

指数随经济大概率好转，但仍存在不确定性

——2023 年股指期货年报

2022 年 12 月 10 日 星期五

兴证期货·研发中心

金融研究团队

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

杨娜

从业资格编号: F03091213

投资咨询编号: Z0016895

周立朝

从业资格编号: F03088989

联系人:

杨娜

电话: 021-20370947

邮箱: yangna@xzfutures.com

内容提要

2022 年国内经济走出 V 型形态，就经济背景看，在年初国内经济面临“需求收缩、供给冲击和预期转弱”三重压力，和“疫情、通胀与发达国家货币收紧”三重风险，虽然信用宽松对企业盈利有一定提振，但宽货币政策并未如期到来。3 月之后国内疫情爆发，疫情管控助推经济下行，国内投资、消费动能都较弱。外部环境看，俄乌战争与美国进入加息周期也在外部对国内经济产生一定影响。IMF 下调全球经济增长预期。三季度鉴于国内疫情形式好转，经济活动逐渐恢复。

全球经济一方面面临下行压力，另一方面通胀高于几十年水平，多地财政趋于紧张。IMF 预测全球经济增速于 2022 年和 2023 年将分别达到 3.2% 和 2.7%。

国内经济今年面临多重考验，国内方面，除了三重压力外，还有疫情反复带来的影响；国外方面，俄乌冲突、欧洲撕裂，全球进入加息周期及中美摩擦都对国内经济和国内资本市场产生较为重大的影响。经济本身经历了先回落后升起，稳经济目标下货币宽松明显，但弱预期导致信用收紧。短期看房地产政策发力，中期而言 reopen 仍是扶持经济重要力量。

分子端，疫情反弹对经济带来的压力，居民就业低迷及人均可支配收入下降、俄乌冲突及海外经济进入下行周期影响，从需求端传导使得企业盈利受到影响。分母端，由于年内在稳经济政策下，市场流动性充裕，利

率处于历史偏低位置运行，低利率在分母端支撑股价。

2023 年对指数呈偏乐观预期，第一，鉴于年底疫情管控已经出现放松趋势，预期明年这一趋势仍会延续，在此背景之下，经济得到有效恢复；第二，鉴于明年就业或出现一定程度恢复，以及人们对于疫情本身的适应，消费有望增加；且从政策角度看，预期政策在房地产下行周期助力其稳着陆，实现平稳过度；第三，虽然明年美国加息大概率转鸽，但欧央行进入加息缩表周期，仍对全球经济下行带来压力，对国内而言出口减少或将部分抵消消费增加带来的影响。第四，明年在稳经济定调下，货币政策积极，流动性预期仍将维持宽松，则预期在分母端的传导仍有利于股价。

风险分析：疫情反弹仍对经济产生不确定性，注册制下新股发行加速导致资金分流。

报告目录

1. 2022 年 A 股走势回顾.....	5
2. 全球经济面临通胀与下行双压力.....	6
3. 国内经济 reopen 仍是重要变量.....	9
(1) 经济先回落后升起.....	9
(2) 稳经济目标下货币宽松明显，但弱预期导致信用收紧.....	14
(3) 短期房地产政策发力，中期 Reopen 发力.....	16
4. 盈利端受挤压，但分母端利好.....	17
5. 年底基差有收敛迹象.....	21
6. 行情展望.....	22

图表目录

图表 1: 2022 年指数走势.....	6
图表 2: 核心通胀分布情况与全球通胀推动情况.....	7
图表 3: 制造业 PMI 与消费者情绪指数.....	7
图表 4: 商业情绪与政策利率变动情况.....	7
图表 5: 美国核心 PCE 同比.....	8
图表 6: 美元指数.....	9
图表 7: GDP 累计增速与同比增速.....	10
图表 8: GDP 结构与行业分类.....	10
图表 9: GDP 分类与工业增加值.....	10
图表 10: 工业增加值行业分类.....	11
图表 11: PMI 及分类.....	11
图表 12: 企业利润同比及拆分.....	12
图表 13: 工业企业利润及市场信心.....	12
图表 14: 投资及地产建造情况.....	13
图表 15: 进出口同比.....	13
图表 16: 进口同比与出口同比.....	13
图表 17: 货币增速与社融.....	14
图表 18: 企业长期贷款与短期贷款.....	15
图表 19: 结构性货币政策工具及使用情况.....	15
图表 20: 社融存量与社融增量.....	15
图表 21: 感染率&高盛测算 lockdown index.....	16
图表 22: 中国重新开放的潜在分类和关键事项.....	16
图表 23: 居民长期贷款与房地产开工面积.....	17
图表 24: 不同指数归母净利润情况.....	18
图表 25: 十年期国债收益率.....	18
图表 26: 沪深 300 指数估值.....	19
图表 27: 上证 50 指数估值.....	19



兴证期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL SECURITIES FUTURES CO.,LTD.

图表 28: 中证 500 指数估值	19
图表 29: 中证 1000 指数估值	20
图表 30: 沪深 300 风险溢价	20
图表 31: 上证 50 风险溢价	20
图表 32: 中证 500 风险溢价	21
图表 33: 中证 1000 风险溢价	21
图表 34: 沪深 300 与上证 50 当月合约基差	22
图表 35: 中证 500 与中证 1000 当月合约基差	22

1. 2022 年 A 股走势回顾

2022 年国内经济走出 V 型形态，就经济背景看，在年初国内经济面临“需求收缩、供给冲击和预期转弱”三重压力，和“疫情、通胀与发达国家货币收紧”三重风险，虽然信用宽松对企业盈利有一定提振，但宽货币政策并未如期到来。3 月之后国内疫情爆发，疫情管控助推经济下行，国内投资、消费动能都较弱。外部环境看，俄乌战争与美国进入加息周期也在外部对国内经济产生一定影响。IMF 下调全球经济增长预期。三季度鉴于国内疫情形式好转，经济活动逐渐恢复。我们将年内行情分为三个阶段：

第一阶段：年初至 3 月，市场下跌。主要原因包括：1. 年初国内经济面临“需求收缩、供给冲击和预期转弱”三重压力，和“疫情、通胀与发达国家货币收紧”三重风险，且年初市场所预期的宽货币政策落空；2. 俄乌战争爆发及后续冲突升级，一方面对全球金融市场扰动，加剧了“逆全球化”导致全球产业链供应受阻，另一方从成本端向全球输出通胀；3. 美国进入加息周期，对新兴市场产生外溢效应。3 月 16 日，金稳会召开，有效稳定市场恐慌情绪，政策底显现。

第二阶段：3 月至 4 月，国内疫情爆发，尤其 GDP 占比近半数的北上广相继爆发及政府管控措施导致市场对经济下行产生担忧情绪。海外通胀超预期，美联储开启鹰派加息缩表政策。

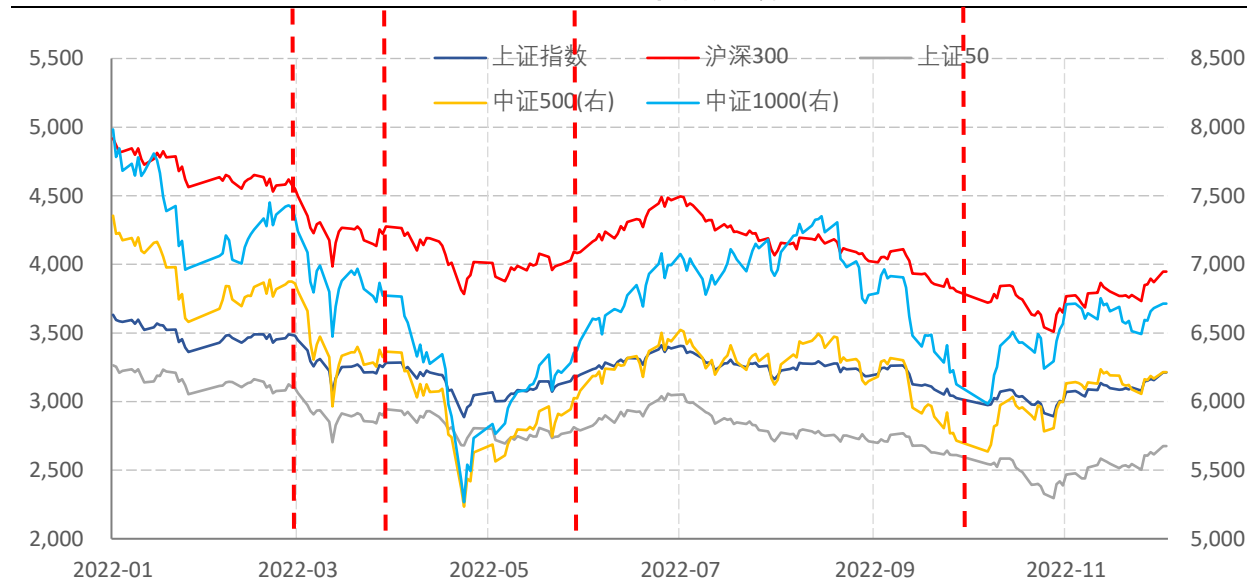
第三阶段：4 月至 6 月，疫情有好转迹象，内部担忧情绪得以缓解，复苏预期强烈，流动性充裕。政策层面，稳经济政策积极出台。国常会实施 33 项针对性举措，并部署加快稳经济一揽子政策措施落地生效，央行进一步加大稳健货币政策实施力度。财政部提前下达第三批支持基层落实减税降费和重点民生等。全国稳经济会议召开，且地方稳经济政策相继出台。

