

Bigger mind, Bigger fortune  
智慧创造财富



第二期 | 2024 年 1 月 23 日

## 南华金融期货热点报告 对当前市场的一些看法 ——救市到底有没有用？

走出熊市需要什么条件？

救市到底有没有用？

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

## 章节

未找到目录项。

# 目录

## 图表

图 1.1：四大指数陆股通持股占流通市值比例 1（%） .....	1
图 1.2：四大指数陆股通持股占流通市值比例 2（%） .....	2
图 1.3：沪深 300 行情与新基金发行规模（亿份）对比 .....	2

## 熊途漫漫、何处是底？

相信这是目前大部分A股投资者的疑问，因为应该有不少投资者没有经历过如此漫长的熊市。

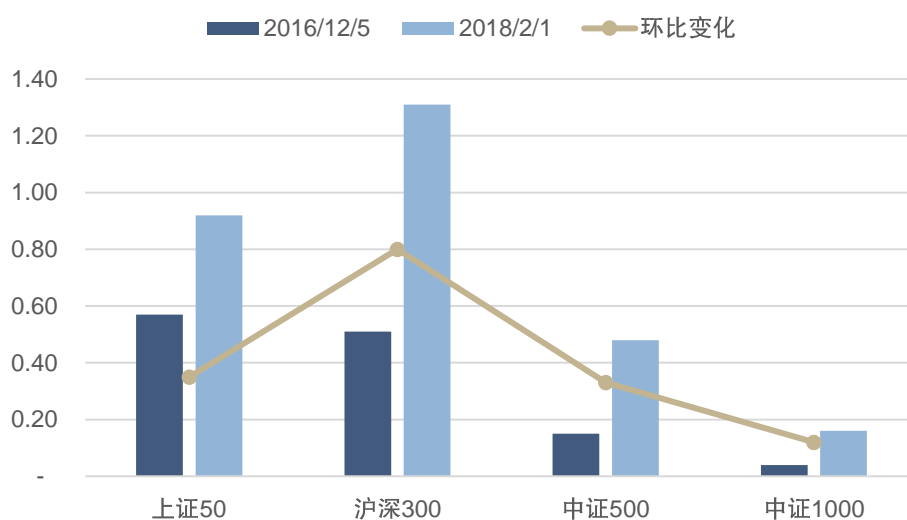
我于2015年3月入市，恰好是15年牛市最后的冲刺阶段，当时只要买入和创业板相关的ETF，每天获利4-5%不是梦。在那之后我再也没见过那么强势上涨的指数行情，就如同我也从来没经历过连续三年的熊市一般。

从15年到这轮熊市开始前，A股的熊市其实只有两次，一次是15年下半年的股灾+16年初的熔断，这轮熊市走的是快准狠路线，持续时间也就是半年左右。另一次就是2018年的熊市，在经历了所谓的价值投资元年后，价值股从估值巅峰下跌，满打满算下跌也没超过一年，但16-18年是A股风格分化最严重的三年，以中证500和中证1000为代表的小盘股连续下跌了三年多时间，和蓝筹股的劈叉非常严重。

## 过去两次我们是如何走出熊市的？

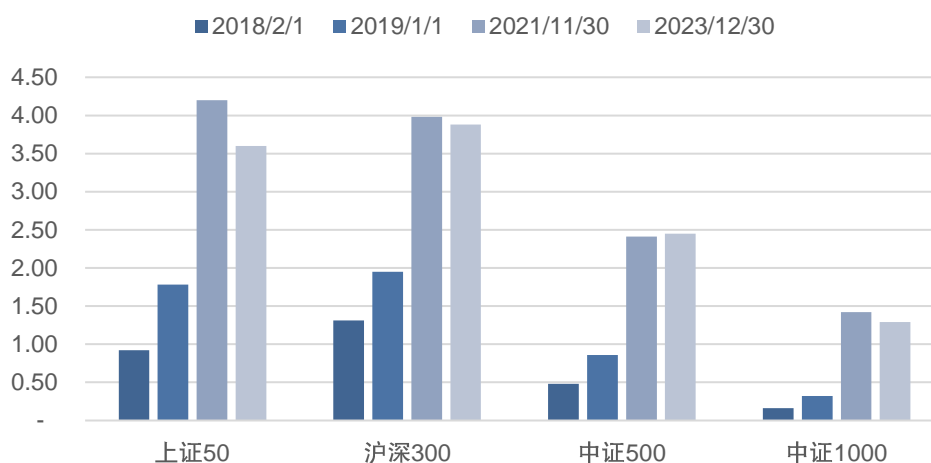
有人会说，16年熔断后，北向大举买入A股，带来了蓝筹股将近两年左右的慢牛行情，因为北向更青睐蓝筹股，所以中小盘股的表现不佳，导致风格分化。这个论断在数据上不太站得住脚。以深港通开通时间为起点，以18年慢牛顶部为截止时间，我们可以看到沪深300指数的陆股通持仓占比是上升最明显的，其次是上证50，但从涨幅来看，上证50期间上涨了30%，沪深300仅上涨了20.32%，和北向持股比例变动幅度并不呈正比。中证500和中证1000的陆股通持股比例变化幅度较小，但也是环比上升的，但两个指数在当时分别下跌了8.22%和26.90%。所以从四个指数的表现来看，其实没法认定16-17年的慢牛是由北向主导推动的，而且从陆股通的持股比例的绝对数值看也偏小，难以达到左右行情趋势的地步。

图 1.1：四大指数陆股通持股占流通市值比例 1（%）



资料来源：Wind、南华研究

图 1.2：四大指数陆股通持股占流通市值比例 2（%）

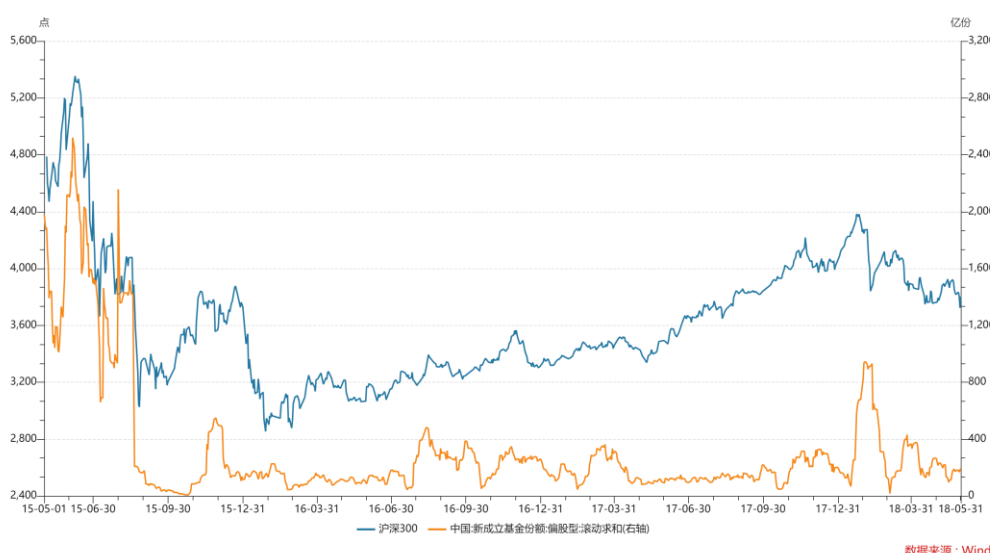


资料来源：Wind、南华研究

更关键的是2018年至2021年底，陆股通在指数中的持仓比例一直在缓慢上升，也就是说在我们经历2018年熊市时，北向也并没有停止提供增量资金，这同样证伪了16-17年慢牛是北向增量资金主导的观点。

此外，从当时的新股发行规模来看，16-17年的新股发行相对平淡，每个月的发行量约100-200多亿，仅在18年初慢牛顶部时才有一次像样的发行规模放量，但大家可以看到这种发行量级和15年7、8月份，股灾已经发生时两千多亿的月度发行规模相比，仅为十分之一。

图 1.3：沪深 300 行情与新基金发行规模（亿份）对比



资料来源：Wind、南华研究

所以，当所谓的增量资金没有达到一定体量时，想靠增量资金入市来逆转行情趋势其实是个伪命题。我们认为帮助市场走出熊市的抓手是16年初开始落地的供给侧改

革和棚改货币化带来的地产繁荣，一方面加速过剩产能的出清，另一方面提供了可观的新增需求，这套组合拳从16年二季度开始慢慢开始扭转市场对中国经济的信心和预期，带来了以基本面驱动的慢牛行情。

我们走出2018年熊市的契机就比较复杂了，但核心仍是信心和预期的扭转。

当时除了美联储加息结束和中美贸易摩擦缓和外，顶层在10月中央政治局会议承认了国内经济下行压力加大是一切的转折点。这之后政策面先后出台了一些稳增长、稳预期的政策和进行了一系列态度性喊话，包括强调坚持两个毫不动摇，支持民营经济发展；设立科创板并试点注册制；推进税改；完善上市公司停复牌制度，发布重大违法强制退市新规以及地产松绑的传闻等。其中最具有代表意义的是18年12月20号左右的国务院金融稳定发展委员会办公室召开的资本市场改革与发展座谈会提出“当前资本市场风险得到较为充分的释放，已经具备长期投资价值，改革面临比较好的有利时机”。可以看到，市场预期扭转和信心的建立是需要一系列态度性表态和切实落地的政策共同推动的，缺一不可。

从前两次熊市的经验来看，目前A股要走出熊市恐怕需要一些切实落地的措施来提振市场信心，仅仅依靠态度性的喊话，独木难支、效果不佳。如果不作为，仅依靠市场自身出清，那么我们大概率会重复13-14年的故事，即一直低位震荡整理，直到下一个刺激因素的出现。

那么什么样的政策会是对扭转预期有效的？

当前情况下，我们认为可能需要的是一套组合拳，一方面需要清理部分疫情后盲目扩张的过剩产能（23年中央经济工作会议曾提到这一点），另一方面是更为重要的，即要真正落实新增需求。15、16年我们通过地产抓手推动了新一轮的需求扩张，但现在已经很难再次依赖地产了，无论是经济结构转型诉求，还是居民资产负债表状况都不支持。比较令人失望的是，目前我们并未看到顶层给出了新增需求的落脚点指引，至少目前提到的扩大需求政策都无法切实解决问题。如果只是依靠部分行业的产能出清让经济重回均衡，那么这个新的均衡点肯定会低于之前的均衡点，即总量萎缩了，这与发展的预期是相悖的。

同时，当经济体中存在部分行业产能过剩的情况下，扩大需求应更侧重于居民部门的消费支出扩大，而非企业部门的投资，因为投资带来的结果通常是短期需求的扩张和长期供给的增长，容易发生未来需要给该政策打补丁（产能再次过剩）的情况。

那在什么情况下居民部门才愿意花钱呢？首先他得有钱，其次他得愿意花。

当前居民部门资产负债表问题已经被大家翻来覆去的提及、分析，我们也不想再次赘述。不少人提议政府给居民部门发钱来解决问题，但从目前的政策表态看国内实行这一政策的概率比较小，而且似乎也缺乏合适的施行方式。过去国内很多政策都是针对企业部门的，直接针对居民部门的政策相对较少，加上居民部门基数庞大，诸如存量房贷利率下调这样的政策平均到每个家庭，可能只是杯水车薪，而如果要居民部门切实有获得感的政策恐怕成本又是一笔天文数字。因此，让居民部门有

钱，通过发钱补贴有些困难，只能通过收入改善。

说到收入改善，不得不提到去年7月31号的政策吹风会，会上有个记者提问：“中国政府如何改善家庭部门的消费意愿？”当时官员的回答是：“持续扩大就业、促进居民增收...多渠道增加中低收入群众要素收入，多渠道增加城乡居民财产性收入...”。要素收入和财产性收入要解释可以很复杂，为了便于理解，我们可以把要素收入简单看作是劳动所得，财产性收入则与居民投资的标的价格波动相关。中国居民最喜欢的投资品，之前是房产，近些年有部分转向了理财、基金等。现在的问题是，非核心城市核心地段的房产价格并不乐观，而且价格预期恐怕短期难以扭转，而理财和基金的收益，除了固收产品外，恐怕这两年也不乐观，在这种情况下，居民收入的改善只能依靠劳动所得，这与企业效益挂钩，更与经济大环境息息相关，改善起来会比较缓慢。简单来说，居民收入改善的两条路径，目前都存在一些问题，但路径二即财产性收入的波动率是远高于劳动所得的，因此，政策可以考虑将此作为突破口。

所以，我们认为救市是有用的，但仅仅是救市，没有组合拳来一起推动预期改善可能会事倍功半，而我们走出熊市的速度取决于政策落地的速度。

## 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

