



金融投资专业理财
JINRONGTOUZI ZHUANYELICAI

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

分析师：
张昕
投资咨询证号：
Z0015602

咨询电话：059586778969
咨询微信号：Rdqhyjy
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号
了解更多资讯



摘要

2023 年上半年来看，全球大类资产呈现分化走势，A 股年初表现强势，涨幅领先于全球主要资产，然而在经历 5 月大幅回调，降至 1 月初点位，当前估值已经处于历史中低水平。风格层面，中小指数整体优于大盘指数表现，大盘成长显著走弱，小盘成长跌幅相对较小。上证 50 自年初强势走向弱势，权重股于外资波动放大下振幅拓宽。

国内基本上，当下经济或仍然处于主动去库存阶段。随着时间步入二季度，经济复苏力度的不及预期，进一步强化了经济的悲观预期，市场步入震荡回调阶段。进入六月，国常会释放稳增长信号，央行再度实施降息政策，市场面临的政策利好因素再度增加，因而下半年宏观环境不宜过分悲观，指数中长线上行仍需关注一系列积极政策落地后实体经济景气的改善程度。

海外层面上，近期美联储主席鲍威尔出席国会听证会时再度表露鹰派立场，预计年内再度加息一到两次。此外，包括英国央行等多国央行超预期加息，全球避险情绪上升。由于货币政策存在周期长和一定的效应滞后性，美联储以及其他发达国家央行的收紧策略战线或拉长，也意味着全球经济面临的下行风险犹在，对于国内基本面以及情绪面的影响不容忽视。

当前各个期指估值均调整至历史中低水平，而随着股债 ERP 重新回落长区间均值附近，后续上行概率更大，因此亦不宜过分悲观。

结合当下的宏观环境来看，今年以来，A 股都是在没有总量政策和预期的环境下交易的，仍能有阶段性主线引领市场情绪。央行刚施行降息操作，弱宏观下往后看可能还有进一步宽松的空间。

因而我们对于当下 A 股行情的判断则是，结合估值看，指数目前上行动能尚有不足，然下行空间亦有限，趋势性机会或难以觅见，市场仍需等待政策与经济数据的进一步明朗，下半年多数时间期指或将仍以偏弱震荡的行情为主，短线单边交易策略或是套利交易，但随着政策与企业盈利预期不断改善，有助于年底行情的回暖。

风险提示：地缘政治风险以及经济下行超预期。

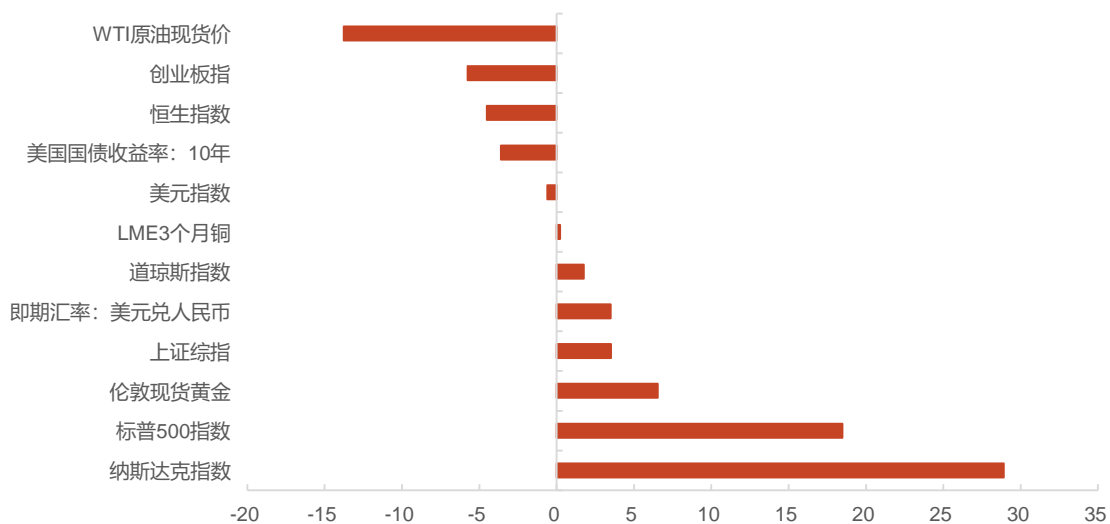
目 录

一、市场回顾.....	3
二、宏观分析.....	7
(一) 海外衰退风险犹存	7
(二) 三驾马车“弱修复”	12
(三) 社融信贷表现低于预期.....	14
(四) 稳增长政策或陆续出台	16
三、A 股盈利有待修复.....	16
(一) 全 A 业绩表现.....	16
(二) 板块业绩表现.....	18
(三) 期指业绩表现.....	19
(四) 期指的估值均处于历史中低水平	20
四、股指资金供需对比	21
(一) 资金消耗.....	21
(二) 资金供给.....	24
五、下半年股指走势展望	27

一、市场回顾

2023 年上半年来看，全球大类资产呈现分化走势。一季度，随着 2022 年 11 月份美联储公布加息 75bp 利率决定后，会议首都声明释放放缓加息的信号使得大类资产纷纷走强，美联储放缓加息后，全球流动性改善预期与衰退风险并存的海外宏观背景下，低估值权益类等资产更受到资金的青睐。因此截至目前，权益市场整体表现较强，其中美股涨幅领先，而中国资产由 2022 年年底以及 2023 年年初的强势走向弱势，港股以及 A 股未能如期表现出海外流动性收紧预期放缓下权益资产估值抬升的信号。主要是由于中国资产在年初经济复苏强预期下上涨，后续弱复苏经济数据导致预期回落，资金做多动能弱化。此外，美债收益率在美联储加息逐步走向尾声的效应下由正转负，人民币汇率跌幅收敛，短期仍存贬值趋势。

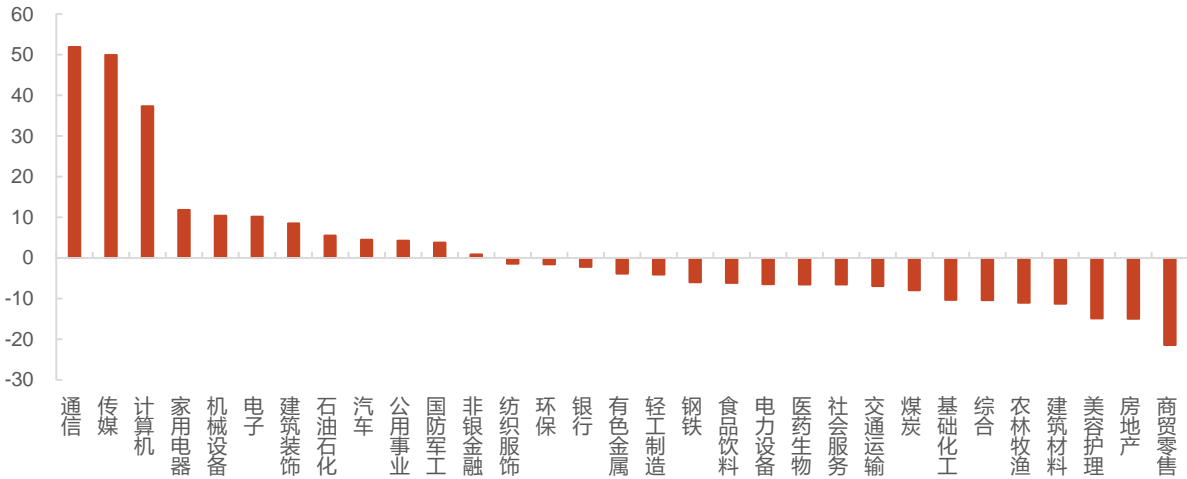
图 1 全球大类资产涨跌幅（2023.1.1-2023.6.24）



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

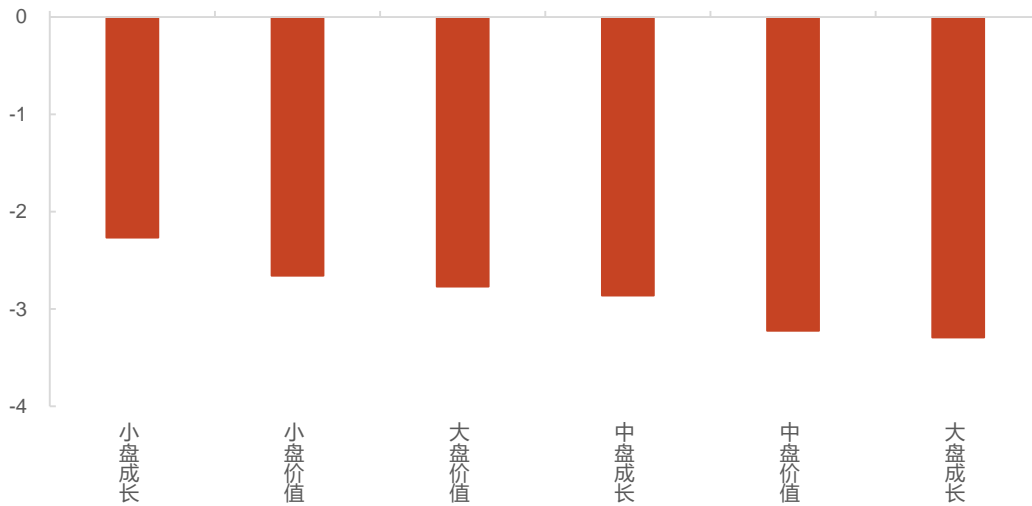
具体来看国内层面，A股一级行业大体呈现涨跌分化，板块涨少跌多，通信、传媒以及计算机行业涨幅领先，AI相应主题引领了上半A股市场的情绪高峰，而房地产、商贸以及部分消费行业显著回调。从风格指数上亦能看出，中小指数整体优于大盘指数表现，大盘成长显著走弱，小盘成长跌幅相对较小。上证50自年初强势走向弱势，权重股于外资波动放大下振幅拓宽。

图 2 行业板块涨跌幅（2023.1.1-2023.6.24）



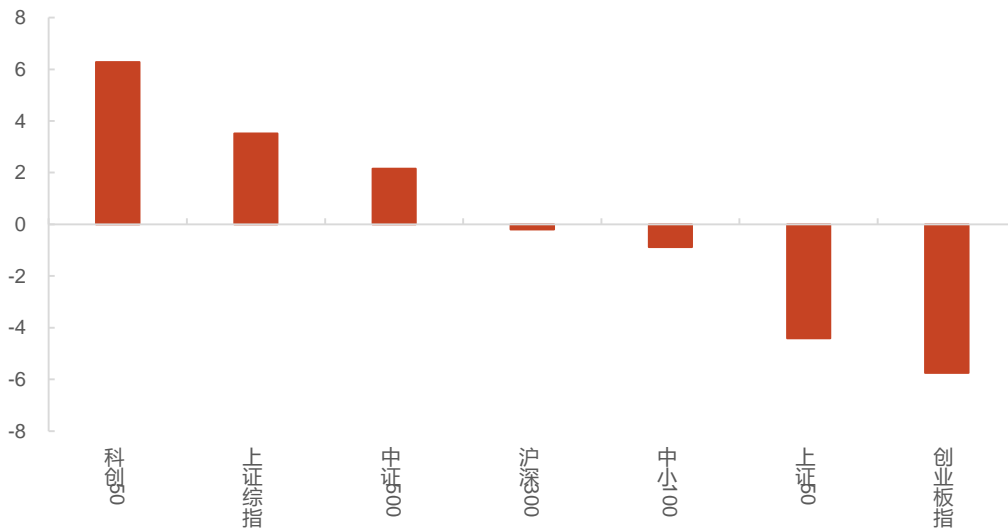
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图3 A股风格指数涨跌幅（2023.1.1-2023.6.24）



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图4 A股宽基指数涨跌幅（2023.1.1-2023.6.24）

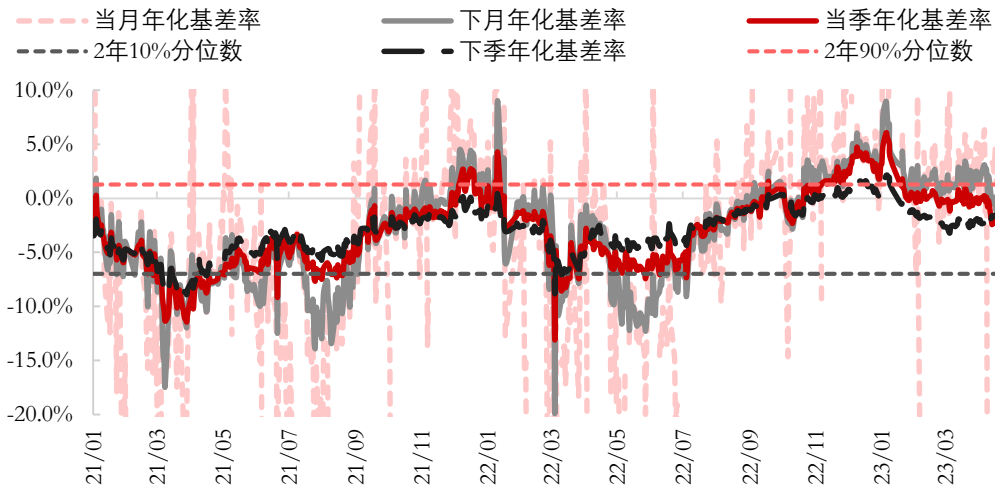


资料来源：wind，瑞达期货研究院

随着近期市场情绪开始转变，股指期货基差由低点持续上行的趋势放缓，但IC与IM合约受雪球对冲盘影响，基差仍旧持续走高，但目前各合约基差已经处于历史较高位置，基差持续上行的阻力较大，IC、IF、IH及IM季月合约分红处理过的年化基差分别为0.81%、3.20%、4.37%、-2.59%。

