

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

## 政策面暖意有利于投资信心提升

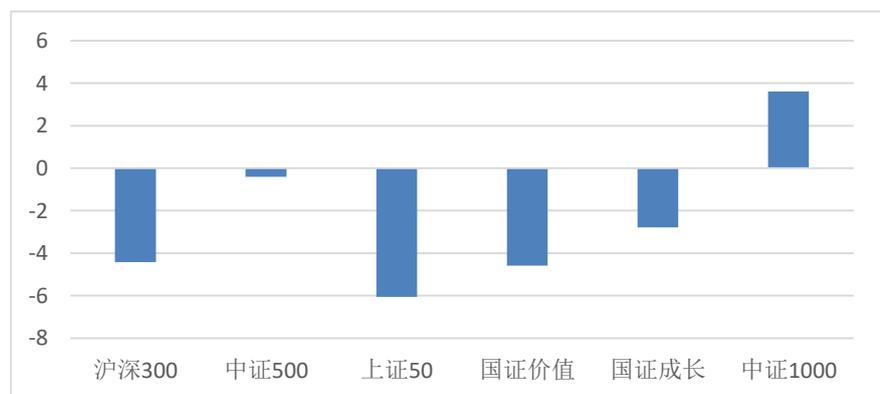
### ——八月权益市场宏观运行环境分析

#### 正文：

笔者在《下半年权益市场宏观运行环境研究》指出，在股息率较高的情况下，市场依旧低迷，关键还在于市场确实信心，而市场信心的恢复取决于我国内生需求动力是否能得到恢复，取决于恢复性增长的持续和力度。下半年的权益市场受到宏观数据、上市公司经营业绩、国际环境等因素影响，市场信心依旧有个提振的过程，因此，市场依然会面临一定的压力，但依旧有一定结构性机会。

