

M
A
R
K
E
T

R
E
S
E
A
R
C
H

R
E
P
O
R
T

市场研报



瑞达期货
RUIDA FUTURES CO.,LTD.



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
了解更多资讯



摘要

三月份 A 股市场整体呈现一路下行模式，沪指最低跌破 3100 点，在金融委会议提振下，市场底部企稳反弹，当前于 3200-3400 点区间宽幅震荡。短线来看，市场依然缺乏主线，预期较为混乱，板块表现持续性较差。国内宏观预期偏弱叠加海外地缘政治因素波及，资金避险情绪上升，大盘指数整体波动率扩大，收益率呈现下行。国内基本面反转信号依然较弱，潜在拐点有赖于政策面发挥效力，海外地缘政治风险尚未完全化解，叠加美联储加息影响，市场短期振幅易上难下。

四月份 A 股面临较为艰难的局面，A 股市场在多重空头因素的持续制约下，预计难有上佳的表现，建议围绕结构性机会布局。沪指大概率将围绕 3200 至 3500 点来回宽幅震荡整理，板块间轮动仍将较为频繁。虽然当前海外输入性通胀对于上游端成本具有一定影响，国内通胀压力偏向短期，有望随着政策调控而出现缓和，国内经济政策稳步宽松，经济稳增长效应落地，预计 2022 年中宏观经济有望低位企稳，市场趋势或有反转可能。一季度相对看多大盘风格的沪深 300 走势。地缘政治风险、美联储加速回收流动性以及国内政策不及预期三方面风险因素仍有可能对 A 股市场形成扰动，海内外不确定性因素或将拓宽指数整体震荡区间。

策略方案

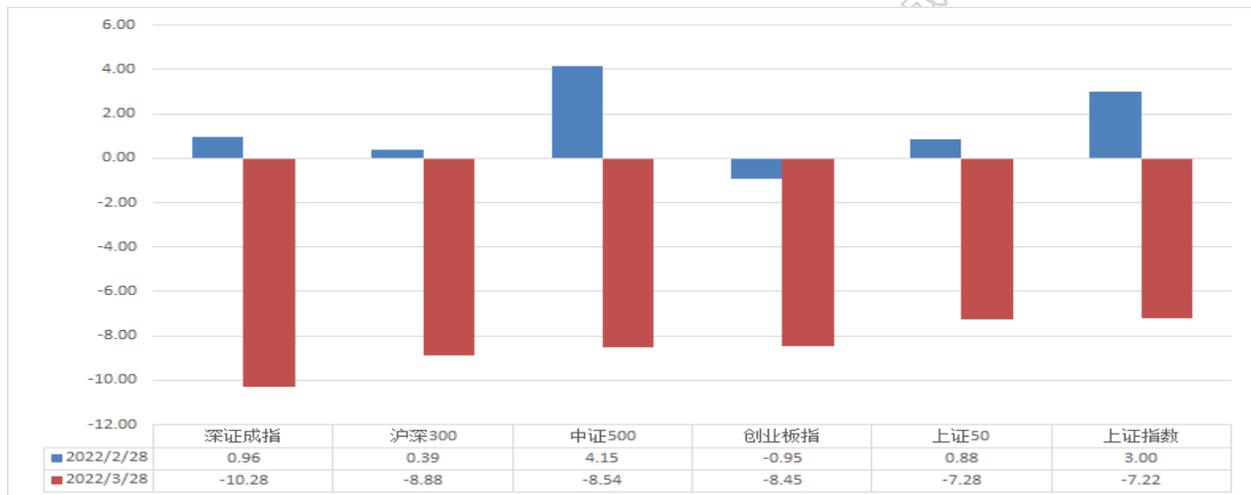
单边操作策略	
操作品种合约	IF2206
操作方向	多
入场价区	4181
目标价	4481
止损价	4031

风险提示：地缘政治风险、海外流动性紧缩提前以及经济超预期下行

一、市场回顾

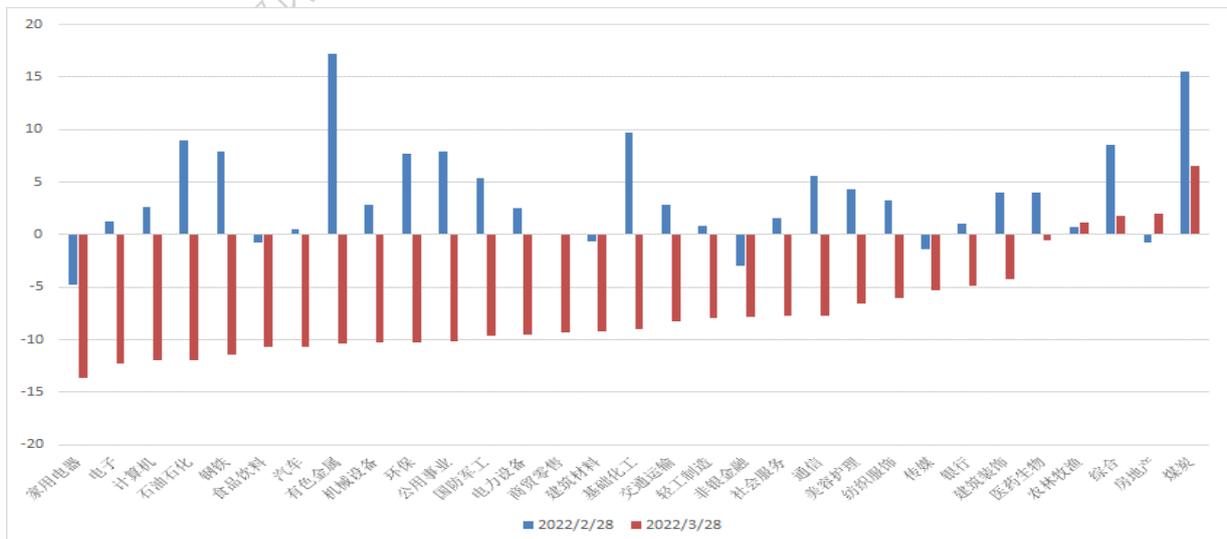
截至3月28日，主要指数月度跌幅较大。3月份，沪指收跌7.22%，相较于上个月呈现反转下行趋势。重要指数中，深证成指跌幅最大，达10.28%，对比上月亦呈大幅回调趋势。三期指回调幅度均超过7%，月线看波动较大。行业板块方面，行业板块相较于2月份而言亦表现弱势，板块呈普跌行情，煤炭以及房地产逆市收涨，家用电器、电子、计算机等板块依然表现低迷，有色金属结束上一个月强劲涨势，亦大幅回调。当前市场依然缺乏主线，存在预期混乱的问题，板块表现持续性较差，国内宏观预期偏弱叠加海外地缘政治因素波及，资金避险情绪上升，大盘指数整体波动率扩大，收益率呈现下行。

