

# 股市资金面分析框架

分析师：邓利军 S0910523080001



本报告仅供华金证券客户中的专业投资者参考  
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

# 核心观点

- ◆ 资金面框架=流入端+流出端
- ◆ 流入端/流出端各项及其影响因素：

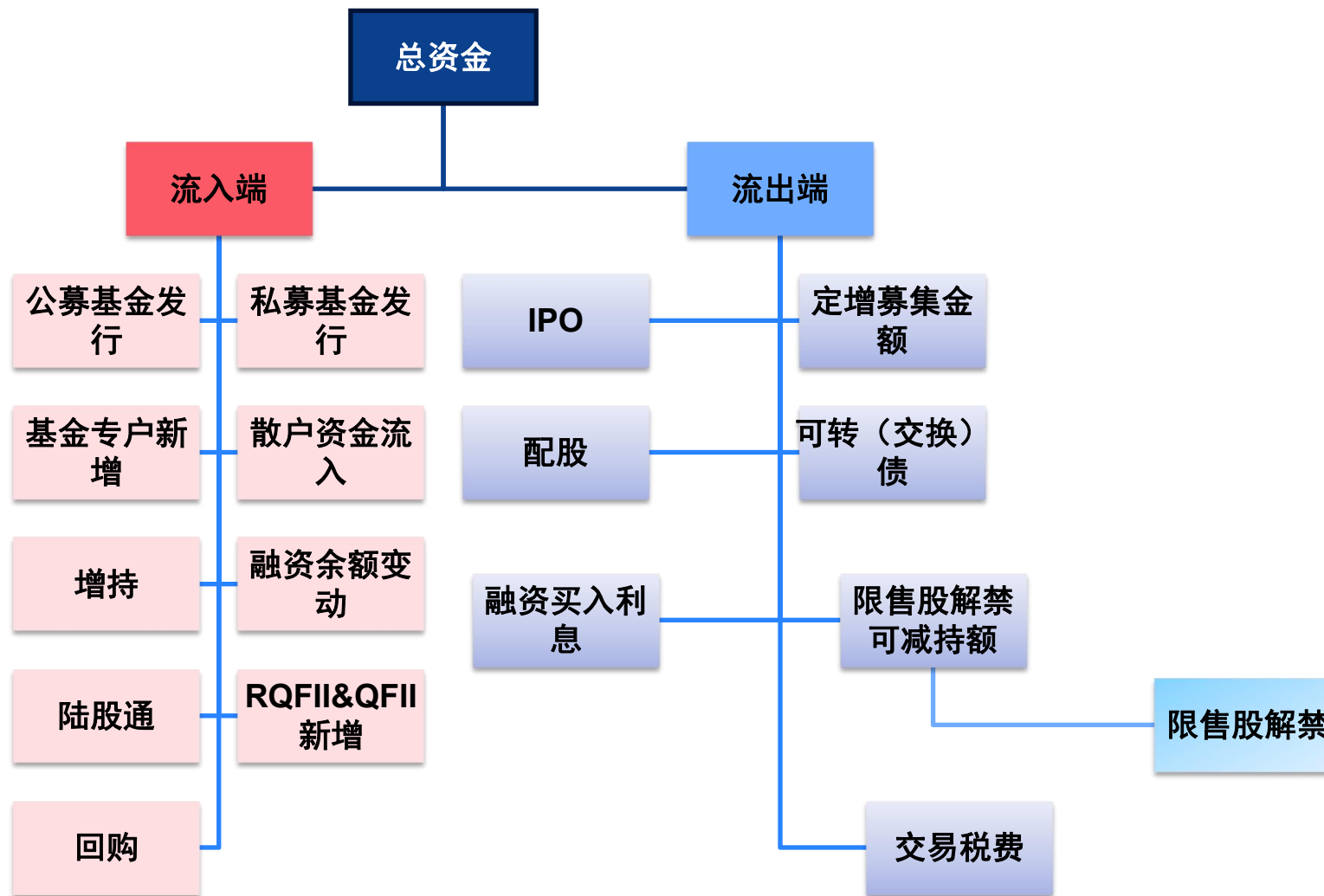
流入端		流出端	
指标	影响因素	指标	影响因素
公募/私募基金	投资者投资结构的变化、市场行情、政策、季节效应、募资完成额比例等	IPO	市场表现、监管动态调整、注册制全面落地等
基金专户	政策、市场行情等	定增	市场表现、政策监管、定增折价率表现、个股表现等
融资	市场行情、政策等	可转（交换）债	季节效应、时间周期、流动性宽松程度
散户	市场行情、赚钱效应、政策等	配股	经济环境、市场行情等
增持	市场行情、政策等	减持	市场表现、政策监管等
回购	市场行情、个股涨幅等	限售股解禁可减持额	市场情绪、政策监管等
陆股通	短期美股的走势，中期海外流动性，长期看A股的基本面	融资买入利息	融资规模（参考融资影响因素）
QFII&RQFII	同上	交易税费	市场行情

- ◆ 中长期积极因素：长期资金入市；中长期消极因素：解禁压力较大等。
- ◆ 风险提示：历史经验未来不一定适用、政策超预期变化、经济修复不及预期、模型失效风险。

# 01.

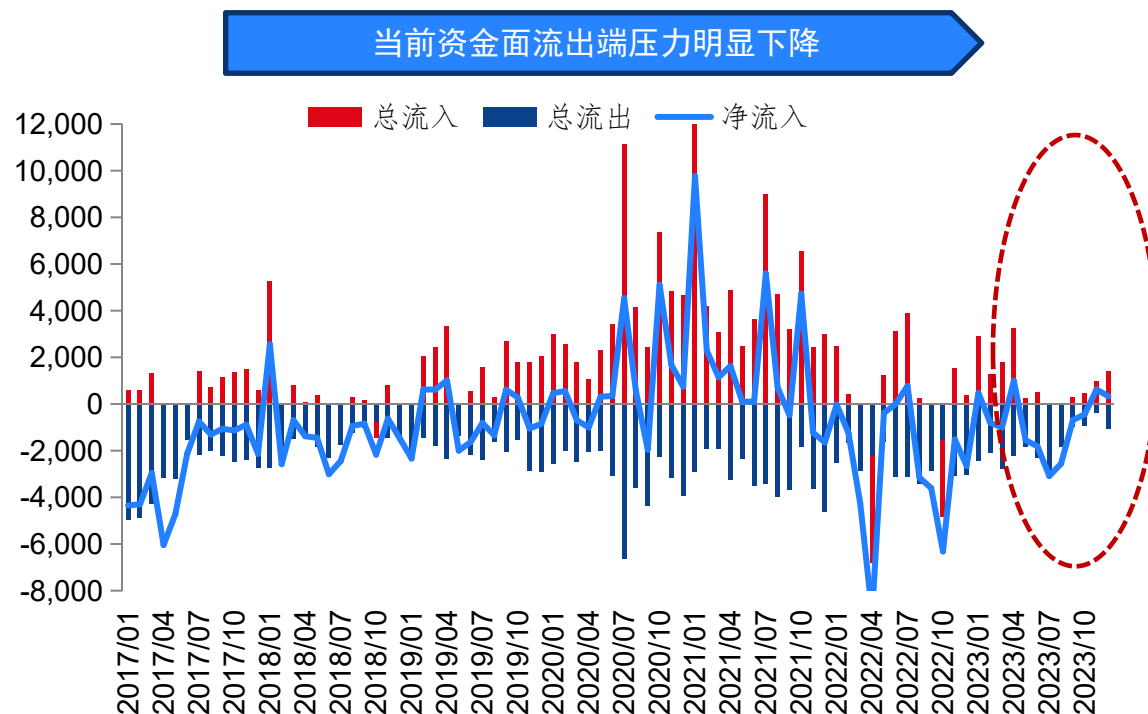
## 资金面总框架

# 1.1 资金面总框架



## 1.2 资金面整体展望：流入端持续回暖，流出端压力下降

- ◆ 2024Q1资金面较2023Q4预计将持续好转，流入端延续修复，流出端压力下降。（1）流入端上，随着保增长（万亿国债增发）和活跃资本市场（后续平准基金仍可期）政策不断出台和落实，2024Q1经济和盈利将有所修复，基本面持续改善叠加外部风险趋缓，市场情绪可能回升，公募、私募、融资、散户、外资都可能有所修复。节奏上，考虑到2月春节效应，资金流入可能偏弱，1月和3月可能相对偏强。（2）流出端上，2024年大概率延续结构性行情，且经济修复仍不稳定的环境下本轮政策收紧短期内难放松，明年一季度IPO、定增、可转（交换）债、减持等规模预计仍维持低位。
- ◆ 整体来看2024年一季度**融资和再融资（IPO、减持、定增、转债）、公私募、外资、融资**将是影响资金面变动的核心因素。



# 02.

## 流入端各项指标及其影响因素

## 2.1 公募基金

### ◆ 数据来源:

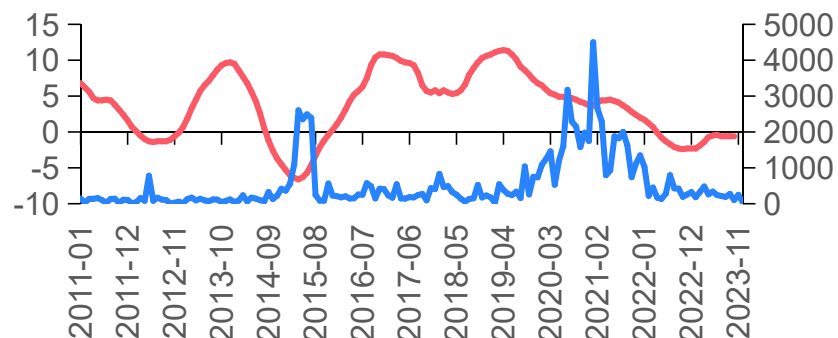
新成立基金份额（偏股型）---日频数据

### ◆ 影响因素:

投资者投资结构的变化（房地产→权益）、市场行情（公私募对市场的变化反应趋势相同，但私募规模变动更剧烈）、政策发布、季节效应、募资完成额比例等。

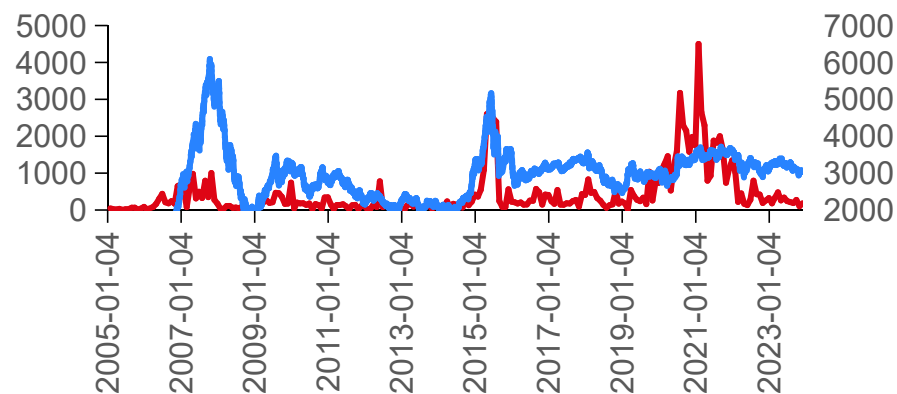
投资结构变化对基金发行规模有一定影响

— 中国:70个大中城市新建商品住宅价格指数:当月同比 %  
— 中国:新成立基金份额:偏股型:月:合计值 亿份, 右



新成立偏股型基金规模和上证走势相关性较强

— 中国:新成立基金份额:偏股型:月:合计值 亿份  
— 上证综合指数点, 右



## 2.1 公募基金

### ◆ 数据来源:

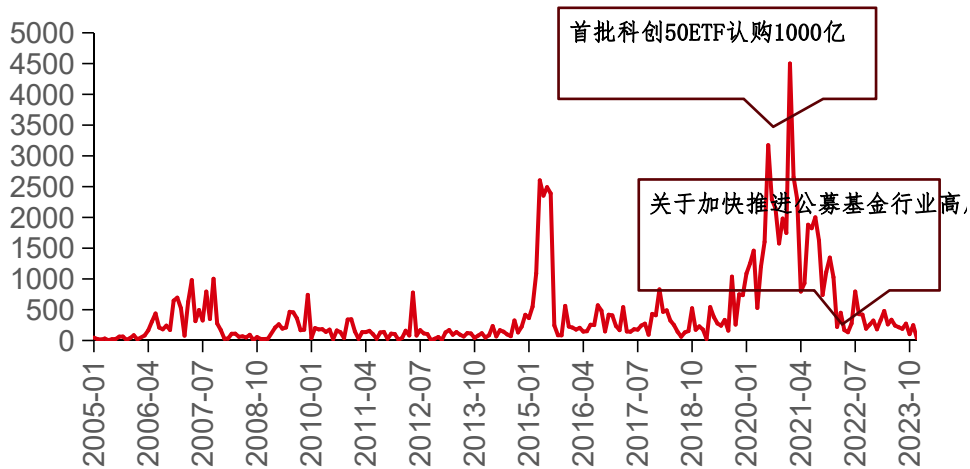
新成立基金份额（偏股型）---日频数据

### ◆ 影响因素:

投资者投资结构的变化（房地产→权益）、市场行情（公私募对市场的变化反应趋势相同，但私募规模变动更剧烈）、政策发布、季节效应、募资完成额比例等。

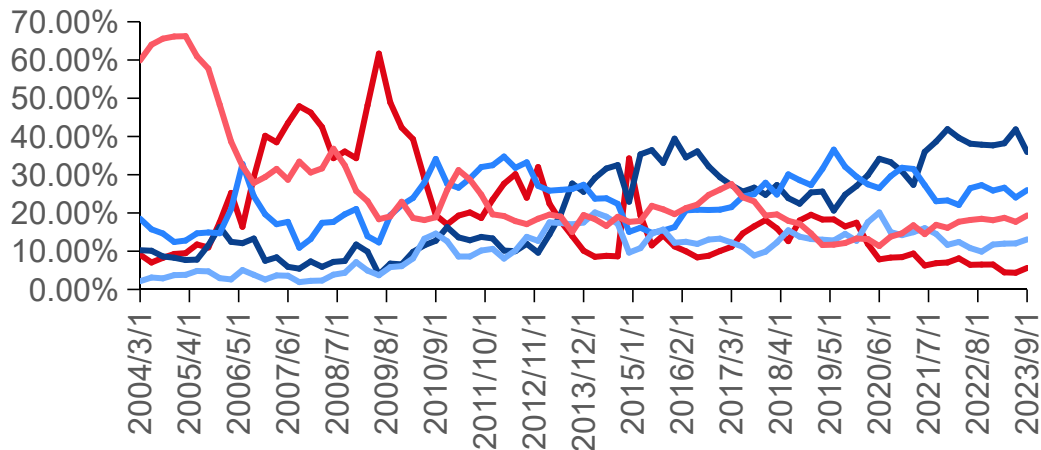
政策对新发基金规模有一定影响

— 中国:新成立基金份额:偏股型:月:合计值 亿份



偏股型公募基金持仓风格变化

— 金融地产 — 科技成长 — 消费 — 医药 — 周期



## 2.1 公募基金

### ◆ 数据来源:

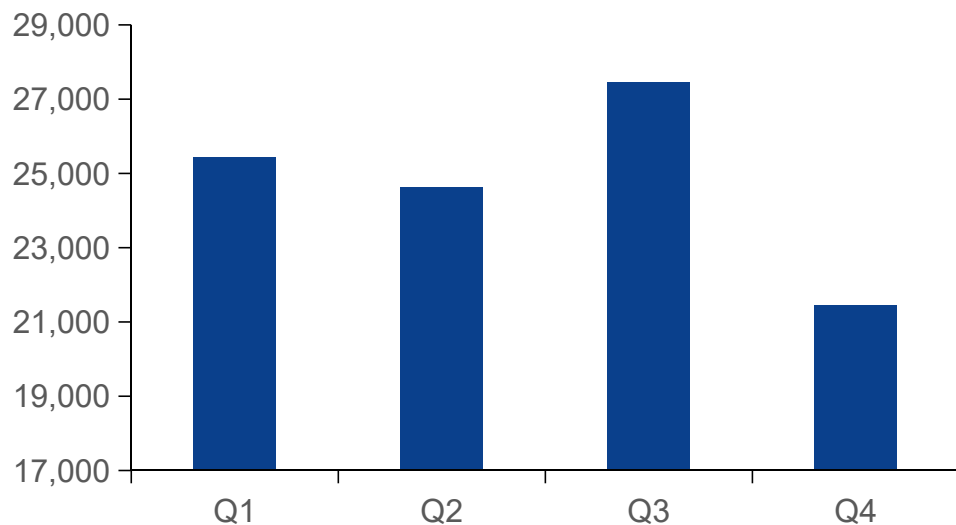
新成立基金份额（偏股型）---日频数据

### ◆ 影响因素:

投资者投资结构的变化（房地产→权益）、市场行情（公私募对市场的变化反应趋势相同，但私募规模变动更剧烈）、政策发布、季节效应、募资完成额比例等。

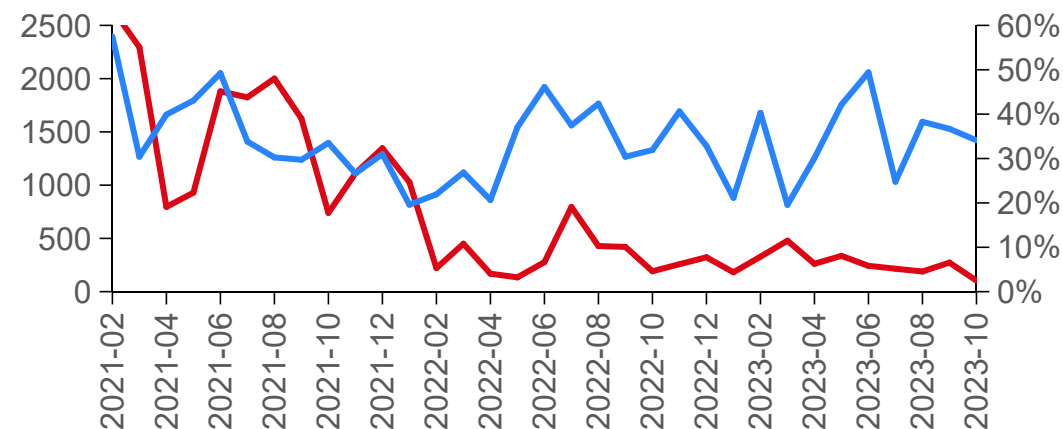
年末新成立基金份额较低

■ 2005-2023年新成立基金份额：合计值 亿份



实际募资/募资目标领先于新发基金规模

— 中国:新成立基金份额:偏股型 (亿份)  
 — 募资额/募资目标 (%), 右



## 2.1 公募基金

- ◆ 后续来看：（1）**规模上**，预计2024年一季度偏股型新发基金规模将小幅回升，原因在于：首先，国内放松地产、刺激消费等一系列保增长政策不断出台和落实，基本面持续修复，企业盈利确定性回升，在信用仍维持高位的环境下A股市场可能震荡偏强，基金收益率有望企稳回升，居民储蓄流入权益市场的意愿可能上升。其次，岁末年初中央经济工作会议、三中全会、两会等重要会议可能持续聚焦经济增长，此外中美关系缓和，美国紧缩压力大幅下降，流动性维持宽松，市场情绪可能上升，尤其是考虑到地产依然偏弱，权益市场回升背景下，居民理财转向权益市场的可能性上升。综合来看，预计2024年一季度新发公募基金规模为1100亿左右，单月200-500亿左右。（2）**入场时间上**，首先，基金发行多与市场表现相关，即基金净值上升刺激居民认购热情；其次，可重点关注月度经济数据公布时点，中央经济工作会议、三中全会、两会等重要会议召开的时点；此外，美联储议息会议的时点也值得关注。（3）**节奏上**，复盘沪深300走势和偏股型公募基金发行，市场上行时新发基金先见顶，领先沪深300走势1-2个月，下行时沪深300先见底，领先新发基金0-3个月。从沪深300走势来看，当前底部位置已经出现（2023/12/5最低点3394.26），预计2024Q1单月发行规模可能在400、200、500亿份。（4）**行业偏好上**，首先，公募基金偏好业绩较好、产业趋势向上的行业。其次，社服、公用事业等行业2023年三季度盈利增速较高；食品饮料、家用电器等行业ROE提升较多；TMT产业上行趋势较为确定；最后，经过反复和长时间的调整后医药、新能源的估值性价比已经非常高，盈利在今年四季度明年一季度有可能探底回升。因此，预计2024年一季度公募基金将偏好医药、新能源和TMT等行业。
- ◆ **全年来看，预计新发基金可能回升，2024年累计发行规模可能由2023年的3200亿（月均260亿）左右上升到5200亿左右（月均400亿），与2022年水平相当，单月在200-800亿左右；节奏上一三季度市场可能震荡偏强，新发基金单月规模可能较高，能达到500-800亿的水平。**

## 2.2 私募基金

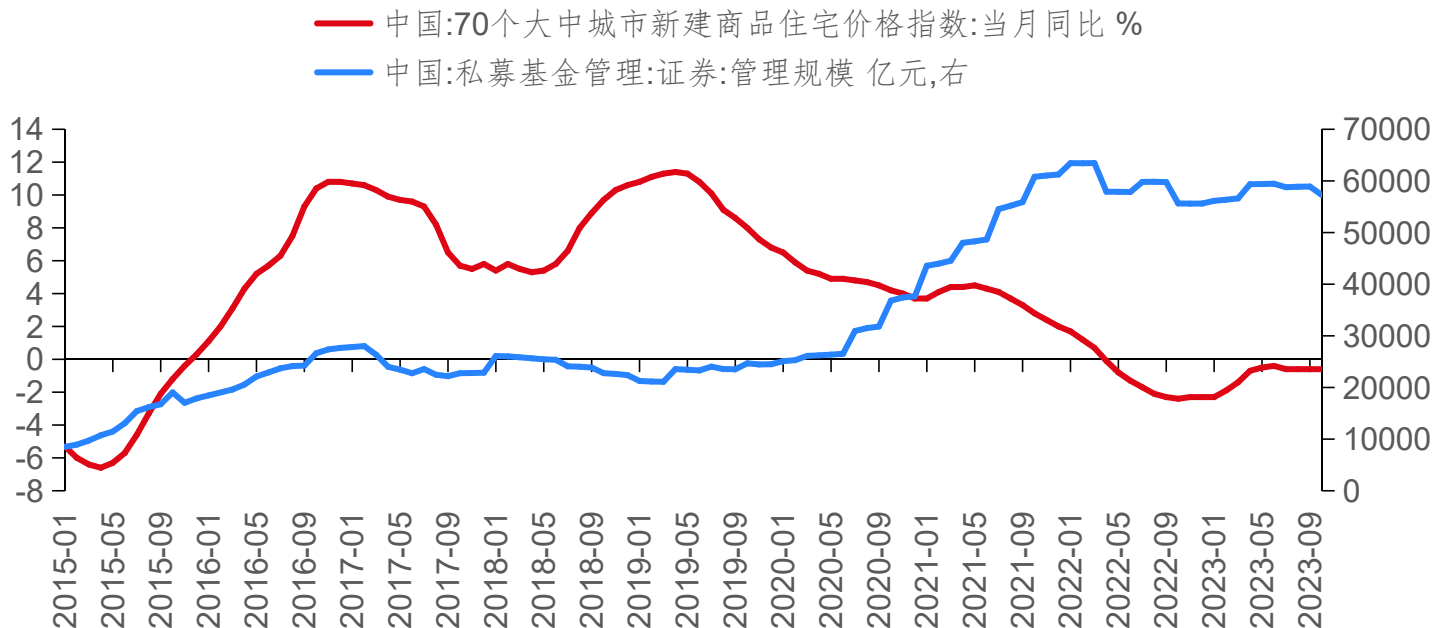
### ◆ 数据来源:

私募基金管理:证券:管理规模 --- 月频数据 (滞后)

### ◆ 影响因素:

投资者投资结构的变化 (房地产→权益)、市场行情 (公私募对市场的变化反应趋势相同, 但私募规模变动更剧烈, 且受中小盘成长板块影响大)、政策监管、季节效应 (私募管理规模多在季度初跳增) 等

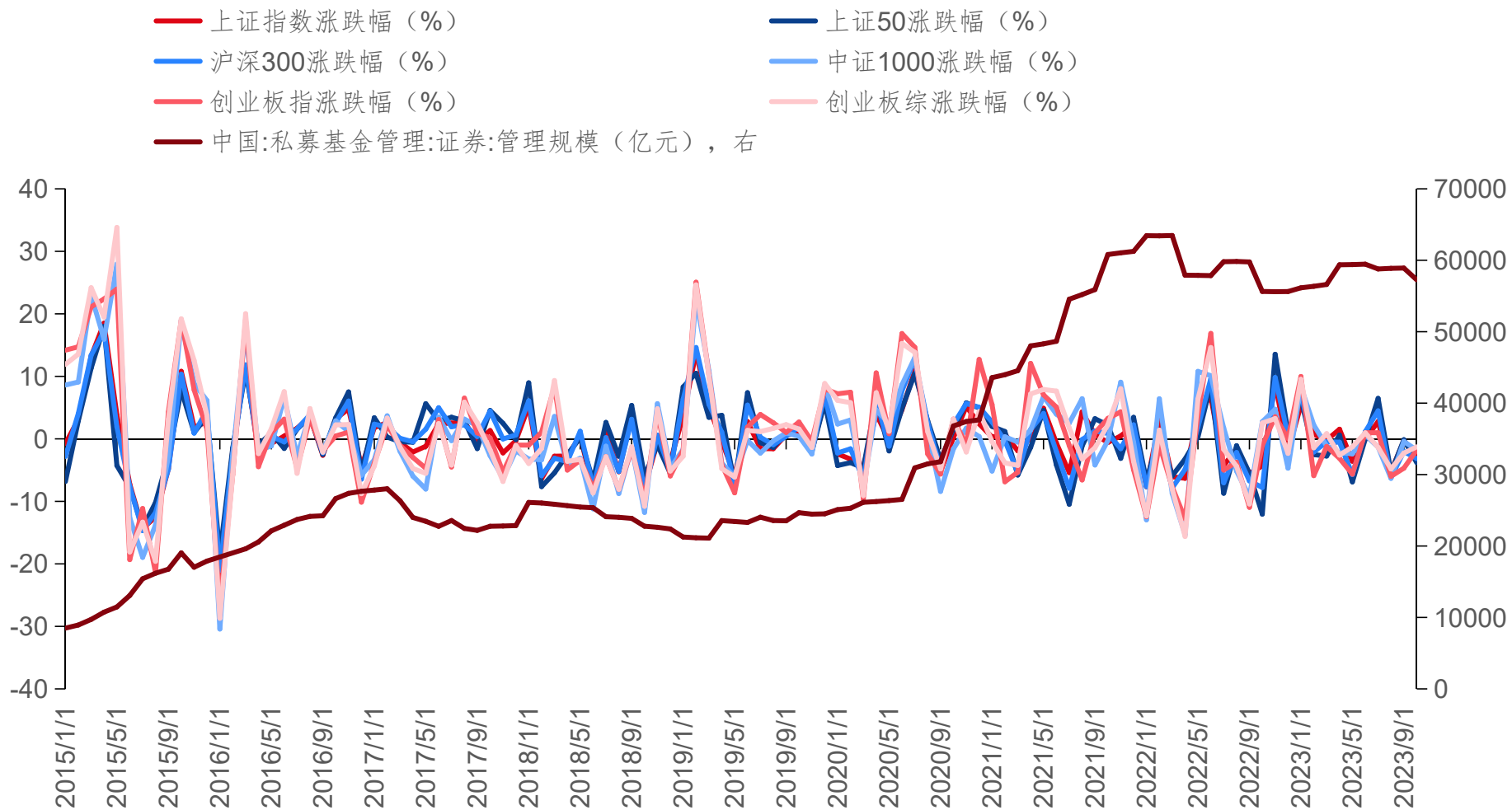
私募基金规模与住房销售成反比



## 2.2 私募基金

### ◆ 私募规模变动更剧烈，且受中小盘成长板块影响大

私募规模受中小盘板块影响大



注：中证1000、中证500与私募基金规模相关系数分别为0.7、0.5

## 2.2 私募基金

### ◆ 数据来源:

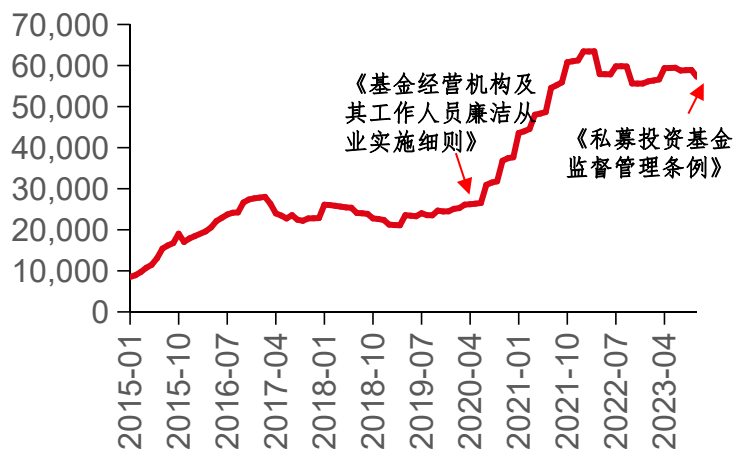
私募基金管理:证券:管理规模 --- 月频数据 (滞后)

### ◆ 影响因素:

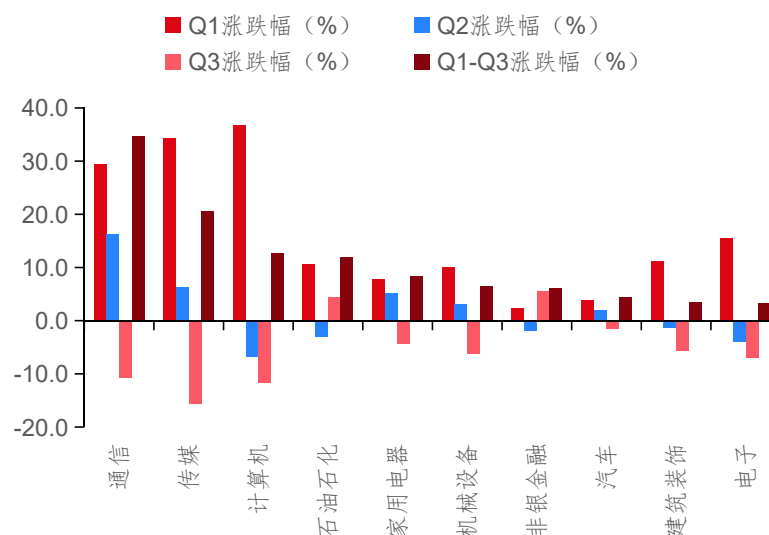
投资者投资结构的变化 (房地产→权益)、市场行情 (公私募对市场的变化反应趋势相同, 但私募规模变动更剧烈, 且受中小盘成长板块影响大)、政策监管、季节效应 (私募管理规模多在季度初跳增) 等

私募规模受政策影响较明显

— 中国:私募基金管理:证券:管理规模 亿元

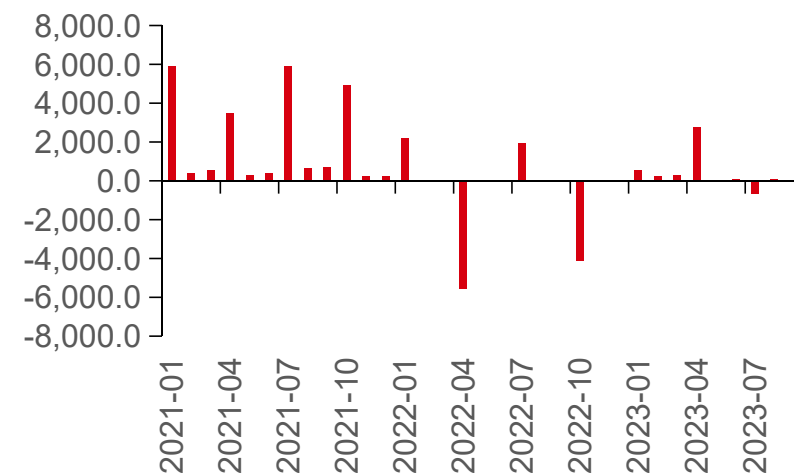


2023Q1-Q3 TMT板块领涨



私募基金规模多在季初跳增

■ 中国:私募基金管理:证券:管理规模:环比增加 亿元



## 2.2 私募基金

- ◆ 后续来看：（1）**规模上**，预计2024年一季度基金私募规模较2023年四季度将会有所上行，原因在于：首先，随着稳增长政策不断出台和落实，经济企稳和盈利回升的预期不断上升，盈利上行下市场可能震荡偏强；其次，利率下行和流动性宽松下，信贷成本降低，预计一季度企业和高净值人群投资意愿将会上行；最后，美联储加息大概率结束，流动性宽松和风险偏好可能上升，导致中小盘成长个股表现可能偏强，私募基金净值可能上升。预计私募规模一季度有所修复，1-3月分别为800、200、200亿左右。（2）**入场时机上**，一是，可能增强市场信心及政策预期的重要会议（三中全会），以及经济数据公布节点（2023年度经济数据、2024年1/2月度经济数据），都可能会影响私募基金发行；二是TMT相关的中小盘成长个股的行情节奏，主要受AI、数字经济、华为链、卫星互联网等相关的政策和产业事件影响，也会影响私募基金净值和基金发行；三是流动性对中小盘成长个股影响较大，因此美联储议息会议等时点值得关注。（3）**节奏上**，首先，历史数据显示在季度初时私募基金管理规模多出现跳升，主要源于产品多集中在季度末成立、季度初申报的缘故。其次，国内科技突破、流动性宽松、中美关系缓和（降低关税、管制放松等）、年底国内外大模型以及高端制造产业链上的智能汽车（M9）可能发布等，均使得受政策导向和产业趋势上行的成长行业受益。因此我们预测2024Q1私募发行规模可能明显上升，1月份可能达到800亿规模。（4）**行业偏好上**，私募偏好中小盘成长，尤其受政策导向及高景气的行业。结合当下来看，私募大概率偏向同时受政策导向及产业趋势上行催化的TMT板块，以及超跌的成长性行业如新能源、医药等。
- ◆ **全年来看**，预计私募基金发行规模有所回升，2024年累计发行规模可能小幅回升到4000亿左右（月均300亿），单月在-500-1500亿左右；节奏上一三季度市场可能震荡偏强，新发基金单月规模可能较高，能达到1000-1500亿的水平。

## 2.3 基金专户

### ◆ 数据来源:

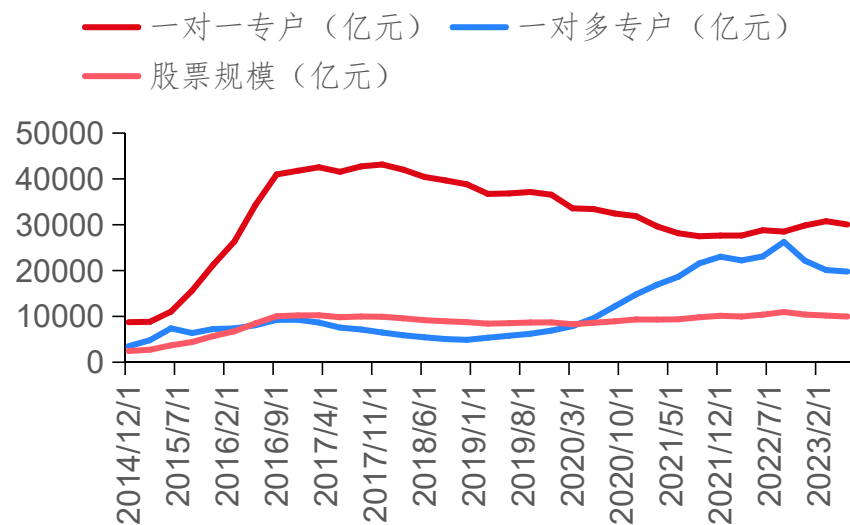
基金管理公司:专户业务:资产规模:基金公司(一对一产品+一对多产品)\*0.2---季频数据

**【根据基金业协会的数据,基金专户中股票权重约20%】**

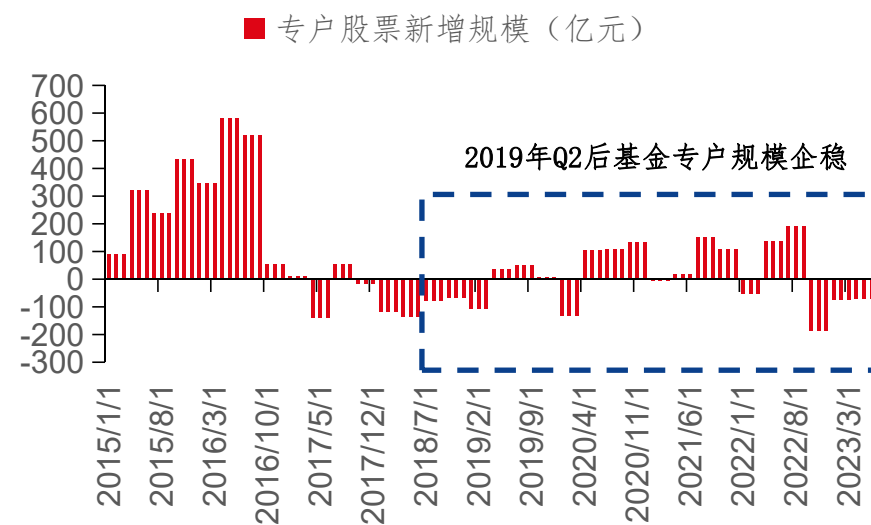
◆ 影响因素:政策(2019Q2后,随着非标清理的结束,基金专户规模开始企稳)、市场行情等

◆ 预计2024年一季度在盈利上行、信用高位筑顶、市场震荡偏强下专户规模有所上行,单月规模回升至50亿左右。

专户股票规模占专户整体规模约1/5



专户股票规模较小



## 2.3 基金专户

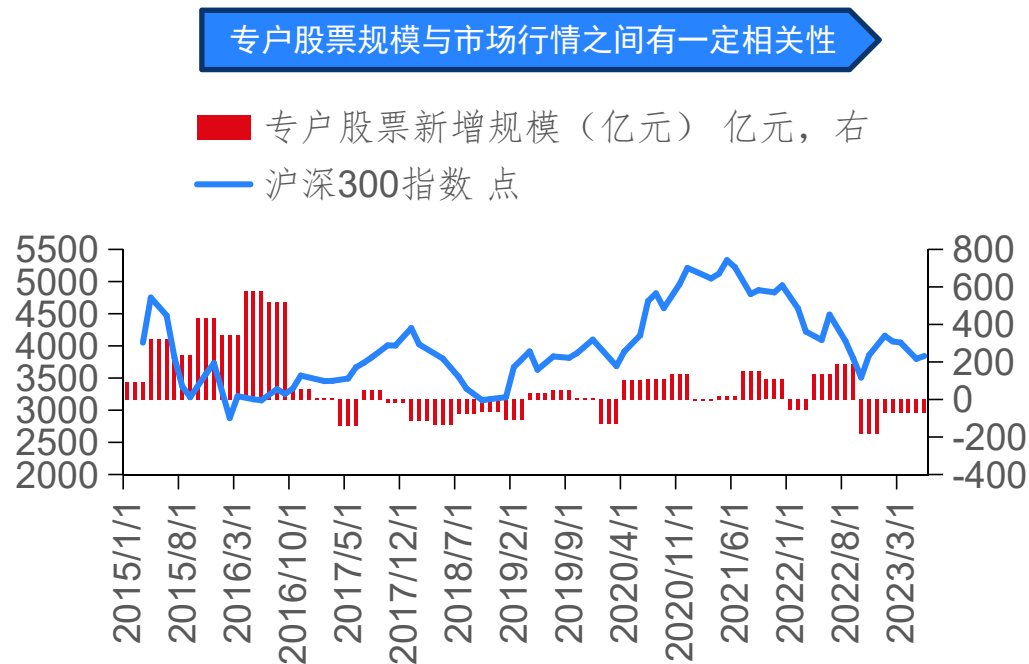
### ◆ 数据来源:

基金管理公司:专户业务:资产规模:基金公司(一对一产品+一对多产品)\*0.2---季频数据

**【根据基金业协会的数据,基金专户中股票权重约20%】**

◆ 影响因素:政策(2019Q2后,随着非标清理的结束,基金专户规模开始企稳)、市场行情等

◆ 预计2024年一季度在盈利上行、信用高位筑顶、市场震荡偏强下专户规模有所上行,单月规模回升至50亿左右。

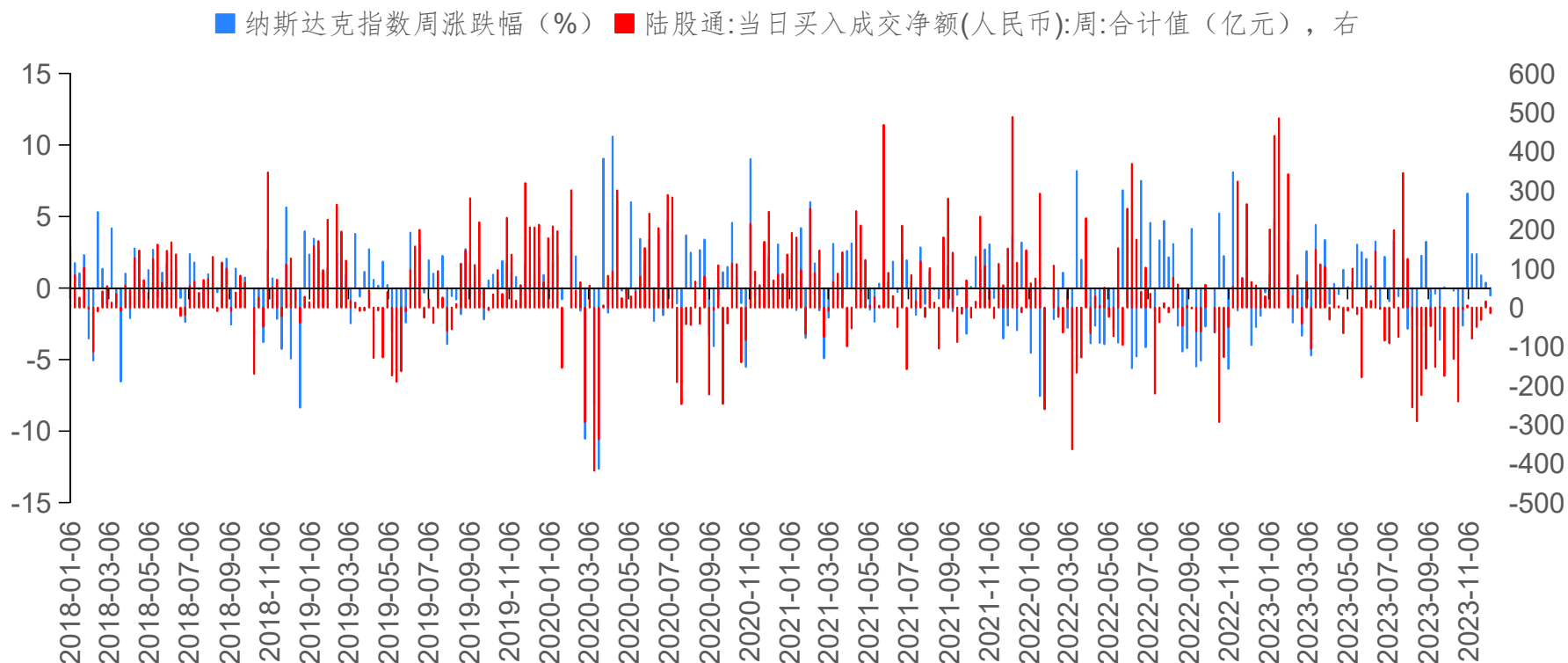


## 2.4 外资

- ◆ 陆股通（北上）---数据来源：沪股通+深股通：当日资金净流入（人民币）---日频数据
- ◆ RQFII&QFII---数据来源：RQFII（人民币）&QFII渠道净流入（美元）---预估值
- ◆ 影响因素：

**短期美股的走势，中期海外流动性（通胀数据、是否加息），长期看A股的基本面**

短期来看外资与美股表现有一定关系



注：纳斯达克周涨跌幅与陆股通周流入规模相关系数约为0.3

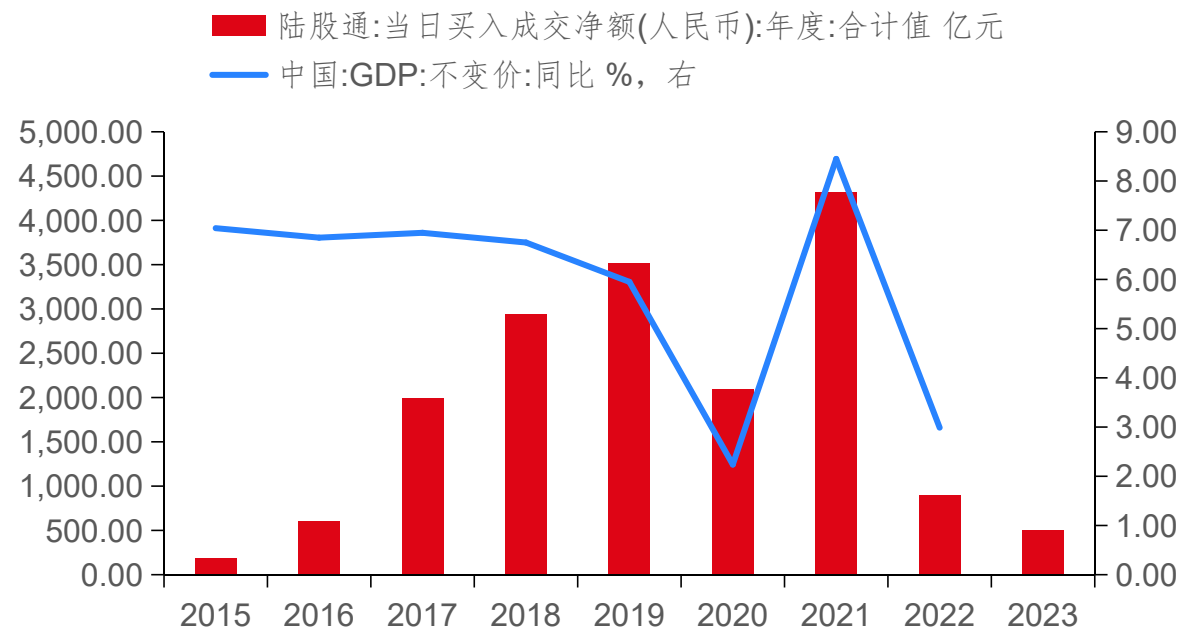
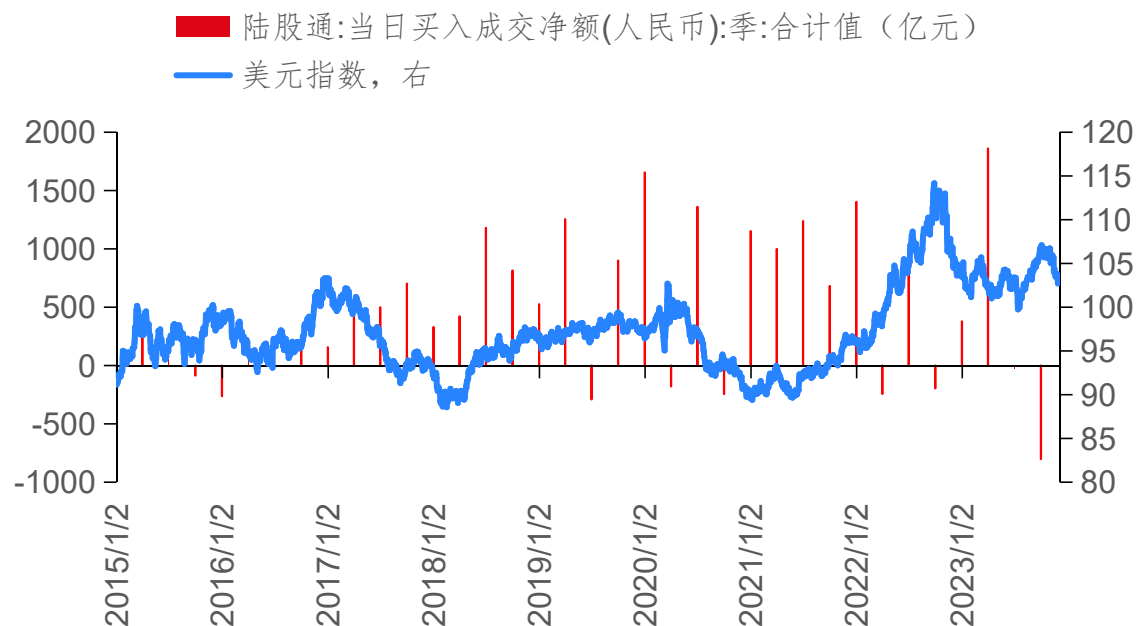
## 2.4 外资

- ◆ 陆股通（北上）---数据来源：沪股通+深股通：当日资金净流入（人民币）---日频数据
- ◆ RQFII&QFII---数据来源：RQFII（人民币）&QFII渠道净流入（美元）---预估值
- ◆ 影响因素：

**短期美股的走势，中期海外流动性（通胀数据、是否加息），长期看A股的基本面**

中期来看外资与海外流动性呈负相关关系

长期看外资与国内基本面相关性较强



- ◆ 后续来看：
- ◆ (1) 规模上，2024Q1外资可能流出放缓，转为小幅净流入，相对四季度边际改善。首先，短期看美股走势，当前美元、美债也高位开始回落，12月美联储可能不加息，同时中美关系改善，全球风险偏好上升，美股已企稳回升；其次，中期看海外流动性，一是当前CME预测12月暂停加息概率超过98%，紧缩压力边际下降，海外流动性会逐步放松，二是从经济、就业和通胀三个角度出发都难进一步支撑美联储再度激进加息；最后，长期看A股基本面，从盈利周期、PPI拐点、地产销售等指标来看，当前盈利基本确定步入回升周期，经济和盈利的修复将支撑外资长期流入A股。
- ◆ (2) 入场时机上，2024年1月31日和3月20日的美联储议息会议、中美关系的进展、三中全会、两会、国内月度经济数据公布，都是影响外资流入的因素。
- ◆ (3) 节奏上，短期外资对于国内经济基本面和中美关系的预期已经有所转好，11月初外资已经实现10个交易日净流入（10月仅3天），考虑到美联储年内加息周期可能结束，1月海外流动性应较为宽松，叠加岁末年初A股表现大概率偏强，预计1月外资净流入150亿左右；但是2月春节效应来看外资流入规模可能明显减少，预计小幅流入50亿左右；3月美联储也大概率“按兵不动”，且随着市场对经济和盈利的逐步修复确定性上升，叠加中美关系的缓和，外资可能继续流入100亿左右，预计2024年1-3月外资单月流入在150、50、100亿。
- ◆ (4) 行业偏好上，外资明显偏好核心资产类的行业，偏向配置高ROE龙头股，如宁德时代、美的电器、药明康德、比亚迪等。2024Q1来看，医药、新能源等超跌成长，顺周期相关的食品饮料等可能反弹，预计外资可能继续配置食品饮料、电新、医药、银行、电子等行业。
- ◆ 2024年全年来看，A股盈利确定性处于上行周期，且中美关系改善、美联储加息结束，降息预期上升，流动性维持宽松预期，外资流入大概率相对2023年回升，可能累计流入重新回到2000亿之上（预计2200亿左右）的中枢水平，单月流入在-200至600亿左右；节奏上一三季度市场可能震荡偏强，且美联储下半年可能降息，因此预计三季度流入可能较多，单月流入可能达到400-600亿。

注：WIND对外资持股的统计口径包含陆股通、QFII、RQFII以及外资私募。

## 2.5 散户资金

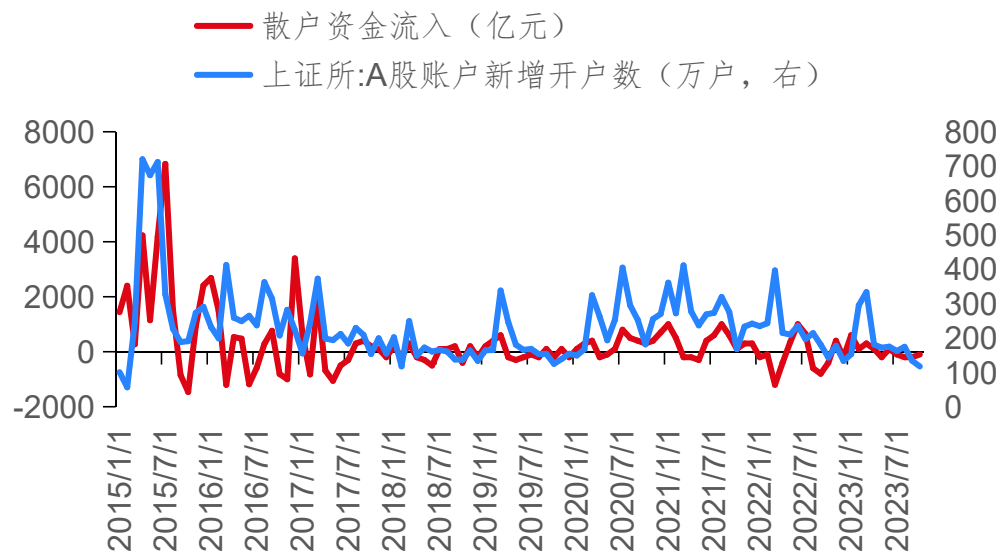
### ◆ 数据来源:

**预估值**，可以通过新增开户数量和交易结算金余额进行推测

### ◆ 影响因素:

市场行情、赚钱效应、政策等

上证新增开户数与散户资金流入有一定相关性



新增开户数量与市场行情相关性较强



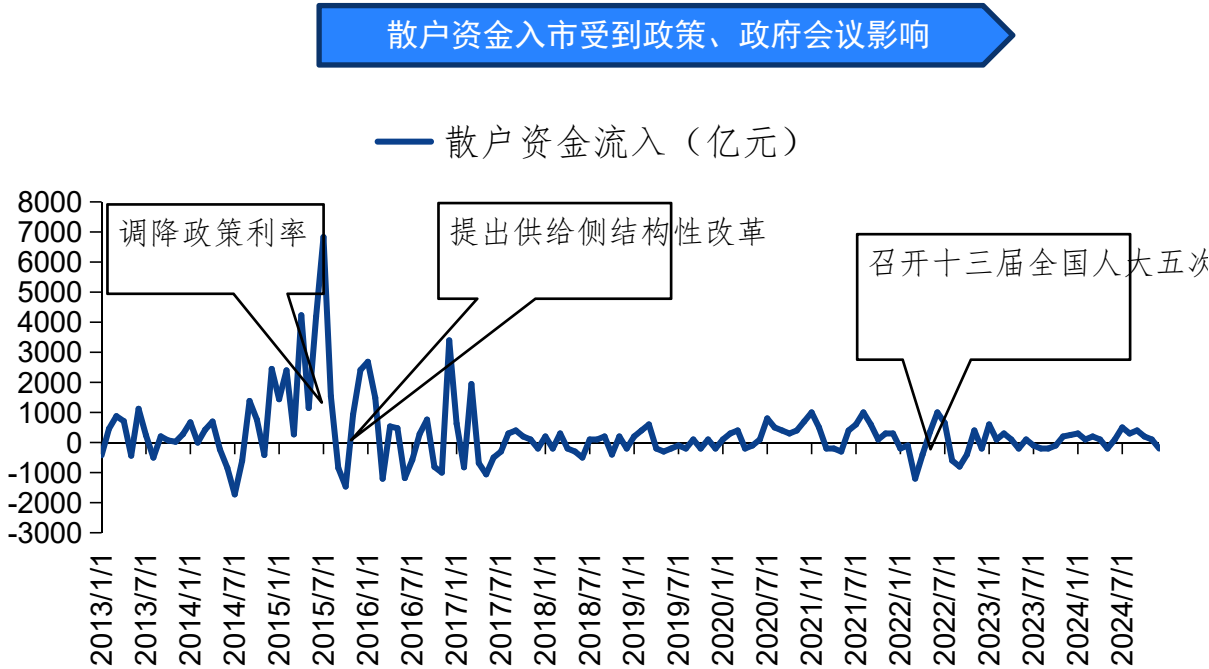
## 2.5 散户资金

◆ 数据来源:

**预估值**，可以通过新增开户数量和交易结算金余额进行推测

◆ 影响因素:

市场行情、赚钱效应、政策等



注：2017/6后均为预测值

## 2.5 散户资金

### ◆ 散户情绪，通常与行情具有较高的同步性。

自2017年6月17日起证券市场交易结算资金数据不再公布，对散户资金流入的数据确认和预测就较为困难，且目前无法通过交易结算金余额对散户资金进行推测，**因此当前仅能通过观察其他相关性较强的指标（如新开户数量、市场表现等）来对散户资金进行预测。**

### ◆ 后续来看：

**2024Q1来看**，盈利回升、流动性维持宽松、中美缓和风险偏好可能上升等导致A股可能震荡偏强，赚钱效应可能回升下散户资金流入可能上升，预计2024年1-3月散户资金分别流入300、100、200亿。

**2024年全年来看**，随着市场企稳回升，散户资金流入可能上升，预计全年累计流入1900亿左右（月均160亿），相对2023年的850亿（月均70亿）可能明显上升，单月在-200至500亿；节奏上一三季度市场可能震荡偏强，散户资金流入可能偏高，单月能达到300-500亿。

## 2.6 融资

### ◆ 数据来源:

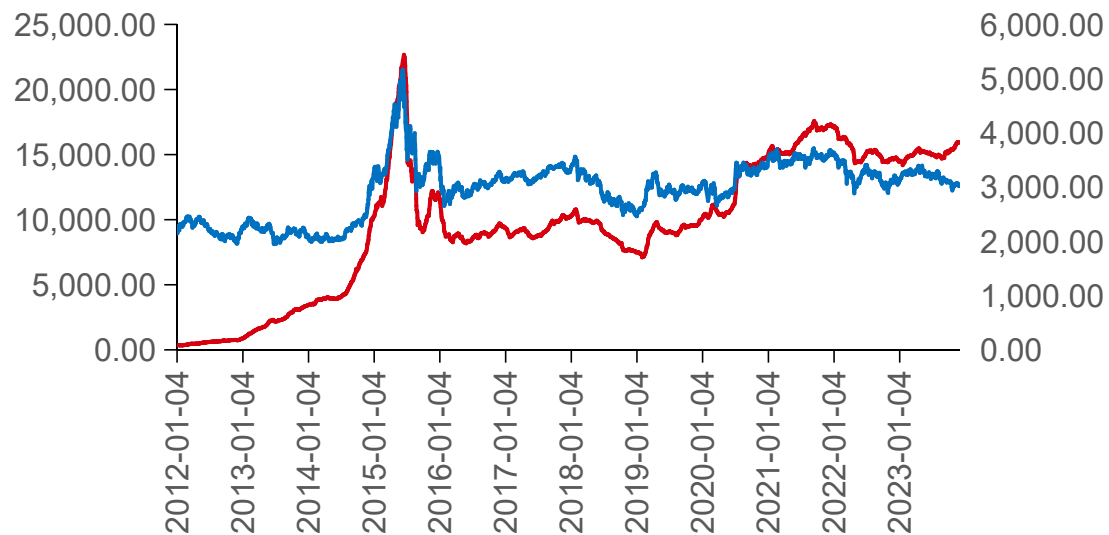
通过计算融资余额差得到边际变化---日频数据

### ◆ 影响因素:

市场行情、政策等

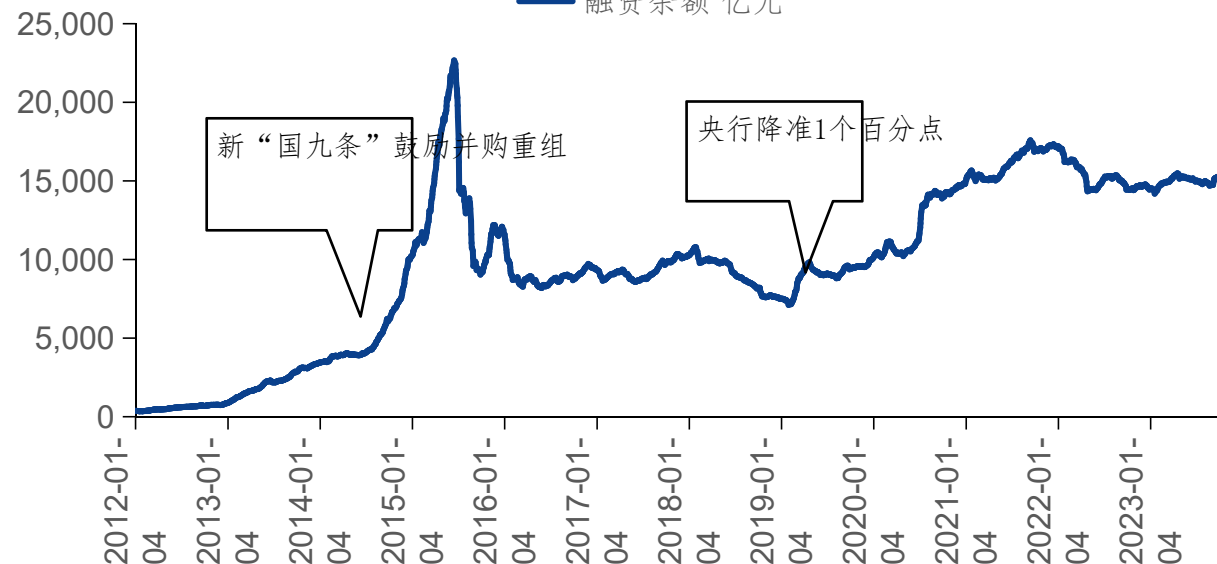
融资与市场跟行情高度相关

— 融资余额 亿元 — 上证综合指数 点, 右



政策影响融资规模

— 融资余额 亿元



## 2.6 融资

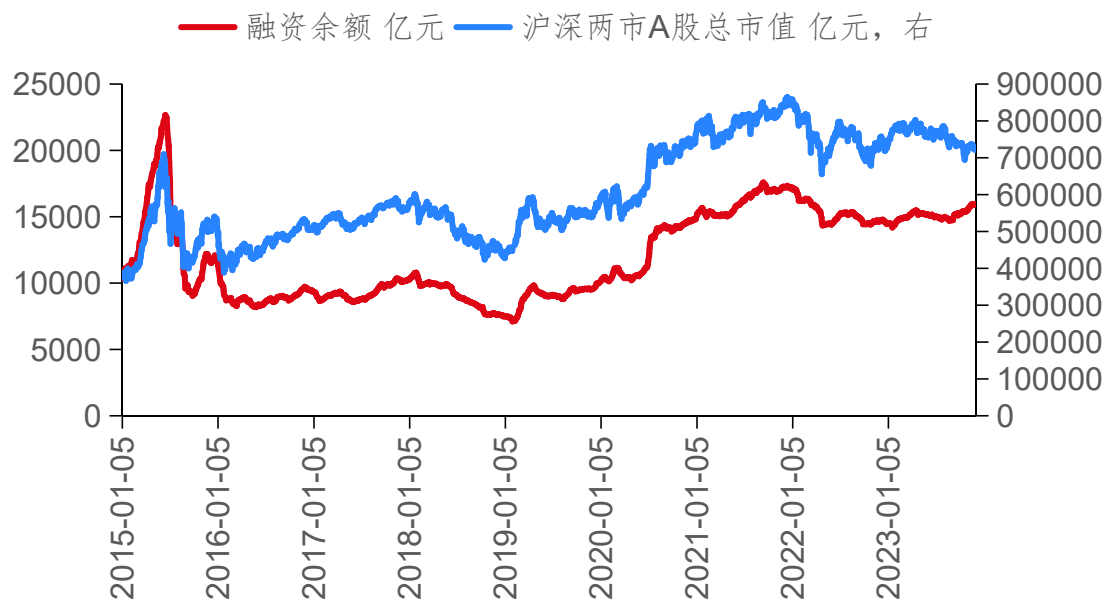
### ◆ 数据来源:

通过计算融资余额差得到边际变化---日频数据

### ◆ 影响因素:

市场行情、政策等

融资余额与A股总市值比例较为固定



融资余额与A股总市值比例约为2%



后续来看：

- ◆ (1) **规模上**，首先，2024年一季度盈利回升、流动性维持宽松、海外风险缓解导致市场风险偏好上升，可能震荡反弹，融资大概率环四季度有所上升；我们预计Q1**融资规模在16200亿左右，一季度融资规模增量大概为500亿，单月-100-400亿。**
- ◆ (2) **入场时机上**，由于**融资余额变化与行情（核心资产等蓝筹占据较大权重）相关**，国内经济基本面和海外流动性及风险偏好对核心资产等蓝筹行情影响较大；因此一季度三中全会以及中美关系变化，包括年度经济数据的公布都可能对融资影响较大。
- ◆ (3) **节奏上**，一季度盈利上行叠加信用维持高位、海外加息周期行至末端、国内经济修复和政策预期逐步增强，市场表现大概率震荡偏强，情绪亦将有所修复，预计2024年1-3月融资流入分别为400、-100、200亿。
- ◆ (4) 行业偏好上，10月以来融资明显流入，**融资反映的是大散户情绪，更偏好市场热度较高的行业**，累计融资买入额较多的行业为汽车净流入126亿、电子119亿、医药88亿。农林牧渔（-31亿）、煤炭（-4亿）和环保（-2亿）流出较多。一季度来看，政策支持、产业趋势上行的TMT和受益于内需修复及季节效应的大消费可能受融资资金关注，同时新能源、医药等超跌成长行业也可能受融资青睐，**预计一季度融资可能流入TMT、食品饮料、电新、医药等。**

## 2.7 增持

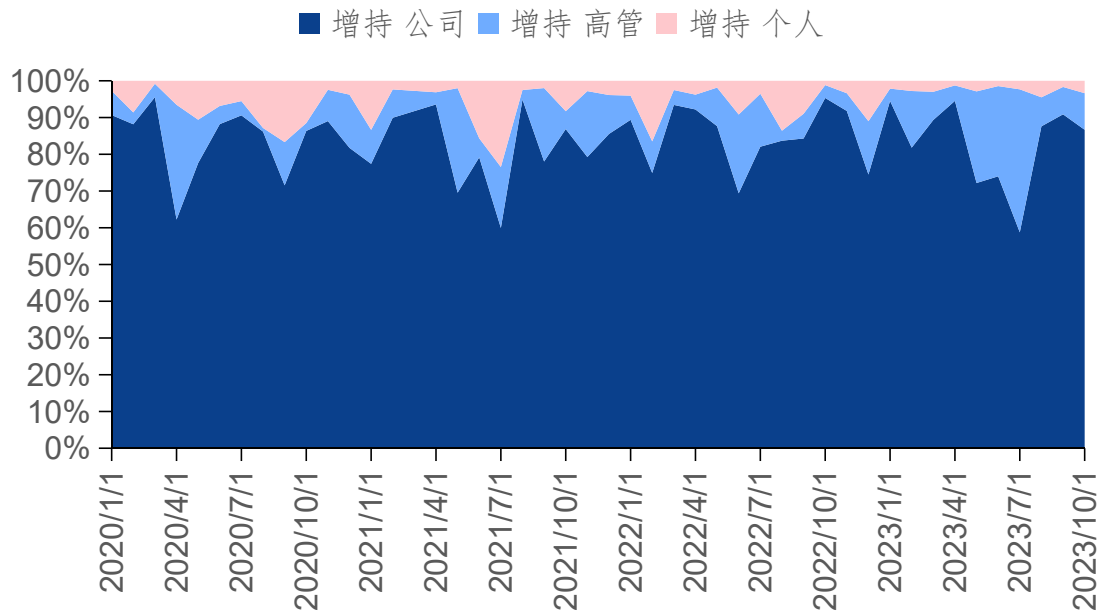
### ◆ 数据来源:

公司研究：重要股东二级市场交易（明细）

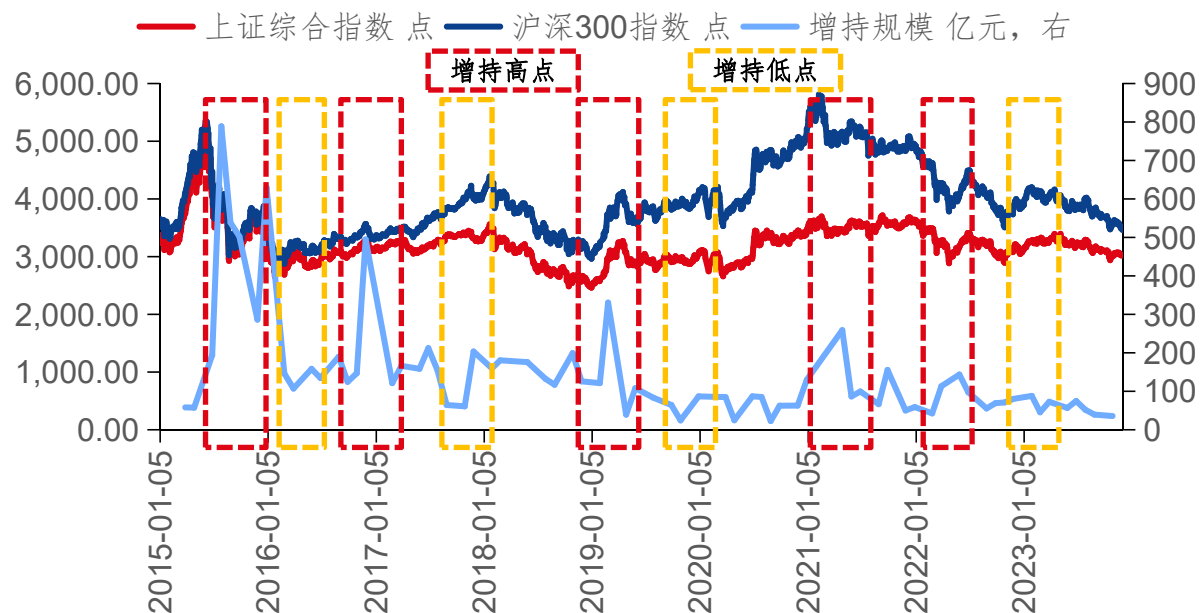
### ◆ 影响因素:

市场行情（行情越好，增持意愿可能下降）、政策等

不同股东类型增持占比变化

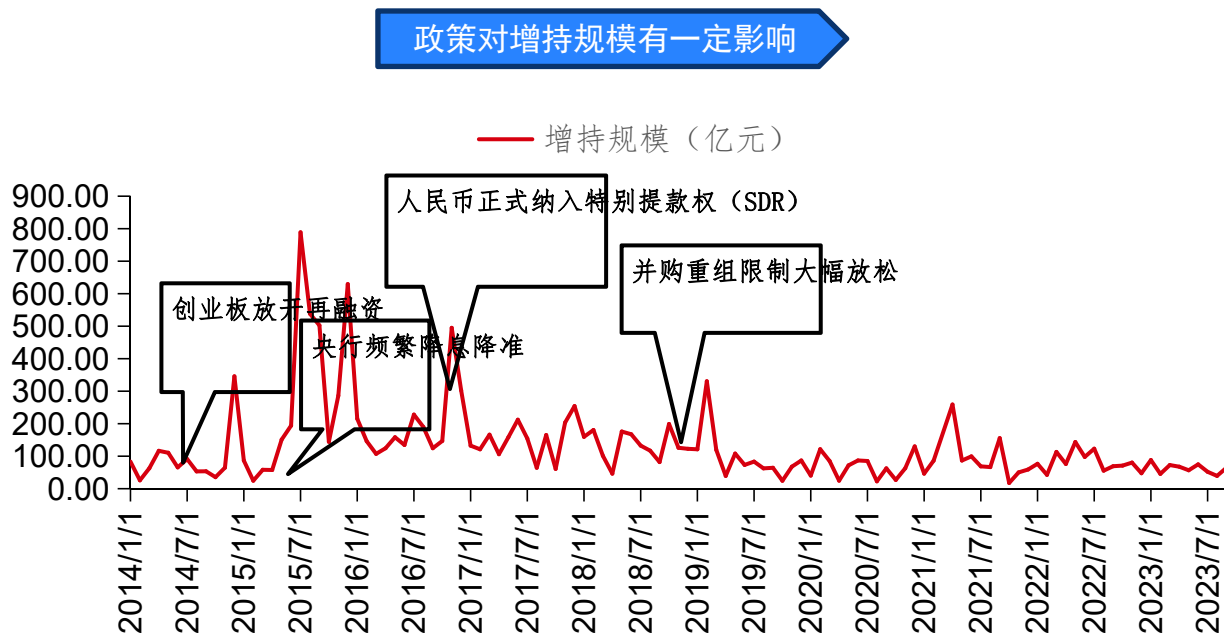


增持规模与市场行情呈一定负相关关系



## 2.7 增持

- ◆ 2024Q1来看，盈利确定性上升、基本面持续好转、流动性维持宽松、风险偏好可能回暖，市场表现可能震荡偏强，产业资本增持意愿难大幅上升，可能维持四季度的水平，预计10-12月增持规模分别为30、30、40亿。
- ◆ 2024年全年来看，A股处于盈利回升、信用筑顶回落的环境中，表现震荡偏强，产业资本增持意愿难大幅上升，可能维持较低水平，单月在25-70亿左右；节奏上一三季度市场可能震荡偏强，增持规模可能偏低，单月可能在50亿以下。



## 2.8 回购

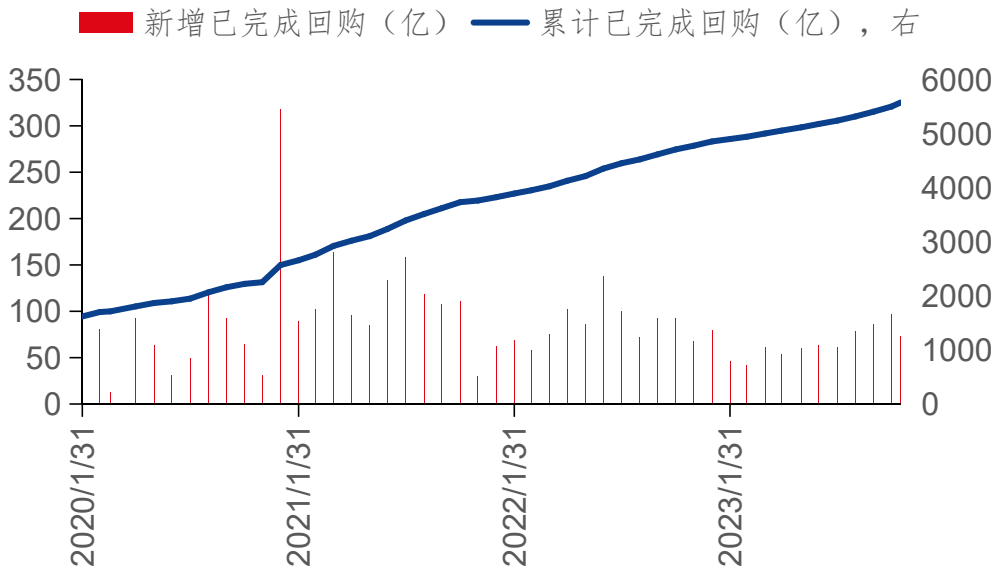
### ◆ 数据来源:

公司研究：股票回购明细

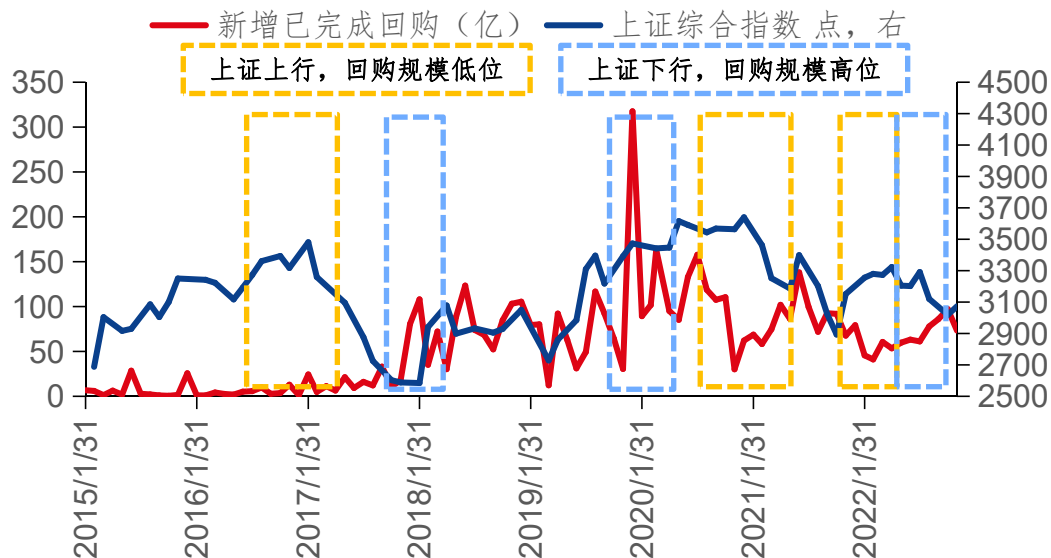
### ◆ 影响因素:

市场行情(行情越好, 增持或回购意愿均不强), 个股涨幅(涨幅越高, 配置性价比越低, 增持或回购意愿下降)

近期回购规模有所增加



新增回购规模与行情负相关



## 2.8 回购

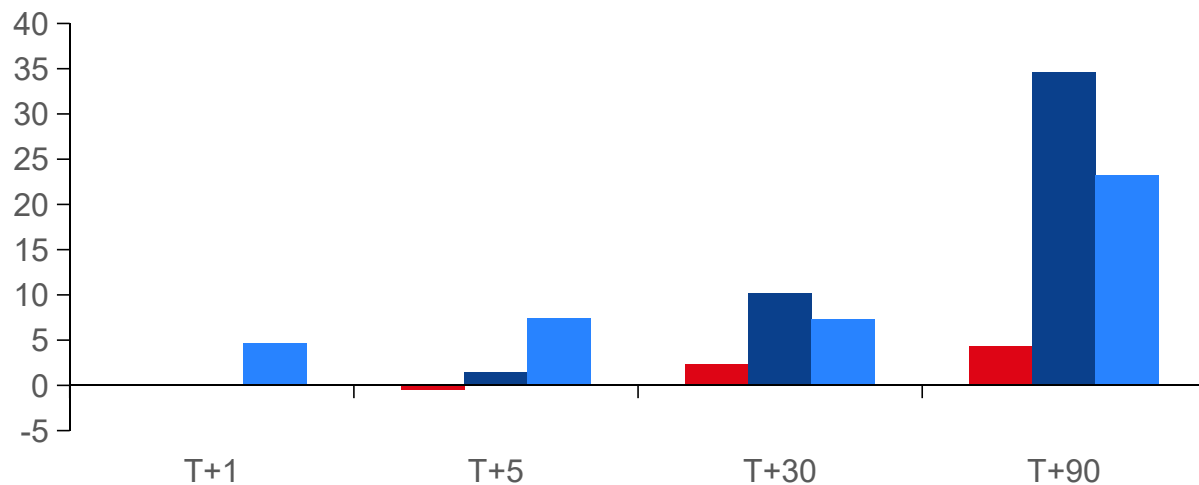
### ◆ 后续来看：

2024Q1来看，一方面政策不断出台和落实，经济和盈利可能企稳回升，A股反弹延续概率较大，股价可能回升下企业回购意愿可能减弱；但另一方面，监管层在整体市场环境偏弱下鼓励回购的导向明确；因此预计2024年一季度回购规模可能维持相对偏高水平，单月50-60亿左右，1-3月份分别为50、60、50亿。

个股实施回购后表现可能偏强

实施回购后个股涨跌幅（%）

■ 中联重科 ■ 美的集团 ■ 海康威视



# 03.

## 流出端各项指标及其影响因素

# 3.1 IPO

## ◆ 数据来源:

一级市场: 新股发行资料

## ◆ 影响因素:

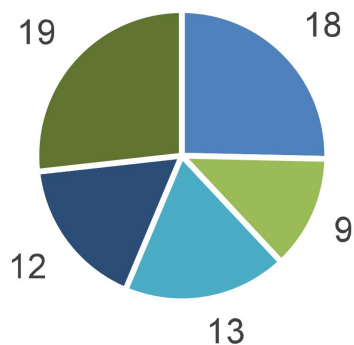
市场表现、监管动态调整、注册制全面落地等。

8月以来IPO阶段性收紧

IPO上市公司数量与市场行情有一定关系

IPO终止公司拟上市板统计

■ 上证主板 ■ 深证主板 ■ 北交所 ■ 科创板 ■ 创业板



# 3.1 IPO

## ◆ 数据来源:

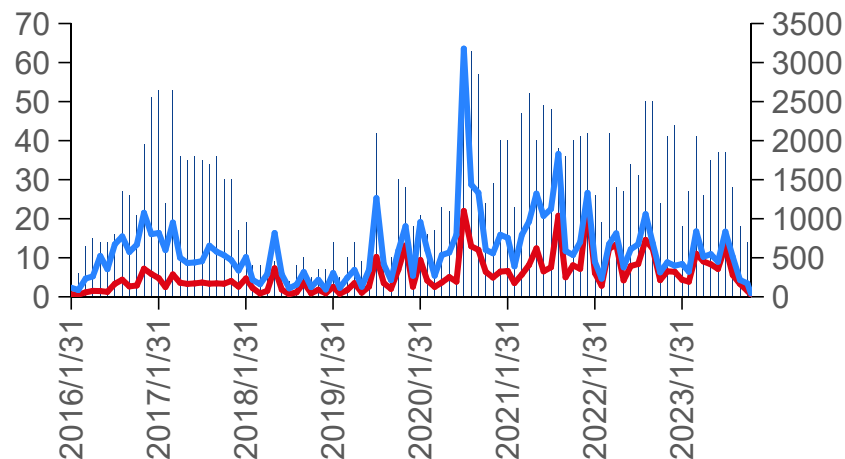
一级市场: 新股发行资料

## ◆ 影响因素:

市场表现、监管动态调整、注册制全面落地等。

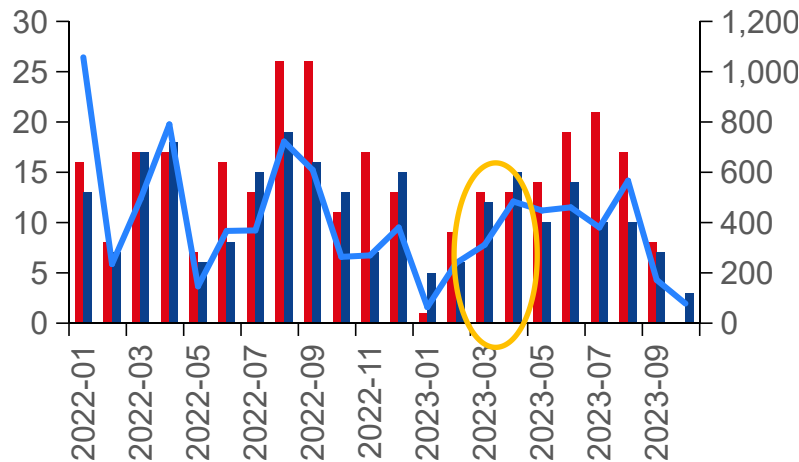
IPO吸纳资金明显下滑

■ 发行数量 (家)  
— IPO募集资金 (亿元), 右  
— IPO实际吸纳资金 (亿元), 右



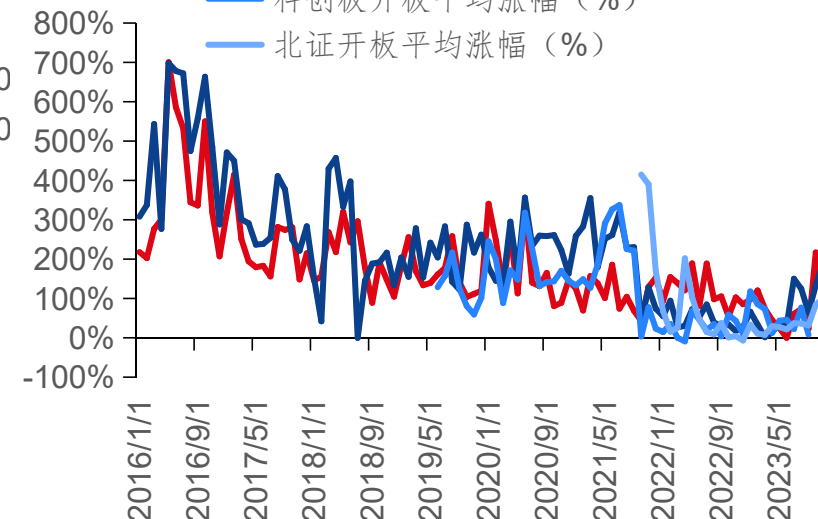
注册制启动后IPO规模上升

■ IPO上市公司家数:深圳证券交易所家  
■ IPO上市公司家数:上海证券交易所家  
— 中国:沪深股市:筹资金额:首发A股:当月值 亿元



各上市板开板平均涨幅下降

— 主板开板平均涨幅 (%)  
— 创业板开板平均涨幅 (%)  
— 科创板开板平均涨幅 (%)  
— 北证开板平均涨幅 (%)



◆ 分板块来看：**(1) 主板方面**，2023年9月-11月共上市10只，合计募资199亿，平均每只募资20亿，开板涨幅平均在107%。从节奏上看，根据发审委已通过的IPO时间和个数分析，2024年1-3月主板IPO预计每月发行3-5只，平均每只募资规模15亿，假设平均开板涨幅为50%，则2024年1-3月主板IPO吸纳资金为100、60、70亿。**(2) 创业板方面**，2023年9月-2023年11月共上市11只，合计募资188亿，平均每只募资17亿，较前期明显下滑，且今年1至11月的开板涨幅分别为66.4%、33.5%、1.6%、13.8%、37.1%、31.8%、150.0%、128.9%、64.3%、133.5%、189.6%，波动非常大；预计2024Q1创业板IPO每月为3-5只，平均每只募资12亿，假设平均开板涨幅为100%，则1-3月创业板IPO吸纳资金为120、70、100亿。**(3) 科创板方面**，2023年9月-2023年11月共上市8只，合计募资130亿（其中10月无企业在科创板网上发行），今年以来开板涨幅均值在60%，11月的开板涨幅在120%左右；预计2024Q1科创板IPO每月2-4只，平均每只募资额12亿，假设平均开板涨幅70%左右，则10-12月科创板IPO吸纳资金为80、40、60亿。**(4) 北证方面**，2023年9月-2023年11月共上市16只，合计募资191亿，单只募资额12亿，平均涨幅高达72%，较前期明显上升，**原因可能在于9月1日，被称为“北交所深改19条”正式发布，利好政策刺激下北证表现较强**；预计一季度北交所IPO每月5只，平均募资额为7亿，假设平均开板涨幅为50%，则每月北证吸纳资金为50亿。最后，在IPO收紧下我们认为大票短期内难上市，所以暂不考虑目前发审委已通过且超过100亿的包括先正达650亿、华电新能源300亿。**因此，我们预计明年一季度全市场的IPO可吸纳资金约为850亿左右，1-3月分别为350、220、280亿，全年规模在3500亿左右，其中Q1、Q3市场表现可能偏强下IPO规模也可能上升。**

## 3.1 IPO

◆ 大票短期难上市：已审核通过公司多在2020-2022年期间首次申报稿报送，至今审核状态仍停留在“已受理”阶段，故判断IPO收紧下大票短期内可能难以上市。

序号	代码	最新公告日	企业名称	拟上市板	审核状态	拟募集资金(万元)	IPO申报稿首次报送时间
1	A23077.SH	2023-06-16	先正达集团股份有限公司	上证主板	已审核通过	6,500,000.00	2023-05-19
2	A22472.SH	2023-06-15	华电新能源集团股份有限公司	上证主板	已审核通过	3,000,000.00	2022-07-01
3	A23006.SZ	2023-09-27	中国国际货运航空股份有限公司	深证主板	已审核通过	650,658.23	2023-01-06
4	A21669.SZ	2023-06-26	歌尔微电子股份有限公司	创业板	已审核通过	319,133.00	2021-12-28
5	A20687.SZ	2023-06-08	江苏容汇通用锂业股份有限公司	创业板	已审核通过	306,000.00	2020-12-23
6	A21062.SZ	2023-05-25	日日顺供应链科技股份有限公司	创业板	已审核通过	277,062.69	2021-05-12
7	A22100.SZ	2022-12-23	深圳市博实结科技股份有限公司	创业板	已审核通过	251,002.15	2022-05-19
8	A22107.SZ	2022-12-30	中仑新材料股份有限公司	创业板	已审核通过	236,524.46	2022-05-25
9	A22576.SZ	2023-06-15	江西省江铜铜箔科技股份有限公司	创业板	已审核通过	200,000.00	2022-09-26
10	A23053.SH	2023-09-26	永臻科技股份有限公司	上证主板	已审核通过	172,500.00	2023-04-04
11	A22686.SH	2023-09-13	上海益诺思生物技术股份有限公司	科创板	已审核通过	160,200.00	2022-12-29
12	A22581.SZ	2023-06-16	烟台迈百瑞国际生物医药股份有限公司	创业板	已审核通过	160,000.00	2022-09-28
13	A22610.SH	2023-08-23	浙江众鑫环保科技集团股份有限公司	上证主板	已审核通过	153,826.45	2022-09-30
14	A22170.SZ	2023-11-06	深圳市首航新能源股份有限公司	创业板	已审核通过	151,139.99	2022-06-16
15	A22125.SZ	2023-01-06	深圳市绿联科技股份有限公司	创业板	已审核通过	150,371.29	2022-06-02
16	A21433.SZ	2023-05-26	中集天达控股有限公司	创业板	已审核通过	141,941.18	2021-09-28
17	A22156.SZ	2023-01-17	机械工业第九设计研究院股份有限公司	创业板	已审核通过	134,887.08	2022-06-14
18	A22328.SZ	2023-04-07	同宇新材料(广东)股份有限公司	创业板	已审核通过	130,000.00	2022-06-28
19	A22396.SZ	2023-10-27	中航上大高温合金材料股份有限公司	创业板	已审核通过	125,000.00	2022-06-29
20	A22176.SH	2023-06-19	成都佳驰电子科技股份有限公司	科创板	已审核通过	124,451.06	2022-06-17
21	A22501.SH	2023-09-04	广州三晶电气股份有限公司	上证主板	已审核通过	120,402.01	2022-07-01
22	A22180.SZ	2023-06-08	深圳壹连科技股份有限公司	创业板	已审核通过	119,328.81	2022-06-20
23	A22385.SZ	2023-04-19	宁波福尔达智能科技股份有限公司	创业板	已审核通过	119,141.00	2022-06-29
24	A22239.SH	2023-08-29	苏州高泰电子技术股份有限公司	上证主板	已审核通过	115,496.48	2022-06-22
25	A21153.SZ	2022-10-19	河北广电无线传媒股份有限公司	创业板	已审核通过	114,975.80	2021-06-21
26	A22124.SZ	2023-01-06	深圳市睿联技术股份有限公司	创业板	已审核通过	112,257.55	2022-06-02
27	A22256.SH	2023-09-05	安乃达驱动技术(上海)股份有限公司	上证主板	已审核通过	103,899.86	2022-06-22
28	A22677.SZ	2023-09-22	重庆新铝时代科技股份有限公司	创业板	已审核通过	100,000.00	2022-12-28
29	A20668.SZ	2023-04-03	海诺尔环保产业股份有限公司	创业板	已审核通过	100,000.00	2020-12-17
30	A21701.SZ	2023-11-09	云汉芯城(上海)互联网科技股份有限公司	创业板	已审核通过	94,158.66	2021-12-29

## 3.2 定增

### ◆ 数据来源:

一级市场：定向增发发行资料

### ◆ 影响因素:

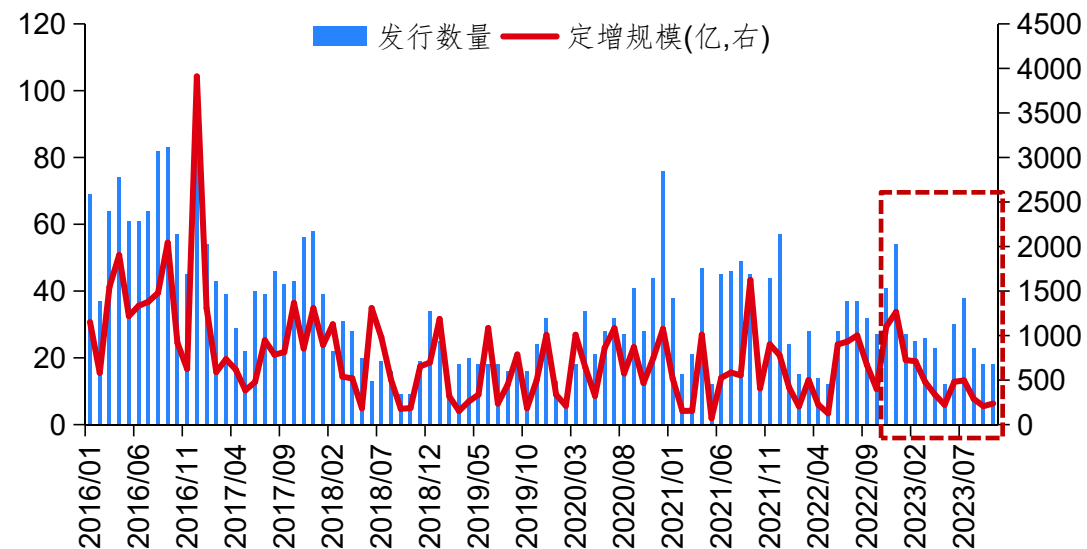
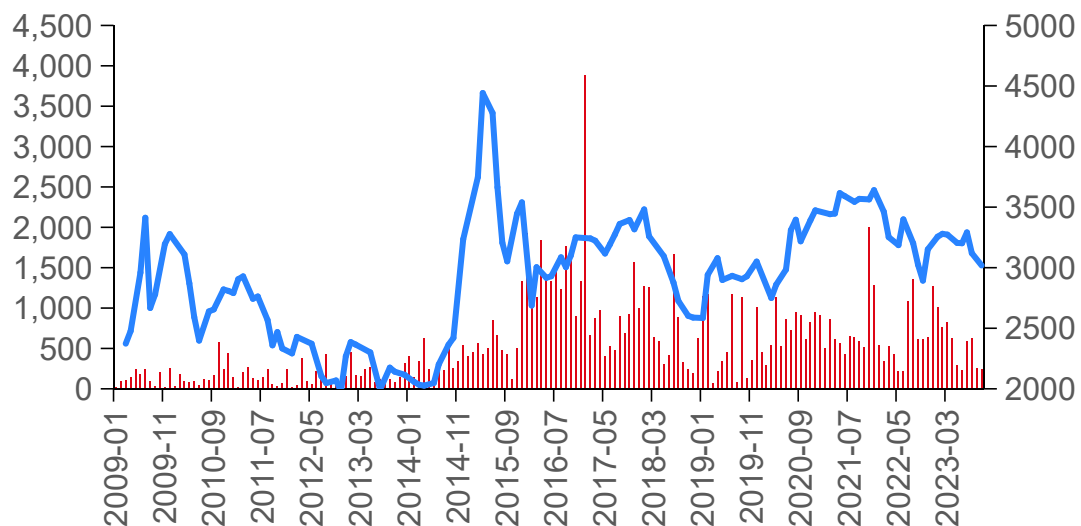
市场表现、政策监管、定增折价率表现、个股表现等。

定增规模与市场表现正相关

当前定增规模有所下降

■ 中国:沪深股市:筹资金额:A股增发:定向增发(现金):当月值 亿元

— 上证综合指数点 (右)



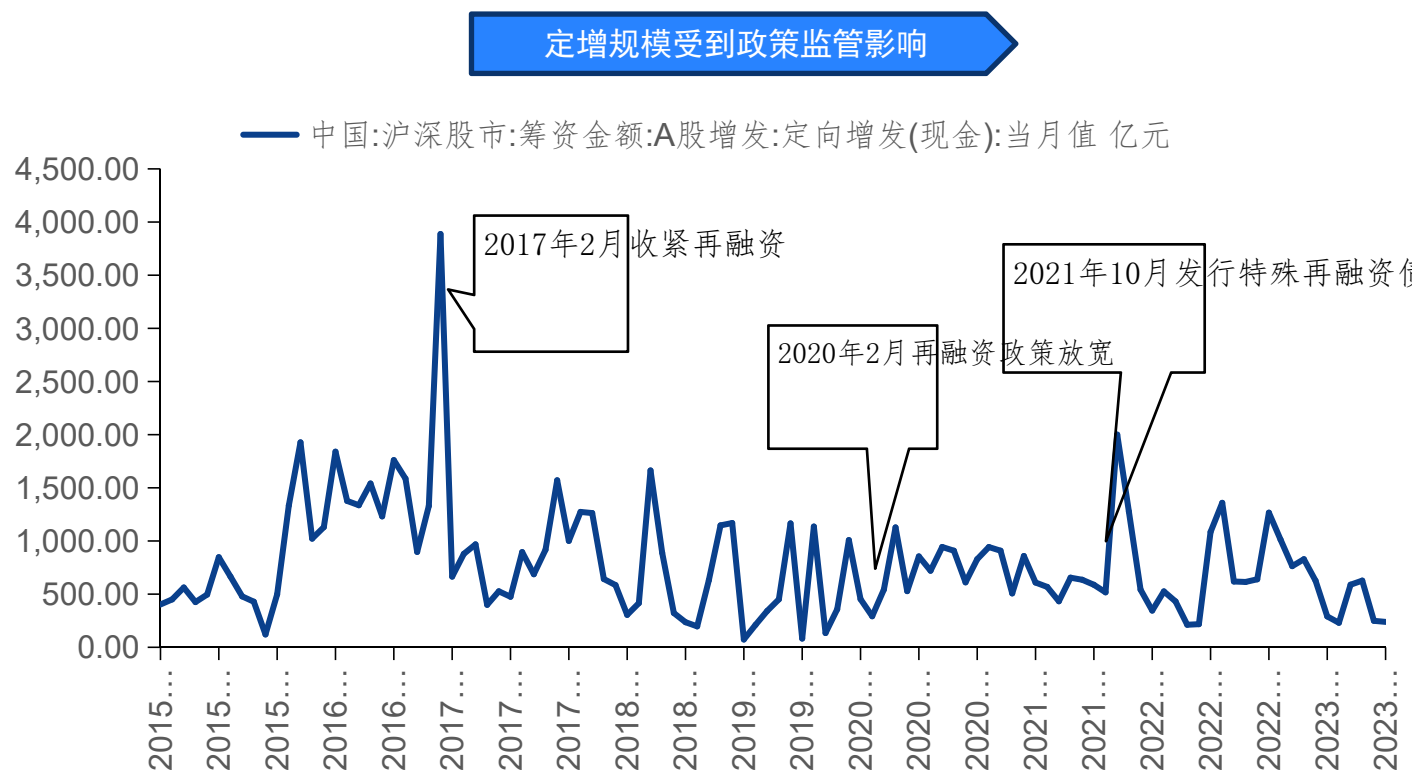
## 3.2 定增

### ◆ 数据来源:

一级市场: 定向增发发行资料

### ◆ 影响因素:

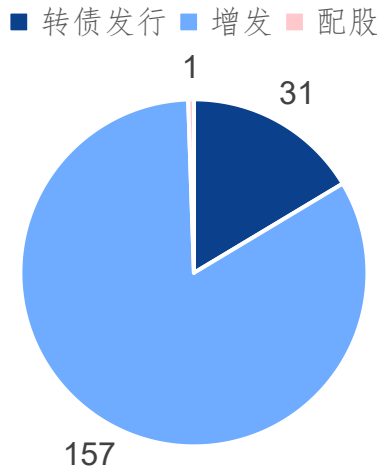
市场表现、政策监管、定增折价率表现、个股表现等。



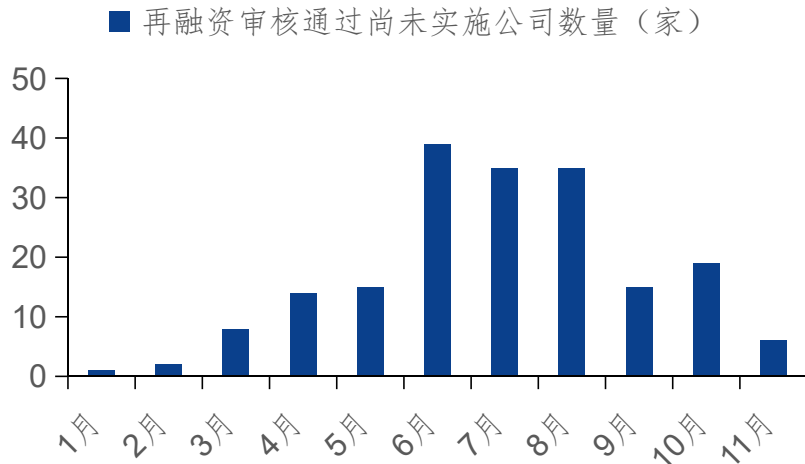
## 3.2 定增

- ◆ **定增与监管政策密切相关**，在市场行情较为低迷时，监管层往往对融资作出限制。8月底证监会宣布阶段性收紧IPO与再融资，多公司宣布终止定增，9、10月均定增规模在200亿左右，较年初月度定增700亿左右的水平明显下降。最后，8-10月定增的行业主要集中在电子、有色、化工、地产等行业，**金额较大的如招商蛇口85亿（房地产）、华发股份51亿（房地产），主要是受益于地产政策结构性放松（如“认房不认贷”、存量房首套利率下调等）。**
- ◆ 2024年来看，经济和盈利大概率回升，信用筑顶回落，A股整体上震荡偏强，定增募资可能小幅上升；但考虑到市场刚刚企稳反弹，活跃资本市场政策导向下，监管层难以对定增募资的审批大幅放松；再考虑到一、三季度市场表现可能相对偏强，定增募资规模可能上升，因此**预计2024Q1定增规模较今年四季度可能小幅上升，但继续维持低位**，总规模将达到700亿元左右，1-3月预计规模分别为：250、150、300亿左右；**全年来看一季度和三季度规模可能上升**，单月可能达到250-400亿，全年累计达2950亿（月均246亿）。

再融资审核通过未实施以增发项目为主



2023H2再融资审核通过尚未实施公司家数明显下降



## 3.3 可转债

### ◆ 数据来源:

一级市场: 可转(交换)债发行

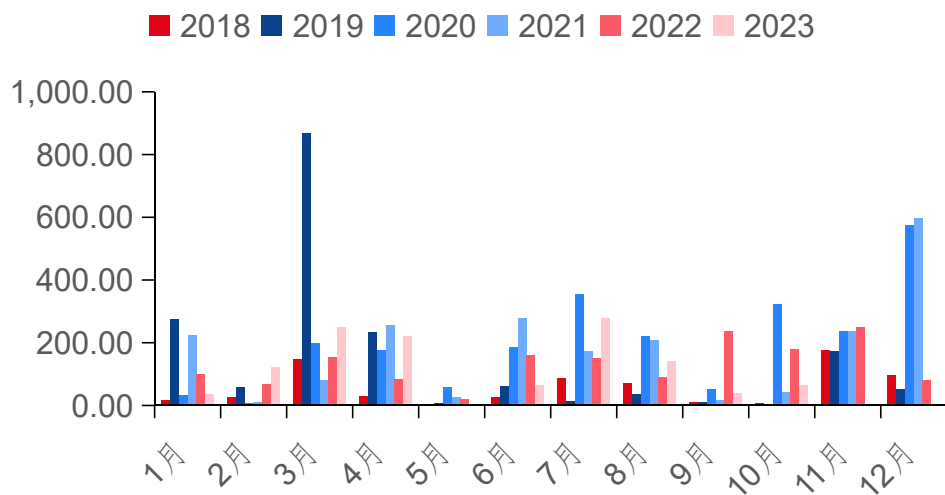
### ◆ 影响因素:

季节效应、时间周期(转债发行自受理至发审委通过时长一般为3-6个月)、流动性宽松程度(正相关)

年末节初可转债发行量较大

转债自受理到发审委通过时间较为固定

筹资金额:可转债:当月值(亿元)



序号	转债代码	转债名称	正股代码	正股简称	受理日期	发审委/上市委通过公告日	受理到发审委通过天数(自然日)
1	123233.SZ	凯盛转债	301069.SZ	凯盛新材	2023-02-24	2023-06-30	126
2	123232.SZ	金现转债	300830.SZ	金现代	2023-04-11	2023-07-01	81
3	127098.SZ	欧晶转债	001269.SZ	欧晶科技	2023-05-31	2023-07-29	59
4	113680.SH	丽岛转债	603937.SH	丽岛新材	2023-03-02	2023-07-20	140
5	123230.SZ	金钟转债	301133.SZ	金钟股份	2023-04-20	2023-07-15	86
6	123231.SZ	信测转债	300938.SZ	信测标准	2023-04-03	2023-07-14	102
7	124024.SZ	铜陵定02	000630.SZ	铜陵有色	2023-03-23	2023-06-29	98
8	127097.SZ	三羊转债	001317.SZ	三羊马	2023-03-01	2023-06-22	113
9	113679.SH	芯能转债	603105.SH	芯能科技	2023-04-26	2023-08-12	108
10	127096.SZ	泰坦转债	003036.SZ	泰坦股份	2022-07-14	2022-11-01	110

## 3.3 可转债

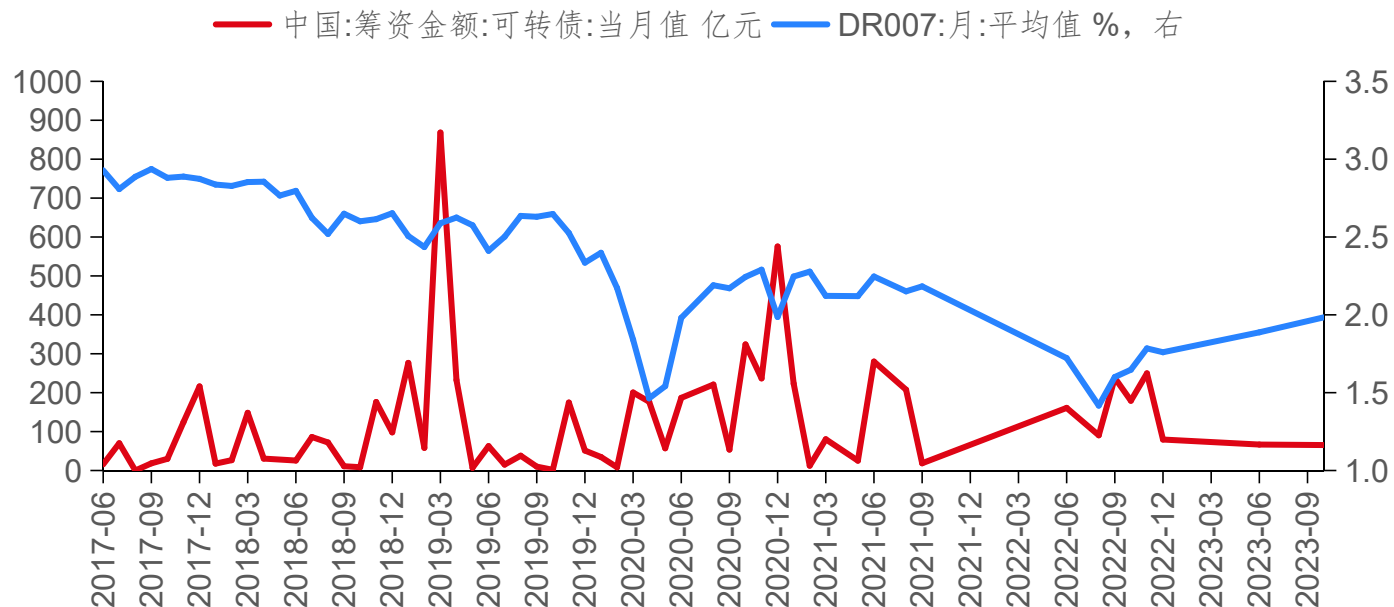
### ◆ 数据来源:

一级市场：可转（交换）债发行

### ◆ 影响因素:

季节效应、时间周期（转债发行自受理至发审委通过时长一般为3-6个月）、流动性宽松程度（正相关）

流动性的宽松程度对转债规模有一定影响



## 3.3 可转债

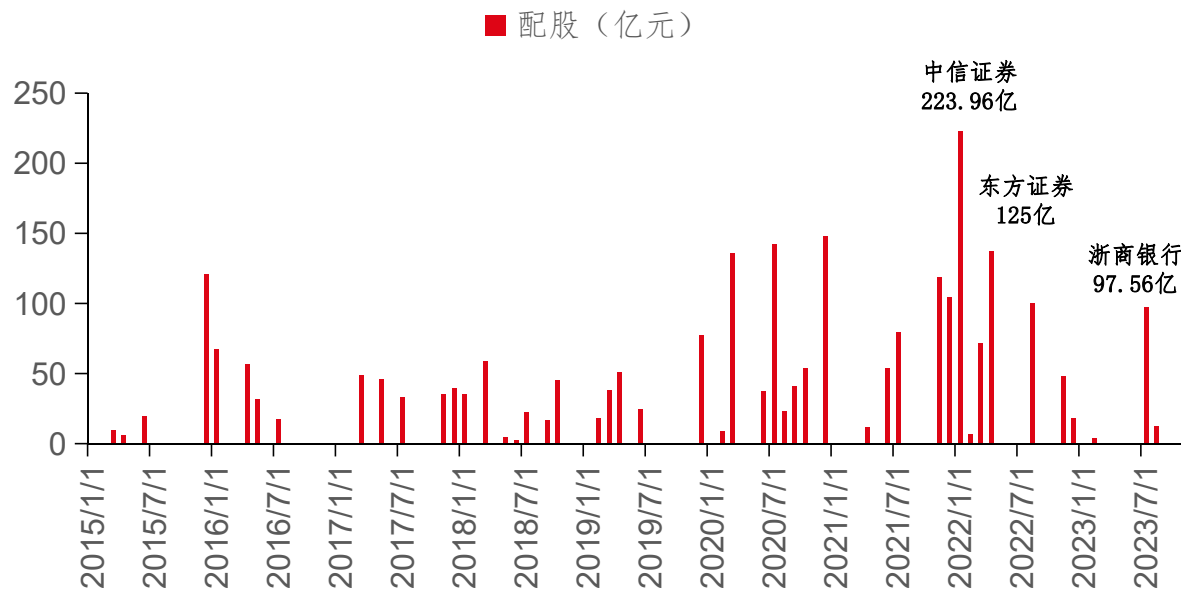
### 后续来看：规模受限，维持低位

- ◆ 首先，**8-10月可转（交换，下同）债发行数量和规模都出现明显回落**，主要是七月单月可转债发行数量为33只，发行规模为343.81亿元（晶澳科技90亿，深圳燃气30亿，山西焦煤25亿），是今年以来单月发行量最高值。11月发行11只（8-10月分别发行16、11、13只），规模88亿。规模有所回落的主要原因在于，一是监管层对再融资的收紧，部分公司可转债发行终止，如民生银行此前拟发行可转债募资不超过500亿元，8月中旬公司经审慎分析与论证后决定终止发行可转债事项。二是市场行情相对低迷、政策收紧迹象明显，多数公司综合考虑自身和监管因素决定终止发行。最后，今年以来核准未发数量共16只合计120亿；今年1月以来股东大会通过共165只合计2200亿，可能影响2024Q1转债发行规模。
- ◆ 规模上，**预计2024Q1可转债发行相对于今年四季度可能有所回升，但仍维持低位**，一季度可转债规模为450亿元左右，1-3月规模分别为：150、100、200亿。全年来看，可转债发行规模与市场走势相关性较强，市场偏强时可能上升，考虑到一三季度市场可能相对偏强，可转债发行规模可能有所上升，单月可能回升至150-300亿，全年累计发行1850亿（月均154亿）。

### 3.4 配股

◆ **配股已经逐步淡出再融资的领域，频率和数额都偏小。**过去8-10月只有1家企业配股（东风科技12.57亿），截至12月6日已经获得股东大会通过的有建发股份（77.88亿）、浙江交科（23亿）、中信银行（400亿）可能会对明年一季度配股实施情况有所影响；**整体来看，企业通常会选择在经济边际改善、市场行情修复下进行配股**，因此从节奏上来看预计2024Q1盈利上行后以上个股均可能进行配股，但整体来看相对其他流出项配股数额相对较小，整体影响相对有限。

近年配股规模较大的公司集中于券商和银行



## 3.5 减持

### ◆ 数据来源：

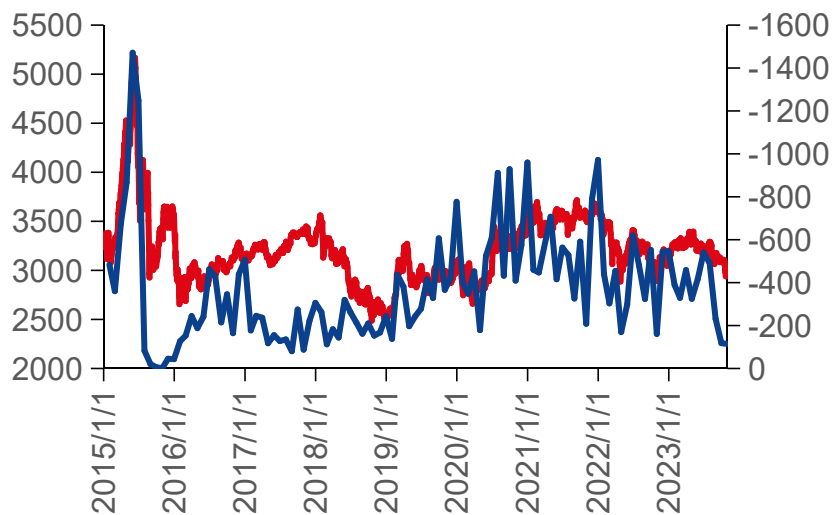
公司研究：重要股东二级市场交易（明细）

### ◆ 影响因素：

市场表现（正相关）、政策监管等

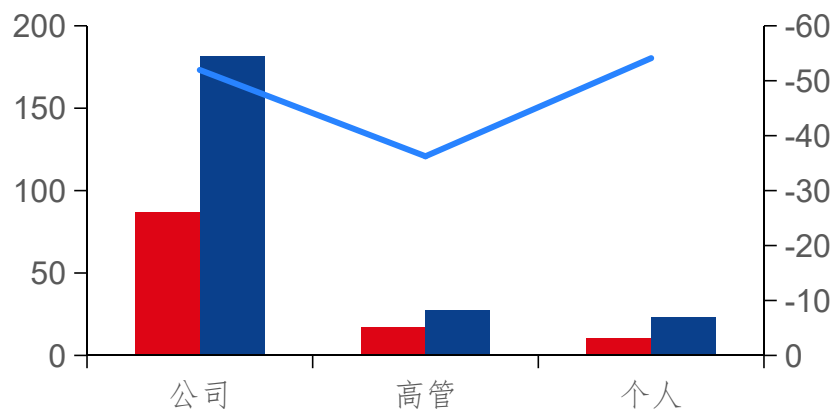
减持规模与市场表现正相关

— 上证综指（点） — 减持（亿元），右，逆序



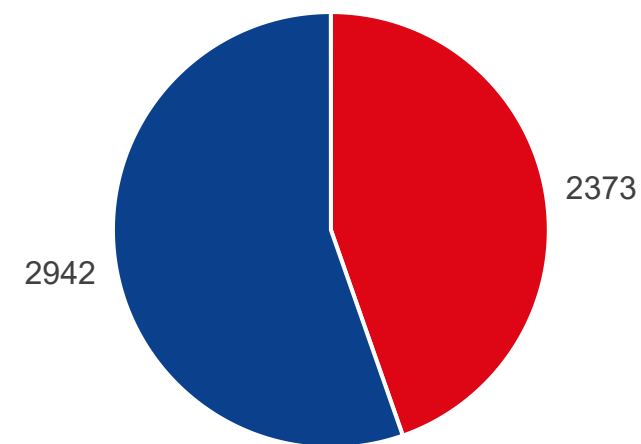
减持新规实施后减持量明显下降

■ 减持新规实施后可减持量（亿元）  
 ■ 减持新规实施前可减持量（亿元）  
 — 下降幅度（%），逆序



当前可减持公司占总量约45%

■ 可减持公司数 ■ 不可减持公司数



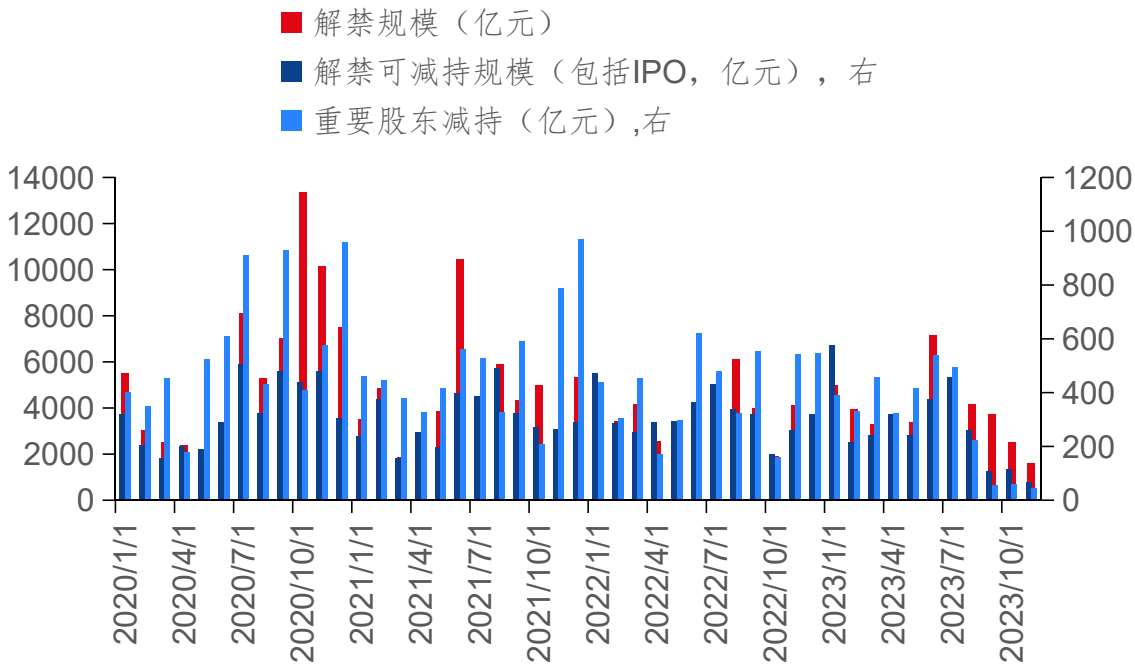
- ◆ **减持监管趋势从严不变。**政策层面来看，近期上市公司股东减持规则再细化：沪深交易所修订发布相关自律监管指南、上交所发布转融通证券出借交易业务，修订后的规则规定，不论转融通出借多少股份，只要合计持股超过5%的相关股东，就将受到减持规定、短线交易规则的限制。政策层面短期监管较难放松。
- ◆ **减持新规实施后对减持限制效果明显。**（1）2020-2022年期间，年均减持规模在5000-7000亿，体量不小。但2023年8月证监会出台减持新规，上市公司存在破发、破净等情形下，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持公司股份，新规实施后，**符合条件可以减持的公司占A股公司总数的约45%，较上季度统计数据持续下降，可减持规模明显收缩。**（2）减持规模下降明显：比照减持新规实施前后的数据来看，9月和10月实施限制条件后平均下降50%，其中公司和个人可减持规模大幅下滑。
- ◆ **后续坚持规模可能明显下降，维持低位。**明年一季度来看，虽然盈利上行、流动性维持充裕、风险偏好也可能改善，市场可能震荡偏强，但在减持新规的限制下，减持预计将维持低水平，预计比今年四季度有所回升，但单月维持在50-200亿左右，1-3月减持规模在200、50、100亿。**全年来看，减持规模大概率维持低水平，单月在50-250亿左右，根据解禁的节奏，一、四季度可能相对偏低。**

# 3.6 限售股解禁金额&可减持额

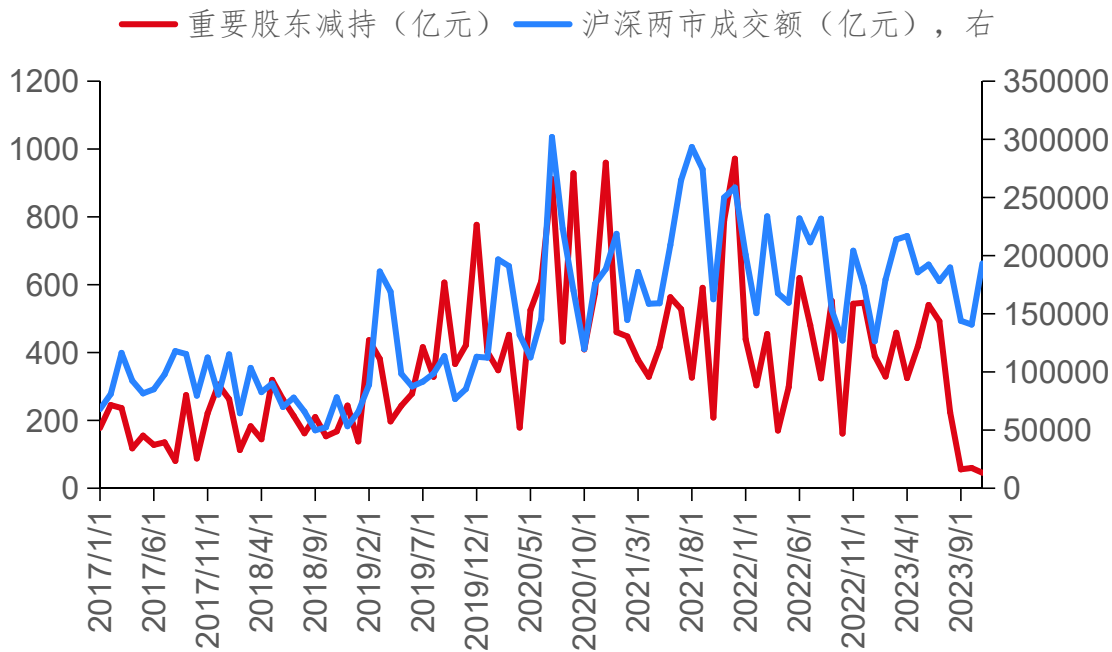
## ◆ 影响因素:

政策、市场情绪等

减持新规实施后限售股解禁可减持规模下降



重要股东减持规模随市场情绪上升



## 3.6 限售股解禁金额&可减持额

### 限售股解禁金额：

- ◆ 按照最新收盘价计算；解禁规模仅是参考，由于大股东通常受到减持规则的限制，无法完全根据自己的意愿减持，因此**实际减持规模一般小于理论规模**。但从市场整体减持和解禁规模的关系来看，**减持高峰一般领先解禁高峰1-2个月**。2024Q1整体解禁市值6767亿，较前上季度小幅下降，解禁市值较大的有贝泰妮（146亿）、中信证券（175亿）、长江电力（105亿）、三生国建（131亿）等，而下降原因主要可能是2月春节交易日减少。行业方面来看2024Q1解禁市值较高的行业是电子（717亿）、电新（916亿）、医药（722亿）。

### 限售股解禁可减持额：

- ◆ 首先，按减持规定下，限售股解禁可减持量的上限预计，目前量仍较小，**与行情几乎没有关系**。其次，重要股东减持金额占解禁规模的10%以下，仅在市场情绪较高，指数持续上升的阶段，重要股东减持占比达到20%左右。最后，考虑到最新的8.27减持新规的限制，计算得到的2024Q1限售股解禁可减持额也大幅下降。

## 3.7 交易税费&融资买入利息

### 交易税费：

#### ◆ 数据来源：

沪深两市成交量\*0.16%

#### ◆ 后续来看：印花税降低和成交低迷导致税费维持的低位

2023年8月28日起，证券交易印花税实施减半征收，因此后续的交易成本费率由万分之17下调为万分之11：两市成交金额\*（**万五的印花税和万三的双边佣金**）。预计2024年1-3月的交易税费分别为350/200/350亿。

### 融资买入利息：

#### ◆ 数据来源：

融资余额\*8.6%的年化利息。

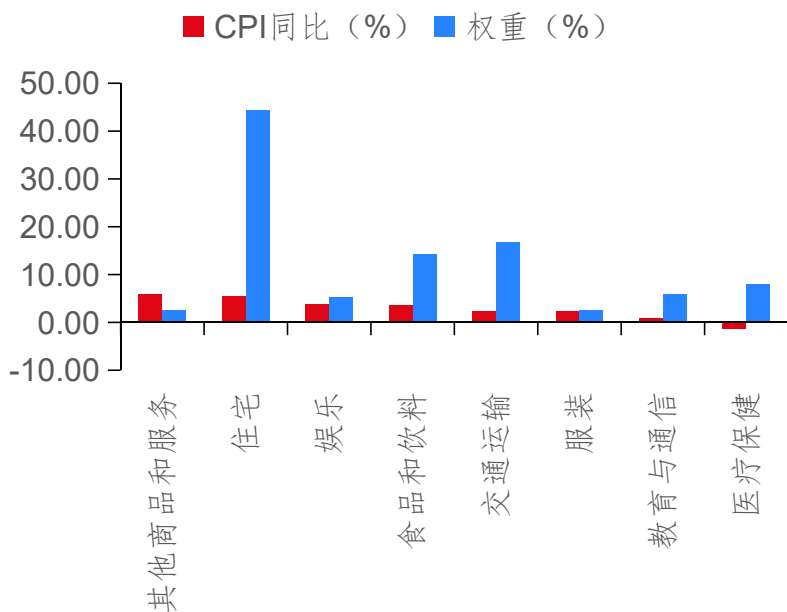
# 04.

## 中长期影响资金面的积极、消极因素

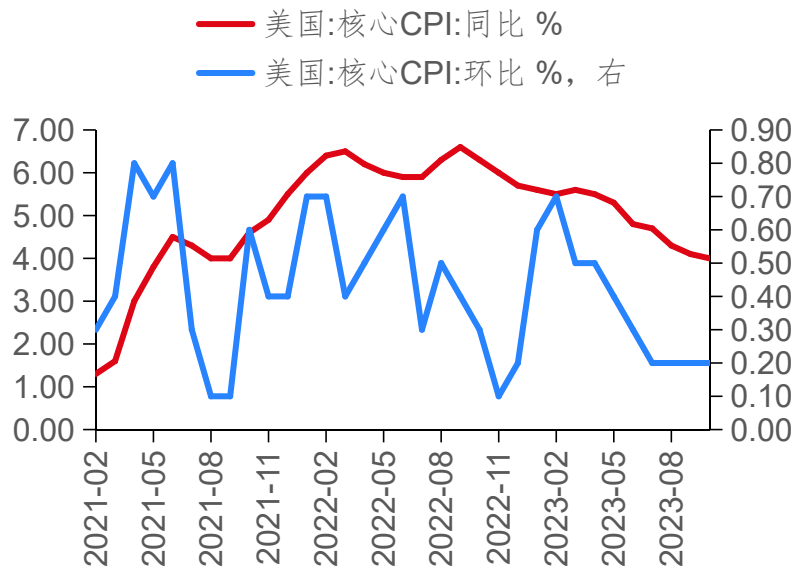
# 4.1 中长期积极因素：海外宽松

◆ 一是海外方面，当前美国通胀明显缓和，我们预计美联储将于2024年下半年开始降息（大概率是三季度），届时海外流动性将明显释放。（1）根据CME的预测，美联储明年降息概率有所增加，有望迎来流动性拐点，外资可能明显修复。（2）美国核心CPI持续下降，当前主要受住房和能源的价格扰动明显，但均难持续，10月CPI数据已经转为下行。（3）就业和经济数据均有所降温，难以支撑美联储后续加息，预计明年开始降息是大概率。

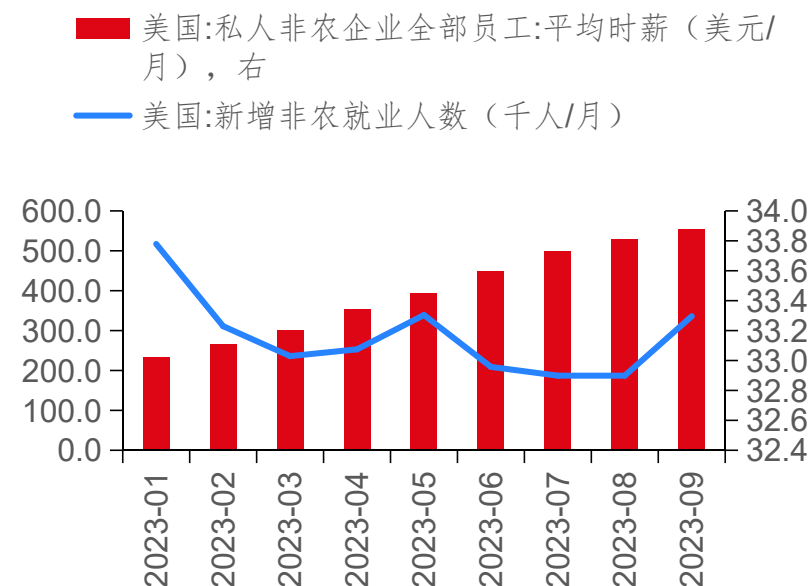
当前CPI受能源和住房价格扰动



美国通胀有所缓和



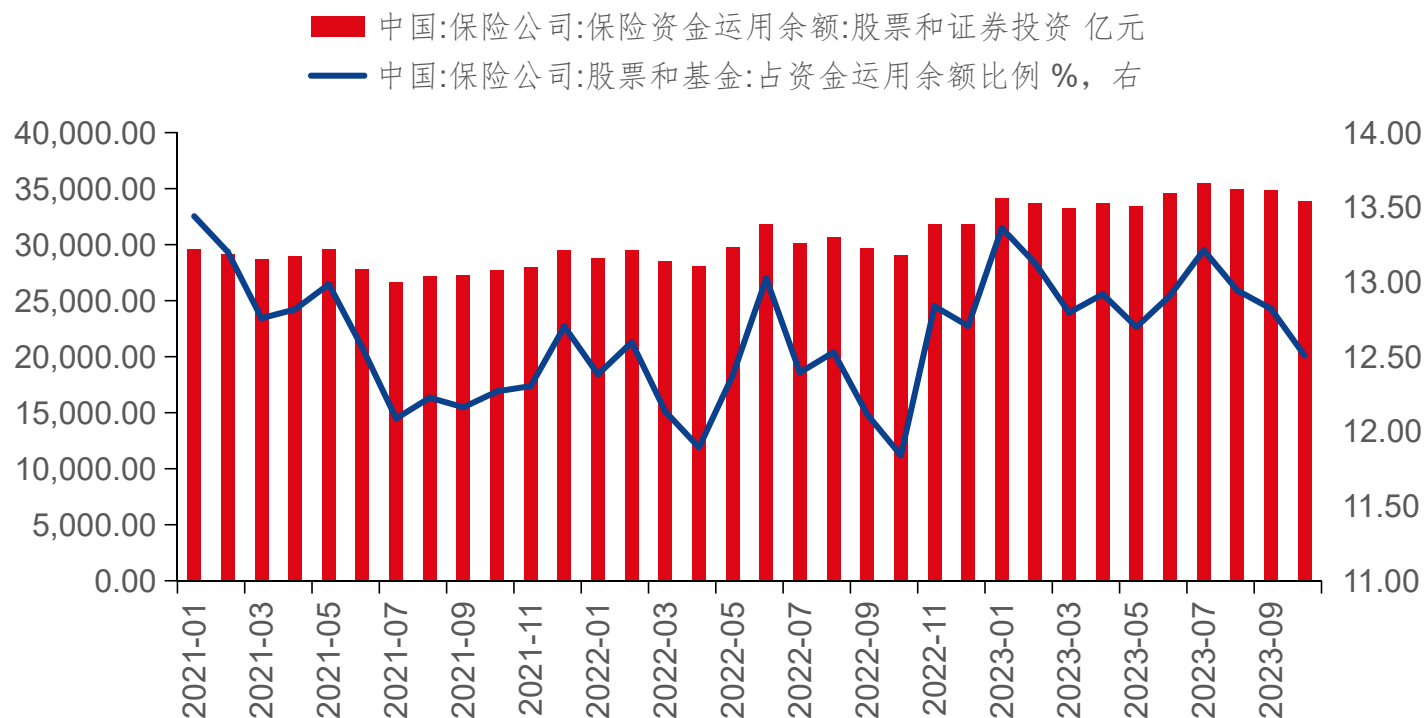
美国时薪增速放缓



## 4.1 中长期积极因素：长期资金入市

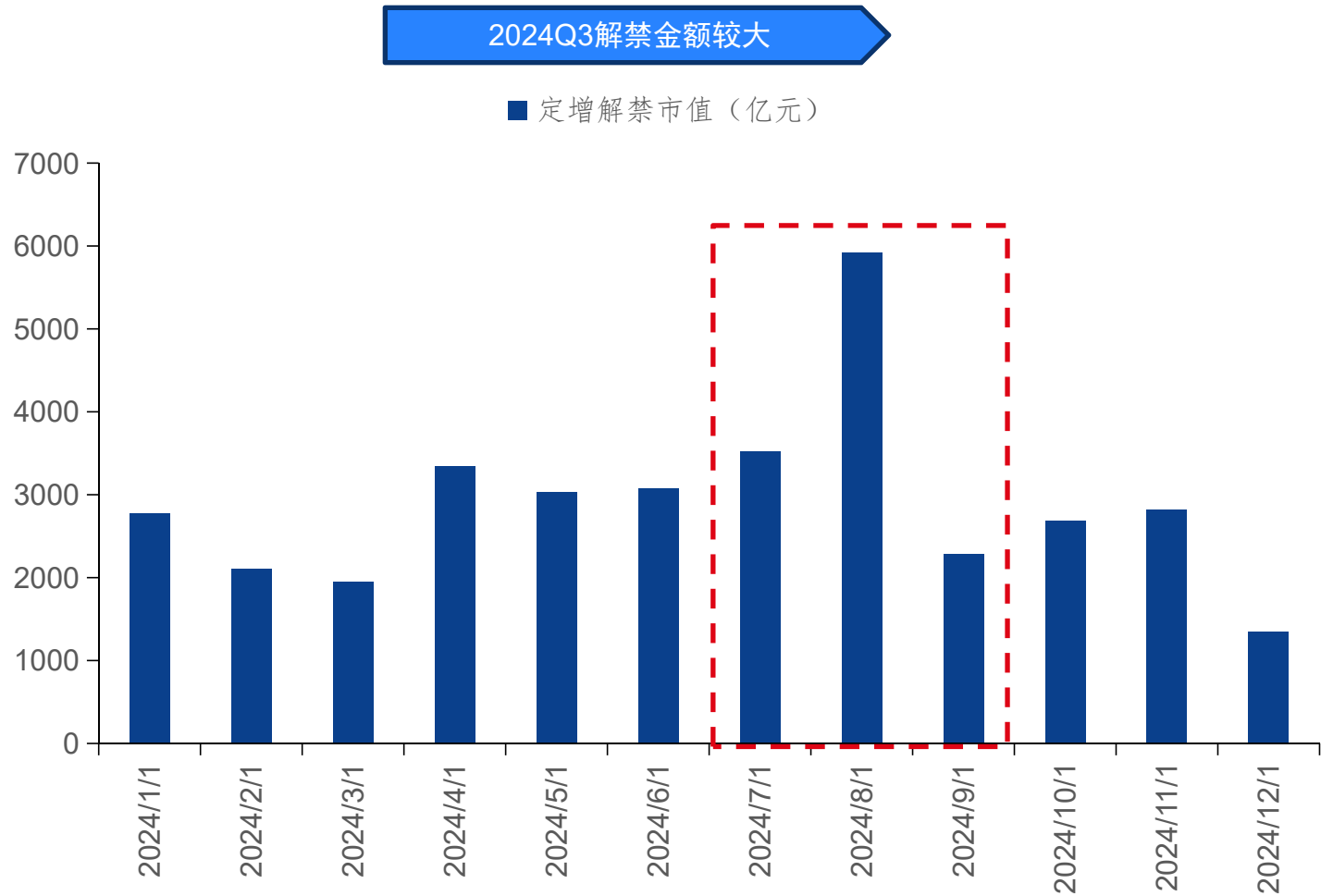
- ◆ 二是国内方面，未来资本市场改革将对长线资金入市提供支持。一是，11月证监会出台《资本市场投资端改革行动方案》，加大引入中长期资金入市的力度。以险资为例，当前险资用于股票和证券投资的比​​例仍然偏低，预计未来随着长线资金引入制度的完善，险资、养老金等资金入市空间将会增加。二是后续来看，政策端预期持续偏强，明年在经济运行压力仍较大的环境下政策端难收紧，活跃资本市场政策仍可期，为引导增量资金入市的重要抓手。

险资入市比例仍较低



## 4.1 中长期消极因素：长期解禁压力较大

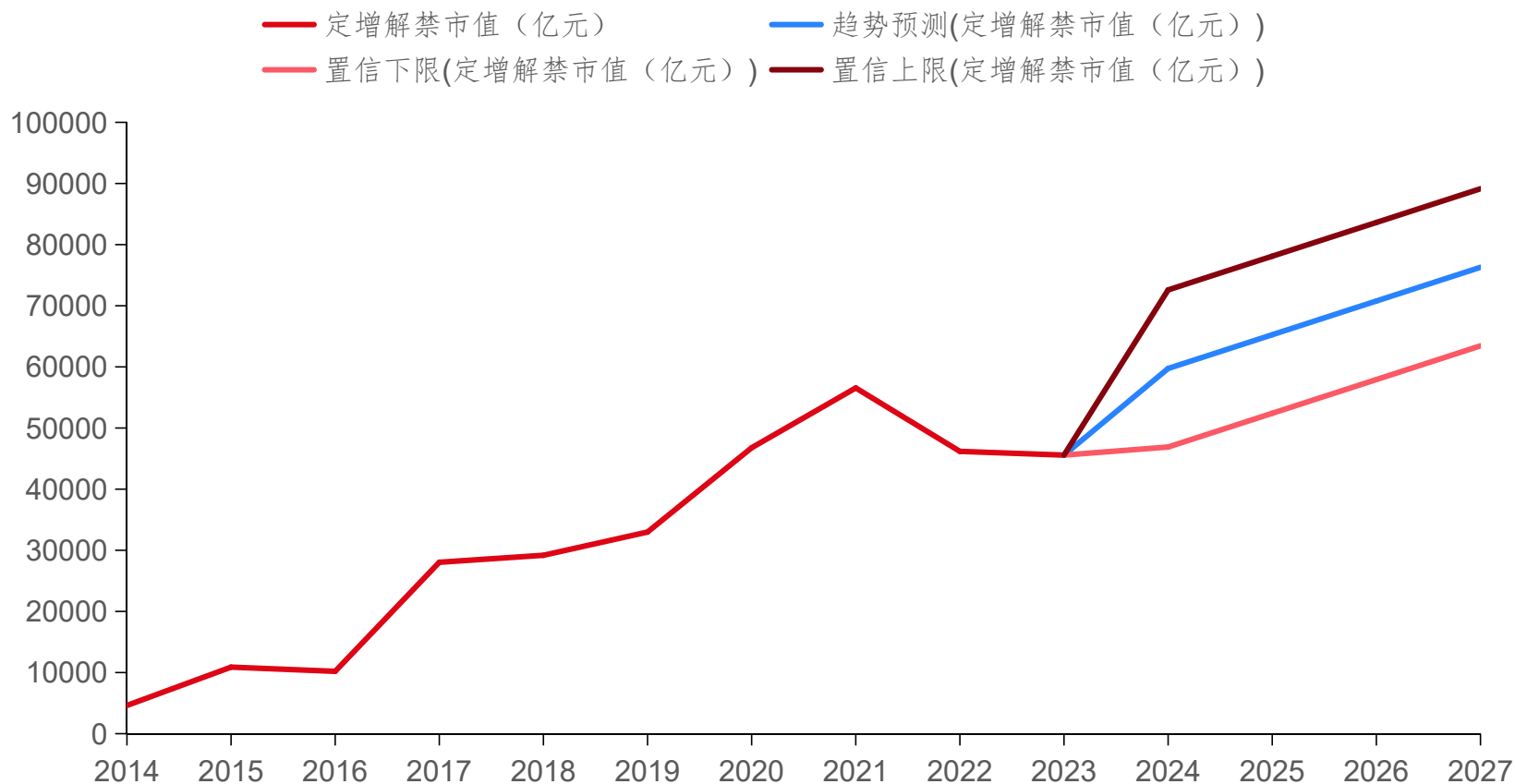
◆ 2024年Q3解禁压力较大，当前数据看Q3解禁金额高达近12000亿（其中8月接近6000亿），可能对资金面存在一定扰动。



## 4.1 中长期消极因素：长期解禁压力较大

◆ 2024年Q3解禁压力较大，当前数据看Q3解禁金额高达近12000亿（其中8月接近6000亿），可能对资金面存在一定扰动。

预测未来年度定增解禁规模可能持续上升



- ◆ **历史经验未来不一定适用：** 文中相关复盘具有历史局限性，不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响，过去的表现仅供参考。
- ◆ **政策超预期变化：** 经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。
- ◆ **经济修复不及预期：** 受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。
- ◆ **模型失效风险：** 经济学模型基于有限纬度的理论框架，在实际应用中由于考虑到现实情况复杂性，数据实效性，信息不对称性等可能出现模型失效。

## 分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址:

上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场30层

北京市朝阳区建国路108号横琴人寿大厦17层

深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦10楼05单元

电话: 021-20655588

网址: [www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)