

# 稳增长托底经济，A股底部估值拔升

## 摘要

- 2022年开年以来，全球大类资产逐渐形成权益下调，能源农产品等商品市场走强的分化格局。冲突和制裁通过能源以及粮食供给收缩、在供应链效率下降的环境下，加大全球经济滞胀风险。
- **国内市场层面**，A股主要指数上半年表现不佳，三大股指历经显著回调。中小盘股回撤幅度大于大盘股以及权重股。年初开始，大盘一共走出三浪下跌行情，而5月中旬以后建立稳定上升通道，当前指数接近年线位置，反弹阻力逐步增大。整体来看，各指数均走出V型反转走势。
- **国内基本面上**，疫情限制供给以及需求的局面得到一定缓解，二季度经济数据修复仍面临一定困难，基建增速或将成为拉升整体投资动能的关键。另外，未来疫情不确定性与外部环境的复杂化将对预期形成扰动。下半年来看，基建依然是稳增长政策的主要发力方向，专项债加速落地将进一步拉升投资增速，对冲房地产疲弱的趋势。疫情有效修复是消费回升的主要逻辑，而海外需求在经济降温的环境下大概率呈现回落趋势，出口对于经济增长的拉动效应将有所弱化。
- **国内政策面上**，随着二季度以来国常会部署经济一揽子措施，同时全国稳住经济大盘会议明确政策重点扶持领域，强化政策维稳经济信心。下半年，货币政策空间或面临一定制约，随着经济修复、疫情收尾，下半年货币政策会从衰退模式回归常态模式，市场流动性可能会逐渐收缩，市场利率向政策利率回归。
- **市场资金面上**，前A股市场整体估值尚未回升至高位，因而仍具备较高投资性价比。而当前主要板块的盈利成长能力尚未见到数据层面的拐点，宏观预期成为市场反弹动能的主要支撑。新增投资者、新发基金、外资流入等微观层面资金均呈现较为乐观的形势，资金有望继续加大对A股市场的配置，下半年市场流动性有望实现持续改善。
- **技术面上**，沪指在阶段性调整震荡后，仍有继续上行的基础，预计下半年沪指将维持宽幅震荡格局关注3000-3700点。期指方面，中证500期指当前回升至6300点附近，周线层面半年线位置上行阻力增大。中短期预计将于6500点附近来回盘整，下半年有望上行突破7200点关口。
- **风险提示**：稳增长政策不及预期、疫情扰动的持续性影响、海外通胀形势加剧



金融投资专业理财  
JINRONGTOUZI ZHUANYELICAI

瑞达期货研究院  
投资咨询业务资格  
许可证号：30170000

分析师：  
张昕  
投资咨询证号：  
Z0015602

咨询电话：059586778969  
咨询微信号：Rdqhyjy  
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号  
了解更多



## 内容目录

摘要	1
2022 年上半年回顾：全球通胀高企以及权益估值下行	3
一、全球大类资产行情	3
二、A 股上半年行情回顾	5
宏观展望：海外滞胀格局输入性影响	8
一、海外：基于三大视角看海外的影响	8
（一）、大宗共振	8
（二）、外需回落——出口拉升或放缓	10
（三）外汇传导路径——人民币币值趋稳	11
二、国内：稳增长政策加码 经济底部确认	13
（一）经济结构性形势	13
（二）政策展望	18
A 股市场：估值上行空间较大 增量资金支撑减弱	21
一、盈利与估值	21
（一）、A 股盈利增速低位企稳	21
（二）、A 股估值水平 V 型变化	26
二、A 股资金压力不减	27
（一）、全面推行注册制	27
（二）、产业资本减持	29
（三）、资金供给	30
2022 年下半年股指期货总体观点	34
免责声明	37

## 图表目录

图表 1：全球大类资产涨跌幅（2022.1-2022.6）	3
图表 2：主要经济体 CPI 当月同比（2019.6-2022.6）	4
图表 3：全球主要经济体 PMI（2015.1-2022.6）	4
图表 4：沪指短线以及长线走势	6
图表 5：行业板块涨跌幅（2022.1-2022.6）	7
图表 6：行业板块涨跌幅（2022.4-2022.6）	7
图表 7：俄乌主要商品全球比重（2021 年）	9
图表 8：中国从俄罗斯进口商品比重（2021 年）	10
图表 9：密歇根大学消费信心指数和 Sentix 投资信心指数	10
图表 10：中国出口增速同比%	11
图表 11：美元指数以及美元对人民币中间价	12
图表 12：中美利差走势	12
图表 13：PMI 分项	13
图表 14：出厂价格以及主要原材料进口价格 PMI	14
图表 15：工业增加值当月同比/累计同比	14
图表 16：固定投资分项	15
图表 17：社会消费品零售总额当月同比	16
图表 18：进出口累计同比	16

图表 19: PPI 与 CPI 同比增速.....	17
图表 20: PPI 生产资料与 PPI 和 CPI 的相对走势.....	18
图表 21: 市场利率与政策利率.....	19
图表 22: 主要板块归母净利润增速.....	22
图表 23: 板块归母净利润增速.....	22
图表 24: 主要板块营业收入增速.....	22
图表 25: 板块营业收入增速.....	23
图表 26: A 股 ROE (TTM).....	24
图表 27: 板块 ROE (TTM).....	24
图表 28: 风格类 ROE.....	25
图表 29: 全部 A 股估值变化 (P/E).....	26
图表 30: 期指估值变化 (P/E).....	27
图表 31: 一级市场资金募集 (首发资金、增发资金).....	28
图表 32: 产业资本增持市值与家数 (亿元).....	29
图表 33: 产业资本净减持 (亿元).....	29
图表 34: 限售解禁规模 (万元).....	30
图表 35: 新增投资者数量 (万人).....	31
图表 36: 公募股票型与偏股混合型基金份额 (亿份).....	31
图表 37: 基金数量与基金规模.....	32
图表 38: 两融余额与两融占 A 股流通市值.....	32
图表 39: 融资买入额占 A 股流通市值.....	33
图表 40: 外资以及陆股通占 A 股流通市值比例.....	33
图表 41: 陆股通净流向 (亿元, 周).....	34

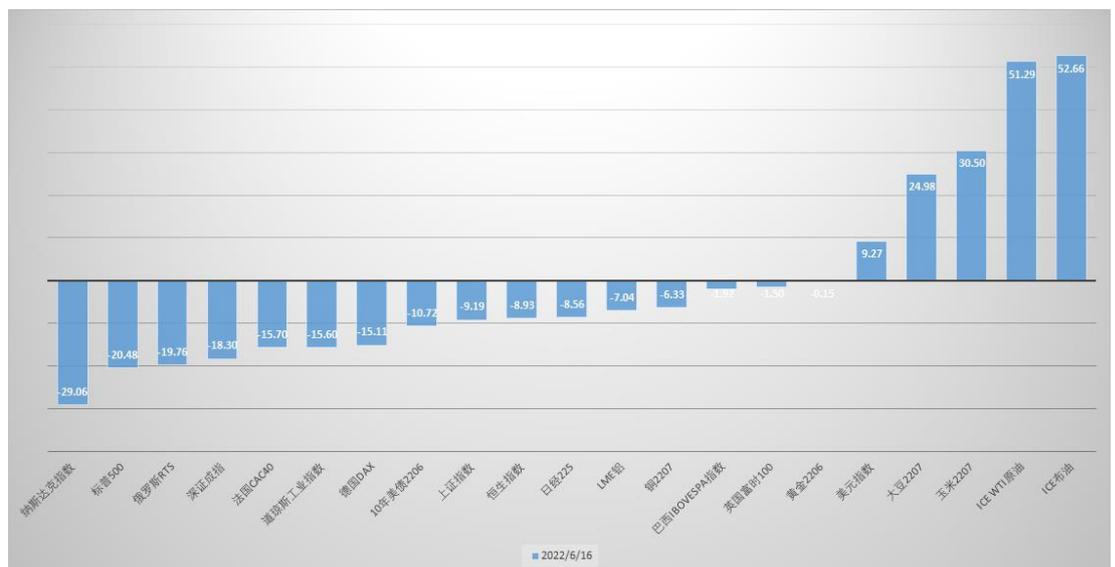
## 2022 年上半年回顾：全球通胀高企以及权益估值下行

### 一、全球大类资产行情

2022 年开年以来，全球大类资产逐渐形成权益下调，能源农产品等商品市场走强的分化格局。全球权益市场中，美国为首的纳斯达克指数以及标普 500 回调幅度最大，纳斯达克指数回调接近 30%，近乎步入熊市区域。国内市场方面，上证指数在五、六月份实现底部区域约 14% 的反弹幅度，上半年跌幅显著收窄。全球商品市场中，能源大幅走强，WIT 原油以及 ICE 布油半年涨幅超过 50%。在全球通胀预期的升温下，玉米大豆等农产品亦展现出走强走势。

上半年，冲突和疫情给全球带来了供应链冲击以及迅速升温的滞胀预期。2022 年俄乌冲突以来，美欧总计对俄发动六轮全面制裁。在此前针对商界精英和政界人士的个人制裁的基础上，对俄制裁的范围从金融领域，逐渐扩展到了科技、能源等非金融领域。从全球经济的视角来看，冲突和制裁通过能源以及粮食供给收缩、在供应链效率下降的环境下，加大全球经济滞胀风险。引发滞胀预期发酵的因素主要体现在：一、能源、粮食、金属供给进一步萎缩，全球供应链瓶颈恶化。2 月俄乌冲突以来，3 月美国 CPI 同比达 8.5%，5 月美国 CPI 同比为 8.6%，处于历史高位。英国和法国 4 月 CPI 同比也高达 9% 和 4.8%。二、疫情后投资需求虽然回升，但不能立即形成产能，投资实际增速不足导致产能复苏较慢，另外消费者信心下降并且主动延迟消费需求。

图表 1：全球大类资产涨跌幅（2022.1-2022.6）

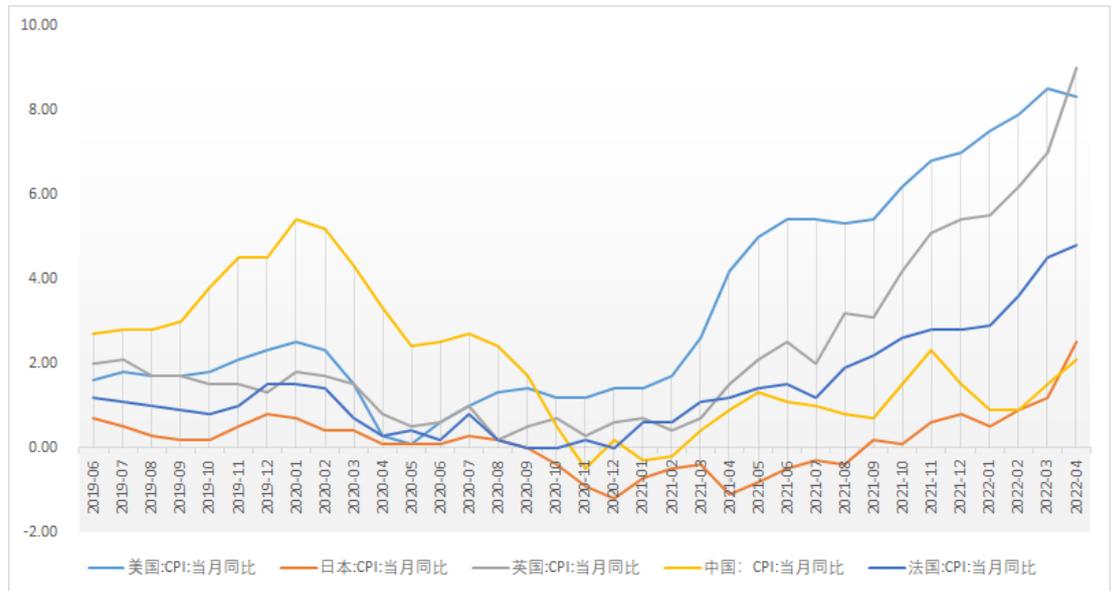


资料来源：瑞达期货、Wind

在全球通胀趋于严峻的环境下，国内的形势亦不容乐观。海外的输入性通胀大致存在

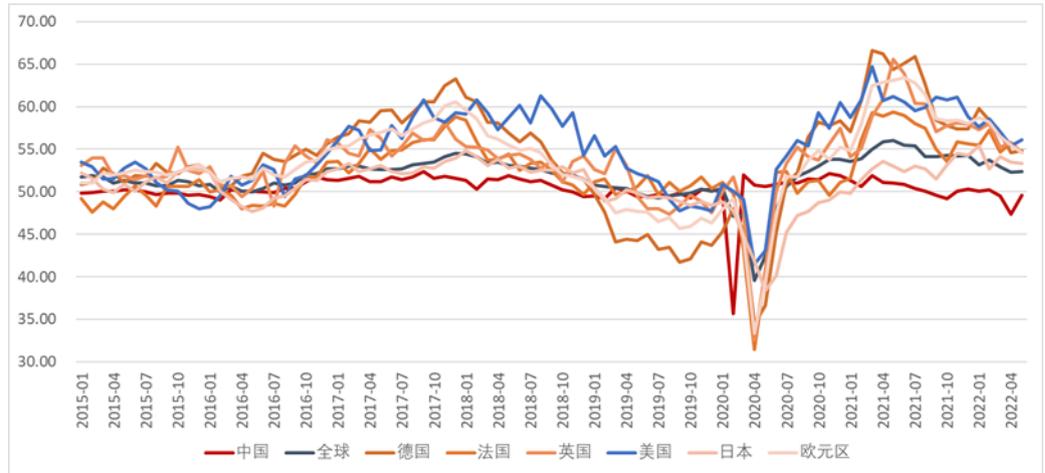
三种影响渠道。首先，大宗涨价带来成本推升的输入性通胀。对通胀的直接影响是推升国内能源以及原材料价格，间接影响是通过推升生产成本进而推升中下游商品价格和工资。结构上看，我国对能源进口依赖较高，对粮食进口依赖较低，因为国际能源价格的上涨相对于粮食价格上涨对我国的影响比重较大。其次，海外需求上升将促进出口制造业生产和投资，而我国高出口行业的能耗强度更高，这将进一步抬升能源、电力以及上游原材料价格。最后，汇率对通胀传导具有直接传导效应。由于美联储激进加息的策略，美元不断升值的情况下，人民币汇率的相对贬值会引起我国进口价格的上升，而进口产品作为中间投入品和最终消费品，进而直接推升生产端以及消费端价格。总体而言，当国内通胀形势与海外通胀环境的相关性上升，在内需难以快速回升的基本面条件下，实体经济的盈利水平将被进一步拉低。从盈利增速视角来看，A股整体估值中枢的上移具有一定“脆弱性”，市场预期亦难以形成支撑。另外，通胀局势或可能进一步对政策实施形成干扰，货币政策的独立性亦有可能受到影响。

图表 2：主要经济体 CPI 当月同比（2019.6-2022.6）



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 3：全球主要经济体 PMI（2015.1-2022.6）



资料来源：瑞达期货、Wind

## 二、A 股上半年行情回顾

今年上半年，A 股主要指数表现不佳。上证指数回调 6.63%，创业板指回调 15.41%，科创 50 指数回调 20.92%。权重股与大盘股方面，上证 50 回撤 6.59%，沪深 300 下跌 9.22%，中小盘股方面，中证 500 回调幅度为 12.3%。各指数均走出 V 型反转走势，自年初开始，大盘走出三浪下跌行情，上证综指最大回调达到 18.72%，于 4 月下旬跌破 3000 支撑，4 月 27 日触底，之后开始反弹行情，5 月中旬以后建立稳定上升通道，但上升通道上方压力较大，六月末后遇 250 日均线压力，冲高乏力进入横盘。

