

扶桑日出曙光寒，帆挂长风积水宽

——股指期货 2024 年报

陈畅

期货从业资格号：

F3019342

投资咨询从业证书号：

Z0013351

报告制作时间：

2023 年 12 月 5 日

审核人：周猛

一德期货投资咨询业
务资格：证监许可
【2012】38 号

■ 内容摘要

2023 年初以来，市场对中美经济周期的预期不断发生调整。2022 年年末，投资者普遍预期美国经济将陷入衰退、中国经济将迎来复苏；然而随着时间的推移，市场的预期逐步转变为美国经济软着陆、中国增长面临阶段性挑战。在此背景下，2023 年 A 股市场先扬后抑，整体表现略显平淡，低于年初投资者的预期。从基本面角度来看，2023 年全年决定 A 股市场运行趋势的最为关键的两个因素是国内经济复苏的进度和美联储货币政策的取向。在此背景下，2024 年 A 股市场有哪些潜在的机遇，又可能面临哪些挑战？详见报告分解。

■ 核心观点

- 展望 2024 年，国内增长预期的改善和美联储紧缩预期的缓解，将是 A 股市场上行的主要推动力。
- 2024 年 GDP 增速有望同比增长 5% 左右。企业盈利方面，2023 年二季度可能成为本轮盈利周期低点，2024 年上市公司盈利增长有望相比 2023 年回升，沪深 A 股归母净利润累计同比增速有望在 5-10% 之间、并呈现逐季回升态势。
- 万亿国债的发行或标志着未来一段时间的稳增长政策将以积极的财政政策为主，货币层面配合财政政策的实施采取必要的宽松措施。中央政府加杠杆是启动宽信用的“对症”选项。
- 除非美国经济出现严重衰退或是发生经济金融危机，否则 2024 年上半年美联储开启降息周期的概率不大。在此背景下，利率可能呈现阶梯状下行状态。

目 录

1. 温顾 2023：不塞不流，不止不行.....	1
1.1 国内因素：预期与现实背离，市场情绪反复.....	1
1.2 海外因素：higher for longer 不止，外资波动加大.....	3
2. 知新 2024：东隅已逝，桑榆非晚.....	5
2.1 企业盈利：经济温和复苏，盈利逐季回升.....	6
2.2 政策面：财政主要发力，货币配合宽松.....	11
2.3 风险偏好：紧缩终点将至，政策面临转向.....	14
3. 思辨结构：成长先行，价值后起.....	16
4. 核心观点及风险提示：.....	18
4.1 核心观点：司晨将至，韬晦以待.....	18
4.2 风险提示：国内关注增长，海外谨防余波.....	19
4.3 操作建议：谋定后动，静待花开.....	19
免责声明.....	20

1. 温顾 2023：不塞不流，不止不行

2023 年初以来，市场对中美经济周期的预期不断发生调整。2022 年年末，投资者普遍预期美国经济将陷入衰退、中国经济将迎来复苏；然而随着时间的推移，市场的预期逐步转变为美国经济软着陆、中国增长面临阶段性挑战。在此背景下，2023 年 A 股市场先扬后抑，整体表现略显平淡，低于年初投资者的预期。从基本面角度来看，2023 年全年决定 A 股市场运行趋势的最为关键的两个因素是国内经济复苏的进度和美联储货币政策的取向。其中，外因有扰动，内因是本质。

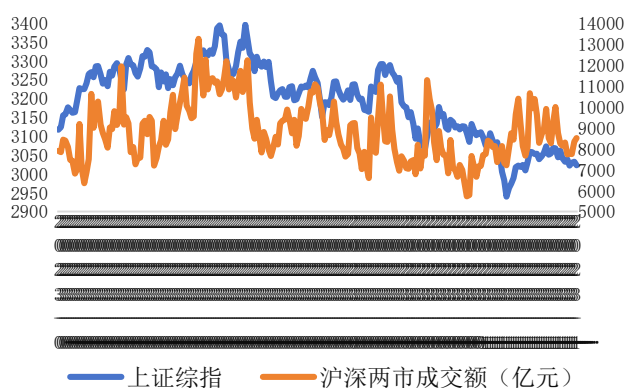
1.1 国内因素：预期与现实背离，市场情绪反复

2023 年初随着国内各城市感染峰值的过去、正常生产生活节奏的回归，在地产供给侧“信贷、债券、股权”三箭齐发的作用下，累积需求集中释放，生产端快速修复，经济进入快速修复阶段，投资者信心逐渐回暖。3 月 5 日，政府工作报告指出 2023 年的 GDP 增速目标设定在 5%。由于 2022 年全年经济增速仅为 3%、低基数效应较为明显，5% 的增长目标使得投资者对于经济复苏强度和政策刺激力度的预期回归理性。进入二季度，部分经济和金融数据低于市场预期，市场愈发意识到经济复苏的斜率开始出现放缓。6 月中旬央行将逆回购利率和 MLF 利率分别下调 10BP，释放出较为强烈的稳增长信号，但货币层面的宽松却导致人民币汇率波动加剧。三季度期间，政策面稳增长力度进一步升温。7 月 24 日召开的中央政治局会议通稿中删除“房住不炒”的表述，并提出“活跃资本市场”的号召。8 月 15 日央行又超预期将 7 天逆回购利率下调 10BP、1 年期 MLF 利率下调 15BP。然而，经济金融数据不及预期、碧桂园和中植系等风险事件的爆发，使得市场对国内经济复苏步伐放缓的担忧情绪不断升温。为托底经济、提振市场信心，8 月底至 9 月政策面继续针对经济、房地产、资本市场等领域频繁发力。印花税减半征收、调降融资保证金比例、优化 IPO 和再融资监管、规范股份减持行为、降低存量首套住房贷款利率、北上广深落实“认房不认贷”、部分城市全面取消限购等措施，一定程度上对市场情绪形成提振。

四季度伊始，A 股市场再度因经济预期变化而出现较大幅度波动。10 月 11 日，

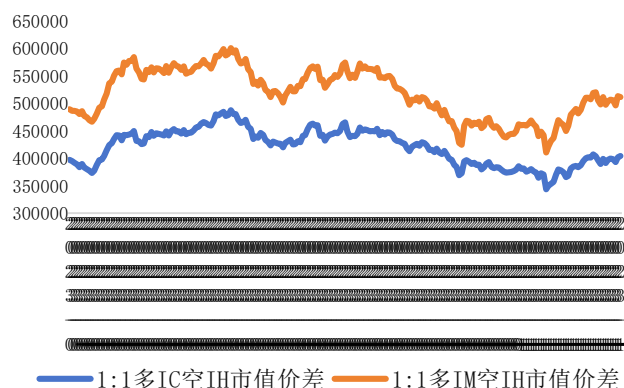
中央汇金公司宣布增持工农中建四大行。10月18日统计局公布的三季度经济数据显示，前三季度GDP累计同比增长5.2%、好于预期的5%，但向好的数据却给市场带来了新的担忧——即只要今年四季度GDP增速在4.4%以上，就可完成全年5%的增速目标。2022年底受疫情影响，四季度GDP同比为2.9%，基数较低。在去年低基数背景下，今年四季度GDP增速录得4.4%以上难度较小，这使得投资者认为四季度稳增长政策力度大概率会较三季度放缓，进而在盘面上表现为对向好的经济数据脱敏。10月23日中央汇金再次发布公告称买入交易型开放式指数基金（ETF），并将在未来继续增持。10月24日，新华社报道称中央财政将在今年四季度增发2023年国债1万亿元，并通过转移支付方式全部安排给地方。该消息意味着后续财政政策将采用更加积极的措施以稳定经济增长，打破了投资者此前因三季度经济向好而产生的稳增长政策力度放缓的担忧。受此影响，上证综指从2923点的年内低点上涨至3089点。11月中下旬期间，在增量资金不足、市场情绪尚未全面扭转的背景下，随着上证综指逐渐临近9月至10月振荡区间，A股市场的上涨斜率逐渐放缓，绝大多数交易日两市成交额维持在万亿元以下。此外，北向资金频繁外流的现象依然存在，加之反弹过程中也出现了前期套牢盘解套立场的状况，这加大了指数进一步上行的难度。市场结构方面，在PMI数据回落、部分经济金融数据不及预期、北向资金频繁流出的影响下，尽管政策面继续加大对地产行业的支持力度，但上证50、沪深300等大指数表现依然不佳、再度创出年内新低。与之相对应的是，机构持仓较少的微盘股表现活跃，中证1000指数表现明显强于沪深300和上证50。

