

宏观经济多底共振，股市流动性回暖

2024年4月2日 星期二

兴证期货·研究咨询部

内容提要

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

周立朝

从业资格编号：F03088989

投资咨询编号：Z0018135

联系人：周立朝

邮箱：zhoulc@xzfutures.com

国内宏观经济呈现出多个底部共振特征，库存周期、物价增速、社融增速见底，投资、消费、出口三驾马车底部修复。股指估值处于底部区域，市盈率、市净率处于历史低位，指数风险溢价优势显著。此外，近期股市流动性回暖，两融余额攀升、北向资金净流入增加，一级市场募集资金额度大幅减少，减缓一级市场抽血效应。此外，美联储释放年内降息三次的预期，外部利率环境边际趋缓，利于打开国内宽松政策空间。整体来看，经济筑底与估值支撑，股市流动性回暖，美国利率或现拐点，国内股指有望走出震荡上涨行情。但在居民负债率偏高的背景下，社会消费与投资改善空间有限，国际政治经济局势不稳制约出口。因此，基本面改善空间有限，复苏斜率偏缓慢，或将掣肘股指上涨空间。关注板块之间轮动或者波段机会。

报告目录

1.宏观与基本面多底共振.....	3
2.股指估值底部特征.....	6
3.指数风险溢价优势显著.....	7
4.股市流动性回暖.....	8
5.总结.....	10

图表目录

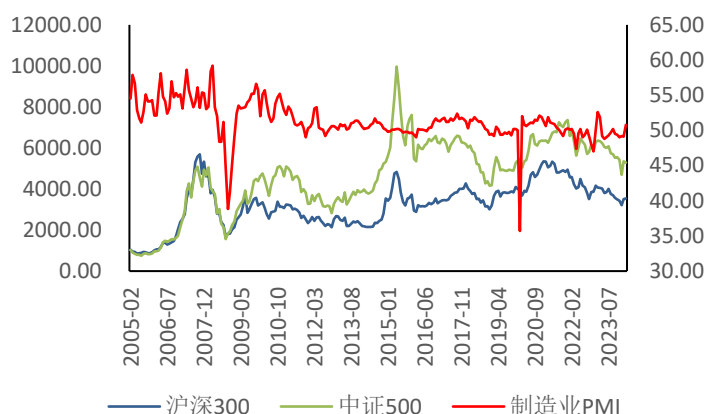
图表 1 PMI 景气度与股指.....	3
图表 2 库存周期见底.....	3
图表 3 固定资产、地产投资累计同比.....	4
图表 4 消费、出口累计同比.....	4
图表 5 工业 PPI 探底.....	5
图表 6 社融资同比增速筑底.....	5
图表 7 沪深 300 动态市盈率.....	6
图表 8 沪深 300 动态市净率.....	6
图表 9 中证 500 动态市盈率.....	7
图表 10 中证 500 动态市净率.....	7
图表 11 沪深 300 风险溢价率.....	8
图表 12 中证 500 风险溢价率.....	8
图表 13 沪深两市两融余额(亿元).....	9
图表 14 沪股通北向资金(亿元).....	9
图表 15 一级市场募集资金.....	9

1.宏观与基本面多底共振

(1) PMI 景气度企稳走好

PMI 与指数具有一定的相关性，作为经济监测的先行指标，PMI 走好反映经济复苏。今年 3 月制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 产出指数分别为 50.8%、53.0%和 52.7%，比上月上升 1.7、1.6 和 1.8 个百分点，环比升幅较大，均位于扩张区间，企业生产经营活动走好，基本面改善。

图表 1 PMI 景气度与股指

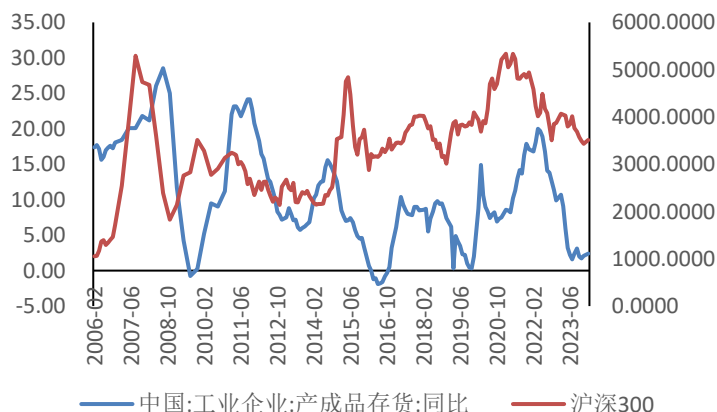


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

(2) 库存周期或将见底，股指先行反弹

以工业产成品库存为例，库存周期往往滞后于股市运行，按照以往周期运行经验，股市下跌的末端，往往对应库存周期的下跌中继阶段；当库存水平去库到低位时，经济与股市就会对需要的回升越来越敏感。目前工业企业产成品库存水平已经处于低位，2月同比增幅仅为 2.4%，下降空间比较有限，而近期股市先行上涨回暖，或将开启新一轮库存上升周期。

