

## 2023 年股指期货市场展望：千转百回

### 分析概述

- **2023 年企业盈利增速展望：**我们预估 2023 年温和复苏的走势，即消费、地产温和修复，基建支持经济增长。如果疫情冲击后居民信心修复相对平缓，则消费在短期迅速好转之后可能会转向温和修复。在此情形之下，基建的重要性将会有所上升，或将成为支持经济的重要动力。在此情形之下，经济名义增速的修复也将相对缓慢。预计全 A、全 A 非金融石油石化 2023 年全年盈利增速分别为 8%、19.5%。
- **2023 年指数估值情况展望：**从估值的维度看，无论从利率水平，估值分位以及股债对比来看，当前指数的估值所处的水平整体处在中性偏低的水平，估值有会一定的提升动能，但是无论从位置和驱动上看，都较为一般。因此从估值的角度看，当前指数处在有一定的估值优势，但是向上的驱动因素相对缺乏。
- **2023 年股票市场资金供需展望：**从股票市场资金的供需关系看，预计 2023 年股票市场的供需关系仍处在相对紧平衡的状态。主要特征总结起来就是：股票发行融资需求依然较大，但是资金供给受到行情平淡、公募发行相对低迷等因素的影响维持有限的增长。预计全年资金供需在-700 亿~+1000 亿之间。
- **2023 年指数行情展望：**综合企业盈利、估值情况、市场资金供需关系、市场情绪等多重因素，预计 2023 年股票指数的走势注定仍是一波三折，走势动荡。尤其是在经济压力较大阶段，或者市场情绪较为悲观的阶段，相对较紧张的供需关系可能会产生“助攻”的效果，因此我们认为四大指数在 2023 年难有大的表现机会，全年可能呈现小幅向上的态势。
- **风险提示：**疫情超预期的风险，全球重大不可预测宏观事件的风险

研究员

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

zhangwei@tqfutures.com

## 目 录

2023 年股票市场盈利情况展望 .....	3
2023 年股票市场估值情况展望 .....	7
2023 年股票市场供需关系展望 .....	10
2023 年股票市场走势预测 .....	12
免责条款 .....	14

## 2023 年股票市场盈利情况展望

关于企业盈利部分，我们在宏观年度报告中阐述过，这里直接引用结论，我们对 2023 年宏观经济的观点是经济呈现修复态势，但是压力依然明显，处在从修复到复苏的过度阶段。

相对于 2022 年，2023 年中国宏观经济将迎难而上，预计可以实现 4%-4.5% 的 GDP 增长。2023 年中国经济发展面临的压力仍然不小。一方面是外部动荡的政治环境和衰退的经济背景对中国经济带来的负面影响，另一方面是国内制约经济发展的因素仍未完全消退。2023 年中国宏观经济运行的核心逻辑是，在不断优化疫情精准防控措施、政策稳定地产、美联储加息结束的大背景下，国内外结构性因素正在进入好转的临界点，处在关键的转换期。一方面，2019 年以来，尤其是在疫情后的经济复苏进程中，房地产投资和出口是最为核心的引领力量。目前，这两个因素已经形成了趋势的转折，2022 年开启了加速下行模式，2023 年难以再提供有效动力，2019 年以来的经济循环模式将能以持续。另一方面，在“二十大”精神的指引下，通过过去十年伟大变革取得的系统性经济工作理念不断增强、国有企业改革、科技进步、中等收入群体提升和新能源产业等内生动力推动，2023 年中国经济将会进入新发展格局加快落地期，为经济发展提供新动能。因此，经济处在极弱的行业修复，到新的增长动能转换的时期，整体呈现震荡回升。

依据宏观年度报告的分析，我们把三驾马车中的主要部分再做一个简述：

消费和投资将会回升，但是路径依然曲折。今年内需受到疫情扰动以及地产拖累的影响，从趋势来看复苏进程缓慢，而 11 月以来的防疫措施优化以及地产政策边际宽松奠定了政策预期拐点的基础。此外，近期的政治局会议强调要着力扩大国内需求，进一步夯实了我们对明年经济增长动能将进行切换，内需是驱动经济复苏的主要动力的判断。消费和投资是实现扩内需的“双引擎”。近期政策强调充分发挥消费的基础扩大内需作用和投资的关键作用，同时提到了积极的财政政策要加力提效。

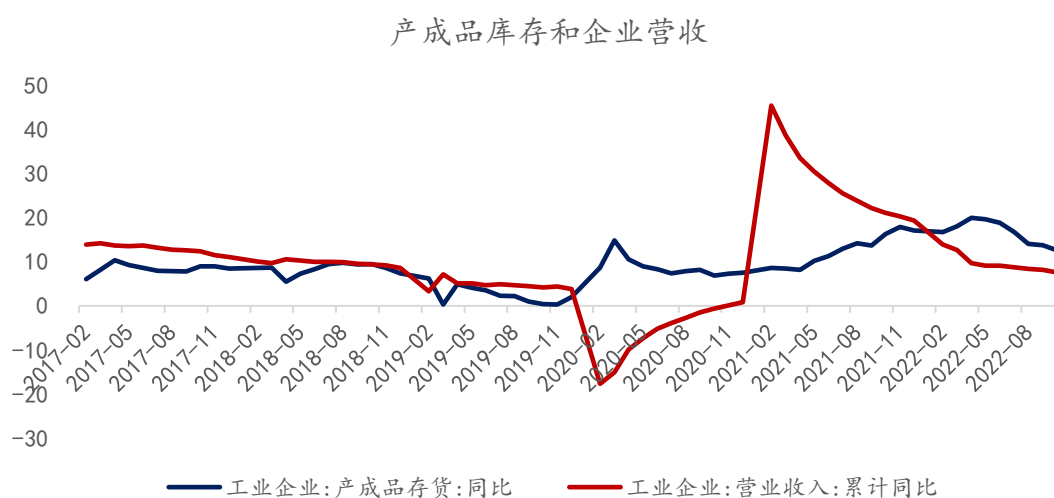
消费面临长期因素和疫情干扰等短期因素的影响，将会有显著波动。消费端来看，今年居民对未来收入预期的不确定性再次上升，叠加出行不畅导致居民储蓄率较去年上行，好的一面是，理论上今年较高的居民储蓄率意味着后续消费具有一定的潜力。据 IMF 预计，2023 年中国国民总储蓄率将持续回落，由今年年底的 46.4% 降至 45.7%。不过值得一提的是，从海外防疫放松的经验来看，消费复苏是大趋势，但途中仍有可能遇到波折，复苏之路可能在恐慌情绪、感染高峰下受到短期冲击。

投资端来看，我们的结论是基建仍将高增长，但是速度放缓；房地产投资跌幅收窄；制造业投资仍有韧性。整体看固定资产投资变化不大。结合消费来看，预计明年积极的财政政策将带动基建继续高速增长，地产企稳、基建发力之下，有望带动消费进一步回暖，形成“投资-消费”的良性循环。但同时扩内需也面临着诸多挑战，今年在积极的财政政策发力之下，1-10 月全国固定资产投资增长率为 5.8%，其中民间固定资产投资仅 1.6%，降至 2020 年以

来的最低值。这显示民间部门跟进的意愿并不积极，提振市场信心从而引导需求回暖支撑是明年的当务之急。

一般来说，如果企业主动补库存/被动去库存的周期比较长，而主动去库存/被动补库存的周期比较短，意味着经济好转力度大且持久，反之则表示复苏乏力。我国经济自去年三季度面临三重下行压力，今年受到内外多重扰动、疫情、地产拖累之下，宽货币、宽信用到实体经济的传导并不顺畅，从下图库存周期中灰色蓝色部分更宽也显示经济增长乏力。展望后市，随着疫情、地产预期拐点确认，我们预计有望在明年二季度进入被动去库存阶段，届时经济动能将更强。

图表 1：企业产成品库存和营收



数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

我们在宏观部分阐述过，我国经济处在结构转型的时期，预计 2023 年经济复苏的压力依然明显，路径曲折，也可以从另外一个典型的经济指标——中长期信贷看出来。虽然随着近些年直接融资渠道的多样化，直接融资占比上升，但间接融资像目前一样，依然占据大部分，则中长期贷款增速代表经济，决定 A 股估值方向这一结论，就仍然有效。

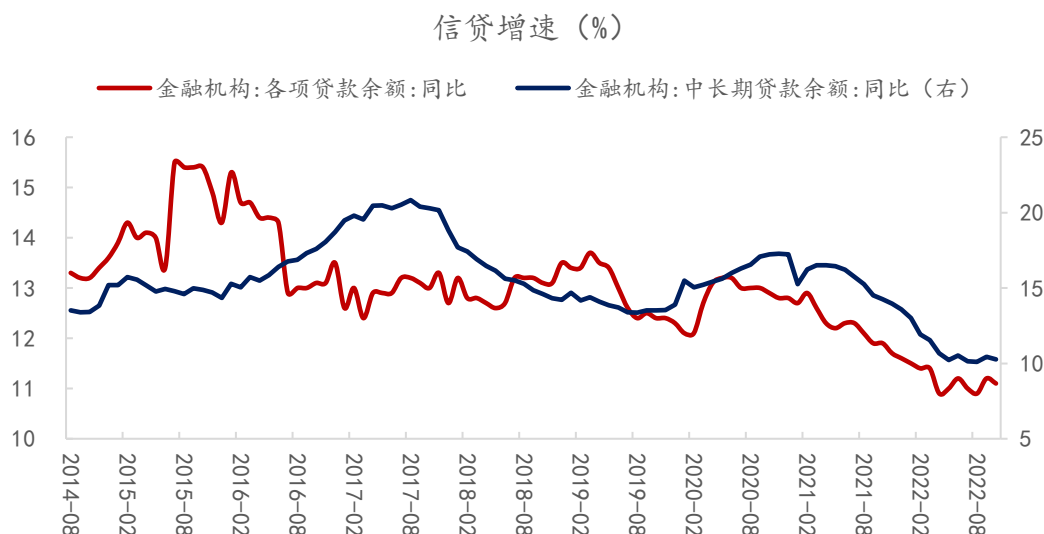
图表 2: 企业中长期贷款与市场估值有较强正相关性



数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

我们阐述过, 此轮经济复苏面临一些长周期因素的下行, 因此随着中长贷体量的增加, 增速往上的弹性越来越弱。过去十年市场经历了三轮较为持续的中长贷扩张周期, 但每轮周期期间中长贷增速的上升幅度从超 30% 下降至约 5%, 中长贷整体的体量显著上升, 意味着其增速向上弹性越来越弱。明年中长贷还是会迎来向上周期, 但向上弹性变小, 上升幅度可能较前期更小。随着防控政策的逐步优化与地产边际好转, 明年整体宏观经济环境有望出现改善, 对于中长贷增速也会出现一定的反弹, 但受制于体量因素, 本轮上行周期向上弹性可能比前期更小, 弹性更弱, 上升幅度有限; 对应的指数估值的弹性, 也可能变弱。

图表 3: 我国信贷增速走势



数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

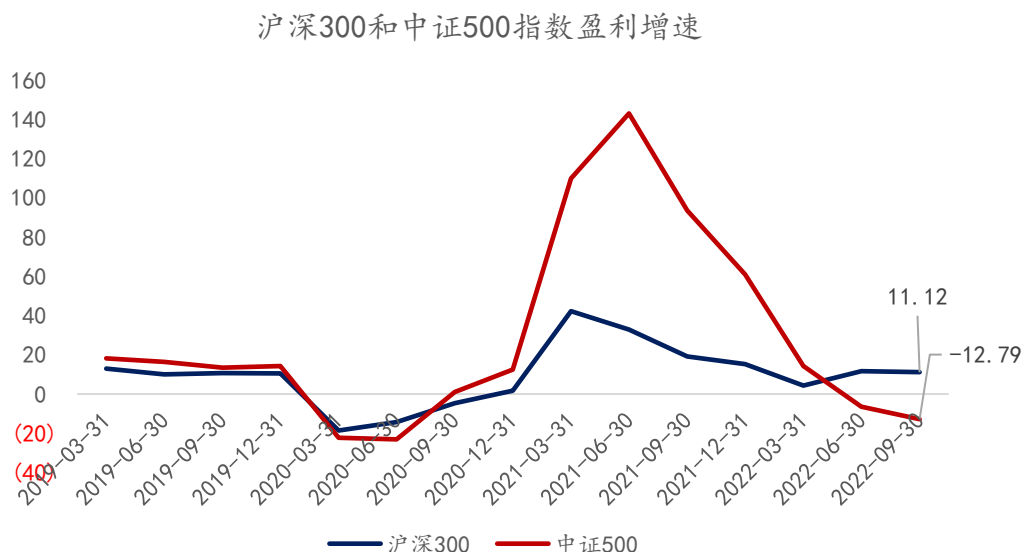
从经济各板块的复苏路径看, 预计 2022 年第四季度企业盈利将会有小幅的修复。预计 2022 年第四季度企业盈利增速有所修复, 我们预计全部 A 股、全部 A 股非金融、全部 A 股非金融石油石化 2022 年全年累计归母净利润增速分别为 4.5%、5.3%、1.2%。

展望 2023 年, 盈利修复可能会有两条路径。经济增速修复的斜率将最终决定了盈利增速修复的斜率, 展望 2023 年, 我们认为在不同的修复组合之下, 盈利可能会展现出不同的修复路径。

这里先估计比较乐观的情况, 即经济修复较为迅速: 尤其是拖累经济的消费迅速修复, 地产逐步回升。如果奥密克戎的影响较为有限, 线下经济的活力也会迅速提升。叠加之前积累的储蓄, 消费可能会成为明年经济增长最重要的驱动因素, 居民信心的修复也将促使地产数据出现显著好转, 类似 2020 年。叠加基建的稳健增长, 经济整体动能将会迅速修复。预计在这种情况下, 经济名义增速将会保持较高水平。预计全部 A 股、全部 A 股非金融石油石化 2023 年全年盈利增速分别为 12.2%、20%

另外一种温和复苏的走势, 即消费、地产温和修复, 基建支持经济增长。如果疫情冲击后居民信心修复相对平缓, 则消费在短期迅速好转之后可能会转向温和修复。在此情形之下, 基建的重要性将会有所上升, 或将成为支持经济的重要动力。在此情形之下, 经济名义增速的修复也将相对缓慢。预计全 A、全 A 非金融石油石化 2023 年全年盈利增速分别为 8%、19.5%。

图表 4: 沪深 300 指数和中证 500 指数盈利增速



数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

从疫情的影响推算,与过去三年疫情只在小范围内传播不同,这一次奥密克戎感染会遍及全国,据疾病预防控制中心副主任冯子健推算,第一波将会有60%的人口受感染,之后平稳回落,整体上将会有80-90%的感染。这意味着14亿人口里头,至少有11亿人将感染奥密克戎,时间将持续5-6个月,预计集中在2022年12月,至2023年4月或5月间。经济遭受的困难,可想而知。

因此,从盈利增长的角度看,2023年企业盈利难有实质性的大幅回升。

## 2023 年股票市场估值情况展望

从估值的维度看,我们主要从流动性水平、估值分位、股债比较优势三个维度进行阐述。

流动性的变化对股票估值的影响较大,但是这几年看,流动性对指数的影响趋于减弱。

从数据看,A股估值受基本面指标影响较大,受流动性指标影响不明显。反映实体部门景气度的中长期贷款增速基本决定A股估值中枢方向;但过剩流动性指标,如M2和社融增速差、shibor、DR007反映的银行间流动性与市场估值相关性则不强。流动性对指数走势难有决定性的影响,核心在于市场是够有较为扎实的上涨基础。流动性无法充分反映入市意愿,如2012年和2022年都有较充裕的流动性环境,但并没有形成股市增量资金。另一方面,利率水平仅代表银行间资金充裕度,但银行间资金并不能直接进入股市。2014-15年主板“资金牛”行情有较为独特的历史背景。2014-15年的以互联网金融为创新环境难以复制,原因在于银行间资金流向股市会面临很多政策和

法规上的限制。而当时的“资金牛”能够形成，是基于高杠杆工具、规避监管的第三方系统、通道业务、宽松的信贷资金监管，但这些资金入市工具和渠道在当前并不被允许。最后是流动性对短期市场尤其是热门赛道有一定影响力，高景气赛道股往往具有虹吸效应，更为依赖增量资金，因此流动性环境/资金利率反映的货币政策态度、资金面情况等，对高景气板块影响更明显。

图表 5：中债和国债利差走势



数据来源：Wind，中金财富期货研究所

从降息的潜在空间来看，绝大部分利率经 2022 年 1 月和 8 月两次调降后均已降至历史最低水平，但仍有小幅下行空间。从降准的潜在空间来看，伴随着 12 月 5 日下调 0.25 个百分点，金融机构加权平均存款准备金率降至 7.8%，但距历史最低值 6% 尚有一定空间，但是整体空间已经不大。

因此，从流动性的角度看，流动性仍有一定回落的空间，但考虑到下行幅度已经不大，以及流动性对指数的走势影响不大，我们认为较为宽松的货币环境对 A 股估值的影响较为一般。

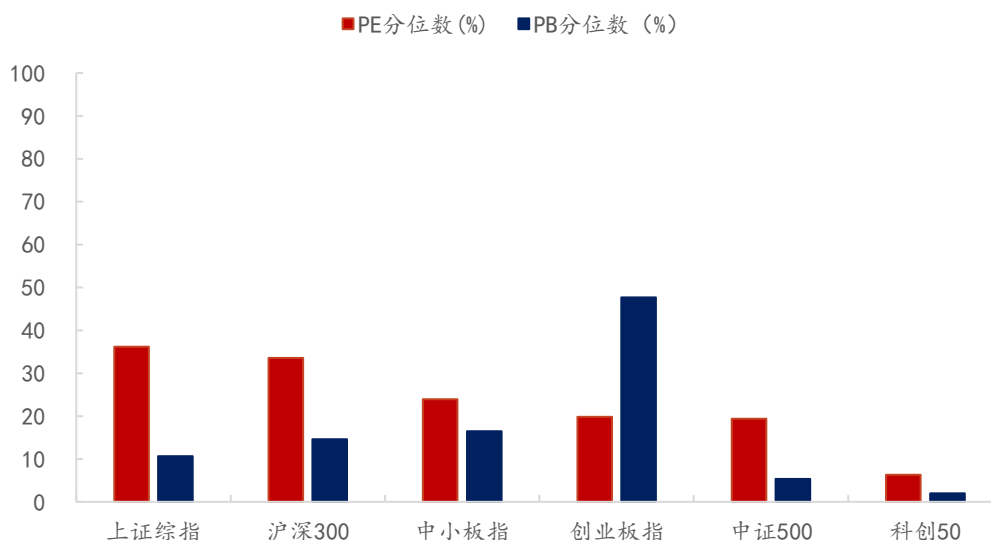
图表 6: Wind 全 A 市盈率及区间



数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

从估值的分位看, 绝对的估值分位已经意义不大, 因为当前 2 年与过去 5 年经济状况差异较大, 与过去 10 年的经济状况差异更大。随着期货、期权等衍生品的推出, 投资者越来越理性, 市场越来越有效, 泡沫时期的估值也会越来越合理, 因此历史分位数和 10 年分位数参考意义越来越弱, 指数估值的右偏态分布特征使得估值分位数是更好的度量估值高低的指标。指数估值的右偏态分布使得传统的估值“中位数-方差”方法不能有效提示顶部和底部。而 4 年滚动估值分位数更具参考意义。如果按照 4 年滚动估值分位数来看, 当前指数的估值处在相对 10 年的分位数处在相对较低的水平, 有一定估值回归的动能。

图表 7: 不同类指数的 PE 和 PB 分位



数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

从股债的角度看，目前股票相对于债券没有非常强的估值优势。

从相对价值的角度看，我们可以使用股债的股票 ERP（全称是 Equity Risk Premium）。可以看到 2014 年 11 月（15 年大牛市的前夜）、2016 年 2 月（股灾后的低点）、2016 年 8 月到 10 月、2018 年 12 月底（上一轮熊市的最低点）、2020 年 3 月底（20 年黄金坑）这些时间点（后来都被证明是股票市场的绝佳买入区域）ERP 指标都触碰了均值+1.5 倍或+2 倍标准差。。

图表 8：股债 ERP 走势



数据来源：Wind，中金财富期货研究所

除了市场所处的位置处在均值附近之外，还有一个扰动因素是美债收益率的影响，比如截至 11 月 2 日，沪深 300 指数的股债利差再次来到历史高位，但市场回暖的情况低于投资者预期。当下股债利差的指示效应，因为美债收益率走高而失效。

因此，从估值的维度看，无论从利率水平，估值分位以及股债对比来看，当前指数的估值所处的水平整体处在中性偏低的水平，估值有会一定的提升动能，但是无论从位置和驱动上看，都较为一般。因此从估值的角度看，当前指数处在有一定的估值优势，但是驱动相对缺乏的状态。

## 2023 年股票市场供需关系展望

从股票市场资金的供需关系看，预计 2023 年股票市场的供需关系仍处在相对紧平衡的状态。主要特征总结起来就是：股票发行融资需求依然较大，但是资金供给受到行情平淡、公募发行相对低迷等因素的影响维持有限的增长。

首先来总结下资金供给情况，即新增的资金。

居民新增入场资金：2022 年股票市场表现较为平淡，加上多因素影响，收入预期不确定性增加，叠加房地产下行、权益类净值类产品波动等因素影响，

居民风险偏好降低，财富流向储蓄，因此 2022 年居民财富入市规模大幅缩减。展望 2023 年，经济将会复苏，权益市场有望在基本面支撑下有所好转，因此 2022 年净值类产品收益率大幅下行、资本市场波动剧烈、居民储蓄率大幅上升等前期压制因素有所缓解，预计 2023 年居民通过购买股票直接入市的规模有望提升至 4000~5000 亿元。

公募基金：今年以来在市场宽幅震荡的大环境下，基金发行持续遇冷。截至 2022 年 10 月，今年以来新成立权益类基金（股票+混合型）总发行份额 5687 亿份，去年同期权益类基金总发行份额为 18503 亿份，基金发行同比大幅下降，处于冰点期。展望 2023 年，市场有望复苏向好，此外，高层反复强调要提高资管机构的权益投资占比，加上个人养老金制度逐步建立，以公募基金为代表的机构增量资金仍将稳步入市。预计公募基金整体发行规模将有所回升，预计 2023 年新发基金额度为 11000 亿元~15000 亿元。

2022 年前三季度，市场处于震荡下行阶段，股票和混合型基金的净申赎份额约为-2305 亿份。展望 2023 年，A 股市场修复行情下，基金面临较大的赎回压力，预计全年权益类基金净赎回份额为 4000~4500 亿份。

北上资金：2022 年至今北上资金波动较大，在 2022 年有两次较大规模的流出，一次是俄乌冲突之后到 4 月底 A 股大幅回落阶段，另外一次是 7 月份，整体看北上资金变动与 A 股走势关联度较高。预计 2022 年全年北上资金净流入约 1000 亿。

然而短期恐慌情绪带来的资金流出不改外资继续看好中国市场，北上资金短期情绪释放之后，仍会加速回流 A 股。展望 2023 年，北上资金将在国内基本面夯实加上海外流动性收紧缓解下加速回流，今年流入额创 2016 年以来最低，明年将在内外支撑下恢复常态，预计净流入规模约 1500~2000 亿元。

保险和养老金：养老金将成为 A 股的重要增量资金来源。养老金储备的来源主要包括三方面：基本养老保险金、企业年金和个人养老金，随着《个人养老金实施办法》颁布，未来我国个人养老金部分将进一步扩充养老金储备。截止 2022 年三季度末，企业养老保险基金累计结余 4.5 万亿元。随着养老金“入市”规模和深度进一步拓宽拓深，长线资金可期。展望 2023 年，预计随着保费的持续稳定增长以及市场修复背景下权益类投资比例进一步提高，险资入市规模将好于今年，预计可带来增量资金约 1000~1500 亿。

杠杆资金：杠杆资金是市场上交投最活跃的资金，可以有效反映出市场的风险偏好，我们选用融资净买入金额来代表杠杆资金的入市增量规模。从历史流入情况可以看出，融资净买入资金与 A 股走势相关度较高，指数上行的时候融资资金呈现大幅净流入，反之则呈现出净流出。展望 2023 年，随着宏观经济形势稳中向好，指数修复股市进入复苏行情，杠杆资金入市增量规模显著提高，预计 2023 年全年融资净买入约 1800~2500 亿元。

再看资金需求方面。

随着资本市场注册制深化改革不断推进，2018 年以来 A 股 IPO 规模呈上升趋势，截至 2022 年 10 月底，A 股 IPO 首发上市企业数量为 335 家，同比下降约 22.5%，但融资总额同比上涨，1-10 月 IPO 累计发行规模为 5137 亿元，较去年同期增长 23%。预计四季度整体 IPO 规模增长较三季度有所放缓，全年总发行规模约 6000 亿元。增发市场来看，今年 1-10 月累计发行规模为

5399 亿元，同比减少约 7.5%。综合首发和增发规模，2022 年资金需求合计约 12000 亿元。

随着注册制改革的不断深入推进，以信息披露为核心的注册制架构初步经受住了市场考验，配套制度和法治供给持续完善，全面注册制有望加速落地，伴随退市制度进一步完善，A 股上市公司将迎来量质齐升的良好发展局面；北交所成立一年有余，企业备战上市与具备上市条件间的时滞性影响逐步消除，2023 年北交所将迎来上市小高峰。结合疫情防控优化边际改善的基本形势，预计 2023 年一级市场发行意愿小幅回暖，规模较今年平稳增长，全年首发和增发规模约 12000~14000 亿元。

从产业资本来看，主要股东净减持的规模与解禁规模相关度较高。股东净减持规模的增加会对指数上涨形成一定压制，并在市场回调的时候强化下跌的趋势，而当市场处于阶段性大底时，重要股东的减持规模也会有所降低。截止 2022 年 11 月 14 日，重要股东合计净减持规模为 3589 亿元，同区间解禁规模为 39912 亿元，占比为 8.99%。当前已披露的 2022 年全年个股解禁规模为 4.82 万亿，按照这一比例估算 2022 年重要股东全年净减持规模约为 4400 亿元。参考 2022 年的数据，预计 2023 年市场修复行情下，重要股东净减持规模平稳增长，约为 4000~5000 亿元。

图表 9：股票市场资金供需关系预估

供需	分项	规模（单位：亿）
资金供给	居民资金	4000-5000
	公募基金	7000-9000
	北上资金	1500-2000
	保险和养老金	1000-1500
	杠杆资金	1800-2500
资金需求	IPO 和增发	12000-14000
	产业资本减持	4000-5000
汇总		-700~1000

数据来源：Wind，中金财富期货研究所

## 2023 年股票市场走势预测

通过上面的分析，我们从市场情绪、盈利、估值和供需关系的四个角度对指数的走势进行预判。

从市场情绪看，2022 年状况频发的情况（如俄乌冲突、美联储加息等）将显著好转，市场情绪将回归到正常水平，风险偏好处在相对正常的状态。

从盈利的角度看，2023 年上市公司盈利增速有所好转，但是考虑到影响经济增长的长期因素依然存在，企业盈利增速难以大幅增长。在相对低基数的影响下，预计全 A、全 A 非金融石油石化 2023 年全年盈利增速分别为 8%、19.5%。这一增速在过去几年处在相对中性的水平。

从估值的角度看，无论从利率水平，估值分位以及股债对比来看，当前指数的估值所处的水平整体处在中间偏低的水平，估值有一定的提升动能，但是从驱动看，估值提升的动能较为一般。因此从估值的角度看，当前指数处在有一定的估值优势，但是缺乏估值提升的刺激因素。

从供需关系看，供需关系紧平衡的状态难以改变，全年资金供需关系预估在-700~1000 亿之间波动。

从上述的分析可以看出，2023 年指数的走势注定仍是一波三折，走势动荡。尤其是在经济压力较大阶段，或者市场情绪较为悲观的阶段，相对较紧张的供需关系可能会产生“助攻”的效果，因此我们认为四大指数在 2023 年难有大的表现机会，全年可能呈现小幅向上的态势。

预计沪深 300 指数波动区间为 3500-4600 点；上证 50 指数波动区间为 2400-3000 点；中证 500 指数波动区间为 5400-6800；中证 1000 指数波动区间为 5800-7600 点。

从节奏上看，春节躁动、二季度后疫情冲击结束后经济复苏是较好的波段做多机会。三季度之后经济全球复苏、欧美趋于宽松定调后将是另外一个较好的做多机会。

## 免责声明

本报告由中金财富期货有限公司（以下简称“中金财富期货”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。未经中金财富期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中金财富期货认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中金财富期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券、期货的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中金财富期货有限公司

公司网站：<http://www.ciccwmf.com/>

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦42楼

邮编：518048

传真：0755-82912900

总机：0755-82912900