

寒冬渐去凉意淡，春风已度玉门关

内容摘要：

2023 年的 A 股主逻辑将基于低估值优势展开。在市场整体、多数行业、多数板块的估值都进入历史低点的时候，任何利多因素会成为估值拐点向上的重要催化因素。这些利多因素包括：（1）后疫情时代，随着经济生活快速步入常态化，带来的旅游消费等服务行业的业绩回升。（2）绿色经济、高科技行业仍是未来经济政策扶持的重点，和业绩高速增长的明星。（3）地产行业或告别最黑暗阶段。在地产行业的去杠杆之后，行业已经达到出清状态。政策对地产行业将逐步放松管制。

随着 2023 年回归经济的逻辑逐步展开，预计 A 股市场或宽幅震荡，且重心抬高。四大期指重心也将逐步抬高，市场或呈现前低后高形态。

2023 年期指整体震荡偏多，呈现普涨或轮涨的概率较大，上半年关注 IH 和 IF 标的，下半年关注 IM 和 IC 标的。

套利策略：上半年关注空 IC 多 IH 套利策略，以及多 IC 空 IF 策略，下半年则关注多 IC 空 IH 的拐点确认后的入场机会。

中期研究院

www.cifco.net

宏观金融研究团队

目 录

一、宏观经济寒冬渐远	3
(一) 疫情下的经济概览	4
(二) 告别疫情后的经济增长点探究	8
二、低估值掘金时代	13
(一) A 股市场及行业估值总览	13
(二) 重点行业及板块业绩增速带来的估值提升机会	16
三、股指期货重要数据	19
(一) 四大期指成交量情况	19
(二) 基差及价差情况	21
四、2023 年市场预测及市场交易策略	23
(一) 2023 年市场预测	23
(二) 交易策略	24

一、宏观经济寒冬渐远

要回顾宏观经济，就不得不提对经济影响最大的因素——新冠疫情。2019年12月，新冠疫情爆发。三年以来，全球经历了一场人类历史上死亡人数多、感染人数多、持续时间长的传染病大流行。肆虐的病毒不仅仅影响了人类的健康，在全球化的今天，更对各国经济造成了不同程度的损害。

我国在疫情爆发的初期，面对高死亡率的病毒，我们以“生命至上”为原则，坚持动态清零的政策，挽救了数百万人生命，而且在2020-2021年，由于病毒的传染性有限，我国基本以局部疫情局部封控、阶段性封控等措施来实现清零，使得疫情对国内经济的影响降到最低，成为全球范围内经济复苏最快的经济体之一，这为我国的制造业、对外贸易、航运等行业创造了异军突起的机会。中国成为全球经济增速的重要引擎。但是进入2022年以后，奥密克戎的传染性大大增加，动态清零的目标下，局部疫情导致的封控逐步增加，对第三产业的影响较大，特别是旅游、餐饮、娱乐、运输等行业影响的就业人口较多，也造成了国内消费能力持续走低。

随着中国疾控中心对奥密克戎病例的更多统计，以及国内疫苗接种率的进一步提升，2022年11月，国务院联防联控机制综合组发布了“疫情防控二十条”，我国的防疫政策出现了重大转变。12月7日，在奥密克戎低死亡率和高传染性的数据验证下，国务院联防联控机制综合组再次优化二十条，发布了“新十条”，我们的防控目标从“动态清零”向“防重症、防死亡”转变，防疫措施也大幅放开。影响宏观经济的重要变量发生改变，将对我国的宏观经济产生巨大影响。

（一）疫情下的经济概览

1、经济总量及经济增速

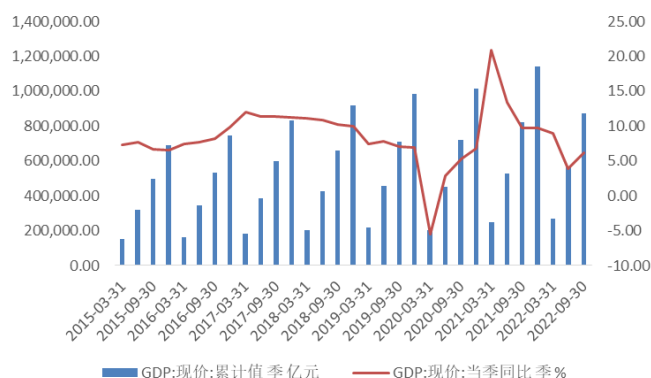
2019年，我国的GDP总量为98.65万亿元，2020年GDP总量为101.36万亿元，2021年继续增长总量为114.37万亿元。从GDP季度同比增速来看，2020年1季度出现了历史最低，增速为-5.49%。但全国封控之后，实现了新冠病例清零，社会经济逐步恢复常态，2020年前三季度增速都可以达到5.3%，全年增速2.2%，保持了全球为数不多的正增长。2021年受到上一年的低基数影响，前三季度的增速非常强劲，达到9.67%，全年创下8.1%的最好成绩。可以说，2021年是经济总量和增速方面受疫情最小的一年。与此同时，全球多数国家2021年尽管也都逐步走出经济负增长区间，但以欧盟和美日等国为例，我国的经济增速仍表现抢眼。

2022年，前3个季度的GDP总量为87.03万亿元，同比去年前3季度增3%（不变价）。但进入第四季度后，随着本土新增病例多地开花，各地疫情防控措施收紧，各地经济受到不同程度的影响。此外，由于欧美经济复苏走弱，海外需求下降，四季度多因素叠加的经济增速将明显降低，并拉低全年增速，不过总量来看，2022年仍然可以超过万亿元规模。12月随着疫情防控政策的调整，新增感染人数迅速增多，在“开放”的初期，由于短期内快速感染，也会造成对经济、生活、生产负面影响。预计12月的经济数据甚至要比封控前更差，等到全国多数地区度过第一波高峰，疫情对经济、生活和生产的影响才能降到最低，预计这个时间会持续3个月左右。

图1-1: GDP总量五年年度 (单位: 亿元)



图1-2: GDP季度 (现价) 总量及当季同比 (%)



数据来源: IFIND, 中期研究院

图1-3: 美国日本GDP总量及增速

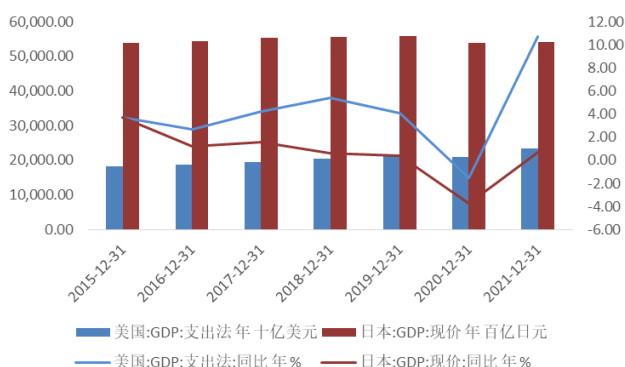
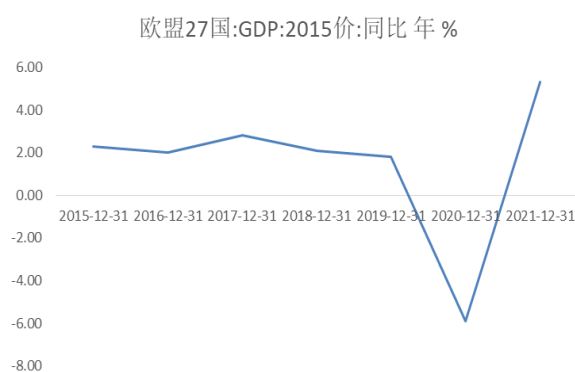


图1-4: 欧盟27国GDP同比 (%)



数据来源: IFIND, 中期研究院

2、进出口及对外贸易

2020-2021 年的外贸呈现逐步恢复并走入高速增长阶段, 贸易顺差大幅增加。2020 年, 海关数据显示, 我国贸易进出口总值 32.16 万亿元, 同比增速 1.9%。其中, 出口 17.93 万亿元, 增长 4%, 贸易顺差达到 3.7 万亿元, 增加了 27.4%。2020 年我国是全球唯一实现货物贸易正增长的主要经济体。

2021 年, 进出口总值 39.1 万亿元, 同比大幅增加 21.4%, 其中出口增长 21.2%, 进口增长 21.5%。在对东盟、欧盟和美国的进出口增长较快, 分别达到 19.7%、19.1%

和 20.2%。

2022 年，上半年进出口仍然强劲，但下半年逐步回落。1-11 月，我国货物进出口总额 38.34 万亿，同比增长 8.6%。其中，出口 21.83 万亿，增长 11.9%，1-11 月实现贸易顺差 5.3 万亿元，同比增长 42.77%。从出口总额的当月同比来看，进入 10 月以后，告别了此前 2 位数的高增长，进入了低速增长，其中 10 月同比增长 7%，11 月同比增速仅有 0.9%。新出口订单指数看，也可以体现出进入 2022 年四季度以后出口告别高增速的情况。

近 3 年的贸易顺差规模不断扩大，剔除了部分月份的极端值后，2021-2022 年的贸易顺差增幅基本都在 40%以上的高位。不过随着 2022 年四季度以后的出口增速开始乏力，贸易顺差的高增速也随之回落。

图1-5：进出口总额（累计值）及同比

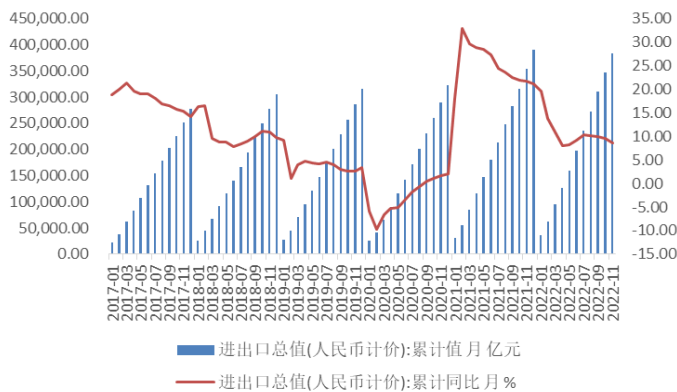
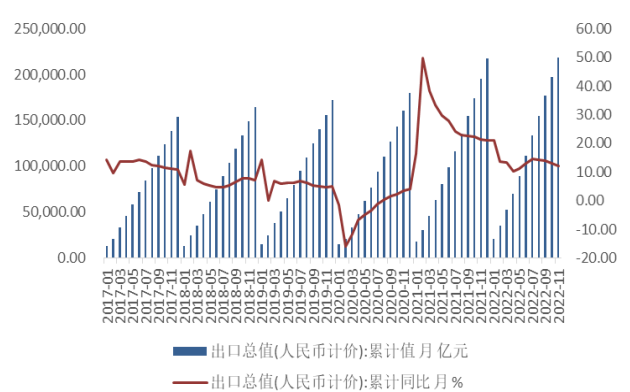


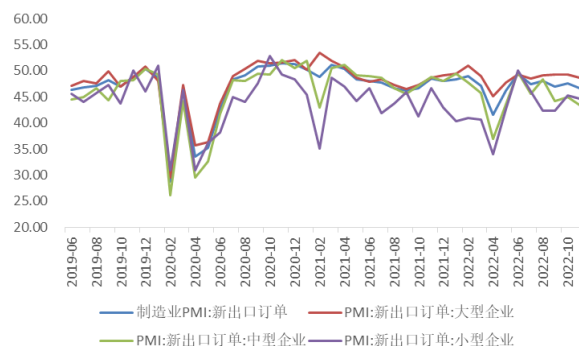
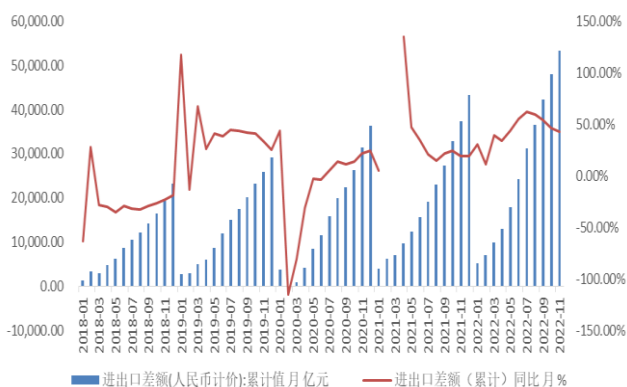
图1-6：出口总值（累计值）及同比



数据来源：IFIND，中期研究院

图1-7：进出口差额（贸易差额）

图1-8：新出口订单



数据来源：IFIND，中期研究院

3、消费及第三产业

病毒的传播性变化导致了疫情防控措施不断改变，这个过程中对消费和第三产业的影响最大。疫情前，2019年我国的社零总额全年34.56万亿元，基本每月同比增速在10%上下波动。进入2020年以后，社零同比就出现在巨幅震荡，可见其受疫情的影响最大。

2020年上半年受影响较大，但8月以后同比增速转为正值，且在第四季度实现5%左右的增速。2020年全年社零实现33.99万亿元，虽不及2019年总水平，但由于下半年清零后，还是实现了较大的回升。

2021年全年的社零总额回升非常大，实现了37.11万亿元的水平，超过了2019年的总水平。不过从月度的销售来看，呈现上半年同比10%的增长强劲，下半年受疫情反复的干扰，增速快速回落，8月以后的同比增速基本在4%甚至以下。

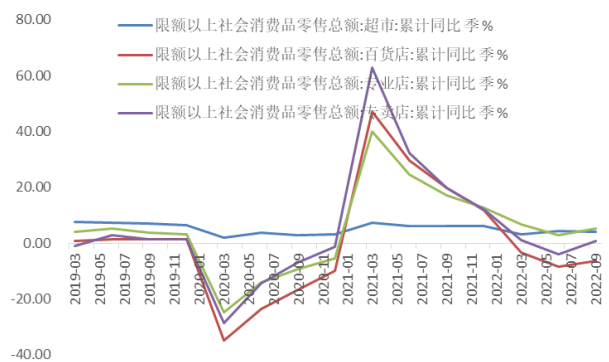
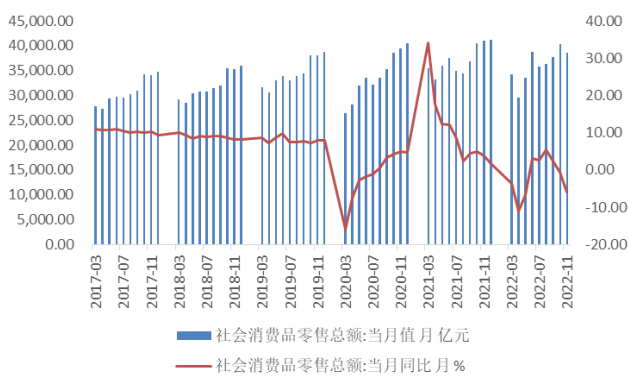
2022年，奥密克戎的传染性非常强，全国的疫情此起彼伏，对跨省旅游、消费、餐饮等各类消费活动造成影响，社零同比增速呈现非常明显的“季节性”，即冬季差，夏季好，进入秋冬季更进入负增长区间。1-11月，实现社会零售总额32.48万亿元，

也低于去年同期水平。

限额以上社零同比数据则更为明显。2020 年是消费的起跳，2021 年实现了快速恢复，2022 年再度跌回低位。其中百货商店、专卖店等需要实体购物、场所化比较强、可选消费品类的增速跌幅最大。

图1-9：社会消费品零售总额及同比

图1-10：限额以上社零同比（季）



数据来源：IFIND，中期研究院

（二）告别疫情后的经济增长点探究

1、疫情因素消除后的经济增长点

我们之所以要花大篇幅去分析和回顾过去 3 年疫情对经济的影响，是为了找到未来一年，在疫情因素消散后，经济增长点是否会出现，且可能存在哪些增长点。

2021 年，我国之所以出口强劲，很大程度是由于欧美国家在 2021 年陆续开始放开疫情管控，创造了报复性的消费需求，带来了强劲的制造业需求，而与此同时，印度和东南亚等国则由于国内疫情导致生产力不足。我国在这一阶段把防疫措施放开后的消费红利率先享受了。2022 年上半年越南等东南亚国家的产能逐步恢复，也开始受益

于其强劲的需求复苏。

我们从别国的“后疫情”来分析，可以预判出未来我国的经济走势和经济增长点。

新加坡的启示

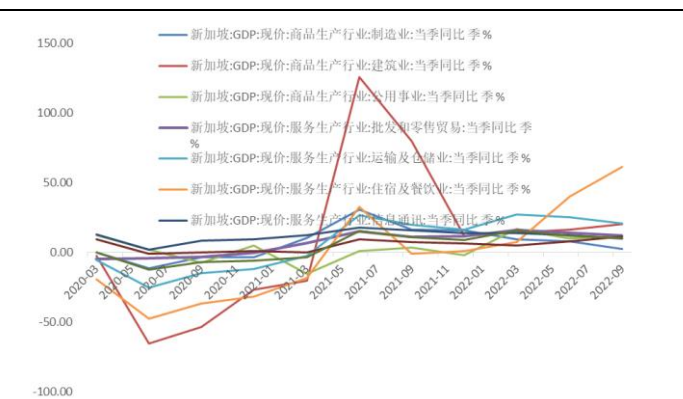
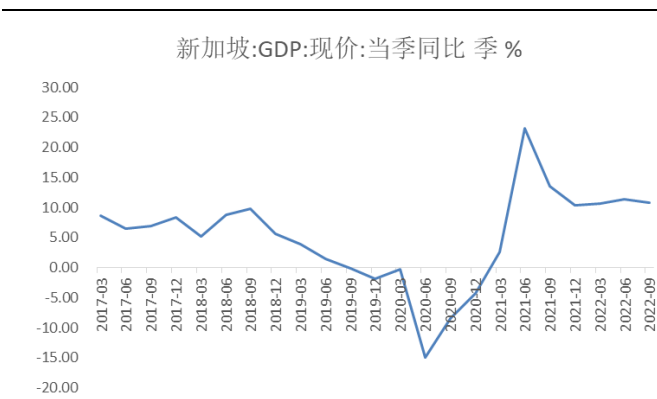
2022 年二季度开始，面对奥密克戎的高传播性，和清零难度逐步增加，新加坡开始放松防疫管制，其宣布，自 4 月 26 日起大幅放宽防疫安全管理措施，除了保留室内须戴口罩以及进入高风险场所须接种新冠疫苗的规定，几乎所有防疫措施都已解除。8 月，李显龙在发表国庆群众大会演说表示，未来将进一步取消口罩等防控措施，意味着实现了全面开放。

GDP 总量增速方面，可以看到 2022 年第一季度 GDP 同比 10.58%，二季度达到了 11.42%，三季度后有所下移，但也达到 10.77%

分行业来看，与我们猜想不同的是，4 月开始，GDP 增速出现最大幅反转的分别是住宿餐饮、运输仓储以及建筑业，这三个行业的二季度 GDP 增速分别达到了 40.32%、25.47%和 16.46%。其中，建筑业的快速增长甚至超过了零售批发及商业服务等。我们认为这和封控期间，限制现场工作导致建筑业增长基数较低导致。其他增速较快的行业，还包括信息服务、商业服务和制造业等。

