



中国五矿

五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

经济稳增长与调结构的**抉择**

—— **股指**半年报2023/06/09

宏观金融组 夏佳栋

■ xiajd@wkqh.cn

■ 0755-23375130

■ 从业资格号：F3023316

■ 交易咨询号：Z0014235



CONTENTS



五矿期货

- 1 半年度评估及策略推荐
- 2 2023年上半年行情回顾
- 3 宏观经济与金融数据
- 4 财务数据
- 5 资金面
- 6 估值与基差



1 半年度评估及策略推荐

- ◆ 今年上半年A股市场表现分化，中证1000指数表现较强，上证50指数则表现较弱。春节之前北向资金是行情的主要推手，四个指数同步上涨。但春节之后受到国内经济复苏节奏和美联储加息预期变化的影响，行情开始震荡分化，中证1000表现远好于上证50。
- ◆ 4月政治局会议认为经济增长好于预期，政策更加侧重于“调结构”。国内经济在一季度“强势复苏”之后，4月份经济数据全面走弱，5月份继续走弱，市场交易逻辑也按照“预期复苏-强势复苏-弱复苏-预期衰退”演化。三驾马车中，消费恢复情况不及预期，投资分项中的房地产投资在“房住不炒”的政策基调下逐月走弱，出口尚有一些韧性。
- ◆ 货币政策宽松，独立性较强，在美联储加息缩表的背景下，国内出现了一次超预期降准，国债利率缓步下行，中美利差倒挂比较明显。M1增速低位震荡，M1-M2剪刀差仍大，反映出资金进入实体的意愿不高。
- ◆ 今年一季度企业盈利能力仍弱。由于终端需求不足，营业收入恢复不及预期，大部分链条中的企业利润率都有一定程度的下降。不过现金流较好，经营现金流净额创下六年以来最佳表现。资产负债表扩张速度继续下降，主要受地产行业整体收缩的影响。
- ◆ 资金面上，外资的净买入金额较去年大幅增加，但主要集中在1月份。偏股型基金发行量低于去年，导致基金重仓股表现较弱。两融余额增加，股东减持金额增加，股市融资额增加，这些是股市回暖的特征。
- ◆ 综上，今年上半年经济以调结构为主，人工智能等科技行业得到政策青睐，而消费和地产行业并未出台强有力的政策，经济增速逐月下滑。下半年的股市取决于经济政策继续调结构还是转向稳增长。若继续以调结构为主，经济增速可能继续下滑，股市表现会相对偏弱，IM将继续强于IH；若转向稳增长，则经济将重回复苏轨道，IH将显著走强。

交易策略建议						
策略类型	操作建议	盈亏比	推荐周期	核心驱动逻辑	推荐等级	首次提出时间
单边	持有少量IM多单	/	长期	估值没有明显泡沫，IM长期存在贴水。	★★★★★	2022. 7. 23
单边	IF多单持有	3:1	6个月	前期表现偏弱，估值较低，和经济相关性较高，若出台人口和地产相关政策，向上空间较大。	★★☆☆☆	2023. 6. 9

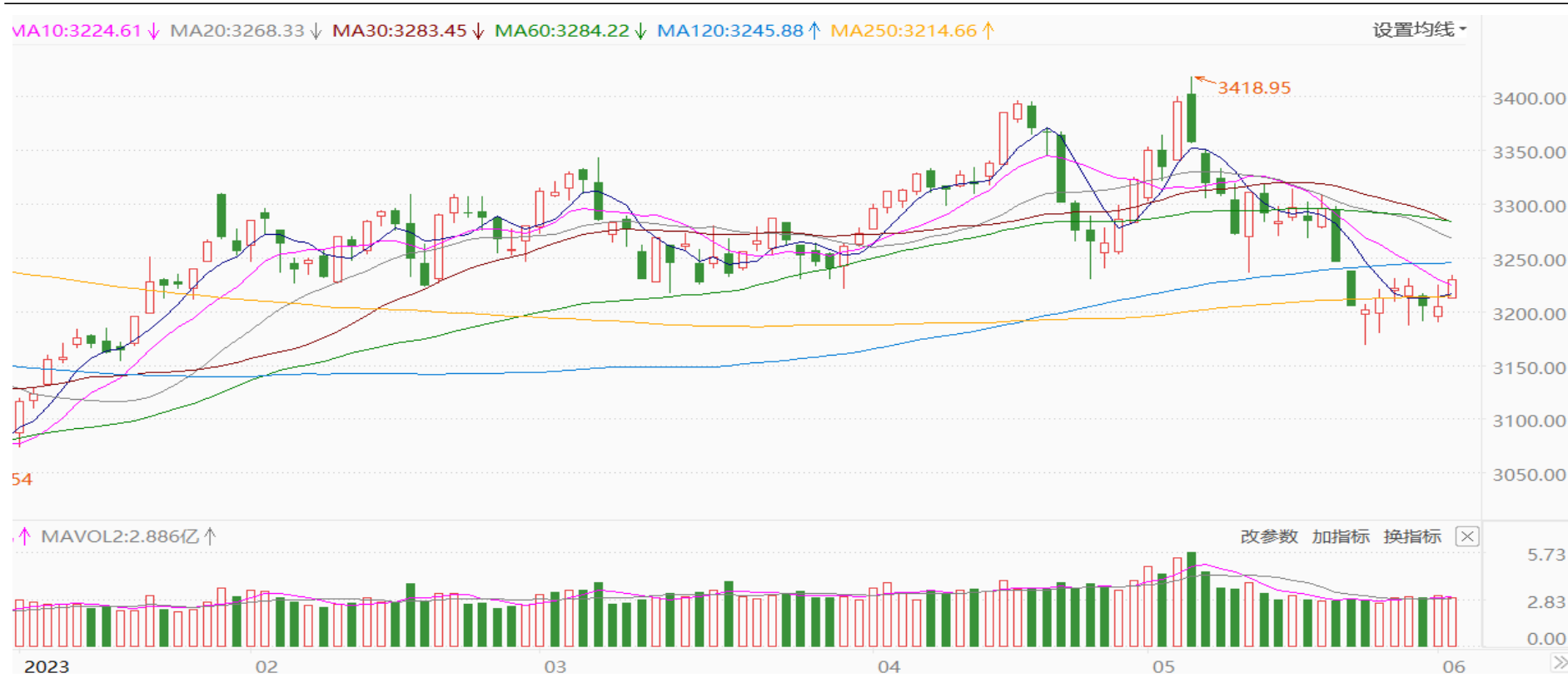
2 2023年上半年行情回顾

大盘行情回顾



五矿期货

图1：上证指数2023年1月-6月（截至2日）走势图



资料来源：东方财富、五矿期货研究中心

截至2023年6月2日，大盘收于3230.07点，相较于2022年底的收盘点位3089.26，上涨幅度为4.56%。

年内最低点为开年首个交易日1月3日盘中创下的3073.05点，最大跌幅为0.52%；年内最高点为5月9日创下的3418.95点，最大涨幅为10.67%。

1月份上涨趋势流畅，2-3月份股市波动幅度明显收窄，4-5月冲高后波动幅度变大，5月中下旬快速下跌。

具体来看：

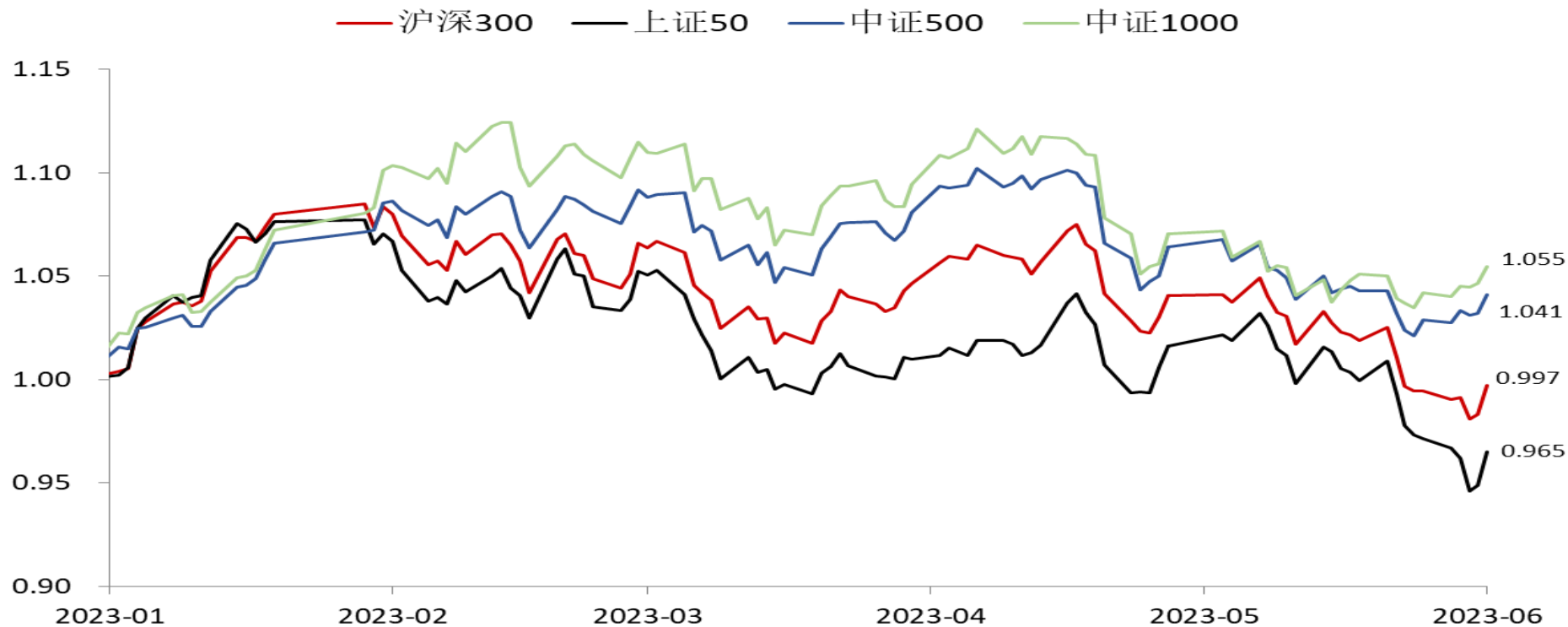
- ◆ 1月份，A股延续了去年年底疫情防控政策放开后的“复苏预期”行情，外资加速流入中国股市，当月净买入A股1413亿元，创下史上单月净买入金额新高，将行情推向了一个小高潮。
- ◆ 2-3月份，国内经济复苏与美联储加息两条线主导行情走向，国内高频经济数据的小幅波动，以及美联储加息预期的频繁变化，都会影响A股的短期走势，缺少单边行情交易机会，股市波动幅度收窄。
- ◆ 4月份，经济数据的大幅波动导致股市大幅波动。月初公布的3月份PMI数据大幅提振了市场信心，此时美国受地方性银行危机的影响，加息预期大幅回落。A股在“中特估”和“人工智能”板块的带动下，出现了一波快速的拉升。但到了4月下旬，国内高频经济数据开始分化，尤其是地产销售数据明显走弱，大盘在短短几个交易日内回吐了这个月的涨幅。4月底，中央政治局会议召开，会议对经济的定调偏乐观，会议前后的几个交易日股市表现较好。
- ◆ 5.1节后，“中特估”板块再度带领大盘上冲，股市成交量显著放大。但由于其它板块持续“被抽水”，市场交易结构快速恶化，大盘在“中特估”见顶后，又被打回起点。到了5月中旬，国家陆陆续续公布4月经济数据，几乎是全面走弱，此时市场开始交易“经济衰退”，大盘又下了一个台阶，跌破了2-3月份构筑的震荡平台下沿。
- ◆ 6月初的两个交易日，市场对国家出台经济政策的预期升温，股市企稳反弹，股债汇商等各项大类资产联动表现。

