

流动性框架系列一：流动性与股市行情总体逻辑探析

投资要点：

在研究资产价格波动时大家背后讨论最多的一词就是流动性，但是“流动性”一词是一个典型的概念不清、定义模糊的名词，在研究过程中存在诸多难点。本文作为流动性系列研究第一篇报告，旨在探讨流动性对A股大势研判及板块轮动的影响，主要得到以下结论：

第一，宏观流动性并不总是能准确刻画出资市流动性，或者说宏观流动性到股市流动性的传导并不总是顺畅无阻的。历史经验看，一般只有在经济下行周期的尾声阶段，宏观流动性宽松才能有效传导至股市流动性。在经济下行初期，宏观流动性宽松，往往很难传导至股市流动性层面，而在经济下行的后期，市场对分子端开始钝化，分母端流动性宽松的逻辑更容易兑现。

第二，相比于宏观流动性，股市微观流动性才是影响市场行情及估值的重要变量，股市流动性改善阶段有助于催化分母端行情。从名义利率和市场估值走势来看，二者相关性并不显著。但实际上，当我们进一步聚焦股市微观层面流动性，可以清晰的发现在股市成交活跃、流动性宽松期间，往往可以看到市场估值走高，大盘表现较好。而在股市成交低迷、流动性趋紧期间，市场估值大幅缩水，市场表现不佳。

第三，从实证经验事实来看，流动性整体宽松与否并不是大小盘风格切换的直接决定因素，笼统的用宏观流动性或股市流动性整体松紧与否很难直接解释A股风格轮动。小盘股行情均可以在流动性宽松利率下行环境中出现，也完全可以在利率上行流动性收紧的环境中出现。同样在A股明显抱团核心资产期间流动性环境既可以宽松也可以收紧。

第四，股市投资者结构（增量资金结构）变化有助于解释风格轮动及行业表现。机构投资者市值占比和大小盘风格表现高度相关，一般当机构投资者占A股总市值比重提升时，市场风格往往表现为大盘股占优，而当机构投资者占比下降时，市场风格往往表现为小盘股占优。同时机构投资占比变化同样可以很好解释其重仓板块超额收益走势。从这个角度看，我们可以很好理解当前市场红利占优的行情特征，去年底以来中央汇金大规模净申购宽基指数ETF，成为A股市场增量资金的重要来源，其重仓定价权较高的银行板块则具有显著超额收益。

➤ **风险提示：一是宏观经济恢复弱于预期；二是海外政策风险；三是政策监管风险等。**

团队成员

分析师 朱成成

执业证书编号：S0210523060003

邮箱：zcc30168@hfzq.com.cn

分析师 燕翔

执业证书编号：S0210523050003

邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、复盘十年中美医疗器械板块——2024.08.20
- 2、全球预期混乱长期促进中国制造业出海——产业经济周观点——2024.08.19
- 3、经济数据超预期，降息预期调整——海外周观察（0812-0818）——2024.08.19

正文目录

1	流动性框架及主要指标概述	1
1.1	流动性的定义及研究中存在的难点	1
1.2	流动性主要研究指标梳理及概括	1
2	流动性对 A 股大势研判的影响	3
2.1	宏观流动性直接解释大盘走势效果欠佳	3
2.2	宏观流动性对股市流动性传导机制探讨	5
2.3	股市流动性改善有助于催化分母端行情	7
3	流动性对 A 股结构性行情影响	10
3.1	流动性整体松紧不是风格轮动的决定因素	10
3.2	股市投资者结构变化有助于解释风格轮动	12
3.3	从增量资金贡献理解当前红利占优行情	14
4	风险提示	17

图表目录

图表 1:	流动性框架及指标梳理	2
图表 2:	2005 年以来国债利率和 wind 全 A 走势	3
图表 3:	2005 年以来 M1 增速和 wind 全 A 走势	4
图表 4:	2010 年以来剩余流动性和 wind 全 A 走势	4
图表 5:	2005 年来 1 年期国债利率和 wind 全 A 成交额走势	5
图表 6:	2005 年来 1 年期国债利率和 wind 全 A 换手率走势	5
图表 7:	2005 年以来上市公司盈利增速变化	6
图表 8:	2005 年以来 wind 全 A 成交额和市场表现	6
图表 9:	2005 年以来 wind 全 A 换手率和市场表现	7
图表 10:	wind 全 A 估值和利率走势相关性并不强	7
图表 11:	股市流动性大幅好转往往会伴随着市场估值的提升	8
图表 12:	股市流动性大幅好转往往会伴随着市场估值的提升	8
图表 13:	历次股市流动性改善期间 wind 全 A 表现明细	9
图表 14:	历次股市流动性收紧期间 wind 全 A 表现明细	9
图表 15:	2005 年以来中证 1000 指数超额收益和利率走势	10
图表 16:	2005 年以来中证 1000 指数超额收益和股市成交额走势	11
图表 17:	2005 年以来中证 1000 指数超额收益和股市换手率走势	11
图表 18:	股市流动性改善期间各一级行业涨跌幅中位数	12
图表 19:	股市流动性收紧期间各一级行业涨跌幅中位数	12
图表 20:	机构投资者占比和市场风格走势高度相关	13
图表 21:	2005 年以来公募、外资持股占比和食品饮料超额收益走势	13
图表 22:	2005 年以来公募、外资持股占比和电力设备超额收益走势	14
图表 23:	2020 年来偏股型基金发行规模明细 (亿份)	15
图表 24:	2023 年 10 月底以来主要宽基指数累计净申购规模 (亿元)	15
图表 25:	2011 年以来中央汇金持股市值变化	16
图表 26:	2011 年以来中央汇金持仓规模逆势特征显著	16
图表 27:	中央汇金持仓占 A 股流通值比和银行板块超额收益走势高度同步	17

1 流动性框架及主要指标概述

1.1 流动性的定义及研究中存在的难点

在研究资产价格波动时大家背后讨论最多的一词就是流动性，但是“流动性”一词是一个典型的概念不清、定义模糊的名词，“流动性”“市场没钱”像万金油一样可以在任何时候被使用。如果我们梳理下各方面的看法，“流动性”大概可以有以下几层意思：

一是学术意义上说的“资产流动性”，它指的是资产的变现容易程度，比如标准化证券流动性好，古董、房产等资产流动性差，显然股市中说的“流动性”一定不是这个意思。

二是“股票流动性”，理论上当市场存在资金净流入，则流动性会好转，反之当资金持续流出时，流动性趋于恶化。但这里最大的问题是难以找到一个可以衡量整个市场资金净流动的明确指标。往往市场会自下而上对从资金需求、供给两端做预测，进而估算出整个市场资金净流动规模，但这类估算本身误差较大而且准确性无法验证。

三是“流动性”有时也被用作表示利率的高低，在任何估值模型中，利率的上行都会造成资产估值的下降，但利率仅仅表示资金的价格，虽能反映短期内市场资金面的紧缺程度，但无法反映市场资金在绝对量上的水平，并且这一指标又过于笼统。

四是定性层面上，往往监管部门对于货币政策以及查违规资金的表态也被视为流动性松紧的信号，例如监管放松了，市场往往会认为流动性会边际改善，而监管收紧了，市场流动性则会趋紧。

可见，在面对庞杂多样的流动性概念及指标时首先需要明确具体研究范围，例如对于股票市场流动性的探讨如果笼统的采用宏观利率、货币政策松紧去概括本身会不够精确。另外即使聚焦到股票市场流动性，往往也难以找到一个指标可以精确刻画出现场真实流动性绝对数值，只能尽可能寻找代替性指标作综合性观测。

1.2 流动性主要研究指标梳理及概括

具体分市场来看，我们认为流动性主要可以从股票市场、金融市场、实体经济以及海外市场四个维度去跟踪。

(1) 股票市场流动性

股票市场流动性是我们研究的重点，主要包括一级市场中的 IPO、增发等指标；二级市场中的成交额、新发基金规模、基金股票仓位、互联互通资金等指标；产业资本中限售解禁和大股东减持等指标。

(2) 金融市场流动性

金融市场流动性也是市场关注的重点，主要包括 SLF、MLF、PSL 等广义再贷款工具；回购交易、现券交易等央行公开市场操作；SHIBOR 隔夜利率、银行间质押式回购利率以及国债利率等指标。

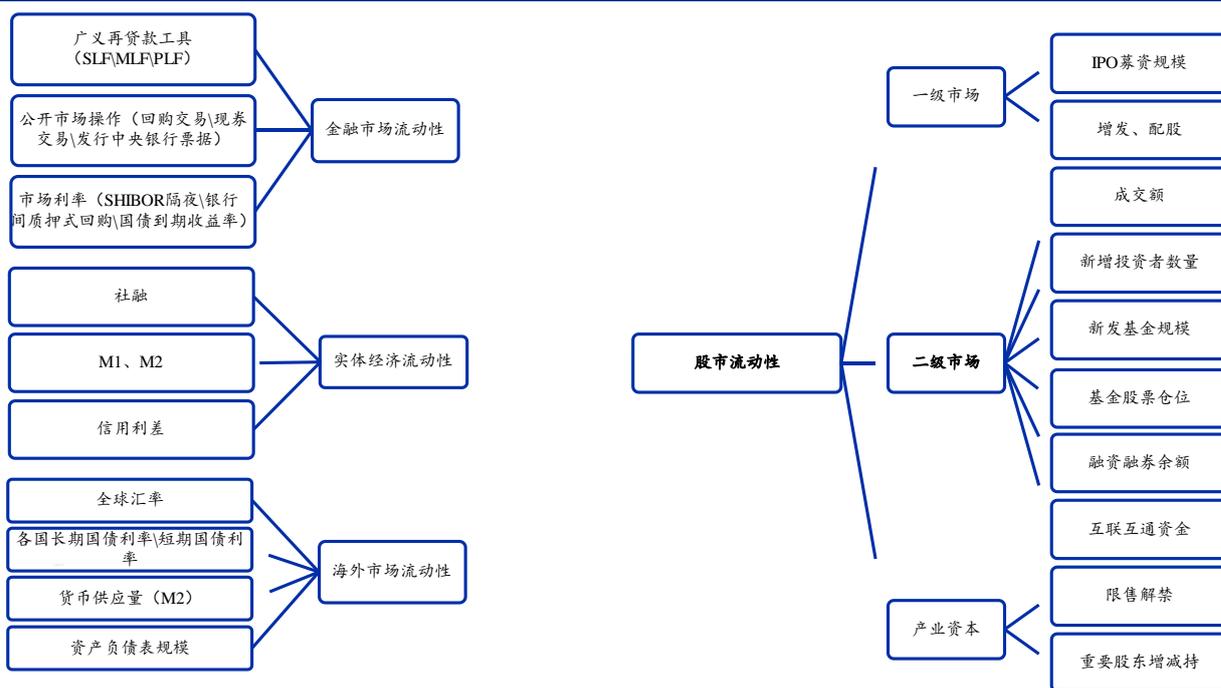
(3) 实体经济流动性

实体经济流动性中的社融数据是反映政策宽信用效果的重要指标,此外企业信用利差变化也能反映出实体经济中企业融资环境的切实状况。

(4) 海外市场流动性

随着国内外资本市场联动越来越紧密,投资者同样密切关注海外市场流动性状况,包括全球汇率、主要市场长短期国债利率、主要央行货币政策操作等等指标。

图表 1: 流动性框架及指标梳理



来源: 华福证券研究所

2 流动性对 A 股大势研判的影响

2.1 宏观流动性直接解释大盘走势效果欠佳

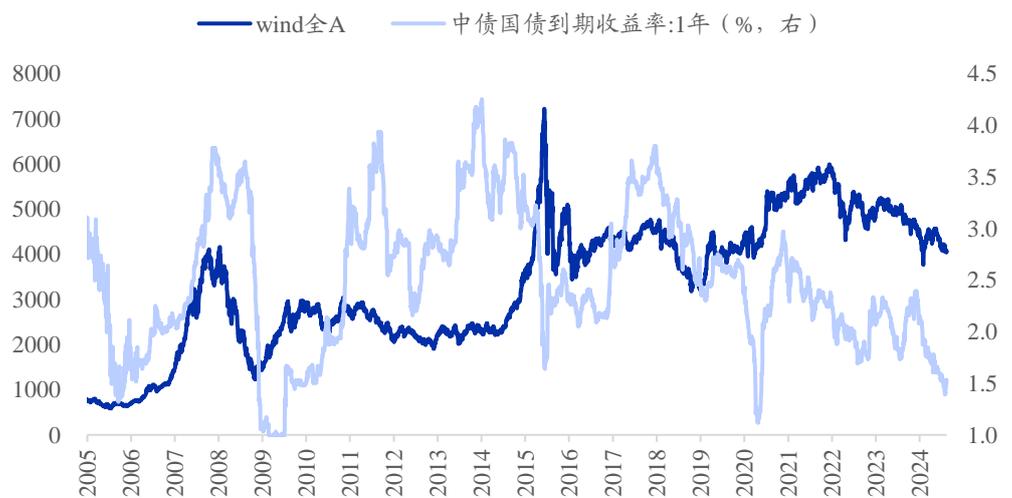
近些年市场对于探索宏观流动性指标对 A 股的影响基本没停过，大体从以下几个维度进行研究。

