

# 乌云的金边——顺势而为，静待转机

---2024 年股指期货行情展望

毛磊 投资咨询从业资格号:Z0011222 maolei013138@gtjas.com  
王笑 投资咨询从业资格号:Z0013736 wangxiao019787@gtjas.com

## 报告导读：

2023 年，受风险偏好回落拖累，全年市场震荡回调。2024 年，市场风险评价重塑、增长信心重构，将是偏低估值下指数能否明显回升最重要的驱动因素。政治局会议提出的“以进促稳、先立后破”的工作方法，在做好压降旧动能的同时，更注重把经济蛋糕做大，稀释金融、债务风险发生可能性。市场中长期风险担忧有望下降。2024 年经济要回归到中长期潜在增速的增长，需要整体信心更明显的修复。后期在托底政策推动、地产中枢趋稳、居民资产负债表缓慢修复的情况下，趋势来看宏观增长信心的重建有望缓慢实现，但相比于过去更可能出现后验的情况。预计 2024 年，指数有望出现转折的曙光。节奏上看，2024 年市场大概率将先以宽幅震荡格局等待基本面的转好。而一旦基本面的修复出现，情绪对风险担忧的出清，在市场一致预期转向出现之际，行情可能会出现“不鸣则已、一鸣惊人”的表现。

风险点：内生动能修复低于预期，地产次生风险持续发生，外部政经环境动荡。

## 目录

1. 2023 年行情回顾：重心下移，分化拉大 .....	3
1.1 2023 年行情：整体回落，小盘成长风格逆势上涨 .....	3
1.2 结构性行情下，不同风险偏好资金驱动风格异化 .....	3
2. 风险偏好成为行情主驱动：地产周期下行，尾部风险忧虑压制情绪 .....	4
2.1 表现：地产周期下行拖累，宏观忧虑升温：金融、地产首当其冲 .....	4
2.2 2023 年政策托而不举，维持定力，避险情绪升温 .....	6
2.3 2024 年政策更重视增长，“破”、“立”节奏优化 .....	9
2.3.1 “以进促稳、先立后破”：进一步明确增长的重要性 .....	9
2.3.2 短期应对到构筑中长期制度型治本之策 .....	10
3. 经济增长信心重建：DDM 分子端的助推 .....	11
4. 海外基准判断：经济温和回落，强美元外溢减弱，对市场中性偏多 .....	12
4.1 预计 2024 年美国弱经济回落，但难强衰退 .....	13
4.2 美国通胀回落“最后一公里”难度加大，但难成核心制约 .....	13
4.3 系统性风险驱动不大，高利率环境背后对应较大的宽松空间 .....	14
4.4 美联储政策方向明确，注重宽松节奏 .....	14
5. 估值定位：股票处于有吸引力区间 .....	15
6. 风格判断：成长、价值单边分化到轮动起舞 .....	16
6.1 弱复苏环境有利于成长风格表现 .....	16
6.2 历史行情对比与启示：2012 年 13 年的市场也是出现了大分化行情 .....	17
7. 行情展望：长周期布局、短周期博弈 & 不鸣则已、一鸣惊人 .....	18

(正文)

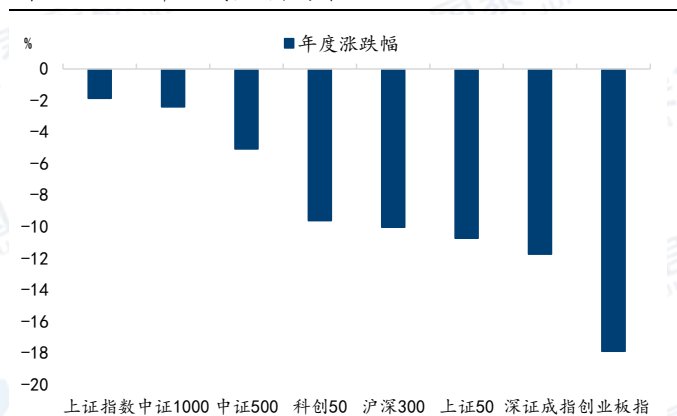
## 1. 2023 年行情回顾：重心下移，分化拉大

### 1.1 2023 年行情：整体回落，小盘成长风格逆势上涨

2023 年，受经济常态化运行修复不及预期影响，全年市场宏观预期下行。12 月初部分指数再度创下年内低点，上证 50 更是创 7 年新低，上证指数也在 3000 点整数大关反复徘徊。地产周期下行换挡，相关扰动传导至金融领域、地方债务端，成为全年行情最大的回调驱动来源。宽基指数方面，沪深 300、上证 50 全年出现了跌超 10%。偏成长风格的指数，中证 500、中证 1000 指数，则表现略强，跌幅在 5%以内。

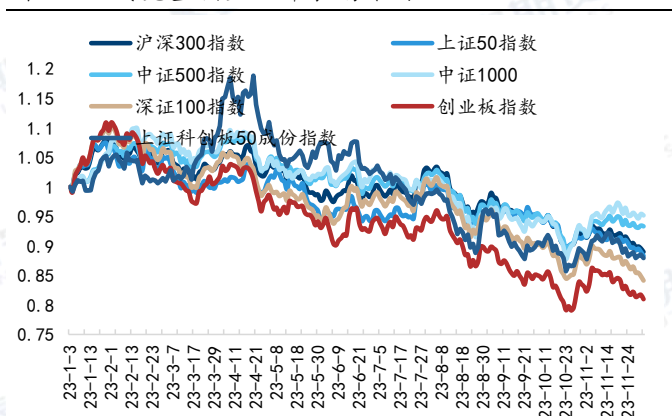
新常态下经济运行波动降维，政策面托而不举，股市呈现结构性行情。经济结构来看，高端制造、新兴产业占比上升，对经济的影响逐步加大。股市的结构性机会更丰富。2023 年几波有赚钱效应的行情，背后均有相应的题材或热点支撑。如中特估行情、高分红策略对 IF、IH 的影响；ChatGPT、华为产业链、北交所板块，对成长风格的带动。特别是 10 月下旬以来北交所个股的大涨，为全年走弱的资本市场增添一抹亮色。行情风格向成长风格切换，也进一步带动了 IC、IM 的相对强势。

图 1：2023 年主要股指均下跌



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 2：主要宽基指数全年震荡下行



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

### 1.2 结构性行情下，不同风险偏好资金驱动风格异化

从整个市场上来看，2023 年市场表现两极分化严重。低风险偏好投资者青睐的“红利策略”与高风险偏好投资者追逐的“成长策略”强势。具体来看，譬如以标普中国 A 股低波红利指数来看，全年红利策略表现强于沪深 300。事实上，从全市场中居民资产配置的走向来看，低风险偏好资金在全市场中追逐安全的资产。如 2023 年前十个月，居民年度新增存款数据增幅依然非常显著，已经超过了 2020 年全年和 2021 年全年。表明市场主体风险偏好偏低，最终流向最安全的资产。

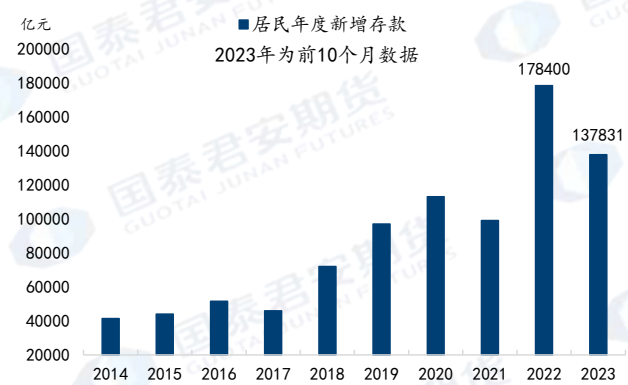


图 3：不确定环境中红利低波策略收益更稳健



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

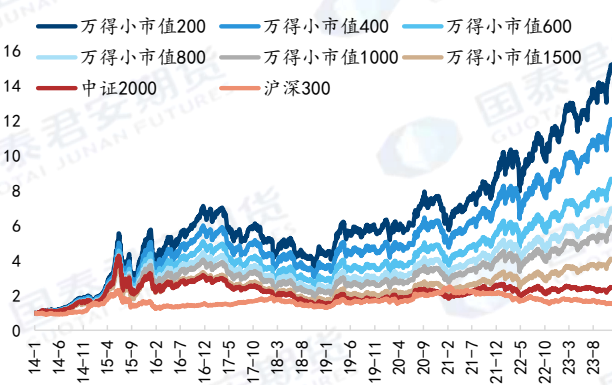
图 4：居民存款依旧高增



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

而成长板块方面，是高风险偏好投资者更愿意去参与的板块，其对于红利策略等稳健低波动的品种并不感兴趣。在北交所出现一定的政策扶持后，叠加宏观弱复苏这一本身对成长板块极为友好的基本面环境，高风险偏好资金随即展开一波拉升攻势。

图 5：小市值指数远强于主要宽基指数



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

表 1：部分概念板块涨幅明显

板块	涨幅(%)	板块	涨幅(%)
光模块(CPO)	161.4	东数西算	63.8
华鲲振宇	88.5	抖音平台	59.7
中文语料库	78.2	AI 应用	57.2
光通信	78.2	最小市值	56.7
ChatGPT	76.1	GPU	54.8
AI 算力	69.8	英伟达产业链	54.5
短剧游戏	68.7	时空大数据	54.4
AIGC	67.7	华为 HMS	53.7

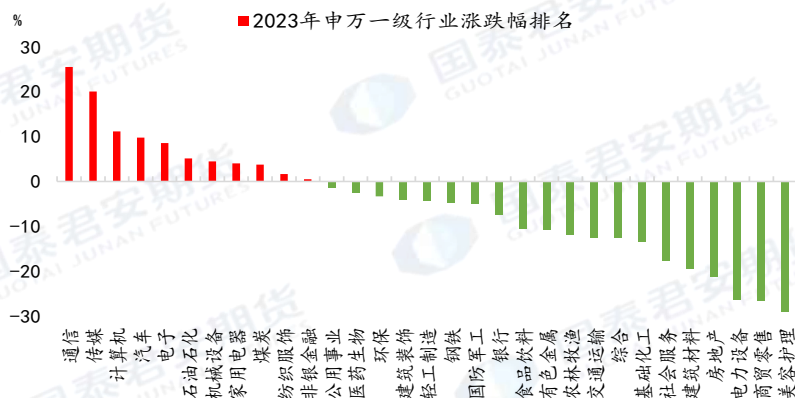
资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

## 2. 风险偏好成为行情主驱动：地产周期下行，尾部风险忧虑压制情绪

### 2.1 表现：地产周期下行拖累，宏观忧虑升温：金融、地产首当其冲

从 2023 年行情板块表现可以看到，房地产、建筑材料，以及银行等偏传统周期型投资品表现最为弱势。房地产板块全年下跌 23.5%，银行下跌 9.3%，建筑材料下跌 23.2%。

图 6：2023 年权重板块弱于成长板块



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

从 11 月以来，部分银行股跌幅较大，除了个别中字头的中国银行，交通银行，农业银行等最大盘银行股以外，一些股份制银行，调整幅度相对较大。

图 7：11 月以来股份制银行板块破位下行



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 8：9 月以来地产板块明显下行

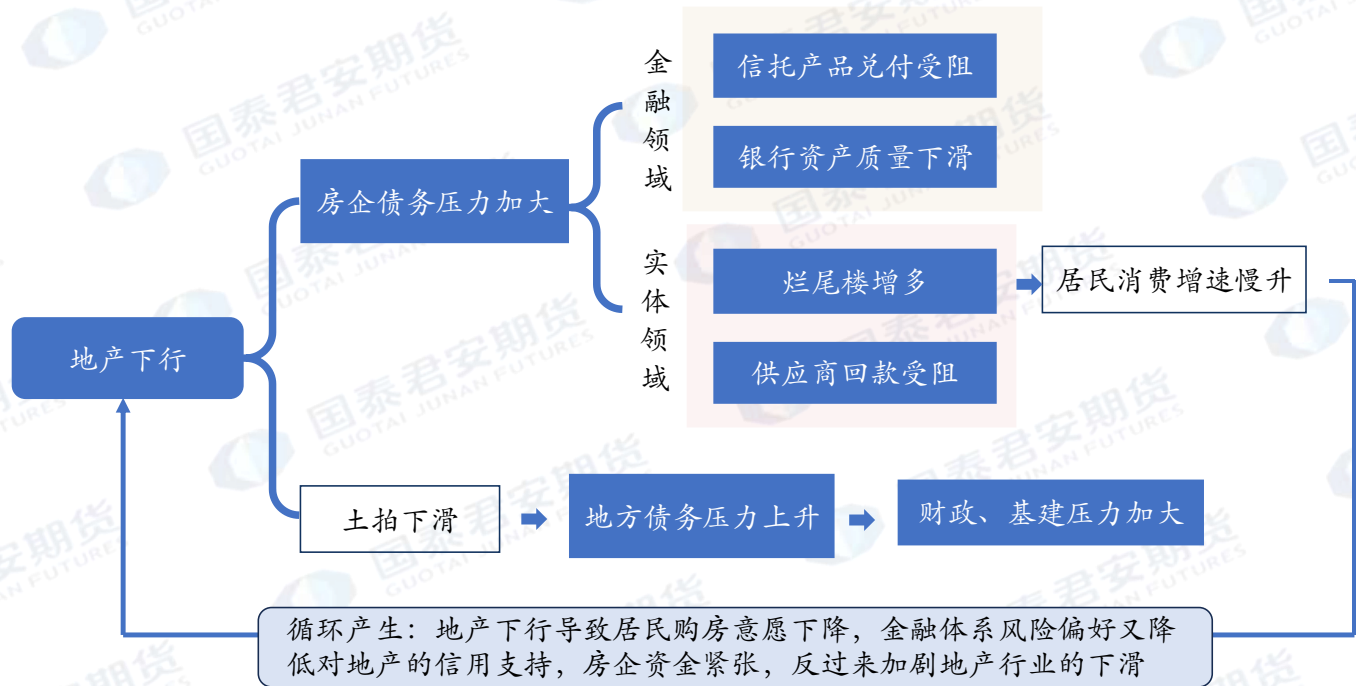


资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

2023 年股市很重要的驱动因素在于风险偏好。在 12 月 6 日召开的党外人士座谈会上，也提到 2023 年国内周期性和结构性矛盾叠加。由于地产周期下行所带来的部分忧虑扰动压制了投资者的风险偏好。本身国内金融机构与地产、地方政府土地出让金的深度绑定，因此自 2021 年地产数据走弱后，相关的一些扰动出现在房企、金融及地方债务领域。比如房企债券，特别是房企美元债的大跌；以及对地产贷款占比较高的中小型地方性银行的忧虑，以及信托产品出现偿付困难等问题。此外，过去地方政府重要的收入来源之一是土地出让金。而在地产下行之后，2023 年前三个季度土地出让金收入下滑 54%。地方政府收入下滑，市场对基建资金来源，以及一些城投债务的忧虑也在增加。



图 9：2023 年国内周期性和结构性矛盾叠加



资料来源：公开资料，国泰君安期货研究

在此环境下，投资者更愿意采取规避不确定性的思路，规避地产、金融相关板块。

表 2：消息面上不时出现一些扰动因素

时间	主体	事件/内容
2023 年 8 月初	碧桂园	2 笔美元计价的债务 8 月 8 日逾期未支付利息。
2023/8/17	恒大集团	依美国《破产法》向美国法院申请破产保护。
2023 年 8 月中旬	中融信托	7 月底传出中融国际信托集团无法按时支付票息和本金消息后，8 月中旬媒体报道数十种中融信托产品出现逾期兑付。
2023 年 11 月初	万科	始于 10 月中旬，万科多只美元债价格大跌，收益率飙升至 50%，并引发外界对公司经营面是否存在问题的担忧。
2023/11/22	中植集团	中植集团官宣集团已严重资不抵债，表示公司总资产账面金额约 2000 亿元，在剔除保证金后相关负债本息规模约 4200-4600 亿元。
2023/11/28	万向信托	两产品未能如期兑付，涉及“健康教育 2 号和 4 号”，募集资金主要用于建设贵州六盘水红桥医院项目。
2023/11/29	宝龙地产	宝龙地产公告再违约，超 1500 万美元票据的利息无法支付，这也是自去年 7 月未能兑付本息后，公司的第二次违约。

资料来源：公开新闻整理，国泰君安期货研究

## 2.2 2023 年政策托而不举，维持定力，避险情绪升温

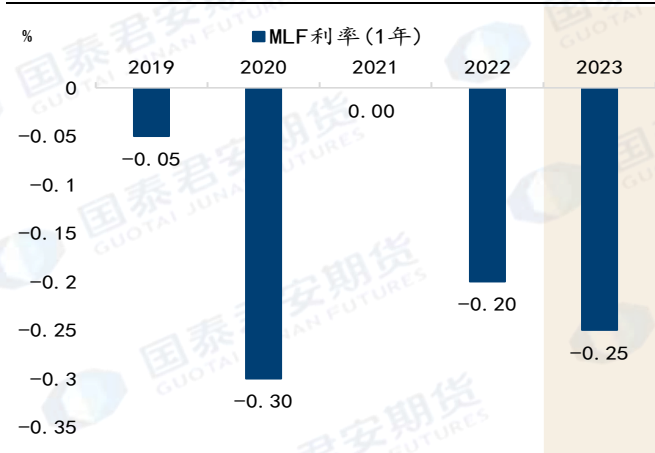
过去，每当经济下行，金融出现风险担忧时，政策面往往会采取刺激地产等全面放松手段。2023 年从政策角度观察，货币政策方面，对比 2022 年，可以看到无论是降准还是降息，力度比 2022 年更大，或至少持平于 2022 年。市场一度认为政策面加大了刺激力度，但后来被证伪。回过头来看，2023 年政策面的方向和力度，或者说整个基调依然没有跳脱出托而不举的基调，尽量避免需求侧，尤其是房地产方面的强刺激。

图 10：2023 年降准幅度持平于 2022 年



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

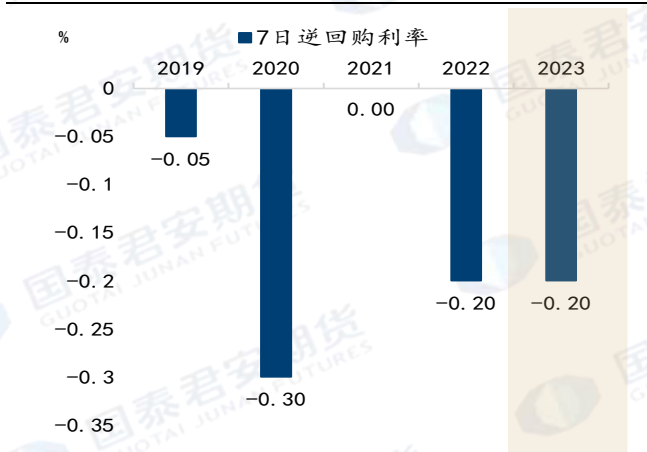
图 11：2023 年 MLF 降息幅度大于 2022 年



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

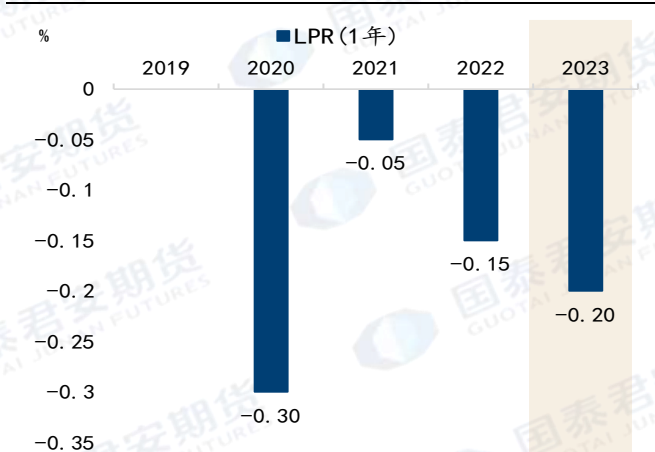
2023 年央行降低存款准备金率两次(3 月、9 月各一次)。2023 年 6 月以来，7 天逆回购(6 月、8 月)下调两次；14 天期逆回购(9 月)下调一次；隔夜、7 天、一个月期 SLF 在 6 月、8 月各下调一次；一年期 MLF 在 6 月、8 月各下调一次；一年期 LPR 在 6 月、8 月，5 年期 LPR 在 6 月降息。

图 12：2023 年 7 天期逆回购利率降幅持平于 2022 年



资料来源：国泰君安期货研究

图 13：2023 年 1 年期 LPR 降息幅度大于 2022 年

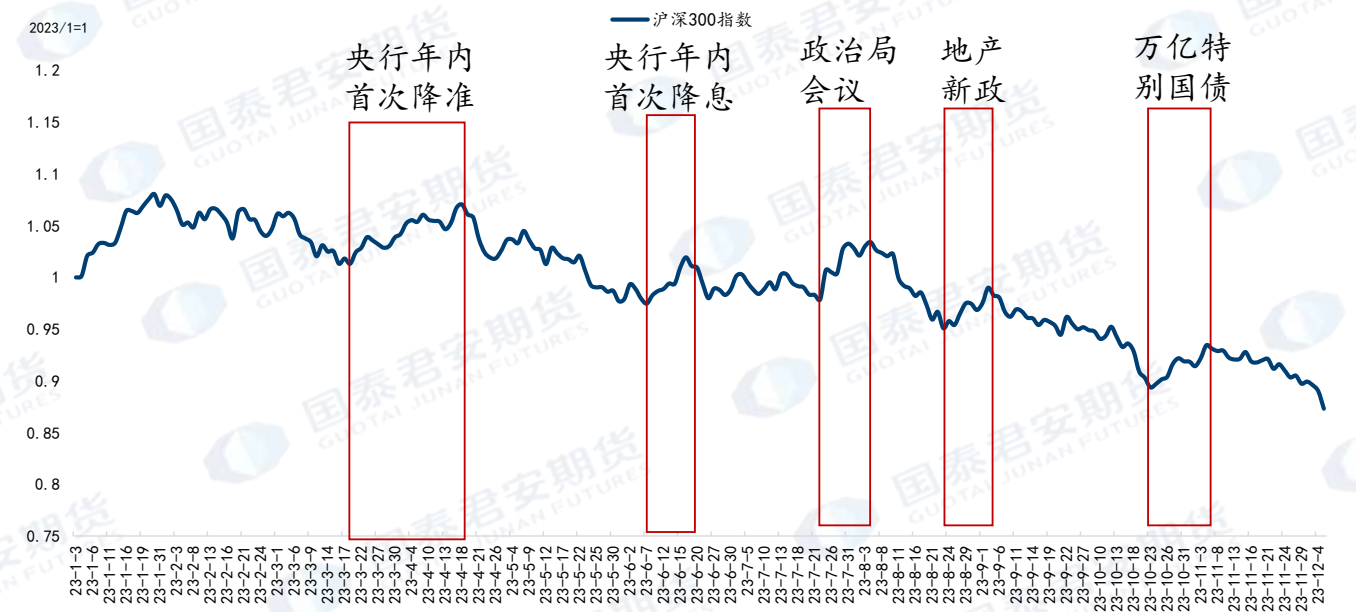


资料来源：国泰君安期货研究

从 2023 年市场表现来看，股指每当在一些政策落地之后，短暂有所反弹。但随后市场仍然不时出现一些扰动因素，可见政策面对冲力度略显不足，最终行情难以抵挡下行趋势。



图 14：2023 年市场几波反弹受政策宽松助推



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

我们参考美日因地产下行所导致金融风险发生，及其后政策面的不同应对及结果。

日本在上世纪 90 年代房地产泡沫破裂之后，随后事件发展的时间轴，经历了三个阶段。第一阶段在房地产泡沫破裂后，导致房地产企业的风险释放。在 1991 年到 1993 年期间，平均每天倒闭三家房地产企业。第二阶段，在房企大量的倒闭后，房企所带来的相关金融风险开始慢慢释放。在 1995 到基本上 2000 年左右，大量的日本金融企业出现了风险释放。第三阶段，日本通过政策面强有力的对冲政策，出台 QE 甚至 QQE，走出地产泡沫破裂所带来的房企和金融企业的倒闭所带来的阴霾。在国家更侧重于对风险的对冲之后，日本股市也出现趋势性探底回升走势。

图 15：日本地产泡沫破裂后，先后经历了房企出险、金融机构出险、QE 救市三个阶段



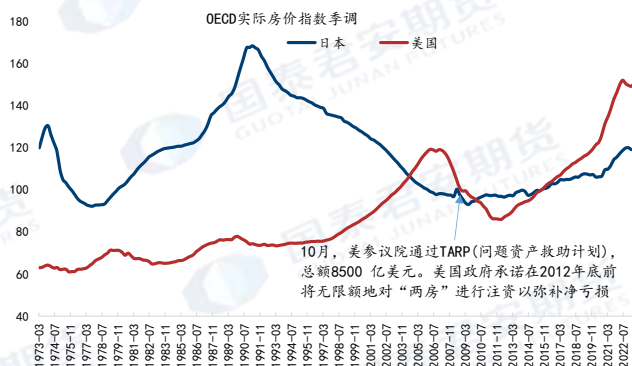
资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

美国方面，回顾美国在 2008 年次贷危机爆发之后，房地产市场几近崩溃，美国政府迅速而果断的对地产



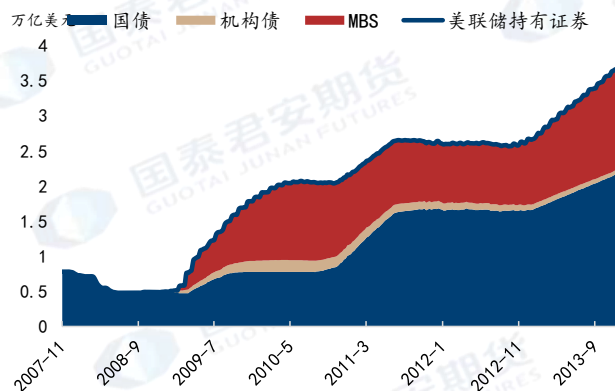
和金融机构予以救助。通过当时所谓的问题资产救助计划，对“两房”无限量资金出资等真金白银进行救助。与日本相比，力度和时间紧迫度明显力度更强，反应速度更快。因此很快速的就把美国次贷危机压下去，扭转了整个地产的下行趋势。

图 16：2008 年美国地产救助力度强，迅速且果断



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 17：2008 年美联储开始迅速扩表



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

对照日本的演绎路径来看，国内从 2021 年开始，在房企三线四档、贷款集中度管理之后，房企首先出现了类似日本第一阶段房企违约的情况，最典型的就是恒大地产违约。随后，出现了华夏幸福等房企的违约，以及 2023 年 8 月份碧桂园的债务逾期，再到 10 月市场对万科等更大型的房企的忧虑等。接下来，市场对房企的担忧又进一步扩展到部分金融机构上。

2023 年回头来看，政策面对房企偿债困难整体的解决基调，无论在货币还是财政政策端，政策定力较足，均没有较大力度的逆周期政策，仅以不发生系统性风险的底线思维对待。因此最终市场还是倾向于趋势性规避风险。

## 2.3 2024 年政策更重视增长，“破”、“立”节奏优化

### 2.3.1 “以进促稳、先立后破”：进一步明确增长的重要性

从 2023 年“7·23”政治局会议召开以来，政策面对地方化债，房企防风险等都出现托底政策。此外除了对于风险的防范之外，11 月中美元首再次会晤，同时包括军事在内的一系列高级别的对话重启，表明我国外部环境也出现更有利于经济发展的环境，对市场情绪也存在改善作用。政策面全方位出现更重视稳增长的趋势。

表 3：中美关系出现改善

日期	事件
2023/2/18	王毅就飞艇事件向美方表明立场
2023/4/12	美商务部新增12家中国实体入实体清单
2023/4/19	美国将四家中国公司加入SDN名单
2023/5/2	美国驻华大使尼古拉斯·伯恩斯周二表示，美国“准备好与中国对话”，并表示希望北京“在这方面与我们相向而行”。
2023/5/11	王毅同美国总统国家安全事务助理沙利文在奥地利维也纳举行会晤
2023/5/25	25日至26日，商务部部长王文涛赴美国参加亚太经合组织贸易部长会议，期间将与美国商务部长雷蒙多、美国贸易代表戴琪分别举行会谈
2023/6/18	美国国务卿布林肯于6月18日至19日访华。访华期间，中国国家主席于6月19日礼节性会见。
2023/7/13	王毅、布林肯于7月13日在东盟外长会期间于印尼雅加达会晤
2023/7/16	美国总统气候问题特使克里访华。此行是克里作为美国总统气候问题特使第三次访华，也是中美今年以来首次进行面对面气候问题磋商
2023/7/18	国家领导人、政治局委员、中央外办主任王毅、国务委员兼国防部长李尚福会见美国前国务卿基辛格。
2023/8/9	拜登政府发布范围较窄的中国投资限制令，将规管美国对中国一些半导体、量子计算和人工智能公司的投资。
2023/8/27	美国商务部长吉娜·雷蒙多于8月27日至30日访华。总理、副总理、中美经贸中方牵头人、商务部长分别会见雷蒙多
2023/9/16	王毅同美国总统国家安全事务助理沙利文在马耳他举行了新一轮战略沟通。
2023/9/19	韩正会见美国国务卿布林肯。
2023/9/22	中美双方商定，成立经济领域工作组，包括“经济工作组”和“金融工作组”。
2023/10/7	7日下午，美国国会参议院多数党领袖舒默率两党参议员代表团抵达上海，随后国家最高领导人与其在北京会谈。
2023/10/14	王毅应约同美国国务卿布林肯通电话，双方就巴以问题进行通话。双方还就中美关系简要交换了意见。
2023/10/18	美国收紧尖端芯片对华出口管制。美国商务部延长并更新了最初在2022年10月出台的全面出口管制，以求跟上技术进步，加大企业“打擦边球”的难度。
2023/10/25	国家最高领导人会见美国加利福尼亚州州长纽森。
2023/10/25	中美金融工作组举行第一次会议，此次会议由中国央行和美国财政部副部级官员共同主持，国家金融监管总局、中国证监会以及美联储、美国证券交易委员会等相关部门参会
2023/10/26	王毅访美，会见总统拜登、布林肯。王毅表示，推动中美关系尽快回到健康、稳定、可持续发展轨道。
2023/11/6	中美在华盛顿举行司级军控和防扩散磋商，双方将就国际军控条约履约、防扩散等广泛议题进行对话交流
2023/11/15	中美元首在美国旧金山会晤

资料来源：公开资料、国泰君安期货研究

而在“12·8”政治局会议上，“稳中求进、以进促稳”是成为关键词，相比往年的提法更加突出“进”。前文已经提到 2023 年对经济拖累较大的领域依然是地产，如何做到降低旧动能的同时不对市场主体信心造成过分的打击，维持一定的经济增速，成为重要课题。对此，2024 年更强调“进”，更强调“立”，有利于激发各界动力，做大经济蛋糕，稀释债务负担，更好化解风险。预计政策面将进一步强化宏观政策逆周期和跨周期调节，宏观政策将更加积极。预计经济增长目标将制定为 5% 左右的较高水平。这与 2023 年 10 月底中央财政宣布增发万亿国债今明两年各用五千亿，释放的信号一致。后期政策如果有进一步落实，有助于对冲当下市场比较担心的相关金融风险对宏观的冲击问题。

### 2.3.2 短期应对到构筑中长期制度型治本之策

后期来看整个政策面对稳增长的力度和防风险的举措，将是股指行情最重要的一个领先变量，而除了偏向于短期的对冲政策外，市场也会进一步去关注中长期制度型政策的落地进展——毕竟看长做短是股市常态。

2023 年我们看到地方债的化解问题，成为最早出现债务救助的对象。毕竟政府债务比企业债务救助的重要性或者说层级更高。从 9 月内蒙古作为第一个发行再融资债券省份开始，到现在已经发行了超过万亿级别的再融资债券，对于地方政府的化债压力有非常大的改善。11 月 8 日，央行行长在金融街论坛上表示，“必要时，中国人民银行将对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持”。而除了短期有针对性的解决化债问题之外，10 月 30 日至 31 日的中央金融工作会议指出，建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构。可见在处理完短期问题，如何建立中长期的地方债务可持续发展机制，是主攻方向。



表 4：地方化债与地产托底政策陆续落地

领域	板块	时间	内容
财政政策	化债	2023/8/21	央行和财政部酝酿第四轮债务置换方案，1.5万亿特殊再融资债券或启动
		2023/11/8	央行行长在金融街论坛上表示，“必要时，中国人民银行将对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持”
		2023/11/21	截止11月下旬，全国28地披露拟发行特殊再融资债券总额超1.36万亿
	财政托底	2023/10/24	十四届全国人大常委会第六次会议表决通过增发一万亿特别国债，预计赤字率由3%提高到3.8%左右的方案，同时国务院可继续提前下达部分新增地方政府债务限额
		2023/8/25	财政部发布《关于加强财税支持政策落实 促进中小企业高质量发展的通知》，提出全面落实对小微企业的精准税费优惠政策
	降税	2023/8/31	提高个人所得税专项附加扣除标准
地产政策 (不含三大工程)	地产需求端	2023/8/18	财政部、税务总局、住建部发布《关于延续实施支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告》
		2023/8/25	住房城乡建设部、央行、金融监管总局联合印发《关于优化个人住房贷款中住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实首套房贷款认房不认贷
		2023/8/31	央行、国家金融监管总局联合发文，宣布房贷政策调整，如降低存量房贷利率，首付比例调整、推动存量房贷利率调整。随后多家银行于9月25日起批量下调存量首套住房贷款利率
		2023/9/1	四大一线城市认房不认贷政策均落地
	地产金融	2023/7/14	2022年“金融16条”中两项有适用期限的政策(如2000亿保交楼贷款支持计划)统一延长至2024年12月底
		2023/11/17	央行、金融监管总局、证监会联合召开金融机构座谈会，讨论了多项房地产金融放松政策
		2023/11/20	据媒体报道称监管机构正在起草一份中资房地产商白名单，可能有50家国有和民营房企会被列入
		2023/11/21	央行上海总部、金融监管总局上海监管局、上海证监局、上海市地方金融监管局、上海市科委联合召开金融机构座谈会
		2023/12/5	六大行，以及部分股份行、城商行在近期与房企召开座谈会或进行一对一走访，或对房企融资加大支持力度

资料来源：公开资料、国泰君安期货研究

除了地方债问题的解决外，市场也更关注地产中长期机制的建立问题。在 2023 年“7·24”政治局会议上，已经提出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”。当前在房地产市场供求关系和城镇化格局发生重大趋势性、结构性变化之际，房地产中长期治本之策的落地，意义重大。对此，我们认为后期聚焦中长期经济制度顶层设计的三中全会有望带来答案。

表 5：中长期问题应对或更容易打动市场：降低不确定性，重振增长信心

历届三中全会召开时间	历届三中全会内容
1998年10月12-14日十五届三中全会	通过《中共中央关于农业和农村工作若干重大问题的决定》，提出了到2010年建设有中国特色社会主义新农村的奋斗目标，确定了实现这些目标必须坚持的方针；并强调要长期坚持以家庭承包经营为基础、统分结合的经营制度。
2003年10月11-14日十六届三中全会	通过《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》，提出使股份制成为公有制的主要实现形式，首次提出建立现代产权制度，并明确法律没有明令禁止的领域非公有经济都可以进入，以及深化国有企业改革、深化农村改革等。
2008年10月9-12日十七届三中全会	通过《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》，提出必须毫不动摇坚持以家庭承包经营为基础、统分结合的双层经营体制，健全严格规范的农村土地管理制度，建立现代农村金融制度，积极发展现代农业，加快发展农村公益事业。
2013年11月9日至12日十八届三中全会	内容：通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，对改革进行整体系统部署，不仅仅是经济体制改革，还包括政治、文化、社会、生态文明体制改革等多方面。公报指出，要坚持公有制经济的主体地位，让市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用，建立建立事权和支出责任相适应的财税制度，并建立城乡统一的建设用地市场。
2018年2月26日至28日十九届三中全会	2018年2月24日政治局会议决定2018年2月26日至28日在北京召开中国共产党第十九届中央委员会第三次全体会议。本次三中全会审议通过了《中共中央关于深化党和国家机构改革的决定》和《深化党和国家机构改革方案》。

资料来源：共产党员网，国泰君安期货研究

### 3. 经济增长信心重建：DDM 分子端的助推

从万得统计的对 2024 年经济一致预期数据来看，市场对 2024 年整体呈现谨慎乐观的态度。无论是整体经济增长，还是结构方面，即经济总需求各分项的数据。总量方面，GDP 增速上，市场预期 2024 年增长 4.9%，请务必阅读正文之后的免责条款部分



与我们预期的 4.95%接近，高于 2023 年两年平均 4.4%的水平。

表 6：万得一致预期显示市场预计 2024 年宏观弱修复

指标	2024F	2023F	2022	2021	2020
GDP(%)	4.91	5.29	2.99	8.10	2.20
CPI(%)	1.23	0.34	2.00	0.90	2.50
PPI(%)	0.41	-2.95	4.10	8.10	-1.80
工业增加值(%)	4.58	4.28	3.60	9.60	2.80
固定资产投资(%)	5.26	3.24	5.10	4.90	2.90
——制造业(%)	6.83	6.23	9.10	13.50	-2.20
——基础设施建设(%)	8.66	8.48	9.40	0.40	0.90
——房地产开发(%)	-4.64	-9.49	-10.00	4.40	7.00
社会消费品零售(%)	5.63	7.53	-0.20	12.50	-3.90
进口(%)	2.19	-4.74	0.74	30.10	-1.10
出口(%)	1.61	-3.55	5.58	29.90	3.60
贸易差额(亿美元)	9222.50	8577.33	8379.27	6764.30	5350.40
M2(%)	9.86	10.34	11.80	9.00	10.10
人民币贷款(%)	10.10	10.80	11.10	11.60	12.80
1 年期 MLF 利率(%)	2.34	2.45	2.75	2.95	2.95
社会融资规模(亿元)	351250	287360	320096	313509	348633
1 年期 LPR(%)	3.20	3.40	3.65	3.80	3.85
5 年期 LPR(%)	3.95	4.15	4.30	4.65	4.65
美元/人民币	7.02	7.19	6.97	6.38	6.52

资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

结构上，投资方面，2023 年最大的拖累房地产数据上看，预计 2024 年地产同比跌幅收窄，我们预计房地产投资全年增速为-6.5%，高于 2023 年-10%左右的跌幅。而 2023 年投资端最大的对冲贡献力量——制造业投资依旧有望维持韧性。

此外三驾马车的另外两个部分，消费以及出口预计仍有向疫情前增速回归的弱改善空间。（国内经济部分展望参考我们的宏观配置年报《策马徐行，万象更新》）。

因此，经济真实的修复一方面可以改善市场对于中期增长动能缺失的担忧，另一方面也可以打消对政策效果有限的担忧。而过去每一轮行情的修复，始于风险偏好的改善，继而面对实体是否能够跟进的分水岭。若实体经济真正出现改善，将夯实指数运行的根基。

#### 4. 海外基准判断：经济温和回落，强美元外溢减弱，对市场中性偏多

对于 2024 年海外市场对 A 股的影响，目前市场一致认为美国经济可能会呈现放缓，或者弱衰退，但不会大幅转弱而出现深度衰退。弱衰退将使得美联储鹰派政策的基本面支撑不再，强美元转势，其对风险资产的外溢拖累也会有所减轻。因此，在 2024 年海外强美元外溢的拖累因素可能会比 2023 年有所改善，这可能是后期对市场行情有中期支撑的重要因素。

## 4.1 预计 2024 年美国经 济弱回落，但难强衰退

2023 年美国经 济超预期，我们总结主要有以下几点原因。如消费有超额储蓄的支撑。经济内部结构性此消彼长，导致从总量上来看保持强势。就业方面，由于疫情导致的结构性岗位空缺，使得就业数据持续强劲。财政方面，疫后的财政扩张累积效应以及通胀带来的税收优惠改善居民收入。产业政策方面，拜登政府推行的通胀削减、芯片法案，增加了投资对经济的贡献。此外，虽然美联储持续加息，但货币紧缩效应存在时滞。这些因素导致美国经 济超预期强劲。

表 7：市场预期 2024 年美国经 济温和回落，但不出 现明显衰退

指标	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25
<b>经济活动</b>										
实际 GDP（同比%）	0.7	1.7	2.4	2.4	1.9	1.3	0.8	0.6	0.9	1.5
实际 GDP（经 季调季环比%）	2.6	2.2	2.1	3	0.5	0.2	0.6	1.4	1.8	2
消费支出（经 季调季环比%）	1.2	3.8	0.8	3	0.6	0.4	0.9	1.4	1.7	2
政府支出（经 季调季环比%）	5.3	4.8	3.3	1.7	1.1	1	1	1	1	1
私人投资（经 季调季环比%）	3.4	-9	5.2	2.9	0	-0.5	1	2	2.6	3.8
<b>价格指数</b>										
CPI（同比%）	7.1	5.8	4	3.5	3.3	2.9	2.8	2.6	2.4	2.4
PCE 价 指（同比%）	5.9	5	3.9	3.4	3.2	2.8	2.6	2.5	2.3	2.3
核心 PCE（同比%）	5.1	4.8	4.6	3.9	3.5	3	2.8	2.6	2.5	2.4
<b>劳动力市场</b>										
失业率（%）	3.6	3.5	3.6	3.7	3.9	4.1	4.2	4.4	4.4	4.3
非农业就业人数（千，经 季调）	284	312	201	165	65	25	40	50	100	102
平均时薪（同比%）	4.8	4.3	4.4	4.2	4.1	3.9	3.6	3.4	3.2	3.2

资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

不过边际上看，我们认为此前支撑经 济超预期强劲的因素正在消退。譬如超额储蓄，虽然从总量上来看，美国的超额储蓄并没有消耗完，但从结构上来看，目前美国超额储蓄主要结余在富人当中，中低收入人群的超额储蓄都已经消耗完毕。而本身对消费的边际贡献来看，中低收入人群边际贡献是最大的。因此超额储蓄实际上对经 济的影响其实已经不大。就业方面，此前疫情导致服务行业如酒店服务人员大量离职，岗位空缺最大。数据上看，2023 年上半年酒店服务行业的新增就业人数增量也最大。但从最新几期譬如 10 月的非农数据来看，岗位减少最多的反而是休闲和酒店业。说明相关的服务行业已经没有太多的可以吸纳更多就业人口的空间。疫情所导致的岗位空缺对就业的结构影响已在显著减少。此外，美国近两年的高通胀，导致居民个税优惠增加，但 2024 年这种效应或将减弱。

在这种情况下，最终得出的结论是整个的经 济动能可能还是延续一种偏弱回落，但不会出现强衰退。

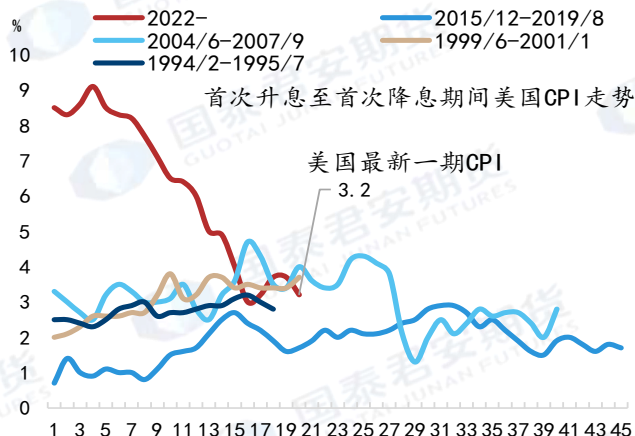
## 4.2 美国通胀回落“最后一公里”难度加大，但难成核心制约

从货币政策角度去看。由于经 济的回落以及通胀约 3%的水平摆动，甚至到 2024 年四季度市场预测 CPI 可能会跌破 2.5%。因此，美联储降息的压力有所增加。目前市场预期或在 2024 年 5 月美联储会有首次降息。

虽然 2024 年美国通胀绝对水位仍高，且面临通胀下行最难啃的骨头——核心服务通胀的韧性的制约。但历史上看，美国这个通胀在 3%水平时，美联储也出现过降息。因此万一美国经 济储蓄比较严峻的风险，3%左右的通胀不会成为制约宽松真正的扰动。

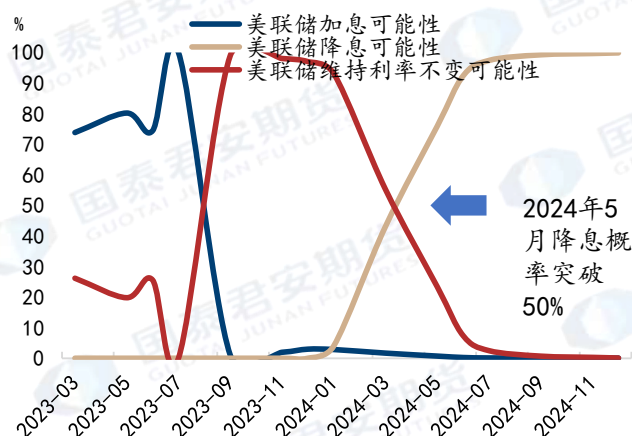


图 18：通胀在 3% 时，美联储也曾开启过降息周期



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 19：2024 年 5 月降息概率突破 50%

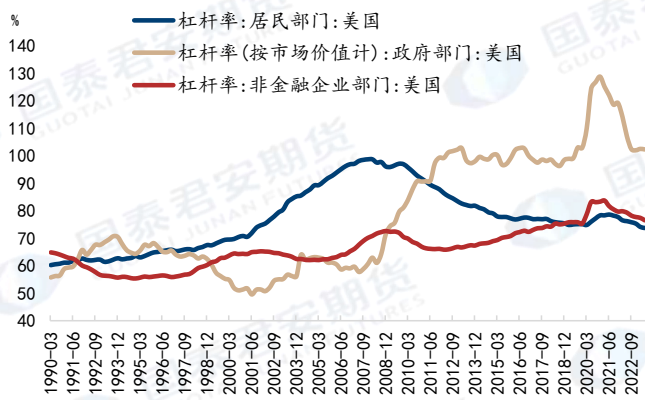


资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

#### 4.3 系统性风险驱动不大，高利率环境背后对应较大的宽松空间

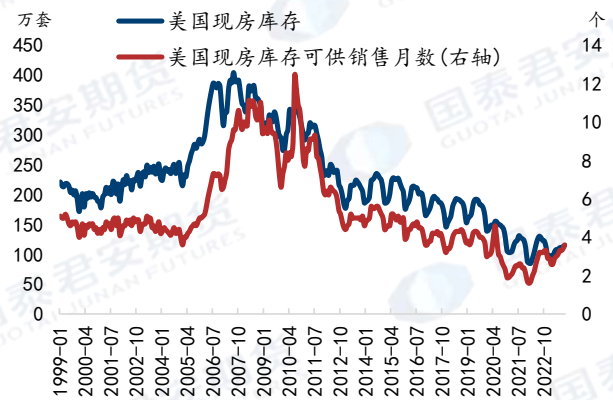
上一轮周期的顶点，背后是房地产带来的黑天鹅，即雷曼破产带来的次贷危机。此次我们去观察美国是否会出现黑天鹅，从而造成全球风险资产的重挫，目前来看可能性不大。一方面，美国居民的杠杆率较低。另一方面，过去的风险之母——地产端来看，目前美国的房屋库存也很低。这种情况之下，很难预期美国会出现黑天鹅。

图 20：美国居民部门杠杆率较低



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 21：美国地产库存偏低



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

此外更重要的一点，美国在基准利率 5.5% 的水平之下，货币政策空间非常充足。一旦美联储释放宽松信号，美国整个的宏观以及大类资产预期均可能会受政策的边际转松而出现相应的改善。这会导致很难出现较大的黑天鹅或资产持续下行。

#### 4.4 美联储政策方向明确，注重宽松节奏

总结来看，我们认为 2024 年美国大的政策转向的方向确立，只不过更重要的是一些节奏方面的问题。市场也会更关注这种通胀、经济以及对美联储政策的预期，与现实之间的领先和滞后的博弈，和对资产价格带来的影响。



参考上世纪 90 年代中期，由于美国经济延续一个不差的状态，美联储在开启降息后，很快进入政策观望的平台期，甚至联储重新升息，走势非常反复，而不是类似 2004 年和 2008 年之后单边降息的走势。我们认为后期可能的一个趋势会类似当时的一个状态。行情方面，对标美股同期表现去看，美股整体出现上涨。

图 22：1990 年代美联储政策利率变动反复



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 23：同期美股上行为主



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

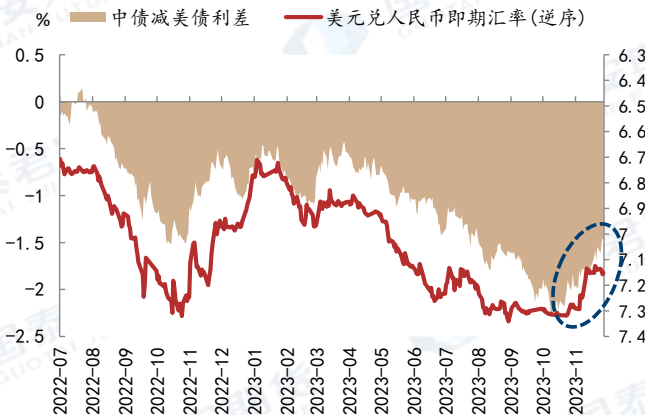
因此综合来看，美国经济缓慢回落，鹰派政策压力减轻，而又不会出现强衰退带来股市黑天鹅。最终，2023 年海外强，国内弱的基本面分化的状况可能会有所收窄，对期指走势中性偏多。

图 24：2023 年中美股市分化加大



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 25：中美利差倒挂扩大的趋势有望改善

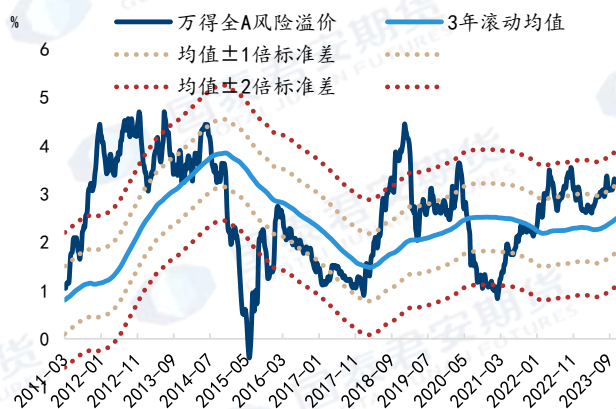


资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

## 5. 估值定位：股票处于有吸引力区间

从指数的估值来看，风险溢价方面以及估值水平均显示股市处于相对偏低估的状态。以 10 年期国债到期收益率计算的万得全 A、沪深 300 指数风险溢价位于历史+1 倍与历史+2 倍标准差之间，具有一定的性价比和安全边际。

图 26：万得全 A 风险溢价显示股票有吸引力



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 27：沪深 300 风险溢价显示股票有吸引力



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

截止到 12 月 1 日，上证指数市盈率(TTM)为 12.8 倍，沪深 300 指数市盈率(TTM)为 11.06 倍，上证 50 指数市盈率(TTM)为 9.76 倍。中证 500 指数市盈率(TTM)为 22.56 倍，中证 1000 指数市盈率(TTM)为 39.4 倍。

图 28：沪深 300 指数估值重回上年低点



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 29：除成长风格略显偏高外，其余均偏低

	最新市盈率 (TTM)	市盈率分位数			
		今年	2022年11 月至今	2020年至 今	2018年12 月至今
沪深300	10.7	0.0	0.7	0.6	3.0
上证50	9.3	0.4	11.5	11.5	12.8
中证500	22.1	3.6	3.0	32.7	30.9
中证1000	38.2	86.2	88.5	63.2	60.4
深证100	18.0	0.9	0.7	0.2	4.1
创业板指	27.5	1.8	1.5	0.4	0.3
科创50	43.8	74.7	78.8	36.4	36.4
万得全A	16.6	1.3	3.3	7.6	13.2

资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

当然，便宜不是买入的理由。主要还是看未来部分领域风险释放程度，以及政策的一些对冲力度，及实体经济能否有所企稳复苏等因素决定。

## 6. 风格判断：成长、价值单边分化到轮动起舞

### 6.1 弱复苏环境有利于成长风格表现

市场风格层面，在经济复苏前期，流动性环境宽松，中小盘盈利表现弹性更大，大盘周期风格受宏观偏弱，且不时存在尾部风险扰动，资金纷纷避开强周期品种，结构性行情下成长板块更为受益。复苏后期，资金利率价格走升，经济回升更明显，价值股盈利表现边际上更显著，此时行情风格由成长切换至价值。2024 年，宏观走向大趋势依然将呈现筑底弱复苏格局，货币政策不会明显收紧，产业政策在高质量发展，转型升级方面依然有加码空间，结构性行情下成长风格指数中证 500、中证 1000 或仍有超额表现。



不过，既然 2024 年宏观经济有望呈现更明显的内生性修复，地产带来的尾部风险也有望出现阶段性出清，因此强周期品种也会受益于对中期宏观预期的修复，产生阶段性行情。因此我们预计 2024 年行情的风格会更为均衡。

表 8：成长风格出现超额收益的基本面环境与要素

	影响因子	影响因素
宏观因素	经济走平	经济不存在失速风险，也不出现过热
	流动性宽松	货币政策宽松，流动性总体宽裕，扩估值存在条件
产业因素	产业政策	产业政策导向性强，且持续落地，成为行情催化剂
	科技周期	依靠科技创新、技术进步，产业升级换代形成大级别周期，且新产业渗透率位于10%-20%的中低区间，成长空间广阔

资料来源：国泰君安期货研究

## 6.2 历史行情对比与启示：2012 年 13 年的市场也是出现了大分化行情

从宏观环境来看，当下宏观反复探底、风险担忧萦绕的环境，与 2012 年、2013 年较为类似。从股票指数的表现上来看，在 2012 年、2013 年，也同样出现了小市值风格强于大盘的行情。当时整个市场环境，是以创业板指为领头羊，与近期北交所板块强势类似。可能有投资者认为目前创业板指已经有很多大盘股，已经不算是一个小市值成长风格的一个指数。比如第一大权重股，即使有明显下跌后的宁德时代，也有 7000 多亿市值。但是在 2012 年，创业板指成分股平均市值只有 35 个亿。最小的个股市值只有十个亿，最大的也不到 200 亿。可见当时创业板指是存粹的小市值成长类指数，这与现在的北交所类似。在 2012 年时我们看到创业板市场出现牛市。前面提到，从 2012 年、2013 年宏观环境来看，是中国经济增速换挡的年份。由于经济增速向下换挡，市场对当时中国金融系统稳定、政府的债务问题较为担心，因此代表权重指数的上证 50 指数出现持续回落。相比较而言，2013 年，当时新一届政府上台之后，出台了一系列改革政策，如 18 届三中全会落地。因此，一系列改革带来了市场情绪非常重要的变化。高风险偏好投资者所青睐的小盘成长风格因此出现一波行情。再往后看，当市场看到相关的一些风险并未发生，忧虑打消之后，伴随中长期改革带来新的增长动能预期的建立，市场自然就走出一波行情。

图 30：2012 年创业板个股市值较小

创业板指 (399006.SZ) [2012/12/1](#)  
成分股总市值(单位:亿元)

最大值	182.64
平均值	35.78
中位数	28.52
最小值	10.30
合计	3577.77

资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 31：2013 年创业板与上证 50 出现较大分化



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究



## 7. 行情展望：长周期布局、短周期博弈 & 不鸣则已、一鸣惊人

我们认为，国内经济在 2024 年将呈现内生性稳步修复状态。市场对风险的忧虑方面，在政治局会议对经济增长更加求“进”，风险防范的工作方法向做大蛋糕稀释债务风险转向后，旧周期由于地产下行所带来的相关尾部风险，譬如地方债、房企债、金融机构风险忧虑等，都有望降低发生可能性。在经过 2023 年充分的 price in 之后，市场也将迎来更为夯实的底部。海外经济略微回落，但不会出现强衰退，企业盈利不会出现较大回落，同时美联储政策的转松又较为确定，对国内风险资产压力可能会有所减轻。指数随着基本面的改善有望出现重心的抬升。

当然，由于过去一年市场情绪在期待与失望中反复，单纯依靠预期的改善，将很难推动行情的持续，最终需要实体经济层面转好，金融风险层面转稳来带动。节奏上看，2024 年市场大概率将延续以震荡格局等待基本面的转好。而一旦基本面的修复出现，情绪对风险担忧的出清，在市场一致预期转向出现之际，行情可能会出现“不鸣则已、一鸣惊人”的表现。

图 32：长周期布局、短周期博弈 & 不鸣则已、一鸣惊人



资料来源：文华财经、国泰君安期货研究