中小盘股的反弹时间点与大盘相近，权重股与大盘股方面，上证 50 走势较为滞后，4 月末反弹走势开始后有较强回踩，完成底部二次确认，在 5 月 10 日时触底，反弹行情中压力也较明显，沪深 300 也有类似的强回踩。

四月末以后的反弹行情中，上证指数反弹幅度达到 17.74%，上证 50 反弹幅度为 14.08%，中证 500 反弹幅度为 23.31%。反弹过程中超跌反弹的动能，叠加汽车补贴等消费促进措施，新能源车销量上升等趋势，新能源等高弹性赛道板块、成长板块领涨行情，信贷冰点确认后，券商股也曾在六月初反弹行情中领涨。

从政策以及事件的复盘来看，三月以前的第一浪下跌幅度较小，可以视为 21 年末震荡行情的后续。21 年末中央政治局会议和经济工作会议明确稳增长政策基调，降准降息政策出台落地，LPR 下调，市场普遍唱多，但 22 年初发布的 12 月新增社融、新增人民币贷款等数据低于预期，引发市场对于政策落地的普遍担忧。这波下跌止于春节后市场由于节日期间消息面良好，外围行情回暖带来的反弹。

第二浪下跌则始于三月以来的俄乌冲突，投资者情绪面受到重大冲击，全球资产大幅度波动，中概股受严重波及，导致市场出现大幅度下跌。3 月 16 日国务院金融委召开会议，

提出“统筹疫情防控和经济社会发展，保持经济运行在合理区间，保持资本市场平稳运行”，政策面见底，市场短线反应较快，但由于俄乌冲突带来不确定性并未减弱，盘面进入横盘震荡过程。

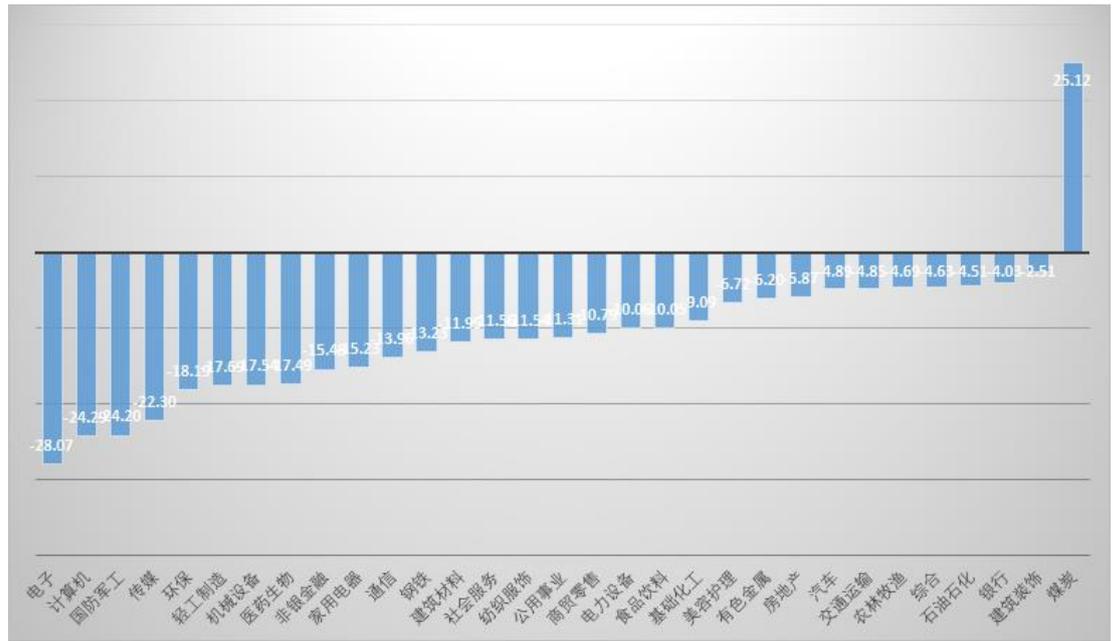
第三浪下跌则是4月份上海疫情恶化带来的恐慌性下跌，还叠加了俄乌冲突的持续性影响。与俄乌冲突不同，上海疫情恶化除了消息面上的负面作用外，其对国内宏观经济的冲击更加直接和强力。因而4月29日，中央政治局召开会议，在①防控保供，②加大宏观政策调节力度，③做好疫情纾困和地产调控，④金融市场和平台经济健康发展，⑤坚持既定增长目标等多方面释放积极信号。各部委也及时跟进，国务院出台《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》、中央财经委员会研究全面加强基础设施建设、财政部表态要以积极财政政策稳定经济大盘，中国结算下调股票交易过户费。5月末国常会召开，部署稳经济一揽子措施，国务院召开稳经济电视电话会议，强调加快政策落地。货币政策方面，货币政策边际持续趋松，5月份5年期以上LPR下调15个基点；财政政策方面，新增2.64万亿减税降费规模超计划；新增专项债规模3.65万亿，要求8月底前基本使用到位。在高层释放积极信号，政策陆续出台的背景下，加之上海疫情防控态势趋稳，反弹行情逐步建立，上升通道逐步打通。

图表 4： 沪指短线以及长线走势



资料来源：瑞达期货、Wind

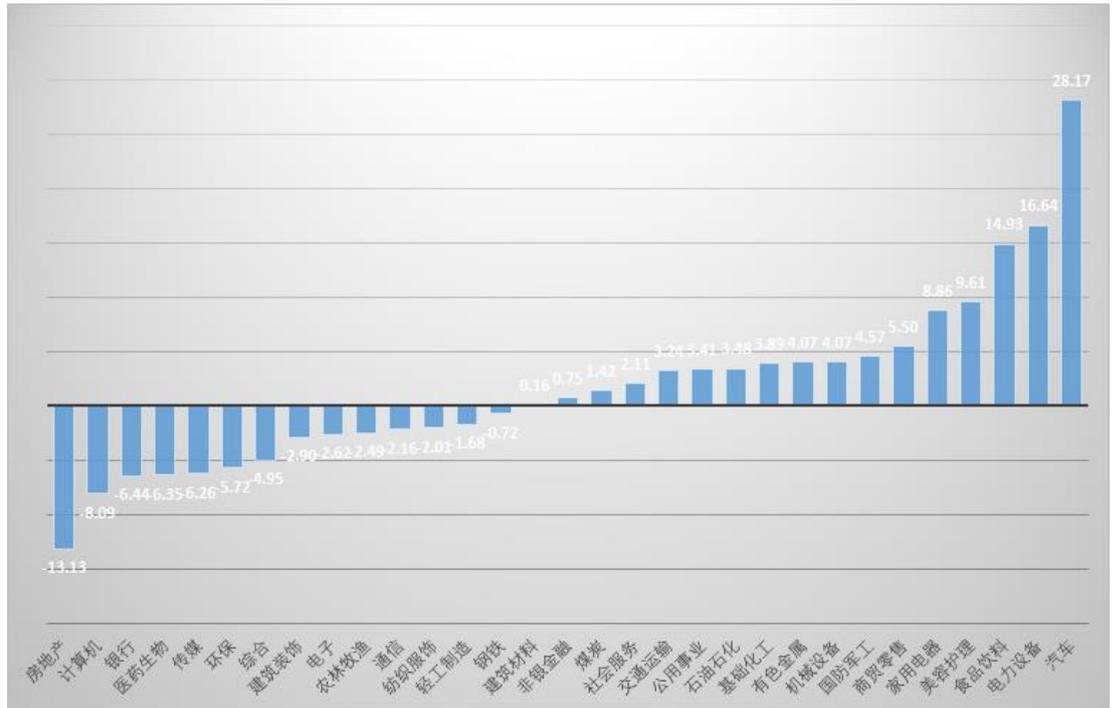
图表 5：行业板块涨跌幅（2022.1-2022.6）



资料来源：瑞达期货、Wind

本轮市场下行行情延续至今年四月底。随着国常会部署经济一揽子措施，同时全国稳住经济大盘会议明确政策重点扶持领域，强化政策维稳经济信心。市场情绪在政策提振下显著回暖。作为牛市信号的成长风格经历大幅杀估值行情后亦呈触底反弹趋势。从板块表现可以看出，2022年4月至6月以来，汽车、电力设备以及军工等消费和高端制造板块涨幅不断拉升，房地产依然显示出较为低迷行情，虽然稳增长政策端对基建项目表明明确的支持基调，然而在疫情以及违约风险的影响下，地产开发端以及需求端仍较为疲软，地产投资增速短期显著复苏存在一定困难。

图表 6：行业板块涨跌幅（2022.4-2022.6）



资料来源：瑞达期货、Wind

## 宏观展望：海外滞胀格局输入性影响

### 一、海外：基于三大视角看海外的影响

我们基于三大视角展望海外局势对国内的影响，分别是大宗、外需以及汇率三大传导路径。主要分析上半年影响全球的两个热点：俄乌冲突和美联储鹰派加息，以及这两大事件引发的全球范围通胀高企以及人民币外汇币值波动性上升。通过展望上半年通胀环境以及对于海外发达经济体增速的下半年的预判，预计下半年国内通胀环境压力有限，人民币币值逐步趋稳然介于外需回落出口增速放缓的可能性尚在。

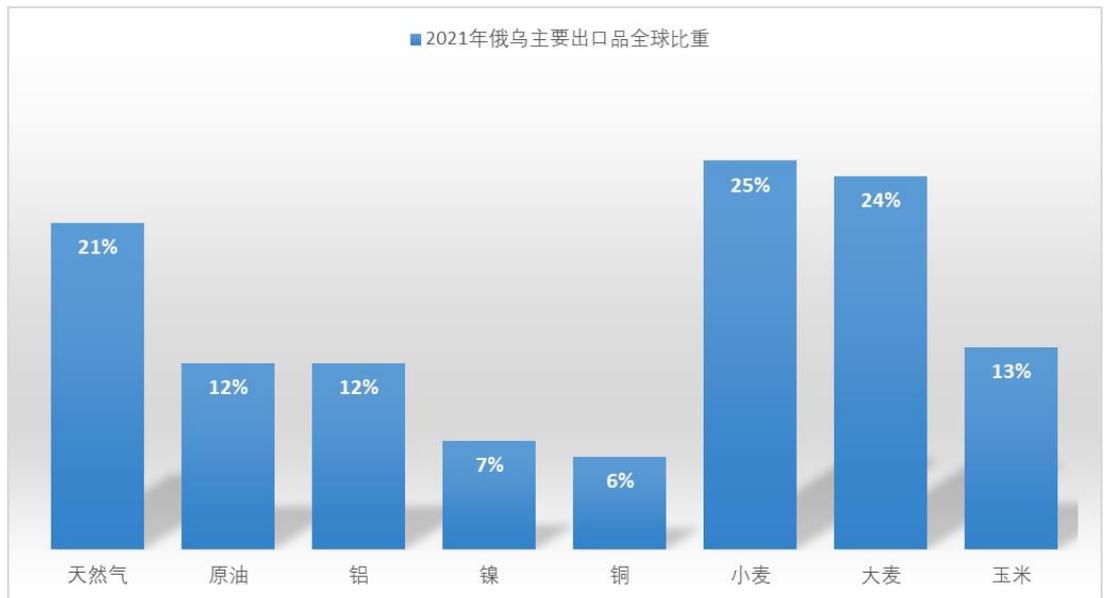
#### （一）、大宗共振

##### 1、俄乌冲突——成本推升的通胀局面

俄罗斯和乌克兰是能源、金属和农作物的出口大国，在当前全球偏低库存的大环境下，俄乌冲突以及发达经济体对俄制裁将进一步加剧供应风险。能源方面，俄乌冲突和制裁带来全球石油供应风险依然存在。截止目前，欧洲已对俄罗斯实施第六轮制裁，将禁运俄罗

斯海运石油，部分管道油流量得以暂免禁运。考虑到需求转移到印度等国的影响，制裁最终对俄罗斯原油出口的影响或小于欧盟公布的数量，因此未来石油价格具备一定上涨预期，但亦或存在缓释的空间。而欧洲天然气中超过三成的比例面临制裁风险，尽管美国液化天然气（LNG）可弥补制裁风险下的供需缺口，但也面临较多不确定性。首先，欧洲各地对于 LNG 接受能力有差异，欧洲国家内部的再运输和再分配风险仍存。其次，极端情形下的进口需求一旦提升，LNG 输出增量难度较大。综合来看，天然气下半年的供应不确定风险存在，价格的走势预期亦存在较大波动。农产品方面，俄乌冲突对大宗农产品的影响较大的品种包括小麦、玉米、食物油等。若地缘冲突持续，海运难以恢复，小麦和玉米播种受影响，导致全球供给减少，随着各国出口政策收紧，国际价格将大幅攀升。而间接影响较大的品种包括大豆、棉花等，将受能源和关联产品波动影响。有色金属方面，铝、镍、钯金供应风险增加。俄罗斯银行被从 SWIFT 国际结算系统中移除可能影响俄铝、俄镍公司的业务或其控股股东的活动。欧洲电价可能再次冲高，从而推升欧洲当地的冶炼成本并扩大亏损，当地电解铝产能关闭风险再次上升。

图表 7：俄乌主要商品全球比重（2021 年）



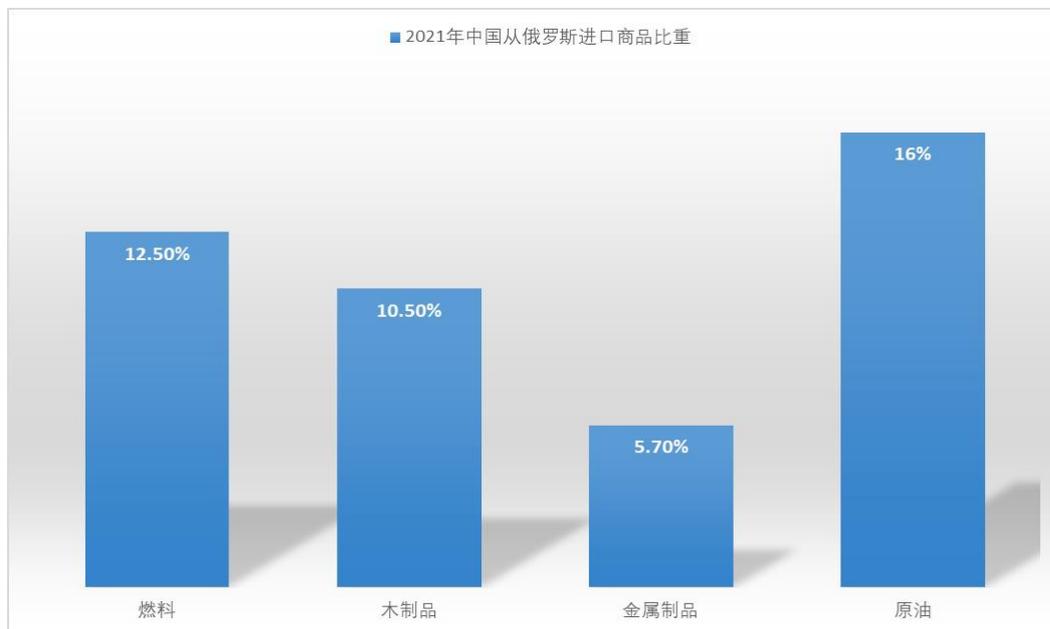
资料来源：瑞达期货、UN Comtrade

## 2、俄乌冲突对我国的影响结构分化

由于中国并未对俄实行能源进口禁令，且成品油调价机制有缓冲带，我国油气价格涨幅小于国际价格。同时，我国主要粮食的进口依存度较低、且库存远高于国际平均。国际粮价影响或可控，俄乌冲突以来，我国国内小麦、稻谷、玉米价格涨幅远小于国际粮价，CPI 粮价同比从 2 月的 1.5% 上升到 5 月的 3.2%，过去 3 个月对 CPI 同比的边际抬升只有

0.05ppt。相对而言，中国从俄进口原材料的比重比较高，燃料、木制品、金属制品分别占据 12.5%、10.5%以及 5.7%。总体而言，俄乌冲突对于国内通胀的直接影响有限，而在全球通胀高企的大环境下，输入性通胀使得工业品成本仍然存在价格被动拉升的因素。

图表 8：中国从俄罗斯进口商品比重（2021 年）

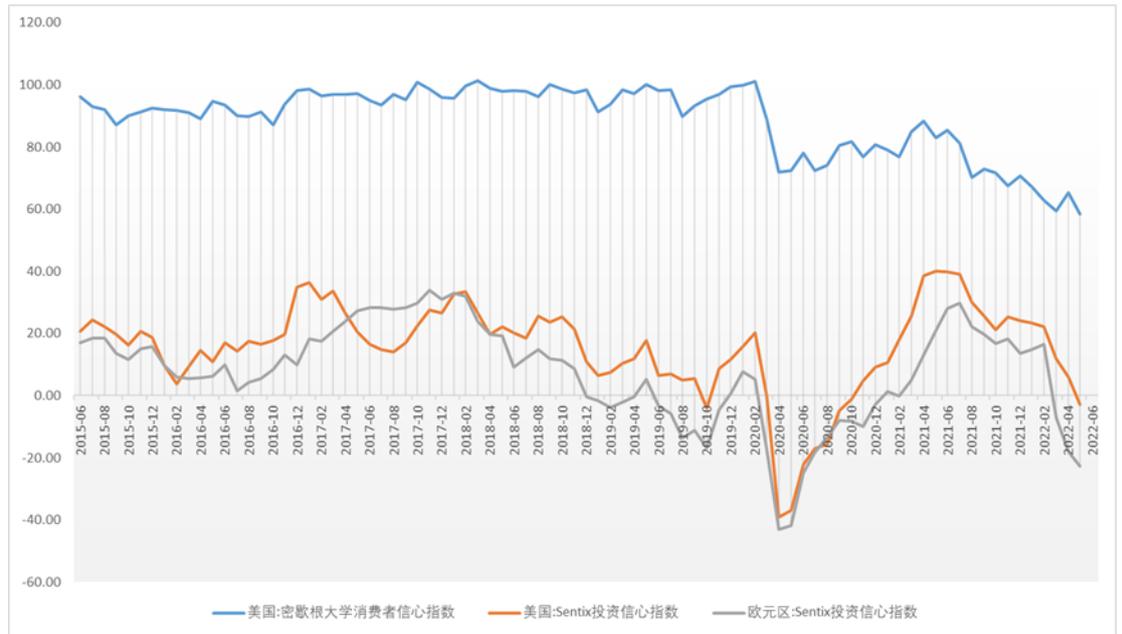


资料来源：瑞达期货、UN Comtrade

## （二）、外需回落——出口拉升或放缓

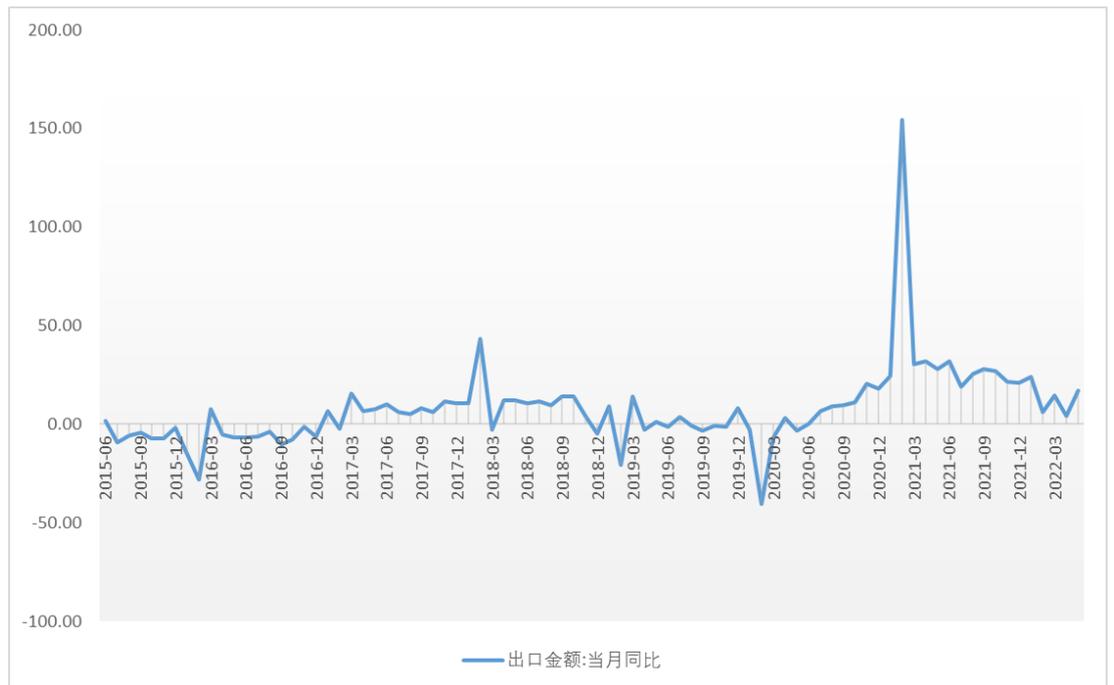
由于美国通胀高企，美联储加快收紧货币政策以抑制经济过热，密歇根大学消费信心指数和 Sentix 投资信心指数今年以来均加速下行，显示出美国经济增长预期进一步下调。美国经济增速下滑必然伴随着需求端的收缩，叠加当前难以短暂回落的物价水平，经济整体滞胀预期攀升。由于进口依赖度更高，俄乌冲突引发的通胀对于欧元区和英国影响更大，两个地区的紧缩亦更坚决，而经济复苏原本就疲软，未来衰退风险更大。此外，随着海外低成本工业经济体开放加快、疫后生产恢复，部分低附加值的外需已加快回流至东南亚，未来我国出口份额可能亦会下降，上半年出口强劲拉升整体经济增速的动能将相应减弱。

图表 9：密歇根大学消费信心指数和 Sentix 投资信心指数



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 10：中国出口增速同比%



资料来源：瑞达期货、Wind

### （三）外汇传导路径——人民币币值趋稳

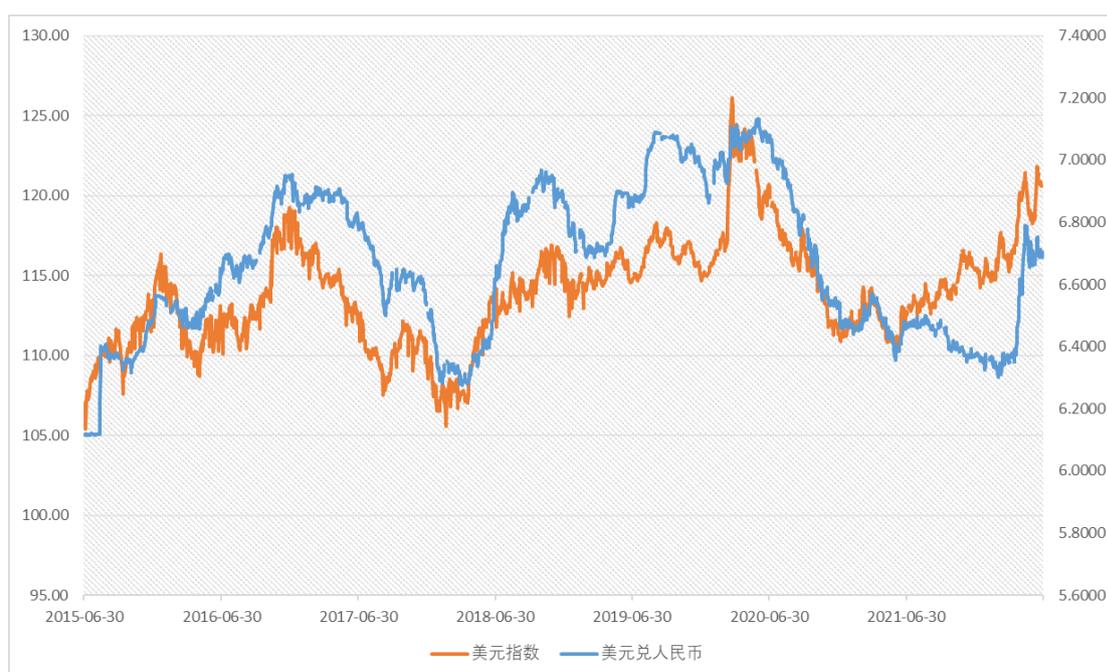
四月底以来，人民币贬值压力大增，最高一度贬值 5.2%。从国内视角出发，疫情冲击可能削弱经常账户顺差、中美利差转负将加大资本账户流出压力，增添人民币贬值压力。从国外视角出发，4 月以来由于美国国内通胀危机，美联储鹰派加息超预期，同时俄乌冲突加剧欧洲衰退风险、日本央行坚持超宽松的货币政策，诸多因素带动美元快速升值，加

大人民币贬值压力。

然而人民币汇率稳定预期仍占据主导。从内部看，随着疫情缓解，经济或在 2 季度触底反弹。经济拐点的出现有利于稳定人民币汇率预期。从外围看，5 月 17 日以来，美国就业进一步疲软、制造业指数意外收缩，增长担忧以及紧缩预期边际放缓带动美元回调，货币紧缩带来的美国经济放缓将进一步压制美元的升值表现。仍需考虑的波动因素是，作为避险货币，美元在全球经济衰退期受避险情绪影响具有一定升值压力。

鉴于人民币兑美元汇率短期压力已有较大释放，年内汇率中枢的贬值速度将放缓，或以双向波动为主。明年中国经济有望进一步企稳回升，中美经济增速差或支撑人民币兑美元汇率表现，但仍需考虑全球经济衰退期避险情绪对美元的支撑，人民币兑美元汇率或先弱后稳。这意味着，在外资流出压力下降的情况下，下半年资本市场波动相较于上半年而言将有所减缓。

图表 11：美元指数以及美元对人民币中间价



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 12：中美利差走势



资料来源：瑞达期货、Wind

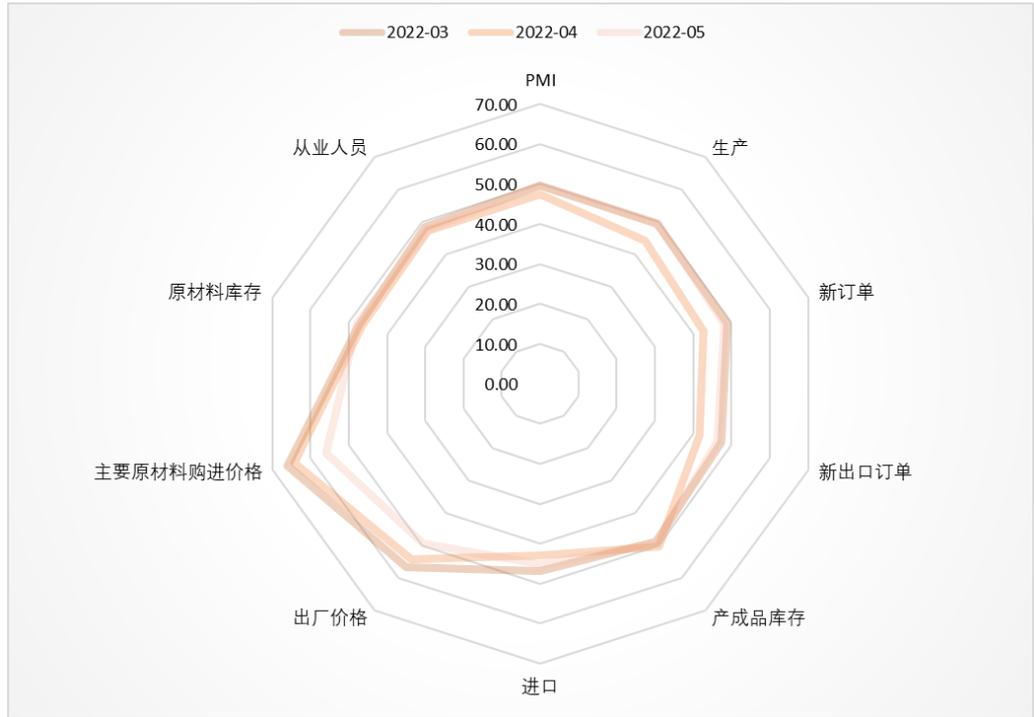
## 二、国内：稳增长政策加码 经济底部确认

### (一) 经济结构性形势

#### 1、经济景气度复苏

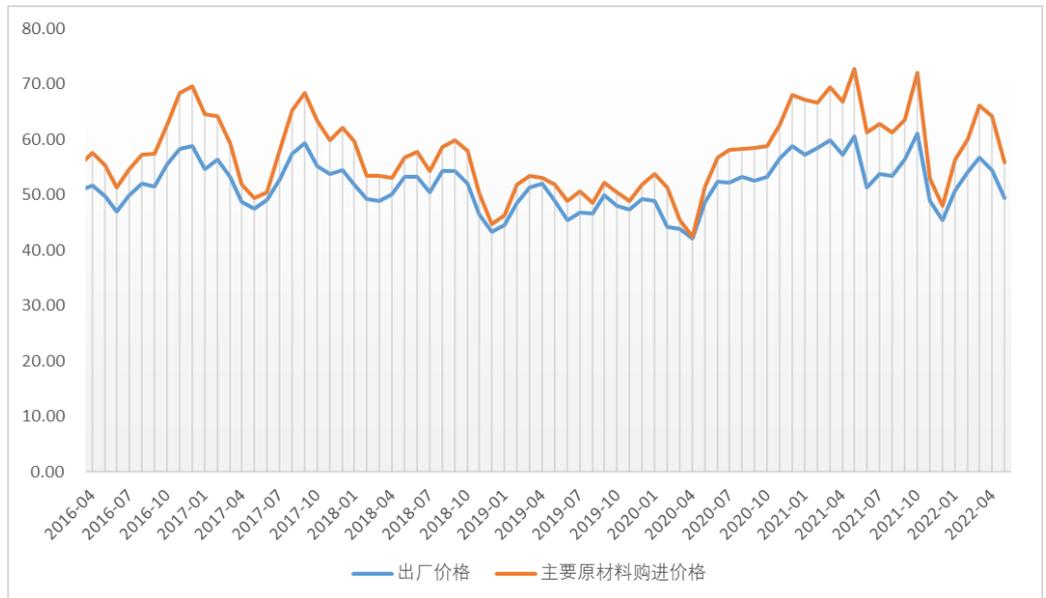
一季度经济呈现稳步复苏的倾向，然而随着经济增长步入二季度，代表景气度指标的 PMI 指数于 4 月份大幅下降至冰点。一方面，国外地缘冲突不断恶化导致石油、煤炭以及工业金属品价格维持在高位，外需严重收缩下出口订单以及新出口订单回落；另一方面，国内疫情扰动，范围扩大，国内制造业生产活动以及市场需求均减弱，因而采购量以及订单 PMI 亦纷纷下行。在国内外因素影响下，供需两端均显著呈弱下行。从五月份数据来看，经济景气度有所回升。PMI 指数回升至 49.6%，比上月显著提升 2.2 个百分点，虽然仍处于收缩区间，但复苏的迹象已经显现。出产品价格以及原材料进口价格均呈现回落趋势，这也意味着，下半年未来海外输入性通胀引发的国内上游成本端增长效应将有所缓释，市场预期亦有望逐步修复。

图表 13：PMI 分项



资料来源：瑞达期货、Wind

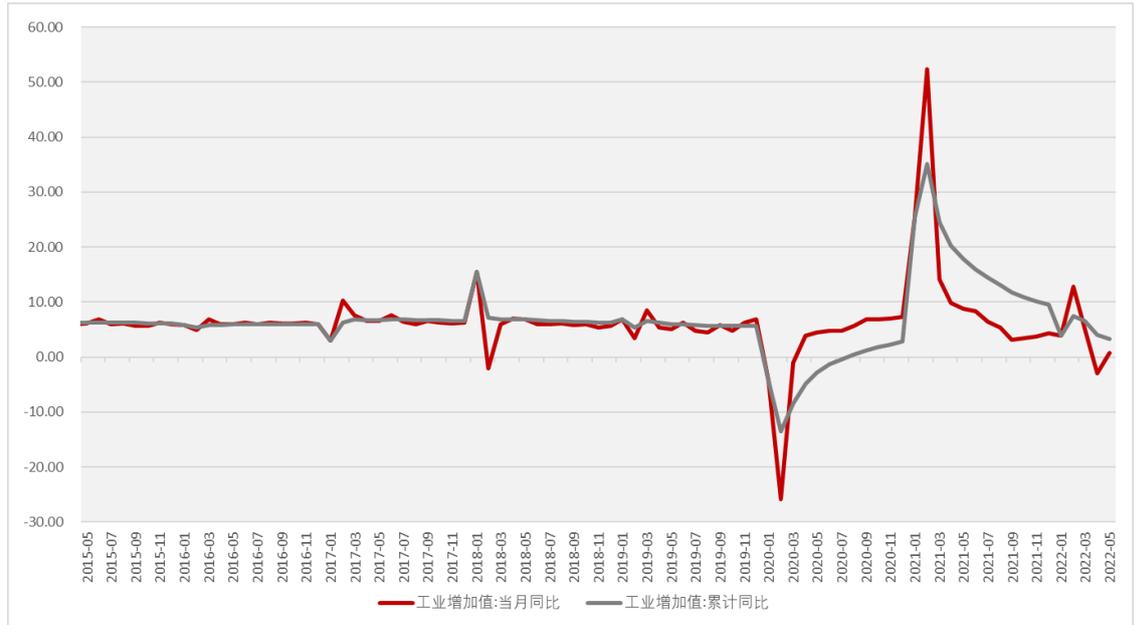
图表 14：出厂价格以及主要原材料进口价格 PMI



资料来源：瑞达期货、Wind

上半年，工业增加值亦呈现 V 型走势，四月份工业增速为增长最低点。5 月份，规模以上工业增加值同比增长 0.7%，预期值-0.1%，较前值提高 3.6pct。伴随疫情缓解，供应链修复，生产端如期改善且略超市场预期，但较本轮疫情前水平仍有较大差距。展望下半年，工业企业仍面临内需修复缓慢、上游端成本回落放缓以及外需收缩导致的出口端动能被弱化。然而较为明确的是，二季度大概率形成全年经济增长的低点。随着疫情缓解，国内收入预期、消费场景与消费意愿会有明显修复，内需回暖值得期待。

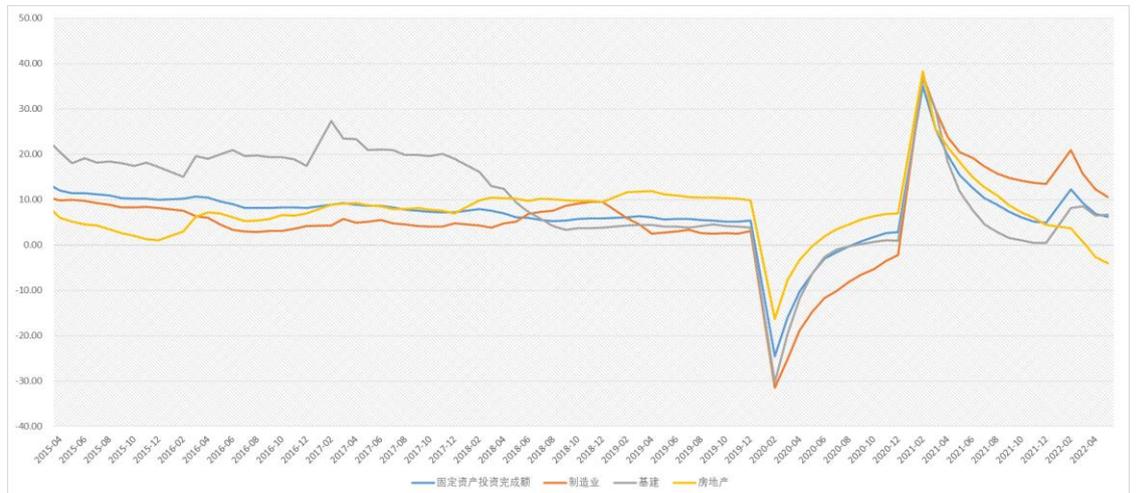
图表 15：工业增加值当月同比/累计同比



资料来源：瑞达期货、Wind

五月份以来，固定投资增速以“稳”为主。三大分项中，基建小幅回升，然而房地产增速依然呈现负数，数据端来看，房地产仍处于下行周期，企稳信号尚未出现。二季度以来，随着经济步入低点，基建成为稳增长政策的主要发力方向，政策力度不断加码，专项债的发行速度亦显著加快。6月初的稳住经济大盘工作专题会议就强调后续新增专项债将于6月底前完成发行，因而下半年基建增速将呈现明显回升。基建对于整体固定投资的拉升作用取决于制造业以及房地产增速能否企稳。在疫情修复的大前提下，内生需求有望复苏，而地产政策边际宽松的调整效应亦将在下半年有所体现，制造业以及地产降幅存在放缓预期。

图表 16：固定投资分项

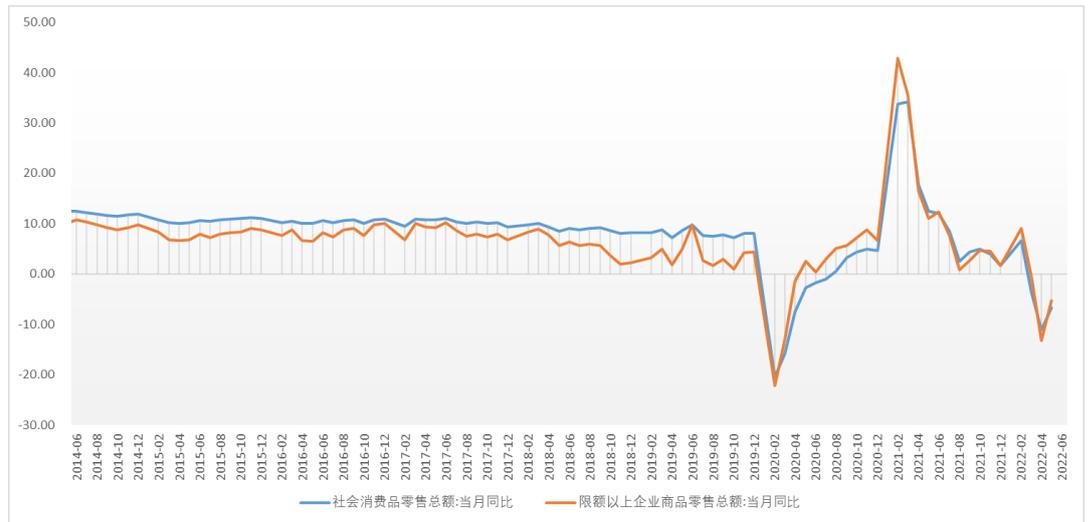


资料来源：瑞达期货、Wind

消费和居民收入紧密相连，因为某种程度上代表了对未来收入增长的预期。在疫情持续干扰的情况下，上半年二季度以来居民消费意愿大幅下降，同时多地限制出行等防疫措

施使得居民消费渠道也受到了严重影响。社会消费品零售总额同比降至零点以下，五月份数据呈现小幅回升的情况。相较于 2020 年类似的疫情状况，由于 2022 年本轮疫情防控政策更为成熟加之扩散范围与速度的控制，预计对于消费的影响程度将弱于 2020 年。随着疫情逐步修复，复工复产的推进将引领线下消费场景的复苏，消费需求有望在今年三四季度持续复苏。而需要考虑的波动因素是，在病毒变异并导致国外疫情再现反复的情况下，国内疫情防控的压力难以快速消减，跨区域消费的限制依然可能对社零增速形成阻碍。

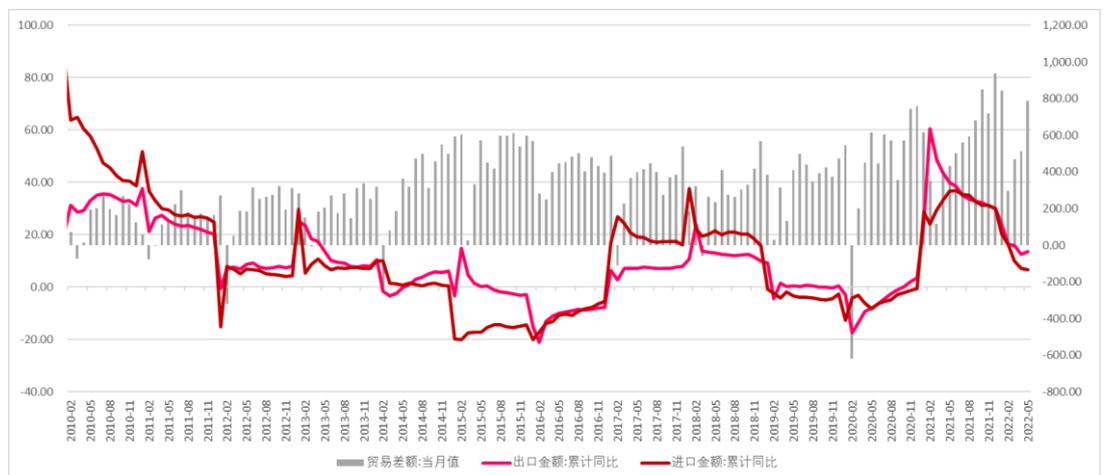
图表 17：社会消费品零售总额当月同比



资料来源：瑞达期货、Wind

今年上半年，在外围经济体经济复苏加快而国内增长动能持续性弱化的环境下，出口走势明显强于进口走势。上半年 1-5 月份以来，出口金额同比增长达 11.4%，进出口金额相比于去年同期增长 8.3%，外贸对于一二季度经济的拉动作用较为明显。展望三四季度，随着疫情与俄乌冲突加剧外需的走弱，以美国为首的发达经济体经济增速触顶，外部环境将不利于出口维系高增长逻辑，外贸增速对于 GDP 的拉动效应或有所减弱。

图表 18：进出口累计同比



资料来源：瑞达期货、Wind

总体来看，经济在二季度有望触底。在地缘政治风险逐步淡化叠加发达经济国内通胀环境趋向于缓和的情况下，外部风险因素对国内经济增长的扰动作用逐步缓释，经济恢复内生增长。基建依然是稳增长政策的主要发力方向，专项债加速落地将进一步拉升投资增速，对冲房地产疲弱的趋势。下半年，疫情有效修复是消费回升的主要逻辑，而海外需求在经济降温的环境下大概率呈现回落趋势，出口对于经济增长的拉动效应将有所弱化。

## 2、PPI 见顶回落，CPI 温和上行

上半年以来，CPI 回升主要受食品、能源拉升，两者与疫情下供应端受阻以及海外输入性通胀有关。4 月份以及 5 月份 CPI 同比和环比涨幅均扩大。PPI 同比则连续 7 个月回落，1-4 月份 PPI 环比涨幅收窄，保供稳价效果显现，但整体来说仍高于市场预期，主要与国际地缘局势、国内基建稳增长预期等因素有关。5 月份最新来看，PPI 显示出较大幅度的回落。4 月以来地缘局势因素对大宗商品短期影响有所减弱，国内商品价格涨幅放缓，商品均值回归逻辑出现苗头。

图表 19：PPI 与 CPI 同比增速

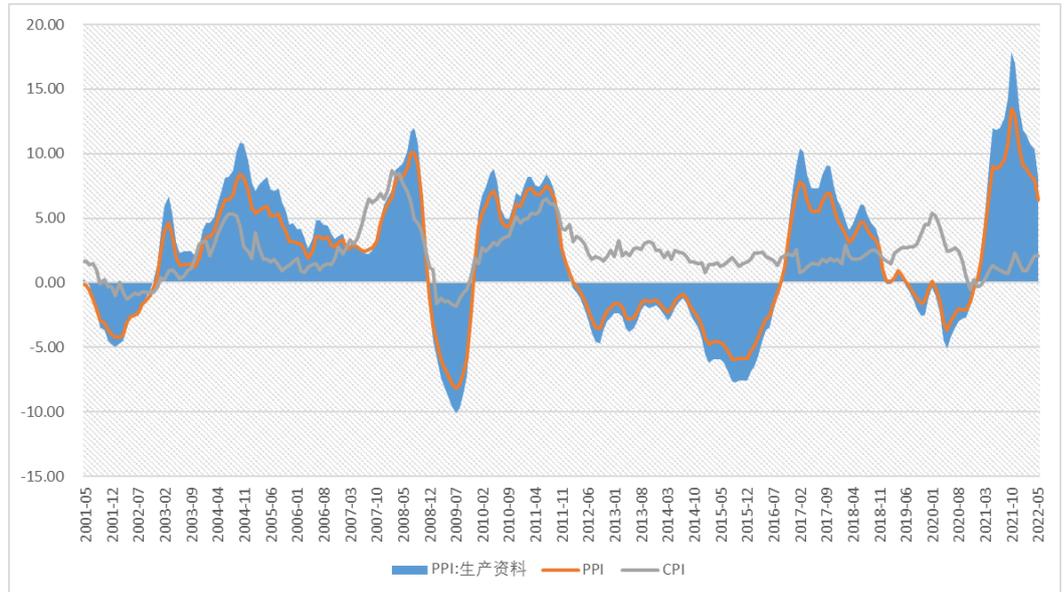


资料来源：瑞达期货、Wind

目前通胀数据尚处于合理区间内，且疫情冲击下运输成本及囤货需求带来的食品涨价潮或偏短期，核心 CPI 亦反映出国内需求端疲软，短期通胀仍有小幅走高可能但总体可控。上半年以来多项政治性会议多次提出稳定物价这一目标，体现出当局在政策实施上需谨慎关注物价后续走势。对于经济稳增长而言，稳就业和稳物价是底线，而展望下半年，当前在疫情影响下，国内外需求有所放缓，而稳增长预期之下，内需以及经济内生增速将有所回暖，两者预期的相互作用下，预计下半年大宗引导的 PPI 抬升现象将趋缓而 CPI 存在温

和上行的趋势。

图表 20：PPI 生产资料与 PPI 和 CPI 的相对走势



资料来源：瑞达期货、Wind

## （二）政策展望

### 1、货币政策展望

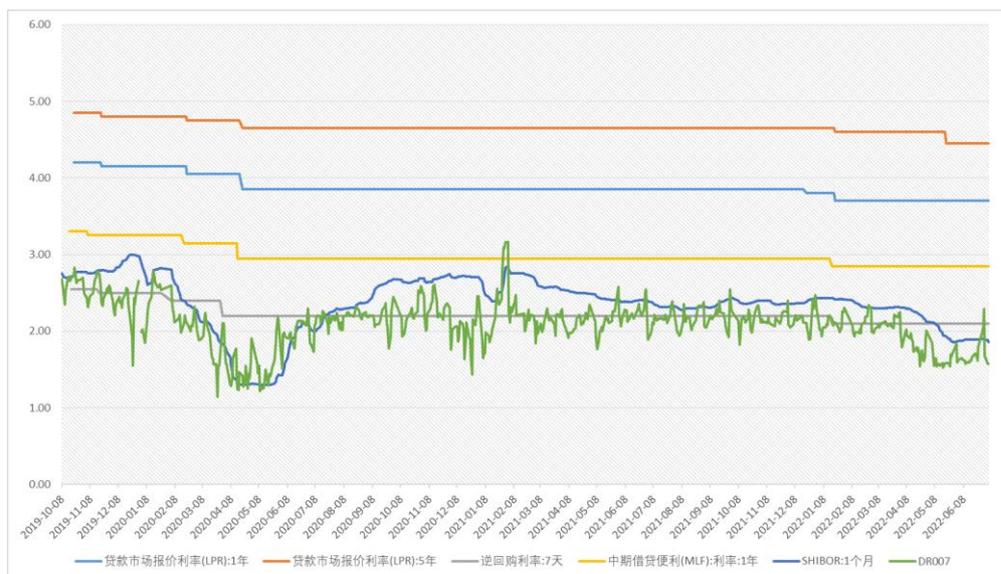
自去年底以来，经济内生增长动力不足，实体经济信贷需求疲软，在面临内外挑战的情形下，我国央行采取主动应对、靠前发力的货币政策措施，更与发达经济体形成货币政策主要基调上的错配。**总量政策上**，央行加大了基础货币的投放力度。今年央行 MLF 净投放 4000 亿，共计净投放基础货币约 1.7 万亿元。4 月以来，DR007 为代表的货币市场短期利率显著低于政策利率水平。**货币价格来看**，政策利率连续下调。1 月份，央行对逆回购利率以及 MLF 施行全面降息 10bp。**从各项政策会议的定调来看**，央行 4 月政治局会议强调“运用给类货币政策工具”以及“积极做好结构性货币政策”，促进金融资源向重点领域倾斜。

今年上半年，由于中国与海外主要国家经济与政策周期全面错位，我国货币政策面临“内外平衡”的挑战。**从海外制约来看**，今年，美联储加息对全球流动性形成回收限制。当俄乌冲突加剧了全球范围的通胀形势的情况下，美联储实施相比往年更为激进的加息策略。中美利差倒挂进一步推动了人民币贬值压力，对国内宽松货币政策的空间形成制约。**另外，在俄乌冲突的影响下**，全球通胀以及滞胀预期再度升温，在海外输入性通胀的影响下，国内 PPI 水平降速放缓，同时上游价格向下游传递，CPI 亦呈现上行趋势。物价成为货

币政策施行空间的又一重要考虑。央行一季度货币政策例会亦提出，当前货币政策需关注物价走势变化，在未来通胀形势面临较多不确定性的假设下，货币政策更需兼顾对物价水平的影响，这将对货币政策总量以及价格操作上增添一定难度。

然而结合今年以来各项重要会议政策的定调来看，“稳增长”依然是当前央行操作货币政策的主要目标。上半年以来，央行进一步明确“稳增长、稳就业、稳物价”的工作重心，强调“稳健的货币政策加大对实体经济的支持力度”，把支持实体经济和中小微企业作为“稳增长”的主要抓手，其中“宽信用”与“降成本”尤为关键。因而下半年来看，货币政策空间面临一定制约，随着经济修复、疫情收尾，下半年货币政策会从衰退模式回归常态模式，市场流动性可能会逐渐收缩，市场利率向政策利率回归，而在美联储的挑战下预计 MLF 进一步下调的空间有限。另外，央行或有可能采取一定的资本限制同时增强汇率弹性以应对美联储激进加息下的外资流出。

图表 21：市场利率与政策利率



资料来源：瑞达期货、wind

表格 1：2022 年上半年主要稳增长政策一览（货币政策）

时间	发布机构	会议/文件名称	主要内容
2022/2/14	央行	国务院常务会议	人民银行提供激励资金支持增加普惠小微贷款等，推动制造业中长期贷款较快增长，促进企业综合融资成本稳中有降
2022/3/5	国务院	第十三届全国人大五次会议	扩大新增贷款规模，推动金融机构降低实际贷款利率；继续做加法，再贷款等结构性工具规模有望继续扩大
2022/3/30	央行	央行货币委员会2022年第一季度例会	强化跨周期和逆周期调节，加大稳健的货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能
2022/4/13	国务院	国务院常务会议	鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备覆盖率
2022/4/18	央行	《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》	按照地方法人金融机构普惠小微贷款余额增量的1%提供激励资金，将原用于支持普惠小微信贷的4000亿元再贷款额度继续滚动使用
2022/5/5	国务院	国务院常务会议	国有大型银行新增普惠小微贷款1.6万亿元，银行要加强主动服务
2022/5/18	国务院	稳增长稳市场主体保就业云南座谈会	引导金融机构对中小微企业和个体工商户贷款缓交利息

资料来源：瑞达期货、网络公开资料

## 2、财政政策展望

上半年，在疫情冲击下，财政政策积极靠前发力。值得关注的是，年初预算中三项特殊安排正在提速。首先，大规模的增值税留抵退税已基本完成全年预算目标。今年累计办理退税已超过去年的2倍。去年三季度以来，随着PPI高企，原材料价格上涨趋势严峻，而在保工稳价的总方针下，下游产品价格亦难以上调。**需求走弱，销量收缩的情况下实体企业多数增值税留抵税额未能使用。而今年增值税留抵退税进度明显加快，政府意在释放企业被占用的资金，改善企业现金流。**其次，为配合退税进度，增加财政可支配财力。央行等金融机构亦加快上缴利润。截至五月份来看，央行已累计向中央财政上缴利润8千亿元，全年预计将超过1.1万亿元。最后是中央对地方转移支付下达率已超90%，很大程度上缓解地方政府财政收支压力。

财政收支当前总体呈现紧平衡的形势。今年上半年以来，经济下行叠加疫情冲击导致税基收缩，收入承压，增速下行。而在支出端，财政需兼顾民生与发展，财政预算面临一定压力。展望下半年，财政收支紧平衡压力或将进一步加剧，收入端增速有望边际回暖，但在疫情局势面临不确定的情况下依旧承压，支出端有望维持较高增速，进度加快。

## A股市场：估值上行空间较大 增量资金支撑减弱

## 一、盈利与估值

## (一)、A股盈利增速低位企稳

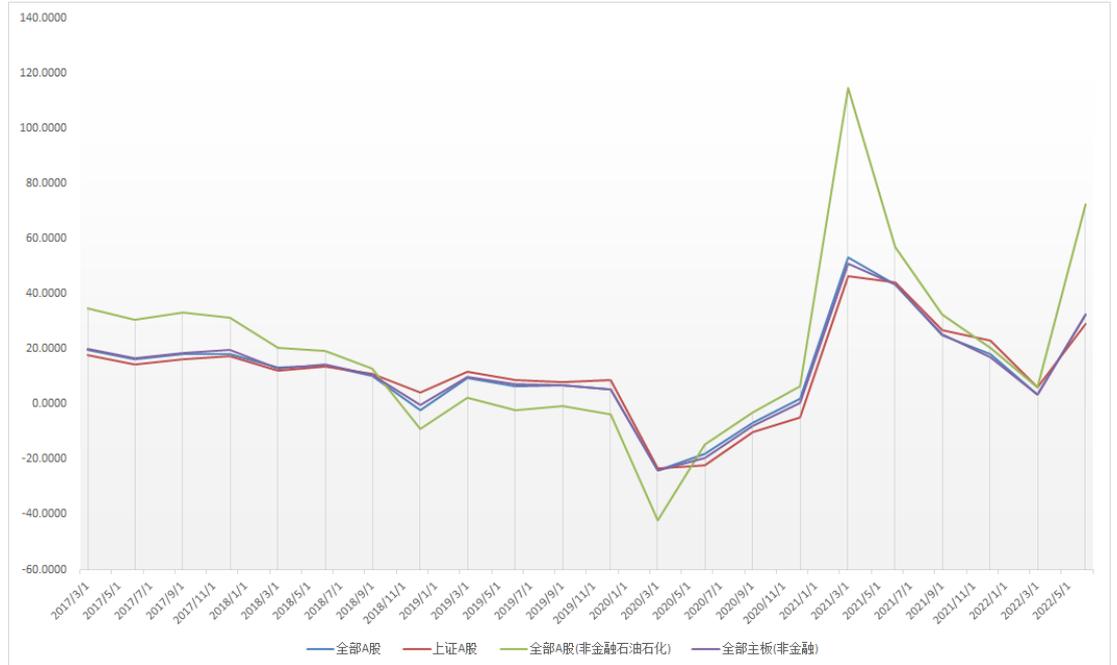
盈利层面，2022年一季度来看，主要板块盈利水平偏低，然存在企稳的趋势。主板表现相对弱势，2022年一季度以来，上游端价格在海外输入性通胀效应下再度抬升，同时疫情加剧了对内需恢复的干扰，实体经济盈利增长能力受到明显抑制。科创板受益于国家政策扶持，盈利以及成长能力有较强的支撑。中小企业业绩增长压力较大，在央行结构性宽松货币政策支撑下以及财政政策的税收利好下，预计下半年将有所企稳。随着大宗商品价格回落，PPI下行放缓趋势有所减弱，预计下半年成本端对盈利水平的打击将随之弱化。

根据Wind数据，2022年二季度A股业绩增速相较一季度呈显著回升。A股与A股非金融两油归母净利润累计同比增速分别为32.33%以及72.43%，显著高于一季度的3.49%以及6.07%。环比层面，截至上半年一季度数据来看，主要板块归母净利润实现较为明显的环比高增。A股归母净利润环比增长为80.96%，A股非金融两油增长接近2倍，主要原因是去年四季度A股业绩盈利水平偏低，一季度实体企业盈利能力在多项市场政策支撑下实现恢复性增长。同时，在保供稳价的政策推动下，上游端成本得到有效控制，净利润亦实现恢复性增长。营业收入方面，一季度营业收入相较去年四季度而言实现同比递减。一季度来看，A股与A股非金融两油营业收入同比增速分别为11.04%以及11.24%。疫情干扰下，国内需求受到明显抑制，主要板块营业收入波动放大。在疫情得到有效控制的前提下，预计三四季度营业收入将实现恢复性增长。

板块方面，2022年一季度来看，科创板归母净利润同比多增达49.63%，相较而言创业板企业盈利水平下滑，同比增速转负为-14.77%。沪深300以及上证50归母净利润实现小幅增长，分别为3.23%以及6.11%；中证500归母净利润增速下滑，一季度为-3.57%。高科技产业盈利水平实现恢复性增长，其中政策对国家核心技术研发的支撑是极为重要的一环。中小企业在上游成本高企的环境下依然面临较为困难的局势，创业板以及中证500中涵盖大部分中小型企业，这或是两大板块净利润增速走弱的主要原因。然而随着央行以及政府在货币以及财政政策上对中小企业的措施逐步落地，预计三四季度盈利增速将有所提升。营业收入方面，科创板延续营收较去年四季度同比多增，一季度营收同比增速达44.20%。

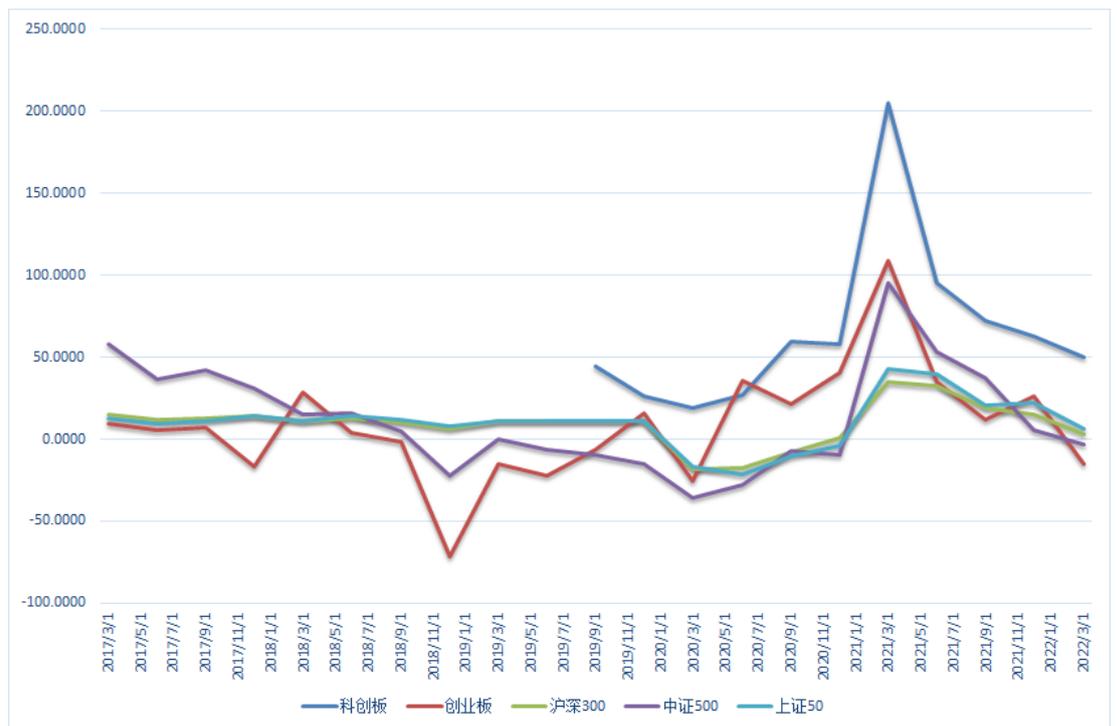
创业板营收下行，同比增速降为 20.44%。沪深 300、上证 50 以及中证 500 营收同比增长分别为 11.95%、14.18%以及 9.95%，较去年四季度而言有所下滑。整体分析来看，2022 年疫情依然是影响板块营收的重要因素，内需走弱的情况下，实体企业销售下滑，业绩表现呈弱拉低整体市场盈利增长水平。

图表 22：主要板块归母净利润增速



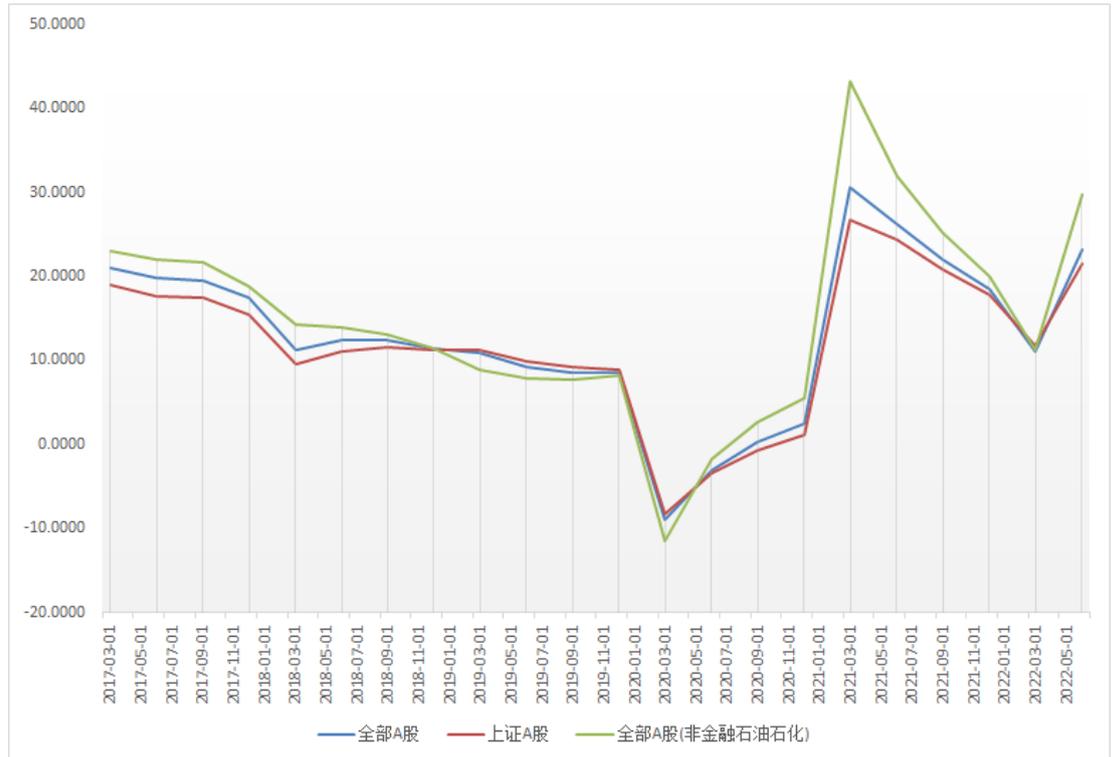
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 23：板块归母净利润增速



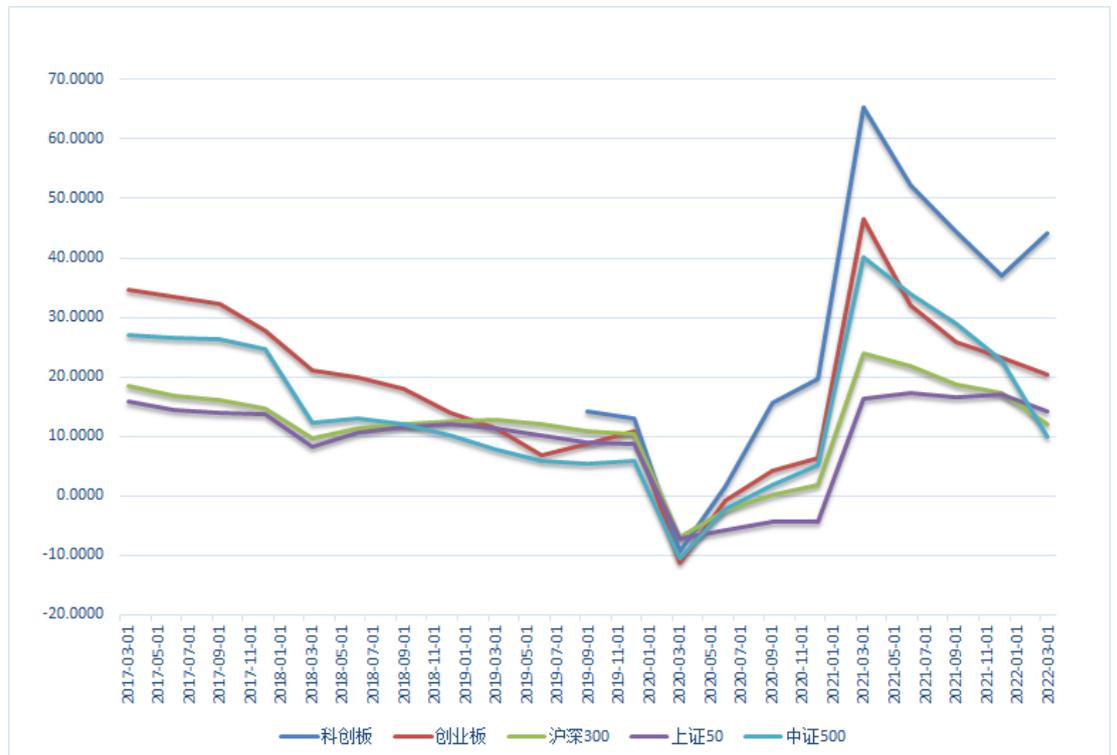
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 24：主要板块营业收入增速



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 25：板块营业收入增速



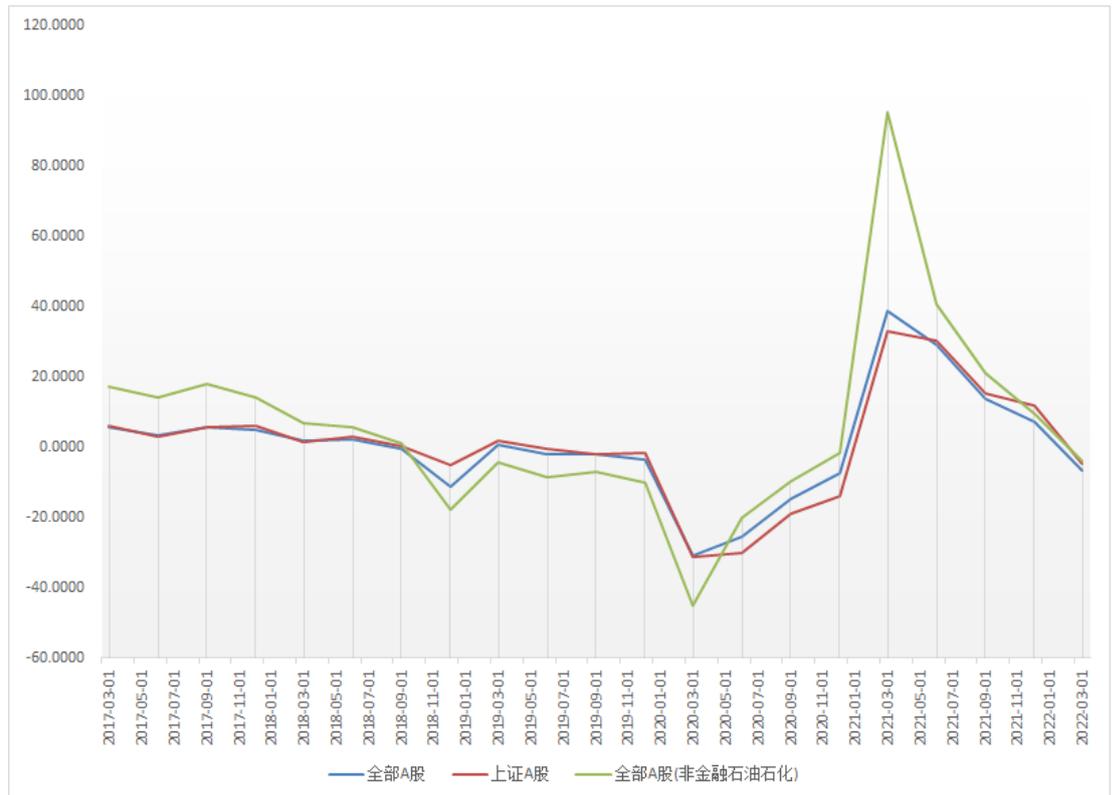
资料来源：瑞达期货、Wind

截至 2022 年一季度来看，A 股净资产收益率相较于四季度而言全面下行。ROE 同比少增且呈现负值，A 股以及 A 股非金融两油 ROE 同比增长分别为-6.57%以及-4.13%，根据杜邦分析三步法来看，总资产周转率显著下降或是导致 A 股净资产收益率大幅下行的原因。

相较于去年四季度而言，A股以及A股非金融两油总资产周转率（整体法）分别由0.20和0.64下降为0.05以及0.14。销售净利率变化较去年四季度而言变化不大，这是由于营收以及净利润同降作用的影响，而销售能力下降则体现在总资产周转率显著弱化，企业资产运用效率明显下降。

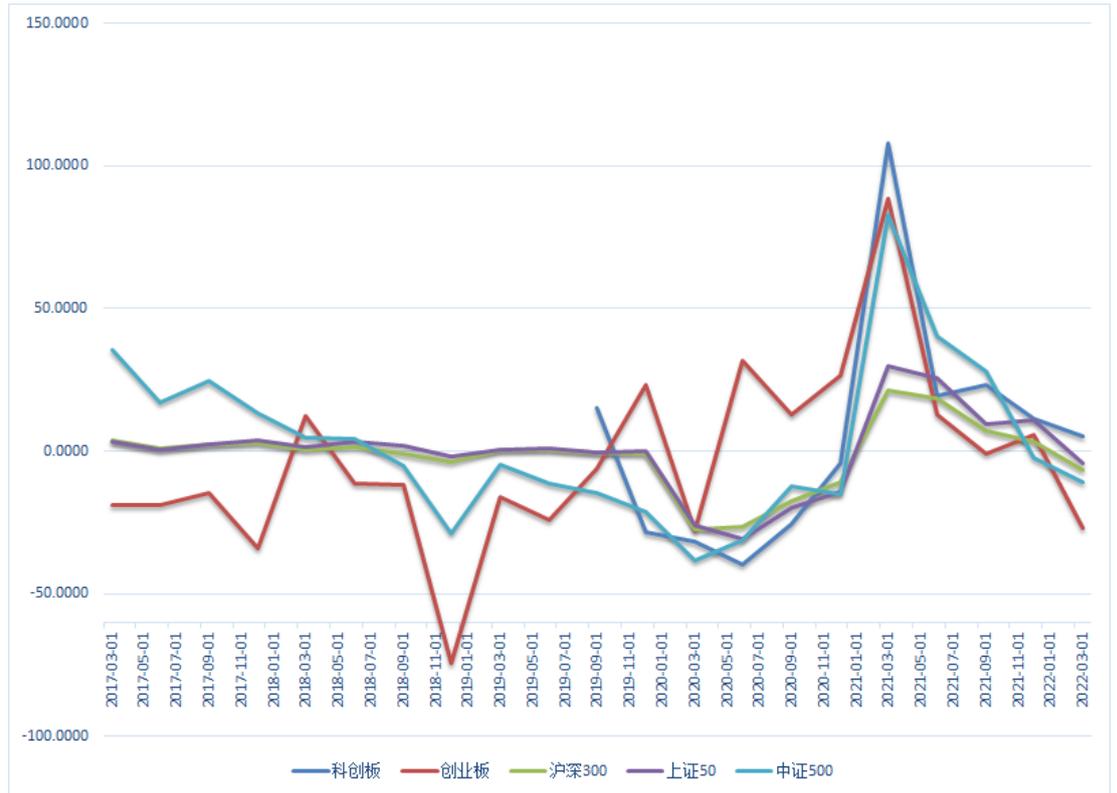
板块层面看，2022年一季度，仅科创板净资产收益率同比增长为正数，然显著低于去年四季度数值，仅为5.45%。创业板ROE同比增速大幅下降为-21.12%，中小初创型企业面临较为严峻的成长可持续性难题。沪深300、上证50以及中证500净资产收益率同比增速分别为-6.63%、-4.31%以及-10.92%，局势呈现出中证500代表的中小板块企业成长能力显著弱化，相较于去年四季度而言大幅度下降。对比去年四季度数据可以看出，在国内经济内需疲软的基本面环境下，内需走弱持续性抑制实体经济成长水平，疫情干扰更加剧了这一现象。而中小企业作为经济主要活力来源，成本端上升以及销售需求回落的双重打击下面临较为困难的经营困境。

图表 26：A股 ROE（TTM）



资料来源：瑞达期货、Wind

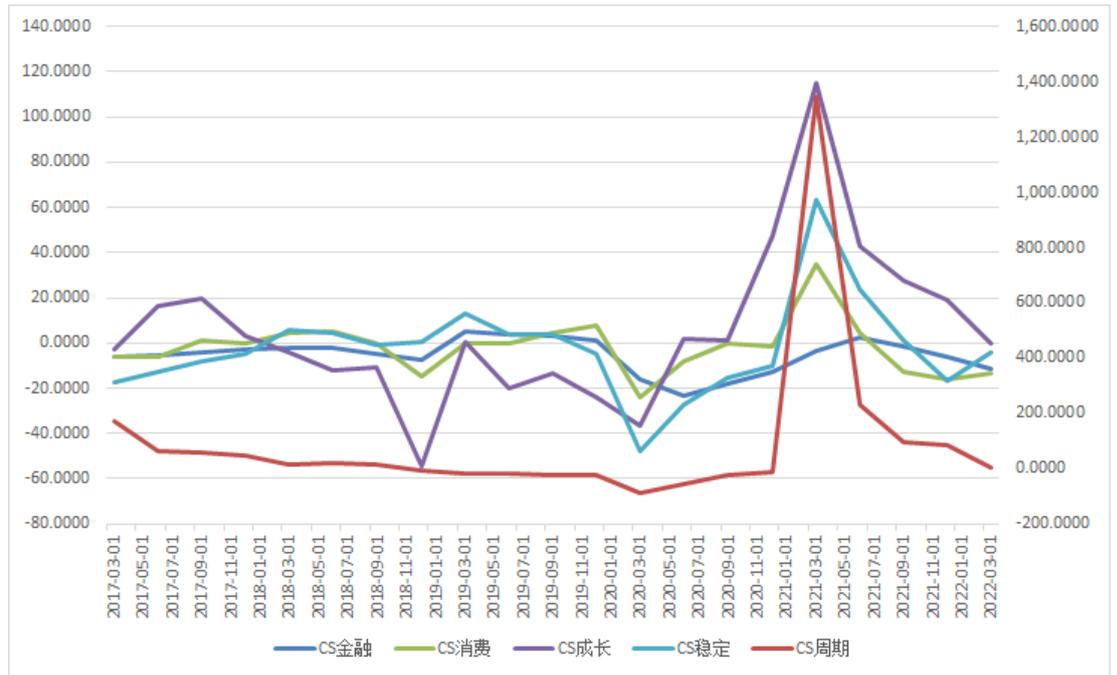
图表 27：板块 ROE（TTM）



资料来源：瑞达期货、Wind

在疫情以及上游端成本高企对企业销售以及盈利能力的共同打击下，风格板块 ROE 同比增速多下滑至负数区间。截至 2022 年一季度来看，金融、消费、成长、稳定以及周期板块的 ROE 同比增长分别为-11.21%、-13.31%、0.15%、-3.84%以及 5.96%。成长以及周期板块净资产收益率同比增长为正，一方面是周期板块代表了部分上游端企业，大宗商品价格上涨导致的原材料成本上涨在压缩下游产品端利润的同时利好上游端盈利增长能力。另一方面，成长风格在构建阶段即包含了长期盈利能力强、高 ROE、持续性成长能力高的公司，另外在国家产业政策对技术型行业扶持下，因而在整体经济下行的基本面环境中，净资产收益的水平依然具有较强韧性。

图表 28：风格类 ROE



资料来源：瑞达期货、Wind

## (二)、A股估值水平V型变化

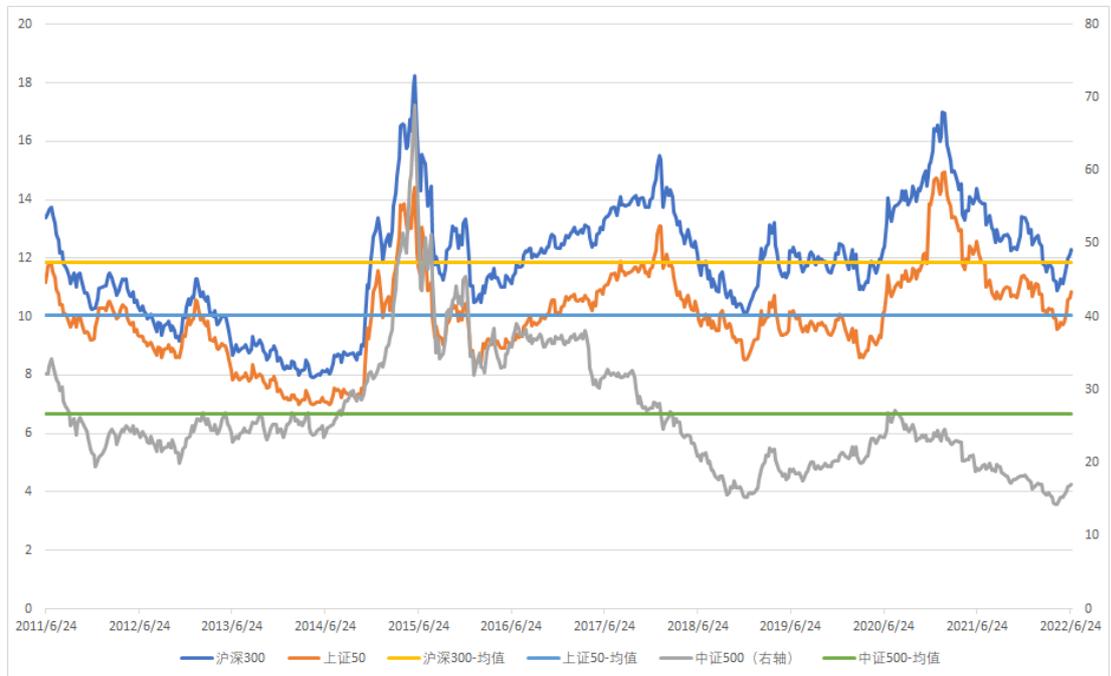
2022年上半年，一季度A股估值经历快速下行，二季度五月份以来再度回升，上半年估值呈现“V型”走势。全部A股市盈率上半年降至底部区域约为13.07倍，接近均值以下一倍标准差，历史来看大致在10%左右的底部区间。市场自五月起呈现底部反弹趋势，当前估值抬升至14.99倍，从历史水平来看，尚未触及历史均值，依然呈现偏低状态。结合基本面中长线价值来看，二季度预计成为全年经济增长低位拐点，三四季度经济存在企稳上行的预期，因而A股估值存在一定抬升空间。

三期指数上半年亦呈现“V型”走势，且估值下行最低点均回落至均值下方。市场在经历五月份起始的反弹局势后，沪深300以及上证50指数市盈率均回升至历史均值上方，而中证500当前估值仍然大幅低于历史平均（当前17.01倍，历史平均26.67倍）。从估值角度来看，代表中小板块的中证500中长期成长性较高，估值上行空间更大。

图表 29：全部A股估值变化（P/E）



资料来源：瑞达期货、Wind  
 图表 30：期指估值变化 (P/E)



资料来源：瑞达期货、Wind

## 二、A 股资金压力不减

### (一)、全面推行注册制

2022 年中央经济工作会议明确提出全面实行股票发行注册制。在 2019 年科创板、2020 年创业板、2021 年北交所实现注册制改革后，目前 A 股市场除沪深主板外，均已实现股票发行注册制。不过相较于科创板、北交所为增量试点，创业板与主板上市公司在规模、投资者等层面有着一定的差异，因而在完成“三步走”的实践后，改革难度更大的主板注册制逐步具备条件。注册制改革将为 A 股投资者带来更多投资机会，也将进一步扩大市场规

模，但同时也将带来一些影响。

首先，随着新股持续增加以及“询价新规”落地，破发概率极低已成历史，打新难度也将增加；其次，近两年大批量高科技企业登陆科创板及创业板，市场风格与结构开始发生改变，高科技企业已然成为市场内重要的组成部分，而随着 2022 年主板推行注册制，主板上市公司数量增加，或将令这样的风格发生一定的转变；再次，股票供给量的增加，投资者采坑概率大增，但也意味着近两年的资金抱团现象将更加明显，投资只能优中选优，交易集中度将会进一步上升。最后，在 2021 年 IPO 规模达到创历史记录的 5678 亿元的背景下，全面实施注册制或将继续推升 2022 年 IPO 节奏，这也将对市场资金带来一定的考验。

图表 31：一级市场资金募集（首发资金、增发资金）



资料来源：瑞达期货、Wind



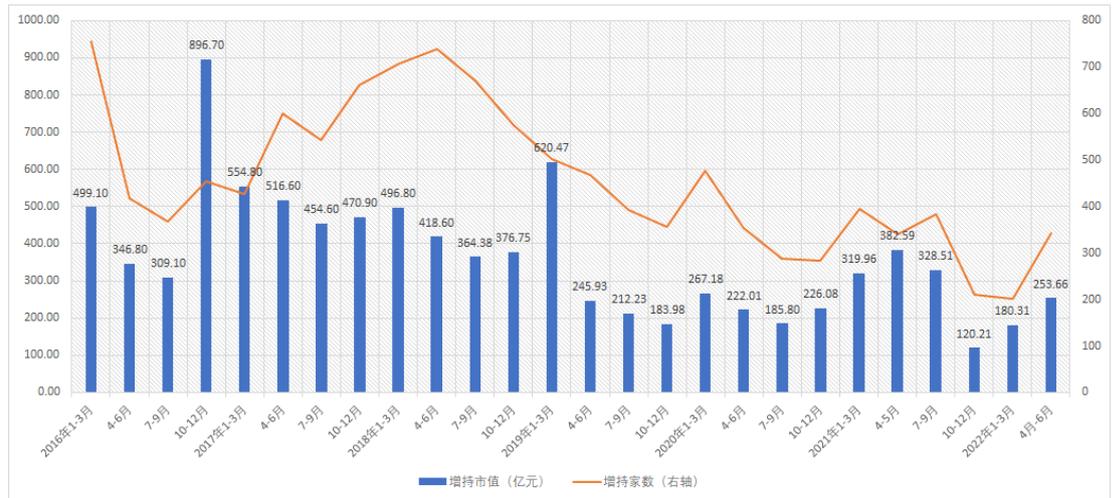
资料来源：瑞达期货、Wind

(二)、产业资本减持

今年上半年以来，产业资本增持市值以及增持家数均呈恢复性上行。2022 年一季度资本增持达 180.31 亿元，相较于 2021 年四季度 120.21 亿元显著回升。二季度资本增持再度上行，达 253.66 亿元。从近五年来的局势看，当前产业资本增持依然维持在较低水平。净减持方面，2022 年 1 月以来，随着增持市值上行，减持现象下降，资本净减持市值绝对值亦逐步下降，然六月净减持再度降为-509.17 亿元，这或是市场自五月份反弹以来，逐步接近短线高点位置，资金减持是对短期高点信号的确认。

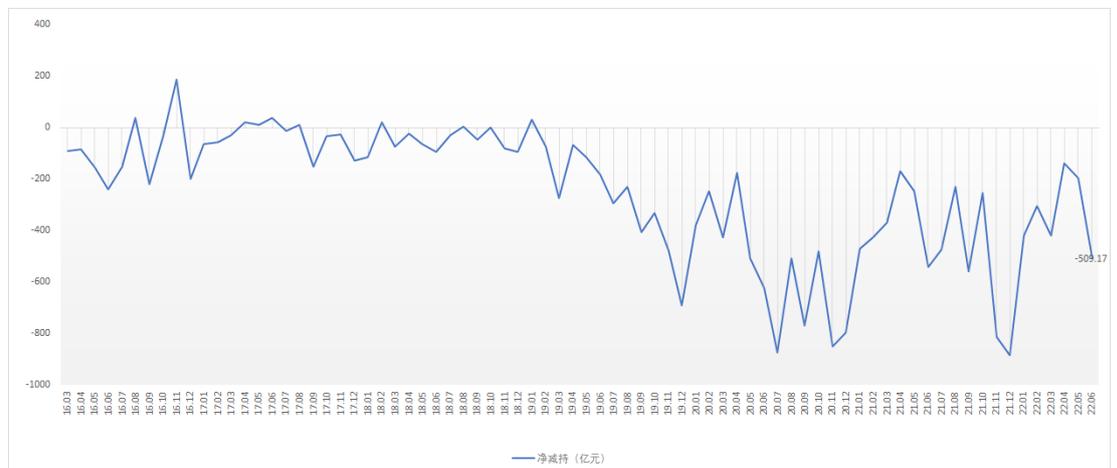
在新股供给增加的情形下，2022 年限售股开始流通市值虽较 2021 年有所回落，但仍处于历史高位，限售解禁市值将达到 5.157 万亿元，而在主板注册制改革铺开，未来限售解禁以及减持压力也将相应增加。不过 2022 年在行情预计更加曲折的背景下，产业资本减持行为或将有所缓解，但对于资金的消耗或将保持在近三年的均值附近。

图表 32：产业资本增持市值与家数（亿元）



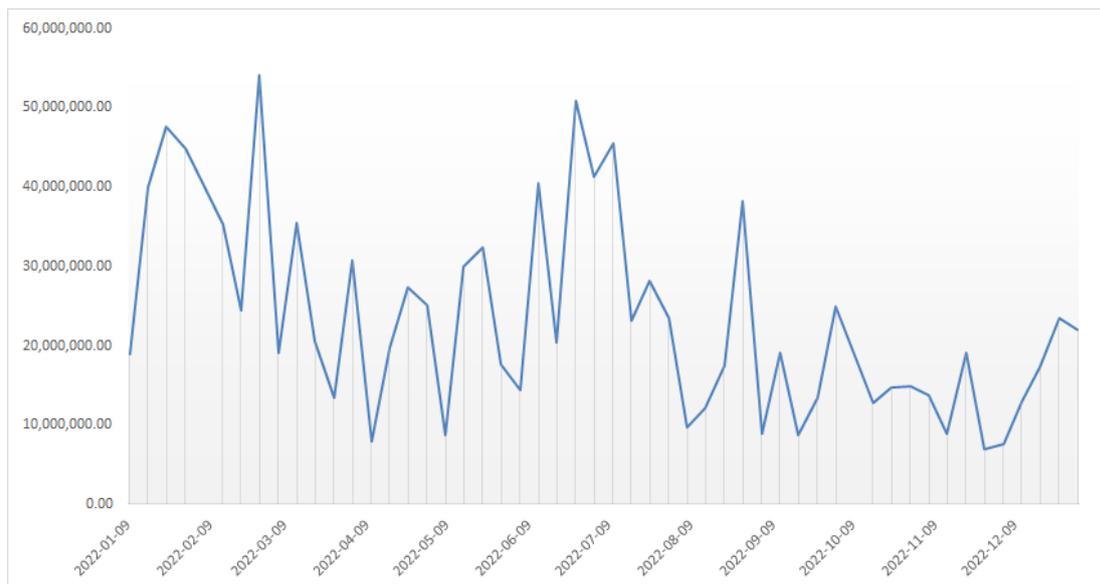
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 33：产业资本净减持（亿元）



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 34：限售解禁规模（万元）



资料来源：瑞达期货、Wind

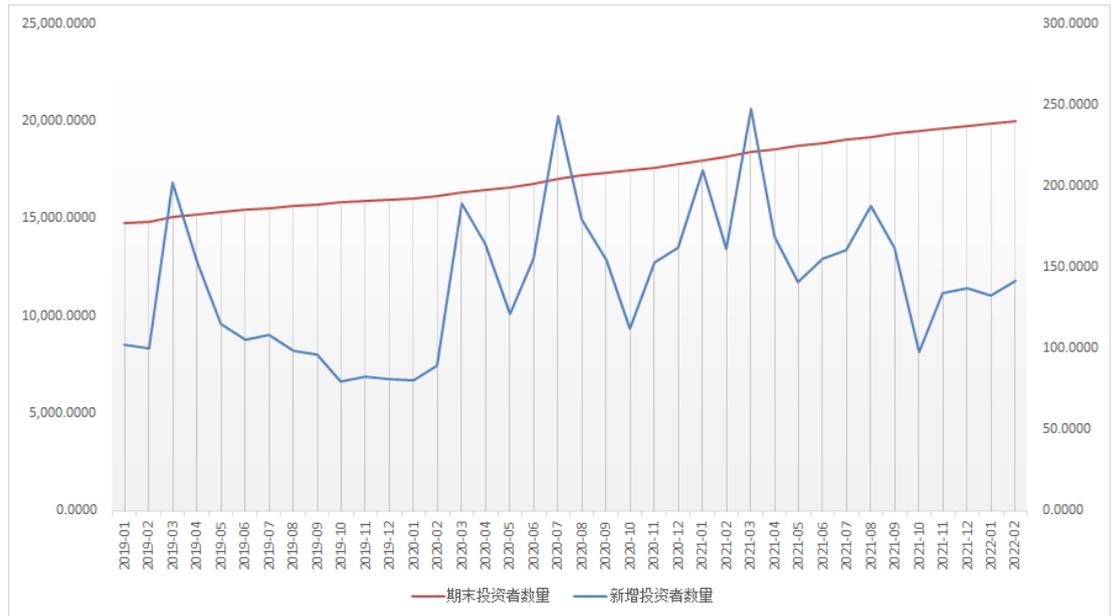
### （三）、资金供给

在经济逐步呈现修复趋势的宏观大环境下，估值处于低位的 A 股仍将迎来增量资金的到来。第一，当前宏观环境下，海外发达经济体周期与我国形成错配，在外围经济下调预期逐渐明朗的形势下，我国经济底部确认将进一步加速海外资本向 A 股市场转移；第二，当前疫情修复是国内资本的信心支撑，稳增长政策全面布局利好多数板块，亦为资金加码创造了条件；第三，随着资管新规过渡期正式结束，2022 年资管市场预计将迎来快速发展，公募与私募也将逐步壮大，成为资金进入市场的重要通道。

#### 1、个人投资者

2022 年 5 月新增投资者数量环比小幅回落。2022 年 5 月份新增投资者 120 万人，环比减少 4.3%。截至 2022 年 5 月底，期末投资者数量为 20491 万人。从变化趋势来看，2020 年 6 月开始市场行情好转，尤其在 7 月上半月赚钱效应显著增加，新增投资者数量达到 2016 年年底以来的新高点，但之后增速有所下降。2021 年 3 月新增投资者数量突破前峰值，此后由于市场调整增速再度放缓。2022 年 3 月新增投资者数量达到小高峰，不过 4、5 月份开始连续回落。近三年 A 股整体呈现慢牛格局，个人投资者资金规模保持增长势头，但 2021 年末至 2022 年上半年来看，市场震荡下行至底部趋稳，板块轮动加剧以及公私募市场的壮大，或使得资金流入有所放缓。而随着基本面趋稳，政策不确定因素逐步明朗，个人投资者资金在 2022 年下半年仍有望维持流入态势。

图表 35：新增投资者数量（万人）



资料来源：瑞达期货、Wind

## 2、公募与私募基金

2022 年以来，公募股票型基金发份额基本呈现小幅度下行的趋势，由年初的 41870.94 亿份下滑至 5 月末的 39755.48 亿份。混合型基金则延续小幅上行，由年初的 16703.53 亿份增加至 17623.05 亿份。而根据最新数据来看，6 月新发基金数量达到 139 只，月度合计基金发行份额达 2358.10 亿份，相比 5 月的 91 只、917.96 亿份分别增长 52.75%、156.88%。6 月基金发行份额创今年以来月度新高。2022 年二季度以来，随着 A 股持续反弹，市场情绪转暖。叠加政策以及宏观背景多头因素逐步占据市场，公募基金发行市场开始整体回暖。

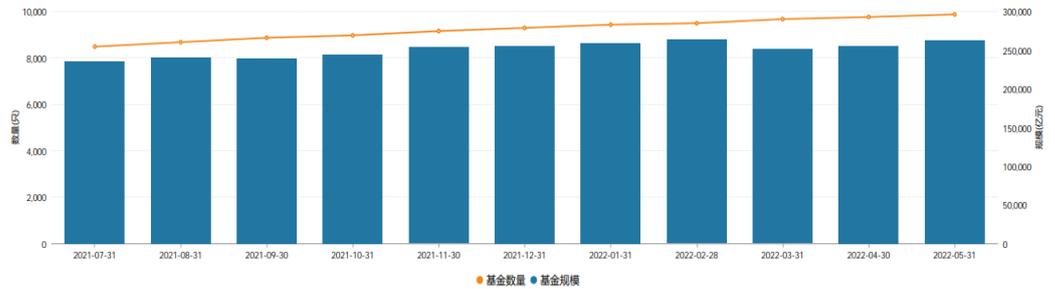
2018 年资管新规的出台，推动我国资管市场进入一个新的发展阶段。在经历了 2018-2019 年两年的调整后，资管市场迎来了快速扩张。随着私募市场的逐步扩大，以及高净值客户的投资需求增长，私募机构股票类产品的发行或将继续增长。

图表 36：公募股票型与偏股混合型基金份额（亿份）



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 37：基金数量与基金规模

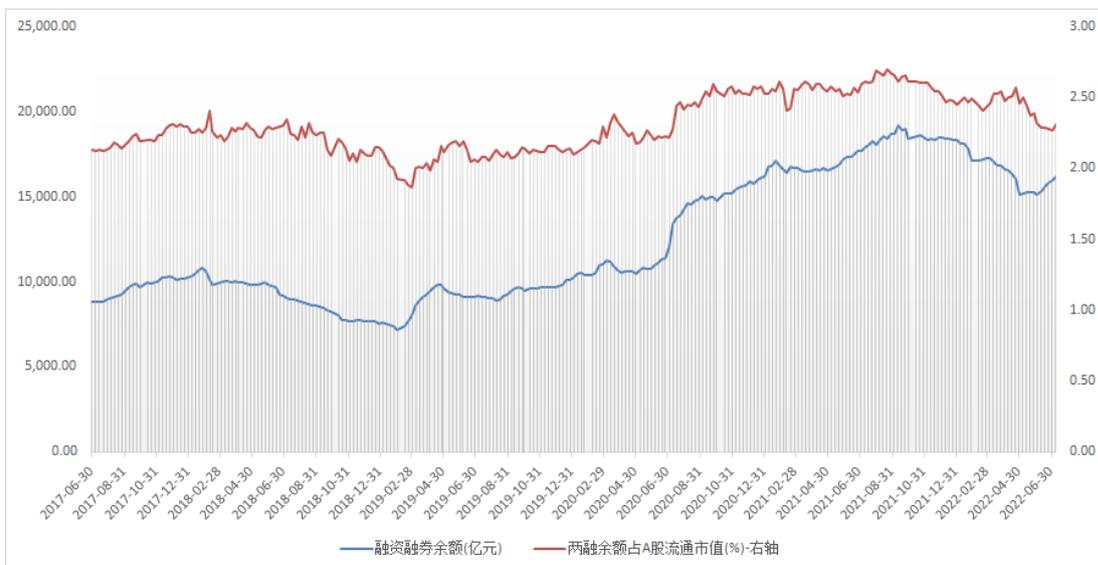


资料来源：瑞达期货、Wind

### 3、杠杆资金

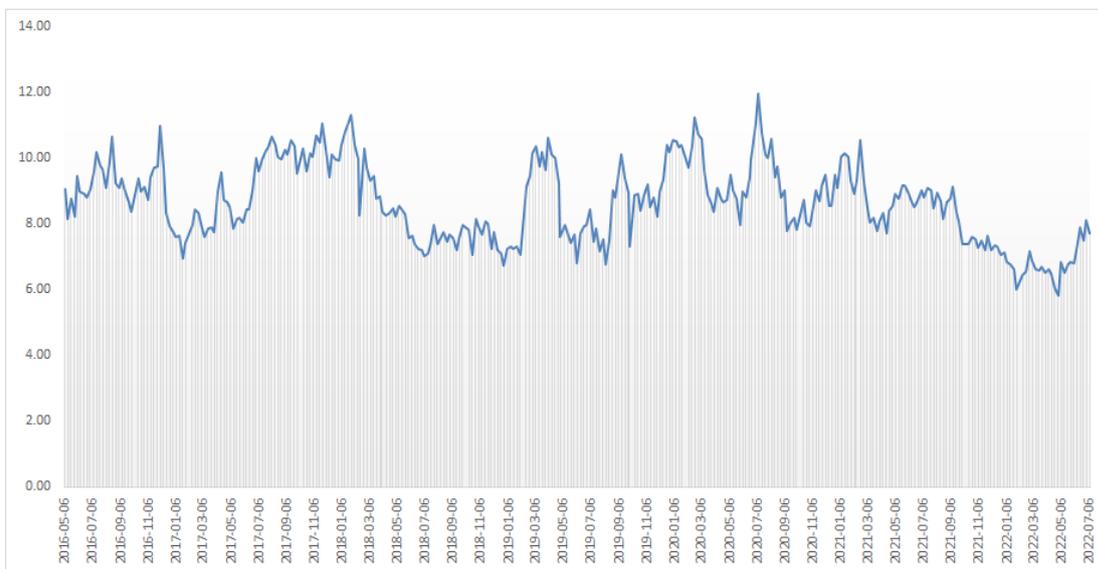
杠杆资金 2022 年以来基本呈现一季度下行，二季度企稳上行。在上半年的市场下行阶段，两融余额由年初的 18145.99 亿元收窄至四月末的 15120.42 亿元，两融占 A 股流通市值亦由年初的 2.47% 降至最低点 2.27%。而杠杆资金的做多情绪于二季度末方显示出逐步回暖的趋势。融资方面，融资买入额于二季度末以来亦呈现上升趋势，融资买入额由四月末低点 5.80% 回升至 7.90%，虽然这一比值仍然低于 2021 年以来的高点，但近期的回升形势意味着当前市场做多情绪的向暖。分行业来看，申万一级行业中，绝大多数行业板块上半年融资余额显示递增趋势。其中基础化工行业大幅增加，电力设备以及电子板块融资余额亦呈上升趋势。

图表 38：两融余额与两融占 A 股流通市值



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 39：融资买入额占 A 股流通市值

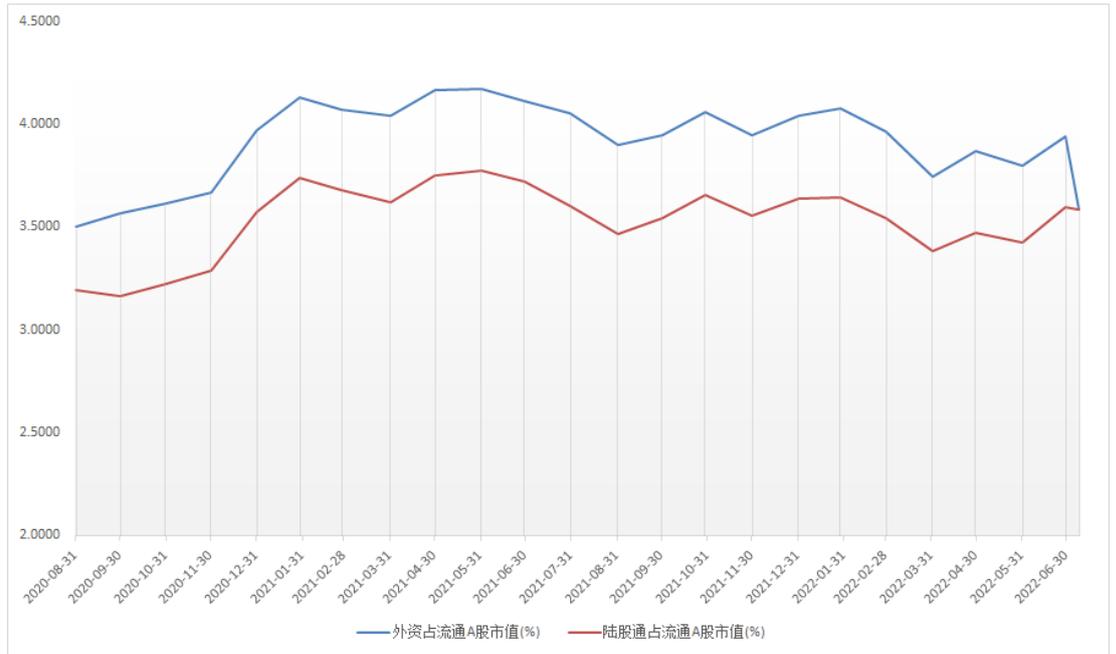


资料来源：瑞达期货、Wind

#### 4、海外资金

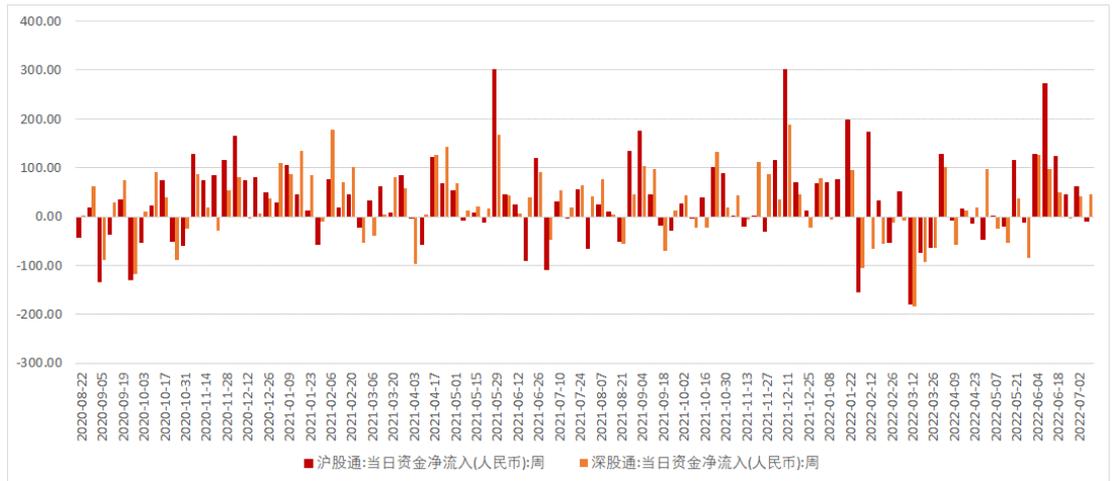
截至 2022 年 7 月 8 日，外资合计持股为 25171.33 亿元，占 A 股总市值约 3.58%。陆股通持股为 25163.29 亿元，占 A 股总市值 3.58%。今年来看，外资自 1 月初以来显著减持，随着美联储鹰派加息氛围逐渐升温，全球流动性回收形成大趋势，一季度外资以及陆股通持股占 A 股总市值比例大幅下行。随着时间进入二季度，国内基本面修复，经济周期与外围市场形成错配，外资逐步恢复加码，陆股通大幅净流出趋势放缓，二季度末在 A 股反弹行情下，北向资金增大净流入趋势。展望 2022 下半年，A 股市场整体估值水平依然不高，投资性价比尚在，上行空间亦较为充足，因此北上资金流入趋势扩大亦有望继续维持。

图表 40：外资以及陆股通占 A 股流通市值比例



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 41：陆股通净流向（亿元，周）



资料来源：瑞达期货、Wind

## 2022 年下半年股指期货总体观点

海外层面，前文基于三大视角大宗、外需以及汇率三大传导路径来展望下半年海外局势对我国经济以及市场的整体影响，俄乌冲突以及美联储加息成为两大不确定性较大的因素。预计下半年国内通胀环境压力有限，人民币币值逐步趋稳然介于外需回落出口增速放缓的可能性尚在。而外围市场方面，美股近期下跌动力也开始变得弱化，呈现底部小幅反弹的趋势。美联储紧缩预期的释放也较为充分，这或使美股下跌趋势短期告一段落，迎来企稳反弹。然而由于高通胀的供给端冲击因素尚在，俄乌冲突的风险因素尚未完全落地，通胀环境加速经济衰退前景存在一定可能性。美股当前的反弹可能难以演化为强势反转，

更大概率还是会经历波折反复的过程。结合 A 股当前较为有“韧性”行情演绎，美股反弹阶段对国内市场情绪打击将有所减缓，A 股市场面临的海外空头压力亦会有所缓释。

国内政策面上，随着二季度以来国常会部署经济一揽子措施，同时全国稳住经济大盘会议明确政策重点扶持领域，强化政策维稳经济信心。下半年，货币政策空间或面临一定制约，随着经济修复、疫情收尾，下半年货币政策会从衰退模式回归常态模式，市场流动性可能会逐渐收缩，市场利率向政策利率回归。短线来看，当前虽然政策底部较为明晰，疫情逐步得到控制，然而未来疫情发展对经济的影响程度存在较多不确定性，稳增长政策的密集部署下，效力累积从而实现对疫情负面影响的缓冲在时间维度上亦存在较多分歧。

国内基本上，经济三重压力有望逐步在政策引导下得到缓释，然基本面快速向好具有一定难度，由于政策发力在上半年，效应落地经济企稳或将在下半年实现。展望三驾马车，基建依然是稳增长政策的主要发力方向，专项债加速落地将进一步拉升投资增速，对冲房地产疲弱的趋势。下半年，疫情有效修复是消费回升的主要逻辑，而海外需求在经济降温的环境下大概率呈现回落趋势，出口对于经济增长的拉动效应将有所弱化。从 6 月最新宏观数据来看，疫情限制供给以及需求的局面得到一定缓解，二季度经济数据修复仍面临一定困难，基建增速或将成为拉升整体投资动能的关键。另外，未来疫情不确定性与外部环境的复杂化将对预期形成扰动。

市场资金面上，当前 A 股市场整体估值尚未回升至高位，因而仍具备较高投资性价比。而当前主要板块的盈利成长能力尚未见到数据层面的拐点，宏观预期成为市场反弹动能的主要支撑。从一级市场和二级市场的角度来看，新增投资者、新发基金、外资流入等微观层面资金均呈现较为乐观的形势，资金有望继续加大对 A 股市场的配置，下半年市场流动性有望实现持续改善。

技术面上，A 股在触及下方上升趋势线后持续反弹，但随着反弹的加深，动能逐渐减弱，同时周 KDJ 已处超买区间，待经济数据修复与增量政策进一步明晰，沪指在阶段性调整震荡后，仍有继续上行的基础，预计下半年沪指将维持宽幅震荡格局关注 3000-3700 点。期指方面，中长线上，结合估值水平以及产业修复逻辑，我们偏向看多中证 500 的走势。中证 500 期指当前回升至 6300 点附近，周线层面半年线位置上行阻力增大。中短期预计将于 6500 点附近来回盘整，下半年有望上行突破 7200 点关口。

图表 41：上证指数月线走势



资料来源：Wind，瑞达期货

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。