



金融投资专业理财

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
了解更多资讯



摘要

十月 A 股市场难以延续反弹行情，整体呈现下行趋势，沪指反弹自 3100 点附近再度回落，失守 3000 点关口。短线看，指数当前尚未见到明显企稳趋势，然下行空间亦有限。两市经历缩量到放量的过程，A 股整体成交量小幅上升。美联储鹰派加息叠加 A 股基本盘偏弱，北上资金后续卖出压力扩大。后续行情或偏均衡为主，行业板块再度分化，板块热点轮动加快。然从估值、情绪以及流动性等多重因素来看，A 股底部特征较为明确，市场信心亦逐渐修复，因而不宜持过分悲观的看法。

基本上，回顾九月份最新数据，基建投资、制造业投资增速高位上行，拉升整体固定投资回升，尤其是基建中的电力投资、制造业中的高技术产业投资增速高于总体。消费温和修复，外需回落的环境下，出口增速受到一定抑制，而内需偏弱的国内环境中，房地产投资仍然承压。展望四季度，稳增长的货币政策基调不变，经济增速目标弱化和增量政策力度有限的背景下，预计后续经济将延续弱复苏态势，消费需求逐渐回暖，基建投资有望维持高位，制造业投资维持一定韧性，房地产投资静待政策效果体现。

海外局势上，在美联储鸽派发声的影响下，市场对于鹰派加息以及经济衰退的担忧有所弱化，美股三大指数均呈现大幅回升，整体较之前有所回升。三四季度以后，国内流动性环境难言大幅走宽，如上所述，美联储鹰派加息一定程度上制约国内货币政策灵活性，因而预计从中长期角度考虑，A 股与美股的相关性或有所增强。

策略方案

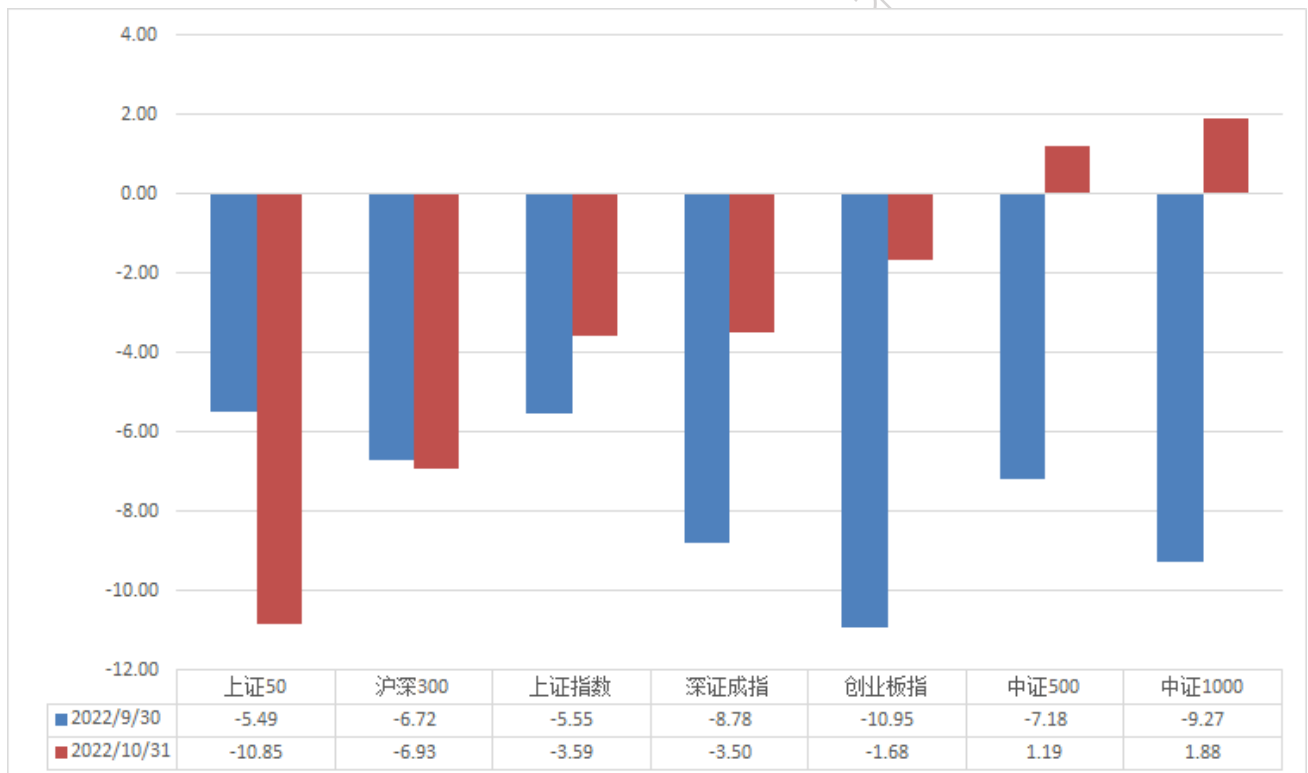
操作策略	品种间套利
操作品种合约	IM/IH2211
操作方向	多
入场价区	3984
目标价	4187
止损价	3882

风险提示：政策不及预期以及经济下行超预期

一、市场回顾

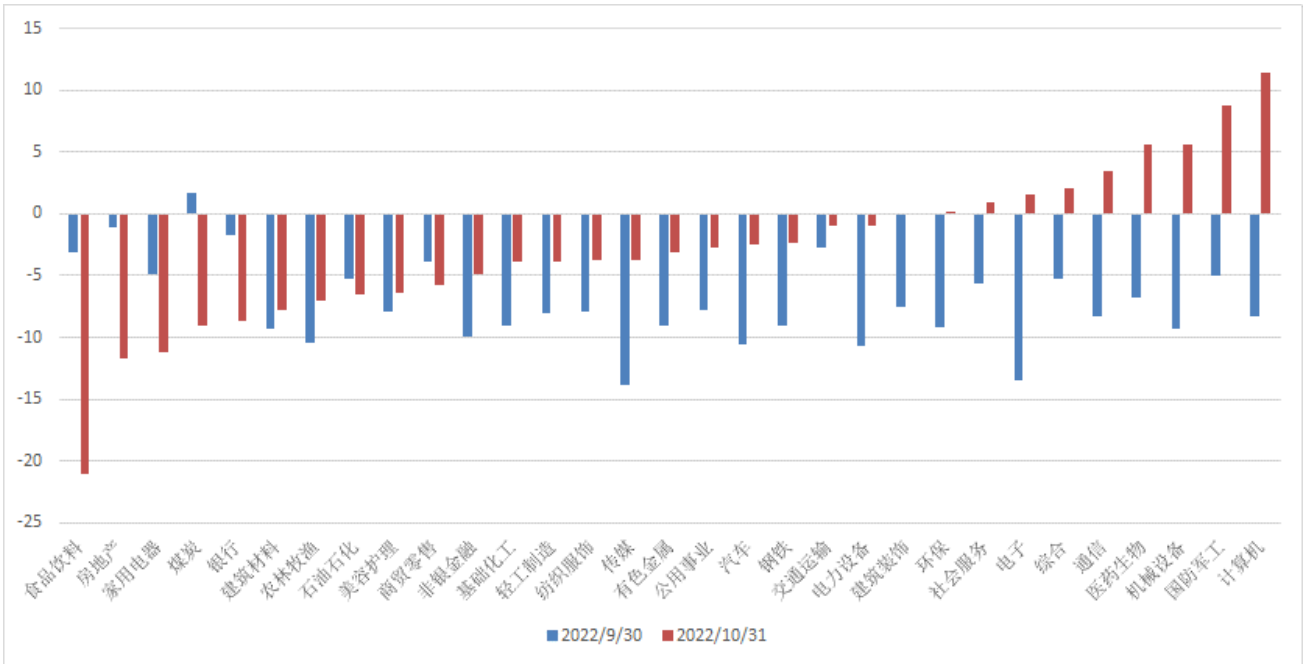
截至 10 月 31 日，主要指数月线上涨跌不一，跌幅较上月有所收窄。沪指月跌 3.59%，失守 3000 点关口，创业板指月跌 1.68%，深证成指月跌 3.50%。四期指走势分化，中小盘指数有所反弹，在整体行情偏弱的情况下，中证 1000 月涨近 2%，中证 500 月涨 1.19%。上证 50 大幅回调超过 10 个百分点，沪深 300 跌幅近 7%。相对于 9 月份普跌行情而言，10 月份市场行情进一步分化，超过半数行业板块收跌。消费明显走弱，食品饮料回调幅度最大，10 月份跌幅超过 20%。计算机、机械设备以及国防军工相对强势。回顾 10 月行情，A 股市场整体仍呈现弱势震荡，成交量小幅回升。重要会议信号以及政策预期是资金情绪的重要影响因素，当前会议落地叠加最新宏观数据出炉，后续影响行情的不确定性因素或逐步减弱。

