

# 大浪淘沙，把握股指结构性机会

研究院 FICC 组

研究员

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3063489

投资咨询号: Z0014617

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289 号

## 策略摘要

当前权益市场受到盈利与流动性的双重压力，我们聚焦这两大因子的预期变化，带来的下半年股指的投资机会。盈利上，预计上证 50 指数的资本开支周期率先拐头，其净利润增速有望保持相对领先，央国企改革利好下，央企权重近半的上证 50 将长期受益。流动性方面，下半年权益市场增量资金或达 8100 亿元，但高风险偏好的企业与居民杠杆资金仍谨慎，限制了与之高度正相关的中证 1000 指数的上行动力。综合来看，上证 50 表现或将强于中证 1000，映射到期指上，下半年重点关注多 IH 空 IM 的套利策略。

## 核心观点

### ■ 市场分析

2024 年上半年，权益市场冲高回落，主要受到盈利与流动性的双重压力，我们通过定性与定量分析这两大关键因子的预期变化，聚焦下半年股指的结构性投资机会。

盈利层面，下半年宏观驱动有限的大环境下，全 A 盈利的回升预计将经历波折。结构上，通过对资本开支周期和净利润增速的推算，大盘股指数资本开支的上升周期将先于小盘股指数开启，即四大指数中上证 50 的资本开支有望最先拐头，拐点可能在 2024 年末，利润同比增速或能保持相对优势。2024 年上证 50 指数、沪深 300、中证 500、中证 1000 指数的 ROE 增速分别为 13.0%、12.2%、9.5%、8.9%，显示出大盘蓝筹盈利的韧性。借鉴日韩的经验，企业改革聚焦于提升估值与股东回报，将有利于吸引外资流入和改善盈利水平，增强企业核心竞争力，创造超额收益。映射到国内，指向央企治理的长期投资机会，央企权重接近一半的上证 50 指数将长期受益。

流动性方面，上半年，ETF 和险资成为市场主要的资金增量来源，而偏股型基金贡献有限，叠加私募基金、杠杆资金、陆股通存量资金的减少，给资金面带来压力，导致行情冲高回落。随着央行的政策调整，市场资产配置或将发生转变，债券类资产的投资比重可能下滑，进而提升权益类投资占比，涉及基金、杠杆资金及外资。此外，被动投资趋势不断加强，预计下半年约有 8100 亿元增量资金入市。由于企业和居民杠杆资金的风险偏好依然谨慎，与其高度正相关的中证 1000 指数在驱动力上或显不足。

### ■ 策略

套利：多 IH2412 空 IM2412

### ■ 风险

若国内政策成效不及预期、海外流动性超预期收紧、地缘风险升级，股指有下行风险

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

目录

策略摘要 ..... 1

核心观点 ..... 1

盈利 ..... 4

    资本开支 ..... 4

    净利润 ..... 7

    央国企改革加强结构性机会 ..... 8

        1.1 央国企重要性 ..... 8

        1.2 借鉴日韩公司治理经验 ..... 9

        1.3 我国央国企改革 ..... 12

        1.4 投资机会 ..... 13

流动性 ..... 15

    投资者结构 ..... 15

        2.1 个人投资者 ..... 16

        2.2 基金 ..... 17

        2.3 机构直接增持 ..... 20

        2.4 外资 ..... 21

    高风险偏好资金驱动不足 ..... 22

图表

图 1: 万得全 A 资本开支同比增速与指数走势 | 单位: %, 点 ..... 5

图 2: 万得全 A 资本开支增速和净利润同比增速 | 单位: % ..... 5

图 3: 四大指数资本开支同比增速 | 单位: % ..... 7

图 4: 工业企业利润和归母净利润累计同比增速 | 单位: % ..... 8

图 5: 四大指数单季度归母净利润同比增速 | 单位: % ..... 8

图 6: 上证 50 指数走势和单季度盈利增速 | 单位: 点, % ..... 8

图 7: 指数相对走势和单季度盈利增速差 | 单位: 无, % ..... 8

图 8: 中国国有企业资产总额和增速 | 单位: 万亿元, % ..... 9

图 9: 中国国有企业总营收和占 GDP 比重 | 单位: 万亿元, % ..... 9

图 10: 央企、国企和全 A 市值数量构成 | 单位: % ..... 9

图 11: 央企、国企、民企股息率 | 单位: % ..... 9

图 12: 中日韩股指股息率 | 单位: % ..... 10

图 13: 中日韩股指股息支付率 | 单位: % ..... 10

图 14: 中日韩股指 ROE | 单位: % ..... 11

图 15: 中日韩股指市净率 | 单位: 倍 ..... 11

图 16: 境外投资者买入日本股票累计金额 | 单位: 亿日元 ..... 11

图 17: 境外投资者买入韩国股票累计金额 | 单位: 亿韩元 ..... 11

图 18:	中日韩股指收益率   单位: % .....	11
图 19:	日韩股指相对走势   单位: 无 .....	11
图 20:	央企分红   单位: 亿美元/个, % .....	14
图 21:	央企在四大指数中的权重   单位: % .....	14
图 22:	四大指数成分股分红数量比例   单位: % .....	14
图 23:	四大指数股息率   单位: % .....	14
图 24:	A 股投资者结构 .....	16
图 25:	境内机构投资者持股市值构成   单位: % .....	16
图 26:	2024 年 1 季度机构投资者持股市值变动及变动比例   单位: 亿元, % .....	16
图 27:	融券余额   单位: 亿元 .....	17
图 28:	融资净买入额和融资余额   单位: 亿元 .....	17
图 29:	两融余额   单位: 亿元 .....	17
图 30:	两融标的证券数量   单位: 只 .....	17
图 31:	公募基金管理规模   单位: 亿元 .....	18
图 32:	公募基金股票投资比例   单位: % .....	18
图 33:	公募基金类型构成   单位: % .....	19
图 34:	股票型和混合型基金份额与占比   单位: 亿份, % .....	19
图 35:	新成立偏股型基金月度份额   单位: 亿份 .....	19
图 36:	ETF 市场累计净申购份额   单位: 亿份 .....	19
图 37:	大资金持仓市值   单位: 亿元 .....	19
图 38:	大资金机构资金组成   单位: 亿元 .....	19
图 39:	私募基金证券管理规模   单位: 亿元, % .....	20
图 40:	私募基金仓位与股指走势   单位: %, 点 .....	20
图 41:	社保基金、保险及券商的持仓市值   单位: 亿元 .....	21
图 42:	其他机构持仓市值   单位: 亿元 .....	21
图 43:	外资持有股票金额与万得全 A 走势   单位: 亿元, 点 .....	22
图 44:	外资持股市值和万得全 A 相关性   单位: 无 .....	22
图 45:	外资资产配置结构   单位: % .....	22
图 46:	外资持股市值和占 A 股流通市值比重   单位: 亿元, % .....	22
图 47:	市场质押市值和中证 1000 指数走势   单位: 亿元, 点 .....	23
图 48:	两融余额和中证 1000 指数走势   单位: 亿元, 点 .....	23
表 1:	行业资本开支增速 .....	5
表 2:	中央企业考核指标体系变迁 .....	12
表 3:	中央企业负责人经营业绩考核指标 .....	13
表 4:	2024 年下半年权益市场增量资金来源与空间 .....	15

## 盈利

### 资本开支

资本开支作为企业运营中的关键财务活动，指的是企业构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，其核心在于通过长期性资产的投资，增强企业营收能力，推动企业进行升级改造，进而提升企业竞争力。数量关系上，资本开支增速往往与净利润增速和市场价格表现出较为明显的正向关联。

万得全 A 的资本开支周期通常为 3-6 年，上一周期于 2020 年开启，对应新一轮周期将在 2023 年-2026 年之间开始。基于当前数据趋势及斜率分析，该周期的底部大概率出现在 2024 年末至 2025 年初这一时间段内，随后有望迎来回升趋势。

从行业来看，目前多数行业正处于资本支出的下行或持稳阶段，仅有少数特定行业展示出了逆势增长的态势，这些行业包括周期类中的建筑材料、建筑装饰，制造类中的轻工制造、环保，消费类中的美容护理、商贸零售、纺织服饰、家用电器，金融地产类中的银行、非银金融，以及 TMT 领域的计算机、传媒。下半年宏观环境不甚明朗，企业普遍采取更为谨慎的投资策略，预计多数行业还将经历资本支出的继续下行，多将在 2024 年末至 2025 年一季度转折。

结构上，根据指数对行业的不同权重，推算四大指数的资本开支。四大指数的资本开支周期不同步，经历上升或下行的时间长短也不一致，其中上证 50 和沪深 300 指数的上升阶段持续时间较长，而中证 500 和中证 1000 指数的下行时间相对更长。当前四大指数均步入资本开支的下行阶段，鉴于各自的周期特性和此次周期启动时间的不一致性，本轮见底的时间也不尽相同。具体而言，上证 50 指数或率先于 2024 年末见底回升，随后是沪深 300 指数和中证 500 指数，最后是中证 1000 指数，可能在 2025 年年中实现拐头，四大指数的资本开支触底时间跨度预计最大约为半年。

图1： 万得全 A 资本开支同比增速与指数走势 | 单

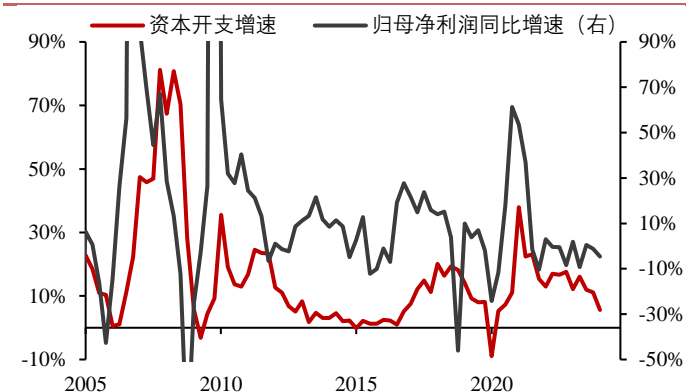
位：%，点



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图2： 万得全 A 资本开支增速和净利润同比增速 | 单

位：%



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

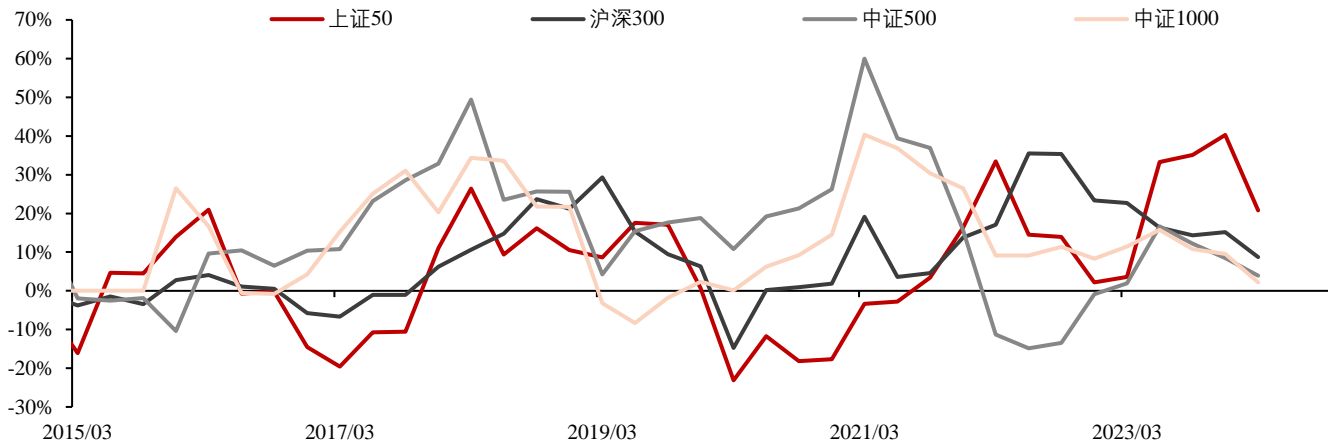
表1： 行业资本开支增速

		2024/ 3/31	2023/ 12/31	2023/9/ 30	2023/ 6/30	2023/ 3/31	2022/ 12/31	2022/ 9/30	2022/ 6/30	2022/ 3/31	2021/ 12/31	2021/ 9/30	2021/ 6/30	2021/ 3/31
制造	轻工制造	9.5%	0.3%	1.1%	0.4%	4.4%	-0.9%	-8.9%	-13.4%	-5.2%	21.1%	9.5%	0.3%	1.1%
	公用事业	20.6%	35.9%	45.0%	55.0%	45.1%	27.4%	-5.1%	-14.7%	-19.8%	-9.7%	20.6%	35.9%	45.0%
	电力设备	12.6%	40.5%	42.4%	17.0%	24.3%	42.1%	76.4%	73.2%	87.7%	100.5%	12.6%	40.5%	42.4%
	国防军工	45.7%	61.0%	39.7%	12.1%	4.4%	3.3%	24.2%	30.0%	19.7%	30.6%	45.7%	61.0%	39.7%
	机械设备	6.7%	19.5%	18.6%	20.4%	15.0%	5.0%	-5.9%	-10.8%	-1.9%	33.3%	6.7%	19.5%	18.6%
	环保	23.5%	3.4%	-1.0%	-5.1%	-16.3%	-10.3%	-23.1%	-28.3%	-32.1%	-21.5%	23.5%	3.4%	-1.0%
消费	农林牧渔	-5.7%	-5.2%	-3.6%	-7.8%	-23.6%	-34.5%	-41.2%	-44.0%	-40.9%	-25.1%	-5.7%	-5.2%	-3.6%
	家用电器	6.8%	-0.7%	1.9%	3.5%	2.7%	1.7%	7.2%	8.3%	-2.6%	28.4%	6.8%	-0.7%	1.9%
	食品饮料	-3.9%	5.2%	10.6%	15.7%	6.5%	2.3%	3.3%	3.1%	6.3%	35.3%	-3.9%	5.2%	10.6%
	纺织服装	24.4%	20.4%	20.3%	9.2%	-2.5%	-0.8%	10.3%	25.2%	18.3%	48.1%	24.4%	20.4%	20.3%
	医药生物	10.2%	11.9%	10.9%	-8.9%	-13.2%	1.6%	4.5%	9.6%	16.8%	32.7%	10.2%	11.9%	10.9%
	商贸零售	9.7%	-15.3%	-14.4%	-13.6%	-31.4%	-28.0%	-23.3%	-6.3%	-2.6%	13.5%	9.7%	-15.3%	-14.4%

	接上	2024/ 3/31	2023/ 12/31	2023/9/ 30	2023/ 6/30	2023/ 3/31	2022/ 12/31	2022/ 9/30	2022/ 6/30	2022/ 3/31	2021/ 12/31	2021/ 9/30	2021/ 6/30	2021/ 3/31
消费	社会服务	28.9%	43.6%	56.8%	59.2%	-2.6%	-23.7%	20.1%	20.4%	48.8%	68.5%	28.9%	43.6%	56.8%
	汽车	-3.7%	13.9%	29.5%	40.7%	46.1%	50.8%	67.5%	64.7%	65.8%	57.4%	-3.7%	13.9%	29.5%
	美容护理	60.4%	12.5%	16.6%	-1.4%	-7.7%	-11.3%	-15.5%	-14.7%	-0.7%	14.7%	60.4%	12.5%	16.6%
周期	基础化工	-8.2%	12.8%	20.6%	24.0%	23.9%	34.3%	-52.3%	-53.2%	-55.3%	-55.0%	-8.2%	12.8%	20.6%
	钢铁	-5.7%	-6.1%	-10.1%	-7.9%	-17.0%	10.2%	-2.8%	-1.2%	-6.3%	11.5%	-5.7%	-6.1%	-10.1%
	有色金属	11.2%	27.2%	28.7%	40.7%	31.3%	40.3%	29.2%	23.9%	23.5%	1.7%	11.2%	27.2%	28.7%
	交通运输	15.4%	13.6%	17.9%	24.2%	3.8%	-14.1%	-22.6%	-24.8%	-20.6%	22.6%	15.4%	13.6%	17.9%
	建筑材料	-19.1%	-26.6%	-33.2%	-36.6%	-14.0%	17.0%	45.5%	114.0%	94.1%	93.5%	-19.1%	-26.6%	-33.2%
	建筑装饰	28.6%	12.1%	7.4%	7.6%	3.4%	6.8%	11.8%	5.4%	-17.2%	-22.5%	28.6%	12.1%	7.4%
	煤炭	10.2%	26.2%	42.8%	57.4%	84.2%	41.9%	22.4%	11.4%	-9.8%	0.2%	10.2%	26.2%	42.8%
	石油石化	6.7%	11.5%	17.4%	21.6%	18.1%	13.1%	8.6%	8.2%	11.7%	9.6%	6.7%	11.5%	17.4%
金融地产	房地产	-48.2%	12.5%	8.0%	25.1%	48.3%	-21.2%	-13.4%	-27.5%	-38.0%	-16.3%	-48.2%	12.5%	8.0%
	银行	27.9%	20.6%	25.4%	12.8%	26.1%	9.9%	22.1%	37.4%	23.3%	1.2%	27.9%	20.6%	25.4%
	非银金融	66.5%	5.1%	9.5%	-12.0%	-31.9%	-7.4%	-15.7%	-15.0%	-10.8%	-2.2%	66.5%	5.1%	9.5%
TMT	电子	33.8%	35.6%	10.1%	-16.2%	-19.3%	0.0%	-1.6%	-0.7%	1.2%	10.9%	33.8%	35.6%	10.1%
	计算机	19.9%	7.8%	5.8%	9.0%	4.6%	9.2%	36.9%	26.9%	28.5%	30.7%	19.9%	7.8%	5.8%
	传媒	0.4%	-1.5%	-5.1%	1.1%	2.0%	-15.9%	-30.0%	-36.1%	-43.4%	-1.4%	0.4%	-1.5%	-5.1%
	通信	-1.4%	2.2%	-2.8%	-4.6%	-2.8%	109.4%	113.1%	278.2%	228.8%	118.7%	-1.4%	2.2%	-2.8%

资料来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图3： 四大指数资本开支同比增速 | 单位：%



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

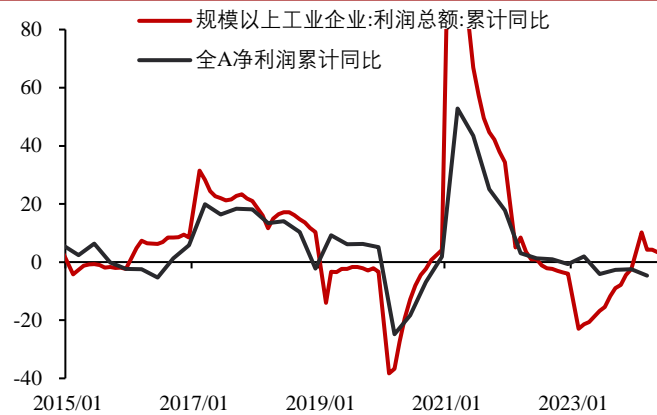
## 净利润

接下来，我们采用多维度指标对股指净利润进行定性和定量分析。观察发现，规模以上工业企业利润同比增速与全 A 归母净利润累计同比增速呈现出显著的同向变动特征，结合上述资本开支的指引，预计全 A 净利润将在第二季度经历一定幅度的回调，随后于第四季度实现回升，全年累计净利润增速较上一年度有所加快。

进一步分析四大主要市场指数的净利润表现，呈现出显著的差异化特征。上证 50 与沪深 300 指数展现出较强的韧性，净利润在波动中回升；中证 500 与中证 1000 指数则面临较大的盈利压力，盈利状况持续承压。预计下半年四大指数的归属母公司净利润同比增速排序将依次为：上证 50>沪深 300>中证 500>中证 1000。

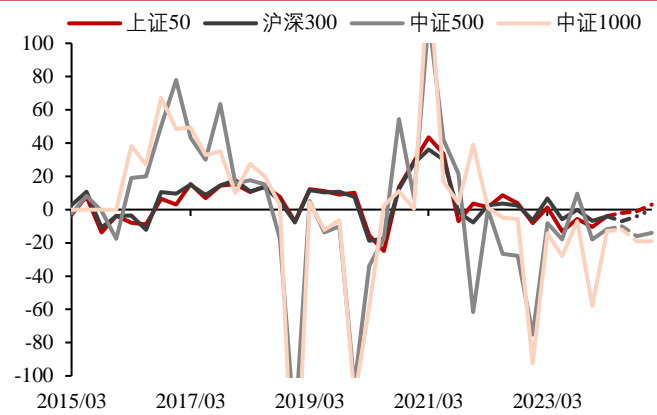
通过线性测算和回归分析，预计 2024 年全年上证 50 指数、沪深 300、中证 500、中证 1000 指数的 ROE 增速分别为 13.0%、12.2%、9.5%、8.9%。

图4： 工业企业利润和归母净利润累计同比增速 | 单位：%



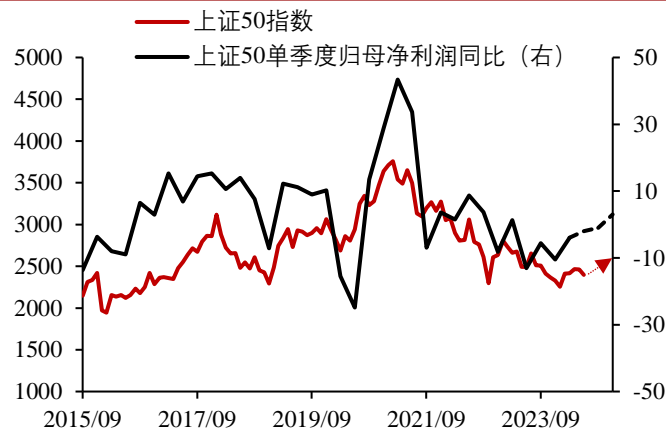
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图5： 四大指数单季度归母净利润同比增速 | 单位：%



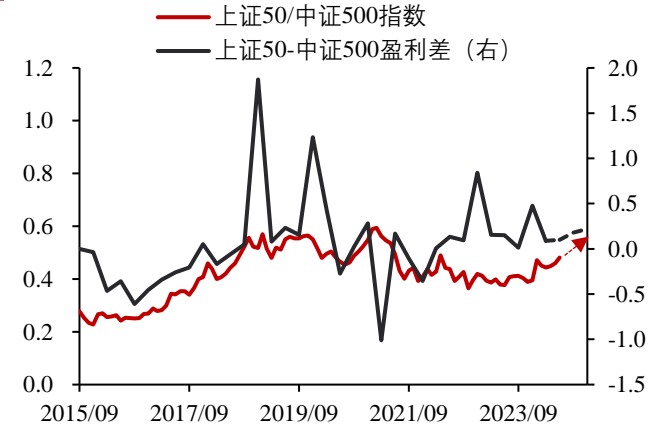
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图6： 上证 50 指数走势和单季度盈利增速 | 单位：点，%



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图7： 指数相对走势和单季度盈利增速差 | 单位：无，%



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

## 央国企改革加强结构性机会

### 1.1 央国企重要性

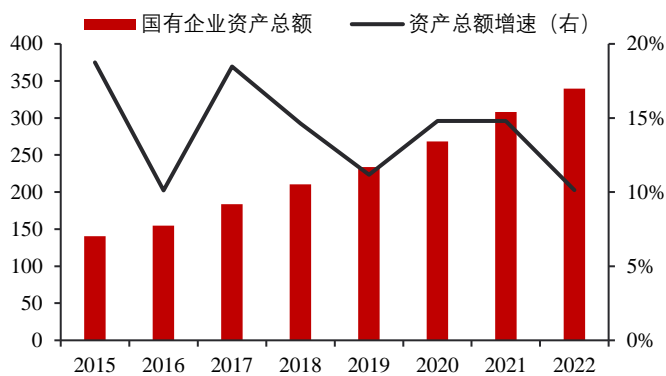
国有企业作为国民经济的坚实支柱，数据显示，截至 2022 年底，国有企业资产总额已强势突破 300 万亿元，2018-2022 年间，实现了年均 13.1% 的稳健增长。进入 2023 年，国企的营业总收入更是跃升至 85 万亿元以上，近五年间维持了年均 8.0% 的稳健增长态势，持续稳固地贡献了我国 GDP 六成以上的经济总量，具体至 2023 年，这一比例达到了 68%，彰显了国企在国民经济中的核心地位。



截至2024年7月1日，A股市场中共计有1389家国有控股上市公司，其中央企443家，地方国企946家，共同构成了资本市场的重要力量。央国企在市值规模上展现出显著优势，市值超过500亿元的企业中，央企占比约20%，地方国企占比约11%，均高于全A市场平均水平的不足5%，凸显了央国企在资本市场中的强大影响力。

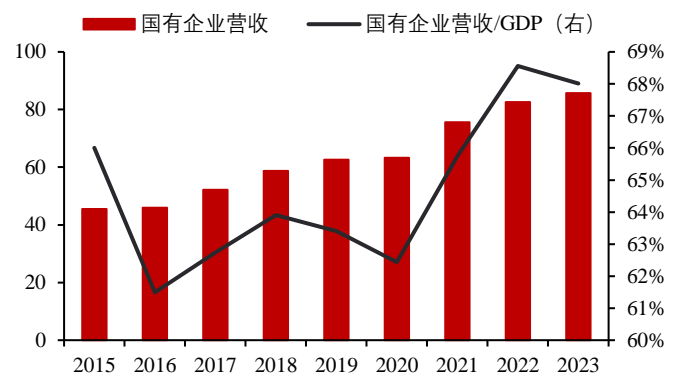
此外，从股息率角度分析，央企与国企相较于民营企业，在分红政策上展现出更为积极的姿态，分红意愿明显更强。这一差异不仅体现了央国企良好的盈利能力和财务稳健性，也直接提升了投资者的实际回报率，为投资者提供了更为稳健的收益来源。

图8： 中国国有企业资产总额和增速 | 单位：万亿元，%



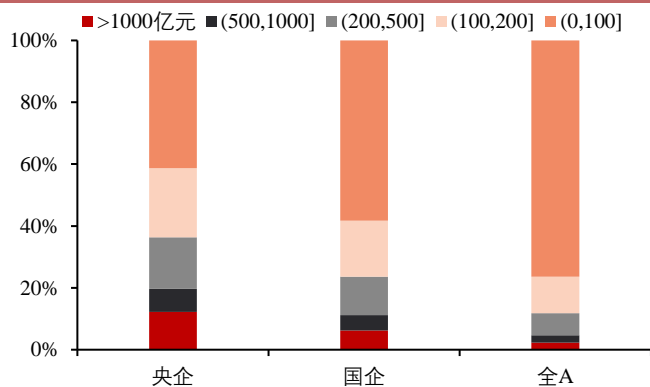
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图9： 中国国有企业总营收和占GDP比重 | 单位：万亿元，%



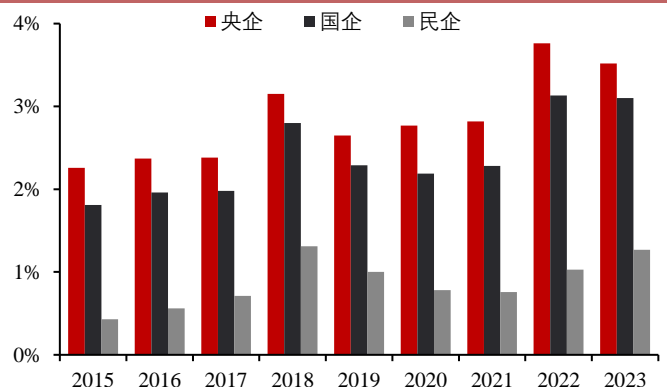
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图10： 央企、国企和全A市值数量构成 | 单位：%



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图11： 央企、国企、民企股息率 | 单位：%



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

## 1.2 借鉴日韩公司治理经验

我们深入探究了日韩两国上市企业治理的理念，以发掘并把握投资机会。

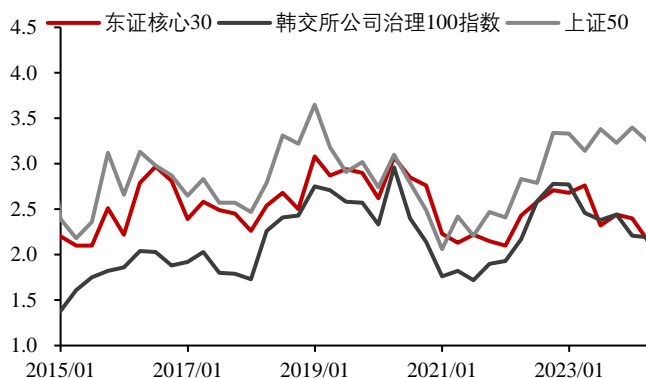
2023 年初，东京证券交易所积极引领变革，激励上市公司聚焦于资本效率的提升，以此作为增强市场回报的关键路径。特别针对市净率低于 1 倍的企业，实施了严格的定期估值提升策略及成效披露要求。同时，一系列意在加固公司治理结构的政策，如解除交叉持股等，均得到了有效贯彻与执行。

韩国方面，长期以来上市公司估值偏低的问题得到了正视。1 月 17 日，韩国正式启动了“企业价值提升计划”，随后，韩国金融服务委员会于 2 月 26 日详细公布了促进上市公司管理优化与治理改革的框架，通过税收优惠政策激励企业自主参与改革进程。此外，还规划于今年第三季度推出的“韩国价值上升指数”，该指数将精选在治理与价值管理方面表现卓越的公司，旨在引导 ETF、养老基金等机构投资者关注并追踪，或将其作为投资基准，进一步促进市场认可与价值发现。

随着日韩企业治理改革的深入实施，上市公司的基本面发生了显著变化。盈利能力上，两国股市的股息率、股息支付率、ROE 均较改革前有所增长。估值层面，日本市场中市净率低于 1 倍的企业数量减少了约 10%，且高市值低估值企业展现出强烈的透明度提升意愿，千亿日元市值以上的公司中，高达 78% 已遵循规定披露了相关信息。资金流动方面，两国股市均成为外资竞相追逐的热点，其中日本股市在 2023 年吸引了超过 1.5 万亿日元（即超百亿美元）的海外资金净流入，创下了历史新高；今年的前 5 个月，韩国股市就迎来了境外投资者累计净买入 20 万亿韩元（约合 145 亿美元）的盛况，远超历史平均水平，凸显了公司治理改善对外资的强大吸引力。

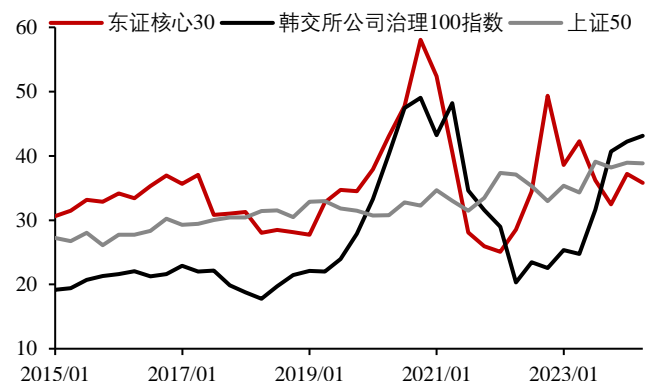
市场表现方面，日经 225 指数自 2023 年以来持续攀升，屡创佳绩。尽管韩国股市的改革尚处起步阶段，但自 1 月中旬推出计划以来，韩国综合指数已强势上涨 16%，展现出强劲的改革动力与市场潜力。从市值结构来看，与公司治理水平紧密相关的核心指数表现尤为突出，为投资者带来了可观的超额收益。

图12： 中日韩股指股息率 | 单位：%



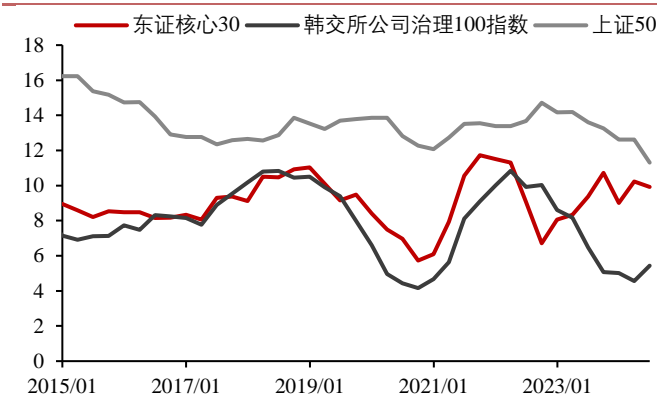
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图13： 中日韩股指股息支付率 | 单位：%



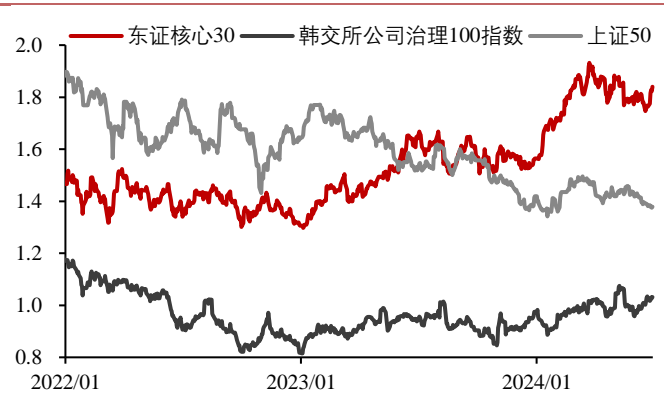
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图14： 中日韩股指 ROE | 单位：%



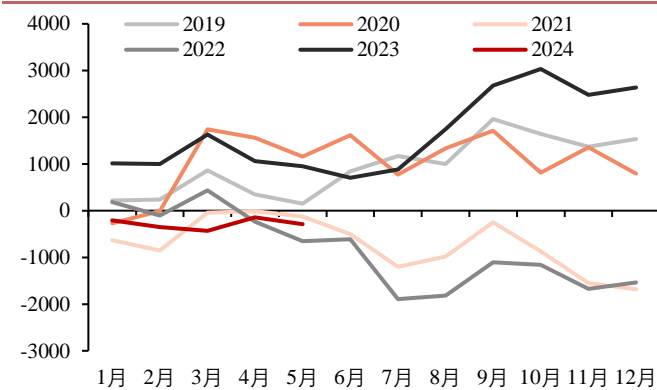
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图15： 中日韩股指市净率 | 单位：倍



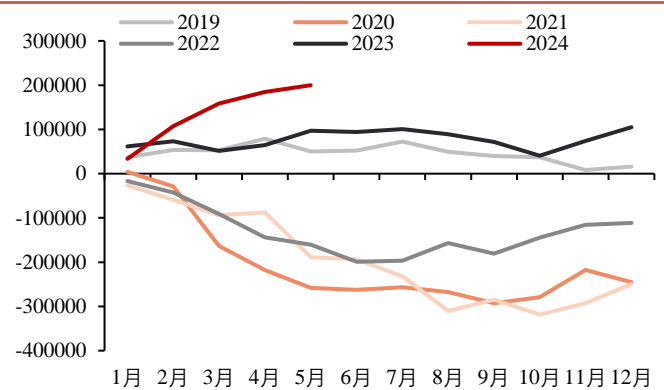
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图16： 境外投资者买入日本股票累计金额 | 单位：亿日元



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图17： 境外投资者买入韩国股票累计金额 | 单位：亿韩元



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图18： 中日韩股指收益率 | 单位：%



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图19： 日韩股指相对走势 | 单位：无



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

1.3 我国央国企改革

借鉴日韩公司治理的成功案例，映射到我国，聚焦于央国企改革的长期投资潜力。我国国企改革的历史悠久，可追溯至 20 世纪 70 年代，每个历史阶段均承载着不同的改革使命与重点。自 2019 年起，国务院国资委以推动高质量发展为核心，构建了央企考核指标体系，并持续迭代升级，从初期的“两利一率”框架逐步演进为当前的“一利五率”综合评价体系。

步入 2024 年，国资委再次深化改革举措，对中央企业实施“一企一策”的定制化考核策略，旨在提升考核的精准度与实效性。尤为重要的是，国资委全面推广上市公司市值管理考核机制，强调过程与结果并重、激励与约束相平衡的原则，通过量化评估中央企业控股上市公司的市场表现，首次将“市值管理”纳入央企负责人的业绩考核范畴，标志着考核导向由单纯的规模扩张向质量效益提升的根本性转变。这一系列举措不仅彰显了国家对央国企高质量发展的坚定决心，也为投资者揭示了央国企改革带来的广阔投资机会与前景。

表2： 中央企业考核指标体系变迁

时间	指标体系	要求
2019 年	两利一率	指标：净利润、利润总额、资产负债率
2020 年	两利三率	指标：净利润、利润总额、资产负债率、营业收入利润率、研发经费投入强度
2021 年	两利四率	指标：净利润、利润总额、资产负债率、营业收入利润率、研发经费投入强度、全员劳动生产率
2022 年	两利四率 目标：两增一控 三提高	指标：净利润、利润总额、资产负债率、营业收入利润率、研发经费投入强度、全员劳动生产率 目标：利润总额和净利润增速高于国民经济增速(两增),资产负债率控制在 65%以内(一控),营业收入利润率再提高 0.1 个百分点、全员劳动生产率再提高 5%、研发经费投入进一步提高(三提高)
2023 年	一利五率 目标：一增一稳 四提升	指标：利润总额、净资产收益率、资产负债率、营业现金比率、研发经费投入强度、全员劳动生产率 目标：确保利润总额增速高于全国 GDP 增速(一增),资产负债率总体保持稳定(一稳),净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升(四提升)
2024 年	一利五率 目标：一利稳定 增长，五率持续 优化	指标：利润总额、净资产收益率、资产负债率、营业现金比率、研发经费投入强度、全员劳动生产率 目标：中央企业效益稳步提升，利润总额、净利润和归母净利润协同增长(一利稳定增长)；净资产收益率、全员劳动生产率、营业现金比率同比改善，研发投入强度和科技产出效率持续提高，整体资产负债率保持稳定(五率持续优化)

资料来源：国务院国资委 华泰期货研究院

表3： 中央企业负责人经营业绩考核指标

类别划分	要求
主业处于充分竞争行业和领域的商业类企业	重点考核企业经济效益、资本回报水平和市场竞争能力，引导企业优化资本布局，提高资本运营效率，提升价值创造能力。
主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域、主要承担重大专项任务的商业类企业	在保证合理回报和国有资本保值增值的基础上，加强对服务国家战略、保障国家安全和国民经济运行、发展前瞻性战略性新兴产业情况的考核。适度降低经济效益指标和国有资本保值增值率指标考核权重，合理确定经济增加值指标的资本成本率。
公益类企业	坚持经济效益和社会效益相结合，把社会效益放在首位，重点考核产品和服务质量、成本控制、营运效率和保障能力。有区别地将经济增加值和国有资本保值增值率指标纳入年度和任期考核，适当降低考核权重和回报要求。
国有资本投资、运营公司	加强落实国有资本布局 and 结构优化目标、提升国有资本运营效率以及国有资本保值增值等情况的考核。
科技进步要求高的企业	重点关注自主创新能力的提升，加强研发投入、科技成果产出和转化等指标的考核。在计算经济效益指标时，可将研发投入视同利润加回。
结构调整任务重的企业	重点关注供给侧结构性改革、主业转型升级、新产业新业态新模式发展，加强相关任务阶段性成果的考核。
国际化经营要求高的企业	加强国际资源配置能力、国际化经营水平等指标的考核。
资产负债水平较高的企业	加强资产负债率、经营性现金流、资本成本率等指标的考核。
节能环保重点类和关注类企业	加强反映企业行业特点的综合性能耗、主要污染物排放等指标的考核。

资料来源： 国务院国资委 华泰期货研究院

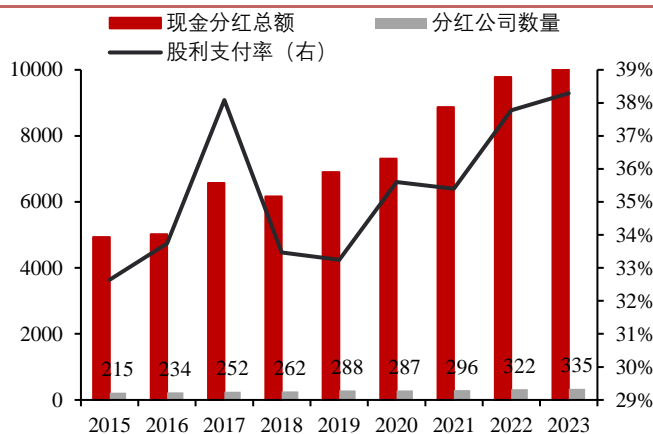
1.4 投资机会

借鉴日韩公司治理的卓越实践，注重估值提升与股东回报优化的企业改革路径，不仅能够有效吸引外资涌入，还能显著增强企业盈利能力与核心竞争力，催生超额投资收益。将这一逻辑延伸至国内，我们不难发现，央企治理改革正孕育着长期的投资机遇。

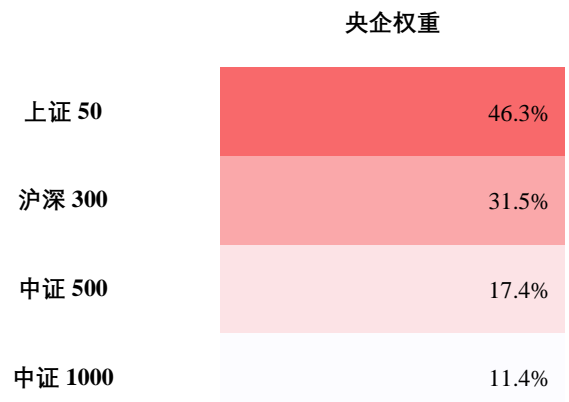
新政策的精准引领下，央企不仅实现了营收与利润的稳步增长，其分红意愿与实力亦同步增强。2023 年，央企整体分红规模创历史新高，现金分红总额突破 1.1 万亿元，预示着 2024 年分红比例有望继续攀升，为投资者带来更大收益。

观察四大主要指数央企的市值分布，发现央企的自由流通市值占四大指数的比重逐步下降。上证 50 指数央企权重高达近半，而中证 1000 指数央企占比仅为 11%，反映出市场结构的多元性。这一分布格局进一步强化了上证 50 指数在央企改革红利释放中的领先地位。

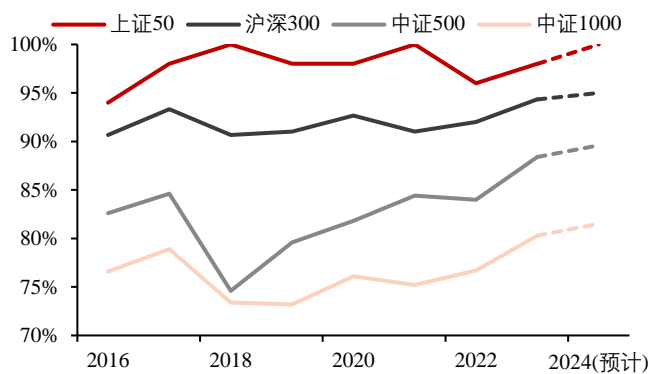
展望 2024 年，预计四大指数的成分股分红数量均将迎来增长。其中，上证 50 指数将实现成分股全面分红，沪深 300 指数的分红比例也首次提升至 95%，彰显出优质蓝筹企业的强大分红能力。中证 500 与中证 1000 指数的成分股分红比例虽增幅较小，但仍保持增长态势。然而，股息率方面展现出分化特征：上证 50 与沪深 300 指数的股息率显著提升，分别增长 0.54%、0.42% 达到 4.80% 与 3.58%，而中证 500 与中证 1000 指数的股息率则基本稳定，分别小幅增加 0.04%、0.05% 至 1.88%、1.30%。这一变化反映了不同市值规模企业间盈利能力与分红策略的差异。

**图20： 央企分红 | 单位：亿美元/个， %**


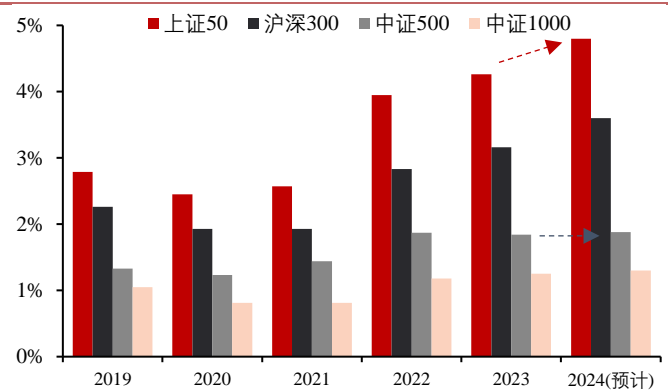
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

**图21： 央企在四大指数中的权重 | 单位： %**


数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

**图22： 四大指数成分股分红数量比例 | 单位： %**


数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

**图23： 四大指数股息率 | 单位： %**


数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

## 流动性

从投资者结构的维度分析并预测资金流动趋势，A股市场投资者群体可细分为境内与境外两大阵营。境内投资者涵盖了个体投资者、一般法人及专业机构投资者，而境外投资者则主要由陆股通、QFII/RQFII 及外资私募等多元力量构成。市场展望聚焦于专业机构投资者与外资的潜在加仓空间，以此作为评估下半年市场增量资金规模的关键指标。

回顾 2024 年上半年，市场资金面面临挑战，由于偏股型基金贡献的增量资金相对有限，同时私募基金、杠杆资金及陆股通存量资金均呈现缩减态势，共同导致了市场行情的冲高回落。展望下半年，预计将有 8100 亿元的增量资金入市，这股资金力量涉及基金、杠杆资金及外资，其背后驱动力在于被动投资趋势的持续增强。

表4： 2024 年下半年权益市场增量资金来源与空间

资金来源	杠杆资金	公募基金	私募基金	机构直接增持	外资	合计
增量空间 (亿元)	1100	1600	1400	3000	1000	8100

数据来源：华泰期货研究院

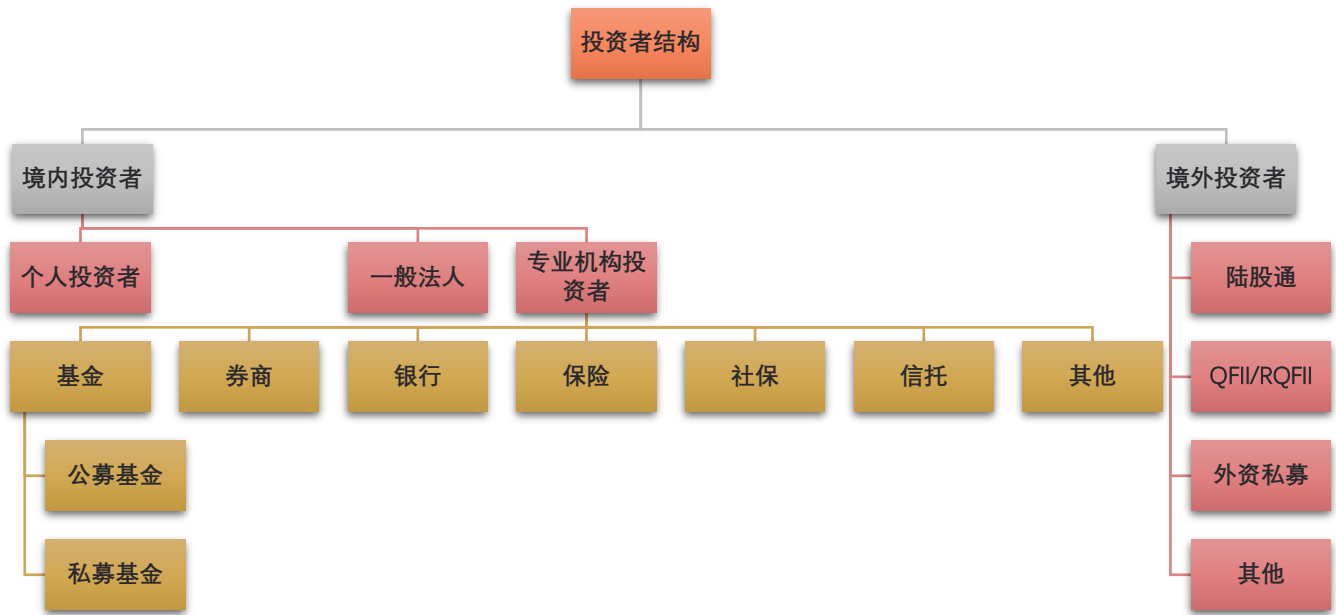
## 投资者结构

截至 2024 年第一季度，A 股市场总市值达到 71.8 万亿元，其中个人投资者占比在过去十年间保持相对稳定，徘徊于 45%至 55%之间，这一比例相较于发达经济体，凸显了 A 股市场散户占比较高的特征。与此同时，机构投资者持股总市值达到 39.5 万亿元，占据了 A 股总市值的约 55%，显示出机构力量的重要性。

从边际变化来看，与 2023 年末相比，A 股市场的增量资金来源呈现多元化趋势。主要增量由一般法人、专业机构投资者中的社保基金与保险公司，以及外资渠道中的陆股通贡献。值得注意的是，尽管基金、券商及阳光私募等机构在市场中也扮演着重要角色，但其持股市值在本季度内却出现了下滑，反映了市场资金结构的动态调整。

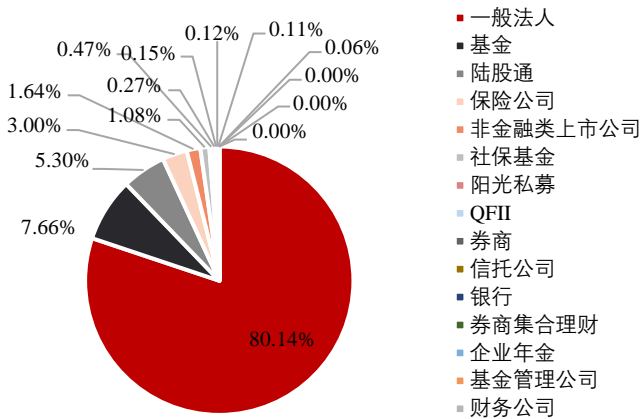


图24： A 股投资者结构



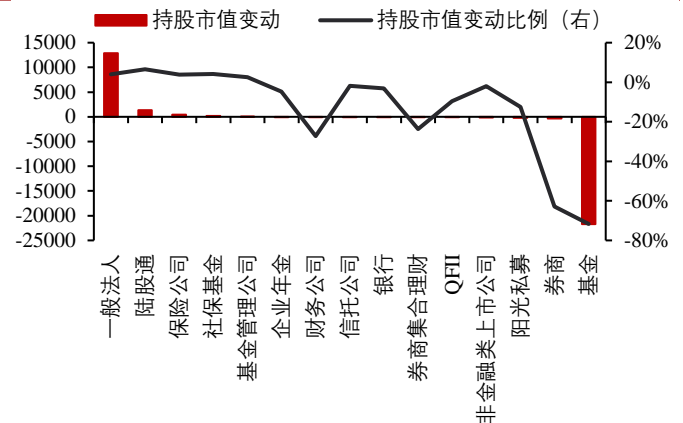
数据来源：华泰期货研究院

图25： 境内机构投资者持股市值构成 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图26： 2024 年 1 季度机构投资者持股市值变动及变动比例 | 单位：亿元，%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

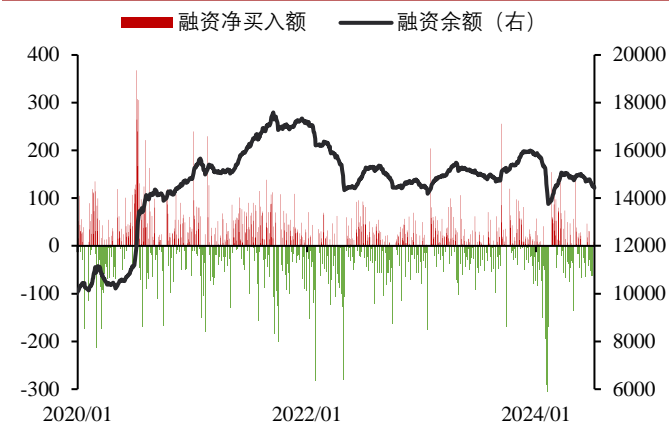
## 2.1 个人投资者

个人投资者在杠杆资金方面的增量潜力显著，尽管当前融资余额较年初高点有所回落，约减少了 1400 亿元，但随着 A 股市场性价比的不断提升，预计融资余额有望在三季度中期开始稳步回升，预计增量可达 1000 亿元。



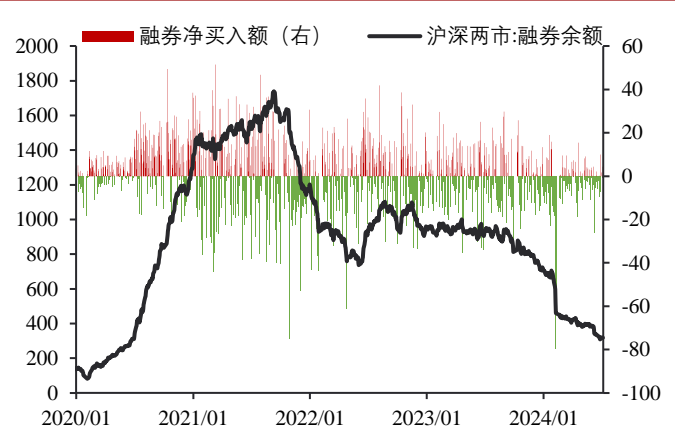
年初以来，针对融券业务的监管力度显著加强，具体措施包括全面暂停限售股的出借业务，并将转融券市场化约定申报的实时可用性调整为次日可用，此举直接影响了融券市场的效率。此外，证监会还明确要求证券公司加强对客户交易行为的监控，严禁向利用融券进行日内回转交易的投资者提供融券服务，进一步规范了市场行为。这些监管措施导致融券余额持续下滑，目前已降至 320 亿元以下，预计在下半年将进一步下探至 200 亿元左右，从而释放约百亿元的资金。综合考虑，预计下半年杠杆资金整体将带来约 1100 亿元的增量资金。

图27： 融券余额 | 单位：亿元



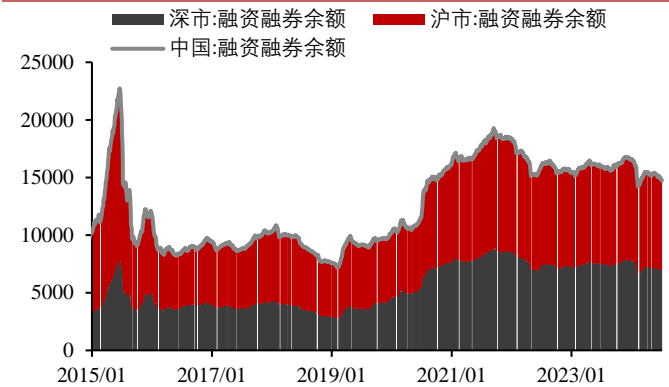
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图28： 融资净买入额和融资余额 | 单位：亿元



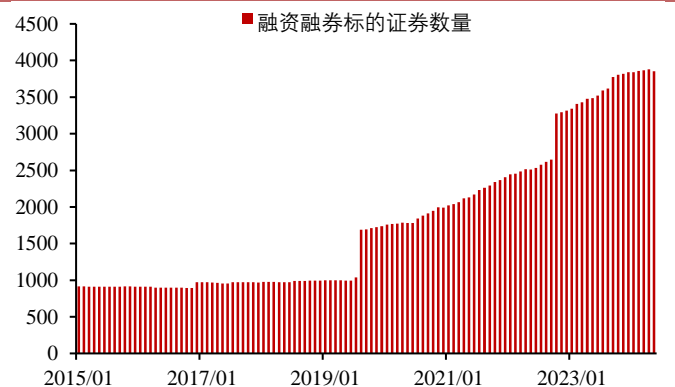
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图29： 两融余额 | 单位：亿元



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图30： 两融标的证券数量 | 单位：只



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

## 2.2 基金

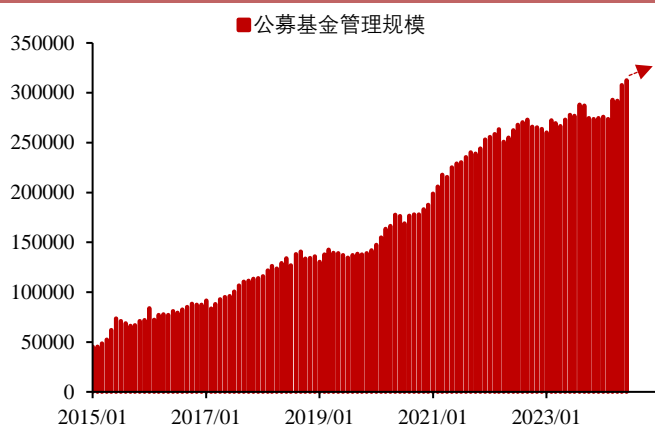
今年 4 月，公募基金整体规模显著回升，资金总量攀升至 31.2 万亿元，预计年底将进

一步增长至 33.8 万亿元。尽管新募集资金量仍处低位，但 ETF 市场的加仓热情异常高涨，显现出市场正加速向被动投资趋势转变。特别是年初以来，以国家大资金为主导的宽基 ETF 大力买入，下半年这一趋势有望延续。

大资金涵盖了中央汇金、中国证金、证金资管、外管局旗下投资平台及证金定制基金等重量级机构，其中中国证金、中央汇金与证金资管目前占据主导地位，其累计持股市值已高达 3.06 万亿元。预计下半年大资金将贡献约 3000 亿元的增量资金，其中中央汇金的持股市值有望再创新高，突破 2.65 万亿元，通过宽基 ETF 渠道流入市场的增量资金预计将达到 1200 亿元。

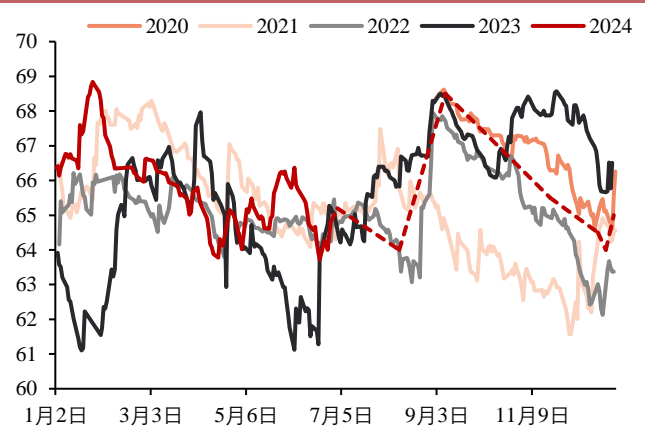
另一方面，公募基金的股票仓位变动预计遵循季节性规律，自 8 月起有望逐步回升，年内最高仓位可能达到 69%，随后在四季度再度回落，全年整体仓位将维持在近三年来的平均水平。结合公募基金的扩张规模与股票仓位潜力，预计其在权益市场的增量资金投入达到 1600 亿元。

图31： 公募基金管理规模 | 单位：亿元



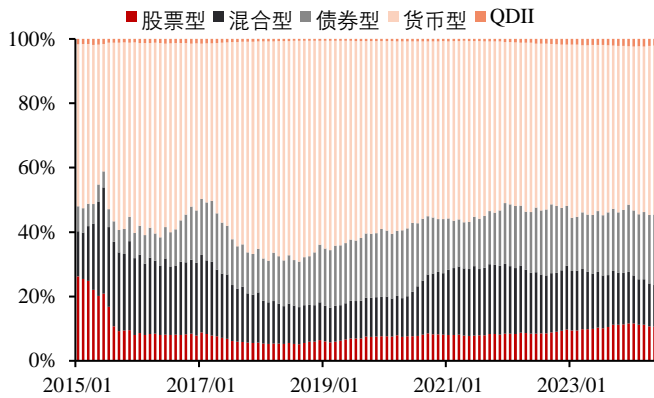
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图32： 公募基金股票投资比例 | 单位：%



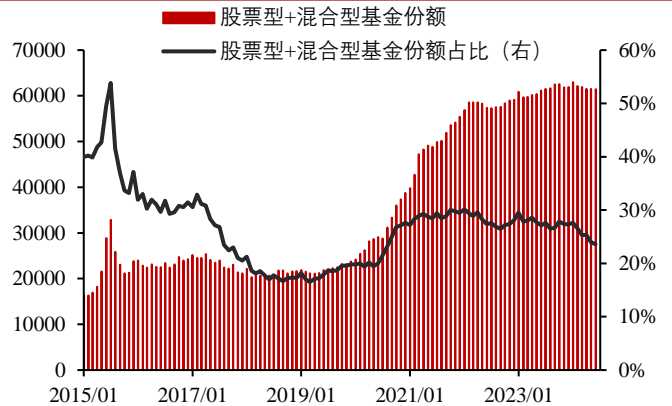
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图33： 公募基金类型构成 | 单位：%



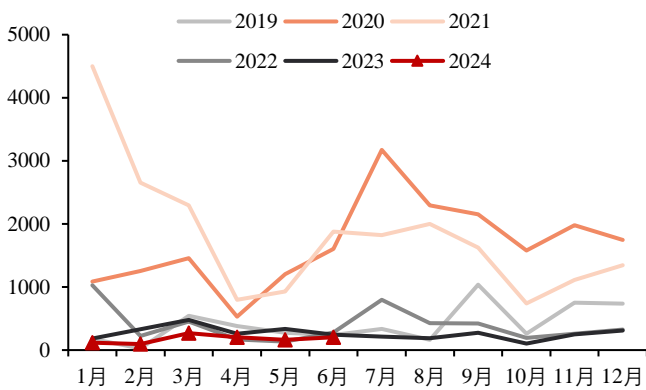
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图34： 股票型和混合型基金份额与占比 | 单位：亿份，%



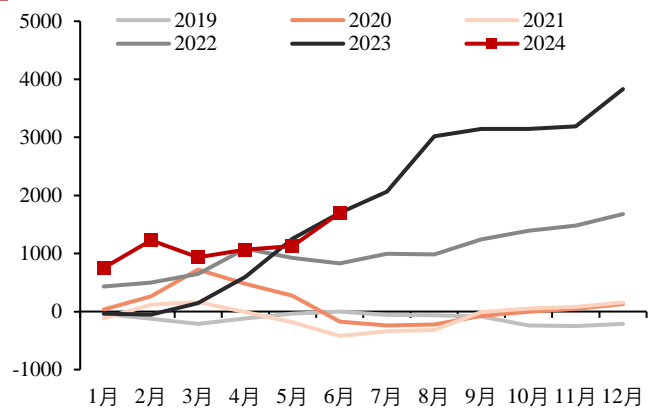
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图35： 新成立偏股型基金月度份额 | 单位：亿份



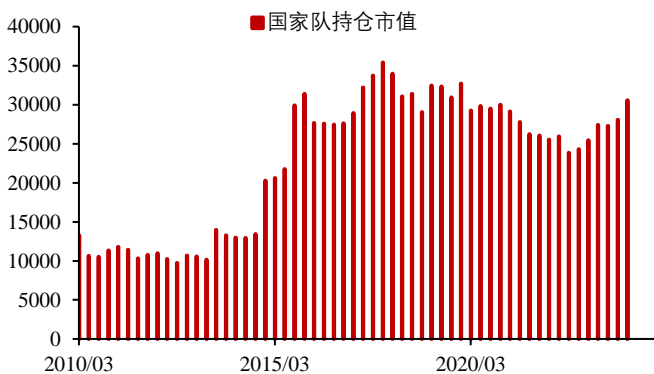
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图36： ETF市场累计净申购份额 | 单位：亿份



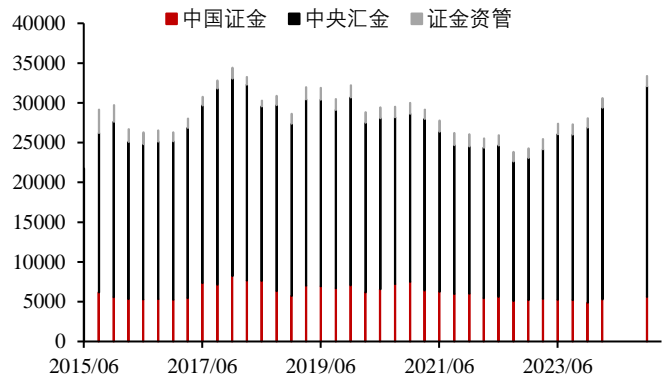
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图37： 大资金持仓市值 | 单位：亿元



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

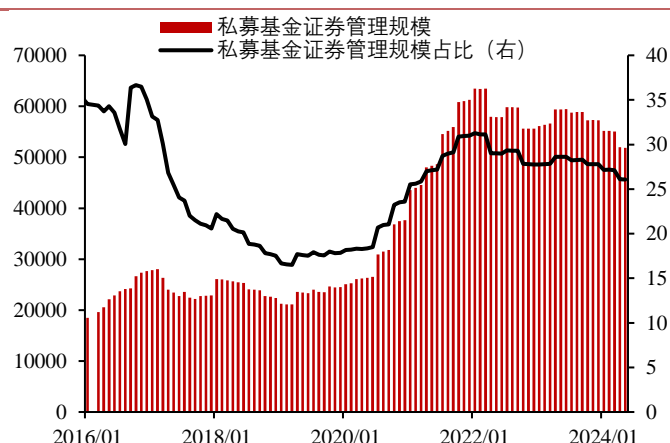
图38： 大资金机构资金组成 | 单位：亿元



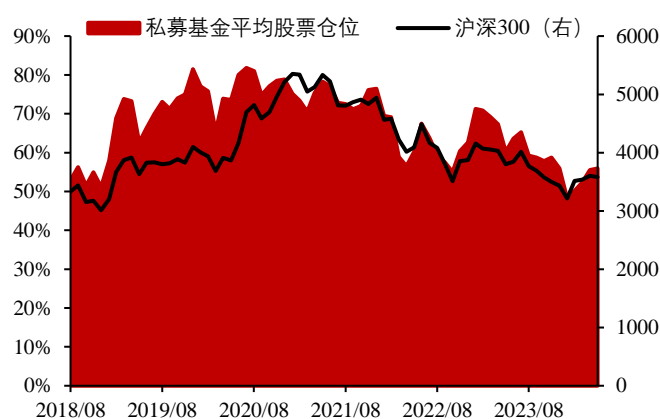
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

自 2023 年年中以来，私募基金在证券管理领域的规模持续缩减，至今年 5 月，其证券管理规模已缩减至不足 5.2 万亿元的水平。这一趋势背后，是证券投资在私募基金总资产中占比的下滑，主要归因于私募基金整体规模的缩减，以及其对固定收益类资产投资力度的加大。然而，随着央行面向一级交易商启动国债借入操作，旨在稳定国债市场并可能进一步压制国债价格，此举有望为证券类投资比例的下滑趋势带来缓解。受此影响，私募基金的证券管理规模有望迎来增长，预计可回升至 5.5 万亿元附近。

此外，私募基金在股票投资领域的仓位仍具备提升潜力。鉴于当前市场环境及资金配置需求，预计下半年私募基金将在股票市场上增加约 1400 亿元的投资。

**图39： 私募基金证券管理规模 | 单位：亿元，%**


数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

**图40： 私募基金仓位与股指走势 | 单位：%，点**


数据来源：华润信托 华泰期货研究院

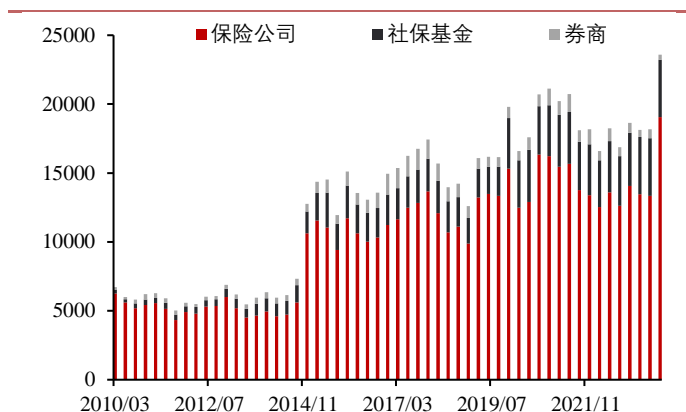
## 2.3 机构直接增持

前文已对国家大资金的增持潜力进行了估算，其增持路径分为两大部分：一部分资金通过增持宽基 ETF 间接入市，另一部分则直接聚焦于股票投资，预计这部分直接流向股市的增量资金将达到 1600 亿元。

在吸引中长期资金入市方面，证监会发布的《资本市场投资端改革行动方案》明确将加大中长期资金的引入作为核心任务。证券监管部门正积极采取措施，旨在提升长期资金参与权益投资的积极性与稳定性。具体举措包括：与金融监管总局合作，降低保险公司投资沪深 300 指数成分股、科创板股票等标的的资本占用风险因子；配合财政部，对国有商业保险公司实施为期三年的长周期考核，以鼓励其进行更为稳健和长远的资产配置；同时，积极支持保险资金参与长期股票投资试点项目。

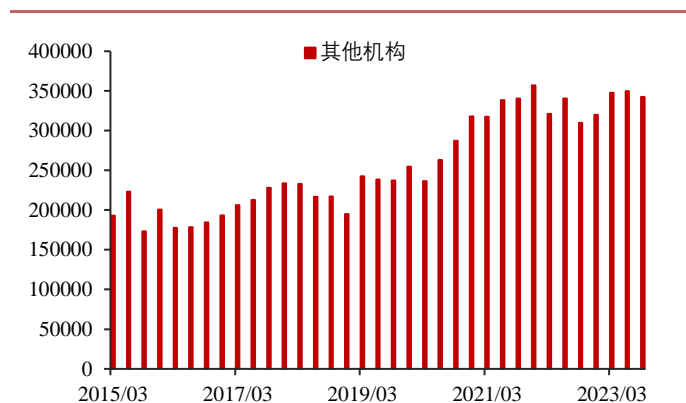
结合政策导向与市场趋势的回归分析，预计社保基金、保险公司、券商及其他相关机构在下半年的股票持仓金额将合计增加 1400 亿元。综合考量，整体机构对股票的直接增持金额有望达到 3000 亿元，这将为市场注入强大的资金活力与长期稳定的投资基础。

图41： 社保基金、保险及券商的持仓市值 | 单位：亿元



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图42： 其他机构持仓市值 | 单位：亿元



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

## 2.4 外资

外资持股市值与我国股指走势之间的正向关联性持续增强，自 2018 年起，两者相关性已超过 0.9，近五年来更是稳定在约 0.93 的高水平，这凸显了密切关注外资动态对于把握市场趋势的重要性。

央行数据显示，截至 2024 年一季度末，境外机构和个人持有的境内人民币金融资产总额已升至 9.7 万亿元。从资产配置结构来看，2023 年 7 月以来，外资对我国债券的投资偏好显著增强，这一趋势在今年一季度得以延续，债券投资占比稳定在约 42% 的水平。与此同时，境外投资者对股票的投资份额出现了相应的调整，占比由原先的 35.5% 下滑至 28.7%。具体到 A 股市场，根据 Wind 最新统计，截至 6 月末，外资持有的 A 股数量达到 1325 亿股，市值约为 2.16 万亿元，占 A 股流通市值权重的 3.3%。

预计至 2024 年末，外资在 A 股市场的持股市值将有望增长至 9.8 万亿元，其中直接投入股票的资金量将达到 2.9 万亿元，占比与当前水平基本持平。意味着未来一段时间内，外资有望为 A 股市场带来数千亿元的增量资金，进一步推动市场的稳定与发展。

图43： 外资持有股票金额与万得全 A 走势 | 单位：亿元，点



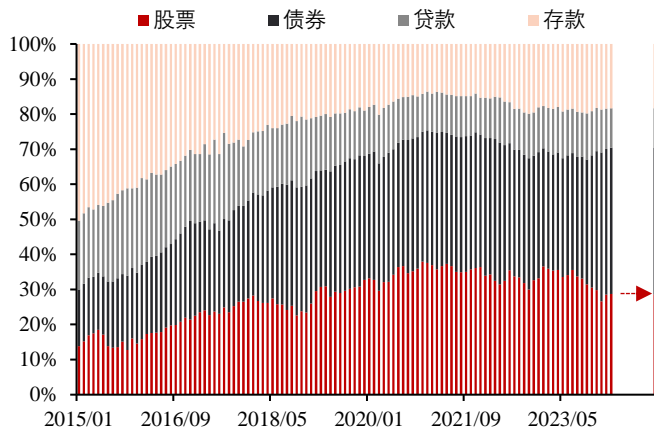
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图44： 外资持股市值和万得全 A 相关性 | 单位：无

	相关性
2019 年起	0.93
2018 年起	0.91
2017 年起	0.81
2016 年起	0.81
2015 年起	0.67

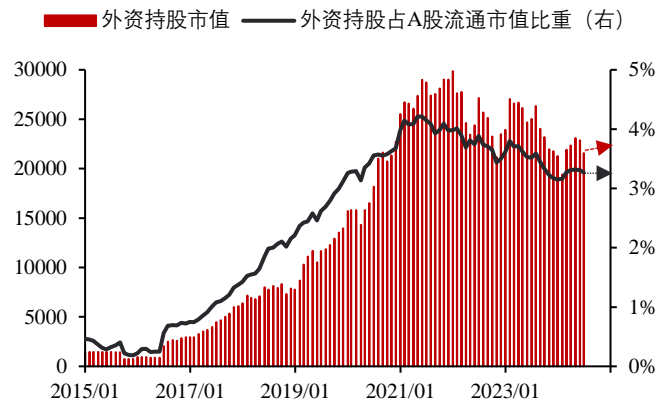
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图45： 外资资产配置结构 | 单位：%



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图46： 外资持股市值和占 A 股流通市值比重 | 单位：亿元，%



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

## 高风险偏好资金驱动不足

市场中的质押资金与两融资金作为风险偏好较高的两大资金流，分别映射了产业与居民端的杠杆水平，它们长期以来与中证 1000 指数展现出了极强的正向联动性，深刻揭示了中证 1000 指数的趋势性上扬往往依赖于企业及居民端杠杆资金的积极助力。

在当前宏观环境充满不确定性的背景下，企业扩张与居民增加借贷的意愿均受到一定制约，表明对中证 1000 指数而言，可能缺乏来自杠杆资金的有力推动，面临驱动力不足的挑战。

图47： 市场质押市值和中证 1000 指数走势 | 单位：亿元，点



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图48： 两融余额和中证 1000 指数走势 | 单位：亿元，点



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)