

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

重要会议为市场指明方向

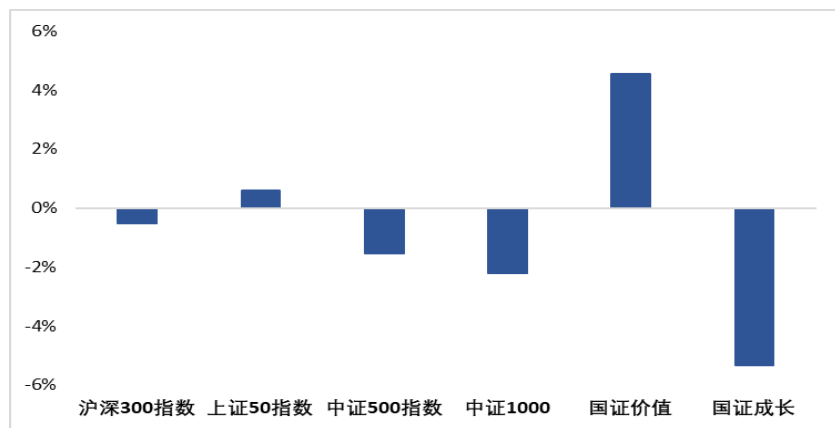
——5月权益市场宏观运行环境分析

正文：

笔者在《四月权益市场宏观运行环境研究》指出，4月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，结构性机会将围绕着20大制定的新战略发展战略展开。

事实上，四月尽管在权重股带动下，期间尽管低估值的大盘指标股有所反弹，但是依旧是昙花一现。全月除了国证价值指数出现大幅反弹和上证50有所反弹外，全线回落。创业板和科创板受到重创，国证成长出现明显下跌。

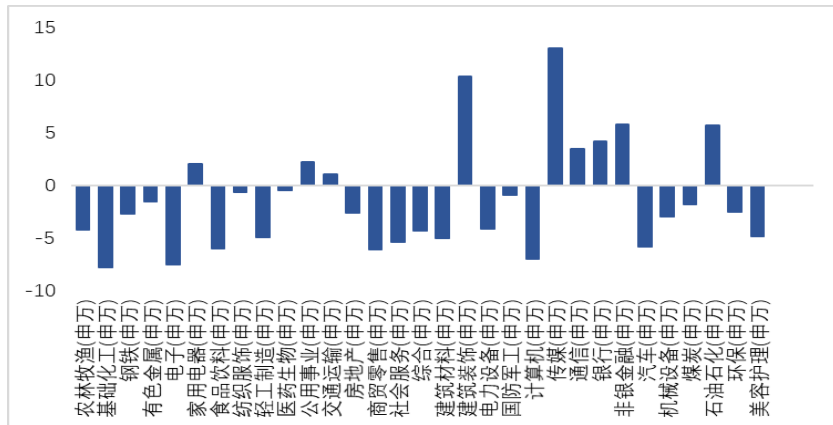
图1：四月主要指数表现



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传媒、金融、石化等，三月表现较好的电子计算机等受到重创。

图2：申万一级行业指数月度涨跌幅

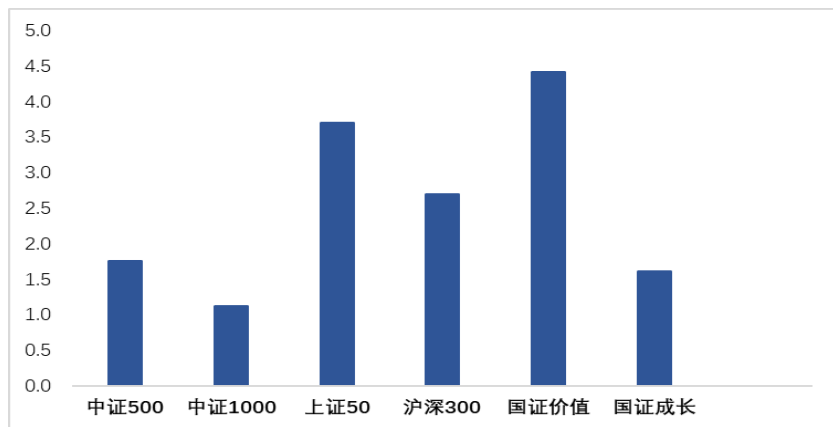


数据来源：Wind、银河期货

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，国证价值成长和上证 50 指数的股息率分别已经接近于 4%和 4.5%，明显高于我国的长期国债收益率约 2.86%左右的水平。