(1) 名义利率对股市影响

名义利率相当于从价格维度对资金松紧进行衡量，一般利率上行，表明资金的使用成本提高，流动性趋紧，利率下行，表明资金的使用成本下降，流动性趋于宽松。

从历史数据来看，2005 年以来 1 年期国债收益率和 wind 全 A 的走势时而背离时而同步，相关性并不显著。例如 2014 年-2015 年 1 年期国债收益率下行，wind 全 A 指数大幅攀升。但同样在 2018 年 1 年期国债收益率持续下行的环境中，wind 全 A 出现下跌。在 2006 年-2007 年 1 年期国债收益率上行过程中，wind 全 A 同步走高。但同样在 2010-2011 年 1 年期国债收益率上行过程中，wind 全 A 又震荡走弱。

图表 2: 2005 年以来国债利率和 wind 全 A 走势



来源: Wind, 华福证券研究所

(2) M1 同比增速对股市影响

一般根据流动性的大小，市场会将货币供应量划分不同的层次加以测量、分析和调控。我国现阶段也是将货币供应量划分为三个层次，其含义分别是：M0：流通中现金，即在银行体系以外流通的现金；M1：狭义货币供应量，即 M0+企事业单位活期存款。M2：广义货币供应量，即 M1+企事业单位定期存款+居民储蓄存款。

因为 M1 反映居民和企业资金松紧变化，是经济周期波动的先行指标，流动性较强，仅次于 M0。因此市场上会有 M1 定买卖的说法。从历史数据来看，2015 年之前 wind 全 A 走势和 M1 同比增速高度同步，但 2015 之后该指标和大盘的相关性有所下降。尤其是 2014-2015 年那波流动性驱动的牛市行情中，我国 M1 同步增速甚至出现震荡下行。

图表 3: 2005 年以来 M1 增速和 wind 全 A 走势



来源: Wind, 华福证券研究所

(3) 剩余流动性对股市影响

市场也有部分观点认为宏观流动性既需要服务于金融市场, 还需要服务实体部门, 因此需要从宏观流动性中剔除实体部门流动性需求后, 才能更好地刻画金融市场流动性的强弱, 即所谓的剩余流动性: $\text{剩余流动性} = \text{宏观流动性} - \text{实体部门流动性}$

M2 通常用以衡量货币供给, 反映宏观流动性整体状况, 社融通常用以衡量实体经济流动性需求的影子指标, 因此目前市场普遍使用“M2 同比增速-社融总量同比增速”来衡量剩余流动性。从历史数据来看, 2017 年-2019 年以及 2020 年-2021 年期间剩余流动性和 wind 全 A 走势出现明显背离。

图表 4: 2010 年以来剩余流动性和 wind 全 A 走势



来源: Wind, 华福证券研究所

2.2 宏观流动性对股市流动性传导机制探讨

宏观流动性并不总是能准确刻画股市流动性。近期两市成交持续低迷，无论是从wind全A成交额或是换手率来看，股市均缺乏一定流动性。但是截至8月16日，今年来我国宏观利率持续下行最新1年期和10年期国债利率分别为1.53%和2.20%，当前处于历史较低位，宏观流动性似乎偏宽松。因此宏观流动性到股市流动性的传导并不总是顺畅无阻的。这样的情况在过去也发生过很多次，例如大家印象比较深的2018年，当时宏观利率也是不断下行，但在去杠杆的背景下，2018年民营企业出现违约潮，信用利差快速攀升，市场流动性趋紧，股市成交持续低迷。

图表 5: 2005 年来 1 年期国债利率和 wind 全 A 成交额走势



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 6: 2005 年来 1 年期国债利率和 wind 全 A 换手率走势

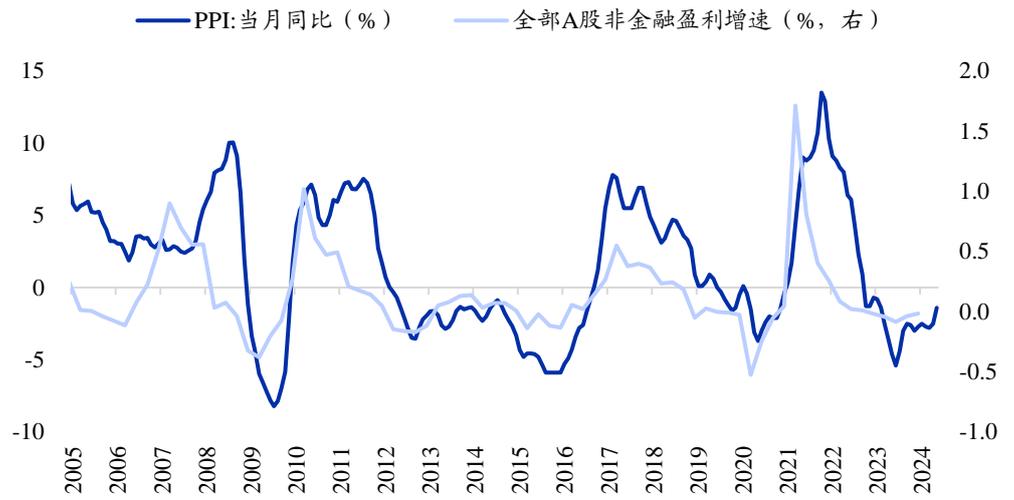


来源: Wind, 华福证券研究所

历史经验看，一般只有在经济下行周期的尾声阶段，宏观流动性宽松才能有效传

导至股市流动性。在经济下行初期，宏观流动性宽松，往往很难传导至股市流动性层面，例如 2008 年、2012 年、2018 年、2022 年宏观利率大幅下行，但同期股市流动性不足，成交持续低迷。而在经济下行的后期（尾声）如果伴随着宏观流动性宽松，往往会发生流动性驱动的行市，例如 2014 年-2015 年那波流动性驱动的牛市，宏观流动性宽松，股市成交热度同样大幅升温，很重要的一点就在于经历 2011 和 2012 经济的持续下行调整，经济下行周期已经处于尾声阶段，市场对分子端开始钝化，分母端的逻辑则更容易兑现。

