

拐点或现，兵马以待——A股投资策略（2023年7月）

证券分析师：陈刚

执业证书编号：S0600523040001

邮箱：cheng@dwzq.com.cn

证券分析师：陈李

执业证书编号：S0600518120001

邮箱：yjs_chenl@dwzq.com.cn

2023年7月2日

7月A股策略：拐点或现，关注业绩改善、新能源细分板块和消费的预期差

✓ 7月A股大势研判：两大因素驱动，拐点或现

- **关键因素一：利差和汇率。**利差可能已经到一个极致的区间。一方面，市场对于2023H2联储加息的预期已经较高。第二，疫情期间，美国政府对居民转移支付带来超额储蓄实回落明显，对消费的支撑可能已经到了末期。
- **关键因素二：政策预期，**7月政治局会议比较关键，中旬是预期变化关键时点。历史上外需和M2效率有很强的相关性，财政端发力特别是政府转移支付增加是目前刺激内需的最可行方式之一。
- **积极的信号：**资金面没有进一步恶化，6月北向资金净流入大幅增加，已经到了过去几年的反转区域。
- **风格层面，**成长风格反转的空间已经具备。
- 7月可能是一个重要的拐点月份，震荡向上的可能性更大，利差的收窄、政策预期的进一步好转都会构成市场向上的动力。

✓ 7月行业比较和配置：中报窗口，三条线关注业绩改善

- **出现利润增速拐点的行业。**Q1营业利润数据和最新5月工企利润数据指向：景气度向好的TMT制造、盈利同比回升的家用电器、政策促进需求回暖复苏的汽车链、受益于出行恢复的交通运输、受益于煤价下行的公用事业。
- **库存阶段可能发生切换行业。**Q1库存阶段分析和最新5月工企库存周期指向：地产链下游的家用电器和家具用品、等待需求端促进的汽车链、提前布局消费复苏的机场酒店、延续被动去库的TMT制造、步入主动补库阶段的医药。
- **中观景气指标回暖行业。**相关高频数据回暖指向：市场预期去库尾声的半导体、修复度较高的机场酒店、政策落地叠加暑期旺季的汽车链、地产竣工拉动下的家用电器和家具、受益于硅料价格下行的光伏、受益于融资改善以及集采风险消化的医药。

✓ 7月产业趋势配置：新能源部分细分领域的预期差和AI扩散

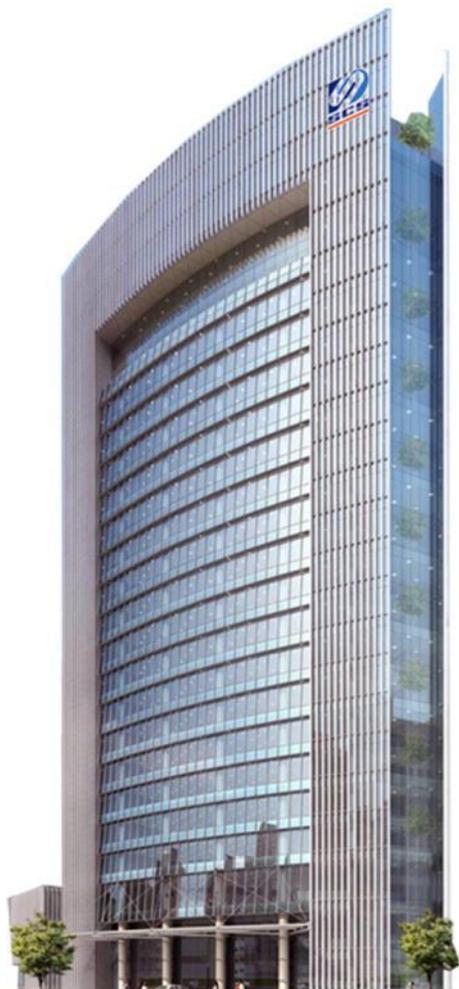
- **关注新技术带来的新供给。**一、新能源领域此前供需格局恶化，部分此前受 β 压制但有独立逻辑的细分环节有望先于板块走出 α 行情，包括电网IT/充电桩/N型电池及辅材/动力电池新技术/工商业储能等；二、经济弱复苏预期下，关注新赋能新业态升级下，包括AI硬件和应用扩散以及机器人等方向。

✓ 7月流动性展望：关注资金面传导信号

- 主要关注外资流入及国内宏观流动性的传导。北向资金流入指标已经到了过去几年的反转区域。利率下调后A股场内流动性和宏观流动性进一步背离，有待政策发力加速宏观流动性向A股资金面传导，时间节点来看，中旬前后可能是重要预期变化时点。

风险提示：经济复苏不及预期、海外衰退超预期、地缘政治事件黑天鹅等。

目录



6月A股市场复盘：指数和行业

7月A股大势研判：两大因素驱动，拐点或现

7月行业和产业趋势配置：关注中报窗口的三条主线机会以及新能源细分的预期差和AI扩散

7月流动性展望：关注资金面传导信号

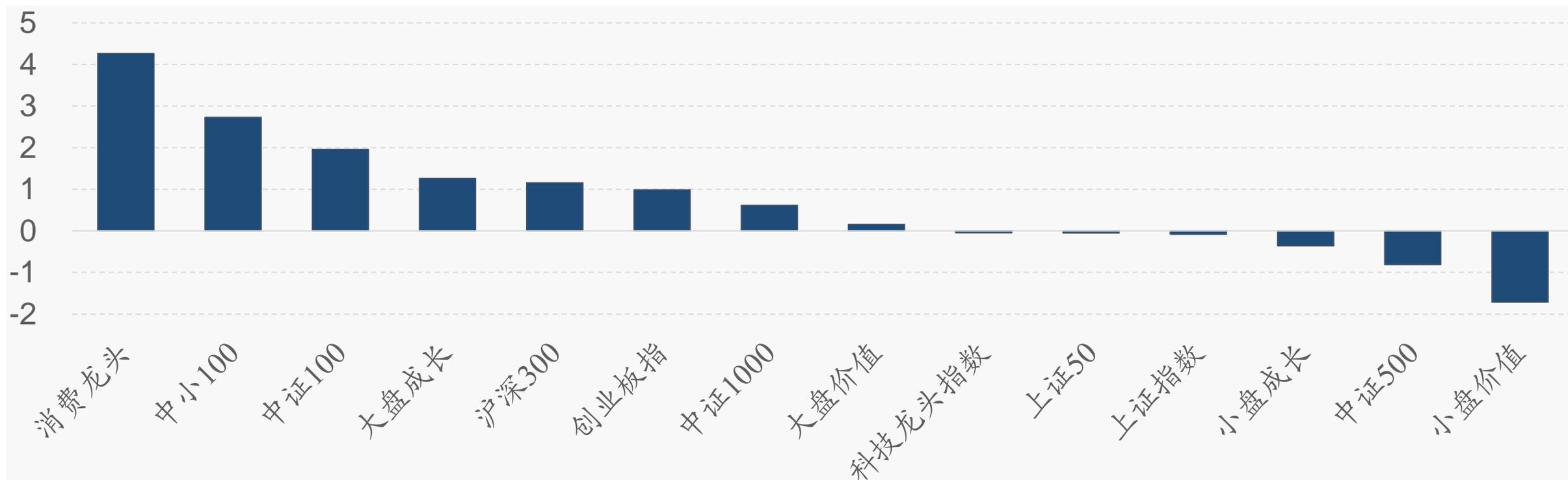
风险提示

市场复盘：6月市场呈现“倒N”型走势，大盘指数相对更强

✓ 宽基指数和风格指数复盘：6月A股市场呈现出一定分化格局，整体为倒N走势，大市值走势更强：

- 宽基指数中，中小100、中证100等涨幅居前，中证500等跌幅居前。
- 风格指数中，大盘风格表征指数明显强于小盘指数。
- 从涨跌原因来看，政策预期边际好转带动消费、顺周期等板块上涨。

6月A股宽基指数和风格指数涨跌幅（单位：%）

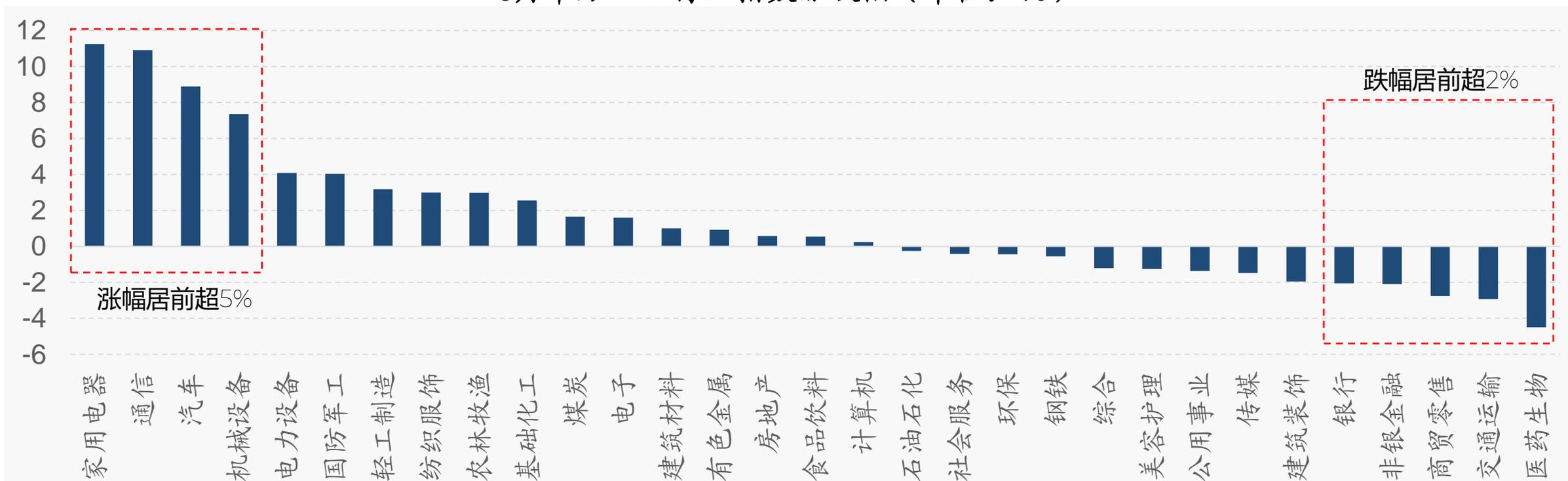


市场复盘：TMT分化，消费刺激预期方向领涨

✓ 大类行业和细分行业指数复盘：6月A股行业走势呈现TMT分化，消费刺激预期方向领涨的走势：

➤ 部分消费行业如家电、轻工、纺织服装、汽车以及部分顺周期如机械设备、基础化工等上涨基于刺激政策预期好转，电力设备上涨基于行业部分好转迹象出现（新能源）以及景气（电力），TMT分化基于内部轮动调整。

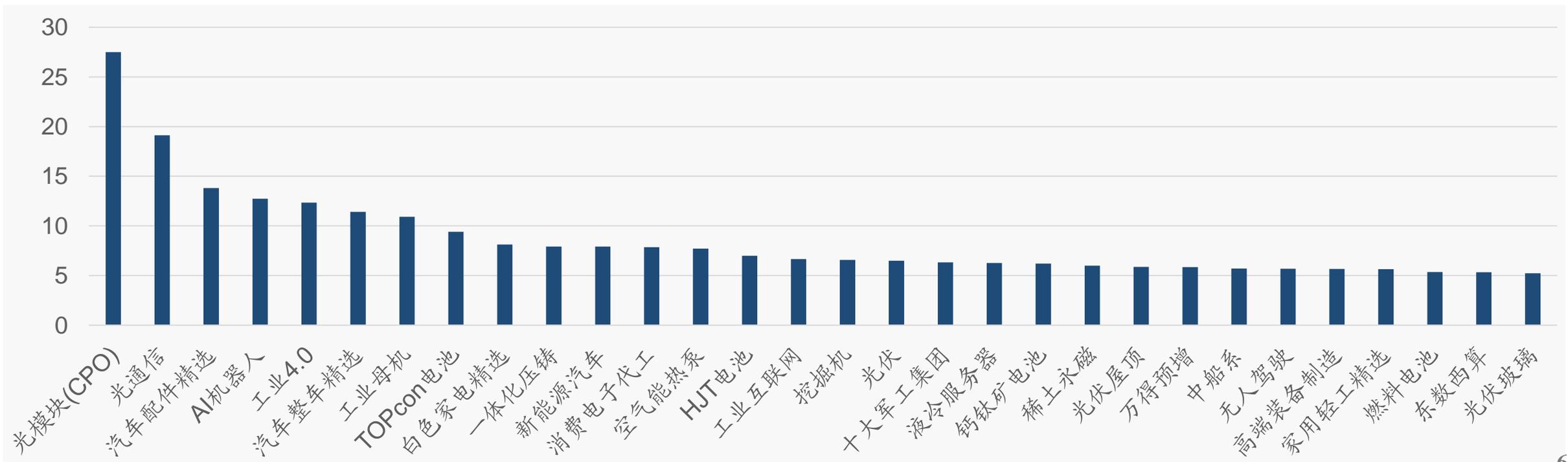
6月申万一级行业指数涨跌幅（单位：%）



市场复盘：领涨产业主题集中于AI、机器人、工业母机、新能源等

- ✓ 6月涨幅居前的产业主题出现了一些新变化，除了AI以外，机器人、新能源、军工等交易比较活跃。
- ✓ 其中机器人属于产业事件催化，新能源属于预期差交易（新技术方向）以及出现关键基本面因素变化。

6月主要产业主题指数涨幅前30（单位：%）





6月A股市场复盘：指数和行业

7月A股大势研判：两大因素驱动，拐点或现

7月行业和产业趋势配置：关注中报窗口的三条主线机会以及新能源细分的预期差和AI扩散

7月流动性展望：关注资金面传导信号

风险提示

7月A股市场走势的关键因素解析之一：利差和汇率

- ✓ 汇率决策因子：经济、外储、利差。
- ✓ 利差为负的阶段，汇率跟经济因素相关性更大。
- ✓ 2022年4月利差转正以来，汇率波动方向跟利差强相关，波动幅度隐含经济预期变化。
- ✓ 6月/5月以来利差扩大主要因为美债利率上行贡献（贡献度分别为94.7%/79.8%）

近一年多以来，利差因子对汇率波动方向具有强相关性



7月A股市场走势的关键因素解析之一：利差和汇率

- ✓ 同样为利率低位的国家，虽然日本经济在复苏，但美日利差的拉大也导致了日元贬值，经济复苏叠加通胀抬升支撑企业盈利改善是日股走强的主要因素。
- ✓ 高利率欧元区持续加息，美欧利差近期没有明显走阔，欧元相对强势。

