

盘点2022年A股的“超预期”

摘要

所有人都说 2022 年是宏观大年，因为今年的宏观变数基本主导了大类资产的趋势性波动，A 股也不例外，甚至从趋势和幅度上来看，A 股今年是跟着宏观走的典型资产代表。因此，在 2022 年的末尾，我们试图复盘一下今年的 A 股“超预期”事件，以期在 2023 年所谓的“超预期”事件可以少一些。

回顾 2022 年的超预期事件，我们认为可以将这些事件归纳到两条逻辑线当中。根据现有信息，我们认为 2023 年以上两条逻辑线的演绎会比 2022 年更友好是相对确定的，但这个相对友好的程度存在较大的不确定性。也因此，我们在 2023 年度展望中的观点是：A 股在美联储终端利率在望和疫情放开、政策回归稳增长的状况下具备了走牛的基础，但是过程可能充满了曲折，需要通过路标跟踪来确定是否真的能够走出牛市。

A 股的趋势性行情还需要继续等待。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

王梦颖

投资咨询证号：Z0015429

wangmengying@nawaa.com

0571-81727107

一、行情回顾和分析

2022 年正式落下帷幕，以沪深 300 指数为衡量基准，A 股在全球股票市场中的表现中等偏下。

表 1.1 2022 年全球股票市场年度涨跌幅（%）

巴西 IBOVESPA 指数	4.69
印度 SENSEX30	4.37
英国富时 100	1.74
澳洲标普 200	-5.20
法国 CAC40	-8.10
道琼斯工业指数	-8.58
日经 225	-9.37
德国 DAX	-11.41
上证指数	-15.13
恒生指数	-15.46
标普 500	-19.24
沪深 300	-21.63
台湾加权指数	-22.40
韩国综合指数	-24.89
深证成指	-25.85
纳斯达克指数	-33.03
俄罗斯 RTS	-41.29

资料来源：Wind

所有人都说 2022 年是宏观大年，因为今年的宏观变数基本主导了大类资产的趋势性波动，A 股也不例外，甚至从趋势和幅度上来看，A 股今年是跟着宏观走的典型资产代表。因此，在 2022 年的末尾，我们试图复盘一下今年的 A 股“超预期”事件，以期在 2023 年所谓的“超预期”事件可以少一些。

回顾 2022 年，基本每个月都有至少一件超出市场预期的事件发生：

事件	具体事件
2022 年 1 月	美联储加息最强音+俄乌开战震惊全球
2022 年 2 月	俄乌冲突升级，全球避险情绪大幅升温，风险资产大跌
2022 年 3 月	布油冲上 140 美金，滞胀预期发酵，国内 2 月金融数据坍塌
2022 年 4 月	上海疫情封控
2022 年 6 月	FOMC 会议单次加息 75bp，创下 94 年以来最大幅度加息
2022 年 7 月	第九版疫情防控方案出炉，国内疫情出现反复，楼市断供潮发酵

2022 年 8 月	佩洛西窜访台湾
2022 年 10 月	二十大前后，疫情防控力度比预期更严
2022 年 11 月	二十条优化防疫措施公布+房地产第三只箭落地
2022 年 12 月	全国防疫完全放开

以上超预期事件，归根结底其实就是中外两条逻辑线：

1、美联储在国内通胀趋势逼迫下的快速加息，全球市场在疫情超级宽松政策下出现的资产“泡沫”被逐一刺破。从 2008 年次贷危机之后，美联储的加息一直是温和、有序的，全球市场也没有出现过所谓的高通胀问题，1970-1980 年代的高通胀历史离我们这代交易者过于遥远，我们缺乏应对强加息的经验，对加息结果的认知是不足的。

