

2023年08月01日

## 政策底出现后，指数偏强运行

——股指期货月度策略报告

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

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

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

相关研究

### 投资要点：

- 今年二季度以来，经济修复动能超预期走弱，内外需不振，市场主体信心不足。随着政治局会议新的定调落地，市场风险偏好回暖，对地产和资本市场政策加码的期待将成为市场焦点和最可能超预期的方向。
- 二季度A股震荡下行，市场成交萎缩。美联储加息与美元走强背景下，外资也持续流出。不过，从中期来看，在政治局会议提振市场情绪、美联储通胀下行通道进一步明确、人民币贬值趋势得到遏制之后，外资将重新流入。在利率持续下行之后，股债性价比也重回高位，有望吸引更多资金回流股指。货币政策继续宽松背景下，A股流动性回暖无忧。
- 在地产和资本市场政策预期主导的交易主线之下，随着海外资金回流助推增量资金，大盘价值风格有望继续增强。不过，向前看，在政策底出现后、经济底确认前，趋势机会仍稀缺，预计仍以结构性机会为主。四大指数中，IH受地产和资本市场政策影响最为直接，预计能继续占优。
- **操作建议：**择机做多IH或多IH空IM。
- **风险因素：**地产与资本市场政策不及预期，流动性收紧超预期，地缘关系恶化超预期。

## 正文目录

|                           |   |
|---------------------------|---|
| 1. 基本面仍在筑底，政策信号释放 .....   | 4 |
| 2. 流动性延续宽松，北向流出趋势扭转 ..... | 5 |
| 3. 估值整体偏低，股债性价比提升 .....   | 6 |
| 4. 关注大消费、大金融与地产链条 .....   | 6 |
| 5. 后市判断与操作建议 .....        | 7 |

## 图表目录

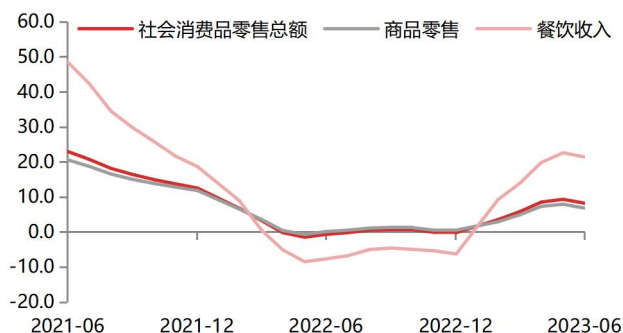
|                                  |   |
|----------------------------------|---|
| 图 1 社零消费同比增速（单位：%） .....         | 4 |
| 图 2 固定资产投资同比增速（单位：%） .....       | 4 |
| 图 3 新增人民币贷款分项同比多增（单位：亿元） .....   | 4 |
| 图 4 CPI 与 PPI 同比增速（单位：%） .....   | 4 |
| 图 5 美国 CPI 同比增速（单位：%） .....      | 5 |
| 图 6 美国非农平均时薪增速（单位：%） .....       | 5 |
| 图 7 银行间资金利率：7 天（单位：%） .....      | 5 |
| 图 8 央行公开市场净投放量（单位：亿元） .....      | 5 |
| 图 9 北向资金周度净流入（单位：亿元） .....       | 6 |
| 图 10 人民币汇率 .....                 | 6 |
| 图 11 主要宽基指数历史分位数 .....           | 6 |
| 图 12 沪深 300 指数股债性价比 .....        | 6 |
| 图 13 消费行业归母净利润同比增速（单位：%） .....   | 7 |
| 图 14 消费行业月度涨跌（单位：%） .....        | 7 |
| 图 15 房地产开工施工竣工销售累计同比（单位：%） ..... | 7 |
| 图 16 中特估指数拥挤度与市盈率变化 .....        | 7 |
| 图 17 IM/IH 当月合约比价变化 .....        | 8 |
| 图 18 风格指数净值对比 .....              | 8 |

## 1. 基本面仍在筑底，政策信号释放

宏观角度来看，国内方面，今年二季度以来经济修复走弱超预期，市场主体信心不足，内需不振，外需承压。物价持续走低、房地产始终低迷，重点领域隐含风险。7月政治局会议表述为“当前经济运行面临新的困难挑战”。当然，随着前期政策的不断落地显效，部分宏观指标也在边际改善，例如社融信贷总量和结构同步改善，工业企业利润同比跌幅收窄、毛利率提升，消费修复势头良好等。但是需求的修复一直较慢，政策端信号又始终模糊，经济底部才一直没有得到确认。

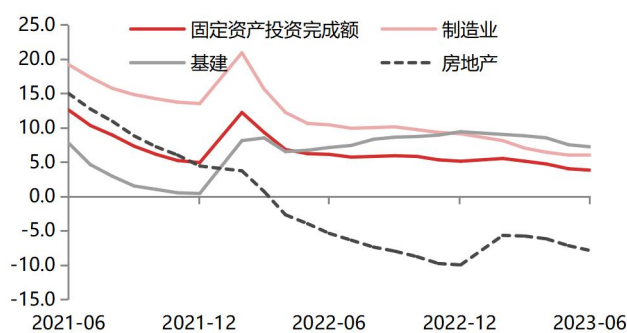
海外方面，美联储7月议息会议加息25个基点刚刚落地，符合市场预期。之前美国6月通胀数据虽然明显回落，但绝对水平仍处于高位，且核心服务项、住房项黏性较强，单月数据尚不足以证明通胀趋势扭转。加之美国劳动力市场运行情况良好，商品消费仍有韧性，住房市场回暖，经济“软着陆”可能性增加，继续加息阻力减小。如美联储所述，若未来通胀和就业市场数据支持，下半年将继续加息。外需角度，美国整体处于主动去库阶段末尾，年底前或难以切换到补库阶段，内外需共振难以期待。

图1 社零消费同比增速（单位：%）



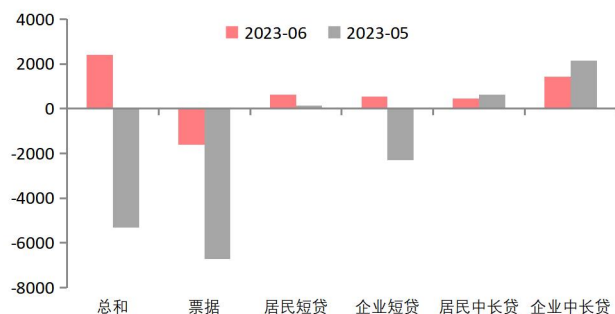
资料来源：Wind, 东海期货研究所

图2 固定资产投资同比增速（单位：%）



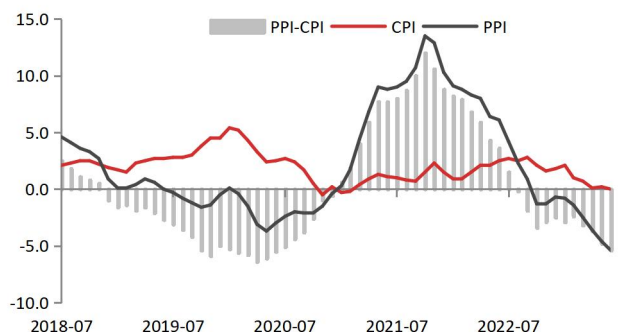
资料来源：Wind, 东海期货研究所

图3 新增人民币贷款分项同比多增（单位：亿元）



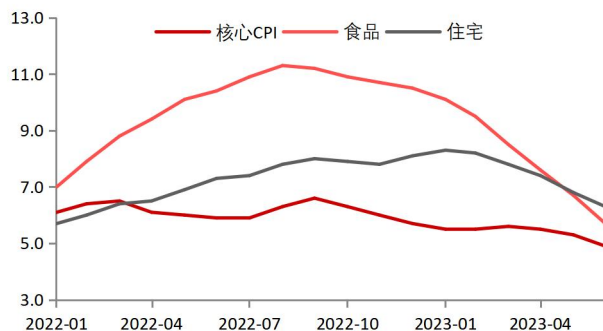
资料来源：Wind, 东海期货研究所

图4 CPI与PPI同比增速（单位：%）



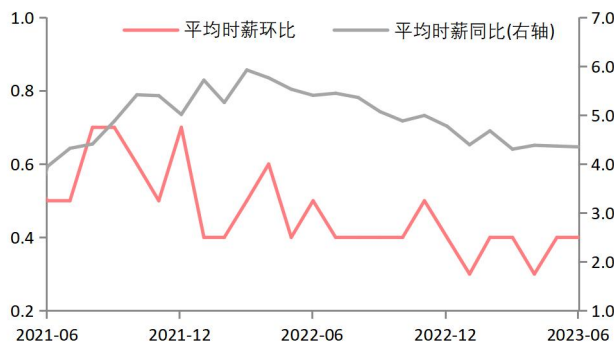
资料来源：Wind, 东海期货研究所

图 5 美国 CPI 同比增速（单位：%）



资料来源：Wind, 东海期货研究所

图 6 美国非农平均时薪增速（单位：%）



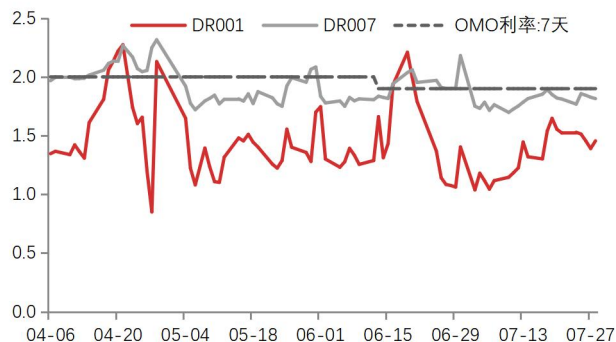
资料来源：Wind, 东海期货研究所

## 2. 流动性延续宽松，北向流出趋势扭转

二季度 A 股震荡走弱，外资持续流出，市场交投活跃度下降。不过，以目前市场底部的角度看，中期 A 股市场流动性将迎来拐点。

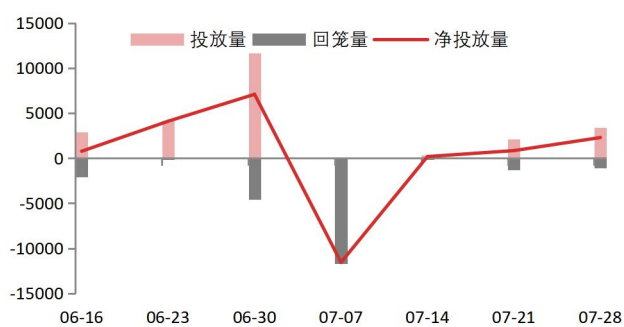
7 月以来，央行公开市场操作态度积极，维持了较为可观的投放规模，对流动性起到了较好的呵护作用。自 6 月底降息落地，资金利率始终在政策利率下方运行，资金面维持偏松态势。向前看，为配合实体降成本、扩内需任务，央行将长期维持积极呵护资金面的态度。银行间流动性或有短期波动，但长期宽松趋势应无虞。

图 7 银行间资金利率：7 天（单位：%）



资料来源：Wind, 东海期货研究所

图 8 央行公开市场净投放量（单位：亿元）

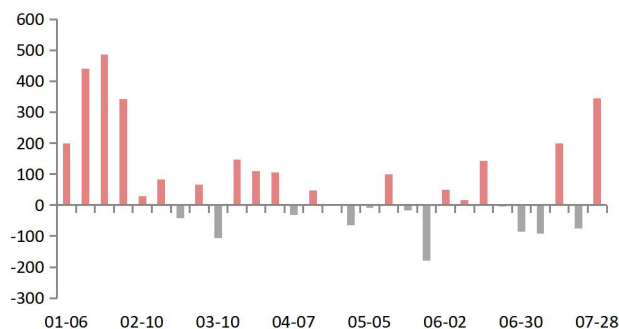


资料来源：Wind, 东海期货研究所

货币政策方面，政治局会议表述为“发挥总量和结构性货币政策工具作用”，提及总量工具运用，支持财政积极发力。市场得以继续期待三季度可能的降准落地，宽松预期延续。

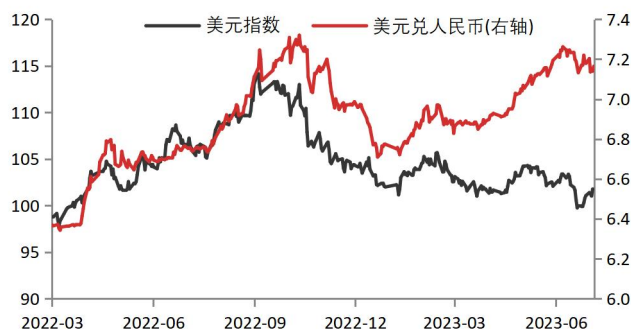
海外资金方面，前期人民币大幅贬值导致北向资金大幅流出。不过目前来看，外资流出的趋势或将终结。一方面，美联储加息落地、美元指数回落，人民币贬值动能弱化。另一方面，央行已通过公开表态、干预人民币汇率中间价、调节跨境融资宏观审慎调节参数等方式引导市场预期，政治局会议表态也释放出汇率预期管理信号，人民币汇率有望迎来拐点。随着政治局会议提振风险偏好，A 股市场底部确认，北向资金将重回净流入态势。

图9 北向资金周度净流入（单位：亿元）



资料来源：Wind, 东海期货研究所

图10 人民币汇率



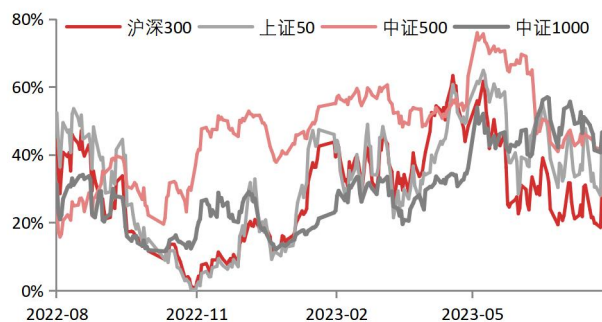
资料来源：Wind, 东海期货研究所

### 3. 估值整体偏低，股债性价比提升

在二季度市场的持续下跌之后，目前A股主要宽基指数估值基本处于历史较低位置。截至7月27日，上证综指滚动市盈率为13.02，处于近5年44.72%分位点；沪深300指数滚动市盈率为11.78，处于近5年26.9%分位点；中证500指数滚动市盈率为23.0，处于近5年43.48%分位点。在A股完成筑底之后，估值中期有望继续回升。

从股债性价比的角度来看，以沪深300股息率和10年期国债到期收益率衡量的股债性价比指标已升至较高水平，股的性价比提升。二季度以来，因经济和政策预期走弱，债市走牛，收益率下行。目前收益率正处低位震荡环境之中，而股市政策支撑下低位回升的确定性高，未来资金有望进一步流向权益市场。

图11 主要宽基指数历史分位数



资料来源：Wind, 东海期货研究所

图12 沪深300指数股债性价比



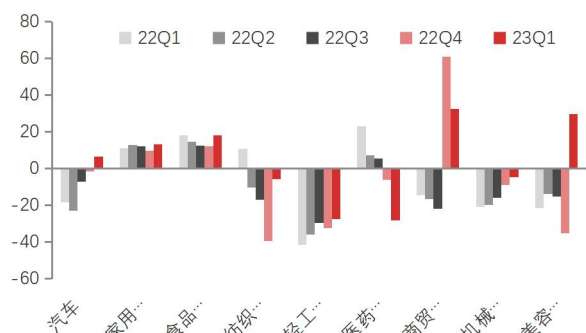
资料来源：Wind, 东海期货研究所

### 4. 关注大消费、大金融与地产链条

结合宏观基本面情况、行业估值水平和政治局政策信号，我们预计8月以下题材可能出现轮动机会：

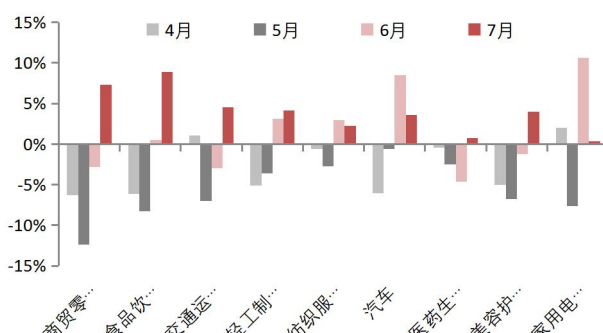
首先是大消费领域。2023 年以来，随着疫情政策的转变，我国居民消费潜力自然释放，1-6 月社零同比增长较快，对经济修复贡献明显增强。上半年，在一系列政策出台和显效之后，消费恢复势头良好，多数细分领域盈利好转，估值整体有所提升。7 月政治局会议进一步强调政策对消费的提振和对信心的增强。为实现积极扩大国内需求的目的，消费将继续承担拉动经济的首要功能，大宗消费、服务消费、绿色消费都是政策鼓励的重点。处于估值底部的医药生物细分板块在支持政策发布后也有望迎来反弹机会。

图 13 消费行业归母净利润同比增速（单位：%）



资料来源：Wind, 东海期货研究所

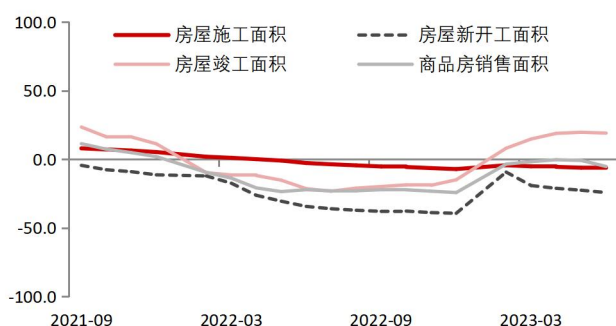
图 14 消费行业月度涨跌（单位：%）



资料来源：Wind, 东海期货研究所

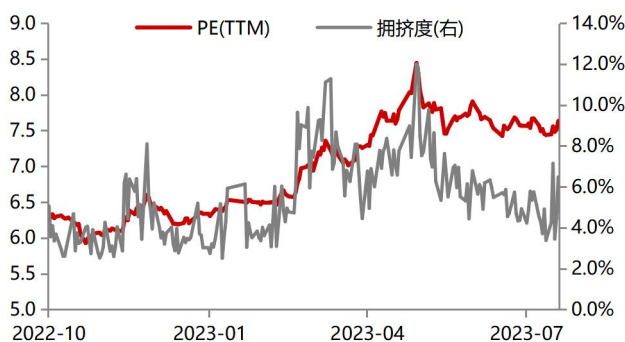
其次是受益于政治局会议积极政策信号的大金融和地产链。本次政治局会后政策加码超预期的最大期待就在这两个方面。地产政策方面，政治局会议表述发生明显变化，在需求走弱、销售端和房企端长期弱势弱运行的背景下，删去了“房住不炒”的表述。虽然这并不意味着房地产政策的根本转向，但也加强了市场对地产政策进一步加码和地产市场筑底的期待。同时，会议还表态将改善资本市场，提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”，增量资金有望流入股市。中特估指数自 2023 年 5 月从高位回调以来一直维持窄幅震荡走势，如今也有望重获上行动力。

图 15 房地产开工施工竣工销售累计同比（单位：%）



资料来源：Wind, 东海期货研究所

图 16 中特估指数拥挤度与市盈率变化

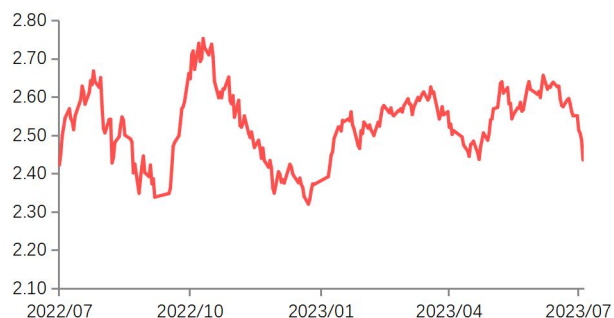


资料来源：Wind, 东海期货研究所

## 5.后市判断与操作建议

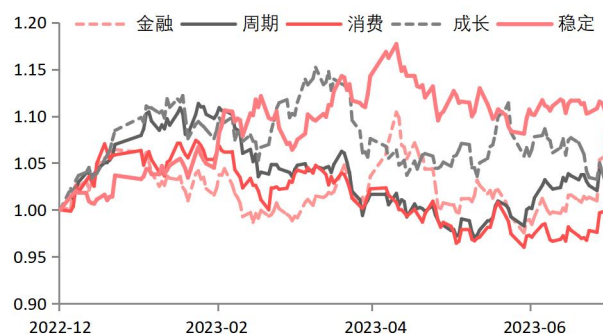
向前看，在政策底出现之后、经济底确认之前，指数缺乏趋势性上行动力，预计仍以结构性机会为主。随着政治局会议的落地，在政策出台窗口期内，地产和资本市场加码期待将成为市场关注的焦点和超预期的可能方向，价值将继续强于成长。海外资金回流趋势下，大盘价值风格有望继续增强。四大宽基指数中，IH 受地产政策和资本市场政策的影响最为直接，预计能够继续占优。操作上可择机做多 IH。

图 17 IM/IH 当月合约比价变化



资料来源：Wind, 东海期货研究所

图 18 风格指数净值对比



资料来源：Wind, 东海期货研究所

## 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，并不构成对客户的投资建议，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，任何机构任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

### 东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市浦东新区峨山路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