

# A股估值明年有望修复 但上行节奏缓和

■ 华翔

政策对于股票市场的呵护意图明显,并且从实际降低了交易成本、改善了供需关系,引导中长期资金入市。此外,明年国内经济增速预计继续小幅回升,指数净利润增速有望修复,指数估值也将随着中美利差的见顶而抬升。



## A 今年表现偏弱

截至11月20日,沪深300指数和上证50指数较年初下跌8%左右;中证500和中证1000指数分别下跌3.49%和0.45%。虽然股指表现不及年初预期,但在当前位置具备韧性,以及向好基础。上行压力主要来自几个方面:第一,美国通胀下降速度缓慢,其10年期国债收益率处于高位,抑制了资产价格,且中美利差扩大影响了北上资金的流入。第二,国内经济复苏尚未反映到企业利润,股指盈利增速回升速度不及预期。第三,回调之前,部分行业估值偏高。不过,上述压力基本都能随着时间的推移而化解,如美国加息预计进入尾声;国内利多政策陆续出台,基建、制造业、消费数据支撑了经济增速。股指经过调整,在当前估值和政策托底的背景下,向下的空间并不大。



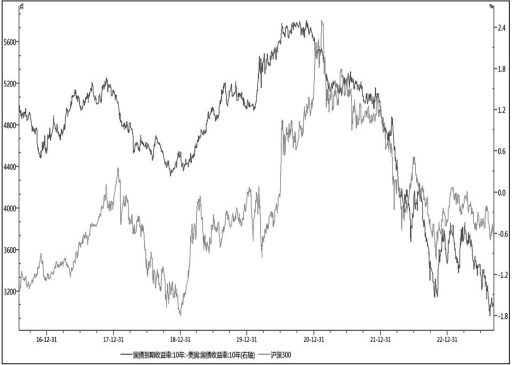
图为上证50指数走势

从国内经济基本面来看,全年实现5%的经济增速问题不大。国际货币基金组织(IMF)11月7日上调了对中国经济的增长预期,预计2023年中国经济将增长5.4%,2024年将增长4.6%,较今年10月《世界经济展望报告》中的预测值均上调0.4个百分点。今年作为疫后复苏的第一年,消费增速的改善成为经济复苏的主要动力。截至三季度,社会消费品零售总额累计同比增速为6.8%,接近疫情前的水平;基建增速为8.64%,虽然略低于去年的9.4%,但也维持在较高水平。今年股指市场的拖累是房地产复苏不及预期。在去年的低基数下,今年截至三季度房地产开发投资完成额增速仅有-9.1%。房地产市场的疲弱还表现在房屋销

售、开发资金来源、土地成交、居民中长期贷款等方面。房地产行业状况压低了投资偏好,也影响了相关周期性行业指数的表现。申万房地产指数年内累计下跌近20%,恒生综合行业指数-地产建筑业指数更是下跌近30%。

从海外经济基本面来看,今年美国在高利率的情况下,经济韧性超出预期。美国经济的韧性表面上来自居民消费和私人投资表现较好,本质上则是过去三年财政与货币配合造就了居民资产负债表的健康,也撬动了企业投资的增长。2020—2021年为应对疫情的不确定性,美联储实行零利率+QE的宽松政策,导致美国通胀明显上行。之后为了控制通胀,美联储选择紧缩货币政策与扩张财政政策搭配。

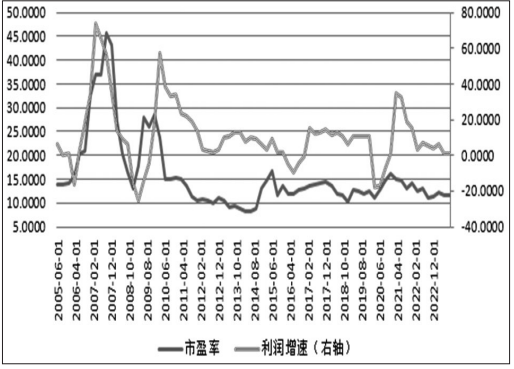
美国总统拜登2021年11月15日签署《基础设施建设法案》,2022年8月9日签署《芯片和科学法案》,2022年8月16日签署《通胀削减法案》。这些法案的一个显著特点是通过补贴建设美国的基础设施和构建美国的产业体系,吸引制造业回流美国。疫情之后美国财政赤字率攀升,2021年财政赤字占GDP的比例一度达到18%。财政扩张一方面推高了加息预期,另一方面转化为发债融资需求,故今年美债利率上行幅度远超预期。在中美利差扩大的背景下,人民币汇率走弱风险较大,北上资金流入受阻是今年股指下行的外部原因。



