

弱现实底部特征，政策预期支撑，股指弱勢震荡

2024年7月12日 星期五

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@xzsfutures.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。货币增速下降，M1 负增长，企业现金流问题显现；M1-M2 剪刀差走阔；流动性空转压力较大；货币实际使用效率不高。CPI、PPI 同比增速处于低位，物价增长乏力，通缩压力。居民、地方政府债务问题，社会消费、投资、出口复苏乏力。前两月两市成交偏低，两融与北上资金回落，交易情绪低迷，但一级市场募集资金额度大幅减少，减缓一级市场抽血效应。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，弱现实与复苏预期的钟摆效应，多重底部特征，但底部弹性不足，大概率呈现弱势震荡修复行情。

报告目录

1.宏观弱现实.....	3
2.股指多重宏观底部特征.....	6
3.股指基本面.....	8
4.总结.....	12

图表目录

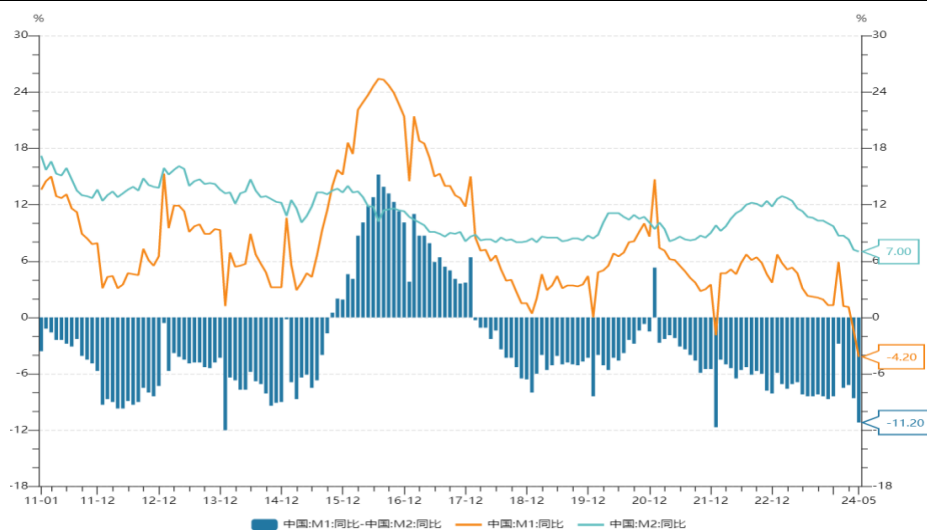
图表 1 M1、M2 剪刀差走阔.....	3
图表 2 M1、M2 占 GDP 比重与弹性系数.....	3
图表 3 中美名义利差.....	4
图表 4 国内通胀水平与利率.....	5
图表 5 制造业景气度结构.....	6
图表 6 非制造业景气度结构.....	6
图表 7 库存周期见底.....	6
图表 8 固定资产、地产投资累计同比.....	7
图表 9 消费、出口累计同比.....	7
图表 10 社融资同比增速筑底.....	8
图表 11 沪深 300 动态市净率.....	9
图表 12 中证 500 动态市净率.....	9
图表 13 沪深 300 风险溢价率.....	10
图表 14 中证 500 风险溢价率.....	10
图表 15 沪深两市两融余额(亿元).....	11
图表 16 港股通北向资金(亿元).....	11
图表 17 一级市场募集资金.....	12

1.宏观弱现实

(1) M1、M2 剪刀差走阔，M1 弹性不足

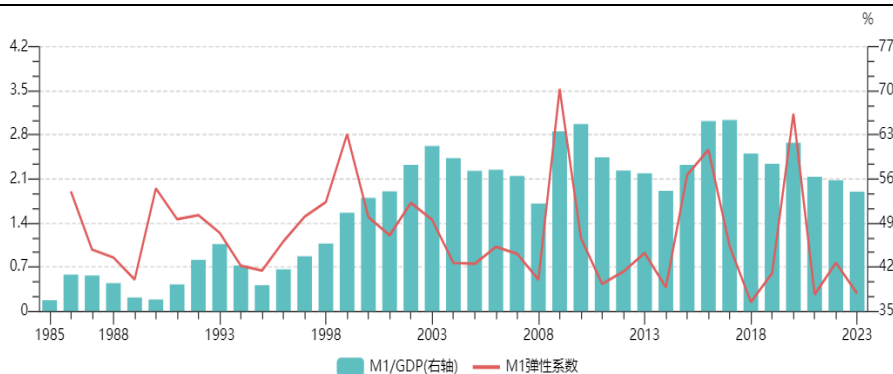
M1-M2 剪刀差走阔，截止到已公布的最新数据，剪刀差为-11.2 个百分点，处于近十年极值区域，虽然有银行手工补息与存款搬家等因素，但所反映出的市场流动性空转压力较大，货币实际使用效率不高。此外，对比 M1 与 M2 对 GDP 的比值与货币弹性可以看出，M1 这一项表现较差，其弹性系数仅为 0.28，对比之下，M2 的弹性系数为 2.09，差距为近三十年最大。

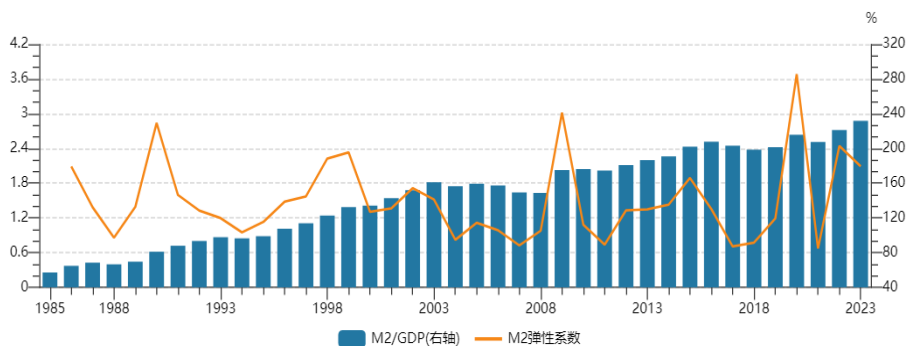
图表 1 M1、M2 剪刀差走阔



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 2 M1、M2 占 GDP 比重与弹性系数





数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

(2) 中美名义利差较大

当前中美名义利差较大，限制了国内政策宽松的空间。从下图中可以看出，当中债收益率-美债收益率为正数且扩大时，往往为股市带来相对宽松的环境，比如近十年中，2017年的白马股行情与2020年的消费、科技行情，对应的这两个时间段正处于中美利差不断上升的过程。同理，当中美利差为负数且越来越低时，股市则面临不利的资金环境，即资金外流的压力较大，在2018年、2021年至2024年的这两个时间段，指数进入大级别调整周期，伴随着中美利差缩小，并且出现较大负值的情况。从当前美国宏观经济、就业韧性的情况来看，美国更加倾向于继续维持高利率，即使未来某个时间段短暂降息，依然难以构成美联储开启降息周期的条件。因此，美联储持续维持高利率，人民币汇率贬值压力较大，当前的中美利差现状对股指构成压制。

图表3 中美名义利差

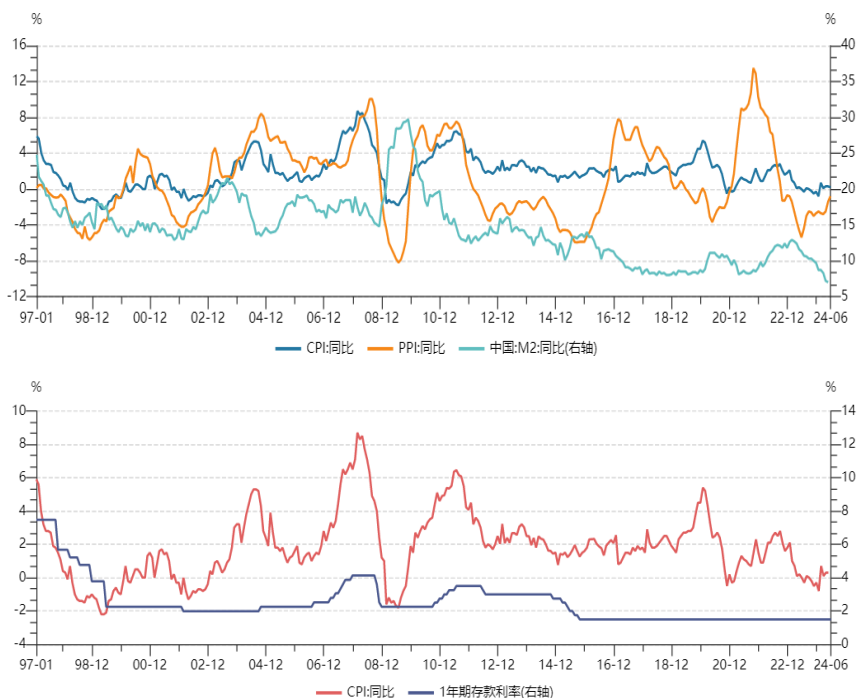


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

(3) 通缩压力显现，货币政策传导效果弱化

由于国内宏观经济增速下降等原因，居民收入减少，负债率上升，对社会消费构成压制，导致近几期的CPI同比增速持续低于1%，PPI同比增速更是持续为负数。通缩周期下，货币宽松对于消费、投资的刺激效果弱，无风险利率下行，资产收益率下降，社会投资的风险偏好随之下降，资金更倾向于国债类投资，股市增量资金不足。

图表4 国内通胀水平与利率

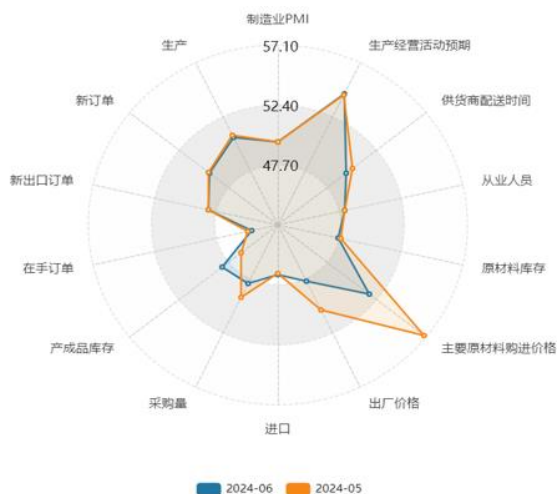


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

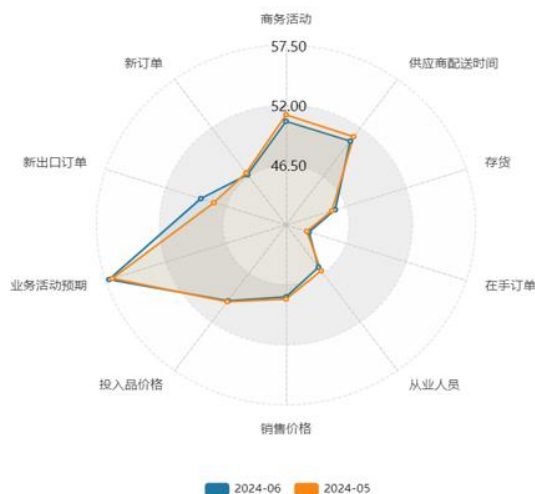
(4) 输入通胀与需求预期不足问题

从国内景气度细分结构来看，存在一些问题：原材料购进价格指数过高，受到国外通胀输入的影响；此外，在手订单偏低，需求不足导致企业可获得订单数量较少，材料端的高成本与需求端不足对于企业长期发展不利。

图表5 制造业景气度结构



图表6 非制造业景气度结构



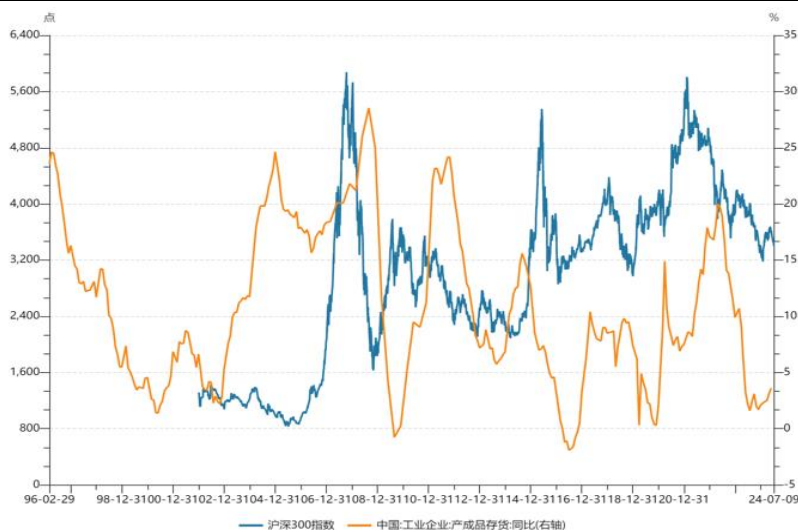
数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

2. 股指多重宏观底部特征

(1) 库存周期或将见底

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，上半年每个月的同比增幅均小于5%，下降空间比较有限，从工业成品库存周期来看，该项指标底部特征明显。

图表7 库存周期见底

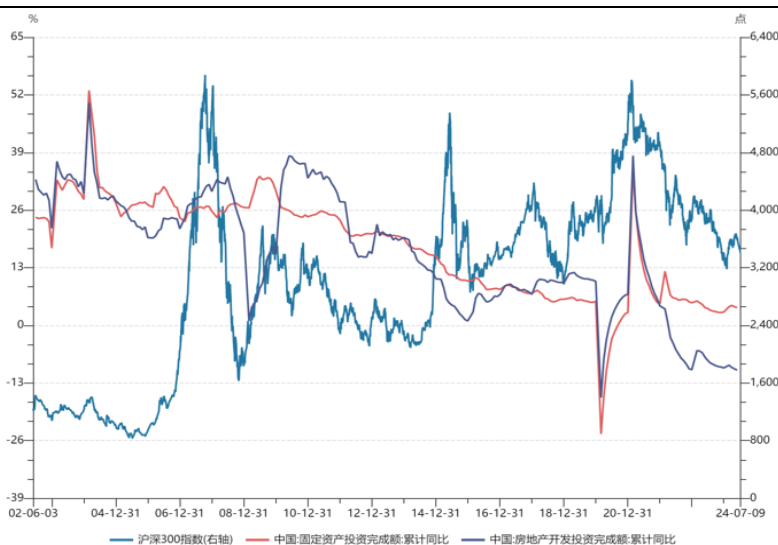


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

(2) 投资、消费、出口底部修复，但改善空间有限

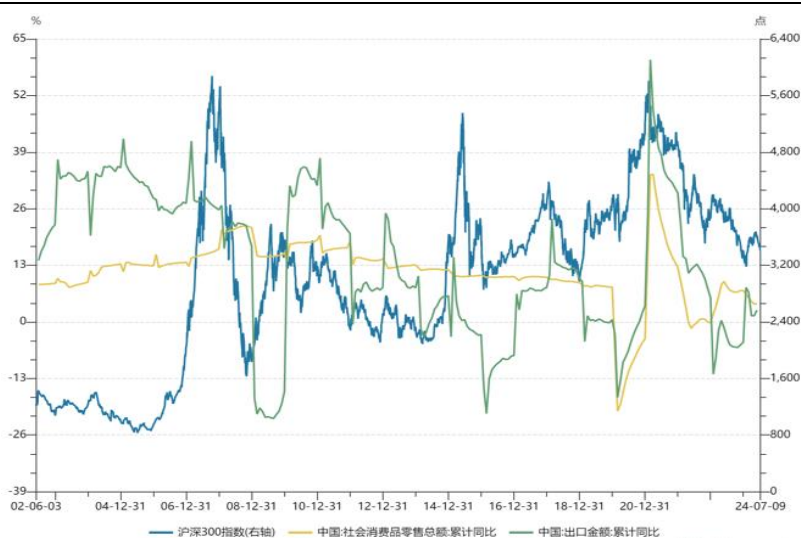
以工业产固定资产投资累计额同比增速稳定，但受制于存量债务问题，固定资产投资不具备大规模扩张的条件；房地产开发投资累计额同比降速趋缓，但地产疲软问题持续存在，近年来，针对房地产市场，监管层陆续出台关于房地产企业融资问题的相关政策，同时对一线城市房地产销售政策进行调整，未来房地产政策仍有释放空间；房地产投资未来在政策加持下，逐步实现软着陆。社会消费方面，居民负债率偏高，消费增速弹性不足，消费周期整体仍然弱势，但仍然处于修复过程中。出口方面，今年上半年有所反弹，但后续反弹持续性有待观察，整体偏弱格局。以上投资、消费、出口弱反弹背景下，基本面改善空间不足或将掣肘股市上涨空间。

图表 8 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 9 消费、出口累计同比

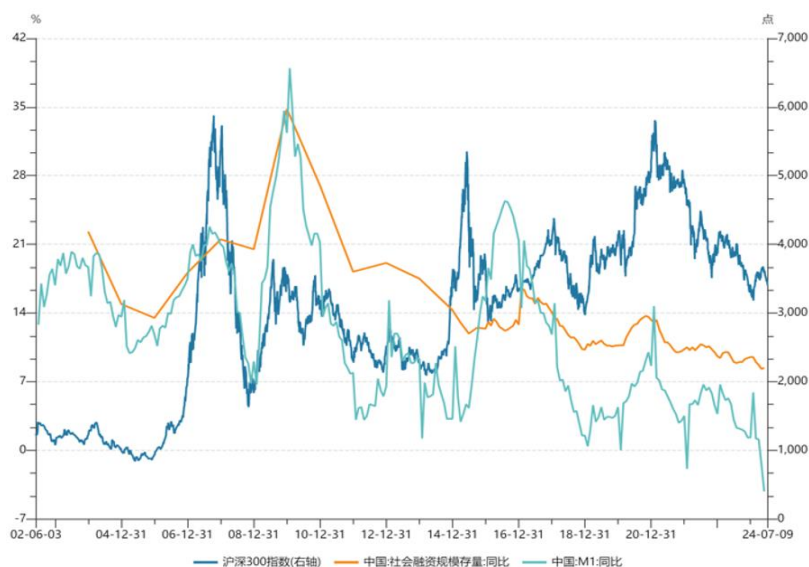


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

（3）社融资、M1 筑底

社融代表整体融资需求，而 M1 反映包括企业活期存款在内的社会流动货币，社融与 M1 增加，投资项目与社会活期流动性增加，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，社融增速缓慢下降，M1 同比增速出现负增长，但在货币、融资极弱现实情况下，或将迫使强政策预期出现。未来随着财政政策扩张以及相应货币工具的陆续推出，社融与 M1 大概率企稳筑底。

图表 10 社融资同比增速筑底



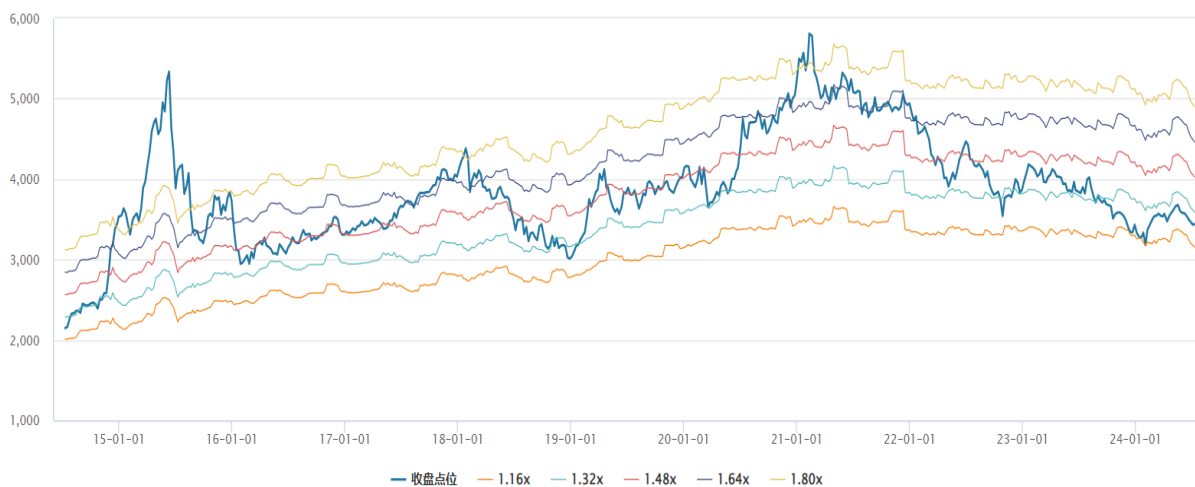
数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

3. 股指基本面

（1）指数估值底部

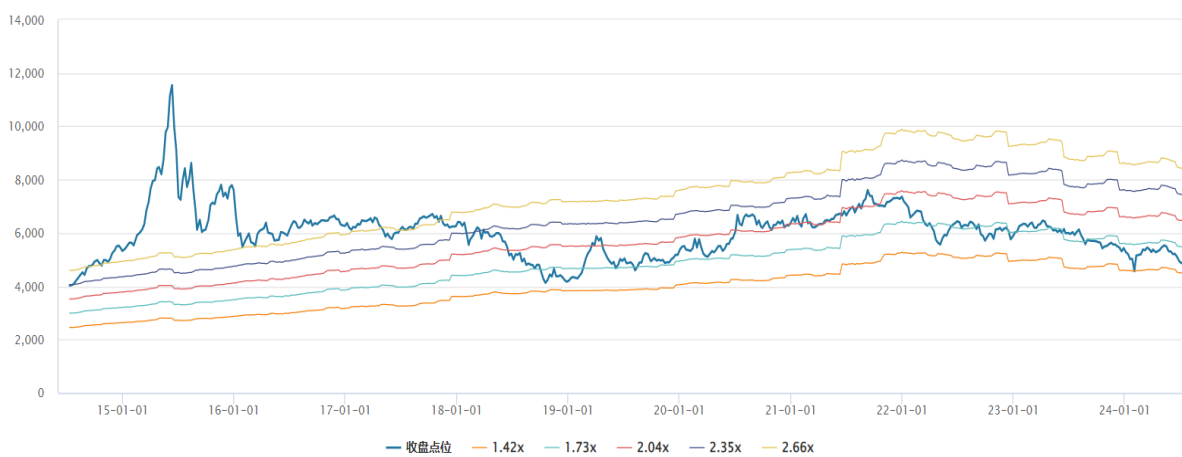
指数估值底部特征显著，以沪深 300 与中证 500 指数为例，前者代表大市值权重股，后者代表中小市值股票。指数经过 2021 年以来的连续调整周期，当前指数市盈率与市净率均处于历史级别低位，估值底部特征显著。图中 1.16x 代表市净率为 1.16 倍对应的指数点位。截止 7 月 11 日收盘，沪深 300 市净率为 1.27，处于近十年的 7.63%分位，中证 500 市净率为 1.55，处于近十年的 1.37%分位。

图表 11 沪深 300 动态市净率



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 12 中证 500 动态市净率

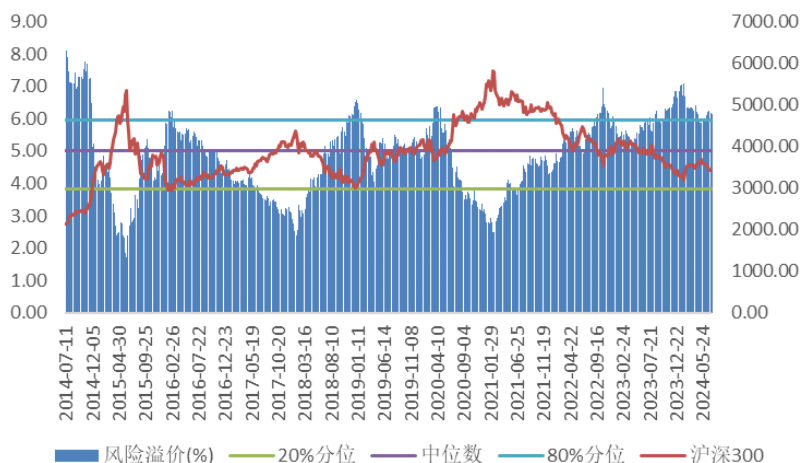


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

(2) 风险溢价优势

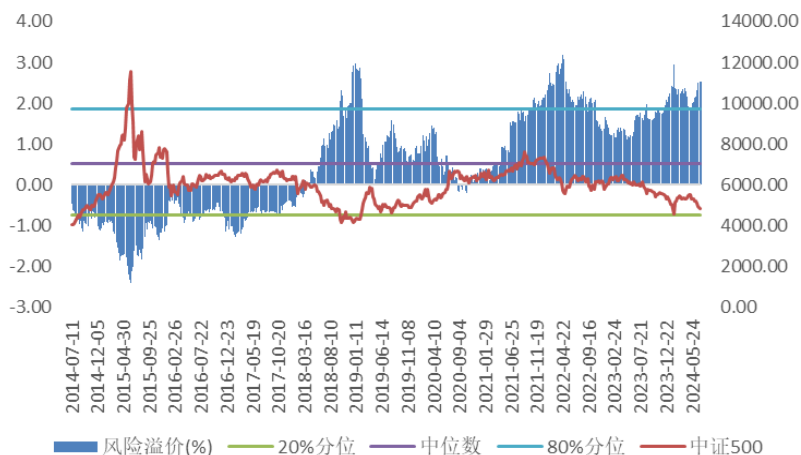
指数风险溢价率计算公式为： $(1/\text{市盈率}) - \text{十年期国债收益率}$ 。所得的风险溢价率数值越高，则表明当前指数的投资优势更显著。截止今年 7 月 10 日，沪深 300 指数的风险溢价率为 6.14%，高于近十年 80% 分位（5.95%）；中证 500 指数的风险溢价率为 2.52%，高于近十年的 80% 分位（1.85%）。当风险溢价率处于极高位置时，通常伴随着指数的底部出现。

图表 13 沪深 300 风险溢价率



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

图表 14 中证 500 风险溢价率



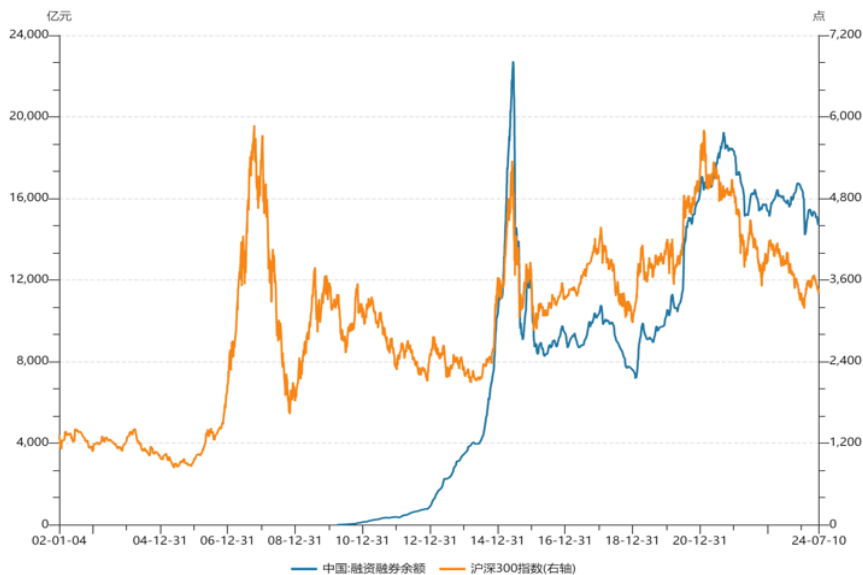
数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

(3) 增量资金下降, 一级市场募集资金下降, 股市有望地量地价

7月以来两融日均余额不足1.5万亿, 沪股通与深股通累计净流入自6月份以来回落, 与本轮指数震荡阴跌行情相契合, 多头情绪回落, 两市成交量一度不足六千亿。但另一方面, 有望出现地量地价的情况, 市场等待新一轮政策驱动, 证监会依法批准中证金融公司暂停转融券业务的申请, 自2024年7月11日起实施。存量转融券合约可以展期, 但不得晚于9月30日了结。同时, 批准证券交易所将融券保证金比例由不得低于80%上调至100%, 私募证券投资基金参与融券的保证金比例由不得低于100%上调至120%, 自2024年7月22日起实施。7月15日召开二十届三中全会, 市场有望交易新一轮政策预期。此外, 近半年一级市场资金募集大幅度减少, 今年6月募集资金为144亿, 对比前几年单月动辄五百亿, 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，为股指震荡上涨提供资金基础。

图表 15 沪深两市两融余额（亿元）



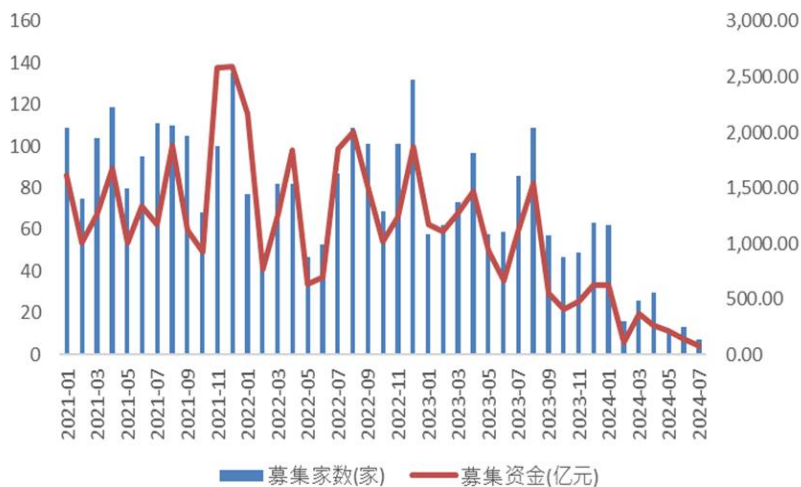
数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 16 港股通北向资金（亿元）



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 17 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。货币增速下降，M1 负增长，企业现金流问题显现；M1-M2 剪刀差走阔；流动性空转压力较大；货币实际使用效率不高。CPI、PPI 同比增速处于低位，物价增长乏力，通缩压力。居民、地方政府债务问题，社会消费、投资、出口复苏乏力。近期两市成交萎缩，两融与北上资金回落，交易情绪低迷，但一级市场募集资金额度大幅减少，减缓一级市场抽血效应。多底共振，但是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，大概率呈现弱势修复行情。弱现实与复苏预期的钟摆效应，多重底部特征，但底部弹性不足，大概率呈现弱势震荡修复行情。

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。