图1 主要指数月度涨跌幅



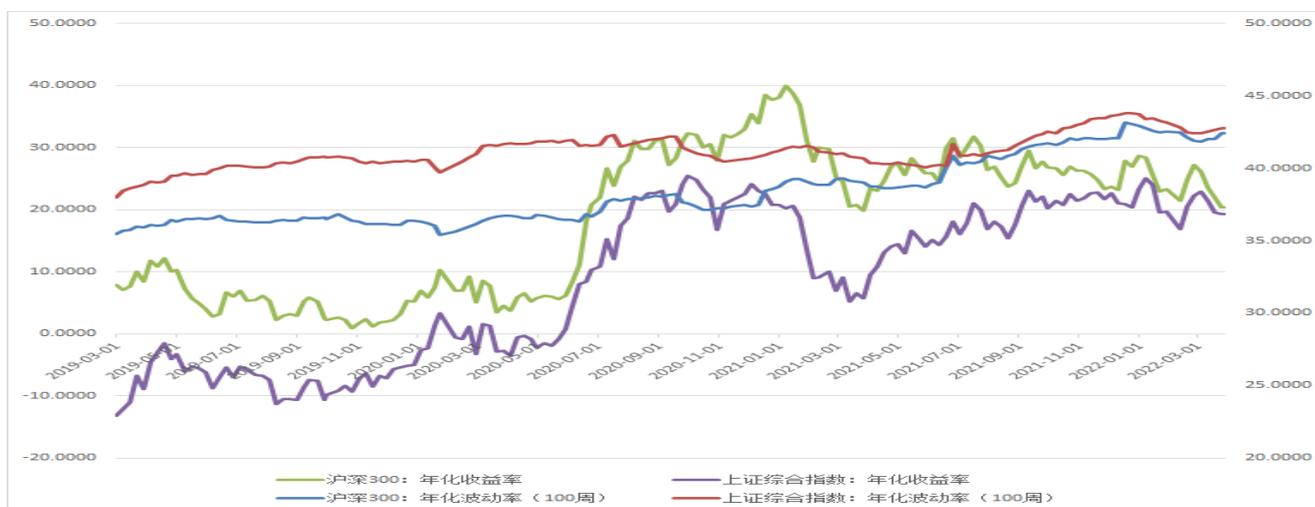
资料来源：瑞达期货、Wind

图2 行业板块月度涨跌幅



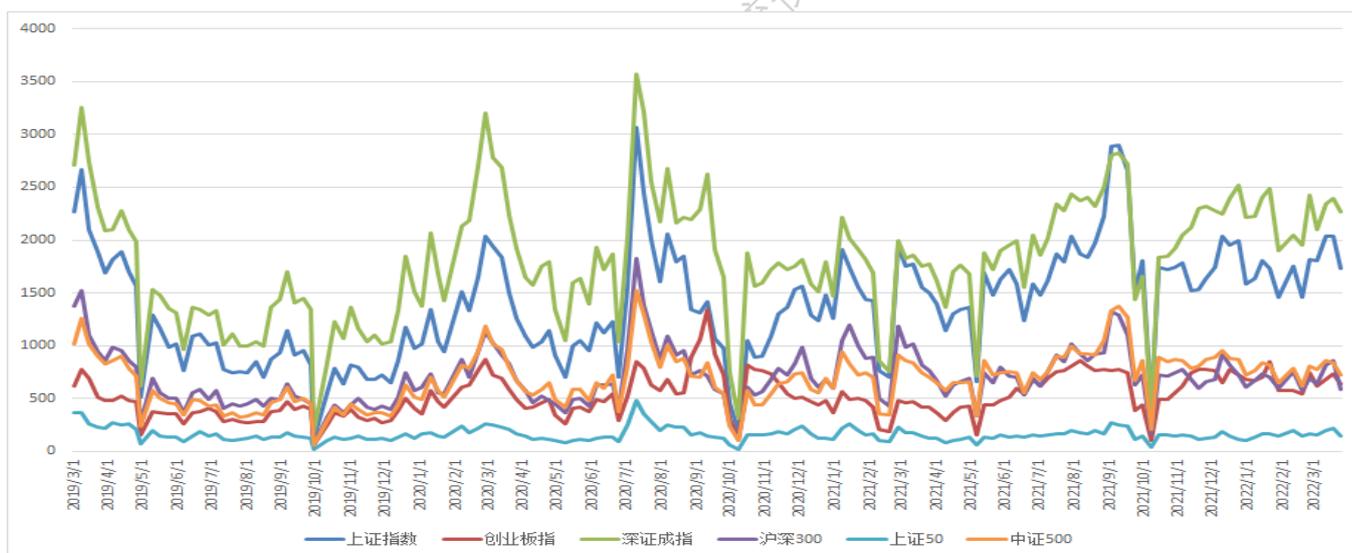
资料来源：瑞达期货、Wind

图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

图4 主要指数成交量（亿股）



资料来源：瑞达期货、Wind

二、 基本面分析

（一）需求端回暖 经济景气继续回升

从2021年2月的数据来看，官方制造业PMI为50.2%，较前值上升0.1个百分点，位于荣枯线以上。生产端延续下行趋势，较上月减少0.5个百分点，需求端指标则显著反弹，回升1.4个百分点。内需明显回暖。但新出口订单指数仍位于荣枯线以下，外需弱于内需，出口今年往后或仍将呈现平稳回落态势，但预计韧性仍然较强。从制造业供需两端来看，上游成本压力依然较强，生产端成本压力尚

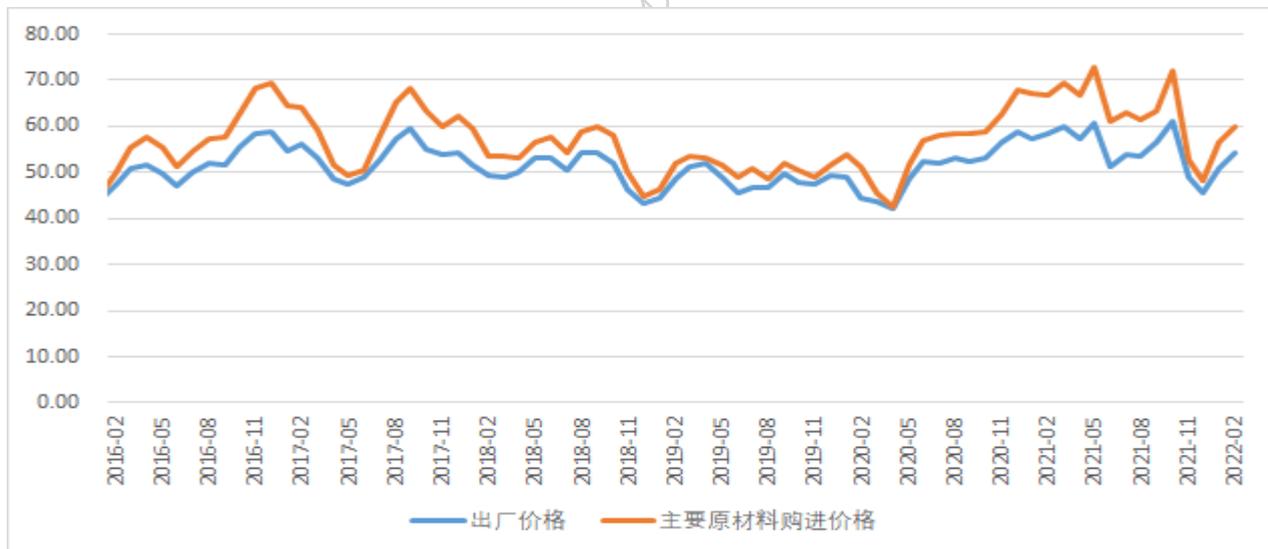
存，一方面受俄乌摩擦预期影响，能源价格或受供给端偏紧影响，PPI短期回落较平缓，仍居相对高位。相比之下，需求端边际改善较为明显，新订单重回荣枯线以上，在外需回落的背景下，内需支撑压力增强并于经济整体修复进程相伴相行。

图表5 制造业 PMI 分项数据

指标名称	2021-12	2022-01	2022-02	差值
PMI	50.30	50.10	50.20	0.10
生产	51.40	50.90	50.40	-0.5
新订单	49.70	49.30	50.70	1.4
新出口订单	48.10	48.40	49.00	0.6
产成品库存	48.50	48.00	47.30	-0.7
进口	48.20	47.20	48.60	1.4
出厂价格	45.50	50.90	54.10	3.2
主要原材料购进价格	48.10	56.40	60.00	3.6
原材料库存	49.20	49.10	48.10	-1
从业人员	49.10	48.90	49.20	0.3

资料来源：瑞达期货、Wind

图6 PMI原材料价格以及出厂价格

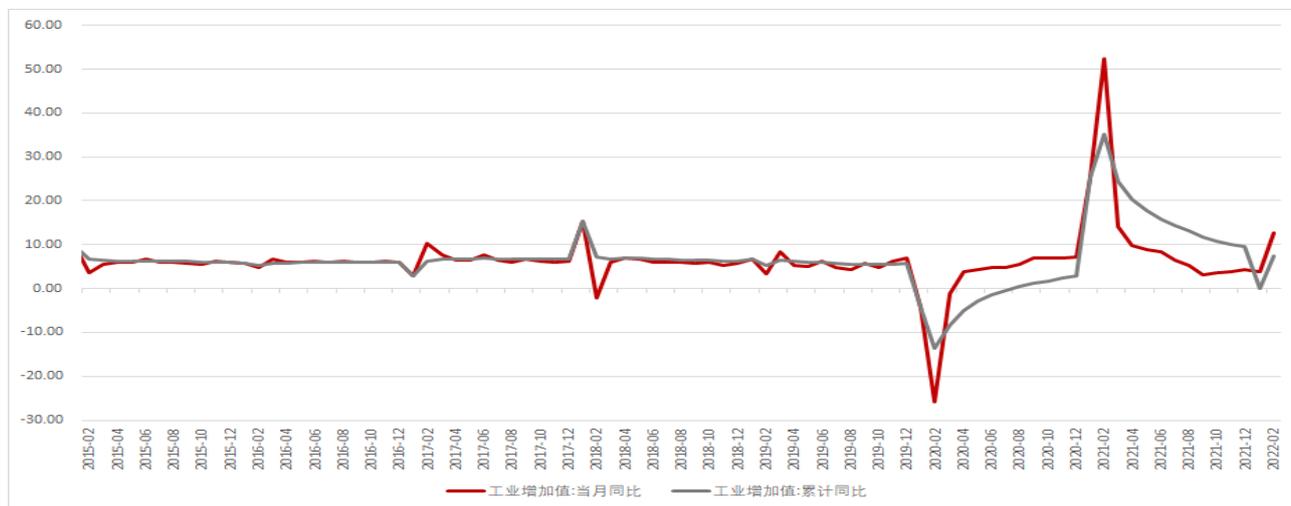


资料来源：瑞达期货、Wind

1-2月份的经济数据偏向积极。整体看，2022开年以来经济恢复好于预期，可以看出在经济稳增长紧迫性被不断强调的背景下，政策的靠前发力也发挥出了显著效应，工业生产提速，基建、制造业双双发力，地产企稳仍待时日，消费显著反弹，为经济的良好开局奠定了基础。1—2月份规模以上工业增加值增长7.5%，相较前值显著回升，超过预期。从分项上看，采矿业增长9.8%、制造业增长7.3%、电力增长

6.8%。仅电力增长低于预期。值得注意的是，制造业中，高技术制造业、装备制造业增加值同比较为显著。说明高技术行业盈利水平明显改善。

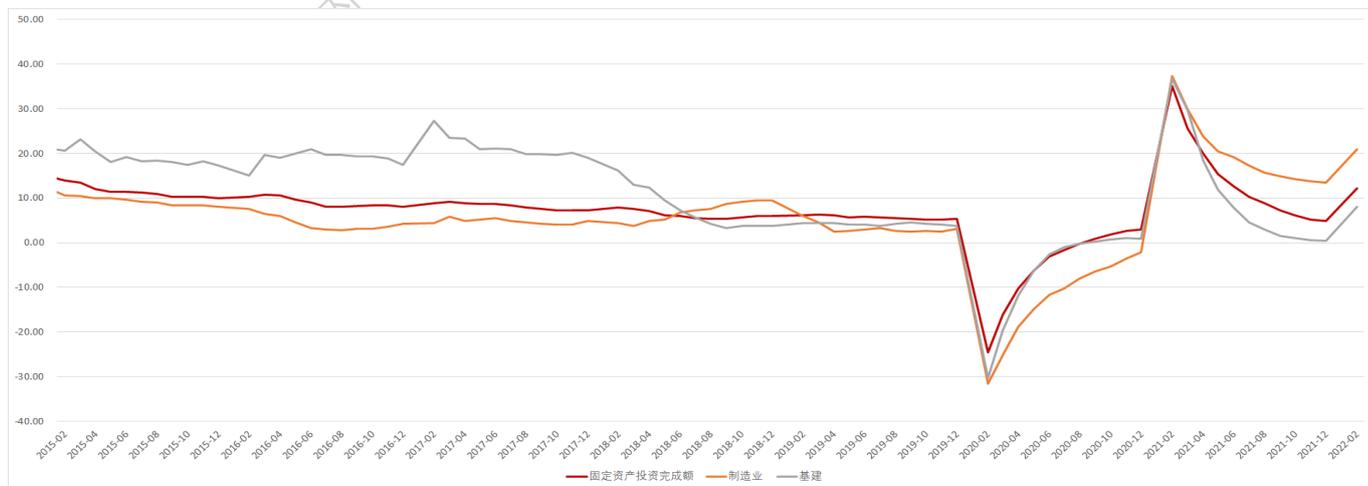
图7 工业增加值



资料来源：瑞达期货、Wind

固定资产投资明显回升。1-2 月份，全国固定资产投资（不含农户）50763 亿元，同比增长 12.2%。其中，民间固定资产投资29176 亿元，同比增长 11.4%。从环比看，2 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.66%。分项来看，基建投资增速在专项债额度提前下发以及去年四季度1.2万亿资金落实下有望提速。另外，制造业投资加快，其中高技术制造业投资增速是重要支撑。地产投资方面，居民中长期贷款依然偏弱，虽然政策面边际回暖，然而房地产投资企稳尚需时日。

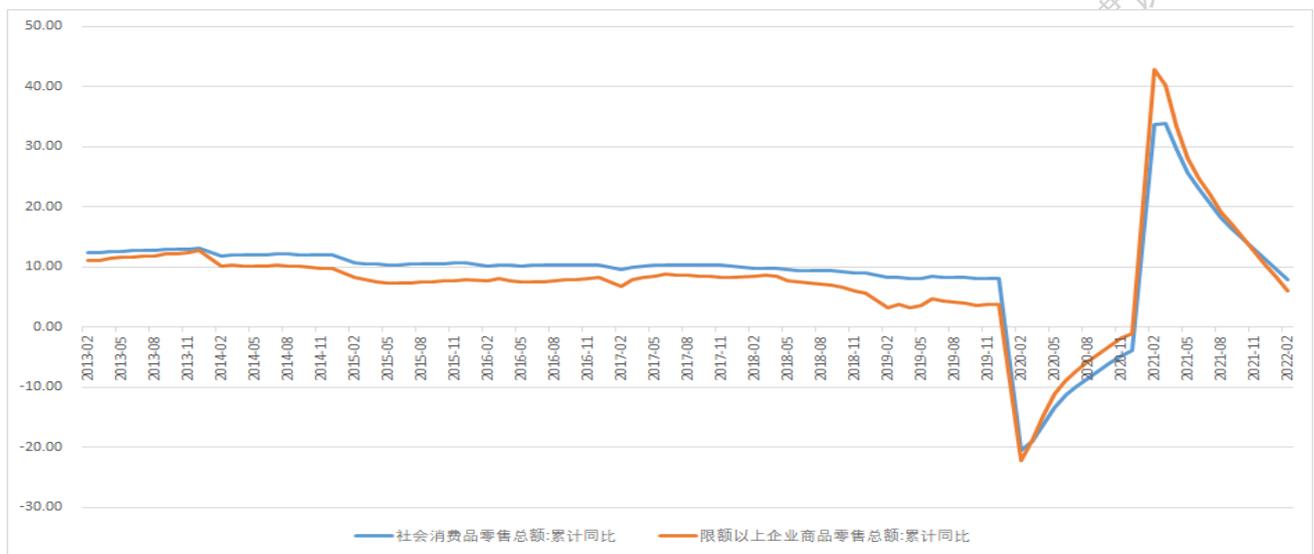
图8 固定投资分项



资料来源：瑞达期货、Wind

消费短期反弹。1-2 月份，社会消费品零售总额 74426 亿元，同比增长 6.7%，比上月加快 5 个百分点。按经营单位所在地分，1-2 月份，城镇消费品零售额64593亿元，同比增长6.7%；乡村消费品零售额9833亿元，增长 7.1%。城乡市场均有回升。在春节假期因素以及多地消费政策落地下，今年前两个月消费实现较为明显复苏，其中餐饮收入在疫情平稳地情况下加速恢复。然而三月份以来疫情多点反弹，或继续对消费形成负向影响。

