

是增量资金推动股市上涨还是股市上涨吸引增量资金？**分析师：陈龙**

执业证书编号：S0740519040002

Email: chenlong@r.qlzq.com.cn

分析师：王仕进

执业证书编号：S0740519020001

Email: wangsj@r.qlzq.com.cn

研究助理：卫辛

Email: weixin@r.qlzq.com.cn

相关报告**投资观点**

本周我们讨论市场上存在的一个很大误区，即**增长资金股市上涨论**。很多投资者和研究人员过于强调有多少外资进来、有多少保险资金需要配置、本周发行了多少公募基金等等，所以未来 A 股市场具有上涨的基础。一边认为自己是价值投资者，一边认为 A 股是资金驱动的。到底是增量资金推动股市上涨还是股市上涨吸引增量资金？

为了能够证明这样的观点不对，首先来看一个关键的数据，外资陆股通和 A 股市场的关系。典型的增量资金配置 A 股，那么 A 股表现如何呢？我们统计了 2016 年以来月度的上证综指和陆股通净流入额之间的关系，共 41 个指标，准确率仅 60%，也就是说几乎没有太大关系。

其次，我们认为，这种因果关系恰恰相反，而是**股市上涨了，自然就有增量资金进来**。直观上理解就是，如果 A 股具有赚钱效应，包括散户在内的投资者自然就进入市场，带来增量资金。这好比投资一项实体经济，企业家只有预期投资的项目会赚钱，才会投资这个项目。我们通过计量模型来证明，两者之间的因果关系。按照增量资金股市上涨论，我们应该可以观察到如果股市的成交量增加了，A 股应该上涨了。如果按照股市上涨吸引增量资金，那么首先要看到股市上涨，其次才看到成交量的上升。分别从月度和周度的数据进行验证。我们的测算结果如下：当 A 股出现赚钱效应的时候，增量资金就会不断进入市场；相反，如果指数下跌，A 股出现负赚钱效应，资金逐步撤离股市，成交量和成交额均下降。反过来不成立。

因此，我们认为，用**增量资金预测股市涨跌的方法是不成立的**。

市场展望：坚定看好三季度硬科技成长股行情。仓位配置上，以核心资产做底仓，以硬科技做趋势弹性，继续把地产及后周期产业链做为博弈品种。

自上而下提供三个思路：第一，关注抱团板块的扩散行情，如二三线白酒、业绩超预期的医药；第二，受益风险偏好改善的硬科技，如 5G、半导体、智能制造、人工智能等；第三，受益地产后周期的家居建材等。此外，市场情绪企稳后，可以积极关注更为活跃的主题投资机会，市场活跃度提升也将利好券商板块。

风险提示：经济增速不及预期风险。国内经济去杠杆，为的是防范化解重大风险，但是压缩了货币与财政政策空间，同时与美国贸易谈判，都有可能引发国内经济需求不及预期的风险。

内容目录

内容目录.....	- 2 -
图表目录.....	- 3 -
是增量资金推动股市上涨还是股市上涨吸引增量资金?	- 4 -
一、市场回顾与展望	- 5 -
二、情绪指标跟踪	- 8 -
三、估值指标跟踪	- 10 -

图表目录

图表 1: 陆股通净流入额与上证综指.....	- 4 -
图表 2: 预测能力.....	- 4 -
图表 3: 格兰杰因果性检验.....	- 5 -
图表 4: 指数与大类行业表现.....	- 6 -
图表 5: 本周行业表现.....	- 7 -
图表 6: 主题概念表现.....	- 8 -
图表 7: 万得全 A 换手率.....	- 8 -
图表 8: 创业板指换手率.....	- 8 -
图表 9: 融资余额变化.....	- 9 -
图表 10: 分级基金.....	- 9 -
图表 11: 涨停家数.....	- 9 -
图表 12: 次新股指标.....	- 9 -
图表 13: 风格转换指标.....	- 10 -
图表 14: 主要指数估值.....	- 10 -
图表 15: 主要行业估值.....	- 10 -
图表 16: 股债相对配置价值.....	- 11 -

是增量资金推动股市上涨还是股市上涨吸引增量资金？

本周我们讨论市场上存在的一个很大误区，即增长资金股市上涨论。很多投资者和研究人员过于强调有多少外资进来、有多少保险资金需要配置、本周发行了多少公募基金等等，所以未来 A 股市场具有上涨的基础。一边认为自己是坚定的价值投资者，一边认为 A 股是资金驱动的。到底是增量资金推动股市上涨还是股市上涨吸引增量资金？