四大指数行情回顾



五矿期货

图2：四个指数“净值化”走势图



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

以2023年1月1日为基期，将当日指数点位设置为净值“1”。截至2023年6月2日，沪深300净值0.997，上证50净值0.965，中证500净值1.041，中证1000净值1.055。

1月份大盘风格延续去年年底的强势走势，2月份开始小盘风格明显强于大盘风格。

图3：四大指数成分股市值规模分布（6月2日）

市值规模/亿元	上证50	沪深300	中证500	中证1000
最大市值	20986	21219	951	407
最小市值	643	226	28	17
市值中位数	1935	889	235	104
市值平均数	3641	1661	252	120

资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图4：四大指数成分股风格权重分布（6月2日）

风格权重	上证50	沪深300	中证500	中证1000
科技成长 PEG	13%	33%	35%	44%
消费医药 DCF	32%	22%	26%	26%
金融地产 PE	42%	36%	21%	16%
大宗周期 PB	13%	9%	18%	14%

资料来源：WIND、五矿期货研究中心

今年上半年经济政策以调结构为主，人工智能等科技行业得到政策青睐，而消费和地产行业并未出台强有力的政策，经济增速逐月下滑。受此影响，科技成长风格表现较好，消费医药、金融地产、金融周期等风格表现相对较弱。

中证1000指数内部，科技成长风格权重较高，金融地产风格权重较低，因此中证1000表现较好；而上证50指数正好与之相反，表现最弱。

3 宏观经济与金融数据

图5：政治局会议重点表述变化

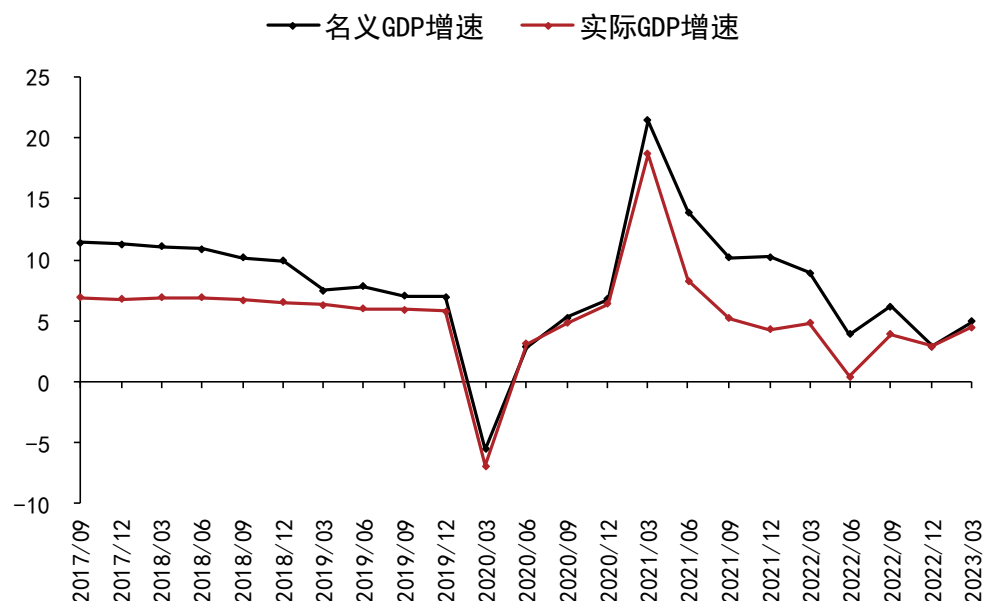
	2022年7月	2022年12月	2023年4月
经济判断	严峻的国际环境和艰巨繁重的国内任务	风高浪急的国际环境和艰巨繁重的国内任务	经济增长 好于预期 ，经济发展呈现回升向好态势
防疫	算政治帐，动态清零	要统筹疫情防控和经济社会发展	疫情防控取得重大决定性胜利
稳__	稳就业、稳物价	稳增长、稳就业、稳物价	稳住 外贸 外资基本盘，稳农民工 就业
财政	要有效弥补社会需求不足	积极的财政政策要加力提效	积极的财政政策要加力提效
货币	要保持流动性合理充裕	稳健的货币政策要精准有力	稳健的货币政策要精准有力
三驾马车	用好基础设施建设投资基金，积极促进出口	充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用	改善 消费 环境，稳住 外贸 外资基本盘
房地产	房住不炒	未提及	房住不炒
安全	要统筹发展和安全	要统筹发展和安全	更好统筹发展和安全
开放	要以改革开放为经济发展增动力	要推进高水平对外开放	扩大高水平对外开放
重点行业	加大力度规划建设新能源供给消纳体系	充分发挥消费的基础作用	重视通用 人工智能 发展

资料来源：共产党员网、五矿期货研究中心

今年4月份政治局会议认为“经济增长好于预期”，删除了“稳物价”表述，削弱了投资对经济的作用，同时着力稳住外贸，继续提“房住不炒”，新增“重视通用人工智能发展”的表述。

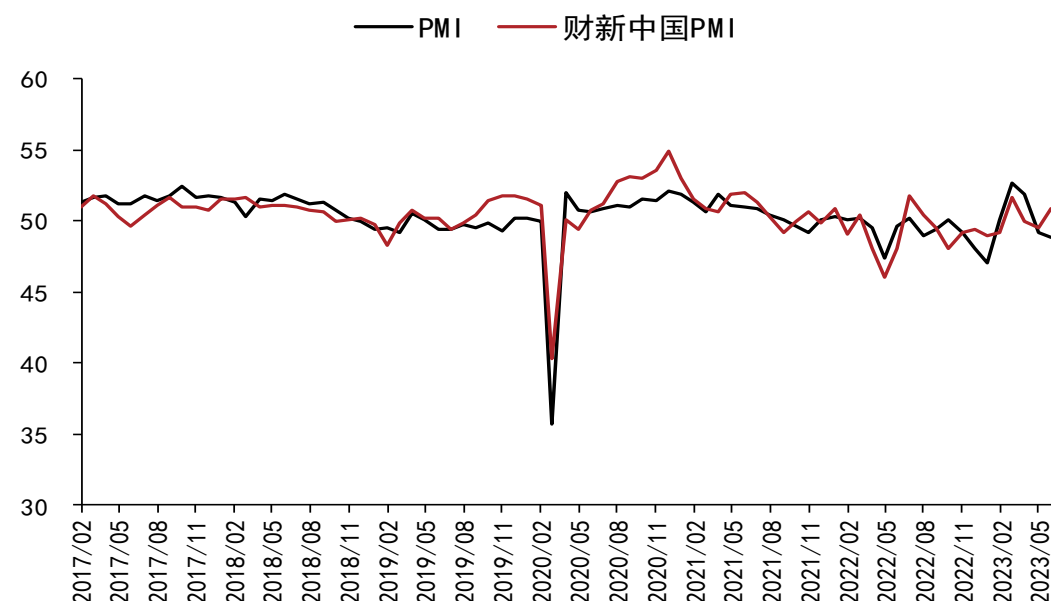
12月会议传递出的经济政策信号是“稳增长”与“调结构”并重，而4月份会议则是“调结构”优先于“稳增长”。

图6: GDP增速 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图7: PMI



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

2023年一季度GDP增速为4.50%，两年平均增速为4.65%。考虑到去年二三季度疫情对经济的影响较大，今年国家完成两会定下的“5%左右”的目标并不困难。

PMI在1-3月份表现较为强劲，但4月份快速回落至荣枯线下方，5月份继续下跌。

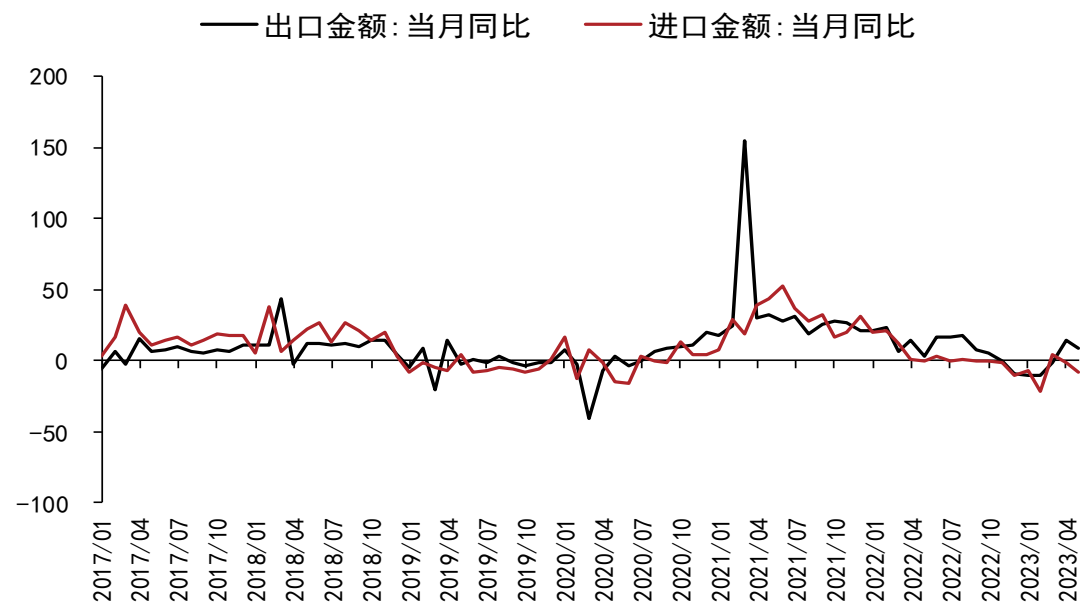
有观点认为一季度经济较好是因为疫情后需求集中释放，4-5月走弱才是真正的经济底色。