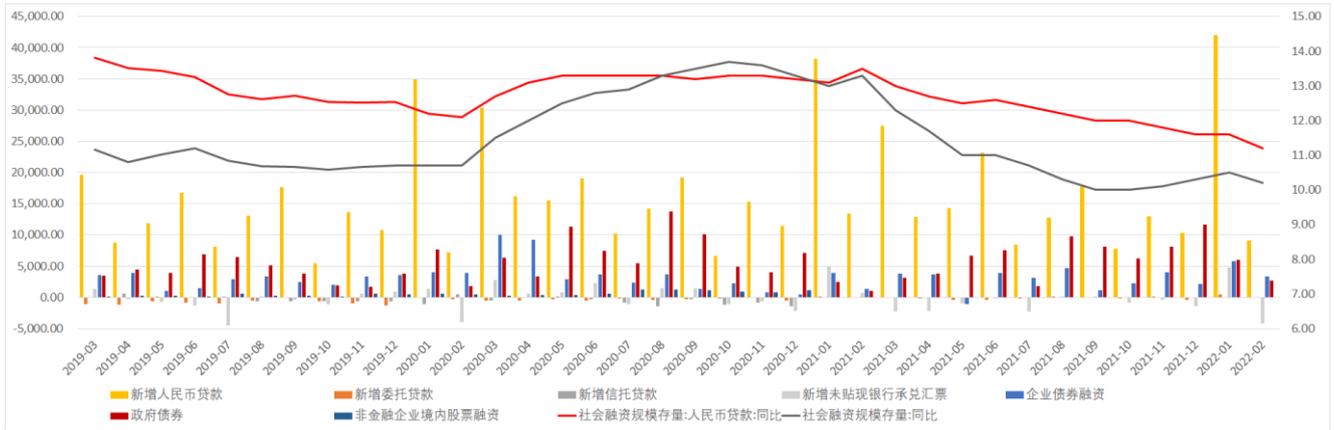
图9 社会消费品零售总额



资料来源：瑞达期货、Wind

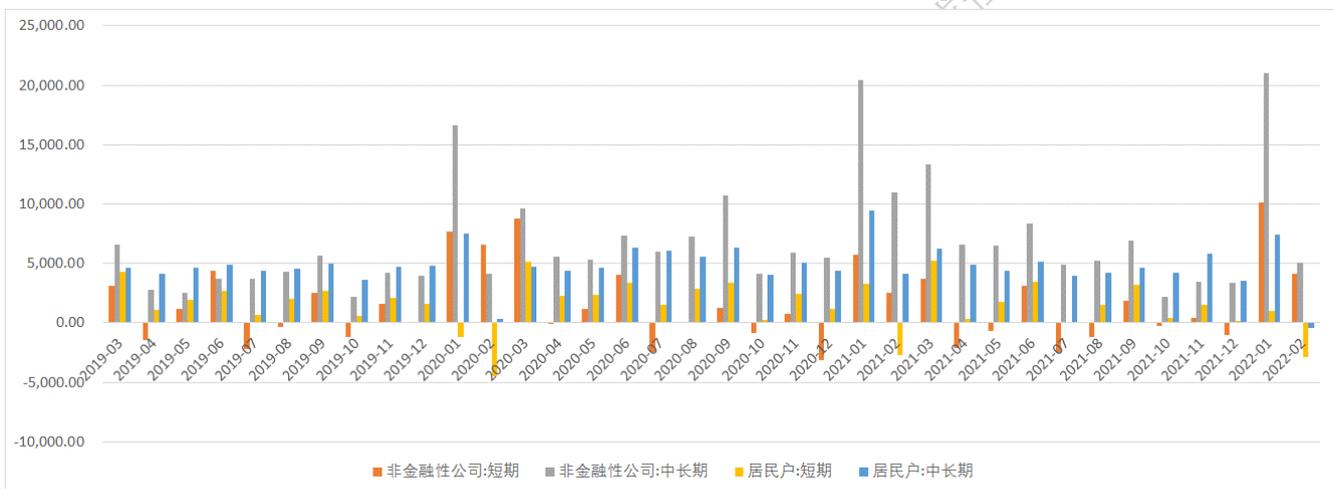
2月份金融数据回落，市场加息预期再度回升。货币政策方面，3月份的MLF续作继续体现央行在内外环境权衡下的维稳态度。3月16日国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，研究当前经济形势和资本市场问题。其中政策要点显示，央行认为货币政策要主动应对，保持新增贷款适度增长。结合当前国内基本面来看，货币政策具有“适度”的必要性。一方面，稳增长政策效力初现苗头，在开年经济开局较为良好的背景下，政策以“准”、“稳”为主。另一方面，乌俄冲突导致短期大宗商品价格高企，全球通胀担忧上升，国内通胀预期亦受到影响。然而展望全年，经济发展长期周期，稳增长依然面临较强诉求。因此预判降准降息在年内再度落地依旧有较大可能。

图10 社会融资分项



资料来源：瑞达期货、Wind

图11 新增人民币贷款



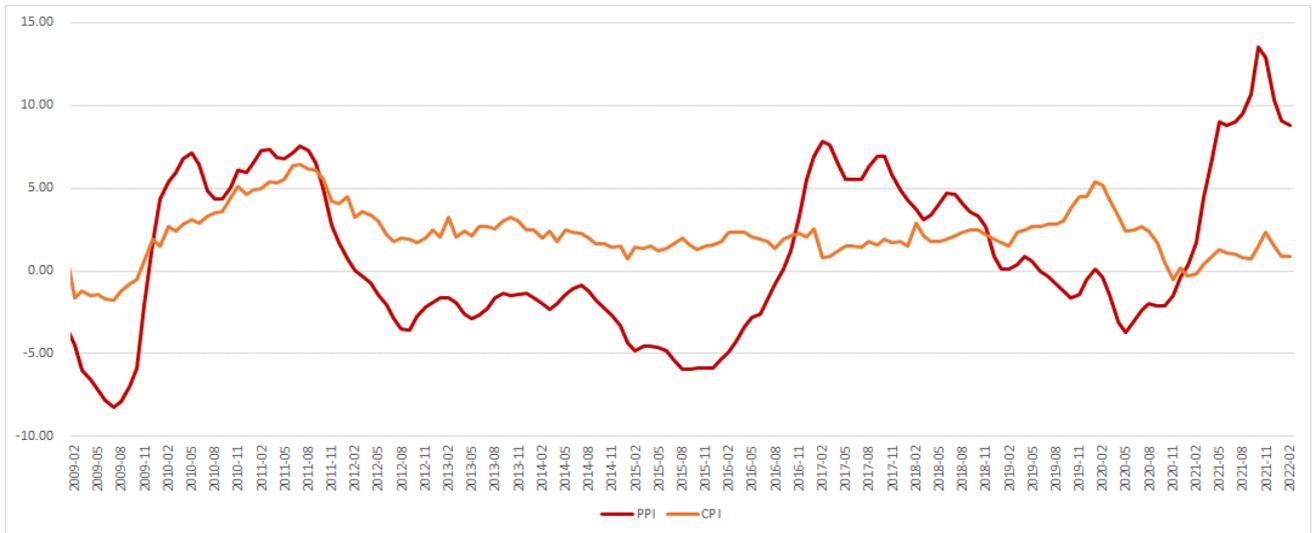
资料来源：瑞达期货、Wind

（二）CPI 增速回落 PPI 加速上涨

CPI食品项同比下行，非食品项上涨，环比正增。核心CPI同比增速小幅回落，服务项价格转跌。工业消费品价格上涨，汽油、柴油受国际价格波动影响，三月份以来明显上行。猪肉价格仍然具有负向影响，粮食和食用油价格则保持平稳。PPI受到输入型通胀的影响，在乌俄局势的影响下，国际大宗商品价格上涨，传导至2月份PPI进一步抬升。其中，能源与金属的价格涨幅领先。趋势上看，PPI在海外通胀影响下，下行增速有所放缓。

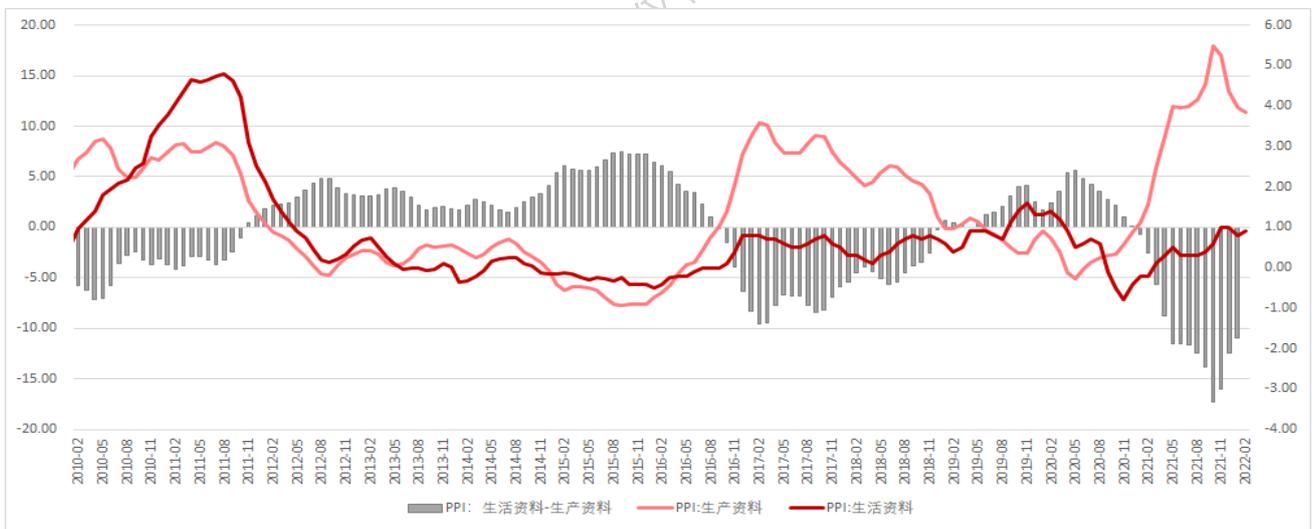
2月份以来，PPI较CPI的“剪刀差”达1.9%，较上月扩大1.3%，连续2个月为正。由于CPI延续下行模式，同时PPI又显上行苗头，因而PPI-CPI缺口持续扩大更为明显。结合实体经济来看，我国工业利润可能进一步向中上游转移，上下游盈利分化再度加剧。积极来看，工业企业利润或将受益于成本端抬升，实现边际修复，对经济复苏进程形成正向反馈。