图表 2 库存周期见底

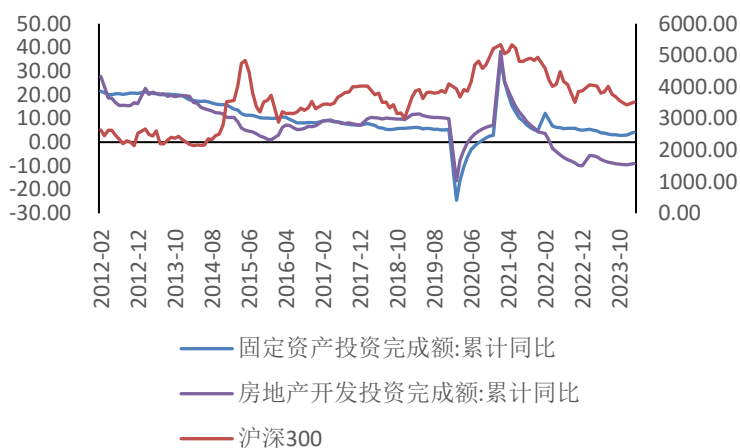


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

(3) 投资、消费、出口底部修复，但改善空间有限

以工业产固定资产投资累计额同比增速稳定，近半年小幅反弹，但受制于存量债务问题，固定资产投资不具备大规模扩张的条件；房地产开发投资累计额同比降速趋缓，但地产疲软问题持续存在，近几个月以来，针对房地产市场，监管层陆续出台关于房地产企业融资问题的相关政策，同时对一线城市房地产销售政策进行调整，未来房地产政策仍有释放空间；房地产投资未来在政策加持下，逐步实现软着陆。社会消费方面，居民负债率偏高，消费增速弹性不足，消费周期整体仍然弱势，但仍然处于修复过程中。出口方面，今年前两个月同比增速有所反弹，但后续反弹持续性有待观察，整体偏弱格局。以上投资、消费、出口弱反弹背景下，基本面改善空间不足或将掣肘股市的上涨空间。

图表3 固定资产、地产投资累计同比



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表4 消费、出口累计同比



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

(4) PPI 底部形态，工业品物价支撑

经济从衰退走向复苏的过程中，一般工业原材料的价格也会比较低；经济过热走向衰退时，原材料价格则高企；PPI 反映部分工业原材料价格，历史周期中，PPI 一般都会滞后于股市。目前 PPI 价格已经在 2023 年 6 月份以后开始见底回升，未来随着经济企稳复苏或逐步向上。但需要注意的是，高负债背景下的消费力释放空间有限，或将传导至工业端，本轮 PPI 增速回升斜率可能比较平缓。

图表 5 工业 PPI 探底

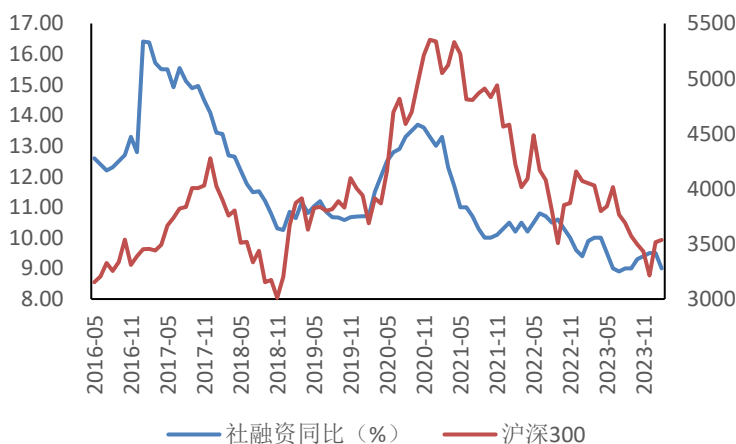


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

(5) 社融资筑底

社融代表的是整个实体经济的流动性，社融增加，投资项目增加，经济复苏，其对经济具有先导性意义；当前社融资同比增速处于底部趋于徘徊，未来随着财政政策扩张以及相应货币工具的陆续推出，社融或逐步企稳回升。

图表 6 社融资同比增速筑底

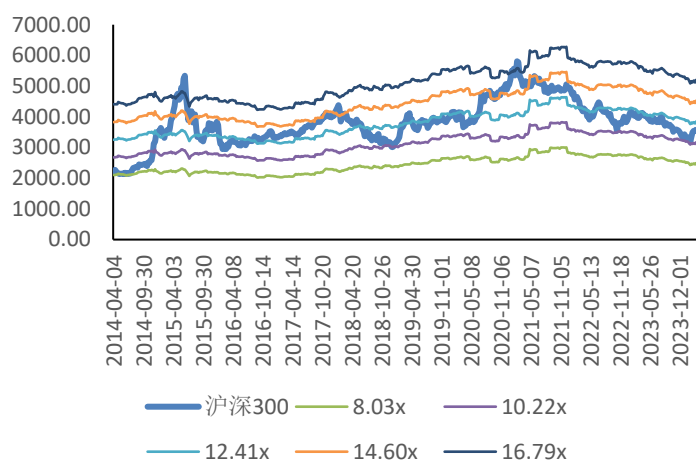


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

2. 股指估值底部特征

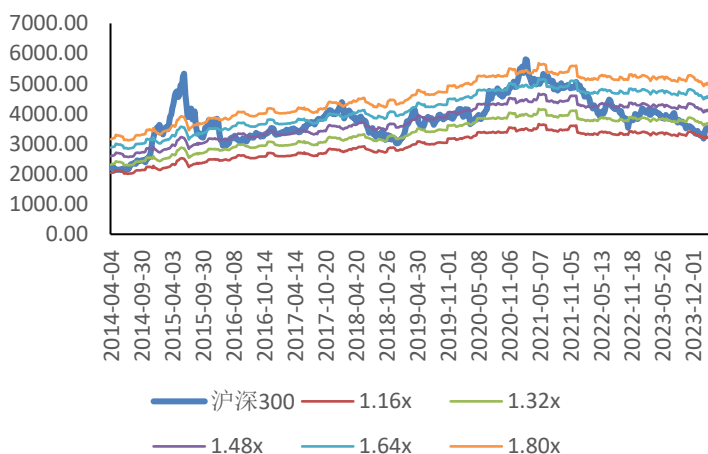
指数估值底部特征显著，以沪深 300 与中证 500 指数为例，前者代表大市值权重股，后者代表中小市值股票。指数经过 2021 年以来的连续调整周期，当前指数市盈率与市净率均处于历史级别低位，估值底部特征显著。下图市盈率图表中的 8.03x 代表市盈率为 8.03 倍时指数的点位，同理，市净率图表中 1.16x 代表市净率为 1.16 倍对应的指数点位。截止 4 月 1 日收盘，沪深 300 当前市盈率与市净率分别为 11.78、1.27，处于近十年的 30.33%、8.02% 分位，中证 500 当前市盈率与市净率分别为 22.1、1.66，处于近十年的 21.72%、9.39% 分位。

图表 7 沪深 300 动态市盈率



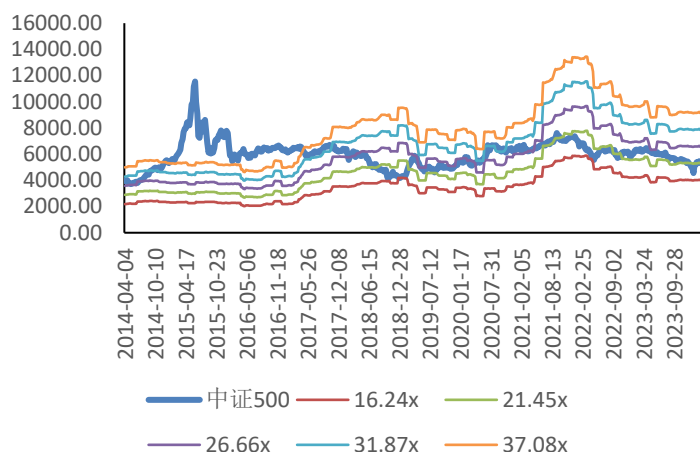
数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 8 沪深 300 动态市净率



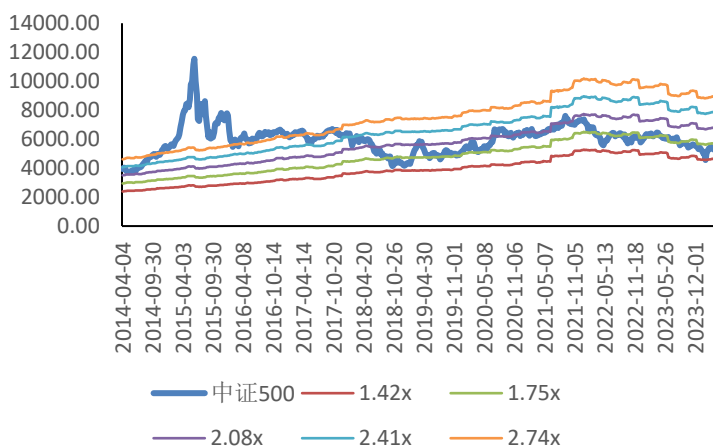
数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 9 中证 500 动态市盈率



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 10 中证 500 动态市净率

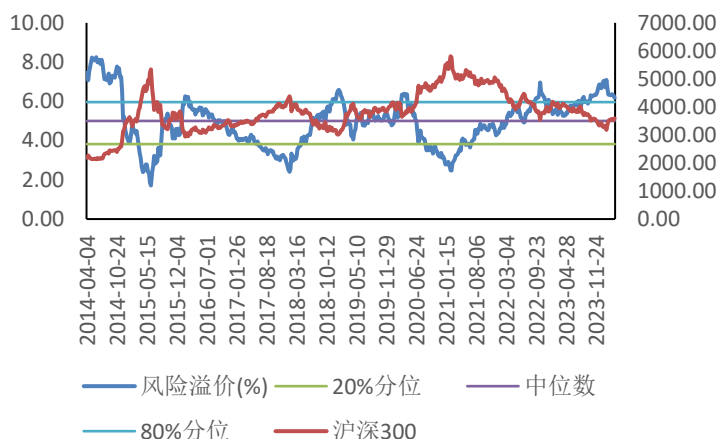


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

3. 指数风险溢价率优势显著

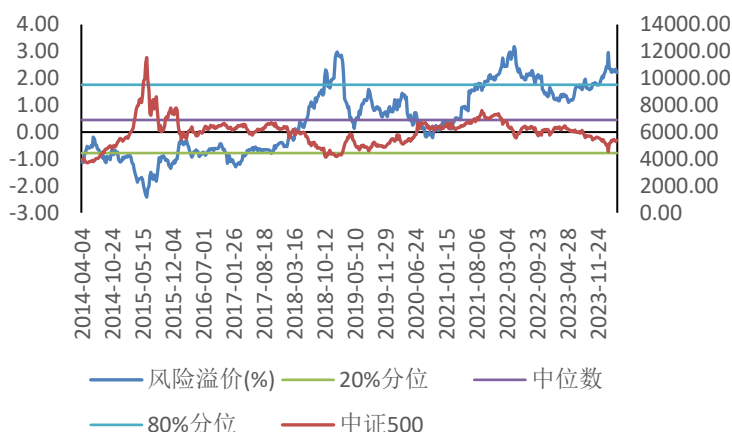
指数风险溢价率计算公式为： $(1/\text{市盈率}) - \text{十年期国债收益率}$ 。所得的风险溢价率数值越高，则表明当前指数的投资优势更显著。截止今年4月1日，沪深300指数的风险溢价率为6.18%，高于近十年80%分位（5.96%）；中证500指数的风险溢价率为2.21%，高于近十年的90%分位。当风险溢价率处于极高位置时，通常伴随着指数的底部出现，且后市出现一波上涨周期的概率较大。

图表 11 沪深 300 风险溢价率



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

图表 12 中证 500 风险溢价率

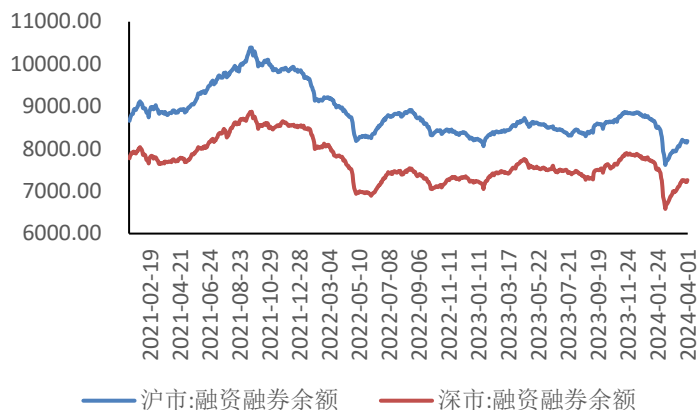


数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

4. 股市流动性回暖

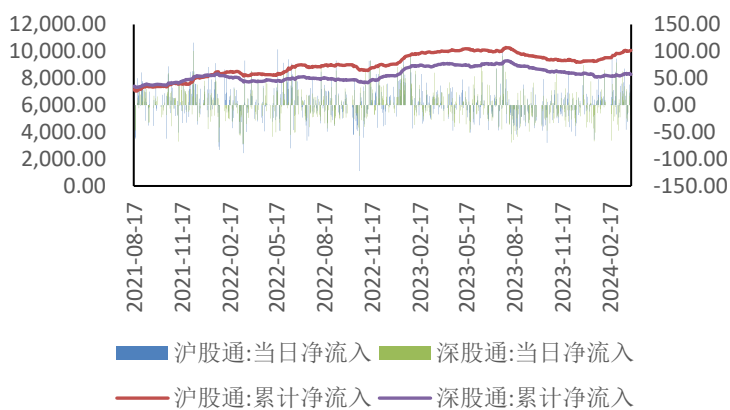
今年春节前股市一度连续大跌, 出现流动性风险, 雪球结构集中敲入加速下跌节奏, 融资盘被动平仓压力增加, 节前两融余额一度下降至 1.4 万亿左右。随后在一系列救市政策加持下, 市场流动性回暖, 股市反弹修复, 两融余额回升至 1.55 万亿。北向资金方面, 从 1 月底以来, 沪股通与深股通净流入资金加速, 多次出现单个交易日超过百亿的净流入。此外, 一级市场资金募集大幅度减少, 2 月、3 月募集资金分别为 112.9 亿、365.6 亿, 对比此前单月动辄五百亿, 甚至千亿以上的募资金额, 近期一级市场的抽血效应有效缓解。因此, 在这一增一减的影响下, 股市流动性得到有效缓解, 为股指震荡上涨提供资金基础。此外, 美联储释放出年内降息三次的预期, 外部利率环境边际趋缓, 利于打开国内宽松政策空间。

图表 13 沪深两市两融余额（亿元）



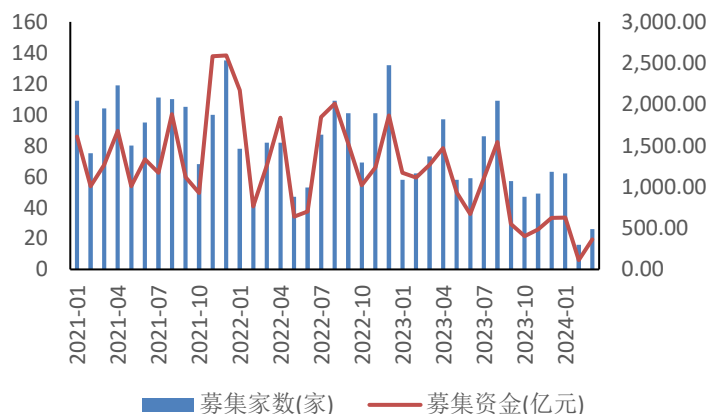
数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

图表 14 沪股通北向资金（亿元）



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

图表 15 一级市场募集资金



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

4.总结

国内宏观经济呈现出多个底部共振特征，库存周期、物价增速、社融资增速见底，投资、消费、出口三驾马车底部修复。股指估值处于底部区域，市盈率、市净率处于历史低位，指数风险溢价优势显著。此外，近期股市流动性回暖，两融余额攀升、北向资金净流入增加，一级市场募集资金额度大幅减少，减缓一级市场抽血效应。此外，美联储释放年内降息三次的预期，外部利率环境边际趋缓，利于打开国内宽松政策空间。整体来看，经济筑底与估值支撑，股市流动性回暖，美国利率或现拐点，国内股指有望走出震荡上涨行情。但在居民负债率偏高的背景下，社会消费与投资改善空间有限，国际政治经济局势不稳制约出口。因此，基本面改善空间有限，复苏斜率偏缓慢，或将掣肘股指上涨空间。关注板块之间轮动或者波段机会。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。