图表 1 主要指数月度涨跌幅



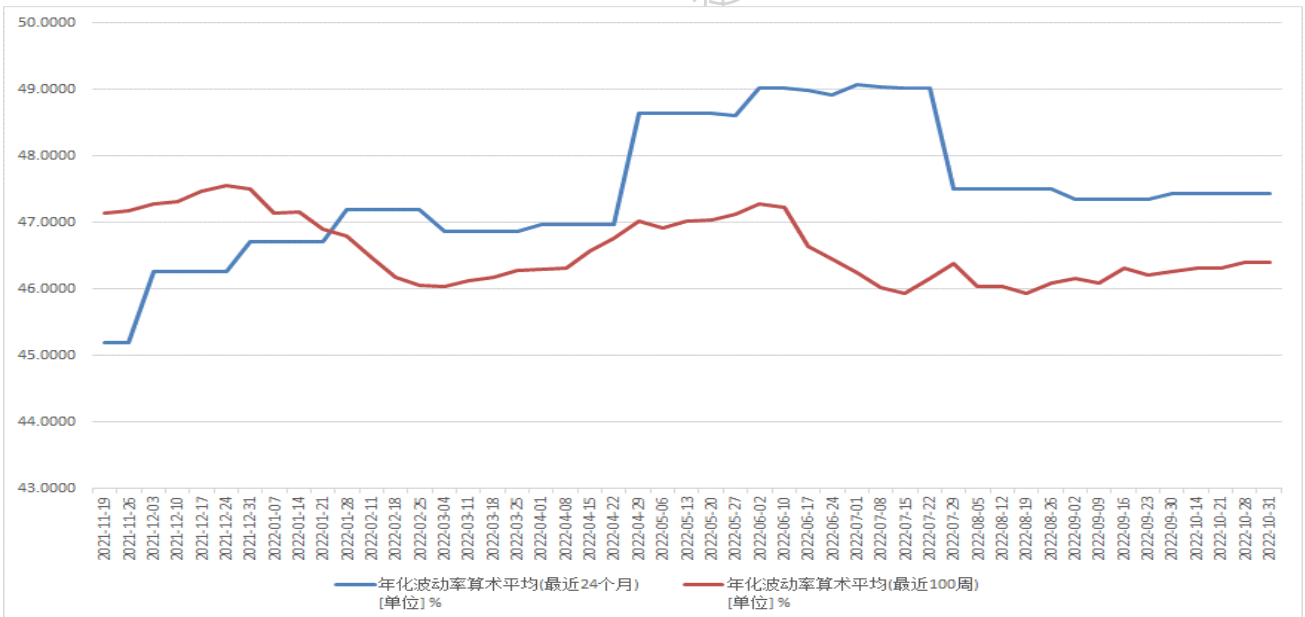
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 2 行业板块月度涨跌幅



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 3 沪深 300 以及上证指数 60 日年化波动率



资料来源：瑞达期货、Wind

二、 基本面分析

(一) 经济景气度走弱，供需依然呈弱

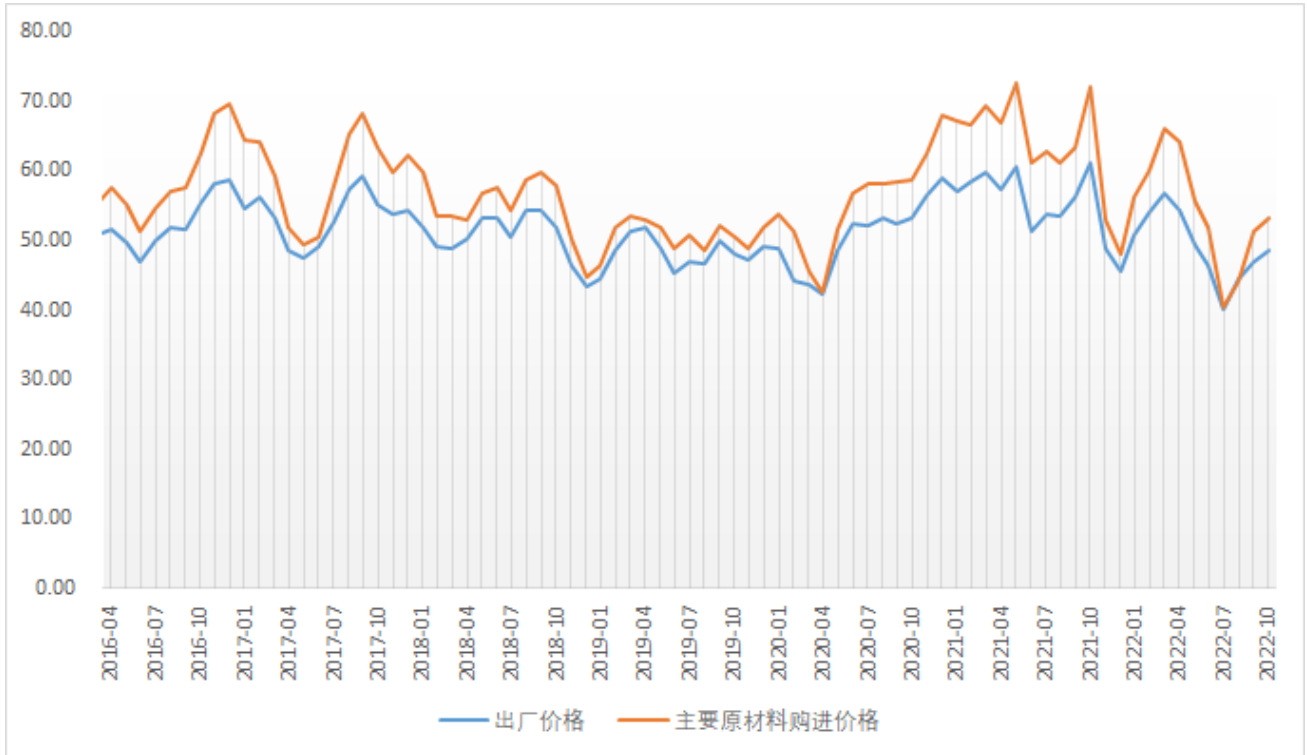
2022年10月制造业PMI指数为49.20%，较9月下行0.9个百分点，重回荣枯线以下水平，且仍低于三年历史同期水平。9月PMI五大分项延续弱势表现，生产、新订单等权重较高的分项均仍处于收缩区间，且相较于9月而言继续走弱。整体经济或仍延续主动去库存阶段。10月主要原材料购进价格和出厂价格指数分别为53.3%和48.7%，进货价格以及出厂价格均呈现一定比例的回升。本月PMI再度走弱或显示当前经济内需仍然偏弱，展望四季度，内需修复尚存不确定性，外需回落仍为主流预期，经济景气度持续复苏仍存在一定干扰性。

图表4 制造业PMI分项数据

指标名称	2022-08	2022-09	2022-10	差值
PMI	49.40	50.10	49.20	-0.90
生产	49.80	51.50	49.60	-1.9
新订单	49.20	49.80	48.10	-1.7
新出口订单	48.10	47.00	47.60	0.6
产成品库存	45.20	47.30	48.00	0.7
进口	47.80	48.10	47.90	-0.2
出厂价格	44.50	47.10	48.70	1.6
主要原材料购进价格	44.30	51.30	53.30	2
原材料库存	48.00	47.60	47.70	0.1
从业人员	48.90	49.00	48.30	-0.7

资料来源：瑞达期货、Wind

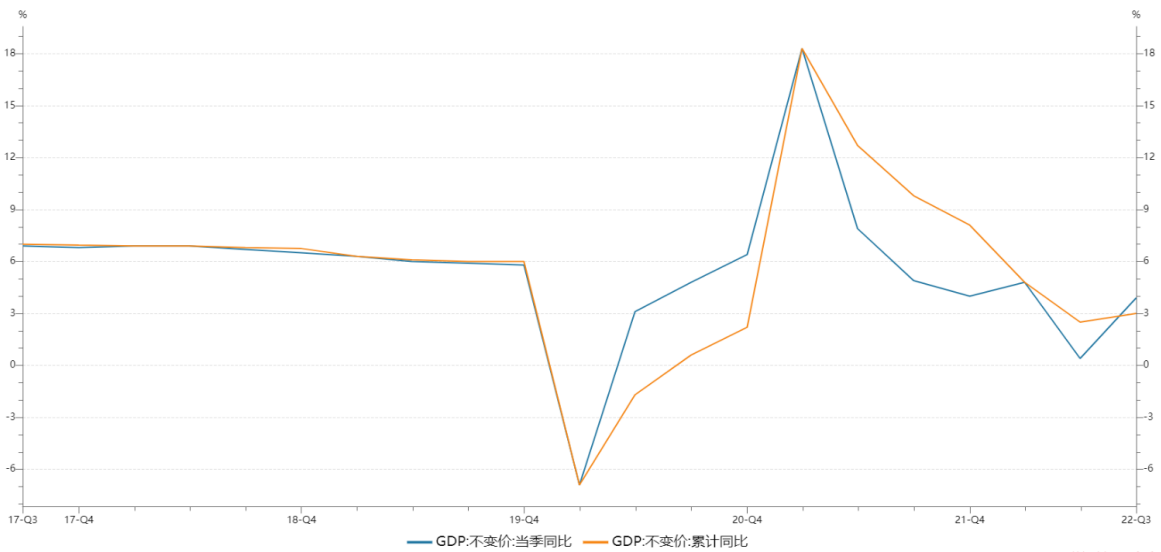
图5 PMI原材料价格以及出厂价格



资料来源：瑞达期货、Wind

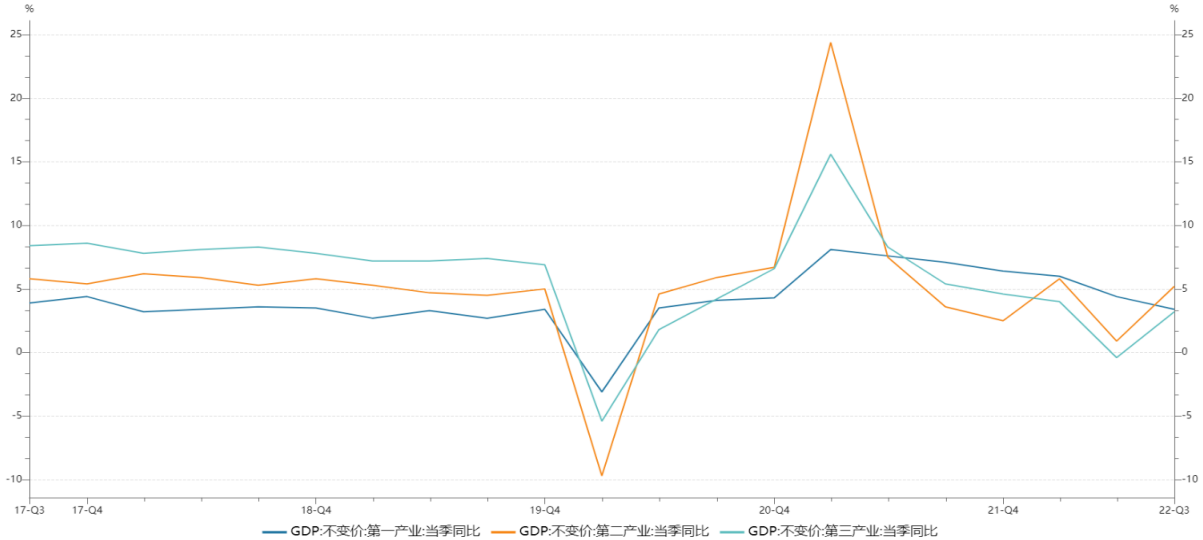
三季度GDP同比增长3.9%，较二季度的0.4%显著改善。整体看，三季度经济稳步修复，第二产业的表现优于第三产业，政策支撑下的投资拉动特征更加明显，基建投资、制造业投资增速高位上行。三季度以来，二产的修复是经济数据改善的重要原因，第二产业增速同比增长5.2%，改善幅度都好于第一、三产业。第二产业的修复主要受到财政支撑基建进而带动建筑业的回升，三季度建筑业增加值同比增长7.8%，高于工业的4.6%。三季度第三产业增加值同比增长3.2%，相较于二季度-0.4%而言亦明显改善。

图6 GDP当季同比 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

图7 三大产业对GDP的拉动

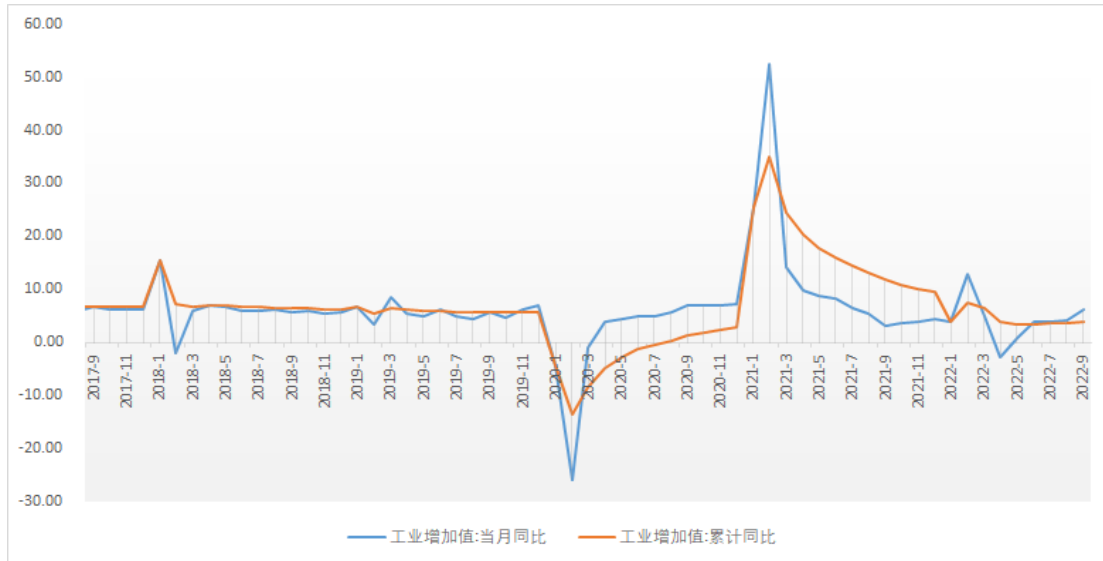


资料来源：瑞达期货、Wind

九月份，规模以上工业增加值同比实际增长6.3%。环比上看，9月份，规模以上工业增加值比上月增长0.84%。前三季度整体来看，规模以上工业增加值同比增长3.9%。分三大门类看，9月份，采矿业增加值同比增长7.2%，制造业增长6.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长2.9%。采矿业以及制造业同比增速明显回升，电力、热力以及燃气水生产增速明显回落。分行业来看，9月份，41个大类行业中有32个行业增加值保持同比增长，相较八月份而言显著改善。主要行业中，汽车制造业延续较大幅度增速，9月份同比增长23.7%。电气机械制造、计算机以及电子设备、黑色金属、化学原料等行业工业增加同比增速较高。医药制造业则连续两个月负增长，同比增速-7.5%，同比负增有所收窄。纺织业亦延续负增长。

