



报告日期：2023年7月11日

机会大于风险，指数筑底回升，风格转向均衡

风险因素

1. 国内经济下行超预期的风险。
2. 中美摩擦加剧的风险。
3. 欧美经济衰退幅度高于预期。
4. 国内流动性出现超预期收紧。
5. 房地产行业恢复慢于预期。

相关报告

- 否极泰来（2023.1.16）
- 市场筑底回升，风格更加均衡（2022.10.1）
- 二季度 A 股有望迎来筑底回升（2022.4.6）
- 震荡为主，中枢抬升，风格均衡（2022.1.1）
- 震荡慢牛，风格均衡，避高就低，业绩为王（2021.10.1）
- 慢牛后期，偏重结构，增速为王，挖掘成长（2021.7.1）
- 经济复苏支撑大盘回升，企业盈利驱动 A 股行情（2021.4.1）
- 全面注册制下，“慢牛”行稳致远，低蓝筹+高科技两手抓（2021.1.4）
- 风格均衡，科技为矛，周期为盾（2020.10.12）
- 指数“慢牛”，看好“低”蓝筹和“高”科技（2020.7.1）
- 疫情冲击是短期的，着眼中长期配置（2020.4.7）
- “洼地”龙头、“硬”科技两手抓（2020.1.1）
- 慢牛起点，真成长优先（2018.12.17）

策略研究员：惠祥凤

执业编号：S0990513100001

电 话：0755-83007028

E-mail: huixf@ydzq.sgcc.com.cn

报告概要：

➤ **上半年市场回顾：**上半年A股市场整体呈现冲高回落的态势。年初市场连续回暖，北向资金大幅净流入，但随着二季度国内经济复苏弱于预期，叠加人民币汇率走弱，市场在存量博弈的背景下出现极致分化，5月份出现明显回调，6月小幅反弹后再度探底，回到3200点关口附近，走势较为反复。沪指相对强势主要是因为部分“中特估”概念股领涨，创业板指承压主要是受新能源板块拖累。截止2023年6月30日，上证综指上涨3.65%，深证成指上涨0.10%，沪深300指数下跌0.75%，创业板指数下跌5.61%，科创50指数上涨4.71%。

➤ **下半年市场运行逻辑：**宏观经济环境和货币政策是影响A股走势的重要变量，A股本身的估值和供需关系也对A股的走势起着至关重要的作用。**宏观经济方面**，欧美经济衰退担忧仍在，国内经济复苏动能有望回升。**货币政策方面**，海外紧缩接近尾声，国内有望延续偏宽松的基调，但空间受限，流动性从货币向信用传导。**估值方面**，蓝筹股仍处于相对偏低的水平。**股票需求方面**，个人投资者资金有望小幅流入，公募基金整体发行规模有望从冰点复苏，长期资金有望成为重要的增量资金来源之一，理财资金权益配置比例有望小幅增加，外资将延续回流，回购资金有望延续良好的回购态势。**股票供给方面**，后续IPO扩容压力仍在，再融资压力依旧较大，解禁市值规模不低，减持压力依旧在。退市方面，退市将延续较快频率。

➤ **下半年市场展望：（一）大势研判。1.主板市场展望：**机会大于风险，指数筑底回升概率较大。相较于上半年的极致分化，市场风格将转向均衡，更多向业绩驱动倾斜，业绩兑现和基本面反转的配置权重需要有所上升，继续规避垃圾股。**2.科创板展望：**上半年科技股大涨后，下半年进入去伪存真的阶段，个股难免分化。**（二）行业配置。1.汽车：**政策加持下产销有望回暖。**2.房地产：**部分A股房企退市加速出清后，叠加政策刺激，有望迎来弱复苏，剩下的行业龙头仍有长期价值。**3.新能源：**连续下跌后，估值渐趋合理，需求仍在，下半年有望出现反弹。**4.医药生物：**连续调整后处于估值低位，老龄化导致医药需求旺盛，具备配置价值。**5.电力：**需求增加、中特估加持、叠加分红较高，凸显防御价值。**6.券商：**估值偏低，流动性宽松及业绩有望好转利于券商股走强。**7.高股息率：**全面注册制背景下，低利率的环境中，能够提供稳定的高股息的资产难能可贵。**8.半导体：**未来我国半导体产业自立是长期必然趋势，建议重点关注国产替代或有细分增长的企业。**9.泛TMT板块：**1月的年度策略报告中我们重点推荐了计算机、电子、文化传媒、数字经济等泛TMT板块，上半年相关板块在“人工智能”概念的引领下，连续拉升，成为全市场最闪耀的“明星”，随着上半年的大涨，当前的估值较年初低位出现显著修复，下半年或进入去伪存真的阶段，虽然不排除仍有活跃机会，但性价比降低，后市个股难免分化，规避蹭概念的公司，可挖掘具有业绩预期的个股做高抛低吸。**10.新老基建：**稳增长扩内需方向，继续跟踪水利管网、充电桩及数字新基建等领域的投资机会。

（三）主题投资。1.智能停车：停车市场需求庞大，政策持续加码扶持停车行业，可关注行业景气向上的立体车库标的。**2.国企价值重估：**年初我们重点推荐了国企价值重估的机会，上半年“中特估”大涨，估值得到了显著修复的情况下，性价比有所降低，下半年“中特估”将逐渐由概念驱动转向基本面驱动，未来其演绎逻辑也将逐渐转向低估值、高股息、现金流充裕的公司。**3.军工：**政策支持，业绩有确定性，叠加地缘冲突的加持，军工的高景气有望持续。**4.工业母机：**是高精尖制造业基础，符合国家自主可控和制造业为主的政策导向，助推产业转型升级，选股时可考虑对该类公司倾斜。

目录

一、2023 年上半年市场回顾	4
(一) 指数表现	4
(二) 行业表现	5
(三) 个股表现	5
二、2023 年下半年市场运行逻辑	6
(一) 影响 A 股的重要外部变量	7
1、宏观经济	7
(1) 重要数据表现	7
(2) 三驾马车分析	10
2、货币政策	13
(1) 存款准备金率	14
(2) M1、M2 增速	15
(3) 社会融资规模	16
(4) 外汇占款	17
(5) 利率指标	21
(二) 市场估值	22
1、纵横比较	22
(1) 纵向比较	22
(2) 横向比较	23
2、流动性及企业盈利	23
(三) A 股的供求关系	25
1、股票市场需求的主要决定因素	25
(1) 个人资金	25
(2) 公募基金	29
(3) 长期资金	31
(4) 理财资金	35
(5) 境外资金	36
(6) 回购资金	38
2、股票市场供给的主要决定因素	39
(1) IPO	39
(2) 再融资（增发、可转债）	40
(3) 解禁、增减持	42
(4) 退市	43
三、2023 年下半年市场展望	45
(一) 大势研判	45
1、主板市场展望	45
2、“科创北”展望	47
(二) 行业配置	48
1、汽车	50
2、房地产	50
3、新能源	51
4、医药生物	51
5、电力	51



6、券商	52
7、高股息率	52
8、半导体	52
9、文化传媒	53
10、计算机	53
11、电子	53
12、基建	54
13、教育	54
(三) 主题投资	54
1、智能停车	54
2、国企价值重估	55
3、数字经济	55
4、工业母机	56
5、军工	56

图表目录

图 1: 2023 年上半年主要指数表现	5
图 2: 2023 年上半年申万行业类表现 (%)	5
图 3: 2023 年下半年市场运行逻辑	7
图 4: 上证指数与 GDP 增速走势	13
图 5: CPI、PPI 同比、环比 (月)	13
图 6: PMI 和财新 PMI (月)	13
图 7: 固定资产投资完成额: 累计同比	13
图 8: 消费品零售总额: 当月同比	13
图 9: 存款准备金率	16
图 10: 货币供应量 M1 和 M2 增速	16
图 11: 社会融资规模 (亿)	21
图 12: 外汇占款 (亿)	21
图 13: 银行间同业拆借加权利率 (%)	22
图 14: 1 年和 10 年期国债收益率 (%)	22
图 15: 上证指数市盈率比较	23
图 16: 工业企业盈利表现	25
图 17: 证券公司客户交易结算资金余额	27
图 18: 上证指数及沪深两市融资余额	27
图 19: 商品房销售同比走势	29
图 20: 陆股通资金 (亿元)	38
图 21: 外资持有股票 (亿元)	38
图 22: IPO 募资规模和上证综指走势	40
图 23: 增发配股实际募集资金和沪综指走势	42
图 24: 限售股解禁阶段统计 (万元)	42
图 25: 重要股东增减持	43

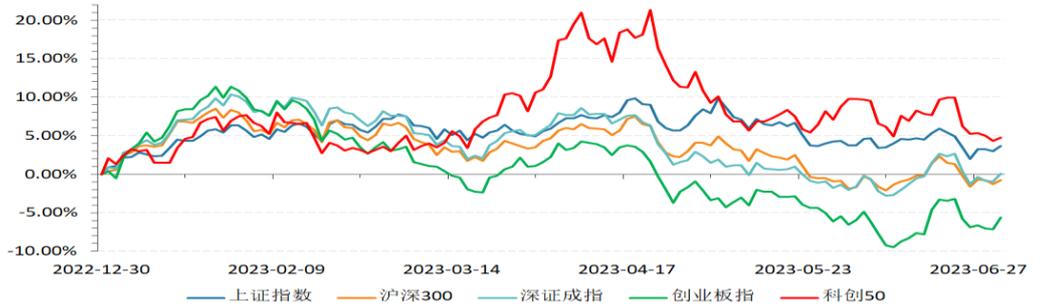


一、2023年上半年市场回顾

（一）指数表现

元旦后，市场连续回暖，北向资金大幅净流入，在春节之后，不仅北向资金继续保持大幅的净流入，不断提振市场信心和对相关板块带来提振，而且场内资金也有所回流，市场成交热情也在回升。春节后，大盘上行的节奏和力度明显放缓，呈现沪强深弱的格局，其中创业板指数受权重股宁德时代下跌的拖累，表现明显偏弱。北向资金一月大幅净流入之后，二月整体放缓，而国内资金虽有承接，但力度不济。市场风格方面，价值和成长轮动行情反复上演。节前价值股走势明显占优，节后科技成长板块整体开始大涨。不过，自全面注册制落地后，成长股占优势的格局有所改变，低估值为代表的大盘蓝筹股明显走强。3月初，A股市场呈现沪强深弱的格局，中字头股票和数字经济板块持续走强，3月中旬，海外银行破产风险爆发和蔓延，影响和压制着市场的风险偏好，沪深三大股指均出现调整，而创业板指受赛道股调整影响创年内新低。随着中国央行超预期降准及美联储加息 25 个基点“靴子”落地，3月下旬以来市场整体迎来回升，但分化还是很明显，低位的科技板块纷纷回升，高低转换明显，TMT 等板块成交猛增，成为资金主要聚焦的方向，也是市场成交持续过万的主要原因。在这种局面下，资金推动科技股的上行进而带动创业板及科创 50 指数走强。但更多资金缺失的板块整体迎来整理甚至下跌，叠加此前调整的大盘类品种，沪指涨表现偏弱。4 月国内市场风险偏好先上后下，风险偏好先上行是受到一季度经济数据好于预期的支撑，后下行是受到经济需求修复边际放缓的影响。4 月沪深三大指数先涨后跌，分化明显，沪强深弱，整体上延续震荡格局。行业快速轮动呈现结构性行情特征，大金融板块走强，两市成交频频超万亿，“中特估”涨幅持续扩大、TMT 板块行情内部分化，大幅震荡。临近月底，业绩不理想的公司，股价多数迎来大幅下挫。5 月初美联储加息 25 个基点，联邦基金利率目标区间上调至 5%-5.25%，自去年 3 月以来连续第十次加息，累计加息幅度达 500 个基点。另一方面，国内 4 月通胀和金融数据低于预期，需求依旧疲软，通缩担忧再次升温。对 A 股市场的风险偏好产生一定的压制，沪深三大指数出现调整，以人工智能和数字经济为代表的 TMT 板块热门板块整体回落。除此之外，大金融及中特估板块出现冲高回落，权重股走低下对指数带来拖累。出于对国内经济弱复苏以及海外美国衰退趋势的担忧，资金入市的意愿降低，两市成交量明显萎缩。A 股 6 月初的上行，更多的是政策预期，以及政策出台后的情绪提振。一连串的利率下调后，货币政策预期兑现，情绪冲高回落导致市场回撤；另外，大涨后的 TMT 板块密集减持拖累情绪走弱，6 月下旬指数震荡反复。整体上，上半年 A 股市场整体呈现冲高回落的态势，沪指相对强势主要是因为部分“中特估”概念股领涨，创业板指承压主要是受新能源板块拖累。截止 2023 年 6 月 30 日，上证综指上涨 3.65%，深证成指上涨 0.10%，沪深 300 指数下跌 0.75%，创业板指数下跌 5.61%，科创 50 指数上涨 4.71%。

图 1：2023 年上半年主要指数表现



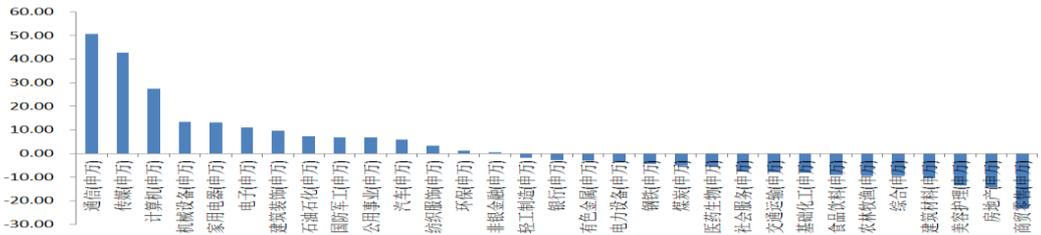
数据来源： WIND，英大证券研究所整理。数据统计日期为 2023.1.1-6.30

（二）行业表现

行业板块涨跌参半，截止 2023 年 6 月 30 日，申万一级行业中，通信板块涨幅 50.66% 居首，传媒板块涨幅 42.75% 位居第二，计算机板块涨幅 27.57% 位居第三。机械设备、家用电器、电子、建筑装饰、石油石化、国防军工、公用事业、汽车等板块涨幅超 5%，商贸零售以-23.44% 跌幅居首，房地产以-14.29% 跌幅倒数第二，食品饮料、农林牧渔、建筑材料也表现不佳。

整体上看，市场依然是存量博弈特征，2022 年表现不佳的 TMT 行业在人工智能概念的推动下，成为一季度领涨板块，二季度继续上行，但个股出现分化，而去年表现较好的新能源板块等表现不佳，这种高低位切换的现象，依然显示出市场的交易特征，这也符合 1 月份发布的 2023 年年度策略报告中提醒“交易型选手容易获得超额收益”。另外，中字头个股大涨。2023 年度策略报告中，行业方面，我们重点推荐了计算机、电子、文化传媒等板块，上半年上述板块大涨，验证了我们的预判。主题投资机会方面，我们重点推荐了国企价值重估的机会。上半年中字头央企大涨，也符合我们的预期。

图 2：2023 年上半年申万行业类表现 (%)



数据来源： WIND，英大证券研究所整理。数据统计日期为 2023.1.1-6.30

（三）个股表现

个股涨多跌少。根据同花顺 iFinD 的数据，截止 2023 年 6 月 30 日，全部 5223 只 A 股，

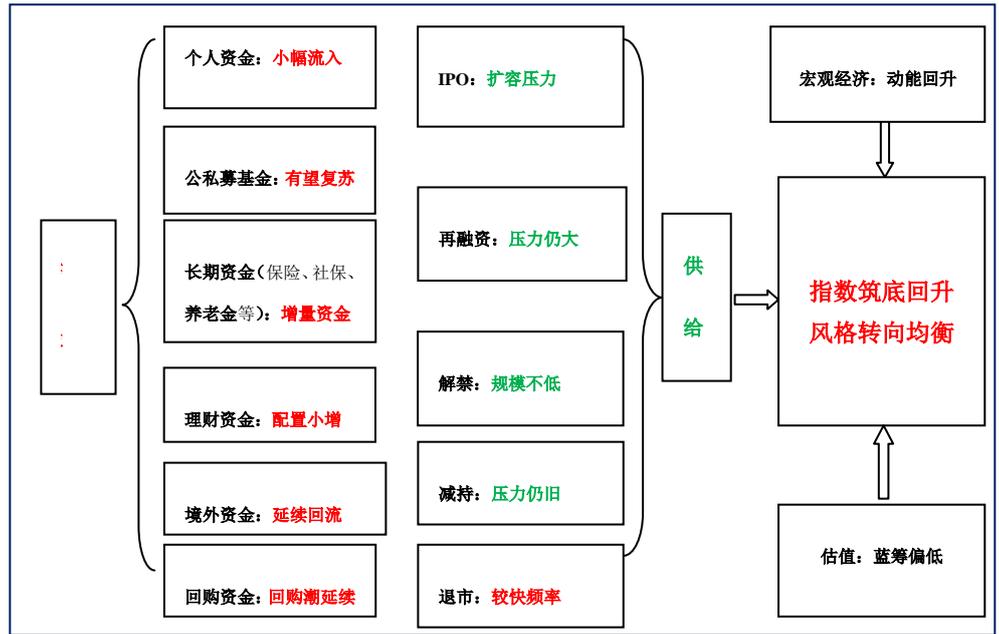


2811 家上涨，上涨家数占比约 54%。其中，400 只个股涨幅超 50%，881 只个股涨幅在 50-20% 之间，2392 家下跌，362 只个股跌幅超 30%，中位数是上涨 2%。

二、2023年下半年市场运行逻辑

宏观经济环境和货币政策是影响A股走势的重要变量，A股本身的估值和供需关系也对A股的走势起着至关重要的作用。展望2023年下半年，**宏观经济方面，目前欧美消费表现稳健，通胀趋缓，尚未充分体现加息对经济的伤害，衰退担忧仍在。**国内经济，伴随降息落地以及一系列支持政策出台，下半年宏观政策加码和经济自发修复有望推动年底经济动能再度回升，完成全年5%的经济增长目标有支撑。不过，目前宏观政策定力较强，预计后续政策加码将以针对稳就业、扩内需、托底地产的政策为主，不宜过度期许地产及货币政策领域的大规模政策刺激。**货币政策方面，海外货币政策紧缩接近尾声。国内货币政策仍有望延续偏宽松的基调，但空间受限，流动性从货币向信用传导。**下半年财政政策与货币政策将协调发力，推动经济进一步复苏。**估值方面，蓝筹股（沪深300）的估值依旧处于历史偏低的水平。****供求关系方面。**股票市场需求主要受以下几个方面因素的影响，一是**个人投资者资金**，随着银行存款利率下降，一旦A股行情回暖，居民资金净流入值得期待；二是**公募资金**，公募发行规模经历上半年的冰点后，下半年大概率将出现复苏；三是**长期资金**，保险资金、社保基金、养老金、企业年金等机构投资者资金有望成为**重要的增量资金来源**之一；四是**理财资金**，权益配置比例有望小幅增加；五是**境外资金**，**延续回流**；六是**股票回购资金**，有望延续良好的回购态势。股票市场供给主要由IPO、增发配股、限售股解禁及退市决定。**新股发行方面**，多家募资规模超百亿的IPO企业即将登陆A股市场，另外，IPO储备项目充足，**扩容压力依旧较大。****再融资方面**，再融资压力依旧较大。**解禁市值规模不低，减持压力依旧在。**退市方面，将延续较快的退市频率，注意公司退市风险，不要盲目炒作垃圾股。

图 3：2023 年下半年市场运行逻辑



数据来源：英大证券研究所整理。

（一）影响 A 股的重要外部变量

A股的走势受宏观经济、货币政策等多方面的影响。宏观经济良好，企业盈利增加，将会吸引投资者资金进一步进入股票市场，从而增加对股票的需求，反之亦然。由于过去中国股市不太成熟，虽然上证指数的走势经常和GDP的走势相背离，但随着价值投资理念的逐步深入，随着股票市值占GDP的比重越来越大，从中长期角度看，后者还是前者运行的基础，中国股市逐步走向成熟，未来股市将会逐步成为经济的晴雨表。另一个影响A股走势的重要外部因素是货币政策，货币政策倾向宽松时，市场资金比较宽裕，有利于股票的上涨，反之亦然。

1、宏观经济

（1）重要数据表现

GDP数据。2020年国内生产总值101.6万亿元，同比增长2.3%，这是历史上我国GDP首次突破100万亿元大关。在疫情的冲击下，中国成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。2021年国内生产总值114.4万亿元，同比增长8.1%，完成了2021年两会设定GDP同比增长6%的目标，国民经济稳定恢复，虽然面对内外部诸多风险挑战，但2021年取得的经济成绩依旧不错。2022年《政府工作报告》将2022年GDP增速目标定在5.5%左右。在国内疫情、地产问题、俄乌冲突、美联储加息、中美大国博弈、人民币贬值等一系列海内外利空事件反复冲击，去年未能实现5.5%的目标。2022年国内生产总值121.02万亿元，同比增长3.0%。2023年一季度国内生产总值28.50万亿元，同比增长4.5%，比上年四季度环比增长2.2%。在一季



度增速超出市场预期之后，4月中国经济未能延续强劲复苏。在去年同期疫情冲击导致的低基数基础上，消费、工业增速继续回升，但回升幅度不及市场预期。基建投资、制造业投资增速回落，房地产投资增速降幅扩大。

在英大证券2023年度A股市场投资策略报告中，我们预测，疫情对经济和市场的影响逐步减小，随着经济活动的会逐步恢复，预计2023年经济将重回正常增长状态，GDP增速恢复至5.0%左右。果然不出我们所料，2023年政府工作报告提出5%左右的GDP增速目标，体现出政府相对稳健和务实的态度。2023年一季度GDP超市场预期后，二季度经济弱复苏，近期降息落地，后续中央层面或将持续推出提振经济复苏势头的财政政策措施，下半年经济修复动能将有望再度转强，预计完成全年5%的经济增长目标有支撑。不过，目前宏观政策定力较强，预计后续政策加码将以针对稳就业、扩内需、托底地产的政策为主，不宜过度期许地产及货币政策领域的大规模政策刺激。

