



第二期 | 2024 年 6 月

## 南华金融期货专题报告

### 供求决定价格

#### ——股指趋势分析框架再思考

#### 核心观点：

在新国九条落地执行的情况下，我们认为股指具备了长期走牛的基础，而供给和需求两端的时间差，正是参与股指市场的绝佳时机。

南华研究院 金融资产研究组  
王梦颖 Z0015429  
wangmengying@nawaa.com  
电 话：  
0571-81727107

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 目录

1. 资产荒：一切的开始 .....	1
2. 资产荒下的一个缩影：险资入市 .....	4
2.1 险资入市相关政策演变 .....	4
2.2 险资入市的迫切性 .....	4
3. 新国九条：重塑 A 股供需格局 .....	8
4. 供求决定价格 .....	11

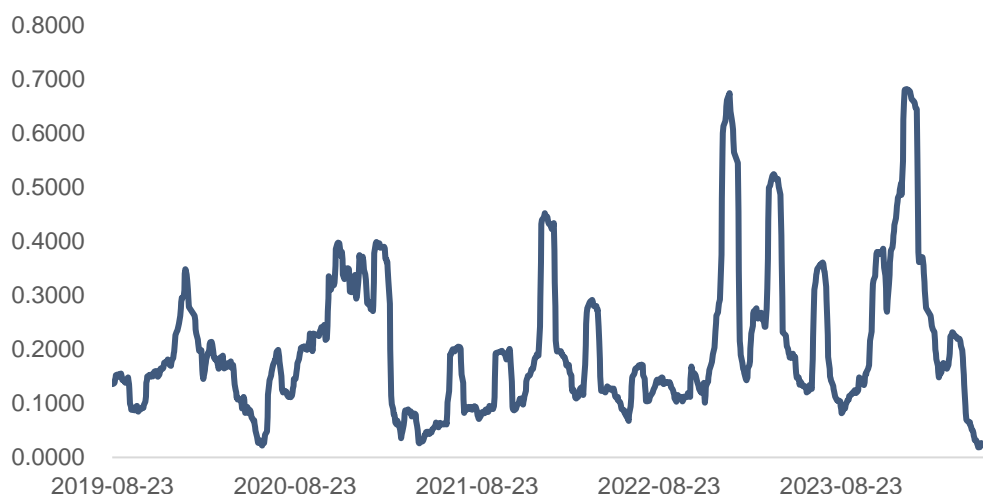
## 目录

图 1.1: R007-DR007 ( MA20, % ) .....	1
图 1.2: 信用利差大幅走弱 .....	1
图 1.3: 公募不同产品份额增长率 ( 较年初 ) .....	2
图 1.4: 股债性价比 .....	2
表 2.1: 险资入市相关政策演变 .....	4
图 2.1: 险资资金运用情况 .....	5
图 2.2: 险资债券配置比例 .....	5
图 2.3: 险资资产配置情况概览 ( 2024Q1 ) .....	6
图 2.4: 险资年化财务投资收益率 .....	6
图 2.5: 沪深 300、红利指数、红利地波指数走势对比 .....	7
表 3.1: 三版国九条对比 .....	8
图 3.1: 股权融资统计 ( 亿元 ) .....	9
图 4.1: A 股扩容规模 VS. 流通市值占比 .....	11

# 1. 资产荒：一切的开始

房地产行业下行带来的影响远比我们想象中的深远，除了房价下跌对居民资产负债表造成的影响外，银行等机构的可配资产大幅收缩，加上经济整体增速偏慢背景下的货币宽松政策，资产供不应求的状况越发凸显。

图 1.1: R007-DR007 (MA20, %)



资料来源: ifind 南华研究

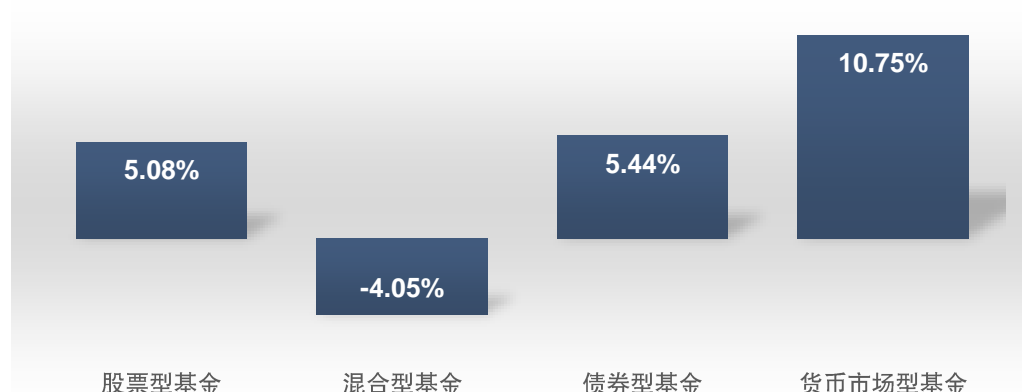
图 1.2: 信用利差大幅走弱



资料来源: ifind 南华研究

经济增速偏缓遏制市场风险偏好回升，过剩的资金配置需求优先选择风险最低的固定收益板块。这是我们看到今年国债收益率下行，曲线扁平化的核心原因，在安全等级最高的国债难有空间后，资金转向信用债等次一级的固定收益品种，所以信用利差不断走弱，城投信用利差甚至创下了历史新低。不久前公募基金规模突破30万亿，从不同产品类型的增长率来看，今年份额增长最快的是货基、其次是债券型基金，显然资金依然在“避风港”选项里打转。

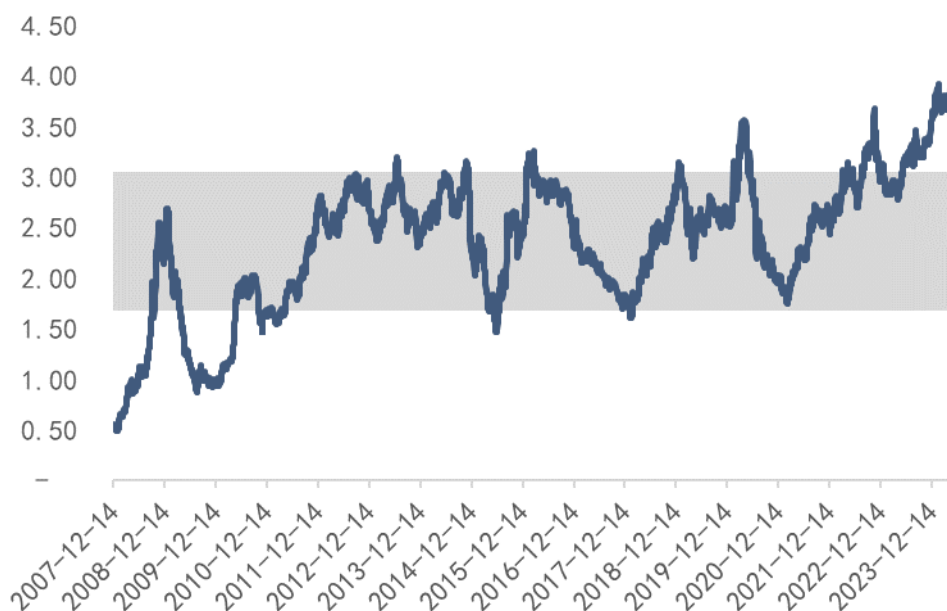
图 1.3：公募不同产品份额增长率（较年初）



资料来源：Wind 南华研究

按照过往周期经验，股债性价比达到极致后，通常都会迎来避险资产和风险资产趋势的逆转，但这轮周期却并非如此。在24年初，沪深300的盈利收益率与10年期国债收益率的比值达到了3.6倍，随后比值接近并刷新了22年10月底创下的历史新高，但半年过去，我们看到股债性价比的修复速度极慢，进度踌躇不前。这背后的原因是在地产发动机熄火后，国内信用驱动缺乏新的抓手，拖累了经济恢复的速度，也造成了资金难以以往信用状况更灵活的权益类资产靠拢的状况。

图 1.4：股债性价比



资料来源：Wind 南华研究

需要注意的是，A股市场之前的功能定位在融资，而储蓄者之所以愿意为他人提供融资必然要求较高的后续回报，所以资金只有在经济预期向好的时候才愿意流入股市（有了赚钱效应后的入市则是另一种思维）。因此，投资者通常将经济预期与股票指数强弱相挂钩，而这也是过去许多年我们对股指趋势分析的立足点。

2024年4月新国九条颁布后，事情发生了变化，A股市场的功能定位要从融资市转向投资市，这意味着原本的股市趋势分析立足点可能会随之发生转变。这将是这篇专题讨论的重点，而资产荒现象是引发我们对此进行深度反思的诱因。

## 2. 资产荒下的一个缩影：险资入市

险资入市也是一个老生常谈的问题，多年过去险资对权益的配置比例仍偏低，但这次可能会有些不同，原因是资产荒背景下险资需要规避其利差损耗风险，权益市场变成了不得不配置的方向。

### 2.1 险资入市相关政策演变

政策基调对险资入市一直都持支持态度，但实操上却有很多客观因素约束了险资入市的积极性，有硬约束，比如权益投资比例，也有软约束，比如经营效益类指标的考核方式。

2023年，险企统一施行新会计准则，新规下财务报表的结果与市场波动的联动性大幅提高，简单来说，其营收、利润与负债端折现率要随着市场价格的波动而波动，降低了其财务数据的稳定性，因此，投资标的价格的稳定性变得更加重要了。2023年10月，财政部更新了险企考核方式，将当期和更长期的指标相结合，鼓励险资作为长期资本入市。因此，2023年可以视作险资入市的一个重要转折点。

表 2.1：险资入市相关政策演变

时间	文件/事件	关注内容
2020 年 7 月	《中国银保监会办公厅关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》	将权益类资产比例与保险公司的综合偿付能力相挂钩，偿付能力越高，可投权益比例越高，最高可以做到公司上季末总资产的 45%
2023 年 1 月	保险新会计准则正式实施，IFRS17、IFRS9	金融资产的分类和评估是重点，以公允价值计算；负债折现率采用市场利率
2023 年 9 月	《国家金融监督管理总局关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》	对于保险公司投资沪深 300 指数成分股，风险因子从 0.35 调整为 0.3；投资科创板上市普通股票，风险因子从 0.45 调整为 0.4
2023 年 10 月	《关于引导保险资金长期稳健投资加强国有商业保险公司长周期考核的通知》	经营效益类指标的“净资产收益率”由“当年度指标”调整为“3 年周期指标（50%）+ 当年度指标（50%）”相结合的考核方式

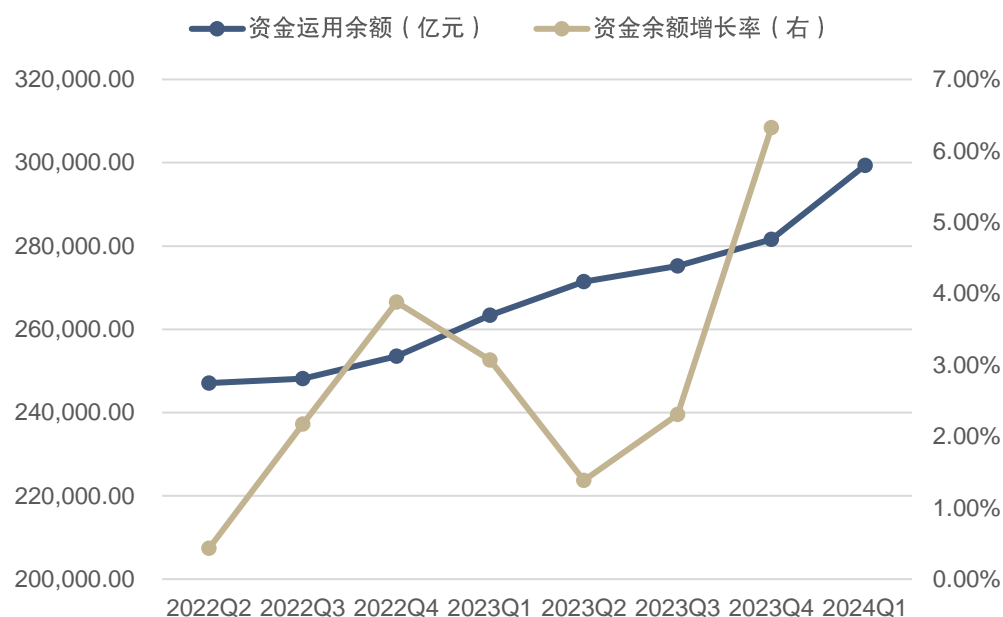
资料来源：公开资料搜集 南华研究

### 2.2 险资入市的迫切性

随着全市场利率中枢的不断下移，险企经营面临的最大的风险是利差风险，即实际投资回报收益率越来越难以覆盖保险产品的定价利率。要解决这个风险，要么优化产品设计，要么提高投资回报率。2023年4月，银保监会寿险部要求保险公司调整新

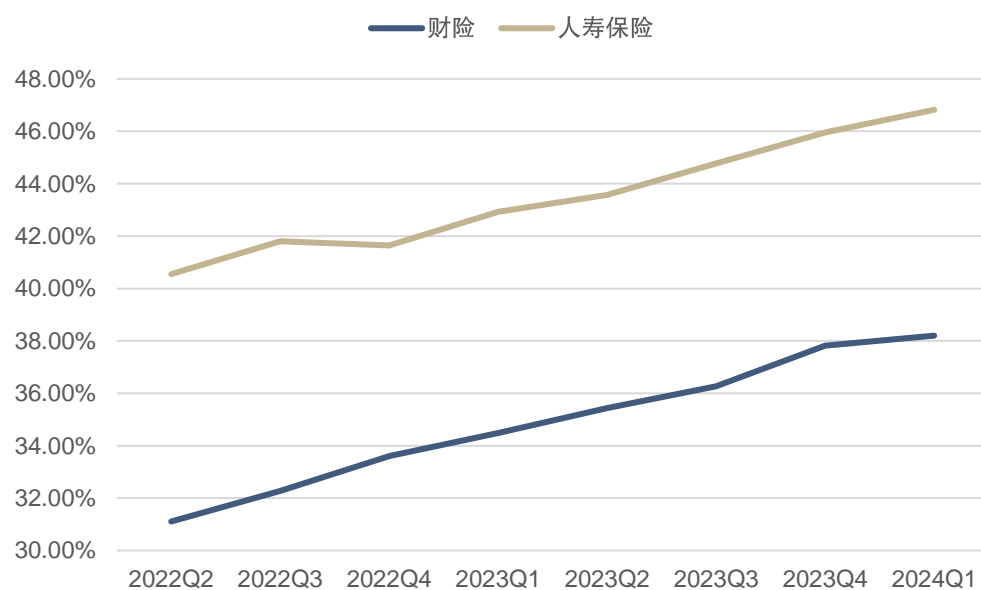
开发产品的预定利率，尤其是传统寿险产品，明确超过3%的将不予报备。2024年6月，诸多媒体报道多家险企将在6月底停售3%预定利率增额终身寿险产品，预计利率会来到2.75%左右。在资产荒背景下，居民对于3%类固收的产品兴趣很高，因此，我们看到最近一年险资的可用资金余额快速增长，截止2024年一季度末，金额已经接近30万亿，其中财险占比不到10%，寿险占比超过90%。

图 2.1：险资资金运用情况



资料来源：国家金融监管总局 南华研究

图 2.2：险资债券配置比例



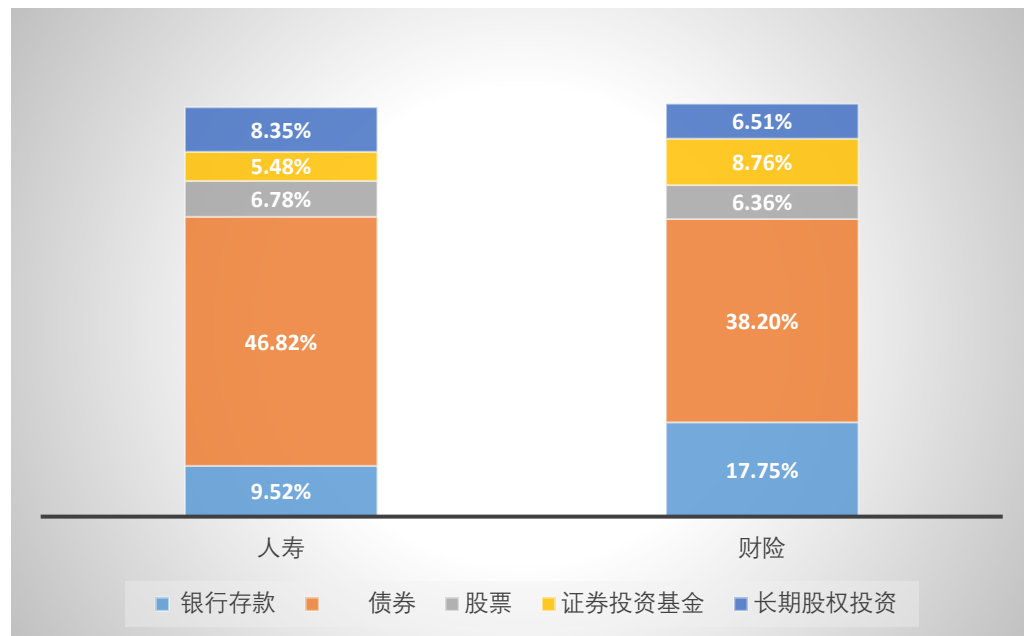
资料来源：国家金融监管总局 南华研究

随着可用投资余额的不断上升，险资加大了对债券市场的配置力度，目前寿险对债



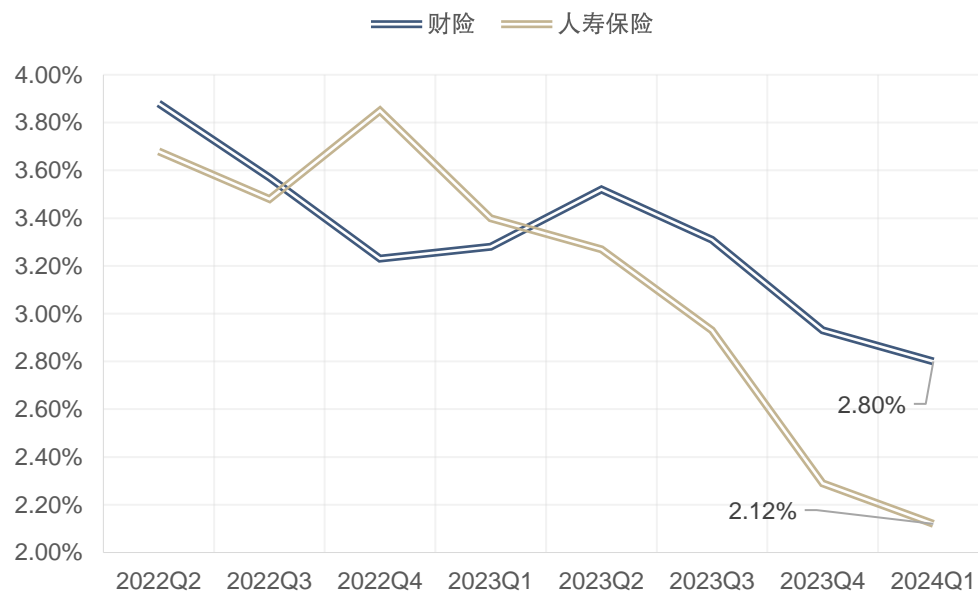
券的配置比例已经超过46%，比2022年年中时提高了约6%。险资的配置需求显然也是债牛的推手之一，但现在30年期国债收益率已经跌破了2.5%，仅仅依靠固收类产品，险资大概率很难覆盖此前销售出去的“高”利率寿险产品的成本。

图 2.3：险资资产配置情况概览（2024Q1）



资料来源：国家金融监管总局 南华研究

图 2.4：险资年化财务投资收益率



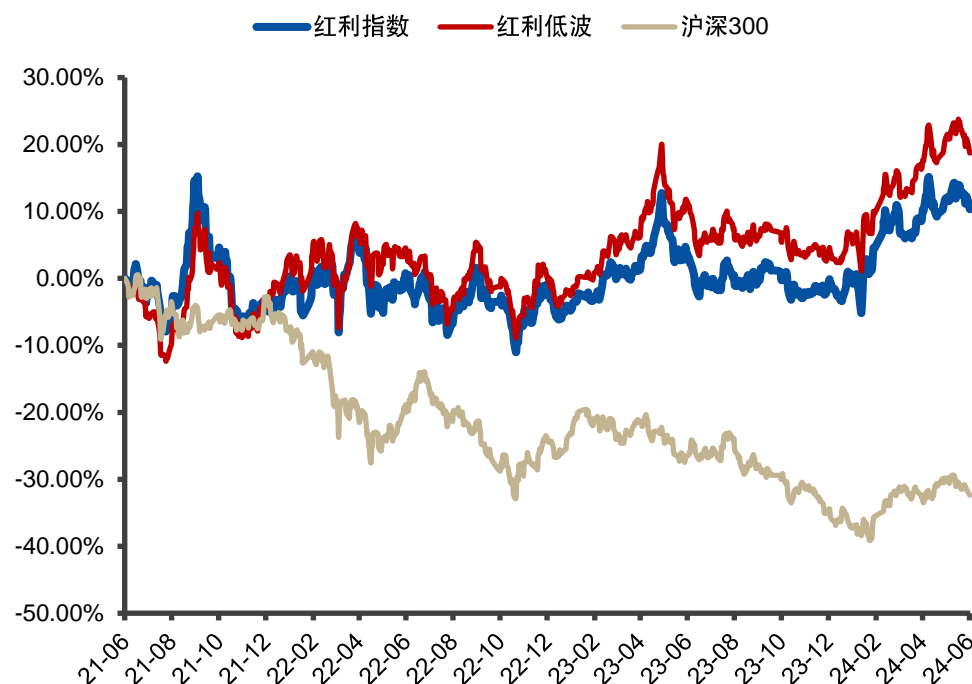
资料来源：国家金融监管总局 南华研究

最新数据显示寿险的年化投资收益率已经低至2.12%，财险相对较高，可以做到2.8%，但近一年热卖的高利率产品大部分都是寿险公司的产品，可见寿险提高投资收益率的迫切性很高，而目前寿险在权益市场上的配置比例仅为20%。

我们做了一个测算，根据最新的险资偿付能力比例，财险的权益配置比例可以达到30%，寿险权益配置比例可以达到25%，如果险资顶格配置权益，权益类资产能获得的新增资金规模约为9500亿元。

对于险资来说，权益类市场的投资标的必需有以下两个特征：一、标的价格的波动越小越好，避免给报表数字带来过大的波动；二，现金分红比例越高越好，因为分红可以直接入财报，类似于固收的利息。依据这两个特征，险资会优选红利类股票，而在红利股中，价格波动更低的肯定更受青睐。这也是为什么过去两年时间，红利指数跑赢基准沪深300指数，而红利低波能够跑赢红利指数的关键所在。

图 2.5：沪深 300、红利指数、红利低波指数走势对比



资料来源：Wind 南华研究

### 3. 新国九条：重塑 A 股供需格局

从2004年第一版国九条至今，我们通过解读文件中对资本市场目标和任务的描述，可以清晰的看到2024年版国九条对资本市场定位的转变。

2004年文件中资本市场的核心任务是“为企业筹集资金”，确立了资本市场融资市的内核；2014年版文件延续了04版对资本市场重融资的定位，并试图在广度和深度上进一步提升融资市场效率，而2024年版的新国九条第一条总体要求中提到“**必须始终践行金融为民的理念，突出以人民为中心的价值取向，更加有效保护投资者特别是中小投资者合法权益，助力更好满足人民群众日益增长的财富管理需求**”，这是资本市场定位转变的信号，融资功能的重要性随着经济高质量发展的推进将有所下降，而居民财富管理需求的迫切性随之上升。

表 3.1：三版国九条对比

版本	资本市场的目标和任务
2004 年	以扩大直接融资、完善现代市场体系、更大程度地发挥市场在资源配置中的基础性作用为目标...建立有利于各类企业筹集资金、满足多种投资需求和富有效率的资本市场体系...
2014 年	促进实体经济发展，激发市场创新活力，拓展市场广度深度，扩大市场双向开放，促进直接融资与间接融资协调发展，提高直接融资比重，防范和分散金融风险...加快建设多渠道、广覆盖、严监管、高效率的股权市场，规范发展债券市场，拓展期货市场，着力优化市场体系结构、运行机制、基础设施和外部环境，实现发行交易方式多样、投融资工具丰富、风险管理功能完备、场内场外和公募私募协调发展
2024 年	必须始终践行金融为民的理念，突出以人民为中心的价值取向，更加有效保护投资者特别是中小投资者合法权益，助力更好满足人民群众日益增长的财富管理需求...未来 5 年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架。投资者保护的制度机制更加完善。上市公司质量和结构明显优化，证券基金期货机构实力和服务能力持续增强。资本市场监管能力和有效性大幅提高。资本市场良好生态加快形成...

资料来源：公开资料搜集 南华研究

潜在的信用风险是过去市场风险偏好低迷时资金扎堆固收不敢往权益靠拢的核心原因，在一个以融资为目的的市场中，融出资金能否安全回归是决定资金投向的关键，是以经济预期向好时，储蓄者才愿意投资，但如果市场的目的变了，不再以融资为目的，反而以财富增值、回馈投资者为目的，那么信用风险在投资决策中的权重将明显下降，是以新国九条将重塑股票市场的需求逻辑。

萨伊定律认为供给决定需求，A股市场要从融资市转向投资市，需要进行一场供给侧改革，为资金需求提供更多有效供给，以加速转型的过程。

我们认为新国九条中的第二、第三、第四和第六条：严把发行上市入关、严格上市公司持续监管、加大退市监管力度和加强交易监管，增强资本市场内在稳定性，是

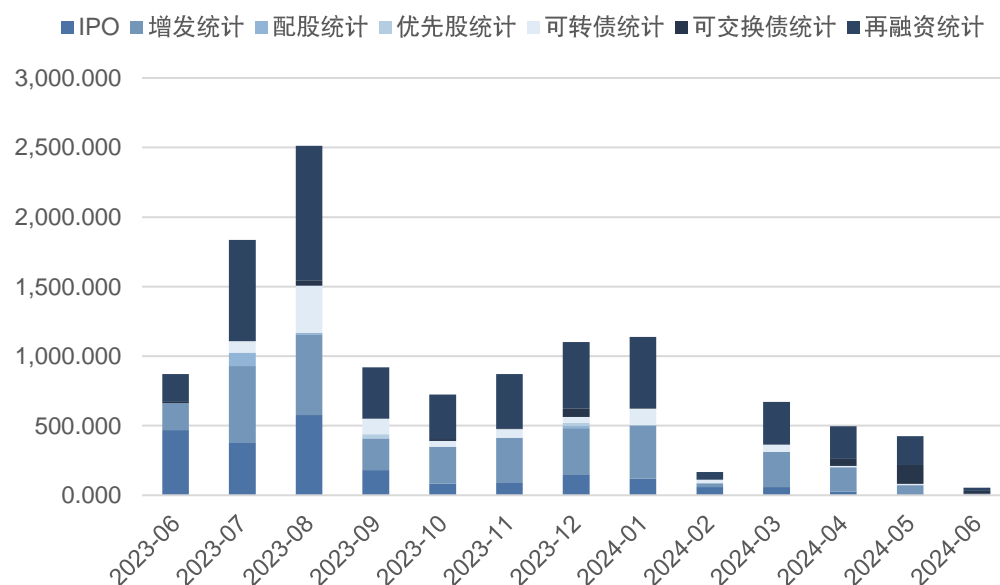
资本市场供给侧改革的体现。进一步分析，我们认为IPO门槛的提高和加强减持规范性约束了新增供给；推动建立常态化退市格局是为了淘汰无效供给；对上市公司严监管，加强分红监管、引导市值管理和加强交易监管是提高供给吸引力的措施。

可见，新国九条将从供给的新增、无效供给的淘汰以及提升现有供给产品的吸引力三个方面对资本市场进行“供给侧改革”，目的是为了给资金提供更多的有效供给。此处并不是指过去的股票市场供给是无效的，而是在经济高质量发展的背景下，供给也需要适当做出转变，转变的目的是吸引长期资金入市，正如新国九条第七条所提：建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系。

文件中提及的长期资金主体包括：公募、险资、社保基金、企业年金、个人养老金，以及银行理财和信托。虽说主体各不相同，但本质上都是居民财富配置的一环。这一点与上文中提到的新国九条对资本市场任务和目标的定位相契合，即助力更好满足人民群众日益增长的财富管理需求。

值得注意的是这一轮资产荒发生的宏观背景较之前几轮已有了深刻的变化，目前我们依然没有看到能够替代地产的信用抓手出台，意味着配置资金继续在固收端扎堆只会把利率中枢约拉约低，但很多配置资金，尤其是长期资金有着不同程度的刚性负债端成本，因此，在风险可控的状况下尽量寻找高收益的标的会是这批资金的共识。结合我们上文所提的新国九条的目的是给资金提供更多的有效供给，如果成功落实，A股大概率会成为这批资金的潜在投资方向，而这批资金最终都是居民财富配置的一环，因此，当A股真正能够提供有效供给后，将会成为居民财富配置的重要方向。险资已经开始积极参与权益市场，例如今年频频举牌的长城人寿就是一个典型案例。

图 3.1：股权融资统计（亿元）



资料来源：Wind 南华研究

目前我们已经看到供给端的诸多配套文件已经落实出台，且效果立竿见影，据Wind统计，截止24年6月中旬，今年的股权融资合计1600亿元，而去年同期有6600亿元。相对于供给端的积极主动，需求端对“新”供给的接受可能需要一个相对较长的过程，至少需要一轮牛市来扭转此前众人的刻板印象，但恰恰因为供给端的快速落地，和需求端的缓慢反应，为当下参与股指的投资者提供了优越的潜在回报。

## 4. 供求决定价格

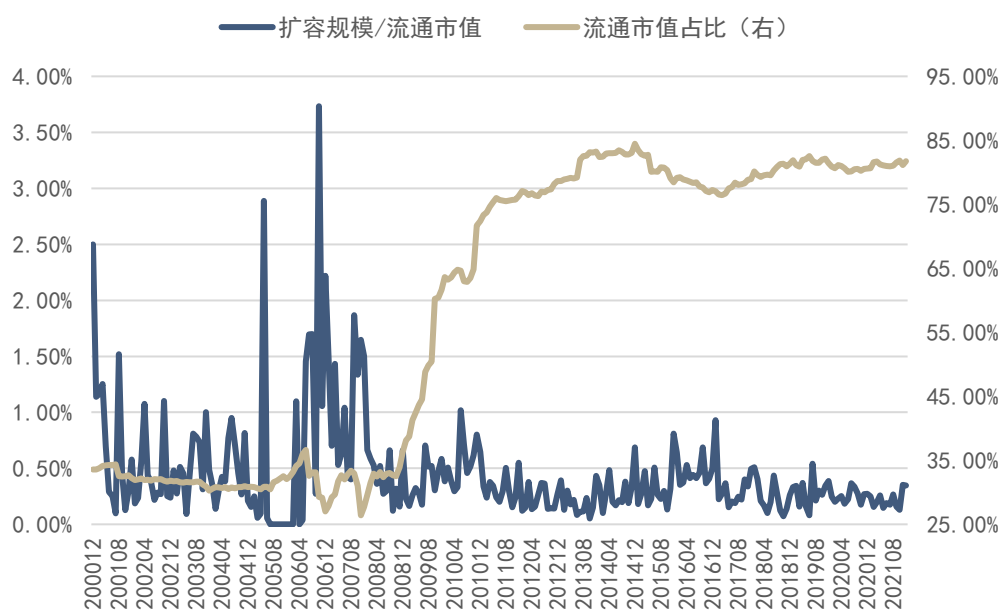
我们认为资产荒局面在接下来较长的一段时间内都难以缓解，主因是缺乏新增信用抓手和利率中枢下行存在软约束。

从信用派生视角看，宏观三大主体中的企业和居民短期内加杠杆意愿较弱，而政府虽然提到在接下来几年内都会发行长期国债，但在财政政策依然维持量入为出的基调下，新增国债和地方债的供给会相对有限，至少目前无法替代地产周期下的信用派生规模。资金如果继续涌入固收类的产品，只会拉低利率中枢，正如我们今年所见，但出于汇率维稳需求，央行给利率下行设定了一个隐形的天花板，而当前市场利率的运行显然已经触及了天花板，这也是央行最近频繁喊话注意长端利率的原因所在。因此，过剩的资金只能另寻出口。

新国九条提升了股票市场作为有效供给的可能性，在这种情况下，股票市场面临的是巨大潜在需求和有限供给之间的矛盾，而这将是决定接下来较长一段时间内股指价格的核心因素。

当供需矛盾出现时，A股之前惯用的分析框架，即经济-流动性框架大概率需要面临修正。

图 4.1: A 股扩容规模 VS. 流通市值占比



资料来源: Wind 南华研究

在90年代A股创立之初，市场最担心的就是扩容，一旦扩容，市场就要下跌，原因是当时市场的流通股数量太有限了，一旦供给增加，短期供给会明显大于需求，造成价格下跌。2005年股权分置改革后，市场上的流通股数量开始明显增加，慢慢的扩容也不再是决定行情波动的核心了，因为扩容规模占整体流通股的比例已经变得越来越小，越来越难以改变短期的供需关系。相应的，A股的分析框架从最初的供

需逻辑慢慢转向了经济-流动性逻辑，而经济-流动性框架其实是侧重于需求分析，因为经济和流动性更多影响市场对股票的需求，而不是供给。这是市场供给极度充分，需求端变化决定行情的结果。

当下，股票市场的供给端发生了变化，我们看到了新增供给有约束，现有供给有效性被提升，而需求端却是“资金过剩”的状态，这意味着侧重于需求端分析的经济-流动性框架的适用性下降了。

经济-流动性框架适用性下降，并不意味着失效，这两个因素仍对股票市场的需求产生影响，但在供需矛盾更为突出的当下，可以适当调低这两者对行情影响的权重。我们认为可以适当将经济悲观预期与股票市场做一个脱钩，至少在市场已经充分定价悲观预期后，无需重复考虑悲观预期对行情的拖累。

第二，当经济预期偏弱时，资金必然优先流向更像固收类产品的稳健型标的，其中“久期”更短的高股息股票是最好的选择。所以，当新的信用抓手出来前，资金的配置偏好决定了股票市场的风格表现，大概率延续大强小弱的格局。

最后，我们重申：在新国九条落地执行的情况下，股指具备了长期走牛的基础，供给改革快速落地和需求端缓慢反应的时间差，正是参与股指市场的绝佳时机。

## 免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

---

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	<a href="http://www.nanhua.net">www.nanhua.net</a>
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093

---



南华期货营业网点

