

坚定看多，六大信号显示 A 股望迎复苏牛

报告摘要

核心观点：

◆ 六大信号显示 A 股望迎复苏牛：

信号 1：疫情达峰或早于预期，经济有望加速修复。12月22日，国家传染病中心主任张文宏预计上海一周内就将达到感染峰值。结合我们观察到的其他信息综合判断，本轮疫情感染达峰时间可能快于此预期，从而缩短了疫情对经济的抑制时间，经济复苏有望更早到来。随着民众对感染的担心减弱，近期出行方面已有好转迹象。经济有望加速修复，为 A 股上行形成支撑。

信号 2：美联储加息或将放缓，北向资金有望持续涌入。随着美国通胀数据的进一步回落，以及经济衰退风险的逐步显现，美联储政策转向可能早于预期，逐步计价美联储转鸽将是明年资本市场的重要主线，外部流动性环境对风险资产将逐步从压制转向利好。同时，明年美国经济大概率继续走弱，而我国复苏确定性较高，中美经济周期错位将推动全球比价视野下人民币资产配置吸引力增强，北向资金有望持续流入支撑 A 股上行。

信号 3：近期监管部门加大对机构投资股票市场的支持力度。目前第三支柱个人养老金投资公募基金刚刚起步，预计明年将进入加速发展阶段，长期来看个人养老金对 A 股带来的增量资金规模或将达到万亿级别。此外，险资不断增大权益资产配置也有望为 A 股提供重要的长线增量资金。在监管部门对机构投资股票加大支持的背景下，机构增量资金有望对 A 股市场提供有力支撑，市场情绪或将加速修复。

信号 4：较宽松的宏观流动性环境利好股市反弹。短期来看，为维持年末流动性平稳，央行公开市场持续加大逆回购操作。当前 SHIBOR

作者

董忠云 分析师
SAC 执业证书：S0640515120001
联系电话：010-59562478
邮箱：dongzy@avicsec.com

符旸 分析师
SAC 执业证书：S0640514070001
联系电话：010-59562469
邮箱：fuyyjs@avicsec.com

王玉茜 研究助理
SAC 执业证书：S0640122040025
联系电话：
邮箱：wangyx@avicsec.com

相关研究报告

中航策略周报：《市场在震荡中等待经济加速修复》

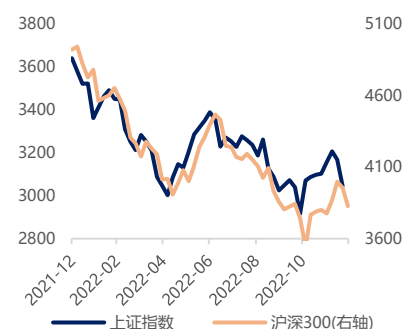
中航策略周报：《加配成长，留着过年》

中航策略周报：《在新平衡中波动向上，建议关注“通电机”》

中航策略周报：《前景愈发清晰，反弹愈发明确》

中航策略点评：《国企估值有望加速修复》

市场走势：



利率及 DR007 利率等货币市场利率明显低于逆回购招标利率，市场流动性较为充裕。中期来看，明年国内货币政策的外部约束或将明显降低，国内政策空间进一步打开。为支持经济复苏，预计央行将继续降准降息及使用结构性工具进行定向流动性输送，宏观流动性有望维持合理充裕甚至进一步宽松，对股市形成利好。

信号 5：资金面有望持续改善，存量博弈僵局或被打破。根据渠道调研，最近较多基金经理感染新冠，机构投资者操盘手“阳康”后资金操作或将更加活跃。偏股型基金发行端近期已出现改善，11 月股票型+混合型公募基金新发行份额较 10 月增长 31.53%，12 月偏股型基金发行份额也有望继续增加。根据过去五年历史数据统计，公募基金仓位触底后上证指数此后多随基金加仓出现反弹。目前，配置相对较为灵活的私募基金仓位已出现回升，公募基金仓位已降至低位，后续有望反弹。综上，资金存量博弈僵局有望被打破，形成市场上行动力。

