

2022年12月01日

挑战伴随机遇，迎接新起点

——股指期货2023年年度投资策略

东海策略

股指

分析师

贾利军

从业资格证号：F0256916

投资咨询证号：Z0000671

电话：021-68757181

邮箱：jialj@qh168.com.cn

联系人

顾森

从业资格证号：F3082395

电话：021-68757223

邮箱：gus@qh168.com.cn

明道雨

从业资格证号：F03092124

电话：021-68758120

邮箱：mingdy@qh168.com.cn

刘晨业

从业资格证号：F3064051

电话：021-68757223

邮箱：liucy@qh168.com.cn

相关研究

投资要点：

- **2022年筑底基本完成：**今年海外加息周期与衰退预期交替演绎，国内疫情不断反复，房地产周期性下行，给经济的正常复苏进程带来了较大的干扰。企业盈利增长降速，海外流动性冲击，人民币贬值带来外资流出压力，A股内外承压。然而，随着2023年的临近，情况正在好转。从估值角度来看，经历了较长时间的整理，当前A股整体估值正处于历史底部区间，安全边际更大，多数板块的性价比提升。
- **企业盈利修复：**外需面临回落压力，经济修复的任务将由内需承担。随着防疫工作优化措施的落实，消费场景有望修复。若后续政策加码带动内需整体共振上升，居民消费意愿回暖，消费有望得到改善。投资中的基建与制造业部分很大程度上取决于政策支持力度和意愿，是逆周期调控政策发力的重要抓手，有望在政策拉动下继续保持增长。房地产整体仍弱，但随着大级别利好政策的落实，房地产政策进入新拐点，房企端与居民端的提振会是一个较为长期的过程。国内经济完成筑底还需要一定时间，但方向是确定的，企业盈利增长改善将成为A股上行的内在动力。
- **流动性有保障：**宏观流动性方面，预计2023年将延续今年较为宽松的局面。由于实体融资需求始终难以得到修复，宽信用进程一波三折，央行需要维持流动性支持。结构性工具无疑将成为主角，为政策重点支持的领域提供定向支持。而在美联储加息路径确定缓和之后，总量上的宽松也仍然值得期待。股市流动性方面，市场情绪已经处于底部，经济基本面修复初见端倪，政策方向上的确定性加强，海外压力得到缓和。市场触底反弹后，更多资金流入股市是大概率事件。
- **关注高端制造与消费：**受益于政策利好与国产替代，具备高技术含量、高附加值、强竞争力的高端制造领域今年表现强势，面对经济走弱，盈利表现出相对韧性。政策方面，推动制造业高端化、智能化、绿色化将成为中国制造业发展的方向和实体经济的发力点。同时，上游原材料价格下降使得制造业企业成本压力缓解，利润空间扩大。未来高端制造将持续受益于利好政策支持与确定性的高景气，是明年关键的投资主线之一。今年消费板块受疫情反复拖累，表现不佳。随着政策信号和基本面预期出现扭转，消费场景继续修复，消费板块底部反转的可能性增加。今年三季报后，消费企业盈利底已现，随着疫情扰动边际消退、上游成本下行，消费板块有望实现底部反转。
- **风险因素：**疫情扩散超预期，增量政策力度不及预期，央行货币政策转向超预期。

正文目录

1. 2022年：震荡筑底基本完成	4
2. 企业盈利：基本面改善需时间	5
2.1. 消费弱修复，稳预期是关键.....	5
2.2. 投资是政策主要发力点.....	6
2.3. 房地产底部运行，有赖供需双端政策托底.....	6
2.4. 外需回落，出口承压.....	7
3. 流动性正在边际改善	7
3.1. 宏观流动性：总体充裕.....	7
3.2. 股市流动性：有望回升.....	8
3.2.1. 市场情绪处于底部，公募基金流入放缓.....	8
3.2.2. 房地产中长期预期改变，居民资产结构变化.....	9
3.2.3. 海外压力缓和，北向资金流入回到正轨.....	9
4. 明年投资主线	11
4.1. 政策主线是关注重点.....	11
4.2. 高端制造：兼具高景气与政策支持.....	11
4.3. 消费板块：底部反转.....	12

图表目录

图 1 股债相对性价比	4
图 2 社会消费品零售总额当月同比（单位：%）	5
图 3 城镇储户问卷调查：更多消费（单位：%）	5
图 4 国家统计局消费者信心指数:收入	5
图 5 固定资产投资累计同比（单位：%）	6
图 6 房地产相关指标累计同比（单位：%）	6
图 7 30 大中城市商品房成交面积（单位：万平）	7
图 8 百城成交土地面积（单位：万平）	7
图 9 进出口金额当月同比（单位：%）	7
图 10 社融，M1，M2 同比增速（单位：%）	8
图 11 社融-M2 同比增速之差（单位：%）	8
图 12 新成立偏股基金份额 20 日移动平均（单位：亿份）	9
图 13 公募基金份额：股票型+混合型（单位：亿份）	9
图 14 70 大中城市新建商品住宅价格指数当月同比（单位：%）	9
图 15 城市二手房出售挂牌价指数	9
图 16 北向资金流入（单位：亿元）	10
图 17 人民币汇率与美元指数	10
图 18 中美利差（单位：%）	10
图 19 主要板块 PE 估值及历史分位数	11
图 20 板块归母净利润同比增速（单位：%）	12
图 21 PPI 与 CPI 同比剪刀差（单位：%）	12
图 22 板块归母净利润同比增速（单位：%）	12
图 23 CPI 非食品与食品同比增速（单位：%）	12

1.2022年：震荡筑底基本完成

2022年，海外加息周期与衰退预期交替演绎，国内疫情不断反复，房地产周期性下行，给经济的正常复苏进程带来了较大的干扰。企业盈利增长降速，海外流动性冲击，人民币贬值带来外资流出压力，A股内外承压。然而，随着2023年的临近，这种情况正在好转。一方面，防疫政策在实践中不断优化调整，随着优化防控工作的二十条措施发布实施，疫情对经济的干扰将被尽可能地减小；同时，新冠病毒经历两年的变异后毒性正在趋弱，重症和死亡率显著降低，新冠特效药的研发和上市也在推进。另一方面，美联储加息路径缓和，人民币贬值压力充分释放，资金流入A股力度有望重新加大。

从估值角度来看，经历了接近1年的整理，当前A股整体估值正处于历史底部区间。截至11月18日，上证综指PE估值为12.17，处于2016年以来的11.9%的分位点上。沪深300PE估值为11.01，位于7.1%的历史分位点上。下面列出了当前A股有代表性的宽基指数的估值位置。可以看出，大部分指数和去年同期相比估值水平均有明显的下降。

表1 主要宽基指数估值

	上证指数	wind全A	创业板指	沪深300	中证500	中证1000
2022/11/18	12.17	16.86	39.51	11.01	23.57	30.36
历史分位数	11.9%	21.2%	15.1%	7.1%	33.9%	17.3%
2021/11/18	13.39	19.30	63.96	12.96	20.13	37.13
历史分位数	39.9%	51.6%	90.5%	51.9%	13.4%	40.1%

资料来源：东海期货研究所

大类资产间比较，明年股债间的轮动向股强债弱演变的趋势已经比较明朗。从衡量股债相对性价比的指标股权风险溢价来看，以沪深300股息率代表股票的收益率，以10年期国债收益率代表债的无风险收益率，可以看出股市性价比已显著强于债市。随着经济的继续修复和货币政策的跨周期调控，明年股强债弱的局面预计延续。

图1 股债相对性价比



资料来源：东海期货研究所

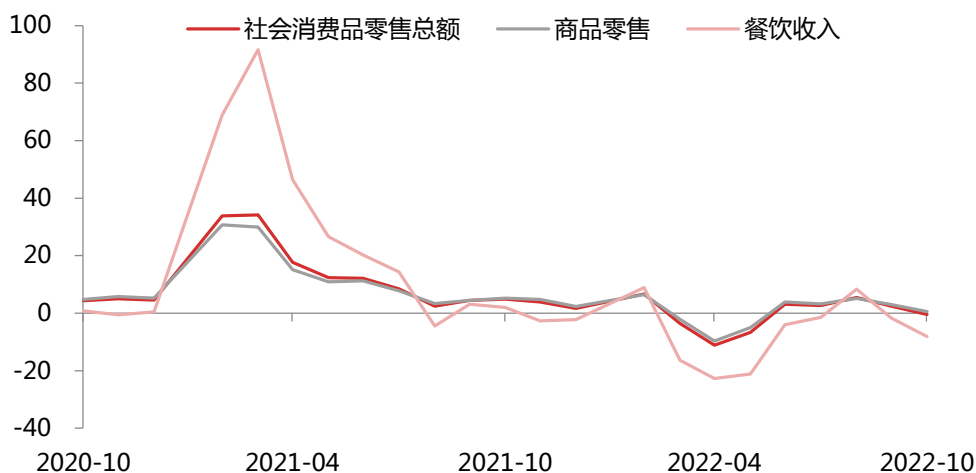
2.企业盈利：基本面改善需时间

展望 2023 年，外需面临回落，疫情负面影响边际改善，国内经济完成筑底还需要一定时间，但方向是确定的。随着国内经济触底反弹，企业盈利增长改善，将成为 A 股上行的内在动力。

2.1.消费弱修复，稳预期是关键

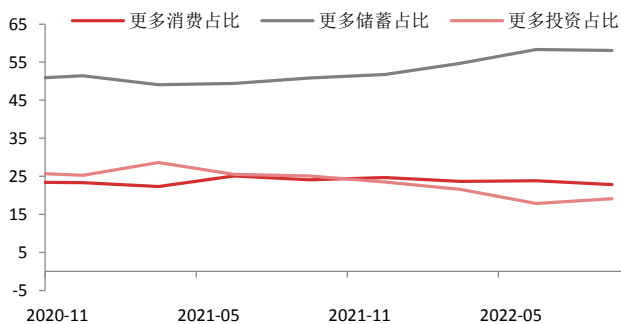
2022 年，经济增速整体走弱导致居民收入预期低迷、对未来信心不足，影响消费意愿，居民选择从消费和投资转向储蓄。同时，新冠疫情长期存在导致正常经济活动受限，消费场景的缺失导致居民想消费钱却花不出去。社零同比增速指标 2021 年之后就一直呈现整体下行的趋势，其中餐饮收入走势弱于商品零售。下一阶段，随着防疫工作优化措施的落实，消费场景有望得到进一步修复。若后续稳政策加码对融资需求的支持能带动内需整体共振上升，居民消费意愿回暖，消费有望得到明显改善。现阶段，经济及疫情的不确定性仍然存在，如何提振居民与其他市场主体的信心、稳定预期是关键。

图2 社会消费品零售总额当月同比（单位：%）



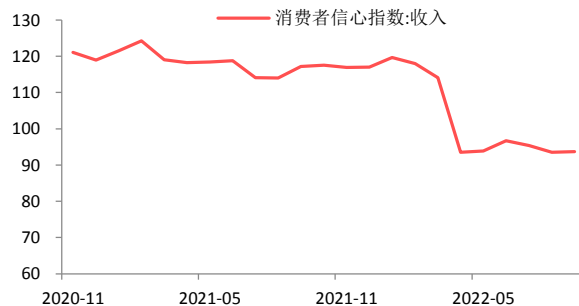
资料来源：东海期货研究所

图3 城镇储户问卷调查：更多消费（单位：%）



资料来源：Wind, 东海期货研究所

图4 国家统计局消费者信心指数:收入

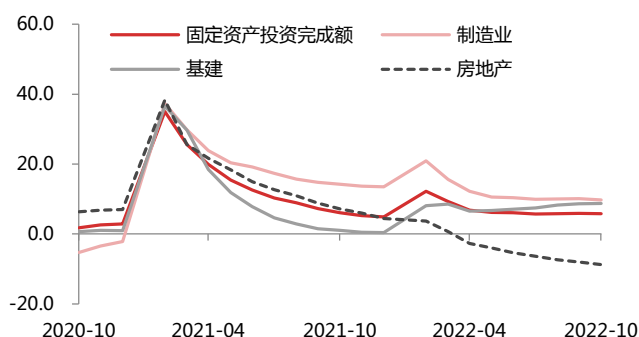


资料来源：Wind, 东海期货研究所

2.2.投资是政策主要发力点

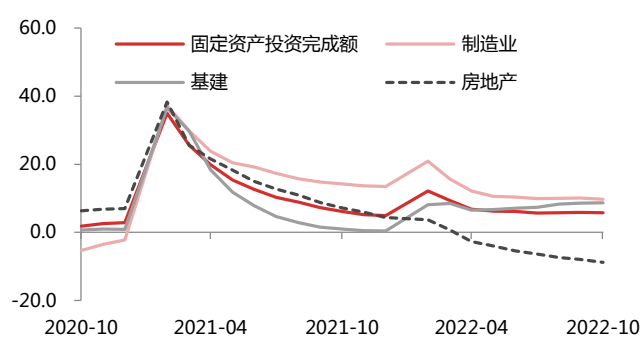
投资：今年全年基建投资增速稳步上升，制造业投资增速亦保持韧性。但房地产投资同比一路下滑，4月后落入负增长区间，且负增幅度持续扩大，拖累固定资产投资增速整体弱势下行。当前国内经济修复的关键问题在于提振内需，而与受疫情拖累较大的消费、受外需回落而承压的出口不同，投资中的基建与制造业部分很大程度上取决于政策支持的程度和意愿，是逆周期调控政策发力的重要抓手。自今年4月疫情扩散后，国内经济复苏面临阻滞，大规模新增专项债加速前置发行，财政与准财政工具相继集中发力撬动总需求，受政策直接支持的基建与制造业直接受益明显。向后看，准财政工具持续加力，明年专项债提前批额度也已部分下达，基建与制造业有望继续在政策的拉动下保持增长。

图5 固定资产投资累计同比（单位：%）



资料来源：Wind, 东海期货研究所

图6 房地产相关指标累计同比（单位：%）

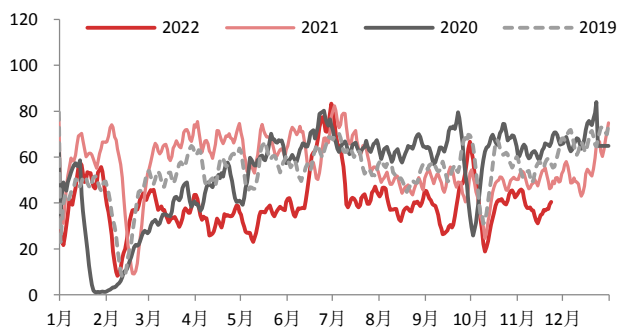


资料来源：Wind, 东海期货研究所

2.3.房地产底部运行，有赖供需两端政策托底

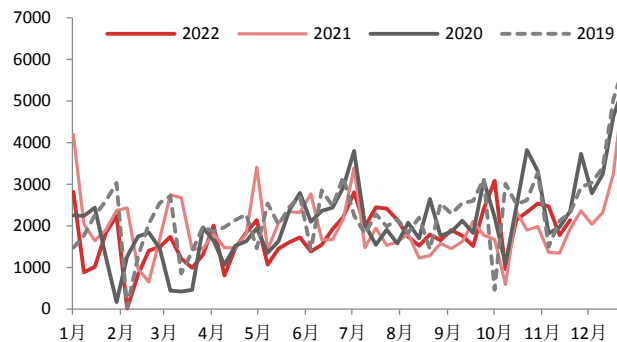
房地产：整体处于周期下行阶段，国内疫情与经济弱的局面进一步抑制居民购房需求和加杠杆意愿，房企端则面临信用风险和资金链风险暴露的问题。尽管三季度以来房地产政策已多维度松绑，各地“因城施策”的步伐也不断加快，但由于供需两端趋势性共振走弱，“房住不炒”定调下的刺激政策难以快速见效，房地产销售、拿地、开工施工等指标未能摆脱低迷走势。需求方面，从自上而下的降息、降LPR利率，到各地“因城施策”降房贷利率、首付比例等各路政策密集出台。供给方面，11月央行、银保监会出台“金融16条”支持地产，伴随支持民企发债融资“第二支箭”的延期扩容，将“保房企”纳入支持范围，房企融资问题考量的级别被提到新的高度。随着大级别利好政策的落实，房地产有望进入新的拐点，房企端与居民端的提振会是一个较为长期但确定的过程。

图7 30大中城市商品房成交面积（单位：万平）



资料来源：Wind, 东海期货研究所

图8 百城成交土地面积（单位：万平）

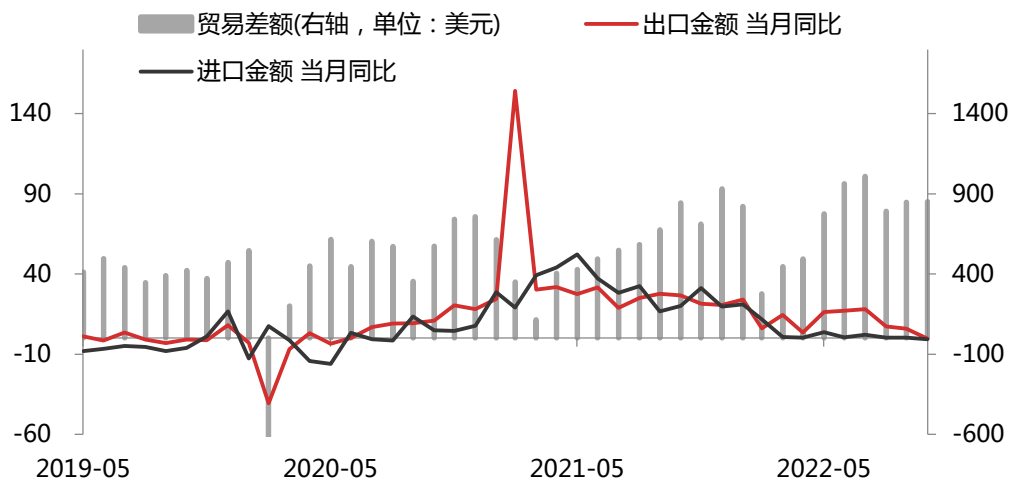


资料来源：Wind, 东海期货研究所

2.4. 外需回落，出口承压

2022年上半年，得益于疫情周期内国内经济相对优势产生的替代效应，我国出口维持较高的增长。但在进入四季度之后，一方面是国内经济开始周期性下行，同时全球进入流动性紧缩周期，经济衰退预期抬升，外需面临回落压力，我国出口难以维持韧性。今年8月以来，出口同比数据回落明显。展望明年，随着美联储加息的深入、俄乌战争以及由此引发的能源与通胀问题的持续，欧洲与美国的经济衰退应该还会进一步演绎，外需收缩基本已成定局，内需将承担经济增长的重任。

图9 进出口金额当月同比（单位：%）



资料来源：东海期货研究所

3. 流动性正在边际改善

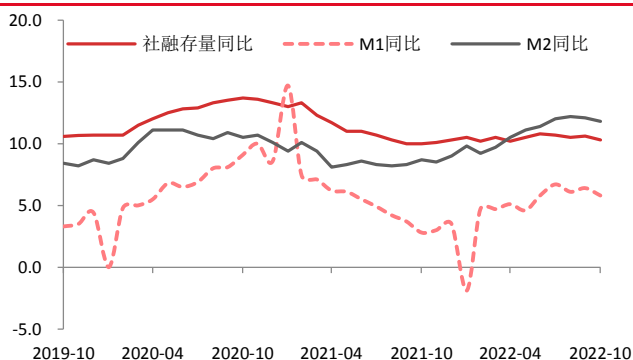
3.1. 宏观流动性：总体充裕

由于央行今年始终奉行宽松的货币政策基调、维持了合理充裕的流动性环境，因此今年全年宏观流动性都是比较宽松的。甚至在今年7月初到9月中旬的这段时间内，由于对冲疫

情影响和提振经济活力的需要，央行公开市场力度较大，同时财政与准财政工具发力，投放了大量流动性。同时由于实体融资需求不足，流动性淤积在银行间，隔夜资金利率一度降至1.0%低点。这种资金过于充裕的局面一直延续到11月才逐渐消退。

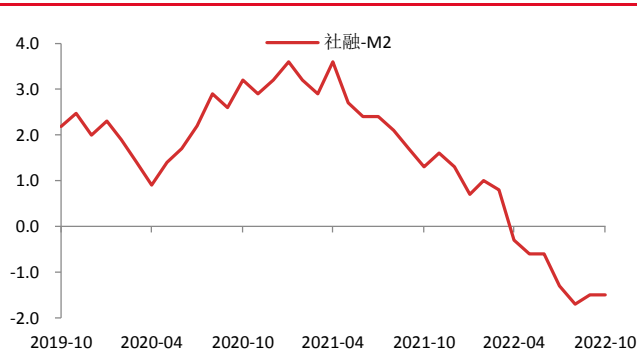
今年的货币政策之所以继续保持宽松，主要是因为外有美联储加息与地缘政治冲突纷扰，内有疫情始终反复和房地产弱势下行困境，经济修复的不确定性放大。为推动宽信用、实现“降成本”，提供充裕的流动性、构建较低利率的环境是题中应有之义的。今年以来，由于实体融资需求始终难以得到修复，宽信用的进程一波三折，央行也需要一直提供流动性支持。央行在“跨周期”调节的思路下始终保持谨慎操作，虽然也有资金过于充裕的阶段，但并未产生严重的资金空转、金融泡沫等问题。向后看，预计2023年将延续今年流动性较为宽松的局面。结构性工具无疑将成为主角，为政策重点支持的领域提供定向支持。而在美联储加息路径确定缓和之后，总量上的宽松也仍然值得期待。

图10 社融，M1，M2 同比增速（单位：%）



资料来源：Wind, 东海期货研究所

图11 社融-M2 同比增速之差（单位：%）



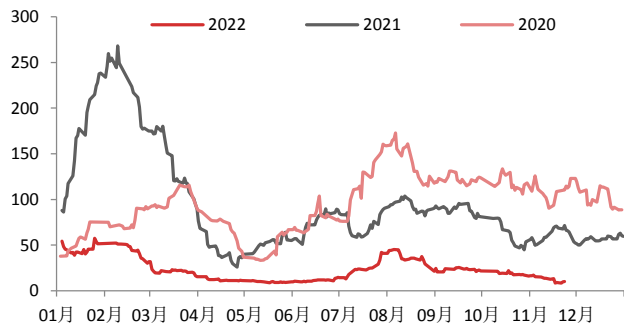
资料来源：Wind, 东海期货研究所

3.2.股市流动性：有望回升

3.2.1.市场情绪处于底部，公募基金流入放缓

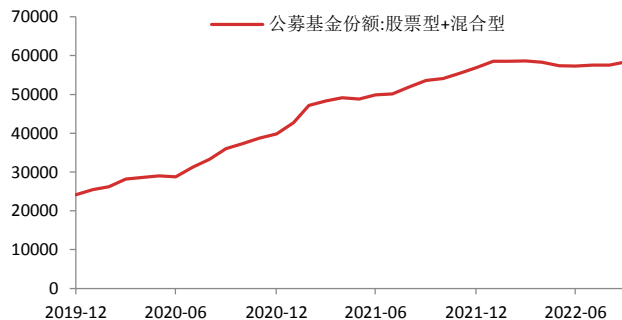
今年A股经历了年初到四月底和9月到10月底两轮较长时间的回调，沪指两次逼近2800点关口，公募基金普遍遭受亏损。由于国内外加息、地缘政治、疫情等不确定性始终未能消弭，A股长期在底部震荡，始终难以形成有效的投资主线来反攻。受市场情绪和风险偏好影响，居民资金通过公募基金流入股市的速度也明显放缓。不过，到目前为止，经济基本面的修复已经初见端倪，政策方向上的确定性也在加强，海外加息与国内疫情的压力也得到缓和，明年公募基金收益率有望好转。市场情绪触底反弹后，基金发行边际回升、更多资金通过基金流入股市是大概率事件。

图12 新成立偏股基金份额 20 日移动平均（单位：亿份）



资料来源：Wind, 东海期货研究所

图13 公募基金份额：股票型+混合型（单位：亿份）

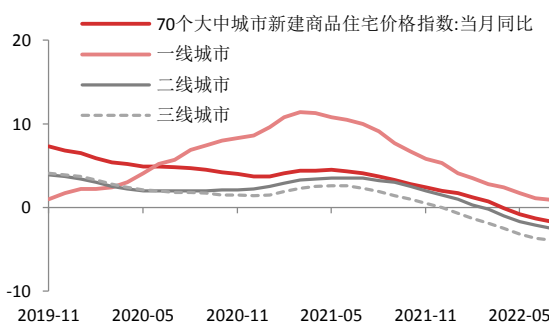


资料来源：Wind, 东海期货研究所

3.2.2. 房地产中长期预期改变，居民资产结构变化

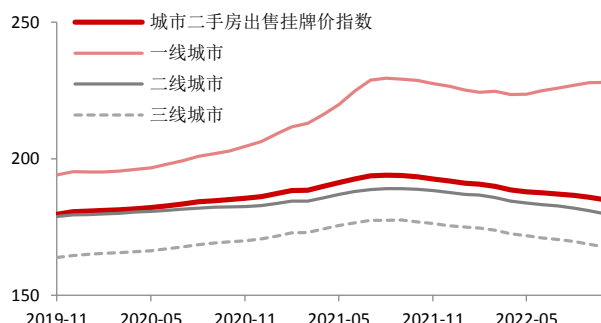
我国居民资产结构的转变是未来增量资金流入股市的底层支撑。一方面，是原先在居民资产构成中有着最重要位置的房地产的吸引力正在下降，房地产市场进入存量时代。尽管房地产仍是国内支柱产业之一，但我国也正在探寻依靠高端制造业等新路径驱动经济的增长模式。“不将房地产作为短期刺激经济的手段”越来越成为市场的基本认识，即使是在今年经济压力最大时，房地产政策自上而下松绑，“房住不炒”也一直是不动摇的政策基调。随着对未来房价下行预期的形成，房地产的金融属性正在减弱，住房的投机需求大幅压缩。同时，国内人口总量增长放缓、城镇化率环比增速下行，住房的刚性与改善性需求也难以恢复到以往的增速。另一方面，国内资产管理与财富管理行业正处于快速发展的较早期阶段。随着居民理财意识的提高，更多增量资金有望从储蓄存款与楼市中通过资产管理的渠道流向股市，获取与风险偏好更为匹配的收益。

图14 70 大中城市新建商品住宅价格指数当月同比（单位：%）



资料来源：Wind, 东海期货研究所

图15 城市二手房出售挂牌价指数



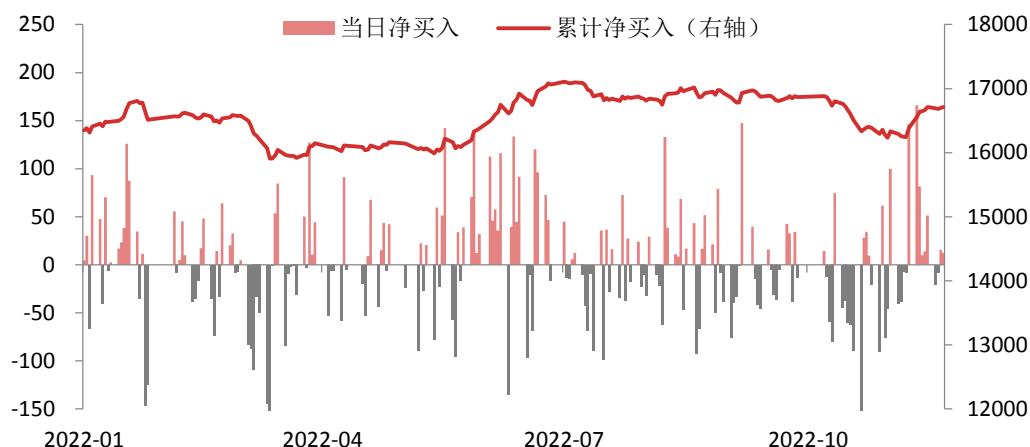
资料来源：Wind, 东海期货研究所

3.2.3. 海外压力缓和，北向资金流入回到正轨

今年海外发达国家进入加息周期与国内权益市场持续回调的共振作用，外资流出 A 股的压力较大。鉴于通胀形势严峻，美联储的加息节奏十分激进，今年 3 月美联储开启本轮首次 25 个基点的加息，于 5 月时将单次加息幅度提高到 50 个基点，为 20 年来最大幅度，随后

自6月开始连续4次单次加息75个基点。截至12月议息会议前，美联储年内已加息6次，累计加息375个基点。受美联储的激进加息影响，美债收益率与美元指数均进入趋势性上行。恰逢国内处于货币宽松周期，与美联储政策方向错位，中美利差快速收窄并于4月后开始倒挂，资金流出压力大增。今年四到五月、八到十月时人民币经历了两轮快速贬值，期间北向资金持续加速流出，A股大幅下跌。但即便是在A股面临极端波动，同时人民币面临持续贬值压力的情况下，极端行情导致的北向资金大幅流出也并未发展成持续的趋势。全年来看，北向资金仍然是维持净流入。

图16 北向资金流入（单位：亿元）



资料来源：东海期货研究所

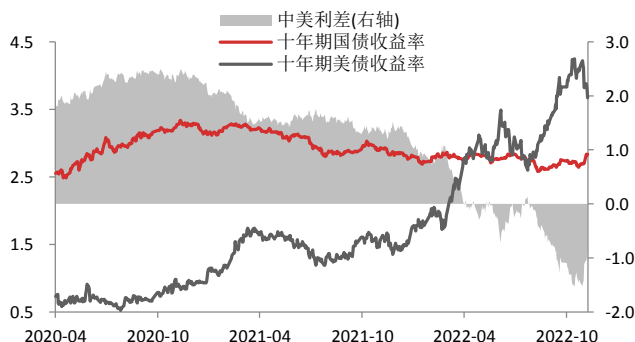
展望明年，资金跨境流出的风险应该更为可控。由于11月时美国CPI和PPI数据均低于预期，通胀显现缓解迹象，美联储已传达出放慢加息步伐的信号，下一次加息幅度放缓至50个基点的可能性大大增大。不过，美联储对加息目标的鹰派态度也抬高了加息终点的利率的预估，这意味着美联储将花费更长时间以更平缓的速度达到更高的利率目标。整体而言，随着美联储态度的松动或许意味着全球流动性紧缩周期的拐点即将到来，美元上行见顶，人民币贬值压力缓解。这在另一方面也会减轻我国央行执行货币政策所面临的外部掣肘，对明年国内维持宽松的宏观流动性更加有利。

图17 人民币汇率与美元指数



资料来源：Wind, 东海期货研究所

图18 中美利差（单位：%）



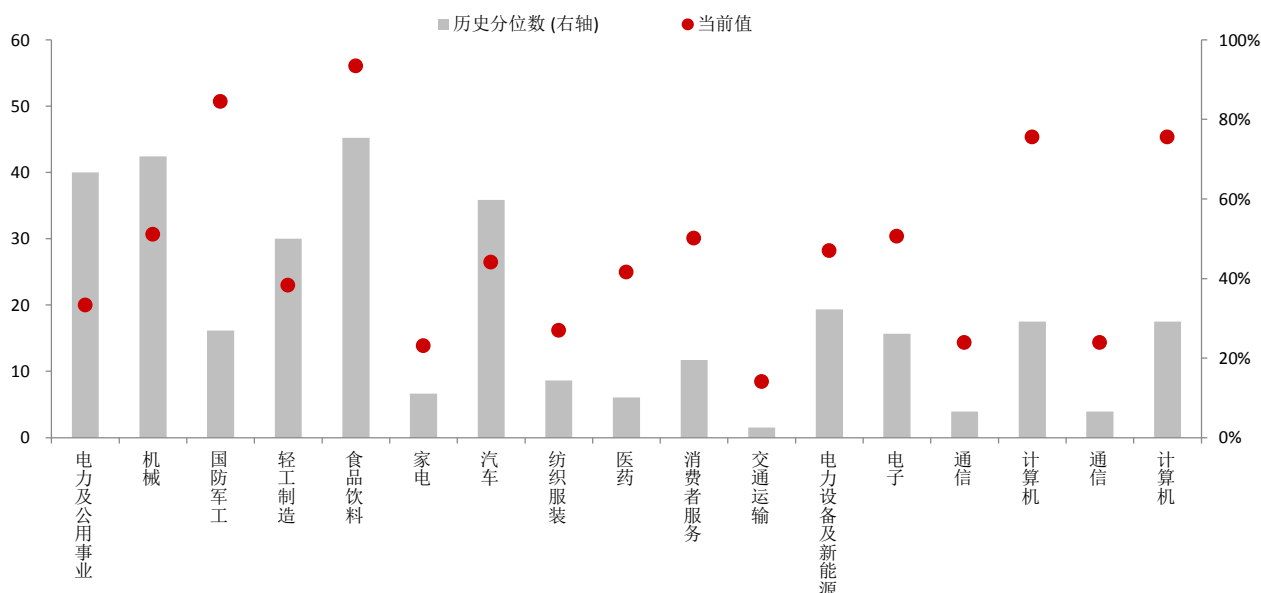
资料来源：Wind, 东海期货研究所

4. 明年投资主线

4.1. 政策主线是关注重点

在疫情后期经济复苏阶段，各项宏观政策、产业政策频出，承担了对冲疫情负面影响、提振内需、推动稳增长的重要作用，政策对行业发展的引导作用正在不断强化。回顾 2022 年，无论是科技科创方向的所谓“新半军”、“信军医”，还是房地产、教育、互联网，其行业走势都与政策方向密切相关。二十大后，明年经济工作方向得到初步定调，一系列增量政策陆续出台，在防疫政策、货币政策、地产支持政策上都产生了一些重要的边际变化，成为影响明年投资逻辑与行业配置的关键变量。

图19 主要板块 PE 估值及历史分位数



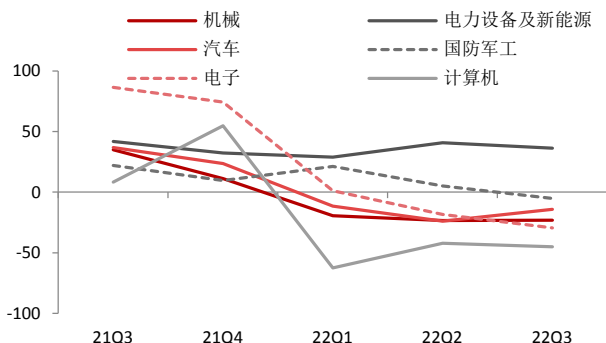
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

4.2. 高端制造：兼具高景气与政策支持

受益于政策利好与高景气度，具备高技术含量、高附加值、强竞争力的高端制造领域今年表现强势，面对国内经济走弱的局面，盈利表现出相对韧性。一方面，高端制造是国家制造业转型升级、制造强国的战略需求所在，也是具有比较优势的国产替代关键领域。另一方面，二十大报告将国家战略安全领域提到了新的高度，对军工、医疗器械、新能源汽车、光伏风电等产业的发展，关乎我国国防安全、生命安全和能源安全。推动制造业高端化、智能化、绿色化，实施制造业重大技术装备攻关，支持专精特新企业发展，将成为中国制造业发展的方向和实体经济的发力点。今年国内经济景气度已基本完成筑底，也将带动制造业整体进入周期上行阶段。同时，今年 PPI-CPI 剪刀差一路收窄，上游原材料价格下降使得制造业

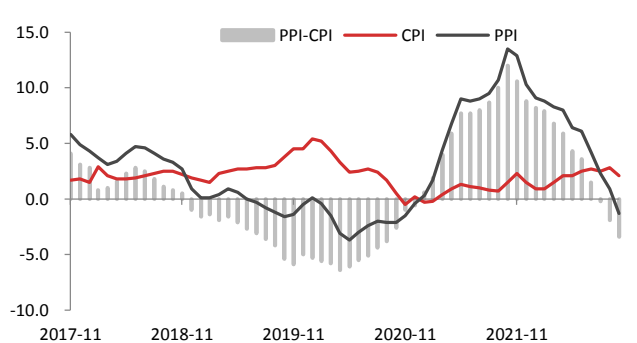
企业成本压力缓解，利润空间扩大。展望未来，高端制造将持续受益于利好政策支持与确定性的高景气，成为明年关键的投资主线之一。

图20 板块归母净利润同比增速（单位：%）



资料来源：Wind, 东海期货研究所

图21 PPI 与 CPI 同比剪刀差（单位：%）

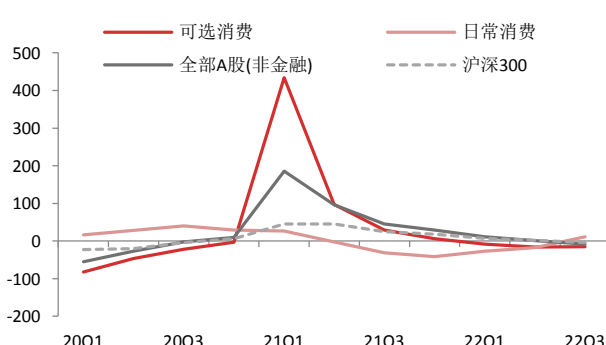


资料来源：Wind, 东海期货研究所

4.3.消费板块：底部反转

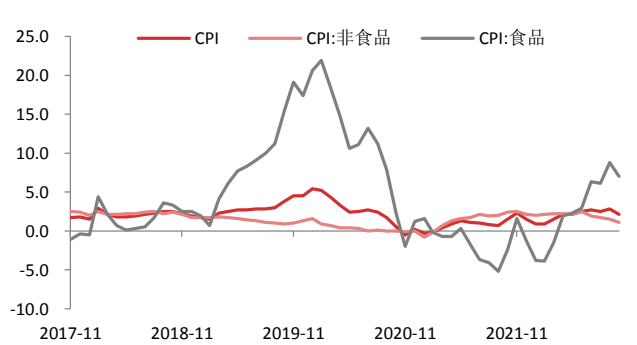
今年消费板块受疫情反复拖累，表现不佳。2020年疫情周期后，居民收入修复缓慢、消费场景缺失、对未来信心不足等因素的存在，导致居民消费能力难以释放，反而更多地转化为储蓄。消费需求的缺失使整个消费板块经历了较长时间的低迷，可选消费弱于必选消费，线下消费弱于线上。除社零指标外，今年CPI一路上行的同时，CPI非食品分项却持续低迷，也反映出消费需求的下降。2022年时消费基本处于底部，随着政策信号和基本面预期出现扭转，消费场景继续修复，消费板块底部反转的可能性增加。若后续房地产需求端政策的加码能够成功地提振居民购房需求及加杠杆意愿，同时伴随更多直达最终消费的政策发力，居民消费意愿和消费能力都有望得到改善。向后看，今年三季度大概率是消费板块企业盈利底部。随着增量政策加码、疫情扰动边际消退、上游成本趋势下行，消费板块景气度将提高，有望底部反转。

图22 板块归母净利润同比增速（单位：%）



资料来源：Wind, 东海期货研究所

图23 CPI 非食品与食品同比增速（单位：%）



资料来源：Wind, 东海期货研究所

风险提示

本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款

本报告内容所涉及信息或数据主要来源第三方信息提供商或者其他公开信息，东海期货不对该类信息或者数据的准确性及完整性做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其他附属公司的立场，公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn