

2024 年股指期货中期展望

2024 年 7 月 9 日

国联期货研究所

证监许可[2011]1773 号

分析师:

项麒睿

从业资格号: F03124488

投资咨询号: Z0019956

相关研究报告:

市井新声起，新颜映未来

市场整体在一季度波动幅度较大逐渐恢复到了合理的波动率水平后呈现区间波动趋势。进入 2 月后，货币政策力度加大，同时资本市场市场监管政策从严调整，包括中央汇金和北向资金在内的内外部资金对 A 股市场加大增持力度，均为股指市场整体触底反弹趋势带来支撑。3 月国内政策方面多行业多地区颁布以旧换新行动，对经济需求端的托底预期较强，4-5 月份整体市场维持震荡上行趋势。5 月下旬开始市场整体走弱，PMI 与 CPI 数据显示内需恢复缓慢，宏观复苏不及预期。同时北向资金与融资资金的净流入有所放缓，股市缺乏增量资金的流入，股指整体交易情绪偏弱，延续弱势走势。对比年初受雪球敲入等影响造成的小盘股下跌，以及之后的迅速反弹，4-6 月小盘股下跌后反弹趋势和迹象明显减弱。

尽管经济修复的进程仍显得不均衡且充满波折，但新的经济面貌和政策导向正为市场注入长期信心。今年我们或将见证 A 股市场供求关系的逆转，以及货币政策框架迎来新的转型，A 股市场全新面貌将为市场长期向好态势带来坚定信心。综合而言，我们认为 1 月市场整体大幅度下跌后的低点将成为 2024 年 A 股市场全年阶段低点，短期考虑到政策和资金托底预期明显，股指整体下方下跌空间有限，但目前流动性修复仍有阻力，经济修复仍呈现不均衡局面，资本市场改革可能存在阵痛期，市场整体上方具有一定压力，后续需重点关注通胀修复持续性和在新货币政策框架下的 M1 修复情况。

正文目录

一、股指整体风险集中释放充分	- 5 -
1.1 行情回顾：风险集中释放后股指上下方均有明显阻力	- 5 -
1.2 行业表现：红利高股息表现更优	- 6 -
1.3 股指基差：基差波动缩小，未来以季节性上升为主	- 6 -
二、市场估值依处于较低水平	- 10 -
2.1 中证 500 和中证 1000 指数：市净率处于历史较低水平	- 10 -
2.2 上证 50 和沪深 300 指数：估值处于历史中低位	- 11 -
2.3 指数拥挤度：中证 1000 指数有较大修复空间	- 12 -
2.4 股债性价比：股票配置优势将逐渐凸显	- 15 -
2.5 估值小结	- 16 -
三、经济修复仍不均衡，但新面貌带来长期信心	- 17 -
3.1 宏观经济：经济修复仍具波折且不均衡	- 17 -
3.2 资本市场：稳信心方面持续发力，小盘股超额收益回归基本面的属性	- 17 -
3.3 流动性：修复仍有阻力，货币政策框架或将进入转型时刻	- 18 -
四、A 股供求关系逆转，增量资金逐步回暖	- 21 -
4.1 A 股开启供求关系逆转元年	- 21 -
4.2 资金通过 ETF 途径积极配置并转向降低市场波动风格	- 23 -
4.2 北向资金流入放缓，国内股指市场仍为价值洼地	- 25 -
4.3 广义外资边际好转	- 26 -
五、总结	- 27 -

图目录

图 1 : 2024 年以来各指数表现 (%)	- 5 -
图 2 : 2024 年以来申万一级各行业表现 (%)	- 6 -
图 3 : 上证 50 基差 (点)	- 7 -
图 4 : 沪深 300 基差 (点)	- 7 -
图 5 : 中证 500 基差 (点)	- 8 -
图 6 : 中证 1000 基差 (点)	- 8 -
图 7 : IH 下季年化基差率季节性 (%)	- 9 -
图 8 : IF 下季年化基差率季节性 (%)	- 9 -
图 9 : IC 下季年化基差率季节性 (%)	- 10 -
图 10 : IM 下季年化基差率季节性 (%)	- 10 -
图 11 : 中证 500 行业成分权重	- 11 -
图 12 : 中证 1000 行业成分权重	- 11 -
图 13 : 中证 500 指数中证 1000 指数市净率	- 11 -
图 14 : 沪深 300 指数市盈率	- 12 -
图 15 : 上证 50 指数市盈率	- 12 -
图 16 : 沪深 300 指数和上证 50 指数拥挤度	- 13 -
图 17 : 中证 500 指数和中证 1000 指数拥挤度	- 13 -
图 18 : 沪深 300 指数和中证 1000 指数拥挤度	- 14 -
图 19 : 沪深 300 指数和中证 1000 指数拥挤度	- 15 -
图 20 : 沪深 300 指数股债性价比 (%)	- 16 -
图 21 : 过剩流动性	- 19 -
图 22 : M2 同比 (%)	- 20 -
图 23 : M1 同比 (%)	- 20 -
图 24 : M2 同比-M1 同比 (%)	- 20 -
图 25 : 筹资金额	- 21 -
图 26 : 回购金额和公司家数	- 22 -
图 27 : 分红金额和公司家数	- 22 -
图 28 : 减持金额和公司家数	- 23 -
图 29 : 指数 ETF 周度总成交额 (百万元)	- 24 -
图 30 : 中央汇金投入指数 ETF 金额 (百万元)	- 24 -
图 31 : 北向资金累计净流入 (亿元)	- 25 -
图 32 : 北向资金成交金额 (亿元)	- 25 -
图 33 : 进出口当月同比 (%)	- 26 -
图 34 : 进出口当月同比 (%)	- 26 -
图 35 : 美国库存总额同比 (%)	- 27 -
图 36 : 美国销售总额同比 (%)	- 27 -

表目录

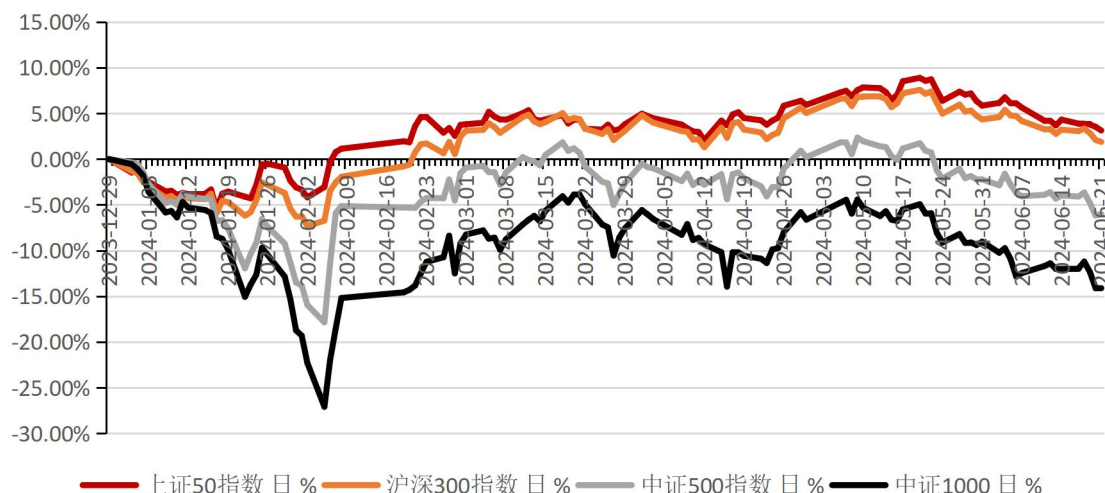
表 1：各指数估值.....	- 10 -
----------------	--------

一、股指整体风险集中释放充分

1.1 行情回顾：风险集中释放后股指上下方均有明显阻力

2024 年上半年，中国股市经历了一段跌宕起伏的行情。市场整体在一季度波动幅度较大逐渐恢复到了合理的波动率水平后呈现区间波动趋势。1 月四大指数延续去年末以来的下行走势，市场整体表现出较高风险厌恶和避险防守情绪，红利高股息方向在此阶段受到资金重视，上证 50 和沪深 300 指数表现较为抗压，中证 500 和中证 1000 下跌幅度较大，波动更为剧烈。进入 2 月以来，市场整体延续触底反弹趋势，市场情绪逐渐好转，各路资金积极入市。在此阶段投资者风险偏好逐渐提升支撑中证 500 和中证 1000 反弹幅度较大。3 月以来国内政策方面多行业多地区颁布以旧换新行动，对经济需求端的托底预期较强，4-5 月份整体市场维持震荡上行趋势。5 月下旬开始市场整体走弱，PMI 与 CPI 数据显示内需恢复缓慢，宏观复苏不及预期。同时北向资金与融资资金的净流入有所放缓，股市缺乏增量资金的流入，股指整体交易情绪偏弱，延续弱势走势。对比年初受雪球敲入等影响造成的中小盘股下跌，以及之后的迅速反弹，此次小盘股下跌后反弹趋势和迹象明显减弱。上证 50 指数在上半年的下跌中显示出较强的抗跌性，沪深 300 指数同样表现出较好的稳定性，其成分股的业绩和市场地位使其在市场波动中保持了较好的表现。中证 500 和中证 1000 指数则在市场下跌期间受到了较大的压力，尽管在市场修复期也有所回升，但整体波动性较大，风险相对较高。

图 1：2024 年以来各指数表现（%）

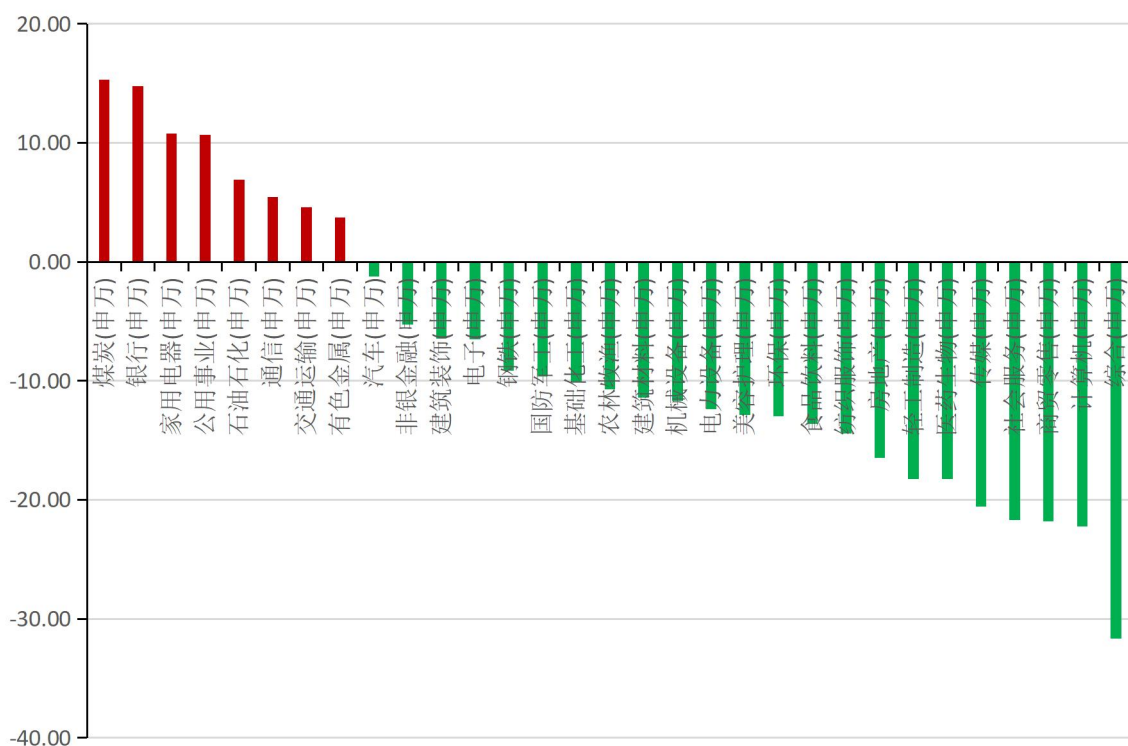


数据来源：WIND、国联期货研究所

1.2 行业表现：红利高股息表现更优

股市在一季度风险集中释放后恢复到了合理的波动率水平。新国九条对 A 股估值体系重塑下小市值绩差股成为市场重点监控对象，市场资金关注重点转向中大市值个股，大市值风格表现好于小市值风格，主要是高股息板块涨幅较大。其中，煤炭行业是年内（截至 6 月 24 日）涨幅唯一超过 15% 的行业，石油石化、公用事业和银行等行业在上半年整体市场表现风险偏好较弱的背景下亦取得正收益。房地产行业跌幅较一季度有所缩小，各主要城市首付和利率均降到近年来最低水平，房地产政策效果逐渐显现。计算机、商贸零售和社会服务等行业年内表现较差，其中综合跌幅达超 30%。

