

股份回购动能增强，与股指关联性提升

研究院

研究员

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

策略摘要

政策利好和盈利回升动能的推动下，2024年A股回购金额有望达到1600亿元，增速达75%，下半年贡献约600亿元。随着股份回购规模的快速扩张，预计回购活动与股指走势的关联性显著增强。当前科技成长类公司在股份回购占主导地位，中证500、中证1000指数中科技板块权重高，预计相应指数表现与回购规模间的相关性上升幅度更大。

核心观点

■ 市场分析

国内股份回购政策经历了从严格限制到逐步放松、再到鼓励和完善的过程，政策的根本性转变，带动了股份回购市场的发展。

2018年前，我国股份回购近乎停滞，2018-2019年回购规模激增。2019年，股份回购数量和金额首次分别突破百亿股和千亿元。2024年，股份回购力度空前，截至7月末，回购数量与金额均创历史同期新高，也已超过2023年全年水平。A股整体回购规模有限，仅占全A上市公司归母净利润的1.74%，但回购变动趋势与净利润增速呈现出同向变化的特征。A股回购金额与股指走势并未展现出紧密且全局的相关性，更多带来的是暂缓跌势的作用。

从结构来看，科技成长类公司是当前股份回购的主力，整体偏向大盘风格。股份回购规模仅与食品饮料行业走势存在较强的正相关性，其相关系数达0.62。从回购目的来看，以实施股权激励与员工持股计划和市值管理为核心，近年来国资委强化市值管理考核，提升央企管理层重视度，预示市值管理型回购规模将扩大。

基于回购资金来源潜力、政策激励及美市经验，评估国内股份回购的未来趋势。国内回购占股市总市值比例远低于美国水平，显示出巨大的增长空间。A股回购以自有资金为主，随着2024年盈利预期的改善，回购动力有望增强，全年回购金额或达1600亿元，同比增长75%，其中下半年贡献约600亿元。美股指数与回购金额存在较高的同步性，尤其是标普500、道指，其相关性超0.7，随着国内回购规模的扩大，预期指数与回购的关联将增强，特别是在科技板块主导的回购市场中，如中证500、中证1000等科技板块权重高的指数，或将更显著地受到股份回购的推动。

■ 风险

若国内政策落地不及预期、企业盈利大幅下滑，股份回购金额有显著减少的风险

目录

策略摘要	1
核心观点	1
股份回购综述	4
股份回购规则	6
股份回购政策回顾	6
当前股份回购规则	7
股份回购现状	10
整体	10
结构	13
目的	15
美股回购对比	17
政策对比	17
规模对比	18
影响对比	19
股份回购展望	21
海外经验借鉴	21
回购资金来源	21
回购政策驱动	24

图表

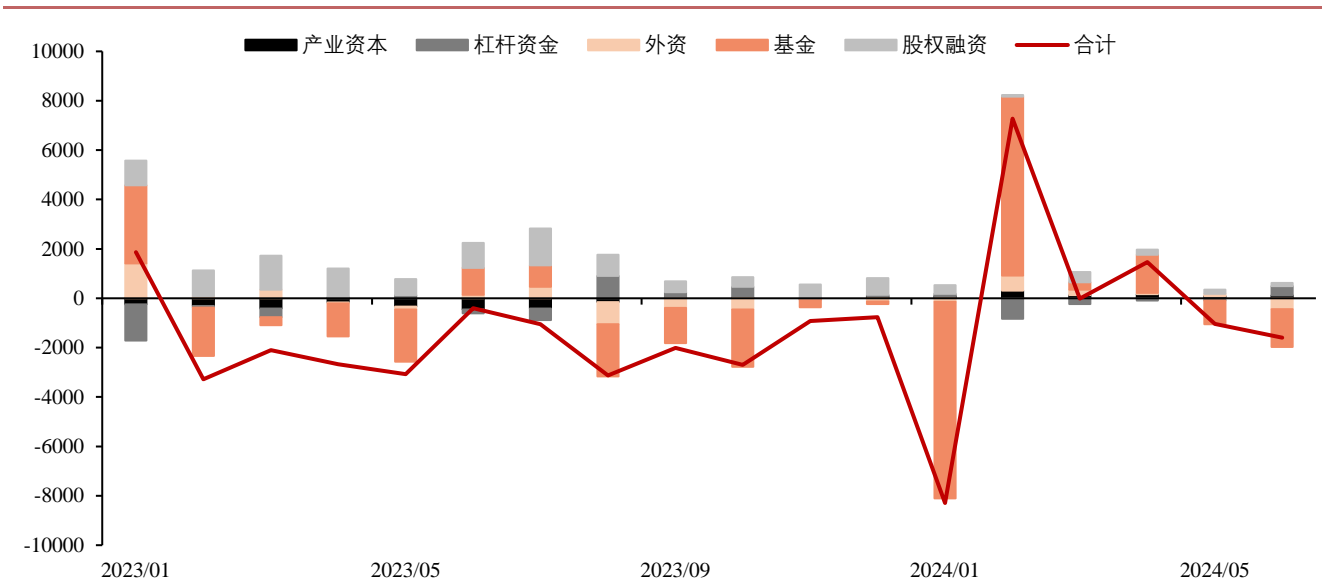
图 1: A 股资金构成 单位: 亿元	4
图 2: 股份回购的影响 单位: 无	5
图 3: 国内股份回购金额与沪指走势 单位: 亿元, 点	6
图 4: A 股股份回购数量和金额 单位: 亿股, 亿元	10
图 5: A 股股份回购累计数量 单位: 亿元	10
图 6: A 股股份回购金额 单位: 亿元	11
图 7: A 股股份回购累计金额 单位: 亿元	11
图 8: A 股股份回购金额占全 A 净利润比例 单位: %	11
图 9: A 股股份回购金额和归母净利润同比增速 单位: 亿元, %	11
图 10: A 股股份回购资金和四大指数的相关性测算 单位: 无	12
图 11: A 股股份回购金额和万得全 A 指数走势 单位: 亿元, 点	12
图 12: 2024 年 A 股股份回购的行业组成 单位: %	13
图 13: 2019-2023 年 A 股股份回购的行业组成 单位: %	13
图 14: 2024 年 A 股股份回购的规模风格组成 单位: %	14
图 15: 2019-2023 年 A 股股份回购的规模风格组成 单位: %	14
图 16: 2024 年 A 股股份回购的风格组成 单位: %	14

图 17:	2019-2023 年 A 股股份回购的风格组成 单位: %.....	14
图 18:	A 股股份回购金额和行业指数的相关性测算 单位: 无	15
图 19:	A 股股份回购目的组成 单位: %.....	16
图 20:	A 股各行业以市值管理为目的的股份回购金额 单位: 亿元	16
图 21:	全球基金流入美国股票市场累计金额 单位: 亿美元	17
图 22:	美股回购年度数量及金额 单位: 亿股, 亿美元	17
图 23:	美股回购金额 单位: 亿美元	18
图 24:	美股回购累计金额 单位: 亿美元	18
图 25:	美股回购数量 单位: 亿股	18
图 26:	美股回购累计数量 单位: 亿股	18
图 27:	美股回购资金和标普 500 指数走势 单位: 亿美元, 点	19
图 28:	美股回购资金和美股三大指数的相关性测算 单位: 无	20
图 29:	股份回购金额与股市总市值占比 单位: %.....	21
图 30:	2023 年 A 股股份回购资金来源构成 单位: %	22
图 31:	2019-2023 年行业股份回购规模和自有资金占比 单位: 亿元, %.....	22
图 32:	A 股营收和净利润同比 单位: %.....	23
图 33:	A 股 ROE 同比 单位: %.....	23
图 34:	一致预测营收和净利润同比 单位: %.....	23
图 35:	一致预测 ROE 同比 单位: %.....	23
图 36:	2024 年 A 股股份回购金额推算 单位: 亿元, 点	24
图 37:	四大指数与股份回购规模的滚动相关性 单位: 无	25

股份回购综述

国内权益市场的资金流包含两融资金、北向资金、公募基金、私募基金、股份回购、股东减持等，我们计划分产业资本、杠杆资金、外资、基金、股权融资等多个专题逐一展开。本篇主要跟踪股份回购，作为产业资金结构的重要组成部分，表明了产业资本对市场及自身发展的态度与战略考量。

图1： A 股资金构成 | 单位：亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

股份回购的定义。股份回购是指上市公司利用自有资金或融资资金，按照一定的价格，从股票市场购回本公司发行在外的一定数量股份的行为。

回购股份的处理。这些被回购的股份通常有两种处理方式，一是被公司注销，从而减少公司的股本总额；二是作为“库存股”保留，不再参与每股收益的计算和分配，日后可移作他用，如发行可转换债券、雇员福利计划等，或在需要资金时将其出售。

股份回购的影响。股份回购注销对股价的影响通过以下链条传导：公司实施股份回购将直接导致公司净资产和股本相应减少，短期内可能伴随市值的暂时回调。由于股本缩减，每股收益（EPS）随之上升，这通常会提升净资产收益率（ROE）。同时，市场可能因 EPS 增长而重新评估公司价值，导致市盈率（PE）相对下降，反映出投资者对公司未来盈利能力的乐观预期，最终推动股价上涨。对“库存股”而言，当这些被回购并暂存为库存的股份再次被转让或重新流入市场时，公司的净资产和股本等关键财务指

标将恢复至回购前水平。

图2： 股份回购的影响 | 单位：无



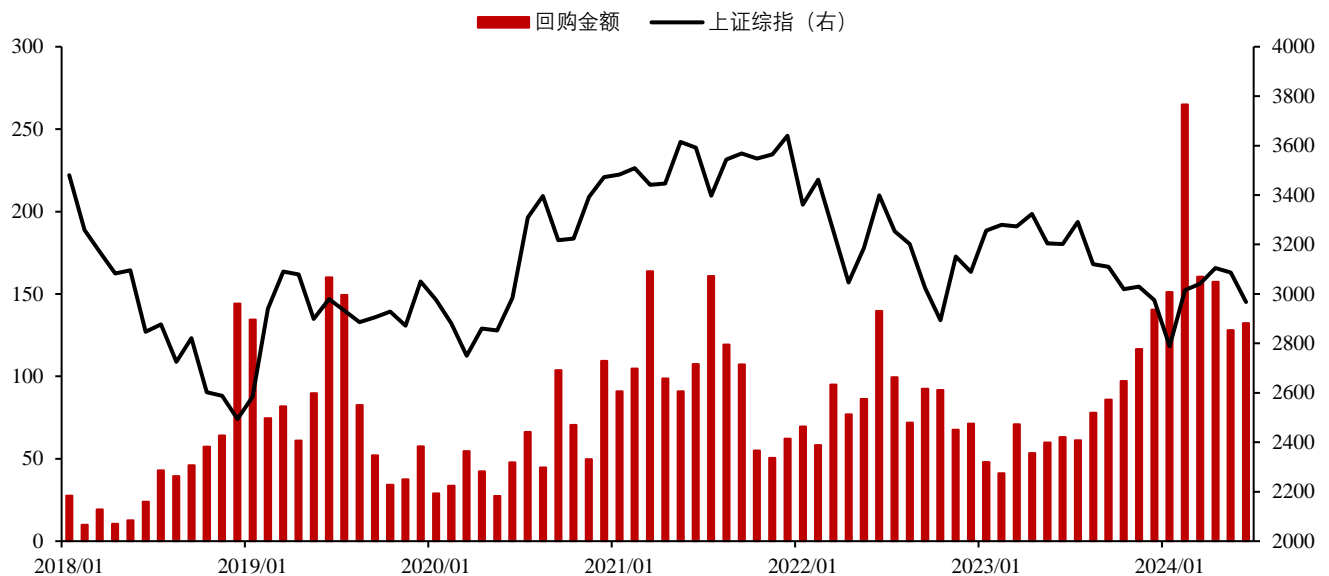
数据来源：Wind 华泰期货研究院

我国股份回购的特点。当前，国内权益市场面临流动性相对紧缩的状况，但在结构内部，股份回购却展现出显著的活跃态势，成为市场的焦点和亮点。

股份回购规则

国内股份回购政策的历史，经历了从严格限制到逐步放松、再到鼓励和完善的过程，这一过程见证了政策对上市公司股份回购态度的根本性转变。随着回购规则的持续完善和市场环境的变化，不仅激发了上市公司实施股份回购的强烈意愿，也促使了回购规模的显著扩大。

图3： 国内股份回购金额与沪指走势 | 单位：亿元，点



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

股份回购政策回顾

历史上，监管机构针对回购制度进行了多次重要的优化调整，这些举措的实施时间由近至远，依次为2022年10月、2018年10月、2013年12月、2008年10月、2005年6月。这些时间点大多选择在股市处于相对低谷的阶段，旨在通过逆周期调节，有效提振市场信心，激发市场活力。

表1： 历史上股份回购政策变动

时间	政策变动	影响
2022 年 10 月	证监会对《上市公司股份回购规则》部分条款进行修订，放宽上市公司回购条件和限制，放宽窗口期限制	股份回购政策修订后，股指股价止住下跌后大幅反弹
2018 年 10 月	《公司法》关于回购制度的修订正式通过	制度调整后，股指开启阶段性上行
2013 年 12 月	国务院发布《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》，提出建立多元化投资回报体系、完善股份回购制度	政策完善后，股指止住了下跌趋势，经历半年震荡后，迎来趋势性上涨行情
2008 年 10 月	证监会发布《关于上市公司以集中竞价方式回购股份的补充规定》，股份回购协议的行政审批制改为备案制，本次修订简化了报批程序，降低回购门槛	政策调整前，股指持续下跌近 1 年，股份回购限制放松后，股指筑底回升
2005 年 6 月	证监会颁布《上市公司回购社会公众股份管理办法（试行）》，规定了上市公司回购条件、回购方式等内容	国内股市持续多年低迷，2005 年，沪指一度跌破 1000 点，股份回购政策调整后，股指逐步从底部走出

资料来源：证监会官网 华泰期货研究院

当前股份回购规则

证监会于 2023 年 12 月 15 日实施了对回购规则的最新修订，正式发布了《上市公司股份回购规则》，该举措旨在对现行规则中的部分条款进行精细化的优化与完善，以更好地适应市场发展的需要。

首先，针对“为维护公司价值及股东权益所必需”的回购条件进行了放宽。具体而言，将原先触发回购的条件之一——“连续 20 个交易日内公司股票收盘价格跌幅累计达到 30%”调整为“累计达到 20%”，此举旨在降低回购的触发门槛，使公司在股价波动较大时能够更及时地采取措施保护股东利益和公司价值。

其次，新增了一项同样基于“维护公司价值及股东权益所必需”的回购条件。该条件规定，当公司股票收盘价格低于其最近一年最高收盘价格的 50%时，即可触发回购程序。进一步增加了公司回购的灵活性，为公司提供了在股价低迷时通过回购来稳定市场信心的途径。

第三，为了解决上市公司在特定窗口期内无法回购股票的问题，取消了原有的禁止回购窗口期规定。这一改革减少了回购的时间限制，使公司能够更灵活地根据市场情况和自身需求安排回购计划。同时，为了保障市场的公平性和透明度，加强了回购交易的监控机制，并加大了对内幕交易、操纵市场等违法行为的查处力度。

第四，针对上市公司回购的基本条件进行了适度放宽。原先要求公司上市满一年后方可进行回购，现调整为上市满六个月即可。这一调整满足了新上市公司对于快速回应市场变化、保护股东利益的需求，有助于促进新上市公司的健康发展。

最后，根据收盘集合竞价规则的变化，对回购交易的申报时间进行了调整。原规定限制在收盘前半小时内不得提交回购交易申报，现改为收盘集合竞价阶段不得申报。这一调整旨在确保回购交易在更加公平、透明的环境中进行，同时增加了每日可回购的时段，提高了回购的效率和灵活性。

信息披露环节，针对通过集中竞价方式进行的股份回购，公司严格遵循以下关键时间节点进行公开披露：首先，于董事会决议通过后的两个工作日内迅速公告；其次，紧随股东大会决议的公告步伐；再者，在首次实施回购的次日即行披露；随后，每当回购股份占公司总股本的比例增加 1%时，均在接下来的两个交易日内及时通报；回购期限届满或回购计划圆满执行完毕后的三日内，亦会详尽公告相关信息；此外，公司还确保在回购期间内的定期报告，如季度报告、年度报告等，均按时发布，以保障信息的时效性；最后，为进一步提升透明度，公司还承诺在每月的前三个交易日内，对外公布截至上月末的回购进展概况。综上所述，公司在执行集中竞价股份回购的过程中，展现出了高度的信息披露透明度，为投资者构建了高效、准确且全面的信息交流平台，有效促进了市场环境的公平、公正与公开。

表2： 2023 年 12 月股份回购政策变动

	调整前	调整后	变动
调整	连续 20 个交易日内公司股票收盘价格跌幅累计达到 30%	连续 20 个交易日内公司股票收盘价格跌幅累计达到 20%	降低回购触发门槛
	公司股票上市已满一年	公司股票上市已满六个月	满足新上市公司回购需求
	不得在交易所开盘集合竞价、收盘前半小时及股票价格无涨跌幅限制的交易日内进行股份回购的委托	不得在证券交易所开盘集合竞价、收盘集合竞价及股票价格无涨跌幅限制的交易日内进行股份回购的委托	增加每日可回购时段
增设	无	增设一项“为维护公司价值及股东权益所必需”回购的条件，将“股票收盘价格低于最近一年最高收盘价格 50%”作为触发条件之一	增加回购便利
取消	上市公司年度报告、半年度报告、季度报告、业绩预告或业绩快报公告前十个交易日内，无法进以集中竞价交易方式回购股份	无	解决上市公司受制于窗口期无法回购的现实问题，减少回购区间限制

资料来源：证监会官网 华泰期货研究院

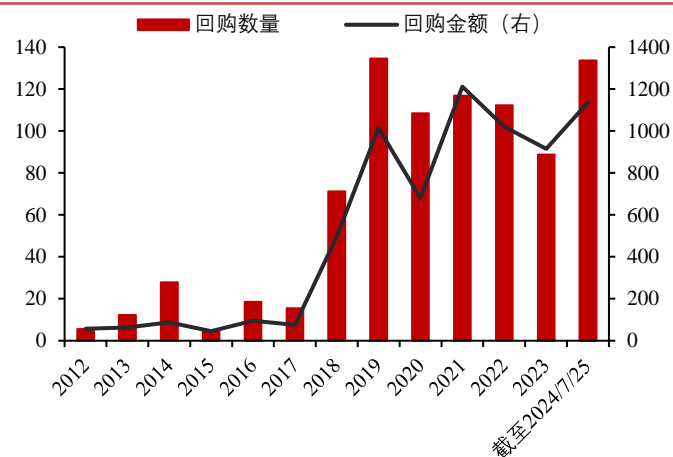
股份回购现状

整体

我国股份回购规模在 2018 年之前长期处于停滞状态，总量尚未触及 30 亿元。这一局面在 2018 年至 2019 年发生了扭转，这两年股份回购规模实现了跨越式的增长。2019 年，A 股市场迎来了股份回购的里程碑时刻，股份回购数量和金额首次分别突破 100 亿股和 1000 亿元。从季节性来看，A 股股份回购金额在季末都有所明显回升。

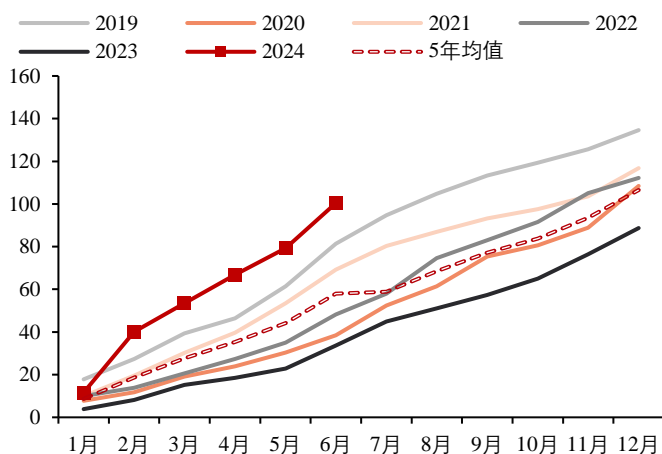
2024 年，股份回购力度空前，截至 2024 年 7 月 25 日，A 股共有 1783 家次公司实施股份回购，总量升至 134 亿股，回购金额约为 1136 亿元，创历史同期新高，已超过 2023 年全年水平。

图4： A 股股份回购数量和金额 | 单位：亿股，亿元



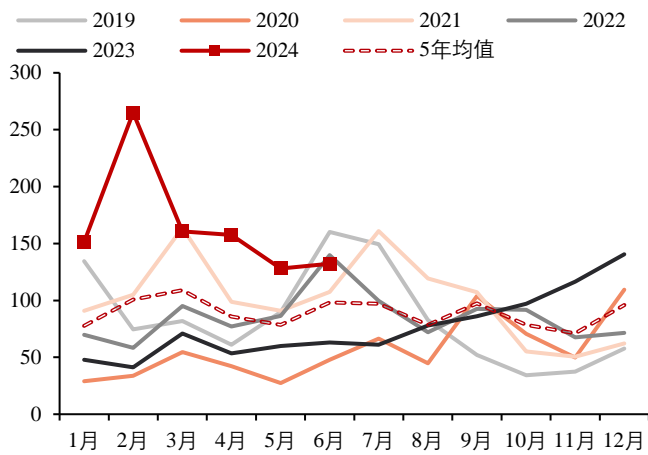
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图5： A 股股份回购累计数量 | 单位：亿元



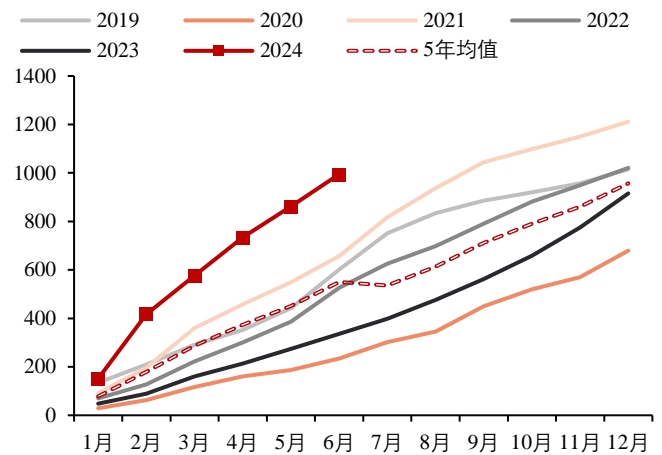
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图6： A 股股份回购金额 | 单位：亿元



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

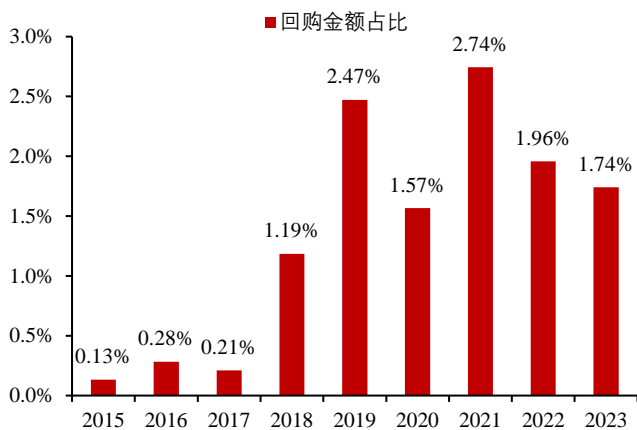
图7： A 股股份回购累计金额 | 单位：亿元



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

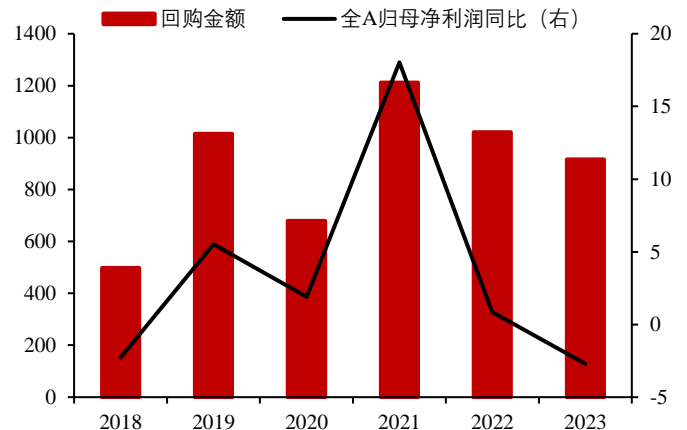
A 股市场整体的回购规模相对有限，2023 年全年回购金额仅占全 A 上市公司归母净利润的 1.74%，这一比例即便在历史高点时也未曾突破 3% 的界限，2021 年该比例为 2.74%。相比之下，美股的股份回购规模较大，其回购金额占归母净利润的比例已超过 60%。进一步观察发现，A 股市场的股份回购变动趋势与净利润增速呈现出同向变化的特征。

图8： A 股股份回购金额占全 A 净利润比例 | 单位：%



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图9： A 股股份回购金额和归母净利润同比增速 | 单位：亿元，%



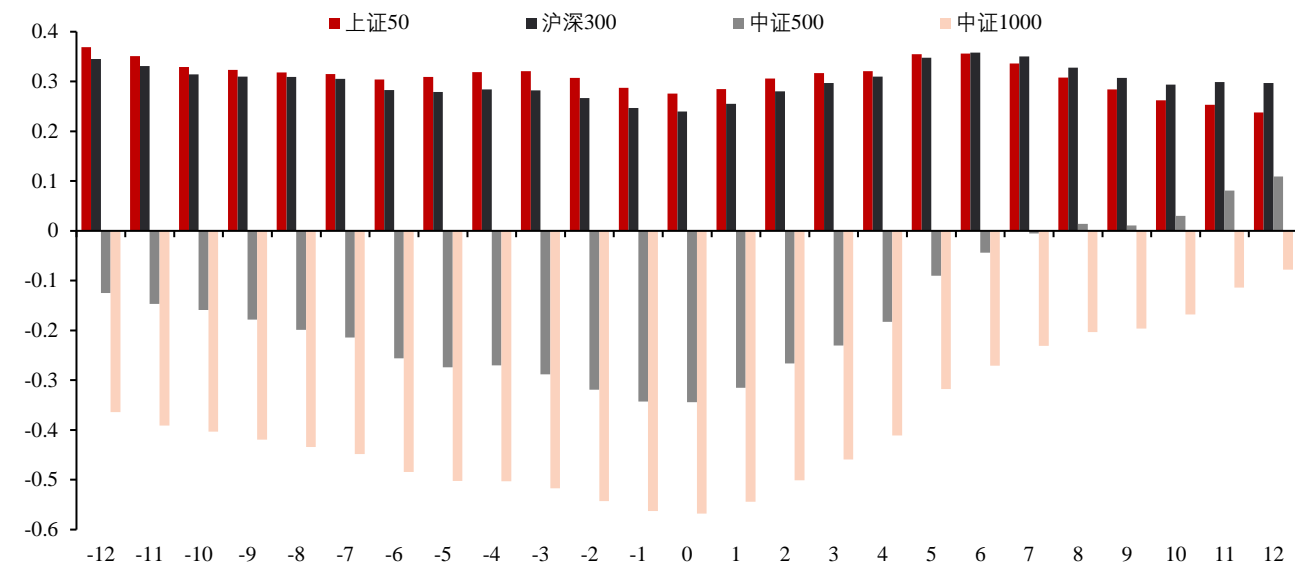
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

经过对股份回购金额与股票指数之间领先、同步及滞后关系的分析，我们发现 A 股市

场中的回购金额与股指的整体走势之间并未展现出紧密、全局的相关性。

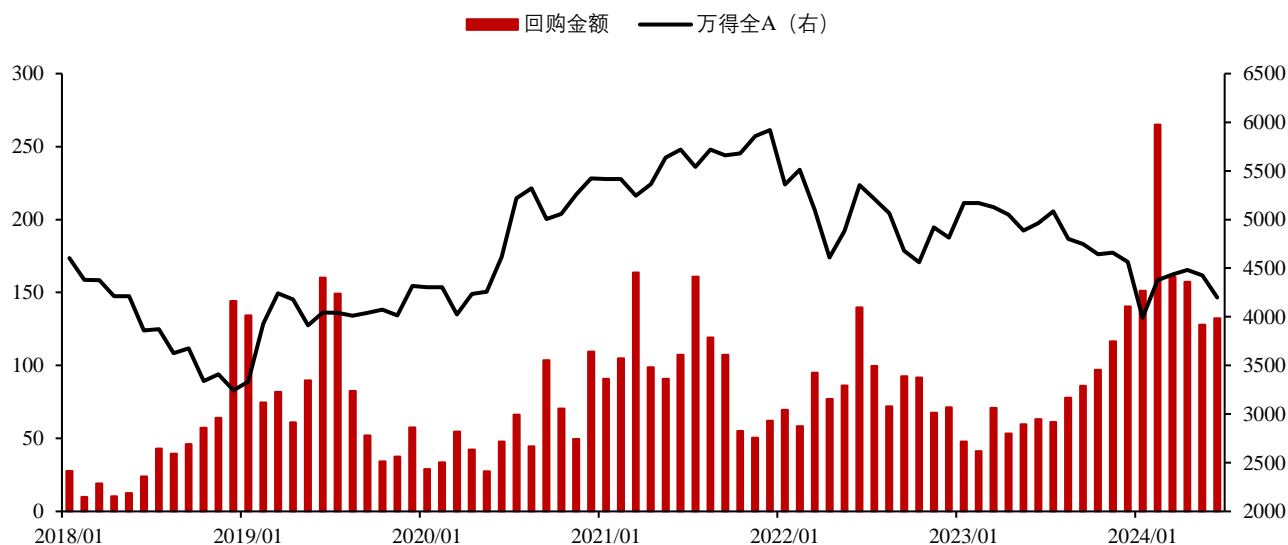
就量价关系的直观表现而言，虽然股份回购在一定程度上对股价有支撑力量，但效果并不显著。具体来看，无论是绝对收益还是相对收益，股份回购后更多呈现的是股价跌势的暂缓，而非引领趋势性的上涨行情。因此，试图单纯依赖股份回购信息来捕捉并获取市场收益的投资者，可能会面临较大的挑战与不确定性。

图10： A 股股份回购资金和四大指数的相关性测算 | 单位：无



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图11： A 股股份回购金额和万得全 A 指数走势 | 单位：亿元，点



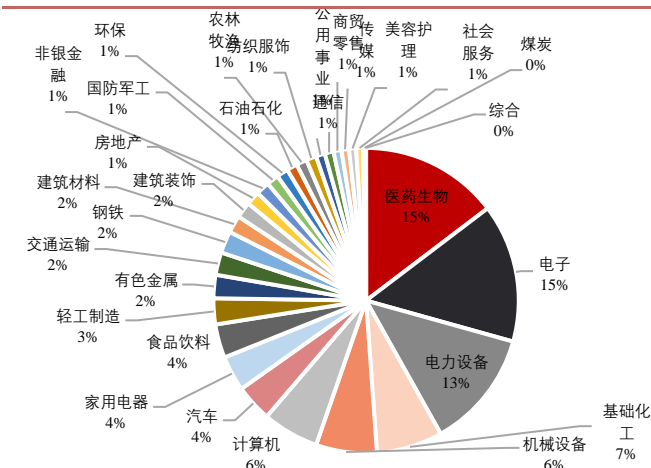
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

结构

从股份回购的行业结构来看，科技成长类公司是今年回购的主力，其中医药生物与电子行业均占据了 14.7%的回购金额比重，电力设备行业以 12.5%紧随其后，这三大行业的回购总额占比合计约为 42%，显著区别于 2019 至 2023 年的行业分布格局。过去几年中，家用电器行业以 13%的占比领跑，而当前医药生物、电子、电力设备行业的回购权重分别实现了 5.4%、7.7%、7.4%的显著提升。相同点在于，煤炭、社会服务及美容护理等行业在股份回购市场上的占比持续保持低位，均未超过 1%，显示出行业间股份回购的显著差异。

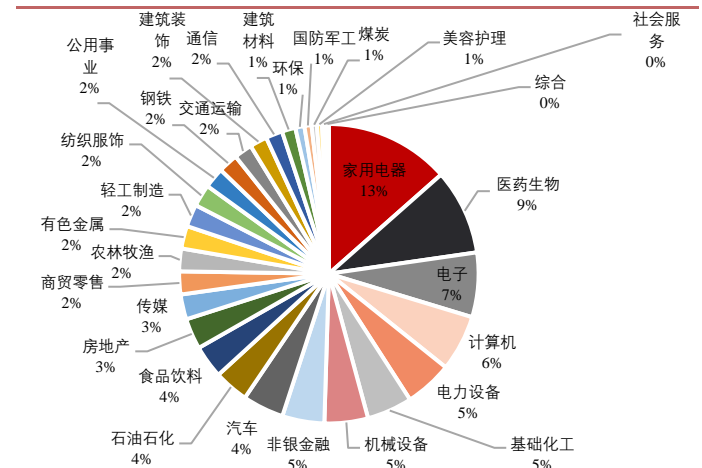
从市值风格来看，股份回购整体偏向于大盘风格，排在前列的分别为大盘成长（19.9%）、大盘平衡（17.8%）、大盘价值（14.5%），三者合计占比超过一半。回顾 2019-2023 年，消费与成长风格在回购市场中占据较大比重，均接近 30%。今年以来，成长风格明显占优，其比重攀升至 47%，这一增长主要挤压了消费风格的份额，同时金融与稳定风格的股份回购占比也进一步缩减，体现了市场风格偏好的动态变化。

图12： 2024 年 A 股股份回购的行业组成 | 单位：%



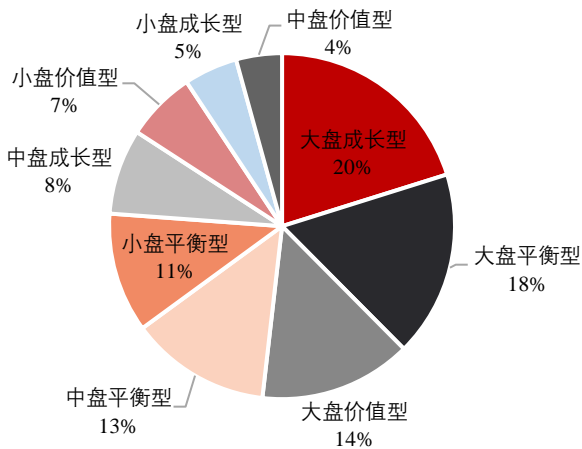
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图13： 2019-2023 年 A 股股份回购的行业组成 | 单位：%



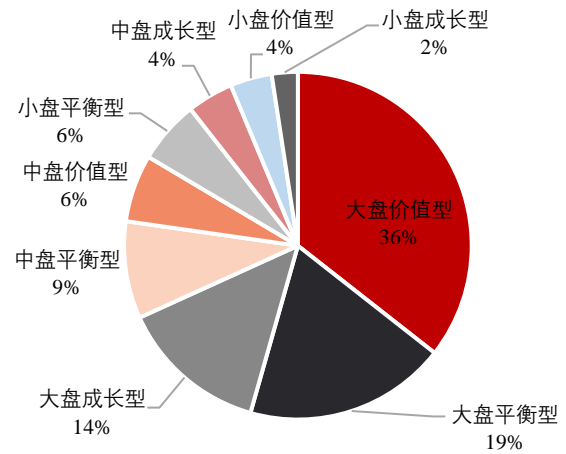
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图14： 2024 年 A 股股份回购的规模风格组成 | 单位：%



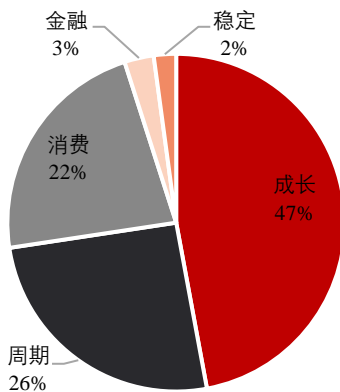
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图15： 2019-2023 年 A 股股份回购的规模风格组成 | 单位：%



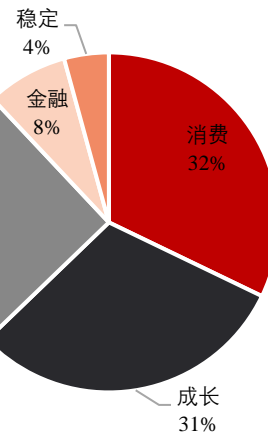
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图16： 2024 年 A 股股份回购的风格组成 | 单位：%



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

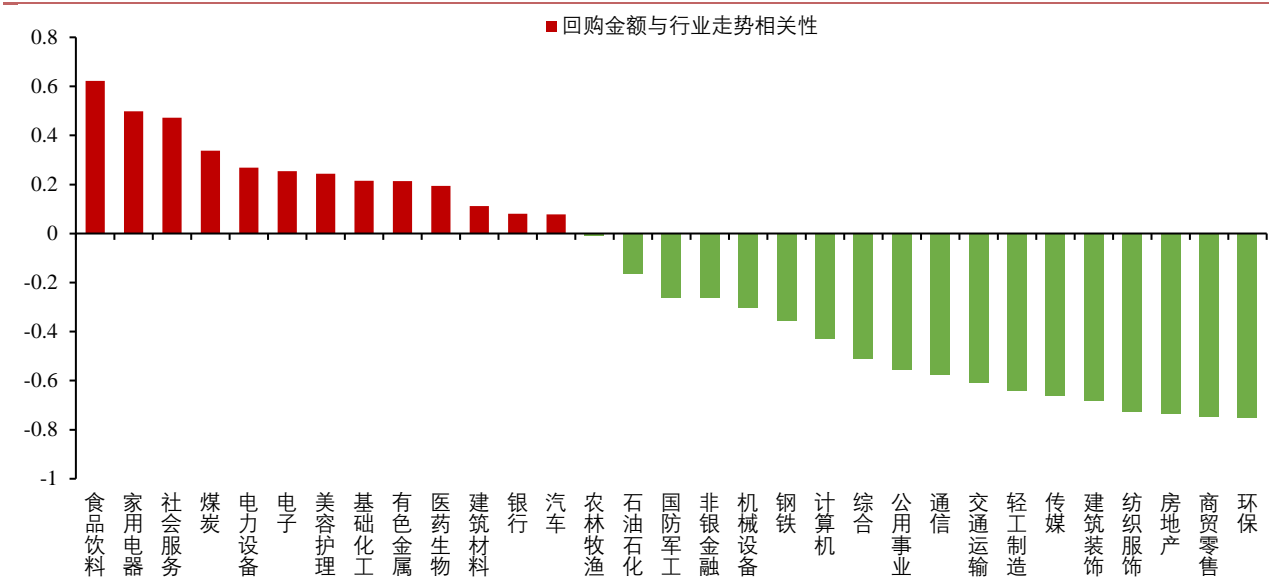
图17： 2019-2023 年 A 股股份回购的风格组成 | 单位：%



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

通过测算股份回购金额与行业指数之间的关联，我们发现股份回购仅与食品饮料行业存在较强的正相关性，其相关系数达 0.623。结果显示，更多行业与股份回购呈现较强的反向联动，这意味着这些行业的走势与市场预期、公司基本面、市场情绪、行业状况等因素的联系更为紧密，而股份回购在其中的直接影响有限，不足以成为引领行情的主要动力。

图18： A 股股份回购金额和行业指数的相关性测算 | 单位：无



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

目的

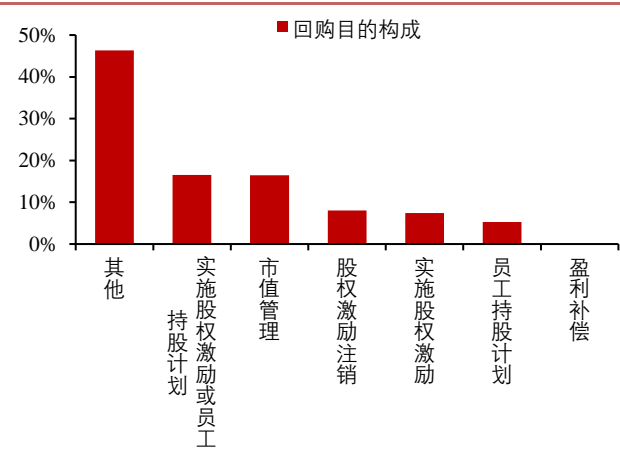
从回购目的来看，2019-2023 年，主要回购动因集中于尚未明确归类的其他类别，这涵盖了防范恶意收购、巩固市场信心等多方面的战略考量。在可具体分类的目的中，以实施股权激励与员工持股计划和市值管理为核心，各自占据了回购总规模的 16.5% 份额。股权激励计划通过将员工利益与公司长远发展绑定，提高员工的忠诚度，进而提升公司的整体竞争力；市值管理策略赋予了公司更灵活的手段来调控市场估值，优化资本结构。而以盈利补偿为目的的回购规模较小。

政策的有力推动下，国资委近年来逐步将市值管理，作为央企负责人考核体系的重要组成部分，旨在显著提升央企业管理层对市值管理的重视程度。这一政策导向预示着，未来以市值管理为目的的股份回购规模将逐步扩大。

行业分布上，家用电器、医药生物目前展现出对市值管理回购的显著偏好，其回购规模在该领域居于领先地位。相比之下，煤炭、社会服务行业以市值管理为直接目的的股份回购相对少见，更倾向于通过分红等方式来实现市值管理目标。这一差异反映了不同行业在市值管理策略选择上的多样性和行业特性。

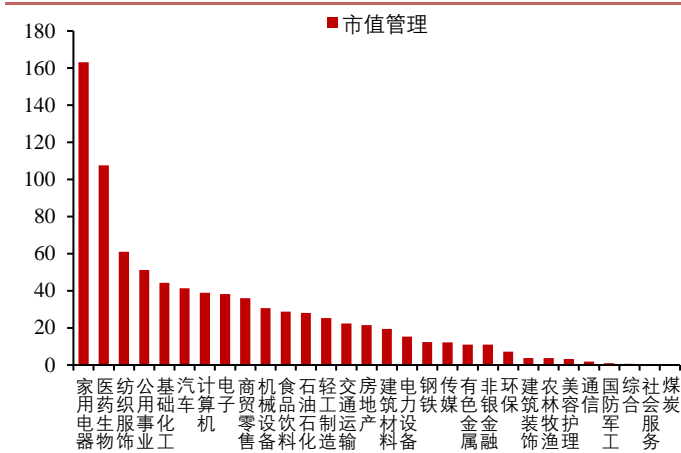


图19： A 股股份回购目的组成 | 单位：%



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图20： A 股各行业以市值管理为目的的股份回购金额 | 单位：亿元



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

美股回购对比

美国作为拥有成熟资本市场的典范，其股份回购作为一项资本市场运作手段，发展历程悠久且深远，已形成了相对完善的体系和丰富的实践经验。对于正处于快速发展与转型升级阶段的我国市场而言，提供了宝贵的参考与借鉴价值，有助于我们更好地理解 and 运用这一工具，促进资本市场的健康发展与企业价值的合理回归。

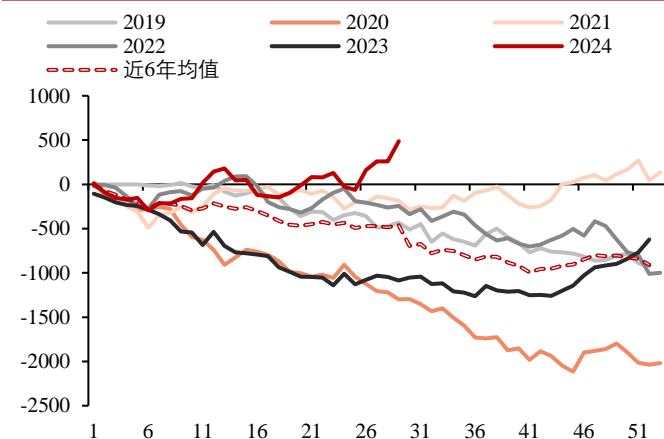
政策对比

政策方面，美国自 1982 年起逐步放宽了对股份回购的监管，逐步构建起一个相对开放与灵活的监管体系，这与我国的监管框架存在一定差异。美国的股份回购政策可概括为“原则上允许，特定情形下禁止”，即在广泛允许回购操作的同时，对可能涉及内幕交易、市场操纵等不当行为的特定情形实施严格禁止，以此确保市场的公平与透明。

尽管近年来全球资金流动态势显示对美股的减持趋势，但美股市场依旧展现出令人瞩目的上涨韧性。这一现象背后，美国上市企业的巨额股份回购扮演了举足轻重的角色，成为支撑市场信心与活力的关键力量。

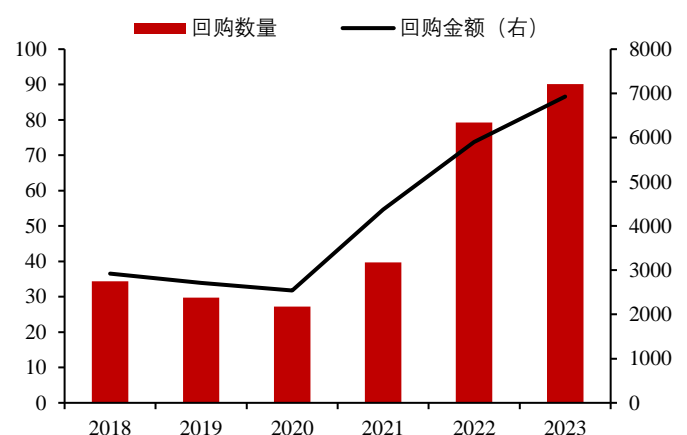
股份回购信息披露方面，美国上市公司通常遵循着季度末的时间惯例，将实际回购股票的详细情况纳入定期发布的财报之中，如季报、半年报等，供投资者参考。这种信息披露方式存在一定的滞后性，投资者在获取最新回购数据时将面临一定的时间差。

图21： 全球基金流入美国股票市场累计金额 | 单位：亿美元



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图22： 美股回购年度数量及金额 | 单位：亿股，亿美元



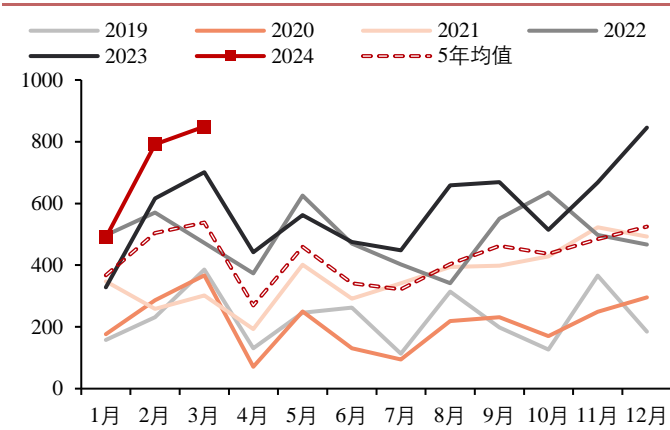
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

规模对比

2018-2020 年间，美股回购金额经历了逐年小幅缩减，这一趋势在 2021 年发生了逆转，回购规模实现了 72% 的增长，回购金额首次推升至超 4000 亿美元的水平。从季节性波动来看，美股回购在全年的分布上呈现出波浪状的周期性，其中 4 月至 5 月的特征最为显著，即 4 月出现短暂回落后，紧接着将在 5 月迎来稳定的反弹。

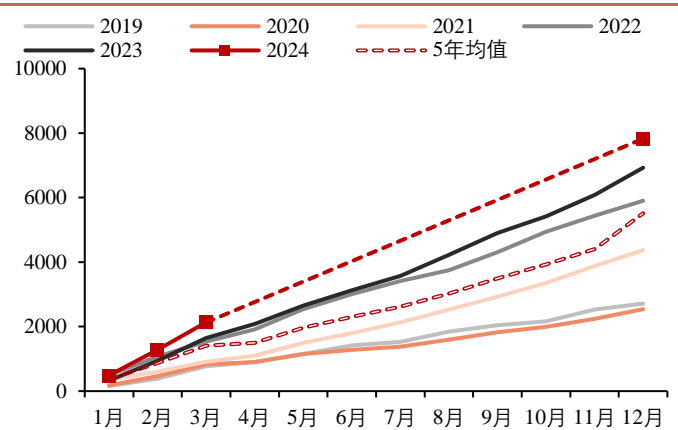
今年以来，股份回购的活跃度已远超历年同期，预示着本年度的总回购金额极有可能再创新高。据高盛预测，2024 年美国企业的股份回购总额将实现 13% 的大幅增长，并在 2025 年进一步加速至 16%。这一积极预期的核心在于企业稳健盈利增长。

图23： 美股回购金额 | 单位：亿美元



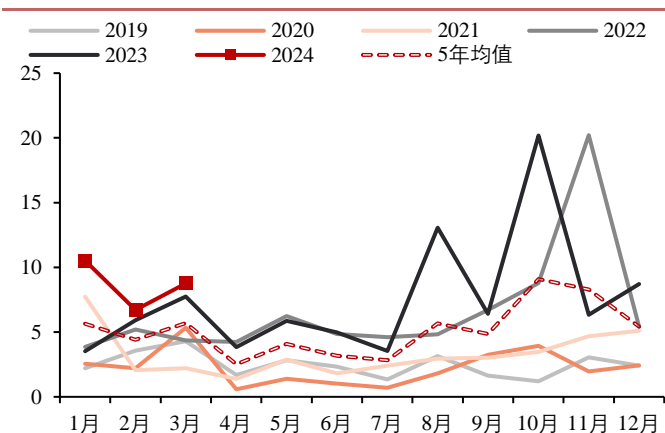
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图24： 美股回购累计金额 | 单位：亿美元



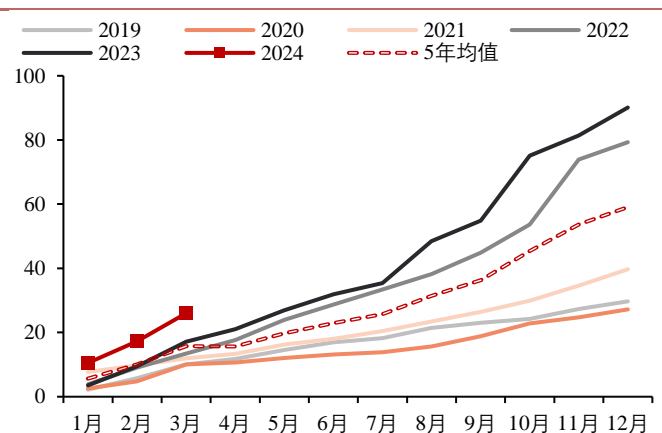
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图25： 美股回购数量 | 单位：亿股



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图26： 美股回购累计数量 | 单位：亿股



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

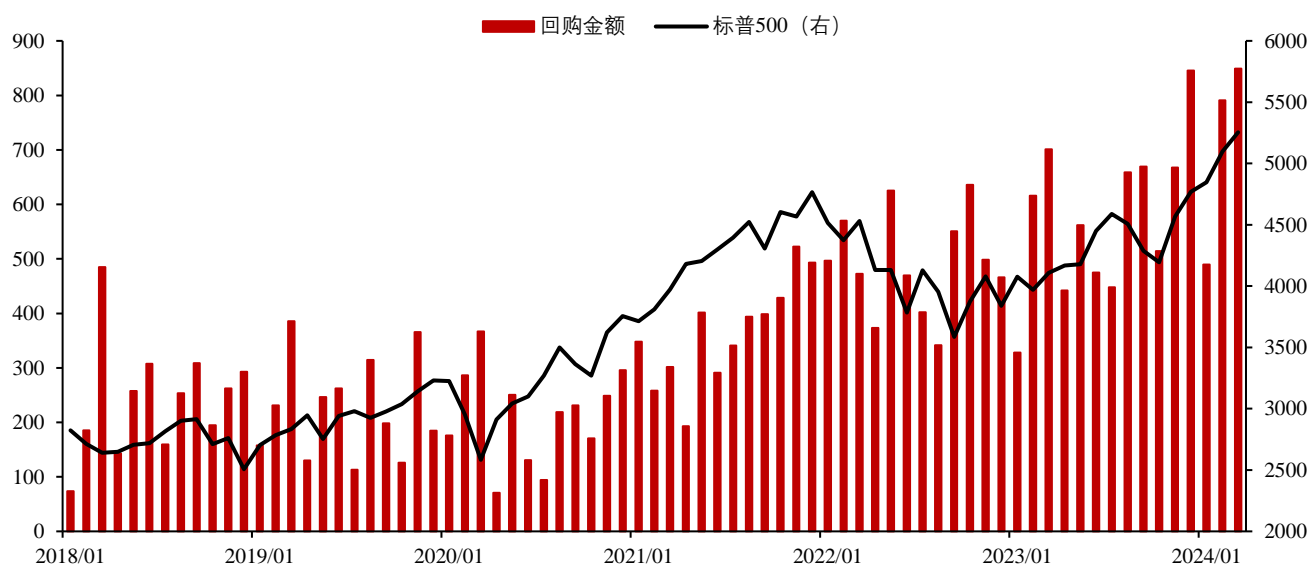
影响对比

通过测算美股回购金额和指数的领先/同步/滞后相关性，我们发现指数与回购金额具有较高的同步相关性，这一特征与 A 股截然不同，其中与标普 500 指数的同期相关性是三大指数中最显著的，美国股份回购金额与标普 500 指数、道指、纳指的同步相关性分别为 0.735、0.729、0.629。

差异主要归因于各指数构成的不同特性。标普 500 指数涵盖了在纽约证券交易所和纳斯达克交易所上市的 500 家大型公司，多为市值较大、流动性高的企业，由于现金流充裕且对自身的前景持乐观态度，这些公司更倾向于实施股份回购计划，从而推动了回购金额与标普 500 指数之间的高度同步；相比之下，纳指侧重于科技行业，受行业发展趋势的影响更大。

