



研究员

段福林

电话：0769-22116880

从业资格号：F3048935

投资咨询从业证书号：Z0015600

股指期货月报

乌云渐去，曙光渐现

2022-12-2 星期五

1. 经济仍处于衰退期。

整体而言，短期房地产为制约工业生产的主要影响因素，4月疫情恢复后需求回补不足，预计经济仍处于弱复苏过程。但随着地产政策的渐次放松以及疫情防控措施的进一步优化和落实，需求收缩和预期转弱的问题有望得到改善。

考虑库存周期和经济衰退情况，目前仍在主动去库存周期阶段，中国经济周期仍在衰退期，要看防疫放松后经济能否企稳，以及科技能否带领生产力突破，进而打破经济周期。

2. 政策：乌云渐去

(一) 优化防疫 20 条

我们认为下一阶段优化防疫工作可能在精准防控与尽快尽早控制疫情蔓延之间、在全国不同地区之间协调与平衡，防疫工作也会逐步优化直至合适条件放松。

(二)、美联储加息进入尾声

美联储自 1980 年以来总共有 8 次加息周期，加息最大幅度的是 2004 年至 2006 年加息 24 次，幅度为 400 个 BP。加息比较急速的是 1994 年至 1995 年加息 7 次，幅度 275 个 BP。截止目前，本次加息 6 次，幅度 375 个 BP。本次加息 375 个 BP，接近历史最高幅度，预计美联储加息进入尾声。

(三)、政策“三支箭”维稳，房地产有望企稳

政策工具箱丰富，政策目标清晰。9 月以来房地产行业迎来新一轮政策出台高峰期：全国性政策聚焦于加强信贷支持政策，打通地产融资通道，完善住房保障体系、落实保交楼、支持合理住房需求等；地方层面限购、限贷、限售等需求限制性措施进一步退出，首套房认定标准持续放宽，首付比例及按揭贷款利率持续下行，多地推行购房补贴政策。最后到支持房地产企业股权融资的 5 项措施。打出了信贷、债券、股权的“三支箭”政策组合拳。

预期 2023 年政策环境将持续宽松，直至相关重大风险得到有效遏制。我们预计未来政策将进一步支持改善性住房需求的释放，降低购房成本，解决交付担忧，优化交易流程，加强二手房市场交易活跃度并传导促进新房市场销售恢复。

3. 上证 50 和沪深 300 指数收益风险仍然较高

截止 11 月 30 号，上证指数 PE 为 12.43，处于自 2010 年以来的 32.61% 的分位数。上证 50PE 为 9.4，分位数为 27.21%；沪深 300PE 为 11.3，分位数为 28.48%；中证 500PE 为 23.52，分位数为 18.91%；中证 1000PE 为 30.17，分位数为 14.16%；上证 50 指数 PE 提升，但仍处于历史较底位置。

对三大指数走势与风险溢价进行对比发现，指数走势与风险溢价基本成反比例关系，上证 50 和沪深 300 指数的风险溢价底部反弹，目前离历史新高仅仅一步之遥；而中证 500 和 1000 指数上攻历史高位后出现回落。从风险溢价来看，上证 50 和沪深 300 指数具有较好的吸引力，也就是说获得的风险补偿更好，即收益风险比更高。

上证 50 指数和沪深 300 指数主要是以金融地产为主，目前的 PE 估值分位数在 30% 左右，估值中等偏下，不过经济仍在下行期，指数可能有再次下探风险。中证 500 指数以先进制造业为主，并且周期类股票占比稍多。目前从 PPI 上看，PPI 一路震荡回落，预计周期类股票业绩下滑成趋势，预计后续中证 500 指数业绩也会受此影响。

从行业 PE 和 PB 来看，银行、通信比较有优势；而消费者服务、计算机、汽车、食品饮料、军工、电子、新能源估值比较高，从指数来看，中证 500 和 1000 指数的估值仍有压力。

5. 观点和投资策略：

随着防疫工作的不断优化、美联储加息进入尾声、房地产政策不断放松，扰动 2022 年 A 股的三大因素逐渐优化和散去，市场环境逐步进入明朗，届时 A 股曙光或现。不过，2023 年需要防范全球加息引发的债务危机和外围经济衰退引发的出口大幅下滑导致 A 股大幅波动。技术上，经过 2022 年三浪走势，目前是第四浪反弹末期，后期是反转还是第五浪下跌有待确认，不过整体下跌风险已经得到了充分释放。因此综上所述，2023 年 A 股有望呈现震荡攀升行情，关注受益于政策支持的上证 50 指数修复行情和产业结构转型升级的中证 500 指数。

自美联储加息幅度预期转向，房地产政策维稳，以及近期防疫 20 条执行，2022 年三大乌云渐渐散去，市场预期好转，而无视近期经济数据连续回调。在这种强预期弱现实的情况下，大盘已经反弹超过 10%，市场情绪进入全面看多。不过，上面的三大乌云仍需观察其结果，特别是防疫 20 条执行后，疫情多久能做到动态清零。乌云不可能一下散去，过程可能有曲折。市场行情也一样，特别是经济仍在衰退期，疫情多点扩散，短期市场或面临考验。技术上，目前大概率仍然定义这里为反弹，并且反弹也

进入尾声，分钟线顶部结构形成，第四浪反弹基本判断结束，预计大盘高位震荡回落，操作上建议多单获利了结，待调整择机做多，供参考。

风险点：1、债务危机；2、疫情升级；3、人民币再次大幅贬值。

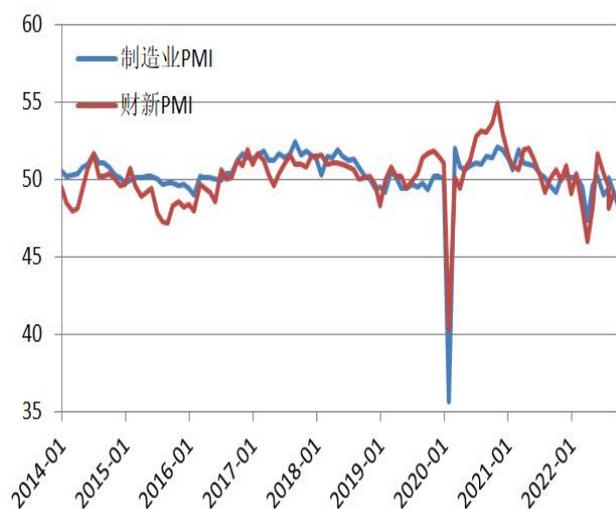
目录

一、	经济周期：经济处于衰退期。	5
二、	政策：乌云渐去	5
三、	市场判断：上证 50 和沪深 300 指数收益风险仍然较高。	8
图表 1:	制造业和非制造业 PMI	5
图表 2:	库存周期	5
图表 3:	美联储货币政策及利率变化	6
图表 4:	美国 CPI 和 PCE 通胀数据	6
图表 5:	房地产开发投资完成额累计同比	7
图表 6:	房地产开发投资月度同比	7
图表 7:	房屋新开工和销售面积	7
图表 8:	个人住房贷款余额同比增长	7
图表 9:	上证指数 PE 及分位数(2010 年以来, 下同)	9
图表 10:	上证 50 指数 PE 及分位数	9
图表 11:	沪深 300 指数 PE 及分位数	9
图表 12:	中证 500 指数 PE 及分位数	9
图表 13:	各指数 PE 分位数(2010.1. 至 2022 年 11 月)	10
图表 14:	中证 1000 指数 PE 及分位数	10
图表 15:	上证 50 指数与风险溢价走势图	10
图表 16:	沪深 300 指数与风险溢价走势图	11
图表 17:	中证 500 指数与风险溢价走势图	11
图表 18:	中证 1000 指数与风险溢价走势图	11
图表 19:	上证 50 指数行业占比	11
图表 20:	沪深 300 指数行业占比	12
图表 21:	中证 500 指数行业占比	12
图表 22:	中信各行业 PE (截止时间 2022 年 11 月 30 号)	12
图表 23:	中信各行业 PB(截止时间 2022 年 11 月 30 号)	13

一、经济周期：经济处于衰退期。

11月制造业PMI录得48.0%，创今年5月以来新低，环比较10月下行1.2个百分点，回落幅度也有所扩大。分项来看，11月新订单指数下降1.7个百分点至46.4%，受疫情持续和地产偏弱影响，需求回落幅度较大。生产不旺，需求不足。

图表 1：制造业和非制造业 PMI



图表 2：库存周期



资料来源：华联期货研究所、Wind 资讯

资料来源：华联期货研究所、Wind 资讯

库存方面，2022年10月产成品存货为12.6，较上月回落1.2%，回落幅度加大，库存仍在高位。其营业收入连续下行18个月，目前还在主动去库存周期阶段。

整体而言，短期房地产为制约工业生产的主要影响因素，4月疫情恢复后需求回补不足，预计经济仍处于弱复苏过程。但随着地产政策的渐次放松以及疫情防控措施的进一步优化和落实，需求收缩和预期转弱的问题有望得到改善。

考虑库存周期和经济衰退情况，目前仍在主动去库存周期阶段，中国经济周期仍在衰退期，要看防疫放松后经济能否企稳，以及科技能否带领生产力突破，进而打破经济周期。

二、政策：乌云渐去

影响2022年A股最主要因素是什么？（一）、新冠疫情；（二）、美联储加息；（三）、房地产走弱。

（一）优化防疫20条

11月11日出台后第一周，全国疫情形势较为严峻，确诊人数持续攀升，居民地铁/公路出行、货车公路通行数据暂无明显好转。石家庄11月14日宣布暂停全员核酸、开放所有公共场所，不再查验核酸阴性证明等措施，随后石家庄市疫情再次严峻。为满足居民核酸检测需求，11月15日石家庄多地即恢复部分核酸检测点。广州市目前疫情形势严峻，新增感染者人数持续攀升，11月20日，广州市多区开展应检尽检核酸检测。我们认为下一阶段优化防疫工作可能在精准防控与尽快尽早控制疫情蔓延之间、在全国不同地区之间协调与平衡，防疫工作也会逐步优化直至合适条件放松。

(二)、美联储加息进入尾声

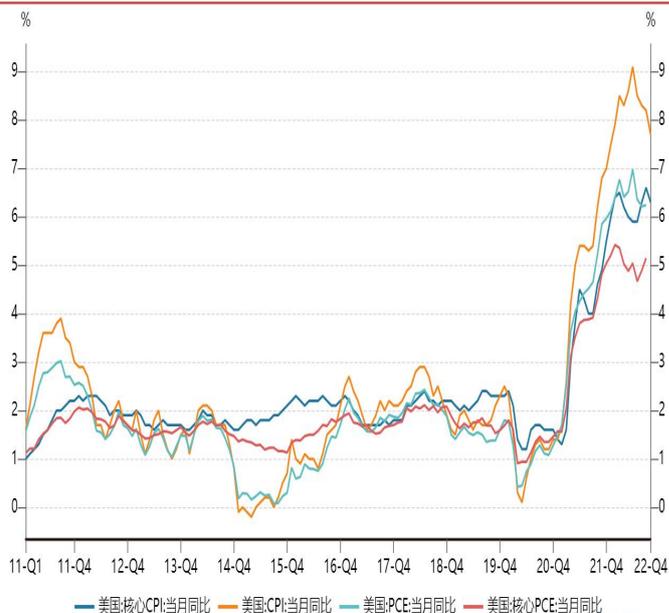
美联储自1980年以来总共有8次加息周期，加息最大幅度的是2004年至2006年加息24次，幅度为400个BP。加息比较急速的是1994年至1995年加息7次，幅度275个BP。截止目前，本次加息6次，幅度375个BP。本次加息375个BP，接近历史最高幅度，预计美联储加息进入尾声。

图表 3: 美联储货币政策及利率变化

美联储货币政策及利率变化				
时间	基准利率	方向	次数	幅度
1983/3/31	8.63%			
1984/8/9	11.50%	加息	10	288bp
1984/9/20	11.25%			
1986/8/21	5.88%	降息	17	538bp
1987/1/5	6.00%	加息	6	131bp
1987/9/24	7.31%			
1987/11/4	6.81%	降息	3	31bp
1988/2/11	6.50%			
1988/3/30	6.75%	加息	16	306bp
1989/5/17	9.81%			
1989/6/6	9.56%	降息	24	656bp
1992/9/4	3.00%			
1994/2/4	3.25%	加息	7	275bp
1995/2/1	6.00%			
1995/7/6	5.75%	降息	6	100bp
1998/11/17	4.75%			
1999/6/30	5.00%	加息	6	150bp
2000/5/16	6.50%			
2001/1/3	6.00%	降息	13	500bp
2003/6/25	1.00%			
2004/6/30	1.25%	加息	17	400bp
2006/6/29	5.25%			
2007/9/18	4.75%	降息	10	450bp
2008/12/16	0.25%			
2015/12/17	0.50%	加息	9	200bp
2018/12/20	2.50%			
2019/8/1	2.25%	降息	5	200bp
2020/3/16	0.25%			
2022/3/16	0.50%	加息		

资料来源：华联期货研究所、Wind 资讯

图表 4: 美国 CPI 和 PCE 通胀数据



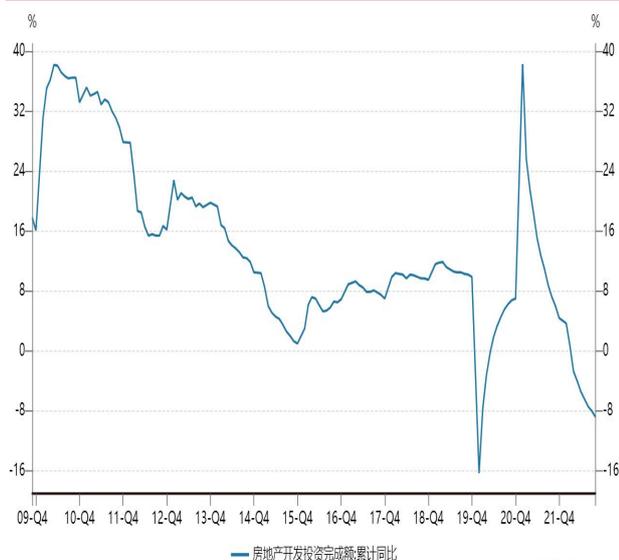
资料来源：华联期货研究所、Wind 资讯

我们看到2021年以来美国通胀数据不断创新高，CPI最高数据是2022年6月的9.1%，随后连续几个月温和下行。PCE也是今年6月见顶回落。核心CPI数据仍没有看到下行趋势，核心PCE没有创下2022年2月的高点。

(三)、政策“三支箭”维稳，房地产有望企稳

10月房地产开发投资完成额累计同比-8.8%，房地产开发投资月度同比是-16%，扣除疫情发生之初特殊情况外，房地产开发投资创2015年以来的新低，房地产明显走弱，并且还没有止跌迹象。