图 1.1：上证综指与沪深两市成交额



资料来源：wind，一德期货

图 1.2：IC/IH、IM/IH 市值价差



资料来源：wind，一德期货

1.2 海外因素：higher for longer 不止，外资波动加大

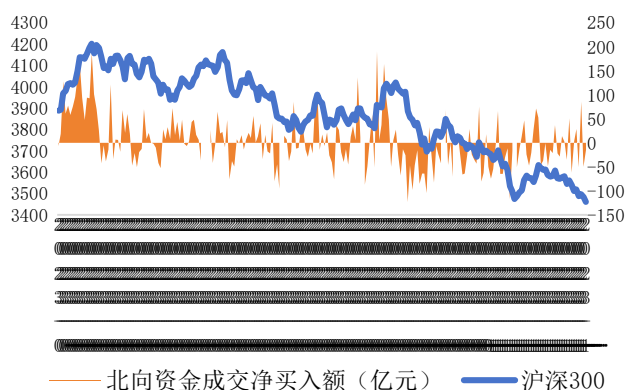
2023 年 1 月至 11 月期间，美联储经过 4 次加息，将基准利率由 2022 年 12 月 4.25%-4.5% 的上调至 5.25%-5.5% 区间。美联储的鹰派信号和紧缩措施，不仅制约了国内货币政策的宽松空间、加剧了人民币汇率的贬值压力，还造成北向资金频繁外流，使得 A 股资金面状况出现恶化、市场情绪偏向谨慎。

十一假期期间，在美国 9 月非农就业数据明显好于市场预期、巴以冲突升温等因素影响下，全球金融市场剧烈波动，十年期美债收益率上行至 4.8% 以上。10 月 17 日美国升级 AI 芯片出口禁令，13 家中国 GPU 企业被列入实体清单。10 月 18 日，加沙医院遭遇空袭，巴以冲突进一步升级。10 月 19 日，美国众议院中国专责委员会正在寻求红杉对中国人工智能、半导体和量子计算公司投资的相关信息，同时也将对红杉资本业务分拆的情况进行调查。10 月 19 日，美联储主席鲍威尔在纽约经济俱乐部发表讲话，表示如果政策制定者看到经济增长强劲的进一步迹象就有可能再次加息。在此背景下，十年期美债收益率上行至 5%，全球市场对于“Not higher, but much longer”的谨慎情绪达到高潮。

十月下旬至十一月期间，中美关系和美元流动性均呈现持续改善态势，一定程度上提振了 A 股市场的风险偏好，减缓了北向资金外流的幅度。中美关系方面，10 月 24 日中美经济工作组以视频方式举行第一次会议，10 月 26 日至 28 日外交部长王毅访美，11 月 14 日至 17 日国家主席习近平赴美国旧金山举行中美元首会晤、同时应邀出席亚太经合组织第三十次领导人非正式会议。美元流动性方面，十月下旬在全球市场对于美联储紧缩的担忧不断升温时，10 月 23 日对冲基金大佬 Bill Ackman 宣布平掉长期美债的做空仓位、“老债王” Bill Gross 称将购买短期利率期货以应对年底前的经济衰退等消息传出，令十年期美债收益率回落至 5% 下方，美国市场因“higher for longer”而产生的过于恐慌的情绪开始得到缓解。11 月 2 日美联储议息会议继续将基准利率维持在 5.25%-5.5% 水平。但在 12 月是否加息以及明年何时降息上，鲍威尔则并不排除可能，甚至坚决的说当前美联储根本就没有考虑或谈论过任何降息的事情，防止市场提前交易。11 月 3 日晚间，美国劳工部发布非农就业数据。数据显示，美国 10 月季调后非农就业人口增加 15 万人，为 6 月以来最小增幅，不及市场预期的 18 万

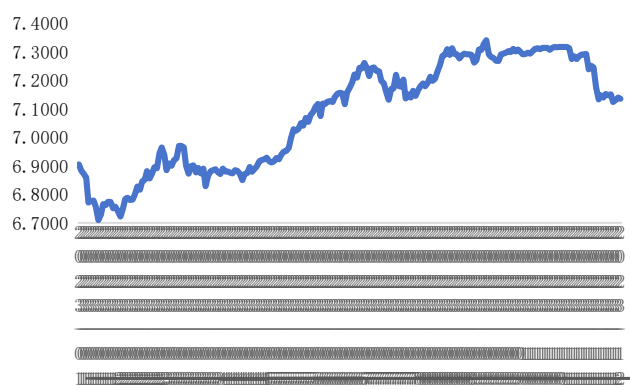
人。数据公布后，市场预期美联储进一步加息的可能性降低，十年期美债收益率下降至 4.6% 以下。11 月 14 日晚间，美国劳工统计局公布的数据显示，美国 10 月 CPI 同比上涨 3.2%，较 9 月的 3.7% 放缓，低于预期的 3.3%。CPI 数据公布后，市场预期美联储今年再加息的概率降至 0%，明年 5 月首次降息的概率超过 80%，明年全年降息 100bp 的概率接近 100%。十年期美债收益率从 4.6% 左右的水平进一步下行至 4.2% 左右，人民币汇率由 7.3 附近一路升值至 7.13。为抑制市场抢跑而带来的通胀预期升温，12 月 1 日鲍威尔在亚特兰大 Spelman College 参加对话活动时重申，如果时机合适，我们准备进一步收紧政策，直至通胀走上 2% 的轨道。

图 1.3: 沪深 300 与北向资金



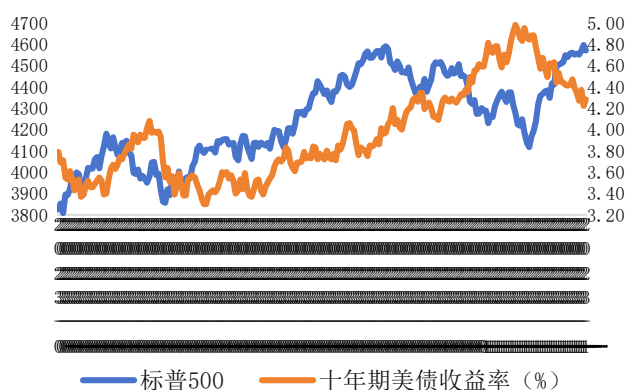
资料来源: wind, 一德期货

图 1.4: 美元兑人民币即期汇率



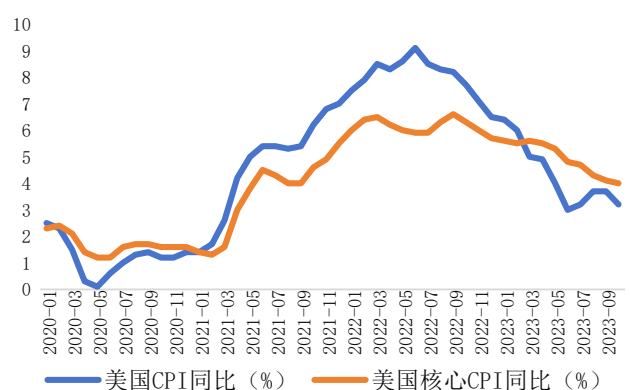
资料来源: wind, 一德期货

图 1.5: 标普 500 与十年期美债收益率



资料来源: wind, 一德期货

图 1.6: 美国 CPI 数据



资料来源: wind, 一德期货

2.知新 2024：东隅已逝，桑榆非晚

展望 2024 年，国内增长预期的改善和美联储紧缩预期的缓解，将是 A 股市场上行的主要推动力。国内方面，中国经济能否实现周期性改善，关键要看政策是否能够进一步及时、有力地出台大规模的、有针对性的措施；海外地缘政治事件依然会对阶段性的风险偏好形成扰动，美国经济软着陆和紧缩政策退坡的节奏，对减轻国内政策掣肘和改善资金面压力较为重要。在此背景下，市场有哪些潜在的机遇，又可能面临哪些挑战？下面我们将从企业盈利、流动性和风险偏好三个维度出发，谈谈我们对 2024 年 A 股市场的一点看法。

股票市场的估值主要取决于三个核心变量：分子端的企业盈利、分母端的流动性和市场风险偏好，只不过在不同阶段三个变量对市场的影响权重不同。目前来看，综合企业盈利、国内外流动性、估值及政策及海外市场等因素，我们对 2024 年的 A 股市场持中性偏乐观的观点。具体而言，**首先经济增长与企业盈利方面**，在逆周期政策的支持下，国内经济有望延续温和复苏的势头，但过程并非一蹴而就、而是循序渐进，其中内需的改善依然是经济复苏的焦点。中性假设下，预计 2023 年四季度 GDP 同比增速为 5.1%、全年 GDP 同比增长 5.2%，2023 年沪深 A 股归母净利润同比增速在 0-5% 之间。就 2024 年而言，GDP 增速有望同比增长 5% 左右。企业盈利方面，2023 年二季度可能成为本轮盈利周期低点，2024 年上市公司盈利增长有望相比 2023 年回升，沪深 A 股归母净利润累计同比增速有望在 5-10% 之间、并呈现逐季回升态势。**其次国内流动性与政策层面**，万亿国债的发行或标志着未来一段时间的稳增长政策将以积极的财政政策为主，货币层面配合财政政策的实施采取必要的宽松措施。中央政府加杠杆是启动宽信用的“对症”选项。针对“城中村”改造、地方政府债务化解等方面有望继续发力。地产方面也值得继续关注，其意义在于稳住增长预期，避免杠杆收缩和抵押品贬值。在经济内生增长动能有待进一步改善的状况下，2024 年货币政策仍有望继续保持宽松，或推动无风险利率进一步下行。疏通“宽信用”堵点、减少资金空转是未来货币政策发力的重点。**最后风险偏好方面**，预计 2024 年美国可能实现软着陆，美国私人部门紧信用仍然是大方向，财政扩张幅度和对经济的支持、超额储蓄对消费的支持均有望趋缓。考虑到核心通胀降至 2% 仍具挑战，这意味着除非美国经济出现严重

衰退或是发生经济金融危机，否则 2024 年上半年美联储开启降息周期的概率不大。在此背景下，利率可能呈现阶梯状下行状态。现阶段伴随着加息结束预期的升温，十年期美债收益率从 5% 一路下行至 4.2%，短期内进一步下行的空间相对有限。2024 年二季度，若降息预期逐渐升温，美债收益率有望继续回落。

综上所述，笔者认为投资者对后市表现不必悲观，市场机会大于风险。经历 2 年调整后，投资者的谨慎预期已经较为充分反映在当前资产价格中，2024 年，随着国内增长预期改善及海外紧缩预期缓解，A 股配置机会有望好于 2023 年，指数层面或将呈现 N 型走势。

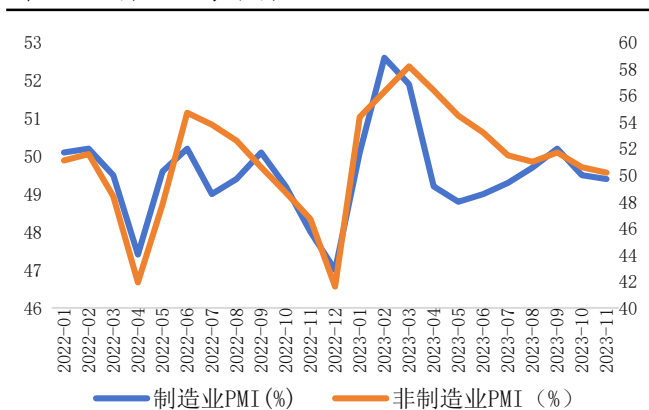
2.1 企业盈利：经济温和复苏，盈利逐季回升

从国内基本面角度来看，PMI 数据的回落和部分经济金融数据的不及预期，显示出虽然政策加码发力，但受时间错位等因素影响，实体需求恢复较慢，这意味着后续政策面将继续宽松以支持经济增长。

具体而言，受十一假期和需求在节前提前释放等因素影响，10 月制造业 PMI 录得 49.5%、环比回落 0.7%，非制造业 PMI 环比回落 1.1% 至 50.6%、为年内新低点，经济动能环比走低对四季度延续回升向好势头形成较大扰动。金融数据方面，10 月人民币贷款新增 7384 亿元、好于预期，票据融资同比多增 1271 亿元是人民币贷款多增的主要原因。企业部门中长期贷款同比少增 795 亿元、已连续四个月处于同比少增态势，显示出实体信贷需求有待进一步改善。居民部门短期贷款同比多减 541 亿元，而中长期贷款同比多增 375 亿元，显示出居民消费意愿不足、地产销售的持续性有待观察。社融 10 月新增 1.85 万亿元，政府债券放量多增 1.28 万亿元是主要拉动。随着万亿国债的落地，预计后期政府债券发行有望继续支撑社融增速的回升。经济数据方面，10 月规模以上工业增加值同比增长 4.6%、较上月回升 0.1%，表明在传统制造业的带动下，国内工业生产保持稳定扩张。年末随着稳增长政策的落地显效，预计四季度内工业生产增速会保持在 5% 之上的水平。10 月固定资产投资累计同比增长 2.9%、不及预期的 3.1%。三大投资中，基建（不含电力）和房地产投资增速分别回落 0.3%、0.2% 至 5.9%、-9.3%，制造业持平上月在 6.2%。基建投资在专项债加速发行及实物工作量落地

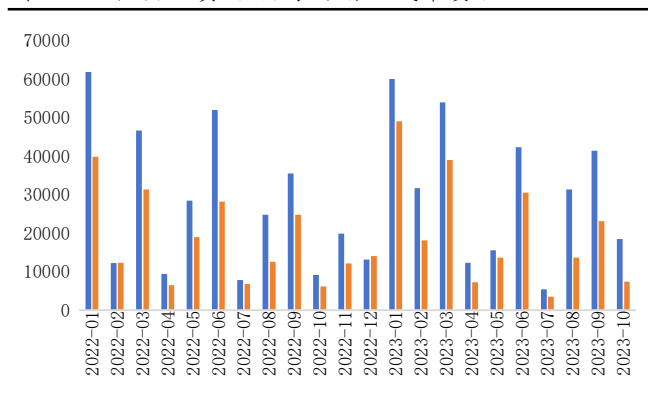
加快下延续回落，表明高基数的影响还在；房地产投资在需求程度偏弱以及政策时间错位影响下降幅仍有扩大，制造业虽景气波动但低库存下投资保持稳定增长。10月社会消费品零售总额同比增速7.6%，较9月回升2.1%，好于预期。但从两年复合增长来看，10月复合增长率3.5%，较上月回落0.5%，表明低基数因素是消费回升的主因，消费的恢复动能并未加强。11月30日统计局公布的11月PMI数据显示，制造业PMI和非制造业PMI依旧双双回落。其中制造业PMI为49.4%、环比回落0.1%，生产和新订单指数分别回落0.2%、0.1%至50.7%和49.4%，显示出受需求不足影响生产也有放缓。非制造业PMI环比回落0.4%至50.2%、再创年内新低。结构上，服务业PMI环比回落0.8%至49.3%，年内首次低于荣枯线，是11月非制造业景气回落的主要拖累；而建筑业PMI环比回升1.5%至55%，显示出建筑业施工进度继续加快。

图 2.1：制造业与非制造业 PMI



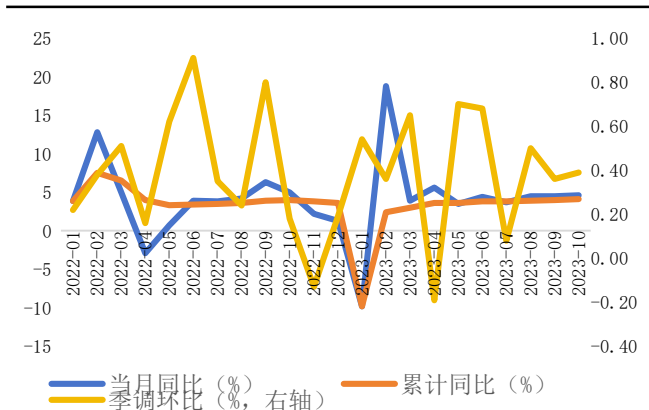
资料来源：wind，一德期货

图 2.2：社会融资总额与新增人民币贷款



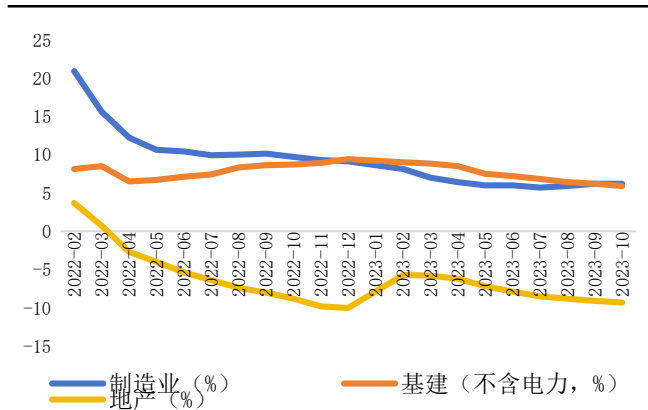
资料来源：wind，一德期货

图 2.3：规模以上工业增加值



资料来源：wind，一德期货

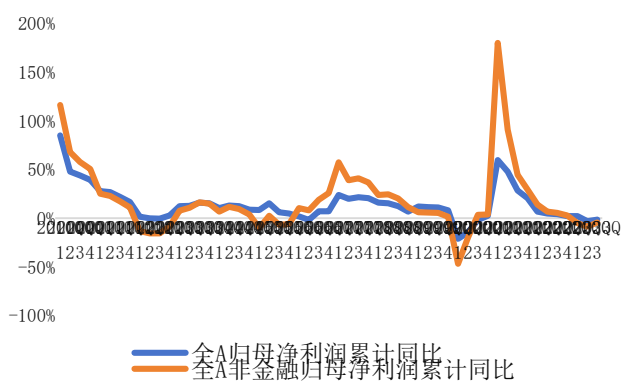
图 2.4：主要行业固定资产投资累计同比增长率



资料来源：wind，一德期货

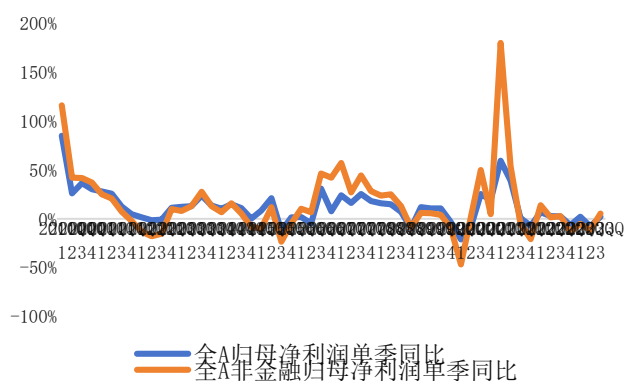
上市公司盈利方面，截至 10 月 31 日，沪深 A 股三季报业绩基本披露完毕。整体来看，沪深 A 股和非金融 A 股归母净利润累计同比增速见底回升。数据显示，沪深 A 股 2023Q3 归母净利润累计同比增速为-1.51%、较 2023Q2 回升 1.67%，剔除金融后为-4.45%、较 2023Q2 回升 4.29%。从单季同比角度来看，沪深 A 股和非金融 A 股归母净利润单季同比增速均转为正增长。其中沪深 A 股 2023Q3 归母净利润单季度同比为 2.12%、较 2023Q2 回升 10.04%，剔除金融后为 5.18%、较 2023Q2 回升 16.86%。

图 2.5：归母净利润累计同比



资料来源：wind，一德期货

图 2.6：归母净利润单季同比



资料来源：wind，一德期货

从各板块盈利增速角度来看，主板的盈利增速在前三季度呈现出探底回升态势。创业板盈利增速由正转负、逐渐回落，科创板盈利负增长幅度则有所收敛。










表 1：沪深 A 股各板块三季报盈利增速累计同比

	2023 一季度	2023 中报	2023 三季报
全部 A 股	1.95%	-3.18%	-1.51%
主板	3.05%	-2.37%	-0.55%
创业板	3.10%	-3.02%	-5.41%
科创板	-47.55%	-38.56%	-33.94%

资料来源：一德期货

从主要指数归母净利润累计同比增速来看，绝对增速方面，2023Q3 创业板指最高，中证 1000 最低。从增速的边际变化来看，中证 500 和中证 1000 盈利增速改善最为明显，深证 100 下滑幅度最大。

表 2：主要指数归属母公司股东净利润累计同比增速

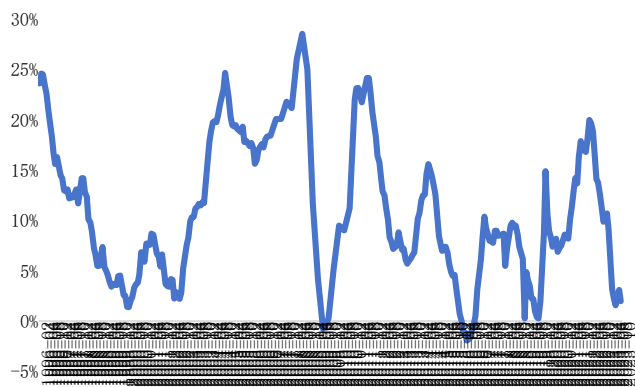
主要指数	归属母公司股东净利润累计同比增速			
	2016年以来归母净利润累计同比走势	2023Q3	2023Q2	环比变动
沪深A股		-1.49%	-3.18%	▲ 1.69%
沪深A股 (非金融)		-4.60%	-8.74%	▲ 4.14%
上证50		-3.62%	-4.37%	▲ 0.75%
沪深300		2.36%	2.17%	▲ 0.19%
中证500		-6.05%	-13.14%	▲ 7.09%
中证1000		-19.73%	-26.40%	▲ 6.67%
创业板指		8.51%	13.24%	▼ - 4.73%
科创50		-7.04%	-11.87%	▲ 4.83%
深证100		4.72%	11.60%	▼ - 6.88%

资料来源：wind，一德期货

从中美库存周期角度来看，中国工业企业产品成存货同比增速自 2022 年 4 月见顶后持续回落，2023 年 8 月至 9 月连续 2 个月回升，10 月再度回落；美国库存总额同比增速自 2022 年 6 月见顶后，回落时间也超过 1 年，2023 年 9 月库存同比出现小幅回升。按照库存周期 3 年半左右的历史平均规律来看，目前中美共振去库存已经接近尾声。如果 2024 年两国库存同比能够同时触底回升，那么随着中美共振补库存（即强复苏）预期的升温，国内经济有望迎来快速复苏。反之，若两国库存回升还存在反复，

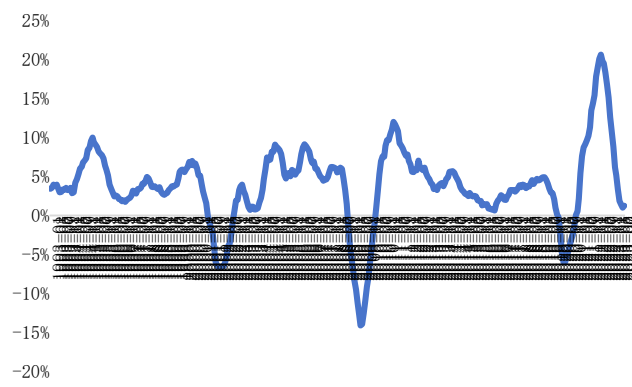
那么投资者对于国内经济复苏强度的预期将会低于共振补库。一德宏观部分分析师预计，中性假设下，2023年四季度GDP同比增速为5.1%，全年GDP同比增长5.2%。在此背景下，预计2023年沪深A股归母净利润同比增速在0-5%之间。

图 2.7：工业企业产成品存货同比



资料来源：wind，一德期货

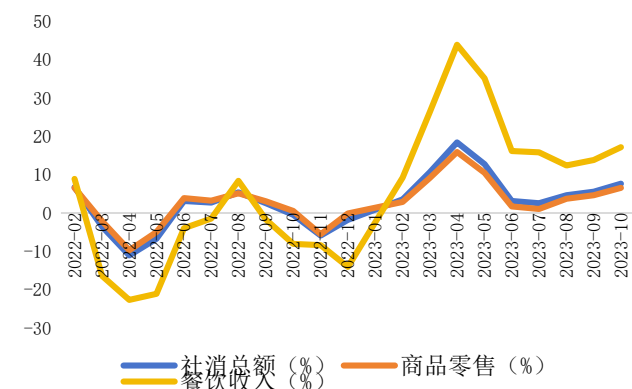
图 2.8：美国库存总额同比



资料来源：wind，一德期货

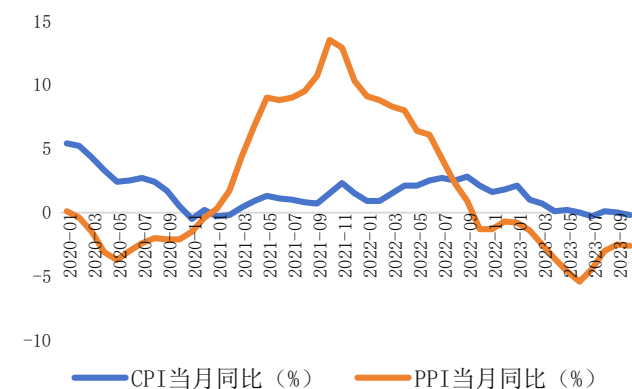
展望 2024 年，在逆周期政策的支持下，国内经济有望延续温和复苏的势头，但过程并非一蹴而就、而是循序渐进，其中内需的改善依然是经济复苏的焦点。首先，地产是预期回稳的关键。尽管 2022 年末至 2023 年稳增长政策从供需两端频频发力，但从 30 大中城市商品房成交面积来看，数据不甚理想。2024 年需继续关注地产投资及产业链的变化趋势及政策应对。其次，10 月经济金融数据显示，经济主体消费和投资的意愿依然偏弱。在总需求恢复相对缓慢和工业企业去库存影响下，CPI 和 PPI 表现相对偏弱。2024 年若在稳增长政策的作用下，经济主体的消费投资意愿能够企稳回升，叠加国内补库预期，物价下行压力或将得到改善，但修复幅度取决于内外需的恢复情况。第三，2024 年在美国经济有望软着陆、去库周期接近尾声、地缘政治等因素的作用下，出口形势仍有不确定性但有望边际缓和。整体来看，笔者预计在逆周期政策加码的背景下，2024 年 GDP 增速有望同比增长 5% 左右。企业盈利方面，2023 年二季度可能成为本轮盈利周期低点，2024 年上市公司盈利增长有望相比 2023 年回升，沪深 A 股归母净利润累计同比增速有望在 5-10% 之间、并呈现逐季回升态势。

图 2.9：社会消费品零售总额当月同比



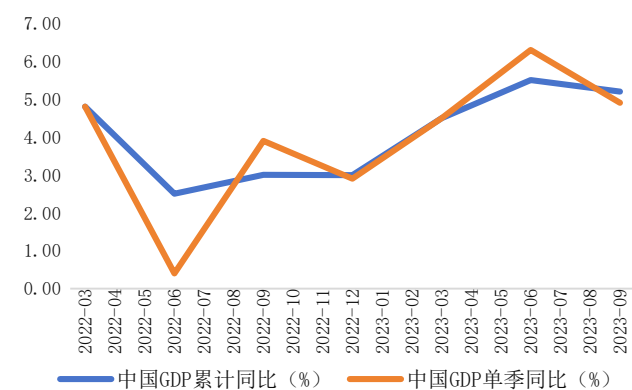
资料来源：wind，一德期货

图 2.10：CPI 与 PPI 当月同比



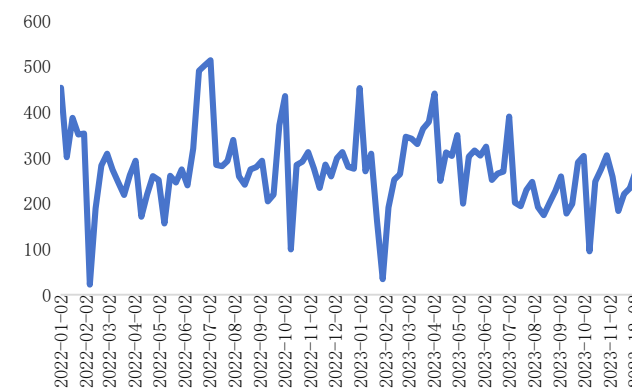
资料来源：wind，一德期货

图 2.11：2022 年至 2023 年中国 GDP



资料来源：wind，一德期货

图 2.12：30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



资料来源：wind，一德期货

2.2 政策面：财政主要发力，货币配合宽松

2023 年 7 月 24 日中央政治局会议召开后，政策面针对经济、房地产、资本市场等领域频繁发力。但近期的经济金融数据显示国内经济复苏的基础尚不牢固，这意味着 2023 年末至 2024 年，逆周期政策有望在当前基础上进一步发力、打破市场的谨慎预期和观望心态。通过政策和改革恢复居民部门信心，稳定收入预期助力消费回暖，并进而带动企业部门投资，形成“政策端——居民端——企业端”的良性循环。

回顾 2023 年，宏观层面稳增长政策的实施多以货币政策的宽松为主，年内央行先后进行 2 次降准、2 次调降逆回购和 MLF 利率，十年期国债利率自年初 2.9% 左右震荡下行至 2.65%-2.70%。财政政策方面，由于 2023 年两会将赤字率维持在 3%、侧重中央发力，因此在万亿国债发行前财政政策的实施相对稳健。但从货币政策的实施效

果来看，并不理想。其原因一方面在于，由于中美政策周期的错位，在美联储紧缩和中美利差影响下，国内货币政策的宽松对托底经济增长、稳定市场信心的作用相对有限，反而引发投资者对于人民币汇率贬值和资金流出的担忧。例如 2023 年 6 月中旬央行将逆回购利率和 MLF 利率分别下调 10BP，以及 8 月 15 日央行将 7 天逆回购利率下调 10BP、1 年期 MLF 利率下调 15BP 以后，A 股市场并未因此企稳回升，反而在人民币汇率贬值、北向资金大幅外流的影响下出现回落。另一方面在于，尽管政策面一直致力于引导企业融资成本下行，但现实却是在经济复苏基础尚不牢固的大背景下，企业部门的投资回报率预期不稳，抑制了信用周期的开启。这就导致了央行投放的充足的流动性并未有效转化为经济主体的投资和消费，而是更多的沉淀在储蓄上，进而形成了当前“宽货币、紧信用”的局面。因此，如何推动宽信用开启就成为了短期解决增长的关键。

2023 年 10 月 24 日，新华社报道称中央财政将在四季度增发国债 1 万亿元，并通过转移支付方式全部安排给地方。就本次增发国债而言，与以往相比确实存在不同：第一，本次国债发行时点选择在财年收官的四季度，旨在为明年财政前置发力做准备，释放出非常强烈的积极信号，表明政策面对经济增长的重视。第二，本次国债发行按照特别国债管理，又纳入赤字预算，体现出更为积极的财政政策思路。从 2010 年以来的政府目标赤字率来看，只有 2020 年和 2021 年在 3% 以上，2010 年、2016 年、2017 年为 3%，其余年份均在 3% 以下。而本次增发 1 万亿国债后，赤字率将由 3% 提高到 3.8% 左右。该举措即有助于对冲实体经济资产负债表收缩风险，又能在地方化债的背景下进行债务结构重塑。无论从哪个角度来看，都有利于稳定中长期经济增长预期。从实施效果来看，考虑到债券发行和投放需要时间，叠加冬季北方项目落地、施工存在客观上的制约，预计政策效果将更多体现在 2024 年。

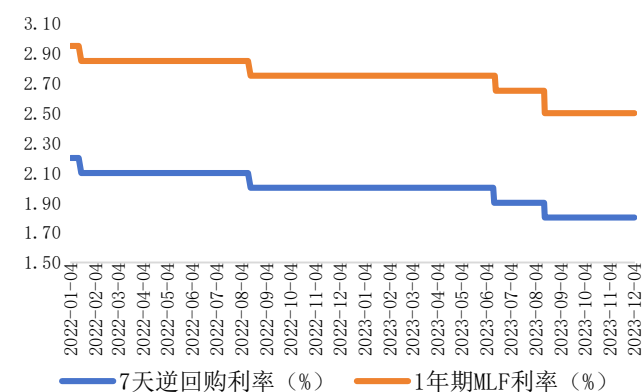
笔者认为，万亿国债的发行或标志着未来一段时间的稳增长政策将以积极的财政政策为主，货币层面配合财政政策的实施采取必要的宽松措施。财政政策方面，7 月 24 日政治局会议以来出台多项政策，但市场却反应较为平淡，本质上在于上述政策并未彻底解决“宽信用”的堵点。而万亿元国债计划公布后，市场反应积极，表明中央政府加杠杆是启动宽信用的“对症”选项。如果后续政策的规模更大、步伐更快，将会起到更好的正反馈效果。中央财政方面，针对“城中村”改造、地方政府债务化解

等方面有望继续发力。地产方面也值得继续关注，其意义在于稳住增长预期，避免杠杆收缩和抵押品贬值。货币政策方面，在经济内生增长动能有待进一步改善的状况下，2024年货币政策仍有望继续保持宽松，或推动无风险利率进一步下行。此外，2024年美国货币政策可能迎来方向性拐点，中美利差的收窄有利于减轻国内货币政策的掣肘。2023年11月27日央行发布的《2023年第三季度中国货币政策执行报告》显示，疏通“宽信用”堵点、减少资金空转是未来货币政策发力的重点。量的调控上，央行新增提及“更多关注存量贷款的持续效用，盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率，盘活存量贷款、提升存量贷款使用效率、优化新增贷款投向对支撑经济增长同等重要”。这意味着在当前贷款利率持续下行、银行净息差收窄的背景下，央行后续政策思路可能更多倾向于疏通“宽信用”的堵点，优先盘活存量资金的使用效率，对新增信贷投放不再强调短期刺激和增速要求，而更多是节奏平滑和结构优化。价的调控上，央行新增提及“提升市场基准利率的公信力”、“规范贷款利率定价秩序，统筹好增量、存量及其他金融产品价格关系”。这表明央行将采取措施强化基准利率公信力，推动实体经济融资成本稳中有降，稳定银行负债成本。此外，贷款价格调控机制的疏通一定程度上也有利于盘活存量资金并减少贷款资金空转的风险。预计未来央行流动性投放仍会保持合理充裕，降准、降息仍可期，以配套财政政策共同支持实体经济修复。

从万亿国债的发行到央行三季度货币政策执行报告，种种信号表明当前政策面已经充分意识到国内经济的症结所在，并已经开始“对症下药”。若后续政策面能够继续及时、有力地出台大规模的、有针对性的措施，那么经济增长内生动力不强、基本面弱复苏的格局有望得到有效扭转。反之，随着基数效应的减弱，若政策效果不及预期，那么经济的增长幅度或将有限，前文中提及的2024年GDP增长5%的目标将会存在挑战。具体而言，首先，前文中提到，当前国内或处于去库尾声，需求的改善对于后续补库的持续性至关重要。若“宽信用”未能开启、需求端持续偏弱，库存和价格可能长期在低位徘徊，这也就意味着全局性的补库和价格上涨可能性不大，企业的资本开支扩张意愿将进一步减弱。其次，10月社零数据显示低基数因素是消费回升的主因。若收入预期和地产周期不能持续改善，在基数效应减弱后，其修复幅度将受到制约。第三，2024年在美国经济有望软着陆、去库周期接近尾声、地缘政治等因素的作用下，出口形势仍有不确定性但有望边际缓和。

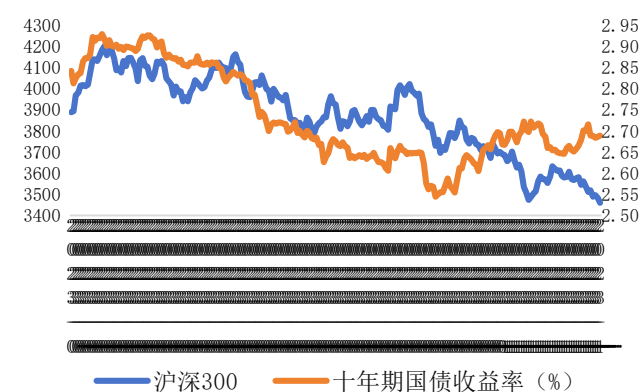
基于政策面渐进发力的假设，笔者预计 A 股市场情绪的修复还需要一定过程，政策面能够继续及时、有力地出台大规模的、有针对性的措施，对于稳定经济增长和提振市场信心尤为关键。若政策出台慢于并弱于预期，那么经济的增长幅度或将有限，不排除给 A 股市场带来更大的下行压力。

图 2.13: 7 天逆回购利率与 1 年期 MLF 利率



资料来源: wind, 一德期货

图 2.14: 沪深 300 与十年期国债收益率



资料来源: wind, 一德期货

2.3 风险偏好: 紧缩终点将至, 政策面临转向

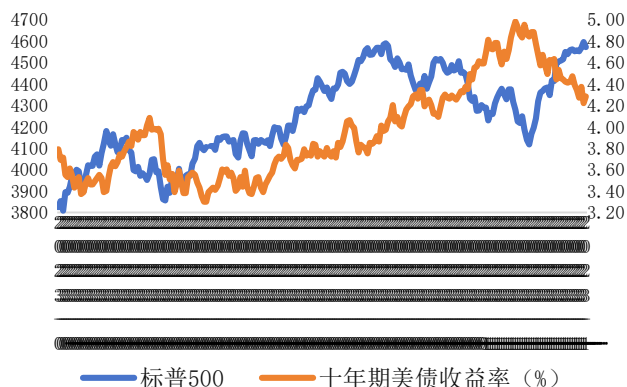
11 月议息会议后市场对美联储可能已经结束加息的预期不断升温, 10 月 CPI 数据好于预期, 令加息周期已经结束的预期再次得到强化。受此影响, 十年期美债收益率从 5% 一路下行至 4.2%, 美元指数亦出现大幅回落。为抑制市场抢跑而带来的通胀预期升温, 12 月 1 日鲍威尔在亚特兰大 Spelman College 参加对话活动时重申, 如果时机合适, 我们准备进一步收紧政策, 直至通胀走上 2% 的轨道。

基准情形下, 预计 2024 年美国可能实现软着陆, 美国私人部门紧信用仍然是大方向, 财政扩张幅度和对经济的支持、超额储蓄对消费的支持均有望趋缓。考虑到核心通胀降至 2% 仍具挑战, 这意味着除非美国经济出现严重衰退或是发生经济金融危机, 否则 2024 年上半年美联储开启降息周期的概率不大。在此背景下, 利率可能呈现阶梯状下行状态。现阶段伴随着加息结束预期的升温, 十年期美债收益率从 5% 一路下行至 4.2%, 短期内进一步下行的空间相对有限。2024 年二季度, 若降息预期逐渐升温, 美债收益率有望继续回落。

作为 2022 年以来持续压制 A 股市场的外部因素，美债收益率的下行和美元流动性的改善，不仅从资金层面对 A 股形成较为有力的支撑，也有望减轻国内货币政策的外部掣肘。具体而言，2023 年下半年，北向资金外流成为市场持续关注的焦点。统计数据显示，北向资金 8 月成交净卖出 896.83 亿元、创单月流出历史新高，9 月成交净卖出 374.6 亿元，10 月成交净卖出 447.87 亿元。在北向资金频繁外流的同时，美元兑人民币汇率亦出现较大波动。造成这种现象的原因，一方面在于投资者认为国内经济复苏的斜率放缓，另一方面在于期间美联储紧缩预期不断升温。2024 年随着美联储加息周期的结束和降息预期的升温，中美利差有望收窄，人民币汇率贬值压力将减小，北向资金持续流出的现象或将得到缓解。此外，美国货币政策的全面转向，也会给中国货币政策的再宽松提供空间，有助于国内进一步降低长端和实际融资成本。值得注意的是，如果国内政策刺激规模显著超预期，那么大宗商品或将因此直接受益，人民币资产将走强。这一表现可能会放缓美国通胀的下行路径，致使美债收益率更长时间维持在高位。

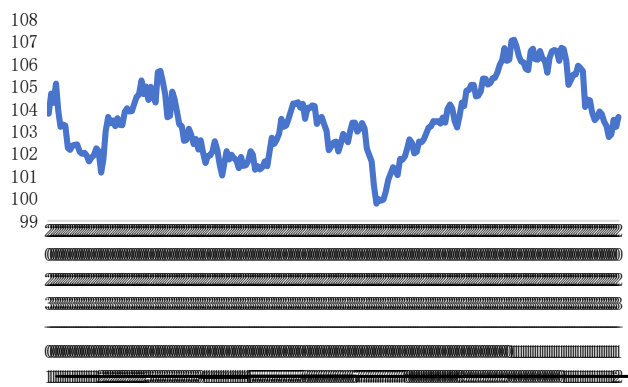
除美联储货币政策取向外，地缘政治的演化也会对市场风险偏好造成阶段性的影响。从 10 月 24 日中美经济工作组以视频方式举行第一次会议，到 10 月 26 日至 28 日外交部长王毅访美，再到 11 月 14 日至 17 日国家主席习近平应邀赴美国旧金山举行中美元首会晤，2023 年四季度中美关系的改善一定程度上对市场情绪形成提振。2024 年下半年，随着美国大选的开展，投资者需关注中美关系的边际变化。

图 2.15: 标普 500 与十年期美债收益率



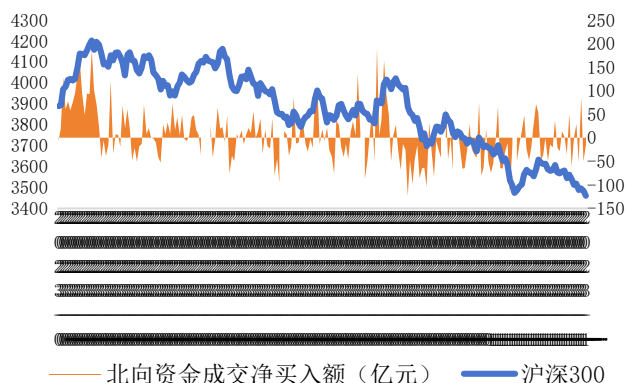
资料来源: wind, 一德期货

图 2.16: 美元指数



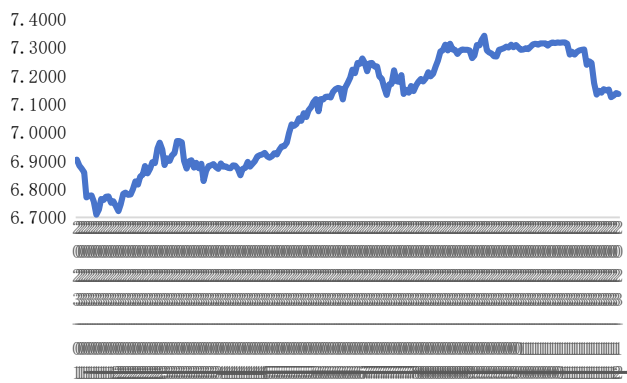
资料来源: wind, 一德期货

图 2.17: 沪深 300 与北向资金



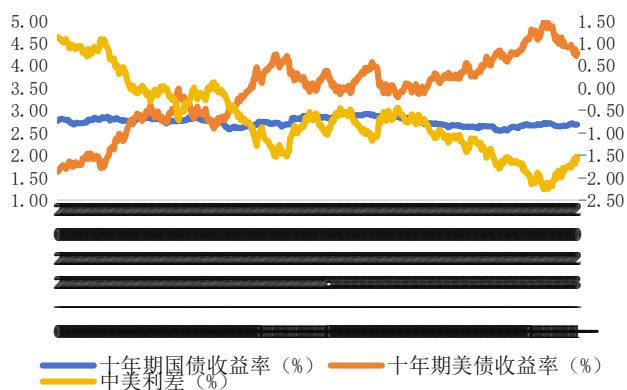
资料来源: wind, 一德期货

图 2.18: 美元兑人民币即期汇率



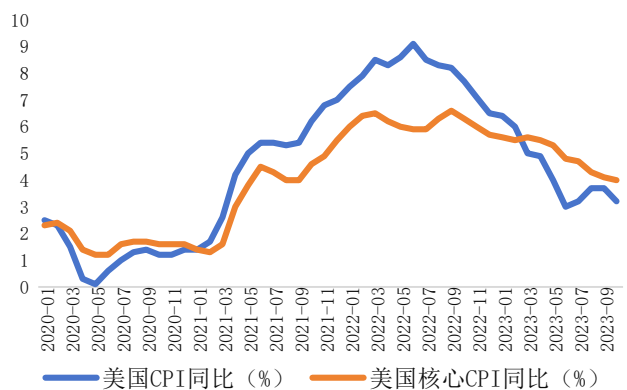
资料来源: wind, 一德期货

图 2.19: 中美利差



资料来源: wind, 一德期货

图 2.20: 美国 CPI 数据



资料来源: wind, 一德期货

3. 思辨结构: 成长先行, 价值后起

综合前文中对经济和企业盈利、国内外流动性以及政策的分析, 本文得出以下结论: 第一, 2024 年 GDP 增速有望同比增长 5% 左右。企业盈利方面, 2023 年二季度可能成为本轮盈利周期低点, 2024 年上市公司盈利增长有望相比 2023 年回升, 沪深 A 股归母净利润累计同比增速有望在 5-10% 之间、并呈现逐季回升态势。第二, 在经济内生增长动能有待进一步改善的状况下, 2024 年货币政策仍有望继续保持宽松, 或推动无风险利率进一步下行。第三, 2024 年美国货币政策可能迎来方向性拐点, 美债收益率的下行将会带来中美利差的收窄, 这不仅有利于减轻国内货币政策的掣肘, 还会从资金层面对 A 股形成较为有力的支撑。结合以上结论, 从自上而下的角度来看, 笔者预期 2024 年上半年成长风格整体表现可能会强于价值风格, 期指标的指数方面中证

1000 相对占优；下半年随着国内经济的企稳回升，以上证 50 和沪深 300 为代表的价值风格有望迎来估值修复机会。

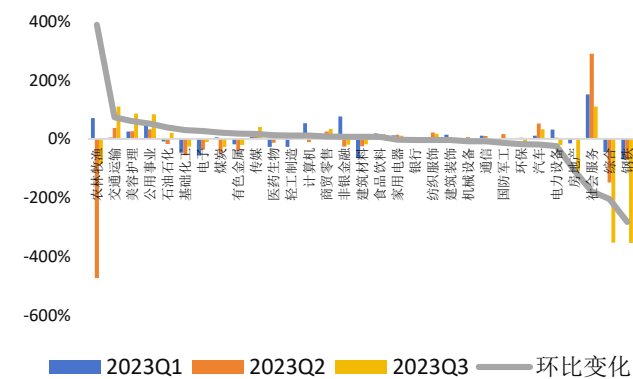
中观行业层面，沪深 A 股三季度归母净利润累计同比显示：1、上游方面，受原材料价格上涨影响，上游利润增速出现回升，其中钢铁、交通运输 2023Q3 业绩增速较 2023Q2 回升最为明显。交通运输板块业绩连续两个季度回升。2、中游制造业方面，在景气度回落的影响下，电力设备 2023Q3 盈利增速同比虽然维持正增长，但环比却继续出现下滑。TMT 板块中，电子和传媒板块业绩改善较为明显。传媒、电子、建筑材料、汽车、轻工制造等板块业绩连续两个季度回升。3、下游方面，地产、非银金融板块 2023Q3 业绩增速下滑幅度较大。社会服务业绩增速边际改善最为明显。纺织服饰、美容护理、商贸零售、社会服务、医药生物等板块业绩连续两个季度回升。

图 3.1：申万一级行业归母净利润累计同比



资料来源：wind，一德期货

图 3.2：申万一级行业归母净利润单季同比



资料来源：wind，一德期货

2021 年 10 月以来，随着 PPI 的下行，A 股上下游盈利的分化有所收敛。2024 年若在稳增长政策的推动下，经济主体的消费投资意愿能够企稳回升，叠加国内补库预期，PPI 同比可能企稳回升，下游行业或将再度面临成本压力。在基数效应减弱后，下游行业利润率的回升将更加依赖需求改善。行业配置上，一方面关注顺应新技术趋势或者受到政策支持的增长领域，比如人工智能领域相关应用和兑现情况；另一方面 2024 年下半年随着国内经济的企稳复苏，内需相关领域也可能会迎来业绩改善的机会。

4. 核心观点及风险提示:

4.1 核心观点: 司晨将至, 韬晦以待

综合企业盈利、国内外流动性、估值及政策及海外市场等因素, 我们对 2024 年的 A 股市场持中性偏乐观的观点。

首先经济增长与企业盈利方面, 在逆周期政策的支持下, 国内经济有望延续温和复苏的势头, 但过程并非一蹴而就、而是循序渐进, 其中内需的改善依然是经济复苏的焦点。中性假设下, 预计 2023 年四季度 GDP 同比增速为 5.1%, 全年 GDP 同比增长 5.2%, 2023 年沪深 A 股归母净利润同比增速在 0-5% 之间。就 2024 年而言, GDP 增速有望同比增长 5% 左右。企业盈利方面, 2023 年二季度可能成为本轮盈利周期低点, 2024 年上市公司盈利增长有望相比 2023 年回升, 沪深 A 股归母净利润累计同比增速有望在 5-10% 之间、并呈现逐季回升态势。

其次国内流动性与政策层面, 万亿国债的发行或标志着未来一段时间的稳增长政策将以积极的财政政策为主, 货币层面配合财政政策的实施采取必要的宽松措施。中央政府加杠杆是启动宽信用的“对症”选项。针对“城中村”改造、地方政府债务化解等方面有望继续发力。地产方面也值得继续关注, 其意义在于稳住增长预期, 避免杠杆收缩和抵押品贬值。在经济内生增长动能有待进一步改善的状况下, 2024 年货币政策仍有望继续保持宽松, 或推动无风险利率进一步下行。疏通“宽信用”堵点、减少资金空转是未来货币政策发力的重点。

最后风险偏好方面, 预计 2024 年美国可能实现软着陆, 美国私人部门紧信用仍然是大方向, 财政扩张幅度和对经济的支持、超额储蓄对消费的支持均有望趋缓。考虑到核心通胀降至 2% 仍具挑战, 这意味着除非美国经济出现严重衰退或是发生经济金融危机, 否则 2024 年上半年美联储开启降息周期的概率不大。在此背景下, 利率可能呈现阶梯状下行状态。现阶段伴随着加息结束预期的升温, 十年期美债收益率从 5% 一路下行至 4.2%, 短期内进一步下行的空间相对有限。2024 年二季度, 若降息预期逐渐升温, 美债收益率有望继续回落。

4.2 风险提示：国内关注增长，海外谨防余波

市场的潜在下行风险包括稳增长政策弱于预期、国内经济和盈利超预期回落、监管政策强于预期、地缘政治不确定性、中美关系波动、美联储政策超预期收紧、通胀比预期更有粘性、外围市场风险（流动性冲击）等。

4.3 操作建议：谋定后动，静待花开

趋势性观点：经历 2 年调整后，投资者的谨慎预期已经较为充分反映在当前资产价格中，2024 年，随着国内增长预期改善及海外紧缩预期缓解，A 股配置机会有望好于 2023 年，指数层面或将呈现 N 型走势。


结构性观点：就 2024 年而言，GDP 增速有望同比增长 5% 左右。企业盈利方面，2023 年二季度可能成为本轮盈利周期低点，2024 年上市公司盈利增长有望相比 2023 年回升，沪深 A 股归母净利润累计同比增速有望在 5-10% 之间、并呈现逐季回升态势。在经济内生增长动能有待进一步改善的状况下，2024 年货币政策仍有望继续保持宽松，或推动无风险利率进一步下行。2024 年美国货币政策可能迎来方向性拐点，美债收益率的下行将会带来中美利差的收窄，这不仅有利于减轻国内货币政策的掣肘，还会从资金层面对 A 股形成较为有力的支撑。从自上而下的角度来看，预计 2024 年上半年成长风格整体表现可能会强于价值风格，期指标的指数方面中证 1000 相对占优；下半年随着国内经济的企稳回升，以上证 50 和沪深 300 为代表的价值风格有望迎来估值修复机会。


免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：www.ydqh.com.cn