第四阶段：7 月至 10 月，国内方面，经济呈现弱复苏，经济复苏不及预期，人民币连续贬值，北上资金出现较大流入压力，内部稳增长政策落地效果仍不及预期，中长期贷款回落明显显示市场信心大幅回落。海外方面，美元指数持续上行，全球通胀高位徘徊，美债收益率上升，美联储持续释放鹰派信号。

第五阶段：10 月至今。国内方面，二十大胜利召开，市场对国内政策预期积极，使得对于稳经济，稳增长政策加码预期加大，国内疫情防控政策逐步优化，经济预期增强，随着 10 月美

国通胀数据好于预期，市场对通胀筑顶和加息放缓的预期加强，外资对于国内资本市场呈现乐观态度，北上资金逐渐流入。

图表 1: 2022 年指数走势



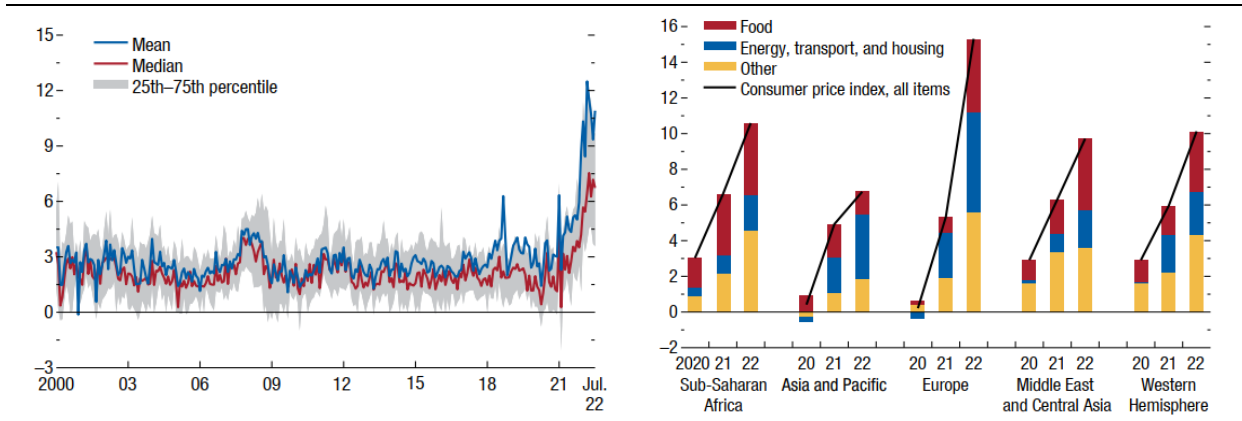
数据来源: wind、兴证期货研发部

2. 全球经济面临通胀与下行双压力

2022 年全球经济面临下行压力，一方面全球多地通货膨胀高于几十年水平，大部分地区财政状况趋于紧张，俄乌冲突爆发及发酵以及冠状病毒疫情持续爆发反弹及此前冠状病毒疫情后遗症都对经济产生影响，许多低收入国家面临严重财政困难。全球货币和财政政策在疫情期间都提供了极大支持，一方面目标为降低通胀水平（但加息对经济有抑制作用），另一方面经济处于衰退状态，多国仍有扩张内需的需求。

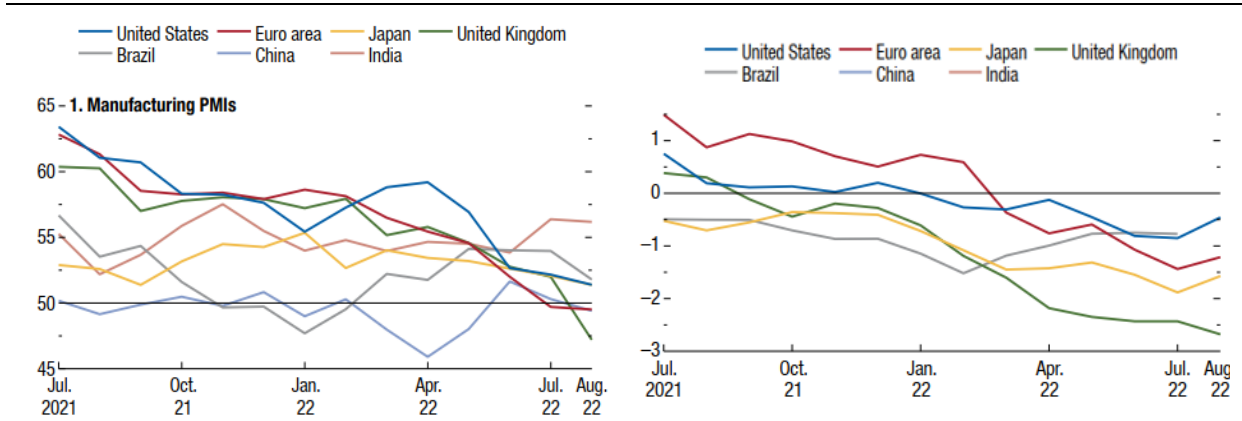
依据 IMF 预测，全球经济增速于 2022 年和 2023 年将分别达到 3.2%和 2.7%，远低于 2021 年的 6%，为 2001 年以来除全球金融危机和新冠病毒集中爆发期外最低水平。且 IMF 预测，伴随中国经济受到疫情影响，欧元区经济萎缩等因素影响，全球通货膨胀率在 2022 年和 2023 年分别为 8.8%和 6.5%。

图表 2: 核心通胀分布情况与全球通胀推动情况



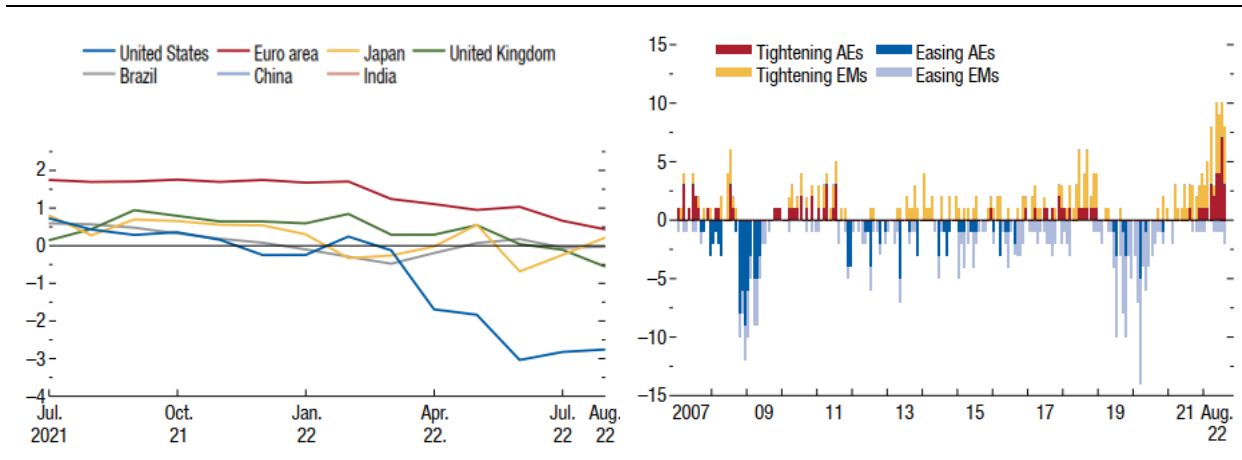
数据来源: IMF、兴证期货研发部

图表 3: 制造业 PMI 与消费者情绪指数



数据来源: IMF、兴证期货研发部

图表 4: 商业情绪与政策利率变动情况



数据来源: IMF、兴证期货研发部

从周期角度看，不论经济周期还是金融周期都在进入下行阶段。经济周期方面，第一，俄乌冲突、西方世界出现撕裂、中美科技摩擦、新冠疫情等事件频发；第二，伴随着货币和财政政策为经济提供较大支持，通胀处于几十年最高水平，多数地区金融环境持续收紧。由于多数发达国家政策制定者以恢复通胀为政策制定目标，则多数国家实行加息以推动政策回归常态，则预期未来会有更多经济体增速放缓，甚至出现萎缩。金融周期方面，2022年9月，加息的央行数量超过全球央行一半以上，G20中有11个经济体加息，包括美国、欧盟和英国等六个发达经济体。由于各国央行政策制定目标不同，比如美国央行货币政策目标为通胀和就业，欧洲央行货币政策目标只有价格稳定，日本央行货币政策目标为稳定物价和国家收支，国内央行货币政策目标则包括：四项中间目标（货币供应量和社融规模两项数量型目标；利率和汇率两项价格型目标）和七项最终目标（包括经济增长、物价稳定、充分就业、国际收支平衡、金融稳定（隐性目标）、金融改革和开放以及发展金融市场）；但不论多少项目标，控制通胀为首要目标，则在多国通胀高企的背景下，各国央行加息动力充足。而美联储作为全球周期的重要影响力，其进入加息周期从方方面面面对经济与金融产生影响。

地缘政治方面，除了俄乌冲突爆发与国际秩序产生影响外，中美博弈呈现变化。2019年中中美摩擦以贸易战为主，而次轮以科技战为主，年内多项事件发生，包括中美两国元首举行视频会晤并达成积极共识，美方采取延长对华关税、《芯片法案》、佩洛西窜访台湾等手段打压中国，并且美国于10月12日发布《国家安全战略》，将中国视为首要地缘政治对手，并且对14大类新兴技术的出口实行管控。年底，这一打压趋势短期有好转迹象。11月14日，国家主席习近平在G20峰会与拜登举行会晤，就中美关系中战略性、全局性、根本性问题达成一致。

图表 5: 美国核心 PCE 同比



数据来源：CEIC、兴证期货研发部

图表 6: 美元指数



数据来源: wind, 兴证期货研发部

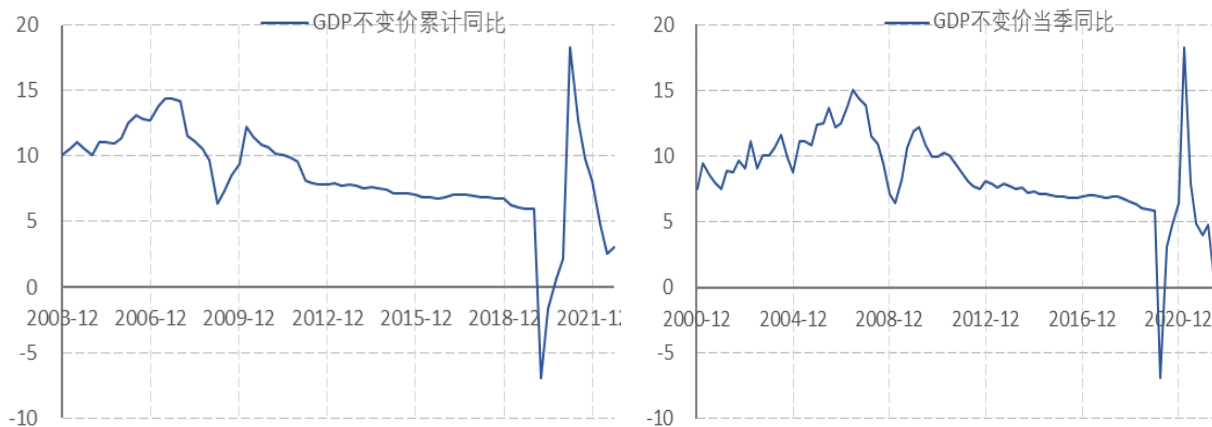
3. 国内经济 reopen 仍是重要变量

今年年内经济外部受到多方面影响。国内方面,除了三重压力外,还有疫情反复带来的影响;国外方面,俄乌冲突、欧洲撕裂,全球进入加息周期及中美摩擦都对国内经济和国内资本市场产生较为重大的影响。

(1) 经济先回落后升起

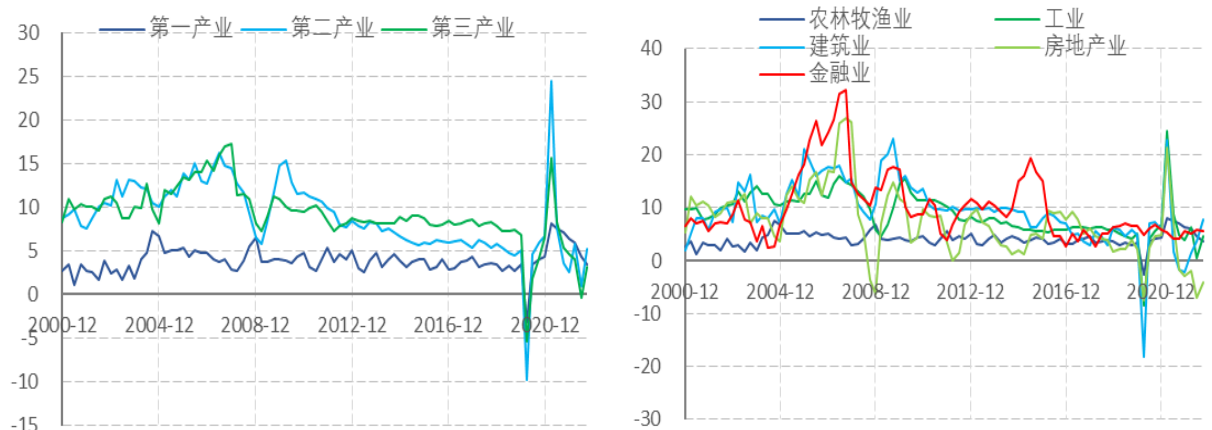
2022 年经济先回落后反弹。前三季度 GDP 同比增速分别为 4.8%, 0.4% 和 3.9%。年初经济主要面临“需求收缩、供给冲击和预期转弱”三重压力,但一方面市场对于宽货币宽信用预期强烈,另一方面此前疫情管控的成功经验使得国内制造业订单充裕,市场整体对于经济预期较为良好。但 3 月起,一方面俄乌冲突爆发,另一方面疫情反弹超预期,对国内经济产生较大影响。从行业细分来看,二季度疫情对第二产业和第三产业冲击最为明显,第一产业表现相对坚韧。第二产业和第三产业同比增速分别为 0.9% 和 -0.4%。三季度,在中央及地方一系列稳经济政策的刺激下第二产业 GDP 增速率先恢复至疫情反弹前水平。分行业看,三季度制造业、交通运输恢复良好,建筑业在稳经济政策下半年内持续恢复。

