

策略周评 20230820

重新审视，当前市场是否处于“地量”？

2023年08月20日

■ 为什么我们有必要重新理解市场的“地量”？

近期，A股场内流动性略显疲弱，汇率波动引发北向资金“出逃”、市场增量资金不足，交易热度方面全A的日成交额仍在7000亿元附近徘徊，“筹码”似乎每日都轮动加注于少数几个板块，剩余多数板块则“鲜少人问津”，市场忧虑情绪加深。

直觉上，种种迹象均提示，当前市场或许已经接近或处于“地量”。但从换手率数据来看，与往年相比，当前A股换手率似乎还并未落至底部区间。直觉与数据的矛盾，值得我们重新思考，该如何更加合理地认识并识别“地量”。

如果基于历史数据纵向比较，我们会发现，以换手率为代表的“地量”判定指标往往与宏观流动性呈显著的相关性。宏观流动性偏紧的时期更容易出现“地量”，且流动性宽松后“地量”的情况有明显缓解，例如12-14年间A股换手率一直处于较低水平，其关键原因在于期间央行曾连续加息致使宏观流动性收紧，继而引发场内资金面的收缩。因此，考虑市场是否处于“地量”状态时，需结合宏观流动性分类讨论。

■ 我们不妨换一种“相对”的视角来审视当前“直觉上”的“地量”。

如何对宏观流动性分类？

以往研究中，通常会将利率视为评估宏观流动性的重要指标，且对于历年流动性的松紧赋予同一“丈量标准”。但就当前情况来看，2023年8月截至18日，十年期国债收益率均值为2.6%，基本处于历史最低水平区间，这是否就说明目前流动性环境最为宽松？其实不尽然。

我们在往期周报《珍惜“弱预期”的窗口期》中曾提出“增长中枢下行”视角。可以看到，2007年至今全球供需结构不断调整，经济中枢下台阶伴随利率中枢下台阶。因此若以利率为锚判定宏观流动性的松紧，应采用更加综合的评估方法，仅仅简单的纵向比较已不再适用。

考虑到增长中枢下行，我们将2007年至今分为“高增速”（2007-2013年）、“中高增速”（2014-2021年）、“中低增速”（2022年至今）三个历史阶段。每个阶段，基于十年期国债在区间内的综合均值和标准差将流动性环境分为“宽松”、“中性偏松”、“中性偏紧”、“紧缩”四类，从而更加精确地研判不同增长背景下的宏观流动性。

如何综合考虑不同宏观流动性下的市场交易热度？

基于上述分类，我们对多种流动性环境下的A股成交情况进行了调整和标准化处理，构建了一个全新指标——“地量”指数，从而能够更好地识别A股市场“地量”并进行历史比较。“地量”指数越高，说明市场交易热度偏低，越接近“地量”状态；指数越低则说明市场活跃度较高。

■ 历史上A股的“地量”状态发生在哪些阶段？

我们定义当“地量”指数达到均值+1倍标准差上方的区间则表明市场处于“地量”，由此可以看出，当前市场已至“地量”，与直觉相符。历史上来看，2008年后A股曾5次处于“地量”状态。

2008年8月-12月：全球金融危机后市场对于基本面信心不足，央行多次下调存款准备金利率，宏观流动性由紧转松，2008年11月“四万亿”计划出炉，强财政刺激逐步扭转市场信心；

2010年7月-8月初：宏观流动性中性偏宽松，但市场对于上半年房地产调控收紧、欧债危机升级等多重不利因素“心有余悸”，全A指数开始反弹但情绪仍处于由弱转强的换挡期，市场仍在缩量交易；

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

相关研究

《A股要成为社会财富创造者》

2023-08-14

《从“大制造”到“TMT”，2023
翻倍股可以看出哪些“奥秘”？》

2023-08-13

2011年底-2013年初:“钱荒”和美联储退出QE引起的国内外流动性双双收紧,2011年Q3-2013年Q1经济实体处于量价齐跌的衰退期,基本面向下情况下,市场期待强刺激政策保住高速增长,而政府定调经济由高增长进入中高速增长的“新常态”,刺激预期落空。2013年市场的低迷情绪被内外流动性收紧放大,但实质还是经济换挡时期的高增长预期落空的作用;

2016年9月-11月中:全球开启新一轮货币宽松,资产荒背景下优质蓝筹股成为资本配置首选,监管重拳出击后险资和产业资本举牌争夺上市公司股权的大潮逐渐退去,“深港通”系列规则出台对于A股交易形成一定“挤占效应”;

2018年9月-10月:“去杠杆”、“资管新规”叠加中美贸易摩擦,市场情绪较为低迷,美联储处于加息周期致使内外流动性偏紧,10月初降准的效果仍在传导阶段,市场交易活跃度偏弱。

由此可见,不同于简单的换手率指标,“地量”指数可以识别出宏观流动性宽松的环境下“容易被忽视”的“地量”阶段,例如2010年7-8月、2016年9-11月及当前。

■ 总结

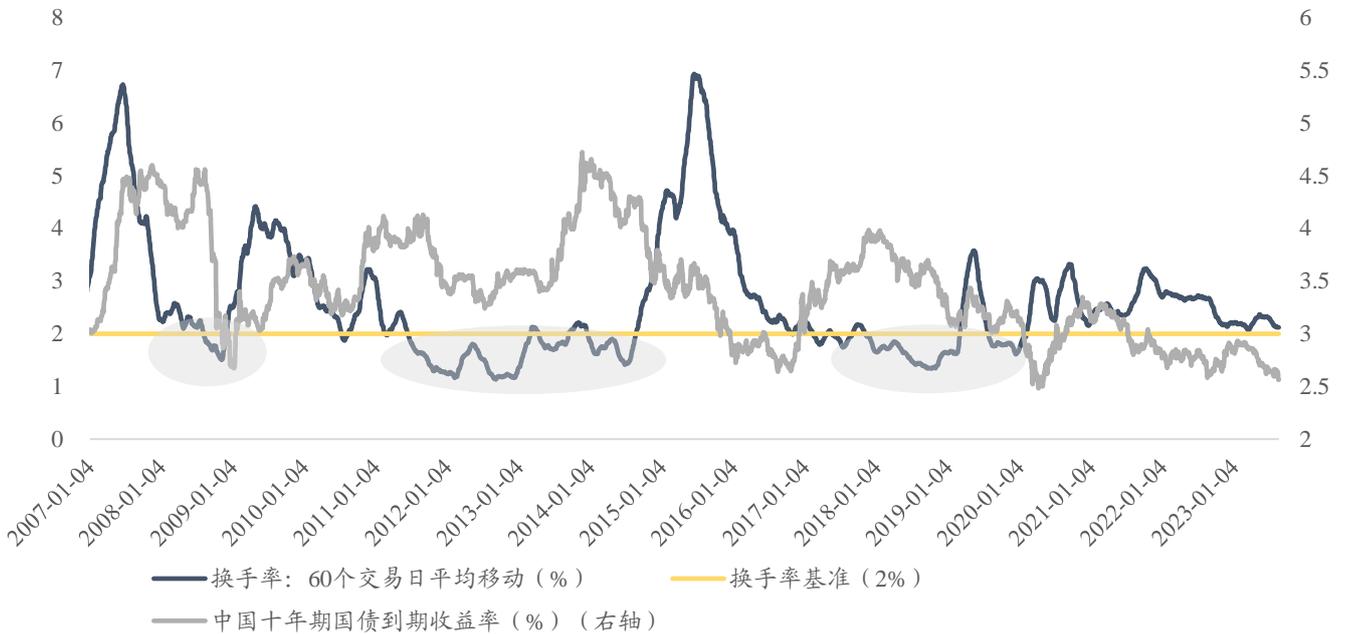
近期,A股场内流动性略显疲弱,汇率波动引发北向资金“出逃”、市场增量资金不足,全A日成交额偏低,市场忧虑情绪加深,但日换手率移动平均值仍然保持在高于2%的水平,提示换手率指标的指示性作用受限。

我们对多种流动性环境下的A股成交情况进行了调整和标准化处理,构建了全新指标——“地量”指数。指数表明当前由于宏观流动性的宽松,A股换手率仍未落至底部区间,但市场实际已经处于“地量”。

当下,市场“地量”状态的出现主要由于市场信心仍处于修复阶段。往后看,内部基本面一致预期向积极方向转变,美债处于高位波动区间但基于基本面决策下的美债收益率筑顶中线趋势未改变,叠加本次政治局会议标志新一轮资本市场五年政策支持周期的开启,种种转变均符合历史上拐点阶段的特征。我们建议,在中报行情启动下,持续关注盈利业绩高且景气度可持续外推的行业,如受益于产业链和出口的先进制造行业,以及关注人工智能趋势下有业绩验证的板块,同时政策线条关注资本市场政策支持方向(非银)和稳增长发力方向(竣工链和零售消费),以及中美利差收窄后成长崛起逻辑的左侧机会,如新能源(独立逻辑的细分)等。

■ 风险提示: 美联储持续加息; 国内经济增速低于预期。

图1: 历史上换手率的下探往往是由于前期宏观流动性的收紧 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

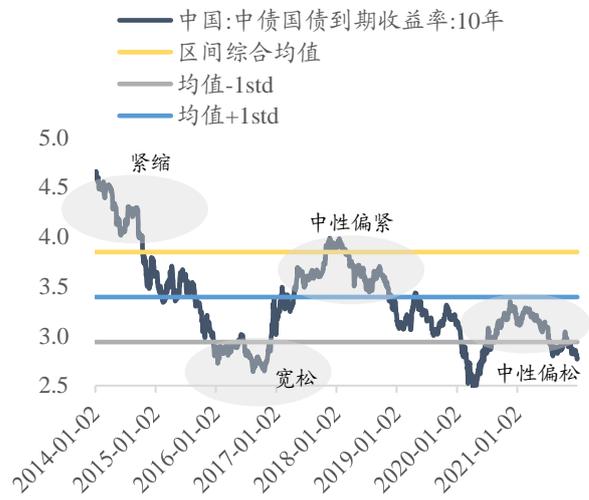
图2: 经济“高增速”时期宏观流动性变动 (单位: %)



注: 区间综合均值为“高增速”时期(2007-2013年)10年期国债收益率均值、中位数、最大值、最小值的平均数

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

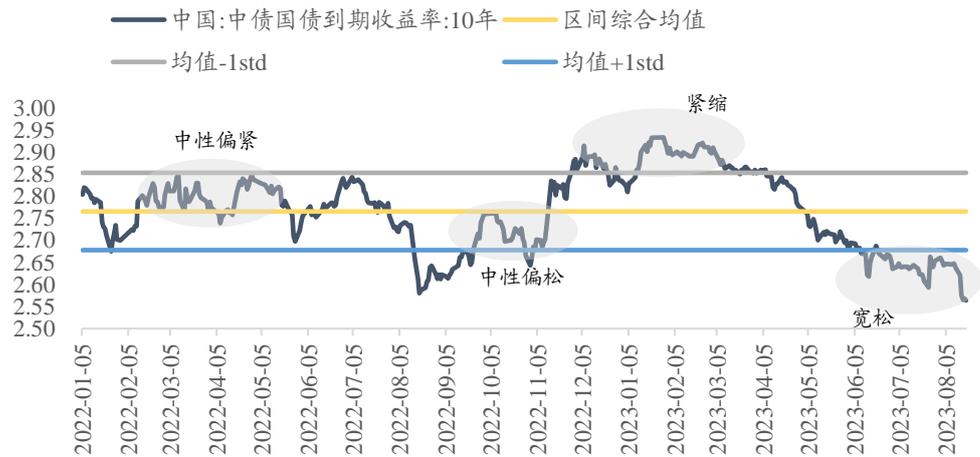
图3: 经济“中高增速”时期宏观流动性变动 (单位: %)



注: 区间综合均值为“中高增速”时期(2014-2022年)10年期国债收益率均值、中位数、最大值、最小值的平均数

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

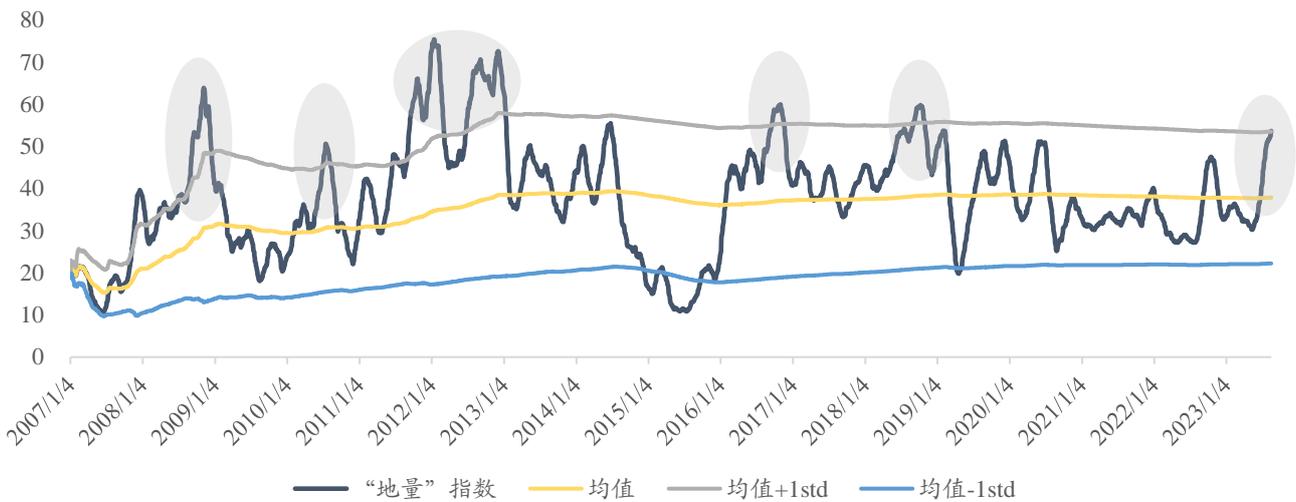
图4: 历史上换手率的下探往往是由于前期或当时宏观流动性的收紧(单位: %)



注: 区间综合均值为“中低增速”时期(2022年-2023年截至8月18日)10年期国债收益率均值、中位数、最大值、最小值的平均数

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 当前“地量”指数已经至均值+1倍标准差的上方区间, 说明市场已处于“地量”状态(单位: 点)



注: “地量”指数由A股自由流通市值/周成交量的倍数, 经由宏观流动性指标调整后计算而得, 用于识别市场是否处于“地量”并便于历史比较, 其中宏观流动性指标基于十年期国债收益率高低进行分类筛选和赋值。图中均值和标准差均为以2007年1月4日为基期的动态累计数据。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>