

本直播内容为分析师个人观点，仅供参考，不作为投资依据



# 股指基本面分析

国联期货研究所

项麒睿(分析师) 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**



# CONTENTS

## 目录

### 01

---

股指整体风险集中释放充分

### 02

---

市场估值依然处于较低水平

### 03

---

资本市场预期好转但流动性修复仍有阻力

### 04

---

增量资金逐步回暖



# CONTENTS

## 目录

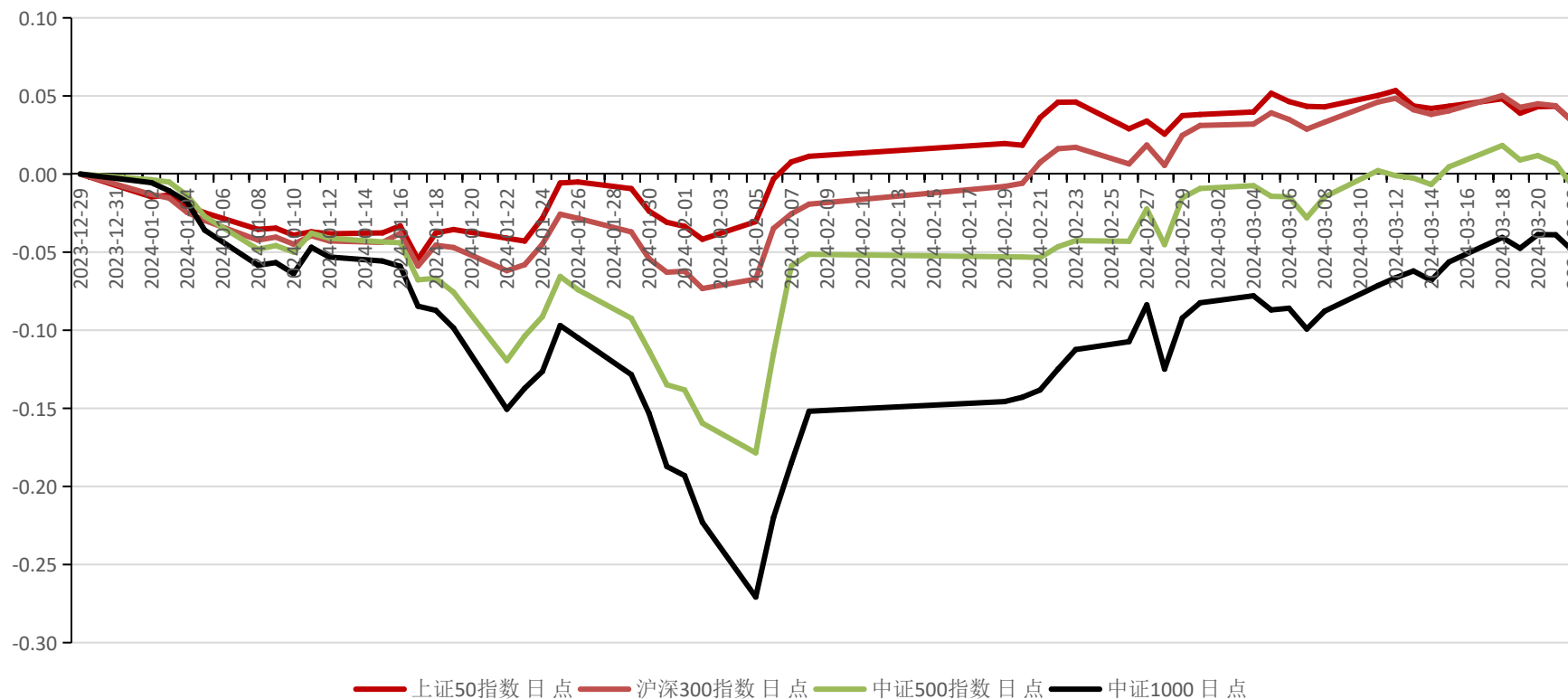
### 01

### 股指整体风险集中释放充分



# 一季度风险偏好逐渐修复

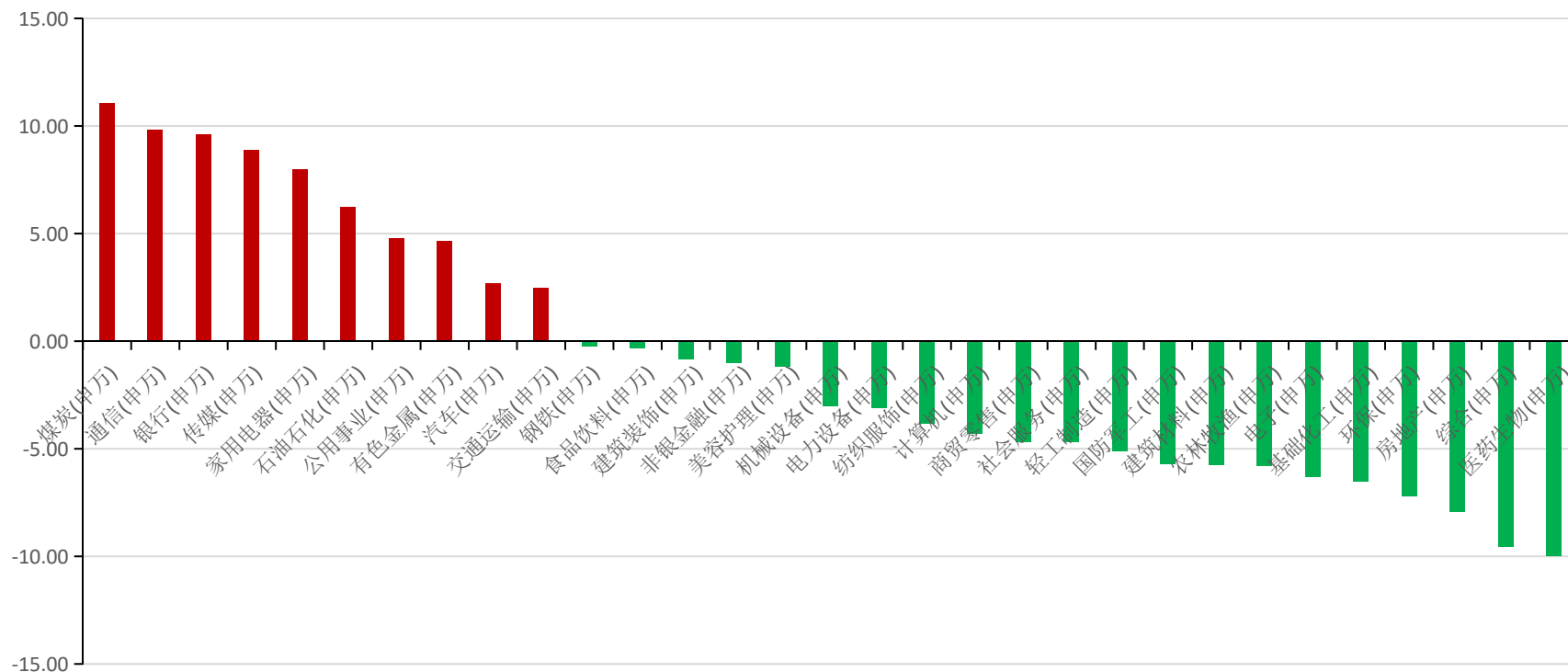
今年以来市场整体波动幅度较大呈现触底反弹走势。





# 一季度A股各行业表现

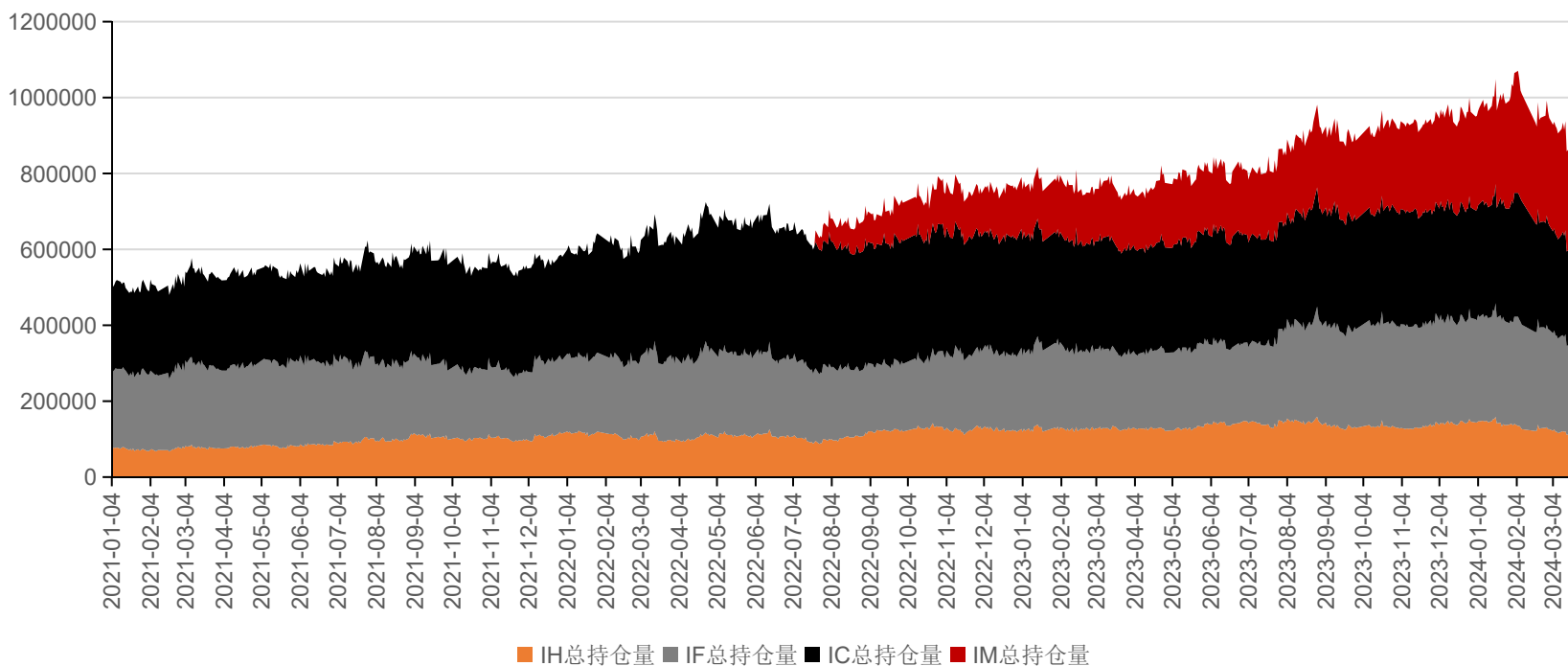
- 从一季度各行业表现上看，红利高股息（煤炭、银行、石油石化）是今年以来表现较优的风格方向，其中煤炭行业是年内（截止3月22日）涨幅唯一超过10%的行业，石油石化、煤炭和银行等行业在一季度整体市场表现风险偏好较弱的背景下亦取得正收益。医药生物和房地产行业年内表现较差，其中医药生物跌幅达近10%。





## 四大指数分化原因

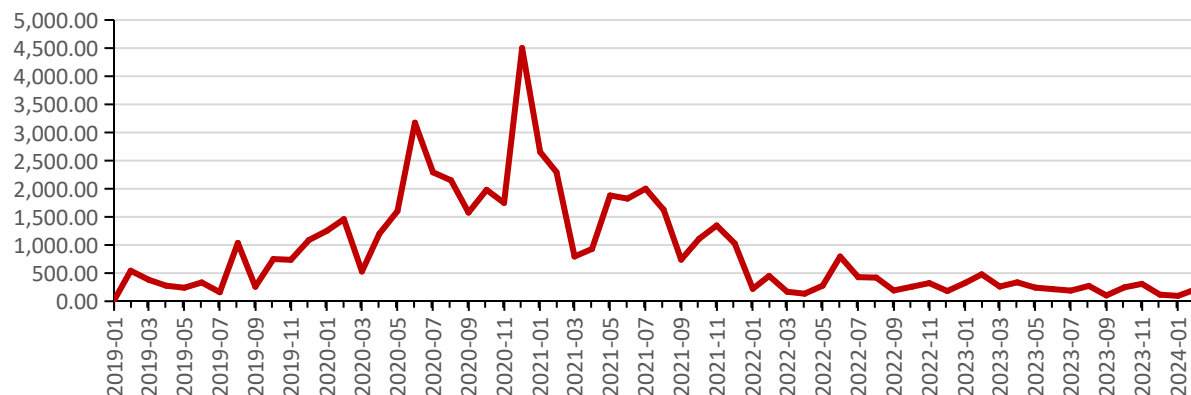
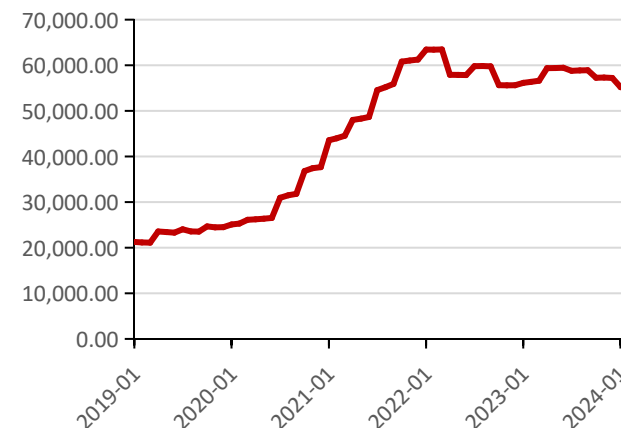
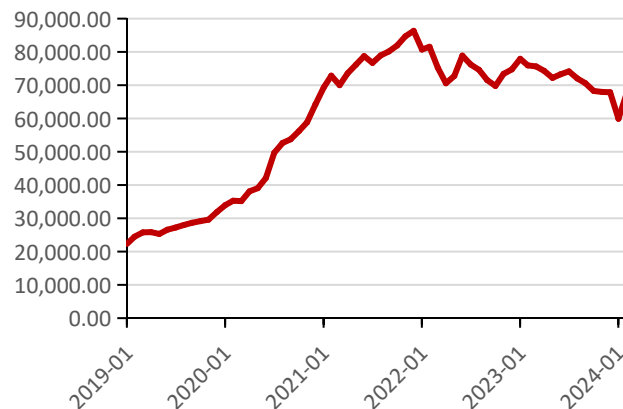
- 一季度市场整体经历风险集中出清到逐渐回归基本面的触底反弹走势。经济预期、政策预期、市场避险情绪和场外衍生品对冲操作等均对市场产生较大影响。2024年1月7日中国证监会发布公告，宣布解除公募基金净卖出限制。同时部分资金关注降息预期落空，中证 500、中证 1000 等指数跌至关键点位后场外雪球策略平多仓加速短期下跌步伐，雪球策略平仓对场内成交、持仓产生较大影响，导致基差扩大进而部分指增中性策略减仓，引发进一步下跌。



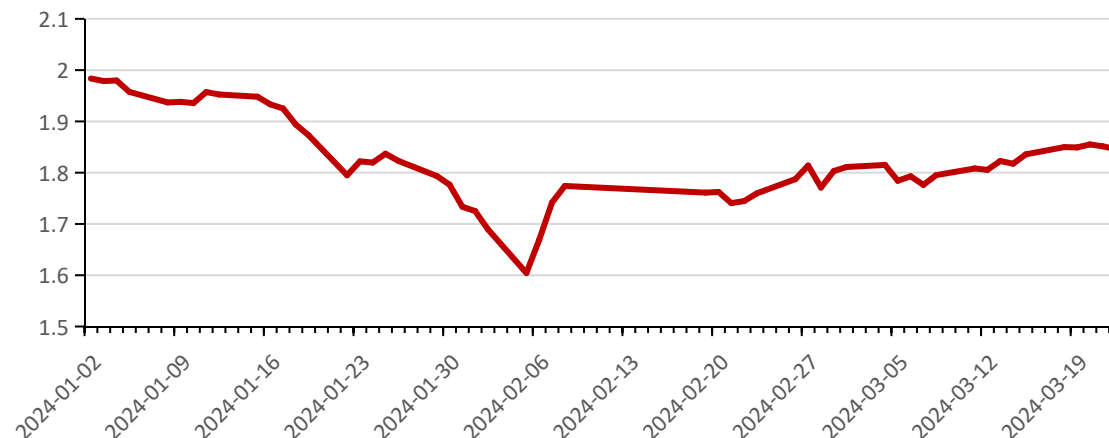


# 风格展望

- 在2024年经济周期从衰退向复苏转换的过程中，社融情绪的改善有利于中小成长企业释放盈利空间。
- 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或IM与IH或IF比值将延续2月以来的上行趋势。



中国:新成立基金份额:偏股型:月:合计值 月 亿份



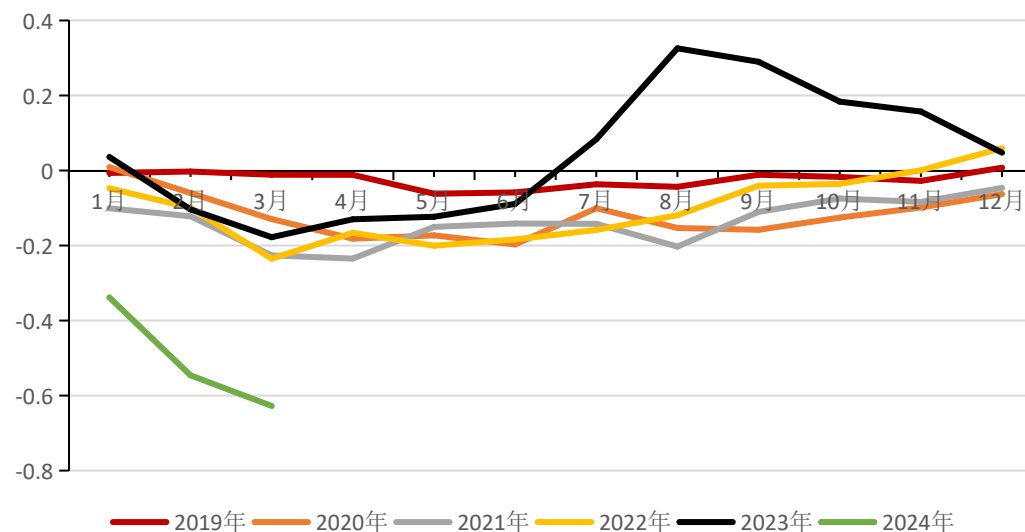
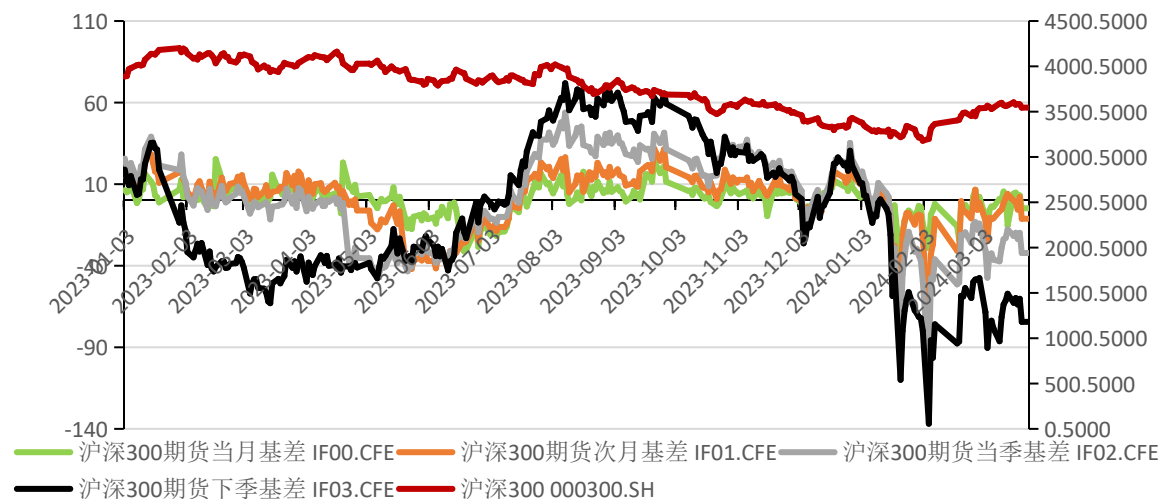
上证50+沪深300/中证500+中证1000 日 比值





# 股指期货基差特征及展望

- 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：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，股指端的套保需求随之减少。
- 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。





# CONTENTS

## 目录

# 02

## 市场估值依然处于较低水平

# 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。**



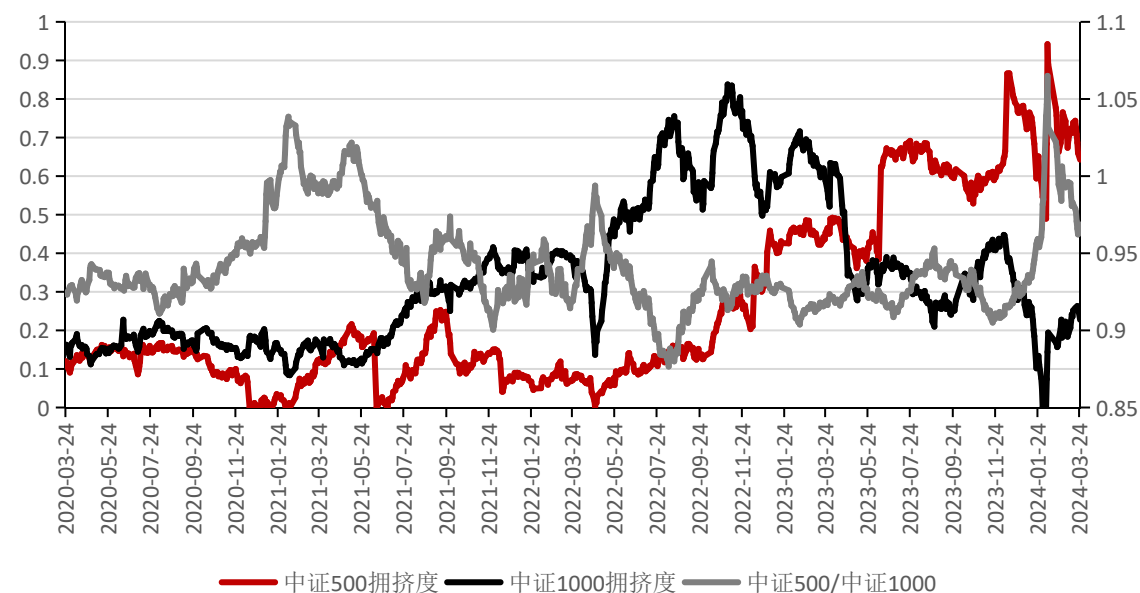
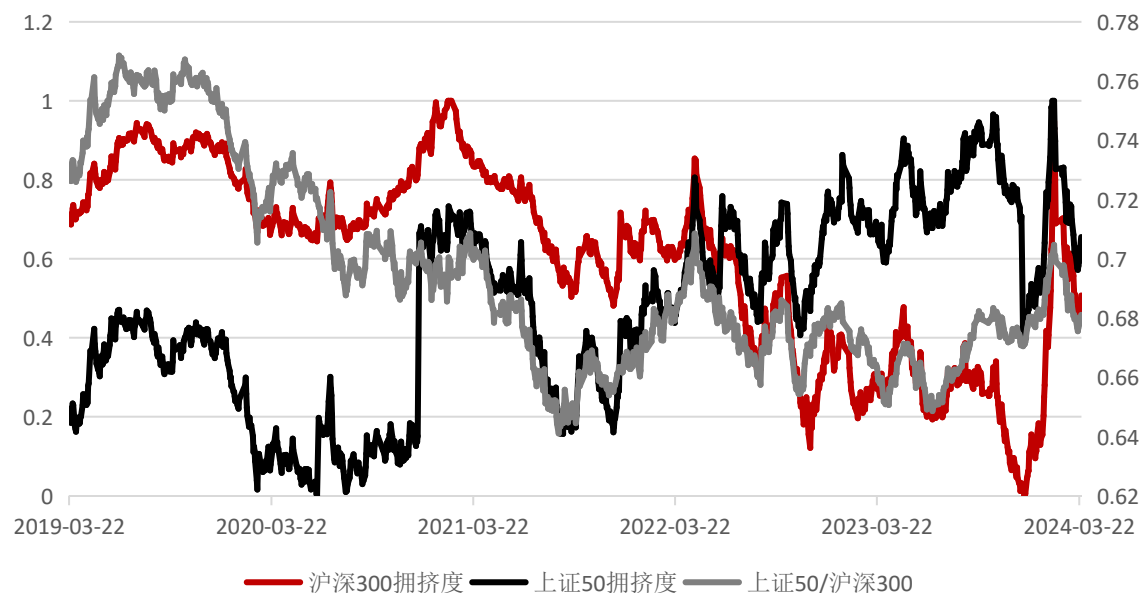
# 上证50和沪深300指数估值情况

- 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水平。**



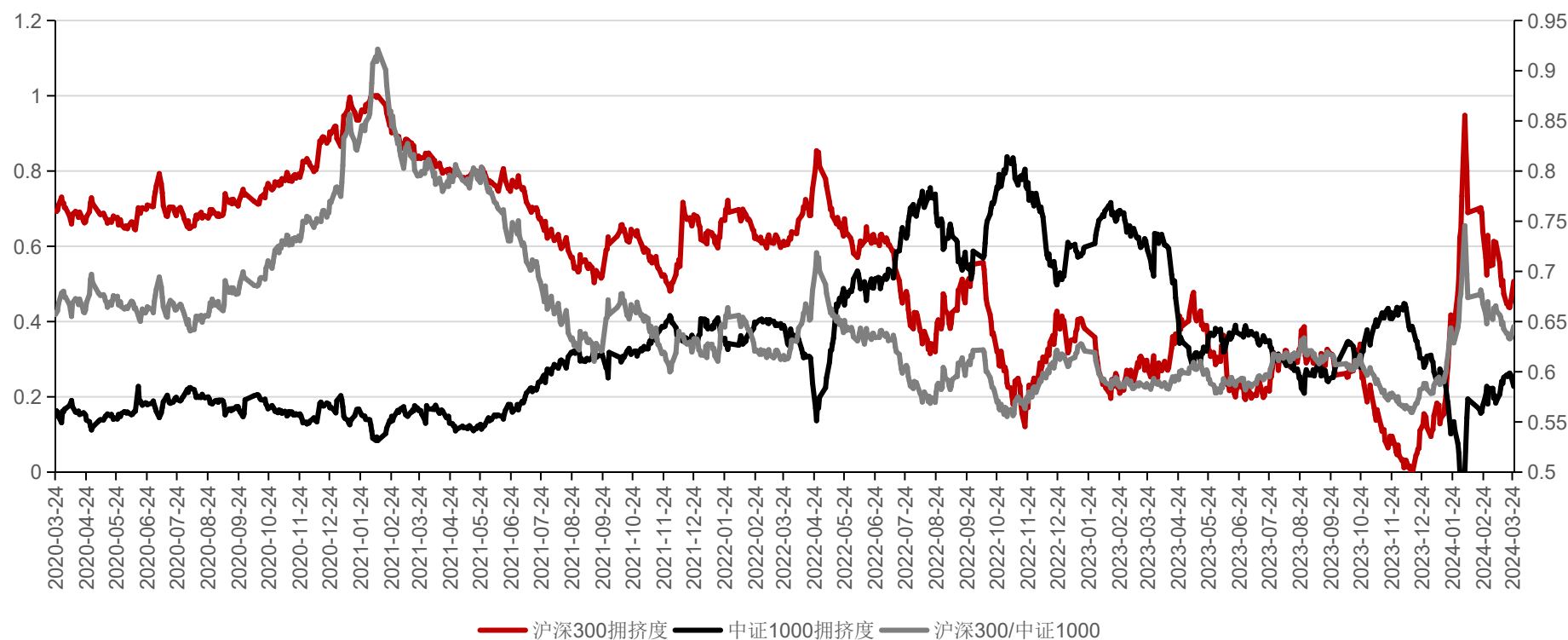
## 各指数市场相对拥挤度分析

- 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。**
- 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。**



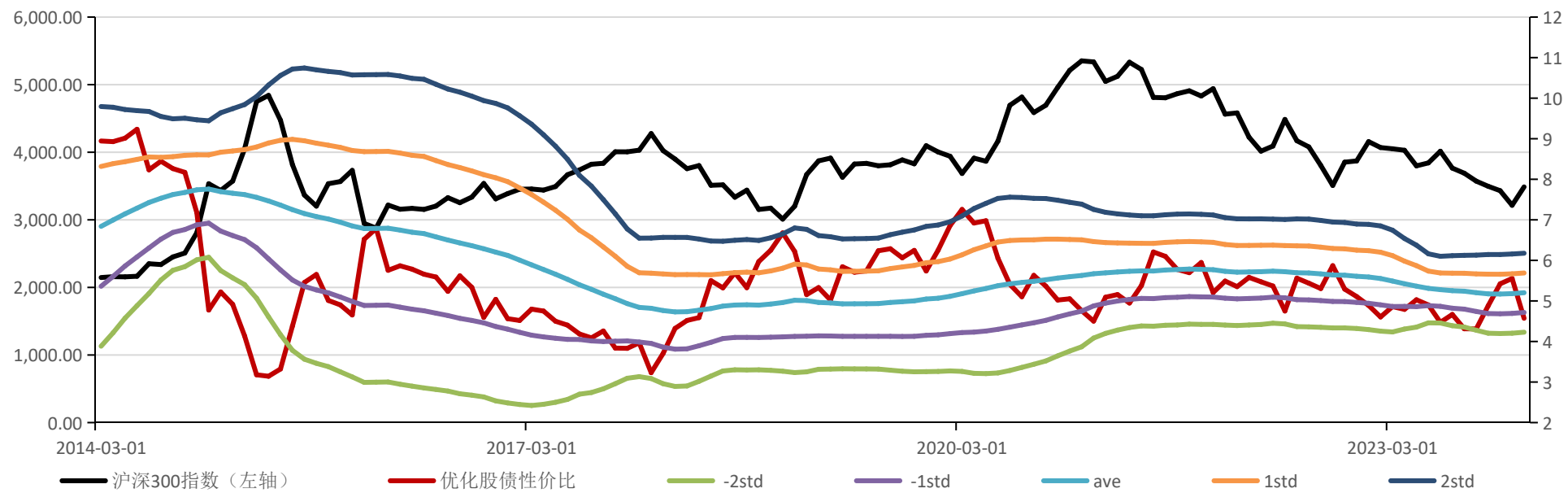
## 各指数市场相对拥挤度分析

- 1月份市场避险情绪和场外衍生品风险集中爆发等均对市场产生较大影响，使得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。



# 股票市场配置性价比将逐渐凸显

- 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。**





### 03 资本市场预期好转但流动性修复仍有阻力





## 政策对于经济的刺激效果将逐步体现

- 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。**



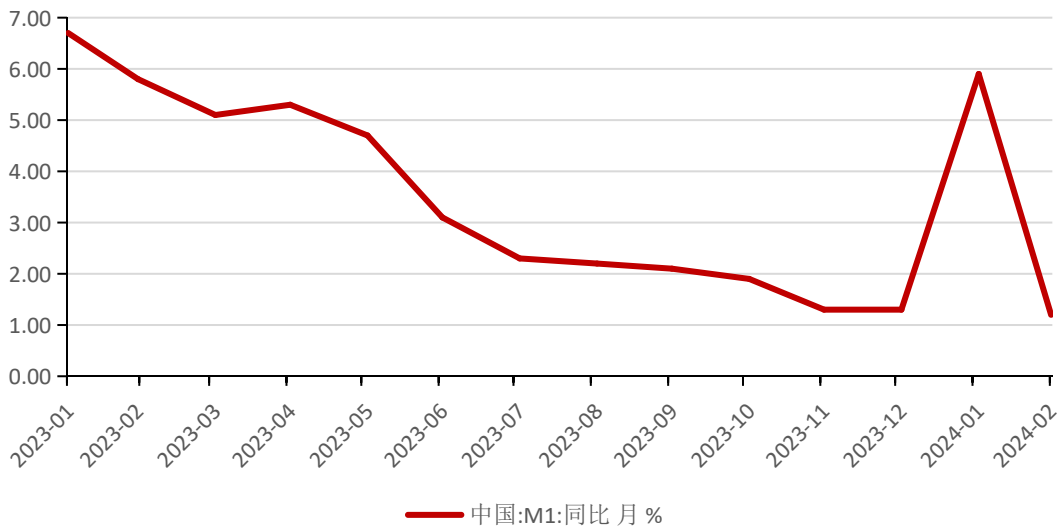
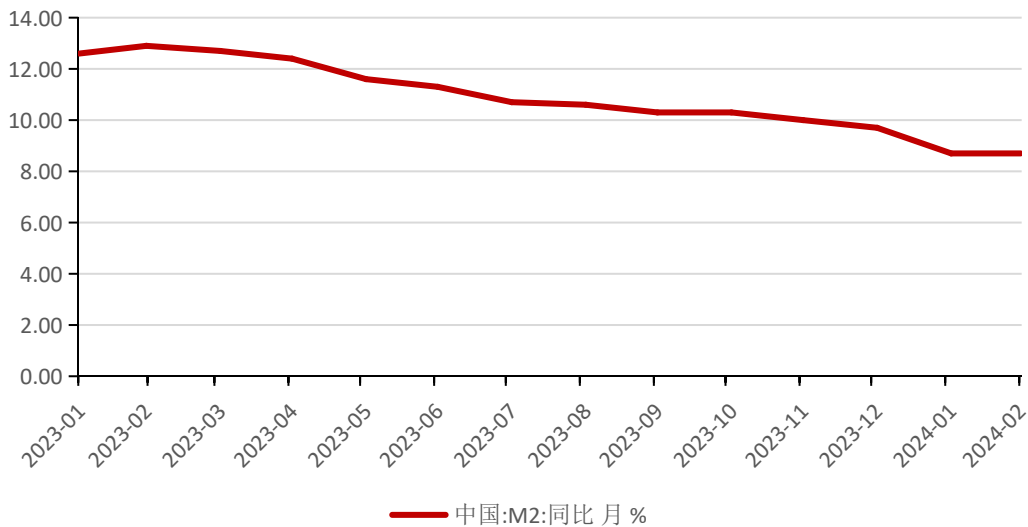
## 政策在稳资本市场信心方面持续发力

- 《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和加强投资者保护，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。**



# 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。**
- M2同比增速今年明显放缓则主要是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。同时春节错位导致1月M2和M1剪刀差大幅收敛后，2月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。**



数据来源：WIND、国联期货研究所

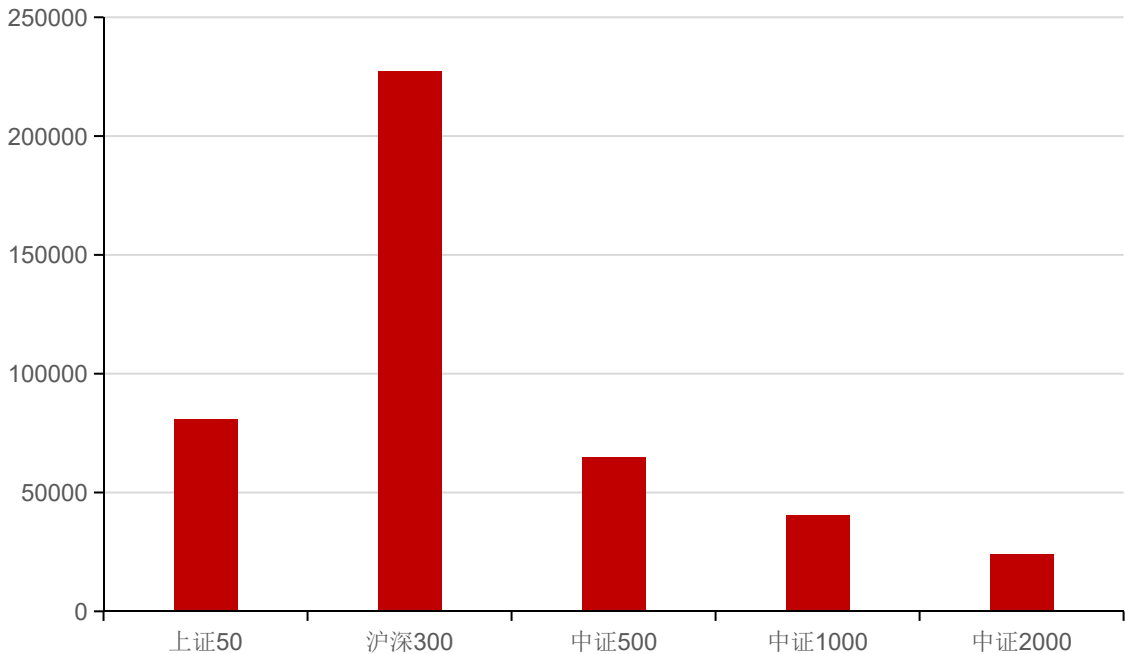
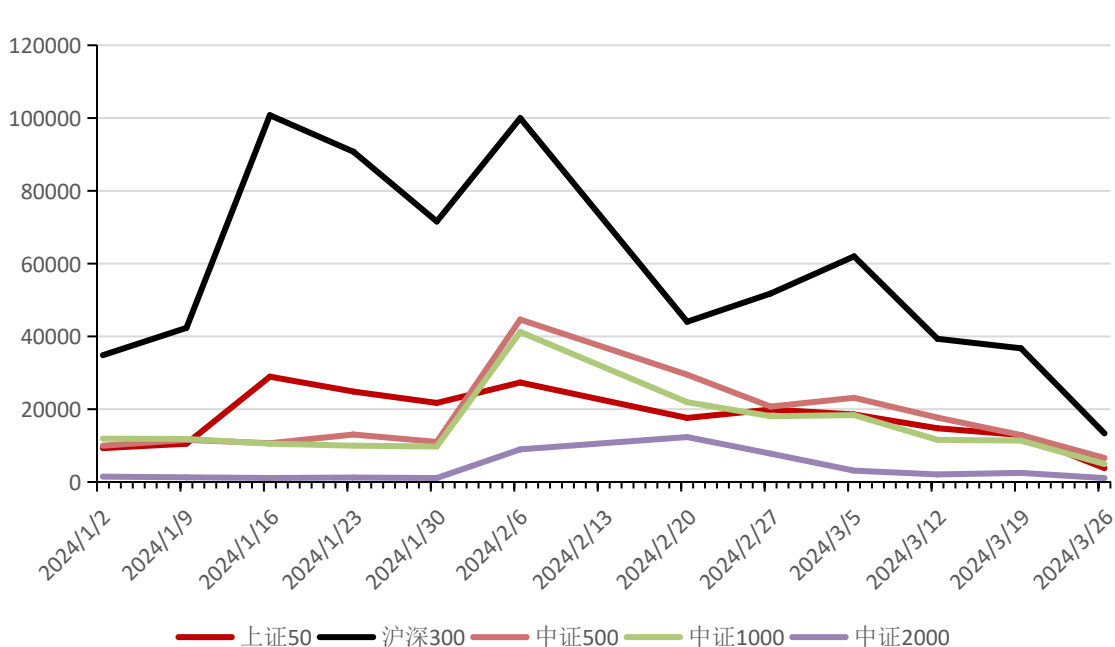
# 04

## 增量资金逐步回暖



## 资金通过ETF途径积极配置

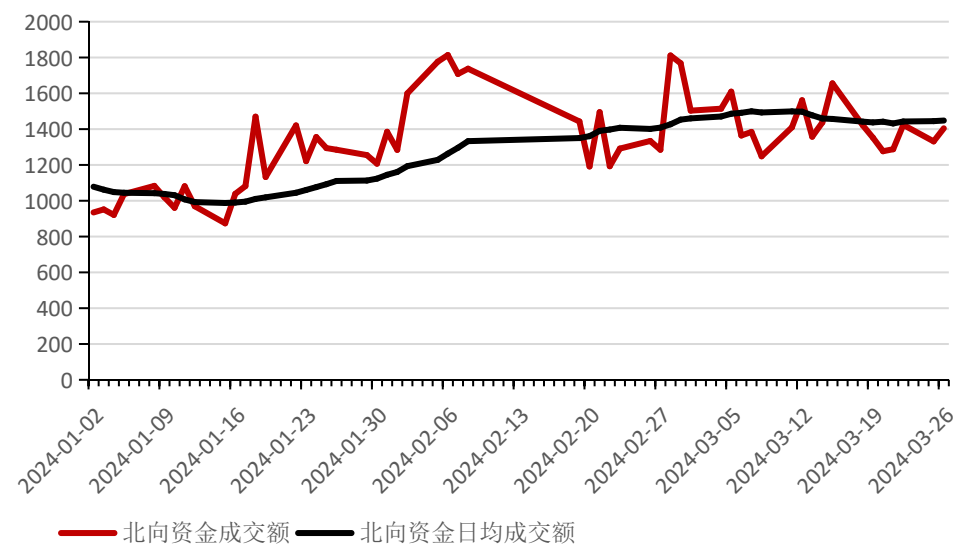
- 2月6日，中央汇金公司公告称，充分认可当前A股市场配置价值，已于近日扩大交易型开放式指数基金（ETF）增持范围，并将持续加大增持力度、扩大增持规模，坚决维护资本市场平稳运行。
- 中央汇金在市场的底部区域的增持代表着国内中长期资金对股票市场的呵护态度，极大程度上缓解了市场对流动性的担忧。同时汇金对市场的托举逐渐表现出从权重股向中小盘扩展趋势。





## 北向资金逐步回流

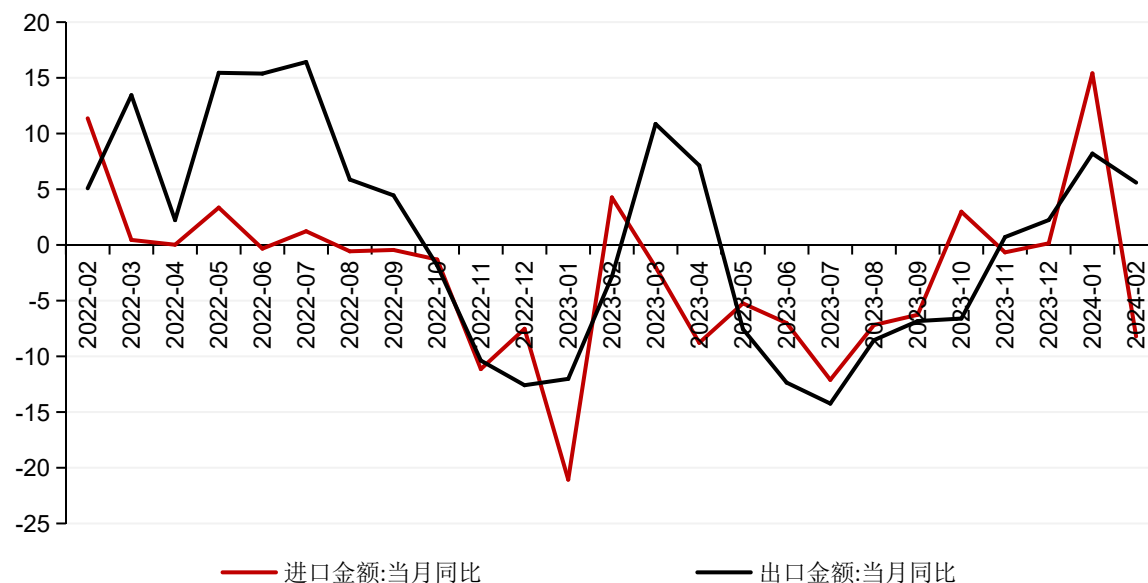
- 当前北向资金20日日均成交额在1440亿左右，其占沪深两市成交额已超过15%，其流入流出不管对市场资金面还是市场情绪均具有较大影响。**北向资金的流入流出一方面受国内宏观经济的影响，另一方面亦受跨境利差的影响。**
- 2月份开始伴随市场整体反弹趋势北向资金积极回流A股市场，截至3月25日6度单日加仓超百亿，累计加仓超800亿元，**外资积极配置A股市场表现出对于未来国内经济预期收益和资本市场信心。**





# 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。
- 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。







## 结论

- 在2月以来尽管各指数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年疫情全球放水的流动性水平，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短期修复仍有阻力，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。



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**