

夏佳栋

股指研究员

从业资格号：F3023316

交易咨询号：Z0014235

☎ 0755-23375130

✉ xiajd@wkqh.cn

经济稳增长与调结构的抉择

报告要点：

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。

股指：经济稳增长与调结构的抉择

1、2023 年上半年行情回顾

图 1：上证指数 2023 年 1 月-6 月（截至 2 日）走势图



数据来源：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。

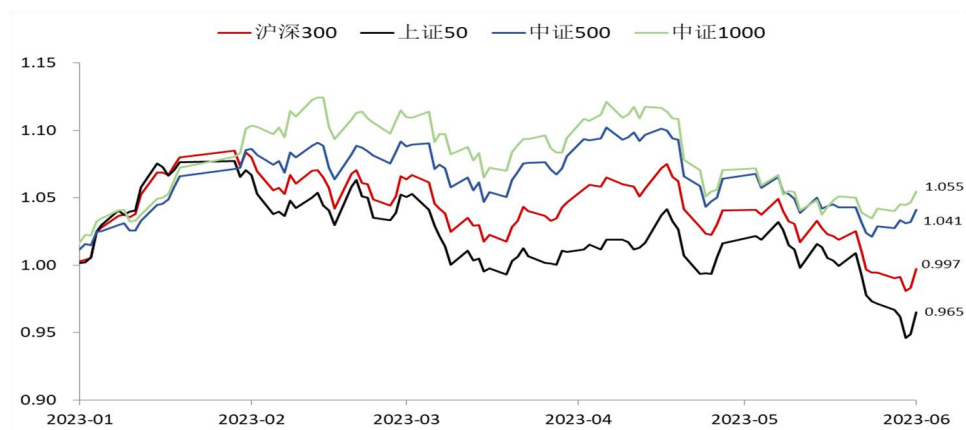
2-3 月份，国内经济复苏与美联储加息两条线主导行情走向，国内高频经济数据的小幅波动，以及美联储加息预期的频繁变化，都会影响 A 股的短期走势，缺少单边行情交易机会，股市波动幅度收窄。

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。

图2：四个指数“净值化”走势图



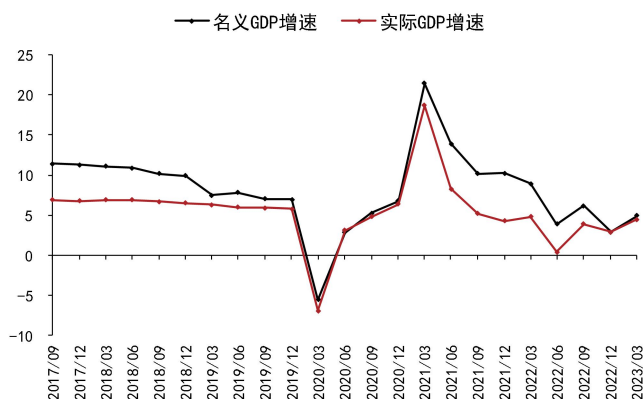
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

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。

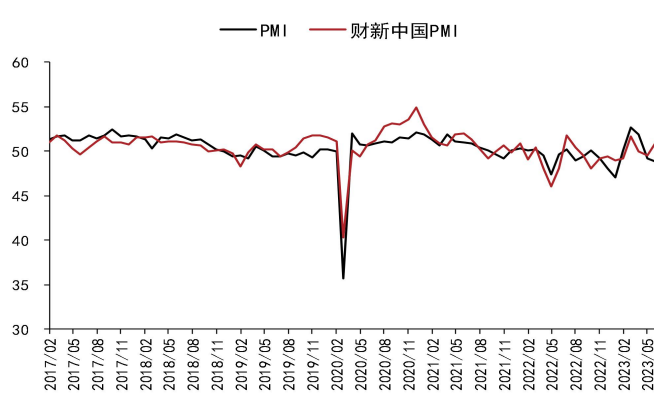
2、宏观经济与金融数据

图3：GDP增速(%)