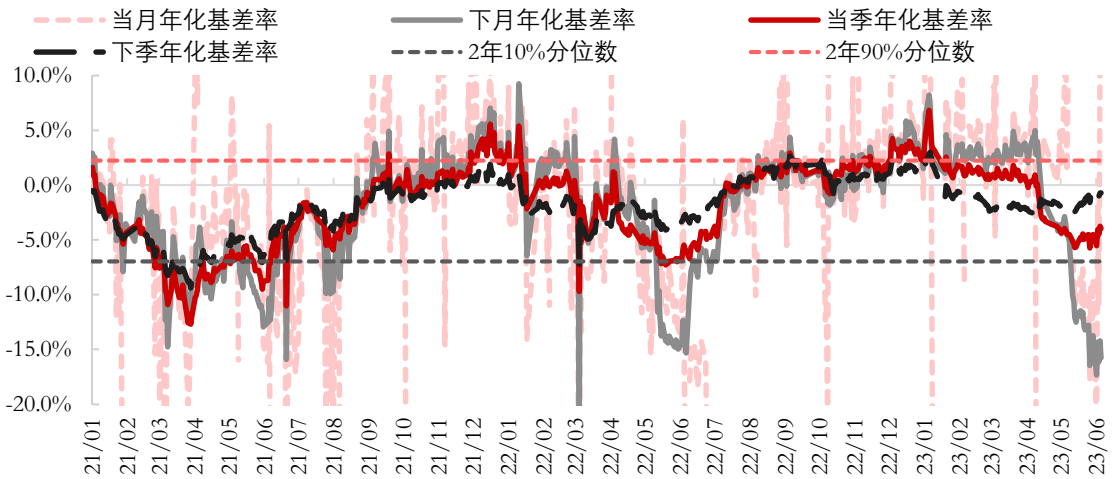
上半年以来，随着A股市场由强走弱，期指亦呈现与现货指数相应的震荡行情。A股偏强的一季度，股指期货基本呈现明显的升水格局，一方面是对经济预期的乐观反应弱化了套保空头效应；另一方面，随着市场衍生工具的丰富，存量合约的贴水压力亦存在缓释的预期。然而自今年五月以来，股指期货基差贴水持续走阔，而其中指数成分股进入分红季度是影响基差贴水偏离均值区间的重要原因。根据股指期货的无套利定价以及持有成本理论公式，当股利支付增加意味着股息率（dividend yield）上升，导致现货指数对应的 e 的幂次方下降，进而使得远期合约的理论价格相对现货价格会降低，从而导致基差贴水程度加深。随着分红期接近尾声，基差向正常区间的回归或为股指期货关联产品带来相应机会和较为可能实现收益。

图5 沪深300年化基差率



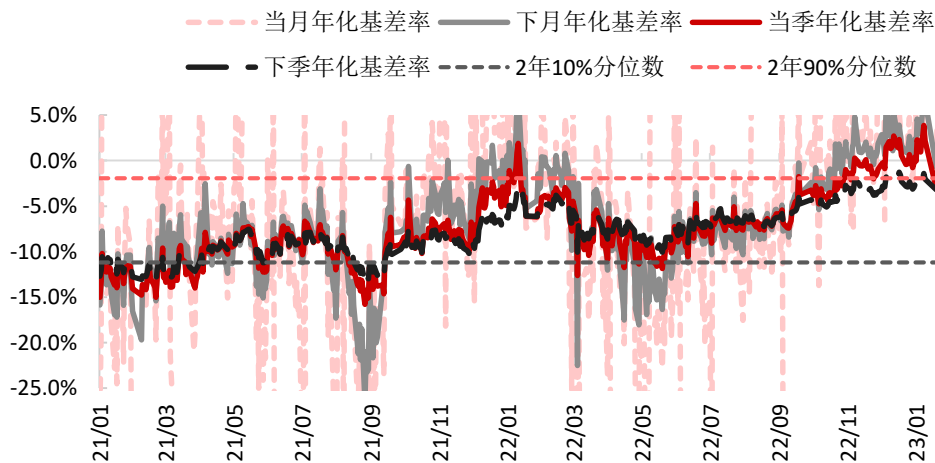
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图6 上证50年化基差率



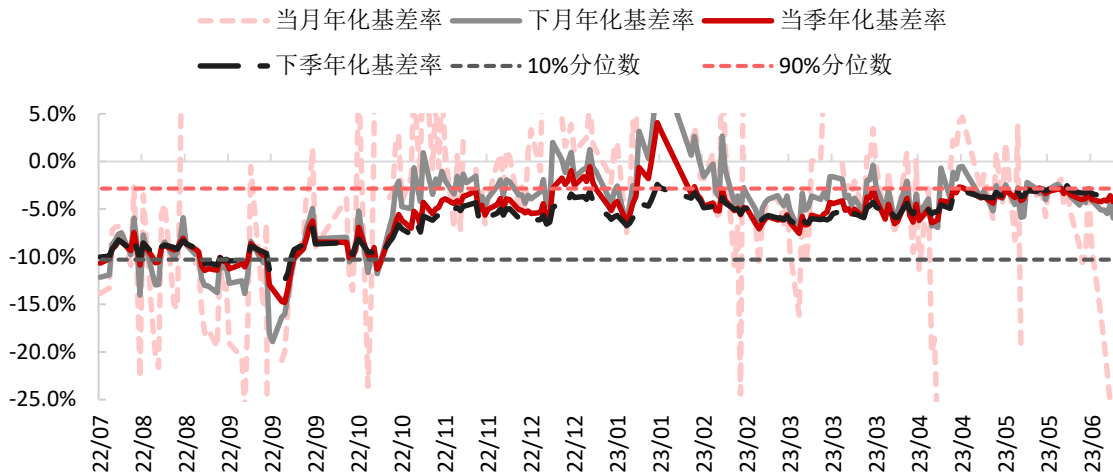
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图7 中证500年化基差率



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图8 中证1000年化基差率



资料来源：wind，瑞达期货研究院

二、宏观分析

（一）海外衰退风险犹存

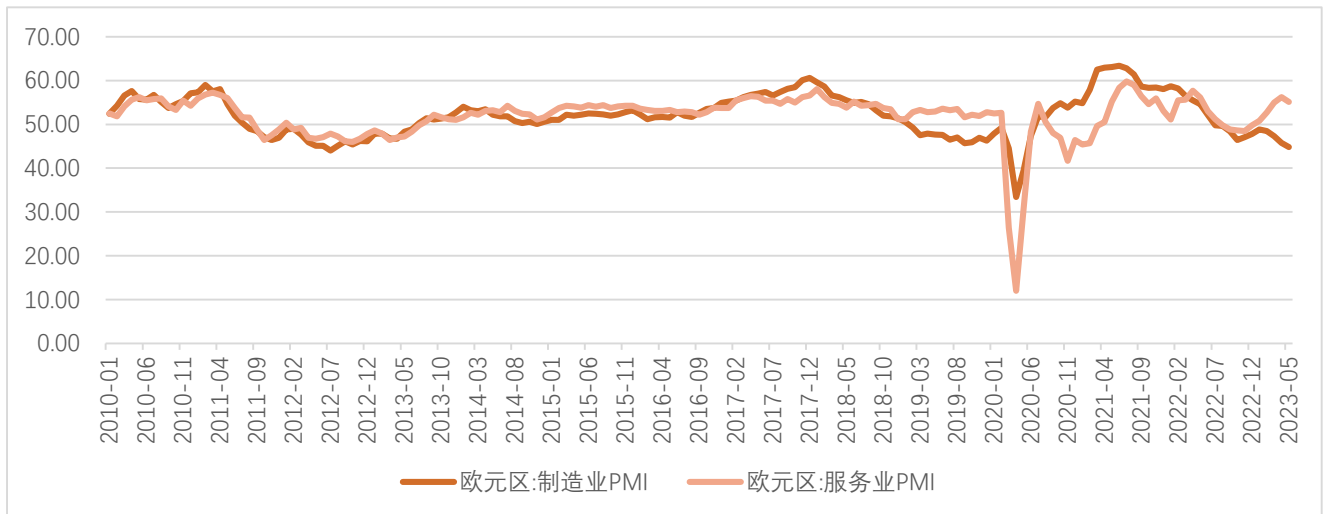
美国 6 月 Markit 服务业与制造业 PMI 均超预期回落，其中 6 月制造业 PMI 跌至 46.3（前值 48.4），为开年以来新低，新订单与新出口订单大幅下挫，消费需求的大幅回落导致美国经济边际补库动力减弱。服务业 PMI 相对更有韧性，仍处于扩张区间，但上月也微降至 54.1（前值 54.9），为年内首次放缓。欧元区 6 月服务业与制造业 PMI 均超预期回落，制造业 PMI 创三年以来新低。6 月制造业 PMI 下跌至 43.6（前值 44.8）滑落，服务业 PMI 降至 52.4（前值 55.1），前期欧元区服务业复苏强于预期，然半年末的服务业 PMI 大幅回调使得市场再度降温。数据公布当天欧洲股市集体收跌，欧元此前升幅也有所回吐。随着欧央行持续鹰派加息，美联储加息态度有所反复，货币政策进一步传导至实体经济，欧元区以及美国等发达经济增长前景不确定性增加。

表 1 美国 ISM 制造业 PMI

	制造业 PMI	新订单	新出口订单
2023-01	47.40	42.50	49.40
2023-02	47.70	47.00	49.90
2023-03	46.30	44.30	47.60
2023-04	47.10	45.70	49.80
2023-05	46.90	42.60	50.00

资料来源：wind，瑞达期货研究院

图9 欧元区制造业与服务业PMI



资料来源：wind，瑞达期货研究院

历史来看，海外央行加息共振背后存在者通胀高粘性效应，海外利率在高位停留时长或可能久于目前市场预期。此外，由于货币政策效应落地存在长而充满不确定性的滞后性，海外央行紧缩政策也意味着全球经济面临的下行风险犹在。6月中旬以来美股三大股指回调，打破了过去5周以来持续收涨的势头，10年期美债收益率回落，大宗商品价格普遍收跌。虽然欧美经济衰退尚未在经济数据层面表现显著，但市场后续对于全球经济周期下行的担忧仍然存在。对于全球权益市场而言，资金一方面可能存在避险需求；另一方面，外围经济下行对于外贸的影响将传导至国内经济复苏进程。

（一）库存周期视角

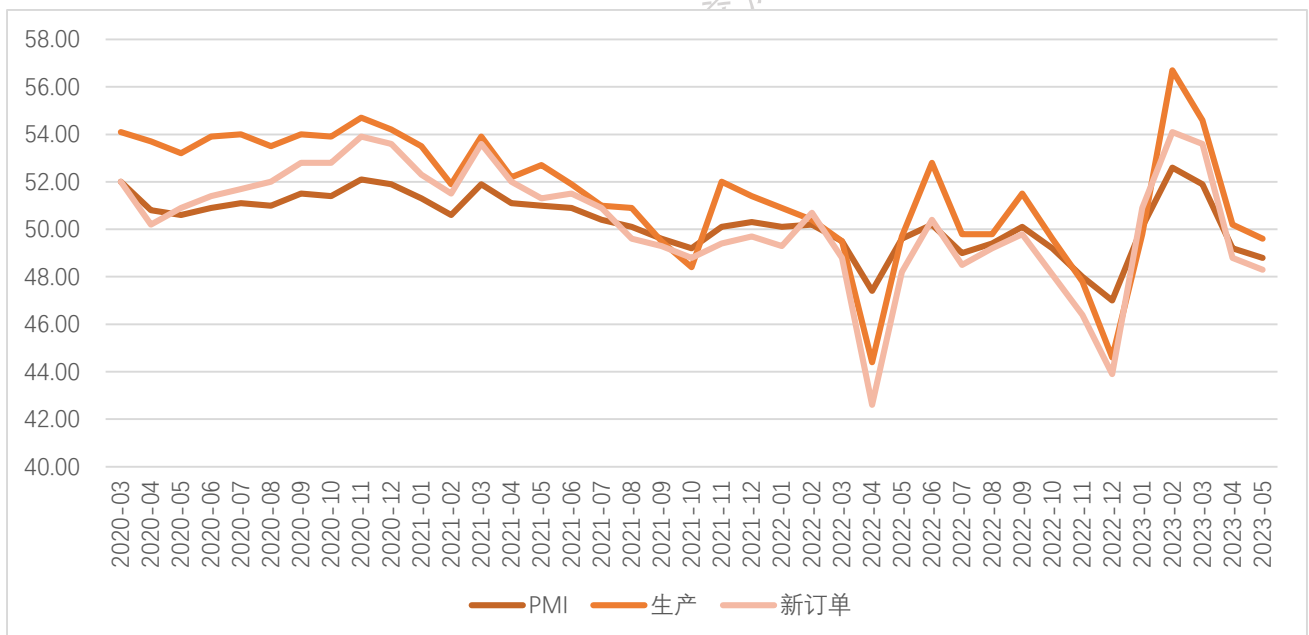
上半年以来，工业部门呈现“衰退”周期特征，企业呈现加速去库存信号。基本面来看，服务业呈现“强复苏”，而工业则表现为“弱复苏”。然而4、5月制造业PMI连续回落且处于荣枯线之下，同时企业盈利预期不断降低，均指向工业部门增长前景弱化至甚至出现“衰退”倾向。在内需增长仍然偏弱的大环境下，企业选择更大幅度地减少生产，降低库存予以应对。具体而言，截至5月31日，制造业PMI数据公布为48.8%，连续第三个月回落，再度低于市场普遍预期。结构上，产需两侧均有明显回落：生产指数录得49.6%，较前值回落0.6%至景气线之下，新订单指数录得48.3%，较前值回落0.5%，新出口订单指数录得47.2%，较前值回落0.4%，外需回落幅度略低于内需。库存周期来看，制造业企业仍处在主动去库周期，产成品与原材料库存双双回落，企业盈利预期不强。

表2 制造业PMI分项数据

指标名称	2023-03	2023-04	2023-05	差值
PMI	51.90	49.20	48.80	-0.40
生产	54.60	50.20	49.60	-0.6
新订单	53.60	48.80	48.30	-0.5
新出口订单	50.40	47.60	47.20	-0.4
产成品库存	49.50	49.40	48.90	-0.5
进口	50.90	48.90	48.60	-0.3
出厂价格	48.60	44.90	41.60	-3.3
主要原材料购进价格	50.90	46.40	40.80	-5.6
原材料库存	48.30	47.90	47.60	-0.3
从业人员	49.70	48.80	48.40	-0.4

资料来源：wind，瑞达期货研究院

图10 PMI原材料价格以及出厂价格



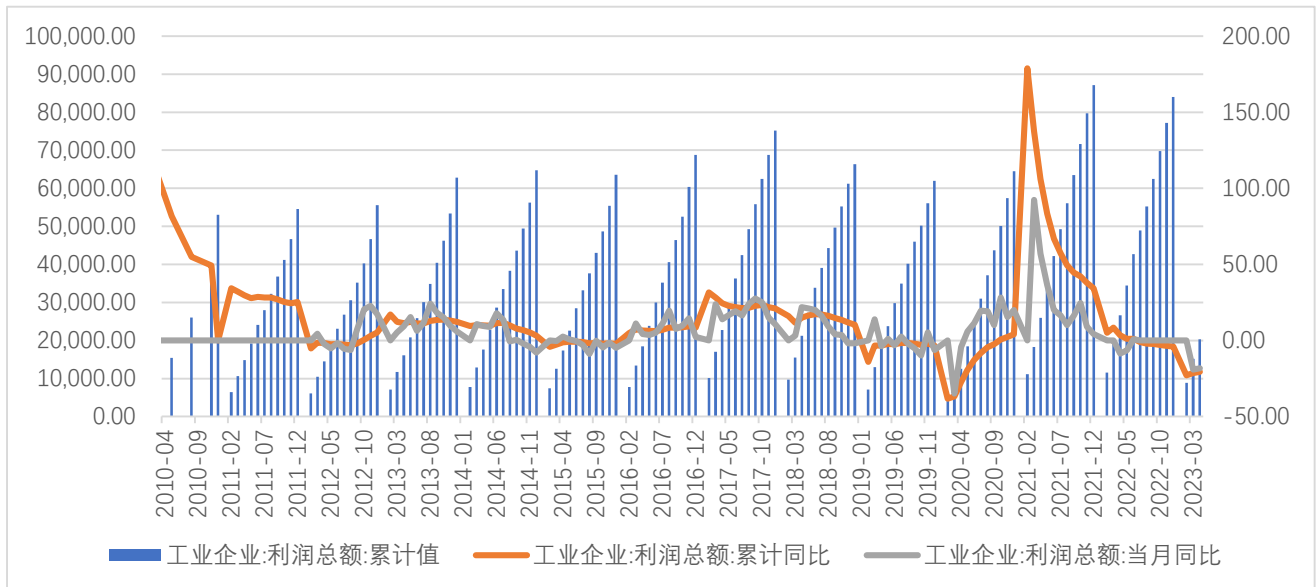
资料来源：wind，瑞达期货研究院

此外，4月工业企业利润同比降幅小幅收窄，基数效应影响或是主要因素。四月份，规模以上工业企业利润同比下降18.2%，降幅较3月份收窄1.0个百分点，连续两个月收窄。利润增速降幅收窄或主要来源于基数效应，去年4月工业企业利润当月同比增速为-8.6%，3月为增长12.2%。2023年4月利润环比-18.1%，为近十年以来同期环比的最低值，2012-2022年4月环比均值为4.0%。作为工业利润的“数量层面”，2023年5月，我国工业增加值同比上升3.5%，较上月回落2.1%，但剔除基数

请务必阅读原文之后的免责声明

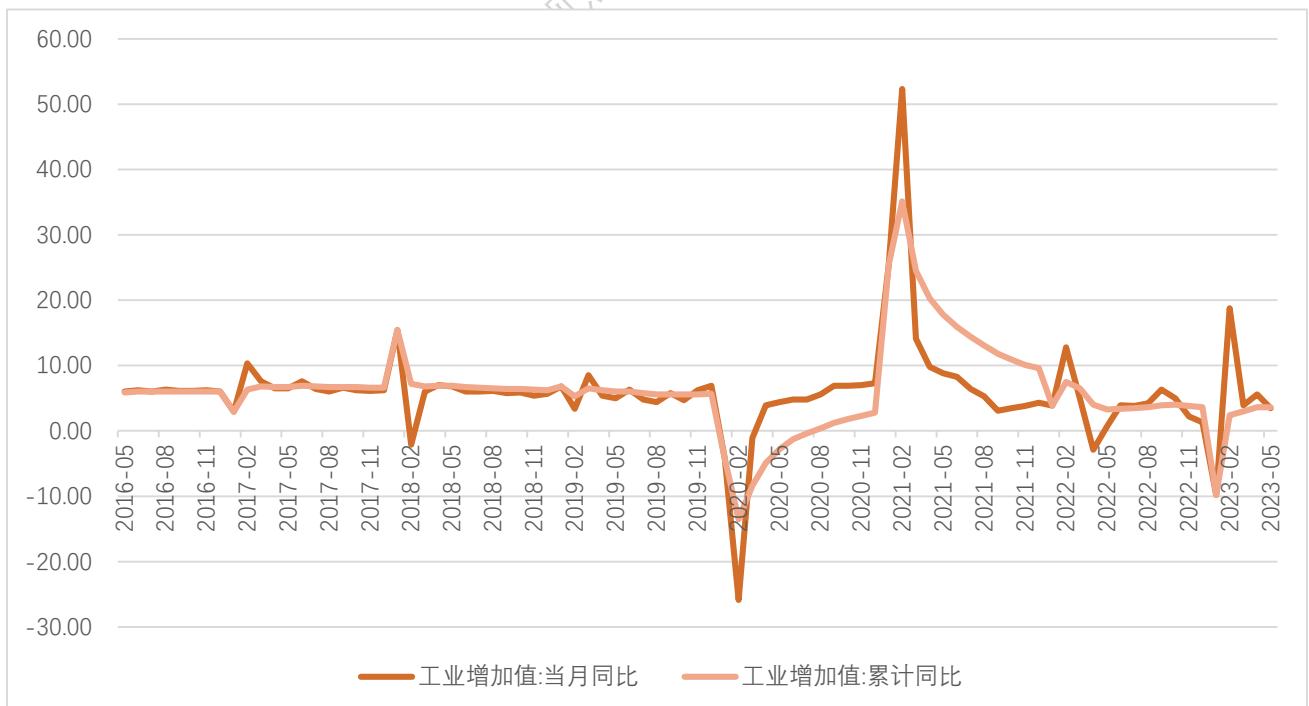
效应，两年复合年化增速来看，5月增速较4月的1.3%小幅回升至2.1%，生产端小幅修复。而反观“价格因素”，4月PPI下降3.6%，降幅比上月扩大1.1个百分点，去年的基数效应叠加国际原油价格波动导致PPI边际走弱。价格因素的跌幅不断加深是今年以来工业利润率上行的主要掣肘。

图11 工业企业利润



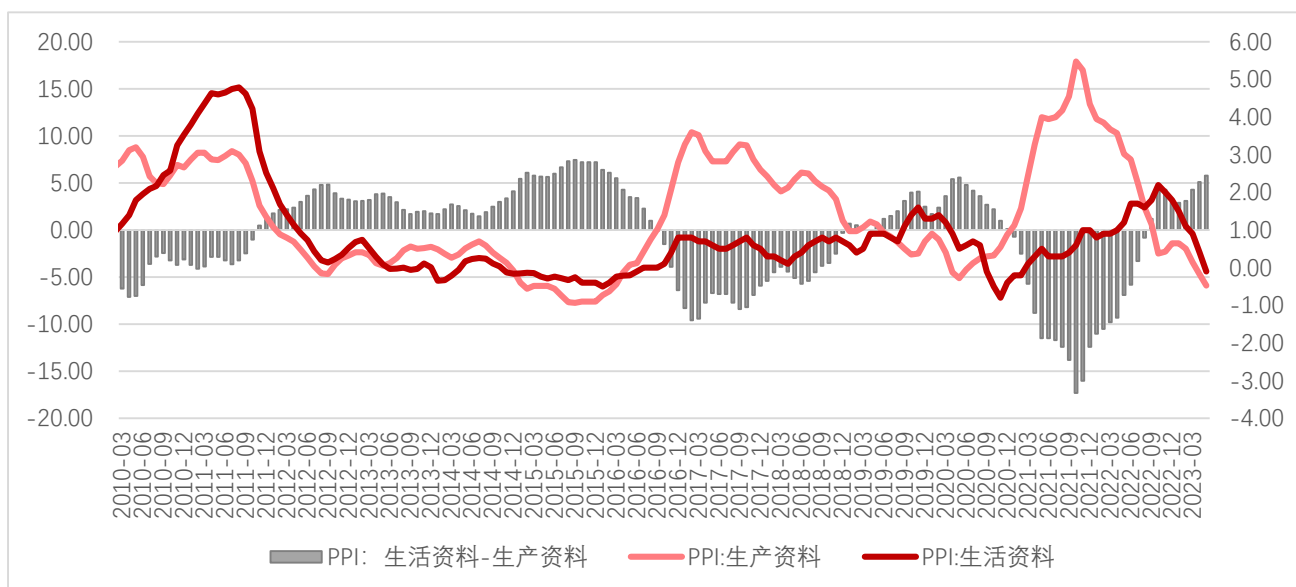
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图12 工业增加值同比 (%)



资料来源：wind，瑞达期货研究院

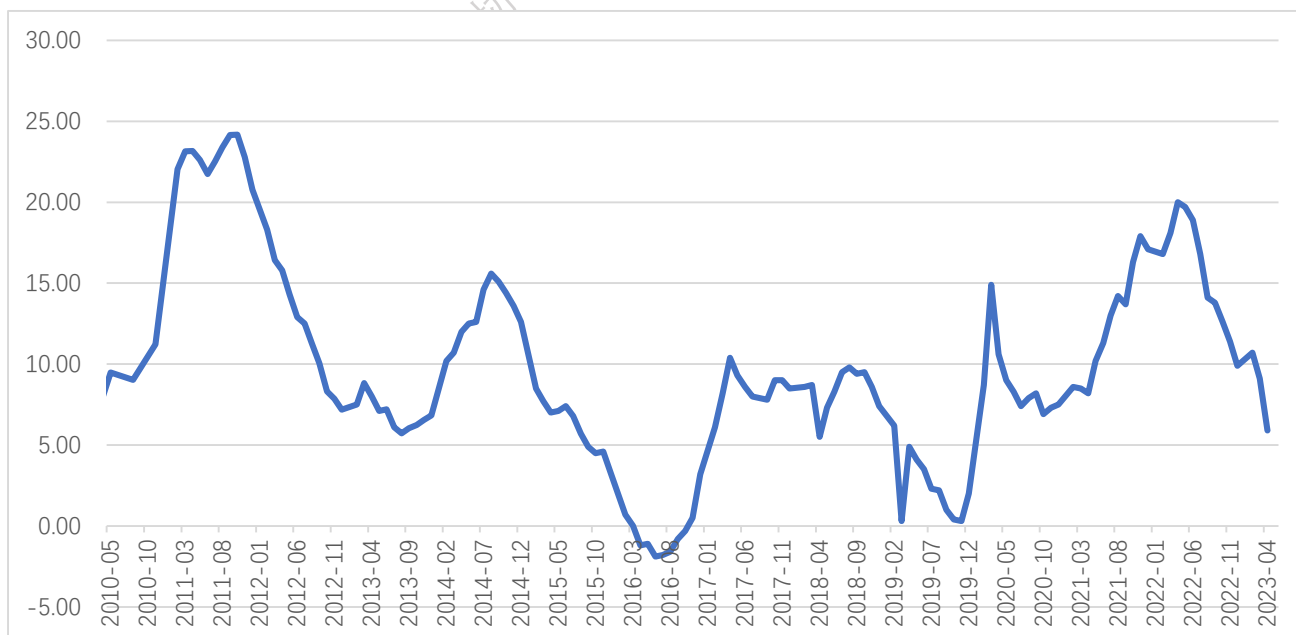
图13 PPI同比持续回落



资料来源：wind，瑞达期货研究院

以产成品库存作为工业库存变动的指标，4月企业表现出加速了去库的速度。4月末，产成品存货6.13万亿元，增长5.9%，增速较3月末下降3.2个百分点，降幅较上期有所扩大（3月降幅为1.6个百分点），显示出企业加速去库存。另外，PMI 库存相关的指标印证了企业去库的行为，PMI 制造业原材料库存指数和产成品库存指数分别为47.6%和48.9%，环比下降0.3和0.5个百分点。

图14 工业企业产成品库存同比（%）

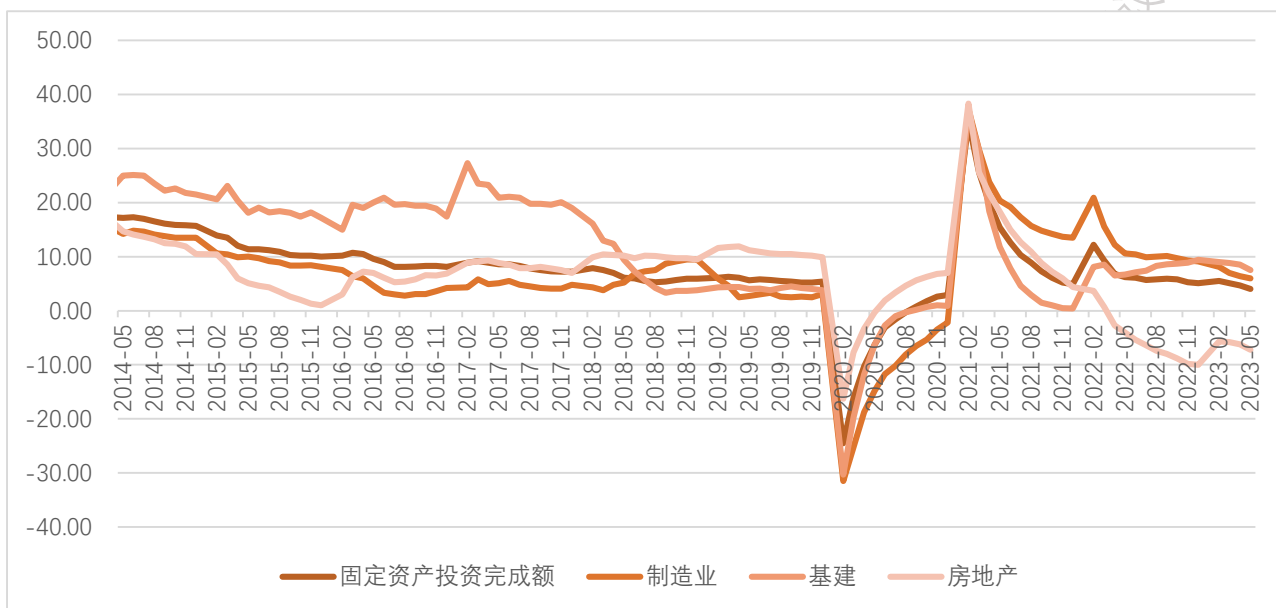


资料来源：wind，瑞达期货研究院

(二) 三驾马车“弱修复”

固定投资增速上半年以来表现偏弱。1-5月我国固定资产投资同比增长4.0%，较上月回落0.7个百分点。三大领域同比增速均出现一定程度下行，投资端总体承压，地产景气度下滑程度较为明显，这一点从本月居民新增中长期贷款上也有所印证。地产行业后续仍需政策引导，从而对冲居民需求弱所带来的影响。

图15 固定投资分项



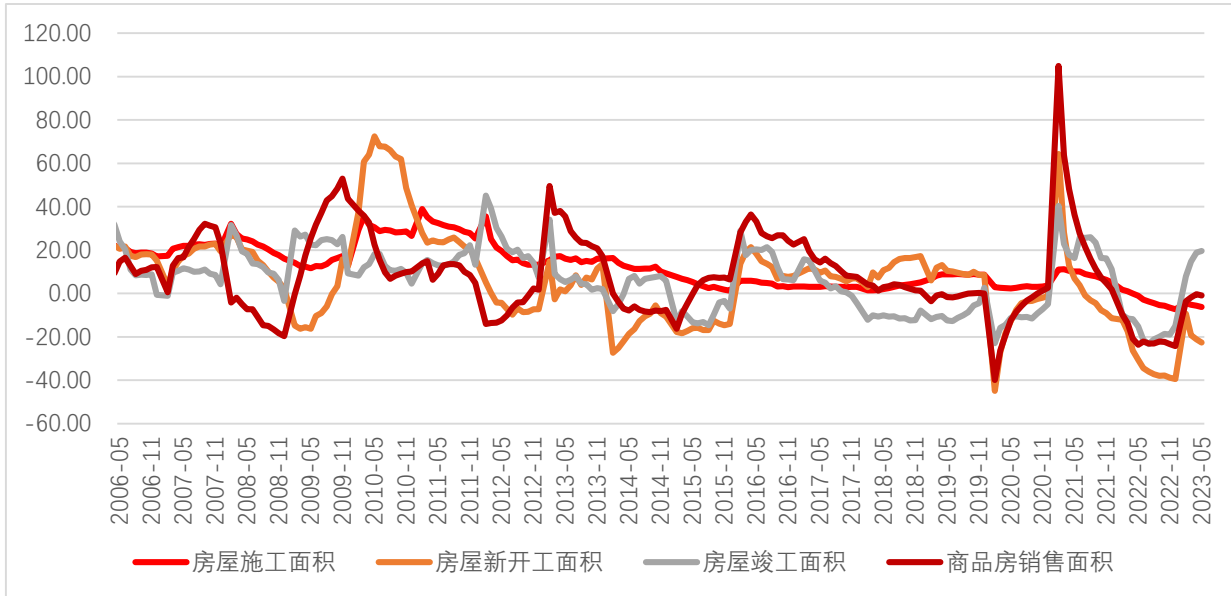
资料来源：wind，瑞达期货研究院

具体来看，**基建小幅回落，政策进入平稳期**。基建投资增长7.5%，较上月小幅回落1%，但总体表现较为稳定。**铁路运输业以及水利管理业延续此前较快增长的态势，维持两位数增长，为主要贡献项**。制造业依旧是以高新技术制造业为主，支撑整体运行。5月制造业投资增长6.0%，较上月回落0.4%，内生动力及外需的不足导致制造业投资小幅回落，但在去年基数回落的影响下总体依旧较强。**在终端需求较弱的背景下，企业正处于一个主动去库存的周期，短期内生产端承压**。购房需求则大幅回落，带动地产投资降幅走阔。1-5月，我国房地产投资同比-7.2%，降幅较上月扩大1个百分点。具体来看，房地产新开工、施工面积累计同比增速延续下滑走势，而竣工面积继续上涨，主要是受“保交楼”政策继续发力提振，地产链后端恢复优于前端。而从需求端来看，5月商品房销售面积累计同比降幅进一步下行0.5个百分点至-0.9%，**房地产景气度转冷，市场对其信心不足，地产始终承压**。

从地产资金来源看，自筹资金仍是上半年地产增速主要拖累。5月份个人按揭贷款同比上6.5%，回升4个百分点，销售回款能力有所好转，但自筹资金同比仍在-21.6%的低位徘徊。从信贷来看，居民部门融资需求偏弱，中长贷仍处于低位运行，维持“去杠杆”，同时指向低迷的房地产行业为需求

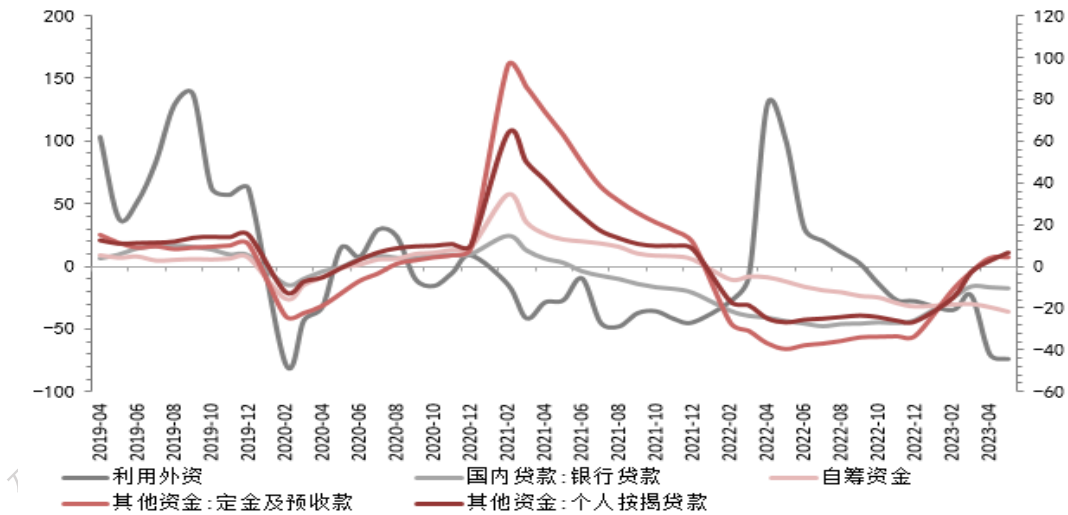
端复苏动力弱的主要拖累。

图16 房地产投资分项



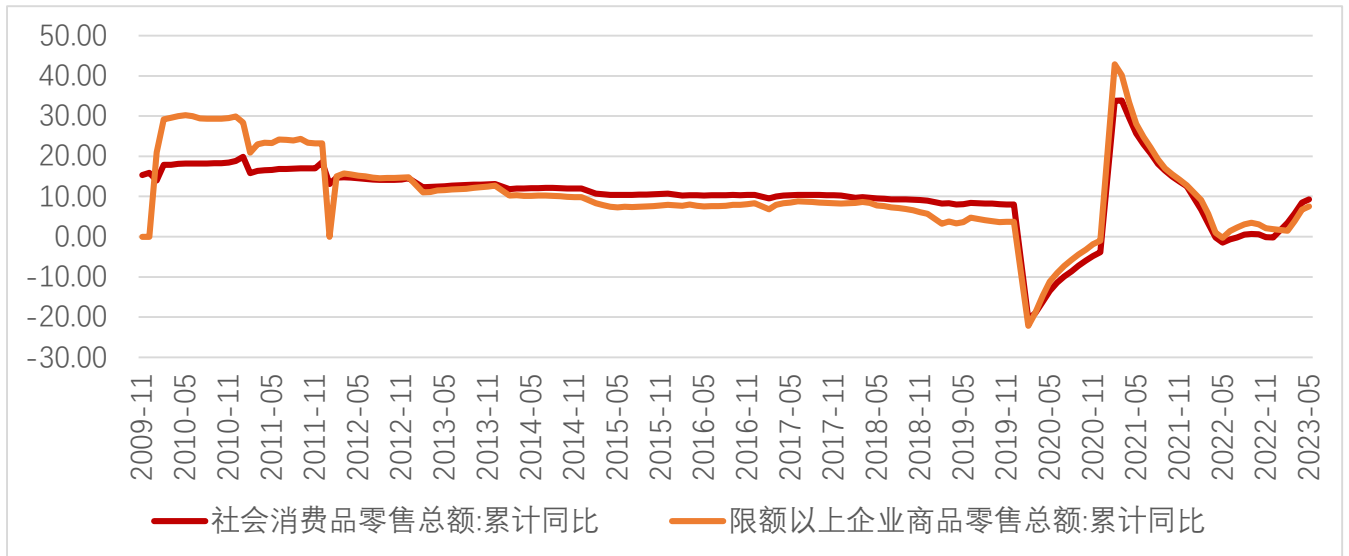
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图17 房地产资金来源结构



2023年1-5月，社会消费品零售总额187636亿元，同比增长9.3%。随着疫情时代离去、经济走向常态，消费场景迎来结构性恢复，促消费，稳增长，尤其服务型消费在线下场景下明显改善。随着更多高效有力的提振政策提上日程，消费端或将持续企稳上升，消费对经济增长将提供重要支撑作用。同时，考虑外需在海外缓慢衰退的大趋势下已在回落，政策在扩大内需、稳定外贸等各方面更大力度支持。

图18 社会消费品零售总额

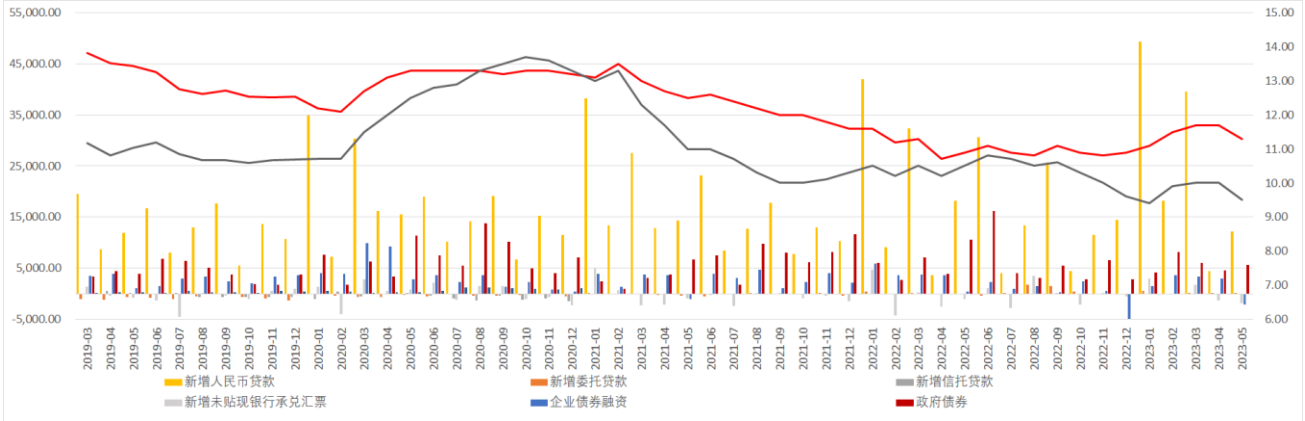


资料来源: wind, 瑞达期货研究院

(三) 社融信贷表现低于预期

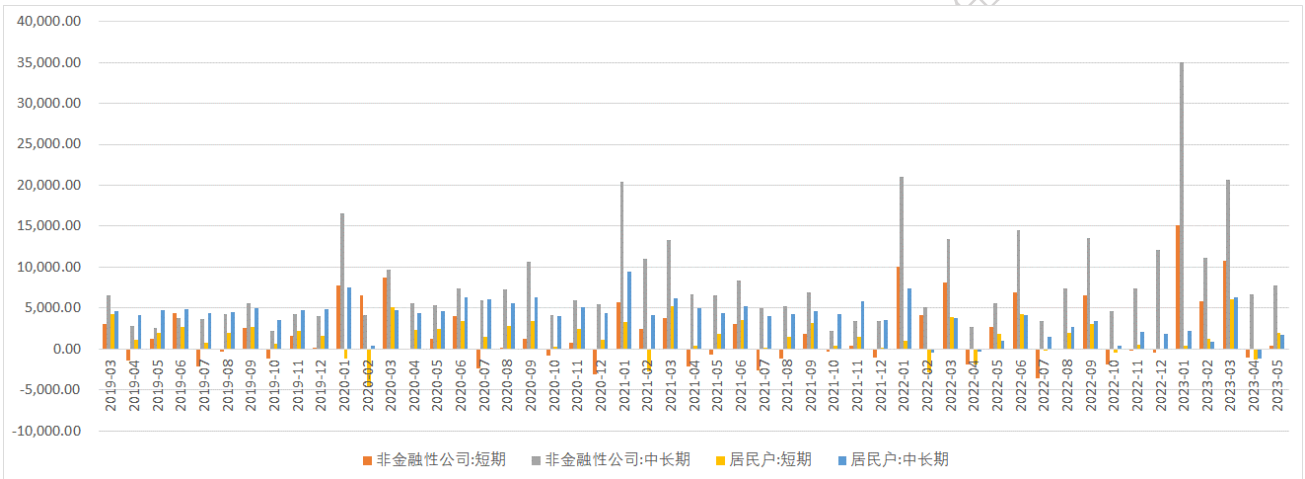
金融数据方面，社融信贷表现低于预期。5月末社会融资规模存量为361.42万亿元，同比增长9.5%，较4月份下滑0.5个百分点。其中，贷款项5月份同比增速下降0.4%至11.3%；政府债券同比增速下跌1.1%至12.4%；企业债券同比增速为-0.1%，较上月下滑0.7%，人民币贷款、政府债券与企业债券增速均有明显下滑，拖累本月社融同比增速表现。信贷同比少增，企业中长期融资需求保持一定韧性。5月份金融机构口径的新增人民币贷款1.36万亿元，同比少增5300亿元。其中，居民部门贷款新增3672亿元，同比多增784亿元；企业部门新增8558亿元，同比少增6742亿元；非银金融机构新增1370亿元，同比多增658亿元。分部门看，居民部门短期贷款同比多增148亿元，中长期贷款同比多增637亿元，较上月有所改善，但仍低于历史平均水平。当前经济增速放缓，居民贷款低迷，住房销售持续位于低位，居民购房需求仍不足，房地产市场的修复还需一定时间。企业部门的贷款同比少增6742亿元，其中短期贷款同比少增2292亿元，中长期贷款同比多增2147亿元，中长期贷款仍为当前新增信贷的主要拉动力量。票据融资同比少增6709亿元。从新增量来看，企业中长期贷款更有韧性，短期贷款有所减少。金融机构对制造业和基础设施等领域的信贷投放力度仍较大，中长期贷款利率相对偏低。

图19 社会融资分项



资料来源：wind，瑞达期货研究院

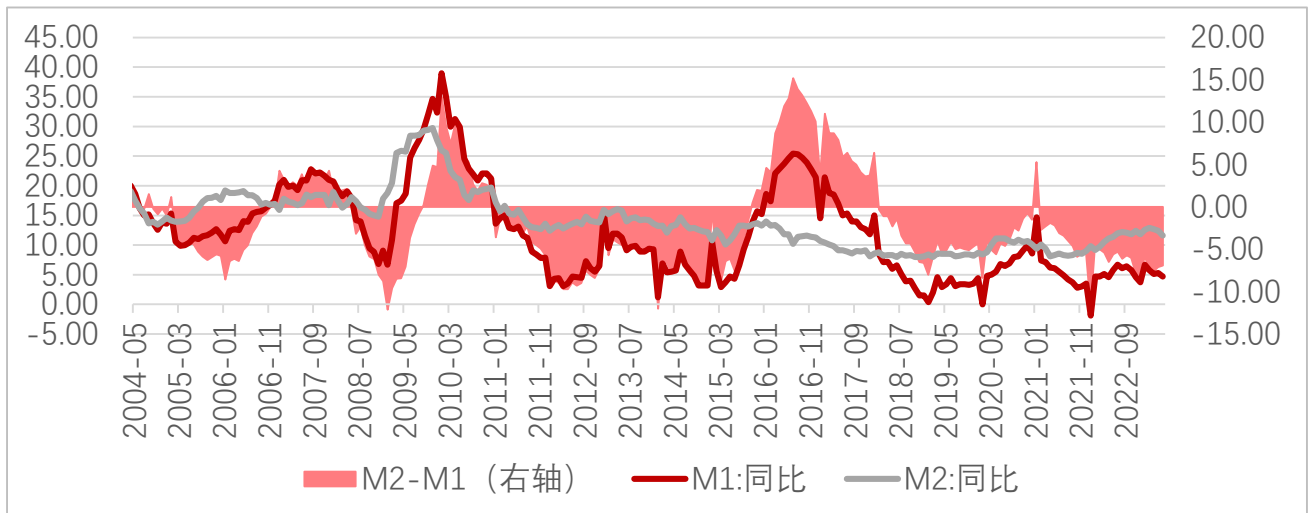
图20 新增人民币贷款



资料来源：wind，瑞达期货研究院

M2-M1剪刀差收窄，企业活期意愿边际改善。5月份人民币存款新增1.46万亿元，同比少增1.58万亿元。其居民户、非银金融机构存款、财政存款均同比少增。从存款增速看，金融机构各项存款余额同比增速由12.4%下降至11.6%。M1同比增速同样下降，5月同比增速为4.7%，较上月减少0.6个百分点。由于M2同比增速降幅更大。M2-M1增速剪刀差缩小0.2个百分点至6.9%，企业、居民存款活期意愿比例边际提升，投资和消费动力有所增加。

图21 M2-M1剪刀差收窄



资料来源：wind，瑞达期货研究院

（四）稳增长政策或陆续出台

反观当下的经济可以看到，经济基本面由强预期转向弱复苏，又从弱复苏转向被动去库存的“被动局面”，政策面上国家更是多次强调要加大调控力度、扩大有效需求，预期下半年将有主打扶持经济以及金融端政策陆续落到实处。

经济方面，随着6月16日国常会研究提出了一批政策措施，强调加大宏观调控力度，预计后续稳增长具体举措将陆续出台。具体来看，发改委等部门出台“降成本”政策，旨在从货币财税等维度降低经济主体成本费用，提振信心。发改委表示，稳经济的六大重点方向分别是：扩大消费、推动基建投资、现代化产业体系建设、稳外资外贸、强化就业、粮食和农产品保供。预计后续政策将围绕这几方面展开，因而资产配置层面或可围绕政策主线布置。

货币政策方面，近期市场重点聚焦在央行一系列降息举措，为后续稳增长政策进行铺垫。降息的目的在于宽货币推动宽信用，降低实体经济贷款利率。央行通过调节 5Y LPR 利率稳定房价预期、影响居民购房行为。5Y LPR 较为适度的调降表明政策对于地产的刺激力度仍以稳为主，预计后续或仍有进一步的增量政策，配合降息提振按揭贷款需求。

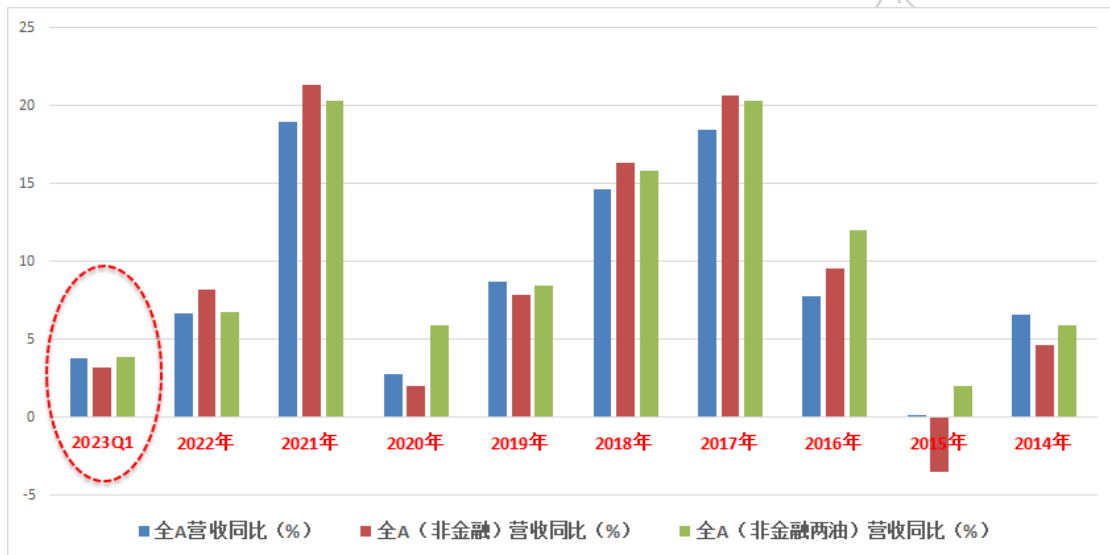
三、A 股盈利有待修复

（一）全 A 业绩表现

从 2023 年一季度来看，在国内经济弱复苏的背景下，A 股业绩表现仍较疲软，盈利能力仍待修

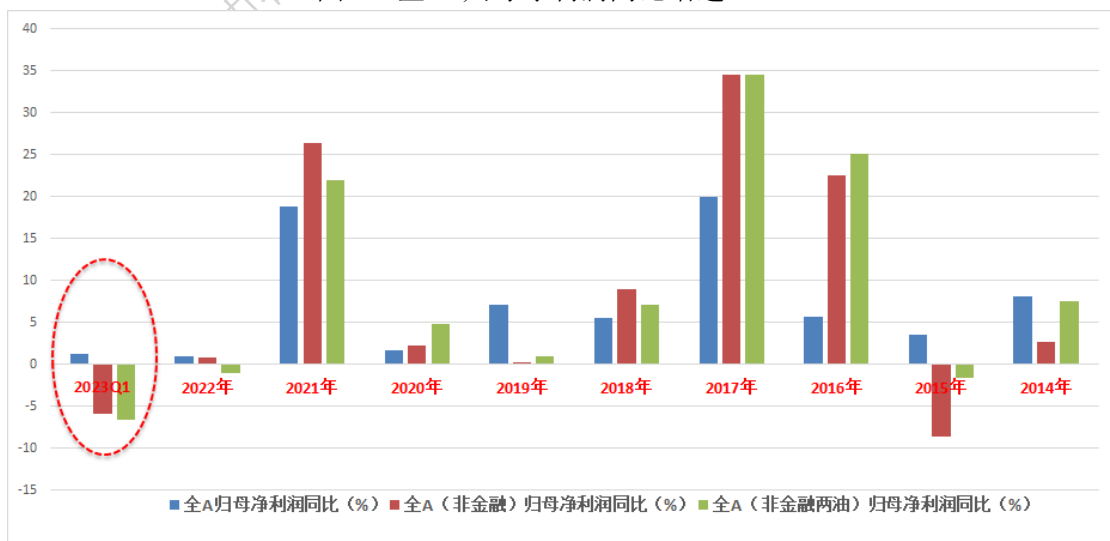
复。其中，全部 A 股 2023Q1 /2022 年 Q4 净利润同比增长 1.30%/0.99%；全 A（非金融）2023Q1 /2022 年 Q4 净利润同比增长-5.93%/0.82%；全 A（非金融石油石化）2023Q1 /2022 年 Q4 净利润同比增长-6.68%/-1.11%。一季度全 A 相较 2022 年四季度单季度营收同比增速有所回升，归母净利润同比增速由负转正，但全 A（非金融石油石化）归母净利润同比仍维持负增长。从历史来看，GDP 实际增长与 A 股净利润增速走势基本同步。从当前市场预期来看，2023 年全年实际 GDP 累计增速的一致预期为 4.97%，较 2022 年 3.23%的预期增速有所回升。此外，2023 年 Q2-Q4 的预测来看，市场预期全年实际 GDP 增速或在 Q2 实现最高值，Q3-Q4 逐步回落。基于对 GDP 实际增长的预测，全 A 净利润或在二季度有所企稳。

图 22 全 A 营收同比增速 (%)



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 23 全 A 归母净利润同比增速 (%)

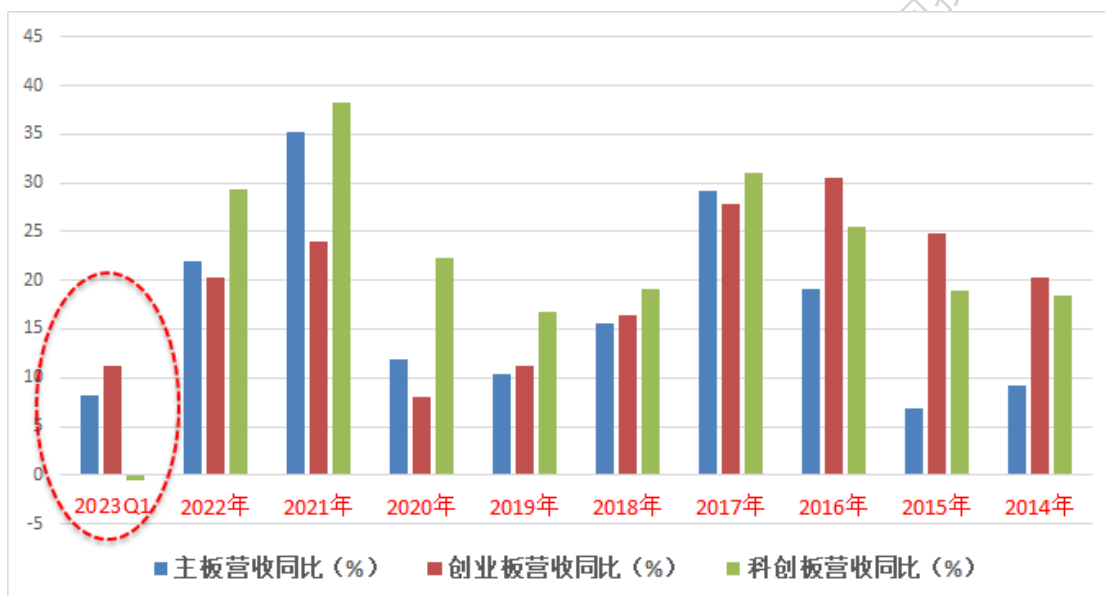


资料来源：wind，瑞达期货研究院

(二) 板块业绩表现

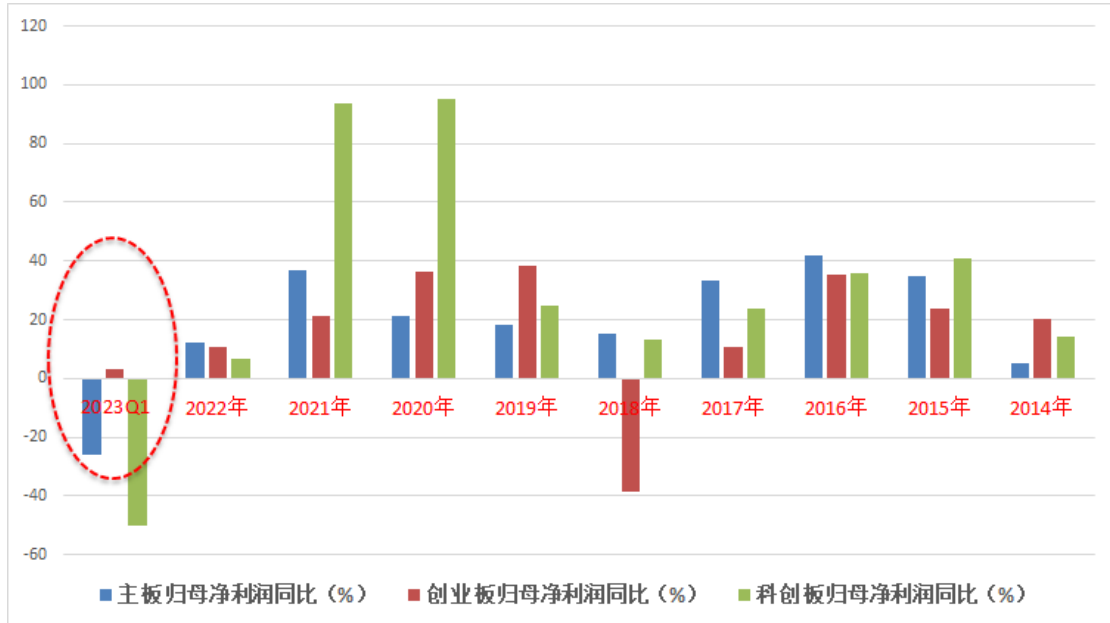
2023 年一季度，主板、科创板营收以及净利润同比加速回落，创业板业绩相对占优。主板 2023Q1 /2022 年 Q4 营收同比增长 8.23%/22.01%；创业板 2023Q1 /2022 年 Q4 营收同比增长 11.22%/20.28%；科创板 2023Q1 /2022 年 Q4 营收同比增长-0.48%/29.34%。此外，从归母净利润来看，2023Q1 主板和科创板归母净利润同比增速维持负增长，创业板归母净利润同比增速回落但维持正增长。主板 2023Q1 /2022 年 Q4 归母净利润同比增长-25.77%/12.28%；创业板 2023Q1 /2022 年 Q4 归母净利润同比增长 2.99%/10.63%；科创板 2023Q1 /2022 年 Q4 归母净利润同比增长-50.1%/6.46%。

图 24 三大板块营收同比增速（%）



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 25 三大板块归母净利润同比增速（%）

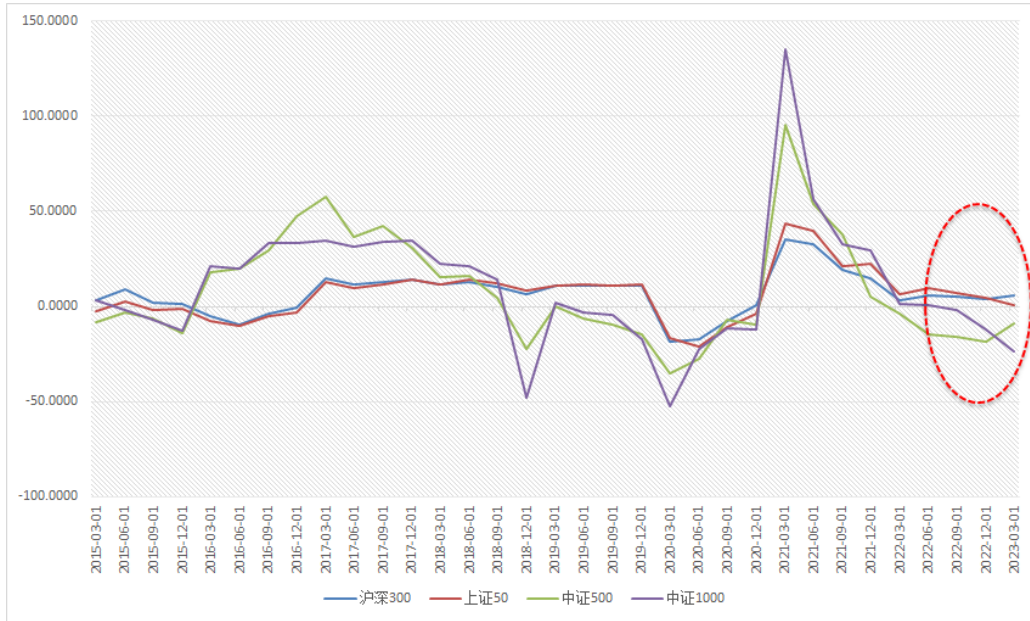


资料来源：wind，瑞达期货研究院

(三) 期指业绩表现

2023 年一季度，大盘价值业绩整体有所改善，以沪深 300 为代表的大市值企业归母净利润同比增速企稳回升，上证 50 归母净利润相对去年环比下滑，中证 1000 归母净利增速加速下行，中证 500 归母净利润持续负增长。具体来看，沪深 300 归母净利润 2023Q1 /2022 年 Q4 同比增 5.98%/3.73%；上证 50 归母净利润 2023Q1 /2022 年 Q4 同比增长 0.71%/4.53%；中证 500 归母净利润 2023Q1 /2022 年 Q4 同比增长-9.17%/-18.43%；中证 1000 归母净利润 2023Q1 /2022 年 Q4 同比增长-23.57%/-11.95%。结合当下经济环境来看，国内经济恢复基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力依然存在，企业特别是中小微企业生产经营困难仍不少，发展环境有待进一步改善，预计后续 Q2-Q4 关于支持中小企业生产发展的相关政策将进一步出台。

图 26 四期指归母净利润同比增速 (%)



资料来源：wind，瑞达期货研究院

(四) 期指的估值均处于历史中低水平

根据市盈率 TTM 整体法测算，截至 5 月 31 日，全 A 市盈率 PE 估值为 17.73，由于五月份市场再度下行，估值相较于四月底再度回落。长区间来看，市场估值已经逐步回升至 10 年平均线上方，仍处于历史中部偏低水平。股债风险溢价月末有所回升，整体相较于 1 月初行情而言有显著回落趋势，但仍位于平均线上方。主要宽基指数估值整体偏低，中小以及成长风格估值仍处于 25 分位附近或是下方，大盘指数经过一季度的偏强表现后估值有一定程度的提高。截至 5 月 31 日，大盘指数 PE 估值接近中位数位置，中盘指数估值仍然显著低于 25 分位数。

图 27 股债风险溢价 (%)



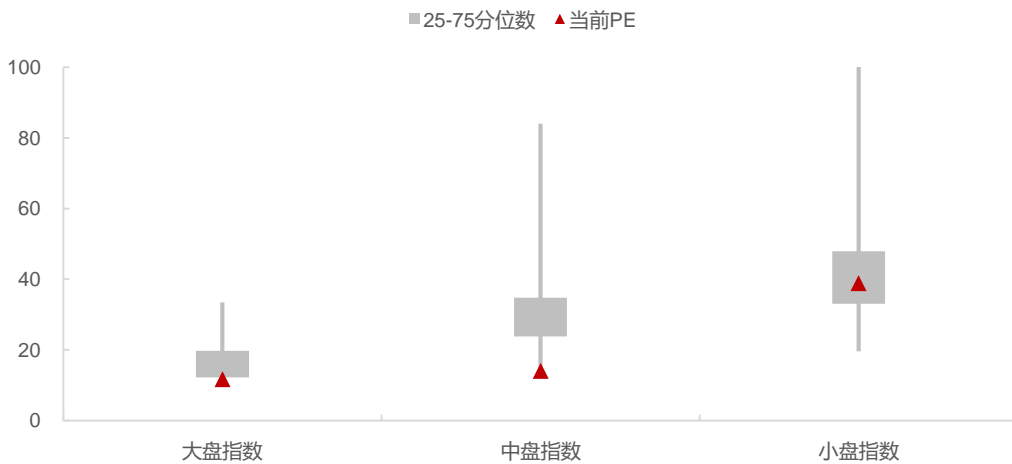
资料来源：瑞达期货、Wind

图 28 全 A 市盈率 (TMM-整体法)



资料来源：瑞达期货、Wind

图 29 A 股规模指数 PE 估值



资料来源：瑞达期货、Wind

四、股指资金供需对比

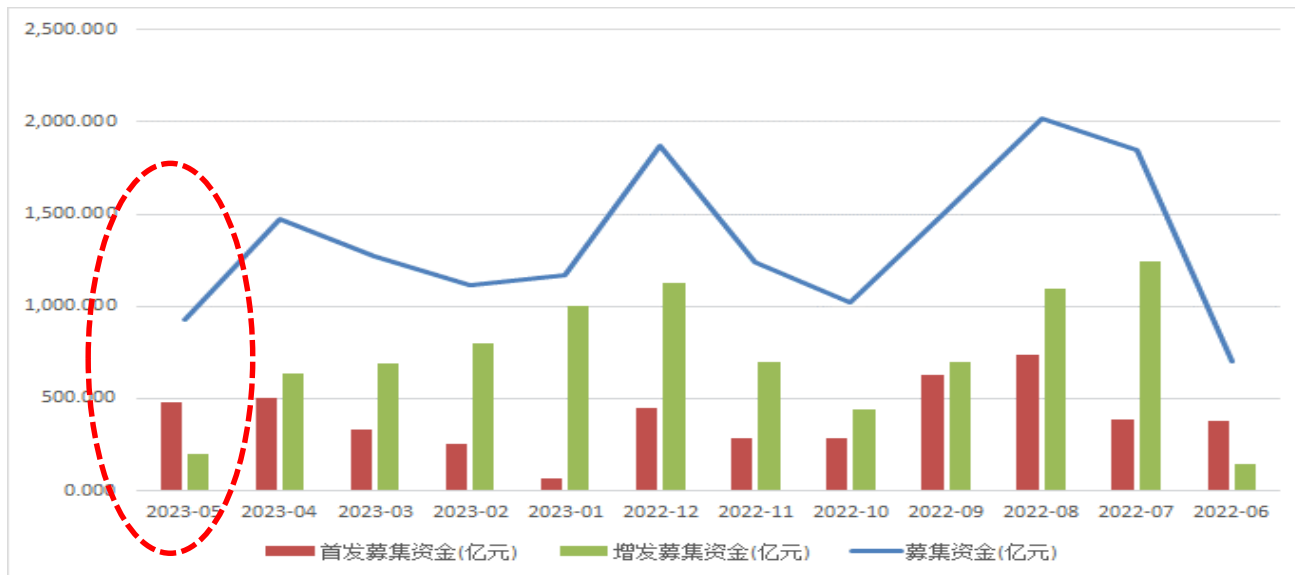
(一) 资金消耗

1、一级市场

上半年来看，一级市场总募集资金为 6568.78 亿元，募集家数为 402 家。首发募集资金 2041.60

亿元，增发募集资金为 3516.07 亿元。相较于 2022 年上半年，一级市场资金募集总数为 7377.60 亿元，今年一级市场资金消耗显著降低。总体来看，上半年来股权融资规模未呈现显著增长，资金消耗相较于去年同期有所下降。当前市场面临海内外不确定因素干扰，一级市场融资意愿仍处于偏低温状态。值得注意的是，随着全面注册制的落地，下半年主板新股破发比例或有可能上升，IPO 定价由博弈行为转变为对新股真实价值的判断。

图 30 一级市场对资金消耗情况

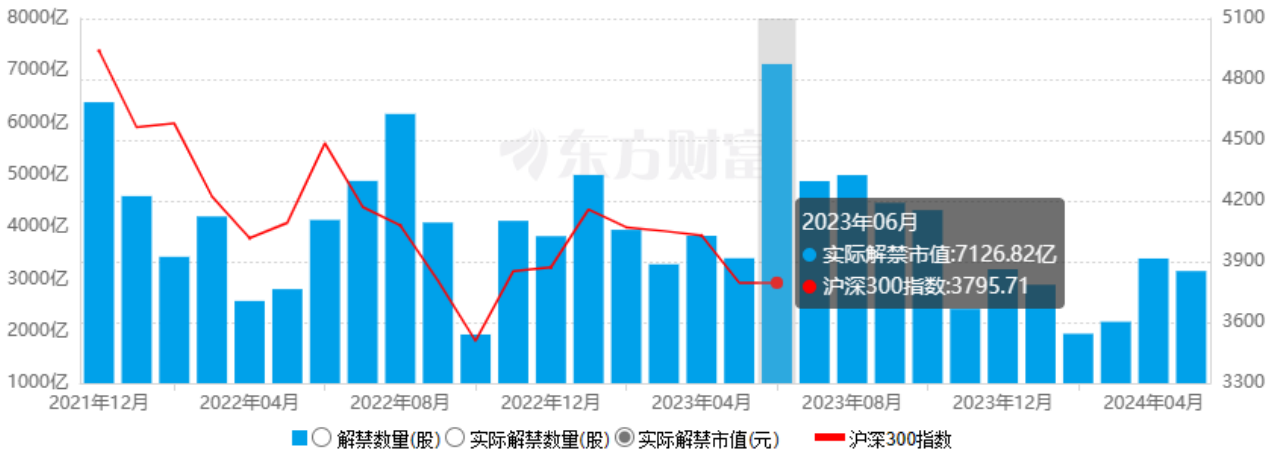


资料来源：wind，瑞达期货研究院

2、大股东二级市场及回购交易情况

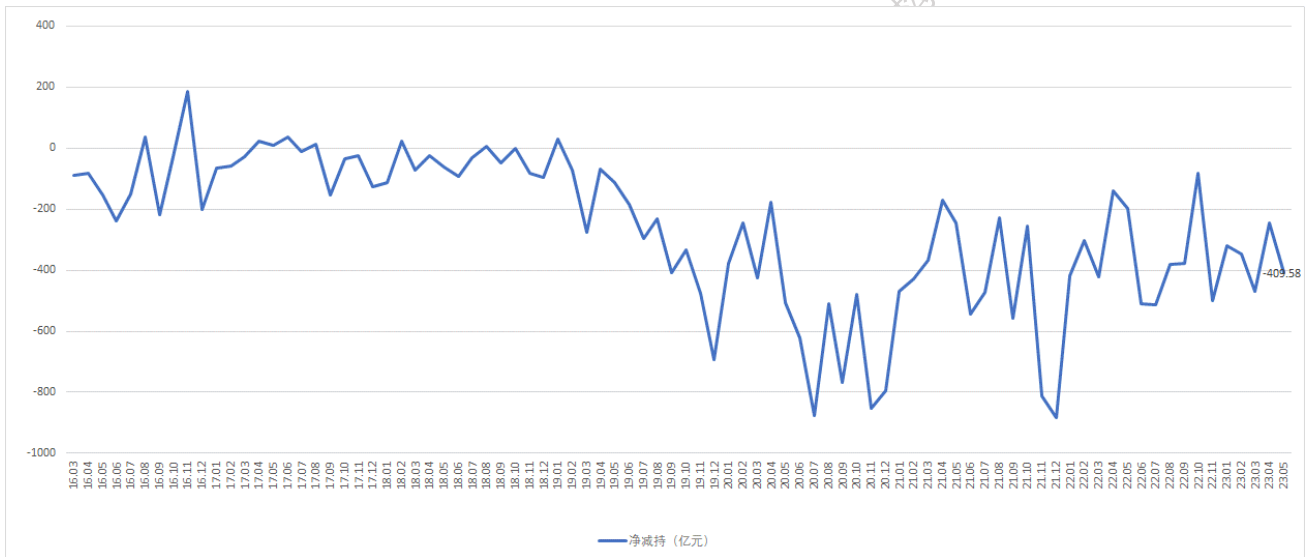
从重要股东二级市场交易公告来看，上半年来股票回购规模相较于去年明显下降，说明当前A股市场在经历一定估值提升过程后性价比有所下降，股东回购意愿减弱，对于市场情绪面逐步归于平淡。上半年减持市值为2488.41亿元，减持家数为1642家，相较于去年同期显著上升。上半年增持市值为289.61亿元，增持家数为1992家，相较于去年同期明显减少。此外，6月份限售解禁规模将大幅提升，市场空头情绪或有可能上升。今年上半年来看，重要股东增持亦较去年年末呈现明显下降趋势，海内外不确定因素持续干扰市场预期，资金增持信心不足。

图 31 限售解禁市值



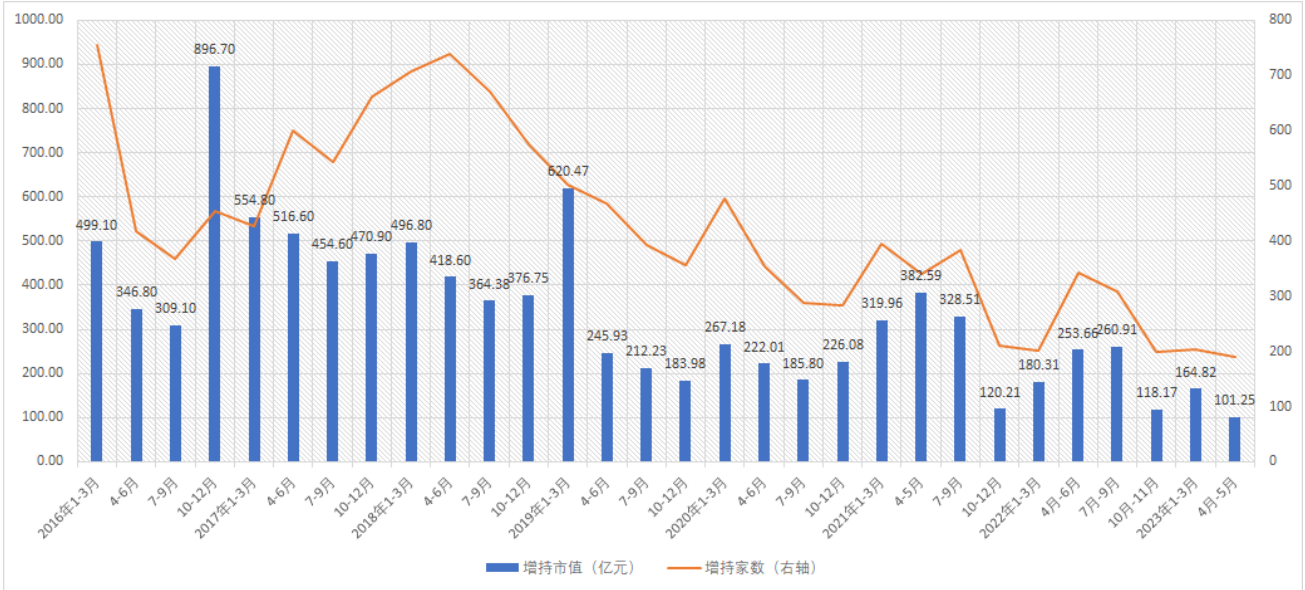
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 32 大股东净增（减）持变化



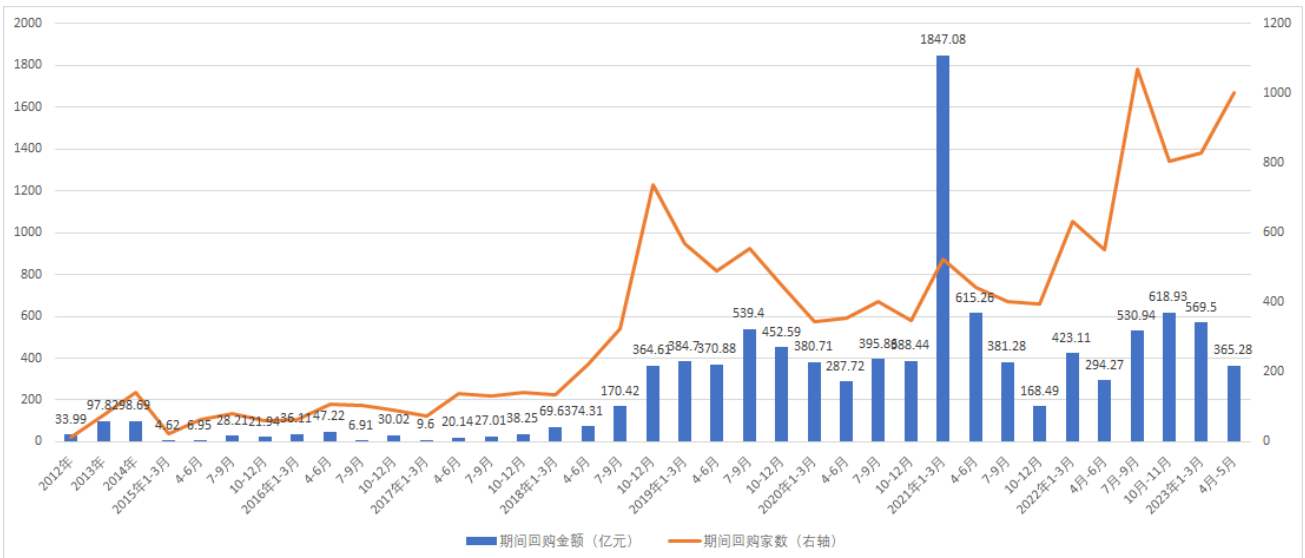
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 33 大股东增持情况



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 34 股票回购情况



资料来源：wind，瑞达期货研究院

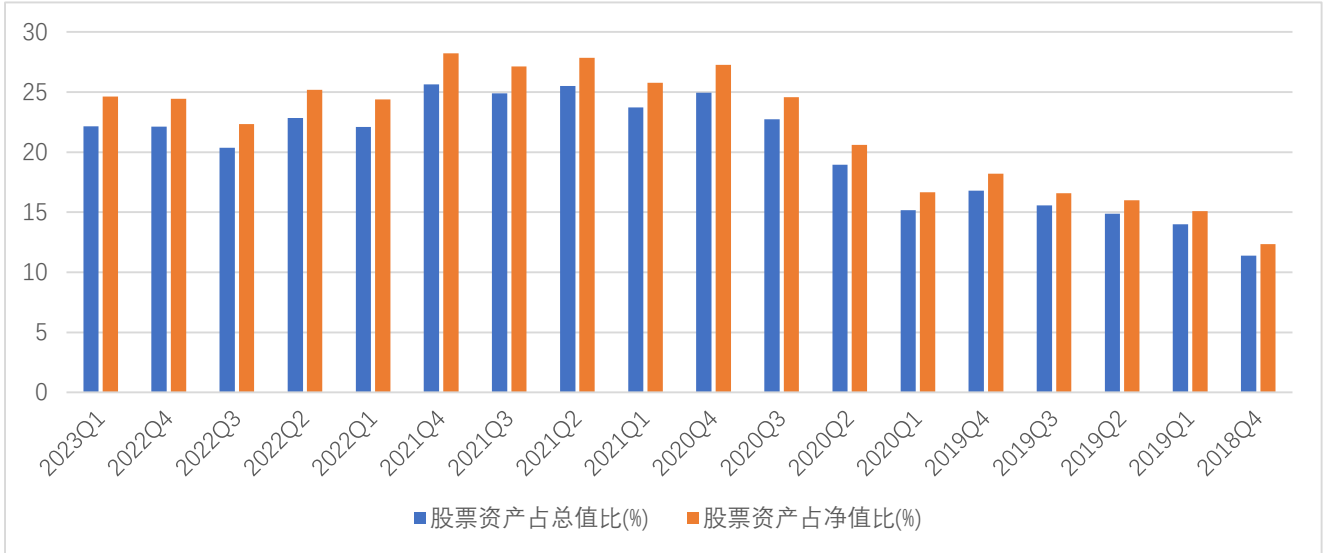
(二) 资金供给

1、基金持仓变动

2023 年以来，新基金发行市场明显降温。截至 6 月 26 日，年内新成立基金 585 只，平均发行份额 8.69 亿份，相比去年同期的 721 只，新成立基金数量减少 136 只，发行份额减少 1200 亿份；8.69 亿份的平均发行份额更是 2018 年以来的最低水平。截至半年末，开放式基金股票投资比例 70.19%，较月初 72.49% 有所回落。5 月份，股票投资比例呈现快速回落。2022 年至 2023 年，股票型基金以及

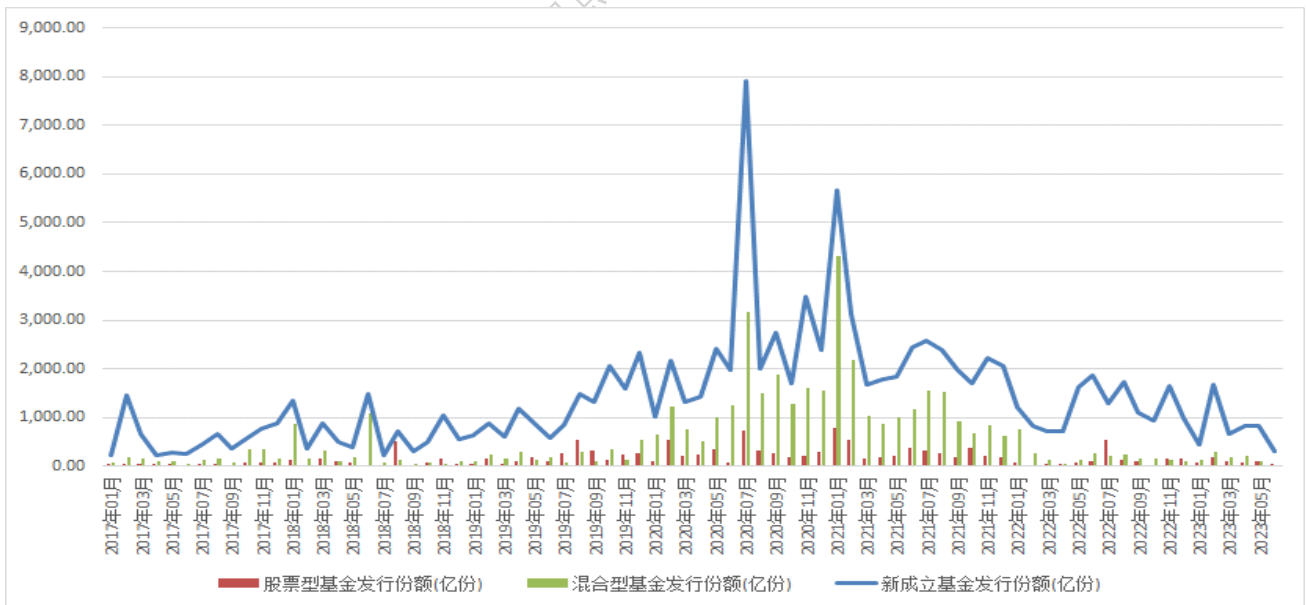
混合偏股型基金的 A 股市场投资总市值整体趋于上行变化，A 股市场投资比例则偏向下行。截至 2023 年 1 季度，整体基金市场投资 A 股比例占据净值 22.03%，占据总值 19.80%，相较于 2022 年四季度有所回升，然仍处于低位。国内经济弱复苏预期难以支撑增量大幅入场，A 股市场资金供给仍处于偏冷状态。

图 35 基金股票投资比例 (%)



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 36 基金发行份额



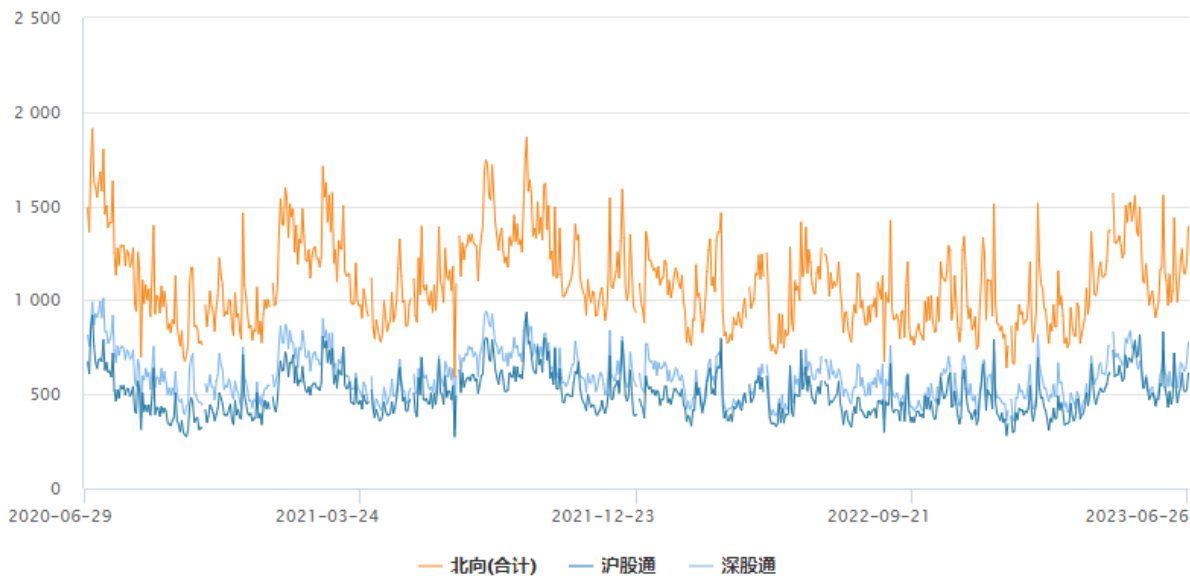
资料来源：wind，瑞达期货研究院

2、外资波动放大

截至 6 月底，上半年北向资金累计净买入 1942.28 亿元，沪股通累计净流入 1065.63 亿元，深股

通累计流入 876.66 亿元，相较于去年上半年显著降低。展望未来，在通胀局势以及经济增速回落预期的影响下美联储对于加息节奏的态度对市场偏好形成明显干扰。而随着国内宏观修复预期减弱，A 股面临基本面上的多头因素难以支撑资金做多情绪，北上资金波动或将放大，市场情绪再度降温。

图 37 陆股通资金累计净流入情况（亿元）

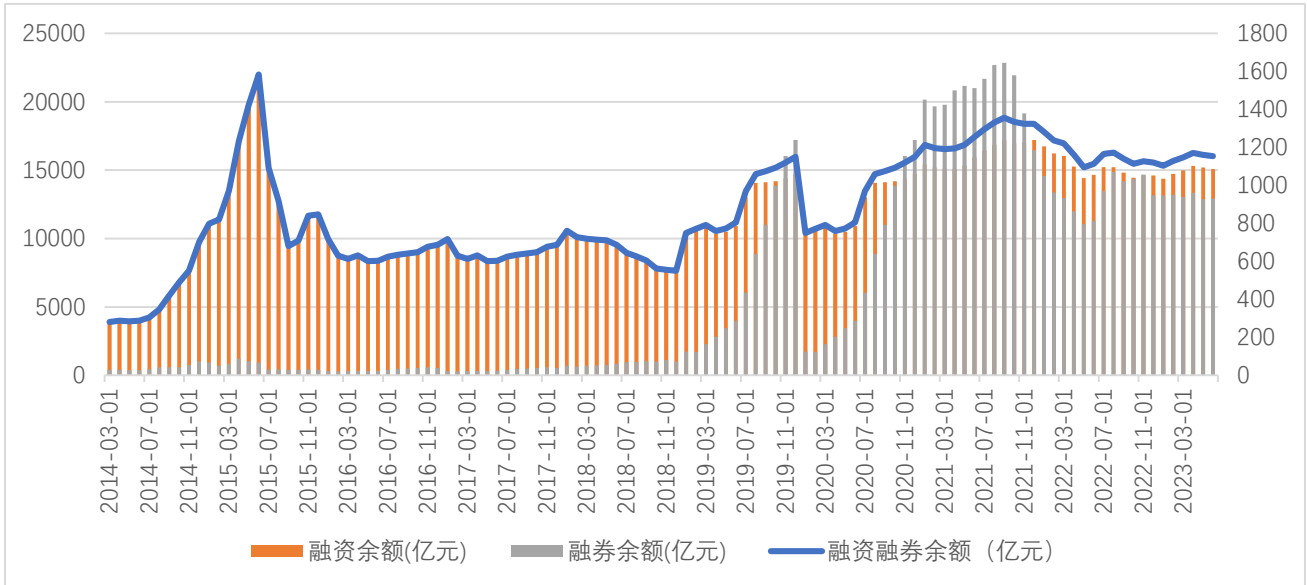


资料来源：wind，瑞达期货研究院

3、两融余额

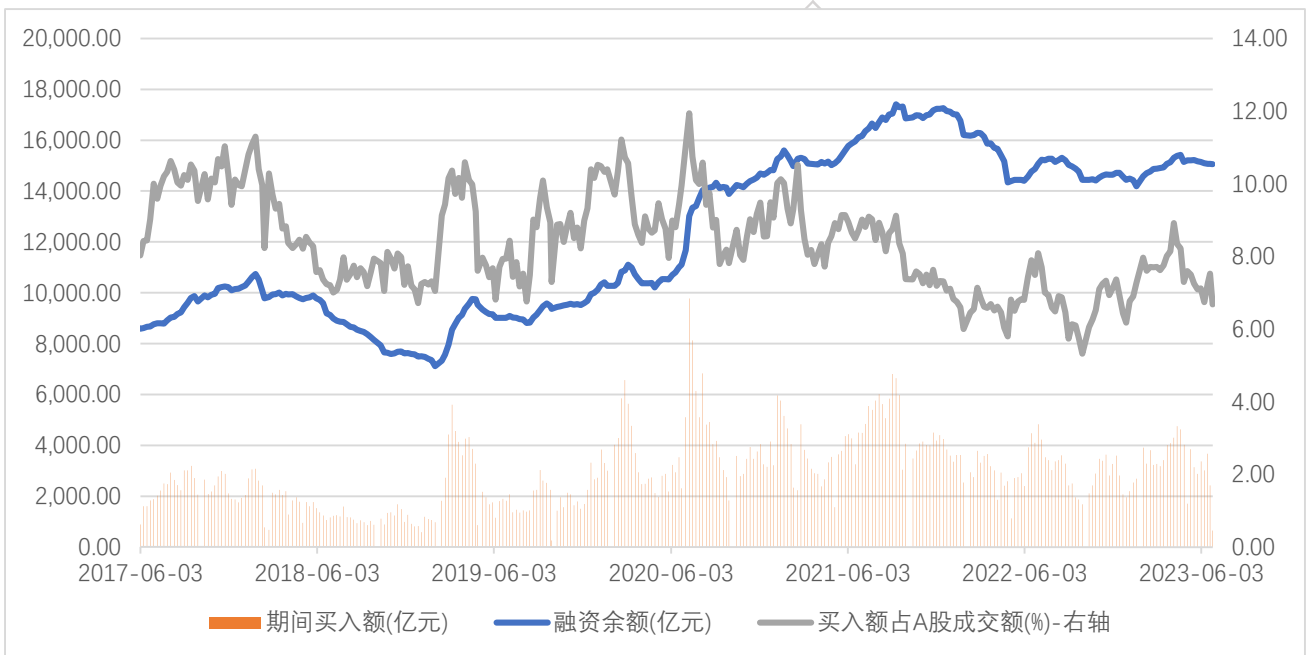
截至上半年末，两融余额为 16121.57 亿元，其中融资规模有所上升。六月份融资期间买入额为 13551.92 亿元，五月份为 17699.90 亿元，融资买入额显著降低。从融资买入额占 A 股成交额比例来看，六月融资买入额 13551.92 亿，占 A 股成交额比例为 7.31%，相较于五份而言亦明显降低，海外风险尚未充分释放，市场做多信心不稳。今年上半年以来，随着 A 股经历年初反弹期后，在政策空窗期下，增量资金做多动力有所弱化。当前海内外宏观不确定性因素较多，预计未来短期风险偏好仍有波动，不排除融资情绪回落的情况。

图 38 融资融券余额



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 39 融资买入额占 A 股成交额比例



资料来源：wind，瑞达期货研究院

五、下半年股指走势展望

2023 年上半年来看，全球大类资产呈现分化走势，A 股年初表现强势，涨幅领先于全球主要资产，然而在经历 5 月大幅回调，降至 1 月初点位，当前估值已经处于历史中低水平。风格层面，中小指数整体优于大盘指数表现，大盘成长显著走弱，小盘成长跌幅相对较小。上证 50 自年初强势走向弱势，权重股

于外资波动放大下振幅拓宽。四期指由升水转向贴水格局，一方面是现货指数上行预期弱化，另一方面则是分红期来临导致年中旬基差调整。

国内基本上，当下经济或仍然处于主动去库存阶段。库存是实体对于经济预期的一种头寸，它也会反过来形成对于实际经济供需的强化。去年年底至今年年初，在防控放开后经济复苏预期的影响下，制造业企业在2023年1-2月进行快速补库存，市场信心亦得到提振。然而随着时间步入二季度，经济复苏力度的不及预期，为缓解库存压力，制造商不得不主动降价清理库存，而这进一步强化了经济的悲观预期，市场步入震荡回调阶段。而随着央行再度实施降息政策，市场面临的政策利好因素再度增加，因而下半年宏观环境不宜过分悲观，指数中长线上行仍需关注一系列积极政策落地后实体经济景气的改善程度。海外层面上，上半年美联储如期放缓加息脚步，然而近期美联储主席鲍威尔出席国会听证会时再度表露鹰派立场，预计年内再度加息一到两次。此外，包括英国央行等多国央行超预期加息，全球避险情绪上升。我们对于后续的判断是，由于货币政策存在周期长和一定的效应滞后性，美联储以及其他发达国家央行的收紧策略战线或拉长，也意味着全球经济面临的下行风险犹在，对于国内基本面以及情绪面的影响不容忽视。

当前各个期指估值均调整至历史中低水平，而随着股债ERP重新回落长区间均值附近，后续上行概率更大，因此亦不宜过分悲观。结合当下的宏观环境来看，今年以来，A股都是在没有总量政策和预期的环境下交易的，仍能有阶段性主线引领市场情绪。央行刚施行降息操作，弱宏观下往后看可能还有进一步宽松的空间。因而我们对于当下A股行情的判断则是，结合估值看，指数目前上行动能尚有不足，然下行空间亦有限，趋势性机会或难以觅见，市场仍需等待政策与经济数据的进一步明朗，下半年多数时间期指或将以偏弱震荡的行情为主，短线单边交易策略或是套利交易，但随着政策与企业盈利预期不断改善，有助于年底行情的回暖。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。