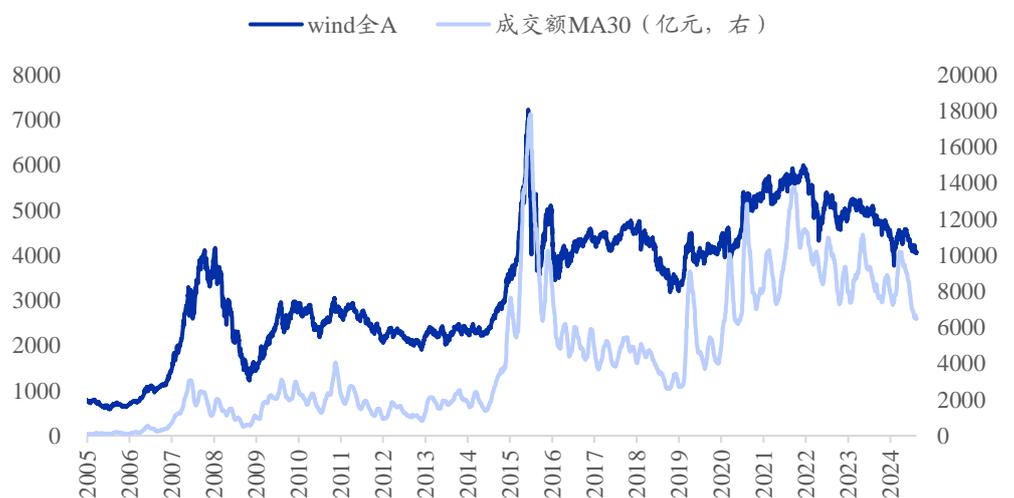
图表 7: 2005 年以来上市公司盈利增速变化



来源: iFind, 华福证券研究所

相比于宏观流动性，从股市微观流动性出发，可以看到 2005 年以来 wind 全 A 成交额和换手率走势和市场表现高度同步。也就是说在股市成交活跃、微观流动性宽松期间，往往可以看到市场表现也不错。而在股市成交低迷、微观流动性趋紧期间，市场同样表现较差。

图表 8: 2005 年以来 wind 全 A 成交额和市场表现



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 9: 2005 年以来 wind 全 A 换手率和市场表现



来源: Wind, 华福证券研究所

2.3 股市流动性改善有助于催化分母端行情

市场投资者普遍会认为流动性主要通过分母端影响估值进而影响股价表现,即流动性宽松有助于估值提升,进而利好股价表现,反之流动性趋紧,估值承压,进而利空股价表现。

但是从名义利率和市场估值走势来看,二者相关性并不显著。例如在 2006 年至 2007 年、2009 年-2011 年 1 年期国债利率均出现大幅上行,但同期 wind 全 A 估值既可以同步走高也可以出现大幅缩水,走势截然相反。同样在 2008 年、2014 年-2015 年 1 年期国债利率均出现大幅回落,但同期 wind 全 A 估值同样可以出现完全相反走势。

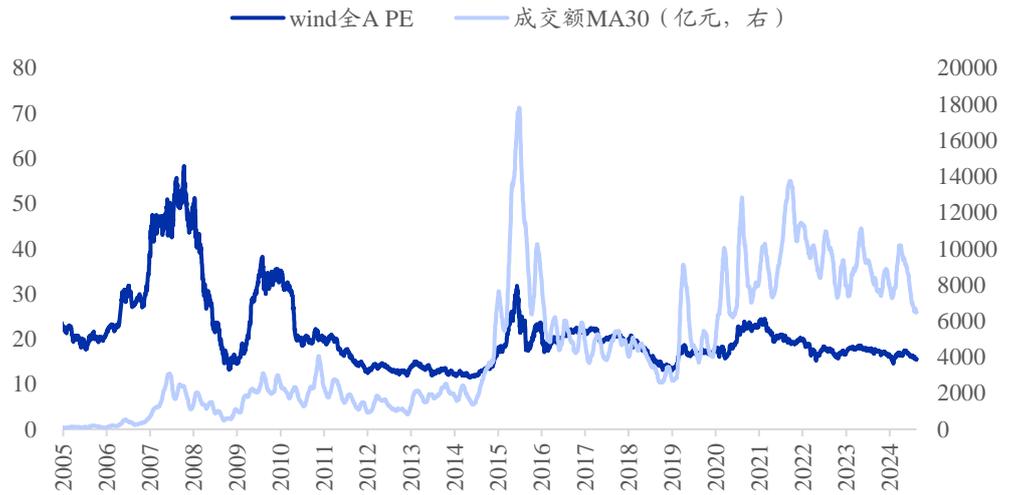
图表 10: wind 全 A 估值和利率走势相关性并不强



来源: Wind, 华福证券研究所

但实际上，当我们进一步聚焦股市微观层面流动性，可以清晰的发现市场估值和股市流动性走势紧密关联。在股市成交活跃、流动性宽松期间，往往可以看到市场估值同步走高。而在股市成交低迷、流动性趋紧期间，市场估值同样会持续缩水。因此相比于宏观流动性，股市微观流动性才是影响市场估值的重要变量。

图表 11: 股市流动性大幅好转往往会伴随着市场估值的提升



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 12: 股市流动性大幅好转往往会伴随着市场估值的提升



来源: Wind, 华福证券研究所

我们进一步统计了过去 9 次股市流动性持续改善期间股价、估值和盈利变化明细。从统计结果来看，一般在股市流动性改善期间，市场表现普遍较好，期间估值上涨大多时候占据主导贡献。在股市流动性趋紧阶段，市场表现普遍较差，期间估值缩水大多时候占据主导负贡献。

图表 13: 历次股市流动性改善期间 wind 全 A 表现明细

换手率低点时间	换手率高点时间	低点换手率	高点换手率	Wind 全 A 涨跌幅	PE 变化	盈利变化
2005-12-22	2006-06-08	1.0	3.8	51.9%	41.7%	10.2%
2006-09-11	2007-05-31	1.6	6.4	186.1%	70.4%	115.7%
2008-09-17	2009-03-11	1.0	3.2	17.0%	17.9%	-0.9%
2010-07-19	2010-11-18	0.7	1.7	22.5%	4.5%	17.9%
2014-06-12	2015-07-06	0.5	2.9	98.7%	93.5%	5.2%
2018-09-25	2019-04-08	0.6	1.9	21.7%	24.2%	-2.5%
2019-12-11	2020-03-16	0.7	1.7	0.0%	-2.3%	2.3%
2020-06-18	2020-08-12	1.0	1.8	15.7%	14.9%	0.8%
2021-05-10	2021-09-27	1.1	1.7	7.9%	-1.0%	9.0%
中位数		1.0	1.9	21.7%	17.9%	5.2%