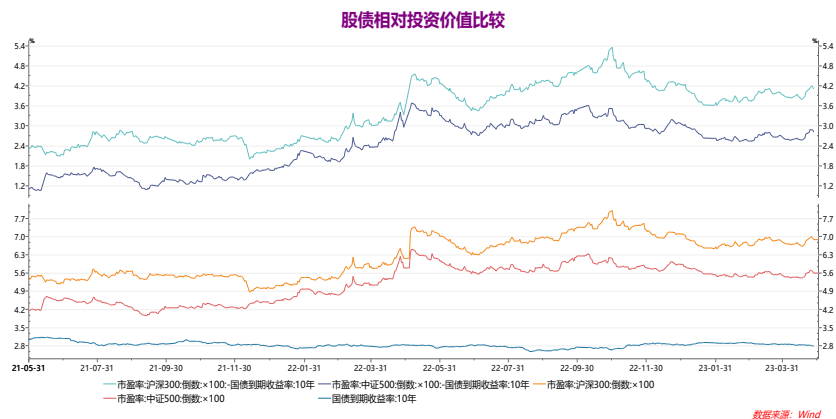
图3：主要指数的股息率比较



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 2.82%，而沪深 300 和中证 500 的平均市盈率的倒数分别达到 6.89 %和 5.2%，正向差值分别达到 4.1%和 2.8 %。

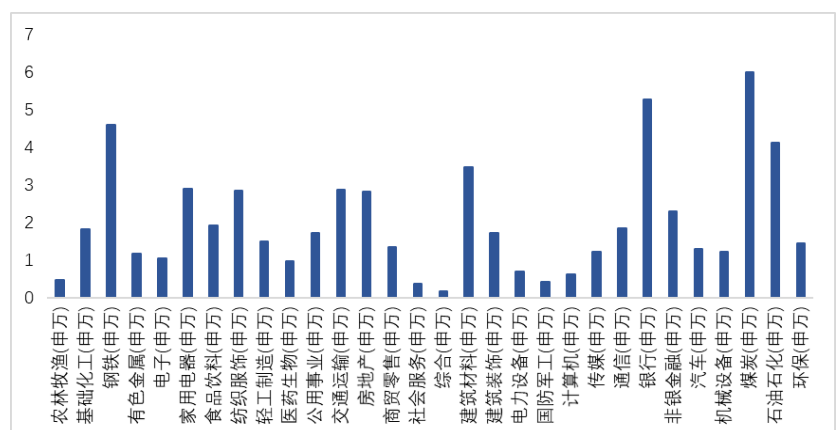
图4：主要指数的股息率比较



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，这也是这些行业四月出现明显反弹的原因之一。

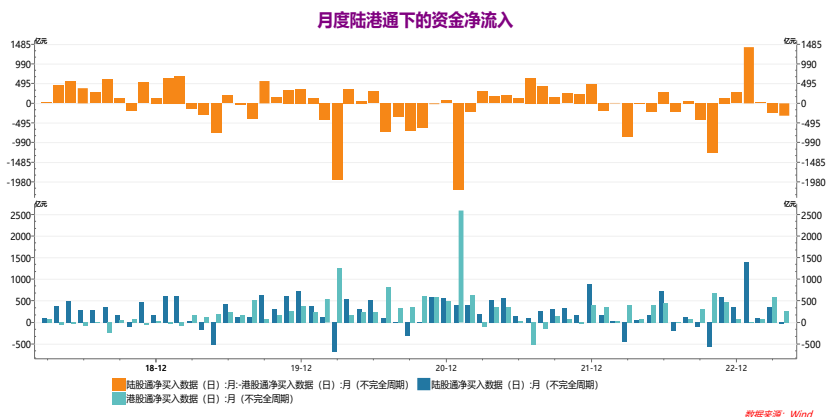
图5：申万一级行业股息率比较



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月和4月连续出现了净流出，4月净流出环比提升明显。

图6：月度陆港通下的资金净流入

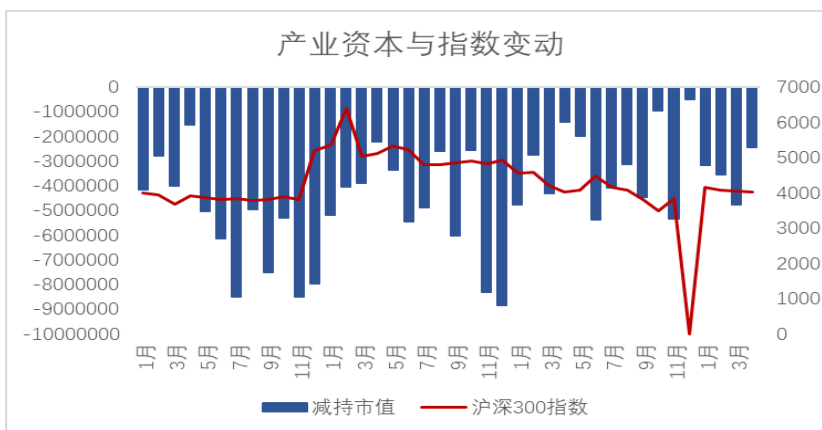


数据来源：Wind、银河期货

从上市公司回购情况看，四月上市公司实施仅回购了3.3亿股，低于前值的7亿股，但回购资金报53.4亿元，也低于前值70.95亿元。

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。

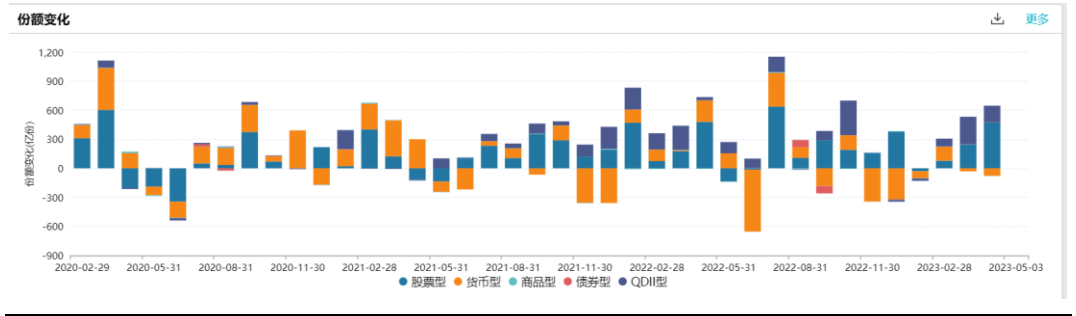
图7：沪深300指数与产业资本减持



数据来源：Wind、银河期货

从ETF的变动情况看，4月规模有所改善，特别是股票型和QDII型继续得到明显的改善。

图8：4月ETF份额变动



数据来源：Wind、银河期货

4月股票型ETF的增加主要是源于股票主题型指数ETF，股票型行业指数ETF和跨境型ETF也有所增加。从行业看，ETF份额的增加主要体现金融上。

图9：股票型ETF内部结构变动

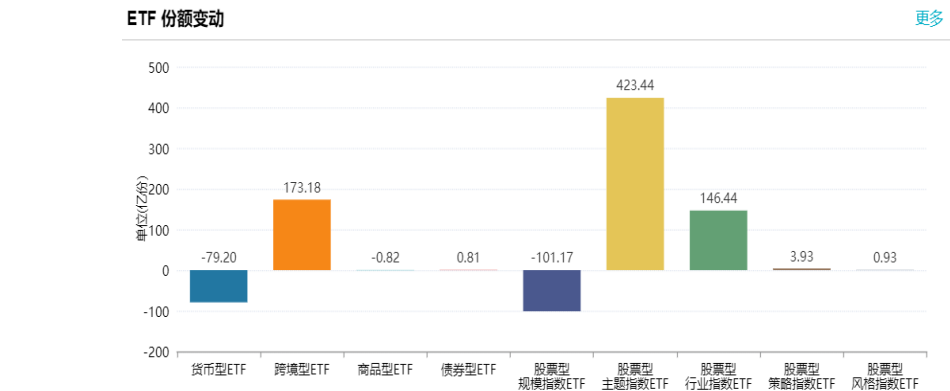
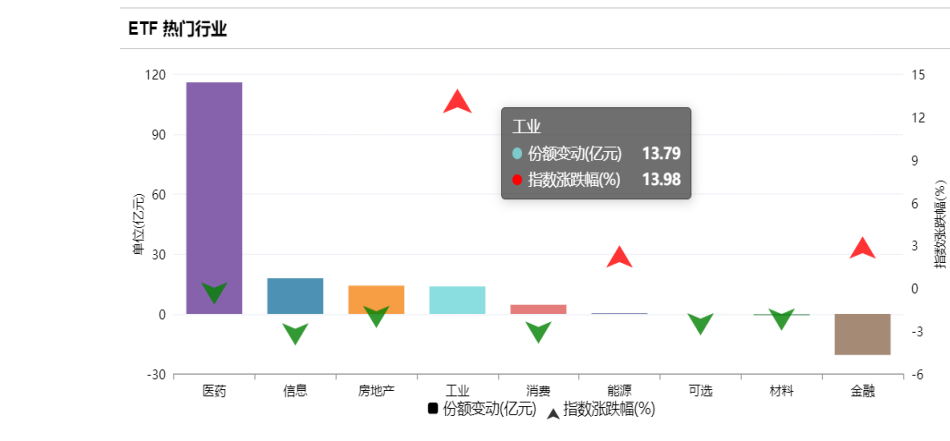


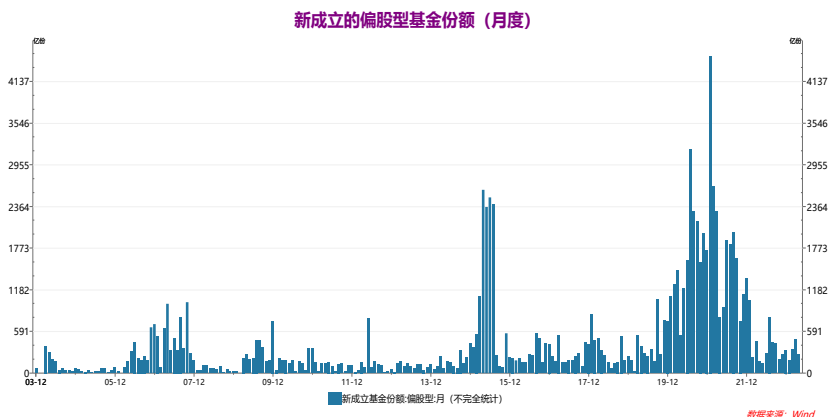
图10：ETF份额行业变动和行业指数涨跌



数据来源：Wind、银河期货

新成立的偏股型基金在4月依旧处于历史低水平，报261.76亿元，3月也仅仅报438.6亿元。

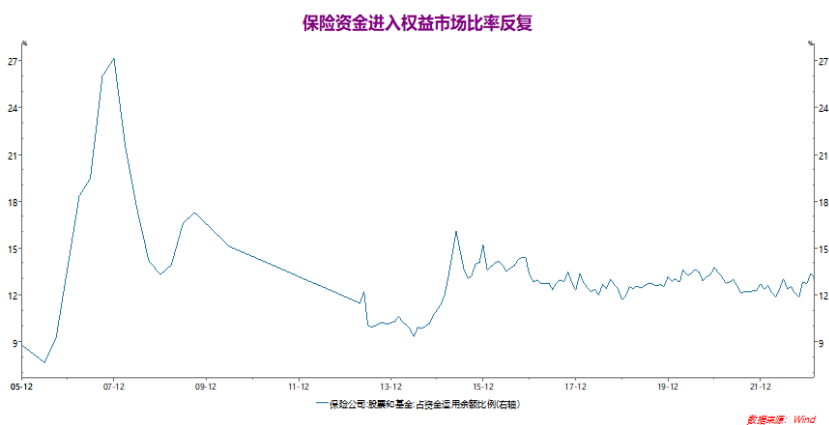
图11: 新成立的偏股型基金份额 (月度)



数据来源: Wind、银河期货

从保险资金入市比率看, 在5月创下2021年7月以来的低位后, 5月和6月均有了一定的回升。6月达到了13.02%, 是2020年8月以来的较高水平。但7月数据再度回落到12.39%, 9月和10月再度回跌, 跌到11.8%。11月再度回升到12.84%, 12月有所回落, 1月又回升到13.36%, 2月回落到13.12%, 有所反复。

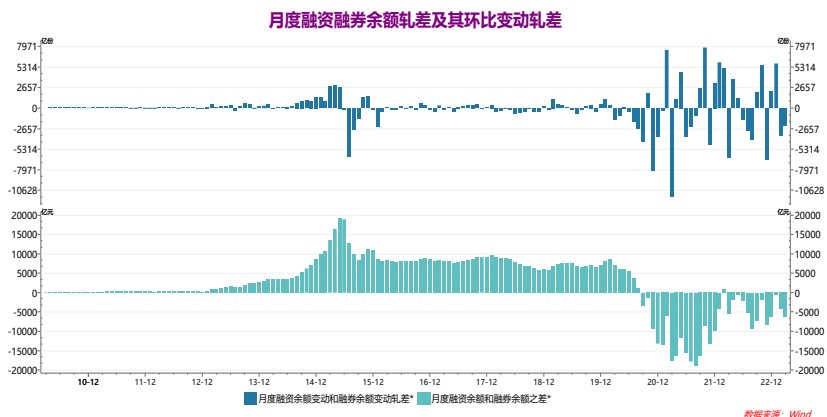
图12: 保险资金进入权益市场比率反复



数据来源: Wind、银河期货

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

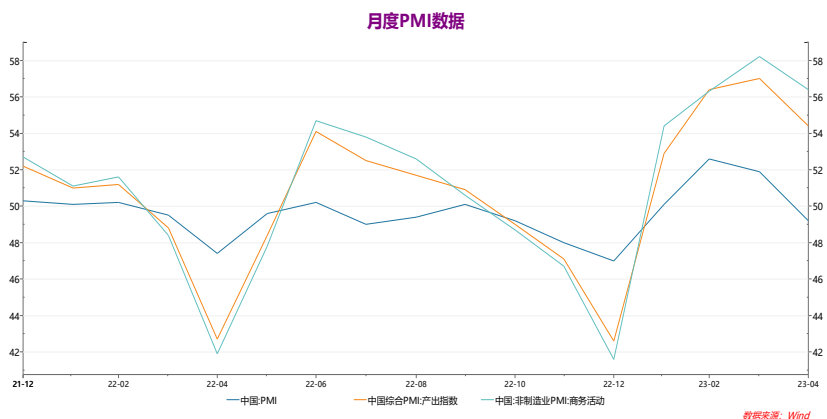
图13：月度融资融券余额轧差及其环比变动轧差



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3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，4月有所加快。数据显示4月有73家融资，融资金额报1446.27亿元，前值为674.37亿元。在融资家数增加的情况下，融资金额回升，即单家企业融资金额回升。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15: 近月融资情况 (融资金额)

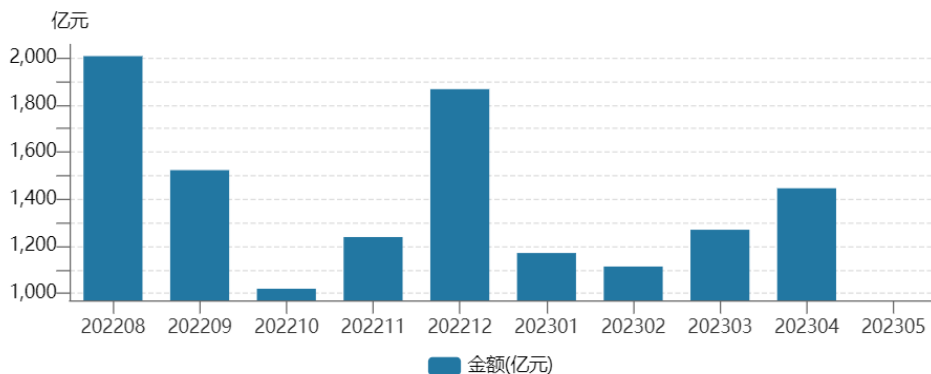
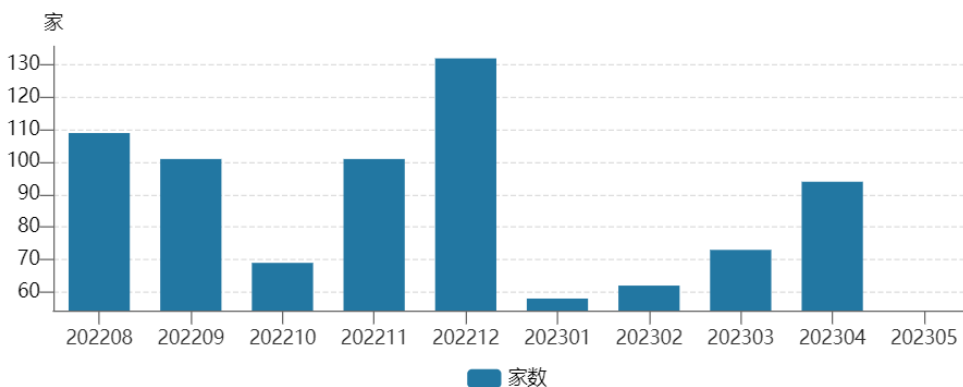


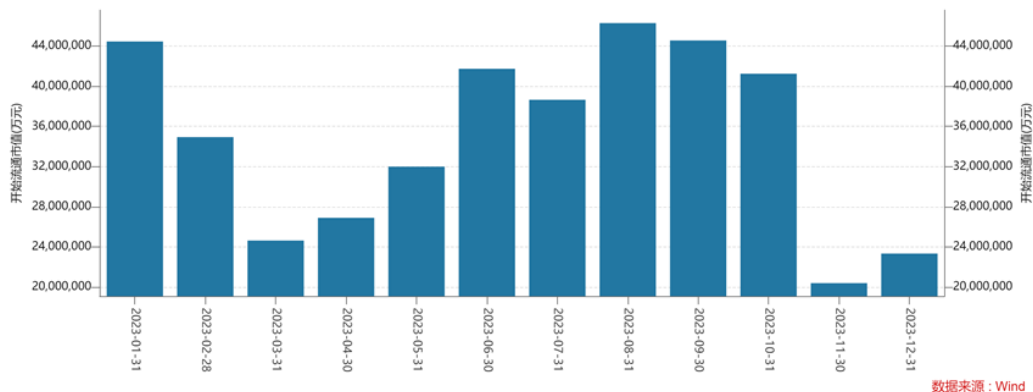
图16: 近月融资情况 (融资家数)



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。但5月压力较4月有所增加。

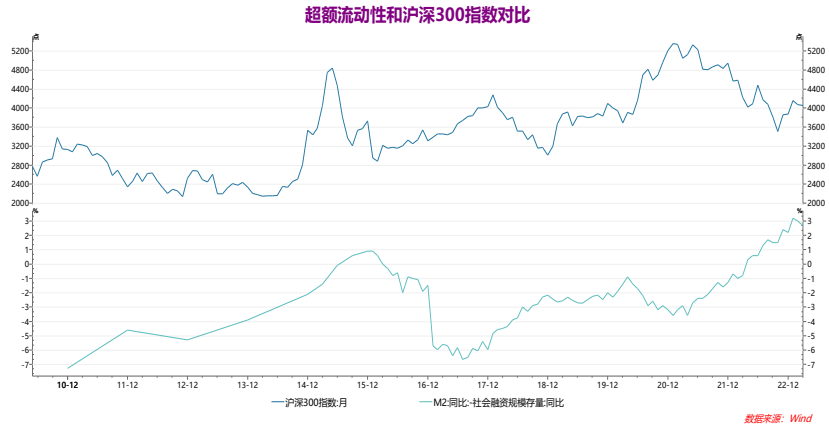
图17: 2023年限售股减持月度分布



数据来源: Wind、银河期货

从宏观超额流动性指标看，从近月的数据看，有所改善，3月M2与社融存量之差继续有所走高。

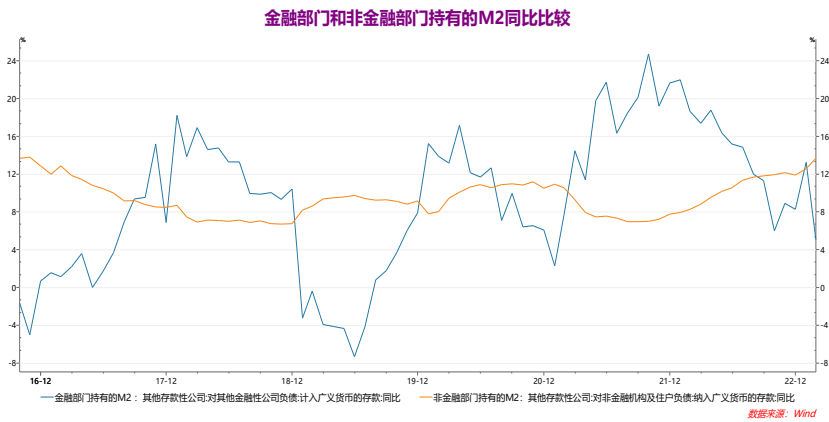
图18：超额流动性和沪深300指数对比



数据来源：Wind、银河期货

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

图19：金融部门和非金融部门持有的M2同比比较



数据来源：Wind、银河期货

五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。

四月底，政治局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。这一判断是符合实际情况的，是科学的，因此，股市的运行也应该是恢复性，在目前的宏观环境下，难以出现比较大的上扬行情。

而且，这种恢复性行情具有结构性明显特征，总体是调整行情。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，但笔者认为，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：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 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