

上证50还有多少空间？

摘要

从 2022 年 10 月底至今，大盘从 2800 回到了 3200 点，这轮行情的龙头指数上证 50 在元旦一周后正式突破并站稳 2700 点，从技术分析角度看，大概率标志着 A 股新一轮上涨行情确立。

我们接下来需要思考的问题是：此轮行情的龙头指数上证 50 现阶段还有多少上涨空间？

我们从最近很火的一个形容词“强预期、弱现实”出发来思考 A 股后续的上涨空间。经过分析，我们发现 A 股的强预期有两个重要的基石，且目前基石靠牢，因此短期多头趋势无虞。龙头指数上证 50 下一个目标位有望挑战 3000 点，距离当前位置仍有 8% 左右的空间。

策略角度，此前我们的建议是不要空仓，现在我们的建议是在此前非空仓的基础上加大配置力度。品种方面，仍旧优选 IH 和 IF，IC 和 IM 跟随上涨的迹象明显，上涨幅度不如 IH 和 IF。

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

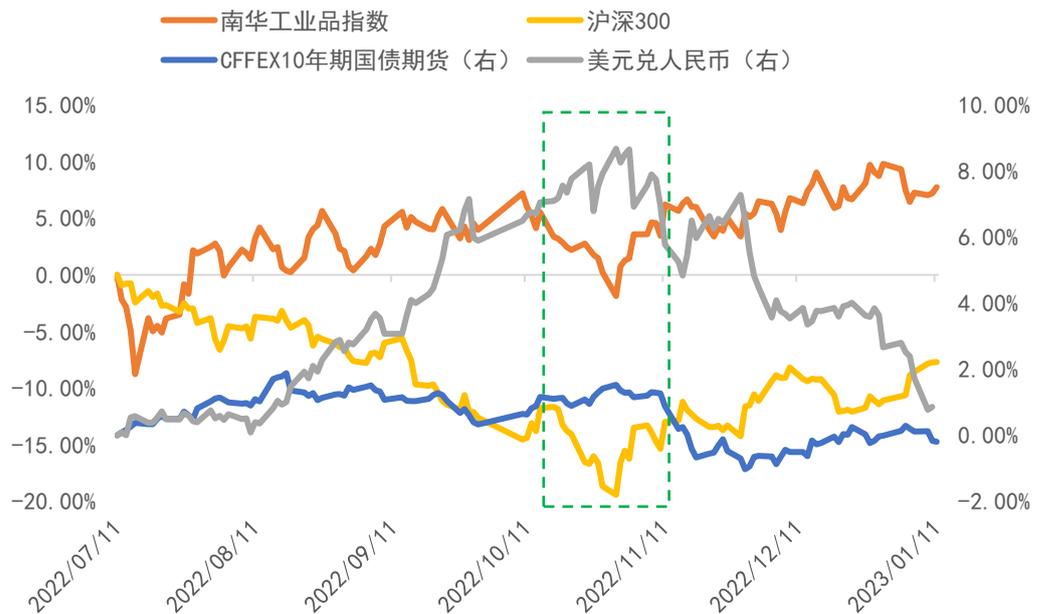
一、行情回顾和分析

从 2022 年 10 月底至今，大盘从 2800 回到了 3200 点，这轮行情的龙头指数上证 50 在元旦一周后正式突破并站稳 2700 点，从技术分析角度看，大概率标志着 A 股新一轮上涨行情确立。元旦后，人民币汇率一路高升，一路从 6.9 升值到 6.7，而从上周四开始，十年期国债期货从 12 月初开始的超跌反弹告一段落，价格重新拐头向下。人民币三大资产股债汇这般波动的背后是同一个逻辑，即市场对中国经济的预期向好。

当前的市场情绪无疑是积极的，在这种状况下短期股票市场的多头力量明显占据优势，那么我们接下来需要思考的问题是：**此轮行情的龙头指数上证 50 现阶段还有多少上涨空间？**

最近市场上很火的一个形容词是“强预期、弱现实”，指的是最近 A 股在对未来经济定价时，隐含了非常乐观的预期，但现实状况是经济仍旧十分疲软，但大部分人觉得问题不大，因为股票作为经济的晴雨表，领先现实经济也无可厚非。很多人纠结于强预期和弱现实的组合是否合理，但我们关注的重点是**为什么预期突然间变强了？**毕竟整个 2022 年，尤其是 2022 年下半年市场对国内经济的预期是偏弱的。我们相信只有明白预期突然变强的原因，才能推演“强预期”状态能够持续的时间。

图 1.1 大类资产近半年表现（以 22/7/11 日为基准的百分比变化）

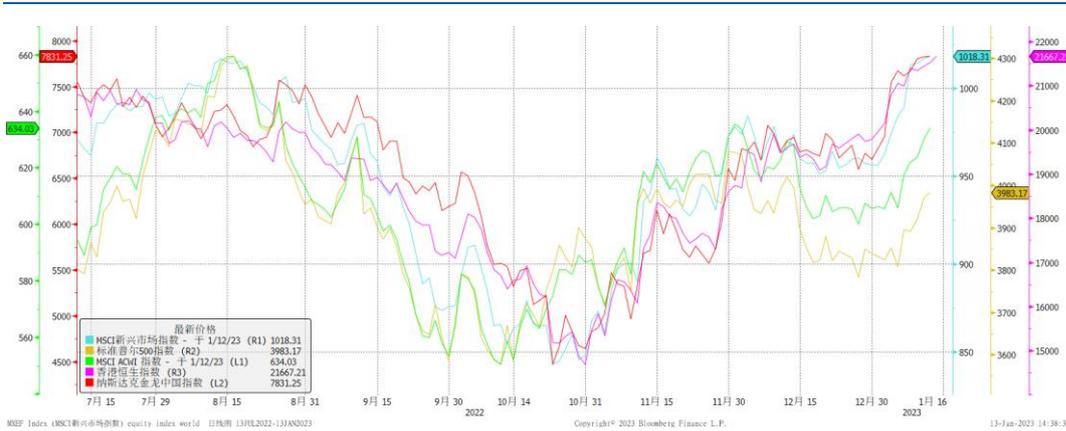


资料来源：Wind

从中国资产来看，A 股、南华工业品指数、十年期国债期货和人民币汇率四大资产在 2022 年 10 月底-11 月初同步出现趋势逆转。而其他股票市场指数，诸如标普 500、恒生指数、纳斯达克中国金龙指数，以及 MSCI 新兴市场 and 全球市场指数也在同一时间出现了趋势逆转（如图 1.2 所示），更重要的是美元指数、美债利率、黄金和铜的价格也

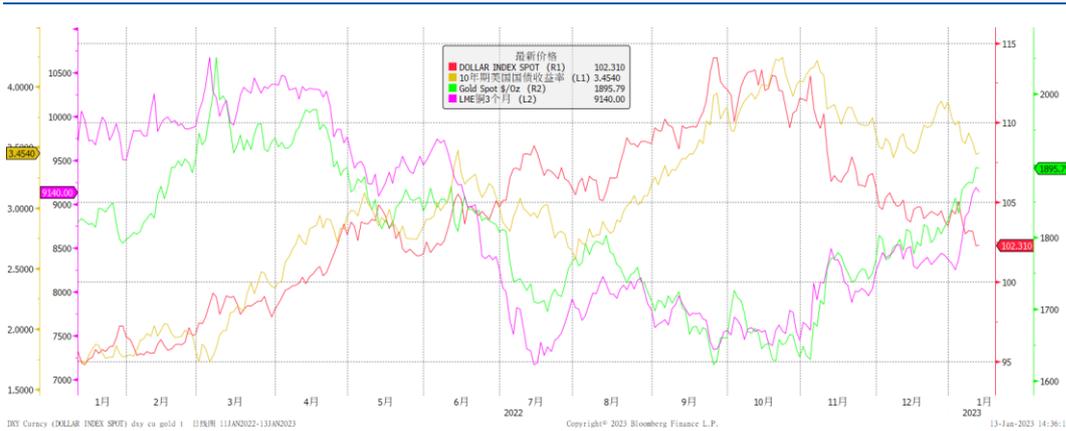
差不多在这一时间点出现了筑顶/筑底的走法（如图 1.3 所示）。

图 1.2 其他股票市场指数



资料来源：Bloomberg

图 1.3 美元、美债、黄金和铜走势



资料来源：Bloomberg

现在回头看,2022年10月底-11月初是全球大类资产走势出现转折的共同时间点。这背后必然是全球宏观层面出现了转折性的变化。

我们认为在2022年10月下旬,美联储12月加息节奏放缓消息对全球大类资产的影响比中国二十大完美落幕带来的影响更大。如果仔细的去看各大资产在顶部/底部的表现,会发现诸如黄金、铜、美股的最低点出现时间在10月中旬,恰好在美联储9月会议纪要公布之后,而中国的大类资产的拐点则会延后一些,出现在10月底-11月初。在10月下旬,国内最重要的宏观事件就是二十大的落幕,以及一行两会同日发声维稳国内股债汇楼市,到11月初国内公布优化防控工作的二十条措施的时候,其实沪深300指数已经从最低点反弹了5%左右了。

因此,我们认为推动全球大类资产出现趋势性拐头的核心因素是美联储加息政策的变化,它决定了全球市场最底层的风险偏好,随着美联储加息节奏的放缓和此轮加息终端利率的在望,市场风险偏好明显改善,风险资产受益明显。这是国内风险资产预期由弱转强的第一个基石,而国内政策导向的变化则是强化预期的第二个基石。因此,只要美联储此轮加息终端利率变化不大以及国内政策锚定稳增长,那么“强预期”的状况就

可以持续下去。

A 股将是“强预期”下最为受益的资产，只要强预期持续，A 股的多头趋势力量就会存在明显的优势，龙头指数上证 50 的上涨基础也会比较牢靠。当多头渐成趋势时，所谓的压力位就再也不是问题。在之前的周报中我们提过上证 50 指数在突破 2700 点后，会在 2750 点附近再次受到压制，但目前市场情绪乐观，**2750 这个压力位引发的调整基本在盘内进行了消化，指数继续突破上行的概率更大，下一个目标位可以关注 3000 点。**

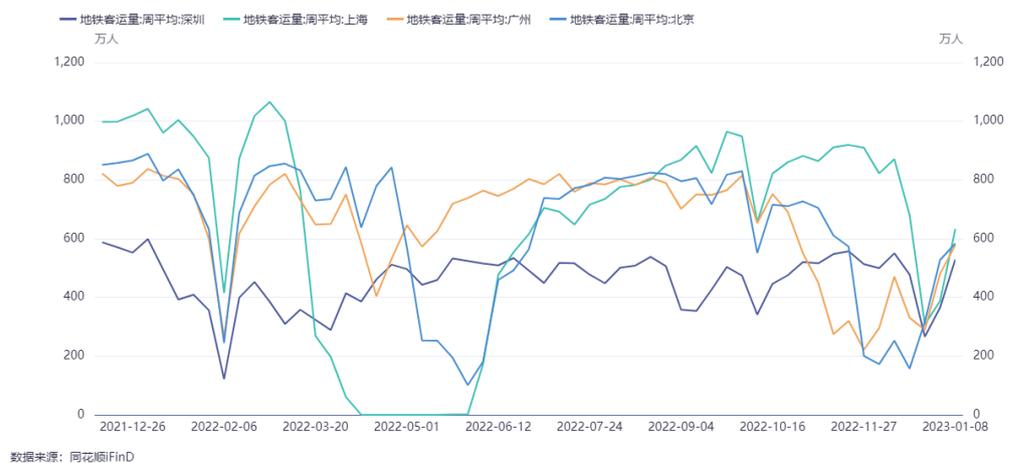
风险点在哪呢？

第一、强预期基石的动摇。

强预期的第一个基石，以现阶段的信息来看，短期无虞。美国 2023 年 2 月 FOMC 会议前最重要的数据之一美国 CPI 于本周公布。美国 12 月 CPI 录得 6.5%，连续六个月下滑，环比增速为两年半来首次环比下降，下降了 0.1%。市场最关注的两个 CPI 分项，能源同比增速从上个月的 13.10% 下滑至 7.3%；房屋分项同比增速继续走高，从 7.8% 上升至 8.1%。简单来说，这次 CPI 的结果和鲍威尔最新讲话中的分析是一致的，商品分项通胀回落明显，服务分项的通胀更具粘性。12 月 CPI 结果更利于美联储后续加息速度的放缓，明年 2 月 FOMC 会议上加息 25bp 的概率越来越大。隔夜美元大跌、美股回升、美债利率下行，全球市场风险偏好继续走高。

强预期的第二个基石主要看国内疫情感染高峰后的经济恢复和政策发力状况。疫情高峰后主要城市的出行恢复状况比预期的好，如图 1.4 所示，因此现阶段市场并不太担心疫情放开对经济的拖累，至于春节是否会造成二次感染再次导致经济活动的下行，从当前盘面看市场对此的观点是：概率较低。

图 1.4 北上广深地铁客运量状况



资料来源：Ifind

与此同时，国内政策持续发力的迹象太明显了。元旦后，从各部委讲话和实际落地的事件来看，我们认为有两则消息值得注意。一则是关于平台经济整顿，元旦前新闻报道重庆银保监局官网显示已经批复通过重庆蚂蚁消费金融公司的增资方案，元旦后一周

马云退出蚂蚁集团实控人消息刷屏，蚂蚁集团和阿里巴巴集团的隔离也得到了进一步的强化。1月7日，央行党委书记、银保监会主席郭树清称“14家平台企业金融业务专项整治已经基本完成，少数遗留问题也正在抓紧解决”，至此，我们认为平台经济整顿给股票市场带来的风险偏好抑制将逐渐消散。同时，从2022年底开始的平台经济对经济重要性的喊话到当前平台经济整顿基本官宣结束，表明了顶层对经济增长的强烈诉求。

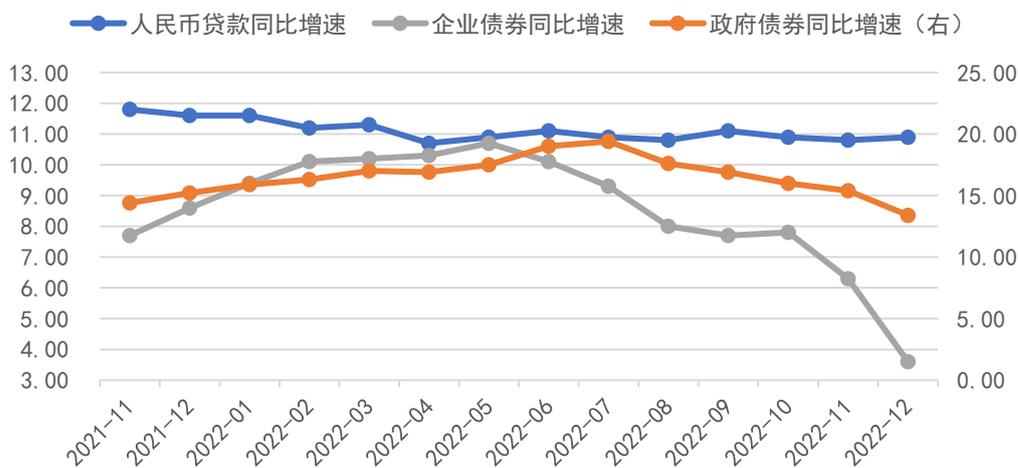
另一则消息关于楼市，1月5号央行、银保监会宣布建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。这则消息表明稳地产的手段从此前的改善房企融资困难，拓展至提振楼市销售上。同时，1月13号媒体报道有关部门起草了《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，拟重点推进21项工作任务，引导优质房企资产负债表回归安全区间，推动行业向新发展模式平稳过渡。这些事件和郭树清在讲话中提到的“以保交楼为切入点，以改善优质头部房企资产负债表为重点，促进房地产业平稳健康发展，逐步推动房地产业向新发展模式过渡”是相契合的。

我们在2023年度展望中提到的今年三大关注要点是：疫情、地产和大宗商品价格。截至目前为止，疫情和地产的演绎状况都是不错的，并且政策发力的积极性也比2021年下半年更为积极，因此，我们认为支撑A股强预期的第二块基石相当牢靠。

第二，强预期和弱现实的脱钩过大，引发预期调整。

国内的弱现实是什么样？从领先指标社融来看，2022年10月-12月在弱预期和疫情放开的扰动下，社融存量同比增速连续下滑，最新录得9.6%，跌破两位数，创下历史新低。人民币贷款、政府债券发行和企业债券发行是社融的三大组成部分，三者合计占比超过88%。2022年12月，政府债券融资和企业债融资增速继续大幅下滑，拖累社融表现。

图 1.5 社融三大组成部分融资增速状况

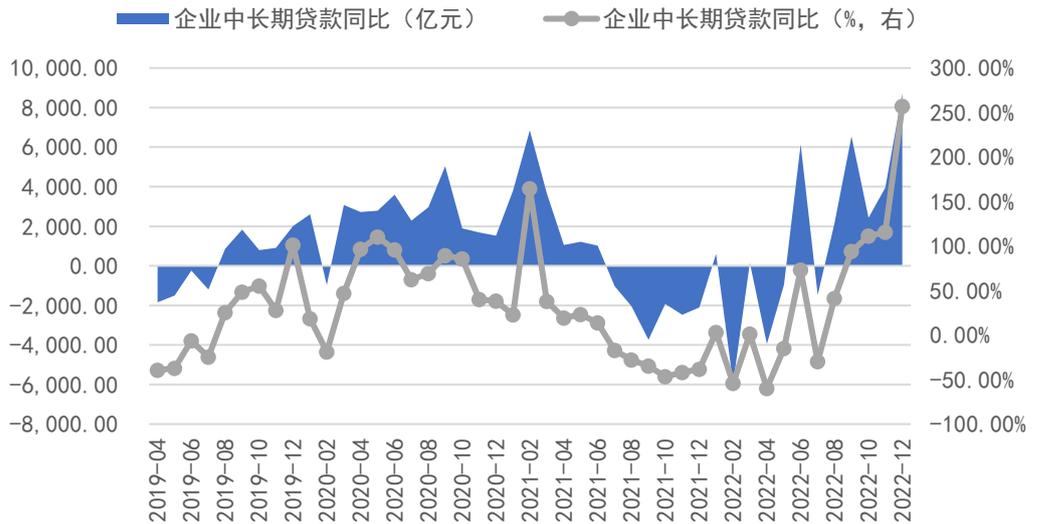


资料来源：Iifind

人民币贷款当中，居民贷款维持此前的下行趋势，但企业中长期贷款增量明显。企业中长期贷款出现明显的增加被视为是企业对未来经济预期改善的标志，2022年9月

开始，企业中长期贷款就出现了持续改善的状况，12月的放量增长强化了这一指标的积极意义。从社融细分项数据结果来看，我们认为企业对未来经济预期的改善得到了数据的支持，但同时整体经济要持续改善需要依赖更多政策发力的迹象也非常明显，无论是政府债券融资、企业债券融资以及企业中长期贷款的变化足以证明政策托底对经济企稳的重要性。

图 1.6 企业中长期贷款同比增速状况



资料来源：Iifind

盘面又是如何表现的？其实如果细心观察大家可以发现，11月的经济数据披露后盘面已经基本不做反应，而当前12月经济数据披露后盘面也反应有限。甚至1月13号12月进出口数据公布后，市场无视其低于预期的结果，行情持续上扬。

市场对弱现实有了充分的预期，而当前盘面的多头情绪其实交易的可能是2023年春节后，甚至是3-4月的现实状况，或者说是疫情感染高峰后的经济恢复状况。因此，即使当前盘面在交易强预期，但这一轮预期的现实验证最早也要到春节后才能见分晓，在此之前，经济数据的偏弱不会给盘面带来特别大的影响，甚至还会强化政策加码的预期，利好多头，这是牛市气氛下典型的数据解读方式。

总结一下，我们认为当前A股“强预期”的基石牢靠，龙头指数上证50下一个目标位有望挑战3000点，距离当前位置仍有8%左右的空间。

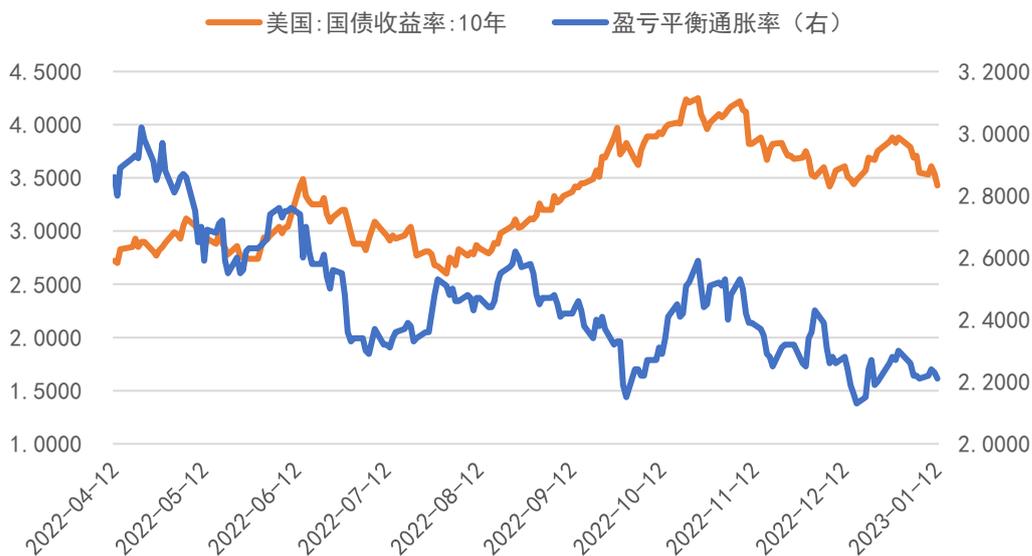
二、策略推荐及跟踪

国内疫情恢复速度超预期，美国加息节奏放缓概率增大，因此，多头趋势越发稳健。从基本面角度分析，中外大的变数暂时都尘埃落定，是时候增加多头配置仓位了。此前我们的建议是不要空仓，现在我们的建议是在此前非空仓的基础上加大配置力度。品种方面，仍旧优选IH和IF，IC和IM跟随上涨的迹象明显，上涨幅度不如IH和IF。

三、 一周趣图

此轮，通胀预期领先美债收益率见顶。

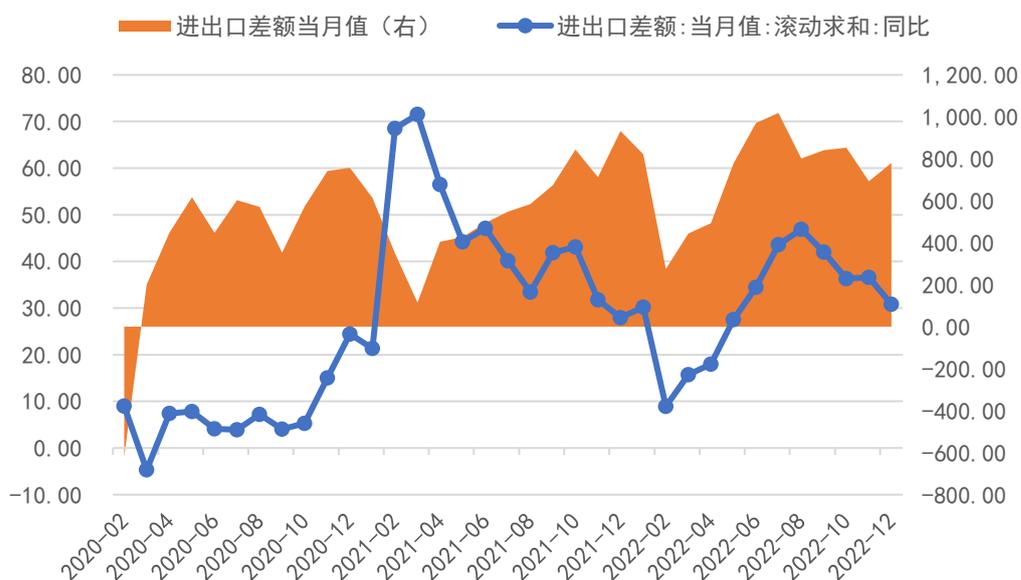
图 3.1 美债收益率和通胀预期 (%)



资料来源：ifind 南华研究

中国净出口持续回落的趋势继续确认。

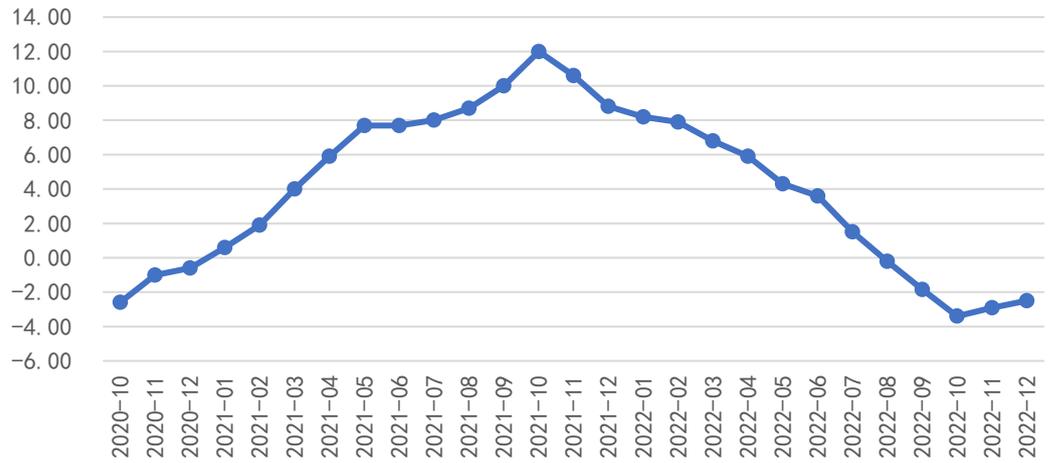
图 3.2 中国进出口差额变化（滚动 12 个月求和）



资料来源：ifind 南华研究

12月，中国PPI和CPI的剪刀差连续第二个月出现拐头。

图 3.3 中国 PPI-CPI 剪刀差 (%)



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，但我公司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