2、国内经济的三驾马车跑在我们没见过的路径上。首先是出口，在 2005-2007 年的净出口顶峰之后，那么多年国内的净出口对 GDP 的贡献度逐渐缩小，但这一情况在疫情后出现了逆转，而在 2022 年净出口回落速度是明显慢于市场预期的。其次是投资，投资的问题出在房地产上，楼市出清的影响比我们想象中的更复杂，而且房地产过去即使一再被调控，也总像是“打不死的小强”，但今年显然情况很不一样，即使大家心中是有所预期的，但幅度可能超出了市场大部分人的预计。最后是消费，虽然疫情后的消费一直不振，但在 2022 年初应该很少有人能够预计到在疫情的第三年，防疫政策对经济的负面影响会比 2020 年更大，更想不到的是，我们放开疫情管控的时间和速度也是超预期的，但无论是更严的防疫，还是防疫的放开，到目前为止，受伤害最严重的依然是消费。因此，三驾马车中唯有净出口的分析还能套用此前的分析范式，投资和消费以过去的分析范式已经很难出给相对靠谱的预期，这也是为什么现阶段的 A 股踌躇不前，因为大家都在走一步看一步。

根据现有信息，我们认为 2023 年以上两条逻辑线的演绎会比 2022 年更友好是相对确定的，但这个相对友好的程度存在较大的不确定性。也因此，我们在 2023 年度展望中的观点是：A 股在美联储终端利率在望和疫情放开、政策回归稳增长的状况下具备了走牛的基础，但是过程可能充满了曲折，需要通过路标跟踪来确定是否真的能够走出牛市。

本来我们预计疫情完全放开后，经济在疫情高峰冲击后有望恢复到一个更健康的水平，但从现阶段国内的疫情变化状况来看，这个结果的不确定性在增加：一方面感染后劳动力的恢复时间比预期的更久，这不仅影响到流通环节的运力，也影响生产和消费的能力；另一方面人们为了防止再次感染，可能会降低出行、消费的频次，也可能会增加“防御性储蓄”来应对不确定性，从而导致消费的复苏比预期的更慢，最终的恢复水平比预期的更低。从这几天国新办关于疫情的发布会上，可以看到群众对于疫情放开是否太快、新毒株的可能性、和超额死亡率的关注度很高，这说明在亲身经历疫情后，大家对于将新冠简单流感化是存疑的，那么这就有可能导致大家在未来消费、储蓄行为上的改变，除非后面证实新冠确实可以流感化。

我们认为元旦后是观察经济恢复的第一个时间窗口，而春节期间由于人员的大幅流动，大概率会成为检验二次感染率的时间窗口。春节后，如果人群的二次感染率没有超预期，那么节后一个月左右的经济恢复才对后续经济增长具备参考意义。简而言之，A 股的趋势性行情还需要继续等待。

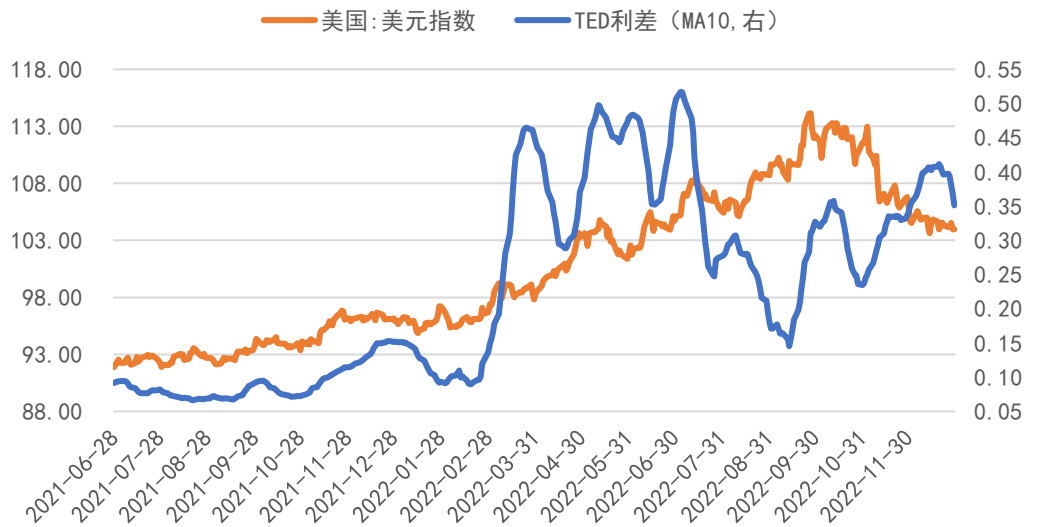
二、策略推荐及跟踪

在非空仓的状态下，维持观望，直至确定疫情后经济的恢复状况再做打算。

三、一周趣图

TED 利差近期有所回落，美元指数同步走低。

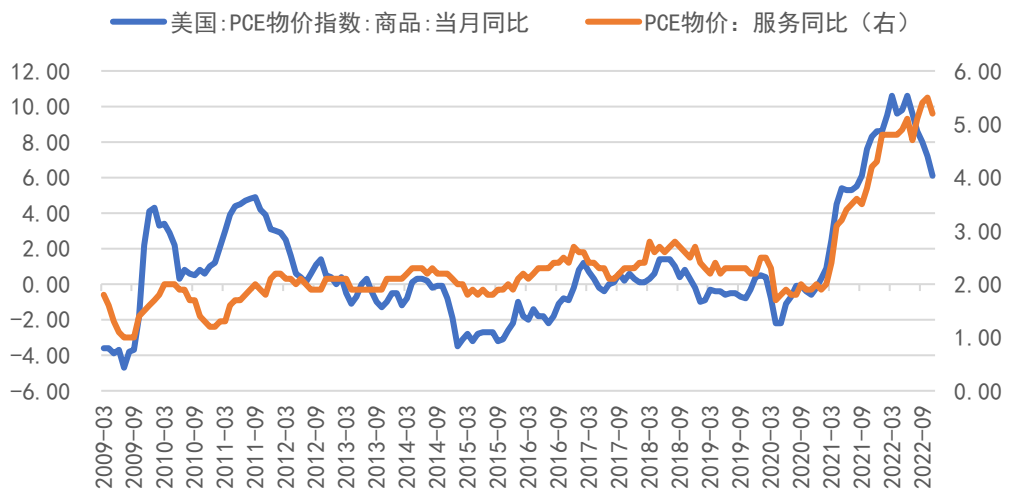
图 3.1 美元指数 VS. Ted 利差



资料来源: ifind 南华研究

美国 PCE 物价指数中的商品分项回落明显，服务项仍在高位。

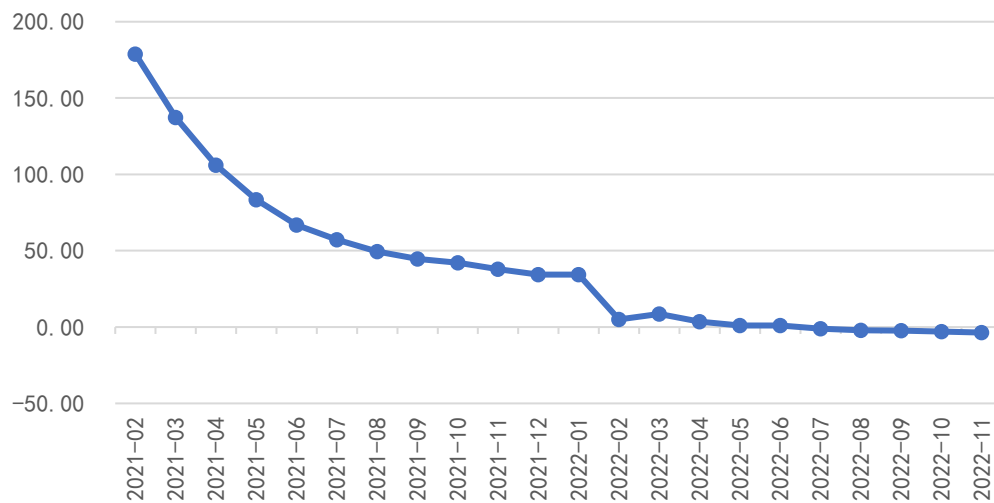
图 3.2 美国 PCE 物价指数细分项 (%)



资料来源: ifind 南华研究

规模以上工业企业利润总额同比增速持续走低。

图 3.3 规模以上工业企业利润总额累计同比 (%)



资料来源: ifind 南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点