

政策助力信心企稳，A股或将拨云见日



金融投资专业理财

摘要

上半年来看，A股市场自底部反弹后步入震荡回调，投资者风险偏好承压，交投意愿不足。从宏观环境来看，5月CPI、金融和经济数据表明相比一季度，经济景气出现边际转缓迹象，且在结构上表现为供给强于需求、内需缓于外需。自四月底及五月初经历明显的地产政策调整后，近期房地产市场出现了一些积极变化，新房销售面积和销售金融同比降幅均有所收窄，但整体地产市场景气度仍偏弱，房地产开发投资增速也延续放缓态势。海外方面，全球地缘风险加剧、主要经济体间贸易争端增多、美国降息预期反复等也对全球资金流向带来影响，我们仍需关注到随着美国出行旺季到来、OPEC+预计仍将延续减产，油价可能还将反弹，加之美国经济基本面仍表现出较强韧性，以及市场对美联储年内降息的预期已降至仅1次左右，短期内降息预期再度大幅升温的可能性很小。在10年期美债收益率高位震荡的情形下，10年期中债利率或仍将延续震荡行情，中美10年期利差深度倒挂状态短期难以快速改变，外资面临较大流出压力。虽然2月份以来的修复行情面临波折，但今年经济增速在剔除基数效应的对比下，我们认为较去年预期最为悲观时期可能已经过去。当前A股市场整体估值已经重新回到历史偏底部水平，指数当下估值位置可能已较为充分反映悲观预期，下半年稳增长政策加码结合当前资本市场政策红利下制度不断完善，有助于继续活跃资本市场，再度提振投资者信心，下半年继续多关注阶段性及结构性机会。后续需要关注的重点包括，地产政策转向的效果及后续进一步的政策应对有待验证，关注三中全会各项改革方针的推出，以及海内外地缘政治环境对市场风险偏好的影响。

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

研究员：许方莉
期货从业资格证号 F3073708
投资咨询证号：Z0017638
助理研究员
廖宏斌 期货从业资格证号：
F3082507
王世霖 期货从业资格证号
F03118150
黄裳禾 期货从业资格证号
F03101165

咨询电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com
扫码关注客服公众号

ADS 研究服务



目录

摘要	1
一、上半年市场回顾	4
二、宏观基本面分析	6
(一) 工业生产持续受出口拉动	6
(二) 地产延续弱势格局，静待政策效应落地.....	7
(三) 消费超预期好转，升级类商品改善明显.....	10
(四) 实际信贷需求偏弱，利率下移趋势难改.....	11
三、股指资金供需对比	15
(一) 一级市场资金消耗	15
(二) 二级市场资金供给	18
四、市场估值分析	20
五、下半年股指走势展望	22
六、期指交易策略	23

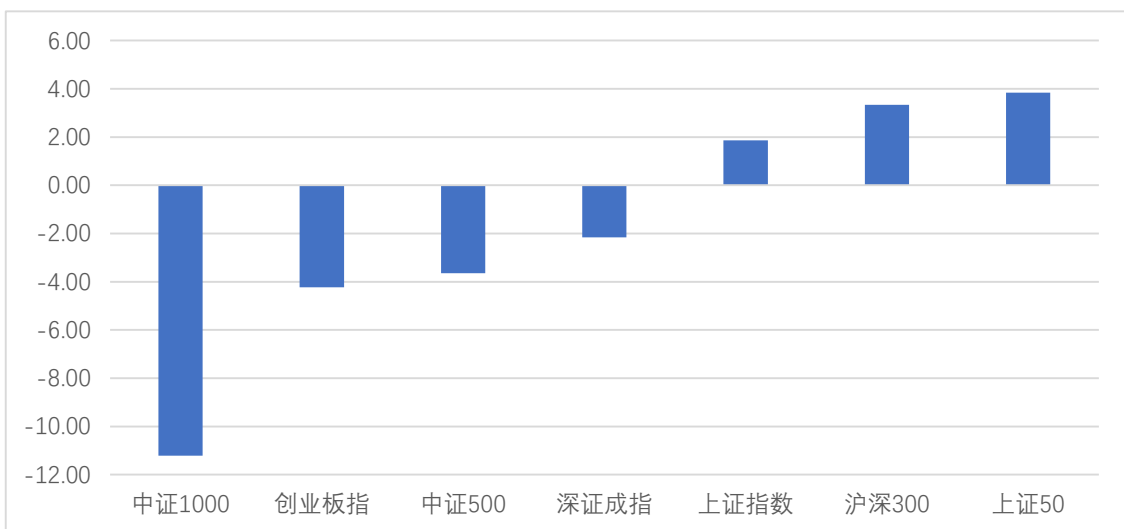
图表目录

图 1 主要指数上半年涨跌幅	4
图 2 主要指数上半年走势	5
图 3 股指期货主力合约年化基差率	5
图 4 期指前二十名净持仓	6
图 5 工业增加值季节性对比 (%)	7
图 6 规模以上工业增加值分项 (%)	7
图 7 固定投资完成额累计同比 (%)	8
图 8 制造业投资细项 (%)	8
图 9 基建投资细项 (%)	9
图 10 商品房销售面积 (%)	10
图 11 房地产新开工、施工以及竣工面积同比 (%)	10
图 12 社会消费品零售额同比增速 (%)	11
图 13 社会融资规模 (亿元, %)	13
图 14 社会融资规模分项 (亿元)	13
图 15 企业端贷款 (亿元)	14
图 16 居民端贷款 (亿元)	14
图 17 新增人民币中长期及短期贷款 (亿元)	15
图 18 M2-M1 剪刀差 (%)	15
图 19 一级市场对资金消耗情况	16
图 20 限售解禁市值	17
图 21 大股东净增 (减) 持变化	17
图 22 股票回购统计	17
图 23 基金发行份额 (亿份)	19
图 24 陆股通资金累计流向 (亿元)	19
图 25 融资融券余额	20
图 26 融资买入额占 A 股成交额比例 (%)	20
图 27 全 A 市盈率 (TTM-整体法)	21
图 28 股债风险溢价	21
图 29 A 股主要宽基 PE 估值	22
图 30 沪指月线图	23

一、上半年市场回顾

回顾 2024 年上半年，大盘呈现先抑后扬的震荡 V 型修复格局。开年前两个月份指数表现较为低迷，延续弱势表现并呈现出加速探底格局，春节前沪指连续回调一度下跌至 2700 点下方，在国家资金强力护盘叠加关键点位的技术修复需求下，市场迎来月线级别的反弹，后续小盘股接力大盘股迎来底部强势反弹的行情。前两个季度，资本市场政策对市场的信心提振效应明显，特别是随着“新国九条”、两会政策推进以及政策预期强化，市场呈现出逐步震荡修复节奏，各大指数逐步走稳，虽然二季度市场进入区间震荡，但上半年整体仍处于震荡修复节奏。截止到 6 月 19 日，三大指数形成分化，上证指数今年为止收涨 1.86%，创业板指以及深成指分别跌 4.23%、2.17%。四期指中，大盘指数相对强势，沪深 300 以及上证 50 领涨主要指数，今年分别收涨 3.34%、3.84%，受年初深度回调影响，中证 1000 与中证 500 分别跌 11.21%、3.65%，其余指数中，北证 50 以及科创 50 表现亦较弱。上半年，随着行情快速下探后修复，四期指基差经历大幅贴水后收敛，期指基差与指数情绪面关联性增强，IH/IF 合约难以维持小幅升水格局，IC/IM 合约基差波动放大，自年初量化巨震行情以来，受监管收紧影响，目前衍生产品端雪球新发产品很少，而 Alpha 收益相比空头对冲成本优势凸显，中性策略产品新发意愿较强，IC/IM 基差走势呈偏弱震荡为主。而自去年下半年以来，股指期货合约前二十名净空单快速走阔，市场避险情绪大幅上升，年初随着行情修复叠加监管限制，四期指合约净空头寸呈现逐步收敛，IC 合约前二十名净持仓一度转为净多头寸。

图 1 主要指数上半年涨跌幅



资料来源：瑞达期货、Wind

图 2 主要指数上半年走势

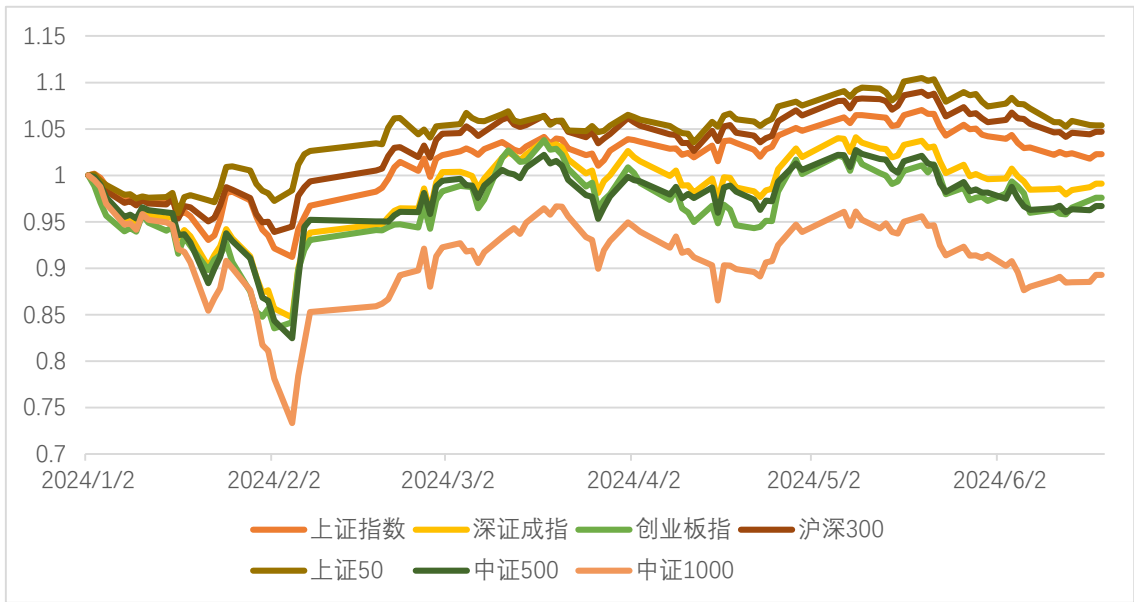
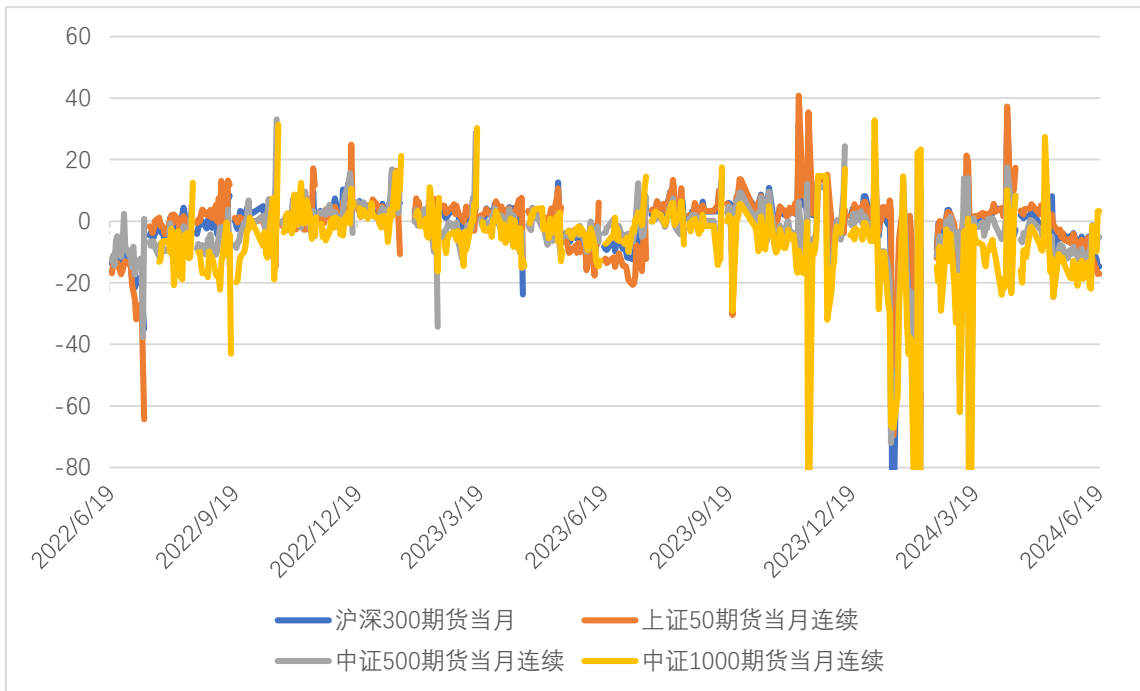
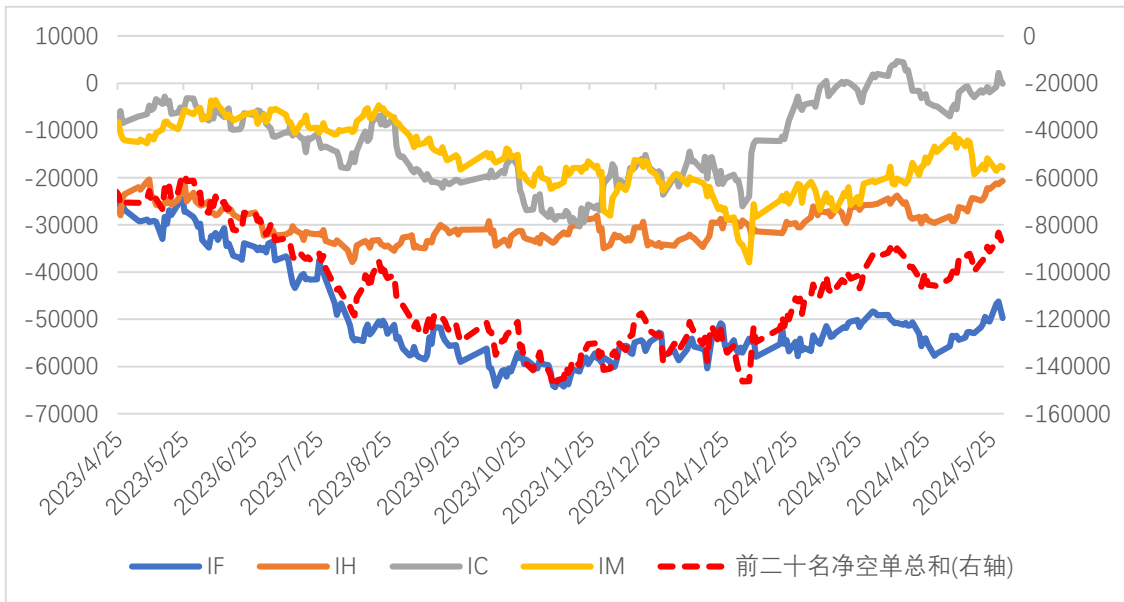


图 3 股指期货主力合约年化基差率



资料来源：瑞达期货、Wind

图 4 期指前二十名净持仓



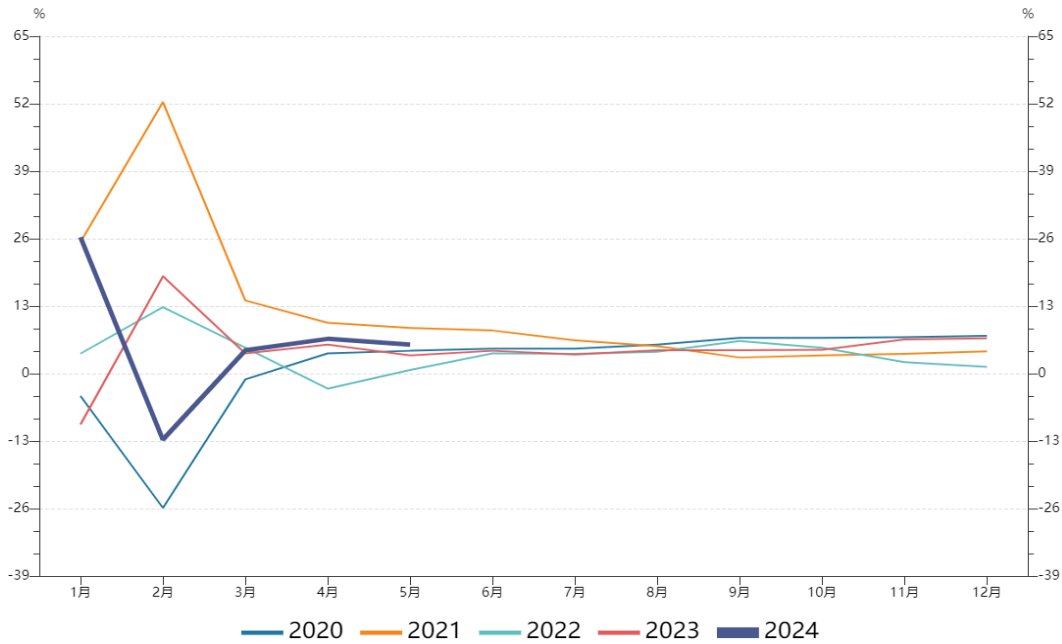
资料来源：瑞达期货、Wind

二、宏观基本面分析

(一) 工业生产持续受出口拉动

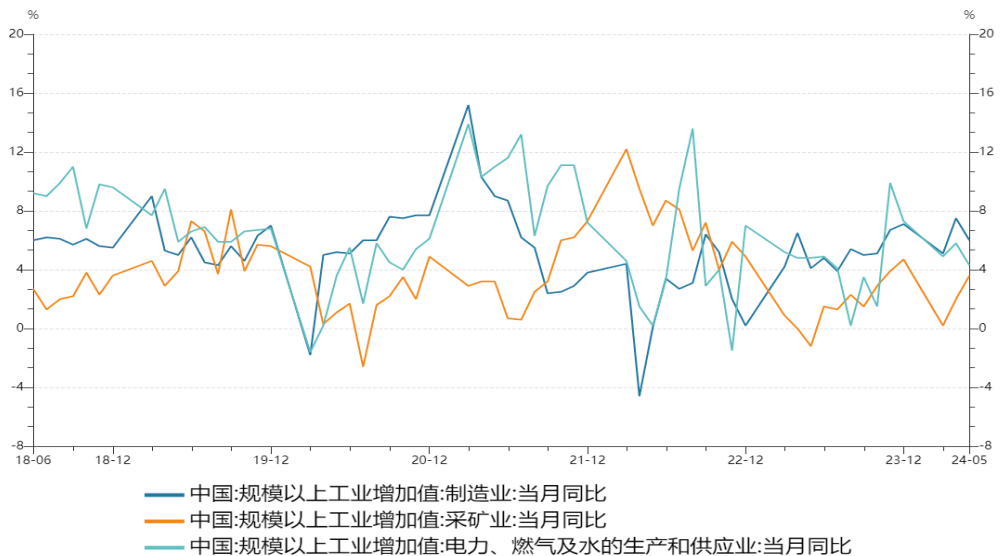
5 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%，增速回落 1.1 个百分点；环比增长 0.30%，工业生产总体平稳发展。分三大门类看，采矿业增加值同比增长 3.6%，制造业增长 6.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.3%。从产品看，出口相关产业链及装备制造领域产品均维持高增，新能源汽车、集成电路、工业机器人等产品均保持高速增长。今年上半年以来，新能源汽车产销和出口同比继续保持快速增长，汽车行业以旧换新等有关政策仍在深入实施，市场消费潜能有望进一步扩大，带动装备制造增速维持高增。整体来看，工业增长受益于年初以来“设备更新”落地效果不断显现，规模以上工业企业利润同比增速连续三个季度增长，企业信心稳步回升，工业经济在政策扶持下持续改善。展望后续，预计今年工业稳增长政策或呈现力度前置发力的节奏，在经济内生动力恢复后增速料转向平稳。

图 5 工业增加值季节性对比 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

图 6 规模以上工业增加值分项 (%)



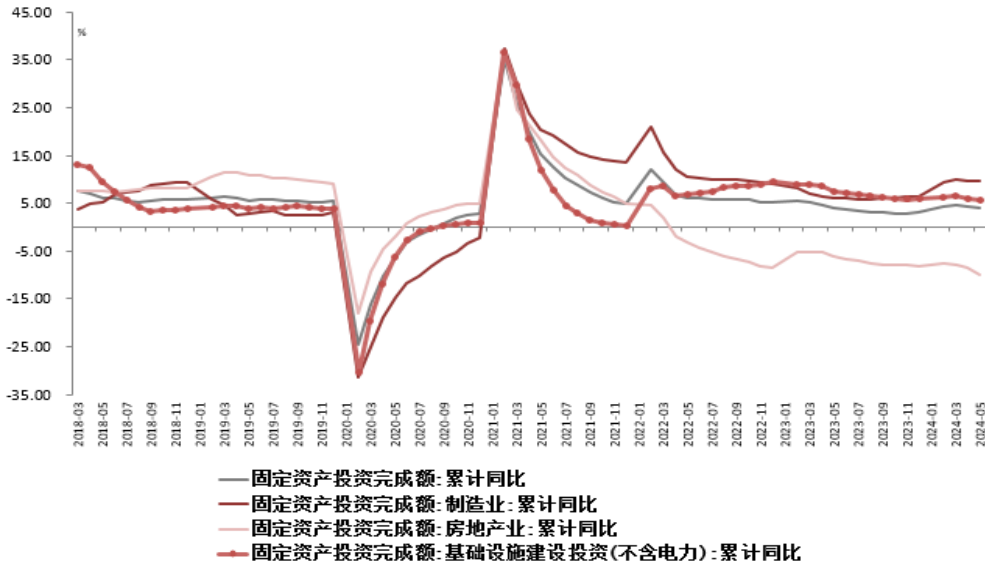
资料来源：瑞达期货、Wind

(二) 地产延续弱势格局，静待政策效应落地

1-5 月固定资产投资增速为 4.0%，较上月小幅回落 0.2 个百分点；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长 8.6%。不过根据历史规律来看，近十年投资增速总体呈前高后低态势，后续态势需进一步观察。分领域看，基础设施投资同比增长 5.7%，制造业投资增长 9.6%，房地产开发投资下降 10.1%。1-5 月制造业投资增速仍然处于高位，新质生产力相关的高技术产业投资维持较高增速，高技术产业投资同比增

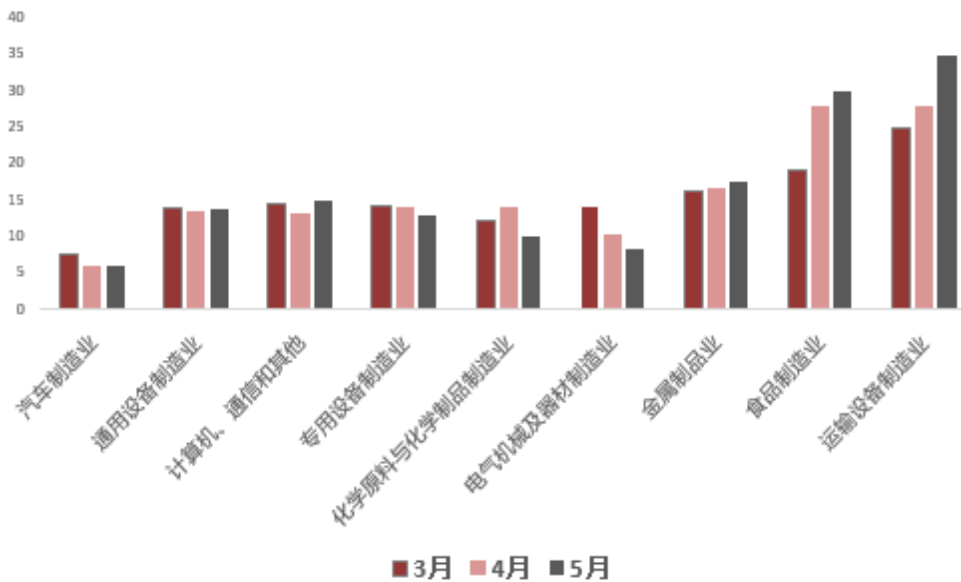
长 11.5%。铁路仍作为基建投资增长的主要驱动力，整体道路投资同比转负。出口相关产品投资处于高位，如铁路、船舶、航空航天和其他运输设备、电子设备、专用设备和通用设备同比增速走高。基建投资中，受万亿国债托底的水利管理继续维持扩张，而与专项债关联较高的公共设施投资增速回落，专项债发行进度过慢对基建投资的拖累已有所体现。截止 5 月份，专项债发行进度仅约 30%，远不及过往平均量，但较 1-4 月已明显加速，后续或进一步改善。

图 7 固定投资完成额累计同比 (%)



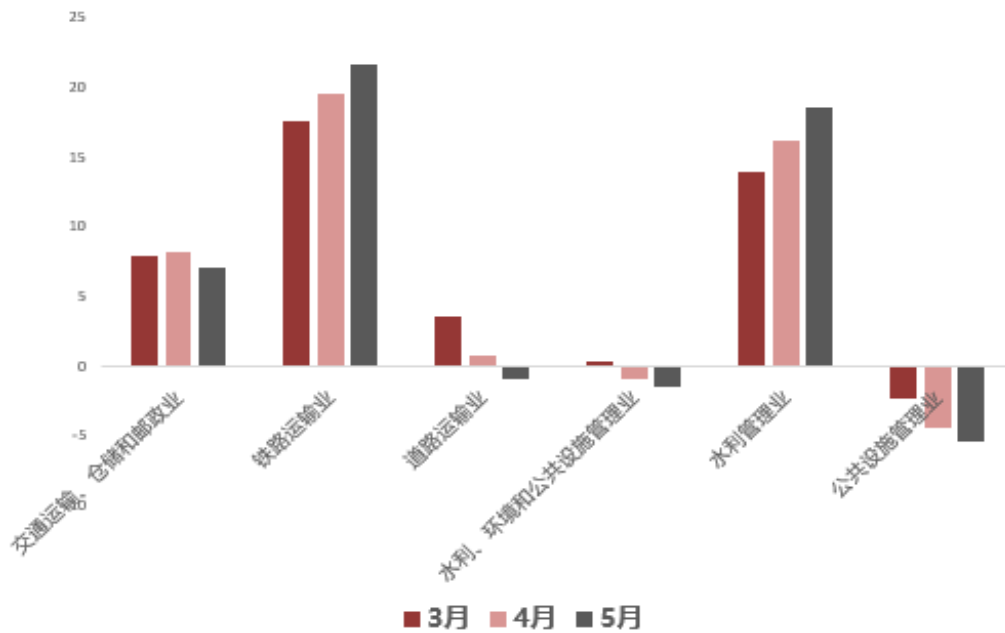
资料来源：瑞达期货、Wind

图 8 制造业投资细项 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

图 9 基建投资细项 (%)

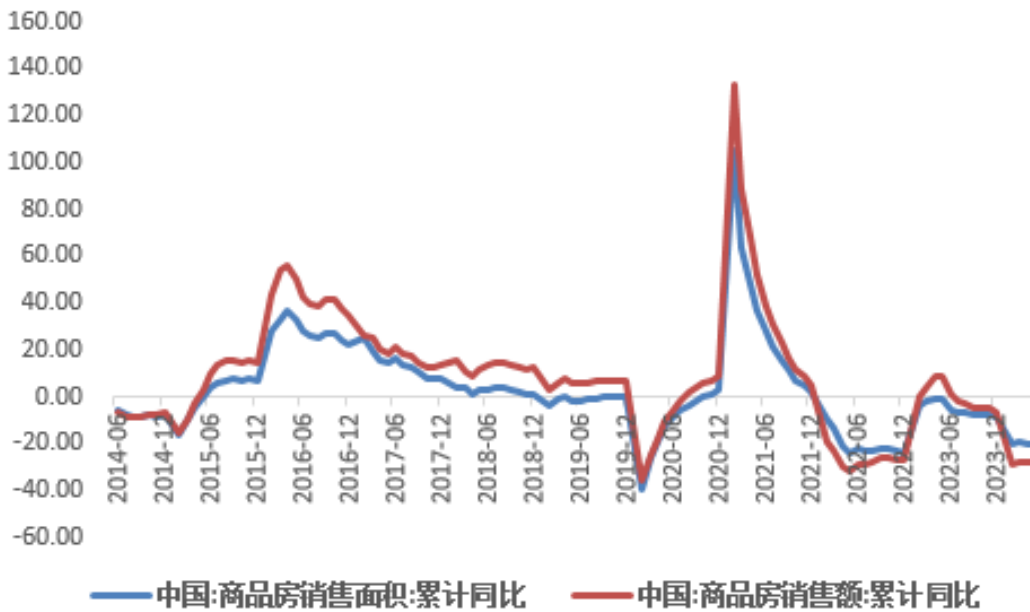


资料来源：瑞达期货、Wind

房地产仍在持续调整。1-5 月全国房地产开发投资同比下降 10.1%，降幅继续扩大 0.3 个百分点，开工、竣工面积保持-20%增速。虽然在“517”一揽子去库存政策落地后，新房销售小幅改善，全国商品房销售面积和金额同比从-22.8%和-30.4%小幅收窄至-20.7%和-26.4%，但 70 城新建住宅价格同比环比降幅均继续走阔，销售端量价依旧低迷，居民购房意愿未见明显提升。从资金来源看，跌幅较大的是个人按揭贷款，大幅下降 40.2%（前值-39.7%），销售回款能力大幅恶化。尽管地产新政力度进一步加大，但效果仍不达预期，后续有较大复苏空间。同时，黑色系价格能否在六轮降价后止跌仍需观察，若疲态延续，则地产投资料进一步走低。综上，从 1-5 月的整体投资状况来看，房地产仍然偏弱，而财政资金和项目端仍偏慢，基建增速受专项债拖累明显，使整体投资增速承压。

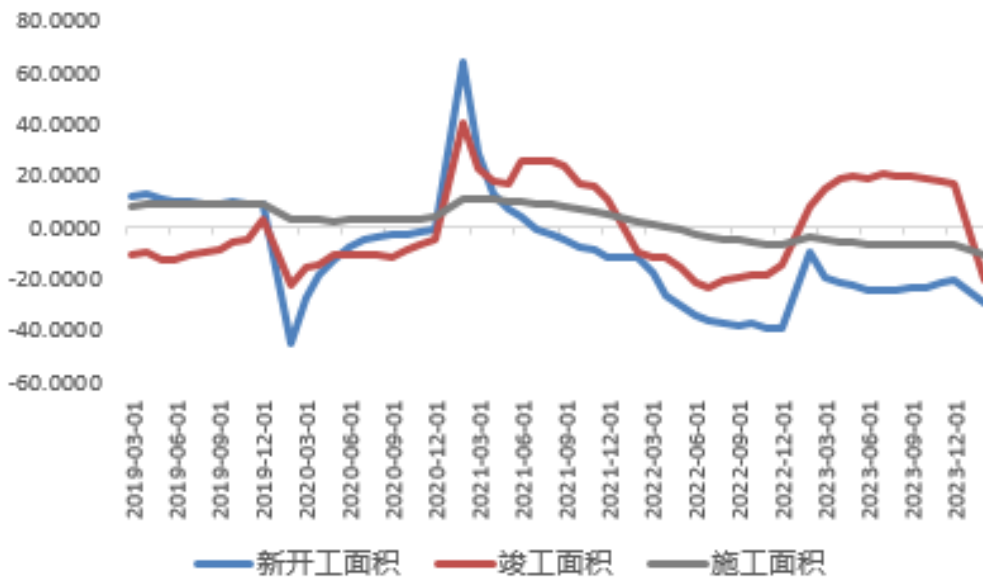
本次房地产政策需关注到落地后对楼市的拉升效果，考虑到本轮地产去库压力较上一轮较大（截至 4 月份，去库化周期超过 22 个月），政策端需要更大的力度托底，后续不排除政策空间继续加码。另外，关于保障性住房再贷款如何有效使用，以及针对政策实施主体地方政府而言，投放的资金量能否博回回报率与资金成本之差仍需持续关注。

图 10 商品房销售面积 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

图 11 房地产新开工、施工以及竣工面积同比 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

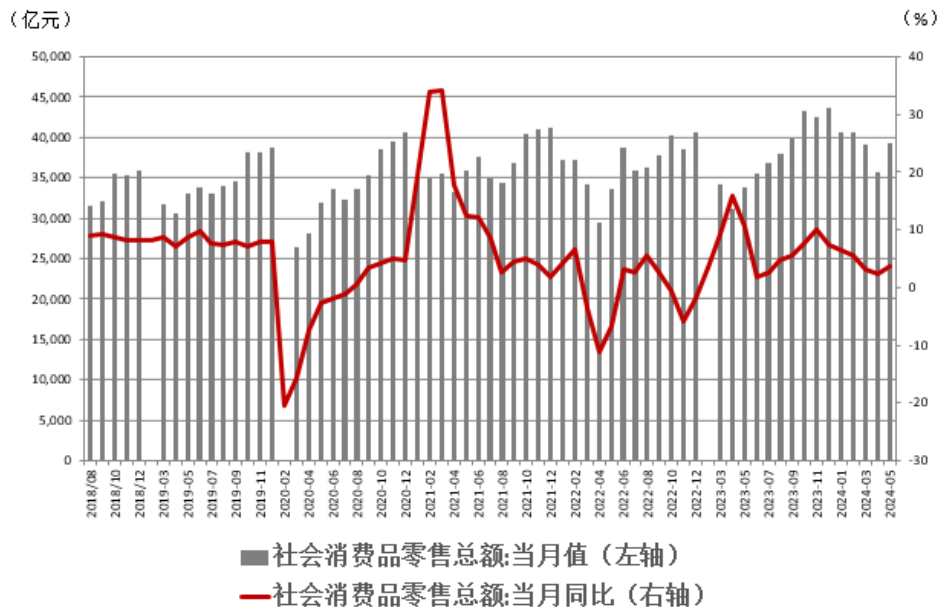
(三) 消费超预期好转，升级类商品改善明显

5月社会消费品零售总额同比增长3.7%，比上月加快1.4个百分点；环比0.51%。4月社零增速由于假期错月带来的高基数而回落较大，5月随着高基数影响消退，外加五一假期的拉动从而形成正向支撑，涨幅高于预期。在居民收入增速偏低的情况下，居民消费模式发生转变，商品消费增速持续低于餐饮收入。5月份商品零售增速3.6%，较上月回升1.6个百分点，餐饮消费5.0%，继续上涨。“618”活动提前带动商品

网上零售额当月同比增长12.9%，限额以上单位体育、娱乐用品，化妆品，通讯器材等升级类商品零售额均超两位数增长。而汽车消费高基数对整体消费增长的影响仍在延续，汽车消费增长-4%，扣除汽车消费增速后，社零总额增长为4.7%，提升0.8个百分点，消费动能持续优化。后续来看，消费需求的回升仍需等待政策出台以及房地产的好转。新一轮消费刺激政策酝酿实施，财政在税收方面优惠或主要是涉及家用电器、汽车等以旧换新。此外，居民自身消费模式继续变化，旅游消费已经成为引领消费增长的主要变量。

就业方面，1-5月全国城镇调查失业率平均值为5.1%；5月失业率为5.0%，与上月持平，比上年同期下降0.2个百分点。截至5月份，就业下沉的现象有所缓解，随着政策逐步将经济引导至新质生产力，劳动力市场结构性失衡将持续修复。

图 12 社会消费品零售额同比增速 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

（四）实际信贷需求偏弱，利率下移趋势难改

政企发债提速，弥补信贷弱势。1-5 月份社融 14.8 万亿，同比减少 2.52 万亿。5 月新增社融 2.06 万亿元，同比多增 5088 亿元，略高于市场预期，结束了 4 月罕见的负增长现象，月末余额同比增速回升 0.1 个百分点至 8.4%。从社融结构上看，政府、企业发债提速拉动社融回升，信贷全面少增是社融的主要拖累项。（1）财政政策发力效果加速落地，5 月新增政府债融资 1.23 万亿元，同比增长 6695 亿元，是 2017 年以来新高，是新增社融的首要支撑。新增企业债 285 亿元，同比多增 2429 亿元，主要是去年同期基数偏低，与历年同期数据相比，整体还是偏低，城投和地产未见明显融资好转。未贴现银行承兑汇票同比多

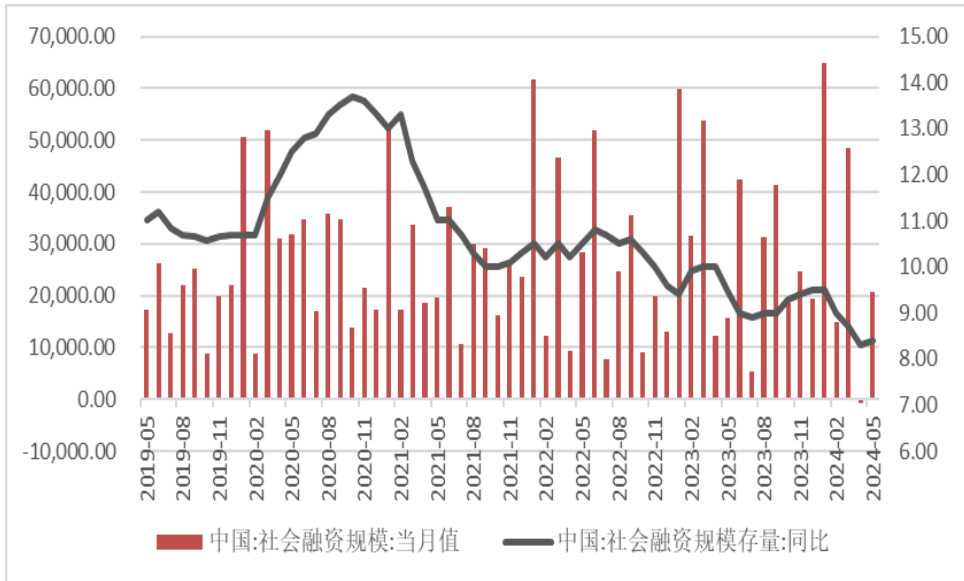
增 465 亿元，传统制造业融资需求有所修复。（2）社融口径下，5 月新增人民币贷款 8197 亿元，同比少增 4022 亿元，是社融的主要拖累项；新增贷款占社融增量的 39.7%，该值大幅低于过去 3 年同期均值 72%。委托贷款、信托贷款、股票融资、存款类金融机构资产支持分别同比少增 44 亿元、79 亿元、642 亿元、77 亿元，位于低位运行。

企业、居民贷款双双回落，企业端票据冲量现象较为明显，实际信贷需求偏弱。5 月新增信贷 9500 亿元，同比少增 4100 亿元，月末余额同比增速 9.3%，环比下降 0.3pct，信贷增速再创新低。企业部门、居民、非银金融贷款分别新增 7400 亿元、757 亿元、363 亿元，同比分别少增 1158 亿元、2915 亿元、241 亿元。（1）居民部门风险偏好下降，消费及购房需求不足。5 月居民新增中长期贷款 514 亿元，大幅低于过去三年同期均值 3601 亿元；5 月居民新增短期贷款 243 亿元，同比少增 1745 亿元。5 月 17 日房地产新政以来，房地产市场虽有边际修复迹象但未见明显好转，且存量房贷利率偏高，居民提前还贷潮仍在继续。（2）企业部门风险偏好下降。5 月企业短期贷款减少 1200 亿元；企业新增中长期贷款 5000 亿元，同比少增 2698 亿元，低于过去三年同期均值 6592 亿元。企业票据融资 3572 亿元，同比增加 3152 亿元，是贷款增量的主要支撑，环比减少 4809 亿元，支撑边际减弱。

非银金融机构存款大幅增长，银行端负债压力或边际收敛。5 月新增存款 1.68 万亿元，同比增加 2200 亿元。其中，企业部门存款降低 8000 亿元，环比 4 月降低 1.87 万亿有所缓解。居民部门存款增加 4200 亿元，同比少增 1164 亿元。5 月非银金融机构存款大增 1.16 万亿元，是 2016 年以来新高，同比多增 8379 亿元，理财搬家是主要原因，同时，财政存款增长 7633 亿元，同比多增 2564 亿元，主要受政府债发行提速及缴税影响。6 月以来银行体系净融出规模较 5 月均值出现大幅回升，近两个月以来出表存款资金或由同业存款重回表内。

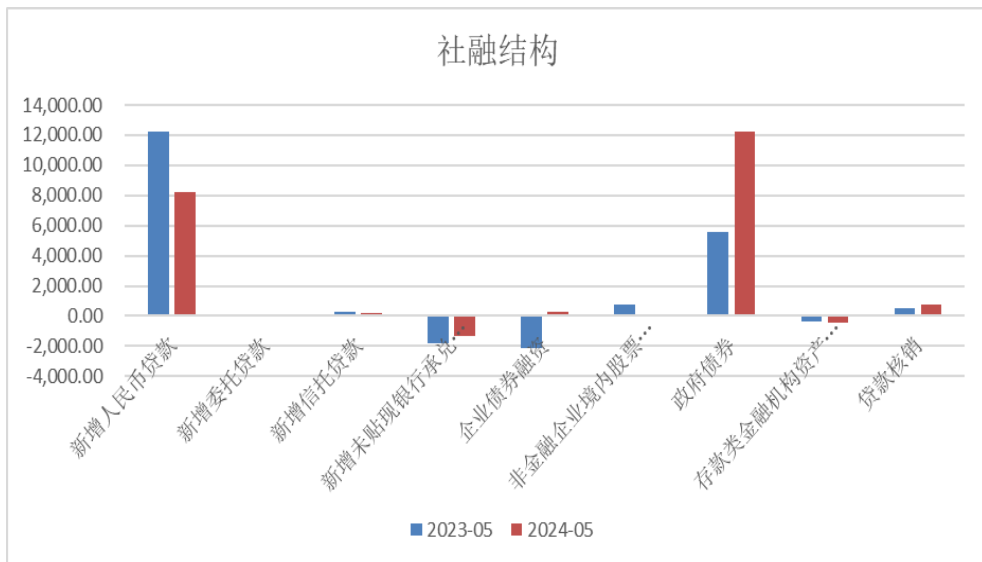
摒弃规模总量情结，关注信贷结构和价格。（1）受金融行业持续挤水分，财政发力较慢、内需不足等因素影响，5 月 M1 同比延续负增，M2-M1 剪刀差走阔至 11.2%，再创历史新高，活钱比例进一步降低。本轮私人部门信用没有跟随政府信用扩张，财政政策的乘数效应减弱，或许是导致 M2 减少的一个原因。我国 M1 的统计口径实际较窄，居民活期存款、货币基金以及现金类理财产品以及第三方支付机构的备付金等金融工具，具备 M1 属性，但是尚没有纳入统计，M1 的统计口径存在局限性。（2）当前信贷投放总量保持较高水平，向重点领域和薄弱环节倾斜，信贷结构持续优化，利率水平在较低位置，对实体经济的支持力度不减。5 月新发企业贷款加权平均利率为 3.71%，同比降低 25 个基点，环比降低 6 个基点；新发个人住房贷款利率为 3.64%，同比降低 53 个基点，环比降低 6 个基点，均处于历史低位。（3）未来信贷少增可能是常态，社融信贷总量的指示意义在削弱，关注信贷结构和价格更有价值。随着财政端积极发力与房地产逐步企稳，M1 增速有望摆脱负增长。

图 13 社会融资规模（亿元，%）



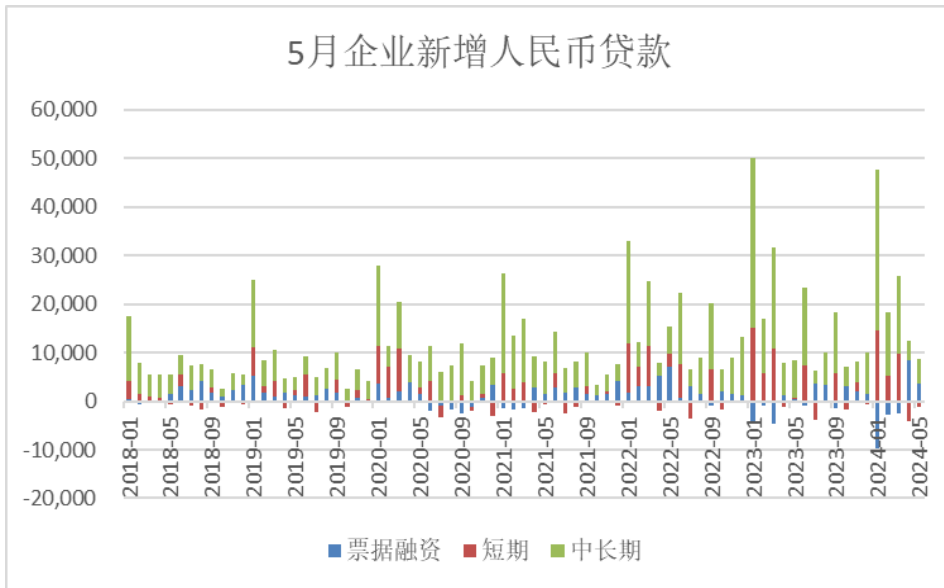
资料来源：瑞达期货、Wind

图 14 社会融资规模分项（亿元）



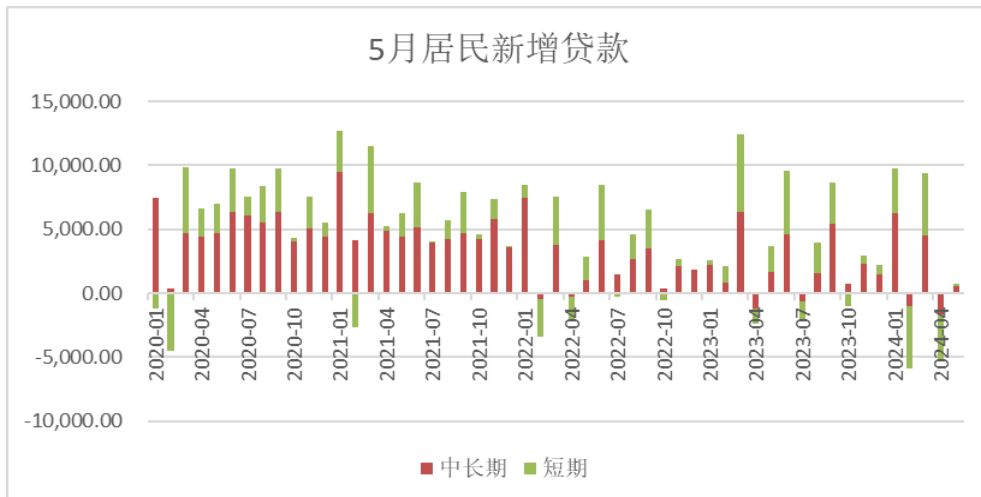
资料来源：瑞达期货、Wind

图 15 企业端贷款（亿元）



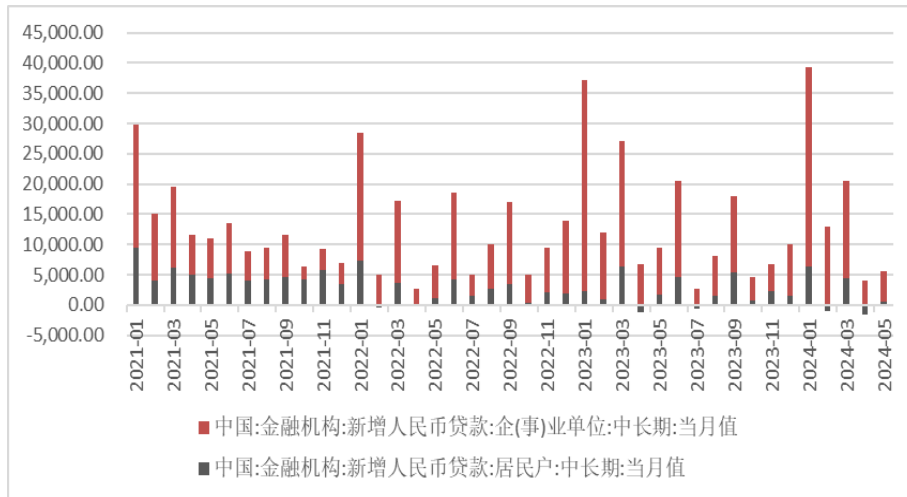
资料来源：瑞达期货、Wind

图 16 居民端贷款（亿元）



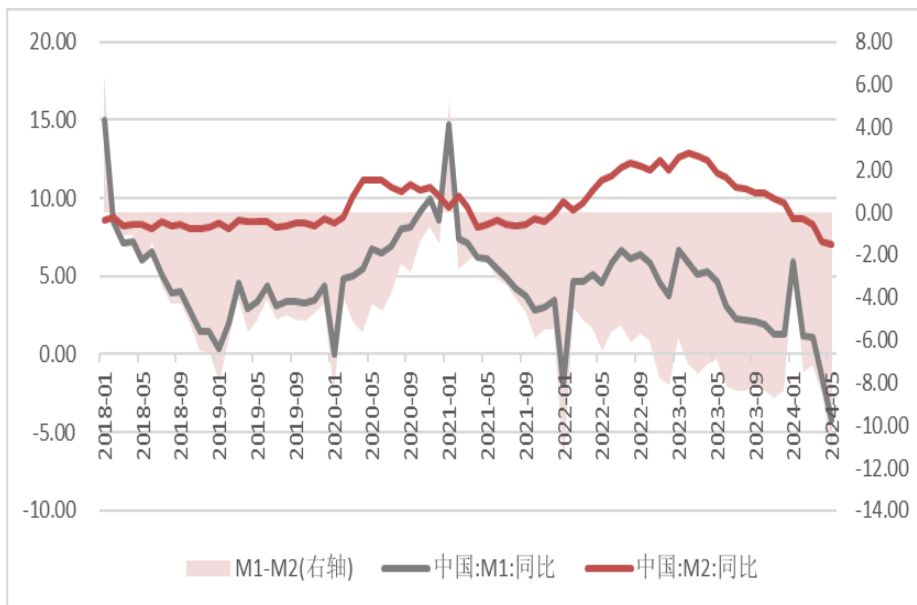
资料来源：瑞达期货、Wind

图 17 新增人民币中长期及短期贷款（亿元）



资料来源：瑞达期货、Wind

图 18 M2-M1 剪刀差（%）



资料来源：瑞达期货、Wind

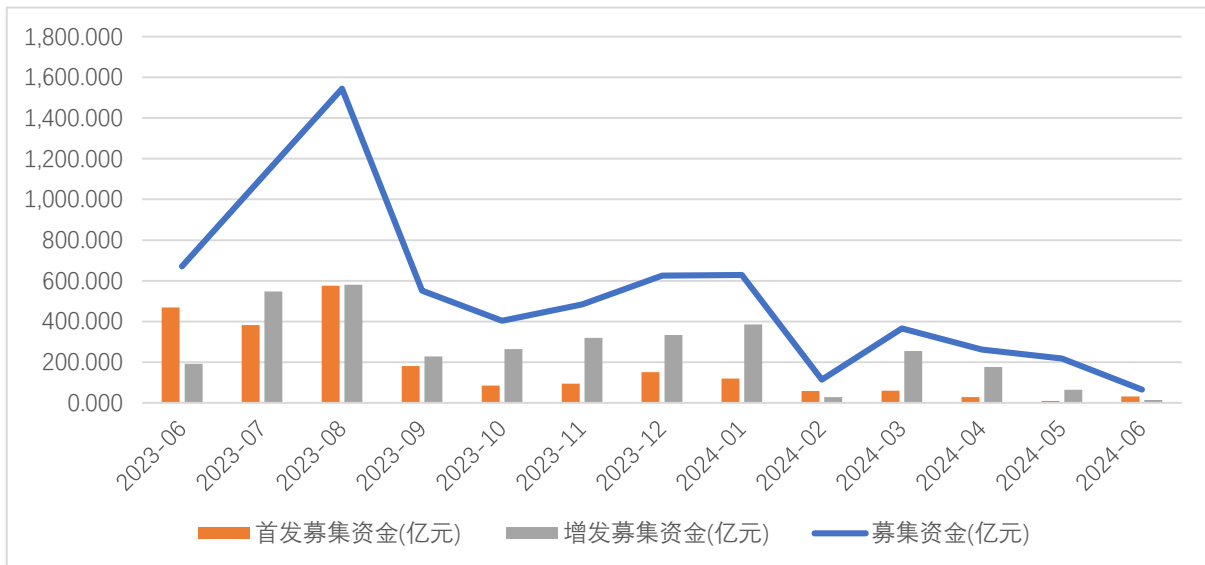
三、股指资金供需对比

（一）一级市场资金消耗

据 wind 数据统计，截至 6 月 21 日，2024 年 6 月股权融资规模为 64.03 亿元，相较于 5 月份市场大幅下降，处于今年低位水平。募集家数总共 7 家，亦较 5 月份大幅下降。1-6 月份，一级市场股权融资规模为 1649.10 亿，较去年下半年大幅下降。6 月份首发募集资金总 30.68 亿元，增发募集资金总额为 13.35 亿元，首发资金规模上升但增发资金持续下降。4 月 30 日，沪深北交易所修订发布了股票发行上市审核规则等业

务规则，进一步从源头上提高上市公司质量。此外，本次修订沪深北交易所均进一步强化了现场督导力度。明确遏制“一督就撤”现象，强化严监管警示震慑。对现场督导发现的违规行为，将采取相应的自律监管措施或者纪律处分。近期证监会和交易所陆续出台资本市场“1+N”配套制度规则，其中的发行上市规则修改了主板、创业板发行上市条件和板块定位要求，具体制度完善后，平稳推进发行上市审核工作有了更为明确的标准。另一方面，前期多数公司因IPO申请文件中的财务资料超过有效期而中止审核，日前申报企业陆续提交2023年财务数据，进入恢复审核程序，相关审核工作需要继续依法依规予以推进。

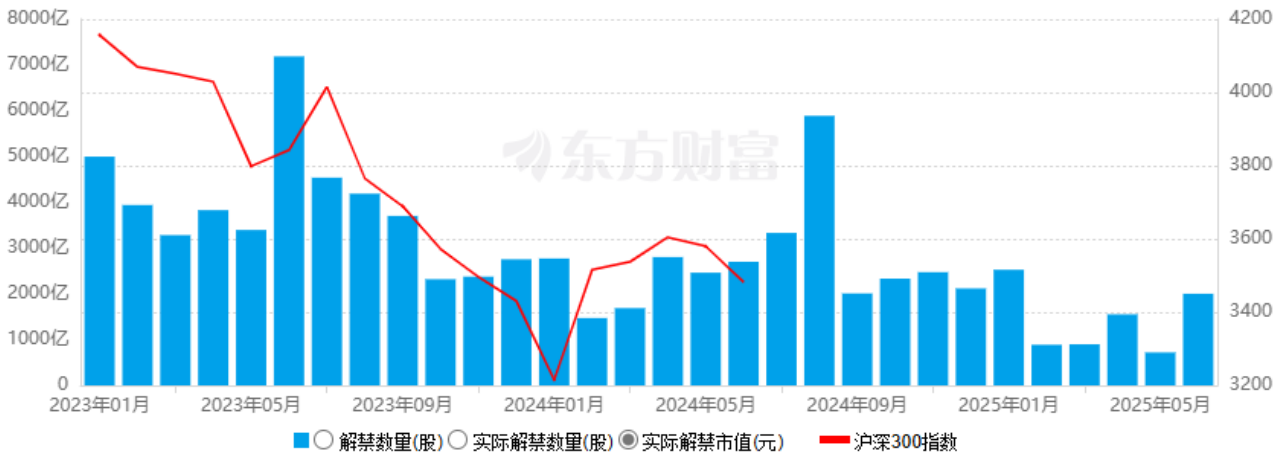
图 19 一级市场对资金消耗情况



资料来源：瑞达期货、Wind

从重要股东二级市场交易公告来看，6月份重要股东期间回购总金额为300.50亿元，相较于5月份而言有所下降。回购家数为739家，较5月亦下降。1-6月份，随着中国证监会此前就“活跃资本市场、提振投资者信心”推出一揽子措施，沪市公司维护价值投资意识不断强化，回购增持内在动力显著增强，以实际行动提振投资者信心。此外，6月份减持市值为61.90亿元，减持家数为132家，相较于5月份而言基本持平。6月份增持市值为53.03亿元，增持家数为186家，相较于5月份有所上升。6月份净减持市值为8.42亿元，1-6月份净减持市值为89.33亿元，较去年有所收敛。随着年初市场由底部反转，伴随着政策规范，重要股东减持行为有所减少，二级股东市场交易整体一度转为净增持，而随着市场二季度再度步入震荡区间，股东增持意愿减弱使得净增持转变为净减持。5月24日，证监会正式发布《上市公司股东减持股份管理暂行办法》及相关配套规则，进一步规范股份减持行为。这距离征求意见稿发布仅相隔一个多月时间。今年4月12日，证监会就《上市公司股东减持股份管理办法（征求意见稿）》公开征求意见，这部被称作是A股史上最严、最全的减持规定受到关注，预计持续利好A股中长期良性发展。

图 20 限售解禁市值



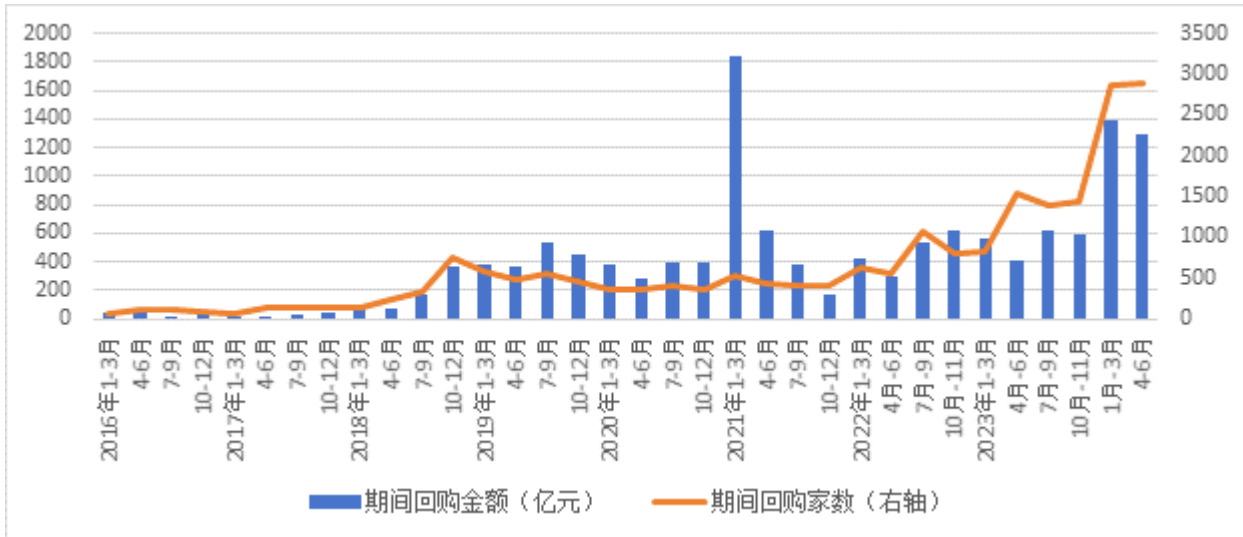
资料来源：瑞达期货、Wind

图 21 大股东净增（减）持变化



资料来源：瑞达期货、Wind

图 22 股票回购统计



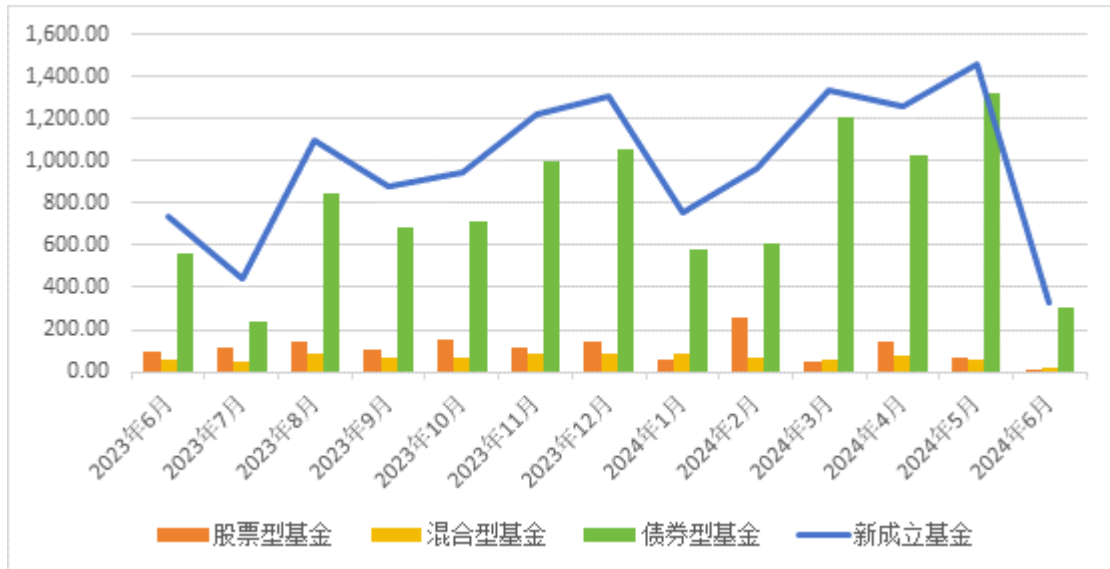
资料来源：瑞达期货、Wind

(二) 二级市场资金供给

资金供给端，2024年一季度，机构总计持股市值约 39.49 万亿元，占全部 A 股流通市值比例约 57.86%，持股市值比例较 2023 年下降 1.33 个百分点。其中，一般法人持有 A 股流通市值 31.64 万亿元，占比约 46.35%，较 2023 年末上升 1.80 个百分点；陆股通持股比例自 2.90% 上升至 3.07%；保险公司、社保基金持股比例也小幅上升；而基金持股比例自 7.69% 降至 4.43%，降幅较大。上市公司前十大流通股东的持股结构中，所有行业中机构持股比例均较 2023 年底下降。其中，医药生物、社会服务、国防军工等行业机构持股占流通 A 股比例下降幅度均超过 4 个百分点。

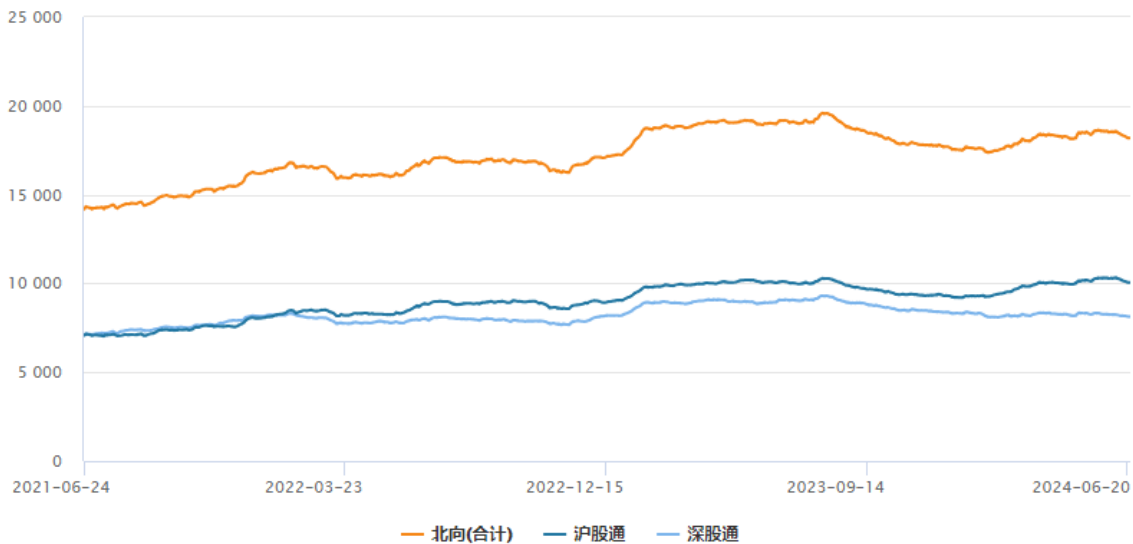
此外，2024 年前两个季度，公募基金新基金发行表现持续向好。按基金成立日统计，前 5 个月份总计发行 506 只基金，发行份额 4849 亿份，其中，3 月、4 月、5 月新成立基金发行份额连续突破千亿份。从基金类型来看，1-5 月份，债券型基金发行份额最高，合计 3844 亿份，占全部新成立基金份额的 79.3%，占比较 2023 年全年上升 8.3 个百分点；股票型基金发行份额为 553 亿份，占全部新成立基金份额的 11.4%，占比较 2023 年全年下降 1.1 个百分点；混合型基金发行份额为 345 亿份，占全部新成立基金份额的 7.1%，占比较 2023 年全年下降 6.1 个百分点。2024 年以来，债券相较于股票来说更受公募投资者欢迎。

图 23 基金发行份额（亿份）



资料来源：瑞达期货、Wind

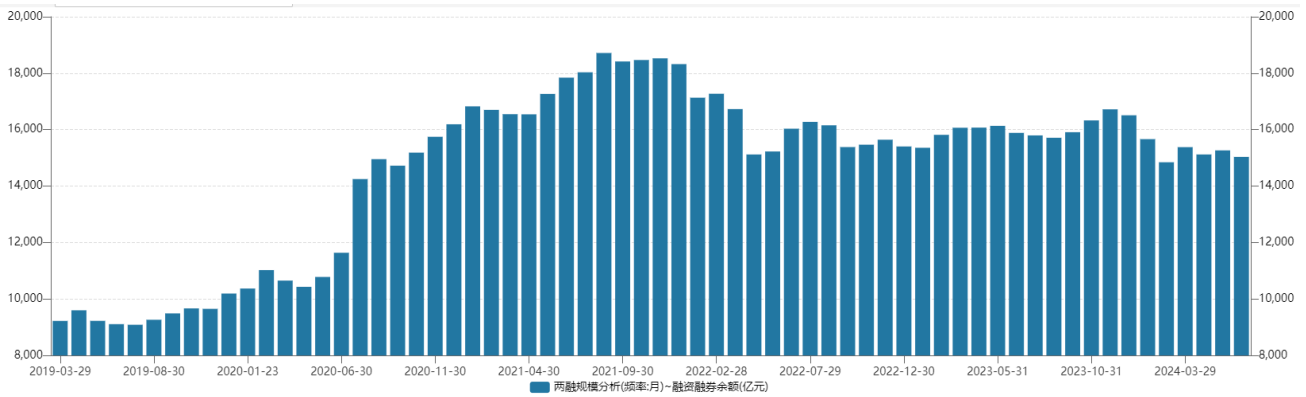
图 24 陆股通资金累计流向（亿元）



资料来源：瑞达期货、Wind

截至 6 月 24 日，两融余额为 15307.11 亿元，较 5 月末有所上升，其中融资余额明显上升，融券余额基本持平。6 月份融资期间买入额为 12628.40 亿元，融资买入情绪降温。从融资买入额占 A 股成交额比例来看，6 月融资买入额 12628.40 亿，占 A 股成交额比例为 8.53%，相较于 5 份而言上升，源于 6 月市场整体成交活跃度下降的影响。2024 年以来，A 股两融交易额累计 55273.59 亿元，日均融资买入额 746.94 亿元，占 A 股日均成交额的 8.36%。当前 A 股市场交投仍处于温和区间。随着地产政策效应逐步显现叠加市场回调阶段国家资金再度入场支撑，带动资金做多情绪回暖。然当前国内经济仍处于弱复苏阶段，政策对经济的效力尚未完全体现，不排除后续情绪再度降温的情况。

图 25 融资融券余额



资料来源：瑞达期货、Wind

图 26 融资买入额占 A 股成交额比例 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

四、市场估值分析

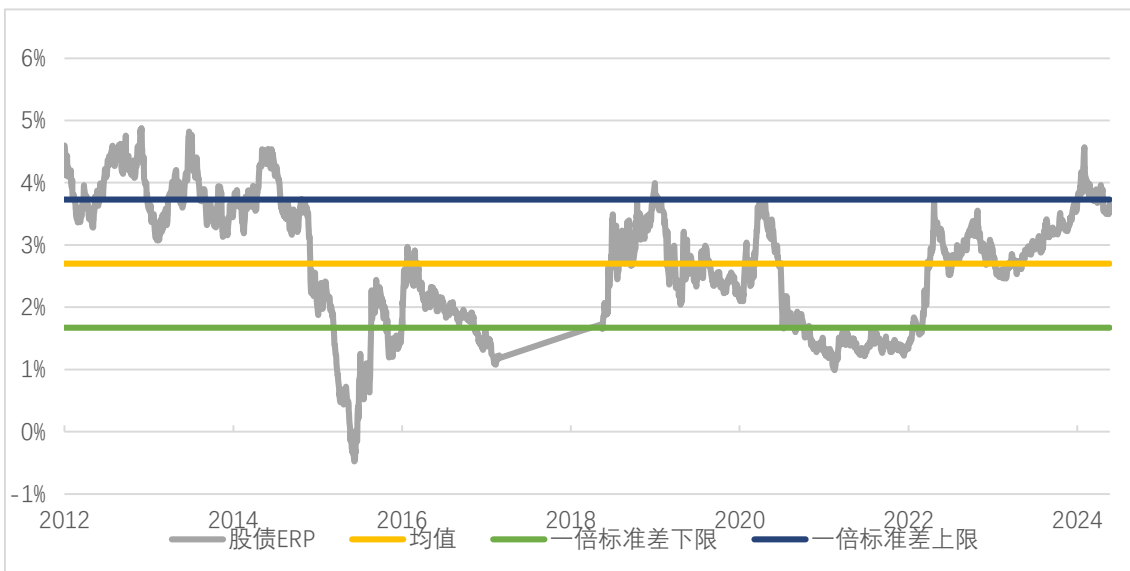
2024 年前两个季度，全 A 市盈率经历先触底后反弹趋势。2 月份，自大盘下探至 2700 点下方，全 A 市盈率创 4 年来新低，PE 为 14.35 倍，触及近 10 年一倍标准差下线。股债风险溢价突破新高，最高值 4.57%。随着资本市场政策提振信心以及一季度经济修复好于预期，市场行情回暖，各类指数估值有所上修。截至 6 月 21 日，万得全 A 市盈率 16.42 倍，位于近十年均值下方，A 股整体仍位于中低估值区域，ERP 顶部回落，目前为 3.83%。从各类宽基指数估值来看，现阶段主要指数估值处于 25 分位下限，中小市值以及成长风格估值显著偏低，大幅低于历史 25 分位下限。规模指数中，中盘指数（中等市值规模）估值最低，大盘指数及小盘指数则相对均衡。行业指数方面，计算机、商贸零售、基础化工等行业 PE 估值位于历史高位，而农林牧渔、房地产、综合等行业 PE 估值则处于历史低位。

图 27 全 A 市盈率 (TTM-整体法)



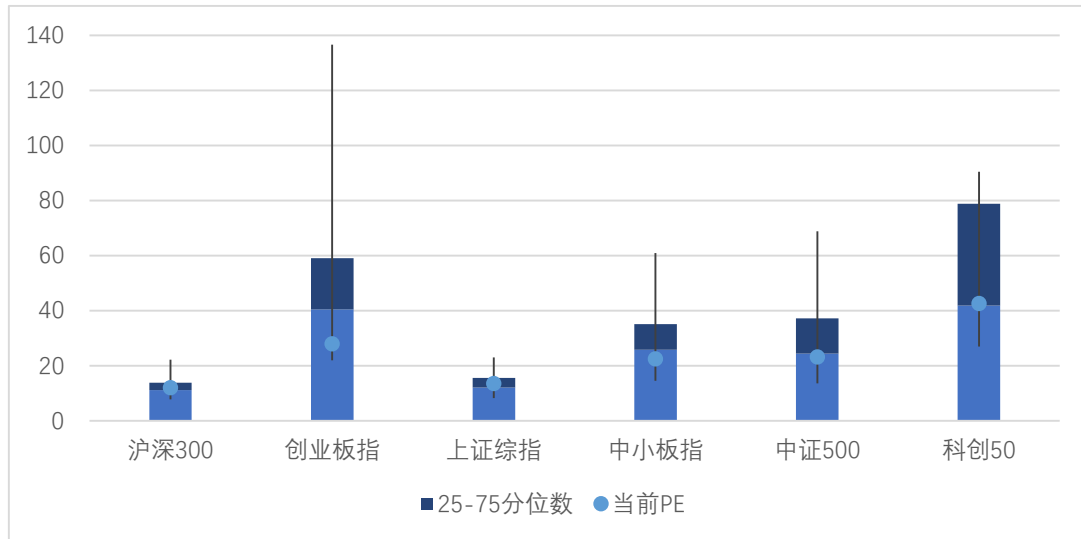
资料来源：瑞达期货、Wind

图 28 股债风险溢价



资料来源：瑞达期货、Wind

图 29 A 股主要宽基 PE 估值

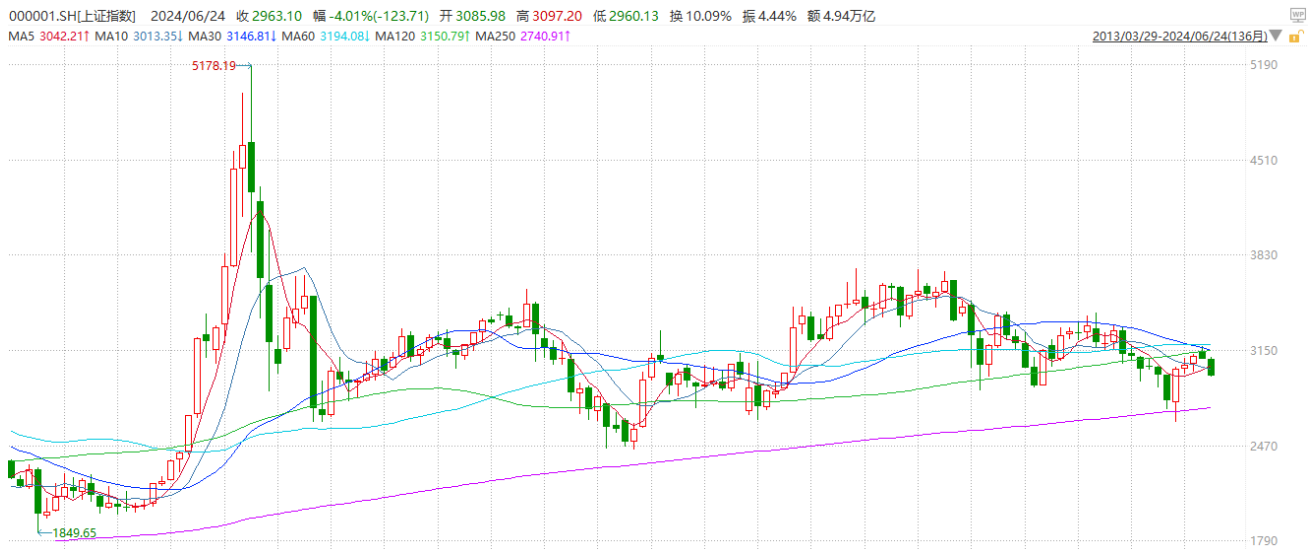


资料来源：瑞达期货、Wind

五、下半年股指走势展望

上半年来看，A股市场自底部反弹后步入震荡回调，投资者风险偏好承压，交投意愿不足。从宏观环境来看，5月CPI、金融和经济数据表明相比一季度，经济景气出现边际转缓迹象，且在结构上表现为供给强于需求、内需缓于外需。自四月底及五月初经历明显的地产政策调整后，近期房地产市场出现了一些积极变化，新房销售面积和销售金融同比降幅均有所收窄，但整体地产市场景气度仍偏弱，房地产开发投资增速也延续放缓态势。海外方面，全球地缘风险加剧、主要经济体间贸易争端增多、美国降息预期反复等也对全球资金流向带来影响，虽然2月份以来的修复行情面临波折，但今年经济增速在剔除基数效应的对比下，我们认为较去年预期最为悲观时期可能已经过去。当前A股市场整体估值已经重新回到历史偏底部水平，指数当下估值位置可能已较为充分反映悲观预期，下半年稳增长政策加码结合当前资本市场政策红利下制度不断完善，有助于继续活跃资本市场，再度提振投资者信心，下半年继续多关注阶段性及结构性机会。海外层面，我们仍需关注到随着美国出行旺季到来、OPEC+预计仍将延续减产，油价可能还将反弹，加之美国经济基本面仍表现出较强韧性，以及市场对美联储年内降息的预期已降至仅1次左右，短期内降息预期再度大幅升温的可能性很小。在10年期美债收益率高位震荡的情形下，10年期中债利率或仍将延续震荡行情，中美10年期利差深度倒挂状态短期难以快速改变，外资面临较大流出压力。后续需要关注的重点包括，地产政策转向的效果及后续进一步的政策应对有待验证，关注三中全会各项改革方针的推出，以及海内外地缘政治环境对市场风险偏好的影响。

图 30 沪指月线图



资料来源：瑞达期货、Wind

六、期指交易策略

股指行情整体呈现出轮动震荡走势，沪指成交量回落到 8000 亿元下方，资金博弈剧烈，或仍在等待业绩验证为主。品种表现来看，IC、IM 在春季上涨行情后有所回落。由于当前经济恢复节奏为曲折向上，资金偏好在前期大幅反弹后可能再度回到现实验证的交易主线。后续可能以业绩更稳定向好的大盘蓝筹指数表现占优，可尝试逢低建仓多 IF 空 IM 跨品种套利组合。期权品种方面，在市场震荡行情下，随着 IO 隐含波动率持续下行，空波动率可构成较优短期策略，中长期可介入远月虚值看涨期权。

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。