

投资咨询资格号：
证监许可[2012]112

股指期货品种
半年报

2022年6月26日

分析师

分析师：张月
宏观与金融期货分析师
期货从业资格：F03087913
投资咨询资格：Z0016584

联系电话：13472807758
E-mail: zhangyue@ztqh.com
客服电话：400-618-6767
公司网址：www.ztqh.com

中泰期货研究所



中泰期货服务号



概述

- **股指行情展望：**在先后经历美联储加息、俄乌冲突以及国内疫情反弹三重冲击之后 A 股市场韧性和配置价值已经非常突出，4 月底到现在 A 股市场呈现出独立强势反弹格局的关键性驱动因素在于国内疫情风险明显缓释同时经济数据显示国内修复式反弹动能偏强，宽松流动性环境推动 A 股市场估值修复。**展望下半年，我们对 A 股市场持谨慎乐观观点，关键指数或将呈现偏强震荡格局，但是并不具备走向全面牛市的强驱动，结构行情或仍将持续。**驱动逻辑上，基本面角度来看，海外通胀仍居高位且多重因素导致下半年通胀中枢难以快速下行，海外经济体滞胀风险明显加大，国内通胀相对温和，PPI 与 CPI 剪刀差延续收窄态势，稳增长政策持续发力背景下国内经济有望走出衰退并步入弱复苏阶段，然而下半年国内经济的修复斜率以及高度仍然受到强制约，地产投资未稳、出口下行压力增大、国内消费修复缺少强推动，本轮经济复苏强度与 2020 年疫情阶段相比存在较大差距。**流动性与估值角度来看，流动性环境方面：**上半年中美经济周期错位背景下货币政策呈现出明显背离，具体表现为外紧内松，考虑到美联储年内货币政策明确转向抑制通胀而国内货币政策定位明显转向稳定经济增长，美国 5 月份通胀数据再创新高、后续通胀走势尚存较大不确定性，我们预期外松内紧的流动性分化特征仍将继续呈现；**估值方面：**经历过今年上半年的持续震荡调整，A 股市场整体估值纵向比较来看处于历史偏低分位数水平，横向比较来看处于全球主要权益市场中等水平。**资金面角度来看，**上半年 A 股市场资金层面整体维持紧平衡状态，偏股型基金发行遇冷、北上资金流入不及预期而注册制背景下首发融资规模超季节性表现，展望下半年我们认为伴随 A 股市场持续反弹偏股型基金发行或将转热同时北上资金流入积极性或明显提高，A 股市场资金面边际向好程度或超市场预期。综上，分子端下半年国内经济有望步入弱复苏，上市公司盈利增速或将触底反弹，分母端国内流动性环境大概率维持宽松态势，A 股市场估值优势明显，同时 A 股市场资金面边际向好转变程度或超市场预期，因此我们对 A 股市场整体持谨慎乐观观点，伴随国内经济步入弱复苏，宽松流动性环境助推估值端有效修复。
- **策略推荐：****股票市场方面：**经济步入弱复苏+流动性宽松的组合使得上半年调整幅度更大的成长板块性价比价值板块更优，同时高景气赛道也仍然是资金追捧的热点，整体更加利好中证 500 和中证 1000；**股指期货交易策略：**单边策略可以考虑逢低试多为主，品种上 IC 更加占优；跨品种套利策略建议三季度考虑以多 IC 空 IF/IH 为主，跨期套利策略可以考虑关注 IC 品种的正套机会。**股指期权交易策略：**基于股指偏强震荡的方向性研判结论，股指期权单腿策略我们建议可以考虑逢低卖沽为主；现券投资者可以考虑布局保护性看跌策略；期权价差套利可以考虑牛市看涨价差策略。
- **风险提示：**国内疫情再度大幅蔓延 中美关系超预期走恶 俄乌局势明显升级

经济步入弱复苏，A股市场估值存修复空间

——2022年股指期货半年报

一、上半年A股市场行情回顾

1、上半年A股市场整体弱势震荡下行、4月底开始独立强势反弹

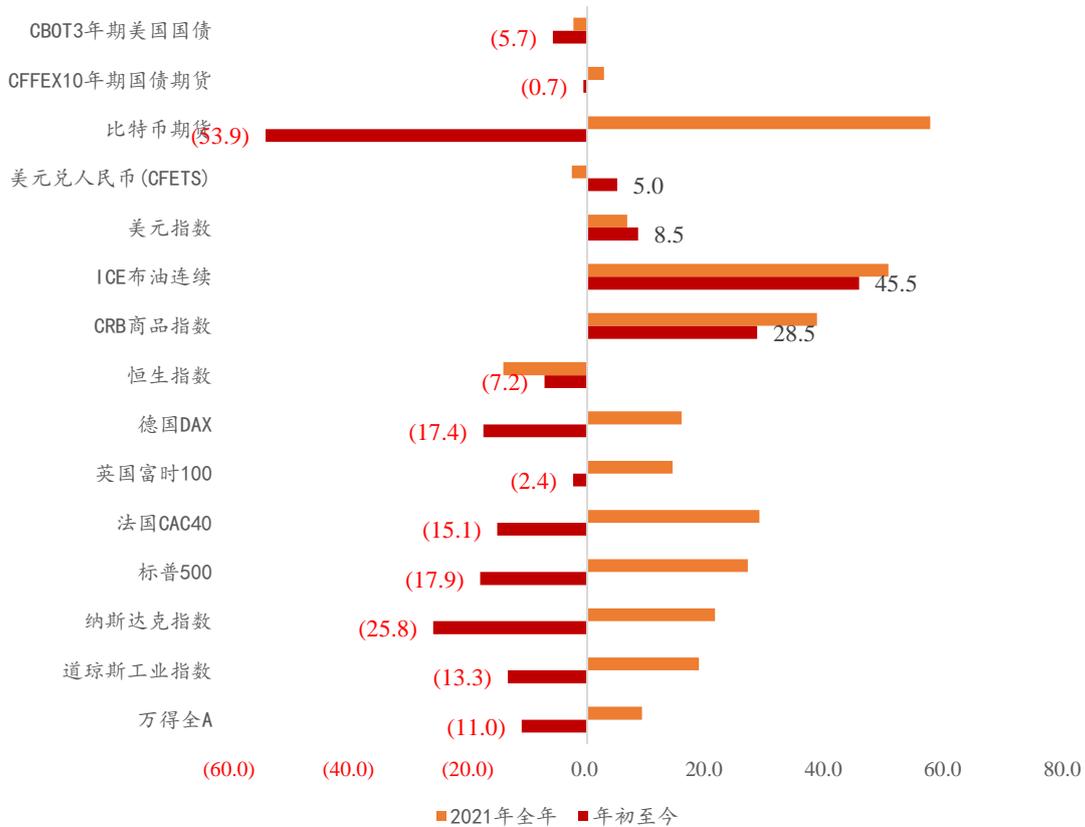
- 大类资产角度来看，截至2022年6月24日，全球主要大类资产可交易标的的收益率表现整体呈现为虚拟货币<股票<债券<美元<商品，美元指数涨幅接近10%而CRB商品指数涨幅超过30%，主要国家权益市场关键股指普遍呈现下跌格局，其中美股纳斯达克和标普500指数更是跌幅靠前，股票资产年初至今的整体表现与去年全年形成鲜明对比。
- 2022年上半年A股市场整体呈现弱势震荡下行格局，节奏上以上证综指为例经历了三波快速下行和一波反弹上行，其中三波快速下行分别发生在1月中下旬、3月上中旬和4月中下旬，三波下行过程中上证综指以及创业板指最大回撤幅度已经超过2018年和2020年，反弹上行波段则是从4月底持续到现在。截至6月24日，上证综指下跌7.97%报收3349.75点，期间一度失守2900点最低至2863.65点，深证成指下跌14.61%报收12686.03点，创业板指下跌14.99%报收2824.44点，上证50、沪深300、中证500分别下跌9.15%、11.04%和13.47%报收2974.75点、4394.77点和6368.28点。申万一级28个行业多数收跌，其中电子、传媒、计算机、国防军工等跌幅靠前。

图表1：上证综指上半年先后出现三波下行和一波反弹上行（点）



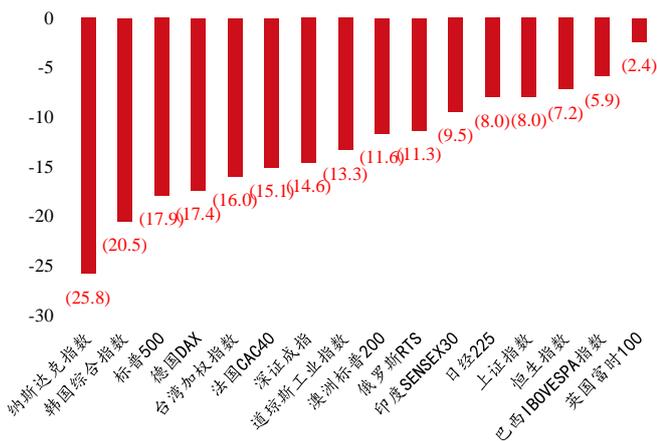
来源：Wind，中泰期货整理 数据截至2022年6月19日

图表 2：全球主要大类资产收益率表现 (%)



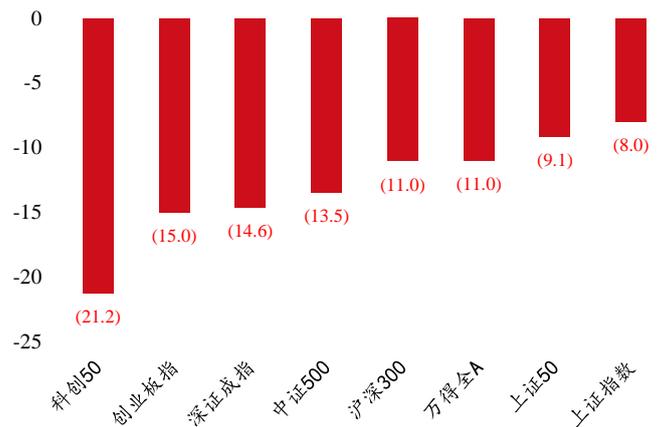
来源：Wind，中泰期货整理 数据截至 2022 年 6 月 24 日

图表 3：全球主要股指涨跌幅 (%)



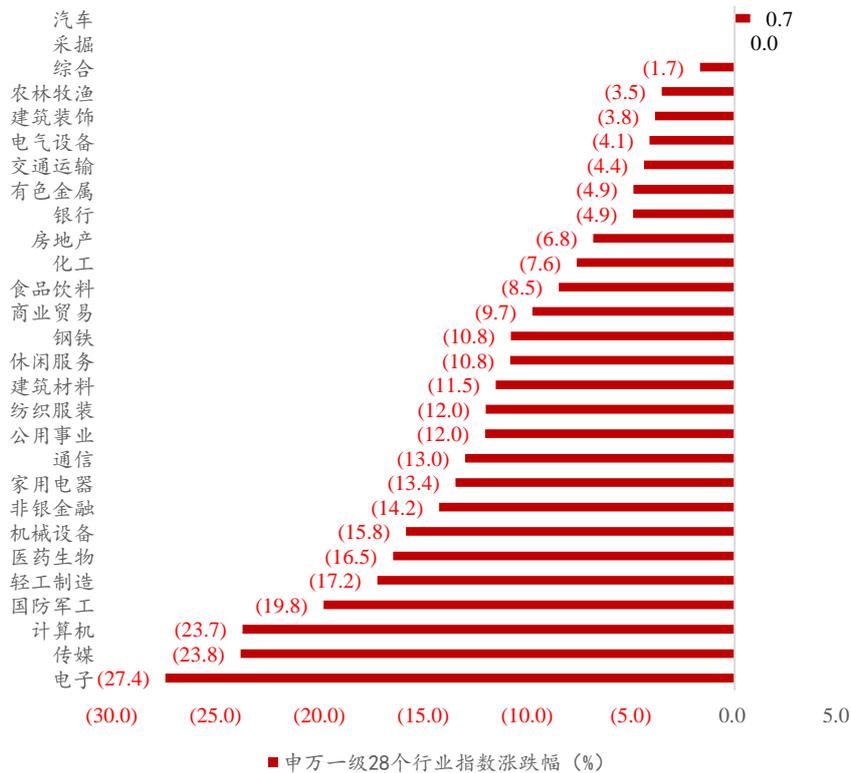
来源：Wind，中泰期货整理 数据截至 2022 年 6 月 24 日

图表 4：A 股关键指数涨跌幅 (%)



来源：Wind，中泰期货整理 数据截至 2022 年 6 月 24 日

图表 5：申万一级 28 个行业涨跌幅 (%)



来源：Wind，中泰期货整理 数据截至 2022 年 6 月 24 日

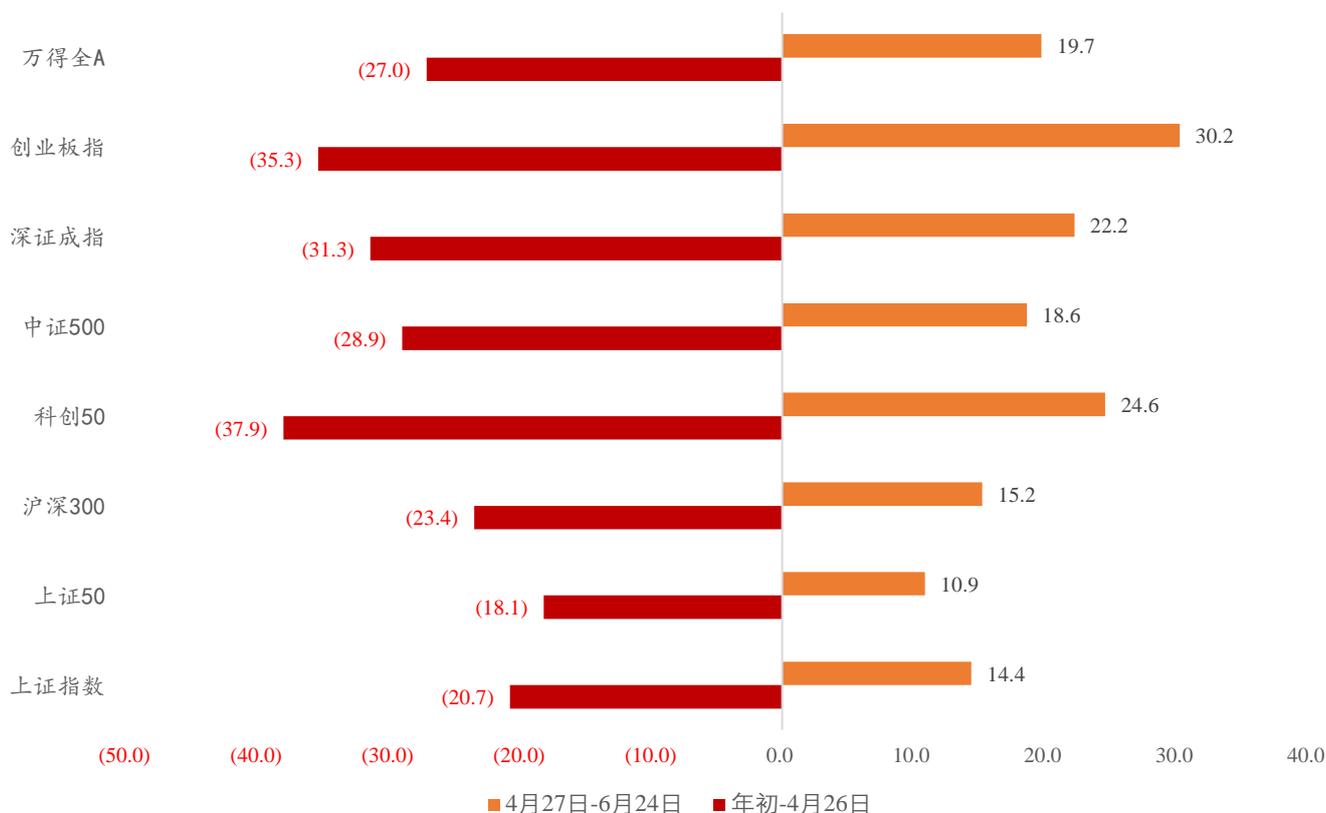
2、上半年 A 股市场主要驱动因素

- 驱动上证综指年初至今的三波大幅下行的关键因素在于 A 股市场先后经历了美联储加息、俄乌冲突以及国内疫情反弹三重冲击。具体来看，**美联储加息方面**，去年下半年开始美联储货币政策开始转向并于 12 月份宣布将加速 Taper，在此背景下，作为全球资本市场估值定价之矛的美债利率自 12 月份议息会议开始快速上行，美股尤其是纳斯达克指数跌幅明显且风险资产避险情绪迅速蔓延至新兴市场，这在一定程度上能够解释 A 股市场自 12 月下旬至年前的第一波下跌；**俄乌冲突方面**，俄乌问题自去年 11 月份就开始显现，当时乌克兰和美国政府称俄罗斯在与乌克兰交界地区集结大量部队并可能“入侵”乌克兰，期间俄方多次否认入侵并强调北约活动威胁俄边境安全且向美国和北约分别提交双边安全保证协议草案，但是市场普遍预期双方不会发生实质性战争，然而 2 月下旬开始俄乌局势急转直下并爆发了实质性战争，欧美集中性出台对俄制裁，国际资本市场避险情绪陡升，俄罗斯股市崩盘并带动多国股市联动下挫，这在一定程度上能够解释 A 股市场在 3 月初的第二波下跌；**国内疫情反弹方面**，3 月中旬开始国内疫情持续蔓延风险加大，疫情防控压力明显增大，各地普遍升级疫情防控举措，其中疫情形势最严峻的上海于 3 月末开始进行全域静态管理，全国日度新增确诊数据数据伴随上海疫情演绎呈现出快速上行走势，3、4 月份经济数据明显回落，稳增长政策推出节奏不及预期背景下市场对国内经济下行压力担忧情绪明显

增强，市场做空动能再度集中并引发权益市场微观流动性出现问题，个别交易日中下跌成为进一步下跌的理由，市场非理性抛售特征较为明显。

- **驱动 A 股自 4 月底开始独立于持续回调的海外权益市场呈现强势反弹格局的关键性因素在于国内宏观政策底逐渐明晰且稳增长政策推出节奏在 5 月份明显加快同时国内疫情风险已经明显缓释，疫情控制和政策提速落地使得市场极度悲观情绪边际向好转变，宽松流动性环境推动历史极低估值水平得到修复。可以看到 4 月底至今 A 股反弹过程中关键指数上涨幅度都较为明显，其中前期跌幅最大的科创 50 和创业板指的反弹幅度最大且超过 20%。**

图表 6：全球主要大类资产收益率表现 (%)



来源：Wind，中泰期货整理 数据截至 2022 年 6 月 24 日

二、股指下半年关键性驱动因素展望

1、基本面：国内疫情缓释，经济有望转向弱复苏，上市公司盈利底有待确认

- **国内疫情方面**，今年年初至今新冠疫情散点频发情况持续发生，其中涉及到多个城市和地区，3 月份下旬开始上海疫情集中性爆发，全国层面疫情风险明显放大，各地疫情防控举措出现大幅升级其中上海市实行全域静态管理，在“动态清零”政策指导下，全国日度新增确诊数据于 4 月 28 日录 5646 例为 3 月以来最高值，全国日度新增无症状感染者病例于 4 月 13 日录 26420 例为 3 月以来最高值，除上海地区外的全国其他地区日度新增确诊数据于 3 月 14 日录 3486 为 3 月以来最高值，日度新

增无症状感染者病例于4月2日录3903例为3月以来最高值。往后看，尽管当下国内少数地区仍有反复，但是全国层面疫情风险整体可控，“二十大”背景下动态清零政策仍将延续，上海疫情防控学习效应之下我们中性假设下半年国内疫情不会再次出现大规模扩散。

- **宏观周期角度来看**，国内经济仍然处于衰退阶段，上半年“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力有增无减，较大程度上上一季度疫情明显反弹加速了国内经济衰退期的进程，那么伴随国内疫情风险明显缓释，4月份和二季度大概率就是国内经济的月度以及季度经济底，下半年国内经济较大概率进入弱复苏阶段。客观来看5月份经济数据显示疫情集中性冲击之后国内经济修复式反弹动能较强，国内供给与需求端环比明显改善，但是同比角度来看修复斜率偏缓：供给端，5月份国内工业增加值当月同比增速较上月提升3.60个百分点录得0.70%实现小幅回正，较大程度上反映出前期受疫情冲击较大的长三角地区的生产情况已经大幅改善，其中汽车、通用设备等行业工业增加值反弹幅度较大；需求端，外需出口韧性凸显，以美元计价，1-5月份出口金额累计同比增长13.5%（1-4月份同比增长12.5%），其中5月份当月出口同比增长16.9%，同比增速较上月大幅抬升13个百分点；当月固定资产投资整体超出市场预期其中基建投资持续回暖、制造业投资修复动能略有降低但是韧性十足、地产投资环比显性改善但是同比弱势依旧；受疫情显性集中制约的国内消费修复还是任重道远，5月国内社零总额当月同比减少6.7%，同比降幅较上月收窄4.4个百分点，剔除价格因素后实际社零当月降低9.7%，同比降幅较上月收窄4.3个百分点，限额以上零售当月同比降低6.5%，同比降幅较上月收窄7.5个百分点，其中汽车消费对当月社零起到较大程度支撑。往后看，我们认为国内经济下半年或将持续修复式反弹并开启弱复苏阶段，但是相较于2020年今年国内经济的修复斜率或明显趋缓，其中关键性制约因素在于本轮复苏周期中地产缺席、出口下行压力增大、国内消费修复仍然存在天花板（疫情限制消费场景、居民收入受损限制消费意愿、地产销售疲弱限制消费空间）。
- **上市公司盈利基本面层面**，4月底公布的2021年年报以及2022年一季报数据显示上市公司盈利基本面下行趋势明显，其中全部A股上市公司整体2022年一季报净利润同比增速为3.6%，大幅低于2021年年报净利润两年复合同比增速14.3%；全部A股（非金融）整体2022年一季报净利润同比增速为8.1%，大幅低于2021年年报净利润两年复合同比增速23.4%；全部A股（非银行）整体2022年一季报净利润同比增速为0.4%，大幅低于2021年年报净利润两年复合同比增速19.9%；全部A股（非金融石油石化）整体2022年一季报净利润同比增速为6.3%，大幅低于2021年年报净利润两年复合同比增速23.2%。可以看出，相较于去年三季度，A股市场上市公司营业收入、净利润累计以及当季同比增速呈现下行态势，同时净利增速下行幅度超过营收，上市公司整体维持增收不增利的局面，同时营收增速下行压力有所增强。那么往后看，我们预期伴随国内经济开启弱复苏，上市公司业绩底在二季度或者三季度出现的概率明显增强，疫情以及通胀对上市公司业绩层面需求以及成本端的拖累效应在下半年或进一步减弱。

图表 7：A 股市场整体以及各关键指数净利润累计同比增速 (%)

指数名称	2022年一季报	2021年年报	2021年三季报	2021年中报	2021年一季报
全部A股	3.6	14.3	13.2	13.2	11.8
全部A股(非金融)	8.1	23.4	21.6	23.0	18.3
全部A股(非金融石油石化)	6.3	23.2	21.2	22.9	17.3
全部A股(非银行)	0.4	19.9	18.1	19.1	14.1
上证综指	0.7	6.9	2.9	1.9	4.2
深证成指	-10.3	13.7	18.3	22.7	24.3
创业板指	-19.6	40.4	35.3	51.1	59.0
科创50	62.8	86.1	-	-	-
沪深300	3.0	8.9	6.6	6.4	8.5
上证50	6.1	-7.7	-12.7	-13.2	-9.8
中证500	-3.5	36.0	40.0	36.4	29.5

来源：Wind，中泰期货整理 备注：表中净利润指归母净利润，2021年数据为两年复合同比增速

图表 8：A 股市场整体以及各关键指数净利润当季同比增速 (%)

指数名称	2022年一季度	2021年四季度	2021年三季度	2021年二季度	2021年一季度
全部A股	3.6	20.6	13.2	14.5	11.8
全部A股(非金融)	8.2	41.9	19.0	27.0	18.3
全部A股(非金融石油石化)	6.3	47.4	17.9	27.7	17.3
全部A股(非银行)	0.4	36.8	16.2	23.6	14.1
上证综指	0.7	25.7	5.2	-0.4	4.2
深证成指	-10.3	-9.3	10.4	21.5	24.3
创业板指	-19.6	59.3	11.5	45.4	59.0
科创50	62.8	15.9	-	-	-
沪深300	3.0	17.6	6.9	4.4	8.5
上证50	6.1	14.0	-11.5	-16.6	-9.8
中证500	-3.5	5.4	47.9	41.6	29.5

来源：Wind，中泰期货整理 备注：表中净利润指归母净利润，2021年数据为两年复合同比增速

图表 9：近一年月度主要经济数据

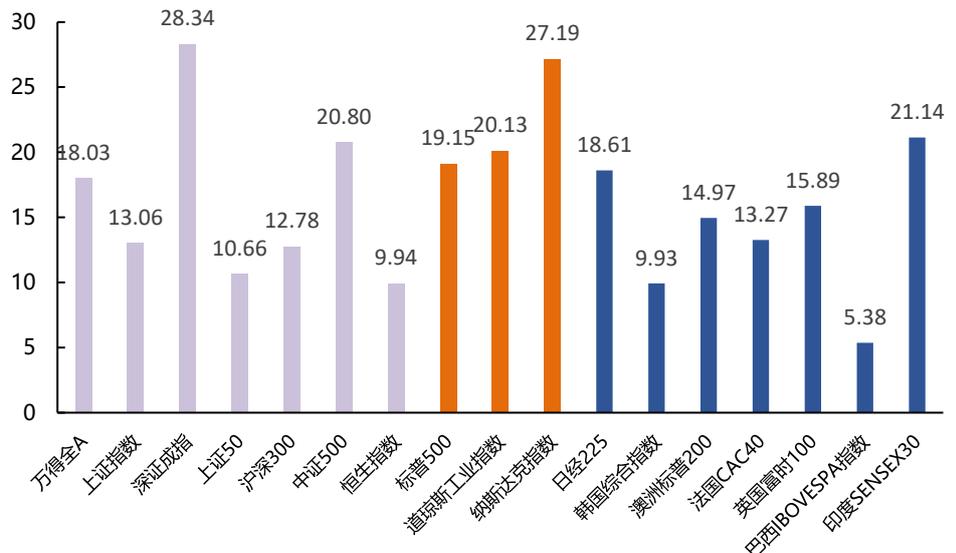
指标	单位	当月上月变化	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05
工业增加值(累计同比)	%	(0.7)	3.3	4.0	6.5	7.5	3.9	9.6	10.1	10.9	11.8	13.1	14.4	15.9	17.8
固定资产投资(累计同比)	%	(0.6)	6.2	6.8	9.3	12.2		4.9	5.2	6.1	7.3	8.9	10.3	12.6	15.4
房地产投资(累计同比)	%	(22)	(4.0)	(2.7)	0.7	3.7		4.4	6.0	7.2	8.8	10.9	12.7	15.0	18.3
基建投资(累计同比)	%	(0.1)	8.2	8.3	10.5	8.6		0.2	(0.2)	0.7	1.5	2.6	4.2	7.2	10.4
制造业投资(累计同比)	%	(1.6)	10.6	12.2	15.6	20.9		13.5	13.7	14.2	14.8	15.7	17.3	19.2	20.4
消费(累计同比)	%	(27.2)	(1.5)	(0.2)	3.3	6.7		12.5	13.7	14.9	16.4	18.1	20.7	23.0	25.7
出口(累计同比)	%	1.0	13.5	12.5	15.8	16.3	24.1	29.9	31.0	32.2	32.9	33.6	35.1	38.5	40.1
进口(累计同比)	%	(0.6)	6.6	7.2	10.0	16.1	20.4	30.1	31.2	31.2	32.5	35.0	35.5	36.8	36.7
工业企业利润(累计同比)	%	#N/A	#N/A	3.5	8.5	5.0		34.3	38.0	42.2	44.7	49.5	57.3	66.9	83.4
工业增加值(当月同比)	%	3.6	0.7	(2.9)	5.0	12.8	3.9	4.3	3.8	3.5	3.1	5.3	6.4	8.3	8.8
固定资产投资(当月同比)	%	2.4	4.7	2.3	7.1	12.2		2.0	(2.2)	(2.4)	(1.8)	1.1	(0.4)	6.0	5.5
房地产投资(当月同比)	%	2.3	(7.8)	(10.1)	(2.4)	3.7		(13.9)	(4.3)	(5.4)	(3.5)	0.3	1.4	5.9	9.8
基建投资(当月同比)	%	3.6	7.9	4.3	11.8	8.6		3.8	(7.3)	(4.8)	(4.5)	(6.6)	(10.1)	(0.3)	(3.6)
制造业投资(当月同比)	%	0.7	7.1	6.4	11.9	20.9		11.8	10.0	10.1	10.0	7.1	9.1	16.4	13.5
消费(当月同比)	%	4.4	(6.7)	(11.1)	(3.5)	6.7		1.7	3.9	4.9	4.4	2.5	8.5	12.1	12.4
出口(当月同比)	%	13.0	16.9	3.9	14.6	6.3	24.1	20.8	21.7	26.8	27.9	25.4	19.2	32.0	27.7
进口(当月同比)	%	4.2	4.1	(0.1)	0.1	10.9	20.4	19.6	31.4	20.0	16.7	32.4	28.3	37.3	52.2
工业企业利润(当月同比)	%	#N/A	#N/A	(8.6)	7.1	3.9		3.8	10.6	27.1	13.7	10.9	19.4	18.8	42.3
CPI(同比)	%	0.0	2.1	2.1	1.5	0.9	0.9	1.5	2.3	1.5	0.7	0.8	1.0	1.1	1.3
PPI(同比)	%	(1.6)	6.4	8.0	8.3	8.8	9.1	10.3	12.9	13.5	10.7	9.5	9.0	8.8	9.0
M2(同比)	%	0.6	11.1	10.5	9.7	9.2	9.8	9.0	8.5	8.7	8.3	8.2	8.3	8.6	8.3
社融存量(同比)	%	0.3	10.5	10.2	10.5	10.2	10.5	10.3	10.1	10.0	10.0	10.3	10.7	11.0	11.0

来源：Wind，中泰期货整理

2、流动性与估值：稳增长政策空间还存，历史偏低估值水平或将持续修复

- 稳增长政策空间还存：**自去年经济工作会议以来，国内政策基于“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力逐步转向稳定经济增长，我们看到年初央行进行了以总量政策为代表的一系列操作，包括降准、降息。但随着二季度以来国内疫情明显反弹并对消费、生产、供应链方面形成显性负面冲击，信贷数据始终不达预期，展现出总量工具在拉动信贷规模上面临阻碍，居民、企业贷款意愿下降，4月居民新增贷款转负、企业中长期贷款同比少增中多有体现。同时，外部发达经济体尤其是美联储超预期的加息节奏又在一定程度上限制了国内政策利率的调整，进一步影响了稳增长效果。因此针对信贷滑坡情况，央行选择下调首套房贷利率、引导贷款市场报价利率下行，同时指导利率自律机制合理调整存款利率；另一方面，针对总量工具受限情况，二季度以来央行更多采取以再贷款为主的结构性工具。往后看，我们预期下半年流动性环境仍将维持宽松，5月份央行对货币政策表述出现了两个关键性的边际变动，一是从“合理稳定”变为“合理充裕”，二是从“稳杠杆”变为“加杠杆”，预期下半年国内稳增长政策空间仍存。央行后续的货币政策定调仍将维持宽货币与宽信用的组合，在中美经济周期明显错位、人民币汇率强而不贵、国内通胀风险整体可控背景下，我国货币政策仍然应该“以我为主”，5.5%的年度经济增长目标决定了稳增长政策仍然具有十足的必要性和可行性。
- 横向对比绝对估值水平。**截至6月24日，万得全A、上证综指、深证成指估值分别为18.03、13.06和28.34倍，上证50、沪深300以及中证500指数估值分别为10.66、12.78和20.80倍，可以看出当下A股市场估值在全球权益市场主要股票指数中处于中等偏下位置，这在一定程度上与我国经济在全球相对位置存在较大背离，客观来看A股市场具有相对估值优势。

图表 10：A 股市场关键指数绝对估值水平不高（单位：倍数）

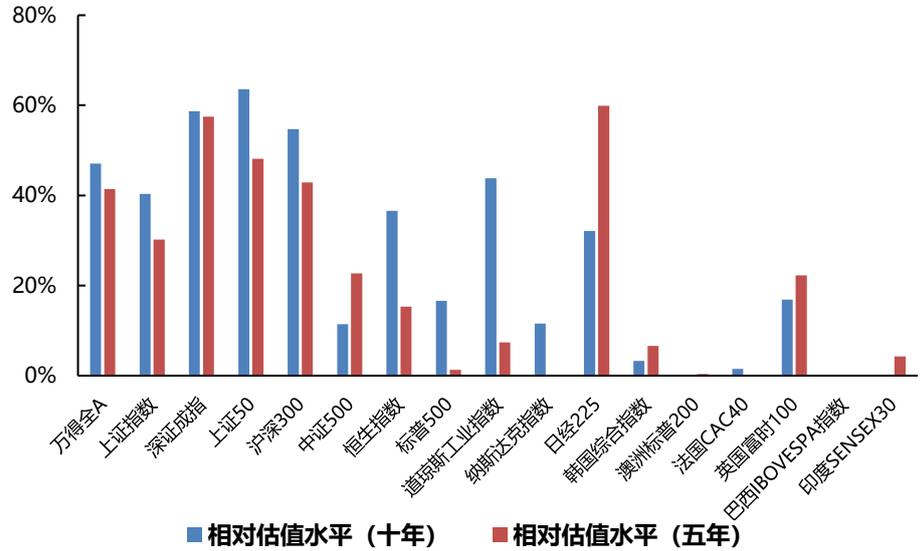


来源：Wind，中泰期货整理

- 横向相对估值水平。**截至6月24日，万得全A、上证综指、深证成指在

近十年中的估值分位数水平分别为 47.10%、40.30%和 58.70%，同时上证 50、沪深 300 以及中证 500 指数在近十年中的估值分位数水平分别为 63.60%、54.70%和 11.40%，A 股市场在近十年时间窗口中的相对估值状态从全球视角来看处于中等偏上水平，同时中证 500 指数的相对估值分位数在全球市场中属于偏低位置，存在一定程度上的低估。

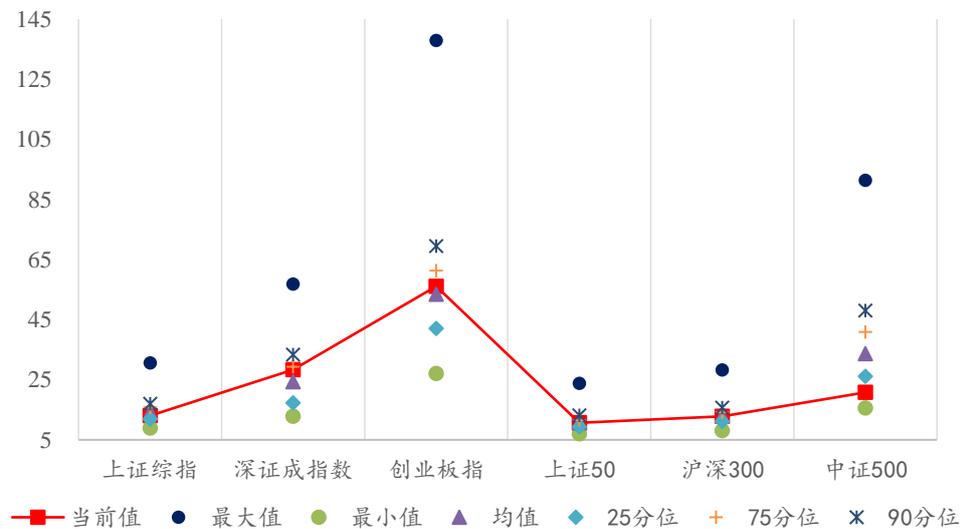
图表 11：A 股市场关键指数相对估值水平在国际市场中处于中等水平



来源：Wind，中泰期货整理

- **纵向对比。**我们可以看到当下 A 股市场各关键指数无论是市盈率还是市净率相对分位数水平都处于 2010 年以来的偏低位置，同时申万一级 31 个行业中超过 60% 比例的行业相对估值处于 5 年以及 10 年窗口中 50% 分位数以下状态，整体来看处于个别高景气赛道行业估值仍处高位，A 股市场整体的相对估值水平为中等偏下，个别行业甚至处于历史极低估值水平。

图表 12：A 股市场关键指数相对估值处于 2010 年以来偏低位置（倍）



来源：Wind，中泰期货整理

图表 13：申万一级 31 个行业（2021 年新）绝对以及相对估值水平

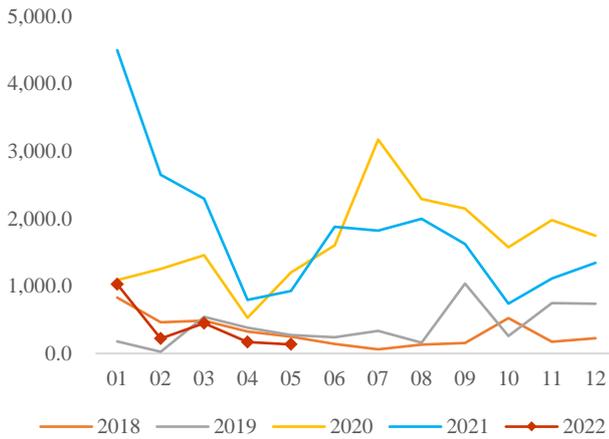
行业名称	绝对估值	五年间分位数	十年间分位数	行业名称	绝对估值	五年间分位数	十年间分位数
银行	5.51	1.9%	17.4%	机械设备	26.63	32.3%	32.6%
通信	29.81	2.9%	2.6%	建筑材料	13.00	33.0%	16.5%
交通运输	13.21	3.2%	3.3%	钢铁	9.65	44.6%	22.3%
有色金属	22.58	4.0%	2.0%	煤炭	9.70	46.0%	24.4%
医药生物	24.60	4.0%	2.0%	食品饮料	36.53	59.7%	79.0%
国防军工	55.08	8.4%	15.7%	电力设备	41.00	64.1%	52.2%
电子	25.14	9.1%	4.5%	建筑装饰	10.85	64.7%	40.7%
纺织服饰	19.73	10.3%	6.3%	美容护理	45.70	67.9%	71.8%
计算机	42.89	10.5%	15.5%	轻工制造	25.61	68.3%	34.1%
基础化工	15.89	10.6%	5.3%	房地产	11.93	77.5%	45.9%
环保	19.44	17.3%	8.6%	社会服务	82.96	77.5%	87.2%
石油石化	13.17	17.8%	8.9%	商贸零售	29.81	82.7%	65.7%
家用电器	14.94	21.0%	35.1%	公用事业	27.78	91.6%	92.2%
传媒	26.53	22.7%	11.3%	农林牧渔	121.48	99.9%	99.9%
非银金融	14.50	25.9%	21.7%	汽车	35.51	99.9%	99.8%
综合	31.14	27.3%	22.2%				

来源：Wind，中泰期货整理

3、资金面：增量资金进场动能有待增强，北上资金流入趋势未改

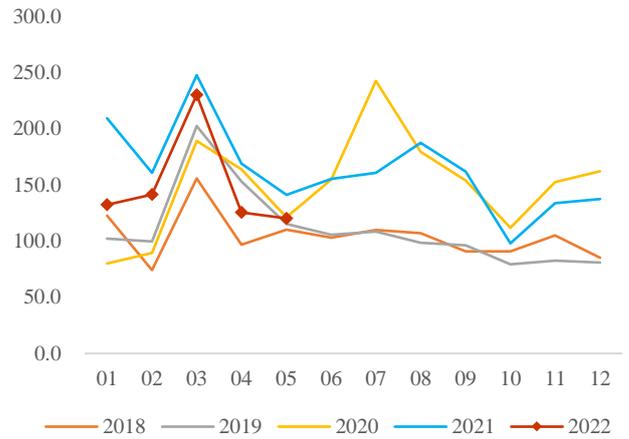
- 整体来看上半年的 A 股市场资金面呈现紧平衡状态，存量市特征较为明显。其中资金需求角度来看，在注册制改革背景下近两年来 A 股市场 IPO 首发融资规模持续超季节性表现，今年 1-4 月份首发融资规模达 2577.27 亿元，2021 年以及 2020 年同期规模为 1140.92 亿元和 1014.75 亿元，同时年内限售解禁以及股东减持压力同样明显；资金供给角度来看，今年公募基金发行明显预冷，1-5 月份偏股型基金总计发行 2001.80 亿份，2021 年以及 2020 年同期发行规模为 11174.12 亿份和 5530.09 亿份，同时北上资金上半年整体来看流入 A 股市场步伐较前面 2 年明显放缓，今年 1-5 月份北上资金实际表现为净流出 11.61 亿元，2021 年和 2020 年同比净流入 2082.76 亿元和 654.72 亿元。
- 展望下半年，我们预期 A 股市场资金层面的偏紧格局仍将持续但是整体情况会出现边际向好转变，其中北上资金流入和公募基金发行节奏伴随 A 股市场企稳反弹行情的持续呈现或将明显提高，但是与此同时资金需求端压力在下半年也不会发生明显转变。

图表 14：偏股型基金发行（亿份，季节图）



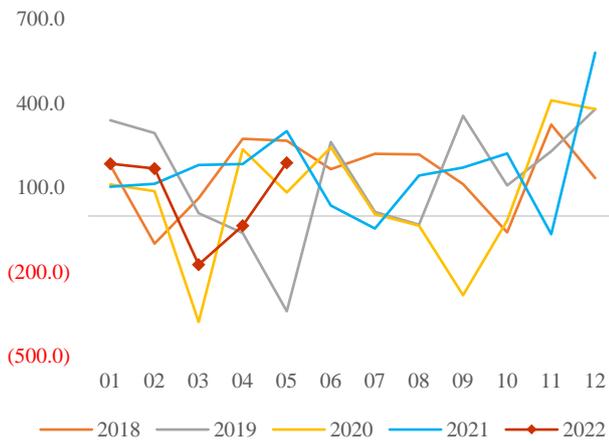
来源：Wind，中泰期货整理

图表 15：新增投资者（万人，季节图）



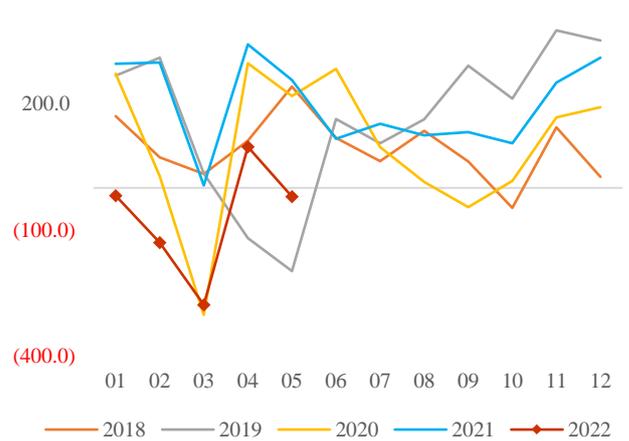
来源：Wind，中泰期货整理

图表 16：沪股通净流入（亿元，季节图）



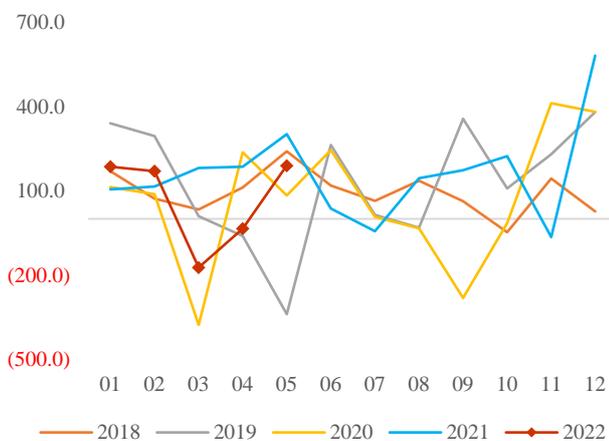
来源：Wind，中泰期货整理

图表 17：深股通净流入（亿元，季节图）



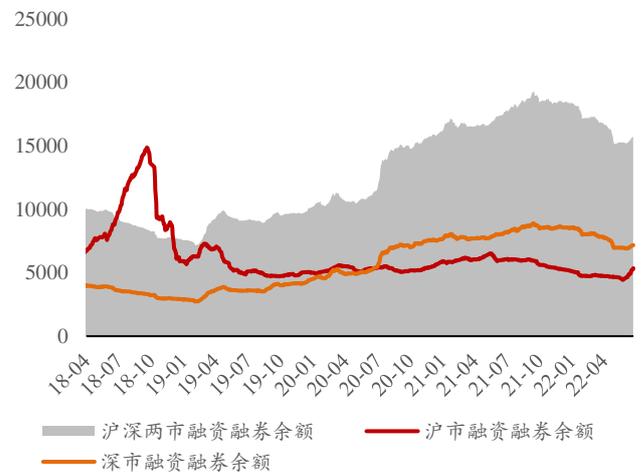
来源：Wind，中泰期货整理

图表 18：陆股通净流入（亿元，季节图）



来源：Wind，中泰期货整理

图表 19：沪深两市融资融券余额（亿元）



来源：Wind，中泰期货整理

三、下半年股指行情展望与策略推荐

- **股指行情展望：**在先后经历美联储加息、俄乌冲突以及国内疫情反弹三重冲击之后 A 股市场韧性和配置价值已经非常突出，4 月底到现在 A 股市场呈现出独立强势反弹格局的关键性驱动因素在于国内疫情风险明显缓释同时经济数据显示国内修复式反弹动能偏强，宽松流动性环境推动 A 股市场估值修复。**展望下半年，我们对 A 股市场持谨慎乐观观点，关键指数或将呈现偏强震荡格局，但是并不具备走向全面牛市的强驱动，结构行情或仍将持续。驱动逻辑上，基本面角度来看，海外通胀仍居高位且多重因素导致下半年通胀中枢难以快速下行，海外经济体滞胀风险明显加大，国内通胀相对温和，PPI 与 CPI 剪刀差延续收窄态势，稳增长政策持续发力背景下国内经济有望走出衰退并步入弱复苏阶段，然而下半年国内经济的修复斜率以及高度仍然受到强制约，地产投资未稳、出口下行压力增大、国内消费修复缺少强推动，本轮经济复苏强度与 2020 年疫情阶段相比存在较大差距。流动性与估值角度来看，流动性环境方面：**上半年中美经济周期错位背景下货币政策呈现出明显背离，具体表现为外紧内松，考虑到美联储年内货币政策明确转向抑制通胀而国内货币政策定位明显转向稳定经济增长，美国 5 月份通胀数据再创新高、后续通胀走势尚存较大不确定性，我们预期外松内紧的流动性分化特征仍将继续呈现；**估值方面：**经历过今年上半年的持续震荡调整，A 股市场整体估值纵向比较来看处于历史偏低分位数水平，横向比较来看处于全球主要权益市场中等水平。**资金面角度来看，**上半年 A 股市场资金层面整体维持紧平衡状态，偏股型基金发行遇冷、北上资金流入不及预期而注册制背景下首发融资规模超季节性表现，展望下半年我们认为伴随 A 股市场持续反弹偏股型基金发行或将转热同时北上资金流入积极性或明显提高，A 股市场资金面边际向好程度或超市场预期。**综上，分子端下半年国内经济有望步入弱复苏，上市公司盈利增速或将触底反弹，分母端国内流动性环境大概率维持宽松态势，A 股市场估值优势明显，同时 A 股市场资金面边际向好转变程度或超市场预期，因此我们对 A 股市场整体持谨慎乐观观点，伴随国内经济步入弱复苏，宽松流动性环境助推估值端有效修复。**
- **策略推荐：****股票市场方面：**经济步入弱复苏+流动性宽松的组合使得上半年调整幅度更大的成长板块性价比价值板块更优，同时高景气赛道也仍然是资金追捧的热点，整体更加利好中证 500 和中证 1000；**股指期货交易策略：**单边策略可以考虑逢低试多为主，品种上 IC 更加占优；跨品种套利策略建议三季度考虑以多 IC 空 IF/IH 为主，跨期套利策略可以考虑关注 IC 品种的正套机会。**股指期权交易策略：**基于股指偏强震荡的方向性研判结论，股指期权单腿策略我们建议可以考虑逢低卖沽为主；现券投资者可以考虑布局保护性看跌策略；期权价差套利可以考虑牛市看涨价差策略。

免责声明：

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货投资咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。