信号 6：估值已调整到位，配置性价比已显现。横向来看当前股市相对债市吸引力较大，上证指数、沪深 300 ERP 已进入十年内极值区间，创业板指、科创 50ERP 已突破近十年正一倍标准差。纵向观察过去十年数据，主要指数及大部分行业估值已调整至历史较低区间。市场整体估值已调整至低位，配置性价比已现。无论是横向比较还是纵向比较，目前 A 股估值均具有吸引力，当前位置介入机会大于风险。

投资建议：

- ◆ 预计市场有望迎来复苏牛，我们对后市坚定看多，当前时点 A 股机会大于风险。具体到行业配置方面，可结合中央经济工作会议看未来投资机会。居民消费、新旧基建、制造业升级等将是明年政策提振内需的重要领域，相关政策利好有望不断落地。“安全”与“科技”相辅相成将是未来政策发力的重点领域，从二者结合的角度来看，利好军工、双碳、信息安全、生物技术等赛道。房地产领域集中度大概率将进一步提升，龙头房企将从中受益。“政策底”已过，市场对已互联网上市平台企业的业绩和估值预期有望进一步修复。在我国人口结构变化的过程中，育儿产品消费升级、婴幼儿托育、医疗健康、休闲娱乐等领域均有望享受政策红利。



本周市场回顾:

本周市场表现较弱，各大宽基指数继续下跌。上证指数，深证成指，创业板指，科创 50，上证 50，沪深 300，中证 500，中证 1000 分别下跌 3.85%，3.94%，3.69%，5.93%，2.69%，3.19%，5.10%，5.50%。行业风格上，本周各风格指数均出现下跌，其中周期风格跌幅最大，达 5.37%。分行业来看，31 个申万一级行业均下跌，其中美容护理，传媒，社会服务跌幅较小，分别下跌 0.20%，0.61%，0.76%；电力设备，电子，建筑装饰跌幅较大，分别下跌 6.03%，5.86%，5.84%。市场情绪方面，本周市场活跃度继续走弱，日均成交额为 6431.69 亿元，较上周减少了 1701.91 亿元。估值方面，截至 12 月 23 日，A 股整体市盈率为 16.50 倍，较上周下降 3.91%。本周北向资金连续第七周保持净流入状态，净流入金额 43.53 亿元。

正文:

我们认为 A 股“阳康”或早于预期，市场有望迎来复苏牛，理由如下：

一、 疫情达峰或早于预期，经济有望加速修复

感染达峰或早于市场预期，我国或将更快步入群体免疫状态，疫情对经济的冲击有望快速消退。12 月 7 日疫情优化防控新十条落地后，疫后复苏情况为近期市场关注的核心变量。12 月上旬，专家多预计感染峰值或于明年一月中上旬到来。12 月 22 日，国家传染病中心主任张文宏预计上海一周内就将达到感染峰值。结合我们观察到的其他信息综合判断，本轮疫情感染达峰时间可能快于此前预期，从而缩短了疫情对经济的抑制时间，经济复苏有望更早到来。

钟南山表示，现在奥密克戎株引起的病变，基本上绝大部分在上呼吸道，极少发病到肺炎。随着民众对感染的担心减弱，近期出行方面已有好转迹象。根据携程数据，12 月 7 日至 12 月 18 日，国内赴三亚机票预订量同比去年增长近一成，环比上月同期（11 月 7 日至 11 月 18 日）增长超 8 成；12 月 12 日至 12 月 18 日，北京至三亚机票预订量同比去年增长 46%，机票均价同比增长 14%。根据木鸟民宿发布的《2023 元旦假期民宿预订趋势报告》显示，预计元旦假期民宿订单有望达到 2022 年元旦的 1.5 倍左右。同时，12 月以来，预订 2023 元旦假期的民宿订单中，跨省民宿订单占比近五成，跨省游复苏迹象已现。中央财经委员会办公室副主任尹艳林 12 月 24 日表示，“我国经济已挺过了最困难时刻”。往后看经济有望加速修复，为 A 股上行形成支撑。

表 1：疫情峰值有望提前到来

地区	疫情发展状态
山东青岛	当地正处于高峰来临前的快速传播阶段。
海南省	处于快速“爬坡”阶段，预计可能很快迎来高峰期。
江西省	第一波疫情将于 2023 年 1 月上旬达到感染高峰。
安徽省	预计大部分地区月底前达到疫情高峰。



四川成都	当前正经历一波疫情高峰。
广东广州	专家预测广州疫情将在 2023 年 1 月上旬达到高峰，广州正加强医疗资源储备，提升救治能力，全方位、多层面积极应对即将到来的疫情高峰。
浙江	据测算，浙江第一波疫情预计在明年 1 月中旬左右迎来高峰。12 月 24 日，浙江省省长王浩指出，该省疫情传播高峰预计会提前到达。
湖南	专家表示，湖南疫情高峰具体日期无法预测到哪一天，但据目前疫情发展情况来看，大约会在春节前后达到高峰。
河南郑州	根据调查预测，郑州疫情感染情况第一波阈值在 12 月 15 日，第二波阈值在 12 月 20 日，高峰时间则在 2023 年 1 月 15 日。
湖北宜昌	预计宜昌在明年 1 月上旬会迎来感染高峰，但不会出现 80%-90% 的感染率。

数据来源：券商中国、杭州日报，中航证券研究所整理

二、美联储加息或将放缓，北向资金有望持续涌入

美东时间 12 月 23 日周五，美国商务部公布的数据显示，美国 11 月 PCE 物价指数同比增长 5.5%，低于前值 6%，为连续第五个月放缓。剔除食品和能源价格的核心 PCE 物价指数 11 月同比增长 4.7%，低于前值 5%。美国通胀数据已经见顶并进入持续下滑区间，2023 年通胀压力有望进一步缓和。

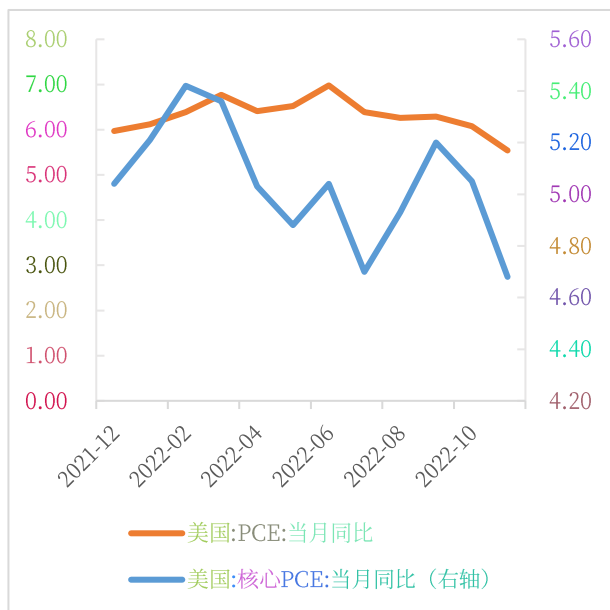
今年为抗击通胀，美联储采取了 40 年来最大力度的加息政策，全年累计加息 7 次共 425BP，利率的迅速抬升能够通过压低需求来控制通胀，代价是经济受损。目前美国消费者信心指数、制造业 PMI 等已经较高点明显回落，反映生产、消费逐步趋弱。随着美联储后续进一步抬升利率，明年美国经济下滑风险较大。国际货币基金组织（IMF）在最新经济展望中将 2023 年美国经济增速下调至 1.0%，经合组织（OECD）预测美国 2023 年增速为 0.5%。

美联储 12 月加息 50BP，加息幅度放缓，意味着美联储鹰派顶点已过，虽然美联储表示加息持续时间和终点利率水平可能高于预期，但目前市场对后续加息空间的预期并不高，5% 或将成为本轮加息的终点。我们认为明年随着美国通胀数据的进一步回落，以及经济衰退风险的逐步显现，美联储政策转向可能早于预期，逐步计价美联储转鸽将是明年资本市场的重要主线，外部流动性环境对风险资产将逐步从压制转向利好。

