

静待内外利好驱动 A 股底部反弹上行

摘要

- 基本上，美国经济不易发生实质性的衰退，经济放缓压力主要集中在上半年，下半年随着前期高利率效应逐步传导至基本面，美国经济或将实现软着陆至阶段低位。若 24 年美国如市场预期般开启降息通道，内需修复叠加海外流动性利好将对 A 股走牛形成关键助力。
- 资金层面，对于中长期资金入市效果尚未达到预期，关于 IPO 收紧以及大股东减持限制等政策措施均在短期层面上暂时缓解资金流出，中长期资金入市而是要靠市场化进程下完成真正实现注册制发行。前期一系列活跃资本市场、提振投资者信心的政策措施，大大提高了市场对两融交易的信心和热情。随着内部风险减弱、外部风险缓和，A 股市场止跌回升信号渐浓，杠杆资金热情有望再度提升。
- 风格上，预计 2024 年大小盘风格演绎由资金行为牵动，在存量博弈阶段，小盘相对占优，在增量资金加速入场阶段，大盘占优可能性更大。预判 2024 年总体上小盘股相对占优，但下半年美国货币政策迎来拐点，外资净流出幅度有望收窄，大盘股局部占优可能性逐渐增大。
- 在上半年 A 股或仍以震荡行情为主，下半年上行动能更强。中长期视角上可于适当点位介入多小盘空大盘套利组合。以多 IM 空 IH 为例。短期上，由于 IC/IM 处于深贴水局面，空头端套保考虑对冲成本建议介入远月合约，顺期限思路下多近月获得展期收益。IF/IH 合约预计短期仍维持相对升水格局，顺期限思路下可以逢低价差介入多远空近跨期组合。
- 期权思路，指数目前低位窄幅盘整，预计下行至关键支撑位将有较大反弹动能，可于适当点位介入牛市价差组合减少期权时间价值损耗，或介入宽跨式多头组合获取波动上行收益。
- **风险提示：全球经济下行风险、海外货币政策超预期、国内经济超预期下行**



金融投资专业理财

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

研究员：许方莉
期货从业资格证号 F3073708
投资咨询证号：Z0017638
助理研究员
廖宏斌 期货从业资格证号：
F3082507
王世霖 期货从业资格证号
F03118150
曾奕蓉 期货从业资格证号
F03105260

询电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com

扫码关注客服公众号

 研究服务

内容目录

.....	1
摘要	1
2023 年： 内外分化与波动加剧.....	4
一、加息周期叠加地缘矛盾下商品波动加剧	4
二、股指： 弱势震荡下净空走阔	5
三、2023 年 A 股行情复盘	8
宏观展望： 海外流动性利好， 内需曙光初显.....	9
一、海外： 加息周期与流动性展望.....	9
（一）、通胀周期与经济周期共振.....	9
（二）全球流动性与资本市场影响.....	14
二、国内： 经济缓修复， 政策“稳” 为主.....	16
（一）经济结构性形势.....	16
（二）2024 年政策展望——12 月中央经济工作会议部署.....	23
A 股市场： 盈利降幅收窄， 资金压力缓释.....	26
一、盈利与估值.....	26
（一）、A 股盈利增速降幅收窄.....	26
（二）、A 股估值水平已达相对底部	29
二、A 股资金压力缓释.....	31
（一）、IPO、再融资和减持的收紧.....	31
（二）、产业资本增减持	33
（三）、资金供给	34
2024 年股指期货总体观点.....	39
免责声明	42

图表目录

图表 1: 全球主要指数 2023 年走势 (2023/1/1=100)	4
图表 2: 南华商品指数 2023 年走势 (2023/1/1=100)	5
图表 3: 近十年南华商品综合指数与上证综指	5
图表 4: 2022-2023 年主要指数涨跌幅对比	6
图表 5: 市场成交活跃度以及波动率	6
图表 6: 2023 年四期指净持仓 (前二十名)	6
图表 7: 2023 年申万一级行业涨跌排序	7
图表 8: 2023 年风格类指数走势对比 (2023/1/1=100)	8
图表 9: 2023 年主要指数走势对比 (2023/1/1=100)	9
图表 10: 本轮通胀周期与加息节奏	10
图表 11: 历年周期美国经济数据与 2023 年对比 (实际增长同比%)	10
图表 12: 美国劳动力市场就业情况	11
图表 13: 美国失业率 (%)	11
图表 14: 美国居民负债率处于历史偏低水平 (%)	12
图表 15: 2024 年美国不排除提前补库可能	12
图表 16: 欧元区 GDP 当季同比与 PMI	13
图表 17: 美欧 PMI 差值与原油价格 (月)	13
图表 18: 利率定价曲线	14
图表 19: CME 利率期货对利率区间的概率测算	14
图表 20: 美元指数与 A 股风格类相关性矩阵 (2022.3-至今)	15
图表 21: 降息开启前后对 A 股行业风格的影响 (涨跌幅%)	15
图表 22: GDP 增速%	16
图表 23: PMI 及 主要分项	17
图表 24: 工业增加值同比	17
图表 25: 投资端始终承压	18
图表 26: 地产新开工、竣工和施工累计同比	19
图表 27: 房地产投资结构弱 (资金来源累计同比)	19
图表 28: 财政收支同比增速	19
图表 29: 消费复苏较疫情前水平仍有差距	21
图表 30: 社会消费品零售增速	21
图表 31: 社会融资规模增速	22
图表 32: 融资规模与 M2 同比差值与股市的关系	22
图表 33: 居民端短中长期贷款	22
图表 34: 2023 年与 2022 年中央经济工作会议主要内容对比	24
图表 35: A 股主要指数营收增速 (%)	26
图表 36: 四期指营收增速 (%)	26
图表 37: A 股主要指数归母净利润增速 (%)	27
图表 38: 四期指归母净利润增速 (%)	27
图表 39: A 股主要指数 ROE (TTM)	28
图表 40: 四期指 ROE (TTM)	28
图表 41: 全部 A 股估值变化 (P/E)	29
图表 42: 主要宽基指数估值分位数 (P/E)	30
图表 43: 股债 ERP	31
图表 44-46: A 股 IPO 节奏显著放缓 (全 A、创业板、科创板)	31

图表 47-48: 产业资本增减持 (增持家数与市值、净减持市值)	33
图表 49: 限售解禁规模 (万亿元)	34
图表 50: 新成立基金及股票型基金新增份额 (亿份)	35
图表 51: 混合型基金及债券型基金新增份额 (亿份)	36
图表 52: 两融余额 (亿元)	36
图表 53: 外资占 A 股流通市值比例	37
图表 54: 陆股通持股市值与占 A 股流通市值比例	38
图表 55: 陆股通累计净流入 (亿元)	38
图表 56: 中美利差与汇率变化	39
图表 57: 上证指数周 K 线	40
图表 58: IM 主连 K 线	41
图表 59: IF 主连 K 线	41

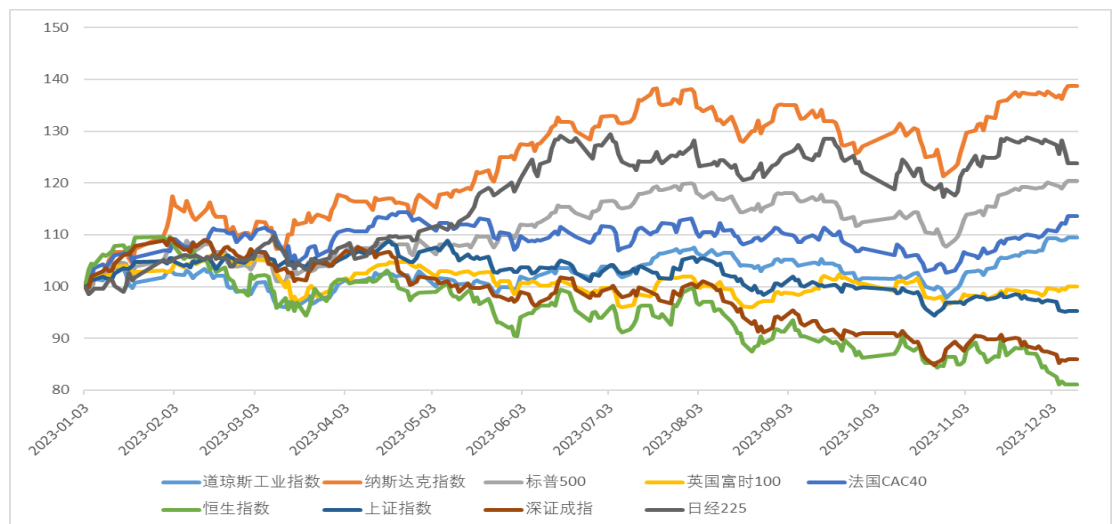
2023 年： 内外分化与波动加剧

一、加息周期叠加地缘矛盾下商品波动加剧

2023 年是疫情恢复正常化的起始之年，新冠疫情和地缘冲突引发的供给冲击基本消退，无风险利率上行和信用收缩产生的需求冲击尚未兑现。2023 年海外经济增长整体好于预期，结构上新兴与发展经济体好于发达经济体，商品贸易量价两弱，同比增速均跌入负值区间。去通胀进程较为顺利，但抗通胀战争目前难言已经胜利。

全球大类资产主要表现出国内股弱债强、欧美股强债弱、商品中黄金表现亮眼的格局，主要原因一是中美经济预期错位修正，二是美联储加息周期尚未结束，三是地缘政治冲突矛盾再度升温。年初预期疫情放开后国内经济强劲复苏、美国较大概率陷入衰退，但是国内经济二季度快速下行，美国经济没有陷入衰退，反而多次超出市场预期，加息终点多次推后；欧洲主要经济体在陷入技术性衰退后也走出股强债弱的走势，超出预期。另外，地缘政治冲突增加市场的避险情绪，各国央行和居民更加青睐具备流动性、稀缺性和避险属性的黄金资产，推动黄金价格上涨。此外，受到美联储加息影响，美元走强对人民币构成挑战，人民币汇率于今年贬值压力上升，结合其他发达国家经济体看，美元走强不单对人民币，同时对多国货币价值构成影响。

图表 1：全球主要指数 2023 年走势（2023/1/1=100）

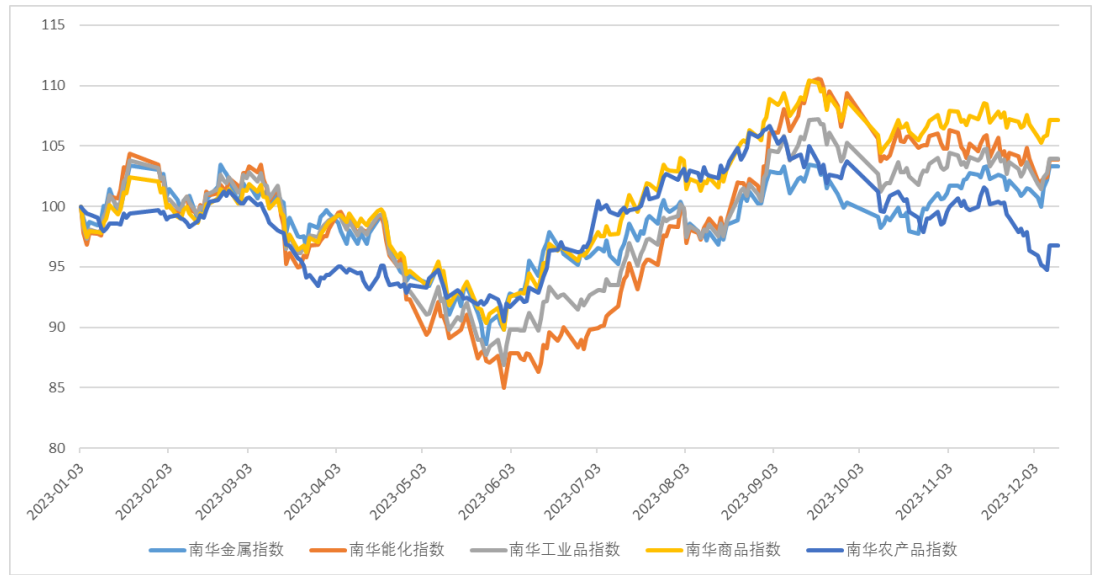


资料来源：瑞达期货、Wind

2023 年大宗商品价格总体将呈下行后反弹趋势。需求因素是年初主导一段时期内大宗商品定价的核心因素，在海外需求持续下行背景下，大宗商品价格温和震荡下行。然而极端气候风险和地缘政治风险仍威胁全球供应链的恢复，大宗商品于二季度开启反弹趋势。其间，美元见顶、美联储加息放缓、中国经济复苏等因素，持续对大宗商品产生正向作用，

我国经济复苏是大宗商品需求的重要支撑因素，表现出国内大宗定价偏强的局面。

图表 2：南华商品指数 2023 年走势（2023/1/1=100）



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 3：近十年南华商品综合指数与上证综指

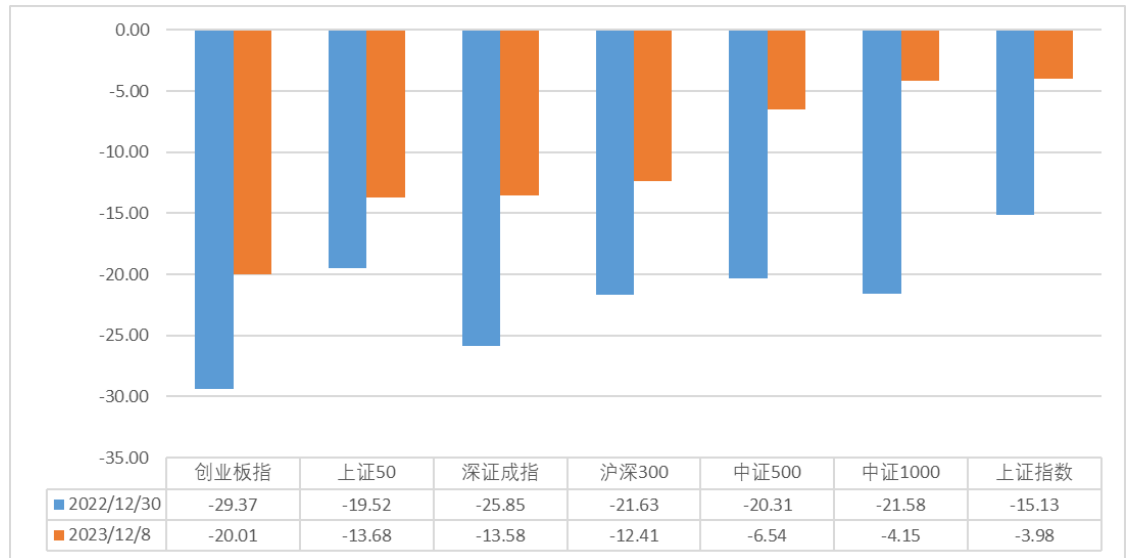


资料来源：瑞达期货、Wind

二、股指：弱势震荡下净空走阔

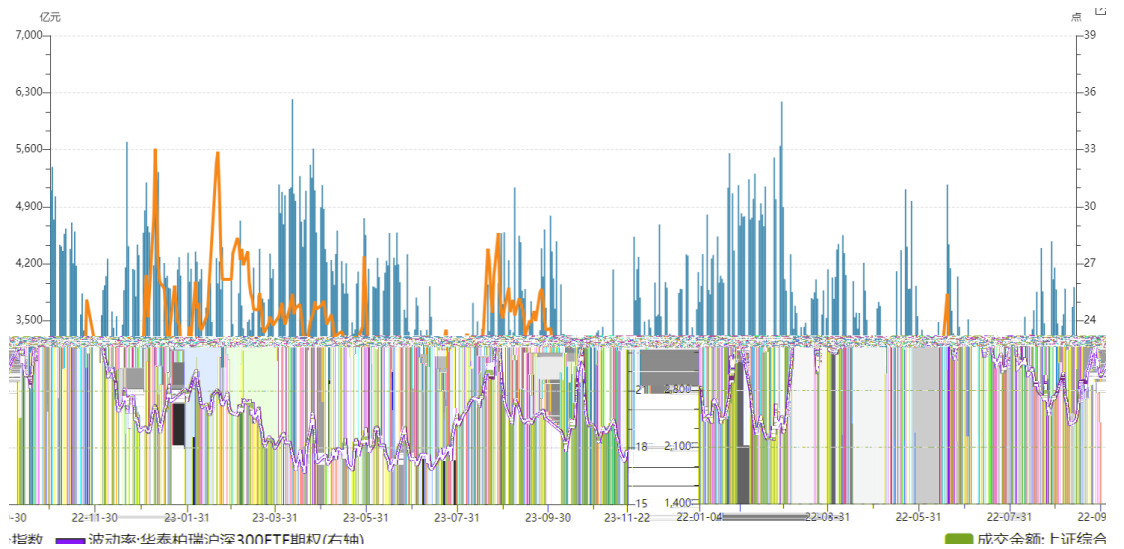
回顾 2023 年，市场行情相比于 2022 年跌幅有所收窄。三大指数呈现不同程度的回调，创业板指以及深成指回调分别 20.01% 以及 15.58%，上证指数回调 3.98%。成长风格仍然偏弱。四期指中，不同于 2022 年的是，随着美联储加息步入尾声，叠加估值修正进程，中小盘相对于大盘而言支撑相对较强。沪深两市成交活跃度相对低迷，沪深 300 股指期货历史波动率维持在震荡下行趋势，表明市场步入底部区间后交易量逐步下降的过程。四期指前二十名净空单规模相较于年初显著扩大，IC 和 IM 的保值盘占比不断上升，IC 和 IM 的基差贴水扩大到较高水平。可以说随着市场整体情绪步入偏空，期指端套保压力亦偏大。

图表 4：2022-2023 年主要指数涨跌幅对比



资料来源：瑞达期货、Wind

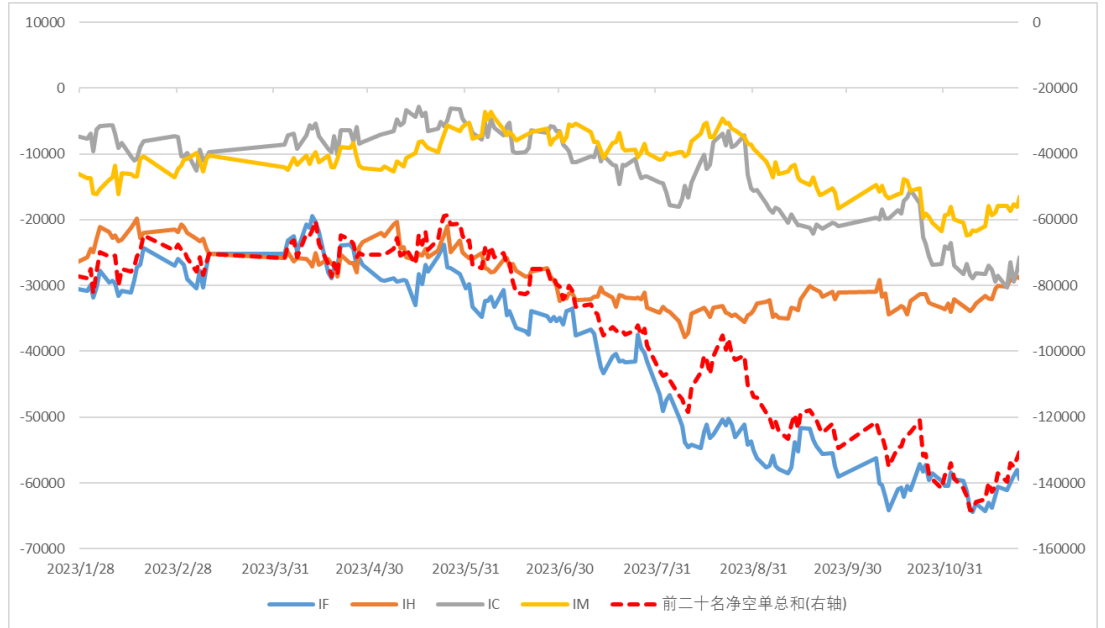
图表 5：市场成交活跃度以及波动率



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 6：2023 年四期指净持仓（前二十名）

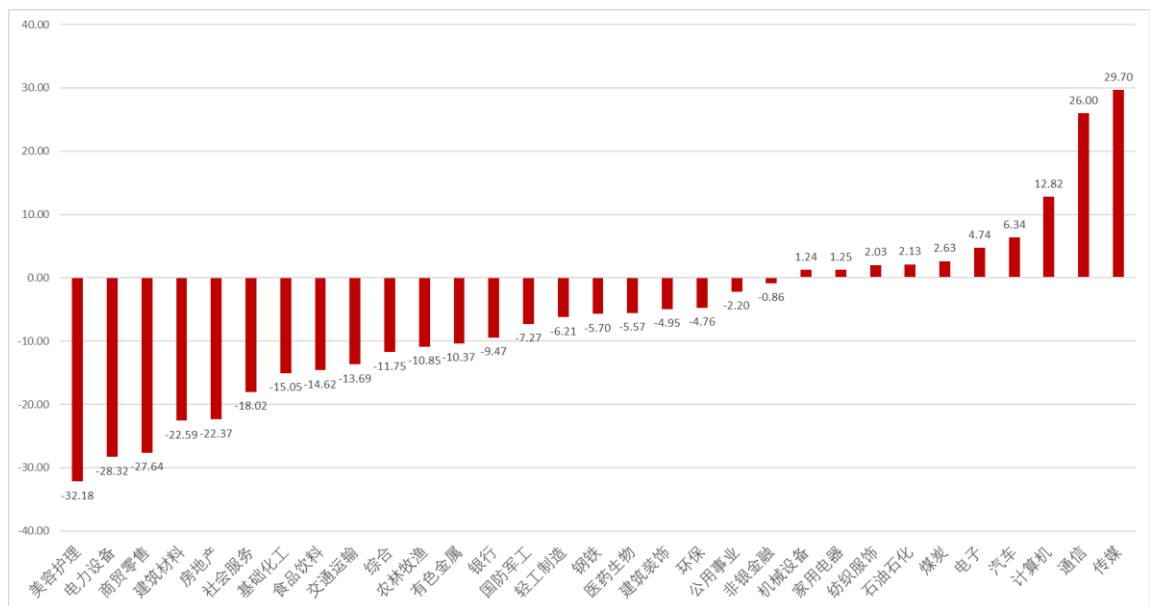




资料来源：瑞达期货、Wind

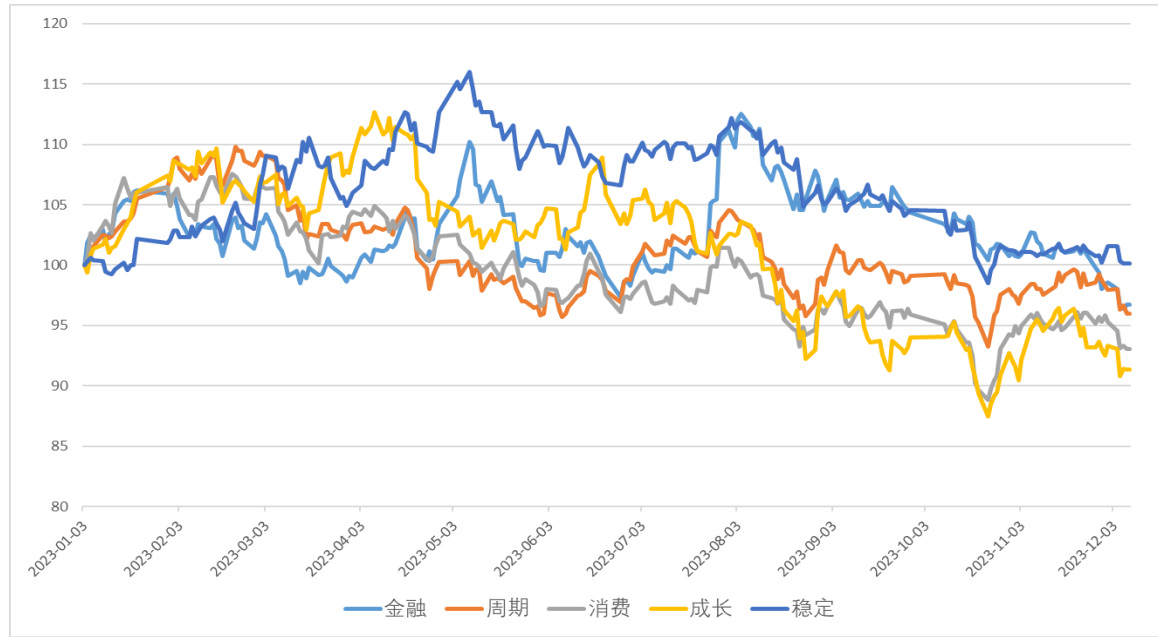
板块方面，全年行业板块涨少跌多，分化较为明显。根据申万一级行业的划分，传媒、通信以及计算机板块领涨 23 年 A 股市场，数字经济政策和 ChatGPT 技术落地双轮驱动人工智能概念行情走强。消费类型、电力设备以及房地产等行业显著走弱，一方面这类板块属于经济顺周期板块，在宏观基本面偏弱的背景下，消费、金融以及地产行业跌幅较大。从中信划分的大类行业风格来看，稳定风格全年较多时间跑赢其他风格，随着疫情的放开以及政策端基建发力，建筑以及交通运输修复趋势较为明确。金融、消费以及周期行业均偏弱，这三类风格由于偏向经济顺周期今年相对跑输其他风格行业。成长风格全年波动较大，行情受到海外流动性预期影响较为明显。

图表 7：2023 年申万一级行业涨跌排序



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 8：2023 年风格类指数走势对比（2023/1/1=100）

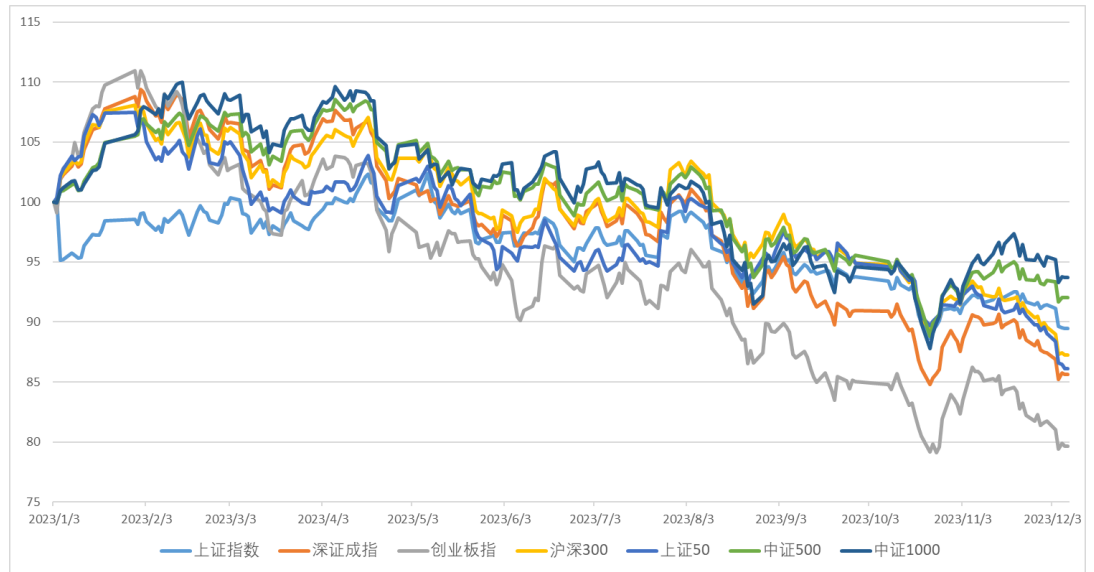


资料来源：瑞达期货、Wind

三、2023 年 A 股行情复盘

今年全年复盘来看，2023 年 A 股主要呈现震荡下行趋势。1 月份市场延续自去年 10 月底以来的底部第一波上涨行情，大盘风格领涨市场，上证指数和沪深 300 分别上涨 5.8% 和 8.5%，行业层面呈现普涨的格局；2 月份至 5 月份，随着经济增长动能放缓，年初乐观预期被修正，叠加美联储加息预期升温 and 海外金融风险频发，行情从趋势性转向结构性，顺周期指数开始回调，指数趋于箱体震荡，反复且难以突破高位。5 月之后市场开启下跌趋势，各大指数震荡下行，主要原因是国内多项经济数据相对疲弱以及美联储加息预期不断修整。七月份至 8 月份，市场步入政策主导的行情，7 月底中央政治局会议以及 8 月资本市场政策密集出台提振市场信心，然行情的提振均偏短线，市场表现不温不火，结构上，大盘风格的支撑性相对优于中小盘。10 月份，市场在经济内需增长以及政策效应弱于预期的悲观情绪下大幅下挫，沪指失守关键点位 3000 点，市场整体步入寻底阶段行情。直至 11 月初至 12 月，随着海外流动性利好，全球预期美联储加息周期的结束，A 股开启底部反弹阶段。然上行过程中，由于国内经济增长未出现实质性周期逆转信号，政策亦或是海外利好消息对市场的提振仍然相对有限，指数自触及关键压力位后再度出现上行动能不足而回落的情况。

图表 9：2023 年主要指数走势对比（2023/1/1=100）



资料来源：瑞达期货、Wind

宏观展望：海外流动性利好，内需曙光初显

一、海外：加息周期与流动性展望

（一）、通胀周期与经济周期共振

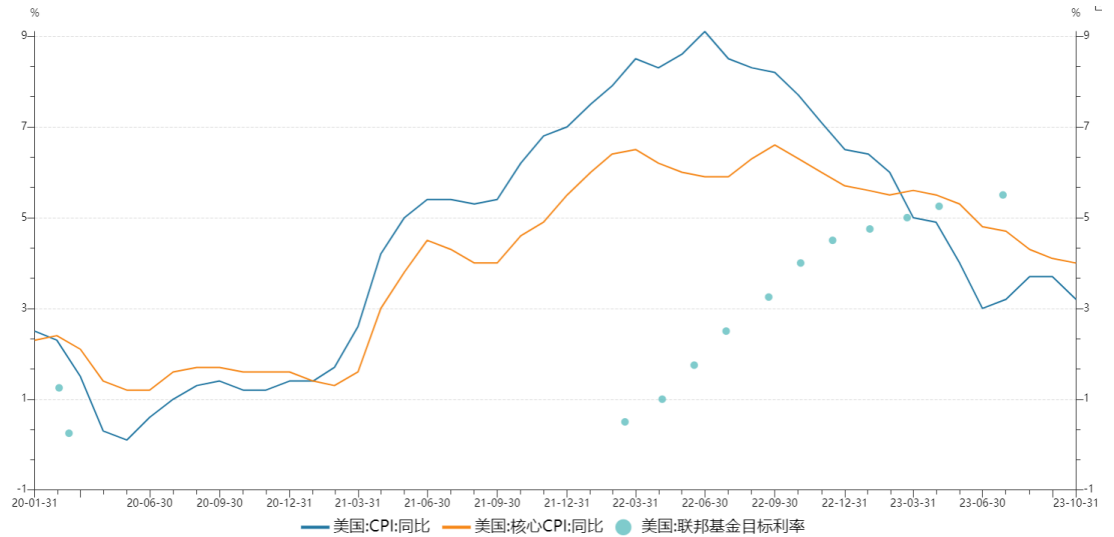
1、本轮通胀周期“易上难下”的原因

2023 年来看，海外宏观预期经历了悲观预期后修正的阶段，22 年年底市场在强劲鹰派加息节奏下预期美国经济将步入衰退的进程，而“经济衰退论”直至 23 年下半年被证伪，导致美国的高利率环境被迫延长，美联储货币政策迟迟未能转向、美元指数和美债收益率大幅走高，引起全球资本市场估值再度下修。对于 2024 年的海外宏观环境，虽然目前仍有较大的不确定性，市场也存在诸多分歧，但基本可以确定是，2024 年或已处在本轮经济周期的尾部阶段。

通胀作为经济增长的滞后指标，在经济周期的“复苏、过热、放缓以及衰退”的四个阶段中一般会经历低位回升，高位企稳后回落，而通胀的进程在历史绝大多数时间会晚于经济一个阶段，通胀的进程一般伴随着货币政策的发力。回顾过去的三年，2020 年以来全球经济从下半年开始快速反弹，随后从 2022 年初开始快速放缓，并从 2022 最后一个季度开始进入收缩区间；全球通胀从 2021 年开始快速抬升，影响全球流动性的美联储货币政策于 2022 年年初开始收紧，通胀在 2022 年底升至近 40 年最高水平之后开始快速回落。由于通胀回落的速度仍有不时放缓的迹象，与快速攀升阶段的节奏形成背离，本轮通胀周期亦

有着不同寻常的“肥尾”特点，这也使得市场开始形成分歧，美联储的高利率政策仍需延长多久。

图表 10：本轮通胀周期与加息节奏



资料来源：瑞达期货、Wind

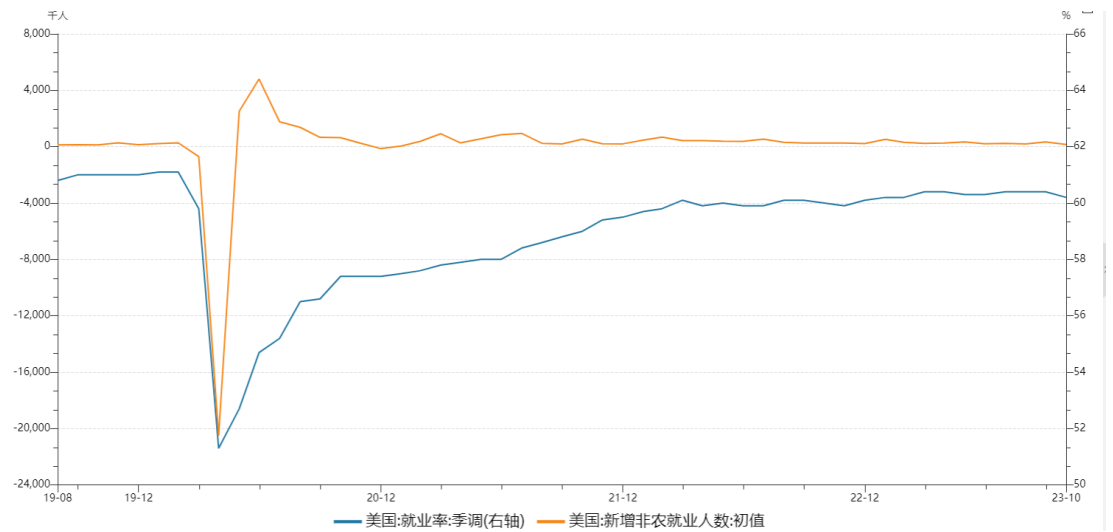
本轮通胀难以回落的特点本质上是由于新冠和政府刺激政策扭曲了正常的经济规律，导致本轮美国经济周期与过往的周期差异巨大。本轮周期的起始前两年，新冠疫情限制了全球多数范围的出行活动，美国服务业受到严重抑制，导致直至疫情政策放开后美国的服务业消费韧性较强，此外美国的劳动力市场在经济上升阶段持续优化，就业市场维持强劲，而加息开启后劳动力仍面临供给层面的紧张，导致薪资偏黏性直至影响通胀中枢的回落。这些特征与以往美国经济状况均有所偏离。数据上，我们截取 90 年代后几轮重要周期衰退前经济过热阶段的数据，可以发现，美国当前的经济增长数据相较于历年平均而言均有较为明显的数值过高特征，这也与本轮通胀周期的肥尾特点相吻合。

图表 11：历年周期美国经济数据与 2023 年对比（实际增长同比%）

	1990	2001	2008	均值	2023
GDP	2.40	2.20	2.10	2.23	2.90
私人消费	2.60	3.20	2.00	2.60	2.40
私人投资	-0.60	0.30	-2.00	-0.77	1.80
工业生产	1.90	-0.40	2.60	1.37	-0.30
失业率	5.40	4.20	4.80	4.80	3.80
新增非农就业	4.60	1.30	9.80	5.23	20.40
实际个人收入	1.70	2.80	1.00	1.83	1.50

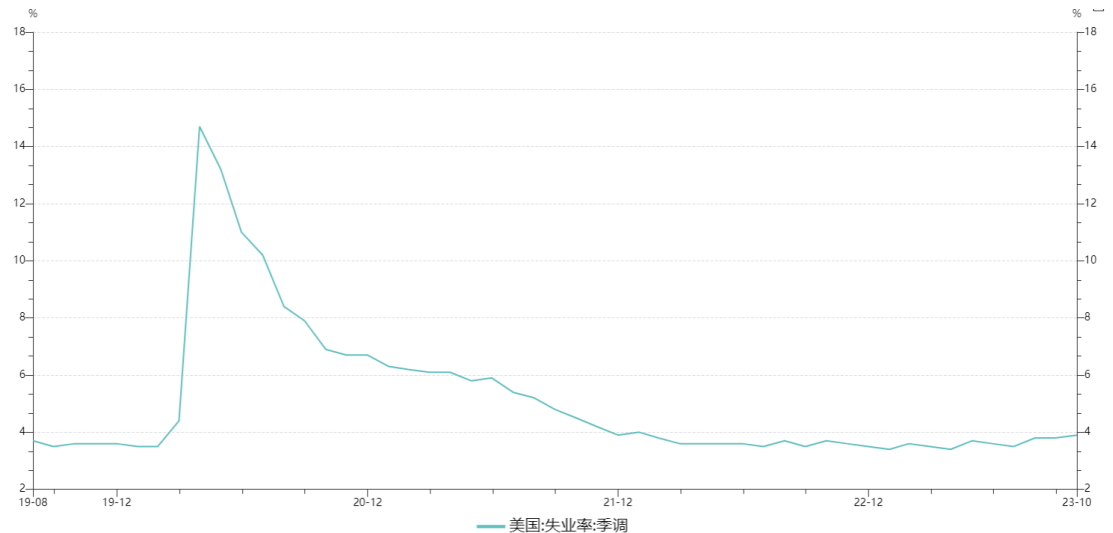
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 12：美国劳动力市场就业情况



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 13：美国失业率 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

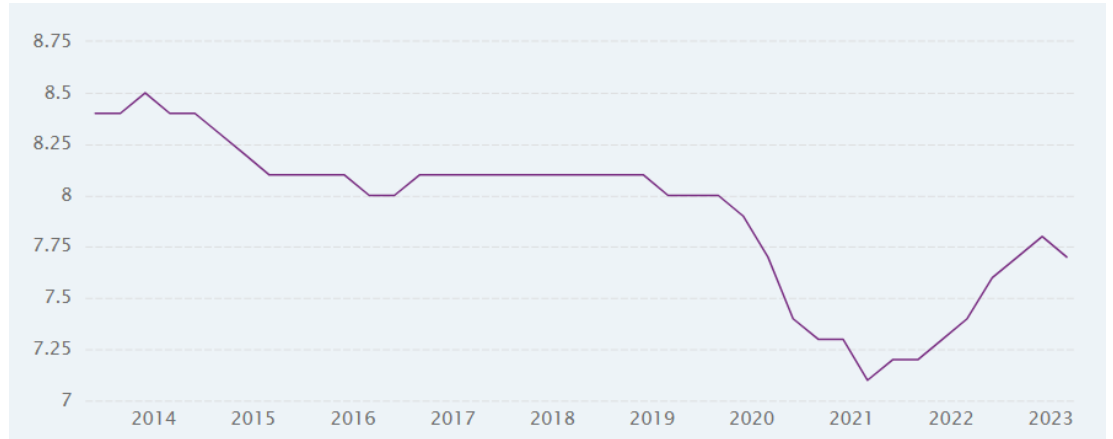
2、高利率环境下美欧经济展望

2023 年，美国关于抑制通胀的收紧政策逻辑逐步发生改变。年初首次议息会议以来，美联储放缓单次加息节奏至 25BP，这一信号传导至全球风险资本市场亦是振奋式的利好。随后，美联储于今年 6、9 及 11 月均未再度加息。美联储当局在这一行动中同时强调保留加息的可能性并且维持高利率市场环境。展望 2024 年，虽然短期美国经济尚未衰退但走弱信号增多时，美联储可能选择适当降息以防经济过快降温。

我们认为，2024 年美国或存在几大支撑因素：首先，居民端 balance sheet 未出现恶化趋势，负债率处于历史较低水平，意味着当前超额储蓄的消耗接近尾声，但薪资水平支撑的居民购买力未见明显衰退，个人负债表恶化的可能性较低；其次，美联储设立了“银行定期融资计划”（BTFP）对银行业“定向放水”，有助于维持美国金融系统保持稳定

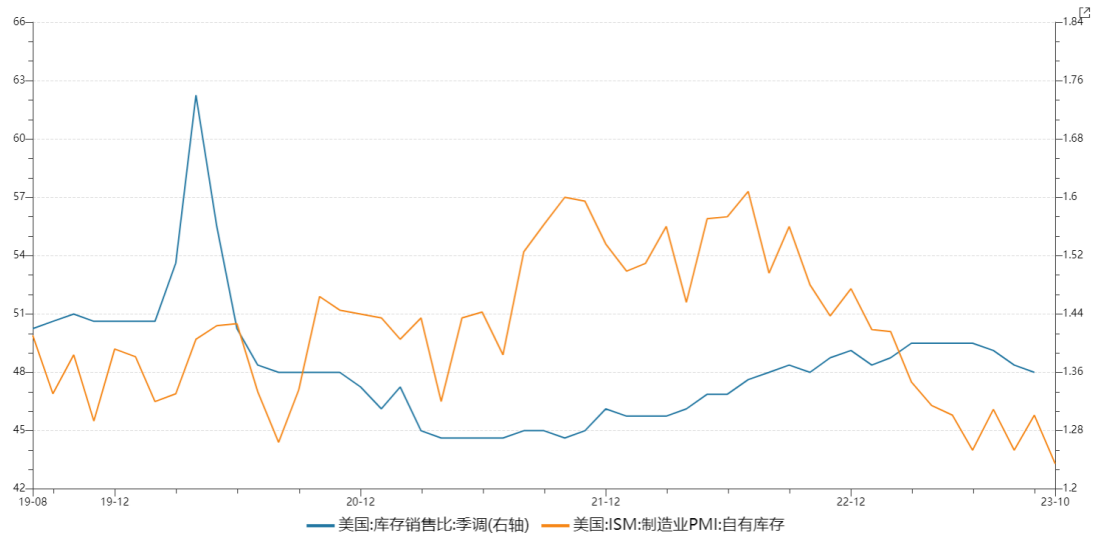
性，美国或能避免往年加息周期尾声下金融系统失衡的风险；另外，美国商品消费已有始触底反弹迹象，亦可预期库存周期在衰退未发生前进入提前补库的可能。最后，失业率的大幅动荡证据不足，随着劳动参与率大幅提升至疫情前水平，就业市场供给端的再度上行空间有限，而市场需求端依旧维持强劲，职位空缺率仍然较高。因而失业率再度上升的基础亦有限。

图表 14：美国居民负债率处于历史偏低水平（%）



资料来源：瑞达期货、CEIC

图表 15：2024 年美国不排除提前补库可能

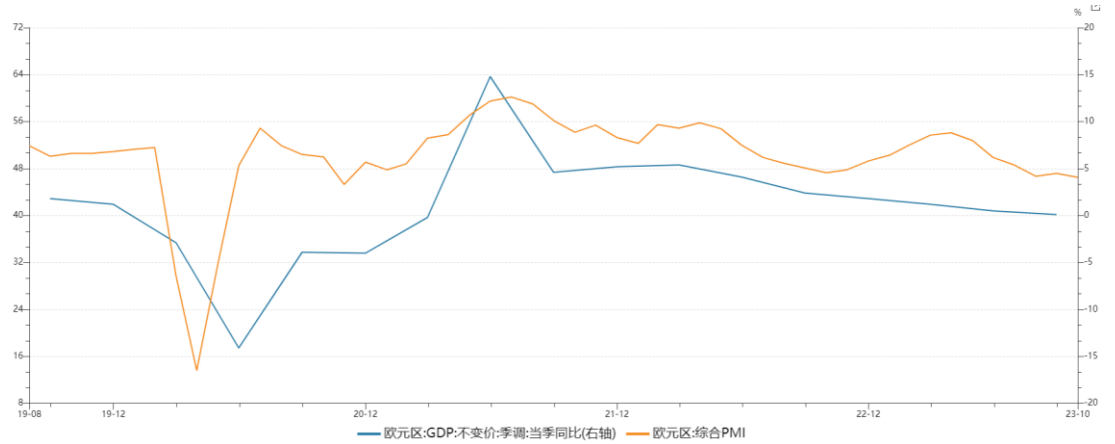


资料来源：瑞达期货、wind

展望 2024 年，欧洲经济或先于美国实现触底反弹，本轮经济周期前两年的“美强欧弱”的格局或将逐步弱化。2023 年三季度欧元区实际 GDP 环比折年率已降至-0.2%，四季度来看仍可能负向波动，若单从经济增速看，欧洲经济目前可能已经处在衰退状态。然而目前欧洲失业率仍在持续下降，甚至已降至 1993 年有数据以来最低水平，这种情况与美国类似，即新冠、政府刺激政策、地缘冲突扭曲了正常的经济规律，本轮欧洲经济也面临“特

殊的衰退”。

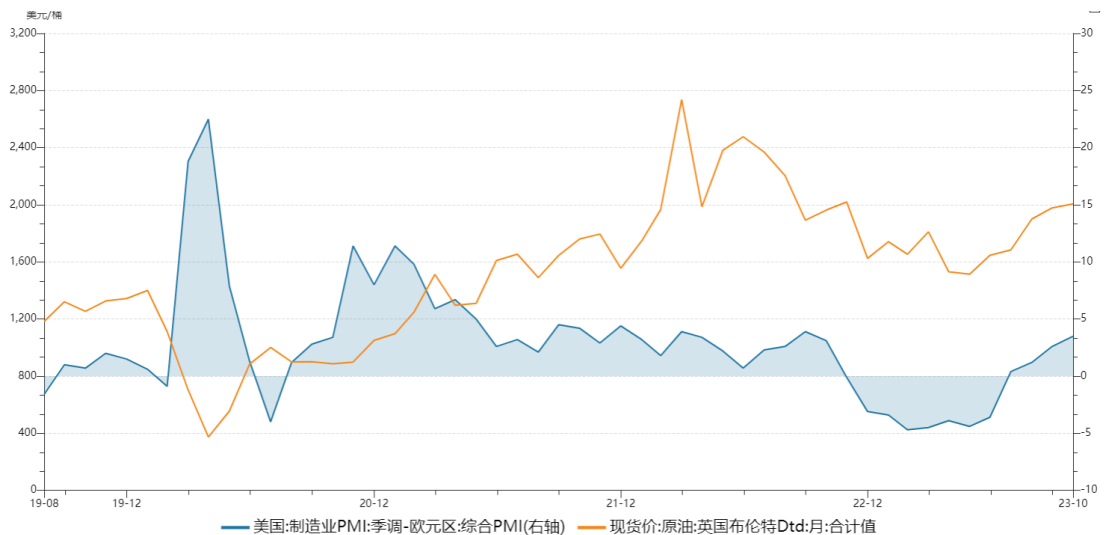
图表 16: 欧元区 GDP 当季同比与 PMI



资料来源: 瑞达期货、wind

2024 年来看, 欧洲同样面临几点经济面的增长点。首先, 在国内基本面修复进程未受到干扰的情况下, 欧洲外需有望再度提振。考虑到当前中国经济弱修复趋势以及美国经济在高利率环境下难以避免的“降温”, 欧洲经济动能强势反弹的概率不大。其次, 俄乌以及巴以冲突若不再超预期升温, 原油价格顺利进入下行通道则对欧洲经济的制约也会有所缓解。最后, 单从数据层面来看, 欧元区制造业 PMI 已跌至 43% 左右的历史极低水平, 甚至比 2012 年欧债危机时期更低, 美欧制造业 PMI 之差目前也处在历史高位, 在欧洲不发生重大经济危机的情况下, 2024 年进一步下降空间有限。

图表 17: 美欧 PMI 差值与原油价格 (月)



资料来源: 瑞达期货、wind

综合来看, 预计 2024 年美国经济不易发生实质性的衰退, 经济放缓压力主要集中在上半年, 下半年随着前期高利率效应逐步传导至基本面, 美国经济或将实现软着陆至阶段低位。而欧洲经济或有望早于美国触底, 然推助经济增长动能相对较弱, 依赖于中美国家

内需修复程度。最后再叠加中国经济有望逐步修复，2024 年全球经济大概率会从下行逐渐过渡到企稳甚至有所反弹。

（二）全球流动性与资本市场影响

回顾本轮美联储抗通胀历程，美联储政策一度落后于曲线，这亦是美联储采取相较于以往更为激进的紧缩政策的原因。展望 2024 年，在美国经济未曾步入危机的前提下，且各项经济指标保持相对平稳运行，美联储或将选择预防衰退式降息，以避免经济过快下行。更长远看，考虑到美国自然利率具备上修空间，通胀即便回落也可能略高于 2% 的目标，美国中长期政策利率可能明显高于新冠疫情前水平。

图表 18：利率定价曲线



资料来源：瑞达期货、FOMC

图表 19：CME 利率期货对利率区间的概率测算

CME利率期货统计未来联邦基金利率所处区间概率										
FOMC会议日期	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	95.2%	4.8%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	91.2%	8.6%	0.2%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.5%	68.1%	6.2%	0.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.6%	49.8%	32.8%	2.8%	0.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.4%	37.4%	38.8%	13.4%	1.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	6.6%	29.1%	38.4%	20.9%	4.7%	0.3%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	4.6%	22.3%	35.6%	26.2%	9.6%	1.6%	0.1%	0.0%
2024/11/7	0.0%	2.5%	14.3%	29.5%	30.5%	17.1%	5.2%	0.8%	0.0%	0.0%
2024/12/18	1.7%	10.2%	24.3%	30.1%	21.7%	9.3%	2.3%	0.3%	0.0%	0.0%

资

资料来源：瑞达期货、CME

当美国进入加息周期时，全球权益资产整体会受到美股传导造成波动。对于 A 股而言，每轮首次加息对 A 股的影响偏负面，因此在加息初期，A 股受到情绪冲击走弱的概率较大。并且在加息过程中，中小盘指数跌幅往往最大，即使盈利增厚也难阻挡 A 股下挫。尤其在 2008 年金融危机以后，中美股市联动性增强。历史上看，当停止加息至降息区间，A 股与美股的收益率相关性显著提升，A 股走强概率更大。

图表 20：美元指数与 A 股风格类相关性矩阵（2022.3-至今）

	美元指数	金融	周期	消费	成长	稳定	沪深300	中证1000
美元指数	1.00	-0.63	0.17	-0.33	-0.02	-0.45	-0.23	0.02
金融	-0.63	1.00	-0.04	0.35	-0.11	0.56	0.17	-0.10
周期	0.17	-0.04	1.00	0.68	0.83	-0.01	0.75	0.86
消费	-0.33	0.35	0.68	1.00	0.72	0.32	0.80	0.74
成长	-0.02	-0.11	0.83	0.72	1.00	0.22	0.77	0.97
稳定	-0.45	0.56	-0.01	0.32	0.22	1.00	0.04	0.23
沪深300	-0.23	0.17	0.75	0.80	0.77	0.04	1.00	0.71
中证1000	0.02	-0.10	0.86	0.74	0.97	0.23	0.71	1.00

资料来源：瑞达期货、FOMC

从最近这一轮的加息周期看，A 股由于在内需偏弱，经济增长动能放缓的宏观背景下受到美联储加息影响则更消极。观测加息放缓后至今的时间区间，A 股大盘与标普 500 收益率相关性更偏向负相关，系数仅为-0.55，其中由于全球流动性持续收紧，北向资金快速流出亦是 A 股情绪难以回升的原因。若 24 年美国如市场预期般开启降息通道，内需修复叠加海外流动性利好将对 A 股走牛形成关键助力，风格上对 A 股科技股、成长股的估值提升则形成相较于价值股而言更明显的催化作用。

图表 21：降息开启前后对 A 股行业风格的影响（涨跌幅%）

距美联储首次降息（月）	阶段	大盘价值	大盘成长	中盘价值	中盘成长	小盘价值	小盘成长
前6个月	2019.4-2019.10	-3.52	2.67	-9.53	-0.16	-12.41	-6.39
前3个月	2019.7-2019.10	-2.97	3.62	-4.43	3.64	-5.44	1.14
后3个月	2019.10-2020.1	0.75	5.01	2.83	14.83	3.55	14.18
后6个月	2019.10-2020.4	-6.5	8.39	-1.13	16.25	0.62	8.08
前6个月	2007.6-2007.9	55.98	46.67	60.77	52.12	43.1	42.33
后3个月	2007.9-2007.12	-4.11	-1.07	-5.54	-5.5	-0.09	3.53
后6个月	2007.9-2008.3	-30.47	-29.67	-24.74	-27.69	-14.37	15.26

资料来源：瑞达期货、wind

二、国内：经济缓修复，政策“稳”为主

（一）经济结构性形势

1、固投延续结构分化，消费边际回暖

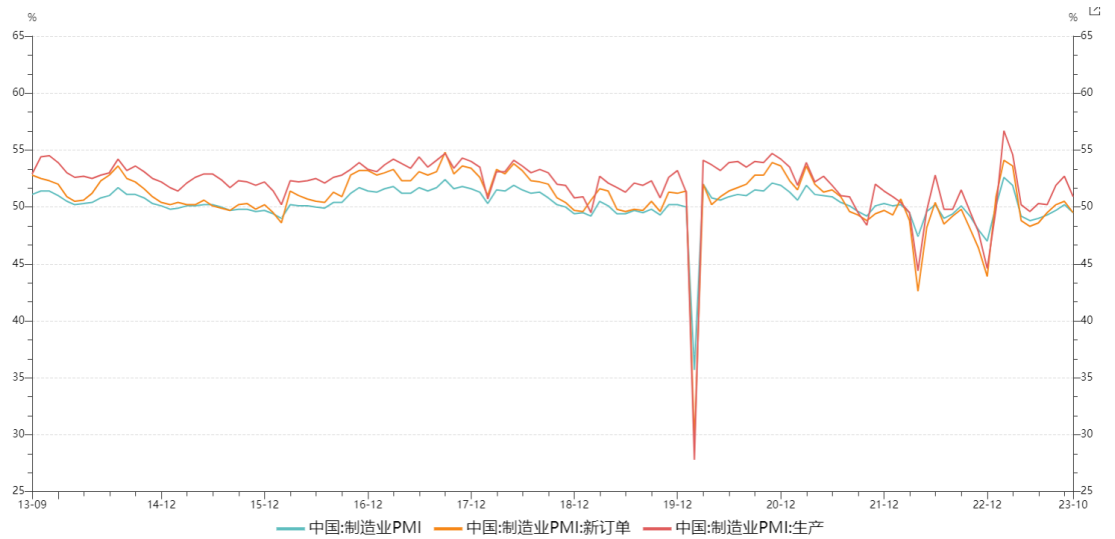
2023 年前三季度，国内经济总体恢复向好，GDP 不变价同比增长 5.2%，基本实现全年 5%左右的经济目标。分季度来看，一季度 GDP 同比增长 4.5%。二季度经济复苏势头放缓，但在低基数效应下，实现 6.3%的同比增速。三季度 GDP 同比增长 4.9%，显著超出市场预期，两年平均增速为 4.4%，比二季度加快 1.1 个百分点。2023 年 10 月制造业 PMI 结束连续 4 个月的回升，再次跌至收缩区间后，11 月份制造业 PMI 为 49.4%，较上月回落 0.1 个百分点，制造业景气水平已连续两个月回落，经济规模整体呈现扩张局势，然而扩张速度有所放缓，经济修复动能仍需稳增长政策进一步提振。展望 2024 年，国内经济仍然处于房地产下行周期以及新动能增长的转型期，随着稳增长政策效果继续显现，内需逐步修复，外需修复提振出口，2024 年国内经济有望延续复苏态势。然而仍需注意的是外围经济体超预期衰退引发的出口大幅走弱的风险。

图表 22：GDP 增速%



资料来源：瑞达期货、Wind

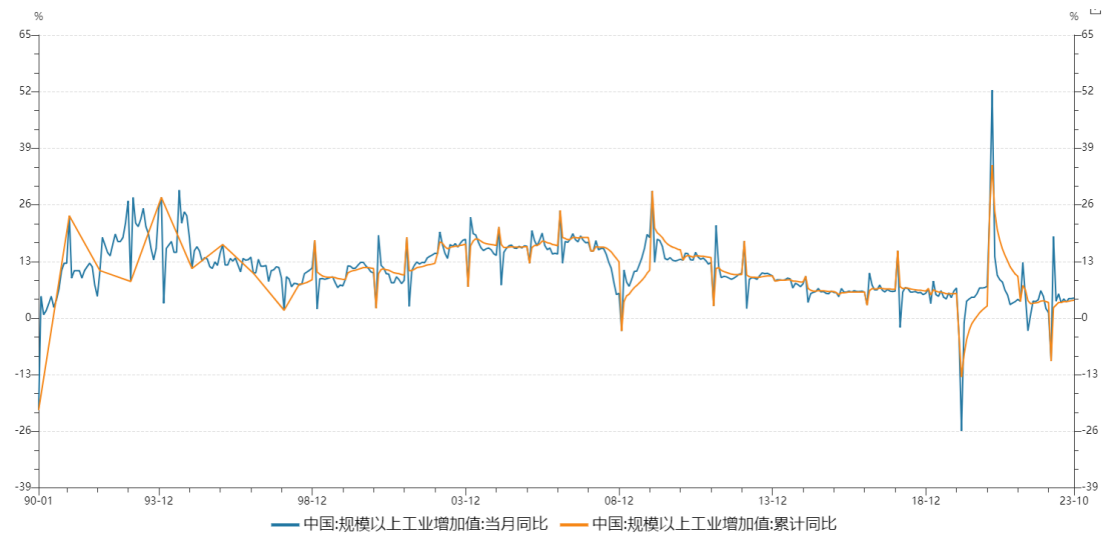
图表 23：PMI 及 主要分项



资料来源：瑞达期货、Wind

中央政治局会议后，工业稳增长政策密集出台，财政政策明显发力，对工业生产供需两端都有所支撑，但政策落地见效并带动需求恢复仍需一定过程。短期看，考虑到去年最后两个月基数明显偏低，接下来两个月工业增加值同比增速会持续冲高，但工业生产实际增长状况还要看需求端强度，这主要取决于年底前稳增长政策的落地情况和执行效果，以及居民消费修复力度和房地产市场走向。。

图表 24：工业增加值同比



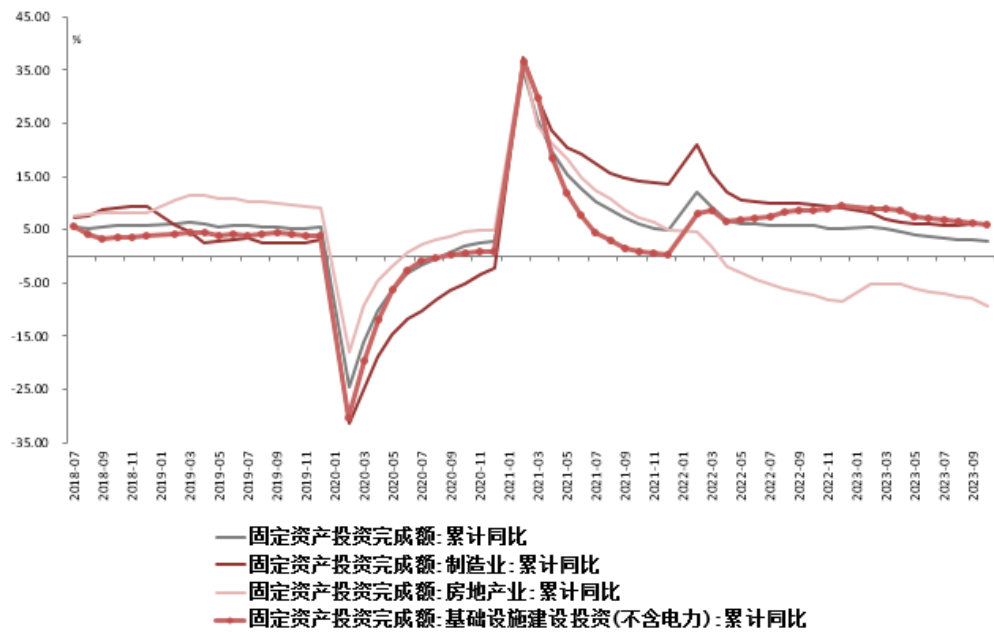
资料来源：瑞达期货、Wind

固投增速仍呈现下滑趋势。2023 年前 10 个月我国固定资产投资同比增长 2.9%，较上月回落 0.2 个百分点，同时从单月看也回落 1.2 个百分点。10 月份最新数据来看，三类分类同比均转弱，投资端在房地产景气度依旧偏弱的背景下超预期下滑。房地产建设方面，前 10 个月，房地产开发企业房屋新开工面积 79177 万平方米，同比下降 23.2%，降幅较前值收窄 0.2 个百分点，房企开工意愿边际改善。然而房地产销售尚未企稳止跌，前 10 个月，商品房销售面积 92579 万平方米，同比下降 7.8%，降幅已连续 6 个月扩大，商品房销

售额同比下降 4.9%，降幅较上月进一步扩大 0.3 个百分点。在融资端政策效果受限、销售复苏不及预期等多因素叠加影响下，房企资金状况持续紧张。前 10 个月，房地产开发企业到位资金 107345 亿元，同比下降 13.8%，降幅自 5 月以来持续扩大。受到头部房企风险事件影响，整体行业融资信用受损，引发市场对于房地产“灰犀牛”风险的进一步担忧。

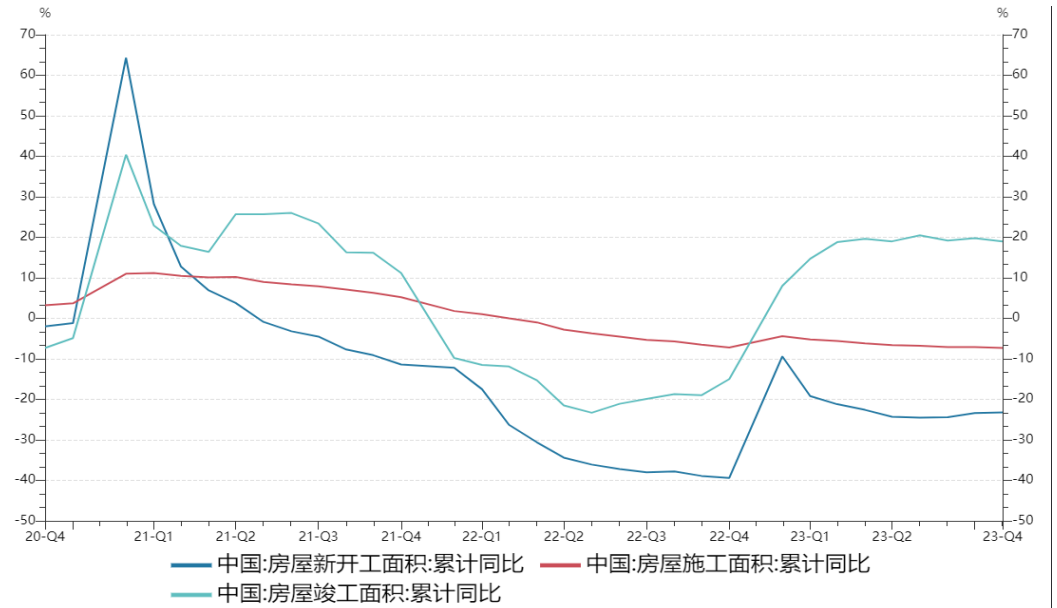
10 月 21 日，中国人民银行行长潘功胜向全国人大常委会报告 2022 年第四季度以来金融工作情况时指出，“一视同仁支持房地产企业合理融资需求，保持房地产融资平稳”，“稳妥化解大型房地产企业债券违约风险，强化城投债券风险监测预警和防范”。10 月 30 到 31 日召开的中央金融工作会议提出“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”。展望 2024 年，防范化解房地产“灰犀牛”风险仍将是 2024 年政策的主要方向。

图表 25：投资端始终承压



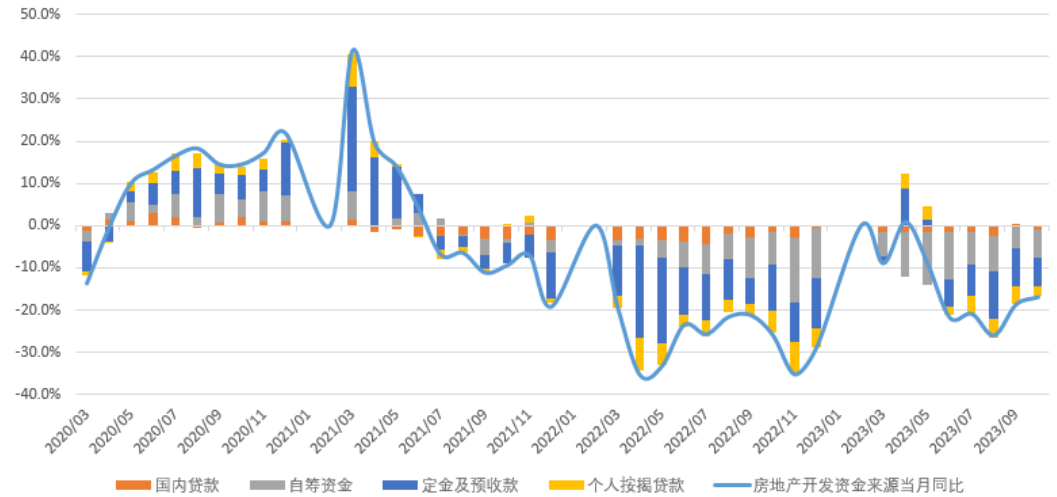
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 26：地产新开工、竣工和施工累计同比



资料来源：瑞达期货、Wind

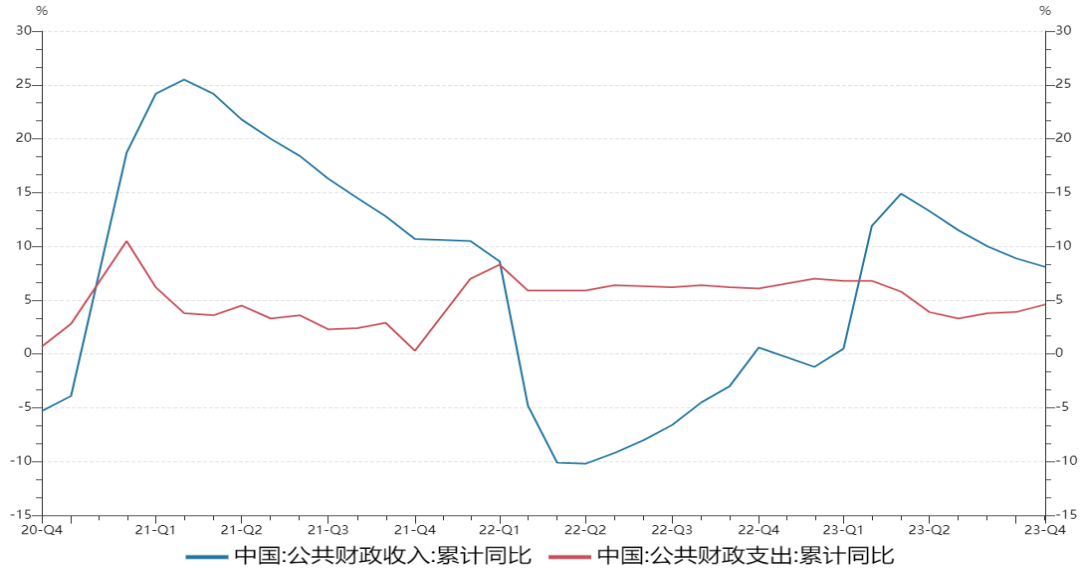
图表 27：房地产投资结构弱（资金来源累计同比）



资料来源：瑞达期货、Wind

基建投资增长小幅回落，交通运输仓储投资快于整体增速，为主要贡献项，主要受国庆长假客流量增加推动。而一般公共预算投向基建相关项目的支出同比增速由 10%升至 15.6%，资金支持力度明显得到增强，财政政策显效。2023 年以来，年底的 1.25 万亿特殊再融资、1 万亿国债发行，以及用未来提前批专项债、应急流动性贷款支持等工具，都有助于地方债务化解和基建建设。基建作为传统抓手，对 2024 年经济复苏意义重大，后续政府或通过加力引导民间投资参与基础设施建设，助力总体基建带动固投增速回升。

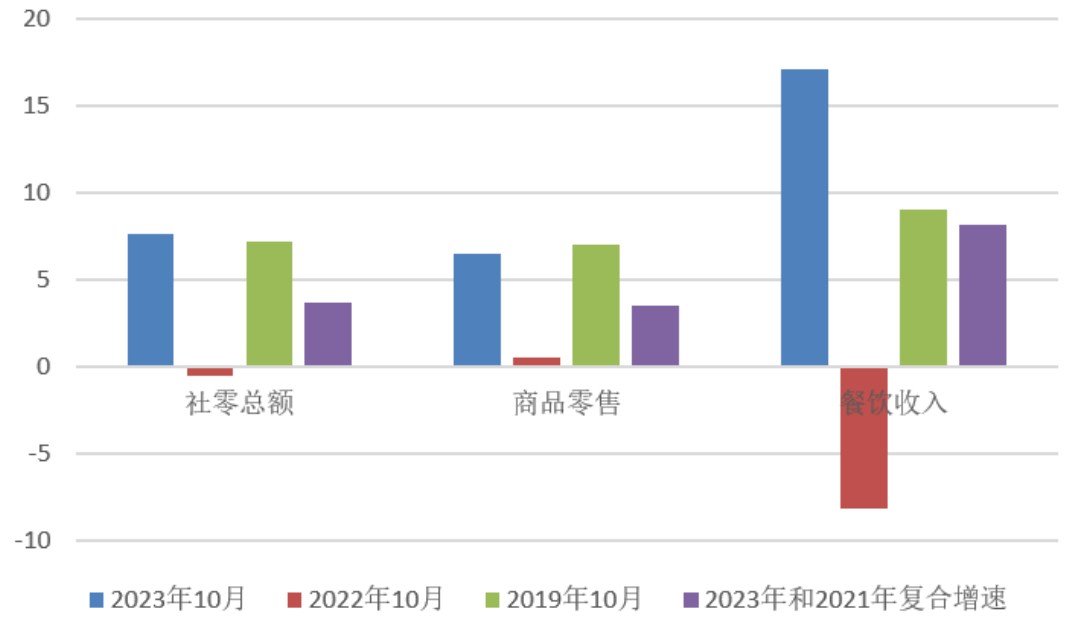
图表 28：财政收支同比增速



资料来源：瑞达期货、Wind

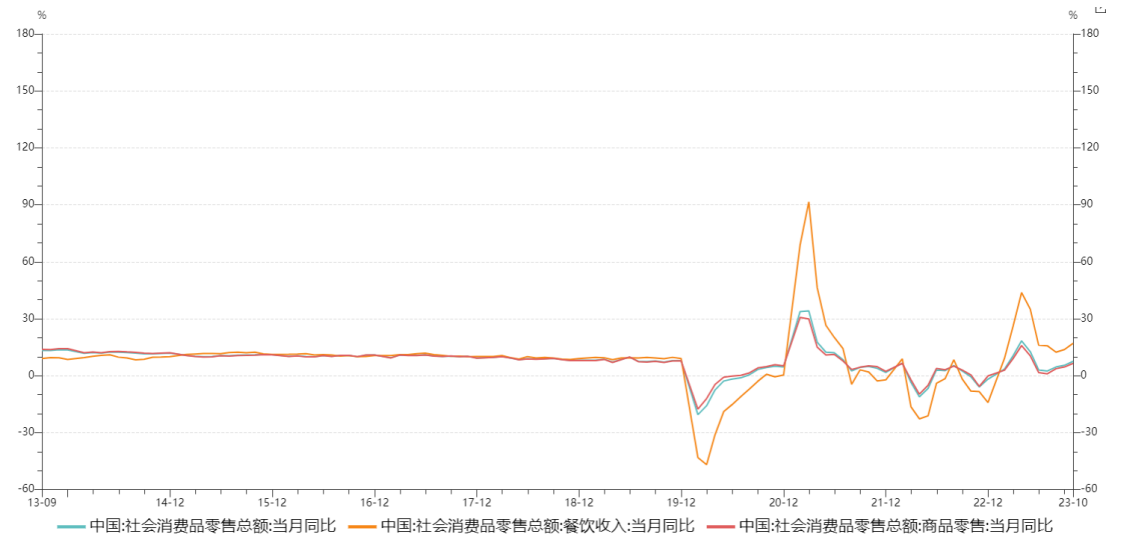
值得关注的是，2023年的国内旅游市场复苏强劲，人次全面超越疫情前水平。受益于社会恢复常态化运行，前三季度中国旅游市场复苏趋势强劲，除春节因疫情影响导致居家较多外，国内旅游市场人次自五一黄金周开始从全面超越疫情前水平。其中，五一假期受积压需求释放影响最为显著，恢复至2019年同期的119%，创疫情以来峰值；中秋、十一假期整体恢复率虽有所放缓，但总人次依旧创历史新高，反映居民出游意愿强劲。10月份最新数据来看，社会消费品零售总额43333亿元，同比增长7.6%，较上月上升2.1个百分点，增速连续3个月加快。社零当月同比从5.5%上升至7.6%，消费数据表现亮眼，考虑到2020和2022年疫情带来的基数效应影响较大，剔除基数效应后，2021和2023两年的社零总额复合同比增速为3.7%，仍较大幅度低于疫情前水平，消费或仍待提振。展望2024年，后续地产市场筑底回升以及居民收入和信心逐步改善，商品消费需求或将逐渐释放，预计四季度消费仍会延续前三季度恢复向好态势。就业规模及居民收入预期增加，也在一定程度上推动社零增速上行。下阶段，消费复苏的核心驱动因素仍为就业、预期、信心修复支持下的消费能力的提高。

图表 29：消费复苏较疫情前水平仍有差距



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 30：社会消费品零售增速



资料来源：瑞达期货、Wind

2、宽财政频频加码，信贷修复空间大

前十个月人民币贷款增加 20.49 万亿元，同比多增 1.68 万亿元。总体来看，信贷总量相对稳健，但结构上仍有较大改善空间。存量政策逐步加力显效，社融略有回暖。季末投放加码，叠加货币当局积极引导和相关政策落地显效，社融存量同比继续上升，政府债继续产生有效支撑。而信贷总量季节性回落，结构上企业端保持稳定，居民中长贷也小幅好转，但总体偏弱；此外，M2 和 M1 剪刀差再度回升至年内最高水平，较上月回升 0.2 个百分点至 8.4%，或指向企业实际投资需求较弱、资金的活化程度依然较低。在当前经济修

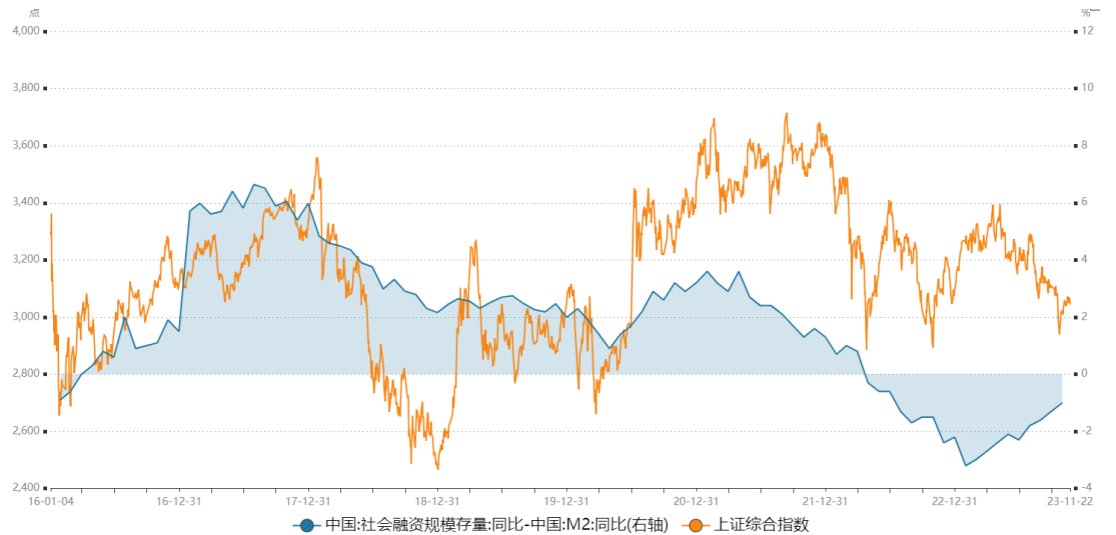
复呈弱修复态势、企业资产负债率高位运行、叠加物价低迷拖累企业现金流的情况下，我国仍需加强对信用扩张的持续性和稳定性的支持力度。四季度以来，宽财政政策频频加码，短期快速消耗流动性，后续在货币政策或进行相关配合以对冲流动性波动，降准仍有必要性。社融增速依然低于 M2 增速，表明货币投放并未有效转化为信用扩张，但两者的剪刀差有所收窄，2024 年货币政策和财政政策配合发力，宽信用力度有望继续加码。

图表 31：社会融资规模增速



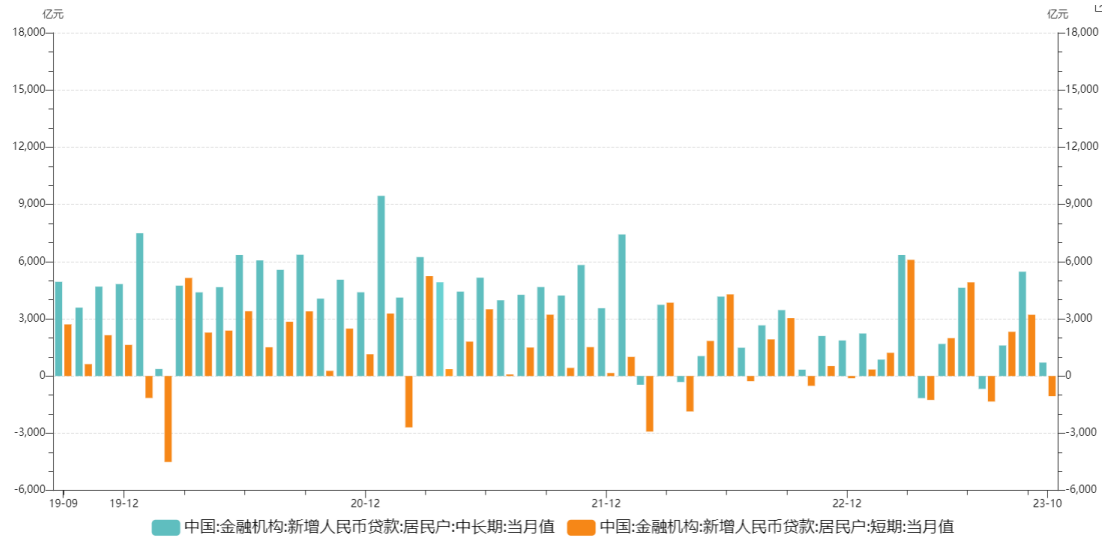
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 32：融资规模与 M2 同比差值与股市的关系



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 33：居民端短中长期贷款



资料来源：瑞达期货、Wind

（二）2024 年政策展望——12 月中央经济工作会议部署

1、政策托底经济，稳增长叠加时间前置

回顾 2023 年经济工作时，经济工作会议指出“我国经济回升向好，高质量发展扎实推进”。这一表述与 12 月中央政治局会议一致。2023 年以来，中国经济在恢复进程中面临诸多压力，一方面，海外需求回落拖累国内出口对经济的贡献；另一方面，国内地产下行周期面临持续内部调整的困难，复苏趋势虽然相对较为确定，但过程确实较为波折。经济于今年一季度实现 4.5% 的良好开局，二季度 GDP 增长同比达到 6.3%，全年复合预计基本完成年初目标。而展望 2024 年，经济复苏道路上仍存在外部不确定性和尚待解决的内部矛盾。对于 2024 年宏观政策的总体定调，12 月中央经济工作会议会议提出“强化宏观政策逆周期和跨周期调节”，“多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策”，这将为经济目标的实现保驾护航。同时，也更加重视政策本身的“增效”和政策之间“配合”。

财政政策方面，本次中央经济工作会议定调 2024 年积极的财政政策“适度加力、提质增效”，重点涉及“用好财政政策空间”、“优化财政支出结构”、“合理扩大政府专项债券用作资本金范围”、“增强财政可持续性”等内容。首先，地产下行周期下，考虑到经济复苏动能仍然偏弱，2024 年财政定调仍较积极，预计赤字率目标落在 3.6%-4% 之间。2024 年财政赤字将维持在相对较高水平，对应狭义赤字率或在 3.8% 增减 0.2 个百分点的区间，专项债发行规模可能在 3.8-4 万亿。其次，“提质增效”旨在财政支出结构面临优化的需要。今年 10 月，全国人大批准增发 1 万亿国债，为稳增长为方向的积极财政政策打开了一轮周期。然而，房地产行业拖累之下，我国财政收支矛盾仍较严峻，优化支出结

构，提高资金效益和政策效果，才能使财政空间发挥作用。最后，参考今年中央政治局会议及金融工作会议政策方向，预计 2024 年专项债资金可能更多投向城中村改造、保障性住房等民生领域，在提升地方财政资金使用灵活性的同时，也有助于更好发挥专项债对投资的拉动作用。

货币政策方面，本次会议对货币政策的定调仍较宽松。会议指出，“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕”。回顾近年来中央经济工作会议对货币政策的表述，经济面临增长需求的年份（如 2016 年、2019 年及 2020 年），货币政策均有“保持流动性合理充裕”的表述。一方面，在价格的传导上，货币政策更重“有效性”。“降成本”的实现更需依赖政策利率的调降，存款利率亦有必要继续大幅下行，以提升货币政策降息的“有效性”。另一方面，在数量的投放上，货币政策更加重视“价格的预期目标”。本次会议再度强调了，社会融资规模、货币供应量需“同经济增长和价格水平预期目标相匹配”。最后，2024 年货币政策与财政政策的协同将进一步增强。

图表 34：2023 年与 2022 年中央经济工作会议主要内容对比

	2023 年	2022 年
经济形势判断	进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战，主要是有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。	当前我国经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、冲击、预期转弱三重压力仍然较大，外部环境动荡不安，给我国经济带来的影响加深。
明年工作要求	持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。坚持 稳中求进、以进促稳、先立后破 ，多出有利于 稳预期、稳增长、稳就业 的政策，在 转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取 ，不断巩固稳中向好的基础.....继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。	突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，有效化解重大风险，推动经济运行整体好转，实现质的提升和量的合理增长。 要坚持稳字当头、稳中求进 。继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成高质量发展合力。
政策协同	增强宏观政策取向一致性 。加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合，把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估..... 加强经济宣传和舆论引导,唱响中国经济光明论	要更好统筹经济政策和其他政策，增强全局观， 与宏观政策取向一致性评估 。要更好统筹国内和国际循环，围绕构建新发展格局，增强国内大循环内生动力和可靠性，提升国际循环质量和水平。
财政政策	积极的财政政策要 适度加力、提质增效 。要用好财政政策空间， 提高资金效益和政策效果 。优化支出结构，强化国家重大战略任务财力保障。合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围。落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展。	积极的财政政策要 加力提效 。保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府风险可控。要加大中央对地方的转移支付力度， 财方下沉 ,做好基层“三保”工作。
货币政策	稳健的货币政策要 灵活适度、精准有效 。保持流动性合理充裕，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。 促进社会综合融资成本稳中有降 。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	稳健的货币政策要 精准有力 。要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社融规模增速同经济增速基本匹配，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，强化金融稳定保障体系。
明年重点工作内容	一是以科技创新引领现代化产业体系建设。 二是看力扩大国内需求。 三是深化重点领域改革。（含“两个毫不动摇”）	一是看力扩大国内需求。 二是加缺建设现代化产业体系。 三是切实落实“两个毫不动摇”。

资料来源：瑞达期货、Wind

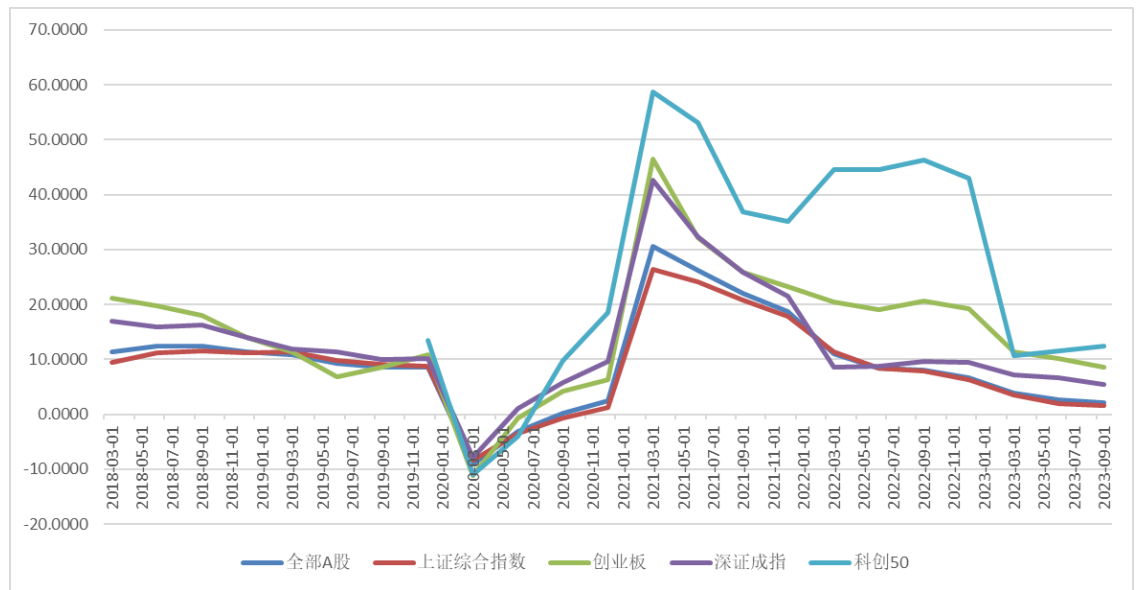
A 股市场： 盈利降幅收窄， 资金压力缓释

一、盈利与估值

(一)、A 股盈利增速降幅收窄

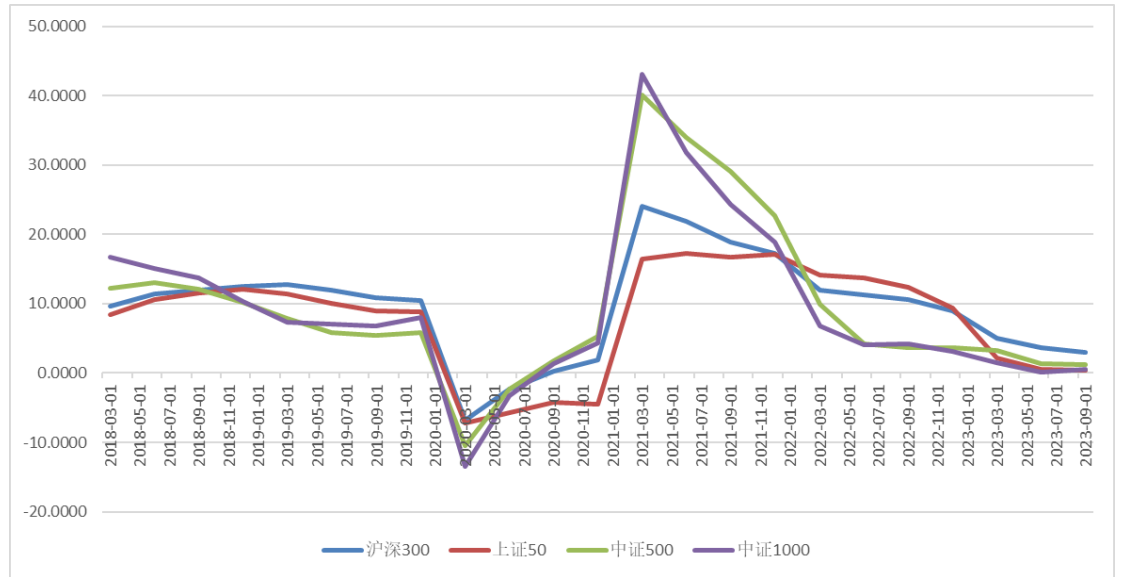
2023 年前三季度，A 股主要宽基指数营收同比增速低于上年同期水平，总体上较中报小幅下滑，仅科创 50 和中证 1000 营业收入同比增速显著高于中报，上证 50 营业收入同比降幅略有收窄。从盈利能力上看，A 股宽基指数归母净利润同比增速多数低于上年同期水平，仅深证成指较上年同期好转，但与上半年相比，多数宽基指数归母净利润同比增速有所回暖，其中，全 A 指数同比降幅收窄 1.46 个百分点。随着三季度国内经济逐步回暖，企业盈利能力相较二季度大幅修正，“盈利底”或已基本得到确认

图表 35：A 股主要指数营收增速 (%)



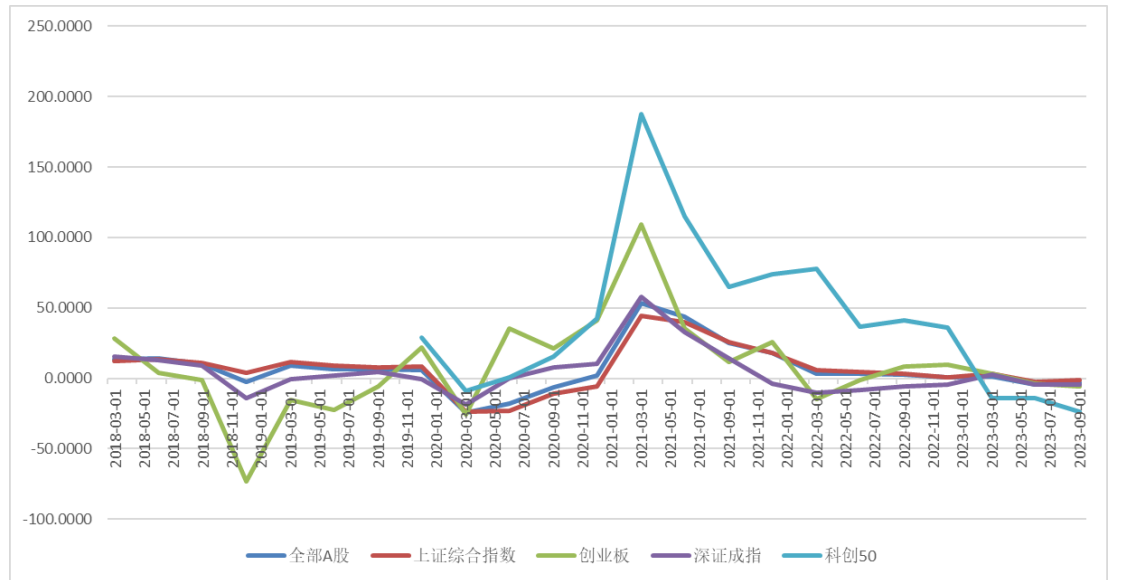
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 36：四期指营收增速 (%)



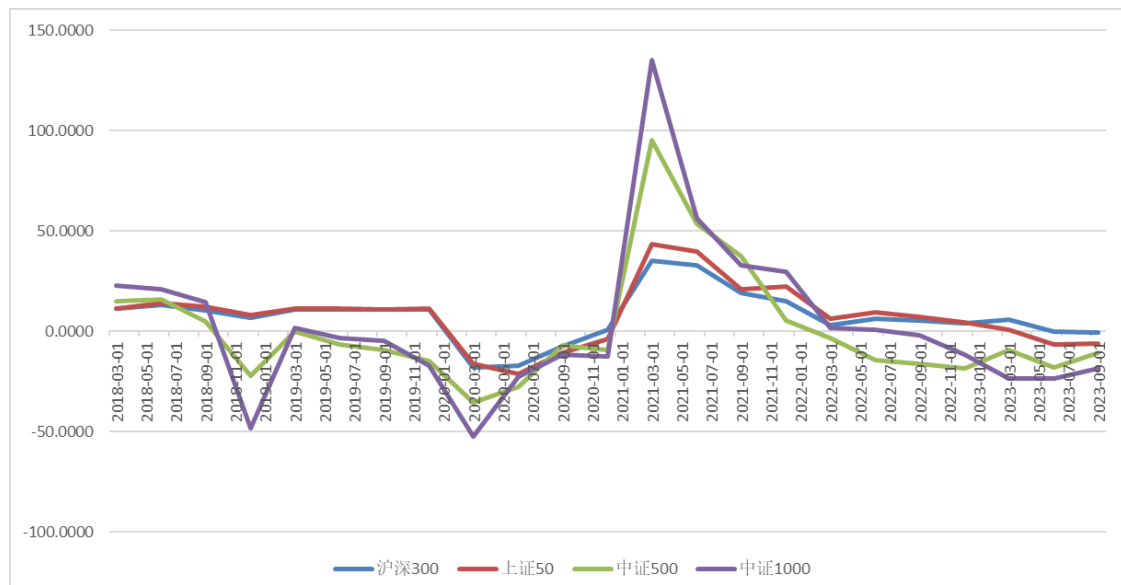
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 37：A 股主要指数归母净利润增速（%）



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 38：四期指归母净利润增速（%）

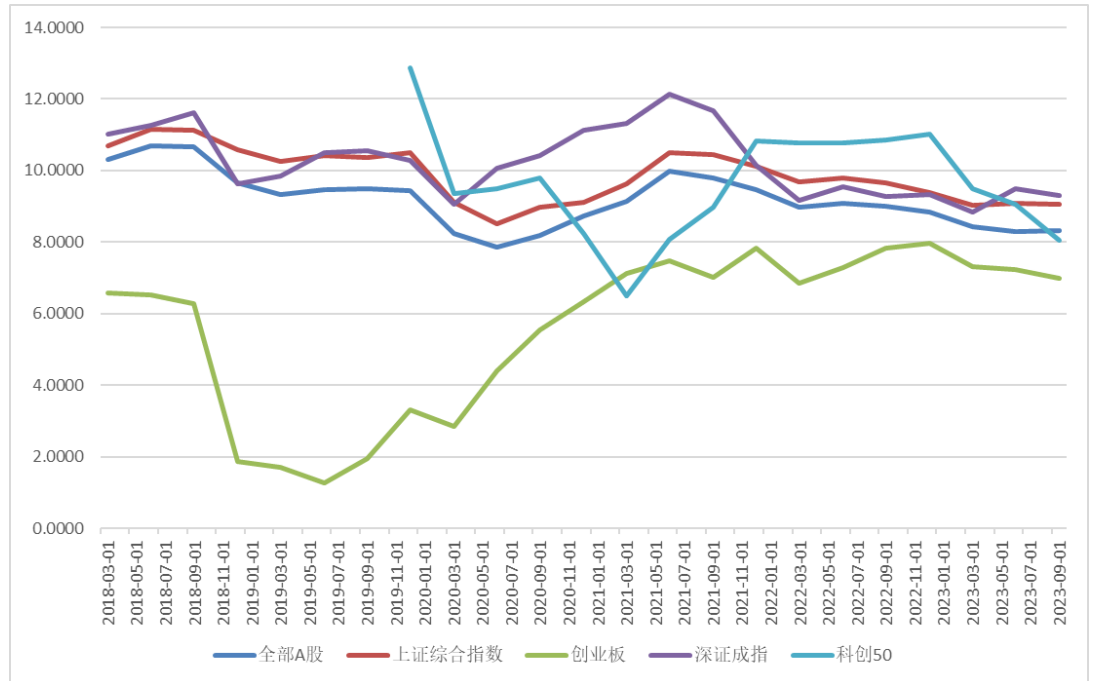


资料来源：瑞达期货、Wind

从净资产收益率来看，2023 年前三季度，A 股宽基指数 ROE (TTM) 呈下滑态势。与中报相比，全 A 指数 ROE (TTM) 上涨约 0.04 个百分点，上证指数和中证 1000 净资产收益率略有回升。从三因子的驱动看，净利率是驱动 ROE 企稳回升的原因，除通信外所有 ROE 改善的行业净利率均有改善，传媒、通信、家电、社服周转率提升，可选消费整体毛利率改善明显。历史上看股市 ROE 的回升，宽财政政策的提振效应占比偏大，货币政策的影响偏间接。2000 年以来历史上几乎每一轮 ROE 上升周期几乎都有宽财政政策的刺激，并且财政扩张对 ROE 的触底回升具有一定的领先性。随着年底万亿特别国债的出台，可以期待新一轮的财政稳增长周期的开启，A 股净资产收益率有望底部低位上行。

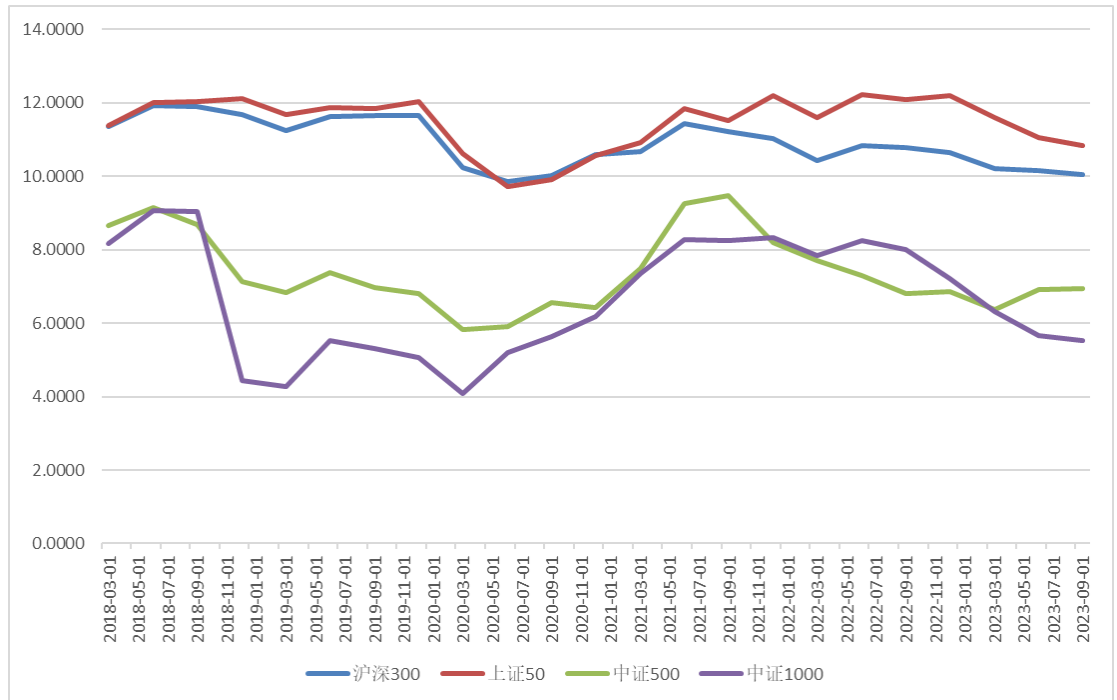
整体来看，三季度业绩报告呈现的营业成本累计同比增速相对快于营业收入增速，或体现出到市场有效需求不足难以带动营收快速上行，从而导致企业盈利情况仍处于筑底阶段。另外也反映了当前经济边际改善的趋势，企业对未来经济复苏的信心增强，因此企业扩大投入以期提升后续的业绩水平。随着稳增长政策效应的持续显现，居民消费需求释放，去年同期低水平的对比基数以及中下游行业利润的持续改善，预计 2023 年第四季度至 2024 年企业营收状况将呈现逐步好转，稳健增长的态势。

图表 15：A 股主要指数 ROE (TTM)



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 40：四期指 ROE (TTM)



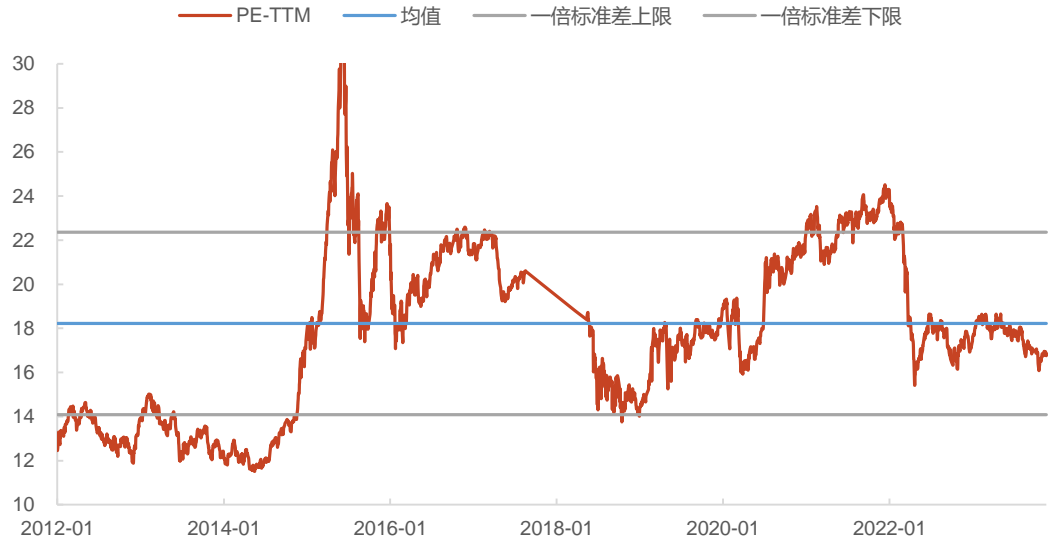
资料来源：瑞达期货、Wind

(二)、A 股估值水平已达相对底部

A 股自 2022 年 10 月以来经历了三轮触底，目前估值水平上均处于历史偏低水平。看当下市场的股债比价和估值，不难发现全 A 估值接近一倍标准差下限，同时股债比价回升至近两年来的相对高位。规模指数中，中小规模指数 PE 估值更是远低于 25 分位水平。类似于 15 年美联储加息周期，美联储于 19 年下旬开启首次降息，那时 A 股亦是处于相对底部的周期，沪指回落至 2600 点附近区间，然后开启了近 2 年的小牛市。展望 2024 年，估值和流动性加持或对 A 股中长线上行形成关键助力。

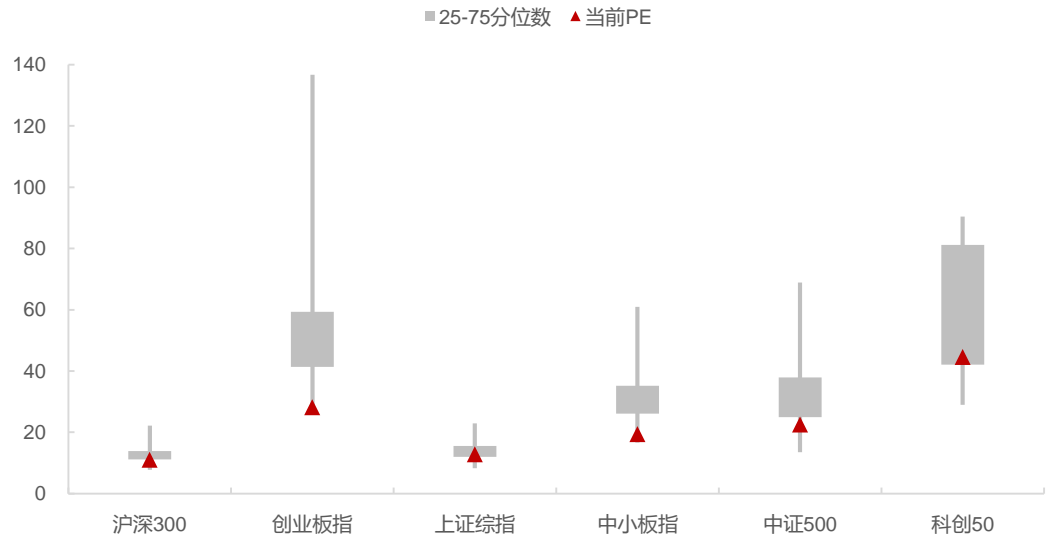
从市盈率来看，A 股宽基指数 PE 估值水平经历年初上行后，维持震荡态势。以本轮周期起点 2019 年以来的估值为参照，宽基指数 PE 估值多数处于中低水平。截至 12 月 1 日，全 A 指数 PE 为 16.9 倍，较上年末有所抬升，位于 2019 年以来 21.96%分位数水平。中证 1000 位于 2019 年以来 62.87%分位数，科创 50 和上证 50 分别位于 2019 年以来 40.78%和 31.18%分位数，上证指数在二季度触及 2019 年以来 75%分位数左右，此后震荡下跌至 22.46%分位数，而深证成指、沪深 300 和创业板指均位于 5%分位数以下，较上年末明显下跌。

图表 41：全部 A 股估值变化 (P/E)



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 42：主要宽基指数估值分位数（P/E）



资料来源：瑞达期货、Wind

最近 2 年股债比的信号意义逐步减弱，可以发现虽然风险溢价持续处于高位，显示股票相对债券估值偏低，但是股票市场却相对平淡，而国债利率持续走低，估值并没有出现均值回归的特征，是否意味股债比已经失效？实际上，风险溢价上行可能既体现股债周期运行，也反映资产估值中枢发生变化，这导致了近年来股债估值的运行区间不再固定，继而削弱了资产价格均值回归特征。资产估值中枢的变化或能体现在我国经济目前面临四个重大结构性变化：人口增速放缓、地产周期下行、逆全球化加深、居民杠杆率趋平。长期结构性因素可以改变经济主体的长期预期，最终影响资产估值中枢。对于风险溢价来讲，增长中枢越低、通胀中枢越高、宏观波动越大，投资者要求的风险补偿越高，中枢上移幅度可能越大。当前我国经济仍在复苏阶段，中秋国庆期间旅游消费稳步改善。如果稳增长政策继续加码，经济形势稳中向好，将会有助于推动风险溢价从周期高点下行，部分对冲

溢价中枢上行的压力，推动股票与债券的估值中枢相对收敛。这或意味着 A 股市场的中期机会仍然大于风险。

图表 43：股债 ERP



资料来源：瑞达期货、Wind

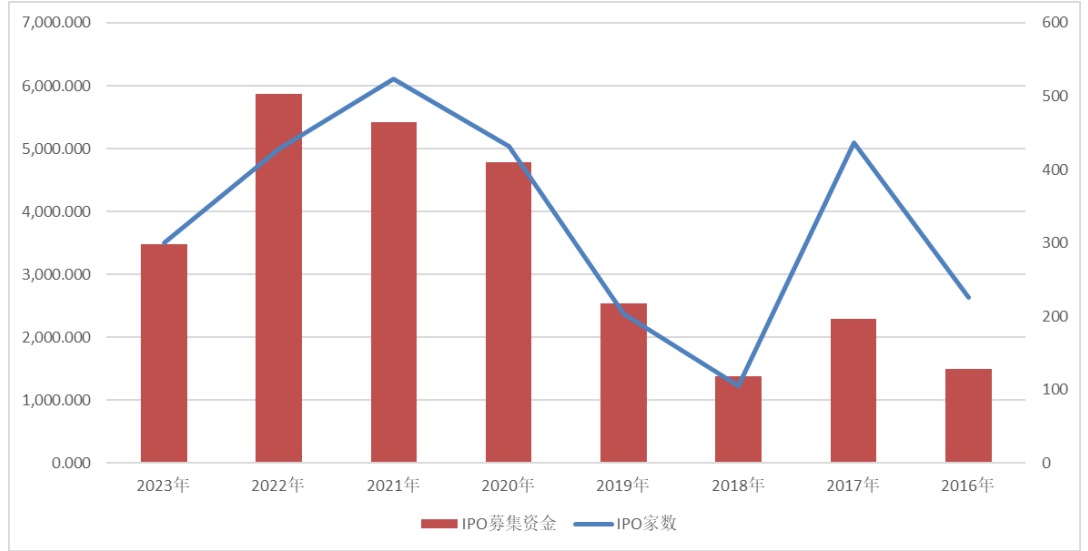
二、A 股资金压力缓释

（一）、IPO、再融资和减持的收紧

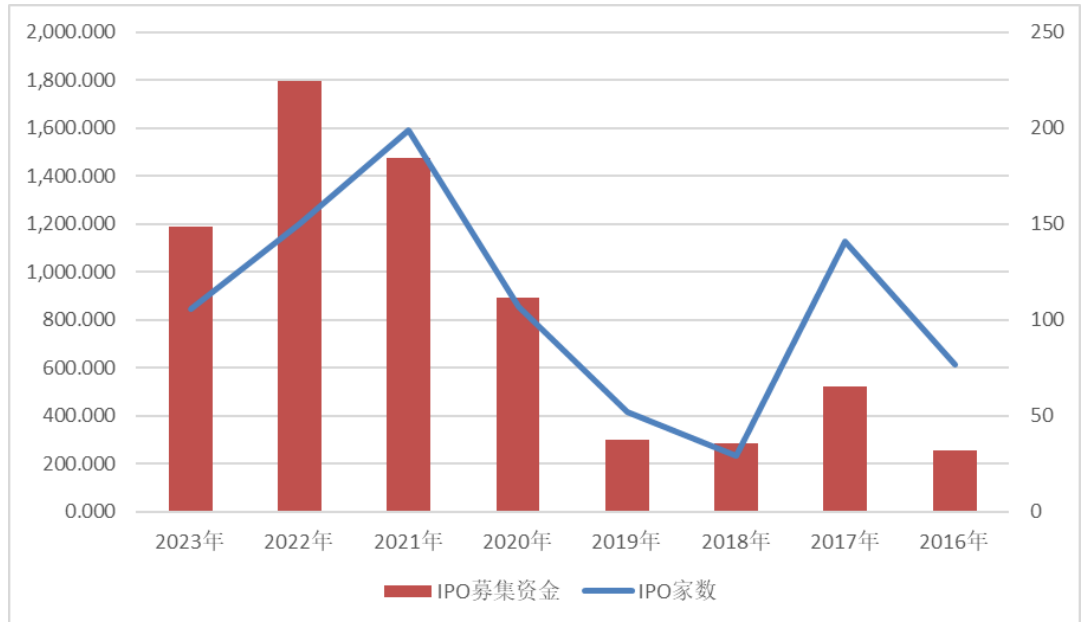
2023 年 A 股二级市场持续调整的大背景下，融资端方面，IPO、再融资节奏放缓，破发率回落，退市节奏平稳，债券发行稳步增长。随着 2 月全面注册制正式落地后，新股保持着常态化发行。不过考虑到二级市场承受能力有限的问题，8 月底，政策宣布阶段性收紧 IPO 节奏，优化再融资安排。IPO 以及再融资节奏有所放缓，融资规模逐月减少。中长期来看，证监会对股权融资、股东减持出招精准，直面当前市场增量资金不足困境，未来有望发力引入中长期资金。若后续新增 IPO 显著放缓、再融资节奏维持当前强度，则较过 3 年分别相当于引入年化增量资金约 1500 亿元、2000 亿元。

然而 IPO 仍较深层次的矛盾，例如在二级市场行情偏弱的环境下，新股发行市盈率和申购中签率依然较高，次新股存在资金炒作现象，导致次新股的市盈率远远高于同行业正常公司。自 8 月底密集资本市场政策出台以来，截至目前，对于中长期资金入市效果尚未达到预期，关于 IPO 收紧以及大股东减持限制等政策措施均在短期层面上暂时缓解资金流出，是阶段性的政策，中长期资金入市而是要靠市场化进程下完成真正实现注册制发行。

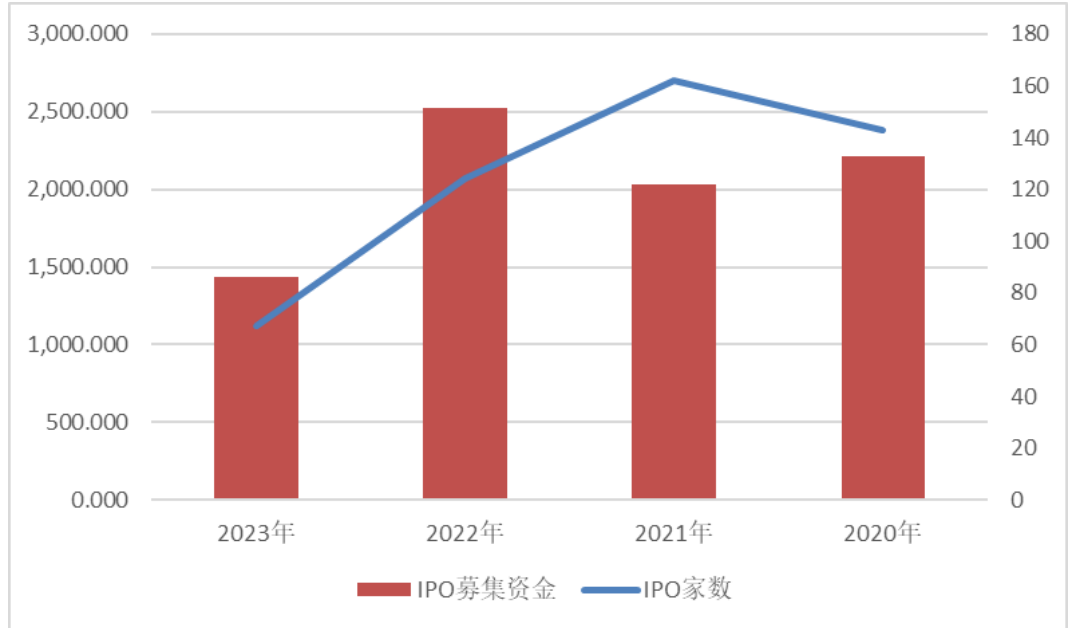
图表 44-46：A 股 IPO 节奏显著放缓（全 A、创业板、科创板）



资料来源：瑞达期货、Wind



资料来源：瑞达期货、Wind



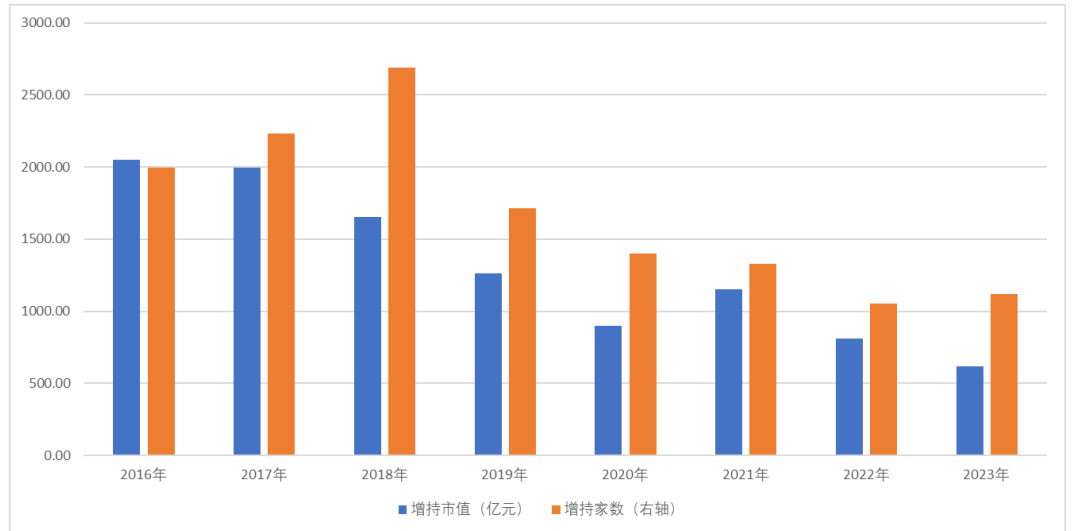
资料来源：瑞达期货、Wind

(二)、产业资本增减持

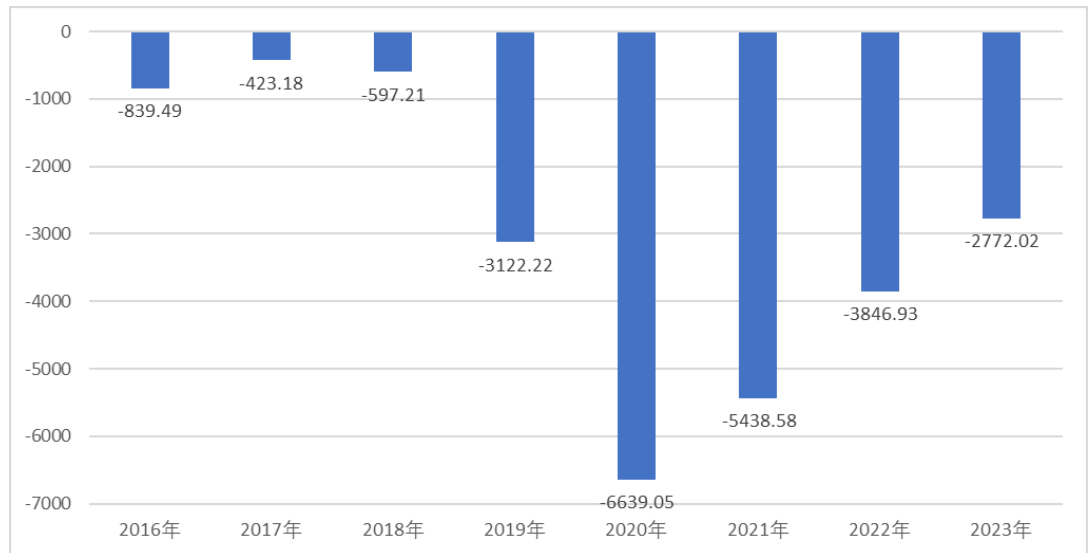
自 2023 年 8 月份以来，随着 A 股逐步接近阶段性底部，增持回购上升助力市场信心回稳。一方面，中央汇金、险资、社保基金等逆势加仓，股票 ETF 基金成为资金流入的新渠道；另一方面，产业资本减持规模和预案大幅减少，股票增持与回购增加，外资也从前期持续净卖出的状态开始逐渐回流。截至 2023 年三季度末，证金、汇金及旗下资管计划持股市值达 2.73 万亿元，与二季度末基本持平，相较于 2021 年增超 1200 亿元；社保基金持股市值接近 4140 亿元，较二季度末略有下降。将时间拉长来看，2023 年三季度末社保基金、企业年金的持股市值均达到 2013 年以来最高峰。

继 7 月中央政治局会议提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”后，监管部门在投资端、交易端、融资端综合施策，发力活跃资本市场。这些资本政策的落地更好健全市场基础功能、持续优化市场生态，也不断引入增量资金。展望 2024 年，随着中国经济延续企稳回升态势以及政策持续发力，资本市场有望与经济修复共振。

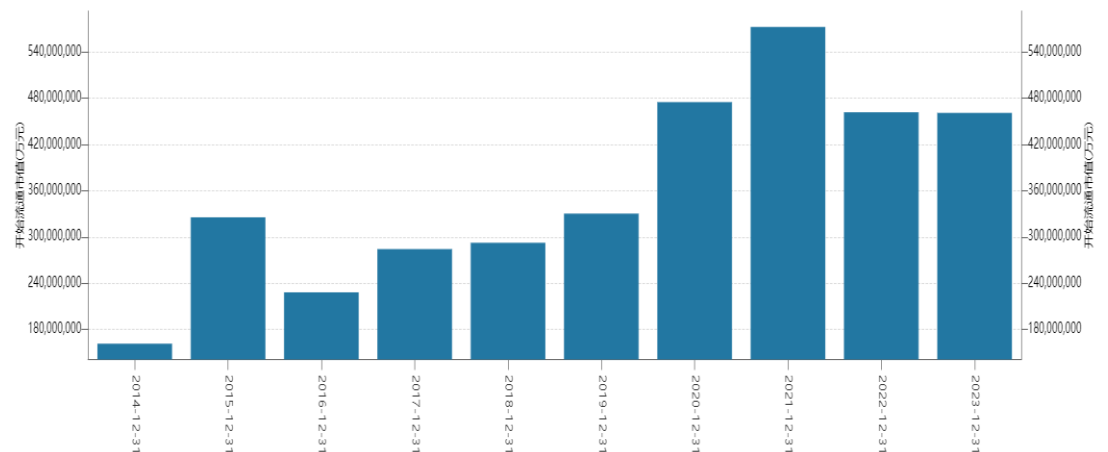
图表 47-48：产业资本增减持（增持家数与市值、净减持市值）



资料来源：瑞达期货、Wind



图表 49：限售解禁规模（万亿元）



资料来源：瑞达期货、Wind

（三）、资金供给

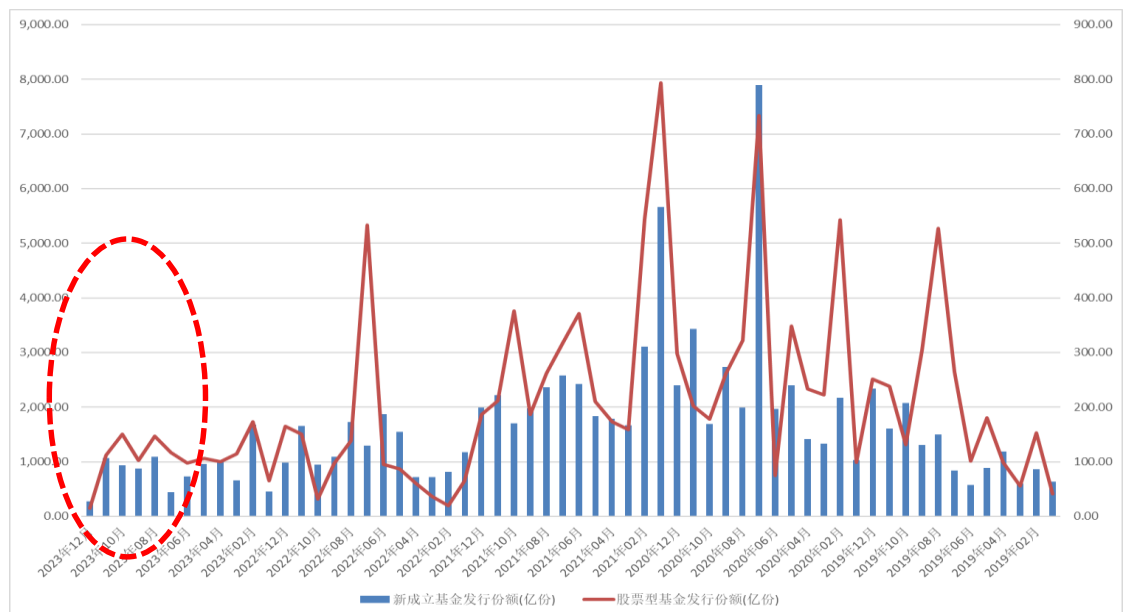
随着 2024 年国内宏观经济稳步修复，活力再现，同时美元加息周期结束，国内货币政

策空间打开，A 股资金信心或得到相应催化。而其中，引入长期资金为代表的投资端改革，是资本市场信心重聚的制度保障。**2024 年资本市场政策仍将继续稳定市场流动性预期，资本市场改革预计将从融资端为主转向更重视投资者体验的投资端改革，资本市场投资端改革行动方案渐行渐近。**一方面，国家或加大中长期资金引入力度，包括优化会计处理，建立长周期考核机制，通过税收优惠扩大养老第二、三支柱覆盖面等；另外，为了中长期增量资金流入预计仍继续推动公募基金结构优化，重点发展 ETF 等被动投资产品。

1、公募与私募基金

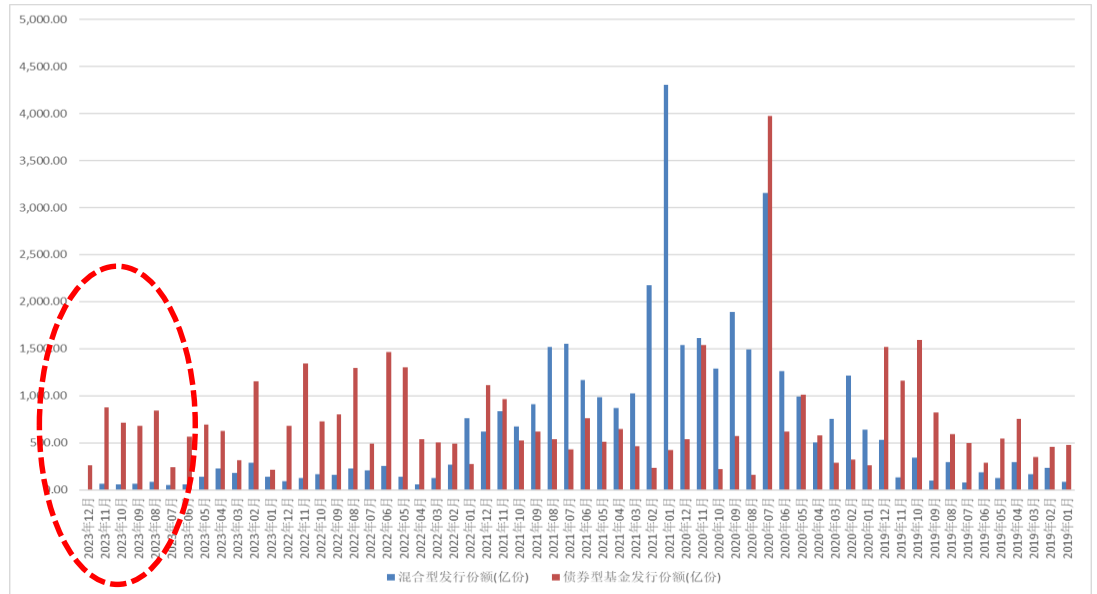
截至 2023 年三季度业绩报告，全市场基金份额 26.25 万亿份，相对于 2022 年末增长 9.05%，基金资产净值 27.61 万亿元、相对于 2022 年末增长 7.23%。分类型来看，规模增量主要来源于债券型基金和货币型基金。万亿规模以上基金管理人维持在 5 家，基金规模 CR10 占比持续下降。3 季度，由于 2023 年 A 股市场行情未呈现趋势性回暖，基金资产净值前十公司的全市场占比在 2022 年末的基础上下降了 0.28 个百分点至 39.38%。新基金发行情况持续疲软，新发基金主要以债券型基金为主。此外，三季度以来 A 股市场持续大幅下行，主动管理型的权益类基金前三季度业绩中位值是-8.13%，较二季度累计下跌了将近 7 个百分点。展望 2024 年，基金市场在增量入市层面面临几重利好因素，第一，上市公司盈利有望筑底反弹，逐渐走向低幅度修复通道；第二，中美货币政策有望走向共振，流动性有望维持宽松格局；第三，由于政策定力与张力并举，美债收益率、美元走势对 A 股的影响有望逆转，风险偏好有望迎来改善的窗口期。

图表 50：新成立基金及股票型基金新增份额（亿份）



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 51：混合型基金及债券型基金新增份额（亿份）

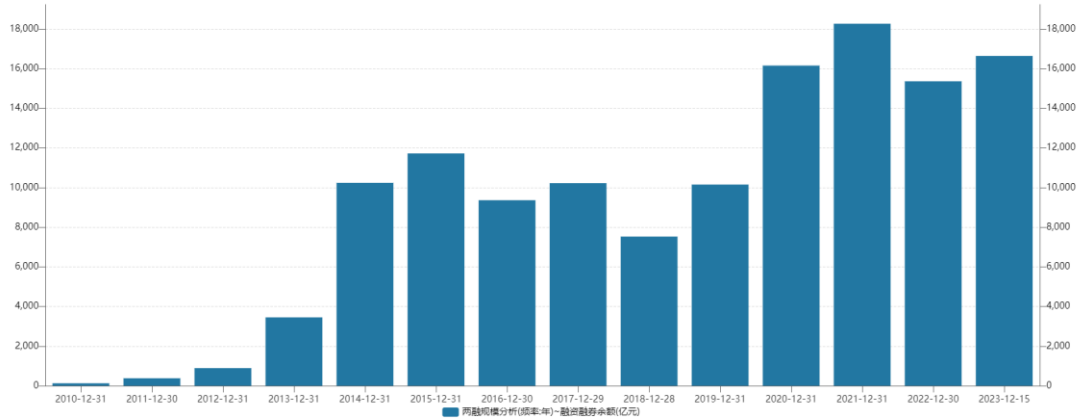


资料来源：瑞达期货、Wind

2、杠杆资金

两融余额在 2023 年整体呈现缓慢上升的态势，年末达到 16711.40 亿元，相较于 2023 年初增加约 1308 亿元。融资余额相较于 2022 年末大幅上升，杠杆资金入市意愿相比于 2022 年明显回暖，然而增量资金不足难免将对行情的演绎带来了一定的负面影响。8 月 27 日，沪深北交易所修订《融资融券交易实施细则》，将融资买入证券时的融资保证金最低比例由 100%降低至 80%。10 月 14 日，监管部门调整优化融券相关制度。一系列政策举措在满足投资者交易需求，提升资本市场活跃度和提升投资者参与市场信心方面起到了较好的作用。展望 2024 年，随着本年度政策持续发力，全面注册制的落地使得融资融券标的范围逐步扩大，融资保证金比例的调降有效提高了两融交易的活跃度。前期一系列活跃资本市场、提振投资者信心的政策措施，大大提高了市场对两融交易的信心和热情。随着内部风险减弱、外部风险缓和，A 股市场止跌回升信号渐浓，两融交易热情有望再度提升。

图表 52：两融余额（亿元）

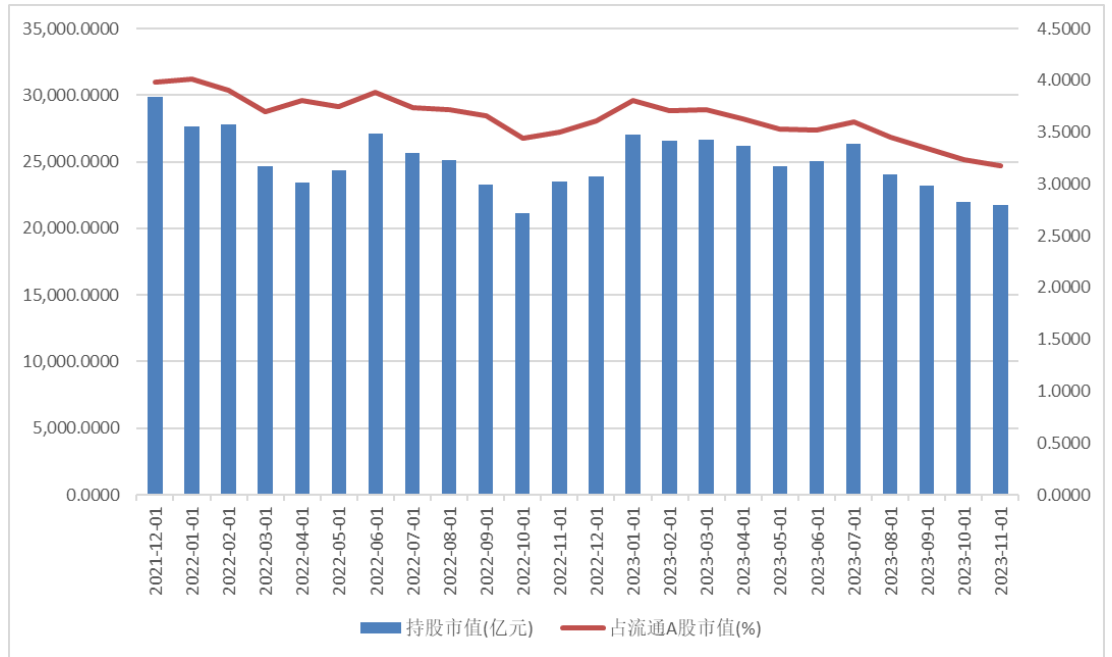


资料来源：瑞达期货、Wind

3、海外资金

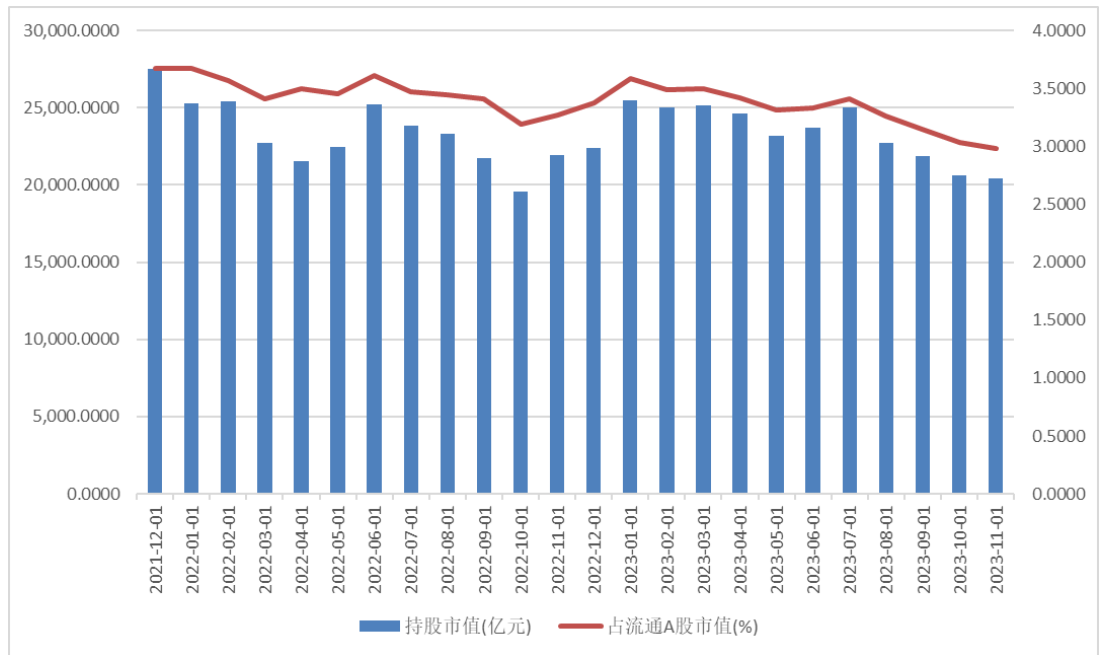
截至 2023 年十一月末，外资持股市值达到 21788.90 亿元，较 2022 年末下降约 2000 亿元，持股占 A 股流通市值比例亦明显下滑。陆股通持股市值达 20443.55 亿元，数值相较于 2022 年年末亦明显下降。**A 股情绪面的打击，陆股通在加息周期中大幅度的净卖出或是重要的因素。**参考近 10 年的中美利差变化，本轮加息周期开启前，利差均处于正值域。2015 年加息周期中，由于加息的力度与节奏相对温和，美国长债收益率未呈现似本轮周期中这样快速的攀升，人民币汇率仍趋于贬值，而本轮加息周期最为明显的特征则是中美利差趋势的反转，人民币汇率以更陡峭的形势走向贬值，引发资金大幅外流。若要探讨人民币币值回升对 A 股估值地支撑，仍要持续关注美债与中债收益率倒挂趋势地反转，对于币值持续性走强是更为明显的信号。**展望 2024 年，随着中美经济预期差导致的“倒挂”收窄的趋势改善，届时市场情绪面、流动性方有望扭转低迷趋势，海外资金在低估值情况下持续加码的可能性更大，市场短期阶段性的调整带来更多布局机会。**

图表 53：外资占 A 股流通市值比例



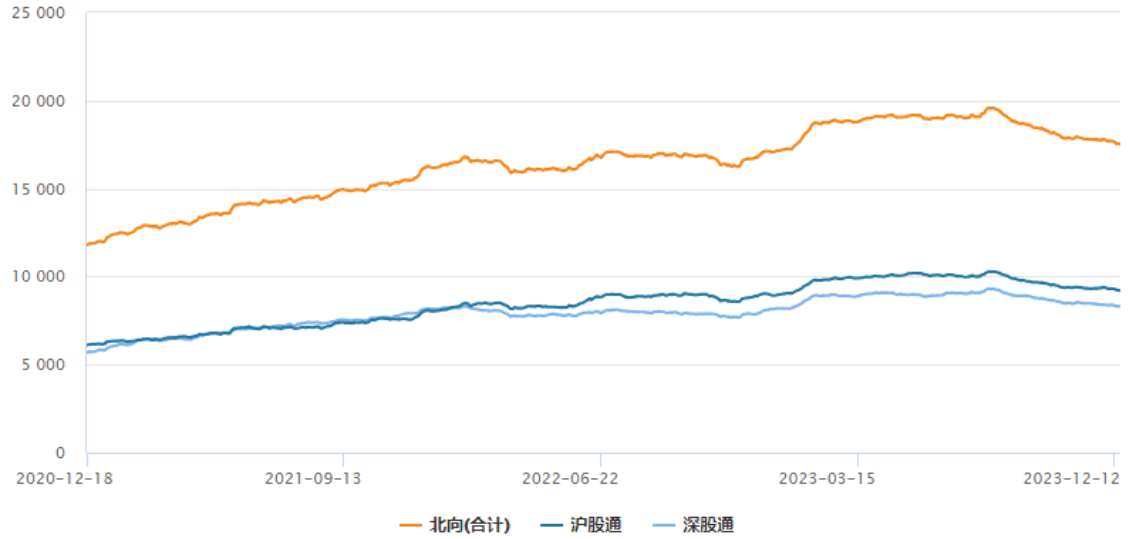
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 54：陆股通持股市值与占 A 股流通市值比例



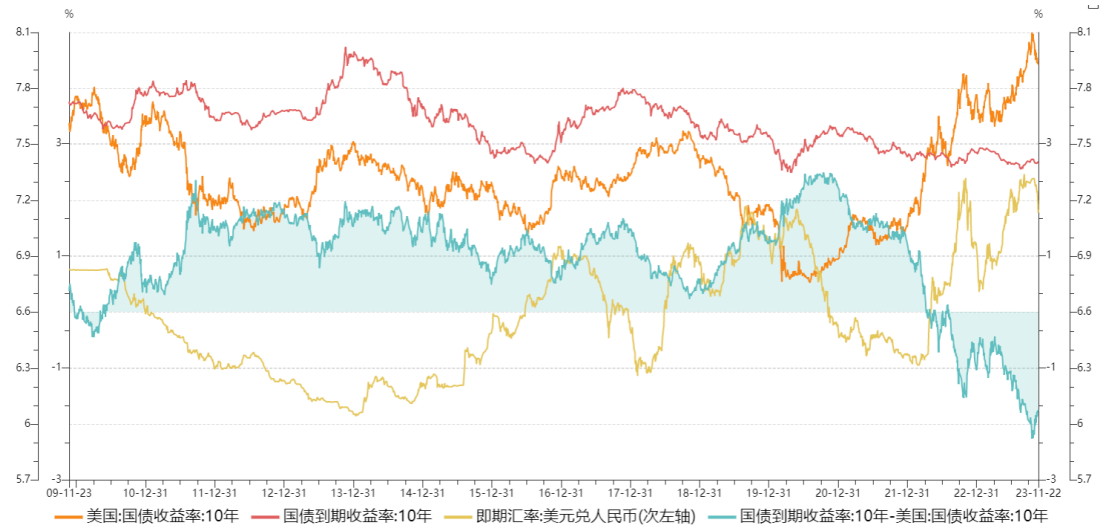
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 55：陆股通累计净流入（亿元）



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 56：中美利差与汇率变化



资料来源：瑞达期货、Wind

2024 年股指期货总体观点

一、2024 年市场行情预判

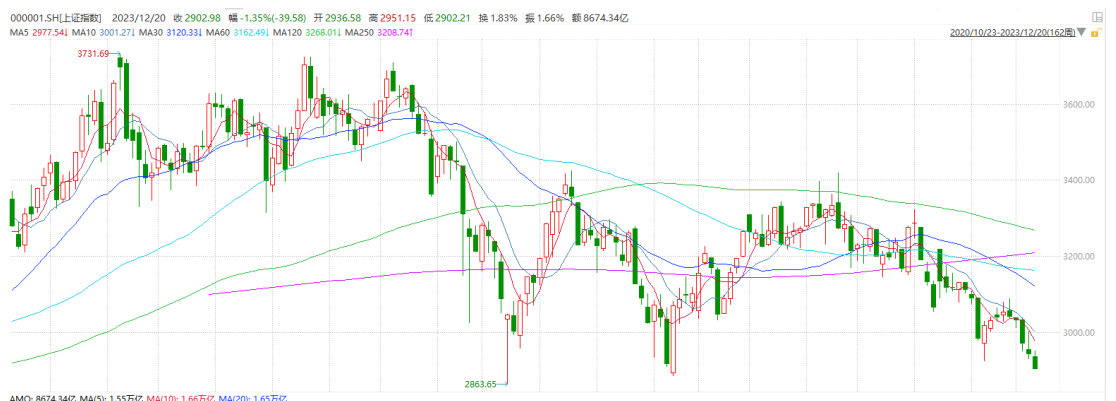
展望 2024 年，美国经济不易发生实质性的衰退，经济放缓压力主要集中在上半年，下半年随着前期高利率效应逐步传导至基本面，美国经济或将实现软着陆至阶段低位。而欧洲经济或有望早于美国触底，然推动经济增长动能相对较弱，依赖于中美国家内需修复程度。最后再叠加中国经济有望逐步修复，2024 年全球经济大概率会下行逐渐过渡到企稳甚至有所反弹。若 24 年美国如市场预期般开启降息通道，内需修复叠加海外流动性利好将对 A 股走牛形成关键助力。

国内经济仍然处于房地产下行周期以及新动能增长的转型期，政策端或更为关注防范化解房地产“灰犀牛”风险。然后续地产市场筑底回升以及居民收入和信心逐步改善，商品消费需求或将逐渐释放，预计四季度消费仍会延续前三季度恢复向好态势。就业规模及居民收入预期增加，也在一定程度上推动社零增速上行。下阶段，消费复苏的核心驱动因素仍为就业、预期、信心修复支持下的消费能力的提高。

资金层面，对于中长期资金入市效果尚未达到预期，关于 IPO 收紧以及大股东减持限制等政策措施均在短期层面上暂时缓解资金流出，是阶段性的政策，中长期资金入市而是要靠市场化进程下完成真正实现注册制发行。随着本年度政策持续发力，全面注册制的落地使得融资融券标的范围逐步扩大，融资保证金比例的调降有效提高了两融交易的活跃度。前期一系列活跃资本市场、提振投资者信心的政策措施，大大提高了市场对两融交易的信心和热情。随着内部风险减弱、外部风险缓和，A 股市场止跌回升信号渐浓，杠杆资金热情有望再度提升。

风格上，预计 2024 年大小盘风格更多与资金面有关，在存量博弈阶段，小盘相对占优，在增量资金加速入场阶段，大盘占优可能性更大。预判 2024 年总体上小盘股相对占优，但下半年美国货币政策迎来拐点，外资净流出幅度有望收窄，大盘股局部占优可能性逐渐增大。此外，当中美利差收窄时，成长股估值对分母端利率水平更敏感。同时 M1M2 剪刀差改善，市场风险偏好高时，成长占优可能性相对较高。综合判断，2024 年上半年成长价值风格相对均衡，但随着海外货币政策转向，下半年成长股占优可能性逐步上升。

图表 57：上证指数周 K 线



资料来源：瑞达期货，Wind

策略上，在上半年 A 股或仍以震荡行情为主，下半年上行动能更强。中长期视角上可于适当点位介入多小盘空大盘套利组合。以多 IM 空 IH 为例。短期上，由于 IC/IM 处于深贴水局面，空头端套保考虑对冲成本建议介入远月合约，顺期限思路下多近月获得展期收益。IF/IH 合约预计短期仍维持相对升水格局，顺期限思路下可以逢低价差介入多远空近

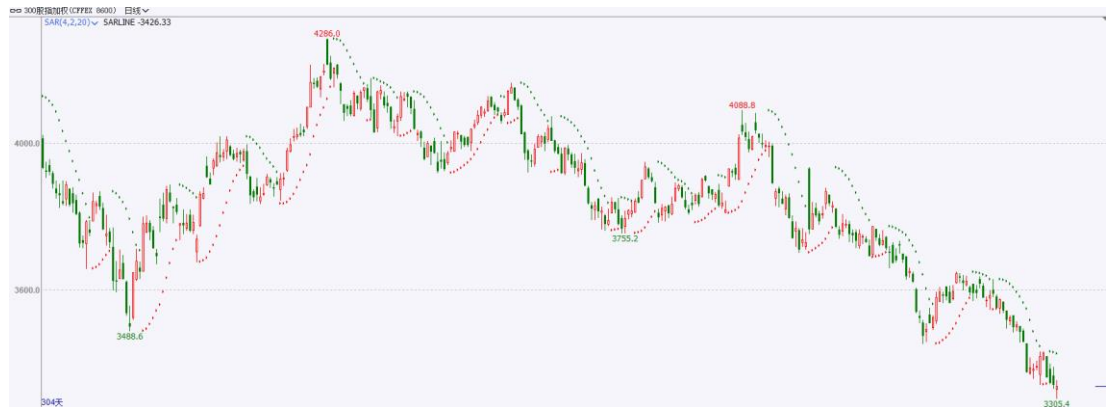
跨期组合。期权思路下，指数目前低位窄幅盘整，预计下行至关键支撑位将有较大反弹动能，可于适当点位介入牛市价差组合以减少看涨期权时间价值损耗，或介入宽跨式多头组合获取波动上行收益。

图表 58：IM 主连 K 线



资料来源：瑞达期货，Wind

图表 59：IF 主连 K 线



资料来源：瑞达期货，Wind

二、风险因素

全球经济下行风险、海外货币政策超预期风险、国内地产周期超预期下行风险

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。