

尾盘大逆转！沪指2800点失而复得

昨日A股午后上演V形反转，沪指2800点失而复得，转机来了吗？市场人士认为，目前主要指数估值偏低，处于历史相对低点，A股持续下跌概率降低，关注沪指在2800点附近是否能形成有效支撑。长期来看，在经济新旧动能转换过程中，资本市场改革预计将提速，金融领域将进一步向实体经济让利，财富向权益端转移的趋势不变，中长线资金未来会不断布局资本市场，股指估值有望明显修复。

深度分析

资金入市意愿受利率影响较大

■ 李昕恬

股指近期走势偏弱，盘面呈现科技补跌、高股息托底、板块强弱快速轮动、市场流动性不足等特点。尽管部分公募基金在今年年初轮开放净赎回通道，导致短期卖出压力集中释放，但中长期来看宏观映射才是行情波动的主要驱动。经济弱复苏对资本市场的冲击已经开始边际递减，而实际利率过高或是导致A股当前流动性不足、资金入市意愿偏低的主因，短期市场交易节奏或将聚焦降息预期，政策观测窗口在3月份。

宏观方面，2023年12月经济数据整体温和修复，但仍反映出客观需求不足的问题。具体来看，12月社融数据稳中有升，社融存量的同比增速提升0.1个百分点至9.5%。主要分项中，政府债净融资对社融回升提供重要支撑，企业直接融资有小幅带动。乐观背后我们同样需要看到，企业中长贷需求走弱，一方面是由于增发国债项目尚未“接续”，基建中长期贷款需求不强。另一方面是因为制造业贷款需求走弱。货币供应和存款方面，企业部门活力仍显不足。

M1同比增速仍处于低位，另外，企业活期存款持续下降。在经济复苏斜率放缓背景下，企业部门更多追求确定性收益。通胀数据反映出同样的问题，去年12月CPI同比下滑0.3%，PPI同比下滑2.7%，价格中枢的下移会部分抑制居民投资和消费倾向。从宏观层面来看，低通胀下实际利率仍偏高，政策利率需要进一步调降以改善实体经济融资环境。

盘面上，股市当前增量资金不足，宏观流动性偏紧张，各合约品种基差加速下行。去年沪深两市日均成交额7000亿元，而截至今年1月16日收盘，两市日均成交量在6200亿元左右。此外，杠杆资金的风险偏好显著下降，两融余额

中枢持续下移。期指方面，由于避险需求上升，对冲力量导致IC与IM合约基差已经达到近年来的历史低位。且年初部分雪球期权集中敲入导致股指期货多单平仓，进一步推动期指基差下行。

从公募基金新发情况来看，截至目前，今年偏股型基金发行数量24.33亿份，不及去年同期水平的一半。说明增量资金避险需求较强，入市意愿有待提振。当前，资金入市意愿主要受到实际利率过高的影响。与海外权益市场相比，当前国内资本市场相对资金成本偏高。尽管去年年末，国有大行均有不同程度的降息举措，但在通胀弱勢的背景下，截至目前，中美实际利率差接近1.8%，偏高的实际利率对我国权益类资产价格形成一定压制，削弱资金入市意愿，拖累市场情绪。因此从盘面的角度来看，降息的必要性进一步提升。

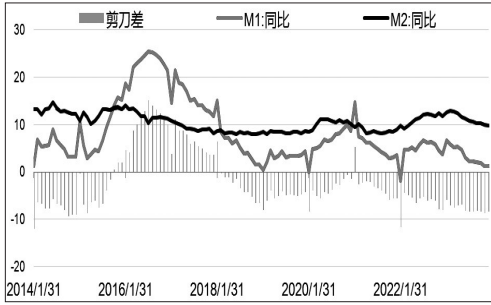


图1 M1、M2走势对比

但周一央行平价超额续作MLF，市场降息预期落空。原因大致有三，一是海外货币政策制约。美国2023年12月经济数据超预期走弱，降低短期降息预期，预计高利率仍将维持，部分限制我国货币政策的空间。二是当前银行息差压力较大抑制信贷资金需求。2023年12月社融货币数据显，当前M2-M1“剪刀差”仍居8.4%

的高位，资金持续淤积在银行负债端。

此外，自去年年末起，部分国有银行和股份制银行下调存款利率，市场对今年一季度降息预期升温。但截至目前，此轮存款利率的调降并未触发开年MLF利率下调，可能意味着当下银行息差压力仍大。三是货币政策密集发力下，政策效果仍处于观察期。自去年年末起，我国经济已经开始转向较为宽松的政策环境，如万亿元国债的增发、跨年前后PSL投放推进“三大工程”、京沪楼市松绑，以及住房租赁团体购房贷款等政策走向落实。密集的货币政策从颁布到落实，其作用效果显现需要时间，且推动经济复苏需要财政政策同步加强配合。

3月是颁布落实降息政策的有利窗口期，届时美联储的货币政策路径相对明朗，降息预期会进一步提高，中美货币政策有望回归同步。且此前国内密集颁布的政策的效果能得以验证，在全国两会召开前后进一步出台政策能更好释放稳增长信号，提升市场信心。

降息路径方面，我们认为综合考虑人民币汇率等因素，短期通过逆回购和MLF释放流动性仍是较好的政策组合。央行加大逆回购和MLF投放力度，释放稳增长信号，引导金融机构增强对实体经济薄弱环节和重点领域的支持，有助于提振市场信心、推动A股回归合理估值。

综合来看，由于短期内降息概率下降，投资者风险偏好较低，在基本面和流动性的压力下指数或继续延续当前趋势，以结构性行情为主。但由于投资者对政策发力的预期较强，估值低的顺周期板块在预期逐步兑现后具有更高的多单配置价值，IF和IH未来回升的空间和力度较大，相对而言中小盘指数个股或仍有补跌的风险。

(作者单位:大有期货)

市场观察

分析人士：

等待M1好转及后续政策支持

■ 记者 吕双梅

新年以来，股指整体持续下行，但在周三大幅下跌后，周四演绎“金针探底”、大幅反弹行情。那么，股指是否迎来转机？

南华期货股指期货分析师王映分析认为，元旦之后，股指回吐节前涨幅，主要是由于前一轮上涨是受去年年底提前布局资金助推，叠加美联储降息预期利好支撑，而元旦之后资金面热情消退，美国通胀等数据展现韧性，叠加美联储官员讲话偏鹰，美联储降息预期回落，股指回吐前期涨幅，回归低位振荡在情理之中。

对于周三股指期货跌幅较大，规模指数集体创新低，王映认为主要有几方面原因：一是2023年12月经济数据除工业增加值同比数据相对乐观外，房地产、消费以及四季度GDP等数据均弱于预期。房地产继续承压，消费回落，经济预期降温。二是由于美联储降息预期回落，美债收益率上涨，美元指数涨至103上方，北向资金周三再度大幅净流出，在预期偏弱的背景下，给A股带来冲击。三是随着A股指数的回落，达到雪球敲入线，带来空头交易的增加。

徽商期货金融期货分析师全晓燕认为，春节长假将至，资金面有所收敛，流动性压力加大。另外，AH溢价指数冲高升至154，接近5年高点，A股相对港股偏贵。

物产中期货宏观高级分析师周之云认为，市场信心取决于两方面，一是经济基本面的改善，二是政策面的不断支持。

从经济基本面来看，周之云分析称，PMI数据连续3个月出现下行，目前为49，其中最主要的新订单指数分项进一步下滑至48.7，反映内需略显乏力。此外，上周五公布的CPI数据，同比增速在零以下。表现较好的是外需，我国2023年12月外贸出口增速较上月回升了1.8个百分点至2.3%，出口国别结构上，欧盟对中国出口的带动增强，“一带一路”区域稳中有升。目前的经济情况还需要政策面进一步支持，可以看到，2023年12月的社融结构并没有出现明显改变，仍是政府债主导为主，居民中长贷表现一般，居民买房的信心仍待改善。此外，央行公布2023年12月份与三大政策性银行进行了3500亿元的PSL操作，但从12月的社融数据上并未有明显的体现，而从近期票据市场利率反弹来看，PSL可能在1月份才出现落地情况。期待政策面有进一步的支持。

周之云表示，建议投资者积极关注估值较低、股息率较高的板块或指数，比如IH和IF指数相对于IC和IM指数的估值更低，且股息率更高，股息率意味着在目前不确定的市场环境下给投资者提供了一个相对确定性的收益预期，所以可以通过多IH/IF空IC/IM的套利组合来实现收益。

“我们对股指后市并不悲观，我们认为至少估值已经处于历史极低位置附近，等待驱动逻辑，比如M1的好转以及后续政策的支持。”周之云说，M1的好转反映出私人部门开始有动力去加杠杆，意味着他们对于未来经济的预期好转，而政策面的支持至关重要，回顾历史上几次股指大底，无论是2008年的4万亿投资、2015年年底供给侧改革，还是2020年的全球央行货币政策大宽松，都是非常明显的积极信号，现在的情况类似，也需要“强心针”注入。

王映表示，短期来看，LPR调降预期存在拉动股指反弹的可能。从中长期来看，A股估值处于极度低估的背景下，后续若政策支持经济预期向好，尤其是若企业、居民支出意愿回暖，盈利与估值均将为股指反弹提供支撑。重点关注国内经济政策预期变化，以及美联储降息预期关联度较高的北向资金流动情况。

全晓燕表示，短期股指下跌空间不大，目前主要指数估值偏低，处于历史的相对低点，A股持续深跌概率降低，关注沪指在2800点附近是否能形成有效支撑。后市需要进一步跟踪基本面修复及春节前流动性状况。

中证500与中证1000机会更多

■ 贾婷婷

2024年以来股指持续走弱，截至1月18日中午，上证50、沪深300、中证500指数、中证1000指数分别下跌5.88%、6.48%、8.48%、10.43%，其中科技和医药板块领跌。受市场情绪影响，北向资金今年流出255.09亿元，杠杆资金流出115.56亿元。经济曲折复苏增大了股指上涨的难度，2024年预计全球资本波动会加大。对于A股投资者来说，资本市场改革在提速，积极引导中长线资金入市，主要指数估值水平处于超低阶段，权益配置的价值明显增加。

1月17日，国家统计局公布2023年经济数据，整体上来看目前国内经济稳步复苏，供给需求改善，全年GDP同比增长5.2%，完成年初5%左右目标，第三产业增速最快，达到5.2%，与全体产业增速持平。2023年12月份，规模以上工业增加值同比实际增长6.8%，环比上涨0.52%。两年同比增速回落至4%，整体上升斜率受季节性影响以及外需拖累有所边际放缓。

不过从细分经济数据来看，房地产投资仍在下滑，人口继续减少，消费环比回落。2023年房地产开发投资110913亿元，比上年下降9.6%，新开工和施工面积在11月短暂修复后再度回落至负值，12月份70个大中城市各线城市商品住宅销售价格环比下降。2023年全国人口比上年末减少208万人，出生人口仅为902万，人口自然增长率降为-1.48‰。疫情之后，企业和居民的收入均受到影响，消费恢复持续性较弱，12月汽车销售同比回落至4%，较11月的14.7%收缩明显。

由于我国经济复苏的步伐曲折，对股指支撑力度不足，我们预计2024年股指行情仍需要政策催化。2023年12月中央政治局会议指出未来要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。

在行情走弱的情况下，股指期货贴水幅度明显增大。截至2024年1月17日，IF和IH品种已经由升水转为贴水，而IC和IM品种年化贴水率扩大了5%左右，我们认为这主要还是受到短期市场情绪的影响。1月19日，1月份股指期货合约将会到期，1月份合约基差仍会收敛，而远月合约贴水或继续扩大，从而使得合约间基差表现分化。

一般来说，不是临近交割的近月合约受行情影响比远月合约更为敏感，在这种情况下，短期用远月合约进行套保可以阶段性降低套保成本。

2024年1月12日，证监会表示正全面对标中央金融工作会议精神，研究制定《资本市场投资端改革行动方案》，以加大中长期资金引入力度为重点，全面推进资本市场投资端改革，着力提高投资者长期回报，促进资本市场与实体经济、居民财富的良性循环。早在2023年，中金所也推出了中长期资金风险管理计划，旨在提升机构投资者尤其是中长期资金参与金融期货市场质量，进一步拓展金融期货市场服务国家战略和实体经济的广度和深度。我们认为未来中长线资金有望逐步入市，从而提升股指整体估值水平。

近日，新华社发文表示，金融是实体经济的血脉，为实体经济服务是金融的天职。我国拥有全球最大的银行体系，第三大保险、股票和债

券市场，普惠金融走在世界前列，金融服务实体经济效率和水平不断提升。下一步，我国将持续建设规范、透明、开放、有活力、有韧性的金融市场，进一步优化金融结构、市场体系、产品体系，为实体经济发展提供更高质量、更有效率的金融服务。

2023年上证50和沪深300代表的上市公司业绩出现下滑，2024年我们预计企业业绩将发生改善，但受房地产行业对于社会利润和居民收入的拖累影响，预计消费边际好转幅度有限，后期主要还是依赖积极的政策支持和超额后估值的提升。海外方面，美联储将开启降息，流动性有支撑，人民币资产吸引力有望提升，当前A股资产估值水平已经处于超低阶段，在经济新旧动能转换过程中，资本市场改革预计将提速，金融领域将进一步向实体经济让利，财富向权益端转移的趋势不变，中长线资金未来会不断布局资本市场，股指估值有望明显修复。

从结构性行情的角度看，当前节点，我们认为机会更多在于中证500和中证1000，国家需要资金流入这些领域支持科技创新，而经济也需要由这些领域带来产业突破，相关政策预计将陆续推出，支撑资金做多热情。

对于上证50和沪深300两个指数，2024年上涨的动力可能更多来自估值的提升。通过测算，我们发现，上证50和沪深300的PE(TTM)所处百分位仅为37%左右，处于历史超低水平，2023年中特估概念兴起，代表中国特色估值体系的一种题材，预计2024年仍会有相应的投资机会。

(作者单位:申银万国期货)