

建立具有中国特色的估值体系 估值修复或为 2023 年投资主线

年报 | 股指

发布日期：2022-12-25

投资咨询业务资格

证监发【2014】217 号

李卫红

0371-68599157

liwh_qh@ccnew.com

执业证书编号：F0231193

投资咨询编号：Z0017812



分析师微信



公司官方微信

本期观点

2022 年 11 月 21 日，证监会主席易会满在 2022 金融街论坛年会上对中国资本市场建设和发展做了重要讲话，结合党的二十大提出的“健全资本市场功能，提高直接融资比重”，详细阐述了如何建设“中国特色现代资本市场”。讲话特别指出“探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥”。

估值结构有改善空间，尤其是部分银行及国有上市企业等估值长期、普遍偏低。从结构上来看，A 股估值并不均衡。近十年银行及国有上市公司的估值趋势回落，当前已处于历史区间偏低水平，这与近年中国银行业和国有企业的相对有韧性的基本面形成反差。截至 2022 年 11 月 21 日，上市国企和非国企的市盈率 TTM 估值分别为 11.0 倍和 34.3 倍；其中金融板块的估值更低，当前的市盈率和市净率分别为 5.9 倍和 0.58 倍，市净率估值已处于历史最低状态；上市银行的市盈率和市净率为 4.3 倍和 0.51 倍，股息率高至 6.1%。横向对比全球公司，中国的银行及国有上市公司的估值也普遍低于海外可比公司。

A 股的投资理念也有望逐步向价值投资、长期投资转变，吸取国际成熟市场的长处，并结合中国资本市场的发展特色，逐步形成具备中国特色的投资文化，也有助于建立具有中国特色的估值体系。

操作建议

展望 2023 年，A 股市场从中长期的时间周期看，当下上证 50 指数与沪深 300 指数估值较低，在探索建立具有中国特色的估值体系下，有望在较长的时间内成为市场主线。

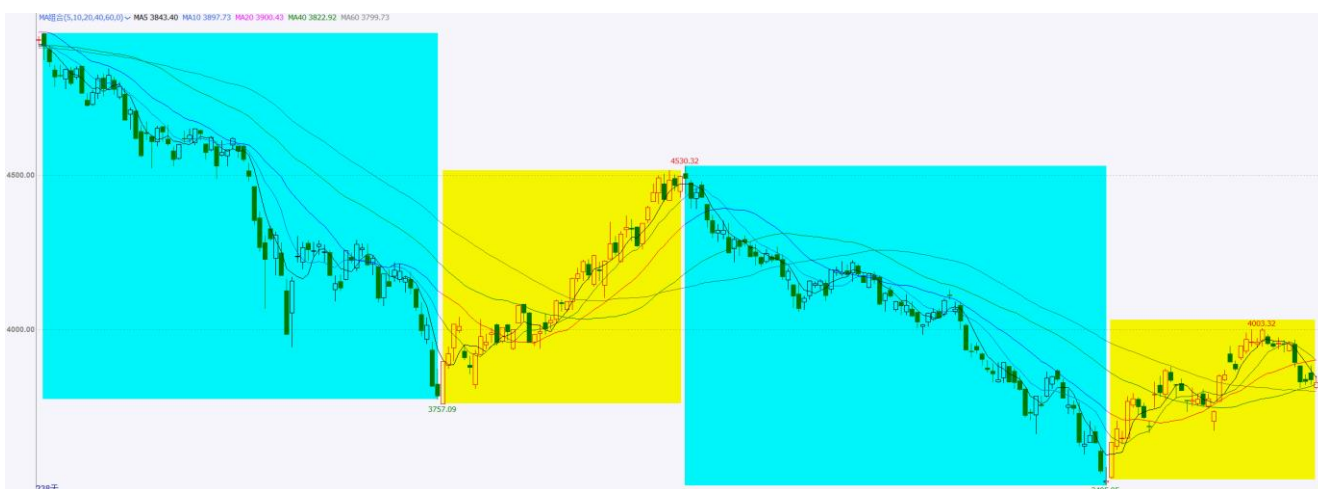
目 录

1、2022 年行情回顾	3
2、宏观基本面	5
3、股指期货市场情况	7
3.1 市场估值	7
3.2 市场流动性	8
3.3 基差分析	12
3.4 股指期权隐含波动率重新回到历史低位	13
4、2023 年股指投资策略	13

1、2022 年行情回顾

2022 年国内 A 股市场整体呈现系统性回落，同时也是对 2019 年以来市场持续上涨的修正，回顾 2022 年全年市场走势，四阶段驱动因素较为明显。**第一阶段：**年初至 4 月下旬下跌阶段。进入 2022 年，俄乌冲突、美联储加息以及上海疫情爆发对供应链的影响，令市场承受较大压力，在此过程中，中证 500 指数、中证 1000 指数为代表的中小盘风格指数跌幅较大，最大跌幅分别达到了 28.51%与 33.73%，而上证 50 指数与沪深 300 指数在此期间相对抗跌，但最大跌幅仍然达到了 18.00%与 23.36%。**第二阶段：**4 月下旬至 7 月上旬的反弹阶段。该阶段各指数形成普涨格局，但内部出现分化，其中上证 50 指数因在第一阶段跌幅较小出现补跌行情，于 5 月 11 日见底，而沪深 300 指数、中证 500 指数与中证 1000 指数则在 4 月 27 日先见底，第二阶段期间国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议，为市场反弹奠定了信心。**第三阶段：**7 月上旬至 10 月中下旬的再度下跌阶段。其中上证 50 指数、沪深 300 指数与中证 500 指数于 7 月 5 日出现高点，中证 1000 指数因 7 月 22 日股指期货、股指期权上市以及期间发行多只中证 1000ETF 基金从而获得增量资金的被动配置与主动追捧，于 8 月 19 日见顶后开始下跌。市场对于经济弱现实成为重要的驱动因素。**第四阶段：**10 月中下旬至今的上涨阶段。其中中证 500 指数与中证 1000 指数于 10 月 12 日止跌后反弹，而上证 50 指数与沪深 30 指数再创年内新低后企稳反弹。主要驱动因素为房地产政策的发布以及探索建立具有中国特色的估值体系的政策方向。

