

厚积薄发

2023 年 12 月 8 日 星期五

核心结论：

1) 估值处在底部具有较大的修复空间，2023 年是中证全指唯一连续 3 年估值收缩的情况，除了中证 1000 和全指成长以外，其他主要宽基指数的 PE_TTM 十年历史分位均在 20%附近或以下。主要宽基指数的股息率（近 12 个月）十年历史分位均在 90%以上，全指价值和上证 50 的股息率远高于无风险利率的水平。估值的修复将是 2024 年市场确定性较高的机会点。

2) 海外央行集体的超级大放水之后，A 股和港股是全球权益市场中少有的估值洼地。指数风险溢价与指数未来一年估值变化率存在较强的相关性。以中证全指为例，2023 年风险溢价维持在较高的水平显示指数层面的配置性价比较高，以风险溢价的相关性来推算，在 2024 年中证全指估值或将提升 21%左右。

3) 本轮 A 股的“盈利底”已经确定在 2023 年二季度。2024 年制造业有望进入补库周期有助于缓解需求上的问题，全球通胀进入下行期，原材料价格重心有望下移，缓解成本端的压力，同时需求的转暖也有望改善销售时“以价换量”的情况，销售端也有望更好的传导成本端的压力。而价的方面，低基数效应下，中国的 PPI 和 CPI 在明年都或将出现温和的上涨，价格方面也将不再是拖累企业盈利的因素。企业融资需求的扩张一般领先企业盈利的修复，以信贷脉冲来推算，2024 年中证全指 EPS 或将同比增长 6.1%左右。

4) 当下是自 2015-2016 年后，政策层面对 A 股市场相对最为友好的阶段。2023 年 7 月政治局会议对资本市场“活跃资本市场，提振投资者信心”的表态无疑是本轮“政策底”的确认信号，针对资本市场的政策成为新的发力点。如果说活跃资本市场是最终目的，那么这个目的显然还未达成，且 A 股的换手率往往和市场的赚钱效应成明显的正相关性。

5) 明年可期待的逻辑链是：补库周期下总需求改善-企业盈利改善-居民收入提升-居民经济行为改善-内需进一步改善形成良性循环。流动性和行情弹性的核心问题是 A 股市场能否吸引以居民储蓄为代表的增量资金的持续入场。如果居民减少储蓄，增加消费和投资，那么宏观层面盈利端的修复会更为明显，微观层面 A 股市场则有概率进入增

投资咨询业务资格：

证监许可[2011]1294 号

许青辰

投资咨询部研究员

xuqingchen@htfutures.com

从业资格号：F3077365

投资咨询号：Z0015746

分析师承诺：

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

量博弈，市场反弹的高度则取决于增量资金入场的速度。

6) 如果企业盈利改善将发生在居民经济行为改善之前，那么 2024 年首先的交易逻辑将是基本面修复和市场情绪改善带动的估值修复上。那么估值安全边际更高且去年表现相对较弱的价值股或在该阶段领涨，该阶段可考虑做多上证 50 和沪深 300，期货端可考虑 IH 或 IF 的多头替代策略，多 IH 空 IM 的跨品种套利。

7) 后续如果市场的赚钱效应可以吸引增量资金的持续入场，市场进入由流动性推动估值扩张的增量博弈阶段，小盘股和成长股的估值弹性将好于大盘股和价值股。该阶段可考虑做多中证 500 和中证 1000，期货端可考虑 IC 或 IM 的多头替代策略，多 IM 空 IH 的跨品种套利。

8) 全年来看，我们认为以上证 50 和沪深 300 为代表的价值股或拥有更高的胜率以及相对较好的赔率，而一旦市场进入加速上涨阶段，以中证 500 和中证 1000 的成长股或拥有更好的赔率。

9) 对投资安全边际要求相对较高的投资者可以考虑高分红叠加低波动的选股组合，在获得较为客观的股息的基础上也能享受到指数 Beta 上涨的收益。而对收益目标要求较高的投资者可以考虑高 Beta 加景气反转的选股组合，在放大 Beta 弹性的同时追逐业绩改善带来的 Alpha 收益。

目录

一、怎么理解中美权益市场表现在 2023 年较大的背离？	4
1.1 发达地区权益市场成为全年表现最好的资产，尤其是美股领涨全球主要权益市场	4
1.2 两个正向预期差和针对降息的“抢跑交易”造成了美股的领涨	4
1.3 估值扩张是今年美股上涨的主要动力，估值弹性的更好的成长股表现好于价值股	6
二、信心不足拖累 A 股市场表现	7
2.1 盈利端是主要拖累，估值端是次要拖累	7
2.2 需求不足导致经济总量增速弱于预期	8
2.3 消费恢复较慢的深层次因素：居民不是不想消费而是不敢消费	10
2.4 经济总量恢复的势头并没有体现在企业的盈利上	12
2.5 政策落地效果一般，7 月的政治局会议之前力度未超预期	13
2.6 地产持续低迷拖累整体固投增速，稳定预期或才是关键	16
2.7 小结	17
三、不要低估 A 股的弹性	18
3.1 A 股是全球央行大放水之后少有的估值洼地	18
3.2 盈利端或现实实质性修复	20
3.3 居民端是弹性的决定性变量	23
3.4 观点及策略：大盘小盘都有机会，先交易基本面和估值修复，再考虑估值扩张	26
法律声明：	27
郑重声明：	27

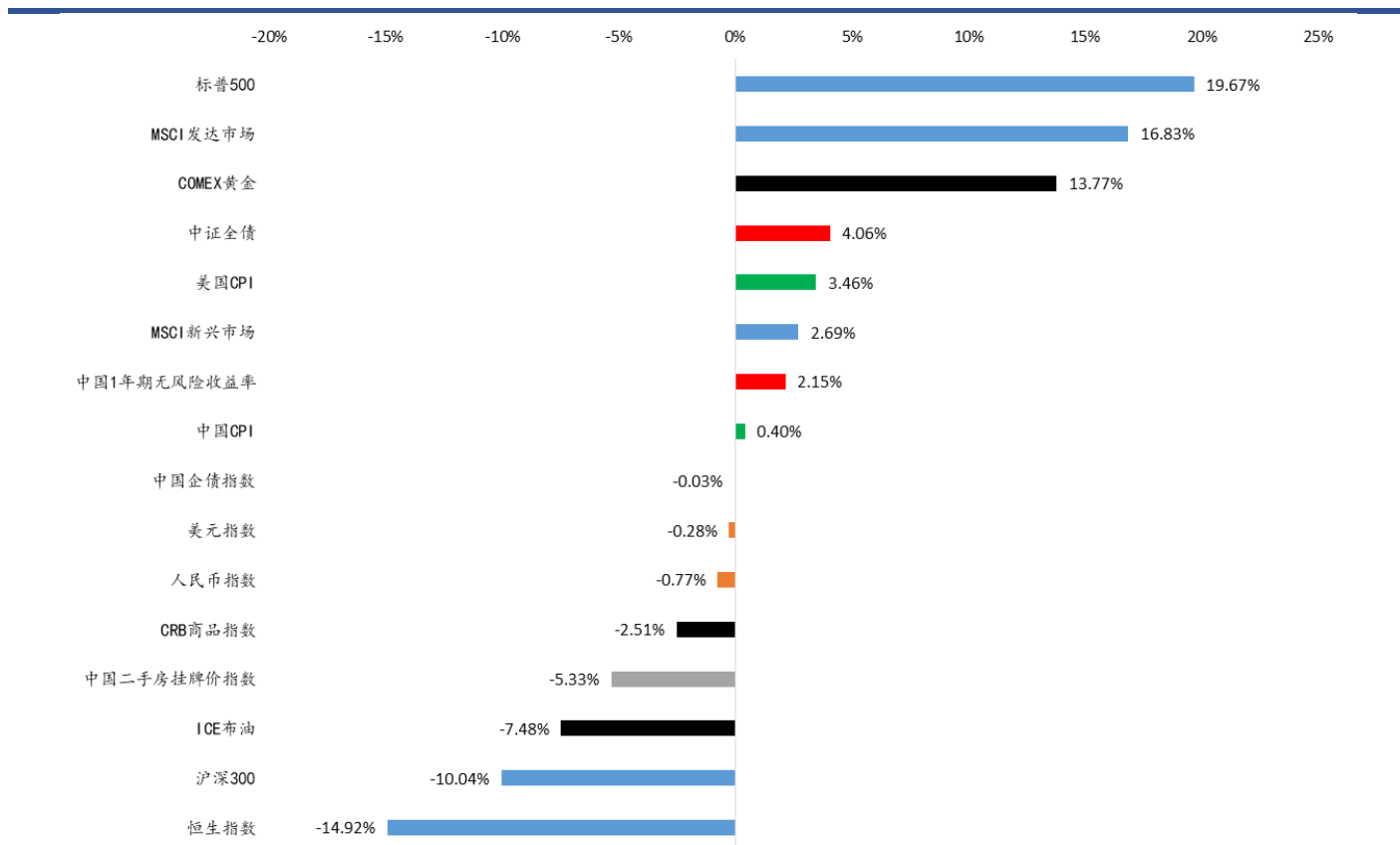
一、怎么理解中美权益市场表现在 2023 年较大的背离？

1.1 发达地区权益市场成为全年表现最好的资产，尤其是美股领涨全球主要权益市场

截至 2023 年 11 月底，发达地区权益市场全年表现较为抢眼成为大类资产配置中表现最好的资产，尤其是美股领涨全球主要权益市场。但是国内权益市场在今年表现相对较差，沪深 300 和恒生指数的收益水平处于各大类资产中垫底的位置，这也显示了今年影响 A 股和港股的主要决定因素在于内部因素而非外部因素。

值得注意的是，横向比较今年人民币计价的资产，只有固收类资产（中证全债和中国 1 年期无风险收益率）是跑赢中国通胀的，即便是在猪价的持续低迷和内需较弱消费复苏不及预期的双重影响下，今年中国的 CPI 本就处于较低的水平，但中国的股票和房价在 2023 年却还是明显跑输通胀的。

图 1：2023 年大类资产表现（截至 11 月底）



数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

1.2 两个正向预期差和针对降息的“抢跑交易”造成了美股的领涨

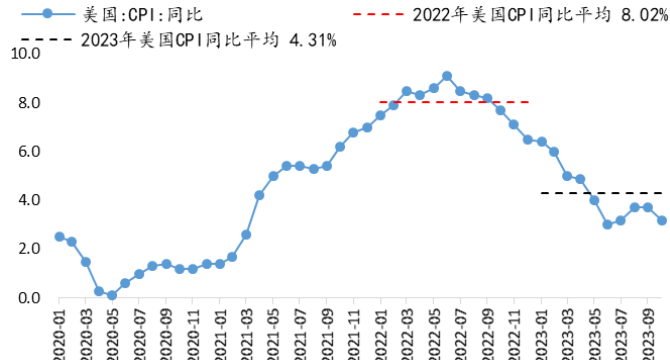
今年美股走强的根本在于市场相信了美国可以在不出现显著经济衰退的前提下解决通胀问题。尽管 2023 年美国 CPI 同比的平均值为 4.31%，虽然较 2022 年已有明显回落，但是即便是进入四季度通胀同比仍大于 3%，明显高于 2% 的通胀目标。但是利率市场中所隐含的美国通胀预期，在 2023 年的平均水平仅为 2.29% 已经非常接近通胀目标，显示市场已经预期通胀问题会得到实质性的解决。

而通胀问题的解决代表着美联储加息的目的已经达到故加息的进程已经结束，2023 年美联储加息节点并未有超预期的点甚至整体力度低于年初的预期，反映在利率上就是短端无风险利率（美国

2 年期国债) 在 2023 年持续低于联邦基金目标利率, 而在 2022 年 (加息力度持续超预期的时候) 短端无风险利率是持续高于联邦基金目标利率的。今年市场对美联储相对“鸽派”的态度持续处于预期被证实的状态之中, 美联储的持续“鸽派”预期差是今年美股走强的主要支撑之一。

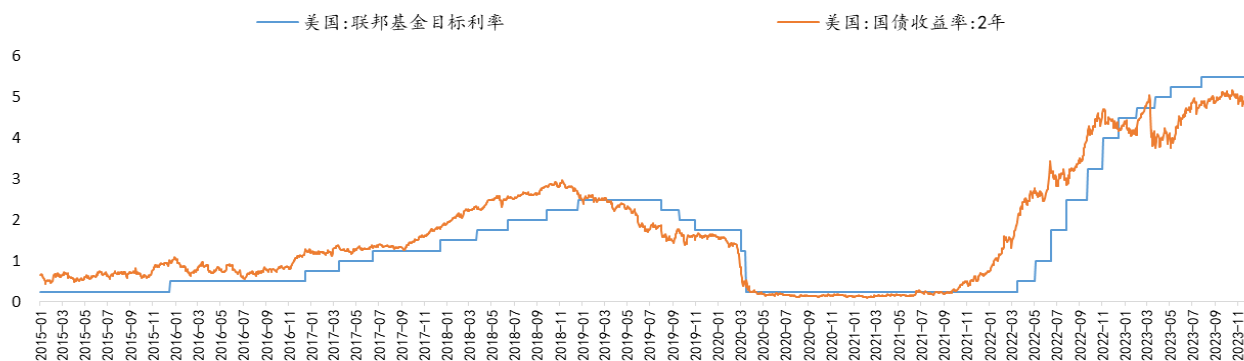
图 2: 2023 美国通胀预期已经非常接近 2% 的目标水平

图 3: 2023 年美国 CPI 同比的平均值为 4.31%



数据来源: IFinD、海通期货投资咨询部

图 4: 美国 2 年期国债收益率在 2023 年持续低于联邦基金目标利率

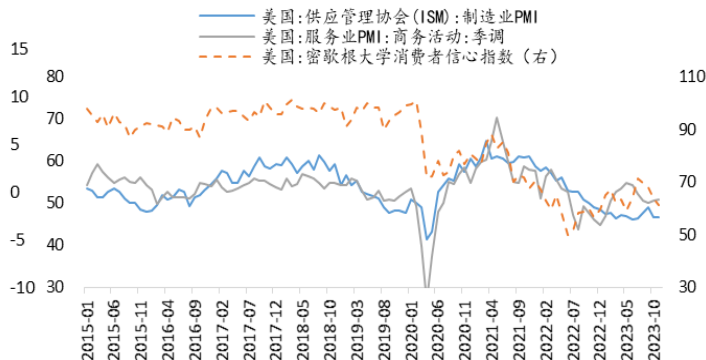
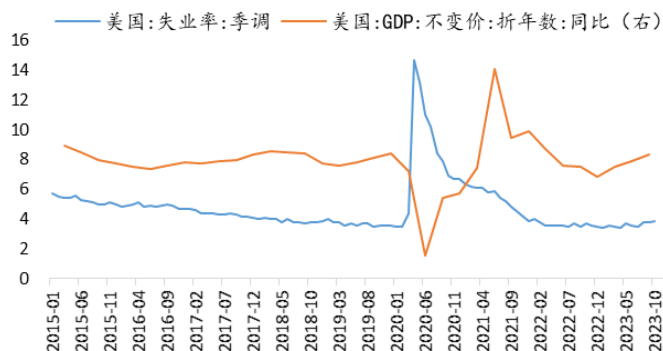


数据来源: IFinD、海通期货投资咨询部

而另一个预期差则来自于美国经济在 2023 年并没有出现“硬着陆”, 在今年年初对于美国经济的预期市场的分化是比较大的, 很大一部分声音预计在高息环境之下, 美国解决通胀的代价是经济的衰退。2023 年美国实际 GDP 增速持续提升虽然有基数效应的影响, 叠加持续较低的失业率 (2023 年持续低于 4% 自然失业率以下), 美国经济的韧性是超过年初大部分投资者的预期的。韧性的来源主要来自于服务业, 尽管美国制造业 PMI 在 2023 年持续处于荣枯线下方, 但服务业 PMI 和消费者信心指数较去年有一定的提升, 在以消费为代表的服务业的支撑下, 至少在 2023 年美国在解决了通胀问题的同时也实现了经济的“软着陆”。

图 5: 2023 美国通胀预期已经非常接近 2% 的目标水平

图 6: 2023 年美国 CPI 同比的平均值为 4.31%



数据来源: IFinD、海通期货投资咨询部

如果将今年标普 500 的涨跌幅归因进行拆分，可以发现上半年标普 500 的上涨主要由估值端（PE）的变动所驱动，但盈利端（EPS）的变动则是持续拖累，代表着当时市场的主要逻辑为预计通胀问题将有效解决的背景下美联储的持续“鸽派”。而到 8 月以后盈利端的拖累明显减弱但同时估值端的拉动也有所减弱，代表着当时市场的主要逻辑为市场预计美国经济在 2023 年将不会出现“硬着陆”，对上半年盈利端的悲观出现了修正。而在 11 月以后，估值端的扩张再度驱动美股的走强，代表着现在市场已经确认美国在解决了通胀问题的同时也实现了经济的“软着陆”，当通胀和经济都已经逐渐“正常化”的背景下，市场开始展望货币政策的“正常化”开始提前计价美联储未来的降息。

这也解释了为什么在今年一季度以后美股和美债实际利率之间的背离，因为该期间美股的交易主要围绕着美联储持续“鸽派”和美国经济没有出现“硬着陆”的两个预期差进行，而 11 月之后美债实际利率的下行再度成为触发美股估值扩张的主要动力，因为市场已经开始交易美联储未来的“降息”。

图 7：2023 年标普 500 涨跌幅归因拆分（截至到 11 月底）

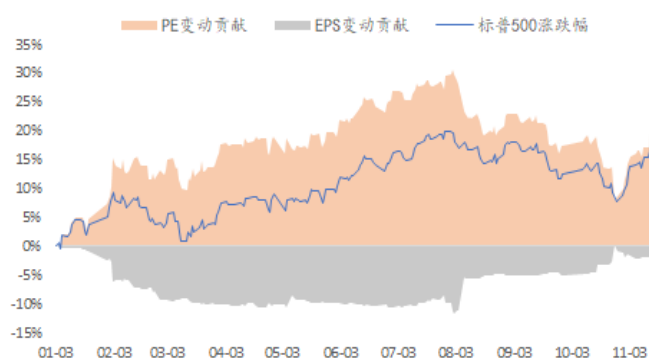


图 8：标普 500 与美国年期国债实际利率（逆序）

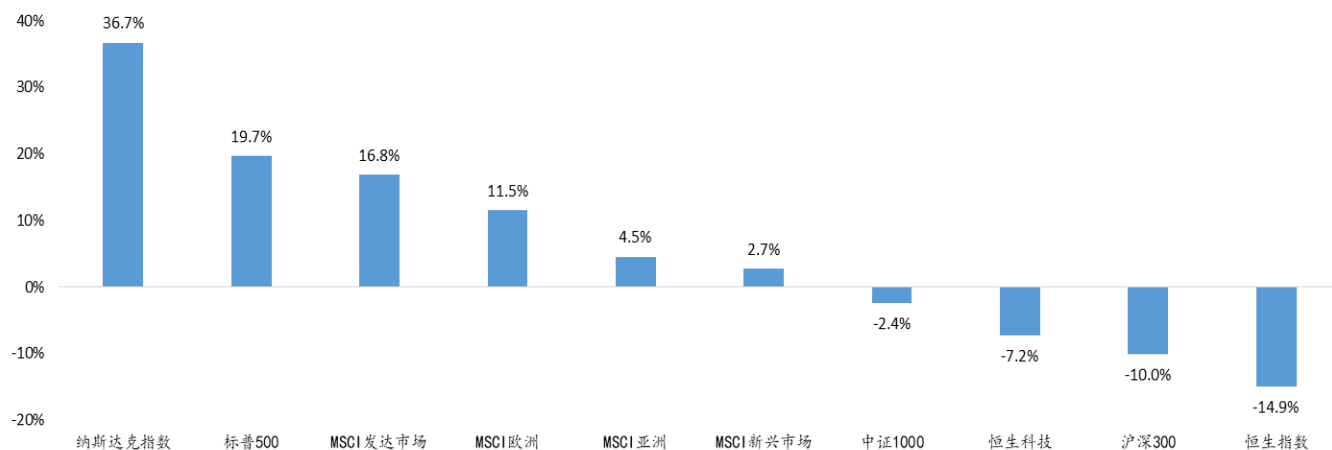


数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

1.3 估值扩张是今年美股上涨的主要动力，估值弹性的更好的成长股表现好于价值股

全年角度来看，估值的扩张仍是今年美股上涨的主要动力，这也就是为什么科技成长股（纳斯达克指数）的表现要明显好于价值股（标普 500），虽然在绝对表现中美权益市场差别较大，到那时在市场风格的角度确实相同的代表小盘成长的中证 1000 相对于代表大盘价值的沪深 300 也是明显抗跌，而恒生科技指数的跌幅也是要小于恒生指数。

图 9：2023 年权益市场表现，发达市场好于新兴市场，成长股好于价值股



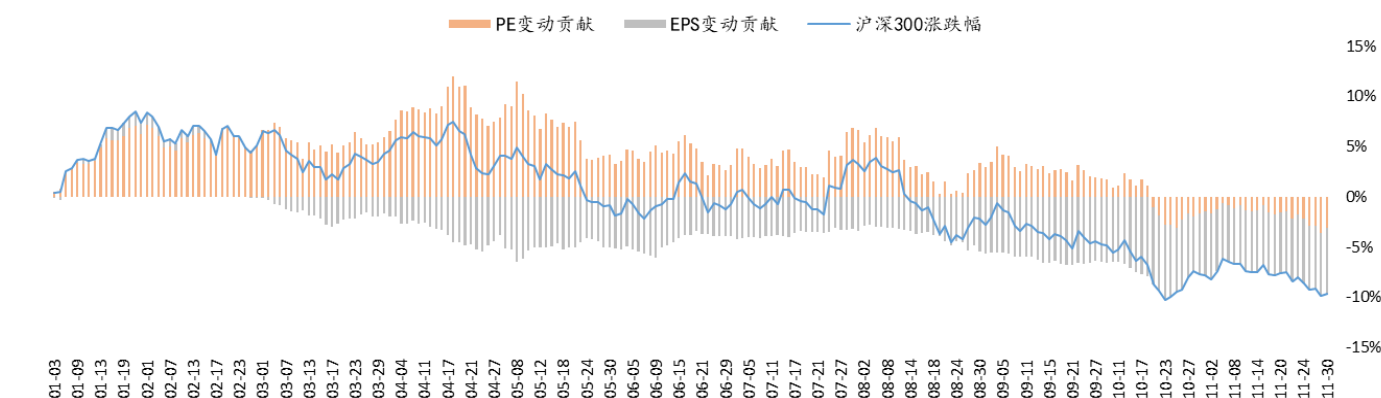
数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

二、信心不足拖累 A 股市场表现

2.1 盈利端是主要拖累，估值端是次要拖累

将 2023 年沪深 300 的涨跌幅归因进行拆分，可以发现一季度沪深 300 在估值端（PE）扩张的支撑下表现并不弱于标普 500，但是自二季度之后不管是估值端还是盈利端（EPS）的驱动都持续走弱，全年来看盈利端的拖累是 A 股表现较差的主要原因，估值端则是经历了从估值修复到估值收缩最终成为拖累 A 股的次要因素。

图 10：2023 年沪深 300 涨跌幅归因拆分（截至 11 月底）



数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

先看估值端的变动，估值的变动主要由利率的变化和市场情绪的变化影响。今年，尽管中国国债收益率曲线趋于平缓，但长端无风险利率却仍有下行，而反观美国国债收益率曲线整体利率水平明显高于中国，结构上虽然倒挂程度有所缓和但仍保持倒挂，长端利率还有一定程度的上行。所以，从利率变化的角度来看，今年其实是更有利于 A 股的估值扩张的，但是美股出现了明显的估值扩张，而 A 股却出现了估值收缩。从预期差的角度可解释为国内利率下行的幅度不及预期，而美国利率上行的幅度弱于预期，尤其是长端利率。但是，我们认为市场情绪的不同可能才是今年影响中美权益市场估值变动差距的更重要因素。

图 11：中国国债利率曲线（2023.07.21 VS 2022.12.30）

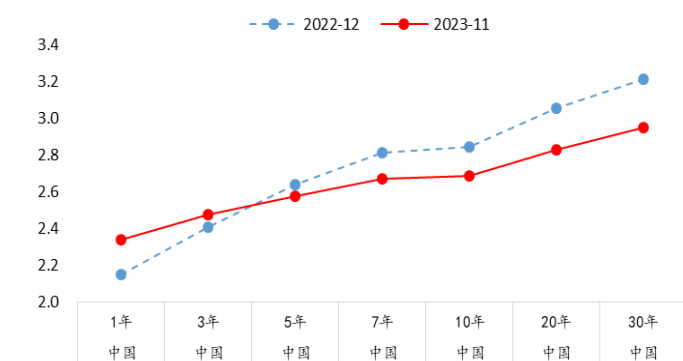
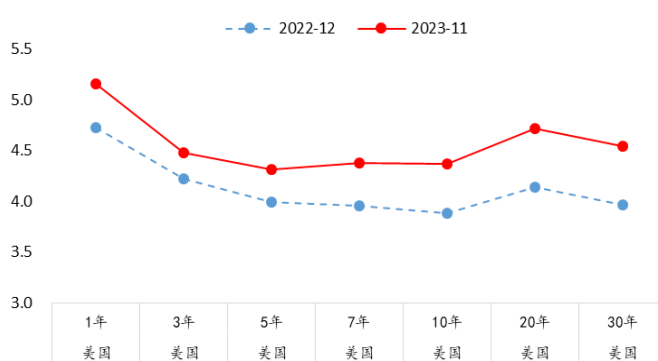


图 12：美国国债利率曲线（2023.07.21 VS 2022.12.30）

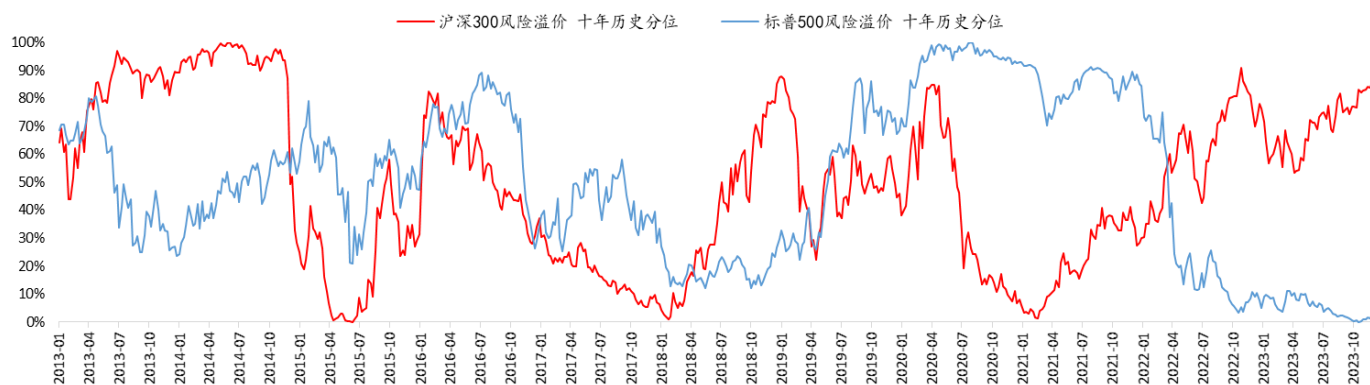


数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

目前，沪深 300 的风险溢价处在过去十年较高的水平（和疫情期间的高点差不多），表明 A 股资金需要沪深 300 指数对于风险给予极高的风险补偿才愿意配置，代表着 A 股市场极低的风险偏好，即市场情绪的悲观。而标普 500 的风险溢价却处在过去十年最低的水平，风险溢价的绝对值甚至在 0% 附近，表明美股资金对承担标普 500 的风险几乎不需要任何的风险补偿，代表着美股市场极高的风险偏好，即市场情绪的乐观。且在今年二季度之后，两个市场的风险溢价持续背离，或显示 A 股

越发悲观而美股却越发乐观，正是市场情绪的变化的极端不同，造成了在利率变化其实对 A 股更友好的背景下，美股的估值扩张在今年却明显要强于 A 股。

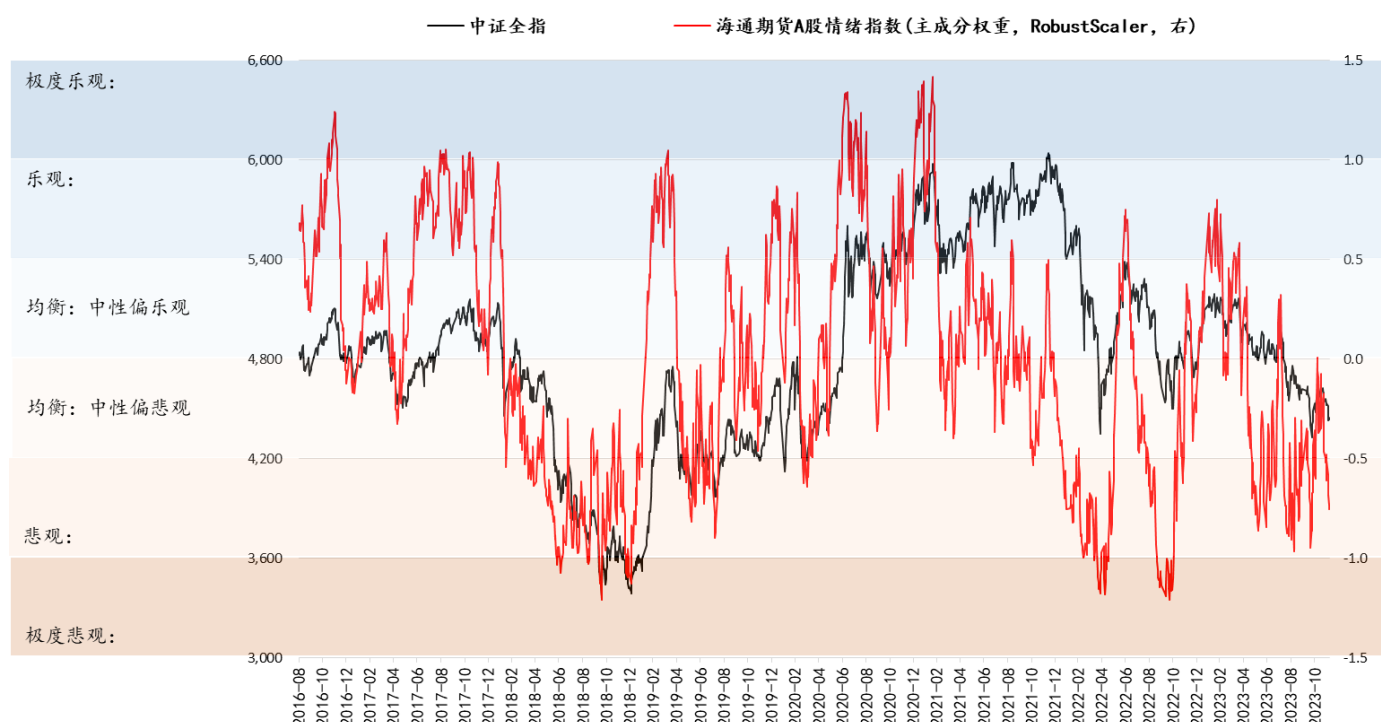
图 13：沪深 300 风险溢价处在历史最高水平，标普 500 风险溢价却处在历史最低水平



数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

以我们根据资金、价格、估值和衍生品指标构建的海通期货 A 股情绪指数来看，今年一季度 A 股市场情绪一度显著修复对应今年一季度沪深 300 的风险溢价明显回落，但是进入二季度以后市场情绪迅速回落，且降至较低水平，对应二季度之后沪深 300 风险溢价来到历史较高的水平。所以，如果要回顾今年 A 股的行情，外部因素并不是主要矛盾，内因继续主导 A 股走势，核心的问题是找出一季度之后市场情绪再度陷入悲观的原因。

图 14：海通期货 A 股情绪指数 VS 中证全指



数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

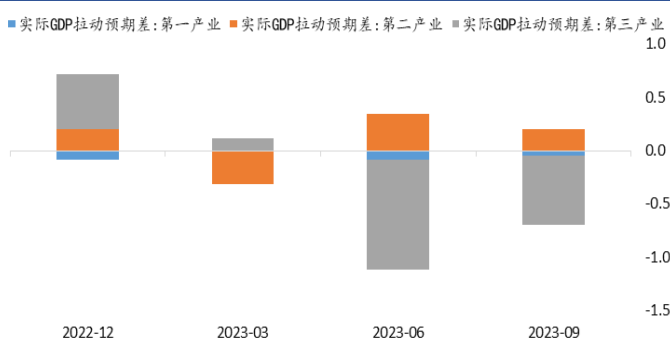
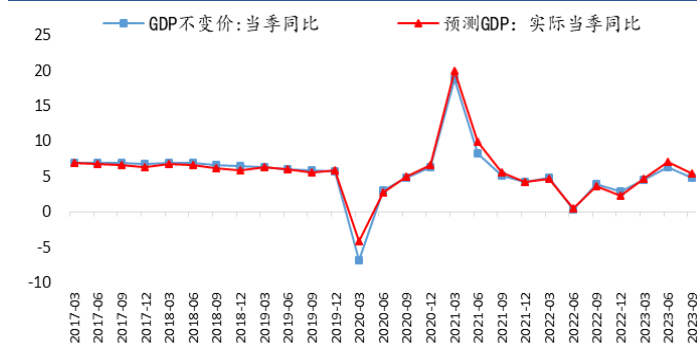
2.2 需求不足导致经济总量增速弱于预期

二季度开始经济总量增速不及预期，对比海通期货生产法下的模型预测二季度和三季度实际 GDP 增速预期（7.08%和 5.39%），二季度和三季度的实际 GDP 增速（6.31%和 4.90%）都明显低于我们的预期。相较一季度实际 GDP 增速（4.5%）好于市场一致预测（4.0%），稍微弱于我们模型的预

测（4.7%）。显然年初开始的由防疫政策放松带来的对经济强复苏的预期在今年二季度被证伪。尽管完成全年5%左右的增速目标已是大概率事件，但是由于去年的基数5%的增速仅是一个较为保守的增长目标，保守增长目标的完成并不消市场对A股盈利端的担忧。

图 15: 实际 GDP 当季增速 VS 海通期货预测

图 16: 实际 GDP 当季增速 VS 海通期货预测

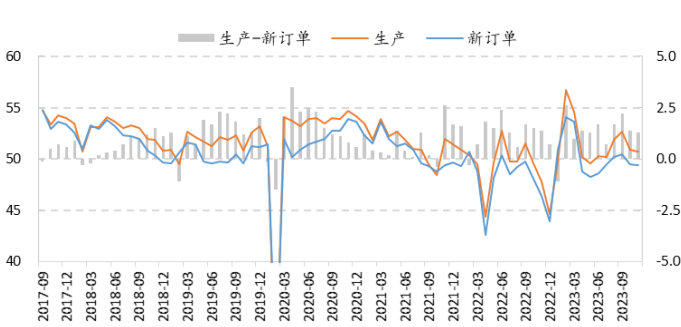
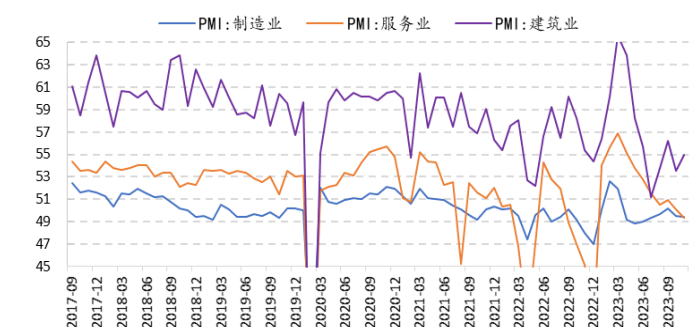


数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

从环比指标PMI来看，进入二季度之后制造业PMI就持续处于荣枯下方，需求不足的矛盾持续。以PMI生产-PMI新订单的差值衡量供需结构，该差价保持在较高的水平，显示需求仍明显弱于供应，需求带动下的供应复苏才更有持续性，当下经济的核心问题还是如何刺激需求的释放。

图 17: 二季度之后制造业 PMI 持续处于荣枯下方

图 18: 需求仍明显弱于供应

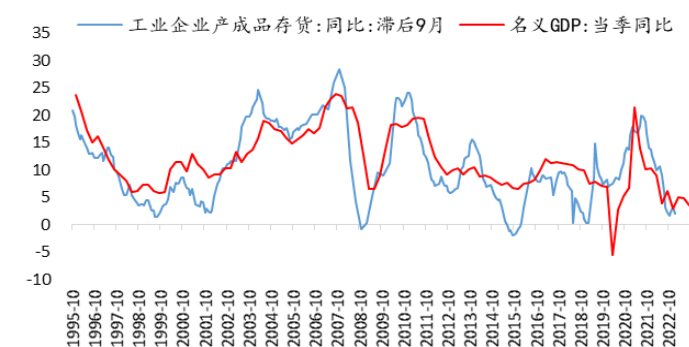


数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

从库存的总量数据和行业库存的结构数据来看，大部分工业行业的库存状态都处在主动去库存和主动补库存，目前制造业刚处在“主动去库”向“主动补库”过渡的阶段，而且在今年二、三季度经历的加速去库的过程，叠加本就偏弱的需求，使得在今年部分行业“供过于求”的矛盾更加突显。

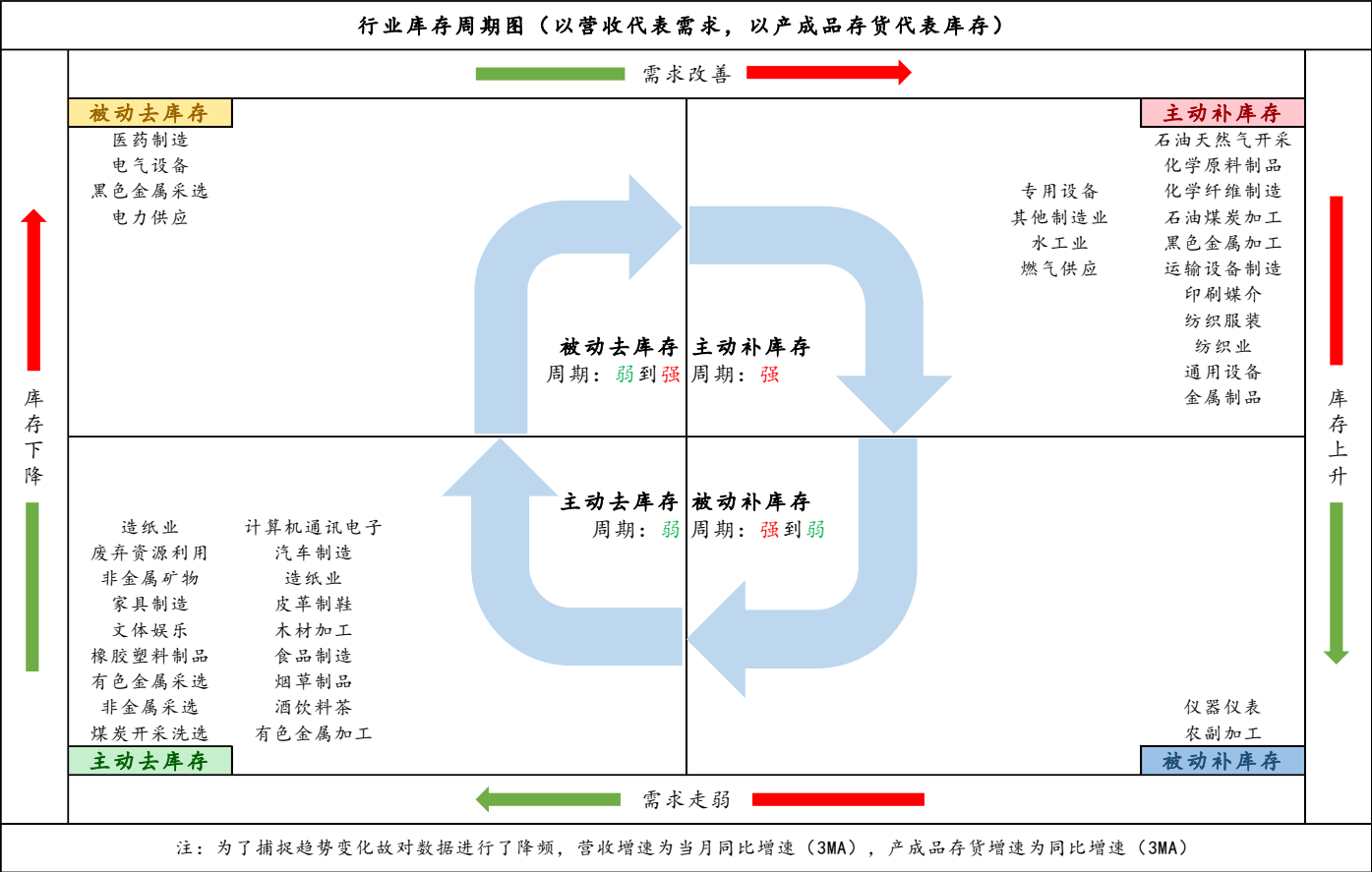
图 19: 工业企业库存落后名义 GDP 三个季度左右

图 20: 目前尚处在主动去库向主动补库的过渡阶段



数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

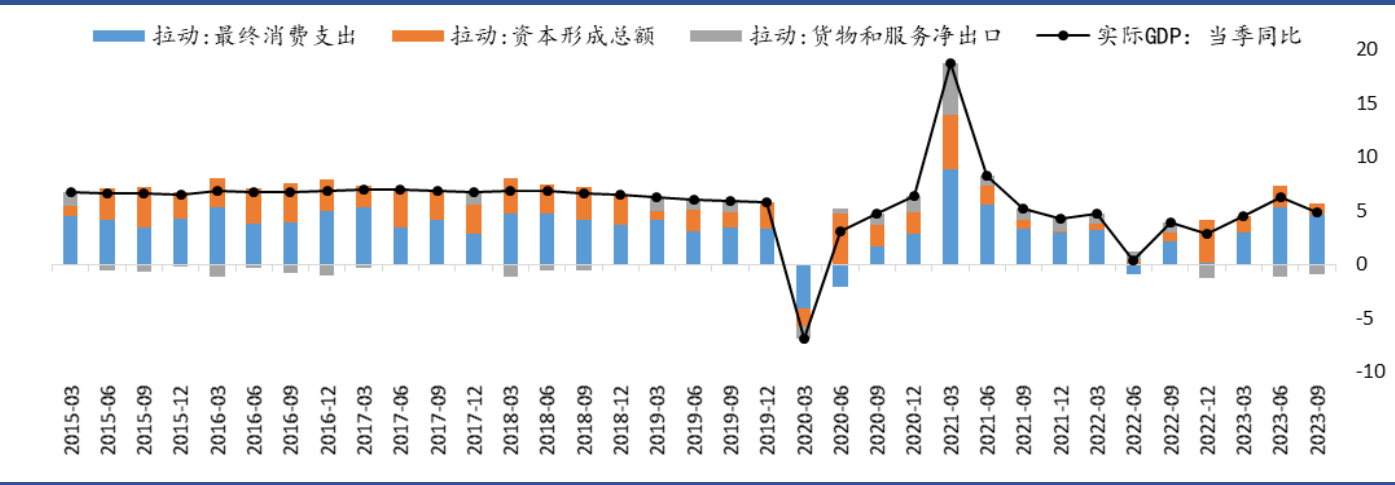
图 21：大部分工业行业的库存状态都处在主动去库存和主动补库存



数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

从 GDP 增长的结构来看，生产法下，进入二季度以来第三产业对实际 GDP 拉动明显低于预期是导致 GDP 增速不及预期的主要原因。支出法下，拉动二、三季度 GDP 增长的主要是最终消费支出项（消费），其次是资本形成项（投资），而货物和服务净出口项（进出口）则是主要拖累项。但对市场而言，出现预期差的反倒是拉动项的消费和投资，拖累项进出口由于外需的走弱早已是共识，反而不存在太多预期差。

图 22：生产法下，GDP 增长结构



数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

2.3 消费恢复较慢的深层次因素：居民不是不想消费而是不敢消费

今年年初市场本来对解除疫情影响后消费的复苏抱有较大的期待，但是从社消额与疫情前的趋势相比，缺口在今年不降反增，虽然餐饮收入的消费额缺口边际上有所收窄，但仍还有着-27%较大的缺口存在，这也与我们对街边餐饮店关门情况较疫情期间并没有明显改善的主观体验所吻合，表明作为接触时消费的代表餐饮消费的走弱不仅仅是因为疫情的影响，而占绝大部分的商贸零售的缺口在今年持续走扩，消费的低迷存在更深层次的因素影响。

图 23：社消缺口在今年不降反增

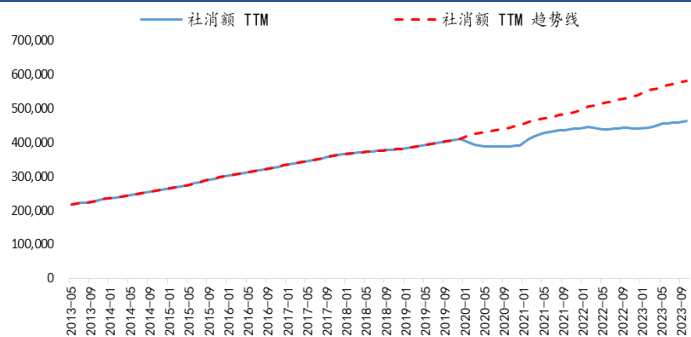
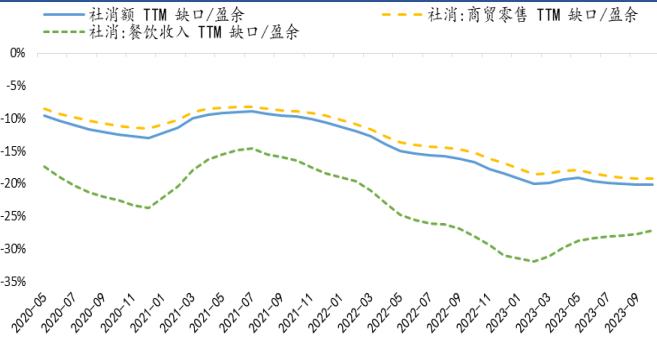


图 24：消费的低迷或存在更深层次的因素影响



数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

消费恢复不及预期的根本原因或是居民人均可支配收入增速尚未回到疫情前的增速水平，相较疫情前的趋势今年人均可支配收入的缺口也有所扩大，而人均可支配收入的增速又和社消累计同比增速存在较强的正相关性。更值得关注的是，在今年人均可支配收入的同比增速持续低于人均消费支出的同比增速，且差值逐季走扩，在收入增速越发不及支出增速的背景下居民对收入的“获得感”也势必有所降低，与其说居民是不想消费不如说是居民不敢或没有能力恢复预期前的消费水平。

图 25：人均可支配收入增速尚未回到疫情前的增速水平

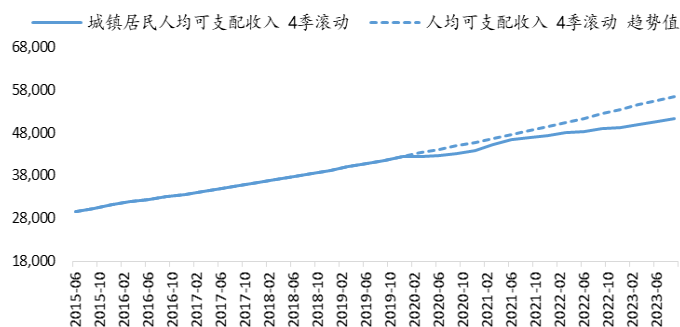
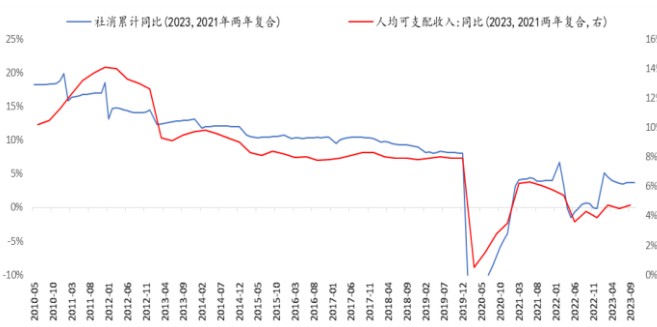
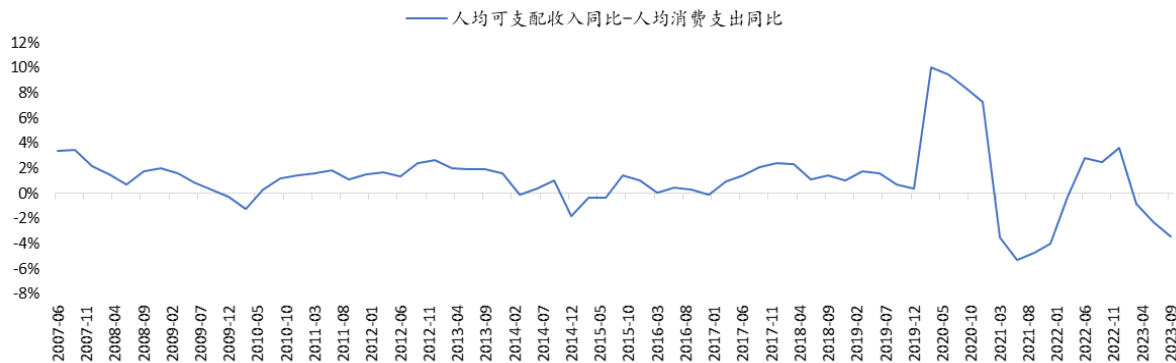


图 26：可支配收入的增速和社消累计同比增速存在较强相关性



数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

图 27：今年人均可支配收入的同比增速持续低于人均消费支出的同比增速

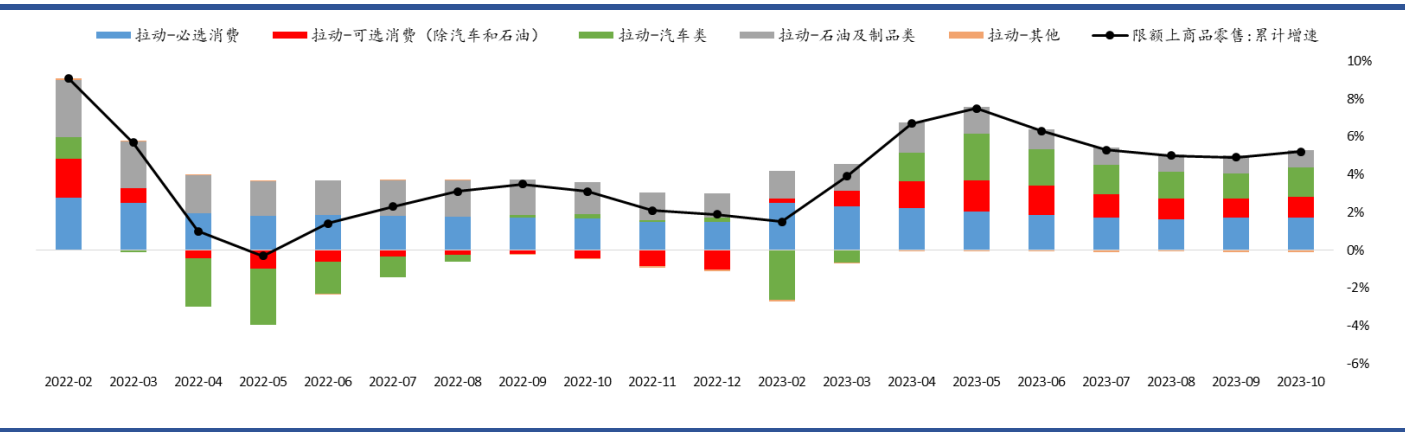


数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

从拉动消费增长的结构来看，排除弹性较小的必选消费类，今年消费增速的主要驱动力来自汽车类和可选消费类，而可选消费类中的主要驱动来自于服装鞋帽纺织品，而汽车和服装纺织业也是

今年“以价换量”较为显著的两个行业，这就引出今年企业盈利段的一个重要问题利润率较低。

图 28：拉动消费增长的主要也是汽车类和可选消费中服装鞋帽纺织品，也是今年“以价换量”较为显著的两个行业



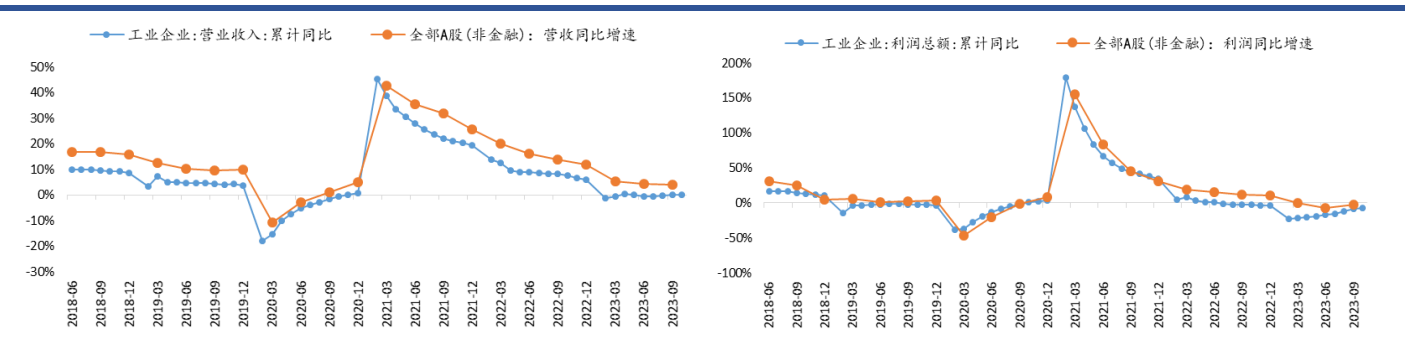
数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

2.4 经济总量恢复的势头并没有体现在企业的盈利上

以工业企业利润数据作为自上而下的全部 A 股（非金融）盈利的观察指标，虽然二季度 A 股盈利增速下降的趋势有所放缓，三、四季度盈利增速或有小幅度的边际改善，但是盈利的绝对水平仍将处在较低的位置。在疫情管控放开之后尽管经济总量恢复的力度不及预期，但还是展现出了实质性的修复，即便是这样由低基数效应带来的修复也并没有体现在企业的盈利上，而这与年初投资者对盈利端复苏的期待形成了明显的负向预期差。

图 29：工业企业营业同比 VS 全部 A 股（非金融）营业同比

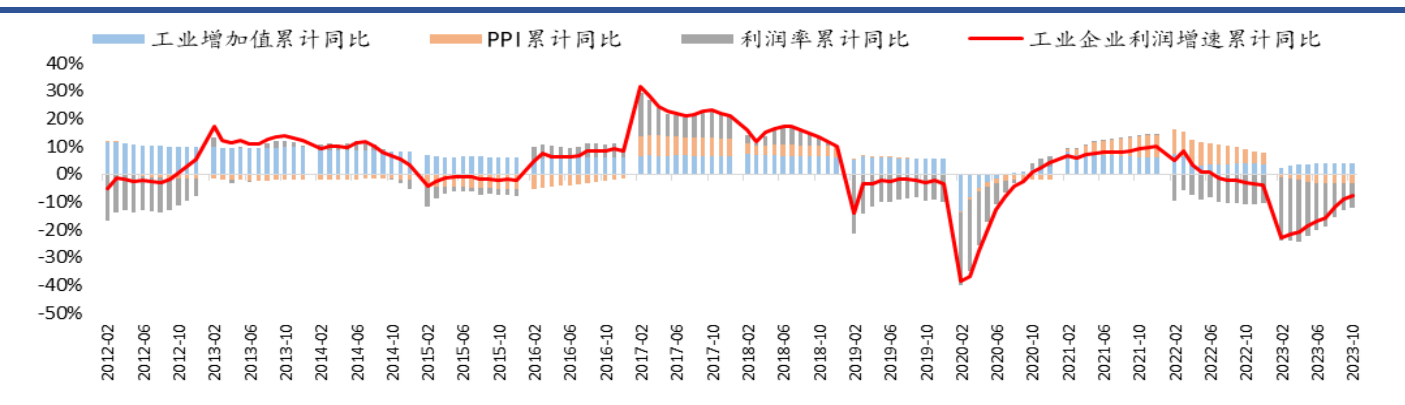
图 30：工业企业利润同比 VS 全部 A 股（非金融）利润同比



数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

如果将工业企业利润增速拆分成量（工业增加值），价（PPI）和利润率三个因素，不难发现今年拖累企业利润增速的主要因素就是利润率的持续低迷，价格则是次要因素，而量上的改善是唯一的支撑因素。

图 31：利润率的低迷是拖累工业企业利润的主要因素

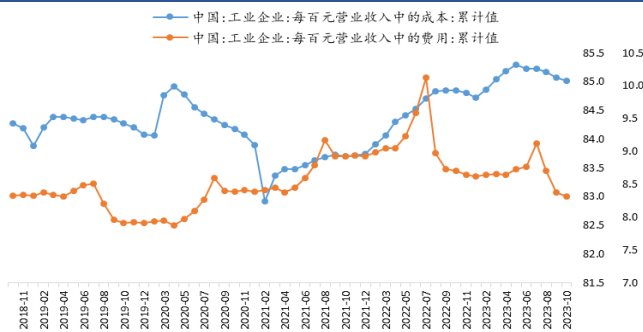


数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

今年以来，工业企业生产利润率持续低于往年季节性，到三、四季度利润率水平甚至低于受疫情影响的年份的同期水平，造成利润持续低迷的主要原因是生产成本的抬升，而费用的管控其实是做的比较好的，原材料价格的韧性以及需求疲软导致产品出厂价格的低迷，叠加加速去库周期下“供过于求”的矛盾突显，销售时“以价换量”的情况在各行业中时有发生，成本端压力无法向销售端传导或是利润率持续较低的原因。

图 32：工业企业利润率持续低于季节性

图 33：费用管控较好，但成本压力极大



数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

在7月的政治局会议上，指出了当前经济运行面临新的困难挑战，将“国内需求不足”和“一些企业经营困难”放在了最前面，我们认为对应的就是需求不足导致的经济增长动能的相对乏力和“以价换量”的情况下企业利润水平仍然较差的问题。

2.5 政策落地效果一般，7月的政治局会议之前力度未超预期

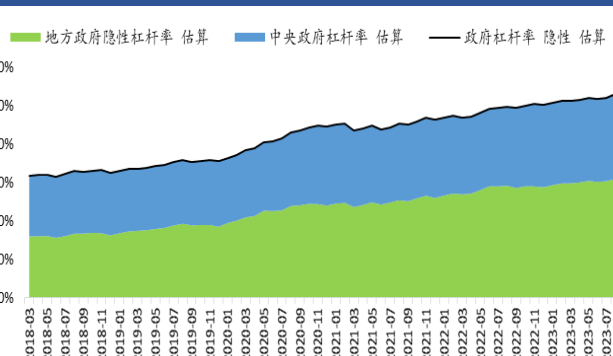
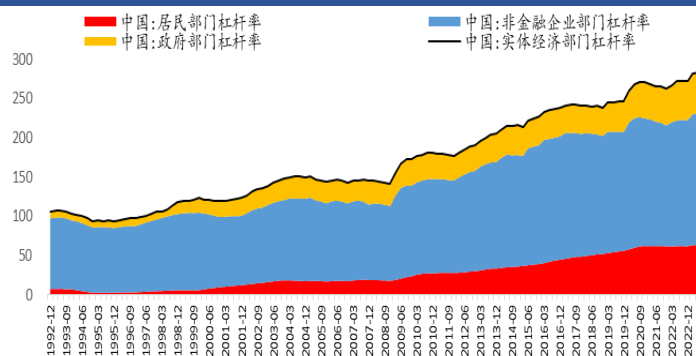
今年政策层面延续了去年货币偏宽松，财政较积极的趋势，货币层面一季度一次降准二季度一次降息，流动性较为宽松，无风险利率处于低位，银行间市场利率大部分时间低于政策利率；财政层面专项债的投放量并不低，且靠前发力的特征持续。但是政策的落地效果却一般。

先看财政政策方面，今年最大的预期差在于10月增发的1万亿国债。自2020年9月中国实体经济部门杠杆率达到271.7%之后，实体经济部门经历了近两年的去杠杆，直到2022年6月实体经济的杠杆率再次超过2020年9月时的高点并持续走高。到今年9月实体经济的杠杆率增值286.6%，相较2020年9月增加14.9%，其中居民部门杠杆率增加2.0%，非金融企业部门杠杆率增加4.2%，政府部门杠杆率增加8.7%，显然在居民和企业加杠杆欲望较低的背景下，为了对冲经济增长不足的压力，政策推动下政府部门是本轮加杠杆的主要动力。

截止今年9月中国政府部门显性杠杆率为53.8%，相较2020年9月地方政府杠杆率增加5.5%至31.2%，中央政府杠杆率仅小幅增加3.2%至22.6%。但如果考虑到近13万亿余额的城投债，地方政府的隐性杠杆率可能已达40.7%，相较地方政府而言，前期财政相对克制的中央显然更具备加杠杆的空间和条件。

图 34：政府部门是本轮加杠杆的主力

图 35：前期财政相对克制的中央更具备加杠杆的空间和条件



数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

今年增发 2023 年国债 1 万亿元，作为特别国债管理，计入本年中央赤字，全部通过转移支付安排给地方，也是自 2000 年以来首度年内调整预算。此次增发后，2023 年全国财政赤字由 3.88 万亿元提高至 4.88 万亿元，中央财政赤字由 3.16 万亿元增加到 4.16 万亿元，预计赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右。赤字率的上调更具政策指导的意义，我国长期以来将赤字率稳定在 3% 以内，此次将赤字率提高到 3.8% 左右，释放了我国中央政府部门负债率相对较低的优势，为明年财政政策方面的力度打开了想象空间。

而从中央政府融资和收支差额来看，长期以来融资和收支差额的规模大体相当，但在 2022 年两者规模出现了明显的背离，政府融资规模明显小于收支差额，故中央财政本应在 2022 年就有所发力，而目前只不过是 2022 年预留的财政空间放到了今年，所以今年财政的发力也并未非常激进。

图 36：赤字率上调更具有政策指导的意义

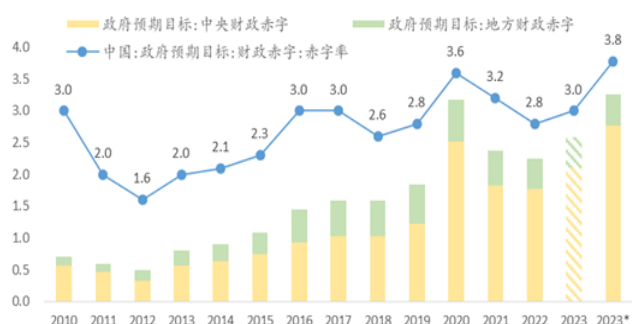
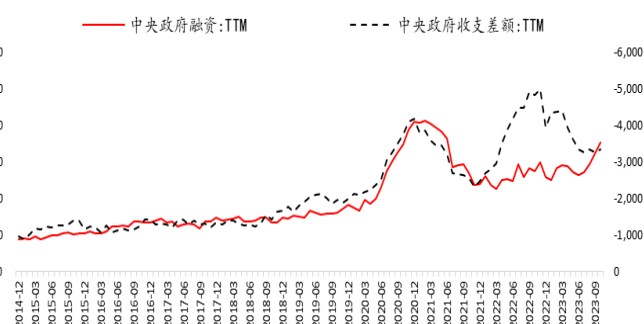


图 37：中央财政本应在 2022 年就有所发力



数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

从货币供应量的角度来看，总量上的投放并不激进。M2 增速自二季度开始持续回落，尽管绝对增速仍保持在自 2016 年以来的相对较高的水平，叠加去年的高基数效应，今年货币投放的速度并不算慢，但持续回落的 M2 增速也表明央行在货币的投放上还是比较克制的。在总量上不慢也不激进的背景下，货币供应结构上的问题才是关键，M1 增速持续低迷，M2 同比-M1 同比剪刀差持续在高位，货币活性极差。

M2-M1 的差值即为准货币，包括单位定期存款、个人存款和其他存款，准货币同比增仍处在较高水平，而更值得注意的是推动准货币维持高增速的主要动力是个人存款，在去年个人存款增速已经较快的基础上，今年仍然保持了较高的增速。这就导致了，虽然货币的整体投放量（M2）并不算慢，但是货币最终大部分都流向了个人存款，使得货币的活性极差，从而影响了“宽货币”政策对冲经济增长乏力的效果。

图 38：虽然 M2 保持较高增速，但货币活性仍然较低

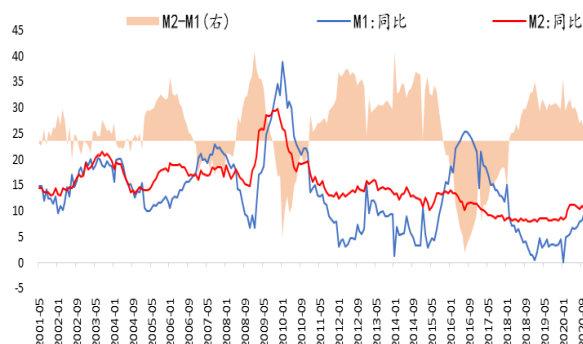
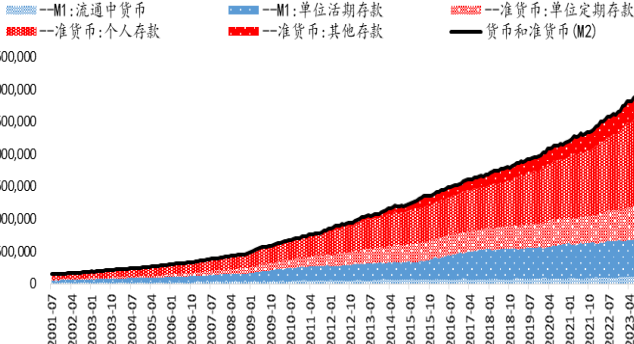
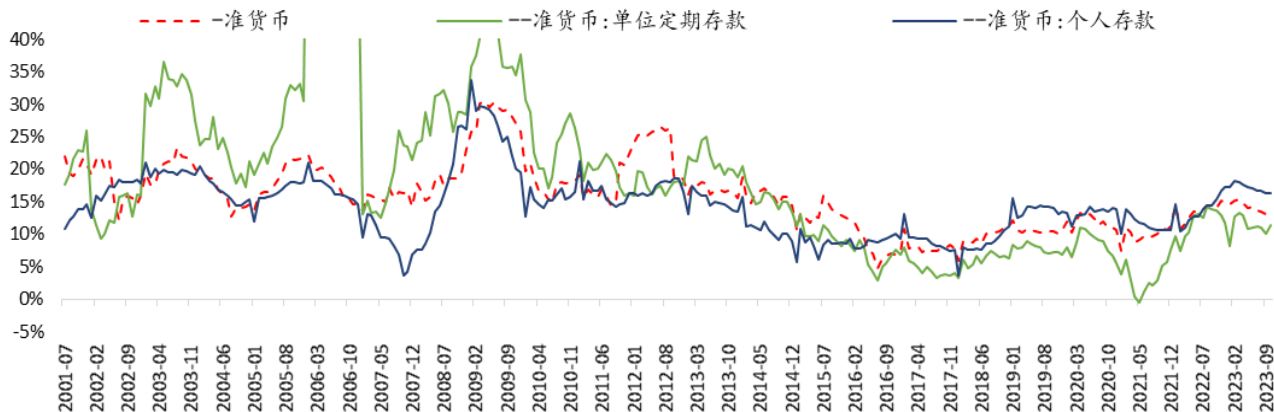


图 39：大部分货币投放最终流向了个人存款



数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

图 40：个人存款的高增推动准货币维持高增速



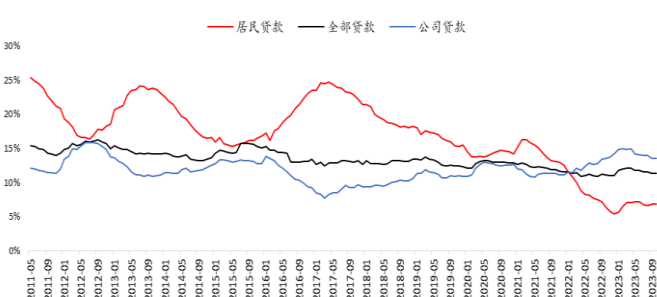
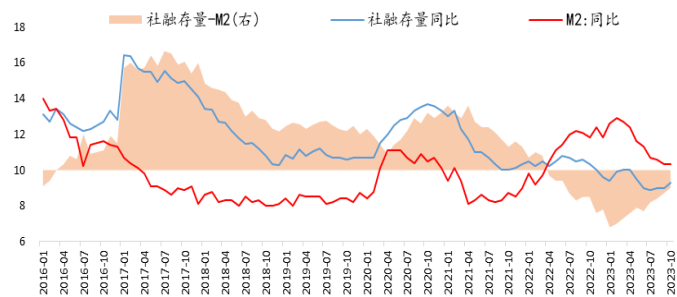
数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

“宽货币”政策落地效果较差的体现在于，“宽货币”向“宽信用”的传导不畅通。本轮由去年开始到今年 4 月份 M2 增速的提升并没有带动起社融存量增速的上行，今年社融存量增速重心继续回落，尽管在 4 月份之后社融存量增速没有跟随 M2 增速回落，但社融存量增速的绝对位置已经降至近些年的最低水平。如果以社融存量同比-M2 同比的差值代表信贷扩张情况，该差值在今年持续处于负值低位，显示信贷扩张的状况仍然并不理想。

尽管同比变化的角度来看，社融增速下行的主要因素是企业债券融资和股票融资较去年的萎缩，人民币贷款和政府债券是社融的主要支撑项，但是信贷方面结构性的问题仍然较为显著。虽然公司贷款在公司中长期贷款的推动下保持了较高的增速，企业端信贷结构较为健康，但是居民贷款增速的恢复较为缓慢，消费相关的居民短期贷款增速在防疫政策放开之后虽有所上行但在一季度之后增速恢复的势头出现停滞，而地产相关的居民中长期贷款增速在今年却迟迟不见改善，维持在较低的水平。而居民较低的购房意愿也很大程度上限制了地产政策放松的效果。

图 41：本轮“宽货币”向“宽信用”的传导不畅通

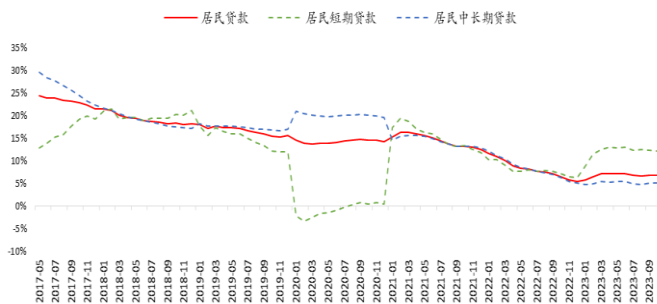
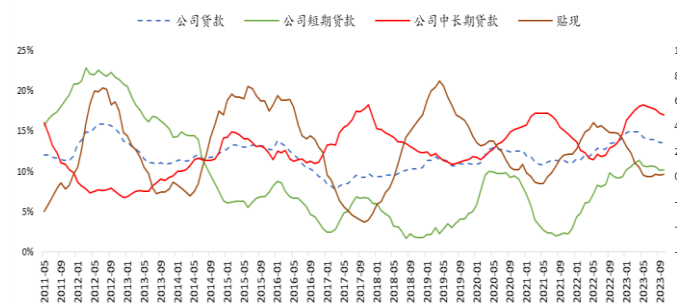
图 42：居民贷款增速的恢复较为缓慢



数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

图 43：公司贷款在中长期贷款的推动下保持了较高的增速

图 44：居民中长期贷款增速迟迟不见改善



数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

2.6 地产持续低迷拖累整体固投增速，稳定预期或才是关键

今年除了消费恢复的力度不及预期以外，投资对 GDP 的拉动也低于年初的市场预期，虽然今年在政策拉动和低息环境的支撑下基建和制造业的投资增速都相对保持了一定的韧性，但地产投资的持续低迷很大程度上拖累了整体固定资产投资的增速。

图 45：地产投资的低迷拖累了整体固定资产投资的增速

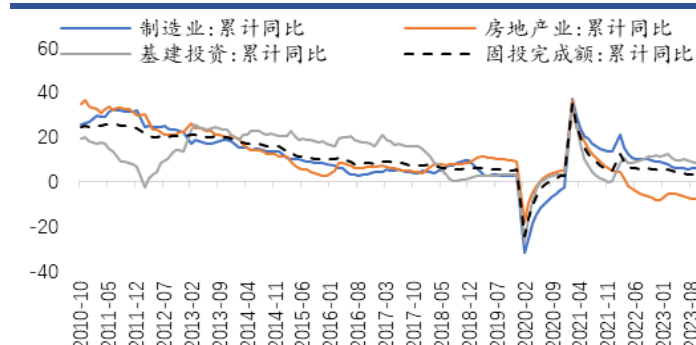
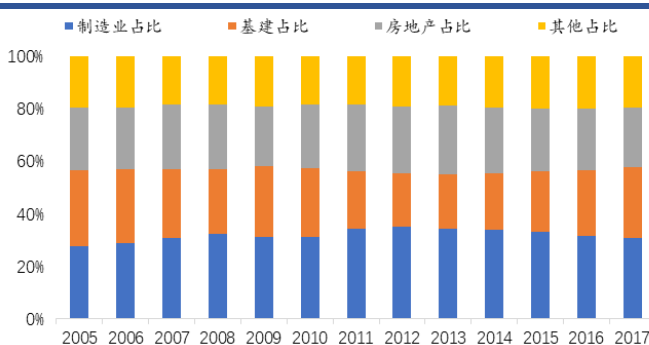


图 46：固定资产投资结构（2005 年-2017 年）



数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

居民较低的购房意愿导致地产销售的低迷，以商品房销售面积 TTM 的口径来衡量，截止到今年 10 月销售面积较疫情前的趋势已经存在近-45%的缺口（缺口达 9.5 亿平方米），即便对比去年年底销售面积 TTM 也减少了 1.8 亿平方米，而地产的销售和地产开发的资金来源又存在极强的正相关性，在销售出现如此大幅下滑的背景下，地产企业资金链持续紧张，直接的影响就是地产投资也出现了明显的下行，房地产开发投资额 TTM 较疫情前的趋势已经存在近-30%的缺口（缺口达 4.7 万亿元），对比去年年底开发投资额 TTM 也减少了 1.8 万亿元。故地产销售的企稳对地产回暖而言是重中之重。

如果以新开工面积（TTM）-销售面积（TTM）去衡量地产的库存状态，目前该差值为-2 亿平方米左右，显然地产仍处在去库的状态中。当下地产政策的放松集中在开放购房资格和降低购房成本两个方面，但这些并不直接刺激居民的购房意愿，或者说这些只是地产回暖的充分条件。

图 47：商品房销售较疫情前的趋势水平存在较大缺口

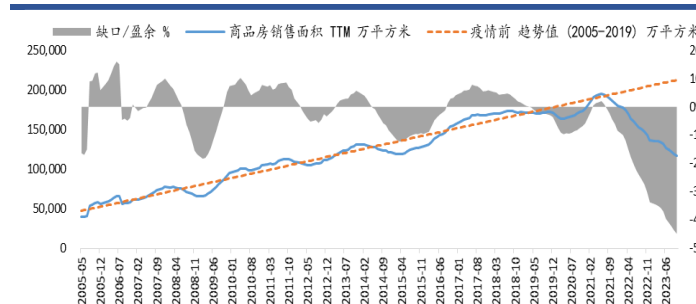
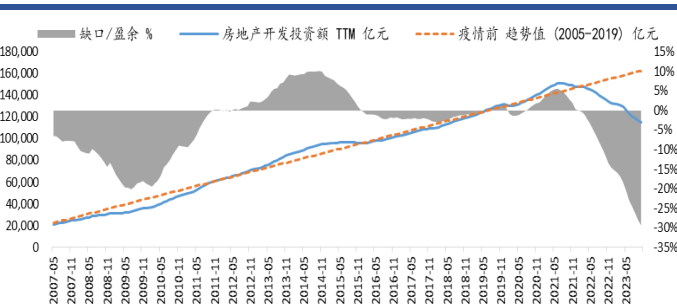


图 48：房地产开发投资较疫情前的趋势水平也存在较大缺口



数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

图 49：地产开发资金来源增速直接影响地产投资增速



图 50：地产的销售和开发资金来源存在极强的正相关性



数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

居民的购房意愿的提升才是地产回暖的必要条件，而房价的变化对于购房意愿则有一定的影响，以今年为例，在商品房成交整体低迷的背景下，一线城市二手房挂牌价格下跌的幅度却明显低于二三线城市，对应的则是一线城市商品房成交面积的下降幅度也明显小于二三线城市，即便是刚需在住房价格趋势下行的时候也会放缓其购房计划。

短期“稳地产”的政策重心在与“保交楼”和防止地产企业资金链集体断链的信用风险，中期来看“稳地产”的核心在于在“房住不炒”和租售比较低的大背景下，稳定地产价格的预期，地产价格的稳定有助于刚需和改善性地产需求的释放。

图 51：地产仍处于去库的状态中

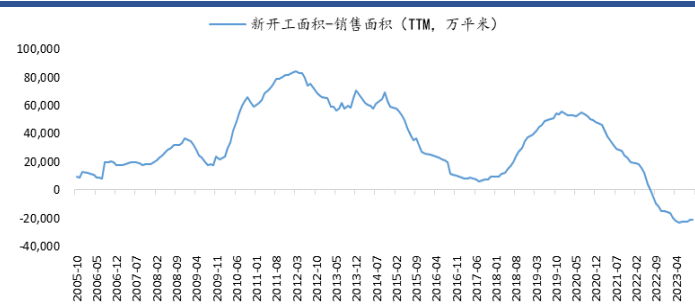
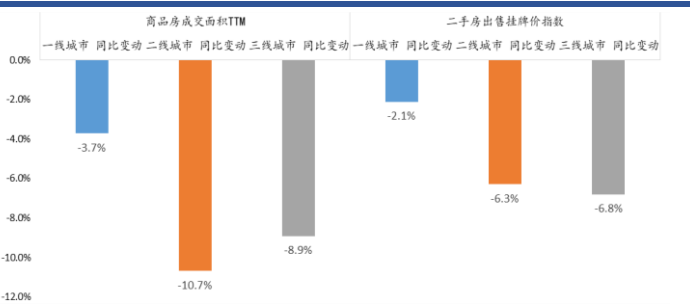


图 52：一线城市商品房成交面积的下降幅度明显小于二三线城市



数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

2.7 小结

我们认为一季度经济强复苏预期的扑空是导致一季度之后 A 股市场再度陷入悲观的主要原因，而导致经济复苏动能趋缓的关键在于消费复苏的不及预期及地产的持续低迷造成的内需不足，需求不足叠加去库周期导致了整体生产“供过于求”的局面，使得销售环节“以价换量”的情况较为普遍，导致企业利润率遭到压制，拖累企业整体盈利情况，经济总量恢复的势头并没有体现在企业的盈利上，使得盈利端的负向预期差成为今年拖累 A 股表现的主要因素。

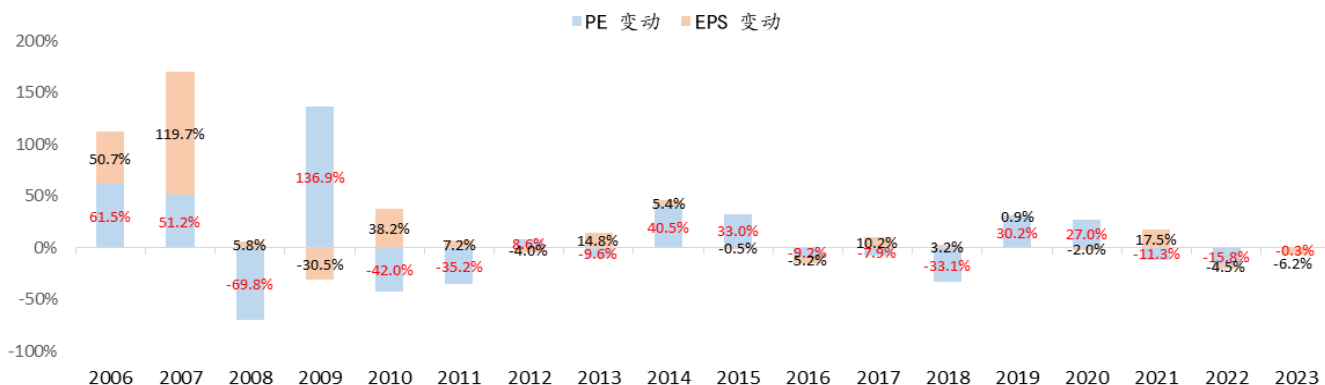
内需不足的主要原因在于居民经济行为的保守，居民极高的储蓄意愿和极低的消费及投资意愿，使得“宽货币”政策对冲经济的效果一般，也使得“宽货币”向“宽信用”的传导并不通畅，而居民保守的经济行为源于对未来经济环境和收入增长的信心缺失。同时，今年在 7 月政治局会议之前政策力度并未显著超预期，这种信心的缺失反应在 A 股市场则是，即便无风险利率持续在低位且边际下行，但是 A 股的估值仍然收缩，使得估值端成为今年拖累 A 股表现的次要因素。

三、不要低估 A 股的弹性

3.1 A 股是全球央行大放水之后少有的估值洼地

尽管 2023 年 A 股市场的下跌主要驱动来自盈利端，但是历史上看，大部分年份估值变动都是 A 股年度涨跌幅的主要归因，而且近 3 年是中证全指唯一出现连续 3 年估值收缩的情况，所以估值的修复或是 2024 年 A 股市场值得期待的机会点。

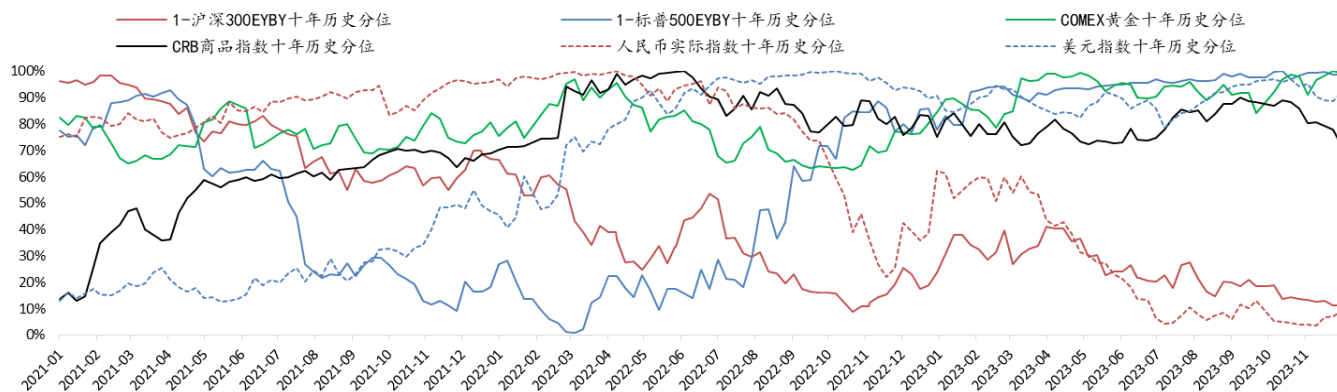
图 53：中证全指年度涨跌幅归因（2023 年截止至 12.06）



数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

重视中国资产的配置价值，如果我们 1-沪深 300EYBY 十年历史分位和 1-标普 500EYBY 十年历史分位，分别代表美股和 A 股的相对位置，以 COMEX 黄金价格、CRB 商品价格指数、人民币实际指数和美元指数的十年历史分位，分别代表贵金属、大宗商品和汇率的相对位置，我们可以发现在经历了海外央行集体的超级大放水之后，目前只有代表中国资产的 A 股和人民币仍处在历史极低的位置，而贵金属、大宗商品和美股为代表的海外权益市场均处在历史较高的位置，从资产配置的角度来看，中国资产的价值重估或许存在较大空间。

图 54：“大放水”之后目前只有中国资产的价格处在历史较低的位置



数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

绝对估值的角度来看，纵向对比历史水平 A 股估值水平也已经比较低，“估值底”特征较为明显。除了今年表现相对较好的成长股（中证 1000 和全指成长）以外，其他主要宽基指数的 PE_TTM 十年历史分位均在 20% 附近或以下。

PB_LF 方面除了全指成长以外，其他主要宽基指数的 PB_LF 十年历史分位均在 10% 以下，沪深 300 和中证全指甚至已经逼近近十年来市净率的低点。

股息率方面，主要宽基指数的股息率（近 12 个月）十年历史分位均在 90% 以上，从股息率的绝

对水平来看全指价值的股息率已经超过 5.5%，上证 50 的股息率也已经超过 4.4%，远高于无风险利率的水平，从较高的股息率来看，明年即便是风险偏好较低的投资人，也可以考虑高分红叠加低波动的选股组合。

图 55：主要宽基指数 PE_TTM 十年历史分位

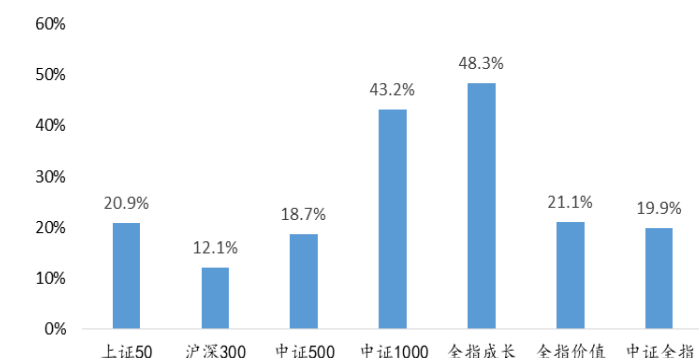
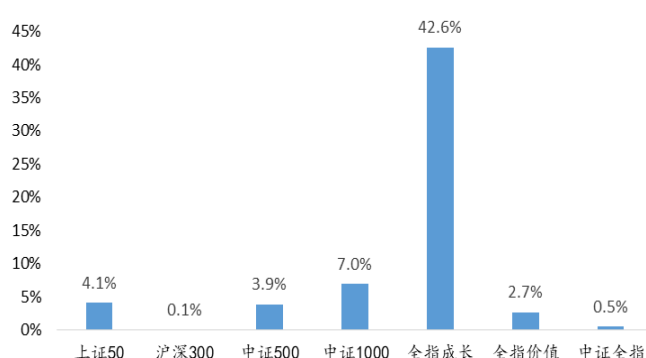


图 56：主要宽基指数 PB_LF 十年历史分位



数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

图 57：主要宽基指数股息率（近 12 个月）十年历史分位

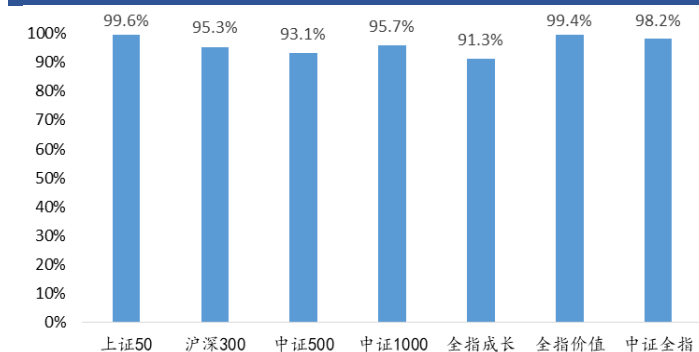
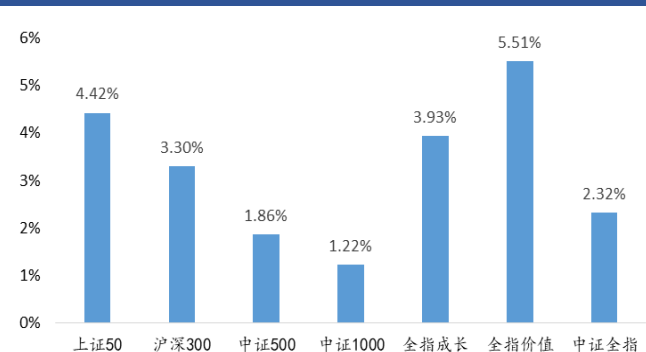


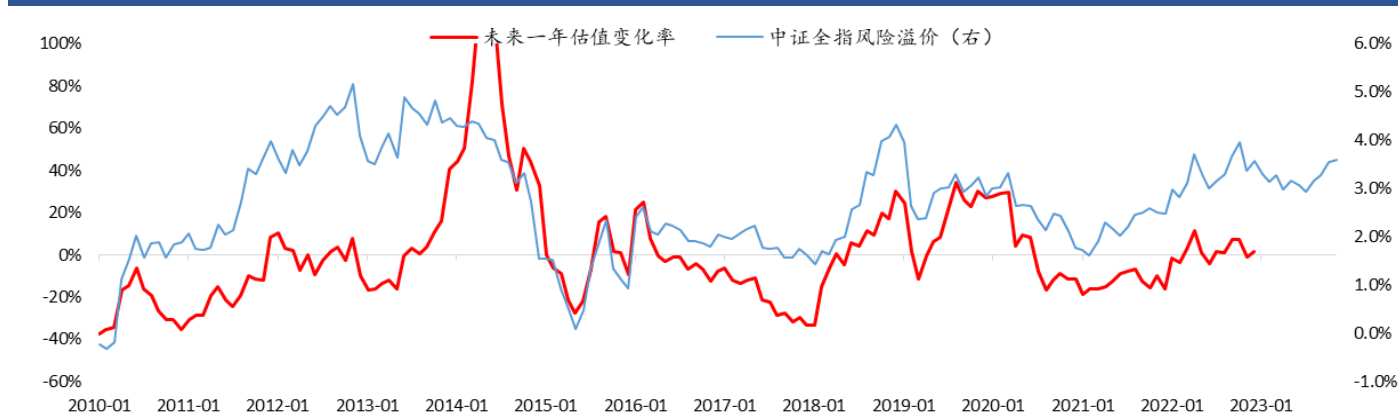
图 58：主要宽基指数股息率（近 12 个月）



数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

估值与利率的角度来看，除了考虑绝对估值的高低外还需要考虑无风险利率情况，在数据层面则体现为指数风险溢价与指数未来一年估值变化率存在较强的相关性。以中证全指为例，2023 年风险溢价维持在较高的水平显示指数层面的配置性价比较高，存在较大的估值修复空间，以风险溢价的相关性来推算，在 2024 年中证全指估值或将提升 21% 左右。

图 59：重心不断走升的风险溢价显示指数层面存在较大的估值修复空间



数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

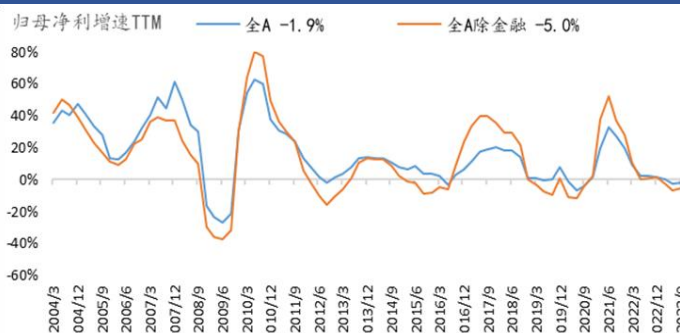
3.2 盈利端或现实质性修复

本轮 A 股的“盈利底”在 2023 年二季度，2023 年三季报显示，全 A 除金融归母净利 TTM 增速较二季度小幅上升 1.6 个百分点至-5.0%，全 A 归母净利 TTM 增速上升 0.5 个百分点至-1.9%。从归母净利润结构来看，利润继续向中下游转移。中游和下游行业的归母净利 TTM 增速仍相对较高分别为 21.6%和 5.3%，而 TMT 和上游行业的归母净利 TTM 增速相对较低分别为-15.8 和-20.7%，但三季度边际上有所改善，分别提升 5.1 个百分点和 0.8 个百分点，上游资源品价格的上涨以及半导体行业景气周期的见底回升或是主要因素。金融地产归母净利 TTM 增速则下降 0.6 个百分点至-0.2%。

从净利润口径来看，拉动全 A 盈利增速小幅改善的动力主要来自于上游和 TMT 行业拖累的边际好转，而中游和下游的支撑并没有明显走扩反而小幅缩小，故不管是从绝对的盈利增速还是从盈利的结构来看，目前 A 股盈利端仍处在刚刚见底的状态中，市场对盈利端的预期或将不再趋于更加悲观，但“V”形的反转也是难以看到的，现阶段盈利端“L”形的恢复或是主流预期。

图 60：主要宽基指数股息率（近 12 个月）十年历史分位

图 61：主要宽基指数股息率（近 12 个月）



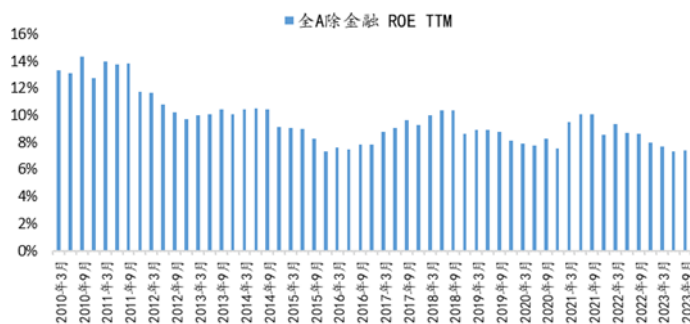
数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

ROE 方面，Q3 全 A 除金融 ROE（TTM）小幅走升 0.03 个百分点，至 7.39%，拉动 ROE 改善的主要原因是前期一直下降的销售净利率终于有所回升（较 Q2 上升 0.06 个百分点至 4.91%），但是资产周转率（较 Q2 下降 0.19 个百分点至 62.23%）和权益乘数（较 Q2 下降 1.22 个百分点至 242.21%）的下行，拖累了 ROE 改善的幅度。从绝对水平来看，全 A 除金融 ROE 仍处在历史上相对较低的水平，资产周转率尚处于 2016 年以来平均水平，而销售净利率和权益乘数则处于 2016 年以来的较低水平，显然上市公司在利润状况并不好的情况下主动控制了杠杆的使用，未来 ROE 的修复或将更多依赖利润率的提升，已经盈利状况改善后上市公司加杠杆的行为。

结构方面，Q3 中游、下游和 TMT 行业 ROE（TTM）边际改善，分别上行 0.08、0.11 和 0.19 个百分点至 7.3%、8.8%和 5.4%，而上游和金融地产行业 ROE（TTM）边际下降，分别下行 0.20 和 0.23 个百分点至 10.2%和 8.2%。

图 62：全 A 除金融 ROE TTM

图 63：全 A 除金融销售净利率 TTM



数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

图 64：全 A 除金融资产周转率 TTM

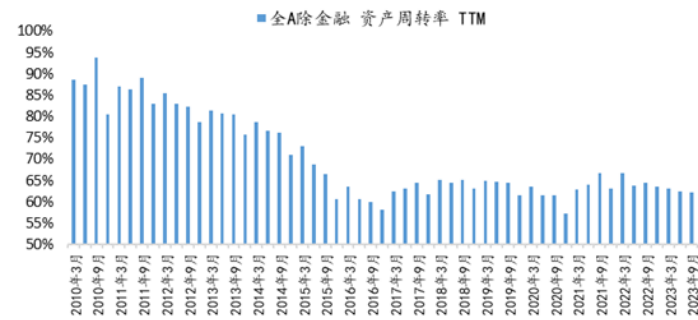
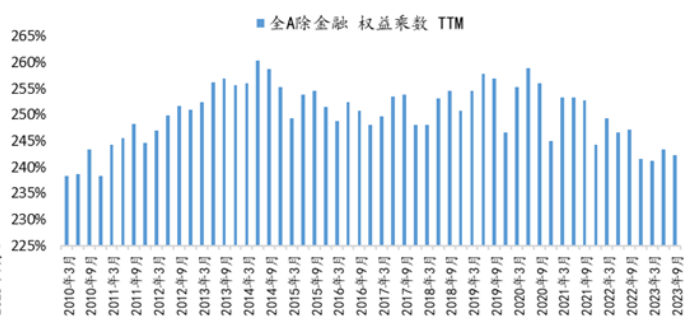


图 65：全 A 除金融权益乘数 TTM



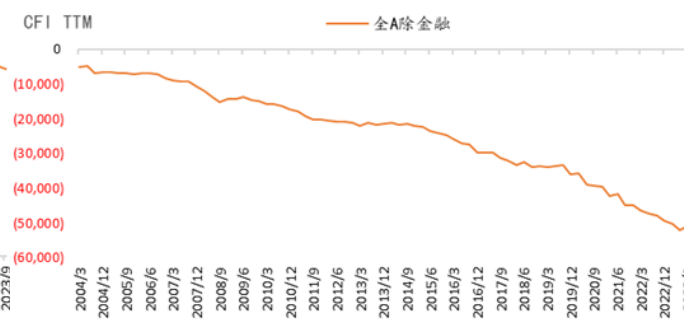
数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

从现金流的角度来看，Q3 全 A 除金融的经营性现金流（CFO）TTM 持续小幅回落，2021 年之后经营性现金流仍明显落后于疫情前的趋势水平，同时 Q3 投资性现金流（CFI）TTM 边际上也有所收缩。值得注意的是，筹资性现金流（CFF）TTM 保持负值，边际上也持续下行继续降至历史极低水平，显示出整体上来看 Q3 上市公司的现金流状况更趋于保守，在经营状况没有出现明显改善的背景下，减少了投资的支出以及加快了还债的节奏，也印证了上文中较低的销售净利率和权益乘数水平导致 ROE 相对较低的结论。

图 66：全 A 除金融经营性现金流（CFO） TTM

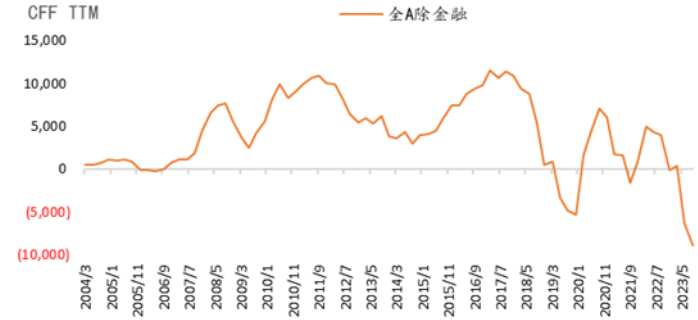


图 67：全 A 除金融投资性现金流（CFI） TTM



数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

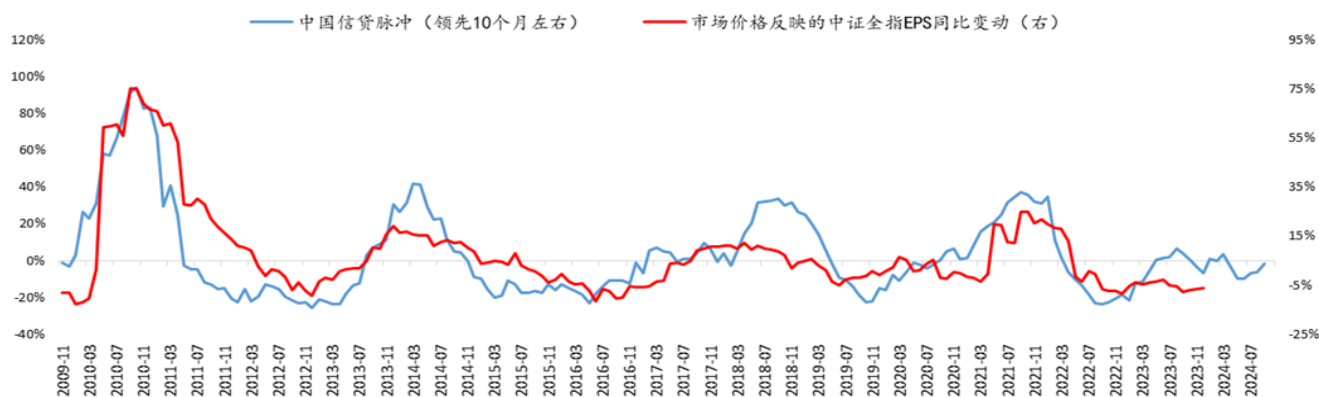
图 68：全 A 除金融筹资性现金流（CFF） TTM



数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

从盈利角度来看，我们认为虽然去年经济复苏力度不及预期，但市场对经济转弱的计价已经较为充分，甚至对盈利端已经过于悲观。目前市场价格隐含的中证全指 EPS 同比为-5%到-6%已经是历史极低的水平，甚至低于疫情期间，中国的信贷脉冲一般领先价格隐含的中证全指 EPS 同比 10 个月左右，而在今年二季度 EPS 同比的预期并没有追随领先指标信贷脉冲上行。政策催化下明年盈利端存在过度悲观预期修正的可能，盈利端的改善反而可能是明年较大的预期差。

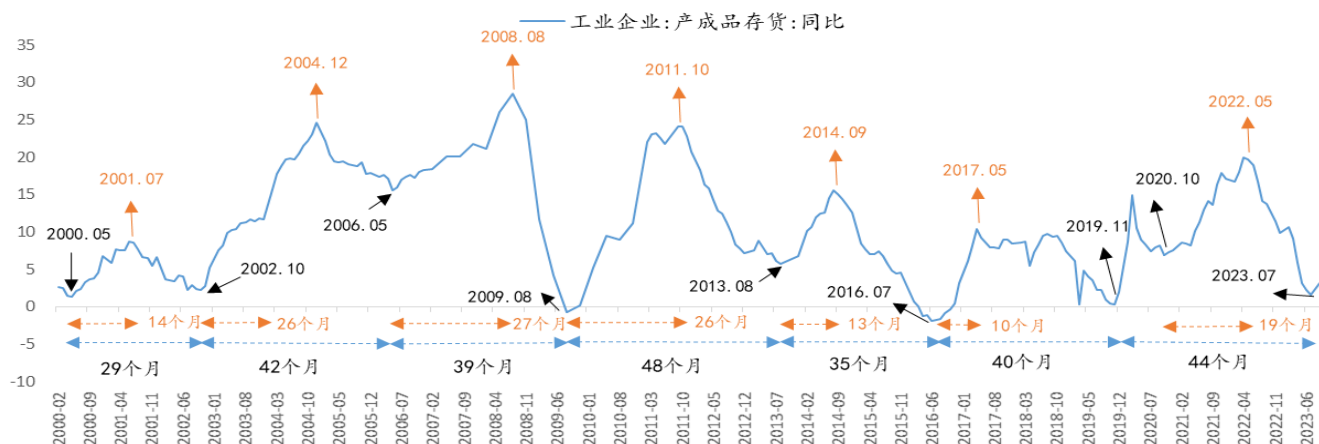
图 69：中证全指的风险溢价领先其未来 PE 变动 10 个月左右



数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

考虑到疫情的影响，最近一轮库存周期从 2019 年 11 月开始到 2023 年 7 月结束也已经历了 44 个月的时间，大体符合历史上一轮库存周期的时间跨度，同时名义 GDP 增速领先工业企业产成品库存增速 9 个月左右，考虑到今年中国通胀低基数的影响，明年名义 GDP 增速向上的概率较大，制造业有望开启一轮新的库存周期即进入补库阶段历史上看补库周期一般将维持 1-2 年的时间。

图 70：2000 年以来制造业经历了 7 轮完整的库存周期



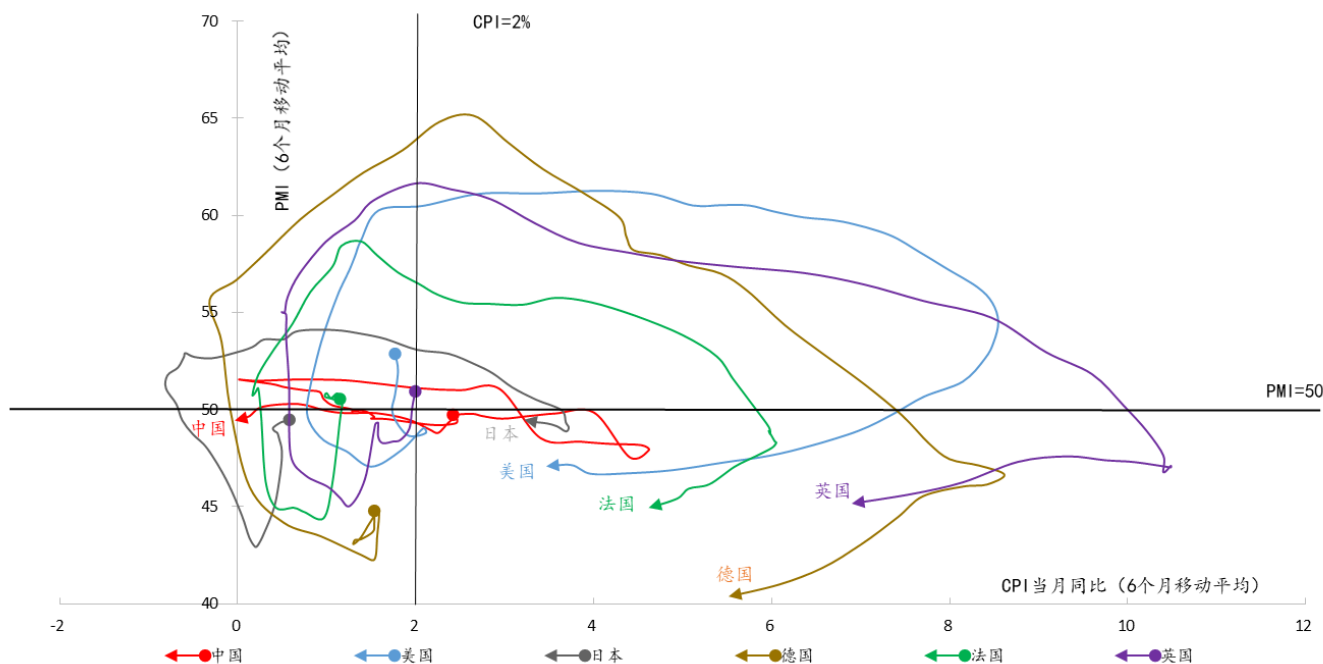
数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

在内需刺激力度加大的背景下，工业增加值增速在 2023 年有望继续回升，全年来看量的方面会对盈利端继续形成支撑。2023 年造成经济复苏动能较慢的核心因素在于内需的不足，而制造业进入补库周期有助于缓解需求上的问题，一定程度上缓解去年“供过于求”的矛盾。而去年拖累企业盈利的关键因素利润率的低迷，在明年也有望改善。在全球通胀进入下行期的过程中，原材料价格重心有望下移，一定程度上缓解成本端的压力，而自今年二季度以来工业企业的经营成本虽然维持在较高的水平但是已经呈现出了下降的态势，随着大宗商品价格走弱，明年成本的下行可能更为明显，使得企业利润率回到正常水平。同时，明年需求的转暖也有望改善今年销售时“以价换量”的情况，明年销售端也有望更好的传导成本端的压力。

而价的方面，此轮中国的通胀周期和经济周期与海外主要经济体是相背离的，其本质是疫情影响期间我国流动性投放的相对克制，所以尽管目前全球通胀已进入下行期，但在低基数效应下，中国的 PPI 和 CPI 在明年都或将出现温和的上涨，价格方面也将不再是拖累企业盈利的因素。

企业融资需求的扩张一般领先企业盈利的修复，落实到数据层面则是中国信贷脉冲领先中证全指 EPS 增速十个月左右的时间，以信贷脉冲的相关性来推算，2024 年中证全指 EPS 或将同比增长 6.1% 左右。

图 71：此轮中国的通胀周期和经济周期与海外主要经济体是相背离的



数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

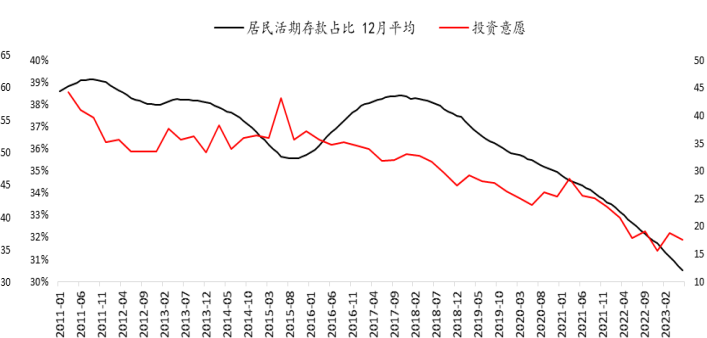
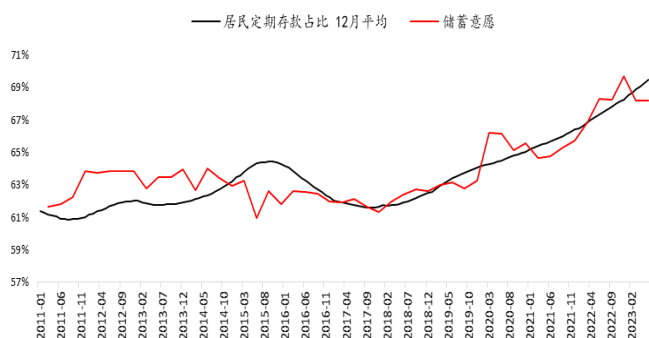
3.3 居民端是弹性的决定性变量

全年来看，结合我们对中证全指在 2023 年估值或将提升 21% 左右，EPS 或将同比增长 6% 左右的判断，我们预测上证全指的全年涨幅或在 28% 左右，所以对指数 Beta 整体上的观点是乐观的。

今年居民定期及其他存款存量同比持续在较高水平，而中长期贷款存量同比则保持在较低水平，居民的经济行为仍是十分保守，今年居民的经济行为并没有出现实质性的改善。居民经济行为的保守体现在极高的储蓄意愿和极低的消费及投资意愿。目前宏观层面的一些问题比如货币活性低、内需不足、地产低迷，居民保守的经济行为都是诱因之一，内需可持续性的向好对经济增长形成正向循环的前提是居民经济行为的改善，这或是政策刺激更重要的目标。

图 72：居民储蓄意愿极高

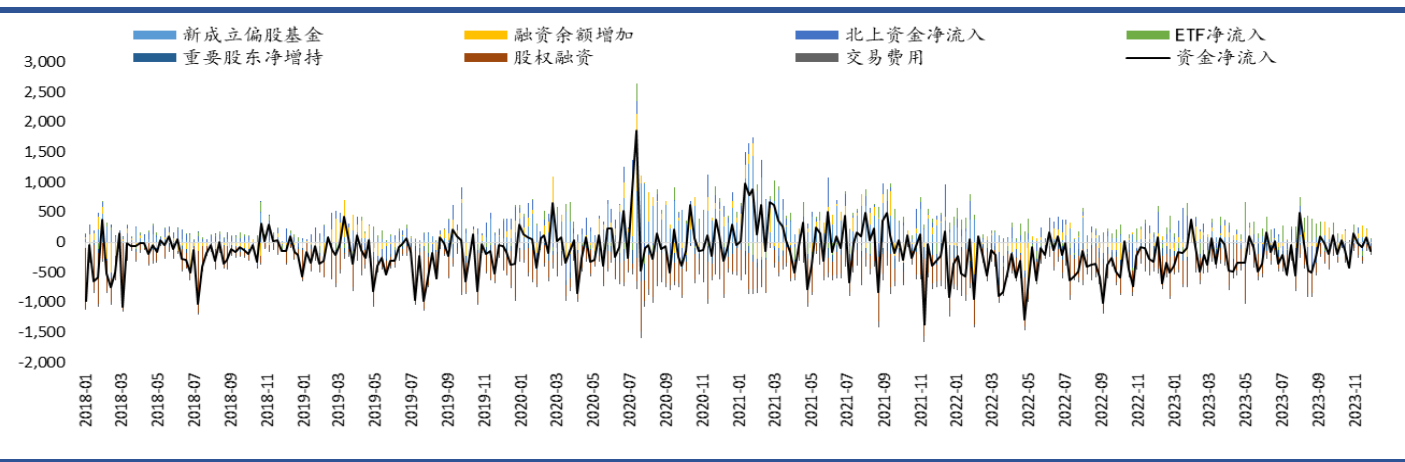
图 73：居民投资意愿极低



数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

投资意愿的下降最为直接的影响就是 A 股市场进入了减量博弈的状态，从我们构建了 A 股流动性跟踪情况来看，自 2021 年 9 月份以后 A 股总体就进入了减量博弈，对应的则是居民投资意愿出现下滑并处于较低水平，今年资金总流出的规模虽然小于去年但仍未摆脱减量博弈的状态，而减量博弈带来的影响就是市场上很难找到持续上涨的板块，一个典型的例子就是今年年底以北证 50 代表的北交所股票出现集体性大幅上涨，但同时仅仅以北交所的体量却对主板形成的流动性的虹吸效应，打压了主板的表現，这也侧面反映除了场内流动性的紧张。

图 74：A 股流动性跟踪（周频）

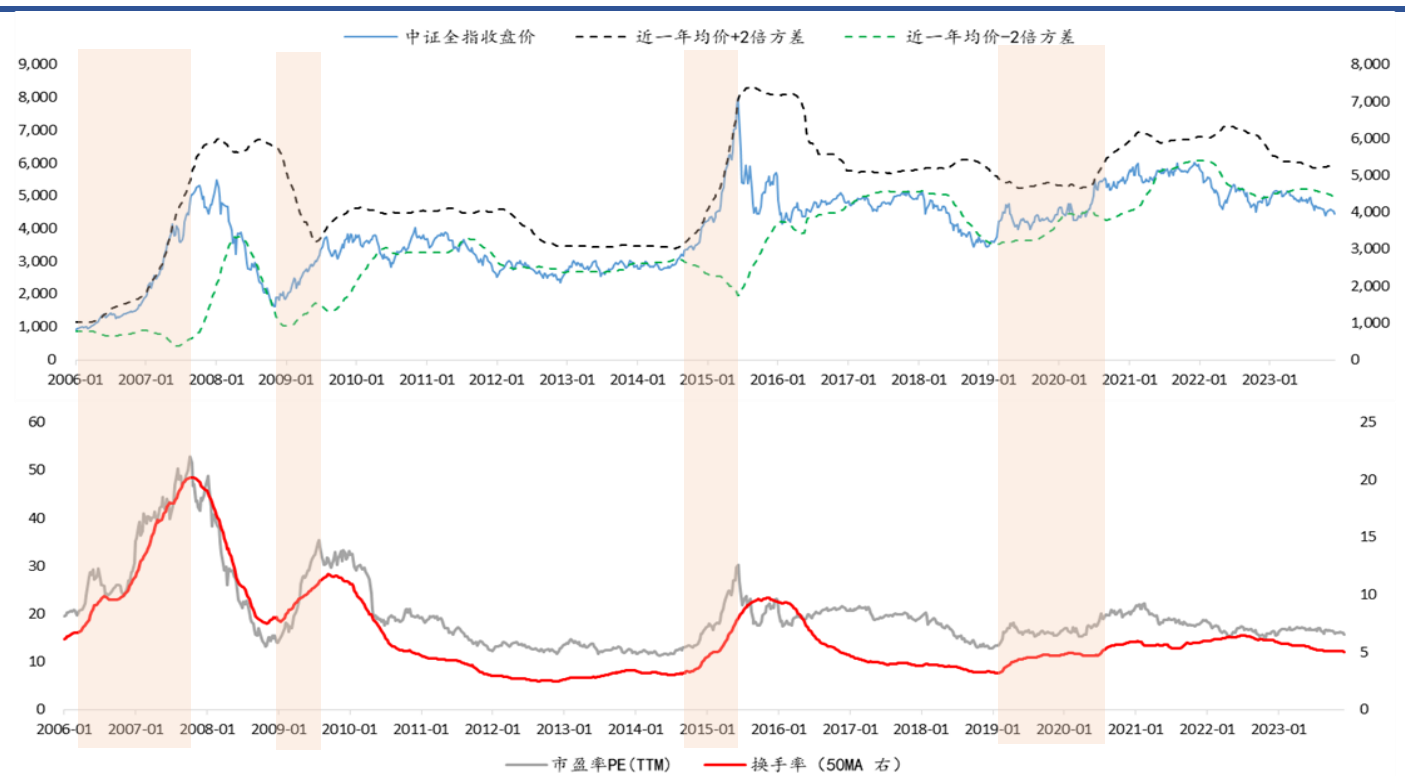


数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

由于每年 A 股的融资规模是远大于退市规模的就是导致 A 股成趋势的上涨往往都需要增量资金的推动，这也是为什么往往在经济周期下行的尾声 A 股的表现却偏好的原因，周期尾部往往会使政策发力最强的时候（政策底），会造成宏观流动性的宽松，随着资产的落地和逐渐起效，对经济前景观点的改善会促使市场出现估值修复性的上涨（市场底），这也是为什么市场底往往出现在政策底之后，而市场的赚钱效应会吸引场外资金入场，形成宏观流动性对 A 股微观流动性的传导，A 股进入趋势性的上涨（流动性推动）。

而 A 股的另一个特性是，一旦市场进入由流动性推动的估值扩张阶段，其价格的弹性往往远超市场的理性预期，以中证全指为例，历史上的四次明显由流动性推动的估值扩张行情，其价格的高点均要高于过于一年价格均值+2 倍方差，即统计意义上小于 5% 概率发生的小概率事件。换句话说，市场进入乐观情绪较为高涨的情景之后，投资者的在市场赚钱效应的刺激下，容易产生从众的“羊群效应”，使得指数层面出现非理性的上涨。

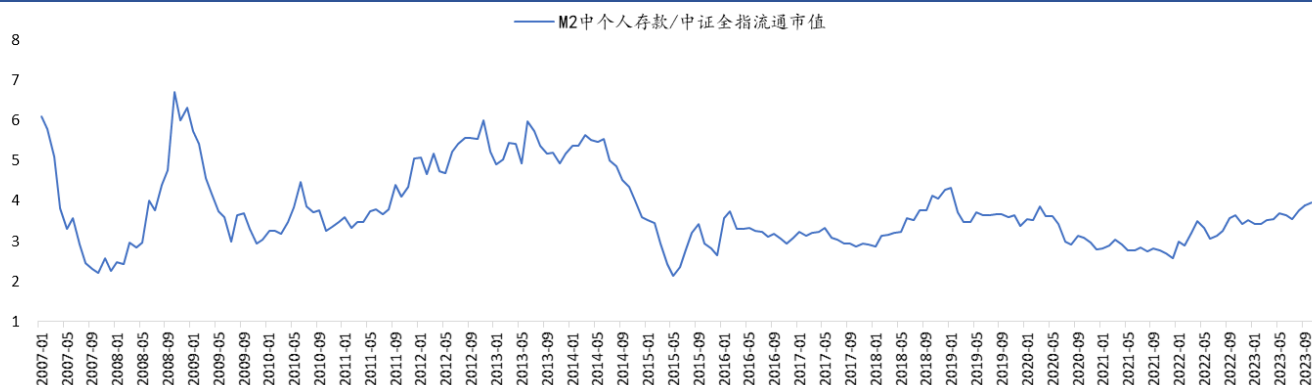
图 75：历史上的四次由流动性推动的估值扩张行情，其价格的高点均要高于过于一年价格均值+2 倍方差



数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

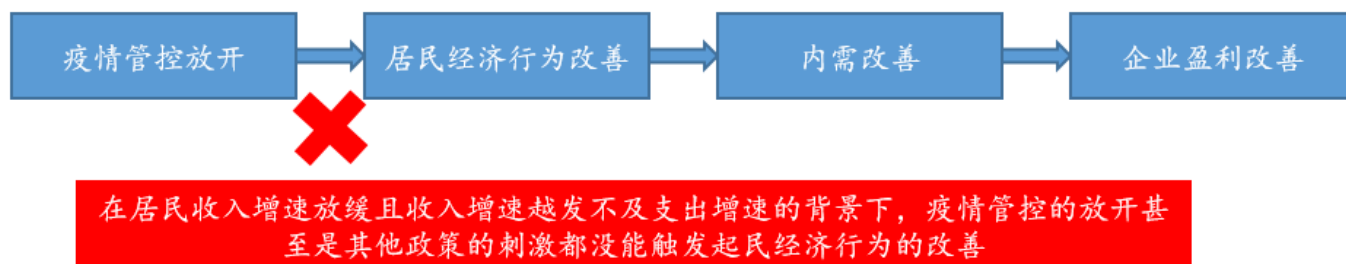
至于明年行情的高度，居民经济行为是否出现明显改善是关键。M2 中的个人存款/中证全指流通市值的比值已经达到了 15 年之后的次高点仅次于 2019 年初的水平，所以流动性和行情弹性的核心问题是 A 股市场能否吸引以居民储蓄为代表的增量资金的持续入场。如果居民减少储蓄，增加消费和投资，那么宏观层面盈利端的修复会更为明显，微观层面 A 股市场则有概率进入增量博弈，市场反弹的高度则取决于增量资金入场的速度，不排除出现非理性上涨的情况。但是若政策刺激继续不能带动居民的经济行为改善，则高度或相对有限。

图 76：M2 中的个人存款/中证全指流通市值的比值已经达到了 15 年之后的次高点

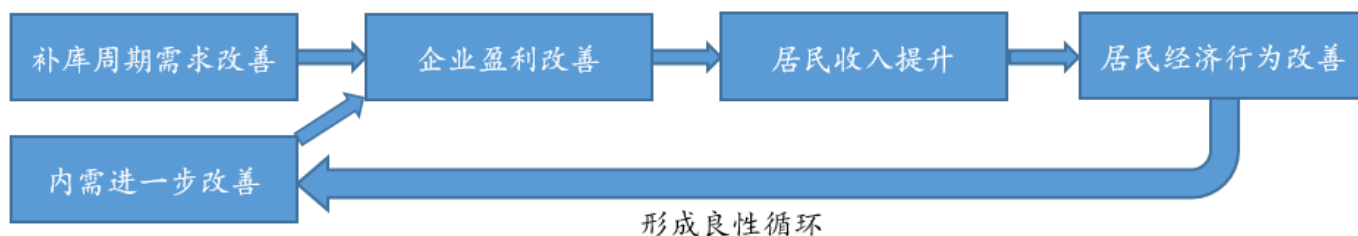


数据来源：IFinD、海通期货投资咨询部

今年年初市场认为的逻辑链是：疫情管控放开-居民经济行为改善-内需改善-企业盈利改善，但是在居民收入增速放缓且收入增速越发不及支出增速的背景下，疫情管控的放开甚至是政策的刺激都没能刺激起民经济行为的改善。



居民收入提升是居民经济行为改善的动因，而企业盈利的改善是居民收入提升的前提，在补库周期叠加利润率有望回归常态的展望下，企业盈利的改善或将产生连环效应。所以，我们认为明年更为合理的逻辑链是：补库周期下总需求改善-企业盈利改善-居民收入提升-居民经济行为改善-内需进一步改善形成良性循环。



3.4 观点及策略：大盘小盘都有机会，先交易基本面和估值修复，再考虑估值扩张

2024 年 A 股情景推演：

1) 绝对估值处在底部具有较大的修复空间，而且 2023 年时中证全指唯一连续 3 年估值收缩的情况，除了中证 1000 和全指成长以外，其他主要宽基指数的 PE_TTM 十年历史分位均在 20%附近或以下。除了全指成长以外，其他主要宽基指数的 PB_LF 十年历史分位均在 10%以下。主要宽基指数的股息率（近 12 个月）十年历史分位均在 90%以上，从股息率的绝对水平来看全指价值的股息率已经超过 5.5%，上证 50 的股息率也已经超过 4.4%，远高于无风险利率的水平。估值的修复将是 2024 年市场确定性较高的机会点。

2) 对比其他资产，海外央行集体的超级大放水之后，目前只有代表中国资产的 A 股和人民币仍处在历史极低的位置，A 股和港股是全球权益市场中少有的估值洼地。指数风险溢价与指数未来一年估值变化率存在较强的相关性。以中证全指为例，2023 年风险溢价维持在较高的水平显示指数层面的配置性价比较高，以风险溢价的相关性来推算，在 2024 年中证全指估值或将提升 21%左右。

3) 去年经济增长动能较慢的主要原因在于需求不住，而去库周期导致了整体生产“供过于求”的局面，使得销售环节“以价换量”的情况较为普遍，导致企业利润率遭到压制，拖累企业整体盈利情况，经济总量恢复的势头并没有体现在企业的盈利上，使得盈利端的负向预期差成为今年拖累 A 股表现的主要因素。但是本轮 A 股的“盈利底”已经确定在 2023 年二季度，2024 年制造业有望进入补库周期有助于缓解需求上的问题，一定程度上缓解去年“供过于求”的矛盾。在全球通胀进入下行期的过程中，原材料价格重心有望下移，一定程度上缓解成本端的压力，同时需求的转暖也有望改善今年销售时“以价换量”的情况，明年销售端也有望更好的传导成本端的压力。而价的方面，尽管目前全球通胀已进入下行期，但在低基数效应下，中国的 PPI 和 CPI 在明年都或将出现温和的上涨，价格方面也将不再是拖累企业盈利的因素。企业融资需求的扩张一般领先企业盈利的修复，落实到数据层面则是中国信贷脉冲领先中证全指 EPS 增速十个月左右的时间，以信贷脉冲的相关性来推算，2024 年中证全指 EPS 或将同比增长 6.1%左右。

4) 2023 年 7 月政治局会议对资本市场“活跃资本市场，提振投资者信心”的表态无疑是本轮“政策底”的确认信号，再次之后政策力度开始超预期，且除了针对宏观经济的货币和财政政策以及针对产业的相关刺激政策以外，针对资本市场的政策成为新的发力点，其中包括针对交易的减税降费、针对资本市场结构的改善、针对投资者结构的优化、针对融券和减持的限制等。如果说活跃资本市场是最终目的，那么这个目的显然还未达成，且 A 股的换手率往往和市场的赚钱效应成明显的正相关性。当下是自 2015-2016 年后，政策层面对 A 股市场相对最为友好的阶段。

5) M2 中的个人存款/中证全指流通市值的比值已经达到了 15 年之后的次高点仅次于 2019 年初的水平，所以流动性和行情弹性的核心问题是 A 股市场能否吸引以居民储蓄为代表的增量资金的持续入场。居民收入提升是居民经济行为改善的动因，而企业盈利的改善是居民收入提升的前提，在补库周期叠加利润率有望回归常态的展望下，企业盈利的改善或将产生连环效应。所以，我们认为明年更为合理的逻辑链是：补库周期下总需求改善-企业盈利改善-居民收入提升-居民经济行为改善-内需进一步改善形成良性循环。如果居民减少储蓄，增加消费和投资，那么宏观层面盈利端的修复会更为明显，微观层面 A 股市场则有概率进入增量博弈，市场反弹的高度则取决于增量资金入场的速度，不排除出现非理性上涨的情况。

如果企业盈利改善将发生在居民经济行为改善之前，那么 2024 年首先的交易逻辑将是基本面修复和市场情绪改善带动的估值修复上，那么估值安全边际更高且去年表现相对较弱的价值股或在

阶段领涨，该阶段可考虑做多上证 50 和沪深 300，期货端可考虑 IH 或 IF 的多头替代策略，多 IH 空 IM 的跨品种套利。后续如果市场的赚钱效应可以吸引增量资金的持续入场，市场进入由流动性推动估值扩张的增量博弈阶段，小盘股和成长股的估值弹性将好于大盘股和价值股。该阶段可考虑做多中证 500 和中证 1000，期货端可考虑 IC 或 IM 的多头替代策略，多 IM 空 IH 的跨品种套利。

全年来看，我们认为以上证 50 和沪深 300 为代表的价值股或拥有更高的胜率以及相对较好的赔率，而一旦市场进入加速上涨阶段，以中证 500 和中证 1000 的成长股或拥有更好的赔率。

所以，对投资安全边际要求相对较高的投资者可以考虑高分红叠加低波动的选股组合，在获得较为客观的股息的基础上也能享受到指数 Beta 上涨的收益。而对收益目标要求较高的投资者可以考虑高 Beta 加景气反转的选股组合，在放大 Beta 弹性的同时追逐业绩改善带来的 Alpha 收益。

法律声明：

本报告仅供海通期货股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

郑重声明：

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货投资咨询部并获得许可，并须注明出处为海通期货投资咨询部，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。