

2024年股市增量资金展望：长线资金入市加码，基金发行底部回暖

投资要点：

基金发行、外资流动、上市公司回购、IPO等等各类流动性指标可以说是贯穿今年全年的市场热点，本文从供给和需求两个维度构建A股市场增量资金分析框架，旨在对明年股市增量资金做个系统性的梳理。

经测算，我们预计明年A股市场增量资金状况相比今年明显改善，主要关注焦点包括：

第一：保险公司、社保基金等长线资金入市有望加码。今年来监管层在多个场合提出养老金、保险资金等各类中长期资金与资本市场互相促进、协同发展，鼓励养老金、保险资金等中长期资金加快发展权益投资。12月6日，财政部发布《全国社会保障基金境内投资管理办法（征求意见稿）》，增加和调整全国社保基金投资范围，目前，全国社保基金股票类、股权类资产最大投资比例分别可达40%和30%，进一步提高了投资灵活性。我们预计明年保险、社保基金和企业年金等长线资金入市有望加码。

第二：偏股型基金发行当前处于冰点，明年有望自底部回暖。今年来基金发行持续降温，当前已经处于历史低位，2023年偏股型基金发行带来的增量资金相比2021年全年大幅下降。参考2015-2017年基金发行持续降温的历史经验，可以看到本轮基金发行降温的幅度已经非常极端，我们预计明年公募基金发行自底部会有所好转，明年偏股型基金发行有望自底部回暖。

第三：上市公司回购潮仍在继续，回购力度依然较大。2018年之前A股市场回购金额总体较小，年回购金额基本均在150亿元之下。然而进入2018年，越来越多的上市公司开始提出进行股票回购以维护公司形象增强投资者信心，A股市场迎来了股票回购热潮，2018年当年回购金额达523亿元，2019年回购金额进一步升至1298亿元。我们看到当前上市公司回购潮仍在继续，预计明年上市公司回购力度依然较大。

➤ **风险提示：**一是宏观经济恢复弱于预期；二是海外政策风险；三是政策监管风险等。

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号：S0210523050003
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 朱成成
执业证书编号：S0210523060003
邮箱：zcc30168@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯
执业证书编号：S0210523060005
邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

分析师 金晗
执业证书编号：S0210523060002
邮箱：jh30159@hfzq.com.cn

分析师 沈重衡
执业证书编号：S0210523060006
邮箱：szh30173@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《价值投资与景气投资方法论——基金重仓股表现反思》— 2023.12.21
- 2、《构建市场长效机制基础：分红回购指引修订点评》— 2023.12.20
- 3、《红利指数估值水位现状》— 2023.12.20

正文目录

1	A股市场各类投资者结构梳理	1
1.1	2023年A股机构投资者持股占比微幅下降	1
1.2	机构投资者中基金、外资和险资占比居前	1
2	股市资金供给分析框架	3
2.1	个人投资者：持股市值环比上升	3
2.2	公募基金：基金发行处于历史低位	5
2.3	外资：外资流入有所放缓	7
3	险资：持股市值和占比小幅回落	8
4	其他机构投资者：回购力度依然较大	11
5	股市资金需求分析框架	13
5.1	一级市场募资：募资总额环比下降	13
5.2	产业资本：净减持额持续减少	14
5.3	其他各项税费：各项费用震荡下行	15
6	明年股市增量资金展望	16
6.1	股市资金增量供给测算	17
6.2	股市资金边际需求测算	22
7	风险提示	25

图表目录

图表 1:	2003年以来A股市场机构和散户持股市值占比	1
图表 2:	2023年Q2各类投资者持股占比明细	2
图表 3:	2023年Q2各类投资者持股市值明细	2
图表 4:	2003年以来个人投资者持股数据变化	3
图表 5:	2012年以来证券市场交易结算资金余额变化(亿元)	4
图表 6:	2011年以来A股市场融资余额规模变化(亿元)	4
图表 7:	2003年以来A股市场公募基金持股市值规模变化	5
图表 8:	三季度偏股型基金发行已经处于历史低位	6
图表 9:	今年来偏股型基金股票仓位震荡提升	6
图表 10:	今年来陆股通持股市值占比小幅下降	7
图表 11:	2023年来北上资金流入有所放缓(亿元)	7
图表 12:	2003年以来各类险资持仓数据变化(亿元)	8
图表 13:	2013年以来保险资金运用余额稳健增长(亿元)	9
图表 14:	2003年以来全国社保基金资产规模变化	9
图表 15:	2013年以来企业年金运用余额稳健增长(亿元)	10
图表 16:	2015年以来私募基金证券管理规模变化	11
图表 17:	2023年非保本银行理财产品余额小幅回落	12
图表 18:	2010年以来资金信托规模变化	12
图表 19:	2013年以来A股市场回购规模变化	13
图表 20:	2010年以来一级市场募资总额变化(亿元)	13
图表 21:	2010年以来一级市场募资结构变化	14
图表 22:	2013年以来产业资本限售解禁规模变化	15
图表 23:	2011年以来大股东减持金额规模变化	15
图表 24:	2011年以来两融费用规模变化	16
图表 25:	2014年以来两融费用规模变化	16
图表 26:	2013年以来A股市场银证转账资金净流入变化	17

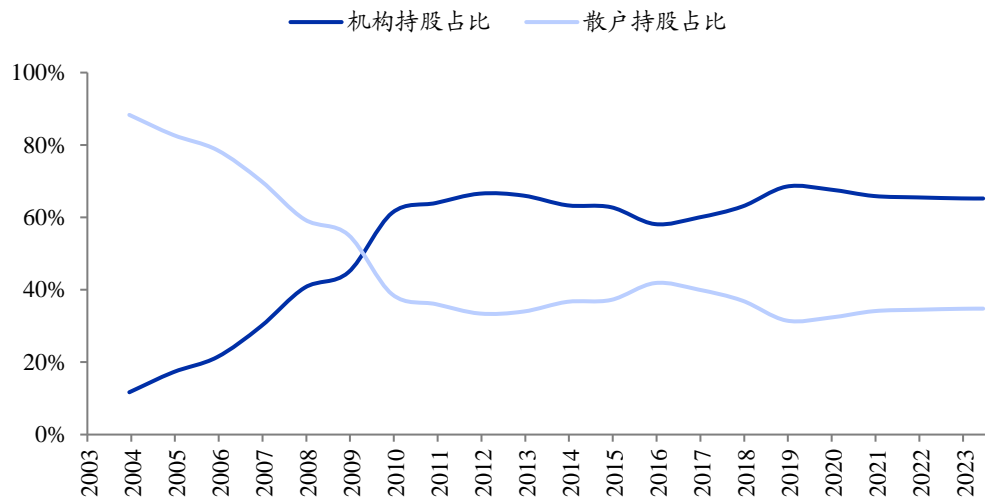
图表 27: 2013 年以来 A 股市场融资杠杆资金净流入变化.....	17
图表 28: 2014 年以来公募基金资金净流入变化.....	18
图表 29: 2014 年以来北上资金净流入数据 (亿元).....	18
图表 30: 2014 年以来 A 股市场保险公司资金净流入数据.....	19
图表 31: 2014 年以来 A 股市场全国社保资金净流入数据.....	19
图表 32: 2014 年以来 A 股市场企业年金资金净流入数据.....	20
图表 33: 2019 年以来 A 股市场私募基金资金净流入数据.....	20
图表 34: 2015 年以来 A 股市场银行理财资金净流入数据.....	21
图表 35: 2013 年以来 A 股市场信托公司资金净流入数据.....	21
图表 36: 2013 年以来 A 股上市公司回购资金净流入数据.....	22
图表 37: 2014 年以来 A 股市场 IPO 募资规模变化.....	22
图表 38: 2014 年以来 A 股市场增发募资规模变化.....	23
图表 39: 2014 年以来 A 股市场其他方式募资规模变化.....	23
图表 40: 2013 年以来 A 股市场净增减持规模变化.....	24
图表 41: 2014 年以来 A 股市场交易费用规模变化.....	24
图表 42: 2013 年以来 A 股市场两融利息规模变化.....	25
图表 43: 2017 年以来 A 股市场流动性测算与展望 (亿元).....	25

1 A股市场各类投资者结构梳理

1.1 2023年A股机构投资者持股占比微幅下降

2023年A股机构投资者持股占比微幅下降，但占比依然在六成以上。A股市场为散户占据主导的说法早已有之，这一现象在2000年初尤为明显，以持股市值占比来看，2003年末A股市场中散户持股市值占全部A股流通市值比重高达88%，机构占比仅为12%。此后散户持股占比逐年下降，而机构持股占比不断提升，截至2008年，机构和散户两大群体持股占比已基本相近。2009年以来，机构持股占比超过散户渐渐成为市场主导力量，根据2023年中报数据，机构持股市值（流通股）共计46.5万亿元，占比为65.2%，散户持股市值为24.8万亿元，占比为34.8%。

图表 1: 2003年以来A股市场机构和散户持股市值占比



来源: Wind, 华福证券研究所

注: 持股市值占比为占全部A股流通市值比重; 因为根据机构披露数据进行统计, 由于部分机构数据未披露, 因此存在低估机构投资者占比, 高估个人投资者持股占比的情况。

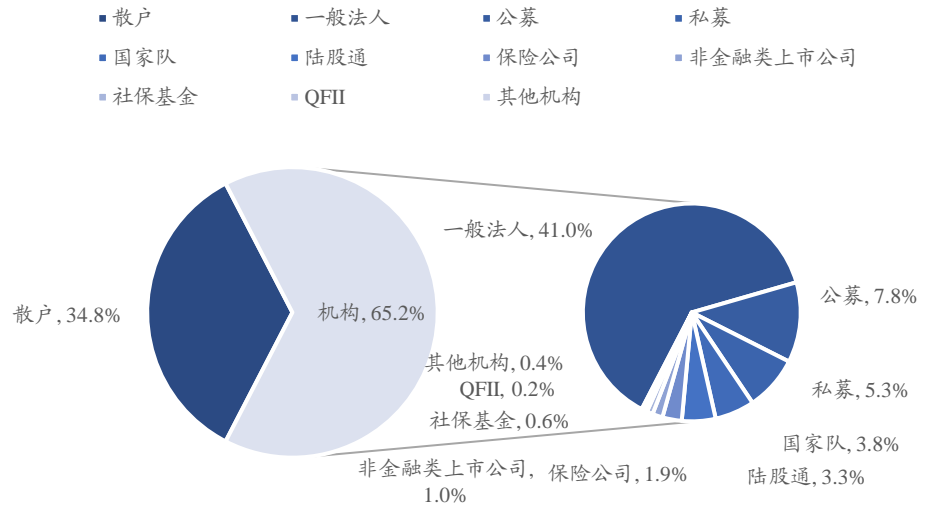
1.2 机构投资者中基金、外资和险资占比居前

具体来看，A股市场机构投资者类型较多，包括一般法人、国家队、公募基金、外资、险资、私募、信托公司、券商等10多种类型。A股市场机构投资者种类繁多，各大类型机构投资者向下又可进一步细分。其中国家队包括中国证金、中央汇金、外管局旗下投资平台等投资机构，险资包括保险公司、社保基金、企业年金等投资机构，外资包括陆股通和QFII两种持股方式，此外还有其他一些投资管理公司、上市公司等持股归为一般法人类。

从大类来看，除一般法人外，目前公募、私募、国家队、外资和险资在机构投资者中占比大幅居前。根据中报披露的数据统计，截至2023年二季度，A股市场流通市值共计71.3万亿元，其中一般法人持股市值29.3万亿，占A股流通市值比重为41.0%。公募基金持股市值为5.5万亿，占A股流通市值比重为7.8%。私募基金持

