

# “掘金”A股待暖风

记者 朱灯花

A股上半年整体赚钱效应不及预期,AI、“中特估”等热门赛道走强,但大消费、房地产、新能源赛道“失宠”。

分析人士认为,上半年A股表现一般,主要是由于宏观基本面的恢复整体不及预期。展望下半年,财政端的刺激政策将会是A股市场反弹的号角,但政策发力的具体节奏仍存不确定性。

## 上半年A股赚钱效应弱

Choice数据显示,今年上半年,沪指累计涨幅不足4%,创业板指期间跌近6%,科创50指数“倒V”行情累计涨约5%,沪深300区间跌近1%。

板块表现分化,TMT“吸金”明显,通信、传媒、计算机板块上半年涨幅位列前三,而商贸零售、房地产等板块持续走低,此前一度受欢迎的电力设备、食品饮料等板块也较为低迷。

对于上半年A股不及预期的表现,富达基金经理周文群在接受《国际金融报》记者采访时表示,“主要是宏观基本面的恢复整体不及预期。”

周文群进一步分析,中国经济在1至2月份经历防疫放开之后的强劲恢复,但后劲不足,3月份开始环比逐渐回落。进入二季度,由于去年低基数的关系,经济数据同比改善明显,但环比放缓趋势不改。具体来看,5月社零增速12.7%,反弹乏力;面对全球经济放缓压力,5月份出口金额同比下滑7.5%;由于缺乏信心,固定资产投资持续降速;工业增加值亦明显放缓;价格方面,5月PPI同比下降4.6%,引发通缩担忧。进入6月份,去年疫情影响的低基数效应减退,地产销售同比明显下滑,新开工面积快速下行。就政策面而言,海外核心通胀粘性较强,加息周期拉长。国内虽然货币政策相对宽松,但是货币政策有效性下降,财政政策相对缺失。市场对于在经济运行整体复苏的状态下是否需要加大刺激力度各执一词。

华鑫证券首席策略分析师严凯文在接受《国

下半年虽然仍存不确定性,但下半年概率较大的一种宏观组合是:经济数据下滑收敛、政策能动性高于上半年、流动性宽松贯穿全年。”

际金融报》记者采访时表示,这是多方面因素共振的结果。首先,强预期逻辑逐步被兑现,指数反弹至高位后,市场缺乏持续性上行的逻辑,投资者情绪逐渐回归理性。其次,四五月份以来,经济复苏加速扩张的趋势有所收敛,投资者对于经济复苏斜率有所修正,进而传导至A股市场。国内总需求不足导致消费增长乏力,疫情过后消费的恢复度低于市场此前预期,因此企业盈利扩张趋势也受到质疑。此外,居民和企业部门的杠杆率过高的问题,也加大投资者对于政策出台难度的担忧。

## 中期市场机会大于风险

“展望下半年,财政端的刺激政策将会是市场反弹的号角。”周文群表示,市场高度关注7月份将要召开的政治局会议,为下半年经济发展定调。全球经济增速放缓,地缘政治摩擦时有发生。因此扩大内需,增加企业信心,提升居民收入预期尤为重要。

民生证券宏观首席分析师周君芝认为,下半年虽然仍存不确定性,例如政策发力的具体



张力摄

节奏,美国经济衰退的幅度难以预测,但下半年概率较大的一种宏观组合是:经济数据下滑收敛、政策能动性高于上半年、流动性宽松贯穿全年。

中金公司研究部董事总经理、首席国内策略分析师李求索在接受《国际金融报》记者采访时表示,在海外经济放缓、中国经济温和复苏的基准判断下,维持对2023年A股市场中性偏积极看法,指数相比当前位置仍具备一定上行空间,中期市场机会大于风险,下半年结合中国增长修复及政策预期,重视节奏和结构。

李求索从政策、盈利、估值角度分析,他认为政策支持对中国经济复苏的延续依然关键;自上而下预计A股全年盈利同比增速在6.5%左右,预计中下游消费、制造和TMT等领域复苏的概率在抬升;市场估值已计入较多悲观预期,关注股市流动性改善。

申万宏源研究A股策略首席分析师傅静涛表示,稳增长很难为A股市场带来高弹性的投资机会,博弈政策的潜在收益率并不高。节奏上,7月稳增长,9至10月做转型,都是政策布局的关键窗口,乐观预期有望发酵,是A股相对有机会

的窗口。

“投资者应当认识到市场风险和不确定性的存在,注重风险管理,同时关注板块间的机会和转换。”严凯文认为,目前A股正处于新趋势的黎明前,预计三季度开始有望形成全A非金融企业的盈利上升周期,从而迎来真正意义上盈利扩张驱动A股的逻辑。

## 关注科技成长赛道

具体到板块投资,周文群认为,配合政策落地,前期调整到位的消费、建材、家电等板块风险收益比最具有吸引力。虽然AI(人工智能)引领的TMT领域前期涨幅过高,但长期有望从主题演变成主线,值得关注。另外,有高派息加持的“中特估”领域也是很好的防御板块。

“短期成长为为主线,中期看消费,低估值国企央企仍有修复空间。”李求索对记者表示,未来3至6个月,建议投资者关注三条主线:一是顺应新技术、新产业、新趋势的偏成长领域,尤其是人工智能和数字经济等科技成长赛道,下半年半导体产业链有望具备周期反转与技术共振的机会;软件

# 谁在左右大宗商品

记者 陆怡雯

2023年上半年,受宏观经济环境影响,我国期货市场多数品种下行。步入7月,大宗商品后市行情将怎么走?有哪些投资机会值得关注?

## 运行稳中偏弱

据中国期货业协会最新统计数据,今年1至6月,全国期货市场累计成交量为39.51亿手,累计成交额为262.13万亿元,同比分别增长29.71%和1.8%。持仓量方面,截至6月末,全国期货市场持仓量较上月增长1.63%。

“2023年上半年,中国期货市场整体运行平稳,各市场主体积极利用期货及衍生品工具管理风险,较好实现了风险管理以及对冲的功能。”方正中期期货研究院院长王骏在接受《国际金融报》记者采访时表示,各家交易所上市新期货品种5个,期货市场进一步扩容,为服务实体经济提供更多避险工具。

“上半年,我国期货市场国际和国内投资者的交易额稳步发展,其中外国机构投资者的交易额有明显增加。”海通期货投资咨询部首席展向《国际金融报》记者表示,市场规模和交易量不断扩大,行业监管更加严格,投资者投资成本逐步降低,及时调控相关风险,中国期货市场继续朝着规范、安全和透明的方向发展。

不过,许青辰也指出,今年以来,在海外紧缩叠加通胀边际缓和的背景下,整体上大宗商品价格有所下挫,路透商品研究局指数(RJ/CRB)累计下跌4.3%。从基本盘面看,原油和天然气今年累计跌幅较大,主要原因是地缘因素造成的供应端紧缩风险逐渐减弱,风险溢价开始回归。“黑色系、有色金属的下跌,则更多反映了需求端恢复的预



张力摄

期未能充分兑现。尤其是国内需求不及预期,使得黑色系价格普遍承压”。

“也有少部分品种的价格仍保持相对高位,表现相对强势。”许青辰举例说,如白糖、棉花等农产品的基本面与宏观周期的相关性较弱,同时受益于自身供给端风险的溢价,价格表现相对强势。而黄金逆势上涨,则受益于对美联储紧缩周期结束并可能在今年底开启降息周期预期的投机性抢跑交易,同时,市场还存在以硅谷银行事件为代表的风险事件催生的避险需求。

新潮期货研究所副所长、宏观金融研发总监李明玉对《国际金融报》记者表示,回顾上半年,虽然国内期货市场多数品种下行,但市场整体交易逻辑及驱动因素多次发生变化。今年1至2月,市场对国内经济复苏的乐观情绪一度占据主导,对疫情后的国内需求较为看好,国内商品一度反弹。

但3至4月,因海外央行连续加息带来的压力,欧美银行业危机接连爆发,触发了国际系统性风险。叠加春节后国内地产、基建等经济领域的开工等数据低于预期,造成国内经济复苏的负反馈,期货市场出现第一波下跌。4至5月,海外经济持续下行,国内经济数据较差带来的通缩担忧和经济偏弱预期,加之美联储持续释放鹰派信号导致的美元走强,成为大宗商品继续下跌的推动力。

“6月至今,美联储如期在6月暂停加息,美元的阶段走弱,加上国内货币政策的一系列利多调整,大宗商品暂时止跌反弹。”李明玉表示。

## 大宗商品走势分化

展望下半年,大宗商品市场行情将怎么走?谁有望成为本年度最亮眼的大宗商品?

“下半年趋势性机会可能不多,更多的是结构性机会。”王骏称,在大周期向下的背景下,商品市场上行的高度较为有限。上半年商品市场整体呈现先扬后抑走势,预计下半年走势与上半年趋同。

王骏表示,从上半年走势看,纯碱无疑是最亮眼的品种之一,但该产品4月份开启了一波流畅的下跌行情,后期随着供应增加,依然存在下行驱动。不过,全年来看,纯碱预计仍将是活跃的品种之一。同时,今年气温较为反常,全球厄尔尼诺现象概率明显提高,会导致东南亚地区比较干旱,会使得8至10个月后棕榈油出现减产,而西半球大豆处于一个增产周期,下半年可以重点关注豆粕价差走缩的交易机会。

“此外,今年粗钢压产政策仍具有一定的不确定性,如果今年下半年出台粗钢平控政策,后期可能存在做多钢厂利润的交易机会。建议关注针叶浆价格跌至绝对价格低位或浆厂检修范围进一步扩大后,造纸企业参与买入保值的时机。”王骏说。

“国内稳增长政策、欧美央行货币政策以及经济形势的变化,仍是大宗商品价格最大的影响因素。目前来看,下半年国内经济可能仍将持续筑底或弱复苏状态,阶段性政策刺激更多的是为托底经济。下半年海外经济预计延续下行,欧洲经济率先陷入衰退的可能性大。美联储维持高利率的周期可能持续,经济软着陆可能性较大。”李明玉也认为,基于上述宏观环境判断,下半年国内大宗商品可能会有所分化。

具体来看,李明玉认为,与宏观经济环境关系紧密的化工、黑色、有色板块,下半年难有亮眼表现,“但若下半年中国在地产、基建等方面出台较强的政策刺激,黑色、有色品种或将受益”。

农产品方面,基于厄尔尼诺背景,美豆及美

玉米天气市的不确定性,7至8月油粕板块可能延续走强。李明玉说,“全球厄尔尼诺现象已至,加上各种极端异常气候时有发生,农产品或许会是弱中偏强板块。其中,若美豆本季环比减产,棕榈油产地旱情严重,油脂中长期可能会是相对偏强品种。”

李明玉还表示,因储备糖轮出、预期供需缺口收窄及巴西食糖进出口,郑糖中期预计见顶回落。生猪方面,随着产能进一步去化,生猪价格于四季度存在止跌回升可能。

“尽管大宗商品市场整体仍处于疫情及地缘影响下的供需错配之中,但在大宗商品价格对宏观因素定价已较为充分的背景下,不应该过分执着于供应过剩的交易。”许青辰告诉记者,基本面因素带来的方向性定价在上半基本已完成,如受制于国内经济复苏节奏偏弱的黑色系和有色金属、受制于海外风险性事件以及经济逐渐趋于衰退的能源和贵金属,受制于供需格局趋于平衡的农产品。

许青辰强调,基本面上边际的变化或更值得去关注。“下半年供需两侧的边际或将成为影响各类商品价格的核心因素。在总需求大概率持续走弱的背景下,供给端的主动调节或减产将为部分商品价格提供成本导向的下限支撑”。

他进一步分析,以棉花和原油为代表的目前价格已低于边际成本的大宗商品,后续还将受益于供应端主动收缩对价格形成一定支撑;以铜和锡为代表的有色金属,得益于新能源产业的需求,但光伏锂电需求增速整体放缓,因此在需求不出现明显改善的前提下,价格或小幅承压;农产品方面,天气因素变化或将带来一些阶段性交易机会,如玉米、大豆、棕榈油等品种在全球气候从厄尔尼诺向厄尔尼诺的背景下,一旦出现对供应端影响较大的极端天气,则会对价格产生一定程度的提升。