图表 12 PPI 与 CPI 同比



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 13 PPI 生产资料与生活资料



资料来源：瑞达期货、Wind

三、重要政策解读

(一) 金融委员会

此次金融委员会对弥漫在市场的五方面疑虑进行了逐一回应，给予了市场预期层面一定信心。对于 A 股市场而言，在经历了四个月左右的回调后，伴随着政策预期的明确释放，市场政策底部相对明确。

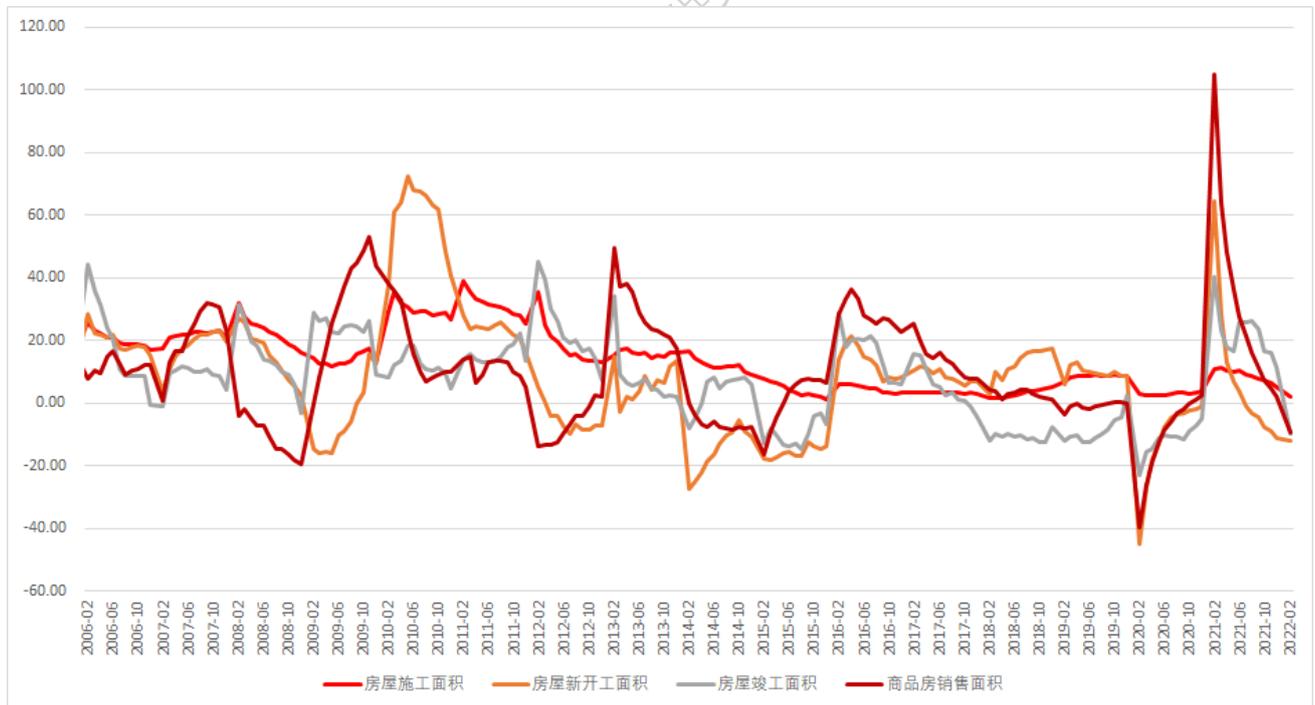
1、关于宏观经济运行，一定要落实党中央决策部署，切实振作一季度经济，货币政策要主动应对新增贷款要保持适度增长。

去年底中央经济工作会议、央行四季度政策执行报告、两会政府工作报告至今，稳增长政策持续推进，路径也相对明朗。金融委会议再度明确经济工作主线--稳增长，提出“货币政策主动应对”，释放出更为强烈的政策宽松信号，宽信用、宽货币预计将更为明显。

2、关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。

近年来房地产调控措施持续收紧，而 2021 年中旬以来，地产信贷政策持续收紧，居民贷款、房企融资均明显收紧，商品房销售持续回落，呈现供需两端持续收紧的态势，这也使得部分房地产企业风险有所积累。2021 年 11 月份以来，房地产政策松动信号频出，一线城市房价二月份企稳回升。金融委明确提出及时推出防范化解风险应对方案，无疑给面临资金压力的房地产市场释放了积极信号，有助于缓解市场对楼市风险的忧虑，而新发展模式转型的提出，也为资源再分配和房企转型创造了政策条件。

图表 14 房地产分项



3、关于中概股，目前中美双方监管机构保持了良好沟通，已取得积极进展，正在致力于形成具体合作方案。中国政府继续支持各类企业到境外上市。

3月8日美国证监会（SEC）将五家中概股列入“预摘牌名单”，这也是去年12月美国国会通过的《外国公司问责法》实施的一个重要步骤。监管危机令中概股、恒生指数、恒生科技指数集体暴跌。不过

在空头主导的市场中，美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）的积极和解新信号被市场所忽视。金融委明确指出中美监管协调取得积极进展，中概股急跌过后料将稳定，对 A 股及港股的影响有望趋于缓和。

4、关于平台经济治理，有关部门要按照市场化、法治化、国际化的方针完善既定方案，坚持稳中求进，通过规范、透明、可预期的监管，稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作，红灯、绿灯都要设置好，促进平台经济平稳健康发展，提高国际竞争力。

2021 年以来平台经济步入强监管时代，四月份政治局会议明确加强和改进平台经济监管，管理部门对阿里巴巴、腾讯、滴滴、美团等平台经济巨头的监管大幕逐渐开启，这也令投资者对大型平台公司的信心和预期有所弱化，从侧面影响了中概股的走势。金融委会议提出的“稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作”，“红灯、绿灯都要设置好，促进平台经济平稳健康发展”。一方面大型平台监管行将完成；另一方面，监管政策纠偏也将陆续展开，将有助于稳定市场预期。

5、关于香港金融市场稳定问题，内地与香港两地监管机构要加强沟通协作。

中概股、港股联动下跌在一定程度上加速了 A 股市场的回调，也说明内地与香港市场的联系愈加紧密。在中国资本市场国际化、双向开放的大背景下，香港市场作为中国与国际金融市场连接的重要纽带，也是国内金融市场稳定安全的重要一环。监管机构加强沟通协作将有助于巩固和提升香港金融市场的服务能力。

面对上述问题以及资本市场大幅回调，金融委开出相应政策解决方案，包含稳增长--积极出台对市场有利的政策、稳预期--及时回应市场关注的热点问题，保持政策预期的稳定和一致性、稳市场--欢迎长期机构投资者增加持股比例，维护资本市场的稳定发展。随后一行两会、外管局召开学习会议，释放积极政策信号。

（二）全国两会

1、5.5%经济增长目标体现政府稳增长决心

从历史上看，少数年份的经济增长没有达到政府设定的目标，且与政策目标的差距较小，表明了我国政府在设定目标时充分考虑了市场状况和发展需要，政策效力有保障，因此经济目标对市场有良好的指导效果和预期引导作。

2、财政政策积极，注重效能提升

2022 年赤字率较去年有所下调，且专项债规模保持不变，但从支出增速、转移支付、减退税规模来看，财政政策的扩张力度整体较强，其主要空间来自去年一般公共预算超收短支结转的资金，以及去年地

方政府专项债发行节奏后置尚未使用的资金，有利于政府在 2022 年兼顾财政支出强度和政府杠杆水平，实现“积极的财政政策要提升效能,更加注重精准、可持续”等政策目标。

3、货币政策灵活适度，宽松仍有空间

2021 年中央经济工作会议定调稳增长之后，货币政策已有一轮前置性宽松，政府工作报告对货币政策的总体要求没有变化，即“保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”。值得关注的，一是“扩大新增贷款规模”，央行或通过货币宽信用来“加大稳健的货币政策实施力度”，突出了信贷投放对稳定宏观经济大盘的重要性；二是“发挥货币政策工具的总量和结构双重功能”、“进一步疏通货币政策传导机制,引导资金更多流向重点领域和薄弱环节,扩大普惠金融覆盖面”，“推动金融机构降低实际贷款利率”，或指示结构性工具将发挥更大作用。3 月将是观察货币政策走向的重要窗口期。