美日利差走阔同样导致了日元的贬值



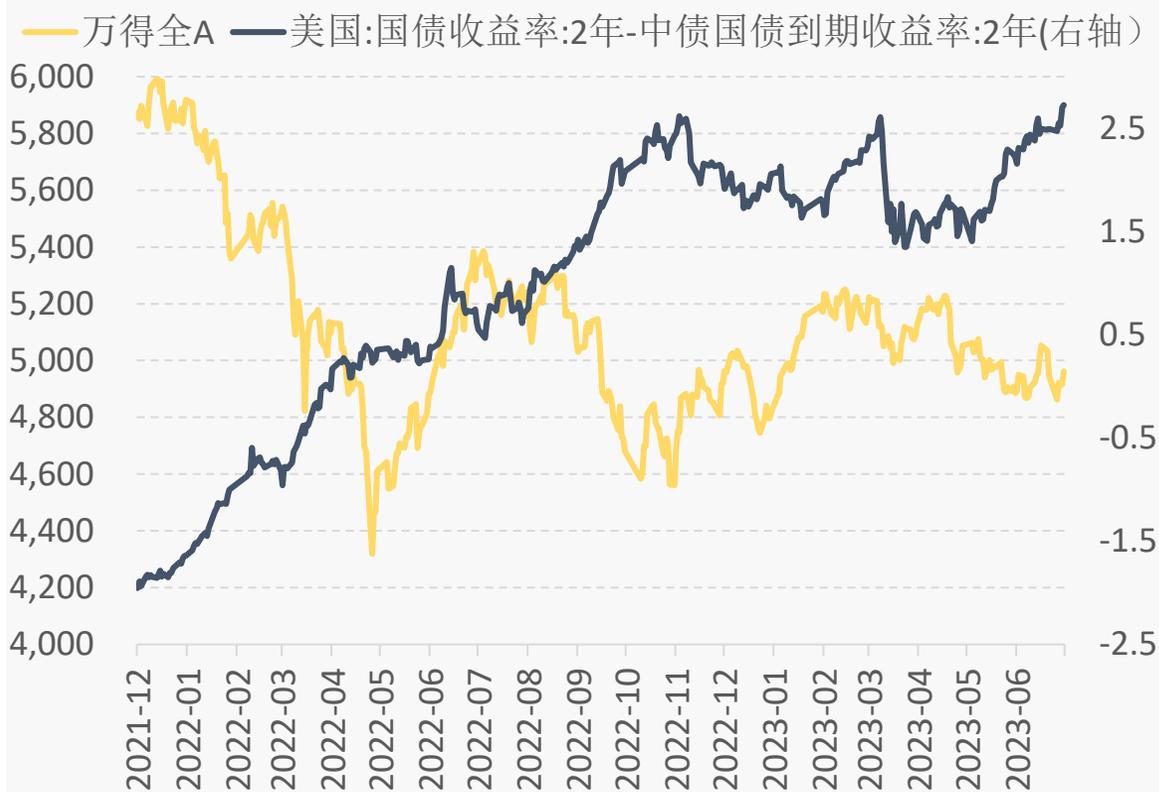
美欧利差走扩不明显，欧元相对较强



7月A股市场走势的关键因素解析之一：利差和汇率

- ✓ 中美国债利差转正以来，A股和利差几乎互为镜像关系。
- ✓ 利差和经济预期构成了汇率贬值以及A股下跌走势。

利差转正以来，跟A股互为镜像关系



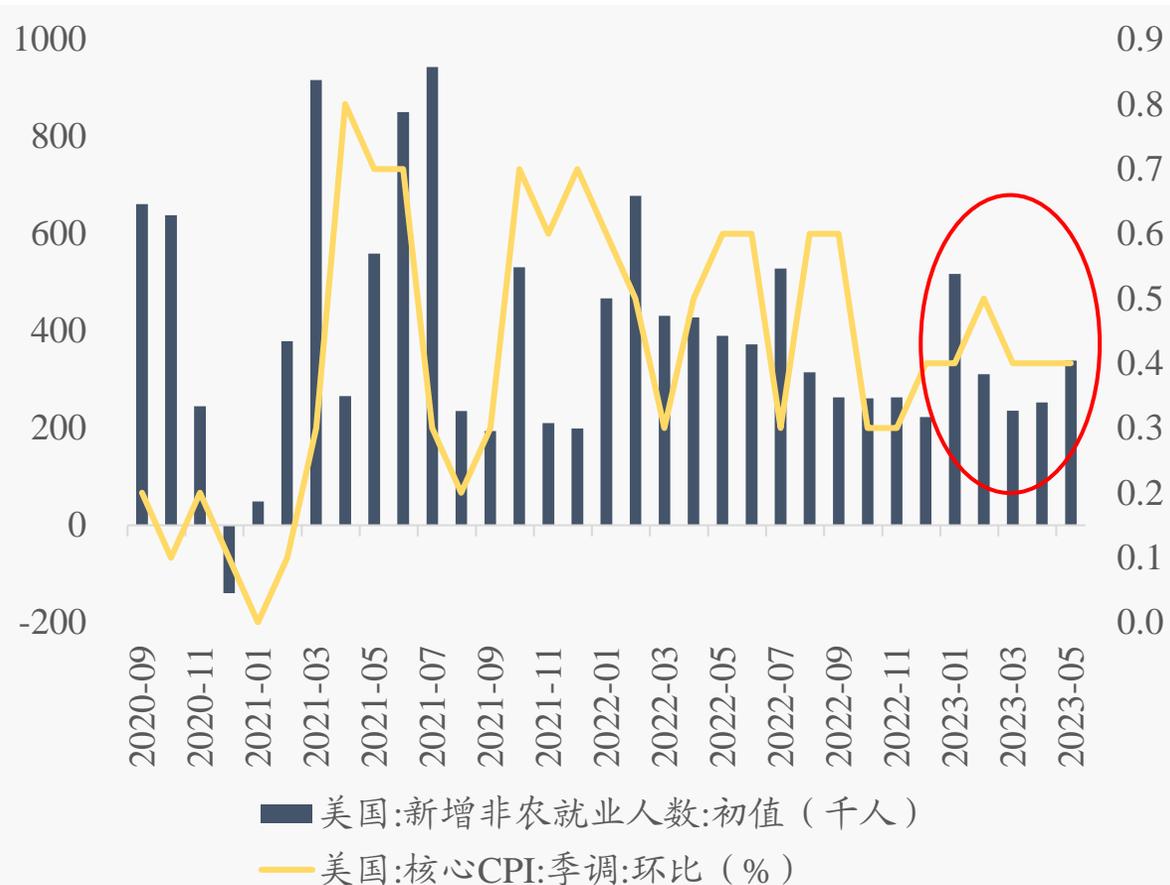
汇率贬值阶段，A股多数下跌



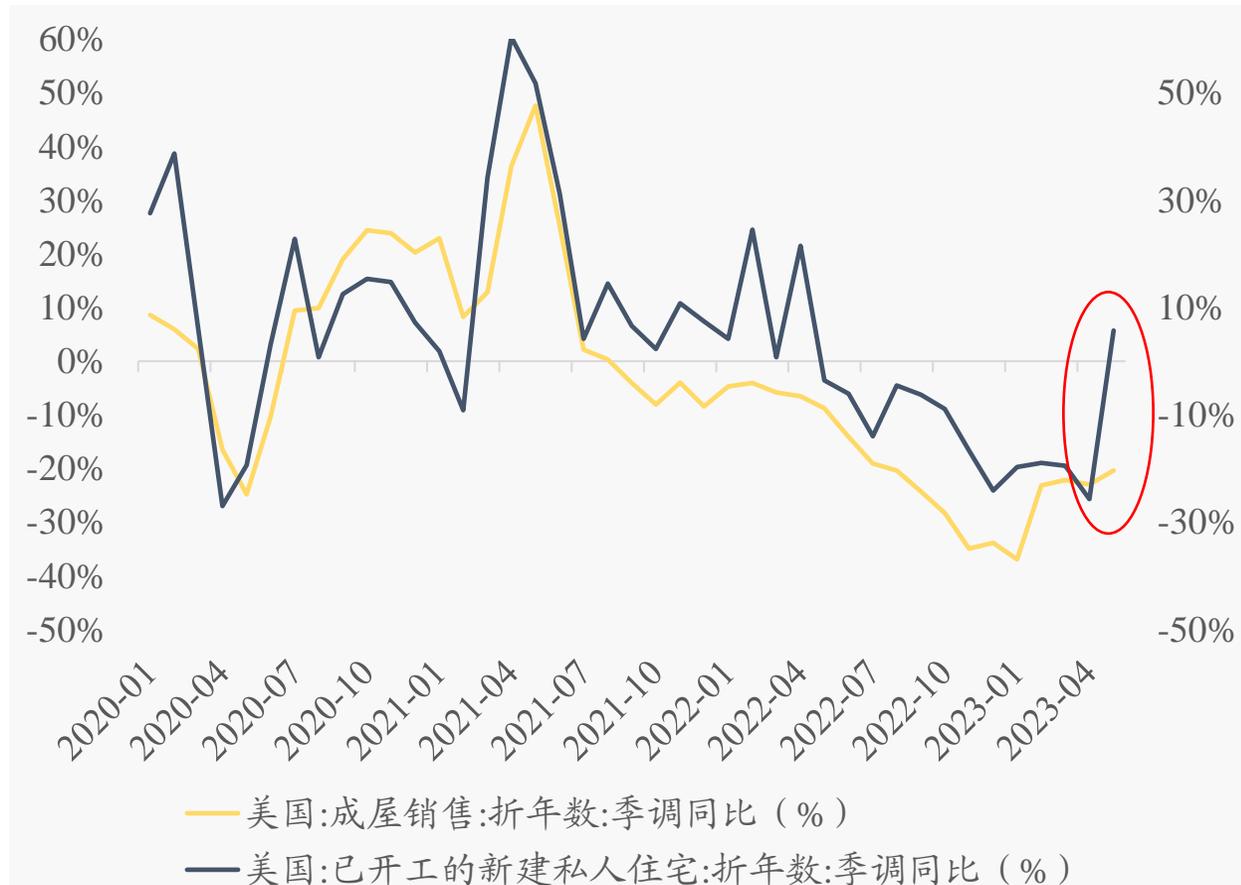
7月A股市场走势的关键因素解析之一：利差和汇率

- ✓ 加息预期取决于通胀、非农以及经济数据。
- ✓ 截至5月，美国核心通胀依然坚挺、就业及房地产市场显著回暖、一季度GDP超预期上修，经济数据的韧性叠加近期美联储鹰派言论频发，市场对于2023H2联储加息的预期已经较高。

美国5月新增非农人数超预期，核心CPI环比与4月持平（单位：%）



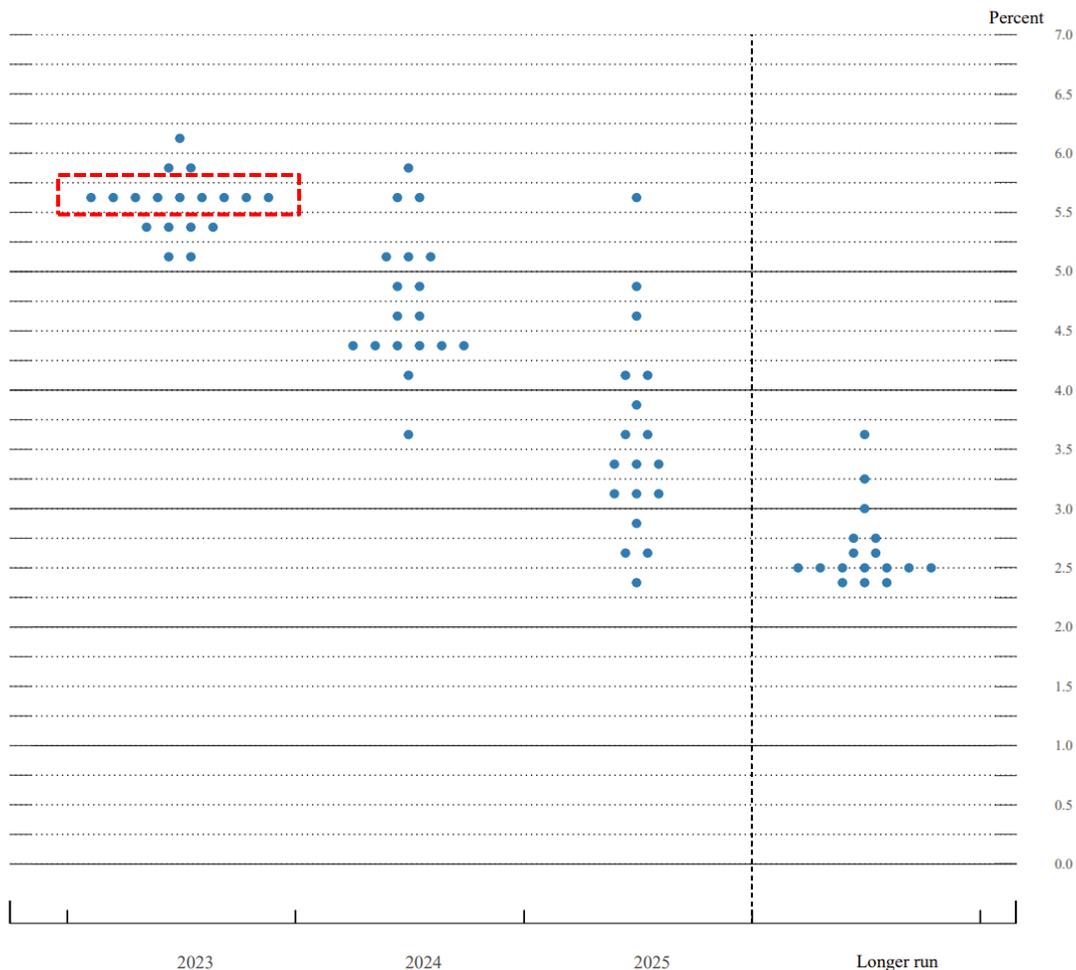
美国房地产市场超预期回暖（单位：%）



7月A股市场走势的关键因素解析之一：利差和汇率

- ✓ 利差最大影响因素：加息预期的变化
- ✓ 6月联储暂停加息，但点阵图及官员表态均显示年内或还有2次加息，加息终止的预期中位数为5.6%。

美联储6月暂停加息，但点阵图显示鹰派



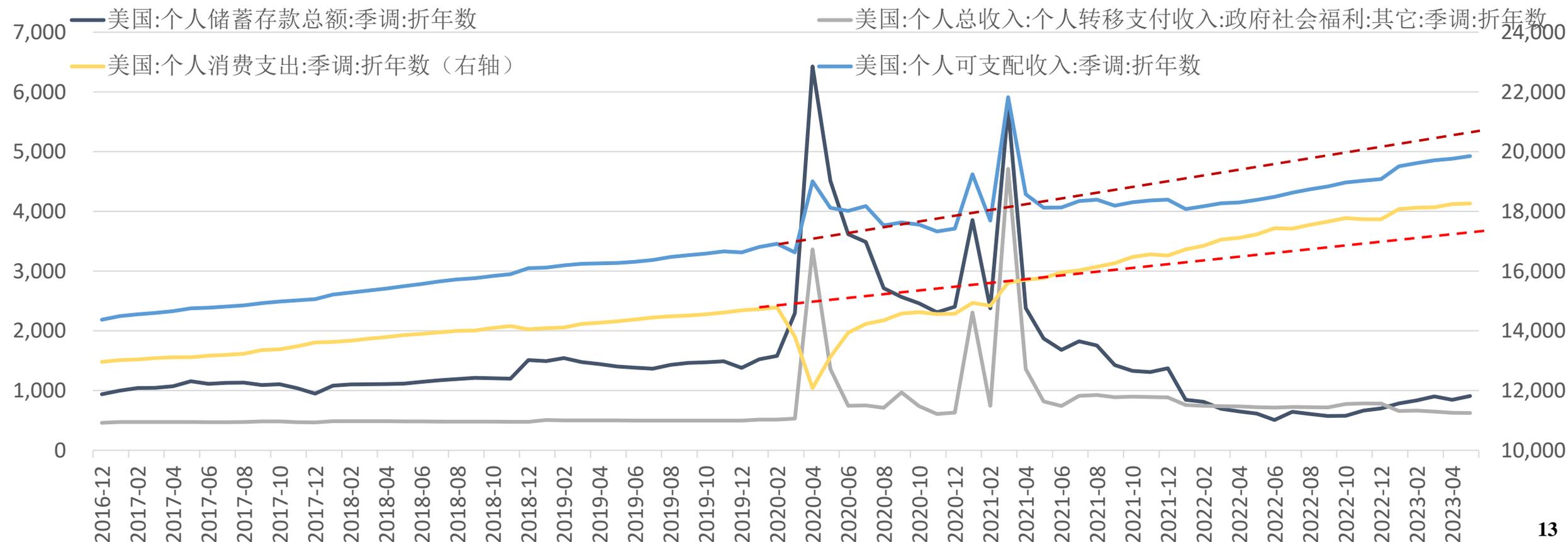
联储官员普遍以2%通胀率作为加息目标

官员	日期	美联储官员表态	职位
鲍威尔	2023/6/21	官员们预计年底前利率会略有上升，今年再次加息两次将是适当的。降低通胀是至关重要的，适度提高利率可能是合理的决策。美联储不认为降息会很快发生。我认为随着失业率的小幅增加，通胀有望继续下降。	美联储主席
古尔斯比	2023/6/22	在接下来的几个月里，我们将获得一些关于我们是否掌握了通胀情况的指标。美联储的框架是“等待观察”。工资是物价的滞后指标，而不是领先指标。	芝加哥联储行长
博斯蒂克	2023/6/22	我支持今年不再加息以给政策实践发挥作用。通胀率仍然过高，降低通胀是首要任务。劳动力市场进一步放缓可能是通胀回到2%的必要条件，美联储需要坚定地保持紧缩政策。预计在2024年大部分时间内不会降息。	亚特兰大联储行长
鲍曼	2023/6/22	需要进一步加息以遏制通胀。	美联储理事
巴尔金	2023/6/22	美联储离2%的通胀目标还有很长一段路要走，如若通胀不朝着目标前进，那就加息。在确信通胀走势下行时，我将支持降息。	里士满联储行长
戴利	2023/6/23	今年再加息两次是“非常合理”的预测。接近目标时减缓政策收紧是谨慎的。	旧金山联储行长
鲍威尔	2023/6/28	利率限制性时间不够长，不足以让通胀达目标，预计会有更多的紧缩，不排除两次会议连续加息，预计核心通胀到2025年时才能回落到美联储2%的目标。	美联储主席

7月A股市场走势的关键因素解析之一：利差和汇率

- ✓ 疫情期间，美国政府对居民转移支付带来超额储蓄的消耗是判断通胀、经济和就业数据的关键；
- ✓ 至21年底三轮补贴，通过转移支付推算仅现金补助达0.95-1.1万亿美元，带来总超额储蓄2.64万亿美元，至2023年5月已经回落至0.8万亿美元，考虑通胀带来的购买力损失，超额储蓄实际剩余更少。
- ✓ 补贴对消费的支撑可能已经到了最后阶段，因此加息预期进一步提升的可能性较小。

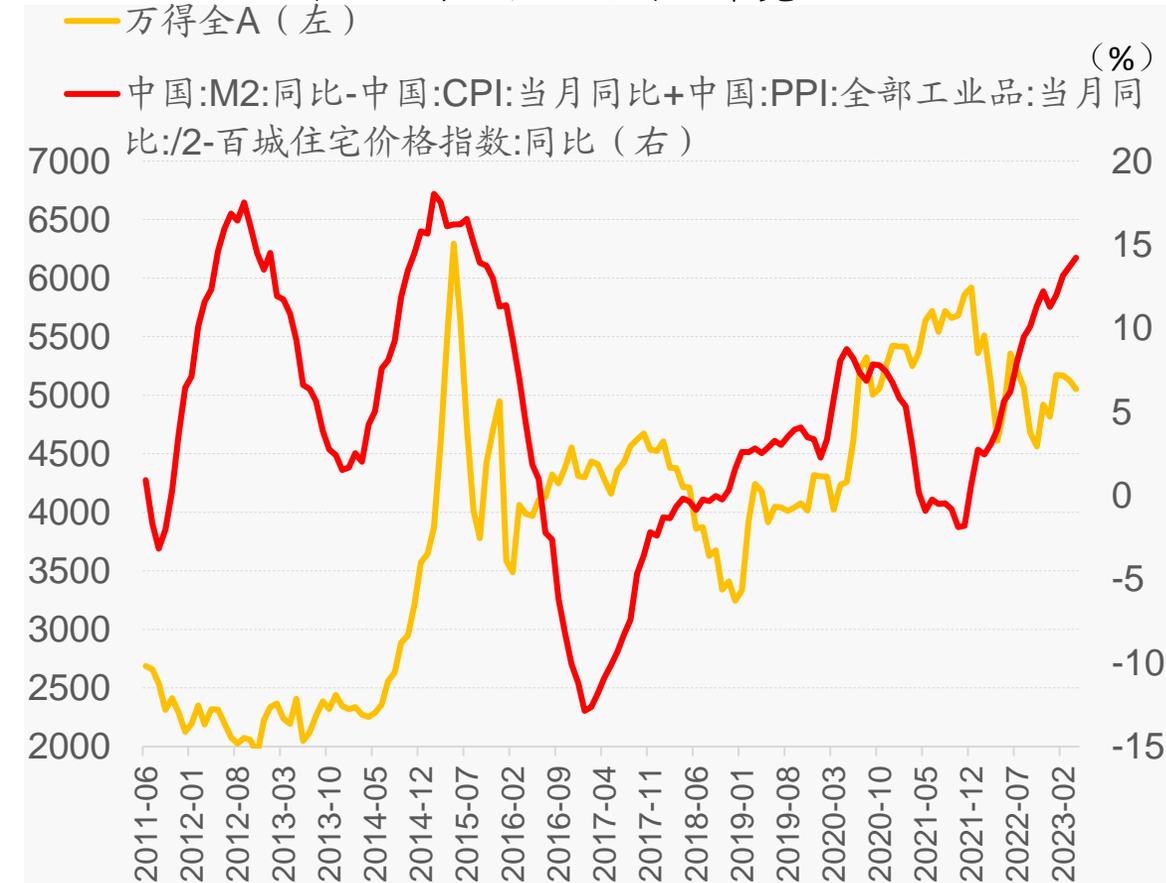
目前超额储蓄已经大幅下降（单位：十亿美元）



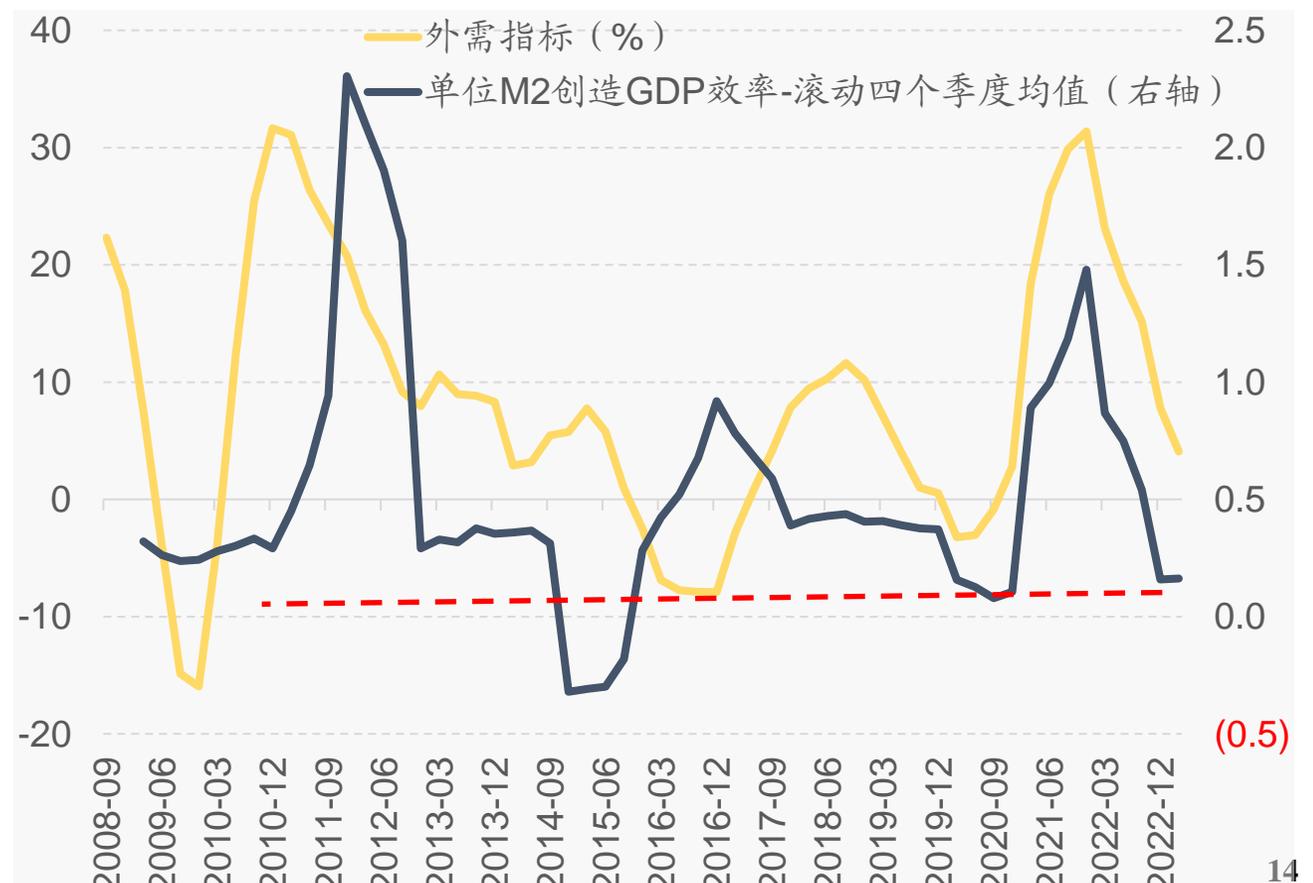
7月A股市场走势的关键因素解析之二：政策预期如何演绎

- ✓ 当前，我们的货币政策效率又到了一个比较低的位置。
- ✓ 历史上外需和M2效率有很强的相关性；
- ✓ 当下流动性陷阱的状态将依赖于需求扩张特别是内需的扩张。

图：当前流动性绝对水平宽裕



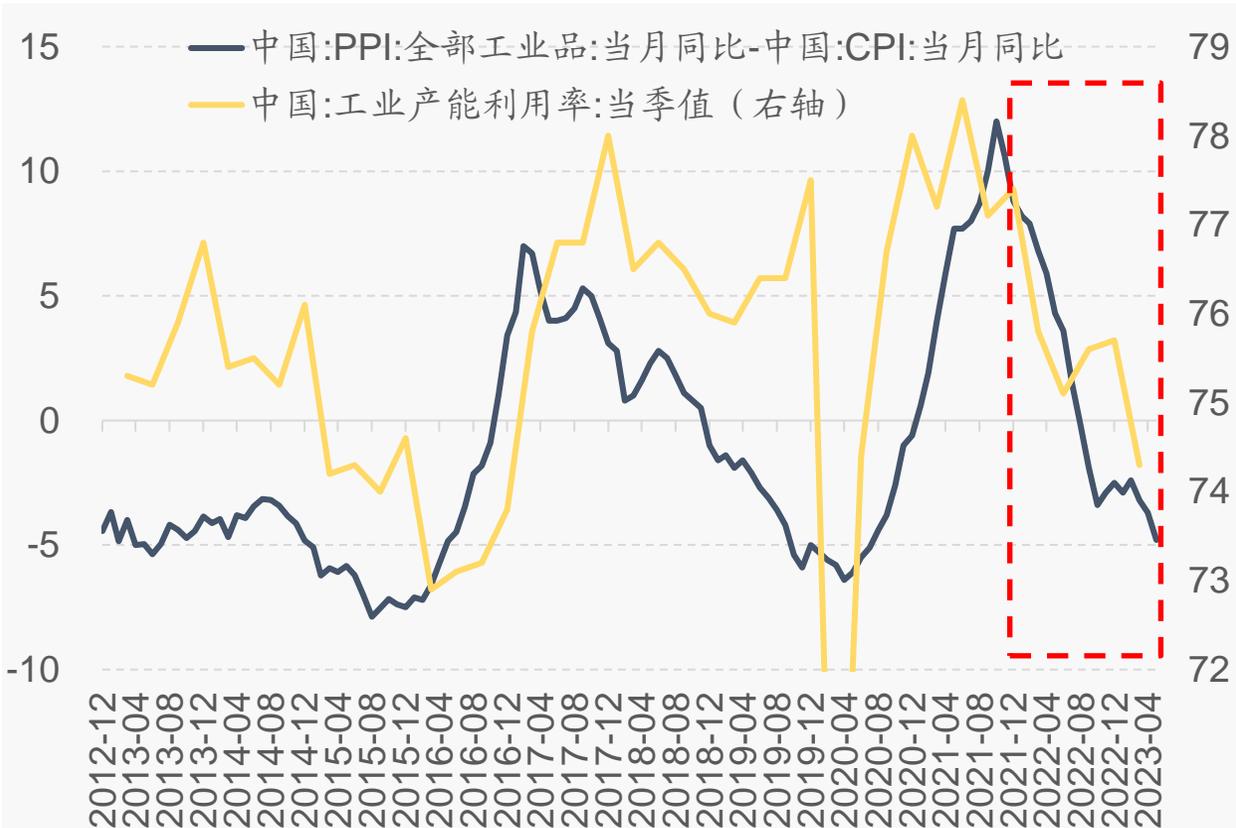
图：过去十多年，我们的货币效率跟外需相关性较大



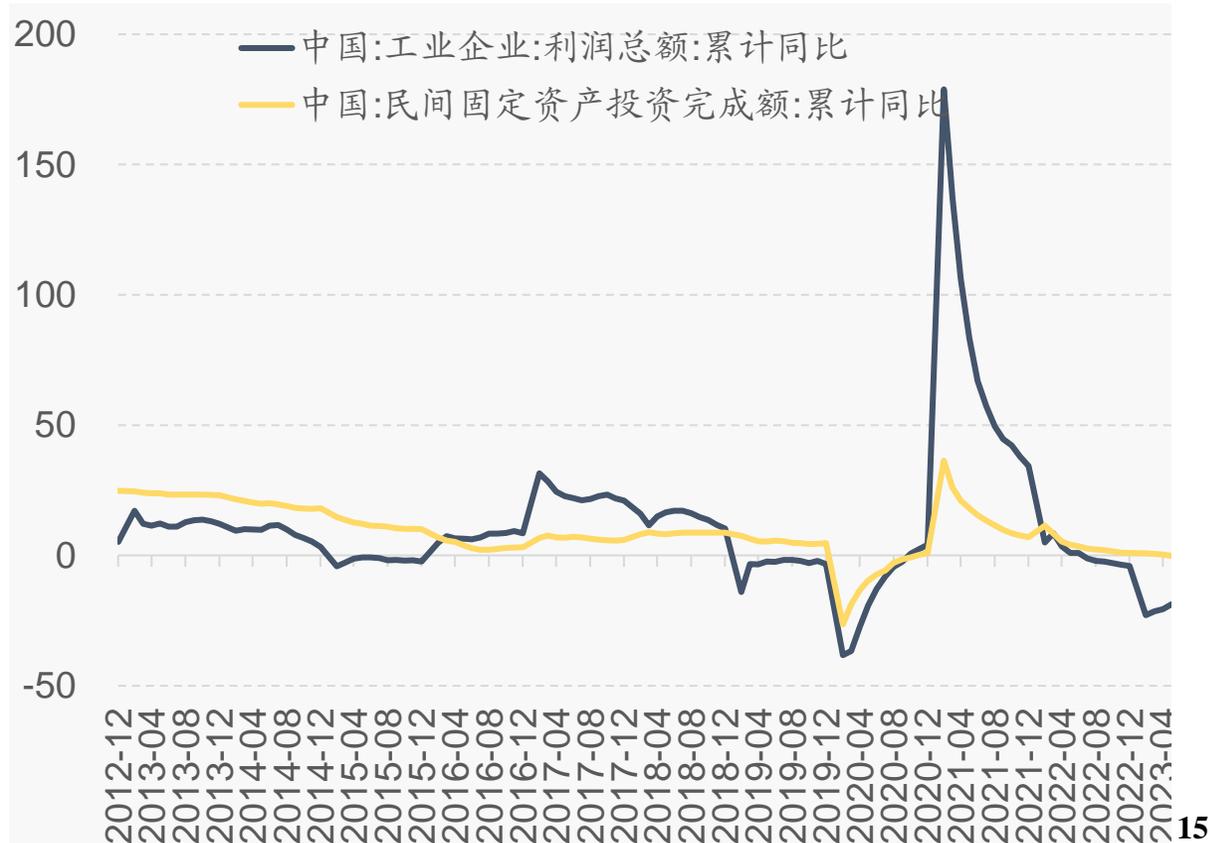
7月A股市场走势的关键因素解析之二：政策预期如何演绎

- ✓ 为何当前供需两端矛盾在需求侧，从产能利用率也可以看出；
- ✓ 结合今年以来社融的高增，企业融资利率持续下行，工业企业盈利仍为负增长，企业资本开支意愿边际走弱，需求端修复明显慢于供给端。

图：PPI和CPI的差值能够很好反映供需矛盾（单位：%）



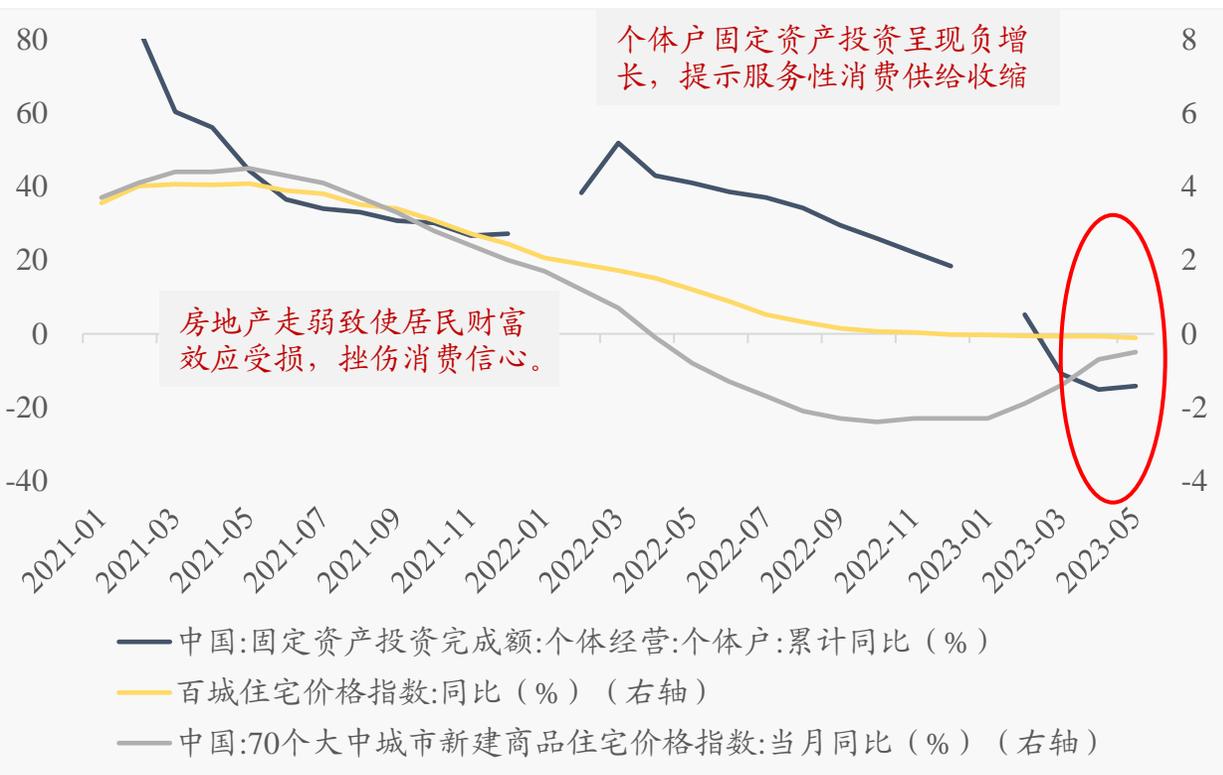
图：盈利仍为负增长，资本开支意愿走弱（单位：%）



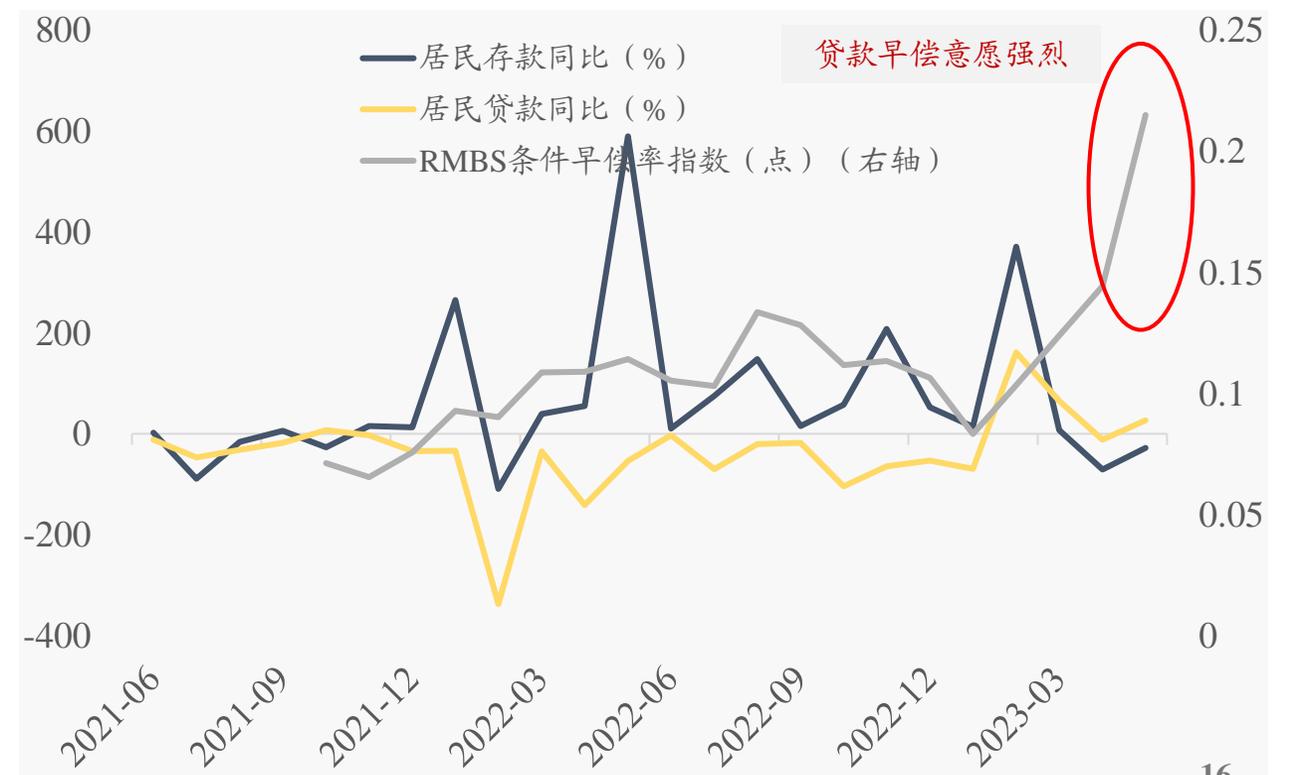
7月A股市场走势的关键因素解析之二：政策预期如何演绎

- ✓ 需求侧中，居民部门资产负债表有所收缩，按照历史和海外经验来看，居民部门缩表对居民消费信心会构成影响。
- ✓ 居民消费提升的方式：工资收入增速提升（企业盈利的滞后变量）、财产性收入提升（主要是房地产，部分是股票市场、理财收益率也在下行）、政府转移支付增加（目前最可行方式之一）。

图：地产走弱居民资产负债表造成负面影响（单位：%）



图：疫情以来居民多存少贷，“提前还贷潮”出现（单位：%；点）



7月A股市场走势的关键因素解析之二：政策预期如何演绎

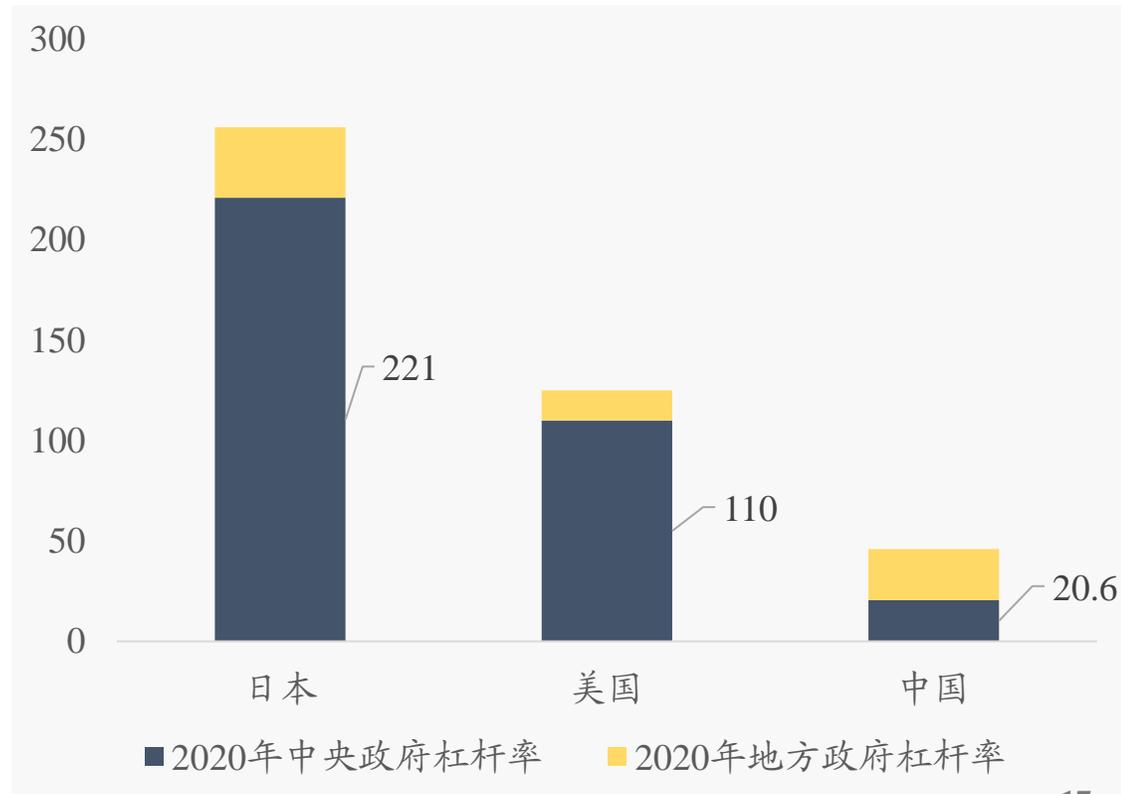
✓ 与全球主要国家和地区相比，中国政府部门杠杆率偏低，且地方政府债务超过中央，中央加杠杆空间较大。

- 从债务机构来看，主要经济体中央政府的杠杆率水平通常远高于地方，中国则相反。
- 中国应适度给中央加杠杆、调节中央和地方间的债务比例关系，为地方减负。

图：2022Q3全球部分国家及地区政府部门杠杆率（按名义价值计）（单位：%）



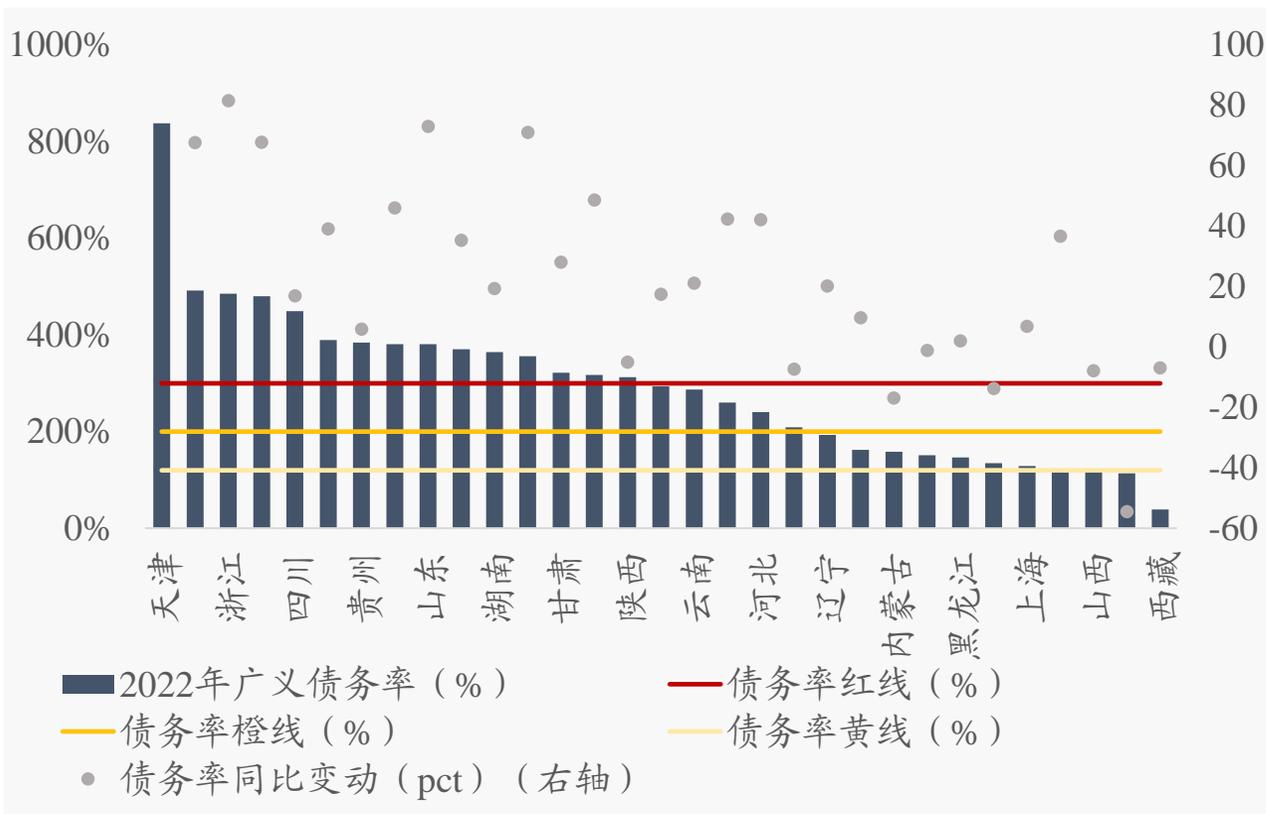
图：美日中央政府杠杆率远高于地方（单位：%）



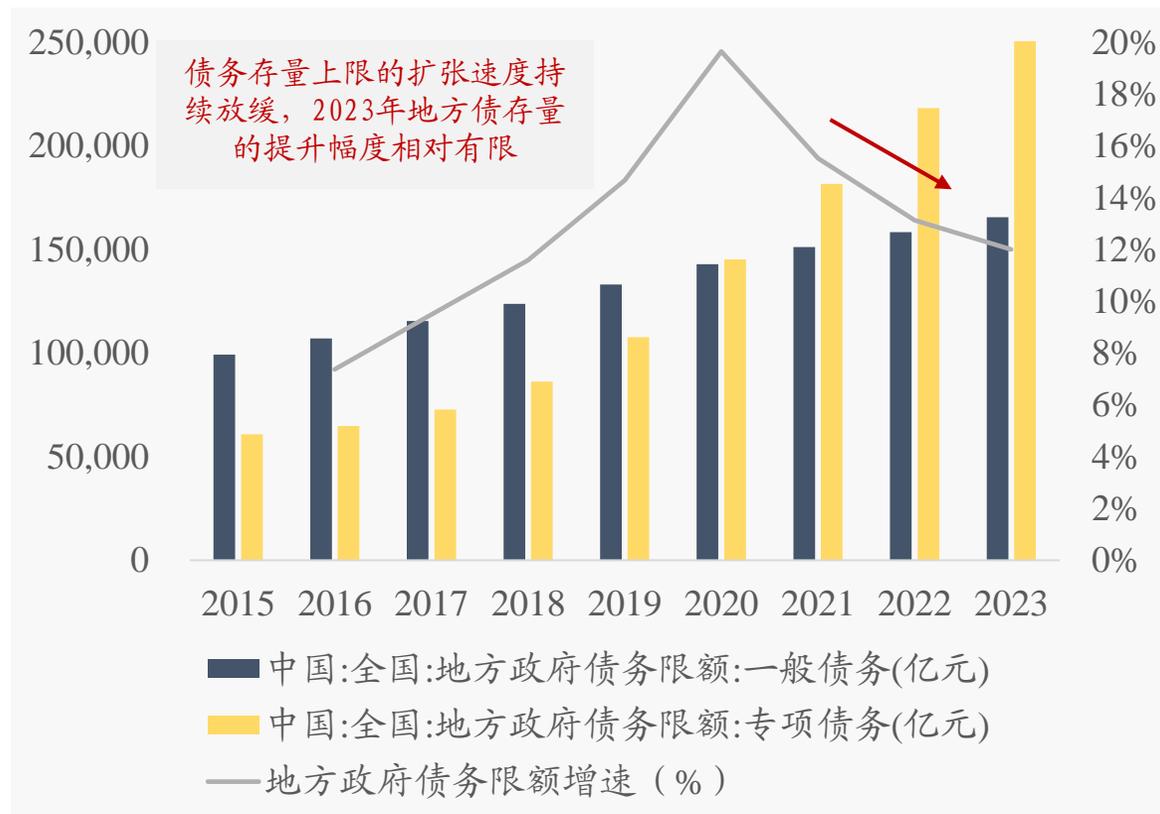
7月A股市场走势的关键因素解析之二：政策预期如何演绎

- ✓ 近年地方政府快速加杠杆导致债务风险加大，隐债置换预期升温，2023年地方加杠杆空间有限。
 - 一方面，大规模退税及疫情冲击地产链致使政府财力不足，疫情后财政利息支出负担加重；
 - 另一方面，受隐性债务影响，地方政府广义债务率普遍高增，提示各地债务风险加大。

图：全国各省区市地方政府广义债务风险高增（单位：%）



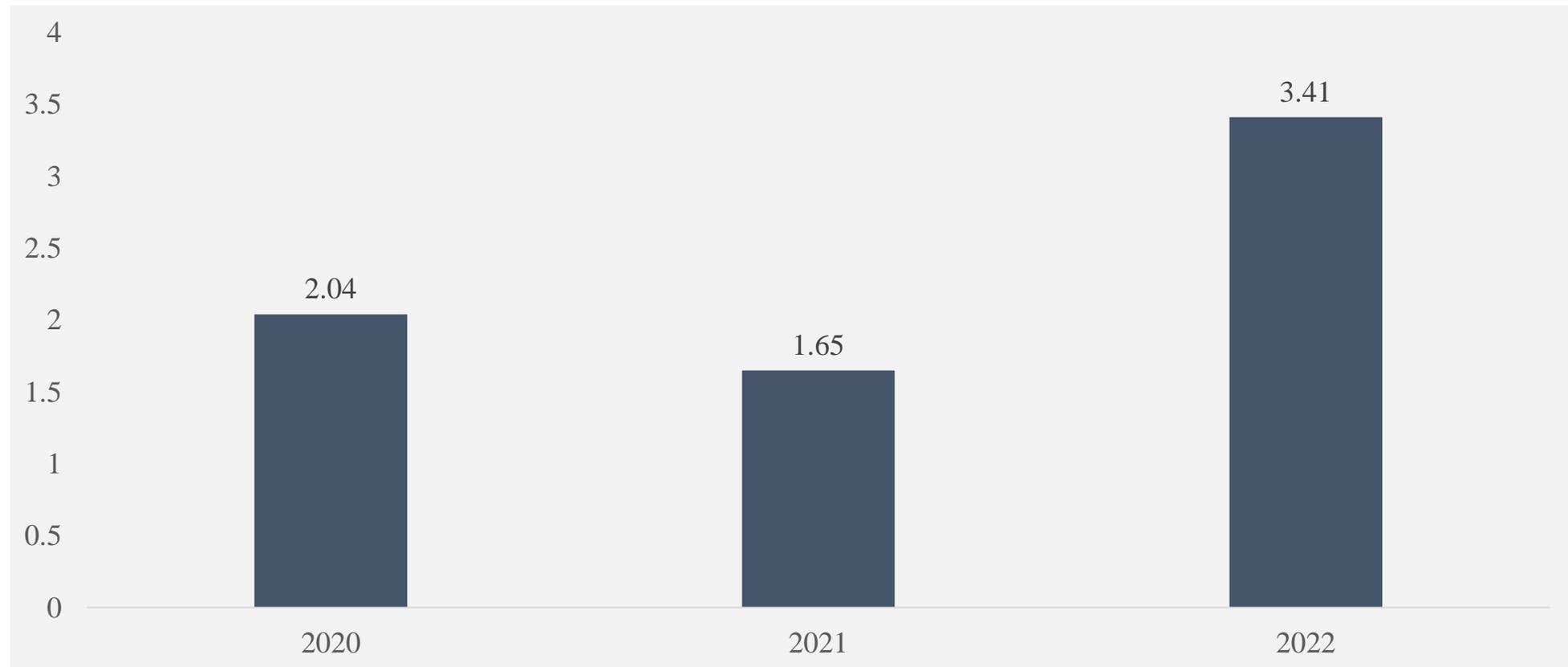
图：近年地方债总限额增速持续放缓（单位：%）



7月A股市场走势的关键因素解析之二：政策预期如何演绎

- ✓ 中央加杠杆空间限制较少，故有望成为今年加杠杆主力。
 - 预算外的政策性金融债、发改委专项建设债等中央政府加杠杆工具没有债务赤字率的限制。
 - 从国际比较和地方债务风险加剧的现实来看，中央杠杆的扩大是必要的。

图：近年来政策性金融工具总额（单位：万亿）

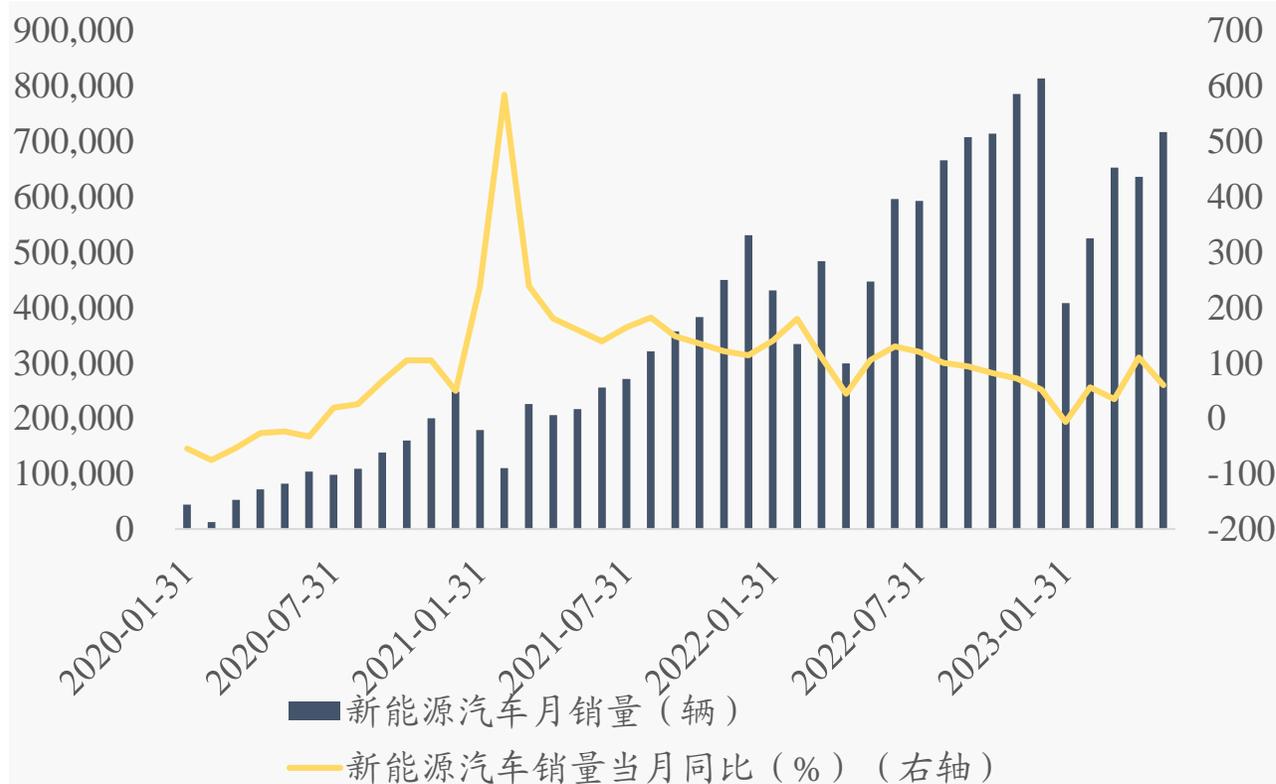


7月A股市场走势的关键因素解析之二：政策预期如何演绎

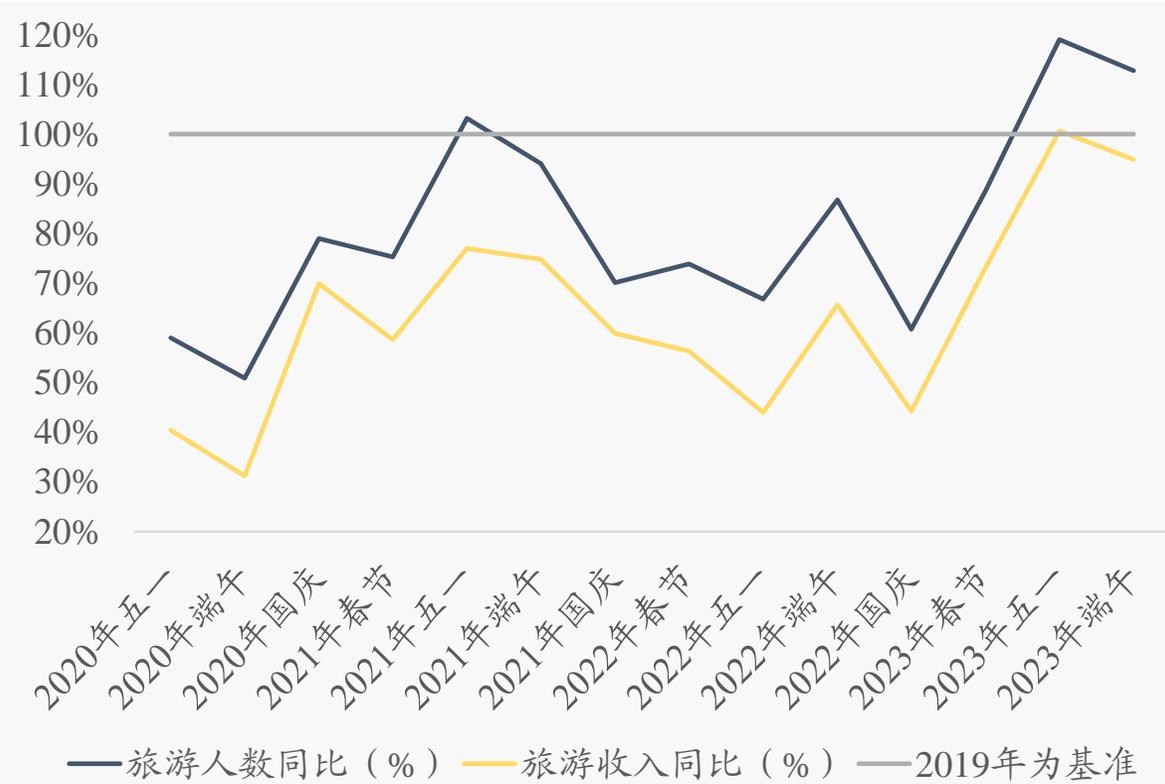
✓ 中央加杠杆方式之一：可能通过发放消费券、现金补助、购车/旅游补贴、减税降费等形式来刺激消费，拉动投资与就业。

➢ 新能源车减免购置税、构建高质量充电基础设施体系政策频出；6月29日国常会部署促进家具消费，后续政策值得关注；暑期将近，出行消费链条有发力空间。

图：新能源车政策频繁出台，是促消费主抓手（单位：%）



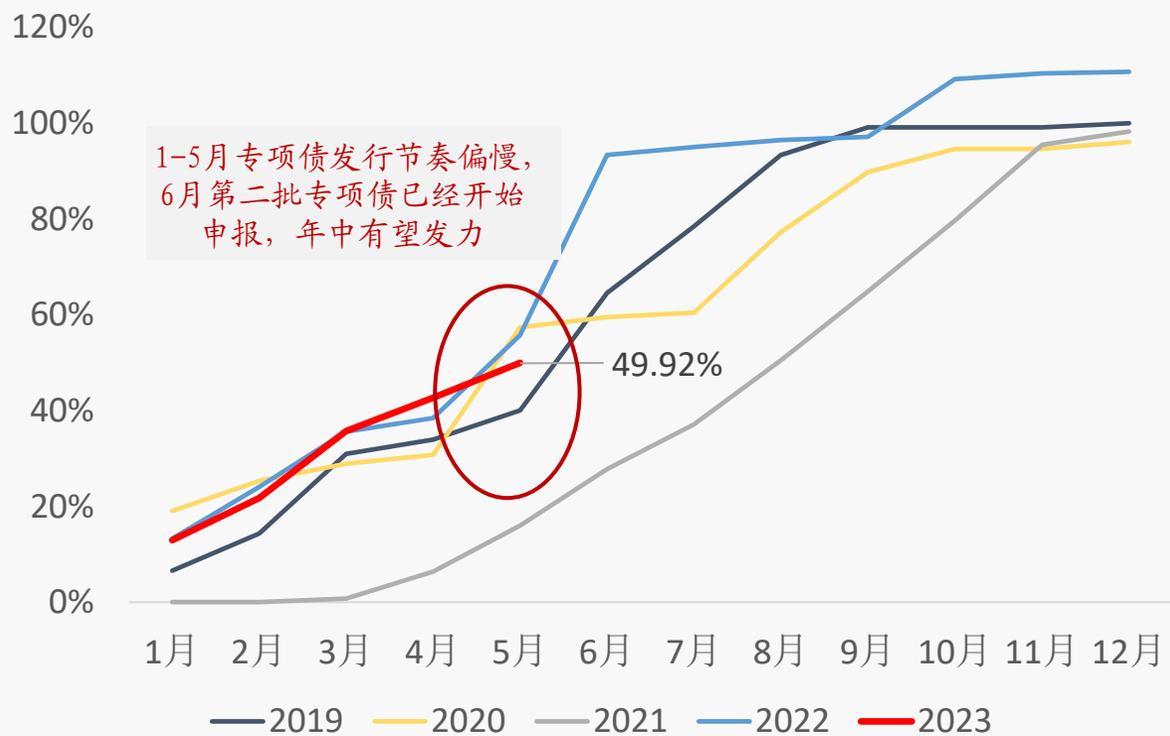
图：端午假期恢复程度下滑，暑期出行消费值得期待（单位：%）



7月A股市场走势的关键因素解析之二：政策预期如何演绎

✓ 中央加杠杆方式之二：加快专项债投放速度，对基建起到支撑作用。2023年初至5月，专项债发行节奏偏慢，1-5月发行不及全年限额的50%，下半年加快专项债投放速度是财政政策空间之一。

图：今年1-5月专项债发行节奏不及全年限额50%，较去年同期偏慢（单位：%）



图：石油沥青开工率恢复程度有限（单位：%）



图：2023年初至今，螺纹钢价格呈下行趋势（单位：元/吨）



7月A股市场走势的关键因素解析之二：政策预期如何演绎

- ✓ 中央加杠杆方式之三：“准财政工具”政策性开发性金融工具助力基建
- ✓ 2022年6月政策性开发性金融工具实施以来，推动大批重点项目开工建设。
- ✓ 6月16日召开的国常会指出，“研究推动经济持续回升向好的一批政策措施”，政策性开发性金融工具规模可能加码。

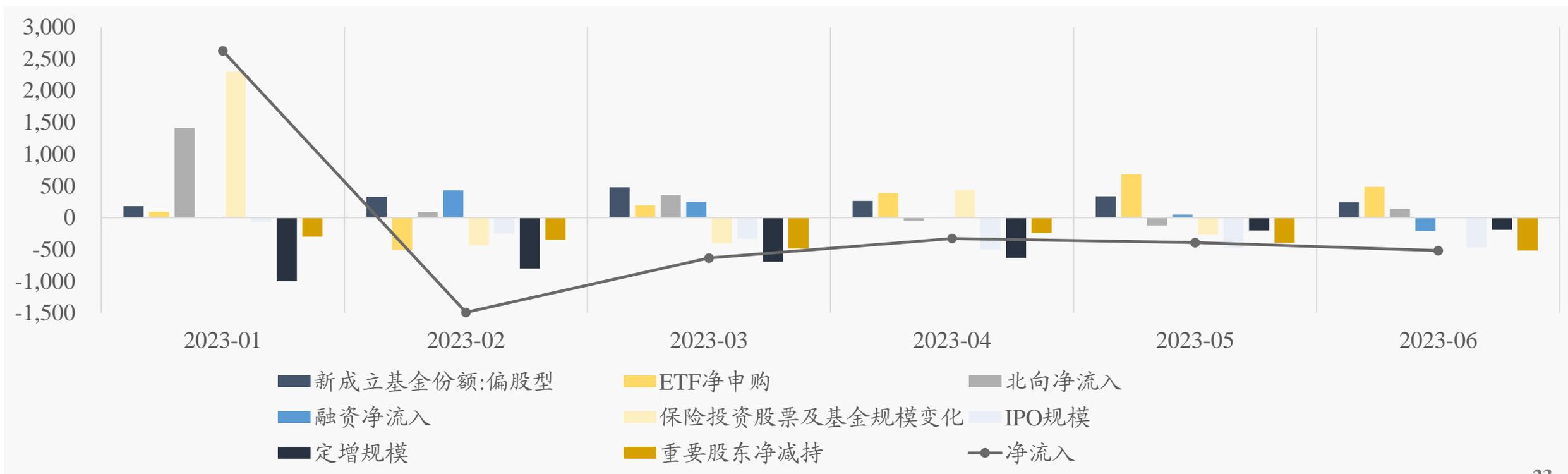
表：政策性开发性金融工具时间灵活

日期	事件	国开行	农发行	进出口	合计投放
6月30日	国务院提出第一期3000亿	2100亿	900亿		
7月15日	国务院同意农发行设立基金				
7月20日	农发行基金成立				
7月21日	农发行完成首笔资金投放；国开行基金成立				
7月22日	国开行完成首笔资金投放				
8月12日	农发行投放达148.96亿元，项目68个				
8月20日	农发行完成第一批900亿元投放		完成900亿		
8月24日	国务院提出第二期3000亿+	1500亿	1000亿	500亿	
8月26日	国开行完成2100亿投放	完成2100亿			完成3000亿
9月2日	进出口银行基金成立				
9月6日	银保监会同意第二期农发行增资1000亿元				
9月16日	农发行完成第二批1000亿投放		完成1000亿		
9月20日	国开行完成1500亿投放	完成1500亿			
9月28日	进出口银行完成500亿投放			完成500亿	完成6000亿
10月12日	农发行完成559亿投放，进出口银行完成184亿投放		完成559亿	完成184亿	完成6743亿
11月16日	7399亿金融工具资金已全部投放完毕				完成7399亿

积极的信号：6月北向资金净流入大幅增加，ETF净申购保持热度

- ✓ 陆股通净流入达140.26亿，结束了连续两个月净流出；ETF净申购额为484.85亿元；
- ✓ 资金需求端：IPO和定增规模下降。
- ✓ 资金面维持存量博弈的格局，没有出现进一步恶化的信号。

图：2023年6月各类资金规模（单位：亿元）



积极的信号：北向资金阶段性回流的拐点可能已经到来

- ✓ 2023年4-6月中旬北向资金净流入减少。6月中旬以后，随着国内政策预期的逐步好转，北向阶段性流出有好转的迹象，我们跟踪的北向资金流入指标已经到了过去几年的反转区域。
- ✓ 北向资金流入加速信号之一为美债的回落，之二为国内政策预期的进一步好转，内部因素而言，7月政治局会议比较关键。

北向资金净流入拐点的出现通常取决于中美关系、两国基本面及汇率（单位：亿元）

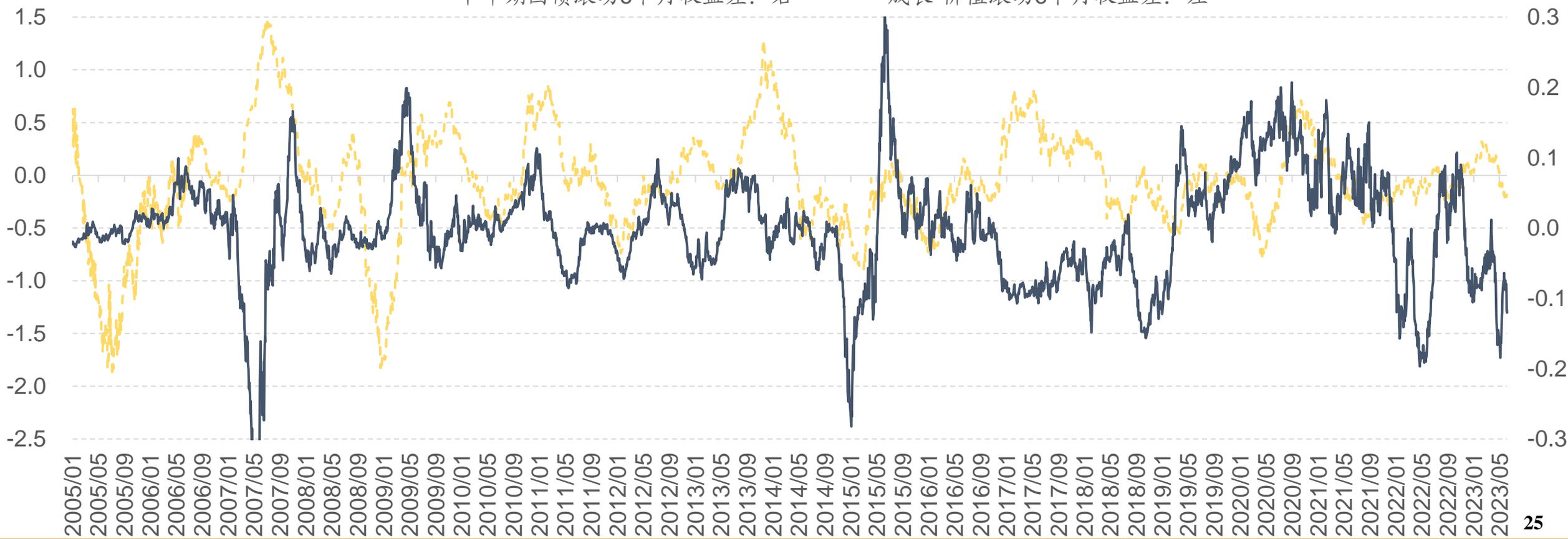


7月风格预判，成长风格反转的空间已经具备

- ✓ 十年期国债到期收益率走势和成长-价格风格关系较为密切；
- ✓ 当前，成长—价值背离接近底部区域，成长风格反转的空间已经具备；
- ✓ 7月A股大概率将处于非典型成长风格（成长指数较弱，但主题交易和独立产业趋势的板块走势较强）向偏成长风格切换的过程。

图：风格指数和十年期国债的相关性较强（单位：%）

---十年期国债滚动6个月收益差：右 —成长-价值滚动6个月收益差：左



总结：7月A股大势和风格走势研判

➤ 7月A股市场走势关键因素解析之一：利差和汇率，可能已经到一个极致的区间

2022年4月利差转正以来，汇率波动方向跟利差强相关，波动幅度隐含经济预期变化。当前2年期国债利差2.73，属于历史最高水平区间，且6月/5月以来利差扩大主要因为美债利率上行贡献。一个佐证：利率低位的日本经济在复苏，但美日利差的拉大也导致了日元贬值。高利率欧元区持续加息，美欧利差近期没有明显走阔，欧元相对强势。当前利差水平可能已经到一个极致的区间，一方面，市场对于2023H2联储加息的预期已经较高。第二，疫情期间，美国政府对居民转移支付带来总超额储蓄2.64万亿美元，至2023年5月已经回落至0.8万亿美元，考虑通胀带来的购买力损失，超额储蓄实际剩余更少，补贴对消费的支撑可能已经到了末期。

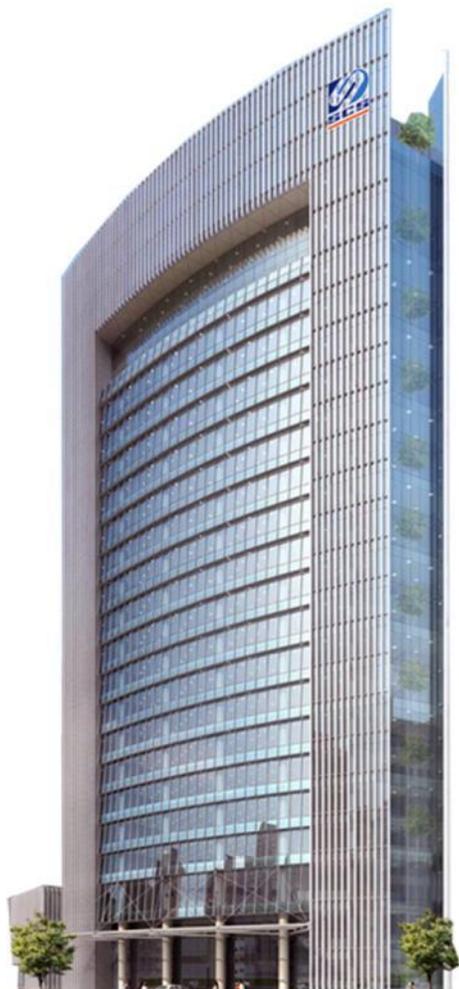
➤ 7月A股市场走势关键因素解析之二：政策预期，7月政治局会议比较关键，中旬是预期变化关键时点

当前，我们的货币政策效率又到了一个比较低的位置，历史上外需和M2效率有很强的相关性，当下流动性陷阱的状态将依赖于需求扩张特别是内需的扩张。需求侧中，居民消费提升的方式：工资收入增速提升、财产性收入提升、政府转移支付增加（目前最可行方式之一）。中国政府部门杠杆率低于全球主要国家，中央加杠杆空间较大，主要方法有三种：依靠居民转移支付刺激需求端；加快专项债投放速度，对基建起到支撑作用；“准财政工具”政策性开发性金融工具助力基建。

➤ 积极的信号：资金面维持存量博弈的格局，没有出现进一步恶化的信号，6月北向资金净流入大幅增加，我们跟踪的北向资金流入指标已经到了过去几年的反转区域。

➤ 风格层面，成长—价值背离接近底部区域，成长风格反转的空间已经具备；

整体而言，7月可能是一个重要的拐点月份，震荡向上的可能性更大，利差的收窄、政策预期的进一步好转都会构成市场向上的动力。



6月A股市场复盘：指数和行业

7月A股大势研判：两大因素驱动，拐点或现

7月行业和产业趋势配置：关注中报窗口的三条主线机会以及新能源细分的预期差和AI扩散

7月流动性展望：关注资金面传导信号

风险提示

总结：三条线关注业绩改善：已出现利润拐点、库存阶段切换和中观景气向好

- ✓ 关注出现利润增速拐点的行业。Q1营业利润数据和最新5月工企利润数据指向：
 - 景气度向好的TMT制造、盈利同比回升的家用电器、政策促进需求回暖复苏的汽车链、受益于出行恢复的交通运输、受益于煤价下行的公用事业。
- ✓ 关注库存阶段可能发生切换行业。Q1库存阶段分析和最新5月工企库存周期指向：
 - 地产链下游的家用电器和家具用品、等待需求端促进的汽车链、提前布局消费复苏的机场酒店、延续被动去库的TMT制造、步入主动补库阶段的医药。
- ✓ 关注中观景气指标回暖行业。相关高频数据回暖指向：
 - 市场预期去库尾声的半导体、修复度较高的机场酒店、政策落地叠加暑期旺季的汽车链、地产竣工拉动下的家用电器和家具、受益于硅料价格下行的光伏、受益于融资改善以及集采风险消化的医药。

表：整理业绩关注三方面，得到中报业绩关注行业以及其行业推荐逻辑

板块或行业	利润增速	库存阶段	中观景气	7月业绩关注度	行业逻辑
TMT	★	★	★	100%	景气度向好，5月工企数据指向行业延续被动去库，去库尾声逻辑
汽车链	★	★	★	100%	政策落地叠加暑期旺季促进需求端回暖
地产链下游	★	★	★	100%	地产竣工拉动下游白电和家具需求上升，天气催化空调排产上调
出行链	★	★	★	100%	机场酒店主动加库提前布局消费复苏，高频数据验证复苏可期
光伏	☆	☆	★	33%	硅料跌近成本价，产业链价格企稳缓解终端观望情绪
医药	☆	★	★	67%	集采风险影响定价或充分，后续利率下行和投融资环境回暖利好
公用事业	★	☆	☆	33%	受益于上游煤价下行，暑期水、电使用旺季

产业趋势：从供给侧创新视角关注新能源、AI与机器人部分环节

✓ 我们在中期策略报告中提出产业趋势投资新框架——供给时钟模型，根据供给时钟模型逻辑推演，我们建议关注新供给出现、新技术导入红利期相关投资机会，具体看：

➤ 新能源领域此前供需格局恶化，近期板块出清加速，部分此前受 β 压制但有独立逻辑的细分环节有望先于板块走出 α 行情，包括：

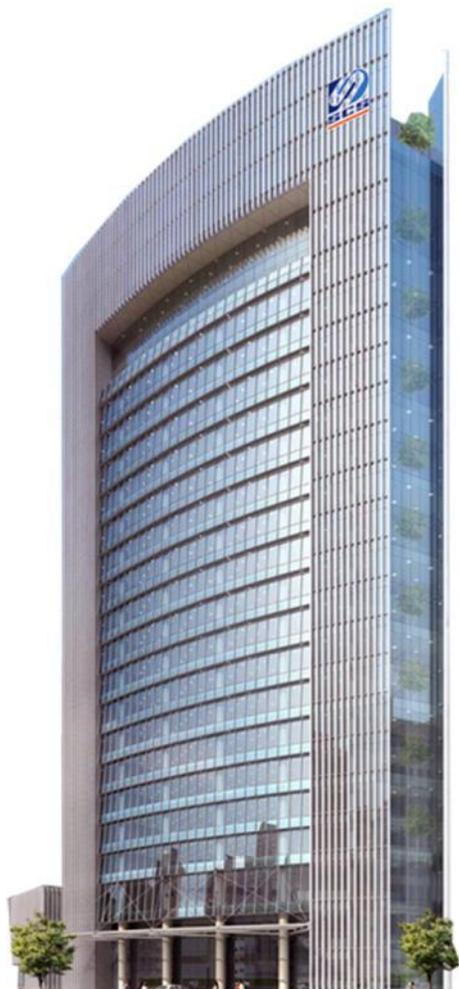
- 1) 电网IT：近期缺电、厄尔尼诺及电改拉大峰谷价差+电力电网疫后基本面修复
- 2) 充电桩：海内外充电基建加速+政策落地+高壁垒环节享外销溢价+直流快充结构性需求
- 3) N型Topcon电池及相关辅材设备：处于新技术加速渗透（供给驱动需求）阶段，增速红利确定

➤ 人口红利渐退，劳动要素生产率（L）驱动增长成效边际递减，技术创新（A）提升生产效率成为新时期经济增长关键驱动因素；经济弱复苏预期下，刺激政策尚未落实，建议关注新赋能新业态升级下的行业结构性机遇，包括：

1) AI：AI为促进科技创新及成果转化、提升要素生产率的关键技术，当前处于供给创生需求向供给驱动需求过渡阶段，我们认为当前AI从主题交易向基本面落实加速，关注行业垂直模型落地及算力需求相关环节

2) 机器人：机器人为解放人力劳动的新型智能工具，制造业智能升级/具身智能商业落地远景支撑工业/人形机器人产业发展大趋势，关注高价值量核心零部件国产化及人形机器人降本带来的投资机会。

以上详见我们后续发布的7月A股行业配置策略。



6月A股市场复盘：指数和行业

7月A股大势研判：两大因素驱动，拐点或现

7月行业和产业趋势配置：关注中报窗口的三条主线机会以及新能源细分的预期差和AI扩散

7月流动性展望：关注资金面传导信号

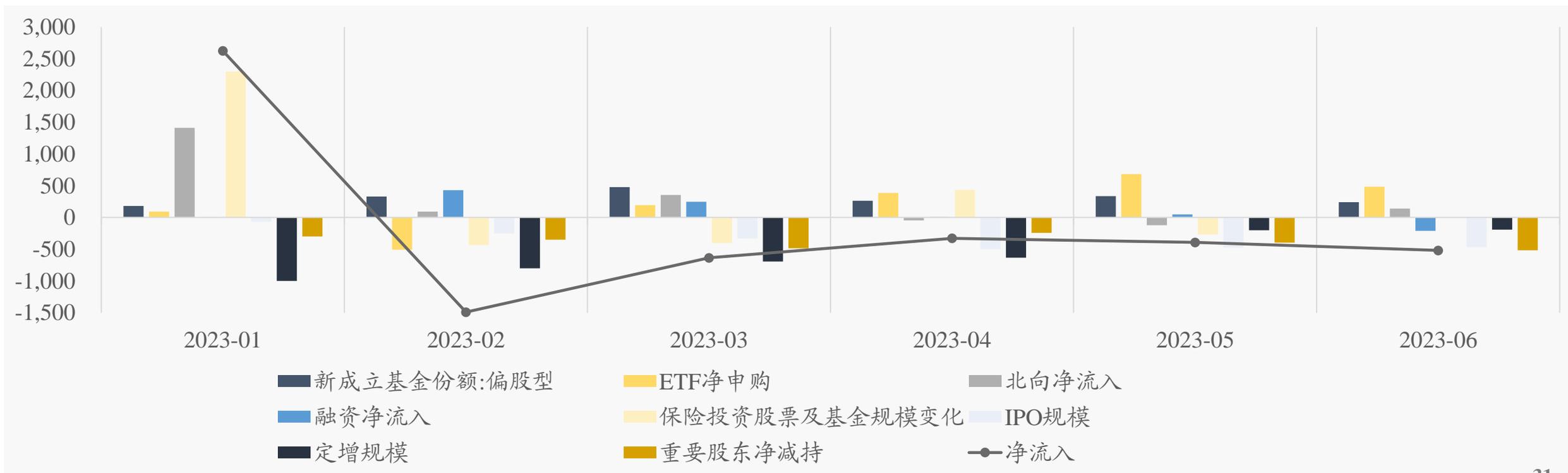
风险提示

6月北向资金净流入大幅增加，ETF净申购保持热度

✓ 本月A股资金净流出518亿元，流动性进一步收紧。其中，北向资金规模显著扩大，其余供给端资金下降；需求端整体规模较上月小幅降低。

- 资金供给端：北向净流入达140.26亿；新成立偏股型基金收窄至242.39亿份；ETF净申购额为484.85亿元；融资1-5月持续净流入，6月转为净流出210亿元。

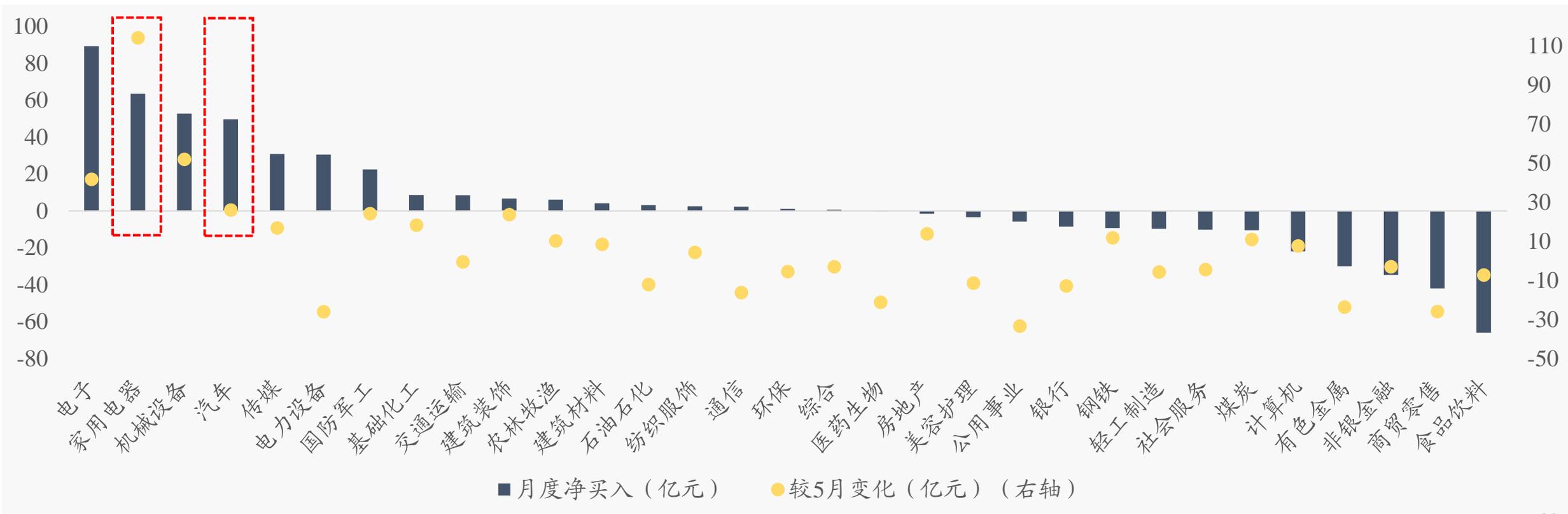
图：2023年6月各类资金规模（单位：亿元）



6月北向资金大量流入可选消费板块，押注稳增长

- ✓ 6月，北向资金重回流入A股，政策催化下家电、汽车等可选消费板块颇得外资青睐。
- ✓ 展望7月，若促消费政策落地效果好，预计北向将加大配置消费链条，转向消费复苏的交易主线；若后续政策温和呵护，则北向仍以配置高端制造和科技为主。

6月北向资金大量流入可选消费板块，押注稳增长（单位：亿元）

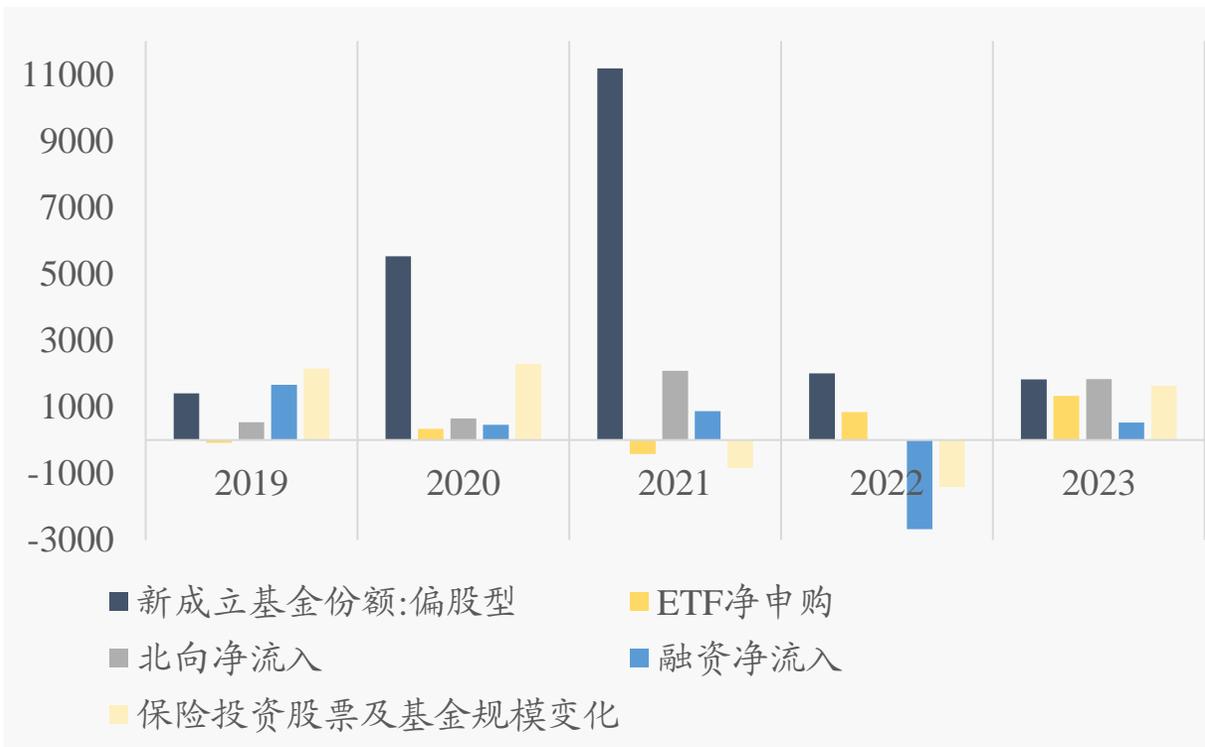


2023上半年北向资金向好、保险投资股票及基金规模大增

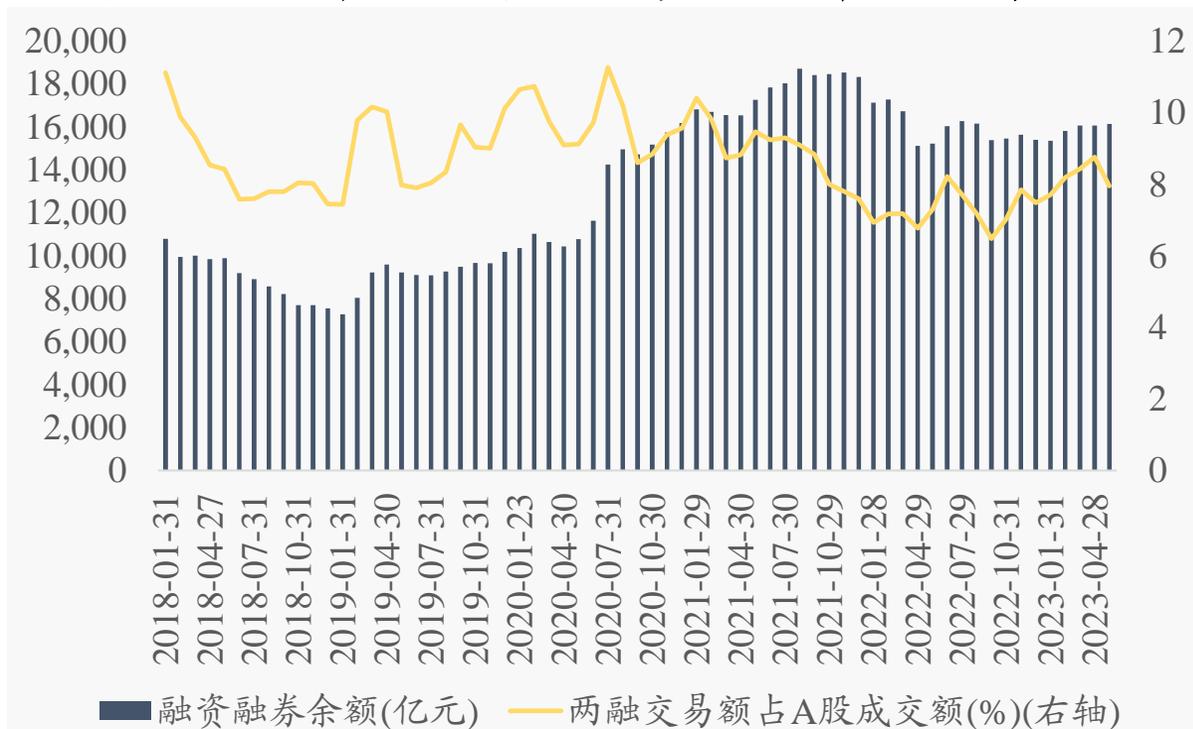
✓ 从资金供给端来看，截至6月，北向资金向好，保险投资股票及基金规模大增。

- 2023H1，新成立偏股型基金份额同比-19.8%，远低于前三年同期发行水平；ETF净申购1333亿元，同比+87.8%；北向资金净流入1833亿元，同比+155.3%；融资净流入531亿元；保险投资股票及基金规模略减，达1631亿元。

图：2019-2023年前6月各类资金累计供给规模（单位：亿元）



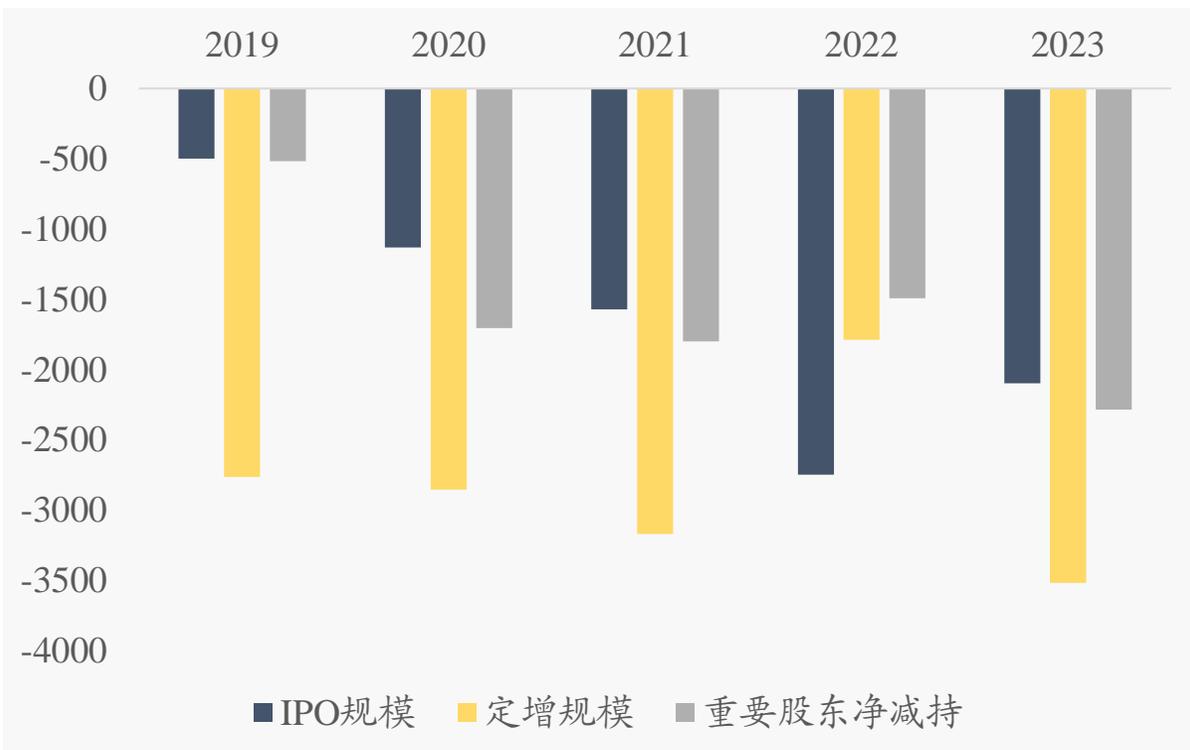
图：2018-2023年6月两融余额及交易额占比（单位：亿元；%）



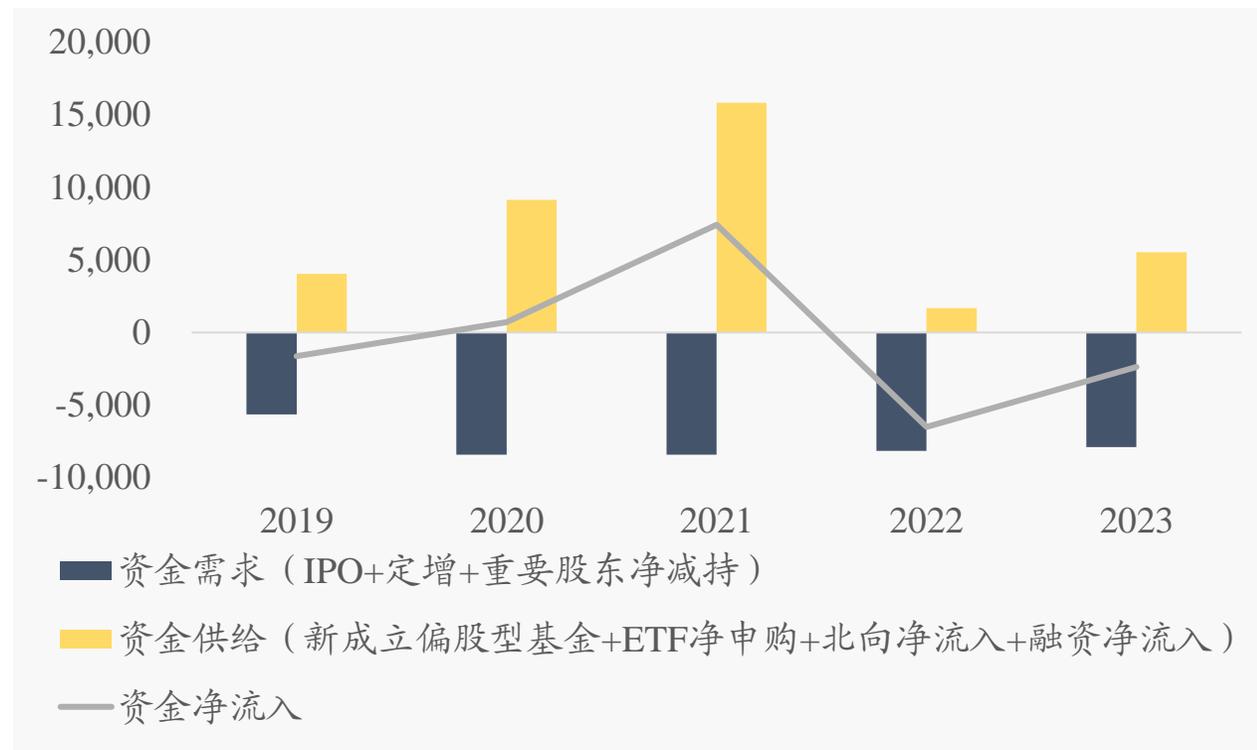
2023上半年A股资金净流出，仍处于存量博弈阶段

- ✓ 从需求端来看，2023H1定增规模3518亿元、产业资本净减持2285亿元，同比均大幅扩大；IPO融资金额总计2097亿元，同比收缩25.7%。
- ✓ 年初至今，A股资金累计净流出2374亿元，同比少流出63%。其中资金供给5526亿元，大幅扩张；需求7901亿元，略微收缩。资金面仍处于存量博弈阶段。

图：2019-2023年前6月资金需求累计规模（单位：亿元）



图：2019-2023年前6月资金累计供需规模（单位：亿元）



7月A股资金面主要关注外资流入及国内宏观流动性的传导效率

- ✓ 2023年4-6月中旬北向资金净流入减少。6月中旬以后，随着国内政策预期的逐步好转，北向阶段性流出有好转的迹象，我们跟踪的北向资金流入指标已经到了过去几年的反转区域。
- ✓ 北向资金流入加速信号之一为美债的回落，之二为国内政策预期的进一步好转，内部因素而言，7月政治局会议比较关键。

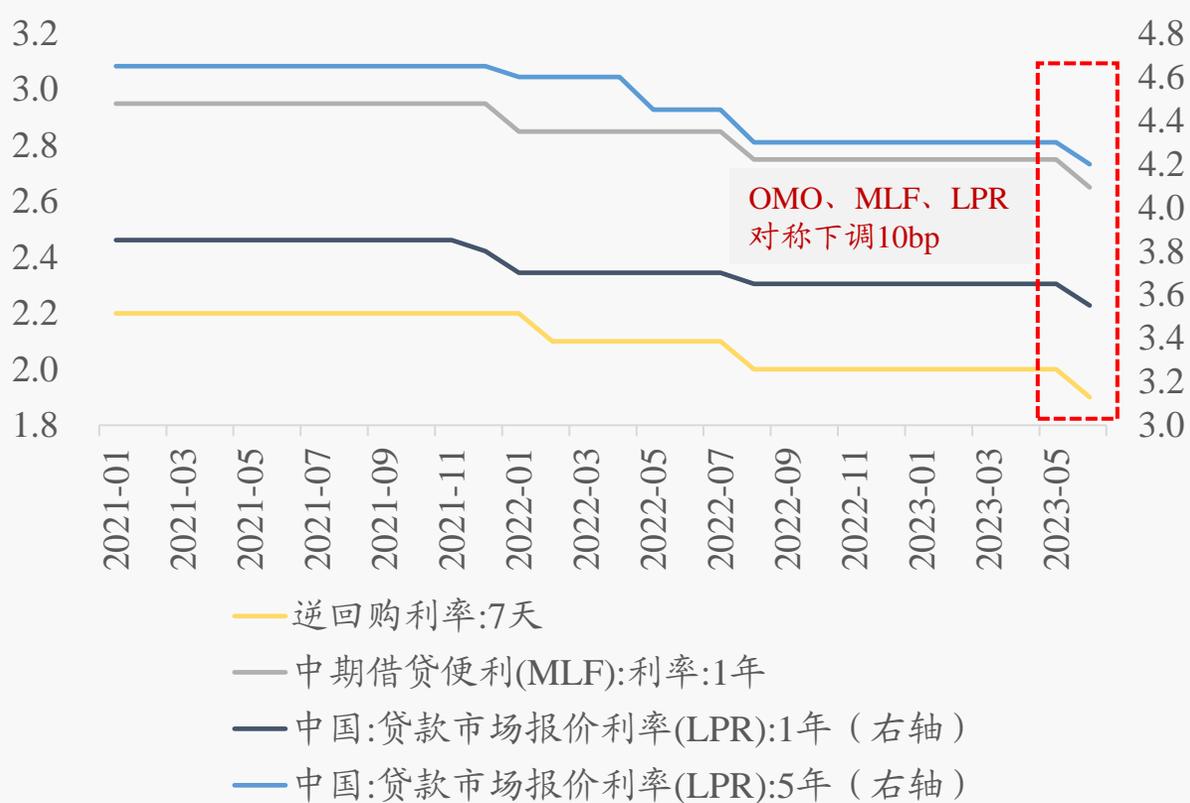
北向资金净流入拐点的出现通常取决于中美关系、两国基本面及汇率（单位：亿元）



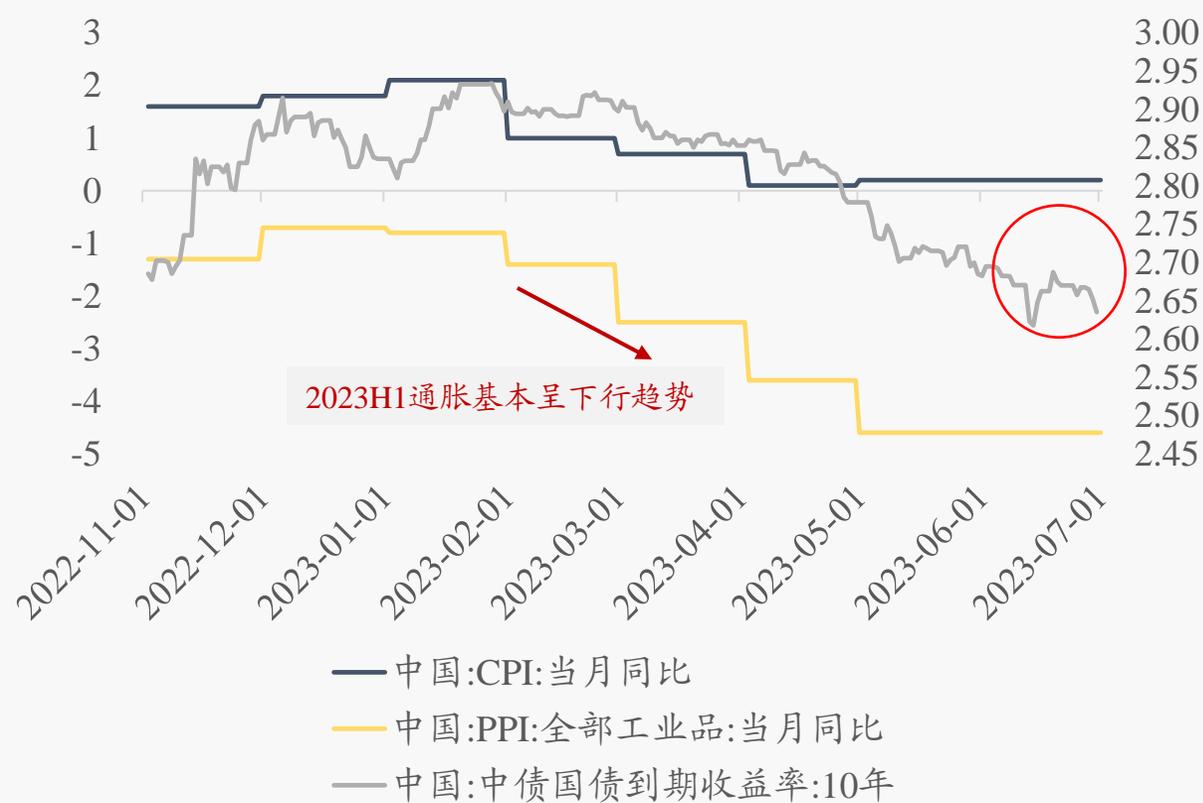
7月A股资金面主要关注外资流入及国内宏观流动性的传导效率

✓ 宏观流动性传导方面，2023上半年CPI持续下行、6月全面降息后十年国债收益率下行至2.64%，而A股资金净流出2374亿元，说明A股场内流动性和宏观流动性明显背离，资金仍囤积在银行间，有待政策发力加速宏观流动性向A股资金面传导。

OMO、MLF、LPR全面下调（单位：%）



2023上半年通胀呈下行趋势，十年国债收益率降至2.64%（单位：%）

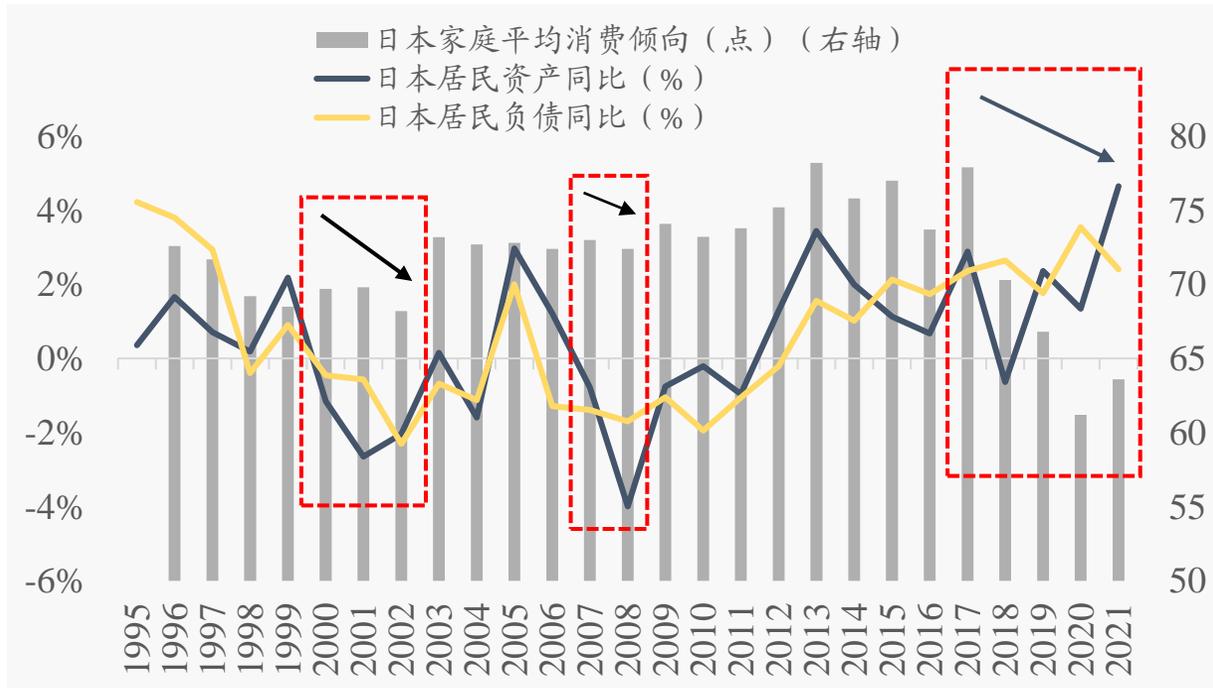


宽货币托举经济，为后续宏观政策组合拳打开空间

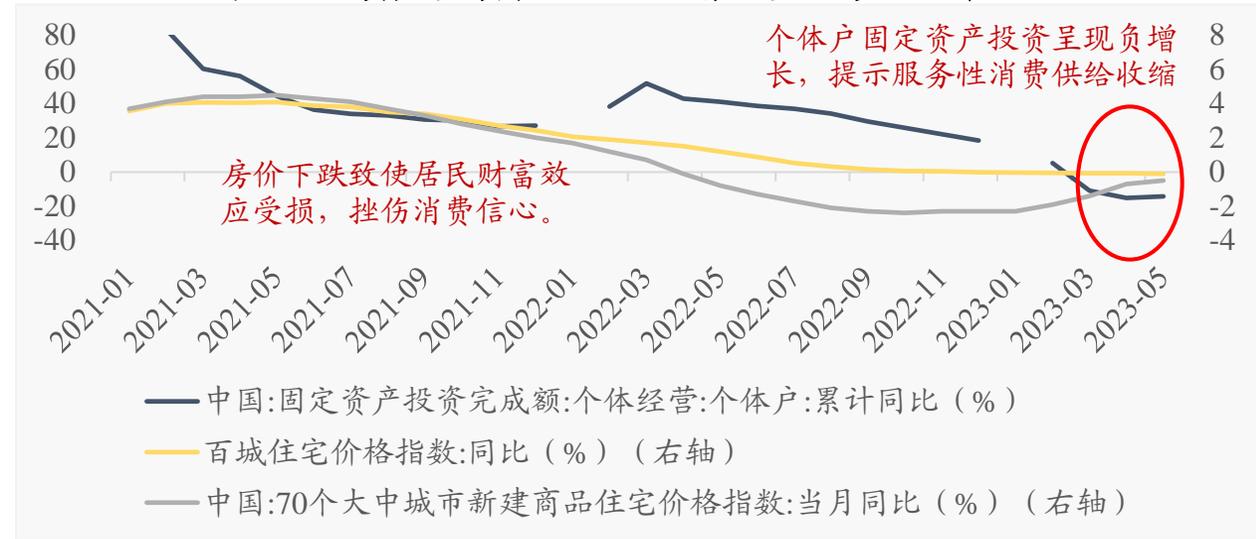
✓ 当前，货币政策的效应开始边际递减，更依赖于财政政策发力。

➤ 受房地产衰退影响，中国居民部门资产负债表受损。借鉴日本经验，遭遇“资产负债表式衰退”后，需求端承压，日本的宽松货币环境效果甚微，需要财政政策发力来刺激需求。

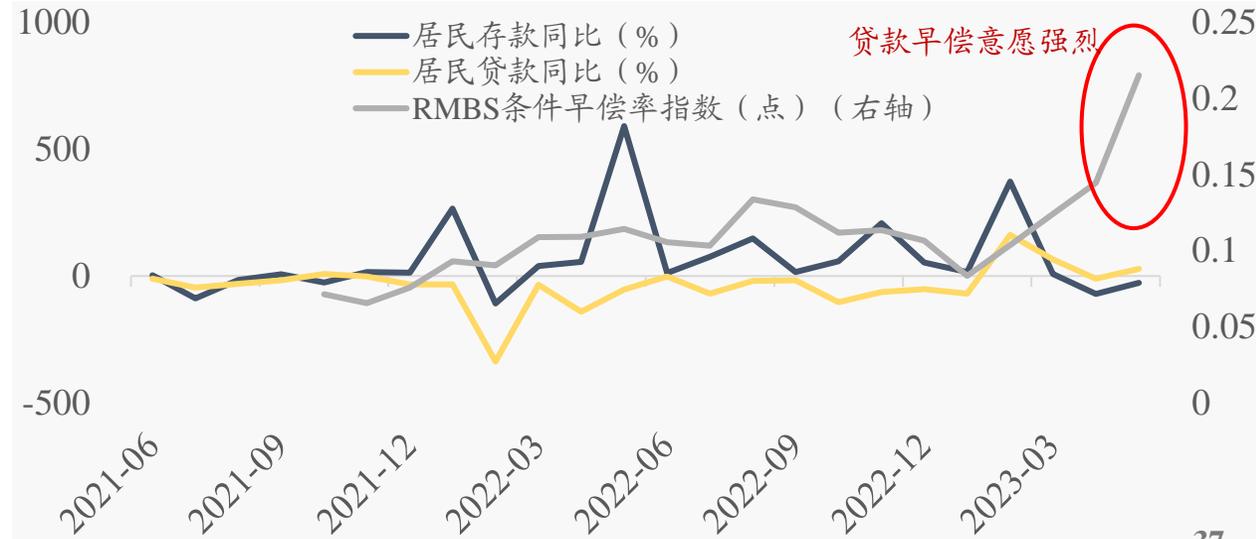
图：日本遭遇资产负债表式衰退，居民消费意愿被压制（单位：%；点）



图：疫情对居民资产负债表造成了显著的负面影响（单位：%）



图：疫情以来居民多存少贷，“提前还贷潮”出现（单位：%；点）



✓ A股资金面复盘与展望

- **复盘：**6月，A股资金净流出518亿元，流动性进一步收紧。其中，北向资金规模显著扩大，其余供给端资金偏弱；需求端整体规模较上月小幅降低。2023上半年，A股资金累计净流出2374亿元，场内资金面仍处于存量博弈阶段。其中资金供给大幅扩张，主要得益于北向资金向好，保险投资股票及基金规模大增；需求端略微收缩。
- **展望：**7月，A股资金面主要关注外资流入及国内宏观流动性的传导效率。外资方面，2023年4-6月中旬北向资金净流入减少。6月中旬以后，随着国内政策预期的逐步好转，北向阶段性流出有好转的迹象，我们跟踪的北向资金流入指标已经到了过去几年的反转区域。北向资金流入加速信号之一为美债的回落，之二为国内政策预期的进一步好转。宏观流动性传导方面，利率下调后A股场内流动性和宏观流动性进一步背离，资金仍囤积在银行间，有待政策发力加速宏观流动性向A股资金面传导，时间节点来看，7月底的政治局会议比较关键，但从预期来看，中旬前后可能是重要预期变化时点。



6月A股市场复盘：指数和行业

7月A股大势研判：两大因素驱动，拐点或现

7月行业和产业趋势配置：关注中报窗口的三条主线机会以及新能源细分的预期差和AI扩散

7月流动性展望：关注资金面传导信号

风险提示

- 经济复苏不及预期：经济复苏不及预期可能会加剧市场不确定性；
- 海外衰退超预期：或将影响国内进出口及相关产业链；
- 地缘政治事件黑天鹅：地缘政治风险或使国内外局势趋于紧张。

免责声明



东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园