



# 大类资产周报第 17 期

宏观专题研究报告  
 证券研究报告

## 宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）  
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师：贾璐熙（执业 S1130523120002）  
 jialuxi@gjzq.com.cn

分析师：李欣越（执业 S1130523080006）  
 lixinyue@gjzq.com.cn

## A 股“反转”的条件？

2023 年 12 月 20 日，上证指数市净率一度创历史新低。其他维度下，A 股估值处于什么位置，历史上的“估值”底部，市场如何“破局”？本文分析，可供参考。

### 热点思考：A 股“反转”的条件？

**一问：当下估值水平的历史比较？宏微观不同维度下，A 股估值均处于历史较低水平**

以市净率衡量，上证指数估值近期一度创历史新低；以市盈率、股债性价比等指标来衡量，A 股估值也处于历史较低水平。1) 截至 2023 年 12 月 20 日，上证指数市净率走低至 1.19、创历史新低。2) 上证指数市盈率为 12.4，处 2000 年以来 17.5% 的历史分位。3) 10Y 国债利率与沪深 300 股息率的收益差达 -0.7%，接近过去 3 年均值以下 2 个标准差。微观个股层面也同样如此，A 股破发股、高股息率占比等均处于历史较高分位水平。1) 破净维度，A 股中破净个股数量达 419 家、占比 8.2%，处历史 77.0% 的分位水平。2) 破发维度，A 股中共有 760 家上市公司跌破发行价、占比 14.9%，处历史 73.7% 的分位水平。3) 股息率维度，A 股中共有 498 家股息率高于 3%、占比 9.7%，处历史 87.0% 的分位水平。

**二问：历史上的估值底部，如何“破局”？政策的持续催化，叠加海外流动性的改善**

从“底部破局”的经验来看，政策持续宽松是必要条件，北上资金改善在近年也愈发重要。复盘 2000 年以来的 9 次“市场底”，有如下经验：1) “政策底”到“市场底”的过程，往往需要政策的持续催化，才能促成预期的扭转。2) 海外流动性转向在近 4 次市场见底中的重要性愈发凸显。3) 经济改善并非必要条件，但能放大市场向上的弹性。市场见底后的 1 个月中，消费、成长等板块的市场表现相对占优。1) 风格角度，过去 9 次市场见底后 1 个月，成长、消费平均超额收益率分别为 2.3%、1.2%、相对占优。2) 市值维度，2014 年以前的 5 次市场见底后，中小盘多数占优；2015 年以来的 4 次，大盘表现相对更好。3) 行业层面，建材、传媒、计算机等行业相对占优。

**三问：当下已具备哪些“破局”条件？“政策底”不断夯实，海外流动性环境已趋宽松**

政策仍在不断加码，海外流动性环境也已趋于改善。政策方面，自 2023 年 7 月中央政治局会议“夯实”政治底后，从“三支箭”政策到地产政策的优化，从中央经济工作会议的积极定调到近期“PSL”的再度启用，政策有望形成合力，逐步提振市场信心。海外方面，随着 12 月美联储“实质性”转向，人民币汇率升值与外资回流的共振有望出现。近期经济结构上需求的相对疲弱对市场信心仍有拖累，但企稳向好的信号已愈发明晰。12 月，我国制造业 PMI 录得 49、低于预期的 49.6，主因需求偏弱对新订单指数的拖累，对市场情绪仍有一定影响。向后看，当下库存处于绝对低位，叠加实际利率下行，经济企稳向上信号已愈加明确，而政策发力或也将为经济进一步注入上行“动能”。

### 周度回顾：发达国家国债收益率全线下行，原油、贵金属大幅上涨（2023/12/29-2024/01/05）

**股票市场：**发达国家股指全线下跌，新兴市场股指多数下跌，创业板指下跌 6.1%。发达国家股指，纳斯达克指数下跌 3.25%；新兴市场股指，伊斯坦布尔证交所全国 30 指数上涨 2.4%，南非富时综指下跌 3.13%。

**债券市场：**发达国家 10 年期国债收益率全线上涨。美国上行 17bp 至 4.05%，德国上行 14bp 至 2.2%，法国上行 12.2bp 至 2.68%，英国上行 14.32bp 至 3.76%，意大利上行 11.8bp 至 3.83%，日本上行 0.2bp 至 0.65%。

**外汇市场：**美元指数上行，其他货币兑美元全线下跌。美元指数上行 0.01% 至 102.44。欧元兑美元贬值 0.86%，英镑兑美元贬值 0.13%，日元兑美元贬值 2.5%，加元兑美元贬值 0.82%，挪威克朗兑美元贬值 1.28%。

**商品市场：**原油全线上涨，黑色多数上涨，农产品走势分化，贵金属全线下跌，通胀预期从前值的 2.16% 升至 2.22%。COMEX 黄金下跌 0.93% 至 2052.60 美元/盎司。10Y 美债实际收益率从前值的 1.72% 升至 1.83%。

### 风险提示

俄乌冲突再起波澜；大宗商品价格反弹；工资增速放缓不达预期



## 内容目录

一、热点思考：A股“反转”的条件？	4
一问：当下估值水平的历史比较？ 宏微观不同维度下，A股估值均处于历史较低水平	4
二问：历史上的估值底部，如何“破局”？政策的持续催化，叠加海外流动性的改善	6
三问：当下已具备哪些“破局”条件？“政策底”不断夯实，海外流动性环境已趋宽松	8
二、大类资产高频跟踪（2023/12/29-2024/01/05）	11
（一）权益市场追踪：全球资本市场多数下跌	11
（二）债券市场追踪：发达国家10年期国债收益率全线上涨	13
（三）外汇市场追踪：美元指数上行，其他货币兑美元全线下跌	13
（四）大宗商品市场追踪：大宗商品价格走势分化	14
风险提示	16

## 图表目录

图表 1：近期，上证指数市净率一度创下历史新低	4
图表 2：近期，万得全A市净率也处于历史极低分位	4
图表 3：上证指数近期再度跌破过去2年的2倍标准差	4
图表 4：上证指数市盈率历史分位数仅17.5%	4
图表 5：上证指数ERP接近过去3年中枢上2倍标准差	5
图表 6：股债收益差近期也再度跌破均值以下2倍标准差	5
图表 7：截至1月5日，A股破净个股占比8.2%	5
图表 8：截至1月5日，A股13.9%的个股股价低于5元	5
图表 9：截至1月5日，A股破发个股占比14.9%	5
图表 10：截至1月5日，A股9.7%的个股股息率高于3%	5
图表 11：2000年以来，A股主要市场底部的“估值比较”	6
图表 12：2000年以来，上证指数的历次底部区间	6
图表 13：历次A股市场底部距离前高的跌幅及磨底时长	6
图表 14：货币政策发力，在9次市场底中6次均有出现	7
图表 15：近4轮市场底前后，均有北上资金改善的加持	7
图表 16：“市场底”与“经济底”在时间上不完全同步	7
图表 17：“市场底”多数情况下领先“经济底”出现	7
图表 18：成长、消费等板块在市场见底后相对占优	8
图表 19：大小盘风格在市场见底后并无明显差异	8
图表 20：建材、传媒、计算机等行业在市场见底后1个月的表现中相对占优	8
图表 21：7月中央政治局会议定调积极	9
图表 22：8月27日，证监会“三支箭”	9



图表 23: 历次中央经济工作会议高频词.....	9
图表 24: 1 月, PSL 工具再度启用, 支持三大工程等建设.....	9
图表 25: 北上资金占比越高的个股, 12 月表现越差.....	10
图表 26: 近期, 市场降息预期快速升温.....	10
图表 27: 从加息到降息的间隔期, 美元指数多数走弱.....	10
图表 28: 汇率与北上资金的共振值得持续关注.....	10
图表 29: 2023 年 12 月, 制造业 PMI 边际回落.....	11
图表 30: 2023 年 12 月, PMI 主要分项均有下滑.....	11
图表 31: 产成品库存已处低位, 而实际利率仍居高位.....	11
图表 32: 11 月, 广义财政支出同比 6.4%.....	11
图表 33: 当周, 发达国家股指全线下跌.....	12
图表 34: 当周, 新兴市场股指多数下跌.....	12
图表 35: 当周, 美国标普 500 行业走势分化.....	12
图表 36: 当周, 欧元区行业走势分化.....	12
图表 37: 当周, 恒生指数全线下跌.....	12
图表 38: 当周, 行业方面多数下跌.....	12
图表 39: 当周, 发达国家 10 年期国债收益率全线上涨.....	13
图表 40: 当周, 10Y 收益率美英德均上涨.....	13
图表 41: 当周, 新兴市场 10 年期国债收益率多数上涨.....	13
图表 42: 当周, 土耳其和巴西 10Y 利率分化.....	13
图表 43: 当周, 美元指数上行, 其他货币兑美元全线下跌.....	14
图表 44: 当周, 英镑、欧元兑美元.....	14
图表 45: 当周, 主要新兴市场兑美元全线下跌.....	14
图表 46: 土耳其里拉和韩元兑美元.....	14
图表 47: 当周, 人民币兑美元、欧元和英镑均贬值.....	14
图表 48: 当周, 人民币兑美元贬值.....	14
图表 49: 当周, 大宗商品价格分化.....	15
图表 50: WTI 原油、布伦特原油价格均上涨.....	15
图表 51: 当周, 焦煤价格上涨.....	15
图表 52: 当周, 铜铝价格均下跌.....	16
图表 53: 当周, 通胀预期升至 2.22%.....	16
图表 54: 当周, 黄金、白银均下跌.....	16
图表 55: 当周, 10Y 美债实际收益率升至 1.83%.....	16