图表 5：房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：华联期货研究所、Wind 资讯

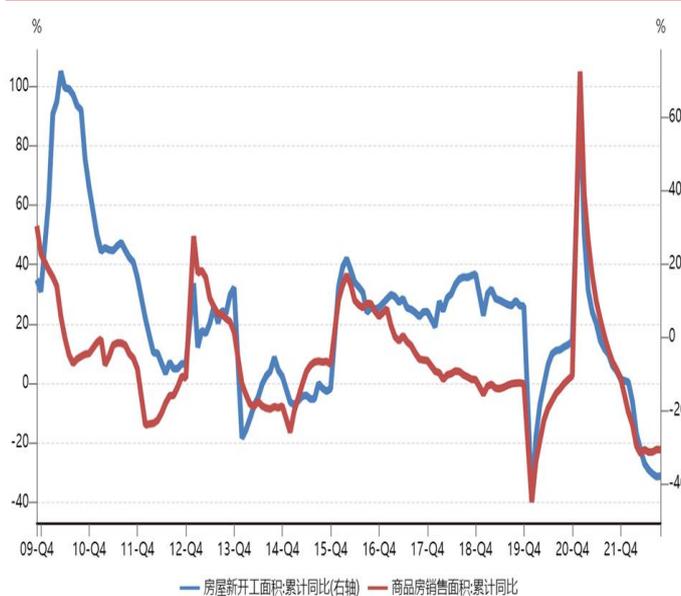
图表 6：房地产开发投资月度同比



资料来源：华联期货研究所、Wind 资讯

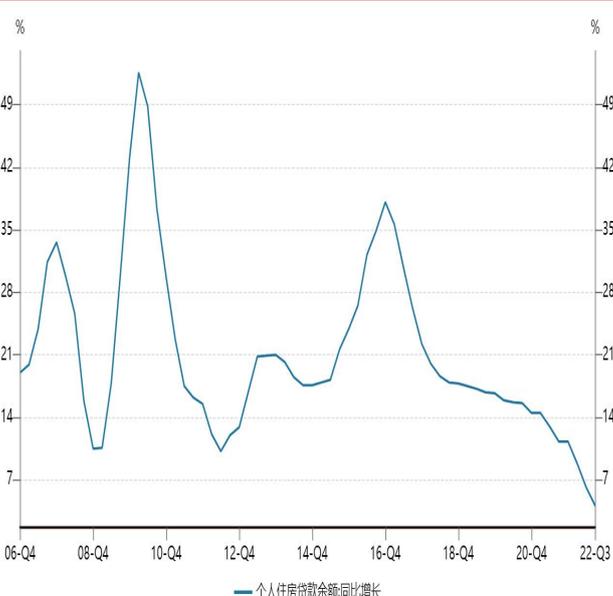
房地产销售数据也在下行和房价下跌城市增加。2022 年 11 月前 21 天，重点城市新房和二手房（城市样本不同）网签套数同比分别下降 38.8%和增长 32.3%，10 月则分别同比下降了 24.6%和增长了 44.6%。房价下跌的城市逐渐增多，到 2022 年 10 月，70 个大中城市中新建商品住宅和二手住宅房价环比下降的分别有 58 个和 62 个，相比 9 月分别增加了 4 个和 1 个。

图表 7：房屋新开工和销售面积



资料来源：华联期货研究所、Wind 资讯

图表 8：个人住房贷款余额同比增长



资料来源：华联期货研究所、Wind 资讯

11月23日，国常会落实因城施策支持刚性和改善性住房需求的政策。推进保交楼专项借款尽快全面落到项目，激励商业银行新发放保交楼贷款，促进房地产市场健康发展”等地产政策。

11月23日，央行、银保监会正式发布《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》，促进房地产市场平稳健康发展“十六条”落地，金融各领域将持续强化维稳地产市场。

国有六大行落实“地产16条”，与多家房企签订合作协议，已披露的意向性授信额度高达12750亿元。其中，工商银行向12家全国性房企提供意向性融资，总额达6550亿元，邮储银行向5家房企提供意向性融资总额2800亿元。业界预计，下一步，销售排行在TOP20-TOP70的房企有望获得很大支持，资金提供方也将由国有大行扩展到股份制银行。

11月28日证监会提出支持房地产企业股权融资的5项措施，包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资、恢复上市房企和涉房上市公司再融资、调整完善房地产企业境外市场上市政策、进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用、积极发挥私募股权投资基金作用五个方面。

政策工具箱丰富，政策目标清晰。9月以来房地产行业迎来新一轮政策出台高峰期：全国性政策聚焦于加强信贷支持政策，打通地产融资通道，完善住房保障体系、落实保交楼、支持合理住房需求等；地方层面限购、限贷、限售等需求限制性措施进一步退出，首套房认定标准持续放宽，首付比例及按揭贷款利率持续下行，多地推行购房补贴政策。最后到支持房地产企业股权融资的5项措施。打出了信贷、债券、股权的“三支箭”政策组合拳。

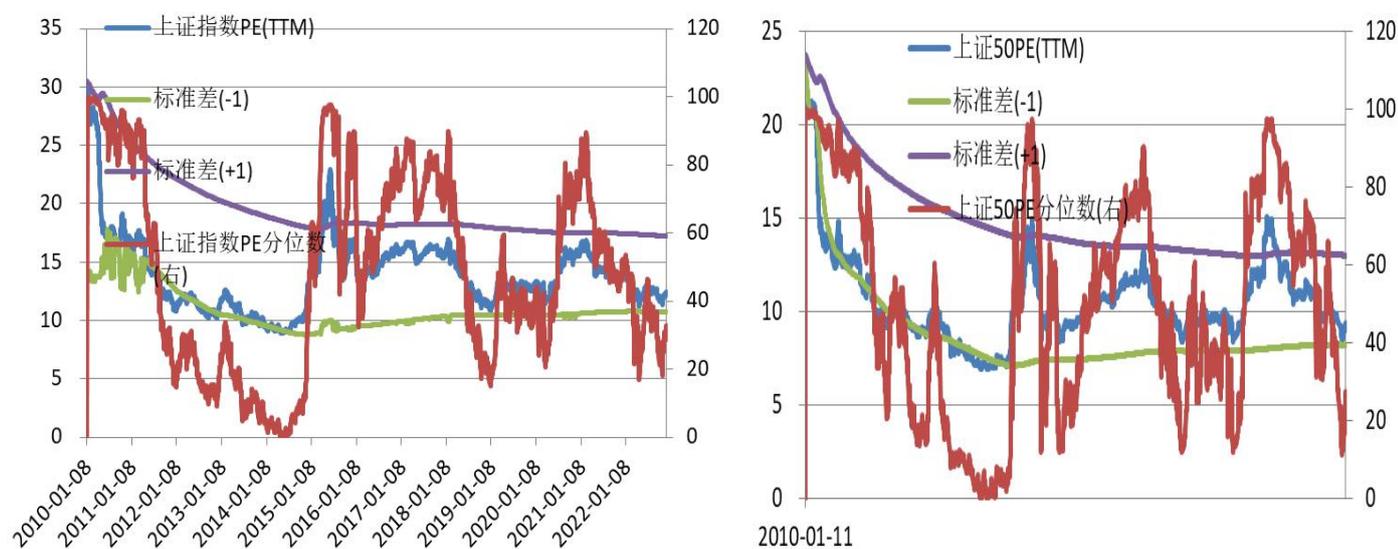
预期2023年政策环境将持续宽松，直至相关重大风险得到有效遏制。我们预计未来政策将进一步支持改善性住房需求的释放，降低购房成本，解决交付担忧，优化交易流程，加强二手房市场交易活跃度并传导促进新房市场销售恢复。

三、 市场判断： 上证 50 和沪深 300 指数收益风险仍然较高。

截止11月30号，上证指数PE为12.43，处于自2010年以来的32.61%的分位数。上证50PE为9.4，分位数为27.21%；沪深300PE为11.3，分位数为28.48%；中证500PE

为 23.52，分位数为 18.91%；中证 1000PE 为 30.17，分位数为 14.16%；上证 50 指数 PE 提升，但仍处于历史较底位置。

图表 9：上证指数 PE 及分位数 (2010 年以来, 下同) 图表 10：上证 50 指数 PE 及分位数



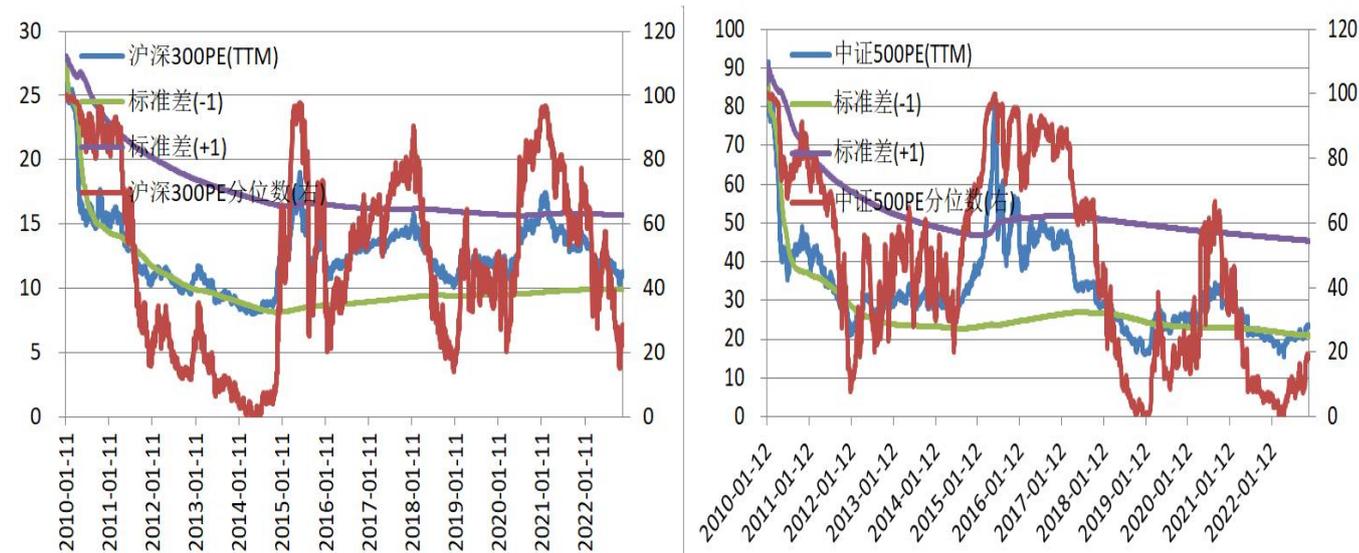
资料来源：华联期货研究所、Wind 资讯

资料来源：华联期货研究所、Wind 资讯

此外，对 PE 标准差后，上证指数和三大股指运行都在正负一个标准差之间，而中证 1000 指数偶尔出现低于负一个标准差。目前上证指数、上证 50 和沪深 300 指数 PE 临近负一个标准差，而中证 500 和 1000 指数 PE 在负一个标准差下面，所以标准差后，四大指数 PE 处于收益风险高的位置。

图表 11：沪深 300 指数 PE 及分位数

图表 12：中证 500 指数 PE 及分位数



资料来源：华联期货研究所、Wind 资讯

资料来源：华联期货研究所、Wind 资讯

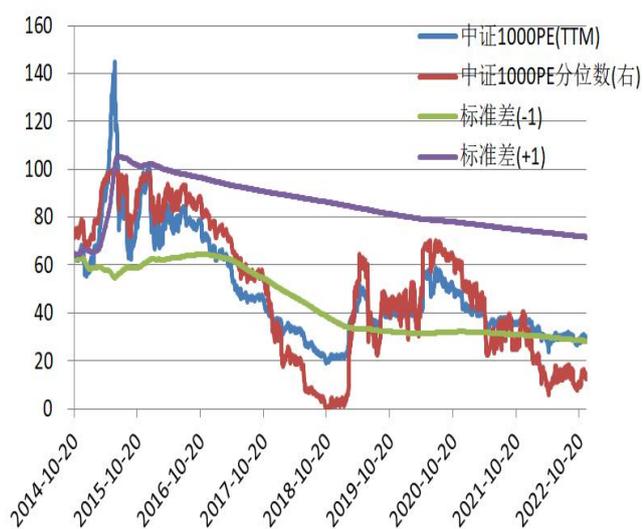
图表 13: 各指数 PE 分位数 (2010.1. 至 2022 年 11 月)

分位数	上证指数	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000
10%	10.31	7.99	9.36	20.68	28.44
25%	11.91	9.33	11.09	25.56	35.14
50%	13.63	10.17	12.45	29.65	41.83
75%	15.76	11.52	14.12	40.40	64.55
90%	16.92	13.08	15.68	47.94	79.67
最新	12.43	9.40	11.30	23.52	30.17

资料来源：华联期货研究所、Wind 资讯

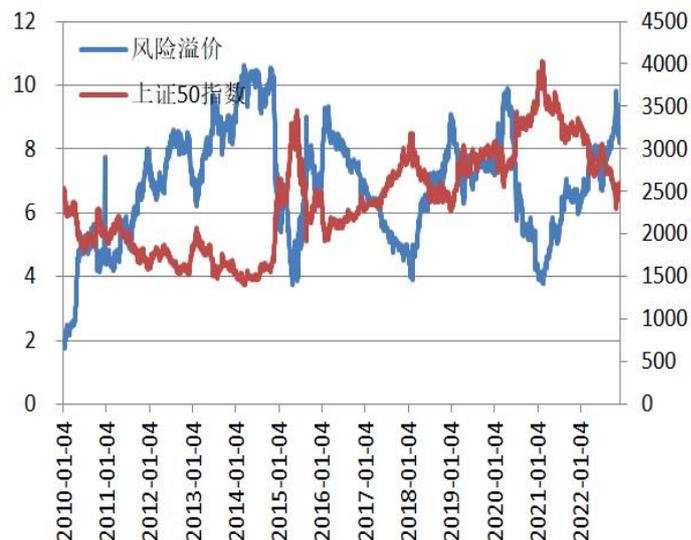
对三大指数走势与风险溢价进行对比发现，指数走势与风险溢价基本成反比例关系，上证 50 和沪深 300 指数的风险溢价底部反弹，目前离历史新高仅仅一步之遥；而中证 500 和 1000 指数上攻历史高位后出现回落。从风险溢价来看，上证 50 和沪深 300 指数具有较好的吸引力，也就是说获得的风险补偿更好，即收益风险比更高。

图表 14: 中证 1000 指数 PE 及分位数



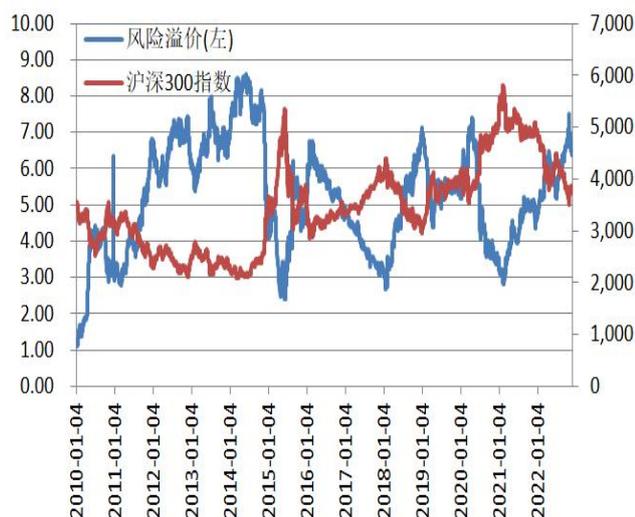
资料来源：华联期货研究所、Wind 资讯

图表 15: 上证 50 指数与风险溢价走势图



资料来源：华联期货研究所、Wind 资讯

图表 16: 沪深 300 指数与风险溢价走势图



资料来源：华联期货研究所、Wind 资讯

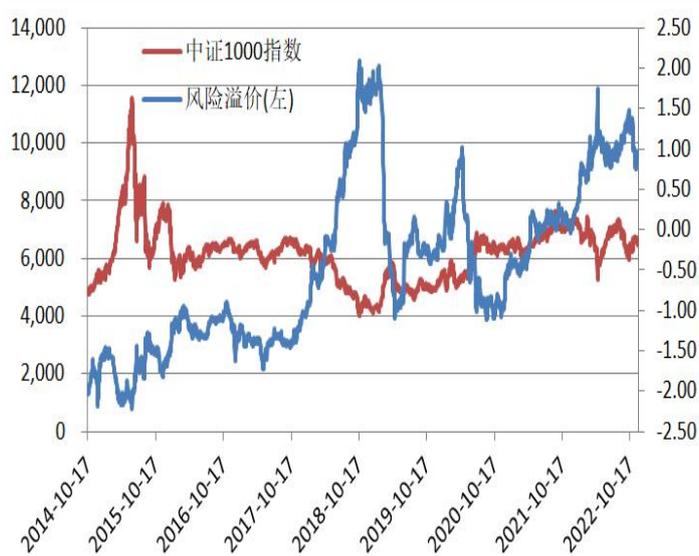
图表 17: 中证 500 指数与风险溢价走势图



资料来源：华联期货研究所、Wind 资讯

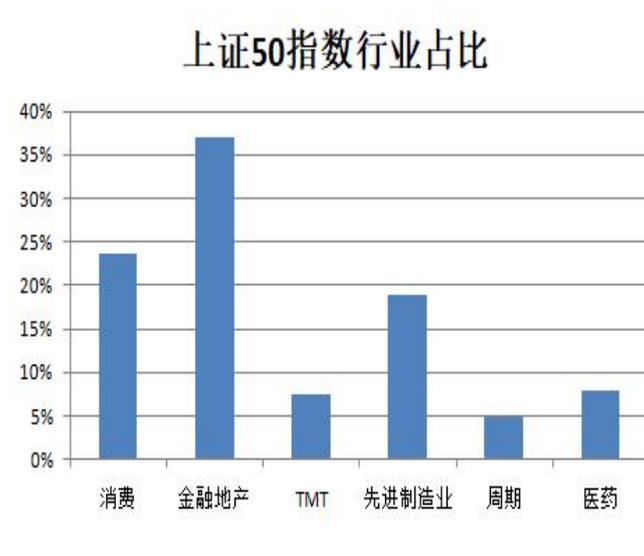
下面我们来看看，三大指数的行业占比情况，我们把所有行业大概分行金融地产、消费、医药、先进制造和周期这六个行业，上证 50 指数主要是金融地产、消费及先进制造业，这三个行业占比达近 80%，其中前二者占比超过 6%；沪深 300 指数也是上述三个行业为主，占比近 70%，TMT 占比略有回升；而中证 500 指数行业占比比较高是先进制造业、周期和 TMT 行业，占比超过 70%，与前两个指数行业占比不同。

图表 18: 中证 1000 指数与风险溢价走势图



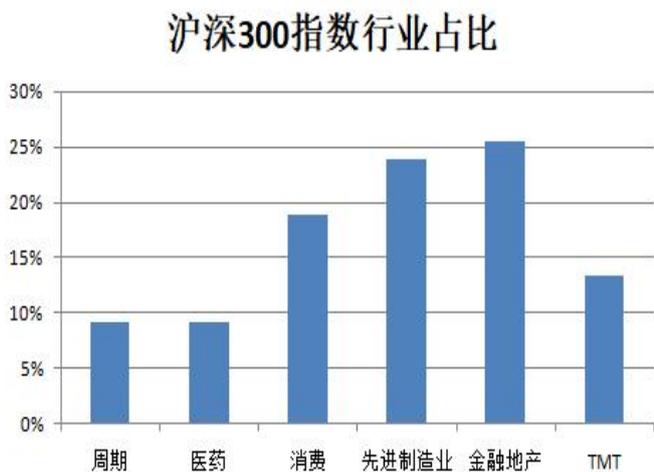
资料来源：华联期货研究所、Wind 资讯

图表 19: 上证 50 指数行业占比



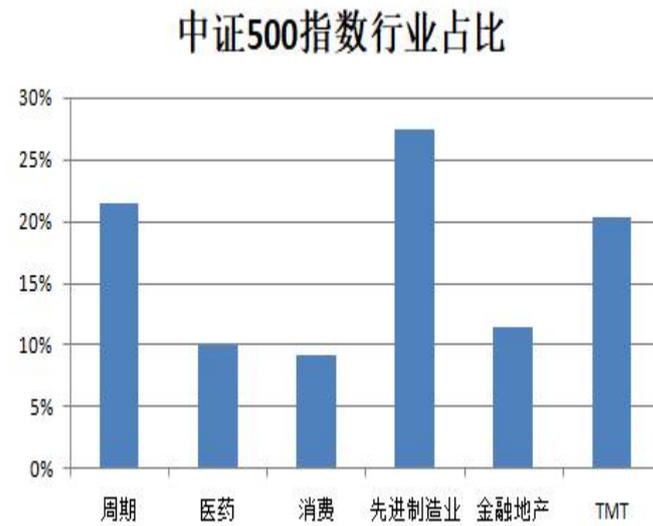
资料来源：华联期货研究所、Wind 资讯

图表 20：沪深 300 指数行业占比



资料来源：华联期货研究所、Wind 资讯

图表 21：中证 500 指数行业占比



资料来源：华联期货研究所、Wind 资讯

所以综上所述，上证 50 指数和沪深 300 指数主要是以金融地产为主，目前的 PE 估值分位数在 30%左右，估值中等偏下，不过经济仍在下行期，指数可能有再次下探风险。中证 500 指数以先进制造业为主，并且周期类股票占比稍多。目前从 PPI 上看，PPI 一路震荡回落，预计周期类股票业绩下滑成趋势，预计后续中证 500 指数业绩也会受此影响。

图表 22：中信各行业 PE（截止时间 2022 年 11 月 30 号）

行业	10%分位数	中位数	90%分位数	最新 PE	最新 /10%	行业	10%分位数	中位数	90%分位数	最新 PE	最新 /10%
房地产	9.56	14.97	24.90	-65.82	-6.89	消费者服务	29.80	46.50	138.81	3105.69	104.23
农林牧渔	24.43	45.63	94.83	-57.62	-2.36	计算机	34.93	60.34	138.29	113.48	3.25
商贸零售	19.06	32.97	55.58	-41.60	-2.18	公用事业	15.34	23.00	30.68	45.67	2.98
综合	-56.78	38.96	102.86	94.09	-1.66	汽车	15.25	20.60	42.86	42.09	2.76
传媒	-105.27	43.41	82.29	48.72	-0.46	机械	21.42	40.11	99.32	39.53	1.85
钢铁	-75.91	14.79	71.81	23.47	-0.31	食品饮料	18.34	31.58	47.72	32.80	1.79
通信	36.06	53.12	90.77	16.98	0.47	交通运输	15.31	20.78	36.02	22.36	1.46
有色金属	25.36	58.74	232.10	15.74	0.62	轻工制造	24.36	36.47	75.69	31.61	1.30

石油石化	11.48	17.44	37.16	8.51	0.74	建材	12.34	20.23	46.92	15.88	1.29
煤炭	8.52	12.08	39.71	7.03	0.82	国防军工	50.05	72.39	137.35	63.15	1.26
基础化工	22.27	43.49	76.04	18.43	0.83	建筑	9.00	12.13	20.49	10.96	1.22
银行	5.14	6.50	9.44	4.52	0.88	纺织服装	22.82	31.18	44.37	27.69	1.21
家电	13.88	20.22	26.19	14.88	1.07	非银行金融	14.05	19.42	28.24	15.88	1.13
电力及新能源	31.42	46.50	63.12	34.02	1.08	医药	31.18	40.04	57.42	34.85	1.12
电子	37.12	54.52	80.45	40.39	1.09						

从行业 PE 来看，目前 PE 低于历史分位数 10% 的行业还有通信、有色金属、石油石化、煤炭、基础化工、银行和家电。市盈率较低的行业有都低于 10 倍有银行、煤炭和石油石化。而 PE 较高的行业有消费者服务、计算机、综合、国防军工、传媒、电力及公用事业、汽车、电子等行业。

行业 PB 方面，银行、建筑，PB 都是在 1 倍以下，银行、通信、非银行金融、传媒、房地产、建筑、建材和纺织服装等板块处于 10% 分位数之下，处于历史低位区域；食品饮料、消费者服务、医药、国防军工、计算机、电力设备及新能源、电子和农林牧渔等行业 PB 都较高，前二者超过 5 倍，处于历史相对较高位置。

从行业 PE 和 PB 来看，银行、通信比较有优势；而消费者服务、计算机、汽车、食品饮料、军工、电子、新能源估值比较高，从指数来看，中证 500 和 1000 指数的估值有仍有压力。

图表 23：中信各行业 PB(截止时间 2022 年 11 月 30 号)

行业	10% 分位数	中位数	90% 分位数	最新 PB	最新 /10%	行业	10% 分位数	中位数	90% 分位数	最新 PB	最新 /10%
银行	0.72	0.95	1.67	0.46	0.64	电力设备及新能源	2.00	2.99	4.89	3.50	1.75
通信	2.13	2.93	3.96	1.43	0.67	食品饮料	3.74	5.63	9.01	6.19	1.66
非银	1.58	2.01	3.09	1.23	0.78	消费	3.10	3.86	6.67	5.09	1.64

行 金 融						者 服 务					
传媒	2.22	3.44	5.45	1.85	0.83	煤炭	0.99	1.34	3.07	1.48	1.49
房 地 产	1.17	1.99	2.84	1.02	0.87	国 防 军工	2.48	3.66	5.17	3.58	1.44
建筑	0.95	1.41	2.27	0.85	0.89	汽车	1.67	2.35	3.31	2.37	1.41
建材	1.81	2.46	3.62	1.63	0.90	基 础 化工	2.10	2.92	4.25	2.71	1.29
纺 织 服装	1.78	2.44	3.73	1.71	0.96	机械	2.02	2.84	3.90	2.59	1.28
商 贸 零售	1.44	2.21	3.91	1.45	1.00	有 色 金属	2.07	3.00	4.64	2.50	1.21
石 油 石化	0.98	1.31	2.12	1.01	1.03	钢铁	0.91	1.30	1.82	1.09	1.20
综合	1.46	2.27	3.86	1.53	1.05	计 算 机	3.02	4.44	6.57	3.57	1.18
医药	3.51	4.38	5.93	3.71	1.06	交 通 运输	1.28	1.68	2.57	1.50	1.17
轻 工 制造	2.02	2.72	3.96	2.14	1.06	农 林 牧渔	2.68	3.53	4.78	3.06	1.14
电 力 及 公 用 事 业	1.53	1.91	2.61	1.66	1.08	电子	2.90	3.91	5.04	3.22	1.11

免责声明

研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法，本报告所载的全部内容仅作参考之用。我们谨慎相信本报告中的资料及其来源在发布之时是可靠的，但并不保证所载信息的准确性、可靠性、时效性以及完整性。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告的内容不构成对任何人的投资建议，不构成对相关期货品种的最终买卖依据。投资者须独立承担投资风险。华联期货有限公司不对任何人因使用本报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。

本报告版权归华联期货所有，未经华联期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“华联期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

公司总部地址：东莞市城区可园南路1号金源中心16、17层

邮编：523009

咨询电话：4000-883-668 选5 或直拨 0769-22111252、22112875

传真：0769-22217310

网址：<http://www.hlqh.com/>