图8：消费增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图9：进出口增速（%）

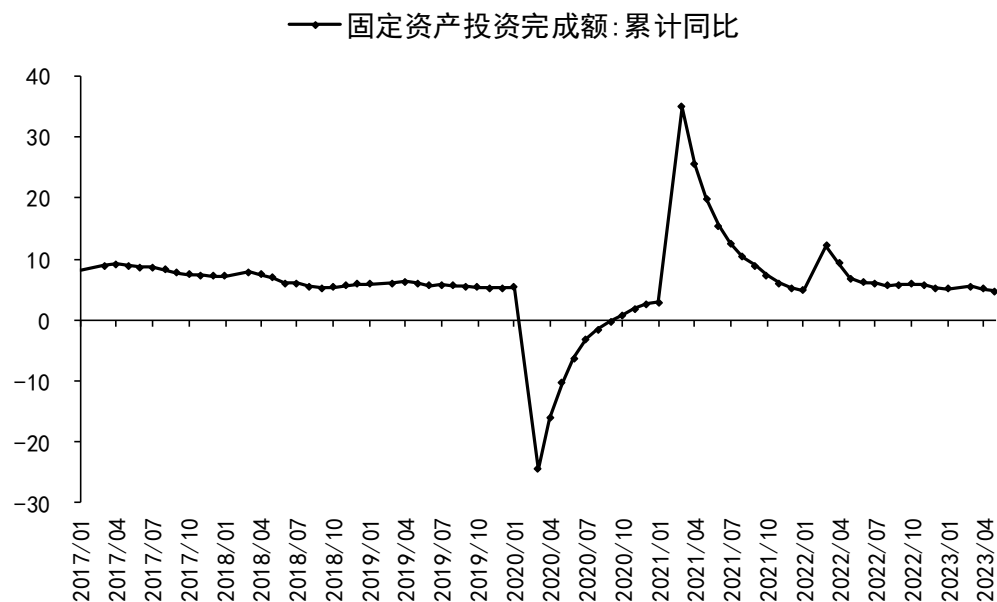


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

消费方面，1-3月稍有起色，可能是疫后需求集中释放，但4月份大幅走弱。两年平均增速仅为2.60%，远低于疫情前的水平。

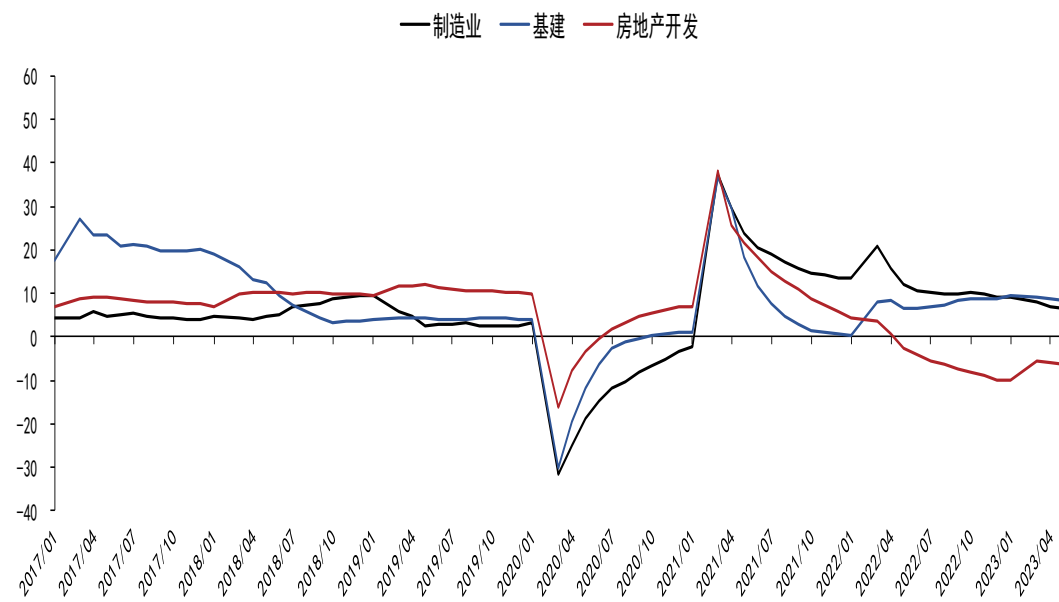
出口方面，1-2月偏弱，3月份大幅增长，但4月份再度转弱，整体仍表现出较强的韧性。

图10：投资增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图11：制造业、房地产、基建投资增速（%）

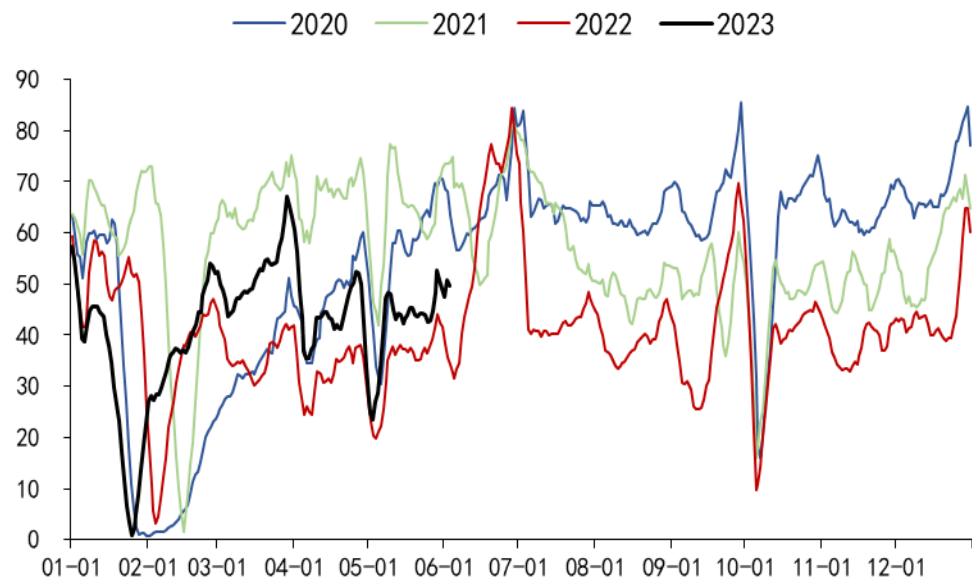


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

投资方面，年初表现较强，后续逐月走弱。其中房地产投资增速在年初降幅大幅收窄，但后续月份再度走弱。

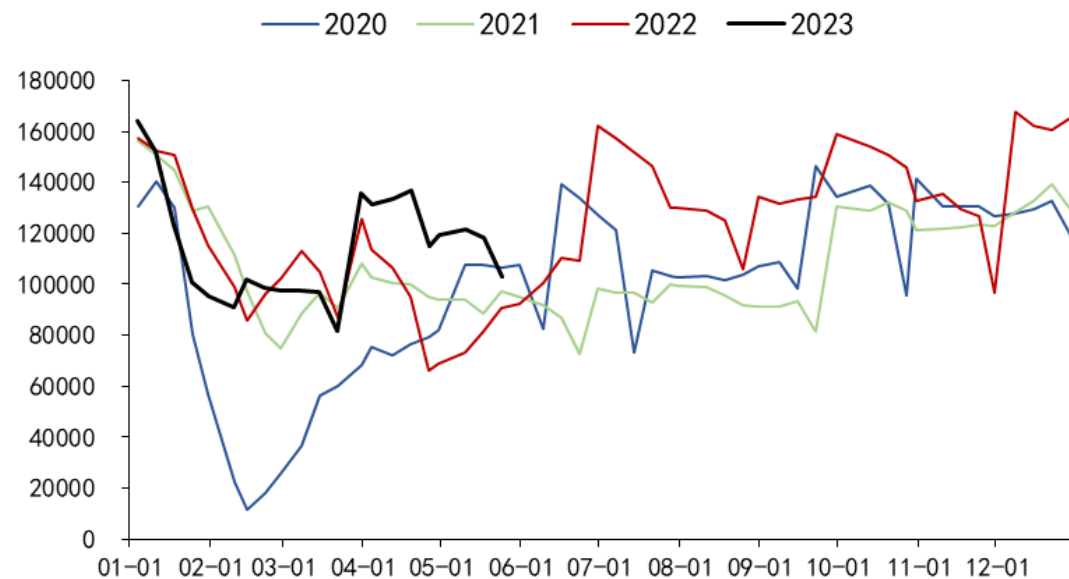
4月份政治局会议继续强调“房住不炒”，叠加地产商资产负债表收缩，若后续国家层面没有出台新的政策，地产行业可能会继续拖累整体经济。

图12：30大中城市商品房成交面积：7日移动平均（万平方米）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图13：乘用车日均销量：4周移动平均（辆）

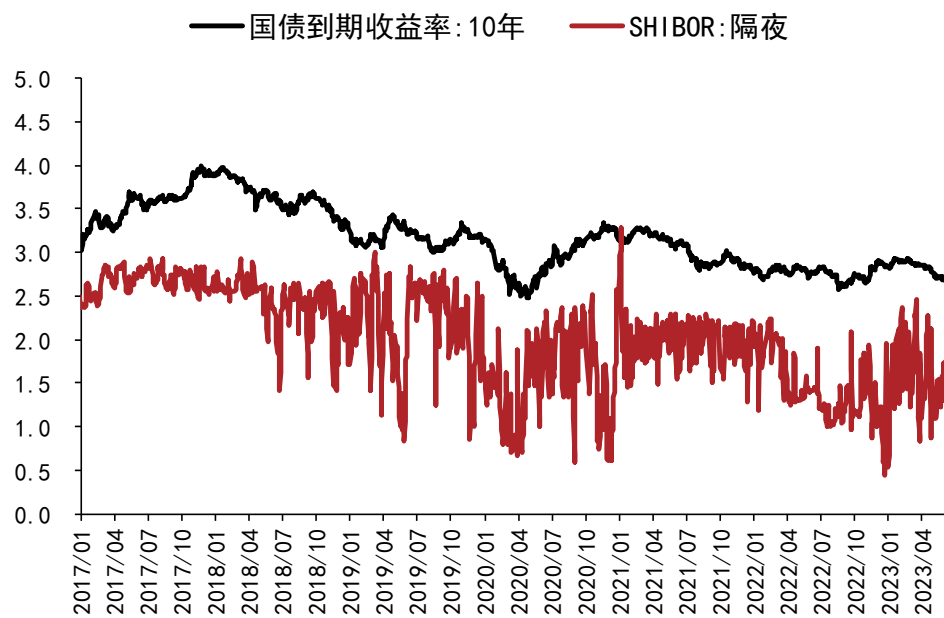


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

今年商品房成交在春节之后走强，3月份一度逼近2021年的高位水平，但4月清明节之后快速走弱，5月延续弱势。

今年乘用车销量在年初偏弱，直到3月底开始走强，但5月中下旬再度走弱。

图14：国债利率和Shibor利率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图15：企业债利率（%）

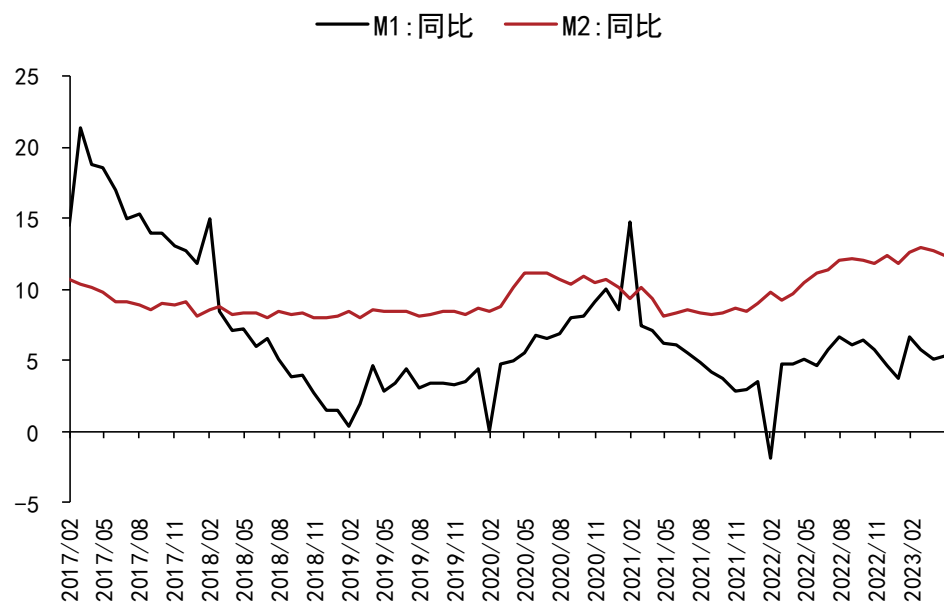


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

今年以来，国内货币政策整体保持宽松的基调，3月17日收盘后央行意外降准0.25%，释放了5000亿长期资金，与欧美加息缩表的紧缩政策区别较大，政策独立性较强。国债利率和企业债利率整体处于下降趋势。

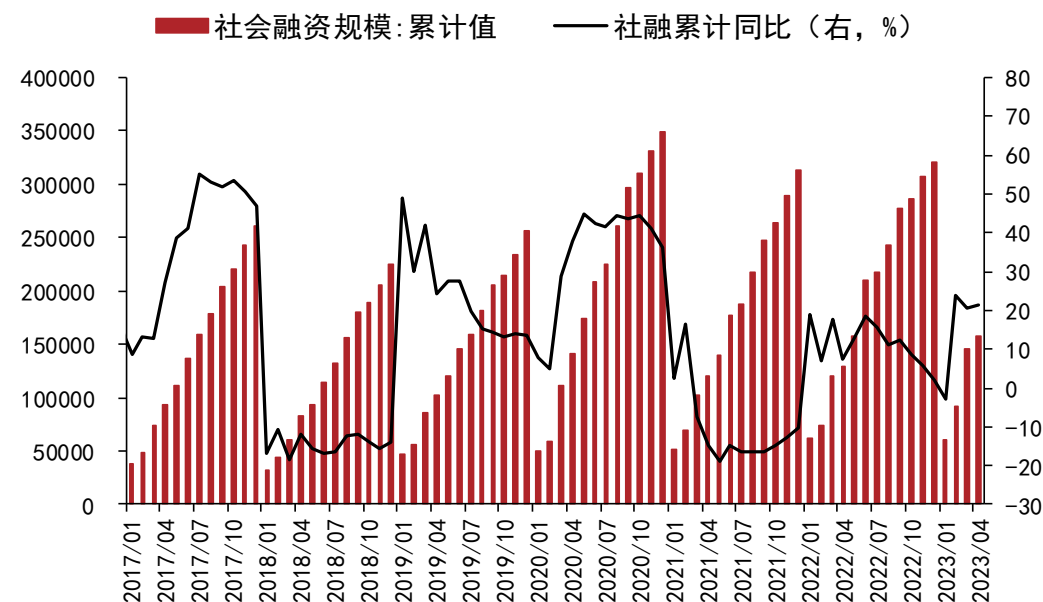
宏观流动性较为宽松，Shibor利率大部分时间均低于1.5%，在历史上处于较低水平。

图16: M1和M2增速 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图17: 社会融资规模 (亿元)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

M1增速上下波动，M2增速处于高位，M1-M2剪刀差仍大，反映出资金进入实体的意愿不高。

一季度社融增速较高，但4月份明显不及预期，主因是居民部门融资需求快速转弱，对应着房地产成交数据走弱和“提前还贷”。

社融的增长主要是由企业部门贡献，这和上市企业筹资现金流改善一致。

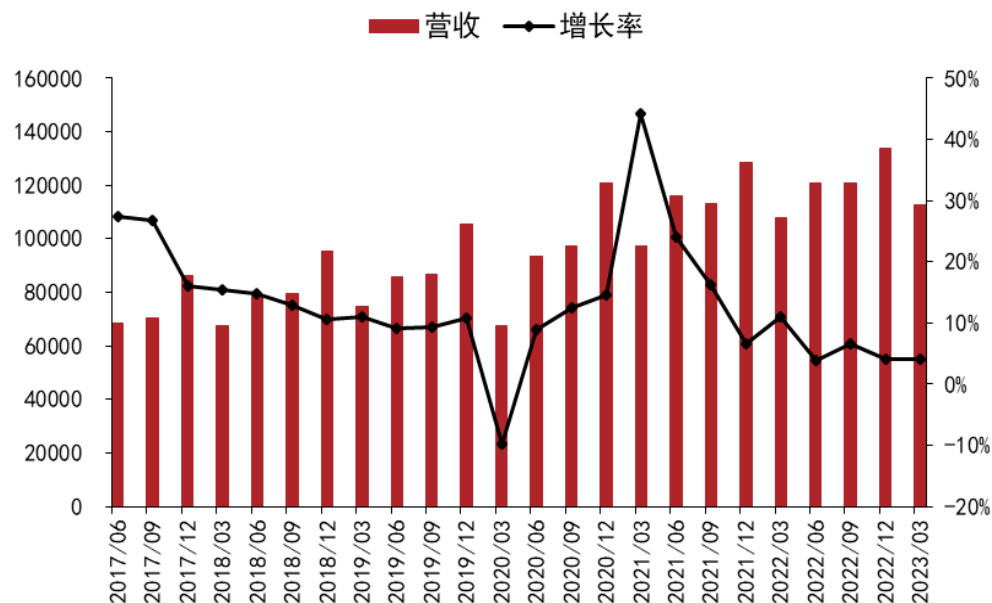
4 财务数据

利润表



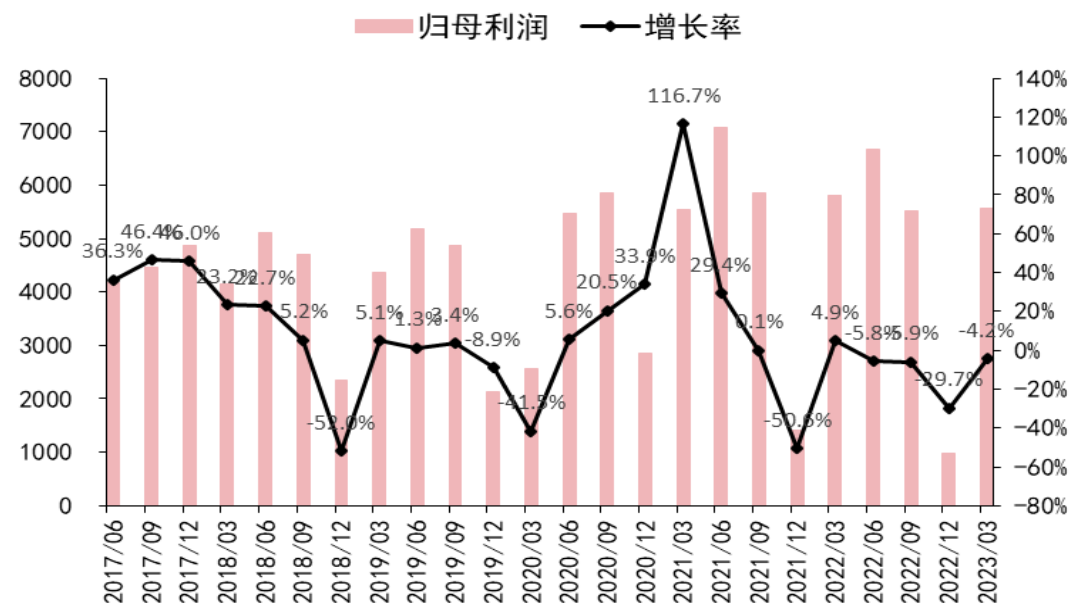
五矿期货

图18：全A非金融营业收入（亿元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图19：全A非金融归母净利润（亿元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

2023年第一季度营业收入同比增长4.05%，较第四季度的4.02%变化不大，低于去年三季度的6.57%。考虑到去年四季度受疫情影响较大，一季度的表现并不乐观，大部分行业的增速都较往年同期水平偏低。

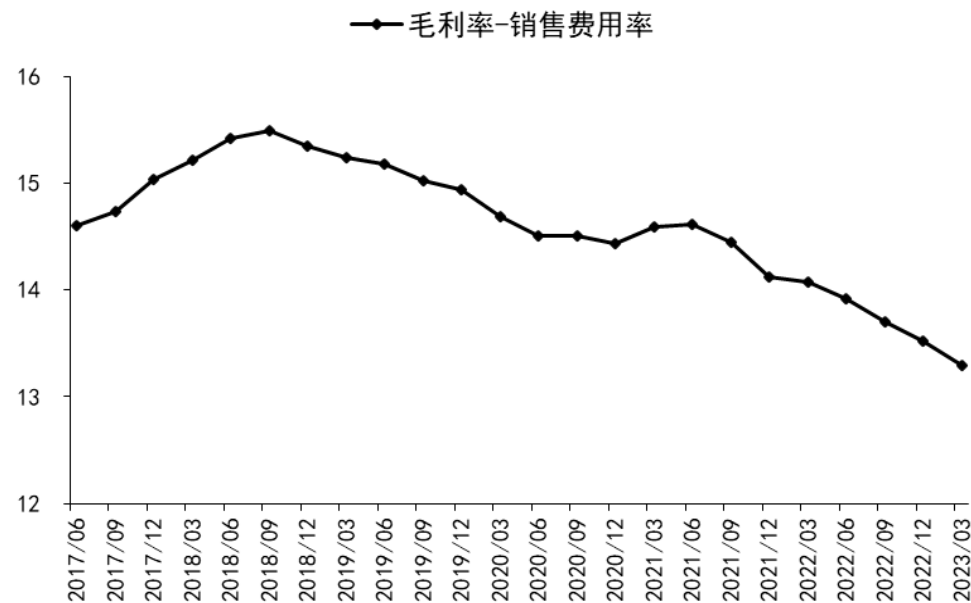
2023年第一季度归母净利润同比-4.2%，仍为负增长。主要原因是上游周期行业利润大幅下降，中下游制造业恢复偏慢。

利润表



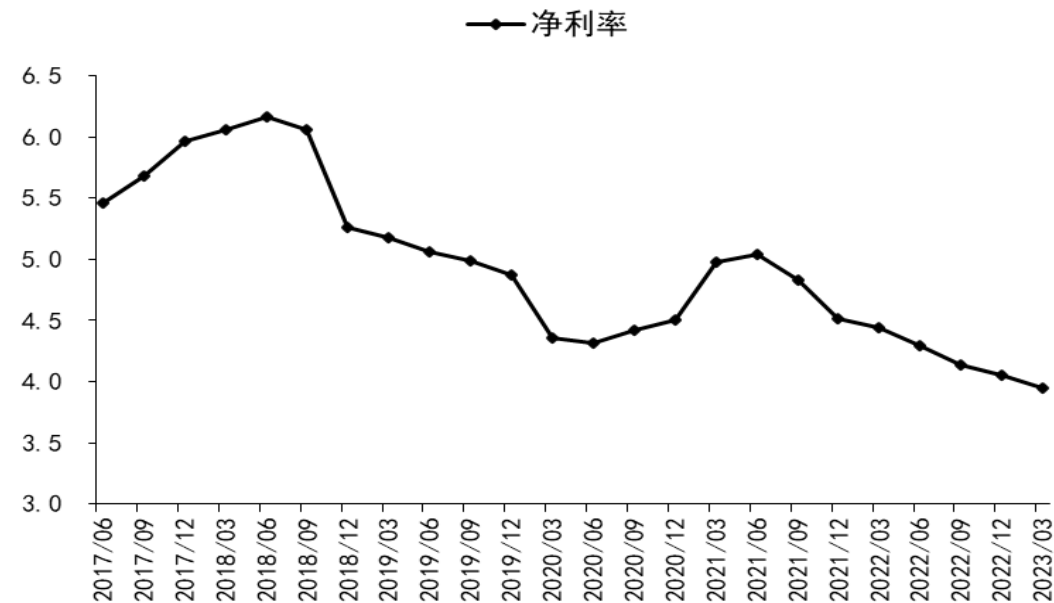
五矿期货

图20：全A非金融毛销差（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图21：全A非金融净利率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

2023年一季度毛销差和净利率延续去年的下降趋势，反映出企业在生产经营活动中的获利能力下降。

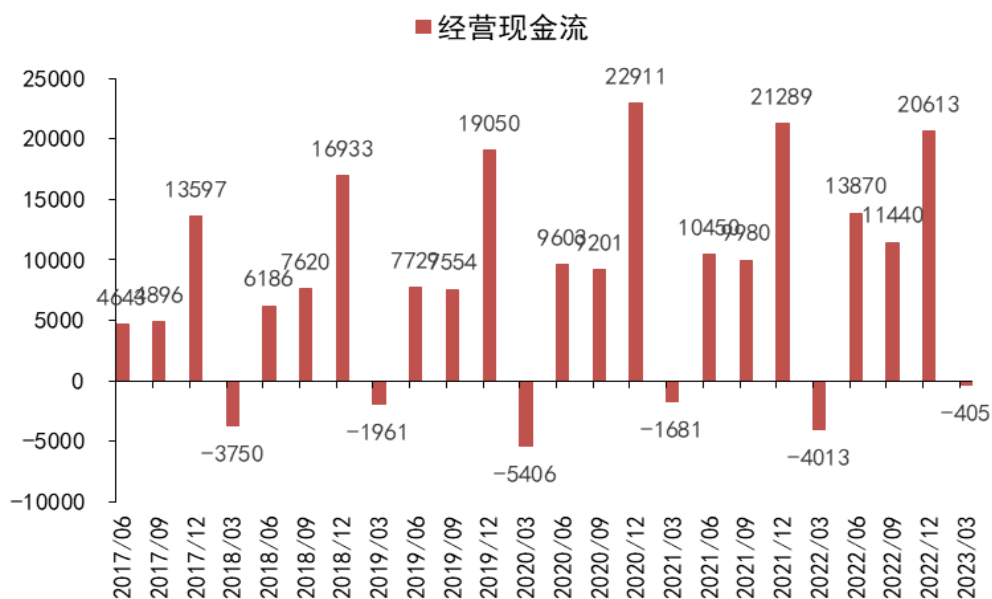
由于终端需求不足，大部分链条中的企业的利润率都有一定程度的下降。

现金流量表



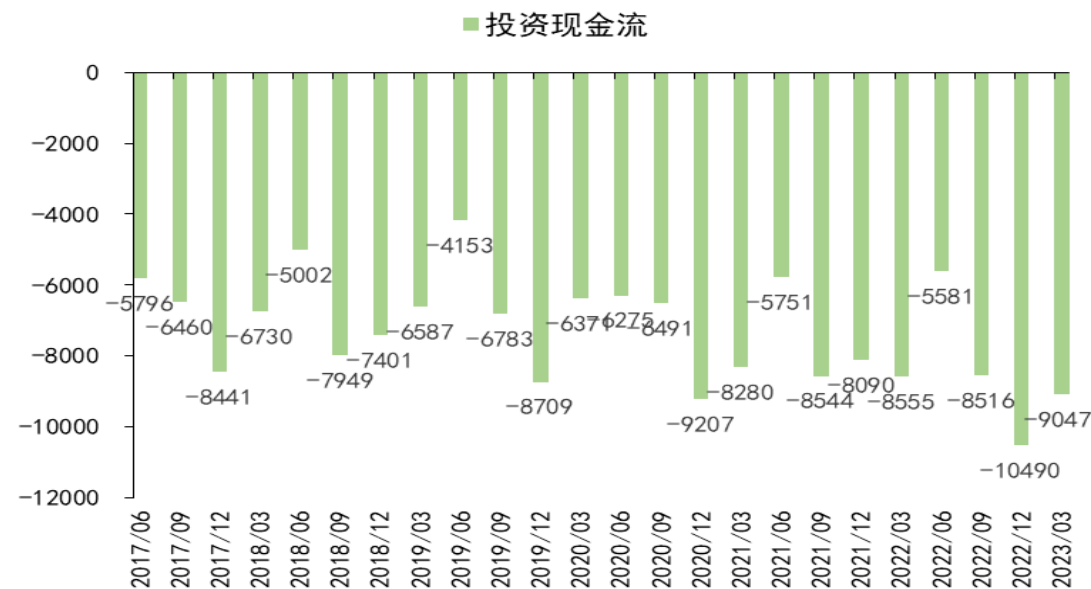
五矿期货

图22：全A非金融经营现金流（亿元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图23：全A非金融投资净现金流（亿元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

一季度经营现金流大幅好转，创下了最近6年最好的水平。随着大宗商品价格回落，现金流从上游行业向中下游制造业转移。

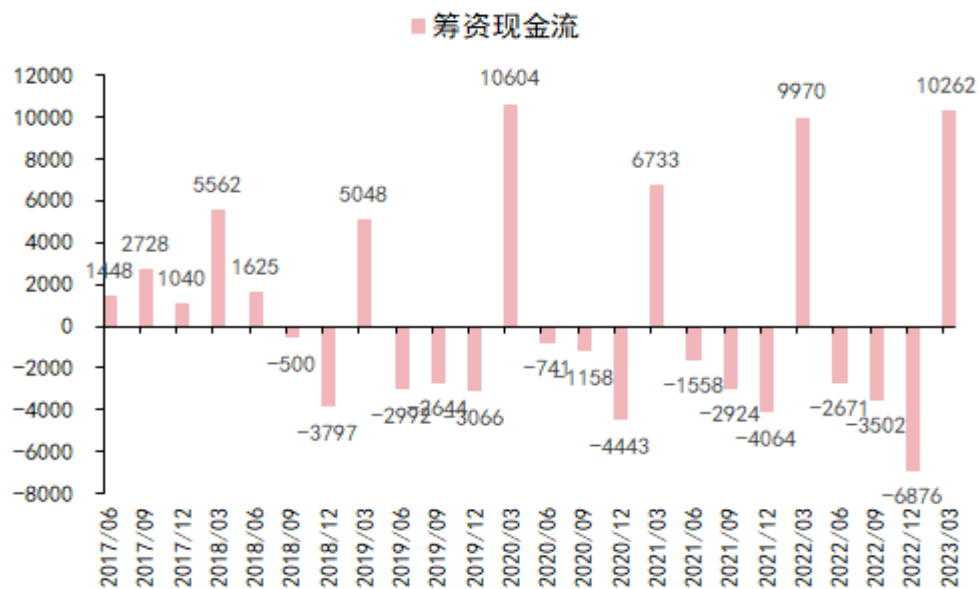
企业的资本开支加大，投资扩张。一季度投资明显增加的有：电力，家电，地产，机械设备，汽车；一季度投资明显减少的有：芯片，医药，军工，基建，建材，有色，黑色。

现金流量表



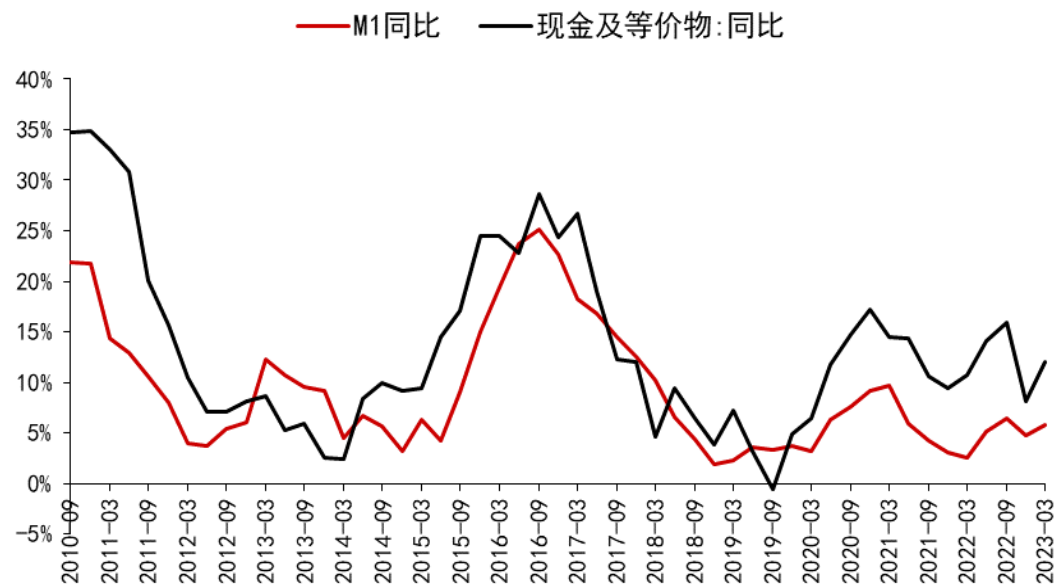
五矿期货

图24：全A非金融筹资现金流（亿元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图25：M1增速与全A非金融现金及等价物增速



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

去年大部分行业在收缩以及分红缩减股权资本，今年一季度筹资现金流改善。

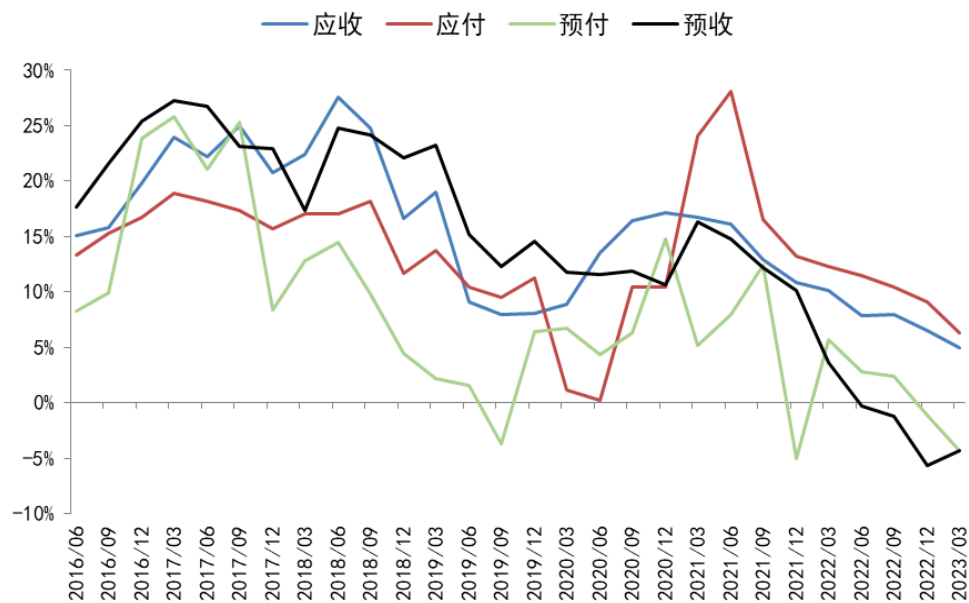
在经营和筹资现金流上升，投资现金流流出小幅增加的情况下，企业账面现金及等价物增速较四季度回升，但仍低于去年三季度，和M1增速的表现一致。

资产负债表



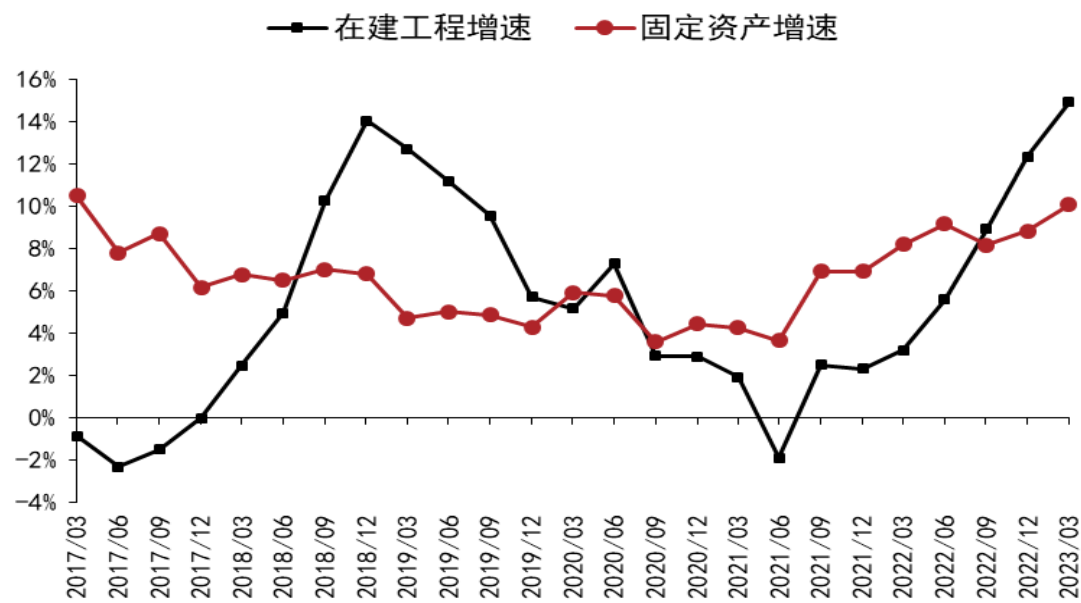
五矿期货

图26：全A非金融营运资产和营运负债增速



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图27：全A非金融固定资产和在建工程增速



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

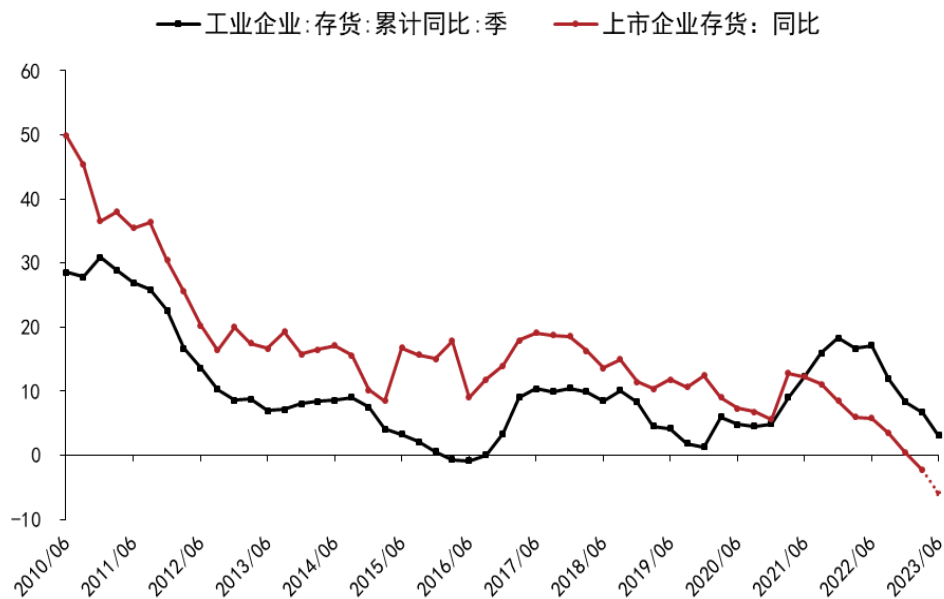
应收预付、预收应付等项目整体都在下滑，也就是说上市企业在收缩资产负债表，2021年是由地产行业带头的，2022年和2023年一季度其它行业也跟随收缩。前述投资现金流继续增长，对应固定资产和在建工程扩张。但行业分化很大，新能源和电力扩张很明显，其它行业比较平稳。

资产负债表



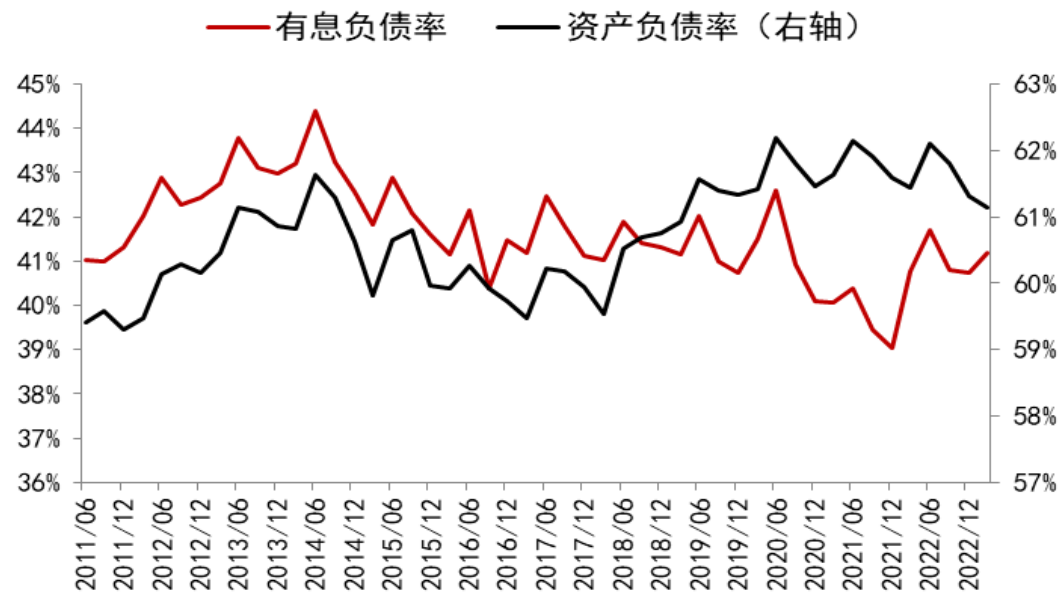
五矿期货

图28：全A非金融存货增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图29：全A非金融负债率



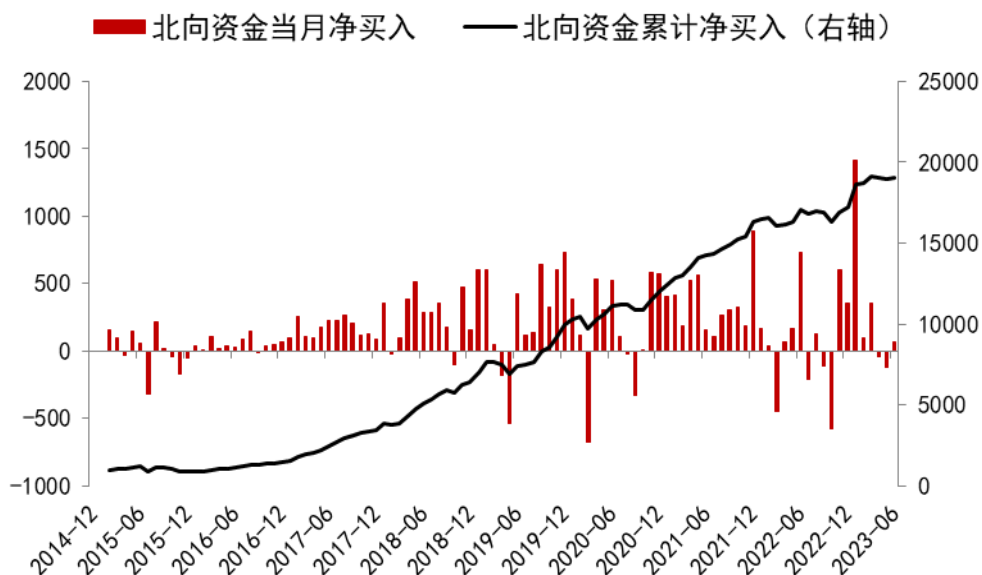
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

行业全面去库存，地产基建去化力度更大。

受缩表影响，资产负债率回落，有息负债率上升，无息资产（预付、应收、存货）回落更多。

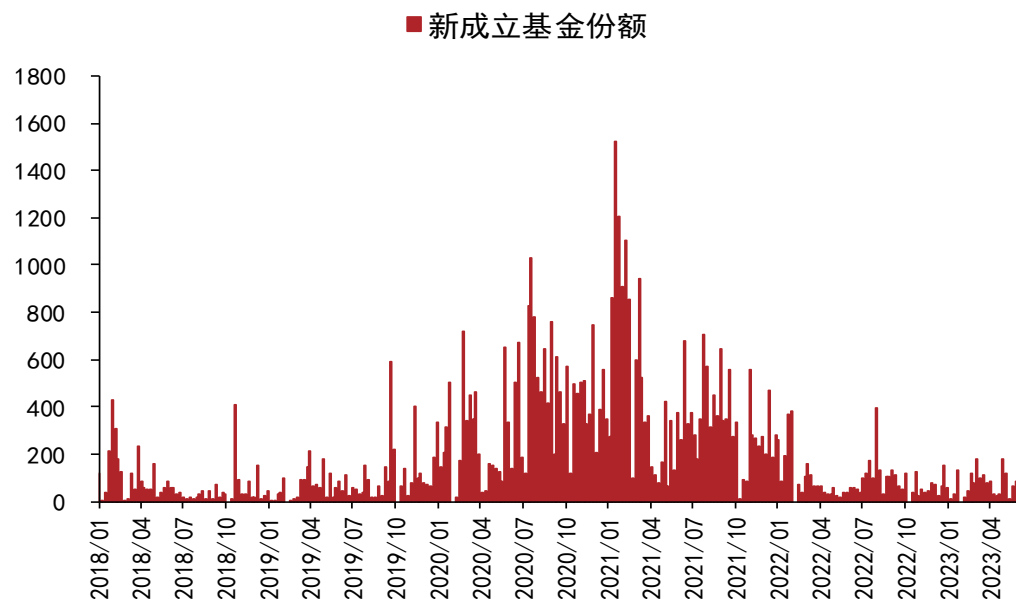
5 资金面

图30：外资净买入（亿元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图31：新成立偏股型基金份额（亿份）

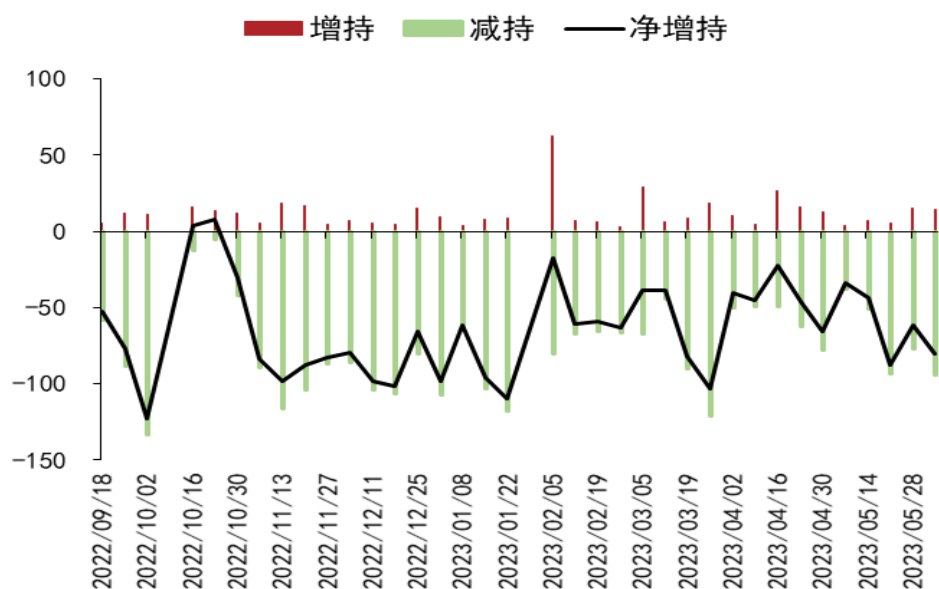


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

截至6月2日，今年以来外资累计净买入A股1760亿元，较去年同期的33亿大幅上升。但今年净买入主要集中在1月份，扣除1月份的1413亿后，可以发现2-5月外资更多的是在做短线交易。

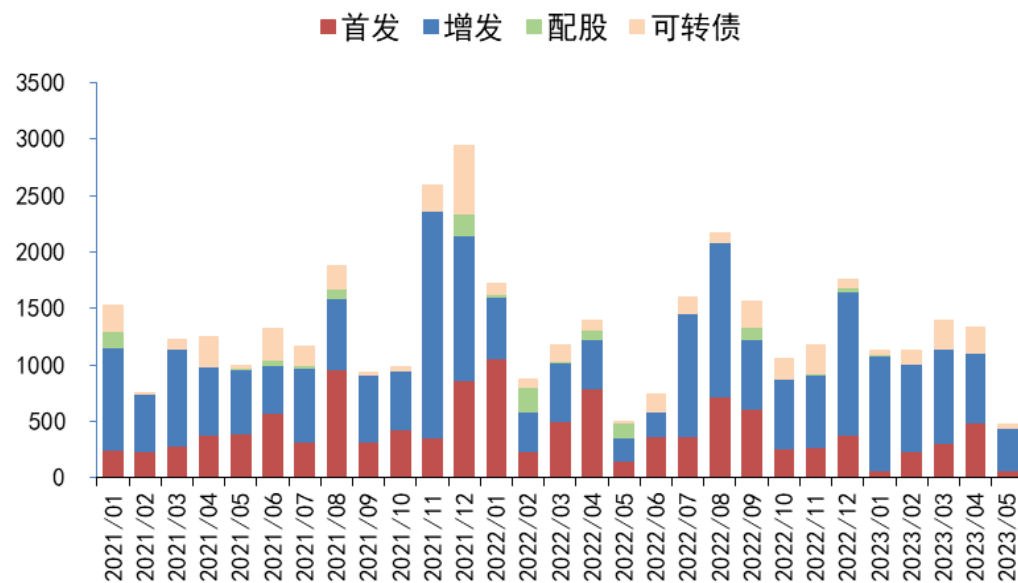
今年以来偏股型基金共计成立1625亿份，较去年同期的2047亿份下降，更远低于2021年同期的11684亿份，受此影响，基金重仓股表现普遍较弱。

图32：股东增减持（亿元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图33：股市融资金额（亿元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

今年以来股东净减持1698亿，高于2022年同期的1397亿，股市走强，股东减持意愿上升。

今年以来股市融资合计5448亿，低于2022年同期的5678亿。今年新股破发情况较多，融资环境较差。

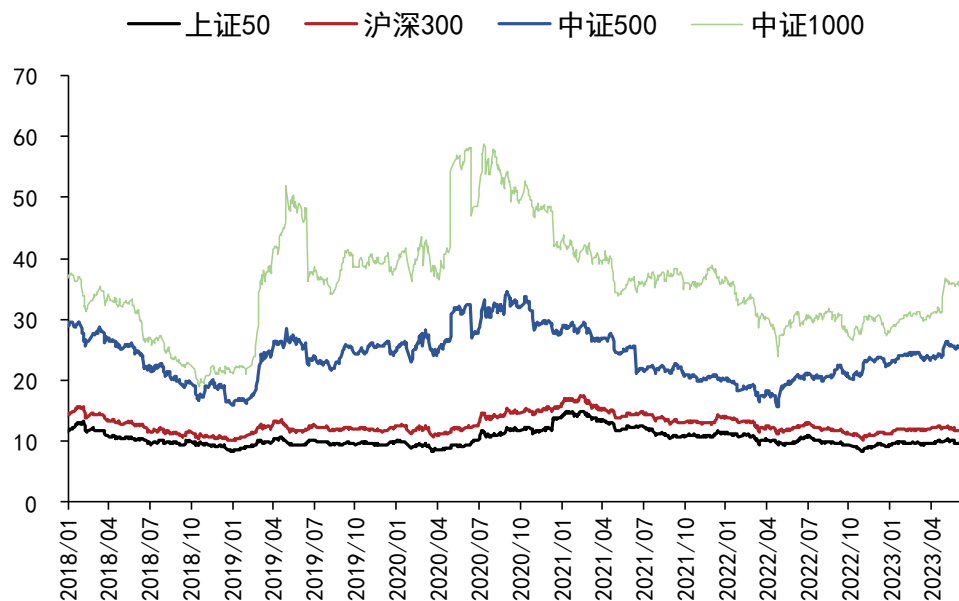
6 估值与基差

估值



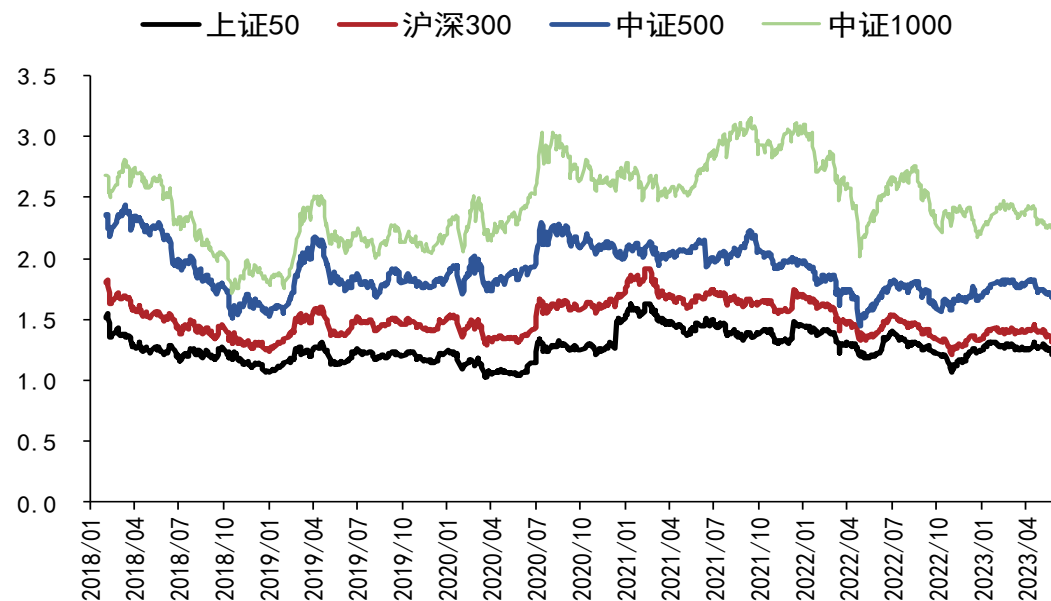
五矿期货

图34：市盈率



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图35：市净率



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

市盈率（TTM）：上证50为9.75，沪深300为11.85，中证500为25.65，中证1000为36.12。

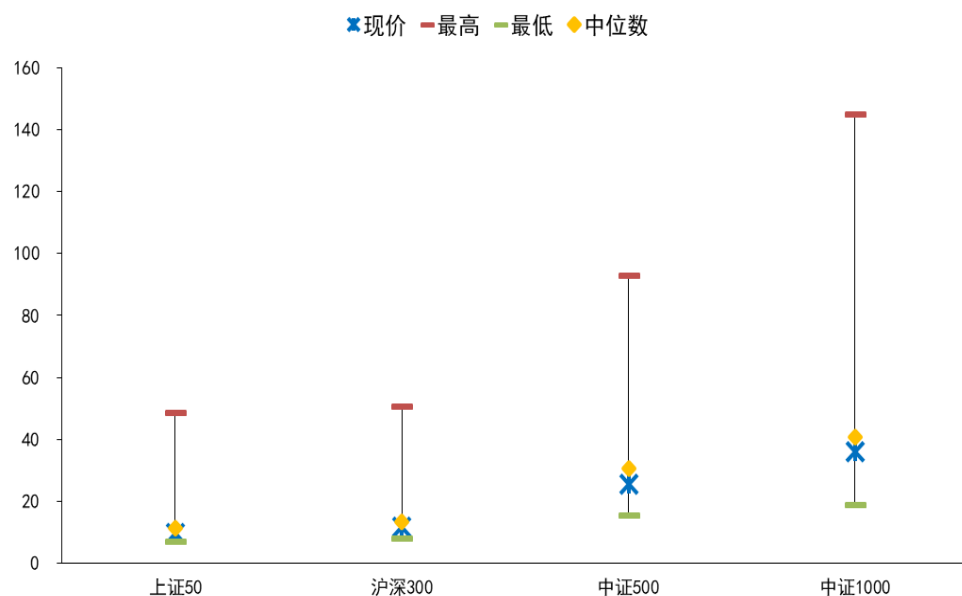
市净率（LF）：上证50为1.21，沪深300为1.33，中证500为1.71，中证1000为2.29。

估值分位



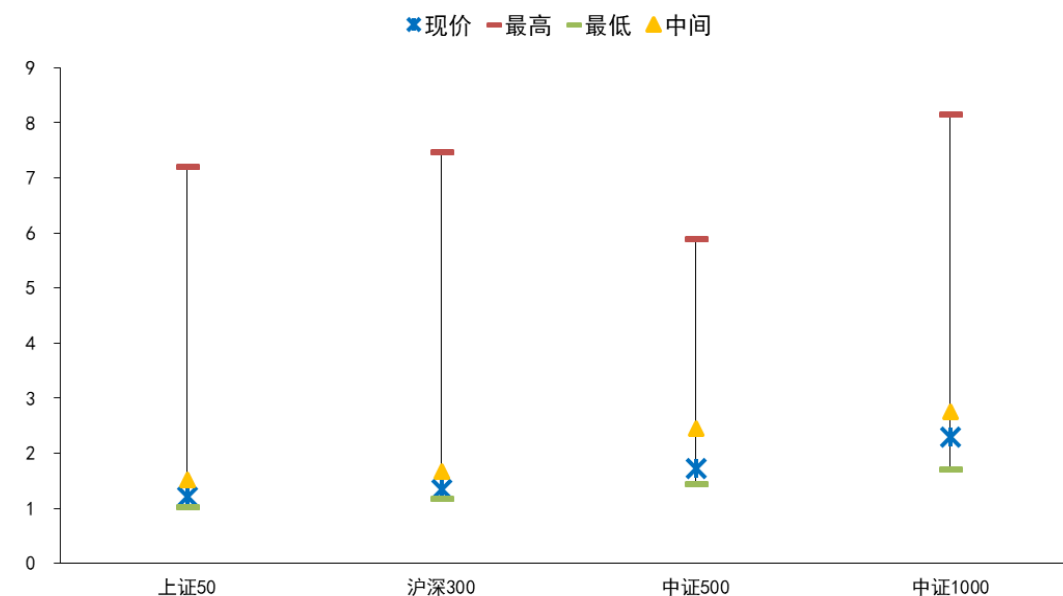
五矿期货

图36：2010年以来市盈率分位



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图37：2010年以来市净率分位



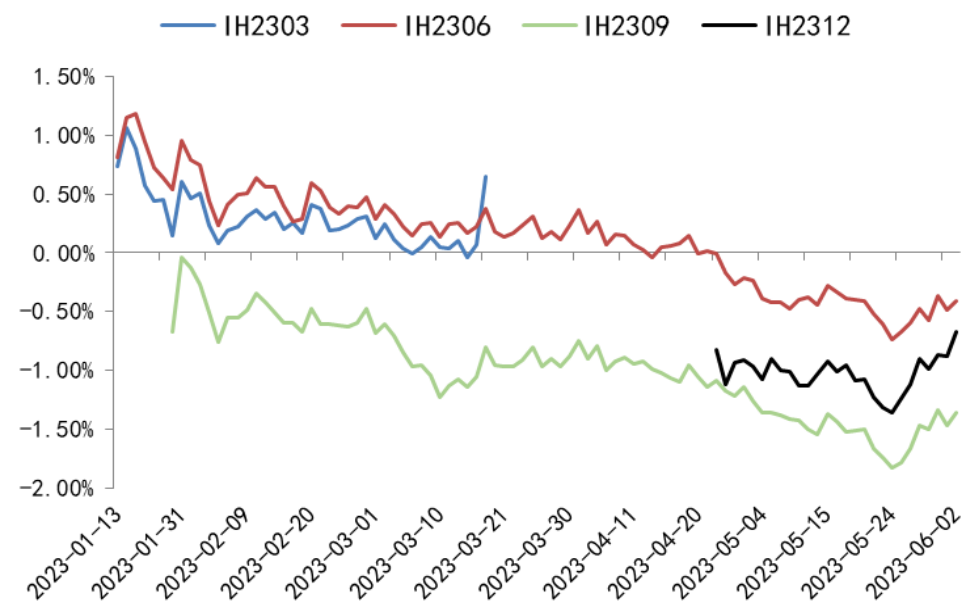
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

市盈率分位：上证50为26.57%，沪深300为27.95%，中证500为25.54%，中证1000为32.15%。

市净率分位：上证50为18.65%，沪深300为7.90%，中证500为6.14%，中证1000为20.12%。

当前各指数的估值均处于较低水平。

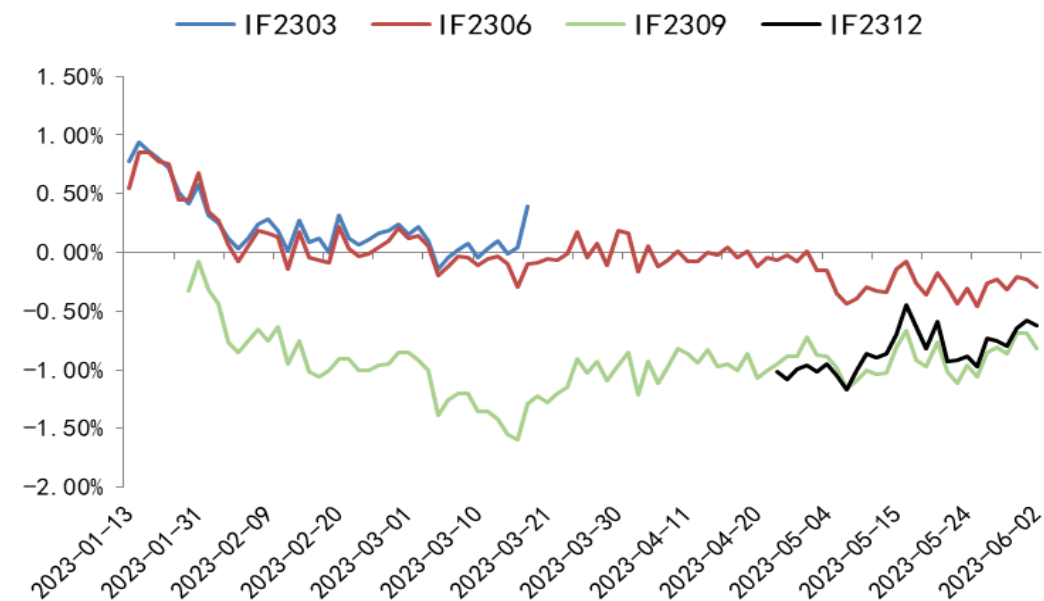
图38：IH季月合约基差



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

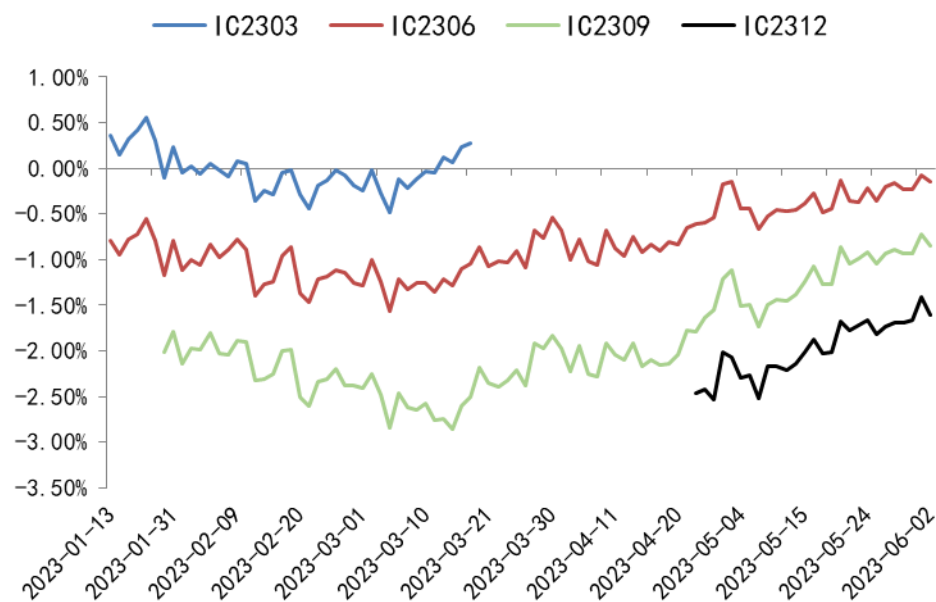
IH各合约在临近分红季贴水有所扩大，IF各合约贴水波动较小。

图39：IF季月合约基差



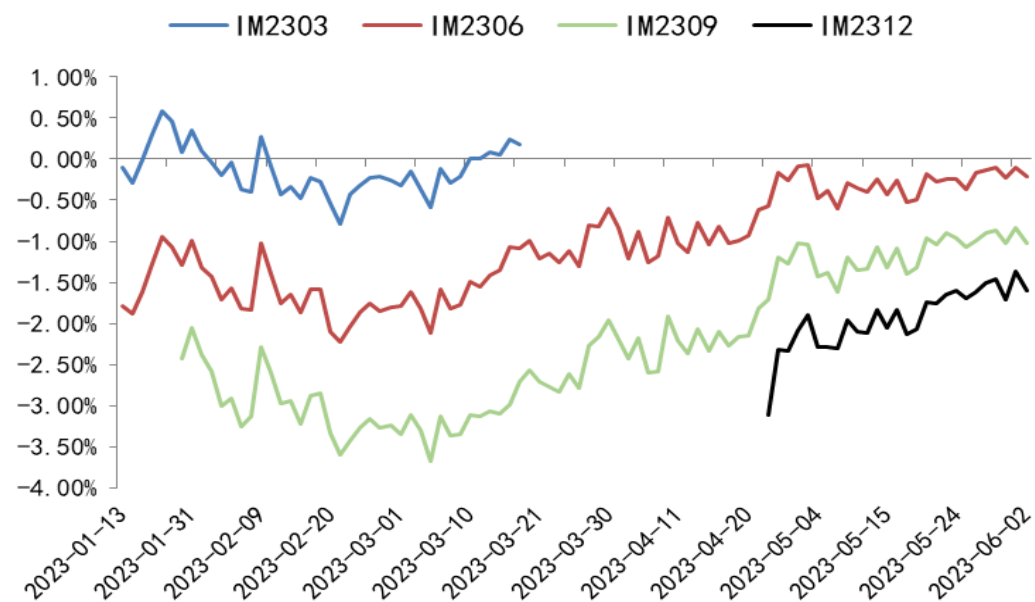
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图40：IC季月合约基差



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图41：IM季月合约基差

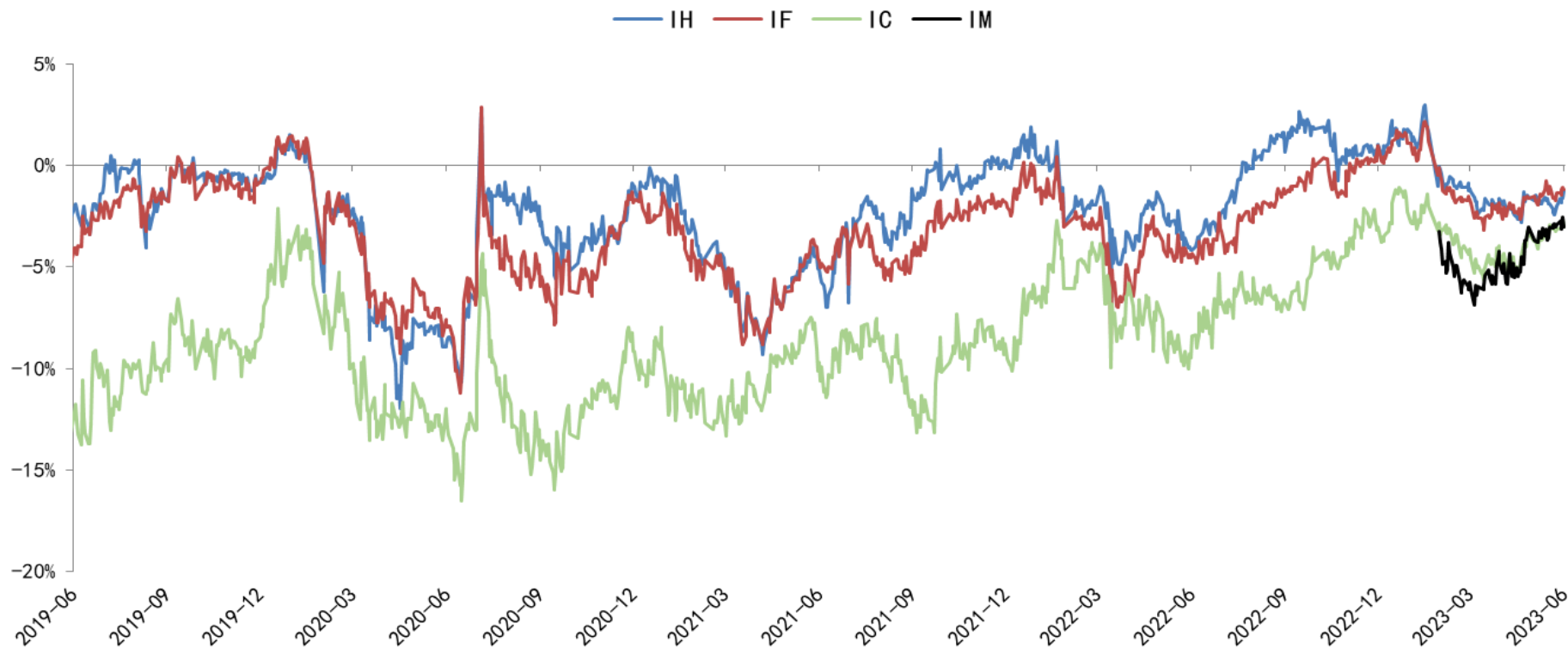


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

IC和IM期货的贴水较大，离合约交割日越近，贴水越小。

这两个品种对于“多头替代”策略较为有利，但对于“空头套期保值”策略较为不利。

图42：四个期货主力合约年化基差率



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

历史上，IC合约贴水较大，近一年有所减小。IM期货上市不足一年，但根据其特性，可推断与IC期货较为相似。而IH和IF的贴水相对较小，IH甚至有较多的时间出现了升水。

免责声明



五矿期货

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

公司联系方式



五矿期货

产 融 服 务 专 家 ， 财 富 管 理 平 台

网址: www.wkqh.cn

全国统一客服热线: 400-888-5398

总部地址: 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务: wkqhfw



官方微博