不考虑基数效应下，九月工业增加值三年复合增速由8月的5.0%上升至5.4%，数据显示出进一步改善。从主要行业分类来看，工业增速主要受到高耗能相关行业的带动，夏季高温限电的影响明显弱化。展望未来，低基数叠加高耗能相关行业改善，有望继续支撑工业增加值增速回升。然而需要注意的是，当前国内疫情散发反复的局面尚未明显改善，房地产表现依然弱势，预计十月份工业增加值难以大幅回暖。

图8 工业增加值 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

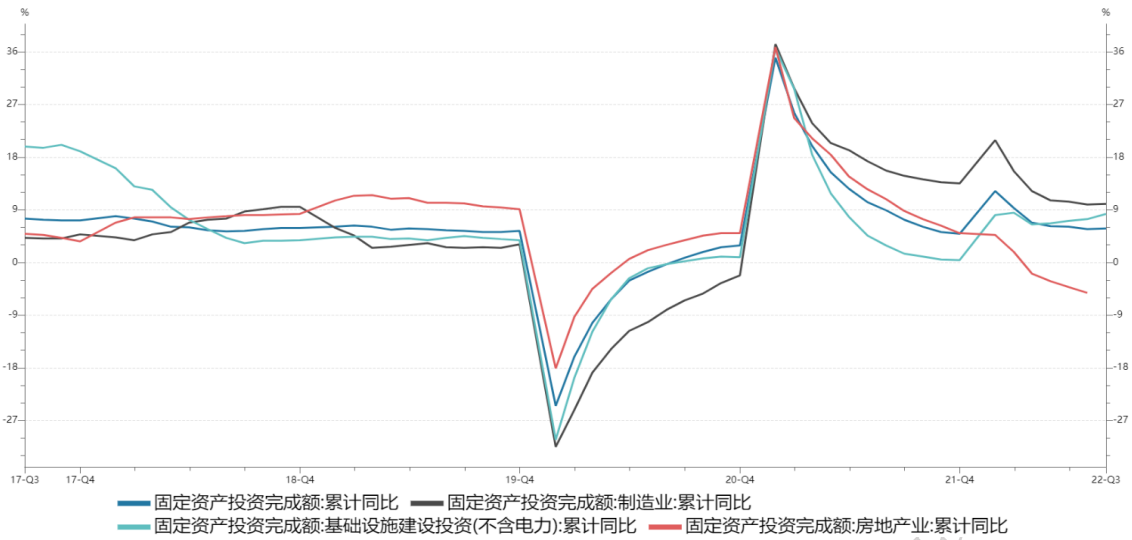
今年以来，投资对于经济发展的支撑作用更为显著。直至九月，固定资产投资同比增长5.9%，涨幅小幅上涨0.1个百分点。高新技术制造业带动整体制造业投资持续上涨，基建投资在“财政前置”影响下持续回升，而房地产行业延续疲弱态势，多数指标降幅持续扩大。在经济下行压力大的前提下，后续仍将继续大概率因城施策。

基建是今年经济增长的重要动力源。九月基建投资增长8.6%，高于八月的8.3%，资金、项目双重松绑推动落实下，九月基建投资延续上涨态势。水利和公共设施管理业延续八月份较快增长的态势，稳中向好，是基建增长的核心力量。“金九银十”传统旺季的到来也对基建施工进度起到促进作用。

高新技术、基建相关制造业提振制造业投资增势良好。九月制造业投资增长10.1%，较上月小幅上涨0.1%，前期出口高增行业（如新能源、汽车行业等）以及一些基建制造业（光伏）改善明显，叠加去年同期基数回落，制造业投资增速再度走高。高技术产业投资依旧亮眼，同比增长20.2%，其中高技术制造业投资同比增长23.4%，较上月进一步提速，是推动经济结构转型升级的重要驱动力。

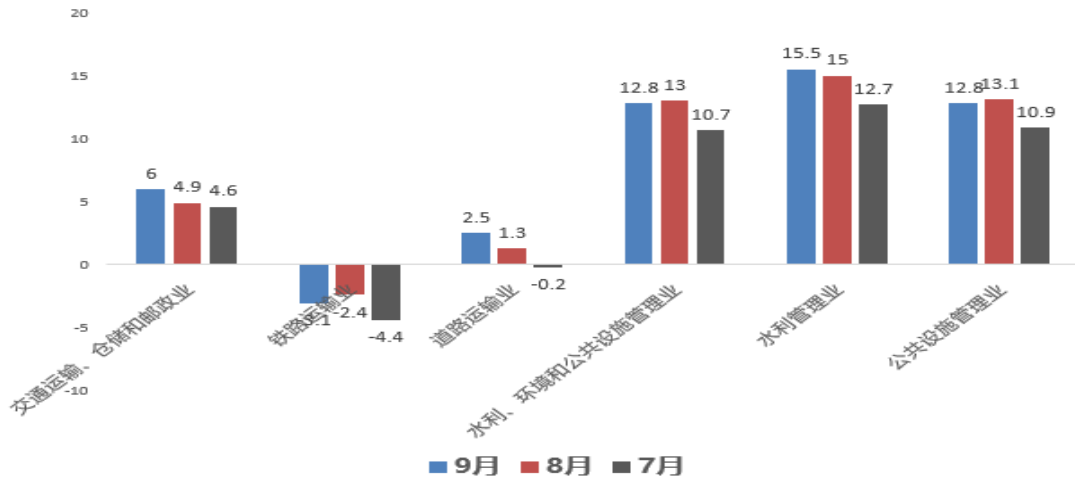
房屋销售承压，因城施策大概率维持。九月我国房地产开发投资下降8.0%，连续六个月负增长且降幅持续扩大。商品房销售面积、购置土地面积、施工面积、新开工面积等指标累计同比表现不佳，但值得注意的是，九月份房屋竣工面积累计同比降幅缩窄1.2个百分点至19.9%，在“保交楼”政策下竣工进度加快。除此之外，截至10月23日，土地成交溢价率均值也进一步回落至2.02%，反映出房企拍地需求减弱，地产市场继续降温。

