



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

潘京

资格编号: S0120521080004

邮箱: panjing@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

增量资金何时进场？

——2023 年权益市场年度展望之资金篇

投资要点：

- **外资的流出可能是长期性的：**今年以来，美联储持续激进地收紧、俄乌冲突爆发后对俄罗斯的制裁政策、国内疫情蔓延后对供应链的影响导致北向资金开始快速出逃。外资对于疫情的判断、地产政策支持预期落空，对经济和产业结构转型以及国际关系的担忧，叠加加息周期下人民币快速贬值，选择清盘的资金在增加。对中国的权益市场增值幅度的预期下行和对全球政治格局的变化担忧在很长一段时间内都将对海外长线资金的流入造成压力。从行业格局上来看，外资对市场风格的引领在 2020 年之前有显著成效，但在 2020 年和 2022 年两次外资退出时外资持仓的大白马持续调整的过程中，陆股通涨幅跑输大盘，市场风格在未来可能会和近几年外资持股引领市场的风格出现一定背离。
- **内资的持股结构：**在经济周期的特殊阶段中，传统宏观流动性自上而下向股市传导的框架指标失效，本质上是股票市场资金来源的微观组成部分的入场意愿发生了变化。市场流动性的拆解重点需要关注自然人投资者的资金入场行为、机构资金行为和产业资本大幅回购的情况。
- **自然人投资者：**今年 3 月以来，受到市场调整的影响，新增自然人投资者和非自然人投资者的户数均出现持续下行，市场再次下探的末期，非自然人户数出现了小幅回升，可能与产业资本回购增持存在一定的关系。无论是从央行的调查问卷还是实际储蓄来看，今年居民的储蓄意愿增加客观上减缓了个人投资者资金进场，宏观层面对经济的悲观预期、对未来收入预期的不确定性、市场调整和波动性增强都成为制约个人投资者参与市场的理由。
- **机构资金：**从规模上讲，个人养老金新规的落地可能会为市场带来新的增量资金，但对于收益和资产风险等级的要求也可能会更多推动资金流向稳健的固收市场。公募市场及理财产品的总规模扩张说明市场的增量资金投资能力仍存，但这部分资金的进场意愿仍然需要看到明显的赚钱效应。
- **产业资本：**从回购金额以及公司数来看，与前两轮相比，本次回购潮的持续时间暂还不及前两轮，但回购金额已经超过 2018-2019 的轮次，跟投资者结构中呈现的股东及关联方占比提升的数据相吻合。按历史经验来看，回购潮开启意味着市场正在磨底中，产业资本回购的积极是增量资金进场的先验信号之一。
- **增量资金的进场信号部分显现：**我们从市场底部资金变化的趋势去推演历史上底部区域向上的过程中资金行为所表现出来的特征，我们认为市场走出磨底期后资金行为的逆转才可能成为各项增量资金跟随进场的信号，从资金行为而言，我们选取了个人、机构和产业资本的四项代表指标，分别是新增开户数同比和两融占成交比重、偏股型基金新发份额同比以及产业资本净增持的反转点作为增量资金入场的信号（尽管这并不一定意味着市场必然也会迎来正反馈）。综合上述四个指标的现状及反转形态，我们认为目前来看，资金行为仍然显示市场处在一个相对坚实的底部，磨底期可能还需要维持一段时间，资金行为的反转和市场底部的反转大概率是同步或者偏右侧滞后一段时间完成，资金层面的先验指标产业资本回购和同步指标两融占比的变化目前已经较为积极，增量资金的全面进场可能还需要等待基本面的变化带来的信心恢复。
- **风险提示：**基本面变化不及预期，外资大幅撤出，盈利改善不及预期，流动性超预期收紧

内容目录

1. 海外流动性及外资长期撤出	4
1.1. 海外流动性：全球流动性收紧或持续至明年年中	4
1.2. 外资的长期撤出	5
1.2.1. 历史上五轮外资快速流出后外资均转为净流入	5
1.2.2. 今年的两轮外资流出可能是长期问题	6
2. 内资增量资金的来源？	8
2.1. 传统宏观流动性传导框架的失灵	8
2.2. 市场资金的结构	9
2.2.1. 机构增量资金意愿不足	10
2.2.2. 个人投资者入场放缓	12
2.2.3. 产业资本回购呈现积极信号	12
2.2.4. 增量资金进场的信号	13
3. 风险提示	15

图表目录

图 1：不同视角下通胀增速预测汇总	4
图 2：除今年外历史上共有 5 轮北向快速出逃	5
图 3：7 轮北向资金快速离场时市场表现	6
图 4：2016 年至今外资持股行业变化趋势	7
图 5：2022 年 10 月北向资金流出创 2020 年 3 月以来新高	7
图 6：配置盘持股市值及占比均下滑	7
图 7：2016-2017 年之后 M1 对股市流动性失效	8
图 8：2016 年-2017 年之后“M2-M1”对股市流动性失效	8
图 9：2021 年以来超额流动性对权益资产支撑效应下降	9
图 10：2019 年剩余流动性处于下行周期但股市上涨	9
图 11：2022 年以来信贷脉冲底部指示指标也出现失效	9
图 12：A 股市场投资者的结构	10
图 13：投资者结构细分（截至 2022/9/30）	10
图 14：交易主要由自然人投资者贡献（%）	10
图 15：上交所投资者结构占比（%）	10
图 16：偏股型公募基金规模缩水（截至 2022/11/8）	11
图 17：新成立偏股型基金发行遇冷（截至 2022/11/8）	11
图 18：理财产品资金余额上升（万亿元）	11
图 19：理财产品投向债券和股票资产比例上升（截至 2022/11/8）	11
图 20：保险资金投向权益市场占比略有下降	11
图 21：3 月以来新增自然人投资者数量大幅下滑	12
图 22：住户存款同比今年以来再次抬升	12
图 23：央行储户问卷调查显示储蓄倾向提升	12
图 24：居民储蓄率上行客观上减缓资金入场	12
图 25：2018 年以后的回购潮	13
图 26：回购潮始于期间的市场底部	13
图 27：历次底部新增开户数同比呈现明显下行	14
图 28：市场位于低位时两融交易额占比往往也处于较低位置	15
图 29：偏股型基金发行份额同比仍在低位	15
图 30：产业资本净减持下降但暂未转向净增持	15

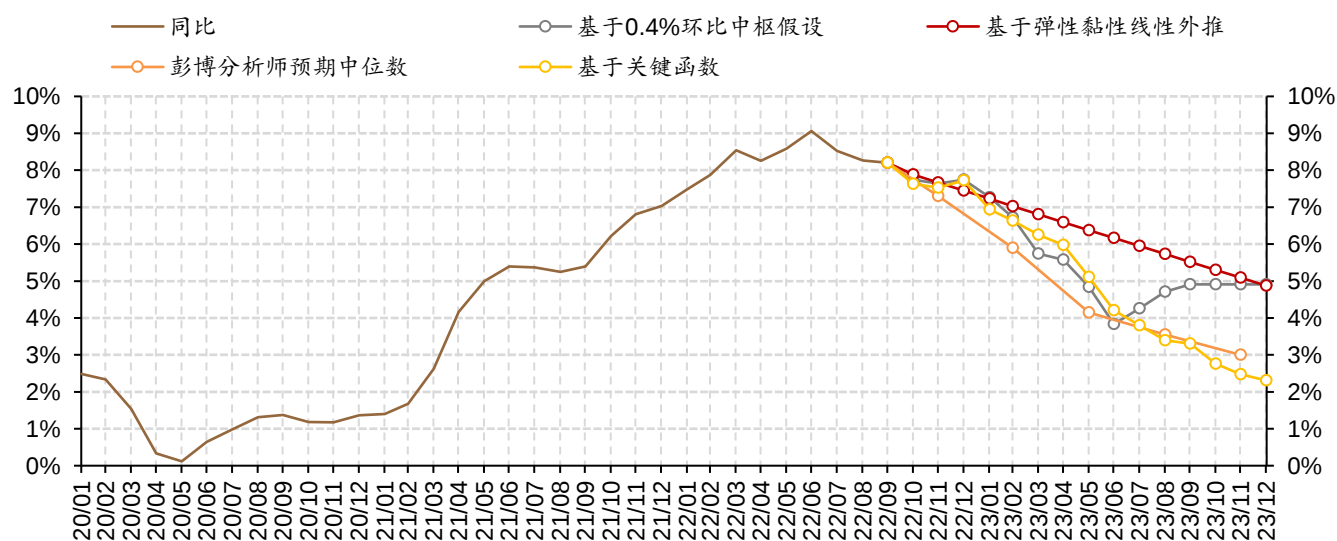
1. 海外流动性及外资长期撤出

1.1. 海外流动性：全球流动性收紧或持续至明年年中

我们在《通胀下行道阻且长，23Q2 或破 6%——2023 年度展望之美国通胀篇》中对美国通胀进行了回顾和预测，3 月以来一系列增量的供应链冲击使得本轮通胀彻底错过了最后的回落时机，通胀的主导权也由弹性通胀交棒给了黏性通胀。通胀不断超预期上行且黏性愈发强劲迫使美联储实施激进的紧缩货币政策以削弱经济中过剩的总需求，不可避免地，资本市场迎来强劲的流动性冲击。我们基于三种视角对美国通胀未来的路径进行了预测，我们认为 2023 年的通胀中枢将趋于回落，但从通胀的节奏上看仍然有超预期的可能性，且绝对的同比增速仍然维持在相对较高的位置。这意味着联储加息的进程仍然趋于鹰派，明年上半年、尤其是一季度，市场的交易或仍然趋向于通胀→紧缩逻辑。二季度末后，高基数效应、货政紧缩滞后效应的显现以及衰退预期将使得通胀出现更快速的回落，届时对美联储 Fed Pivot 的呼声或有升温，市场对于流动性预期的变化可能出现在二季度通胀出现趋势下行时，届时开始交易紧缩反转的预期。

今年以来，海外主要国家先后提前加息应对通胀上行和利差收缩导致的资金外逃，全球经济呈现不同程度的收缩，资金集体向美元市场回流，美国流动性边际收缩仍然使得全球流动性边际趋紧，新兴市场资产普遍调整。受国内经济环境和海外流动性影响最大的港股市场远远跑输其他亚太地区市场。在海外流动性取决于激进的货币政策紧缩预期反转的情况下，市场对于明年流动性宽松的预期可能过于乐观，紧缩预期对全球资产避险情绪的压制消除可能需要看到美国的通胀趋势下行的信号。

图 1：不同视角下通胀增速预测汇总



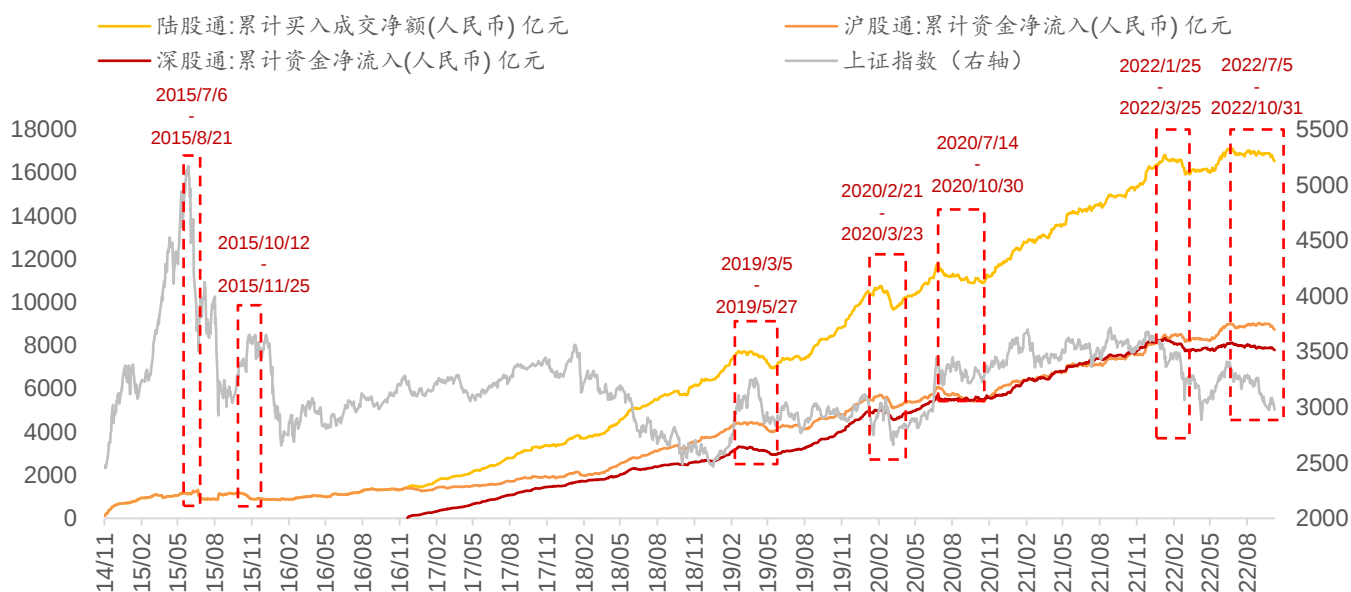
资料来源：Bloomberg，德邦研究所

1.2. 外资的长期撤出

1.2.1. 历史上五轮外资快速流出后外资均转为净流入

自陆股通开通以来，北向资金共经历了 7 轮较大幅度和较长持续时间的资金净流出，其中包含今年的 2 次大幅净流出。第一轮是在 2015/7/6 至 2015/8/21 期间，A 股快速下跌与新兴市场货币危机影响下，外资恐慌性出逃，但随后迎来了快速回流，随后第二轮是 2015/10/12 至 2015/11/25，这期间对美联储将通过加息推动货币政策向常态化回归的预期持续升温，市场反弹后外资才重新撤离，因此在这段期间指数仍然有较大幅度的涨幅。在 16 年之后，随着海外市场对 A 股加大配置，北向资金大幅快速流入 A 股，并对 A 股市场风格形成了较大的影响，直到 2019/3/5 至 2019/5/27 期间，中美贸易摩擦再次发酵时，双边贸易磋商以及出于科技制裁的担忧，外资呈现大幅净流出，而随着贸易摩擦逐渐缓解，外资继续开始净流入。2020/2/21 至 2020/3/23 期间，海外疫情爆发后悲观预期与恐慌情绪开始蔓延，对安全资产的需求触发了短期的流动性危机，外资呈现史上最大幅度的净流出，在海外开始全面宽松，流动性泛滥之后，全球资产价格都开启上涨趋势，直到 2020/7/14 至 2020/10/30 期间，国内核心资产尤其是消费类行业的泡沫被推至顶峰，外资持股的行业开始大幅调整，海外中期选举未落地前中美关系演化也成为影响外资的重要变量，11 月大选落地后市场调整告一段落后，外资开始转为大幅回流。从指数表现上来看，除 2015 年 10 月-11 月市场大涨时外资撤出的那一轮外，北向资金净流出期间大盘均出现了不同程度的下跌，陆股通相关指数也出现了相应的调整，但大部分时间陆股通持股涨幅都能跑赢大盘，说明外资对市场风格的引领在 2020 年之前有显著成效，但在 2020 年和 2022 年两次外资逃出时外资持仓的大白马持续调整的过程中，陆股通涨幅跑输大盘，市场风格在未来可能会跟外资持股出现一定背离。

图 2：除今年外历史上共有 5 轮北向快速出逃



资料来源：wind，德邦研究所

图 3：7 轮北向资金快速离场时市场表现

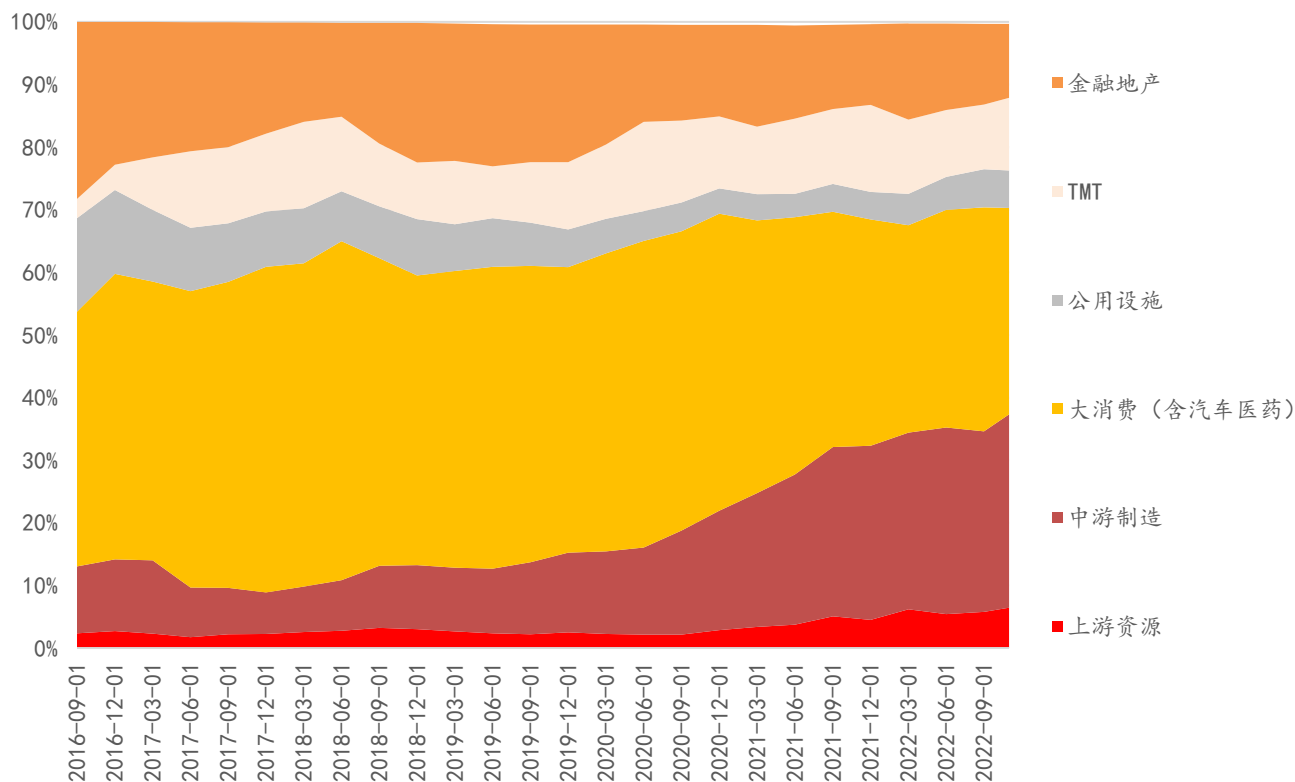
起始日	截止日	期间单日净流入	A股指数区间涨跌幅 (%)			陆股通指数区间涨跌幅 (%)			陆股通 -上证 (%)	陆股通重仓 -上证 (%)
			上证指数	万得全A	沪深300	陆股通	陆股通重仓	陆股通50		
2015/7/6	2015/8/21		-10.35	-8.11	-12.62	-2.46	-	-9.34	7.89	-
2015/10/12	2015/11/25		16.05	27.34	14.72	23.17	-	11.72	7.12	-
2019/3/5	2019/5/27		-3.39	-1.78	-3.00	-1.27	-0.93	-4.32	2.13	2.46
2020/2/21	2020/3/23		-10.59	-11.39	-12.86	-9.95	-12.95	-12.33	0.64	-2.36
2020/7/14	2020/10/30		-4.69	-3.83	-1.22	-6.51	-1.73	-1.79	-1.82	2.96
2022/1/25	2022/3/25		-8.81	-10.17	-12.65	-10.14	-12.47	-9.42	-1.33	-3.66
2022/7/5	2022/10/31		-14.59	-14.60	-21.45	-10.28	-17.66	-15.69	4.31	-3.07

资料来源：wind，德邦研究所

1.2.2. 今年的两轮外资流出可能是长期问题

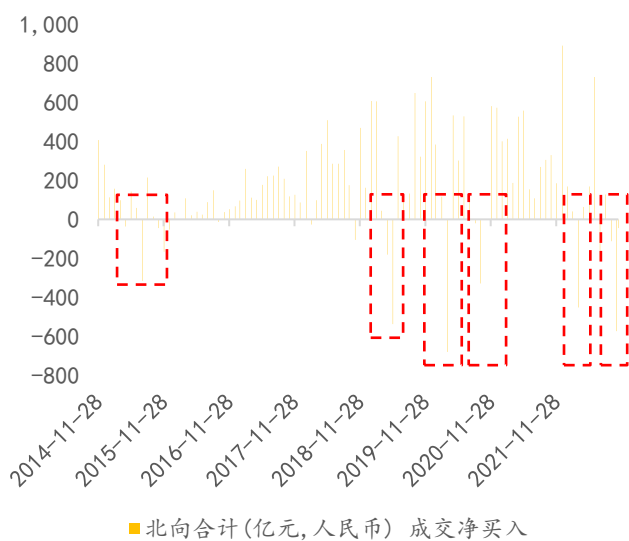
今年以来，美联储持续激进地收紧、俄乌冲突爆发后对俄罗斯的制裁政策、国内疫情蔓延后对供应链的影响导致北向资金开始快速出逃。北向资金夺路而逃的前期，交易盘资金的流出占主导地位，后期随着配置盘资金也开始流出，更引起了市场的恐慌。经过了 4 月至 7 月市场的反弹，北向资金流入主要在于交易盘的贡献，配置盘资金的流出趋势则暂未停止。10 月开始，外资再次重现了 3 月的逃出，单月净流出金额为 2020 年以来最多。外资对于疫情的判断、地产政策支持的预期落空，对经济和产业结构转型以及国际关系的担忧，叠加加息周期下人民币快速贬值，选择清盘的资金在增加。究其根本原因，一方面，过去的两年时间内，中国的权益市场增值幅度并不及预期，逐利的资金向强势美元地区和南美、东南亚等高利率和经济恢复的地区转移，另一方面，俄乌之间的冲突让全球的主要经济体的角力明朗化，海外投资者担忧全球政治格局的变化，俄乌事件影响力的严重性和过去历史分裂格局相似性会让投资者对中国市场的信心降低，外交关系和经济增长速度的不确定性也成为海外投资者的重要考量，因此，出于对于新兴市场金融资产脆弱性的担忧和中美关系变化下的国际格局变化的担忧，海外主要长线资金，也即北上资金中的配置盘开始缩小中国及其他新兴市场权益资产的敞口，海外大规模的主权基金、养老机构等长线资金撤出中国市场，资金的信心变化在极长的一段时间内仍将有可能持续，这种变化在很长一段时期内都将对海外长线资金的流入造成压力。从行业格局上来看，外资的持仓也在逐渐均衡化，2016 年至今，陆股通行业占比已经从传统的偏好消费、金融地产逐渐转向上游资源和中游制造，外资偏好的传统板块面临着增速天花板、增长潜力下滑、利润率降低和强竞争对手的挑战的局面，资金流向的新板块也需要外资更谨慎的评估未来行业的新发展方向，因此需要更多的时间逐步验证其盈利性和成长性，长期资金的再次流入可能会变得比以前更加困难。

图 4：2016 年至今外资持股行业变化趋势



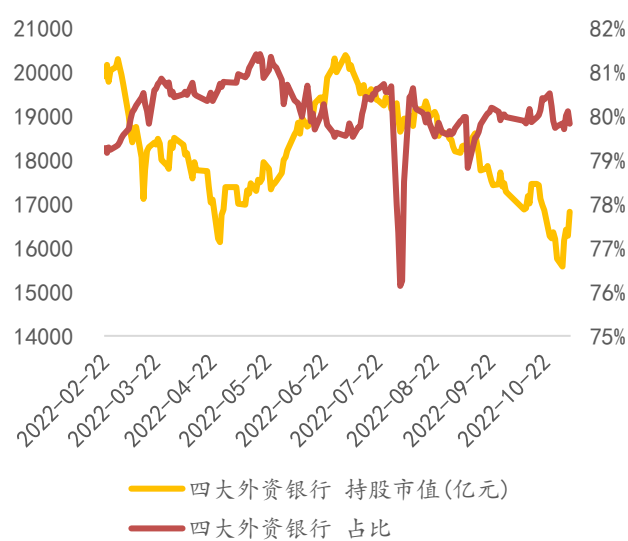
资料来源：wind，德邦研究所

图 5：2022 年 10 月北向资金流出创 2020 年 3 月以来新高



资料来源：wind，德邦研究所

图 6：配置盘持股市值及占比均下滑



资料来源：wind，德邦研究所

2. 内资增量资金的来源？

2.1. 传统宏观流动性传导框架的失灵

在《“降息”又“降准”，股市何时上涨？——流动性创造系列专题之三》中，我们曾详细就宏观流动性、超额流动性、剩余流动性等不同口径流动性指标和股票市场历史表现出现背离的原因进行探讨，我们发现，金融监管制约、资金链条缩短和多层嵌套被约束导致 M2 和 M1 等传统宏观流动性指标在 2016 年之后对股票市场流动性的指示逐渐失效；去杠杆和资管新规实施之后，去通道化和净值化转型导致银行体系资金向权益市场转移的链条受阻，超额流动性指标（银行间市场的狭义流动性，一般用超储衡量）对权益资产的指示作用也在 2019 年之后趋弱；2021 年初以后，当扩张的宏观流动性不能转化为对名义经济增长的支撑时，剩余流动性指标（宏观流动性投放减去实体经济部门的流动性需求，一般用 M2-名义 GDP 衡量）对股票市场的表现的影响也在减弱。

出于对宏观经济增长和流动性相关性的进一步考量，我们引入了信贷脉冲和信用周期来观测信用扩张显示的经济预期变化，从行情和信用周期领先滞后关系来看，2008 年底和 2019 年初行情与信用周期基本同步，2005 年滞后于信贷脉冲低点 2-3 个月，2013 年和 2016 年滞后于信贷脉冲低点约半年。从历史上看，除了 2008 年“四万亿”推动的强刺激与 2015 年的杠杆资金牛市推动的行情快速上扬，其他底部盘整期与信用周期期间市场筑底的过程往往也对应经济数据企稳回升的过程，在信用底部出现后，经济其他项的后验指标将会逐一验证。但从当前信用扩张的成效来看，去年末至今信贷总量趋势改善但结构未企稳的变化仍然反映了市场对于经济增长的信心缺失，市场与信贷脉冲指标也呈现背离趋势。

图 7：2016-2017 年之后 M1 对股市流动性失效

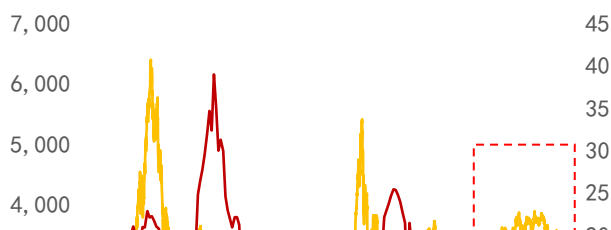
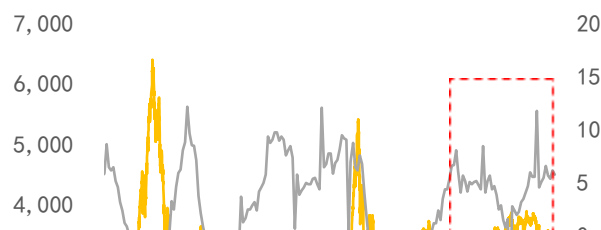


图 8：2016 年-2017 年之后“M2-M1”对股市流动性失效



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48621

