

# 迎接资本市场制度之光

2024年3月1日

证券分析师：

胡少华，执业证书编号：S0630516090002

刘思佳，执业证书编号：S0630516080002

联系人：高旗胜

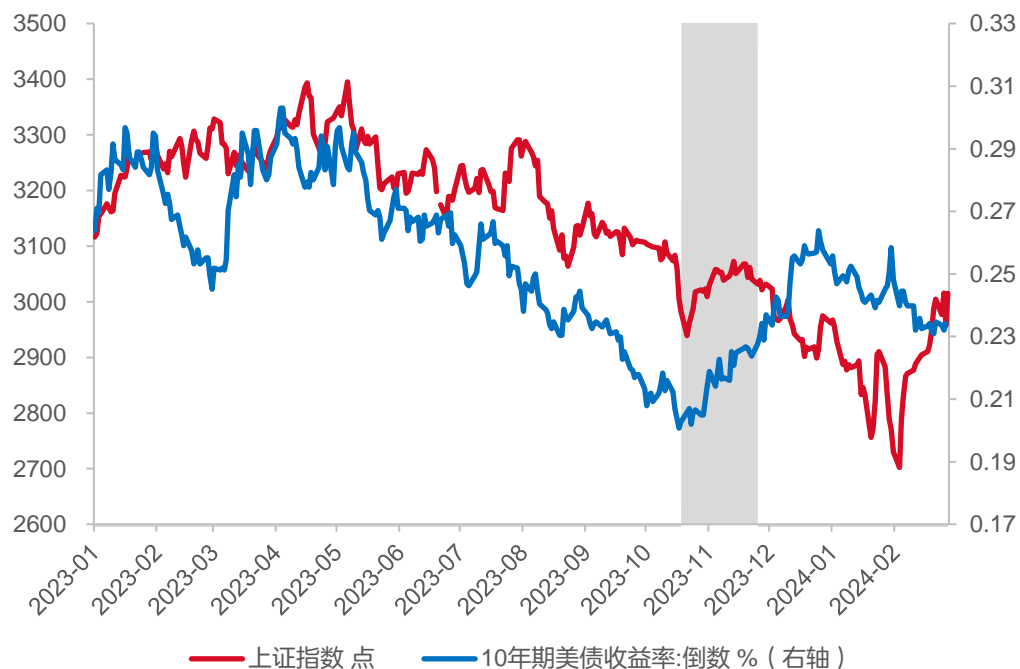
邮箱：[gqs@longone.com.cn](mailto:gqs@longone.com.cn)



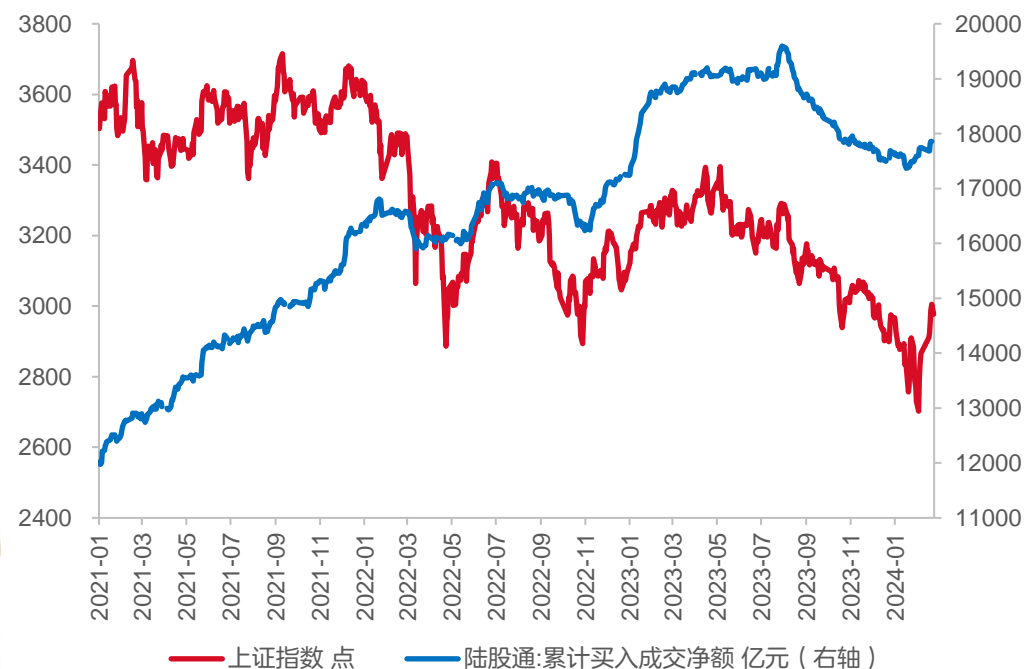
## 美债收益率、北向资金在一定时期与A股走势有一致性

- 10年期美债收益率于2023年10月触达高点（约5%），此后持续回落，12月降至3.8%附近，但同期上证指数仍整体下行。
- 2022年5月以来，北向资金净流入规模与上证指数走势有一定一致性。

上证指数与10年期美债收益率，点，%



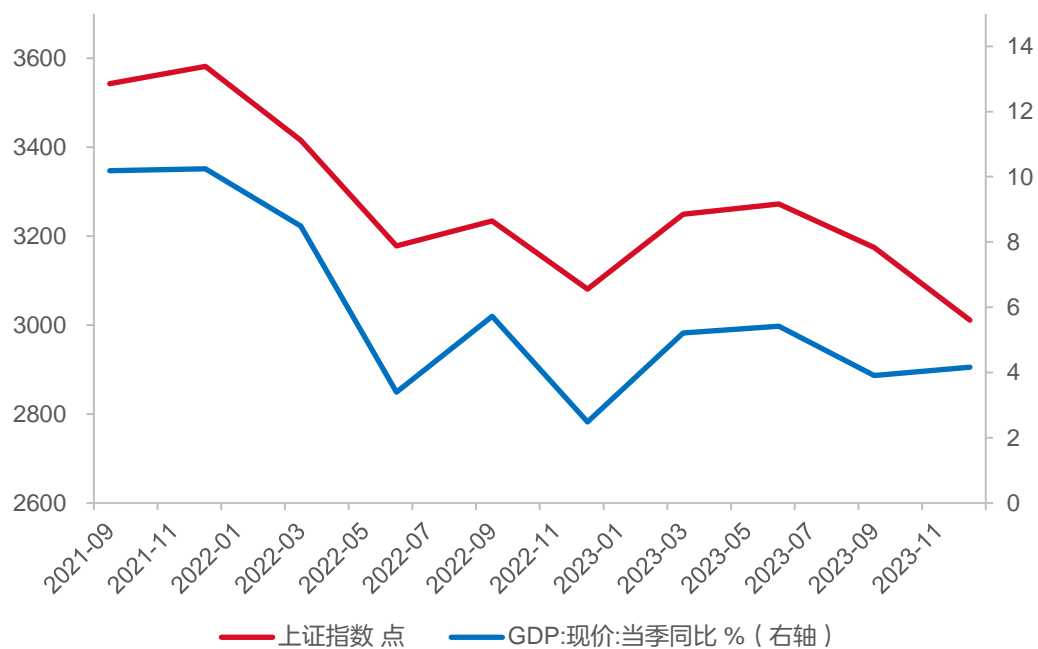
上证指数与北向资金累计净买入额，点，亿元



## 经济增速与股市走势一致性较好

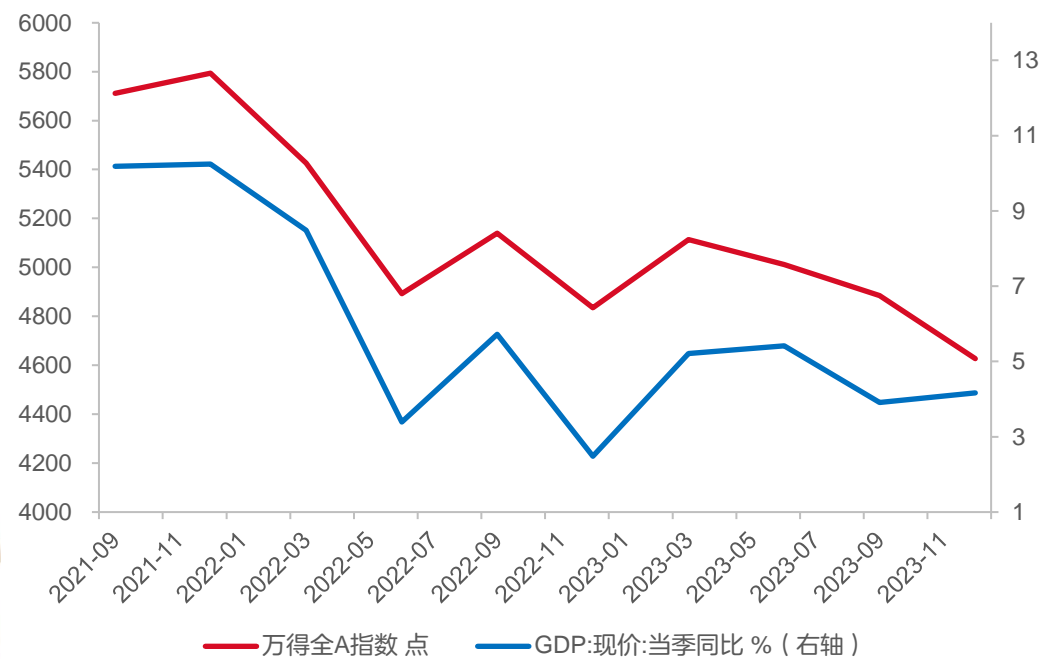
- 2022年以来名义GDP增速与上证指数、万得全A指数走势相关性强，经济基本面定价可能占主导。

### 上证指数与GDP现价增速，点，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 万得全A与GDP现价增速，点，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

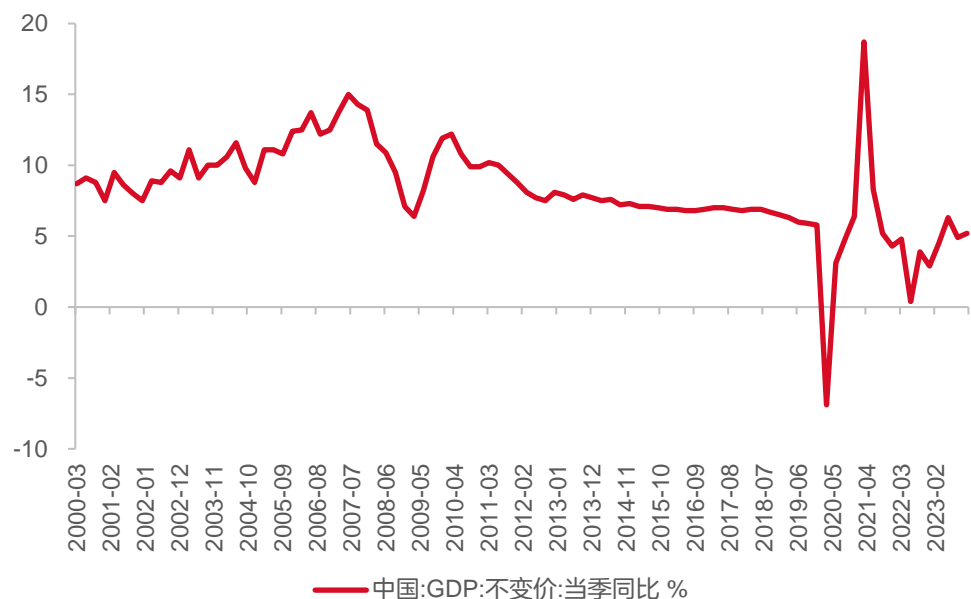
# 目 录

- 一、稳中求进保增长
- 二、货币政策可能会超预期
- 三、股市新政或迎长期 $\beta$ 机会
- 四、风险提示

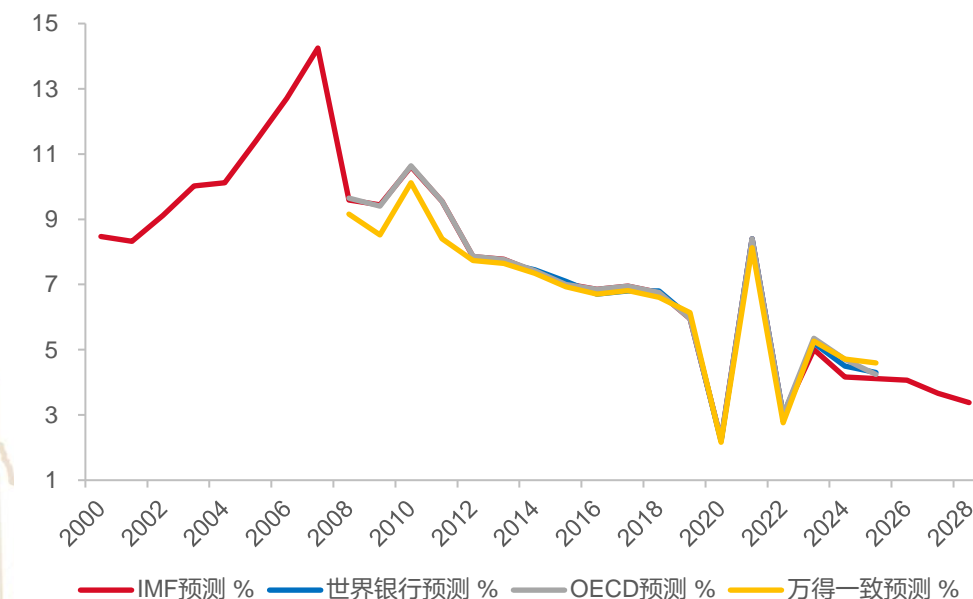
## 1.1 经济增速目标或在5%左右，稳增长仍有压力

- 2023年中国实际GDP同比增长5.2%，顺利实现“全年5%左右的预期目标”。
- 2024年经济增长目标，我们认为可能会设在“5%左右”。考虑到基数上升，实现目标有一定难度。IMF预测4.2%、世界银行预测4.5%。在六大不利因素背景下，政策上仍需积极加力。

### 中国实际GDP增速，%



### 中国实际GDP增速预测，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所



## 1.2 房地产仍有压力

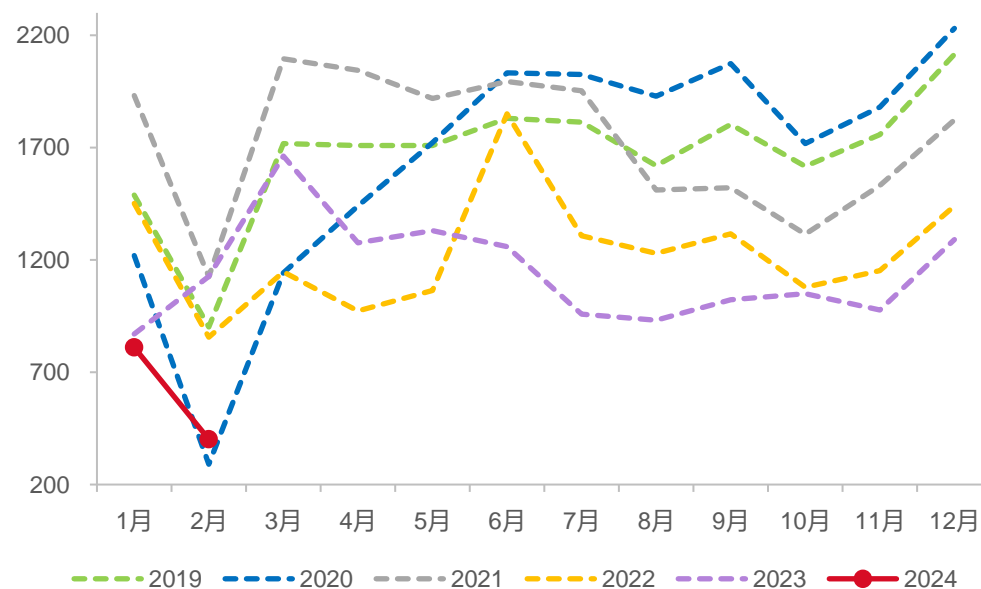
- 2023年，全国商品房累计销售11.2亿平方米，累计同比-8.5%；其中住宅销售9.5亿平方米，累计同比-8.2%。
- 2023年中国城镇化率66.2%，比上年提高0.94个百分点，未来仍有提升空间，叠加改善性需求，总需求尚可。
- 2023年上半年住宅销售基数相对偏高，2024年同期同比增速可能有一定压力。

### 商品住宅销售面积与销售额增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 30城商品房销售面积，万平方米

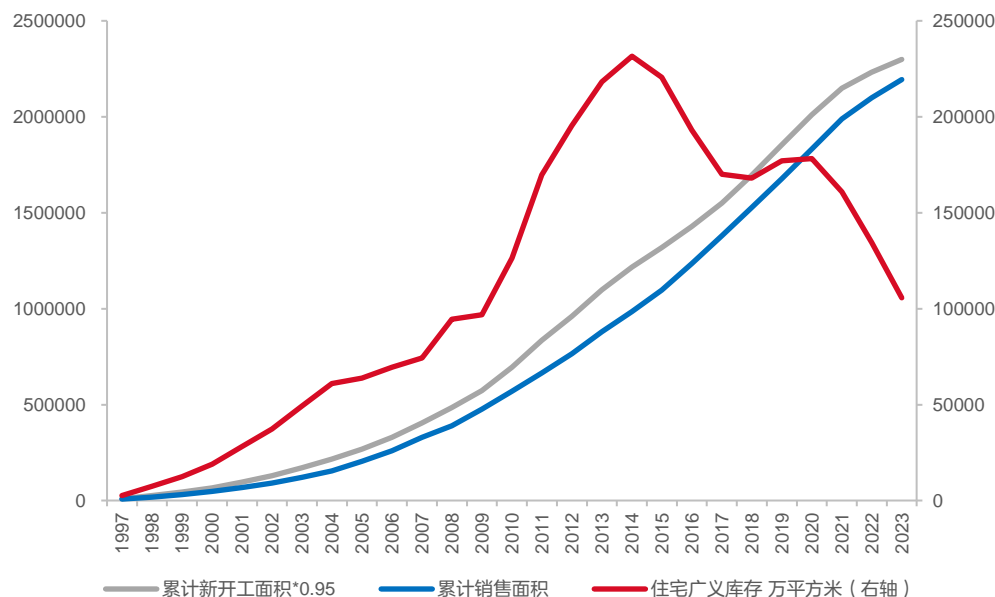


资料来源：Wind，东海证券研究所

## 商品住宅广义库存降幅较大，但保交楼任务仍然很重

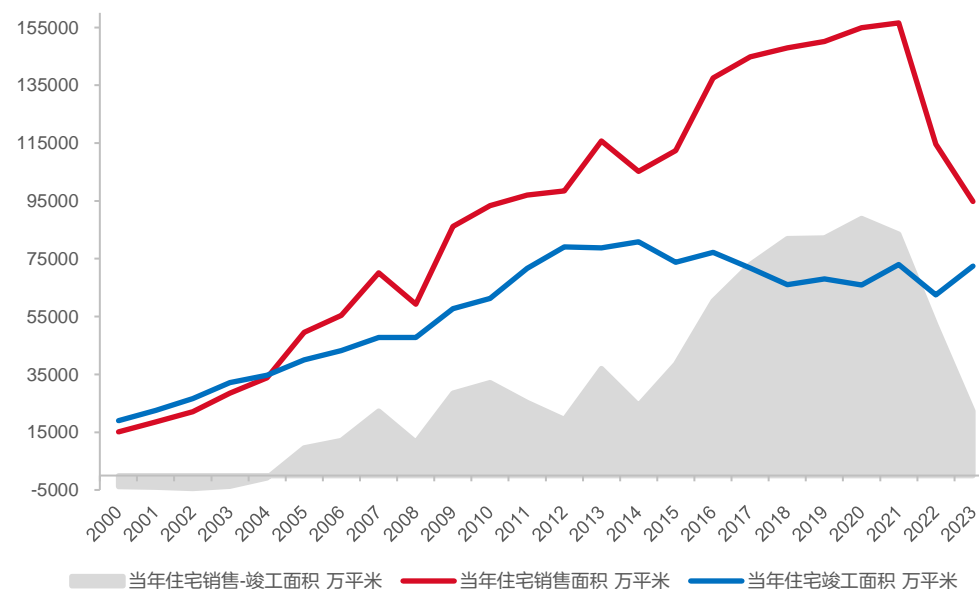
- **住宅广义库存降幅大：**由于房企资金压力较大，以及行业景气度下行，2022年以来新开工增速降幅较大，已开工未出售的广义房地产库存随之下降。截至2023年12月，统计局公布的商品住宅累计待售面积为3.3亿平方米。据测算，截至2023年12月全国商品住宅含在建广义库存10.6亿平方米，已较2022年的24.8亿平方米下降57.3%。
- **保交楼任务仍然很重：**2023年竣工面积仍然小于销售面积，当年住宅已售未竣工缺口约2.2亿平方米。

### 商品住宅广义库存，万平方米



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 商品住宅当年销售面积与竣工面积，万平方米



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 新看点：政策加力，“三大工程”、新型城镇化、城市更新行动

