

经过11月的反弹，十二月市场迎来调整，尤其创业板指数，整体走势偏弱；上证综指上旬围绕3200点震荡，进入下旬出现调整，接近3000点时再次展开反弹。截止12月30日，三大指数月线均收阴。从成交量来看，12月市场成交量较上月出现明显萎缩。行业板块方面，受疫情政策调整影响，酒店及餐饮、景点旅游走势偏强；赛道股调整幅度较大。对于即将到来的2023年，市场又会如何？

回顾2022年，与景气投资盛行的2021年相比较，出现了明显的不同。今年以来，在部分行业和部分时间里，景气投资似乎陷入了困局。年初至今股价涨幅排在前10的行业中，预期困境反转（实际利润增速很差）的行业相对比较多，而涨幅排在靠后的行业中，电新、军工、有色、医药属于利润增速相对比较快的板块。这些相对高增速的板块，除去5-8月有一波较为持续的超额收益以外，其他时间都比较痛苦。

景气投资之所以遇到麻烦，**机构认为更多可能要归因于今年经济深度衰退的环境**：一方面，当总需求很差的情况下，高增长和高景气的板块本来就很少，今年前三季度有超过一半的行业净利润负增长，同时净利润增速超过30%的一级行业只有5个，如果考虑到Q4的情况可能会更加惨烈。另一方面，**这种经济环境下，即便有一些板块当期增速仍然很高，但由于市场担心经济硬着陆的风险而导致后续所有行业的基本面泥沙俱下**，短期高增长的持续性并不值得信赖。因此，这也解释了今年在高增长比较稀缺的情况下，为何困境反转的板块整体表现更好。

除了景气投资受阻外，今年市场的另一种景象是极致的风格摇摆。尤其四季度以来的几个月，市场风格出现了剧烈的轮动和转换。先是10月计算机板块大涨17%，食品饮料大跌22%，相差接近40%。再是11月房地产板块大涨26%，军工板块下跌6%，又相差超过30%。到12月餐饮酒店大涨28%，贵金属下跌9.74%，相差也是接近40%。复盘2009年以来的数据，连续几个月出现单月涨跌幅裂口超过30%的，也只有4次，分别是13年9月-10月、14年11月-15年1月、15年5月-6月、21年7月-9月。并且，这4次都发生在板块大幅度上涨之后，同时伴随了风格的剧烈摇摆。

可见，目前在Q4发生的风格剧烈摇摆，在历史上来说，都是比较罕见的。并且与前几次不同的是，这一次是发生在市场大跌和相对底部的位置。

对于2023年风格会如何演绎？何时能走出风格的趋势？

机构认为，首先，历史上，任何风格趋势的形成，都有赖于持续的基本面推动。在没有基本面驱动的情况下，一类风格和板块很难持续依赖于政策和逻辑上涨。其次，复盘历史上每年的情况，风格趋势和板块趋势的形成，大多要在5月左右开始。展望2023年Q1，在基本面层面缺乏有力支撑的情况下（一方面中美库存周期的位置依然较高，内生动能和外部需求都相对一般，另一方面，全国疫情达峰可能对需求和生产端还有暂时的影响），**市场风格仍然很难形成趋势，预计还是会以政策指引的轮动为主。**

从资金层面判断，机构对于 2023 年整体偏乐观。回顾今年，自年初以来资金从增量博弈走向存量博弈，合计净流出超 2.33 万亿元。首先，公募基金发行遇冷，1-11 月偏股基金净流入 1770 亿份，远低于 2021 年全年 1.44 万亿份的净流入规模。再者，外资流入节奏远低于往年，截至 12 月 25 日年内累计净流入 871.19 亿元。此外私募基金、险资、信托与保险等机构资金净流出导致市场微观资金面不佳，新增个人投资者入场速度放缓，截至 11 月末融资净流出 2477 亿元。

对于 2023 年市场资金情况，**机构认为，伴随美联储激进加息减缓，国内宏观经济与盈利回温带动市场摆脱资金困境，A 股有望迎来近 8000 亿元的增量资金，故而市场有望重回增量博弈。**其中：