4、房地产政策基调不改，需求侧边际放松

政府工作报告关于房地产政策的表述总体基调不变，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，但是对居民刚需有所呵护，“继续保障好群众住房需求”，“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求”及“因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”。同时强调了“探索新的发展模式”。

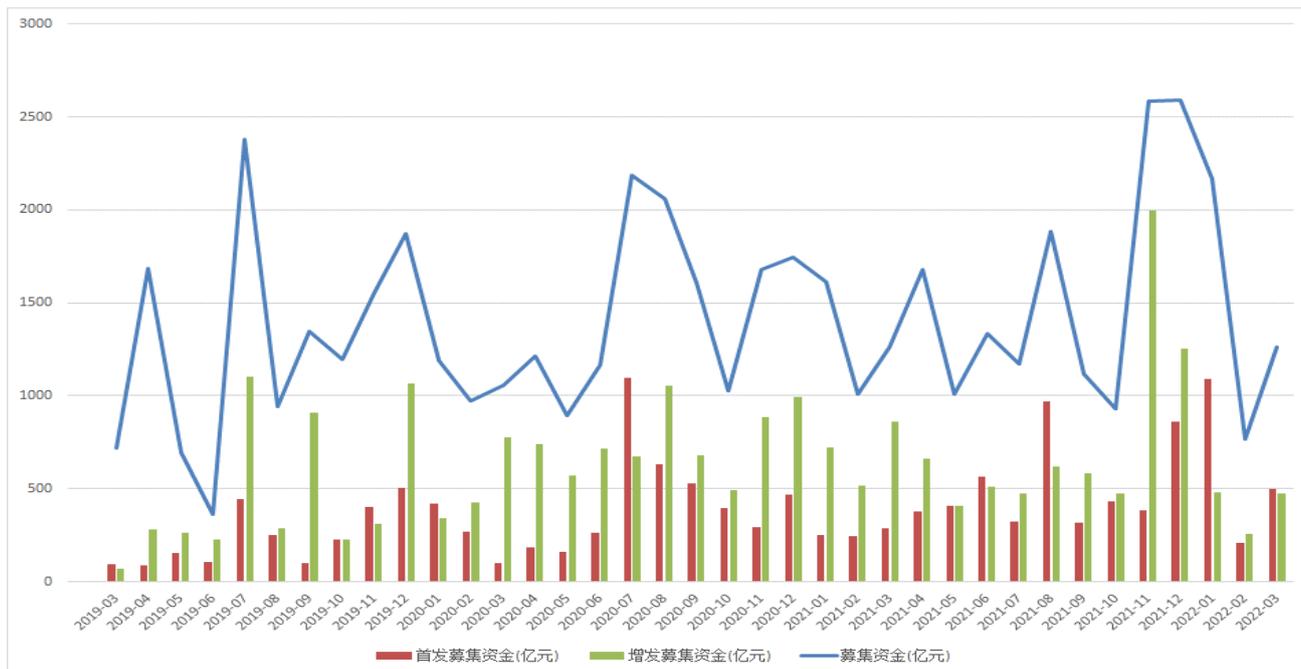
四、股指资金供需对比

（一）资金消耗

1、一级市场

据 wind 数据统计，2022 年 3 月股权融资规模延续大增，达到 1621.21 亿元，较 2 月份明显上行。截至 3 月 30 日，一季度目前的股权融资规模达 4196.42 亿元，募集家数总共 201 家。1 月以及 2 月 IPO 募集资金分别为 2170.67 亿元、764.54 亿元。3 月份首发募集资金达到 500.34 亿元。此外，三月份增发募集资金规模亦大幅上升至 472.09 亿元，继去年二月份大量增加，增发家数为 30 家。当前注册制试点运转平稳，从科创板到创业板、到新设北交所、再到全市场的四步走改革布局顺利完成了前三步。注册制改革实施以来，企业科创板、创业板、新设北交所发行上市效率明显提高，上市公司的整体质量也在稳步提升。市场运行总体平稳，改革效果符合预期。

图表 15 一级市场对资金消耗情况

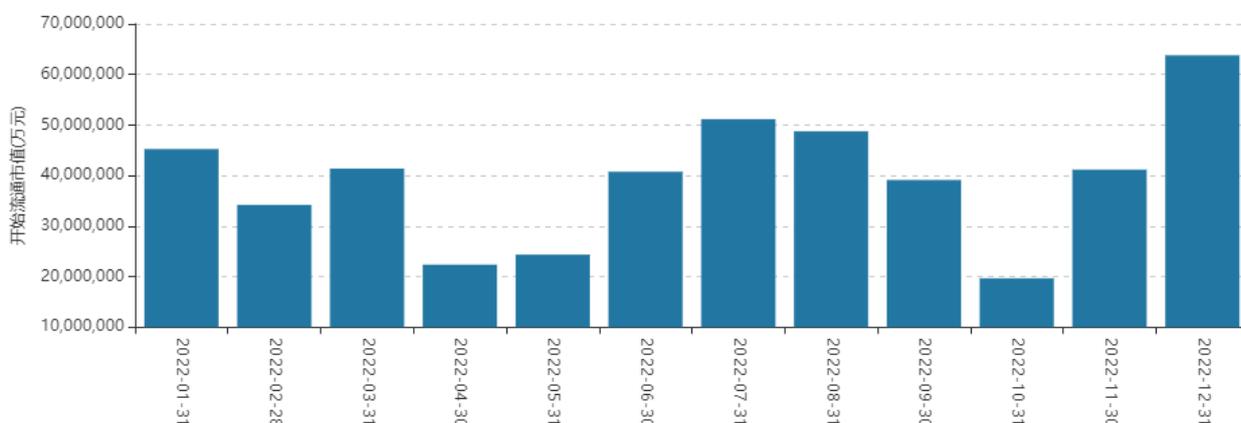


资料来源：瑞达期货、Wind

2、大股东二级市场及回购交易情况

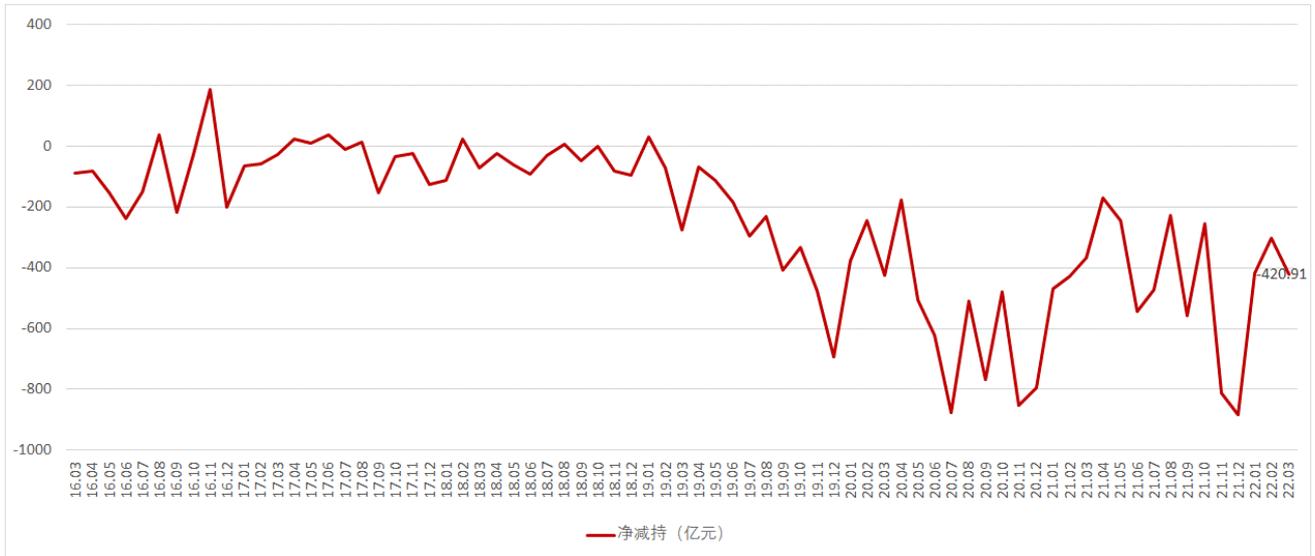
截至3月30日，从重要股东二级市场交易公告来看，三月份净减持市值为420.91亿元，较2月份303.32亿元呈明显上升。一季度增持市值为180.31亿元，较去年四季度120.21亿元大幅增加，另外，三月份股东减持家数为553家，较上月明显上升。三月份盐湖股份、美锦能源、光启技术遭大幅减持，甘化科工、金圆股份则大幅增持。能源、材料以及房地产行业龙头减持现象明显。三月份，股东回购金额大幅上升，回购家数亦呈现较大程度的增加，一季度对比去年四季度回购数量趋势明显抬升。市场快速下行使得当前估值水平偏低，而大股东二级市场回购交易提升将有助于增强市场估值上行预期。

图表 16 限售解禁市值



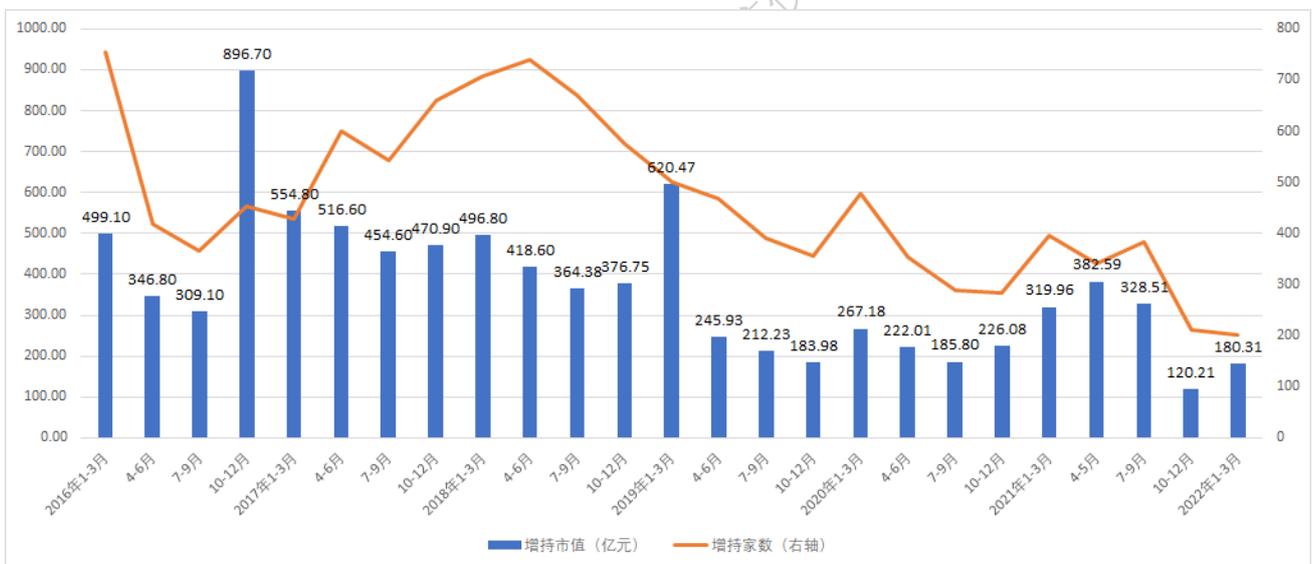
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 17 大股东净增（减）持变化



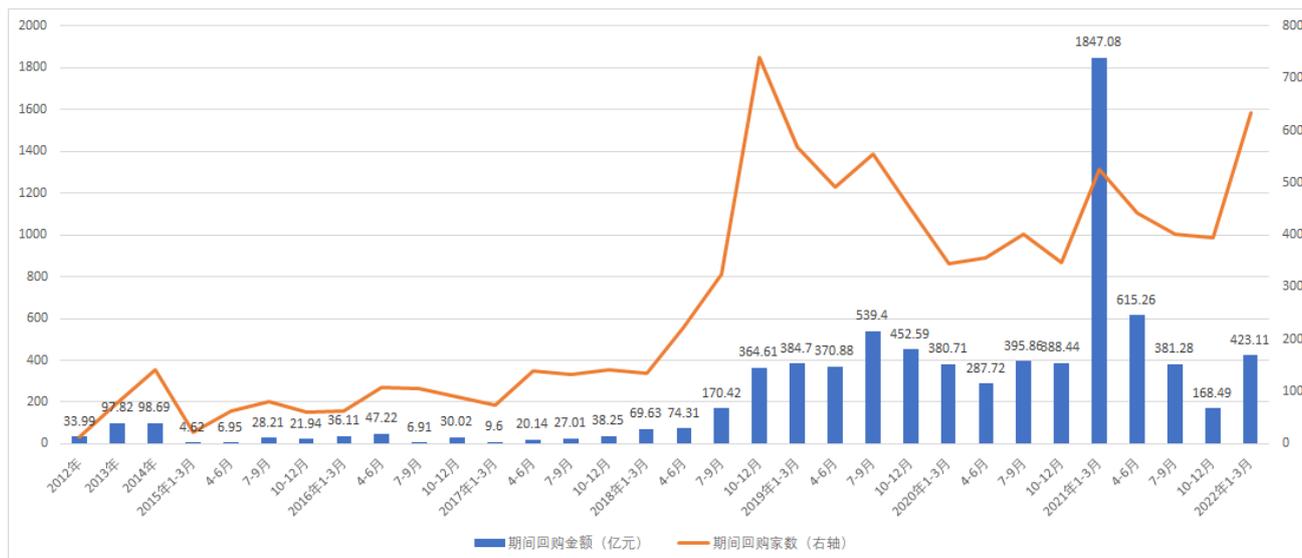
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 18 大股东增持情况



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 19 股票回购情况



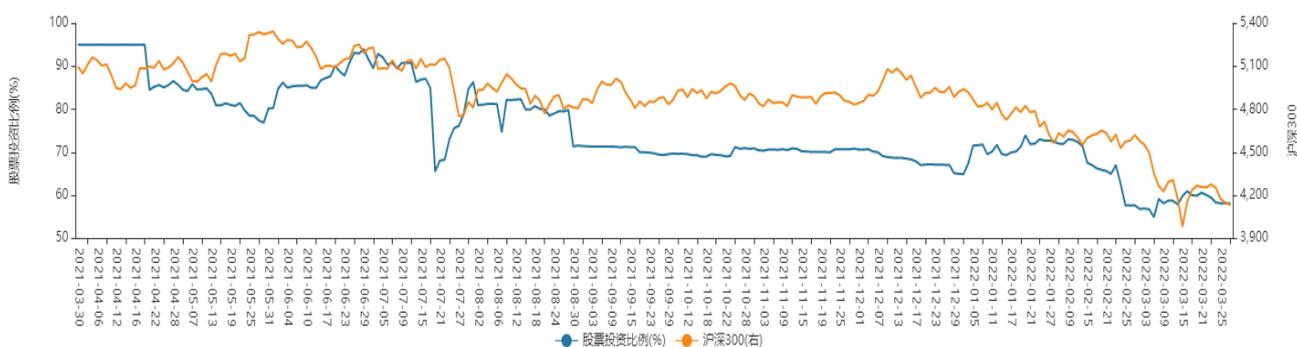
资料来源：瑞达期货、Wind

(二) 资金供给

1、基金持仓变动

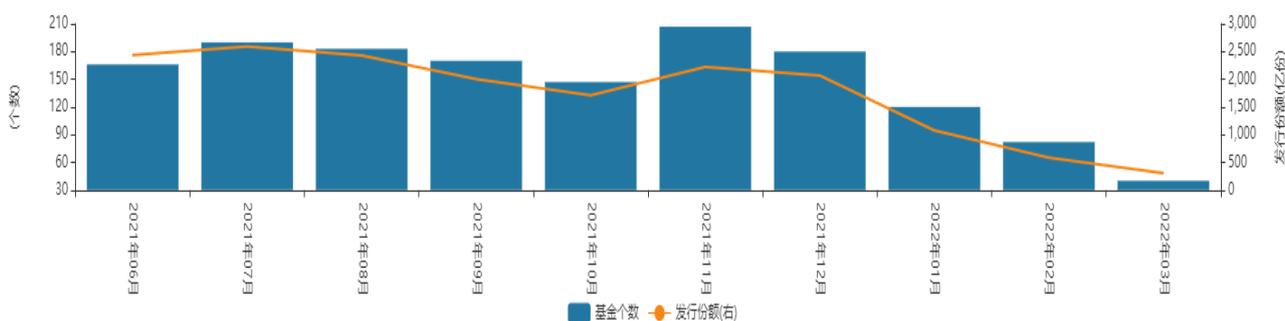
截至3月28日，基金分类股票投资比例为58.16%，较二月末上升0.98%。一季度来看，基金股票投资比例一路下行，随着市场步入震荡格局，资金多空分歧加剧，观望情绪升温，投资比例月末呈现下降形势。三月份以来股票型基金、混合型基金份额基本与一二月份持平，小幅上升，股票型基金新发行份额仍处于低位，然较上月小幅上升。

图表 15 基金分类股票投资比例



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 20 基金发行份额 (亿)

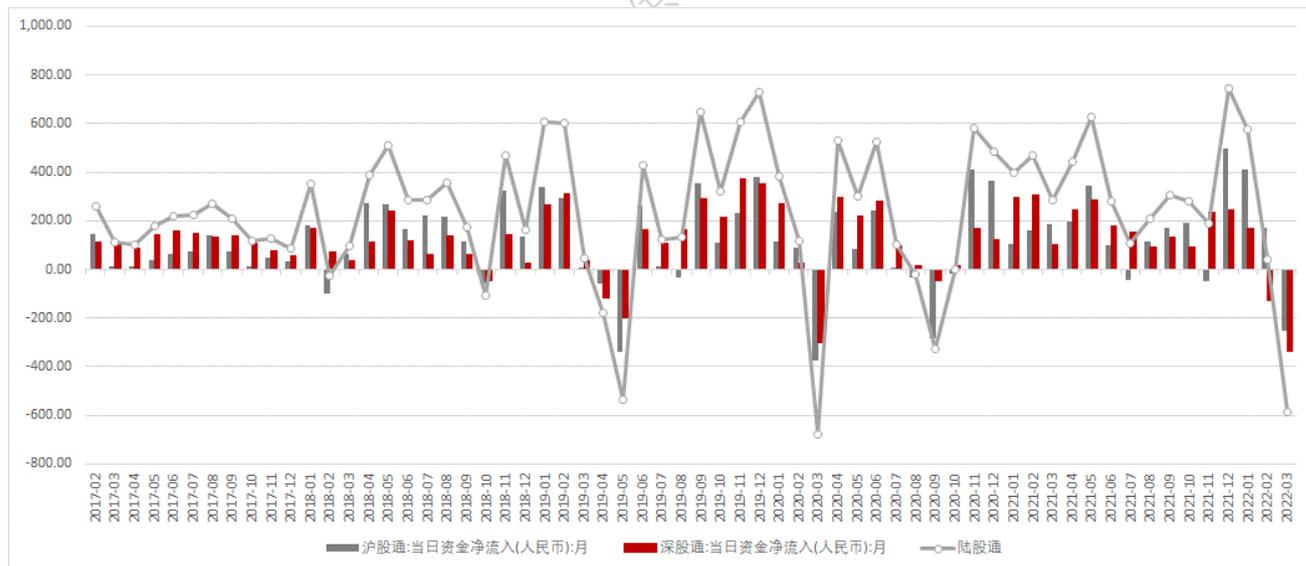


资料来源：瑞达期货、Wind

2、外资大幅净流出

截至 3 月 28 日，三月份陆股通资金大幅净流出，累计净流出 588.62 亿元。其中地缘政治风险爆发，或许是外资交易量下降的原因。沪股通净流出 254.11 亿元，深股通净流出 334.51 亿元，沪股通大幅缩减。回顾 2021 年，北向资金净流入突破 4000 亿，创历史新高，但从持股占比、成交占比和换手率等多角度来看，外资对 A 股 2021 全年成交量贡献度较低，整体净流入资金以长线配置为主，交易型资金和托管内港资机构的资金占比继续下滑。

图表 21 陆股通资金净流入情况（亿元）（月）

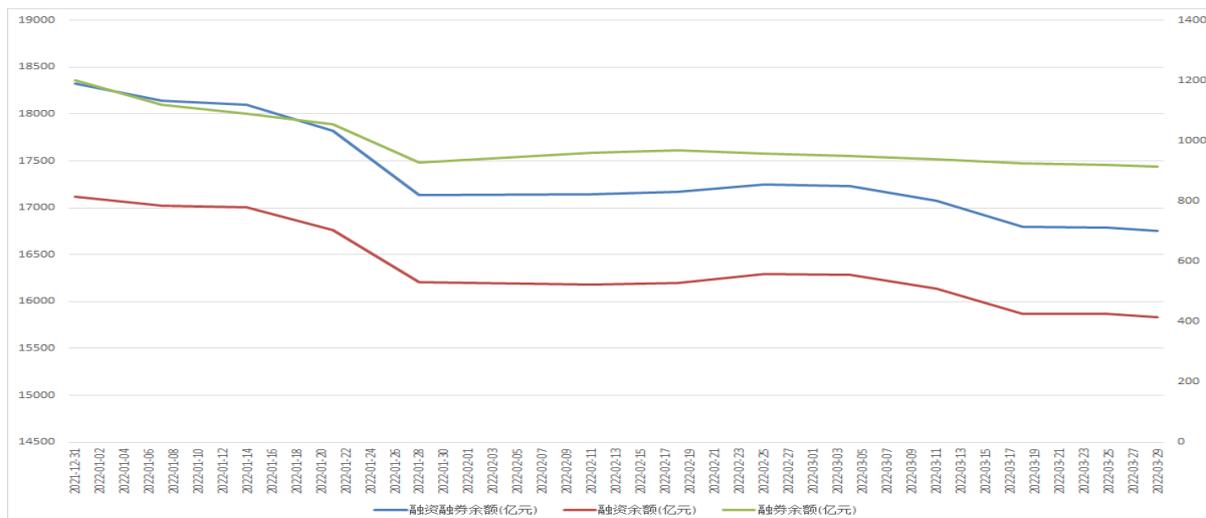


资料来源：瑞达期货、Wind

3、两融余额

截至 3 月 28 日，两融余额为 16753.47 亿元，较二月末 17252.45 减少 498.98 亿元，融资融券规模呈现小幅下降趋势。三月份融资期间净买入额为-472.81 亿元，二月份为 108.31 亿元，呈现大幅下降的趋势。从融资买入额占 A 股成交额比例来看，整体处于较低位置，保持在 6%-8%区间内，风险偏好尚未完全修复。融资余额占 A 股成交比例呈现下降趋势。

图表 22 融资融券余额



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 23 融资买入额占 A 股成交额比例



资料来源：瑞达期货、Wind

五、四月份股指走势展望

三月份A股市场整体呈现一路下行模式，沪指最低跌破3100点，当前于3200-3400点区间宽幅震荡。市场依然缺乏主线，预期较为混乱，板块表现持续性较差。国内宏观预期偏弱叠加海外地缘政治因素波及，资金避险情绪上升，大盘指数整体波动率扩大，收益率呈现下行。市场或逐步趋近底部，而底部信号需综合分析基本面、政策面以及资金面三大因素。政策底、情绪底最后增长底或是较为常见的市场周期反转规律。当前局势看，国内基本面反转信号依然较弱，潜在拐点有赖于政策面发挥效力，因而实体经济盈利周期拐点或相对滞后。在稳增长政策布局下，房地产领域企稳或成为较为重要的变量，同时也是稳增长效力的不确定性因素之一。另外，俄乌局势明朗叠加全球通胀缓解带来的滞涨担忧边际减弱，A股外部环境将逐步趋于预期稳

定。以中期视角来看，A股市场结构性机会大于风险，主要参考稳增长主线带来的结构布局价值。总体而言，一季度A股面临较为艰难的局面，A股市场在多重空头因素的持续制约下，预计难有上佳的表现，建议围绕结构性机会布局。沪指大概率将围绕3200至3500点来回宽幅震荡整理，板块间轮动仍将较为频繁。不过虽然当前海外输入性通胀对于上游端成本具有一定影响，国内通胀压力偏向短期，有望随着政策调控而出现缓和，国内经济政策稳步宽松，经济稳增长效应落地，预计2022年中宏观经济有望低位企稳，市场趋势或有反转可能。

六、期指交易策略

A股在经历了一段时期快速下行阶段，估值调整至较为合理区间。其中，沪深300回调幅度较大，估值接近历史低位。从结构上看，沪深300指数内部金融、工业以及信息技术占据较大的权重，相较于上证50包含了成长风格同时更比中证500偏大盘风格，因而沪深300波动性较强，更易触发目标价区，同时在海外流动性收缩情况下，权重股和更为分散的“偏大盘”价值结构更具有抗跌风险。

金融委的专题会议中释放了明确的“政策底”信号，进一步强化了市场底部预期。经济下行压力较强的背景下，今年是稳增长的大年，第二季度的A股估值或呈上行趋势。对于今年二季度而言，尽管短期不确定性因素尚未完全落地，但当稳增长得到实体经济盈利层面的验证，预计市场的估值将有抬升的空间。基于对业绩和估值的判断，预计当前市场总体向下空间不大，受制于不确定性因素，市场仍处震荡特征。地缘政治风险、美联储加速回收流动性以及国内政策不及预期三方面风险因素仍有可能对A股市场形成扰动，海内外不确定性因素或将拓宽指数整体震荡区间。

四月策略：

1) IF2206

参考入场点位：4181附近

方向：多

止盈设置：4481

止损设置：4031

(向上突破平台加仓多头，维持平台内波动，则高卖低买)

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。