

2022.12.17

流动性展望：重回增量博弈

——2023 年度锐析与展望专题系列三

本报告导读：

宏观环境从不确定性迈向确定，股票市场无风险利率下降。海外紧缩与强势美元中后期，外资亦有望回流中国市场。2023 年拥抱资金的回归，入市资金预计为 1.8 万亿。

摘要：

- **宏观环境从不确定性迈向确定，股票市场的无风险利率下降，2023 年全年入市资金预计为 1.8 万亿元。**2022 年尽管在大多数时间里货币市场和债券市场利率水平下降，但居民部门持有货币或类货币资产的意愿（表现在存款增速）却在明显抬升，因此股票市场无风险利率并非下降反而表现为抬升，其中根本原因在于内外部宏观环境不稳定，导致投资者对安全资产的追逐。随着经济政策更加积极以及产业政策的活跃，我们认为 2023 年投资者持币意愿将边际下降，反映到微观权益市场上，资金有望迎来回流，入市节奏预计先机构后居民，首先体现在低风险偏好投资者（比如配置类的外资、国内绝对收益机构）的仓位回补，其次当经济企稳，居民预防性储蓄的释放，有望带来增量资金流入股票市场。因此我们预计 2023 年资金回流 A 股市场特征明显，市场重回资金增量博弈格局，整体入市规模预计为 1.8 万亿元，其中公募和私募基金净流入规模预计分别为 6171 亿元和 1506 亿元；资管与险资整体流入规模预计分别为 2022 亿元和 3869 亿元。
- **海外紧缩与强势美元中后期，新兴市场将受益全球资本的重新扩张。**自 11 月以来市场对美联储后续加息节奏预期已趋于平稳，对本轮美元流动性紧缩定价已基本充分，美债利率抬升进入后半程。从美元角度看，美元强势地位的扭转往往预示着全球资本重回扩张。因此进入 2023 年，预计前期对美元资产的追捧以及美元流动性溢价将明显转弱。全球流动性紧缩的缓和、国内政策不确定性的收敛叠加经济的稳步修复，外资有望回流中国市场，预计全年流入规模为 3000 亿元。
- **资本市场制度改革，资金入市提速。**2022 年资本市场迎来多方制度改革，两融资金方面，转融通费率的调降以及标的扩容有望带来两融资金入市提速，叠加 2023 年市场风险偏好的修复，预计两融资金入市规模为 1500 亿元；券商资管方面，“一参一控一牌”政策落地，资管子公司允许申请公募牌照，资管规模有望抬升至 308 亿元；个人养老金入市方面，《关于推动个人养老金发展的意见》、《个人养老金实施办法》相继出台，基于个人税延养老保险的 EET 模式测算，预计 2023 年个人养老金有望为股票市场带来 5.8 亿元增量资金。
- **资金需求部分：2023 年资金需求保持平稳。**IPO 方面，全面注册制有望迎来推进，预计 2023 年主板、科创板、创业板全年各发行 90、130、130 只，单项目募资金额分别为 25、20、12 亿元，融资规模增长至 6410 亿元；再融资方面，整体规模或将保持平稳，预计 2023 年融资规模为 1.3 万亿；股东净减持方面，风险偏好上行，风险评价下修，2023 年市场环境较 2022 年相对更优，重大股东减持意愿与 2022 年相比或有所增加，预计 2023 年股东净减持规模约为 4300 亿元。整体上看，2023 年资金需求预计为 2.3 万亿，整体规模仍保持平稳。
- **风险提示：美联储流动性紧缩节奏超预期；居民入市节奏不及预期；全面注册制推进不及预期**

请务必阅读正文之后的免责条款部分

报告作者

 方奕(分析师)
 021-38031658
 fangyi020833@gtjas.com
 证书编号 S0880520120005

 郭胤含(研究助理)
 021-38031691
 guoyinhan026925@gtjas.com
 证书编号 S0880122080038

相关报告

盈利展望：新一轮扩张周期
2022.12.15

期权上市有望提升深证 100ETF 配置价值
2022.12.11

中阿峰会引领“一带一路”新篇章
2022.12.07

信用风险收敛，聚焦南方中证全指房地产 ETF
2022.12.05

金股组合：从看 EPS 高增长到看空间 G
2022.12.01

目录

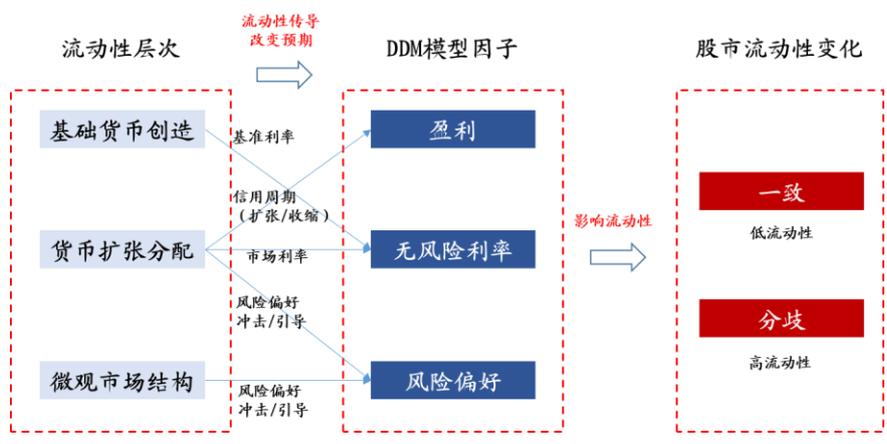
1. 流动性分析基础与分析框架	3
2. 2023 年流动性展望：拥抱资金的回归	4
2.1. 投资者持有货币的意愿将下降，无风险利率下降	4
2.2. 海外紧缩与强势美元进入中后期，新兴市场将受益全球资本扩张	6
2.3. 经济企稳后超宽松政策可能逐步边际调整	7
3. 资金入市测算：资金回流，全年预计增量资金为 1.8 万亿元	7
3.1. 基金：居民无风险利率下降，预计 2023 年流入 7676 亿元	8
3.1.1. 公募基金：预计 2023 年公募基金入市规模达 6171 亿元	8
3.1.2. 私募基金：预计 2023 年净流入为 1506 亿元	8
3.2. 外资：海外紧缩后半段，预计 2023 年外资净流入 3000 亿元	9
3.3. 两融：制度改革叠加风险偏好修复，预计 2023 年带来 1500 亿元增量资金	10
3.4. 资管：预计 2023 年增量资金规模为 2022 亿元	11
3.4.1. 信托：预计 2023 年带来 393 亿元的增量资金	11
3.4.2. 券商资管：预计 2023 年带来 308 亿元的增量资金	12
3.4.3. 银行理财：预计 2023 年银行理财带来 1321 亿元的增量资金	12
3.5. 险资：预计 2023 年险资入市规模小幅抬升至 3869 亿元	13
3.5.1. 保险资金：预计保险资金 2023 年入市规模为 3098 亿元	13
3.5.2. 社保资金：疫情影响导致社保费缓缴，拖累资产规模增速	14
3.5.3. 个人养老金：个人养老金加速发展，但短期入市规模有限	15
4. 资金需求测算：预计 2023 年资金需求为 2.3 万亿	17
4.1. IPO、再融资整体平稳，2023 年融资规模预计为 1.9 万亿元	17
4.2. 产业资本净减持：2023 年股东净减持规模预计为 4300 亿元	18

1. 流动性分析基础与分析框架

股票市场流动性高低的本质是人们预期是否一致。流动性从宏观传导至微观需要经历一个过程，而在这个过程中往往伴随着交易者的预期交换和实现。从DDM模型出发可以知道，股票价格的起伏主要与三方面有关，分别是盈利端预期、无风险利率预期以及投资者风险偏好预期，因此可以认为股票价格的形成主要在于投资者预期的形成。证券交易的本质并非是金融资产的交换，而是在交换预期。当市场预期一致时，常常会表现出交易双方僵持在初始价位而无法完成交换，直到影响股票价格变化的因素发生变化从而导致价格不断变化，预期出现分歧，于是交换在新的价位上实现。因此可以知道，在交易股票的过程中，股市流动性随着分歧的减弱而下降，随着分歧的加强而上升。

