

本直播内容为分析师个人观点，仅供参考，不作为投资依据



曙光射寒色 韬晦以待时

国联期货研究所

项麒睿 从业资格证号：F03124488 交易咨询资格证号：Z0019956

期货交易咨询业务资格：证监许可[2011] 1773号

本直播内容为分析师个人观点，仅供参考，不作为投资依据



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

目录

01

宏观观察 04

02

股指期货观察 09

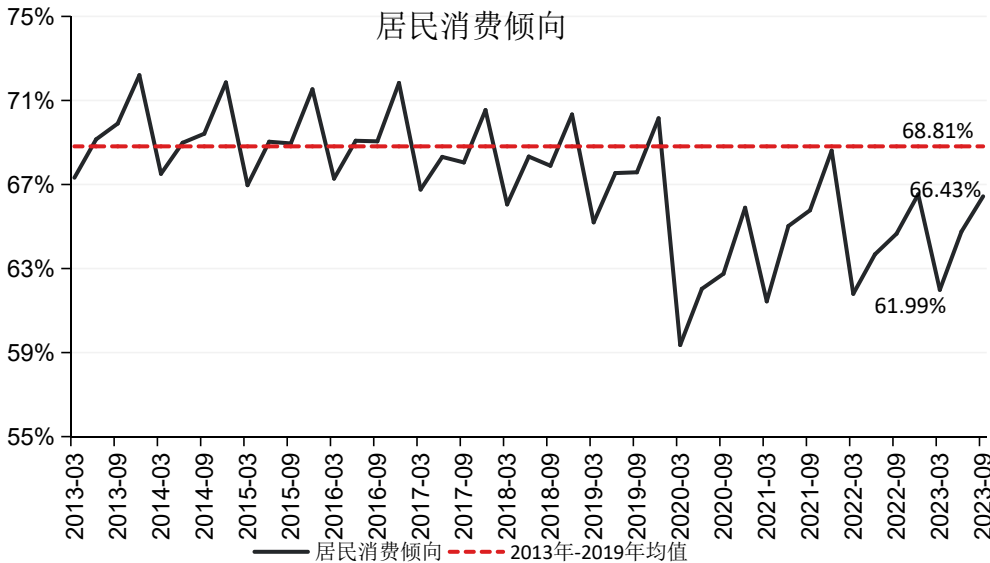
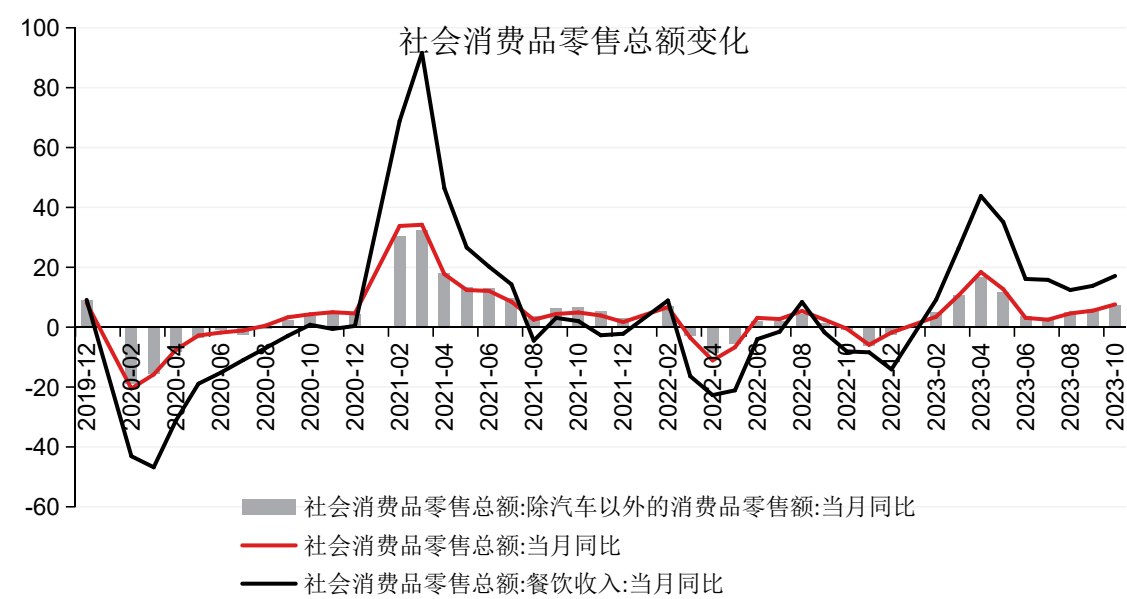
01

宏观观察



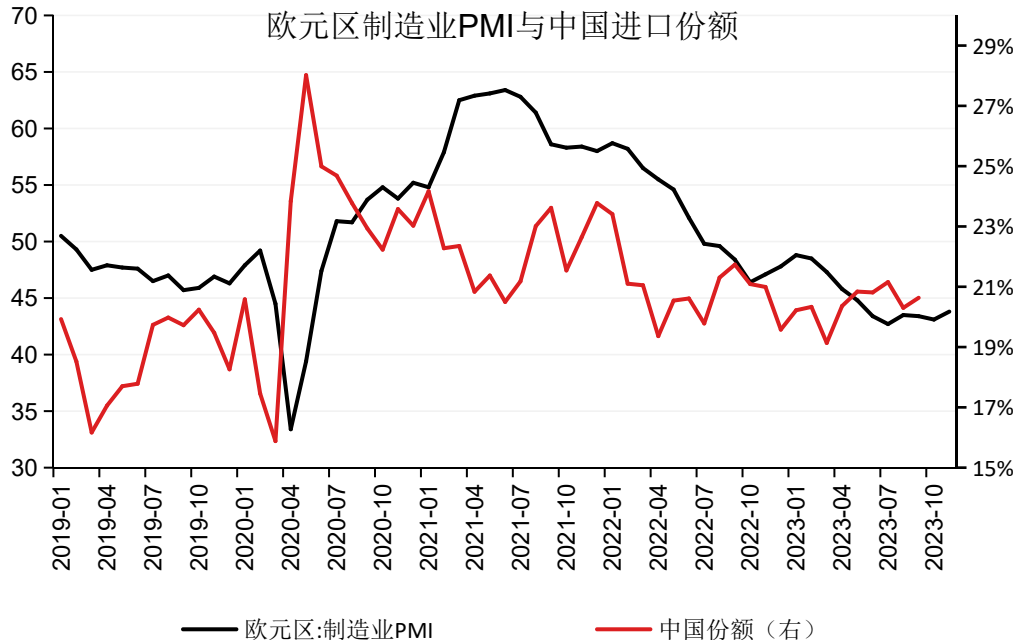
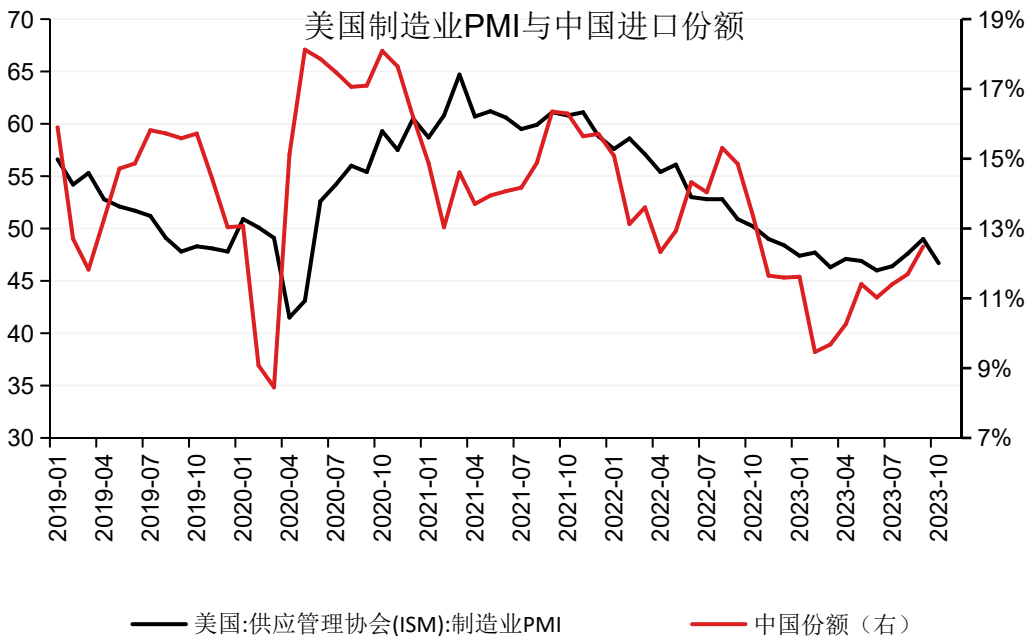
内需渐进修复

- 2023年初消费出现了较快复苏，但消费复苏的持续性不足；1-10月社会消费品零售总额同比增长6.9%，仍未完全修复至疫情前水平。**从8月以来，社零数据同比及环比增速连续4个月回升，消费复苏已进入正向循环阶段。**
- 三季度居民消费倾向（居民人均消费性支出/居民人均可支配收入）达66.43%已接近2013-2019年消费倾向均值68.81%，**反映消费意愿在渐进提高。**
- 2024年居民消费仍有继续修复的基础，但**不会一蹴而就，将是一个渐进改善的过程**，可能呈现自然增长，回升的斜率较为平缓。随着系列稳增长政策的发力，居民收入、居民资产负债表都将有所改善，助力消费向疫情前中枢水平回归。



外需有望带领出口企稳回升

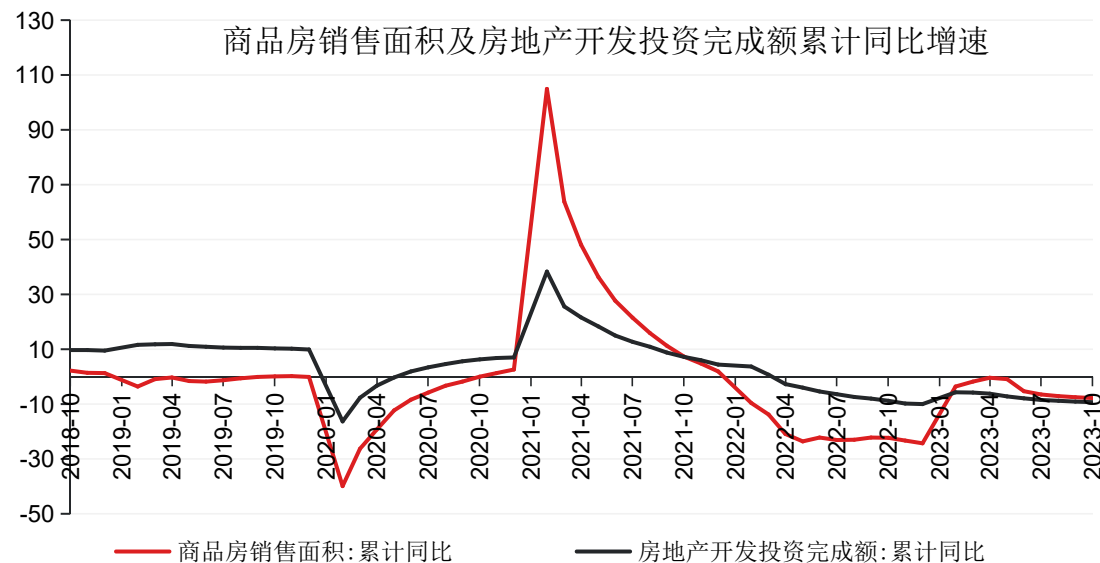
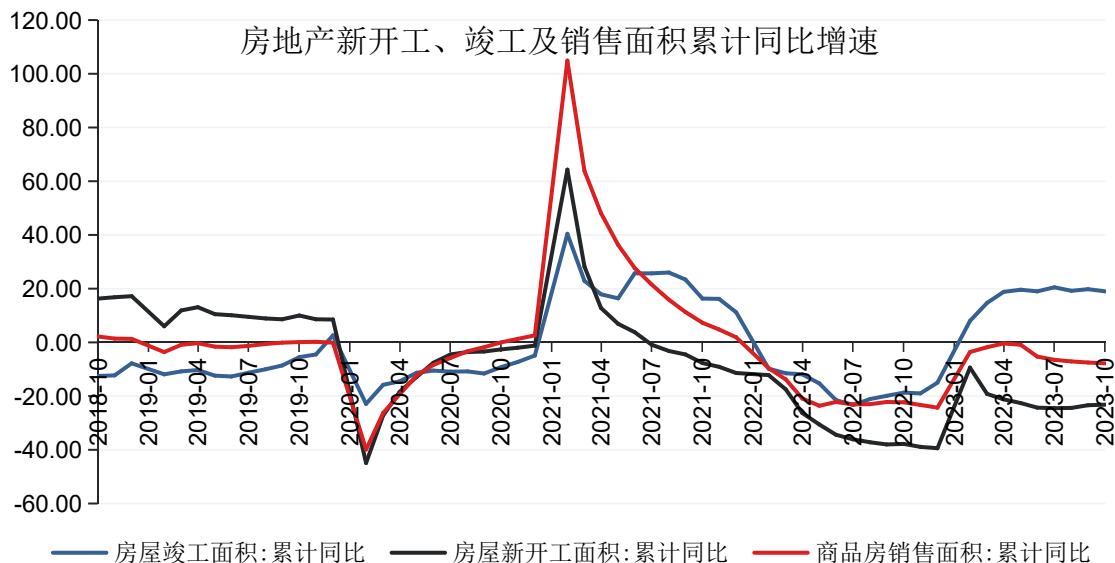
- 2024年随着高利率环境延续，美国通胀压力进一步缓和，同时欧元区目前职位空缺率也已出现缓解迹象，因此薪资带给服务通胀的压力或有所减弱。全球增长动能回落以及全球供应链的持续缓解预计将使全球商品进口价格保持在较低水平。叠加高基数效应，**预计2024全年美国和欧元区通胀将有所回落，进而居民消费将大概率边际修复。**
- 在未有贸易冲突的设定下，**我们预计2024年随着欧美商品消费企稳，我国出口增速或将逐步转正。在基数逐步走低的背景下、出口同比增速呈现前低后高。**





房地产仍处筑底阶段，去库存压力较大

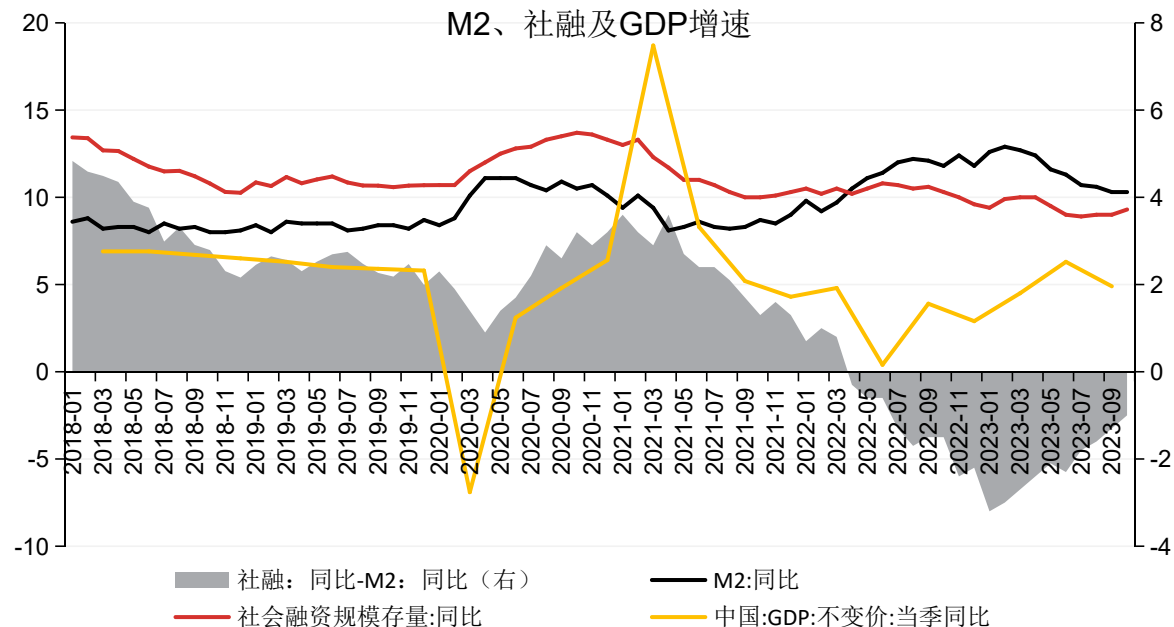
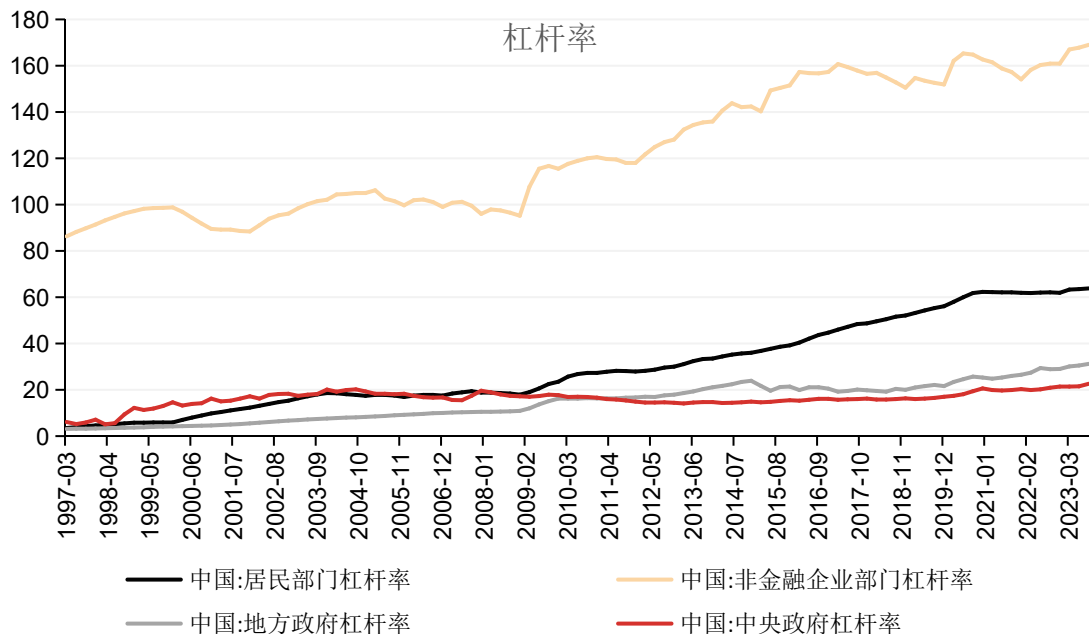
- 2023年国内投资动能呈现弱修复特征，三大类投资增速呈现出“制造业、基建支撑略降、房地产拖累加剧”的结构性分化特征，**房地产市场低迷是投资动能偏弱的主要拖累。**
- 7月24日，中央政治局会议对地产给予新定调，未提“房住不炒”，取而代之的是“**房地产行业供求关系发生重大变化的新形势**”，并打开了重点城市的政策优化空间。新定调下积极响应，需求端政策高频跟进，涉及限贷、限购、认房不认贷、下调二套房和存量房贷利率等方面。
- 8月起一系列稳定房地产市场政策密集出台，但新开工、施工、销售、投资增速仍处于深度调整中，**市场预期恢复仍显不足，仍需观察政策止跌效果。**



数据来源：WIND、国联期货研究所

财政和货币政策将精准发力

- 2023年四季度发行的万亿国债有5000亿预计结转至2024年上半年使用，以推动稳增长稳预期并提振市场信心；同时，2023年10月末国务院也获得授权可提前下达部分新增地方政府债务限额，预计2024年1月开始发行。
- 第三，四季度特别国债的增发打破3%赤字率“软约束”，**具有重要信号意义，中央财政加杠杆空间相应打开。**
- 货币政策在延续“精准有力”的基础上新增“更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱，着力营造良好的货币金融环境”，**2024年货币政策总体上仍将维持宽松的政策取向。**



数据来源：WIND、国联期货研究所



CONTENTS

目录

02

股指期货观察

中证500和中证1000指数估值情况

- 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。
- 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，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。**
- 中证1000指数和中证500指数具有一定的相似性，**且因医药生物和电子行业权重占比更大还具有较强成长性。**



中证500和中证1000指数估值情况

- 2020年以来铁矿石价格指数与中证1000指数滞后50日左右表现出非常强的相关性，其背后逻辑或为中证1000指数前100大权重股中电子、汽车、基础化工和有色金属等周期类行业占比超50%，大宗商品的价格尤其是黑色和有色金属商品价格的升高将推升中证1000指数相关行业标的的利润。



上证50和沪深300指数估值情况

- 截至12月13日，上证50指数市盈率为9.13，在十年期历史分位中位于15.56%，市净率1.18，在十年期历史分位中位于0.57%；沪深300指数市盈率为10.76，在十年期历史分位中位于12.11%，市净率1.36，在十年期历史分位中位于0.57%。
两大估值指标均处于历史较低水平。



各指数市场相对拥挤度分析

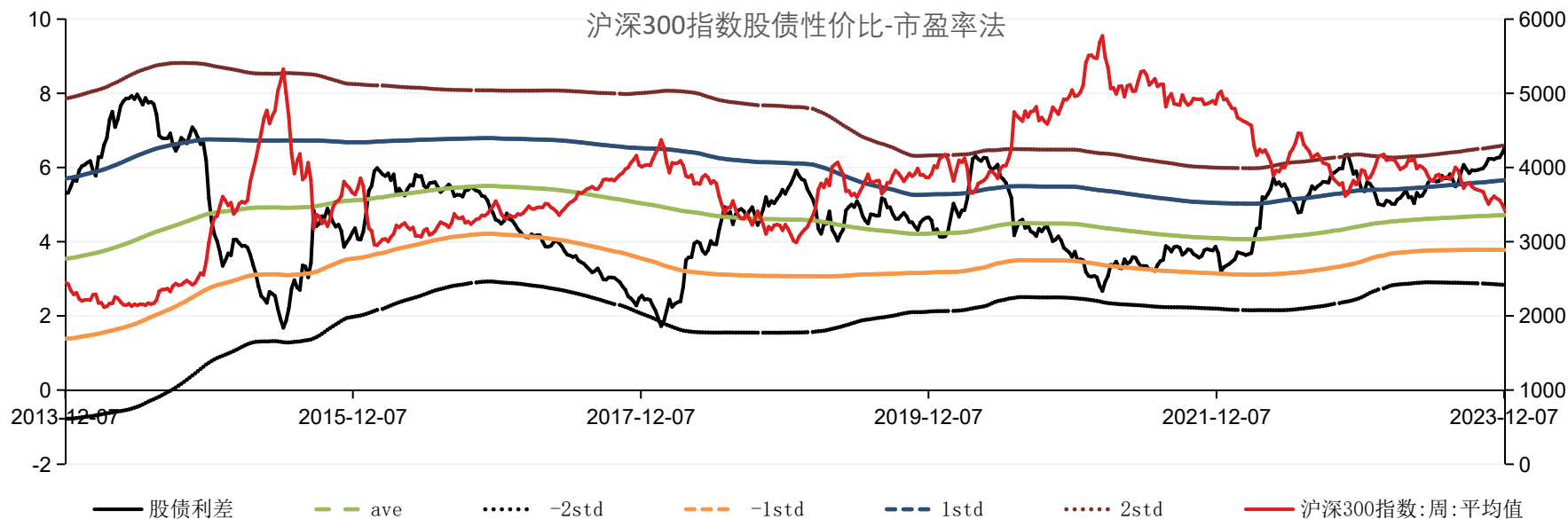
- 本节我们定义如下公式：指数拥挤度 = 指数PB/全市场PB在过去五年分位数。该值越高，表明市场对该指数的配置热情相对较高，反之则相对冷淡。**该指标一方面具有明显的动量效应，另一方面亦具有一定的均值回归特性。**
- 上证50指数和沪深300指数全年出现明显冲高回落，但前者相对拥挤度并没有降低，且数值依然较大，沪深300指数拥挤度则处于相对低位水平，表明市场对于**沪深300指数配置热情较为冷淡，这反而体现出沪深300估值水平的性价比优势。**
- 中证500指数和中证1000指数目前从拥挤度角度相差不大，均在中位数附近。自2022年4月底以来，中证500指数拥挤度一直处于震荡上涨走势之中，且距离历史极值仍有一定距离，**市场对于中证500指数的配置热情正处于上升趋势之中。**





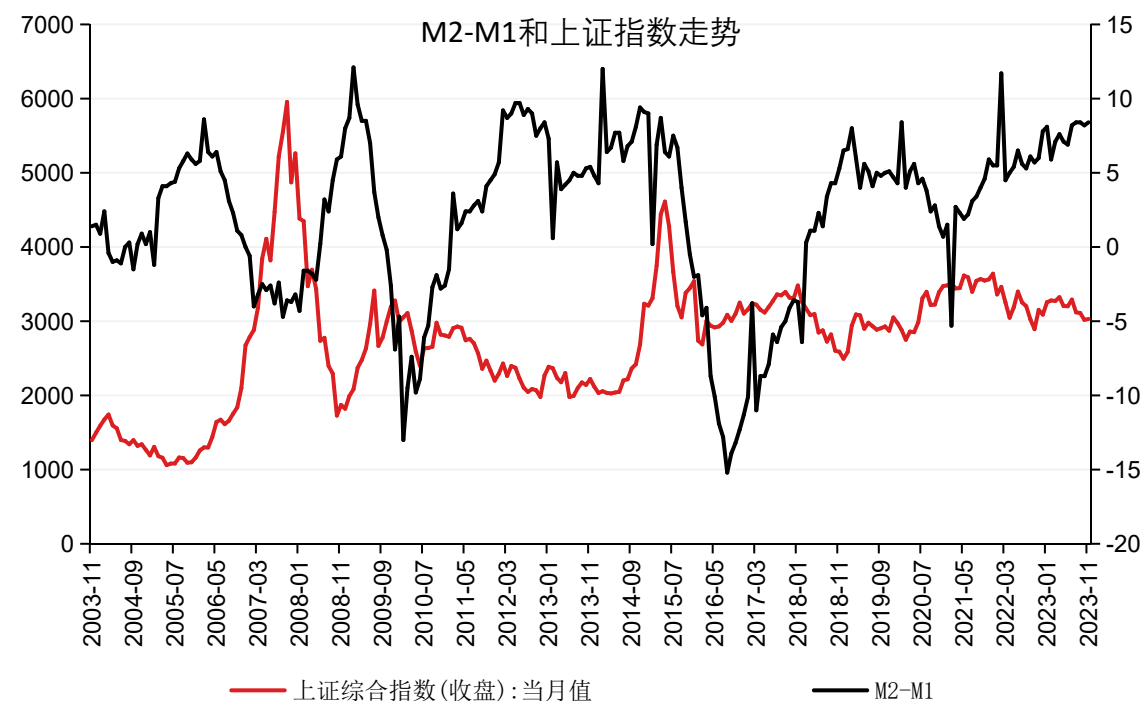
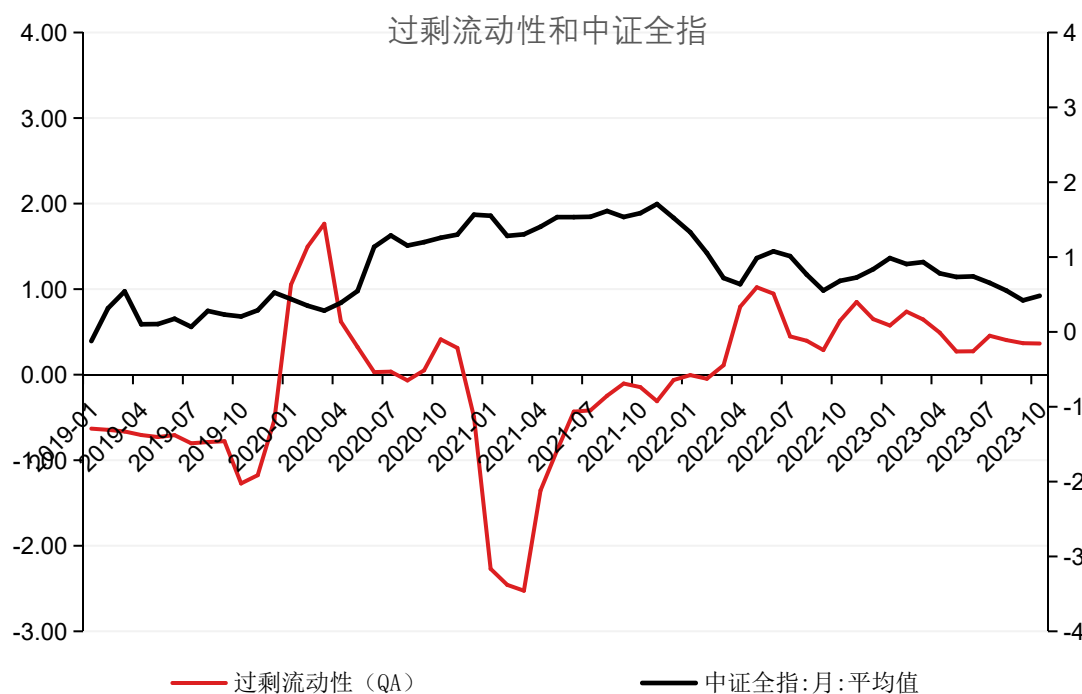
股债利差触及极值区

- 股票收益率一般以市盈率的倒数或股息率进行替代。然而在实际中当通货膨胀严重时，债券的实际收益水平下降，而股票天然带有一定抵御通胀的属性，因此实际收益下降往往小于债券。所以当预期通货膨胀加速时，人们会更倾向于持有股票，而抛弃债券；当通货紧缩时，人们会更倾向于持有债券，而抛弃股票。因此，我们在实际计算中增加了一个**通货膨胀调整因子，即加上30%的当月同比CPI**。
- 由于上证50和沪深300指数成分股盈利水平更为稳定，以市盈率计算股债利差观察估值往往相对有效。**历史统计数据显示，当其触及两倍标准差后，指数在其后半年表现往往相对较优，即目前的A股市场极具投资性价比。**



2024年资金传导或更加顺畅

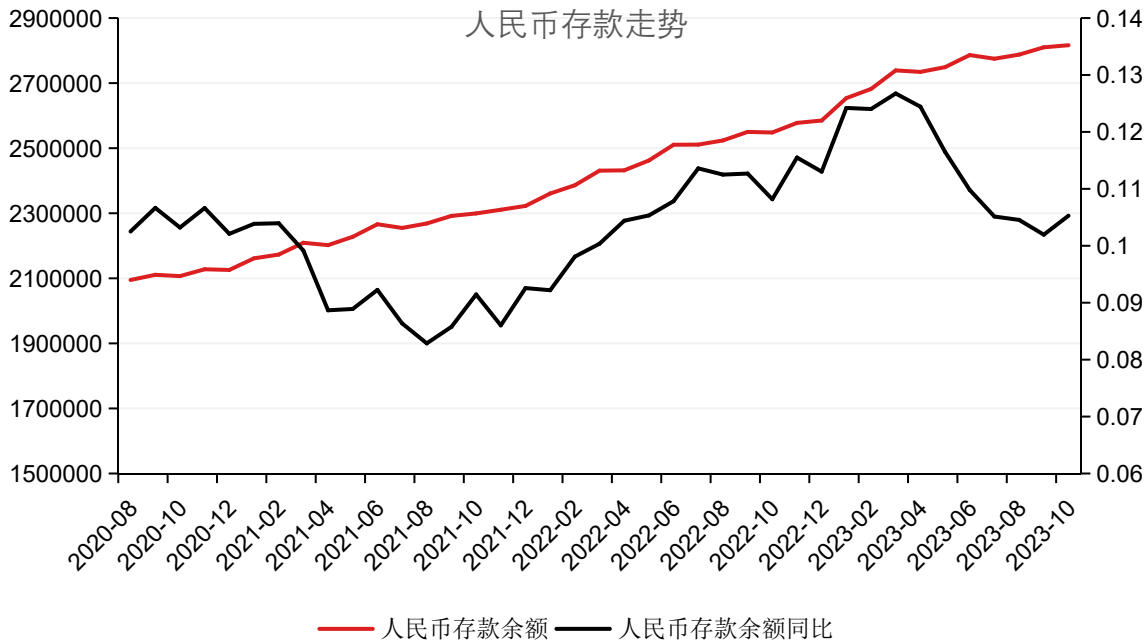
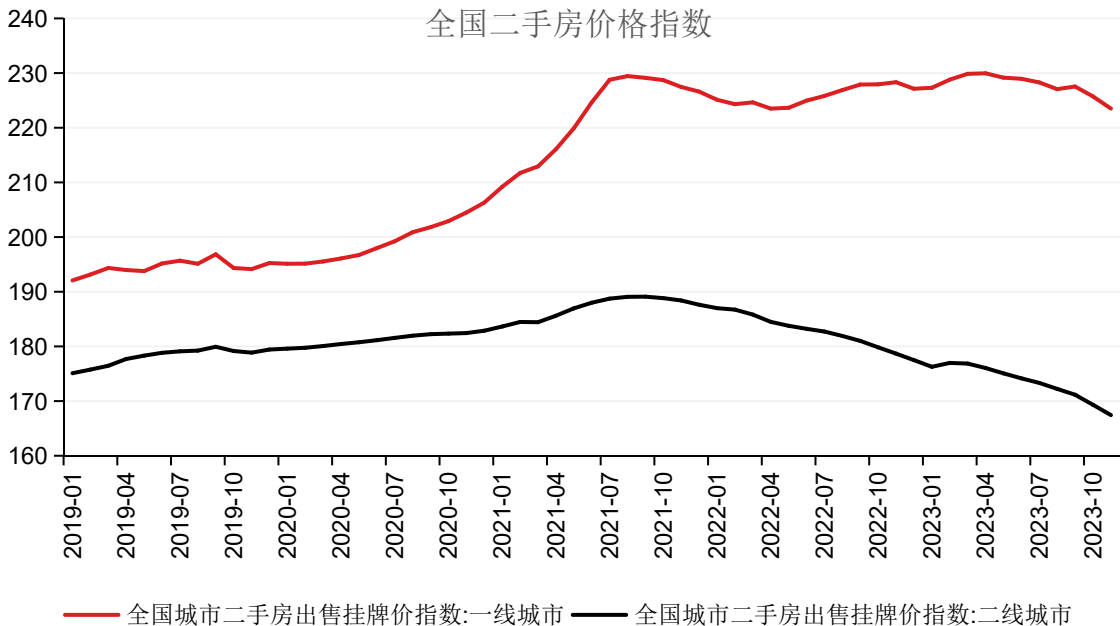
- 我们以M2同比-GDP同比-CPI同比代表过剩流动性，今年过剩流动性方面和股市呈现整体同频共振局面，但并没有表现出充裕。
- 2024年CPI和GDP相对于2023年均具有升高预期，信贷持续高增长的必要性降低，后期将更重视信贷的投向和实际效果，对总量的诉求有所下降，预计2024年在过剩流动性方面超预期的积极支持有一定困难。
- 2024年，随着财政在多角度发力，配合货币协同助力信用扩张，更多定期存款将转化活期存款，预计M2向M1的传导过程在2024年将会相对顺畅。





居民资产向证券市场转移具有长期趋势

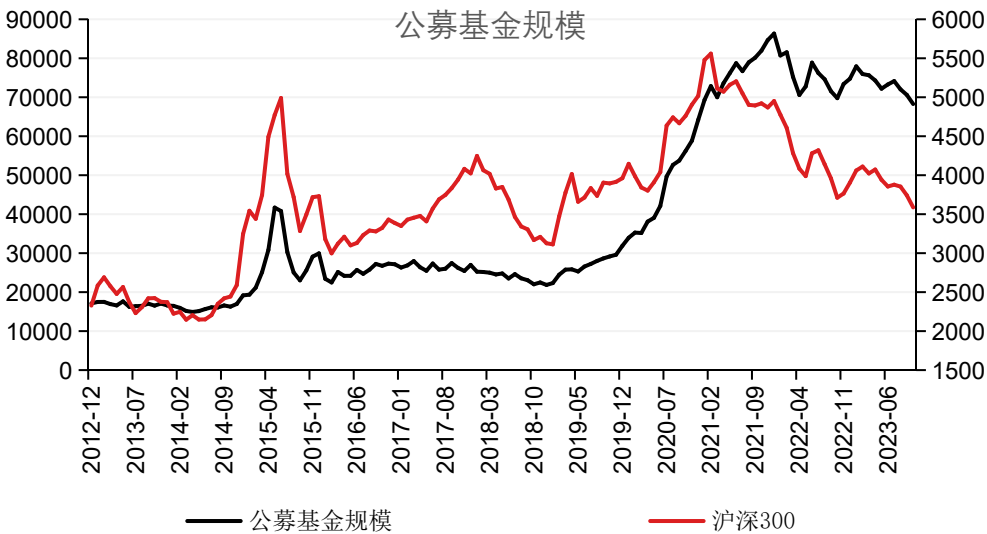
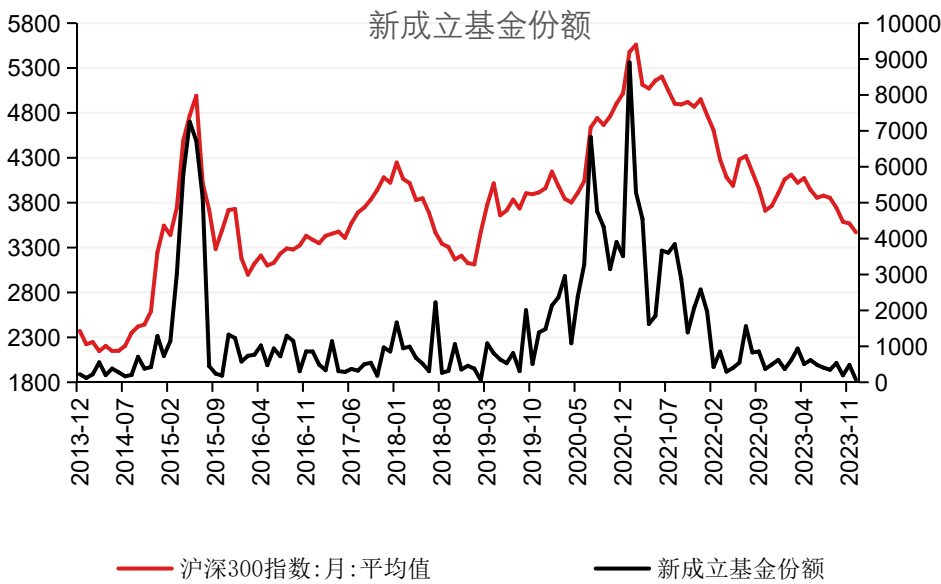
- 需求端居民对房地产市场的预期发生逆转，居民投资需求明显下降，**房住不炒逐渐成为共识，居民的购房意愿逐步下降。**
- 未来房价的保持稳定的预期或将延续，房地产作为中国居民主要资产形式，**尤其对于高净值人群，其收益率的降低或将引导高净值人群对资产配置向证券市场转移。**





2024年增量资金有望回暖

- 根据公募基金三季报数据，当前股票型基金和混合型基金仓位中位数分别在91%和89.6%附近的历史高位，按照权益类基金95%的持仓上限规则，后期继续加仓空间整体较为有限，**后期公募基金对股票市场的增量将主要来自于新增基金产品份额。**
在市场估值触及历史极值区域环境下，新增偏股型基金份额有望逐步回暖。
- 社保基金方面，财政部联合人力资源社会保障部在《全国社会保障基金境内投资管理办法（征求意见稿）》中提到，社保基金投资股票类资产最大投资比例将由30%提升至40%，**根据社保基金2022年报数据，社保基金资产总额为1.85万亿元，由此间接推算将直接给A股带来增量资金近1900亿元。**



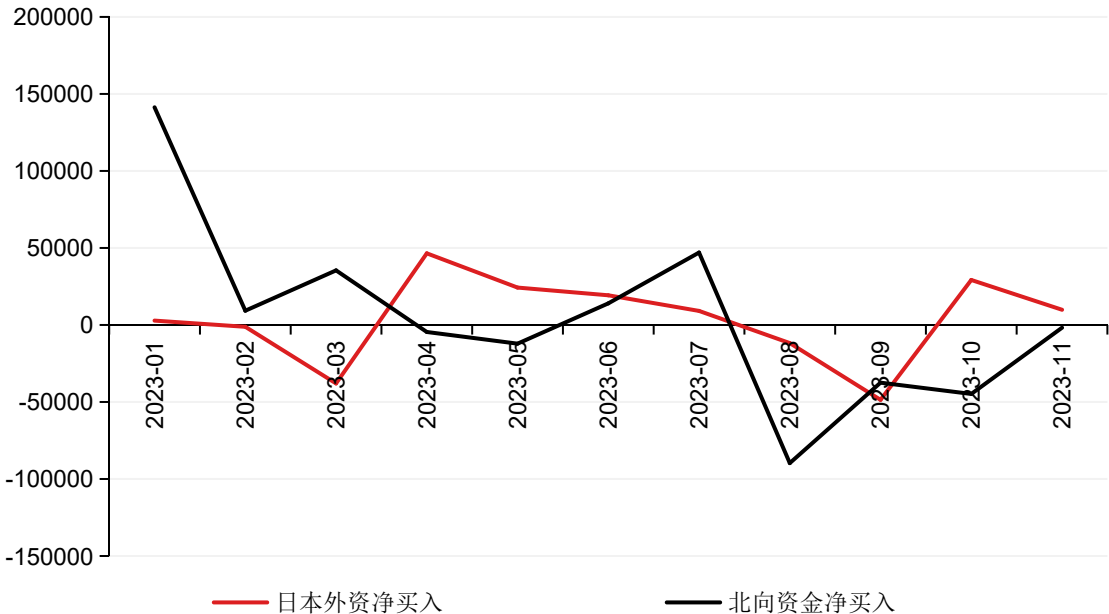
数据来源：WIND、国联期货研究所



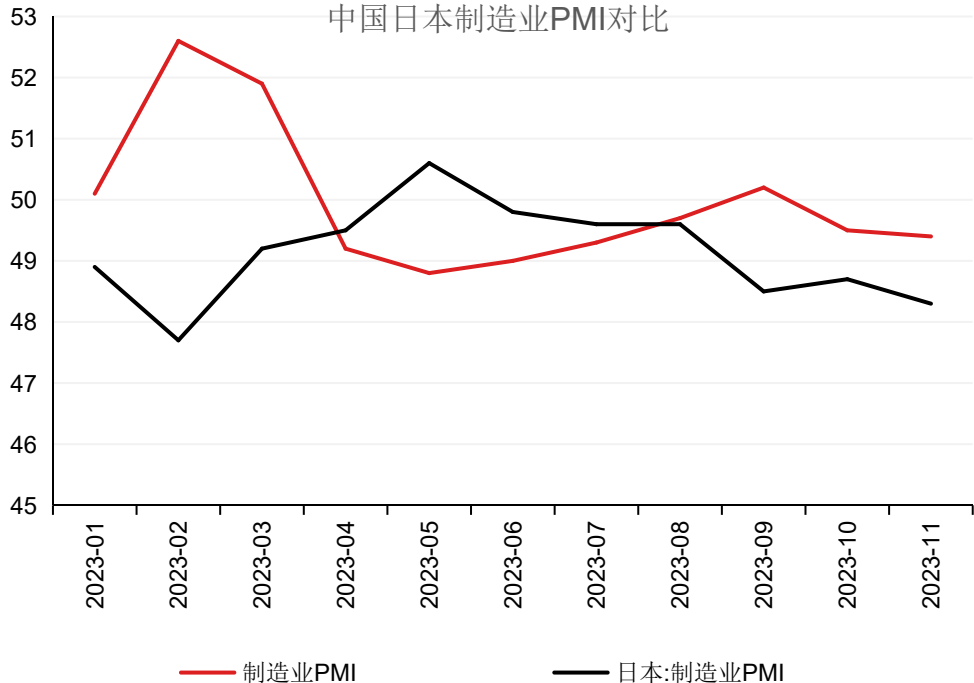
北向资金或将逐步回流

- 北向资金的流入流出一方面受国内宏观经济的影响，另一方面亦受中美利差的影响。**日本外资月度累计净买入值与国内市场亦形成明显相反趋势。**
- 目前国内市场通胀压力较小，利率水平保持健康，近期多政策持续落地，相较日本市场未来预期方面更有优势，**外资重新重点配置国内市场亦将更有性价比。**

日本外资和北向资金净买入对比



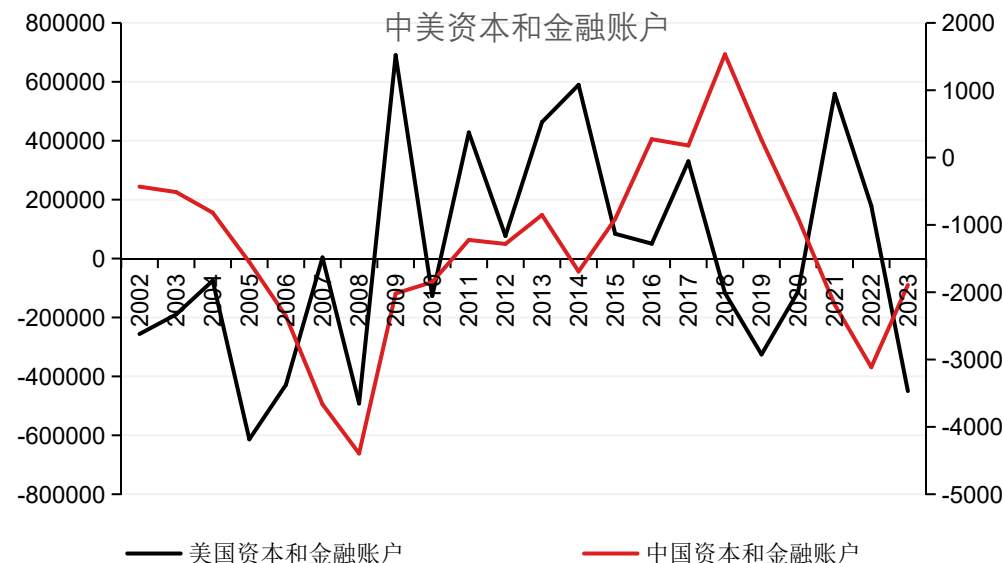
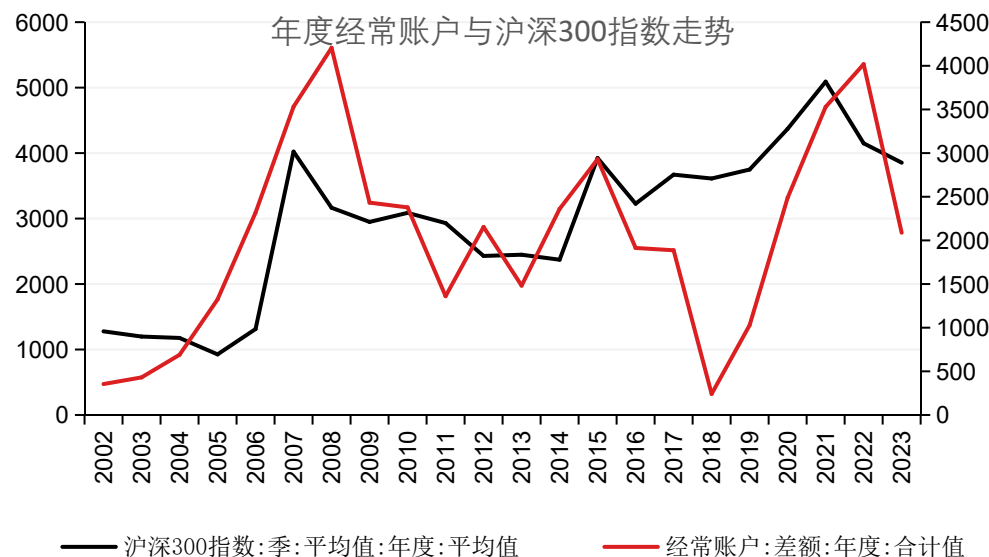
中国日本制造业PMI对比





广义外资或将边际好转

- 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。**
- 我国出口结构逐步改变，亚非拉地区占出口比例不断上升，且2024年美国补库周期或将逐步开启，这均将**带动外需边际好转，有利于国内经常账户修复进而对A股市场带来积极预期。**
- 10年期美债收益率亦有明显触顶回落趋势，当前已自顶部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2024年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。**

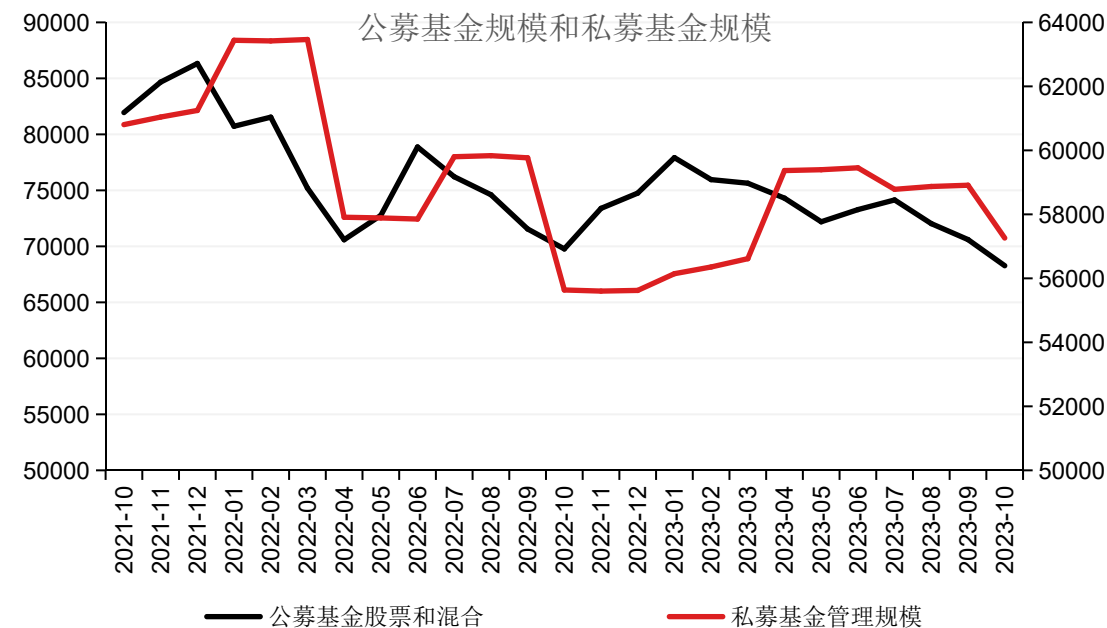
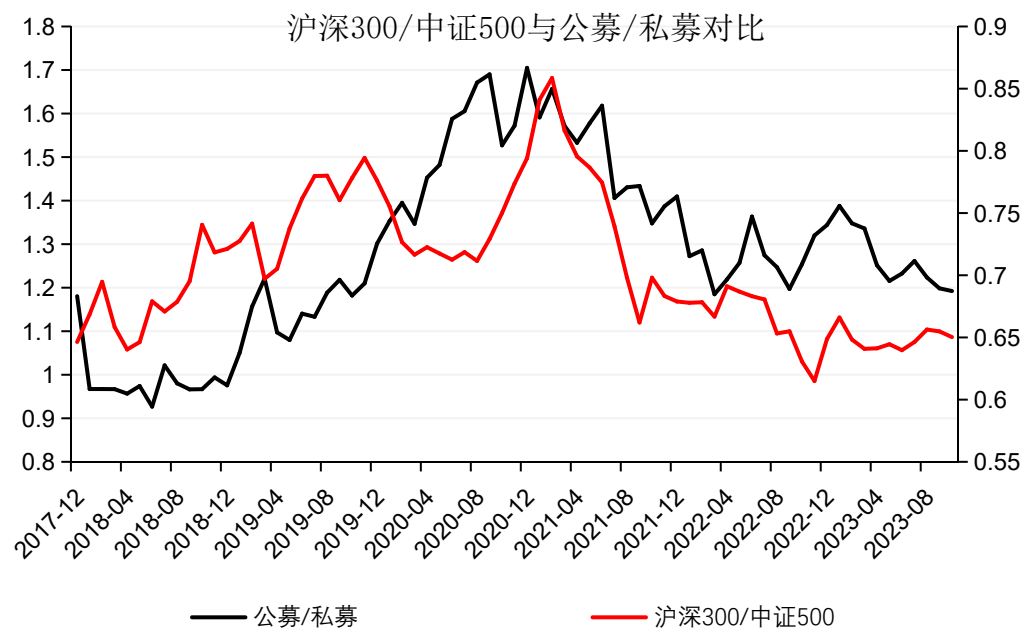


数据来源：WIND、国联期货研究所



市场中长期风格偏向成长

- 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。
- 当前私募基金规模延续从去年10月份低点以来的反弹趋势，这也给中证500和中证1000未来行情带来资金支撑，叠加2024年国内经济继续呈现弱复苏的概率较大，**未来市场弹性更好的成长风格或仍然占据上风。**





未来展望

- 目前A股市场估值再次进入历史极高配置性价比区间。在逆周期政策的支持下，国内经济有望延续温和复苏的势头，**但相比2020年疫情全球放水的流动性水平依然具有较大差距。**
- 广义外资层面压力将会边际好转，北向资金亦将逐步回流。资产配置从房地产向证券市场转移，私募基金相比公募基金表现更具有韧性，叠加2024年国内经济温和复苏预期下，**未来市场弹性更好的成长风格或仍占据上风。我们认为2024年A股市场运行中枢整体向上，估值回归行情值得期待。**
- 策略上，**长期建议布局配置沪深300指数，中期做多中证500和中证1000指数期货。考虑到目前内外部环境很难支撑2024上半年就开启全面牛市，仍然需要控制整体仓位，摒弃侥幸之念。**

本直播内容为分析师个人观点，仅供参考，不作为投资依据

感谢观看

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