实际上，7月市场依旧相对低迷，但月底在政治局会议的鼓舞下，出现了一定的回升。截至到2023年7月27日，多数指数下跌，仅仅中证1000表现突出。

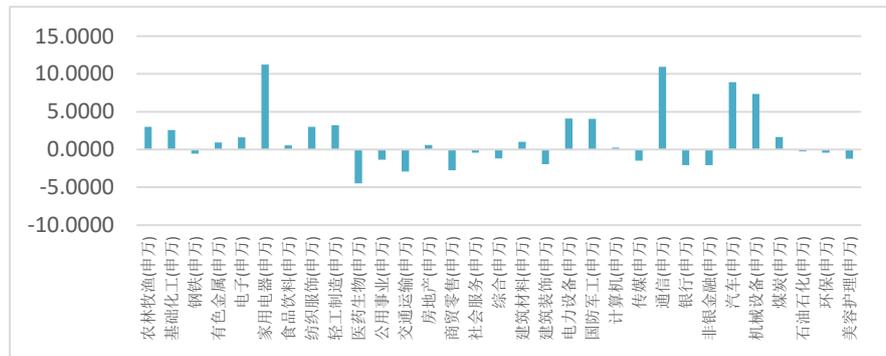
图1：七月主要指数表现



资料来源：WIND、银河期货

从申万一级行业指数看，结构性行情的特征更加突出。反弹幅度比较大的是通信、家用电器、汽车、机械设备等，医药生物、非银金融、银行等下跌。

图 2：申万一级行业指数月度涨跌幅

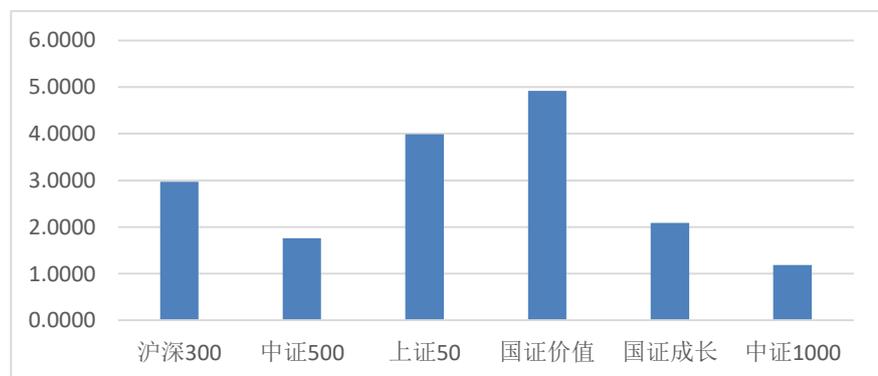


资料来源：WIND、银河期货

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 7 月的市场的下跌，市场估值水平进一步降低，如下表所示，国证价值成长接近于 5%，上证 50 指数的股息率也达到 4%，沪深 300 接近 3%，均明显高于我国的长期国债收益率约 2.63% 左右的水平。

图 3：主要指数的股息率比较



资料来源：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 2.63%, 而沪深 300 和上证 500 的平均市盈率的倒数分别达到 7.49% 和 5.63%, 正向差值分别达到 4.85% 和 2.99%。

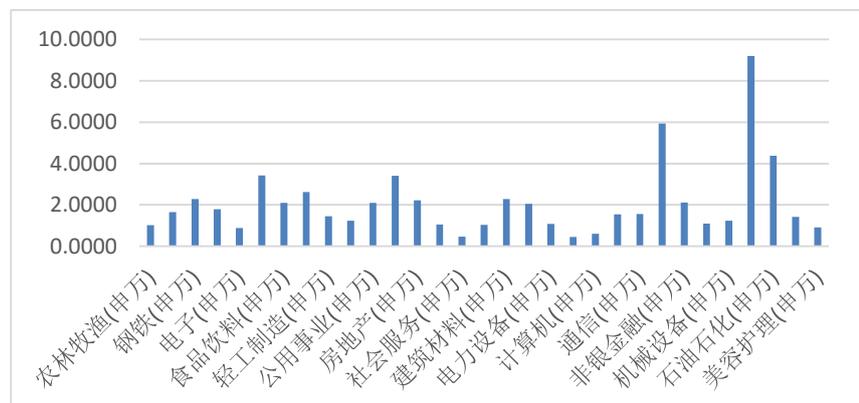
图 4: 股债相对投资价值比较



资料来源: WIND、银河期货

从行业股息率的角度看, 煤炭、银行、石化等股息率比较高, 但这些行业在 7 月依旧受到重创, 导致行业股息率较 6 月进一步提升。

图 5: 申万一级行业股息率比较

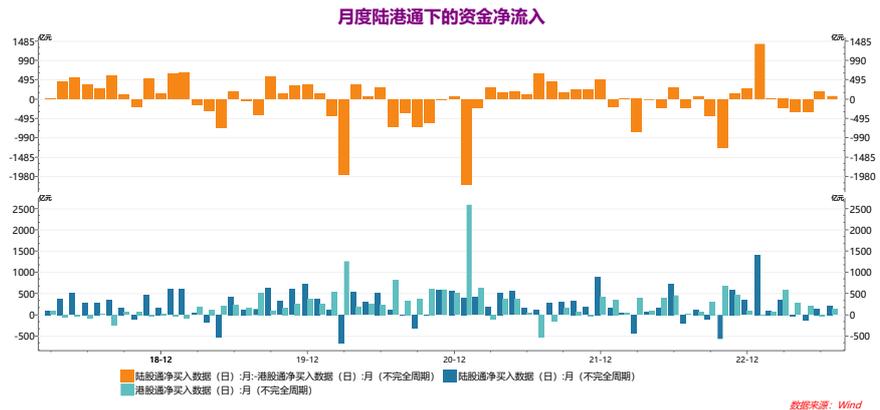


资料来源: WIND、银河期货

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。而在陆港通

资金的流入上,有所改善。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,但6月和7月出现了净流入,只是7月净流入环比较6月萎缩。