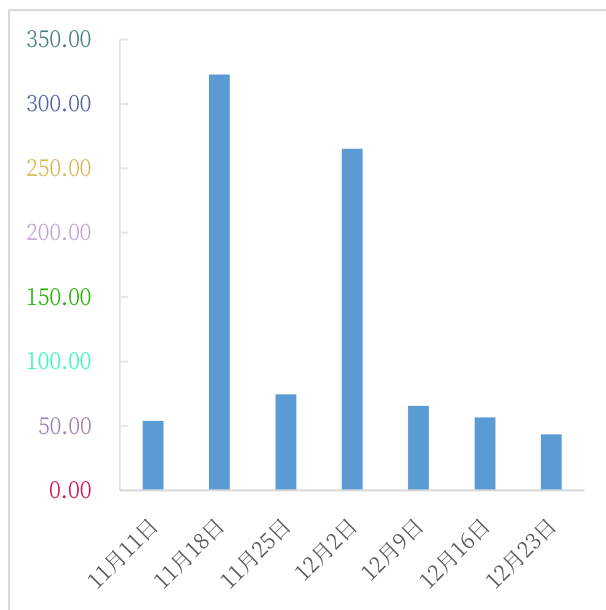
同时，明年美国经济大概率继续走弱，而我国复苏确定性较高，中美经济周期错位将推动全球比价视野下人民币资产配置吸引力增强，北向资金有望持续流入支撑 A 股上行。自 11 月起北向资金已连续 7 周保持净流入状态，本周大盘虽有明显回撤，但北向资金依然净流入，体现了外资对后市的信心。

图1 美国通胀数据拐点已现（单位：%）

图2 北向资金周度净流入金额（单位：亿元）



资料来源: Wind,中航证券研究所整理



资料来源: Wind,中航证券研究所整理

三、 近期监管部门加大对机构投资股票市场的支持力度

中央经济工作会议结束后,证监会指出要加快投资端改革,引导社保基金、保险基金、企业年金等各类中长期资金加大入市力度,推动养老金投资公募基金尽快形成市场规模。目前第三支柱个人养老金投资公募基金刚刚起步,预计明年将进入加速发展阶段,我们预计 2023 年或将为市场带来 700 亿资金。长期来看,个人养老金对 A 股带来的增量资金规模或将达到万亿级别。

此外,险资不断增大权益资产配置也有望为 A 股提供重要的长线增量资金。12 月 23 日,银保监会表示,将完善分级分类差异化监管措施,鼓励偿付能力充足、资产负债管理能力较强的保险公司加大股票等二级市场权益类资产投资。积极创造条件,探索保险资金长期稳定投资股票模式,充分发挥机构投资者作用,加大优质上市公司股票投资。银保监会数据显示,截至 2022 年 9 月末,保险资金投资于股票和证券投资基金的规模为 2.97 万亿元,仅占保险公司总资产 26.71 万亿元的 11.12%,距离监管规定的保险资金投资股票的上限 20%仍有较大距离,未来险资增配股市的空间充足。

总体而言,在监管部门对机构投资股票加大支持的背景下,机构增量资金有望对 A 股市场提供有力支撑,市场情绪或将加速修复

四、 较宽松的宏观流动性环境利好股市反弹

今年美债收益率随着美联储快速加息而大幅攀升,中美利差走向深度倒挂并驱动人民币之前大幅贬值,这对国内货币宽松形成了外部约束。明年美债收益率有望随着通胀和经济弱化而回落,而我国国债收益率有望随着信用扩张和经济进一步复苏而抬升,中美利差倒挂的状态有

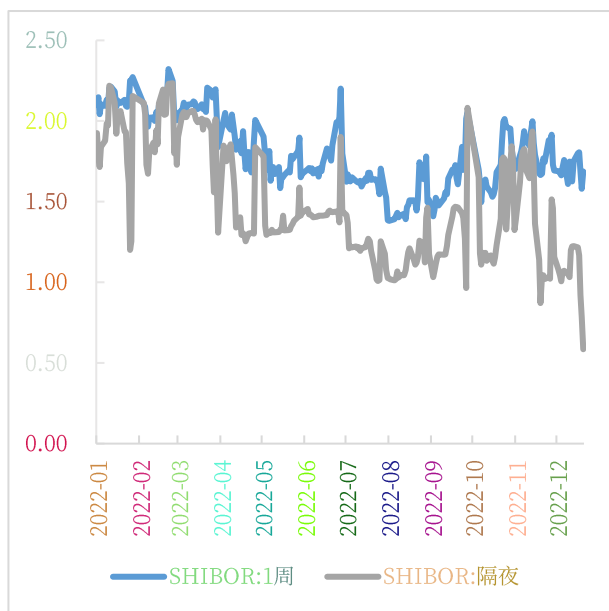


望持续收窄，人民币贬值压力有望明显缓解，这意味着明年国内货币政策的外部约束将明显降低，国内政策空间进一步打开。

人民银行副行长刘国强 12 月 17 日在“2022-2023 中国经济年会”上表示，就中央经济工作会议提出的货币政策要求而言，可概括为“总量要够、结构要准”，而总量要够，就是明年货币政策的力度不能小于今年。因此，为支持经济复苏，预计明年央行将继续降准降息及使用结构性工具进行定向流动性输送，宏观流动性有望维持合理充裕甚至进一步宽松，对股市形成利好。

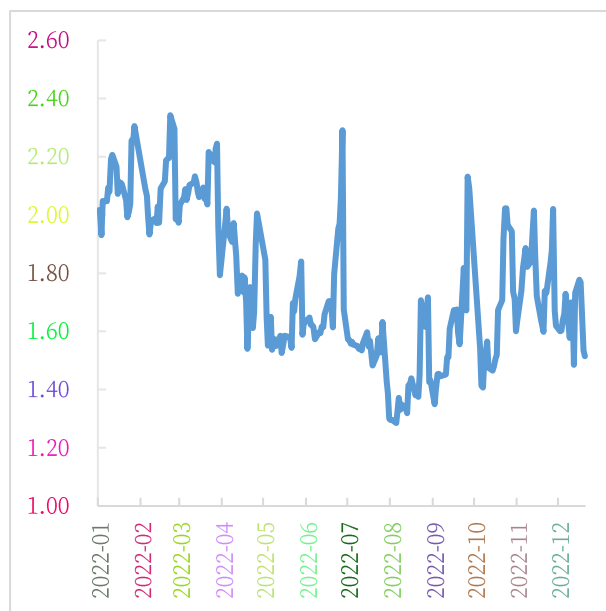
短期来看，为维持年末流动性平稳，本周央行公开市场持续加大逆回购操作。Wind 数据显示，自本周一 12 月 19 日开始，央行除每日常规 7 天逆回购投放外，大额增加 14 天逆回购投放，12 月 23 日进行 2030 亿元 14 天期逆回购操作。当前 SHIBOR 利率及 DR007 利率等货币市场利率明显低于逆回购招标利率，市场流动性较为充裕，利好股市上涨。

图3 隔夜及一周 SHIBOR 利率走势（单位：%）



资料来源：Wind,中航证券研究所整理

图4 DR007 利率走势（单位：%）



资料来源：Wind,中航证券研究所整理

五、 资金面有望持续改善，存量博弈僵局或被打破

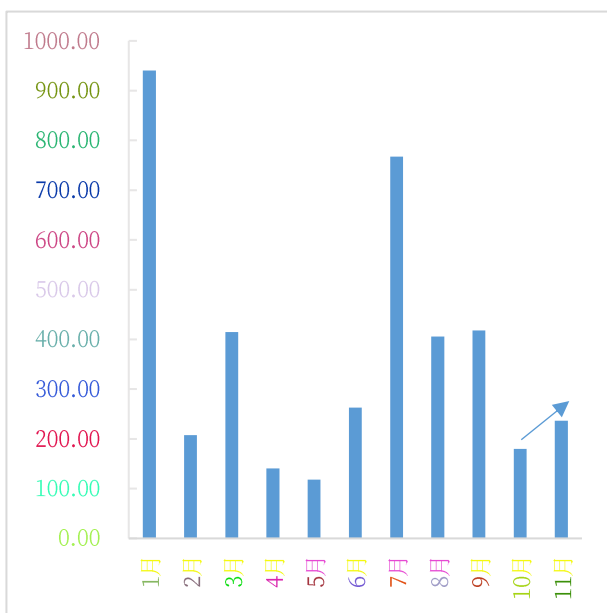
基金发行端已出现回暖，整体基金仓位也有望提升。基金发行情况体现了投资者的总体情绪，同时也是市场增量资金的重要来源，近期偏股型基金发行端已出现改善，按基金成立日计算，11 月股票型+混合型公募基金新发行 236.54 亿份，较 10 月的 179.83 亿份增长 31.53%。根据 Wind 数据估算，12 月前三周较 11 月前三周股票型+混合型公募基金新发行份额涨幅在 24.7%以上，12 月偏股型基金发行份额有望继续增加。

机构仓位方面，根据 Wind 估算，截至 12 月 22 日，公募基金中开放式基金的股票仓位已降至 62.30%，较 9 月初已下降 8.23%。根据过去五年历史数据统计，公募基金仓位触底后上证指数此后多随基金加仓出现反弹。目前，配置相对较为灵活的私募基金仓位已出现回升，

华润信托阳光私募股票多头平均仓位 11 月已明显回升，环比增加 9.64%。根据渠道调研，最近较多基金经理感染新冠，机构投资者操盘手“阳康”后资金操作或将更加活跃。

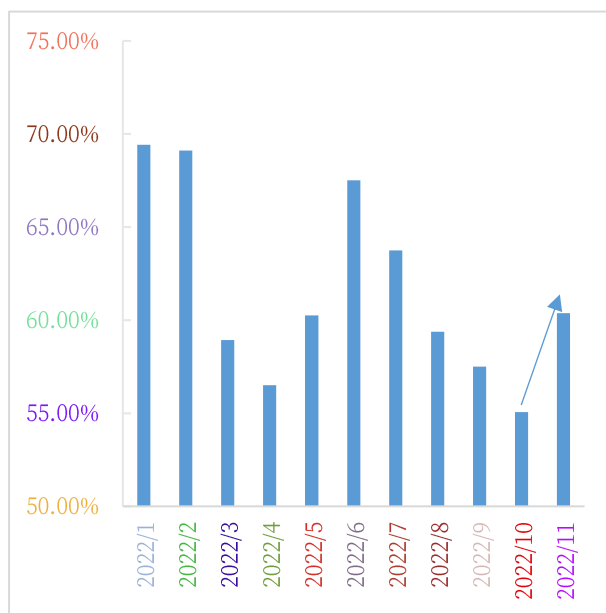
综上，后续公募基金发行和仓位均有望反弹，私募基金仓位也有望持续回升，资金存量博弈僵局有望被打破，形成市场上行动力。

图5 11 月股票型+混合型公募基金新发行份额已出现回升
(单位：亿份)



资料来源：Wind,中航证券研究所整理

图6 华润信托阳光私募股票多头平均仓位 (单位：%)



资料来源：华润信托官网,中航证券研究所整理

六、估值已调整到位，配置性价比已显现

横向来看当前股市相对债市吸引力较大，主要指数风险溢价已处于极值高位。从股债比价看，当前上证指数、沪深 300 ERP 已进入十年内极值区间，创业板指、科创 50ERP 已突破近十年正一倍标准差，意味着股票相对于债券的吸引力已经显现。随盈利修复预期企稳，或有更多资金由债券转向股市。

纵向观察过去十年数据，主要指数及大部分行业估值已调整至历史较低区间。截至 12 月 23 日，创业板指、上证指数、深证成指等主要指数估值均处于近十年历史较低分位。31 个申万一级行业中，74% 以上的行业处于近十年 50% 以下估值分位区间。市场整体估值已调整至低位，配置性价比已现。

综上，无论是横向比较还是纵向比较，目前 A 股估值均具有吸引力，当前位置介入机会大于风险。

图7 上证指数 ERP

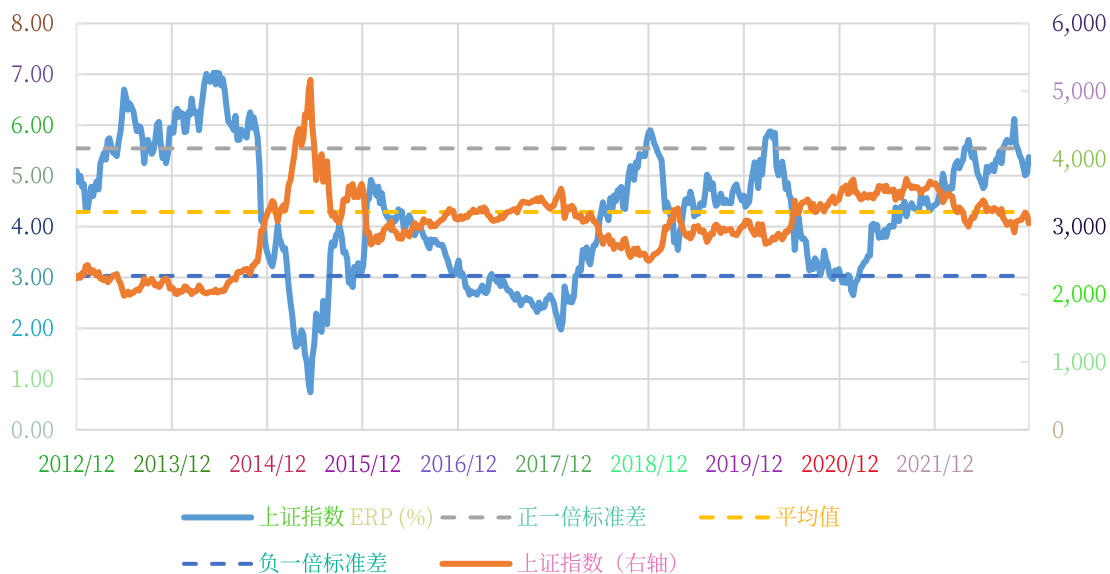
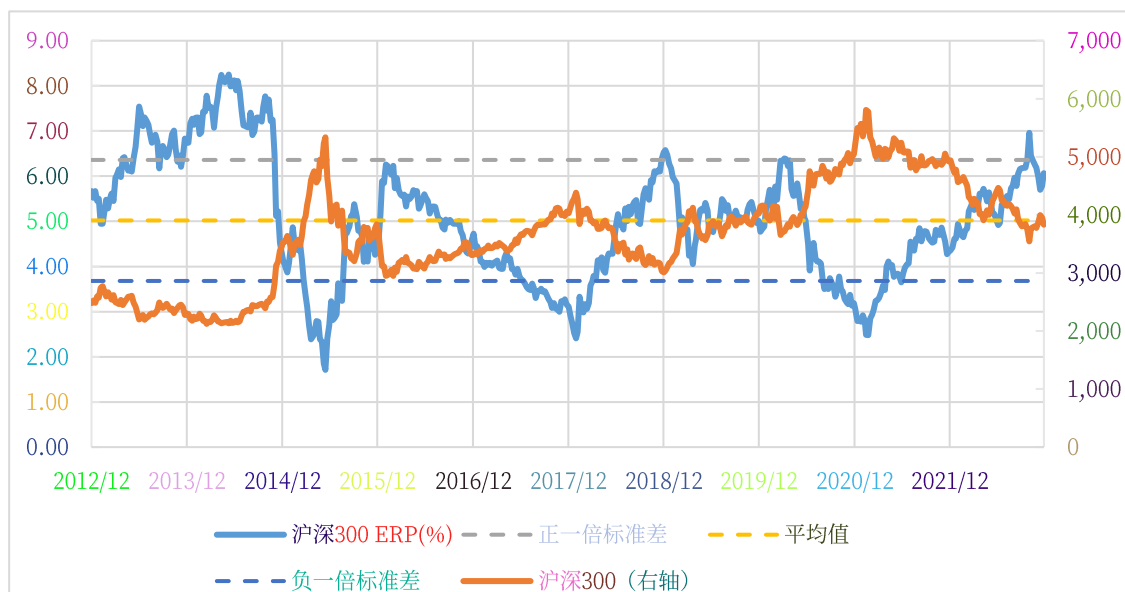


图8 沪深300 ERP



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50544