- 北上广深**房地产政策调整**：改变普通住宅标准、降首付、降利率、放松限购等；苏州等强二线城市全面放开限购。
- 城中村改造、保障房建设、“平急两用”公共基础设施等“**三大工程**”可能是稳地产的重要抓手。广州已将城中村改造上升到立法层面，后续城中村改造因城施策实施细则有望陆续出台，一批项目或将进入实施阶段，对房地产需求和投资形成一定支撑，支持房地产市场企稳。
- 2023年8月，国常会通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》，明确了房地产业转型发展新模式。加大保障性住房建设和供给；推动建立房地产业转型发展新模式，让商品住房回归商品属性、满足改善性住房需求，推动房地产业转型和高质量发展；支持城区常住人口300万以上的大城市率先探索实践；具备条件的城市，要加快推进。
- 中央经济工作会议提到的“**以县城为重要载体的新型城镇化建设、城市更新行动**”可能是新的亮点。

### 超大特大城市名单

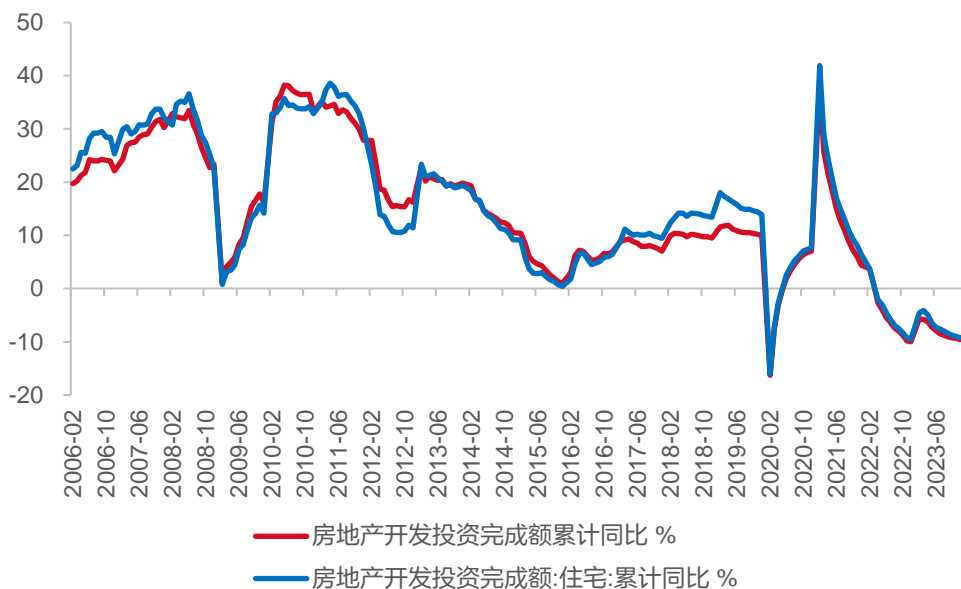
城市规模	城市	城区人口万人
超大城市	北京	1913
	天津	1160
	上海	2476
	杭州	1002
	武汉	1081
	广州	1370
	深圳	1766
	东莞	1082
	重庆	1618
	成都	1257
特大城市	沈阳	600
	哈尔滨	503
	南京	699
	苏州	500
	合肥	650
	济南	663
	青岛	584
	郑州	767
	长沙	521
	西安	770



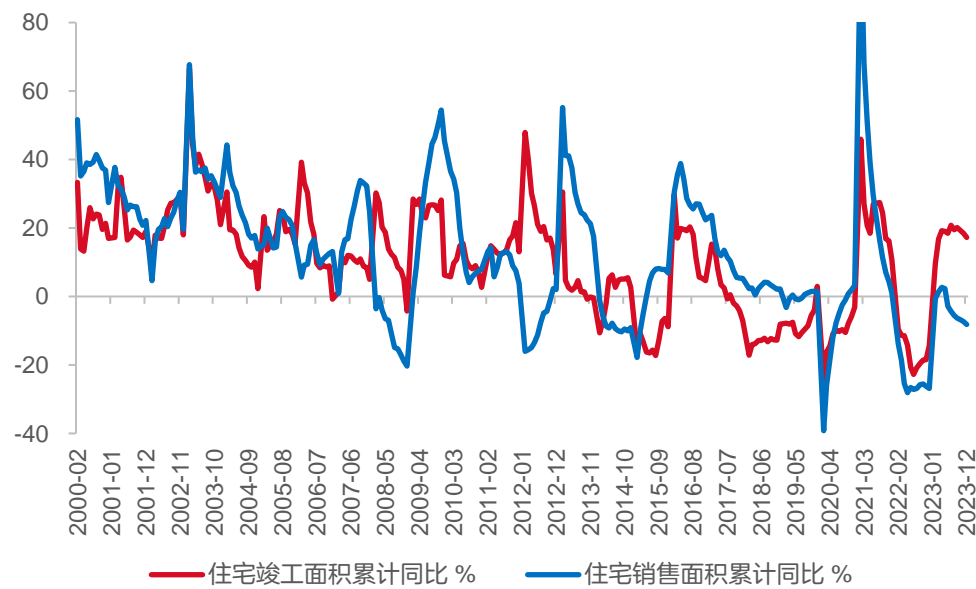
## 房地产风险总体可控

- 目前“销售-回款-投资”循环尚未明显改善，平淡的销售对投资的传导可能滞后。针对部分房企现金流压力较大问题，2023年11月，央行等三部门召开金融机构座谈会，再次明确要求一视同仁满足不同所有制房企的合理融资需求。
- 2024年1月，住建部提出建立城市房地产融资协调机制，对项目“白名单”给予融资支持，推进速度很快。截至2月20日，全国29省214个城市建立融资协调机制，已推送“白名单”约5400个项目至商业银行，已放款近300亿元。
- 2023年，房地产投资增速累计同比-9.6%，其中住宅投资增速-9.3%。预计在融资政策进一步放宽，“三大工程”继续提速等积极因素下，2024年房地产投资降速有望收窄，对经济的拖累作用可能会减弱。但由于竣工总面积仍较低，压力仍很大。

### 房地产投资与住宅投资增速，%



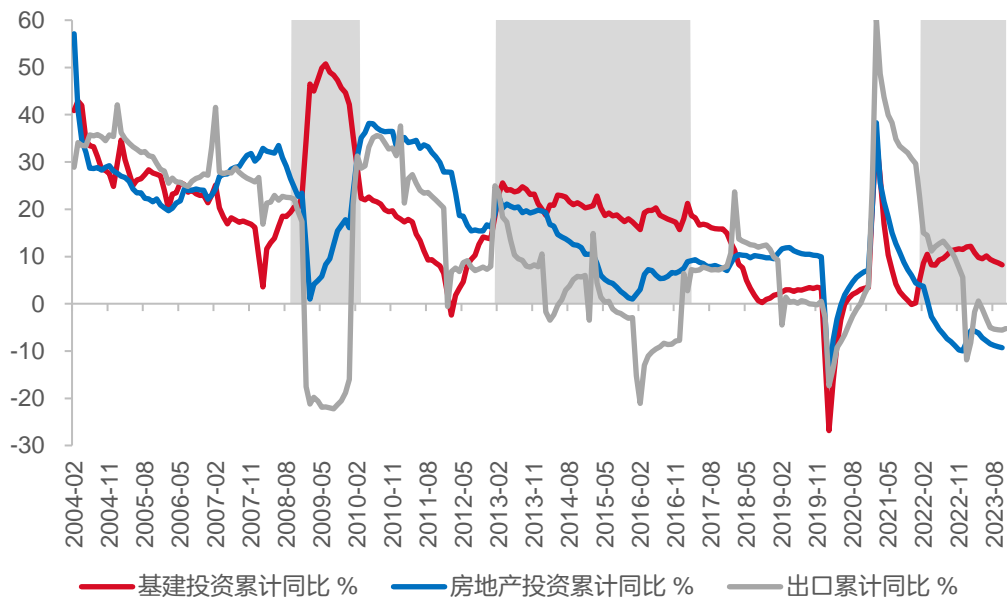
### 住宅销售与竣工面积增速，%



## 1.3 基建估计继续稳增长，但基数已经很高

- 基建是稳增长的重要抓手，2008年应对次贷危机、2013-2016年对冲经济下行风险、2022年应对房地产和出口下行，基建均发挥经济托底作用，2024年基建投资保持较高增速的诉求上升。
- 但基建基数已经很高，继续保持高增速有难度。

基建对冲地产和出口下行，%



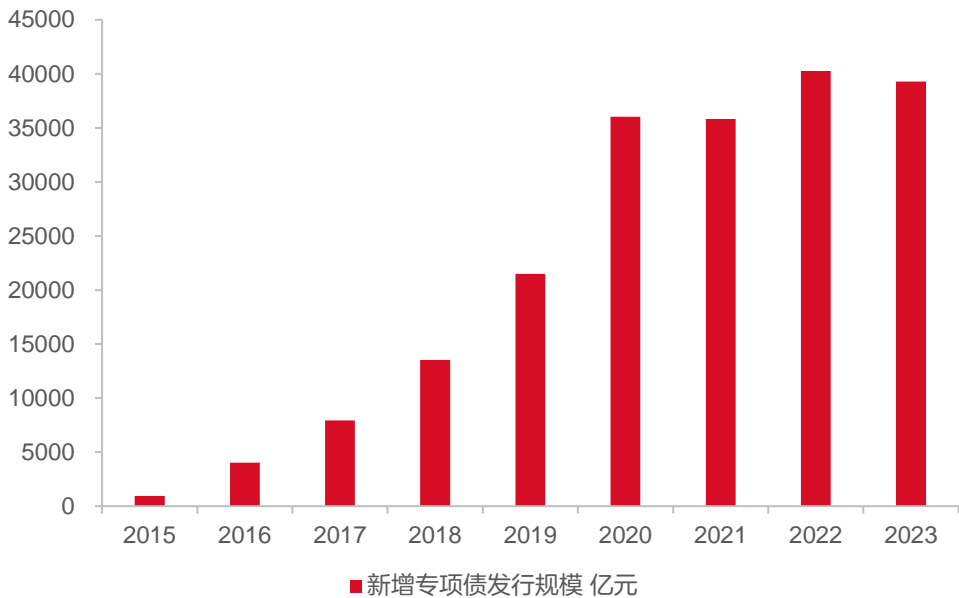
不同行业基建增速有所分化，%



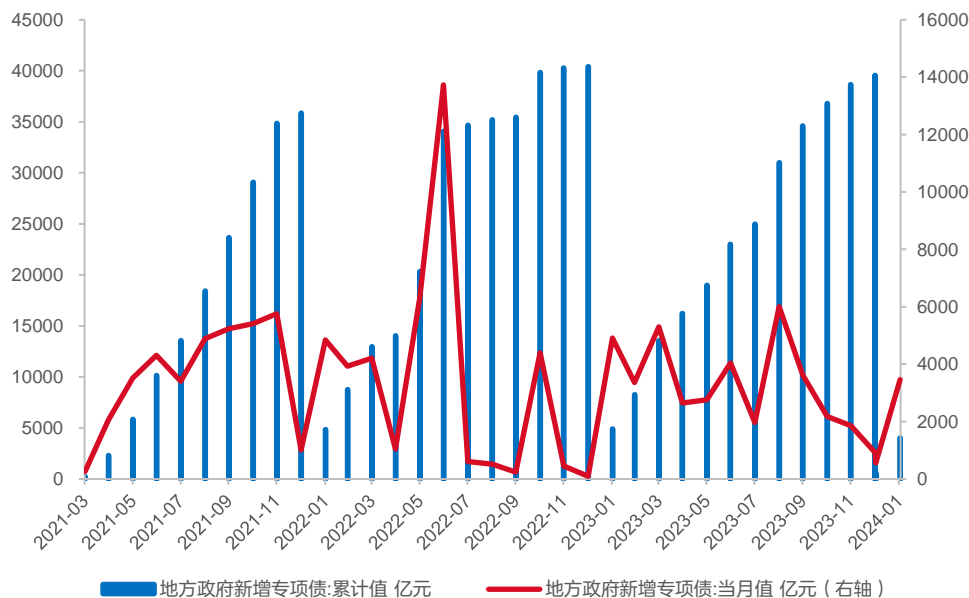
## 2024年基建增速可能前高后低

- 2023年四季度增发1万亿国债，2023、2024年各使用5000亿元，主要用于灾后重建、防洪治理等工程。新开工项目原则上不得晚于2024年6月底开工建设，更多基建实物工作量有望在2024年形成，对2024年基建增长或将带来一定支撑，总体增速可能前高后低。
- 考虑到2023年基数较高，以及个别省/市偿债压力较大，2024年基建投资估计保持平稳，但增速可能会略有下降。

历年新增专项债发行规模，亿元



2024年以来专项债发行节奏偏慢，亿元

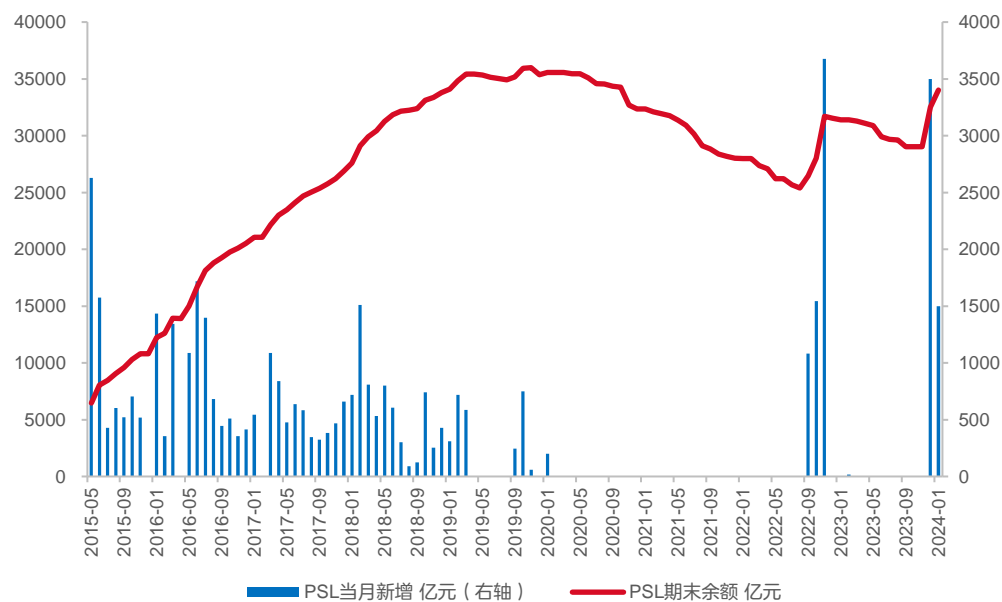




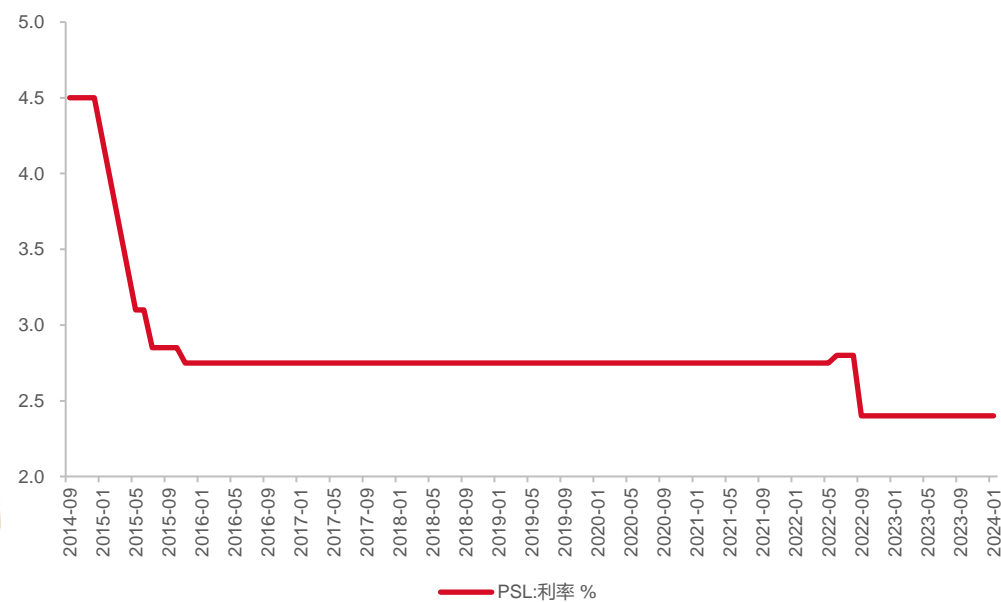
## 重启PSL，有望拉动地产和基建投资

- 央行时隔1年重启PSL，稳增长政策积极发力。2023年12月，国开行、进出口银行、农发行净新增PSL 3500亿元；2024年1月，三家政策性银行净新增PSL 1500亿元，期末余额为34022亿元。
- 本次PSL投放或将用于保障房、城中村改造等“三大工程”领域，有望带动房地产、基建相关领域投资。

### PSL当月新增和期末余额，亿元



### PSL利率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

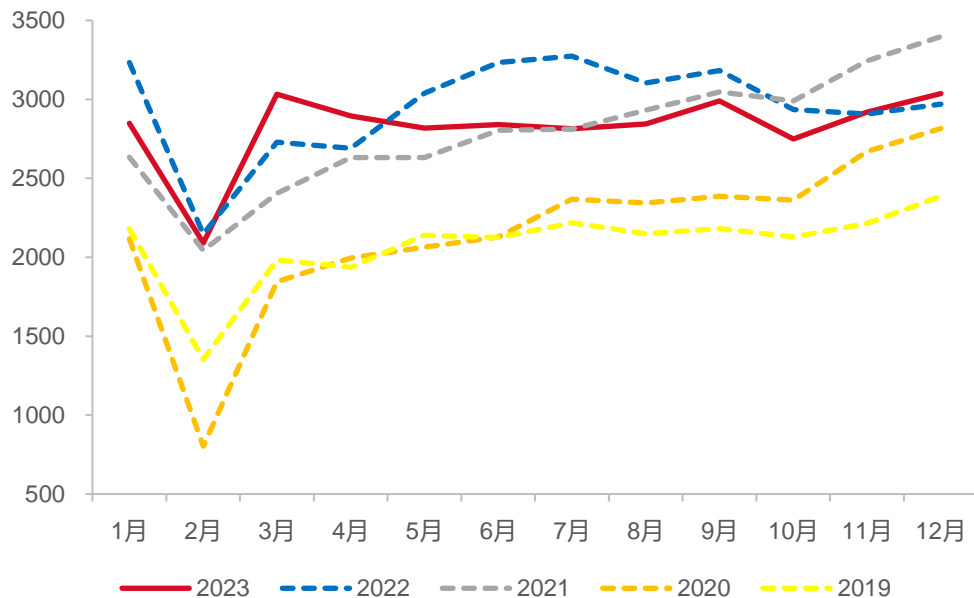
资料来源：Wind，东海证券研究所



## 1.4 出口依然承压：高基数+海外经济减速

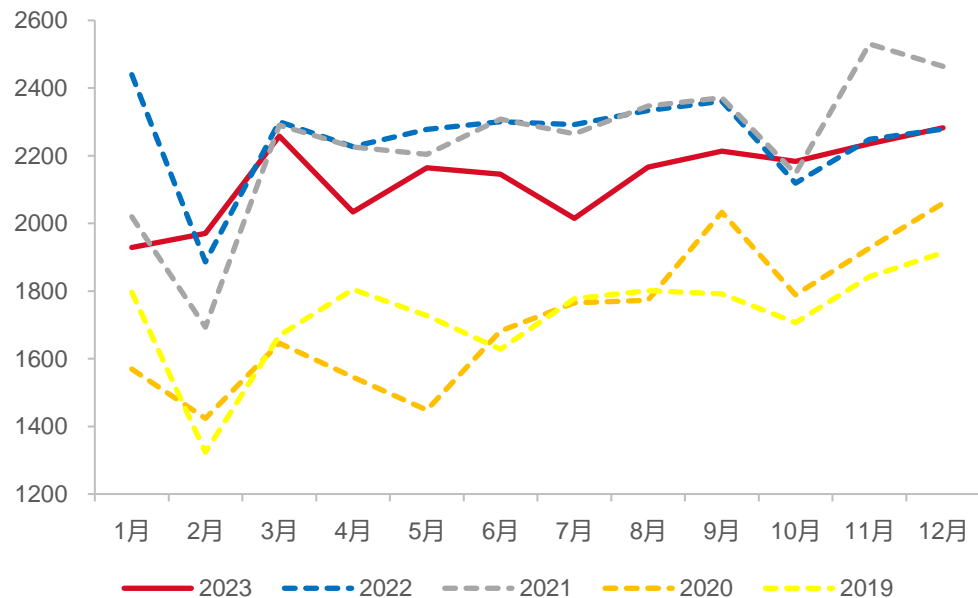
- 2020年以来，我国生产体系较稳定，出口形势很好，出口总规模较大。2023年虽然有回撤，但总规模仍较大，对2024年增速仍会有一定压力。
- IMF和OECD对2024年全球经济增长的预测较2023年均有所下调。2023年12月出口当月同比2.3%，累计同比-4.6%，海外经济减速可能导致中国出口承压，外需景气度仍然偏低。
- 中美关系在美国大选年，有不确定性。

