

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

恢复信心是市场走出低谷的关键

——2023 年权益市场运行环境分析

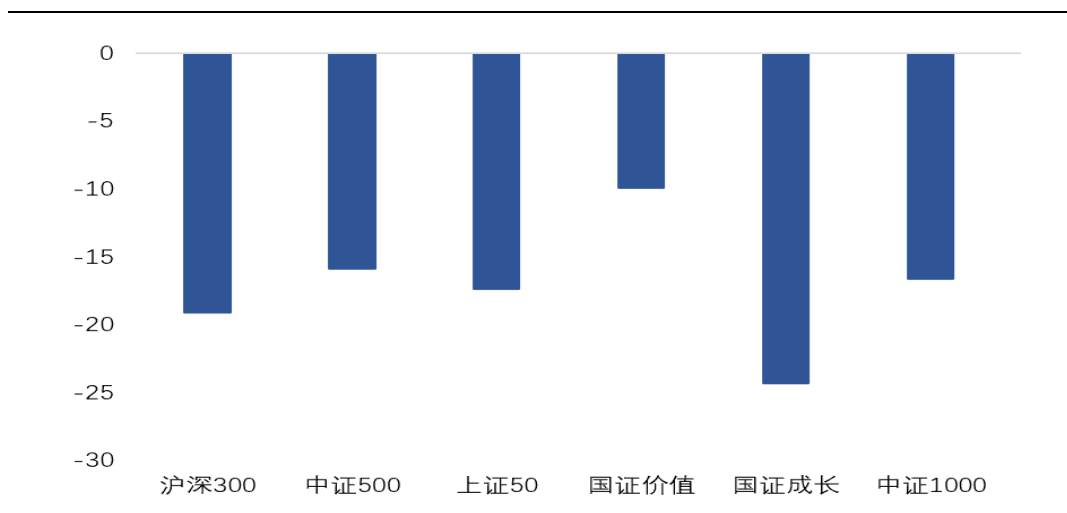
正文：

去年，笔者在题为《在纠偏和市场结构调整中把握结构性机会》的《2022 年年度权益市场宏观运行环境报告》中指出：尽管宏观政策存在着纠偏和边际宽松的可能，但在货币政策越来越具有结构性特点的情况下，对权益市场的支持不可乐观估计，震荡与调整依旧是主基调。结构性和波段性依旧是权益市场走势的主要特点。

在半年报《反弹的力度和持续性取决于政策力度和稳定性》中又指出，尽管目前的估值水平处于比较低的状态，稳定经济的政策将进一步得到落实，但我们必须清醒地认识到，下半年，疫情和地缘政治的不利影响并没有消失，特别是地缘政治的影响将更加错综复杂。而且，在新的条件下，必须辩证地看待目前市场的低估值水平。

我们始终认为政策面是最重要的宏观基本面，下半年市场的反弹力度和持续性取决于政策的力度和稳定性。最为关键的是全面落实 429 政治局会议精神，加大宏观政策力度，在资本市场方面，加大机构等长期投资者的力度，并稳妥推进注册制度的改革，提振市场信心，并相信，一个稳定的权益市场是有助于稳住经济大盘的。而事实上受到疫情和地缘政治的影响，市场的弱势倾向和调整幅度远远超过笔者的预计。

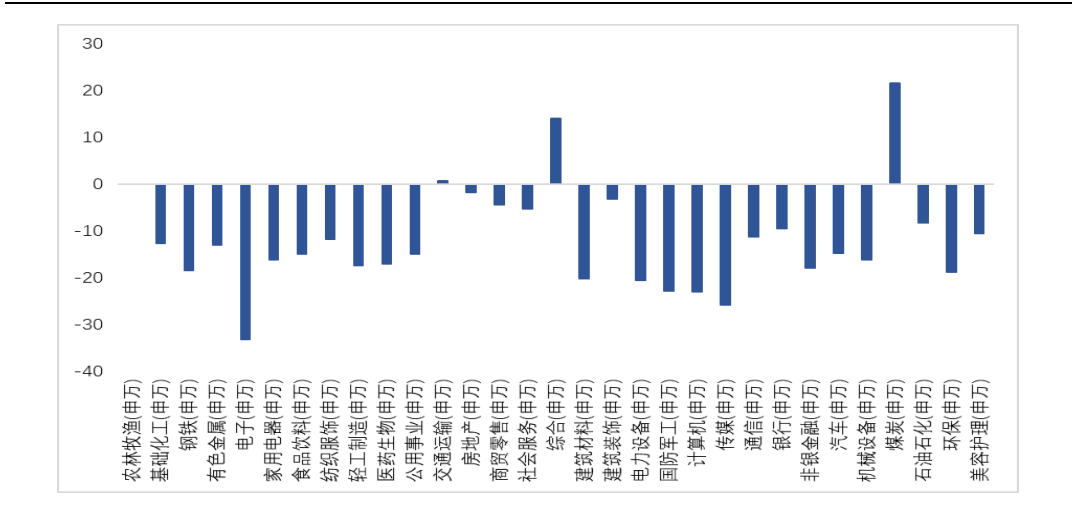
图1：主要股指年度涨跌幅度（截至12月9日）



数据来源：Wind、银河期货

从行业来看，也并没有明显显示出结构性行情特征，几乎全面下跌，仅仅是煤炭行业和综合行业出现了上涨，跌幅最大的是电子和传媒等行业。房地产等行业年内一度受到重挫，但年末受到政策面的转暖出现了反弹，导致全年跌幅有明显收缩。

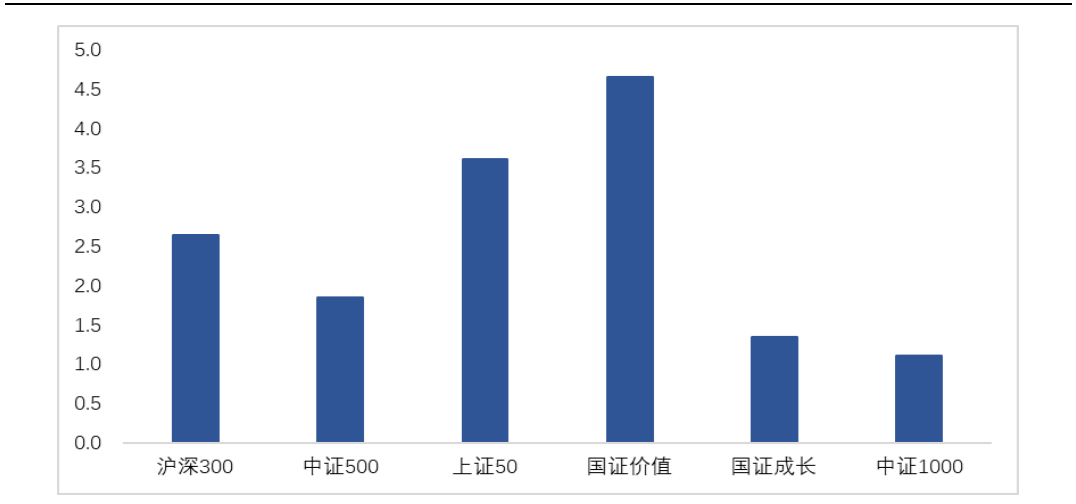
图2：申万行业指数年涨跌幅（截至12月9日）



数据来源：Wind、银河期货

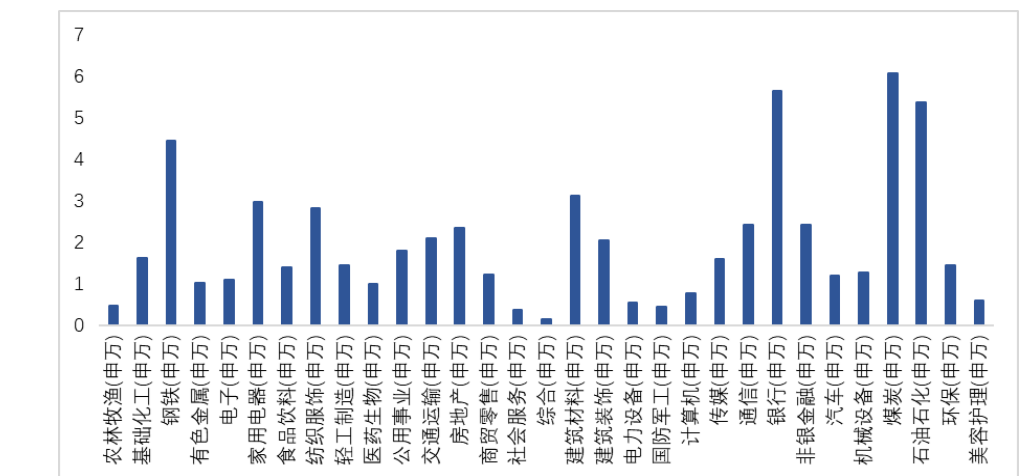
从市场的总体估值水平看，处于比较低的水平，从主要股指的 averages 股息率看，股息率目前处于历史较高水平。从申万行业股息率水平看，多数行业的股息率也处于历史较高水平。

图3：主要股指股息率水平（截至12月9日）



数据来源：Wind、银河期货

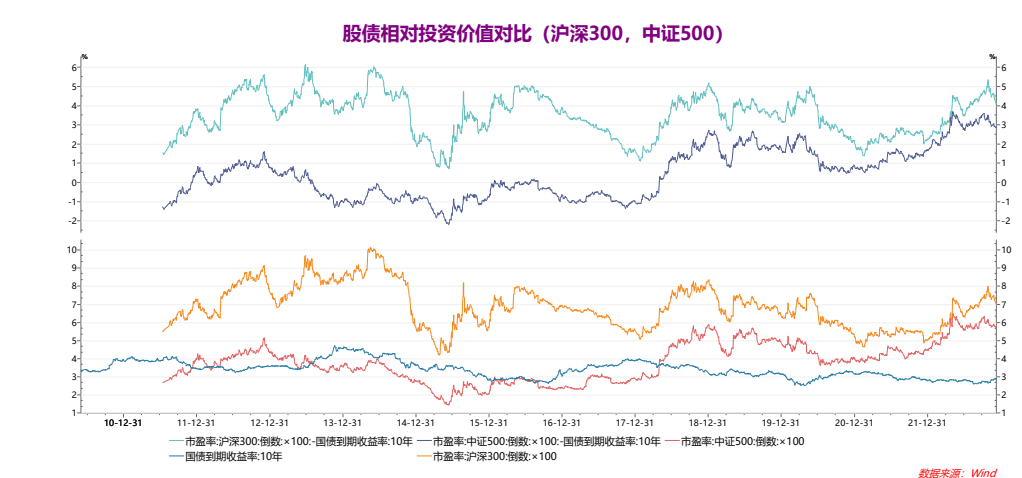
图4：申万行业股息率水平（截至12月9日）



数据来源：Wind、银河期货

特别是从股债相对投资价值看，股票的估值水平要低于债券，投资价值也要明显高于债券。如下图所示，以目前 2.9% 左右的 10 年期国债收益率进行衡量，沪深 300 和 中证 500 分别高出国债投资收益率 4.1 个百分点和 5.77 个百分点。

图5：股债相对投资价值对比

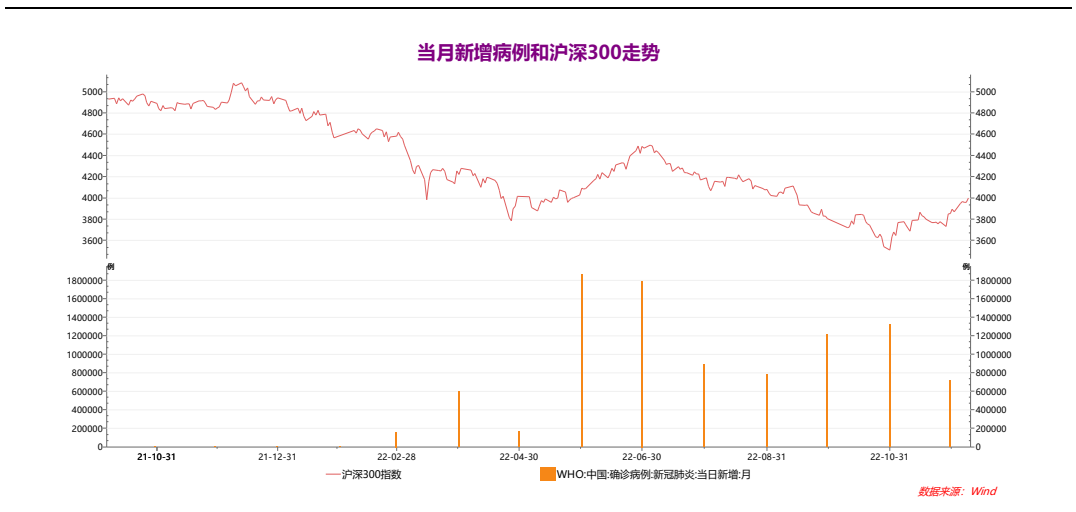


数据来源：Wind

数据来源：Wind、银河期货

那么，为什么在股息率较高的情况下，市场还是如此低迷呢？疫情的反复冲击好像是个原因，但从下图新增病例和沪深 300 走势看，并不存在较高的关联度。如在 5 月和 6 月，新增病例处于较高水平时，市场却因为 429 政治局会议采取了宏观调控措施而出现了反弹，而在 3 月前，尽管新增病例处于低水平，但市场却出现了明显的调整。

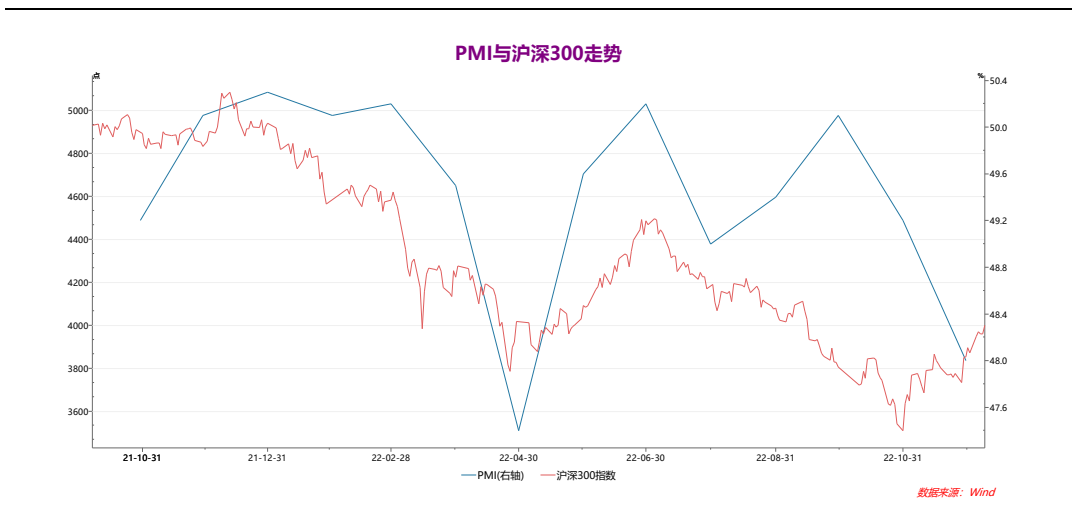
图6：当月新增病例和沪深300走势



数据来源：Wind、银河期货

上图说明，市场的低迷预期不只是来自于疫情，主要来自于经济数据的波动和政策的变化。而从PMI和沪深300指数的变动看。两者之间的关系明显加强。这也显示出我国的权益市场并没有摆脱政策市的基本特征。

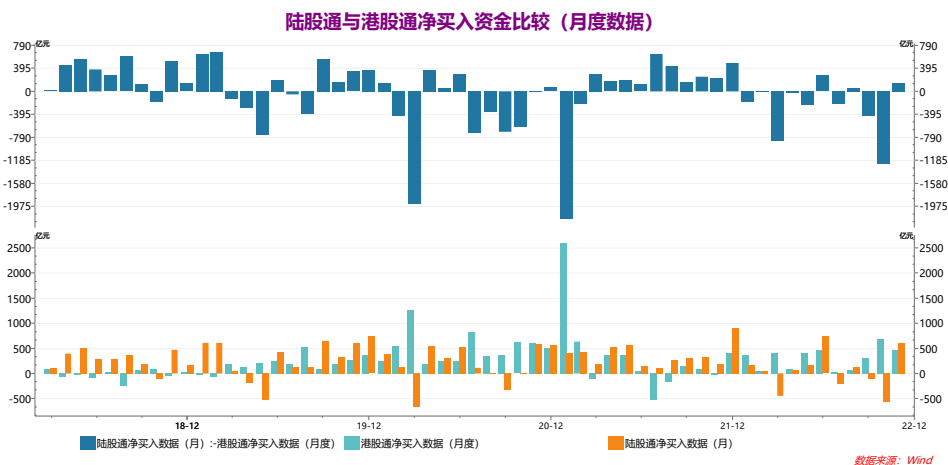
图7：PMI与沪深300走势



数据来源：Wind、银河期货

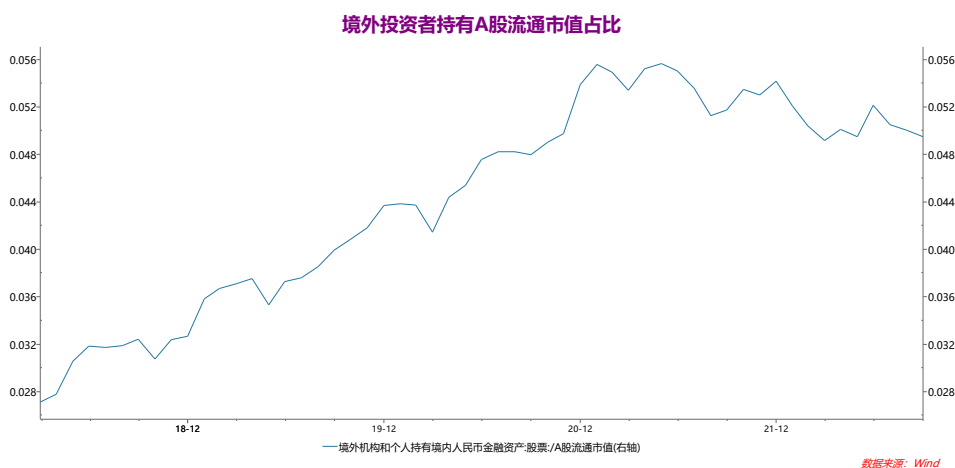
市场信心受到各种因素影响年内处于较低水平。从陆股通的数据看，和去年的数据形成鲜明对比的是多数月份出现了明显的买入资金净流出。境外投资者持有A股流通市值占比也总体下降，二季度较一季度有所回升，二季度报5.04%，三季度报4.95%，但去年同期为5.18%。

图8：陆股通与港股通净买入比较



数据来源：Wind、银河期货

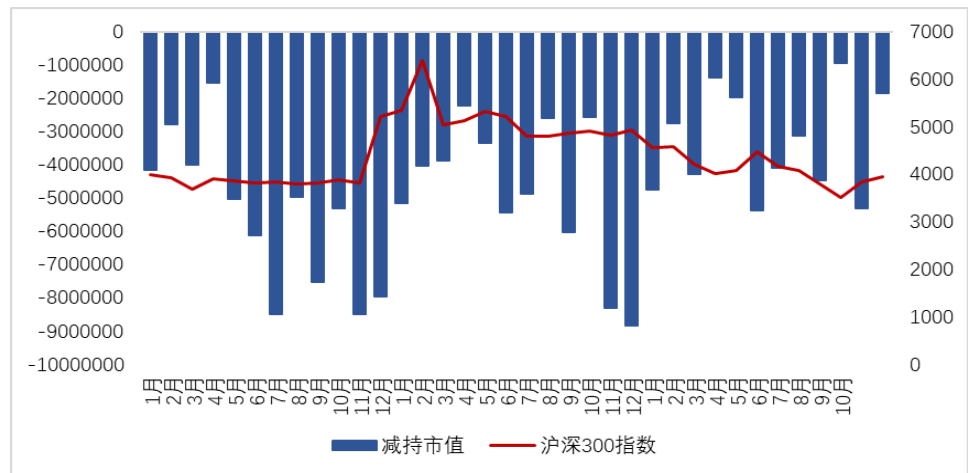
图9：境外投资者持有A股流通市值占比



数据来源：Wind、银河期货

尽管市场低迷，产业资本的减持压力依旧不减，特别是下半年以来，减持压力一直处于高压：6月借大盘反弹大幅减持了535.85亿元；8月在大盘回落的情况下，依旧减持了312.02亿元；9月在大盘大跌的情况下，减持了近445亿元；11月大盘出现了反弹，引发了大幅减持531.61亿元，这均显示出市场预期的悲观。

图10：沪深300指数与产业资本减持

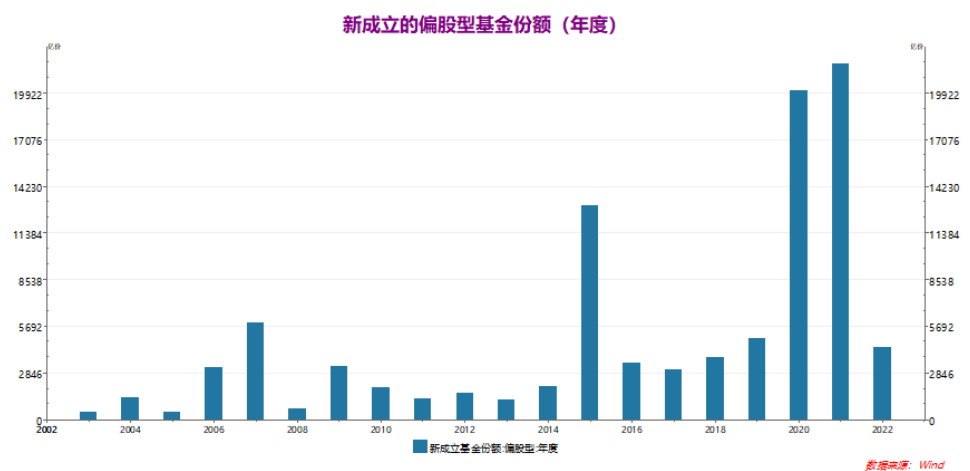


数据来源：Wind、银河期货

从上市公司回购情况看，尽管市场低迷而出现了明显的调整，但全年回购数量不及。截至到2022年12月9日，回购股份为108.5亿股，涉及资金995.75亿元，而去年，回购股份为118.56亿股，涉及资金1214.7亿元。

长期投资者、机构投资者入市相对消极。从新成立的ETF情况看，2022年新成立ETF基金仅为106只，份额仅为517.1亿份，和2021年却发行了306只，份额达3306亿份形成鲜明对比。与此同时，新成立的偏股型基金数在2022年大幅跳水，仅仅报4421.9亿份，也和2021年的21702.44亿份形成了鲜明的对比。从月度数据看，市场反弹的11月也仅新成立了257亿份，而去年同期成立了1110.9亿份。

图11：新成立的偏股型基金份额



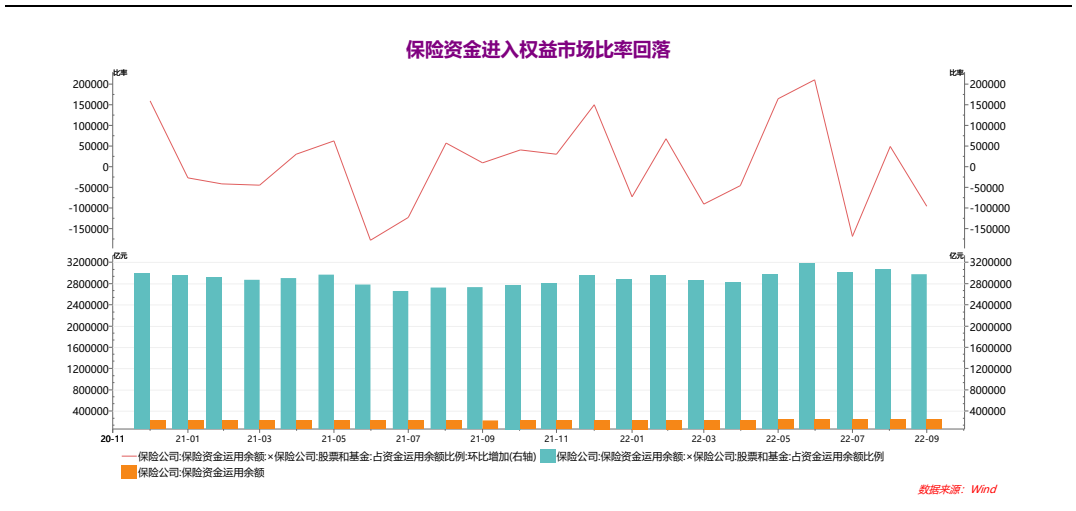
数据来源：Wind、银河期货

而从保险资金入市比率看，尽管保险公司资金余额2022年和2021年相比尽管有所下降，但变动幅度相对不大，但是，由于2022年保险公司进入权益市场的比率持续减少，从2021年12月的12.7%下降到10月的11.84%，导致保险公司配置权益市场的资金余额出现了比较

明显的下降。

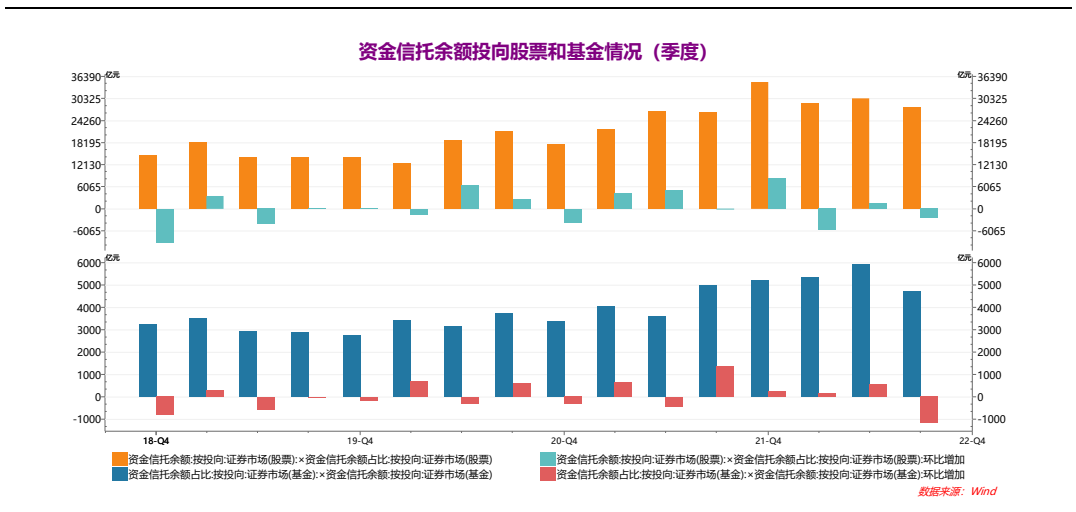
从资金信托投向股票和基金的资金余额看，也出现了明显的回落，特别是第三季度的数据回落比较明显。此外，从融资融券交易金额占比看，由于市场低迷，其占比一路下行。

图12: 保险资金进入权益市场比率回落



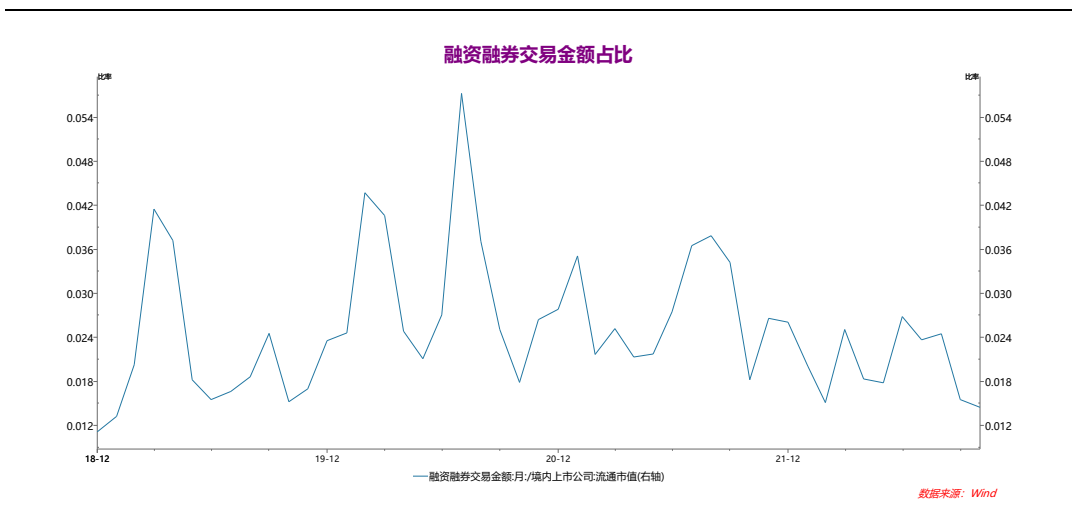
数据来源: Wind、银河期货

图13: 资金信托余额投向股票和基金情况



数据来源: Wind、银河期货

图14：融资融券交易金额占比



数据来源：Wind、银河期货

那么，这种情况在2023年会有改变吗？

从目前的情况看，利好市场的最明显因素是随着病毒毒性的下降，在精准防控政策下，防控措施得到了很大的放松，这可能会给市场带来一定的反弹机会，特别是受到疫情沉重打击的旅游、餐饮等服务性行业。但是，正如图6所示，新增病例和市场走势尽管存在着一定关系，但相关关系并不大。而根据我国权益市场的特点，要改变市场预期，关键还是要靠政策支持。政策面是最重要的基本面。

在党的20大上，明确提出了发展直接融资。在近期召开的为全年经济工作会议定调的中央政治局会议上，提出了从近期召开为中央经济工作会议定调的中央政治局会议明确提出了明年的经济工作是“突出稳增长、稳就业、稳物价”，要求“积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准发力”，在宏观政策的表述上明显强于前几年，预期宏观政策的力度明年将又较大幅度的加强，再加上今年5月后出台的宏观刺激政策，由于时滞效应，将在明年起到积极效果，稳定经济大盘的基础有望夯实。同时还提出了“要着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用”，以对冲因世界经济的衰退导致的外需的下降。总体看，在政策面上十分有利于经济回稳和经济增长预期改善的，这显然是有利于权益市场稳定和市场预期改变的。

但同时也应该看到，宏观调控政策还是受到一些因素的羁绊，市场也存在一些不利因素。

一是全球经济的衰退问题可能导致外需萎缩，导致我外贸出现一定回落。同时美国 and 全球的滞胀问题可能也会因此波及国内，加上猪价因基数原因可能上涨，通胀问题会构成一定的羁绊，这也是近期政治局会议重提稳物价的重要原因。

另外，全球产业链已经较前几年相比得到了一定程度的修复和缓解，中国难以再现2021年的出口高峰期。当时由于全球产业链受到了疫情的广泛冲击，而中国因为首先控制住了疫情，出口出现了大增的大好形势。

图15: 全球产业链压力指数



数据来源: Wind、银河期货

二是尽管我国采取了“以我为主”的宏观政策，但是，全球依旧为应付通胀陷入了加息周期，因此，也对我国的货币政策构成一定的羁绊。

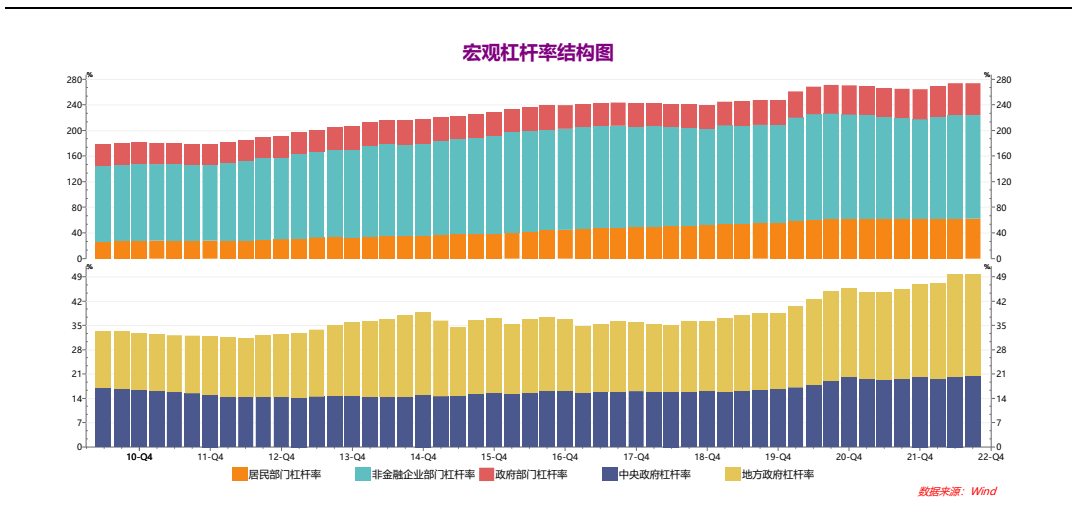
图16: 中美长期国债收益率倒挂



数据来源: Wind、银河期货

三是今年以来为应对经济下行，采取了十分有力的财政政策，专项债等发行额度空前提升，宏观杠杆率回升，特别是地方政府杠杆率回升明显，债务风险会因此有所提升，这在一定程度上压缩了来年的财政空间。

图17: 宏观杠杆率结构图



数据来源: Wind、银河期货

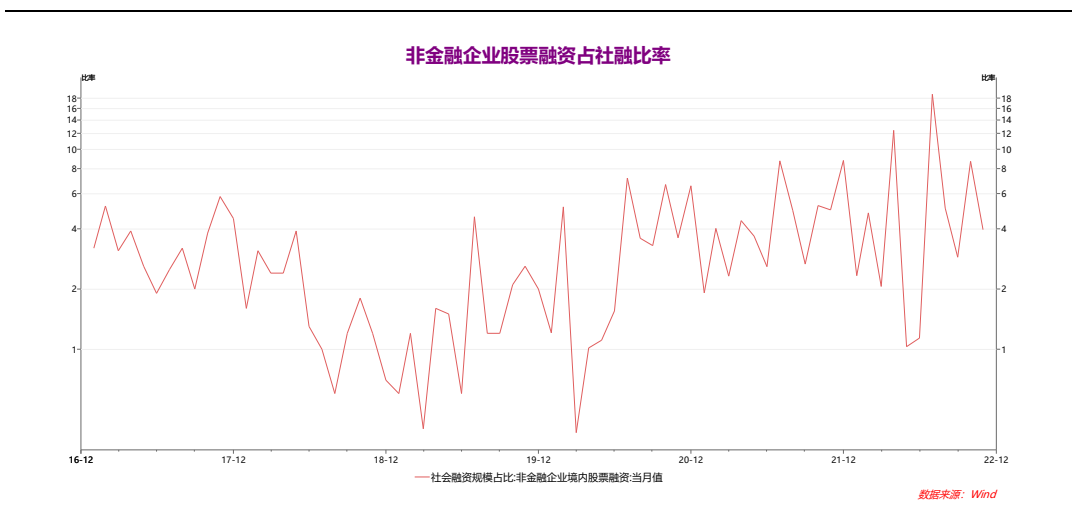
四是发生系统性金融风险的威胁没有完全消除,经济下行压力导致的系统性金融风险如果不提高警惕的话,有可能发生。除了房地产金融问题外,还有地方债务等风险问题、汇率风险等问题,这也是中央反复强调“发展要安全”的重要原因。

五是经济下行压力消除的难度空前提升。尽管今年以来采取了有力的宏观调控措施,但考虑到我国经济的体量,同时,考虑到疫情对经济的打击,要恢复元气可能有一个过程。经济数据下半年以来出现了多次反复。

六是经济下行压力可能导致多数上市公司业绩低于市场预期,尽管从上市公司股息率来看,处于较高水平,但必须动态地看待股息率的变动。上市公司业绩预期偏低可能在定期报告公布期对股价产生较大的影响。

从市场本身的情况来看,发展直接融资是稳住经济的重要手段之一。直接融资,特别是股票融资会有一个明显的发展。今年,尽管市场低迷,但非金融企业股票融资占社融比率依旧处于不低的水平。

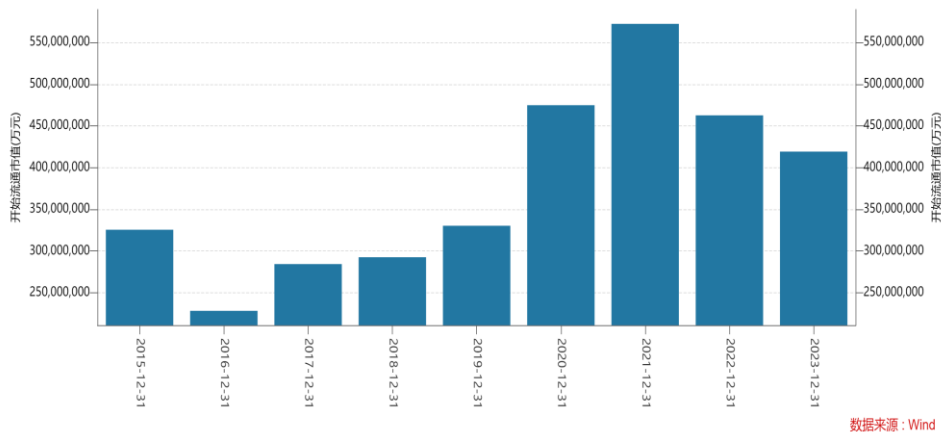
图18: 非金融企业股票融资占社融比率



数据来源：Wind、银河期货

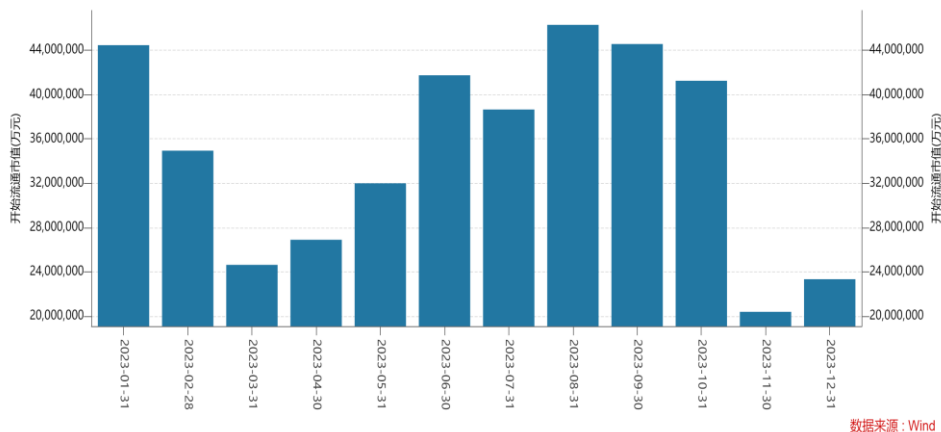
但是，明年的限售股压力较今年缓解，从月度分布看，主要集中在1月、6月和第三季度。

图19：限售股减持压力（年）



数据来源：Wind、银河期货

图20：限售股减持压力（月）



数据来源：Wind、银河期货

综上所述，2023年的权益市场在各种因素的影响，出现整固的可能性比较大，市场存在着结构性的机会，但大盘出现明显的方向性行情的概率依旧比较小。其中，恢复市场的投资信心十分关键，而恢复市场投资的信心在于政策面的强有力支持。

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