

A股偏弱盘整，静待政策发力



金融投资专业理财

摘要

A股主要指数11月底反弹后再度走弱。两市成交量再度回落至低迷。沪指月线勉强收平，深成指以及创业板指跌幅再度扩大。四期指中大盘走势相对较弱。结合11月市场整体情况来看，市场风险偏好回落，指数于压力位前上行动能边际减弱，指数处于弱势盘整阶段。四期指基差亦呈分化，IC/IM合约呈显著贴水，IF/IH合约则小幅升水，对冲盘的操作或成为IC与IM基差上行的阻碍。后续基差变动将受到市场情绪与对冲盘两种主要因素的影响，若情绪持续乐观，IH与IF基差或将继续上涨，而IC与IM基差大幅上行的阻力或将较大。持仓方面来看，四期指净空单有小幅收敛，然仍处于今年以来较高水平，市场避险情绪仍较浓厚，对冲盘影响亦不能忽视。

近期A股的上行动能多由汇率升值拉升，而影响人民币升值预期的美债利率在本月已较大程度释放了下行压力，因此，对于年末推升A股的动力或边际减弱。国内经济层面上，10月份主要经济增长数据的当月同比小幅走弱，总体维持复苏态势。工业增加值、服务业生产和社零同比增速均有提升。但固定资产投资同比增速出现回落，前期较强的基建和制造业投资边际走弱，房地产投资降幅也进一步扩大。金融数据层面上，10月份，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。

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

咨询电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com
扫码关注客服公众号

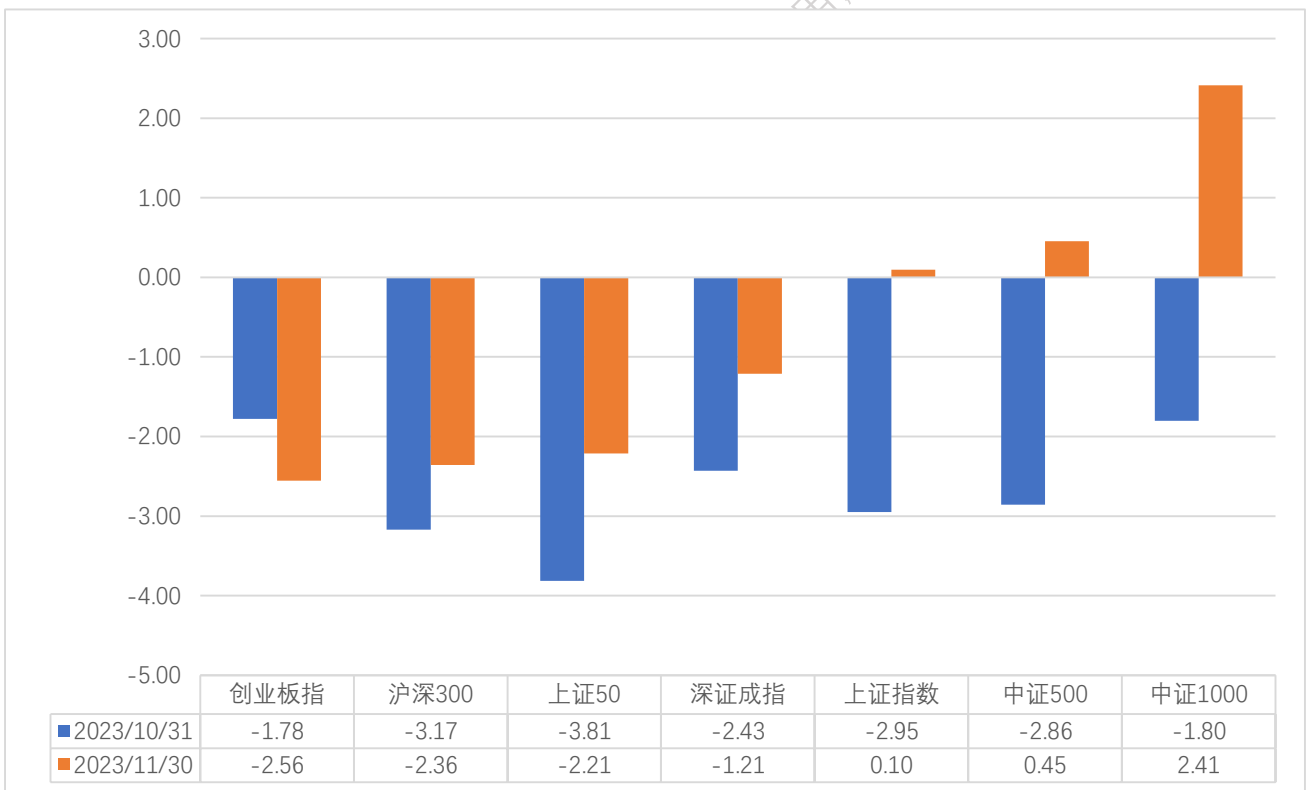
ADS 研究服务



一、市场回顾

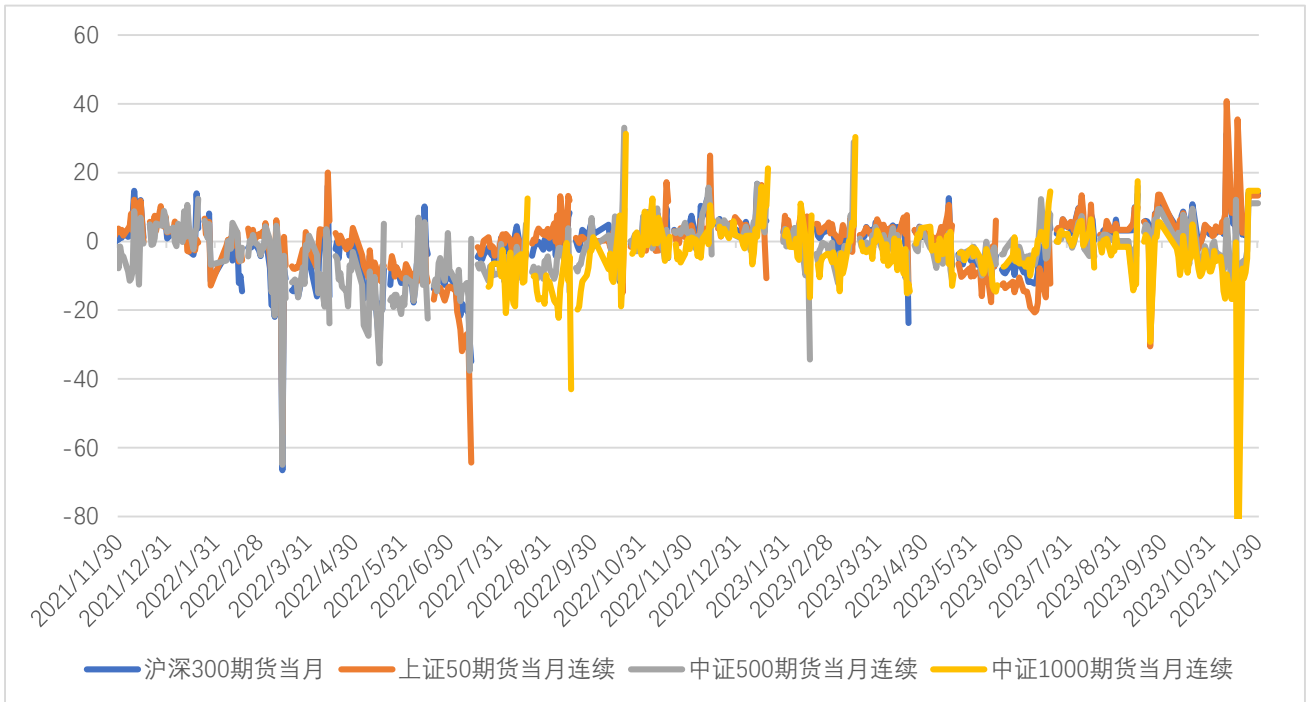
截至 11 月 30 日，主要指数本月涨跌分化，三大指数均录得跌幅，中小盘指数走势偏强。两市成交量有所回落。沪指底部反弹后再度走弱，月涨 0.10%，深成指以及创业板指跌幅走阔，月度回调分别 1.21% 以及 2.56%。四期指中大盘走势呈弱，沪深 300 以及上证 50 分别跌幅达 2.36% 以及 2.21%，中证 500 及中证 1000 涨幅达 0.45%、2.41%，期指分化明显。四期指基差亦呈分化，IC/IM 合约呈显著贴水，IF/IH 合约则小幅升水，对冲盘的操作或成为 IC 与 IM 基差上行的阻碍。后续基差变动将受到市场情绪与对冲盘两种主要因素的影响，若情绪持续乐观，IH 与 IF 基差或将继续上涨，而 IC 与 IM 基差大幅上行的阻力或将较大。持仓方面来看，四期指净空单有小幅收敛，然仍处于今年以来较高水平，市场避险情绪仍较浓厚，对冲盘影响亦不能忽视。结合 11 月市场整体情况来看，市场风险偏好先升后降，大盘上行动能呈边际减弱信号。

图 1 主要指数月度涨跌幅



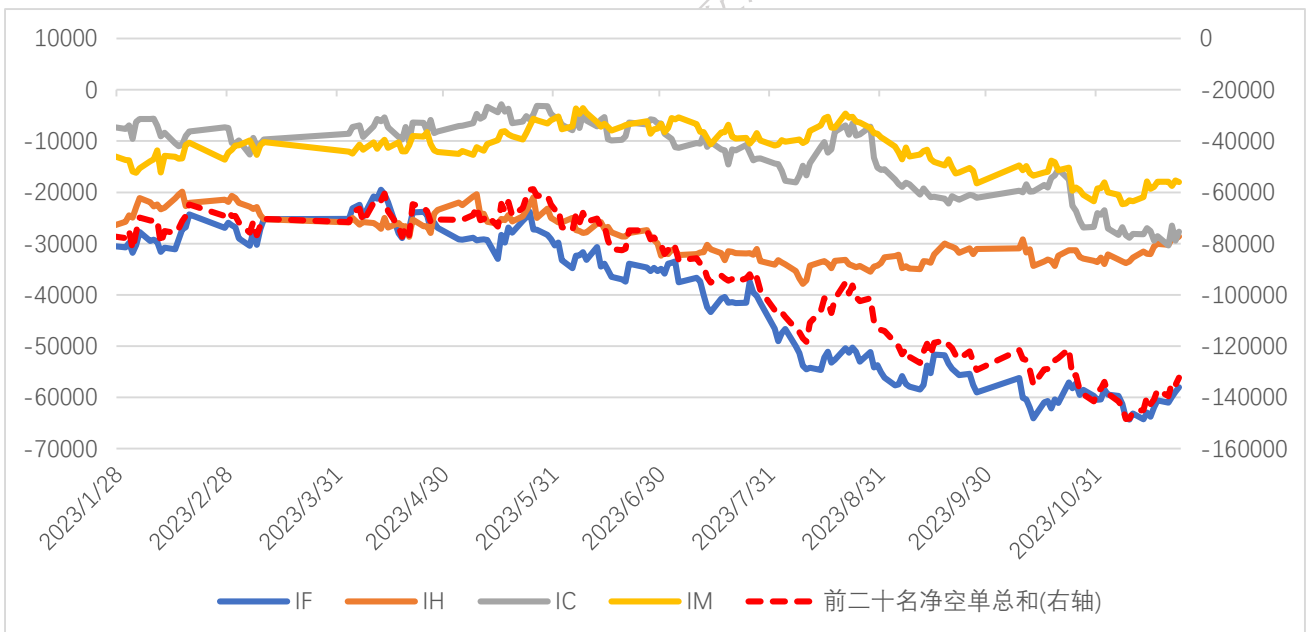
资料来源：瑞达期货、Wind

图 2 股指期货主力合约年化基差率



资料来源：瑞达期货、Wind

图3 前二十名净持仓



资料来源：瑞达期货、Wind

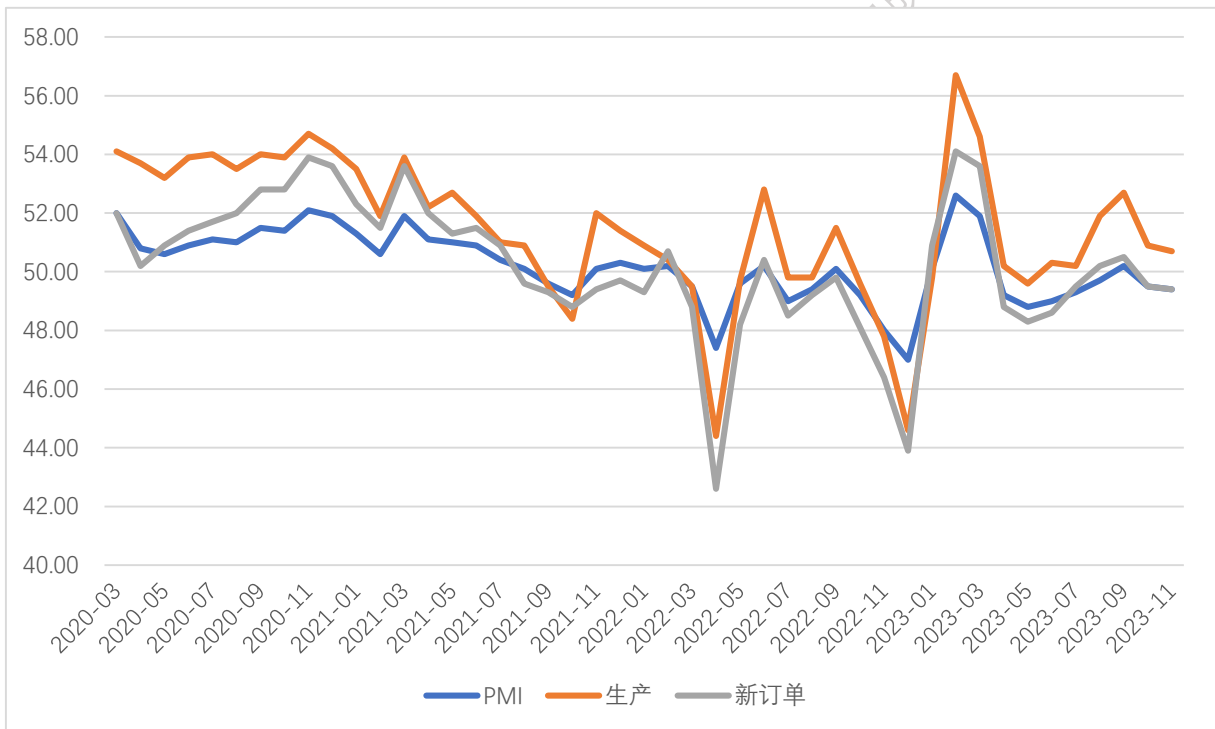
二、 基本面分析

(一) 景气度稳中有缓，回升向好仍需时日

11月制造业PMI景气水平略有下降，生产指数持续扩张而需求较为稳定。总体来看，11月PMI内需与上月基本持平，外需整体进一步收缩，生产端维持在扩张区间。具体看，制造业企业生产指数持续扩张

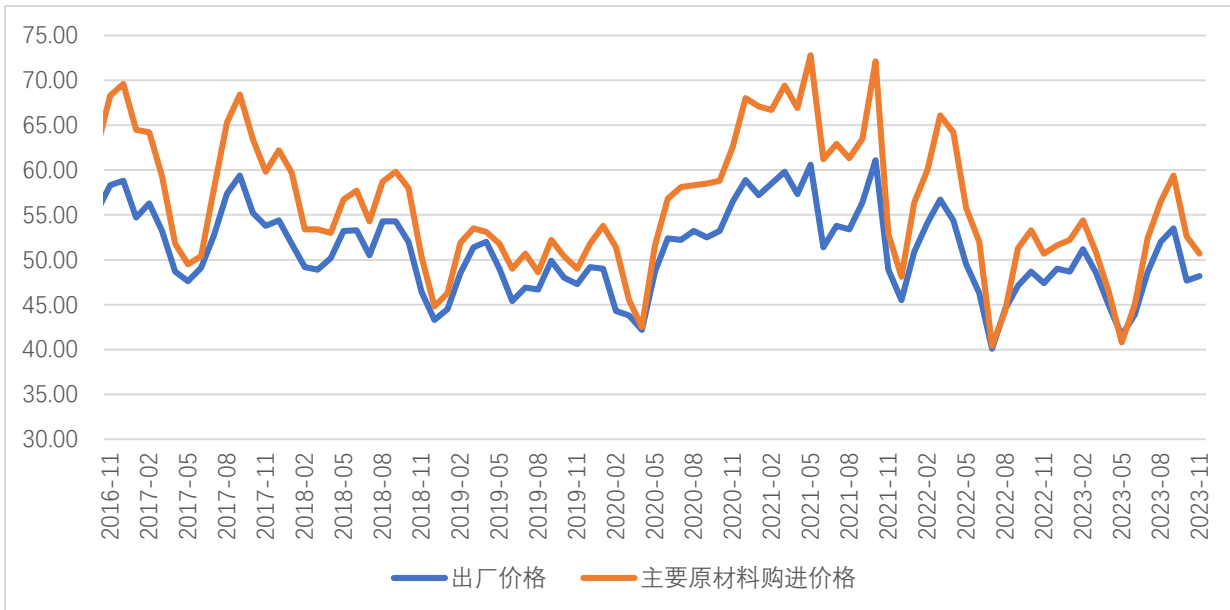
市场需求整体相对稳定。11月生产指数为50.7%，较10月下降0.2个百分点；采购量指数下降0.2个百分点至49.6%，仍在收缩区间。11月新订单指数、新出口订单指数均较10月分别下降0.1/0.5个百分点至49.4%/46.3%，内需指数相对稳定，外需指数连续8个月位于收缩区间外需短期内释放速度仍然缓慢。制造业企业产成品库存和原材料库存均有所回落，制造业主要原材料库存减少。11月产成品库存指数为48.2%较10月下降0.3个百分点；11月原材料库存指数为48%，较10月下降0.2个百分点。另外，原材料成本压力趋于减弱，出厂价格下降势头有所收窄。整体看，制造业PMI略有下降，非制造业PMI扩张步伐有所放缓。11月27日央行发布《2023年第三季度中国货币政策执行报告》，明确下一阶段货币政策要做好跨周期和逆周期调节。货币政策将继续保持稳增长、宽信用的政策取向，持续发力。在扩内需蓄力的宏观背景下，后续PMI回升值得期待。

图4 PMI及主要分项(%)



资料来源：瑞达期货、Wind

图5 PMI及主要分项(%)

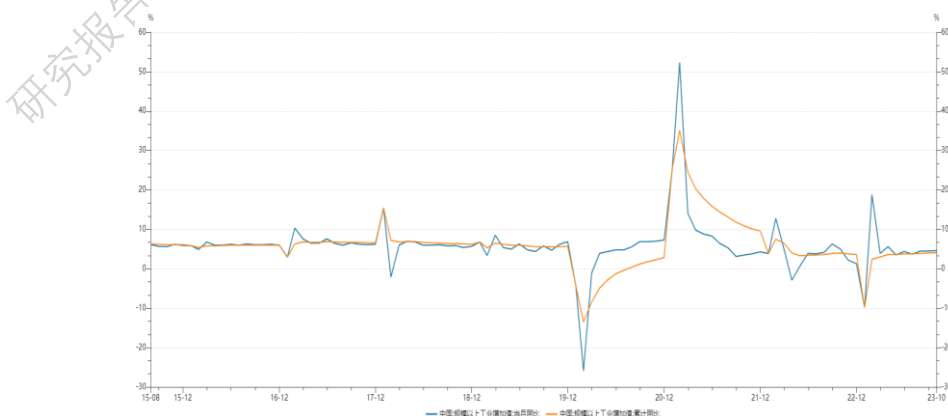


资料来源：瑞达期货、Wind

(二) 工业生产增速平稳增长，原材料制造业高增

10月工业增加值同比增长4.6%，增速较上月小幅加快0.1个百分点。其中，工业中占比最高的制造业增加值同比增长5.1%，增速也较上月加快0.1个百分点，其中受车市回暖带动，当月汽车工业增加值同比增长10.8%，较上月加快1.8个百分点。不过，10月工业和制造业增加值同比提速主要源于上年同期基数走低，当月工业生产总体平稳，实际增长动能有所转弱。这或与双节之后居民消费波动下行，并向供给端传导直接相关。展望未来，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6 规模以上工业增加值同比增速（%）



资料来源：瑞达期货、Wind

图7 三大门类工业增加值同比增速 (%)

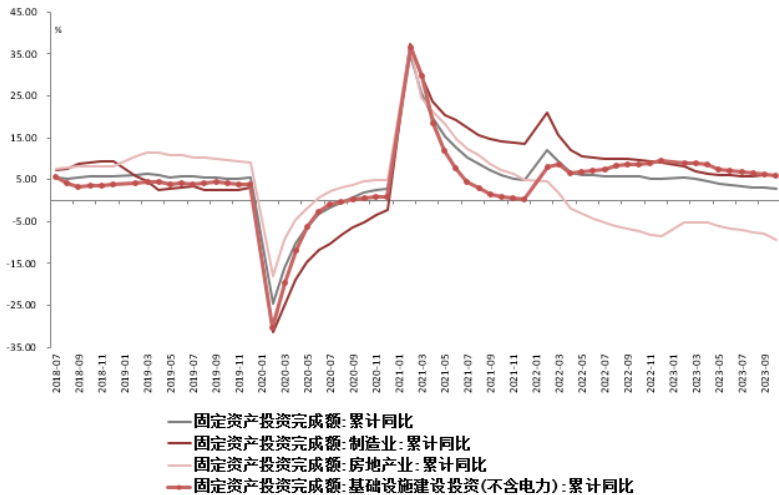


资料来源：瑞达期货、Wind

(三) 固投增速下滑，宽财政支撑基建

固投表现偏弱。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。本月三项分类同比均转弱，投资端在房地产景气度依旧偏弱的背景下超预期下滑。其中民间投资下降0.5%，降幅比上月份收窄0.1个百分点，但远低于疫情前水平，企业信心不足，对未来市场发展仍有担忧。

图8 投资端始终承压

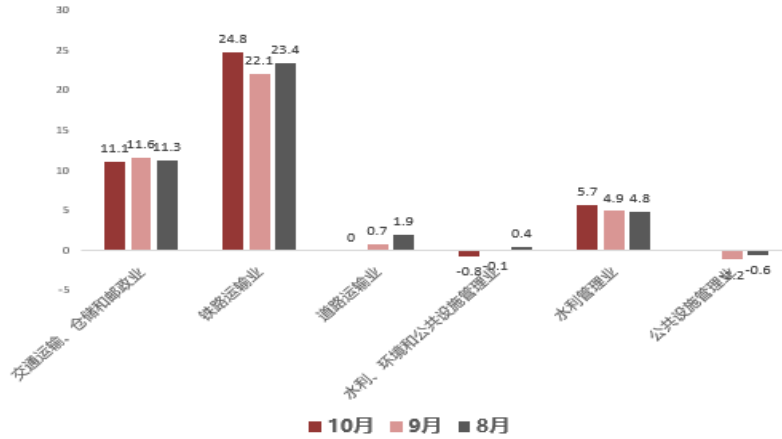


资料来源：瑞达期货、Wind

宽财政持续发力，基建是重要抓手。基建投资增长5.9%，较上月小幅回落0.3%，从单月来看，同比增长5.6%，较上月回落1.2个百分点。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。而一般公共财政投向基建相关项目的支出同比增速由上月的10%升至15.6%，资金支持

力度明显得到增强，财政政策显效。

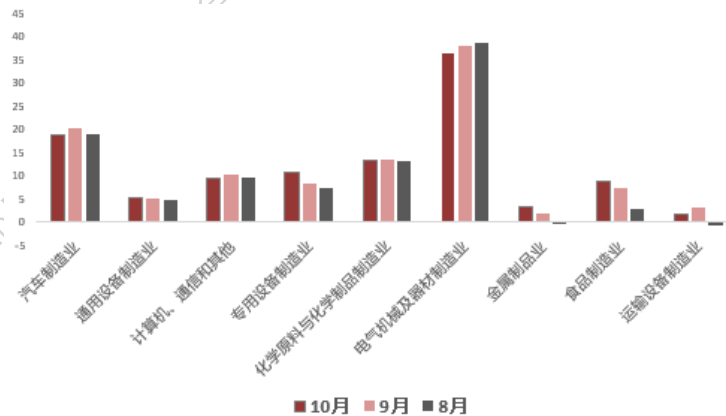
图9 基建投资细分项



资料来源：瑞达期货、Wind

制造业结构未发生较大变化，依旧是以电气机械及器材和汽车制造业为主，高技术制造业增速远高于整体。其中，高技术制造业和高技术服务业投资分别增长11.3%、10.5%。高技术制造业中，航空、航天器及设备制造业，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长19.0%、16.7%。本月制造业PMI重返收缩区间，也印证了生产经营活动稳定，而需求略显疲弱。

图10 制造业投资细分项

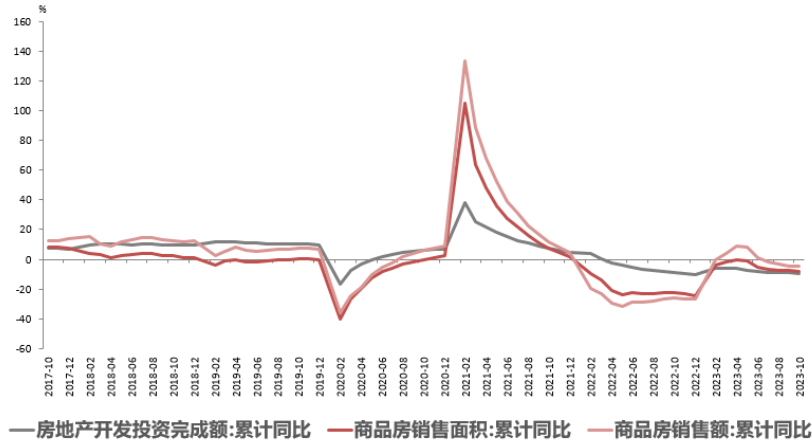


资料来源：瑞达期货、Wind

房地产开发投资同比降幅从上月的9.1%进一步扩大至9.3%，销售额、销售面积同比降幅继续扩大，新开工、施工面积累计同比仍处于历史低位运行，居民购房需求显不足、地产需求仍待企稳。同时从需求端来看，房地产销售市场小幅改善，10月前30日，30大中城市商品房成交套数和面积同比分别为-6.4%和-6.3%，分别较上月降幅收窄15.9和16.0个百分点，低基数下降幅收窄，但居民购房需求未有明显改善，促进房地产复苏的效果仍未完全显现，居民信贷端的改善仍需一定时间才能传导至投资端，景气度有

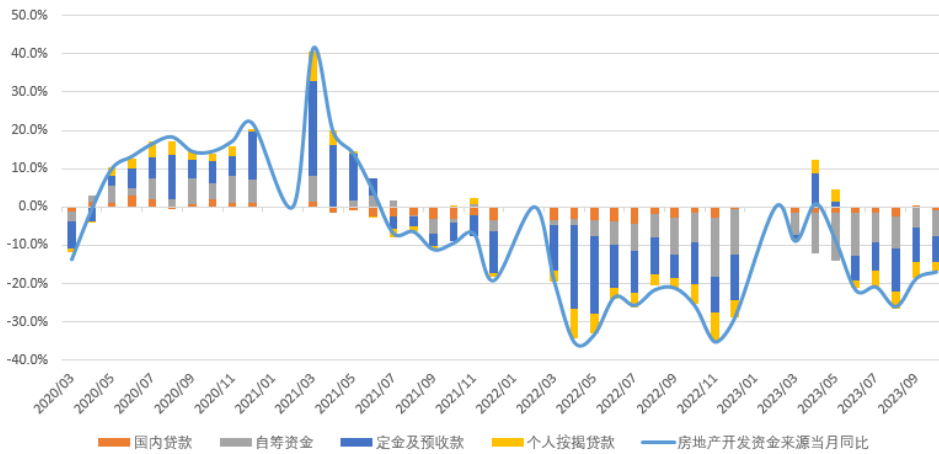
待进一步加强。

图11 地产新开工、竣工和施工当月同比



资料来源：瑞达期货、Wind

图12 房地产投资结构走弱（资金来源累计同比）



资料来源：瑞达期货、Wind

（四） 消费韧性不改，商品增长强劲

受政策持续发力显效、双节假期出行旅游需求旺盛以及低基数效应等因素提振，10月社会消费品零售总额同比增速明显回升。10月份，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。其中，商品零售增速提升1.9个百分点至6.5%，餐饮收入增速提升3.3个百分点至17.1%。值得注意的是，社零当月同比从5.5%上升至7.6%，消费数据表现亮眼，但考虑到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。

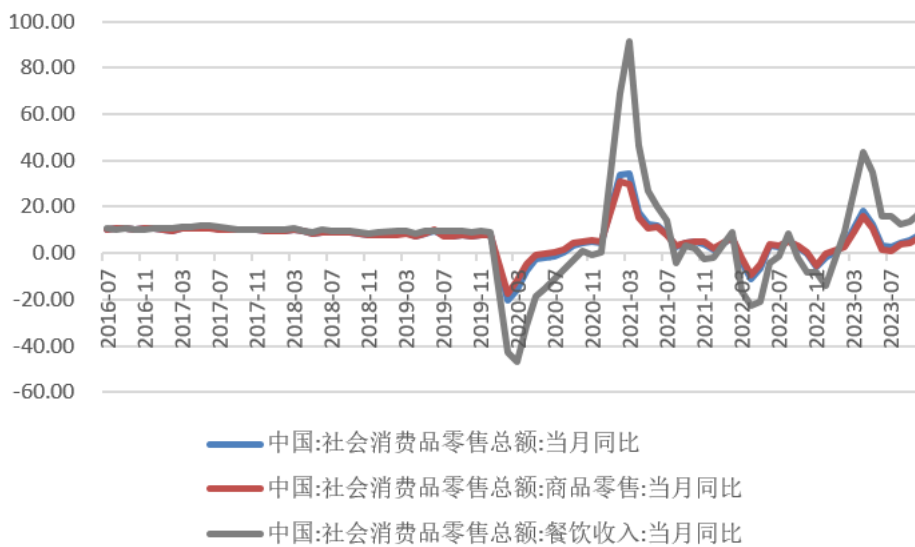
10月份，限额以上企业商品零售同比增长7.9%，增速较上个月回升3.2个百分点。从商品类别看，10月份超半数商品零售额增速比上月加快，其中汽车类、通讯器材类、家用电器和音像器材类以及日用品类等

可选消费较上月有较大幅度增长，分别较上月上升 8.6、14.2、11.9、3.7 个百分点至 11.4%、14.2%、11.9%、4.4%，对 10 月商品零售消费的贡献较为明显。而粮油、食品类、烟酒类、服装鞋帽针纺织品类等增速有所回落，分别较上月下降 3.9、7.7、2.4 个百分点至 4.4%、15.4%、7.5%。与地产相关消费方面，除家电消费增长较好外，家具类和建筑及装潢材料类增速分别为 1.7%和-4.8%，仍然较为疲弱。

从就业角度来看，就业形势保持稳定，10 月全国城镇调查失业率与上月持平在 5.0%，但值得注意的是，31 个大城市城镇调查失业率和外来农业户籍人口调查失业率分别从上月的 5.2%和 4.7%下降至 5.0%和 4.6%，且农民工失业率较城镇总体低 0.4 个百分点，农民工就业较强于城镇人口就业。

总的来说，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13 社会消费品零售总额增速



资料来源：瑞达期货、Wind

(五) 宽财政频频加码，信贷修复空间大

10 月份新增社融 1.85 万亿元，同比多增 9108 亿元，但主要由政府债券贡献，受益于再融资债的集中发行，10 月份政府债券净融资同比多增 1.28 万亿元；往后看，万亿特别国债启动，未来政府债券融资有望继续支撑社融表现。从其他社融分项来看，表现偏弱，人民币贷款同比仅多增 232 亿元；企业债融资和非金融企业股票融资同比分别少增 1269 亿元和 467 亿元，化债过程中严控增量，对企业直接融资形成拖累；非标融资中的委托贷款和未贴现的银行承兑汇票同比分别多减 899 亿元和多减 380 亿元，对社融形成一定拖累。

10 月新增人民币贷款 7384 亿元，略高于市场预期 6650 亿元，总量上季节性下行，结构上居民融资端

也再度回落，仍有恢复空间。企业单位贷款增加 5163 亿元，同比小幅增加 537 亿元。其中，短期贷款减少 1770 亿元；中长期贷款增加 3828 亿元。企业端信贷的回落，我们认为主要季节性因素为主，四季度企业信心普遍偏弱、尚在复苏。国内生产端保持扩张，需求略显疲弱。制造业景气指数在 10 月重返收缩区间。但需要看到的是，新订单指数为 49.5，表明制造业生产经营活动稳定，制造业中长期贷款、基建中长期贷款等政策支持类的贷款增速开始下行，可能与去年四季度企业部门较为活跃所导致的基数有关。

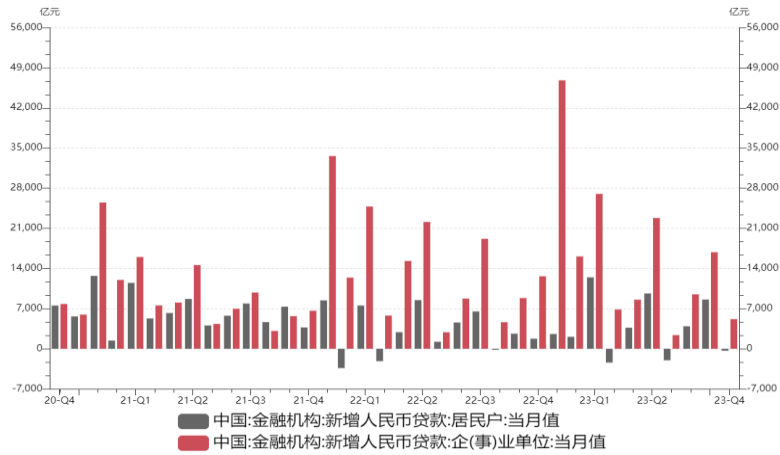
10 月份 M2 同比增长 10.3%，增速与上月持平，结束此前连续七个月的下行趋势，仍然维持 10% 左右的较高水平，主要原因是去年同期基数走低、政府债券融资额高增以及信贷投放偏强等，但当月财政存款同比多增对 M2 增速上行起到一定下拉作用。M1 方面，10 月份 M1 增速较上月下降 0.2 个百分点至 1.9%，主要受到房地产市场持续低迷拖累。10 月居民户存款减少 6369 亿元，非金融性公司存款减少 8652 亿元，财政性存款增加 13700 亿元。当月居民存款同比多减 1266 亿元，企业存款同比少减 3048 亿元，财政存款则同比多增 2300 亿元，其中，财政存款实现连续四个月同比多增，或主要近三个月政府发债融资都处于高峰期且明显高于去年同期导致；季末理财赎回因素影响消退后，居民端活期存款规模出现回落，或表明居民消费和投资意愿尚未明显回暖。

图14 社会融资规模分项



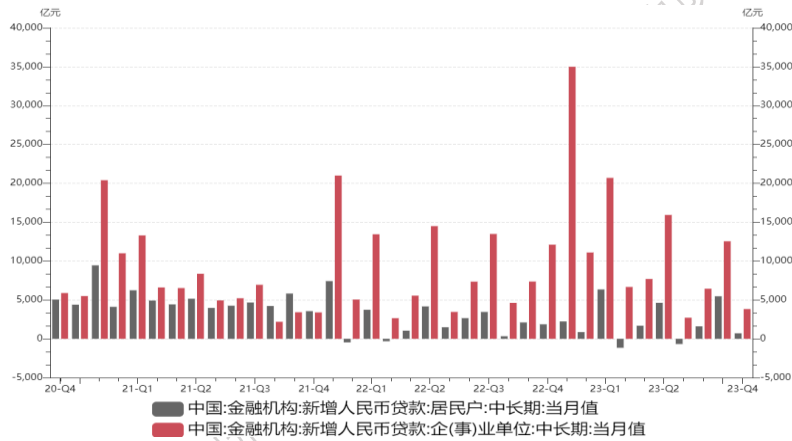
资料来源：瑞达期货、Wind

图15 新增人民币贷款当月值（亿元）



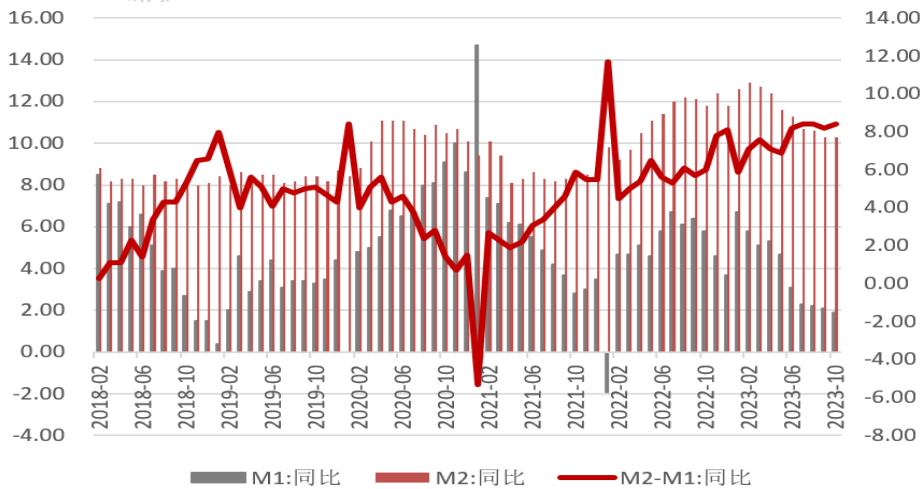
资料来源：瑞达期货、Wind

图16 新增人民币中长期贷款（亿元）



资料来源：瑞达期货、Wind

图17 实体部门信心有待释放



资料来源：瑞达期货、Wind

三、 三季度货币政策报告要点解读

11月27日，央行发布《2023年第三季度货币政策执行报告》。在此总结三季度货币政策报告内容中几大要点，对于后续货币政策定调以及扩容可能性进行展望。首先，三季度货币政策执行报告中提出，“准确把握货币**信贷供需规律和新特点**”，意味着央行开始考虑单月信贷增量与净息差之间的平衡，接下来政策主导的**信贷投放或不宜过于强调新增规模，要更加注重精准投放以及盘活存量信贷资金**。在总量方面，目前我国人民币贷款余额体量较大，这意味着资金存量规模巨大，同样的贷款增速会导致现在的增量规模超过往年同期过多。银行业需要把握好信贷增长和净息差之间的平衡，以此确定新的信贷合理增长水平，或不宜再单纯追求信贷高增速。其次在结构方面，**政策或更要注重科技创新、先进制造、绿色发展、中小微企业等重点领域的信贷投放增速**。化解地方政府债务风险是当前中央的关注重点，货币政策可以在供给层面通过发放特殊再融资债券置换各类地方政府隐性债务，进而释放沉淀在隐性债务中的巨量信贷资源，以及加快各类资产证券化等。推动盘活存量贷款，在支持实体经济增长方面的作用与投放新增贷款并无本质差别，还能有效缓解债务增长压力。需求方面，**此前城投债以及房地产行业是信贷的主要需求方，而随着当前经济结构的转型，信贷需求增速下降，商业银行需要将信贷资源转向科技创新、先进制造、绿色发展、中小微企业等领域**；与此同时，平急两用基础设施建设、城中村改造、保障房建设等“三大工程”也正在形成新的有效信贷需求。其次，货币政策报告强调“更加注重做好跨周期和逆周期调节”，这意味着虽然当前经济已经跨过压力最大的时期，**货币政策在做好跨周期和逆周期调节的目标下也不会轻易退出宽稳节奏**。相比于二季度报告主要强调“逆周期调节”不同，三季度报告再度将跨周期和逆周期调节并列，这或证明在国家层面的考量来说三季度宏观经济复苏动能转强，预计全年5%左右的增长目标能够顺利实现，宏观经济背景发生了变化，稳增长需求相应下降。但当前经济回稳向上的基础还不牢固，例如代表经济景气度的PMI领先指标尚不能稳定在荣枯线上方，这或是房地产行业仍处于调整过程，经济将继续向常态化运行轨道回归还需时日，货币政策在支持经济动能持续增长的职能上还将保持稳增长取向，继续用力。最后，三季度货币政策报告强调**充实货币政策工具箱，预计后续结构性货币政策工具根据经济发展动态的需要有可能还有再度推新的可能**。如中央政治局会议以及二季度货币政策报告中内容方针一致，国家目前重点支持国民经济薄弱环节、重点领域，例如科技即绿色金融领域、中小微企业等，因而政策必然需要引导金融资源进一步向这些领域倾斜，央行有可能适度延长现有结构性货币政策工具期限、上调额度，乃至推出新的政策工具。对中小企业的再贷款额度明年或会有进一步上调的可能。总体方针上，根据“稳健的货币政策要精准有力”的原则，未来结构性货币政策工具将受到进一步倚重。

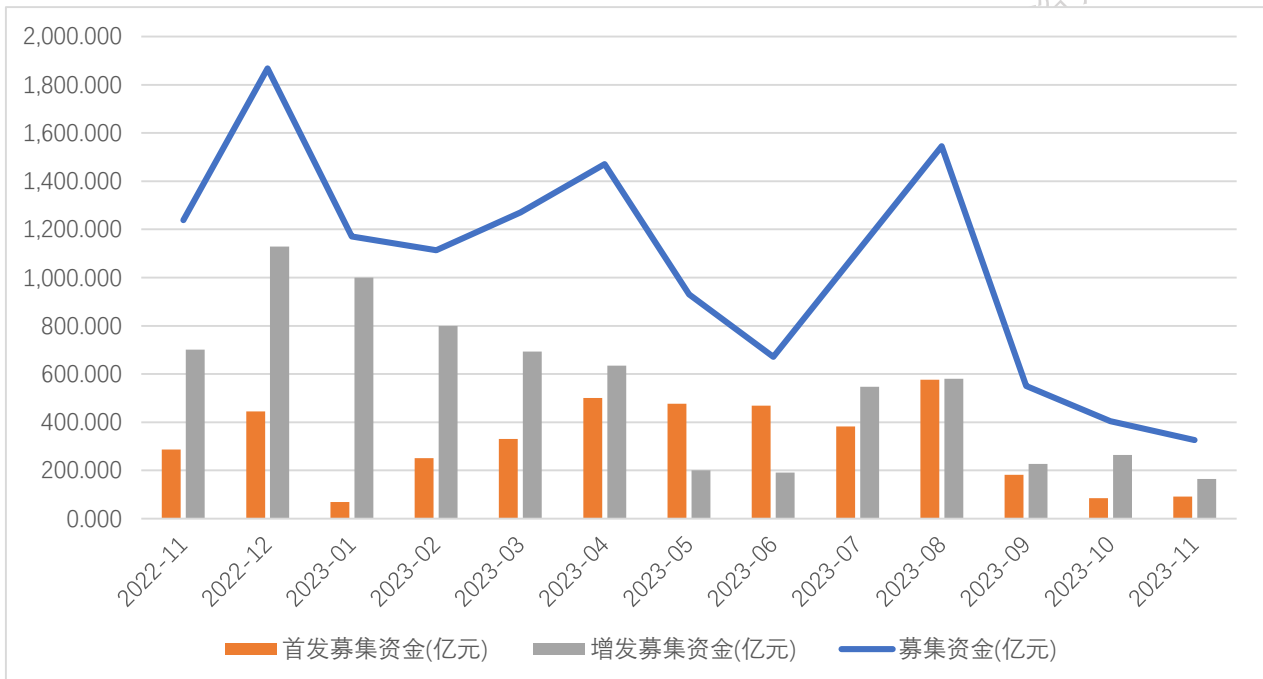
四、 股指资金供需对比

（一）资金消耗

1、一级市场

据 wind 数据统计，2023 年 11 月股权融资规模大幅下降至 326.02 亿元。截至 11 月 30 日，募集家数总共 45 家，相较于 10 月份 47 家继续下降。11 月份首发募集资金总 91.48 亿元，增发募集资金总额为 164.69 亿元，增发资金规模较上月明显下降。随着 8 月 28 日证监会提出 IPO 与再融资收紧，若假设后续不再新增 IPO 以及再融资节奏维持当前强度，今年预计分别相当于引入年化增量资金约 1500 亿元、2000 亿元。后续市场增量资金仍可期待。

图 18 一级市场对资金消耗情况

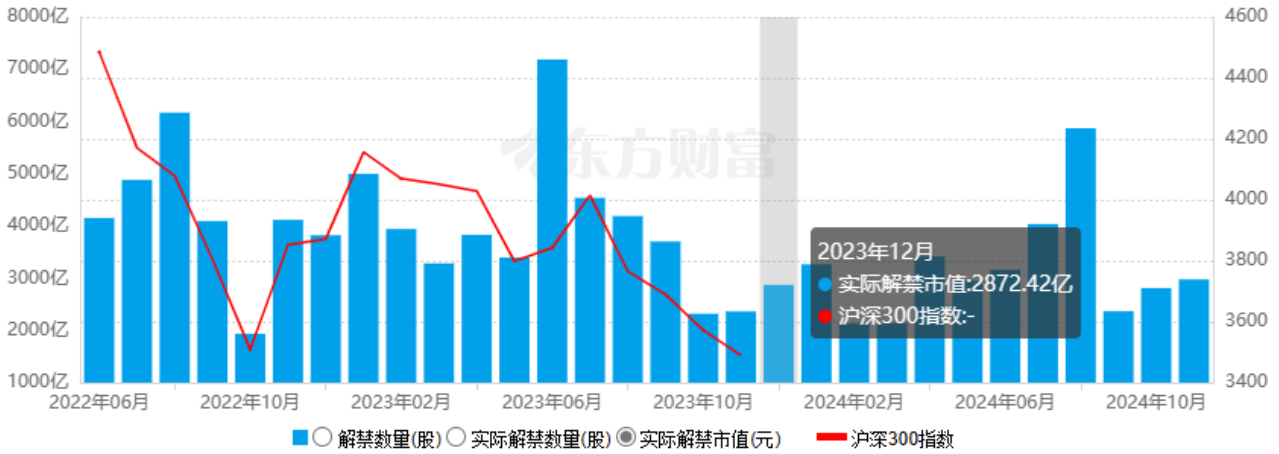


资料来源：瑞达期货、Wind

2、大股东二级市场及回购交易情况

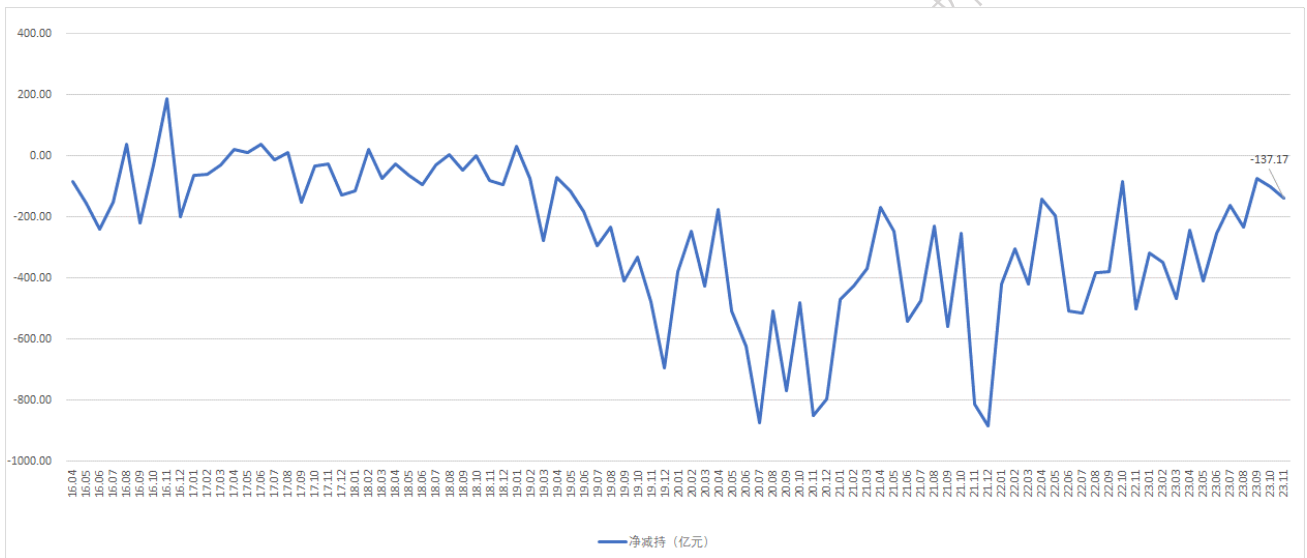
截至11月30日，从重要股东二级市场交易公告来看，10月份重要股东期间回购总金额为341.20亿元，相较于10月份显著上升。回购家数为620家，亦呈大幅上升模式。随着中国证监会此前就“活跃资本市场、提振投资者信心”推出一揽子措施，沪市公司维护价值投资意识不断强化，回购增持内在动力显著增强，以实际行动提振投资者信心。此外，11月份减持市值为211.76亿元，减持家数为333家，相较于10月份而言有所上升。11月份增持市值为74.59亿元，增持家数为143家，相较于10月份上升。减持规模大幅上升是11月份净减持幅度扩张的主要原因。11月份净减持市值为137.17亿元，绝对值相较于10月份上升。随着8月28日证监会进一步规范股份减持行为，缓解集中抛售压力，有助于稳定公司股价并维护投资者信心以及维护市场投融资两端的资金平衡。

图 19 限售解禁市值



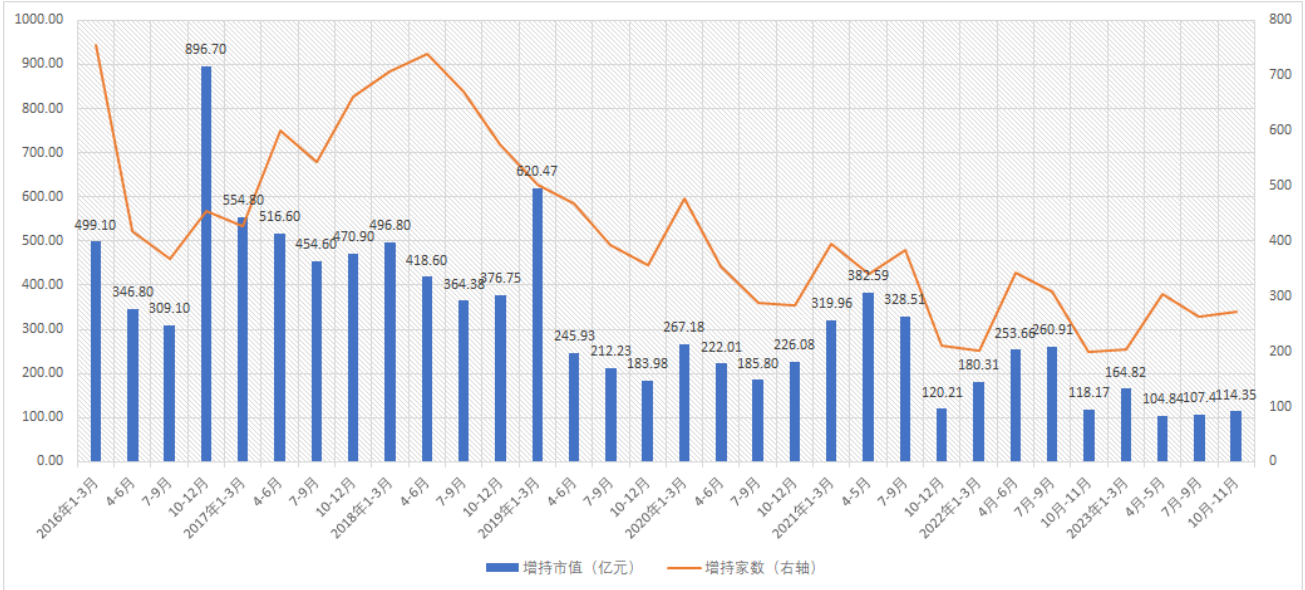
资料来源：瑞达期货、Wind

图 20 大股东净增（减）持变化



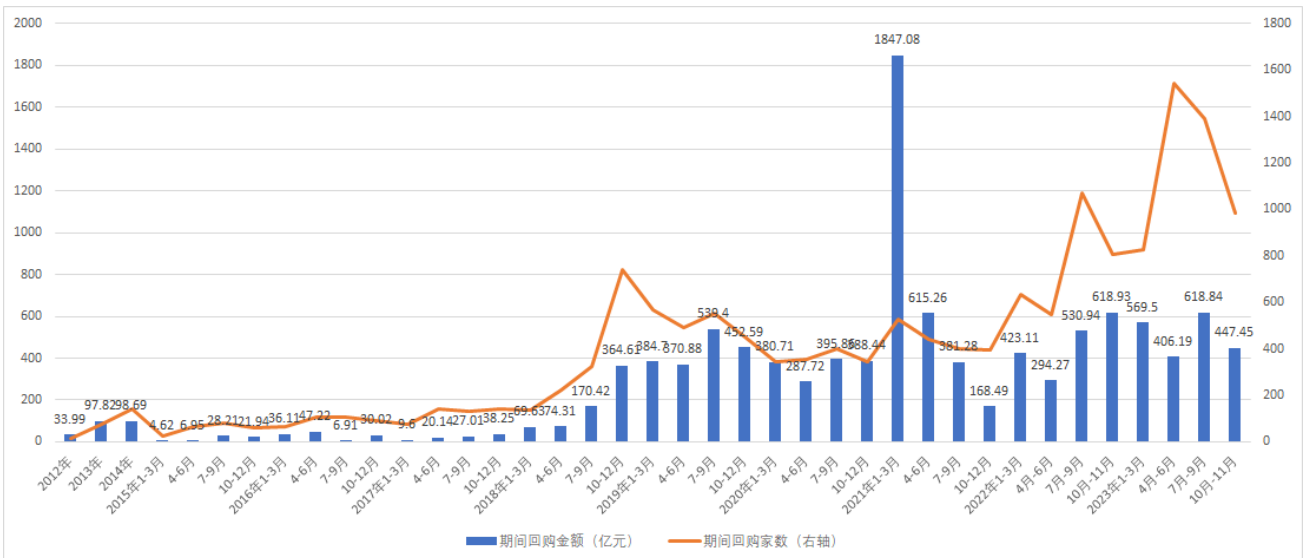
资料来源：瑞达期货、Wind

图 21 大股东增持情况



资料来源：瑞达期货、Wind

图 22 股票回购统计



资料来源：瑞达期货、Wind

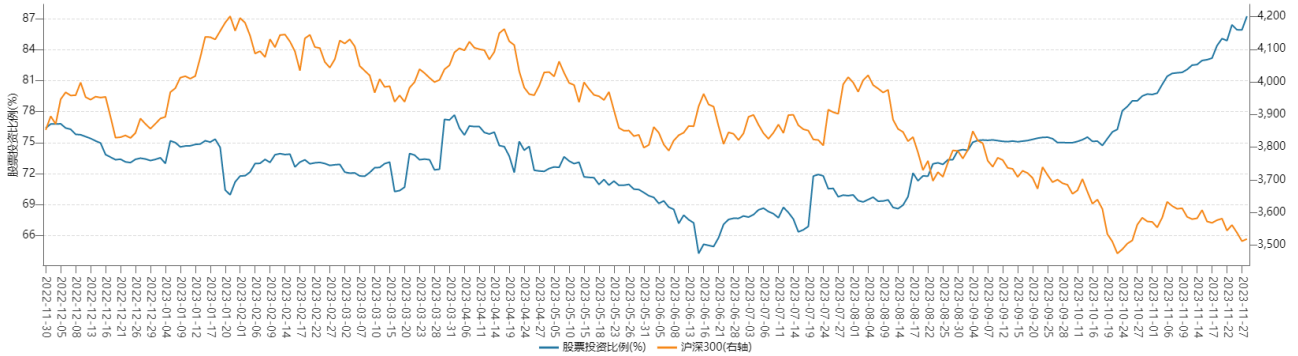
(二) 资金供给

1、基金持仓变动

截至 11 月 30 日，开放式基金股票投资比例为 87.24%，继续较月初大幅上升。11 月份，股票投资比例呈现快速上行，处于下半年以来绝对高位。随时市场步入底部阶段，性价比提升使得基金持有股票意愿上升。近 5 年来，股票型基金以及混合偏股型基金的 A 股市场投资总市值整体趋于上行变化，A 股市场投资比例则偏向下行。截至 2023 年 3 季度，整体基金市场投资 A 股比例占据净值 20.03%，占据总值 18.00%，相较于 2023 年二季度有所下降。随着国内政策面持续发力，基本面逐步复苏，美联储加息周期

接近尾声，全球市场风险偏好回暖，四季度权益市场或面临更多利好支撑。

图 23 基金分类股票投资比例

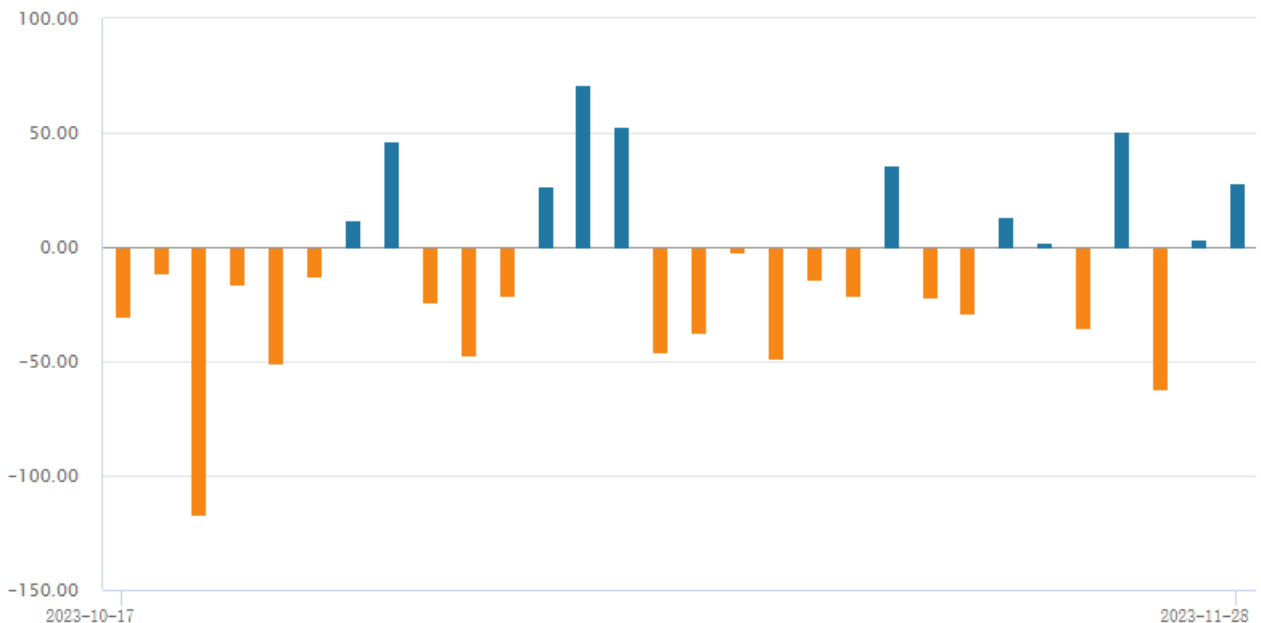


资料来源：瑞达期货、Wind

2、外资延续净流出

截至 11 月 30 日，11 月份北向资金相较于 10 月份而言净流出趋势有所放缓，陆股通净流出 52.13 亿元。沪股通净流入 1.88 亿元，深股通净流出 54.01 亿元。随着通胀超预期放缓以及美联储鸽派信号，美债收益率见顶回落，人民币趋于升值，外资流出压力得到缓解；另外，国内经济增长预期仍然向好，对年底政策的宽松预期亦吸引资金入市。回顾 2015 年以及 2018 年 A 股市场底部区间，均伴随着外资大幅卖出的情况，然而可以关注到低估值下，外资大幅加码 A 股市场的意愿亦较高，底部回升阶段多数伴随着外资后续大幅净流入的情况，静待全球市场流动性环境改善，权益资产风险偏好有望于明年继续回升。

图 24 陆股通资金近 30 日流向（亿元）（日）

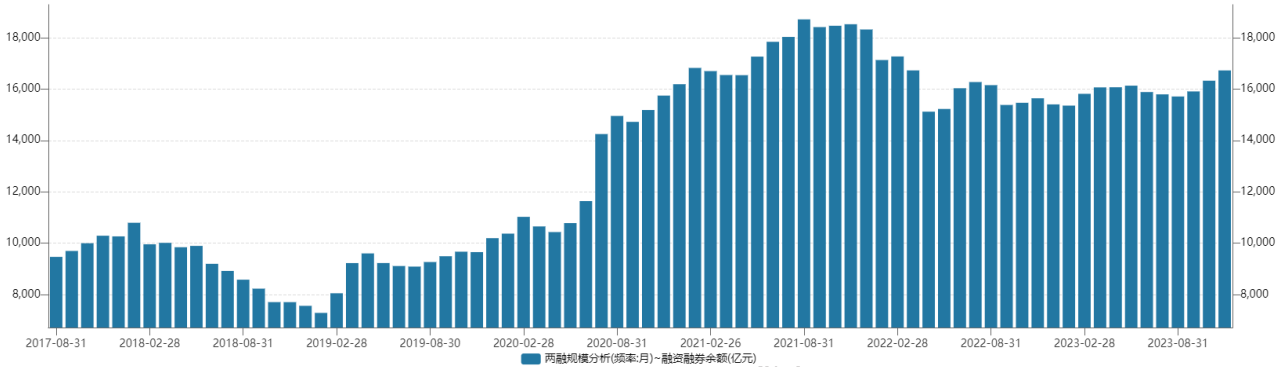


资料来源：瑞达期货、Wind

3、两融余额

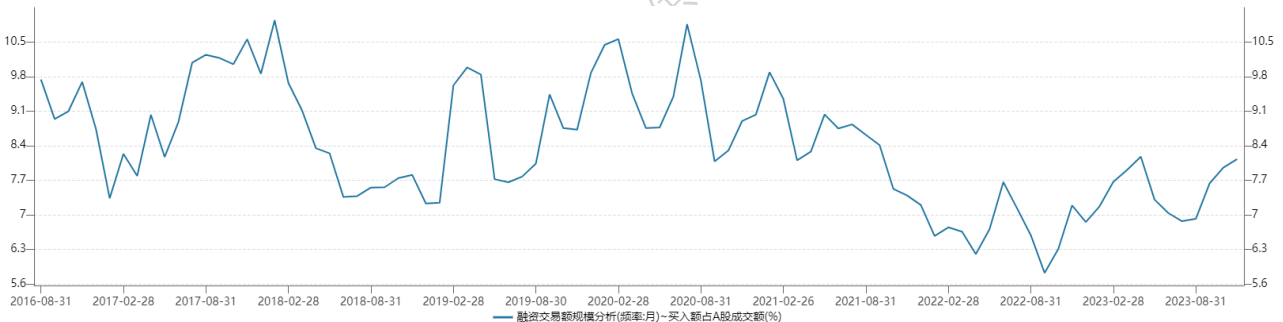
截至 11 月 30 日，两融余额为 16727.28 亿元，较 10 月末明显上升，其中融资余额有所上行。11 月份融资期间买入额为 14531.50 亿元，10 月份为 11180.08 亿元，融资买入情绪上升。从融资买入额占 A 股成交额比例来看，11 月融资买入额 14531.50 亿，占 A 股成交额比例为 8.13%，相较于 10 份而言亦有所上升，说明当前市场空头情绪释放较为充分。随着汇金增持消息叠加万亿国债政策支持，带动资金做多情绪回暖。然当前国内经济仍处于弱复苏阶段，政策对经济的效力尚未完全体现，不排除后续情绪再度降温的情况。

图 25 融资融券余额



资料来源：瑞达期货、Wind

图 26 融资买入额占 A 股成交额比例 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

五、市场估值分析

当下权益市场估值和基本面情形相匹配，低估可能性更大。截至 11 月 30 日，全部 A 股市盈率处于 16.76 倍，随着市场底部回升，估值相较于上月有所回升。主要宽基指数估值均调整至历史 25 分位数位置，沪深 300 以及中证 500 显著低于历史 25 分位。股债 ERP 为 3.26，接近一倍标准差上限。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。

目前处于经济弱修复、流动性宽松、政策加码的阶段，低估值意味着市场或接近寻底阶段，是否企稳需等待政策对市场信心的提振。虽然市场对于8月份降息的政策预期落空，然结合当前基本面以及信贷偏弱的现状，国债增发对流动性的影响，后续降准降息仍存空间，7月政治局会议的定调于三四季度将逐一落实。海外上，若美债利率企稳、美联储逐渐退出加息周期，伴随着中国制造业的复苏，国内货币、财政、资本市场政策加码，极具性价比的A股市场有望磨底后向上，回归理性价值。

图 27 全 A 市盈率 (TTM-整体法)



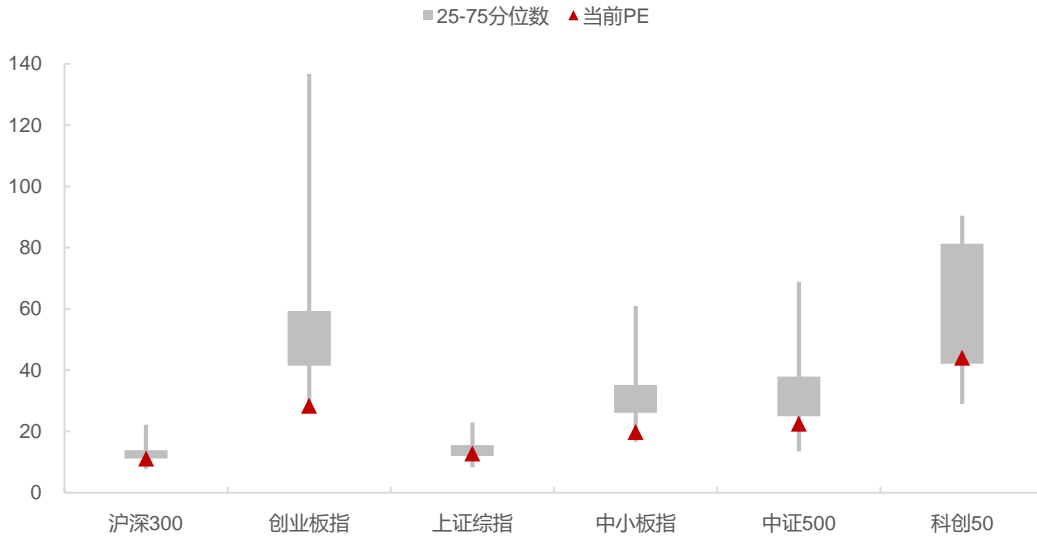
资料来源：瑞达期货、Wind

图 28 股债风险溢价



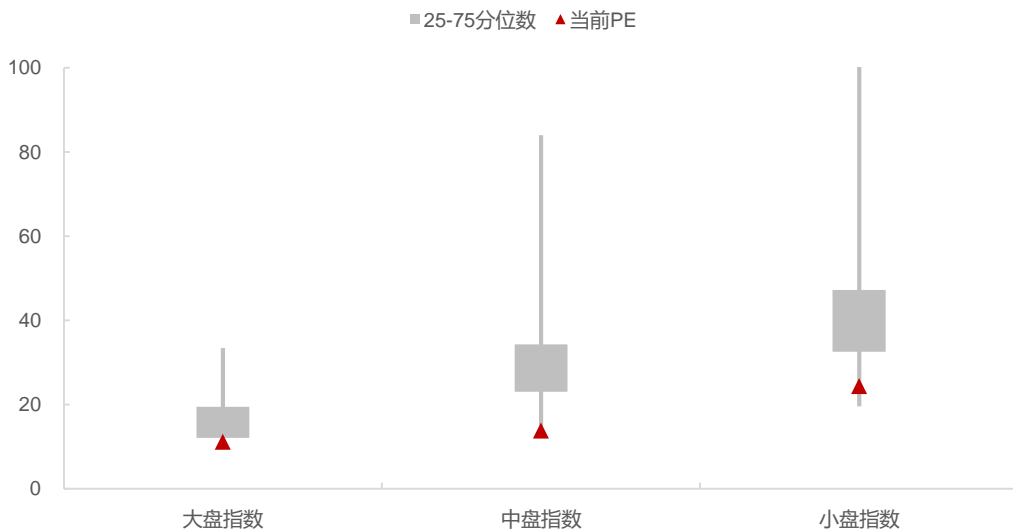
资料来源：瑞达期货、Wind

图 29 A 股主要宽基 PE 估值



资料来源：瑞达期货、Wind

图 30 A 股规模指数 PE 估值



资料来源：瑞达期货、Wind

六、十二月份股指走势展望

A股主要指数11月底部反弹后再度走弱。两市成交量再度回落至低迷。沪指月线勉强收平，深成指以及创业板指跌幅再度扩大。四期指中大盘走势相对较弱。结合11月市场整体情况来看，市场风险偏好回落，指数于压力位前上行动能边际减弱，指数处于弱势盘整阶段。四期指基差亦呈分化，IC/IM合约呈显著贴水，IF/IH合约则小幅升水，对冲盘的操作或成为IC与IM 基差上行的阻碍。后续基差变动将受到市场情绪与对冲盘两种主要因素的影响，若情绪持续乐观，IH 与IF 基差或将继续上涨，而IC 与IM 基差大幅上行的阻

力或将较大。持仓方面来看，四期指净空单有小幅收敛，然仍处于今年以来较高水平，市场避险情绪仍较浓厚，对冲盘影响亦不能忽视。近期A股的上行动能多由汇率升值拉升，而影响人民币升值预期的美债利率在本月已较大程度释放了下行压力，因此，对于年末推升A股的动力或边际减弱。

海外层面，预计明年美联储可能选择“预防式降息”。美联储目前的经济预测或过于乐观；其次，伴随通胀回落，美联储有空间去调降名义利率，防止实际利率过高。而对于A股而言，复盘历史，随着美联储收紧货币政策，美元指数走强与A股多种风格之间多数表现为负向关系，其中金融、消费以及稳定风格在指数走强期间表现更弱，数据层面显示着的规律或指向当降息周期开启时，A股受到内外共振影响走升的概率更高。

国内经济层面上，10月份主要经济增长数据的当月同比小幅走弱，总体维持复苏态势。工业增加值、服务业生产和社零同比增速均有提升。但固定资产投资同比增速出现回落，前期较强的基建和制造业投资边际走弱，房地产投资降幅也进一步扩大。具体来看，制造业结构依旧是以电气机械及器材和汽车制造业为主，高技术制造业增速远高于整体；而一般公共财政投向基建相关项目的支出同比提升，资金支持力度明显得到增强，财政政策显效。近期的1.25万亿特殊再融资、1万亿国债发行，对经济有望形成支持，后续有较大复苏空间。金融数据层面上，10月份，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。

图31 沪指K线图



六、期指交易策略

逢低布局 IC/IM 合约——相对于价值股，成长股未来的盈利潜力更高而当前的盈利水平偏低，成长企业会投入大量资本用于扩张和发展，从而在未来实现更高的现金流，仅考虑当前的财务指标很难完全反映出其价值。因此成长股的估值往往使用现金流折现模型，而美联储降息对估值模型中分母端的贴现率影响更大，直接导致成长类股票估值上调，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。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。估值和流动性加持均对 A 股中小盘的中长线上行或形成关键助力。

十二月策略：

1) 逢低多 IC2406

参考入场指数点位：5500 附近

方向：多

止盈设置：5830

止损设置：5390

盈亏比：3：1

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。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。