### 2019-2023年出口金额季节性，亿美元



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 2019-2023年进口金额季节性，亿美元



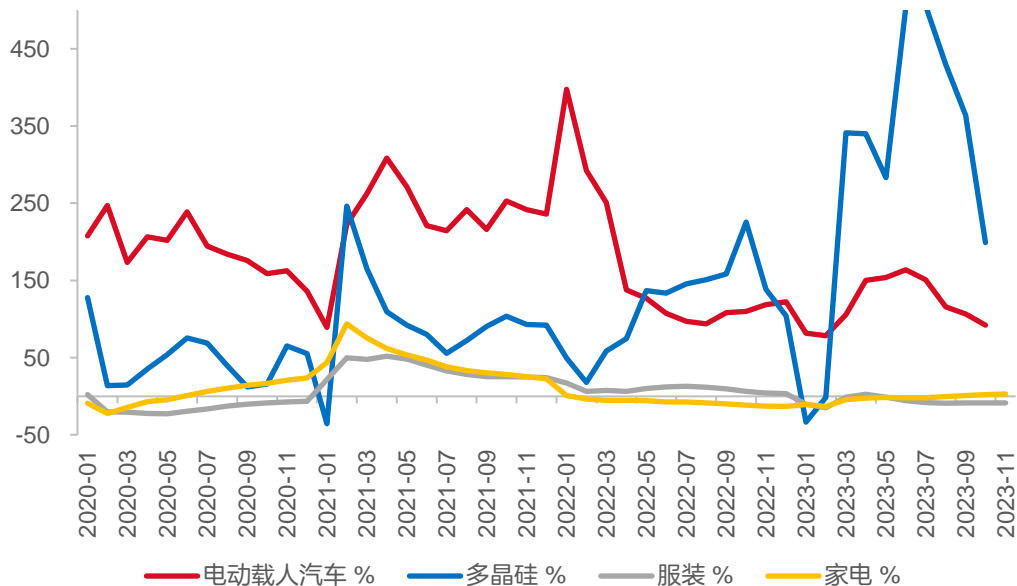
资料来源：Wind，东海证券研究所

## 有利因素：产品结构升级带来出口新增长点

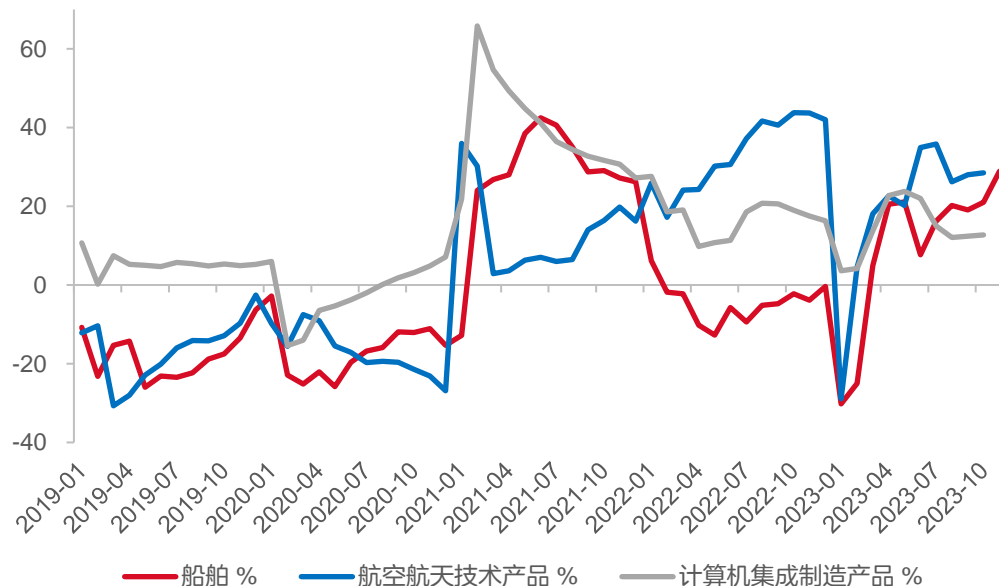
服装、家具、家电等“老三样”与新能源汽车、锂电池、光伏产品等“新三样”出口增速明显分化。

- 2023年前三季度，电动载人汽车、锂离子蓄电池、太阳能电池合计出口同比增41.7%。
- 2023全年，船舶、航空航天技术产品、计算机集成制造产品出口金额累计同比分别为28%、24.9%、13.8%。
- 中越命运共同体，推动中越跨境标准轨铁路联通。

电动车、多晶硅、服装、家电出口金额增速分化，%



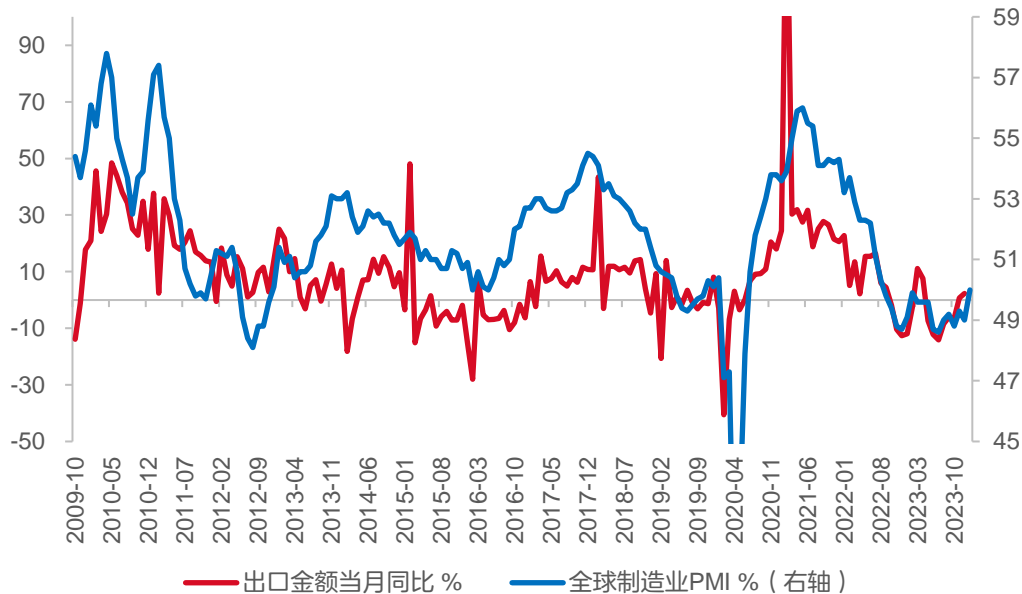
船舶、航空航天、计算机产品出口增速高，%



## 库存周期可能向上

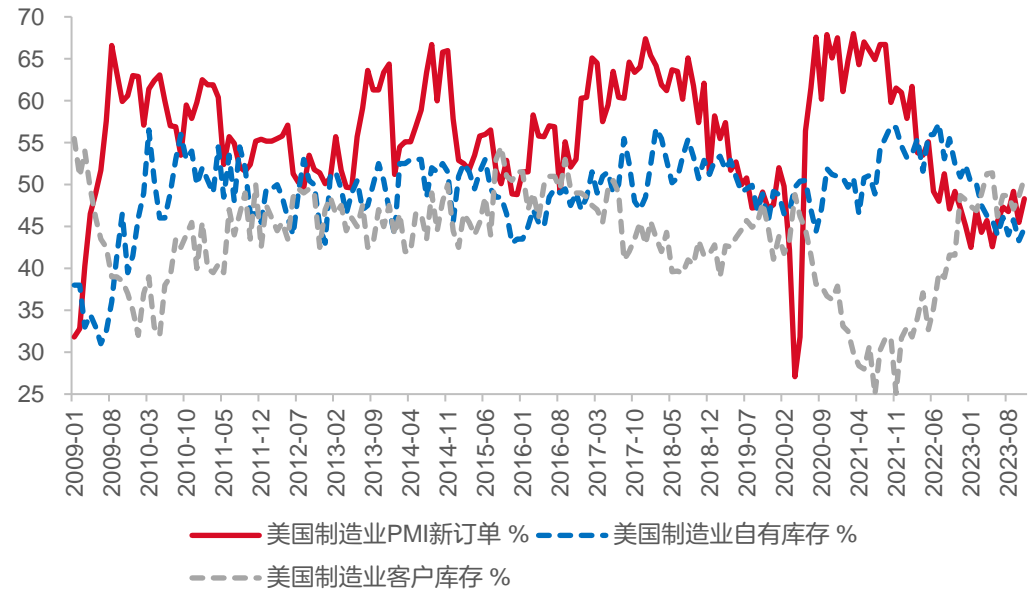
- 全球制造业于2020年一季度开启的新一轮周期可能逐步见底；2024年1月美国制造业PMI新订单指数环比升5.5个百分点，自有库存和客户库存环比分别变化+2.3个、-4.4个百分点。全球制造业可能进入补库周期，或对我国出口形成一定支撑，2024年中国出口继续大幅下行的概率较小。
- WTO于2023年10月发布预测，预计2024年全球商品贸易增长3.3%，高于2023年的0.8%。

全球制造业PMI与中国出口增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

美国制造业补库，%



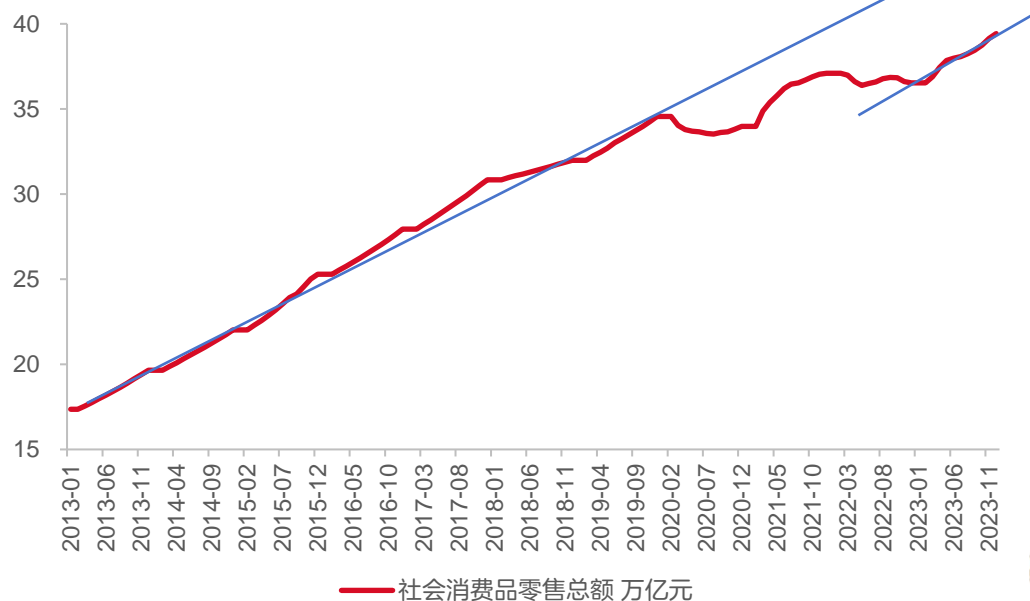
资料来源：Wind，东海证券研究所



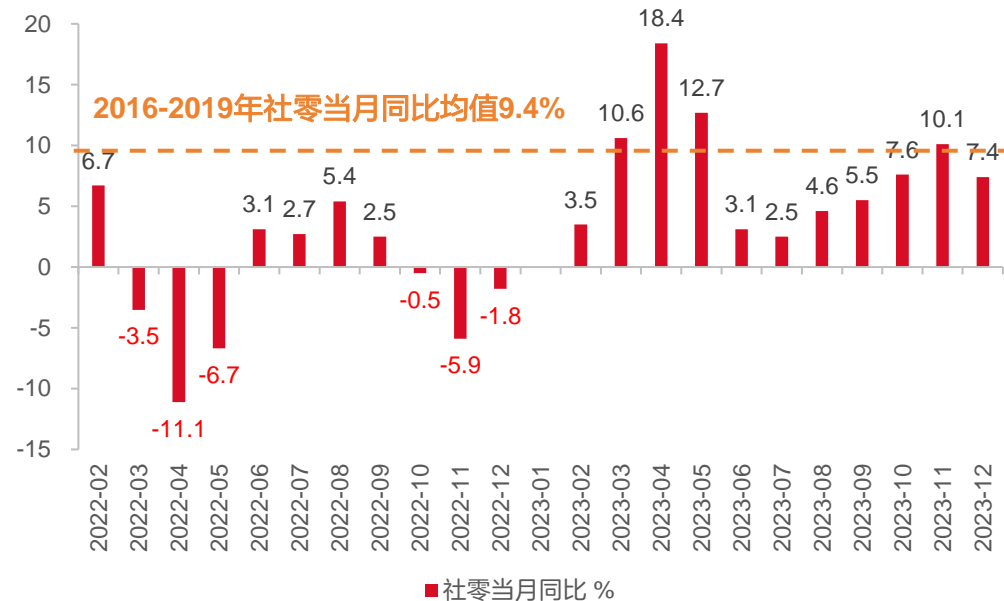
## 1.5 消费2023年恢复偏慢，未来有望继续恢复

- 2023全年社零同比7.2%，2022-2023两年复合增速为3.5%，距2016-2019年均值9.4%有明显差距。2023年消费在疫情防控转段后逐步修复，预计2024年消费增长将进一步恢复。
- 节奏上看，2023年3-5月社零增速较高（均在10%以上），6、7两月大幅回落，8月开始逐步抬升后趋稳。从基数看，2024年社零增速同比或将呈现“前低、中高、后稳”节奏。

社会消费品零售总额，万亿元



社零总额当月同比，%

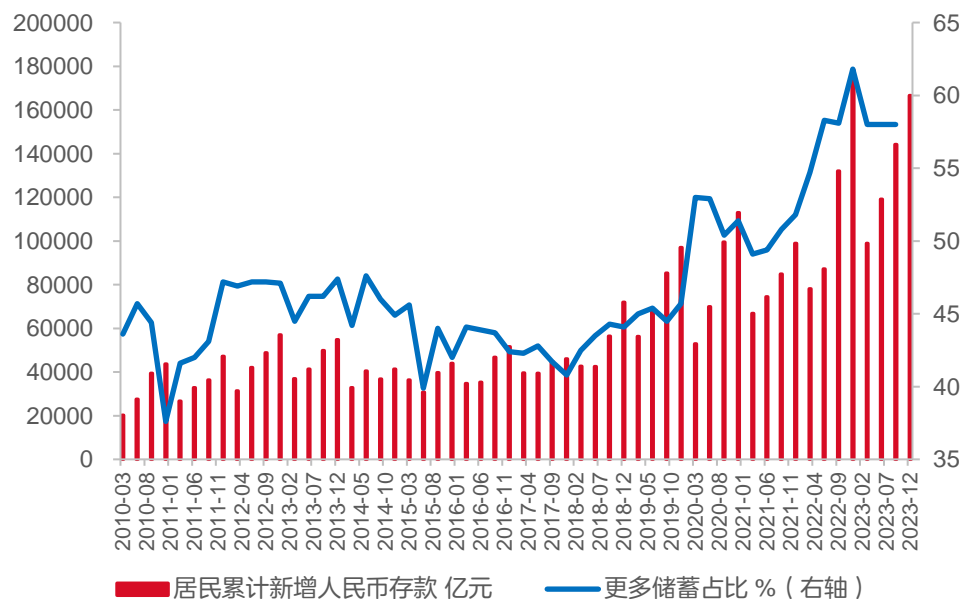




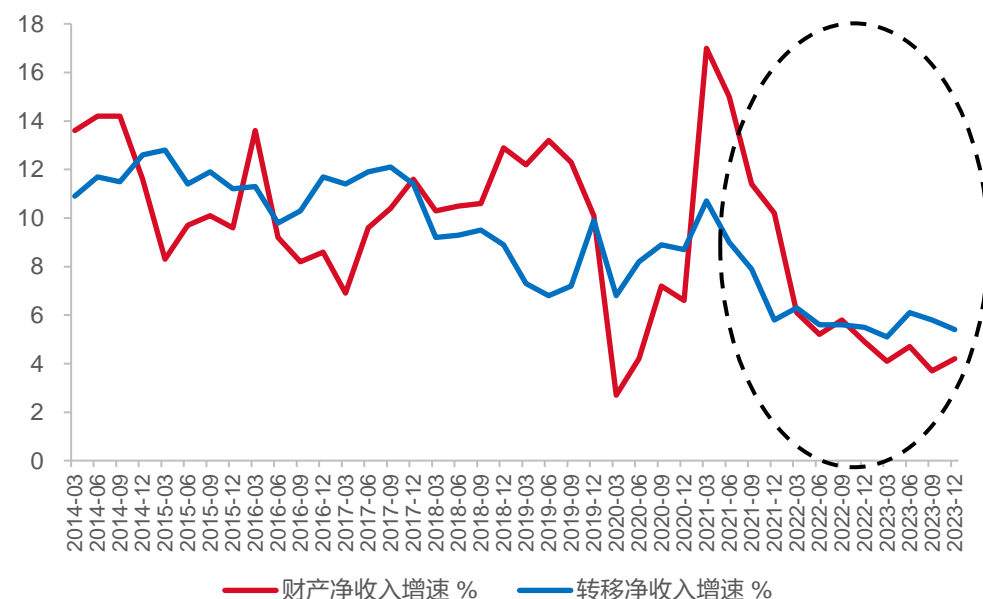
## 不利因素：居民收入渠道不多，储蓄意愿偏高

- 三年疫情带来的居民收入不确定性、消费信心不足等影响仍在，居民消费倾向修复力度相对偏弱，储蓄意愿较强，居民存款规模攀升且增速较高。央行2023年Q3调查问卷显示，更多储蓄仍占比58%，远高于疫情前水平。
- 房地产市场景气度下行、金融市场表现不佳等因素也导致居民收入增速下降，削弱了居民消费信心。其中，居民财产净收入增速从2021年Q3的11.4%下滑至2023年Q4的4.2%；地方财政压力降低了居民转移净收入增速。

### 居民新增存款规模和储蓄意愿，%



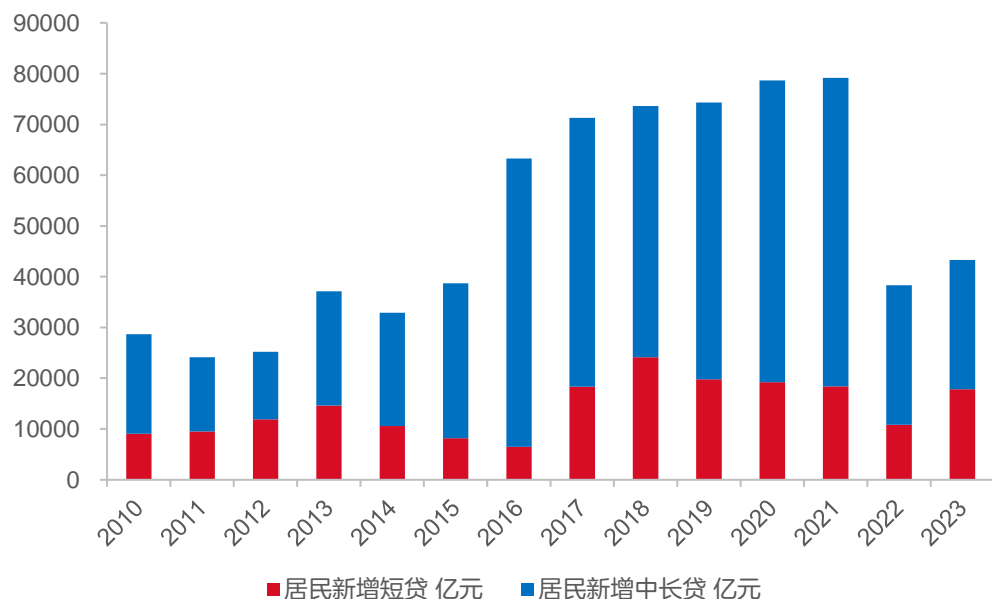
### 财产和转移净收入增速下滑明显，%



## 居民加杠杆意愿和能力还不足

- 2022年，居民新增贷款3.83万亿元，较2016-2021年均值7.34万亿元减少约3.5万亿元。2023年，居民新增贷款4.33万亿元，较疫情前均值仍有较大差距，主要体现在购房等中长期贷款方面。
- 2023全年，居民新增贷款与新增存款之比为25.9%，较2022年提升4.5个百分点，但较2018-2021年均值82%有较大差距，居民加杠杆意愿不强。

### 居民新增贷款降幅较大，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 居民贷款意愿不强，%

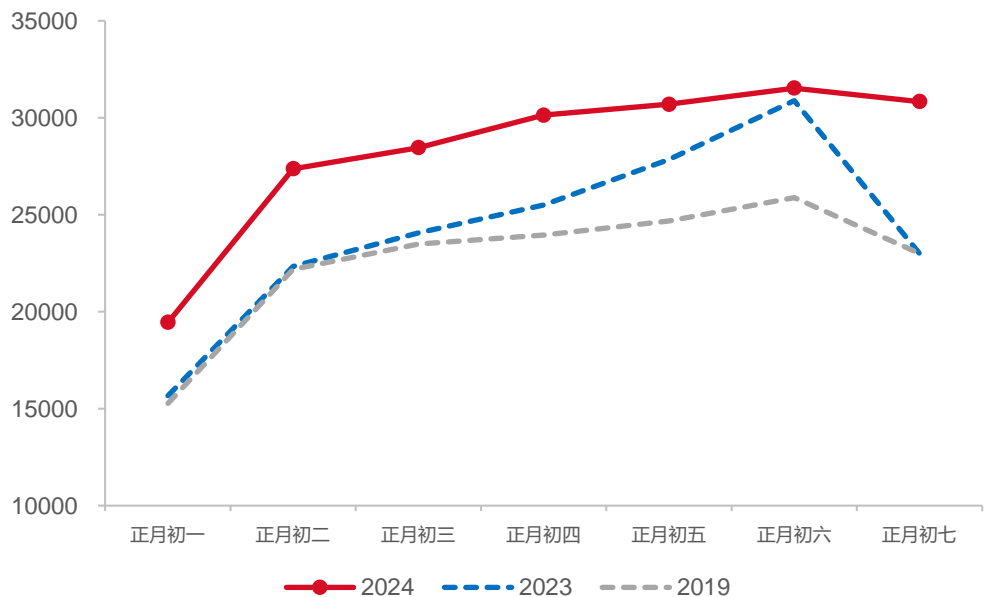


资料来源：Wind，东海证券研究所

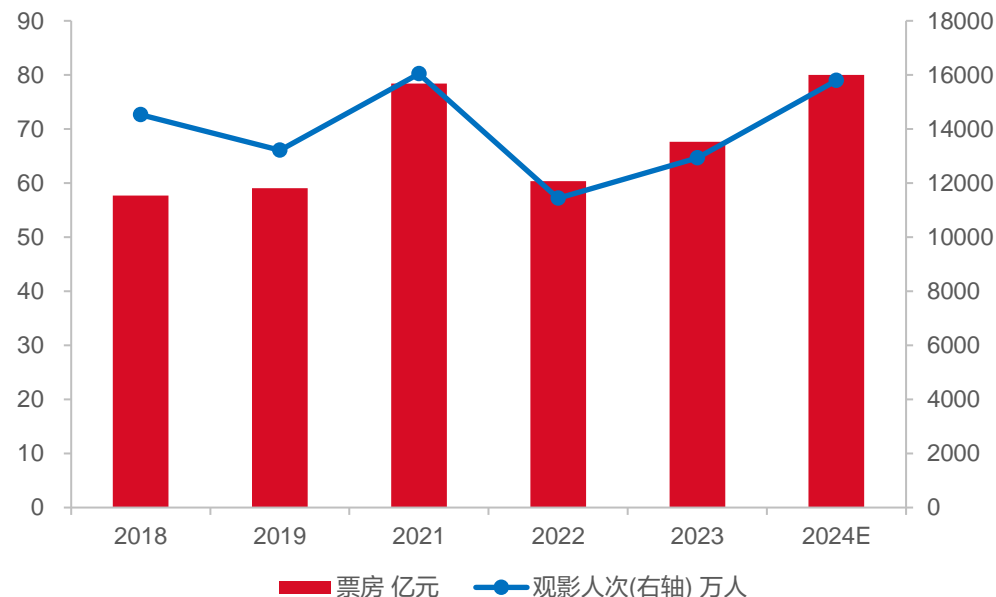
## 春节假期消费有亮点

- 居民出行热情高：初一至初七，全社会跨区域人员流动量合计19.85亿人次，同比17.2%，同比2019年增25.3%。其中，自驾出行同比2019年增49%，铁路民航恢复也较好。
- 旅游消费热度提升：初一至初七，国内景区门票订单同比增长超6成，门票玩乐订单均价同比翻番。
- 电影票房创新高：初一至初八，春节档总票房超80.2亿元，总观影人次超1.6亿，均创历史新高。

春节期间全社会跨区域人员流量，万人次



春节档票房及观影人次，亿元，万人



资料来源：Wind，东海证券研究所

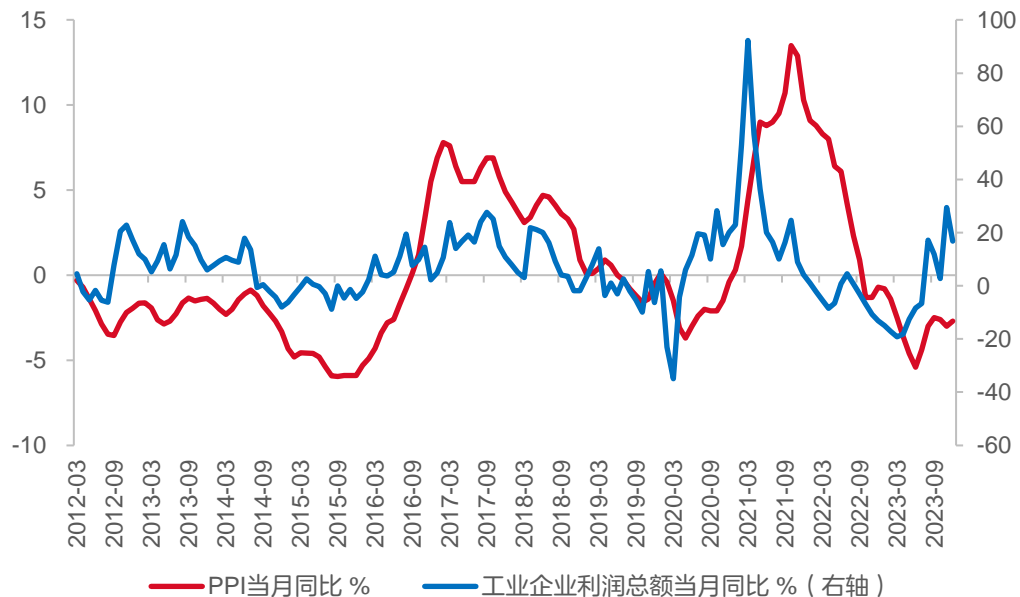
资料来源：灯塔专业版，东海证券研究所



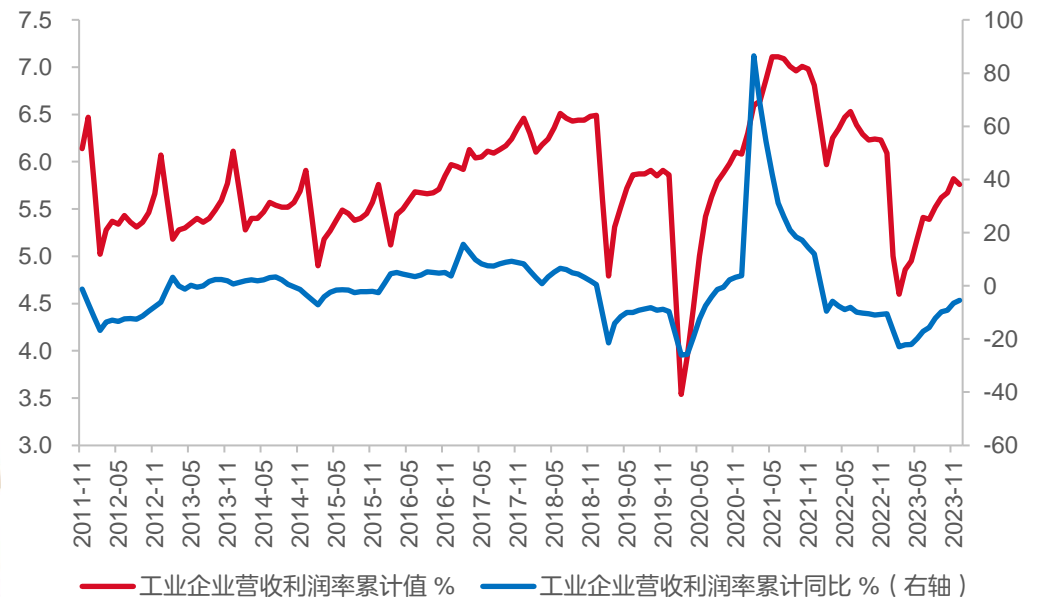
## 1.6 制造业投资的支撑：利润周期开启

- 2023年一季度以来，工业企业利润呈现逐步修复态势，当月同比自2023年8月以来已连续5个月正增长。但PPI同比仍在磨底，2024年1月为-2.5%，较前值升0.2个百分点，工业品价格改善力度偏弱。
- 工业企业营收利润率、PPI同比分别于2023年2月、6月触底回升，企业盈利好转将对制造业投资形成一定支撑。但当前实际库存水平偏高，产能利用率相对偏低，市场需求尚待提振，利润周期修复斜率可能偏缓。

### 工业企业利润增速与PPI同比，%



### 工业企业营收利润率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

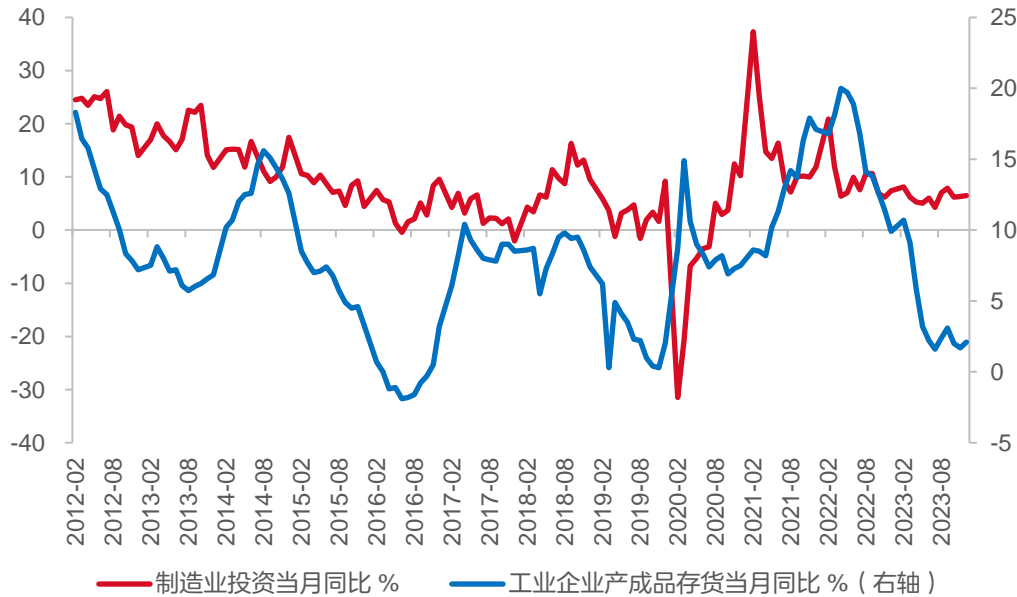
资料来源：Wind，东海证券研究所



## 补库周期开启

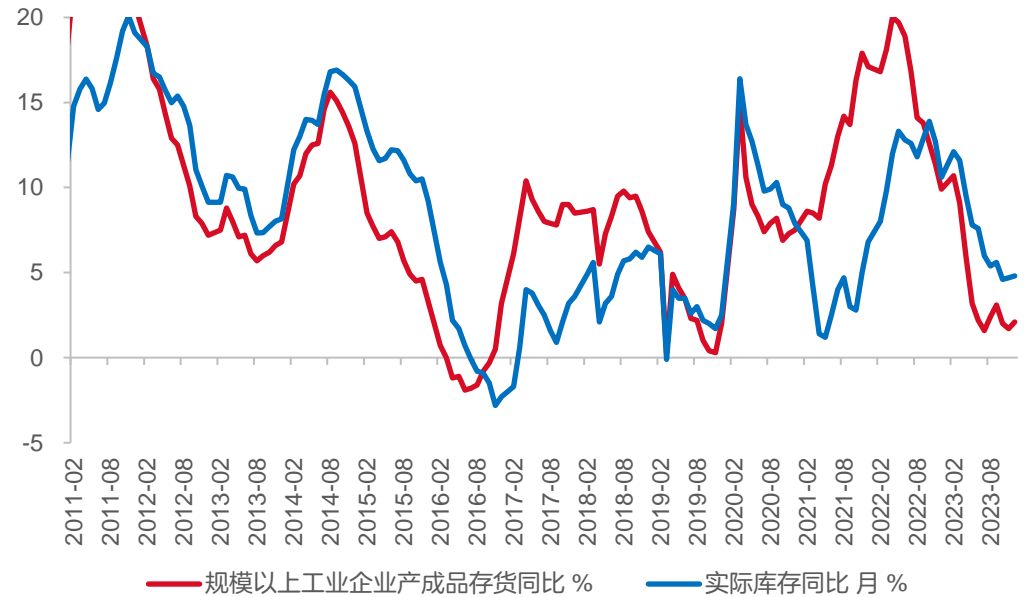
- 从工业产成品存货同比增速来看，当前大致处于去库转向补库的拐点，补库周期通常伴随制造业投资上行。
- 2023年12月，产成品存货同比增速升至2.1%（前值1.7%），企业主动补库有望对制造业投资形成支撑；2024年1月制造业PMI新订单指数环比上升0.3个百分点至49%。

库存周期与制造业投资增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

工业产成品实际库存同比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

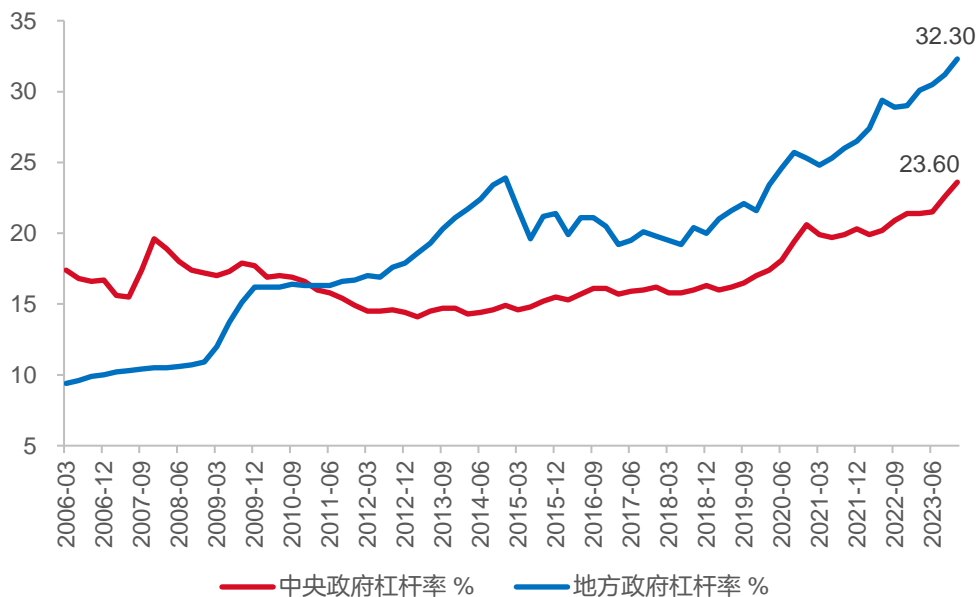
# 目 录

- 一、稳中求进保增长
- 二、货币政策可能会超预期
- 三、股市新政或迎长期 $\beta$ 机会
- 四、风险提示

## 2.1 财政政策积极但总空间有限：中央加杠杆

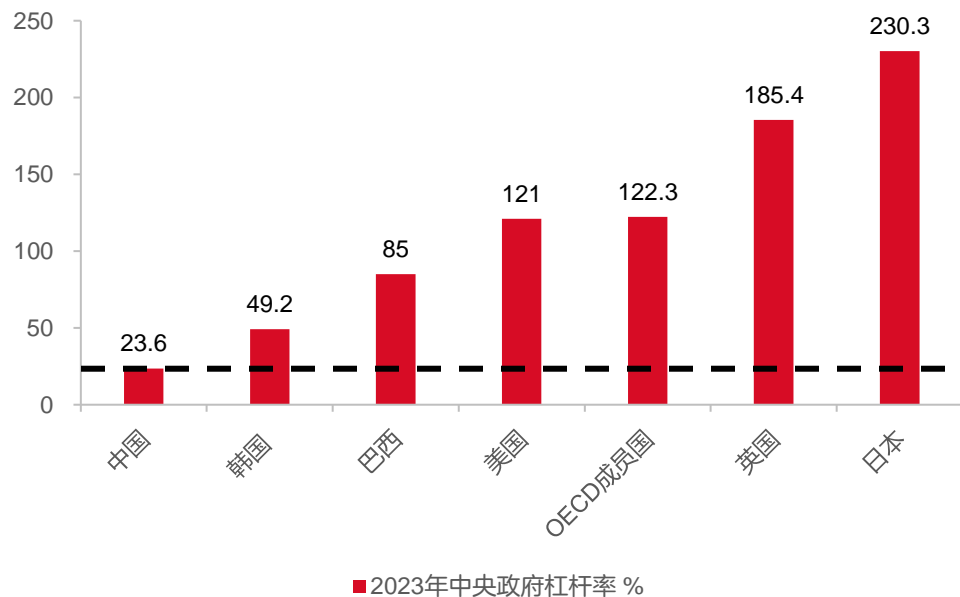
- 财政估计更积极。2023年财政预算支出27.5万亿元，赤字率3%，财政赤字3.88万亿元。其中，政府性基金预算支出11.8万亿元，政府性基金预算收入7.82万亿元。2023年Q4增发国债1万亿元，财政赤字增至4.88万亿元，赤字率提高到3.8%左右。
- 我国中央政府杠杆率偏低，具备加杠杆空间。预计2024年赤字率可能安排在3.8%或小幅升至4%。

我国中央和地方政府杠杆率对比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

我国中央政府杠杆率偏低，%

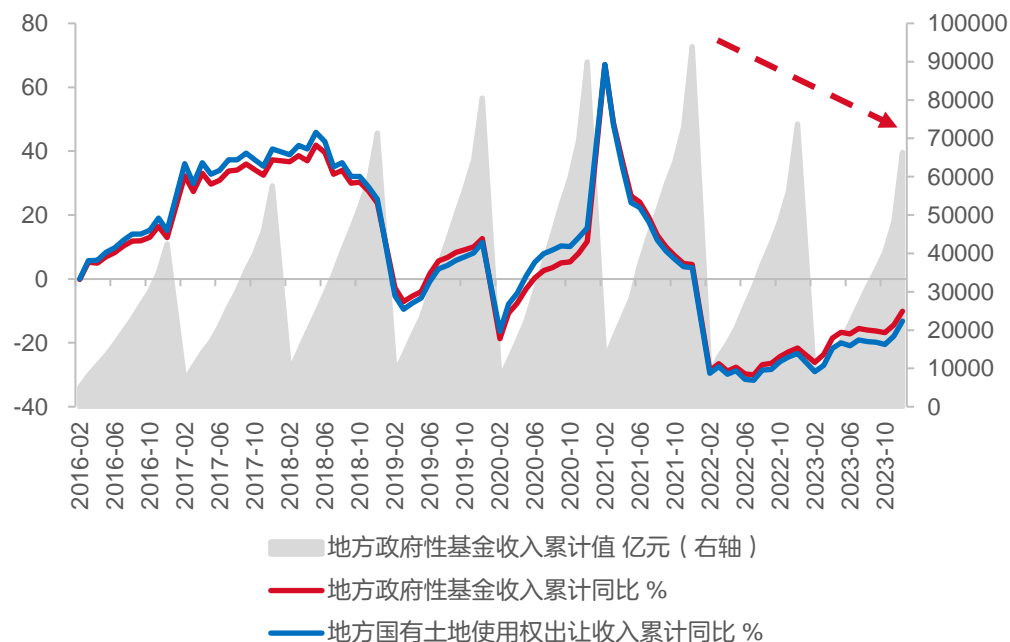


资料来源：世界银行，东海证券研究所  
注：韩国为2022年数据

## 地方财力相对受限

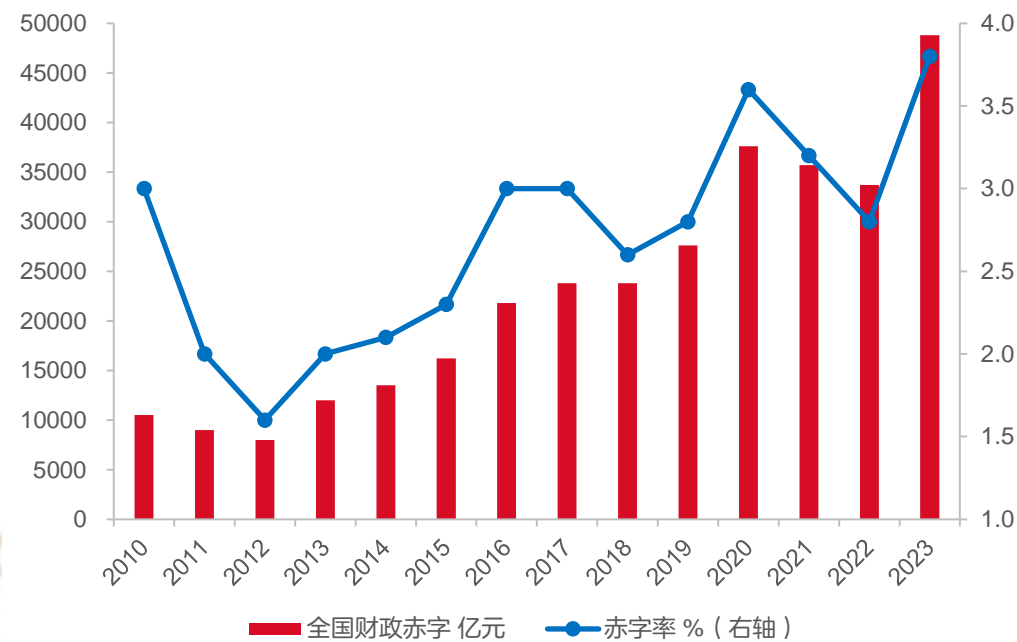
- 土地出让收入下滑拖累地方财政收入。受财力受限、债务率偏高、化解债务等因素牵制，地方政府加杠杆空间有限。2023全年，地方国有土地出让收入累计5.8万亿元，同比降0.9万亿元。2023全年，全国政府性基金收入累计7.1万亿元，同比降0.7万亿元。
- 隐性债务压力较大。在严格控制新增债务的情况下，地方政府财力或将受到一定限制。