图9 固定投资分项



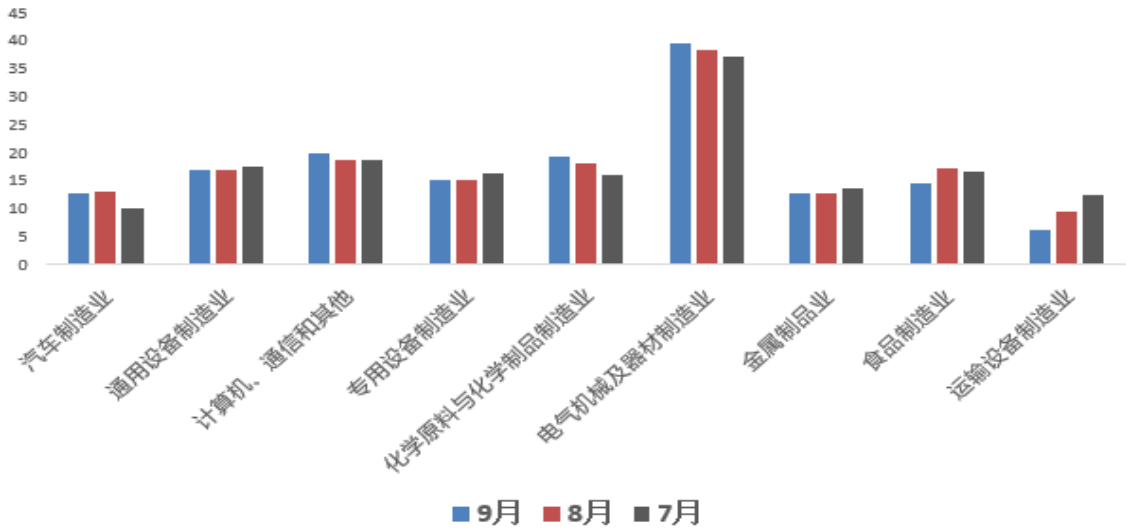
资料来源：瑞达期货、Wind

图10 基建投资分项



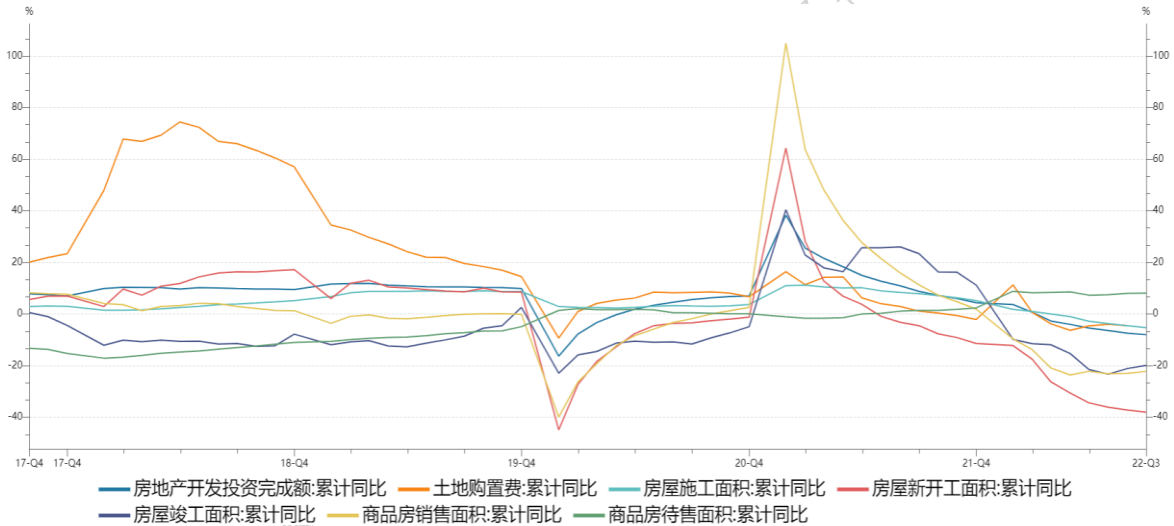
资料来源：瑞达期货、Wind

图11 制造业投资分项



资料来源：瑞达期货、Wind

图12 房地产投资分项



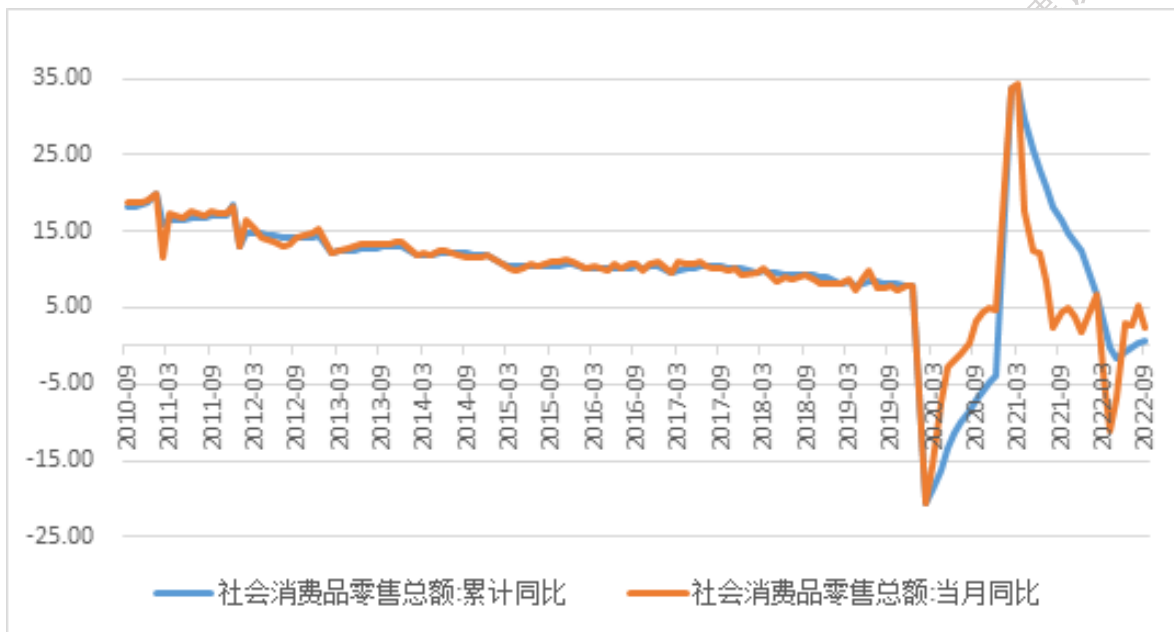
资料来源：瑞达期货、Wind

前三季度，社会消费品零售总额320305亿元，同比增长0.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额287131亿元，增长0.7%。9月份，社会消费品零售总额37745亿元，同比增长2.5%，增速有所回落存在基数扰动的影响。其中，除汽车以外的消费品零售额33532亿元，增长1.2%。

具体来看，九月份疫情多地散发，对餐饮、零售和出行等线下消费方面产生一定冲击，消费复苏节奏较慢。九月餐饮收入同比增速再度转负，当月同比下降1.7%，较八月份下降了10.1个百分点，石油及制品类九月同比增速为10.2%，较上月下降了6.9个百分点，结合能源价格因素，石油制品消费实际偏弱。九月汽车零售额同比增速小幅回落至14.2%，除汽车以外的消费品零售额同比增长仅为1.2%，限额以上企业商品零售总额当月同比增长6.6%，高于社消总体增速，反映出汽车品类的高增长仍是消费增速回升的主要贡献项。

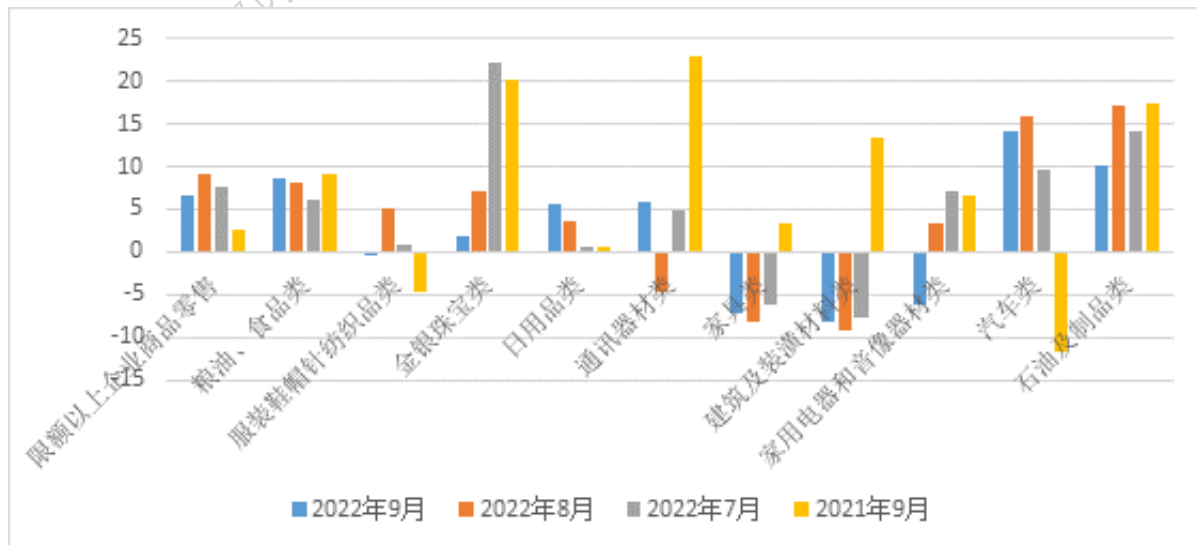
其他限额以上商品中，粮油、食品类和日用品类消费等必需消费当月同比增速仍处于较高增速水平；烟酒类、服装类和石油制品类等出行相关消费受到疫情限制增速明显回落，金银珠宝类等可选消费增速也较大幅度回落。此外，与房地产相关性较强的家具类和建筑及装潢材料类消费当月同比增速较八月降幅减小但仍同比下降，家电类当月同比增速由正转负，九月增速为-6.1%，侧面反映了地产链消费仍偏弱。

图13 社会消费品零售总额分项



资料来源：瑞达期货、Wind

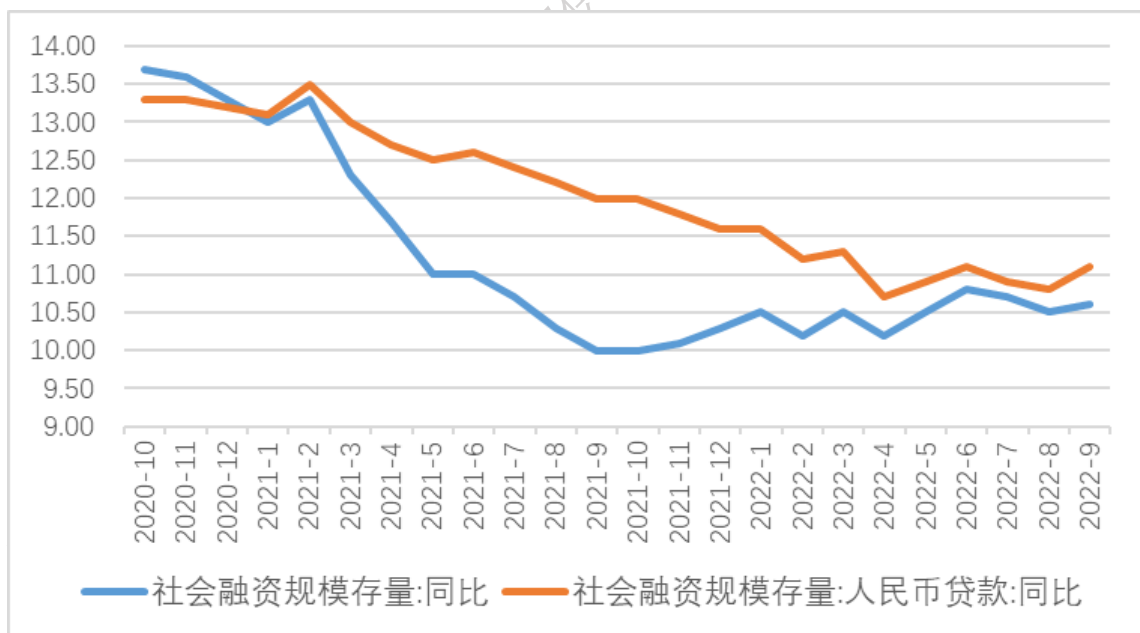
图14 社会消费品零售总额分项



资料来源：瑞达期货、Wind

总量上，9月社融总量大幅增加，新增社融总量为3.53万亿元，同比多增6245亿元。社融存量增速为10.6%，较上月回升0.1个百分点。结构上，9月新增人民币贷款25719亿元，同比多增7964亿元，居民短期消费和企业投资需求回暖带动新增人民币贷款量延续增长趋势。表外融资有所回落，但较去年同期而言，仍表现良好。9月表外融资新增1449亿元，同比多增3555亿元，其中新增委托贷款1507亿元，对社融形成支撑。分项来看，直接融资新增7422亿元，其中企业债券净融资876亿元，同比少增261亿元；股票融资1021亿元，同比多增249亿元；政府债券净融资5525亿元，同比少增2541亿元，企业债券和政府债券对社融增量形成一定拖累，导致融资结构有所分化，主要是因为今年财政政策前置，使得专项债额度已基本发放完毕。但是此前在9月5日的国务院政策例行吹风会中提出，在向政策性开发性银行新增8000亿元信贷额度、新设3000亿元政策性开发性金融工具额度的基础上，追加3000亿元以上金融工具额度，额度大概率将于四季度发放；并且在国常会提出，要依法用好5000多亿元专项债结存限额。在稳经济政策接续发力的背景下，预计后续政府债券对社融依然形成支撑。

图15 社会融资规模存量增速（%）

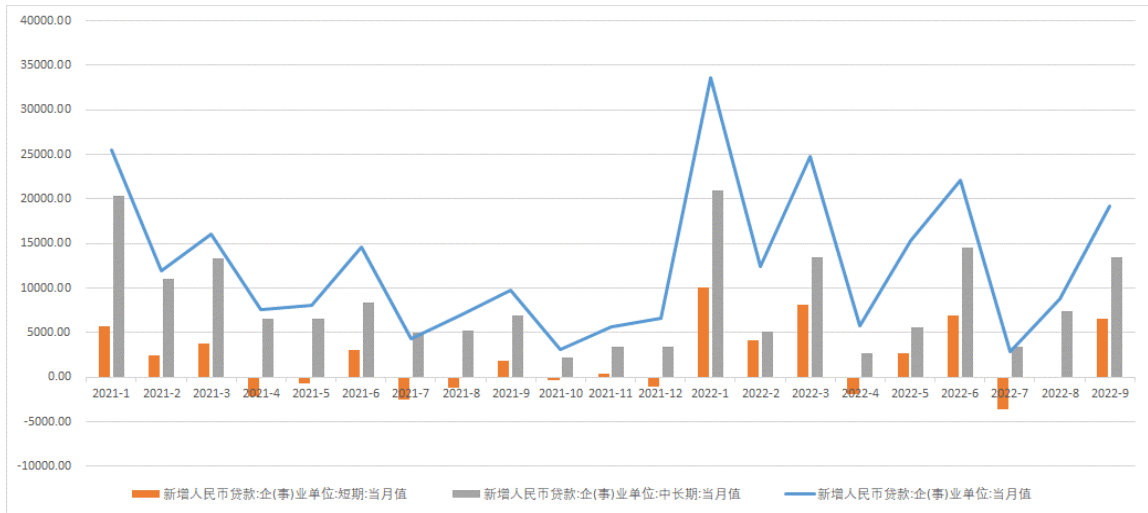


资料来源：瑞达期货、Wind

企业端来看，企业贷款当月新增19173亿元，环比多增10423亿元，同比多增9370亿元。其中票据融资新增同比多增2375亿元。企业贷款结构上看，短期贷款增加6567亿元，中长期贷款增加13488亿元，同比多增6540亿元。企业端信贷大幅改善并且结构好转，短端贷款与中长端贷款均实现同比多增，票据占比下降。企业端信贷回暖主要有以下几个原因：首先，基础设施基金大规模投放于9月份。根据国开行以及

农发行数据来看，截至9月底，政府下达的6000 亿政策性金融工具投放完毕。完成时间距离第二批政策性开发性金融工具新增 3000 亿不足一个月，新增额度已全部完成投放，因而9月相关配套贷款需求较为旺盛。其次，经济内生修复信号显现。

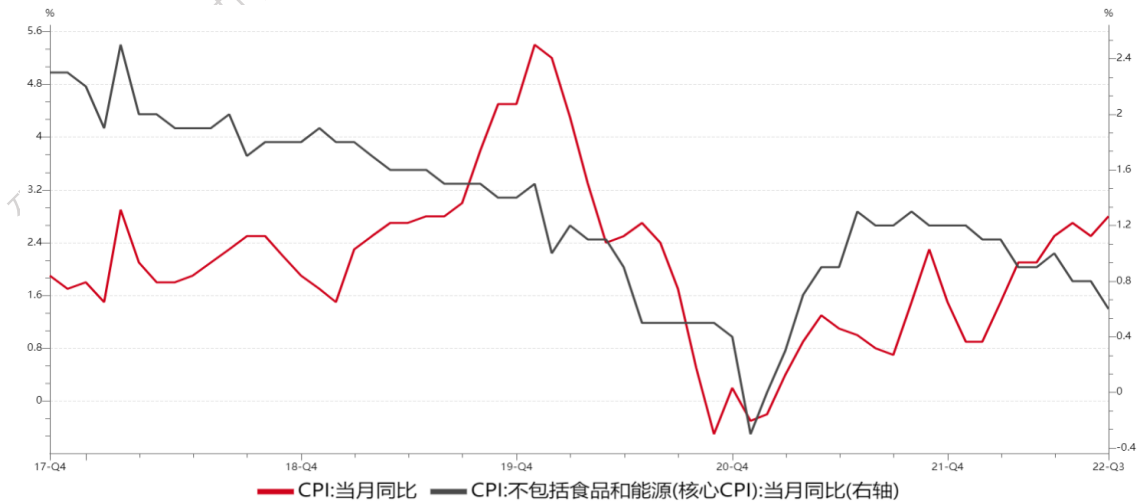
图16 新增人民币贷款（亿元）



资料来源：瑞达期货、Wind

9月CPI环比上涨0.3%，同比上涨2.8%，均较上月小幅回升，主要是受整体食品项价格上行带动。其中，猪价、菜价涨幅回升最为明显，其余部分食品价格也受节日期间消费需求增加提振。从剔除食品和能源后的核心CPI来看，同比增速较上月回落0.2个百分点，位于一个较为温和的水平，说明终端消费端通胀压力依旧处于可控区间，但同时也显示终端需求仍旧偏弱。

