

稳中有升——2023中期股市流动性展望

2023年7月6日

A股策略 专题报告

分析师	孙涤	电话：010-66555181	邮箱：sundi-yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480523040001
-----	----	-----------------	--------------------------	-----------------------

主要观点：

拉长时间看全市场机构资金未现明显恢复，险资更多受债券利率低位影响被动加仓。全市场机构高频数据来看，仅险资现边际增长。保险资金保费收入在持续上行，累计增速自年初 3.86% 上升至 4 月的 9.80%，同时 10Y 国债到期收益率下行 20BP，险资权益仓位被动上行。

6月初至今，资金流入波动与政策相关性较大。6/2、6/15、6/16 北向均出现近百亿单日流入，6/19 日两融单日流入约 60 亿元，是近两个月以来最大单日流入量，其中 6/2 流入放大受美国债务上限风险释放影响，6/15-6/19 的流入则主要受到降息、国常会政策提振影响。关注下阶段政策增量。截至 5 月金融数据仍未出现明显恢复，根据基本面滞后修复特征，下阶段预计政策力度仍然偏强。

下半年宽松流动性环境、政策提振推动下，预计 A 股资金增量约 7000 亿元，全年增量超万亿，其中公募、险资贡献较大增量：

第一，公募、保险贡献较大增量。公募来看，Q2 基金超额收益率环比回升 1.57 个百分点，有助于下半年基金资金流入；保险来看，一是保费收入回升，截至 2023/5，保费收入增速升至 10.68%，二是上半年债券收益率持续下行，剔除股票市场涨幅后保险投资股市占比与债券收益率明显反向，保费收入回升、债券收益率下行背景下，保险资金将加仓权益市场。

第二，理财、散户、杠杆资金流入转正。理财来看，2023 上半年发行数量同比增长 4.92%，较 2022 年负值明显恢复，预计 2023 年全年流出小幅转正。散户来看，2023 年上半年投资者已现增长，假设 2023 年全年增速为 10%，2023 年新增资金约 1800 亿元。杠杆资金来看，截至 2023/6，A 股流通市值较 2022 年末上行 6.63%，预计“A 股流通市值/GDP 现价”也将随之回升，预计 2023 年末融资余额约 1.6 万亿元，下半年新增流入约 1070 亿元。

第三，私募、北向资金边际放大。私募来看，根据中性预测，上半年私募基金流出约 900 亿元，预计随基本面预期恢复，2023 年私募基金管理规模增速将转正，下半年约有 400 亿元规模流入。北向来看，即便 2023Q2 基本面预期出现回落，北向资金也保持了正流入，预计 2023 年下半年北向资金流入稳中有升。

风险提示：政策变化超预期，数据统计可能存在误差。

目 录

1. 上半年流动性回顾.....	3
2. A股流动性分项预测.....	3
2.1 关注下阶段政策增量.....	3
2.2 A股流动性分项预测.....	5
3. 风险提示.....	9

插图目录

图 1: 经济预期不振背景下, 流入主要受政策预期影响.....	4
图 2: 基本面数据仍在下行.....	4
图 3: 30 大中城市地产成交面积增速.....	4
图 4: 基金超额收益率回升.....	6
图 5: 基金流入规模中性测算.....	6
图 6: 私募证券基金管理规模及增速.....	6
图 7: 2022 年理财增速、配置权益资产比例均下行.....	7
图 8: 保费收入持续回升.....	7
图 9: 险资投资权益市场占比与债券收益率反向.....	7
图 10: 2023 年上半年北向资金流入集中于 1 月.....	8
图 11: 2023 年北向资金流入预测.....	8
图 12: “A 股流通市值/GDP 现价”回升.....	8
图 13: 融资余额/流通市值下行.....	8
图 14: 客户交易资金余额测算.....	9
图 15: 2022 年新增投资者数量下降.....	9

表格目录

表 1: 全市场机构资金高频数据.....	3
表 2: 2023 年度 A 股流动性预测.....	5

1. 上半年流动性回顾

拉长时间看全市场机构资金未现明显恢复，险资更多受债券利率低位影响被动加仓。全市场机构高频数据来看，除险资外资金、仓位均呈下行趋势。保险资金保费收入在持续上行，累计增速自年初 3.86% 上升至 4 月的 9.80%，同时 10Y 国债到期收益率下行近 20BP，险资权益仓位被动上行。

表1：全市场机构资金高频数据

单位：亿元		2023/1	2023/2	2023/3	2023/4	2023/5
散户（新增开户数/万人）		84.18	167.30	189.17	99.70	97.00
杠杆（亿元）		122.94	391.82	252.52	-5.89	8.87
境外（亿元）		1412.9	92.58	354.4	-45.53	-121.37
机构	公募基金仓位（%）	81.16	81.1	82.73	86.11	79.95
	私募基金仓位（%）	71.23	70.89	69.23	67.32	60.18
	理财新发权益类产品（个）	32	8	59	15	14
	保险（亿元）	2298	-433	-402	434	-

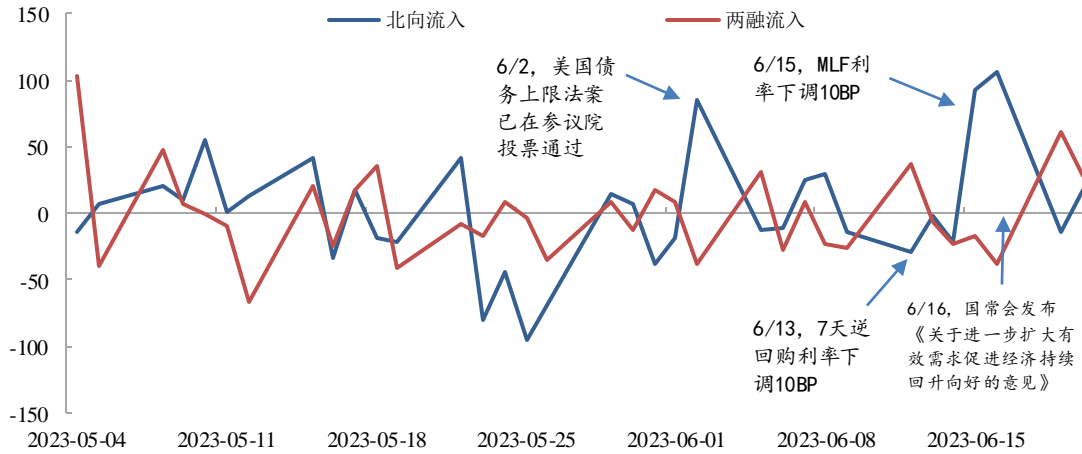
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2. A 股流动性分项预测

2.1 关注下阶段政策增量

近期资金波动明显受到政策预期影响。5 月至今，发布经济数据整体偏弱，显示当前基本面尚未修复，内外资仅部分单日流入较大，整体流入维持低位。流入波动主要受到政策预期影响，6/2、6/15、6/16 北向均出现近百亿单日流入，6/19 日两融单日流入约 60 亿元，是近两个月以来最大单日流入量，其中 6/2 流入放大受美国债务上限风险释放影响，6/15-6/19 的流入则主要受到降息、国常会政策提振影响。

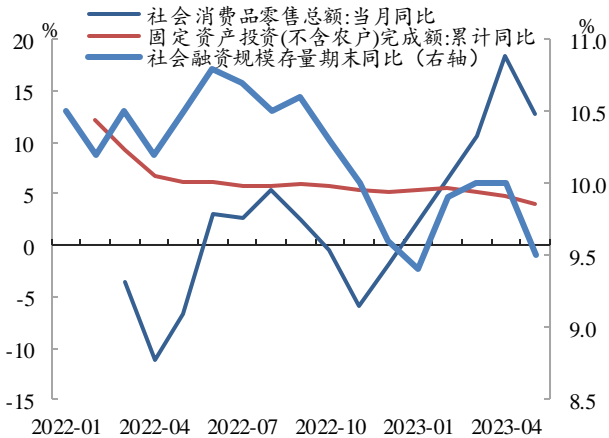
图1：经济预期不振背景下，流入主要受政策预期影响



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

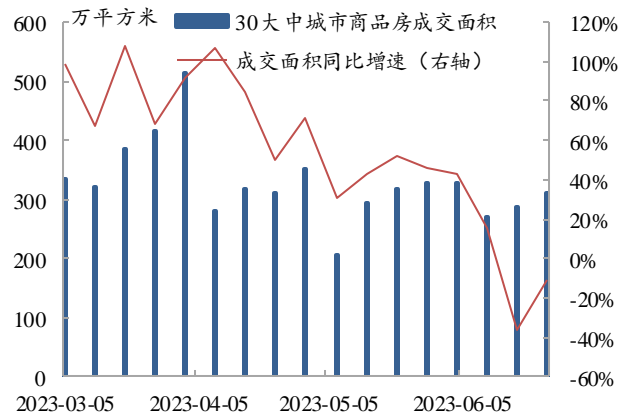
基本面仍然偏弱，关注下阶段政策增量。截至5月金融数据仍未出现明显恢复，根据基本面滞后修复特征，下阶段预计政策力度仍然偏强。5月消费、投资增速分别环比下行5.7、0.7个百分点，社融增速环比下行0.5个百分点；高频数据中，30大中城市地产销售于6/19一周从正增速转为下行36.09%，年初以来“稳地产”信号明确，投资者对于地产投资发力有所预期，下行的销售数据使得投资者趋于悲观。

图2：基本面数据仍在下行



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：30大中城市地产成交面积增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2.2 A 股流动性分项预测

2023 上半年资本市场波动背景下，股市增量资金仅小幅增长至 4532 亿元，其中私募、理财出现净流出，而散户、杠杆资金流入转负为正。下半年宽松流动性环境、政策提振推动下，预计 A 股资金增量约 7000 亿元，全年增量超万亿。

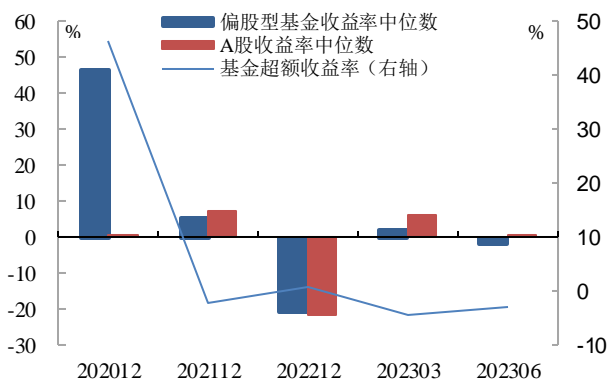
表2：2023 年度 A 股流动性预测

单位：亿元		2022 年增量	2023Q6 增量 E	2023 年增量 E	2022 年增速	2023 年增速 E
散户		-950	903	1,805	-139.58%	-290.00%
杠杆		-2,675	600	1,670	-216.31%	-162.42%
境外		900	1,913	2,413	-79.17%	168.05%
机构	公募基金	2,078	381	2,630	-81.36%	26.54%
	私募基金	1,841	-892	-463	-78.34%	-125.15%
	理财	-912	-69	138	67.45%	-115.17%
	保险	2,324	1,697	3,564	833.17%	53.33%
合计		2,607	4,532	11,757	-89.80%	351.05%

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

第一，**公募基金流入预计增长**。Q2 市场虽现震荡，但基金超额收益率环比回升 1.57 个百分点，有助于提振下半年基金资金流入。根据测算，2023 年上半年流入约 400 亿元，全年流入约为 2500 亿元，下半年公募还有较大流入空间。

图4：基金超额收益率回升



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

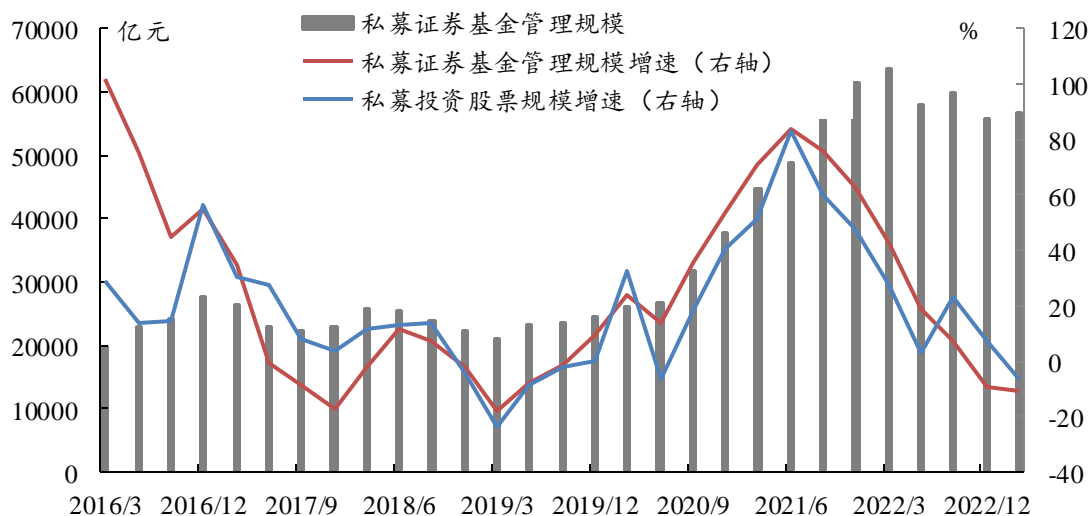
图5：基金流入规模中性测算

	202306	2023E	2023E	2023E
偏股型基金份 额 (亿元)	38602	43980	43980	43980
单位净值	1.31	1.25	1.30	1.50
偏股型基金仓 位假设 (%)	81	81	81	81
份额增速假设	-	15%	15%	15%
整体流入规模 (亿元)	381	2435	2532	2922

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

第二，**私募基金流入转正**。2022Q4以来，私募证券基金管理规模增速转负，2023Q1同比增速下行至-10.8%，假设2023前两季度私募规模下行5%，根据中性预测，上半年私募基金流出约900亿元，预计随基本面预期恢复，2023年私募基金管理规模增速将转正，下半年约有400亿元规模流入。

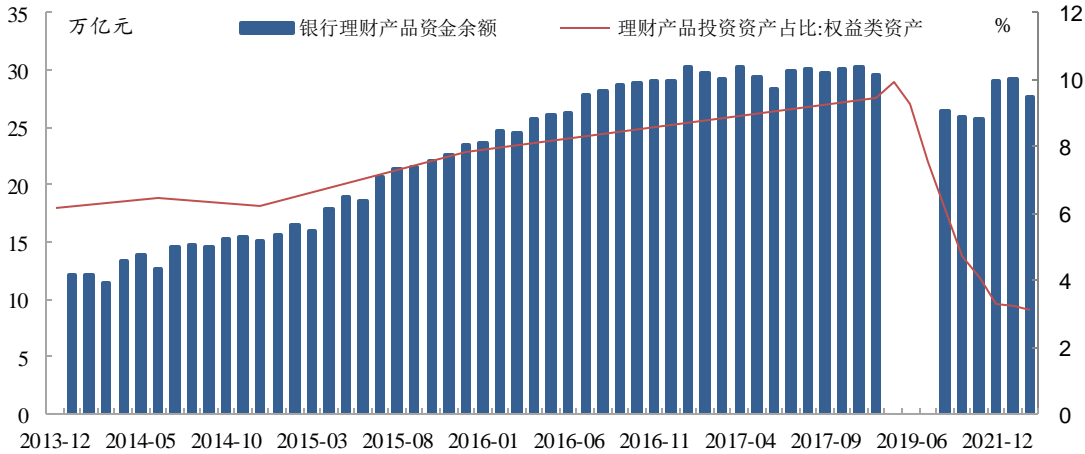
图6：私募证券基金管理规模及增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

第三，**理财资金流入小幅转正**。2022 年理财存续余额同比下行 4.67%，且配置权益资产比例下行 17BP 至 3.1%，2022 年理财资金净流出近千亿。2023 上半年发行数量同比增长 4.92%，预计 2023 年全年也有所回升，2023 年下半年流入小幅转正。

图7：2022 年理财增速、配置权益资产比例均下行



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

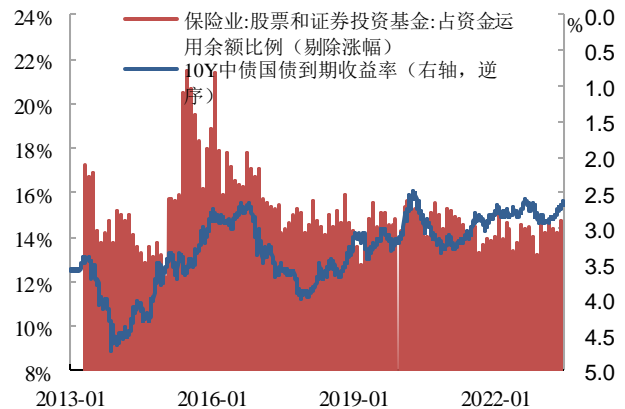
第四，**保险资金流入增长**。一是保费收入回升，截至 2023/5，保费收入增速升至 10.68%，保险资金运用余额与保费收入增速同向波动；二是上半年债券收益率持续下行，截至 2023/6，10Y 国债到期收益率下行 20BP，剔除股票市场涨幅后保险投资股市占比与债券收益率明显反向，保费收入回升、债券收益率下行背景下，保险资金将加仓权益市场。

图8：保费收入持续回升



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

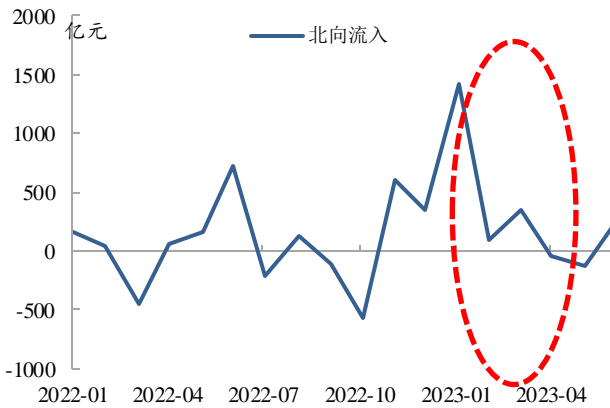
图9：险资投资权益市场占比与债券收益率反向



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

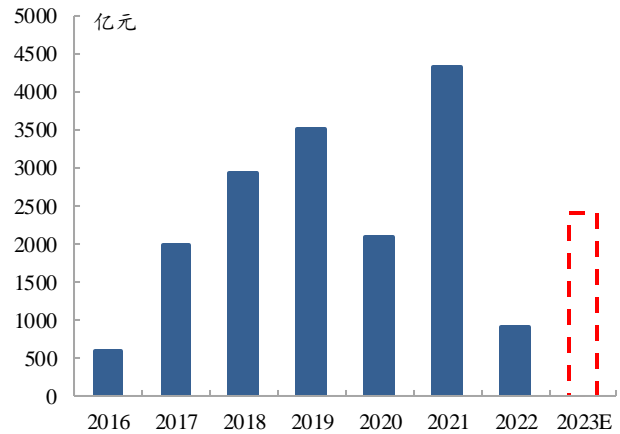
第五，北向资金维持流入态势。2023 年上半年北向资金流入集中于 1 月，2023/1、2023/2-2023/6 北向资金流入规模分别为 1413、500 亿元，即便 2023Q2 基本面预期出现回落，北向资金也保持了正流入，假设 2023 年下半年北向流入稳中有升，流入规模预计为 500-1000 亿元。

图10：2023 年上半年北向资金流入集中于 1 月



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

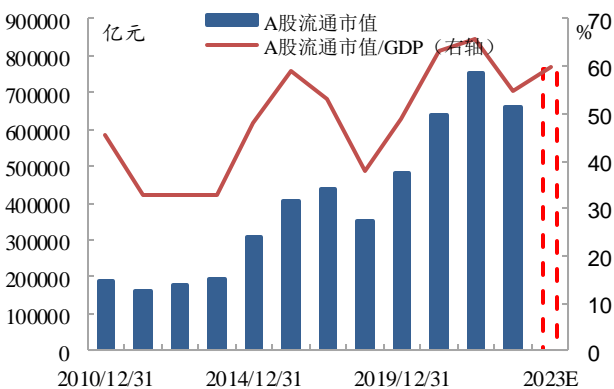
图11：2023 年北向资金流入预测



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

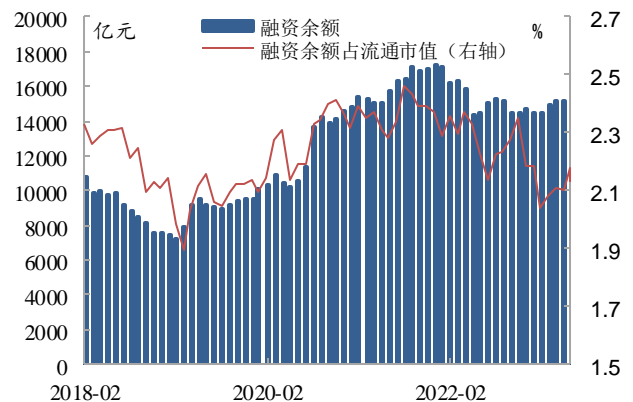
第六，杠杆资金流入转正。2022 年末“A 股流通市值/GDP 现价”回落至 54% 水平，截至 2023/6，A 股流通市值较 2022 年末上行 6.63%，预计“A 股流通市值/GDP 现价”也将随之回升。假设 2023 年“A 股流通市值/GDP 现价”回升至 60% 水平，“融资余额/流通市值”保持 2.1% 的均值水平，2023 年末融资余额约 1.6 万亿元，下半年新增流入约 1070 亿元。

图12：“A 股流通市值/GDP 现价”回升



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

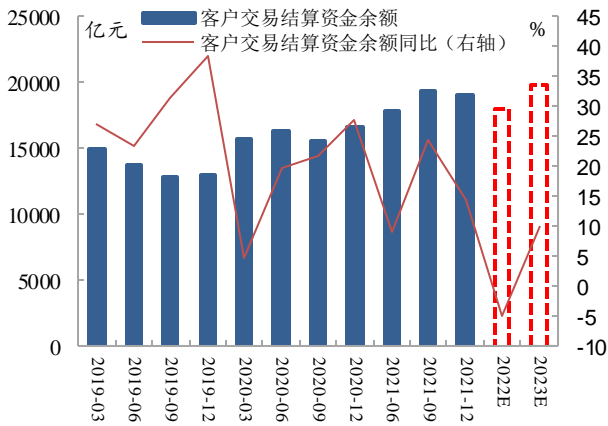
图13：融资余额/流通市值下行



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

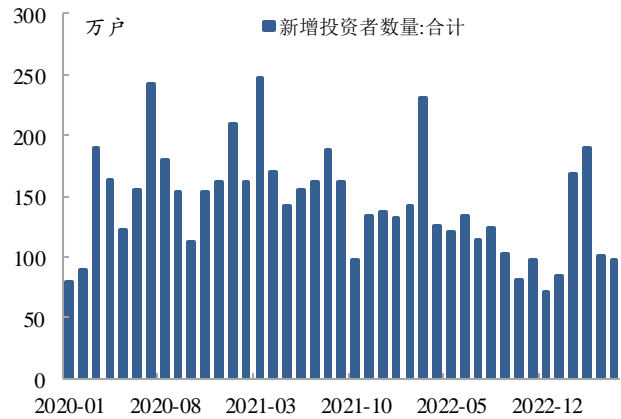
第七，**散户资金流入回升**。历史数据来看，新增投资者数量增速与客户交易结算资金余额增速整体一致，2022 年下半年市场震荡背景下新增投资者较上年下降约 25%，2023/1-2023/5 期间新增投资者较 2022 年下半年增长 8.4%。2023 年上半年投资者已现增长，因此假设 2023 年全年增速为 10%，2023 年新增资金约 1800 亿元。

图14：客户交易资金余额测算



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图15：2022 年新增投资者数量下降



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3. 风险提示

政策变化超预期，数据统计可能存在误差。

分析师简介

分析师：孙涤

对外经济贸易大学金融硕士，曾就职于中债资信研究部，负责债券市场研究。2021 年 3 月加入东兴证券研究所，侧重货币政策分析，市场流动性研判，利率走势分析，投资者行为研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526