图 1 沪深 300 指数 2022 年价格走势



资料来源：文华财经 中原期货

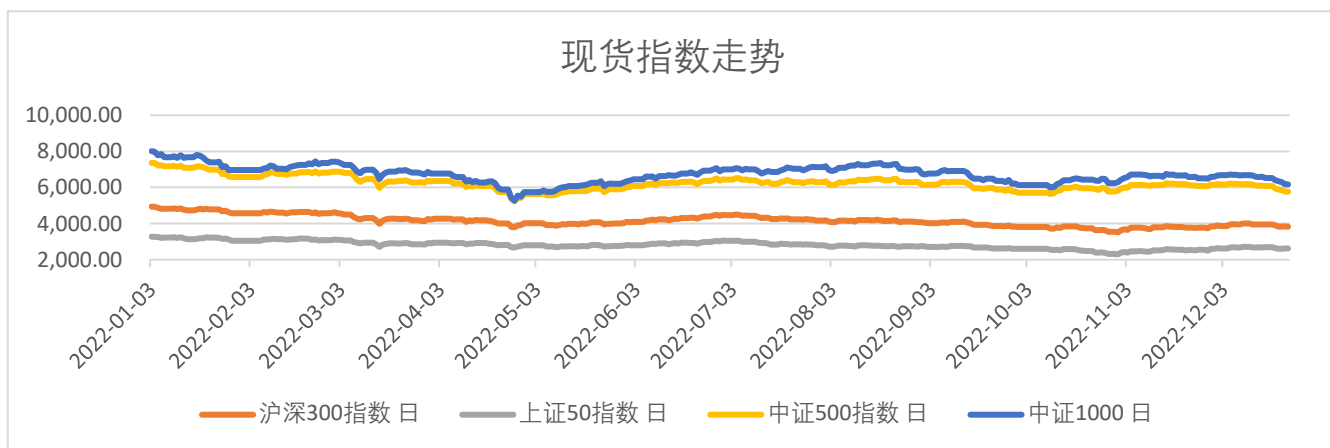
图 2 2022 年各大指数表现

主要指数 (至 12 月 23 日)	年涨跌点数	年涨跌幅	年内最大跌幅	收盘价
上证指数	-593.91	-16.32	-21.58	3,045.87
上证 50	-658.44	-20.11	-30.44	2,615.88
沪深 300	-1,112.15	-22.51	-29.54	3,828.22
科创 50	-477.84	-34.18	-39.30	920.35
中证 500	-1,596.06	-21.69	-30.22	5,763.35
深证成指	-4,007.71	-26.97	-32.49	10,849.64
创业板指	-1,036.48	-31.19	-36.71	2,286.19
中证 1000	-1,849.58	-23.09	-35.93	6,160.75

资料来源：WIND 中原期货

从各指数强弱关系看，上证指数>深证成指>创业板指>科创 50；中证 500 指数>中证 1000 指数>上证 50 指数>沪深 300 指数。2022 年尽管市场呈现普跌，但内部形成沪强深弱的格局，一方面在过去三年深圳市场涨幅较大，弹性较强，另一方面北向资金 2022 年重点配置沪股通品种，对沪市形成资金面的支撑。股指期货方面，IH、IF、IC 与 IM 年内涨跌幅差别较小，主要表现在节奏方面。在年初系统性下跌的过程中，IH 确实扮演了定海神针的角色，然而在系统性反弹中 IC 与 IM 更具有弹性。

图 3 2022 年四大现货指数走势对比



资料来源：WIND 中原期货

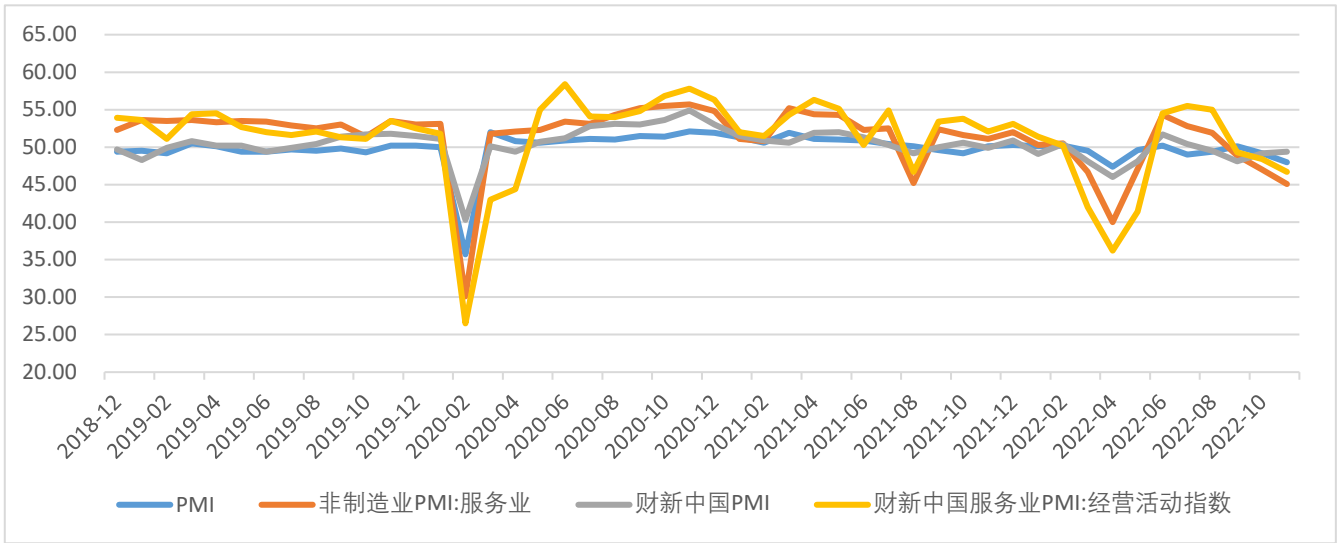
从整体上看，上证 50 指数与沪深 300 指数见底时间较晚，但估值方面亦进入了价值区间；中证 500 指数与中证 1000 指数在反弹节奏上处于领先，但无论在营收增速与净利润增速等基本方面还是绝对估值水平均不如上证 50 指数与沪深 300 指数。因此在 2023 年配置方向上可优先选

择上证 50 指数与沪深 300 指数标的合约为主。

2、宏观基本面

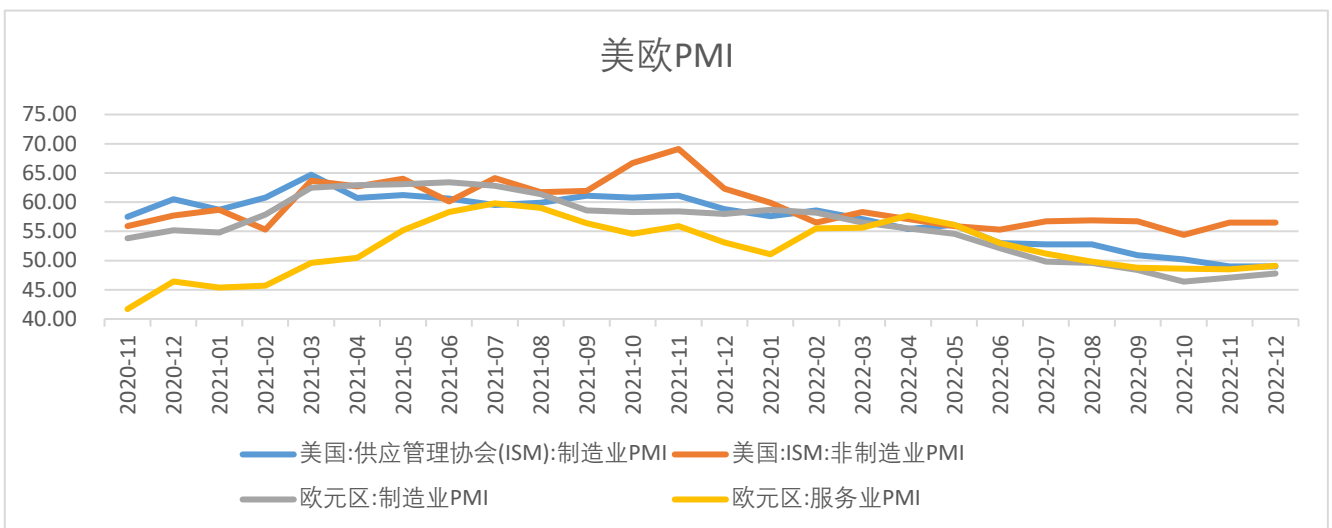
采购经理指数 PMI 反映了经济的变化趋势敏感性指标，中国采购经理人 PMI 指数整个 2022 在荣枯线水平上下波动，一方面反映了国内经济具备一定韧性，政策的刺激对经济产生正面效果；另一方面亦反映了国内经济确实存在下行压力，持续增长动力不足。从 13 个分项上看，生产窄幅波动，并未形成趋势，但 11 月生产创自 5 月以来的新低；新订单自 7 月以来连续 5 个月处于荣枯线之下，且数值创年内新低，表明需求依然处于低迷；新出口订单则连续 19 个月处于荣枯线水平之下，表明海外需求依然不振；在手订单同样创年内新低；产成品库存与出厂价格自今年 5 月以来持续处于荣枯线水平之下，仍处于修复阶段；采购量表现稍好，基本与 PMI 同步；进口则连续 18 个月低于荣枯线水平，补库意愿不足；主要原材料购进价格较为强势，且连续 3 个月在荣枯线水平之上；原材料库存、从业人员以及供货商配送时间全年均在荣枯线之下，表明实体企业内部与外部仍然承受较大压力；而生产经营活动预期是为数不多的表现优秀的指标。整体上看，实体企业在采购、生产与流通等各个环节仍处于震荡筑底阶段。财新中国 PMI 指数主要代表的是中小企业、轻资产、出口型企业，与中采 PMI 基本保持一致，目前处于拉锯状态。从大中小型企业的维度看，经验均面临较大的压力，然而大型企业更具韧性，具有较强的抗风险能力，中型企业居中，小型企业波动较大，大宗商品价格自 2021 年 10 月见顶之后，对小型下游企业利润挤压逐步降低，有利于小型企业在成本端的恢复，或更具备弹性。

图 4 中国采购经理人 PMI 指数



资料来源: Wind 中原期货

图 5 美欧采购经理人指数



资料来源: Wind 中原期货

美国作为全球最大的经济体，随着其 2022 年合计 7 次加息共 425 个基点后，对经济的负面影响开始逐步体现，美国制造业 PMI 自 2020 年 6 月以来首次跌至 50 以下，Markit 制造业 PMI 同样逐月回落，并创年内新低。预计美联储将目标利率控制在 5%附近后暂停加息。此外，因基数效应美国 2023 年 CPI 增速将开始回落的概率较大，为美联储停止加息提供环境，在此之前，世界经济仍将在美联储加息末期受到冲击，但对金融市场的冲击将边际减弱。

欧元区经济受到俄乌战争的影响，在世界主要经济体中冲击最大。其中欧元区制造业 PMI 指数与德国制造业 PMI 指数自今年 7 月以来连续 5 个月低于荣枯线水平，并结束了此前 24 个

月的相对繁荣，其服务业 PMI 亦转为萧条。

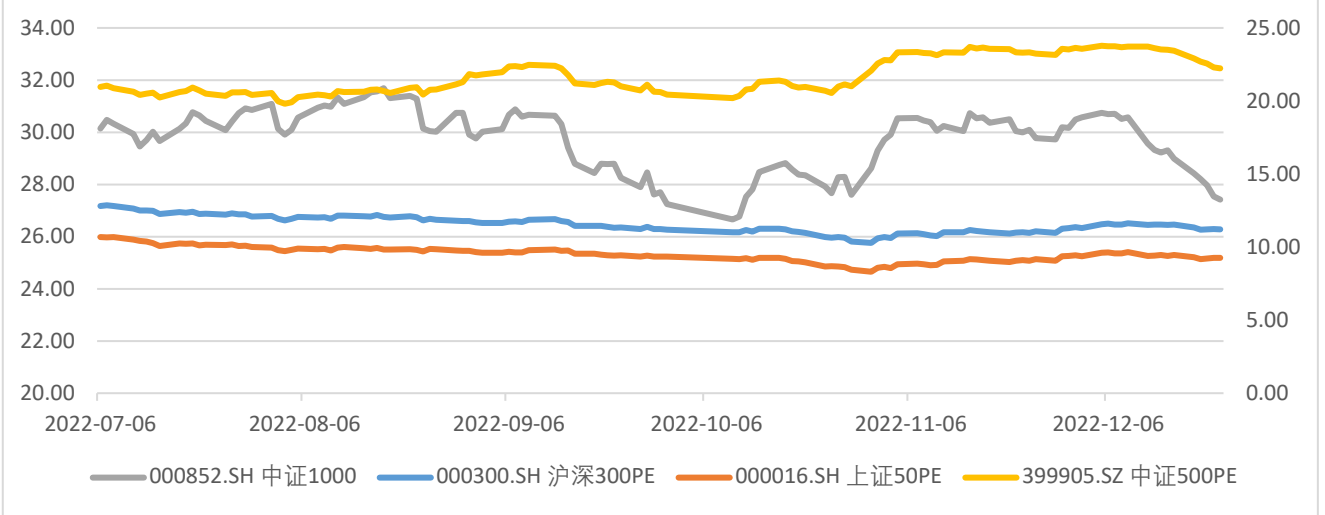
综合看，全球重要经济体在后疫情时代面临的主要压力与风险迥异不同，各自应对的政策亦有所侧重。其中，美国主要面对通胀与就业压力，随着通胀将逐步缓解，政策将更侧重经济增长与充分就业，鹰派货币政策或逐步减弱；欧洲主要面对通胀与地缘冲突困境，而俄乌地缘冲突是通胀的重要因素，经济政策需要与政治、外交相结合共同作用才能达到预想的效果；我国国内并未出现通胀压力，政策将延续稳字当头，提振信心为主。

3、股指期货市场

3.1 市场估值水平

2022 年，上证 50 指数与沪深 300 指数自 2021 年 2 月见顶以来，截至今年 10 月已经调整了 21 个月，估值水平在此过程中大幅下降，纷纷回落至值得配置的价值区间。而中证 500 指数与中证 1000 指数分别在 2021 年 9 月与 11 月见顶后，估值水平亦得到了充分的修正。截至 2022 年 12 月 23 日，上证 50 指数 PE 为 9.26，沪深 300 指数 PE 为 11.21，中证 500 指数 PE 为 22.23，中证 1000 指数 PE 为 27.43，分别处于历史 25.45 分位水平、历史 24.86 分位水平、历史 19.67 分位水平以及历史 8.87 分位水平。相比而言，上证 50 指数与沪深 300 指数在绝对估值水平方面具备优势，而中证 500 指数与中证 1000 指数相对估值优势明显。整体而言，各指数估值水平均处于历史低位，上方具有较大的估值提升空间。此外，证监会主席易会满在出席 2022 年金融街论坛年会时表示“要探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥”或在相对较长时间内作为低估值板块、指数配置的主线。未来货币流动性带来的估值驱动空间较大，但业绩驱动因素仍需观察。

图 6 股指期货市盈率（TTM）

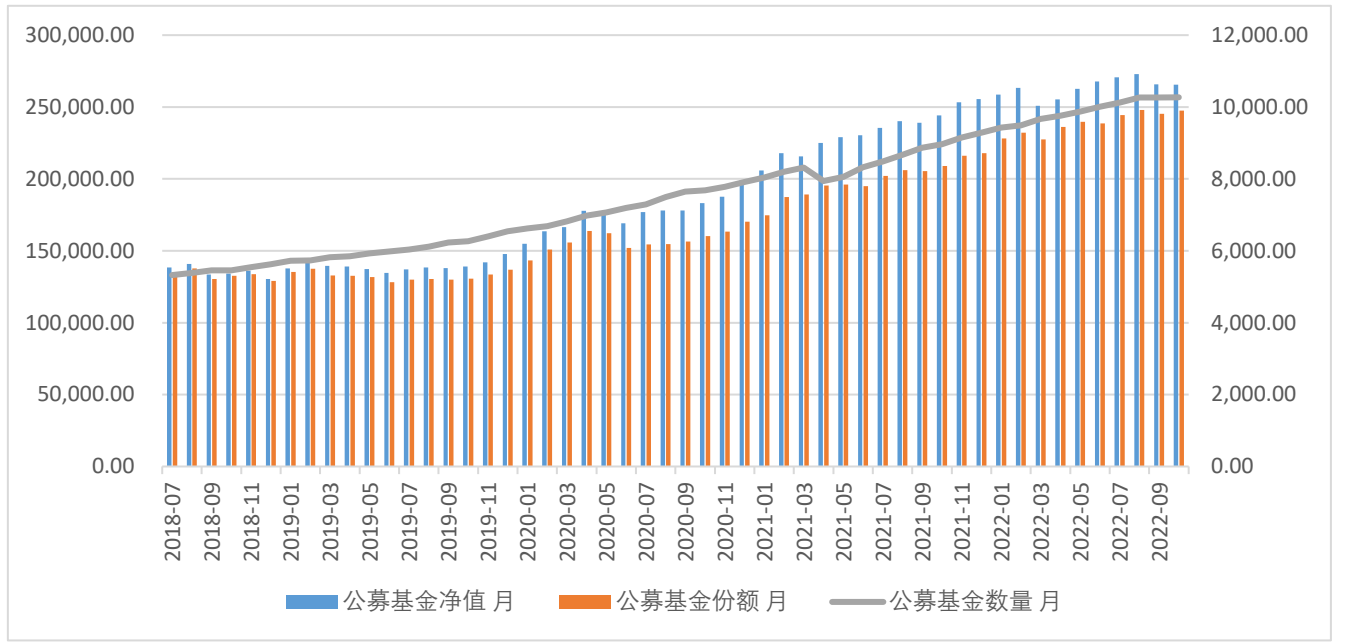


资料来源：WIND 中原期货

3.2 市场流动性

从历史数据看，公募基金 2019 年-2021 年发展较为迅猛，无论从基金规模还是基金净值，都经历了质的飞跃，进入 2022 年则迎来了挑战。通过混合型基金、股票型公募基金的发行份额以及基金股票仓位来衡量基金投资进入股市的情况，并且折射出基金对于当前股市的信心程度。当前观测到的流动性指标显示，截至 12 月下旬，共有基金 10,461 只，较去年年底增加 1286 只，新增加基金份额 29,783 亿份，基金净值增加 9,855.56 亿元。其中股票型基金 1,980 只，较去年年底增加 228 只，新增加基金份额 3,526 亿份，基金净值增加-2,449 亿元；混合型基金 4,313 只，较去年年底增加 407 只，新增加基金份额-1,709 亿份，基金净值增加-13,005 亿元。2022 年公募基金结束了过去 3 年的快速增长，无论股票型基金还是混合型基金整体均录得负收益，尤其是混合型基金处于净赎回状态，市场缺乏赚钱效应，场外资金通过公募基金的渠道流入场内的意愿降低，对市场交易的流动性构成一定限制，修复信心仍需时日。

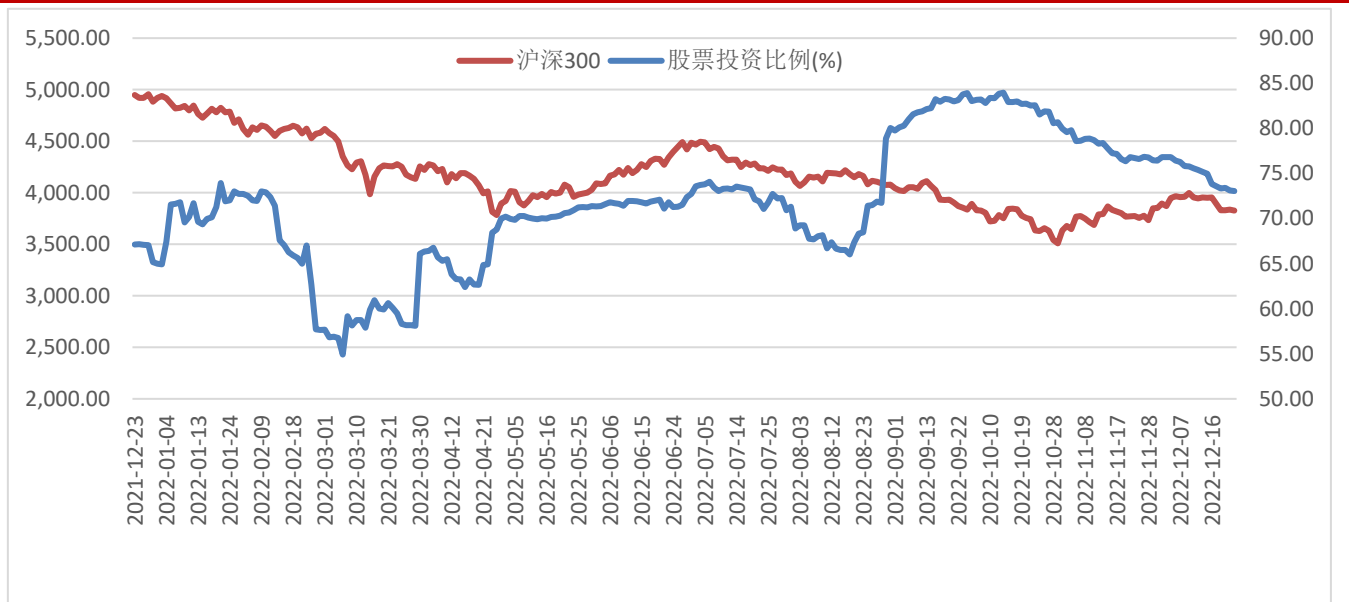
图 7 公募基金份额净值



资料来源：WIND 中原期货

截至 12 月 22 日，开放式基金股票投资比例达到了 73.06%，较年初的 67.13% 升高了 5.93 个百分点。市场经过一年多的回调后，公募基金经理对于行情的看法转为乐观，比去年更为激进，冬藏春收的概率较大。

图 8 开放式基金股票投资比例 (%)

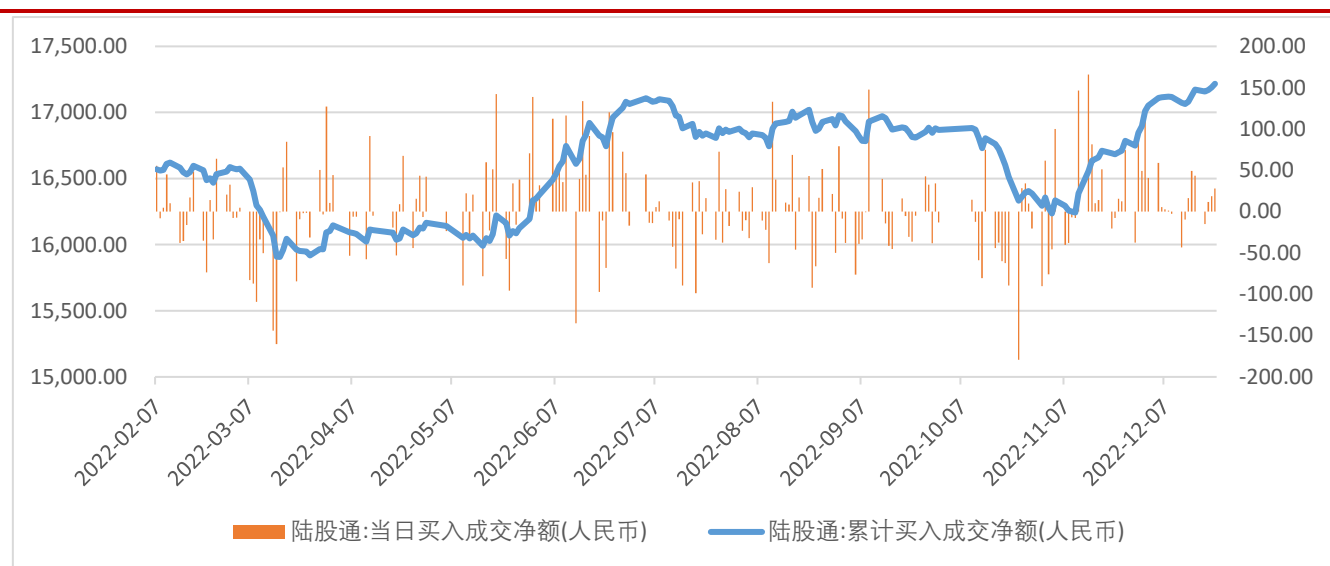


资料来源：WIND 中原期货

北向资金截至 12 月 22 日，今年累计净流入 871.18 亿元，尽管不足去年全年净流入量的五分之一，但在今年全球金融市场大幅回调以及人民币两波大幅贬值的背景下，外资仍然保持净流入，表明国内金融市场具有较强的吸引力，在全球金融市场具备比较优势。北向资金开通以来累计净流入 17,216.96 亿

元， 再创历史新高， 外资长期净流入的趋势保持完好。

图 9 北向资金净流入累计（亿元）



资料来源：WIND 中原期货

分市场看，沪股通的资金净流入更多，而深股通为小幅净流出。截至 12 月 22 日，今年沪股通资金净流入为 894.32 亿元，深股通资金净流入为-23.14 亿元。这也是今年以来市场沪强深弱的重要原因。

截至 2022 年 12 月 22 日，融资净买入-2,502 亿元，去年同期为 2,405 亿元，反映投资者对当前股市信心较为谨慎，加杠杆意愿不强。杠杆资金与北向资金形成背离，但杠杆资金流出金额为外资流入金额的近三倍，降低了市场交易资金规模。

图 10 两市融资余额（亿元）

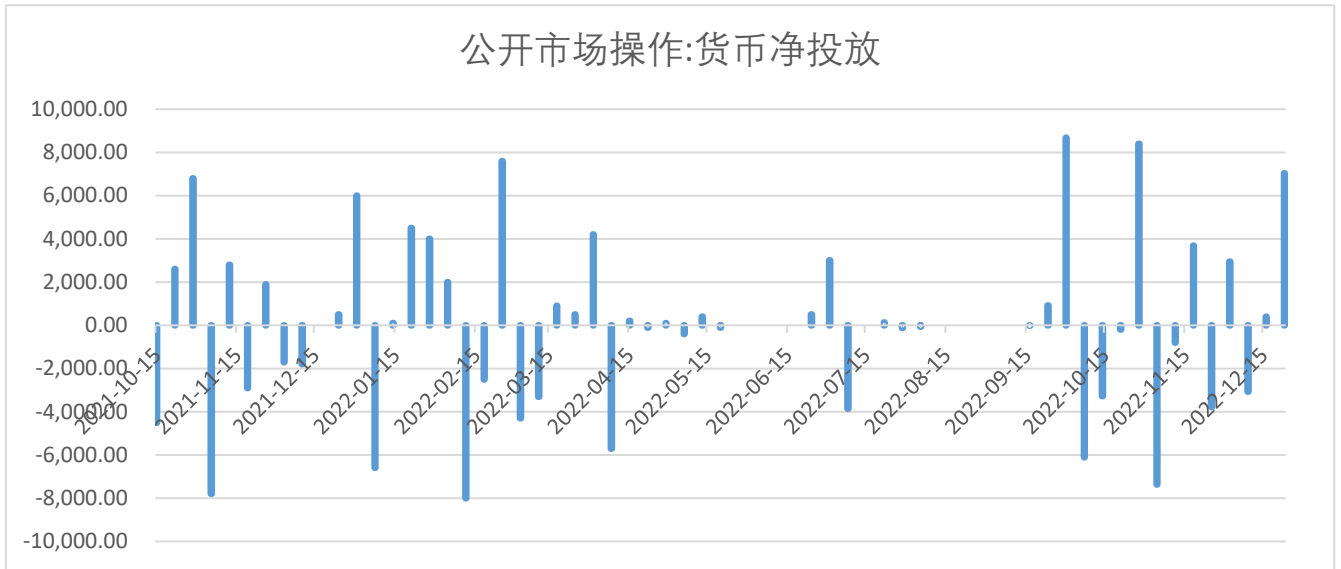


资料来源：WIND 中原期货

12 月中央经济工作会议，分析研究 2023 年经济工作。会议指出，明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强各类政策协调配合，优化疫情防控

措施形成共促高质量发展的合力。我们认为，2022 年国内货币政策相对宽松，形成资金价格下降，货币投放数量平稳的组合。预计 2023 年市场流动性呈现中性偏松的局面，在公开市场投放方面存有空间。

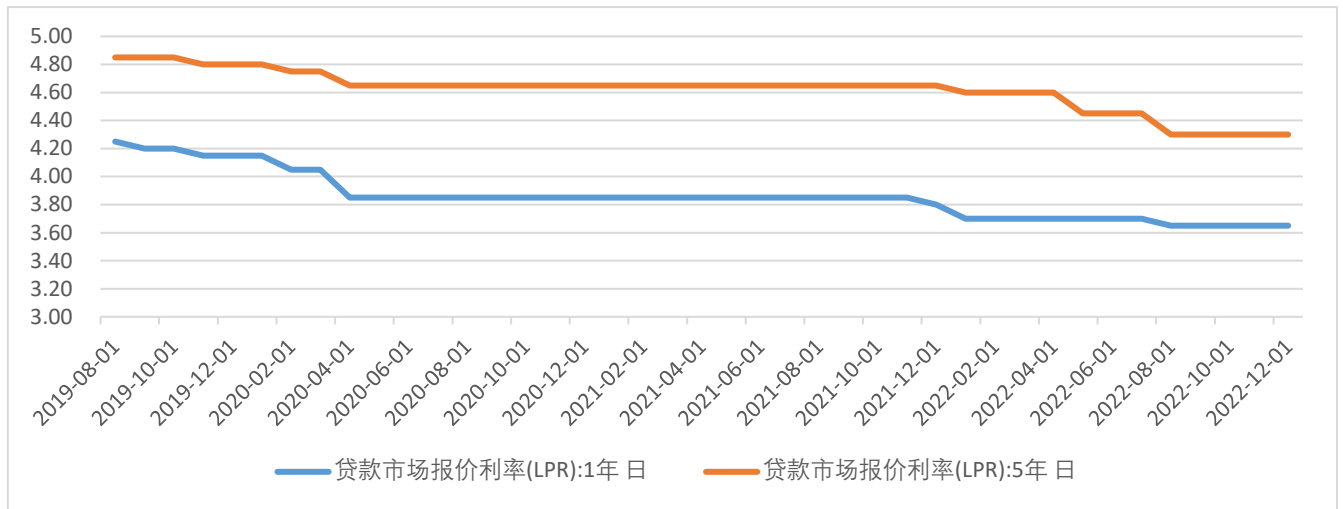
图 11 货币净投放（亿元）



资料来源：WIND 中原期货

自 2019 年 8 月中国贷款利率市场化改革以来，截至今年 12 月 LPR 经历了 41 次报价，目前 1 年期品种报 3.65%，5 年期以上品种报 4.30%，分别自改革前下降 60 个基点与 55 个基点，今年 LPR1 年期品种与 5 年期以上品种分别下降 15 个基点与 35 个基点。货币政策传导机制为逆回购、MLF 向 LPR 进行传导，从过去近三年的情况看，货币政策传导效率较高，并能够稳定市场预期。今年 5 年期以上品种下降幅度超预期，表明政府稳定经济的决心较为强烈，展望 2023 年，LPR 依然存有下降空间，但幅度期望值不宜过高。

图 12 贷款市场利率 (LPR)

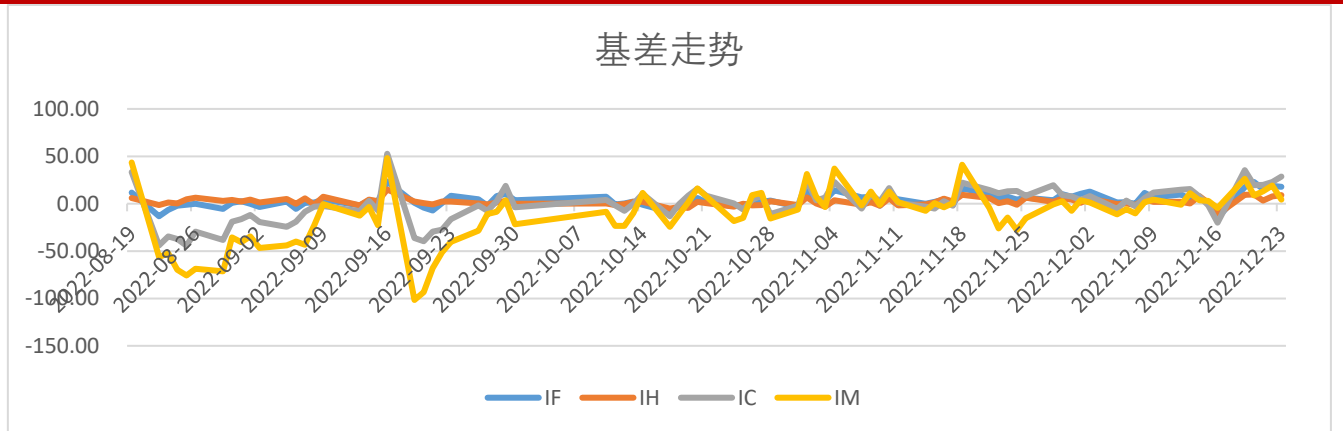


资料来源: WIND 中原期货

3.3 基差分析

基差方面, 今年以来股指期货基差波动较大, 自 7 月份之后基差结构由负向正转变, 且 IF 与 IH 4 个期限的合约均处于升水状态, 市场对 IF 与 IH 的预期保持积极; IC 近月合约与次月合约转为升水, 但季月合约维持贴水状态, 市场对该品种预期有所分歧; IM 上市以来基差变化趋势较为明显, 由最大贴水 101 点到升水 36 点, 幅度超过 2%。2022 年末, IM、IC、IF 与 IH 期现均未达到持续共振阶段, 更多的表现为跷跷板的此消彼长格局, 因此对应的指数强弱互现, 更容易形成结构化行情。2023 年, 基差走势依然是重要的影响因素, 其更多的反应出投资者的心态、市场预期以及交易策略特点, 若期货升水叠加现货市场成交量放大以及期权市场的隐含波动率走高形成共振, 则趋势性机会可期。

图 13 四大股指期货主力合约基差



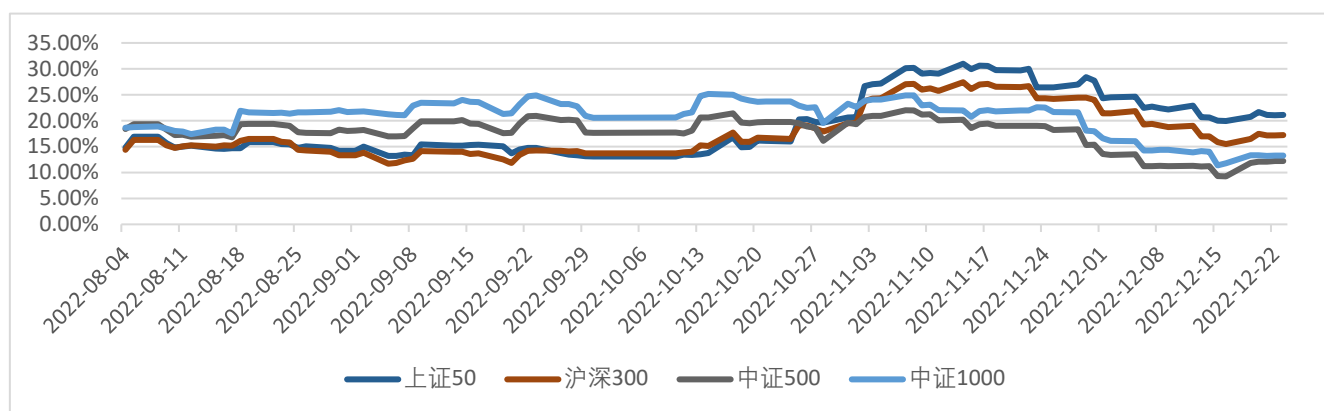
资料来源: WIND 中原期货

3.4 股指期权隐含波动率重回历史低位

今年是金融期权发展大年，中证 1000 股指期权、50ETF 期权（沪市与深市）、创业板 ETF 期权以及深证 100ETF 期权以及 12 月 19 日上证 50 股指期权先后上市，与已上市期权品种形成互补，基本覆盖了大中小盘风格品种的金融期权衍生产品，为对应相关标的资产进行对冲、套期保值提供了丰富的工具。沪深 300 股指期权自 2019 年 12 月 23 日上市以来运行平稳，市场份额最高较为稳定，而中证 1000 股指期权、上证 50 股指期权持仓量仍在稳步发展中。

2022 年因俄乌战争、美联储加息以及上海疫情共同影响，隐含波动率如期升高，做多波动率策略收益颇丰。目前隐含波动率重新回到历史 50 分位水平之下，但离历史极低值仍有距离，做多隐含波动率性价比不如去年，待隐含波动率回落至 15 以下或者历史 25 分位水平之下，做多隐含波动率机会将逐步显现。

图 14 四大股指期权隐含波动率



资料来源: Wind 中原期货

4、2023 年股指投资策略

展望 2023 年，A 股市场从中长期的时间周期看，当下上证 50 指数与沪深 300 指数估值较低，在探索建立具有中国特色的估值体系下，有望在较长的时间内成为市场主线。未来市场运行主线将围绕以下几个方面：1、市场对于建立具有中国特色的估值体系的预期与估值修复程度，若估值能够快速修复，则市场逻辑将转为业绩预期的驱动。2、金融市场持续对外开，人民币从中长期看，随着中国疫情防控政策优化，经济内生动力增强，助推人民币走强是大趋势，外资持续净流入趋势保持完好，对金融资产形成支撑；3、国内房地产行业在受到相关政策的支持后，将在信贷、债券、股权方面进行修复从而支撑国内经济逐步企稳；4、美联储紧缩的货币政

策边际放缓，随着 CPI 逐渐回落，流动性宽松预期机会或再度来临。因此我们认为 2023 年的机会更多的以估值修复为主。单边重点关注以 IH、IF 为代表的低估值指数的配置机会以及 IC 与 IM 的波段性机会；组合上，上半年可以考虑买 IH、IF,卖 IC、IM 组合策略；期权上，上半年可以在 IF、IH 上卖出近月虚值看涨，买入远月虚值看涨的多头策略；或选择阶段性急跌后，卖出 300、50 股指看跌期权。

免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中原期货股份有限公司违反当地的法律或法规或可致使中原期货股份有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中原期货股份有限公司。未经中原期货股份有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中原期货股份有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中原期货股份有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中原期货股份有限公司认为可靠，但中原期货股份有限公司不能担保其准确性或完整性，而中原期货股份有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中原期货股份有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中原期货股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

中原期货股份有限公司

地址：河南省郑州市郑东新区 CBD 商务外环路 10 号中原广发金融大厦四层

电话：4006-967-218

网址：www.zyfutures.com

免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中原期货股份有限公司违反当地的法律或法规或可致使中原期货股份有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中原期货股份有限公司。未经中原期货股份有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中原期货股份有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中原期货股份有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中原期货股份有限公司认为可靠，但中原期货股份有限公司不能担保其准确性或完整性，而中原期货股份有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中原期货股份有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中原期货股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

中原期货股份有限公司

地址：河南省郑州市郑东新区 CBD 商务外环路 10 号中原广发金融大厦四层

电话：4006-967-218

网址：www.zyfutures.com

分支机构

上海分公司 021-68590799

上海市自贸区福山路 388 号、向城路 69 号 15 层 07 室

西北分公司 0951-8670121

宁夏银川市金凤区 CBD 金融中心力德财富大厦 1607 室

山东分公司 0531-82955668

济南市历下区经十路 15982 号第一大道 19 层 1901

新乡营业部 0373-2072882

河南省新乡市荣校路 195 号 1 号楼东 1-2 层

南阳营业部 0377-63261919

河南省南阳市宛城区光武路与孔明路交叉口兴旺家园 3 幢 1 楼 001-1 室

灵宝营业部 0398-2297999

河南省灵宝市函谷大道北段西侧（灵宝市函谷路与五龙路交叉口金湖公馆）

洛阳营业部 0379-61161502

河南省洛阳市洛龙区开元大道 260 号财源大厦综合办公楼 1 幢 2 层

西安营业部 029-89619031

陕西省西安未央区未央路 138-1 号中登大厦 A 座 8 层 F7 室至 F8 室

大连营业部 0411-84805785

辽宁省大连市高新技术产业园区黄浦路 537 号泰德大厦 06 层 05A 单元

杭州营业部 0571-85236619

浙江省杭州市拱墅区远洋国际中心 E 座 1013 室