### 地方政府性基金收入增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 全国财政赤字与赤字率，亿元，%



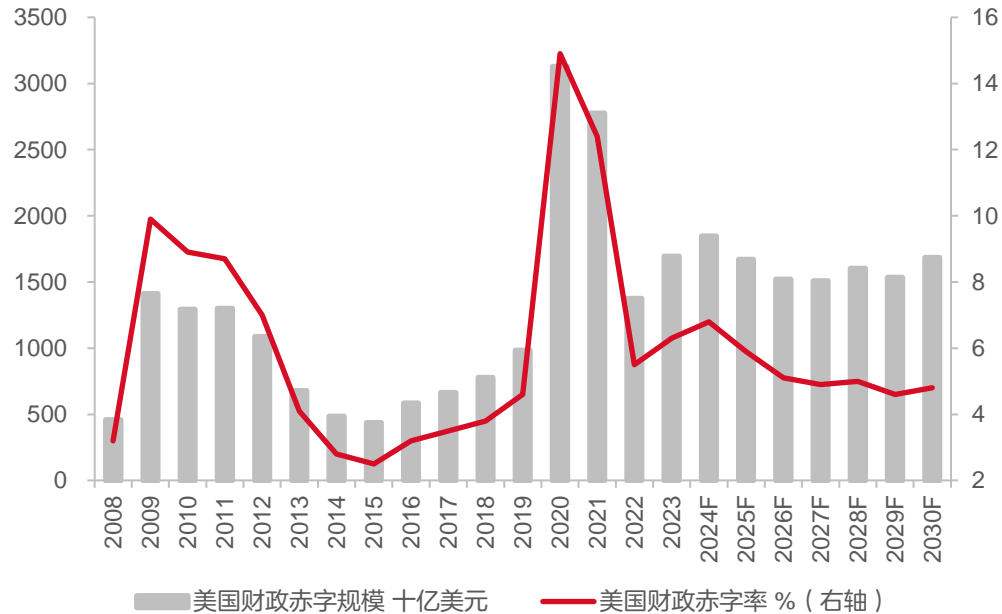
资料来源：Wind，东海证券研究所



## 美国超大力度财政刺激不适合我国

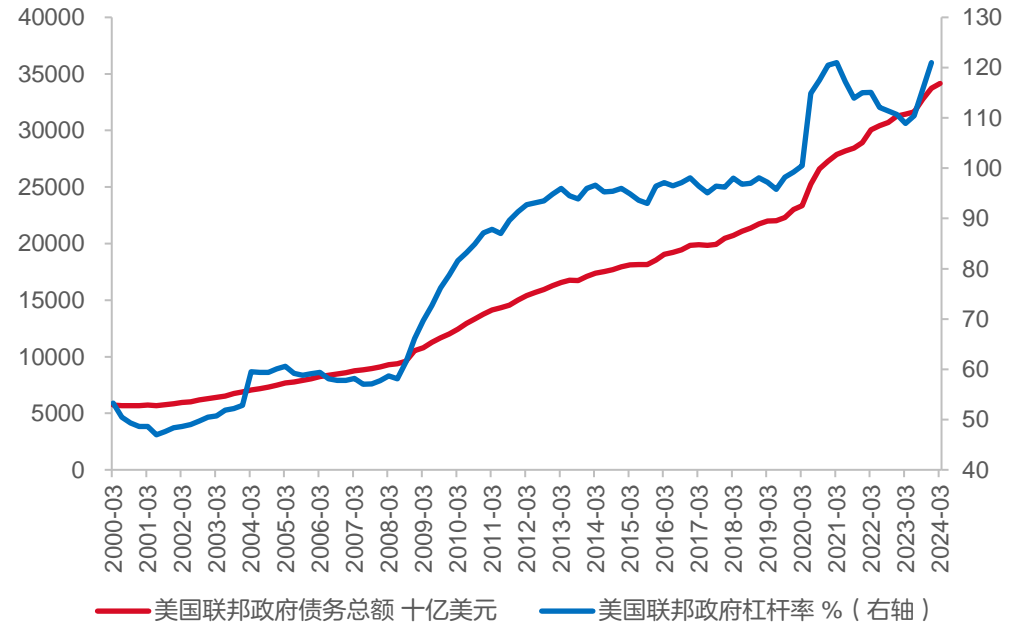
- 美国超常规财政刺激：2020年、2021年财政赤字分别为3.13万亿、2.78万亿美元，赤字率为14.9%、12.4%；2023年财政赤字1.7万亿美元，赤字率6.3%，财政刺激是支撑美国经济增速超预期的关键性因素。
- 美国政府负债和杠杆率已大幅增加，以后负债空间受压缩。截至今年2月末，美国联邦政府债务规模超34万亿美元，相当于2023年美国GDP的126%，2023财年净利息支出占全年财政支出比重超10%。

美国财政赤字和赤字率，十亿美元，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

美国负债总额和杠杆率，万亿美元，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 准财政工具可形成一定资金增量

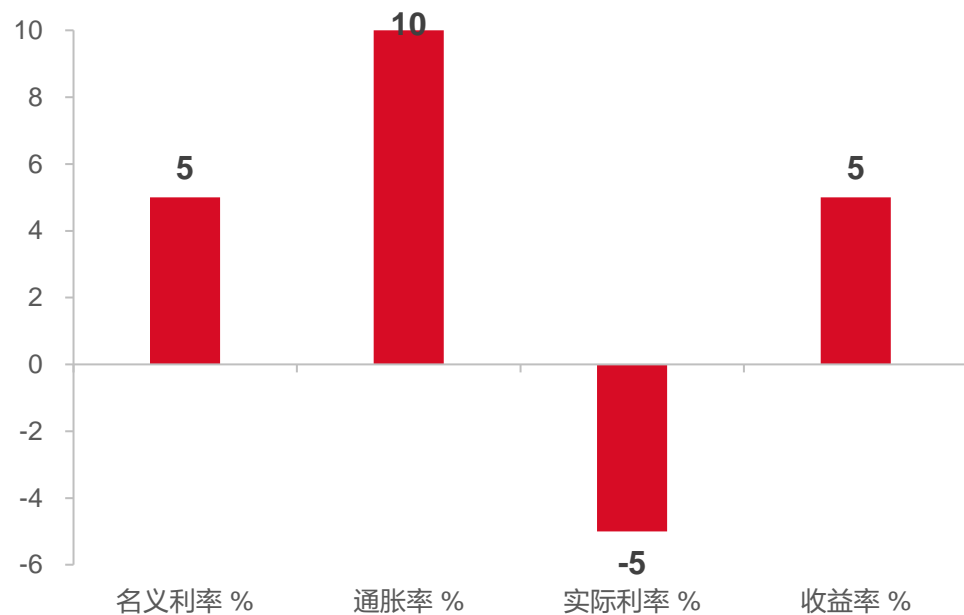
- 相比2022年12月、2023年4月政治局会议对财政政策的表述（积极的财政政策要加力提效），2023年12月政治局会议（积极的财政政策要适度加力、提质增效）或指向财政发力空间可能相对有限，但资金投向要提高质效。
- 2022年共投放7400亿元政策性开发性金融工具，主要投向交通水利网络型基础设施、地下管廊城市基础设施等领域，支持2700多个项目开工建设，有力补充了重大项目建设资本金。
- 因此预计2024年地方政府新增专项债难以大幅增加，或维持在3.8万亿元。在此情况下，通过政策性金融工具等准财政工具接力，撬动大量资金进入基建领域，从而助力稳增长。
- 政策性开发性金融工具重点投向三类项目：中央财经委员会第十一次会议明确的五大领域、重大科技创新领域、其他可由专项债投资的项目。
- 项目筛选机制：由国家发改委牵头审核确定项目清单，推荐给政策性银行进行筛选，按市场化原则自主决策。

## 2.2 货币政策：实际利率较高，未来存在超预期可能

费雪效应：实际利率=名义利率-通货膨胀率

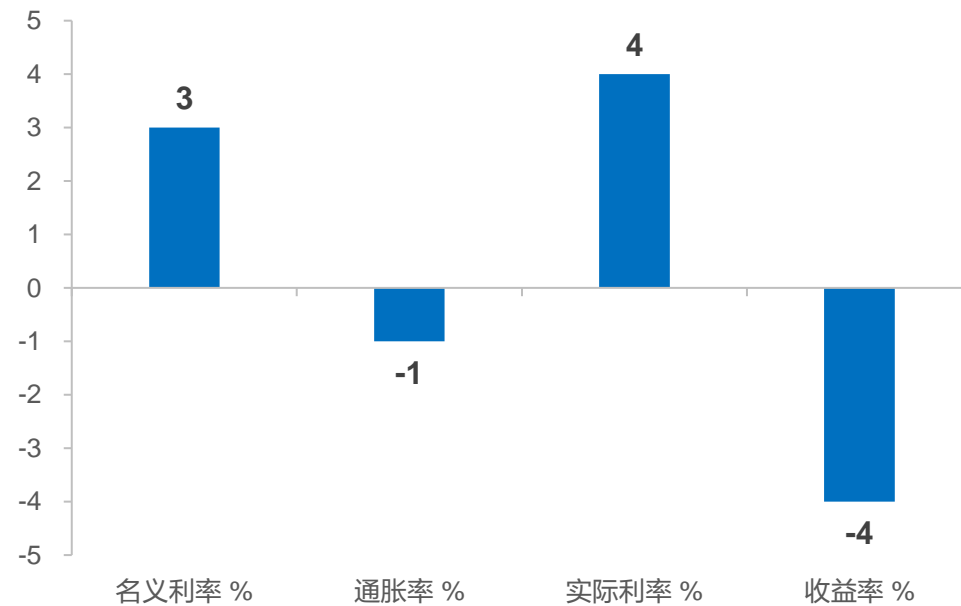
- 情境一：名义利率5%，通胀10%，实际利率为-5%，收益率为5%。
- 情境二：名义利率3%，通胀-1%，实际利率为4%，收益率为-4%。

情境一：名义利率高，实际利率低，收益好



资料来源：Wind，东海证券研究所

情境二：名义利率低，实际利率高，收益差



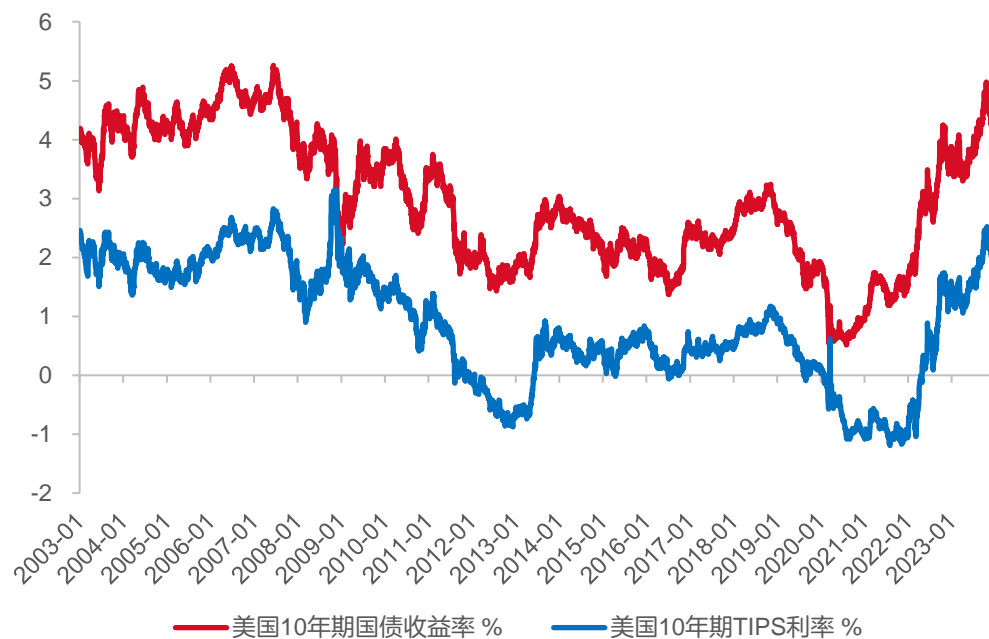
资料来源：Wind，东海证券研究所



## 通胀预测难度大

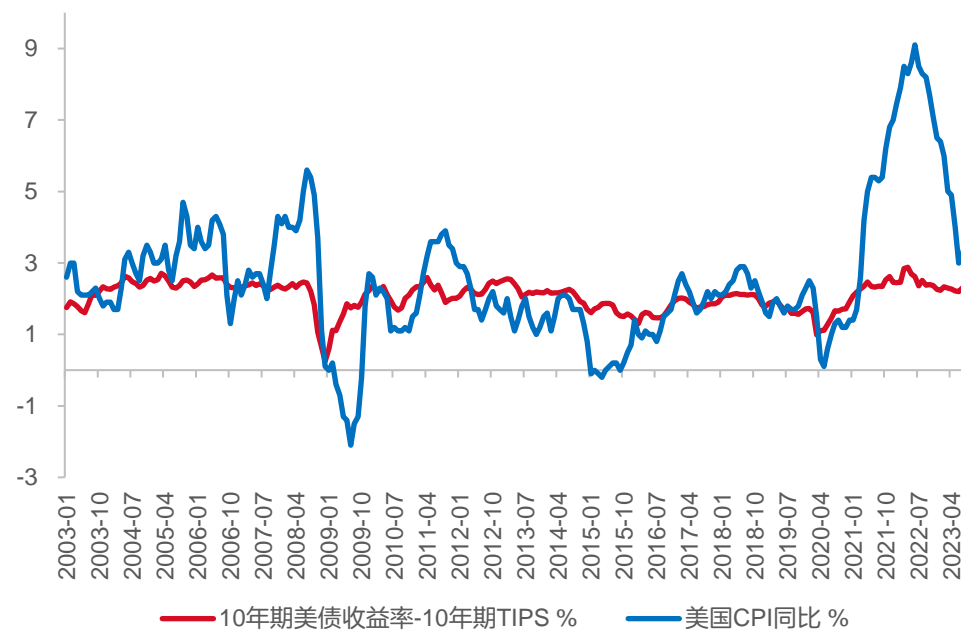
- 美联储预测也不精准：模型预测、专家预测均有一定局限性，如美联储疫后大幅低估通胀水平，加息过度滞后。
- 业内常用指标可能不灵：美国通胀保值债券TIPS不能反映实际利率，10年期美债收益率减TIPS利率，与美国CPI同比数值相差很大。

### 美国10年期国债收益率与TIPS利率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 美国名义利率减TIPS与CPI对比，%



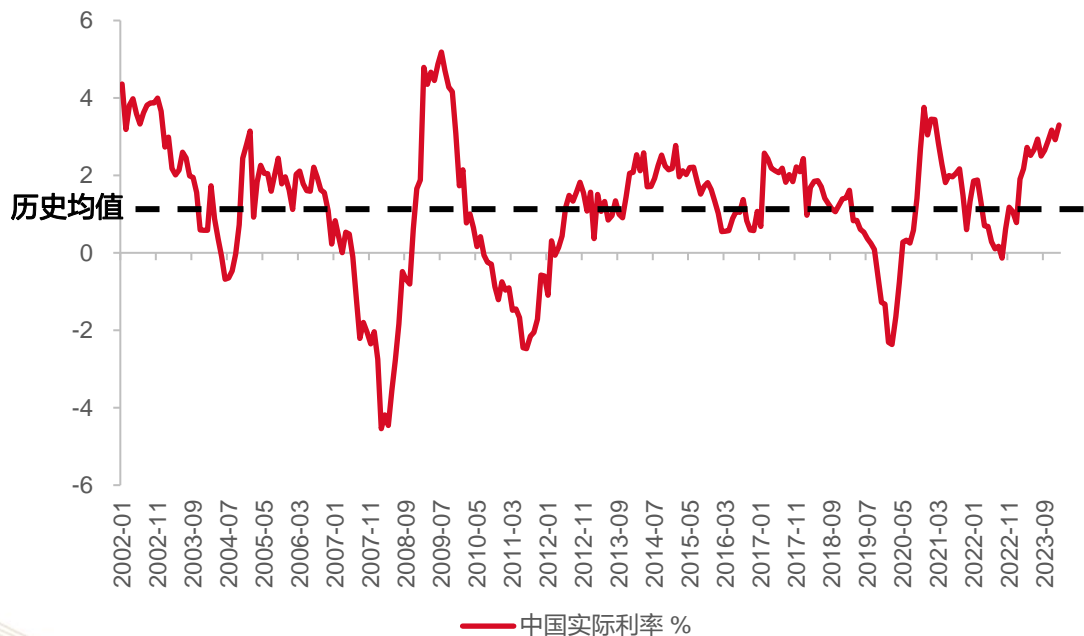
资料来源：Wind，东海证券研究所



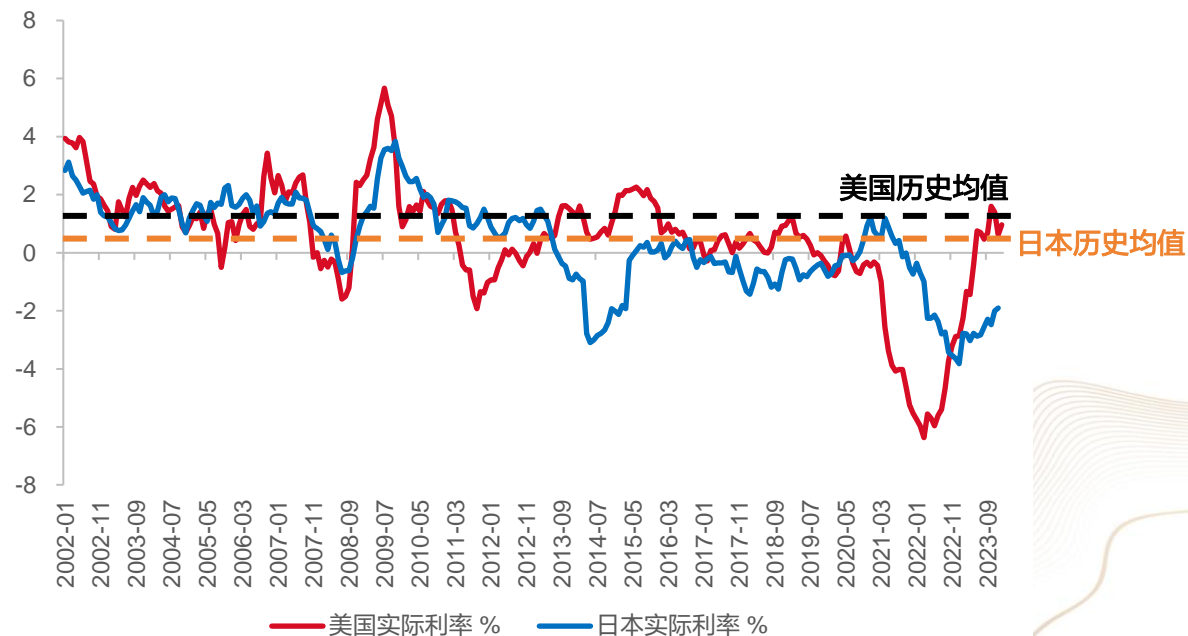
## 纵向比较：我国实际利率处于历史高位

- 我国实际利率水平很高：2002-2019年，中国实际利率均值为1.14%。2024年1月，中国实际利率为**3.3%**，远高于历史均值。
- 美国实际利率均值为1.13%，日本为0.7%。2024年1月，美国实际利率为**0.96%**，日本为**-1.9%**。

中国实际利率远高于历史均值，%



美国、日本实际利率低于历史均值，%



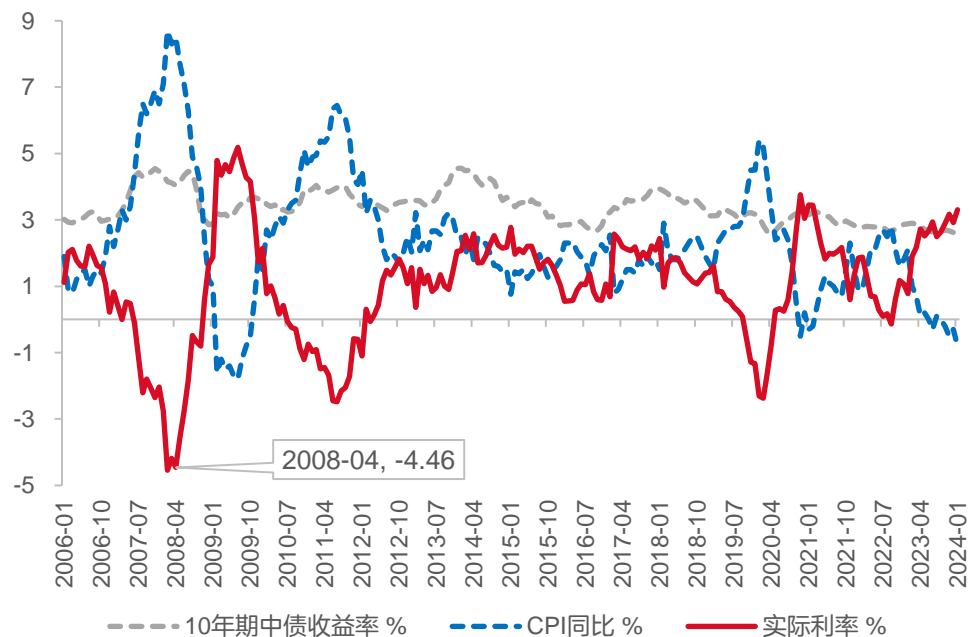
资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所

## 横向比较：美国实际利率很低

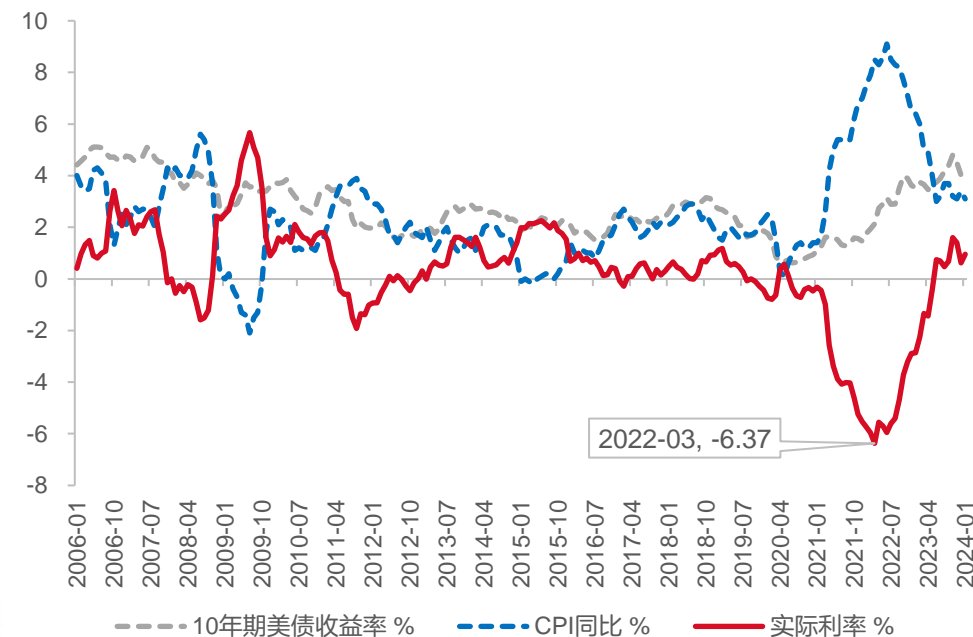
- 2022年以来，中国实际利率从最低-0.1%升至2024年1月的3.3%；美国实际利率从最低-6.4%升至2024年1月的0.96%。当前中国实际利率比美国高出2.34个百分点。

### 中国实际利率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 美国实际利率，%

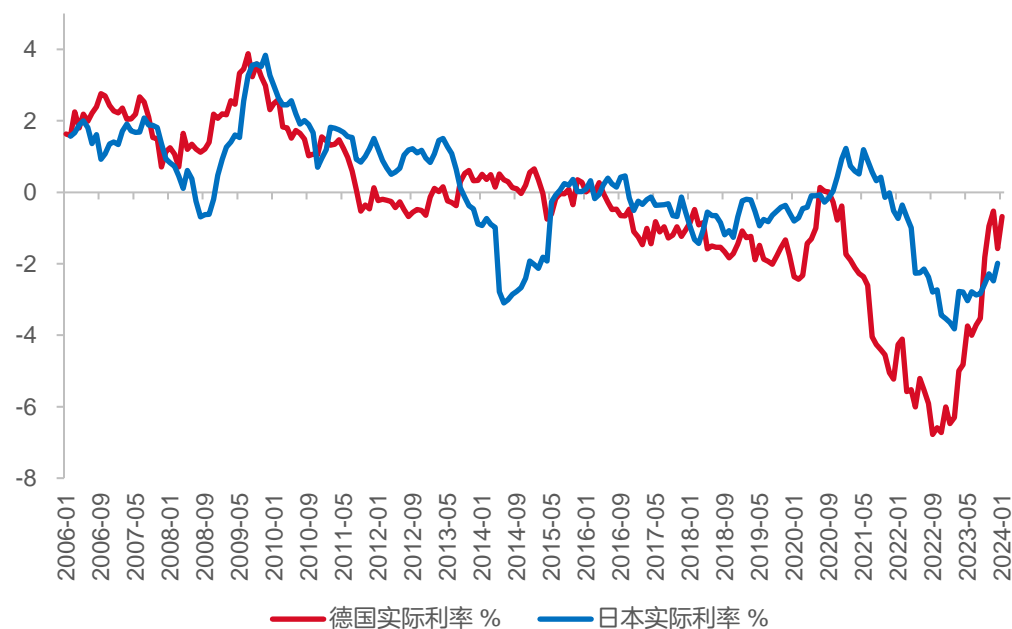


资料来源：Wind，东海证券研究所

## 德国、日本、越南实际利率为负

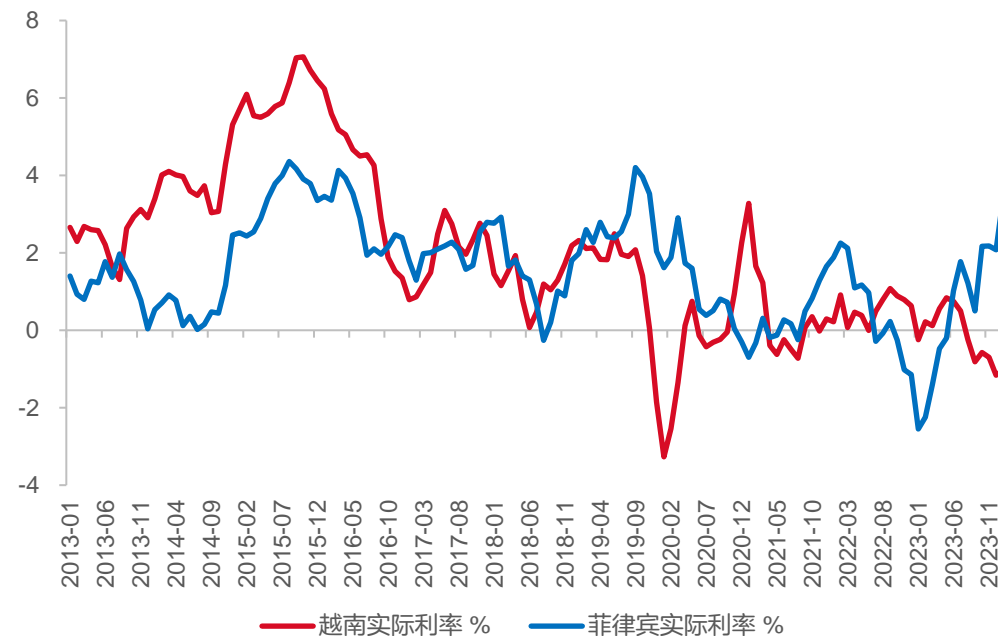
- 截至2024年1月，发达国家中，德国、日本实际利率分别为-0.7%、-1.9%（日本为2023年12月数值）。
- 发展中国家中，越南实际利率为-1%；实际利率较高的菲律宾（3.4%）与我国相当，主因其名义利率较高。

### 德国、日本实际利率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 越南、菲律宾实际利率，%

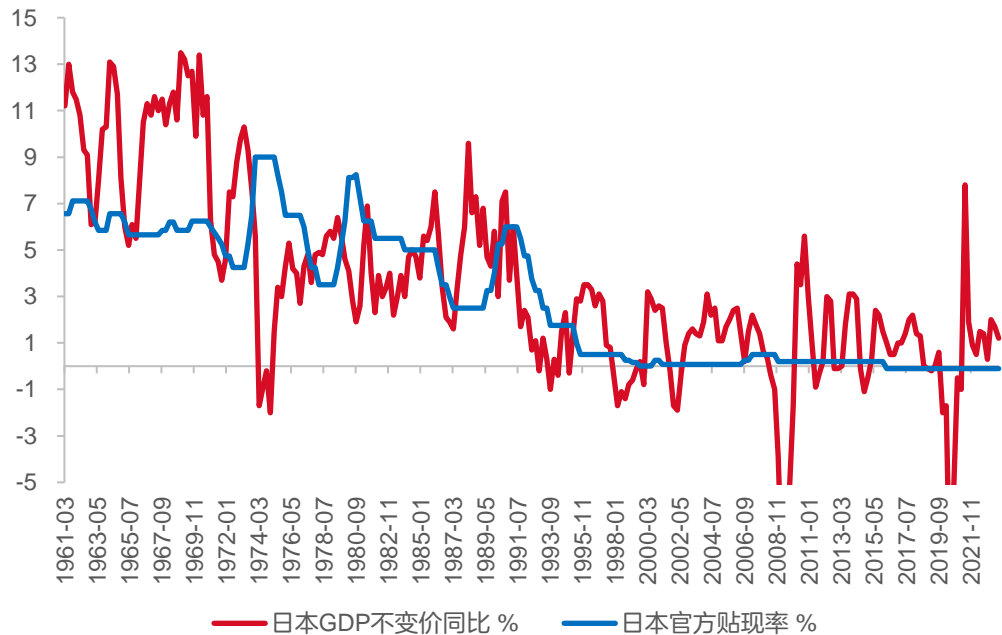


资料来源：Wind，东海证券研究所

## 利率下行可能还不够：经济增速、投资回报与利率水平不够平衡

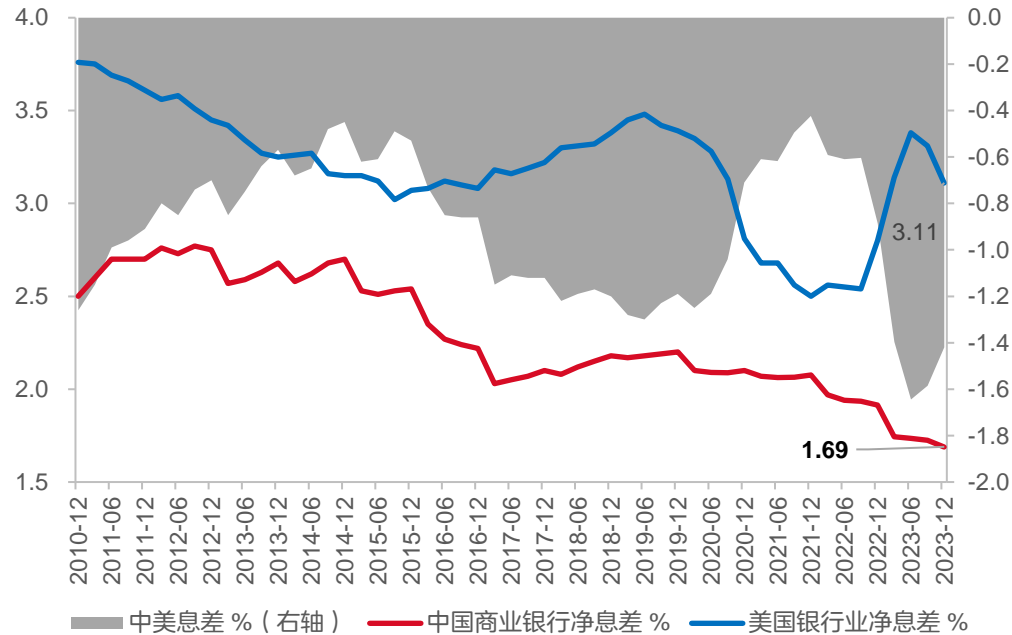
- 中长期看，经济增速下行，投资回报率下降，利率也需要降低。
- 2023年四季度，中国商业银行净息差为1.69%，连续四个季度低于1.8%监管“合意水平”。

日本GDP增速与基准利率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

中国银行业息差已很低，美国息差较高，%



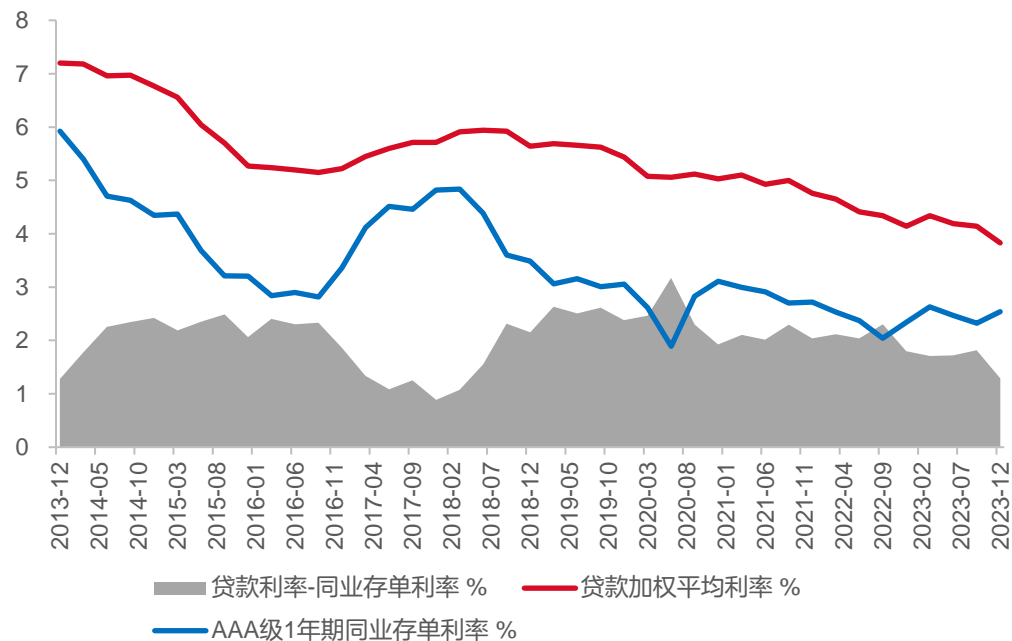
资料来源：Bloomberg，东海证券研究所



## 金融市场收益率偏高

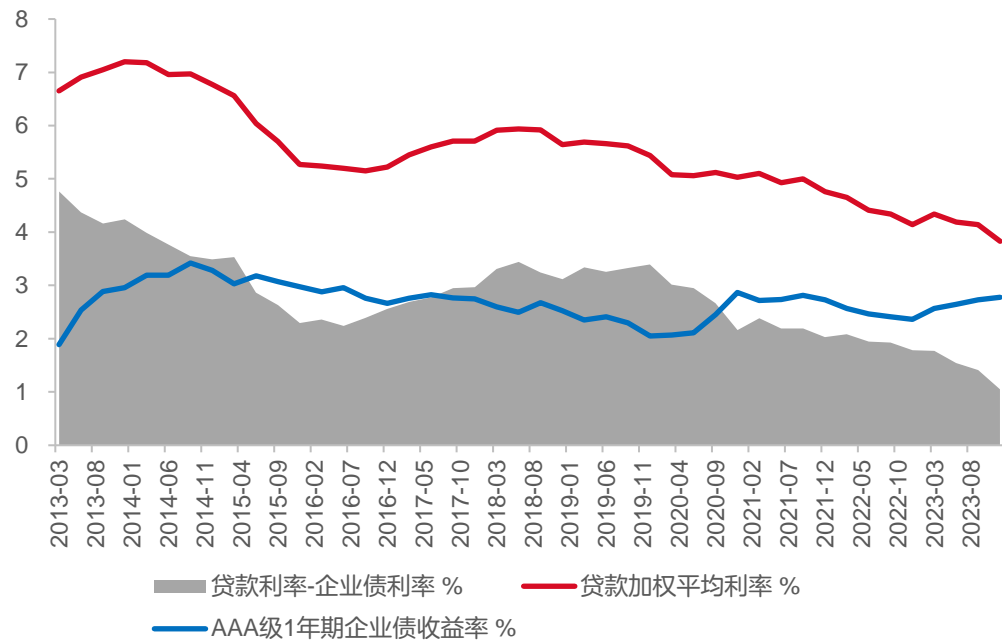
- 我国近年来金融支持实体经济，金融市场收益率较贷款利率下行幅度更小，对消费、投资吸引力或有一定影响。
- 2020年一季度至今，贷款利率总体下行，但同业存单利率基本平稳，企业债利率不降反升，金融市场收益相较贷款的投资性价比更高，资金对实体经济的支持可能不足。

贷款利率与同业存单利率利差收窄，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

贷款利率与企业债利率利差收窄，%

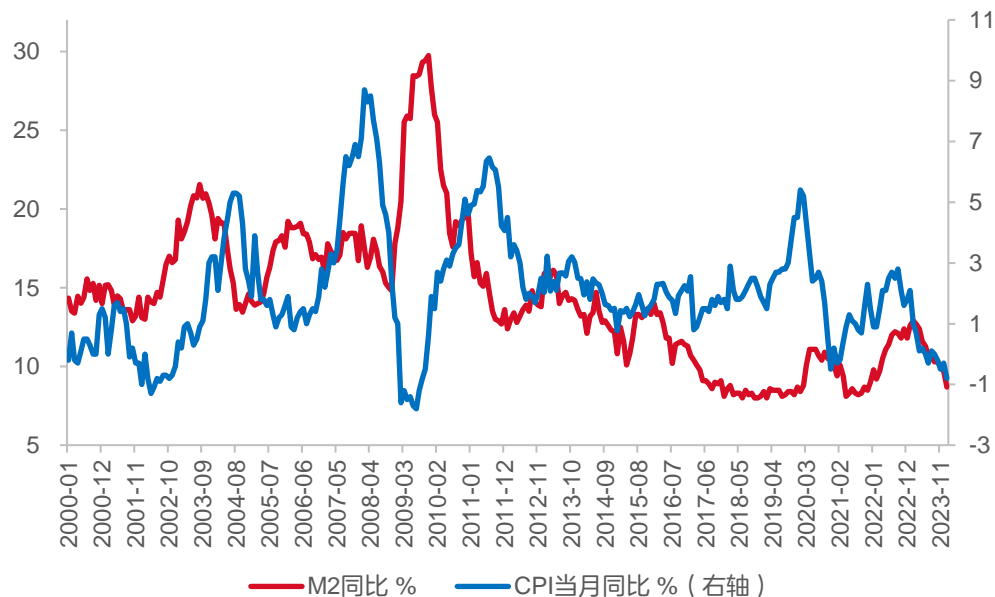


资料来源：Wind，东海证券研究所

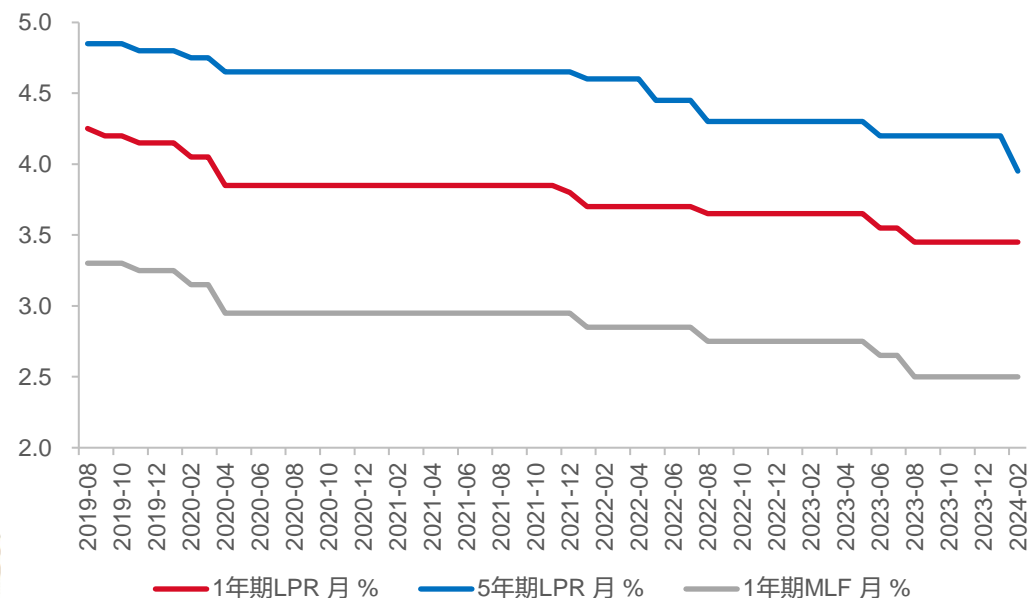
## 利率政策值得期待

- **货币政策更重视价格**：2023年中央经济工作会议提到“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”。货币政策可能会加强对物价水平的关注。2023年10月至今，CPI同比持续负增长。2024年1月较前值进一步回落0.5个百分点至-0.8%。在稳预期的目标下，如果要使通胀温和上升，货币政策的力度可能会加大。
- **未来降息幅度可能会加大**：2024年2月，LPR非对称下调且大幅超预期，5年期以上LPR报价下调25个基点至3.95%，单次下调幅度为历史首次。未来降息步幅或向国际靠拢，货币政策力度可能较大，但目前政策定力整体较强。

### M2与CPI同比增速，%



### 1年期、5年期LPR与MLF利率，%



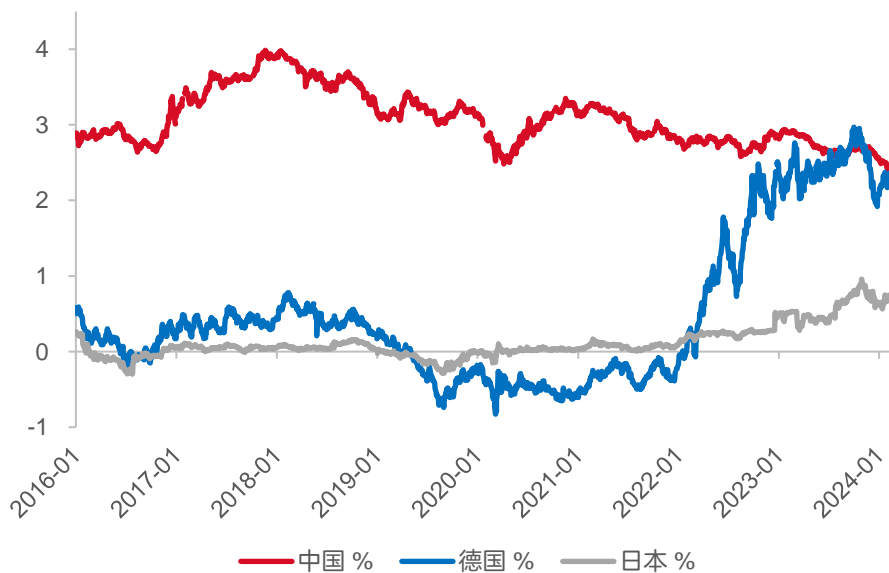
## 全年降息或超50基点

- 2024年1月，10年期中债收益率均值为2.5059%，CPI同比-0.8%，实际利率约为3.3%。2002-2019年中国实际利率均值为1.14%。假设2024年CPI同比上升1%，以此推算实际利率约为2.3%左右。如果回到2019年前的中值，需降息116个基点；考虑到经济增速下行后利率也应下降，因此可能需要降息超过150个基点。考虑到价格涨幅的不确定性，我国实施稳健的货币政策，综合来看未来**降息50个基点左右**的可能性较大。
- 外部约束：美国2024年大概率降息，对我国约束减弱。德国、日本等国债收益率低、流动性好，更易成为融资货币。

### 中美10年期国债利差倒挂，%



### 中、德、日10年期国债收益率，%



# 目 录

- 一、稳中求进保增长
- 二、货币政策可能会超预期
- 三、股市新政或迎长期 $\beta$ 机会
- 四、风险提示



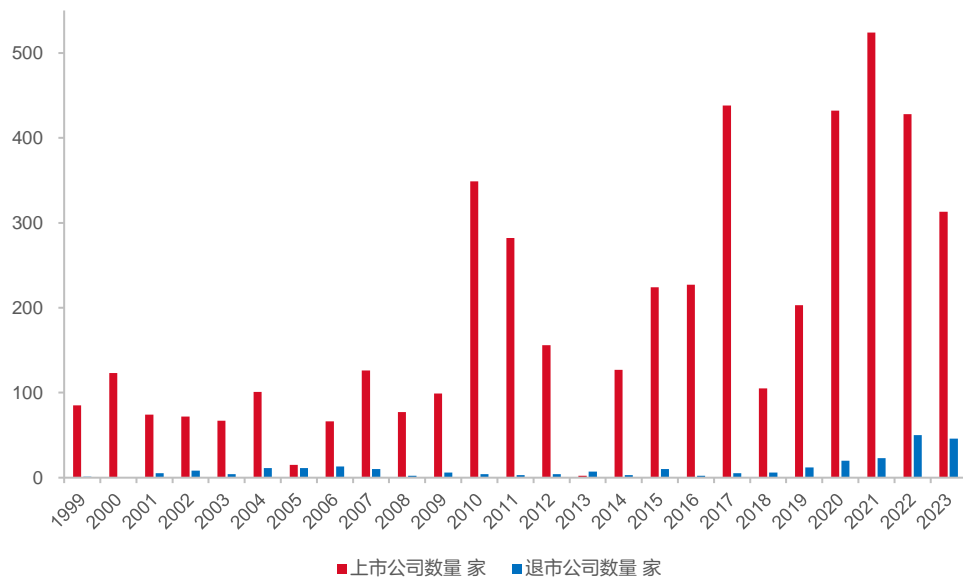
### 3.1 上市公司质量有望根本性提高

- 从近期证监会座谈会、监管处罚等信息来看，未来IPO质量要求可能会大幅提高，上市公司信息披露要求会更严，估计IPO的数量会下降，而退市数量可能会有较大增加，上市公司质量有望得到根本性提升，上市公司投资价值显现。
- 从国际经验看，上市、退市之间有一定的“平衡”。美股“大进大出”特征明显，形成吞吐自如、优胜劣汰的良性循环；我国股票市场发行上市数量多，退市很难。1995-2023年，美国三大股市合计退市15468家公司，上市7665家公司。同期，全部A股合计退市266家公司，上市5111家公司，退市公司占上市公司数量仅为5.2%。

#### 加强上市公司监管相关表述

时间	内容
1月19日	证监会发行司司长表示，坚决把“带病闯关”和不符合条件的企业挡在市场大门之外
1月24日	证监会副主席王建军表示，建设以投资者为本的资本市场，必须依法全面加强对上市公司的监管，对于欺诈发行等违法行为，坚决重拳打击，让其“倾家荡产、牢底坐穿”，对参与造假的中介机构一体追责，让其痛到不敢再为
2月4日	证监会表示，对于涉嫌存在重大违法违规行为的，发行人和中介机构即使撤回发行上市申请，也要一查到底，对相关违法案件从重从快予以处罚

#### 1999-2023年A股上市、退市公司数量，家



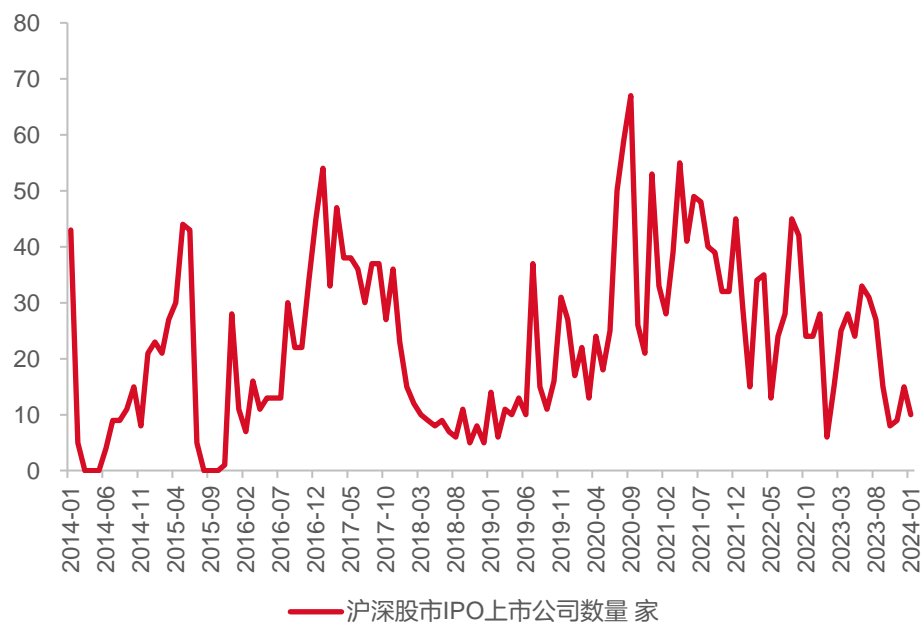
资料来源：中国证监会，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所

## 近期A股IPO节奏明显放慢

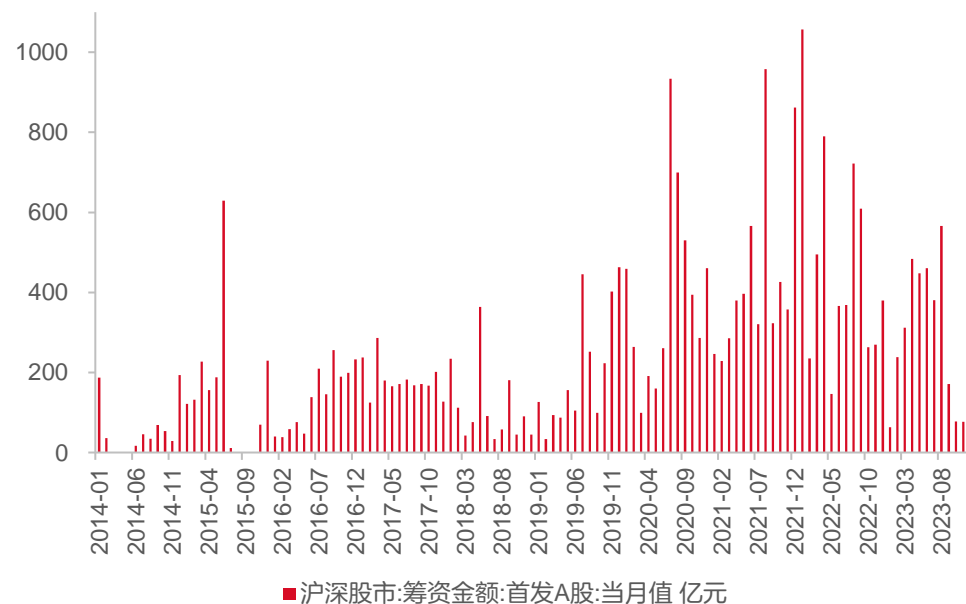
- 2020、2021、2022年，A股月均IPO数量分别为33家、40家、28家。其中，2020年9月当月，A股IPO上市公司67家。2023年1-9月，A股月均IPO数量降至23家。
- 2023年10月以来IPO节奏进一步放缓。2023年10月至2024年1月，A股月均IPO数量10家。

### A股IPO上市公司数量，家



资料来源：Wind，东海证券研究所

### A股IPO融资金额，亿元

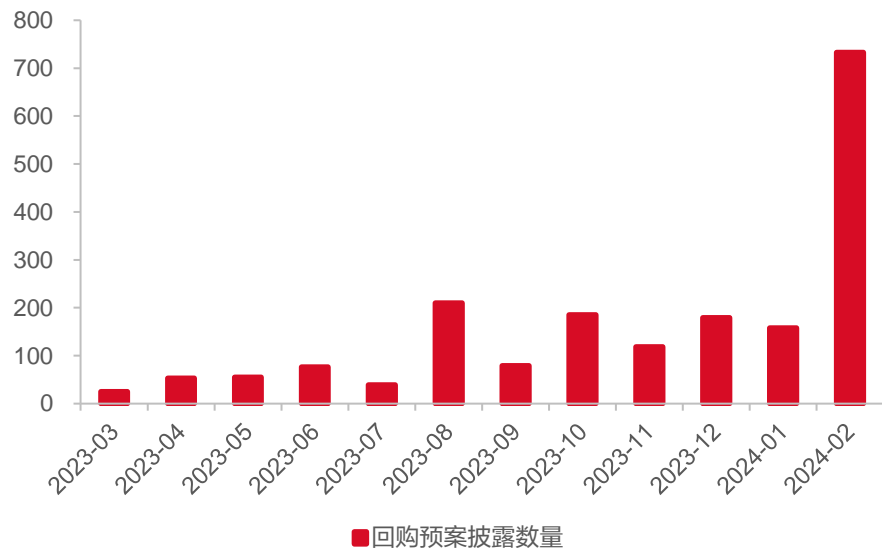


资料来源：Wind，东海证券研究所

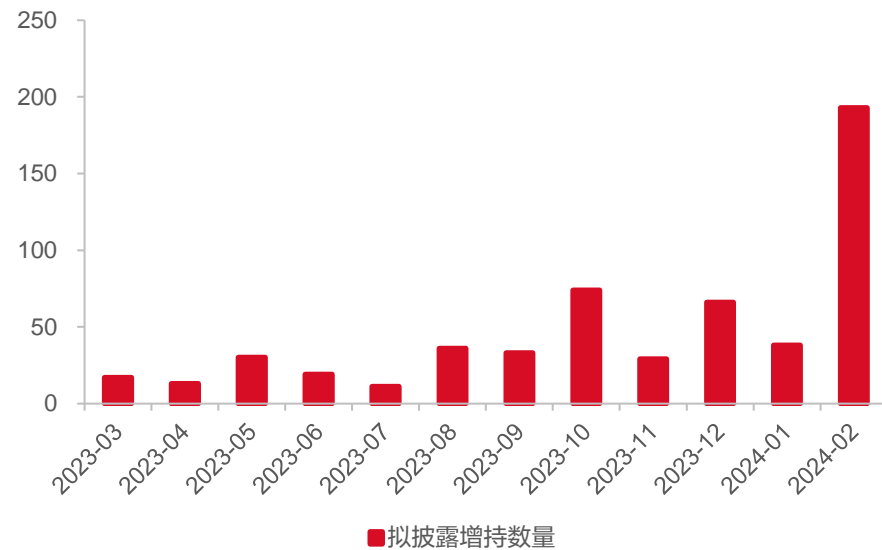
## 3.2 央企市值管理加速推进，增持回购明显加力

- 1月24日，国资委表示，将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。1月29日，国资委在2024年央企、地方国资委考核分配工作会议上指出，推动“一企一策”考核全面实施，全面推开上市公司市值管理考核。据新华社2月22日报道，今年央企负责人业绩考核将增加市值管理考核相关指标。
- 截至2月22日，A股共计455家央企，932家地方国企，市盈率中位数分别为23.4倍、15.9倍，分位数水平中位数分别为27.3%、24%。市净率中位数分别为1.84倍、1.51倍，分位数水平中位数分别为14.6%、9.2%；市净率小于1倍的央企、地方国企分别有75家、224家。
- 截至2月23日，2月当月新增回购预案达733家，超过过去5个月总和；新增股东拟增持计划193家，接近过去4个月总和。

### 回购预案披露数量，家



### 股东拟增持披露数量，家

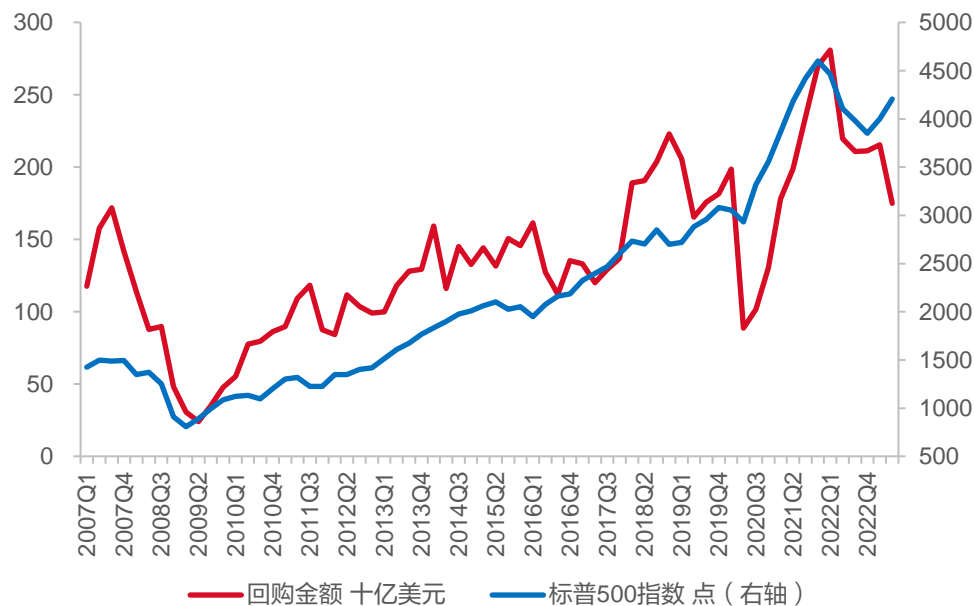




## 回购是美股上涨的一大动力来源，国企回购利多A股

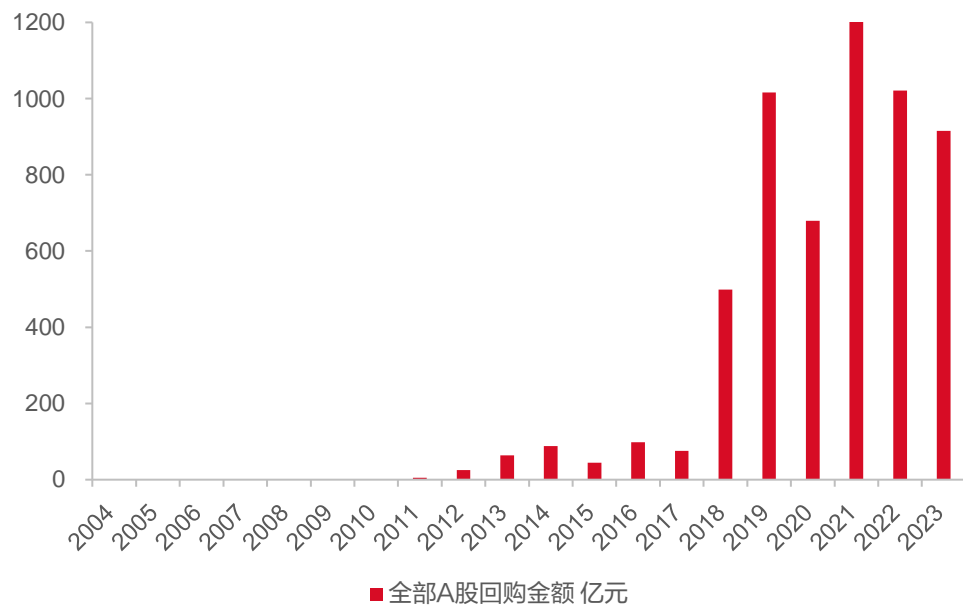
- 2004-2023年，全部A股回购总额5743亿元，标普500上市公司仅2007年一季度单季回购金额就高达1180亿美元。2018年，全国人大对《公司法》进行修改，简化了股份回购决策程序。此后A股回购规模明显上升，2018年A股上市公司回购规模较2017年的75亿大幅升至近500亿。
- 尽管2018年以来A股回购规模明显上升，但仍明显低于同期美股回购金额。2019-2023年，A股年均回购规模为969亿元，同期标普500指数成分股年均回购规模为767亿美元。

标普500回购规模与指数走势，十亿美元，点



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

2004-2023年A股回购金额，亿元



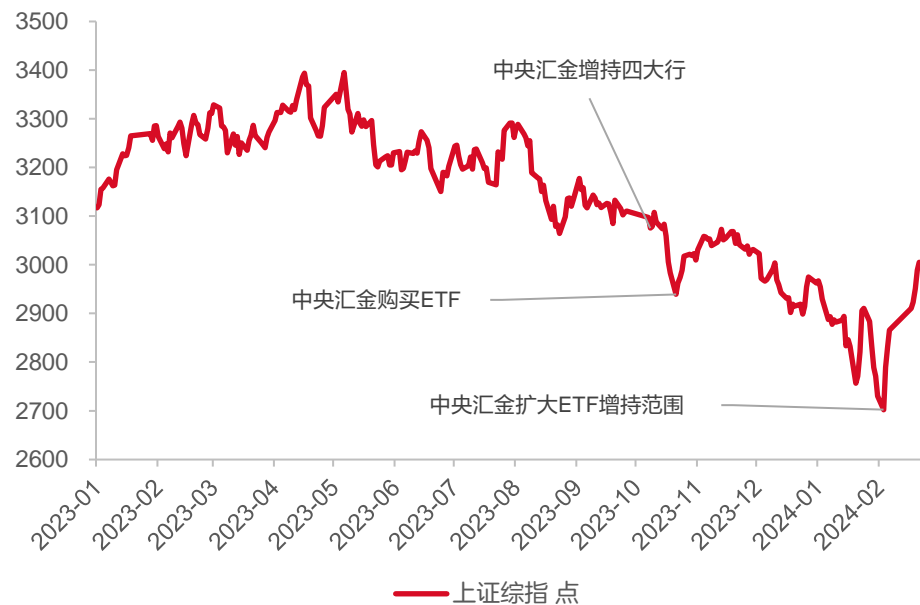
资料来源：Wind，东海证券研究所



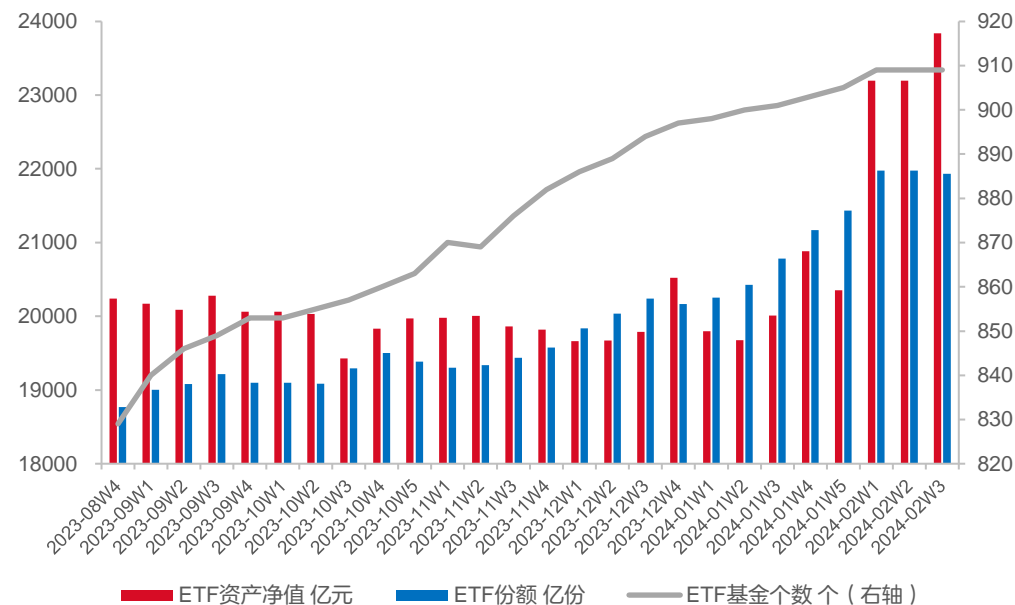
### 3.3 平准基金呼声较高

- 2023年8月至2024年2月5日，上证指数从3322点调整至最低2635点。从海外经验来看，当股票市场出现过度下跌时，可以通过建立平准基金的方式调节股价异常波动，稳定股市。今年2月，证监会对市场热点问题积极回应，并表示经过论证切实可行的马上就办。2023年年末以来，市场对成立股市平准基金的呼声很高，监管部门可能会对市场的重点关切予以重视。稳定市场的手段也并非仅局限于平准基金一种方式，其形式可能多种多样。
- 从2023年中央汇金宣布增持ETF至今（截至2月23日），股票ETF规模增加超3000亿元，宽基ETF增长居前。“国家队”入市买入股票和ETF有助于平抑过度波动、稳定资本市场，一定程度上或体现了平准基金的作用。

上证指数，点



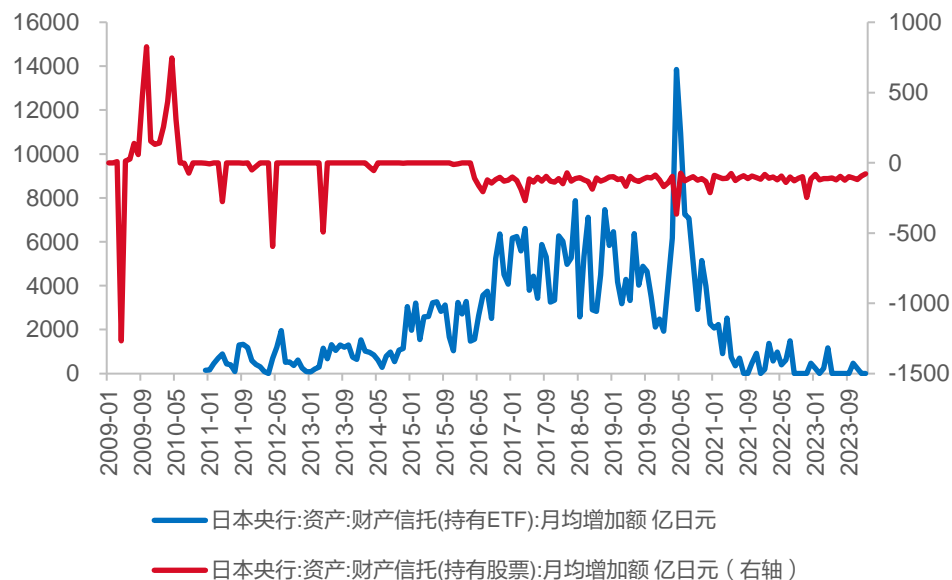
全部ETF规模与基金个数，亿元/亿份，个



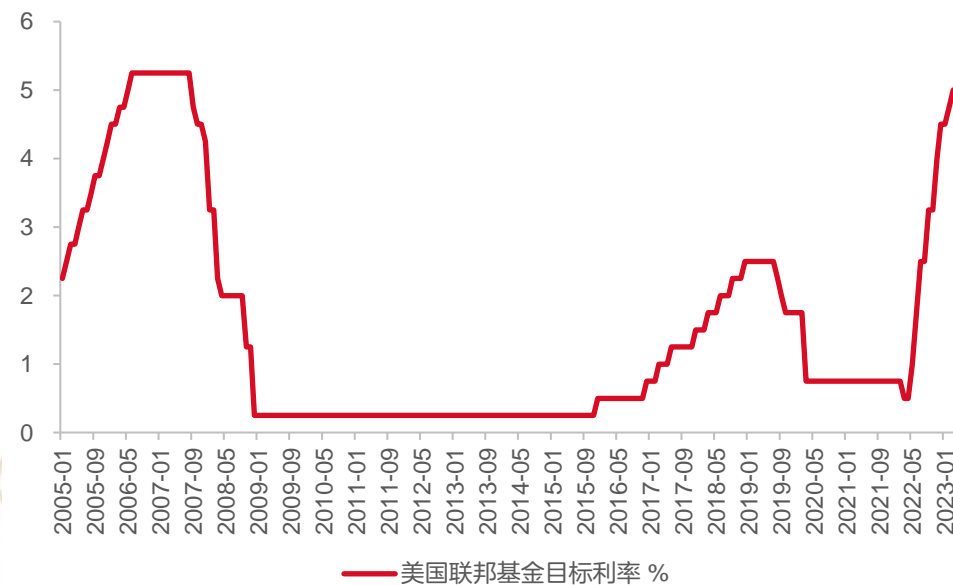
## 平准基金的海外经验

- **日本**：1990年日本股市泡沫破裂，当年6月日本政府成立规模约2万亿日元的股市稳定基金。次贷危机之后，日央行采取直接购买ETF和股票的方式稳定股市。此外，日央行从1991年7月开始连续降息，到1995年9月累计降息550个基点至0.5%。
- **韩国**：1990年首次设立股市稳定基金。次贷危机时期，韩国综指最大跌幅超50%，韩国通过平准基金向市场提供流动性。
- **美国**：2008年9月，美联储联合美国十大银行成立700亿美元救市基金，10月美国财政部实施2500亿美元的资本收购计划，购买金融机构股权。此外，美联储采取宽松的货币政策以应对危机。2007年9月至2008年12月，美联储累计降息450个基点；2020年为应对疫情冲击，美联储大幅宽松的货币政策、提供流动性等及时稳定了美国股市。

### 日央行购买股票和ETF规模，亿日元



### 美国联邦基金目标利率，%



### 3.4 交易监管力度加强

- 证监会对资本市场违法违规行为接连发声，让胆敢违法操纵、恶意做空者“倾家荡产、牢底坐穿”。
- 规范市场发展，净化市场生态的态度坚决，有助于稳定股市正常运行节奏，提升投资者的投资安全感，提振市场信心。

#### 加强交易监管力度相关表述和举措

日期	内容
2月5日	证监会发文称“严惩操纵市场恶意做空，对影响股市稳定运行、损害投资者合法权益的违法行为快速反应、坚决查处”
2月9日	证监会表示将坚持“零容忍”执法，制定依法从严打击证券从业人员违规炒股行为的专项整治工作方案。其中，对63人作出行政处罚，对1人作出终身证券市场禁入措施；对46人采取行政监管措施
2月19日	宁波灵均名下多个证券账户通过计算机程序自动生成交易指令、短时间内集中大量下单，期间深证成指快速下挫，影响了正常交易秩序，构成了异常交易行为。沪深交易所决定对宁波灵均名下相关证券账户采取限制交易措施
2月22日	证监会发布6份行政处罚书，重点涉及内幕交易、操纵市场等违法行为

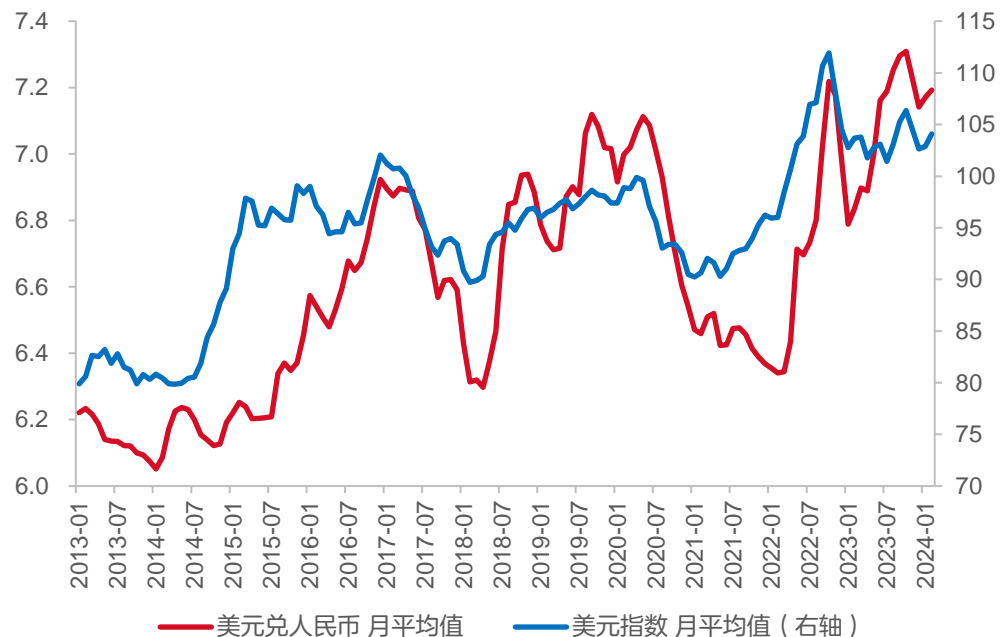
资料来源：中国证监会，沪深交易所，东海证券研究所



## 3.5 资产配置建议：人民币资产配置性价比提升

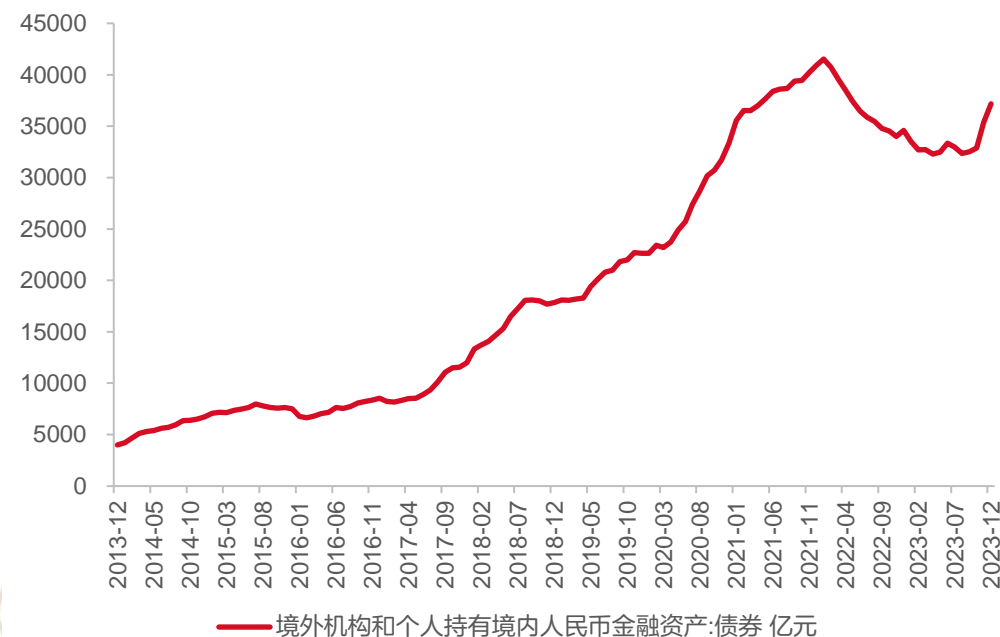
- 2024年美联储大概率开启降息周期，美元、美债收益率趋于下行，人民币资产配置性价比提升。

### 人民币汇率与美元指数



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 境外机构和個人持有境内人民币债券规模，亿元

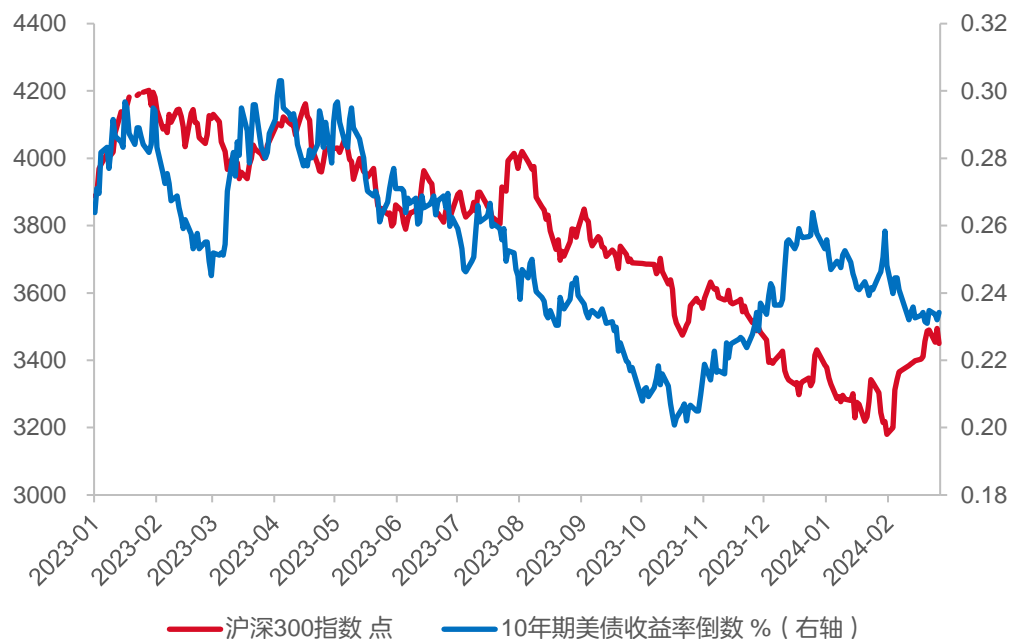


资料来源：Wind，东海证券研究所



# 美债收益率下行，2023年一大利空因素反转

美国10年期国债收益率与沪深300指数，2023年至今



资料来源：Wind，东海证券研究所

美国10年期国债收益率与沪深300指数，2020年至今



资料来源：Wind，东海证券研究所

## A股整体估值位于低位

- A股整体估值水平位于历史相对底部位置，截至2月28日，沪深300指数PE（TTM）、PB分别为11.3倍、1.25倍；2010年以来分位数水平分别为13.7%、4.4%。

### 沪深300指数与PE，点，倍



资料来源：Wind，东海证券研究所

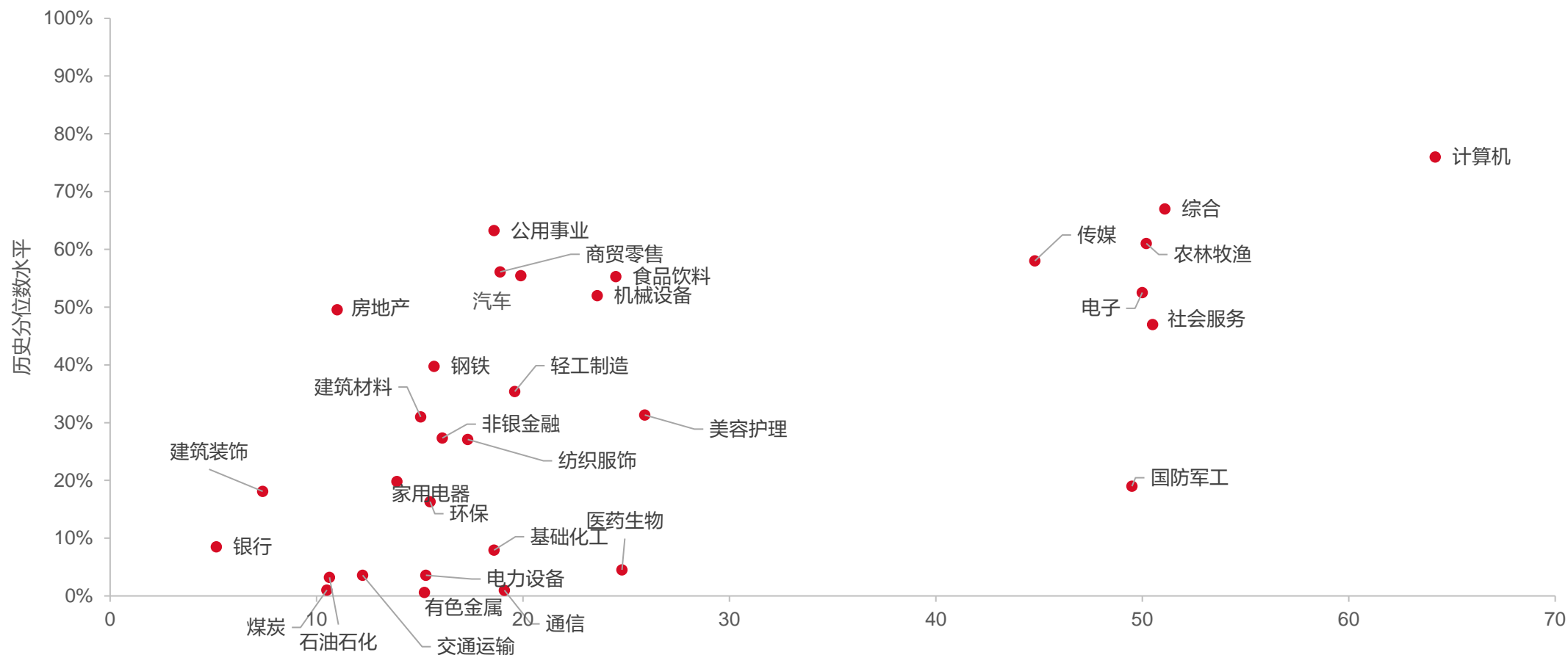
### 沪深300指数与PB，点，倍



资料来源：Wind，东海证券研究所

# 低估值板块有修复空间

申万一级行业PE及分位数水平（截至2月28日）

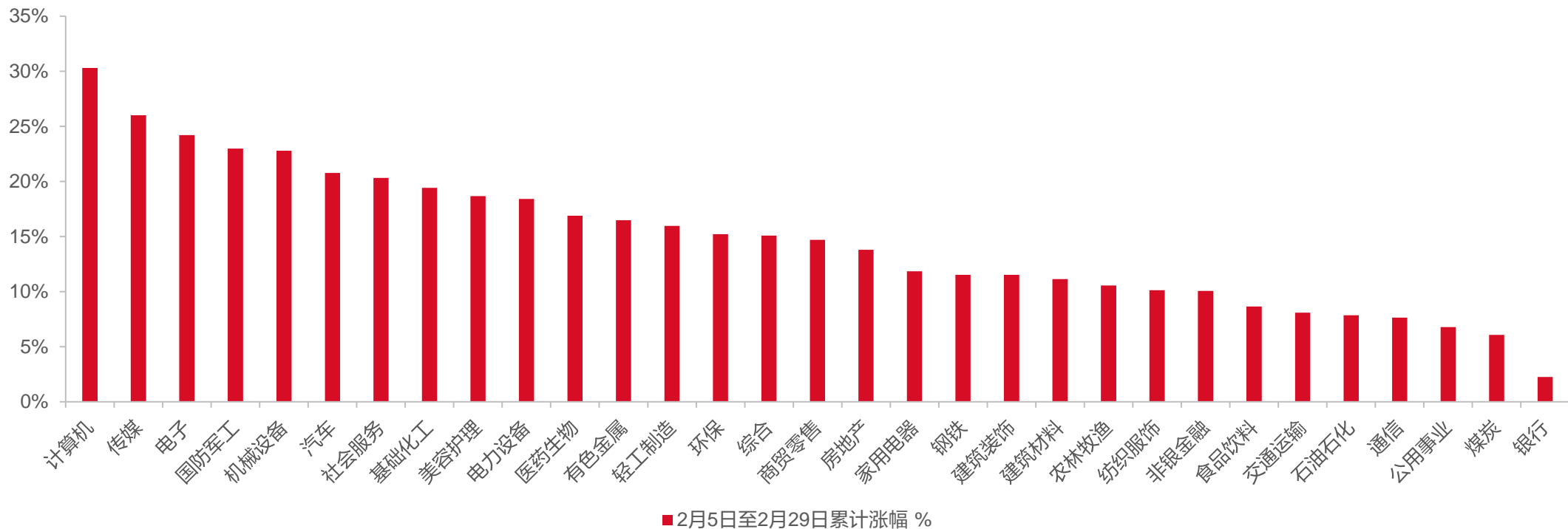


资料来源：Wind，东海证券研究所

## 本轮春节行情板块特征

- 2月5日低点至2月29日，在人工智能等创新技术带动下，计算机、传媒、电子行业领涨，累计涨幅分别为30.3%、26%、24.2%；银行、煤炭、公用事业等弹性较弱板块涨幅居后。

### 申万一级行业2月5日至29日累计涨幅，%



资料来源：Wind，东海证券研究所



# 目 录

- 一、稳中求进保增长
- 二、货币政策可能会超预期
- 三、股市新政或迎长期 $\beta$ 机会
- 四、风险提示

## 风险提示

- **国际地缘政治风险：** 俄乌冲突、巴以冲突存在不确定性，可能出现超预期扰动风险，或对地缘政治形势产生影响；
- **海外金融事件风险：** 可能导致全球出现系统性金融危机；
- **国内政策落地不及预期：** 政策落地执行不及预期则可能导致市场信心无法顺利恢复。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

## 二、分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。



### 三、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”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。

### 四、资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

#### 东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8621）20333275

手机：18221959689

传真：（8621）50585608

邮编：200125

#### 东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8610）59707105

手机：18221959689

传真：（8610）59707100

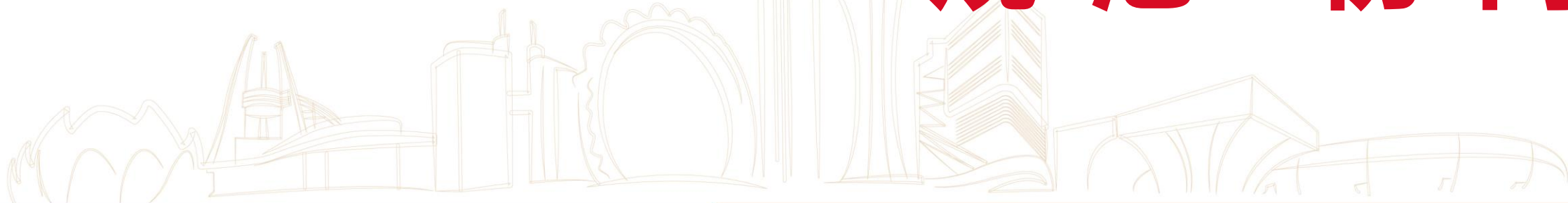
邮编：100089



Thanks  
For Watching

感谢聆听

务实 创新  
规范 协同



东海证券



东海研究