

盈利和流动性边际改善，把握结构性机会

姓名：陈梦赞
投资咨询证号：Z0018178
2023年12月17日



目录

CONTENTS

01 主要观点

02 行情回顾

03 估值与盈利

04 基本面

05 流动性

01

主要观点

- **经济：**当前中美库存已经处于较低水平，进一步下降空间较小，2024年中美将重回补库周期。由于国内传统需求的扩张缺乏有力抓手，明年补库力度可能不强，斜率贡献更多来自于海外需求修复对制造业的拉动。2024年预计工业生产稳定增长，物价中枢抬升，企业盈利有望继续修复，但向上弹性可能不高。
- **流动性：**（1）美联储11月FOMC会议释放鸽派信号，显示出美联储的重点逐步从抗通胀转为防衰退。美联储本轮加息已经基本结束，首次降息预计在2024年年中，短时间内降息不会开始。2024年美债利率将继续下行，但当前市场宽松交易已经较为充分，一季度美债发行仍有扰动，美债利率下行节奏有待观察。（2）在基金赚钱效应持续回暖前，偏股型公募基金发行难以快速放量。随着美债利率下行，海外流动性拐点出现，带动中美利差收窄，北向资金有望重新回流。
- **政策：**12月政治局会议提到“以进促稳、先立后破”，整体基调较为积极。考虑到稳增长诉求，2024年货币政策预计保持宽松取向。财政政策预计会加大扩张力度，但是会保持在适度范围。产业政策方面，科技仍是重点支持领域，成长风格继续受益。
- 与2023年相比，2024年制约市场的两大因素均有望缓解：国内经济继续修复、海外流动性环境好转。目前估值已经回落至历史低位，进一步下行空间有限。因此2024年指数有望震荡上行，仍以结构性行情为主。风格方面，由于经济复苏斜率可能不高，产业催化带动小盘成长风格继续占优，IC和IM可逢低布局，顺周期风格的IF和IH存在阶段性机会。
- **风险提示：**海外经济衰退超预期，地缘冲突升级，稳增长效果不及预期

02

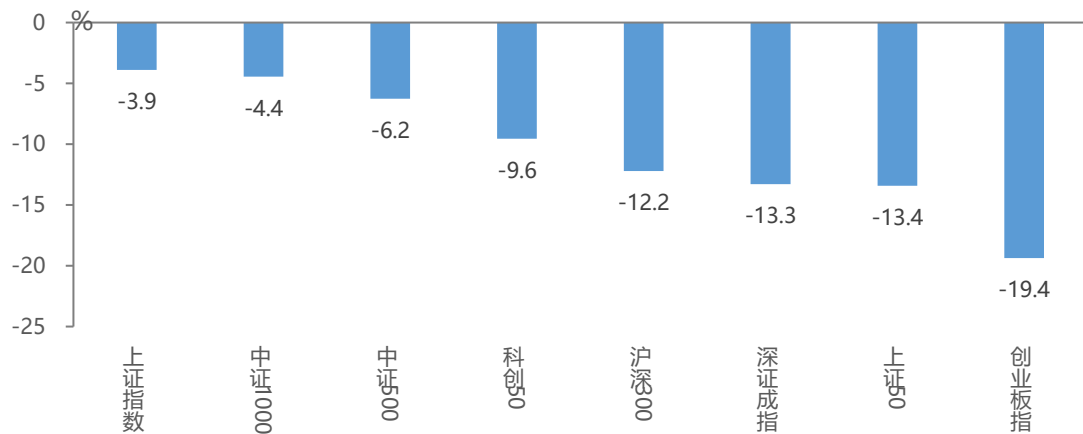
行情回顾

上证指数2023年走势

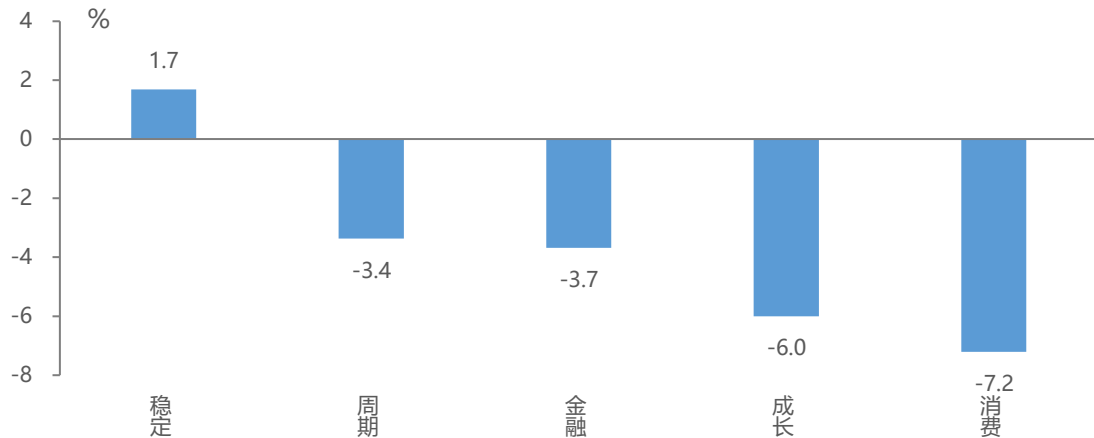


- 今年A股市场呈现冲高回落走势。年初在国内经济复苏和美联储放缓加息的预期支撑下，北向资金加速流入，市场企稳反弹。3月国内经济复苏斜率出现放缓，海外银行业风险事件爆发，导致市场风险偏好回落。5月，由于市场对经济的预期较为悲观、人民币快速贬值、美国债务上限危机等因素同时扰动，市场出现明显调整。端午节前后，人民币汇率继续承压，AI板块表现不佳，市场再度调整。7月下旬政治局会议召开后，市场风险偏好明显回升，带动市场大幅反弹，顺周期板块率先上涨。但是8月以来受经济复苏放缓和政策不及预期影响，市场大幅走弱。10月中下旬市场更是大幅下跌，10月23日上证指数创年内新低2923.51点，主要受到美债利率快速上行的影响。在10月下旬触底以来，指数有所反弹，但随后进入震荡整理区间。11月经济数据出现小幅回踩，市场二次探底。

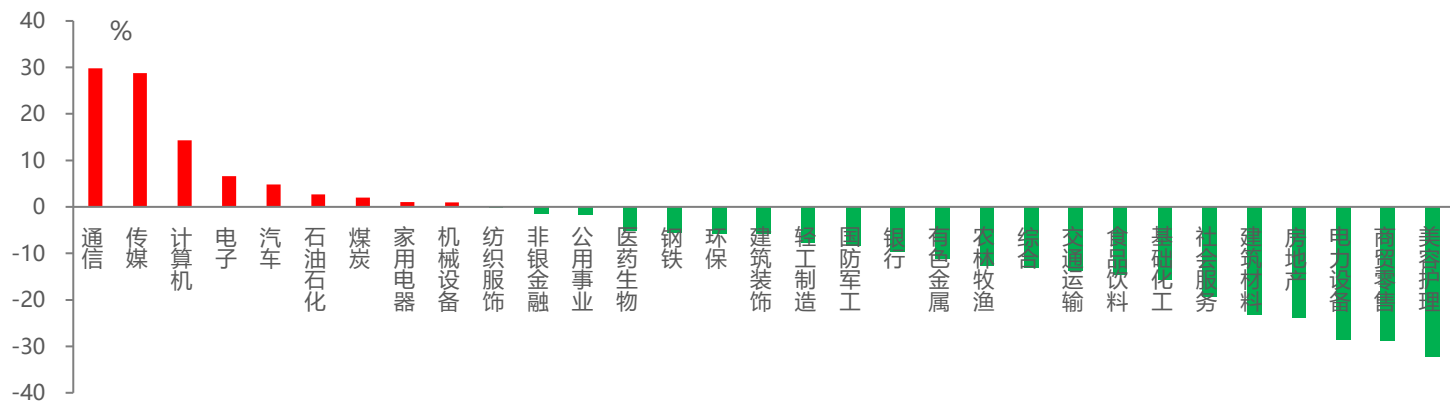
风格指数年度涨跌幅（截至2023/12/8）



资料来源：Wind、东吴期货研究所



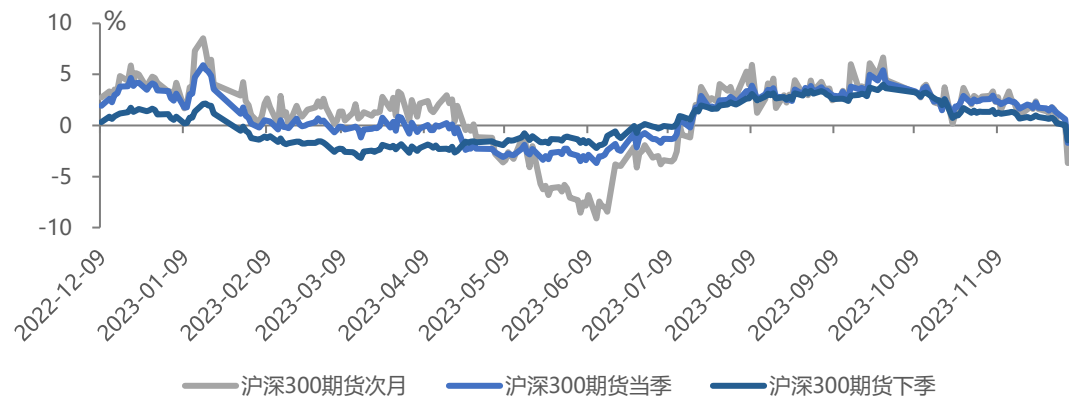
行业年度涨跌幅（截至2023/12/8）



资料来源：Wind、东吴期货研究所

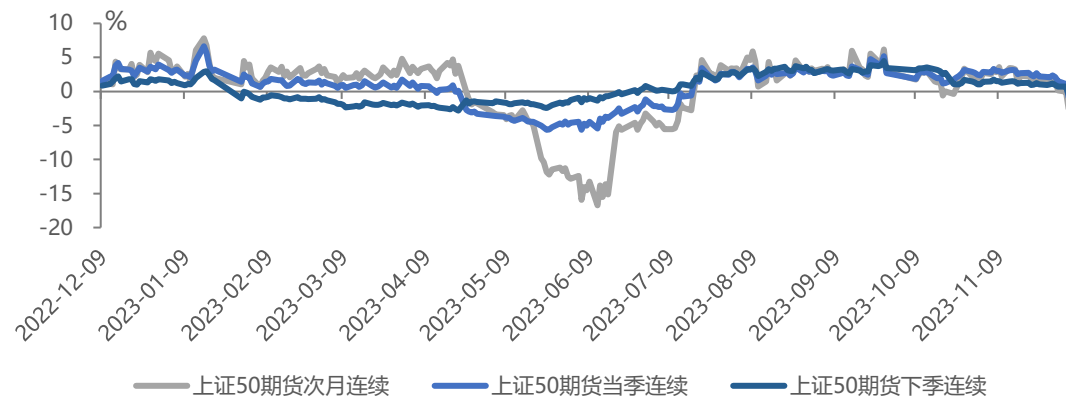
- 今年主要指数悉数下跌，上证指数跌幅最小为3.9%，在新能源板块的拖累下，创业板指今年跌幅最大为19.4%。从风格来看，消费风格跌幅最大。行业方面，TMT板块领涨，消费和新能源表现较差。

IF年化基差率



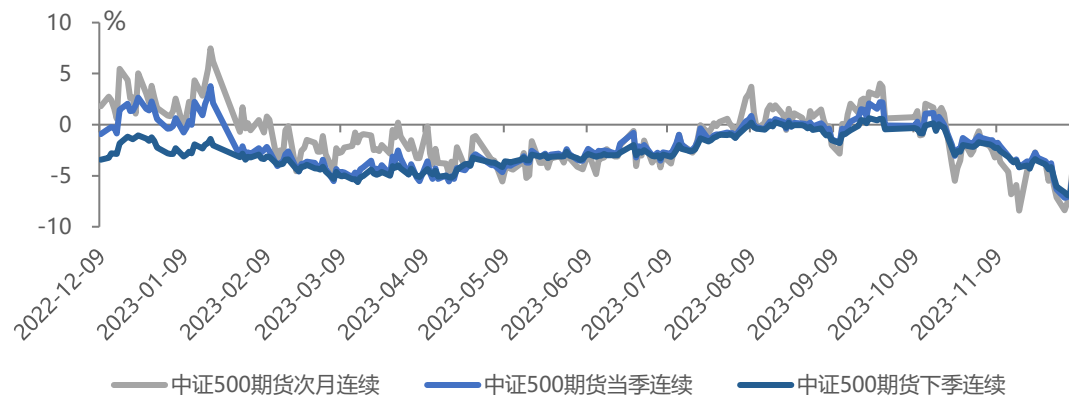
资料来源: Wind、东吴期货研究所

IH年化基差率



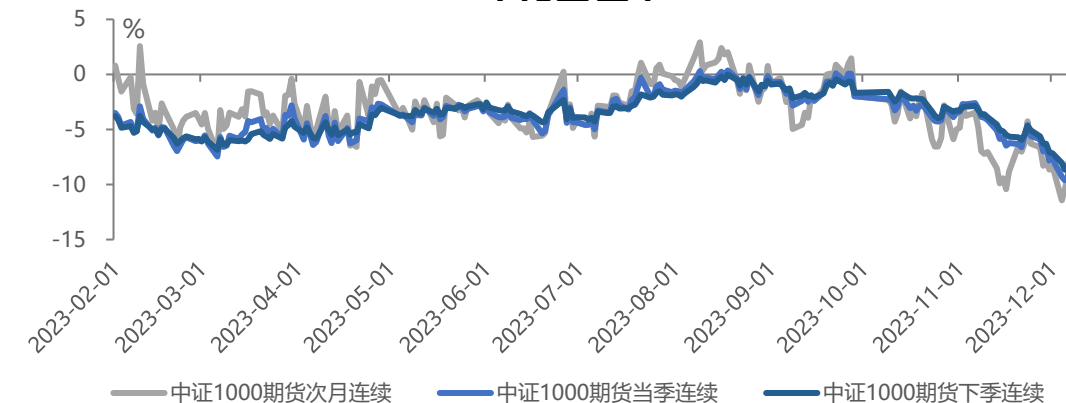
资料来源: Wind、东吴期货研究所

IC年化基差率



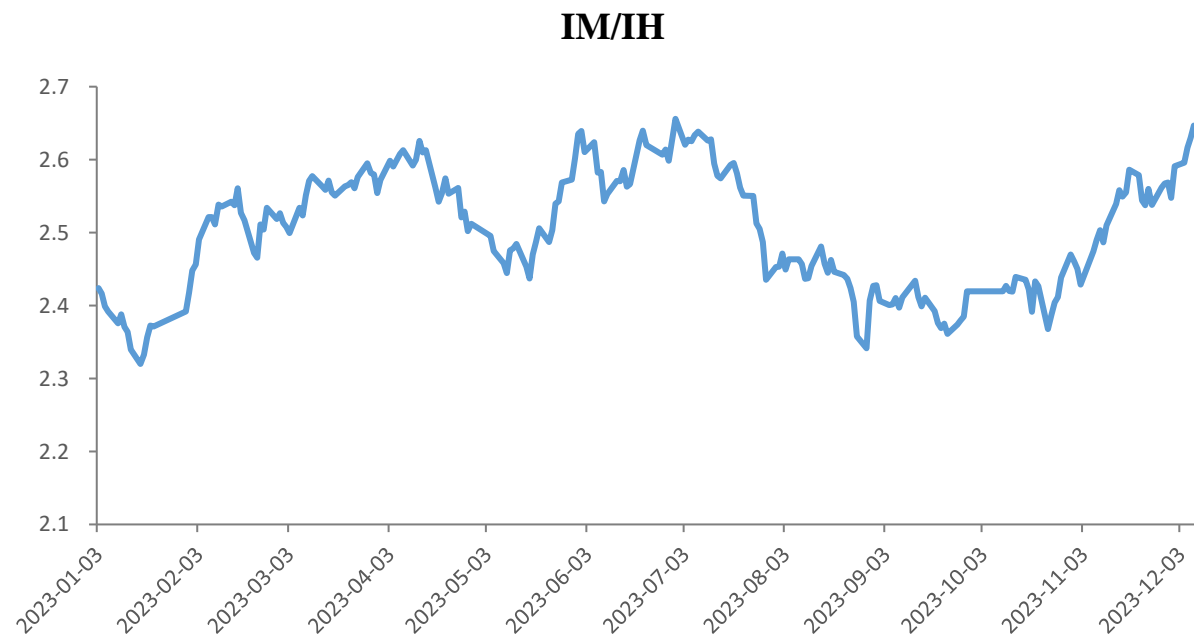
资料来源: Wind、东吴期货研究所

IM年化基差率



资料来源: Wind、东吴期货研究所

- 自去年下半年以来, IC和IM贴水逐步收窄。由于中性产品规模萎缩, 同时雪球对冲多头增加, 使得贴水收窄。11月以来, 对冲需求增加、雪球新发规模下降, 导致贴水快速走扩。



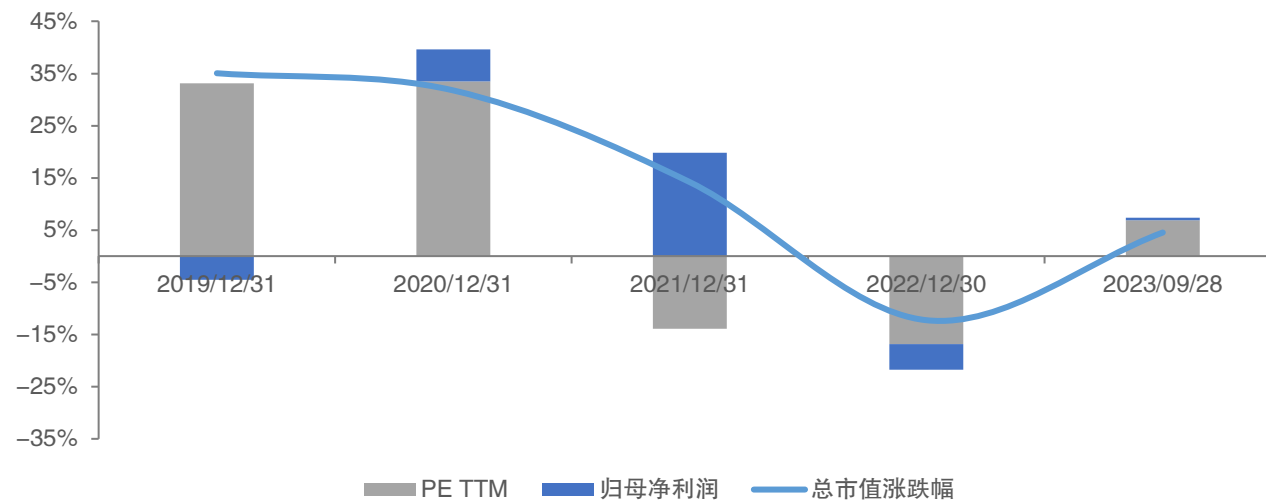
资料来源：Wind、东吴期货研究所

- 2023年整体延续小盘占优的风格。上半年AI板块带动TMT走强，代表中小盘成长风格的中证500和中证1000占优。年中AI板块调整，受政策催化，与宏观经济强相关的顺周期板块表现较好，沪深300和上证50领涨。10月底以来，小盘成长再度占优。

03

估值与盈利

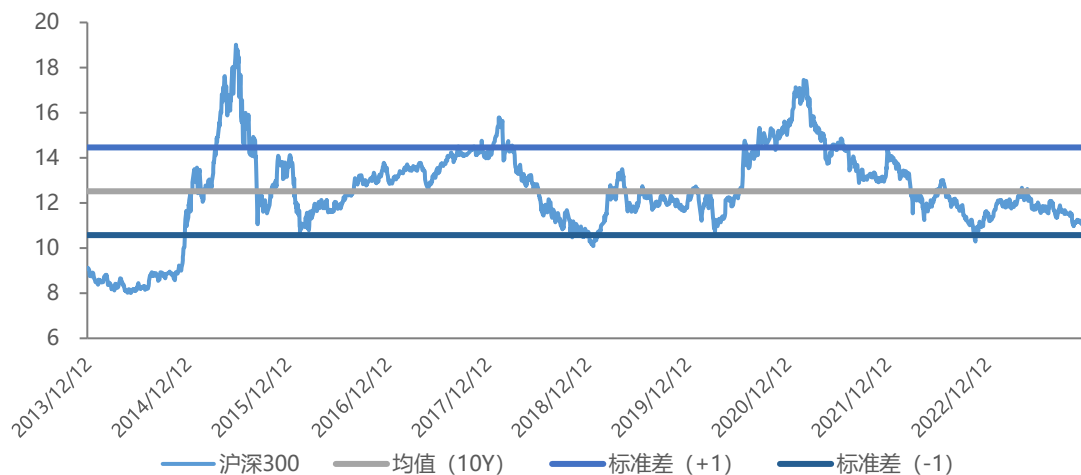
万得全A涨跌幅拆分



资料来源：Wind、东吴期货研究所
注：2023年三季度数据采用滚动年化处理

- 对万得全A涨跌幅进行拆分，2023年业绩对A股拖累减轻，估值小幅扩张。2022年，A股业绩出现下滑，同时估值也出现收缩，A股进入估值业绩双杀阶段。2023年中，A股盈利见底，业绩拖累减轻。估值端在2021、2022连续两年回落后，2023年转为小幅扩张。

沪深300 PE为10.71倍，处于近十年来12.13%分位



资料来源: Wind、东吴期货研究所

上证50 PE为9.38倍，处于近十年来22.9%分位



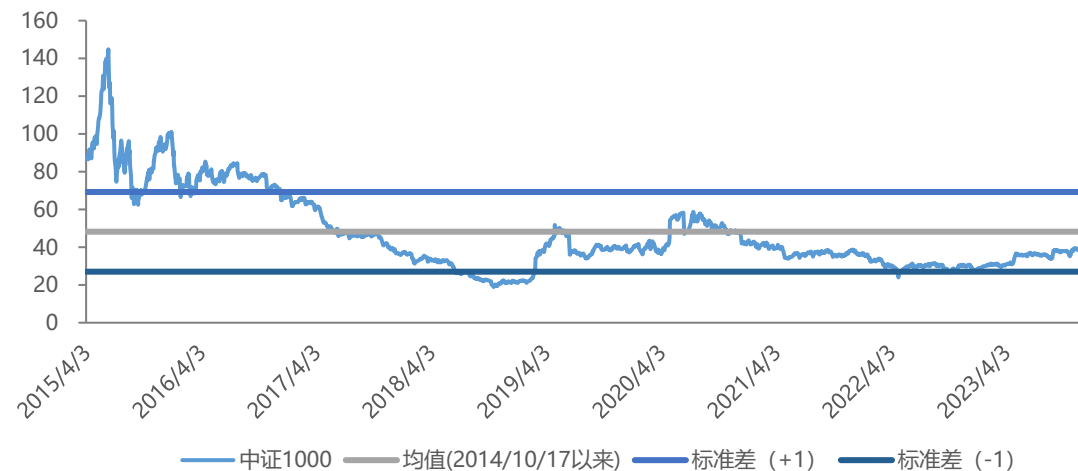
资料来源: Wind、东吴期货研究所

中证500 PE为22.21倍，处于近十年来18.79%分位



资料来源: Wind、东吴期货研究所

中证1000 PE为38.11倍，处于上市以来42.4%分位

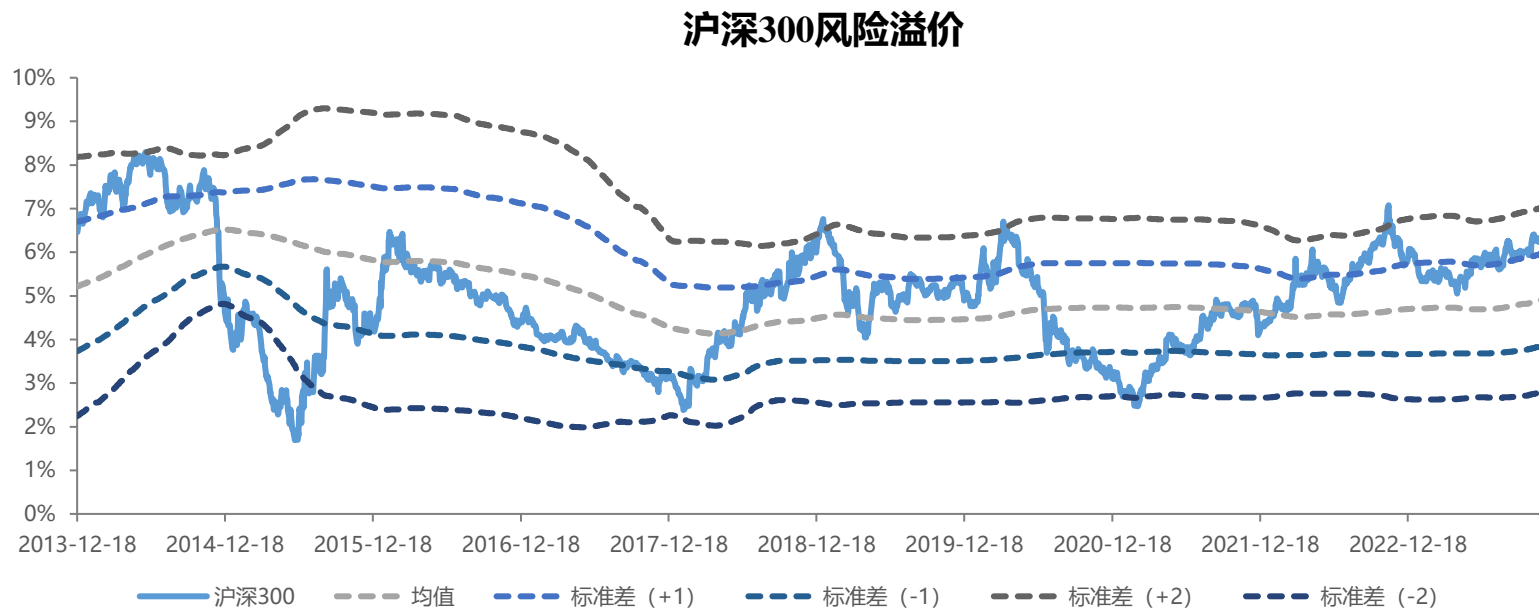


资料来源: Wind、东吴期货研究所

当前估值与历史市场底部对比

熊市低点	PE			分位点（上市以来，%）			风险溢价		
	万得全A	沪深300	中证500	万得全A	沪深300	中证500	万得全A	沪深300	中证500
2005-06-06	18.4	13.3	-	35.4	50.6	-	2.8	4.9	-2.7
2008-10-28	13.8	12.8	17.8	10.6	43.2	2.1	4.0	4.6	2.4
2013-06-25	12.0	8.9	28.4	1.1	4.7	40.8	4.8	7.6	-0.1
2016-01-27	17.7	10.9	39.5	29.6	15.4	67.6	2.8	6.3	-0.4
2019-01-04	13.3	10.3	16.4	7.6	10.5	0.2	4.4	6.6	3.0
中位数	13.8	10.9	23.1	10.6	15.4	21.5	4.0	6.3	-0.1
2022-04-27	15.6	11.5	16.2	17.0	22.6	0.1	3.6	5.9	3.3
2022-10-31	15.8	10.3	22.1	17.3	10.8	12.7	3.7	7.1	1.9
2023-12-12	16.8	10.8	22.4	22.2	14.3	14.2	3.3	6.6	1.8

- 与历史上的市场底部对比，目前A股估值处于较低水平。
- 从2021年以来，大小盘风格分化较为极致。不管是绝对估值还是从分位数的角度来看，沪深300的估值都已经回落至历史低位，进一步下行空间不大。



资料来源：Wind、东吴期货研究所

- 去年10月，沪深300和上证50风险溢价曾突破2倍标准差位置，反映出市场极度悲观的预期。目前沪深300的风险溢价回到1倍标准差和2倍标准差之间，权益资产性价比凸显。截至12月13日，沪深300的风险溢价为6.74%，处在近十年来90.43%的分位；万得全A的风险溢价为3.37%，处在近十年来85.55%的分位。

主要指数累计营收和归母净利润同比增速

日期	营业总收入合计同比						归属母公司股东的净利润同比					
	全部A股	全部A股(非金融石油石化)	沪深300	上证50	中证500	中证1000	全部A股	全部A股(非金融石油石化)	沪深300	上证50	中证500	中证1000
2022-03-31	10.9	11.2	12.0	14.2	9.5	6.8	3.5	6.1	3.2	6.1	-3.6	1.6
2022-06-30	8.4	7.6	11.2	13.7	4.0	4.0	3.3	2.6	6.0	9.6	-14.4	0.8
2022-09-30	8.0	7.7	10.6	12.3	3.6	4.2	2.5	1.3	5.4	6.9	-16.3	-1.9
2022-12-31	6.6	6.6	8.9	9.4	3.6	3.1	0.8	-1.5	3.7	4.5	-18.4	-11.8
2023-03-31	3.8	3.9	4.9	2.1	3.3	1.4	1.3	-6.6	5.8	0.7	-9.2	-23.6
2023-06-30	2.6	3.5	3.7	0.6	1.4	0.1	-4.4	-10.1	-0.4	-6.7	-18.1	-23.8
2023-09-30	2.2	3.1	3.0	0.4	1.2	0.5	-2.9	-6.2	-0.5	-6.3	-10.9	-20.1
23Q3-23Q2	-0.4	-0.3	-0.7	-0.1	-0.1	0.4	1.5	3.9	-0.1	0.4	7.2	3.7

资料来源：Wind、东吴期货研究所

- 2023年三季度盈利开始触底回升，二季度盈利底确认。2023Q3全A和全A（非金融石油石化）累计归母净利润同比分别为-2.9%、-6.2%，单季度分别为0.2%、1.8%，较二季度回升9.7、14.7个百分点。





























































































































主要指数单季度营收和归母净利润同比增速

日期	单季度营业总收入同比						单季度归属母公司股东的净利润同比					
	全部A股	全部A股(非金融石油石化)	沪深300	上证50	中证500	中证1000	全部A股	全部A股(非金融石油石化)	沪深300	上证50	中证500	中证1000
2022-03-31	10.9	11.2	12.0	14.2	9.5	6.8	3.5	6.1	3.2	6.1	-3.6	1.6
2022-06-30	5.9	4.4	9.4	12.4	0.2	0.9	1.8	-2.1	6.7	11.6	-21.1	-6.4
2022-09-30	7.1	7.8	9.3	9.6	2.7	4.4	0.7	-1.8	4.0	1.7	-20.6	-7.9
2022-12-31	2.9	3.6	3.8	1.1	2.1	0.1	-7.3	-21.2	-5.3	-10.1	-42.6	-77.7
2023-03-31	3.8	3.9	4.9	2.1	3.3	1.4	1.3	-6.6	5.8	0.7	-9.2	-23.6
2023-06-30	1.4	3.1	2.4	-0.9	0.6	-1.9	-9.6	-12.9	-6.4	-14.6	-18.1	-29.5
2023-09-30	1.3	2.5	1.6	0.2	1.0	1.3	0.2	1.8	-1.0	-5.5	7.6	-11.3
23Q3-23Q2	-0.1	-0.6	-0.9	1.1	0.4	3.1	9.7	14.7	5.4	9.0	25.6	18.2

资料来源：Wind、东吴期货研究所

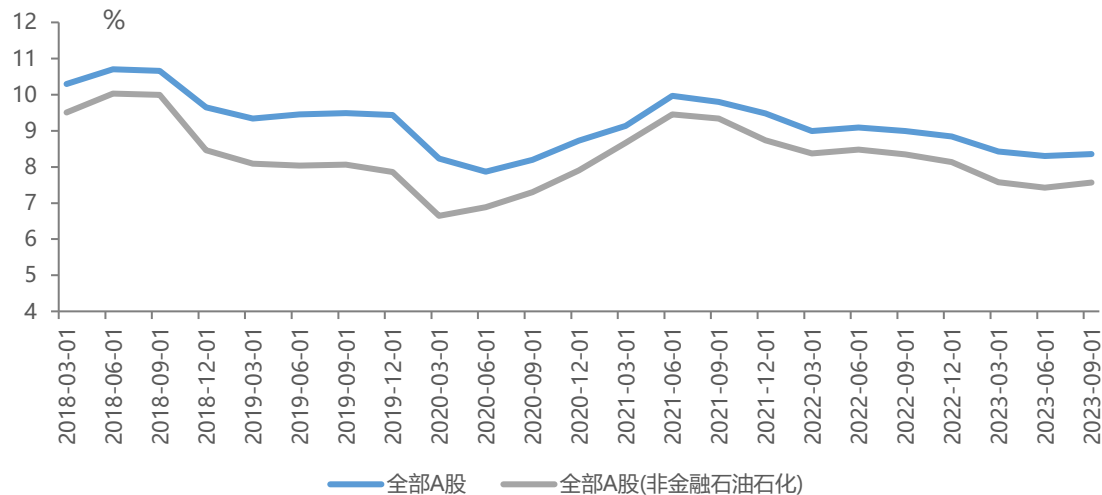
- 中证500盈利增速最高，且改善幅度最大。2023Q3沪深300、上证50、中证500、中证1000累计归母净利润同比分别为-0.5%、-6.3%、-10.9%、-20.1%，单季度分别为-1%、-5.5%、7.6%、-11.3%。受益于产业周期的支撑，中小盘成长风格盈利修复速度较快。与宏观经济相关性较强的沪深300和上证50，业绩波动较小，反弹幅度弱于中证500和中证1000。

申万一级行业营收和归母净利润同比增速

板块	营业总收入同比						归母净利润同比						单季度营业总收入同比						单季度归母净利润同比					
	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q3-23Q2		22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q3-23Q2		22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q3-23Q2		22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q3-23Q2	
农林牧渔	3.2	6.7	2.0	5.5	3.5		148.8	73.0	15.3	-279.8	-295.1		21.1	15.6	5.0	1.7	-3.3		146.2	70.7	-483.6	-86.6	397.0	
基础化工	5.0	-14.0	-17.3	-9.0	8.3		-13.9	-51.0	-55.4	-47.2	8.3		2.0	-6.9	-14.5	-1.6	12.9		-44.4	-47.0	-56.6	-27.2	29.5	
钢铁	-14.3	-12.4	-15.0	-7.5	7.5		-75.4	-72.0	-72.6	-36.0	36.6		-6.3	-5.1	-11.4	-2.2	9.2		-137.9	-69.7	-71.5	353.1	424.6	
有色金属	4.6	-4.1	-5.7	2.6	8.4		50.8	-26.9	-37.3	-29.3	8.0		6.9	3.1	0.0	5.8	5.7		36.0	-21.6	-41.6	-24.2	17.4	
电子	-9.7	-14.6	-13.6	-5.8	7.8		-34.4	-60.6	-50.6	-34.4	16.2		-3.7	-7.7	-5.7	0.3	6.0		-51.6	-57.4	-38.1	-3.9	34.2	
汽车	-4.8	-2.9	10.4	15.3	4.9		-10.0	-1.4	16.9	28.4	11.5		14.4	4.4	34.5	12.2	-22.3		301.2	6.4	51.0	32.0	-19.0	
家用电器	-8.8	-4.4	-1.8	4.5	6.3		0.5	3.9	6.0	9.6	3.6		-8.7	3.5	7.6	7.2	-0.5		1.2	13.3	14.7	10.6	-4.1	
食品饮料	-2.0	1.7	1.3	7.1	5.8		2.6	9.0	6.7	14.0	7.3		8.3	10.7	8.3	6.7	-1.6		10.3	18.2	9.9	16.1	6.1	
纺织服饰	-11.1	-3.4	-2.9	1.9	4.8		-44.5	-13.0	0.2	9.1	8.9		-17.0	4.0	4.7	-0.7	-5.4		-3,944.8	-5.8	27.0	21.1	-5.9	
轻工制造	-6.7	-15.5	-12.6	-5.6	7.0		-38.2	-33.1	-18.0	-4.8	13.3		-5.3	-8.4	-3.5	-1.7	1.8		-147.9	-27.6	-1.0	10.4	11.4	
医药生物	0.3	-5.6	-3.6	0.2	3.8		-14.5	-33.8	-28.1	-21.1	7.1		7.9	2.1	5.6	-3.2	-8.8		-75.8	-28.2	-15.7	-17.8	-2.2	
公用事业	4.9	-4.7	-2.9	0.9	3.8		42.9	29.3	24.6	44.7	20.1		5.3	3.7	5.5	-0.7	-6.2		98.3	40.7	25.6	76.0	50.3	
交通运输	-1.2	-4.0	-6.2	0.3	6.5		-49.1	-4.5	11.0	47.5	36.5		2.3	3.8	-1.6	1.9	3.5		-107.7	3.2	36.4	107.6	71.2	
房地产	-15.7	-4.5	-2.9	-0.7	2.2		-316.1	-28.8	-26.1	-34.9	-8.8		-0.9	2.6	4.1	-7.5	-11.6		-92.3	-22.9	-22.2	-109.7	-87.4	
商贸零售	-16.7	-6.3	-6.6	-0.6	6.0		64.3	22.1	2.5	12.6	10.1		-14.2	1.4	-0.6	0.5	1.1		38.1	32.4	17.9	29.4	11.5	
社会服务	-14.3	10.1	21.2	27.8	6.6		-26.2	136.8	167.7	1,792.9	1,625.2		-3.5	19.3	40.9	27.8	-13.1		-3.0	139.8	238.6	112.1	-126.6	
银行	-6.0	-7.1	-7.3	0.9	8.3		-2.3	-5.7	-3.8	1.3	5.2		-5.8	1.4	-0.4	-3.5	-3.1		6.2	2.4	4.7	0.9	-3.8	
非银金融	-12.4	-21.0	-3.8	-13.8	-10.0		-33.6	62.5	-3.7	2.6	6.3		-10.2	15.7	-4.9	-6.1	-1.2		-47.6	64.7	-34.6	-30.8	3.8	
综合	-16.0	9.5	8.6	-5.3	-13.9		-67.6	83.9	82.2	-173.0	-255.1		-5.6	18.8	16.2	-21.1	-37.3		-33.4	82.5	64.2	-356.9	-421.1	
建筑材料	-20.2	-7.6	-9.9	-3.7	6.2		-50.6	-67.3	-44.2	-36.1	8.2		-17.2	0.1	-5.1	-1.8	3.3		-78.5	-64.5	-25.9	-19.4	6.5	
建筑装饰	-1.6	-0.8	-0.9	5.4	6.3		0.6	3.4	-2.4	0.4	2.7		4.3	7.3	6.1	6.4	0.3		45.4	11.8	-1.2	-5.4	-4.2	
电力设备	31.4	14.4	11.7	12.8	1.1		65.1	21.5	9.2	-0.6	-9.8		38.7	23.9	17.2	4.4	-12.8		131.1	31.5	5.9	-21.1	-27.0	
机械设备	-10.2	-6.4	-3.2	1.6	4.9		-16.5	-11.9	-5.7	1.0	6.6		2.2	1.4	6.6	1.6	-4.9		44.8	-4.6	5.8	1.5	-4.3	
国防军工	-1.4	-4.0	2.9	5.9	2.9		-16.4	-12.0	-1.8	2.3	4.1		4.2	4.1	15.6	0.6	-15.0		-63.3	-4.8	12.8	-1.2	-14.0	
计算机	-7.7	-8.8	-7.6	0.5	8.1		-50.6	42.0	-4.7	0.6	5.3		-7.0	-1.2	0.1	5.7	5.6		-50.4	53.7	-11.9	-0.6	11.3	
传媒	-14.2	-8.3	-2.7	4.8	7.5		-69.7	8.9	7.2	20.0	12.9		-7.0	-0.8	10.2	8.1	-2.1		-1,613.9	17.9	13.3	40.9	27.5	
通信	0.1	0.3	-1.3	4.3	5.6		7.2	0.7	1.2	5.4	4.3		6.9	8.6	4.2	3.8	-0.4		22.7	9.0	8.8	0.9	-7.9	
煤炭	-1.7	-8.3	-14.7	-11.0	3.7		36.1	-4.0	-31.4	-29.3	2.1		-13.1	-0.6	-15.8	-16.7	-0.9		-6.5	2.0	-49.0	-30.7	18.4	
石油石化	12.9	-7.3	-9.8	-2.6	7.2		19.2	-16.5	-19.8	-5.3	14.6		13.4	0.3	-6.4	2.6	9.0		15.3	-9.6	-17.9	19.2	37.1	
环保	-10.0	-5.9	-6.1	1.6	7.7		-20.6	-6.6	-5.5	-6.1	-0.6		1.7	1.9	0.5	4.4	4.0		-50.8	1.1	2.3	-15.5	-17.8	
美容护理	-1.6	-2.4	-2.0	2.7	4.7		-40.7	19.9	20.0	43.4	23.3		6.8	5.6	5.4	2.3	-3.1		-86.0	29.8	29.0	85.3	56.3	

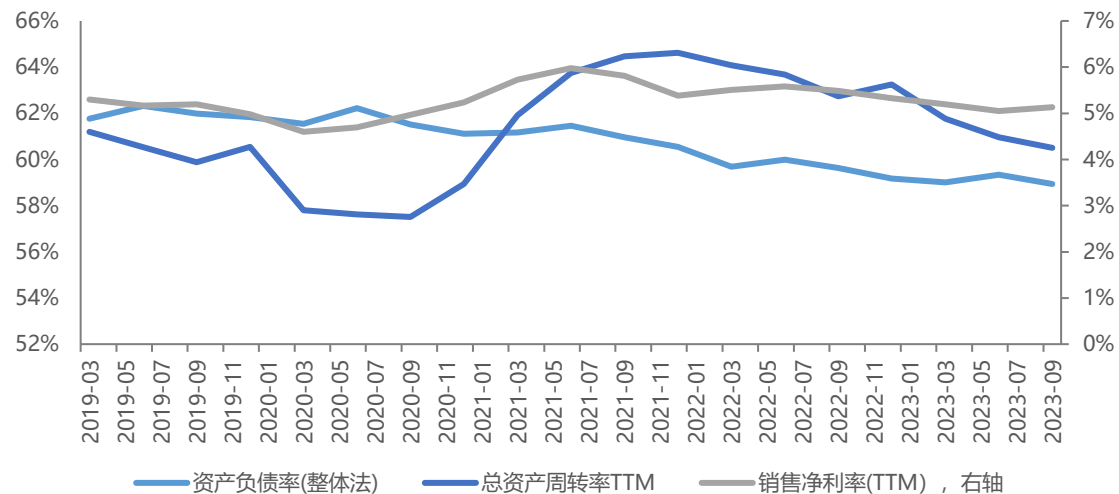
- 从归母净利润累计同比来看，盈利增速最高的行业是：社会服务（+1792.9%）、交通运输（+47.5%）、公用事业（+44.7%）、美容护理（+43.4%）、汽车（+28.4%）；最低的行业是：农林牧渔（-279.8%）、综合（-173%）、基础化工（-47.2%）、建筑材料（-36.1%）、钢铁（-36%）。
- 同比增速边际改善幅度最大（23Q3-23Q2累计归母净利润同比）的行业是：社会服务（+1625.2 pct）、钢铁（+36.63 pct）、交通运输（+36.5 pct）、美容护理（+23.3 pct）、公用事业（+20.1 pct）、电子（+16.2 pct）；边际下滑幅度最多的行业是：农林牧渔（-295.1 pct）、综合（-255.1 pct）、电力设备（-9.8 pct）、房地产（-8.8 pct）。
- 多数一级行业利润增速均出现环比改善，仅少数行业利润增速环比下滑。
 - 社会服务：边际改善最大，主要是因为22年业绩较差，同比大幅负增。
 - 周期板块：周期行业同比降幅均有所收窄，按增速改善幅度大小分别为：钢铁、石油石化、基础化工、有色金属、煤炭，煤炭景气度最弱。
 - TMT：电子和传媒业绩表现亮眼。电子行业虽然同比仍然负增，但边际改善幅度较大。传媒同比延续正增，增速进一步上行12.9个百分点至20%。计算机同比增速转正，通信同比增速上行4.3个百分点至5.4%。
 - 汽车：汽车行业保持高景气度，利润同比延续高增，且增速进一步上行11.5个百分点至28.5%。
 - 电力设备：景气度继续回落，利润同比增速转负。
 - 消费：美容护理同比改善幅度较大，食品饮料韧性较强，同比增速回升7.3个百分点至14%，家电、纺织服装单季度利润增速边际下滑。
 - 金融：银行单三季度营收同比降幅扩大，归母净利润同比增速回落至0.9%，银行利润承压。非银单季度营收同比降幅扩大，归母净利润同比降幅收窄。
 - 地产：从单季度来看的话，地产营收同比转负，归母净利润同比降幅扩大。
 - 医药：累计增速延续改善趋势，但单季度归母净利润同比降幅有所扩大。

ROE TTM



资料来源: Wind、东吴期货研究所

全A非金融石油石化ROE杜邦分解



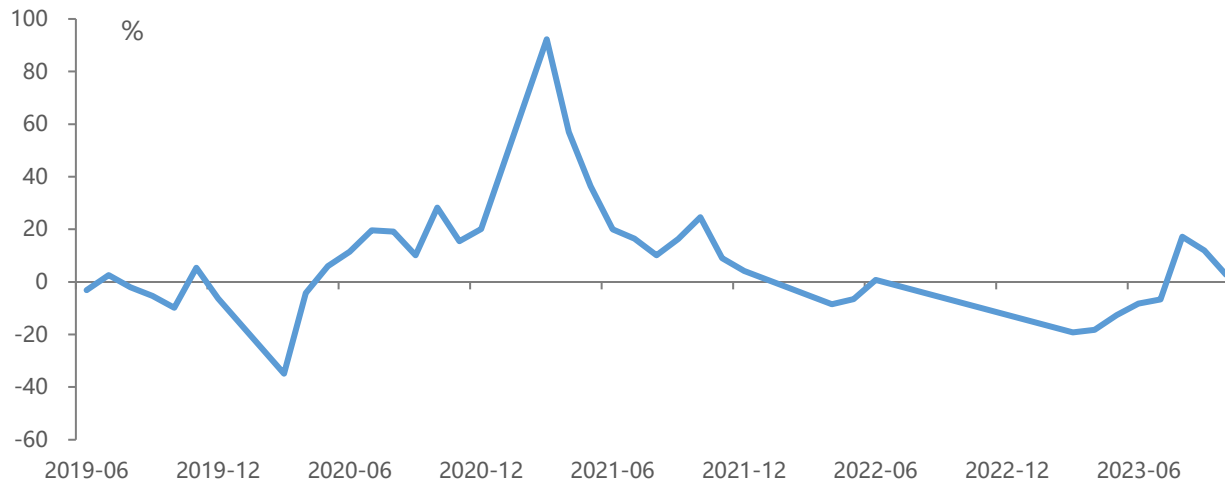
资料来源: Wind、东吴期货研究所

- 三季度ROE企稳回升。全部A股23Q3 ROE (TTM, 整体法) 为8.35%，较23Q2提高0.05个百分点，全部A股（非金融石油石化）为7.57%，较23Q2提高0.14个百分点。
- 指数方面，沪深300和上证50保持较高盈利水平，但三季度仍在边际回落，中证500和中证1000 ROE小幅回升。
- 对全A（非金融石油石化）进行杜邦分解：ROE企稳回升主要受到销售净利率回升的带动，资产周转率和权益乘数小幅拖累。23Q3资产周转率为60.5%，较23Q2下降0.45个百分点，23Q3销售净利率为5.14%，较23Q2上升0.09个百分点，权益乘数为2.44，较23Q2下降0.02，小幅走弱。

04

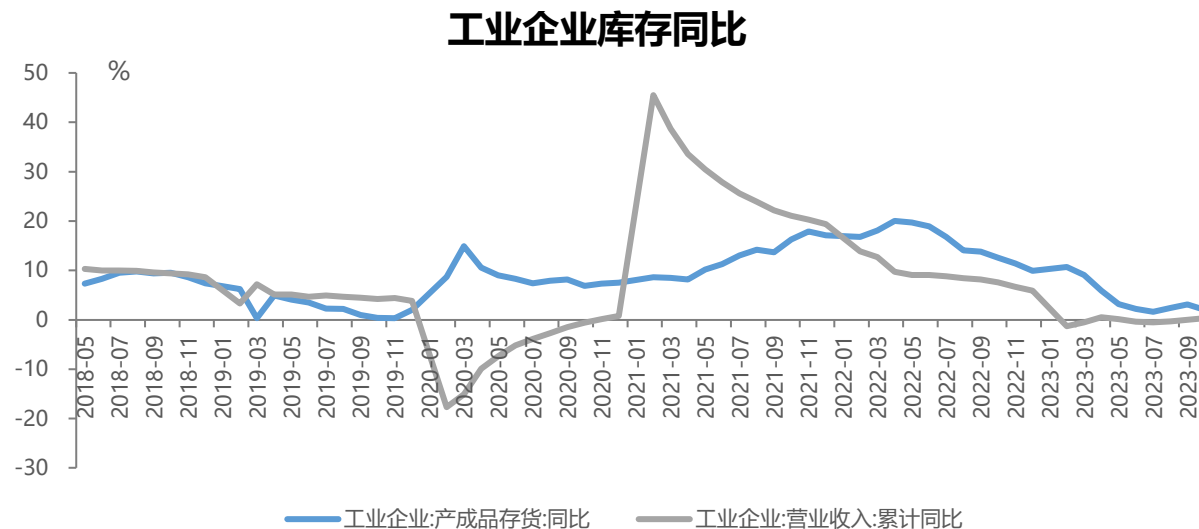
基本面

工业企业利润同比增速



资料来源：Wind、东吴期货研究所

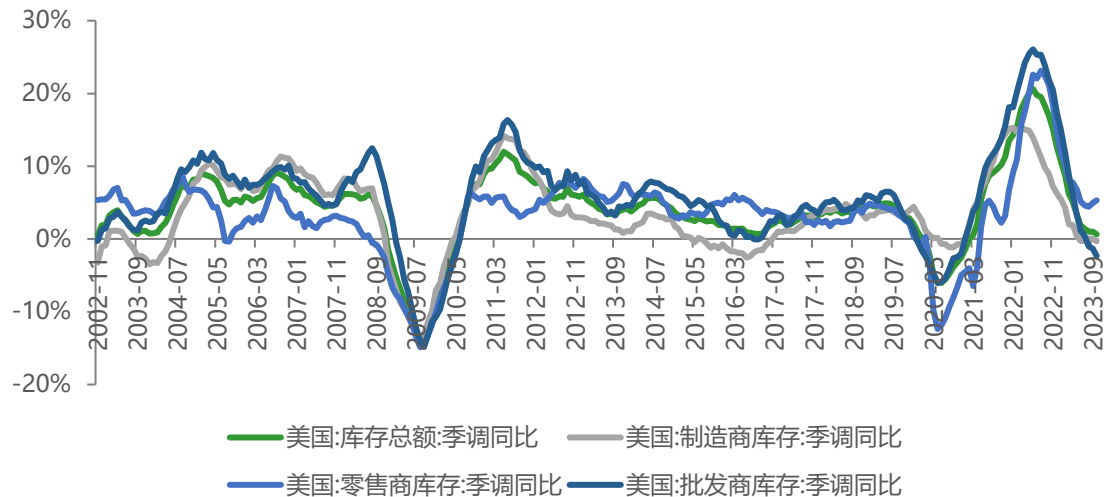
- 2023年工业企业利润触底回升，但9月份以来增速明显开始回落。1-10月规模以上工业企业利润累计同比-7.8%，跌幅收窄1.2个百分点。10月当月同比2.7%，较上月回落9.2个百分点，如果剔除基数效应，两年复合增速由正转负。10月营收同比增长2.9%，较上月提高0.7个百分点，但两年复合增速回落1.7个百分点至2.8%。
- 2023年工业企业利润主要受到PPI和营业利润率的拖累。拆分来看，10月工业增加值同比增长4.6%，较上个月提高0.1个百分点，生产稳步增长。10月PPI降幅较上月扩大0.1个百分点至-2.6%，价格拖累略有加剧。10月营业利润率小幅下降0.14个百分点至6.15%，较上月有所回落，同比也小幅走弱。
- 2024年预计工业生产仍稳定增长，PPI同比回暖，企业盈利有望继续修复。但考虑到总需求不足的问题，向上弹性可能不高。



资料来源: Wind、东吴期货研究所

- 10月库存增速再度回落。10月产成品库存同比增长2%，增速较上月下降1.1个百分点，在连续两个月反弹后再度下滑。实际库存同比增长4.6%，较上月下降1个百分点，去库向补库过渡阶段仍有波折。
- 从去年年中开始，中美共同进入去库阶段，海内外总需求偏弱，导致出口和价格承压。当前中美库存已经处于较低水平，进一步下降空间较小，2024年中美将重回补库周期。由于国内传统需求的扩张缺乏有力抓手，明年补库力度可能不强，斜率贡献更多来自于海外需求修复对制造业的拉动。
- 根据历史经验，被动去库和主动补库阶段，A股上涨概率更大。明年随着企业进入补库阶段，基本面将对A股将形成支撑。

美国库存同比走势



资料来源: Wind、东吴期货研究所

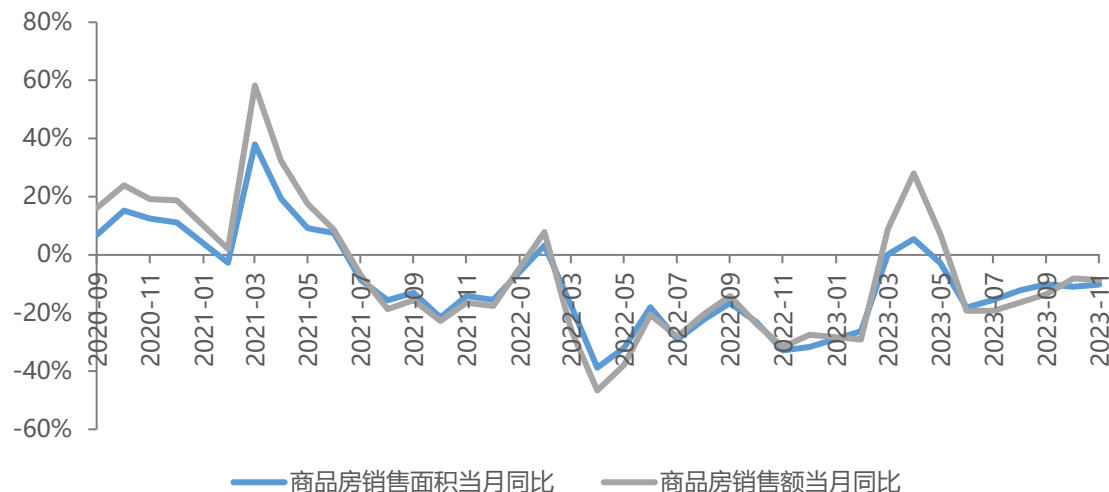
以美元计进出口增速



资料来源: Wind、东吴期货研究所

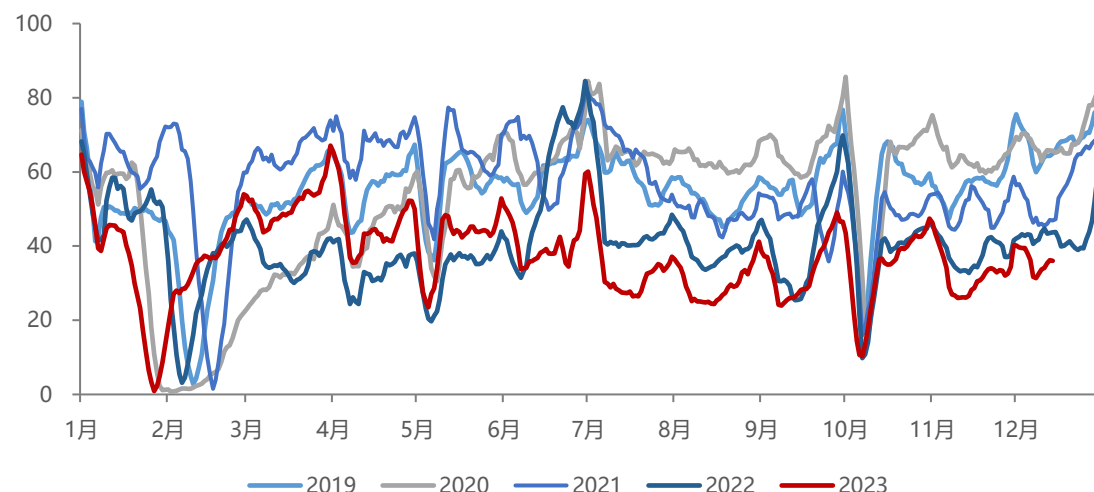
- 从2022年年中开始, 美国库存开始高位回落, 2023年延续下行态势。海外总需求低迷, 导致2023年出口增速低位震荡。
- 11月低基数下出口增速转正。11月出口同比增长0.5%, 上月下降6.4%, 增速由负转正, 主要是因为去年同期基数较低。剔除基数效应, 两年复合增速放缓至-5.1%。从区域来看, 11月对美国出口增速由负转正, 同样受到低基数支撑。对欧盟、日本、东盟出口保持负增, 东盟、日本降幅有所收窄, 欧盟降幅扩大。从产品来看, 11月手机贡献最大, 增速大幅上行32.8个百分点至54.6%, 汽车(包括底盘)保持正增, 但增速继续回落进口增速转负。
- 2024年美国进入补库周期, 对出口形成支撑, 增速有望向上修复。

商品房销售当月同比



资料来源：Wind、东吴期货研究所

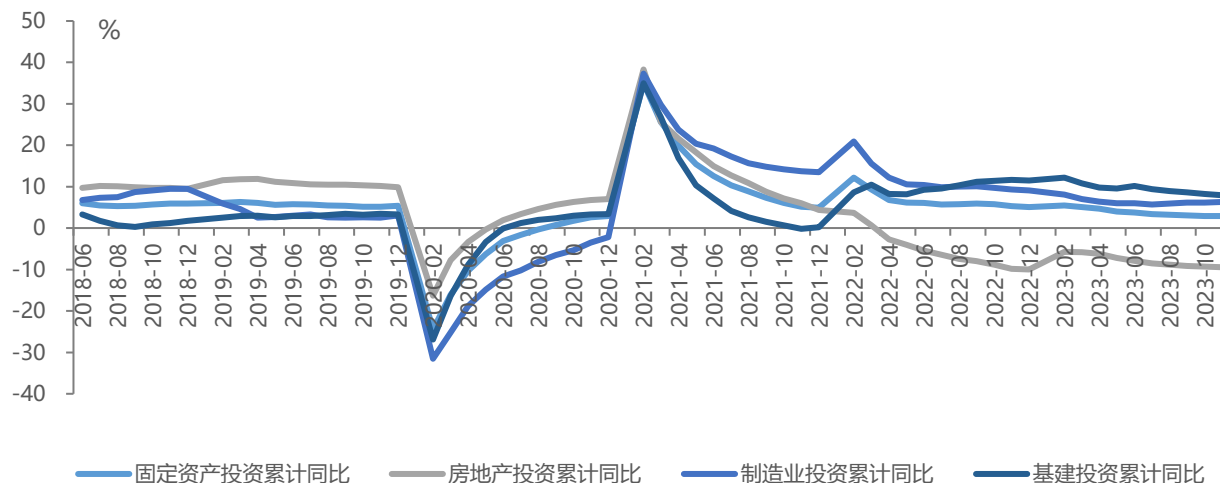
30大中城市商品房成交面积（7DMA）



资料来源：Wind、东吴期货研究所

- 由于居民收入预期下滑、房地产金融属性退化以及中长期人口结构变化等因素影响，2023年地产销售依然表现低迷。下半年地产优化政策密集落地，包括统一下调首付款比例下限、降低存量首套房贷利率、认房不认贷等，带动地产销售小幅改善。2023年11月，房地产销售面积当月同比-10.3%，降幅较上月收窄0.7个百分点，销售额当月同比-8.6%，降幅较上月扩大0.6个百分点。
- 2024年地产销售仍有下行压力，但在地产优化政策的托底下，预计将逐步企稳，降幅较2023年收窄。2024年重点关注房地产新模式下保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造三大工程进展。三大工程将会为地产投资提供增量驱动，PSL有望重启提供资金支持。

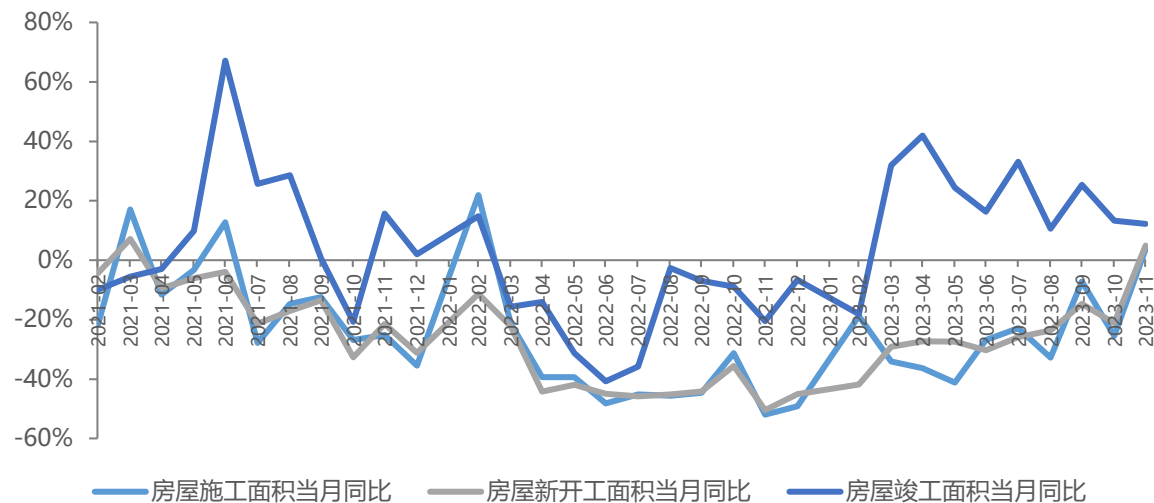
固定资产投资累计同比



资料来源：Wind、东吴期货研究所

- 2023年基建投资增速和制造业投资增速较为平稳，房地产投资拖累整体表现。11月固定资产投资同比增长2.9%，较上月回升1.7个百分点。狭义基建同比增速回升1.2个百分点至5%，广义基建同比增速回落0.2个百分点至5.4%；制造业投资同比增速上升0.9个百分点至7.1%；房地产投资同比下降10.6%，降幅收窄0.7个百分点。
- 2024年在地产优化政策以及三大工程的保障下，地产拖累将减轻。财政政策适度发力，基建预计延续平稳增长态势。明年库存周期上行，企业盈利修复，有望带动企业扩产意愿回升，制造业投资增速或小幅回升。

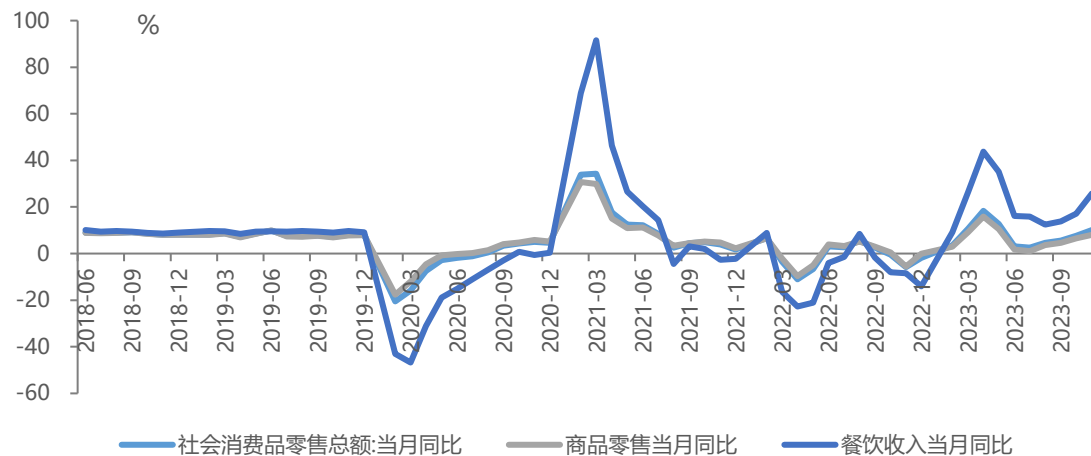
房屋新开工、施工、竣工当月同比



资料来源：Wind、东吴期货研究所

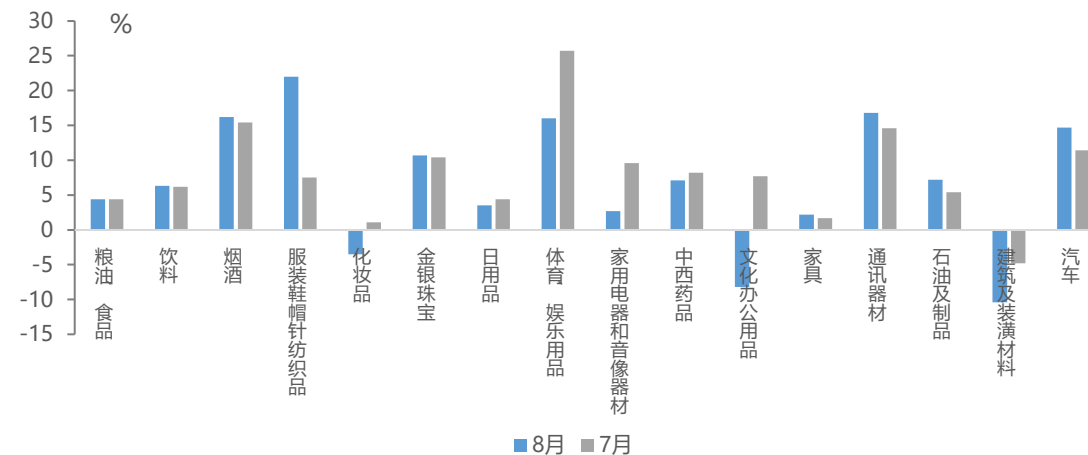
- 2023年受保交楼政策提振，竣工面积保持较高增速，但增速逐步下滑。新开工面积从2021年开始回落，继续下行空间不大。但考虑到新开工对竣工的传导，预计2024年竣工端将承压下行，尤其是下半年可能压力较大。

社零同比增速



资料来源: Wind、东吴期货研究所

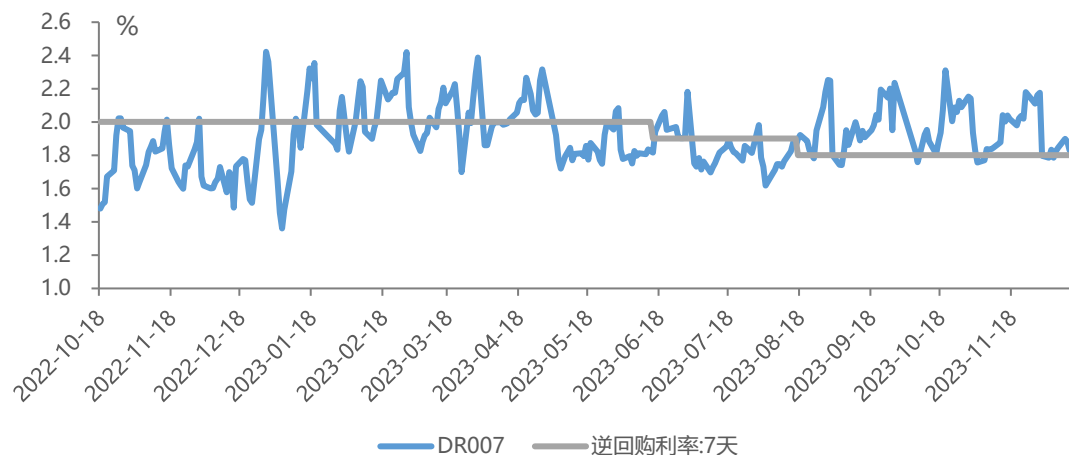
商品零售各品类同比增速



资料来源: Wind、东吴期货研究所

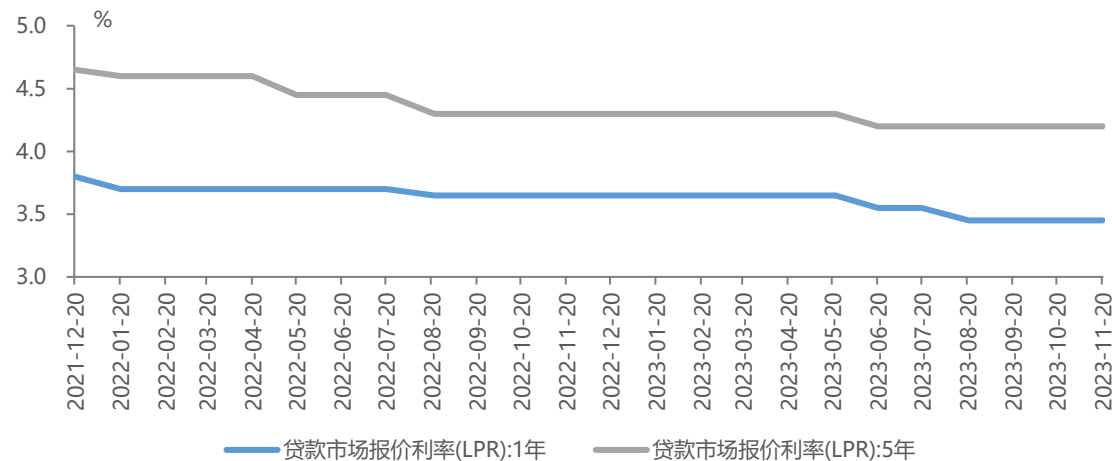
- 2023年消费增速温和复苏,但从两年复合增速来看,仍然低于疫情前增速水平。11月社零同比增长10.1%,较上月回升2.5个百分点,主要是受到低基数的支撑,两年复合增速从3.5%回落到1.8%。按消费类型分,11月商品零售同比增长8%,较上月回升1.5个百分点;餐饮收入增长25.8%,较上月回升8.7个百分点。
- 2024年随着经济继续修复,居民收入预期有望好转,消费增速预计逐步向疫情前水平回归。

DR007走势



资料来源: Wind、东吴期货研究所

LPR报价



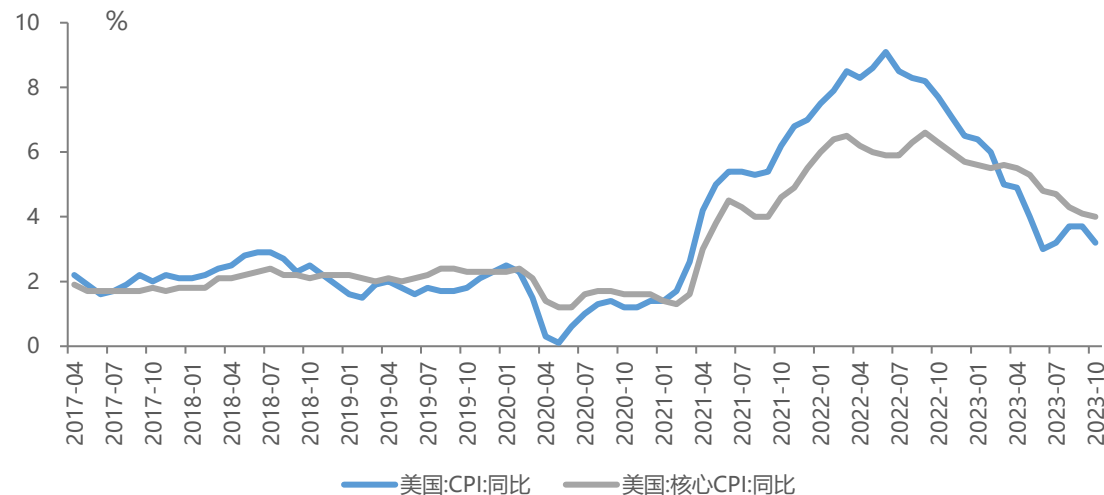
资料来源: Wind、东吴期货研究所

- 12月8日, 中央政治局会议召开, 分析研究2024年经济工作, 为明年的经济工作进行定调。会议提到“明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破”, 整体基调较为积极, 和以往表述相比更加侧重“进”。“先立后破”反映出在新旧动能转换的过程中, 不仅要推动新兴经济的快速发展, 也要保障传统行业平稳运行, 因此后续在政策出台和改革推进过程中预计会更加平稳。
- 考虑到稳增长诉求, 为了降低实体经济融资成本, 推进宽信用进程, 2024年货币政策预计保持偏松取向。
- 今年四季度增发特别国债万亿元, 财政赤字将由3.88万亿元增加到4.88万亿元, 预计财政赤字率将由3%提高到3.8%左右, 财政政策空间进一步打开。2024年财政政策预计会加大扩张力度, 但是会保持在适度范围。
- 产业政策方面, 科技仍是重点支持领域, 成长风格继续受益。

05

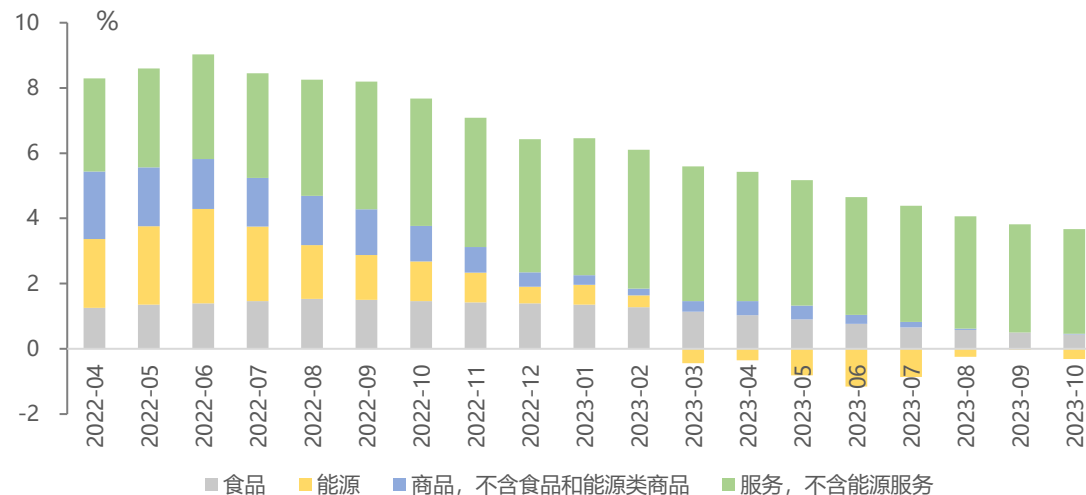
流动性

美国CPI和核心CPI当月同比



资料来源: Wind、东吴期货研究所

美国CPI分项同比拉动率



资料来源: CME、东吴期货研究所

- 从2022年年中开始，美国CPI开始回落。11月CPI继续下行，主要还是受到能源价格走弱的带动。核心CPI环比小幅反弹，住房价格环比增速出现回升，核心服务通胀仍有韧性。
- 2024年，高利率环境对需求的抑制作用继续显现，美国CPI将继续回落。根据美联储11月SEP，2023年PCE和核心PCE预测分别为2.8%和3.2%，2024年PCE和核心PCE预测分别为2.4%和2.4%，较9月均有所下修。

美联储11月和9月点阵图对比



资料来源：iFind、东吴期货研究所

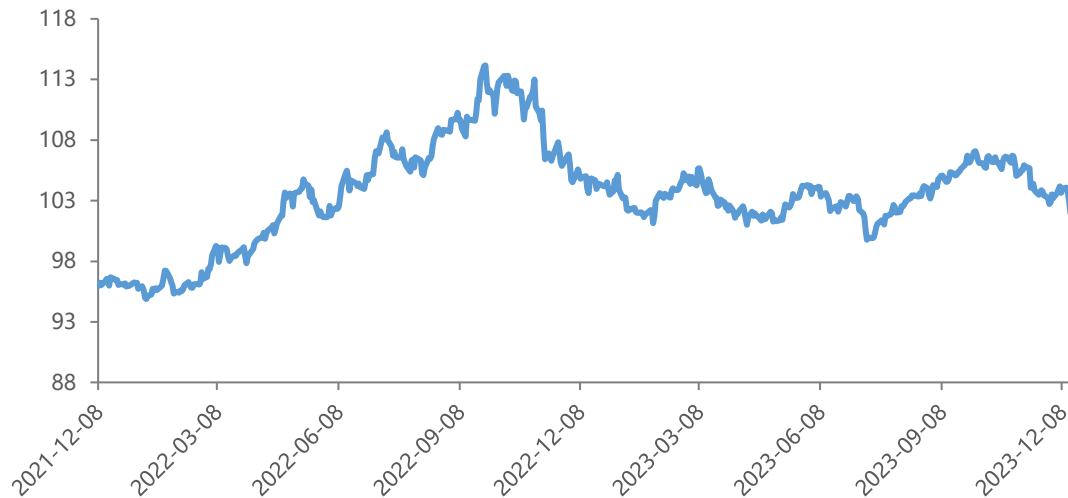
美联储11月SEP

Variable	Median ¹				
	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8
September projection	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1
September projection	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
PCE inflation	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0
September projection	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.2	2.4	2.2	2.0	
September projection	3.7	2.6	2.3	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5
September projection	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5

资料来源：美联储、东吴期货研究所

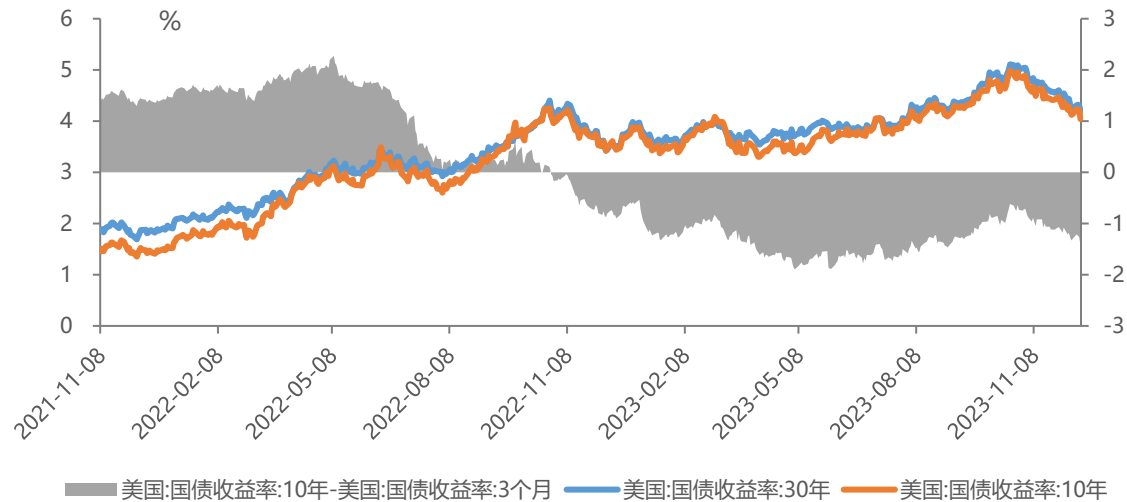
- 美联储11月FOMC会议释放鸽派信号，显示出美联储的重点逐步从抗通胀转为防衰退，美债利率和美元指数进一步下行。本次会议维持联邦基金利率在5.25%-5.5%区间，符合市场预期。声明中提到经济增长从第三季度的强劲步伐中放缓，通胀有所放缓，但仍处于高位。鲍威尔表示紧缩周期接近结束，降息讨论已经进入视野。根据11月SEP，2024年利率终点为4.6%，2023年利率终点为5.4%，隐含2024年将有3次降息。
- 美联储本轮加息基本已经结束，首次降息预计在2024年年中。虽然经济数据出现降温迹象，但11月非农数据显示就业市场仍有韧性，同时核心通胀出现小幅反弹。另外，如果金融条件过于宽松，需求再度被刺激，通胀仍有可能反复。因此预计短时间内降息不会开始，美国经济有望实现软着陆。

美元指数



资料来源：Wind、东吴期货研究所

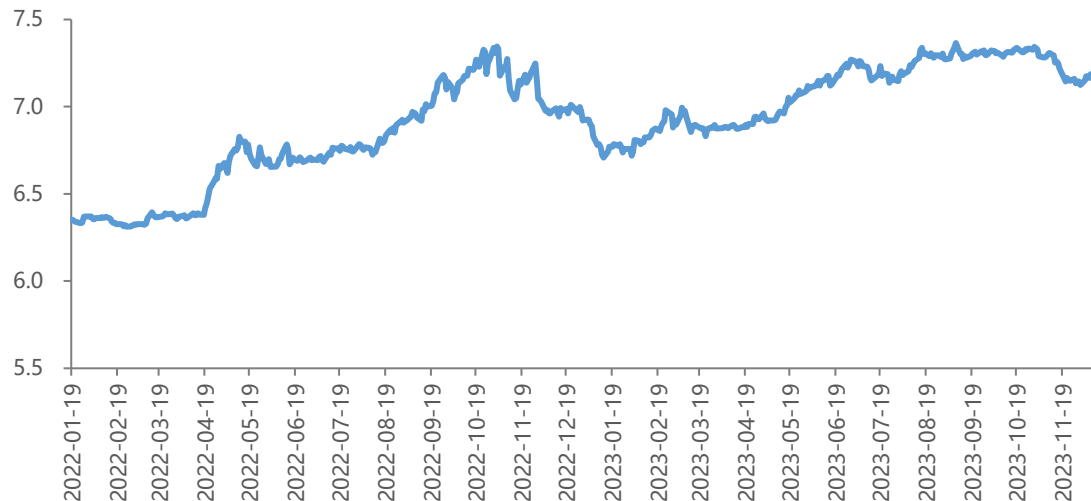
美债期限利差



资料来源：Wind、东吴期货研究所

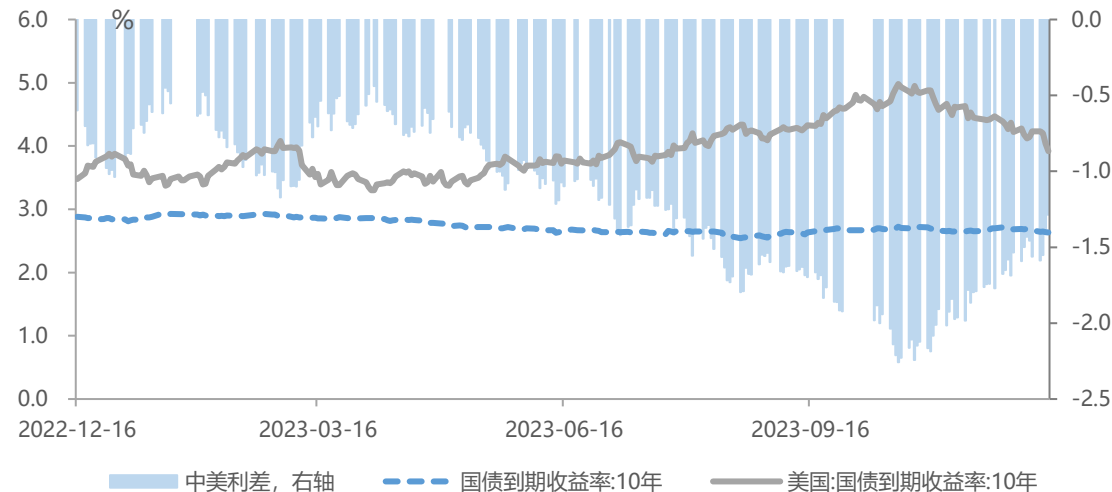
- 今年9月以来，美债利率出现一轮快速上行，同时10年期和2年期美债利差明显收窄，主要是受到期限溢价走高推动，背后原因是美国超预期发债以及经济韧性的共同推动。在不及预期的10月非农和通胀数据公布后，美债利率和美元指数开始下行。后续关注美国的财政预算情况，明年是美国大选年，两党对财政支出的博弈将更加激烈。
- 2024年美债利率将继续下行，但当前市场宽松交易已经较为充分，一季度美债发行仍有扰动，美债利率下行节奏有待观察。
- 由于欧洲经济弱于美国，2024年美元指数下行过程或有所波折。

美元兑离岸人民币



资料来源: Wind、东吴期货研究所

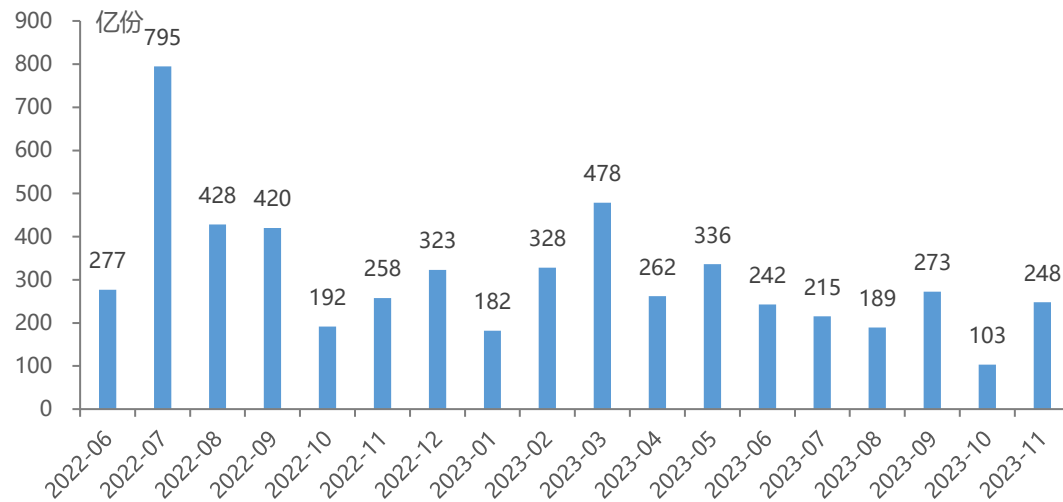
中美利差



资料来源: Wind、东吴期货研究所

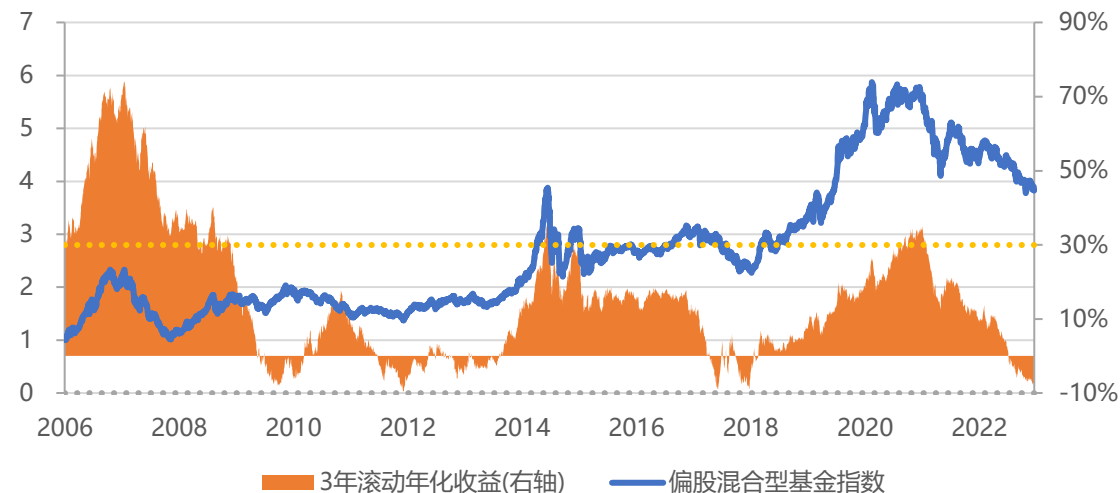
- 今年由于美债利率和美元指数表现强势，而国内经济复苏节奏较为温和，导致中美利差倒挂程度不断加深，人民币汇率承压。10月下旬美债利率和美元指数快速下行，全球风险资产压力缓解，人民币汇率随之反弹。
- 2024年随着国内经济复苏动能修复、美联储货币政策转向宽松，人民币将继续走强。

新成立偏股型公募基金份额



资料来源：Wind、东吴期货研究所

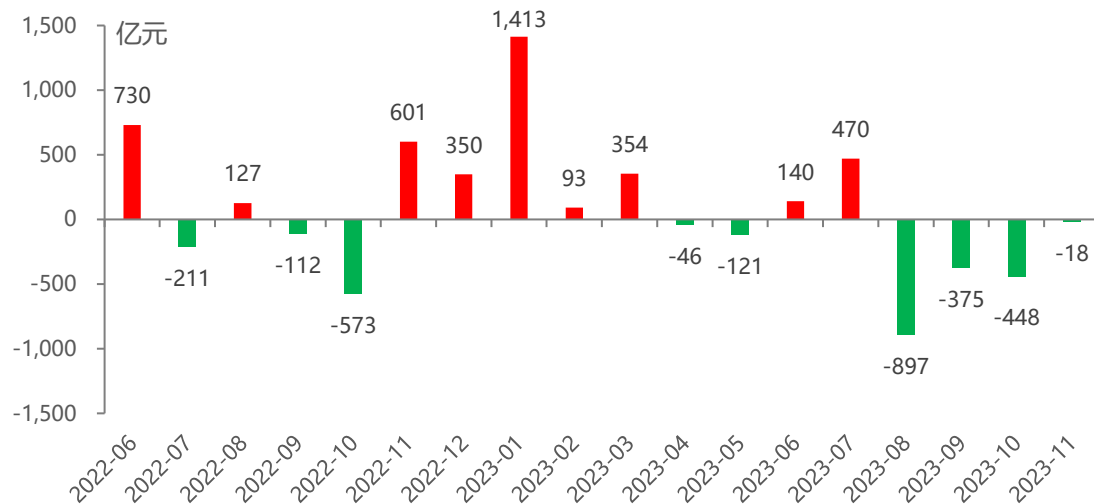
偏股混合型基金3年滚动年化收益率



资料来源：Wind、东吴期货研究所

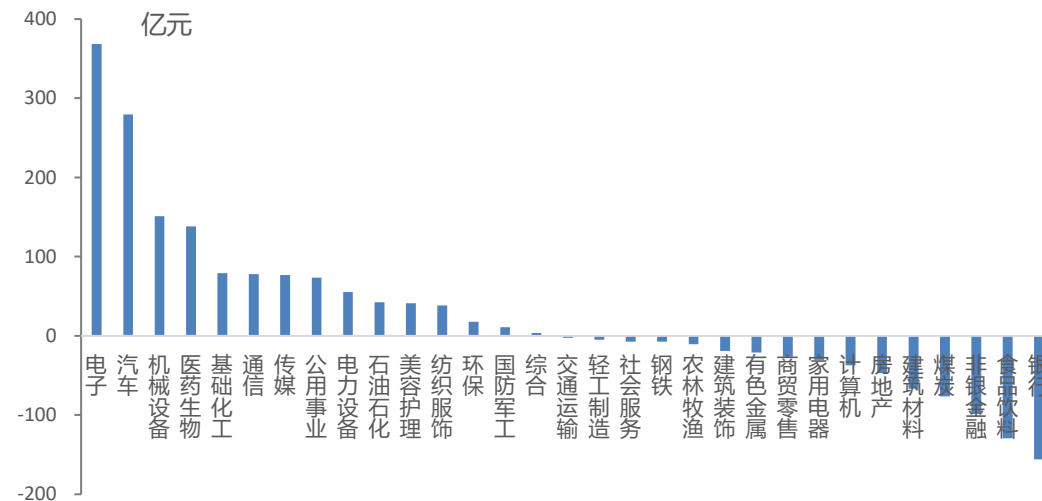
- 今年以来新成立偏股型基金一直较为低迷，截至12月13日，2023年合计新成立偏股型公募基金份额2979.22亿份，相较于2022年4694.49亿份的发行规模，出现大幅回落。
- 截至12月15日，偏股混合型基金指数3年滚动年化收益率已经下行至-8.44%，从历史上来看，最低收益率不低于-10%，目前收益率已经逼近最低水平。2023年资金存量博弈，基金重仓股表现不佳，导致公募基金业绩较差，基金发行持续遇冷，且面临一定的赎回压力。
- 2024年，在基金赚钱效应持续回暖前，偏股型公募基金发行难以快速放量。

北向资金净流入统计（截至2023/12/14）



资料来源：Wind、东吴期货研究所

北向资金年内行业资金流向变动（截至2023/12/14）



资料来源：Wind、东吴期货研究所

- 从去年年底至今年年初，在国内经济复苏和美联储放缓加息的预期支撑下，北向资金加速流入，1月大幅净流入1412.9亿元。8月以来，北向资金连续净流出。截至12月14日，虽然今年北向资金合计净流入314.35亿元，但8月以来已经净流出1989亿元。
- 2024年，随着美债利率下行，海外流动性拐点出现，带动中美利差收窄，北向资金有望重新净流入。

谢谢！

请联系东吴期货研究所，期待为您服务！

400-680-3993

<http://yjs.dwfutures.com>

本报告由东吴期货研究所制作及发布。报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者需自行承担风险。未经本公司事先书面授权，不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节、修改、及用于其它用途。

期市有风险，投资需谨慎！