图 2：2024 年以来申万一级各行业表现（%）



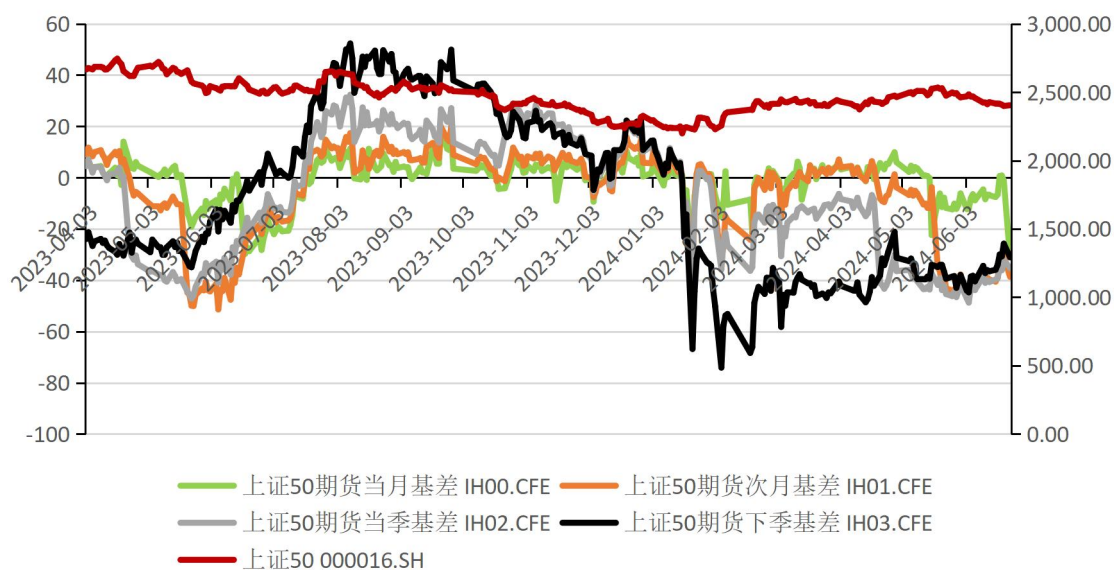
数据来源：WIND、国联期货研究所

1.3 股指基差：基差波动缩小，未来以季节性上升为主

1 月份雪球等结构化产品对期指升贴水的宽幅震荡起到一定推动作用。由于市场整体快速大幅下跌，场外雪球策略平多仓加速短期下跌步伐，雪球策略平仓对场内股指期货成交、持仓产生较大影响，导致基差大幅回落。期指基差触及近几年极值，其在 1 月 22 日和 2 月 5 日，IC 和 IM 下季合约基差点达近二年最低水平，分别跌超-370 点和-410 点，中性策略对冲成本极高。其后基差跌幅便出现逐步缩小，延续以季节

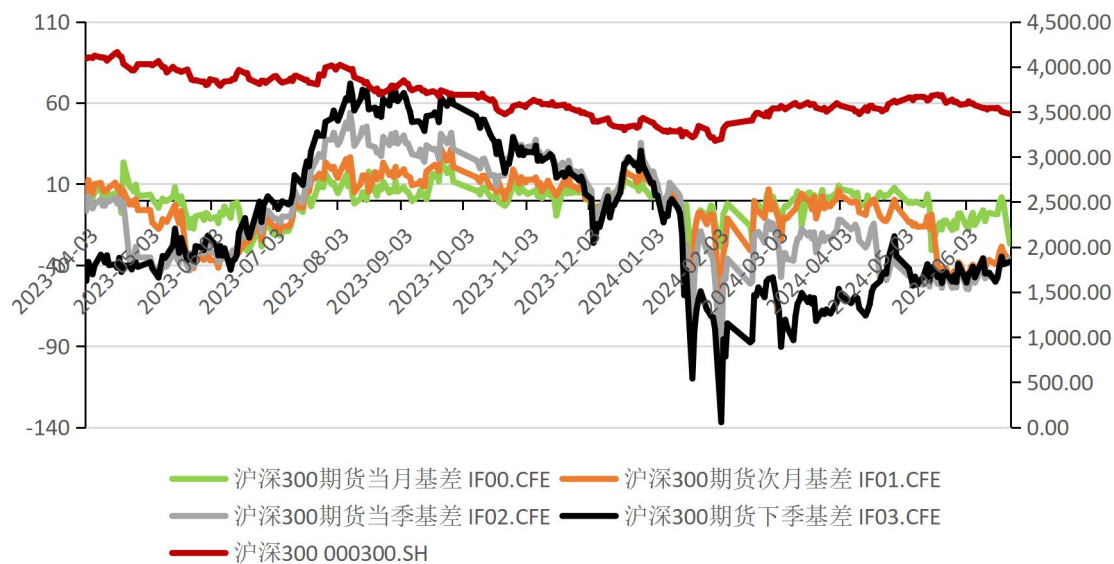
性上升为主趋势。

图 3：上证 50 基差（点）



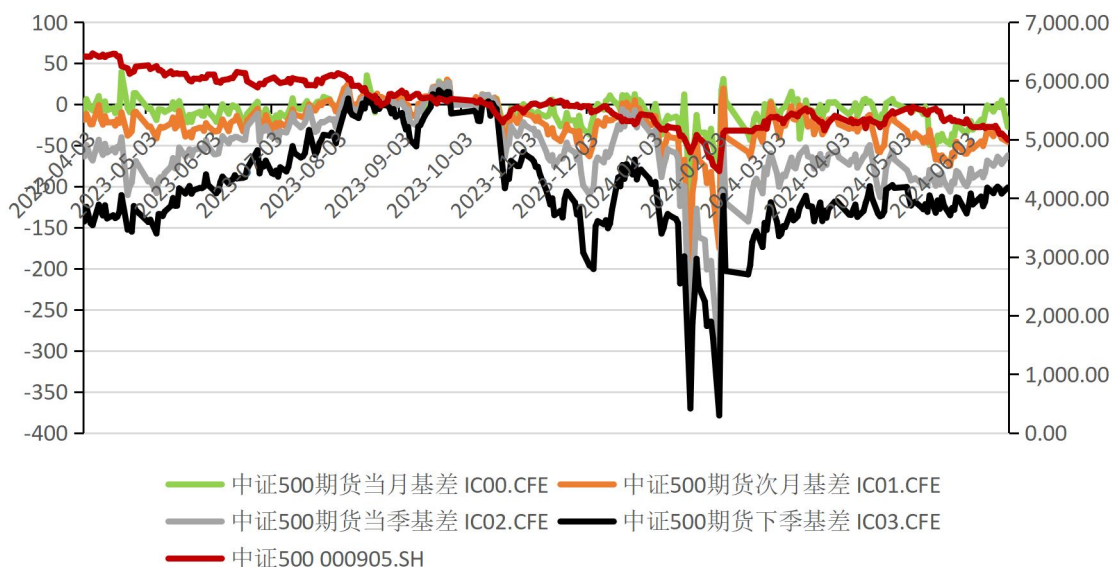
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 4：沪深 300 基差（点）



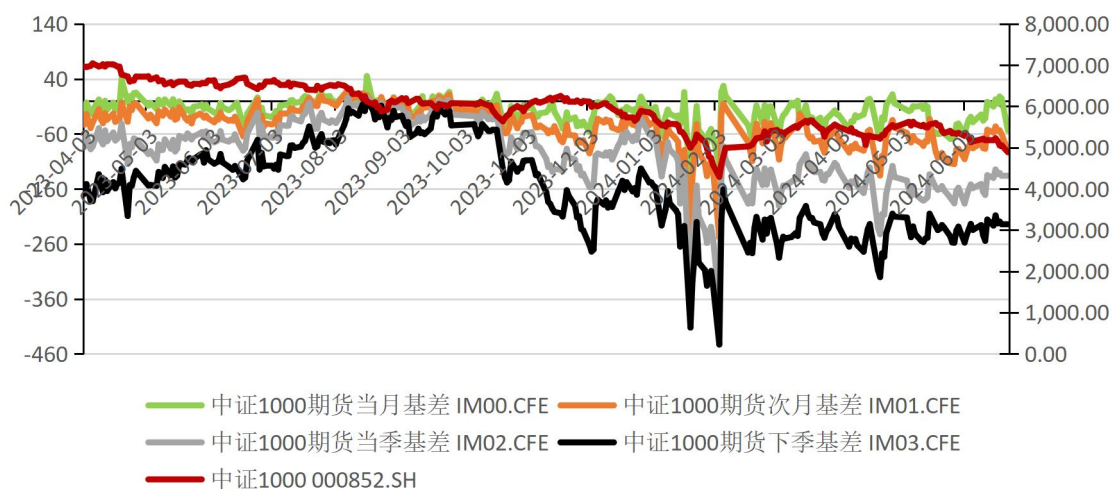
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 5：中证 500 基差（点）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 6：中证 1000 基差（点）



数据来源：WIND、国联期货研究所

展望 2024 年下半年股指期货升贴水环境，我们认为主要受三方面因素影响。

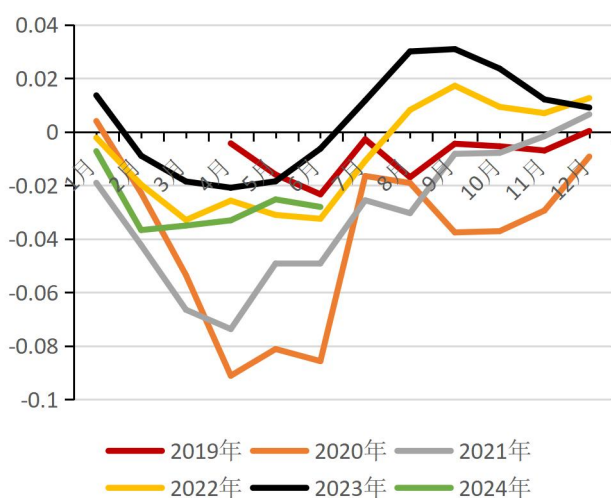
1) 中国证监会主席吴清在全国两会上再次强调，要严把 IPO 入口关，要求全力把造假者挡在资本市场的门外，6 月 21 日晚间，北交所受理了 3 家企业的 IPO 申请，为时隔 3 个月之后恢复 IPO 受理。同时沪深交易所各受理了一家 IPO 申请，这是沪深交易所时隔半年后再次受理 IPO。传统的打新策略容量受到一定影响，股指期货空头作为打新策略最主要的对冲方式，其持仓平稳性可能出现下滑。

2) 中性策略高增速存疑，证监会主席吴清 6 月 19 日在 2024 陆家嘴论坛上表示，将充分考虑中小投资者占绝大多数这个最大的市情，强化对高频量化交易、场外衍生品等交易工具的监测监管，提升监管针对性和适应性。对各种利用技术信息持股等优势，扰乱市场非法牟利的行为，紧盯不放，露头就打。不论是市场容量还是一季度开始的市场监管，中性策略规模高增速大概率下滑，股指端的套保需求或将减少。

3) 国务院国资委表示进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，同时新“国九条”严格持续监管，在政策的引导下，上市公司纷纷抛出“真金白银”的分红预案，以更大的分红力度回馈投资者。分红力度空前带来分红率上升，分红对于基差的影响有所增强。

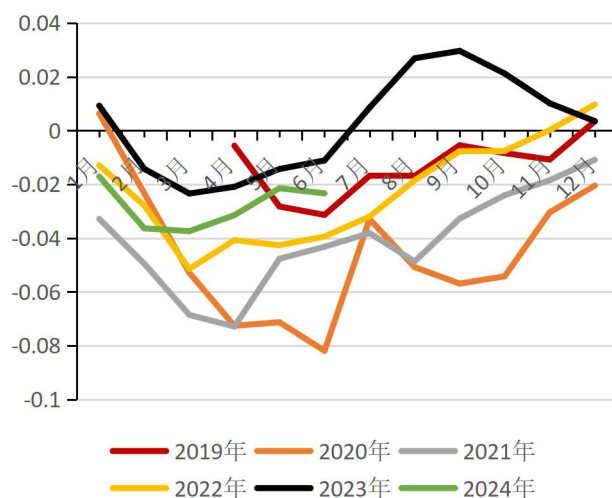
综合上述三方面因素，我们预计下半年四大指数整体基差仍将以季节性上升为主。但分红率大概率上升使得 IF、IH 贴水幅度或较历年有部分扩大，而 IC 和 IM 依然承担中小盘风格主要的套保功能，所以其季月与隔季合约贴水幅度较历年或有部分缩窄。

图 7：IH 下季年化基差率季节性 (%)



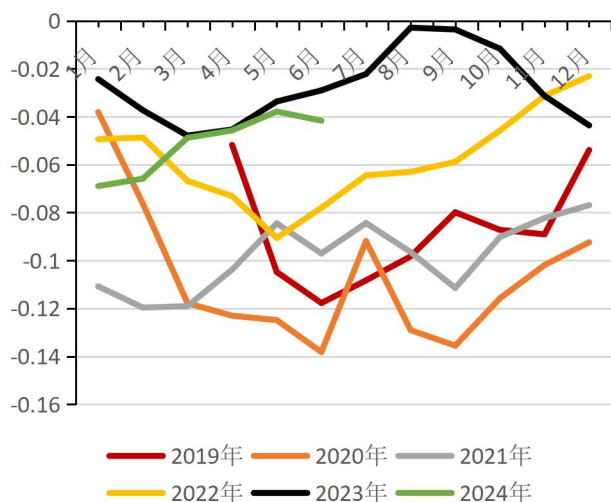
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 8：IF 下季年化基差率季节性 (%)



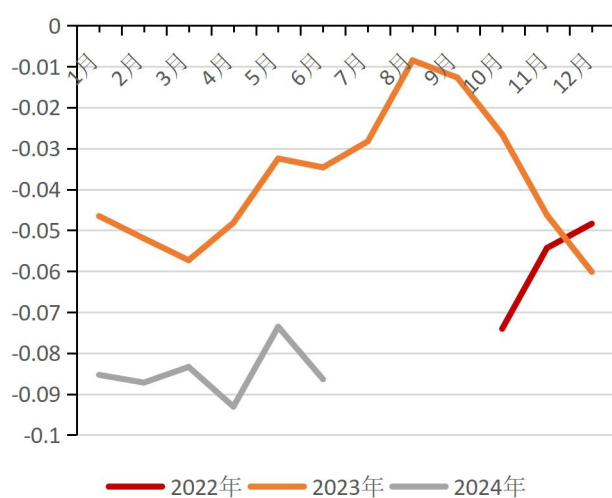
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 9：IC 下季年化基差率季节性 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 10：IM 下季年化基差率季节性 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

二、市场估值依处于较低水平

截至 2024 年 7 月 8 日，以 WIND 全 A 代表 A 股整体市场，其市盈率为 16.19，在 5 年期分位处于 5.11% 的低位水平。

表 1：各指数估值

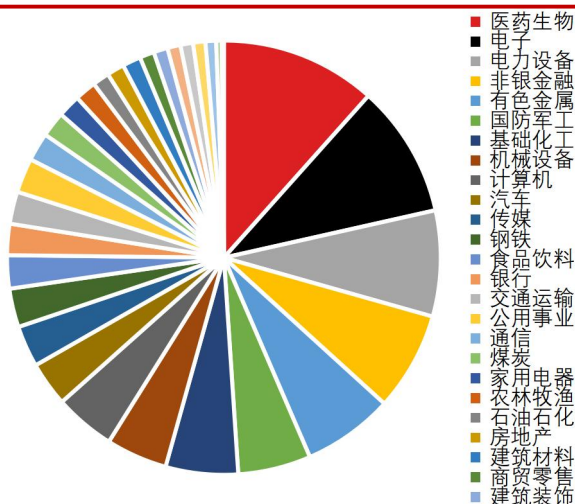
A 股整体估值分位			股债利差		
2.31			3.98%		
指数	代码	PE	PE 分位	PB	PB 分位
上证 50	000016.SH	10.42	62.32	1.13	13.27
沪深 300	000300.SH	11.79	28.61	1.25	8.90
中证 500	000905.SH	20.53	13.85	1.51	0.99
中证 1000	000852.SH	30.33	14.01	1.64	0.33
创业板指	399006.SZ	24.99	0.82	3.28	0.49
中证红利	000922.CSI	7.33	73.04	0.76	53.75

数据来源：WIND、国联期货研究所

2.1 中证 500 和中证 1000 指数：市净率处于历史较低水平

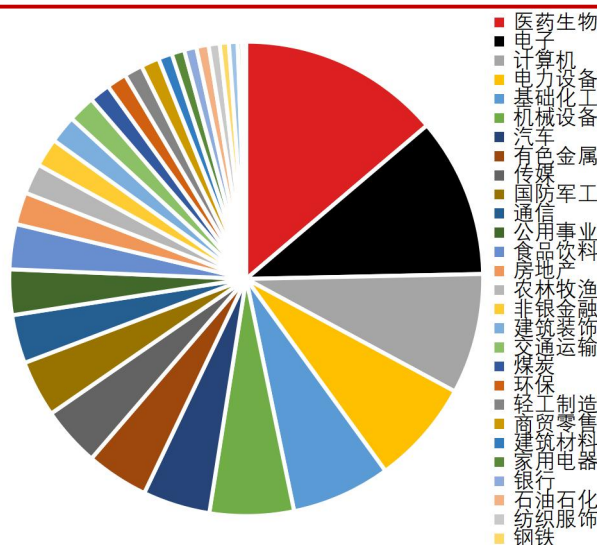
中证 500 指数包含较大成分的周期行业，不能保持稳定的 ROE 且受政策影响较大，从过去五年来重要历史底部各指数 PE 情况来看，上证 50 和沪深 300 指数在历史底部市盈率明显更为稳定，中证 500 和中证 1000 指数市盈率波动则相对较大。则对于中证 500 和中证 1000 指数利用传统 PE 进行估值往往无法完全反应真实情况，在此我们需要更多参考 PB 进行估值。

图 11：中证 500 行业成分权重



数据来源：WIND、国联期货研究所

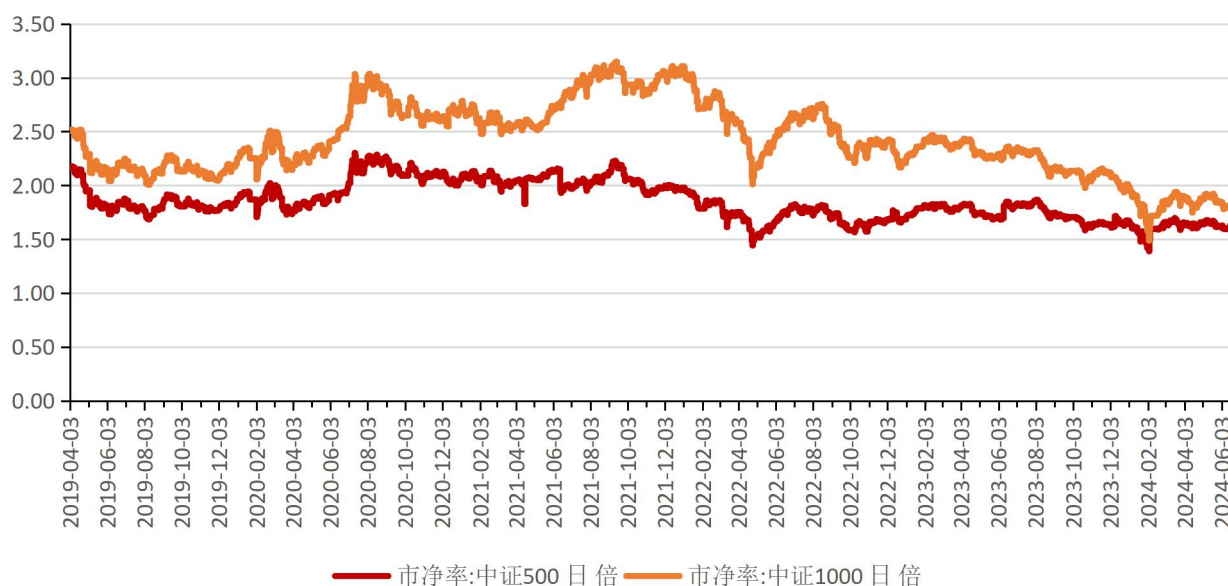
图 12: 中证 1000 行业成分权重



数据来源：WIND、国联期货研究所

截至7月8日，中证500和中证1000指数市净率分别在1.51和1.64，处于过去五年0.99%和0.33%分位的历史较低水平，估值整体偏低。

图 13: 中证 500 指数中证 1000 指数市净率



数据来源：WIND、国联期货研究所

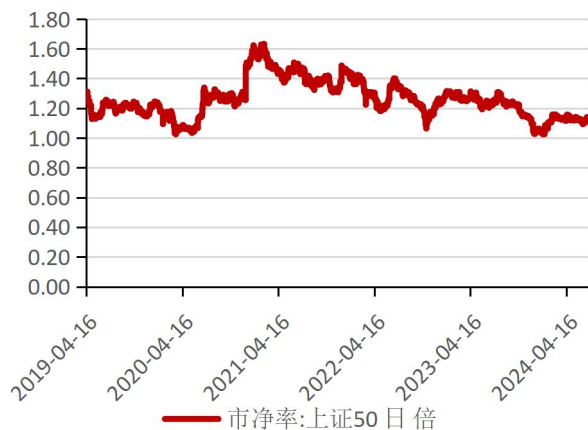
2.2 上证 50 和沪深 300 指数：估值处于历史中低位

上证 50 和沪深 300 指数拥有相对稳定的 ROE，其估值相对大小一般可参考市盈率和市净率。

截至7月8日，上证50指数市盈率为10.42，在五年期历史分位中位于62.32%，市净率1.13，在十年期历史分位中位于13.27%；沪深300指数市盈率为11.79，在十

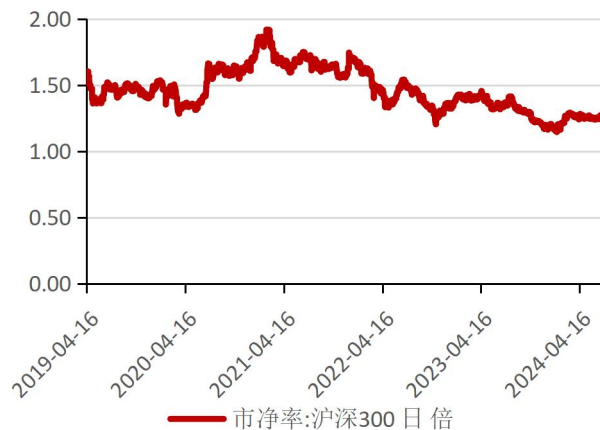
年期历史分位中位于 28.61%，市净率 1.25，在十年期历史分位中位于 8.90%。两大估值指标均处于历史中低位水平。

图 14：沪深 300 指数市盈率



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 15：上证 50 指数市盈率



数据来源：WIND、国联期货研究所

2.3 指数拥挤度：中证 1000 指数有较大修复空间

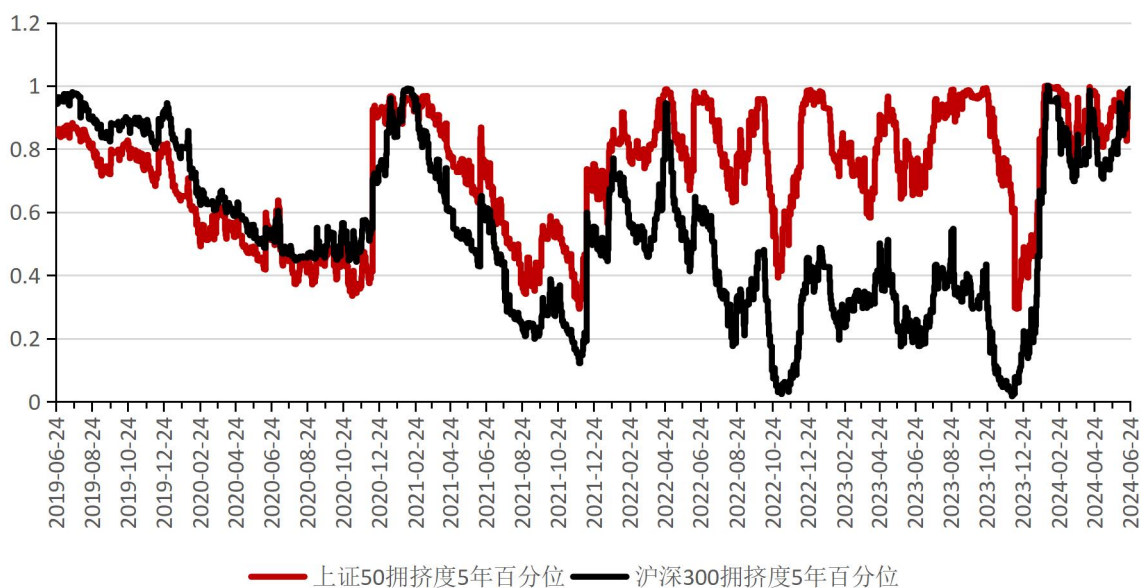
本节我们定义如下公式：

指数拥挤度=指数 PB/全市场 PB 在过去五年分位数

该值越高，表明市场对该指数的配置热情相对较高，反之则相对冷淡。该指标一方面具有明显的动量效应，另一方面亦具有一定的均值回归特性。在市场配置热情达到历史极值时，往往预示对应指数存在过热风险，反之则预示该指数过冷，存在一定配置优势。

上证 50 指数和沪深 300 指数上半年整体出现探底回升趋势，两者相对拥挤度数均已处在较高水平，新国九条对 A 股估值体系重塑下小市值绩差股成为市场重点监控对象，市场资金关注重点转向中大市值个股，反映在指数风格层面上出现了买大市值代表指数卖小市值代表指数，上证 50 和沪深 300 指数相对估值较高。

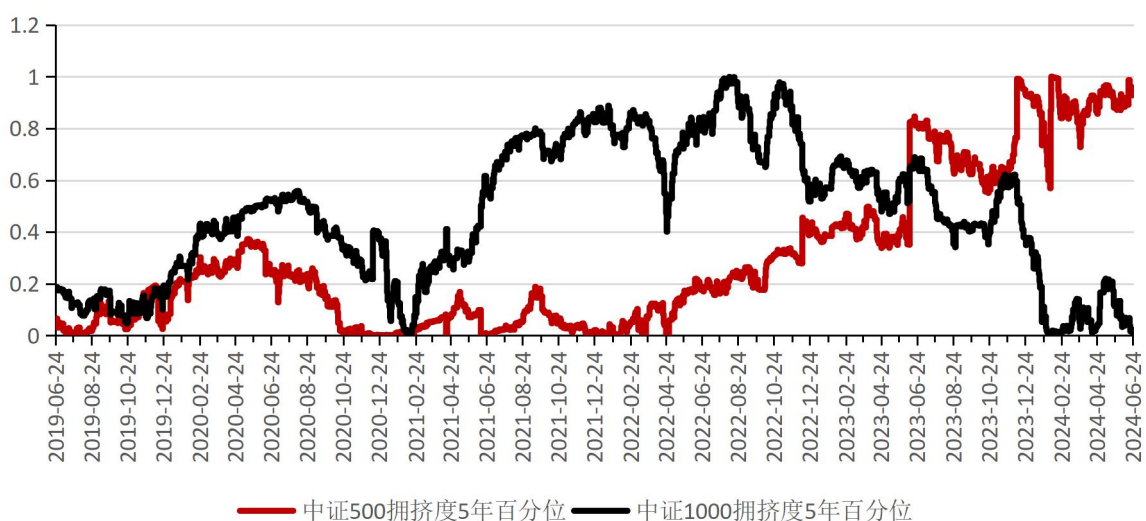
图 16：沪深 300 指数和上证 50 指数拥挤度



数据来源：WIND、国联期货研究所

中证 500 指数和中证 1000 指数目前从拥挤度角度相差较大。自 2022 年 4 月底以来，中证 500 指数拥挤度一直处于震荡上涨走势之中，在 1 季度市场阶段低点时触及历史极值高位拥挤度小幅回落后再次震荡上行，市场对于中证 500 指数的配置依然具有较高热情。中证 1000 指数为上半年市场中唯一拥挤度持续走弱的指数，表现出市场风险释放以及新国九条对 A 股估值体系重塑下小市值绩差股成为市场重点监控对象的背景下，市场对于小市值风格配置热情相对冷淡。

图 17：中证 500 指数和中证 1000 指数拥挤度



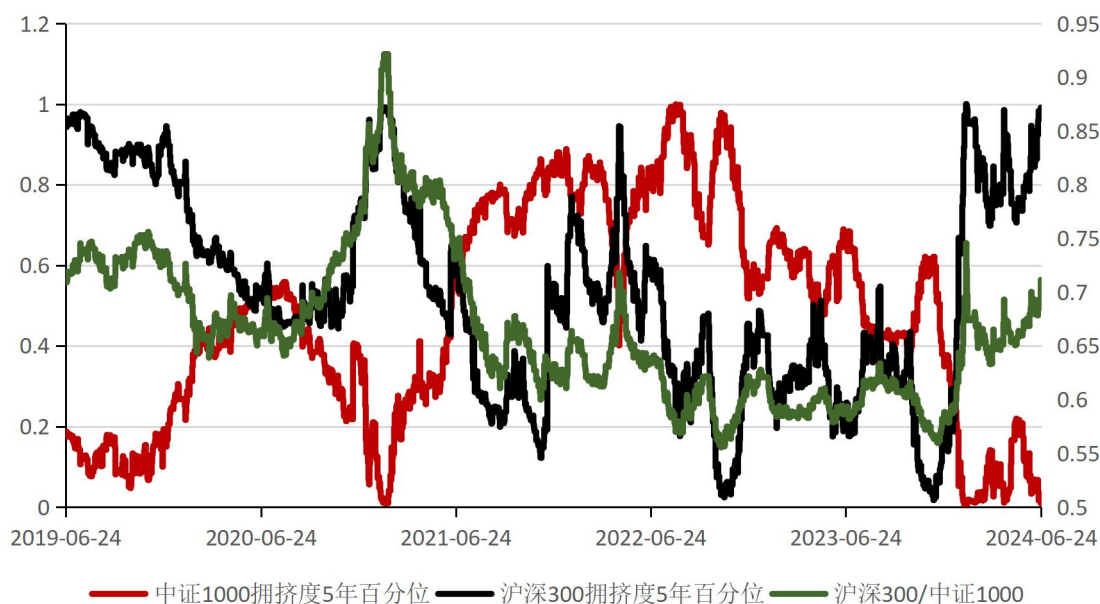
数据来源：WIND、国联期货研究所

沪深 300 指数和中证 1000 指数在拥挤度角度表现出明显负相关关系。在历史中

沪深 300 指数和中证 1000 指数拥挤度之差每走扩且触及历史极值区域后，均将带来明显回归中枢行情。其主要原因为沪深 300 和中证 1000 指数分别代表市场大市值价值风格和小市值成长风格，市场在风格过热和过冷切换中向中枢回归。

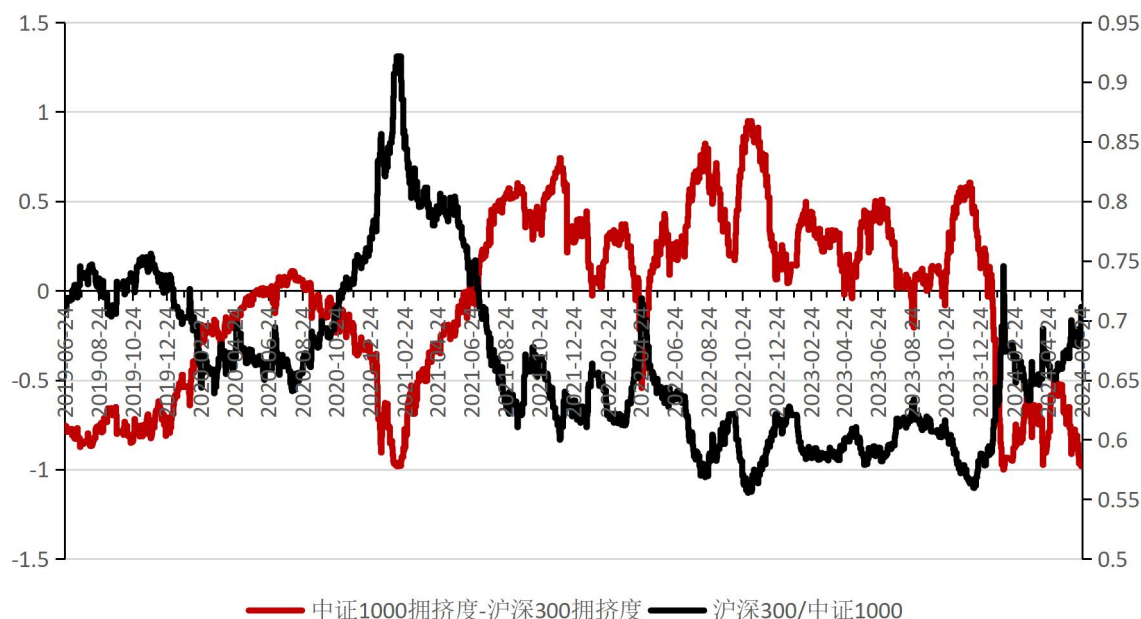
1 月份成长小市值风格下跌幅度较大，沪深 300 和中证 1000 指数拥挤度差额再次拉大，并且分别触及历史高位和历史极值低位，但在 2 月份以来风格逐渐回归至成长中小市值风格中，中证 1000 指数在此阶段表现出更强劲走势，3 月份以来沪深 300 指数仍受到市场追捧，市场整体上涨阶段其更为强势，下跌时间其相对更为抗压，沪深 300 和中证 1000 拥挤度再次两极分化，市场对大市值为代表的沪深 300 指数配置情绪表现相对更为火热。

图 18：沪深 300 指数和中证 1000 指数拥挤度



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 19：沪深 300 指数和中证 1000 指数拥挤度



数据来源：WIND、国联期货研究所

2.4 股债性价比：股票配置优势将逐渐凸显

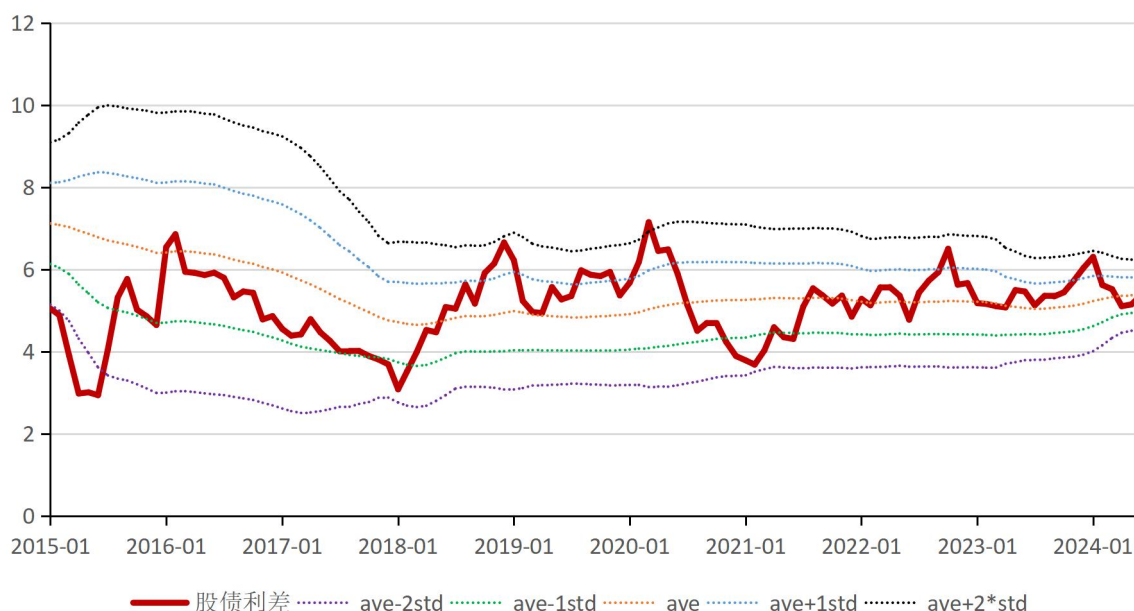
股票和债券是大类资产配置中两种可替代和互补的重要资产，而股债性价比则是衡量股票市场风险溢价水平的重要指标。在经济周期的大多时间区间内，股票市场预期收益与十年期国债收益率存在此消彼长的互补关系，股息率或市盈率倒数作为股市预期收益率，与国债收益率的两者之差就代表股债市场预期收益之差。股票和债券双方资产在估值过低或过高时会向相对稳定的中枢回归。

通过观测股债性价比指标可以发现股票市场并不具备明显的超配优势。目前该指标处于历史中位上方位置，叠加 M1 与 M2 之差大幅下降，这意味着目前资金供给过剩，资金价格或持续走低，隐含着利率仍存在下行压力，叠加“资产荒”现状也并不支持债市走势反转。同时美国国债收益率依然处于高位，均影响股票市场在配置性价比方面的表现。

需要注意的是，虽然目前债券相对于股票市场仍具有相对重要配置必要性，但央行主管媒体金融时报文章称从疫情平稳转段后的市场运行实践看，2.5%-3%是 10 年期国债收益率合理区间。目前 10 年期国债利率距离该区间仍有不小差距。在央行多次提示关注长期收益率走势的背景下，人民银行或将在必要时卖出国债，7 月 1 日央行决定于近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作。同时在陆家嘴论坛

中表示把国债买卖纳入货币政策工具箱不代表要搞量化宽松。届时国债对股指流动性挤出效应将进一步减弱，股指市场在大类资产角度下配置性价比将进一步凸显，或给股指市场估值和资金面带来明显改善。

图 20：沪深 300 指数股债性价比 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

2.5 估值小结

总体而言，目前 A 股市场估值在经历 2 月份以来修复行情后依然处在历史中低位置，具备长期较高的配置价值。但市场内部存在分化格局，上证 50 指数从历史维度的市盈率角度和拥挤度角度均在上半年表现出在市场中相对其他指数更为火热局面。

中证 1000 指数不管是从自身相对的历史估值水平和相对其他指数估值水平均表现出较为理想配置机会，短期或有明显的估值修复预期。但新“国九条”对 A 股估值体系进行重塑，小市值绩差股处于市场重点监控对象之中，其暴雷概率远远高于大市值股票，市场资金关注焦点从中小市值个股逐步转向大市值个股。受此市场风格影响沪深 300 指数虽然相对估值处于历史高位，但考虑该环境短期预计难以改变，同时市盈率历史维度水平相对上证 50 更具有性价比，中期市场而言以中大市值个股为代表的沪深 300 指数或仍受到市场资金追捧并表现出相对市场整体高估水平。对于市场整体而言，随着 2024 年美联储大概率进入降息周期，同时国内经济整体持续向好复

苏趋势不变，央行相关政策指引仍值得重视，当前债市追涨性价比不高，未来债券端或将很难出现前期大幅上涨行情，国债对股指流动性挤出效应将边际减弱，股票市场在大类资产配置中性性价比将逐渐凸显。

三、经济修复仍不均衡，但新面貌带来长期信心

3.1 宏观经济：经济修复仍具波折且不均衡

中国出口增速回暖上行，成为经济增长关键动力。随着“一带一路”倡议的深入推进，中国企业的出口与海外拓展齐头并进，进一步提升了我国外贸国别的多元化水平。汇率稳定和境内外利差仍为货币政策主要掣肘力量，出口延续复苏趋势为汇率增加信心，同时也将为经济预期收益和股指流动性方面均带来积极预期。

消费增速放缓但修复潜力仍存。消费品以旧换新实施方案逐步落地后政策效果逐渐体现，预计社零增速在结束基数扰动后，能呈现出更为清晰的改善趋势。

房地产仍处筑底阶段，去库存压力较大。“517”新政落地已一个多月，从高频数据来看，房地产市场确实出现了一些积极变化，30大中城市和十大城市商品房成交面积均有所改善，但并未出现实质性好转，同比仍保持着两位数的降幅，二手房价格同比也仍在回落。由此可见，政策加码确有利于稳定房地产市场，但从新政落地至房产价格和交易量企稳，进而传导至地产开发商预期扭转、房地产开发投资企稳回升仍需一定时间。

3.2 资本市场：稳信心方面持续发力，小盘股超额收益回归基本面的属性

3月15日证监会发布《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》《关于加强上市公司监管的意见（试行）》《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》以及《关于落实政治过硬能力过硬作风过硬标准全面加强证监会系统自身建设的意见》。这些举措均有助于营造公平健康的资本市场环境，修复市场整体信心。随着政策的逐步落地和效果显现，资本市场整体信心得到逐步强化。

继2004年、2014年两个“国九条”之后，又时隔10年，国务院再次专门出台的资本市场指导性文件，4月12日国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，具体分别为：一、资本市场高质量发展目标；二、严把

发行上市准入关；三、严格上市公司持续监管；四、是加大退市监管力度；五、加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强；六、加强交易监管，增强资本市场内在稳定性；七、大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量；八、进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展；九、推动形成促进资本市场高质量发展的合力。

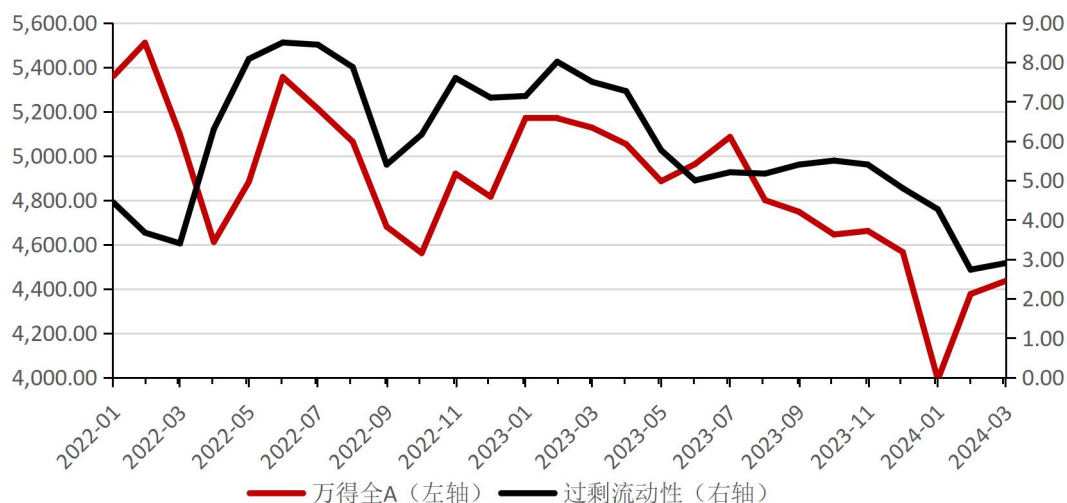
新“国九条”表现对于资本市场发展方向从“融资市”向以股东利益为核心的市场转变，其中严格上市公司持续监管和加大退市监管力度对于目前市场结果和风格产生较大影响。小市值绩差股成为市场重点监控对象，市场资金关注重点转向中大市值个股。由于市场先前普遍存在对小市值股票和表现不佳股票的投机炒作，小盘股相对大盘股曾有过显著的超额回报。然而，小盘股在基本价值方面固有的不足以及质量上的不均衡，也使得由投机行为带来的额外收益伴随着较大的不稳定性。随着A股市场未来的发展和进一步规范化，预计投机行为对小盘股整体超额收益的影响将逐渐降低，小盘股的超额回报将更多地反映其基本面的价值。

3.3 流动性：修复仍有阻力，货币政策框架或将进入转型时刻

5月M1修复仍有较大阻力，继上月负增后，跌幅进一步扩大，同比为-4.2%；而M2增速则是小幅回落到7%。M2-M1剪刀差进一步扩大，由4月份的8.7%进一步增至目前的11.2%。M1和M2之差可以理解为资金需求和资金供给之差，目前M1与M2之差大幅下降，这意味着目前资金供给过剩，资金价格或持续走低，隐含着利率仍存在下行压力。

以M2同比增速-GDP同比增速-CPI同比增速代表过剩流动性，2024年上半年表现并不乐观。CPI修复虽然仍有阻力，但同比数据近4个月均保持零轴之上，后续随着低基数效应延续、部分地区公用事业涨价、暑期出行高峰助推服务价格上涨、政府债资金到位支持工业品需求，预计物价将维持温和回升态势，综合来看，物价偏低压力最大的时期已过，总体通胀走势呈现积极变化。同时考虑到未来的政策调控方向会更加注重盘活存量资金，提高资金使用效率，客观上货币增速会有所放缓。预计2024年下半年在过剩流动性方面获得超预期支持仍有一定困难。

图 21：过剩流动性



数据来源：WIND、国联期货研究所

货币规模数据整体偏弱显示国内需求仍为疲弱，但更多或反映当前金融正在经历“挤水分”“减虚胖”过程。市场利率定价自律机制于4月8日下发《关于禁止通过手工补息高息揽储 维护存款市场竞争秩序的倡议》，明确禁止银行手工补息等高息揽储行为，以及多家银行通知停止活期存款自动转存为协存，均对企业活期存款流出形成拖累，导致 M1 新增明显弱于预期。同时在 2024 陆家嘴论坛上潘功胜表示：为更好服务高质量发展，研究中国未来货币政策框架。均反映货币政策框架或将进入转型时刻。货币政策的调控框架亟需从传统的以数量调控为主转变为以价格调控为主，这标志着货币政策框架向现代化迈进，能够更有效地利用价格机制来优化金融资源的配置，满足经济高质量发展的需求。

在过去，央行更侧重于关注社会融资规模、银行信贷投放量以及货币供应量(M2)的增长情况，并将其与国内生产总值(GDP)增速进行比较。只要 GDP 增速保持在合理水平，便认为新发放的贷款和新印刷的货币能够带来相应的收益，从而支持经济的持续发展。然而，这种粗放型的管理方式导致了货币供应增速与 GDP 增速之间存在较大差距，使得资金配置效率不高，一些效率低下的企业也能轻易获得资金支持。这不仅引发了物价波动，还导致了技术进步受限和市场竞争力不足，最终使得货币的单位价值创造能力下降，名义 GDP 甚至低于实际 GDP。

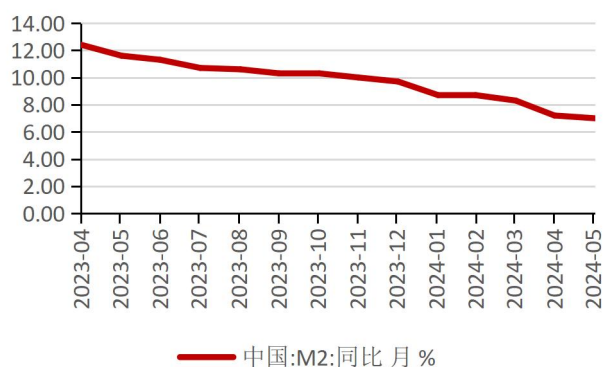
为了解决这一问题，企业需要在现有的货币存量中展开竞争，通过创造更高的收益来获得资金支持，而那些无法创造效益的企业则应逐步通过市场机制被淘汰。在宏

观政策层面，货币政策的调控将从数量型和价格型并行的模式，逐步转向以价格型调控为主。

我们认为在具体到操作层面，央行可以通过影响存款类金融机构间七天期回购利率（DR007）来实施价格型调控。通过调整 DR007，央行能够在市场套利机制的作用下影响不同期限的利率，形成合理的收益率曲线，进而对经济活动进行有效指导。在传统模式失效或传到困难时，央行将通过在二级市场买卖国债来直接控制利率水平。

这种货币政策的转型在短期内可能会带来剧烈的市场调整，企业和个人将面临更大的资金周转压力，但从长远来看，这一过程有助于清理低效企业，为经济的健康发展腾出更多空间。此外，随着货币政策向价格型调控的转变，相对以往“大水漫灌”式的货币投放将变得更加精准，有助于实现通胀的稳定。

图 22: M2 同比 (%)



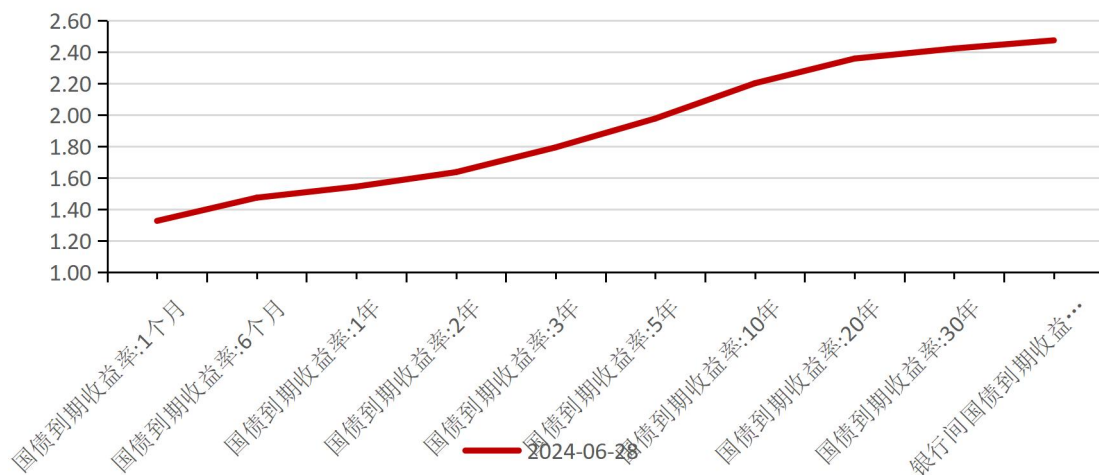
数据来源: WIND、国联期货研究所

图 23: M1 同比 (%)



数据来源: WIND、国联期货研究所

图 24: M2 同比-M1 同比 (%)



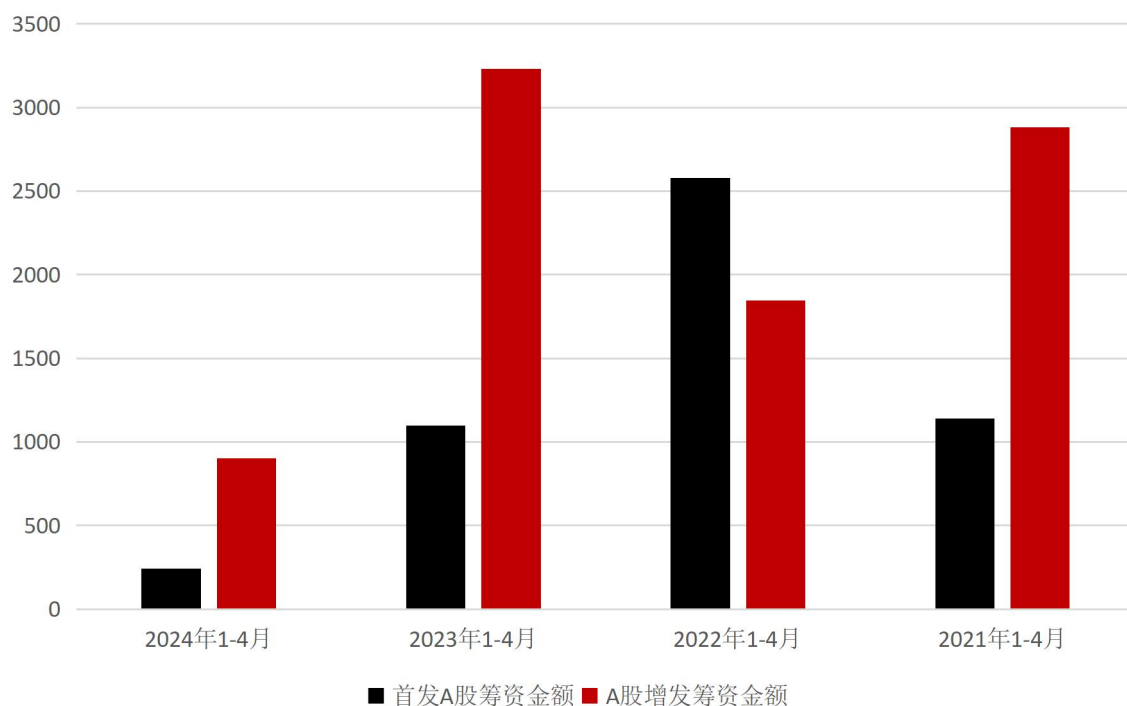
数据来源: WIND、国联期货研究所

四、A 股供求关系逆转，增量资金逐步回暖

4.1 A 股开启供求关系逆转元年

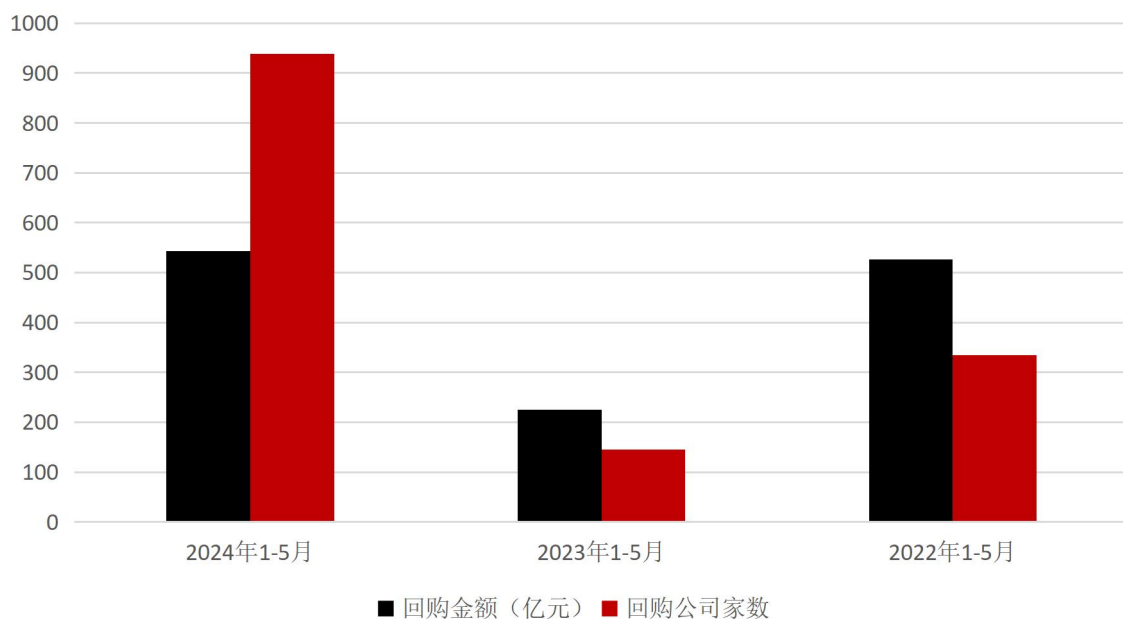
A 股 2021-2023 年 1-4 月筹资金额均超 4000 亿元，而今年前 4 个月仅 1145.22 亿元，从二月起 IPO 处于冻结状态，直至 6 月 21 日，北交所受理了 3 家企业的 IPO 申请，为时隔 3 个月之后恢复 IPO 受理。同时沪深交易所各受理了一家 IPO 申请，这是沪深交易所时隔半年后再次受理 IPO。我们预计其他条件不变的情况下，2024 年融资金额有望减少超万亿元。同时今年前 5 个月回购金额超 543 亿元，回购家数达 938 家，均创近些年同期新高。1-6 月上市公司分红金额和分红家数同样高于往年同期，我们预计通过提升分红与回购合计回报可能接近 2 万亿，净融资变成了净回报可能高达 1.5 万亿。

图 25：筹资金额



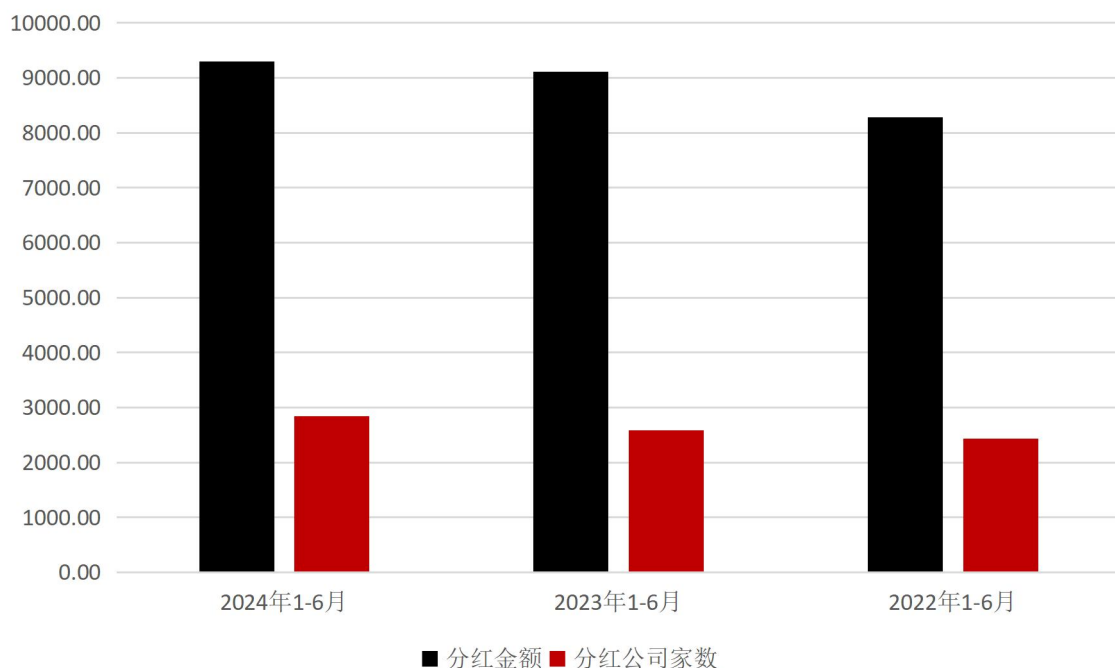
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 26：回购金额和公司家数



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 27：分红金额和公司家数

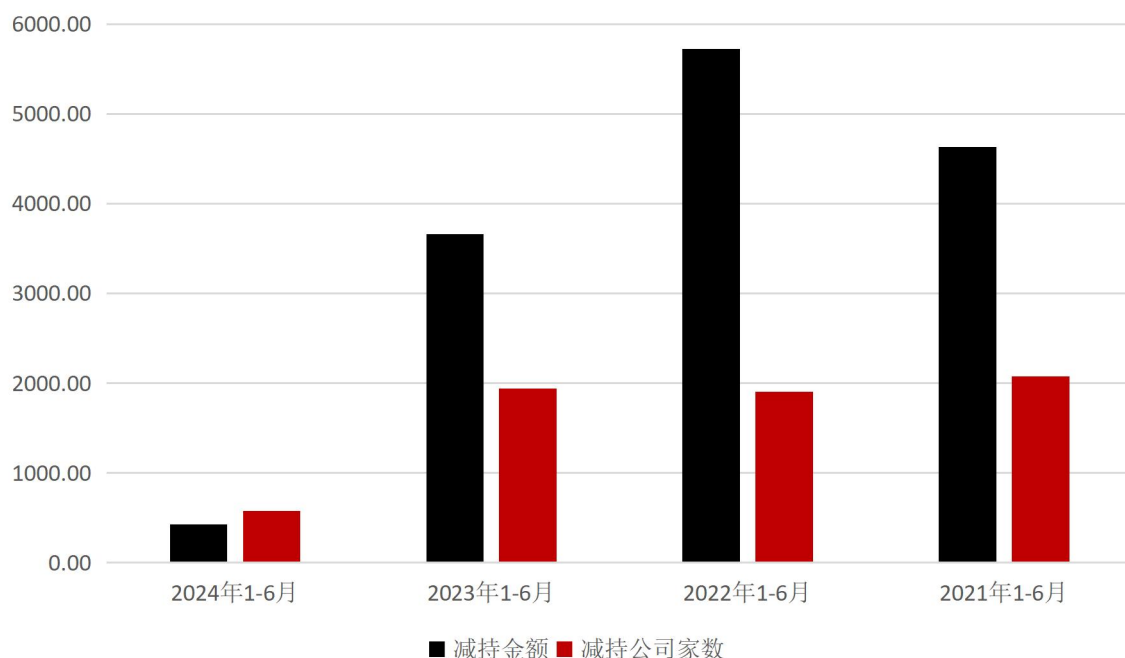


数据来源：WIND、国联期货研究所

5月24日，史上最严减持新规《上市公司股东减持股份管理暂行办法》出台，主要针对持有5%以上股份的股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员减持股份，以及首次公开发行前股份的减持。一方面明确控股股东、实际控制人在破发破净、

分红不达标等情形下不得通过集中竞价或者大宗交易减持，其次大股东大宗交易减持前的预披露义务，另一方面明确大股东、实际控制人的一致行动人与大股东共同遵守减持要求；除此之外要求计算上市公司股东持股比例时，应当将其通过普通证券账户、信用证券账户以及利用他人账户所持同一家上市公司的股份，以及通过转融通出借但尚未归还或者通过约定购回式证券交易卖出但尚未购回的股份合并计算。同时，要求离婚、法人或非法人组织终止、分立等方式减持后相关方持续共同遵守减持限制，以及禁止大股东融券卖出或者参与以本公司股票为标的物的衍生品交易，禁止限售股转融通出借、限售股股东融券卖出等。2024 年前六个月重要股东大幅减少，减持仅仅 429 亿元，减持公司家数仅 579 家，均远低于往年同期水平。

图 28：减持金额和公司家数



数据来源：WIND、国联期货研究所

2024 年是 A 股供求关系逆转的元年，后期即使经济修复不及预期，A 股估值亦有望震荡回升。

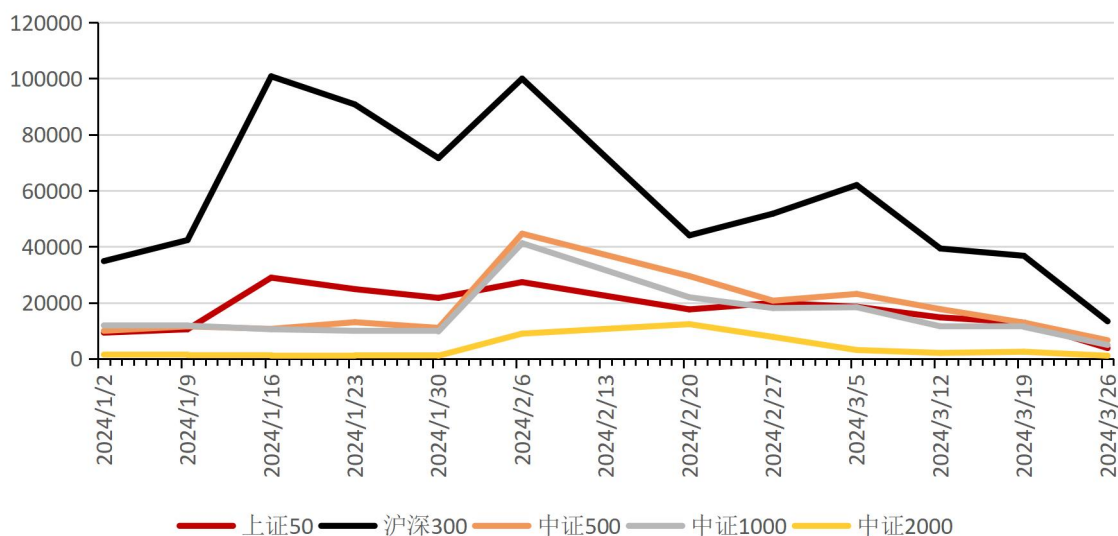
4.2 资金通过 ETF 途径积极配置并转向降低市场波动风格

2 月 6 日，中央汇金公司公告称，充分认可当前 A 股市场配置价值，已于近日扩大交易型开放式指数基金（ETF）增持范围，并将持续加大增持力度、扩大增持规模，坚决维护资本市场平稳运行。

一季度 A 股市场因结构性产品冲击导致的连续调整已经充分体现了市场的悲观

情绪。中央汇金在市场的底部区域的增持代表着国内中长期资金对股票市场的呵护态度，极大程度上缓解了市场对流动性的担忧。同时汇金对市场的托举逐渐表现出从权重股向中小盘扩展趋势。

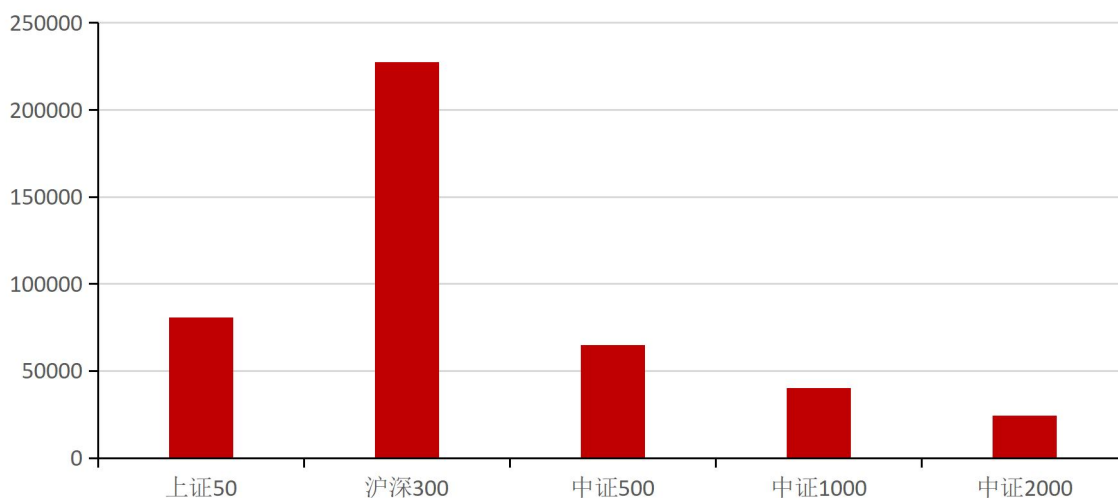
图 29：指数 ETF 周度总成交额（百万元）



数据来源：WIND、国联期货研究所

通过对一季度上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 和中证 2000 指数 ETF 成交额测算，我们推测中央汇金等资金在 1 月中下旬到 2 月份期间共投入超过 4300 亿元。其中，上证 50 投入约 808 亿元，沪深 300 投入超 2273 亿元，中证 500 投入超 649 亿元，中证 1000 投入超 403 亿元，中证 2000 投入超 242 亿元。

图 30：中央汇金投入指数 ETF 金额（百万元）



数据来源：WIND、国联期货研究所

二季度以来 ETF 成交额显著降低，但在市场整体震荡走势中的阶段底部主要 ETF

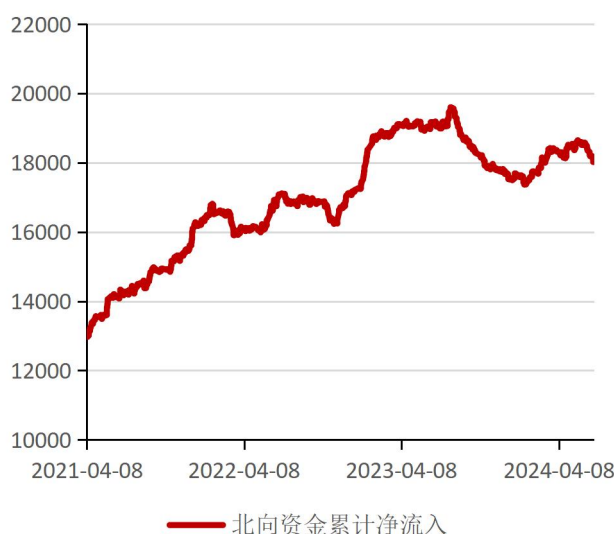
基金依然显现出明显放量情况。相比较一季度在市场风险集中爆发阶段的资金资金大额买入不同，资金在二季度逐渐呈现并未急于对市场趋势产生直接影响态势，而是即在市场下跌时逐步增持，似乎更多地着眼于缓和 market 波动，并间接表明当前价格水平已具备一定的投资价值。至于市场的底部位置，则留给市场力量自行探索和确定。

4.3 北向资金流入放缓，国内股指市场仍为价值洼地

当前北向资金 20 日日均成交额在 1200 亿左右，占沪深两市成交额近 20%，其流向变化对市场资金面及市场情绪均具有较大影响。北向资金的流动一方面受国内宏观经济的影响，另一方面亦受跨境利差的影响。

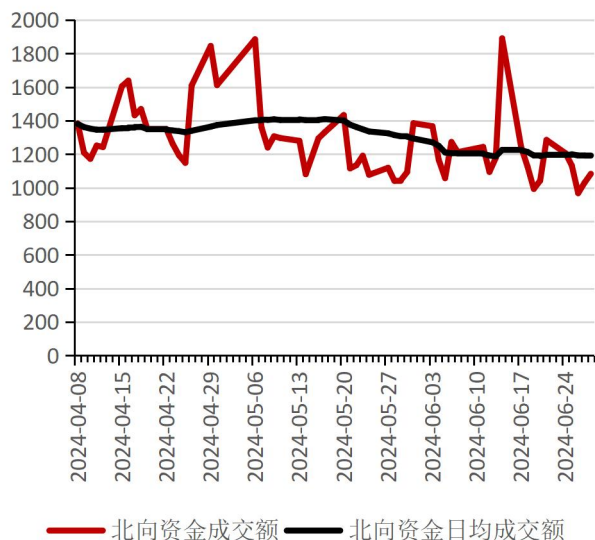
北向资金在经历了从 2023 年 8 月以来持续净流出后，2 月份开始伴随市场整体反弹趋势北向资金积极回流 A 股市场。从 2 月份以来截至 5 月 22 日，近四个月时间累计加仓超 1104 亿元，外资积极配置 A 股市场表现出对于未来国内经济预期收益和资本市场信心。但 5 月底以来北向资金一改积极配置 A 股市场态度，呈现持续流出趋势。

图 31：北向资金累计净流入（亿元）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 32：北向资金成交金额（亿元）



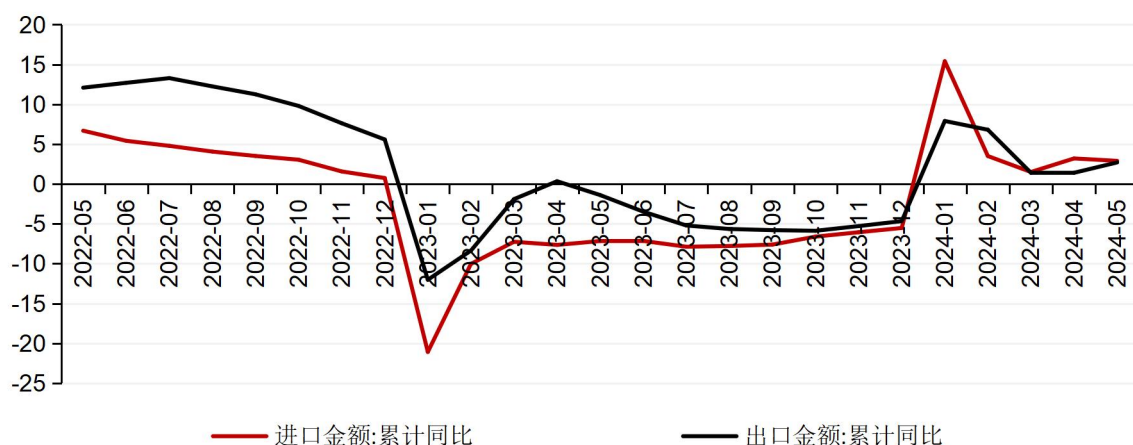
数据来源：WIND、国联期货研究所

目前，国内经济复苏有所放缓，且复苏结构并不均衡，美国 10 年期国债收益率依然处在 4.20% 之上，汇率和国内外利差仍然为国内货币政策的主要掣肘。为外资积极配置境内市场带来一定阻力。但未来随着世界主要经济体陆续进入降息周期，国内外息差有望收窄，将为国内货币政策提供更多操作空间。叠加境内股指市场由于其较为更低的估值水平，或将吸引境外资金更加积极的配置。

4.3 广义外资边际好转

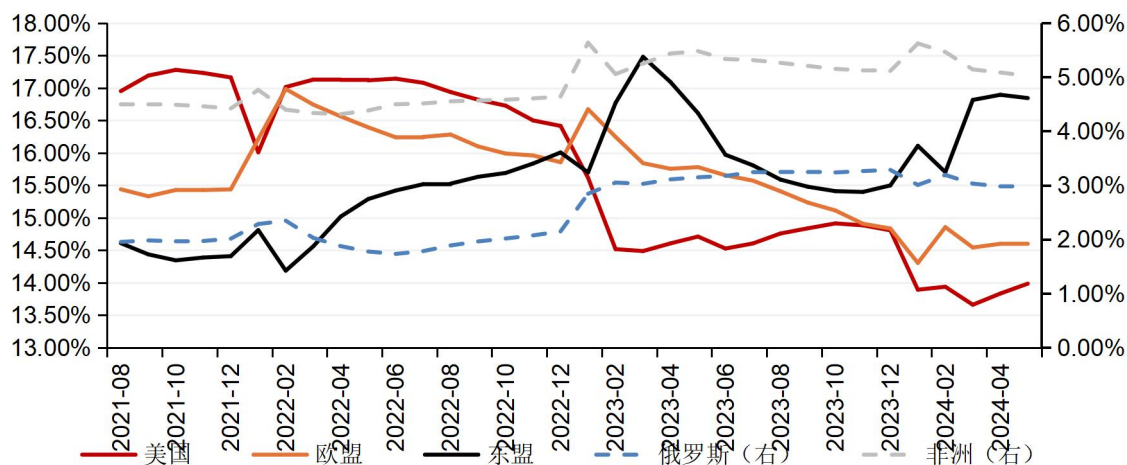
经常账户反映国内需求和国外需求相对变化情况，统计数据上与国内股指走势正相关性明显，表明国内风险资产定价的重要因素之一来自于国内外需求的强弱。随着全球产业链重塑，我国出口结构逐步改变，亚非拉地区占出口比例不断上升，尤其是对东盟的出口额增速涨幅最大，我国出口数据表现出较强韧性。今年进出口金额累计同比均处在零轴之上，5月份按美元计价，中国的出口总额为3023.5亿美元，同比增长7.6%。从全球需求来看，随着主要发达国家经济的复苏，外需增长对出口形成支撑。5月份，美国和欧洲的制造业PMI均位于荣枯线以上，表明经济活动正在回暖，从而推动了中国的出口增长。

图 33：进出口当月同比（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 34：进出口当月同比（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

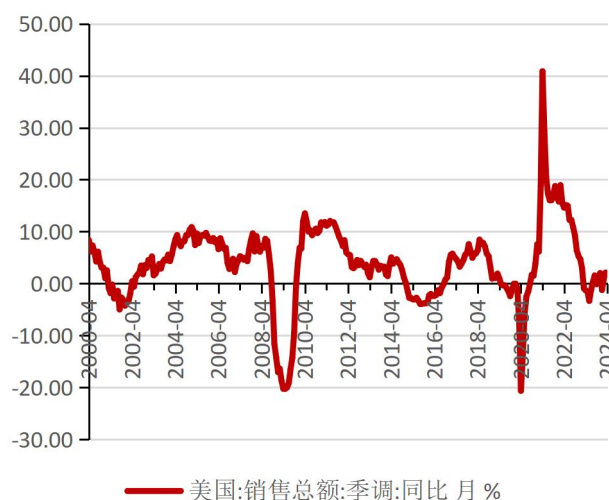
除此之外，2024 年美国补库周期逐步开启，目前美国销售总额和库存增速均呈现筑底趋势，这均将带动外需边际好转，有利于国内经常账户修复，为经济预期收益和流动性方面带来积极预期，进而对 A 股市场反弹趋势带来强有力支撑。

图 35：美国库存总额同比 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 36：美国销售总额同比 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

市场对美国 2024 年下半年开启降息周期预期增强，10 年期美债收益率已自顶部 5% 左右的高位大幅回落至目前 4.3% 区间。各主要经济体通胀明显缓解，并陆续开启降息周期，人民币贬值压力或将缓解，这对北向资金的回流有积极的促进作用，同时国内资本市场中在广义外资层面的压力将会明显缓解。

五、总结

2 月以来尽管各股指估值得到一定回归修复，同时债券相对于股票市场仍具有相对重要配置必要性，但目前 A 股市场从长期角度仍然具有明显配置价值。2024 年是 A 股供求关系逆转的元年。即使经济修复不及预期的情况下，也会支持 A 股估值震荡回升。同时随着 2024 年美联储大概率进入降息周期，国内经济整体持续向好复苏趋势不变，央行相关政策指引仍值得重视，当前债市追涨性价比不高，未来债券端或将很难出现前期大幅上涨行情，国债对股指流动性挤出效应将边际减弱，股票市场在大类资产配置中性性价比将逐渐凸显。

国内经济延续温和复苏的势头，但过程并非一蹴而就、而是循序渐进，其中外需影响下出口数据的已出现明显改善。设备更新和消费品升级换代来有望进一步释放内需潜能，货币政策力度加大，强化经济复苏预期。货币政策的调控将从数量型和价格型并行的模式，逐步转向以价格型调控为主。

随着 A 股市场未来的发展和进一步规范化,预计投机行为对小盘股整体超额收益的影响将逐渐降低,小盘股的超额回报将更多地反映其基本面的价值。

综合而言,我们认为 1 月市场整体大幅度下跌后的低点将成为 2024 年 A 股市场全年阶段低点,短期考虑到政策和资金托底预期明显,股指整体下方下跌空间有限,但目前流动性修复仍有阻力,经济修复仍呈现不均衡局面,资本市场改革可能存在阵痛期,市场整体上方具有一定压力,后续需重点关注通胀等经济数据修复持续性和在新货币政策框架下的 M1 修复情况。

策略建议:

短期来看,在此位置股指下方整体下跌空间有限,短期并不悲观,方向性交易者可待超卖情绪过热或市场确认企稳后谨慎做多。

长期来看,股指市场依然具有配置必要性,新国九条对 A 股估值体系重塑下小市值绩差股成为市场重点监控对象,小盘股的超额回报将更多地反映其基本面的价值。在大类资产配置中的股票资产选择中,沪深 300 指数期货更符合当前市场风格。考虑到目前内外部环境现实情况,2024 下半年仍难支撑大幅上涨行情,建议控制整体仓位。

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600