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图4：PMI



数据来源：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。

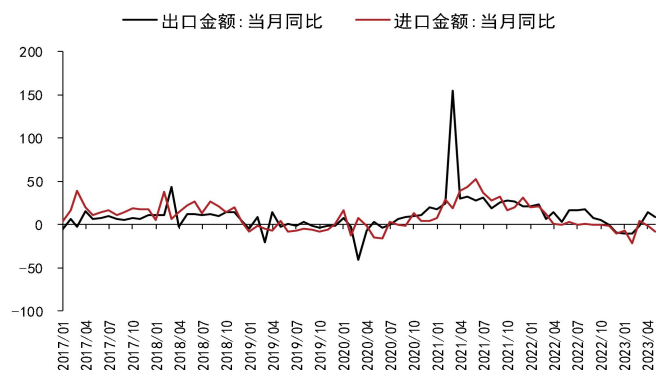
有观点认为一季度经济较好是因为疫情后需求集中释放，4-5月走弱才是真正的经济底色。PMI分项中，新订单、新出口订单、生产等多个分项下跌较为明显，显示出疫情对企业从生产端到销售端都造成了较大的影响。

图5：消费增速（%）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图6：进出口增速（%）

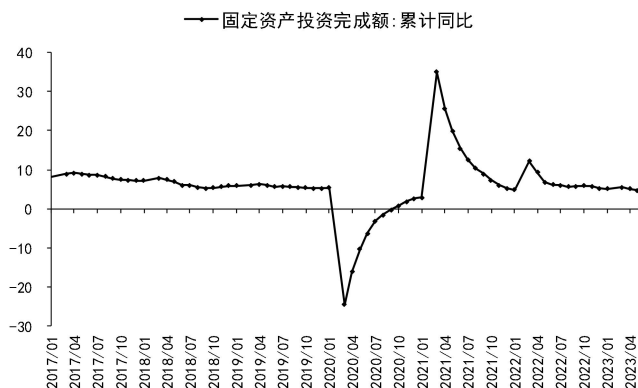


数据来源：WIND、五矿期货研究中心

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7：投资增速（%）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图8：制造业、房地产、基建投资增速（%）

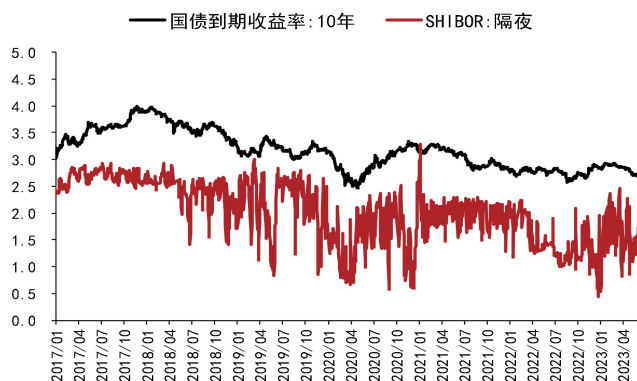


数据来源：WIND、五矿期货研究中心

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。

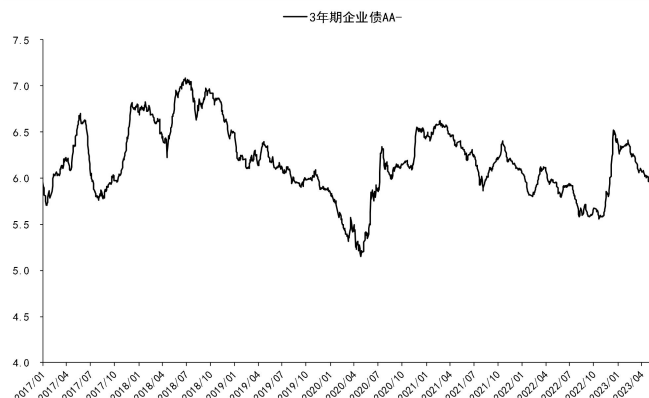
4月份政治局会议继续强调“房住不炒”，叠加地产商资产负债表收缩，若后续国家层面没有出台新的政策，地产行业可能会继续拖累整体经济。

图 9：国债利率和 Shibor 利率（%）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 10：企业债利率（%）



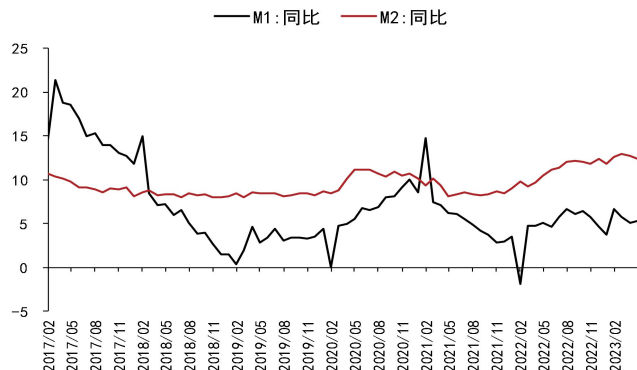
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

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。

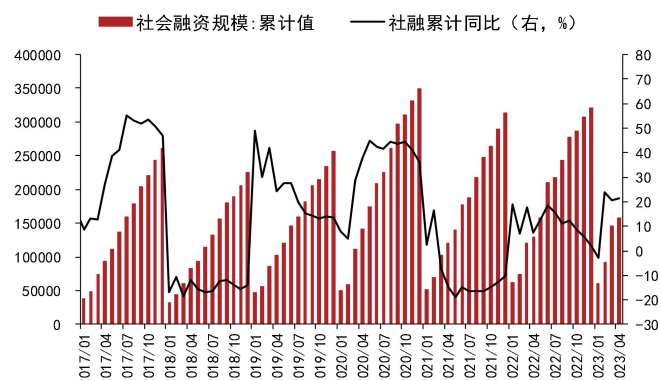
宏观流动性较为宽松，Shibor 利率大部分时间均低于 1.5%，在历史上处于较低水平。

图 11：M1 和 M2 增速（%）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 12：社会融资规模（亿元）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

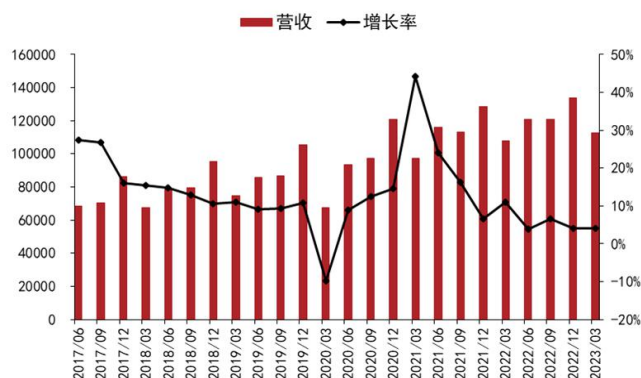
M1 增速上下波动，M2 增速处于高位，M1-M2 剪刀差仍大，反映出资金进入实体的意愿不高。

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。

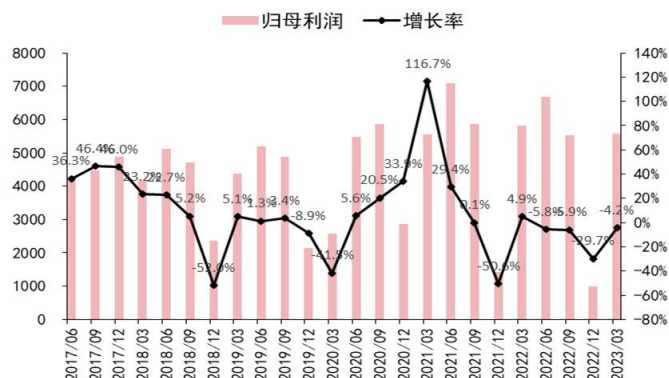
3、财务数据

图 13：全 A 非金融营业收入（亿元）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 14：全 A 非金融归母净利润（亿元）



数据来源：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，低于去年第三季度的 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。

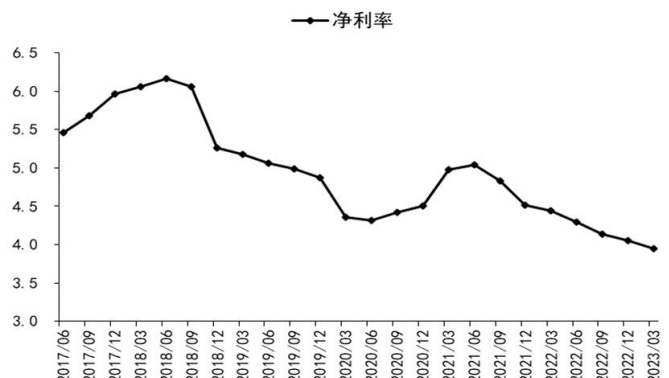
2023 年第一季度归母净利润同比-4.2%，仍为负增长。主要原因是上游周期行业利润大幅下降，中下游制造业恢复偏慢。

图 15：全 A 非金融毛销差（%）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 16：全 A 非金融净利率（%）

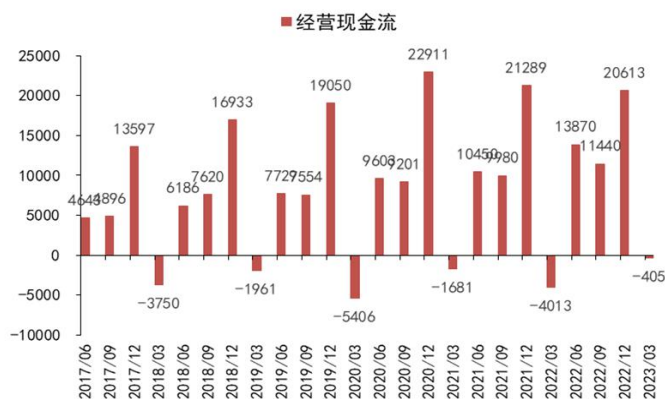


数据来源：WIND、五矿期货研究中心

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。

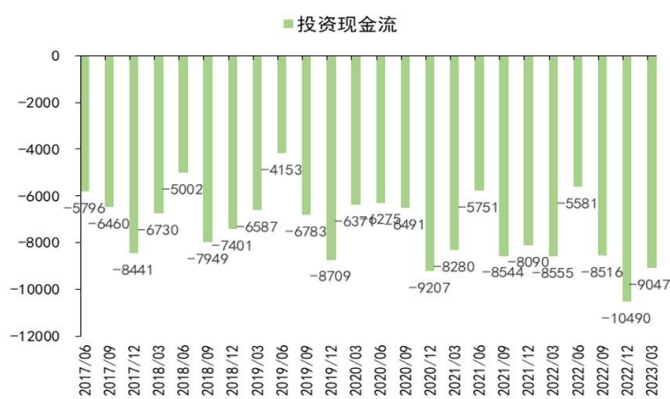
由于终端需求不足，大部分链条中的企业的利润率都有一定程度的下降。

图 17：全 A 非金融经营现金流（亿元）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 18：全 A 非金融投资净现金流（亿元）

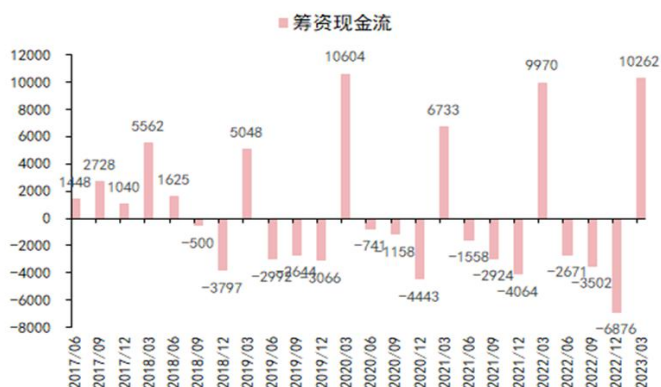


数据来源：WIND、五矿期货研究中心

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。

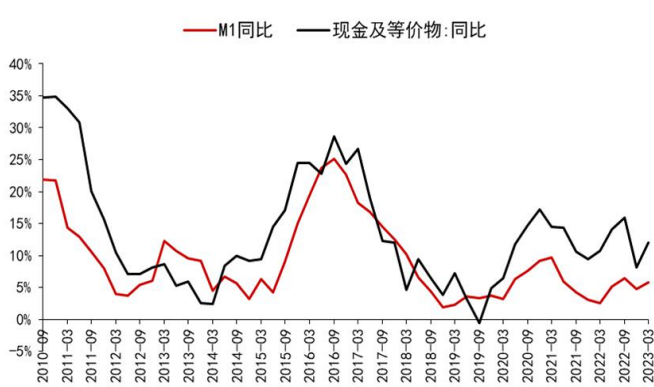
企业的资本开支加大，投资扩张。一季度投资明显增加的有：电力，家电，地产，机械设备，汽车；一季度投资明显减少的有：芯片，医药，军工，基建，建材，有色，黑色。

图 19：全 A 非金融筹资现金流（亿元）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 20：M1 增速与全 A 非金融现金及等价物增速

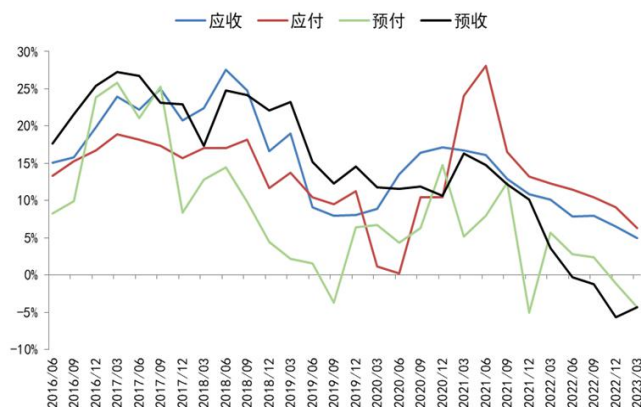


数据来源：WIND、五矿期货研究中心

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。

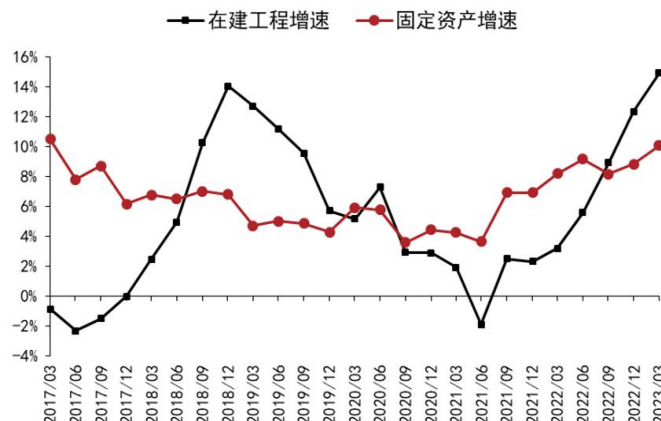
在经营和筹资现金流上升，投资现金流流出小幅增加的情况下，企业账面现金及等价物增速较四季度回升，但仍低于去年三季度，和 M1 增速的表现一致。

图 21：全 A 非金融营运资产和营运负债增速



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 22：全 A 非金融固定资产和在建工程增速

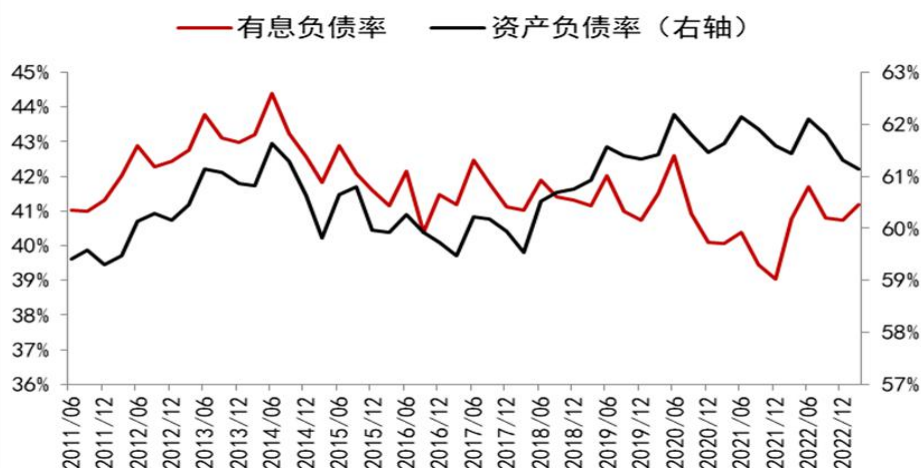


数据来源：WIND、五矿期货研究中心

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。

图 23：全 A 非金融资产负债率和有息负债率



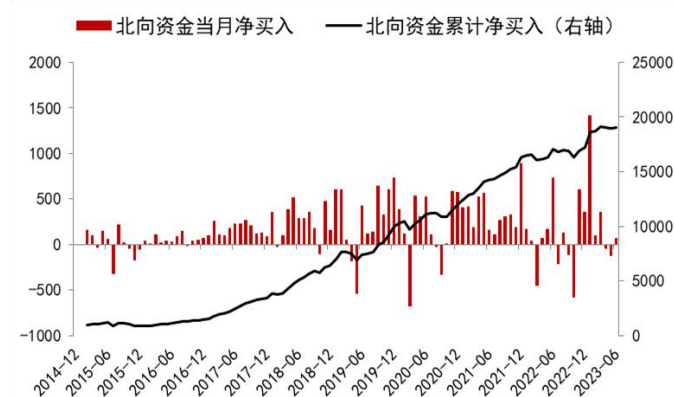
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

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。

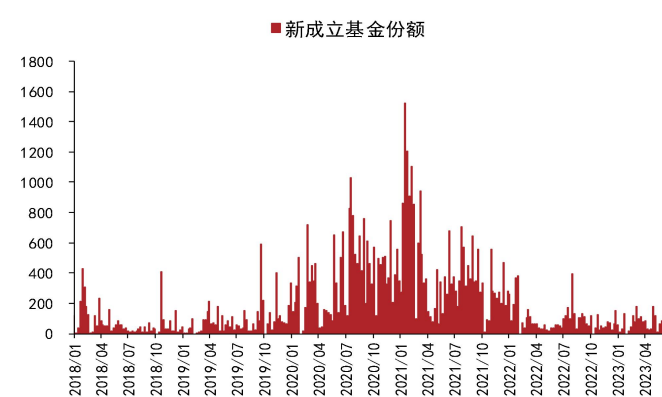
4、资金面

图 24：外资净买入（亿元）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 25：新成立偏股型基金份额（亿份）



数据来源：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。

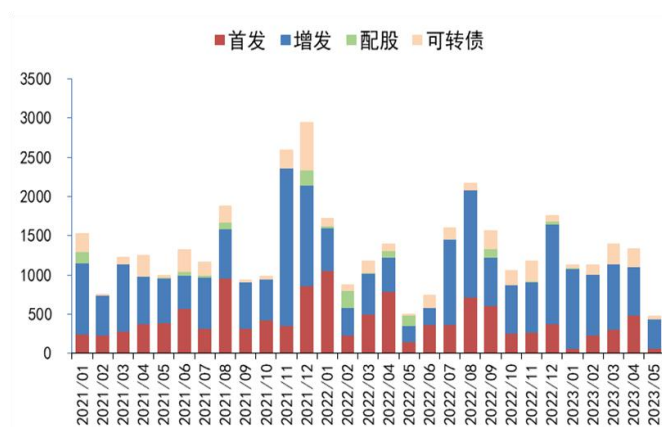
今年以来偏股型基金共计成立1625亿份，较去年同期的2047亿份下降，更远低于2021年同期的11684亿份，受此影响，基金重仓股表现普遍较弱。

图 26：股东增减持（亿元）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 27：股市融资金额（亿元）



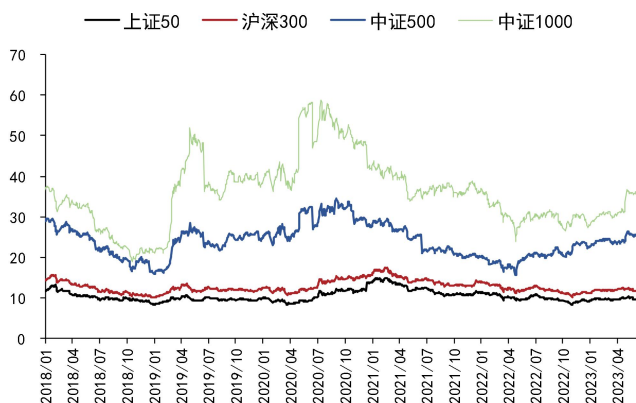
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

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。

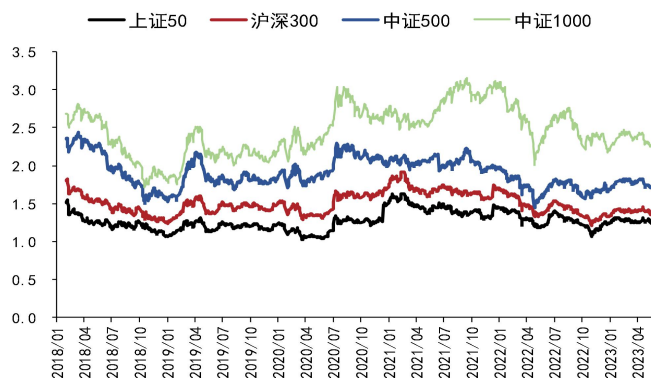
5、估值

图 28：市盈率



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 29：市净率

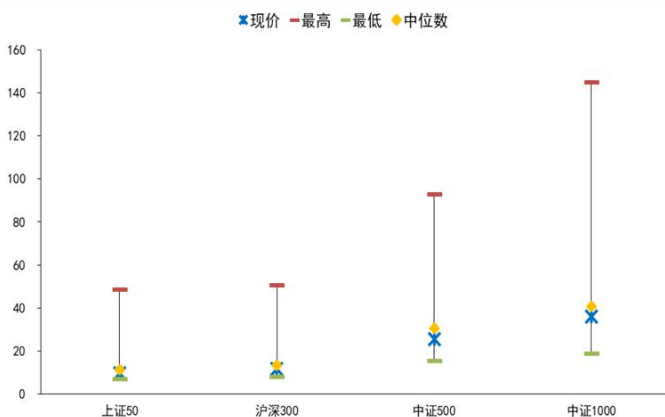


数据来源：WIND、五矿期货研究中心

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。

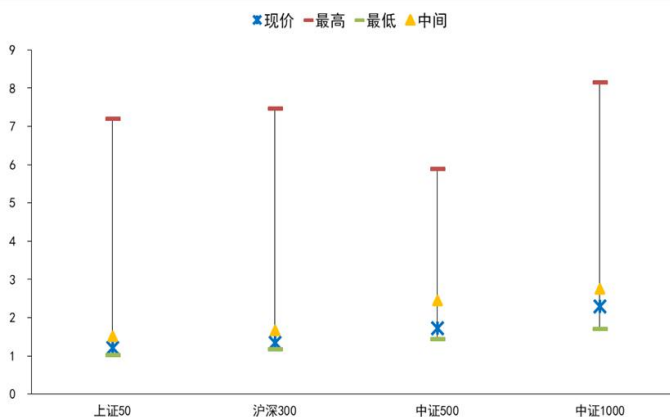
市净率 (LF)：上证 50 为 1.21，沪深 300 为 1.33，中证 500 为 1.71，中证 1000 为 2.29。

图 30：2010 年以来市盈率分位



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 31：2010 年以来市净率分位



数据来源：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。

免责声明

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。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn