



估值保下限盈利定上限 2024市场或明显转暖

2024年1月6日

齐盛股指年度策略会



温凯迪



投资咨询证号:Z0015210

目录

- 1 核心观点
- 2 核心逻辑（包括短期逻辑、中期逻辑）
- 3 策略建议



Part one

核心观点

核心观点-基本面及行情回顾

经济：两年增速看一三季高，二四季低。

政策：货币边际效用递减，财政超预期加力，资本市场支持力度历史少见。

行情回顾：上半年经历疫后复苏博弈后转常规震荡，下半年新能源为主的老热点三度恐慌，严重拖累指数。

在当前指数编制规则下，一批标的上涨的时候未计入指数，下跌的时候却在指数样本里。**核心问题还是老热点套牢盘过重。**



核心观点-基本面及行情回顾



判断指数的方法：

情绪流（逻辑讲得通，回测胜率高）

投机资金的兴衰与指数正相关。

大概率的有效情况：

左侧：按到冰点区间。

右侧：赚钱效应出现复苏。

小概率的失效情况：

存量抛盘过重、投机资金规模相对过小。

左侧：拖累指数热点恐慌。

右侧：拖累指数热点出现赚钱效应。

个人历来是左侧，

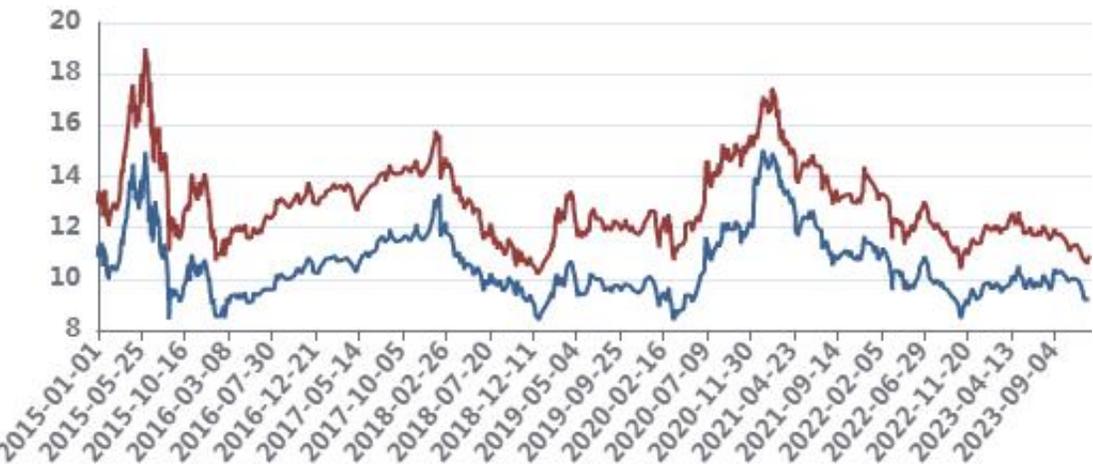
仅因左侧恐慌是低点的概率高。

齐

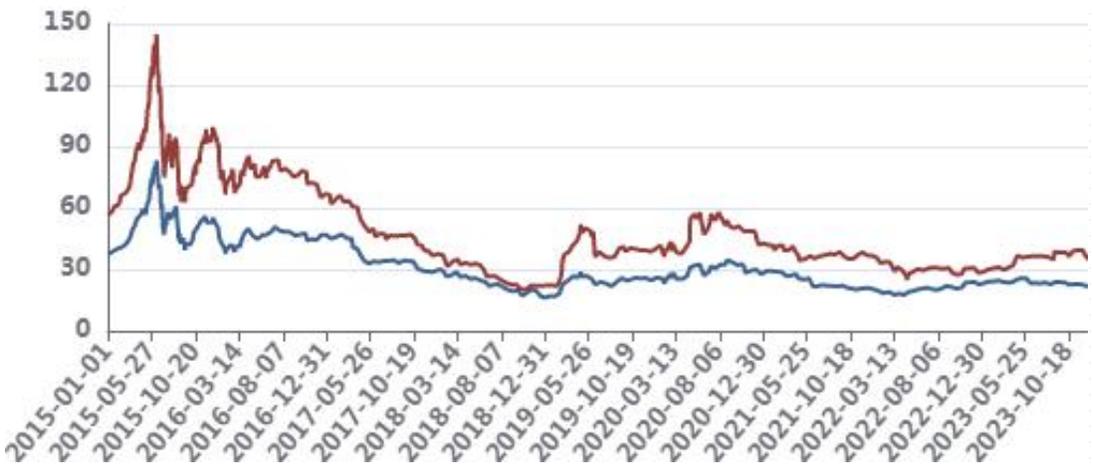
齐盛期货
QISHENG FUTURES

核心观点-估值创造安全边际

● 滚动市盈率:上证50 ● 滚动市盈率:沪深300



● 滚动市盈率:中证500 ● 滚动市盈率:中证1000



从估值角度看，上证50、沪深300的滚动市盈率处于历史偏低位置，甚至接近2018年低点；中证500、中证1000的滚动市盈率也处于历史偏低位置，但分别比2018年低点高出34%、55%。

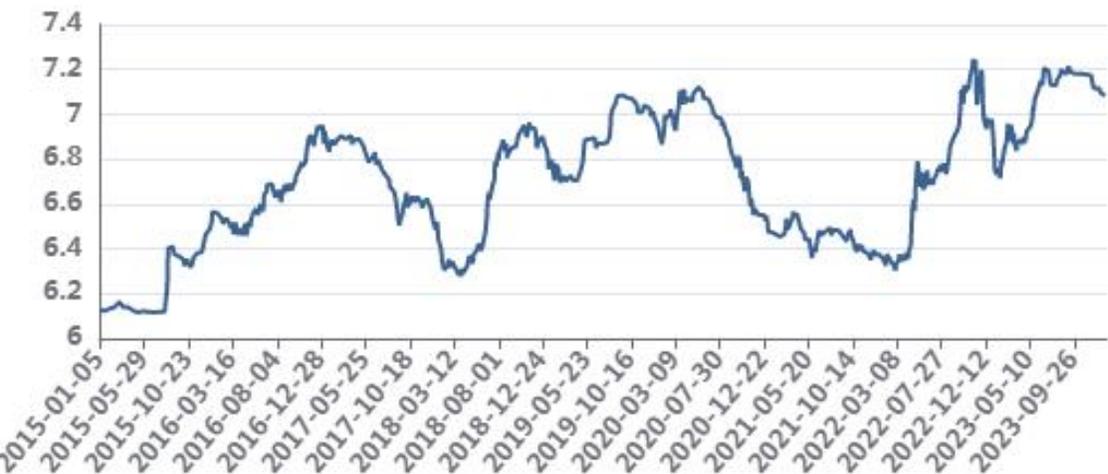
估值角度看，上证50、沪深300安全边际较高，保守估计，此位置继续向下的空间已经不大。

齐

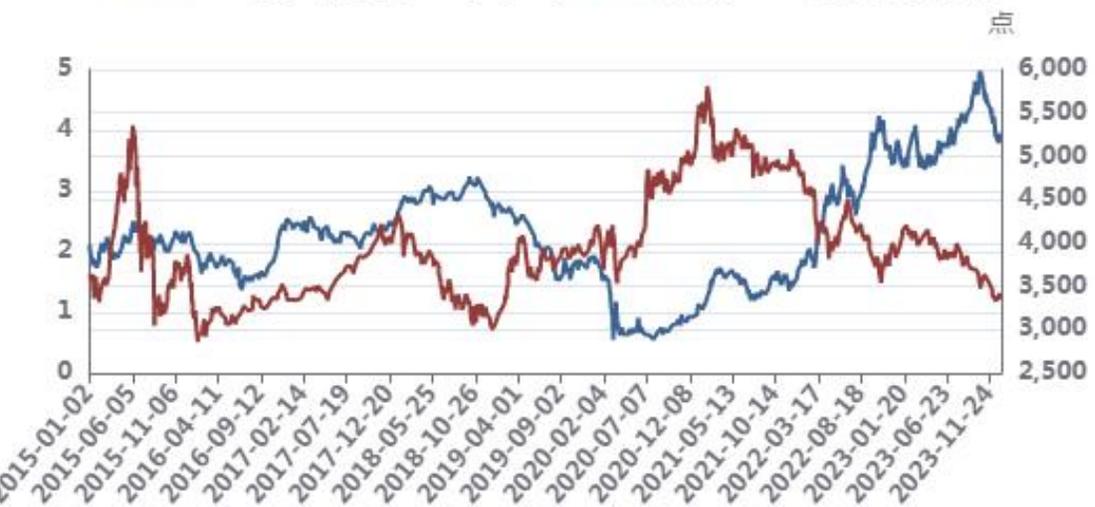
齐盛期货
QISHENG FUTURES

核心观点-估值方面的变量-美联储

● 美元兑人民币中间价



● 10年美债收益率(左) ● 沪深300指数(右1)



美联储降息时间点正曲线式提前，本轮美联储收紧的过程中，通过汇率、外资的传导链条在一定程度上加剧了国内筹码抛售，高利率背景下全球流动性匮乏的局面将在明显得到实际改善，2024年来自外资的抛压将明显缓和。



核心观点-估值方面的变量-稳货币、宽财政



据政治局会议及中央经济工作会议精神，2024年预计是“**稳货币、宽财政**”的基调，其中强调“**社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配**”，预计货币政策整体偏中性，财政方面将延续宽松，适度加力或暗示赤字率比今年略低、但仍保持较高水平。

核心观点-盈利刺激增长空间

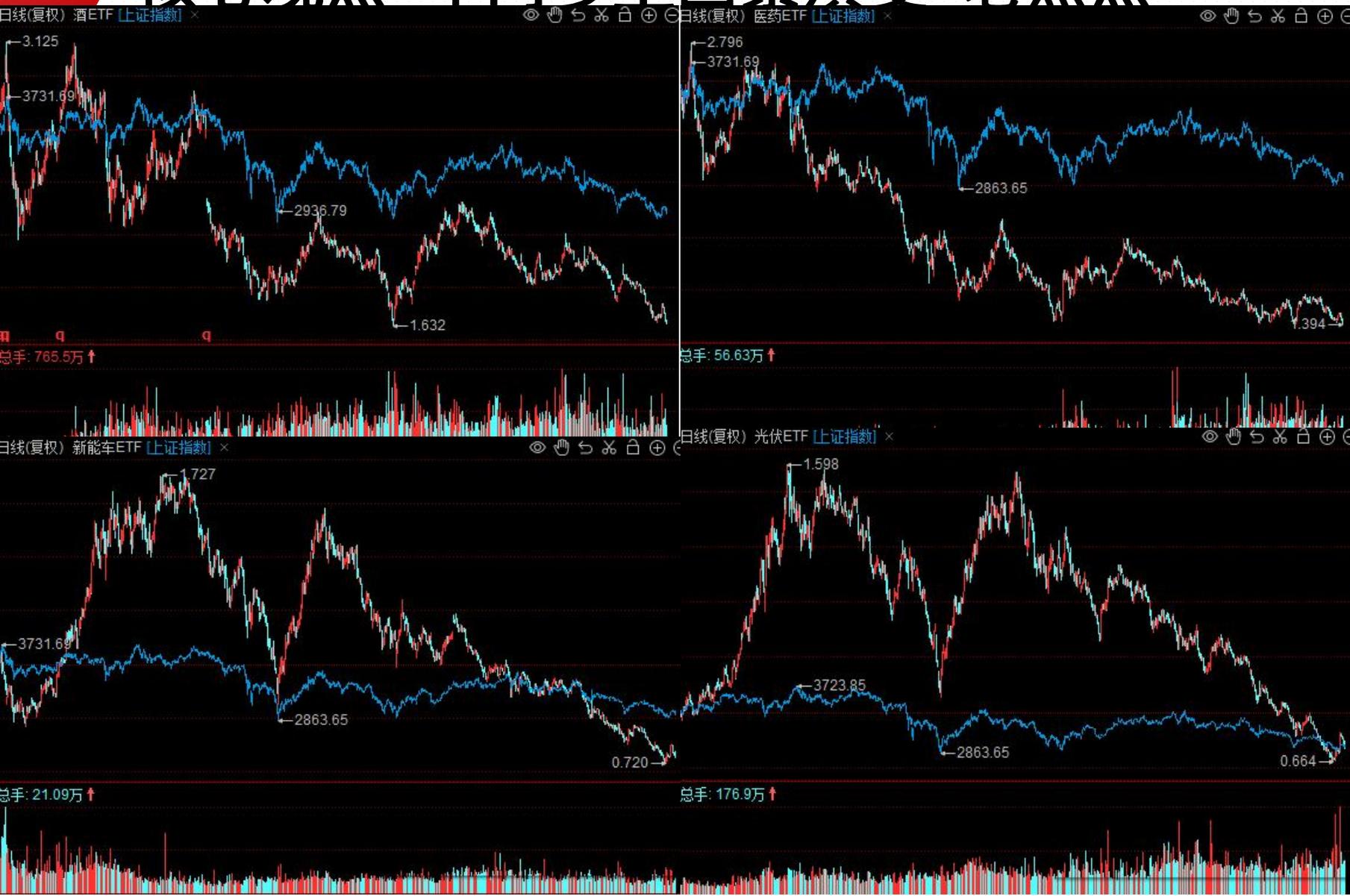


据2035中等发达国家的目标反推，未来年均名义GDP增速约5.2%，但随着体量上升增速下滑，预计目标里包含人民币升值，前期增长目标不宜过低。

2023年GDP目标5.0%，至最新数据实际两年复合4.2%，考虑远景规划和今年情况，预计2024年增速目标仍为5.0%。

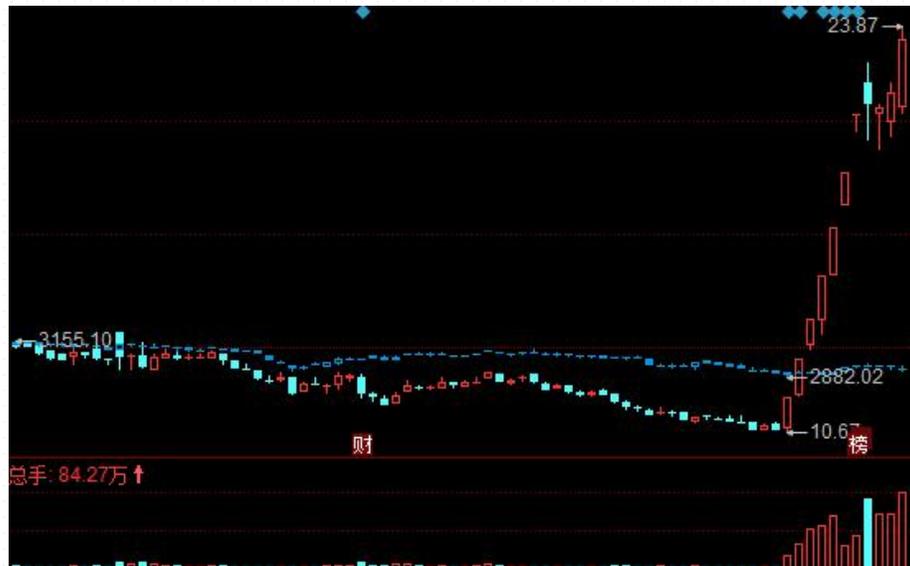
2024年盈利端的增长空间会比当前更大些。

核心观点-年内多空因素演变-老热点



2023年：
最主要的抛售力量来源于
2021年热点酒、药代表的白
马，2022年热点新能源汽车、
光伏代表的新能源，至近期，
消费：2021年2月见顶，
2022年10月见底，调整时间
20个月。
新能源：2021年10月见顶，
至2023年12月，调整时间26
个月。
时间角度比较牵强。

核心观点-年内多空因素演变-老热点



左侧：抄恐慌盘—三度恐慌，比较被动。

右侧：等赚钱效应。

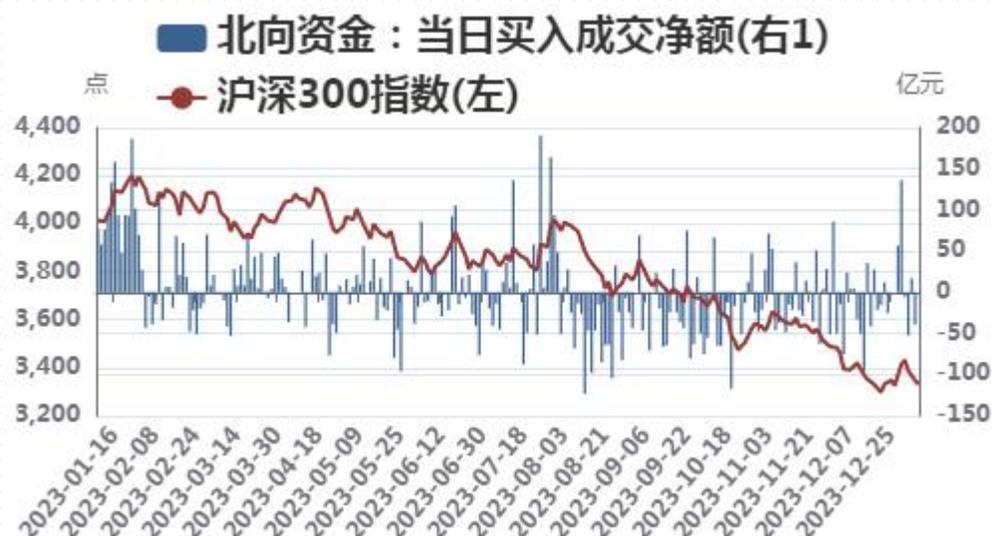
光伏板块，已经出现赚钱效应，基本确认右侧企稳信号。

不过，新能源车板块，还没有类似信号，酒、药相对流通盘更大些，更没有类似信号。

酒药主跌期在前，新能源板块基本联动，大概率这四大板块整体进入右侧了。



核心观点-年内多空因素演变-北向资金

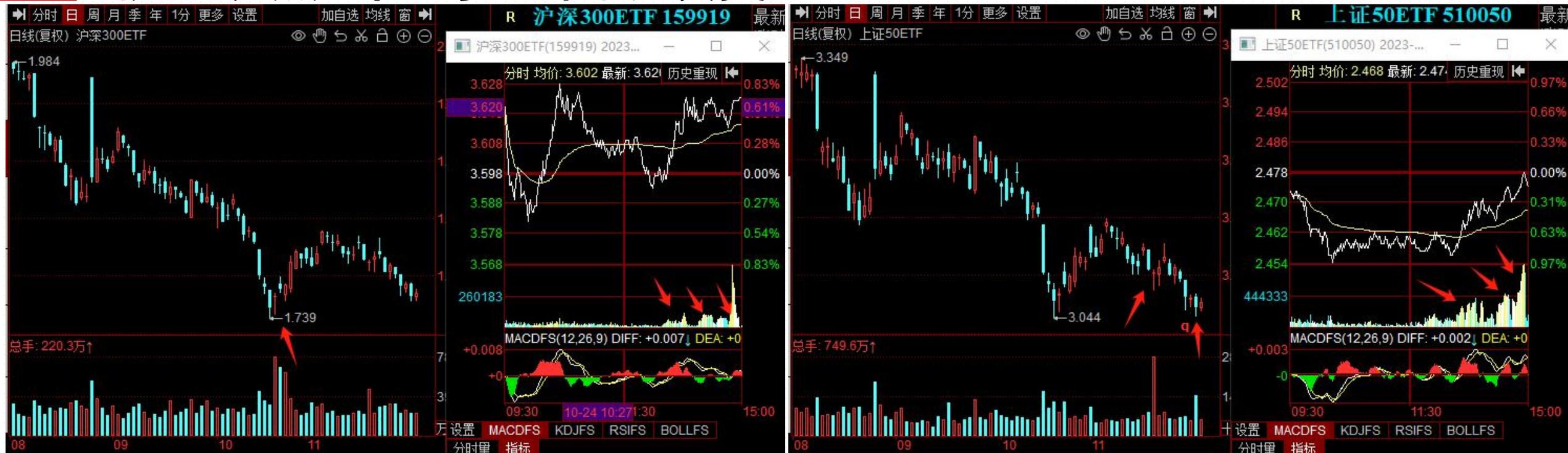


年初北向资金曾有一波快速净流入，此后随着指数震荡北向资金开始随波逐流，至下半年出现明显净流出，一度对市场形成一定的负面引导作用。

配置型资金在美债拐头的情况下迎来趋势缓和，随着欧美经济压力加大、二级市场高估，海外市场对交易型资金的虹吸效应或减弱，北向资金应大概率在2024年逐渐缓和。



核心观点-年内多空因素演变-汇金



下半年，随着市场的走弱，汇金公司下场买入，10月11日，汇金增持四大行，10月23日，汇金增持ETF，此后，部分指数型ETF基金上偶有异常量，猜测汇金仍有陆续买入。

历史经验上看，汇金开始入场的初期往往不是底，但离底部在时间上已经不远，当前的市场除了实质性买盘增加，还有历史性信号意义。

核心观点-年内多空因素演变-热点



四季度，虽指数疲软，但热点已先于指数走出较强的赚钱效应。

历史经验上看，底部震荡期间，往往会先走出一个较强的热点，虽无法提振指数但可小范围激发人气，此轮热点炒作完后市场短暂休整，待再起热点，资金参与力度会明显加大，进而与指数共振。

四季度华为汽车可类比2018年四季度的创投，预计2024年初的新生热点可以与指数共振。



核心观点-年内多空因素演变-总况



空头:

北向资金阶段性缓和。

主要抛售板块边际缓和。

多头:

护盘的汇金仍会在关键时刻出手。

市场的情绪初步得到激活。

空头衰竭，多头酝酿。

市场从空头市场转为平衡市。

最大的不确定性:

老热点是否彻底止跌。

齐

齐盛期货
QISHENG FUTURES

核心观点-情绪分析



情绪流的方法在四季度面对老热点的抛售显得失效，解决此问题还是得评估好老热点的左侧和右侧。

情绪流的运用，依旧遵循大概率，目前处于冰点后的修复初期，而且有四季度的赚钱效应释放，这次应该要更强，投机资金规模会更大，对指数的带动会更强。

至于是否能完全抗拒得了老热点，从当前情况看老热点本身也应是企稳了。



核心观点-高低切换与局部闪崩



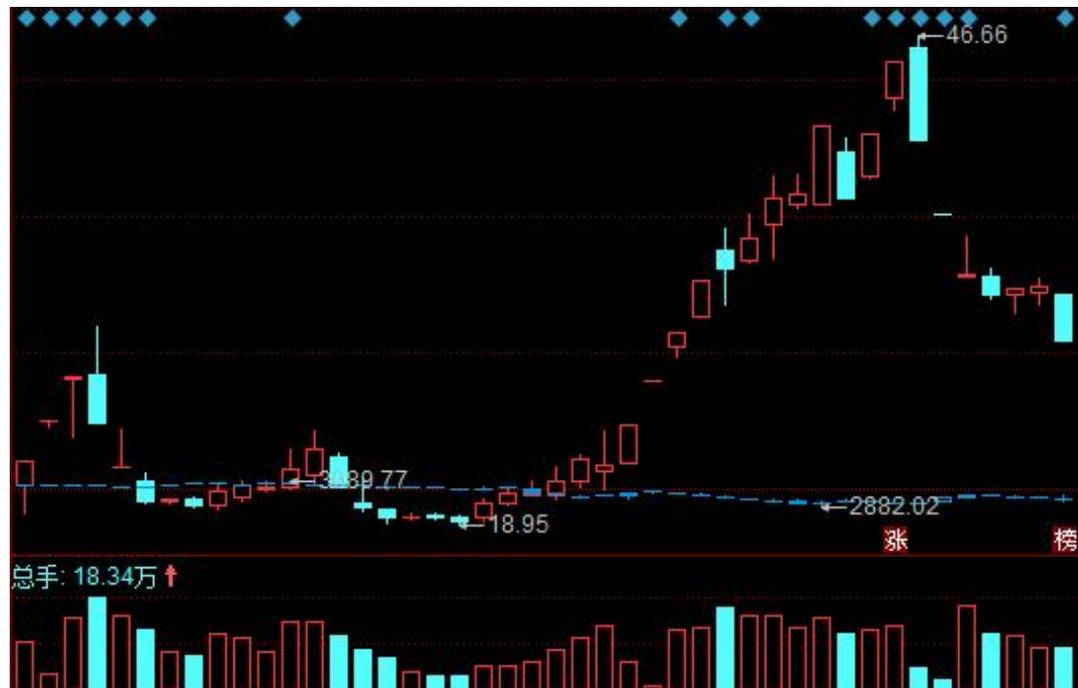
存量资金：

近期，市场出现两种现象，补跌与闪崩，意味着市场恐慌情绪得到进一步释放，后市大概率进入新的阶段。

齐

齐盛期货
QISHENG FUTURES

核心观点-投机标的A杀



投机资金：

炸裂的亏钱效应，信心被按到冰点。

核心观点

市场中期背景方面，目前重要指数**市盈率、市净率处于历史低点附近**，估值端有安全边际。年内侧重点从稳向进倾斜，稳货币、宽财政，基本面稳中向好，实体增速目标高于去年，**盈利端会得到较明显改善**。

市场情绪方面，四季度局部热点试探，热点区间涨幅刷新阶段高点，**市场赚钱效应初步修复**。12月最后两周，出现几个重要信号，**波段标的补跌、投机标的“A杀”、冷门标的快跌**，历史经验上看，这几个信号往往对应着大周级底部附近。随着近日新热点的初步形成，投机资金规模、空间高度指标跨越冰点，市场已经开启新的阶段，目前正处于新一轮复苏的初期。

风险点方面，去年最主要的风险来自外资，当前，配置型资金在美债拐头的情况下迎来**趋势缓和**，随着欧美经济压力加大、二级市场高估，海外市场对交易型资金的**虹吸效应或减弱**。

总体，**估值保下限，盈利定上限，2024年市场或明显转暖**。

风险点：北向资金是否还会连续净流出。老热点消费、新能源是否阶段企稳还需继续观察。

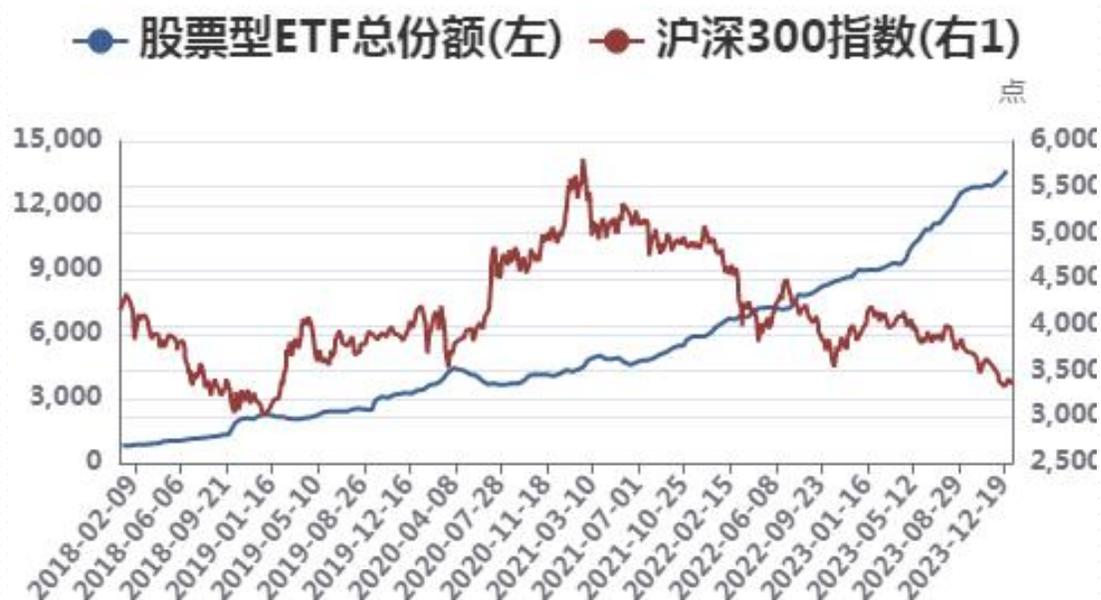




Part two

短期逻辑

资金分析：内资以中线资金为主



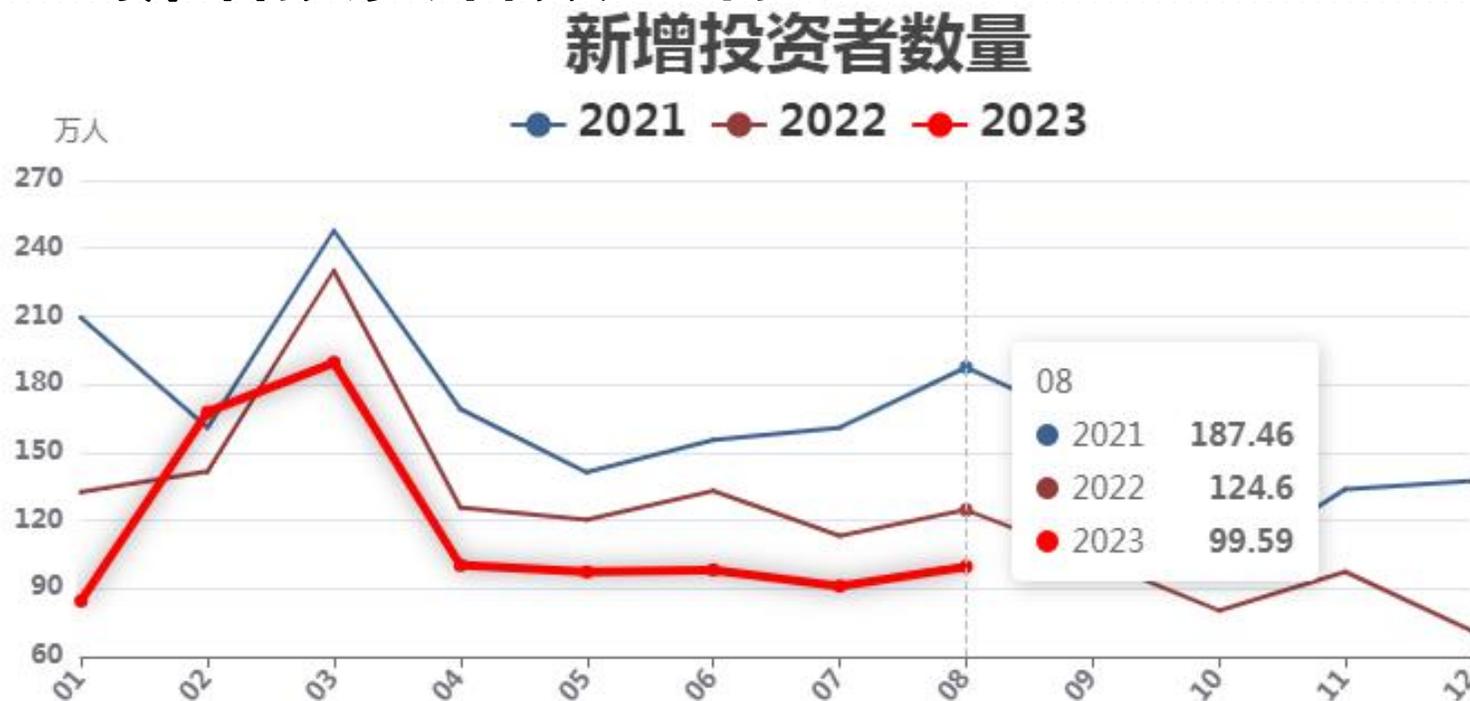
新发基金处于冰点期，可以视作短线资金信号，其一般是行情的滞后指标。

ETF基金年内总体稳步增长，可以视作中长线资金信号。

总体，市场长线资金持续增加，但短线活跃资金并没有质变。



资金分析：新增投资者数量有限



新增投资者数量在历史上也是行情的滞后指标，数据在今年9月后再没有发布，总体多是**负增状态**，后市行情转在先行资金驱动下转暖后，自然会有跟随资金进场。



Part three

中期逻辑

中期逻辑：盈利端



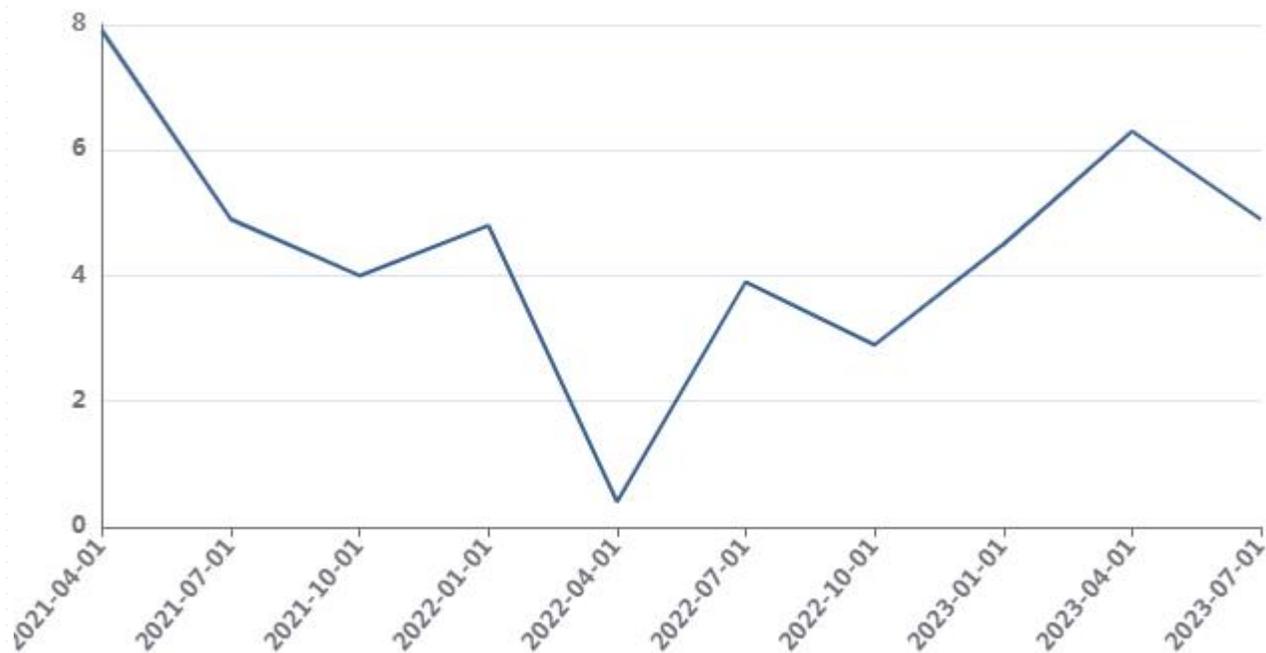
政府工作报告，“国内生产总值增长5%左右”。

一、二、三季度两年复合增速4.6%、3.3%、4.4%，保守预计2023年GDP增速在5.4%左右，对应两年复合增速为4.2%。



中期逻辑：盈利端

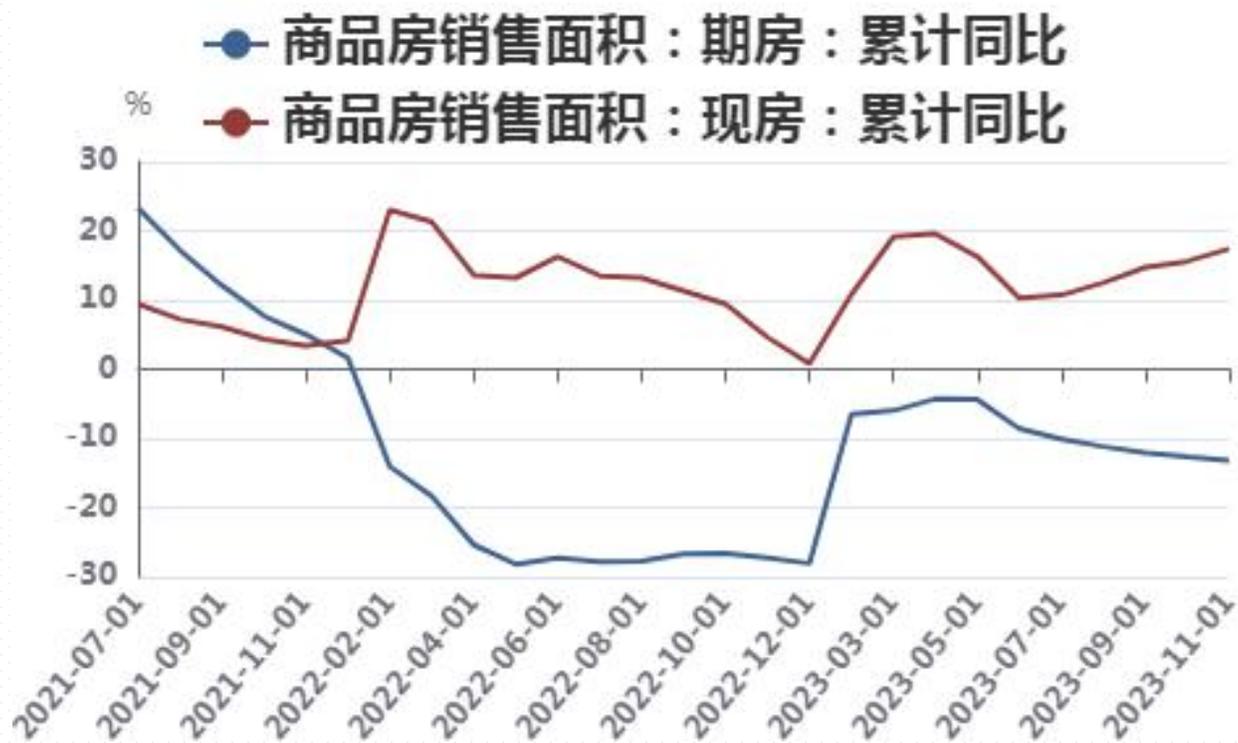
● GDP:不变价:当季同比



预期差 (chā) ? ? ?

据2035中等发达国家的目标（2.5-3.99万美元）反推，名义GDP增速约5.2%，但随着体量上升增速下滑，预计目标里包含人民币升值，按3万美元、GDP增速保持历史收敛速度，测算至2035汇率约为5。目前7.2，平均每年升3.2%。2023年目标5.0%，实际两年复合4.2%，考虑远景规划和今年情况，预计2024年增速目标仍为5.0%。

中期逻辑：盈利端



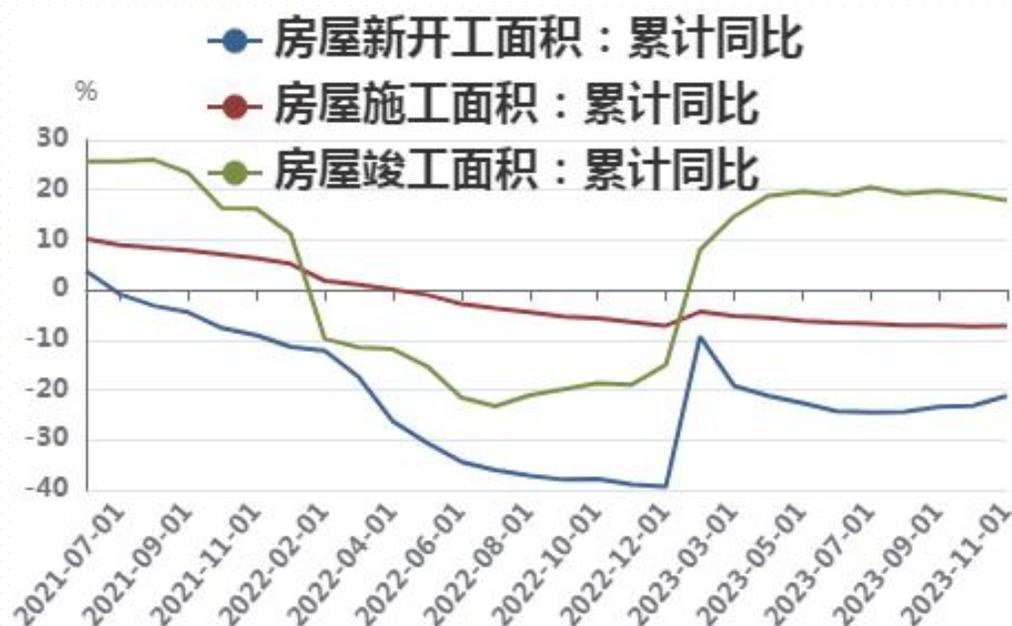
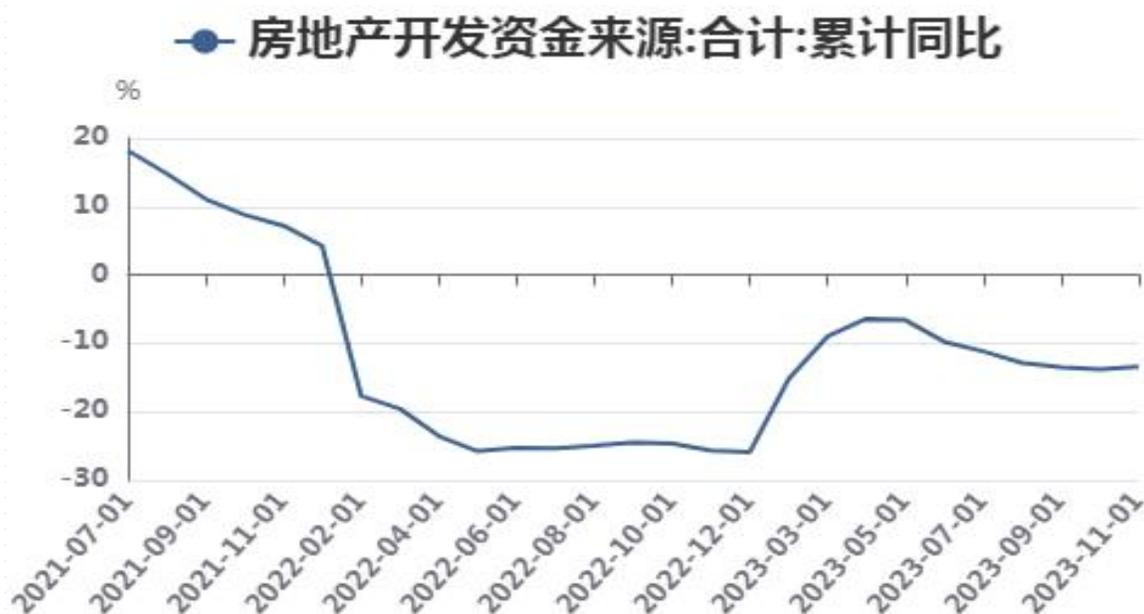
地产销售负增。

结构上，现房与期房大分化，背后是开发商信用问题，购房人多担心买到烂尾楼。

“保交楼”的任务在下半年得到间断性改善，目前看起来，还在初期。



中期逻辑：盈利端



销售领先资金，资金领先开发投资。

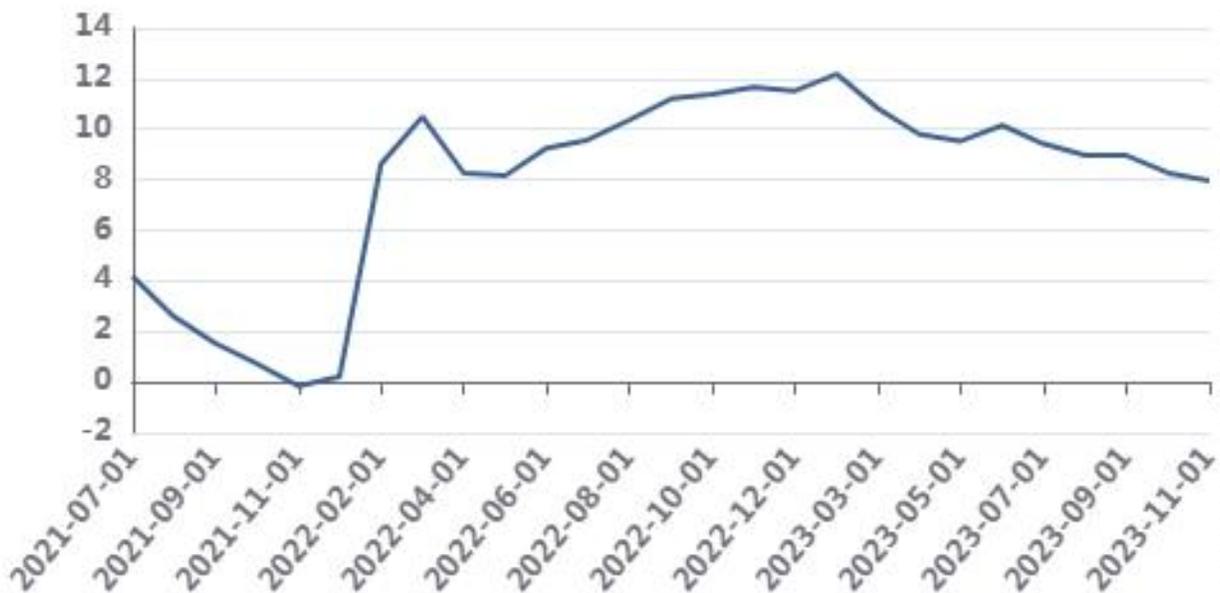
政策层面，“保交楼”是明年的核心。

市场层面，资金流并没有明显改善，有限的资金向竣工分配，意味着施工、新开工的压力可能进一步加大。

地产仍是结构型复苏、化解风险主基调。

中期逻辑：盈利端

● 固定资产投资完成额:基础设施建设投资:累计同比



基建虽下滑，但绝对增速不低，且前期基数较高。

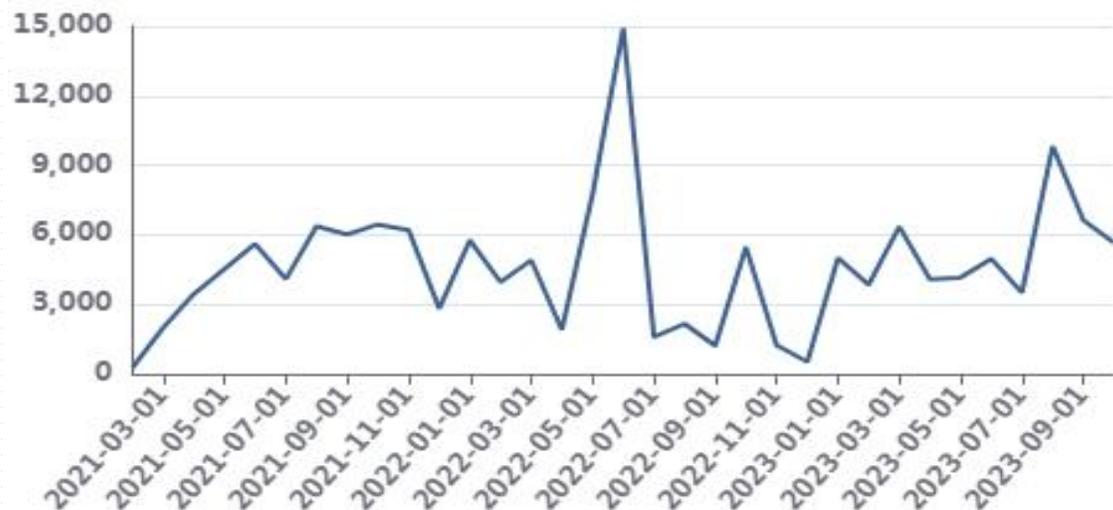
9月份年内专项债发行完毕、四季度新增1万亿国债，四季度基建还会向上修复。

2024年财政赤字预计略低于上年，同时有上年结转的5000亿，总体保持高增。

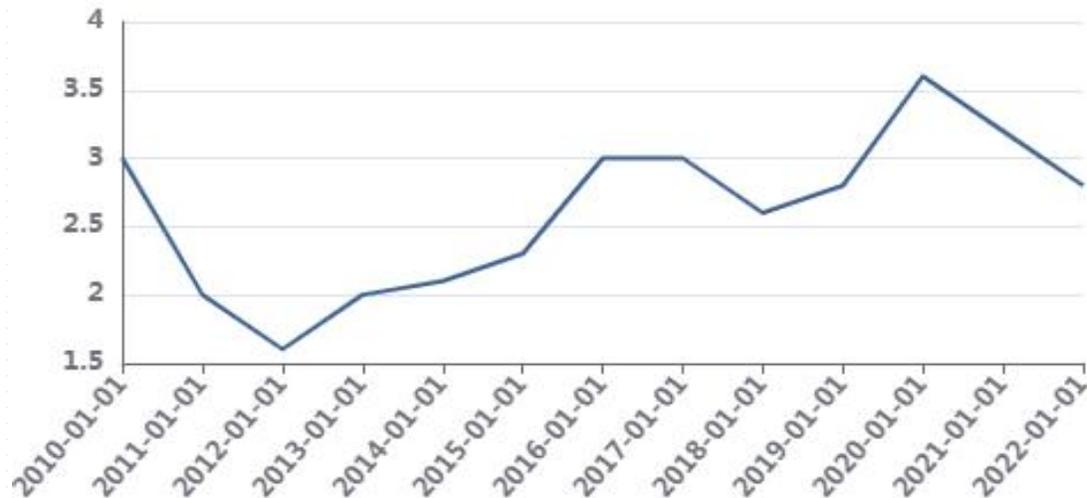


中期逻辑：盈利端

● 地方政府债券发行额:专项债券:当月值



● 政府预期目标:财政赤字:赤字率



四季度增发国债1万亿，此次增发国债后，预计财政赤字率由3%提高到3.8%左右。

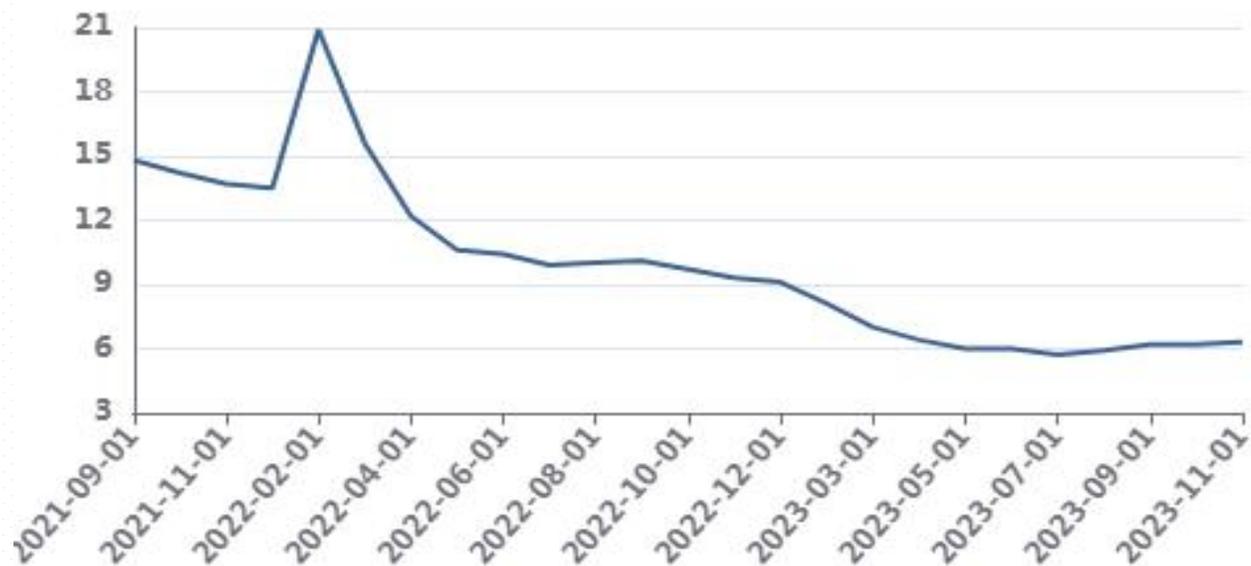
我国财政史上仅有1998年、1999年、2000年、2023年四次年内追加财政赤字。

明年压力较大，预计赤字率提高后不会马上收回。同时，今年新增的万亿国债今年、明年各分配5000亿，即，2024年的增量实际比今年高。



中期逻辑：盈利端

● 固定资产投资完成额:制造业:累计同比

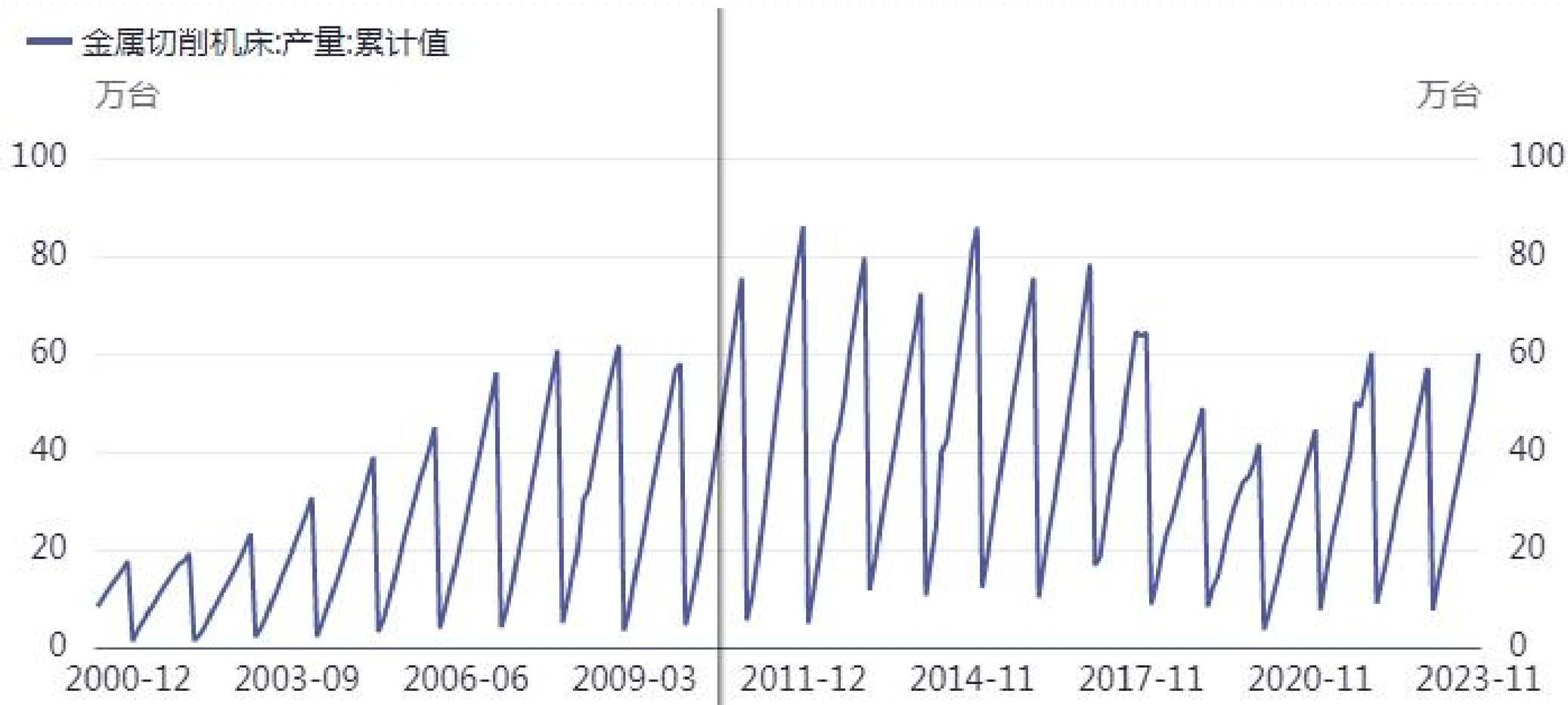


制造业	6.3
其中：农副食品加工业	6.9
食品制造业	10.1
纺织业	-0.9
化学原料和化学制品制造业	13.3
医药制造业	1.9
有色金属冶炼和压延加工业	10.9
金属制品业	3.0
通用设备制造业	3.4
专用设备制造业	10.4
汽车制造业	17.9
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	2.7
电气机械和器材制造业	34.6
计算机、通信和其他电子设备制造业	9.2
	24.4

细分行业上的亮点：光伏、新能源汽车贯穿全年，三四季度工业高端化、智能化和绿色化成为新的增长点。

结构上内生动力托底，叠加库存周期。

中期逻辑：盈利端



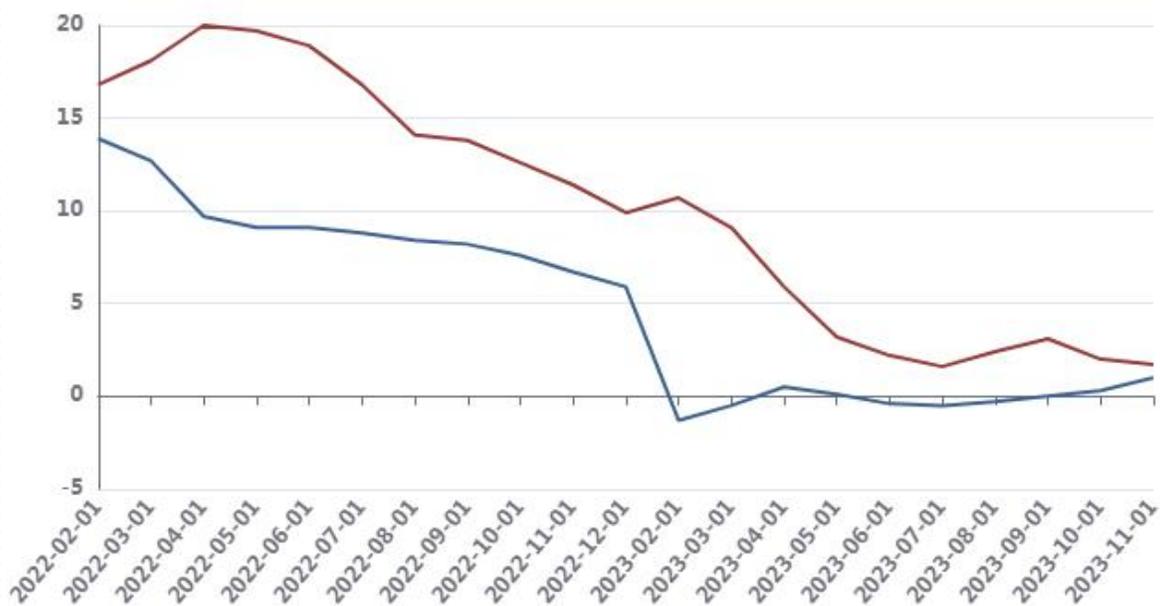
以机床为例，即使不考虑升级，设备折旧也有大致的周期，10年一换代。

2021年实际已经开始，但受疫情影响推迟，目前还在初期，2024年进一步深化。



中期逻辑：盈利端

● 工业企业:营业收入:累计同比 ● 工业企业:产成品存货:累计同比



● 工业企业:利润总额:累计同比



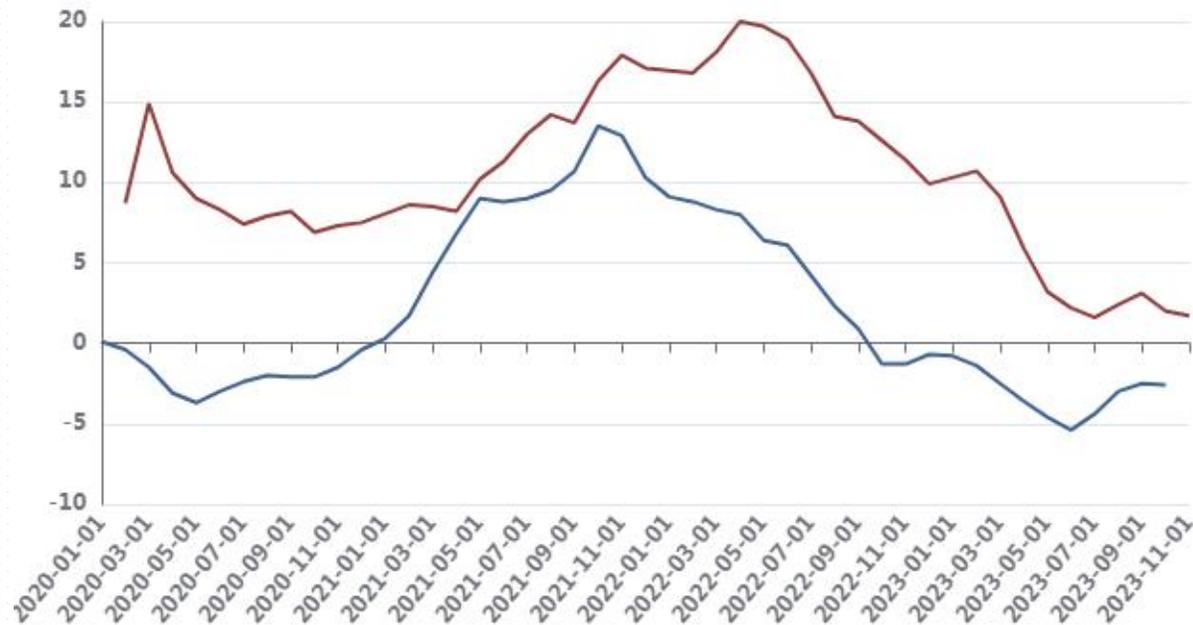
库存周期的四阶段：主动补库存→被动补库存→主动去库存→被动去库存。

当前阶段企业营收回升，利润持续修复，库存回升，库存回升速度更快，处于主动补库初期（曲线难免有短暂波动），2024年总体处于补库阶段。

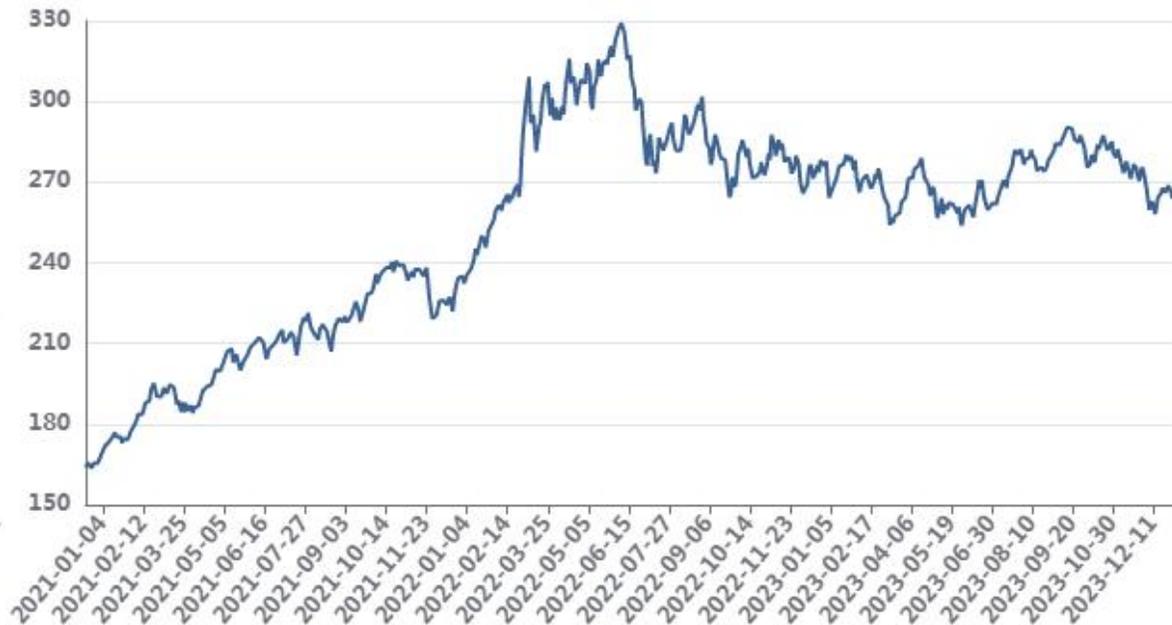


中期逻辑：盈利端

● 全部工业品PPI当月同比 ● 工业企业:产成品存货:累计同比



● RJ/CRB商品价格指数



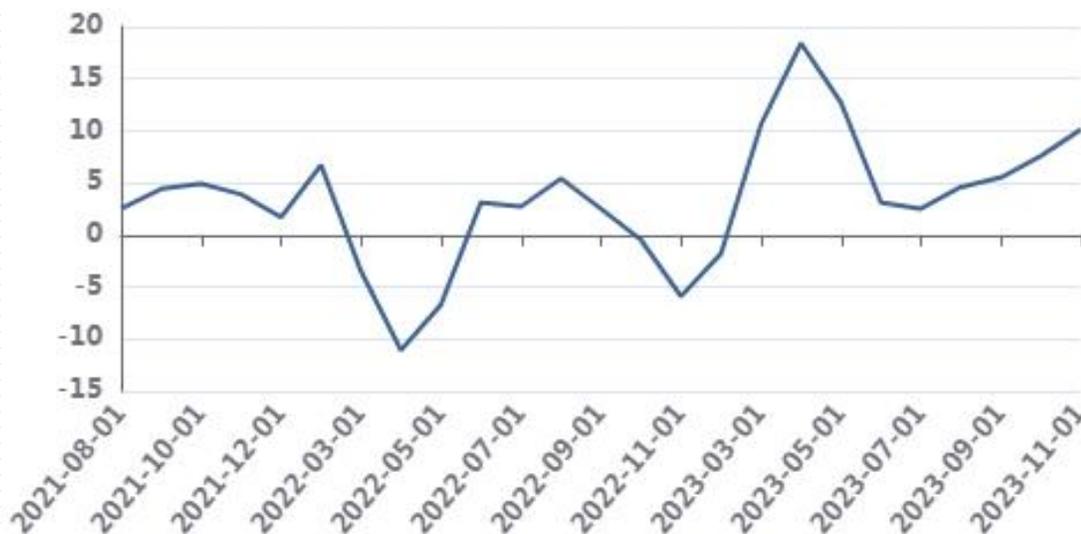
PPI一般领先存货3-5个月，商品指数有基数优势。

本轮PPI脱离底部已近5个月，预计2024年工业部门补库存动能将明显增强。



中期逻辑：盈利端

● 社会消费品零售总额:当月同比



直观看数据，2023年疫后社交、出行活动支撑着消费。

从两年复合增速上看，2023年的消费并非表面如此乐观，消费者信心指数边际改善，仍有较大提升空间。



指标	11月		1-11月	
	绝对量 (亿元)	同比增长 (%)	绝对量 (亿元)	同比增长 (%)
餐饮收入	5580	25.8	47485	19.4
其中：限额以上单位餐饮收入	1152	24.6	12162	19.4
商品零售	36925	8.0	380460	5.9
其中：限额以上单位商品零售	15706	9.0	149378	5.6
粮油、食品类	1673	4.4	17180	5.1
饮料类	256	6.3	2734	2.8
烟酒类	503	16.2	4993	10.9
服装、鞋帽、针纺织品类	1503	22.0	12595	11.5
化妆品类	548	-3.5	3843	4.7
金银珠宝类	278	10.7	3024	11.9
日用品类	749	3.5	6923	3.6
体育、娱乐用品类	138	16.0	1080	10.7
家用电器和音像器材类	946	2.7	7970	0.6
中西药品类	627	7.1	6095	8.5
文化办公用品类	460	-8.2	3743	-5.8
家具类	164	2.2	1377	2.8
通讯器材类	826	16.8	6185	6.6
石油及制品类	1953	7.2	21327	6.5
汽车类	4314	14.7	43280	6.2
建筑及装潢材料类	154	-10.4	1417	-7.8

中期逻辑：估值端

政策：“积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。”，2022年12月会议措辞“积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力”，2023年7月会议措辞“要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”，去年提过财政加力后，2023年四季度已将赤字率提升至3.8%左右，本次强调“适度加力”，预计明年赤字率仍会在3%以上，但大概率不会过度扩张。货币政策方向，从2022年的强调“有力”至2023年的“灵活适度”、“有效”，预计明年货币政策大概率保持中性。整体看，2024年的政策基调应是“**稳货币、宽财政**”。





Part four

策略建议

核心观点

市场中期背景方面，目前重要指数**市盈率、市净率处于历史低点附近**，估值端有安全边际。年内侧重点从稳向进倾斜，稳货币、宽财政，基本面稳中向好，实体增速目标高于去年，**盈利端会得到较明显改善**。

市场情绪方面，四季度局部热点试探，热点区间涨幅刷新阶段高点，**市场赚钱效应初步修复**。12月最后两周，出现几个重要信号，**波段标的补跌、投机标的“A杀”、冷门标的快跌**，历史经验上看，这几个信号往往对应着大周级底部附近。随着近日新热点的初步形成，投机资金规模、空间高度指标跨越冰点，市场已经开启新的阶段，目前正处于新一轮复苏的初期。

风险点方面，去年最主要的风险来自外资，当前，配置型资金在美债拐头的情况下迎来**趋势缓和**，随着欧美经济压力加大、二级市场高估，海外市场对交易型资金的**虹吸效应或减弱**。

总体，**估值保下限，盈利定上限，2024年市场或明显转暖**。

风险点：北向资金是否还会连续净流出。老热点消费、新能源是否阶段企稳还需继续观察。



免责声明

本报告内容形成采用的基础数据信息均来源于公开资料，我公司对这类信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和报告中得出结论及给出的建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关，本公司不承担投资者作出此类投资决策而产生任何风险，亦不对投资者作出此类投资决策做任何形式的担保。本报告版权为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告全部或部分內容翻版、复制发布，如引用、刊发，须注明出处为山东齐盛期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的侵权行为与我公司无关，我公司对侵权行为给公司造成的名誉、经济损失保留追诉权利。



齐策微信平台

利他即自利

格局定未来



THANKS

利 他 即 自 利 · 格 局 定 未 来