图表 7: GDP 累计增速与同比增速



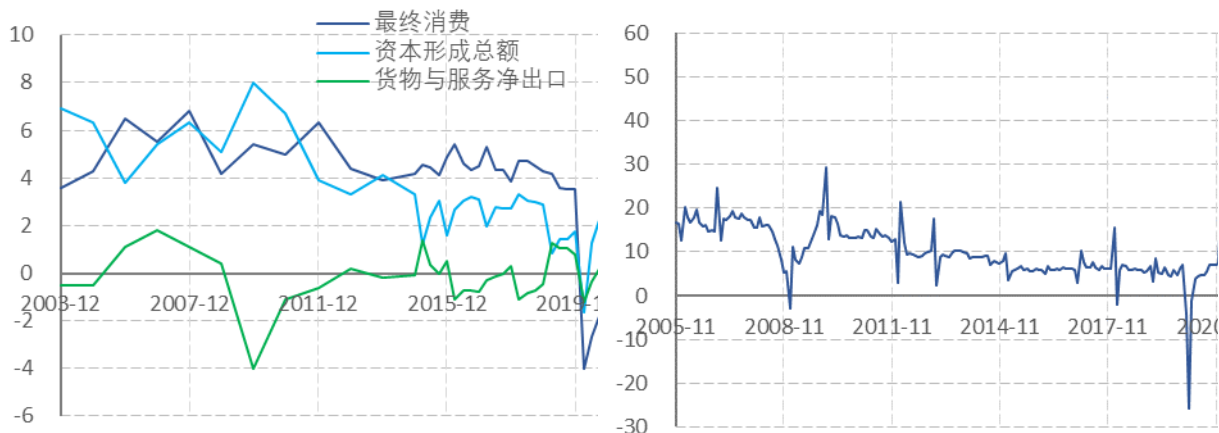
数据来源: wind、兴证期货研发部

图表 8: GDP 结构与行业分类



数据来源: wind、兴证期货研发部

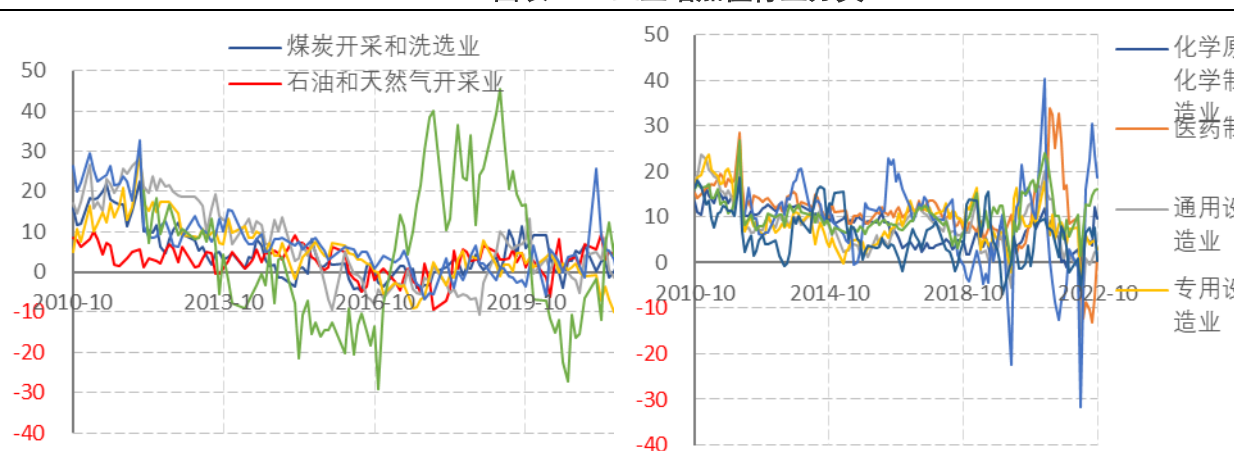
图表 9: GDP 分类与工业增加值



数据来源: wind、兴证期货研发部

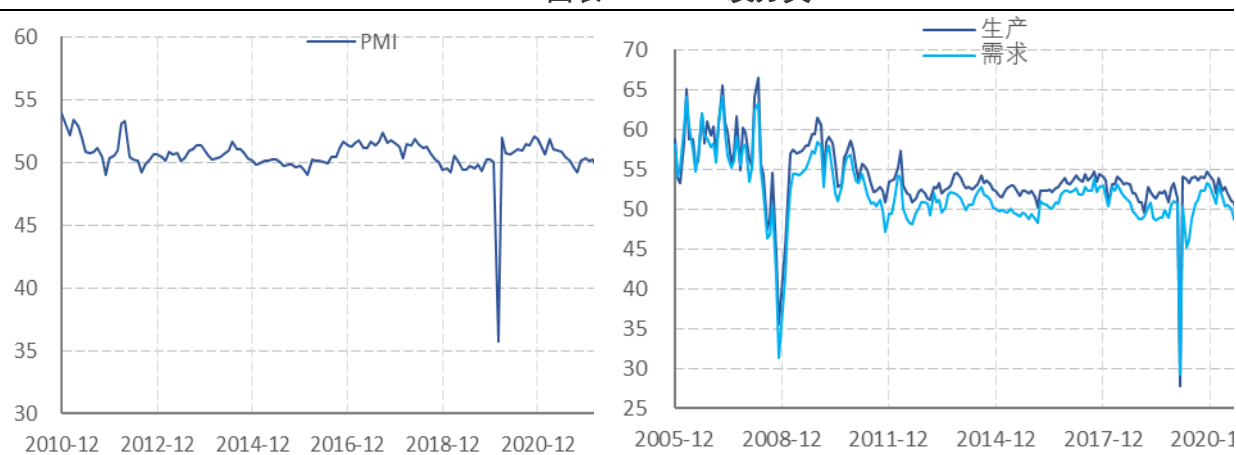
就制造业本身而言，3至5月受疫情拖累，PMI回落较为明显，尤其需求回落冲击下，生产回落也较为明显，市场处于被动补库存阶段。出口新订单在4月快速回落，但在5月快速反弹，疫情对价格冲击有限，但对市场信心冲击较为明显。自3月市场生产经营活动预期出现回落迹象以来，市场信心一直表现较为低迷。虽然借款减少财务费用降低，由于成本增速高于收入增速，企业利润同比为负。分行业看，产业链升级逻辑仍较为明显，新兴产业工业增加值增速较为明显。

图表 10：工业增加值行业分类



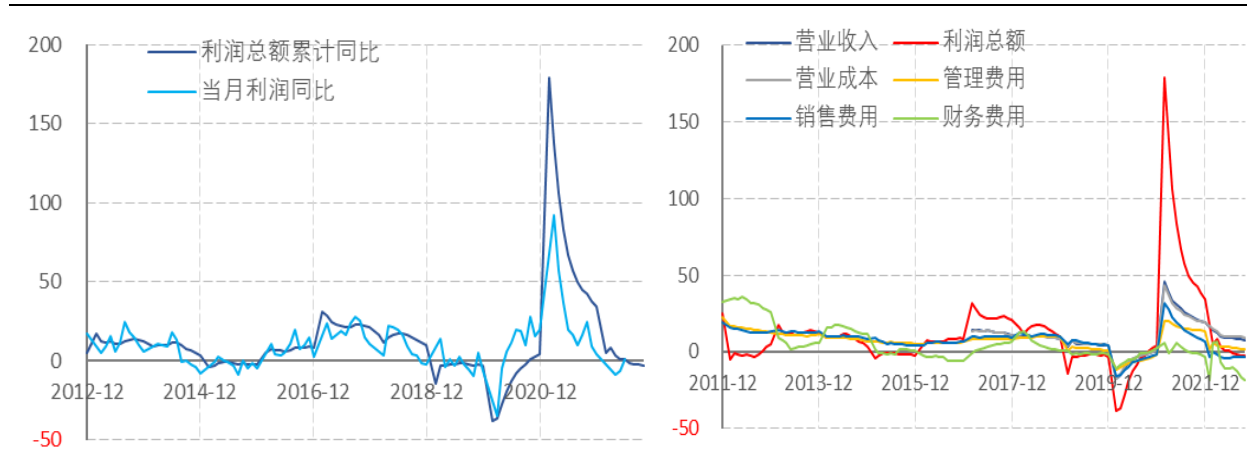
数据来源：wind、兴证期货研发部

图表 11：PMI 及分类



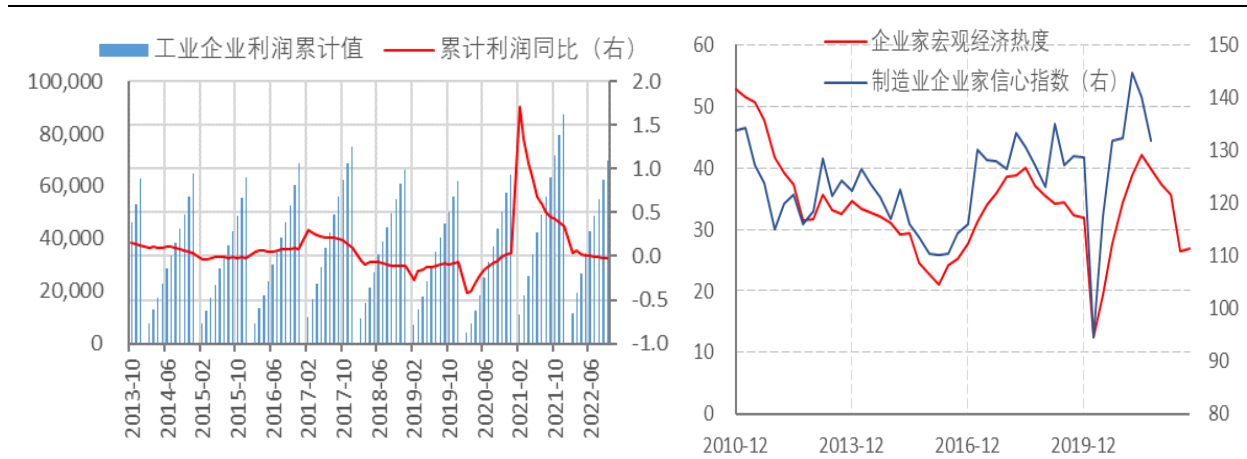
数据来源：wind、兴证期货研发部

图表 12: 企业利润同比及拆分



数据来源: wind、兴证期货研发部

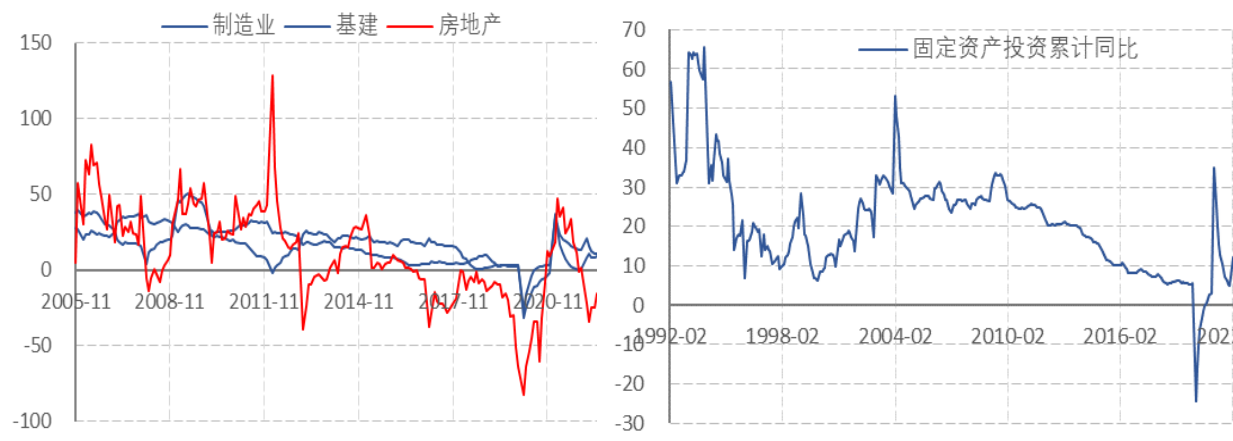
图表 13: 工业企业利润及市场信心



数据来源: wind、兴证期货研发部

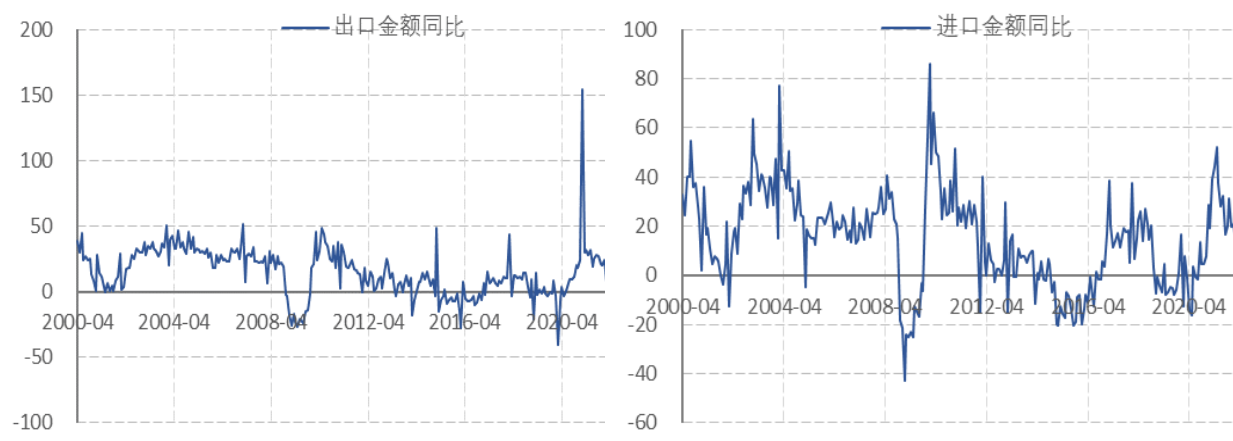
经济发展的三驾马车分别为投资、消费和出口。投资受到的影响最大，年内固定资产投资开局良好，但累计同比逐渐降低，前十个月固定资产投资累计同比 5.8%，其中制造业固定资产投资累计同比增加 9.7%，基建累计同比增加 11.39%，房地产累计同比减少 7.9%。消费受疫情影响较大，由于人均可支配收入二季度大幅回落，社零消费回落明显，4 月累计同比减少 0.2%，截至 10 月累计同比增加 0.6%，其中城镇同比增加 0.5%，乡村同比增加 0.8%，餐饮受影响最大，前十个月同比减少 5%。受到出口价格和出口量的下降影响，11 月出口金额同比减少 8.7%，较去年同期同比增加 26.61% 大幅回落；疫情对跨境贸易和跨境旅行等产生影响，11 进口金额同比减少 10.6%，较去年同期同比增加 31.32% 大幅回落。分国家看，印度、韩国和日本同比减少最多，分别同比减少 50.04%、25.93% 和 24.47%；出口同比减少最多的国家/地区分别为美国、香港和韩国，分别减少 25.43%、23.9% 和 11.91%。

图表 14: 投资及地产建造情况



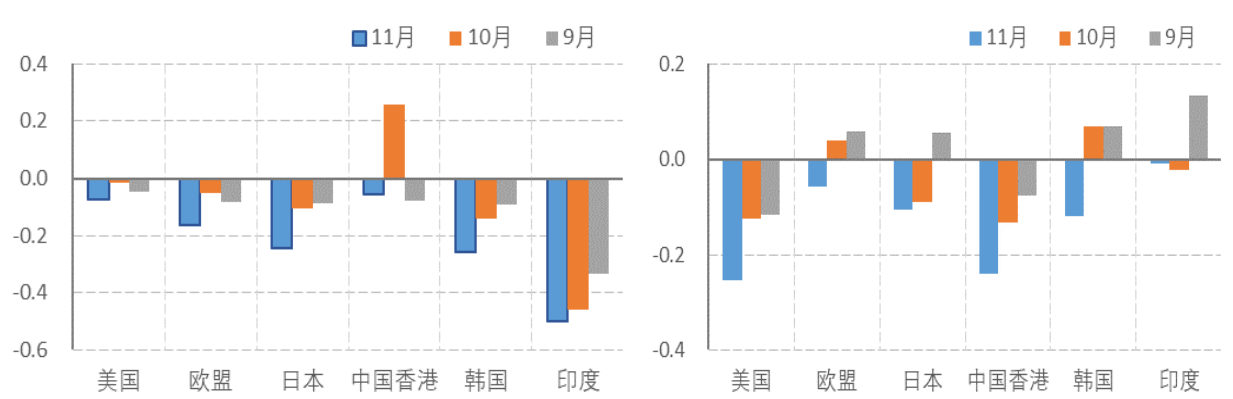
数据来源: wind、兴证期货研发部

图表 15: 进出口同比



数据来源: wind、兴证期货研发部

图表 16: 进口同比与出口同比



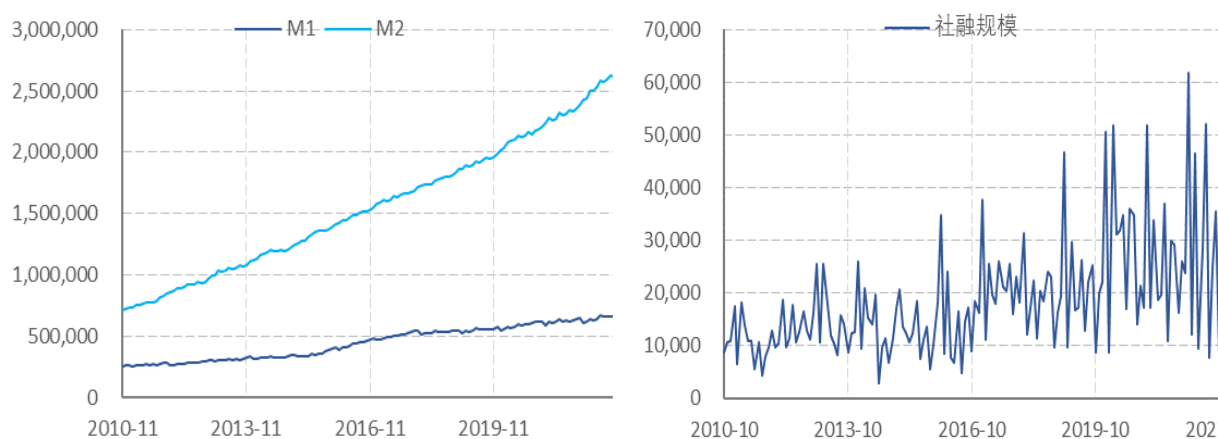
数据来源: wind、兴证期货研发部

(2) 稳经济目标下货币宽松明显，但弱预期导致信用收紧

货币方面，今年在稳经济的政策下，货币政策相对偏宽松，M2 年内平均增速 10.9%，M1 年内平均增速 4.8%，均高于去年水平，且 CPI 上行较为温和，虽然 CPI 创两年内新高，但一直低于 3。货币政策相对于稳增长后疫情时期，央行推出多项结构性货币政策工具，包括今年陆续设立的科技创新、普惠养老、交通物流和设备更新改造再贷款等，支持阶段性纾困、碳减排、制造业、科技创新等领域。截至三季度，央行提前完成上缴央行结存利润 1.13 万亿，增强信贷总量增长稳定性，在 3000 亿元政策性开发性金融工具已落到项目基础上再增加 3000 亿元额度，科技创新、普惠养老、交通物流专项再贷款合计已发放超 900 亿元，设立额度 2000 亿元以上的设备更新改造专项再贷款；公开市场操作利率下行 10 个基点，带动 1 年期和 5 年期以上 LPR 分别下行 5 个、15 个基点；9 月阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限，下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点。

信用方面，年内在弱预期影响下，信用扩张乏力，明年或推行定向宽信用。截至 10 月，社会融资规模存量 341.42 万亿元，较年初增加 31.97 亿元，增速为历史新低，新增社融在 10 月再度回落。但三季度报告提出“为巩固经济回稳向上态势，做好年末经济工作提供适宜的流动性环境”，“国居居民预防性储蓄意愿上升制约消费复苏，积极扩大有效投资面临收益不足等多方约束”，且依据当前央行批的贷款余额看，明年仍有宽信用空间，且以定向宽信用为主。

图表 17: 货币增速与社融



数据来源: wind、兴证期货研发部

图表 18：企业长期贷款与短期贷款



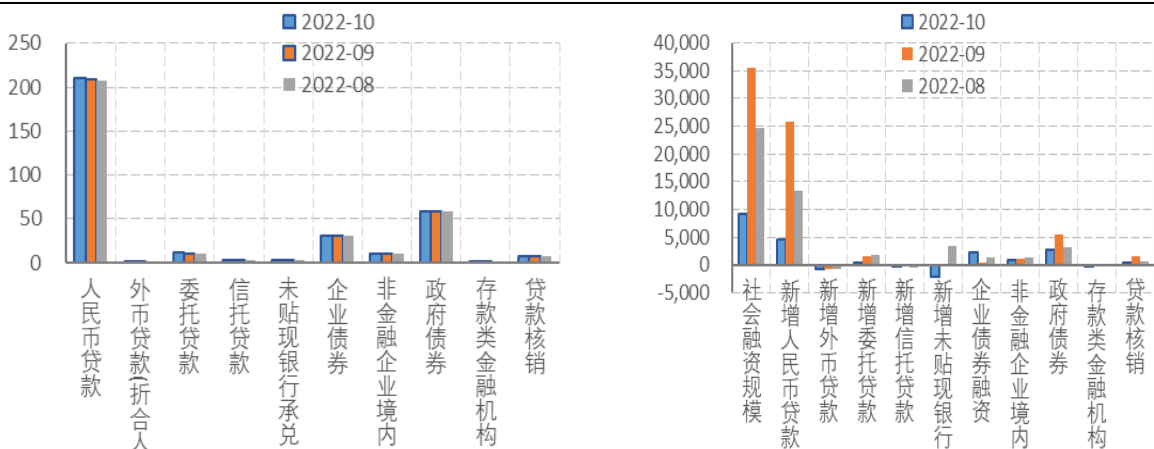
数据来源：wind、兴证期货研发部

图表 19：结构性货币政策工具及使用情况

结构性货币工具	设立时间&期限	支持领域	总额度 (亿元)	2022年6月末 额度使用比例	2022年9月末 额度使用比例
碳减排支持工具	2021年11月 2021年到2022年末	清洁能源、节能环保、碳减排技术	8000	23%	31%
支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	2021年11月 2021年到2022年末	煤的大规模清洁生产、清洁燃烧技术运用等七个煤炭清洁高效利用领域	3000	12%	19%
科技创新再贷款	2022年4月	“高新技术企业”、“专精特新中小企业”、国家技术创新示范企业、制造业单项冠军企业等科技创新企业	2000	0%	40%
普惠养老专项再贷款	2022年4月 实施期暂定两年	符合标准的普惠养老机构项目	400	0%	1%
交通物流专项再贷款	2022年5月 实施期为2022年	道路货物运输经营者和中小微物流（含快递）企业	1000	0%	10%
设备更新改造专项再贷款	2022年9月	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	2000亿元以上		0%

数据来源：人民银行、兴证期货研发部

图表 20：社融存量与社融增量

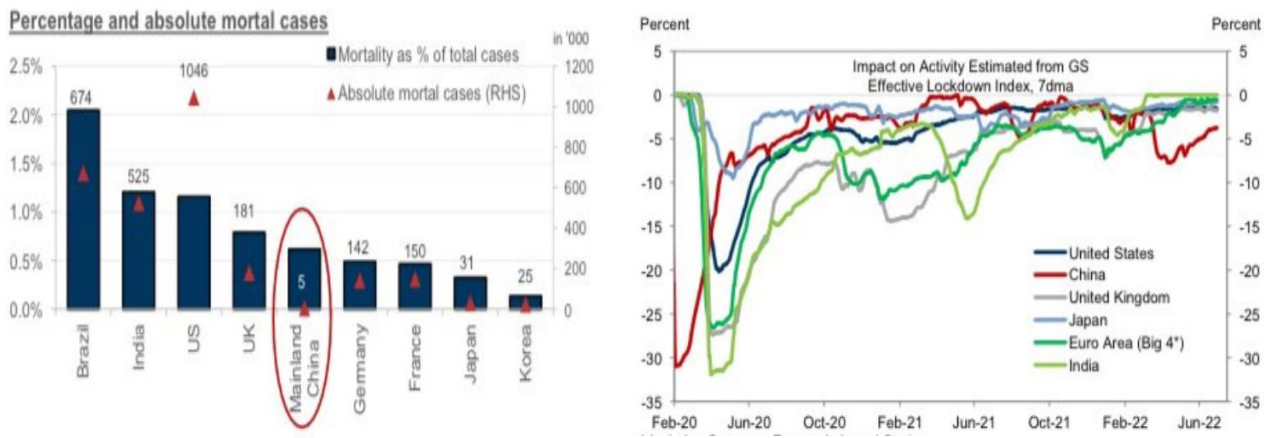


数据来源：wind、兴证期货研发部

(3) 短期房地产政策发力，中期 Reopen 发力

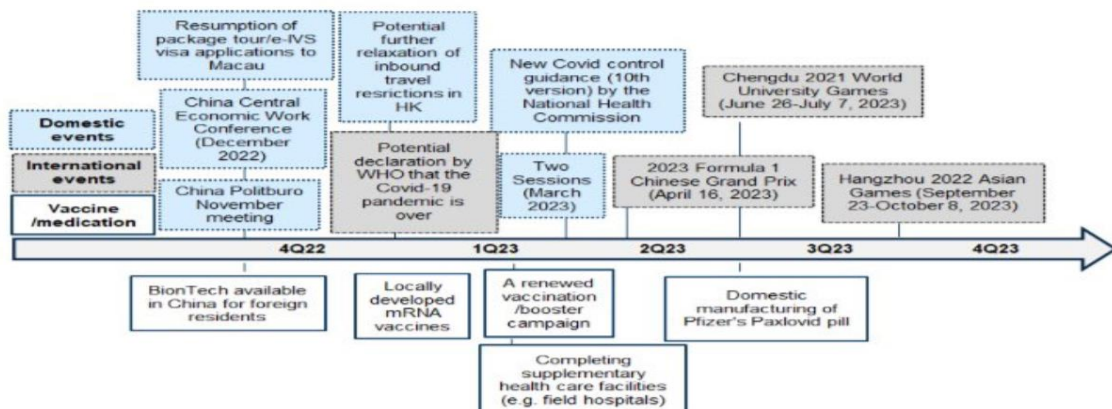
2022 年疫情反弹，由于病毒发生变异导致此前动态清零政策受到严重挑战。但政策方面，多有放开。11 月 10 日，中央政治局常委召开会议，讨论中国疫情形势，重点不是“计算政治成本”，而是强调优化新冠控制措施减少对经济的负面影响。11 月 11 日，国家卫健委发布《进一步优化新冠肺炎疫情防控措施，科学精准做好防控工作通知》疫情防控二十条，缩短隔离时间，简化入境国际旅行程序，制定必要的医疗准备计划。11 月 30 日孙春兰副总理听取有关方面专家对优化改善防控措施的意见建议，在复述了诸多政策后，提出随着奥密克戎病毒致命性减弱，疫苗接种的普及、防控经验的积累，我国疫情防控面临新任务。之后多地优化疫情防控措施出现。

图表 21: 感染率&高盛测算 lockdown index



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 22: 中国重新开放的潜在分类和关键事项

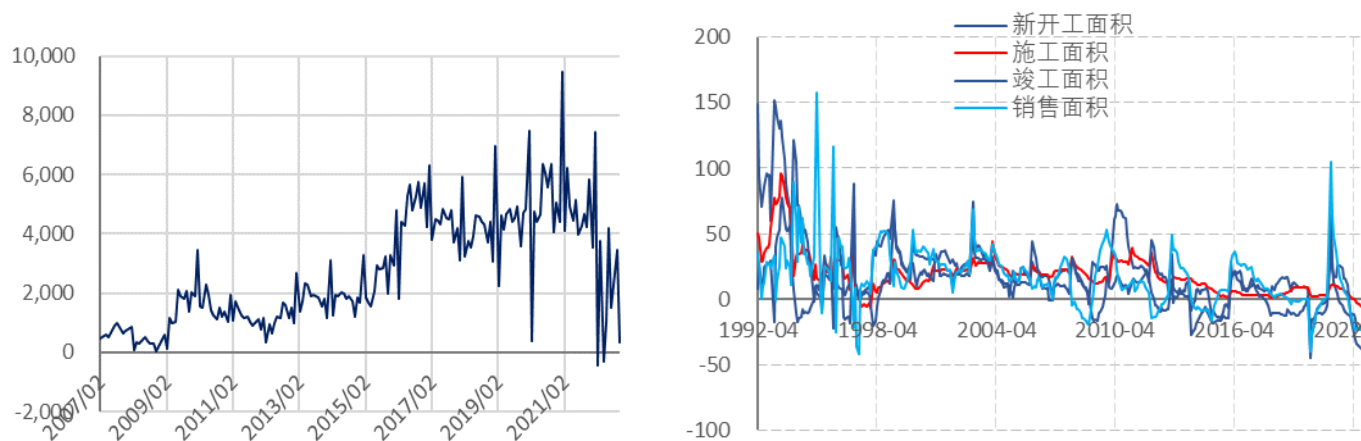


数据来源: Goldman, 兴证期货研发部

地产方面，过去多年一些杠杆高、触到三道红线的房企，因无法进行融资所以出现资金断裂风险，甚至有房企出现破产风险，多地成立专门小组确保“保交楼”工作，维护购房者合法权益。对此，政府 2020 年出台“三条红线”以及控制开发商债务水平，并于 2021 年出台“两条红线”限制银行与房地产相关贷款，重塑国内房地产行业。2021 年以来，多家房地产开发商信用违约引发系列信用风险事件。年内，居民端资产负债表持续收缩。

对此，政府政策扶持明显，11 月 11 日，金融支持房地产发展十六条措施出台，11 月 28 日证监会宣布股权调整优化 5 项措施支持房地产平稳。其中包括：“第一支箭”，国有大型银行密集授信，交通银行、中国银行、农业银行、工商银行等已向 17 家房企提供超 1.6 万亿元的意向性融资额度；“第二支箭”，中债增进公司已出具对龙湖集团、美的置业、金辉集团 3 家民营房企发债信用增进函，拟首批分别支持 3 家企业发行 20 亿元、15 亿元、12 亿元中期票据；“第三支箭”，证监会刚一发布，11 月 29 日晚间，福星股份即发布公告称，为满足公司业务发展的需要，进一步优化资本结构，公司拟向不超过 35 名特定投资者非公开发行股票，募集资金拟用于房地产项目开发。截至 12 月 1 日，至少有 8 家涉房企业宣布拟非公开发行股票进行股权融资。三支箭着力稳地价、稳房价、稳预期，坚持“保交楼、稳民生、保稳定”。

图表 23：居民长期贷款与房地产开工面积

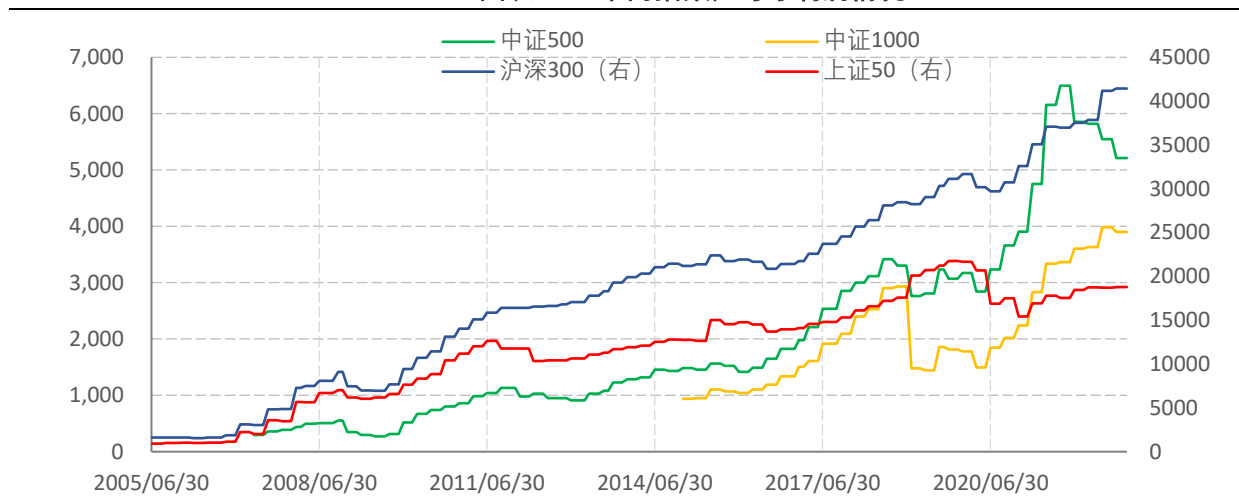


数据来源：Wind，兴证期货研发部

4. 盈利端受挤压，但分母端利好

分子端，疫情反弹对经济带来的压力，居民就业低迷及人均可支配收入下降、俄乌冲突及海外经济进入下行周期影响，从需求端传导使得企业盈利受到影响。2023 年，随着疫情逐步缓解，在消费政策及大部分生活重回正轨后，消费反弹及海外加息放缓，企业盈利或得以恢复。分指数看，上证 50 指数与中证 1000 指数对应成分股归母净利润相对保持稳定，且稳中有增；沪深 300 指数对应成分股盈利受疫情冲击更为严重，中证 500 指数在疫情之后回暖更为明显。分母端，由于年内在稳经济政策下，市场流动性充裕，利率处于历史偏低位置运行，十年期国债收益率报收 2.76%，且在 8 月 19 日报收 2.58%为除 2020 年 4 月以外达到 15 年最低点。低利率在分母端支撑股价。

图表 24：不同指数归母净利润情况



数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 25：十年期国债收益率



数据来源：wind，兴证期货研发部

从估值看，目前估值处于历史偏低位置，沪深 300 指数和上证 50 指数自 7 月回落以来，在 11 月达到底部，中证 500 和中证 1000 指数估值在 4 月触底后持续攀升。股权溢价处于历史偏高位置，但是相对而言，股权溢价处于历史偏高位置。

图表 26: 沪深 300 指数估值



数据来源: wind、兴证期货研发部

图表 27: 上证 50 指数估值



数据来源: wind、兴证期货研发部

图表 28: 中证 500 指数估值



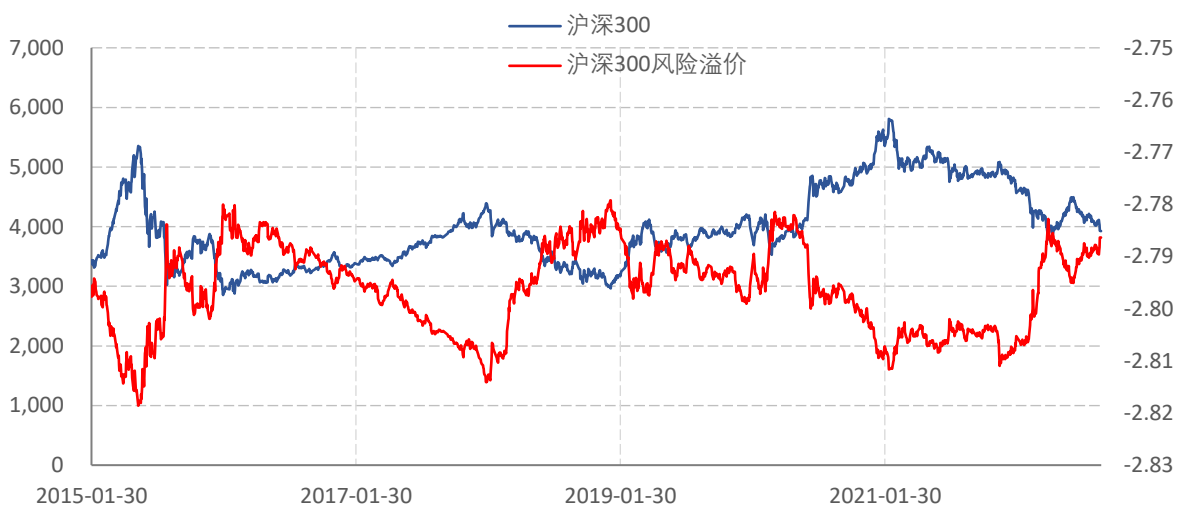
数据来源: wind、兴证期货研发部

图表 29: 中证 1000 指数估值



数据来源: wind、兴证期货研发部

图表 30: 沪深 300 风险溢价



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 31: 上证 50 风险溢价



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 32: 中证 500 风险溢价



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 33: 中证 1000 风险溢价

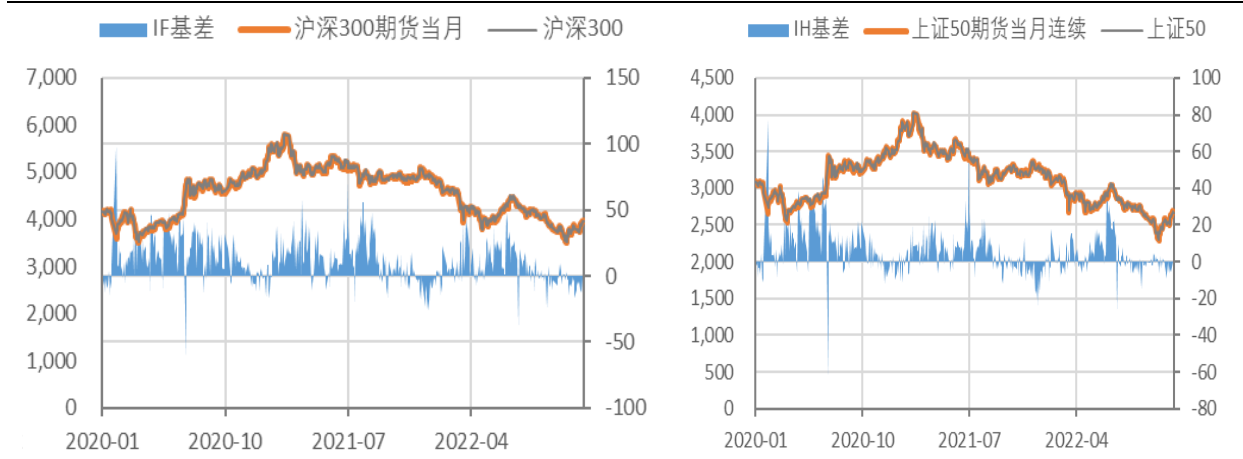


数据来源: wind, 兴证期货研发部

5. 年底基差有收敛迹象

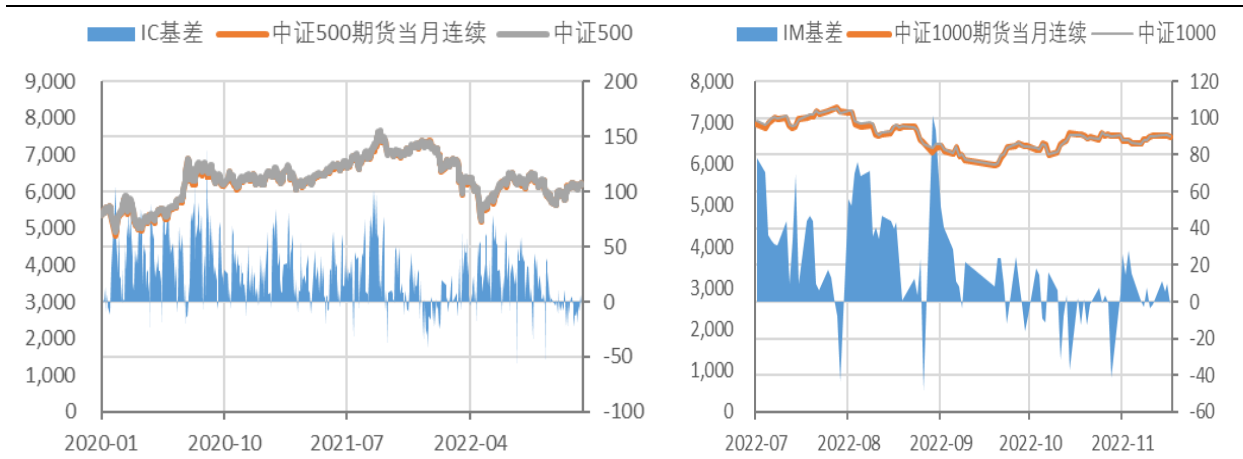
年内各指数基差依然遵循 5~8 月偏高，9~12 月基差逐渐收窄，尤其 10 月之后，贴水快速收敛。预期明年依然遵循 5~8 月基差位于高位。

图表 34: 沪深 300 与上证 50 当月合约基差



数据来源: wind、兴证期货研发部

图表 35: 中证 500 与中证 1000 当月合约基差



数据来源: wind、兴证期货研发部

6. 行情展望

2023 年对指数呈偏乐观预期，第一，鉴于年底疫情管控已经出现放松趋势，预期明年这一趋势仍会延续，在此背景之下，经济得到有效恢复；第二，鉴于明年就业或出现一定程度恢复，以及人们对于疫情本身的适应，消费有望增加；且从政策角度看，预期政策在房地产下行周期助力其稳着陆，实现平稳过度；第三，虽然明年美国加息大概率转鸽，但欧央行进入加息缩表周期，仍对全球经济下行带来压力，对国内而言出口减少或将部分抵消消费增加带来的影响。

第四，明年在稳经济定调下，货币政策积极，流动性预期仍将维持宽松，则预期在分母端的传导仍有利于股价。

7. 风险提示

疫情反弹仍对经济产生不确定性，注册制下新股发行加速导致资金分流。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾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

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资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）咨询独立投资顾问。

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投资建议。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。