

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

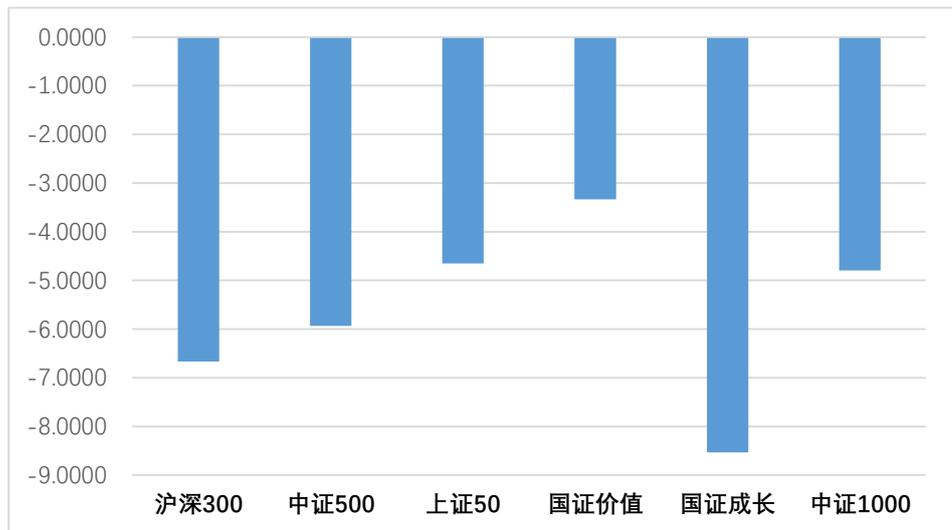
政策暖意下，静待市场信心恢复

——十一月权益市场宏观运行环境分析

正文

笔者在《九月权益市场宏观运行环境研究》指出，从8月28日高开低走的走势看，证券市场还是依赖于基本面，投资信心的恢复还是有个相当长的过程，也需要综合施策。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，反映到权益市场也是具有波段性的。对此必须有底线和极限思维。实际情况是9月和10月市场继续出现了明显的全面下调。

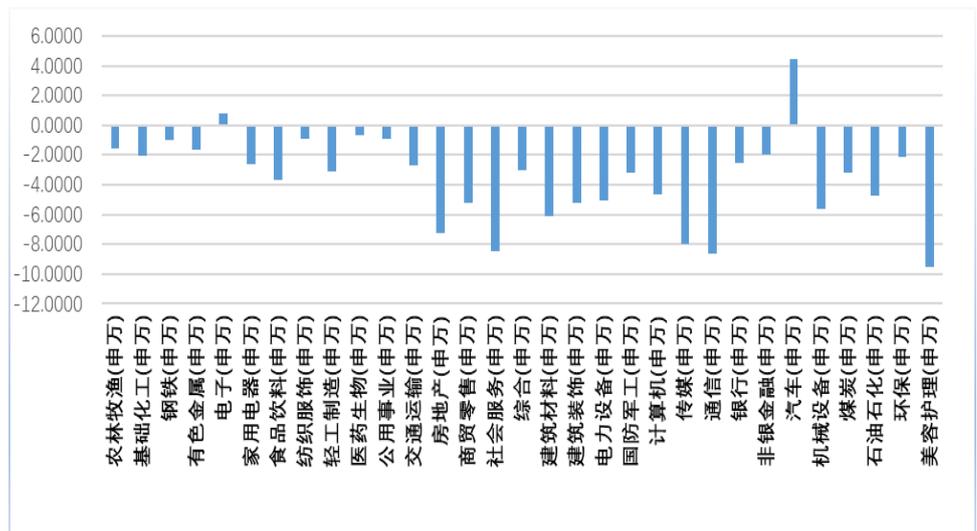
图1：9月到10月底主要指数表现



资料来源：银河期货 WIND

从申万一级行业指数看，10月，除了汽车行业外全面下跌。

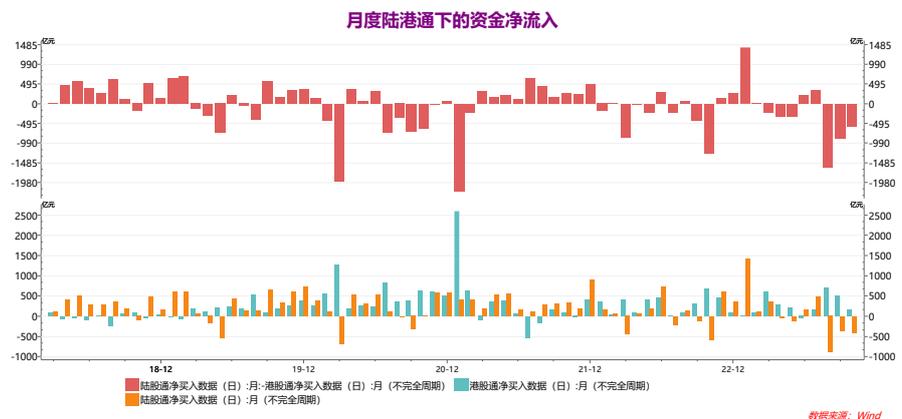
图2：申万一级行业指数月度涨跌幅



资料来源：银河期货 WIND

而在下跌的背后是外资的大量卖出，月度陆港通资金的净买入数据明显显示了这一点。8月，陆股通资金（北上资金）净卖出创下了历史新高后，9月和10月无明显改观，参考到10月交易日因为假期因素而导致交易日减少，10月的陆股通净卖出（北上资金）依旧很大。

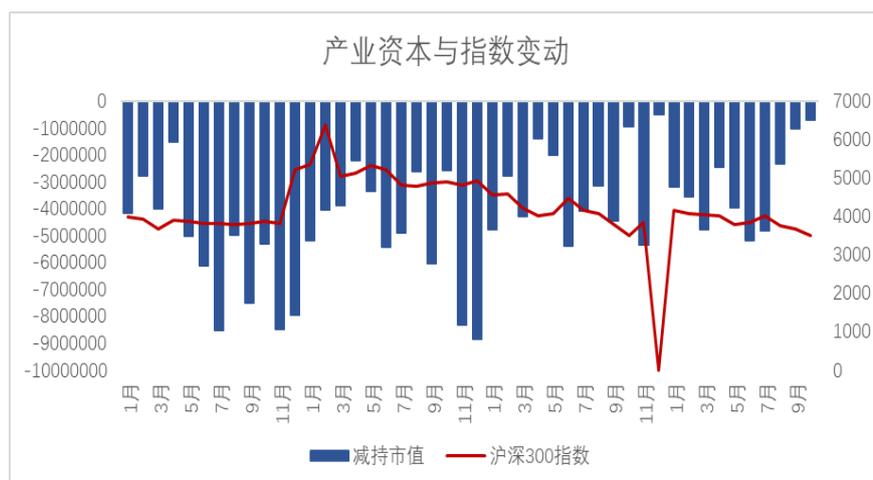
图3：月度陆港通下的资金净流入



资料来源：银河期货 WIND

市场的明显调整，导致产业资本减持在 9 月出现了明显的减少。但考虑到 10 月交易日的价从历史数据看，10 月的减持力度环比有所加强。在弱市场中，市场反弹往往导致产业资本减持增加，而市场大跌却会导致产业资本减持减少。而有关方面出台的规范产业资本减持政策也会影响到产业资本减持的力度。

图 4：沪深 300 指数与产业资本减持

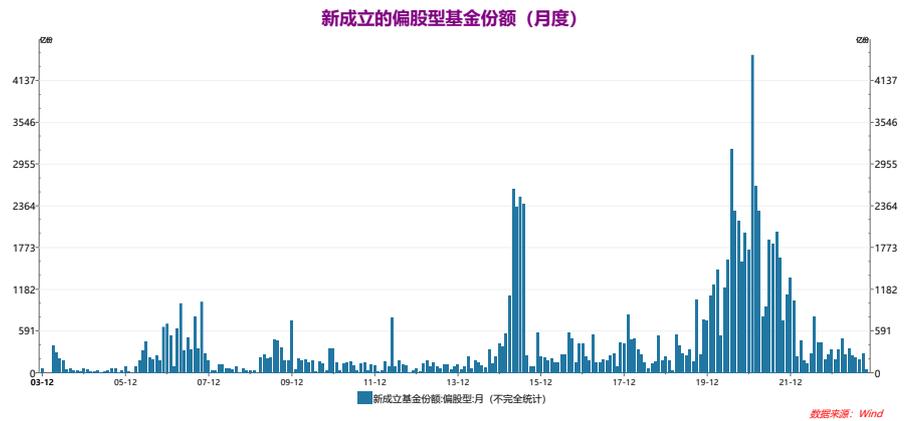


资料来源：银河期货 WIND

尽管市场大跌，从上市公司回购情况看，9 月上市公司实施回购了 63.7 亿股，高于前值的 6.12 亿股，10 月上市公司实施回购了 6.35 亿股。9 月上市公司回购资金报 85.96 亿元，明显高于前值 77.86 亿元。10 月上市公司回购资金报 80.67 亿元。

新成立的偏股型基金在 9 月在 8 月创下去年 10 月以来的新低后，有所回升，报 272.18 亿元，但 10 月仅仅报 41.48 亿元，当然，10 月有交易日减少的因素。

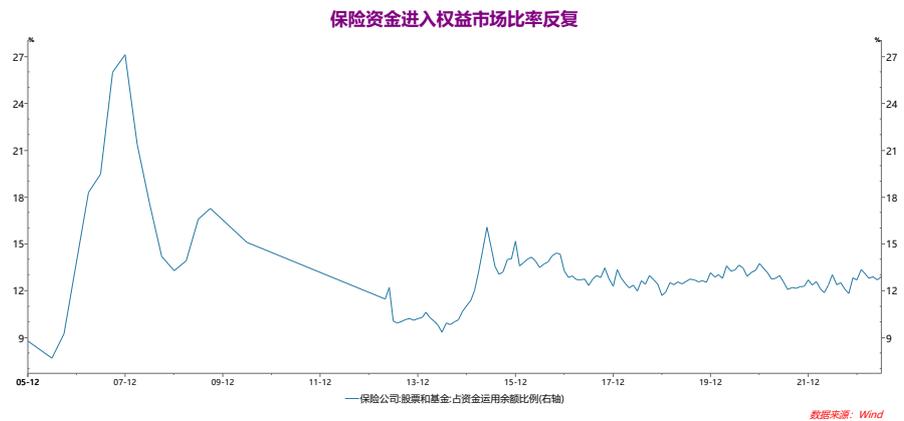
图 5: 新成立的偏股型基金份额 (月度)



资料来源: 银河期货 WIND

从保险资金入市比率看，三季度尽管有所回升，但依旧处于历史较低水平上。

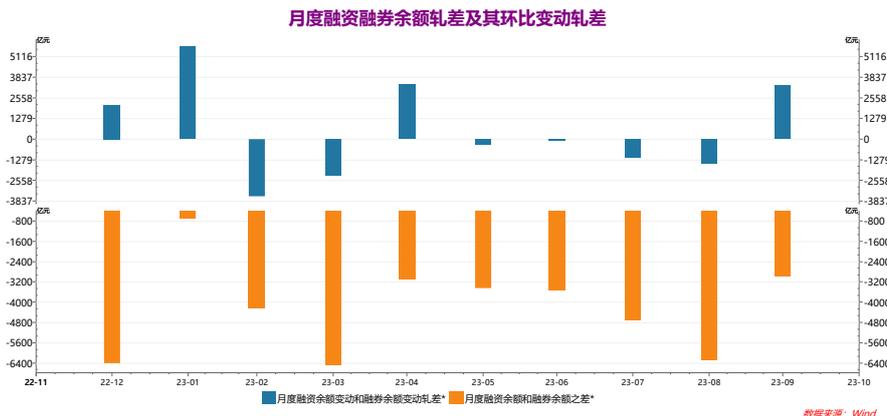
图 6: 保险资金进入权益市场比率反复



资料来源: 银河期货 WIND

从月度融资融券余额轧差看和环比变动轧差 9 月在持续萎缩后，9 月有所改观，月度融资余额和融券余额之负向差值有所缩小。近期，有关方面也出台了有关融券方面的限制，对此也会产生一定的影响。

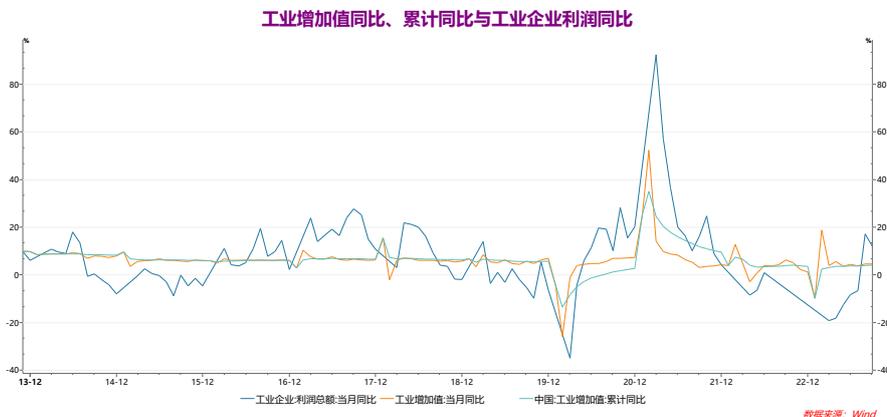
图 7：月度融资融券余额轧差及其环比变动轧差



资料来源：银河期货 WIND

宏观数据有所改善，1 到 9 月工业增加值累计同比回升，9 月工业增加值同比与前值持平，7 月工业企业利润同比回落，显示经济稳固基础不扎实。结构性问题依旧明显，依旧显示出明显的主动去库存特征。

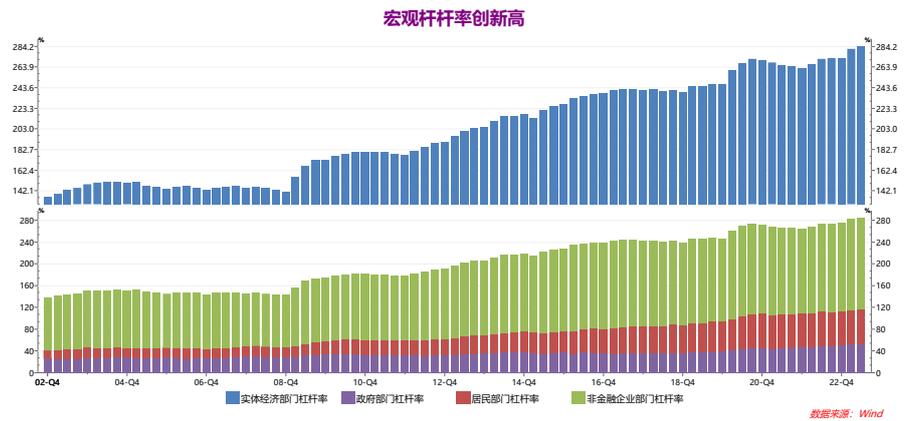
图 8：工业增加值累计同比与工业企业利润同比



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，近月有所减少。但是，在宏观杠杆率居高不下的背景下，这是不可持续的。

图 9: 宏观杠杆率创新高



资料来源：银河期货 WIND

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。

从数据看，8 月 IPO 融资金额创下近月和年内新高。9 月和 10 月收缩明显。

图 10: 近月 IPO 融资情况（融资金额）

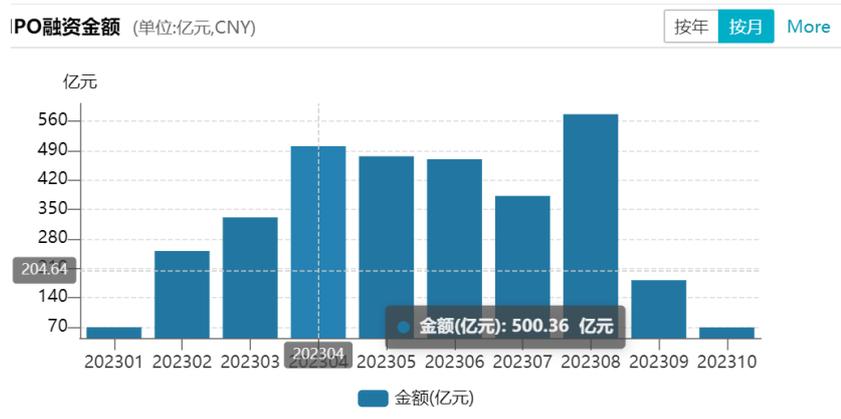
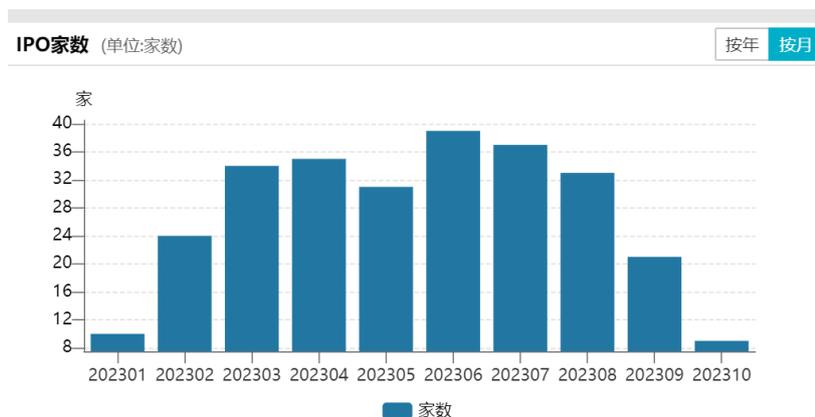


图 11: 近月 IPO 融资情况 (融资家数)



资料来源: 银河期货 WIND

如果考虑到再融资再融资, 同样, 在 8 月的融资总金额和融资家数创下年内新高后, 9 月和 10 月收缩明显。

图 12: 近月融资情况 (融资家数)

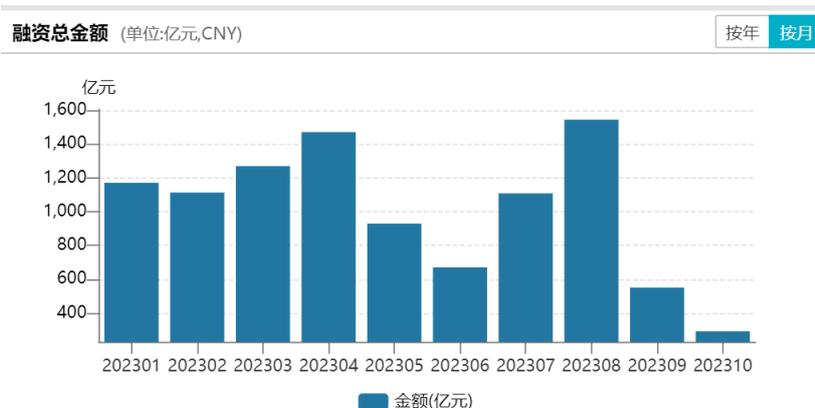
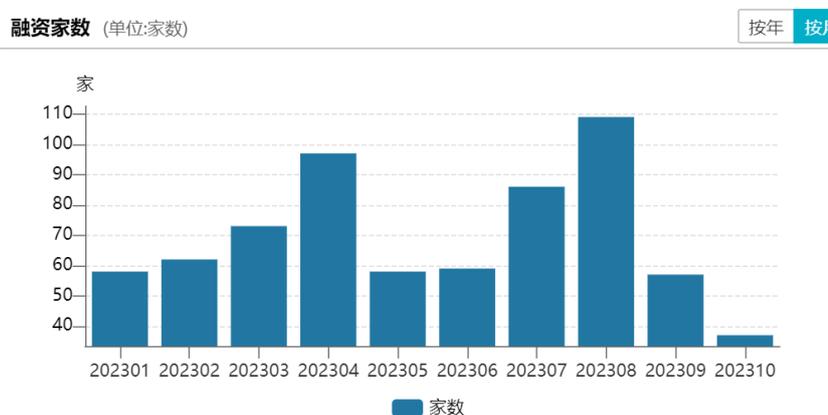


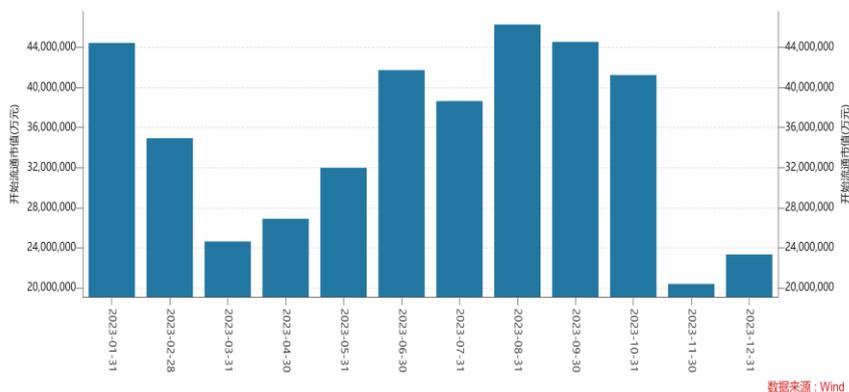
图 13: 近月 IPO 融资情况 (融资金额)



资料来源：银河期货 WIND

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，11月压力大幅减轻。

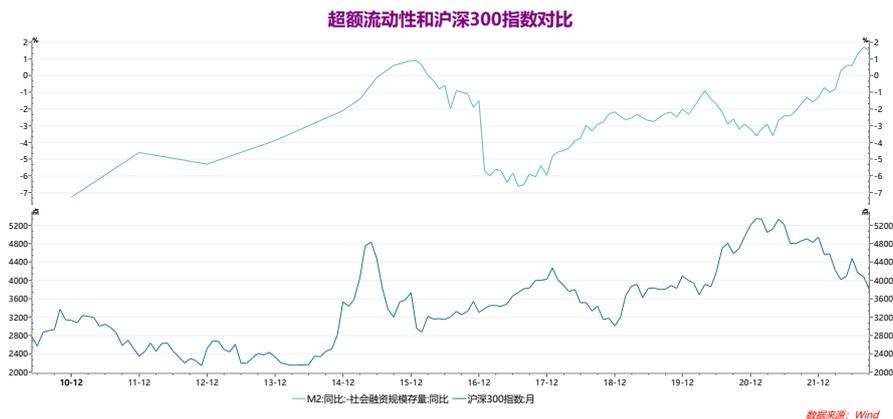
图 14：2023 年限售股减持月度分布



资料来源：银河期货 WIND

从宏观超额流动性指标看，9月M2与社融存量之差有所走弱，但总体呈现回升态势

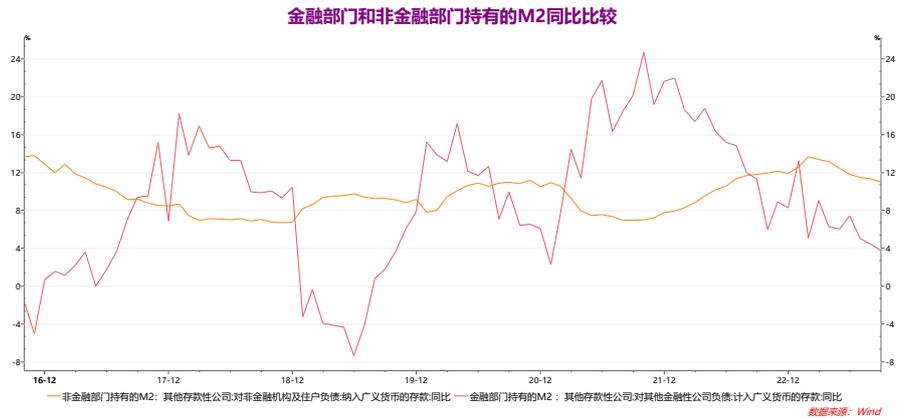
图 15：超额流动性和沪深 300 指数对比



资料来源：银河期货 WIND

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 16: 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

而从 ETF 的变动情况看，9 月和 10 月规模却有所改善，特别是股票型 ETF。10 月股票型 ETF 的增加主要是源于股票规模指数 ETF，主题型 ETF 也有增长。

图 17: 月 ETF 份额变动

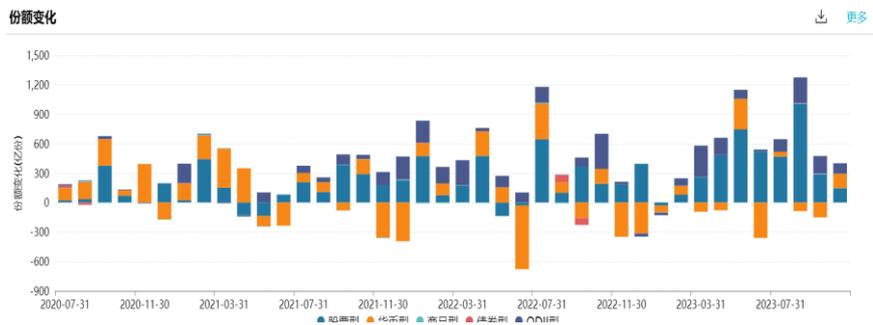
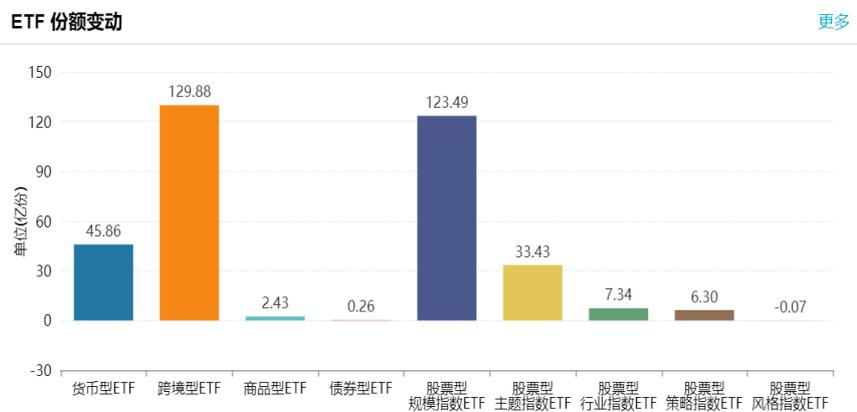


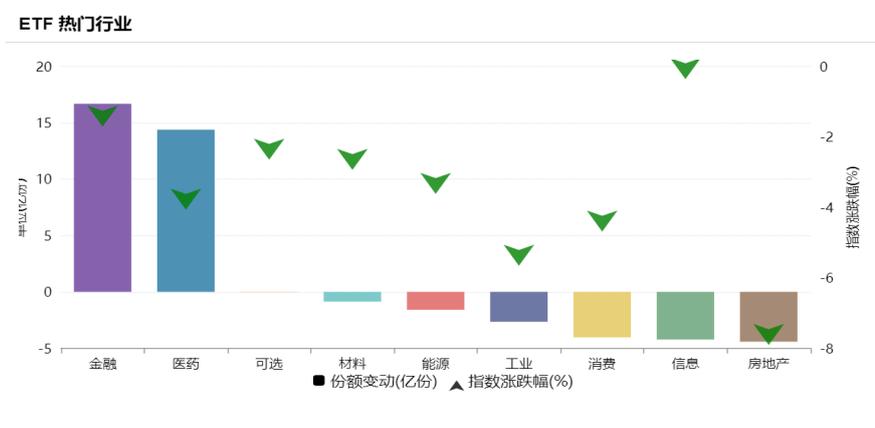
图 18: 股票型 ETF 内部结构变动



资料来源：银河期货 WIND

从行业看，10月ETF份额的增加主要体现在金融行业和医药上，减少持续体现在房地产、信息和消费等行业上。

图 19: ETF 份额行业变动和行业指数涨跌

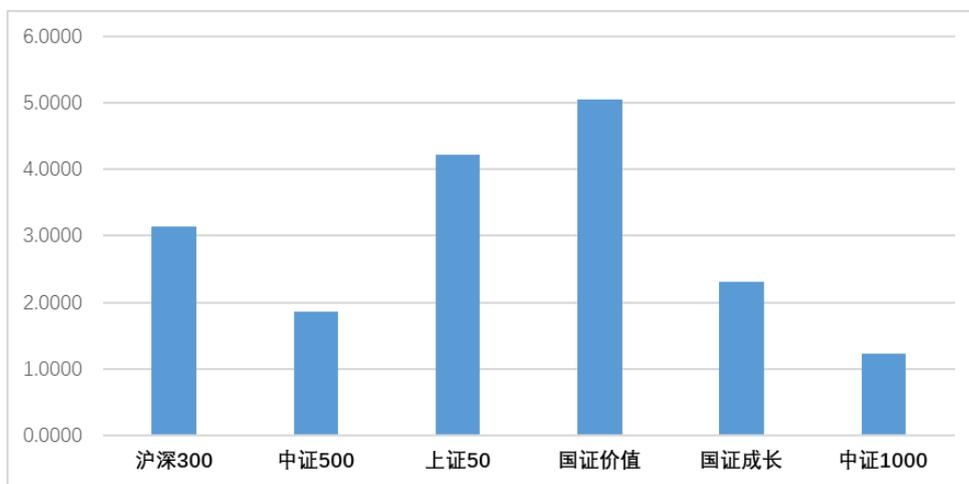


资料来源：银河期货 WIND

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，经过市场的连续下跌，市场估值水平进一步降低，如下表所示，国证价值成长超过了 5%，上证 50 指数的股息率也达到 4.23%，沪深 300 超过 3%，均明显高于我国的长期国债收益率约 2.58% 左右的水平。

图 20: 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 2.71%，而沪深 300 和中证 500 的平均市盈率的倒数分正向差值分别达到 8%和 6%。

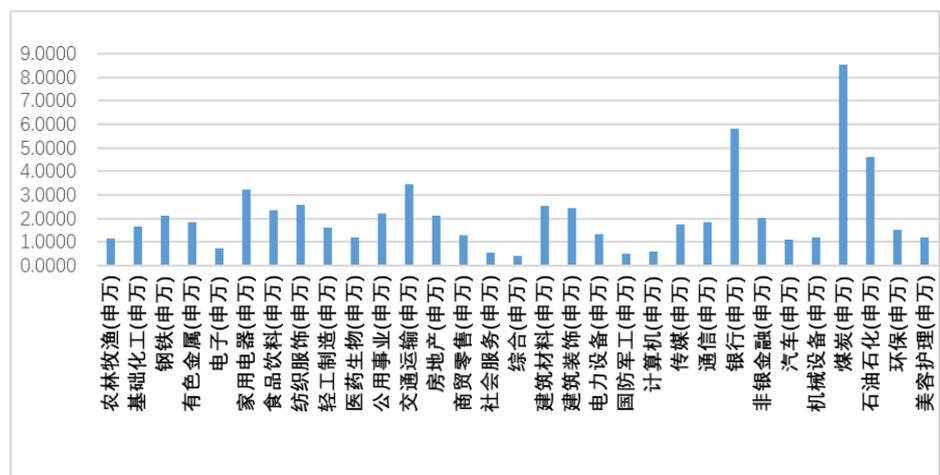
图 21：股债相对投资价值比较



资料来源：银河期货 WIND

从行业股息率的角度看，煤炭、银行、石化等股息率比较高。

图 22：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。

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。

最近证监会推出减半印花税、规范上市公司股份减持和融券等措施是落实 7 月政治局会议精神的具体体现，从上述的数据分析看，市场确实在政策面回暖的情况下处于转势的临界期，但从北上资金大幅不断地流出、新成立的偏股性基金萎缩等数据看，投资信心的恢复还是有个相当长的过程，也需要综合施策。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，反映到权益市场也是具有波段性的。对此必须有底线和极限思维。

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