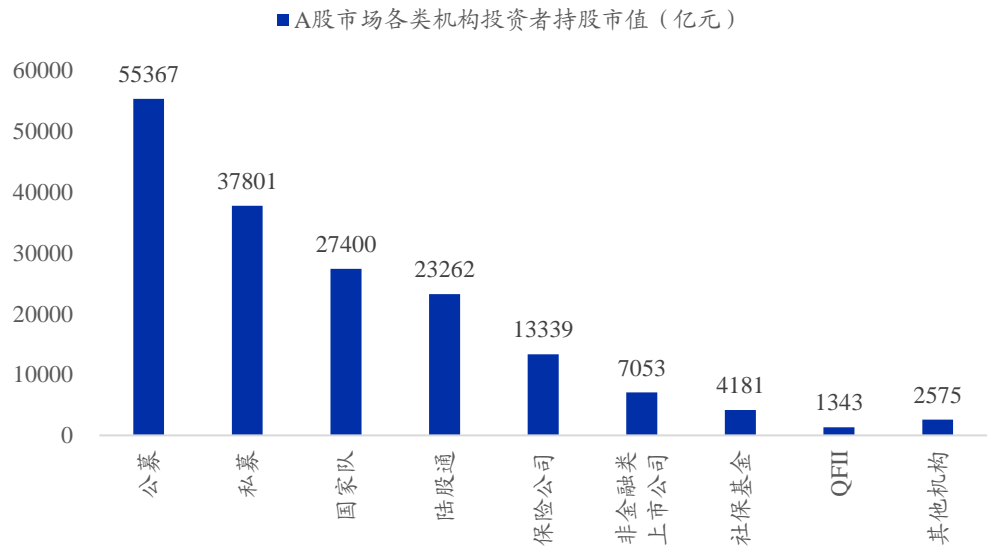
股市值为 3.8 万亿，占 A 股流通市值比重为 5.3%。国家队持股市值 2.7 万亿，占 A 股流通市值比重为 3.8%。陆股通持股市值 2.3 万亿，占 A 股流通市值比重为 3.3%。险资(保险公司、社保和企业年金)持股市值 1.8 万亿，占 A 股流通市值比重为 2.5%。

图表 2: 2023 年 Q2 各类投资者持股占比明细



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 3: 2023 年 Q2 各类投资者持股市值明细



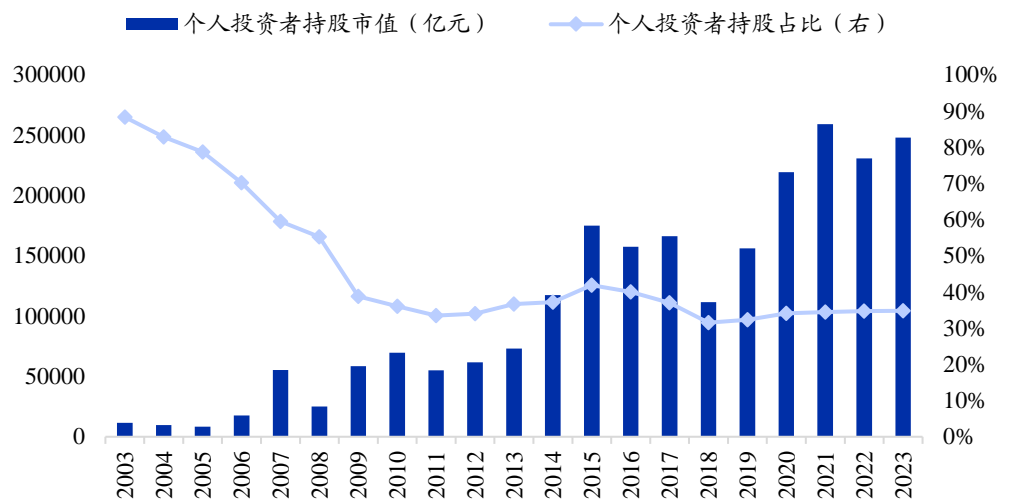
来源: Wind, 华福证券研究所

2 股市资金供给分析框架

2.1 个人投资者：持股市值环比上升

2003 年以来个人投资者持股市值总体上升趋势显著，但占全部 A 股流通市值比重有所回落。从个人投资者的持仓历史数据来看，2003 年至 2009 年，A 股市场中个人投资者持仓市值虽小幅上升，但持仓市值占 A 股流通比重大幅下滑，具体来看，2003 年个人投资者持仓市值和占比分别为 1.2 万亿和 88.3%，2009 年持股市值和占比分别为 5.9 万亿和 38.8%。从 2009 年至今，个人投资者持仓市值仍然维持升势，但持股市值占比基本维持稳定。截至 2023 年二季度末，A 股市场中个人投资者持股市值和占比分别为 24.8 万亿和 34.8%。

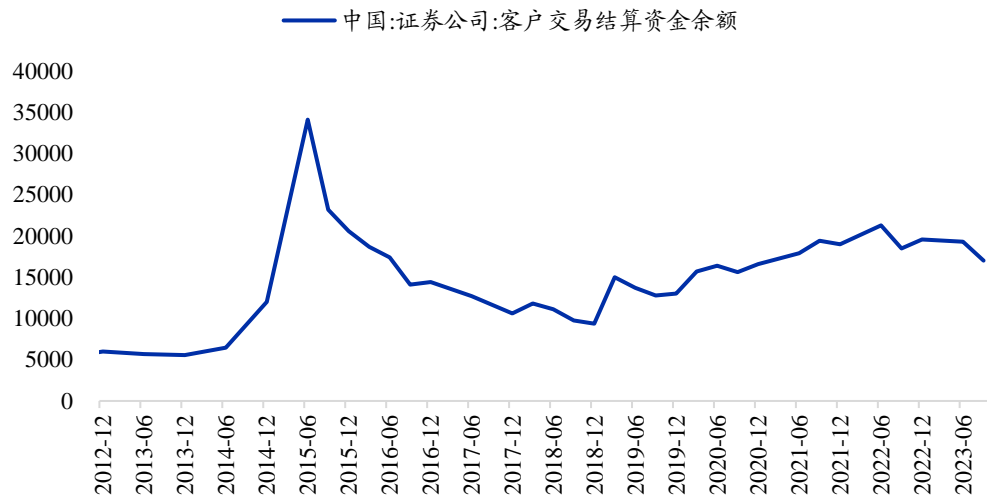
图表 4：2003 年以来个人投资者持股数据变化



来源：Wind，华福证券研究所

2023 年来证券市场交易结算资金余额有所减少。证券结算交易资金余额可以作为衡量个人投资者资金通过银证转账方式入市的一个指标。2012 年至 2015 年，证券结算交易资金余额上升趋势十分显著，由 2012 年 12 月份的 6003 亿元一路升至 2015 年 6 月份的高点 34100 亿元。此后开始大幅回落，在 2018 年底探得阶段性低点后开始震荡回升。截至 2023 年 9 月 30 号，证券市场交易结算资金余额为 1.7 万亿元，相比去年底减少 2542 亿元。

图表 5: 2012 年以来证券市场交易结算资金余额变化 (亿元)



来源: Wind, 华福证券研究所

以融资余额代表的杠杆资金今年来小幅增加。融资余额反映了投资者在信用账户里借用杠杆资金进行投资的指标,2010 年至 2015 年 A 股市场融资余额大幅攀升,并在 2015 年 5 月份达到历史高点 2.07 万亿元。此后急剧下跌,同样在 2018 年底探得阶段性低位后开始震荡提升。截至 2023 年 10 月 30 号, A 股市场融资余额为 1.5 万亿元,相比去年底增加 1049 亿元。

图表 6: 2011 年以来 A 股市场融资余额规模变化 (亿元)

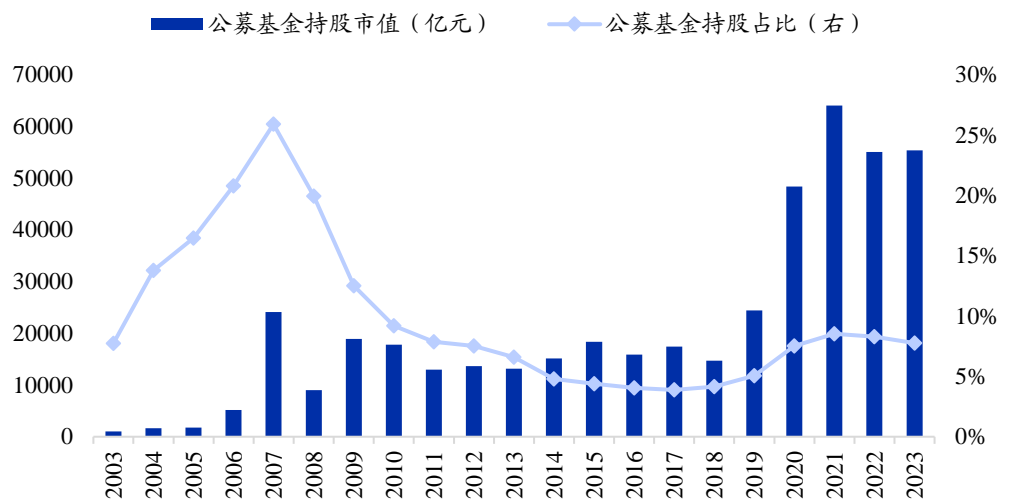


来源: Wind, 华福证券研究所

2.2 公募基金：基金发行处于历史低位

2023 年以来公募基金持股市值相比去年基本持平，占全部 A 股流通市值比重小幅回落。从公募基金的持仓历史数据来看，2007 年是一个十分显著的分界线。2007 年之前，A 股市场中公募基金持仓市值和占比同步上升，并于 2007 年达到高点，持股市值和占比分别为 2.41 万亿和 25.9%。受金融危机影响，2008 年公募基金持仓市值大幅下降，之后公募基金持仓市值稳中有升，但最近两年有所下降。根据 2023 年中报数据，A 股市场中公募基金持股市值为 5.5 万亿元，相比去年小幅提高 287 亿元，占 A 股流通市值比重为 7.8%，相比去年下降 0.5 个百分点。

图表 7：2003 年以来 A 股市场公募基金持股市值规模变化

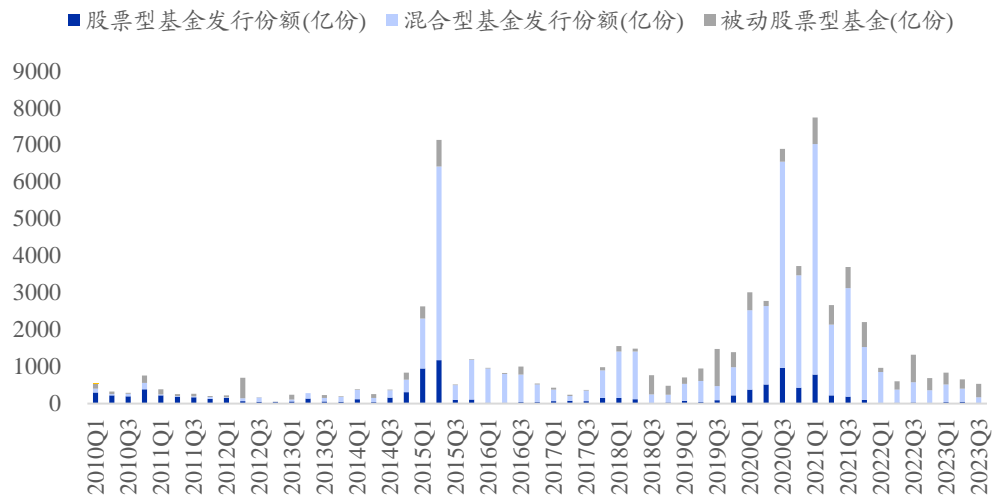


来源：Wind，华福证券研究所

注：持股市值占比为占全部 A 股流通市值比重

今年来偏股型基金发行大幅降温，当前季度发行规模处于历史低位。我们选取普通股票型、偏股混合型、平衡混合型和灵活配置型四类主动股票型基金以及被动指数股票型、增强指数股票型两类被动股票型基金进行统计。从基金发行历史数据看，偏股型基金在 2021 年一季度达到 7736 亿份的高点，此后大幅回落。截至 2023 年 3 季度，偏股型基金发行规模仅为 534 亿份，2023 年前三季度发行规模为 2029 亿份，相比去年同期减少 863 亿份。

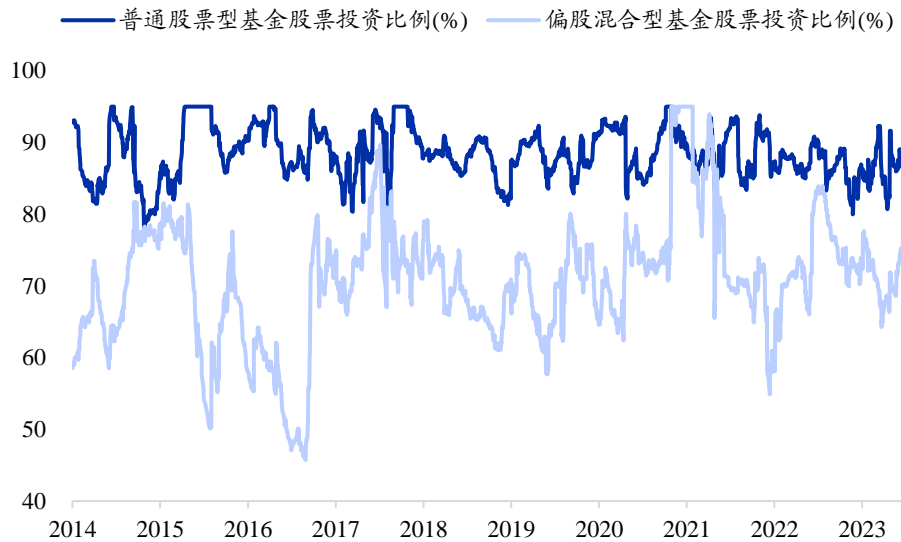
图表 8: 三季度偏股型基金发行已经处于历史低位



来源: Wind, 华福证券研究所

今年来普通股票型基金和偏股混合型基金股票仓位均有所提升。截至 2023 年 12 月 7 日, 普通股票型基金和偏股混合型基金股票投资比例分别为 89.1%和 85.9%, 相比去年底分别提升 0.6 和 12.5 个百分点。

图表 9: 今年来偏股型基金股票仓位震荡提升

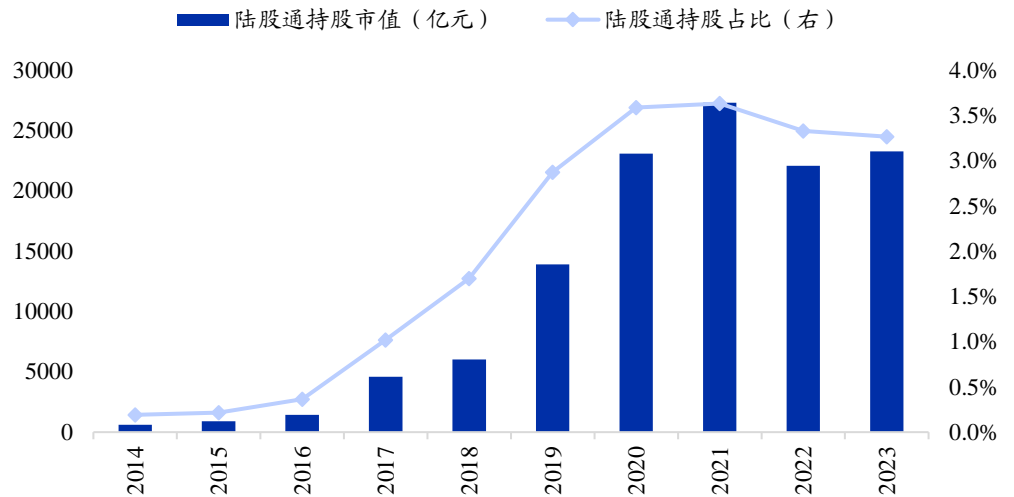


来源: Wind, 华福证券研究所

2.3 外资：外资流入有所放缓

2014年以来外资持股市值和市值占比整体有所提升。随着我国对外开放程度不断加强，外资持股市值亦在提升。从持股市值数据看，陆股通是当前外资布局A股市场的主要渠道。根据2023年中报数据，陆股通持股市值2.3万亿，相比去年末提升1189亿元，占A股流通市值比重为3.3%，相比去年底小幅下降0.1个百分点。

图表 10：今年来陆股通持股市值占比小幅下降

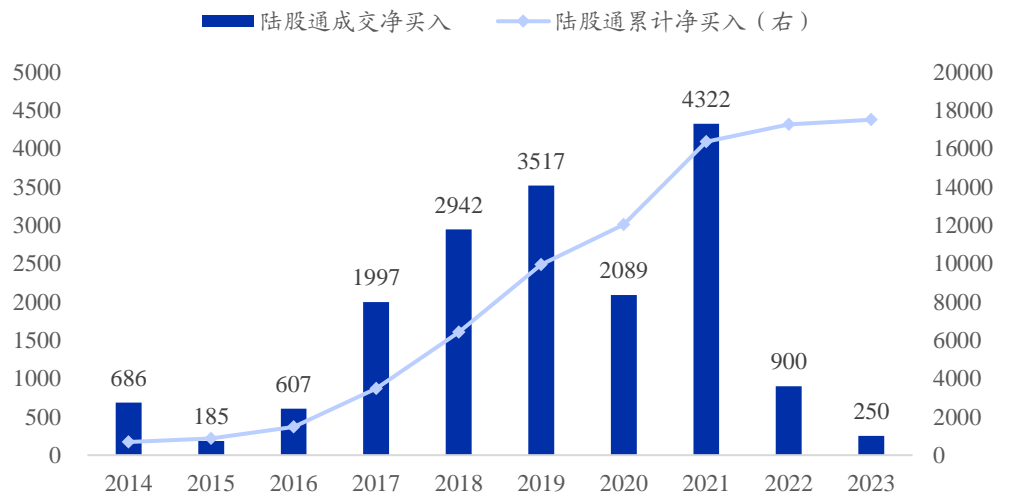


来源：Wind，华福证券研究所

注：持股市值占比为占全部A股流通市值比重

2023年来北上资金流入有所放缓。从北上资金流动历史数据看，2014年沪港开通以来北上资金每年均维持净流入。虽然今年8月份开始北上资金大幅流出A股市场，但截至12月25日，北上资金全年累计依然有250亿元的净流入，不过流入规模相比去年下降650亿元。

图表 11：2023年来北上资金流入有所放缓（亿元）

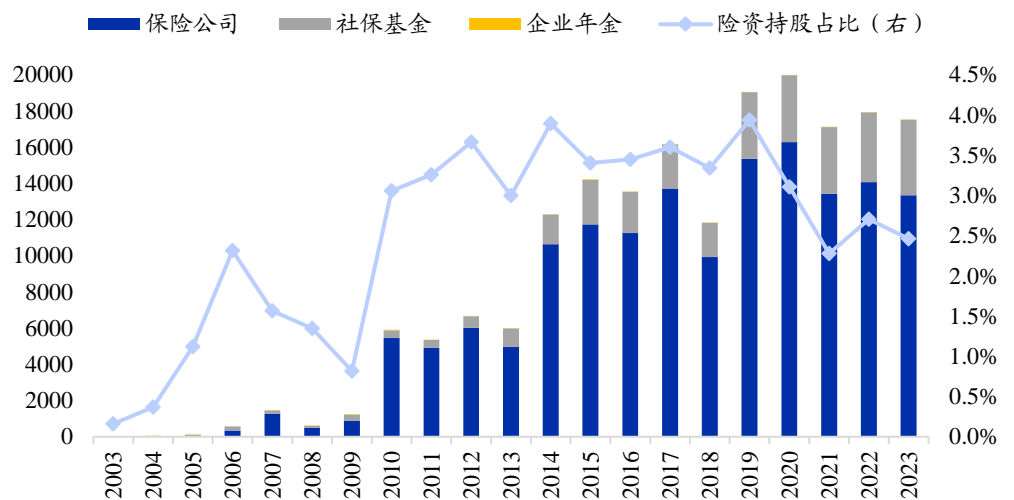


来源：Wind，华福证券研究所

3 险资：持股市值和占比小幅回落

2003 年以来险资持股市值和占比震荡上行。目前 A 股市场险资投资者主要有保险公司、社保基金和企业年金，且这当中保险公司占据大头。随着险资入市的不不断推进，2003 年来 A 股市场中险资持股市值大幅提升。根据 2023 年中报数据，险资持股市值总规模 1.8 万亿元，相比去年下降 402 亿元，占 A 股流通市值比为 2.5%，相比去年下降 0.2 个百分点。

图表 12：2003 年以来各类险资持仓数据变化（亿元）

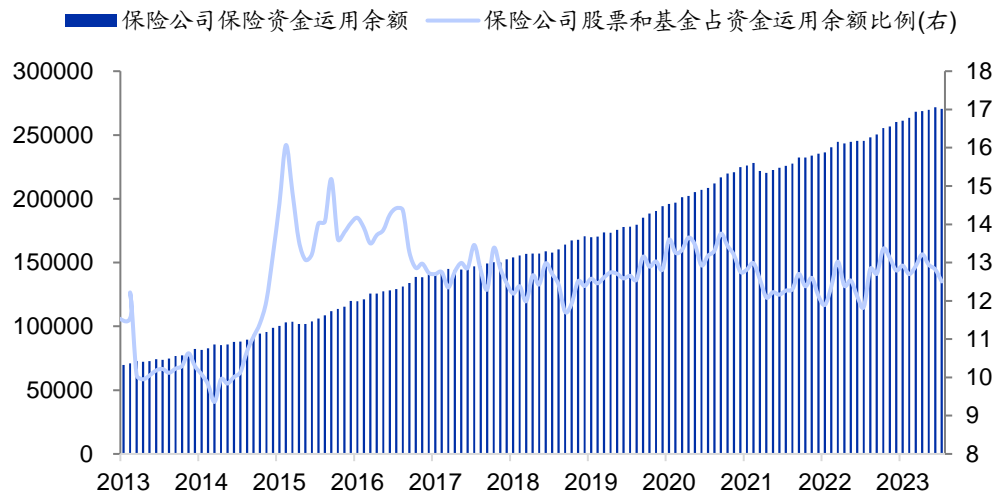


来源：Wind，华福证券研究所

注：持股市值占比为占全部 A 股流通市值比重

2013 年以来保险资金运用余额稳健增长。从具体数据来看，2013 年初我国保险资金运用余额为 7.0 万亿元，此后一路上升，截至 2023 年 10 月份，保险资金运用余额已达 27.1 万亿元。从股票和基金占比来看，随着 2014 年监管机构对险资投资权益资产管制的进一步放松，股票和基金占保险资金运用余额比例在 2014、2015 年大幅提高，由 2013 年初的 11.5% 一路升至 2015 年 5 月的 16.1% 高点，此后出现回落，不过中枢水平基本维持在 12%-13% 左右小幅波动。

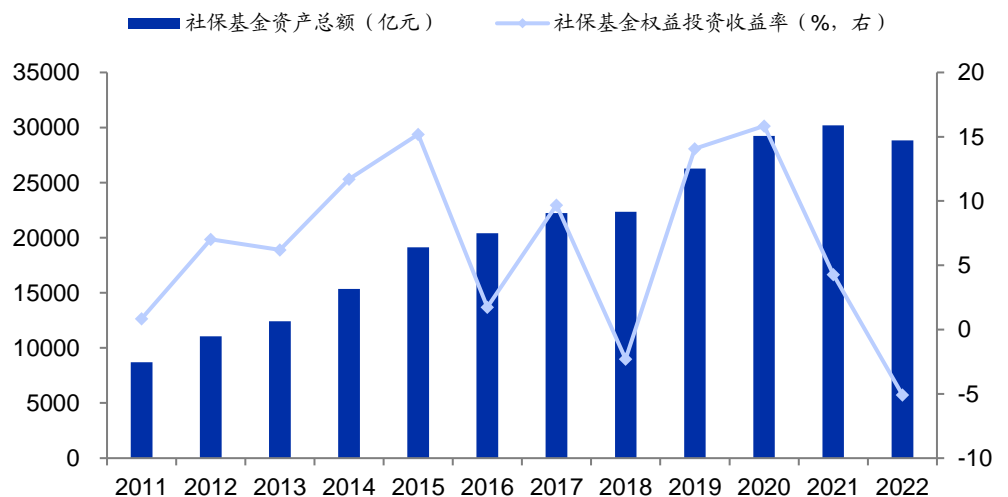
图表 13: 2013 年以来保险资金运用余额稳健增长 (亿元)



来源: Wind, 华福证券研究所

2003 年以来社保基金资产规模同样逐年提升。全国社会保障基金（简称社保基金）是指由国有股转持划入资金及股权资产、中央财政拨入资金、经国务院批准以其他方式筹集的资金及其投资收益形成的由中央政府集中的社会保障基金，由全国社会保障基金理事会负责管理的。从具体数据来看，2003 年我国社保基金资产总额为 1325 亿元，此后年增速同样多维持在两位数之上，截至 2022 年末，社保基金资产总额 28835 亿元。从权益投资收益率来看，2008 年以来，社保基金仅在 2008 年和 2018 和 2022 年出现小幅的亏损，其余年份均录得正收益。

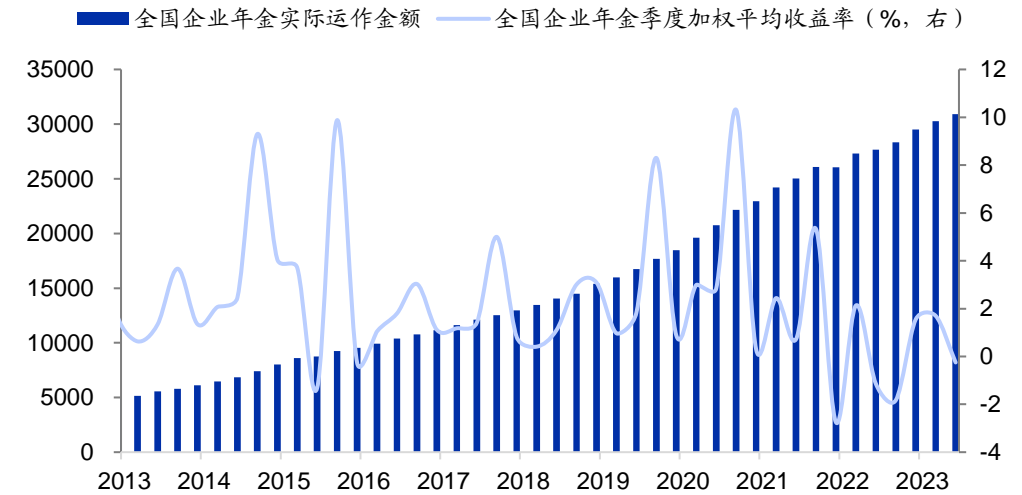
图表 14: 2003 年以来全国社保基金资产规模变化



来源: Wind, 华福证券研究所

2013 年以来企业年金运用余额同样稳健增长。从具体数据来看，2013 年初我国企业年金实际运用余额为 4906 亿元，此后一路上升，截至 2023 年 9 月份，企业年金运用余额已达 3.1 万亿元。从权益投资收益率来看，2013 年以来，企业年金同样长期录得正收益。

图表 15: 2013 年以来企业年金运用余额稳健增长 (亿元)

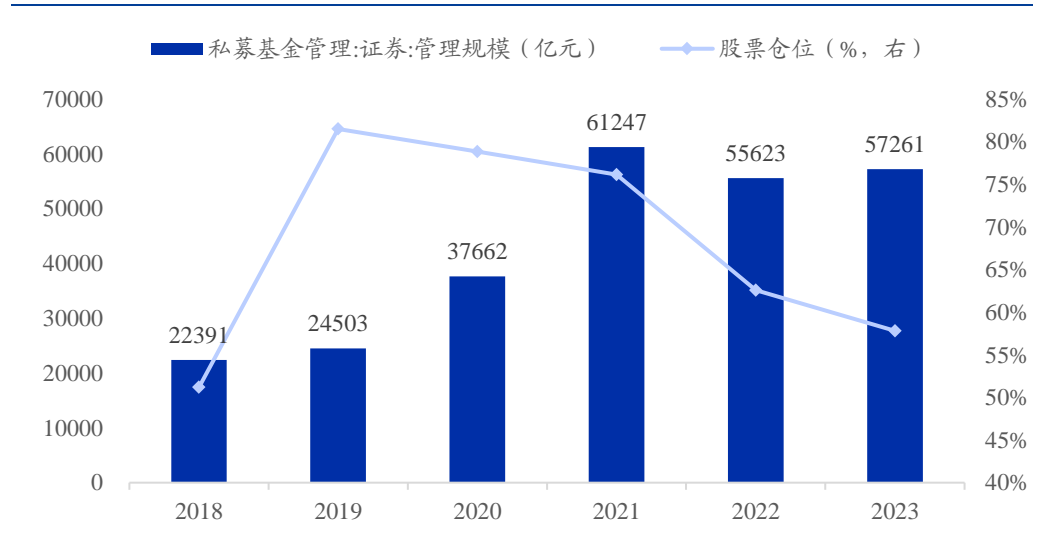


来源: Wind, 华福证券研究所

4 其他机构投资者：回购力度依然较大

2023 年以来私募基金证券管理规模小幅上升,但股票仓位有所下降。目前来看,我国私募基金的资产配置中依然以股权投资占据大头,证券管理规模次之。从数据上看,截至 2023 年 10 月我国私募基金证券管理规模为 5.7 万亿元,相比去年底上升 1639 亿元,股票仓位为 57.8%,相比去年底下降 4.8 个百分点。

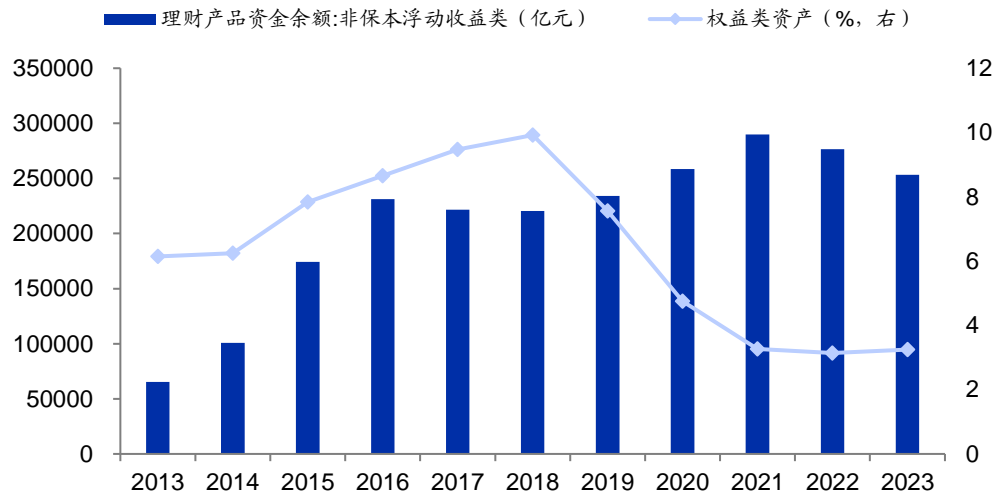
图表 16: 2015 年以来私募基金证券管理规模变化



来源: Wind, 华福证券研究所

2023 年非保本银行理财规模有所回落,但权益占比小幅提升。从非保本理财规模变化来看,2013 年非保本理财规模为 6.5 万亿元,此后大幅扩张,截至 2023 年二季度已达 25.3 万亿元。从权益类资产(包括股票、证券投资基金、股票型基金)占比来看,2013 年银行理财产品中权益类资产占比为 6.1%,此后一路升至 2018 年 9.9% 的高点,不过 2019 年该比例开始下滑,至 2023 年二季度已降至 3.3%。

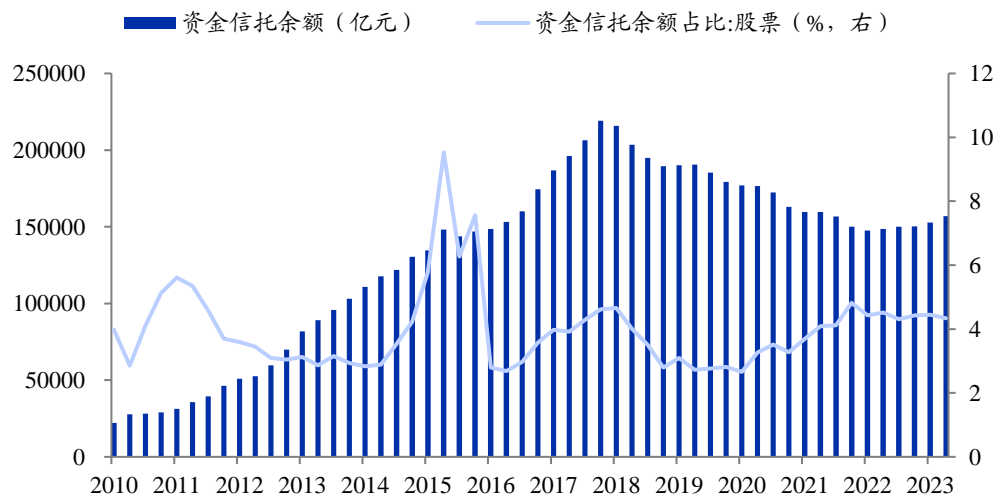
图表 17: 2023 年非保本银行理财产品余额小幅回落



来源: Wind, 华福证券研究所

2023 年来资金信托规模小幅增加, 股票占比略有下降。2010 年初资金信托余额仅为 2.2 万亿, 此后一路上涨, 2017 年底资金信托余额规模已达 21.9 万亿元高点后开始震荡回落, 截至 2023 年 6 月底规模为 15.6 万亿元。从证券市场股票占余额的比重来看, 2010 年初该比例为 4.0%, 随后震荡上行至 2015 年 6 月份的 9.5% 历史高点, 随后震荡降至 2023 年 6 月底的 4.3%。

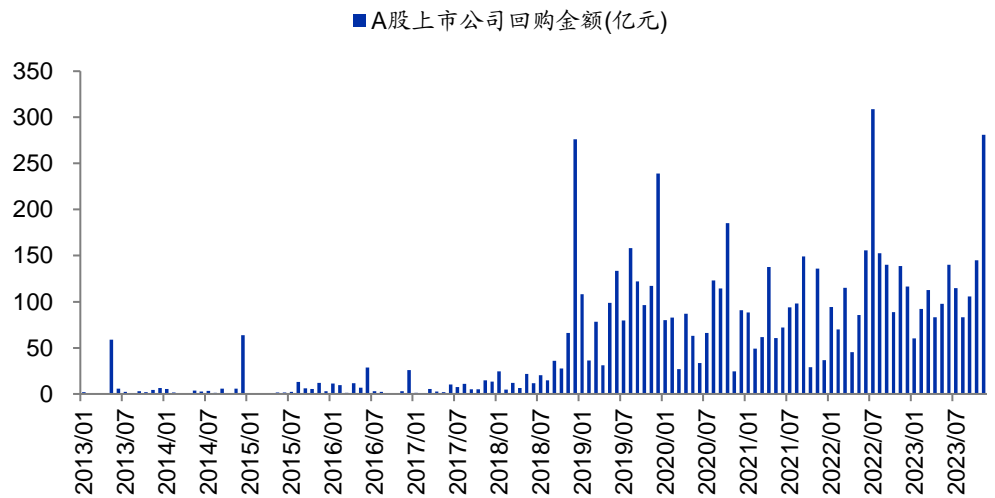
图表 18: 2010 年以来资金信托规模变化



来源: Wind, 华福证券研究所

2023 年上市公司股票回购依然处于历史较高位。2018 年之前 A 股市场回购金额总体较小, 年回购金额基本均在 150 亿元之下。然而进入 2018 年, 越来越多的上市公司开始提出进行股票回购以维护公司形象增强投资者信心, A 股市场迎来了股票回购热潮, 2018 年当年回购金额达 523 亿元, 2019 年回购金额进一步升至 1298 亿元。截至今年 11 月初, A 股市场回购金额累计已达 1316 亿元。

图表 19: 2013 年以来 A 股市场回购规模变化



来源: Wind, 华福证券研究所

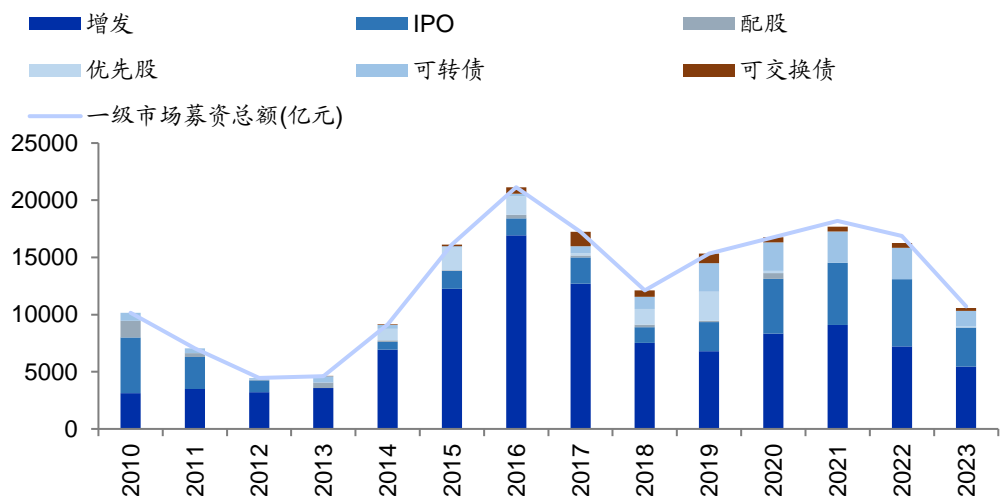
注: 按最新公告日统计, 且仅统计回购进度为完成和实施两类

5 股市资金需求分析框架

5.1 一级市场募资: 募资总额环比下降

2023 年一级市场募资总额环比下降。上市公司在一级市场可以通过增发、IPO、配股、优先股、可转债和可交换债几种方式进行股权融资。2013 年在增发募资的带动下, 一级市场募资金额出现大幅回升, 直至 2016 年达到历史高点 2.1 万亿。此后募资规模震荡回落。截至 2023 年 11 月份, 今年一级市场募资总额为 1.1 万亿元。

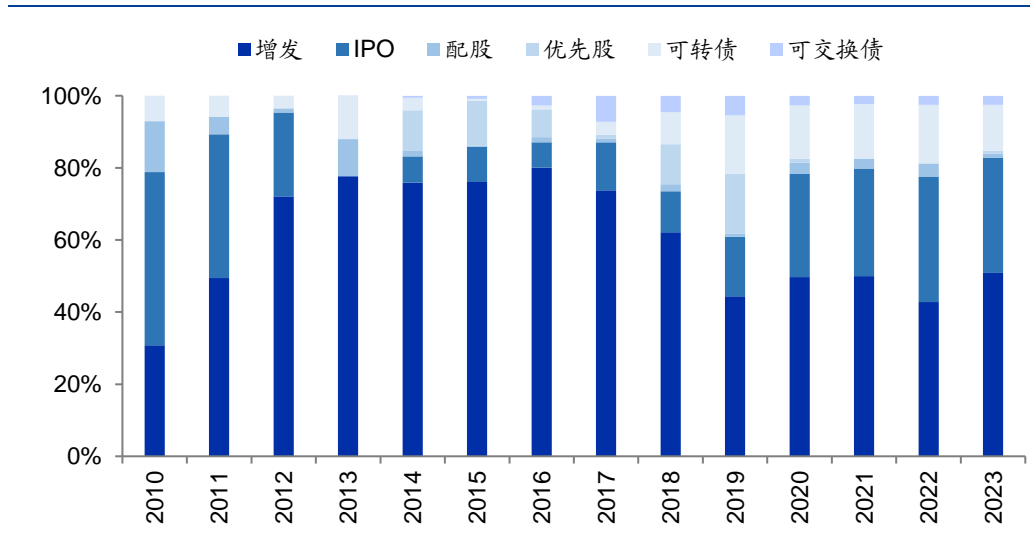
图表 20: 2010 年以来一级市场募资总额变化 (亿元)



来源: Wind, 华福证券研究所

结构上看，增发和 IPO 两种方式是在上市公司在一级市场募资的主要方式。2010 年以来，上市公司通过增发和 IPO 两种方式募资金额占比总计基本均在 70% 以上（仅 2019 年为 61%），并在 2012 年一度达到 95% 的极高水平。具体来看，2010 年增发募资金额占比为 31%，IPO 募资金额占比为 48%，占比大幅居前。截至 2023 年 11 月份，今年增发募资金额占比为 51%，IPO 募资金额占比为 32%，二者合计依然维持在 83% 的高占比。

图表 21：2010 年以来一级市场募资结构变化

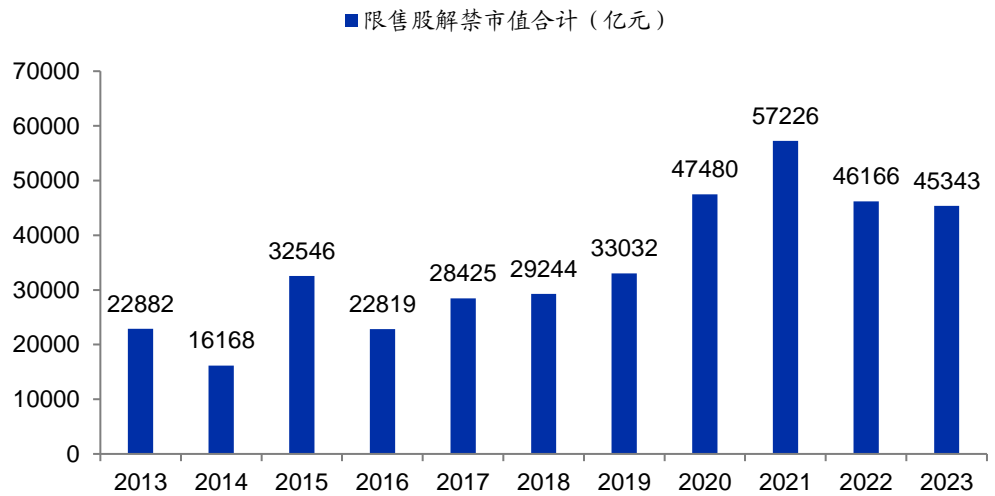


来源：Wind，华福证券研究所

5.2 产业资本：净减持额持续减少

2023 年以来 A 股产业资本限售解禁规模略有回落。为更好地保护流通股股东的利益，证监会对非流通股的上市交易作了期限和比例的限制，限售股解禁就是指受到流通期限和流通比例限制的取得流通权后的非流通股可以上市交易。根据最新披露的数据来看，我们预计 2023 年当年解禁市值将高达 45343 亿元。解禁市值规模的不断增加以及之后大股东存在的减持行为无疑会对市场流动性存在一定程度的压制。

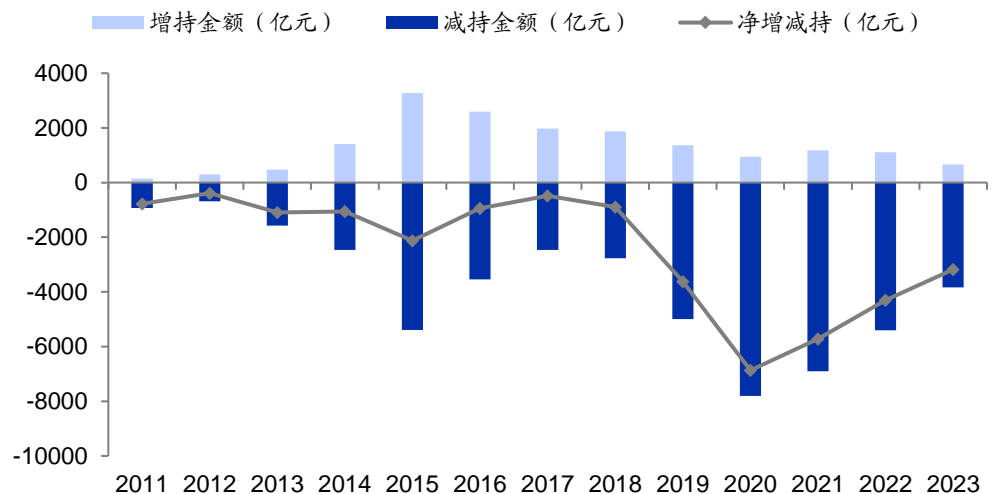
图表 22: 2013 年以来产业资本限售解禁规模变化



来源: Wind, 华福证券研究所

2023 年 A 股大股东净减持规模小幅下降。重要股东二级市场上交易分为增持和减持两种行为。截至 2023 年 11 月份, 全年二级市场上大股东增持金额共计 658 亿元。从减持金额走势来看, 截至 2023 年 11 月, 全年二级市场上大股东减持金额共计 3840 亿元。总体来看, 2010 年以来大股东净减持额走势大幅上升, 在 2020 年达到阶段性高点后小幅回落, 截至 2023 年 11 月份, 全年二级市场上大股东净减持金额共计 3182 亿元。

图表 23: 2011 年以来大股东减持金额规模变化



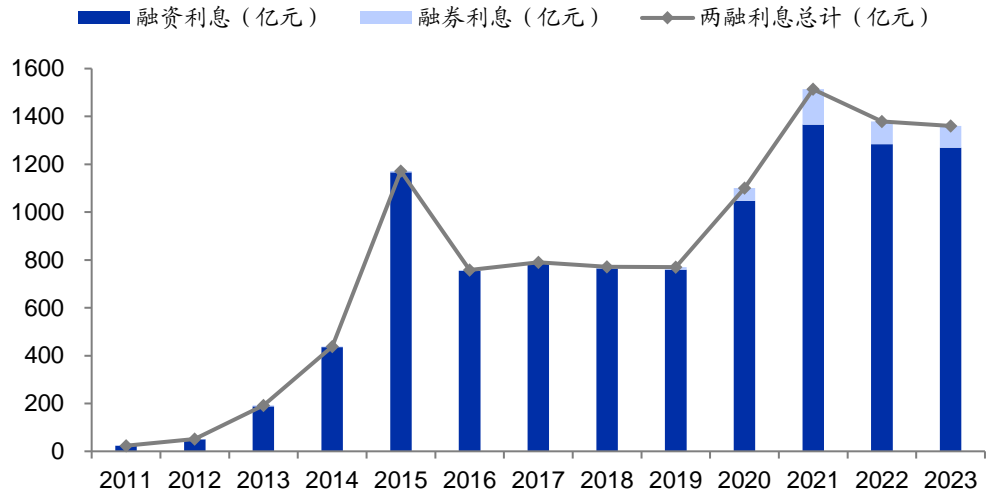
来源: Wind, 华福证券研究所

5.3 其他各项税费: 各项费用震荡下行

2023 年两融费用预计小幅提高。2010 年 3 月 31 日融资融券业务正式启动, 经统计各券商融资费率和融券费率的平均数分别为 8.43%和 9.96%。随着两融业务的

扩张，2010 年以来两融费用同样大幅增加。2010 年 A 股市场两融费用仅为 3.6 亿元，此后一路升至 2015 年的 1171 亿元高点，随后虽然略有回落，但在 2021 年又到达历史高峰，截至 2023 年 11 月份，全年两融费用累计已达 1361 亿元。