为了能够证明这样的观点不对，首先来看一个关键的数据，外资陆股通和 A 股市场的关系。典型的增量资金配置 A 股，那么 A 股表现如何呢？从图表 1 可以看出来，两者并没有直接的关系。图表 2 更容易说明这个问题，我们统计了 2016 年以来月度的上证综指和陆股通净流入额之间的关系，共 41 个指标，准确率仅 60%，也就是说几乎没有太大关系。

图表 1：陆股通净流入额与上证综指



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 2：预测能力

日期	判断	日期	判断	日期	判断
2016-02	0	2017-04	0	2018-06	0
2016-03	1	2017-05	0	2018-07	1
2016-04	0	2017-06	1	2018-08	0
2016-05	0	2017-07	1	2018-09	1
2016-06	1	2017-08	1	2018-10	1
2016-07	1	2017-09	0	2018-11	0
2016-08	1	2017-10	1	2018-12	0
2016-09	1	2017-11	0	2019-01	1
2016-10	1	2017-12	0	2019-02	1
2016-11	1	2018-01	1	2019-03	1
2016-12	0	2018-02	1	2019-04	1
2017-01	1	2018-03	0	2019-05	1
2017-02	1	2018-04	0	2019-06	1
2017-03	0	2018-05	1		

来源：Wind，中泰证券研究所

其次，我们认为，这种因果关系恰恰相反，而是股市上涨了，自然就有增量资金进来。直接上理解就是，如果 A 股具有赚钱效应，包括散户在内的投资者自然就进入市场，带来增量资金。这好比投资一项实体经济，企业家只有预期投资的项目会赚钱，才会投资这个项目。我们通过计量模型来证明，两者之间的因果关系。按照增量资金股市上涨论，我们应该可以观察到如果股市的成交量增加了，A 股应该上涨了。如果按照股市上涨吸引增量资金，那么首先要看到股市上涨，其次才看到成交量的上升。分别从月度和周度的数据进行验证。我们的测算结果如下：

图表 3：格兰杰因果性检验

	月度P值滞后1期	周度P值滞后1期	周度P值滞后2期
成交额不是上证综指的原因	0.4913	0.3014	0.0380
上证综指不是成交额的原因	0.0000	0.0000	0.0000
成交量不是上证综指的原因	0.6327	0.8836	0.0770
上证综指不是成交量的原因	0.0000	0.0000	0.0000

来源：Wind, 中泰证券研究所

主要结论：指数上涨是成交量、成交额放大的原因，也就是说当 A 股出现赚钱效应的时候，增量资金就会不断进入市场；相反，如果指数下跌，A 股出现负赚钱效应，资金逐步撤离股市，成交量和成交额均下降。反过来不成立。

因此，我们认为，用增量资金预测股市涨跌的方法是不成立的。

一、市场回顾与展望

一周回顾：市场小幅反弹，赚钱效应持续低迷。全周上证指数跌 0.22%，深成指涨 0.16%，创业板指涨 1.57%。全市场日均成交额小幅回升，但是连续 4 个交易日两市成交额不足 4000 亿，20 日平滑后涨停数量减少 13 家，接近历史均值。风格方面，创业板指领涨，中证 100、中证 50 领跌。行业与主题方面，本周除农林牧渔、房地产、有色金属收涨，白酒、家电、食品等消费类行业领跌，主题方面，猪产业指数、鸡产业指数表现活跃，共享汽车指数、健康中国指数走势低迷。

市场展望：策略观点：坚定看好三季度硬科技成长股行情。仓位配置上，以核心资产做底仓，以硬科技做趋势弹性，继续把地产及后周期产业链做为博弈品种。

(1) 这一轮反弹的核心驱动因素是什么？是流动性边际宽松和市场风险偏好的提升。是估值的提升。在估值驱动的行​​情里面，成长股高弹性品种占优，结合科创板的正式推出，我们最推荐的品种就是硬科技成长。