图17 核心物价水平平稳

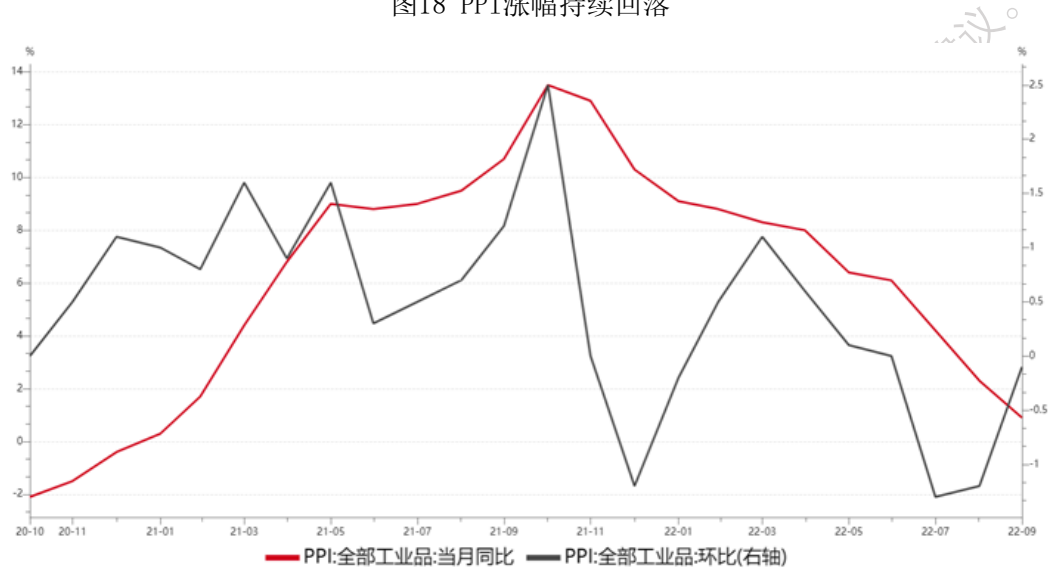


资料来源：瑞达期货、Wind

中国9月PPI同比上涨0.9%，涨幅比上月回落1.4个百分点；从环比看，9月PPI下降0.1%，降幅比上月

收窄1.1个百分点。生产资料延续了上月的放缓趋势，同比上涨0.6%，较上月下降1.8个百分点，环比下降0.2%。采掘、原材料、加工环比价格降幅均有所收窄。生活资料同比上涨1.8%，而环比则由跌转涨，环比上涨0.1%，较上月回升0.2个百分点。从细分类别来看，衣着及一般日用品价格较上月均无变化，耐用消费品环比由下降0.4%转为持平，而食品环比则上涨0.3%。PPI总体的下滑或印证了目前内外需求放缓的现象，而在全球经济持续衰退的预期下，未来PPI放缓趋势或将愈加明显。

图18 PPI涨幅持续回落



资料来源：瑞达期货、Wind

三、重要会议：中国共产党第二十次全国代表大会

10月16日上午，中国共产党第二十次全国代表大会在京开幕，习近平总书记代表第十九届中央委员会向大会作报告。二十大报告明确指出，“高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务”，以及“我们要坚持以推动高质量发展为主题”。对于经济而言，二十大报告提出，要“推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”。

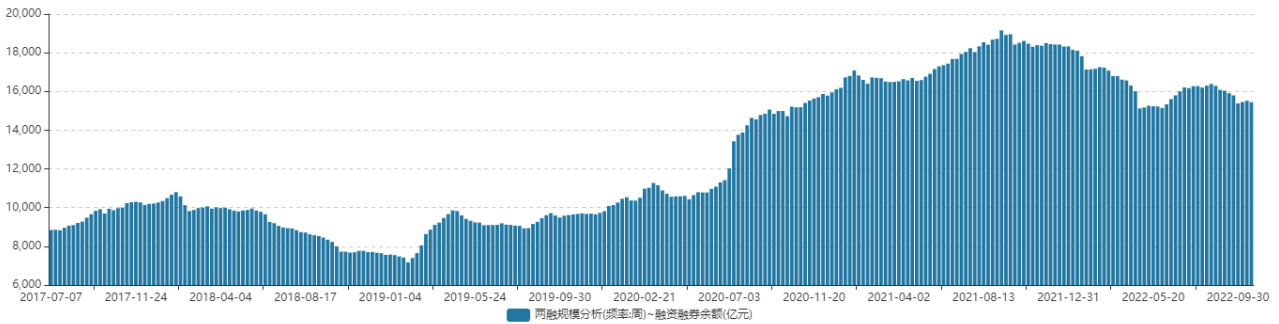
房地产方面，二十大报告在第九节“增进民生福祉，提高生活品质”中指出，“坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”。与十九大报告相比，删减了“让全体人民住有所居”的表述，但是保留“坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位”的表述。“房住不炒”依旧是今后我国房地产市场的主基调。

3、两融余额

截至10月31日，两融余额为15442.35亿元，较九月末15382.36亿元基本持平，其中融资规模小

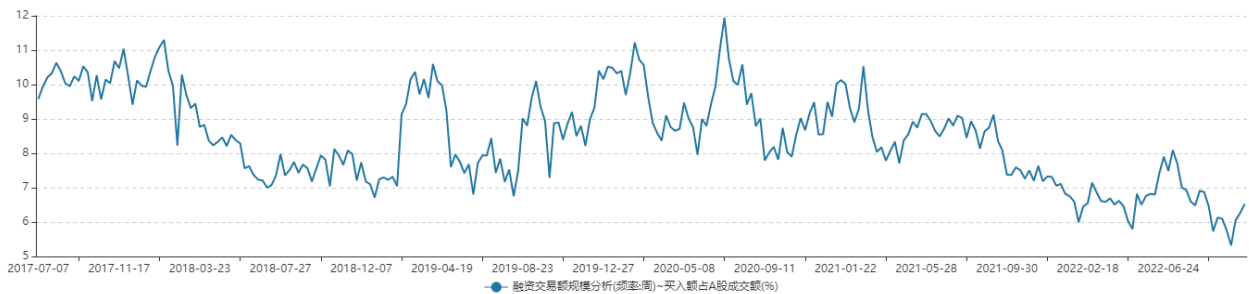
幅下降，融券规模有所上行。十月份融资期间买入额为 7422.95 亿元，九月份为 8877.44 亿元，融资买入额呈现回落趋势。从融资买入额占 A 股成交额比例来看，当前融资买入额占据 A 股成交额的比例为 6.59%，小幅高于今年四月底的水平。然而从历史水平来看，融资意愿仍处于较低水平，由于市场当前尚未呈现明确的反转信号，资金做多意愿不强。

图 27 融资融券余额



资料来源：瑞达期货、Wind

图 28 融资买入额占 A 股成交额比例 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

五、十月份股指走势展望

十月 A 股市场难以延续反弹行情，整体呈现下行趋势，沪指反弹自 3100 点附近再度回落，失守 3000 点关口。短线看，指数当前尚未见到明显企稳趋势，然下行空间亦有限。两市经历缩量到放量的过程，A 股整体成交量小幅上升。美联储鹰派加息叠加 A 股基本盘偏弱，北上资金后续卖出压力扩大。后续行情或偏均衡为主，行业板块再度分化，板块热点轮动加快。然从估值、情绪以及流动性等多重因素来看，A 股底部特征较为明确，市场信心亦逐渐修复，因而不宜持过分悲观的看法。

基本上，回顾九月份最新数据，基建投资、制造业投资增速高位上行，拉升整体固定投资回升，尤其是基建中的电力投资、制造业中的高技术产业投资增速高于总体。消费温和修复，外需回落的环境下，出口增速受到一定抑制，而内需偏弱的国内环境中，房地产投资仍然承压。九月份受疫情扰动，调查失业率逆季

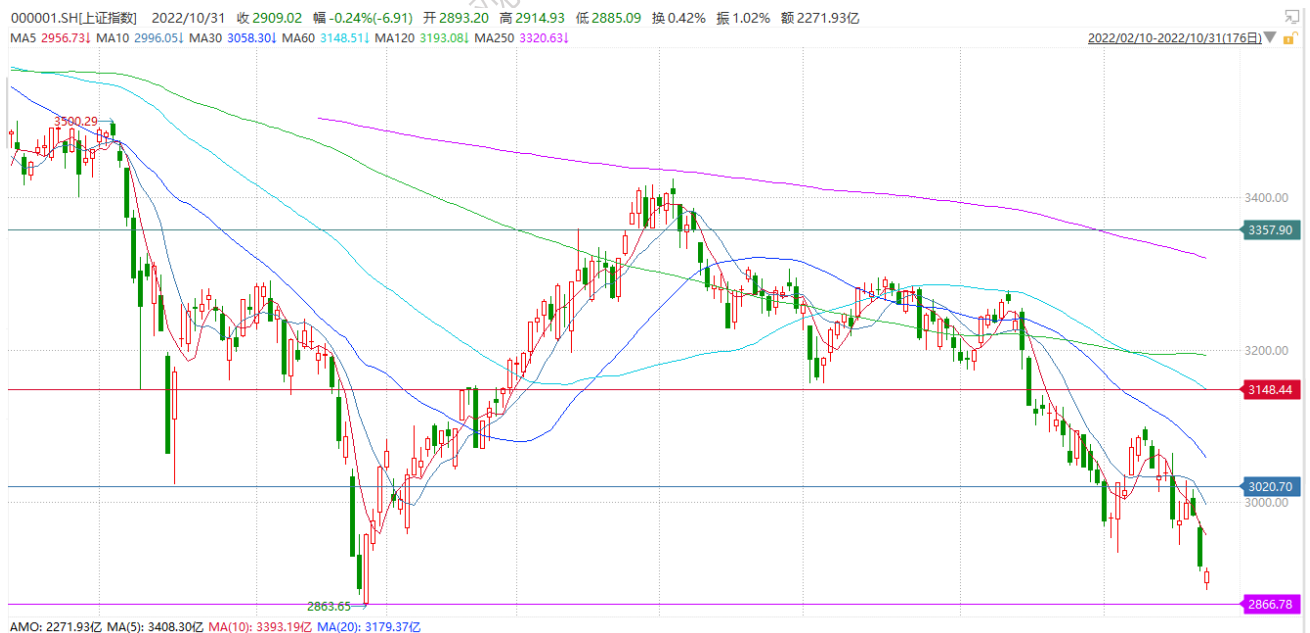
节性上升，其中外来务工人员受影响更大。结合二十大政策指引，预计四季度宏观政策或将继续发力，货币政策宽松态势持续，四季度GDP同比增速有望延续当前改善趋势。展望四季度，稳增长的货币政策基调不变，经济增速目标弱化和增量政策力度有限的背景下，预计后续经济将延续弱复苏态势，消费需求逐渐回暖，基建投资有望维持高位，制造业投资维持一定韧性，房地产投资静待政策效果体现。

海外局势上，在美联储鸽派发声的影响下，市场对于鹰派加息以及经济衰退的担忧有所弱化，美股三大指数均呈现大幅回升，整体较之前有所回升。复盘今年A股市场的反弹行情，4月份到7月份，A股风格的相对强弱与美股走势的相背离在很大程度上是受到货币政策周期错配导致的国内流动性大幅走宽的影响。三四季度以后，国内流动性环境难言大幅走宽，如上所述，美联储鹰派加息一定程度上制约国内货币政策灵活性，因而预计从中长期角度考虑，A股与美股的相关性或有所增强。

如果从美股经济衰退预期出发，实体经济的走弱或使得美债实际利率存在阶段性回落的可能，而从全球范围来看，成长风格的回调幅度亦较大，因而成长风格短期有望延续大于价值的反弹趋势。而回看国内市场，四季度经济基本面偏弱情况下，不排除货币市场进一步宽松，利率下行增强分母端效应，叠加中美联

动效应的增强，A股市场有望受到成长风格的驱动。如果从通胀视角出发，美债利率持续上行，则再度与国内利率走宽意图背离，A股市场成长与价值的相对强弱将取决此对冲效应的最终导向。

图29 沪指K线图

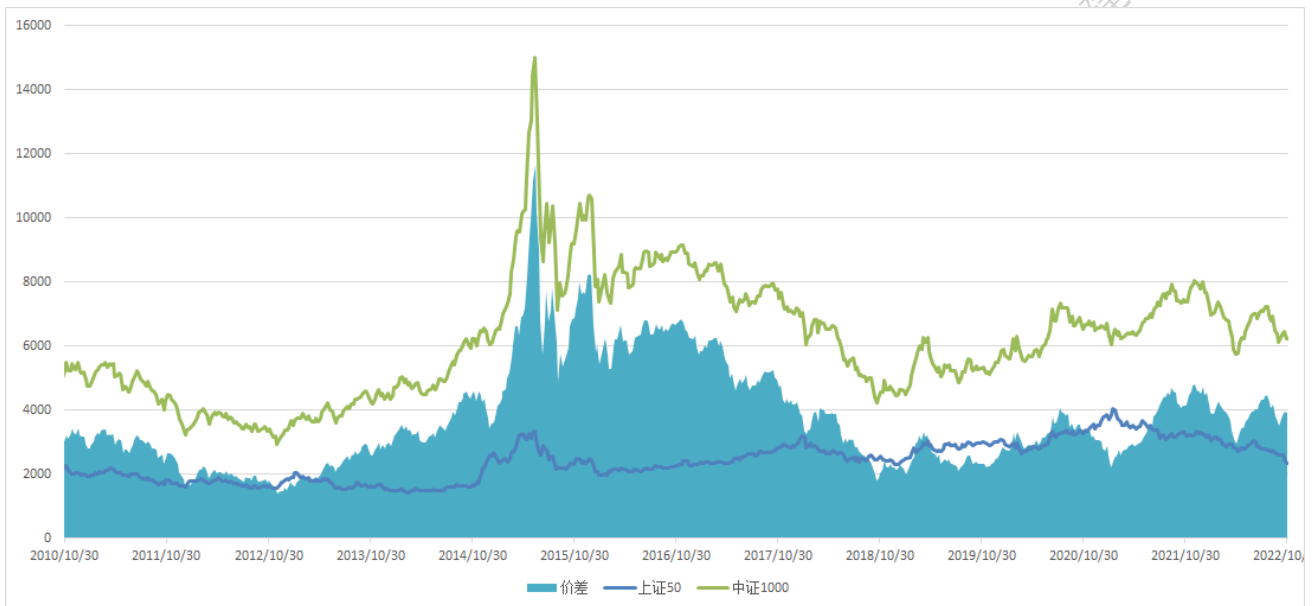


资料来源：瑞达期货、Wind

六、期指交易策略

弱势震荡格局下，多中证 1000 空沪深 300——结合基本面来看，市场反转的逻辑相对较弱，然而结合估值来看，A 股加速下行的空间亦较为有限。在政策以及消息面不确定性因素较多的情况下，套利策略相对单边而言风险更低。近期来看，中小盘指数表现再度优于大盘指数。截至 10 月份的第三周，中小盘指数交易活跃度高于大盘股，同时相较于大盘指数呈现出一定幅度的超额收益。另外，上证 50 成分股中外资占比程度较高，随着美国流动性趋紧预期再度升温，预计外资波动对于上证 50 有一定的抑制性。因此我们选择多 IM 空 IH 单月合约作为短线交易方向。

图表 25 中证 1000 与上证 50 价差



资料来源：瑞达期货、Wind

十一月策略：

1) IM/IH2211

参考入场点位：3984附近

方向：多

止盈设置：4187

止损设置：3882

盈亏比：2：1

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。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。