来源: Wind, 华福证券研究所

注: 股市流动性是否改善参考指标为 wind 全 A 换手率

图表 14: 历次股市流动性收紧期间 wind 全 A 表现明细

换手率高点时间	换手率低点时间	高点换手率	低点换手率	Wind 全 A 涨跌幅	PE 变化	盈利变化
2006-06-08	2006-09-11	3.8	1.6	5.1%	-2.9%	8.0%
2007-05-31	2008-09-17	6.4	1.0	-51.3%	-69.2%	17.9%
2009-03-11	2010-07-19	3.2	0.7	28.2%	9.3%	18.9%
2010-11-18	2012-01-09	1.7	0.4	-22.1%	-35.3%	13.2%
2015-07-06	2018-09-25	2.9	0.6	-21.4%	-35.4%	14.0%
2019-04-08	2019-12-11	1.9	0.7	-8.0%	-8.5%	0.6%
2020-03-16	2020-06-18	1.7	1.0	4.2%	15.7%	-11.5%
2021-09-27	2024-08-16	1.7	0.9	-29.2%	-18.7%	-10.5%
中位数		2.4	0.8	-14.7%	-13.6%	10.6%

来源: Wind, 华福证券研究所

注: 股市流动性是否改善参考指标为 wind 全 A 换手率

3 流动性对 A 股结构性行情影响

3.1 流动性整体松紧不是风格轮动的决定因素

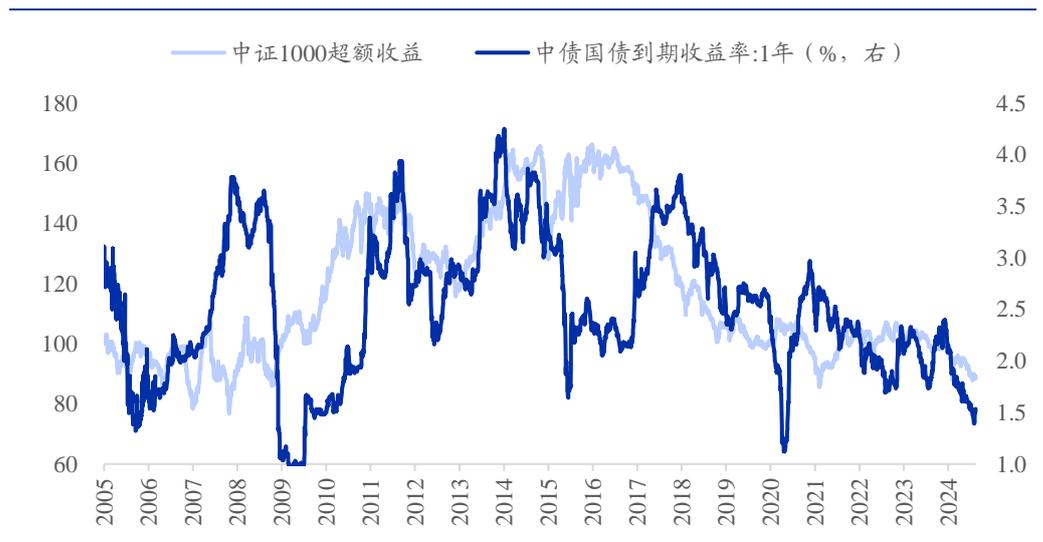
对于大小盘行情风格，市场上讲得最多的一个逻辑，就是从流动性的角度笼统去解释行情。这类观点普遍认为，在利率下行或流动性宽松时，市场活跃度提高、成长股题材股估值容易上升，因此容易出现小盘股行情。而在利率上行或流动性收紧时，高成长高估值板块估值容易受到压制，此时更容易出现大盘股行情。

从实证经验事实来看，流动性整体宽松与否并不是大小盘风格切换的直接决定因素，笼统的用宏观流动性或股市流动性整体松紧与否很难直接解释 A 股风格轮动。小盘股行情可以在流动性宽松利率下行环境中出现，也完全可以在利率上行流动性收紧的环境中出现。

以 A 股市场行情为例，从 2009 年到 2010 年，市场风格基本上是小盘股单边占优的行情，中证 1000 指数大幅、持续、显著跑赢市场整体。但在这个过程中既有利率大幅下行的阶段（2009 年初）、更有利率大幅上行的阶段（2009 年 5 月至 12 月、2010 年 7 月至 2011 年 1 月）。同期股市整体流动性同样可以出现宽松也可以出现趋紧。

同样在 2016 年-2020 年期间，A 股明显抱团核心资产，市场呈现出大盘股持续占优的行情，中证 1000 指数持续跑输大盘。但在这个过程中既有利率大幅上行的阶段（2015 年至 2017 年）、更有利率大幅下行的阶段（2018 年-2020 年）。同期股市整体流动性同样可以出现宽松也可以出现趋紧。

图表 15: 2005 年以来中证 1000 指数超额收益和利率走势



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 16: 2005 年以来中证 1000 指数超额收益和股市成交额走势



来源: wind, 华福证券研究所

图表 17: 2005 年以来中证 1000 指数超额收益和股市换手率走势

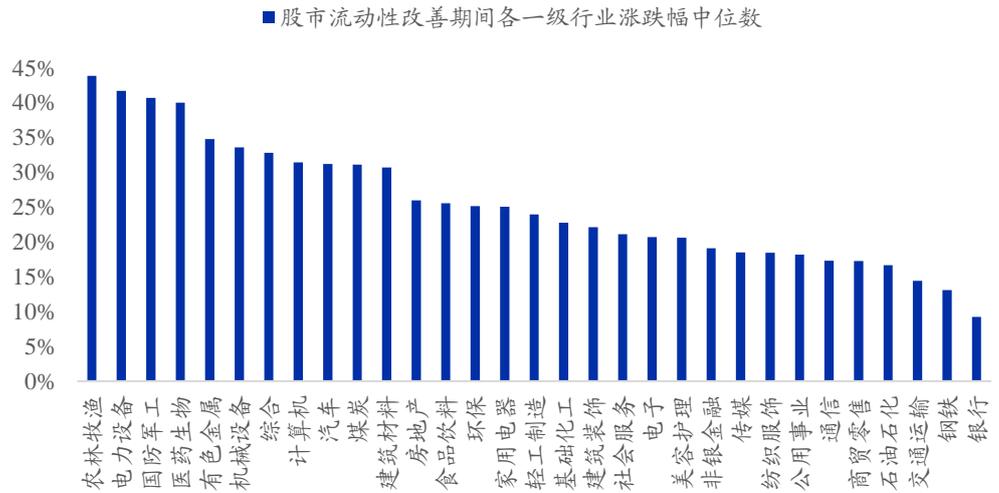


来源: wind, 华福证券研究所

从行业表现看,在股市流动性改善期间各一级行业上涨居多,股市流动性收紧期间各一级行业下跌居多,但同样很难直接的通过股市流动性松紧去解释行业轮动普遍规律。

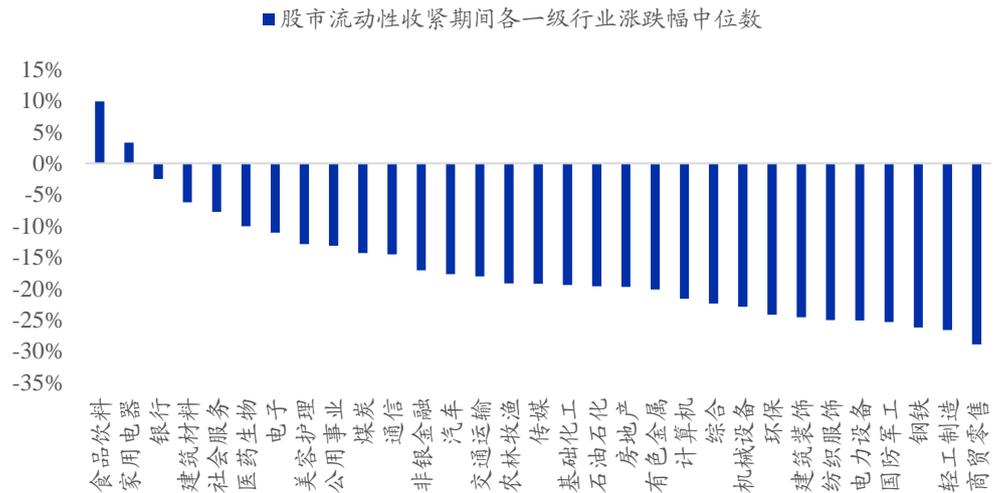
不过根据股市流动性松紧期间不同行业表现的排名情况我们也注意到电力设备、国防军工表现和股市流动性正相关,即股市流动性改善期间上述行业表现亮眼,而股市流动性收紧期间,上述行业表现急剧下滑。银行、公用事业两个行业则恰恰相反,股市流动性改善期间表现靠后,但股市流动性收紧期间表现情况大幅提升。

图表 18: 股市流动性改善期间各一级行业涨跌幅中位数



来源: wind, 华福证券研究所

图表 19: 股市流动性收紧期间各一级行业涨跌幅中位数



来源: wind, 华福证券研究所

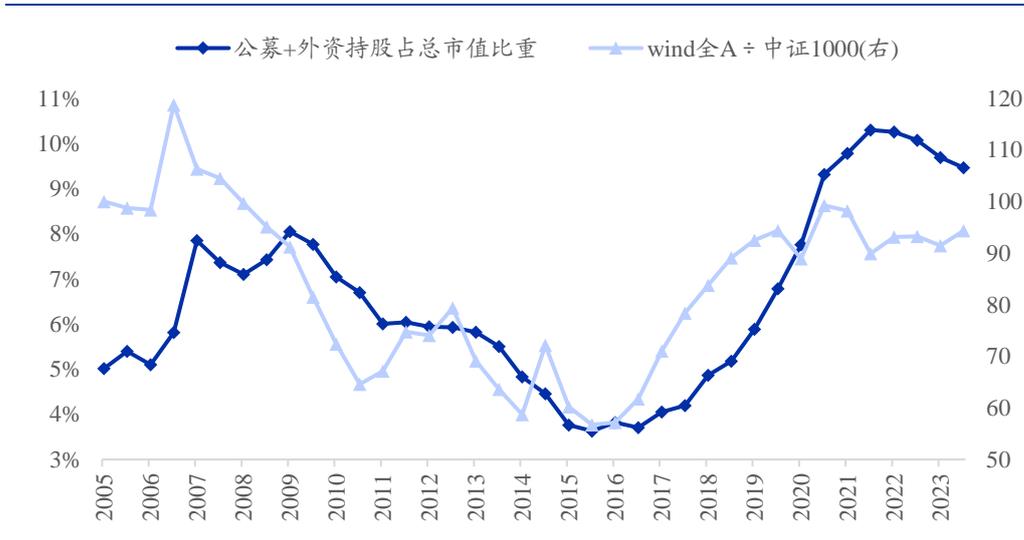
3.2 股市投资者结构变化有助于解释风格轮动

A 股市场投资者类型较多, 包括个人投资者、一般法人、国家队、公募基金、外资、险资、私募、信托公司、券商等 10 多种类型。A 股市场机构投资者种类繁多, 各大类型机构投资者向下又可进一步细分。其中国家队包括中国证金、中央汇金、外管局旗下投资平台等投资机构, 险资包括保险公司、社保基金、企业年金等投资机构, 外资包括陆股通和 QFII 两种持股方式, 此外还有其他一些投资管理公司、上市公司等持股归为一般法人类。

风格上看, 机构投资者市值占比和大小盘风格表现高度相关, 一般当机构投资者占比提升时, 市场风格往往表现为大盘股占优, 而当机构投资者占比下降时, 市场风

格往往表现为小盘股占优。从公募和外资持股占比和中证 1000 指数相对 wind 走势来看，2005 年以来当公募和外资持股占比提升时，中证 1000 指数往往跑输 wind 全 A，意味着期间大盘股表现占优，例如 2016 年-2020 年。而当公募和外资持股占比下降时，中证 1000 指数往往跑赢 wind 全 A，意味着期间小盘股表现占优，例如 2013 年-2015 年。

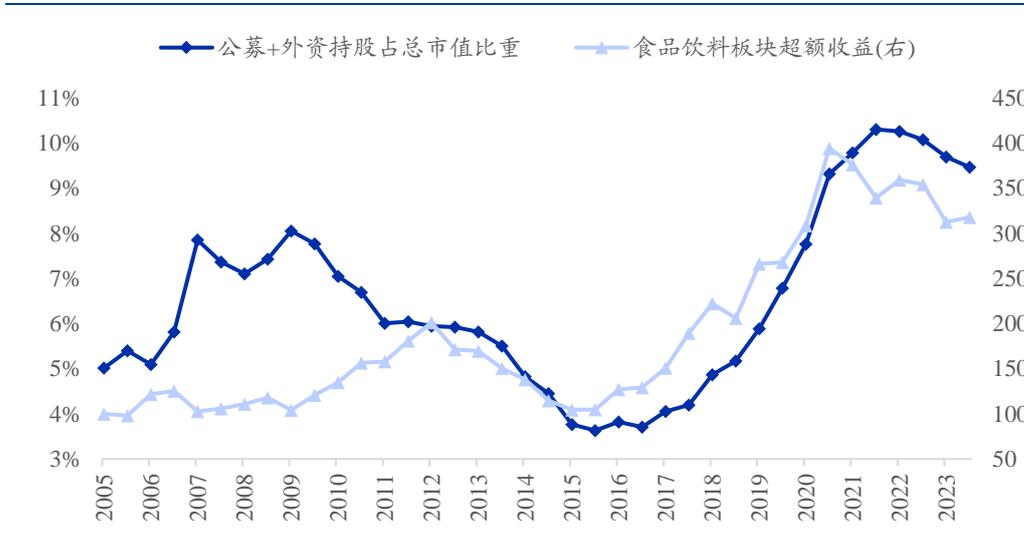
图表 20: 机构投资者占比和市场风格走势高度相关



来源: wind, 华福证券研究所

机构投资占比变化同样可以很好解释其重仓板块超额收益走势。以公募和外资为例，食品饮料和电力设备行业均是公募基金和外资持仓重仓板块，公募和外资定价权较高，因此长期看公募和外资持股占 A 股总市值比重和上述板块超额收益走势高度相关，即当公募和外资持股占 A 股总市值比重提升时，食品饮料和电力设备行业具有超额收益，反之亦然。

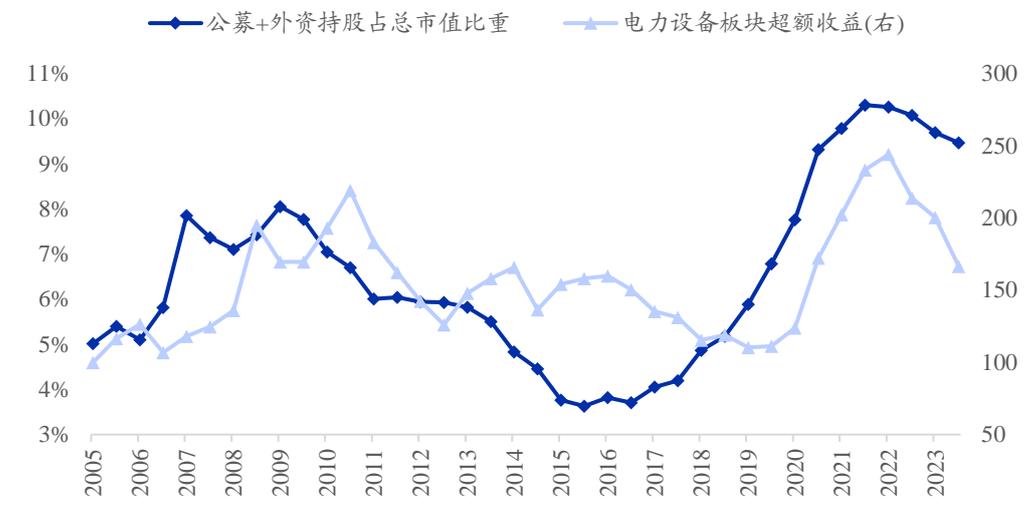
图表 21: 2005 年以来公募、外资持股占比和食品饮料超额收益走势



来源: Wind, 华福证券研究所

注: 2005 年 Q2 定基作图, 标准化为 100

图表 22: 2005 年以来公募、外资持股占比和电力设备超额收益走势



来源: Wind, 华福证券研究所

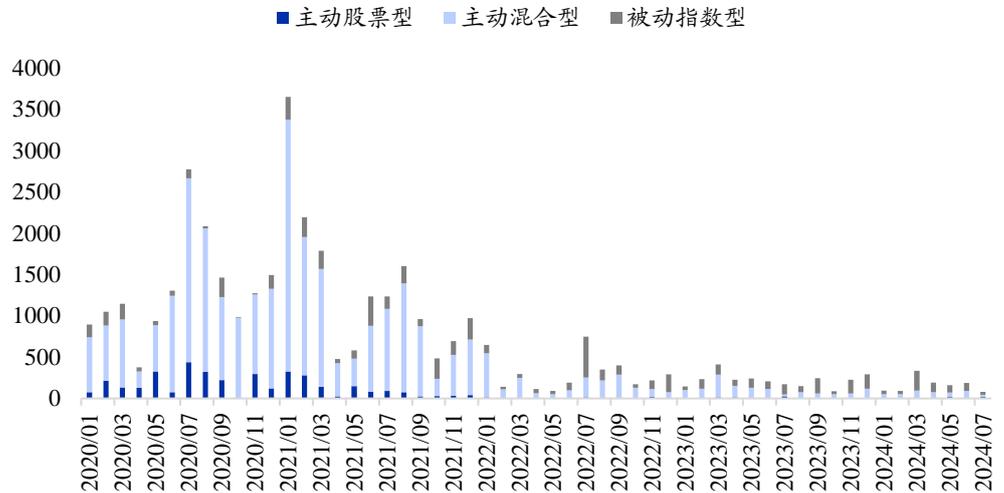
注: 2005 年 Q2 定基作图, 标准化为 100

3.3 从增量资金贡献理解当前红利占优行情

2021 年年初以来偏股型基金发行大幅降温, 对市场增量资金的贡献有所降低。偏股型基金发行和市场表现 (特别是核心资产) 高度相关, 例如在 2020 年下半年随着全球央行纷纷采取宽松的货币政策, 权益市场表现非常亮眼, 偏股型基金发行同样水涨船高, 成为市场重要的增量资金来源, 2021 年 1 月偏股型基金共计发行 3652 亿份。但是 2021 年初之后, 随着行情的回落, 公募基金发行逐渐低迷, 截至今年 7 月份偏股型基金发行规模仅为 78 亿份, 相比 2021 年 1 月份大幅下降 98%。

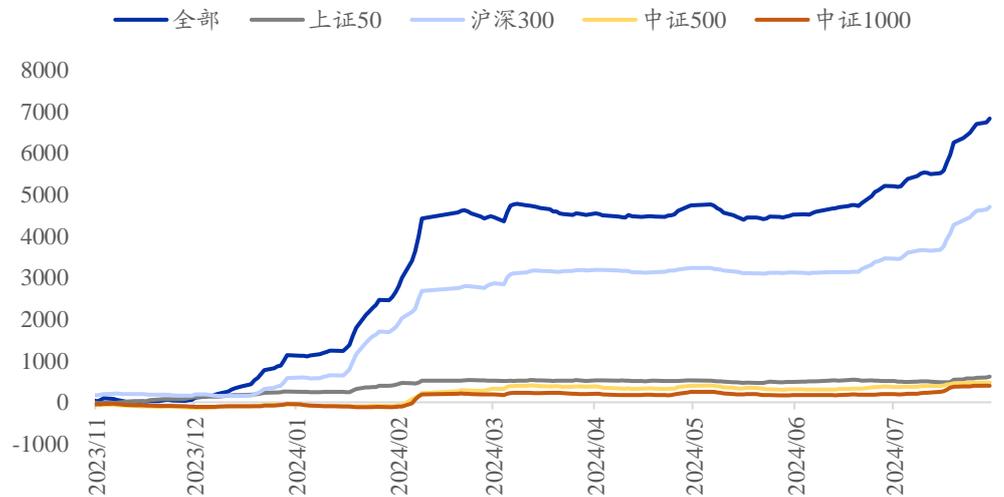
但是去年底以来, 中央汇金大规模净申购宽基指数 ETF, 成为 A 股市场增量资金的重要来源。去年 10 月 23 日, 中央汇金官网发布公告称将在未来持续增持 ETF, 此后主要宽基指数 ETF 净申购规模大幅提升。根据我们统计, 截至今年 7 月 30 日, 主要 ETF 产品累计净申购规模已超 6000 亿元, 其中沪深 300 指数去年 10 月底以来累计净申购规模超 4700 亿元, 此外上证 50、中证 500、中证 1000 等宽基指数净申购规模同样超百亿元。

图表 23: 2020 年来偏股型基金发行规模明细 (亿份)



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 24: 2023 年 10 月底以来主要宽基指数累计净申购规模 (亿元)



来源: Wind, 华福证券研究所

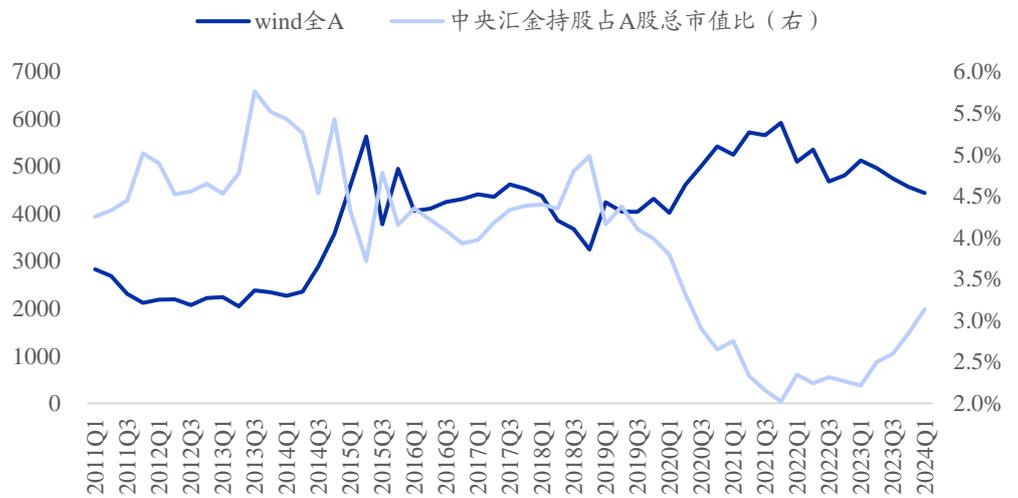
历史经验看，中央汇金 A 股持仓规模逆势特征非常显著，尤其是在市场低迷期间，为了稳定市场、提振投资者信心，中央汇金往往会加码对 A 股的配置。例如 2015 年三季度 wind 全 A 下跌 33%，而中央汇金持股规模从二季度末的 2.2 万亿元降至三季度末的 2.0 万亿元，降幅仅为 8%，持股占 A 股总市值比重从 3.7% 升至 4.8%。本轮从 2021 年底至今年一季度 wind 全 A 累计下跌 25%，但同期中央汇金持股规模从 1.9 万亿元升至 2.4 万亿元，持股占 A 股总市值比重从 2.0% 升至 3.1%。

图表 25: 2011 年以来中央汇金持股市值变化



来源: Wind, 华福证券研究所

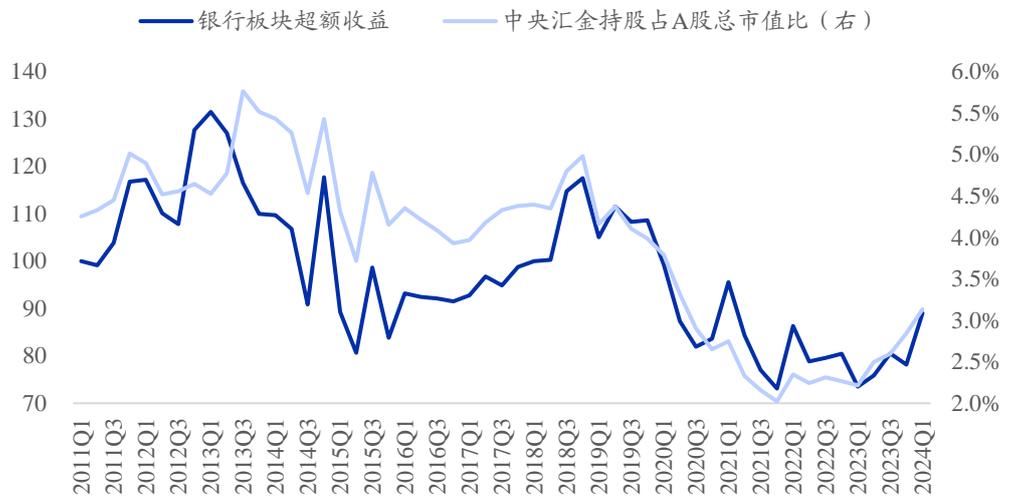
图表 26: 2011 年以来中央汇金持仓规模逆势特征显著



来源: Wind, 华福证券研究所

中央汇金持仓中银行占据绝对主导比重，定价权较高，中央汇金持仓占 A 股总市值比重和银行板块超额收益走势高度同步。因为中央汇金持仓中银行板块占据绝对大头，因此在 A 股持续低迷、中央汇金逆势加码期间，我们往往能看到银行板块大幅跑赢市场整体，具有显著的超额收益。

图表 27: 中央汇金持仓占 A 股流通市值比和银行板块超额收益走势高度同步



来源: Wind, 华福证券研究所

注: 2011 年 Q1 定基作图, 标准化为 100

4 风险提示

宏观经济恢复弱于预期: 香港地区经济复苏有待数据进一步验证, 若经济复苏不及预期对港股市场或将存在影响。

海外政策风险: 美联储退出加息节奏若慢于预期, 对全球流动性以及港股市场流动性均存在扰动。

政策监管风险: 地缘政治风险、港股市场上市公司所在行业涉及的政策风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn