

2023 年权益策略：转折或将不远，成长风格中长期仍然占优

2022 全年，A 股跌宕起伏，整体行情可分为三个阶段：

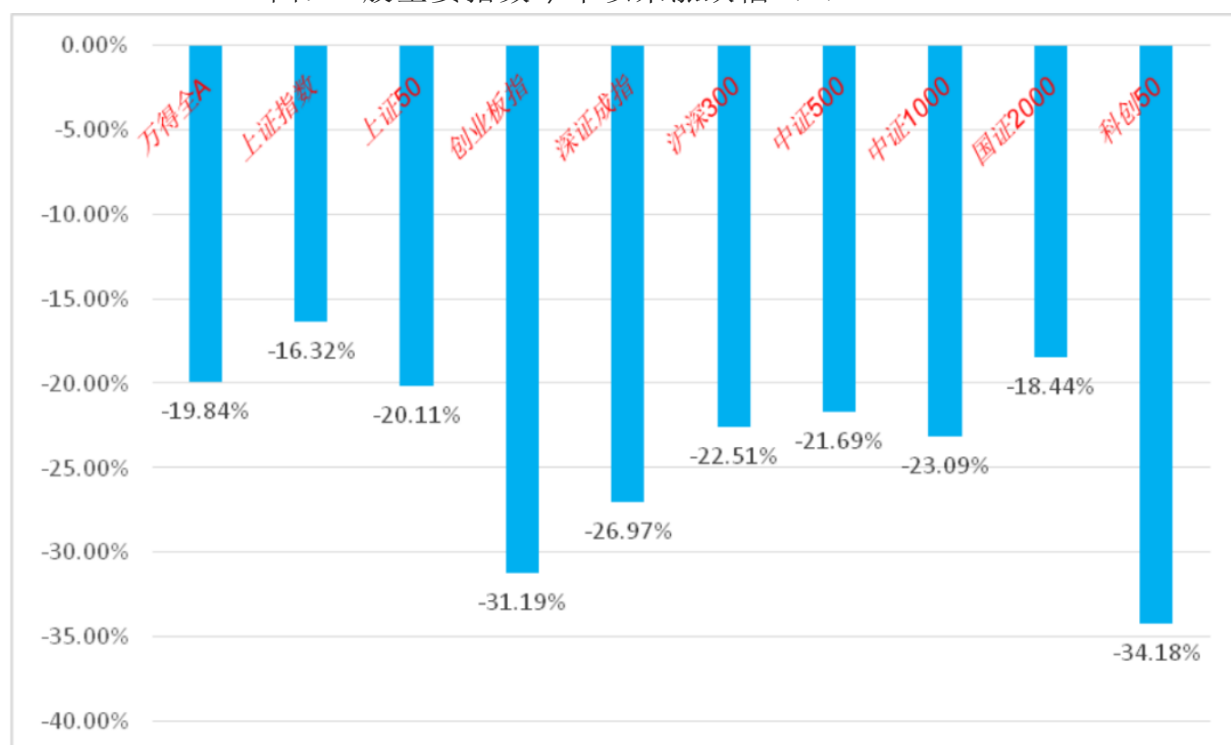
第一阶段，年初到 4 月下旬，市场由于内外部多重因素开始杀跌，投资者情绪持续恶化，部分估值偏高的成长板块成为重灾区。

第二阶段，4 月下旬上证指数跌破 2900 点后，政府及时召开金稳会，市场在确认政策底和经济基本面有好转迹象后反弹至 7 月初。

第三阶段，7 月 5 日至今，随着引领反弹的高景气成长行业回调，加上经济基本面和国际形势较不稳定，A 股开启区间震荡模式。

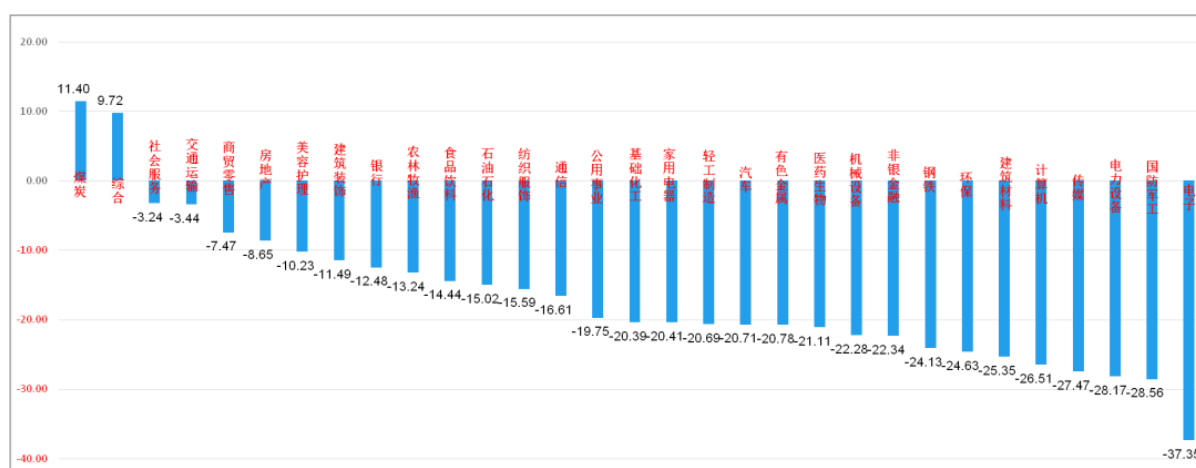
截至 12 月 23 日，市场主要指数年内均出现不同程度下跌，科创 50 跌幅最大，达 34.18%；申万 31 个一级行业中，煤炭板块表现最好，累计上涨 11.40%。

图：A 股主要指数今年以来涨跌幅（%）



数据来源：wind；截至 20221223

图：申万一级行业今年以来涨跌幅（%）



数据来源：wind；截至 20221223

一、宏观环境：经济出现边际好转

经济基本面：纵观 2022 年，诸如疫情扩散和地缘冲突的“黑天鹅”事件和美联储进入加息缩表周期的“灰犀牛”事件等因素给我国经济发展带来很大压力，中国经济增速明显放缓，A 股投资者风险偏好也有一定回落。我国政府在 22 年持续出台相关行业支持和流动性政策，给予稳增长最大程度支持。当下，疫情防控、人民币汇率和稳增长政策预期三大影响我国经济的因素均出现了边际好转，使得 2023 年经济触底恢复的可能性增加，“转折”概率加大。

疫情防控：随着奥密克戎毒力的降低，我国防疫政策也朝向更加利于经济恢复的方向调整优化，疫情防控“新十条”的问世宣告了我国疫情防控新稳态的形成。虽然短期内疫情可能会对我国经济产生一定冲击，但从更长维度看，疫情防控新稳态有助于提升 A 股投资者的风险偏好，对于国民经济多数行业的疫后复苏也有积极作用。

稳增长政策预期：22 年四季度以来，政府接连推出多项稳增长支持政策，如支持地产企业发债、并购融资的“三支箭”、支持央企发展的“央企估值体系重估”和最新推出的《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》等。尤其是扩大内需战略规划纲要，为我国经济未来十年的发展路径指明了方向。12 月 15 日，中央经济工作会议胜利在京召开，会议对今后经济工作的定调偏积极，将“扩大内需”树立为明年经济工作的核心任务。在扩大内需方面以住房改善、新能源汽车、养老服务为三大抓手。将“房住不炒”首次放在了“支持需求”之后，但并未提出对房地产需求的具体刺激政策。对平台经济的表态也更加积极，提出“支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中大显身手”，此外会议对于能源安全、粮食安全、国企改革、民营企业等方面也均有积极表述。

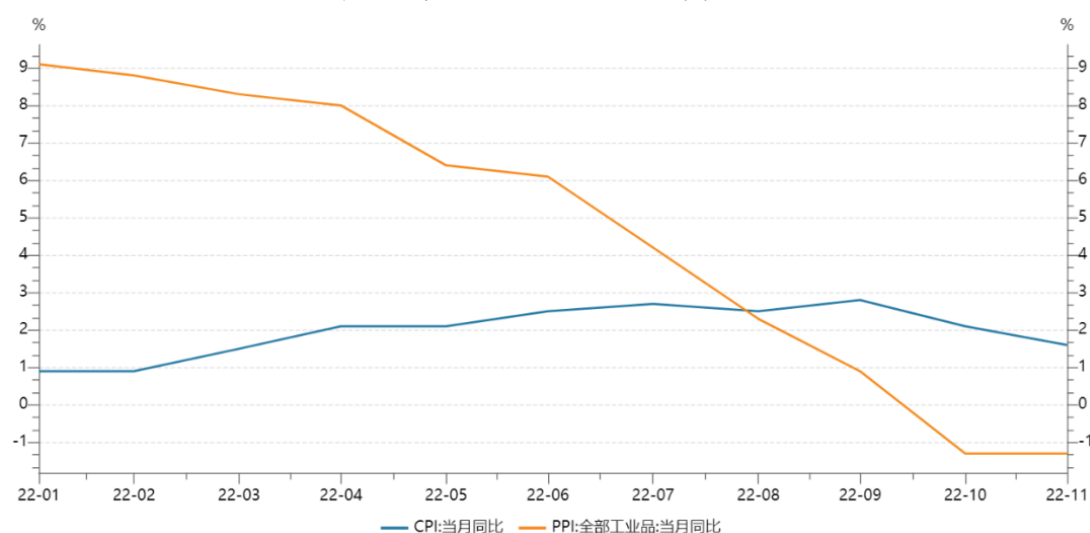
总体看，会议为今后经济发展指明重点，强化了信心，今后由内需主导的市场与行业将成为投资的关键线索。随着明年两会的临近，更多稳增长政策出炉的预期也在增长。

流动性：相对趋于宽松，处于紧平衡趋势中。在当前经济增速下行、稳增长至关重要的背景下，加上央行已经进行了包括降息、降准、财政定向支持等流动性宽松举措，预计 23 年宏观流动性仍将趋于宽松中的逐步紧平衡。

通胀：PPI 与 CPI 剪刀差已经转负，通胀压力小。在国际大宗商品价格居高不下、国内大宗商品供给与需求均较弱和外部流动性泛滥输入性通胀影响下，目前我国 PPI 依旧高于 CPI，随着国家保供稳价、国外通胀等一系列因素影响，多数大宗商品价格基本稳住，PPI-CPI 剪刀差 8 月已经转负，未来可能继续走阔，中下游企业成本压力有望进一步缓解。可以说我国目前不存在通胀问题，经济甚至显示出一定通缩特征。

PMI：我国总体 PMI 在 2021 年 3 月后开始下行，随着国家一系列稳增长措施生效，21 年二季度一度总体回升至荣枯线以上；但 22 年初，受俄乌冲突爆发、美联储加速加息缩表、国内疫情反复等影响，PMI 再度回落至荣枯线下。最新公布的 11 月制造业 PMI 依然在荣枯线下运行，表明稳增长仍为当前经济工作的主线。

图：1 月至今我国 CPI 与 PPI 剪刀差情况



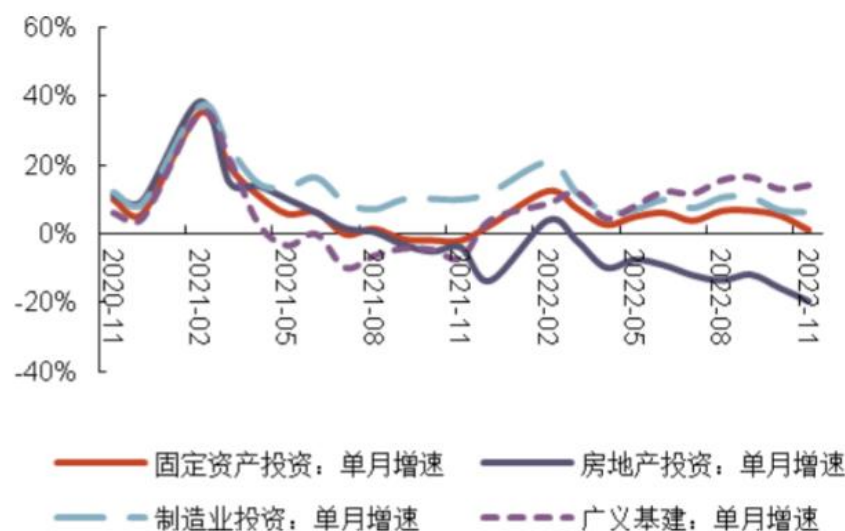
数据来源：wind，截至 20221218 日

出口：增长存在压力。得益于我国对疫情的有效控制，全球最早实现复工复产，2021 年起出口从疫情打击中迅速恢复，几乎每个月都好于市场预期。出口的强势带来了贸易顺差高企、人民币不断升值、外汇流入增多，对 2021 年中国经济增长贡献巨大。但 2022 年，伴随海外经济体生产能力逐渐修复和我国疫情出现反复，出口数据在上半年压力较大，随着复工复产推进，5 月起出口数据转好，究其原因，一方面是积压货物集中放行，

另一方面是我国出口景气度仍然较好。8月起，我国出口数据随着外需下滑而出现回落。展望明年，我国出口仍然承受着疫情反复、外需走弱、去年高基数等因素的影响，23年出口增长压力较大。

经济数据：基建持续托底，地产问题亟待解决，消费期待困境反转。12月15日，国家统计局公布11月经济数据：工业增加值同比2.2%（前值5%）；固定资产投资同比增长5.3%（前值5.8%），其中，基础设施投资增长8.9%，制造业投资增长9.3%，房地产开发投资下降9.8%；社零同比-5.9%（前值-0.5%）；全国城镇调查失业率为5.7%，较上月上涨0.2%。整体看，上述数据均不及市场预期，表明11月国内经济进一步探底下行。分项看，下滑幅度最大的是社零和地产数据。社零下降主因疫情短期冲击明显；地产则是由于行业需求和流动性的一系列问题导致开工、竣工、销售数据持续下滑；稳增长拉动内需仍是经济工作的主要任务。

图：2020 至今我国固投累计单月增速

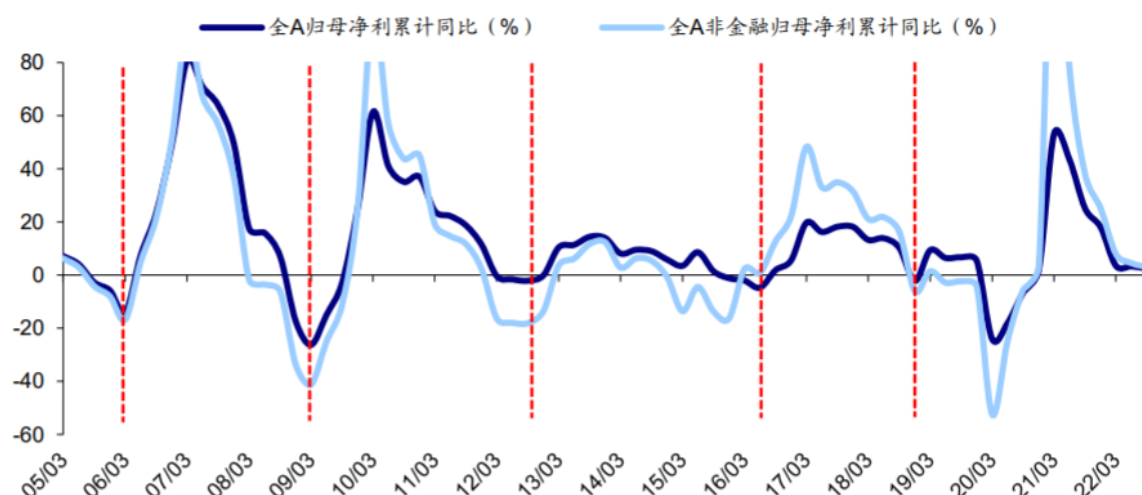


数据来源：wind，截至2022年11月

二、A股：估值整体不贵，盈利有望探底回升

盈利增速：明年下半年有望筑底甚至回升。2021年二季度起，全A盈利增速较上年大幅回落。此趋势在2023年很难快速改变。结合经济基本面边际转好因素，预计23年全A归母净利润同增10%左右，节奏上看，到2023年下半年，目前压制企业盈利的一些因素将消退，明年三季报之后全A盈利或有望触底回升。

图：2005 年至今全 A 归母利润累计同比



数据来源：wind，截至 2022 年 11 月

估值：整体不贵，下行空间有限。当前万得全 A（9 月 30 日）PE-TTM 为 17.2 倍，低于历史均值，接近 4 月政策底的 16.09 倍，当前估值历史分位处于 25% 的较低位置，已进入低估值区间，也就是均值-1 倍标准差附近，继续下行空间有限。

三、投资展望：重点关注两条主线

从基本面看，经济基本面仍未出现本质变化，目前我国经济仍处于弱复苏中，总量转好持续性有待验证，目前政府一系列动作使复工复产和稳增长政策预期有很大提升，但疫情短期可能对基本面有一定压制，以季度视角看，市场对经济企稳回升的预期增加。

从流动性看，目前我国货币仍处于紧平衡趋势中，总体宽松。随着美元指数下行人民币汇率企稳，北向资金 11 月中旬以来连续净流入但最近两周幅度降低。综合看，当前市场依然具有缺乏主线和博弈轮动的特征，且短期多种因素可能继续使经济基本面承压，经济数据在此期间好转压力仍大。

在经济数据实际变好前，风险偏好因素（政策预期和消息面）对于资金博弈的影响依旧会很大，结合稳增长预期增加和流动性边际好转，仓位较低的投资者可逢低加仓至中等水平。行业上，短期建议加大对政策预期较强，业绩压力较小的“大安全”标的的配置（如军工、信创、能源安全、粮食安全概念等），也建议增加对“稳增长扩大内需”线的医药、消费、地产链、基建链标的的配置。在经济基本面不发生重大边际变化前提下，目前仍难言市场反转，短期内仍以结构性机会为主，中长期维度预计成长风格仍相对占优。未来仍需紧密跟进高景气行业景气度持续性、国际能源安全形势、政府稳增长政策预期三大线索。

风险提示：本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。本材料中投资策略和分析等内容是基于目前经济环境和市场表现做出的判断，可能随着市场环境变化调整，仅供参考。