

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

关键还在于恢复投资信心

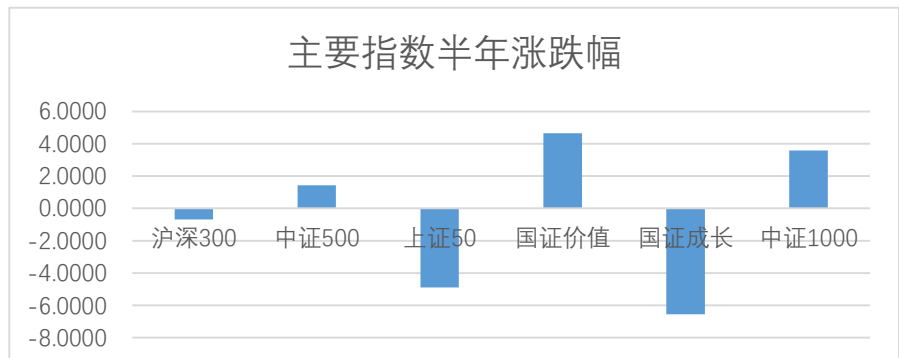
——下半年权益市场宏观运行环境分析

正文：

笔者在年初题为《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》中指出：《上半年权益市场宏观运行环境研究》指出，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。

事实上，上半年尽管市场一度出现过反弹，但昙花一现。特别是低估值和高股息的上证50受到重创，相对而言，再IA等新经济的带动下，中证500和中证1000却出现了上涨。

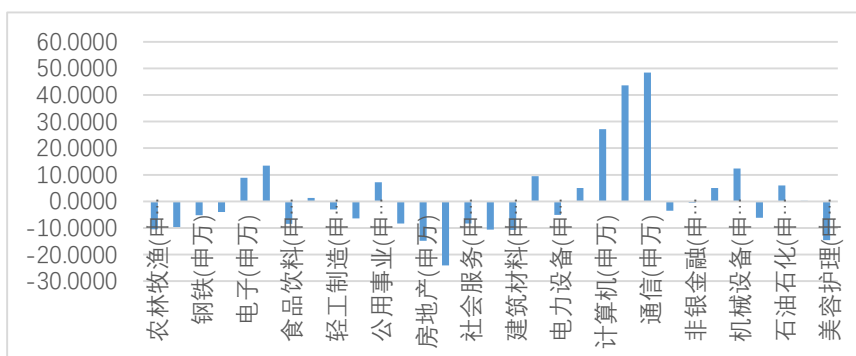
图1：上半年主要指数表现



资料来源：银河期货 WIND

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通讯、传媒、计算机等，而商贸零售、房地产、美容护理机等受到重创。

图 2：申万一级行业指数半年度涨跌幅

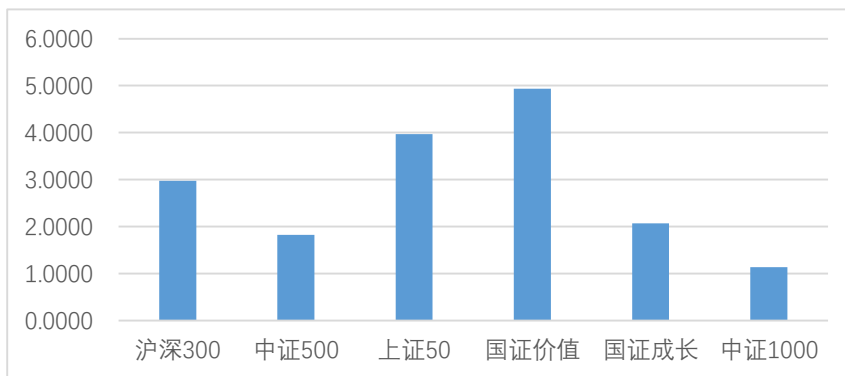


资料来源：银河期货 WIND

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超越于 4.5%和 3.5%，明显高于我国的长期国债收益率约 2.67%左右的水平。沪深 300 指数的股息率也达到 2.83%。

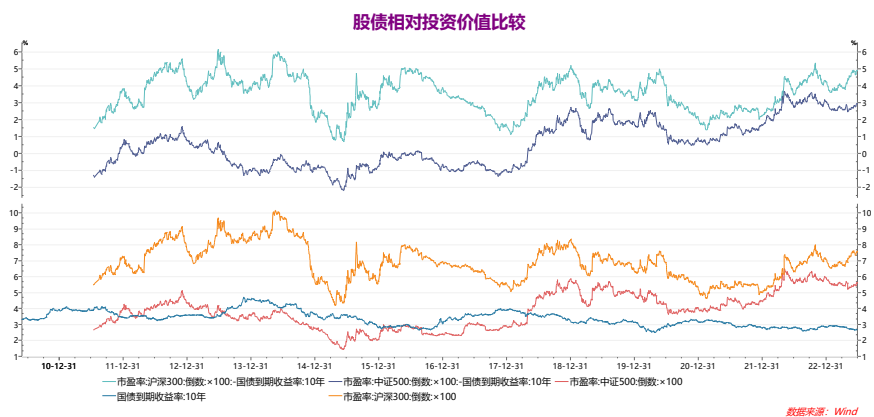
图 3：主要指数的股息率比较



资料来源：银河期货 WIND

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 2.67%，而沪深 300 和中证 500 的平均市盈率的倒数分别达到 7.54%和 5.6%，正向差值分别达到 4.87%和 2.2 %。

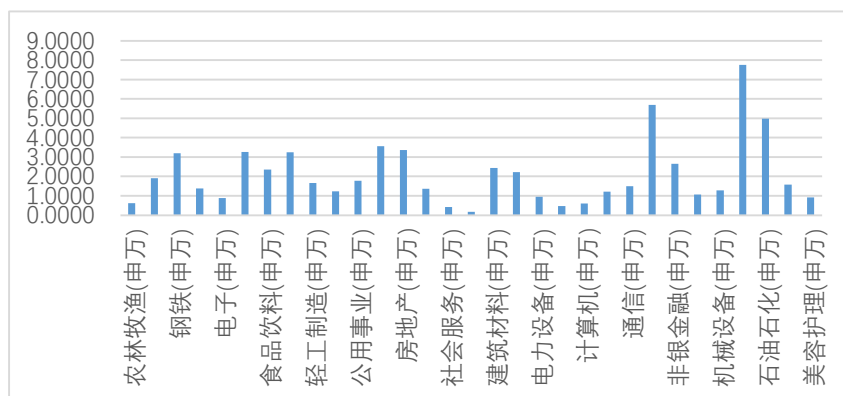
图 4：股债相对投资价值比较



资料来源：银河期货 WIND

从行业股息率的角度看，煤炭、银行行业、石化等股息率比较高。其中，煤炭行业的股息率接近了 8%。

图 5：申万一级行业股息率比较

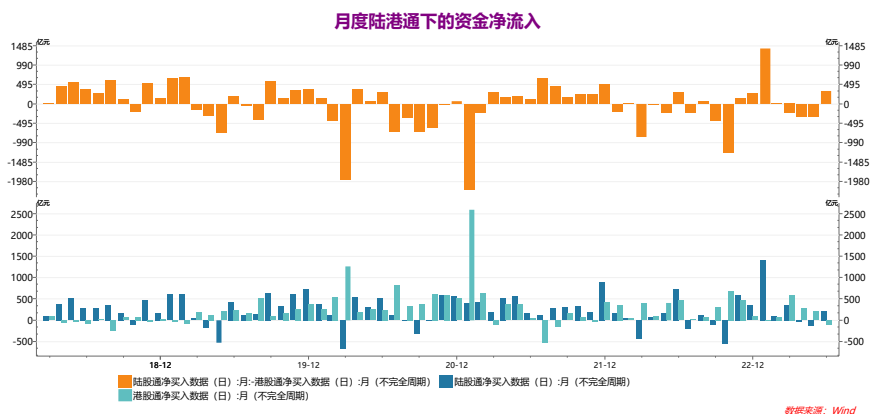


资料来源：银河期货 WIND

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、4月和5月连续出现了净流出，但6月终于重现的净流入。

图6：月度陆港通下的资金净流入

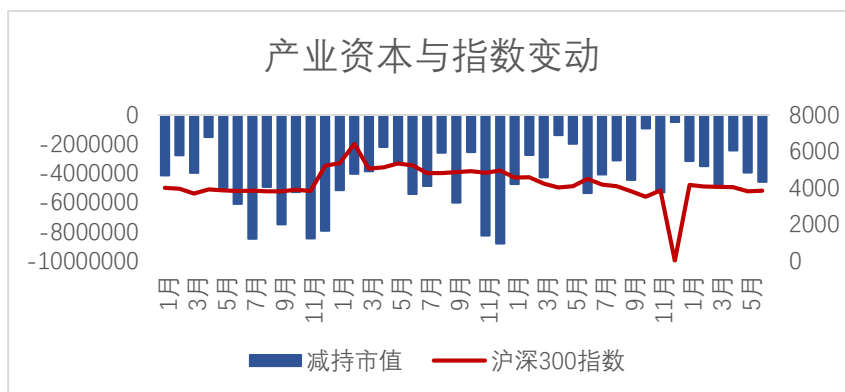


资料来源：银河期货 WIND

从上市公司回购情况看，上半年上市公司实施仅回购了32.42亿股，明显低于去年下半年的63.98亿股，但回购资金报326.2亿元，也低于去年下半年的502.7亿元。

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，6月则接近了3月的高点。

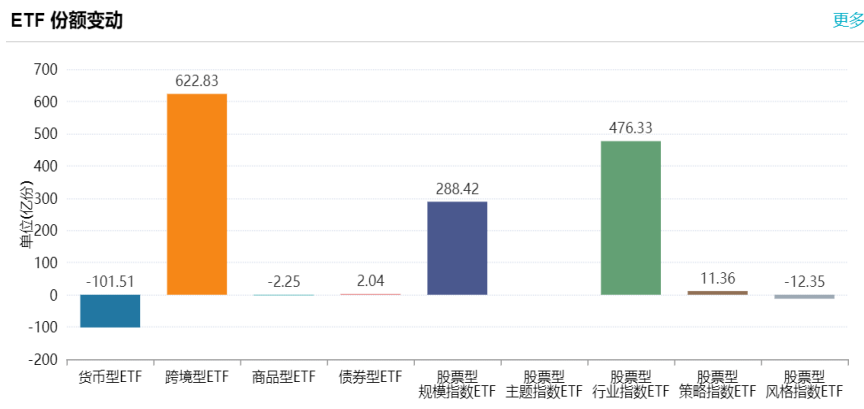
图7：沪深300指数与产业资本减持



资料来源：银河期货 WIND

从ETF的变动情况看，上半年股票型ETF的增加主要是源于跨境型ETF，股票型行业指数ETF和股票规模型指数ETF也有所增加。

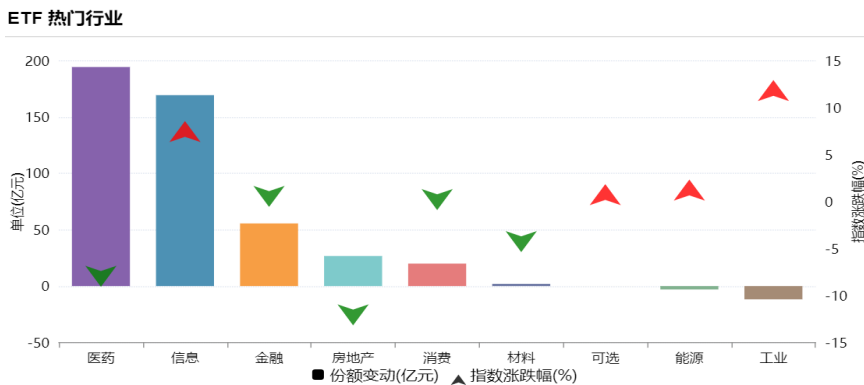
图 8：股票型ETF内部结构变动



资料来源：银河期货 WIND

从行业看，ETF份额的增加主要体现信息技术和医药行业。

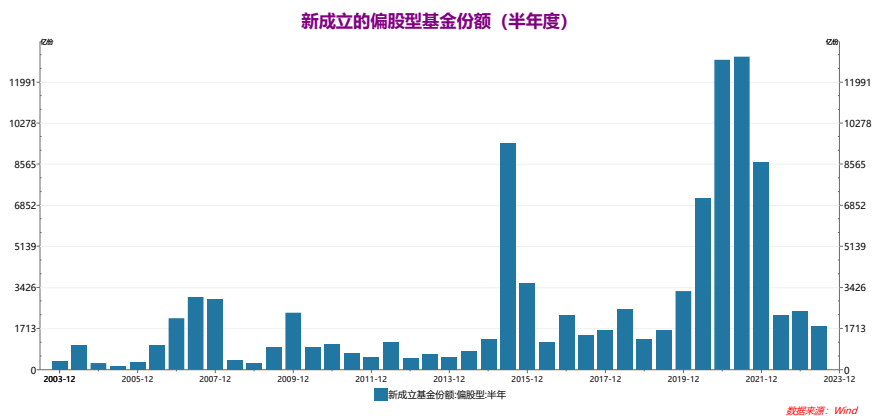
图 9：ETF 份额行业变动和行业指数涨跌



资料来源：银河期货 WIND

新成立的偏股型基金上半年依旧处于历史低水平，仅报 1815.92 亿元，低于去年下半年的 2415, 49 亿份。

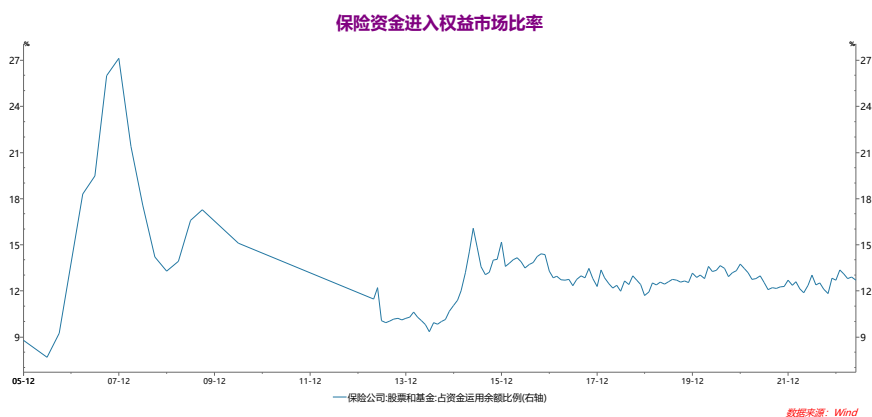
图 10: 新成立的偏股型基金份额 (月度)



资料来源: 银河期货 WIND

从保险资金入市比率看, 5月创下2021年7月以来的低位。

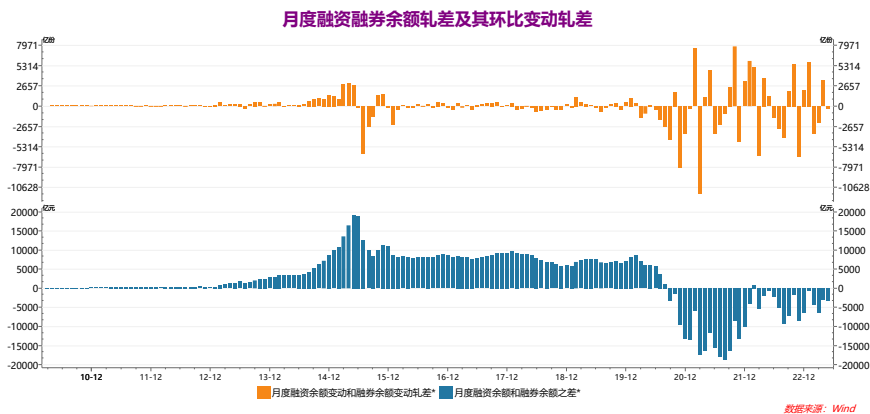
图 11: 保险资金进入权益市场比率走低



资料来源: 银河期货 WIND

从月度融资融券余额轧差及其环比变动轧差看, 2月以来多数月份出现收缩, 显示出权益市场去杠杆特征。

图 12: 月度融资融券余额轧差及其环比变动轧差



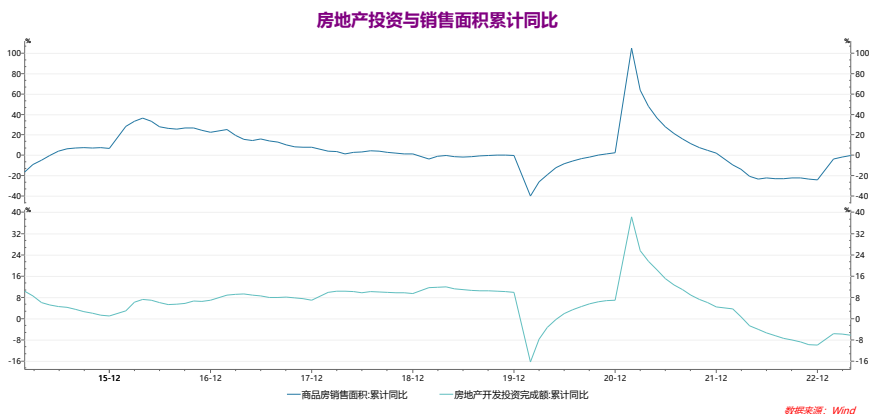
资料来源：银河期货 WIND

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。在去年，笔者提出了疫情对经济的三重冲击理论，即对证券投资的冲击、对外商直接投资的冲击和对外贸的冲击。解铃还须系两人，要走出恢复性增长，就是要消除以上的三重冲击。

笔者认为，面对众多宏观数据，下半年重点要关注以下几个宏观数据。

一是房地产投资是不是可以稳住。相对基建投资，房地产投资能更好地反映内生需求及其动力，房地产投资涉及的面广，是国民经济的支柱之一，稳定房地产投资意义重大。而从上半年已经披露的数据看，下行趋势并没有得到逆转。

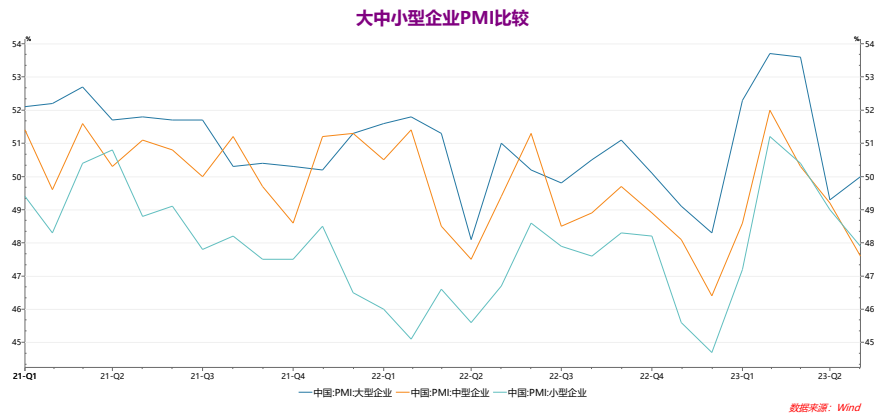
图 13: 房地产投资与销售面积累计同比



资料来源：银河期货 WIND

二是民营、中小企业的经营状况是不是能稳住。5月的PMI数据显示，结构性问题十分突出，中小企业的PMI走低，和大型企业的PMI形成鲜明的对比。

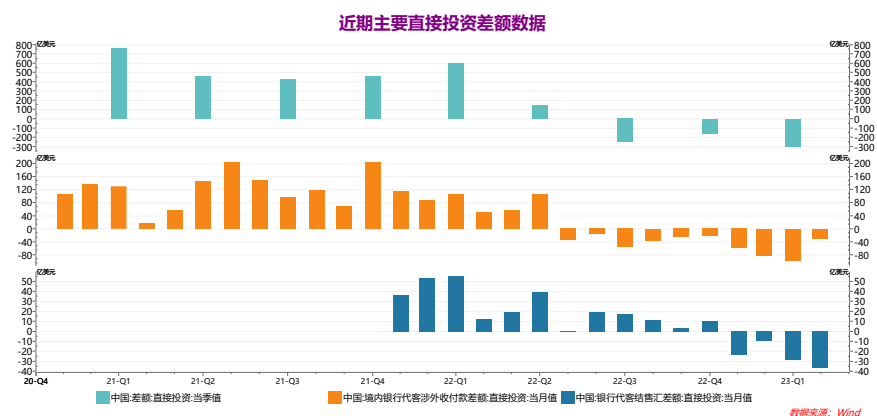
图 14：大中小型企业 PMI 比较



资料来源：银河期货 WIND

三是外商直接投资是不是能稳住。从已经披露的数据看，外商直接投资出现了持续的下降。在全球价值链的大背景下，只有稳住外资，才有条件稳住外贸。我们注意到4月底召开的中央政治局会议将稳外资放在明显突出的位置。

图 15：近期主要直接投资差额数据

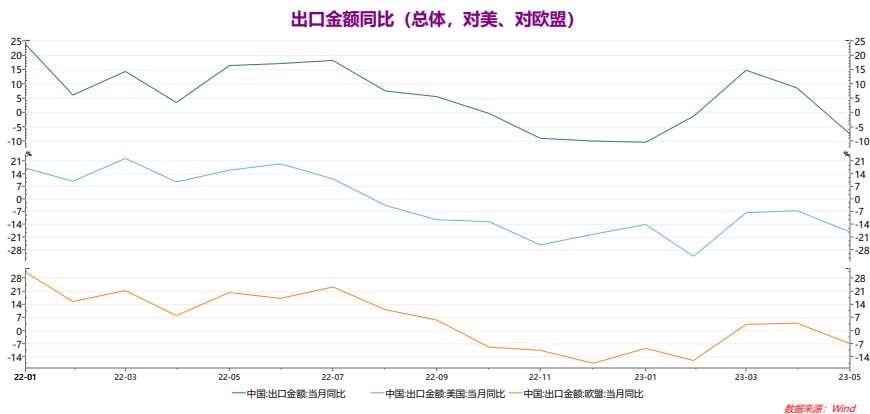


资料来源：银河期货 WIND

四是出口是不是可以稳住，特别是对获取美元、欧元等可兑换货币的美欧贸

易是不是可以稳住。对美出口从去年 8 月开始连续负增长，5 月数据显示下跌加快。

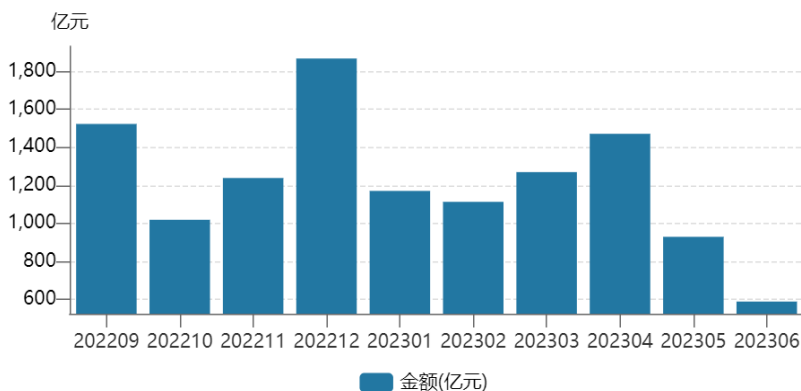
图 16: 出口金额同比 (总体, 对美、对欧盟)



资料来源: 银河期货 WIND

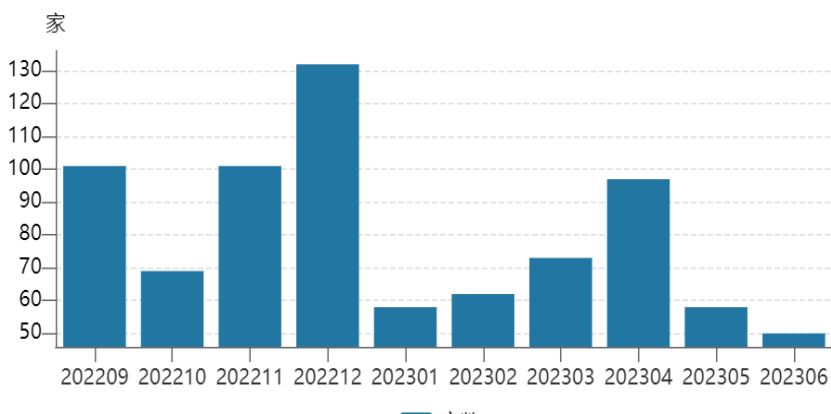
从供求关系角度考察, 最近的融资情况看, 4 月有所加快, 其他月份相对较为有限。股权融资在宏观杠杆率再度高企的情况下, 在减缓经济下行压力方面还是要发挥更大的作用。因此, 在全面推行注册制度改革的情况下, 融资步伐会进一步加快。

图 17: 近月融资情况 (融资金额)



资料来源: 银河期货 WIND

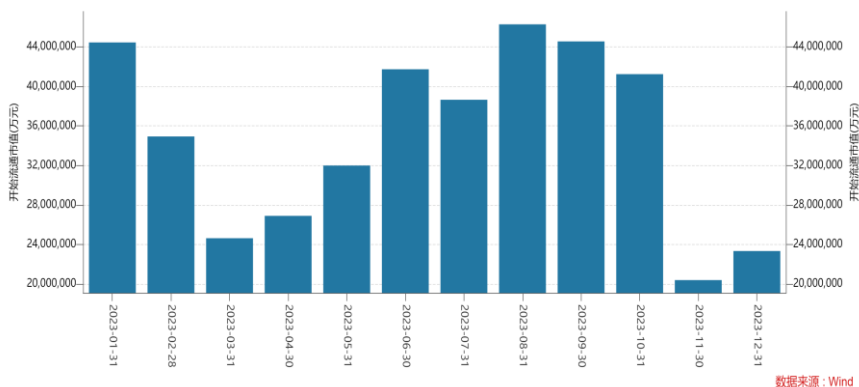
图 18: 近月融资情况 (融资家数)



资料来源: 银河期货 WIND

从限售股的情况看, 从月度分布看, 下半年主要集中在第三季度和 10 月。

图 19: 2023 年限售股减持月度分布

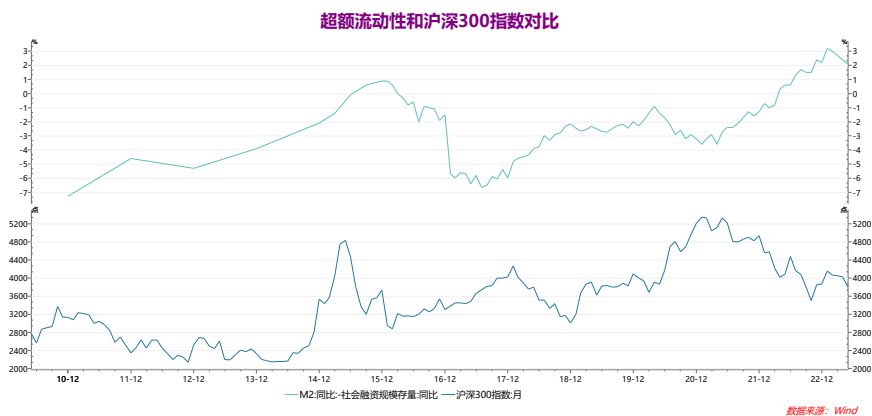


数据来源: Wind

资料来源: 银河期货 WIND

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

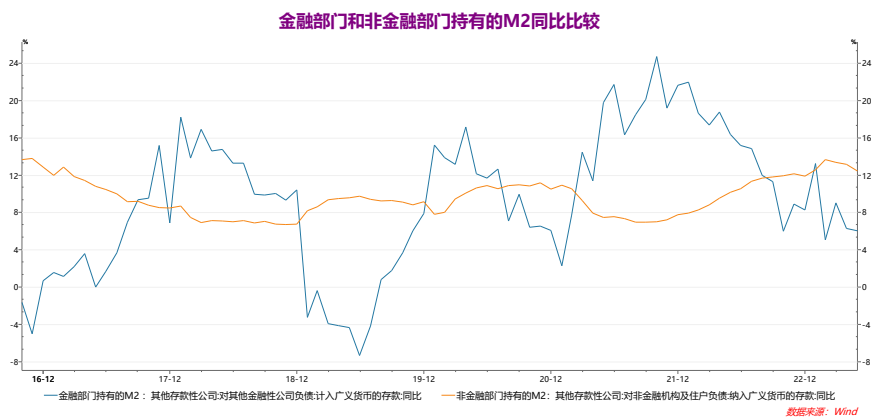
图 20: 超额流动性和沪深 300 指数对比



资料来源：银河期货 WIND

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 21: 金融部门和非金融部门持有的 M2 同比比较



资料来源：银河期货 WIND

综合分析，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。

在结构性机会把握上，而4月底的政治局会议精神为市场指明了方向。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。

笔者也认为，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