2023年12月20日，上证指数市净率一度创历史新低。其他维度下，A股估值处于什么位置，历史上的“估值”底部、市场如何“破局”？本文分析，可供参考。

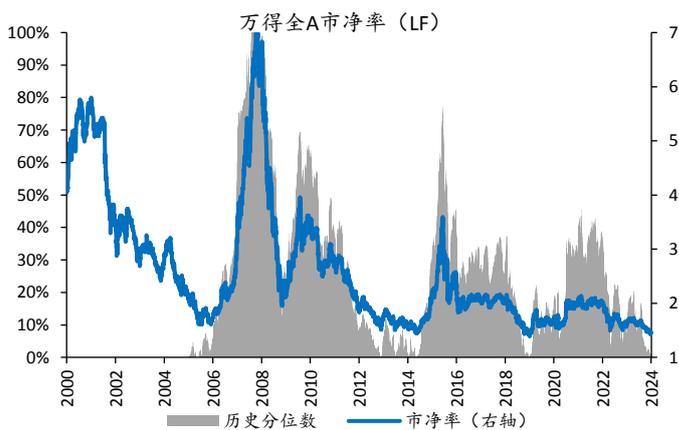
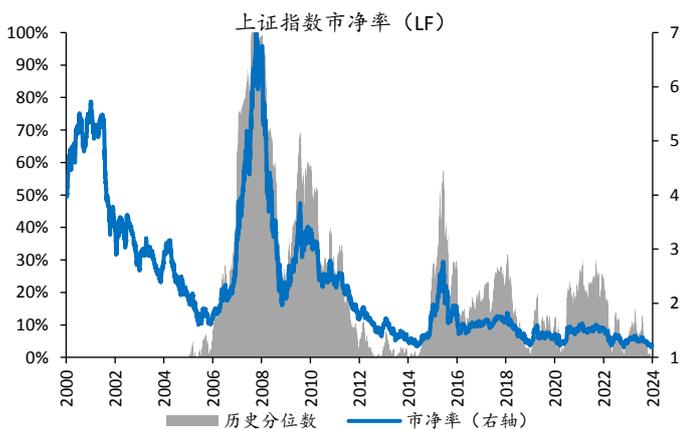
## 一、热点思考：A股“反转”的条件？

一问：当下估值水平的历史比较？宏微观不同维度下，A股估值均处于历史较低水平

以市净率衡量，上证指数的估值近期一度创下历史新低。2023年5月以来，在指数疲弱表现拖累下，A股市净率不断走低，截至2023年12月20日，上证指数、万得全A的市净率分别走低至1.19和1.43；前者创2000年以来历史新低，后者也仅略高于2019年1月3日的1.40，历史分位数低至0.1%。近期，两者市净率随有所回升，但仍分别录得1.21和1.44，处于0.1%和0.3%的极低历史分位水平。

图表1：近期，上证指数市净率一度创下历史新低

图表2：近期，万得全A市净率也处于历史极低分位



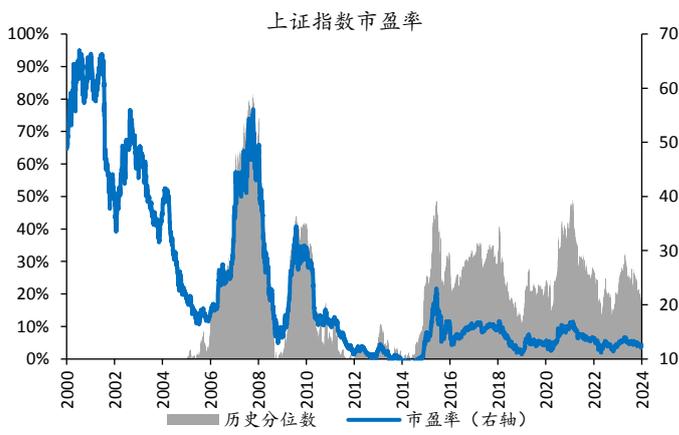
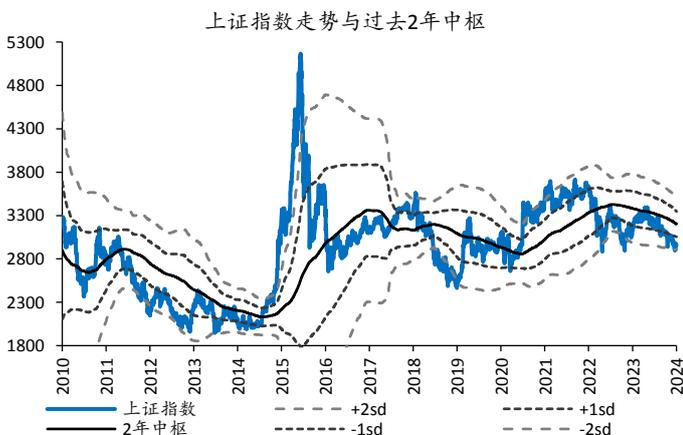
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

不仅市净率如此，以市盈率、股债性价比等指标来衡量，A股估值也处于历史极低的水平。1) 市盈率维度，截至1月5日，上证指数市盈率为12.4，处2000以来17.5%的历史较低分位。2) 2年均线视角，2023年12月26日，上证指数一度跌至过去2年中枢以下2个标准差，为继2019年初、2022年4月、2022年10月后，近5年中第4次触及。3) 股权风险溢价视角，截至1月5日，上证指数股权风险溢价达5.6%，远高于过去3年均值的4.7%。4) 股债收益差视角，截至1月5日，10年期国债收益率与沪深300股息率的收益差达-0.7%，接近过去3年均值以下2个标准差。

图表3：上证指数近期再度跌破过去2年的2倍标准差

图表4：上证指数市盈率历史分位数仅17.5%

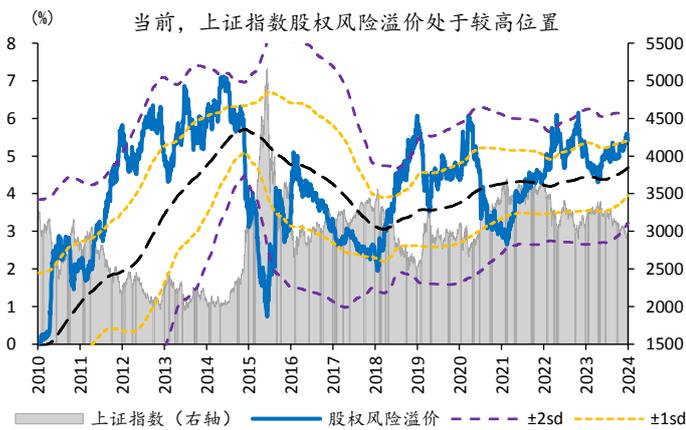


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

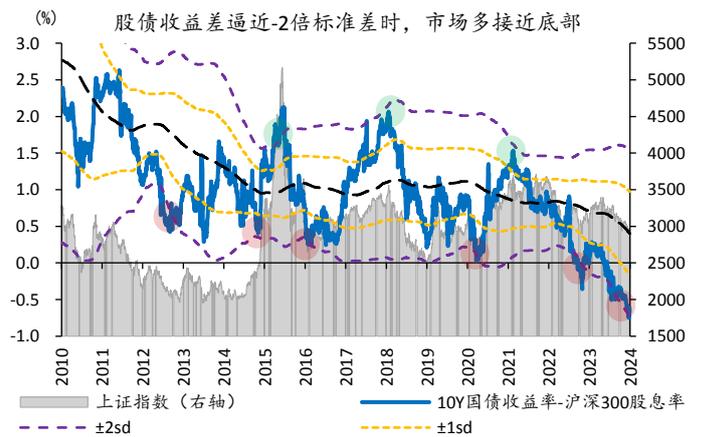


图表5: 上证指数ERP接近过去3年中枢上2倍标准差



来源: Wind, 国金证券研究所

图表6: 股债收益差近期也再度跌破均值以下2倍标准差



来源: Wind, 国金证券研究所

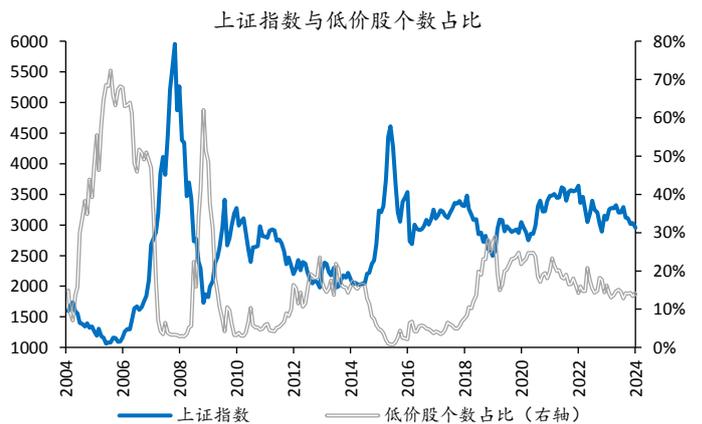
微观的个股层面也同样如此, 破发股数量、高股息率个股数量及占比等均处于历史较高分位水平。1) 破净维度, 截至1月5日, 全部A股中破净个股数量达419家、占比8.2%, 处历史77.0%的分位水平。2) 破发维度, 截至1月5日, 全部A股中共有760家上市公司跌破发行价、占比14.9%, 处历史73.7%的分位水平。3) 股息率维度, 截至1月5日, 全部A股中共有498家股息率高于3%、占比9.7%, 处历史87.0%的分位水平。

图表7: 截至1月5日, A股破净个股占比8.2%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表8: 截至1月5日, A股13.9%的个股股价低于5元



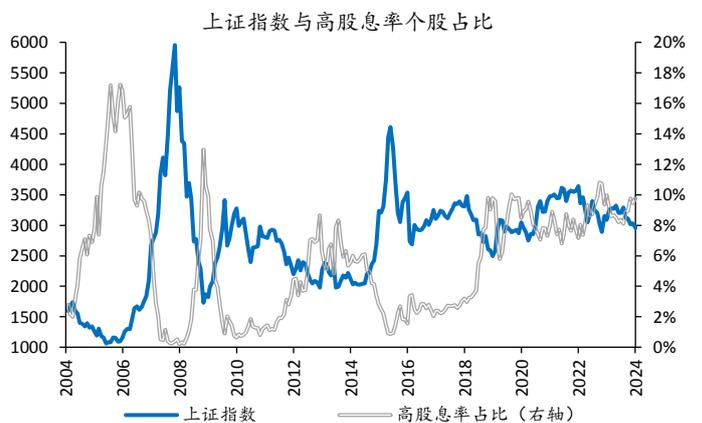
来源: Wind, 国金证券研究所

图表9: 截至1月5日, A股破发个股占比14.9%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 截至1月5日, A股9.7%的个股股息率高于3%



来源: Wind, 国金证券研究所



二问：历史上的估值底部，如何“破局”？政策的持续催化，叠加海外流动性的改善

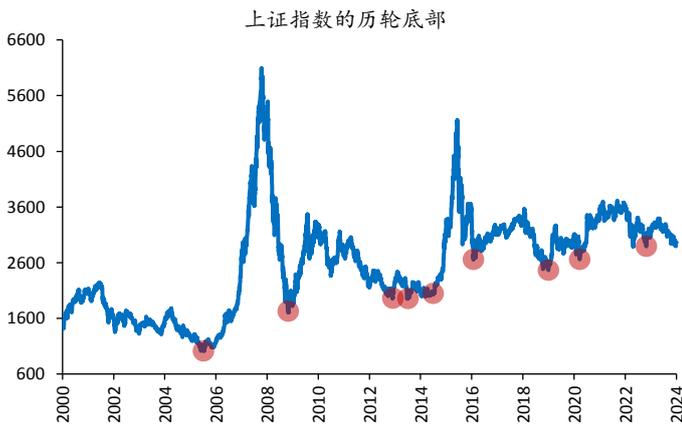
历史回溯来看，2000年以来的9次A股“市场底”对当下有一定借鉴意义。从宏观观各类估值维度来比较，2000年以来共有9次“市场底”与当下较为类似：2005年7月、2008年11月、2012年12月、2013年6月、2014年5月、2016年2月、2019年1月、2020年3月和2022年10月。这9次“市场底”出现前，上证指数的平均跌幅高达33%，通常较前期阶段性高点有10个月左右的“磨底时间”。

图表11：2000年以来，A股主要市场底部的“估值比较”

日期	市净率分位数低于1%	市盈率分位数低于20%	股债性价比跌破2倍标准差	股权风险溢价高出2倍标准差	股价低于2年中枢2倍标准差	破净率高于8%	低价股占比超过10%	破发率超过15%	高股息率超过10%
2005年7月	是	是	否	是	是	是	是	是	是
2008年11月	否	是	是	是	否	否	是	是	是
2012年12月	是	是	是	否	否	否	否	是	否
2013年6月	是	是	否	否	是	否	是	是	否
2014年5月	是	是	否	是	否	是	是	否	否
2016年2月	否	否	是	否	否	否	否	否	是
2019年1月	是	是	否	是	是	是	是	否	是
2020年3月	是	否	是	是	否	是	是	否	否
2022年10月	是	是	是	是	是	是	是	是	是
当下	是	是	是	否	否	是	是	是	是

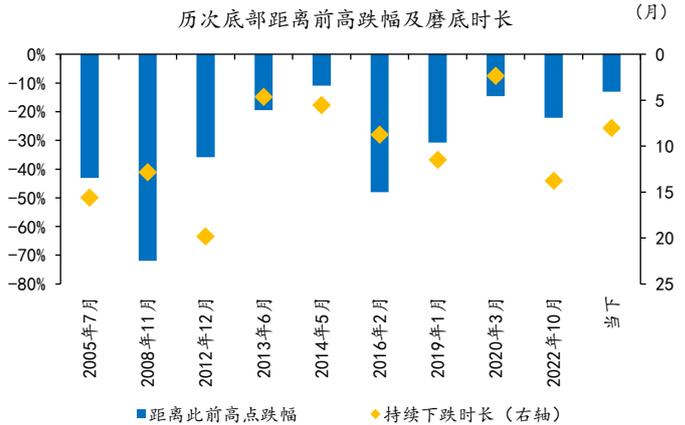
来源：Wind，国金证券研究所

图表12：2000年以来，上证指数的历次底部区间



来源：Wind，国金证券研究所

图表13：历次A股市场底部距离前高的跌幅及磨底时长

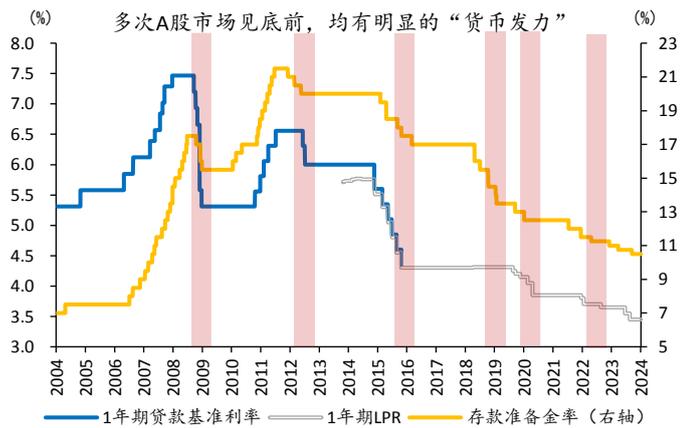


来源：Wind，国金证券研究所

从“底部破局”的经验来看，政策的持续宽松是必要条件，北上资金的改善在近年也愈发重要。1) 政策宽松是必要条件，“政策底”到“市场底”的过程，往往需要政策的持续催化，才能促成预期的扭转。过去9次市场底中，有6次中均有“降准降息”等明显货币宽松的支持。2) 随着外资占比的逐步提高，海外流动性的转向在近几年市场见底中的重要性愈发凸显，2016年初、2019年初、2020年3月、2022年10月的4次市场转向中，均有北上资金明显回流的“加持”。3) 经济改善并非市场见底的必要条件，过去9次“市场底”中，有3次“市场底”领先“经济底”、4次同步“经济底”、2次滞后“经济底”。

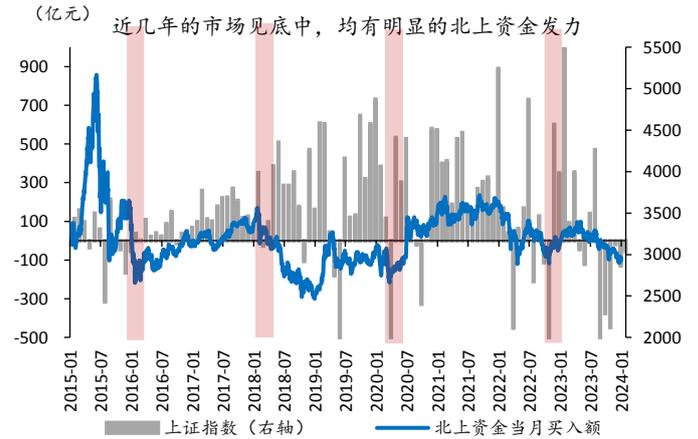


图表14: 货币政策发力, 在9次市场底中6次均有出现



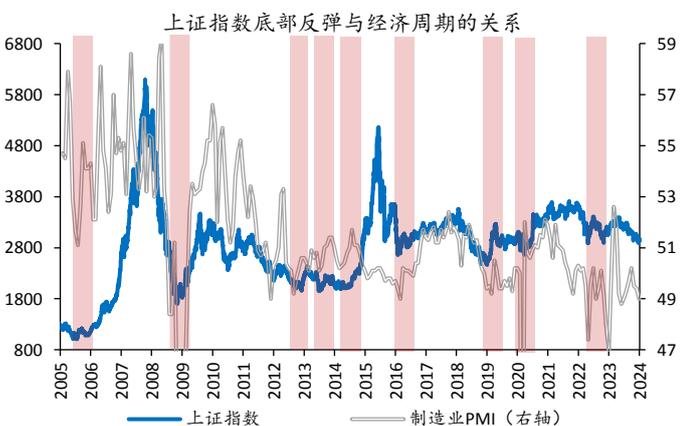
来源: Wind, 国金证券研究所

图表15: 近4轮市场底前后, 均有北上资金改善的加持



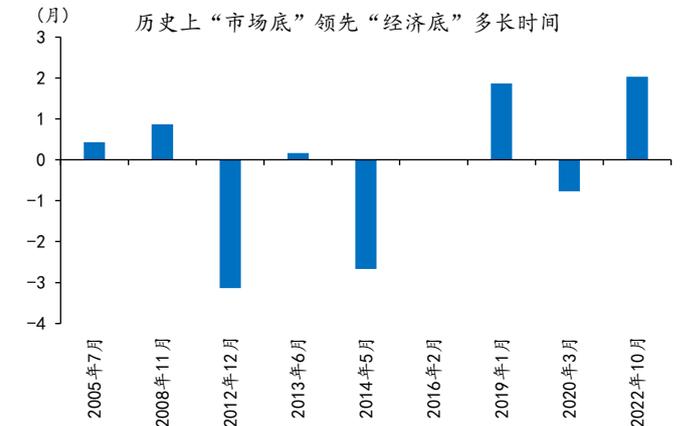
来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: “市场底”与“经济底”在时间上不完全同步



来源: Wind, 国金证券研究所

图表17: “市场底”多数情况下领先“经济底”出现



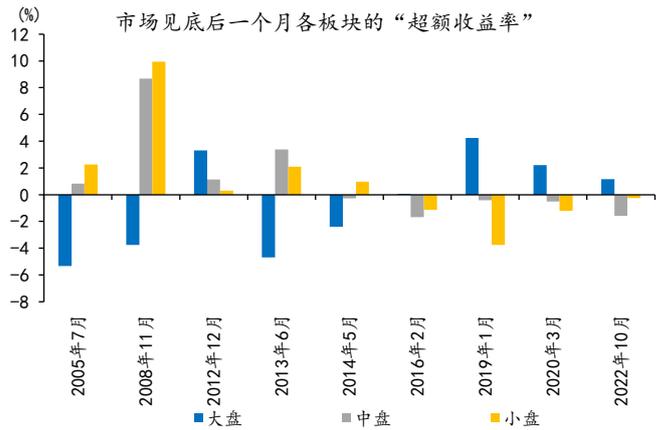
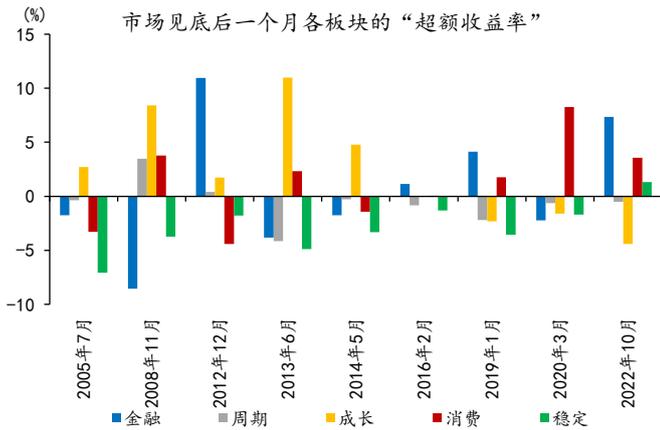
来源: Wind, 国金证券研究所

市场见底后的1个月中, 消费、成长等板块的市场表现相对占优。1) 从风格角度来看, 过去9次市场见底后1个月, 成长、消费、金融、周期、稳定平均超额收益率分别为2.3%、1.2%、0.6%、-0.6%、2.9%, 成长、消费相对占优。2) 从市值维度来看, 2014年以前的5次市场见底后, 中小盘多数占优; 但2015年以来的4次市场见底后, 大盘风格均有更高的超额收益。3) 从行业层面来看, 建材、传媒、计算机等行业相对占优, 过去9次的平均超额收益率分别为5.4%、3.7%、3.6%。



图表18: 成长、消费等板块在市场见底后相对占优

图表19: 大小盘风格在市场见底后并无明显差异



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表20: 建材、传媒、计算机等行业在市场见底后1个月的表现中相对占优

行业	2005年7月	2008年11月	2012年12月	2013年6月	2014年5月	2016年2月	2019年1月	2020年3月	2022年10月	均值
建筑材料	1.6	32.4	4.8	-7.2	-2.3	-0.1	1.5	5.8	12.3	5.4
传媒	-3.0	7.0	-2.5	29.0	4.6	-0.3	-6.3	-3.2	8.0	3.7
计算机	5.4	5.7	-1.1	19.5	11.2	-1.1	-1.1	-3.1	-3.3	3.6
电力设备	2.6	25.0	-0.2	1.3	2.2	0.5	2.4	-1.3	-7.3	2.8
房地产	1.6	5.1	7.1	-1.4	-1.8	-2.6	0.1	-1.7	17.8	2.7
机械设备	5.9	17.6	1.0	0.2	0.2	-0.6	-1.8	-0.3	-1.7	2.3
环保	1.5	11.1	2.1	14.6	1.4	-4.9	-8.3	-1.5	0.2	1.8
电子	2.4	9.1	-0.5	7.1	3.0	-1.4	0.4	-6.2	-2.5	1.3
农林牧渔	0.9	13.2	0.9	-5.7	-3.8	-0.1	-0.1	8.1	-2.6	1.2
非银金融	-1.9	-10.7	14.5	-4.2	-3.3	5.4	5.9	-2.7	7.4	1.1
医药生物	-3.4	4.3	-7.2	7.4	0.5	-2.9	-2.1	11.1	0.4	0.9
家用电器	-6.2	7.7	-4.5	-1.9	-1.3	-1.4	9.5	0.0	3.8	0.6
建筑装饰	1.6	7.0	4.7	-5.8	-3.5	0.2	-5.1	0.1	5.2	0.5
综合	2.4	11.1	-0.4	-0.9	-0.6	-1.0	-7.4	0.0	0.8	0.5
食品饮料	-6.4	-1.8	-8.5	-4.1	-5.6	3.5	6.3	13.1	7.4	0.4
轻工制造	-2.5	10.4	1.2	-1.2	-1.8	-1.1	-5.0	-1.0	4.0	0.3
有色金属	-0.5	10.8	2.0	-4.9	-0.6	0.5	-4.1	-1.8	-1.4	0.0
汽车	-2.9	6.1	3.8	-3.6	2.4	0.0	-2.9	-3.1	-2.6	-0.3
纺织服装	0.6	8.6	1.1	-6.8	-3.0	0.8	-5.3	-0.9	2.0	-0.3
商贸零售	-3.6	2.4	0.6	-0.9	-3.7	-1.9	-2.5	1.2	3.9	-0.5
社会服务	-4.8	8.8	-4.1	3.0	-3.2	-2.7	-9.3	0.7	5.2	-0.7
通信	-5.9	1.4	0.6	12.7	4.4	-2.0	-6.4	-7.8	-5.6	-0.9
基础化工	-0.3	-0.4	0.1	-4.0	-1.5	-0.8	-2.1	-0.4	0.4	-1.0
国防军工	-1.8	2.0	5.0	-4.3	-0.1	0.4	-2.5	-1.0	-10.7	-1.4
银行	-6.0	-13.9	9.0	-7.6	-1.6	-0.9	4.4	-2.3	5.5	-1.5
美容护理	6.0	-9.1	-9.0	5.6	-2.2	-6.6	-7.4	8.0	-0.1	-1.6
石油石化	2.7	-0.9	-2.2	-8.5	-0.9	-3.5	-0.3	-3.6	-0.7	-2.0
公用事业	-6.8	-1.4	-3.2	0.4	-0.7	-3.2	-6.0	-1.9	-0.8	-2.6
钢铁	-4.0	-1.8	-3.0	-10.0	-3.5	-6.2	1.5	-2.5	3.3	-2.9
煤炭	3.5	-8.5	3.4	-15.4	-5.8	-7.0	2.5	-3.4	-5.7	-4.1
交通运输	-8.2	-5.8	-1.4	-8.4	-5.0	-3.5	-2.7	-1.4	-2.4	-4.3

来源: Wind, 国金证券研究所

三问：当下已具备哪些“破局”条件？“政策底”不断夯实，海外流动性环境已趋宽松

政策方面，从7月政治局会议定调，到近期PSL落地，政策仍在不断加码，或将提振市场信心。历史经验来看，“政策底”通常先于“市场底”出现，但期间“磨底”过程则有所分化；虽然有2008年“四万亿”、2022年“防疫优化”这类市场信心立竿见影得到提振的例子，但多数情况下需要政策的不断加码，直至市场预期完全扭转。自2023年7月中央政治局会议“夯实”政治底后，从“三支箭”政策到地产政策的优化，从中央经济工作会议的积极定调到近期“PSL”的再度启用，政策有望形成合力，逐步提振市场信心。



图表21: 7月中央政治局会议定调积极

图表22: 8月27日, 证监会“三支箭”

中央政治局会议		
时间	2022年12月6日	2023年7月24日
形势研判	面对风高浪急的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务, 保持了经济和社会大局稳定, 明年要坚持稳中求进、稳中求好。	当前经济运行面临的困难挑战, 主要是国内需求不足, 一些企业经营困难, 重点领域风险隐患较多, 外部环境复杂严峻, 我国经济具有巨大的发展韧性和潜力, 长期向好的基本面没有改变。
政策方向	积极的财政政策要加力提效, 稳健的货币政策要精准有力, 产业政策要发展和安全并举, 科技政策要聚焦自立自强, 社会政策要兜牢民生底线。	要用好政策空间、政策发力方向, 扎实推动经济高质量发展, 要精准有力实施宏观调控, 加强逆周期调节和政策储备, 要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。
具体举措	要着力扩大国内需求, 充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。	要积极推进以实体经济为支撑的现代化产业体系, 既要顺势而上, 在短板领域加快突破, 也要顺势而为, 在优势领域做大做强。
	要加快建设现代化产业体系, 提升产业链供应链韧性和安全水平。	要大力推动现代化产业体系建设, 要推动数字经济与先进制造业、现代服务业深度融合, 促进人工智能安全发展, 要推动平台企业规范健康发展。
其他	要切实落实“两个毫不动摇”, 增强我国社会主义现代化建设动力和活力, 要推进高水平对外开放, 更大力度吸引和利用外资。	要坚持“两个毫不动摇”, 切实提高国有企业核心竞争力, 切实优化民营企业发展环境, 要坚决整治乱收费、乱罚款、乱摊派, 解决政府拖欠企业账款问题, 要活跃资本市场, 提振投资者信心。
	要防范化解重大经济金融风险, 守住不发生系统性风险的底线。	要切实防范化解重点领域风险, 适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势, 适时调整优化房地产政策, 要有效防范化解地方债务风险, 制定实施一揽子化债方案, 要加强金融监管, 稳步推动高风险中小金融机构改革化险。
其他	要坚持以实干实绩论英雄, 激发全社会干事创业活力, 让干部敢为、地方敢闯、企业敢干、群众敢首创。	要加大民生保障力度, 把稳就业提高到战略高度通盘考虑, 兜牢兜实基层“三保”底线。