- 1) 公募基金：公募基金份额变动规模与产品回报存在较高相关性，预计偏股基金带来的资金净增量将达到 8000 亿元，股票型 ETF 基金扩容 3000 亿元。
- 2) 私募基金：私募证券基金规模变化较公募波动更大，今年净流出 5600 亿元规模有望回流。
- 3) 外资：人民币贬值压力减轻，A 股对外资的吸引力将增强，预计北向资金净流入规模回归 2018-2022 年均值水平，即净流入约 2700 亿元。
- 4) 险资：若险资运用余额保持今年约 9%增速不变，假设 2023 年险资配置股票比例达到近年均值 12.67%，则带来资金增量规模超 4900 亿元。
- 5) 银行理财：假设理财产品存续余额增长 10%，权益投资比例不变，预计将带来 900 亿元的增量空间。
- 6) 社保&养老金体系：假设社保基金资产规模保持 3.3%增速不变，持股比例从当前 24.78%进一步上升至 26%左右，则会给 A 股带来 650 亿元的增量资金；企业年金运作规模若保持 10%规模增速不变则有望带来 120 亿左右的增量。个人养老金产品也有望带来约 105 亿增量资金。
- 7) 杠杆资金：参考 2019 年相比起 2018 年融资净买入大幅回流且流出与流入规模相匹配，2023 年融资净流入有望达到 2500 亿元左右。
- 8) 散户资金：假设客户交易结算资金余额保持 14%的全年增速，相比今年末预估余额增加 3100 亿元。
- 9) 股权融资：2023 年 IPO 规模若保持当前约 9%的增速预计回升至 6400 亿元，再融资用近三年平均规模测算预计达到 1.13 万亿元。
- 10) 产业资本减持：预计全年解禁市值将达到 4.14 万亿元，按净减持规模占解禁规模约 9%的比例测算，明年产业资本净减持规模预计将达到 3700 亿元以上。

从财政货币政策判断，机构预计在国内外各种因素共同作用下，我国财政政策总基调仍旧保持积极。财政政策将继续保持前置发力特征，财政支出进度依旧偏快。财政赤字率或将升至 3.2%，具体规模方面，预计 2023 年赤字规模目标为 3.98 万亿。进一步结合中央、地方财政赤字占比来

看，考虑到中央政府加杠杆空间相对更大，明年中央赤字占比或达到 82%左右，预计明年中央财政赤字规模 3.26 万亿，地方财政赤字规模 7200 亿元，相应的明年国债净融资规模和地方政府一般债新增规模分别为 3.26 万亿和 7200 亿元。专项债方面，预计 2023 年地方专项债新增规模增量有限，或将与 2022 年持平，即新增专项债发行 41500 亿元。

货币供应方面，机构表示，考虑到明年货币政策或更重视为财政资金投放提供稳定的货币环境，总量宽松可能性仍较大。从总量工具来看，预计货币政策仍将维持充裕的流动性和低利率环境。一是继续维持公开市场精细化操作，通过 OMO、MLF 等工具向市场投放流动性。二是通过降准释放流动性。为满足市场流动性需求，保持流动性合理充裕状态，明年存款准备金率仍存在进一步下调的必要。但考虑到目前银行体系加权平均存款准备金率为 7.8%，距离以往最低水平 6.0% 已不足 2 个百分点，预计今后人民银行降准操作将较为克制，下调 0.25 个百分点的操作幅度可能会是常态。价格层面，若明年通胀不构成掣肘货币政策选择的因素，出于稳增长支持实体经济发展的初衷，降息操作仍有空间。

图 1：2022 年 12 月 A 股主要指数涨跌幅



图 2：2022 年 12 月行业板块指数涨跌幅

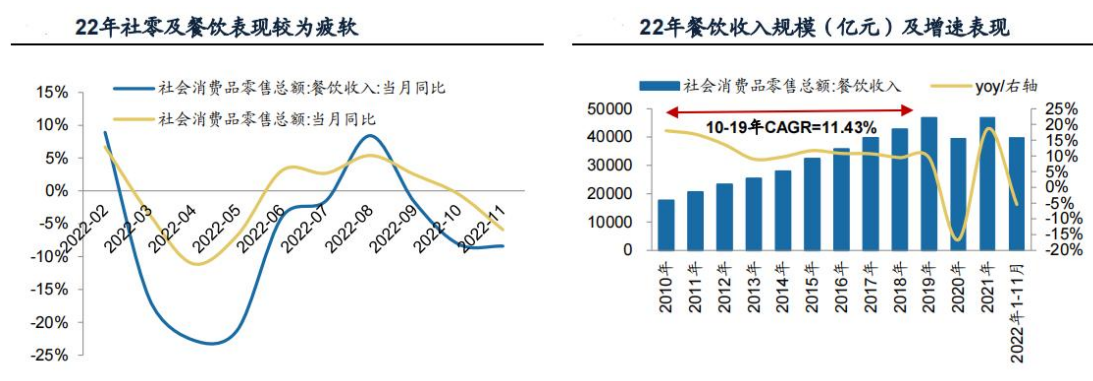


12 月 A 股市场先扬后抑，除上证 50 和沪深 300 以及创业板指数小幅上涨以外，各宽基指数均有所回落。截至 12 月 30 日，以中证 500 和中证 1000 为代表的中小盘股跌幅相对较大，月跌

幅分别为 4.74%和 4.68%。行业表现来看，以食品饮料、美容护理和社会服务为代表的大消费板块受到市场关注，涨幅居前，月涨幅均超过 5%，尤其细分行业住宿餐饮，涨幅超过 30%。

根据国家统计局数据，2022 年我国社会消费品零售总额同比增长较为疲软，2022 年 1-11 月累计同比下滑 5.90%。其中餐饮行业需求在新冠肺炎感染人数增加期间下滑尤为明显：2022 年 3-5 月餐饮行业收入同比分别下滑 16.38%/22.70%/21.10%，截止 11 月，餐饮行业收入累计同比下滑 5.40%。

图 3：2022 年社零及餐饮表现



来源：机构研究

从以上数据可以明显看出，住宿餐饮这个行业受疫情影响比较严重，所以疫情政策的调整，对这个行业来说是很关键的变量。

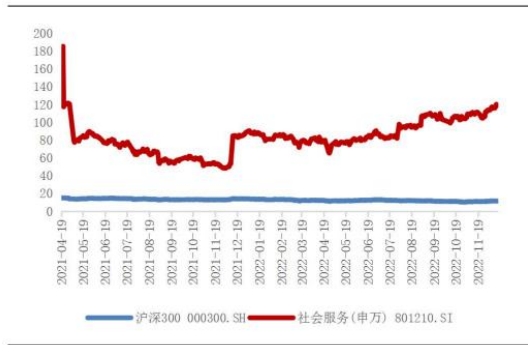
政策发力扩大内需，带动文旅产品、免税消费、餐饮等回暖。日前，国务院引发《扩大内需战略规划纲要》，其中提到：1）扩大文旅消费、大力发展度假休闲旅游，增加优势旅游产品供给、发展个性化、定制化旅游服务，培育海岛、邮轮、低空、沙漠等多样旅游业态，释放通用航空消费潜力。2）促进免税业健康有序发展，加强同国际标准接轨、增加中高端消费品国内供应，继续推进海南国际旅游消费中心建设。3）提高吃穿等基本消费品质，倡导健康饮食结构、促进餐饮业健康发展。目前随着国内疫情防控政策持续优化调整，居民出行障碍相继移除，各省市陆续恢复跨省游、机+酒产品。OTA 平台显示，元旦跨年、新春出游产品预订量持续攀升，城市周边短途游、中上线特色线路产品预订情况可观。

机构认为，目前餐饮消费场景和消费信心得到明显边际改善、消费者堂食限制取消、叠加岁末年初节日朋友聚会、家庭聚餐推动，有望带动行业率先企稳回升。

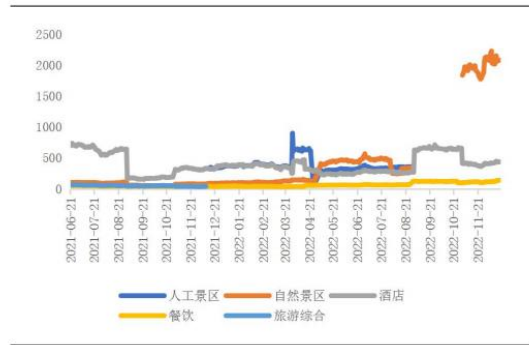
另外从估值层面分析，截止 2022 年 12 月 16 日，申万社会服务行业 PE (TTM) 为 119.4。住宿餐饮经历了一年多的调整，股价和估值已经处于底部区域，资金对未来经济修复预期提高，故而提前布局。

图 4：2022 年社会服务行业 PE

社会服务行业 PE (TTM) 变化情况



社会服务行业个子板块 PE (TTM) 变化情况

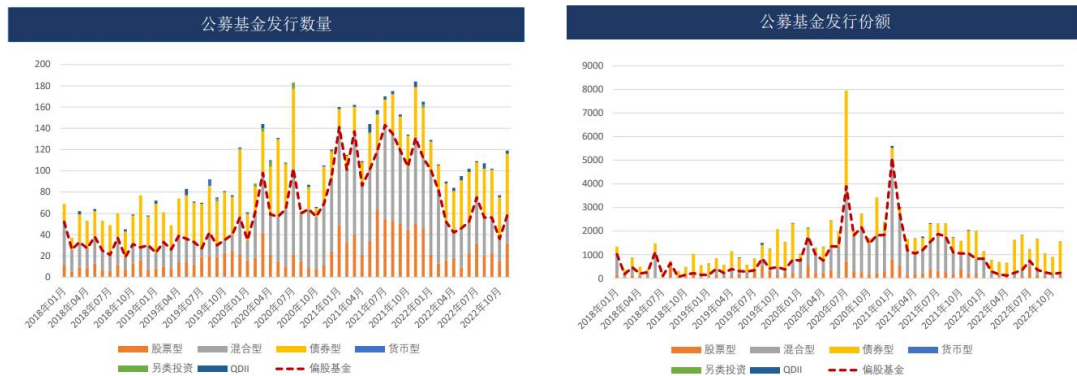


来源：机构研究

股市资金面来看，12月交投热度较月初约万亿的日成交额明显下降，尤其最后两周，两市日成交额大幅缩量破6000亿元，萎缩至地量水平。

从12月公募基金发行情况来看：增量方面：截止最新12月份，公募基金发行数量34只，其中股票型基8只，混合型5只，债券型17只。12月份发行份额515亿份，偏股型（股票+混合）份额128亿份。

