

【股指专题】2024 年春季展望（二）：两会**后股指交易机会如何？****摘要：**

期指方面，近期受到市场情绪影响基差整体上涨。而中证1000 期指基差并未跟随指数发生大幅上涨，且伴随着持仓量回补明显，或来自于中性策略陆续入场建仓带来的期指基差下行压力。考虑到 IC、IM 还将受到雪球合约建仓及对冲的影响，后续不同品种期货合约的基差变动或出现明显分化；对于 IH、IF，市场情绪或将成为影响期指基差的主要力量，在其作用下基差可能继续与指数同向变动。

期权方面，在前期指数调整的过程中，短期风险偏好下降，各品种指数期权的隐含波动率从低位大幅拉升，与指数走势整体呈现负相关关系；随后在指数触底反弹的过程中，50、300 期权隐波率先回落，1000 期权隐波表现出一定的粘性，进入3月以来，随着反弹行情的基本确立，1000 隐波迅速回落。

整体来看，经济预期修复的症结仍在地产销售端以及受其影响的消费端。当前市场对经济偏悲观的预期已经有所改善，但还没到彻底扭转的阶段。开年以来宏观政策加快发力，落地显效仍需要一个过程，居民和企业端信心的修复也需要时间。

展望后市，前期流动性冲击和流动性回补所造成市场大波动基本告一段落，市场逐渐回归到相对平稳运行状态。指数由急涨进入震荡或缓涨阶段，市场重新回到经济基本面、企业盈利和资金面边际供求等因素。后续重点关注大规模设备更新和消费品以旧换新对内需的提振效果以及地产销售能否企稳等。

策略观点：

股指在持续上涨后，短线可能有一定资金止盈兑现压力，内部或表现为政策利好性结构分化，但股指中期反弹行情依然值得期待，全年重点关注新质生产力和消费板块中长期修复机会。期权近期隐波处于回落区间，推荐备兑策略或双卖策略增厚收益。

风险提示：

历史统计失效风险、模型误设风险、市场环境超预期等。

专题报告**作者：刘超**

期货交易咨询从业信息：Z0012924

邮箱：liuchaoqh@csc.com.cn

电话：023-86769757

研究助理：孟庆姝

期货从业信息：F03108218

邮箱：mengqingshu@csc.com.cn

电话：021-50610025

报告日期：2024 年 3 月 14 日

一、A 股历史存在较为明显的两会“日历效应”

从 2011-2022 年两会前后市场表现的历史数据看,A 股市场的两会日历效应较为显著。

以每年两会的开幕日、闭幕日为界,分别统计两会期间、两会结束后 5 个交易日、后 20 个交易日几个宽基指数的表现。

图表 1: 两会期间和两会后宽基指数表现

	两会期间				两会结束后一周				两会结束后一月			
	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000
2011	0.6%	0.6%	1.6%	1.9%	-0.8%	-1.7%	-2.0%	-1.3%	7.1%	3.3%	-0.5%	-0.7%
2012	-3.7%	-2.8%	-1.6%	-1.1%	-1.0%	-0.7%	0.7%	1.2%	-0.3%	-1.2%	-1.3%	-1.3%
2013	-5.3%	-4.8%	-4.9%	-4.2%	3.4%	3.1%	3.1%	3.0%	-3.7%	-3.2%	-2.5%	-2.3%
2014	-1.8%	-1.8%	-1.7%	-1.0%	-2.1%	-2.5%	-0.8%	0.1%	8.9%	6.1%	2.9%	0.6%
2015	0.6%	0.5%	3.1%	4.5%	7.4%	7.6%	8.2%	8.8%	21.9%	22.2%	28.3%	28.3%
2016	4.5%	1.3%	-3.3%	-3.0%	1.8%	4.7%	10.0%	12.4%	2.0%	6.0%	15.1%	18.1%
2017	0.1%	0.8%	0.8%	1.2%	-0.8%	-0.4%	0.2%	0.2%	-0.1%	0.7%	0.6%	-2.7%
2018	1.4%	1.5%	1.9%	2.9%	-5.4%	-4.0%	-2.3%	-2.1%	-7.6%	-6.5%	-2.7%	-2.1%
2019	-2.7%	-1.3%	3.9%	5.4%	1.4%	2.4%	4.9%	4.1%	6.1%	6.2%	5.5%	4.8%
2020	-1.6%	-2.0%	-2.3%	-1.8%	2.6%	3.3%	4.0%	4.3%	4.1%	6.6%	7.5%	7.9%
2021	-7.5%	-8.2%	-7.1%	-7.3%	1.7%	1.9%	2.7%	3.3%	1.2%	2.2%	4.9%	5.4%
2022	-5.2%	-5.4%	-5.6%	-4.8%	-0.8%	-0.9%	-2.2%	-1.6%	-1.4%	-2.9%	-5.4%	-8.2%
2023	-5.0%	-4.0%	-2.9%	-2.4%	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.9%	1.8%	3.5%	3.3%	2.5%
上涨 概率	38.5%	38.5%	38.5%	38.5%	46.2%	46.2%	61.5%	69.2%	61.5%	69.2%	61.5%	53.8%
平均 收益	-2.0%	-2.0%	-1.4%	-0.7%	0.6%	1.0%	2.0%	2.4%	3.1%	3.3%	4.3%	3.9%

数据来源: Wind、中信建投期货

其一,两会期间表现偏差,会后上涨概率提升。两会召开前通常是 A 股政策与业绩真空期,市场对于两会内容和新政策的预期有助于推动市场上行。两会召开期间,随着政策

表态逐步清晰，经济工作重心和政策方向基本确立，A股市场进入对政策目标的消化与纠偏阶段，多因政策兑现或者政策不及预期会出现短期震荡，指数通常表现调整与行业轮动特征，各宽基指数上涨概率均有所下降。两会闭幕后，主要宽基指数大概率上涨。其背后的逻辑在于两会结束后市场主线逐步明晰，市场风险偏好集中落实，指数会在短期形成不错的上涨行情。

其二，指数分化明显，两会前至两会期间小盘风格整体占优。开幕前一个月至两会期间，无论是从历年的上涨概率，还是平均收益上来看，代表中小盘的中证1000、中证500相对上证50、沪深300均更加强势。两会结束后，小盘风格优势基本消退。究其原因，风格分化的背景可能在于两会召开之前的“数据真空”叠加“政策期许”，市场往往对稳增长政策和产业政策抱有一定的预期，融资资金活跃，使得历史上两会前风格多偏向成长性与题材性更好的中小盘股。但是随着两会结束，稳增长政策逐渐落地，传统基建链以及地产链等稳增长板块上涨概率更高且平均收益相对也较高，小票的优势削弱，大盘价值和大盘成长逐渐开始阶段性占优。

其三，两会召开前后各行业与指数表现呈现类似的效应，而在日历效应下不同年度的各行业之间表现并没有明显规律性，差异主要源于两会释放的产业政策信号驱动。2024年总体政策目标强调“稳中求进、以进促稳、先立后破”，全年政府工作十大任务包括：1）大力推进现代化产业体系建设 加快发展新质生产力；2）深入实施科教兴国战略 强化高质量发展的基础支撑；3）着力扩大国内需求 推动经济实现良性循环；4）坚定不移深化改革 增强发展内生动力；5）扩大高水平对外开放 促进互利共赢；6）更好统筹发展和安全 有效防范化解重点领域风险；7）坚持不懈抓好“三农”工作 扎实推进乡村全面振兴；推动城乡融合和区域协调发展 大力优化经济布局；9）加强生态文明建设 推进绿色低碳发展；10）切实保障和改善民生 加强和创新社会治理。全年重点关注新质生产力（新能源、新材料、人工智能等领域）和消费（家电、汽车、医药等）板块中长期修复机会。

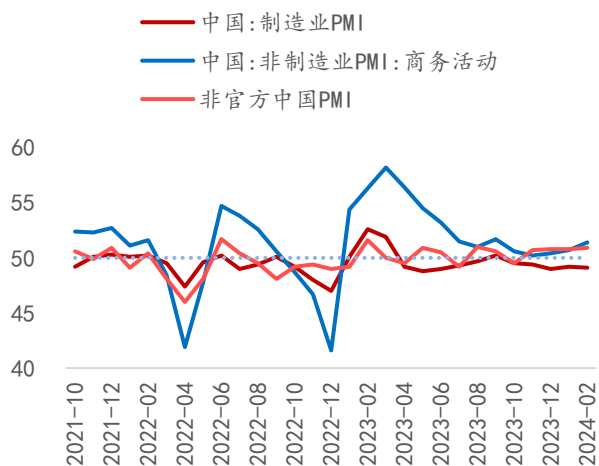
二、当前宏观基本面情况

1. 经济：低位企稳，结构性温和修复

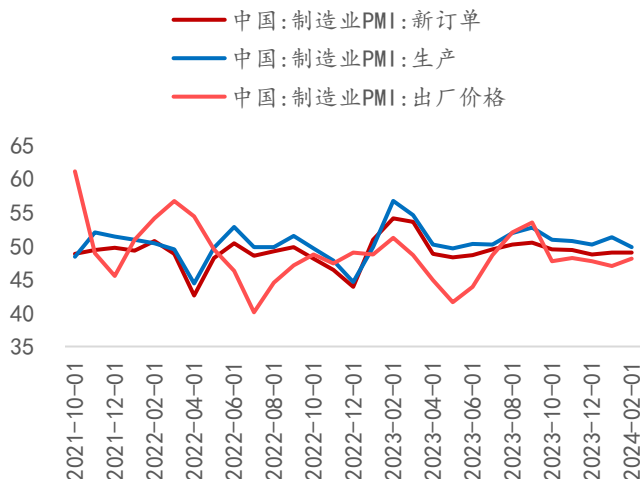
或受到春节假期等因素影响，2月制造业景气度修复并未延续，官方制造业 PMI 微降至 49.1%，预期 49.2%，前值 49.2%；官方非制造业 PMI 超预期延续扩张，升至 51.4%，预期 51.2%，前值 50.7%。

从分项上看，生产和新出口订单拖累较大，分别降 1.5 个、0.9 个百分点至 48.2%、46.3%，而新订单指数持平上月；因生产端回落，产成品去库速度快于原材料，分别下滑 1.5 个、0.2 个百分点；从而 PMI 的领先指数——“需求缺口”（新订单-库存）开始收敛，或有助于价格指数回升。原材料购进价指数回落 0.3 个百分点至 50.1%，出厂价指数大幅回升 1.1 个百分点至 48.1%，或利于企业盈利修复，但 PPI 转正前盈利预期修复可能有限。

图表 2：官方 PMI (%)



图表 3：制造业 PMI 分项比较 (%)



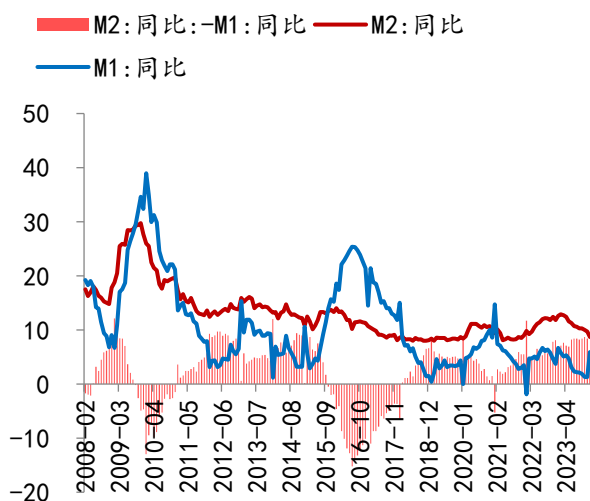
数据来源：Wind、中信建投期货

2. 信用：信贷结构边际改善，中长期利好股指

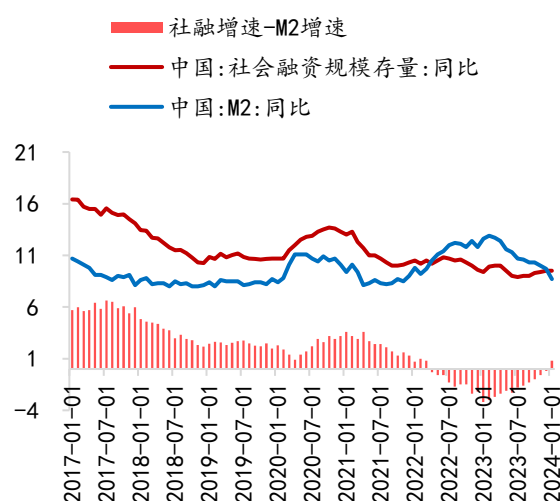
总量来看，今年 1 月社融新增量和新增人民币贷款均高于预期，预示经济活力边际回暖。从信贷结构来看，企业融资取代政府融资成为主力，融资结构改善。表外信贷是主要贡献项，反映监管政策放松是支撑信贷需求的核心因素。M2-M1 剪刀差的大幅收窄、社融

-M2 增速差的由负转正表明资金空转现象出现缓解趋势，积极政策下实体预期企稳，信贷结构边际转好。

图表 4：M2-M1 剪刀差明显缩窄



图表 5：社融-M2 增速差持续改善



数据来源：Wind、中信建投期货

3. 货币：流动性维持宽松基调，未来降息仍可期

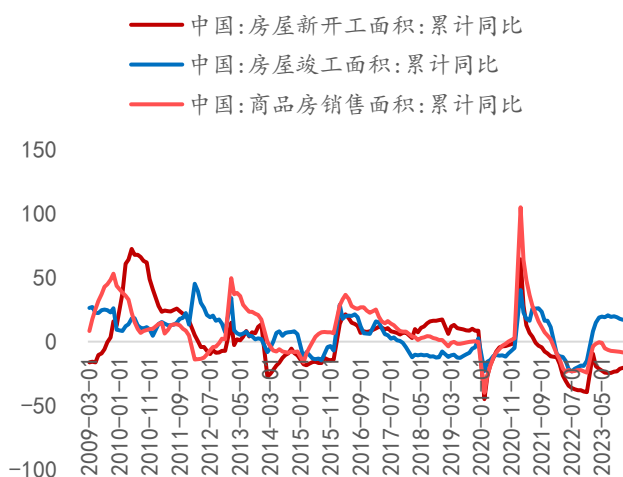
央行采取一系列措施以确保流动性合理充裕。2023 年的货币政策包括两次降准，两次降低 MLF 和 OMO 利率，两次调降 LPR 利率，多家银行调降定期存款利率，明确了其货币宽松的基调。2024 年，央行采取非对称降息，在降低长期贷款利率的同时，保持短期利率不变，旨在稳定银行净息差。

对于 2024 年的货币政策展望，央行继续强调“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”的原则，指明了未来政策调整的方向。央行计划保持流动性合理充裕，同时确保社会融资规模和货币供应量与经济增长和价格水平预期目标相匹配。这意味着央行将继续利用总量和结构性工具，以实现对经济的精准调控，显示出央行对于支持经济稳定增长、扩大内需的决心。中期来看，宽货币政策工具仍有发力空间，降准和降息不仅可以增加市场流动性，降低企业融资成本，还能通过改善信贷条件，鼓励企业和个人增加投资和消费，促进经济稳增长。

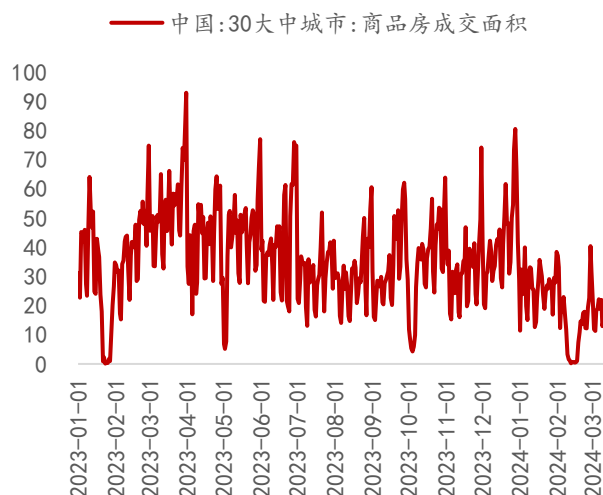
4. 房地产：复苏基础不稳固

北上广深四大一线城市已全面实施“认房不认贷”政策，目前来看政策效果有限，房地产销售端仍面临较大压力。北京、上海等地推出了新一轮购房政策，从调降首付比例、贷款利率等方面进一步刺激需求释放。指标上来看，30 大中城市成交面积仍处于底部区间，竣工端见顶回落，新开工仍受地产销售端低迷影响而低增，使得地产投资整体仍表现疲弱。考虑销售端暂未企稳，地产投资转折点仍需等待。

图表 6：房地产新开工、竣工、销售面积



图表 7：30 大中城市商品房成交面积



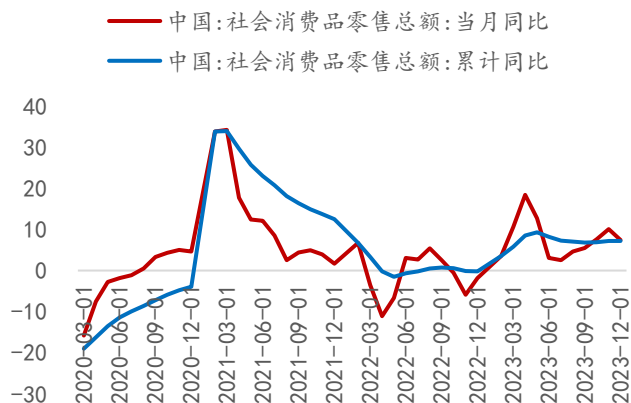
数据来源：Wind、中信建投期货

5. 消费：改善力度有限

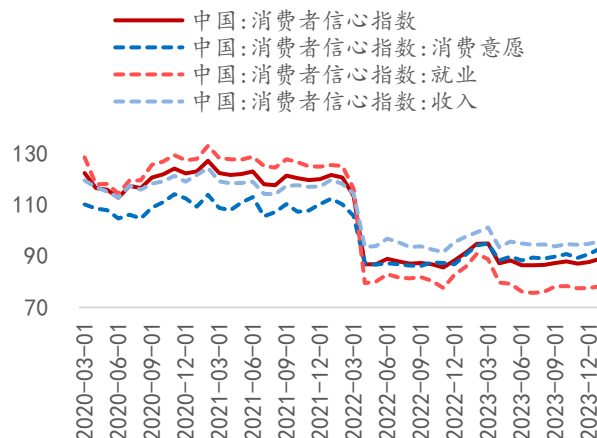
2023 年二季度以来，受经济复苏进度较为温和、消费恢复动能偏缓等因素影响，市场悲观情绪反应相对充分。不过最新公布的社会消费品零售总额同比整体增速仍低于预期，国内需求仍未得到有效改善。

展望未来，考虑 PPI 和企业利润改善程度缓慢，以及地产表现一般，消费端改善程度可能有限。后续继续关注会议提出的大规模设备更新和推动消费品以旧换新等政策对扩大内需的提振效果。

图表 8：社会消费品零售总额



图表 9：消费者信心指数



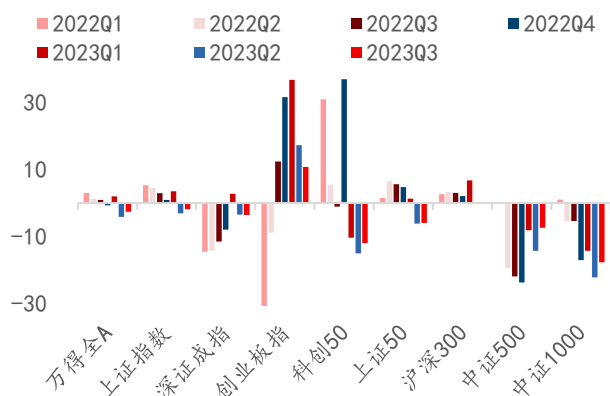
数据来源：Wind、中信建投期货

三、A 股基本面与资金情绪

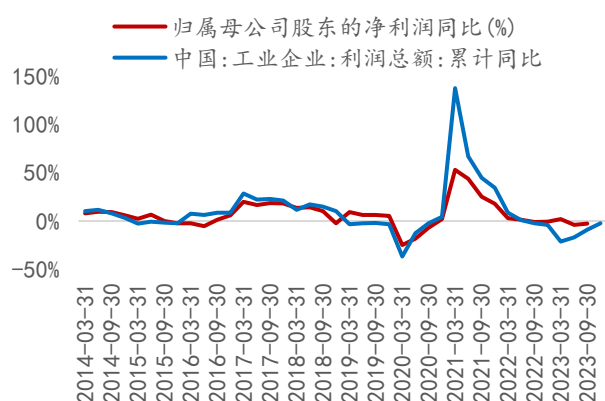
1. 盈利：经济回升有望带动 A 股盈利企稳改善

2023 年三季度，A 股宽基指数归母净利润同比增速普遍触底企稳，中报的“盈利底”基本确认。大小盘盈利增速分化进一步收窄，小盘股营收端、利润端均有改善。工业企业利润同比与全 A 非金融业绩增速存在较强关联，指标在 2023Q4 延续缓慢改善趋势，预计 24 年国内经济回升有望带动 A 股盈利较 23 年边际改善，但时间节奏上仍需关注复苏弹性能否加强。

图表 10：A 股宽基指数归母净利润增速（%）



图表 11：工业企业利润同比与全 A 业绩同比增速

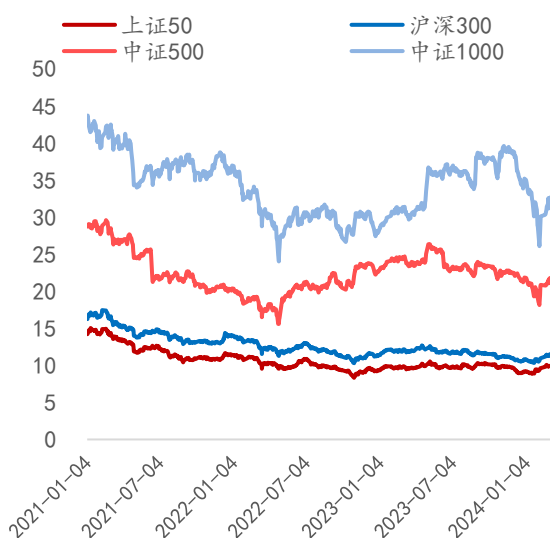


数据来源：Wind、中信建投期货

2. 估值：具有一定修复空间

经历近期的上涨行情后，当前指数估值仍处于历史中枢偏低位置，具有一定的安全边际。截至到 3 月 1 日，上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 指数市盈率（TTM）为 9.94、11.53、21.80、32.70，分别位于近 10 年以来的 45.4%、22.11%、19.18%、22.76% 分位点。市净率（LF）分别为 1.14、1.27、1.66、1.86，位于近 10 年以来 15.46%、8.41%、9.2%、3.34% 分位点。A 股估值在上方有一定空间，具有较高的中长期配置价值；当前市场情绪边际好转后，或在基本面带动下展开波动性修复。

图表 12：A 股宽基指数市盈率 PE(TTM)



图表 13：A 股宽基指数市净率 PB(LF)

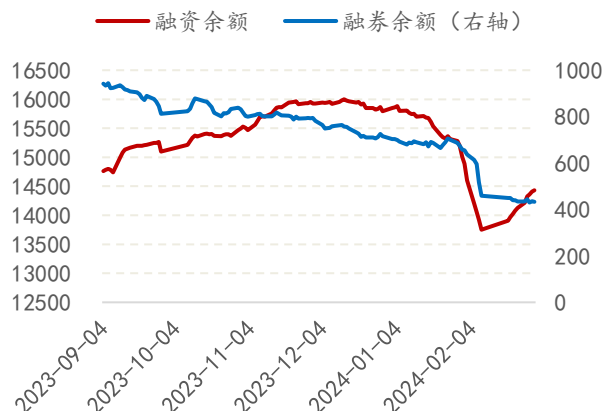


数据来源：Wind、中信建投期货

3. 杠杆资金：融资余额回升，压力趋于缓解

两融余额反映国内杠杆资金的情况，一方面可以看融资余额总量的增减，另一方面可以看两者的相关性，判定当前市场杠杆资金的配置强弱，可以作为短期资金流向的判断的指标之一。去年 9 月融资保证金正式调降后，融资余额连续攀升；而 12 月下旬开始杠杆资金规模升至高位后开始震荡回落，在 1 月下旬市场大幅波动中规模迅速收缩；春节后，随着市场逐步回暖，融资余额持续回升，截至 2 月底达 14409.07 亿元，基本回到 2 月初水平，融资盘压力趋于缓解。

图表 14：沪深融资融券余额（亿元）



图表 15：融资融券占比

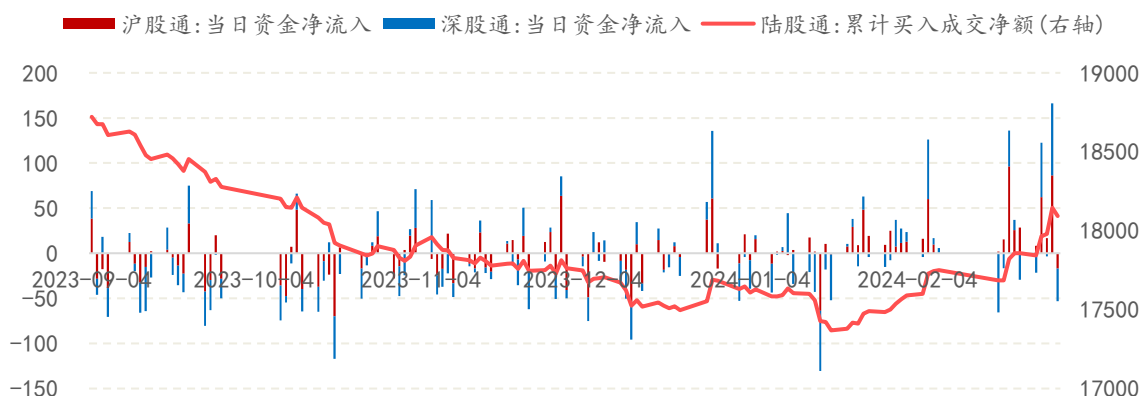


数据来源：Wind、中信建投期货

4. 北向资金：2 月份净回流超过 600 亿元

北向资金可以代表海外资金对 A 股配置的意愿，与美元指数以及国内经济基本面预期有较高相关性，在 2016 年之后在股指择时上有较好的效果，可以作为外资流向对大盘涨跌预测的辅助指标。年初至今，外资流出边际好转。2 月份北向资金净流入超过 600 亿元，有多个交易日单日净流入超百亿元。

图表 16：北向资金流入净额（亿元）



数据来源：Wind、中信建投期货

本轮市场反弹的过程中，除了由于流动性风险解除带来的回补效应以外，市场对于基本面的极度悲观定价也趋于改善，资金情绪得到一定程度修复。悲观情绪的改善主要得益

于多方政策的组合发力。首先，监管层面出台政策有效遏制了微观流动性恶化对市场产生的连锁影响，也使得本轮反弹初期主要以小盘股的流动性快速回补为主。其次，货币政策和房地产政策的发力，促使市场反弹从风险偏好的恢复和流动性的补充，逐渐转向对经济基本面预期的企稳改善。

四、策略展望

期指方面，近期受到市场情绪影响基差整体上涨。而中证 1000 期指基差并未跟随指数发生大幅上涨，且伴随着持仓量回补明显，或来自于中性策略陆续入场建仓带来的期指基差下行压力。考虑到 IC、IM 还将受到雪球合约建仓及对冲的影响，后续不同品种期货合约的基差变动或出现明显分化；对于 IH、IF，市场情绪或将成为影响期指基差的主要力量，在其作用下基差可能继续与指数同向变动。

期权方面，在前期指数调整的过程中，短期风险偏好下降，各品种指数期权的隐含波动率从低位大幅拉升，与指数走势整体呈现负相关关系；随后在指数触底反弹的过程中，50、300 期权隐波率先回落，1000 期权隐波表现出一定的粘性，进入 3 月以来，随着反弹行情的基本确立，1000 隐波迅速回落。

整体来看，经济预期修复的症结仍在地产销售端以及受其影响的消费端。当前市场对经济偏悲观的预期已经有所改善，但还没到彻底扭转的阶段。开年以来宏观政策加快发力，落地显效仍需要一个过程，居民和企业端信心的修复也需要时间。

展望后市，前期流动性冲击和流动性回补所造成市场大波动基本告一段落，市场逐渐回归到相对平稳运行状态。指数由急涨进入震荡或缓涨阶段，市场重新回到经济基本面、企业盈利和资金面边际供求等因素。后续重点关注大规模设备更新和消费品以旧换新对内需的提振效果以及地产销售能否企稳等。

策略方面，在持续上涨后，短线可能有一定资金止盈兑现压力，内部或表现为政策利好性结构分化，但股指中期反弹行情依然值得期待，全年关注新质生产力和消费板块中长期修复机会。期权近期隐波处于回落区间，推荐备兑策略或双卖策略增厚收益。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相

关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com