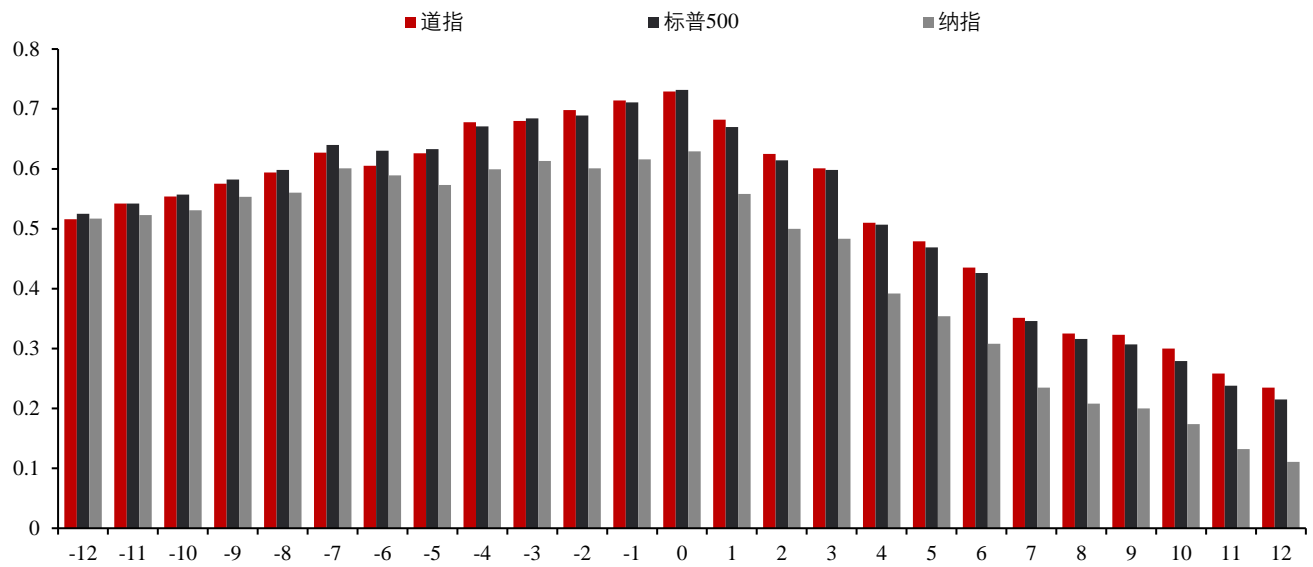
从当前趋势来看，2024 年股份回购增长将主要由大型科技股引领，反映出科技行业在市场中的地位逐步增强，以及这些企业利用良好财务状况积极回购股票的倾向。预计纳指与回购金额间的相关性将增强。

图27： 美股回购资金和标普 500 指数走势 | 单位：亿美元，点



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图28： 美股回购资金和美股三大指数的相关性测算 | 单位：无



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

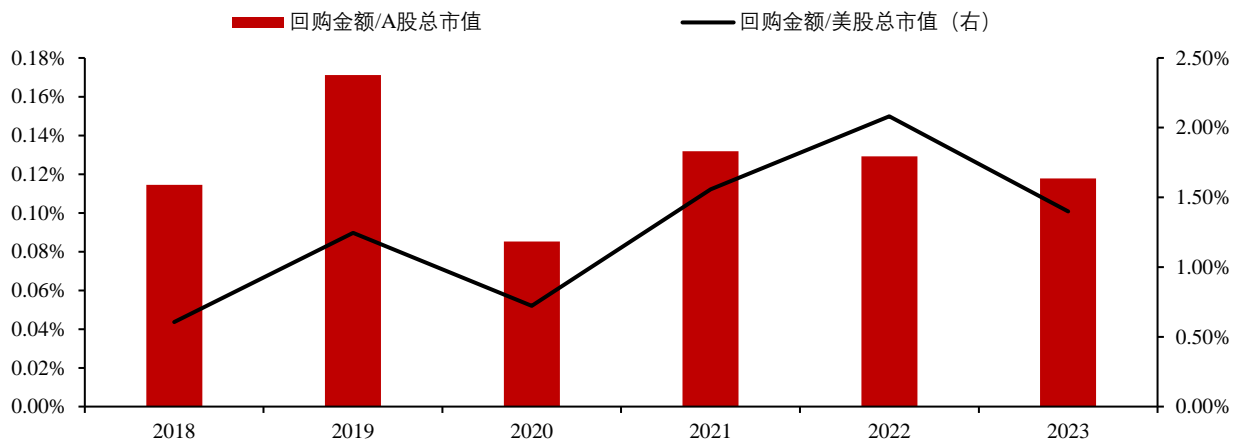
股份回购展望

评估国内市场回购的未来发展时，我们从多个维度进行考量，包括回购资金来源的增量空间、政策驱动下的潜力释放，以及借鉴成熟市场如美国的经验。

海外经验借鉴

借鉴成熟市场如美国的经验，对于预测国内市场回购的发展具有重要意义。目前，国内市场的股份回购金额占股市总市值的比例，相较于美国等发达国家市场而言，尚处于显著低位。A 股市场这一比例的历史峰值也未能突破 0.2%，而美股相应的回购占比是 A 股的十倍，这一鲜明对比不仅揭示了我国股市回购活动的巨大潜力，也预示着在回购规模与活跃度上，国内市场拥有广阔的发展空间与增长机会。

图29： 股份回购金额与股市总市值占比 | 单位：%



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

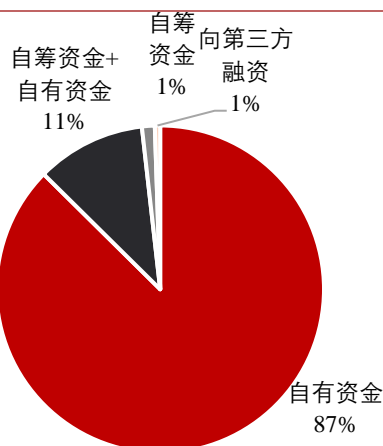
回购资金来源

股份回购资金来源主要有：1、公司自有资金；2、资本市场融资：发行优先股、债券募集的资金；3、股本运作优化：发行普通股取得的超募资金、募投项目节余资金和已依法变更为永久补充流动资金的募集资金；4、向金融机构借款。回购的资金来源选择会受到公司财务状况、市场条件、利率环境以及管理层战略目标的影响。在选择股份回购的资金来源时，公司需综合考量自身的财务状况、市场环境、当前的利率水平以及管理层的长期战略目标和短期经营需求，以做出最为合适和经济的决策。

公司自有资金是指企业内部累积的、可自由支配且无需偿还的资金，包括未分配利润、盈余公积等财务储备。其优势在于低廉的融资成本——内部资金无需额外支付利息或费用，以及高度的灵活性，使得公司能够在市场波动或特定战略需求下，迅速且低成本地满足资金需求，进行股份回购等操作。此外，选择使用自有资金进行回购，不仅展现了公司稳健的财务状况和强大的自我造血能力，更体现了管理层对公司未来成长潜力的坚定信心，以及对股东价值长期提升的高度重视。

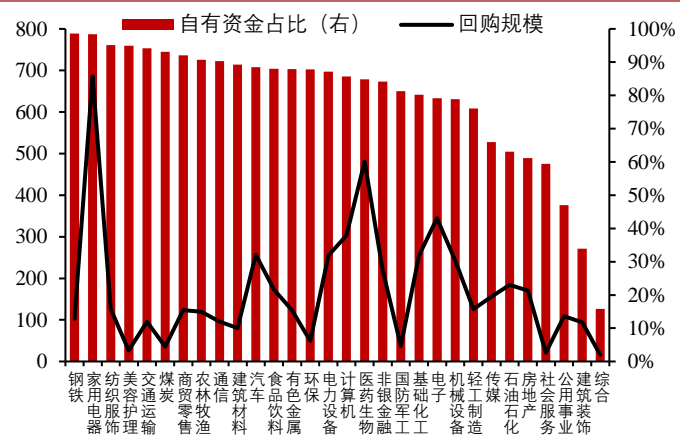
作为回购种最常见且重要的资金来源，2019 年至 2023 年，自有资金在回购总额中的年均占比高达 83%。分行业来看，呈现明显分化，2019-2023 年间，钢铁、家用电器行业利用自有资金回购的比例尤为突出，均超过 98%，显示出这两个行业在资本运作上对于自有资金的高效利用。相比之下，建筑装饰与公用事业行业的回购活动中，自有资金占比相对较低，均未达到 50%，反映了这些行业在回购策略上可能更加多元化，或是面临不同的资金调配考量。结合规模来看，家用电器、医药生物、电子行业的回购规模较大且回购中自有资金占比较高。

图30： 2023 年 A 股股份回购资金来源构成 | 单位：%



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图31： 2019-2023 年行业股份回购规模和自有资金占比 | 单位：亿元，%



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

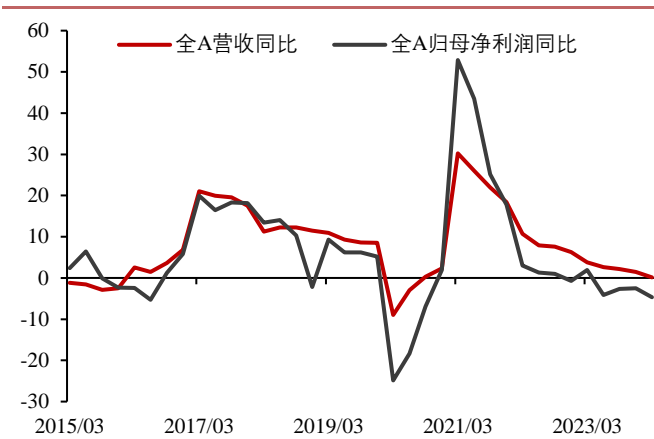
先前提到，A股市场回购的变动趋势与净利润增速之间的正向关联性，接下来将从盈利能力的视角来剖析回购的增量空间。从 A 股当前的盈利状况来看，营收与净利润两大关键指标上，市场仍面临着不小的压力。

根据市场普遍预期，得益于前一年度相对较低的基数效应，2024 年企业的营收与净利润增速有望迎来一定程度的回升，但回升的幅度预计有限，显示出市场对企业盈利改善持谨慎乐观态度。同时，对净资产收益率的展望则更为积极，市场存在其能够有所

提升的乐观预期。

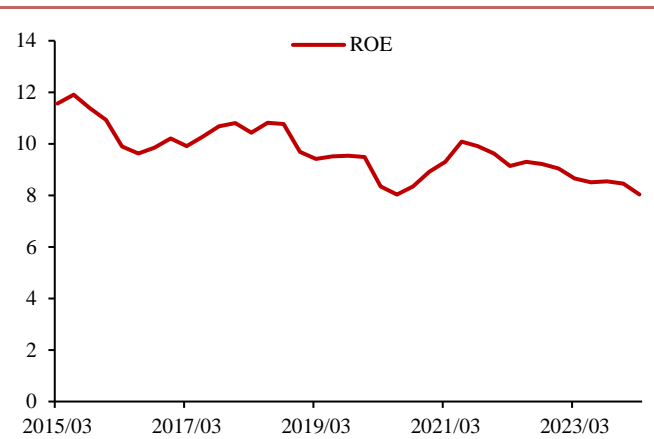
整体来看，尽管 A 股市场的盈利状况有望在 2024 年出现回升迹象，但回升的高度有限。这一背景下，企业在制定回购计划时或将更加审慎，回购的增量空间也将受到相应影响。

图32： A 股营收和净利润同比 | 单位：%



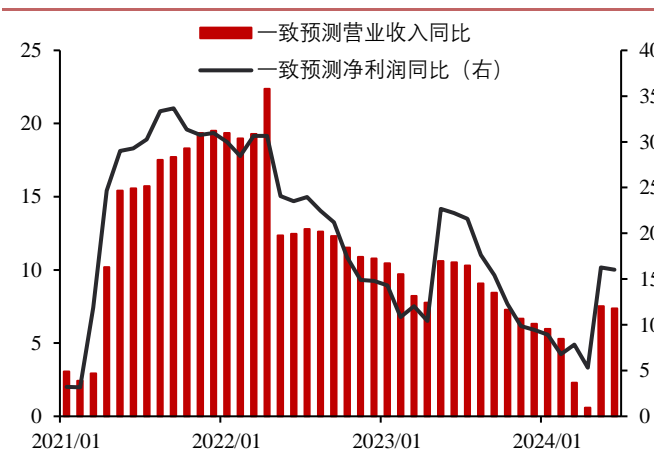
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图33： A 股 ROE 同比 | 单位：%



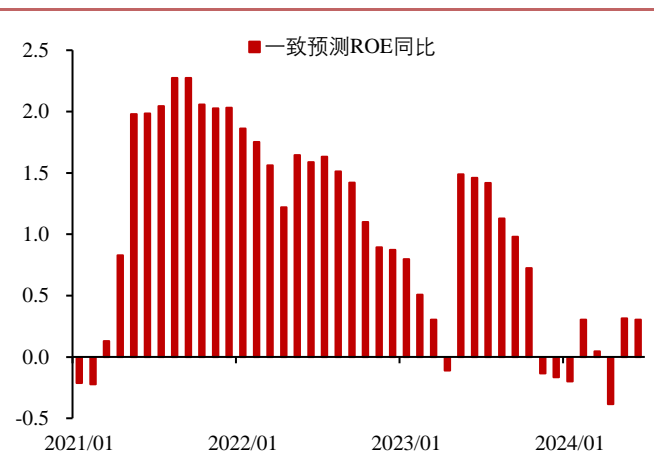
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图34： 一致预测营收和净利润同比 | 单位：%



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图35： 一致预测 ROE 同比 | 单位：%



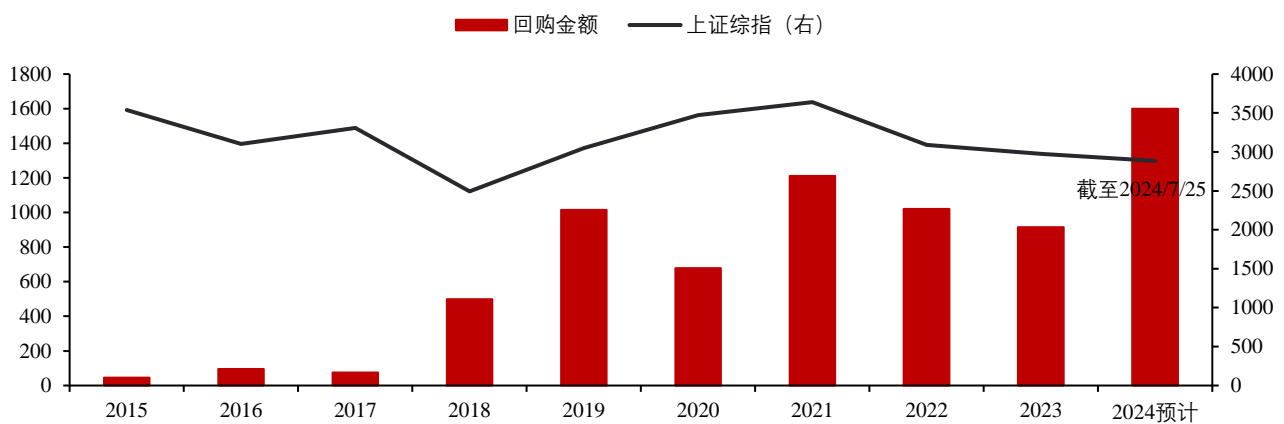
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

上半年，受政策层面较为严格的指导要求影响，股市见证了超越往年的大规模股份回购潮。展望下半年，预计回购动力将逐渐转向公司自有资金的驱动，更多依赖于企业自身的盈利能力和财务状况。基于当前趋势，我们预测 2024 年全年股份回购金额有望

达到 1600 亿元，其中下半年预计贡献约 600 亿元的回购规模，这将使得全年回购金额同比增长率达到 75%，展现出强劲的增长势头。

今年的股份回购资金作为一股增量资金来源，尽管在绝对金额上相对较小，但其蕴含的信号意义却不容小觑。它不仅是上市公司管理层对市场信心的一种体现，也反映了企业对于自身发展前景的积极预期，传递出的正面信息对于市场的稳定与信心的提振具有重要作用。

图36： 2024 年 A 股股份回购金额推算 | 单位：亿元，点



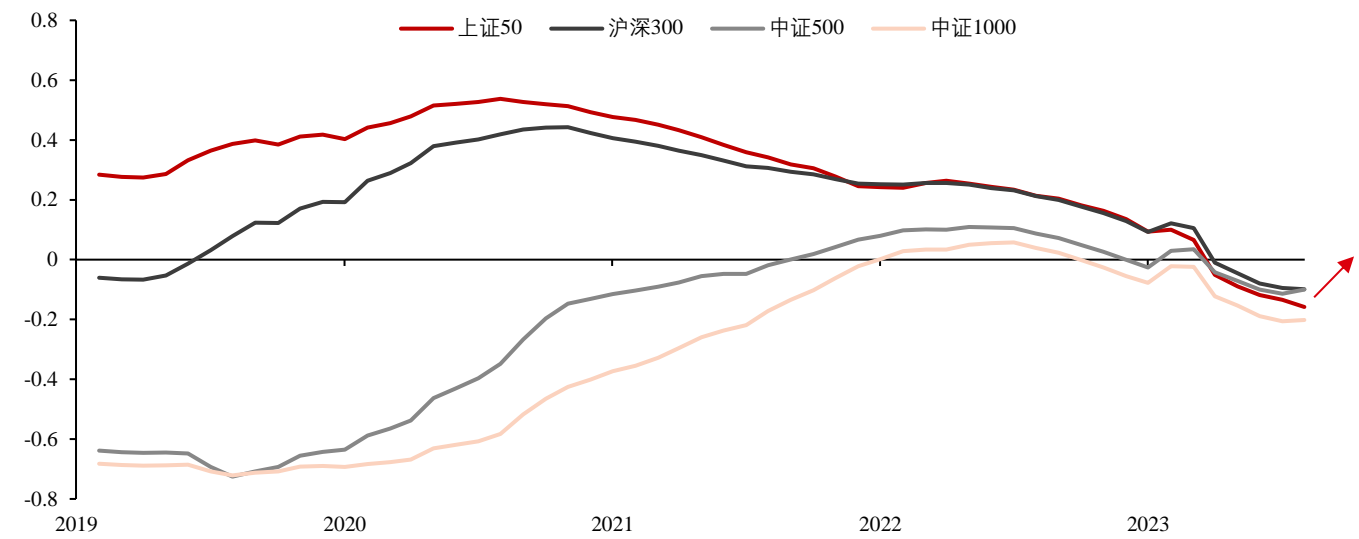
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

回购政策驱动

展望未来，随着我国回购市场的逐步成熟和完善，我们有理由期待其能够像美股市场中的回购机制一样，成为支撑市场长期稳健增长的重要力量。届时，回购不仅将作为公司管理层提升股价、传递信心的重要手段，更将成为推动市场整体走牛、实现长期繁荣的关键支撑之一。

随着回购规模的持续扩张，其对市场的影响力也将日益显著，预计回购活动与指数之间的关联性将显著增强。特别是在当前科技板块占据市场股份回购主导地位的情境下，这种趋势尤为明显。这意味着，像中证 500、中证 1000 这样科技板块占比较高的指数，其表现与回购规模之间的相关性可能会有所上升，回购活动的增加可能成为推动这些指数上行的一个重要因素。

图37： 四大指数与股份回购规模的滚动相关性 | 单位：无



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com