

研究员：沈忱

期货从业证号：

F3053225

投资咨询资格编号：

Z0015885

✉：shenchen_qh@chinastock.com.cn

调整依旧是主基调

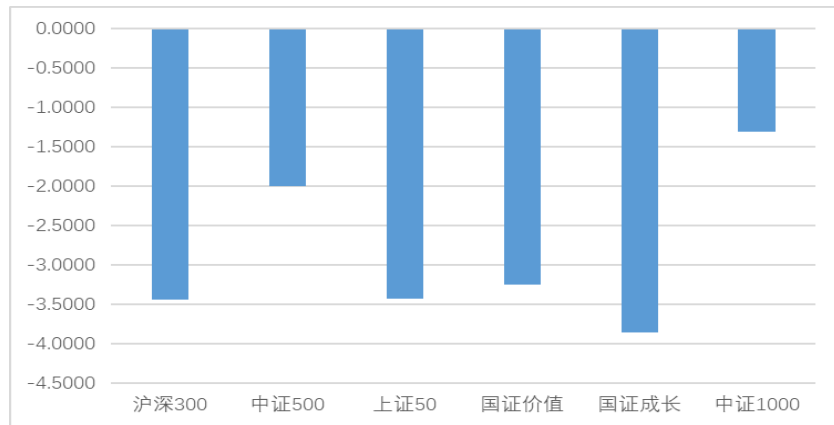
——6月权益市场宏观运行环境分析

正文：

笔者在《五月权益市场宏观运行环境研究》指出，5月的权益市场走向基本依旧是震荡和结构性行情为特点，而政治局会议精神为市场指明了方向。这种恢复性行情具有结构性明显特征，总体是调整行情。

事实上，五月主要指数全线回落。尤其以指标股和权重股为最。

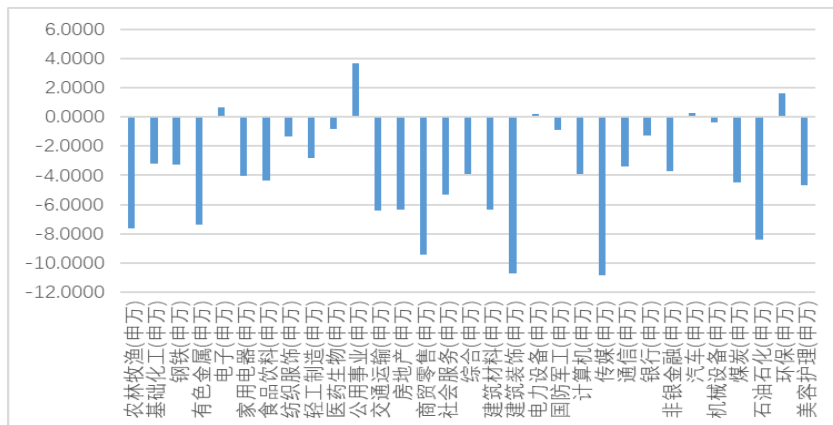
图1：5月主要指数表现



数据来源：Wind、银河期货

从申万一级行业指数看，结构性行情的特征十分明显。反弹幅度比较大的是公用事业、电子等少数几个行业，其他行业全面受到重创。

图2：申万一级行业指数月度涨跌幅

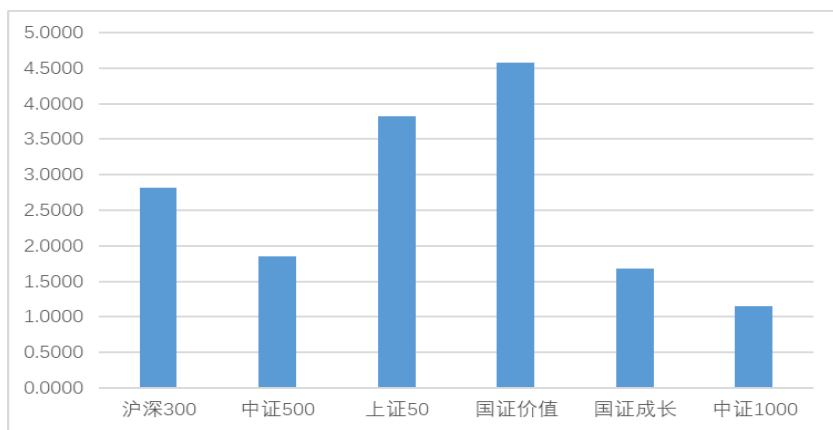


数据来源：Wind、银河期货

这样的调整依旧是在估值相对处于较低水平上发生的，进一步显示出在经济稳定的基础不稳固的情况下，市场信心的低迷。

从估值的角度看，经过前期的市场的下跌，市场估值水平大幅降低，如下表所示，国证价值成长接近于 4%，上证 50 指数的股息率已经超过 4.5%，明显高于我国的长期国债收益率约 2.7 %左右的水平。

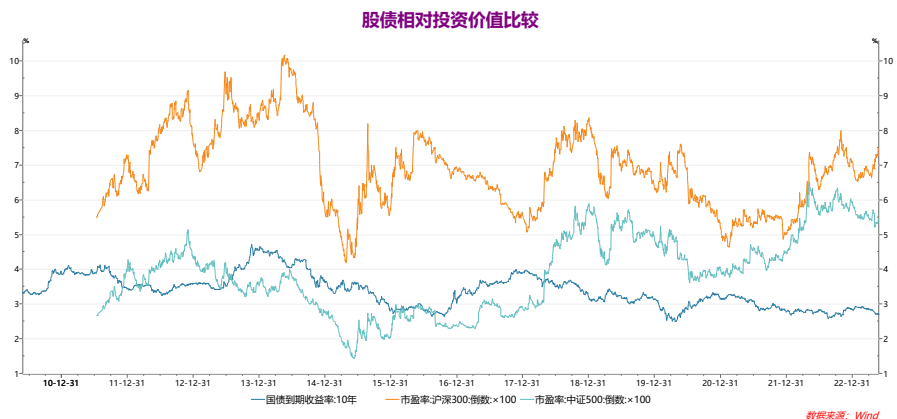
图3：主要股指股息率水平



数据来源：Wind、银河期货

从股债相对投资价值来看，无论从沪深 300 指数看，还是从中证 500 指数、中证流通指数看，现在股票的投资价值要相对高于长期国债的投资价值，尽管正向差值近期有所扩大。10 年期的国债收益率目前是 2.7 %，而沪深 300 和中证 500 的平均市盈率的倒数分别达到 7.49%和 5.4%，正向差值分别达到 4.76%和 2.68 %。

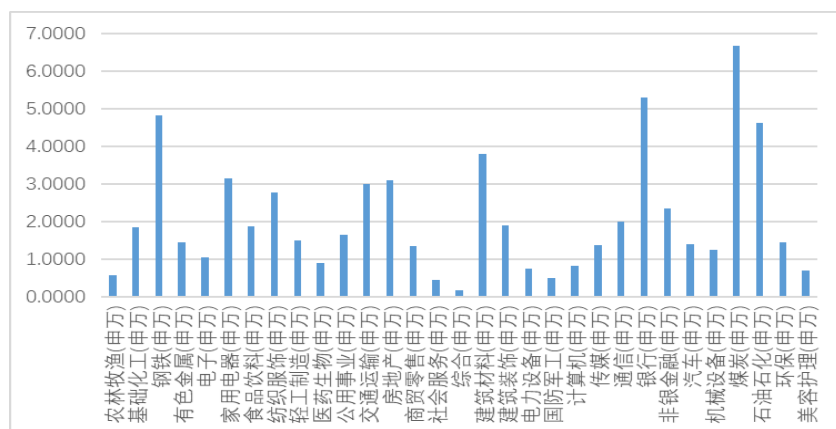
图4：股债相对投资价值比较



数据来源：Wind、银河期货

从行业股息率的角度看，煤炭、银行行业、石化、钢铁等股息率比较高，但这些行业在5月依旧受到重创，导致行业股息率较4月进一步提升。

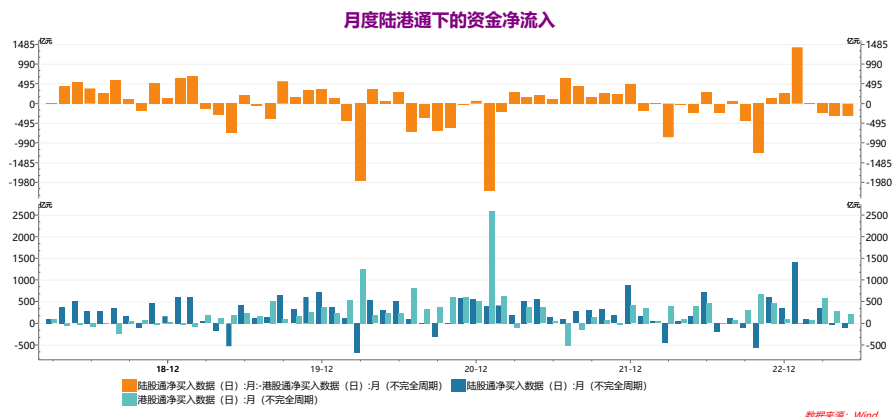
图5：申万一级行业股息率比较



数据来源：Wind、银河期货

但具备投资价值并不是上涨的充要条件，市场信心依旧很关键。市场信心的不足表现在陆港通资金的流入上。从陆港通的净买入资金量看，1月的净流入达到1125.31亿元的新高度后，2月陆港通资金的净流入明显减少，3月、4月和5月连续出现了净流出。

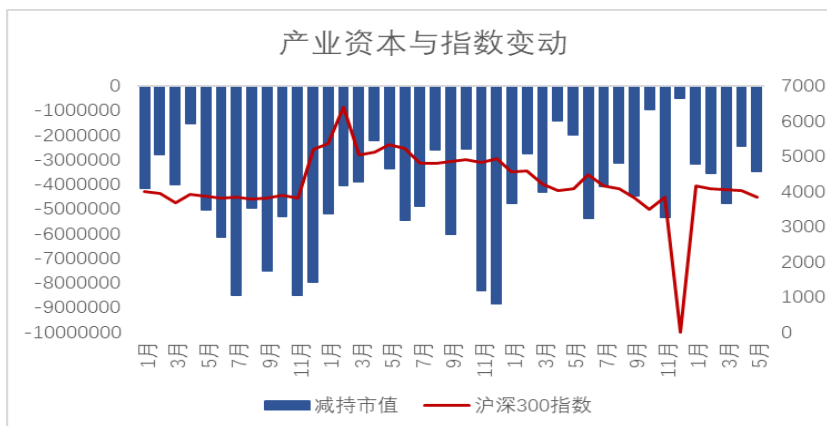
图6：月度陆港通下的资金净流入



数据来源：Wind、银河期货

从上市公司回购情况看，五月上市公司实施仅回购了4.3亿股，高于前值的3.7亿股，但回购资金报58.5亿元，稍高于前值53.4亿元。而在产业资本的减持上，减持压力依旧比较大，3月创下去年11月以来的高点，4月因市场大部分股票依旧大跌而出现明显减弱。

图7：沪深300指数与产业资本减持



数据来源：Wind、银河期货

从ETF的变动情况看，5月规模有所改善，特别是股票型和货币型ETF。5月股票型ETF的增加主要是源于股票主题型指数ETF和股票规模指数ETF。从行业看，ETF份额的增加主要体现在信息行业上，减少主要体现在金融行业上。

图8：3月ETF份额变动

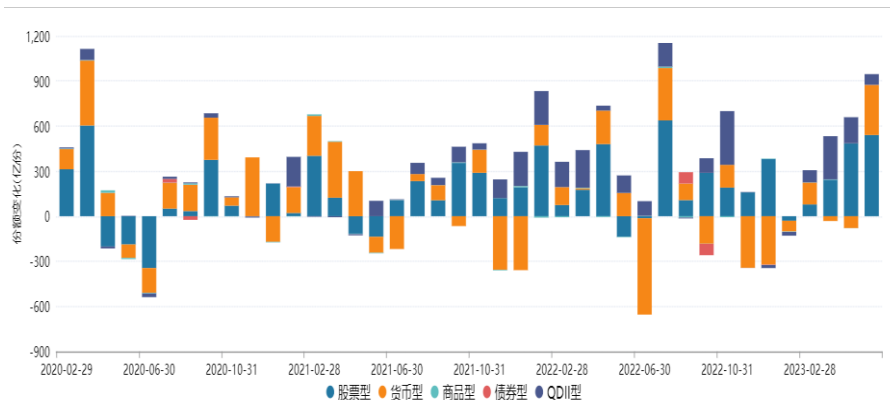


图9：ETF内部结构变动

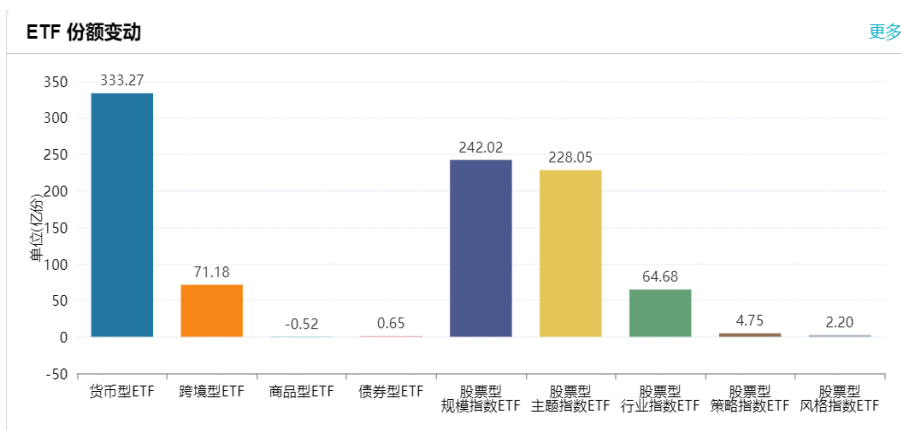
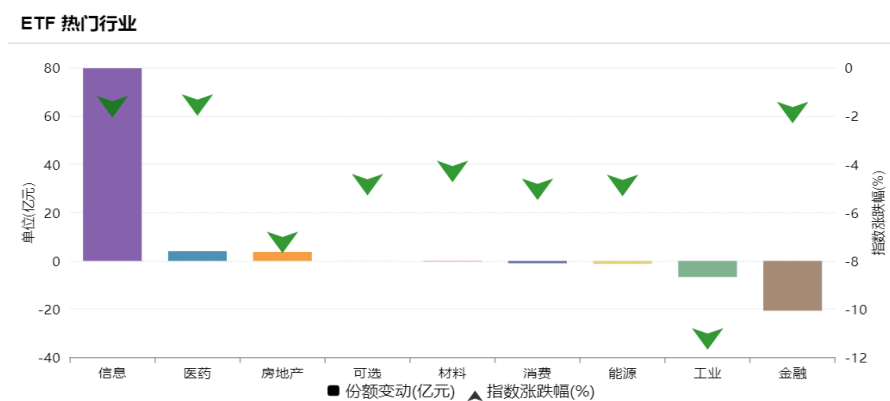


图10：ETF份额行业变动和行业指数涨跌



数据来源：Wind、银河期货

新成立的偏股型基金在5月依旧处于历史低水平，仅仅报278.38亿元，4月报261.76亿元，3月也仅仅报438.6亿元。从保险资金入市比率看，尽管4月有所回升，但是依旧处于历史较低水平上。

图11: 新成立的偏股型基金份额

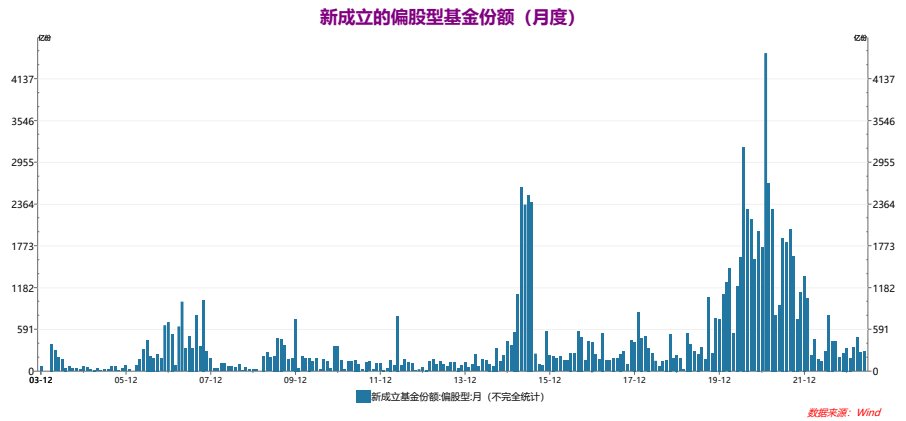
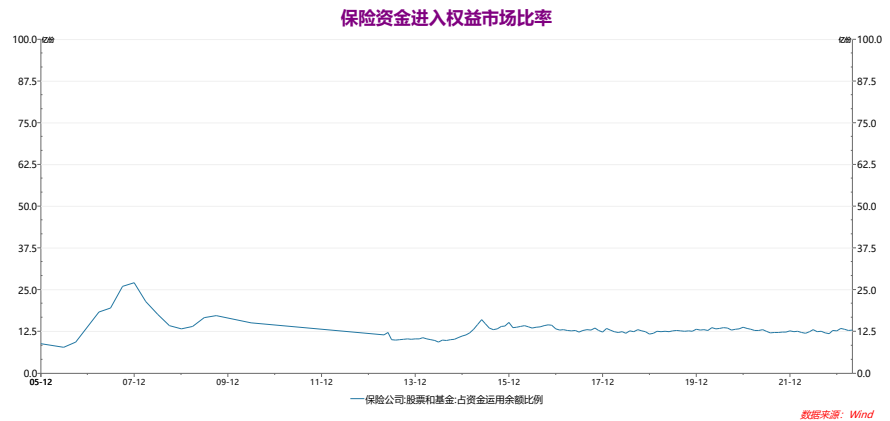


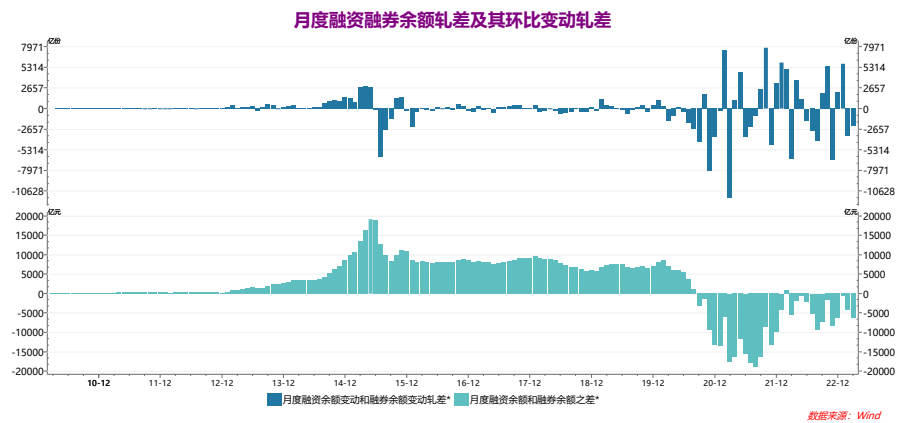
图12: 保险资金进入权益市场比率回升



数据来源: Wind、银河期货

从月度融资融券余额轧差看, 2月、3月和4月均出现持续收缩, 显示出权益市场去杠杆特征。但环比变动轧差4月转正。

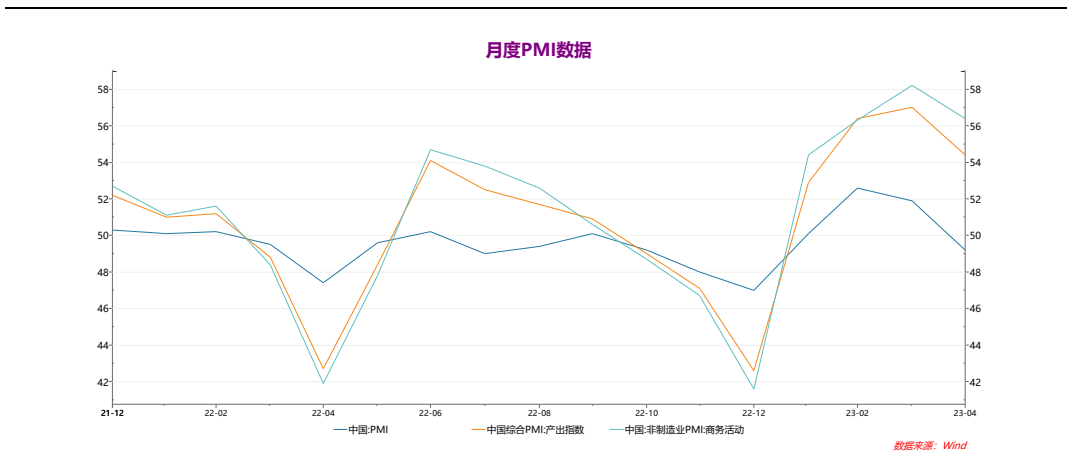
图13: 月度融资融券余额轧差及其环比变动轧差



数据来源：Wind、银河期货

市场信心的不足在于宏观数据改善有限，经济稳固基础不扎实。房地产行业依旧在投资和消费方面改善有限，依旧负增长。近期公布的1-4月工业增加值和利润也出现了明显的下降。4月PMI数据回落明显。

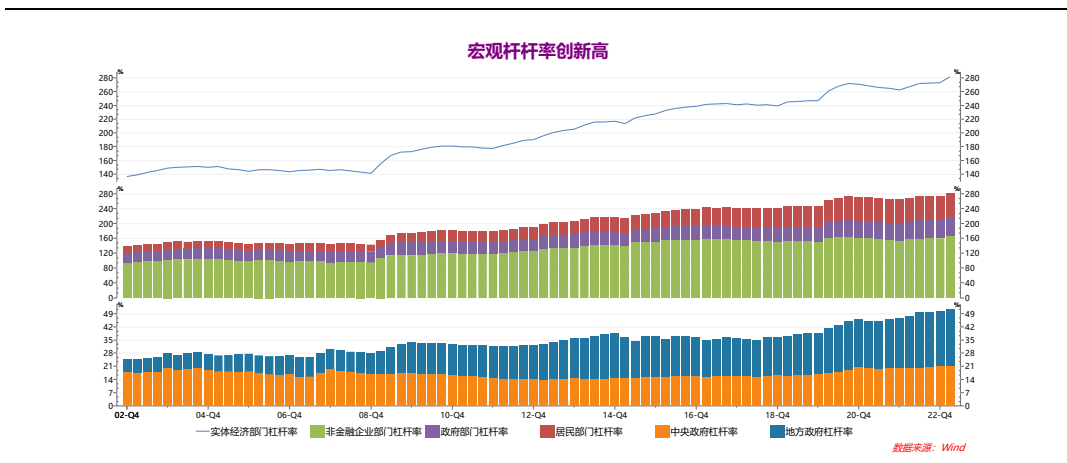
图14：4月PMI数据



数据来源：Wind、银河期货

从供求关系角度考察，最近的融资情况看，5月有所明显得减少。但是，在宏观杠杆率居高不下的背景下，这是不可持续的。

图15：宏观杠杆率创新高



数据来源：Wind、银河期货

股权融资在宏观杠杆率再度高企的情况下，在减缓经济下行压力方面还是要发挥更大的作用。因此，在全面推行注册制度改革的情况下，融资步伐会进一步加快。

图16: 近月IPO融资情况 (融资金额)

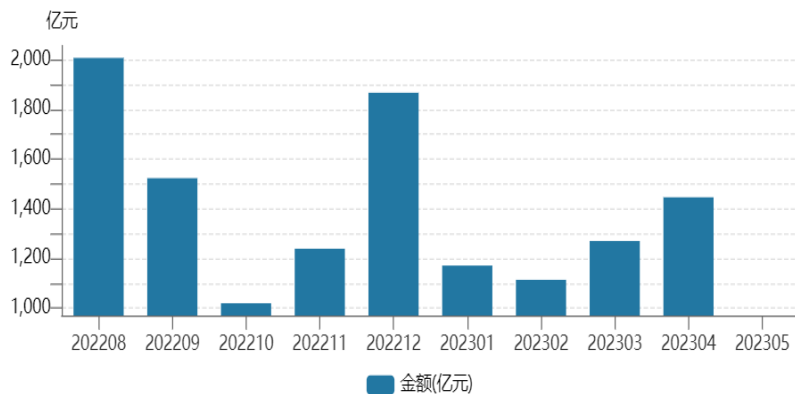
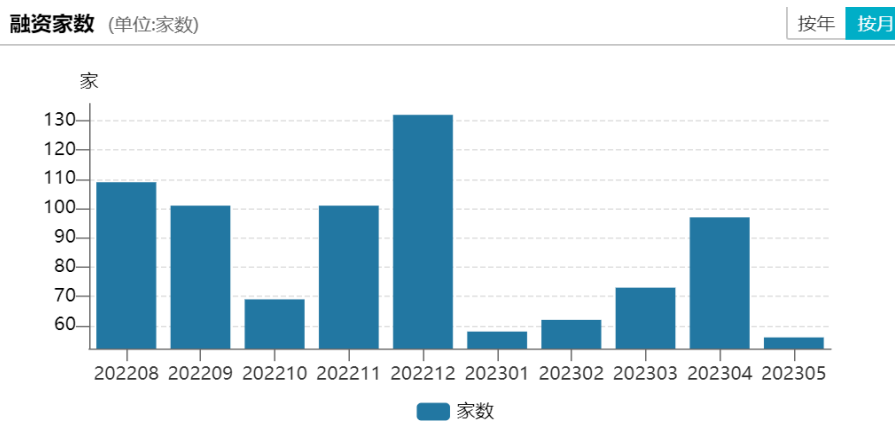


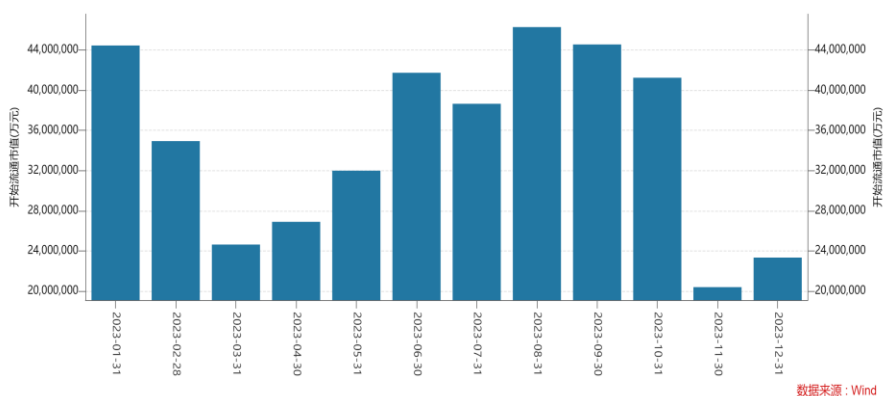
图17: 近月IPO融资情况 (融资家数)



数据来源: Wind、银河期货

从限售股的情况看, 从月度分布看, 主要集中在1月、6月和第三季度, 6月压力较5月有明显增加。

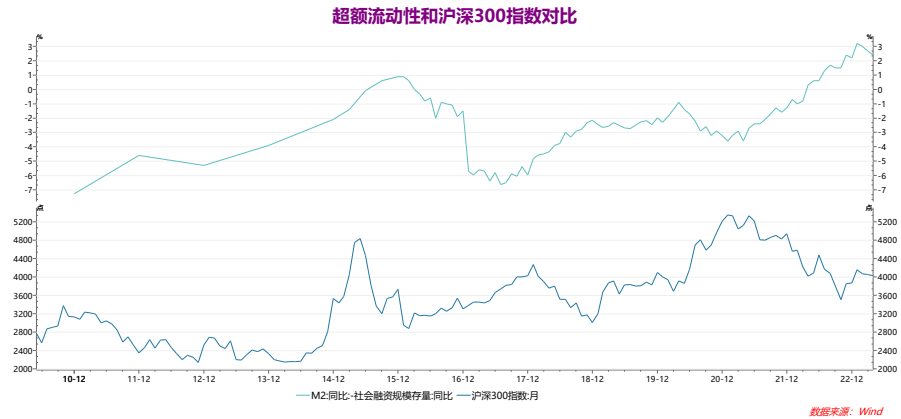
图18: 2023年限售股减持月度分布



数据来源：Wind、银河期货

从宏观超额流动性指标看，4月M2与社融存量之差在前几个月走高后有所走弱。

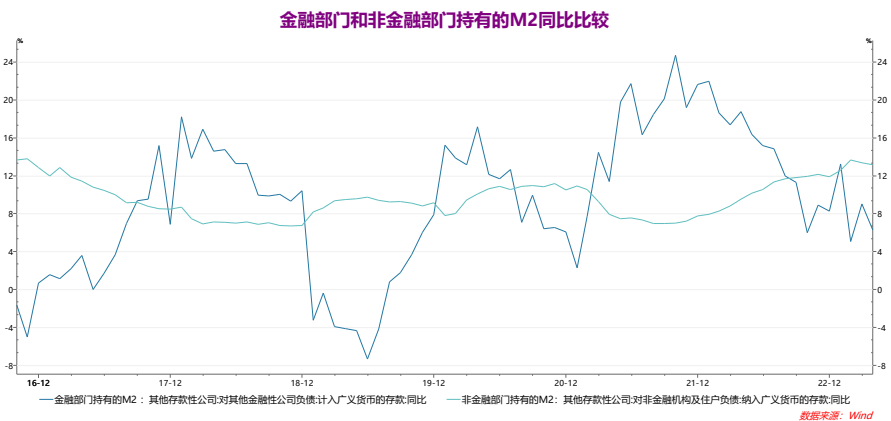
图19：超额流动性和沪深300指数对比



数据来源：Wind、银河期货

再从M2的持有结构看，如下图所示，去年以来，金融部门持有的M2增速持续出现了明显的下行。

图20：金融部门和非金融部门持有的M2同比较



数据来源：Wind、银河期货

综上所述，6月的权益市场难以走出低迷，走向基本依旧是震荡调整，并以结构性行情为特点，在结构性机会把握上还是要以政治局会议精神为指导。当然，股息率高的超跌指标股和权重股可能会有反弹机会，但力度有限，持续性也不可能好。

4月底，政治局会议是次非常重要的会议，会议判断我国的经济好转是恢复性的，会议指出：内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战。近期公布的宏观数据充分验证了这一点。在目前的宏观环境下，难以出现比较大的上扬行情。

而且，政治局会议还指出，要加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，既要逆势

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。要夯实科技自立自强根基，培育壮大新动能。要巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造。要重视通用人工智能发展，营造创新生态，重视防范风险。

笔者认为，政治局会议的这段论述为结构性行情指明了方向，相对于补短板，发展扩大优势产业，即发展人工智能和新能源汽车等更加能立竿见影、事半功倍。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的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。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799