



Research and
Development Center

是否会有增量资金？

——策略周观点

2023年4月9日

证券研究报告

策略研究

策略周报

樊继拓 策略首席分析师
执业编号: S1500521060001
联系电话: +86 13585643916
邮箱: fanjitu@cindasc.com

李畅 联系人
邮箱: lichang@cindasc.com

张颖锐 联系人
邮箱: zhangyingrui@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

是否会有增量资金?

2023年4月9日

核心结论: 上周股市交易量有所回升,这能否说明出现了增量资金?从我们跟踪的微观资金来看,2-3月股市确实有小幅资金流入,但并没有超出正常的季节性。由于每年年初宏观政策环境较好,流动性充裕,居民年初投资意愿一般较高,所以通常会有季节性资金流入。上交所A股账户开户数,2-3月有明显回升,但回升高度和历年2-3月差别不大。同样,2-3月新发偏股型基金规模也出现了季节性回升,但从3月下旬开始,新发基金规模已经开始下降。增量资金流入股市,一般都出现在熊市结束一段时间以后。2012年12月,股市见底,2013年到2014年上半年,创业板牛市,上证综指和万得全A指数最大涨幅20-30%左右,但增量资金直到2014年下半年才出现。2018年底股市熊市结束,2019年Q1指数大幅上涨,上证综指和万得全A指数最大涨幅30-40%左右,但增量资金直到2019年下半年才出现。去年底以来,市场逐渐企稳回升,但我们认为回升的时间尚且不够,现在出现增量资金的概率不高。

- **(1) 有资金流入,但幅度没有超出季节性。** 上周股市交易量有所回升,这能否说明出现了增量资金?从我们跟踪的微观资金来看,2-3月股市确实有小幅资金流入,但并没有超出正常的季节性。由于每年年初宏观政策环境较好,流动性充裕,居民年初投资意愿一般较高,所以通常会有季节性资金流入。比如,上交所A股账户开户数,2月大幅抬升,3月小幅回升,整体回升高度和历年2-3月差别不大,不过由于今年春节时间较早,所以开户数季节性回升也提前到了2月。同样,2-3月新发偏股型基金规模也出现了季节性回升,但从3月下旬开始,新发基金规模已经开始下降。
- **(2) 增量资金大多情况下需要的条件:熊市结束足够长时间。** 增量资金流入股市,一般都出现在熊市结束一段时间以后。2012年12月,股市见底,2013年到2014年上半年,创业板牛市,上证综指和万得全A指数最大涨幅20-30%左右,但增量资金直到2014年下半年才出现。2018年底股市熊市结束,2019年Q1指数大幅上涨,上证综指和万得全A指数最大涨幅30-40%左右,但增量资金直到2019年下半年才出现。我们认为背后主要原因可能是,A股的增量资金主要来自居民,熊市刚结束的时候,虽然股市上涨迅速,但大多数投资者的净值均未收复熊市中的跌幅,此时从1-2年的维度来看,股市收益率依然较差。只有当熊市结束足够长时间后,才有可能有部分投资者净值开始创历史新高,此时才会出现增量资金。
- 从宏观层面来看,近期利率环境较为稳定。短期利率有所回升,我们认为背后原因可能是,疫情后货币政策正常化和信贷的恢复,10年期国债利率年初以来波动较小。短期和长期利率整体上或不支持股市很快出现增量资金。
- **风险因素:** 房地产市场超预期下行,美股剧烈波动。

目录

一、策略观点：是否会有增量资金？	4
二、上周市场变化	8
风险因素	11

表目录

表 1：配置建议表	7
-----------------	---

图目录

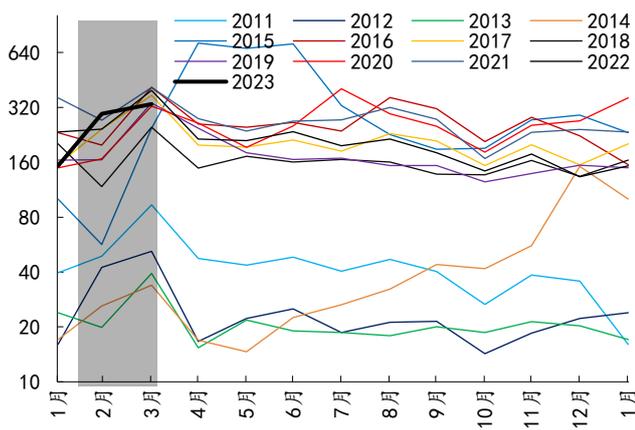
图 1：上交所 A 股新增开户数（单位：万户）	4
图 2：新成立偏股型基金 30 天滚动累计份额（单位：亿份）	4
图 3：融资余额跟随市场规模小幅回升（单位：亿元，%）	5
图 4：增量资金一般出现在熊市结束后 3-6 个季度（单位：点数，亿份）	5
图 5：短期回购利率有所回升（单位：%）	6
图 6：国债利率较为稳定（单位：%）	6
图 7：大势研判（单位：点数）	6
图 8：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）	8
图 9：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）	8
图 10：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）	8
图 11：概念类指数周涨跌幅（单位：%）	8
图 12：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 13：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 14：2023 年全球大类资产收益率（单位：%）	9
图 15：沪股通累计净买入（单位：亿元）	9
图 16：融资余额（单位：亿元）	9
图 17：新发行基金份额（单位：亿份）	10
图 18：基金仓位估算（单位：%）	10
图 19：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）	10
图 20：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）	10
图 21：长期国债利率走势（单位：%）	10
图 22：各类债券与同期限债券利差（单位：%）	10

一、策略观点：是否会有增量资金？

上周股市交易量有所回升，这能否说明出现了增量资金？从我们跟踪的微观资金来看，2-3月股市确实有小幅资金流入，但并没有超出正常的季节性。由于每年年初宏观政策环境较好，流动性充裕，居民年初投资意愿一般较高，所以通常会有季节性资金流入。上交所A股账户开户数，2-3月有明显回升，但回升高度和历年2-3月差别不大。同样，2-3月新发偏股型基金规模也出现了季节性回升，但从3月下旬开始，新发基金规模已经开始下降。增量资金流入股市，一般都出现在熊市结束一段时间以后。2012年12月，股市见底，2013年到2014年上半年，创业板牛市，上证综指和万得全A指数最大涨幅20-30%左右，但增量资金直到2014年下半年才出现。2018年底股市熊市结束，2019年Q1指数大幅上涨，上证综指和万得全A指数最大涨幅30-40%左右，但增量资金直到2019年下半年才出现。去年底以来，市场逐渐企稳回升，但我们认为回升的时间尚且不够，现在出现增量资金的概率不高。

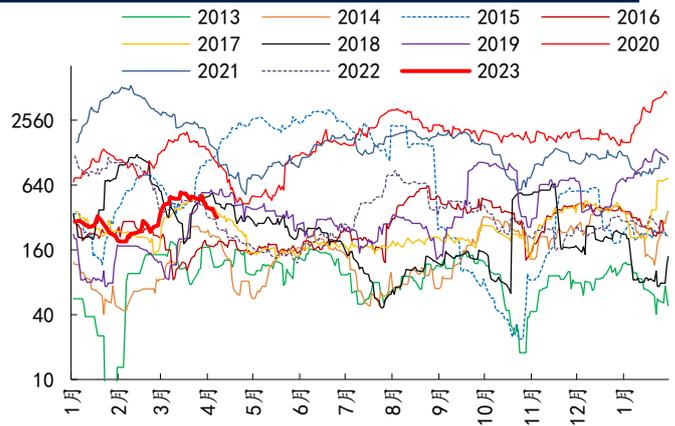
(1) 有资金流入，但幅度没有超出季节性。上周股市交易量有所回升，这能否说明出现了增量资金？从我们跟踪的微观资金来看，2-3月股市确实有小幅资金流入，但并没有超出正常的季节性。由于每年年初宏观政策环境较好，流动性充裕，居民年初投资意愿一般较高，所以通常会有季节性资金流入。比如，上交所A股账户开户数，2月大幅抬升，3月小幅回升，整体回升高度和历年2-3月差别不大，不过由于今年春节时间较早，所以开户数季节性回升也提前到了2月。同样，2-3月新发偏股型基金规模也出现了季节性回升，但从3月下旬开始，新发基金规模已经开始下降。

图1：上交所A股新增开户数（单位：万户）



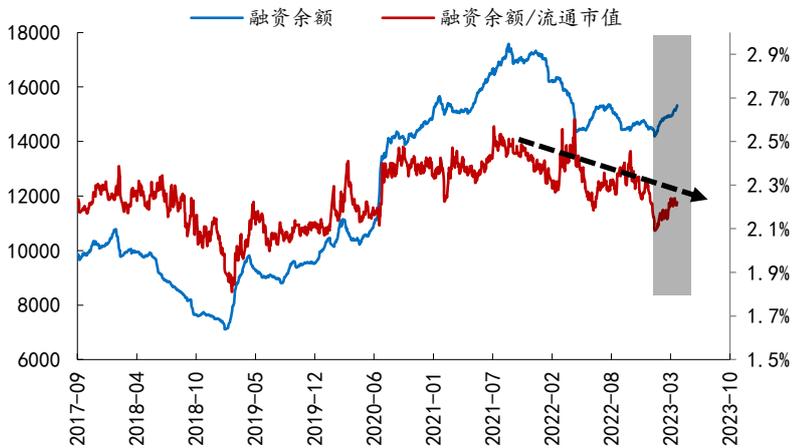
资料来源：万得，信达证券研发中心

图2：新成立偏股型基金30天滚动累计份额（单位：亿份）



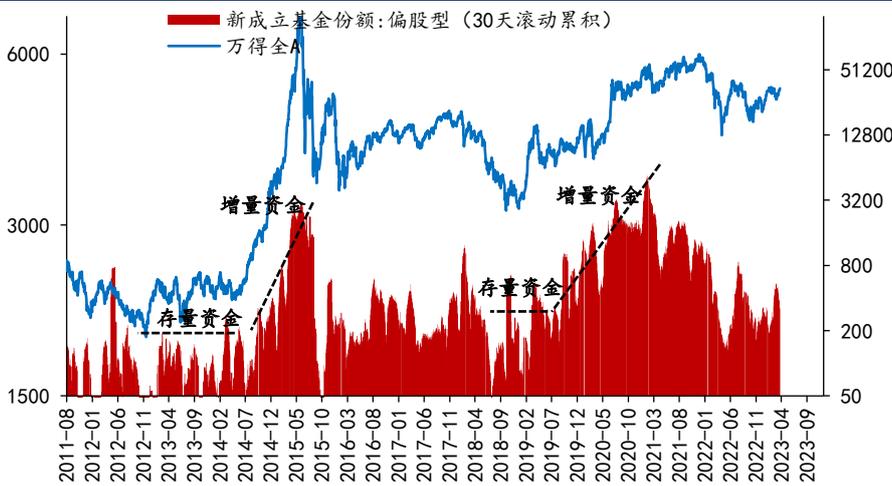
资料来源：万得，信达证券研发中心

融资余额最近1个季度出现了一定的回升，但是考虑到历史上融资余额和股市的短期节奏是同步的，所以我们一般会观察融资余额占流通市值的比重是否会回升，从占比来看，2021年下半年开始，融资余额/流通市值持续走弱，最近2个月的回升，并没有扭转大的趋势。所以我们从融资余额来看，依然不能确定已经进入增量资金的状态。

图 3：融资余额跟随市场规模小幅回升（单位：亿元，%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

(2) 增量资金大多情况下需要的条件：熊市结束足够长时间。增量资金流入股市，一般都出现在熊市结束一段时间以后。2012年12月，股市见底，2013年到2014年上半年，创业板牛市，上证综指和万得全A指数最大涨幅20-30%左右，但增量资金直到2014年下半年才出现。2018年底股市熊市结束，2019年Q1指数大幅上涨，上证综指和万得全A指数最大涨幅30-40%左右，但增量资金直到2019年下半年才出现。我们认为背后主要原因可能是，A股的增量资金主要来自居民，熊市刚结束的时候，虽然股市上涨迅速，但大多数投资者的净值均未收复熊市中的跌幅，此时从1-2年的维度来看，股市收益率依然较差。只有当熊市结束足够长时间后，才有可能有部分投资者净值开始创历史新高，此时才会出现增量资金。

图 4：增量资金一般出现在熊市结束后3-6个季度（单位：点数，亿份）


资料来源：万得，信达证券研发中心

从宏观层面来看，近期利率环境较为稳定。短期利率有所回升，我们认为背后原因可能是，疫情后货币政策正常化和信贷的恢复，10年期国债利率年初以来波动较小。短期和长期利率整体上或不支持股市很快出现增量资金。

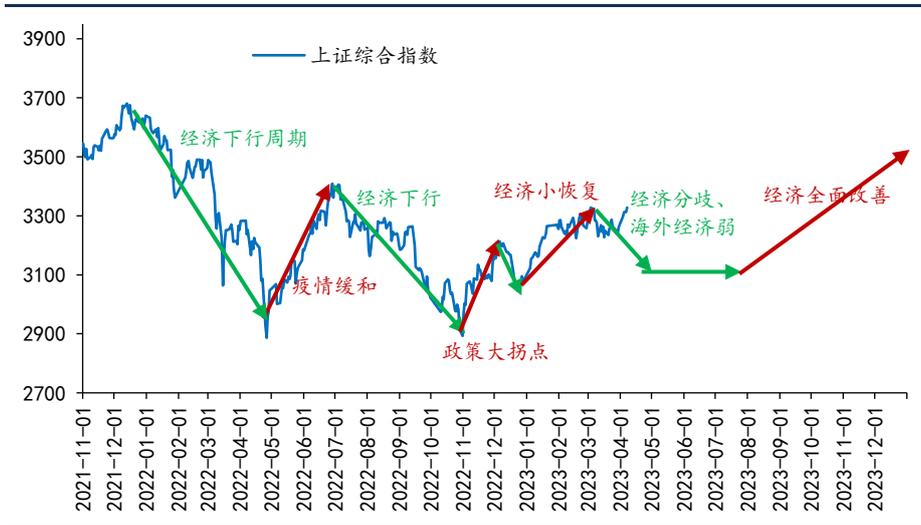
图 5：短期回购利率有所回升（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：国债利率较为稳定（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 策略观点：指数中枢的抬升还需要等待。3月下旬以来，由于宏观数据尚且不错，市场再次企稳上行。但我们认为，这一次上行很难驱动指数中枢再次抬升。从盈利层面来看，4月进入季报期，由于经济尚且处在恢复的初期，TMT的产业趋势短期内也很难兑现到盈利层面，所以季报整体超预期的概率较低。宏观层面，疫情后第一个季度经济数据通常最容易恢复，Q2开始经济数据上行速度可能会变慢，特别是考虑到海外经济有下降压力，全球库存周期依然处在下行期，4月也是历史上经济数据最容易出现季节性回落的阶段。资金层面，2-3月，股市略有增量资金，我们认为主要源于年初的季节性，趋势性增量资金尚未出现。所以指数4-5月依然存在走弱消化估值的可能，等待二季度后期可能出现盈利改善。

图 7：大势研判（单位：点数）


资料来源：万得，信达证券研发中心

行业配置建议：熊转牛第一波估值修复已进入尾声，配置风格偏向防御，重点关注行业的业绩兑现。去年底以来股市熊市见底以来，大部分板块均存在逻辑层面基本面反转的可能，但高频数据的验证尚且欠缺，所以大部分板块都是估值修复。但历史上单纯的估值驱动的行市一般不会超过2个季度，市场后续将会进入盈利验证期，建议关注业绩兑现确定性较高的出行链和价值中低估值方向。

(1) 成长Q2可能会偏弱，全年关注新赛道。几乎每一轮牛市都会有新的成长赛道走出来，2023年是关注新赛道的重要年份，重点关注过去2-3年表现相对较弱的成长，比如计算机、港股互联网、机械设备等。这些板块过去几年受宏观需求和监管政策影响，成长性被压制，年度逻辑正在反转。但短期来看，部分成长Q1涨幅较大，Q2的季节性一般不利于成长，或可以等Q2后期再重点配置。**(2) 金融地产低估值，或可以超配到2023**

年年中。银行地产的超额收益大多出现在经济下降后期到经济回升早期，在经济确定改善之前，反而更容易产生超额收益，我们认为，2022-2023年上半年可能均处在这一阶段。(3) 消费中，我们认为疫情和地产政策驱动的修复是年度逻辑，不只是短期博弈性逻辑。去年以来，受疫情和房地产景气度下降影响，消费整体调整较多，整体风险释放较为充分。消费股整体或有年度行情。短期来看，重点关注业绩兑现确定性高的出行链（比如酒店、航空）。(4) 周期长期逻辑好，但 Q2 可能会受到海外经济波动的影响。受益于经济预期的回升，去年底以来涨幅较大的周期大多是过去两年较弱、且和国内经济相关性高的板块。这一过程 Q2 可能会告一段落，Q3 开始周期股可能会重新开始演绎长期（产能&价格中枢）逻辑。

表 1：配置建议表

	配置类型	配置建议
配置建议	绝对收益	低仓位
	相对收益	酒店、航空、银行、房地产
行业配置观点	周期	2022 年的周期股分化很大，上游资源煤炭、石油石化涨幅较大，但和国内房地产链相关的周期跌幅较大。从当下展望 2023 年全年，国内经济的逻辑正在变得比海外经济的逻辑更强，受全球经济影响的大宗商品价格半年内可能还会下降。受益于经济预期的回升，去年底以来涨幅较大的周期大多是过去两年较弱、且和国内经济相关性高的板块。这一过程 Q2 可能会告一段落，Q3 开始周期股可能会重新开始演绎长期（产能&价格中枢）逻辑。
	消费	上半年消费板块大概率会有超额收益，因为：（1）经过 1 年半的估值消化后，整体估值较为合理；（2）2023 年 Q2，疫情和稳增长政策大概率会往好的方向发展，有利于年度盈利预期的修复。Q2 开始建议重点关注业绩兑现，疫后产能格局优化的酒店、航空。
	成长	新能源车、光伏、半导体等行业，长期需求逻辑较好，但由于供需错配相比 2021 年有所减少，所以 2022 年以来的波动明显加大。2023 年是牛市的第一年，大概率会有新的产业方向逐渐成长为新赛道，建议重点挖掘新赛道，关注计算机、传媒互联网、机械设备等。Q2 由于投资者关注业绩兑现，成长大概率会开始有分化。
	金融地产	银行地产的超额收益大多出现在经济下降后期到经济回升早期，在经济确定改善之前，反而更容易产生超额收益，2022-2023 年上半年可能均处在这一阶段。Q2 如果指数层面有波动，金融地产可能也会有不错的超额收益。

资料来源：信达证券研发中心

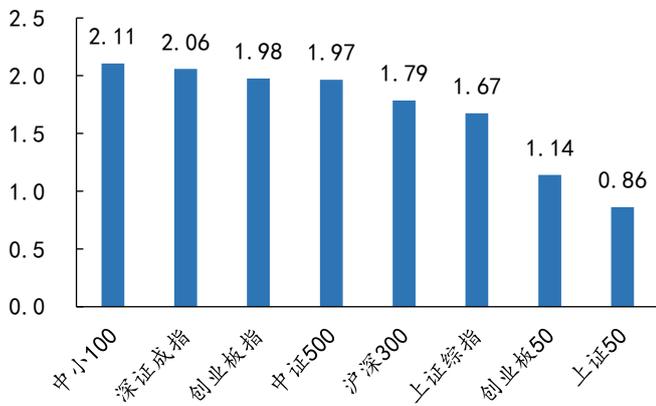
二、上周市场变化

上周 A 股主要指数均收涨，中小 100 (2.11%)、深证成指 (2.06%)、创业板指 (1.98%) 领涨。申万一级行业中，通信 (7.94%)、电子 (6.69%)、计算机 (5.55%) 领涨，汽车 (-2.40%)、煤炭 (-2.01%)、食品饮料 (-1.91%) 领跌。概念股中，智能音箱指数 (12%)、3D 传感指数 (10.95%)、芯片国产化指数 (10.10%) 领涨，吉利概念指数 (-4.01%) 领跌。

上周全球股市涨跌不一，上证综指 (1.67%)，印度 SENSEX30 (1.50%)，富时 100 (1.44%) 排名领先。上周商品市场涨跌不一，其中，NYMEX 原油 (6.33%)、国际黄金 (1.97%) 领涨，铁矿石 (-12.49%) 领跌。另外在 2023 年全球大类资产年收益率指标中，黄金 (10.13%)、欧洲 STOXX50 (9.04%)、上证综指 (7.72%) 排名较高，而 MSCI China (-35.80%) 排名靠后。

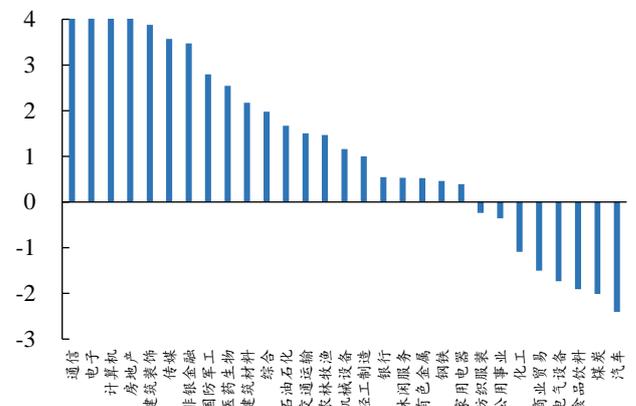
A 股市场资金方面，上周北上资金净流出 (陆股通) 共计 30.72 亿元 (前值净流入 104.65 亿元)。上周央行公开市场操作逆回购投放 290 亿元，累计净回笼 11320 亿元。截至 2023 年 4 月 7 日，银行间拆借利率上周均值相比前期有所下降，十年期国债收益率上周均值相比前期有所下降。从公募机构股票持仓来看，普通股票型基金上周仓位均值相比前期有所上升，偏股混合型基金上周仓位均值相比前期有所上升。

图 8: A 股主要指数周涨跌幅 (单位: %)



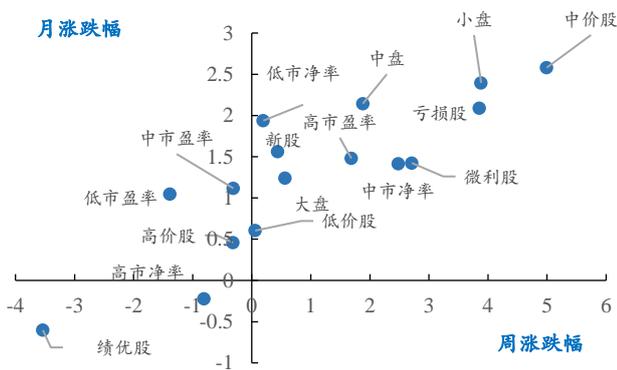
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 9: 申万一级行业周涨跌幅 (单位: %)



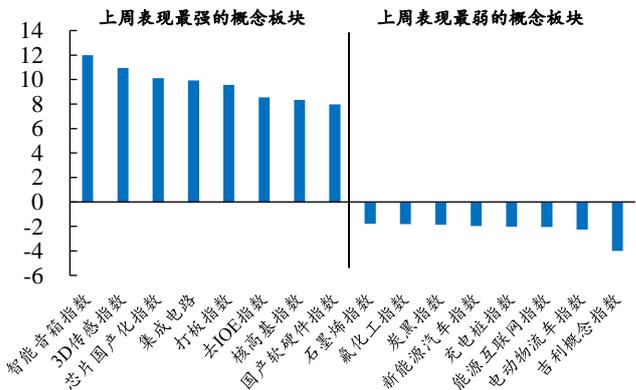
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 10: 申万风格指数周/月涨跌幅 (单位: %)

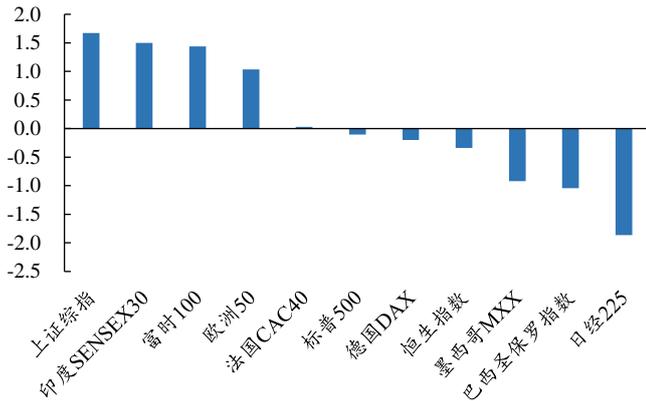


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

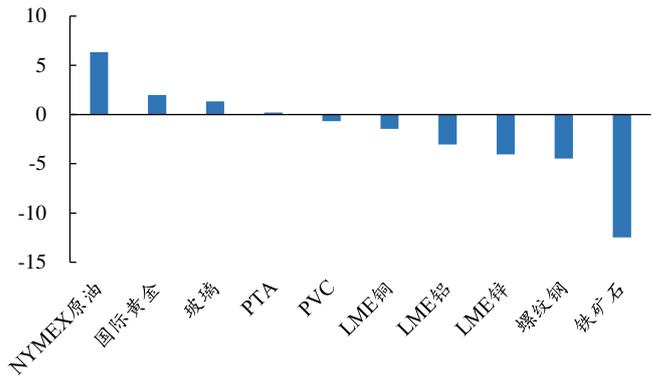
图 11: 概念类指数周涨跌幅 (单位: %)



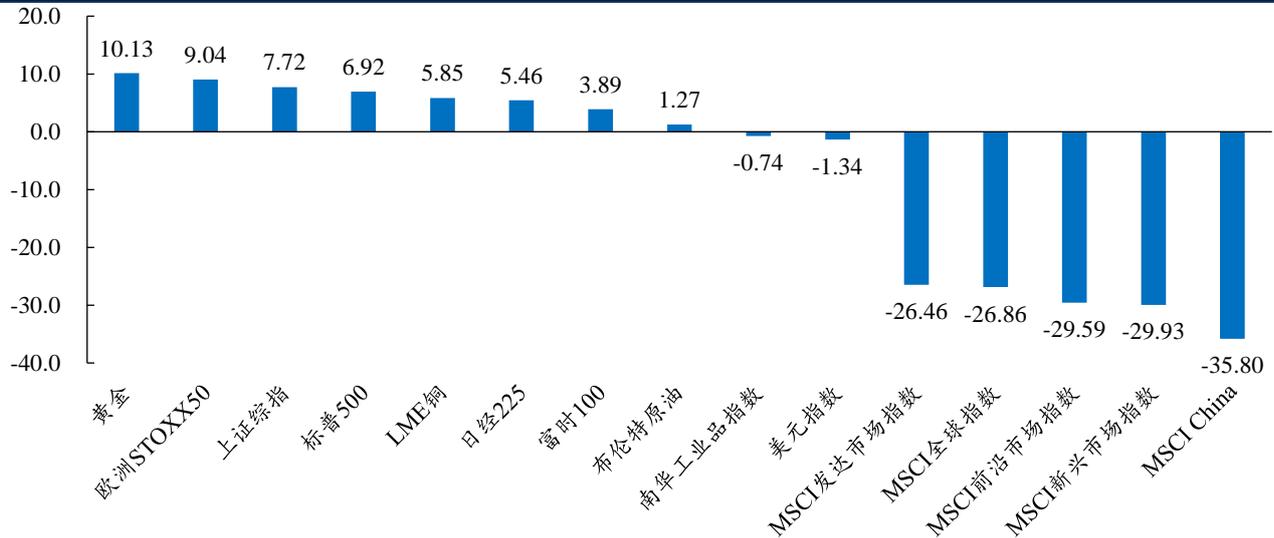
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 12: 全球市场重要指数周涨跌幅 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 13: 重要商品指数周涨跌幅 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 14: 2023 年全球大类资产收益率 (单位: %)


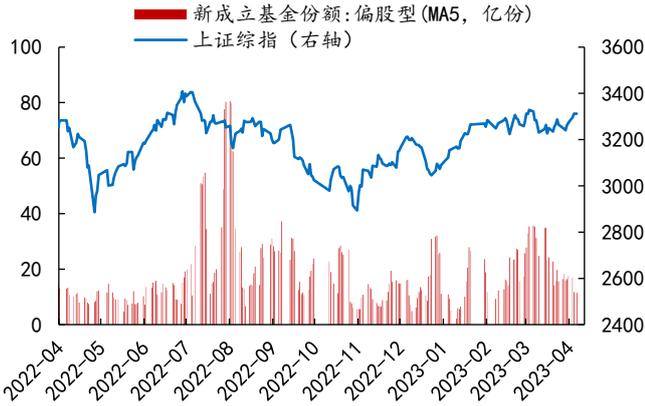
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 15: 沪股通累计净买入 (单位: 亿元)

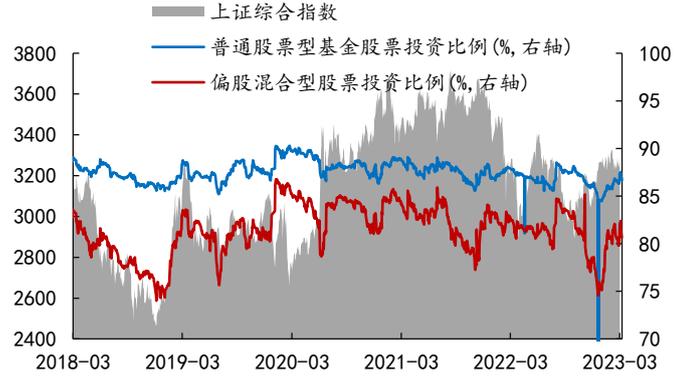

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 16: 融资余额 (单位: 亿元)

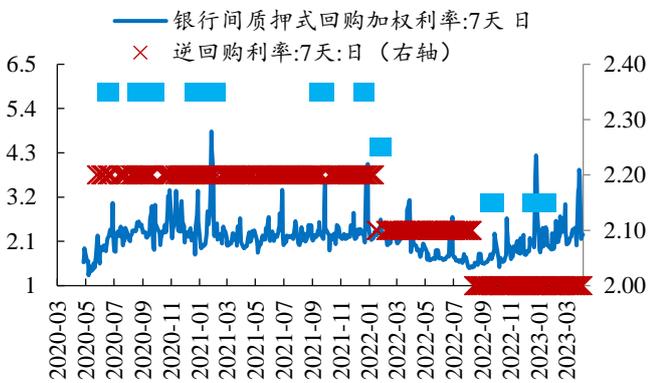

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 17: 新发行基金份额 (单位: 亿份)


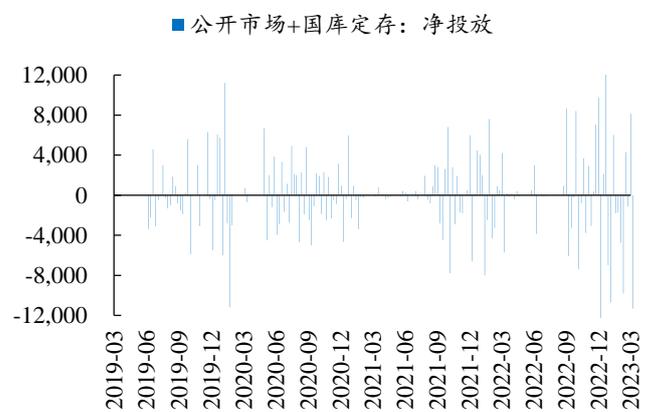
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 18: 基金仓位估算 (单位: %)


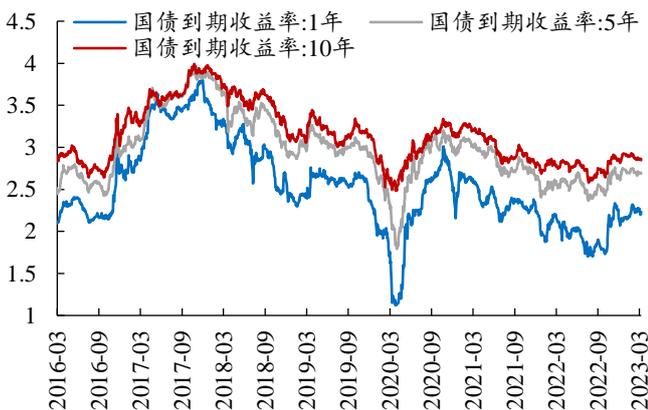
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 19: 银行间拆借利率和公开市场操作 (单位: %)


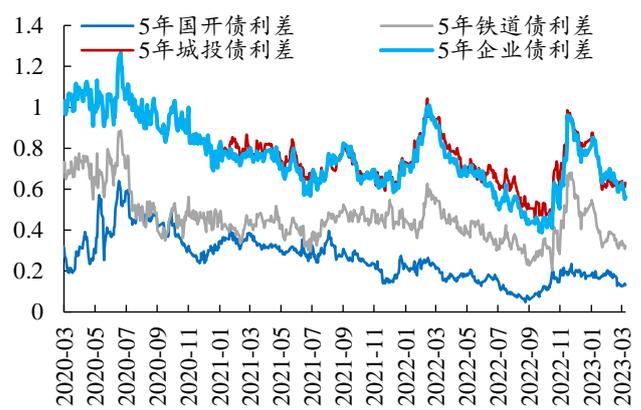
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 20: 央行公开市场和国库定存净投放 (单位: 亿元)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 21: 长期国债利率走势 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 22: 各类债券与同期限债券利差 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

风险因素

房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖。代表观点 2021年12月《V型大震荡》，2022年4月《V型反转》，2022年12月《先Beta，后Alpha》。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

张颖锐，上海财经大学应用统计硕士，4年策略研究经验，2021年9月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。