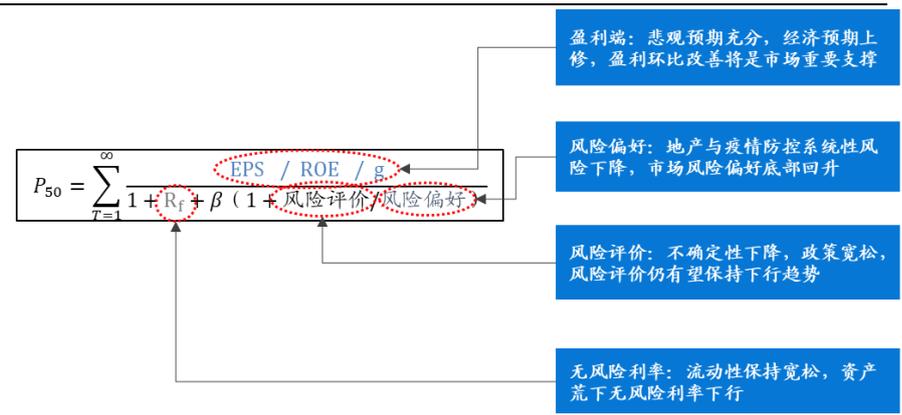
股票市场流动性经历宏观流动性层次至微观投资者心理预期的传导，从盈利预期、无风险利率预期以及风险偏好预期三个具体影响因素分析股市流动性变化。具体来看，1)从盈利预期的角度来看，主要在于信用周期-盈利周期的传导效应，2022年以来受疫情散发影响以及地产底部震荡的影响，目前整体的宽货币和宽信用并未很好地传导至盈利周期，也就是说盈利端来看预期较为悲观。但伴随着地产政策“救市”意味的升温以及疫情防控政策的优化，盈利预期上修为确定之势。2)从无风险利率的角度来看，流动性始终保持宽松，无风险利率下行，为股市流动性提供潜在的增量资金。3)从风险偏好的角度来看，仍旧是受益于地产和防疫政策的优化，风险偏好底部回升，风险评价有望保持下行趋势。

图 1：股市流动性的形成与改变



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

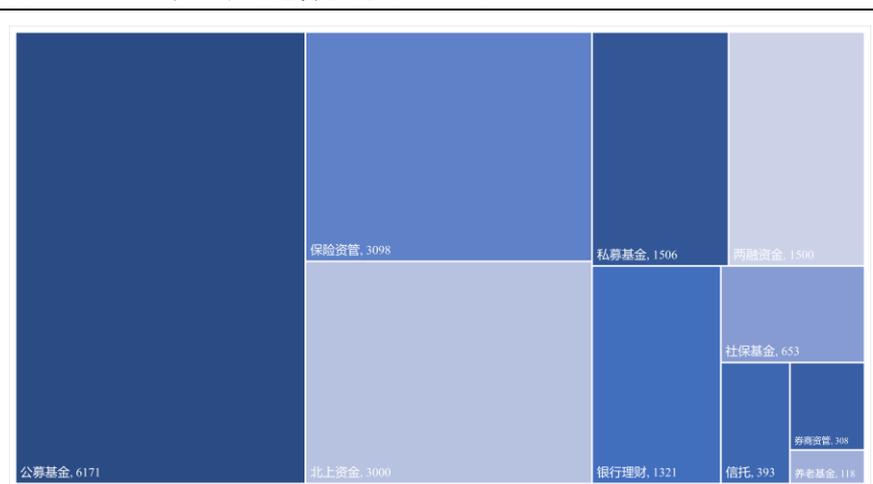
图 2: 从 DDM 模型出发, 股票价格变化的逻辑



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2023年入市资金测算:全年预测增量资金为1.8万亿元,较2022年净增超2.1万亿元。从逻辑判断出发,各渠道增量资金边际变化的核心驱动力主要来自于:一方面,宏观环境从不确定性迈向确定,投资者持有货币的意愿将下降,股票市场的无风险利率下降。另一方面,海外紧缩与强势美元进入中后期,新兴市场将受益全球资本扩张。此外,养老金入市、两融费率调降和标的扩容等制度改革亦从一定程度上加快资金入市的速度。从资金测算上看,本文基于逻辑判断,进行相应合理假设,分别测算外资、财富管理机构 and 保险等渠道的增量资金入市规模。整体而言,2023年流入权益市场的资金大幅抬升,资金回流股市明显,整体入市规模预计约为1.8万亿元,其中净流入规模较大的微观主体为公募基金、险资和北上资金,2023年预计净流入为6171、3098、3000亿元,较2022年分别边际上升了2631、343、2404亿元。

图 3: 2023 年入市增量资金将达 1.8 万亿元



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

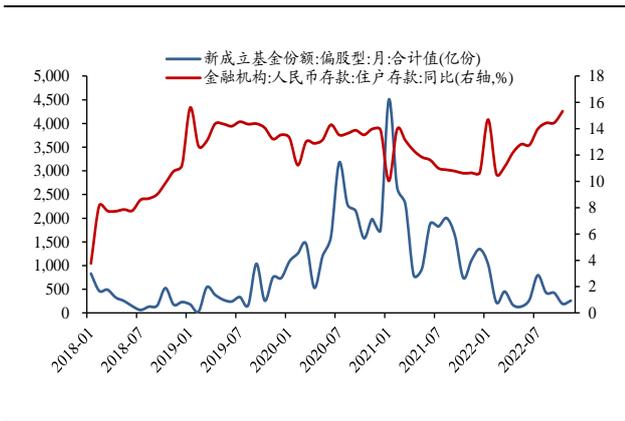
2. 2023 年流动性展望: 拥抱资金的回归

2.1. 投资者持有货币的意愿将下降, 无风险利率下降

宏观环境从不确定性迈向确定, 投资者持有货币的意愿将下降, 股票市

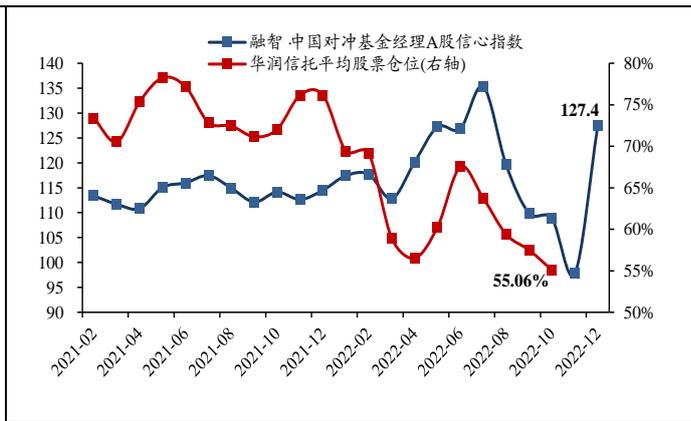
场的无风险利率下降。2022年尽管在大多数时间里货币市场和债券市场的利率水平下降，但是居民部门持有货币或类货币资产的意愿（表现在存款增速）却在明显抬升，因此股票市场的无风险利率不是下降的而是上升的。其根本原因在于内外部的宏观环境不稳定，导致投资者对安全资产的追逐。随着经济政策更加积极以及产业政策的活跃，我们认为2023年投资者的持币的意愿将下降。节奏上，先机构后居民。首先，将体现在低风险偏好投资者（比如配置类的外资、国内绝对收益机构）仓位的回补，其次当经济企稳，居民预防性储蓄的释放，有望流入股票市场。

图 4：居民存款意愿有望小幅下行



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 5：投资者市场信心修复



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

中长期维度“房住不炒”基调之下房价上涨预期下降，亦助推居民财富从地产向金融资产配置变迁。“二十大”报告中指出，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。“房住不炒”基调不动摇之下，城镇化的高位、地产融资端政策的强监管、地产信用风险的隐忧以及“保交楼”问题的暴露共同导致房价预期的加速走弱，房地产不再是居民财富配置中的“安全资产”。截至2022年9月，商品房单价和销售额已连续8个月下滑，从居民中长贷数据亦能发现居民加杠杆地产投资意愿的低迷。同时从房价预期上看，预计未来房价上涨的占比已经从2021年Q1的25%下降至14.8%，而认为房价延续下降的占比已经从2021年Q1的10.9%上升至16.3%。对标海外，当前中国居民的资产配置结构中，房地产的占比高达40.4%，而美国居民的房地产配置占比仅为25.2%。中长期视角之下，居民对金融资产的配置将成为市场重要增量资金来源。

图 6：房地产不再是居民财富配置中的“安全资产”

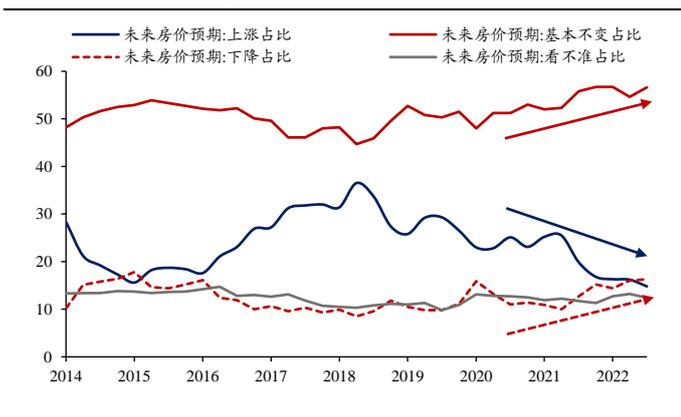
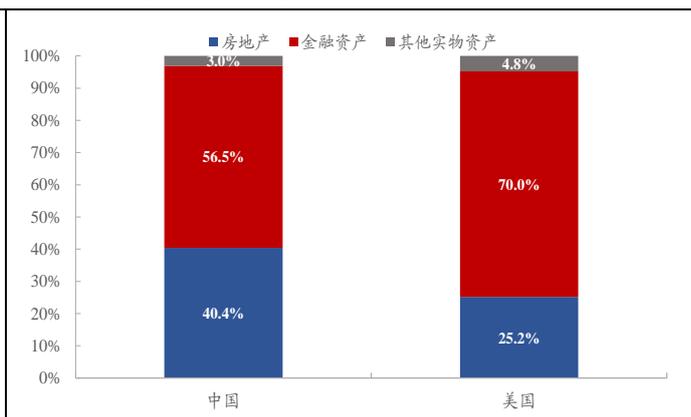


图 7：对比美国：中国居民金融资产配置占比仍有较大提升空间



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

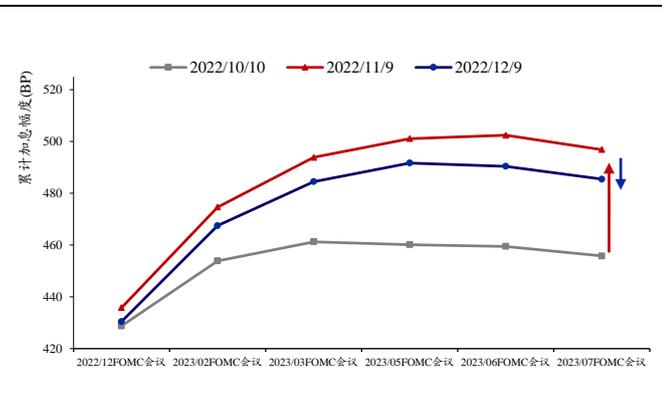
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 数据为 2019 年

2.2. 海外紧缩与强势美元进入中后期, 新兴市场将受益全球资本扩张

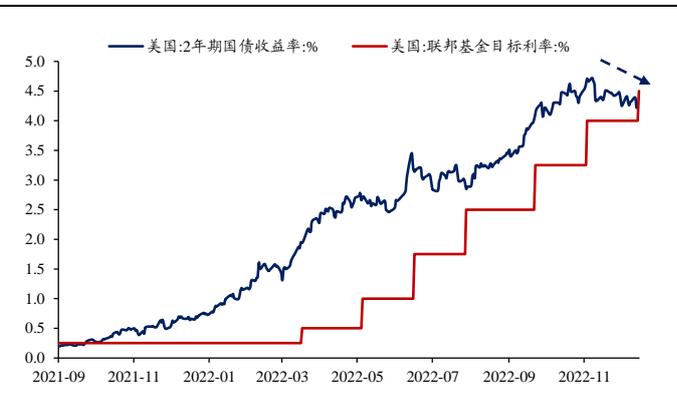
海外紧缩政策进入中后期, 后续美元和美债利率有望回落。自 11 月以来市场对美联储后续加息节奏预期已趋于平稳, 对本轮美元流动性紧缩定价已基本充分, 美债利率抬升进入后半程。从加息预期来看, 12 月 9 日市场对美联储未来加息高度的预测开始下行, 认为加息高点为 490bp 在 2023 年 5 月 FOMC 会议后达到, 随后开始逐渐回落。从 2 年期国债利率来看, 美债利率的抬升亦接近尾声, 并出现下降趋势。面对美国经济在紧缩的金融环境下衰退的可能, 预计美联储再难保持以往强势的鹰派立场, 美元的强势也已经进入后半程。

图 8: 自 11 月以来, 对于未来加息高度的预期开始回落



数据来源: CME Group, 国泰君安证券研究

图 9: 作为联邦基金利率的领先指标, 2 年期国债利率边际走弱



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

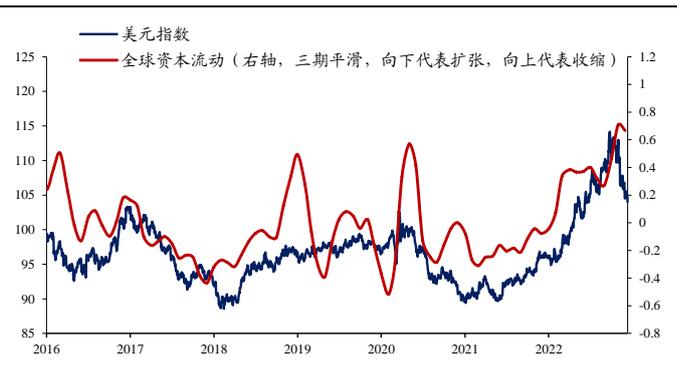
美元强势地位的扭转往往预示着全球资本重回扩张。作为全球无风险利率的基准, 随着美元利率增势疲软, 全球市场对美元资产的追捧以及美元流动性溢价将明显转弱。从美元指数的非商业多头持仓数量来看, 美元多头仓单已经从 9 月 6 日的高位 (52,607 张) 持续回落至 12 月 6 日的 36,157 张, 对美元资产的追捧趋势已经出现逆转。随着全球资本扩张的抑制因素逐渐消除, 全球资本流动扩张将会重新启动, 2022 年外资流入放缓甚至流出的现象将有所扭转, 可以预见外资加速回流国内市场。

图 10: 美元强势期结束后, 前期对美元资产的追捧转弱



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 11: 美元的回落有望使全球资本流动重回扩张

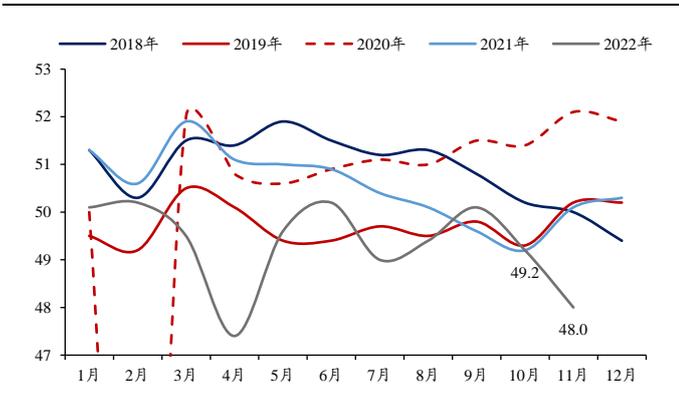


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2.3. 经济企稳后超宽松政策可能逐步边际调整

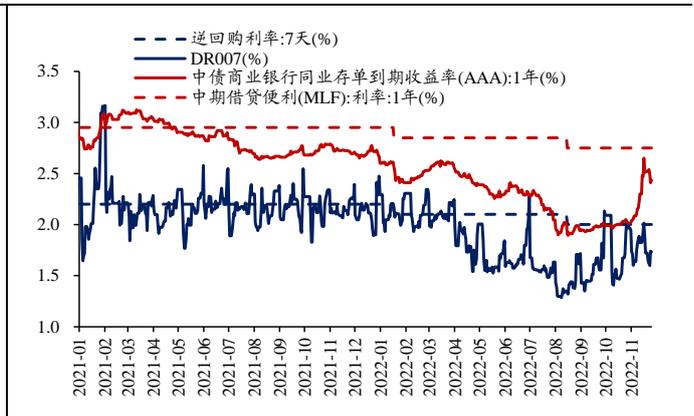
展望2023年,我们正处于一轮经济修复周期的起点,经济企稳复苏后国内超宽松政策可能逐步边际调整。2022年,经济形势整体偏弱,复苏动能不明显,导致流动性环境整体偏宽松。2022年,中国经济受到国内疫情反复的影响,整体恢复速度缓慢,如PMI的经济活动指标边际下行或维持在相对低位,复苏动能不明。为呵护经济,2022年宏观流动性持续宽松,在企业 and 居民加杠杆意愿薄弱,信贷、社融数据回落之下,大量资金淤积且未被实体吸收,市场利率持续低于政策利率。而进入2023年,从经济周期维度看,自2020年Q1新冠疫情以来,我国已经历一轮完整的复苏-过热-滞涨-萧条的经济周期。目前压制整体经济活动的几大因素已经出现本质变化,地产政策积极纾困,疫情管控以更加科学化,当前面对经济的重启,我们正站在复苏的起点。而进入2023年下半年,经济重启扩张以及潜在的通胀上升,将令金融政策的取向边际回收,届时要关注其对股票市场的影响,可参考2019年4月、2020年7月。

图 12: 2022 年经济整体恢复缓慢, 复苏动能尚不明显



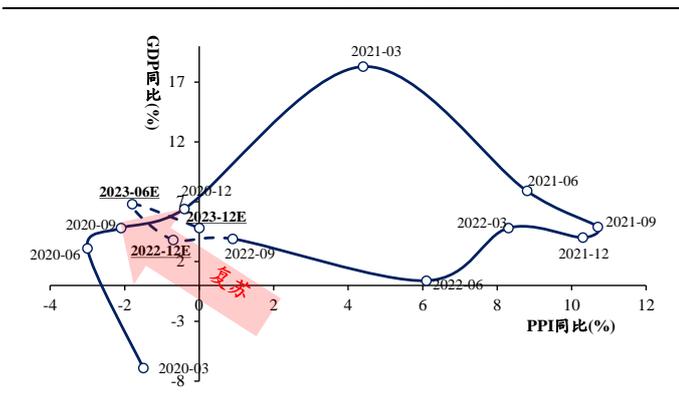
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 13: 2022 年市场利率持续低于政策利率



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 14: 我们正处于新一轮经济周期底部修复的起点



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 15: 2023 年 H2 经济扩张后, 超宽松的金融政策可能回收



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3. 资金入市测算: 资金回流, 全年预计增量资金为 1.8 万亿元

3.1. 基金:居民无风险利率下降,预计 2023 年流入 7676 亿元

3.1.1. 公募基金: 预计 2023 年公募基金入市规模达 6171 亿元

预计 2023 年公募基金增量入市规模为 6171 亿元。公募增量基金包括新基金的发行以及存量基金的净买入。根据 2022 年前 10 月的公募基金数据以及平均增速,预计到 2022 年年底股票型增量资金为 4492 亿元,而混合型基金流出 3625 亿元。在股票型基金持股比例为 90%以及混合型基金持股比例为 60%的假设基础上,2022 年流入 A 股的公募基金增量预测值为 1869 亿元。面对 2023 年,考虑疫情地产政策落地之后预防性储蓄动机的弱化,预计 2023 年公募小幅加仓;流入规模方面,流入规模和节奏皆会呈现上修。假设 2023 年股票型基金流入规模的增长率维持 2022 年的增速,即 20%,且股票型基金持股比例小幅上升至 91%;混合型基金流入规模为 2021 年和 2022 年流入规模的平均值,股票仓位小幅抬升至 65%,在这样的假设下,预计 2023 年公募基金规模较 2022 年会有大幅抬升,预计 2023 年流入 A 股的公募基金增量约为 6171 亿元。

图 16: 2022 年以来股票型基金资金增量规模高于 2021 年



图 17: 2022 年以来混合型基金资金总体呈现流出



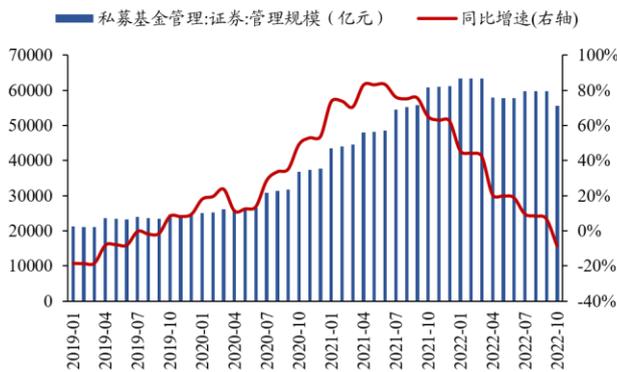
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3.1.2. 私募基金: 预计 2023 年净流入为 1506 亿元

私募基金流入规模或将处于低位徘徊,预计 2023 年净流入为 1506 亿元。2022 年,私募基金证券管理规模从年初的 6.34 万亿元到 10 月的 5.56 万亿元,资金大幅流出。而仓位方面,以华润信托阳光私募股票多头指数 (CREFI) 指数成分基金的平均股票仓位作为参考,2022 年私募股票仓位自下半年以来持续下跌。假设 2022 年全年仓位下跌 8%,预计 2022 年私募基金入市的增量资金约为 -8724 亿元。伴随着 2023 年居民无风险利率的下降以及股票市场迎来房地产与疫情管控等前期抑制性政策的关键转折,假设 2023 年私募规模年平均增速为 2021 年和 2022 年两年的年平均增速,即 27%,同时私募平均股票仓位上升 10%,那么 2023 年私募基金流入权益市场规模预计为 1506 亿元。

图 18: 2022 年以来私募股权融资同比增速持续下滑



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 19: 2022 年私募仓位整体呈现震荡下跌态势

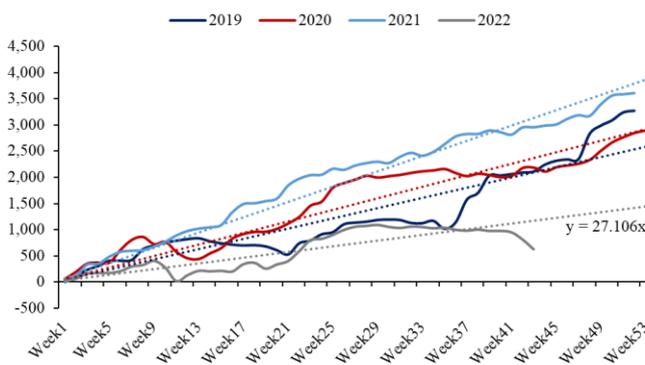


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3.2. 外资: 海外紧缩后半段, 预计 2023 年外资净流入 3000 亿元

国际指数对 A 股的扩容暂告一段落, 外资流入以主动配置为主, 更多受全球资本、经济与风险环境的影响。从目前来看, MSCI、FTSE 等国际指数已基本完成对 A 股第一阶段的纳入, MSCI 对 A 股的纳入因子为 20%, FTSE 纳入因子为 25%。国际指数在考虑进一步纳入 A 股前, 仍需要解决中国 A 股的结算周期等制度分歧, 因此 2023 年的海外增量资金核心驱动力仍将以主动配置为主, 更多受全球资本、经济与风险环境的影响。从不同外资类型看, 配置型资金(托管于外资银行的资金)规模较大, 流入节奏稳定, 偏好“长线投资”。而博弈型资金规模较小, 容易受到突发性因素的影响, 流入量波动大。

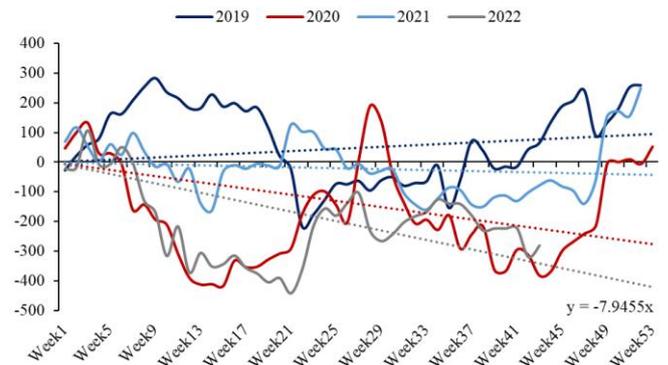
图 20: 配置型(托管于外资银行)的北上资金流入规律较稳定(亿元)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 配置型、博弈型北上资金流入数据为估测数据, 与真实统计值之间存在误差, 但误差在可控范围内

图 21: 博弈型(托管于外资投行)的北上资金规模较小且流入波动性较大, 规律性较差(亿元)



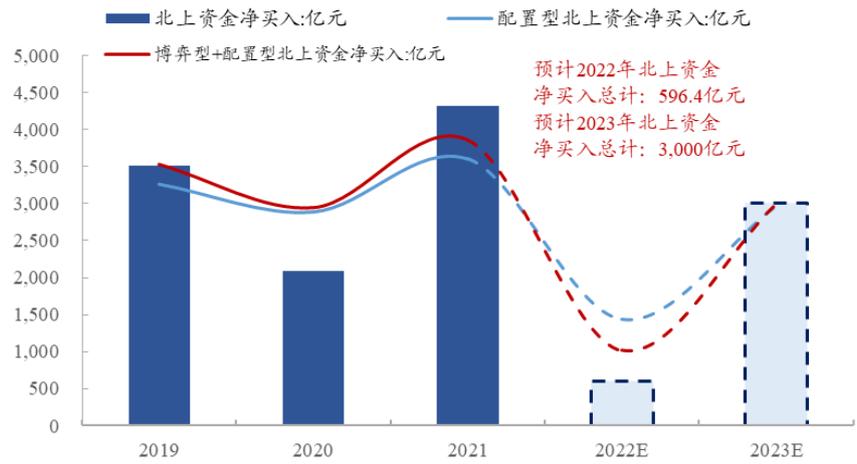
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 配置型、博弈型北上资金流入数据为估测数据, 与真实统计值之间存在误差, 但误差在可控范围内

全球流动性紧缩缓和、中国经济企稳复苏, 北上资金加速回流。2022 年, 由于全球流动性紧缩的超预期, 国内地产、疫情等风险的演绎, 以及国内经济的下行压力, 北上资金净流入速度明显放缓。展望 2023 年, 以上三方面均将迎来明显改善, 其一, 美国通胀回落叠加经济衰退风险之下, 全球流动性紧缩有

望明显改善,中美利差收窄;其二,国内地产政策从保项目向保主体过渡,地产信用纾困信号明确,同时疫情防控有望更加精准,经济政策不确定性有望明显收敛,外资流入信心修复;其三,从经济基本面维度,2023年中美经济更可能进入到中国经济稳步修复而美国经济衰退迹象显现的组合中,基本面优势亦将吸引外资进入。因此我们以2022年至今外资流入节奏线性回归,预计2022年全年北上资金净流入596.4亿元,而2023年外资加速回落,预计资金规模有望达到3000亿元。

图 22: 中国经济形势好转和全球流动性紧缩缓和有望使2023年北上资金净买入量提高



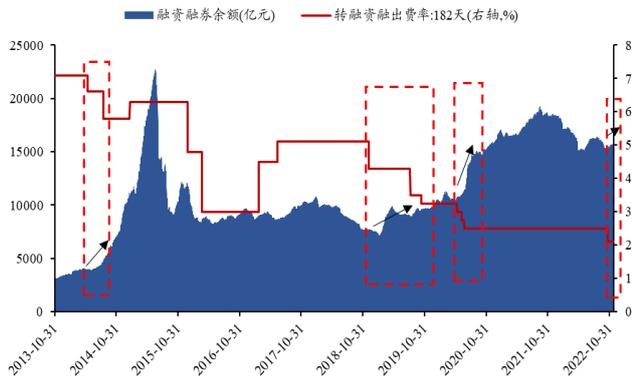
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 配置型、博弈型北上资金流入数据为估测数据,与真实统计值之间存在误差,但误差在可控范围内

3.3. 两融: 制度改革叠加风险偏好修复, 预计2023年带来1500亿元增量资金

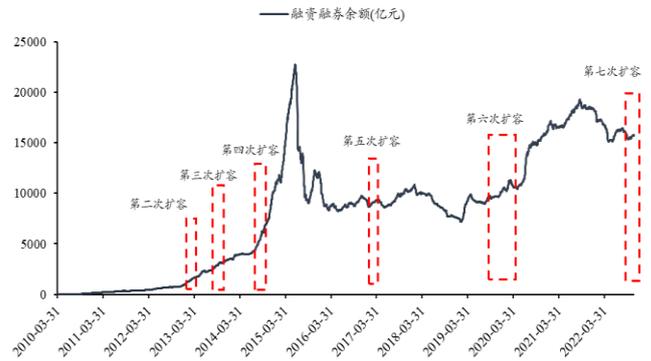
制度改革叠加风险偏好的修复,2023年两融增量资金有望至1500亿元。展望2023年两融资金入市:一方面,转融费率调降以及标的扩容有望带来两融余额的扩张。2022年10月20日,中国证券金融股份有限公司(以下简称中证金融)下调转融资费率40个BP。10月21日,沪深交易所分别发布公告称,扩大融资融券标的股票范围,两融标的股票迎来第七次扩容,标的数量从1600只扩大至2200只。从历史经验看,转融费率调降以及两融标的扩容均能够有效促进两融余额的扩张以及杠杆资金的活跃。另一方面,地产、防疫政策已现转折,风险偏好修复快于基本面,风险偏好有望迎来缓和。由此,以年内两融流入规模线性预估2022年全年两融资金流入预计为-2456亿元,假2023年两融余额增速为20%,则2023年两融资金流入预计为1500亿元。

图 23: 转融通费率下调带来的两融余额上升



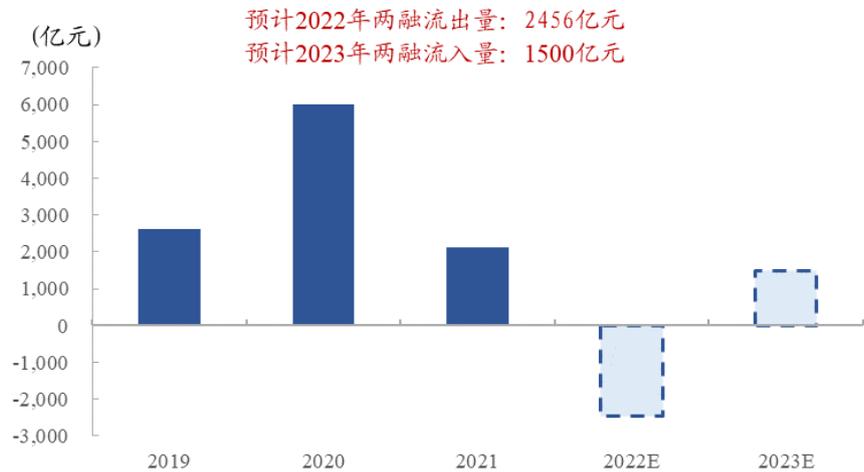
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究(数据截至 2022/11/23)

图 24: 两融标的股票扩容带来的两融资金流入



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究(数据截至 2022/11/23)

图 25: 2023 年预计两融资金净流入约 1500 亿元



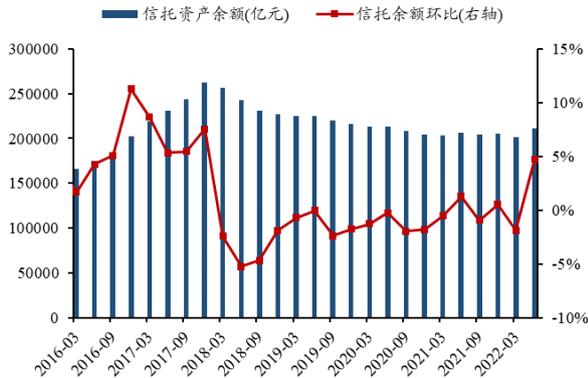
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3.4. 资管: 预计 2023 年增量资金规模为 2022 亿元

3.4.1. 信托: 预计 2023 年带来 393 亿元的增量资金

信托投向股票比例有望上升,2023年预计将带动增量流入资金393亿元。自2017年至2021年年底,资金信托余额持续小幅收缩,但整体维持稳定。2022年Q2信托余额同比出现了改善,从2022年Q1的-1.06%达到了2.28%。在信托投资的细分方向中,投向股票的比例从2020年起就呈现震荡上扬的趋势,股票占比从2020年Q1的2.66%上涨至2022年Q2的4.52%。假设2022年H2以及2023年信托投向股票的比例维持4.5%,考虑到资管新规的过渡期逐渐结束,信托资产余额有望持续小幅增加,假设信托余额季度环比为1%,那么经过计算可以得出2022年信托相较2021年流出股市约215亿元,2023年增量净流入资金为393亿元。

图 26: 资管新规过渡期结束后, 信托资产余额稳定



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 27: 信托投向股票占比上升, 但投向股票的信托余额稳定



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3.4.2. 券商资管: 预计 2023 年带来 308 亿元的增量资金

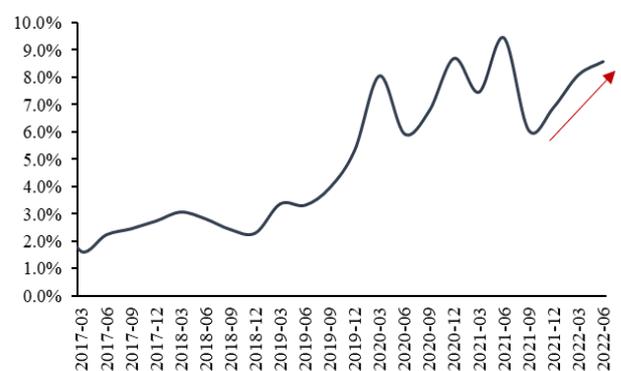
政策利好券商资管公募化转型, 预计 2023 年将带来股票资金净流入 308 亿元。假设 2022 年平均季度环比为前两个季度的环比平均, 同时股票占比为前三个季度的平均占比, 即 7.65%, 那么预计 2022 年券商资管在股票市场中呈现净流出, 净流出 185 亿元。2022 年 5 月, 证监会发布《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》, “一参一控一牌”落地。此前“一参一控”规定一家机构或者受同一实际控制人控制的多家机构参股基金管理公司的数量不得超过两家, 其中控股基金管理公司的数量不得超过一家。从“一参一控”放松至“一参一控一牌”, 意味着同一主体在参股一家基金、控股一家基金的基础上, 还可以再申请一块公募牌照, 对券商资管子公司构成利好, 资管子公司可以申请牌照以开展公募基金管理业务。展望 2023 年, 伴随着券商资管子公司的申请和获批, 券商资管规模的收缩幅度或有好转, 券商资管为权益市场提供更多增量资金。假设 2023 年全年同比增速转负为正至约 1%, 股票占比抬升至 8%, 那么 2023 年流入股票市场的券商资管资金约为 308 亿元。

图 28: 资管规模维持低位收缩



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 29: 股票市值占券商资管业务规模净值比例抬升

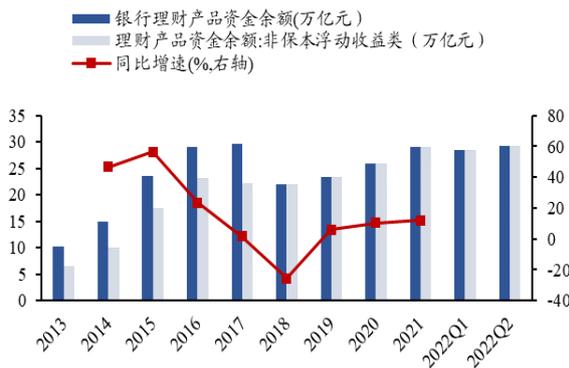


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3.4.3. 银行理财: 预计 2023 年银行理财带来 1321 亿元的增量资金

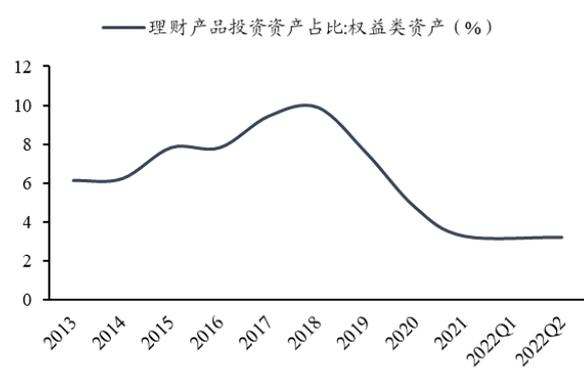
银行理财产品投向权益类资产占比小幅抬升,预计2023年理财产品流向权益市场的资金净增量为1321亿。2018年以来,银行理财产品全部转化为非保本理财。于此同时理财产品中权益类资产的占比明显下行,在2020、2021和2022H1权益类资产占比分别为4.75%,3.27%和3.21%。2022年以来,在国内经济下行压力加大、国际金融市场震荡的背景下,投资者风险偏好下行,储蓄意愿上升,可以发现2022年以来权益类资产占比一直维持着2021年的比例,2022年Q1和Q2的权益占比中枢大致在3.2%,维持平稳。从已知2022年Q1和Q2银行理财产品余额的数据来看,季度环比值约为2.6%。假设2022年季度平均环比维持前两个季度的环比值2.6%,那么预计2022年银行理财产品资金余额约为31万亿元。同时在银行理财产品投向权益类资产占比维持3.2%的假设下,2022年银行理财流入股票市场约9800亿元。在居民无风险利率下行的背景下,假设2023年银行理财规模同比增速抬升至10%,且假设银行理财产品投资权益类资产占比小幅上调至3.3%,那么将带动股票市场资金净流入10134亿元,较2022年小幅增长1321亿。

图 30: 银行理财产品资金规模维持稳定



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 31: 银行理财产品配置中权益类资产占比相对稳定



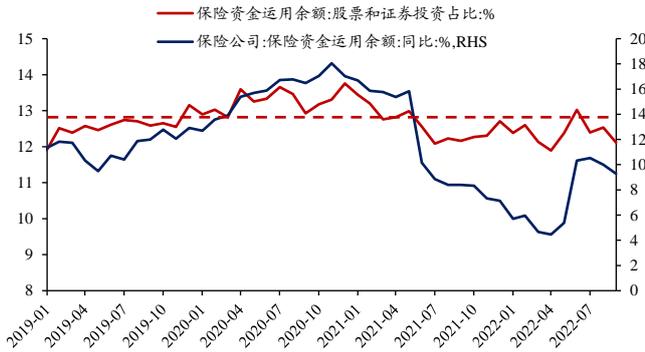
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3.5. 险资: 预计2023年险资入市规模小幅抬升至3869亿元

3.5.1. 保险资金: 预计保险资金2023年入市规模为3098亿元

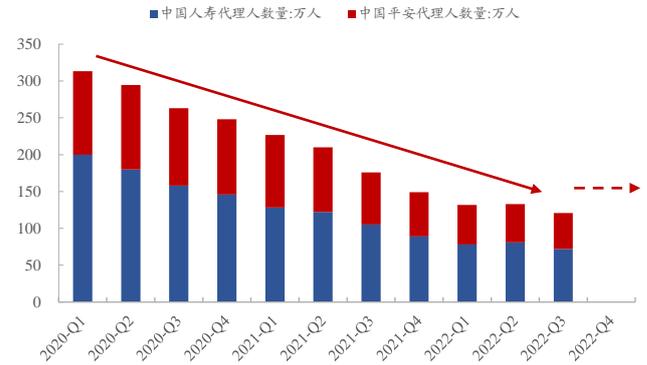
代理人规模企稳叠加经济复苏保险消费意愿修复,预计保险资金运用余额增速小幅上行。2021年H2-2022年H1,受供给端保险代理人队伍清虚、各地惠民保产品替代,以及需求端收入下滑导致保险消费意愿下降及客户需求提前消耗的影响,保费收入增速出现明显下滑,行业经历转型改革阵痛期,险资运用规模增速大幅放缓。到2022年年中,增效提质初步显露成效,代理人规模趋于稳定,叠加此前转型时带来的低基数效应,险资运用规模增速重回10%左右的高位。往后看,保险行业代理人进一步向专业化、职业化和规范化发展,有助于行业长期良性发展,同时叠加经济复苏,保险消费需求提升,未来险资运用余额规模有望保持9%以上的较高增速。预计到2023年底,险资股票投资占比可达13.0%,较2022年Q3提高0.9%。基于此,预测2022年、2023年险资入市规模分别为2755.2亿元和3097.9亿元。

图 32: 保险行业资金运用余额增速重新回到较高水平



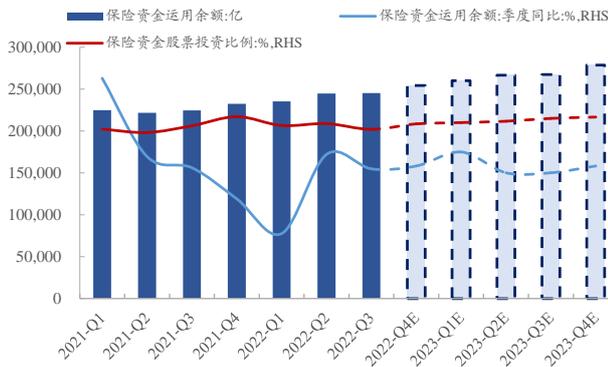
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 33: 保险行业代理人规模逐渐趋于稳定



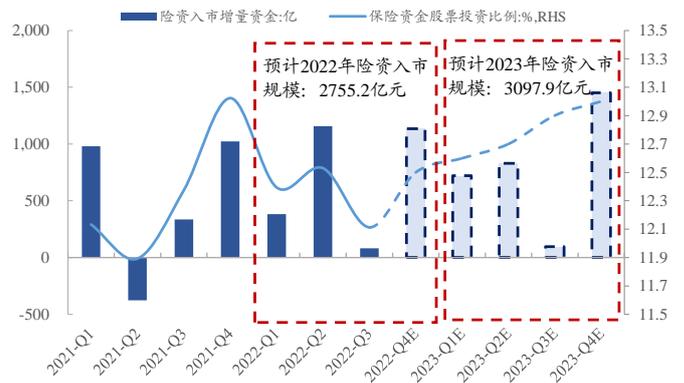
数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

图 34: 预计 2022Q4 和 2023 年险资资金运用规模增速保持高位



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 35: 随着经济企稳复苏, 预计险资对股票的投资比例稳步上升

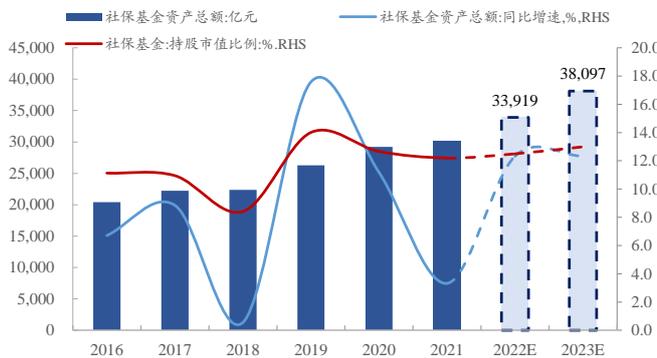


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3.5.2. 社保资金: 疫情影响导致社保费缓缴, 拖累资产规模增速

社保基金资产总额预计将保持平稳增长, 同时持股占比小幅提升。社保基金的资金来源主要包括彩票公益金分配和中央财政预算拨款, 以及投资红利的再投等。近年一般公共预算拨款小幅下降, 整体基金规模稳步增长, 假定 2022 和 2023 的社保资产同比增速为 2010-2021 年的平均增速 12.32%。同时随着社保基金入市提速, 假设 2022、2023 年, 社保基金持股市值比例达到 12.5% 和 13.0%, 预计 2022、2023 年社保资金入市规模分别为 279.3 和 653.2 亿元。

图 36: 疫情导致社保缴费延递, 2023年资产规模增速反弹



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 37: 预计社保资金入市提速, 有助于持股市值比例提高



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

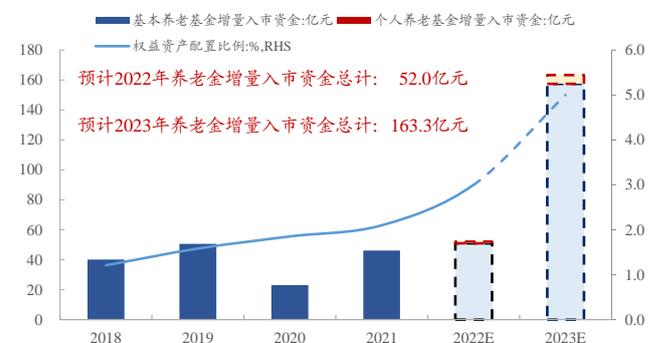
受疫情影响, 社保费缓缴导致养老金资金规模增速放缓, 基本养老保险基金委托投资到账率保持高位, 资金入市速度加快。人社部积极推动基本养老保险基金委托投资工作, 截至 2022 年 9 月底, 基本养老保险基金委托合同规模 1.6 万亿元, 同比增长 28.0%。同时, 截至 2021 年 Q3, 委托投资金额到账率 88.0%, 维持在相对高位。但 2022 年, 全国受到疫情影响的企业单位数量较多, 税务总局多次扩大社保费缓缴政策实施范围, 覆盖受疫情影响较大、生产经营困难的中小微企业、以单位方式参保的个体工商户等市场主体, 可以延期至 2023 年底缴纳此前未缴的社保费。我们判断在 2022 年基本养老金委托投资到账金额规模增速将有所回落, 2023 年由于社保费补缴和前期低基数效应, 保险委托投资增速将有一定回升, 到账金额分别为 1.44 和 1.76 万亿元。随着经济企稳复苏, 投资者风险偏好抬升, 养老金有望逐渐加快入市步伐, 提高权益资产配置比重。连同个人养老金入市, 预计 2022 年养老金增量入市资金总计 52.0 亿元, 2023 年养老金增量入市资金总计 163.3 亿元。

图 38: 基本养老资金委托投资金额规模稳步上升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 39: 养老金入市提速有望为 A 股市场提供长线增量资金



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3.5.3. 个人养老金: 个人养老金加速发展, 但短期入市规模有限

中国积极推进建立养老金“三支柱”结构,个人养老金发展正当其时。2022年4月21日,国务院办公厅发布《关于推动个人养老金发展的意见》(以下简称《意见》),出现了实行个人账户制、参加人每年最多缴纳12000元养老金、账户资金可用于购买银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等多项重要变化。2022年11月4日,人力资源社会保障部、财政部、国家税务总局、银保监会、证监会联合发布《个人养老金实施办法》,对个人养老金参加流程、资金账户管理、机构与产品管理、信息披露、监督管理等方面做出具体规定。但当前个人养老金账户在投资和领取环节的具体税优政策尚未明确,因此我们基于个人税延养老保险的EET模式进行测算。测算思路:养老金入市规模=个人养老金参与人数*人均缴费金额*个人养老金参与权益市场比例,预期到2023年我国个人养老金为股票市场带来的增量资金规模总计有58亿元。具体测算如下:

1)个人养老金参与人数=基本养老保险参与人数*潜在参与人群比例*参与率*试点人口占比,预计2022年个人养老金参与人数将达60万人,2023年将达到192万人。

基本养老保险参与人数:《试点》明确个人养老金参与范围为城镇职工基本养老保险或者城乡居民基本养老保险的劳动者,截止2022年6月,我国基本养老保险参保人数为10.4亿人,考虑到基本养老保险参与度已经较高,我们预计未来参保人数每年增长2%。那么截至2022年年底约为10.49亿人,2023年约为10.7亿人。

潜在参与人群比例:当前我国个人所得税基本减除费用为5000元/月,超过这一标准的居民才能享受税收优惠,但考虑到当前个人所得税中专项附加扣除项目包括子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息、住房租金、赡养老人、3岁以下婴幼儿照护等七类,预计月人均扣除额在4000元左右。也就是说,只有月收入水平在10000元以上的居民才能够享受个人养老金每月1000元的税收优惠政策。据中国收入分配研究院统计,2018年我国人均可支配收入在10000元以上的占比为0.61%,我们以当年人均可支配收入2352元/月为均值,假设我国居民收入呈对数正态分布,将预测人均可支配收入代入函数倒算出预期人均可支配收入在10000元以上的人数占比。其中人均可支配收入使用同比增速预测,同比增速参考IMF对我国未来GDP的增速预测。那么2022年、2023年可支配收入在10000元以上的人口比例分别为1.9%、2.3%。

试点人口占比:《意见》明确个人养老金制度选择部分城市先试行1年,再逐步推开。参照此前养老保险和养老理财产品的试点节奏,我们预计2022、2023试点人口占比分别为15%、30%。

2)人均缴费金额=人均缴费上限*缴费比例,预计2023年缴费比例为50%。美国IRAs将其税优账户缴费金额上限由2001年的3000美元调升至2019年的6000美元,我们以此作为参考,假设个人养老金缴费金额上限每年保持4%的增长,预计2022年个人养老金单人年度缴费上限将达到12000元,2023年个人养老金单人年度缴费上限将达到近12480元。考虑到并不是所有参与者都能够足额缴纳,因此预计缴费比例为50%;

3)个人养老金参与权益市场的比例。经过近20年的发展,2020年日本iDeco

持有权益资产（国内股票+国外股票）占比达 30.6%。参考日本 iDeco 账户的资产配置演绎路径，我们预计 2022 年个人养老金参与权益市场的比例为 3%，2023 年达 5%。

综上，我们预计 2022 年、2023 年我国个人养老金规模将达到 36 亿元、120 亿元，预计将为股票市场带来 1.1 亿、5.8 亿元的增量资金。

表 1：预计 2023 年我国个人养老金规模将达到 120 亿元，预计将为股票市场带来 5.8 亿元的增量资金

指标	计算方式或资料来源	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
① 参与基本养老保险人数（亿人）	政府部门官网	10.49	10.70	10.91	11.11	11.31	11.52
增速（%）	根据近两期增速线性外推	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%
② 可支配收入在 10000 元以上的人口比例（%）	根据中国收入分配研究院和 IMF 数据假设人口收入结构对数分布测算	1.9%	2.3%	2.8%	3.4%	4.1%	4.9%
③ 个人养老金潜在参与人口（万人）	③ = ① × ②	1993.6	2461.6	3053.7	3778.5	4638.5	5643.3
④ 参与率（%）	考虑到当前我国居民养老意识薄弱，后续缴费上限提升后吸引力有望逐渐提高	20.0%	26.0%	32.0%	38.0%	44.0%	50.0%
⑤ 试点人口占比（%）	《意见》明确个人养老金制度选择部分城市先试行 1 年，再逐步推开。	15%	30%	60%	100%	100%	100.0%
⑥ 个人养老金参与人数（万人）	⑥ = ③ × ④ × ⑤	59.8	192.0	586.3	1435.8	2040.9	2821.7
⑦ 缴费上限（元）	假设个人养老金缴费金额上限每年保持 4% 的增长	12000	12480	12979	13498	14038	14600
增速（%）	参考：美国 IRAs 将其税优账户缴费金额上限由 2001 年的 3000 美元调升至 2019 年的 6000 美元	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
⑧ 缴费比例（%）	考虑到并不是所有参与者都能够足额缴纳，因此预计缴费比例为 50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
⑨ 个人养老金增量资金规模（亿元）	⑨ = ⑥ × ⑦ × ⑧	35.9	119.8	380.5	969.1	1432.6	2059.8
⑩ 个人养老金权益资产配置比例（%）	参考日本 iDeco 账户的资产配置演绎路径，我们预计 2027 年个人养老金参与权益市场的比例达 10%	3%	5%	7%	8%	10%	12%
个人养老金入市增量资金（亿元）	增量资金规模 = ⑨ × ⑩	1.1	5.8	25.1	81.4	146.1	247.2

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

4. 资金需求测算：预计 2023 年资金需求为 2.3 万亿

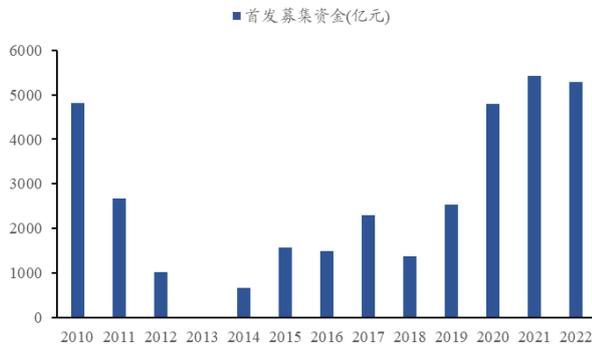
4.1. IPO、再融资整体平稳，2023 年融资规模预计为 1.9 万亿元

全面注册制有望推进，预计 2023 年融资规模增长至 6410 亿元。自 2020 年以来 IPO 上市数量和规模保持稳定，预计 2022 年主板、科创板、创业板全年各发行 80、120、120 只，单项目募资金额分别为 25、20、12 亿元，2022 年 IPO 募资整体金额为 5840 亿元。而伴随 2023 年全面注册制的可能推进以及金融服务实体经济力度加强，预计 2023 年主板、科创板、创业板全年各发行 90、130、130 只，单项目募资金额分别为 25、20、12 亿元，2023 年 IPO 募资金额预计 6410 亿元。

再融资规模或将保持平稳，预计 2023 年规模为 1.3 万亿。截止到 2022 年 11 月 11 日，再融资规模达 8910 亿元，较 2021 年同期规模下降接近 10%。考虑到 2022 年以来因地缘政治、疫情扰动等因素我国股票市场出现调整，风险偏好下修，风险评价上修，再融资规模因此也受到扰动。假定 2022 年全年再融资规模延续 11 月之前的整体增速，那么 2022 年再融资规模将达到 1.15 万亿元。展望 2023 年，在政策利好、经济修复以及市场震荡上行的预期下，2023

年再融资规模或会有所上涨。综合2019年-2021年平均再融资规模大致为1.26万亿元，因此预测2023年再融资规模大致为1.26万亿元。

图 40: 近三年以来 IPO 募集资金较稳定



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 41: 2022 年再融资规模明显下降



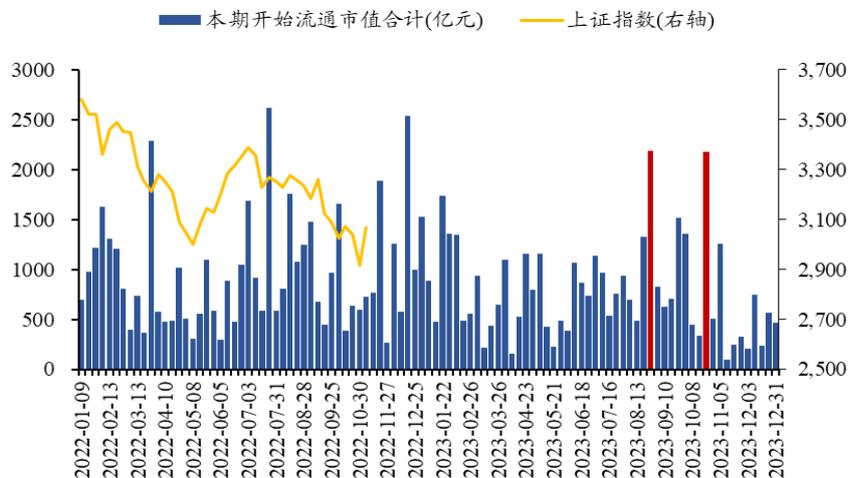
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

4.2. 产业资本净减持: 2023 年股东净减持规模预计为 4300 亿元

2023 年限售股解禁规模小幅下降, 预计为 4.13 万亿。2023 年解禁规模约至 41343 亿元, 相较于 2022 年下降了 5738 亿元。从 Wind 周度数据上看, 2023 年全年预计共有两周的周度解禁规模超 2000 亿元, 分别位于 8 月 27 日当周、10 月 29 日当周。从个股解禁数据看, 解禁公司前三位分别为金龙鱼、联影医疗、京沪高铁, 解禁规模为 1932、1127 和 1019 亿元。

2023 年股东净减持规模边际抬升, 预计为 4300 亿元。2022 年市场资金净流出, 市场情绪低迷, 股东减持规模同比下降, 预计全年净减持规模为 4000 亿元, 而展望 2023 年, 2023 年市场环境比 2022 年有所好转, 风险偏好上行, 风险评价下修, 市场表现好的情况下, 重大股东减持意愿与 2022 年相比或有增加, 我们预计 2023 年股东净减持规模同比增长约为 4300 亿元。

图 42: 2023 年限售股解禁规模较 2022 年小幅下降



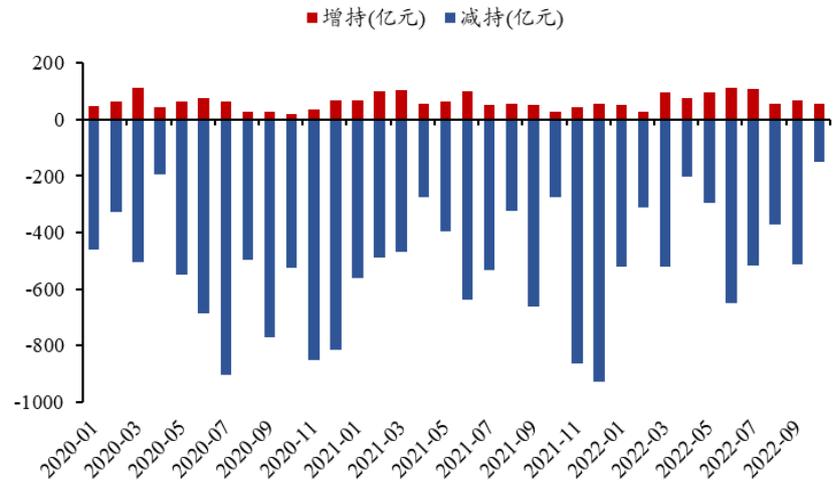
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 2: 2023 年个股解禁市值 TOP30

序号	简称	行业	解禁市值 (亿元)	解禁数量占变动前流通 A股 (%)	解禁日期	解禁收益率 (%)
1	金龙鱼	日常消费	1,932.06	10.01	2023-10-16	
2	联影医疗	医疗保健	1,127.13	6.07	2023-08-22	90.21
3	京沪高铁	工业	1,019.20	55.65	2023-01-16	-4.10
4	万泰生物	医疗保健	829.56	26.70	2023-05-04	
5	中金公司	金融	703.85	19.26	2023-11-02	22.65
6	公牛集团	工业	639.66	12.39	2023-02-06	
7	天合光能	信息技术	593.74	61.01	2023-06-12	
8	农业银行	金融	544.90	85.51	2023-07-03	-13.46
9	中国船舶	工业	537.51	54.63	2023-03-30	102.23
10	爱美客	医疗保健	510.74	40.94	2023-09-28	
11	华润微	信息技术	447.75	33.42	2023-02-27	
12	宁德时代	工业	423.88	81.17	2023-01-04	-5.66
13	联泓新科	材料	354.55	22.96	2023-12-08	
14	海光信息	信息技术	301.41	9.11	2023-08-14	25.19
15	中国电建	工业	300.80	72.57	2023-06-19	128.23
16	中国通号	工业	300.50	19.04	2023-01-30	
17	斯达半导	信息技术	299.86	52.54	2023-02-06	
18	三峡能源	公用事业	285.11	29.95	2023-03-23	
19	中伟股份	材料	284.32	36.75	2023-12-22	
20	中泰证券	金融	265.32	37.44	2023-06-05	
21	新产业	医疗保健	252.46	36.11	2023-05-12	
22	华大智造	医疗保健	243.67	8.14	2023-09-11	57.12
23	沪硅产业-U	信息技术	232.36	58.07	2023-04-20	
24	龙芯中科	信息技术	221.32	8.18	2023-06-26	50.03
25	新奥股份	公用事业	216.42	47.15	2023-09-18	68.01
26	一汽解放	可选消费	213.22	30.33	2023-04-10	18.90
27	华大九天	信息技术	210.34	14.40	2023-07-28	249.40
28	神州细胞-U	医疗保健	199.88	21.00	2023-06-26	
29	稳健医疗	可选消费	197.44	31.89	2023-09-18	
30	中国移动	电信服务	192.84	2.25	2023-01-05	20.53

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 43: 2020 年以来产业资本整体呈现净减持



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	股票投资评级	增持 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
		谨慎增持 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
		中性 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
		减持 相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		