**发行市场** 阶段性收紧 IPO 节奏, 促投融资两端动态平衡。

**投资者** 将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由 100% 降低至 80%。

**减持行为** 破发、破净, 或近三年未现金分红、累计现金分红低于近三年年均净利润的 30%, 控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持本公司股份。

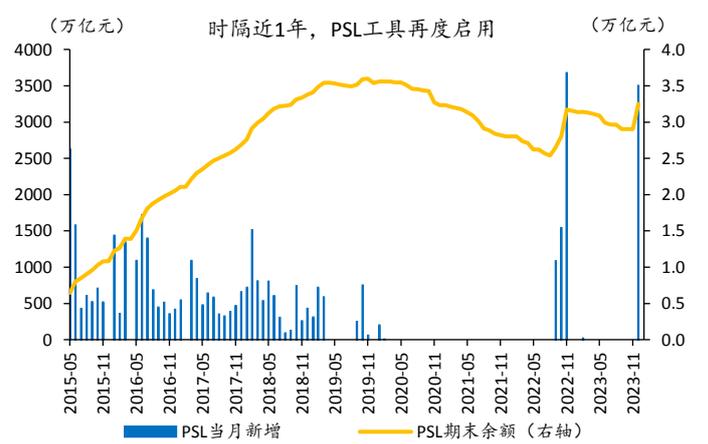
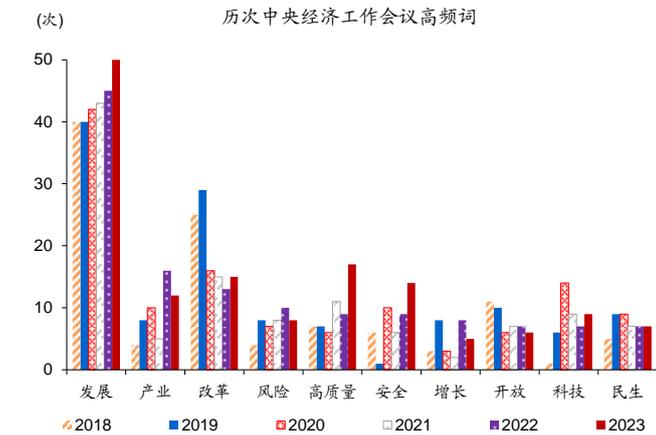
证监会“三支箭”

来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表23: 历次中央经济工作会议高频词

图表24: 1月, PSL 工具再度启用, 支持三大工程等建设



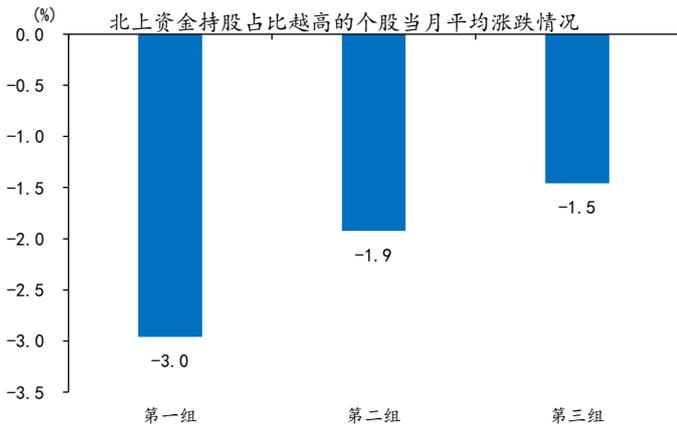
来源: 中国政府网站, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

外资的持续外流在前期对市场信心的恢复有明显压制, 随着 12 月美联储“实质性”转向, 人民币汇率升值与外资回流的共振有望出现。12 月前三周, 北上资金累计流出 266.0 亿, 北上资金持股占比较高的个股, 平均跌幅高达 3.0%、远高于北上资金持股占比较低个股 1.5% 的跌幅。而随着美联储在 12 月议息会议上的实质性转向, 近期市场降息预期不断升温, 已在计价 2024 年 6 次的降息幅度。历史回溯来看, 从最后一次加息到降息的后半程, 美元指数多数走弱、对人民币汇率或有支撑。这一背景下, 北上资金的回流也值得期待。

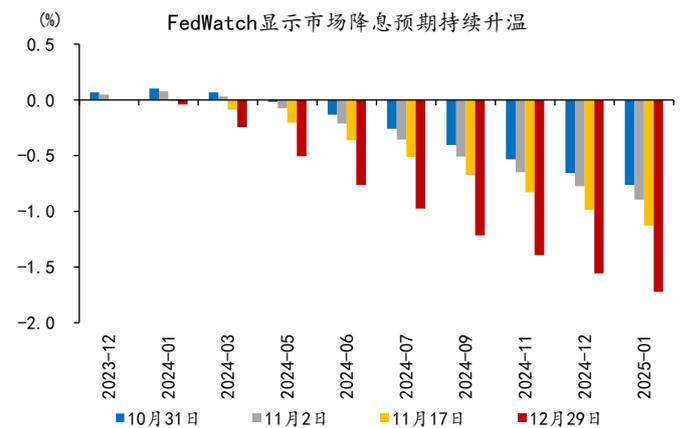


图表25: 北上资金占比越高的个股, 12月表现越差



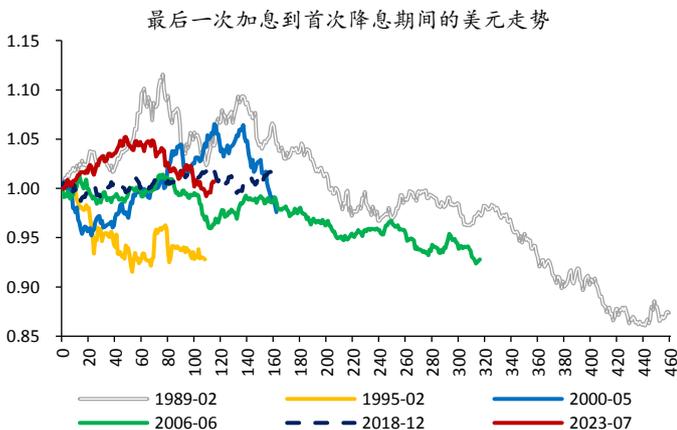
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表26: 近期, 市场降息预期快速升温



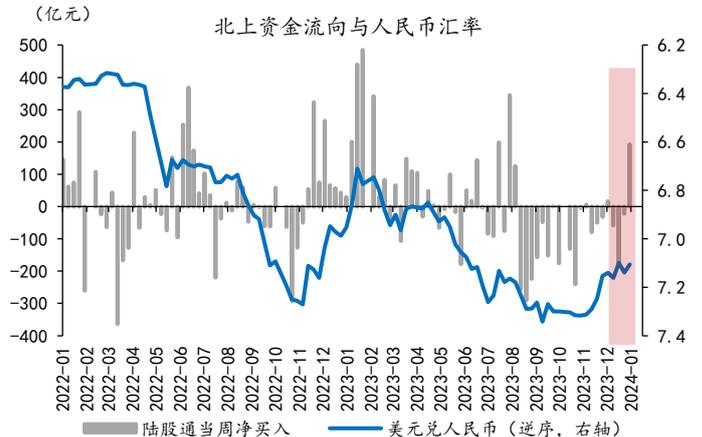
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表27: 从加息到降息的间隔期, 美元指数多数走弱



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表28: 汇率与北上资金的共振值得持续关注

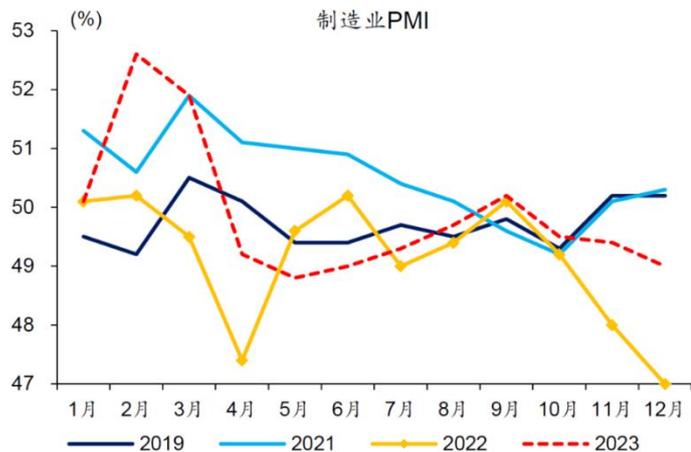


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

经济方面, 近期数据结构上需求的相对疲弱对市场信心仍有拖累, 但企稳向上的信号已愈发明确。12月, 我国制造业PMI录得49、低于预期的49.6, 主因需求偏弱对新订单指数的拖累。类似的, 11月社融中新增企业中长期贷款4460亿、同比少增超2900亿, 企业端融资表现平平; 社零同比10.1%、低于预期的12.6%, 消费动能“冲高回落”, 部分经济指标的“结构不佳”仍对市场信心有一定拖累。向后看, 当下库存处于绝对低位, 叠加实际利率下行, 经济企稳向上信号已愈加明确, 而政策发力或也将为经济进一步注入上行“动能”。

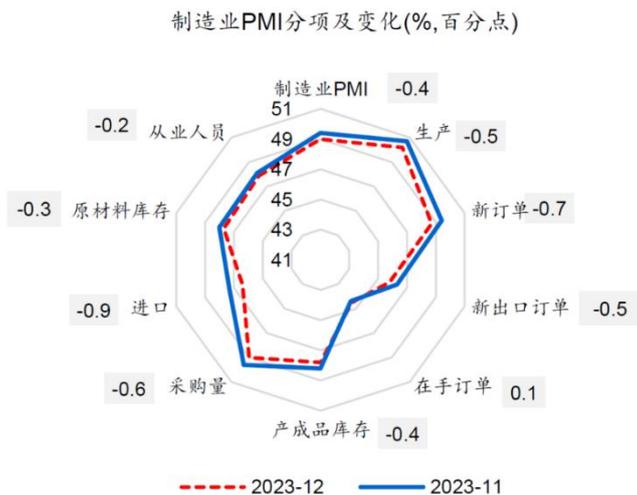


图表29: 2023年12月, 制造业PMI 边际回落



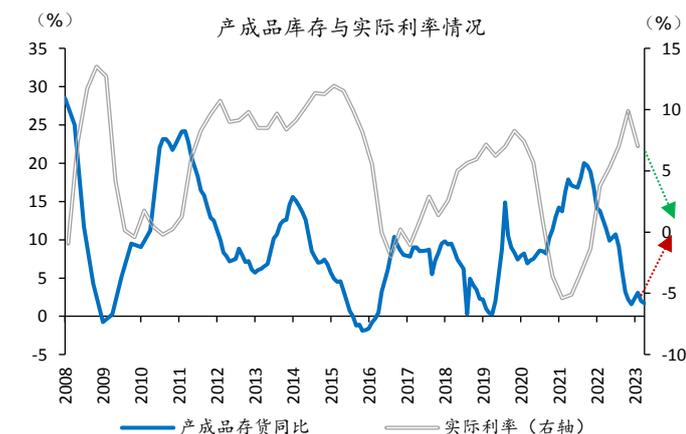
来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 2023年12月, PMI 主要分项均有下滑



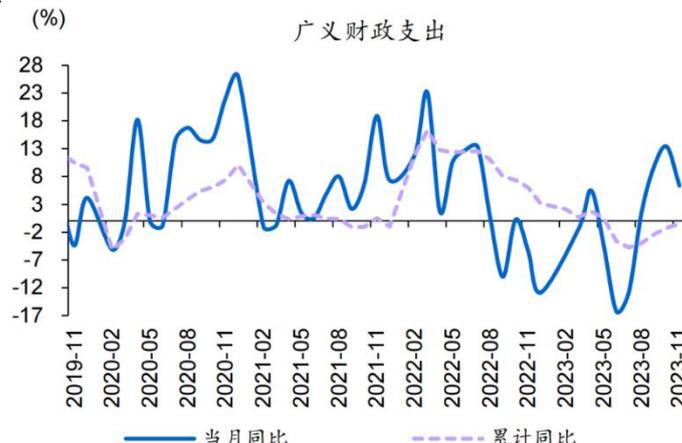
来源: Wind, 国金证券研究所

图表31: 产成品库存已处低位, 而实际利率仍居高位



来源: Wind, 国金证券研究所

图表32: 11月, 广义财政支出同比 6.4%



来源: Wind, 国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

- 1) 以市净率衡量, 上证指数估值近期一度创历史新低; 以市盈率、股债性价比等指标来衡量, A股估值也处于历史较低水平。微观个股层面也同样如此, A股破发股、高股息率占比等均处于历史较高分位水平。
- 2) 从“底部破局”的经验来看, 政策持续宽松是必要条件, 北上资金改善在近年也愈发重要。复盘2000年以来的9次“市场底”, 有如下经验: 1) “政策底”到“市场底”的过程, 往往需要政策的持续催化, 才能促成预期的扭转。2) 海外流动性转向在近4次市场见底中的重要性愈发凸显。3) 经济改善并非必要条件, 但能放大市场向上的弹性。4) 市场见底后的1个月中, 消费、成长等板块的市场表现相对占优。
- 3) 当下, 政策仍在不断加码, 海外流动性环境也已趋于改善。12月, 我国制造业PMI录得49、低于预期的49.6, 主因需求偏弱对新订单指数的拖累, 对市场情绪仍有一定影响。向后看, 当下库存处于绝对低位, 叠加实际利率下行, 经济企稳向上信号已愈加明确, 而政策发力或也将为经济进一步注入上行“动能”。

二、大类资产高频跟踪 (2023/12/29-2024/01/05)

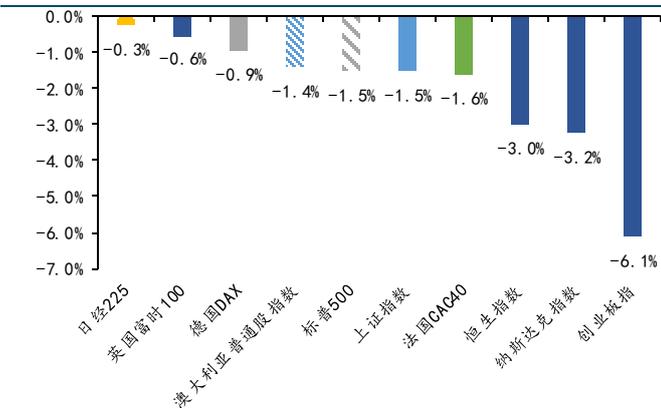
(一) 权益市场追踪: 全球资本市场多数下跌

发达国家股指全线下跌, 新兴市场股指多数下跌, 创业板指下跌6.1%。发达国家股指, 标

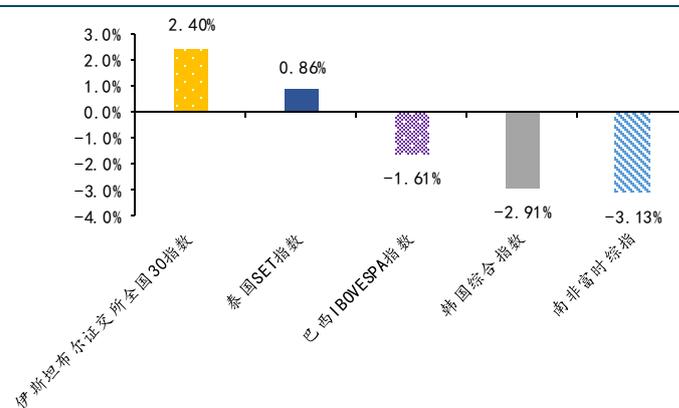


普 500 下跌 1.52%，法国 CAC40 下跌 1.62%，纳斯达克指数下跌 3.25%；新兴市场股指，伊斯坦布尔证交所全国 30 指数上涨 2.4%，泰国 SET 指数上涨 0.86%，韩国综合指数下跌 2.91%，南非富时综指下跌 3.13%。

图表33: 当周，发达国家股指全线下跌



图表34: 当周，新兴市场股指多数下跌

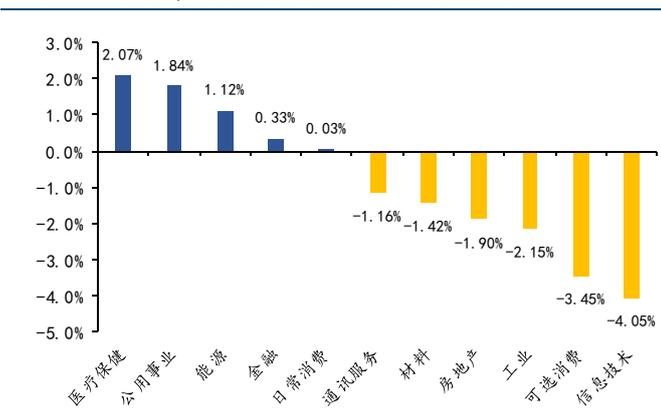


来源: Wind, 国金证券研究所

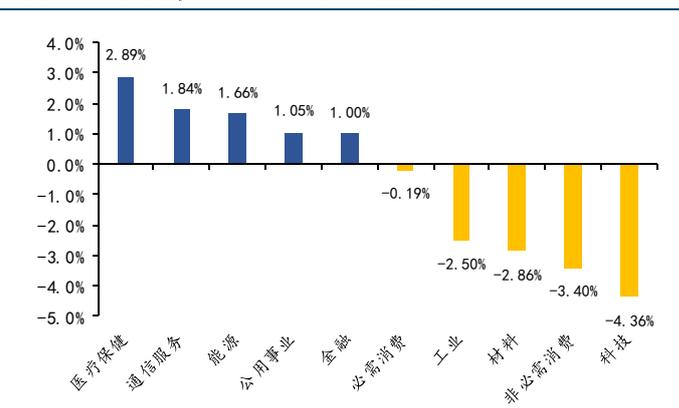
来源: Wind, 国金证券研究所

美国标普 500 行业，医疗保健上涨 2.07%，公用事业上涨 1.84%，能源上涨 1.12%，工业下跌 2.15%；可选消费下跌 3.45%；信息技术下跌 4.05%；欧元区行业，医疗保健上涨 2.89%，通信服务上涨 1.84%，能源上涨 1.66%，材料下跌 2.86%；非必需消费下跌 3.4%；科技下跌 4.36%。

图表35: 当周，美国标普 500 行业走势分化



图表36: 当周，欧元区行业走势分化

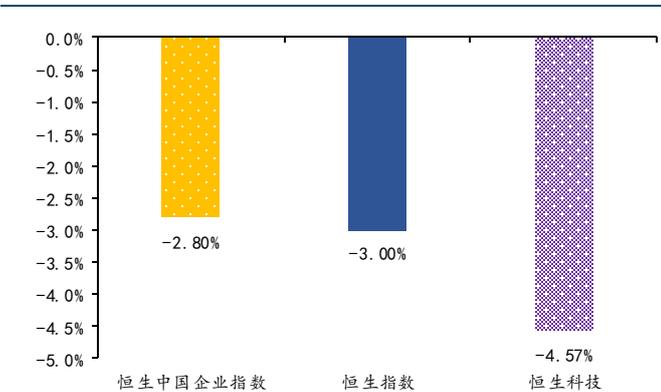


来源: Wind, 国金证券研究所

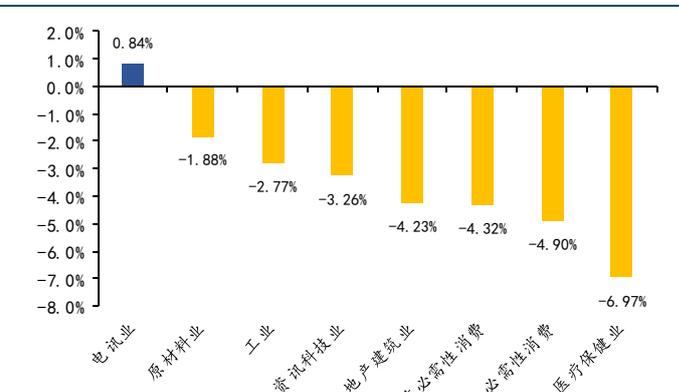
来源: Wind, 国金证券研究所

恒生指数全线下跌，行业方面多数下跌。恒生指数，行业方面，电讯业上涨 0.84%，非必需性消费下跌 4.32%，必需性消费下跌 4.9%，医疗保健业下跌 6.97%。

图表37: 当周，恒生指数全线下跌



图表38: 当周，行业方面多数下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

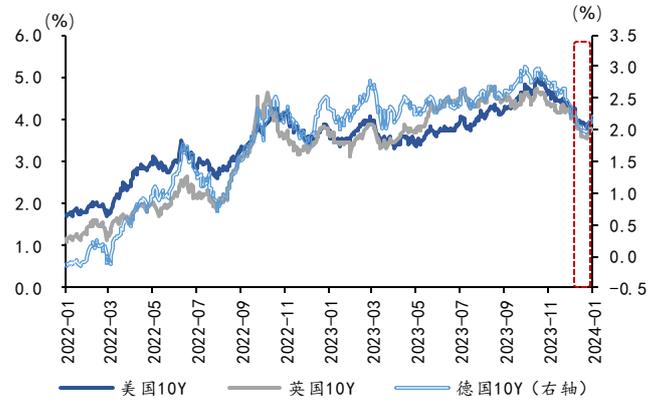
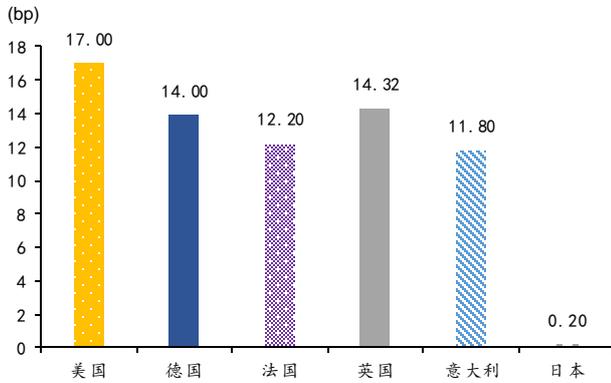


**(二) 债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率全线上涨**

发达国家 10 年期国债收益率全线上涨。美国上行 17bp 至 4.05%，德国上行 14bp 至 2.2%，法国上行 12.2bp 至 2.68%，英国上行 14.32bp 至 3.76%，意大利上行 11.8bp 至 3.83%，日本上行 0.2bp 至 0.65%。

图表39：当周，发达国家 10 年期国债收益率全线上涨

图表40：当周，10Y 收益率美英德均上涨



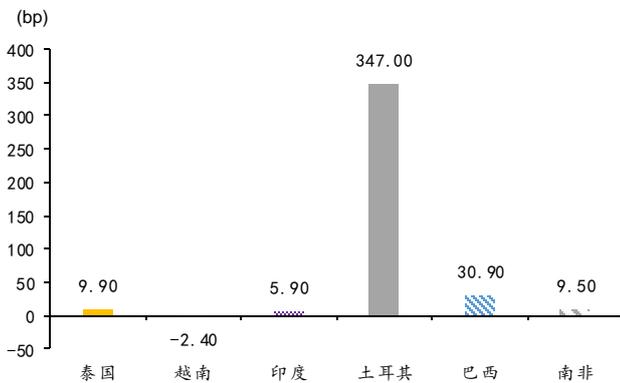
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率多数上涨。泰国上行 9.9bp 至 2.79%，越南下行 2.4bp 至 2.37%，印度上行 5.9bp 至 7.24%，土耳其上行 347bp 至 27.16%，巴西上行 30.9bp 至 10.67%，南非上行 9.5bp 至 9.87%。

图表41：当周，新兴市场 10 年期国债收益率多数上涨

图表42：当周，土耳其和巴西 10Y 利率分化



来源：Wind，国金证券研究所

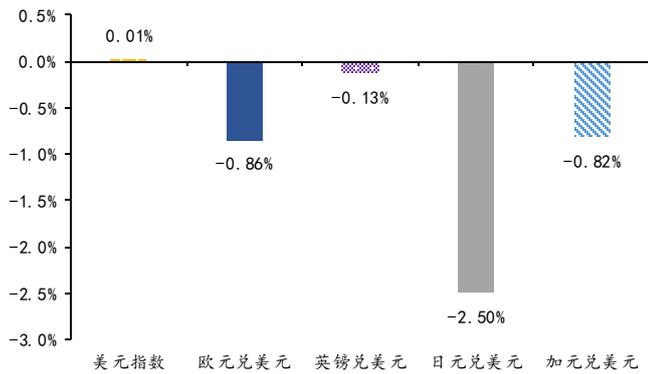
来源：Wind，国金证券研究所

**(三) 外汇市场追踪：美元指数上行，其他货币兑美元全线下跌**

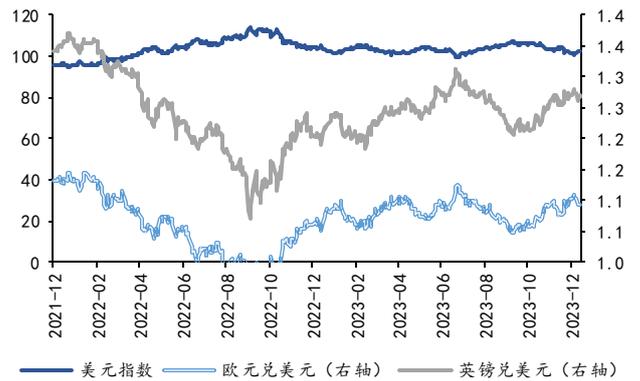
美元指数上行 0.01% 至 102.44。欧元兑美元贬值 0.86%，英镑兑美元贬值 0.13%，日元兑美元贬值 2.5%，加元兑美元贬值 0.82%，挪威克朗兑美元贬值 1.28%，主要新兴市场美元全线下跌。土耳其里拉兑美元贬值 1.3%，印尼卢比兑美元贬值 0.65%，菲律宾比索兑美元贬值 0.26%，雷亚尔兑美元贬值 0.47%，韩元兑美元贬值 1.33%。



图表43: 当周, 美元指数上行, 其他货币兑美元全线下跌



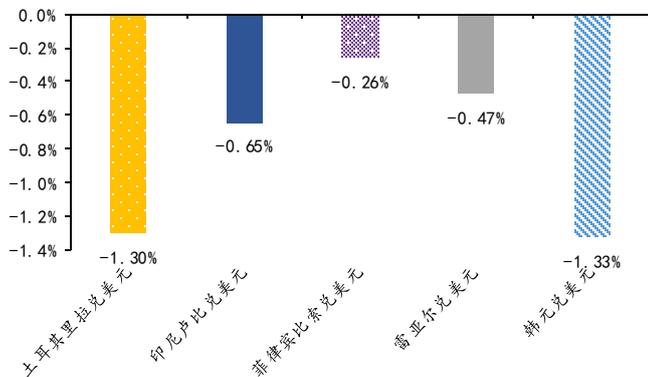
图表44: 当周, 英镑、欧元兑美元



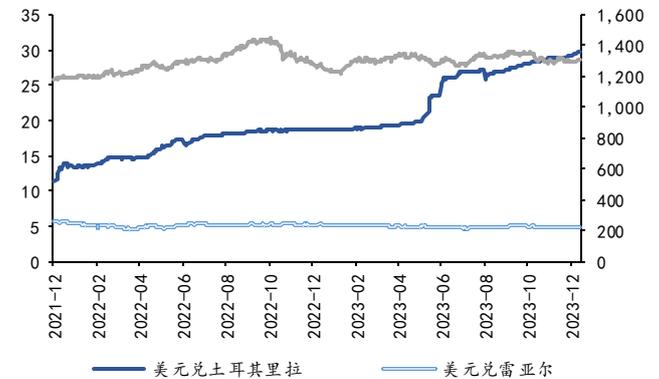
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表45: 当周, 主要新兴市场兑美元全线下跌



图表46: 土耳其里拉和韩元兑美元

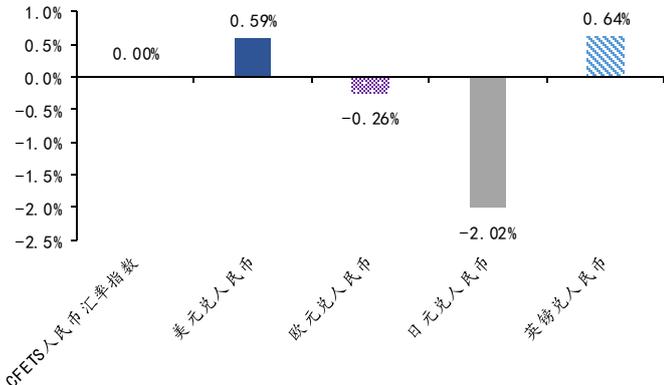


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

美元兑人民币升值 0.59%, 欧元兑人民币贬值 0.26%, 日元兑人民币贬值 2.02%, 英镑兑人民币升值 0.64%。美元兑在岸人民币为 7.14, 美元兑离岸人民币为 7.17。

图表47: 当周, 人民币兑美元、欧元和英镑均贬值



图表48: 当周, 人民币兑美元贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

#### (四) 大宗商品市场追踪: 大宗商品价格走势分化

原油全线上涨, 黑色多数上涨, 农产品走势分化, 贵金属全线下跌。



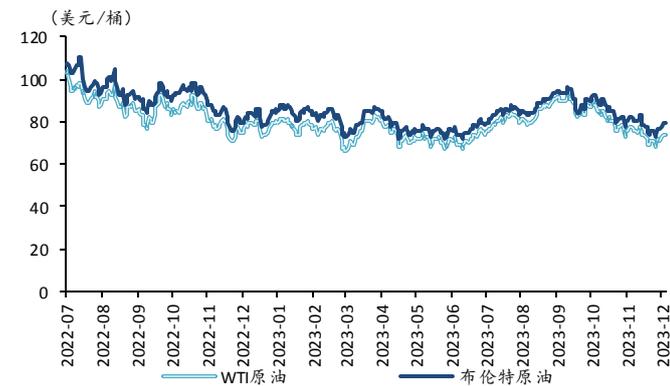
图表49: 当周, 大宗商品价格分化

类别	品种	2024-01-05	2023-12-29	2023-12-22	2023-12-15	2023-12-08
原油	WTI原油	3.01%	-2.60%	2.98%	0.28%	-3.83%
	布伦特原油	2.23%	-2.57%	3.29%	0.94%	-3.85%
贵金属	COMEX黄金	-0.93%	0.91%	1.73%	0.68%	-3.31%
	COMEX银	-1.89%	-2.50%	1.17%	3.80%	-9.73%
有色	LME铜	-1.47%	-0.21%	0.36%	1.63%	-1.25%
	LME铝	-5.00%	4.48%	1.36%	4.61%	-1.53%
	LME镍	-3.53%	-0.30%	-2.06%	0.56%	0.03%
	LME锌	-4.30%	2.31%	2.86%	4.13%	-2.16%
黑色	焦煤	1.57%	-1.70%	1.49%	-16.59%	25.85%
	沥青	0.67%	-1.29%	1.53%	-0.53%	-0.03%
	铁矿石	4.63%	-0.67%	4.09%	-3.42%	4.37%
	螺纹钢	-0.90%	0.05%	4.08%	-0.82%	-0.46%
农产品	生猪	-3.69%	-2.49%	-5.23%	6.42%	-1.62%
	棉花	1.10%	-0.65%	0.03%	-0.26%	1.84%
	豆粕	-1.81%	-1.50%	-0.94%	-0.38%	1.95%
	豆油	0.15%	-0.81%	-0.63%	-1.83%	-1.32%

来源: Wind, 国金证券研究所

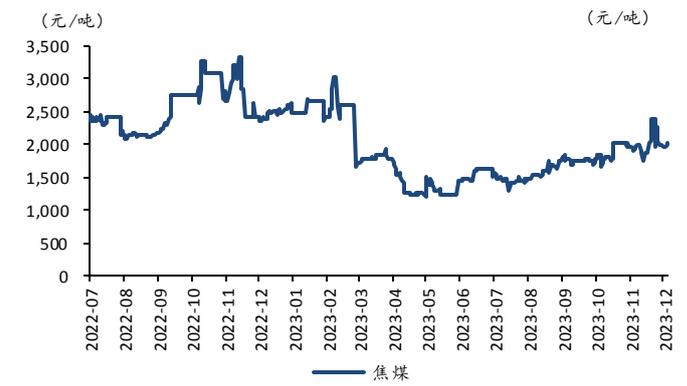
原油价格、黑色价格多数上涨。WTI 原油价格上涨 3.01%，布伦特原油价格上涨 2.23%。焦煤上涨 1.57%，螺纹钢价格下跌 0.9%。

图表50: WTI 原油、布伦特原油价格均上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表51: 当周, 焦煤价格上涨

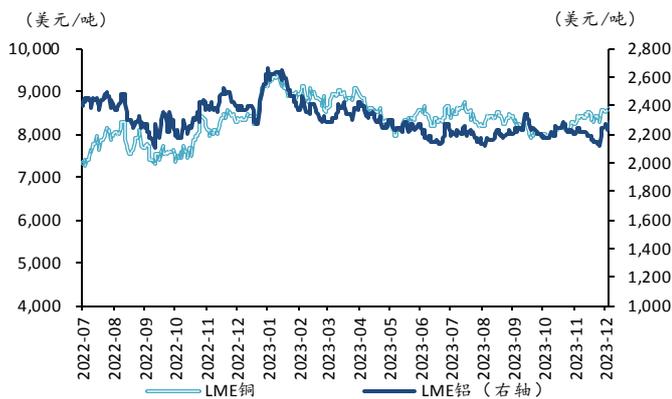


来源: Wind, 国金证券研究所

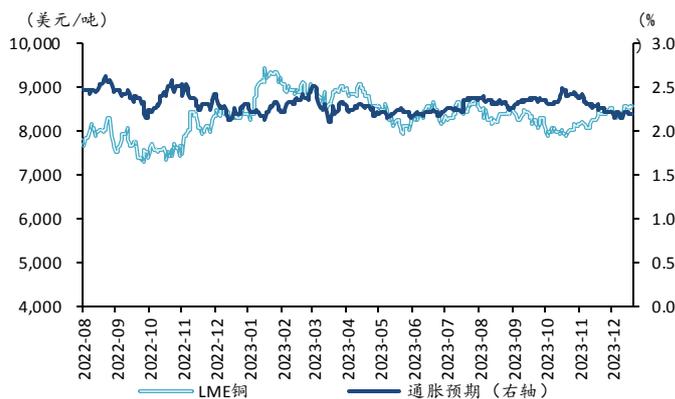
有色均下跌, 铜、铝、镍、锌分别下跌 1.47%、5%、3.53%、4.3%, 通胀预期从前值的 2.16% 升至 2.22%。COMEX 黄金下跌 0.93%至 2052.60 美元/盎司, COMEX 银下跌 1.89%至 22.12 美元/盎司。10Y 美债实际收益率从前值的 1.72%升至 1.83%。



图表52: 当周, 铜铝价格均下跌



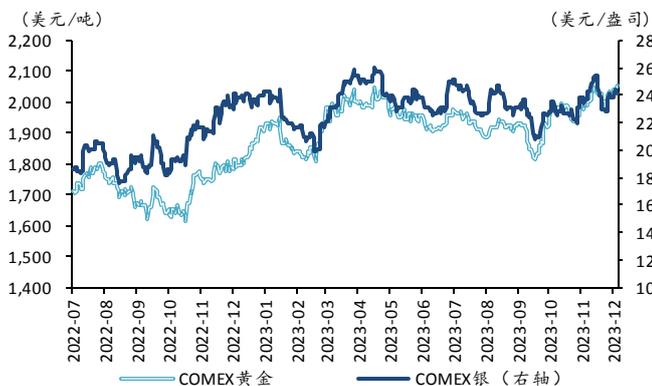
图表53: 当周, 通胀预期升至 2.22%



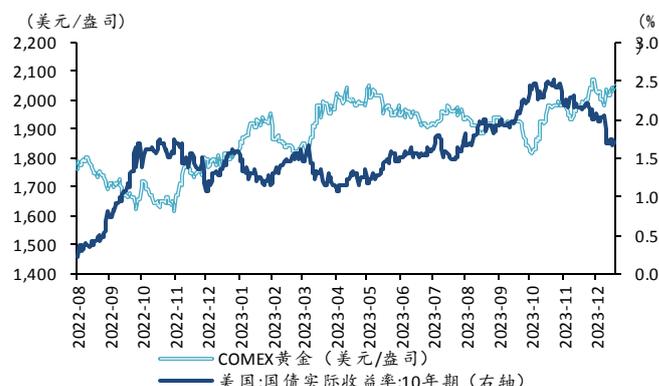
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表54: 当周, 黄金、白银均下跌



图表55: 当周, 10Y美债实际收益率升至 1.83%



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

## 风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜: 2023年1月, 美德继续向乌克兰提供军事装备, 俄罗斯称, 视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹: 近半年来, 海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期: 与2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%, 在全球性劳动短缺的情况下, 美欧2023年仍面临超额工资通胀压力。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究