增长预期提振市场信心，经济基本面逐步修复，市场风险偏好回升。海外流动性紧缩放缓，美债利率见顶回落，流动性环境保持相对宽松。以上积极因素将驱动估值展开修复。

图表 36 沪深 300 PE



数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 37 上证 50 PE



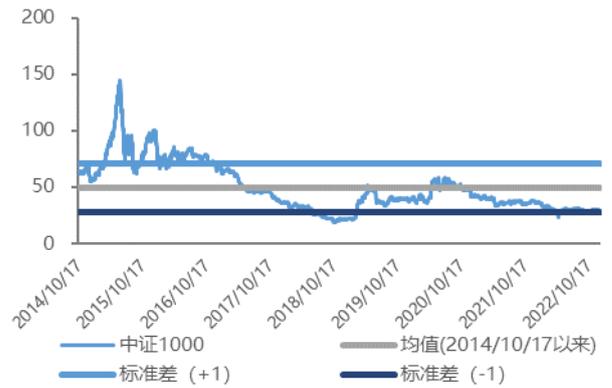
数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 38 中证 500 PE



数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 39 中证 1000 PE



数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 40 当前估值与历次熊市底部对比

熊市低点	PE			分位点 (上市以来, %)		
	万得全 A	沪深 300	中证 500	万得全 A	沪深 300	中证 500
2005/6/6	18.4	13.3	-	32.8	48.0	-
2008/10/28	13.8	12.8	17.8	11.1	40.1	2.3
2013/6/25	12.0	8.9	28.4	1.2	4.9	37.2
2016/1/27	17.7	10.9	39.5	28.6	16.0	65.6

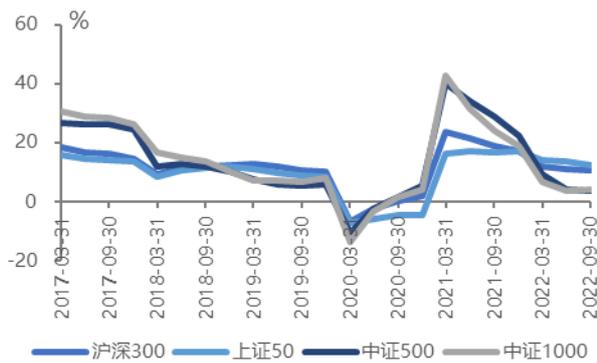
2019/1/4	13.3	10.3	16.4	7.9	11.0	0.2
中位数	13.8	10.9	23.1	11.1	16.0	19.7
2022/4/27	15.6	11.5	16.2	17.9	22.6	0.1
2022/10/31	15.8	10.3	22.1	18.1	10.8	13.3
2022/12/23	16.5	11.2	22.2	20.7	19.5	13.9

数据来源：Wind、东吴期货研究所

(二) 盈利触底回升

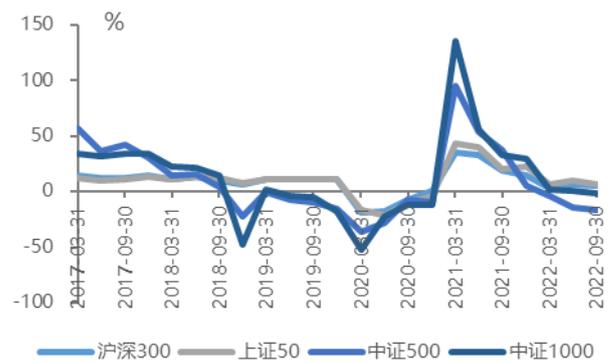
2022 年 A 股盈利处于下行阶段，营业收入在三季度开始回升，但利润增速始终低位震荡。2022 前三季度全 A/非金融石油石化的营业收入同比增速分别为 8%/7.8%，归母净利润同比增速分别为 2.5%/1.3%。第三季度全 A/非金融石油石化归母净利润同比增速分别为 0.8%/-1.8%，沪深 300/上证 50/中证 500/中证 1000 的归母净利润同比增速分别为 4.2%/1.7%/-20.5%/-8.2%。在盈利整体下行时期，中小盘业绩回落幅度较大。但三季度大小盘盈利水平的分化程度已经开始收敛。与二季度相比，上证 50 和中证 1000 的利润增速差值从 18 个百分点收窄至 9.8 个百分点。

图表 41 营业总收入增速统计



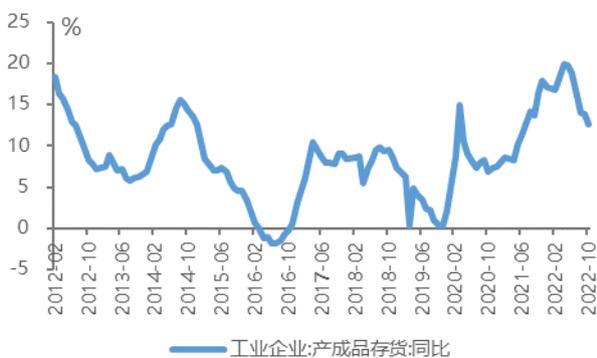
数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 42 归母净利润增速统计



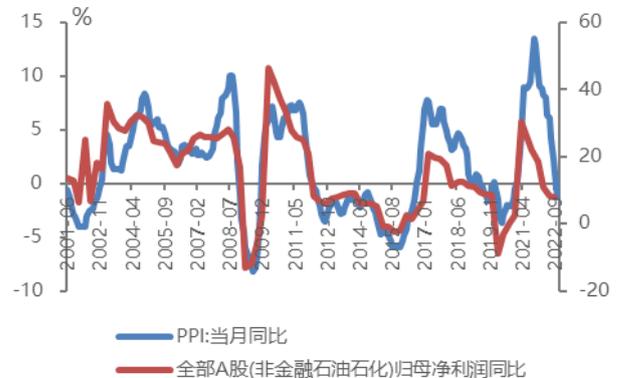
数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 43 工业企业产成品存货同比



数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 44 PPI 同比与盈利增速走势



数据来源：Wind、东吴期货研究所

2023 年，随着经济逐步修复，A 股盈利有望随之改善，节奏上先抑后扬。我们使用工业企业产成品库存这一指标来分析库存周期的变动，使用 PPI 这一指标来跟踪价格因素的变动。根据工业企业产成品库存来看，结合 PMI 产成品库存和新订单指数的走势差异，可以看出当前仍处于去库阶段、尚未

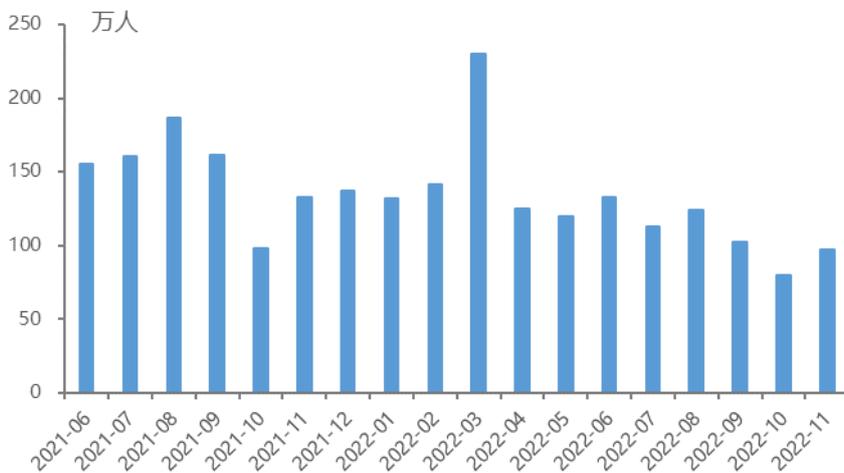
触底，说明市场需求仍然疲软。参考历史库存周期持续时间大致为三年半，因此预计本轮触底时间在 2023 年二季度，而盈利周期往往领先库存周期出现。从价格因素来看，通过对历史复盘我们发现 PPI 走势和 A 股非金融石油石化的归母净利润同比增速走势较为一致。2022 年以来，PPI 持续回落，10 月份开始已经回落至负增区间。根据前文分析，2023 年 PPI 呈前高后低走势。因此，展望 2023 年，综合考虑量价因素，A 股盈利增速有望在一季度触底，二季度之后开始回升。

五、流动性展望

(一) 资金供给

1、散户

图表 45 新增自然人投资者数量

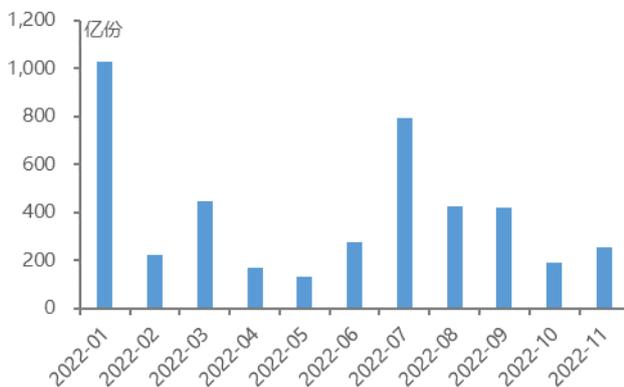


数据来源：Wind、东吴期货研究所

截至 2022 年 11 月，今年新增自然人投资者 1398 万人，较去年同期下降 423.3 万人。由于今年市场波动加剧，散户开户意愿受到影响。2023 年，随着市场企稳，投资者情绪改善，新增自然人投资者数量有望小幅回升。

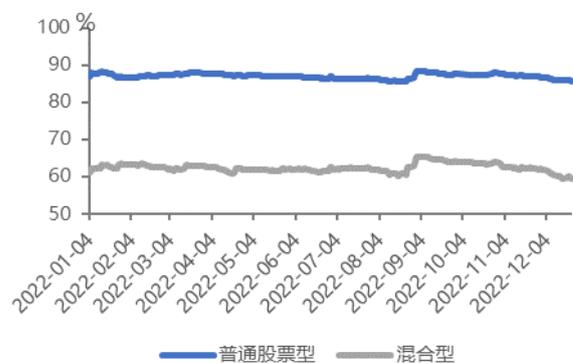
2、公募基金

图表 46 新成立偏股型基金份额



数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 47 基金仓位



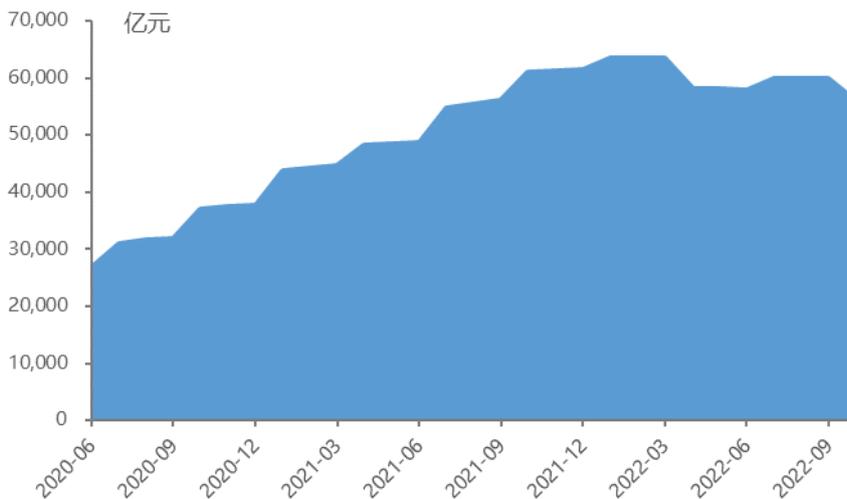
数据来源：Wind、东吴期货研究所

截至 2022 年 12 月 23 日，新成立偏股型基金份额合计 4564.7 亿份，较 2021 年大幅回落。由于今

年市场表现不佳，市场赚钱效应较差，居民申购热情下降。7月随着市场企稳，基金发行小幅回暖，但随后再度降温。经我们测算，今年以来存量基金呈净赎回态势。具体来看，截至2022年10月，偏股型存量基金份额减少1985.5亿份，新成立偏股型份额增加4113.9亿份。偏股型基金合计净流入3290.8亿元，其中存量基金流出823.1亿元。从仓位来看，普通股票型和混合型基金仓位波动不大，维持高仓位运行。展望2023年，随着市场逐步修复，投资者情绪回暖，公募基金流入规模有望提升。

3、私募基金

图表 48 证券类私募基金管理规模

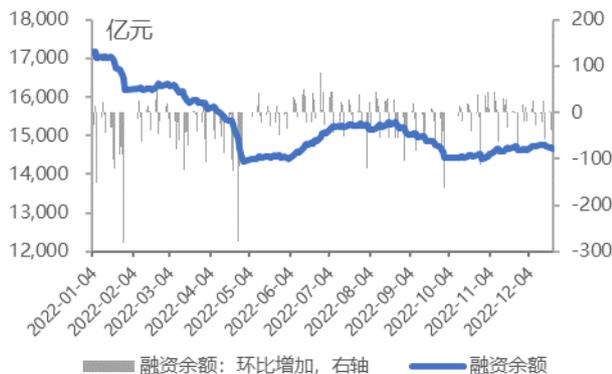


数据来源：Wind、东吴期货研究所

相较于2021年的迅猛发展，2022年私募基金发行放缓，仓位也出现下滑。截至10月底，私募证券基金管理规模为5.56万亿元，较2021年底减少5611亿元。11月以来，前期扰动市场的因素均出现边际改善，宏观环境好转，私募发行有所回暖，仓位也逐步回升。展望2023年，随着市场预期好转，22年私募基金发行有望改善。

4、杠杆资金

图表 49 融资融券余额



数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 50 融资买入额占 A 股成交额比重



数据来源：Wind、东吴期货研究所

截至2022年12月22日，融资余额今年流出2502.5亿元，融资余额占流通市值的比例为2.24%，融资买入额占A股成交额比重为6.39%。2022年融资净买入额排名靠前的行业是建筑装饰、综合、纺

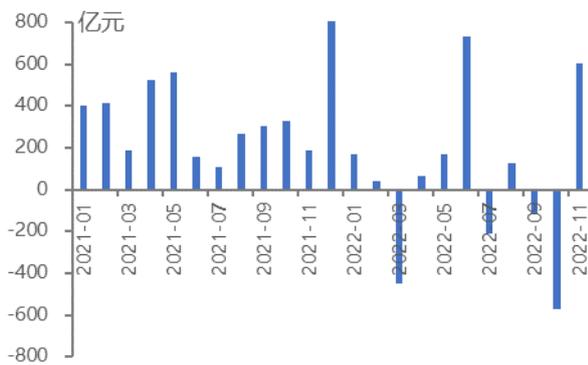
织服饰，净卖出额排名靠前的行业是非银金融、有色金属、电子、医药生物、计算机。融资资金主要跟随市场走势变动，随着 2023 年市场风险偏好回升，预计 2023 年融资余额将重新转为净流入。

5、北向资金

2022 年，为遏制高通胀，美联储连续 7 次加息，海外流动性收紧，美元指数走高。国内由于疫情、地产等因素扰动，经济表现疲软，人民币出现大幅贬值。北向资金波动加剧，截至 12 月 22 日，2022 年北向资金年内合计净流入 871.2 亿元，较 2021 年大幅回落。2022 年北向资金净流入额排名靠前的行业为电力设备、有色金属、银行、交通运输、机械设备，净流出额排名靠前的行业为电子、钢铁、计算机、社会服务、轻工制造。其中电气设备行业连续两年位列北向资金净流入最多的行业。

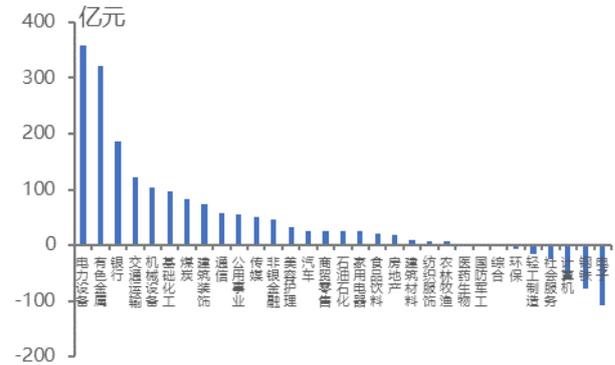
展望 2023 年，美国通胀压力缓解，美联储加息放缓，海外流动性环境改善，美债利率和美元指数将随之回落。而国内经济进入复苏周期，疫情防控和地产政策优化，北向资金有望重新回流。

图表 51 近年来北向资金月度净流入情况



数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 52 2022 北向资金累计净流入行业排名

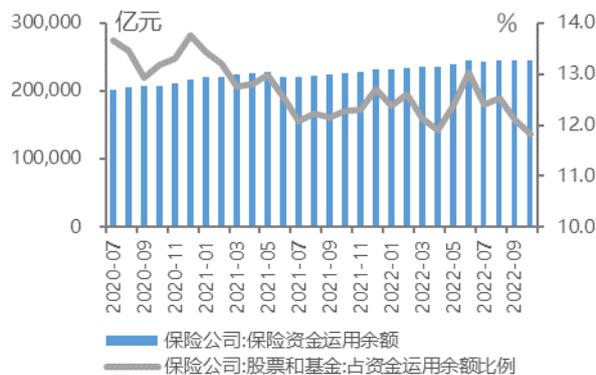


数据来源：Wind、东吴期货研究所

6、保险资金

2022 年上半年保费收入延续负增走势，6 月以来，保费收入增速转正，险资运用余额增速也随之回升。截至 2022 年 10 月，保险资金运用余额为 24.54 万亿元，其中股票和基金余额为 2.91 万亿元，较 2021 年年底下降 451.9 亿元，在险资运用余额中的占比为 11.84%，较 2021 年年底下降 0.86 个百分点。展望 2023 年，经济企稳，保费收入增速有望继续增长，带动险资运用余额稳步扩张，随着市场修复，权益投资比例也有望小幅抬升。

图表 53 险资运用余额及股票和基金占比



数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 54 保费收入累计同比



数据来源：Wind、东吴期货研究所

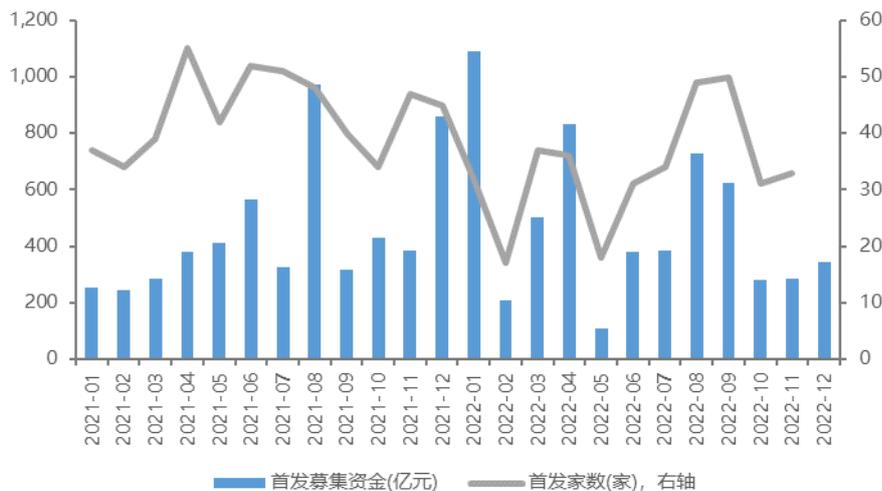
7、银行理财产品

2022 年是银行理财净值化时代元年。截至 2022 年 6 月末，银行理财市场存续规模 29.15 万亿元，较 2021 年年末增加 1500 亿元，同比增长 12.98%，净值化比例 95.09%。权益类资产占比仍较低且略有下滑，2022 年 6 月末，权益类资产余额占比为 3.21%。今年 11 月以来，债市波动加剧，银行理财产品赎回压力增大。2023 年，银行理财产品规模有望稳步增长，而权益类资产的配置比例也有提升空间。

(二) 资金需求

1、IPO

图表 55 2021 年各月 IPO 家数及募资情况

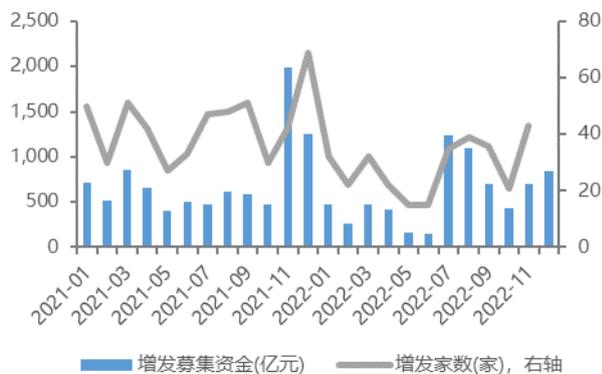


数据来源：Wind、东吴期货研究所

截至 12 月 23 日，2022 年共有 415 家公司 IPO 上市，合计募资总额 5765.5 亿元，与 2021 年 IPO 规模基本持平。展望 2023 年，如果注册制落地，IPO 规模将有所回升。

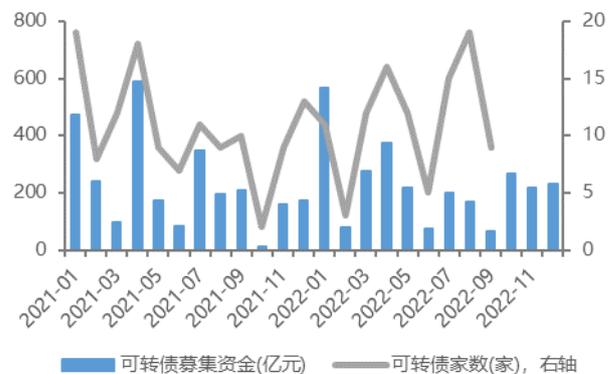
2、再融资

图表 56 增发募集资金统计



数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 57 可转债募集资金统计



数据来源：Wind、东吴期货研究所

2022 年再融资规模有所回落。截至 12 月 23 日，2022 年再融资规模合计达 10722.7 亿元，其中增发家数达 348 家，增发规模为 6942.5 亿元，较 2021 年大幅回落。可转债发行家数达 153 家，募集资金为 2735.6 亿元，与 2021 年基本持平。展望 2023 年，随着市场回暖，再融资规模预计小幅扩张。

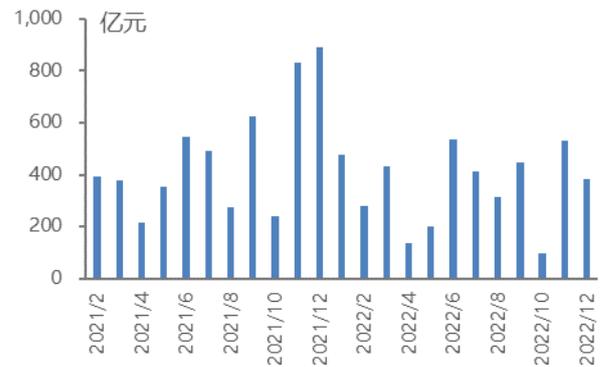
3、解禁及减持

图表 58 限售解禁统计



数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 59 重要股东二级市场减持规模



数据来源：Wind、东吴期货研究所

截至 2022 年 12 月 23 日，2022 年重要股东二级市场减持 4923.9 亿元，增持 712.4 亿元，合计净减持 4211.8 亿元，减持规模较 2021 年有所回落。由于市场表现不佳，减持意愿也有所下滑。2022 年限售解禁规模为 4.6 万亿元，2023 年限售解禁规模为 4 万亿元，较 2022 年有所下降。展望 2023 年，解禁规模有所下降，减持动力较 2022 年或小幅抬升，因此预计 2023 年净减持规模与今年大致持平。

2022 年，由于海内外多重扰动因素，市场波动加剧，风险偏好受到抑制，存量资金博弈。展望 2023 年，内外扰动因素均有所缓解，市场风险偏好回升，增量资金有望重新入市，资金面较 2022 年边际改善。新基发行有望进一步回暖，公募基金流入规模或有所提升，仍然是主要增量资金来源。随着海外流动性环境好转，国内经济复苏，北向资金也将重新回流。

六、市场展望

展望 2023 年，中国经济将迎来复苏。在外需回落的背景下，出口承压，内需处于重中之重的位置。随着疫情防控政策的优化，消费有望展开修复。考虑到疫情的持续影响可能仍然被低估，未来消费修复的节奏值得关注。在一系列地产支持政策出台后，地产链跌幅有望逐步收窄，但修复节奏可能偏慢。制造业投资和基建投资仍有韧性，由于经济稳增长的需求，基建预计仍将保持较高增速。2023 年通胀压力相对温和，对货币政策不构成掣肘。

2023 年，货币政策仍将保持偏宽松的基调，但较 2022 年将边际收敛，上半年货币政策可能性更为宽松。尤其是总量方面，货币政策空间不大，结构性工具将发挥精准发力的功能。流动性环境将维持偏松的状态，但市场利率有望逐步向政策利率回归。社融增速可能呈现先升后降走势，由于地产链弱复苏，居民部门信贷可能呈缓慢修复走势。信贷结构不断优化，企业中长期贷款继续回升，基建和制造业方向仍是信贷重点投放方向。财政政策方面，为了托底经济，预计 2023 年财政政策支持力度将进一步加大，赤字率或小幅抬升至 3% 以上。

2023 年，内外扰动因素均有所缓解，市场风险偏好回升，增量资金有望重新入市，资金面较 2022 年边际改善。新基发行有望进一步回暖，公募基金流入规模或有所提升，仍然是主要增量资金来源。随着海外流动性环境好转，国内经济复苏，北向资金也将重新回流。

当前估值接近历史底部，存在安全边际，2023 年有一定修复空间。2023 年，稳增长预期提振市场

信心，风险偏好回升。海外流动性紧缩放缓，美债利率见顶回落，流动性环境保持相对宽松。以上积极因素将驱动估值展开修复。2023 年，随着经济逐步修复，A 股盈利有望随之改善，节奏上先抑后扬。综合考虑量价因素，A 股盈利增速有望在一季度触底，二季度之后开始回升。

综上，展望 2023 年，A 股将震荡上行。短期内受稳增长政策催化，经济复苏预期主导，价值风格偏强，IH 可能阶段性走强。中期来看，随着盈利触底回升，我们更加看好成长风格表现，IC 和 IM 更为占优。

免责声明：

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

期市有风险，投资需谨慎！