(2) 为什么流动性会进一步宽松？下半年宏观经济下行趋势明确，内在的实际利率也有下行的需求，货币政策方面继续维持稳健，但进一步降低利率仍然是下半年政策主流。七月份美联储降息概率大，不排除国内有跟随政策。我们认为不管央行采用直接降息，还是利率两归并一轨，采用 LPR 都意味着未来会降息。降准政策也是可以期待的，这些都意味着未来的流动性存在进一步宽松的可能性。在经济层面，意味着政策托地产和基建。

(3) 为什么市场风险偏好会在三季度提升？两周前出台的并购重组第

四次修订意见稿，仔细分析一下这个意见稿，我们解读是为科创板正式推出提升风险偏好的。科创板的正式推出，预期会带动市场风险偏好的提升。带动科技成长股，尤其是硬科技的机会。

(4)我们在下半年投资策略报告中深入的分析了我国权益市场的估值水平。通过全球横向比较和A股历史纵向比较,A股除了创业板综指之外,其他指数均处于相对较低为止。结论是我国市场目前估值水平偏低,有进一步提升空间。根据我们的深入分析,A股明显具有提升估值的空间,主要原因在于经济增长的速度、宏观流动性和投资者结构差异。因此,我们认为下半年提升估值是完全有可能的。

自上而下提供三个思路: 第一,关注抱团板块的扩散行情,如二三线白酒、业绩超预期的医药;第二,受益风险偏好改善的硬科技,如5G、半导体、智能制造、人工智能等;第三,受益地产后周期的家居建材等。此外,市场情绪企稳后,可以积极关注更为活跃的主题投资机会,市场活跃度提升也将利好券商板块。

风格指数: 本周创业板指领涨,中证100、中证50领跌。活跃度方面,上证50、中证1000换手率明显回落,沪深300、中证100换手率明显上升。

大类行业: 本周房地产指数、电信服务指数领涨,医疗保健指数、可选消费指数领跌。活跃度方面,电信服务指数、信息技术指数换手率上升明显,能源指数、公用事业指数换手率明显下滑。

图表 4: 指数与大类行业表现

指数与大类行业 (按周涨跌幅排序)		周涨跌幅 (%)	上周涨跌幅 (%)	年初至今涨 跌幅(%)	最近两周换手率		最新换手率历 史分位(10 年6月至今)
风格指数	创业板指	1.57	-1.92	23.31	6.0%	5.7%	53.3%
	中证200	0.57	-2.66	22.57	0.6%	0.6%	16.7%
	中证500	0.35	-3.59	17.05	0.9%	0.8%	15.3%
	深证成指	0.16	-2.43	27.47	2.4%	2.2%	16.5%
	中证1000	0.02	-3.78	17.83	1.3%	1.3%	23.7%
	中小板指	-0.01	-2.99	19.61	4.4%	4.4%	37.7%
	沪深300	-0.02	-2.17	26.48	0.3%	0.3%	33.5%
	上证综指	-0.22	-2.67	17.25	0.4%	0.5%	25.0%
	上证50	-0.22	-2.02	26.28	0.1%	0.1%	12.0%
	中证100	-0.27	-1.96	28.25	0.2%	0.2%	43.3%
大类行业	房地产指数	2.85	-2.65	23.93	0.6%	0.7%	6.6%
	电信服务指数	1.11	-2.32	26.35	1.2%	0.6%	79.5%
	公用事业指数	1.09	-2.54	10.64	0.3%	0.3%	1.9%
	金融指数	0.88	-1.25	32.43	0.2%	0.2%	32.4%
	信息技术指数	0.72	-4.17	26.12	2.0%	1.6%	52.7%
	工业指数	0.39	-3.46	16.08	0.7%	0.8%	21.5%
	材料指数	0.30	-2.77	17.88	1.1%	1.0%	34.4%
	能源指数	0.16	-2.82	11.06	0.3%	0.3%	40.7%
	日常消费指数	-1.30	-0.96	56.84	1.4%	1.5%	49.3%
	可选消费指数	-1.38	-3.08	15.24	0.7%	0.8%	4.2%
	医疗保健指数	-1.73	-1.46	21.43	1.1%	1.1%	39.3%

来源: Wind, 中泰证券研究所

一级行业：本周农林牧渔、房地产、有色金属领涨，家电、白酒、食品行业领跌。活跃度方面，电子、化工、机械换手率明显上升，电力及公用事业、环保及公用事业、家电换手率大幅下滑。

