

2023年11月29日

凛冬散尽，星河将明

——股指期货策略报告

东海策略

股指

分析师：

明道雨

从业资格证号：F03092124

投资咨询证号：Z0018827

电话：021-68758120

邮箱：mingdy@qh168.com.cn

分析师：

顾森

从业资格证号：F3082395

投资咨询证号：Z0018858

电话：021-68757223

邮箱：gus@qh168.com.cn

分析师：

刘晨业

从业资格证号：F3064051

投资咨询证号：Z0018826

电话：021-68757223

邮箱：liucy@qh168.com.cn

投资要点：

- 从经济周期的角度来看，根据美林投资时钟可以判断：美、欧、英、日、印、巴西等仍处于经济放缓-衰退阶段，目前经济衰退的可能性在增加，当前最佳的配置资产为债券，其次是现金类资产，股市也有不错的表现。中国进入复苏初期，但复苏力度较弱，在该阶段股市是最好的配置资产，其次是债券。因此从经济周期和大类资产配置的角度来看，当前股市是最佳配置资产之一。
- 从业绩角度来看，中国作为全球最大工业国和商品贸易出口国，工业品价格决定着企业整体利润变化趋势。从实际情况来看，PPI和工业企业当月利润同比增速走势基本一致。PPI在2023年6月触底修复、预计2024年下半年逐步回升至“0”上方，工业企业利润增速有望逐步修复回升，在业绩上推动股市基本面走强。
- 从政策角度来看，当前国内货币政策整体宽松，2024年中美货币政策有望共振宽松；而且财政端中央政府有望继续发力加杠杆，政策刺激力度有望继续加强。另外，从货币信用周期的角度来看，国内处于宽货币宽信用初期。政府部门加杠杆以及加大对民营企业和房企的支持力度，有望加快宽货币向宽信用传导。从历史统计来看，在宽信用时期，股市基本上呈上涨趋势，在宽信用预期增强的情况下，股市中长期也有望走强。
- 从汇率角度来看，2024年，美国经济衰退预期仍存；相反，国内政策刺激预期加强，国内经济复苏力度有望强于美国，人民币有望进入升值通道，届时也是股市一大助力。
- 从估值角度来看，当前中国股市估值在全球主要经济体中估值偏低，沪深300指数TTM市盈率处于25%分位线与50%分位线之间，整体估值较低，有较大的上涨空间。从风险溢价率来看，Wind全A当前风险溢价率在3.2%左右，处于较高水平。一方面表示当前A股投资价值相对较高；另一方面表示未来一年预期收益率较高。
- 总结来看，2024年股市配置价值较高。一是，国内经济处于复苏初期，股市是最好的配置资产之一。二是，企业业绩有望在2024年进一步修复回升，业绩端支撑股市。三是，国内政策刺激预期仍存，货币持续宽松，宽货币有向宽信用加速传导的预期。四是，当前人民币汇率贬值压力缓解，经济复苏的预期推动人民币趋势性升值，助力股市上涨。五是，当前股市估值偏低，风险溢价率较高，股市具备较高的投资价值。
- **风险因素**：美联储货币政策超预期紧缩、国内政策刺激力度不及预期。

正文目录

1. 欧美经济衰退预期仍存，国内经济复苏有望加快	4
1.1. 欧美经济衰退预期仍存，但深度衰退的可能性较小	4
1.2. 国内经济复苏有望加快，进入补库存阶段	4
1.3. 欧美通胀处于下行期，国内通胀持续较低	5
1.4. 中国经济处于复苏初期，股市是最好的配置资产之一	5
2. PPI 触底修复，2024 年企业利润有望逐步回升	6
3. 中美货币政策有望共振，国内政策刺激预期仍存	7
3.1. 中美货币政策有望共振宽松，国内政策刺激预期仍存	7
3.2. 国内进入宽货币宽信用初期	8
4. 汇率逐步进入升值通道，将是股市一大助力	8
5. 国内股市估值偏低，风险溢价率较高	9
6. 小结	9

图表目录

图 1 全球主要经济体制造业 PMI 指数	4
图 2 美国经济和就业情况	4
图 3 中国经济增长三驾马车	5
图 4 中国库存周期	5
图 5 全球主要经济体通胀情况	5
图 6 美国核心通胀依旧较高	5
图 7 全球经济周期运行情况	6
图 8 PPI 与沪深 300 指数走势	7
图 9 PPI 与工业企业利润基本同步	7
图 10 美联储连续两次暂停加息	7
图 11 中国央行连续下调政策利率	7
图 12 国内货币信用周期	8
图 13 宽信用与沪深 300 走势关系	8
图 14 人民币汇率与中美利差走势	9
图 15 汇率走强伴随着股市的走强	9
图 16 沪深 300 指数 TTM 市盈率	9
图 17 万得全 A 风险溢价率	9

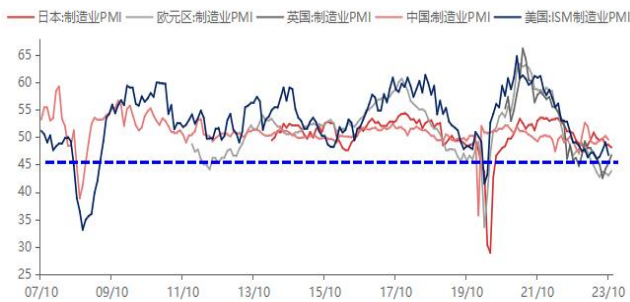
1. 欧美经济衰退预期仍存，国内经济复苏有望加快

1.1. 欧美经济衰退预期仍存，但深度衰退的可能性较小

从经济周期的角度来看。当前全球经济处于快速放缓的中后期。美国 11 月制造业 PMI 为 49.4%，前值为 50%，欧元区制造业 PMI 为 43.8%，前值为 43.1%，制造业景气度整体维持在低位；无论从 GDP、还是从 PMI 指标来看，目前全球经济继续放缓且持续低迷。不过欧美与中国的经济情况不大一样。欧美经济仍在持续放缓，经济衰退的可能性比较大，但深度衰退的可能性较小。目前欧洲中的德国已经陷入技术性衰退，美国由于就业市场相对强劲，消费较强，经济韧性较强，短期衰退的可能性较小，深度衰退的可能性更小。

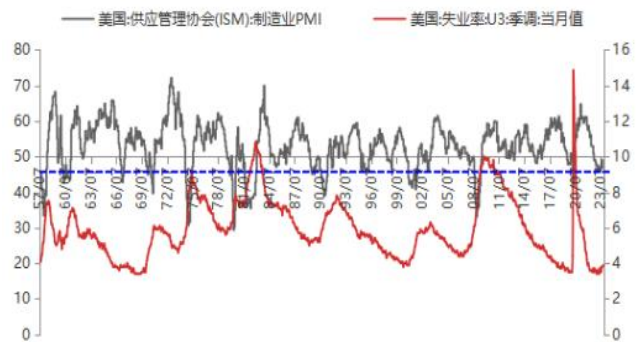
我们这里来看两个指标。第一个是制造业 PMI，目前欧美日中等经济体制造业 PMI 均处于每轮经济周期的下沿，大概 45 左右的水平，进一步下降的空间有限；除非发生 08 年金融危机以及 2020 年新冠危机类似事件。第二个是美国制造业 PMI 与失业率这两个数据之间的关系，当前美国的失业率仍旧很低，美国经济整体较为不错；一般美国制造业 PMI 跌破蓝线，美国经济基本会发生大幅度衰退，失业率也将显著上升。只要美国不发生大规模的衰退或者其他危机，并不会引起失业率的显著上升；即使制造 PMI 跌破了蓝线，但美国非制造业 PMI 比较强，美国经济也不大可能发生深度衰退，美国失业率也不会显著上升 8-10% 深度衰退的失业率水平，就业市场不会显著恶化。因此，海外经济方面对股市的负面影响预计不会太大。

图 1 全球主要经济体制造业 PMI 指数



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 2 美国经济和就业情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.2. 国内经济复苏有望加快，进入补库存阶段

中国方面，目前国内经济缓慢复苏，消费和工业生产是经济复苏的主要拉动力，房地产、基建、制造业投资在放缓，出口也面临一定的压力。10 月份，社会消费品零售总额同比增长 7.6%，较前值上升 2.1 个百分点。全国规模以上工业增加值同比增长 4.6%，较前值上升 0.1 个百分点。1-10 月固定资产投资 2.9%，较前值下降 0.2 个百分点；其中，10 月基建投资 3.7%，较前值下降 1.3%；制造业投资同比 6.2%，较前值下降 1.7%；房地产开发投资同比增长 -16.7%，降幅较前值缩窄 2.0 个百分点。出口方面，中国 10 月出口 2748.27 亿美元，同比下降 6.4%，较前值下降 0.3%。目前国内经济整体处于复苏初期，复苏步伐较为缓慢。

从经济短周期，也就是库存周期来看，目前国内有进入补库阶段的迹象，但还需时间的验证，2024 年整体有望进入补库存阶段。从历史统计来看，中国每轮库存周期大约 43 个月，

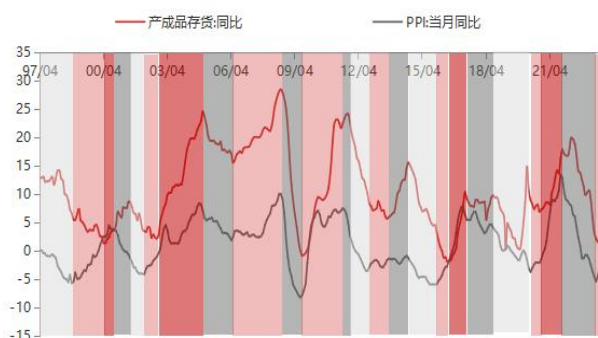
上行周期 24 个月，下行期 19 个月。本轮库存周期从 2022 年 4 月开始中国进入去库存周期，目前已经持续 19 个月，处于去库存的末期和补库存的初期。结合 PPI 和工业产成品库存同比数据两个指标来看，当前国内基本处于主动去库存末期和补库存的初期，2024 年整体有望进入补库存阶段。另外，从股市与库存周期的关系来看，股市基本领先库存周期 1-2 个季度。因此，在预计库存周期逐步触底回升的情况下，预计股市在 2024 年有一定的机会。

图 3 中国经济增长三驾马车



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 4 中国库存周期

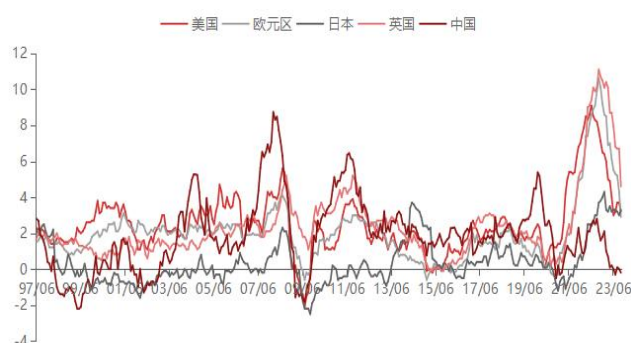


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind
注：浅红色表示被动去库，深红色表示主动补库，深灰色表示主动去库，浅灰色表示被动去库

1.3. 欧美通胀处于下行期，国内通胀持续较低

从通胀来看，目前全球处于通胀下行期。其中，欧美通胀持续下行，美国 10 月 CPI 同比 3.2%，较上月下降 0.7%，欧元区 10 月 CPI 同比 2.9%，较上月下降 1.4%；但核心通胀仍旧较高，美国 10 月核心 CPI 同比 4.0%，前值 4.1%，欧元区 10 月核心 CPI 同比 4.2%，前值 4.5%。虽然欧美通胀快速放缓，但是鉴于核心通胀仍旧较高；因此美联储和欧央行短期内只会采取暂停加息操作。国内通胀持续较低，10 月 CPI 同比增长-0.2%，前值 0%，年内第二次转为负值，环比-0.1%；PPI 同比增长-2.6%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点。在当前国内通胀较低的情况下，国内货币政策持续宽松，且年内以及 2024 年上半年有进一步降息降准的预期。

图 5 全球主要经济体通胀情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 6 美国核心通胀依旧较高

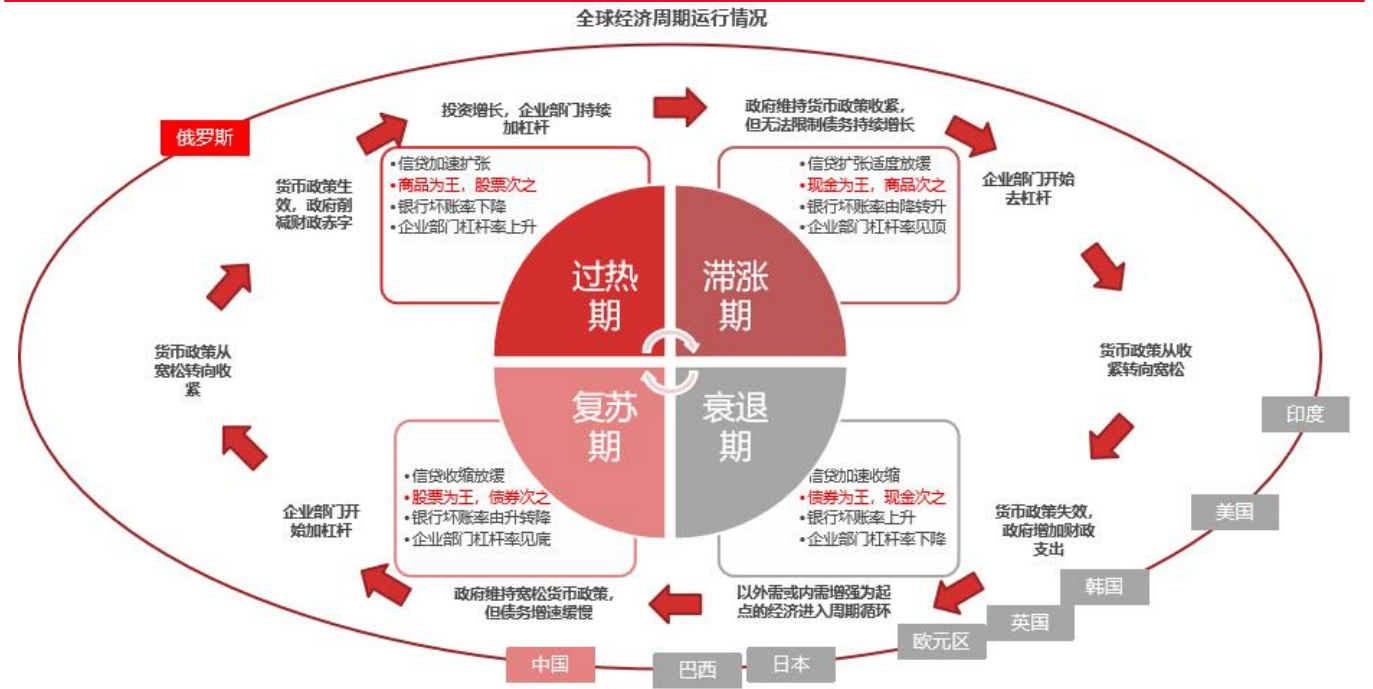


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.4. 中国经济处于复苏初期，股市是最好的配置资产之一

结合当前全球的经济和通胀情况来看，根据美林投资时钟可以判断：美、欧、英、日、印、巴西等仍处于经济放缓-衰退阶段，目前经济衰退的可能性在增加，当前最佳的配置资产为债券，其次是现金类资产，股市也有不错的表现。中国进入复苏初期，但复苏力度较弱，在该阶段股市是最好的配置资产，其次是债券。因此从经济周期和大类资产配置的角度来看，当前股市是最佳配置资产之一。

图 7 全球经济周期运行情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2. PPI 触底修复，2024 年企业利润有望逐步回升

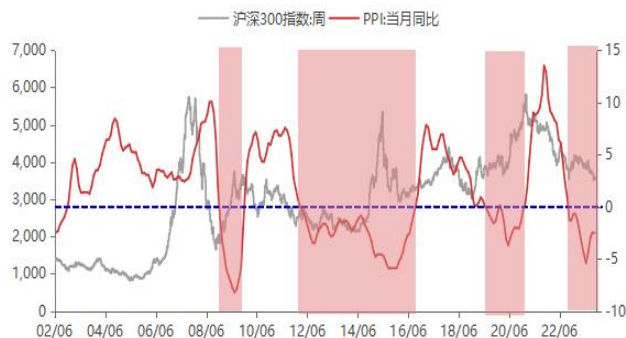
从业绩方面来看，一般企业业绩越好，股市越强，业绩越差，股市越跌。当前国内股市业绩处于底部修复阶段，这个可以从上市公司净利润和工业企业利润总额同比数据可以看出，10 月工业企业利润同比增长 2.7%，连续三个月处于正值区间；1-10 月工业企业利润总额累计同比-7.8%，降幅收窄 1.2%，企业业绩整体处于快速修复期。那么后期业绩情况，我们主要来看一个指标“PPI”。PPI 这个指标与股市的关系非常密切。按历史规律，一般 PPI 降至 0 附近时，国家会采取逆周期的政策，比如降息降准等宽松货币政策、房地产调控放松、刺激消费等政策，直至 PPI 重新回升至 0 上方之后，相应刺激措施才会逐步退出。

本轮 PPI 于 2022 年 10 月进入负值区间，目前政策上，央行已经连续采取了降准和降息等宽松的货币政策，国家层面已大幅放松房地产调控政策、房地产支持政策持续加码、汽车和家电等消费刺激政策陆续出台且逐步落地显效。目前 PPI 处于筑底修复期，且在负值区间已有 13 个月，市场预计 2024 年下半年逐步回升至“0”上方。

根据历史情况，一般在 PPI 处于负值区间，股市表现都较好。比如 2009-2010 年、2012-2015 年、2019-2021 年以及 2022 年 10 月至今，这四个阶段，股市基本都有不错的表现，其中 2012-2015 年出现超级大牛市行情。这里面有两层逻辑：第一层逻辑是逆周期的货

币放松和需求侧政策的刺激，经济复苏预期较强推升股市；第二层逻辑是 PPI 的修复，带动企业业绩的修复和好转，进而推升股市。中国作为全球最大的工业国和商品贸易出口国，工业品价格决定着企业整体利润变化趋势。从实际情况来看，PPI 和工业企业当月利润同比增速走势基本一致。因此可以通过分析 PPI 的拐点和走势预判上市公司利润的拐点和走势。在 PPI 预计在 2023 年 6 月触底修复、2024 年下半年逐步回升至“0”上方的情况下，工业企业利润增速有望逐步修复回升，在业绩上推动股市基本面走强。

图 8 PPI 与沪深 300 指数走势



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 9 PPI 与工业企业利润基本同步



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3. 中美货币政策有望共振，国内政策刺激预期仍存

3.1. 中美货币政策有望共振宽松，国内政策刺激预期仍存

从政策方面来看。首先，在货币政策上，当前美国经济进一步放缓、通胀回落，国内经济缓慢复苏。美联储在 9 月和 11 月的两次议息会议上连续暂停加息，市场对于美联储结束本轮加息周期的预期以及 2024 年年中左右开启降息的预期均在增强；中国央行于 6 月和 8 月两次下调政策利率。在美联储紧缩放缓、宽松预期增强的情况下，中国央行年内以及 2024 年上半年有进一步降准和降息的预期；中美货币政策有中长期共振宽松的预期，在中长期提振全球股市风险偏好。其次，在当前国内经济复苏放缓，通胀持续较低，房地产市场修复缓慢的情况下，国内出台需求侧政策刺激经济的预期逐步增强。2023 年 10 月国家决定增加发行 1 万亿国债用于基建建设，2024 年财政赤字率预计将继续维持在 3% 以上，财政刺激力度进一步增强；此外，监管部门拟定 50 家房企“白名单”，以及 11 月 27 日，央行等八部门提出支持民营经济 25 条具体举措，国家对于民营企业以及房地产行业的支持力度进一步增强。整体来看，政策层面对经济的支持力度进一步增强。

图 10 美联储连续两次暂停加息



图 11 中国央行连续下调政策利率



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.2. 国内进入宽货币宽信用初期

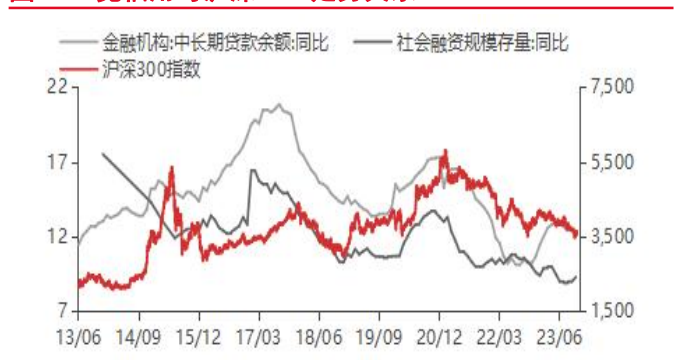
从货币信用周期的角度来看，根据 M2 指标走势，我们判断国内于 2021 年 9 月进入本轮宽货币周期，当前 M2 仍处于 10.3% 的高位水平且远高于社融增速，结合近期市场预期年内以及 2024 年上半年央行有进一步降准和降息的预期，我们可以判断当前国内仍处于宽货币周期。信用周期端，2022 年 11 月-2023 年 1 月国内金融机构中长期贷款以及社融增速先后触底回升，以及 7 月中央政治局会议召开以来，社融增速连续三个月回升，预示着国内进入宽信用初期。随着目前国家对房地产行业以及民营企业的支持力度进一步增大以及 2024 年财政将进一步发力，届时有望加快宽货币向宽信用传导。而从历史情况来看，宽货币时期并不一定会带来股市的上涨，但是宽信用时期，股市基本上呈上涨趋势，那么在宽信用预期增强的情况下，股市中长期也有望走强。

图 12 国内货币信用周期



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind
注：红色表示宽货币时期，灰色表示宽信用时期

图 13 宽信用与沪深 300 走势关系



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

4. 汇率逐步进入升值通道，将是股市一大助力

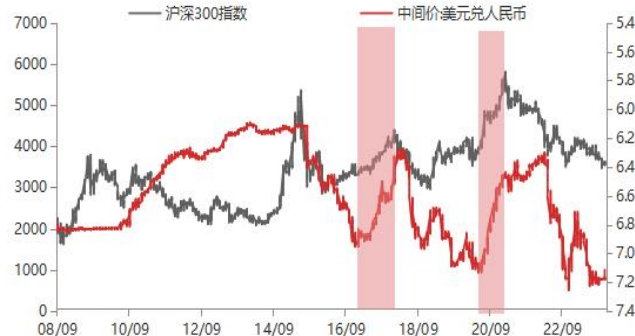
从汇率角度来看，当前人民币汇率短期大幅升值，贬值压力大幅缓解。主要有三方面原因：一是经济上美国经济快速放缓、通胀超预期降温，美联储停止加息以及降息预期增强，美元指数持续走弱；二是国内财政刺激力度进一步加大，经济复苏预期增强；三是中美利差有所收窄，中美外汇套利有所减少。2024 年，美国经济衰退预期仍存；相反，国内政策刺激预期加强，国内经济复苏力度有望强于美国，人民币有望进入升值通道。在近 10 年中，因为国内经济基本面自身走强导致的人民币汇率升值过程中，一般都伴随着股市的走强。比如：2017 年 5 月-2018 年 3 月的结构性牛市行情、2020 年 7 月-2021 年 3 月的疫情后经济复苏行情。那么 2024 年，在人民币汇率寻顶后进入升值通道，也将是股市上涨的一大助力。

图 14 人民币汇率与中美利差走势



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 15 汇率走强伴随着股市的走强



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

5. 国内股市估值偏低，风险溢价率较高

从估值角度来看，无论是与其他主要经济的横向比较还是历史估值的纵向比较，目前国内股市估值都偏低。横向比较来看，当前中国股市估值在全球主要经济体股市中估值偏低。纵向比较来看，沪深 300 指数 TTM 市盈率处于 25%分位线与 50%分位线之间，整体估值较低，一旦出现向上驱动因子，股市将有较大的上涨空间。第二个从风险溢价率来看，Wind 全 A 当前风险溢价率在 3.2%左右，处于近 10 年来的较高水平。一方面表示当前 A 股投资价值相对较高；另一方面从股市走势大约滞后风险溢价率一年的情况来看，预示着未来一年股市预期收益率较高。

图 16 沪深 300 指数 TTM 市盈率



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 17 万得全 A 风险溢价率



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

6. 小结

总结来看，2024 年股市配置价值较高。一是，国内经济处于复苏初期，股市是最好的配置资产之一。二是，企业业绩有望在 2024 年进一步修复回升，业绩端支撑股市。三是，国内政策刺激预期仍存，货币持续宽松，宽货币有向宽信用加速传导的预期。四是，当前人民币贬值压力缓解，经济复苏的预期推动人民币趋势性升值，助力股市上涨。五是，当前股市估值偏低，风险溢价率较高，股市具备较高的投资价值。

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn