

宏观年报

2023年12月27日

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

政策面暖风频吹下，市场出现反弹的概率加大

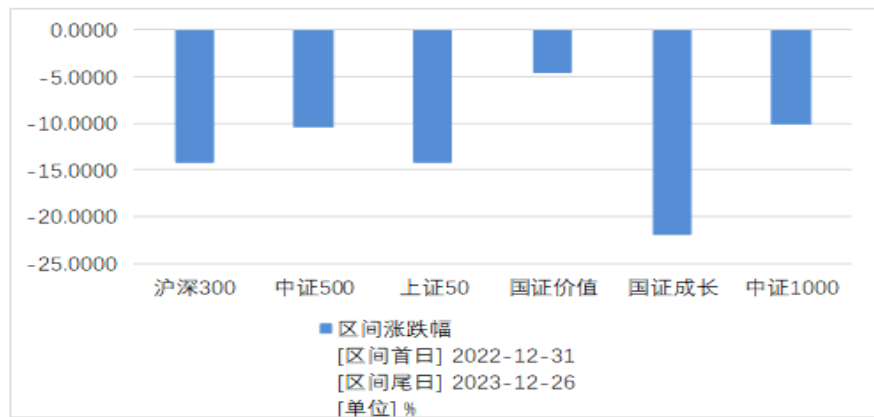
——2024年权益市场运行环境分析

正文：

去年，笔者在题为《恢复信心是市场走出低谷的关键》的《2023年年度权益市场宏观运行环境报告》中指出：2024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。

而事实上除了1月有反弹外，市场均处于调整阶段，下半年调整力度明显加大，市场的弱势倾向和调整幅度远远超过笔者的预计。关键在于宏观数据没有因疫情政策的优化而改善，从宏观来看，我国经济存在着有效需求不足、部分行业的产能过剩、社会预期转弱、风险隐患仍然较多等问题，即需求收缩、供给冲击和预期转弱的三大压力依旧存在，内生需求动力不足，恢复性经济增长又呈现出波段性和曲折性的特点。同时，中国经济又面临经济增速的换挡期、结构调整的阵痛期、前期刺激政策的消化期“三期叠加”的严峻挑战。

图 1：主要股指年度涨跌幅度（数据截至到 12 月 26 日）



资料来源：银河期货 WIND

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，几乎延续了 2022 年行业调整的特点，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。

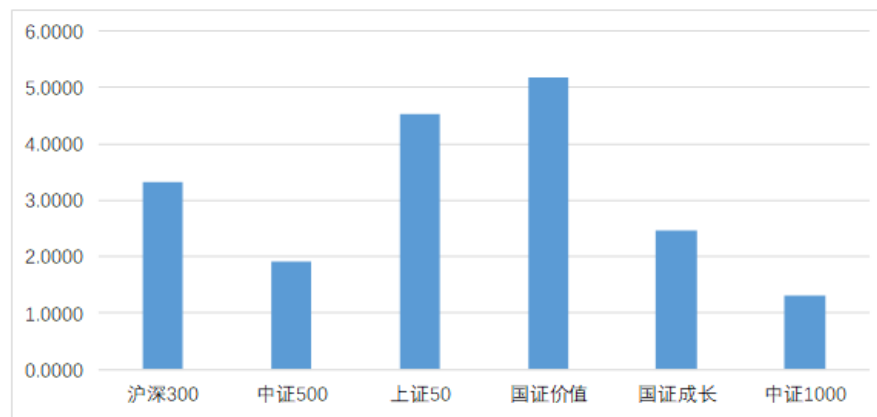
图 2：申万行业指数年涨跌幅（数据截至到 12 月 26 日）



资料来源：银河期货 WIND

而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 average 的股息率看，股息率目前处于历史较高水平。