主题概念：本周猪产业指数、鸡产业指数、3D 传感指数领涨，保底增持指数、共享汽车指数、健康中国指数领跌，从活跃度看，智能穿戴指数、OLED 指数、苹果指数换手率大幅上升，移动支付指数、生物育种指数换手率明显下滑。

图表 5：本周行业表现

	本周涨跌幅 (%)	上周涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)	最近两周换手率		最新换手率历史分位
农林牧渔	3.90	0.03	54.76	1.9%	2.1%	62.8%
房地产	2.80	-2.72	23.64	0.6%	0.7%	5.9%
有色金属	2.44	-4.10	17.77	1.1%	1.0%	39.2%
发电及电网	1.36	-2.15	10.92	0.2%	0.2%	1.3%
传媒	1.17	-4.23	5.45	1.0%	0.9%	12.8%
机械	1.12	-3.34	19.81	1.2%	1.2%	33.3%
电子元器件	1.09	-2.95	27.47	2.4%	1.8%	77.3%
国防军工	0.95	-3.86	23.83	1.2%	1.1%	53.7%
非银行金融	0.91	-1.61	44.82	0.8%	0.7%	50.9%
计算机	0.82	-5.16	29.29	1.7%	1.7%	37.9%
轻工制造	-1.05	-3.30	14.19	1.0%	1.1%	9.3%
环保及公用事业	-1.06	-5.50	10.55	1.1%	1.5%	29.3%
通信	-1.07	-5.45	17.33	1.6%	1.6%	53.3%
纺织服装	-1.22	-2.95	8.51	0.6%	0.6%	0.7%
餐饮旅游	-1.64	0.07	22.74	0.6%	0.7%	3.1%
医药	-1.80	-1.44	21.93	1.1%	1.1%	38.3%
其他饮料	-2.06	-4.28	21.38	0.8%	1.1%	21.4%
食品	-3.07	-1.65	34.77	1.3%	1.5%	52.9%
白酒	-3.21	-1.15	78.80	1.0%	1.3%	54.8%
家电	-3.47	-2.29	38.34	0.8%	0.7%	10.1%

来源：Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 主题概念表现

主题概念(按换手率历史分位排序)	周涨跌幅(%)	上周涨跌幅(%)	年初至今涨跌幅(%)	最近两周换手率(%)		最新换手率历史分位(10年6月至今)
黄金珠宝指数	1.97	-6.35	11.24	1.91%	2.06%	90.0%
生物育种指数	2.61	-4.04	54.78	3.46%	3.91%	89.6%
垃圾发电指数	-0.87	-5.72	18.54	1.39%	2.03%	60.7%
苹果指数	-1.12	-2.97	20.61	2.59%	1.63%	54.3%
燃料电池指数	0.56	-5.51	43.90	1.33%	1.36%	53.7%
重组指数	2.51	-6.38	57.11	2.09%	2.16%	50.5%
IPv6指数	1.81	-6.32	24.94	2.12%	1.95%	48.9%
移动互联网指数	0.14	-1.76	26.57	3.07%	1.74%	41.9%
绿色节能照明指数	-0.63	-3.67	16.92	1.81%	1.56%	41.3%
PM2.5指数	-0.66	-6.83	17.74	1.69%	2.09%	40.9%
重组指数	0.30	-2.91	12.86	0.28%	0.26%	1.7%
汽车后市场指数	0.11	-4.78	24.99	0.52%	0.58%	1.4%
海南自贸港指数	0.24	-4.68	12.96	0.45%	0.46%	0.9%
海绵城市指数	-0.78	-3.57	17.80	0.53%	0.69%	0.8%
三网融合指数	0.40	-4.79	27.56	0.73%	0.76%	0.7%
O2O指数	0.69	-3.55	9.70	0.54%	0.61%	0.5%
量子通信指数	0.80	-4.73	14.17	0.76%	0.77%	0.3%
电子竞技指数	0.11	-6.13	5.90	0.70%	0.73%	0.3%
网红经济指数	-0.18	-3.62	0.33	0.80%	0.83%	0.1%
水利水电建设指数	-1.02	-3.66	16.96	0.51%	0.64%	0.1%

来源: Wind, 中泰证券研究所

二、情绪指标跟踪

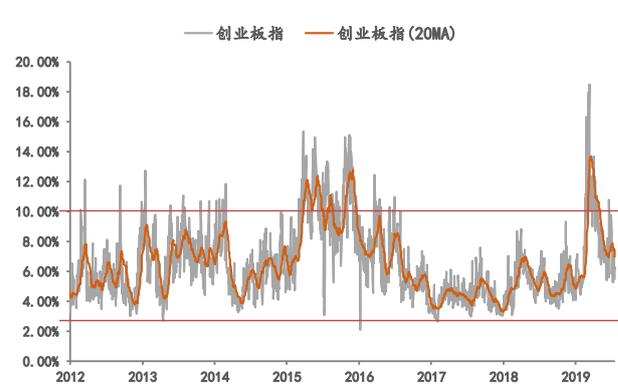
全市场活跃度: 2010 年以来, 全 A 日均换手率区间大致为 0.4%-1.4%。20 日平滑后的全 A 换手率小幅下滑, 单日换手率震荡回升。截止 7 月 19 日, 单日换手率达到 0.69%, 较上周增加 0.05%, 上升至历史分位的 33.7%。创业板指换手率区间大致为 2%-8%, 20 日平滑后创业板指换手率持续下滑, 截止 2019 年 7 月 19 日, 创业板单日换手率为 5.50%, 处于历史分位的 41.5%。

图表 7: 万得全 A 换手率



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 8: 创业板指换手率

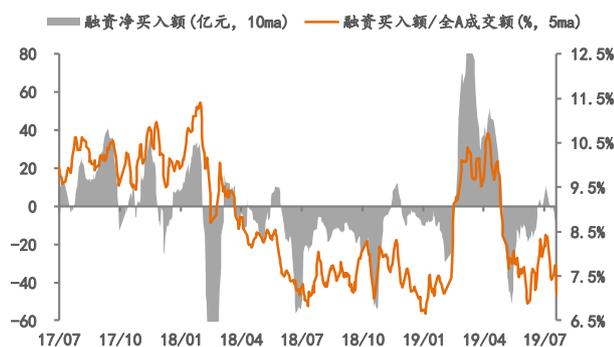


来源: Wind, 中泰证券研究所

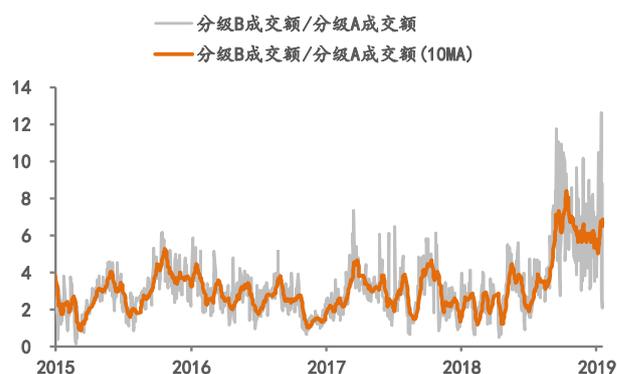
场内融资: 融资余额小幅增加, 仍然维持在 9000 亿左右。截止 7 月 18

日，融资余额为 9035 亿，较上周增加 12.4 亿，5 日平滑后融资买入额占全市场成交额小幅上升，本周较上周增加 0.3%。

分级基金：10 日平滑后，分级 B 与分级 A 成交额的比值震荡回升，截止 7 月 19 日，10 日平滑指标为 6.8，较上周增加 0.6，上升至历史分位 96.4%。

图表 9：融资余额变化


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 10：分级基金


来源：Wind，中泰证券研究所

涨停数量：20 日平滑后，本周涨停个股明显下滑，表明市场赚钱效应低迷。截止 7 月 19 日，20 日平滑后涨停数量达到 49 家，较上周减少 13 家，持续高于历史均值。

次新股指标：5 日平滑后次新股换手率持续震荡下滑，截止 7 月 19 日，5 日次新股换手率均值达到 3.3%，较上周下滑 0.1%，接近历史最低水平。

图表 11：涨停家数


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 12：次新股指标


来源：Wind，中泰证券研究所

风格转换指标：全市场市盈率中位数与上证 50 市盈率中位数的比值可以用来刻画市场风格转换情况：该比值下跌表明大盘股强于中小盘股，反之亦然。从 2010 年以来，该指标在 2-3 区间比较夯实，本周该指标较上周减少 0.02。未来一段时间该指标在 2-3 区间内震荡的概率较大。

图表 13：风格转换指标



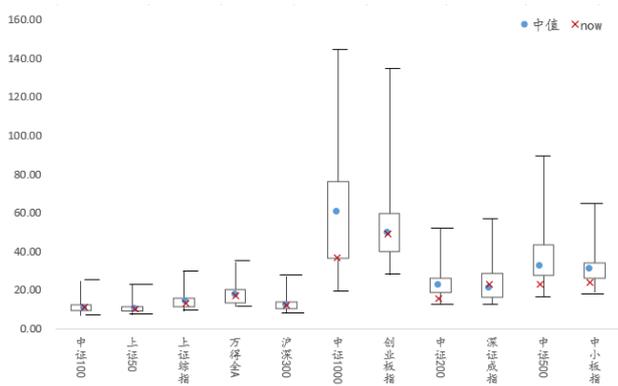
来源：Wind, 中泰证券研究所

三、估值指标跟踪

指数估值：中证 100 估值持续维持在历史分位 50%以上，中证 500、中小板指、创业板指持续处于历史分位 10%以下。

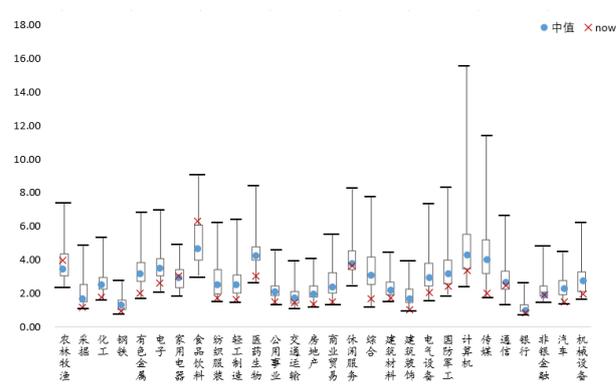
主要行业估值：PE 估值处在历史低位的行业：钢铁、建筑材料、采掘、商业贸易、建筑装饰、轻工制造、房地产、化工、电子；PB 估值处在历史低位的行业：建筑装饰、医药生物、汽车、采掘、传媒、公用事业、商业贸易、化工；PE 估值、PB 估值均处在历史低位的行业：商业贸易、采掘、建筑装饰、房地产、轻工制造。

图表 14：主要指数估值



来源：Wind, 中泰证券研究所

图表 15：主要行业估值

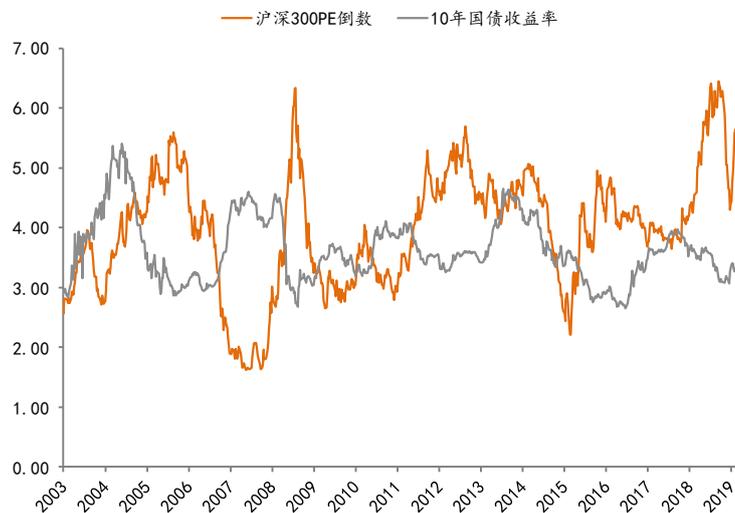


来源：Wind, 中泰证券研究所

股债 相对配置价值：股票市盈率的倒数与国债收益率比较，可以刻画股市的相对配置价值，历史上，股指的每一次阶段性底部都对应着两者利

差的阶段性顶部，反之亦然。本周沪深 300 成分股 PE 估值中位数回落至 17.6 倍，市盈率倒数为 5.7%，相对 10 年国债收益率的溢价水平走扩至 261BP。

图表 16：股债相对配置价值



来源：Wind, 中泰证券研究所

风险提示：经济增速大幅下行不及预期风险。中美贸易谈判继续升温，政策制度安排发生逆转，科创板落地低于预期等。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。