PMI数据。2019年有8个月PMI数据处于繁荣和衰退的临界点（50）之下，中国经济表现疲弱，但在2019年11月之后，经济运行出现积极变化，连续3个月PMI重返荣枯线上方。让人措手不及的是新冠肺炎突然来袭，2020年2月PMI指数下降到35.70%，随着疫情被控制住，全国各地陆续复工复产，2020年3月份的PMI指数显著回升至52.0%，之后PMI数据一直在荣枯线上方，2021年8月PMI为51%，连续18个月处于扩张区间，之后，9、10月两个月跌破荣枯线，不过，11月制造业PMI指数回到50.1%，2022年2月份制造业PMI为50.2%，连续4个月处于扩张区间，非制造业总体恢复步伐有所加快，其中，基建发力下，建筑业景气度明显上行。不过，受三月国内新冠疫情多地散发及四月五月上海疫情封城的冲击，企业生产经营活动放缓，3-5月PMI数据再次进入收缩区间，连续3个月在荣枯线下方。随着高效统筹疫情防控和经济社会发展成效显现，6月经济景气水平改善，PMI升至50.2%，再度回到荣枯线上方，不过，受传统生产淡季、市场需求释放不足、高耗能行业景气度走低等因素影响，7月PMI又降至49%，重回收缩区间。之后，防疫政策收紧，10、11月PMI连续下滑至49.20%、48.00%，进入12月，防疫政策大幅优化下，国内疫情逐步迎来感染高峰，12月PMI继续下行至47.00%。不过，在英大证券2023年度A股市场投资策略报告中，我们预测，疫情过峰后，对经济的影响将逐步减弱，制造业景气度有望回升，2023年PMI指数大概率重回50%荣枯线上方。事实如我们预期，进入2023年，春节过后，特别是从2月份开始，稳经济政策措施效应进一步显现，叠加疫情影响消退等有利因素，企业复工复产、复商复市加快，我国经济景气水平继续回升，2月PMI升至52.6%，是自2012年5月以来的最高纪录。之后，经济复苏放缓，PMI数据连续走低（略超预期），4月再度回到荣枯线下方，5月制造业在4月偏弱基础上进一步回落至48.8%，整体反映出经济在疫后报复性反弹之后，内生的向上动能有所不足，尤其是需求端的拉动较为有限。6月官方制造业PMI为49%，仍位于荣枯线下方，不过，比上月上升0.2个百分点，经济先行指标小幅回升。下半年，随着宏观政策加码，企业经营主体活力、居民消费潜力和产业升级动力的有效释放，预计PMI指数有望再度回到50%荣枯



线上方。

CPI/PPI数据。CPI方面，2019年，受洪灾及猪瘟的影响，CPI持续走高，2020年1月CPI攀高到5.4%，之后逐步下降，2020年11月CPI为-0.5%，同比由涨转跌，11年来首次出现负增长，随着猪肉价格的逐步下行，2021年后又连续两个月负值，分别为-0.3%、-0.2%，之后再度转正，2021年5月CPI为1.3%，受疫情反复拖累服务消费以及猪肉价格持续下跌等因素影响，8、9月份CPI同比涨幅分别是0.8%、0.7%，再次跌至1%以下，之后，随着食品和消费品的价格上涨明显，10月CPI同比和环比增速均上升，11月CPI是2.30%，继续温和上涨，不过，2022年初再度回落，**2022年1、2月CPI同比0.9%**，随着猪肉价格对CPI拖累减弱，国际原油价格带动相关行业价格上涨推动CPI走高，2022年4-5月温和上涨至2.1%，6月CPI大幅回升至2.5%，7月继续扩大至2.7%。随后国际油价回落及疫情多地散发对服务业和消费造成了一定的冲击，8月同比涨幅有所回落。在中秋、国庆双节的影响下，9月CPI小幅抬升。在重要会议召开前后，疫情防控形势趋严，10、11月CPI再度回落，之后，一直在低位徘徊，**受春节错月因素及猪肉、鲜菜价格环比下降幅度较大的影响，2023年2月份CPI回落到1%。3月，受食品价格季节性下跌、能源价格走弱、汽车降价促销等因素影响，CPI同比跌破1%，再度低于市场预期。4月CPI低通胀状态愈发明显，背后是在市场供给充分的同时，消费修复力度整体较为温和。5月份CPI同比上涨0.2%，较上月提高0.1%，其中食品季节性回落但环比降幅收窄，能源主要受国际价格传导保持低位。而家庭快消品以及除旅游外的其他服务业表现稳健，对CPI形成了支撑。2023年二季度物价低位运行是2022年高基数效应，叠加季节性等因素共同作用的结果。当前物价运行总体平稳，不存在大幅通缩的基础，展望未来，随着各项政策措施加力增效，国内需求逐步改善，对相关价格的拉动可能会有所增强，叠加基数效应减弱，下半年CPI有望逐步回升。**

PPI方面，2019年7月之后，连续6个月同比下降运行，2020年1月为0.1%，勉强翻正，之后又连续11个月为负，但2021年转正后，一路高歌猛进，2021年5月PPI当月同比为9.0%，随着煤炭、化工和钢材等产品价格继续上涨，**10月更是上冲到13.50%**，连续10个月录得正增长，创下2008年9月以来新高，备受关注。连续10个月PPI与CPI剪刀差扩大，表明价格传导并不顺畅。一方面，企业成本压力“高烧”不退，另一方面，总需求仍然表现偏弱。之后发改委对煤炭价格实施干预，随着保供稳价政策成效逐步显现，**2021年11月PPI涨幅12.90%**，迎来拐点，之后逐级回落。2022年7月PPI同比上涨6.40%，PPI与CPI剪刀差也逐步收窄。8月PPI同比上涨2.30%，CPI与PPI剪刀差转正。主要原因是，2022年5月之后，美联储加息缩表、全球经济放缓担忧及美元升值继续推动铜、铝、铁矿石等大宗商品价格回落。之后，国际原油等大宗商品价格震荡下行带动PPI涨幅持续回落，**2022年10月同比涨幅转负为-1.3%**，之后几个月一直维持小幅同比负增长，**2023年2月PPI同比下降1.4%**。2022年PPI同比整体呈现逐级回落的态势，除受2021年同期对比基数较高影响外，还主要受保供稳价稳步推进、输入性价格传导压力有所减轻、部分行业需求偏弱等多方面因素影响。尽管2023



年2月PPI环比由降转为持平，但同比下降1.4%。3月PPI同比下降2.5%，降幅较上月扩大1.1个百分点。4月PPI通缩加剧，这一方面源于全球经济下行压力加大前景下，原油、铜等国际定价大宗商品价格难以从根本上扭转下滑态势，另一方面，伴随国内钢铁、煤炭产能持续释放，4月这些国内主导的大宗商品价格也在边际下行，同比降幅扩大。5月，PPI同比降幅扩大1个百分点至-4.6%，PPI同环比降幅继续扩大。去年同期基数较高，国际大宗商品价格整体下行，且国内外工业品市场需求偏弱等原因造成5月PPI继续下行。不过，工业企业营收增速已连续2个月回升，而库存增速仍在回落，以此判断来看可能已进入被动去库周期。按季节性环比法来推算，PPI在6月见底的可能性较大，三季度降幅可能会逐步收窄，四季度有望逐步回升。

(2) 三驾马车分析

投资方面，2020年1-2月份，全国固定资产投资累计同比增长-24.5%，受疫情影响投资明显下降，之后，为了应对疫情冲击，中央出台了一系列稳投资政策，各地整合资源优化项目审批流程，推出并集中开工一批重点项目，随着抗“疫”的胜利及政策的推进落实，固定资产投资逐步恢复，2020年1-9月全国固定资产投资增长转正为0.8%，之后加快修复，受2020年初低基数的影响，2021年1-2月固定资产投资完成额累计同比飙高至35.0%，之后逐步回落，1-8月固定资产投资增长为8.90%，跌破两位数的增长率，之后继续放缓，1-12月固定资产投资增长为4.90%，主要是受基建投资和房地产投资的拖累，其中房地产行业投资增速由一季度的24.7%降至5.0%，降幅显著。不过，2022年1-2月固定资产投资累计同比回升至12.2%，较2021年12月大幅抬升10.2个百分点，超出市场预期，但符合我们预期。3-4月疫情聚集性爆发，制造业投资回落，4月涉疫地区开工停滞，基建增速大幅回落，5月之后，疫情好转，但时不时仍有多地散发，2022年1-12月，固定资产投资累计增速5.1%，延续近几个月放缓的态势，主要分项方面，制造业投资增速延续下降，基建投资增速有所放缓，房地产投资增速延续下降是主要拖累项。2023年1-2月固定资产投资增速有所提升，全国固定资产投资53577亿元，同比增长5.5%，增速比2022年全年加快0.4个百分点。主要分项上看，基建投资稳定增长，1-2月份，基础设施建设投资累计同比增长12.18%。房地产投资降幅明显收窄，1-2月份，房地产开发投资同比下降5.7%，降幅比2022年全年收窄4.3个百分点。制造业韧性仍强。1-2月制造业投资累计同比8.1%，较2022年全年回落1个点，指向制造业投资韧性仍存。从3月份开始，固投增速逐步放缓，1-5月全国固定资产投资（不含农户）188815亿元，同比增长4.0%，增幅较1-4月回落0.7个百分点。主要分项方面，其中制造业投资和基础设施投资分别增长6%和7.5%，增速略有回落，仍明显高于整体固定资产投资增速，是“稳投资”和“稳增长”的重要抓手。但1-5月全国房地产开发投资同比下降7.2%，降幅较1-4月扩大1个百分点。房地产开发投资仍较低迷，是拖累整体投资增速放缓的主要原因。展望下半年，经济复苏还是大方向，考虑到稳增长的诉求依旧较强，基建仍将是稳增长的主要抓手，或将带动基建投资维持较高增速；其次，国内制造业技术升级、



改造，高技术和装备制造业发展，将继续为制造业投资提供有力支撑。最后，在托底政策的支撑下，房地产市场也逐步进入常态化恢复运行态势。整体上，伴随政策性降息落地，其他提振经济复苏势头的政策也可能跟进，固定资产投资增速整体有望扭转放缓的态势。

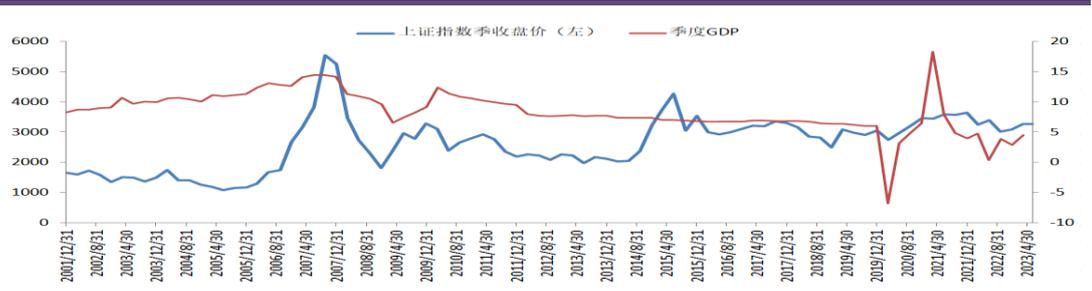
消费方面，受疫情冲击，2020年1-2月社消零售总额累计同比增长-20.5%，之后各种促进消费的政策出台，随着我国疫情得到有力控制，在政策的加持下，消费逐步复苏，但2020年1-12月社消零售总额累计同比增长仍为-3.9%。迈入2021年，在政府促消费相关政策和春节消费的推动下，2021年1-2月社会消费品零售总额累计同比增长为33.80%。之后，消费品市场恢复进一步增强，3月当月同比为34.2%，1-5月份累计增长25.7%，5月份消费市场保持较好恢复态势，6-7月消费数据略有下滑，8月受疫情以及汛期的影响，8月社会消费品零售总额当月同比较前值大幅下行，9、10两个月略有恢复，12月再度大幅下滑至1.7%，仍处低位。不过，2022年1-2月份社会消费品零售总额累计同比增长6.7%，数据还不错，超市场预期，但是，3月全国多地疫情的反弹，4月上海疫情扩散并封城，在严格的管控措施下，疫情影响消费市场，4月当月社会消费品零售总额同比下降11.1%，随着部分受新冠肺炎疫情影响的地区逐步复工复产，生产生活秩序有序恢复，加之一系列促消费稳增长的政策落地见效，5月当月社会消费品零售总额降幅收窄至-6.7%，6月当月社会消费品零售总额转正为3.1%，1-8月份社会消费品零售总额累计同比增长0.5%，累计增速由负转正。之后，11月份本土疫情波及全国多数省份，居民出行减少、消费场景受限，非必需类商品销售和聚集型消费受到明显冲击。2022年1-11月份社会消费品零售总额累计同比增长-0.10%，11月当月社会消费品零售总额同比增长-5.9%，累计增速及当月增速均为负，2022年1-12月份社会消费品零售总额累计同比增长-0.20%。2022年消费对GDP的拉动程度均降至历史极低水平，主要源于疫情冲击，随着疫情过峰后，生活逐步恢复正常，消费信心回暖，2023年1-2月份，社会消费品零售总额77067亿元，同比增长3.5%，扭转了2022年10月以来连续三个月下降的趋势，在上年同期较高基数基础上持续恢复。随着经济社会全面恢复常态化运行，居民接触型聚集型服务消费较快恢复，加之“五一”假期效应带动明显，餐饮、文化、旅游等服务消费较快增长，4月当月社会消费品零售总额同比增长18.40%，2023年1-5月份，社会消费品零售总额187636亿元，同比增长9.3%，5月当月增长12.7%。5月份社会消费品零售总额同比增速虽保持两位数增长，但比4月份回落5.7个百分点，目前消费恢复仍面临居民收入及信心的不足，居民储蓄倾向较强而消费倾向偏弱等一些制约因素，商品消费和服务消费在快速回升后面临阶段性的复苏瓶颈。近期商务部相继发布汽车、家电等促消费通知，展望下半年，预计消费回暖的趋势将保持，但是，鉴于居民可支配收入增长有限、高房价、高负债对居民消费的挤压效应等因素影响，我们认为很长一段时间消费难以出现超预期的惊喜。

出口方面，2019年1-11月出口金额累积增速为-0.22%，从数据上看，从2019年2月开始，国内对外贸易活跃度出现明显下行，与对美贸易的下行有关。2019年12月14日，中美就第



一阶段经贸协议文本达成一致，中美贸易摩擦进入阶段性缓和，2019年12月份当月出口增速大幅回升至8.05%。2020年初出现新冠疫情的黑天鹅，是谁也没预料到的。2020年1-2月份疫情管控及春节假期的延长，导致外贸企业生产受限，出口供给进入“暂停”状态，1-2月出口累积增速降低至-17.37%。3月份以后，国内疫情逐步被控制住，国内复工复产有序进行，国外疫情在加速扩散，4月出口金额当月同比转正为3.5%，期间中美贸易摩擦再度紧张，5月出口金额当月同比再度下降为-3.04%，之后再度回升，7、8月份出口形势超出了大家的预期，7月出口金额当月同比增长6.79%，8月增长9.08%，刷新了2019年4月以来的最高纪录，之后继续高歌猛进，11月、12月出口金额当月同比增长分别为20.53%、18.04%。2021年1-2月外贸增长进一步加速，2月出口金额当月同比增长154.60%，2月出口数据超乎想象的亮眼，除了2020年基数过低，还有国内生产基本恢复正常，国外生产面临不少困难导致的。之后，在人民币升值、原材料涨价等多因素共同作用下，我国出口增速稍有走弱，进口同比增幅走高，贸易顺差继续呈现收窄态势。7月出口增速触顶回落，但8-12月进出口数据仍呈现了较强的韧性，12月出口金额当月同比增长20.84%，仍在高位区间运行。从中长期看，中国外贸不可能保持着20%以上的增速，随着疫苗大面积使用、欧美疫情流感化，经济逐步恢复常态，海外供需缺口逐步修复，2022年一季度出口增速进入预期中的下行区间，2022年2月出口金额当月同比增长6.10%。疫情冲击外贸企业生产、物流和订单，4月出口增速跌至3.5%，5月之后，疫情影响逐步消退，积压需求得以释放，出口增速大幅回暖，7月当月出口同比大幅回升至18.2%。在7月份出口激增后，8月份出口增速大幅回落至7.40%，之后出口增速进一步回落，10月起转入负增长，11月出口增速下滑至-9.03%，12月出口增速为-10.02%。进入2023年，1月出口增速下滑至-10.50%，主要原因是，在美联储大幅加息的影响下，外部需求快速收缩，另外运输成本和航运拥堵也有影响。2月进出口数据超出市场预期，2月出口额同比为-1.3%，与前三个月相比，降幅已有明显收窄。3月、4月出口分别同比高增14.8%、8.5%的背景下，5月出口增速降至-7.5%。在集中出运导致3月出口高增，以及去年4月疫情高峰带来低基数效应，推高今年4月出口同比增速后，5月这些短期因素消退，海外需求下滑带来的影响充分显现。展望下半年，全球需求趋缓仍是中国外贸出口最大挑战，另外高基数下，短期内出口同比增速仍不乐观。不过，考虑到国内产业链优势、贸易伙伴不断拓展以及出口结构持续优化，预计我国出口份额三季度虽会小幅回落，但仍具韧性，四季度形势更为乐观。

图 4：上证指数与 GDP 增速走势



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期：2023.6.16

图 5：CPI、PPI 同比、环比（月）

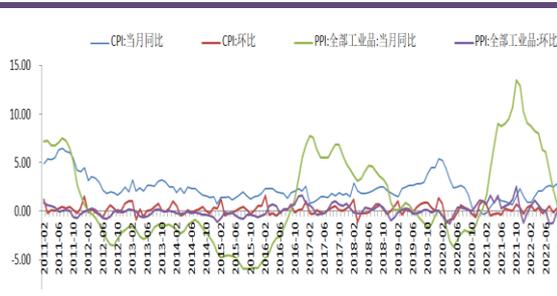
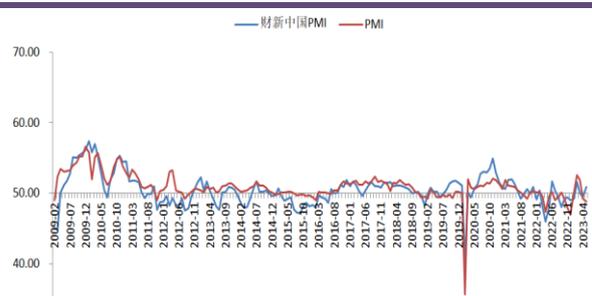


图 6：PMI 和财新 PMI（月）



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期：2023.6.15

图 7：固定资产投资完成额：累计同比



图 8：消费品零售总额：当月同比



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期：2023.6.16

2、货币政策

金融市场的流动性是股票市场交易活性的重要影响因素之一，股票市场的上涨与货币增速关联度较高。为了应对疫情冲击，2020年全球各主要央行纷纷采取降息和直接投放流动性等措施以缓解经济压力。国内央行果断选择降准、增加再贷款再贴现额度、下调贷款市场报价利率（LPR）、小微金融债券等政策工具，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。2021年上半年，虽然我们面对美元流动性异常充裕的外部环境，但我国经济已在全球实现了率先复苏，因此，国内货币政



策相对克制。下半年货币政策依旧稳健。2022年，货币政策呈现“外紧内松”的格局，美联储累计加息425个基点，连续七次加息，其中连续四次分别加息75个基点。国内央行下调存款准备金率、LPR、MLF利率等，流动性稳中偏松。**2023年以来，美联储3次加息，每次分别加息25个基点，6月暂停加息，国内央行3月降存款准备金率0.25个百分点，6月降息后，“宽货币”已就位，后续更需政策推动“宽信用”。展望2023年下半年，欧美进入了治理通胀加息阶段的尾声，海外货币政策紧缩节奏放缓，国内货币政策仍有望延续偏宽松的基调，仍有降准降息的可能，但考虑到欧美利率处于高位，央行降息降准的幅度受到制约。预计货币政策精准有力，央行结构性工具为主，流动性从货币向信用传导。**

(1) 存款准备金率

2020年年初，1月6日，央行下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司)，此次全面降准大约释放长期资金8000亿元。3月16日，央行实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点。在此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点，支持发放普惠金融领域贷款，此次定向降准共释放长期资金5500亿元。3月31日，国常会表示，增加中小银行再贷款再贴现额度1万亿，进一步实施对中小银行定向降准。加大对中小微企业的精准支持，提高金融服务疫情防控、复工复产和实体经济发展的质效。4月3日，央行中国人民银行决定对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于4月15日和5月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点，共释放长期资金约4000亿元。2021年7月15日，全面降准，除已执行5%存款准备金率的部分县域法人金融机构外，对其他金融机构普遍下调存款准备金率0.5个百分点，降准释放长期资金约1万亿元。2021年12月6日央行宣布，决定于2021年12月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)。此次降准为全面降准，共计释放长期资金约1.2万亿元。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.4%。此次降准体现了货币政策“以我为主”的特点。货币政策“稳”字当头，但边际宽松明显。2022年4月15日，中国人民银行决定于**2022年4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)**。为加大对小微企业和“三农”的支持力度，对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，再额外多降0.25个百分点。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.1%。对于这次降准，市场普遍认为是克制的降准。**2022年11月25日**，人民银行宣布，将于12月5日下调金融机构存款准备金率。**此次降准幅度为0.25个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)**。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为7.8%。**2023年3月17日晚间**，中国人民银行决定全面降准，于2023年3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)。本次下调后，**金融机构加权平均存款准备金率约为7.6%。4月以来，中国经济恢复动能趋弱，货币政策需要进一步加力。5**



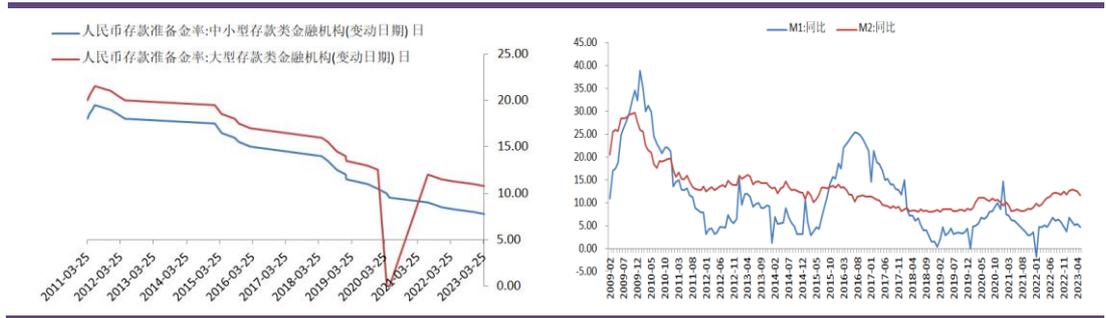
月开始，从大行下降存款利率，再到央行下调逆回购、常备借贷便利、中期借贷便利利率，新一轮宽松已经开启。另外，美联储紧缩政策放缓暂停加息，当前通胀压力较低，货币政策发力仍有空间。预计下半年仍有降准、降息可能。不过，考虑到7.6%的存款准备金率，已经不高了，下调幅度有限。央行更有可能再次推动LPR报价下调，进而带动企业贷款利率下降，托底地产，加大薄弱环节和重点新兴领域支持，激发微观主体活力。

(2) M1、M2 增速

M1从2016年7月份25.4%开始逐步下降，同时M1与M2剪刀差进入收窄趋势之中，2018年2月份开始出现负的剪刀差，之后负的剪刀差逐步扩大，2019年1月份M1和M2增速的剪刀差扩大到8个百分点，创下近年新高，宽货币向宽信用传导不畅，央行意识到这个问题之后逐步加大疏通货币政策传导渠道，通过各种措施缓解实体经济特别是民营和小微企业融资难融资贵问题。之后，负的剪刀差明显收窄，企业现金流水平持续好转。2021年1月M1同比增长14.7%，在连续35月负的剪刀差后首次转正，之后再度回到负的剪刀差，最近几个月负的剪刀差再度走扩，2022年1月，M1增长为-1.90%（蛮罕见的），同时剪刀差扩大至11.7，再创新高，反映企业生产、投资活动仍较为谨慎。不过，2月M1拐点出现，同比为正值4.7%，环比提升6.6个百分点，主要受益于企业活期存款增速转负为正。企业活期存款的增多反映出企业投资经营意愿正在回暖。2022年5月末，M2、M1同比分别增长11.1%、4.6%，增速分别比上月末高0.6个、低0.5个百分点。5月金融数据整体超预期增长。M2增速较快回升，体现了货币金融政策落实一揽子稳增长政策要求，加大信用供给力度，宽货币向宽信用传导效果显现。5月之后，随着疫情好转，叠加稳增长政策进一步释放，企业经营和投资活动修复，6、7俩月M1、M2同比连续走高，8月M2同比继续上行至12.2%，不过，M1同比增长6.1%，出现小幅背离。11月M2增速达12.4%，创逾6年新高。但11月末M1增速连续2个月回落，出现明显背离，负的剪刀差扩大，反映出货币政策宽松，但从宽货币到宽信用传导依旧不畅。2023年2月，M2增速继续走高至12.9%，创近7年新高，增速分别比上月末和上年同期高0.3个和3.7个百分点。与之相反的是，M1同比增长5.8%，增速比上月末低0.9个百分点。3月开始，M1、M2增速回落，5月份 M1、M2同比分别增长4.7%、11.6%，增速双下降，分别比上月末低0.6个、0.8个百分点。截止到2023年5月，M2连续14个月保持两位数增长，显示目前国内货币环境依旧保持适度宽松币，后续货币政策操作将更倾向于宽信用，总量宽松延续发力的空间可能相对有限，随着各项政策组合发力改善实体部门预期，预计居民与企业的储蓄意愿将边际下降，投资消费倾向将有所抬升，M2与M1的增速差将继续收窄。

图 10：货币供应量 M1 和 M2 增速

图 9：存款准备金率



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。 数据截止日期： 2023.6.19

(3) 社会融资规模

2018年10月社会融资规模当月值7288亿元，创两年的新低，在此时间节点之后股市大幅下跌，之后货币政策边际放松，社融数据出现回升，2019年1月社融信贷数据超预期，之后社融存量增速回升，伴随的是，上证指数从2019年1月初的2440低点一路上行到3288点。2019年10月新增信贷社融再次出现超预期回落，创下新低6618亿元，**整体上看，2019年社融超预期的忽高忽低，说明当时实体经济对未来的判断分歧较大。**2020年是名副其实的社会融资大年，新冠肆虐的特殊形势下，信用扩张成为逆周期政策对冲疫情冲击的重要手段，也为经济较快恢复增长提供了重要支持。具体如下：一月社融新增50518亿元，超市场预期，受新冠疫情影响，二月社融增量有所下滑，3~4月，社融数据连续二个月超预期，5月社融增速继续加快，社融规模增量至3.19万亿元，7月社融不及预期，大家在担忧货币收紧，之后8月社融环比、同比都大幅多增，货币政策依然对实体经济恢复形成较大力度支持，而非收紧。11月社会融资规模增量为2.13万亿元，存量为283.25万亿元，同比增长13.6%，较10月下降0.1个百分点，存量增速出现一年来的首次放缓，**在大家担心社融增速拐点是否到来的时候，2021年1月、2月新增社融分别为5.17万亿、1.7万亿，2月社融数据延续1月强劲表现，但3月社融低于市场预期，流动性拐点确立，**之后4月大幅走低，5月社会融资规模继续收缩，7-9月社融数据不及预期，10月社融存量增速为10.0%，增速企稳，2022年1月社融增量达到6.17万亿元，超出市场预期，比上年同期多9842亿元，同样创单月历史最高。体现了货币政策和财政政策靠前发力支持稳增长，2022年2月受春节原因出现季节性下滑，随着宽信用发力，3月社融超市场预期，受4月上海疫情封城的影响，4月社融数据表现出的超预期疲软，不过，经济下行压力加大也刺激了货币政策逆周期调节的力度，5月社融再超市场预期，宽信用格局延续。6月地方政府专项债发行量进一步显著扩大，加之稳增长政策效应进一步释放，6月社融强劲反弹至51701亿元，不过，7月社会融资规模增量为7620亿元，出现季节性回落，8月的社融数据结构再度改善，9月新增社融3.53万亿，显著改善，10月社融不及预期，较9月出现较大幅度回落，宽信用进程放缓。11月社融增量1.99万亿元，同比少增6109亿元，社融余额同比增速从10.3%降至10%，社融增速继续快速下行，12月继续



下行。虽然去年四季度政府稳增长意愿较强，政策继续推动信贷投放，但受疫情的影响，实体融资需求不足，社融增速出现明显的下行，并延续到2023年1月份，2023年1月新增社融少于去年同期，同比少1959亿元。不过，2月份社融增速回升，2023年2月社会融资规模增量为3.16万亿元，比上年同期多1.95万亿元。随着房地产融资政策不断放松，国内实体经济信贷需求延续回暖态势，3月份，社会融资规模增量为5.38万亿元，比上年同期多7079亿元，刷新历史同期新高。4月社会融资规模增量为1.22万亿元，比上年同期多2729亿元，4月，新增信贷规模同时受季节性因素和去年低基数效应影响，呈现出规模较上月显著回落，但保持同比多增的态势。5月社会融资规模增量为1.56万亿元，比上月多3312亿元，比上年同期少1.31万亿元。5月新增信贷、社融同比放缓，与去年政策发力形成高基数有关，另外，信贷投放节奏趋于平稳、经济修复斜率放缓以及没有大的刺激政策出台的背景下也有关系。后续居民消费和房地产复苏动能有望增强，国内宏观政策力度适度加大，国内信贷、社融有望逐步改善。

(4) 外汇占款

保持外汇储备和人民币汇率的稳定仍是央行的目标之一。外汇占款。2016年1月开始，央行外汇占款在下滑，特别是2016年7月至2017年1月出现大幅减少，直到2017年9月出现企稳，之后窄幅波动，变化不大。2018年1至7月央行口径的外汇占款连续小幅回升，连续5个月在21.5万亿以上，但2018年9、10月又出现大幅下滑，分别减少了1193、915亿元，之后几个月外汇占款降幅收窄趋稳，2020年12月略减后，2021年小幅增加，2022年一季度延续增长的势头，不过，随着美联储连续加息，4-9月外汇占款小幅减少，之后，逐步回升，2023年1月末央行外汇占款21.6万亿元人民币，连续第四个月增加，增幅1537亿元，之后3月外汇占款又大幅增加了1712亿元，创2014年3月来的最大，今年以来外汇占款增加了3000多亿元。

外汇储备。2017年1月我国外汇储备跌破3万亿美元的关口，之后几个月略有上升，维持在3万亿美元以上，2019年5月重回3.1万亿以上，之后围绕3.1万亿上下窄幅波动，变化不大。2020年3月国外受新冠疫情的影响，国外风险和避险资产暴跌，3月外汇储备减少460亿美元，之后连续5个月回升，8月为3.16万亿美元，8-9月小幅回落后，11、12月分别增加505.08亿、380.32亿回升至3.2万亿美元上方，2021全年小幅增加336亿元。2022年1-9月共减少2200多亿美元，之后，10、11连续俩月大幅回升。2023年1月继续大幅回升567.71亿美元，外汇局公告称这受汇率折算和资产价格变化等因素综合作用。不过，2月份出现大幅回落，3-4月外汇储备增加700多亿美元，截至2023年5月末，我国外汇储备规模为31765亿美元，较4月末下降283亿美元。5月，受主要经济体财政和货币政策预期、全球宏观经济数据等因素影响，美元指数上升，全球金融资产价格涨跌互现。在汇率折算和资产价格变化等因素综合作用下，当月外汇储备规模下降。展望后市，随着货币及财政政策发力，中



国经济复苏依旧，国际收支总体均衡，有利于外汇储备规模继续保持基本稳定。

美联储货币政策。受疫情的影响，2020年3月3日，美联储宣布紧急降息50个基点后，3月15日，美联储再次紧急100个基点，联邦基金利率目标区间下调至0-0.25%区间，并宣布无限量买入美债和MBS，开启无限量QE等救市对冲政策。2021年3月18日，美联储宣布将继续保持0-0.25%的低利率不变，同时重申维持资产购买步伐不变。2021年4月28日，美联储公布4月议息会议（FOMC）决议。决议宣布，维持当前利率在0-0.25%水平不变，维持超额准备金利率在0.1%水平不变，维持贴现利率在0.25%水平不变，同时，保持购债规模不变。2021年6月17日，美联储公布利率决议，将基准利率维持在0%-0.25%区间不变，将超额准备金利率（IOER）从0.1%上调至0.15%，将继续每月增持至少800亿美元的国债和至少400亿美元的住房抵押贷款支持证券，直到委员会的充分就业和物价稳定目标取得实质性进展。2021年9月22日，美联储宣布将继续保持0-0.25%的低利率不变。2021年11月3日，美联储宣布继续保持0-0.25%的低利率不变，11月和12月每月资产购买量将减少150亿美元，Taper落地。2021年11月30日，美联储主席鲍威尔表示，美联储将考虑加快缩减购债，以应对高通胀，放弃通胀“暂时”说法。2021年12月16日，美联储宣布将基准利率维持在0%-0.25%不变，将每月资产购买规模减少300亿美元，此前为每月减少150亿美元（Taper速度翻倍）。**2022年3月16日，美联储联邦公开市场委员会（FOMC）如市场预期将联邦基准利率从0%-0.25%区间上调25个基点至0.25%-0.50%区间，为该行2018年12月以来首次加息，加息靴子落地。**2022年5月4日，美联储通过会议决定将美国联邦基金利率增加0.5%（即**上涨50个基点**），以降低美国高企的通胀率。加息后，联邦基金利率区间增至0.75%-1%。同时，美联储还宣布将启动一项缩表计划，从6月开始，每月从9万亿美元资产负债表中减少475亿美元资产负债，三个月后，每月将减少950亿美元。**2022年6月15日，美国联邦储备委员会宣布加息75个基点，**将基准利率上调至1.50%-1.75%区间，**加息幅度为1994年以来最大。**2022年7月28日，美联储宣布继续**加息75个基点**，将联邦基金利率区间上调至2.25%-2.50%，并将延续此前既定的缩表进程。**2022年9月22日，美联储加息75个基点，将基准利率升至3.00%-3.25%区间，2022年11月2日，美联储加息75个基点，将联邦基金利率目标区间上调至3.75%-4%。**2022年12月15日，**美联储加息50个基点，将联邦基金利率目标区间上调至4.25%-4.50%。**2022年美联储累计加息425个基点，连续七次加息，其中连续四次分别加息75个基点。2022年12月这次加息50个基点是美联储放慢加息步伐的第一步。2023年2月2日凌晨，美联储联邦公开市场委员会（FOMC）宣布，将联邦基金利率目标区间上调25个基点到4.50%至4.75%之间，这也是美联储今年第1次加息，符合市场预期。不过，鲍威尔坚持提示加息还将继续，且如果经济符合预期，2023年不会降息，与市场当时普遍预期的下半年开始降息存在较大偏差。3月中旬左右，硅谷银行、瑞士信贷等银行接连出事后，美联储加息延续放缓步伐，2023年3月22日，美国联邦储备委员会宣布，将联邦基金利率目标区间上调25个基点到4.75%至5%的水平。2023年5月3日，美联储宣布加息25个基点，联邦基金利率目标区间上调至5%-5.25%，为自去年3月以来连续第十次加息，累计加息幅度达500个基点。2023年6月14日，美联储宣布维



持联邦基金利率目标区间在5%至5.25%之间不变，这是美联储2022年3月以来连续10次加息后首次暂停加息，符合此前市场预期。不过，之后鲍威尔在新闻发布会上表示，还没有就7月份是否加息做出决定，没考虑过年内降息这一选项。近期美联储发声维持鹰派，更多目的是引导市场预期和引导CPI持续下行，目前看，7月前美联储加息预期仍在摇摆，将来美联储的降息条件或是通胀水平连续确定性下行，或是经济增长速度有较大幅度的下行，此时美联储对于通胀和增长的平衡将逐渐转向经济增长，或在2023年底出现，届时联储内部或将逐渐开始讨论降息的可能性，并在随后开启降息进程。

人民币汇率问题。2018年年末那段时间，人民币汇率在破7的边缘试探，大家都在争论保不保“7”的问题，但2019年一季度人民币的走势出乎大家预料，2019年年初人民币连续3个月升值，5月受中美贸易谈判不及预期的影响再度出现贬值，2019年8月5日上午，无论是离岸市场还是在岸市场，人民币对美元汇率双双“破7”，但央行表现的特别淡定。在贸易摩擦有所反复的背景下，人民币汇率2019年2-3季度小幅贬值，对冲出口企业压力。2019年11月13日，中美第一阶段商贸协议文本达成一致，人民币汇率小幅升值，之后在7上下窄幅波动。2020年1月，在外部环境回暖的情况下，人民币对美元持续升值，但2月至5月末，疫情在全球扩散，市场情绪偏向悲观，人民币也遭到看空，在波动中贬值。6月初开始，随着中国在疫情防控和经济复苏方面取得显著成效，看多人民币的力量逐渐占据上风，在7月重返“6时代”后继续上行，12月31日，美元离岸人民币升破6.48元。回顾2020年，美元走弱、中国经济持续复苏、人民币资产吸引力提升，是2020年人民币升值的重要因素。不过，人民币持续升值也引发了央行关注度上升。2021年一季度，人民币对美元汇率走势已脱离2020年下半年的单边升值通道，转而构筑双向波动的新格局。美债收益率的上行叠加中美经济复苏节奏的差异，逐步推动中美长期利差收敛。受此影响，春节前人民币对美元汇率震荡走升，节后有所回调。4月以后，人民币兑美元汇率重回升势，一路“高歌猛进”，5月31日，美元离岸人民币兑汇率最高升值到6.3525，几乎要回到2018年3月的高位。对于这一波上涨的原因，市场普遍认为是美元指数走弱带来的被动升值。关于人民币汇率升值方面，央行相关人士给出了观点，“不要赌人民币升贬值，久赌必输”。5月31日，中国人民银行决定自6月15日起，上调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，即外汇存款准备金率由5%提高到7%（以往央行调整人民币存款准备金率一般每次调整0.5个百分点，此次外汇存款准备金率上调幅度为2个百分点，明显超出以往人民币存款准备金率的调整幅度，彰显央行调控决心）。时隔14年，央行再度上调外汇存款准备金率，有助于平稳市场预期，减缓人民币升值压力，具备较强信号意义。之后，6月人民币出现一小波贬值，7-9月中旬在6.47附近震荡，不过，**2021年9月下旬之后，在美元持续走高的背景下，人民币与美元走势相对独立，升值势头强劲。**出口强劲、结汇需求旺盛、人民币资产吸引力较强等因素共振，推升人民币表现出“超预期”韧性。在人民币对美元汇率持续走强之际，2021年12月15日起，人民银行上调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，即外汇存款准备金率由现行的7%提高到9%。**2022年伊始，出口韧性依然强劲、跨境收支顺差较高、市场预期较好，2022年2月24日，**



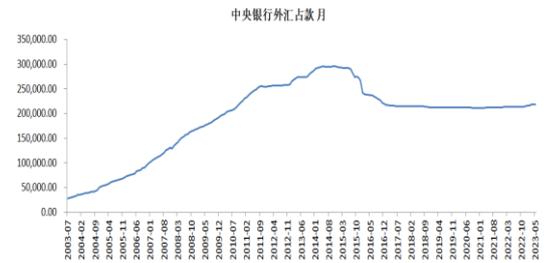
离岸人民币一度触及6.3060，之后国内疫情扩散及美联储加息导致人民币小幅贬值。在2022年二季度策略报告中，我们认为，前期促成汇率升值的一些因素可能弱化，人民币单边升值走势不可持续，人民币或有小幅调整的空间。原因如下：一是美国面临通胀威胁可能会继续加息，美元短期走强和中美利差收窄将对人民币汇率形成下行压力。二是国内新冠疫情此起彼伏或将影响出口，支撑人民币汇率坚挺的出口优势可能减弱。三是中外经济与政策错位，或引起资本流向和汇率预期的变化，亦难从基本面角度支持人民币汇率继续大幅升值。2022年2月末至5月中旬，人民币出现贬值，特别是4月中旬至5月中旬快速贬值，也在预期之中。快速贬值也引起了央行的注意，**2022年4月25日**，人民银行宣布，自2022年5月15日起，**下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点**（9%下调至8%），之后，5月中旬至8月中旬，人民币汇率止跌企稳。不过，8月中旬之后，随着美元指数持续走高，再加上国内“降息”，人民币兑美元汇率承压，再度开始走贬。央行再度出手稳定汇市预期，决定自**2022年9月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点**，即外汇存款准备金率由现行8%下调至6%。这也是继2022年4月25日央行下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点以后，第二次下调外汇存款准备金率。外汇存款准备金率的下调可以向市场释放之前被锁定的外汇流动性，增加市场外汇供给，从而起到控制外汇升值、缓解人民币贬值压力的作用。2022年9月15日，离岸人民币兑美元跌破7，市场对于“破7”已有所预期，之后人民币继续贬值，2022年10月25日离岸人民币一度贬至7.3745。我们认为，2022年4-10月，人民币出现一定幅度的贬值，是阶段性的短期变化，没有改变人民币汇率双向波动、在合理均衡水平上保持基本稳定的总体特征。另外，在美元强势的情况下，全球主要非美货币汇率承压，而人民币颇具韧性。尽管全年收跌，但从走势来看，人民币在年末再现强势。从11月末开始，人民币大幅反弹，12月初涨回6区间，在2022年12月30日，外汇市场上人民币汇率迅速拉升，其中，在岸人民币对美元即期汇率涨破6.9，收盘时报6.8972。2023年1月，人民币延续升值的态势，在经历2022年11月到2023年1月的连续三个月升值后，受美元指数走弱、中国经济前景改善、跨境资本大幅流入以及年底季节性结汇力量推动下，人民币汇率在此期间也从7.3一路升值到6.69附近。但上述支撑人民币汇率走强的因素从2023年2月开始出现不同程度的减弱，2月转入贬值至6.9左右，之后在6.9附近震荡。4月中旬以来，人民币兑美元汇率从6.8左右一路下探至最低7.28附近，贬值幅度近7%。在今年中国外贸数据还算不错的背景下，人民币走弱背后的原因和影响引发市场关注。由于欧美国家持续加息，国债收益率持续攀升，中外利差持续扩大，这是导致人民币本轮贬值的主要原因。展望2023年下半年，我们认为，美元指数和国内经济基本面的修复仍然是影响人民币汇率走势的两大关键因素。美联储加息停止之后人民币贬值压力大概率将有所缓解，但转入升值周期，仍需国内经济基本面的支撑。如果下半年国内经济复苏力度增强，人民币资产吸引力强，为市场注入了信心，人民币是有望迎来小幅升值的。



图 11：社会融资规模（亿）



图 12：外汇占款（亿）



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期：2023.6.19

（5）利率指标

2020年初，在疫情冲击下，央行通过公开市场操作、降准、再贷款等货币政策工具投放大量流动性，为抗疫提供流动性支持。之后几个月，银行体系流动性一直处于相对充裕合理的水平，短端国债收益率大幅走低，长端国债收益率也出现明显下行，**2020年4月8日，10年期国债收益率最低向下跌破2.5%，创出2002年以来的新低。**2020年3-4月间，隔夜Shibor多个交易日连续低于1%，最低时仅0.66%。5月以后，随着市场对经济回暖预期增强，央行收紧流动性投放后，叠加疫情影响逐渐减弱，经济复苏预期增强，国债收益率有明显上行，11月19日，10年期国债到期收益率升至3.335%，12月以后，为了缓解年底流动性偏紧，央行多次开展中期借贷便利及逆回购操作，国债到期收益率小幅回落，银行间同业隔夜拆借利率也明显回落。2021年之后，随着经济持续修复，货币政策渐渐回归常态，10年期国债利率回到疫情前水平，2021年春节前后流动性偏紧，10年期国债到期收益率升至3.276%，3月中旬之后逐步回落，7月以后仅一个月时间里，在央行超预期全面降准的影响下，10年期国债收益率快速下行，从3.11%一路下滑至2.82%附近，9月后小幅回升，10月中下旬涨至3.03%后逐级回落。2021年12月6日央行宣布全面降准后，隔天央行下调支农、支小再贷款3个月、6个月、1年期利率0.25个百分点，分别至1.70%、1.90%、2.00%。随后不久，又调降LPR，开年又下调MLF和逆回购利率10个基点等等。2022年年初，10年期国债收益率走势整体震荡下行，3月疫情多地散发，4月上海新冠疫情扩散并最终封城，疫情对消费产生明显抑制，对部分制造业也造成了冲击，房地产景气仍在弱势下行，国内经济下行压力持续加大，随后，一揽子稳增长的货币金融政策出台，如，5月20日，下调5年期以上LPR 15个基点，8月22日，LPR非对称“降息”，1年期降5个基点，5年期以上降15个基点，8月15日，央行下调了MLF和逆回购利率10个基点，9月15日，四大行主动下调了存款利率，带动其他银行跟随调整。之后，国债收益率也跟随下行，**2022年10月30，10年期国债收益率一度降至2.6425%，**一年期国债收益率下滑至1.7375%。不过，2022年四季度策略报告中提醒，考虑到美联储大幅加息后，届时人民币仍有贬值压力，央行对降息将更加谨慎，后续利率下行空间有限。市场走势如我们的预期，2022年11月11日-16日，债券市场波动明显加大，持续杀跌，银行间主要利率债收益大幅上行，短券调整更为剧烈，截止2022年12月30日，10年期国债利率

为2.8312%，SHIBOR隔夜为1.9570%。2023年1月十年期国债收益率小幅走高，2月国债收益率曲线呈现平坦化趋势，3月再度小幅回落，4-6月继续回落，2023年6月14日，10年期国债收益率降至2.6138%。6月，从大行下降存款利率，再到央行下调逆回购、常备借贷便利(SLF)、中期借贷便利(MLF)、LPR利率。新一轮宽松已经开启，加强逆周期调节，全力支持实体经济。展望2023年下半年，货币政策仍有望延续偏宽松的基调。从外部看，美联储紧缩政策放缓，汇率对降息的外部约束边际放松，不过，当前一年期LPR已降至3.55%，2023年下半年利率的下调空间较为有限。具体是否降息及力度大小要综合考虑下半年宏观经济的恢复情况，综合以上分析，我们认为，后续国债收益率难有趋势性上涨或下跌，震荡市的概率较大。

图 13：银行间同业拆借加权利率（%）

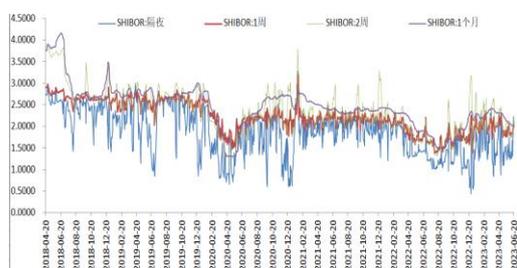


图 14：1 年和 10 年期国债收益率（%）



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期：2023.6.19

（二）市场估值

沪指在3200点附近，目前A股的估值是否便宜？处于何种水平？2023年下半年估值趋势如何？下面，我们通过纵横比较来定位目前A股估值所处的位置，通过流动性及企业盈利分析来预估市场估值的未来走向。

1、纵横比较

目前市场估值水平如何？我们下面通过纵向和横向两个方面进行比较。

（1）纵向比较

回顾历史，展望未来。从历史行情的顶和底，以及相应的市盈率的对比发现，大盘平均市盈率的高低和大盘指数的顶与底有一定的关系。从纵向的历史数据看，过去30多年，沪指平均市盈率在15倍左右、市净率1.7倍左右的时候，市场就是一个底部区域。

截止2023年6月27日，上证综指市盈率维持在13倍左右，PB是1.3倍左右，沪深300市盈率是12倍左右，PB是1.3倍左右，深圳成指市盈率是23倍左右，PB是2.5倍左右，创业板指

的市盈率是32倍左右，PB是4.4倍左右，科创50指数市盈率是42倍左右，PB是4.6倍左右。从纵向比较看，上证及沪深300估值较低，创业板32倍的市盈率也远低于历史均值水平，目前A股整体估值依旧处于历史偏低的水平，具备对资金的吸引力，中长期投资价值显现。

(2) 横向比较

从横向比较的角度来看，目前A股与全球股市相比依旧具备估值优势，截止2023年6月27日，上证综指市盈率为13倍，除相对港股（恒生指数PE=8.9，PB=0.93）外，比美股（道琼斯工业指数PE=25.3，PB=6.3）、日股（日经225 PE=18.4，PB=1.8）、法股（法国CAC40 PE=14.3，PB=1.7）等市场估值水平还是偏低些。

图 15：上证指数市盈率比较



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期：2023.6.26

2、流动性及企业盈利

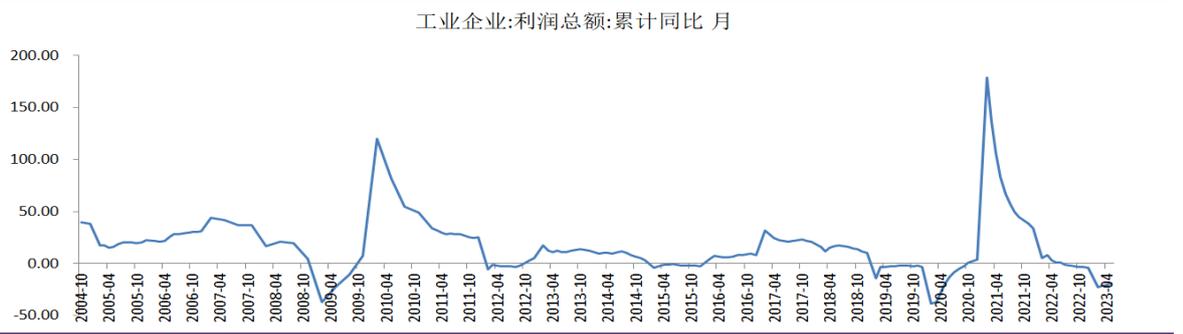
(1) 流动性影响市场估值。流动性宽松时有利于估值整体上升，反之亦然。2021年度策略报告中提示，2021年货币政策大概率回归常态，与2020年相比，宏观流动性或将维持紧平衡，对A股市场微观流动性预期将会调降，从而形成估值收缩，流动性导致的估值提升行情或将结束（2021二季度策略报告维持了该看法）。从2021年上半年市场表现看，高估值抱团股大幅调整也验证了我们的判断，2021年三季度策略报告中我们提醒，美联储货币政策趋势是边际收紧，国内是缓而不紧格局，三季度市场整体估值难提升，低估值和高景气行业占优，三季度低估值大蓝筹大幅上涨，业绩大增的周期股表现优异，高景气赛道也表现不错，完美的验证了我们的预判。2021年四季度策略报告提醒，美联储缩减购债规模，但国内流动性有望偏宽松，对估值影响不大，整体也符合我们的预判。2022年受美联储货币收紧及国内疫情反复的影响，A股市场表现不佳。2023年策略报告中我们提醒，国内货币政策仍有望延续偏宽松的基调，货币政策收紧甚至转向的可能性较小，但考虑到海外货币政策紧缩节奏放缓，欧美利率处于高位，央行对降息将更加谨慎。从上半年货币政策看，也基本验证了我们的偏宽松的判断，如降准，下行下降存款利率，再到央行下调逆回购、常备借贷便利、中期借贷便利利率、LPR利率等。展望下半年，货币政策仍有望维持宽松的基



调，但继续宽松的空间也受限。整体上看，流动性维持相对充裕对估值的影响偏正面。

(2) 企业盈利增速影响未来估值。如果企业盈利增加，有利于增加上市公司估值，反之亦然。A股上市公司盈利增速与工业企业利润增速一直保持高度相关（工业利润数据相对高频，我们用工业利润增速粗略代替上市公司盈利增速），2020年受疫情的冲击，盈利增速在一季度大幅探底，之后企稳回升。单月数据看，2020年5月份全国规模以上工业企业实现利润总额5823.4亿元，由4月份同比下降4.3%转为增长6.0%，当月国内工业企业利润增速2020年首次转正，之后逐步回升，12月份规模以上工业企业实现利润总额7071.10亿元，同比增长20.10%；累计数据看，2020年1-12月，全国规模以上工业企业实现利润总额64516.10亿元，同比上升4.10%。受益于2020年的低基数，2021年无论是累计同比还是当月同比，工业企业利润数据都表现特别靓丽，延续了2020年下半年以来较快增长态势。2021年1-2月，全国规模以上工业企业利润总额累计同比飙高到178.90%，之后两个月稍有回落，但依旧在100%以上，随后继续下行，2021年1-12月，全国规模以上工业企业实现利润总额87092.10亿元，同比上升34.30%，整体上，全年表现靓丽，不过，11、12月份当月利润同比大幅下滑。2022年1-2月，全国规模以上工业企业实现利润总额11575.60亿元，同比上升5.0%，工业企业效益状况延续了2021年以来的恢复态势。之后，3月疫情加剧，4月上海新冠疫情扩散并最终封城，之后，7-8月疫情又多地散发，企业生产经营面临不少困难和挑战，经济下行压力加大，工业企业利润总额累计同比大幅下滑，2022年1-7月，全国规模以上工业企业实现利润总额48929.50亿元，同比下降1.10%，由正转负，之后逐步月小步下滑，2022年1-12月工业企业利润总额84038.50亿元，同比下降4.0%。去年受疫情的影响，工业企业利润累计同比逐级走低。2023年1-2月份，全国规模以上工业企业实现利润总额8872.1亿元，同比下降22.9%。1月份左右，疫情蔓延，给生产和生活带来极大干扰（不过，这是一次性冲击，不具有可比性），叠加春节因素，今年1-2月份工业企业盈利大幅下降。在低基数因素下，前4月规模以上工业企业利润同比下降20.6%，降幅虽继续小幅收窄，但考虑去年低基数因素影响后，企业利润仍然承压。今年前5个月，全国规模以上工业企业实现利润总额26688.9亿元，同比下降18.8%，降幅比1-4月收窄1.8个百分点。其中，5月当月，全国规模以上工业企业利润同比下降12.6%，降幅较4月收窄5.6个百分点，连续三个月收窄。展望下半年，国内需求仍显不足，制约企业利润进一步恢复，工业企业效益恢复的基础仍不牢固。但当前指数表现所隐含的估值水平已经计入较多偏谨慎预期，说明市场对经济弱复苏已有充分定价，在不出现超预期经济风险的前提下，我们认为A股上市公司盈利修复或仍将延续，估值水平有进一步提升空间，这将为市场上涨提供动力。但考虑到海外衰退风险加大，因此在弱复苏的大环境下，预计下半年 A 股市场可能以震荡向上为主。

图 16：工业企业盈利表现



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2023.6.29

（三）A 股的供求关系

影响股票价格波动的因素很多，供求关系的因素在股票市场价格波动中至关重要。股票市场的需求，是指能够进入股票市场购买股票的资金总量。股票的需求者就是我们常说的股票投资者（即资金供给端），是指以取得股息和资本收入为目的而在证券市场买入股票的个人和机构，按照证监会在《股票投资者分类标准》中的划分，分为自然人投资者、专业机构投资者、一般机构投资者和陆股通投资者，对应市场中熟知的个人投资者、专业机构投资者（基金、保险、社保、企业年金、信托、QFII/RQFII等）、一般法人（既是资金供给者又是资金需求者）和陆股通（沪股通、深股通）。证券市场的供给主体是上市公司，由已经上市的老股票和新上市的新股票构成。

1、股票市场需求的主要决定因素

（1）个人资金

个人资金来源于自有资金及借入资金，我们用银证转账和杠杆资金（场外杠杆拿不到确切数据，只用场内融资代表）两个方面来衡量。根据wind资讯的数据显示，截至2023年5月，我国股票市场期末投资者账户数量总计21852.84万，其中，**自然人账户数量为21800.08万，占比99.76%**。2015年6月股灾以后至2018年底，股票市场低迷，除极少数持仓大白马投资者有正收益外，大多数个人投资者是伤痕累累。2019年以后，市场行情转暖吸引部分个人投资者资金重新入场，**2020年7月A股进入普涨阶段**，沪指连续突破3000、3100、3200、3300、3400点，个人投资者资金加速入场，两市成交连续17天破万亿，之后随着行情回落，个人投资者资金入市放缓，2020年四季度沪深三大指数大涨，**2021年元旦至春节前后**，指数接连上涨，两市成交额频频破万亿，个人投资者资金流入明显，春节后指数小幅调整，资金流出，4月之后，行情逐步回暖，资金再现流入。增量资金可能主要来自于银行资金“搬家”。除此之外，炒房资金也可能在流入。8-9份，随着沪指再创阶段新高，资金进场节奏再度加快，两市成交额连续49天超万亿。之后市场小幅回调，虽然两市成交额跌破万亿，但很快就回到万亿上方。**2021年A股的总成交额创历史新高，日均成交额为1.06万亿元创历**



史之最，还创下了有史以来持续时间最长的成交额破万亿纪录。2022年初以来，市场震荡下行，特别是3月份，受俄乌冲突、美联储加息及中概股暴跌的影响，A股出现大幅动荡，虽然市场剧烈波动，但成交并未明显减少，两市成交额一直在万亿附近，4月，A股市场继续下行，高位权重股轮番杀跌，两市成交萎靡不振，5月A股三大指数企稳回升，6月延续回暖的趋势，成交量也温和回升，6月底一度攀升至1.3万亿，之后略有萎缩，但基本保持在万亿水平，进入9月，随着美联储大幅加息，A股也被拖累调整，量能萎靡不振，缩至六七千亿的水平，11月市场探底回升，沪指连续收复2900点、3000点、3100点整数关口，两市成交额再度突破万亿大关。12月中下旬，沪深三大指数连续回踩，两市成交额再度回到六七千亿的水平。2023年元旦后，市场连续回暖，北向资金大幅净流入，在春节之后，不仅北向资金继续保持大幅的净流入，不断提振市场信心和对相关板块带来提振，而且场内资金也有所回流，市场成交热情也在回升，春节后市场成交快速突破万亿，整体远强于春节前的成交额。2月末至3月中上旬，大盘上行的节奏和力度明显放缓后出现小幅调整，两市成交也略有萎缩，4月市场震荡上行，两市成交额连续超万亿，之后，受经济数据不佳的影响，5月市场小幅回调，两市成交额再度跌破万亿，6月指数弱势震荡，成交萎靡不振，展望2023年下半年，随着A股市场筑底回升，两市日成交有望维持在万亿左右。

① **银证转账**。2020年沪深三大股指大涨，创业板指数涨幅更是高达64.96%，个人投资者银证转账资金净流入3600亿元，个人资金入市与市场行情高度相关，由于2021年春节后，高位抱团白马股接连调整，投资者做多情绪受到打击，而且银行严查信贷资金违规流入楼市股市（如果炒楼的资金出现紧张，先抛出流动性好的股票是理性的选择），资金流出，4月之后，行情逐步回暖，资金再现流入，8月两市成交额每天都超万亿。2021年沪深三大指数普涨，个人投资者银证转账资金净流入2400亿元，其中，上半年净流入1300亿元，三季度净流入1500亿元，四季度净流入-400亿元。2022年上半年净流入2300亿元，三季度A股大跌，资金净流出3900亿元，**2022年A股熊市，资金流入明显趋缓**。不过，当前国内居民储蓄率高、投资渠道匮乏，如何引导居民资金流入股市？是值得思考的问题。展望2023年下半年，随着银行存款利率下降，一旦A股行情回暖，居民资金或现大幅净流入状态。

② **场内融资**。两融是个人投资者加杠杆参与股市的主要方式。融资余额与指数的走势高度相关。2018年市场暴跌，沪指跌破3000、2900、2800、2700、2600、2500点整数关口，两市融资余额逐步下滑，相继跌破1万亿、9千亿、8千亿，2018年10月19日沪指创下2449低点，两融余额萎缩到7600亿元。2018年市场的大幅调整，让融资资金受了很大的创伤。2019年春节之后，特别是3月连续逼空式的上涨，市场人气回暖，融资余额开始回升，最高到9823亿元，4月中旬以后市场的逐步回调，融资余额又出现回落，7月22日再度回到9000亿下方。8月监管层为了提振市场打出了政策组合拳，如融资融券标的由950只扩大至1600只、取消了最低维持两融担保比例不得低于130%的统一限制、证金公司整体下调转融资费率80个基点等，受此政策利好的影响，两市融资余额缓慢回升，2019年12月26日两市融资余额突破1

万亿，2019年年底达到10055亿（2018年底7490亿元），提升2565亿。2020年年初，随着市场的快速上涨，融资资金积极流入，两市融资余额回升到1.1万亿，而后在海外疫情冲击和海内外市场的大幅波动下，资金连续流出，重新回到1.1万亿下方，5月之后再度转为净流入，7月之后两市融资余额逐步攀升，8-12月份多数时间维持在1.4万亿上方，**2020年两市融资余额净流入4765亿元**。2021年元旦后，高位抱团股加速冲高，融资余额也跟随冲高到15665亿元，之后逐步回落，5月初，随着沪指的逐步回暖，融资余额小幅回升至16000元附近，8月中旬以后，随着沪指再创阶段新高，融资资金进场节奏再度加快，融资余额升至17584亿，后随着指数调整略有回落，**2021年全年净流入约2300亿元**。2022年1-4月市场大幅调整，两市融资余额也从年初的17190亿元回落至14338亿元左右，之后市场企稳回升，两市融资余额也小幅回暖，7-9月基本维持在1.5万亿上下，之后，市场出现回调，**临近2022年年底，两市融资余额再度回到1.45万亿左右。整体上，2022年净流出2675亿元。进入2023年，特别是自全面注册制落地后，低估值为代表的中字头大盘蓝筹股明显走强，两市融资余额出现小幅回升，2023年4月20日一度回升在15487亿元，之后中字头和TMT板块出现高位震荡，两市融资余额小幅下降。两融资金后续的流入很大程度上取决于市场的走势，截止2023年6月28日，两市融资余额为15002亿元，沪指收盘价3189点。2023年下半年A股大概率是筑底回升的格局，假设沪指回升到3400点附近，以当前A股的流通市值和融资余额为基础进行计算，融资余额占A股流通市值的比例保持在2.23%的水平，则2023年下半年融资资金增量约为992亿元。**

图 17：证券公司客户交易结算资金余额



图 18：上证指数及沪深两市融资余额



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期：2023.6.28

③ 居民财富配置有望向权益资产倾斜。目前居民财富大部分被房地产占据，根据广发银行、西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心的报告，从家庭财富配置来看，我国城市家庭更偏好买房，住房资产占比高达77.7%。据Wind数据显示，截止2021年末，个人住房贷款余额合计为38.3万亿元，较2020年末的34.5万亿元，继续增长3.8万亿元。**截止2022年末，个人住房贷款余额合计为38.8万亿元，小幅增长0.5万亿元**。2021年，商品房销售面积179433万平方米，同比增长1.9%，商品房销售额181930亿元，增长4.8%，全国房地产开发投资147602亿元，同比增长4.4%。**2021年上半年数据显示房地产市场非常火爆。不过8月房地产数据全线下滑，既有下半年商品房销售景气度走弱、2021年房地产融资大幅收缩的**



影响，也叠加了过去三年行业去杠杆政策的累积效应。之后房地产行业投资增速一路下滑，多家龙头房企暴雷。从具体月份看，2021年，无论是商品房销售面积、销售额同比，还是全国房地产开发投资同比都是逐月下降，2022年1-7月继续下滑，之后，商品房销售面积、销售额同比下滑略有趋缓，不过，全国房地产开发投资同比依旧是逐月下降。2022年1-12月份，商品房销售面积135837万平方米，同比增长-24.30%，商品房销售额133308亿元，同比增长-26.70%，全国房地产开发投资132895亿元，同比增长-10.00%。(2021年8月至2022年12月，地产销售出现了持续的显著负增长，这在历史上是前所未有的。)

虽然“房住不炒”是大方向，但会考虑因城制宜。2022年四季度以来，房地产支持政策开始密集出台，2022年11月14日，银保监会、住建部、人民银行三部门发布《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，支持优质房地产企业合理使用预售监管资金，防范化解房地产企业流动性风险，促进房地产业良性循环和健康发展。11月23日，人民银行、银保监会又正式印发《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，提出16条金融举措，即上述“16条”，内容涵盖房地产融资、“保交楼”、受困房企风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策和住房租赁等六大方面。紧接着，交通银行、农业银行、中国银行、工商银行、建设银行、邮储银行相继与房企签订战略合作协议。11月28日，证监会新闻发言人表示，在资本市场支持房地产市场平稳健康发展上，将从股权融资方面进行5项优化调整措施，并且从即日起施行。这5项措施包括：恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外上市政策；进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用以及积极发挥私募股权投资基金作用等。2022年12月15日，刘鹤表示房地产是国民经济的支柱产业。

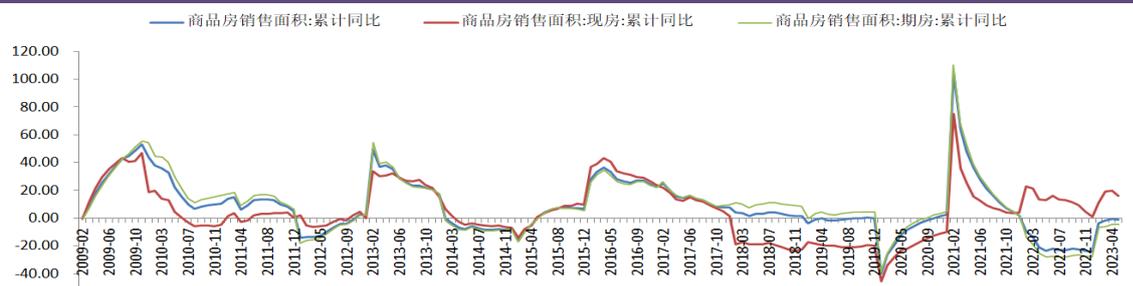
随着利好政策持续出台，2023年一季度，在积压需求释放及前期政策效果显现等因素推动下，房地产市场活跃度上升，但进入二季度，回暖态势未能延续。2023年1-5月份，商品房销售面积466440万平方米，同比增长-0.90%，商品房销售额49787亿元，同比增长8.4%，全国房地产开发投资45701亿元，同比增长-7.20%。展望未来，下半年市场恢复仍可能有波折，销售面积在低基数下或实现小幅增长。基于当前市场行情及去年比较基数，预计2023年全年房地产销售情况会略好于2022年。

6月27日，据沪深交易所官网消息显示，有4家企业再融资项目申请获证监会注册生效，成为“第三支箭”后，A股首批落地的上市房企再融资项目。预计下半年行业流动性压力将获得实质性改善，融资环境也将维持相对宽松的态势。同时，对整个房地产市场的复苏也增加了新的助力。另外，近期市场对稳楼市增量举措出台的预期升温。6月末房地产及下游产业链个股频繁出现活跃迹象。虽然长期基本面受到人口周期、地产周期长期下行的影响偏弱，但短期年度视角来看，地产销售在一年内有恢复企稳的可能。特别是房地产龙头公

司，此前，随着“三条红线”的落地实施，众多中小房地产商退出行业。A股房企批量退市加速出清后，叠加政策刺激，房地产市场有望迎来弱复苏，行业“剩者为王”、“强者恒强”的现状将持续深化，优秀企业仍有长期价值，可择机布局。

中长期看，随着我国人口年龄中位数的提升，居民住房需求将逐渐饱和，房子所能承载的增量资金大概率是下降的，居民资产配置方向也有望从地产逐步转向权益资产，股票及权益类基金配置中比例趋于上升，资本市场财富配置的潜力持续增加。

图 19：商品房销售同比走势



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期：2023.6.30

(2) 公私私募基金

权益类公私私募基金也是A股重要的资金来源。尽管公私私募基金在整体持股市值占比方面不及个人投资者，但由于账户数量少、资金量集中，公私私募基金所具有的持股集中和类似“一致行动人”的特征，他们的股票持仓和结构调整对市场影响巨大。

公募方面，2019年公募基金发行明显回暖，Wind数据显示，2019年，公募基金发行股票型基金2432亿份（2018年1442亿份），混合型基金2898亿份（2018年3353亿份）。2019年是机构大年，股票型基金指数明显跑赢大多数投资者，随着个股的分化，很多投资者发现“赚了指数不赚钱”，这种差距会带来基金份额的发行加速，叠加疫情影响下流动性极为宽松的环境，2020年公募基金发行继续井喷，公募基金发行股票型基金3613亿份（2019年2432亿份），混合型基金16804亿份（2019年2898亿份）。2021年，权益类公募基金发行冷热交替，但总体来看，发行规模超去年同期。具体看，**2021年初，抱团股连续上行，基金发行渐趋狂热，春节成为新基金发行的一道分水岭**。节前，市场高歌猛进，新基金爆款频现；节后，连续回调的市场令新基金发行市场有所降温，叠加部分基民的非理性的羊群效应行为大面积赎回导致市场进一步回落，但五月以后，随着市场的企稳和市场情绪的升温，基金发行规模出现了回暖。6月，随着股市再度活跃，基金赚钱效应恢复，6-8月基金销售市场快速回暖，前八月新基金发行破两万亿，超过2020年同期，创下历史新高。不过，9月公募基金规模出现高位回落态势，特别是股票型基金，但这个跌势在10月出现逆转。**2021年公募基**



金发行股票型基金3808亿份(2020年3563亿份),混合型基金16684亿份(2020年16393亿份)。2021年2.95万亿元的新设公募基金募资规模,彰显了投资者“借基入市”热情高涨。不过,物极必反,2022年以来,股市剧烈波动,基金发行遇冷,2022年1-6月股基、混基发行同比断崖式下降,随着5-6月A股企稳回升,7-8月股票型基金发行也明显回暖。不过,7、8、9连续三个月调整,赚钱效应的缺失,让公募基金的人气显著降低,10月发行市场低迷情况持续,之后,随着市场企稳,11月基金发行再度回暖。2022年公募基金发行股票型基金1459亿份(2021年3808亿份),混合型基金2487亿份(2021年16684亿份)。2022年新发基金份额与2019年相近。

鉴于2022年很多基金净值损失惨重,公募基金发行市场面临着巨大的考验。进入到2023年1月,正处于疫情高峰蔓延阶段,叠加春节,公募基金发行依旧非常低迷,不过,随着A股市场走势整体向上,2-3月公募发行略有回暖,之后市场整体呈现弱势,偏股型基金发行再度遇冷。截止至2023年6月30日,公募基金发行股票型基金600亿份(2022年上半年是366亿份),混合型基金971亿份(2022年上半年是1606亿份)。上半年,市场行情极致分化、板块轮动明显加速,曾经的核心资产和赛道股纷纷偃旗息鼓,由于赚钱效应不佳,基金不仅在新发市场持续遇冷,存量市场也如履薄冰,清盘基金屡见不鲜。目前基金销售又到了艰难的时刻。从过往经验来看,在市场低迷的时候,往往是权益类基金最难卖的时候,但同时也是孕育丰厚回报的时候。展望下半年,A股有望迎来筑底回升,整个权益市场结构性行情仍有机会,A股市场依旧具备中长期配置价值。另外,6月以来已有十余家公募基金公司宣布下调旗下产品的管理费率、托管费率等,未来降费应该是大势所趋。预计公募基金整体发行规模在经历上半年的冰点后,下半年大概率将出现复苏。

私募方面,2019年开始资管新规对私募基金的影响已经弱化,私募基金规模重回扩张,2020年私募基金规模增速进一步提升,2020年私募证券投资基金规模3.77万亿元(2019年2.45万亿),比2019年增加13159亿元(约53.7%)。2021年1月份私募管理规模也是大爆发,2、3两个月明显放缓,4月再度大幅回升,5月再度放缓,7月明显回暖,10月突飞猛进,11-12月继续回升。2021年私募证券投资基金规模6.12万亿元(2020年3.77万亿)。但增速在2022年转为停滞,2022年1月份,公募基金发行遇冷,但2021年量化私募的高速发展使得2022年1月份的私募基金规模环比基数上升,不过,在规模快速扩张后,量化私募很难再度成为私募发行市场的“绝对主力”,某量化私募巨头2022年一季度业绩出现大幅回撤,另外,2022年前三季度A股市场表现不佳,挫伤投资者信心。从过往经验看,私募投资股市增量受前期收益率影响,2022年A股大跌,众多私募基金发出净值预警,部分私募被动强制减仓。2022年12月底私募证券投资基金规模5.56万亿,较2021年末下降5625亿元。

进入2023年,在公募权益类基金发行遇冷的背景下,私募证券投资基金规模却在逆势上升,截止到2023年4月30日,私募证券投资基金规模5.94万亿,较年初增加3746亿元。私



募排排网研究人员认为，私募证券投资基金受欢迎是因为今年A股市场以结构性机会为主，擅长绝对收益的私募基金市场关注度提升，投资者配置私募的意愿增强。展望2023年下半年，预计后市A股市场可能以震荡筑底回升为主，结构性机会依旧，私募基金规模仍有望继续增长。

(3) 长期资金

未来保险资金、社会保障基金、社会保险基金、企业年金、职业年金等机构投资者资金逐步扩大资本市场投资范围和规模，长期资金入市将进一步增加资本市场的稳定性。目前监管层鼓励长期资金进入股市。2020年8月16日，中国银保监会主席郭树清在《求是》杂志发表文章《坚定不移打好防范化解金融风险攻坚战》中指出，加快金融供给侧结构性改革，不断完善资本市场基础制度，引导理财、信托、保险等为资本市场增加长期稳定资金。加快养老保险第二和第三支柱建设，推动养老基金在资本市场上的占比达到世界平均水平。2022年3月份，A股出现大幅动荡，3月16日，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，表达了管理层对于资本市场的“底线思维”，提出欢迎长期机构投资者增加持股比例，大幅提振了市场信心。2022年4月21日，证监会主席易会满召开全国社保基金和部分大型银行保险机构主要负责人座谈会，会议提出，养老金、银行保险机构和各类资管机构应进一步扩大权益投资比例。2022年7月28日，发布的《保险资产管理公司管理规定》引导保险资管公司坚守保险资金、企业年金等长期资金核心管理人定位，鼓励保险资管公司巩固和发挥长期投资优势，更好发挥机构投资者作用，为资本市场长期健康稳定发展提供稳定的长期资金支持。2022年11月4日，证监会公布了《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》自公布之日起施行，个人养老金投资公募细则落地。2022年12月21日，证监会表示，**加快投资端改革，引导社保基金、保险基金、企业年金等各类中长期资金加大入市力度，推动养老金投资公募基金尽快形成市场规模。**很多投资者把中长期资金的进出作为衡量股市未来走向的“风向标”，监管层的表态也给了我们一个积极的信号，未来，保险资金、养老金、社保基金、企业年金、职业年金有望成为资本市场中长期增量资金的重要来源，也是股市长期慢牛的重要动力。

① **保险资金**。从2018年下半年开始，政策鼓励保险资金入市。2020年7月17日，银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》（下称《通知》），险企权益投资配置松绑，鼓励更多中长期资金入市。展望未来，按照最新的险企权益类资产监管比例，即险企上季末综合偿付能力充足率从不足100%到350%以上分为七个档次，对应7个不同档位的权益投资上限，最低仅为10%，最高可占到上季末总资产的45%（原来是30%上限），这将有利于进一步引导保险资金入市。理想很丰满，现实很骨感，保险权益类投资远远未达到上限。根据银保监会披露数据，**2020年12月**，保险总资产232984亿元（2019年末205645亿元），保险资金运用余额216801亿元（2019年末185271亿元），较2019年末增长



17.02%，其中股票和证券投资基金29822亿元（2019年末24365亿元），较2019年末增加5457亿元，占比提升至13.75%。2021年12月，保险总资产248874亿元，保险资金运用余额232280亿元，其中股票和证券投资基金29505亿元，占比12.7%。虽然保险资金权益类配置比例限制不断上调，但2021年出现险资入市比例在2020年限制松绑后却明显下降的现象。2021年以来，险资对股票与基金的配置余额在经历了1月份至3月份的连续环比下滑之后，4、5月份连续俩月重拾升势，不过6、7俩月再度下滑，之后，8-12小幅回升。2022年12月，保险总资产271467亿元，保险资金运用余额250509亿元，其中股票和证券投资基金31829亿元，占比12.7%。实际上，2017年以前，险资投资于股票和证券投资基金占保险资金运用余额的比例维持在12%以上，2018年有所回落，但2019年再度回到12%以上，2020年为13.75%，2021年是12.7%，2022年是12.7%。截止2023年5月，保险总资产286556亿元，保险资金运用余额263497亿元（2022年末250509亿元），较2022年末增长5.2%，其中股票和证券投资基金33460亿元（2022年末31829亿元），较2022年末增加1631亿元，占比12.7%。具体看，2022年5-6月，随着A股反弹，去年5月险资配置股票与证券投资基金较4月末止跌反弹，6月险资加大了权益资产的配置力度，6月大幅增加2108亿元，6月末保险资金配置股票和证券投资基金的资金比例达到13.02%，下半年市场调整，险资下调了证券投资基金、股票等权益类资产。去年11月以来，市场企稳反弹，险资配置股票和证券投资基金的资金增加，特别是2023年1月，增加了2298亿元，最近几个月权益类配置出现小幅减少，增配了债券等固收类资产。

虽然2020年我国对保险资金对权益类投资比例上限从30%提升至45%，但目前险资配置权益类比例并未同等幅度的提升。主要原因是，我国资本市场这种高波动下的投资收益率的不确定性与保险资金低风险偏好的内在要求之间的矛盾，预计后期政策采取更多措施鼓励国内的保险资金提高入市比例或是大势所趋。中长期对A股市场属于长期利好，长期资金入市将进一步增加资本市场的稳定性，有利于保险资金发挥期限长、规模大、稳定性高等独特优势，支持实体经济发展。但就短期来说，还要看保险公司本身的安排及市场的客观情况。保险资金在市场低位企稳回升时积极布局加仓优质资产，2022年11月及2023年1月，股票和证券投资基金的资金分别增加了2787亿元、2298亿元。符合我们2023年策略报告中的预判，即，随着市场行情企稳，预计保险资金将是重要的增量资金来源之一。目前市场行情低迷，下半年市场有望震荡筑底回升，险资或将增配权益类资产，成为增量资金的重要来源之一。

②**社会保障基金**。全国社会保障基金（以下简称社保基金）是指由国有股减持划入资金及股权资产、中央财政拨入资金、经国务院批准以其他方式筹集的资金及其投资收益形成的由中央政府集中的国家社会保障储备基金，是我们国家的养老储备基金，并不直接支付养老待遇，主要用于人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的补充、调剂，仅在公共养老体系出现缺口时弥补部分差额。由全国社会保障基金理事会进行审慎、稳健的管理运营。因此，全国社会保障基金与地方政府管理的社会保险基金是不同的基金，资金



来源和运营管理不同，用途也存在区别。2020年末，社保基金资产总额29226.61亿元，如果按照40%投资于A股，理论上11690亿元规模，但实际上没那么多，根据wind资讯数据统计，**2020年社保基金持股市值约为3700亿元**，持股市值占比12.65%左右，比2019年减少126亿元。**2021年末**，社保基金资产总额30198.10亿元，2021年社保基金持股市值约为**3684亿元**，持股市值占比12.20%左右，**2022年社保基金持股市值约为3802亿元**。今年以来，**随着疫情过后，在强预期的刺激下，沪指接连上行至3400点，一季度社保资金加大了入市力度，2023年一季度社保基金持股市值约为4081亿元**。展望下半年，随着市场筑底回升，**预计社保基金会加大入市的力度，为A股市场带来增量资金。**

③社会保险基金（主要是养老金）。社会保险基金是指为了保障保险对象的社会保险待遇，主要来自单位和个人缴纳的社保费（五险一金）。人社部的统计数据显示，**2022年末基本养老保险基金累计结存69851亿元（2021年63970元），这是中国养老保险体系中的第一支柱。**虽然现有养老保险基金积累有近七万亿元，但真正能够用于资本市场进行投资的只是其中一部分，预留一定支付费用后按照人社部估计约60%可用于投资（2021年6月29日，人社部印发的《人力资源和社会保障事业发展“十四五”规划》提出，继续扩大基本养老保险基金投资规模，每年城乡居民基本养老保险基金新增结余80%以上用于委托投资），中国基本养老保险基金投资于权益类资产的上限为30%，则入市资金的理论上限可以达到10000多亿元，一般情况下无法达到上限，与一些发达国家相比，我国养老基金在资本市场上的占比仍然较低。我们将参考社保基金和企业年金的投资情况进行估算，预计中国基本养老保险基金投资在股市的比例约为12.0%，**据此估算未来中国基本养老保险基金进入股市的规模约为5000多亿元，该部分资金对波动的容忍度相对较小，实际进入股市的规模比预计的规模还要低的多，目前才处于刚刚起步阶段，并未大规模运作。**人力资源和社会保障部新闻发言人卢爱红在2021年三、四季度新闻发布会上介绍，截至2021年12月底，所有省份均启动实施基本养老保险基金委托投资工作，合同规模1.46万亿元，按照12%的投资比例推算，预计未来约1700多亿元入市资金。2022年末基本养老保险基金累计结存比2021年增加5881亿元，根据预留一定支付费用后按照人社部估计约60%可用于投资，其中权益类投资按12%比例推算，2022年度新增到账的部分理论上带来增量资金约423亿元（**考虑到养老保险资金风险偏好低，目前可能远远达不到理论值**）。中长期来看，在政策鼓励长线资金入市的背景下，养老金入市规模有望持续提升。如果按郭树清在《求是》中指出的“推动养老基金在资本市场上的占比达到世界平均水平”，根据相关资料，世界经合组织国家养老金配置的权益资产，平均占比达到24.4%，如果按世界平均水平估算大约是10000亿元，**未来几年养老金的入市的理论增量资金空间非常大，不过，该部分资金对风险的容忍度很小，会制约实际上的入市资金量。**

④ 企业年金。《关于企业年金、职业年金个人所得税有关问题的通知》中规定，企业年金、职业年金个人所得税实施递延纳税优惠政策。该模式与美国401k运作原理相同，被



业内称为中国版401k。据人社部披露数据显示，截止到2023年一季度，全国有133512户（2022年128016户）企业建立了企业年金，比2022年末增长4.29%，企业年金基金累计结存29820亿元（2022年28718亿元），比2022年年末增长3.84%。2022年全国有128016户（2021年117529户）企业建立了企业年金，比2021年末增长8.92%，企业年金基金累计结存28718亿元（2021年26406亿元），比2021年年末增长8.76%。2021年全国有117529户（2020年105227户）企业建立了企业年金，比2020年末增长11.69%，企业年金基金累计结存26406亿元（2020年22497亿元），比2020年年末增长17.37%。2020年全国有105227户（2019年95963户）企业建立了企业年金，比2019年末增长9.65%（2019年比2018年增长9.83%），企业年金基金累计结存22497亿元（2019年17985亿元），比2019年年末增长25.08%（2019年比2018年增长21%），按照现行规定的40%投资上限（原来是30%上限，2020年12月30日，人社部发布《人力资源社会保障部关于调整年金基金投资范围的通知》，从2021年1月1日起实施。同时，配套出台《人力资源社会保障部办公厅关于印发调整年金基金投资范围有关问题政策释义的通知》，将年金基金投资权益类资产比例的政策上限提高10个百分点，即40%），2021年末企业年金可供投资二级市场股票的理论上限提高至了10562亿元。事实上企业年金也并不是所有的结存都能够用来投资，用来投资的资金也是有限的，2023年一季度资产合计22419亿元，其中权益类资产为1578亿元。2022年末资产合计21739亿元，其中权益类资产为1353亿元。2021年末资产合计19276亿元，其中权益类资产的为1611亿元。2020年末15148（2019年末9054）亿左右，其中权益类资产的为1232（2019年末597）亿元，比2019年末增加635亿元，同比增加106%，2021年比2020年增加379亿元，同比增加31%。2020年是机构投资者的大年，随着2021年股市涨幅收窄，企业年金流入权益类资产的幅度也同步收窄，2022年A股市场波动较大，企业年金流入下降，权益类资产减少258亿元。随着2023年一季度A股上涨，企业年金权益类资产增加225亿元，展望2023年下半年，A股市场有望企稳反弹，随着信心回暖，企业年金流入有望继续增加。

⑤ **职业年金。**职业年金和企业年金共同构成中国养老保险体系中的第二支柱。职业年金指的是机关事业单位及其工作人员在参加机关事业单位基本养老保险的基础上，建立的补充养老保险制度。据人社部数据，截至2020年12月末，全国32个统筹区已启动职业年金市场化投资运营，规模突破1万亿元，后续将有更多的项目跟进。根据2015年3月发布的《国务院办公厅关于印发机关事业单位职业年金办法的通知》规定，职业年金由单位和职工共同承担，其中单位缴纳比例为工资总额的8%，个人缴纳比例为工资的4%，从2014年10月1日开始实施。职业年金基金的管理中，个人缴费实行实账积累；单位缴费中，财政全额供款的单位采取记账方式，非财政全额供款单位实行实账积累，这里所讨论的进行市场化投资运营的职业年金只包括实账积累形成的职业年金基金。公开资料显示，我国事业单位在职人员大约4000万人（实账），政府机关覆盖员工大约1000万人（记账）。如果按照每人月均3000元的工资计算，2014年10月至今大约8年7个月时间，则职业年金目前实账积累的规模约16068亿元，未来每年的新增规模约1800亿元。因为机关事业单位有政府预算做保障，缴费



能力比较强，职业年金基金的积累会稳步增长，其对市场的影响或远大于企业年金。就其投资股市的比例而言，可以参考企业年金目前的投资情况。预计职业年金入市后的初始投资比例不会太高，假设为10%，则目前的存量规模理论上给A股带来增量资金约1600多亿元，**目前职业年金入市才刚刚开始，规模非常小**，具体入市规模目前我们还没法获得详细数据，未来每年带来增量资金约180亿元。

⑥**个人养老金**。个人养老金作为中国养老保险体系中的第三支柱。2022年11月，人力资源社会保障部、财政部、国家税务总局、银保监会、证监会联合印发《个人养老金实施办法》（简称《实施办法》），财政部、税务总局联合发布《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》，证监会重磅发布《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》（简称《暂行规定》），养老金第三支柱建设再进一步。**未来我国个人养老金部分将进一步扩充养老金储备，个人养老金将成为A股的重要增量资金来源**。2023年3月2日，国新办举行新闻发布会，人社部相关负责人介绍，有关监管部门按照安全规范、侧重长期保值增值等要求，批准了137只公募基金、19个商业养老保险、18只理财产品、465个储蓄存款等个人养老金投资产品。参加人可以根据自己的投资偏好自主选择。**人社部数据显示，截至5月25日，个人养老金参加人数已达3743.51万人，个人养老金产品总数超过650只。伴随着个人养老金市场的快速发展，随着制度实施，投资产品还会进一步丰富，有望成为增量资金的重要来源之一，预计未来十年至少将为资本市场带来数万亿元的增量资金。**

（4）理财资金

银行理财产品投资限制的放开将为A股带来增量资金。2018年9月发布的《商业银行理财业务监督管理办法》规定，在理财业务仍由银行内设部门开展的情况下，公募理财产品可以通过投资各类公募基金间接进入股市。且银行通过子公司开展理财业务后，子公司发行的公募理财产品可以直接投资或者通过其他方式间接投资股票。2019年12月6日，中国结算修订《特殊机构及产品证券账户业务指南》，针对商业银行理财子公司的相关内容进行最新修订。在修订后，银行理财子公司可参考商业银行开立证券账户，并开立相关理财产品证券账户，这为银行理财子公司海量资金入市铺平道路。2020年12月25日，银保监会公布《商业银行理财子公司理财产品销售管理暂行办法（征求意见稿）》，作为资管新规的配套细则，进一步补齐了制度短板，**现行理财监管规则对理财资金进入资本市场已没有制度障碍**。2021年5月27日，银保监会制定《理财公司理财产品销售管理暂行办法》，自2021年6月27日起施行。《办法》主要包括明确理财产品销售机构范围、厘清产品发行方和销售方责任等。《办法》明确，**禁止单独或突出使用绝对数值、区间数值展示业绩比较基准，防止变相宣传预期收益率**。2019年被视作理财子公司“元年”（当年获批17家理财子公司），截至2022年12月，**全国已先后有31家银行系理财子公司获批筹建，其中获批开业的有30家。**



2019年下半年以后，银行理财规模在经过前期的规模缩水后开始回升，截至2020年底，理财产品存续余额为25.86万亿元，相比2019年末（23.40万亿）增长10.51%。不过，自2020年至2021年上半年，有点踌躇不前，银行理财余额基本开始围绕25万亿元上下波动，之后再度起飞，2021年下半年又大幅增加，**2021年底理财产品存续余额为29.0万亿元，较2020年初增加12.14%（2020年初25.86万亿）**。2022年6月，理财产品存续余额为29.15万亿元，**2022年底理财产品存续余额为27.65万亿元，较年初下降4.66%**。根据2021年银行理财报告，固定收益类理财产品存续规模及占比呈上升趋势，**截至2021年底**，固定收益类理财产品存续余额为26.78万亿元，同比增长22.80%，占全部理财产品存续余额的92.34%；**权益类略有下降**，权益类理财产品存续余额为809亿元（2021年上半年是843亿元），同比增长1.09%，占全部理财产品存续余额的0.28%。2022年上半年延续了这种趋势，2022年上半年权益类理财产品存续余额795亿元，同比下降5.69%，占全部理财产品存续余额的0.27%。**2022年下半年权益类略有上升，截至2022年底，固定收益类产品存续规模为26.13万亿元，占全部理财产品存续规模的比例达94.50%，较2021年同期增加2.16个百分点；权益类产品类产品的存续规模相对较小，为0.09万亿元，占全部理财产品存续余额的0.33%。展望2023年下半年，随着银行存款利率上限下调、A股筑底企稳回升及股债性价比处于高位的环境下，权益类理财市场有望迎来更多机遇，预计银行理财产品会增加权益类产品布局，权益类配置比例有望小幅上升。**

（5）境外资金

在人民币国际化战略的大背景下，入篮SDR、“沪港通”、“深港通”、“债券通”、“沪伦通”，纳入MSCI指数、富时罗素指数、标普道琼斯指数，QFII/RQFII投资额度限制取消，放宽外资从事证券投资的准入限制、放开外资私募证券投资基金管理参与沪港通、深港通的限制，ETF纳入互联互通获原则同意、债市统一开放制度正式落地、支持境外机构设立基金管理公司……A股市场对外开放一直在加速推进，未来中国资本市场对外开放举措还将继续扩大。境外配置型资金在过去几年持续流入，**截止到2023年3月底，外资持有的股票约3.49万亿元，外资已经成为国内市场中难以被忽视的一股力量**。回顾过往：2020年，境外资金流动波动加剧，3月在疫情冲击、油价大跌、全球股市大幅下挫引发流动性紧张的情况下，北上资金大幅流出，后随着美联储推出无限量QE政策，北上资金在4月转为净流入，9月随着A股出现调整，再现净流出，10-12月再度回归净流入，**2020年北上资金流入约2089亿，小于2019年的3517亿**，这是有陆股通以来，第一次流入速度变慢。2021年以来，中国经济稳定向好，人民币资产成为国际投资者眼中的“香饽饽”，良好发展前景和扩大开放举措将助力我国持续吸引外资流入，**2021年12个月都是净流入**，外资通过陆股通持续流入A股金额**约4322亿元**。2022年1-2月净流入减弱，2月末爆发的俄乌冲突不仅加重避险情绪，也推升通胀、美元货币政策收紧预期，**导致3月上旬北向大幅净流出451亿元**，之后，随着一揽子稳增长政策的落地，经济景气度有望改善，且相比高估值且受到紧缩前景影响的美国和海



外股市，A股估值较低有吸引力，5-6月A股明显回暖，同步6月开始国际资金也出现明显回流。不过，成长股连续上行后估值偏高，资金对后市产生分歧，7-10月A股出现了一定程度的回调，北向资金出现再度净流出。不过，随着内外部环境在边际改善，国内防疫政策大幅优化及房地产利好政策不断出台，外部美联储加息放缓预期，11月市场探底回升，沪指连续收复2900点、3000点、3100点整数关口，两市成交额再度突破万亿大关，11、12俩月北向资金再现大幅净流入，2022年全年仅净流入900亿元，是2017年以来净流入最低的一年。进入2023年，随着一季度A股行情转暖，北向资金一月大幅净流入之后（1413亿元），二月整体放缓（93亿元），三月在犹豫中继续流入（354亿元）。不过，4-5月沪深三大指数调整，北向资金小幅流出（-167亿元），6月再现小幅净流入（200多亿元）。

纳入国际指数方面，2020年A股纳入**富时罗素指数**第一阶段的第三步已经实施完毕。2021年5月22日晚间，富时罗素公告6月的季度审议结果，公告显示，富时全球股票指数系列本次新纳入3只中国A股，此外还有多只H股、B股、红筹股以及中概股被纳入指数。2021年8月20日晚间，富时罗素公布了旗舰指数2021年8月的季度审议结果，公告显示，富时全球股票指数系列本次新纳入71只中国A股。2021年12月1日晚间，富时罗素宣布对富时中国多个指数成份股进行调整。其中富时中国A50指数调整3只，A150指数调整8只，A200指数调整5只，A400指数调整多达42只，相较以往，此次富时中国指数调整力度较大，按照此前的计划，富时罗素本次只对指数成份股进行例行技术调整，不涉及A股纳入因子的变化，即继续维持25%的纳入因子。2022年2月18日，富时罗素公布了旗舰指数2022年2月的季度审议结果。公告显示，其旗舰指数富时全球股票指数系列本次新纳入102只中国A股，其中大盘A股共26只，中盘A股4只，小盘A股72只。此外还有部分此前已纳入的A股标的因市值大小变动进行了分类调整。2022年6月1日，国际指数编制公司富时罗素公布了富时全球股票指数系列的审议结果，本次调整涉及富时中国50指数、富时中国A50指数、富时中国A150指数、富时中国A200指数、富时中国A400指数，该调整将于6月17日收盘后正式生效。2022年8月31日，富时罗素宣布对富时中国50指数、富时中国A50指数、富时中国A150指数等进行变更，并于9月16日收盘后生效。2022年11月30日，富时罗素宣布对富时中国50指数、富时中国A50指数、富时中国A150指数、富时中国A200指数、富时中国A400指数、富时中国A小盘股指数的指数审核变更。该变更于12月16日收盘后生效。**2023年5月31日，富时罗素宣布对富时中国50指数、富时中国A50指数、富时中国A150指数、富时中国A200指数、富时中国A400指数、富时中国A小盘股指数的季度审核变更结果。该变更于2023年6月16日星期五收盘后生效。**富时罗素本次只对指数成份股进行例行技术调整，不涉及A股纳入因子的变化。

此外，2021年5月12日，国际指数编制公司**MSCI**公布了其2021年5月的指数季度调整结果，5只科创板股票本次新纳入MSCI中国A股指数，这也是科创板股票首次进入MSCI旗舰指数系列。8月12日，MSCI公布了其2021年8月的指数季度调整结果，11只A股标的新纳入MSCI中国指数。11月12日，MSCI宣布了11月份季度指数评审结果，50只A股股票新加入MSCI中国

指数，29只A股股票被剔除。2022年2月10日，MSCI公布了2022年2月的季度指数调整结果，涉及A股的包括MSCI中国指数、MSCI中国A股在岸指数及MSCI中国全股票指数等，与以往的季度审核相比，本次MSCI指数成分股调整规模并不算大。2022年5月13日，MSCI公布了半年度审核变更结果。在本次调整中，MSCI中国指数新纳入33只中国股票，剔除44只。2022年8月12日，MSCI宣布了季度审核变更结果。在本次调整中，MSCI中国指数新纳入7只中国股票，剔除2只。2022年11月11日，MSCI宣布了半年度审核变更结果，在本次调整中，MSCI中国指数新纳入36只中国股票，剔除34只。本次MSCI季度指数调整于11月30日收盘后正式生效。2023年2月10日，全球知名指数公司MSCI宣布了季度审核变更结果。在本次调整中，MSCI全球标准指数系列下的MSCI中国指数新纳入12只中国股票，剔除6只。**2023年5月12日，全球知名指数编制公司MSCI公布了五月审核变更结果，调整结果于5月31日收盘后生效。其中，涉及A股的包括MSCI中国指数、MSCI中国A股在岸指数以及MSCI中国全股指数等。仍维持A股20%的纳入因子，仅对成分股有所调整，不涉及A股纳入因子变化，未提及进一步提高A股纳入比例的后续计划，并且考虑到MSCI此前提出四个问题有待解决，预计2023年下半年难有进一步扩容，短期内A股纳入国际指数的进程放缓，外资流入进入平缓阶段。2022年在美债收益率大幅上行、人民币大幅贬值的情况下，北向资金全年仅净流入900亿元，是2017年以来净流入最低的一年，但仍维持净流入。今年外资在国内基本面夯实及海外流动性收紧缓解下将加速回流，截止2023年6月26日，已经净流入1918亿元。展望2023年下半年，发达市场股价尚未充分体现加息对经济的伤害；另一方面，中国正加大力度吸引和利用外资，且中国经济复苏将拉动新兴市场的盈利持续增长，A股有望企稳回升，北向资金仍有望维持净流入的状态，预计全年净流入规模约2000—4000亿元。**

图 20：陆股通资金（亿元）

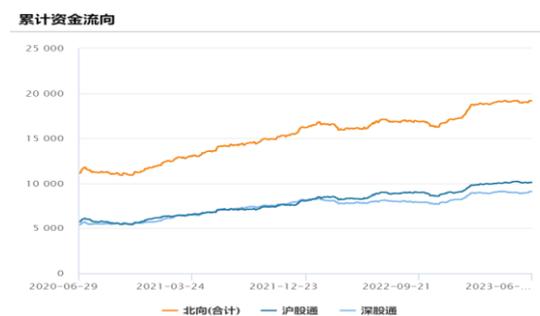


图 21：外资持有股票（亿元）



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期：2023.6.26

（6）回购资金

股票回购可以释放积极信号，如果上市公司大规模回购，意味着大量回购资金将流入，这就有助于改善市场资金面。2019年1月11日晚间，沪深证券交易所分别发布了上市公司回购股份实施细则，是我国资本市场基础性制度改革的重要成果。为上市公司更为灵活、便



捷实施股份回购“铺路搭桥”，大大助力上市公司回购。新规明确回购数量或资金总额的上、下限，且上限不得超出下限的1倍。在各类政策的催化作用下，2018年年底开始，很多上市公司纷纷抛出了回购方案，为A股提供更多的增量资金。根据万得资讯统计数据显示，2019年延续了2018年回购潮，2019年全年已回购金额约1298亿元，是A股迎史上最大回购潮，2020年全年已回购金额约1038亿元。2021年A股上市公司已回购金额约1569亿元，再创历史新高，回购作为市值管理、股东权益维护的最佳方法之一，被越来越多的优质上市公司采用。2022年10月14日，证监会发布《上市公司股份回购规则（征求意见稿）》，进一步放宽了对上市公司股份回购的限制条件，沪深交易所也相应修订了相关规则，这是2018年《公司法》及其配套法规规则大修回购制度以来的第三次规则变动。**2022年A股上市公司已回购金额约1850亿元。截止2023年6月26日，今年已回购金额约754亿元。目前处于股东大会通过、董事会预案进程的回购预案较多，预计2023年下半年有望保持目前良好的回购态势**，尤其对于近年来股价上涨势头不佳的中小市值个股更是倾向使用该政策工具激励员工、维护公司价值。股份回购多在上市公司认为企业价值被市场低估的情况下推出，而股份回购方案推出的全流程均对股价有明显的提振作用，对于有回购概念的股票大家可以多加关注。

2、股票市场供给的主要决定因素

股票市场供给方面的主体是上市公司，上市公司的数量和质量构成了股票市场的供给方。股票市场供给量多少主要由IPO、再融资（增发、配股等）、限售股解禁及退市决定。

（1）IPO

2017年IPO首发438家，总计筹资2301亿，之后，2018年沪深三大股指暴跌。2018年IPO首发105家，比2017年家数同比减少76%，总计筹资1378亿元左右，比2017年减少40%，之后，2019年沪深三大股指普涨。2019年IPO首发203家，总计筹资2532亿元左右。2020年IPO首发396家，总计筹资4700亿，与2019年比较，无论是首发家数还是筹资额都接近翻倍。2021年，速度更快了，2021年IPO首发524家，融资金额5426亿元（2021年IPO数量和募集资金规模都创历史新高）。2022年IPO首发428家，融资金额5870亿元（2022年IPO融资规模再创新高），注册制下科创板、创业板及北证A股IPO企业合计357家，合计首发募资4482亿元。**2022年股市大跌，估计监管层考虑到了市场的承受力，今年以来，新股数量和募集资金同比下滑明显，截止2023年6月26日，IPO首发164家，融资金额1995亿元。**

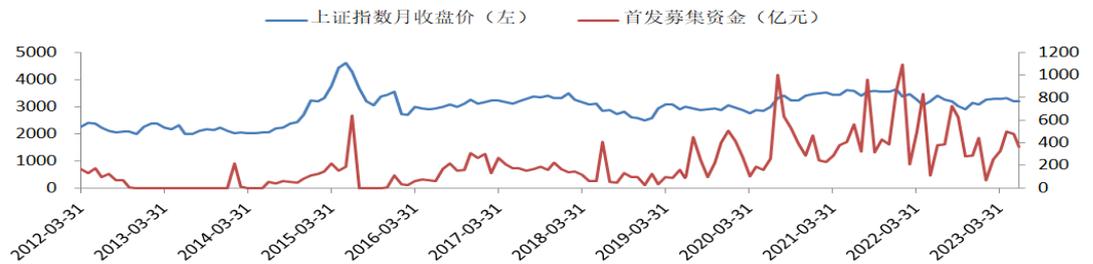
2023年2月1日，证监会就全面实行股票发行注册制涉及的《首次公开发行股票注册管理办法》等主要制度规则草案向社会公开征求意见。**2023年2月17日**，中国证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则，自公布之日起施行。证券交易所、全国股转公司、中国结算、中证金融、证券业协会配套制度规则同步发布实施。**2023年3月27日**，主板注册制新股开始申购，4月中上旬上市。从2018年宣布将设了科创板并试点注册制开始，到2019年

科创板挂牌首批公司上市，再到2020年8月24日创业板改革并试点注册制首批企业上市，经历“双创”板注册制改革试点之后，经过4年的试点，全面实行股票发行注册制终于落地，这是中国资本市场上一次重大的制度变革。

展望下半年，仍有多家募资规模超百亿的IPO企业即将登陆A股市场，另外，IPO储备项目充足，根据京沪深交易所公布的数据，截止2023年6月26日，进入注册制发行上市系统排队的项目(包括已受理、已问询、上市委审议、提交注册、中止及财报更新等)共709个，其中，沪市主板163，科创板114个、深市主板106个，创业板255个、北交所71个。2021年IPO数量和募集资金规模创历史新高，2022年融资金额5870亿元，在创新高。2022年A股大跌，2023年上半年IPO速度略有放缓。随着全面注册制流程优化，IPO企业注册所需时间锐减，另外，从排队数据上看，下半年融资压力依旧较大。在全面注册制背景下，未来“新股不败”神话或将被打破，新股破发可能成为常态，将倒逼发行人、中介机构理性定价、投资者理性投资，价值投资理念得到强化，个股分化依旧，对投资者的专业要求更高了。

我们认为，IPO抽血是2022年A股调整的内在原因之一，其实，早在2021年10月份，扩容的压力已经引起了监管层的注意，2021年10月20日，证监会主席易会满在2021金融街论坛年会上发表主题演讲。关于对加快注册制，加快融资的压力的担忧，易主席做了系统回复，如：我们必须充分考虑我国以中小投资者为主的这个最大实际，个人投资者持股比例超过30%，交易占比达到7成左右；中小投资者对市场风险的独立识别能力和专业判断能力往往处于明显弱势；市场诚信文化基础还比较薄弱。因此，我们始终强调注册制绝不意味着放松审核要求。另外，始终强调要统筹一二级市场的适度平衡。对这些问题，市场有些不同的声音，我们也注意加强与各方的充分沟通，积极引导预期。我国资本市场还处于发展的初级阶段。实施注册制必须立足国情市情，不能简单搞“拿来主义”，这是建设中国特色现代资本市场必须坚持的根本出发点。

图 22：IPO 募资规模和上证综指走势



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期 2023.6.26

(2) 再融资（增发、可转债）

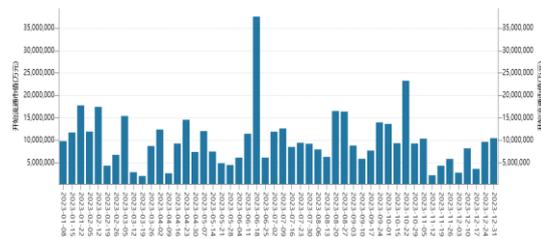


再融资是指上市公司通过增发、配股和发行可转换债券等方式在证券市场上进行的直接融资。2013年以后A股市场再融资规模大幅增长，随着A股再融资市场演绎成过度繁荣后，一些上市公司逐步脱离了主业，而将精力放在了“**并购重组，炒概念**”等，部分上市公司大股东高位大幅减持套现，损害了中小投资者利益，由此再融资监管政策于2017年开始逐步收紧，证监会在2017年2月发布了《发行监管问答—关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》，旨在抑制市场存在的过度融资、募集资金脱实向虚等现象。后续二级市场股票质押爆雷频频出现，部分上市公司出现资金链紧张等问题，由此，2018年11月资本市场改革推进加速，再融资间隔由18个月缩短至6个月，2019年10月18日，重大资产管理办法再次修订，重启配套融资，2019年11月8日再融资新规征求意见稿出台。2020年2月14日晚间，证监会正式发布《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定》《关于修改〈创业板上市公司证券发行管理暂行办法〉的决定》《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》（简称《再融资规则》），并自发布之日起施行。本次再融资政策的松绑，有助于引导投资者积极参与上市公司再融资，大幅改善上市公司的融资环境。回顾过往，从WIND的数据统计来看，配股、优先股的金额较少，增发占据了近几年股票发行的主要规模，而其中绝大部分都是定向增发，2017年，增发募集资金共12705.31亿元，占一级市场融资规模比重为73.7%，2018年增发规模下降为7523亿元，2019年增发规模较2018年继续放缓，募资6887亿。在增发持续放缓的情况下，很多上市公司转而通过可转债进行再融资，2019年可转债发行规模合计为2477亿元，远远高于往年。2020年再融资新规松绑后，对定增市场具有明显提振，自2020年三季度开始，增发实施规模开始明显扩张。2020年增发规模为8341亿元，可转债发行规模合计为2475亿元。**2021年增发规模为9083亿元，可转债发行规模合计为2744亿元。2022年增发规模为7230亿元，可转债发行规模合计为2736亿元。**从2022年具体月度数据上看，受1-4月股市大幅动荡的影响，定增规模较2021年同期几近腰斩，而可转债正逐渐成为上市公司再融资的重要选项，随着5-6月A股出现大幅反弹，7-8月定增规模大幅回升，9-10月市场连续调整，9-11月定增规模也跟随回落，不过，随着11月市场行情回暖，12月定增规模再度大幅抬头。**随着我国经济逐步向好，一季度A股市场逐步上行，今年1-4月增发需求明显有所增加，不过，5-6月市场调整，增发规模也跟随下降，整体上，上半年增发规模同比大幅增加，截止2023年6月26日，今年增发规模为3499亿元，可转债发行规模合计为729亿元。展望2023年下半年，根据wind资讯统计，2022年6月至2023年6月26日，公布的增发预案共633个（剔除停止实施、发审委/上市委未通过及股东大会未通过），对应计划募资规模10015亿元，可转债预案共219个，对应计划募资规模达到3482亿元。预计2023年下半年再融资压力依旧较大，大约在3000—5000亿规模左右。**

图 23：增发配股实际募集资金和沪综指走势



图 24：限售股解禁阶段统计（万元）



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期：2023.6.26

（3）解禁、增减持

① 限售股解禁

限售股解禁后，大股东大幅减持历来为投资者所诟病。2017年上半年新股发行加速，未来大小非解禁的减持堰塞湖令市场担心，为进一步规范上市公司有关股东减持股份行为，完善上市公司股份减持制度，2017年端午节前夜，证监会发布了《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》，上海、深圳证券交易所也出台了完善减持制度的专门规则。从供需的角度看，减持新规短期内减少了供给的压力，但只是把压力往后推迟。2020年2月14日，再融资新规出炉，放松非公开发行业股票的锁期限制，锁定期缩短至18个月和6个月，不受减持规则限制。**2019-2020-2021年，A股更是进入加速扩容期**，相应而言，解禁规模与日俱增。2020年解禁规模约为4.7万亿，是一个小高峰期，2021年解禁规模继续增加，约为5.6万亿，2022年解禁规模约为4.6万亿，截止2022年6月26日，**目前已经披露的2023年个股解禁规模约为4.95万亿，依旧不低**，具体月份看，1月是解禁小高峰，3是解禁的低谷，6月是解禁高峰，8、9月是较大规模的解禁潮，11月是低谷。

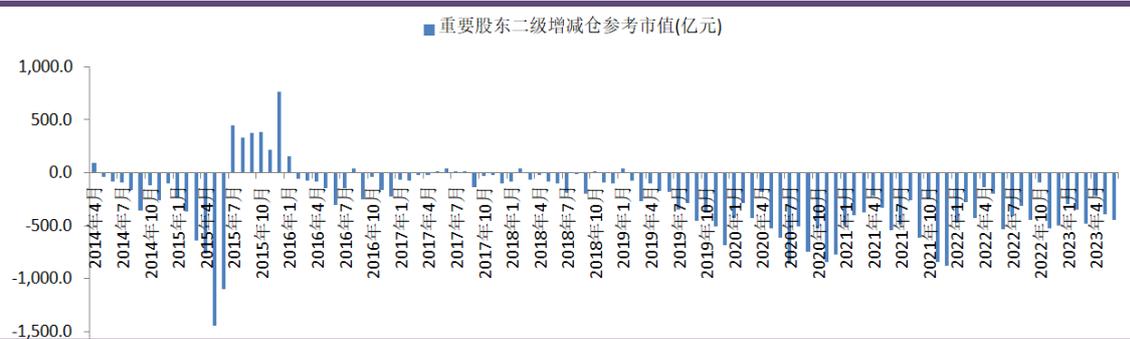
② 产业资本增减持

A股全流通时代，产业资本在中国资本市场中的话语权越来越重。一般规律如下：产业资本股东增持与减持的顶部与大盘指数底部与顶部有高度的一致性。控股股东整体上并未将上市作为纯粹的套现过程，他们对于上市公司的发展有着更为长远的规划。在确保控股股东的控制权地位安全情况下，控股股东对于经营情况良好的资产逢低增持，对于经营情况不佳的资产逢高退出。高管股东增减持行为表现出明显的“内部人”效应，他们能够在公司各项指标的高点减持股票，在低点增持。

万得资讯统计数据 displays，2014年4月重要股东二级市场增减持一度曾经出现净增持97.1亿，同时大盘出现见底回升，而2015年5月份净减持量达到1441亿，6月1日至6月19日减持数据达1074亿元，主要是市场连续疯牛之后，而实体经济的资金面偏紧仍没有改观，产业资本的减持量增加，说明产业资本对后面的情绪开始偏谨慎，之后市场出现了前无所有的

股灾。经历二轮暴跌洗礼之后，诸多上市公司股价遭到腰斩，很多个股从最高价跌幅超过80%，投资价值逐步显现，各路资本增持此起彼伏。从统计数据看，2015年7、8两月连续出现净增持的态势，之后上证指数在创出2850.71的低点后开始反弹。自2016年7月至2017年4月，重要股东二级市场一直是处于净减持状态。2017年5月26日证监会出台了减持新规对限售股的减持进行限定。证监会发布《上市公司股东、董监高减持股份若干规定》，新规对股东、董监高通过集合竞价、协议转让、大宗交易等方式转让规模、限定期限都有了详细规定。上市公司大股东在3个月内通过证券交易所集中竞价交易减持股份的总数，不得超过公司股份总数的1%。防范“过桥减持”，股份出让方、受让方应当在减持后6个月内继续遵循减持详细披露、减持股份数限额、锁定期限等规定。减持新规发布后，减持减少，增持增加，2017年5-8月连续四个月出现净增持。2017年12月份之后市场出现一波小幅上涨。2018年4月27日，资管新规正式颁布实施，市场连续调整，个股跌幅惨烈，不少个股创出了多年来甚至历史新低，减持规模处于低位，2018年10月底还有小幅增持，之后，2019年一季度市场出现逼空式上涨，2020年市场继续上行，股东减持动力增强，2019年2月至2023年6月，重要股东二级市场连续53个月净减持，减持金额约22315亿。2020年减持约6733亿元（约占解禁规模的14%），相较于2019年同期，净减持规模明显增大。2021年减持约5716亿元（约占解禁规模的10.20%），2022年减持了4209亿元（约占解禁规模的9.15%），截止2023年6月26日，今年以来减持了2201亿元，目前已经披露的2023年个股解禁规模约为4.95万亿，按净减持占解禁规模的比例约为10%测算，2023年净减持压力依旧在，近5000亿元。

图 25：重要股东增减持



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期：2023.6.26

（
4）退市

作为一个成熟且完善的证券股票投资市场，包括上市公司的上市制度，还包括上市公司的退市制度，上市管“入口”，退市管“出口”。从某种程度上说，退市制度清退劣质公司，起到收缩供给的作用。过去我国证券市场是处于“只进不出”的尴尬局面。

随着管理层加大退市的力度，近三年退市效率在逐步提升，退市制度也在逐步完善。



2018年3月份证监会就修改《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》公开征求意见，其中一个突出内容是强化沪深交易所对重大违法公司实施强制退市的决策主体责任，加大退市执行力度。随后，沪深交易所快速跟进，分别就修订《上市公司重大违法强制退市实施办法》公开征求意见。2018年7月27日，证监会明确上市公司构成欺诈发行、重大信息披露违法或者其他涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的重大违法行为的，证券交易所应当严格依法作出暂停、终止公司股票上市；对有关重大违法公司，特别是严重危害市场秩序，严重侵害群众利益，造成重大社会影响的，坚决依法实施强制退市。2018年11月16日晚，沪深交易所相继发布退市新规，《上海证券交易所上市公司重大违法强制退市实施办法》、《上市公司重大违法强制退市实施办法》对于涉及重大违法的情形，将可能被强制退市。2020年3月1日起，新证券法正式施行，新证券法不再规定证券退市的具体情形及暂停上市等实施程序，明确由证券交易所进行规定。交易所从完善资本市场生态环境、提高上市公司质量入手，积极研究推进退市制度优化，意味着公司退市时间将大大缩短，效率将提升。科创板、创业板注册制在退市制度方面进一步取消了暂停上市和恢复上市，对应当退市的企业直接终止上市，大幅压缩了退市时间。2020年12月14日晚间，深沪交易所分别发布退市新规（征求意见稿），对退市指标、退市流程、退市相关交易安排等进一步完善优化，被大家称为史上最严退市新规。2020年12月31日，上交所正式发布《上海证券交易所股票上市规则（2020年12月修订）》。2021年3月12日，发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》提出，全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高上市公司质量。2021年3月12日，证监会新闻发言人就康得新退市问题答记者问时表示，将坚决依法依规推进康得新退市，并谴责针对康得新退市恶意造谣诽谤等行为。证监会将会同地方政府和有关部门对退市过程中出现的对抗监管、不正当维权甚至煽动群体性事件等行为，进行严厉打击，确保退市改革平稳推进，对恶意规避退市标准的予以严厉打击。2021年3月16日，*ST成城、*ST宜生双双发布公告称，由于公司连续20个交易日的每日收盘价均低于1元，上交所决定对公司股票予以终止上市。跟以往不一样，最新退市办法实施下退市，这两家公司没有退市整理期。2021年11月19日，为落实落细退市新规，沪深交易所发布“财务类退市”营业收入扣除指南，具体为上交所发布《上海证券交易所上市公司自律监管指南第2号—财务类退市指标：营业收入扣除》《科创板上市公司信息披露业务指南第9号—财务类退市指标：营业收入扣除》。同日，深交所也发布《上市公司业务办理指南第12号——营业收入扣除相关事项》《创业板上市公司业务办理指南第13号——营业收入扣除相关事项》。根据新规，2021年年报披露后，上市公司若首次触及扣非前后净利润孰低者（扣指扣除非经常损益前、后的净利润，两者之间取低值）为负且营业收入低于1亿元的财务类退市指标，将被实施退市风险警示（*ST）。已经被实施退市风险警示的公司（即*ST公司），2021年若继续触及退市指标，将直接退市。新规中对营业收入的规定明确了营业收入扣除项为“与主营业务无关的业务收入和不具备商业实质的收入”。我们认为，这可以避免一些公司在年底时通过变卖



资产、政府补助等非公司正常业务的利润方式，实现净利润为正的现象，同时，也可以清理空壳公司。2022年2月25日，证监会起草了《关于完善上市公司退市后监管工作的指导意见》（以下简称《指导意见》），向社会公开征求意见。随后，沪深交易所、北交所、全国股转公司和中国结算发布了配套实施办法，自2月25日起向社会公开征求意见。**2022年4月29日，证监会发布并实施《关于完善上市公司退市后监管工作的指导意见》**，一方面进一步完善了上市公司**退市后监管工作**，退市情形更加健全，退市效率大幅提升。另一方面，进一步加强投资者保护，适应常态化退市的要求，构建“有进有出、能进能出”的优胜劣汰良好生态。

数据显示，2020年20家企业完成退市（包括四家B股），2021年23家公司完成退市（包括三家B股），退市新规已经初显威力。退市新规精简了退市流程，将退市时间从原来的4年缩短至2年，而2020年年报是退市新规首个适用年度，2021年年报再触及退市标准，直接被终止上市，导致2022年退市数量明显增加，2022年已有50家公司完成退市，退市公司数量创历史新高，2022年退市的一大特点是财务指标退市案例增多，退市常态化局面初步形成。今年以来，市场化、法治化、常态化的退市格局加速演进，资本市场优胜劣汰功能进一步加强，截止到2023年6月26日，今年已经有11家公司完成退市摘牌，另有20家处于退市整理期，预计2023年下半年退市公司数量或将继续增加，2023年退市公司数量将再创新高。有利于改善资本市场的生态、提高上市公司质量。对投资者来说，应该注意公司退市风险，不要盲目炒作垃圾股。（自2018年6月以来，我们也写了多篇文章提醒：“A股退市常态化已上路 投资者需规避五类股票”）

三、2023年下半年市场展望

（一）大势研判

1、主板市场展望

过往回顾：在2018年12月中旬市场极度悲观的时候，我们通过多维度的研究，2019年度策略报告中预测2019年慢牛起点的来临，2019年一季度市场大涨后，2019年二季度策略报告中我们提醒，二季度市场上行的脚步会放缓，更多的是结构性机会，2019年三季度策略报告中我们提醒“硬科技”真成长优先，2019年四季度策略报告我们提醒，低估蓝筹退可守，科技成长进可攻。2020年一季度策略报告中，我们推荐科技股的投资机会，2020年二季度策略报告中提醒疫情冲击是短期的，是中长期配置A股的黄金时段，2020年三、四季度策略报告中预测指数震荡上行（慢牛），中枢逐步抬升，个股分化依旧。2019年及2020年市场的走势的验证了我们的判断，2019年、2020年沪指分别上涨22.30%、13.87%，深成指分别上涨44.08%、38.37%。2021年度策略报告（一季度）中，我们提醒年后暂时规避暴涨后的机构抱团股（之后晨报中反复提醒），抱团股春节后暴跌也验证了我们判断。在二季度



市场普遍产生分歧的时候，我们二季度策略报告中坚定的预测，沪深三大指数有望迎来筑底回升（慢牛），A股行情将从流动性估值驱动转为企业盈利驱动，业绩增速决定走势差异，二季度市场走势完美验证了我们的预判，沪指涨幅4.34%，深成指涨幅10.04%，创业板涨幅26.05%，科创50指数涨幅27.23%。在2021年下半年（三季度）策略报告中我们的主要观点是指数震荡反复的频率和幅度可能会增加，更侧重部分板块和个股结构性机会，核心抓手仍是业绩增速。市场走势验证了我们的预判，2021年三季度沪深三大指数大幅震荡，7月末，受教育、地产等行业监管政策升级，叠加各大“茅”族连续下跌，沪指大幅下跌，之后在低估蓝筹逐步爆发带领沪指逐步上行。7月中上旬，代表成长股的创业板指数、科创50指数表现极为强势，之后，热门赛道及科技等成长股高位调整，拖累创业板及科创50指数逐级下行。在2021年四季度策略报告中我们预判市场是震荡上行的结构型行情，四季度上证指数涨幅2.01%，深成指涨幅3.83%，四季度市场的走势也验证了我们的判断。2022年策略报告中我们预计2022年不是大年，指数震荡可能是主基调，震幅略增，源自海外。从一季度市场表现看，市场走势比我们预想的还弱，震荡幅度也略超预期。另外，我们提醒，大部分热门行业已不便宜，要注意风险。规避高估值以及高位的品种，对于一些业绩优质但低估值的标的，仍可跟踪。一季度市场风格方面完全符合我们预期。2022年二季度策略报告的标题是“二季度A股有望迎来筑底回升”，从结果看，4月份市场探底后，5-6月沪深三大指数明显回升，符合我们的预期。2022年下半年策略报告中，我们预测三季度A股仍有望延续上涨趋势，从结果看，市场走势弱于预期（打脸）。主要原因是美联储连续大幅加息略超预期、疫情频繁散发略超预期及8月初地缘局势上的扰动未预料到。2022年四季度策略报告中，我们预测，市场有望迎来筑底回升。当时认为，10月份大概率震荡筑底，或是较好的配置窗口期，11月份初或见到本轮美联储加息周期的拐点，重要会议后，国内疫情防控形势或政策有望出现好转（国庆后，面对众说纷纭的观点，晨报中我们始终坚定的提醒），届时市场有望逐步走强，从结果看，2022年四季度，沪深三大指数低位企稳小幅上涨，验证了我们的预判。2023年策略报告中，我们认为，“否极”：2022年各种利空buff叠满，沪深三大指数大幅下跌。“泰来”：展望2023年，内外部环境在边际改善。整体上，流动性、风险偏好及企业盈利均有望逐步好转，经过2022年调整后，2023年A股市场有望迎来筑底回升，乐观看待权益市场表现。从结果看，2023年上半年上证综指上涨3.65%，深证成指上涨0.10%，沪深300指数下跌0.75%，创业板指数下跌5.61%，科创50指数上涨4.71%，基本符合预判。

逻辑分析：展望2023年下半年，宏观经济方面，目前欧美消费表现稳健，通胀趋缓，尚未充分体现加息对经济的伤害，衰退担忧仍在。国内经济，伴随降息落地以及一系列支持政策出台，下半年宏观政策加码和经济自发修复有望推动年底经济动能再度回升，完成全年5%的经济增长目标有支撑。不过，目前宏观政策定力较强，预计后续政策加码将以针对稳就业、扩内需、托底地产的政策为主，不宜过度期许地产及财政货币政策领域的大规模政策刺激。**货币政策方面**，海外货币政策紧缩接近尾声，国内货币政策仍有望延续偏宽松的基调，但空间受限，**流动性从货币向信用传导**。下半年财政政策与货币政策将协调发



力，推动经济进一步复苏。估值方面，蓝筹股（沪深300）的估值依旧处于历史偏低的水平。供求关系方面。股票市场需求主要受以下几个方面因素的影响，一是个人投资者资金，随着银行存款利率下降，一旦A股行情回暖，居民资金净流入值得期待；二是公私募资金，公募发行规模经历上半年的冰点后，下半年大概率将出现复苏；三是长期资金，保险资金、社保基金、养老金、企业年金等机构投资者资金有望成为重要的增量资金来源之一；四是理财资金，权益配置比例有望小幅增加；五是境外资金，延续回流；六是股票回购资金，有望延续良好的回购态势。股票市场供给主要由IPO、增发配股、限售股解禁及退市决定。新股发行方面，多家募资规模超百亿的IPO企业即将登陆A股市场，另外，IPO储备项目充足，扩容压力依旧较大。再融资方面，再融资压力依旧较大。解禁市值规模不低，减持压力依旧在。退市方面，将延续较快的退市频率，注意公司退市风险，不要盲目炒作垃圾股。

大势研判：综合以上宏观经济、货币政策、估值、需求供给分析，我们认为，目前市场对经济弱复苏及海外负面冲击的反馈相对较为充分，A股市场下行空间有限，在不出现超预期经济风险的前提下，我们认为下半年A股上市公司盈利有望回升，维持2023年初对A股市场偏乐观看法，中长期市场机会大于风险。具体看，三季度大概率震荡筑底，在逐步看到经济复苏较强的确认信号后，四季度市场或将有较好的表现，届时若美债收益率回落带动中美利差缩小、人民币走强叠加后期稳增长政策落地见效，外资将加大流入为A股注入增量资金。市场风格方面，相较于上半年的极致分化，市场风格在下半年将转向均衡，更重视性价比，更多向业绩驱动倾斜，业绩兑现和基本面反转的配置权重需要有所上升。另外，在全面注册制下，继续规避垃圾股。

2、“科创北”展望

过往回顾：从2019年三季度策略报告开始，我们看好创业板的投资机会，2019年下半年创业板指数上涨18.96%，领先沪指16.57%。即便在全球股市暴跌的2020年一季度，创业板指数仍然上涨4.10%，2020年全年上涨64.96%，大幅跑赢主板市场。连续大涨后，2021年一季度创业板指数出现上行中的回撤，科创50指数也大幅调整，之后，二季度创业板和科创板50指数继续沿着原来的牛市轨迹大涨，创业板指数季度涨幅26.05%，科创50指数季度涨幅27.23%，三季度创业板指数和科创50指数先扬后抑，整体回落。经过三季度休整后，创业板指四季度重新走强。2022年策略报告（一季度）中我们提醒，目前创业板和科创板估值不低，科技成长相对价值蓝筹的估值溢价已较为明显，短期要注意回撤风险。从结果看，2022年一季度高估值的科技成长板块回调幅度较大。2022年二季度策略报告中提醒，调整过后，估值已渐趋合理，代表转型升级的科技成长仍是中长期牛股主线。从结果看，创业板及科创板5-6月的强劲反弹也在预期之中。2022年下半年策略报告中，虽然我们对科技成长股的高估值有担忧，但仍认为科技成长股由于自身景气度的确定性，有望获得较好的表现。从三季度表现看，虽然科技成长股业绩确实不错，但市场表现弱于预期（打脸），



可能是前期大涨已经兑现了业绩预期。2022年四季度策略报告中，提醒科技成长股仍有回升的需求，结果看，四季度科创50指数上涨2.18%。2023年策略报告中，我们认为，经过2022年的深度调整后，中国的科技股估值正处于相对低位，且在经济复苏及股市上行周期中，科技成长风格占优的可能性更大。结果看，一季度科创50指数上涨12.67%，符合我们的预判。2023年二季度我们依旧看好科技股的投资机会，不过，市场表现比我们预判的弱，二季度科创50指数下跌7.06%，创业板指数下跌7.69%，创业板指承压主要是受新能源板块拖累。

大势研判：上半年表现吸睛的科技板块虽然近期有所调整，但在大方向上，我们维持年初的观点不变，大国博弈背景下，科技自立是长期必然趋势，国家对于科技产业高度重视，资源会向科创领域倾斜，科技股行情最终落点仍是具有核心技术竞争力和业绩兑现能力的公司。对于人工智能为代表的泛TMT板块，我们的观点如下：1月的年度策略报告中我们重点推荐了计算机、电子、文化传媒、数字经济等板块，自年初以来，在“人工智能”的带领下，上述板块连续拉升，成为全市场闪耀的“明星”。二季度初开始，我们反复提醒，虽然认为以人工智能及数字经济为代表的TMT有望成为全年主线，但连续暴涨后，后市存在波动加大风险，切忌随意追进和盲目做多，二季度泛TMT板块明显震荡，6月下旬大幅回调，也在预期之中。展望下半年，随着上半年的无差别大涨，当前的估值较年初低位出现显著修复，下半年或进入去伪存真的阶段，虽然不排除仍有活跃机会，但性价比降低，后市个股难免分化，规避蹭概念的公司，可挖掘具有业绩预期的个股做高抛低吸。

提醒一下，注册制下，存在部分伪成长滥竽充数，因此，精选优质赛道中优质赛马是投资成功的关键。我们建议，进取型投资者可以在“科、创、北”股票中甄选真正具备高成长潜力的股票，方向包括信创、国产芯片、智能制造、信息安全、云计算、人工智能等新兴领域中具有自主可控的核心科技的“专精特新”公司。全面注册制下，后续股票供给将越来越多，主营业务缺乏竞争力、伪成长的中小市值个股及大部分ST股将继续被边缘化，翻身的机会比较渺茫，投资者尽量规避（未来不排除出现大量的“仙股”）。

（二）行业配置

过往回顾：2019年度策略报告中我们重点推荐了券商、工程机械龙头及5G板块，远远跑赢大盘的涨幅。2020年一、二度策略报告中提示5G、芯片、半导体、消费电子类个股投资将会，市场走势也验证了我们的判断。2020年三季度策略报告中推荐了券商、汽车、军工等板块，推荐过后，这几个行业就开始大涨。2020年四季度策略报告中重点推荐了有色、煤炭等顺周期板块，四季度A股市场体现出明显的顺周期特点。2021年度策略报告（一季度）中，我们推荐了银行、公用事业（水、电、燃气）等低估值蓝筹板块，表现还算不错。二季度策略报告中主要推荐了硬科技、军工、券商、油价相关及顺周期等板块，从结果看，



硬科技股领涨，二季度军工概念涨幅12.10%、券商涨幅5.58%、油价相关涨幅9.40%、有色涨幅7.61%、煤炭采选涨幅19.69%、钢铁涨幅20.26%。下半年（三季度）策略报告中主要推荐了低估值大蓝筹、军工、券商、双碳、油价相关等板块，市场走势验证了我们的预判，三季度低估值蓝筹大爆发（特别是中字头“大象”起舞）带领沪指逐步上行，三季度军工概念涨幅8.53%、券商涨幅0.14%、油价相关涨幅10.73%、有色金属涨幅29.82%、煤炭采选涨幅42.74%。2021年四季度策略报告中我们推荐了半导体、农业、元宇宙、工业母机及新能源金属、光伏和锂电设备、特高压运输以及新能源汽车产业等，四季度表现也相当不错，同时我们重点提醒了煤炭有色等周期股要撤退，四季度有色板块大幅调整。虽然我们认为是2022年不是大年，但2022年一季度我们“瘸子里选将军”推荐了房地产、农业、数字经济等板块，在一季度普遍调整的背景下，上述板块表现相当不错。二季度策略报告中，我们推荐了旅游酒店等前期疫情受损严重的板块及新能源赛道股，表现也还行。2022年下半年策略报告中，我们推荐了大金融及科技成长方向，受大盘的拖累，整体表现不佳。2022年四季度策略报告中，看好低位的中字头价值蓝筹及疫后消费需求复苏的机会，四季度中字头价值蓝筹及疫后消费需求复苏表现不错，验证了我们的预判。2023年度策略报告中，行业方面，我们重点推荐了计算机、电子、文化传媒等板块，上半年上述板块大涨，验证了我们的预判。主题投资机会方面，我们重点推荐了国企价值重估及数字经济的机会。上半年中特估大涨，数字经济表现更加靓丽，也符合我们的预期。

市场风格方面，相较于上半年科技主题和中特股占优的极致分化，在泛TMT和中特估相关板块的估值得到了显著修复的情况下，市场风格在下半年将转向均衡，更重视性价比，更多向业绩驱动倾斜，业绩兑现和基本面反转的配置权重需要有所上升。虽然以人工智能为代表的泛TMT板块和中特估仍有活跃的机会，但性价比明显降低，而其他方向在下半年交易性机会更多。

综合考虑未来的外部政治经济环境，内部经济增长情况及市场本身的格局，我们的投资思路如下。首先，科技方向仍可跟踪。上半年在人工智能的带领下，科技股表现强势。1月的年度策略报告中我们推荐了计算机、电子、文化传媒、数字经济等板块，上半年泛TMT概念股在“人工智能”的带领下，连续拉升，成为全市场最闪耀的“明星”，以数字经济为代表的TMT有望成为全年主线，不过，对于人工智能概念导致的无差别上涨第一阶段行情可能结束，展望下半年，或进入去伪存真的第二阶段行情。科技股行情最终落点仍是具有核心技术竞争力和业绩兑现能力的公司，后市个股难免分化，规避蹭概念的公司。可挖掘具有业绩预期的个股做高抛低吸，具体范围可继续跟踪国产替代的硬核科技，工业母机、自动驾驶、软件芯片、数字经济、国防军工等领域的投资机会；其次，稳增长扩内需方向。在经济恢复弹性不足的背景下，年中政策可能出现更多变化，稳增长仍很重要，扩大内需的产业政策或有进一步推进，继续跟踪老基建以及数字新基建等领域的投资机会。和内需相关的新能源汽车、地产后周期以及金融板块可能存在阶段性交易机会。但是考虑到地产



中长期拐点已现和海外经济衰退阴影笼罩，对于下半年金融地产的反弹高度不宜有过高期望；**第三，低估值高股息率方向。**全面注册制背景下，低利率的环境中，能够提供稳定的高股息的资产难能可贵，从行业看，银行、石油石化、高速公路或港口营运等行业的高股息标的分布较密集。年初我们重点推荐了国企价值重估的机会，上半年“中特估”大涨，估值得到了显著修复的情况下，性价比有所降低，下半年国企价值重估行情可能仍有活跃的机会，不过，操作上，区别对待，对于连续上涨后的中字头央企，高抛低吸可能更合适，对于低位没有大涨的个股，可持仓待涨或择低关注。下半年“中特估”将逐渐由概念驱动转向基本面驱动，未来其演绎逻辑也将逐渐转向低估值、高股息、现金流充裕的公司；**第四，跌出价值的绩优股。**有稳定现金流的回报、具有较强竞争力的龙头企业，如新能源赛道股和医药生物板块及部分食品饮料白马股经过连续下跌后，估值渐趋合理，有反弹需求；**最后，疫后消费需求复苏。**可继续跟踪中长期业绩已经出现拐点的旅游酒店、餐饮、民航机场及影视等板块。具体如下：

1、汽车

2022年5-6月，我们反复推荐了汽车产业链的投资机会，当时认为，购车补贴、放宽限购、减征部分乘用车购置税、新能源汽车下乡等促汽车消费政策措施落地后效果将会逐步呈现。另外，芯片短缺、原材料涨价、海运费上涨等不利因素逐步缓解，利于汽车产销。2022年5-6月汽车板块成为为数不多的具有持续性的板块，不过连续上涨后，我们在2022年6月24-28日等晨报反复提醒，还是要注意节奏，之后，汽车板块8-10连续三月出现调整，也在预期之中。**受今年一季度价格战的影响，2023年3-5月汽车板块整体调整。**近期关于汽车板块的利好不断，消息面上，首先，1-5月产销数据回暖。其次，商务部发布“关于组织开展汽车促消费活动的通知”，开展新能源车促销活动，鼓励企业推动适销对路车型下乡，推动售后服务网络及充电基础设施建设。最后，财政部、税务总局、工业和信息化部联合发布《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》，初步估算，实行延长政策，2024—2027年减免车辆购置税规模总额将达到5200亿元。我们认为，政策加持下半年汽车销量有望进一步增加。**整车上市公司或许由于价格战业绩承压，但汽车零部件、汽车电子等汽车产业链依旧值得跟踪。**

2、房地产

6月27日，据沪深交易所官网消息显示，有4家企业再融资项目申请获证监会注册生效，成为“第三支箭”后，A股首批落地的上市房企再融资项目。预计下半年行业流动性压力将获得实质性改善，融资环境也将维持相对宽松的态势。同时，对整个房地产市场的复苏也增加了新的助力。另外，近期，市场对稳楼市增量举措出台的预期升温。房地产及下游产业链个股低位频繁出现活跃迹象。虽然长期基本面受到人口周期、地产周期长期下行的影



响偏弱，但短期年度视角来看，销售面积在低基数下或实现小幅增长。预计2023年全年房地产销售情况会略好于2022年。特别是房地产龙头公司，此前，随着“三条红线”的落地实施，众多中小房地产商退出行业。A股房企批量退市加速出清后，叠加政策刺激，房地产市场有望迎来弱复苏，行业“剩者为王”、“强者恒强”的现状将持续深化，优秀企业仍有长期价值，可择机布局。

3、新能源

2021年二、三、四季度投资策略报告中我们重点推荐了双碳（“碳达峰”与“碳中和”）带来的投资机会，如新能源金属和材料、光伏和锂电设备、电化学储能、特高压运输以及新能源汽车产业链等，2021年相关板块个股表现靓丽。2022年策略报告提醒，新能源赛道股可能高位震荡，切勿追涨。从结果看，2022年新能源赛道大幅震荡：一季度大幅调整，二季度大幅反弹，三季度冲高回落，四季度再度震荡。2023年上半年，新能源赛道出现连续调整，主要原因有两个，一是碳酸锂、硅料等上游原材料价格下降，导致行业预期变差；二是配置过于拥挤后的踩踏，前两年公募资金超配新能源，年初以来市场资金流向科技股、大金融及中特估，存量格局下，资金顾此失彼。从交易角度看，下半年部分新能源赛道股有技术性反弹的需求；从估值水平看，新能源赛道经过连续下跌后，估值渐趋合理；从基本面上看，全球持续推进实现“双碳”目标，锂电、光伏、风电、储能的需求依然持续。虽然行业增速会较之前放缓，但相比其他行业仍会维持相对较快的增长速度。下半年新能源赛道有望出现反弹，不过，个股分化在所难免。近期晨报也常有提醒，做好阶段低吸的准备，博弈三季度反弹机会。提醒一下，随着新能源汽车行业的快速发展以及政策推动，充电基础设施行业迎来快速发展，此外随着经济回暖，终端需求亦有望逐步复苏，建议关注当前估值低位的电动车、充电桩龙头个股。

4、医药生物

首先，医药生物过去受到集采政策影响，估值受到大幅挤压。其次，目前医药生物市盈率只有28倍左右，处于历史低位水平，已经具备配置价值。最后，考虑到我国人口基数大，老龄化进程加快，医药需要旺盛，中长期看具有投资价值。另外，消费类的食品饮料经过前期的持续下跌也处于估值较低的状态，已经反应了年初以来市场对消费复苏预期的不断下修、汇率贬值下的外资流出等多重悲观预期，后市也有望出现交易机会。

5、电力

下半年电力行业的投资机遇依旧值得关注：一是需求增加。根据中电联预测，正常气候情况下，预计2023年全国最高用电负荷比2022年增加8000万千瓦左右。此外，国家电网表示，今夏，我国电力供需仍将呈现“全网紧平衡、局部有缺口”的局面，全国最高用电



负荷预计比2022年增加近1亿千瓦；二是从估值的角度看，A股申万二级行业电力板块估值低于全部行业中位数估值水平，存在修复空间；三是“中特估”加持。电力板块多数是国企性质，在国企价值重估的大背景下，电力行业整体估值仍有抬升的空间；四是分红比例相对较高。在目前偏弱的市场环境下，凸显了其防御价值。

6、券商

根据历史经验，政策、估值、流动性及业绩等都是推动的券商股行情的核心因素。目前看，估值处于底部区域，有吸引力；流动性上，国内货币依旧宽松；业绩方面，下半年市场行情有望回暖，从而两市成交额、证券发行规模、资管产品规模、自营投资收益、两融余额等关键指标向上修复，证券行业有望拐头向好。尤其是头部券商与重点特色券商，有望充分享受资本市场发展红利。另外，大金融板块也受益于中特估概念催化的估值修复，性价比较高。

7、高股息率

全面注册制背景下，低利率的环境中，能够提供稳定的高股息的资产难能可贵。从行业看，银行、石油石化、高速公路或港口营运等行业的高股息标的分布较密集，尤其是受益“一带一路”和“国企估值重塑”等的建筑、油气和电信央企。年初我们重点推荐了国企价值重估的机会，上半年“中特估”大涨，估值得到了显著修复的情况下，性价比有所降低，下半年国企价值重估行情可能仍有活跃的机会，不过，操作上，区别对待，对于连续上涨后的中字头央企，高抛低吸可能更合适，对于低位没有大涨的个股，可持仓待涨或择低关注。下半年“中特估”将逐渐由概念驱动转向基本面驱动，未来其演绎逻辑也将逐渐转向低估值、高股息、现金流充裕的公司。（1月的年度策略报告中我们推荐了银行、石油石化等板块，上半年石油石化板块涨幅7.26%，银行板块跌幅2.84%，后市上述板块仍可跟踪。对于银行业而言，此前市场担心房地产引发的资产质量问题，给予较低估值，但随着国家一批稳经济的政策落地见效，房地产市场可能阶段性企稳，对银行业的风险偏好可能回升，从而推动估值回升。）

8、半导体

2021年三、四季度策略报告中我们推荐了半导体板块，2021年下半年半导体概念表现还不错，三季度涨幅4.46%，四季度涨幅12.60%。连续大涨后，估值有点偏高，2022年一季度，半导体板块随大盘出现调整，二季度探底回升，三季度再度下跌，四季度企稳回升。展望2023年，半导体长期向好的逻辑没变，欧盟、美国、韩国、日本等多个国家均发布振兴本土半导体业法案，彰显未来经济发展对半导体的迫切需求，将推高半导体产业长期空间的天花板。未来我国半导体产业自立是长期必然趋势。随着中央科技委员会组建，未来



半导体产业相关政策支持力度或将加大并逐步落地。目前半导体产业国产替代趋势开始显现，预计未来半导体的国产替代趋势不可逆，并有望从芯片设计继续渗透至上游设备领域，设备有望迎来国产份额上升。2023年，建议重点关注国产替代或有细分增长的企业。（1月的年度策略报告中我们推荐了半导体板块，一季度半导体板块涨幅24.21%，上半年涨幅19.26%，下半年仍可跟踪，注意下节奏）

9、文化传媒

年初我们提醒，文化传媒行业有三个细分行业：广告传媒，游戏娱乐和影视动漫。文化传媒行业自2015年那波牛市以来至2022年底，调整了7年多时间，2022年底行业估值处于相对低位，当时，我们认为，2023年初是长期战略布局的机会。目前看，随着海内外AI模型的不断研发和进步，作为应用落地端的企业能够提前受益，传媒行业是科技进步中受益较多的下游应用行业。（1月的年度策略报告中我们重点推荐了文化传媒等板块，上半年传媒板块以42.75%的涨幅位居第二，市场走势验证了我的预判，随着上半年的上涨，传媒当前的估值较前期低位出现显著修复，展望下半年，虽然不排除仍有活跃机会，不过性价比降低，高抛低吸。）

10、计算机

年初我们提醒，2022年申万一级行业中，计算机板块下跌25.45%，跌幅靠前。2022年底，计算机板块的盈利水平、估值水平均处于历史底部区间。展望2023年，随着疫情影响减弱，宏观经济恢复向好，信息技术应用创新产业加速推进，各行业IT需求有望逐步回暖，叠加去年的低基数效应，计算机板块有望迎来业绩和估值双升行情。（1月的年度策略报告中我们推荐了计算机板块，并且把计算机行业排在行业推荐的第一位，从结果看，一季度计算机板块涨幅36.79%居首，大涨过后，二季度初，我们提醒，估值性价比在下降，交易空间渐小，存在波动加大风险，切忌随意追进和盲目做多。从结果看，二季度计算机板块有所回落，上半年计算机板块涨幅27.57%位居第三，目前估值已经得到了显著修复。展望下半年，虽然不排除仍有活跃机会，不过性价比降低，高抛低吸为主。）

11、电子

年初我们提醒，电子板块是经济上游一个很重要的前瞻性指标，受疫情、海外冲突、创新趋缓等因素的影响，去年电子行业业绩大幅下滑。2022年申万一级行业中，电子板块下跌36.54%，跌幅居首。去年底，电子行业PE为28倍左右，估值水平已接近10年来最低水平。展望2023年，疫情过后，消费逐步复苏，制造业回暖，电子行业景气周期有望触底回升，否极泰来，年初时点中长期配置性价比突显。消费电子领域有望迎来需求拐点。（1月的年度策略报告中我们推荐了电子板块，并且把计算机行业排在行业推荐的第二位，一季



度电子板块涨幅15.50%，表现还不错，二季度有所回落，上半年涨幅11%，展望下半年，虽然不排除仍有活跃机会，不过性价比降低，高抛低吸为主。）

12、基建

2023年稳增长的压力犹存，**基建仍将是稳增长的主要抓手**。一是**水利管网**。水利工程主要为中央财政支持，项目有资金。2022年全国完成水利建设投资达到10893亿元，同比增长44%，首次突破1万亿元关口。开工47项、投资规模4577亿元，开工数量为历史最多、投资规模为历史最大。因此预计水利管网、施工和防水等细分行业有望受益。城市综合管网方面，从政府的角度，城市综合管网是智慧城市建设的基础，综合管网建设将拉动有效投资，提升土地利用效率，管道制造、仪表测量、信息集成等领域的上市公司将受益。二是**新基建产业链**。**数字基建**、5G基建、**充电桩**等。（1月的年度策略报告中我们推荐了水利建设等板块，上半年水利建设板块涨幅14.63%，下半年仍可跟踪，高抛低吸为主）

13、教育

前几年义务教育“双减”政策的影响逐步过去，自2022年四季度以来，教育板块逐步回暖，2023年教育板块仍有望继续走强。相对K12教育，我们更看好职业教育板块的投资机会。二十大报告中提出“教育、科技、人才是全面建设社会主义现代化国家的基础性、战略性支撑。必须坚持科技是第一生产力、人才是第一资源、创新是第一动力，深入实施科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动发展战略。我们要坚持教育优先发展、科技自立自强、人才引领驱动，加快建设教育强国、科技强国、人才强国，坚持为党育人、为国育才，全面提高人才自主培养质量，着力造就拔尖创新人才，聚天下英才而用之。”2022年12月，中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》，提出积极发展教育服务消费，鼓励社会力量提供教育服务、支持和规范民办教育发展、推进民办教育分类管理改革、对教育领域扩大市场开放、通过职业教育增加劳动者收入。2022年12月，中办、国办印发《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》，探索地方政府和社会力量支持职业教育发展投入新机制，吸引社会资本、产业资金投入，按照公益性原则，支持职业教育重大建设和改革项目。将符合条件的职业教育项目纳入地方政府专项债券、预算内投资等支持范围。（1月的年度策略报告中我们推荐了教育等板块，一季度教育板块涨幅11.12%，二季度小幅震荡，下半年仍可跟踪，不过，要注意节奏）

（三）主题投资

1、智能停车

随着中国汽车保有量的快速增长，停车市场需求庞大，“停车之殇”已然成为大城市



的通病，政策持续加码扶持停车行业，展望未来，5G技术与物联网结合的智慧停车赛道，必将为解决城市停车难题、实现智慧城市生活贡献力量，同时那些在技术、服务、运营等综合能力较强的选手，能够在智能停车赛道上发挥多元化优势的领头企业，也将获得更多的市场机会，可重点关注行业景气向上的立体车库标的。

2、国企价值重估

年初我们提醒，2023年国企价值重估可能会成为重要主题之一。一是政策支持。二十大报告提出，深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本和国有企业做强做优做大，提升企业核心竞争力。证监会主席易会满在“2022金融街论坛年会”上表示，探索建立具有中国特色的估值体系，在2023年陆家嘴论坛再次表示，夯实中国特色估值体系的内在基础。二是国企业绩韧性较高。国有资产的相对确定性较高，财政部网站消息，2023年1-5月国有企业利润总额17838.1亿元，同比增长10.9%。三是央企估值偏低。对于一些关系到国计民生、承担社会责任的行业，其稳健的盈利能力以及所承担的社会责任与其估值水平不匹配，长期以来，估值水平处在一个较低的位置，这些行业未来估值水平有望提升，因此，预判2023年，受中国特色估值体系重塑影响，存在较好的交易性机会。
（年初我们重点推荐了国企价值重估的机会，上半年“中特估”大涨，估值得到了显著修复的情况下，性价比有所降低，下半年国企价值重估行情可能仍有活跃的机会，不过，操作上，区别对待，对于连续上涨后的中字头央企，高抛低吸可能更合适，对于低位没有大涨的个股，可持仓待涨或择低关注。下半年“中特估”将逐渐由概念驱动转向基本面驱动，未来其演绎逻辑也将逐渐转向低估值、高股息、现金流充裕的公司）

3、数字经济

2022年度（一季度）策略报告，我们推荐了数字经济产业链的投资机会。2022年1月17-20日连续暴涨，春节后连续两周成为题材股中的明星。受“东数西算”工程正式全面启动的利好刺激，2月18、21日数字经济概念股连续上演的涨停潮，之后，数字经济等概念股随着大盘连续调整。4月末之后，数字经济概念随大盘出现反弹。8-9两月再现调整，国庆节之后，数字经济概念股连续走强。2023年初，我们提醒，还可以继续关注，中长期看好逻辑没变，“十四五”规划纲要把“加快数字发展，建设数字中国”作为独立篇章，2025年数字经济核心产业增加值占GDP比重达到10%。二十大报告中提出“推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国”等，实际上产业发展的方向再次明确。未来几年我国数字经济产业有望持续高速发展，关注数字经济下，数字产业化与产业数字化两大领域。数字产业化为数字经济发展提供技术、产品、服务和解决方案，包括但不限于5G、集成电路、人工智能、大数据、云计算、区块链等领域。产业数字化指数字技术在传统产业中的应用，包括但不限于车联网、在线办公、在线医疗、



数字政务、线上娱乐等领域。（1月的2023年度策略报告中我们推荐了数字经济板块，一季度数字经济相关的概念股在“人工智能”的带领下，连续拉升，成为全市场最闪耀的“明星”，二季度初，我们提醒，后市存在波动加大的风险，切忌随意追进和盲目做多，高抛低吸或是占优策略。二季度果然出现大幅震荡。从中长期产业链角度来看，人工智能及数字经济的主线地位是明确的，其本质是数据成为新的生产要素进而开启对数据资产的重估。不过，经过上半年大涨后，下半年或进入去伪存真的第二阶段行情，后市个股难免分化，规避蹭概念的公司。本轮数字经济驱动的科技股行情最终落点仍是具有核心技术竞争力和业绩兑现能力的公司，可挖掘具有业绩预期的细分板块和个股做高抛低吸。）

4、工业母机

2021年四季度我们重点推荐了“工业母机”概念，2021年四季度的表现可以用非常靓丽来形容，涨幅8.26%。2022年二、四季度再度推荐了“工业母机”概念的投资机会，表现还不错。2023年初，我们继续提醒工业母机概念的投资机会，上半年工业母机概念涨幅29.35%，表现还是相当亮丽的。工业母机概念仍值得可跟踪。“工业母机”概念，粗略理解是制造机器的机器，这类公司通常代表了一国高精尖制造业基础。工业母机是有更大机会获得政策红利的板块方向，主要原因就是这个板块是符合国家自主可控和制造业为主的政策导向，助推产业转型升级。展望下半年，我们依旧是看好的，虽然没有人工智能概念那么抓眼球，但它依旧在默默的逐级抬升，后市仍可继续跟踪，高抛低吸。）

5、军工

2020年三、四季度投资策略报告中我们重点推荐了军工板块的投资机会，2020年下半年板块整体涨幅25.27%。2021年二、三、四季度策略报告又推荐了军工板块，二季度军工板块涨幅12.10%，三季度军工板块涨幅8.53%，四季度军工板块涨幅16.60%。连续大涨后，估值有点偏高，2022年一季度，军工板块随大盘出现调整，5-8月大幅反弹，之后高位震荡。2023年初，我们继续提醒军工板块的投资机会，上半年军工板块涨幅16.30%。军工板块中长期看好逻辑没变，2023年下半年仍可择低关注。首先，政策支持。“十四五”明确加快武器装备现代化，国防科技创新、加速战略性前沿颠覆性技术发展，武器升级和智能化发展，我们预期后续军工行业会获得更多的政策支持，从数据上看，2022年军费预算保持平稳较快增长，2023年军费预算增速再次突破7%，国防现代化建设有再次提速的迹象；其次，业绩方面。受益于国防建设加速，军工企业订单饱满，2020年以来，军工企业业绩有明显增强，2022年以来军工企业频频获得大额订单合同。展望十四五，从订单和备货角度来看，十四五期间军工企业的业绩确定性将显著好于十三五期间。最后，俄乌冲突令国际地缘政治形势变得的更加复杂性和不确定，国有资本大概率向国防军工领域集聚倾斜。可关注航空、飞行武器、国防信息化、船舶制造、军用新材料板块细分领域，精选业绩有长期支撑

的标的。(上半年军工板块表现明显强于大盘，逐级抬升，后市仍可继续跟踪，高抛低吸。)

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。

行业评级

强于大市	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
弱于大市	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为5%以上