图1-9：新加坡GDP季度同比增速

图1-10：部分生产及服务也的GDP同比（季）



数据来源：Ifind，中期研究院

表 1-2 新加坡部分行业的二季度 GDP（现价）增速（%）

指标名称	2022-06
服务生产行业:住宿及餐饮业:当季同比	40.32
服务生产行业:运输及仓储业:当季同比	25.47
商品生产行业:建筑业:当季同比	16.46
服务生产行业:批发和零售贸易:当季同比	14.30
服务生产行业:信息通讯:当季同比	12.29
服务生产行业:商业服务:当季同比	11.91
商品生产行业:公用事业:当季同比	9.77
商品生产行业:制造业:当季同比	7.88
服务生产行业:金融及保险:当季同比	7.82

数据来源：Ifind，中期研究院

2、从明年的政策发力点看经济增长点

12月15日至16日，中央经济工作会议在北京举行，对当前的经济做分析并对2023年经济工作做了部署，并对2023年经济政策做了基本定调。从全文看，“稳增长”是明年经济的首要目标，充分表明中央已经把恢复经济总量平衡问题视作当前经济运行的首要工作。其政策的核心目标包括：“稳增长、稳就业、稳物价”，三个细分目标。政策方面，积极财政政策“加大提效”，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。这意味明年的积极财政政策会进一步体现在保障民生、拉动投资、拉动消费等方面。货币政策则延续“稳健”，注重支持小微、科创、绿色领域等。这意味着明年的货币政策不会出现大幅和广泛性的放松，流动性保持合理充裕，既要向中小微输血，又要稳定物价，防止通胀。我们知道，在防疫政策放开的很多国家和地区都发生过通胀情况，尽管有俄乌战争导致的能源上涨，同时也有由于劳动力市场短期

大量短缺导致的工资上涨——通胀上升的螺旋式通胀上升。我们也要在 2023 年重点防范这种风险。其他经济政策则提到推动“科技-产业-金融”良性循环、着力扩大内需、提高国企核心竞争力、鼓励支持民企经济发展壮大、持续加力引入外资、稳定房地产市场等措施。

表 1 中央经济工作会议十大要点

十大要点	要点阐述
要点一： 稳增长被置于更突出位置	中央经济工作会议提出，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 ，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。
要点二： 积极财政政策“加力提效” 明年财政支出力度或更大	中央经济工作会议提出，积极的财政政策要加力提效。 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，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。
要点三： 货币政策精准有力加大力度 支持小微、科创、绿色领域	中央经济工作会议提出，稳健的货币政策要精准有力。 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。
要点四： 加快建设现代化产业体系 推动“科技—产业—金融”良性循环	中央经济工作会议提出，优化产业政策实施方式， 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，在落实碳达峰碳中和目标任务过程中锻造新的产业竞争优势。推动“科技—产业—金融”良性循环。会议还提出，加快建设现代化产业体系。
要点五： 完善生育与延迟退休政策 助力缓解人口总量压力和劳动力结构性短缺	中央经济工作会议提出，落实落细就业优先政策， 把促进青年特别是高校毕业生就业工作摆在更加突出的位置 。完善生育支持政策体系，适时实施渐进式延迟法定退休年龄政策，积极应对人口老龄化少子化。

<p>要点六： 部署六个“更好统筹” 抓经济质量是未来主要方向</p>	<p>中央经济工作会议提出了六个“更好统筹”，包括：要更好统筹疫情防控和经济社会发展，要更好统筹经济质的有效提升和量的合理增长，要更好统筹供给侧结构性改革和扩大内需，要更好统筹经济政策和其他政策，要更好统筹国内循环和国际循环，要更好统筹当前和长远。</p>
<p>要点七： 着力扩内需 把恢复和扩大消费摆在优先位置</p>	<p>中央经济工作会议提出，要更好统筹供给侧结构性改革和扩大内需，通过高质量供给创造有效需求，支持以多种方式和渠道扩大内需。</p>
<p>要点八： 坚持“两个毫不动摇” 提高国企核心竞争力 鼓励支持民营经济发展壮大</p>	<p>中央经济工作会议提出，要深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。完善中国特色国有企业现代公司治理，真正按市场化机制运营。</p>
<p>要点九： 持续加力引外资 现代服务业将成为开放新“重心”</p>	<p>中央经济工作会议提出，要更大力度吸引和利用外资。要提升贸易投资合作质量和水平。要扩大市场准入，加大现代服务业领域开放力度。</p>
<p>要点十： 确保房地产市场平稳发展 防止形成区域性系统性金融风险</p>	<p>中央经济工作会议提出，有效防范化解重大经济金融风险。要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，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。</p>

资料来源：新华网、中期研究院

二、低估值掘金时代

（一）A 股市场及行业估值总览

截止到 2022 年 12 月 16 日，A 股整体动态市盈率 16.33 倍，上证指数在 12.64 倍。从相对估值的纵向比较看，两者都位于 2014 年 11 月的水平，算相对的低点。

纵向比较来看，上证综指和创业板指的估值均处于安全边际之内。上证综指市盈率当前为 12.64，位于 10 年来 33% 左右的分位值，距离 15.74 的危险值还有较大空间。从过去对标准差+1 作为比较好的拐点判断来看，这十年来的标准差+1 为 15.91，当前估值也远不及其，因此仍有较大的提升空间。创业板指市盈率 39.3，位于 10 年来 11.52% 的分位值，比上证综指的估值优势更为明显。标准差+1 为 68.98。当前估值距离拐点仍有较大距离。

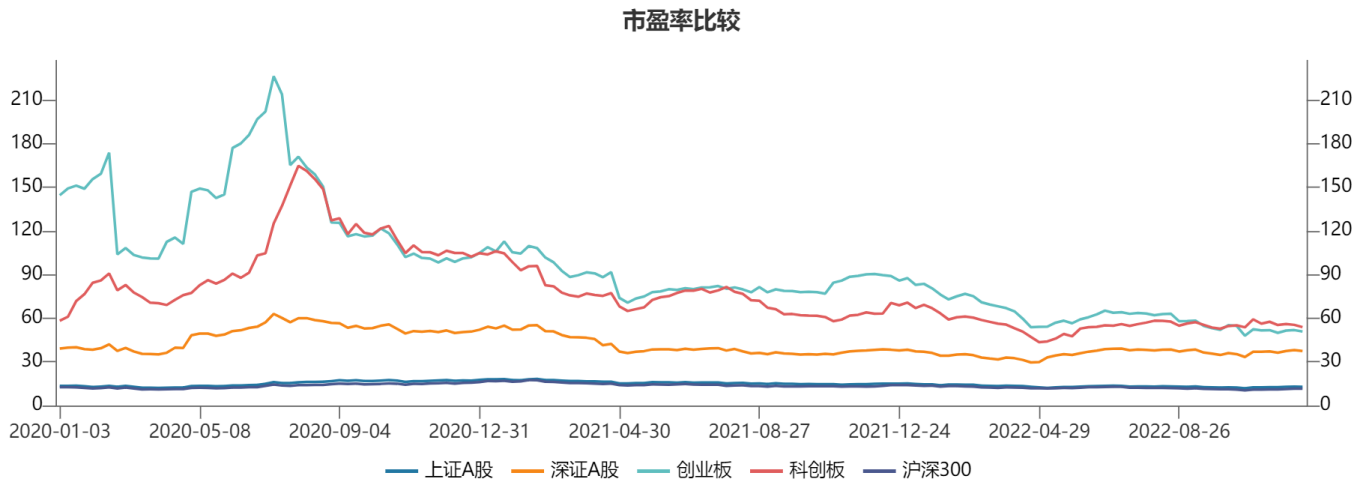
目前 A 股的最大优势是估值低。相比较 2021 年年底的结构性估值偏高，2022 年年底则突出了全面性低估值。申万风格划分的超大盘、中盘和小盘股的估值情况如下：大盘股当前估值 12.10，中盘股估值 15.46，小盘股估值为 27.8。三大风格的股票估值平均水平位于历史低点。特别是小盘股，以往都存在估值偏高的情况，今年年底也显示出很强的估值优势，跌破了 2008 年以来的估值支撑位。

行业来看，申万一级行业指数的估值显示，除军工、计算机、电力设备、汽车等估值仍在 40 以上，多数板块均以回落至 20-30 之间，一半左右的行业估值在 20 以下。而估值较高的板块，去年主要以强劲的业绩增长为背景，在明年业绩兑现后，估值也会回落安全区间，并且相比较今年上半年的高估值已经有了较大的回落。

从估值的角度看，当前的 A 股已经反映了最悲观的时期，再继续悲观看市是不客

观、不合理的。

图2-1：市场主要指数的市盈率（TTM）



资料来源：Wind、中期研究院

图2-2：上证综指市盈率分位值情况

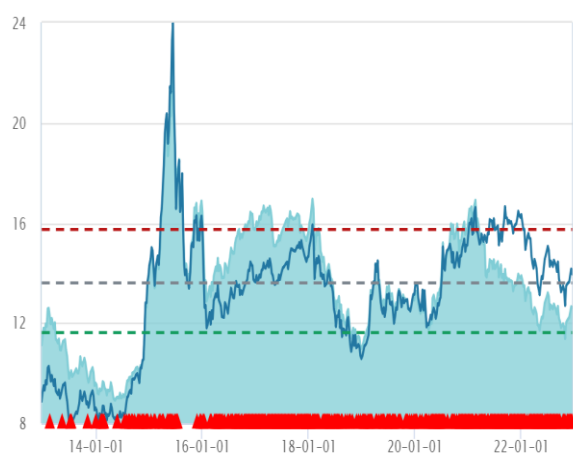
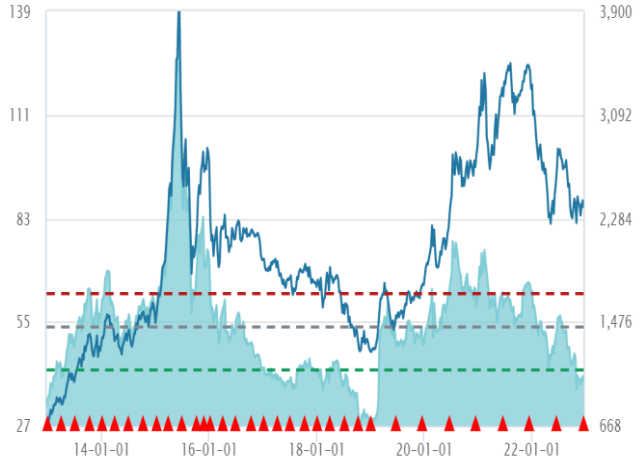
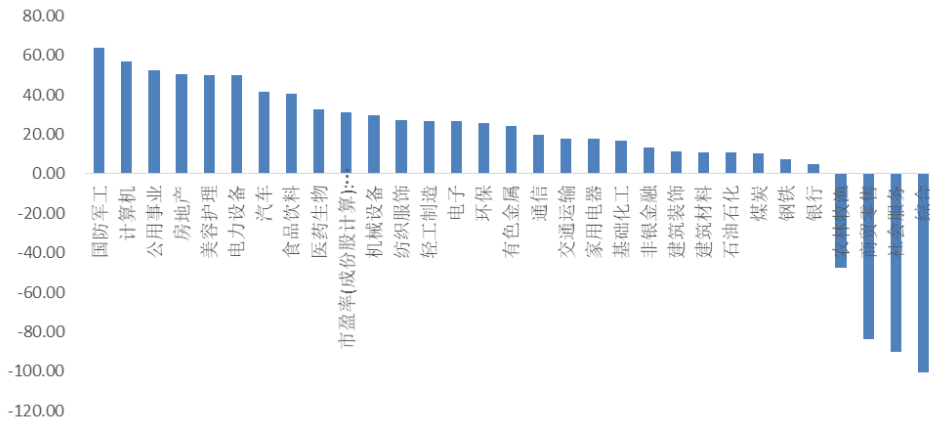


图2-3：创业板指动态市盈率分位值情况



资料来源：Wind、中期研究院

图2-4：申万一级行业市盈率（TTM）



数据来源：I find，中期研究院

图2-5：大盘股市盈率

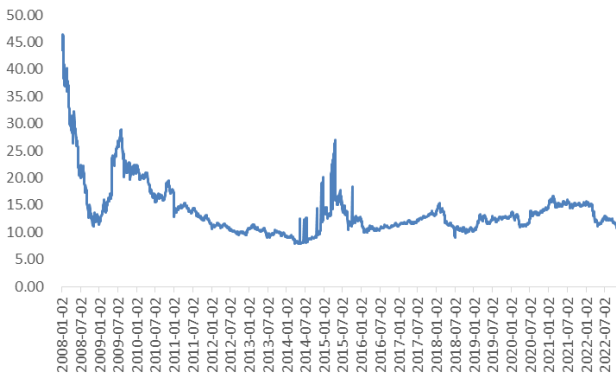
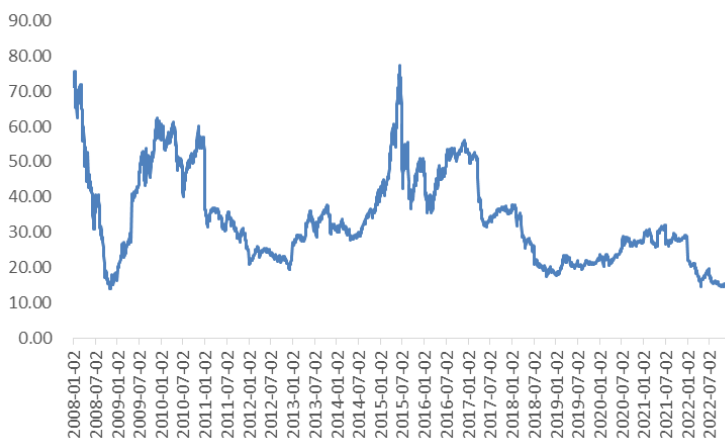


图2-6：小盘股市盈率



资料来源：I find、中期研究院

图2-7：中盘股市盈率



资料来源：I find、中期研究院

（二）重点行业及板块业绩增速带来的估值提升机会

面对全市场的普遍低估值，需要寻找率先走出低估值机会的行业。我们从第一部分的分析中可以看到两条逻辑主线：一是“后疫情”时代，会出现行业向上拐点的行业：餐饮、旅游、航运等；二是经济政策重点扶持关注的行业：基建、绿色产业、高科技现代化产业、地产等。

1、受益“后疫情”的消费类

度过首波高峰以后，随着全民“阳过”，消费、旅游和交通等行业将迎来复苏。从估值角度看，位于最差谷底的是旅游行业。从 I find 数据显示，截止 12 月 16 日，旅游相关板块的估值为-72 倍，且从疫情以后就长期处于负值阶段，进入 2022 年更是直线下降。其次是航空及机场行业，估值也处于历史的极低点。作为后疫情时代，最容易出现业绩拐点的行业，其估值提升也将最快。商业及零售等行业估值并没有突出优势。相较而言，商场零售等后疫情时代会恢复，但或在缺乏估值优势的情况下，不会出现突出机会。

图2-8：食品及饮料市盈率



图2-9：旅游行业市盈率

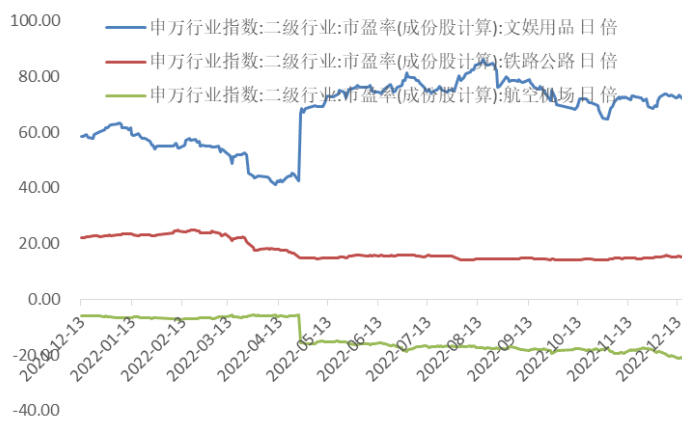


资料来源：I find、中期研究院

图2-10：商业及零售行业市盈率



图2-11：文娱、铁路、机场等市盈率



资料来源：I find、中期研究院

2、绿色产业及高科技产业

绿色产业及高科技产业是过去 3 年的抢手赛道，是机构抱团取暖的集中地。这造成了部分行业和板块的高估值，不过经过下半年的估值泡沫的破裂，多数高估值行业已经出现了回落。以 I find 的数据，汽车零部件的行业整体估值仍在近年来的高位。电源设备、电力等行业估值的估值调整也尚未到底，仍位于今年以来的较高水平。但半导体相关、航空航天以及环保设备等行业的估值处于相对低点。

总体看，普遍高估值的行业，当前仍有 40 倍以上的水平，这意味未来 2-3 年该行业必须有 40 倍以上的行业增速。这个过程中，势必出现在以往高业绩增速的基数上，难以实现长期高增长的情况。我们此前也对行业周期进行过总结，高速增长期很少能维持 3 年以上。因此部分高估值行业确实需要警惕业绩无法继续维持高速运行情况下，带来的估值回归。但同时，需要关注已经调整到位，但仍处于技术上升期的航空航天、半导体、电子元器件以及储能设备等存在技术突破可能的行业。

图2-12：航空航天装备等行业估值



图2-13：汽车相关行业估值



资料来源：I find、中期研究院

图2-14：仪器仪表机械及自动化装备行业估值

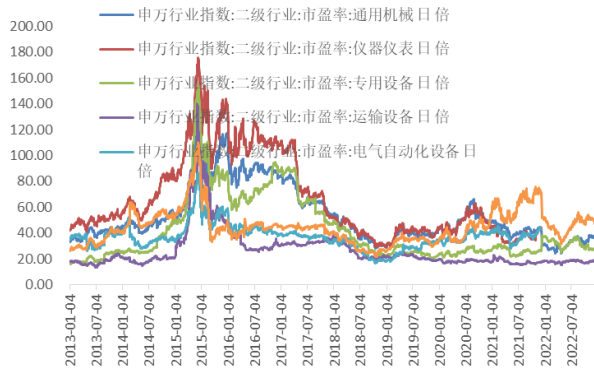
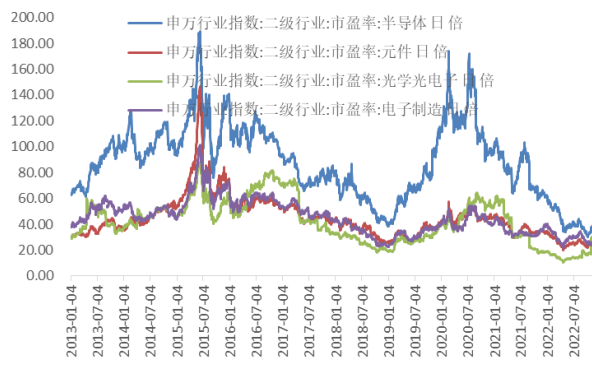


图2-15：半导体、元器件等行业估值



资料来源：I find、中期研究院

图2-16：环保工程及电力等行业估值



资料来源：I find、中期研究院

3、地产及基建

地产、基建等行业是本次中央经济工作会议中提到的要点之一。地产作为经济，特别是固定投资的重要引擎，2023 年也将承担重要的作用。不过我们认为地产行业整体或以“稳”为主。作为城镇化率已经接近 70% 的国家，我们地产行业的黄金时代已经结束，但阶段性或迎来复苏的情况。估值方面，I find 数据显示，当前水泥、房屋建设和玻璃等行业的估值均位于历史低点，有一定的估值优势。不过地产板块本身 2022 年的整体涨幅不低，反而估值优势不明显。此外，基础建设作为经济托底，也存在低估优势。

图2-17：地产、水泥等相关行业估值



图2-18：玻璃、房屋建造及基础建设等行业估值



资料来源：I find、中期研究院

三、股指期货重要数据

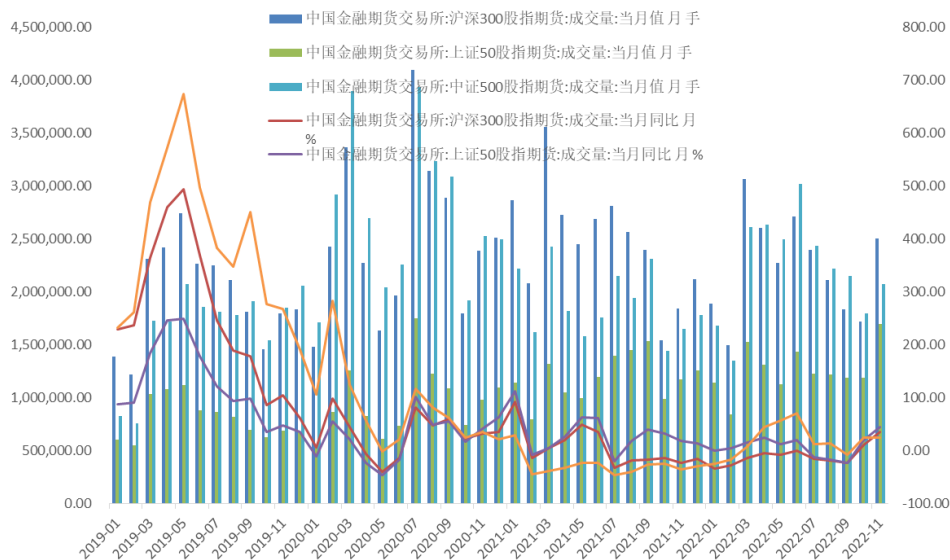
(一) 四大期指成交量情况

2022 年股指期货市场成交火爆，尽管并没有牛市行情，但全年成交量继续攀升。2022 年 1-11 月，三大期指成交量总量为 6306 手，IF 成交量 2464 万手，较去年同期下降

10.60%；IH 成交量 1393 万手，较去年同期增长 6.56%；IC 成交量 2449 万手，较去年同期增长 16.94%。和 2021 年 IF 成交量放大，IC 成交量下降不同，2022 年的 IC 成交量恢复幅度较大。一方面是 2022 年规范了雪球类产品，资金再度从 IF 转移至 IC；另一方面，越来越多的资金参与到套期保值和对冲交易，为了和现货头寸匹配，选择 IC 的资金更多。

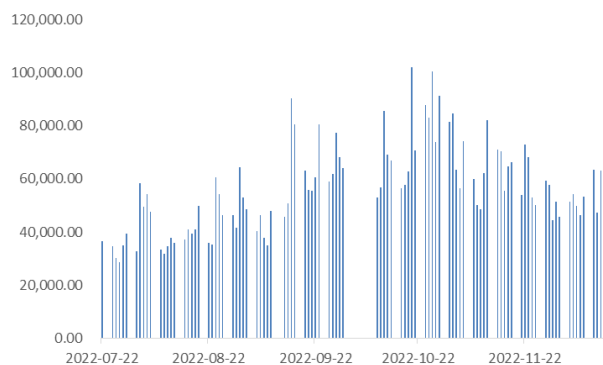
2022 年股指期货家庭还添新成员——中证 1000 股指期货。作为新上市品种，由于其指数针对中小盘个股，引起了资金关注。上市以来，仅 5 个月，IM 成交量达到 566 万，虽然相较于其他三个已经上市多年的品种还有一定差距，但其成交量的增长速度仍是惊人的。11 月，IM 成交量已经达到 137 万手，接近 IH 的 11 月 170 万手的成交量。可以预计在未来 IM 也将成为和 IC 一样，炙手可热的期指明星。

图3-1：三大期指成交量情况



数据来源：Wind，中期研究院

图3-2：中证1000股指期货成交量情况



数据来源：Wind，中期研究院

（二）基差及价差情况

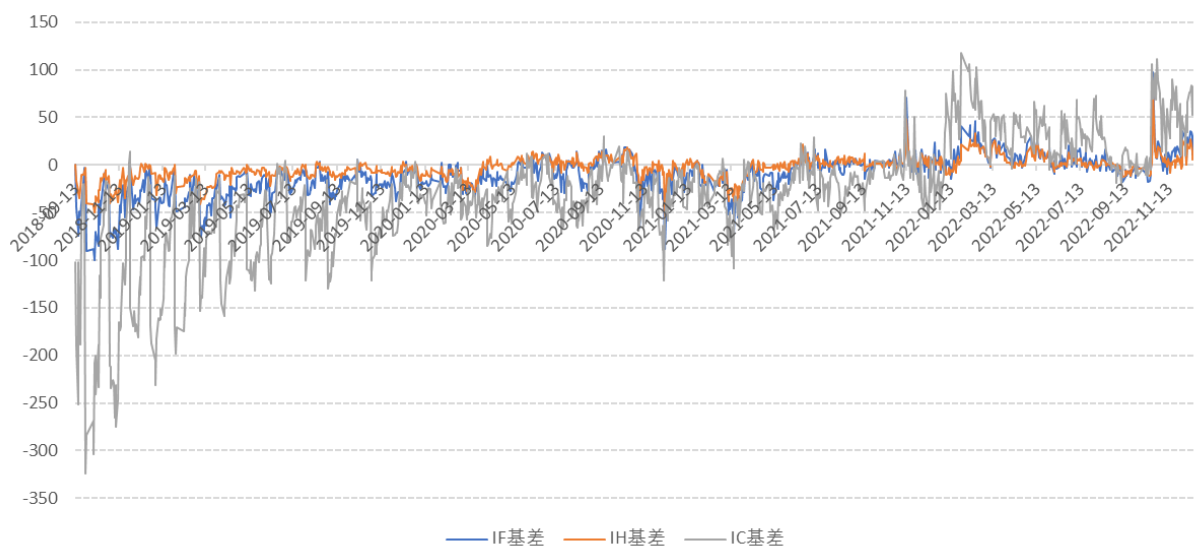
1、基差情况

基差方面，三大期指的贴水幅度整体都大幅增加。这点从 2021 年的期指贴水幅度加深可以看出。2021 年大盘指数行情呈现宽幅震荡，创业板指等均走出长牛走势，但期指非但没有升水，还出现了较 2019 年更大幅度的贴水。2022 年，三大期指的贴水幅度进一步加深。基差图可以看到，整体重心均发生的上移，且 IC 的主力合约贴水甚至长期在 50-100 之间。

造成这种贴水走势的原因和以往一样：一是投机类资金有限。2022 年，三大期指的保证金率仍在 20%左右，作为衍生品而言，其杠杆率较低，对投机资金吸引力有限。投机资金作为双向交易者，有助于平衡多空方向的力量对比。由于缺乏投机资金，导致套保或对冲资金过大，天然空头力量较大，导致期指深度贴水。二是“雪球”量化产品为主的衍生品结构化产品规模较大，也是造成 IC 贴水扩大的重要原因之一。三是越来越多的机构资金开始介入期指市场，寻求套期保值。

深度贴水的主要影响在于对对冲策略、套期保值等绩效方面的影响较大。根据我们的测算，2022年IF的贴水基差损失最大时，年化可达5%以上。截止12月上旬，IM的主力合约贴水带来的年化损失也在3%左右。面对较大的基差损失，我们可以用一些手段尽量降低。一是在基差损失较小时选择远月合约；二是可以根据策略类型选择空头成本最小的品种做对冲。

图3-3：三大期指基差情况（现货-期货）

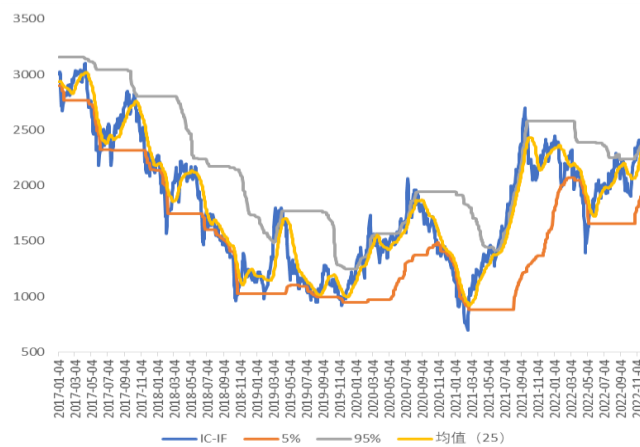


数据来源：Wind，中期研究院

2、价差情况

套利策略方面，期现策略受制于贴水，可实施空间有限，不过价差策略仍有机会。从过去的规律看，IC-IF和IC-IH的价差规律比较强，仍然以上下轨道拐点为主。截止12月16日，这两个价差都出现了位于上轨道的情况。2022年的套利策略可仍然以这两个的价差套利为主。年初和上半年，在消费类的复苏情况下，IC相对较弱，或存在空IC多IF、空IC多IH的策略。但进入下半年，仍要关注多IC空IH的机会。

图3-4：IC-IF价差情况：位于轨道上沿



数据来源：Wind，中期研究院

图3-5：IC-IH价差情况：当前接近轨道上沿



数据来源：Wind，中期研究院

图3-6：IF-IH价差情况：当前处于粘合状态



数据来源：Wind，中期研究院

四、2023 年市场预测及市场交易策略

（一）2023 年市场预测

1、市场整体逻辑：

2022 年市场呈现宽幅震荡，虽然整体估值偏低，但不少机构抱团行业板块的估值均偏高，下半年出现了医药、新能源车等板块的集体回落。因此，2022 年是去高估值

的一年。

2023 年的 A 股主逻辑将基于低估值优势展开。在市场整体、多数行业、多数板块的估值都进入历史低点的时候，任何利多因素会成为估值拐点向上的重要催化因素。这些利多因素包括：（1）后疫情时代，随着经济生活快速步入常态化，带来的旅游消费等服务行业的业绩回升。（2）绿色经济、高科技行业仍是未来经济政策扶持的重点。绿色经济相关产业成为本轮全球经济中中国弯道超车的重点，我们将继续在相关行业上加大资本、人力和政策的投入，以保证我们的优势。对于半导体、医药、高端制造等行业，我们仍在努力赶超阶段，未来仍旧需要更多资金和政策支持。（3）地产行业或告别最黑暗阶段。在地产行业的去杠杆之后，行业已经达到出清状态。政策对地产行业将逐步放松管制。

2022 年三大指数并未有出现明显的分化，全年整体呈现宽幅震荡，前高后低、重心走低。截止 12 月 20 日，中证 500 指数涨跌幅为-20.53%，而上证 50 指数涨跌幅为-20.39%。随着 2023 年回归经济的逻辑逐步展开，预计期指重心将逐步抬高，市场或呈现前低后高走势。

2、时间拐点及风格：2023 年上半年建议关注以低估值的消费、航空等为代表的上证 50 和沪深 300；下半年则继续关注以业绩增长为推动力的中证 500 和中证 1000。

3、指数区间预测：沪指运行区间：（2900-3800）

（二）交易策略

2023 年期指整体震荡偏多，呈现普涨或轮涨的概率较大，上半年关注 IH 和 IF 标的，下半年关注 IM 和 IC 标的。

套利策略：上半年关注空 IC 多 IH 套利策略，以及多 IC 空 IF 策略，下半年则关注多 IC 空 IH 的拐点确认后的入场机会。

分析师承诺

本人（或研究团队）以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人（或研究团队）的研究观点。本人（或研究团队）严格遵守《中国国际期货股份有限公司廉洁从业规定》不存在利用期货交易咨询从事或变相从事期货委托理财活动，本人（或研究团队）不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为作出交易决策的唯一因素。本报告中所指的观点及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）向取得期货交易咨询业务资格的经营机构或期货交易研究分析人员咨询。

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交易建议。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引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何交易决定或就本报告要求任何解释前向取得期货交易咨询业务资格的经营机构或期货交易研究分析人员咨询。

联系我们

境内分支机构

总部：北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 6 层

分支机构：北京 上海 广州 深圳 大连 郑州 沈阳 青岛 济南 武汉 武昌 苏州
南京 宁波 杭州 佛山 清远 江门 汕头 厦门 南昌 成都 昆明 新疆乌鲁木齐 南宁

客服热线 95162

官方网站 www.cifco.net

风险子公司

中期国际风险管理有限公司

北京市朝阳区建国门外光华路 14 号 1 幢 1008A 号

客服热线 010-65807861

境外子公司

中国国际期货(香港)有限公司 | 中国中期证券有限公司

香港铜锣湾告士打道 255-257 号信和广场 29 层 03 室

客服热线 (852)25739868

4001 200 939

官方网站 hk.cifco.net



全国
客服热线 95162
官方网站 WWW.CIFCO.NET