图为中国利差和沪深300指数走势

此外,三季度数据印证了企业盈利尚未趋势恢复的现状,当前经济复苏温和但不均衡。以沪

深300指数为例,一季度按申万行业分类的29个行业中,20个行业净利润增速为正,包括社会服务、国防军工、公用事业、传媒、交通运输、汽车、食品饮料等;9个行业净利润增速为负,包括煤炭、基础化工、有色金属、房地产、建筑材料、农林牧渔等。沪深300指数整体净利润增速为0.8%。上证50指数包含21个申万行业,整体净利润增速-5%,其中13个行业净利润增速为正。中证500指数整体净利润增速为-10%,好于二季报的-17.6%。中证1000指数整体净利润增速为-19%,好于二季报的-22.8%。今年以来中小盘股估值都优于大盘蓝筹,一方面在于人工智能题材在中小盘指数中的占比更高,另一方面在于大盘蓝筹受到北上资金流出的影响更大。



图为中国利差和沪深300指数走势

从估值角度分析,近10年来沪深300和中证500指数的市盈率分位数较低,分别位于17%和23%的水平;上证50和中证1000指数由于净利润偏差,市盈率被动提高,分位数处于40%的水平。细分到行业,多数行业估值都处于中低水平,少数行业因为利润下滑,市盈率分位数处于中等水平。其中,银行、建筑装饰、通信、家用电器,不论是市盈率还是市净率,都处于历史20%以下的位置。相对于业绩增速表现,估值偏高的行业下跌明显,如美容护理、食品饮料等。这些行业今年的业绩增速依然保持两位数,但估值下跌了10%—30%。相反,部分业绩增速偏低的周期性行业,如煤炭、钢铁、有色等,估值下跌幅度并不大。

险因子政策,并提升了融券保证金。政策对于股票市场的呵护意图明显,并且从实际降低了交易成本、改善了供需关系,引导中长期资金入市。情绪指标——换手率在7月底和9月底铸造了双底,近期回到正常略弱位置,股票融资买入情况也有所改善。



图为中国利差和沪深300指数走势

总体来看,今年股指走势偏弱受到了内因和外因的综合影响。明年国内经济增速预计继续小幅回升,指数净利润增速有望修复,指数估值也将随着中美利差见顶而有所改善。不过,由于基本面向好需要反复确认,指数筑底上行的节奏也会缓和。

(作者单位:永安期货)

## 期债 高位徘徊

■ 黄秀仕 石舒宇

最新数据表明,10月新增社融规模1.85万亿元,其中在地方化债方案作用下,政府债券新增1.56万亿元,而去年同期仅有0.28万亿元。同期,政府一般公共预算支出同比增长11.9%,触及2021年以来的峰值,在卫生健康、教育、社会保障和就业等领域的支出显著提高,有助于改善民生福祉和激发居民消费潜能。

货币政策同步发力助推经济平稳复苏。中央金融工作会议强调货币政策的结构性调节,综合运用多种货币政策工具做好跨周期和逆周期调节。10月M2和M1同比分别增长10.3%和1.9%,剪刀差扩大至今年7—8月的水平,表明资金活跃度再次下降。信贷方面,10月人民币中长期贷款同比减少8.5%,其中居民中长期新增贷款连续两个月同比多增,一方面是基数效应所致,另一方面体现居民对房地产市场的预期好转;企事业单位中长期贷款同比减少17.2%,票据贷款同比多增1271亿元成为信贷主力。

11月15日,央行通过MLF净投放6000亿元,创2016年12月以来的单月最大纪录。央行已连续12个月超额续作MLF,为市场带来相对充足的流动性。上周逆回购余额14090亿元,净投放1590亿元,DR007和R007均较上周小幅抬升。自今年7月起,央行逐步引导个人住房贷款和首付比例下降,而彼时人民币汇率面对美元加息周期的压制。在10月美国CPI超预期回落,11月20日,离岸人民币兑美元汇率走高,日内涨近400个基点,刷新8月以来的高点,预计汇率压力的释放使得国内货币政策空间进一步打开。央行货币政策将着力配合财政政策的有效施行,国内流动性仍将保持合理充裕。

不过,流动性充裕并不意味着大水漫灌,财政支出将更具针对性和侧重点。在以猪肉价格为代表的食品价格降幅扩大的影响下,10月CPI再次转负,表明产业链下游需求仍显不足;10月PPI数据环比持平,同比下降2.6%,其中石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格涨幅有所回落,表明产业链上游面临原材料的高成本,工业生产活动有待进一步复苏。在此背景下,财政政策持续发力,11月17日当周国债净融资1968.6亿元,并维持财政预算内基建支出的高增长。需要注意的是,在10月房地产开发和销售不佳的背景下,中央更加注重财政绩效评价,明确财政部将在“提效”上下更大功夫,并提出加快推进新增国债的发行使用,财政资金的使用调拨势必更加精细化和效率优先。

今年下半年以来,10年期国债期货价格持续走高,且在增发1万亿元特别国债公布后,2312合约价格继续上涨,目前在102元上方盘整。短期内,地方债等债券的加速发行增加了市场供给,但央行积极的货币政策又使得国债期货有所支撑,故国债期货价格将高位振荡运行。

(作者单位:华联期货)

## 技术解盘

### IF 均线交织



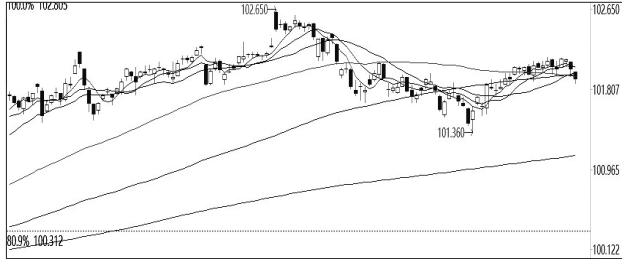
四季度以来,IF主力合约跌破了3720点的支撑位。但近几个工作日,价格触底反弹,并向20日均线靠拢,检验3720点的压制情况。均线方面,长期均线和短期均线交织,没有明显的趋势性。指标方面,MACD指标低位金叉后持续发散,KDJ指标、RSI指标金叉,给出看涨信号。量仓方面,近期的反弹伴随着减仓缩量,上涨动能稍显不足。结合上述分析判断,指标走强,但量能不足,短线IF预计低位徘徊。

### IC 多头排列



IC主力合约8月上冲箱体上沿受阻后转头回落,一度跌破黄金分割0.618对应的5475点的支撑位。但近期,价格超跌反弹,重回5475点上方。均线方面,短期均线上穿长期均线,呈现多头排列格局,且价格站上60日均线,整体走势转强。指标方面,MACD指标金叉,给出看涨信号;KDJ指标、RSI指标处于高位,出现黏合迹象。量仓方面,近期的反弹伴随着增仓放量。结合上述分析判断,IC继续走强的概率较大。操作上,前期多单继续持有,或背靠60日均线建仓多单。

### TF 指标死叉



2018年以来,TF指数合约一直处于大的上涨周期。其间,8月底在创出102.65点的历史高位后开始回调,而近期有所反弹。均线方面,长期均线和短期均线交织,没有明显的趋势性。指标方面,MACD指标、KDJ指标、RSI指标死叉,给出看空信号。量仓方面,近期的反弹伴随着明显的缩量,上涨动能不足。结合上述分析判断,TF可能回调,并检验下方支撑。操作上,轻仓试空。

(弘毅物产 黄李强)