

# A股行情谁主沉浮 各方参与者共生共长

证券时报记者 裴利瑞

机构和游资、基本面和情绪、长线资金和短线资金……几组对比鲜明的关键词悄然成近期市场的关注焦点。

上周，A股发生了明显的缩量回调，尤其是一些前期强势的“游资票”大幅回落。近期机构重仓股的相对低迷和“游资票”行情的此起彼伏，还引发了市场关于定价权是否已经从机构投资者转移到散户游资等高风险偏好资金的讨论。

不可否认的是，近期市场呈现出明显的游资主导特征，多家机构在采访中认为，“游资行情”的崛起反映出当下市场情绪和流动性大幅修复，但定价权是一个多方合力、动态平衡的过程，不能简单判断谁对市场定价，一个健康的资本市场生态需要机构投资者和个人投资者共生共长、长线资金和短线资金各得其所。

## 游资活跃度达到历史峰值

游资是“9·24行情”爆发以来的重要力量，尤其在10月9日以来的行情中占据主导地位。

一方面，游资偏好的小微盘和低价股涨幅明显，但机构重仓股却并没有明显的超额收益。Wind数据显示，自9月24日至11月15日最小市值指数、业绩预告指数分别大涨133.29%、55.89%，艾融软件、大地电气等小微盘股大涨超500%，但同期基金重仓指数仅上涨了28.47%，明显跑输万得全A指数30.59%的涨幅，涨跌幅与市值大小呈现出明显的负相关性。

另一方面，以两融为代表的散户游资力量高度活跃。如果以龙虎榜成交额（剔除重复数据）占全部A股成交额比例的20日移动平均值来衡量游资活跃程度，截至11月12日，游资活跃度一度达到了1.64%，创2021年9月以来新高，全市场融资余额达到1.84万亿元，突破2022年的高位，创下2016年以来的新高。

国投证券策略首席林荣雄在研报中指出，自“9·24行情”爆发以来，我们可以看到两股明确的增量资金，一是在国庆节前后以权益ETF为代表的被动多头崛起，二是近一个月以两融为代表的散户游资力量的崛起。

对此，排排网财富管理师姚旭升在接受证券时报记者采访时表示，10月以来游资行情的崛起，主要原因包括以下几点：

第一，当前市场整体流动性较为宽松，经济复苏预期增强，尤其在新兴产业发展的背景下，小微盘和低价股的吸引力显著提升，为游资的活跃提供了条件；第二，近期A股市场散户资金占比显著增加，这些资金往往追求短期内的快速收益，与游资的短线操作策略相契合；第三，市场情绪亢奋，投资者对短期炒作的偏好增强，为游资提供了良好的操作环境；第四，美国总统大选等宏观事件，为游资提供了炒作题材。

“流动性是叙事的温床，9月24日以来，市场情绪的高亢和流动性的充裕，为游资提供了操作的空间；另外，游资更偏好主题性投资机会，对基本面的关注度不如机构投资者那么细致，这种情绪和资金的集中进场，推动了市场的普涨阶段，随后进入分化阶段，特别是计算机、传媒等风险偏好高的板块表现较好。”财通基金进一步表示。汇丰晋信基金总结认为，市场在不同阶段往往会展现不同的风格，比如当市场处于流动性推动的反弹阶段时，小盘题材股往往会主导行情。当前政策对经济托底修复的态度明显，但基本面的改善仍需要时间验证，市场难以形成稳定的一致预期，因此短时间可能无法形成合力，而游资擅长的小微盘股行情崛起更多反映了市场情绪的显著修复。

## 定价权是各方合力形成

值得注意的是，随着游资行情不断走高，关于机构与游资争夺定价权的讨论也越来越多。

比如林荣雄认为，长期以来，机构资金以及审美类似的北向资金拥有A股市场的主要定价权，但9月底反弹以来，偏股型基金整体取得了一定绝对收益，但是并没有获得超额收益，这说明短期内市场主动权在主动型公募基金和外资转移到了散户游资等高风险偏好资金以及ETF为代表的被动多头资金。

实际上，在大部分机构人士看来，游资和机构的持仓差异较大，并不涉及定价权的争夺问题。在A股以散户为主的市场上，散户、游资、ETF、险资等参与主体复杂多样，合力形成的共振也呈现出多样性，市场定价权也是一个动态平衡的过程。

财通基金认为，机构和游资在投资风格和喜好上存在明显差异。机构偏好稳健，而游资偏好激进，导致游资参与为主的股票波动幅度较大，机构参与多的股票则表现相对稳健。“市

## 游资是“9·24行情”爆发以来的重要力量：

以两融为代表的散户游资力量高度活跃。如果以龙虎榜成交额（剔除重复数据）占全部A股成交额比例的20日移动平均值来衡量游资活跃程度，截至11月12日，游资活跃度一度达到了1.64%，创2021年9月以来新高，全市场融资余额达到1.84万亿元，突破2022年的高位，创下2016年以来的新高。

游资偏好的小微盘和低价股涨幅明显，但机构重仓股却并没有明显的超额收益。Wind数据显示，自9月24日至11月15日，最小市值指数、业绩预告指数分别大涨133.29%、55.89%。

9月24日以来融资余额周度变化（单位：亿元）



场定价权这个概念，阶段性是由增量资金来决定的，但拉长维度来看，成长价值依旧是投资的主线，所以不能简单地谁对市场定价，从长远来看，价值对市场定价。”财通基金表示。

上海一位公募量化基金经理也表示，游资和机构持仓差异较大，游资对其买卖的标的价格会有一定的定价权，而对机构持仓影响不大；只是当前市场环境，游资增量资金相对较多，对游资偏爱的股票有一定影响。

上述基金经理补充认为，市场定价权受多种因素综合影响，包括市场环境、市场参与者、增量资金等，而且在不同的市场环境，不同因素的影响力度不一样。随着稳增长政策逐步落地，经济基本面有望企稳回升，A股市场未来也有望长期向好，机构投资者偏好的、基本面过硬的绩优股将更可能获得资金青睐。

“在A股市场，各类参与主体复杂多样，任何合力都有可能形成定价权。市场的定价权并非静态，而是随着资金流动和市场情绪的变化而不断演变，这是一个复杂且动态的过程，涉及多种市场参与者和多种因素。在某些特定时期，游资和散户的影响力可能上升，但这并不意

味着定价权的改变，机构与游资之间更多是博弈关系而非直接争夺。”姚旭升表示。

姚旭升认为，机构关注长期价值，而游资则侧重于短期盈利。在一些情况下，游资活跃可能推动某些个股价格波动，但市场的定价权整体仍然受基本面和宏观因素的影响，市场上的小作文和传言并不完全反映实际情况，需要理性看待。

## 游资行情有降温趋势

其实，近几个交易日以来，游资行情已经隐隐有降温的趋势，业绩预告指数连续四个交易日下跌，常山北明、艾融软件、海能达等知名游资股已经从高点回调约30%，并带动沪深两市成交额缩量。

永赢基金认为，近期市场回撤，主要源于个人投资者做多情绪降温、回归冷静。此前，市场交易活跃尤其是个人投资者做多情绪热烈，导致市场无视重大事件的正反逻辑而无差别大涨，但随着市场进入政策事件的冷淡期，主题炒作机会减少，个人投资者做多情绪逐渐降温，市

场成交量回落可以加以佐证。

上述上海量化基金经理提醒，游资主导的行情需要尤其关注交易量和资金流向，因为此类行情更多受流动性驱动，存在一定的交易博弈，待共识性的基本面主线出现时，共振的力量会缩小当前各类资金群体的热度差异。

汇丰晋信基金也表示，游资主导的行情更多受流动性驱动，参与度相对有限，从中长期角度看，市场最终还是回到基本面与估值相结合的投资体系。

对于何时这轮游资行情将会退潮，民生证券在研报中指出，与过去不同，本轮的赚钱效应更为明显，一定程度上会加大判断游资主导行情何时终结的难度。从历史上看，如果后续游资活跃度持续处于高位，一个潜在的基本面方面的重要前提是主题投资实现向产业浪潮的成功过渡，从而衍生出更多的主题与方向，如2013年至2015年、2020年至2021年；而如果并未出现兑现，那么在核心主题出现重大利空风险、重大基本面主线出现、外部事件冲击下的宏观波动率放大或监管态度转变，都可能成为游资主导行情退潮的触发因素。

## 各类投资者共生共长

回顾历史，游资行情和机构行情的分化其实经常出现，但无论是游资还是机构，抑或是外资、散户，一个健康的资本市场生态既要有参天大树，也要有灌木丛林，需要各类投资者的合力。

对于机构投资者和游资如何在A股生态中发挥自己的力量，汇丰晋信基金表示，在一个健康的股市生态中，机构投资者应该成为长期价值投资者，基于扎实的基本面分析和对历史行情的比较，在合理的价格买入或卖出，成为市场定价的基石；游资作为市场最活跃的投资者，往往能够通过短期交易为市场注入活力，提升市场流动性。从海外成熟市场看，最终大概率是机构投资者主导市场。

姚旭升认为，在A股市场的生态中，机构和游资各自扮演着不同的角色，同时也与其他类型的投资者共同构成了一个多元化的投资环境。机构投资者通过长期持有优质股票，为市场提供稳定的资金来源，减少市场波动，引导市场向更加理性的方向发展；游资的活跃增加了市场的交易量和流动性，为市场提供了更多的交易机会，他们的短线操作可以快速反映市场情绪，为其他投资者提供市场热度的参考。在一个健康的股市生态中，各类投资者应该各尽其职相互制衡，共同维护市场的稳定和健康发展。

财通基金认为，市场是开放的，能够容纳各类属性的资金，市场里的标的也风格各异，适合各类投资风格的投资标的。市场的开放性为不同风格的投资者提供了投资机会，但同时也带来了相应的风险，投资者需要根据自己的风险承受能力和投资风格，做出合理的投资决策。

为了促进各类投资者和谐共生、合力维护资本市场平稳发展，姚旭升建议各类市场主体可以从以下几方面进行努力：第一，加强市场监管力度，打击各类违法违规行，维护市场秩序和投资者权益；第二，通过优化考核机制，改善投资环境等手段，吸引更多中长期资金入市，提高市场稳定性；第三，严把上市关口，提升上市公司质量，鼓励上市公司通过回购注销、加大分红力度等方式更好地回报投资者；第四，加强投资者教育和培训，提高投资者的金融素养和风险意识，引导投资者养成科学理性的投资习惯。

汇丰晋信基金建议，各类投资者的市场行为均应遵循统一的监管框架，如基于公开信息制定投资决策，不传播虚假信息误导其他投资者，不利用资金优势操纵市场，合规地提供投资咨询服务等等。在合法合规的前提下，A股市场能够容纳各类资金和谐共生。

# 上市公司市值管理指引落地 公募继续看好红利资产

证券时报记者 余世鹏

11月15日晚间，证监会发布《上市公司监管指引第10号——市值管理》（以下简称《指引》），《指引》共15条，进一步引导上市公司关注自身投资价值，切实提升投资者回报。《指引》明确了市值管理的定义和相关主体的责任义务，并就主要指数成份股公司和长期破净公司作出专门要求。要求上市公司要依法做好市值管理，高度重视投资者保护和回报，积极运用并购重组等工具，还提到长期破净公司要制定价值提升计划，主要指数成份股公司要制定市值管理制度。

公募基金认为，本次《指引》更有利于提高上市公司市值管理水平，对于那些长期提供稳定分红的红利类资产来说是一大利好，看好红利资产后市表现。

## 对市值管理提出明确要求

《指引》所称的市值管理，是指上市公司以提高公司质量为基础，为提升公司投资价值和股东回报能力而实施的战略管理行为。具体看，《指引》要求上市公司以提高公司质量为基础，提升经营效率和盈利能力，并结合实际情况依法合规运用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式，推动上市公司投资价值合理反映上市公司质量。

前海开源基金首席经济学家杨德龙对证券时报记者表示，《指引》有利于促使上市公司更加关注长期可持续发展，督促上市公司通过强化公司治理等方式更好地展示其内在价值，通过采取更加积极的措施来提高股东回报，例如分

提高上市公司市值管理水平，更好地维护投资者利益，主要包括适度放宽长期破净公司估值提升计划的相关要求，增加上市公司股价异动处理灵活性等方面。

此次《指引》对市值管理做了明确要求，其中，《指引》第九条提出，长期破净公司应当制定上市公司估值提升计划，并经董事会审议后披露。估值提升计划相关内容应当明确、具体、可执行，不得使用容易引起歧义或者误导投资者的表述。长期破净公司应当至少每年对估值提升计划的实施效果进行评估，评估后需要完善的，应经董事会审议后披露。市净率低于所在行业平均水平的长期破净公司，应当就估值提升计划执行情况在年度业绩说明会中进行专项说明。

同时，《指引》第八条提出，主要指数成份股公司应当制定上市公司市值管理制度，至少明确以下四大事项：一是负责市值管理的具体部门或人员；二是董事及高级管理人员职责；三是对上市公司市值、市盈率、市净率或者其他适用指标及上述指标行业平均水平的具体监测预警机制安排；四是上市公司出现股价短期连续或者大幅下跌情形时的应对措施。

## 强化公司治理 更好展示内在价值

本次《指引》的发布，是监管层在市值管理方面的大动作。相关公募投研人士对证券时报记者表示，《指引》有利于促使上市公司更加关注长期可持续发展，督促上市公司通过强化公司治理等方式更好地展示其内在价值，通过采取更加积极的措施来提高股东回报，例如分

红政策、股票回购计划等。

华南一家中型公募投研人士对证券时报记者称，《指引》发布体现了监管部门在推动上市公司质量提升方面的政策连贯性。该人士表示，近年来证监会持续推动上市公司质量提升，支持和引导上市公司不断改善经营效率和盈利能力，增强信息披露质量和透明度，增进与投资者沟通互动，综合运用分红、回购、大股东增持等手段提升投资价值。今年4月，《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》就明确要求推动上市公司提升投资价值，制定上市公司市值管理指引。

“本次《指引》与9月24日以来的系列政策形成衔接，彰显高层对于资本市场的重视与关怀和建设好高质量资本市场的强大意志和决心。”沪上一家中型公募的基金经理表示，促进并购重组措施，上市公司市值管理指引，上市公司股份回购激励机制、中长期资金入市配套政策等渐次出台，有助于为市场上行提供持续动力。

数据显示，截至11月15日，今年以来已有95%以上的上市公司召开了业绩说明会，股份回购家数和金额以及现金分红金额均创历史新高，中期分红家数增长近三倍。北方一家中小公募的投研人员对证券时报记者表示，总体来看，上市公司积极与投资者交流沟通、多措并举提升上市公司投资价值的市场氛围正在形成。

## 红利资产仍被看好

根据Wind统计，截至目前，Wind破净指数自9月18日以来累计上涨幅度超过了30%，

既包括银行、化工、石化等大型传统产业股票，小市值公司则主要集中在建材、家居等方面。结合本次《指引》和近期市场表现，公募表示看好红利资产后市表现。

“能够提供较为稳定现金流的红利型企业具有相对优势，尤其是现金流来源于与民生高度相关行业，比如交通、电信、银行等，这类红利型企业在此背景下的表现较优。”上述华南公募投研人士表示，《指引》发布叠加新“国九条”以及央企的市值管理诉求，这些企业的分红意愿或更加凸显。稳定现金流、分红意愿强，红利类资产这两大优势，让其成为投资者较为偏好的优质压舱资产。

上述华南公募投研人士特别提到，红利类资产较长一段时间内，优于市场整体表现，在震荡市场中的投资性价比尤为明显。从长期视角来看，在当前低利率时代，能够带来股息收入的“红利资产”或更值得投资者长期持有。

此外，还有公募人士认为，降息周期下的低利率环境利好红利策略，在央企国企改革和市值管理指引下，央企国企的分红潜力和意愿较强，高股息、低估值的央企红利配置价值愈发突显，尤其是港股央企红利资产。当前市场处于业绩真空期，在此次《指引》发布的背景下，估值因子优于业绩因子，主题板块的活跃度预计能够维持，寻找产能供给拐点、业绩拐点为更有效的策略，在部分中游制造领域出现的概率较大。