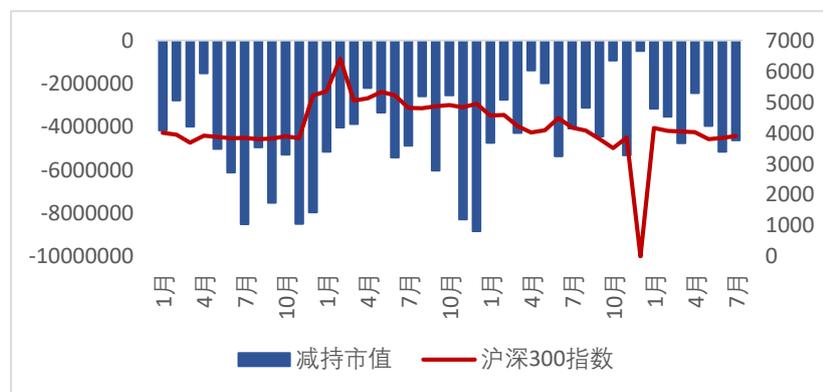
图6: 月度陆港通下的资金净流入



资料来源：WIND、银河期货

从上市公司回购情况看,七月上市公司实施仅回购了41.42亿股,高于前值的10.81亿股,但回购资金报396.2亿元,明显高于前值63.1亿元。而在产业资本的减持上,减持压力有所减缓,但依旧比较大,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,但5月、6月和7月持续保持一定的力度。

图7: 沪深300指数与产业资本减持



资料来源：WIND、银河期货

从ETF的变动情况看，7月规模有所改善，特别是货币型ETF。7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，跨境型ETF也有明显增长。从行业看，ETF份额的增加主要体现信息行业上，减少主要体现在金融行业上。

图8：月ETF份额变动

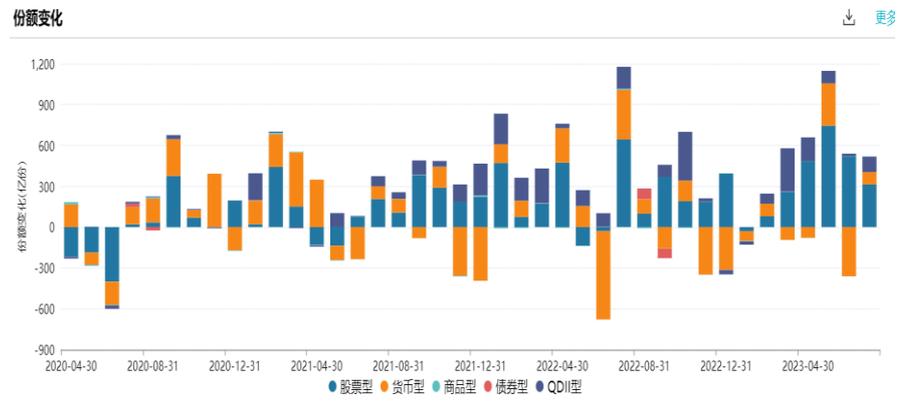


图9：股票型ETF内部结构变动

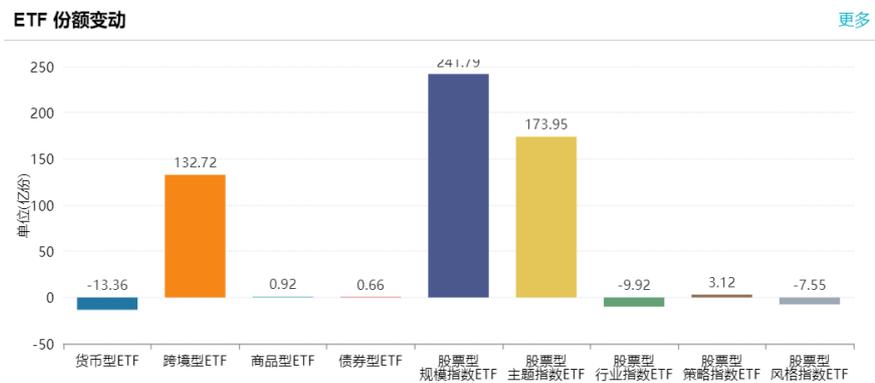
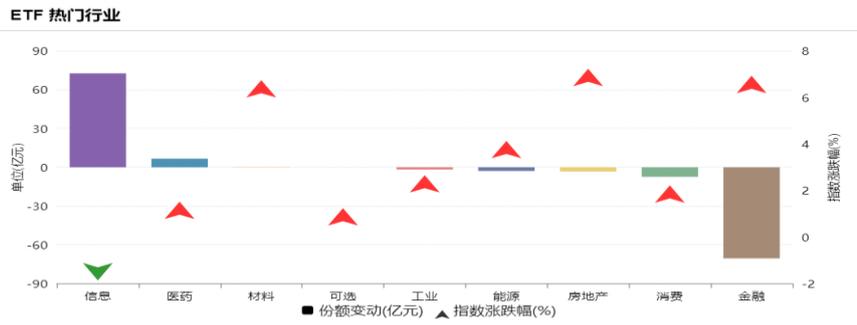


图 10: ETF 份额行业变动和行业指数涨跌



资料来源: WIND、银河期货

但新成立的偏股型基金在 7 月依旧处于历史低水平, 仅仅报 197.27 亿元, 创下去年 10 月以来的新低。从保险资金入市比率看, 尽管 5 月再度回落, 依旧处于历史较低水平上。

图 11: 新成立的偏股型基金份额 (月度)

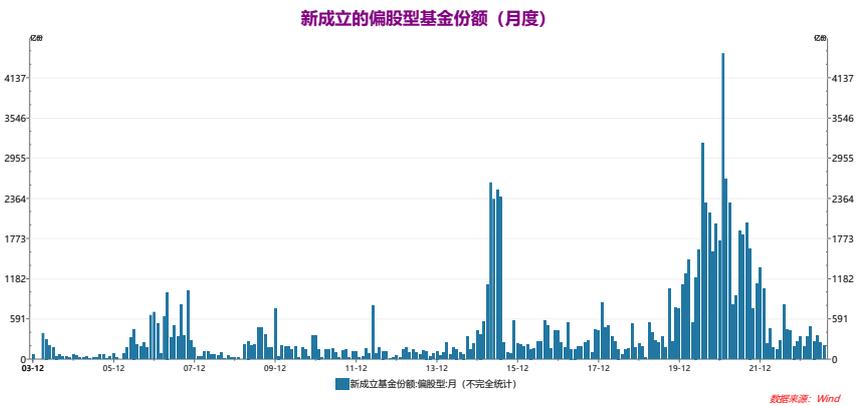
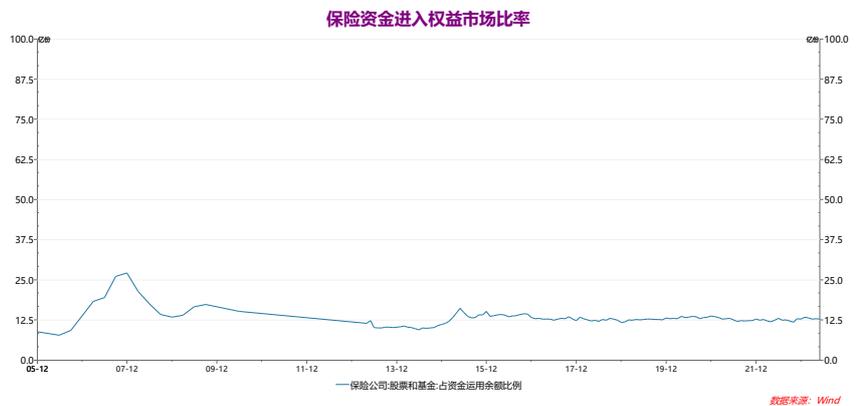


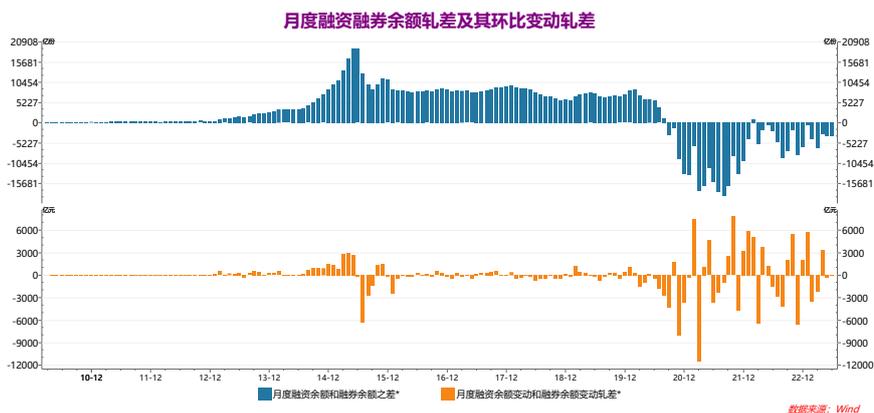
图 12: 保险资金进入权益市场比率反复



资料来源：WIND、银河期货

从月度融资融券余额轧差看，2月到6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，5月尽管表现为负数，但环比萎缩。

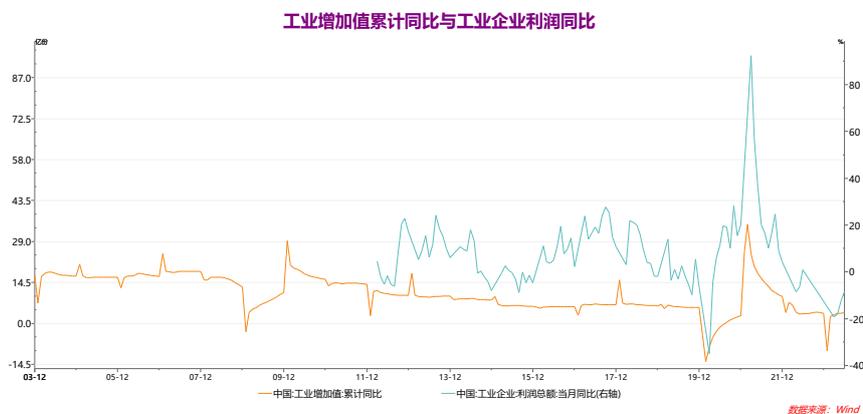
图 13：月度融资融券余额轧差及其环比变动轧差



资料来源：WIND、银河期货

宏观数据有所改善，1到6月工业增加值累计同比回升，6月工业企业利润同比跌幅收缩，但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。6月PMI数据也有所回升，但结构性问题依旧明显，显示出明显的主动去库存特征。

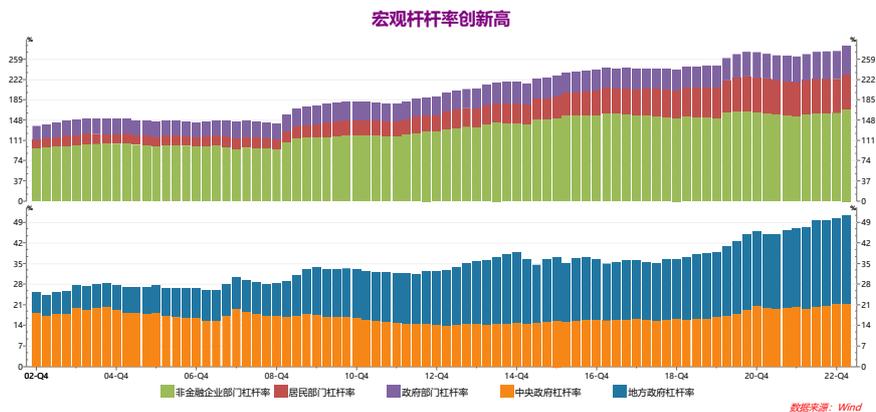
图 14：工业增加值累计同比与工业企业利润同比



资料来源：WIND、银河期货

从供求关系角度考察，最近的融资情况看，7月有所减少。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



资料来源：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。从限售股的情况看，从月度分布看，主要集中在 1 月、8 月和第三季度，8 月压力较 7 月有明显增加。

图 16: 近月 IPO 融资情况 (融资金额)

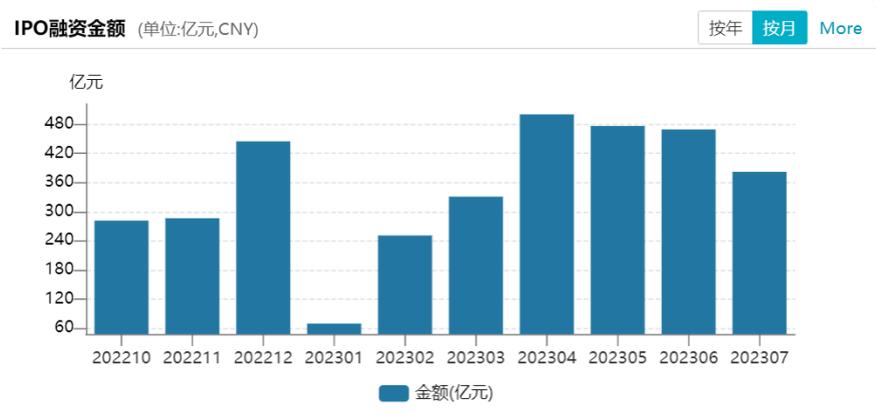


图 17: 近月 IPO 融资情况 (融资家数)

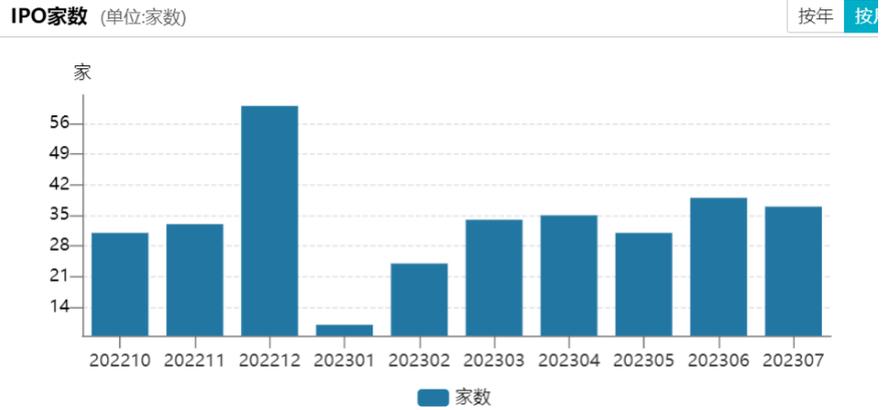
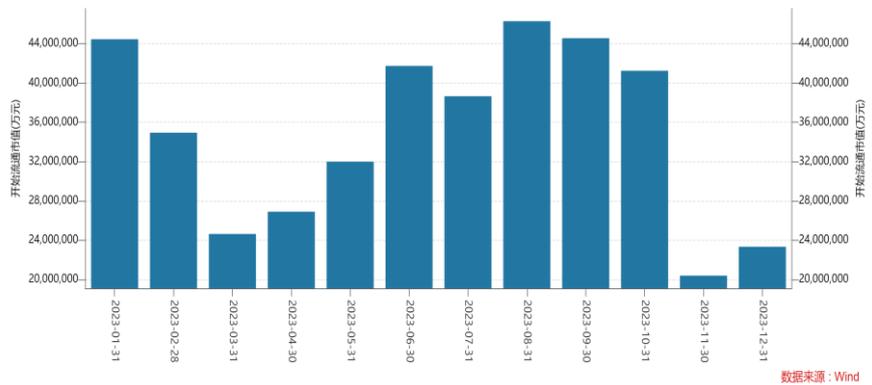


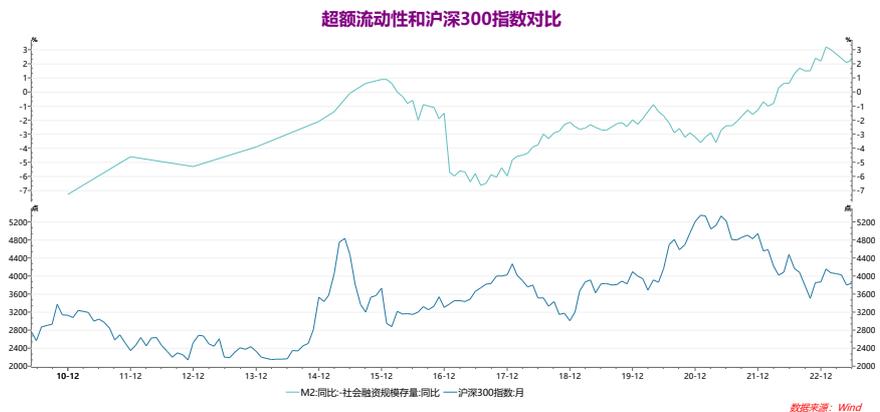
图 18: 2023 年限售股减持月度分布



资料来源: WIND、银河期货

从宏观超额流动性指标看, 6 月 M2 与社融存量之差在前几个月走高后有所走弱, 但较 5 月有所改善。

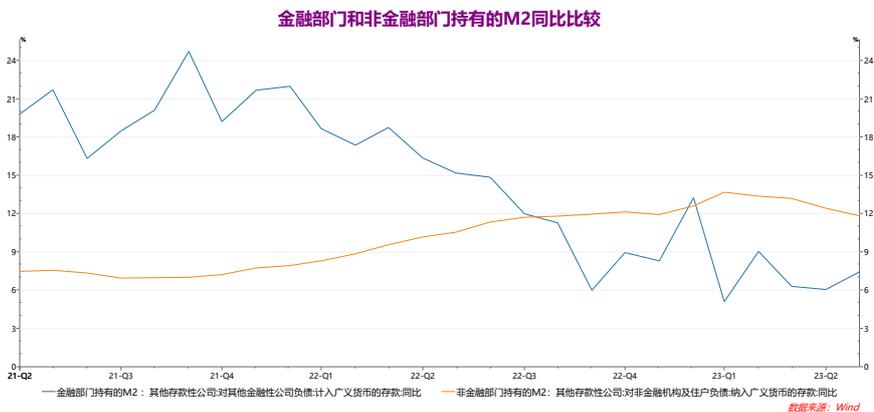
图 19: 超额流动性和沪深 300 指数对比



资料来源: 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 同比比较



资料来源：WIND、银河期货

以上的资金面数据、宏观数据等仅仅是对市场研判的参考，而政策面是最主要的宏观面和基本面。在 7 月的政治局会议上，提出了“要活跃资本市场，提振投资者信心”。笔者认为在当前的情况下是十分必要的。要活跃资本市场，提振投资者信心可以改善居民的收入预期，改善对宏观经济的预期，从而增加消费。活跃资本市场，提振投资者信心可以降低宏观杠杆率，缓解金融风险。活跃资本市场，提振投资者信心可以改善中小企业、高新企业的融资和资金流动性情况，有利于中小企业和高新技术企业走出困境和持续发展。从而有利于我国经济的恢复性增长保持一定力度和持续性。总而言之，7 月政治局会议有利于资本市场的投资信心恢复。

投资信心的恢复，加上市场的相对低估值，以及新兴行业的发展前景，市场行情有望出现明显的改善。

但是，7 月政治局会议也明确指出，目前的经济恢复性增长带有明显的波段

性和曲折性特征，反映到权益市场，技术市场出现上扬，也是具有波段性的，从行情看，即使上行的话，也是结构性行情，对此，我们必须有清醒的认识，不要轻言牛市。

政治局会议的这段论述为结构性行情指明了方向，会议指出：“要大力推动现代化产业体系建设，加快培育壮大战略性新兴产业、打造更多支柱产业。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持续发展。”

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](http://www.yhqh.com.cn)

电话：400-886-7799