

A 股底部确认，价值领先



金融投资专业理财
JINRONGTOUZI ZHUANYELICAI

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号: 30170000

分析师:
张昕
投资咨询证号:
Z0015602

咨询电话: 059586778969
咨询微信号: Rdqhyyj
网 址: www.rdqh.com

扫码关注微信公众号



摘要

- 2022 年全年来看，以申万一级行业板块基本呈现回调趋势。全年来看，相较于去年分化行情并不明显，内忧外患下大盘以及中小盘指数均呈现一定程度的回调。中小盘指数表现相对占优，中证 500 回调接近 16%，沪深 300 回调超过 19%。
- 而对于 A 股市场而言，美债收益率中枢下移对于成长风格的抑制将有所减弱，同时在国内经济修复尚不明朗且稳增长任务依然繁重的基本面背景下，相对“友好”的国内外政策环境，中小盘有望受到分母端效应驱动。而随着国内基本面修复预期增强，国内利率下行空间有限，大盘价值或仍占优。
- 展望 2023 年，A 股或面临三个层面的利好因素，第一是海外确立加息尾声，第二是国内稳增长政策落地，第三是疫情防控优化，内需企稳反弹。无论从估值亦或是流动性角度，当前 A 股市场大盘指数以及中小盘指数都具有一定性价比。然而当前短期市场仍面临一定政策效应兑现的迷茫期，预计节后产业博弈结束，预计明年二季度基本面以及市场环境将更利于成长板块。随着年底重要政策强调“扩大内需、稳住增长”为明年首要任务，因而 2023 年一季度来看，大盘价值将为比较明确的方向。因此，我们预计 2023 年 A 股将走出“先价值后成长”的趋势。
- 风险提示：稳增长政策不及预期、疫情扰动的持续性影响、海外通胀形势加剧

目录

2023 年 A 股市场展望——“底部确认，价值领先”	4
一、市场行情回顾.....	4
1.1 A 股市场行情回顾.....	4
图 1: 2022 年三大指数走势.....	5
图 2: 2022 年申万一级行业板块涨跌幅 (%)	5
图 3: 2022 年主要指数涨跌幅 (%)	6
1.2 外围市场行情回顾.....	6
图 4: 2022 年全球主要指数涨跌幅 (%)	7
二、基本面回顾与展望.....	7
2.1 全球环境: 经济衰退预期下流动性趋紧缓解.....	7
图 5: 美国 CPI 和 10 年期国债收益率.....	7
图 6: 美元指数顶部回落.....	8
图 7: 欧洲通胀攀升.....	9
2.2 国内基本面: 经济底部周期, 政策支撑信号明显.....	9
图 8: 经济低位运行 (%)	10
图 9: GDP 三大产业.....	10
图 10: 制造业 PMI 分项.....	11
图 11: 工业增加值超预期下行.....	11
图 12: 基建投资增速 (%)	12
图 13: 百城住宅价格指数.....	13
图 14: 房地产供需两端疲软.....	13
图 15: 社会消费品零售总额.....	13
图 16: 进出口累计同比增速 (%)	14
图 17: 社会融资规模分项 (亿元)	15
三、政策布局展望.....	15
3.1 财政政策.....	15
图 18: 中国财政收支同比 (%)	15
3.2 货币政策.....	16
图 19: 货币供应量.....	17
3.3 产业政策.....	17
表 1: 现代化产业发展布局.....	18
3.4 房地产政策——“房住不炒”基调不改, 多措并举支撑地产.....	18
表 2: 2022 年以来重点地产政策.....	18
3.5 防疫优化助力扩大内需, 关注平台经济.....	20
图 20: 线上消费重要性逐年提升.....	21
3.6 “两个毫不动摇”——尊重市场的同时要放管结合.....	21
表 3: 2022 年以及 2021 年中央经济工作会议对比.....	22
四、流动性与估值.....	23
4.1 A 股估值水平.....	23
图 21: 万得全 A 市盈率 (TTM-整体法)	24
图 22: A 股主要宽基指数 PE 估值.....	24
图 23: A 股规模指数 PE 估值.....	24

图 24: 申万一级行业 PE 估值.....	25
4.2 市场交易以及情绪.....	25
图 25: 主要指数成交活跃度.....	26
图 26: 北向资金净流量.....	26
图 27: 融资交易占比 (%)	26
图 28: 新增开户数同比变动 (%)	27
图 29: 股票型基金 A 股仓位 (%)	27
4.3 市场流动性.....	28
图 30: DR007 (%)	28
图 31:新成立基金份额:偏股型:周 (亿份)	29
五、2023 年策略布局.....	29
图 32:A 股市场风格表现 (今年以来涨跌幅)	30
图 33:A 股市场规模指数估值.....	30
图 34:上证 50 预期盈利增速 (%)	30

2023 年 A 股市场展望——“底部确认，价值领先”

一、市场行情回顾

1.1A 股市场行情回顾

2022 年 A 股走出震荡“W”型走势，内在基本面以及海外流动性收紧叠加地缘政治风险的环境下，市场走势呈现“一波三折”。2022 年大致可以分成四个阶段，分别是一月至四月底以及七月初至十月底的下行期，四月底至七月初以及十月末起始的反弹期。

1 月 1 日至 4 月 27 日，沪指于 3600 点震荡下行至 2800 点附近，回撤幅度超过 20%，创业板指以及深成指亦深度下跌，回调超过 20%。国内方面，期间上海疫情爆发以及全国多地疫情散发，生产停工以及消费限制显著拖累经济修复进程。4 月 PMI 一度回落至 47.0 的冰点水平。海外方面，地缘政治风险以及美联储鹰派加息再度使得全球风险偏好下行，2 月俄乌冲突爆发，3 月美联储加息 25BP 以及激进加息的预期不断上升，能源危机与全球流动性紧缩担忧明显加剧。

4 月 27 日至 7 月 4 日，沪指在五六月份两个月时间自 3000 点下方开始第一轮反弹，重新回升至 3400 点附近，创业板指反弹幅度接近 24%，深成指亦反弹接近 27%。国内基本面预期改善是本轮上行的重要因素。随着疫情得到控制，复工复产叠加前期发力的稳增长政策效应一定显现，市场重拾做多信心。政策面上，央行 4 月份降准 25bp，对市场流动性形成支撑。此外，二季度开始货币政策开始向维稳地产倾斜，央行先后调降首房贷款利率 20BP、下调 5 年期 LPR15BP。国常会部署稳经济一揽子措施，提出 33 项措施，多维度强化政策维稳预期。

7 月 4 日至 10 月 28 日，市场再度走弱，沪指自 3400 点上方下跌至 2890 点附近，伴随着的是增量资金的观望使得沪深两市成交量显著回落。国内方面，7 月份地产风险抑制市场整体风险偏好，停贷事件以及房地产违约事件频发，全国各地疫情再度散发干扰生产进程，多项经济指标走弱。海外层面，美联储 7 月以及 9 月分别大幅加息 75bp，再度对全球风险偏好形成抑制。美元指数持续走强，中美利差形成倒挂，人民币汇率贬值至 7 上方，北向资金亦大幅流出。

10 月 28 日以来，两市成交活跃度有所回升，沪指震荡上行至 3200 点附近。深成指回升约 6%，创业板指回升约 7%。在本轮上行趋势中，大盘指数的表现显著占优。国内层面，

国内疫情防控政策的优化提振大消费板块，以及地产“三支箭”的落地再度提振经济修复预期。海外层面，随着美国 10 月份通胀增速不及预期，美联储放慢鹰派加息步伐并逐步偏向鸽派。全球风险偏好再度回升，人民币贬值压力亦有所减轻，北向资金大幅净流入。

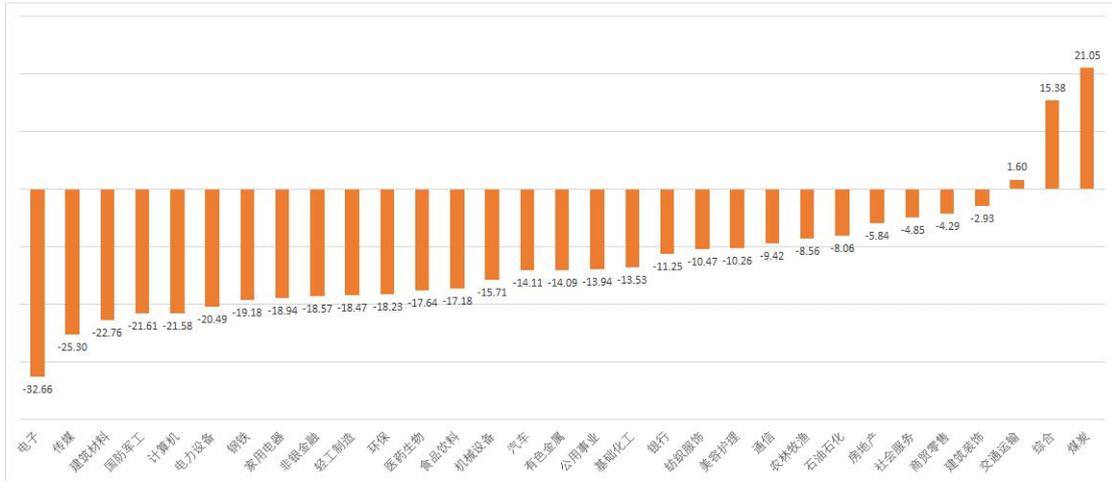
图 1：2022 年三大指数走势



资料来源：瑞达期货、Wind

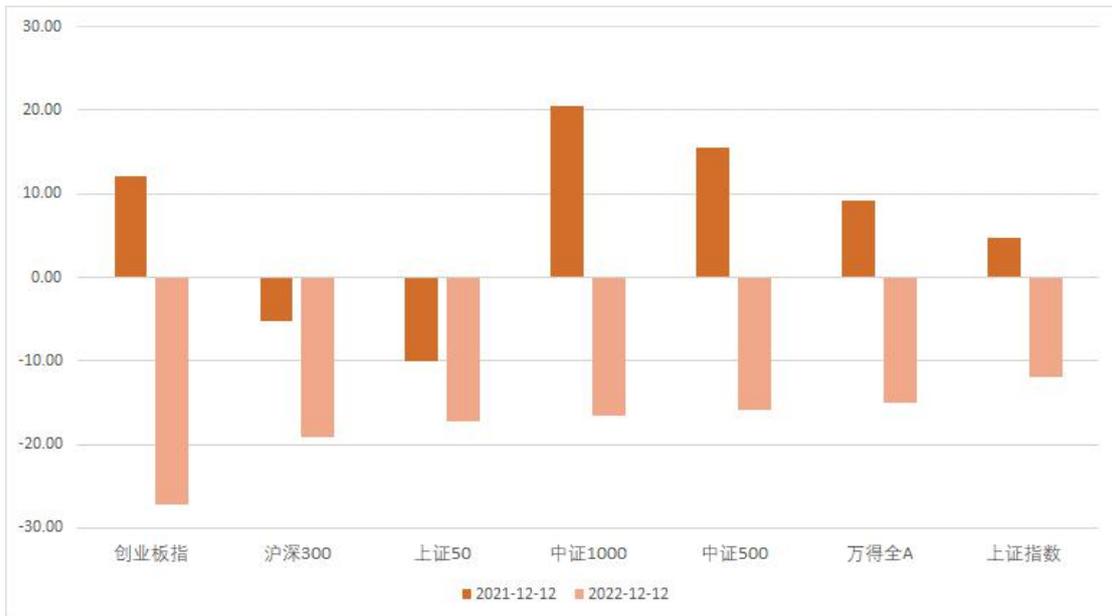
2022 年全年来看，以申万一级行业板块基本呈现回调趋势。相对而言，煤炭、交通运输、以及房地产板块韧性较强。煤炭、石油石化主要是因为能源危机，地产、建筑主要是政策、基建扶持，但钢铁、建筑材料却不涨反跌也从侧面显示地产修复不明显。社会服务里应该主要是旅游，属于疫后改善稳增长主导的基建发力也在全年得到体现。电子、传媒、建材以及军工等板块则大幅回调，其中电子、计算机、医药生物应该是受到港股调整的影响，成长风格明显呈弱。全年来看，相较于去年分化行情并不明显，内忧外患下大盘以及中小盘指数均呈现一定程度的回调。中小盘指数表现相对占优，中证 500 回调接近 16%，沪深 300 回调超过 19%。

图 2：2022 年申万一级行业板块涨跌幅 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

图 3：2022 年主要指数涨跌幅（%）



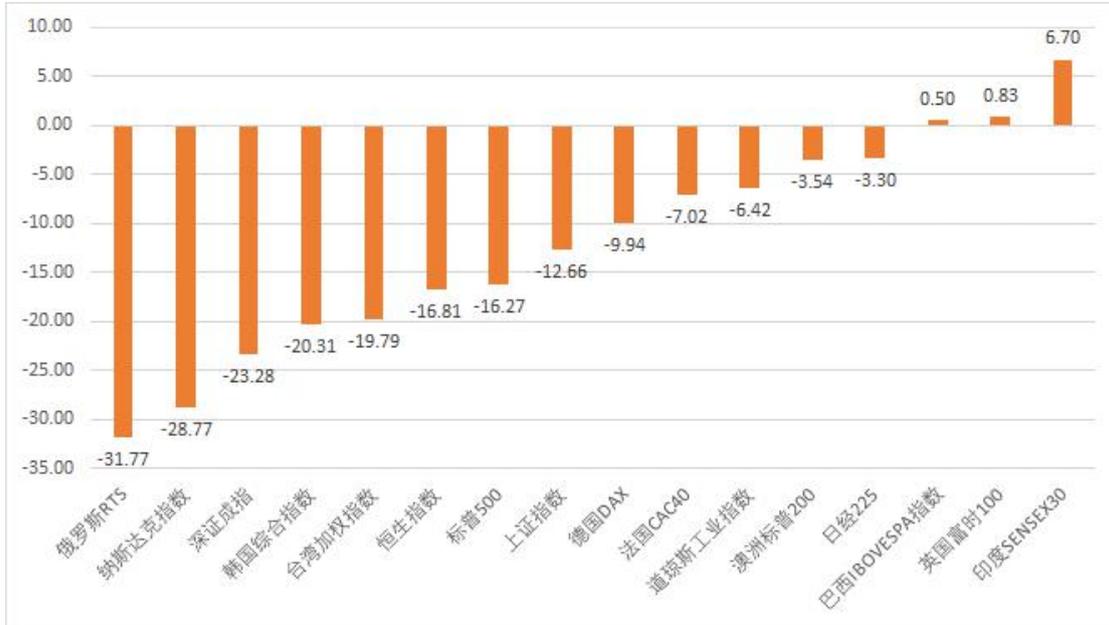
资料来源：瑞达期货、Wind

1.2 外围市场行情回顾

2022 年，全球权益市场多数呈现下调，英国富时指数、法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数的年涨跌幅分别为 2.3%、-5.7%和-8.5%，道琼斯工业指数和纳斯达克指数分别下跌 -5.3%和-26.7%，上证指数和创业板指分别下跌-13.3%和-28.3%，恒生指数和韩国综合指数分别下跌 20.2%和 18.2%。**俄乌冲突为主的地缘政治风险叠加美联储鹰派加息的流动性回收进程使得权益市场估值大幅度回调。此外，海外经济衰退预期进一步升温，其中欧洲经济相**

对承压，而对于全球市场而言最大的利好来自于流动性，随着美国通胀顶点基本确立，美联储的加息进程有望接近尾声。

图 4：2022 年全球主要指数涨跌幅 (%)



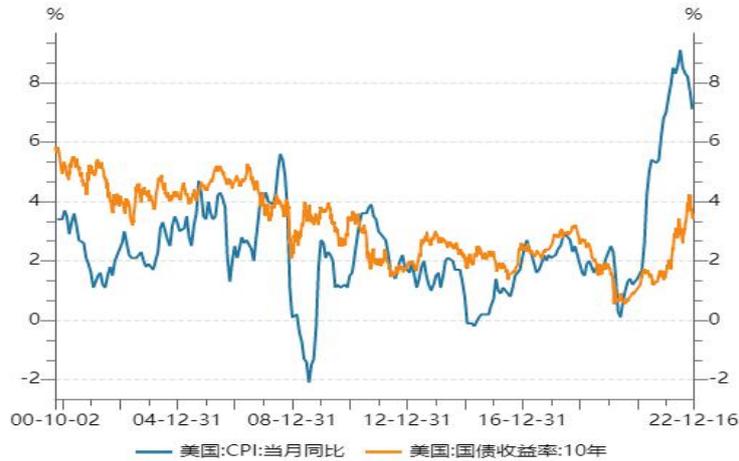
资料来源：瑞达期货、Wind

二、基本面回顾与展望

2.1 全球环境：经济衰退预期下流动性趋紧缓解

从流动性环境来看，随着 11 月美国 CPI 同比增速低于市场预期水平，其中 0.2% 的核心 CPI 环比回到疫情前的常态，美国本轮高通胀顶点基本确认。回顾今年美国的通胀演变进程，受能源、工资收入以及近三年大规模流动性释放驱动。美国当月 CPI 同比增速于 6 月升至最高 9.1% 后波动回落，10 月已降至 7.7%。从货币政策来看，在经济前景不明朗以及通胀预期回落的基本面背景下，美联储激进加息路径进入末期。11 月美联储议息会议中，多数官员表示倾向于放缓加息节奏，而随后美联储举行 12 月 FOMC，如期将单次加息幅度降至 50BP。当前市场普遍预期美联储继续放缓加息步伐并在上半年停止加息，2023 年美债利率中枢趋于下行的水平但这仍要取决于未来一个阶段的通胀回落速度。

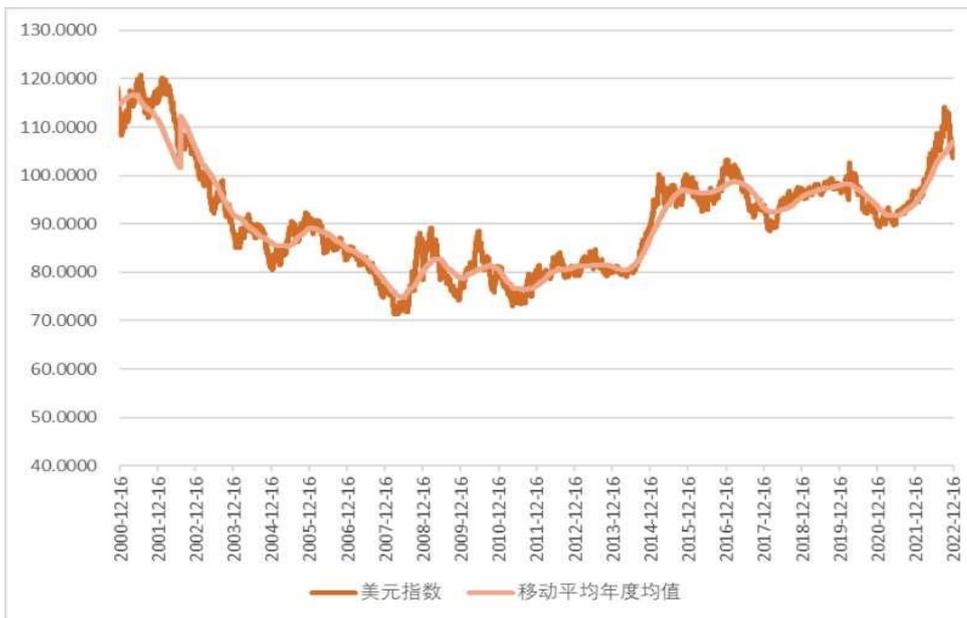
图 5：美国 CPI 和 10 年期国债收益率



资料来源：瑞达期货、Wind

而随着加息进程的放缓，美元指数趋势性回落。美元指数在 2021 年底以来涨幅最高时达到近 20%，目前已从最高点 114 回落至 105 附近。展望 2023 年，随着美国最强加息周期接近尾声，在没有出现市场超预期事件的情况下，美元指数再创新高的难度较大，预计在均值回归逻辑下呈现顶部回落的趋势。

图 6：美元指数顶部回落

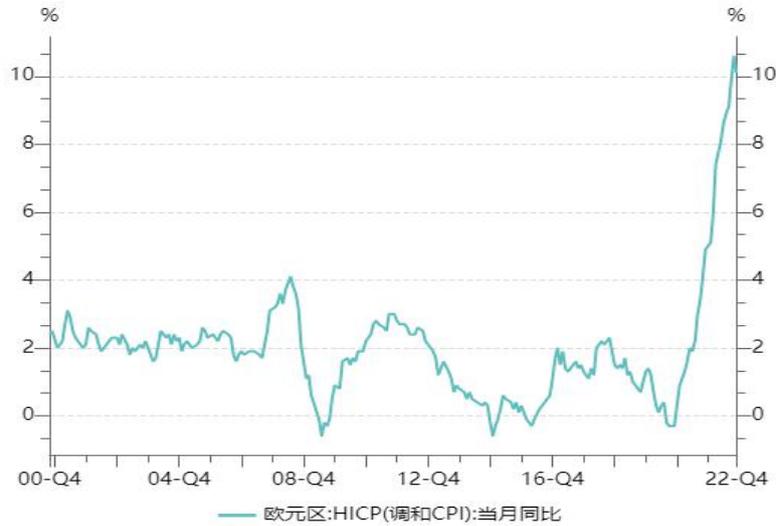


资料来源：瑞达期货、Wind

反观欧洲局势，欧洲通胀仍在攀升且相较于美国而言滞胀压力更大。今年下半年以来欧洲通胀与美国开始呈现分化，10 月欧元区 CPI 续创新高，达到 10.6%，源于能源价格高位波动以及食品价格居高不下，由此带来的政策不确定性相对更高。欧洲央行副行长金多斯表示“个人和企业已经感受到通胀上升和经济活动放缓的影响，欧元区金融稳定风险已经上升”。展望 2023 年，一方面，能源供应紧张局势仍未缓解，欧佩克组织和俄罗斯等能源国有维持

油价的动力。另一方面，能源需求增速在欧美加息下已显著下调，且欧盟和七国集团考虑对俄罗斯海运石油制定价格上限，因此，未来能源价格仍然面临较强的不确定性。

图 7：欧洲通胀攀升



资料来源：瑞达期货、Wind

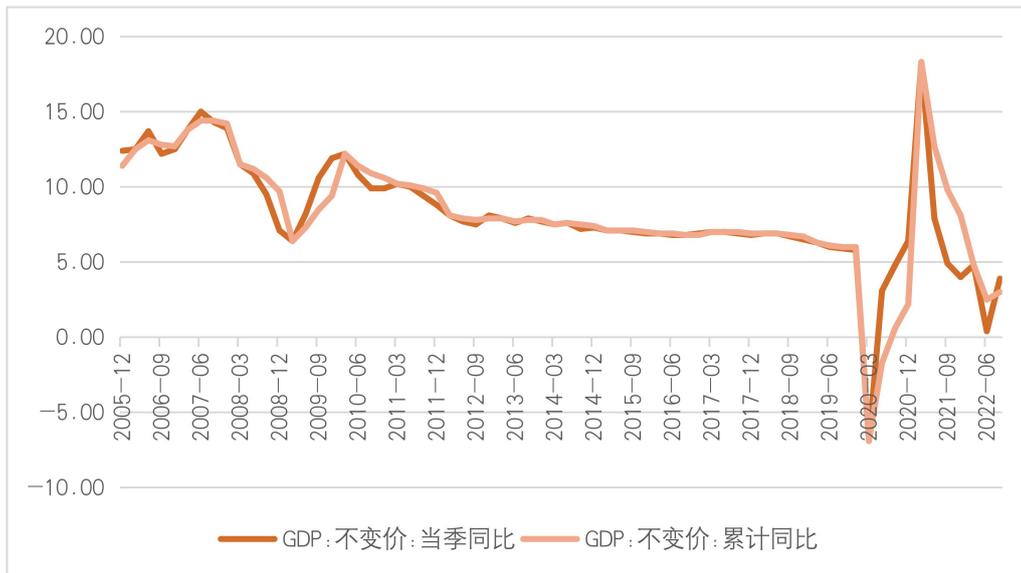
全球宏观环境的变化也将带来全球资产演变的分化，美元指数回落有望带来大宗商品市场的反转。首先，在美债收益率中枢下行的情况下，若 2023 年美国通胀反复维持相对高位，美国实际利率将有所下行，黄金价格或迎来反弹；其次是能源价格有所承压，当前原油价格已回调至俄乌冲突前的价格分位，随着俄乌局势相对稳定，以及全球经济回落的环境下，能源价格将有所回调。而对于 A 股市场而言，美债收益率中枢下移对于成长风格的抑制将有所减弱，同时在国内经济修复尚不明朗且稳增长任务依然繁重的基本面背景下，相对“友好”的国内外政策环境，中小盘有望受到分母端效应驱动。而随着国内基本面修复预期增强，国内利率下行空间有限，大盘价值或仍占优。

2.2 国内基本面：经济底部周期，政策支撑信号明显

2022 年全年前三季度来看，尽管政策显著加码，但国内疫情扰动不断，对经济生产活动造成一定影响。全年经济下行压力较大，尤其是二季度达到经济增长的冰点。2022 年国内一季度 GDP 同比增长 4.8%，二季度同比增长 0.4%，三季度同比增长 3.9%。前三季度国内生产总值 870269 亿元，按不变价格计算，同比增长 3.0%。前三季度，全国城镇调查失业率平均值为 5.6%，其中三季度平均为 5.4%，比二季度下降 0.4 个百分点。前三季度，全国居民人均可支配收入 27650 元，同比名义增长 5.3%，扣除价格因素实际增长 3.2%。

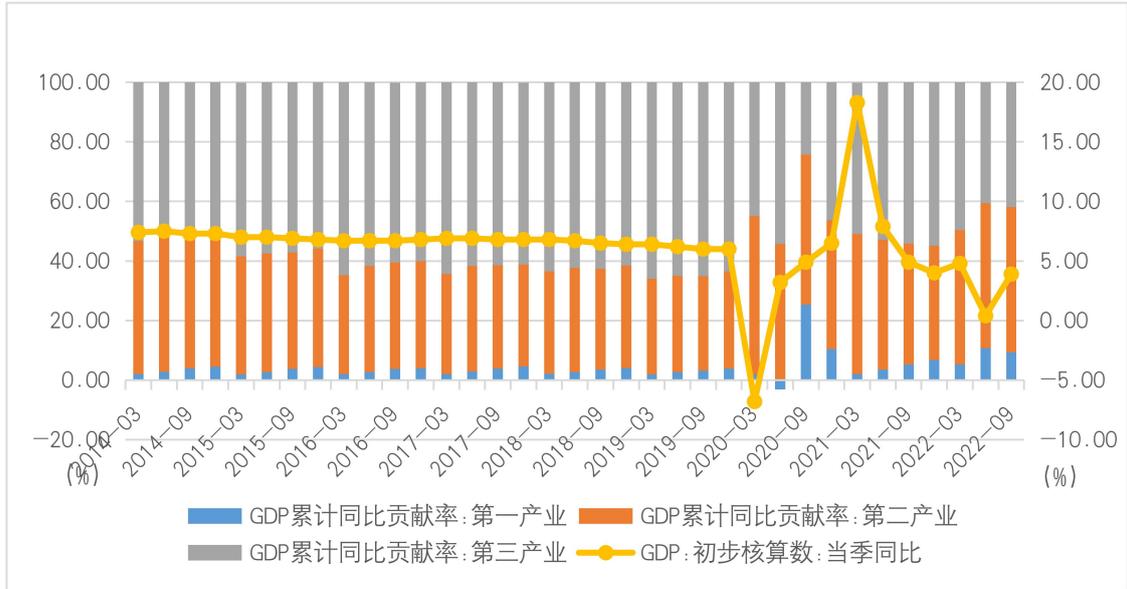
从领先指标 PMI 来看，11 月份制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 产出指数分别为 48.0%、46.7%和 47.1%，分别较上月下滑 1.2、2.0 和 1.9 个百分点。从最新 11 月份数据看，制造业 PMI 的供需两端双双回落，生产指数以及新订单指数分别回落至 47.8 以及 46.4。我国经济景气水平总体仍有所回落，稳增长政策效力尚未在数据层面得到体现。11 月工业增加值同比 2.2%，前值 5.0%。季调后 11 月工业增加值环比-0.31%。2022 年 11 月工业生产明显弱于季节性，主要因素还是源于因疫情多点散发对工业生产活动的压制；其次是经济内需疲软导致得终端需求不足。展望 2023 年，一季度来看，中国主要经济指标同比可能进一步回落。不过，随着防疫政策积极调整，经济向常态化回归进程速度较快，预计中国经济回稳向上的基础将更加牢固。

图 8: 经济低位运行 (%)



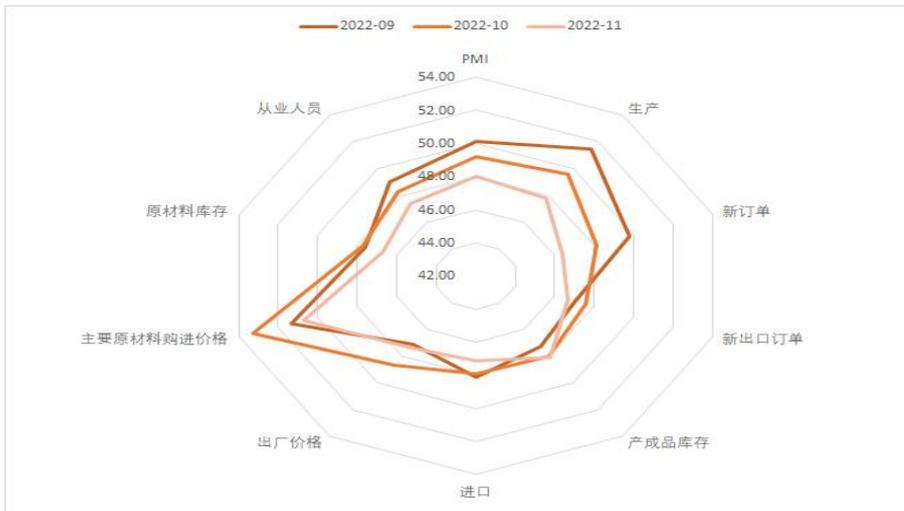
资料来源: 瑞达期货、Wind

图 9: GDP 三大产业



资料来源：瑞达期货、Wind

图 10: 制造业 PMI 分项



资料来源：瑞达期货、Wind

图 11: 工业增加值超预期下行



资料来源：瑞达期货、Wind

固定投资层面，政策端以及需求端考虑下，2023 年或仍延续“重基建轻地产”的结构。其中基建投资增速有望继续维持 2 位数以上的增长。2022 年 1-11 月，基建固定资产投资完成额累计同比增长延续高位 11.65%，其中传统基建板块交通运输仍是重点增长领域。而新基建领域来看，明年的政策支撑或更多停留在产业层面。在经济未具有超预期修复面的中性环境下，政策性以及开发性金融工具可能增加 1 万亿元左右，与贷款、债券等配套融资，预计能够支持 10% 左右基建投资增长，在乘数效应的作用下有望实现约 16.5 万亿元的新增规模；其中结构性工具重点支持的交通领域或成为 2023 年的重点。

图 12：基建投资增速 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

房地产投资层面，2022 年前三季度，上市民营房企资产负债率持续显著回落，筹资现金流净减少近 4500 亿元、创历史新低。需求端延续疲软的趋势并未因房贷按揭利率降至历史最低的 4.34% 而获得提振，销售数据依然低迷。展望 2023 年，地产链对于经济的拖累或

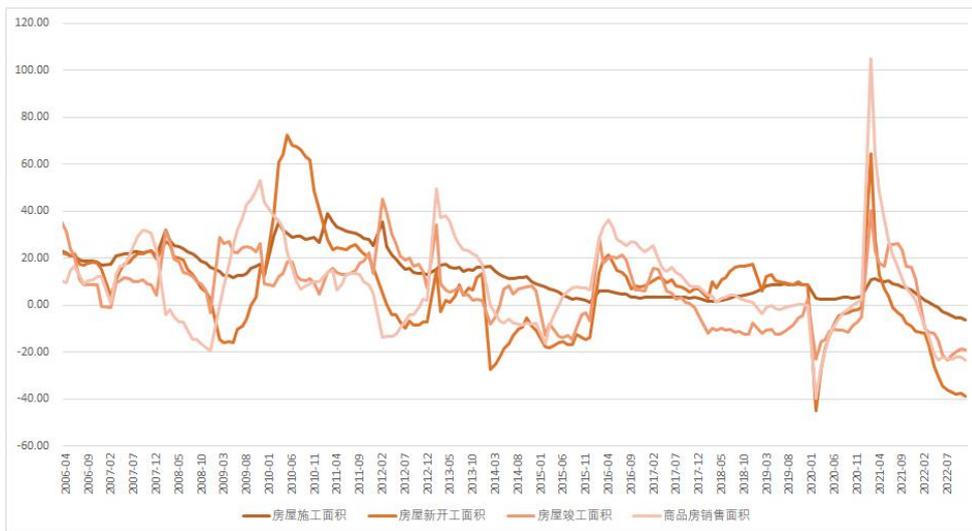
有所减弱，但由于当前地产仍处于大周期逆转，因而总体修复空间或相对有限。随着政策出台供给端的“三支箭”，有利于民营房企融资环境修复，但房企资产负债表收缩以及融资现金流不足等问题仍对对中期拿地开发能力和意愿仍将形成掣肘。

图 13: 百城住宅价格指数



资料来源: 瑞达期货、Wind

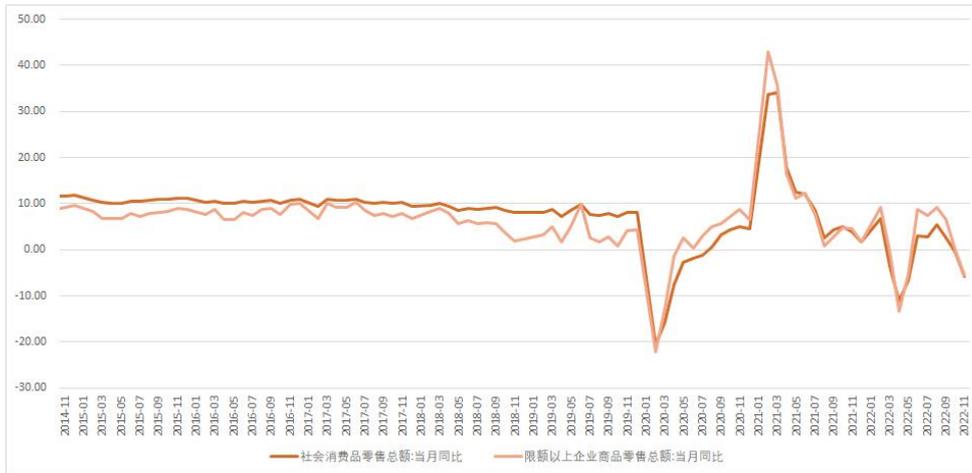
图 14: 房地产供需两端疲软



资料来源: 瑞达期货、Wind

2022 年以来，疫情反复对消费增速影响较为直接，因而疫后恢复的过程中消费底部反弹的效应亦或较为直接。2022 年 1-11 月社会消费品零售总额累计增长-0.10%，仍位于负增长区间。11 月份消费当月同比增速-5.9%，环比进一步回落。展望 2023 年，随着防疫政策步入新阶段，疫后修复形成大趋势。而疫后消费场景的修复、就业形势和收入状况的改善，预计分别对高收入与中低收入群体的消费行为形成支持。

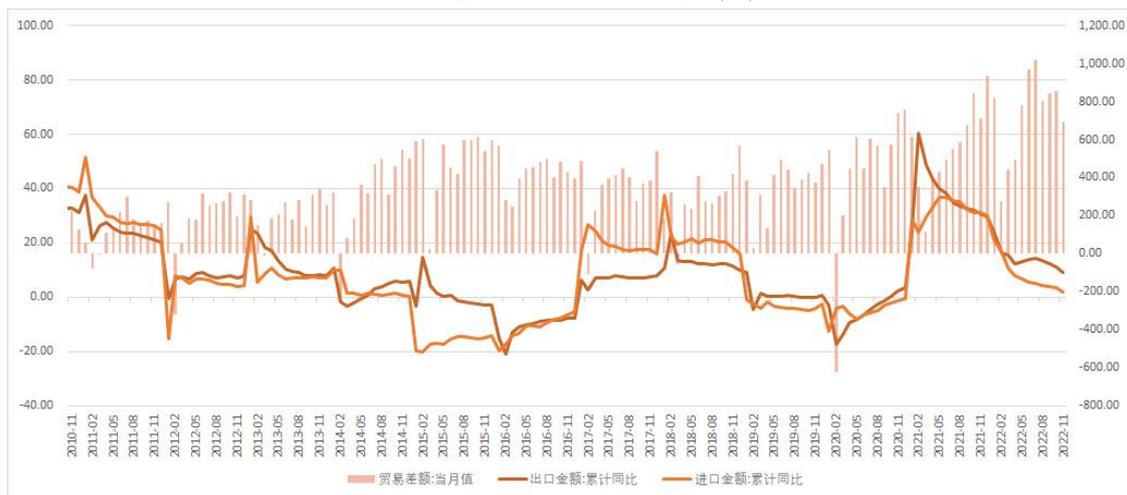
图 15: 社会消费品零售总额



资料来源：瑞达期货、Wind

对于外贸而言，2022年8月以来出口增速加速回落。展望2023年，随着欧美经济体对于消费的需求进一步衰减，出口增速下滑或有可能再度超过市场预期。12月6日召开的政治局会议提出“更好统筹疫情防控和经济社会发展”、“优化疫情防控措施”，长期来看，放开的大趋势下需求有望逐步修复，相对出口表现而言，进口向下冲击或更弱并带动贸易顺差持续收窄。随海外经济衰退预期的加重，外需回落趋势较为明确，即使国内供给的所受扰动解除，明年出口可能还是难有很好表现。再未具有超预期变量的情况下，2023年预计全球出口增速接近零增长，若中国出口份额占据约15%，对应着当前中国出口增速或下滑5.6%左右，或回落至负增速区间。

图 16：进出口累计同比增速 (%)

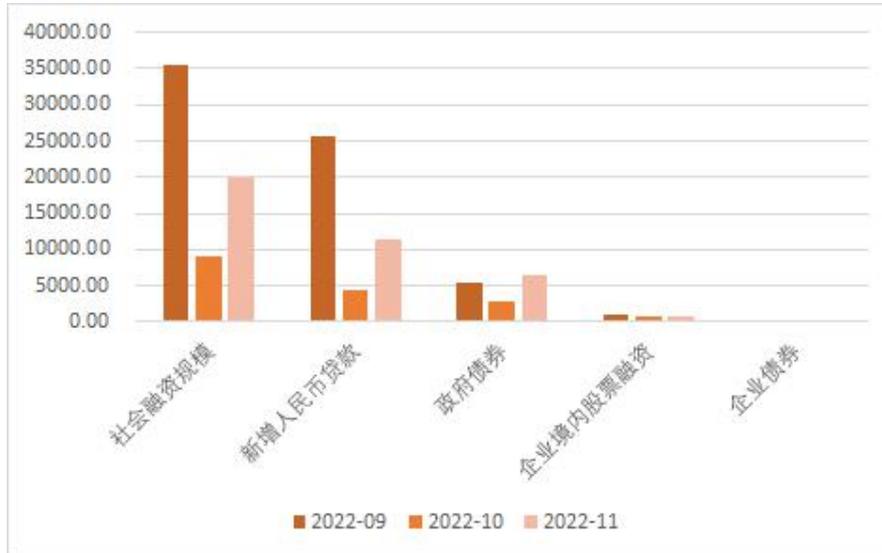


资料来源：瑞达期货、Wind

2022年11月份最新社融数据亦未表现乐观。新增社会融资规模为1.99万亿，新增人民币贷款1.21万亿元，仍明显低于市场预期。其中社融存量同比回落受到政府债的主要拖累影响，疫情冲击下，内需修复进程受到干扰，新增人民币贷款表现亦弱于预期。展望2023年来看，后续政策仍以基建为重点布局方向，货币政策层面维持略微宽松的基调，核心仍在

于宽信用，疫情放开后的消费复苏有望刺激居民端的信贷需求回暖。考虑到疫后修复的反弹周期，因而 2023 年一季度后社融数据有望转暖。

图 17：社会融资规模分项（亿元）



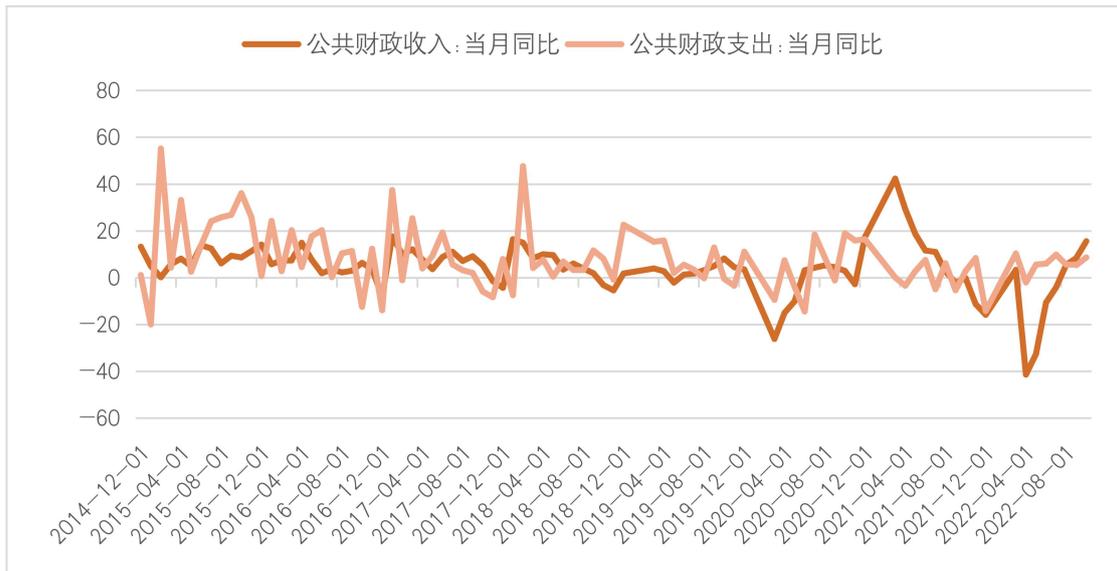
资料来源：瑞达期货、Wind

三、政策布局展望

3.1 财政政策

在财政政策方面，年末中央经济工作会议指出“保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。要加大中央对地方的转移支付力度，推动财力下沉，做好基层“三保”工作。”在 2023 年，随着疫情防控标准的放开，经济在度过疫情高峰期后或迎来一波复苏热潮。在这个阶段财政政策或将在严控风险的情况下继续扩大支出进而推动经济复苏，整体赤字率或将适度上升至 3%至 3.25%区间。整体财政政策也将继续通过减税以及发行地方专项债券进而加快对有需要的企业及个体进行支持援助，同时落实“三保”工作帮助底层群众。

图 18：中国财政收支同比（%）



资料来源: 瑞达期货, Wind

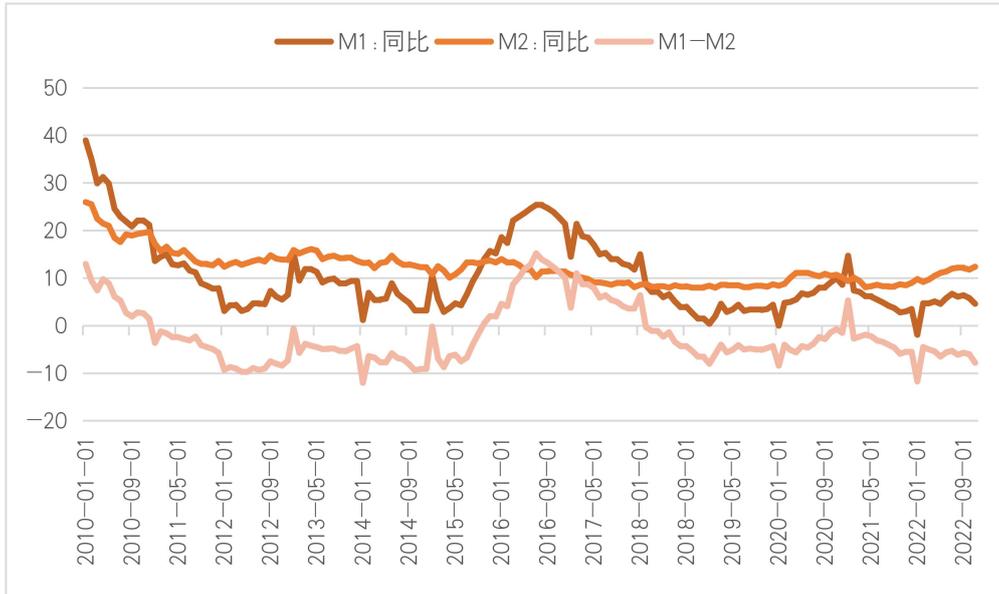
3.2 货币政策

在货币政策方面, 年末中央经济工作会议保持“稳健”的基调, 指出“加大稳健货币政策实施力度, 保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”。与去年的中央经济工作会议相比, “稳健的货币政策”的取向不变, 但货币政策要“灵活精准、合理适度”的表述在 12 月 6 日的中央政治局会议变为“灵活适度”, 并延续至本次会议, 表明在后续稳增长压力增大压力下, 货币政策有必要维持宽松的流动性环境, 将引导市场利率持续处于政策利率附近的合理范围内, 保持流动性合理充裕, 进一步支持“稳信用”。值得注意的是, 货币政策表达升级为“精准有力”, 表明未来的货币政策或将更精准定向, 2023 年或将加大信贷对重点领域的投放规模, 正如会议中提到的“小微企业、科技创新、绿色发展”将是货币政策“精准”支持的重点领域; 同时, “有力”体现在央行或将引导金融机构提供长期稳定的低成本资金, 继续向市场发出稳增长、明确信号, 预计短期内 5 年期 LPR 仍有下行空间, 以激发居民和企业中长期融资需求。放眼海外, 货币政策的外部掣肘因素并未得到完全的放松, 12 月美联储加息步伐放缓, 但未来的政策利率终点上调至更高位置且持续时间更久, 一定程度上约束了明年货币政策宽松的发力点更多在于信用的宽松。汇率方面, 在汇率保持均衡稳定的基础上, 预计明年政策将会适时适度推动汇率围绕合理价值波动, 汇率定价基础相较今年将更有利。

展望 2023 年, 货币政策将保持稳健, 基于当前经济恢复偏弱且经济重启带来的通胀上行压力是暂时的, 央行或将在一季度继续使用降准降息等政策工具以及银行进一步下调存款

利率，来促进实体经济的融资信贷需求。

图 19: 货币供应量



资料来源: 瑞达期货、Wind

3.3 产业政策

受疫情以及俄乌冲突的影响下，内外不稳定因素极具增加。对于全球产业链创新的发展趋势亦有了新的要求。从当前全球局势来看，首先，当前全球产业链分工格局面临深度调整，北美供应链、欧盟供应链以及亚洲供应链的三方力量加速形成；其次是在安全因素催化下，各国对于将重要产业链迁移回国的意愿逐步增强，其中涉及原材料、制药、医疗器械以及粮食储备等方面。最后，国际产业竞争逐步趋于群体竞争，产业链完整的产业集群形式或成为竞争力的重要来源。从当前我国形势看，中国对外贸易依存度逐步下降，当前大致处于 35% 的水平，此外内需对于经济增长的贡献不断提高。据中国工程院 2019 年评估，我国 60% 制造业产业安全可控，另外 40% 对国外依赖度较大。

因而在产业政策方面，年底中央经济工作会议会议指出要“加快建设现代化产业体系。围绕制造业重点产业链，找准关键核心技术和零部件薄弱环节，集中优质资源合力攻关，保证产业体系自主可控和安全可靠，确保国民经济循环畅通”，并提出还要“发展和安全并举”，且推动“科技-产业-金融”良性循环是今年产业政策新的要求。另外，会议还强调“要大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中大显身手”。数据上看，当前我国数字经济规模达到 45.5 万亿，占据全球第二名的水平，同时占据国内生产总值的 39.8%，由此可见数字经济板块有望成为推动经济增长的重要引擎

之一。

表 1：现代化产业发展布局

中央经济工作会议对于现代化产业体系构						
三大方向	建设新能源体系		提升粮食产能		大力发展数字经济	
	提升国家 战略物资 储备保障 能力	目前累计 增长总体 稳定	实施新一 轮千亿斤 粮食产能 提升活动	加快前沿 技术研发 和应用推 广	开辟新领 域制胜新 赛道	抓住全球 产业结构 和布局调 整过程中 孕育的新 机遇

资料来源：瑞达期货、国务院

3.4 房地产政策——“房住不炒”基调不改，多措并举支撑地产

中央经济会议中，继续坚定“房住不炒”定位，并且提出要“向新发展模式平稳过渡”、要“扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作”，强调“满足行业合理融资需求”，这也是“三支箭”融资政策的进一步延伸。此外，针对需求端，依旧坚持“要因城施策”，支持刚性和改善性住房需求。然而，受疫情影响，地产景气度仍未好转，居民信心尚未恢复，购房意愿不足。展望 2023 年，地产政策端仍有放宽空间，在“因城施策”这一灵活前提下，各地或有不同程度放宽购房条件、首付调整等政策落实，并且随着防疫政策调控优化，地产需求侧政策宽松的效果有望释放，房地产供需格局有望修复。

表 2：2022 年以来重点地产政策

政策类别	时间	主体	政策相关文件	政策内容
第一支箭：信贷支持工具	8 月 28 日	央行	保交楼纾困基金	本次全国性纾困基金初期规模为 2000 亿元，城市统借统还并计入地方政府债务，债务期限原则上不超过 3 年。纾困基金将由央行指导国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行在现有贷款额度中安排，形式上，以城市为单位，地方政府借入、使用及偿还，并计入地方政府债务。借款成本方面，前两年利率为 2.8%（其中中央财政贴息 1%）。原

				则上，地方政府借款期限不超过3年，第3年借款利率涨至3.2%。
	11月11日	央行、银保监会	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（16条）	1) 稳定房地产开发贷款投放；2) 支持个人住房贷款合理需求；3) 稳定建筑企业信贷投放；4) 支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期；5) 支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款。
	11月21日	央行、银保监会	保交楼再贷款	在前期推出的“保交楼”专项借款的基础上，人民银行将面向6家商业银行推出2000亿元“保交楼”贷款支持计划，为商业银行提供零成本资金，以鼓励其支持“保交楼”工作。
第二支箭：民营企业债券融资支持工具	11月8日	中国银行间市场交易商协会	民营企业债券融资支持工具	继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，由央行再贷款提供资金支持，预计可提供约2500亿元包括房地产企业在内的民营企业债券融资，后续还有望扩容。政策出台次日，龙湖200亿元储架式注册发行的申请开始受理。
	11月9日	中债信用增进公司	关于接收民营企业债券融资支持工具房企增信业务材料的通知	有意向的民营房企可填写《项目需求意向表》，并发送至指定邮箱，向中债增提出增信需求。11月9日至11日，已有6家民营房企获全额无条件担保，发行总金额为68亿元，截止11月25日，中债增进公司已收到近百家民营房企增信业务意向。
	11月23日	中国银行间市场交易商协会	民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”）	“第二支箭”扩容首批民营房企落地，龙湖、美的置业、金辉3家民企获得信用增进函。拟首批分别支持三家企业发行20亿元、15亿元、12亿元中期票据。截止11月29日，交易商协会已受理包括龙湖、美的置业、新城、万科、金地等7家房企的发债申请，总金额约1080亿元。

		中债信 用增进 公司	箭”)	
第三 支 箭： 营 企 股 融 支 持 工 具	11月 9日	证监会	证监会新 闻发言人 就资本市 场支持房 地产市场 平稳健康 发展答记 者问	<p>一、恢复涉房上市公司并购重组及配套融资。</p> <p>1.允许符合条件的房地产企业实施重组上市,重组对象须为房地产行业上市公司;2.允许房地产行业上市公司发行股份或支付现金购买涉房资产;发行股份购买资产时,可以募集配套资金;募集资金用于存量涉房项目和支付交易对价、补充流动资金、偿还债务等,不能用于拿地拍地、开发新楼盘等。</p> <p>二、恢复上市房企和涉房上市公司再融资。允许上市房企非公开方式再融资,引导募集资金用于政策支持的房地产业务,包括:1.与“保交楼、保民生”相关的房地产项目,经济适用房、棚户区改造或旧城改造拆迁安置住房建设;2.符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等。</p> <p>三、调整完善房地产企业境外市场上市政策。</p> <p>四、进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用。</p> <p>五、积极发挥私募股权投资基金作用。开展不动产私募投资基金试点,允许符合条件的私募股权基金管理人设立不动产私募投资基金,引入机构资金,投资存量住宅地产、商业地产、基础设施</p>

资料来源：瑞达期货、央行

3.5 防疫优化助力扩大内需，关注平台经济

2022 年 1-11 月，社会消费品零售总额三年同比复合增长 4.34%，低于 1990 年以来年均增长水平。在疫情影响下，居民消费的能力和意愿均有所减弱。因此中央经济工作会议指出：“着力提高国内需求，要把恢复和扩大消费摆在优先位置，增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景。多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车及养老服务等消费”。11 月 11 日，国务院联防联控机制综合组提出进一步优化防控工作的二十条措施，制定了核酸检测、风险区划定及管控、居家隔离医学观察、居家健康监测等 4 个技术文件，

为优化疫情防控管理提出顶层方案。12月7日，国务院联防联控机制调整防疫措施（“新十条”），取消落地检、也不查验健康码，允许无症状或轻症感染者在符合条件的情况下居家隔离。这意味着三年疫情的放开，预计长期受制于疫情防控的消费将逐渐回暖，更多内需增长潜力将进一步释放。年底此次会议将提振消费信心，多渠道增加居民收入作为明年的工作重点，这将从根本上改善居民收入预期偏弱、储蓄意愿较强等对消费恢复的制约。

而在近几年来受限于疫情的大环境下，线上消费成为亮点，2022年1-11月，实物商品网上销售额同比增长6.4%，高于社会消费品零售总额增速6.5个百分点，增速明显快于线下商品销售，占社会消费品零售总额的比重为27.1%。因而在平台经济方面，中央经济工作会议亦特别指出：“要大力发展数字经济，提升常态化监管水平。支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中大显身手”。而由于当前平台经济仍存在着配套细则的缺失，整个体系仍需进一步完善，因此预计后续监管层将继续加强对平台经济的引导。

图 20：线上消费重要性逐年提升



资料来源：瑞达期货、Wind

3.6 “两个毫不动摇”——尊重市场的同时要放管结合

中央经济工作会议要求“推动科技、产业、金融良性循环”，“坚定不移深化改革，更大激发市场活力和社会创造力，尊重市场规律，深化简政放权，放管结合，优化服务改革，对各类所有制企业一视同仁”。国有企业做优做强将聚焦三个方面：首先，金融体制改革将继续拓展，国企估值加速修复，金融国改的进程将在2023年持续推进。可以预期的是国有资产证券化是后续金融国改的重点之一，通过金融控股实现国有资产整体上市效率。其次，

核心领域国有企业将面临重点发展，推动资源向优势企业和主业企业集中，发挥创新引领作用。今年前三季度，中央企业围绕新一代信息技术、高端装备制造、粮食安全等产业链领域的卡点堵点，明确重点投资项目近 300 项，完成投资超过 5000 亿元。最后，中央将继续深化供给侧结构性改革，聚焦主责主业发展实体经济。截至 2022 年上半年，“两非”剥离完成率达 99.7%，截至 2021 年底中央企业从事主业的子企业户数占比达 93%，主业投资占比达 97%。

对于民营企业来说，年底会议亮明要从制度和法律上把对国企民企平等对待的要求落下来，从政策和舆论上鼓励支持民营经济和民营企业发展壮大，各级领导干部要为民营企业解难题、办实事，构建亲清政商关系。正如二十大报告指出，“优化民营企业发展环境，依法保护民营企业产权和企业家权益，促进民营经济发展壮大。完善中国特色现代企业制度，弘扬企业家精神，加快建设世界一流企业。支持中小微企业发展”。展望 2023 年，预期后续政策对于民企，尤其是创新型中小企业的扶持力度预计将加大。

表 3：2022 年以及 2021 年中央经济工作会议对比

要点	2022年中央经济工作会议	2021年中央经济工作会议
经济形势	<ul style="list-style-type: none"> 经济恢复的基础尚不牢固,需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大; 外部环境动荡不安,给我国经济带来的影响加深。 	<ul style="list-style-type: none"> 经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力; 外部环境更趋复杂严峻和不确定。
经济预期	<ul style="list-style-type: none"> 明年经济运行有望总体回升 	
工作重点	<ul style="list-style-type: none"> 把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来;突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作,有效防范化解重大风险,推动经济运行整体好转,实现质的有效提升和量的合理增长。 统筹疫情防控和经济社会发展;统筹经济质的有效提升和量的合理增长;统筹供给侧结构性改革和扩大内需;统筹经济政策和其他政策;统筹国内循环和国际循环;统筹当前和长远。 	<ul style="list-style-type: none"> 继续做好“六稳”、“六保”工作,持续改善民生,着力稳定宏观经济大盘,保持经济运行在合理区间。
财政政策	<ul style="list-style-type: none"> 加力提效; 保持必要的财政支出强度, 优化组合赤字、专项债、贴息等工具; 保障财政可持续和地方政府债务风险可控。 	<ul style="list-style-type: none"> 提升效能,更加注重精准、可持续; 要保证财政支出强度,加快支出进度; 实施新的减税降费政策; 适度超前开展基础设施投资; 坚决遏制新增地方政府隐性债务。
货币政策	<ul style="list-style-type: none"> 精准有力; 要保持流动性合理充裕, 保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配; 引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定,强化金融稳定保障体系。 	<ul style="list-style-type: none"> 灵活适度; 保持流动性合理充裕; 引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持; 财政政策和货币政策要协调联动,跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。
产业政策	<ul style="list-style-type: none"> 发展和安全并举; 狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育壮大,着力补强产业链薄弱环节; 加快新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳、量子计算等前沿技术研发和应用推广; 推动“科技-产业-金融”良性循环。 	<ul style="list-style-type: none"> 要提升制造业核心竞争力,启动一批产业基础再造工程项目,激发涌现一大批“专精特新”企业。
扩大内需	<ul style="list-style-type: none"> 要把恢复和扩大消费摆在优先位置。 增强消费能力,改善消费条件,创新消费场景。多渠道增加城乡居民收入,支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费。 加快实施“十四五”重大工程, 加强区域间基础设施联通。 政策性金融要加大对接国家发展规划重大项目的融资支持。鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设。 	<ul style="list-style-type: none"> 重在畅通国内大循环,重在突破供给约束堵点,重在打通生产、分配、流通、消费各环节。实施好扩大内需战略,增强发展内生动力。
平台经济	<ul style="list-style-type: none"> 要大力发展数字经济,提升常态化监管水平, 支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中中大显身手。 	<ul style="list-style-type: none"> 要为资本设置“红绿灯”,依法加强对资本的有效监管,防止资本野蛮生长。
产业链、能源、粮食安全	<ul style="list-style-type: none"> 围绕制造业重点产业链,找准关键核心技术和零部件薄弱环节,集中优质资源合力攻关, 保证产业体系自主可控和安全可靠,确保国民经济循环畅通; 加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产, 提升国家战略物资储备保障能力; 实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动。 	<ul style="list-style-type: none"> 要增强国内资源生产保障能力,加快油气等资源先进开采技术开发应用,加快构建废弃物循环利用体系; 要把提高农业综合生产能力放在更加突出的位置,持续推进高标准农田建设,深入实施种业振兴行动,提高农机装备水平,保障种粮农民合理收益,中国人的饭碗任何时候都要牢牢端在自己手中。
经济金融风险	<ul style="list-style-type: none"> 满足房地产行业合理融资需求,推动行业重组并购,有效防范化解优质头部房企风险,改善资产负债状况,同时要坚决依法打击违法犯罪行为; 要防范化解金融风险,压实各方责任,防止形成区域性、系统性金融风险; 要防范化解地方政府债务风险,坚决遏制增量、化解存量。 	<ul style="list-style-type: none"> 化解风险要有充足资源,研究制定化解风险的政策,要广泛配合,完善金融风险处置机制。

资料来源: 瑞达期货、国务院

四、流动性与估值

4.1 A 股估值水平

2022 年全年来看, A 股整体估值处于下移阶段。以市盈率 TTM 整体法测算来看, 万得全 A PE 位于均值与一倍标准差下限的区间, 处于历史中低水平区间。市场宽基指数整体估值具有性价比, 此外中小盘指数估值水平相对更低。行业层面来看, 化工、有色、家用电器、交通运输、建筑装束、银行等板块估值皆接近于历史低点。无论从国内政策面亦或是全球流动性层面来看, 2023 年的权益市场预计优于 2022 年。而由于当前权益市场已处于底部区间, 大多市场主要指数在历史估值分位在 20%-30%。权益市场有望在经济增长预期以及产业政

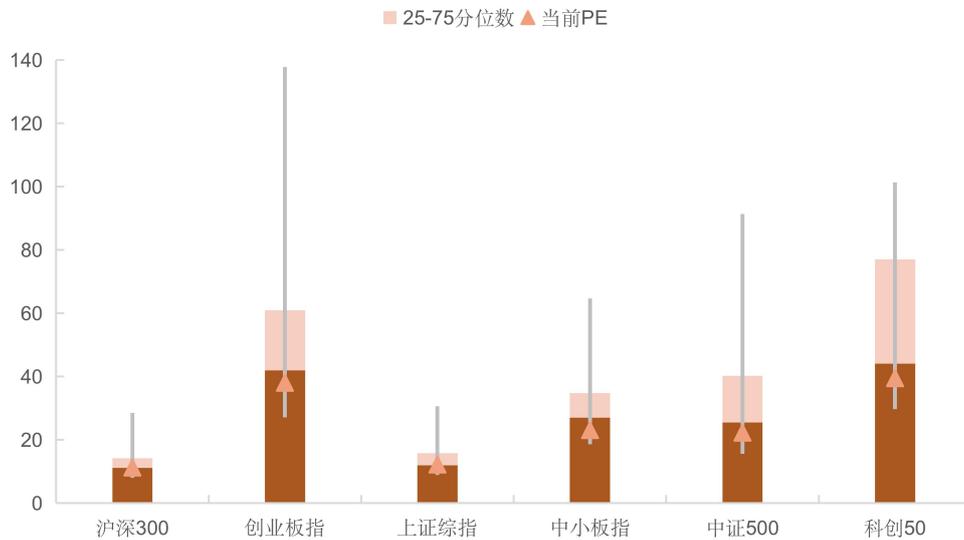
策预期转向的背景下迎来趋势性反转。另外，随着国内经济回归常态，资金风险偏好转暖，大环境更偏向于国内权益市场，股债周期或呈现一定转换。其中，A股或表现为先价值后成长。

图 21: 万得全 A 市盈率 (TTM-整体法)



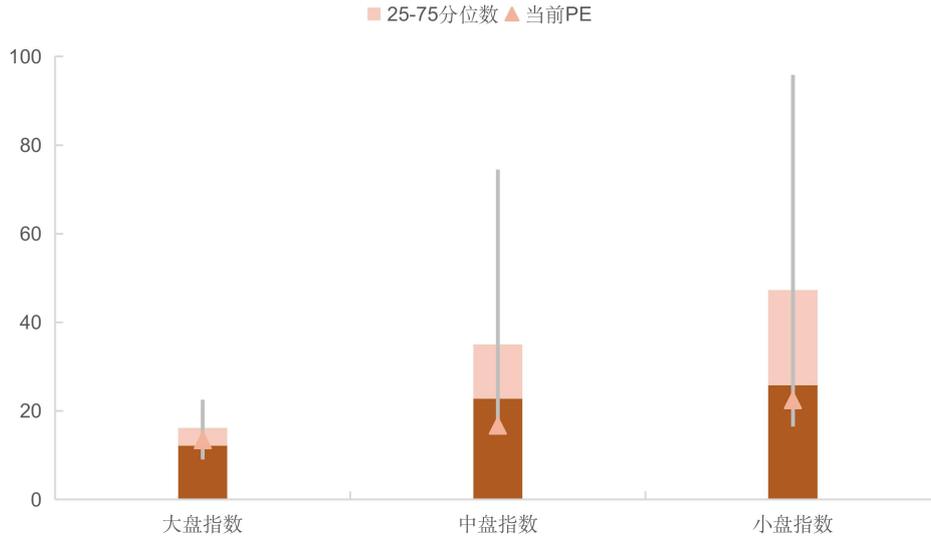
资料来源: 瑞达期货、Wind

图 22: A 股主要宽基指数 PE 估值



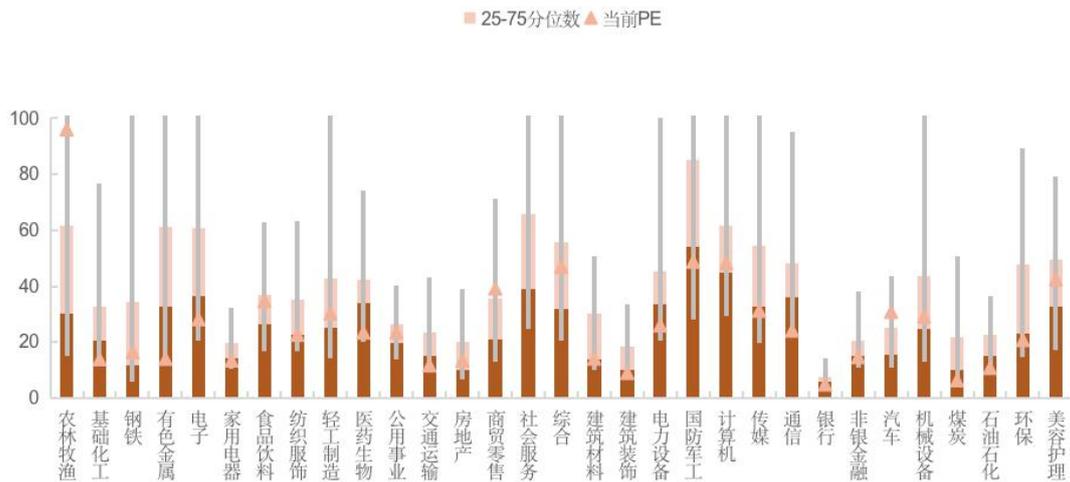
资料来源: 瑞达期货、Wind

图 23: A 股规模指数 PE 估值



资料来源：瑞达期货、Wind

图 24：申万一级行业 PE 估值



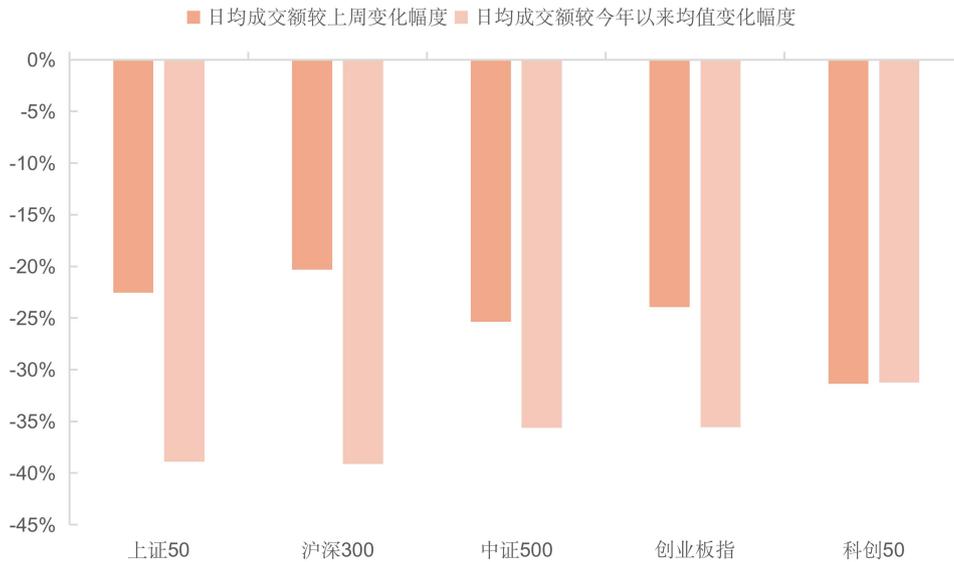
资料来源：瑞达期货、Wind

4.2 市场交易以及情绪

近期，市场主要指数成交活跃度相对于年内均值幅度进一步回调，其中大盘指数成交额再度遇冷。其主要原因仍在于 12 月份随着疫情政策重大转向，指数在经济回暖预期下上涨，然而后续市场信心的修复亦或是交易逻辑集中在经济企稳这一关键因素上。而美联储 11 月鸽派转向以来，加之 A 股四季度跌至底部区域更具性价比，北向资金亦呈现大幅净流入，当前外资做多情绪再度降温。此外，从三季报来看，当前 A 股市场中股票型基金的 A 股仓位相对高于近三年来的均值水平，且相对二季度呈现上升趋势。相较于 4 月底的 A 股触底

行情来看，融资买入额占据 A 股成交额的比例为仍小幅高于今年四月底的水平。然而从历史水平来看，融资意愿仍处于较低水平，由于市场当前尚未呈现明确的反转信号，资金做多意愿不强。**短期来看，市场情绪依然处于偏冷状况。**但正如上文所述，2023 年权益市场行情大概率优于 2022 年的水平，A 股经历深度回调，两次探底后风险释放或已接近尾声。

图 25: 主要指数成交活跃度



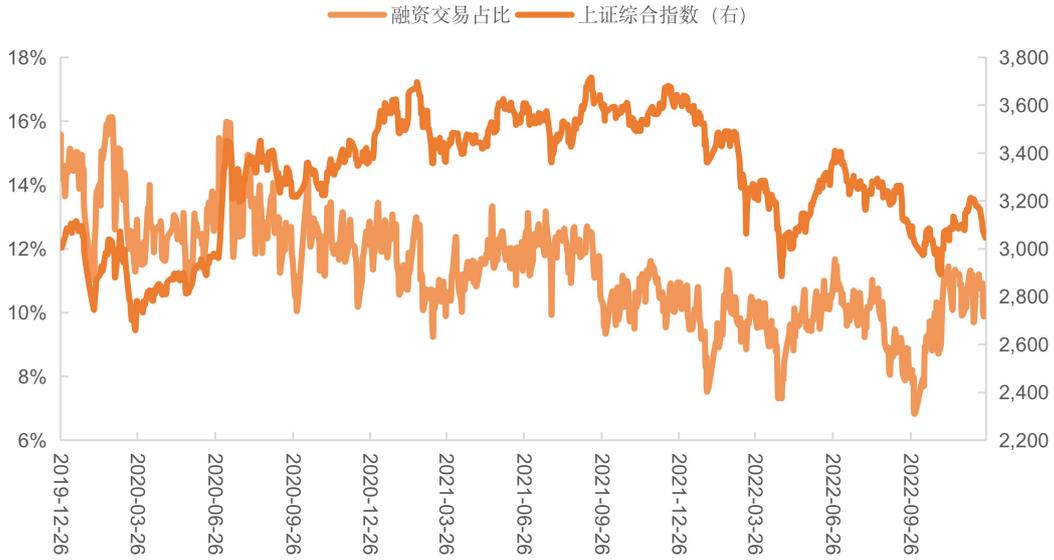
资料来源: 瑞达期货、Wind

图 26: 北向资金净流量



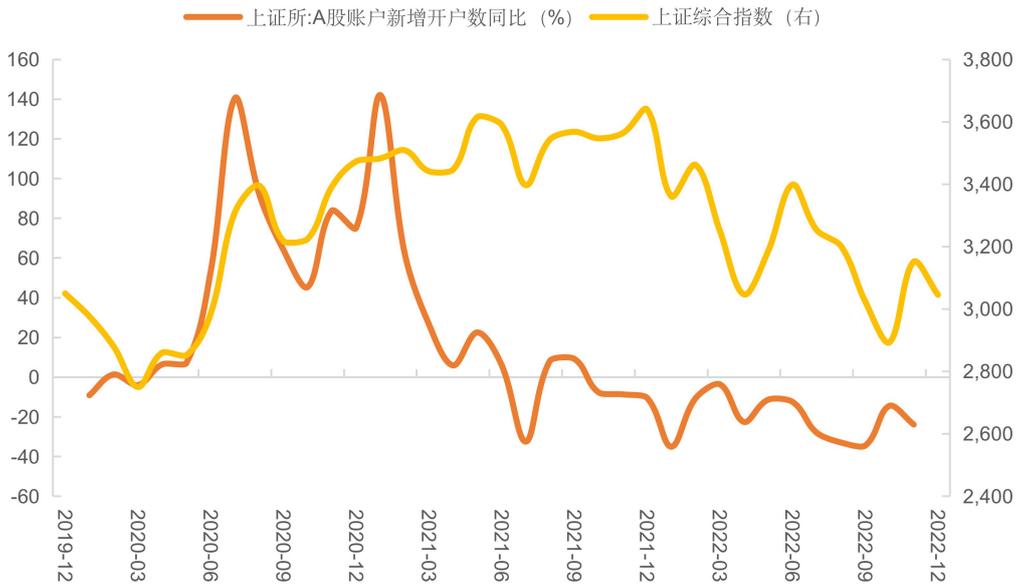
资料来源: 瑞达期货、Wind

图 27: 融资交易占比 (%)



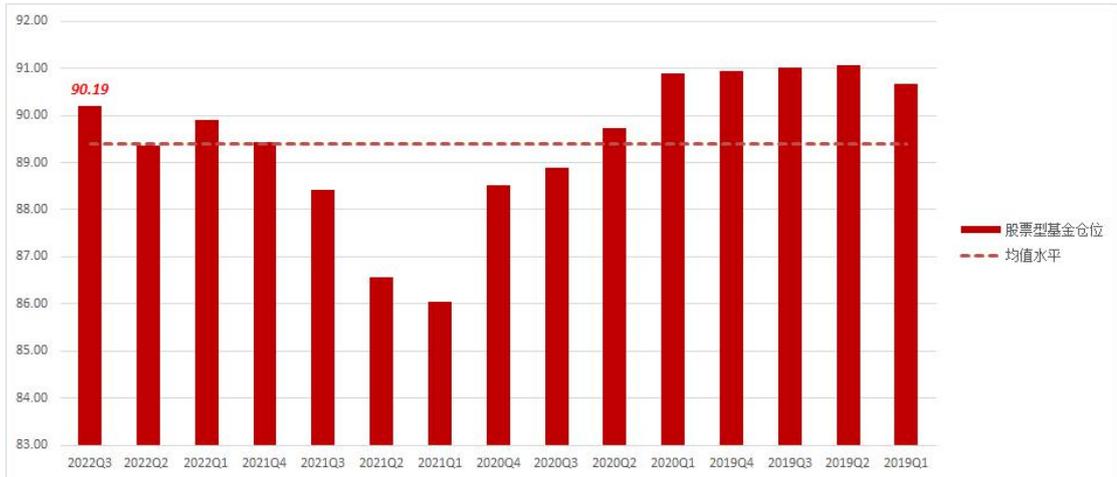
资料来源：瑞达期货、Wind

图 28: 新增开户数同比变动 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

图 29: 股票型基金 A 股仓位 (%)



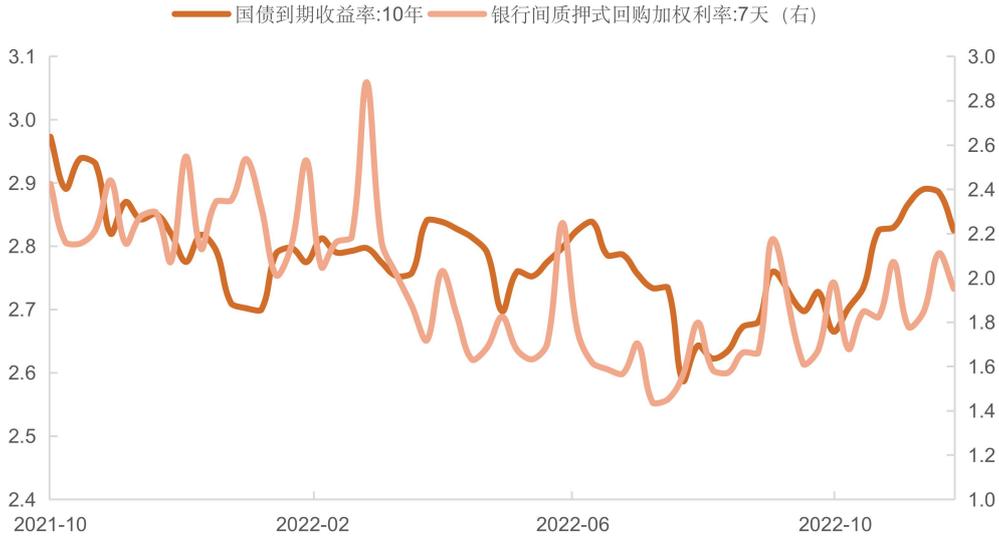
资料来源：瑞达期货、Wind

4.3 市场流动性

2022 年四季度以来，资金面相对较紧张，银行间主要利率债收益率普遍上行，Shibor 短端品种全线上行。今年 10 月底以来资金利率趋紧的主要原因或是缴税以及地方债集中发行，导致银行间流动性下降。另外，银行信贷投放强劲也是短期资金利率回升的重要原因。从中长期来看，短期利率依然偏松，9 月以来社融规模增速边际上行且与 M2 增速差值呈现收敛趋势，实体经济需求有望回升，宽货币向宽信用的效应有所显现。**需注意的是，在美国 CPI 涨幅有所回落，美联储加息进程接近尾声，明年来看中美利差走阔的情况概率较低。若不出现新的供应冲击，4.3%或为本轮美债利率的高点，加息结束后，美债利率将趋势性回落美元对人民币汇率形成压力或将有所缓释，这一定程度上增加国内货币政策的灵活性。**

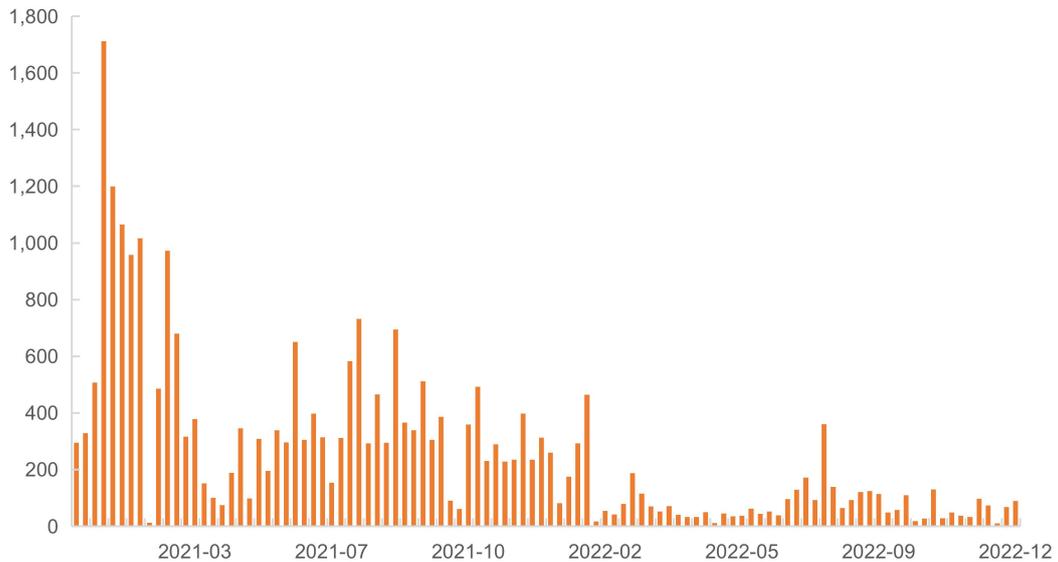
2022 年全年来看，A 股虽然面临增量资金流入放缓的局面，然而 2023 年随着疫情不断优化，产业政策深入布局，企业加速复工复产，稳增长政策有望加速落地，经济底亦更为明确，企业盈利预期改善将助力增量资金布局 A 股。

图 30: DR007 (%)



资料来源: 瑞达期货、Wind

图 31:新成立基金份额:偏股型:周 (亿份)



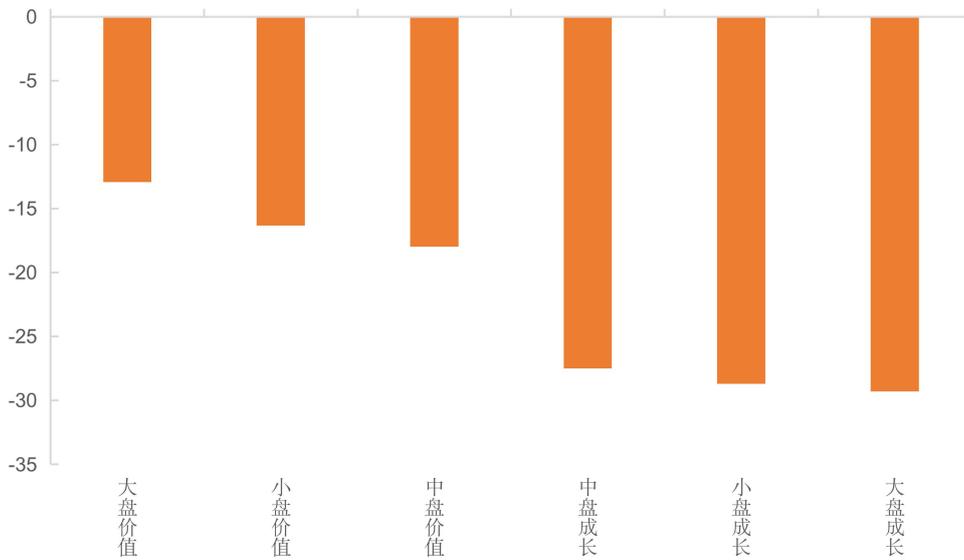
资料来源: 瑞达期货、Wind

五、2023 年策略布局

展望 2023 年, A 股或面临三个层面的利好因素, 第一是海外确立加息尾声, 第二是国内稳增长政策落地, 第三是疫情防控优化, 内需企稳反弹。无论从估值亦或是流动性角度,

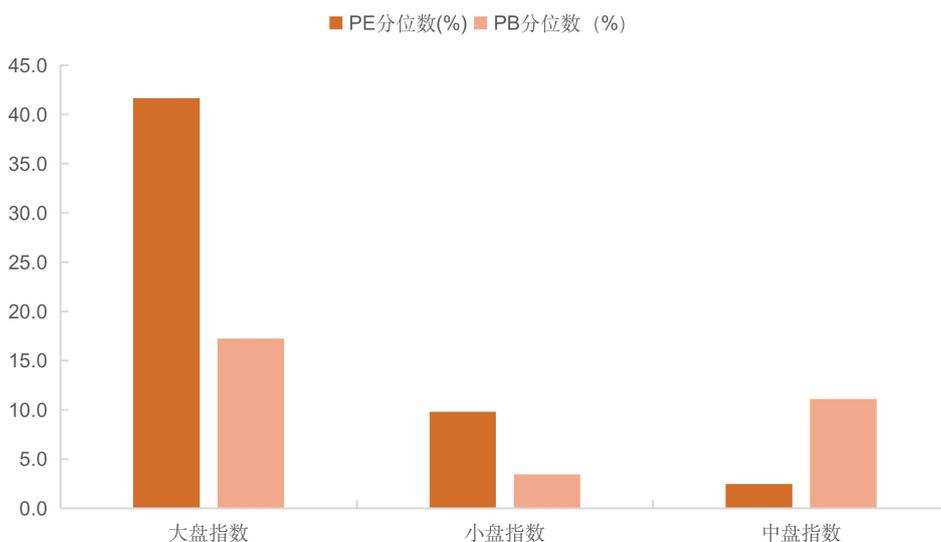
当前 A 股市场大盘指数以及中小盘指数都具有一定性价比。然而当前短期市场仍面临一定政策效应兑现的迷茫期，预计节后产业博弈结束，预计明年二季度基本面以及市场环境将更利于成长板块。相比之下，随着年底重要政策强调“扩大内需、稳住增长”为明年首要任务，因而 2023 年一季度来看，大盘价值将为比较明确的方向。因此，我们预计 2023 年 A 股将走出“先价值后成长”的趋势。短期可逢低介入多 IF、IH 合约，中长期亦可布局 IC、IM 合约。市场面临震荡区间，可考虑多大盘空小盘套利策略。

图 32:A 股市场风格表现（今年以来涨跌幅）



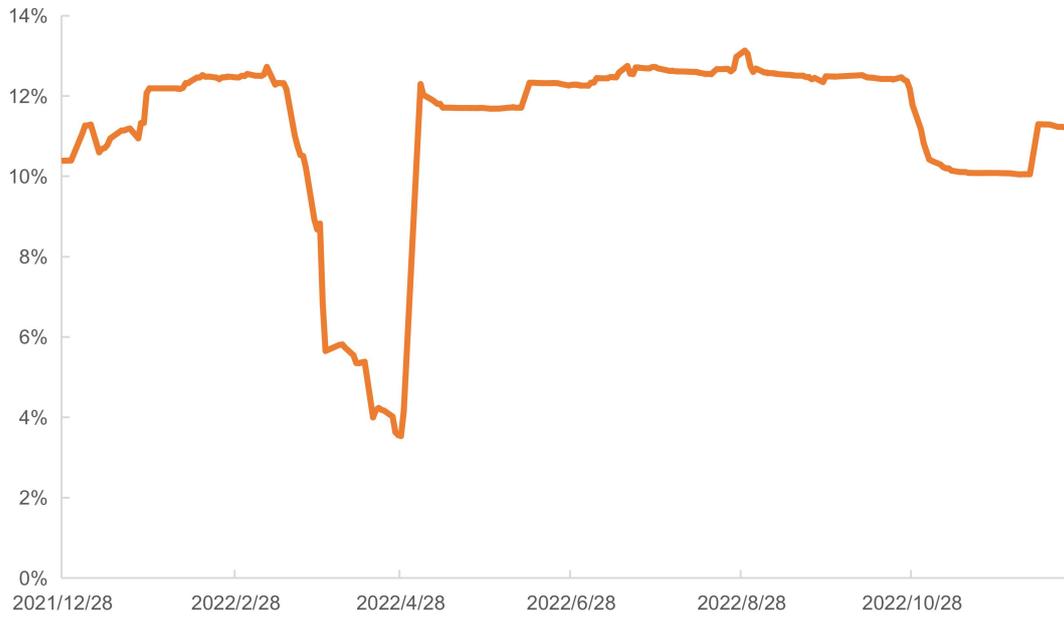
资料来源：瑞达期货、Wind

图 33:A 股市场规模指数估值



资料来源：瑞达期货、Wind

图 34:上证 50 预期盈利增速 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind