



2024 年一季度股指期货报告

2024 年 3 月 29 日

国联期货研究所

证监许可[2011]1773 号

分析师:

项麒睿

从业资格号: F03124488

投资咨询号: Z0019956

相关研究报告:

## 破而后立，否极泰来

今年以来市场整体波动幅度较大呈现触底反弹走势。进入 2 月后，货币政策力度加大，同时资本市场市场监管政策从严调整，包括中央汇金和北向资金在内的内外部资金对 A 股市场加大增持力度，均为股指市场整体触底反弹趋势带来支撑。伴随风险偏好逐渐修复，市场风格逐渐从风险厌恶较高的红利高股息风格向中小市值成长风格转变。

随着政策的逐步落地和效果显现，资本市场整体信心得到逐步强化，国内经济整体持续向好复苏趋势不变，通胀水平大概率回升，股票市场配置性价比将逐渐凸显。但修复并非一蹴而就，短期指数中枢上移仍需更多驱动因素，未来即将逐步迎来年报的公布窗口期，预计市场将以结构性行情为主。综合而言，我们认为 1 月市场整体大幅度下跌后的低点将成为 2024 年 A 股市场全年阶段低点，中期市场上涨格局暂未改变，但短期考虑到目前流动性和资金面修复仍有阻力，市场整体上方具有一定压力，后续需重点关注通胀修复持续性和 M1 修复情况。

## 正文目录

一、股指整体风险集中释放充分	- 5 -
1.1 行情回顾：风险偏好逐渐修复	- 5 -
1.2 行业表现：红利高股息表现更优	- 5 -
1.3 市场风格：分化加剧，未来成长或仍占优	- 6 -
1.4 股指基差：基差波动加剧，未来以季节性上升为主	- 9 -
二、市场估值依处于较低水平	- 12 -
2.1 中证 500 和中证 1000 指数：市净率处于历史较低水平	- 12 -
2.2 上证 50 和沪深 300 指数：估值处于历史中低位	- 13 -
2.3 指数拥挤度：中证 1000 指数有较大修复空间	- 14 -
2.4 股债性价比：股票配置优势将逐渐凸显	- 17 -
2.5 估值小结	- 17 -
三、资本市场预期好转但流动性修复仍有阻力	- 18 -
3.1 宏观经济：稳增长效果将逐步体现	- 18 -
3.2 资本市场：稳信心方面持续发力	- 18 -
3.3 流动性：修复仍有阻力	- 19 -
四、增量资金逐步回暖	- 21 -
4.1 资金通过 ETF 途径积极配置	- 21 -
4.2 北向资金逐步回流	- 22 -
4.3 广义外资边际好转	- 23 -
五、总结	- 25 -

## 图目录

图 1 : 2024 年以来各指数表现 (%)	- 5 -
图 2 : 2024 年以来申万一级各行业表现 (%)	- 6 -
图 3 : 股指期货总持仓量 (手)	- 7 -
图 4 : 公募规模/私募规模和沪深 300/中证 500	- 8 -
图 5 : 公募规模/私募规模和沪深 300/中证 1000	- 8 -
图 6 : 公募规模和私募规模 (亿元)	- 8 -
图 7 : 新成立偏股型基金规模 (亿份)	- 8 -
图 8 : (上证 50+沪深 300) / (中证 500+中证 1000)	- 9 -
图 9 : 上证 50 基差 (点)	- 9 -
图 10 : 沪深 300 基差 (点)	- 10 -
图 11 : 中证 500 基差 (点)	- 10 -
图 12 : 中证 1000 基差 (点)	- 10 -
图 13 : IH 下季年化基差率季节性 (%)	- 11 -
图 14 : IF 下季年化基差率季节性 (%)	- 11 -
图 15 : IC 下季年化基差率季节性 (%)	- 12 -
图 16 : IM 下季年化基差率季节性 (%)	- 12 -
图 17 : 中证 500 行业成分权重	- 13 -
图 18 : 中证 1000 行业成分权重	- 13 -
图 19 : 中证 500 指数市净率	- 13 -
图 20 : 中证 1000 指数市净率	- 13 -
图 21 : 沪深 300 指数市盈率	- 14 -
图 22 : 上证 50 指数市盈率	- 14 -
图 23 : 沪深 300 指数和上证 50 指数拥挤度	- 15 -
图 24 : 中证 500 指数和中证 1000 指数拥挤度	- 15 -
图 25 : 沪深 300 指数和中证 1000 指数拥挤度	- 16 -
图 26 : 沪深 300 指数和中证 1000 指数拥挤度	- 16 -
图 27 : 沪深 300 指数股债性价比 (%)	- 17 -
图 28 : M2 同比 (%)	- 20 -
图 29 : M1 同比 (%)	- 20 -
图 30 : M2 同比-M1 同比 (%)	- 20 -
图 31 : 过剩流动性	- 20 -
图 32 : 指数 ETF 周度总成交额 (百万元)	- 21 -
图 33 : 中央汇金投入指数 ETF 金额 (百万元)	- 22 -
图 34 : 北向资金累计净流入 (亿元)	- 22 -
图 35 : 北向资金成交金额 (亿元)	- 22 -
图 36 : 中国日本制造业 PMI 对比	- 23 -
图 37 : 中国日本 CPI 对比	- 23 -
图 38 : 进出口当月同比 (%)	- 24 -
图 39 : 美国库存总额同比 (%)	- 24 -
图 40 : 美国销售总额同比 (%)	- 24 -

## 表目录

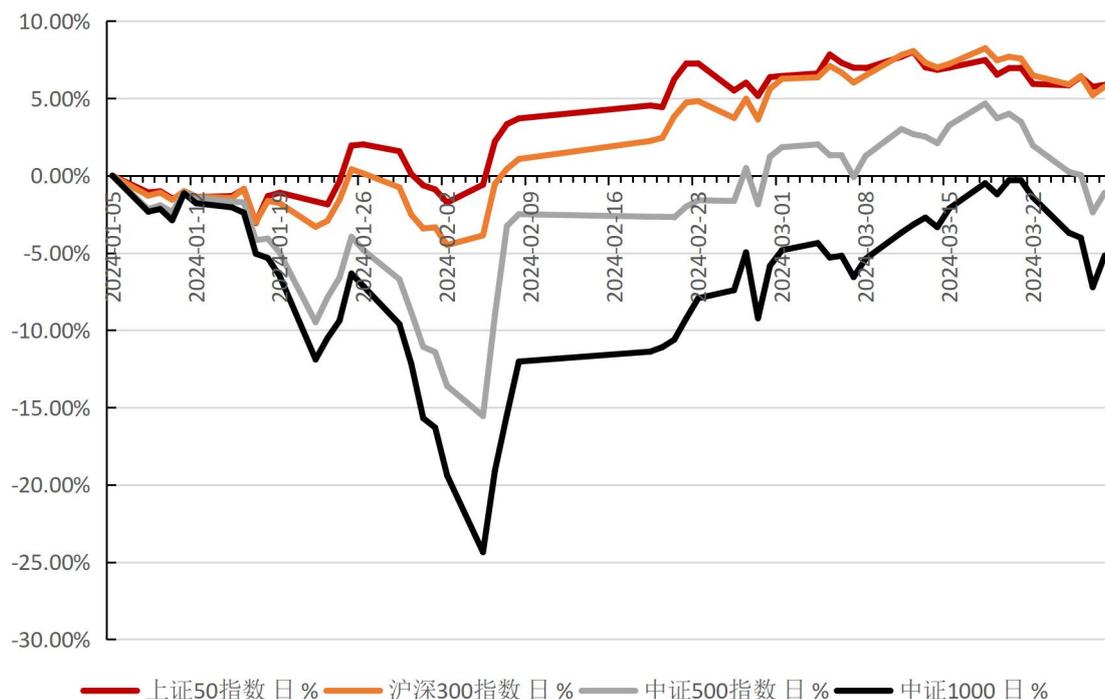
表 1：各指数估值 .....	- 12 -
-----------------	--------

## 一、股指整体风险集中释放充分

### 1.1 行情回顾：风险偏好逐渐修复

今年以来市场整体波动幅度较大，呈现触底反弹走势。1月四大指数延续去年末以来的下行走势，市场整体表现出较高风险厌恶和避险防守情绪，红利高股息方向在此阶段受到资金重视，上证50和沪深300指数表现较为抗压，中证500和中证1000下跌幅度较大，波动更为剧烈。进入2月以来，市场整体延续触底反弹趋势，市场情绪逐渐好转，各路资金积极入市。在此阶段投资者风险偏好逐渐提升支撑中证500和中证1000反弹幅度较大，3月最后一周市场再次出现较大幅度调整，今年（截至3月28日）以成长和中小市值风格代表的中证500和中证1000指数收益率依然处在零轴之下。

图 1：2024 年以来各指数表现 (%)

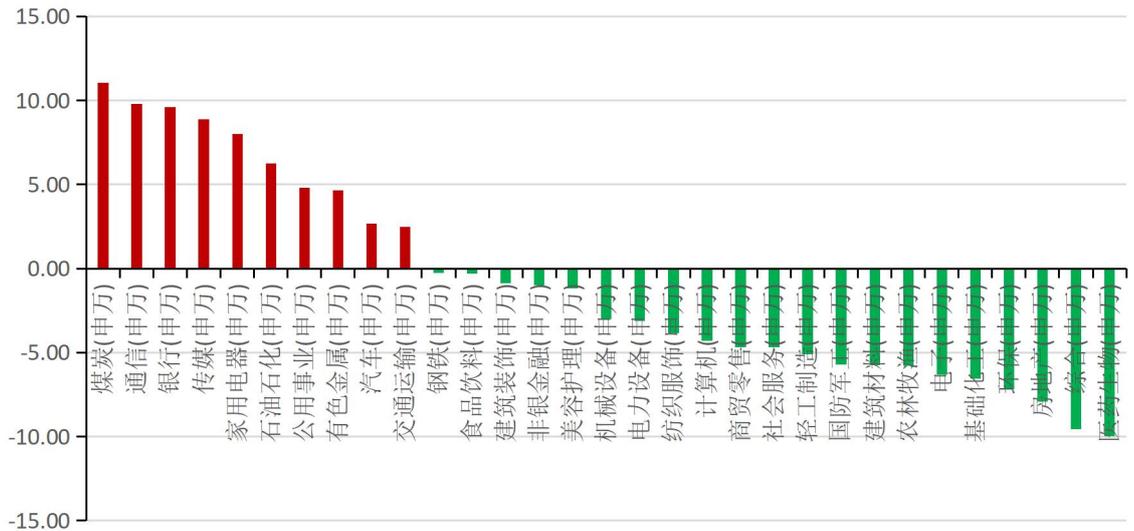


数据来源：WIND、国联期货研究所

### 1.2 行业表现：红利高股息表现更优

从一季度各行业表现上看，红利高股息（煤炭、银行、石油石化）是今年以来表现较优的风格方向。其中，煤炭行业是年内（截至3月22日）涨幅唯一超过10%的行业，石油石化、煤炭和银行等行业在一季度整体市场表现风险偏好较弱的背景下亦取得正收益。医药生物和房地产行业年内表现较差，其中医药生物跌幅达近10%。

图 2：2024 年以来申万一级各行业表现 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

### 1.3 市场风格：分化加剧，未来成长或仍占优

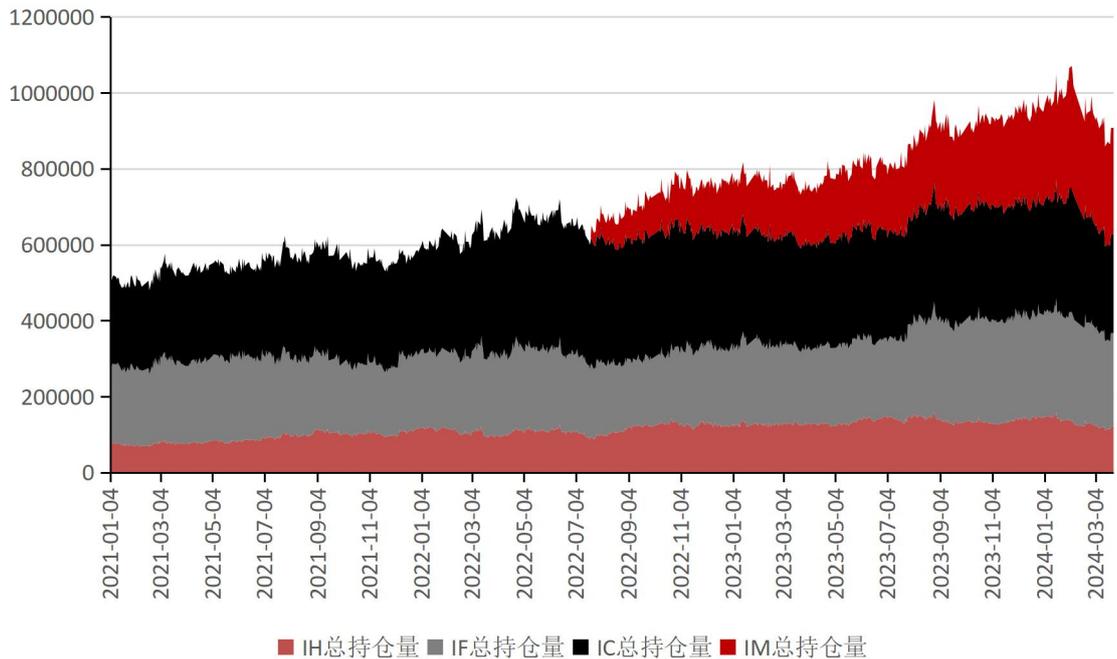
一季度市场整体经历风险集中出清到逐渐回归基本面的触底反弹走势。经济预期、政策预期、市场避险情绪和场外衍生品对冲操作等均对市场产生较大影响。

2024 年 1 月 7 日中国证监会发布公告，宣布解除公募基金净卖出限制。同时部分资金关注降息预期落空，且中证 500、中证 1000 指数雪球产品对冲仓位平仓对场内成交、持仓产生较大影响，导致基差扩大进而部分指增中性策略减仓，引发进一步下跌。市场整体波动加剧导致整体风险偏好较弱，避险情绪凸显，受此影响，**银行和石油石化等红利高股息行业受到资金追捧，上证 50 和沪深 300 指数表现相对抗跌。**

进入 2 月后，中国人民银行决定下调金融机构存款准备金，同时下调 5 年期 LPR 至 3.95%。春节后国常会提出增强市场内在稳定性，监管政策继续调整。同时中央汇金扩大 ETF 增持范围，并持续加大增持力度、扩大增持规模，表现出坚决维护资本市场平稳运行决心。北向资金积极大幅回流 A 股市场，均为股指市场整体触底反弹趋势带来支撑。

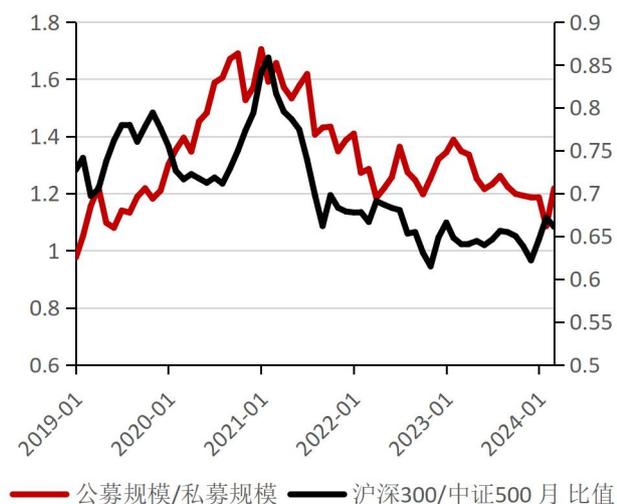
1 月市场超跌较为明显，股市投资性价比显著提升，2 月以来市场呈现反弹趋势，3 月整体处于高位震荡行情。资金和流动性方面，内外资积极参与布局 A 股市场。政策端也给予股市一定的托底，市场风险偏好上升，**市场风格逐渐从高股息大市值风格逐渐转向成长中小市值风格，中证 500 和中证 1000 指数在此阶段表现出更强劲走势。**

图 3：股指期货总持仓量（手）



数据来源：WIND、国联期货研究所

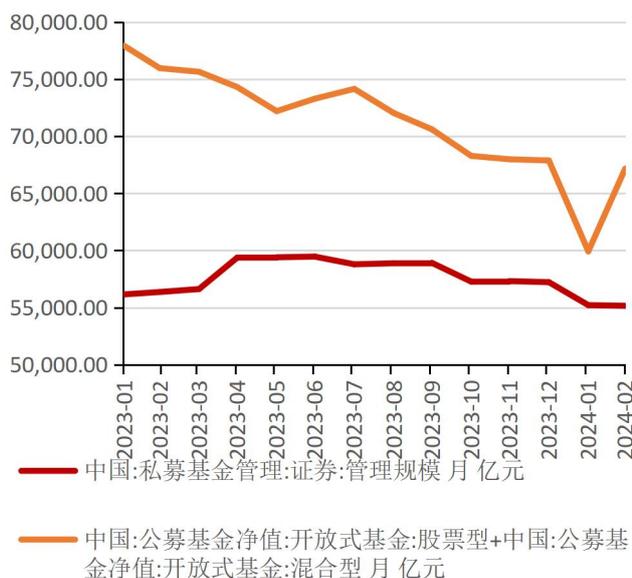
2024 年正处在经济周期复苏阶段，社融情绪的改善有利于中小成长企业释放盈利空间。此外，中性量化策略在 1 月份市场整体下跌中风险释放充分，中证 500 和中证 1000 指增策略获得超额阿尔法收益上，相较于沪深 300、上证 50 有着明显优势。因此，指增、中性策略带来较多被动资金在中证 500 和中证 1000 成份股中沉淀，中证 500 和中证 1000 指数在上行过程中呈现典型的“慢牛”形态。同时因通过公募基金参与资本市场的人群门槛相对较低，在 1 月市场快速下跌过程中表现出明显受市场情绪影响更大的情况，使得私募基金韧性明显强于公募基金。公募基金与私募基金规模比值同沪深 300 指数与中证 500/中证 1000 的比值在历史维度上的波动具有相似性。韧性较强的私募基金规模后续将继续为中证 500 和中证 1000 带来了稳定配置资金，叠加偏股型公募基金发行不佳，经济弱复苏环境下中期中证 500 和中证 1000 依然有非常不错的估值修复空间，未来市场弹性更好的成长风格代表的中证 500 和中证 1000 或仍然占据上风，IC（IM）与 IH（IF）比值将延续 2 月以来的上行趋势。

**图 4：公募规模/私募规模和沪深 300/中证 500**


数据来源：WIND、国联期货研究所

**图 5：公募规模/私募规模和沪深 300/中证 1000**


数据来源：WIND、国联期货研究所

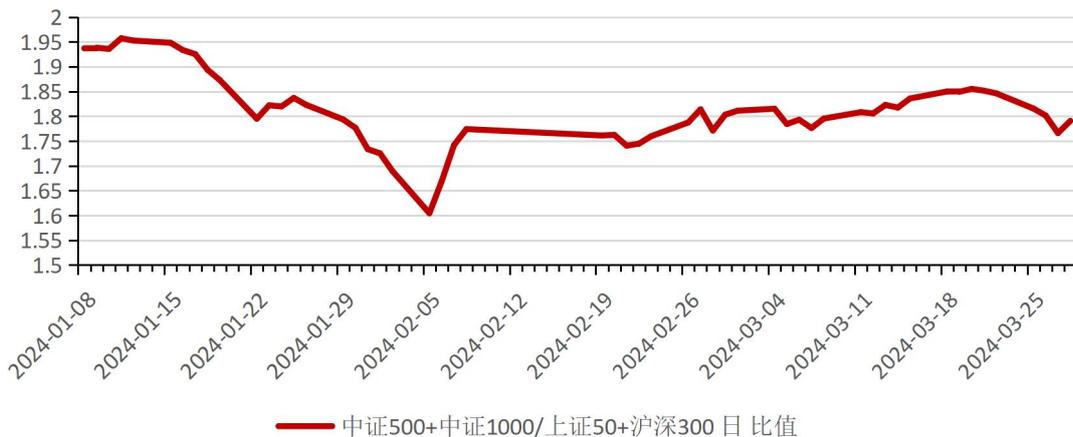
**图 6：公募规模和私募规模（亿元）**


数据来源：WIND、国联期货研究所

**图 7：新成立偏股型基金规模（亿份）**


数据来源：WIND、国联期货研究所

图 8：（中证 500+中证 1000） / （上证 50+沪深 300）

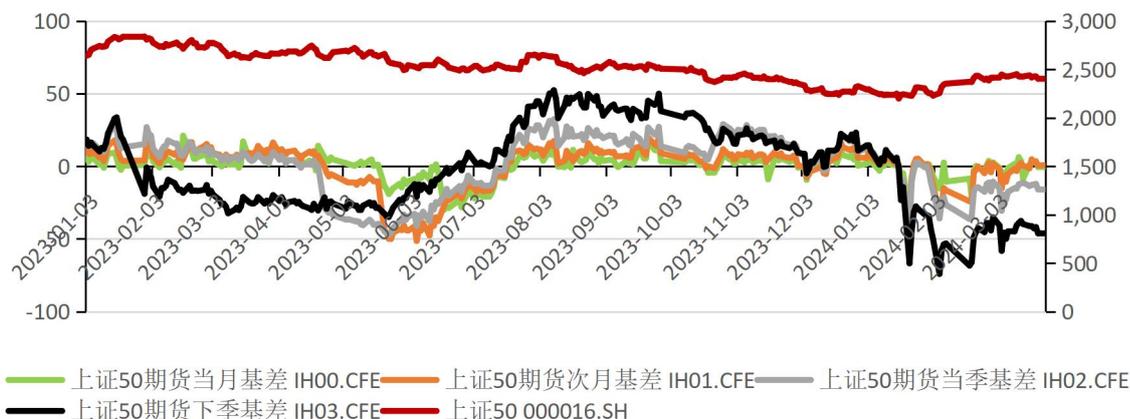


数据来源：WIND、国联期货研究所

### 1.4 股指基差：基差波动加剧，未来以季节性上升为主

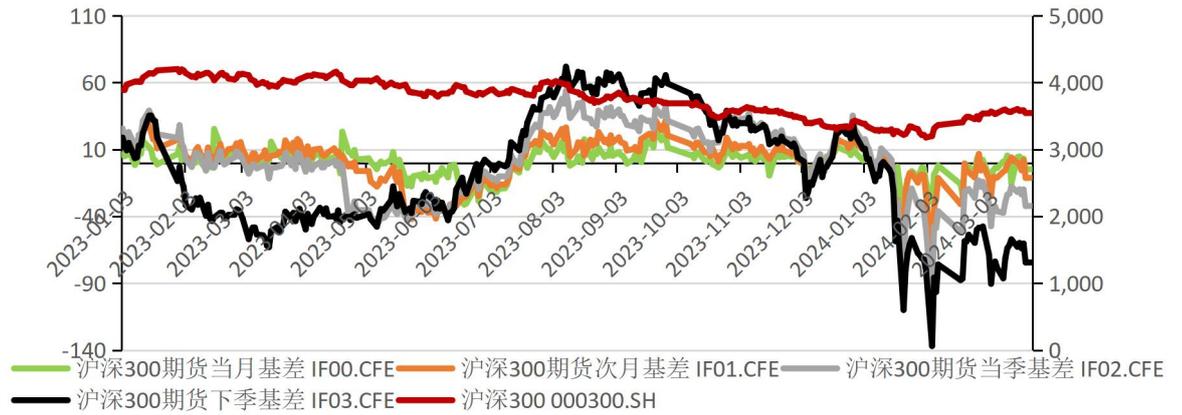
1 月份雪球等结构化产品对期指升贴水的宽幅震荡起到一定推动作用。由于市场整体快速大幅下跌，场外雪球策略平多仓加速短期下跌步伐，雪球策略平仓对场内成交、持仓产生较大影响，导致基差扩大。期指基差触及近几年极值，其在 1 月 22 日和 2 月 5 日，IC 和 IM 下季合约基差点达近二年最低水平，分别跌超-370 点和-410 点，中性策略对冲成本极高，但其后便出现逐步回落。非分红高峰季出现基差扩大往往是市场悲观情绪触及极端区域的信号，后期标的指数很难继续存在回落空间，如 2022 年 3 月、2020 年疫情期间期货均出现明显贴水，指数在其后半年均有明显企稳回升态势。

图 9：上证 50 基差（点）



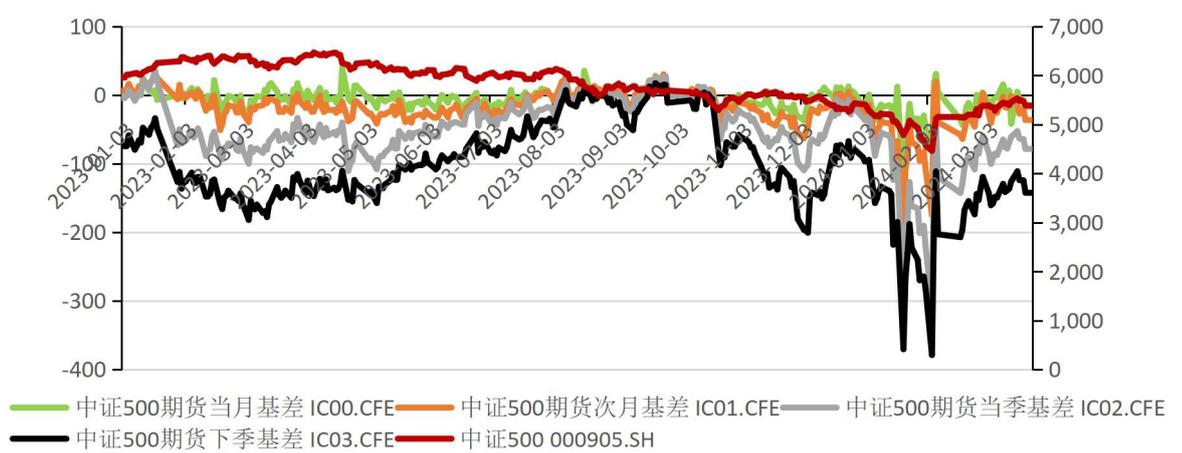
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 10：沪深 300 基差（点）



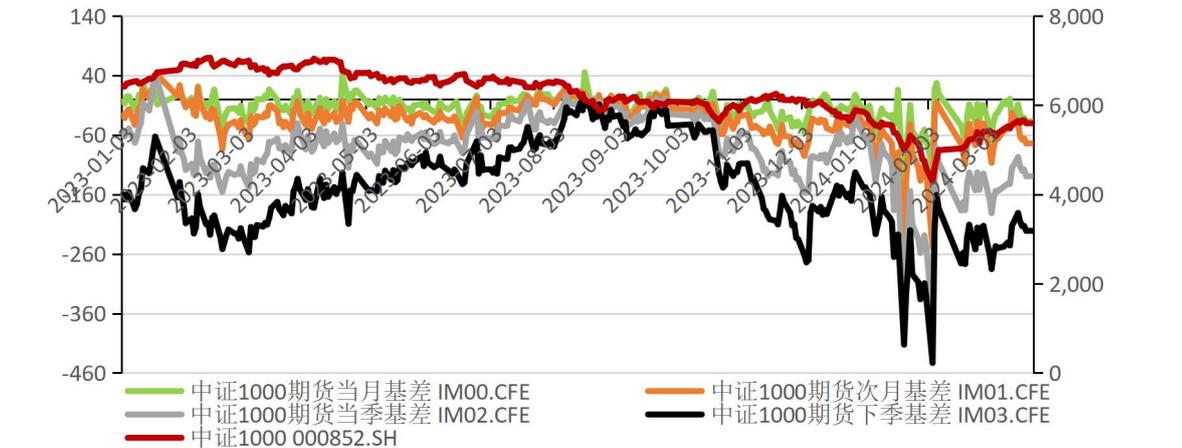
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 11：中证 500 基差（点）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 12：中证 1000 基差（点）



数据来源：WIND、国联期货研究所

展望 2024 年后续股指期货升贴水环境，我们认为主要受三方面因素影响。

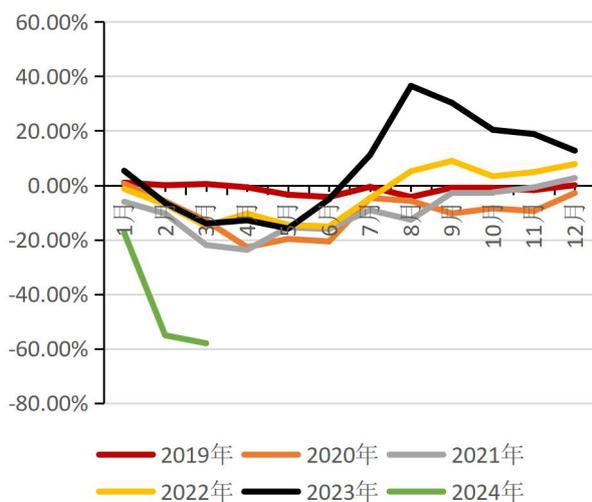
1) 中国证监会主席吴清在全国两会上再次强调，要严把 IPO 入口关，要求全力把造假者挡在资本市场的门外，传统的打新策略容量或受到影响，股指期货空头作为打新策略最主要的对冲方式，其持仓平稳性可能出现下滑。

2) 中性策略高增速存疑，不论是市场容量还是一季度开始的市场监管，中性策略规模高增速大概率下滑，股指端的套保需求或将减少。

3) 国务院国资委表示进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，或带来分红率上升，分红对于基差的影响也可能增强。

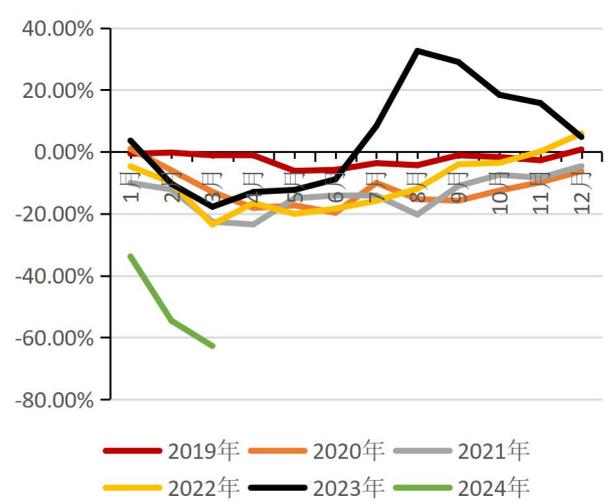
综合上述三方面因素，在稳增长无风险收益率保持下跌趋势的市场环境下，我们预计二季度开始四大指数整体基差仍将以季节性上升为主。但分红率大概率上升使得 IF、IH 贴水幅度或较历年有部分扩大，而 IC 和 IM 依然承担中小盘风格主要的套保功能，所以其季月与隔季合约贴水幅度较历年或有部分缩窄。

图 13: IH 下季年化基差率季节性 (%)



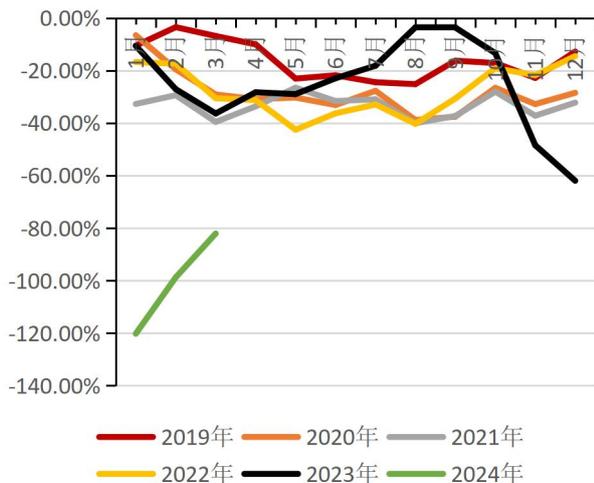
数据来源: WIND、国联期货研究所

图 14: IF 下季年化基差率季节性 (%)



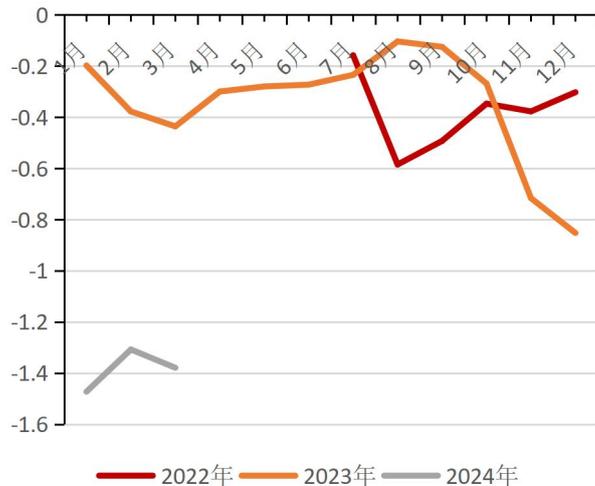
数据来源: WIND、国联期货研究所

图 15: IC 下季年化基差率季节性 (%)



数据来源: WIND、国联期货研究所

图 16: IM 下季年化基差率季节性 (%)



数据来源: WIND、国联期货研究所

## 二、市场估值依处于较低水平

截至 2024 年 3 月 25 日, 以 WIND 全 A 代表 A 股整体市场, 其市盈率为 16.66, 在 5 年期分位处于 15.24% 的低位水平。

表 1: 各指数估值

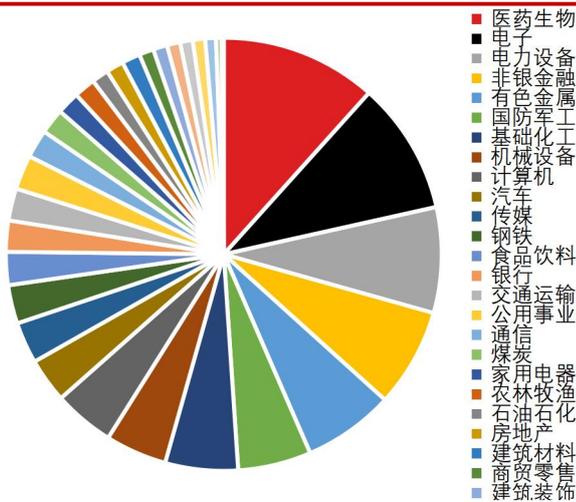
A 股整体估值分位			股债利差		
16.66			3.70%		
指数	代码	PE	PE 分位	PB	PB 分位
上证 50	000016.SH	9.91	48.19	1.13	11.04
沪深 300	000300.SH	11.53	17.17	1.26	7.58
中证 500	000905.SH	21.44	24.30	1.63	6.75
中证 1000	000852.SH	32.77	26.11	1.87	2.72
创业板指	399006.SZ	27.48	4.45	3.58	2.80
中证红利	000922.CSI	6.62	52.80	0.73	43.08

数据来源: WIND、国联期货研究所

### 2.1 中证 500 和中证 1000 指数: 市净率处于历史较低水平

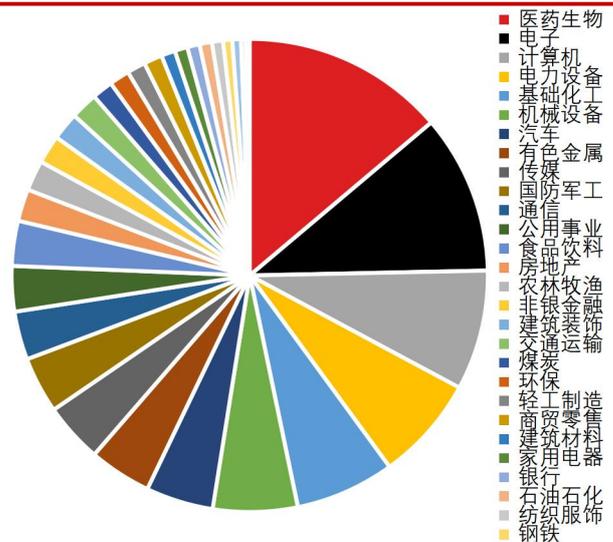
中证 500 指数包含较大成分的周期行业, 不能保持稳定的 ROE 且受政策影响较大, 从过去五年来重要历史底部各指数 PE 情况来看, 上证 50 和沪深 300 指数在历史底部市盈率明显更为稳定, 中证 500 和中证 1000 指数市盈率波动则相对较大。则对于中证 500 和中证 1000 指数利用传统 PE 进行估值往往无法完全反应真实情况, 在此我们需要更多参考 PB 进行估值。

图 17：中证 500 行业成分权重



数据来源：WIND、国联期货研究所

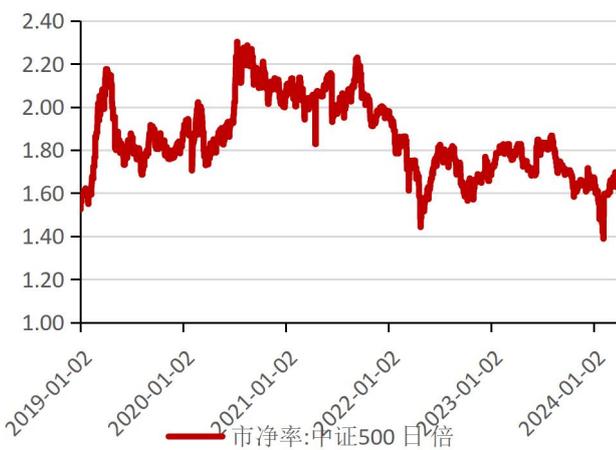
图 18：中证 1000 行业成分权重



数据来源：WIND、国联期货研究所

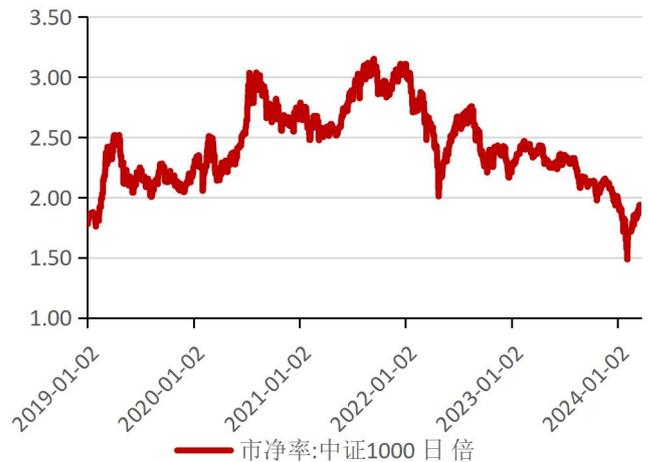
截至 3 月 25 日，中证 500 和中证 1000 指数市净率分别在 1.63 和 1.87，处于过去五年 6.75% 和 2.72% 分位的历史较低水平，估值整体偏低。

图 19：中证 500 指数市净率



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 20：中证 1000 指数市净率



数据来源：WIND、国联期货研究所

## 2.2 上证 50 和沪深 300 指数：估值处于历史中低位

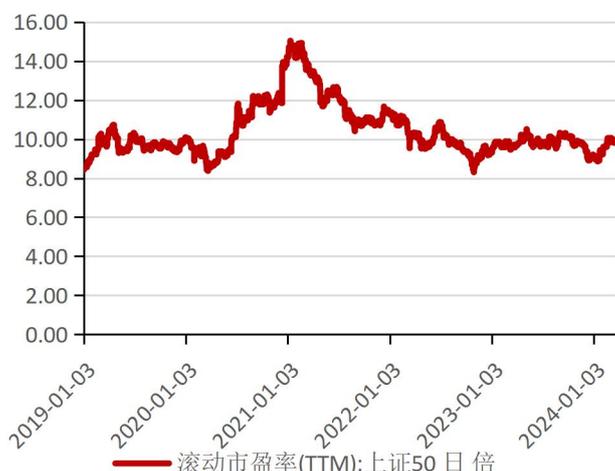
上证 50 和沪深 300 指数拥有相对稳定的 ROE，其估值相对大小一般可参考市盈率和市净率。同时由于每年指数成分股调仓影响，上证 50 和沪深 300 指数新增成分股往往在相对高估值时被纳入，导致每次调仓时指数估值往往存在小幅跳涨。然而我们通过数据回测发现其新增成分股在之后的半年时间内往往无法跑赢标的指数，即新增成分股调入后指数估值可能存在一定回调现象。

截至 3 月 25 日，上证 50 指数市盈率为 9.91，在五年期历史分位中位于 48.19%，

市净率 1.13，在十年期历史分位中位于 11.04%；沪深 300 指数市盈率为 11.53，在十年期历史分位中位于 17.17%，市净率 1.26，在十年期历史分位中位于 7.58%。两大估值指标均处于历史中低位水平。

**图 21：沪深 300 指数市盈率**


数据来源：WIND、国联期货研究所

**图 22：上证 50 指数市盈率**


数据来源：WIND、国联期货研究所

### 2.3 指数拥挤度：中证 1000 指数有较大修复空间

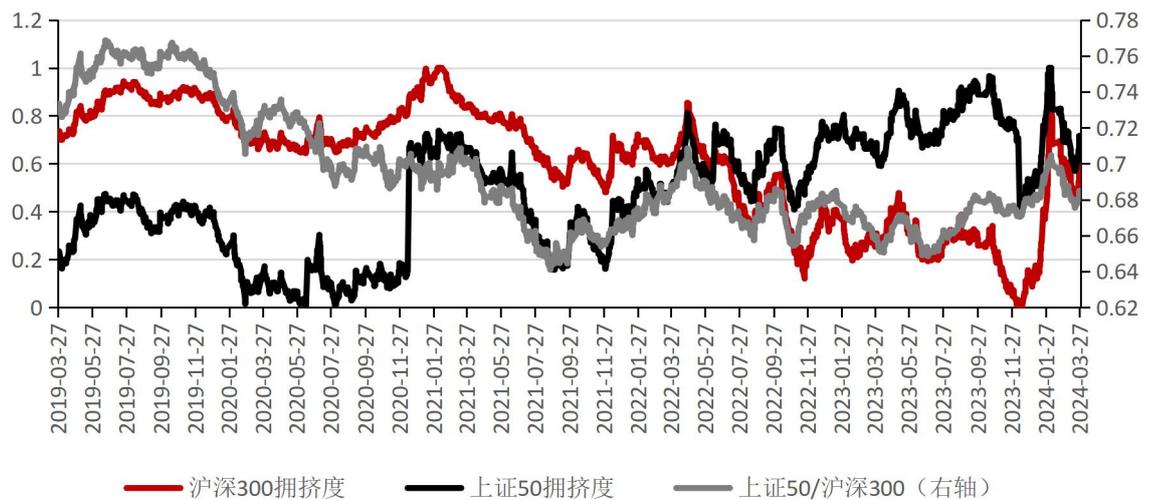
本节我们定义如下公式：

$$\text{指数拥挤度} = \text{指数 PB} / \text{全市场 PB 在过去五年分位数}$$

该值越高，表明市场对该指数的配置热情相对较高，反之则相对冷淡。该指标一方面具有明显的动量效应，另一方面亦具有一定的均值回归特性。在市场配置热情达到历史极值时，往往预示对应指数存在过热风险，反之则预示该指数过冷，存在一定配置优势。

上证 50 指数和沪深 300 指数一季度整体出现探底回升趋势，但前者相对拥挤度数值依然处在较高水平，沪深 300 指数拥挤度则修复不小空间，表明市场对于沪深 300 指数配置热情逐渐回升，在 2 月份以来市场走势中沪深 300 表现出较上证 50 更为强劲走势。

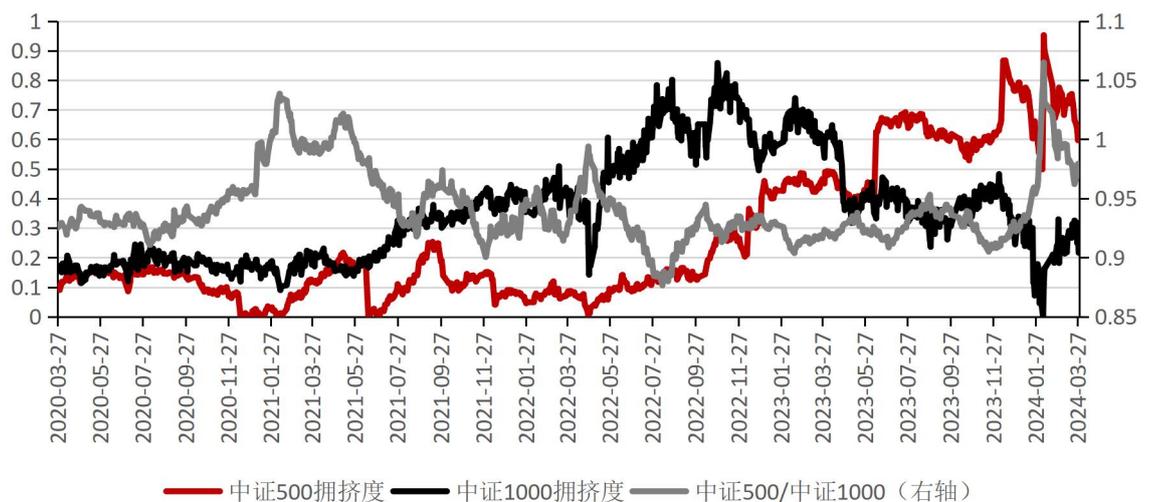
图 23：沪深 300 指数和上证 50 指数拥挤度



数据来源：WIND、国联期货研究所

中证 500 指数和中证 1000 指数目前从拥挤度角度相差较大。自 2022 年 4 月底以来，中证 500 指数拥挤度一直处于震荡上涨走势之中，在今年 1 季度市场阶段低点时触及历史极值高位，市场对于中证 500 指数的配置依然具有较高热情。中证 1000 指数为 1 季度市场大幅下跌过程中为唯一拥挤度持续走弱的指数，表现出 1 季度市场风险释放过程中整体避险情绪较高，更偏向于对于大市值和价值类风格的配置，但在触及历史极值低位后，中证 1000 指数反弹幅度和强度较为突出，目前相较于其他三大指数中证 1000 未来仍有较大修复空间。

图 24：中证 500 指数和中证 1000 指数拥挤度



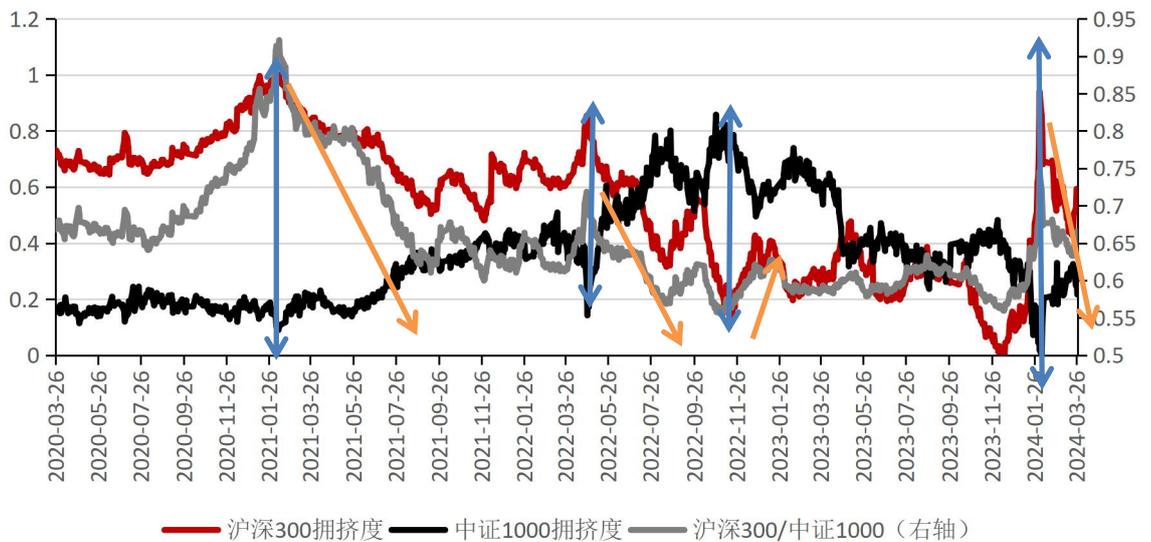
数据来源：WIND、国联期货研究所

沪深 300 指数和中证 1000 指数在拥挤度角度表现出明显负相关关系。在历史中

沪深 300 指数和中证 1000 指数拥挤度之差每走扩且触及历史极值区域后，均将带来明显回归中枢行情。其主要原因为沪深 300 和中证 1000 指数分别代表市场大市值价值风格和小市值成长风格，市场在风格过热和过冷切换中向中枢回归。

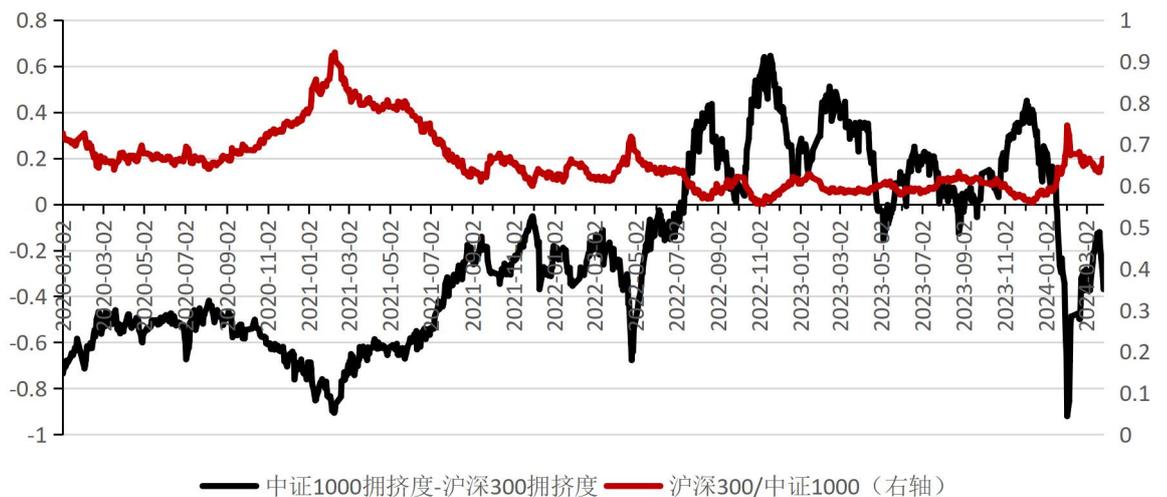
1 月份成长小市值风格下跌幅度较大，沪深 300 和中证 1000 指数拥挤度差额再次拉大，并且分别触及历史高位和历史极值低位，但在 2 月份以来风格逐渐回归至成长中小市值风格中，中证 1000 指数在此阶段表现出更强劲走势。

图 25：沪深 300 指数和中证 1000 指数拥挤度



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 26：沪深 300 指数和中证 1000 指数拥挤度



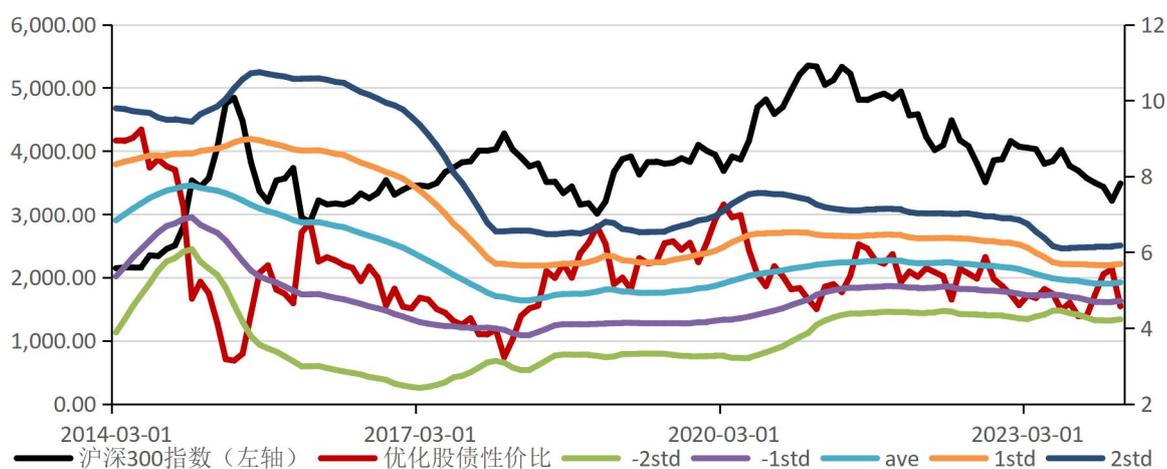
数据来源：WIND、国联期货研究所

## 2.4 股债性价比：股票配置优势将逐渐凸显

股票和债券是大类资产配置中两种可替代和互补的重要资产，而股债性价比则是衡量股票市场风险溢价水平的重要指标。在经济周期的大多时间区间内，股票市场预期收益与十年期国债收益率存在此消彼长的互补关系，股息率或市盈率倒数作为股市预期收益率，与国债收益率的两者之差就代表股债市场预期收益之差。股票和债券双方资产在估值过低或过高时会向相对稳定的中枢回归。

通过观测股债性价比指标可以发现 2023 年下半年以来股票市场并不具备明显的超配优势，主要原因在于国内通胀水平持续维持低位，同比数据长时间维持 0 轴之下，同时美国国债收益率依然处于高位，均影响股票市场在配置性价比方面的表现。1 月份股票市场整体大幅下跌带来预期收益进一步放大，股票市场表现出理想性价比和配置机会。虽然目前债券相对于股票市场仍具有相对重要配置必要性，但随着 2024 年下半年美联储大概率进入降息周期，同时国内经济整体持续向好复苏趋势不变，通胀水平大概率回升，股票市场配置性价比将逐渐凸显。

图 27：沪深 300 指数股债性价比 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

## 2.5 估值小结

总体而言，目前 A 股市场估值在经历 2 月份以来修复行情后依然处在历史中低位置，具备长期较高的配置价值。但市场内部存在分化格局，上证 50 指数从历史维度的市盈率角度和拥挤度角度均在一季度表现出在市场中相对其他指数更为火热局面。

中证 1000 指数不管是从自身相对的历史估值水平和相对其他指数估值水平均表现出较为理想配置机会，2024 年或有明显的估值修复预期。以沪深 300 指数代表股票资产虽然在市场行情修复后相对于债券性价比优势降低，但随着 2024 年美联储大概率进入降息周期，同时国内经济整体持续向好复苏趋势不变，通胀水平大概率回升，股票市场配置性价比将逐渐凸显。

### 三、 资本市场预期好转但流动性修复仍有阻力

#### 3.1 宏观经济：稳增长效果将逐步体现

年初以来经济维持结构修复趋势，工业增加值、固定资产投资均加速明显。2 月 5 日开始全面降准 50BP，释放约万亿流动性，同时下调支农支小再贷款 25BP，3 月 25 日央行表示货币政策有充足的政策空间和丰富的工具储备，法定存款准备金率仍有下降空间保持流动性合理充裕，货币政策力度加大，提振市场信心，强化经济复苏预期。与此同时，抵押补充贷款 PSL 继续增量聚焦“三大工程”领域，5 年期 LPR 下调 25BP 至 3.95%，为 LPR 改革以来最大降幅，叠加国内各主要城市房地产政策加快放松节奏，商品住宅销售价格环比降幅总体收窄。

国务院印发的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》旨在通过设备更新和消费品升级换代来进一步释放内需潜能，进一步从需求端着手助力经济增长。两会确定的全年经济增长 5% 的目标，叠加通胀因素名义增长将更高。经济基本面持续修复进程不变。

#### 3.2 资本市场：稳信心方面持续发力

3 月 15 日证监会发布《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》《关于加强上市公司监管的意见（试行）》《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》以及《关于落实政治过硬能力过硬作风过硬标准全面加强证监会系统自身建设的意见》。

《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》严把上市公司准入关，IPO 收紧政策延续，截至 3 月 25 日，今年终止 IPO 企业数量已超 70 家，IPO 数量和融资规模收缩，有利于股指市场整体情绪和估值修复。

《关于加强上市公司监管的意见（试行）》着眼于推动上市公司提升投资价值

加强投资者保护，围绕打击财务造假、严格规范减持、加大分红监管、加强市值管理等各方关注的重点问题。目前年内已有超 800 家上市公司披露回购计划，同时截至 3 月 25 日中国神华、宁德时代、平安银行、工业富联四家企业的预期分红金额均超过百亿元，超过 30 家上市公司派现超 10 亿元。

《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》聚焦校正行业机构定位、促进功能发挥、提升专业服务能力和监管效能。

《关于落实政治过硬能力过硬作风过硬标准全面加强证监会系统自身建设的意见》明确了证监会系统自身建设的努力方向、目标任务和具体举措，为一体推进资本市场强监管防风险促高质量发展提供坚强政治保证和组织保证。

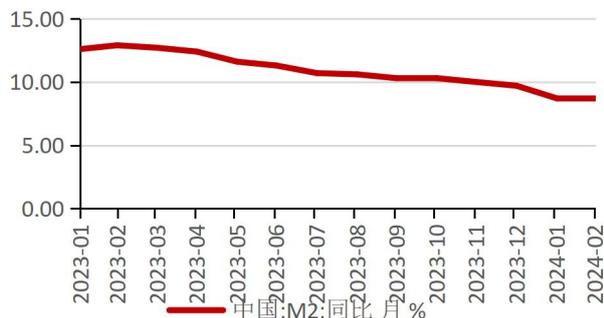
此外，此前证监会要求将转融券市场化约定申报由实时可用调整为次日可用，对融券效率进行限制。这些举措均有助于营造公平健康的资本市场环境，修复市场整体信心。随着政策的逐步落地和效果显现，资本市场整体信心得到逐步强化。

### 3.3 流动性：修复仍有阻力

2 月中国 CPI 同比自去年 8 月以来首次由负转正至 0.7%，核心 CPI 同比涨幅较上月扩大 0.8 个百分点至 1.2%。物价回升彰显消费稳步复苏趋势。2 月 CPI 超预期可能受春节错位及节假日期间需求集中释放影响，短期来看 3 月 CPI 仍有小幅回落的可能，但 2024 全年通胀水平仍将延续缓慢抬升趋势。

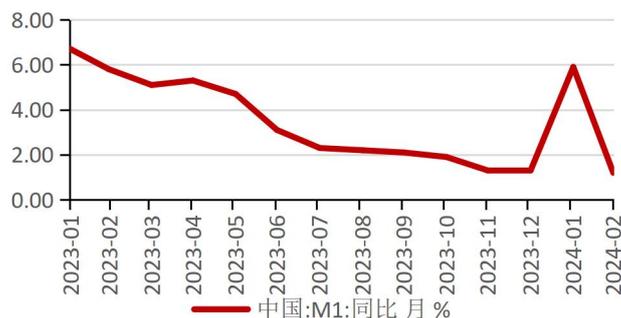
今年 M2 同比增速明显放缓，主要与春节错位导致的去年高基数效应以及节假日前资金需求的显著增加有关。在 1 月 M2-M1 剪刀差大幅收敛后，2 月重新走阔，企业资金活化修复趋势未能延续，M1 余额 66.59 万亿元，同比增长 1.2%，资金活跃度仍有提升空间。

图 28: M2 同比 (%)



数据来源: WIND、国联期货研究所

图 29: M1 同比 (%)



数据来源: WIND、国联期货研究所

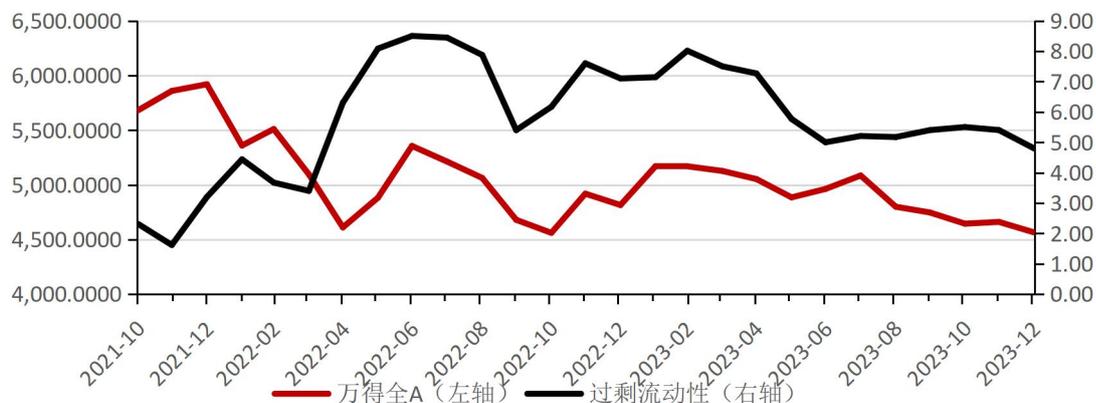
图 30: M2 同比-M1 同比 (%)



数据来源: WIND、国联期货研究所

以【M2 同比增速-GDP 同比增速-CPI 同比增速】代表过剩流动性, 2023 年全年并没有表现出明显充裕。2024 年 CPI 和 GDP 相对于 2023 年均具有升高预期, 预计 2024 年在过剩流动性方面获得超预期支持仍有一定困难。

图 31: 过剩流动性



数据来源: WIND、国联期货研究所

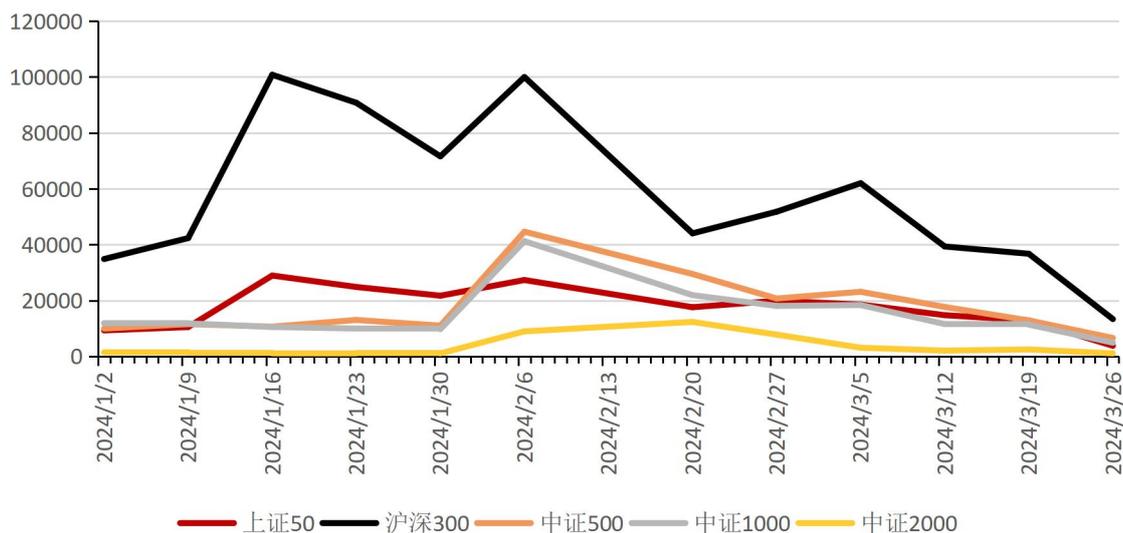
## 四、增量资金逐步回暖

### 4.1 资金通过 ETF 途径积极配置

2月6日，中央汇金公司公告称，充分认可当前A股市场配置价值，已于近日扩大交易型开放式指数基金（ETF）增持范围，并将持续加大增持力度、扩大增持规模，坚决维护资本市场平稳运行。

1月以来，A股市场因结构性产品冲击导致的连续调整已经充分体现了市场的悲观情绪。中央汇金在市场的底部区域的增持代表着国内中长期资金对股票市场的呵护态度，极大程度上缓解了市场对流动性的担忧。同时汇金对市场的托举逐渐表现出从权重股向中小盘扩展趋势。

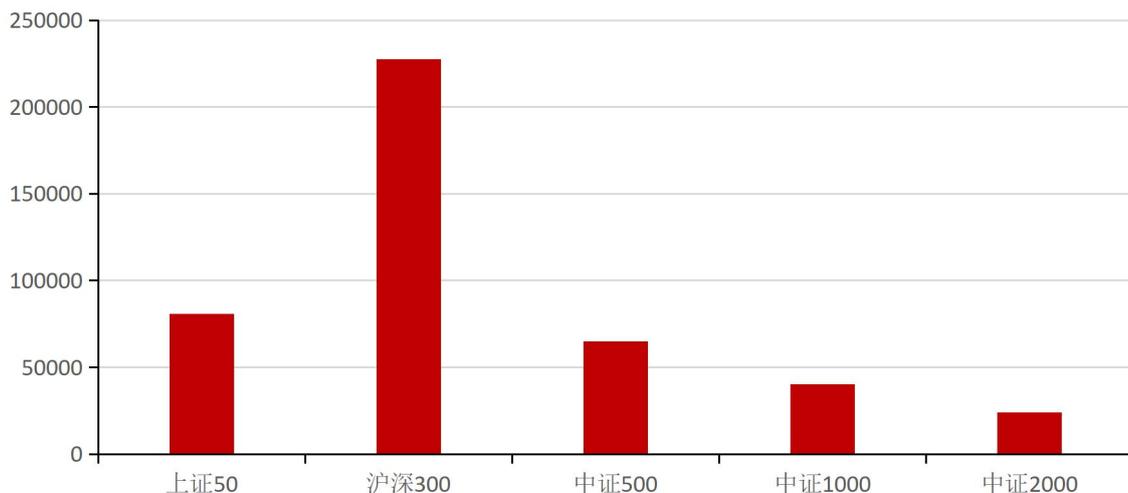
图 32：指数 ETF 周度总成交额（百万元）



数据来源：WIND、国联期货研究所

通过对上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 和中证 2000 指数 ETF 成交额测算，我们推测中央汇金等资金在 1 月中下旬到 2 月份期间共投入超过 4300 亿元。其中，上证 50 投入约 808 亿元，沪深 300 投入超 2273 亿元，中证 500 投入超 649 亿元，中证 1000 投入超 403 亿元，中证 2000 投入超 242 亿元。

图 33：中央汇金投入指数 ETF 金额（百万元）



数据来源：WIND、国联期货研究所

## 4.2 北向资金逐步回流

当前北向资金 20 日日均成交额在 1440 亿左右，占沪深两市成交额已超过 15%，其流向变化对市场资金面及市场情绪均具有较大影响。北向资金的流动一方面受国内宏观经济的影响，另一方面亦受跨境利差的影响。

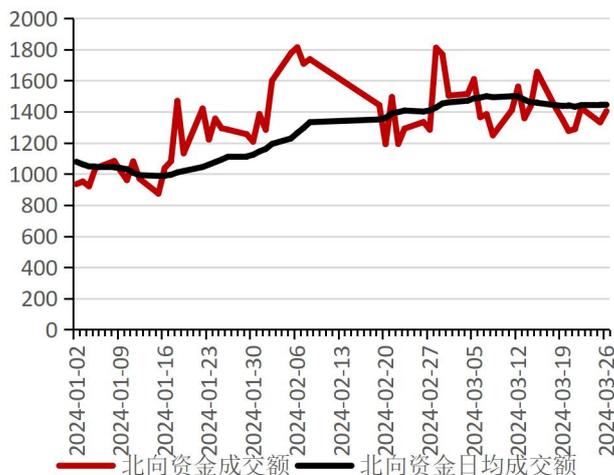
北向资金在经历了从 2023 年 8 月以来持续净流出后，2 月份开始伴随市场整体反弹趋势北向资金积极回流 A 股市场。从 2 月份以来截至 3 月 25 日，近两个月时间 6 日单日加仓超百亿，累计加仓超 800 亿元，外资积极配置 A 股市场表现出对于未来国内经济预期收益和资本市场信心。

图 34：北向资金累计净流入（亿元）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 35：北向资金成交金额（亿元）

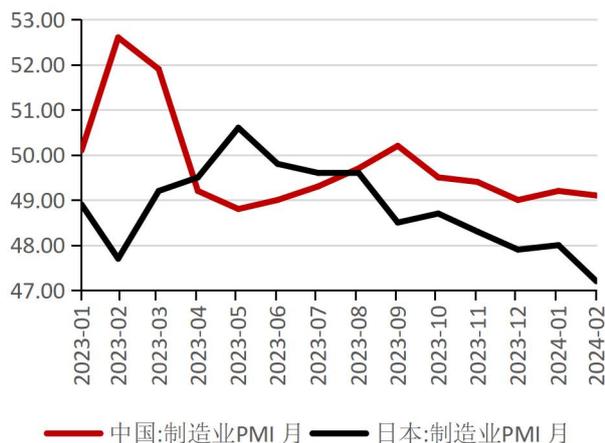


数据来源：WIND、国联期货研究所

日本市场与境内市场的外资月度累计净买入值形成明显相反趋势，其背后主要

驱动逻辑为日本与中国整体经济预期收益走出此消彼伏态势。目前，国内经济筑底复苏趋势明显，为外资积极配置境内市场带来强有力支撑。同时日央行结束大规模宽松政策，一方面将限制外部资本市场整体估值水平，另一方面以日元计息的杠杆资金成本上升将限制日本市场与高利率市场跨境套利规模。境内股指市场由于其较为更低的估值水平，或将吸引境外资金更加积极的配置。

图 36：中国日本制造业 PMI 对比



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 37：中国日本 CPI 对比

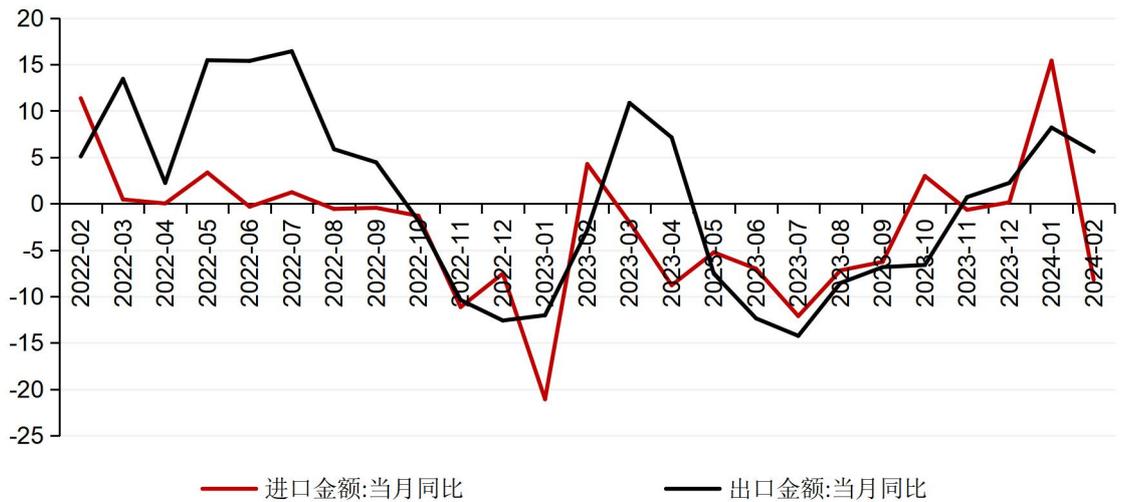


数据来源：WIND、国联期货研究所

### 4.3 广义外资边际好转

经常账户反映国内需求和国外需求相对变化情况，统计数据上与国内股指走势正相关性明显，表明国内风险资产定价的重要因素之一来自于国内外需求的强弱。随着全球产业链重塑，我国出口结构逐步改变，亚非拉地区占出口比例不断上升，我国出口数据表现出较强韧性，今年前两个月我国进出口总值(人民币)同比增长 8.7%，规模创历史同期新高，出口金额前两个月(美元)同比增长 7.1%。从全球需求来看，1-2 月摩根大通全球制造业 PMI 指数持续处于荣枯线上方，结束了此前连续 16 个月的收缩状态，开年外需的边际改善使出口数据延续去年四季度以来的回升态势。

图 38：进出口当月同比 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

除此之外，2024 年美国补库周期逐步开启，目前美国销售总额和库存增速均呈现筑底趋势，这均将带动外需边际好转，有利于国内经常账户修复，为经济预期收益和流动性方面带来积极预期，进而对 A 股市场反弹趋势带来强有力支撑。

图 39：美国库存总额同比 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 40：美国销售总额同比 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

市场对美国 2024 年 6 月降息的押注概率超过了六成，10 年期美债收益率已自顶部 5%左右的高位大幅回落至目前 4.1%至 4.2%区间。中美利差随之大幅收窄，人民币贬值压力亦有明显下降，这对北向资金的回流有积极的促进作用，同时国内资本市场中在广义外资层面的压力将会明显缓解。

## 五、总结

2月以来尽管各股指估值得到一定回归修复，同时债券相对于股票市场仍具有相对重要配置必要性，但目前A股市场从长期角度仍然具有明显配置价值。随着政策的逐步落地和效果显现，资本市场整体信心得到逐步强化，国内经济整体持续向好复苏趋势不变，通胀水平大概率回升，股票市场配置性价比将逐渐凸显。

国内经济延续温和复苏的势头，但过程并非一蹴而就、而是循序渐进，其中外需影响下出口数据的已出现明显改善。设备更新和消费品升级换代来有望进一步释放内需潜能，货币政策力度加大，强化经济复苏预期。但相比2020年疫情期间全球流动性超预期放大，今年在流动性层面依然具有较大差距。

随着美国降息预期升温，广义外资层面压力将会边际好转，北向资金亦将逐步回流。私募基金相比公募基金表现更具有韧性，在2024年经济周期从衰退向复苏转换的过程中，未来市场弹性更好的成长风格或仍占据上风。综合而言，我们认为1月市场整体大幅度下跌后的低点将成为2024年A股市场全年阶段低点，中期市场上涨格局暂未改变，但短期考虑到目前流动性和资金面修复仍有阻力，市场整体上方仍有一定压力，后续需重点关注通胀修复持续性和M1修复情况。

### 策略建议：

**短期来看**，在此位置股指下方整体下跌空间有限，但短期指数中枢上移仍需更多驱动因素，短期持震荡观点，方向性交易者待通胀和M1数据明显修复以及市场确认企稳后谨慎做多。

**中期来看**，考虑到经济增速逐步恢复，同时中证1000估值更具有优势以及在一季度行情中股市市场风险释放充分，建议增配中证1000指数期货。

**长期来看**，股指市场依然具有配置必要性，沪深300指数期货可作为股票资产在大类资产配置中积极配置。考虑到目前内外部环境现实情况，2024二季度行情加速概率不高，建议控制整体仓位。

## 免责声明

本报告中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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货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国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎

## 联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600