图5：2022年12月公募发行情况



来源：机构研究

二级市场发行融资：12月份最新数据，两市IPO有47家，金额341亿；两市增发36家，金额841亿；发行可转债231亿，可交换债26亿。各类股权融资新增规模1473亿。

图6：2022年12月二级市场发行融资



来源：机构研究

12月北向资金整体净流入 350 亿元，较 11 月略有减少。从行业方面来看，根据大智慧软件统计，12月有 26 个行业净流入，22 个行业净流出。其中净流入前五的行业是：酒及饮料、电器机械、商务服务、银行、保险。净流出排名前五的是：电子设备、橡胶塑料、化工化纤、煤炭石油、券商。

图 7：12 月北向资金每日净流入流出情况



来源：大智慧

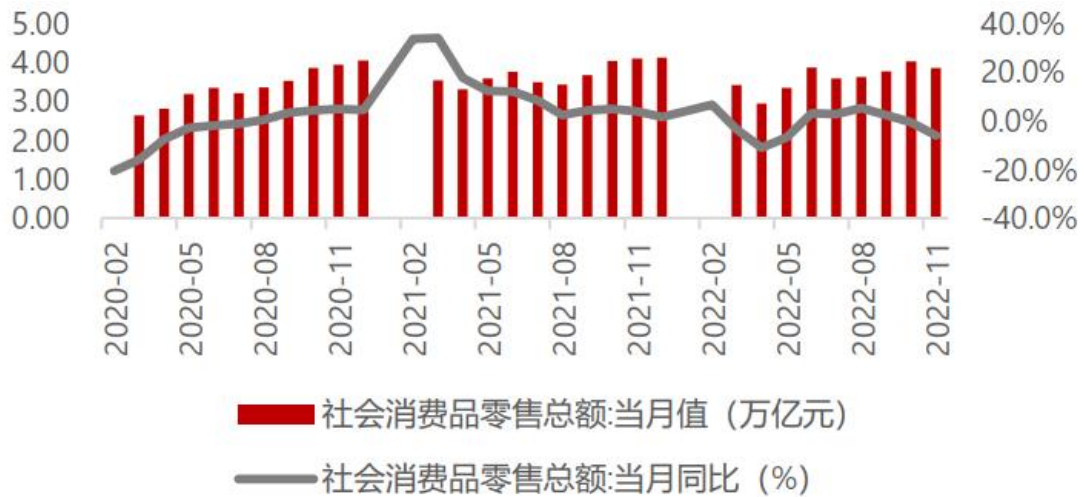
近期市场情绪较为低迷，成交量萎缩至地量水平，机构认为，从海外其它经济体防疫政策放松优化经验来看，经济数据修复并非一蹴而就，因此现阶段仍是以情绪修复为主的“拔估值”行

情，春节前以板块轮动为主，市场继续呈现宽幅震荡走势的概率更大。建议在配置方面把握结构性机会和板块轮动节奏。

（一）消费

鉴于 2023 年春节时间较为提前，所以机构预计 12 月下旬开始或将迎来一波春节年货的采购热潮。因此，虽然目前短期内疫情对于线下业态和线上物流仍有一定的冲击，依然看好 12 月以及 2023 年消费需求的环比改善。

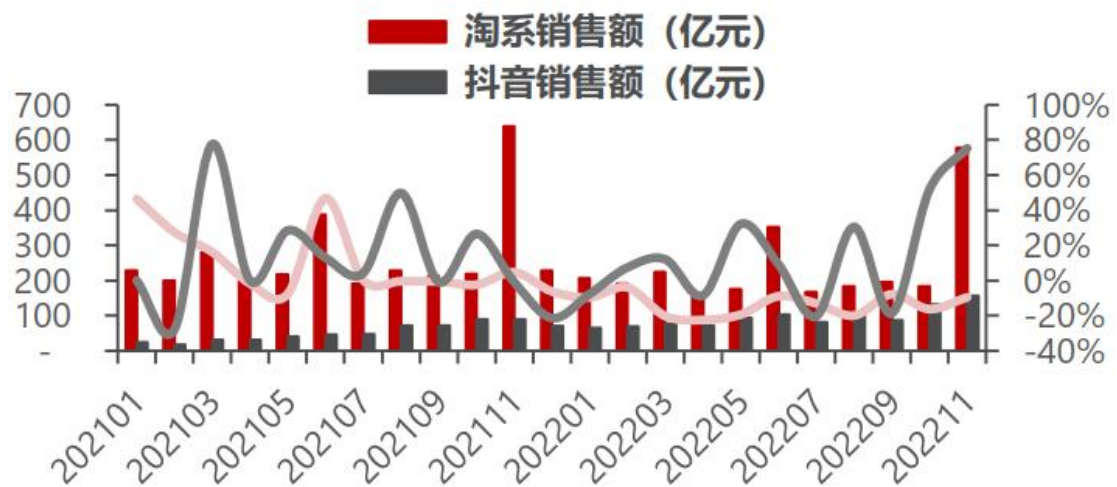
图 8：中国社会消费品零售总额与同比增速



来源：机构研究

线上渠道：线上流量持平，内部结构变化—淘系流量流出至抖音。2022 年 1-11 月，淘+抖+京东实现销售额 4045 亿元/yoy-1%。淘系、抖音、京东销售额总量和同比增速分别为 2618 亿元/yoy-13%、1045 亿元/yoy+86%、381 亿元/yoy-11%。

图 9：2021 年来淘系、抖音销售额与同比增速



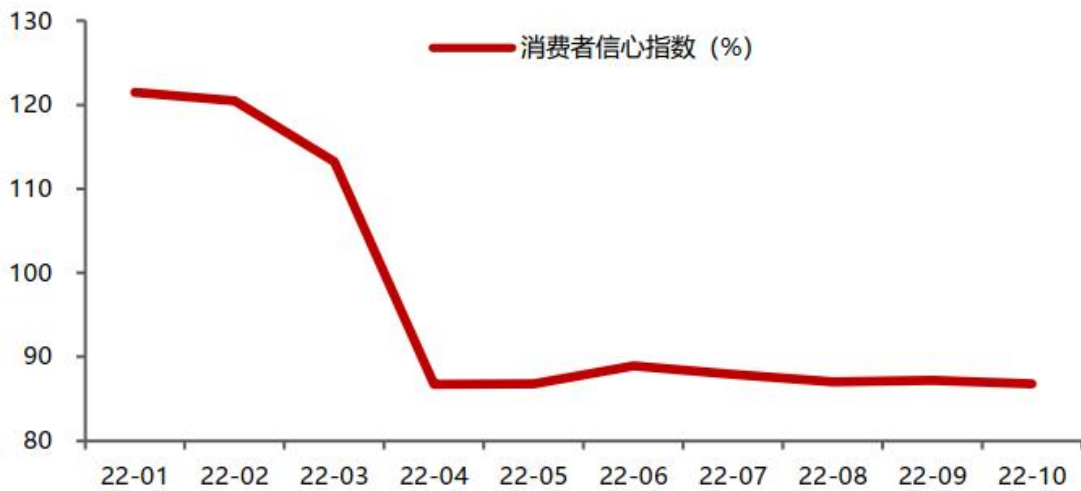
来源：机构研究

机构认为政策导向明确，消费信心修复可期，线下消费有望回弹。

政策导向明确，消费信心修复可期。从消费者影响因素看，当前时点利好的因素主要在于地产链的改善以及政策的刺激。地产链近期利好连连：三支箭、金融十六条、银行授信意向支持等，地产作为居民的重要资产，有利于居民消费的恢复；从政策端看，国家多次重点提出“把扩大内需放在第一位”。

机构表示，政策边际改善，线下消费有望回弹。线下消费场景回补，促进消费复苏，消费者信心逐步恢复。零售板块相关企业有望受益于消费弹性恢复，建议关注化妆品国货龙头、中游医美机构、黄金珠宝与培育钻石龙头等线下消费恢复。

图 10：消费者信心指数



来源：机构研究

此外，部分原材料价格 2022Q2 登高回落，明年成本有望改善。今年受国际局势和疫情导致的国际间供需错配影响，玉米等粮食作物和铝、玻璃、瓦楞纸等包材等主要原材料价格在今年 Q2 达到新高，随后部分原材料价格登高回落，机构预计明年大众品行业成本有望改善。

春节白酒消费表现值得期待，机构建议积极配置白酒板块。

结合近期各地疫情进展和白酒消费情况，**机构对明年春节白酒动销表现有三点判断：**①当前渠道库存水平不会对渠道开门红回款和动销造成过多压力，目前高端酒渠道库存较低，次高端酒渠道库存虽略高但正常可控，酱酒库存虽较高但头部品牌库存可控；②春节返乡人群有望较往年增加从而带动礼赠和聚饮等白酒消费，返乡人流量较多的区域如河南和山东等地明年春节白酒动销有望实现同比增长；③短期看白酒有一定消费降级现象，但是高端酒动销仍不错，次高端酒动销也在逐步恢复；随着春节返乡过年人数增加，预计 100-300 元中高端和 300-800 元次高端价格带白酒消费都将受益。

因此，**机构认为，短期疫情影响好于预期，长期在防疫优化和经济复苏的背景下白酒有望迎来新一轮复苏和景气周期。机构认为目前仍是布局板块的较好时机，建议积极配置白酒板块。**

（二）数据要素

数据要素指参与社会生产经营活动，为使用者或所有者带来经济效益、以电子方式记录的数据资源。

传统要素对于经济增长的拉动作用正在边际减弱，数据成为提升全要素生产效率的重要引擎，是解决生产过剩、供需错配等关键性问题的关键抓手，其作用和影响可类比第一次工业革命出现的技术要素。2014年以来，伴随国家对数字经济的认识逐步深化，战略重心逐步由“互联网+”-“大数据 战略”-“数字化升级”向“培育数据要素市场”倾斜，力争进一步实现数据资源的高效配置。同时地方和行业积极响应，出台系列“十四五”规划和指引性文件。

2022年12月19日，中共中央、国务院发布《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》。《意见》强调了数据基础制度建设对我国国家发展及安全至关重要，表达了激发数据要素价值，赋能我国经济发展的决心。

政策持续加码，战略地位拔升。2020年数据要素首次作为新型生产要素被写入文件，与土地、劳动力、资本、技术等传统要素并列成为要素之一。

2021年3月发布的“十四五”规划和2035年远景目标纲要中提出建立健全数据要素市场规则等。2022年以来相关政策陆续出台，加大数字经济发展支持力度，为数据要素市场发展提供制度保障，1月印发的《“十四五”数字经济发展规划》强调数据要素是数字经济深化发展的核心引擎，加快数据要素市场化流通，到2025年初步建立数据要素市场体系，近期财政部发布《企业数据资源相关会计处理暂行规定（征求意见稿）》，加速数据资产化发展。

图 11：数据要素相关政策

时间	产业政策
2014.03	“大数据”首次写入政府工作报告
2020.04	中共中央、国务院印发《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，进一步强调数据要素的重要地位，将数据与土地、资本、技术、劳动并列为五大生产要素，明确提出了数据要素市场制度建设的方向和重点改革任务。提出加快培育数据要素市场，包括推进政府数据开放共享、提升社会数据资源价值、加强数据资源整合和安全保护三项具体内容。
2020.05	中共中央、国务院发布了《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》，再次提出“加快培育发展数据要素市场，建立数据资源清单管理机制，完善数据权属界定、开放共享、交易流通等标准和措施，发挥社会数据资源价值。”“明确交易规则、建设数据市场已经成为社会主义市场经济体制下要素市场化改革的重要组成部分
2021.03	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》中作出了“建设高标准市场体系；推进土地、劳动力、资本、技术、数据等要素市场化改革”的战略部署，要求建立数据资源产权、交易流通、跨境传输和安全保护等基础制度和标准规范，推动数据资源开发利用
2021.12	国务院印发《“十四五”数字经济发展规划》，提出在2025年初步建立数据要素市场体系，充分发挥数据要素作用
2021.12	国务院印发《要素市场化配置综合改革试点总体方案》，对数据要素市场化配置改革的重点任务及推进步骤，作出了方向性安排和制度性设计。《方案》的出台标志着要素市场化配置改革进入纵深推进阶段
2022.04	国务院印发的《关于加快建设全国统一大市场的意见》提出，加快培育数据要素市场，建立健全数据安全、权利保护、跨境传输管理、交易流通、开放共享、安全认证等基础制度和标准规范，深入开展数据资源调查，推动数据资源开发利用
2022.12	中共中央、国务院印发《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》。《意见》指出，数据基础制度建设事关国家发展和安全大局。为加快构建数据基础制度，充分发挥我国海量数据规模和丰富应用场景优势，激活数据要素潜能，做强做优做大数字经济，增强经济发展新动能，构筑国家竞争新优势，提出相关意见

来源：机构研究

机构认为，数据价值潜能充沛，行业空间广阔。我国 2021 年的数据生产量达到 6.6ZB，增速快于全球整体水平，但接近 70% 的数据价值未被激活。根据国家工信安全发展研究中心测算数据，2021 年我国数据要素市场规模达到 815 亿元，对 GDP 增长贡献率为 14.7%，预计“十四五”期间市场规模 CAGR 超过 25%，到 2025 年规模有望接近 2000 亿元。

从细分领域来看，数据要素的存储、分析、加工环节市场规模均超过 150 亿元，为数据要素的 资源化奠定了扎实基础；数据交易、数据服务的产业规模分别达到 120 亿元、85 亿元，相应模式的探索和创新已经取得了初步成效。

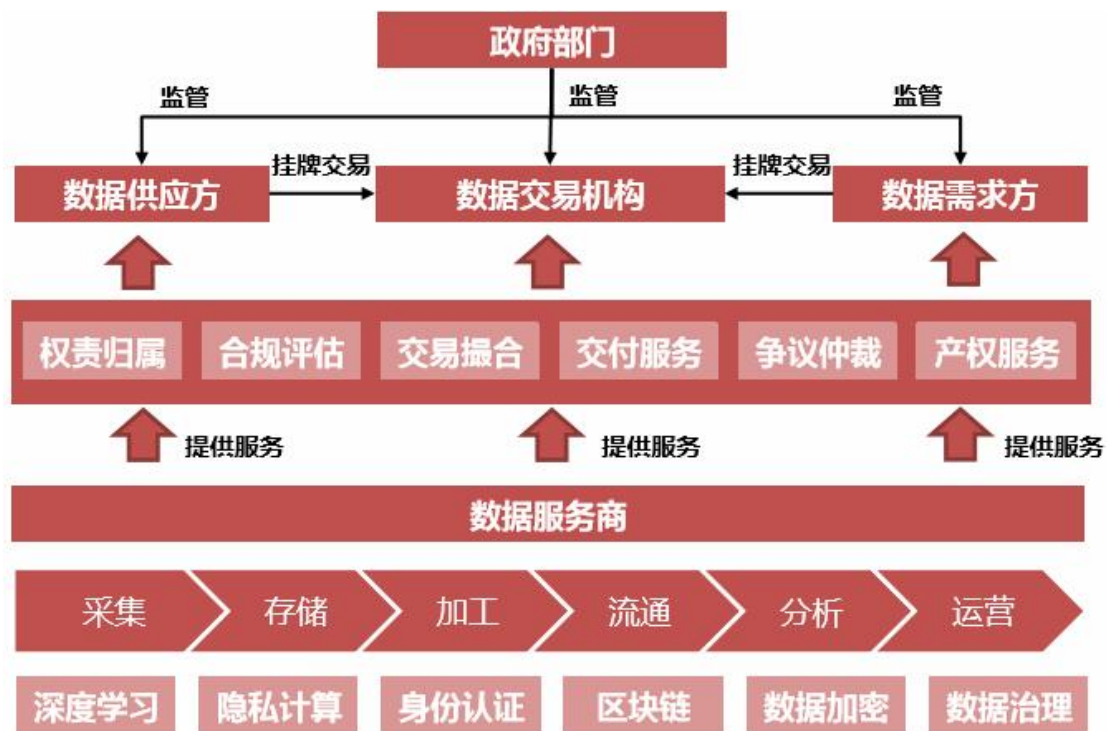
图 12. 数据要素市场空间及分类



来源：机构研究

目前数据要素市场化发展仍处于早期探索阶段，若从更高的战略维度来看待数据要素的价值，伴随政策密集落地、行业规范建设成熟，机构认为，数据要素的价值挖掘有望成为未来 5-10 年长周期的主线之一。

图 13. 数据要素市场化构成



来源：机构研究

广义上来看，所有企业、政府部门都有望成为数据要素市场的参与者之一，机构认为，目前从数据市场参与者角色划分有四个投资方向：1) 数据资源供应方；2) 关键环节的新老数据服务商；3) 数据运营& 应用方；4) 数据交易所主线参股企业等。

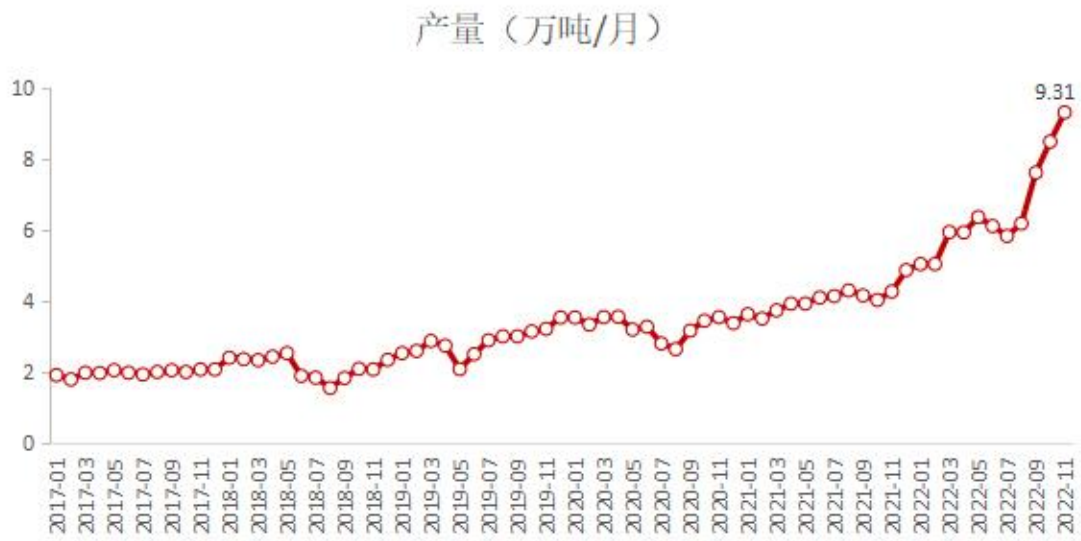
（三）光伏逆变器

光伏产业链上游原材料价格大幅下降，光伏电站成本改善，有利于下游需求的释放。

受上游多晶硅产能的释放，以及下游光伏装机不急预期的影响。光伏产业链价格在最近一个月出现较大的波动，硅料、硅片和电池片近一个月的降幅普遍超 20%。

2023 年光伏上游市场仍将继续延续下行通道，主要原因在于各环节产能过剩情况将维持甚至进一步加重。根据光伏行业协会预测，2023 年的全球光伏装机最乐观的装机数据是 275GW，按照 3g/w 的供需计算多晶硅的需求量，大概在 82.5 万吨，即使按照市场预期的 350GW 的全年装机，所需 105 万吨。根据上海有色网每月统计的数据，2022 年 10 月份的多晶硅产量已经达到 9.31 万吨，按照该值计算 12 个月的产量 111.72 万吨，已经超过 350GW 全年装机所需要的 105 万吨的产量。而且多晶硅扩产的产能在 22 年下半年和 23 年上半年是释放的高峰期，产量还会进一步的攀升，故 2023 年多晶硅产能处于绝对过剩状态，多晶硅的价格在 23 年会继续的承压。

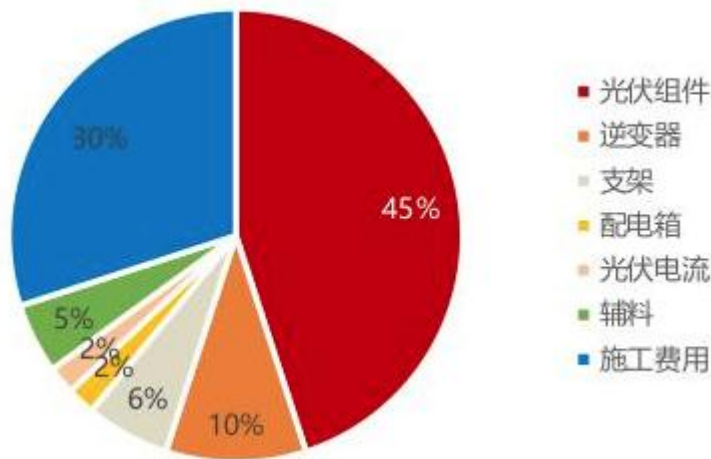
图 14: 多晶硅产量趋势图



来源: 上海有色网

光伏电站的成本主要由光伏组件、逆变器、支架、施工费用等, 其中, 组件在整个电站建设成本占比最大, 达到 45%。机构认为, 上游降价必将大幅改善电站建设成本, 光伏电站运营商的利润将得到提升, 有利于刺激下游装机需求, 逆变器作为电站重要组成部分, 将充分受益下游装机需求。

图 15: 光伏电站成本结构占比



来源: 机构研究

储能行业正处于蓬勃的发展期, 逆变器作为重要的环节也将充分受益。根据 CNESA, 2021 年中国新增储能装机 10.5GW, 同比增长 228.1%, 2017-2021 年中国新增储能装机年均复合增长率高达 65.7%。

集中式光伏电站释放，将带动大型储能的发展。光伏电站分为集中式电站和分布式电站，最近两年由于上游成本一直处于高位，限制了对成本敏感的集中式电站的装机，在 2021 年装机甚至出现负 21.66% 的增长。随着上游环节的成本下降，集中式电站在 2023 年会是一个装机的大年。由于新能源发电对于当地电网压力较大，国内有较多地方要求光配储的形式，一般配置比例在 15-25% 左右。机构表示，随着集中式电站的建设加快，也必将带动大型的储能的快速增长。

图 16：国内新增集中式电站装机量



来源：国家能源局

机构表示：逆变器是目前储能市场的主要玩家之一，受益储能的快速增长。

储能系统的主要由电池、PCS（逆变器）、EMS（能量管理系统）、BMS（电池管理系统）等组成，其中电池站成本 60%，逆变器占成本的 20%。故逆变器是储能系统的重要一环，也将享受储能行业快速增长。

根据中关村储能产业技术联盟发布的《储能产业研究白皮书 2022》数据，2021 年，中国新增投运的新型储能项目中，装机规模排名前十位的储能 PCS 提供商，依次为：上能电气、科华数能、索英电气、南瑞继保、阳光电源、盛弘股份、华自科技、智光储能、汇川技术和许继。

2021 年度，全球市场中，储能 PCS 出货量排名前十位的中国储能 PCS 提供商，依次为：阳光电源、科华数能、比亚迪、古瑞瓦特、上能电气、盛弘股份、南瑞继保、汇川技术、索英电气和科士达。

机构：逆变器受益于光伏储能双驱动

逆变器既是光伏电站的重要组成部分，也是储能系统的重要组成部分，故逆变器同时享受两个行业的快速增长。从产业实际情况看，两者企业也是高度重合的，一般布局了光伏逆变器的厂商，基本有布局储能逆变器。

目前，逆变器厂商众多，2023 年光伏行业应该也是分化的，集中式电站要好于分布式，可以优先关注具有大功率逆变器产品的企业，同时在储能又充分参与的企业。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。

本公司已力求信息的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对投资标的涨跌或市场走势的确定性判断。投资者不应将本信息为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本信息可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本信息不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本信息中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。

本信息所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。

投资者在使用研究信息时，应注意甄别、慎重、正确使用研究信息，独立进行投资决策，防止被误导。