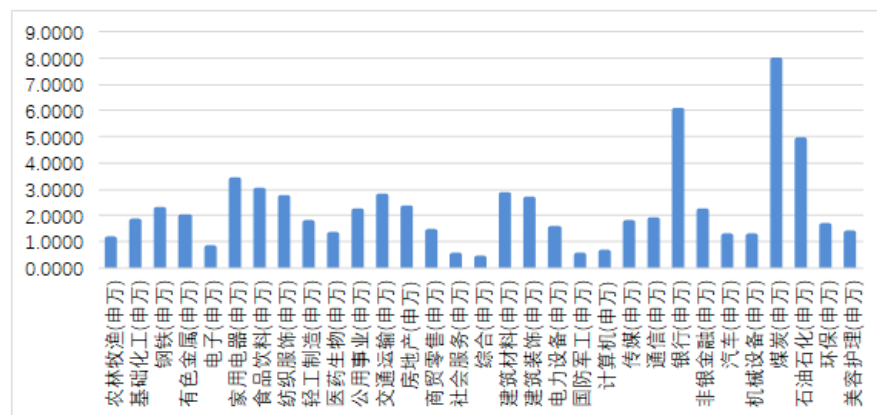
图 3: 主要股指股息率水平 (数据截至到 12 月 26 日)



资料来源: 银河期货 WIND

从申万行业股息率水平看, 多数行业的股息率继续回升, 处于历史较高水平。其中, 煤炭的股息率已经接近 7%。

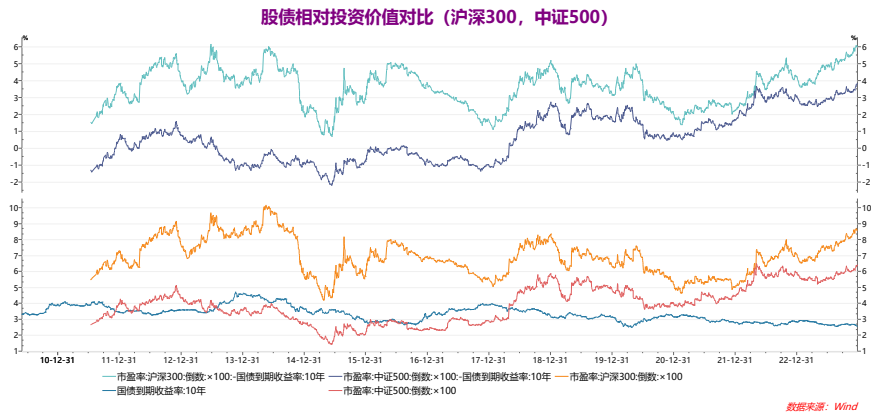
图 4: 申万行业股息率水平 (数据截至到 12 月 26 日)



资料来源: 银河期货 WIND

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 2.57% 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 6.06 个百分点和 3.86 个百分点。

图 5: 股债相对投资价值对比 (沪深 300, 中证 500)

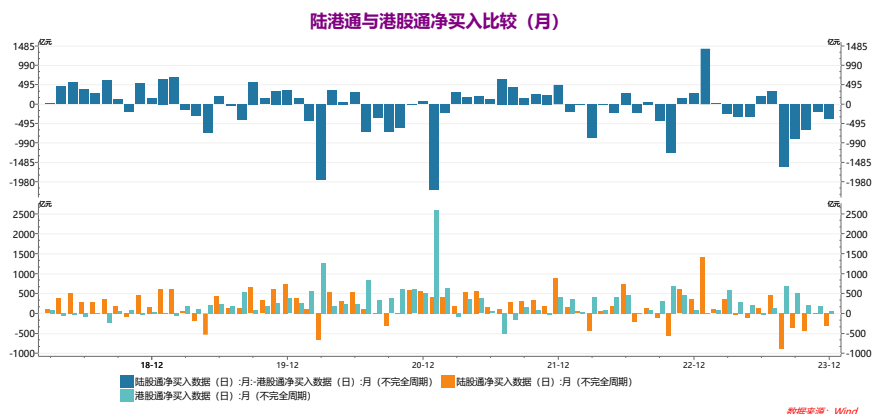


资料来源: 银河期货 WIND

那么, 为什么在股息率较高的情况下, 市场还是如此低迷呢? 市场信心低迷是非常重要的因素。

从陆股通的数据看, 出现了明显的买入资金净流出, 尤以 8 月后为甚。

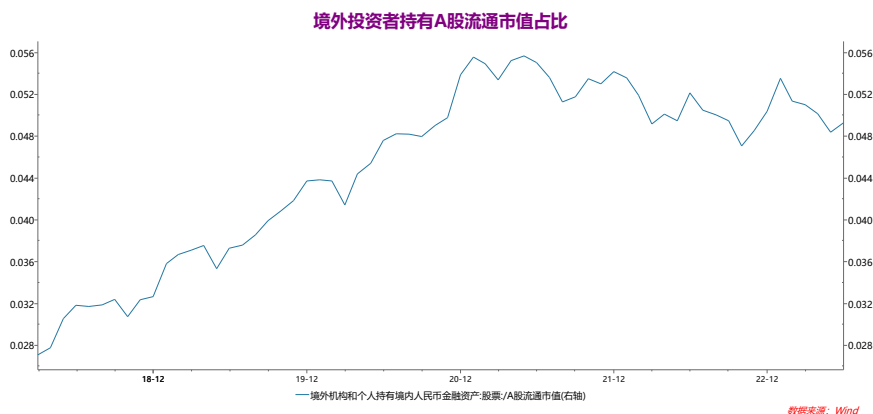
图 6: 陆港通与港股通净买入比较 (月)



资料来源: 银河期货 WIND

境外投资者持有 A 股流通市值占比也总体下降, 二季度报 4.93%, 但去年同期为 5.21 %。估计年底数据更加出于低位。

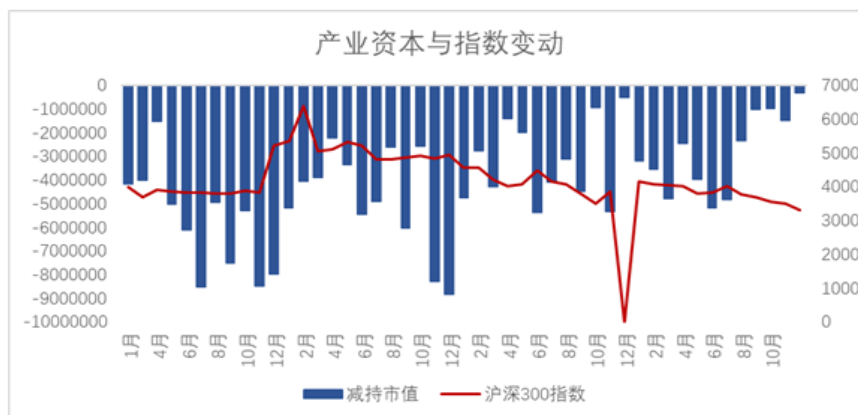
图 7：境外投资者持有 A 股流通市值占比



资料来源：银河期货 WIND

尽管市场低迷，产业资本的减持压力依旧不减，显示出市场预期的悲观。但 12 月的情况有所改观。

图 8：沪深 300 指数与产业资本减持



资料来源：银河期货 WIND

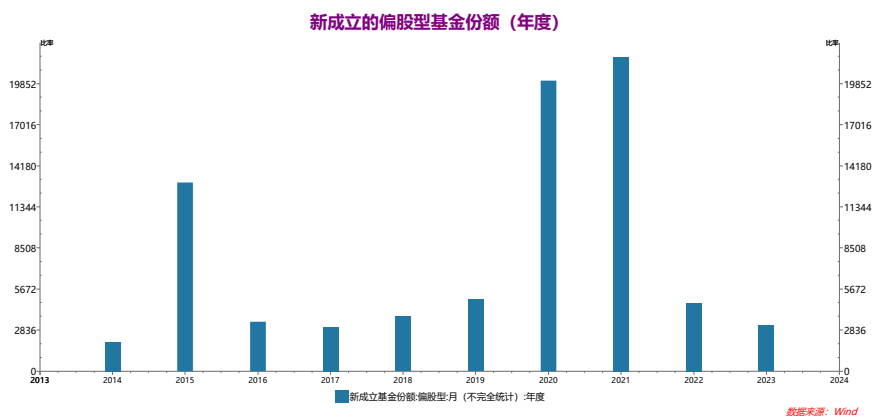
从上市公司回购情况看，尽管市场低迷而出现了明显的调整，但全年回购数量不及。截至到 2022 年 12 月 26 日，回购股份 87.37 亿股，涉及资金 901 亿元，而去年，回购股份为 112.26 亿股，涉及资金 1012.3 亿元。

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152只，较2022年却发行了117只有所增加，但份额仅为1013.18亿份，，低于2022年的达1513.12亿份。

但是，新成立的偏股型基金数在2023年继续，仅仅报3150.99亿份，低于2022年的4694.49亿份，和2021年的21702.44亿份形成了鲜明的对比。

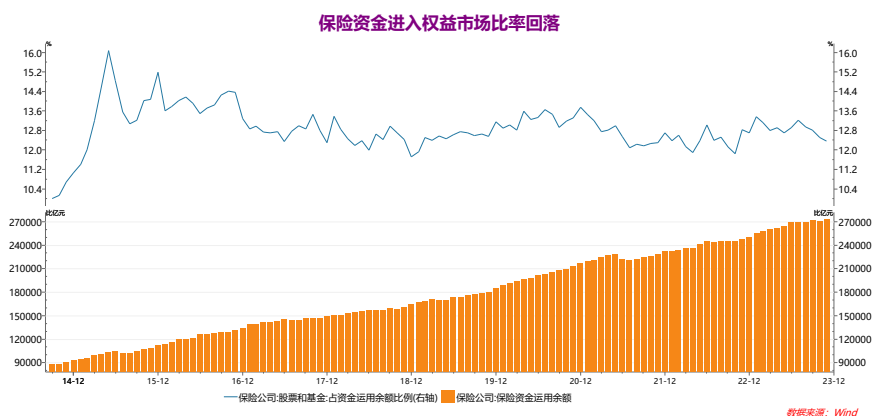
图9：新成立的偏股型基金份额（年度）



资料来源：银河期货 WIND

而从保险资金入市比率看，保险公司配置权益市场的资金余额继续下降。11月报12.27%，去年同期为12.84%

图10：保险资金进入权益市场比率回落



资料来源：银河期货 WIND

从资金信托投向股票和基金的资金余额看，从已经披露的上半年数据看，也

出现了明显的回落。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 11: 资金信托余额投向股票和基金情况

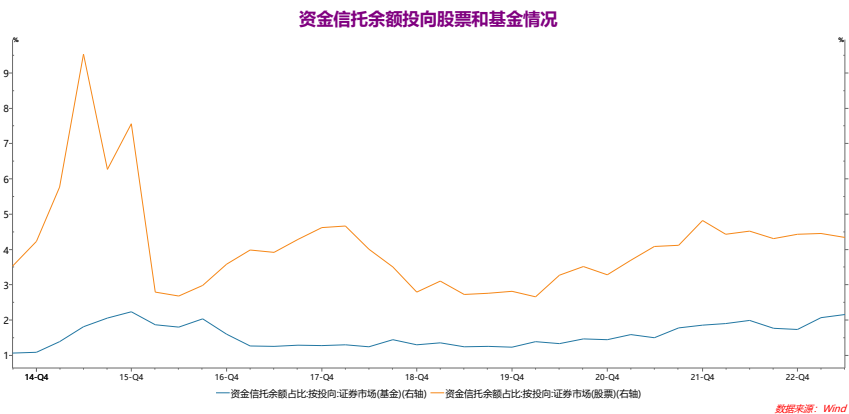
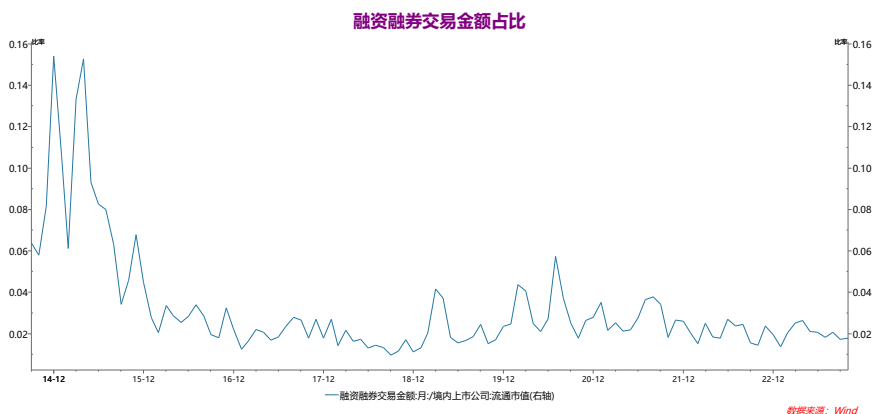


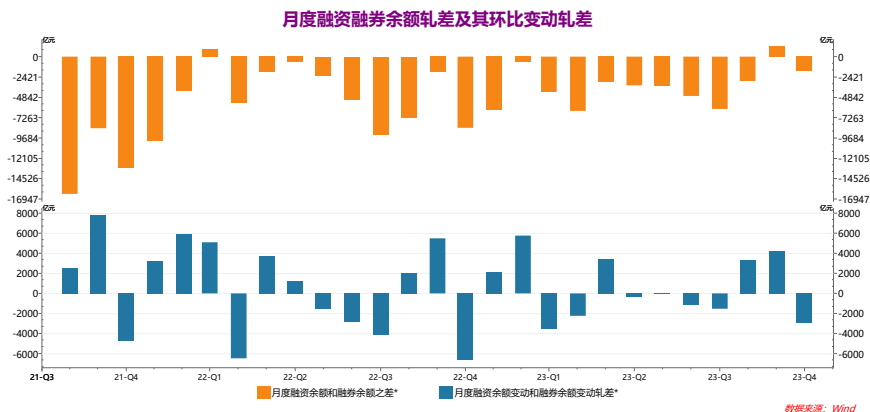
图 12: 融资融券交易金额占比



资料来源：银河期货 WIND

再从月度融资融券余额轧差和环比变动轧差看，在持续萎缩后，9 月和 10 月持续有所改观，但 11 月再度走负。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 13: 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

问题是市场的低迷和市场信心的不振是不是在 2024 年还会延续？笔者认为延续的可能性不大，因为政策面下半年以来暖风频吹，这对 2024 年的市场走势会有所帮助，政策面毕竟是最根本的基本面。

中央金融工作会议了“优化融资结构，更好发挥资本市场枢纽功能，推动股票发行注册制走深走实，发展多元化股权融资，大力提高上市公司质量，培育一流投资银行和投资机构。”

《衍生品交易监督管理办法（二次征求意见稿）》提出了完善上市公司、新三板挂牌公司信息披露制度；完善短线交易监管、完善内幕交易和市场操纵监管；完善减持、限售规则和完善对上市公司特定主体的监管等。

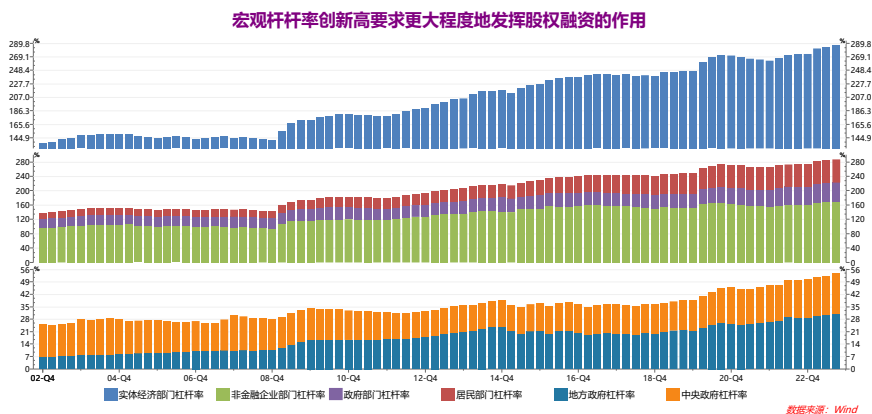
有关方面也连续出台了包括手续费优惠、规范减持、融券、鼓励回购和发展稳定的长期投资者等一系列相关措施。质变将通过量变而完成

为什么政策面暖风频吹，是因为在目前的情况下需要通过提振资本市场来缓解需求收缩、供给冲击和预期转弱的三大压力，需要通过提振资本市场来直面经济增速的换挡期、结构调整的阵痛期、前期刺激政策的消化期“三期叠加”的

严峻挑战。我们必须在充分认识到提振资本市场的必要性和重要性。

具体而言，从宏观杠杆率看，屡创新高，需要发展权益融资改善融资结构，减缓宏观杠杆率的压力，以防范系统性金融风险。

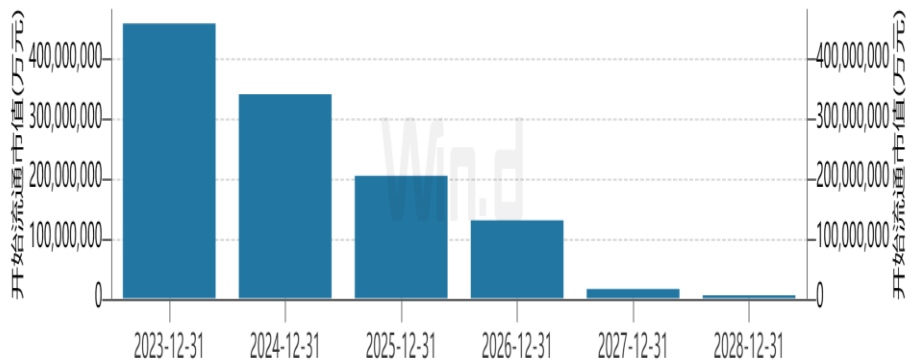
图 14：宏观杠杆率再创新高



资料来源：银河期货 WIND

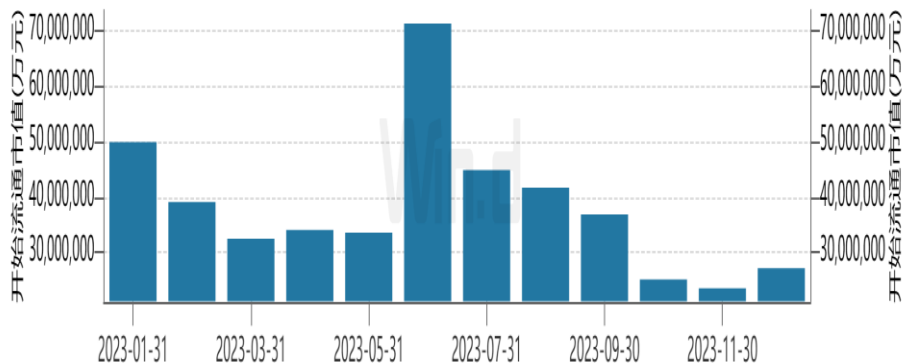
而面对预期转弱和内需动力不足的问题，需要活跃权益等资本市场改善预期，增强需求动力。因为根据跨期收入理论，人们的当期需求不是仅仅取决于当期收入，而是要取决于跨期收入，而活跃的证券市场是可以改善跨期收入的。活跃的资本市场还可能重新引发境外投资者的回流，对改善外汇收支也有积极作用。明年的限售股减持压力也有一定缓解，主要减持压力集中在 6 月。

图 15：限售股减持年度压力图



资料来源：银河期货 WIND

图 16：2024 年限售股减持月度压力图



资料来源：银河期货 WIND

市场的经验也表明，在市场极度低迷的时候，往往是机会的产生时刻。因此，市场很可能借助某一切契机出现反弹。过度地看空市场在目前的情况下并不可取。

当然笔者也对反弹的高度和持续时间持有谨慎的态度，因为资本市场的完善依旧路长道远。需要时间，需要有更大的勇气和胆略深化改革和开放。

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