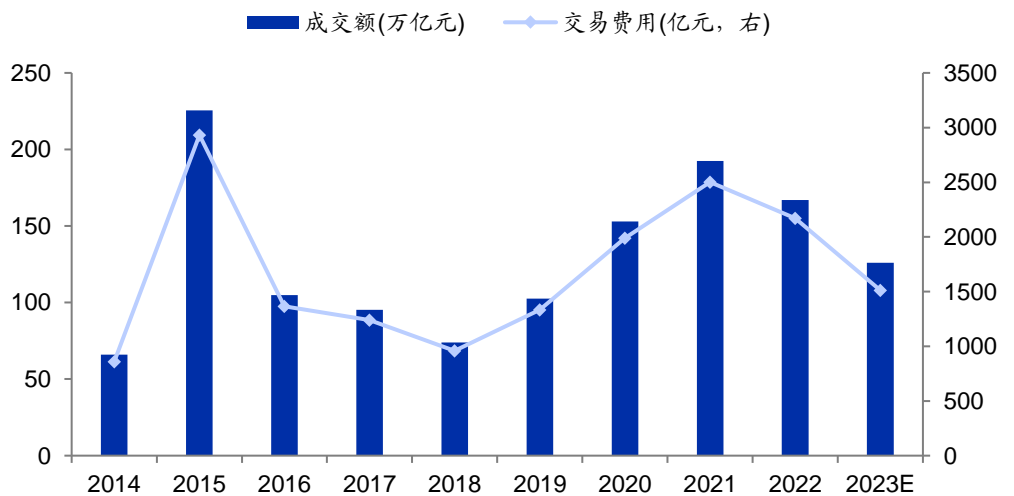
图表 24：2011 年以来两融费用规模变化



来源：Wind，华福证券研究所

2023 年以来 A 股市场交易费用预计有所回落。A 股市场交易费用主要为印花税（万分之五）和交易佣金（万分之三），2010 年来随着 A 股市场成交数据的提升，两市交易费用同样有所增加，但在 2023 年 8 月印花税减半征收以后，交易费用有所下降。具体看，2015 年 A 股交易费用达到 2932 亿元高点。此后有所回落，但中枢水平大致维持在 1500 亿元左右，截至 2023 年 10 月份，今年两市成交额累计已达 126 万亿元，对应的交易费用共计 1511 亿元。

图表 25：2014 年以来两融费用规模变化



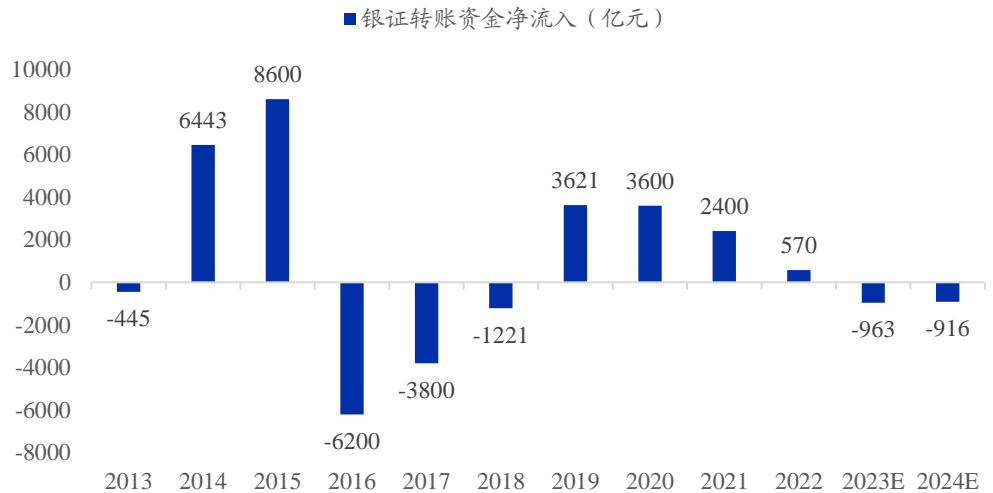
来源：Wind，华福证券研究所

6 明年股市增量资金展望

6.1 股市资金增量供给测算

预计明年个人投资者通过银证转账带来的增量资金为-916亿元。2020年疫情冲击后A股市场个人投资者银证转账带来的增量资金净流入有所放缓，今年预计全年净流出963亿元，明年预计净流出916亿元，相比今年小幅改善。

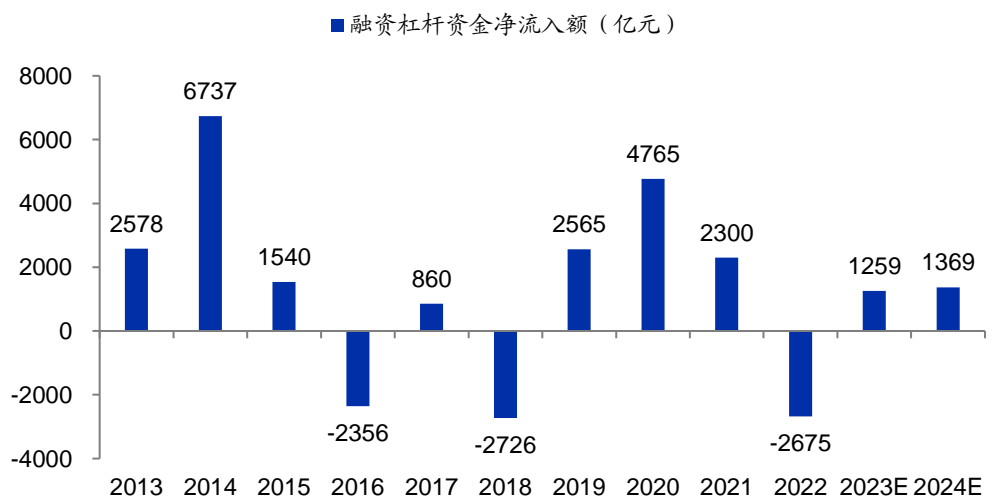
图表 26：2013 年以来 A 股市场银证转账资金净流入变化



来源：Wind，华福证券研究所

预计明年通过融资方式带来的杠杆增量资金为1369亿元。两融为代表的杠杆资金在一定程度上也反映了市场风险偏好的大小，截至2023年10月份，今年通过融资方式带来的杠杆增量资金净流入1049亿元，我们估计2023年全年为1259亿元左右，明年我们预计通过融资方式带来的杠杆增量资金为1369亿元。

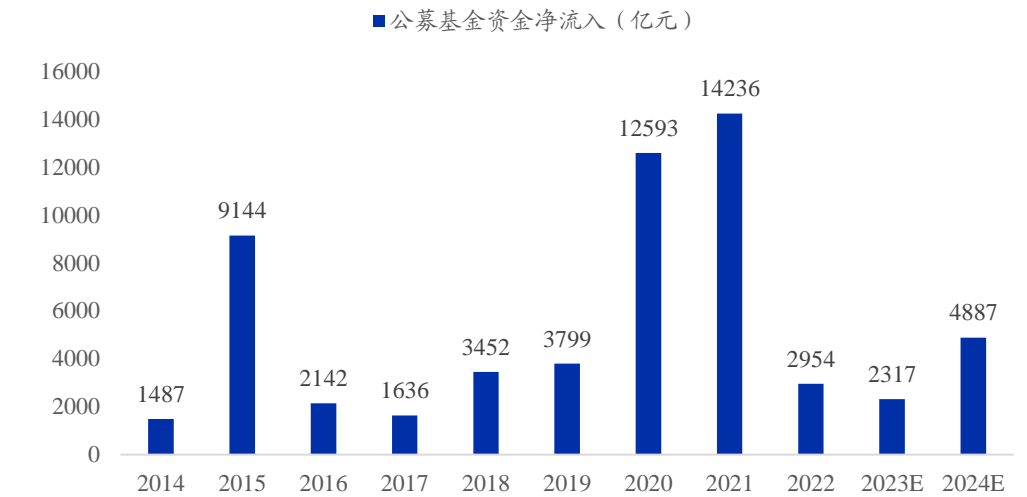
图表 27：2013 年以来 A 股市场融资杠杆资金净流入变化



来源：Wind，华福证券研究所

预计明年公募基金带来的增量资金约为 4887 亿元。今年来基金发行持续降温,当前已经处于历史低位,2023 年预计基金发行给市场带来的增量资金为 2317 亿元。同时参考过去几次基金发行持续降温经验,我们预计明年公募基金发行会有所好转,预计带来的增量资金约为 4887 亿元。

图表 28: 2014 年以来公募基金资金净流入变化



来源: Wind, 华福证券研究所

预计明年 A 股市场上外资带来的增量资金约为 1750 亿元。2014 年沪港通开通以来每一年北上资金均是净流入。我们预计今年全年陆股通累计流入额为 250 亿元,并且当前国内经济复苏迹象明显,且当前 A 股整体估值并不高,仍具备较高的投资性价比,因此未来外资整体净流入的趋势仍未改变,综合来看我们预计明年外资净流入额为 1750 亿元。

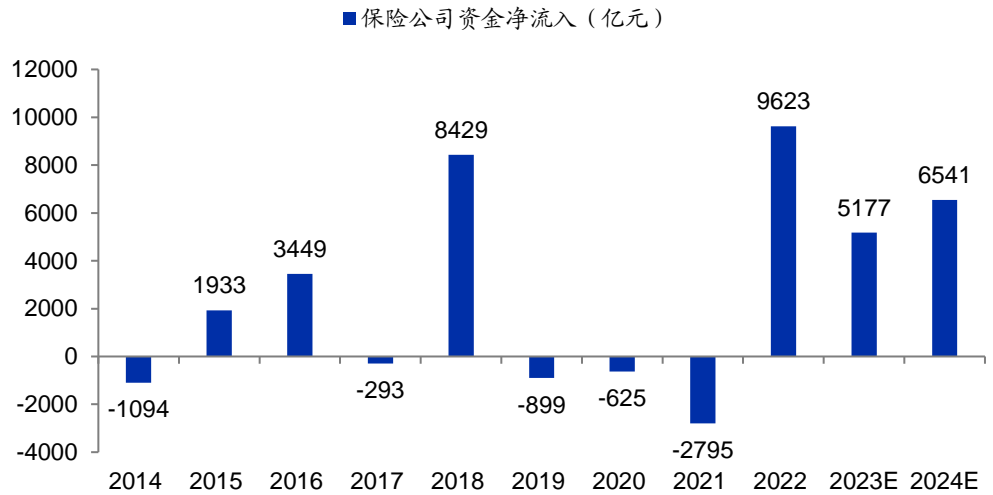
图表 29: 2014 年以来北上资金净流入数据 (亿元)



来源: Wind, 华福证券研究所

预计明年 A 股市场上保险公司带来的增量资金约为 **6541 亿元**。我们根据保险公司保险资金运用余额和对于的权益比例，按大盘收益率做了调整，考虑到近年来鼓励长线资金入市政策密集出台，我们预计今年保险公司资金净流入规模为 **5177 亿元**，明年预计为 **6541 亿元**。

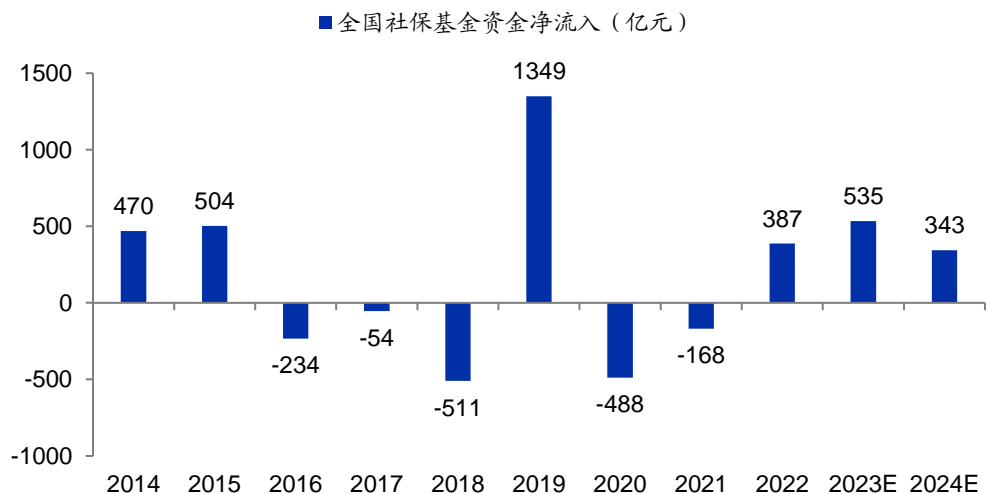
图表 30: 2014 年以来 A 股市场保险公司资金净流入数据



来源: Wind, 华福证券研究所

预计明年 A 股市场上社保基金带来的增量资金约为 **343 亿元**。根据社保基金持有 A 股市值以及年度投资收益率数据，我们估算今年社保基金带来的增量资金规模为 **535 亿元**，明年预计为 **343 亿元**。

图表 31: 2014 年以来 A 股市场全国社保资金净流入数据

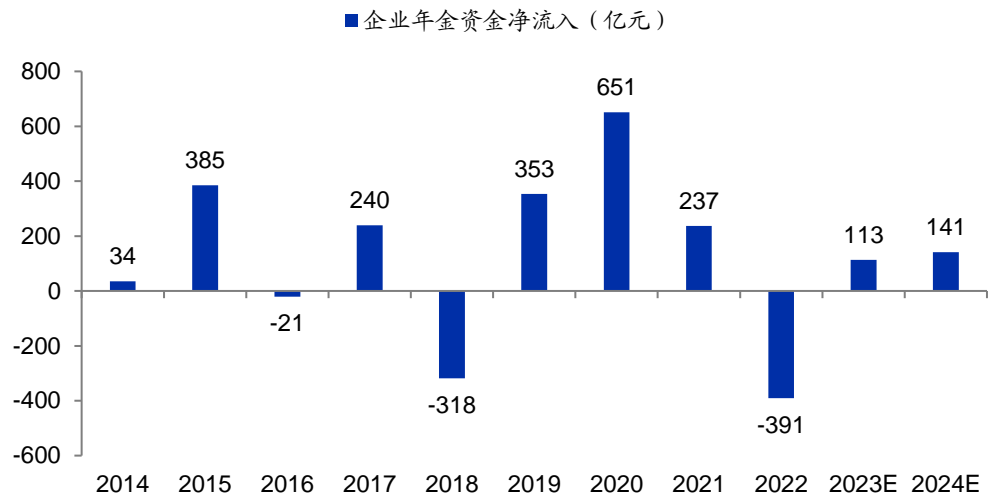


来源: Wind, 华福证券研究所

预计明年 A 股市场上企业年金带来的增量资金约为 **141 亿元**。本部分我们以人社部公布的企业年金养老金产品持股比例、全国企业年金实际运作金额以及企业年金收益率进行估算。总体来看，企业年金单年的净流入流出金额规模相对较小，我们预

计今年 A 股市场企业年金资金净流入额为 113 亿元，明年预计为 141 亿元。

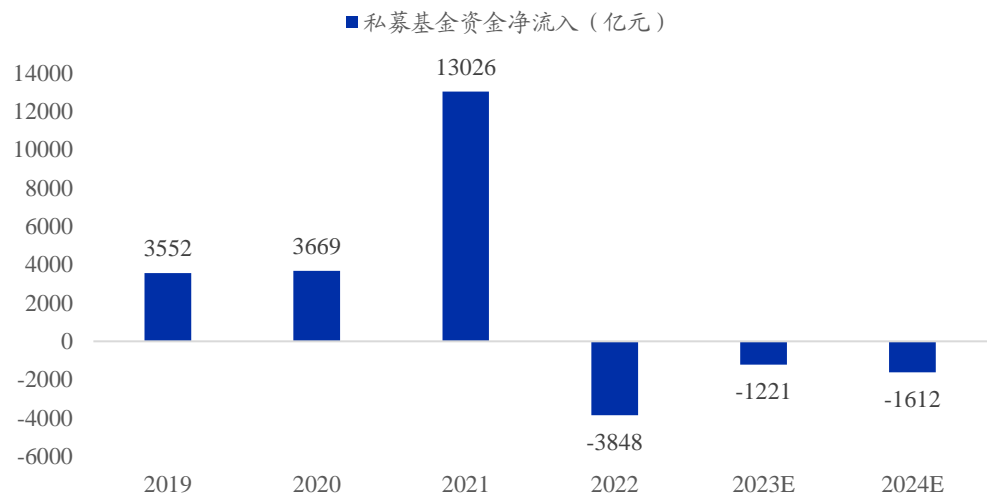
图表 32: 2014 年以来 A 股市场企业年金资金净流入数据



来源: Wind, 华福证券研究所

预计明年 A 股市场上私募基金带来的增量资金净流出 1612 亿元。本部分我们以《华润信托阳光私募股票多头指数月度报告》公布的私募基金持股比例以及私募证券投资基金管理规模进行估算。我们预计今年 A 股市场私募基金资金净流出额为 1221 亿元，明年预计净流出 1612 亿元。

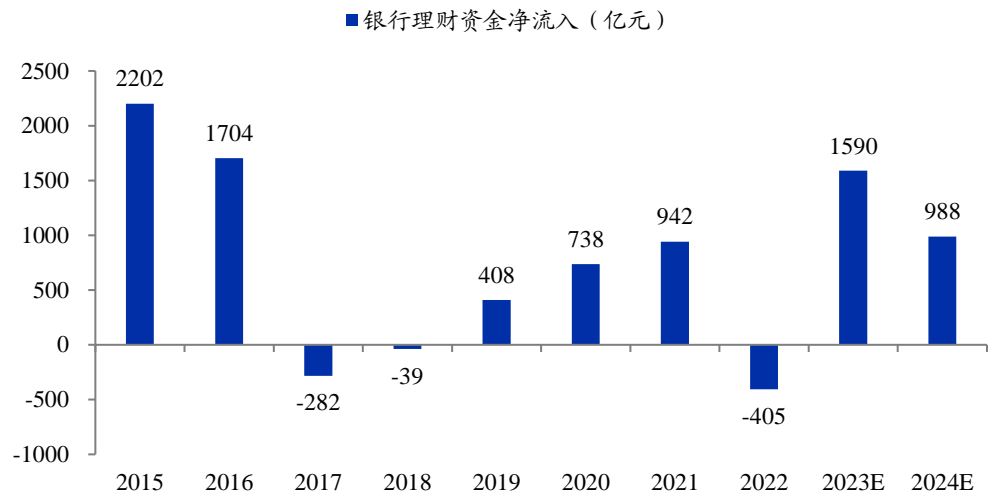
图表 33: 2019 年以来 A 股市场私募基金资金净流入数据



来源: Wind, 华福证券研究所

预计明年 A 股市场上银行理财带来的增量资金约为 988 亿元。据中国银保监会官方披露，截至 2023 年 6 月末，银行理财产品权益类资产配置规模约占银行理财总资产的 3%。据此我们估计今年 A 股市场银行理财资金净流入额为 1590 亿元，明年预计为 988 亿元。

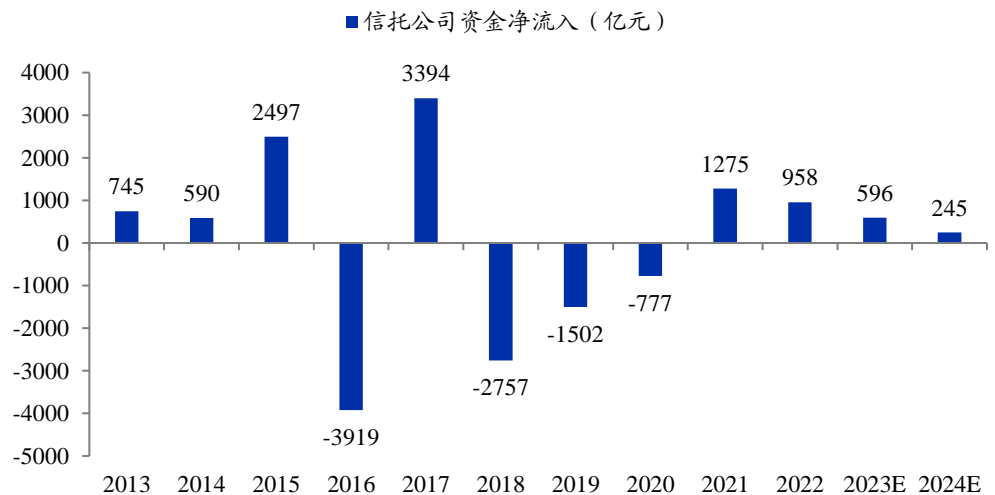
图表 34: 2015 年以来 A 股市场银行理财资金净流入数据



来源: Wind, 华福证券研究所

预计明年 A 股市场上信托公司资管业务资金净流入额约为 245 亿元。2017 年以来, 信托公司资管业务净流入量有所降低, 不过自 2019 年开始出现回升迹象。根据中国信托业协会公布的资金信托投向股票余额, 我们预计今年 A 股市场信托公司资管业务资金净流入额为 596 亿元, 明年预计为 245 亿元。

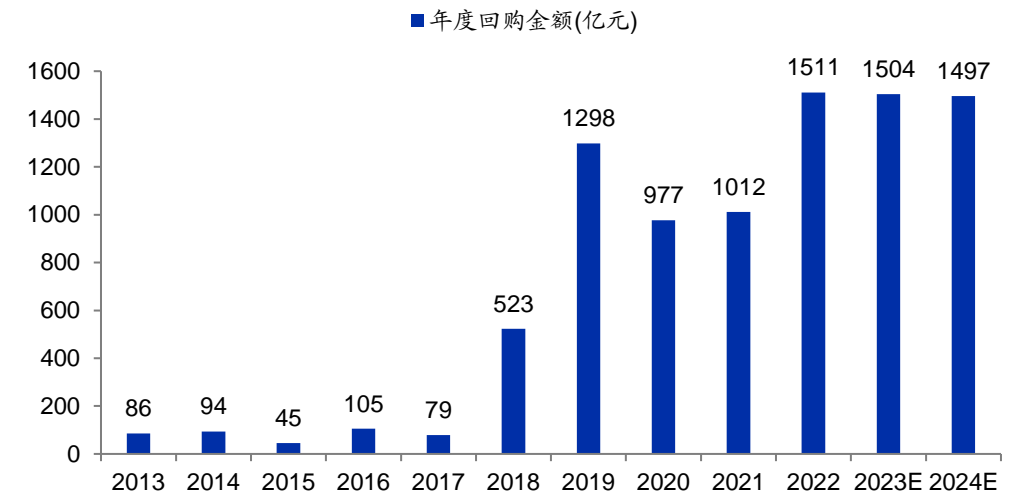
图表 35: 2013 年以来 A 股市场信托公司资金净流入数据



来源: Wind, 华福证券研究所

预计明年 A 股市场上股票回购资金净流入额约为 1497 亿元。2013 年以来, 上市公司股票回购规模有所上升, 我们预计今年 A 股市场股票回购资金净流入额为 1504 亿元, 明年预计为 1497 亿元。

图表 36: 2013 年以来 A 股上市公司回购资金净流入数据



来源: Wind, 华福证券研究所

6.2 股市资金边际需求测算

预计明年 A 股市场上 IPO 规模约为 2365 亿元。2019 年以来, 随着科创板、注册制的不断推进, 上市公司 IPO 募资总额也大幅提升。随着今年 A 股 IPO 阶段性收紧, 截至今年 11 月, A 股市场 IPO 募资金额为 3415 亿元, 我们预计今年 A 股市场 IPO 募资金额为 3726 亿元, 明年预计为 2365 亿元。

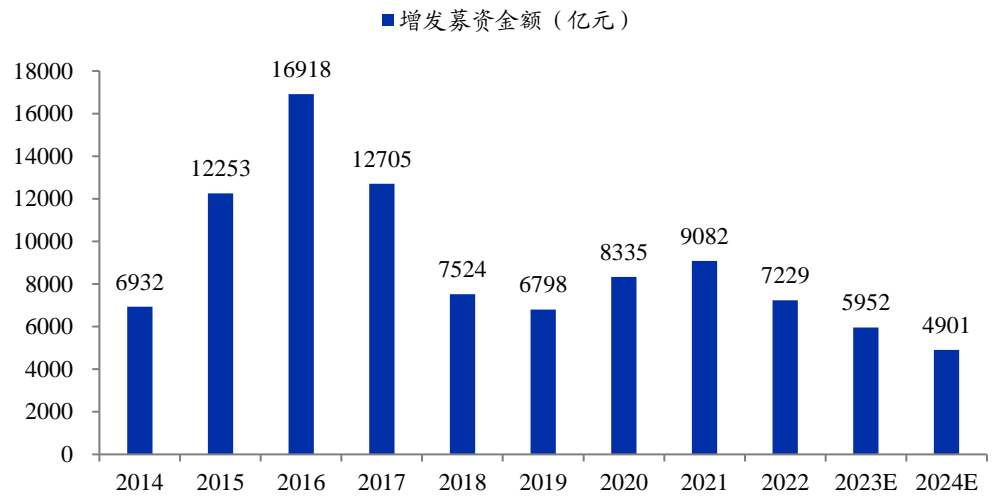
图表 37: 2014 年以来 A 股市场 IPO 募资规模变化



来源: Wind, 华福证券研究所

预计明年 A 股市场上增发规模约为 4901 亿元。2017 年随着监管层对增发融资的收紧, 上市公司通过增发方式募资总额也大幅下降, 不过在 2020 随着再融资新规的出台, 增发募资金额有所回升。截至今年 11 月, A 股市场增发募资金额为 5456 亿元, 我们预计今年 A 股市场增发募资金额为 5952 亿元, 明年预计为 4901 亿元。

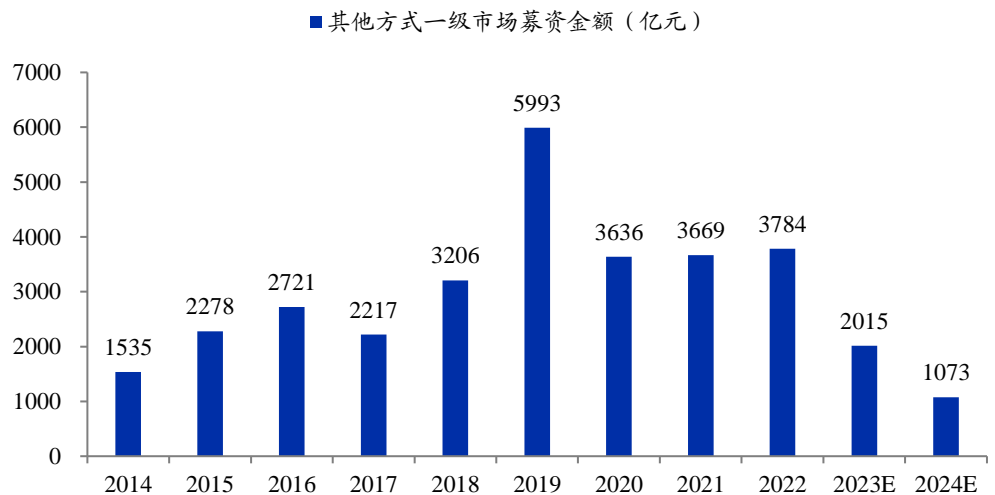
图表 38: 2014 年以来 A 股市场增发募资规模变化



来源: Wind, 华福证券研究所

预计明年 A 股市场上通过其他方式募资规模约为 **1073 亿元**。这里其他方式主要指通过配股、优先股、可转债和可交换债方式募资, 总体来看近几年募资规模相对较为稳定。我们预计今年 A 股市场增发募资金额为 2015 亿元, 明年预计为 1073 亿元。

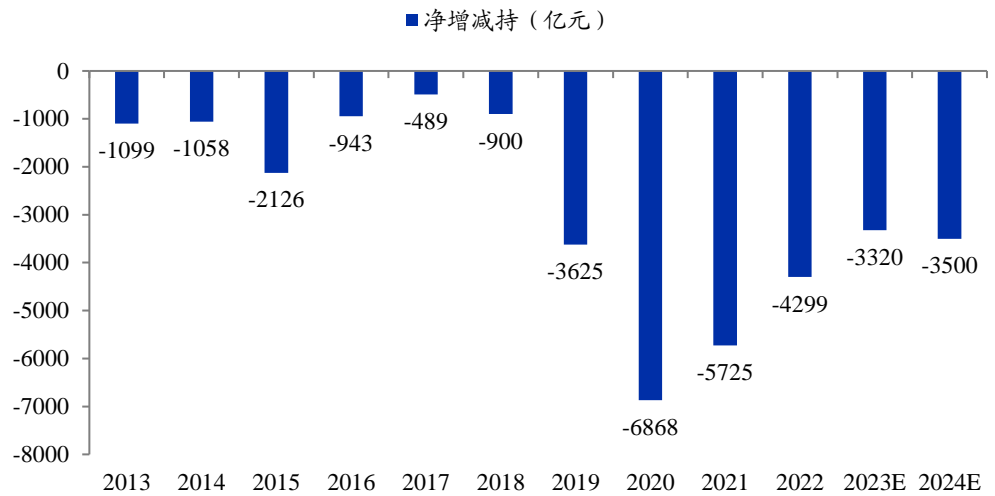
图表 39: 2014 年以来 A 股市场其他方式募资规模变化



来源: Wind, 华福证券研究所

预计明年 A 股市场上大股东净减持金额为 **3500 亿元**。大股东减持金额和限售解禁规模在趋势上大致一致。我们预计今年 A 股市场大股东净减持金额为 3320 亿元, 明年披露的解禁值相比今年基本持平, 我们预计大股东净减持金额为 3500 亿元。

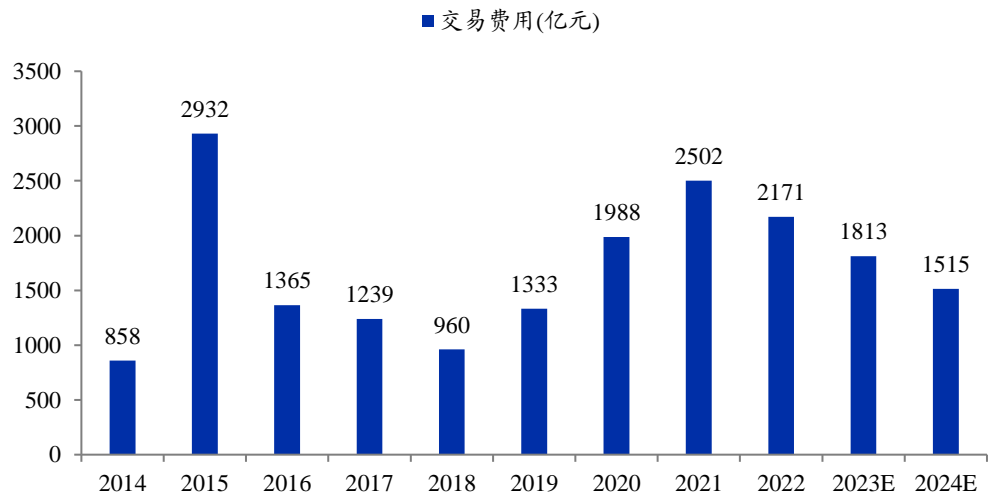
图表 40: 2013 年以来 A 股市场净增减持规模变化



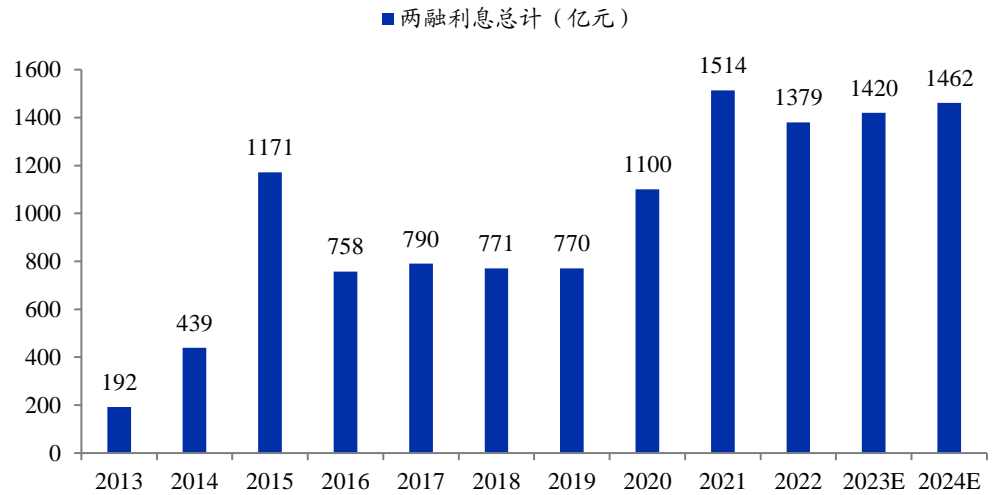
来源: Wind, 华福证券研究所

预计明年 A 股市场上交易费用为 1515 亿元，两融利息为 1462 亿元。随着印花税的减半征收，交易费用和两融余额总体上有所下降，我们预计今年 A 股市场交易费用和两融利息分别为 1813 亿元和 1420 亿元，明年预计交易费用和两融利息分别为 1515 亿元和 1462 亿元。

图表 41: 2014 年以来 A 股市场交易费用规模变化



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 42: 2013 年以来 A 股市场两融利息规模变化


来源: Wind, 华福证券研究所

图表 43: 2017 年以来 A 股市场流动性测算与展望 (亿元)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
银证转账	-3800	-1221	3621	3600	2400	570	-963	-916
融资规模	860	-2726	2565	4765	2300	-2675	1259	1369
公募基金	1636	3452	3799	12593	14236	2954	2317	4887
陆股通	1997	2942	3517	2089	4322	900	250	1750
社保基金	-54	-511	1349	-488	-168	387	535	343
保险公司	-293	8429	-899	-625	-2795	9623	5177	6541
企业年金	240	-318	353	651	237	-391	113	141
私募基金	.	.	3552	3669	13026	-3848	-1221	-1612
银行理财	-282	-39	408	738	942	-405	1590	988
资金信托	3394	-2757	-1502	-777	1275	958	596	245
回购	79	523	1298	977	1012	1511	1504	1497
资金流入总计	3778	7774	18062	27194	36785	9584	11157	15232
IPO	2301	1378	2532	4789	5426	5869	3726	2365
增发	12705	7524	6798	8335	9082	7229	5952	4901
一级市场其他方式	2217	3206	5993	3636	3669	3784	2015	1073
净减持	489	900	3625	6868	5725	4299	3320	3500
两融利息	790	771	770	1100	1514	1379	1420	1462
交易费用	1239	960	1333	1988	2502	2171	1813	1515
资金流出总计	19742	14738	21052	26717	27918	24731	18247	14816
资金净流入总计	-15964	-6964	-2990	477	8867	-15147	-7090	416

资料来源:Wind、华福证券研究所

7 风险提示

宏观经济恢复弱于预期: 国内经济复苏有待数据进一步验证, 若经济复苏不及预期对 A 股市场流动性或将存在影响。

海外政策风险：美联储退出加息节奏若慢于预期，对全球流动性以及 A 股市场流动性均存在扰动。

政策监管风险：保险资金入市、A 股市场上市公司投融资等涉及的政策风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn