

政策效应累积，A股底部企稳



金融投资专业理财

摘要

A股主要指数九月仍呈现回调行情，三大指数均录得跌幅。两市成交量相对低迷。沪指跌幅有所企稳，深成指以及创业板指仍较低迷。四期指中仅上证50抗住压力，本月录得涨幅。结合9月市场整体情况来看，市场风险偏好回落，指数下降过程中成交量显著萎缩，反映了短期情绪释放或接近尾声，指数处于政策底后市场底盘整阶段。

国内经济层面上，主要经济增长数据的当月同比多较上月下降，呈现低位均衡的特征。工业增加值、投资两项指标环比增长情况显著弱于往年同期。今年以来财政压力相应增大，社融存量增速明显走弱，相比内需拖累的影响，外部因素（欧美等国家经济下滑，国际需求不足）造成的经济弱于预期不可忽视。随着政策不断发力，积极因素亦在持续积累，八月份经济、金融数据显示经济边际开始修复，特别是生产端恢复相对明显，而央行进一步降息降准，反应稳增长力度仍在加大，有助于夯实市场对经济复苏的信心。

外部环境上，美元走强对人民币构成挑战。结合其他发达国家经济体看，美元走强不单对人民币，同时对多国货币价值构成影响。美国经济表现韧性超预期，软着陆预期升温，就业市场依然维持“高温”，叠加近期油价持续上涨的带动下美国通胀压力有所上升，使得市场对美联储年底进一步加息的预期再度升温。不过美元相对强势阶段或将渐进尾声，当前市场对于通胀的预期已经提升到相对高位，随着加息的影响逐渐传导至经济，就业市场逐步降温，通胀下行趋势受到的干扰将逐渐消失。

展望10月，由于当前A股市场底部特征逐步明显，预计资金在低估值情况下持续加码的可能性较大，指数有望进一步企稳回升。市场短期阶段性的调整带来更多布局机会，期指品种上，考虑到政策主线和风险影响下的抗跌特性，更倾向大盘指数代表的IF/IH合约。

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

研究员：许方莉
期货从业资格证号 F3073708
投资咨询证号：Z0017638
助理研究员
廖宏斌 期货从业资格证号：
F3082507
王世霖 期货从业资格证号
F03118150
曾奕蓉 期货从业资格证号
F03105260

咨询电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com
扫码关注客服公众号

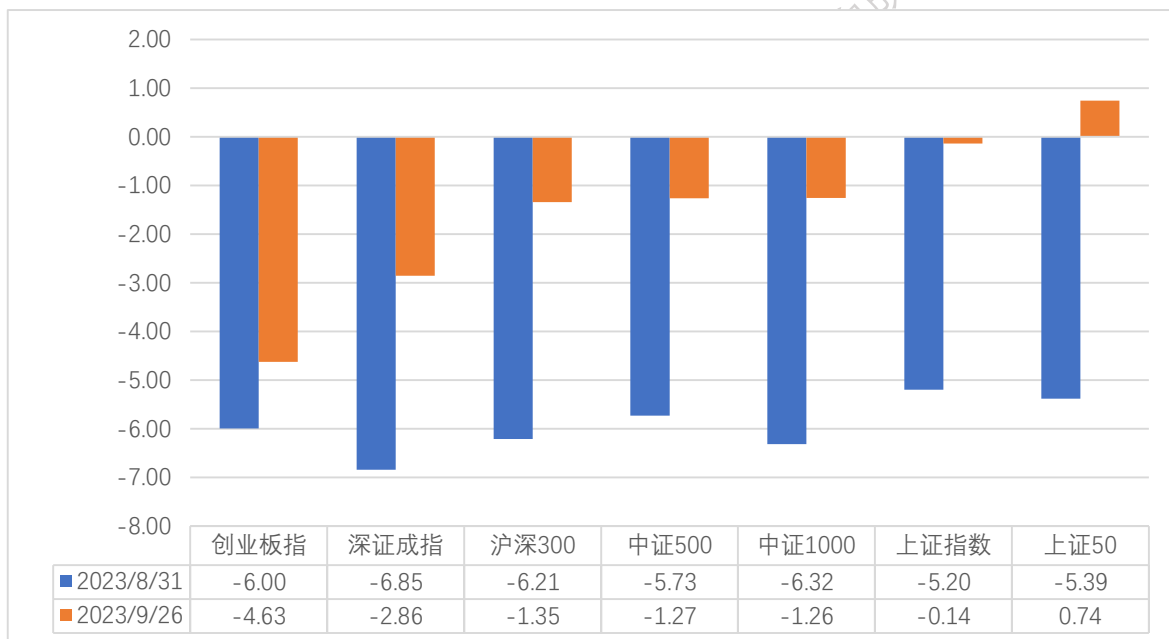
ADS 研究服务



一、市场回顾

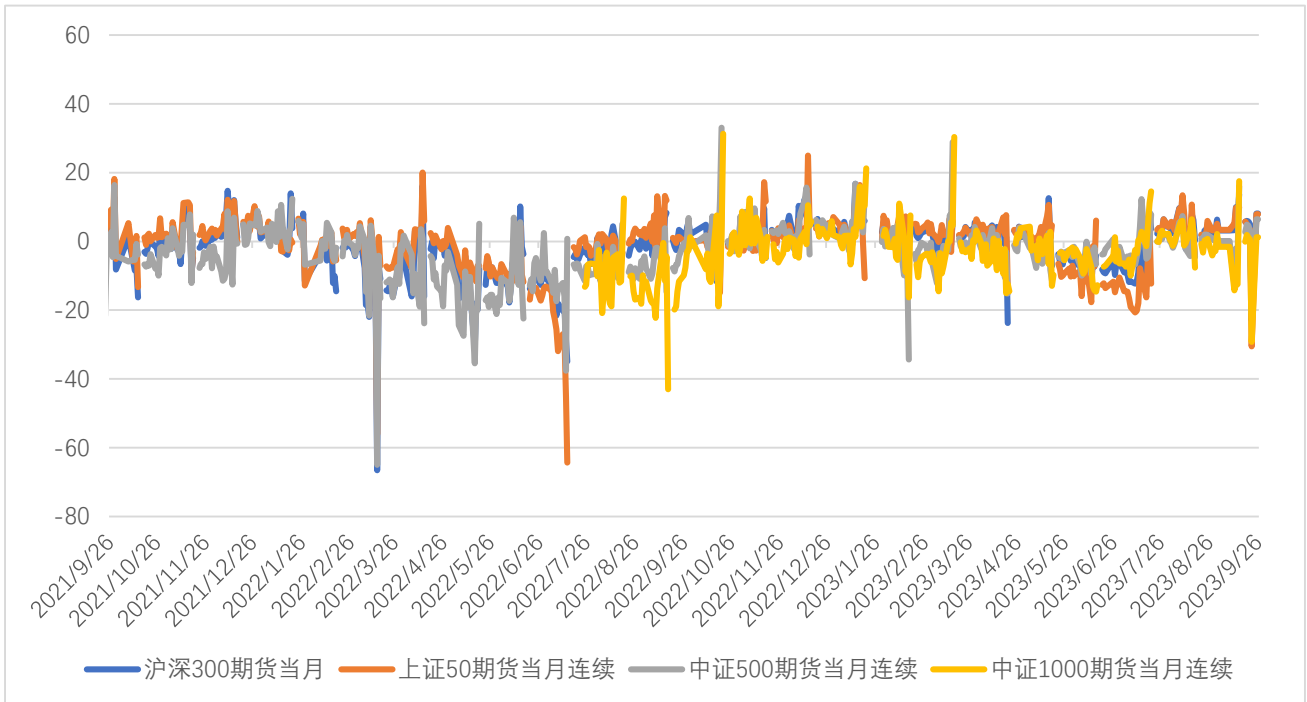
截至9月26日，主要指数本月呈现回调行情，三大指数均录得跌幅。两市成交量相对低迷。沪指跌幅有所企稳，月跌0.14%。深成指以及创业板指仍较低迷，月度回调分别2.86%以及4.63%。四期指中仅上证50抗住压力，本月录得涨幅，月涨0.74%。沪深300、中证500以及中证1000几大宽基均跌超1%。四期指基差波动放大，受到指数月末大幅走弱影响，基差短暂冲高后回落，后续贴水幅度再度扩大。四大品种合约净空单均有所扩大，市场资金当前避险情绪仍然较高。结合9月市场整体情况来看，市场风险偏好回落，指数下降过程中成交量显著萎缩，反映了短期情绪释放或接近尾声，指数处于政策底后市场底盘整阶段。

图表1 主要指数月度涨跌幅



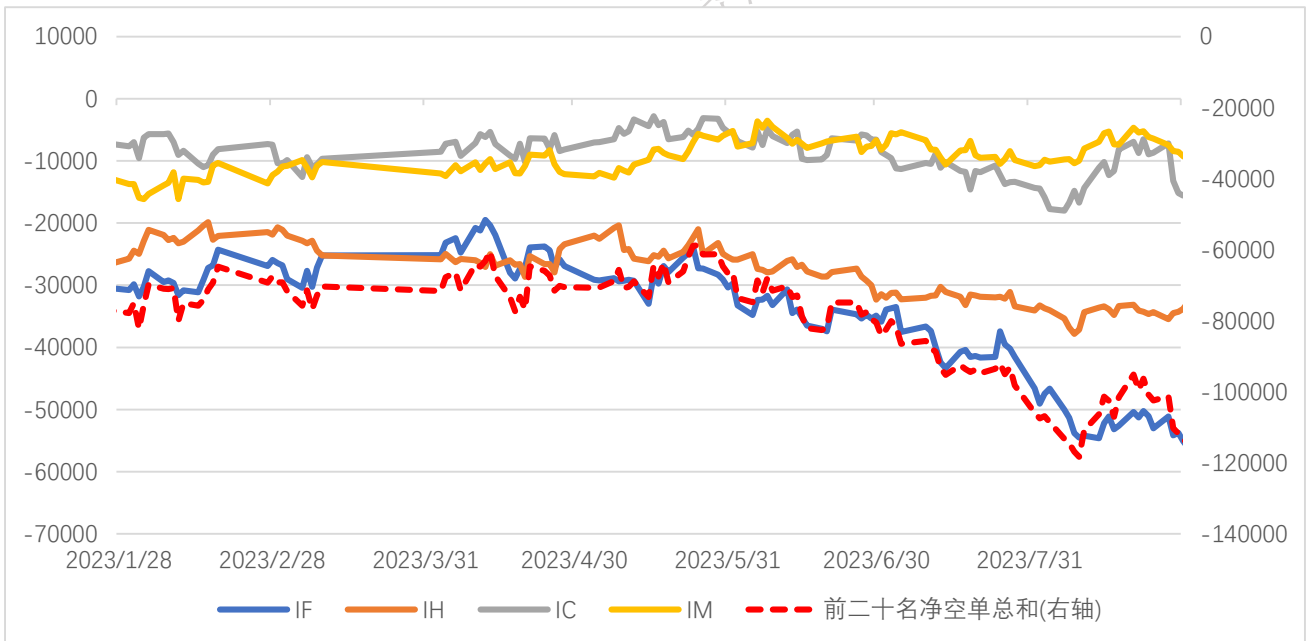
资料来源：瑞达期货、Wind

图表2 股指期货主力合约年化基差率



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 3 前二十名净持仓



资料来源：瑞达期货、Wind

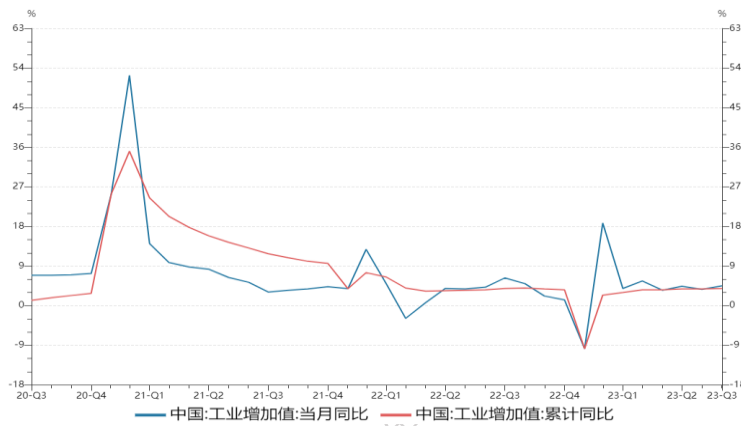
二、 基本面分析

(一) 工业生产增速平稳回升，原材料制造业高增

8月全国规模以上工业增加值增幅较上月加快0.8个百分点，在摆脱此前极端天气影响后，工业生产增速保持平稳。分行业来看，原材料制造业增加值贡献亮点，同比增速持续高位运行。其中，化学原料及化学

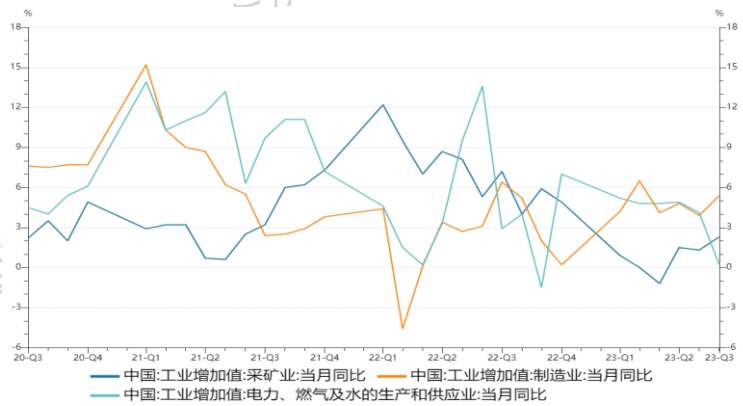
制品、黑色金属冶炼及压延加工、电气机械及器材制造业同比分别为 14.8%、14.5%、10.2%，前值分别为 9.8%、15.6%、10.6%。而在暑期旅游出行需求增加的背景下，住宿和餐饮业生产指数同比 16.1%，交通运输、仓储和邮政业生产指数同比 9.0%。从而带动整体服务业产出同比 6.8%，较前值 5.7%回暖。8 月工业产销率显著回升，意味着工业减产对于供需格局的优化更加有效。经济基本面的逐渐恢复、投资的平稳增长，对原材料行业的拉动作用增强，使得相关生产增速加快。展望未来，稳增长措施频频落地，政策底或已出现，降息降准也将逐步反应到经济上，工业生产料继续改善。

图表 4 规模以上工业增加值同比增速 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

图5 三大门类工业增加值同比增速 (%)

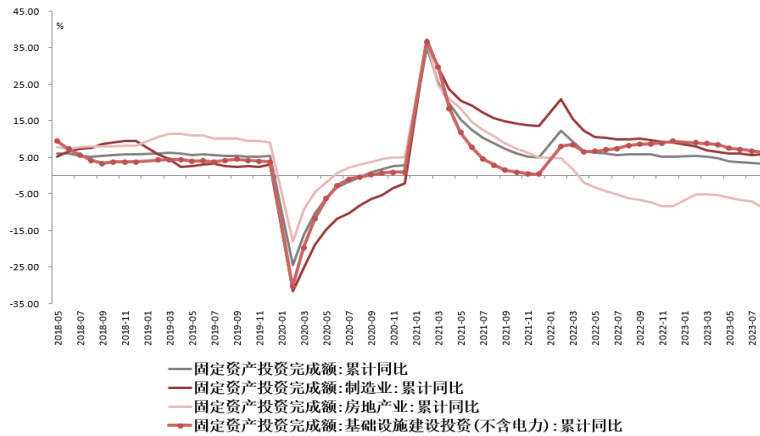


资料来源：瑞达期货、Wind

(二) 央行二次降准，静待政策效果

固投近期表现较为平稳。1-8 月我国固定资产投资同比增长 3.4%，较上月回落 0.4 个百分点，基本符合预期。本月三项分类同比仅制造业有所回升，主要拖累项仍为地产投资，基建投资小幅回落，投资端总体承压。其中，民间投资累计同比下降 0.7%，降幅小幅走阔，远低于疫情前水平，企业信心不足，对未来市场发展仍有担忧。

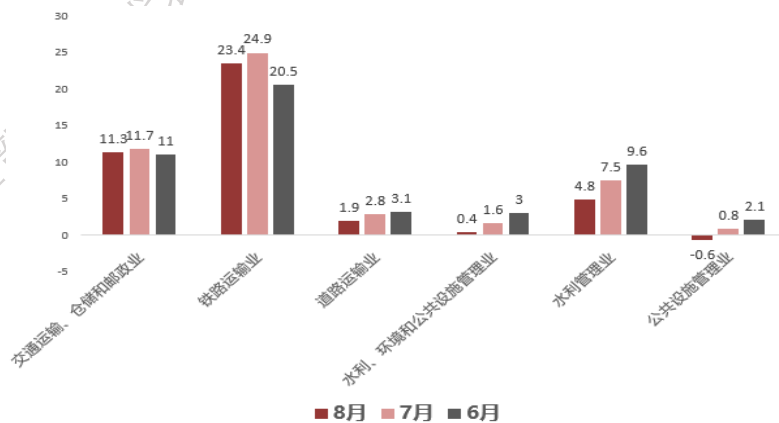
图6 投资端始终承压



资料来源：瑞达期货、Wind

基建较为平稳，政策方向。基建投资增长 6.4%，较上月小幅回落 0.4%，但从单月来看，同比增长 6.2%，较上月回升 1.0 个百分点主要受益于地方专项债加速发行。铁路运输业延续此前较快增长的态势，维持两位数增长，同比增长 23.4%，为主要贡献项。截止 8 月，我国专项债发行已完成 82.5%，进程再度加速，推动基建行业运行，同时伴随着相关政策如“加快地方政府专项债券发行和使用”积极出台，基建资金端和项目端压力得到改善。

图7 基建投资细分项

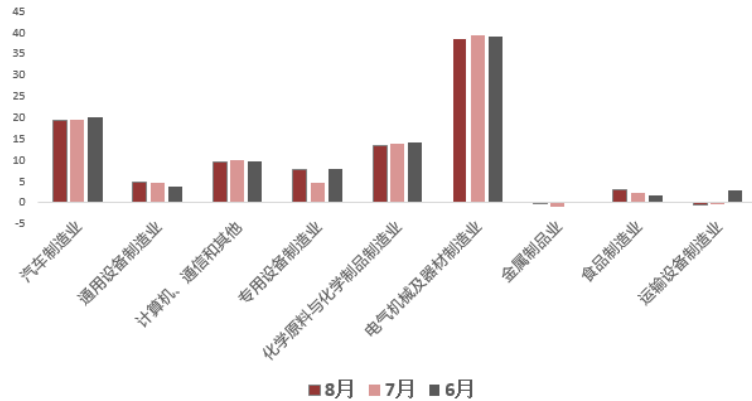


资料来源：瑞达期货、Wind

制造业依旧是以电气机械及器材和汽车制造业为主，支撑整体运行。本月制造业投资增长5.9%，较上月改善0.2个百分点。8月制造业PMI虽位于临界点之下，但较上月小幅回升0.4个百分点，略超季节性，制造业淡季边际修复。其中，新订单较上月回升0.7%至50.2%，自4月份以来首次升至扩张区间。考虑到出口

订单回落，新订单指数的上行表明内需正处于一个加速回暖的过程中，而生产端的复苏要快于需求端。

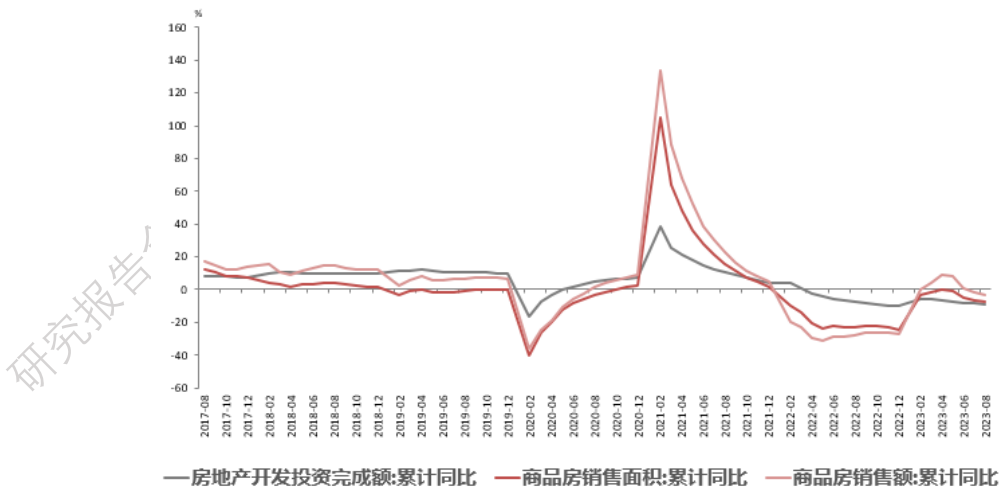
图8 制造业投资细分项



资料来源：瑞达期货、Wind

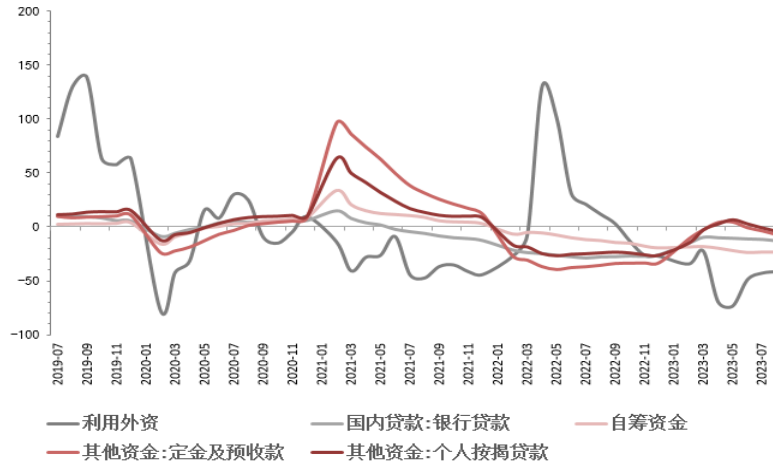
房地产开发投资同比降幅从上月的 8.5% 进一步扩大至 8.8%，销售、贷款、新开工指标仍偏弱，显示居民购房需求继续回落、地产需求仍待企稳。具体来看，房地产新开工和施工面积累计同比增速延续下滑走势，分别为-24.4%、-7.1%，前值分别为-24.5%、-6.8%。而从需求端来看，8月商品房销售面积累计同比降幅进一步下行 0.6 个百分点至-7.1%，房地产政策效果仍未显现，居民信心不足，地产短期内或持续承压。从地产资金来源看，自筹资金仍是主要拖累。8月份个人按揭贷款同比下降 4.3%，大幅转弱，销售回款能力恶化，且自筹资金同比仍在-22.9%的低位徘徊。

图9 地产新开工、竣工和施工当月同比



资料来源：瑞达期货、Wind

图10 房地产投资结构走弱（资金来源累计同比）



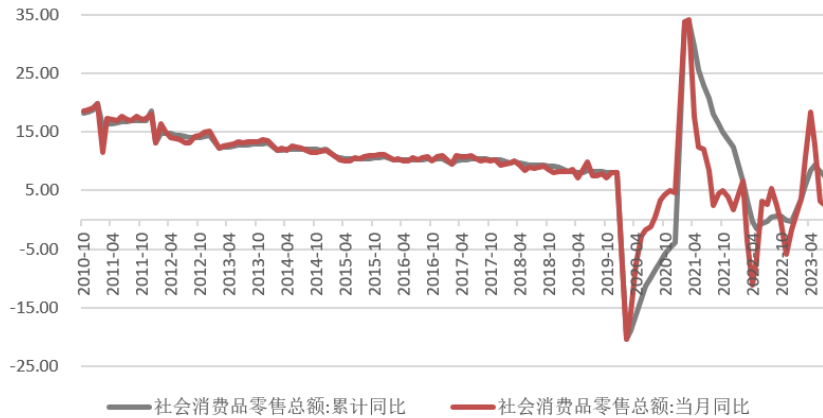
资料来源：瑞达期货、Wind

（三）社消增速显著回升，商品零售加快恢复

8 月份，社会消费品零售总额 37933 亿元，同比增长 4.6%，超预期回升且较上月加快 2.1 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 33820 亿元，反弹至 5.1%。**8 月消费修复动能边际回升，但当前的社零增速仍然偏低，仅为疫情前常态增长水平的一半，房地产偏弱给居民带来的消费心理冲击仍存，居民收入和消费信心都有待进一步改善。**

按消费类型分，8 月餐饮收入继续下探，商品零售加速恢复。8 月份，商品零售 33721 亿元，同比增长 3.7%，增速比 7 月份加快 2.7 个百分点；餐饮收入 4212 亿元，增长 12.4%。具体来看，8 月限额以上单位商品零售额增速明显回升，8 月大多数必需消费品和可选消费品增速双双走高。必需消费品中包括粮油、食品类和日用品类多数回升，仅烟酒增速小幅回落，可选消费中的服装鞋帽品类、金银珠宝类和通讯器材类同比增长均显著回升，分别较上月上升 2.2、17.2 和 5.5 个百分点至 4.5%、7.2%和 8.5%。此外，在促消费政策及居民出行增多的带动下，8 月车市表现强劲，石油及制品和汽车零售额增速均由负转正，同比分别增长 6%和 1.1%。但受地产低景气拖累，住房类消费持续走弱，其中家具有所回暖，但建筑及装潢材料类消费同比下降 11.4%，家用电器和音像器材类消费同比下降 2.9%，下行速度较上半年有所加快。下阶段，消费复苏的核心驱动因素将转为就业、预期、信心修复支持下的消费能力的提高。

图11 社会消费品零售总额增速



资料来源：瑞达期货、Wind

(四) 利好政策频出，信贷超季节性走强

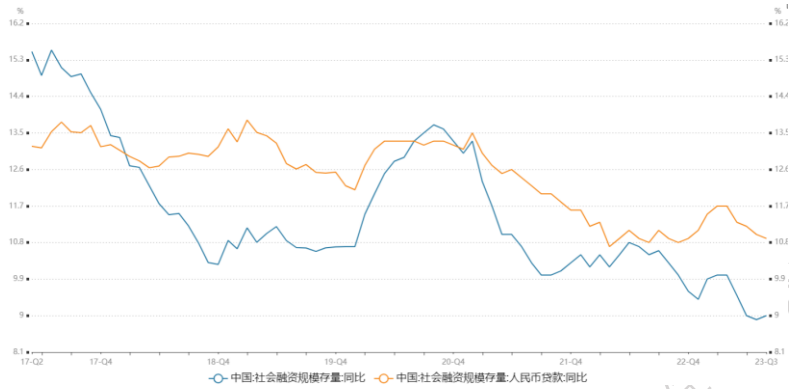
8 月社融新增 3.12 万亿元，显著高于市场预期。社融增量比上年同期多 6316 亿元，主要贡献是政府债券和企业债券，政府债券同比多 8714 亿元和企业债券同比多 1186 亿元的支撑，抵消了未贴现银行承兑汇票同比少增 2357 亿元和委托贷款同比少增 1658 亿元等因素的拖累。在社融口径下，8 月对实体经济发放的人民币贷款增加 1.34 万亿元，同比少增 102 亿元，与去年同期水平相当。8 月末社融存量为 368.61 万亿元，同比增长 9%，增速较上月上升 0.1pct。8 月社融披露时点和数据均超预期，政府债为主要支撑。展望未来，在涉及货币、财税、房地产政策等一系列利好政策组合拳下，以及在“金九银十”、中秋国庆假期的催化下，按揭早偿现象或将得到缓解，居民和企业信贷需求有望回暖，社融存量增速有望拐点向上。

8 月新增人民币贷款 1.36 万亿元，同比多增 1100 亿元，信贷有所放量，但需要注意的是，本月延续了此前“企业强、居民弱”的特征，在房地产政策底初现后，居民端修复仍需一定时间，静待政策效果。具体来看，企业单位贷款增加 9488 亿元，同比多增 738 亿元。其中，短期贷款减少 401 亿元，同比多减 280 亿元；中长期贷款新增 6444 亿元。企业端中长期贷款在高基数影响下较 2022 年同比少增 909 亿元，近期以来出台一系列稳增长政策，企业对于未来的预期得到修复。国内经济延续弱复苏，去库阶段或迎来拐点。制造业景气指数在 8 月延续改善，但仍位于收缩区间。自 7 月份政治局会议释放积极信号以来，多项政策落地，推动宏观经济运行保持在合理区间，延续了总体平稳、稳中有进的发展态势，实体融资需求有望继续增强。

8 月份 M2 增速延续回落，同比增长 10.6%，增速较上月下滑 0.1 个百分点，连续第 6 月下行。除上年同期基数太高因素影响外，8 月新增信贷规模的缩减带动 M2 增速小幅下行。此外，8 月财政新增存款减少 88 亿，同比少减 2484 亿元，稳增长压力下财政支出加快。M1 方面，8 月份 M1 同比增长 2.2%，增速较上月降低 0.1 个百分点，主要原因或是当前经济呈现弱复苏态势，企业端投资意愿不强及对活期存款的需求

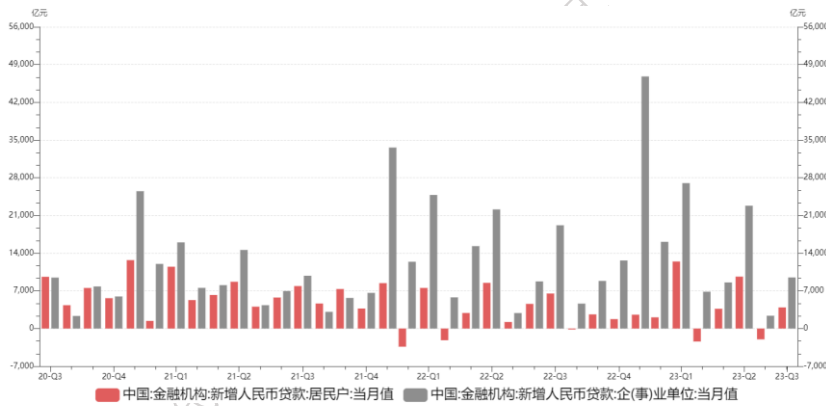
偏弱，同时房地产市场景气度持续低迷，居民端活期存款规模偏低。此外，8月理财规模创年内新高，部分居民户及企业存款下降或是由于存在理财搬家行为。

图表12 社会融资规模分项



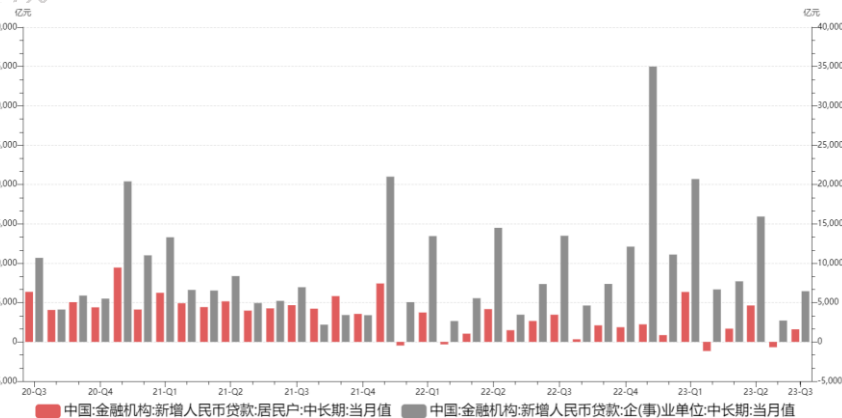
资料来源：瑞达期货、Wind

图表13 新增人民币贷款当月值（亿元）



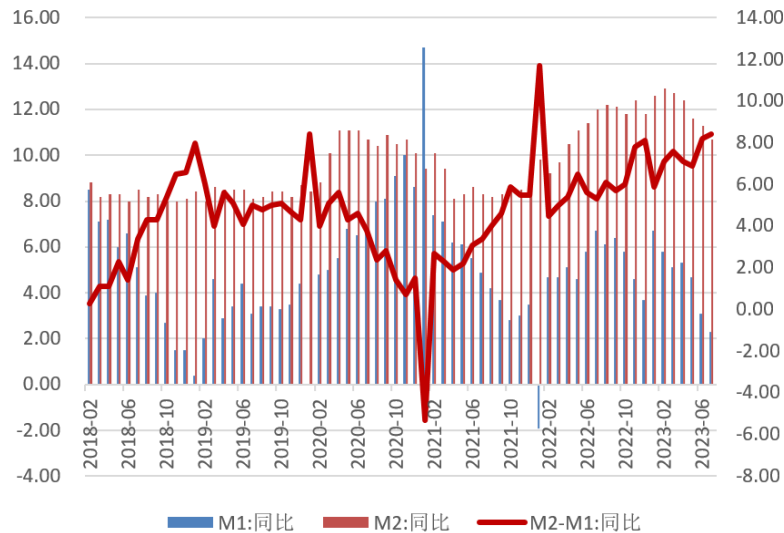
资料来源：瑞达期货、Wind

图表14 新增人民币中长期贷款（亿元）



资料来源：瑞达期货、Wind

图表15 实体部门信心有待释放



资料来源：瑞达期货、Wind

三、重要会议

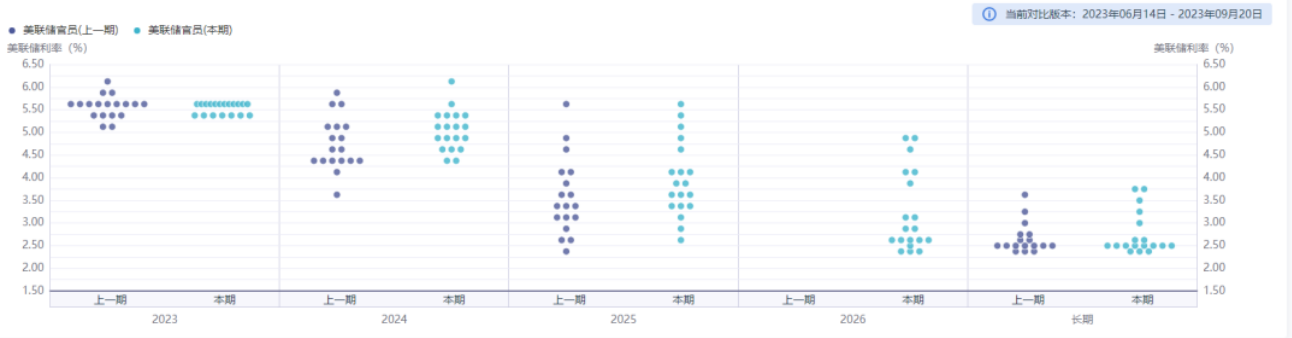
美联储召开 9 月 FOMC 议息会议，将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%-5.5%，本月不进行加息，与市场预期一致。此外点阵图显示 12 位官员预计今年还有一次加息，7 位官员预计维持不变，这点超出市场预期。并且上调 GDP 预期以及利率预期中值以及下调失业率。总体来看，美联储目前态度比预期要更鹰。

美联储较大幅上调经济预测。从美联储官方最新的经济展望来看，对于 2023 年美国全年 GDP 增长预期由 1.0%上调至 2.1%，对于 2024 年美国全年 GDP 增长预期由 1.1%上调至 1.5%。并且将 2023 年 PCE 同比预期由 3.2%上调至 3.3%，2024 年 PCE 同比预期在 2.5%维持不变。

美联储下调失业率预期水平。伴随着经济预期的上调，美联储对于 2023 年全年失业率由 4.1%下调至 3.8%，对于 2024 年全年失业率由 4.5%下调至 4.1%。

美联储上调利率预期中值意味着年度内大概率继续一次加息。从最新的点阵图来看，2023 年联邦基金利率预期中值为 5.6%保持不变，2024 年联邦基金利率预期中值由 4.6%上调至 5.1%。这意味着 2023 年年内还有一次加息空间，并且 2024 年降息空间缩窄，暗示四季度或有一次加息。

表 1：美联储加息点阵图



资料来源: 瑞达期货、Wind

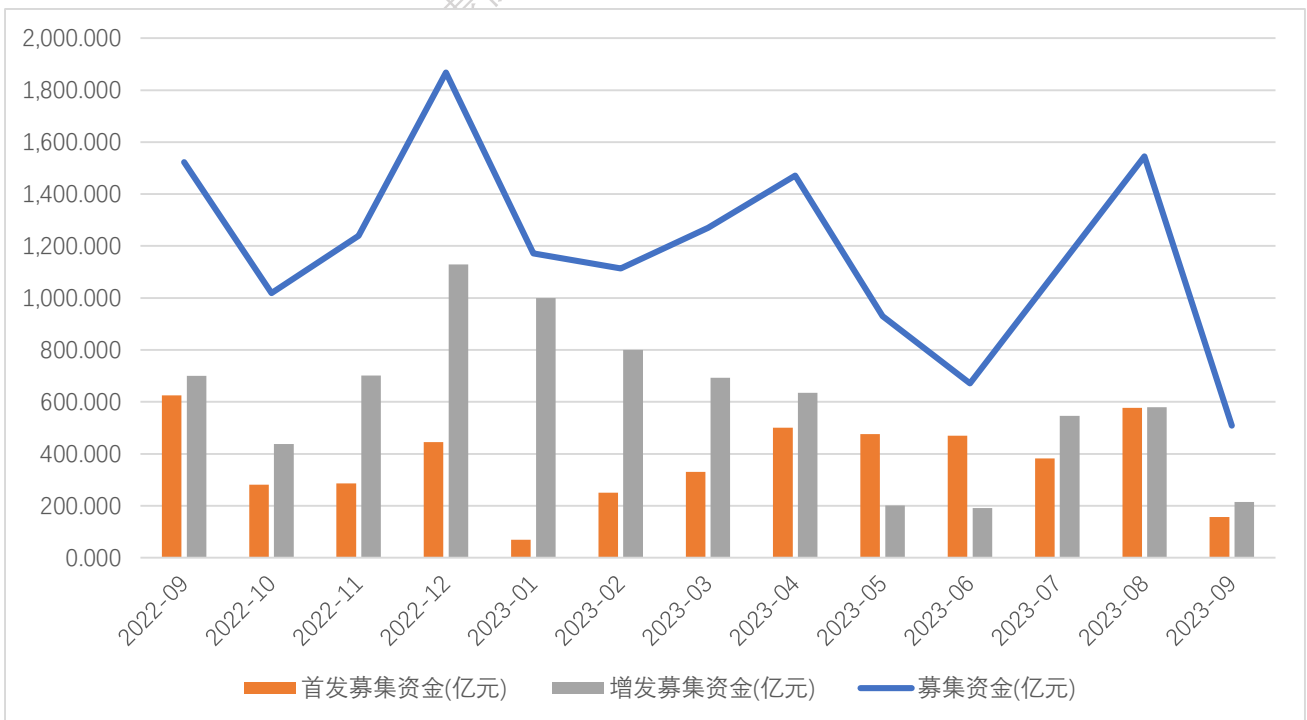
四、股指资金供需对比

(一) 资金消耗

1、一级市场

据wind数据统计, 2023年9月股权融资规模大幅下降至509.13亿元。截至9月26日, 募集家数总共50家, 相较于8月份106家显著减少。9月份首发募集资金总156.93亿元, 增发募集资金总额为214.54亿元, 规模均较上月明显下降。随着8月28日证监会提出IPO与再融资收紧, 若假设后续不再新增IPO以及再融资节奏维持当前强度, 今年预计分别相当于引入年化增量资金约1500亿元、2000亿元。后续市场增量资金仍可期待。

图表 16 一级市场对资金消耗情况

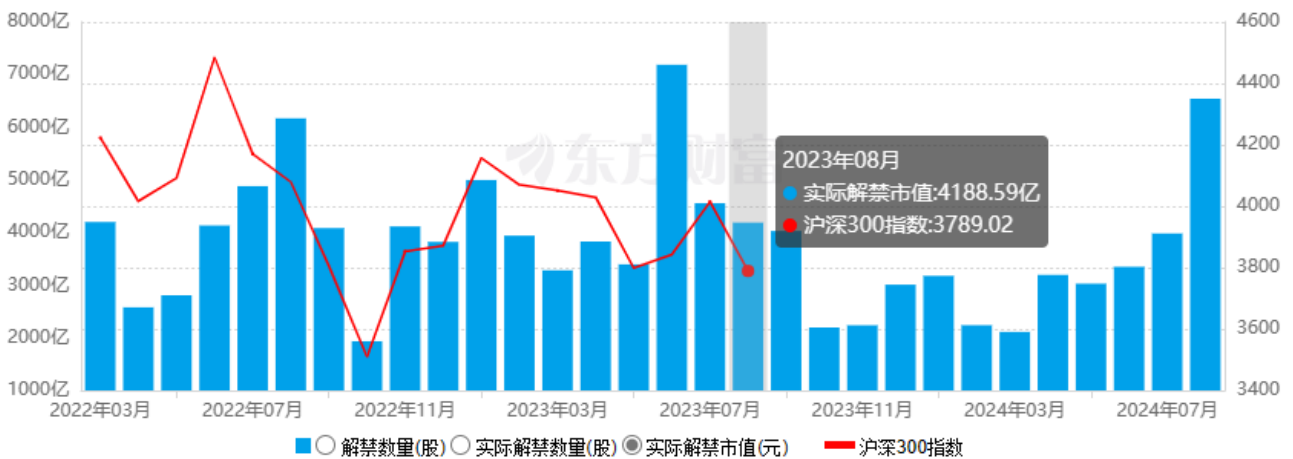


资料来源：瑞达期货、Wind

2、大股东二级市场及回购交易情况

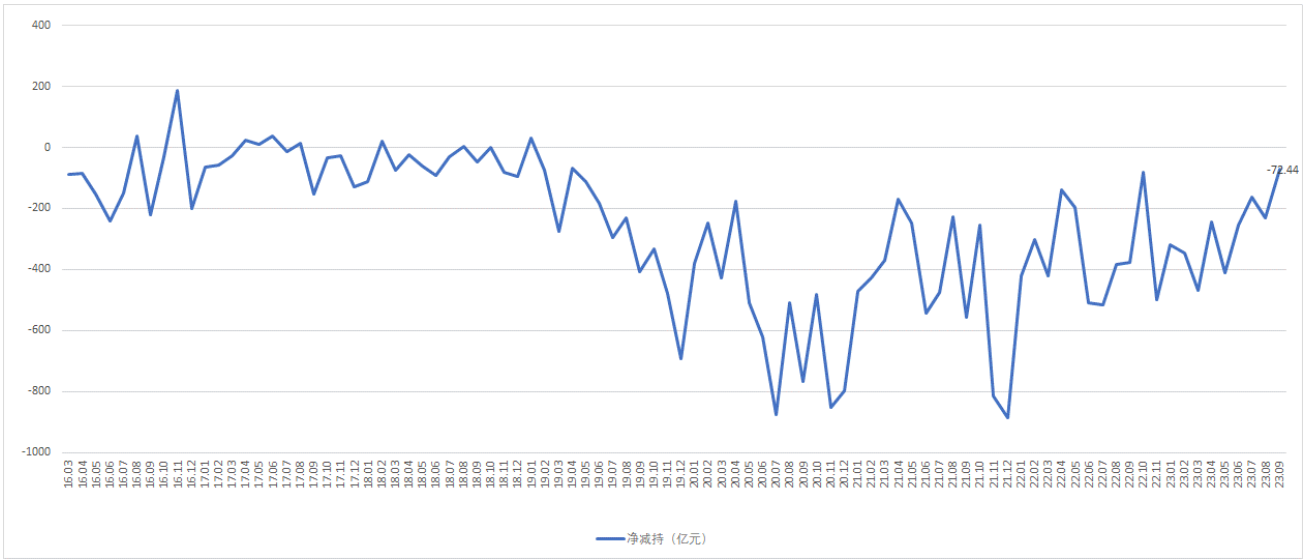
截至9月26日，从重要股东二级市场交易公告来看，9月份重要股东期间回购总金额为235.16亿元，相较于8月份显著上升。回购家数为435家，与8月基本持平。三季度回购规模大致618.94亿，相较于二季度406.19亿显著上升，说明当前A股市场估值性价比凸显，股东回购意愿上升。回购行为的增加较多发生在市场阶段性偏弱、估值偏低的阶段。观察近15年以来公司回购行为与市场表现的关系，在市场阶段性调整过程中，上市公司发布回购预案的节奏往往加速，并且在市场偏底部区域附近达到峰值。上市公司实施回购有助于提振投资者信心。9月份减持市值为117.10亿元，减持家数为201家，相较于8月份而言有所下降。9月份增持市值为44.66亿元，增持家数为121家，相较于8月份亦明显上升。减持规模大幅下降是8月份净减持幅度收敛的主要原因。9月份净减持市值为72.44亿元，绝对值相较于8月份显著下降。随着8月28日证监会进一步规范股份减持行为，缓解集中抛售压力，有助于稳定公司股价并维护投资者信心以及维护市场投融资两端的资金平衡。

图表 17 限售解禁市值



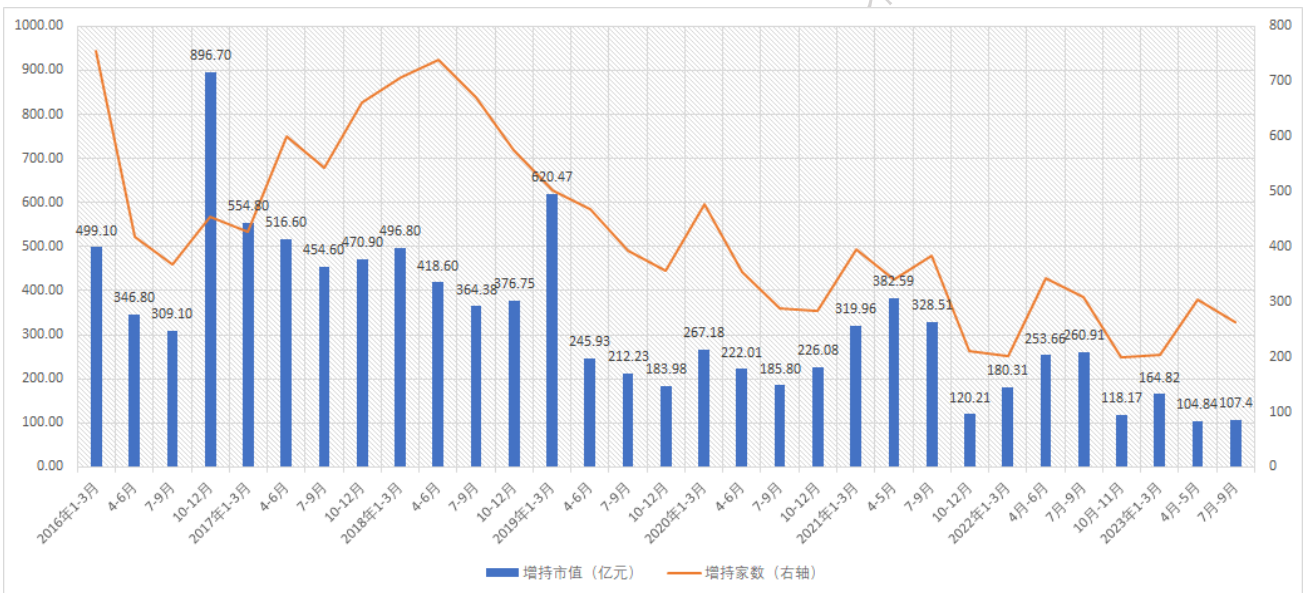
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 18 大股东净增（减）持变化



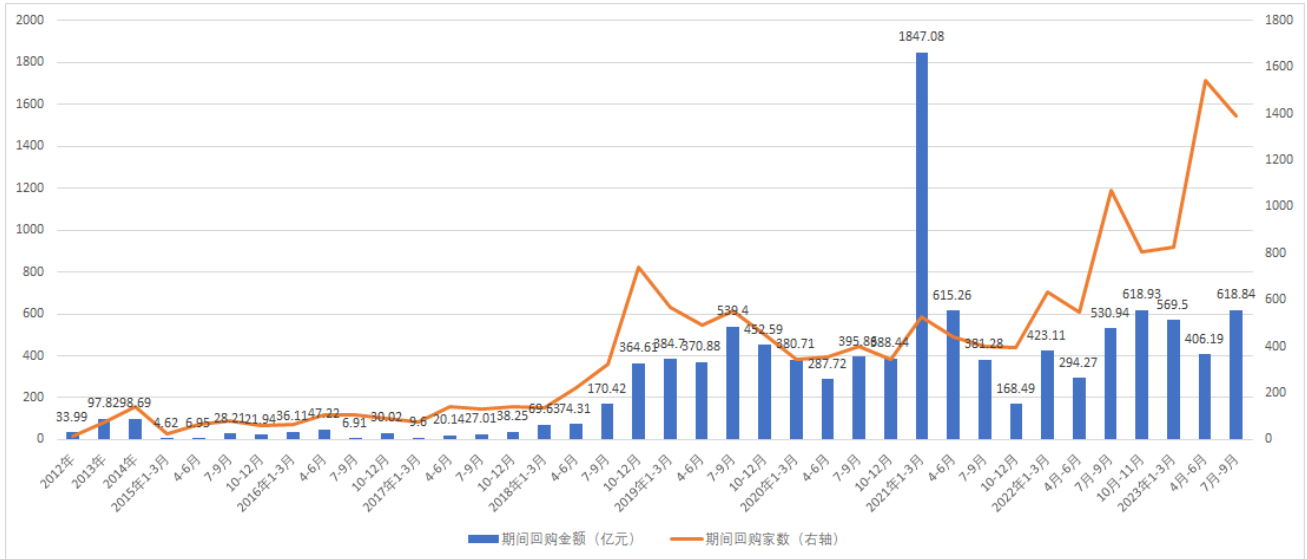
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 19 大股东增持情况



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 20 股票回购统计



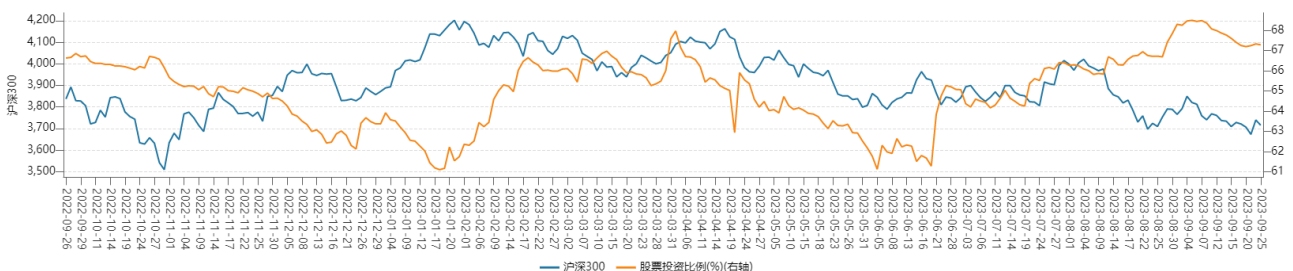
资料来源：瑞达期货、Wind

(二) 资金供给

1、基金持仓变动

截至9月26日，开放式基金股票投资比例为67.28%，较月初明显下降。9月份，股票投资比例呈现缓步下行，然仍处于下半年以来相对高位。近5年来，股票型基金以及混合偏股型基金的A股市场投资总市值整体趋于上行变化，A股市场投资比例则偏向下行。截至2023年2季度，整体基金市场投资A股比例占据净值22.87%，占据总值20.30%，相较于2023年一季度有所回升。随着国内政策面持续发力，基本面逐步复苏，美联储加息周期接近尾声，全球市场风险偏好回暖，三四季度权益市场或面临更多利好支撑。

图表 21 基金分类股票投资比例



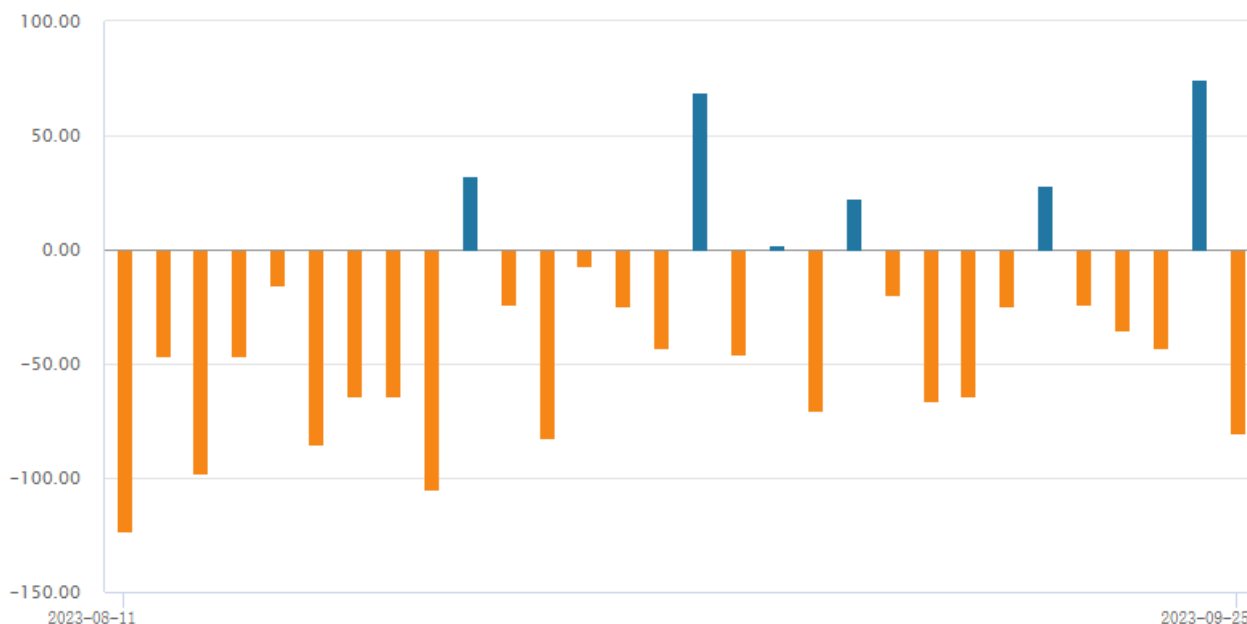
资料来源：瑞达期货、Wind

2、外资延续净流出

截至9月26日，9月份北向资金相较于8月份而言净流出有所收敛，陆股通大幅净流出279.72亿元。沪股通净流出142.04亿元，深股通净流出137.69亿元。一方面，美联储鹰派态度打压外资做多权益的积极性；另一方面，外资仍受到海外唱衰理论的影响，陆股通多数交易日仍大幅净流出。当前海外对A股持

仓已经处于低位。值得注意的是 7 月末政治局会议后，北向资金累计净买入达到年内高点，后续的大幅卖出亦存在获利盘抛售的效应。可以关注到的是，当前市场的下行一定程度上是资金风险快速释放的过程，结合 A 股市场当下的估值面来看，无论是期指还是板块仍具性价比，外资波动放大（净流出扩大）在羊群效应下放大市场整体空头端情绪，A 股市场当下本身不具备系统性风险爆发的条件。

图表 22 陆股通资金近 30 日流向（亿元）（日）

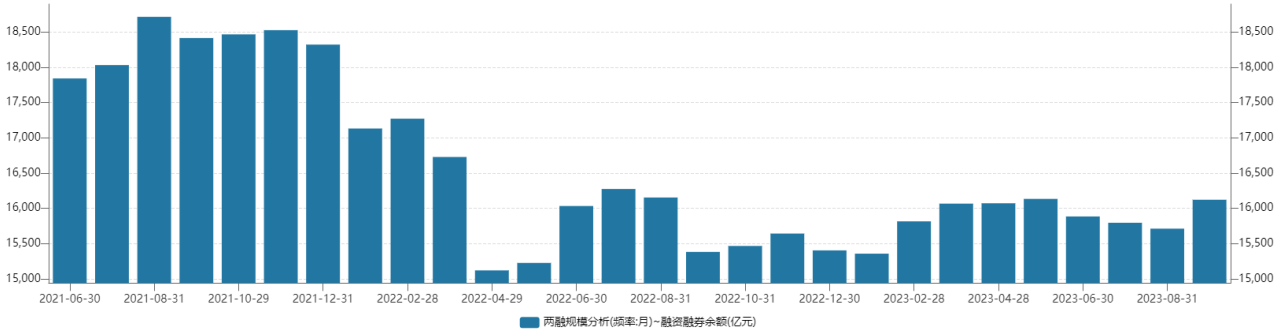


资料来源：瑞达期货、Wind

3、两融余额

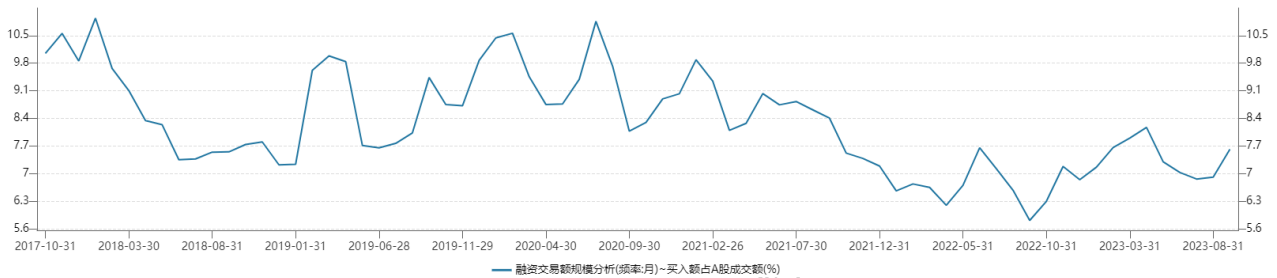
截至 9 月 26 日，两融余额为 16122.29 亿元，较 8 月末明显上升，其中融资余额仍呈现下降，融券规模明显下行。9 月份融资期间买入额为 9357.08 亿元，8 月份为 13103.12 亿元，融资买入情绪下降。从融资买入额占 A 股成交额比例来看，9 月融资买入额 9357.08 亿，占 A 股成交额比例为 7.62%，相较于 8 份而言亦有所上升，说明当前市场空头情绪释放较为充分。当前宏观局面仍处于弱复苏阶段，增量政策效应兑现与经济增长预期存在滞后，增量资金做多动力有所弱化。当前海内外宏观不确定性因素较多，预计未来短期风险偏好仍有波动，不排除融资情绪回落的情况。

图表 23 融资融券余额



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 24 融资买入额占 A 股成交额比例 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

五、市场估值分析

当下权益市场估值和基本面情形相匹配，低估可能性更大。截至 9 月 26 日，全部 A 股市盈率处于 17.11 倍，上证 A 股市盈率处于 11.34 倍，处于 20 年区间历史中低分位。主要宽基指数估值均调整至历史 25 分位数位置，沪深 300 以及中证 500 显著低于历史 25 分位。股债 ERP 持续走升至 3.17%，接近一倍标准差上限。目前处于经济弱修复、流动性宽松、政策加码的阶段，低估值意味着市场或接近寻底阶段，是否企稳需等待政策对市场信心的提振。虽然市场对于 8 月份降息的政策预期落空，然结合当前基本面以及信贷偏弱的现状。后续降准降息仍存空间，7 月政治局会议的定调于三四季度将逐一落实。海外上，若美债利率企稳、美联储逐渐退出加息周期，伴随着中国制造业的复苏，国内货币、财政、资本市场政策加码，极具性价比的 A 股市场有望磨底后向上，回归理性价值。

图表 26 全 A 市盈率 (TTM-整体法)



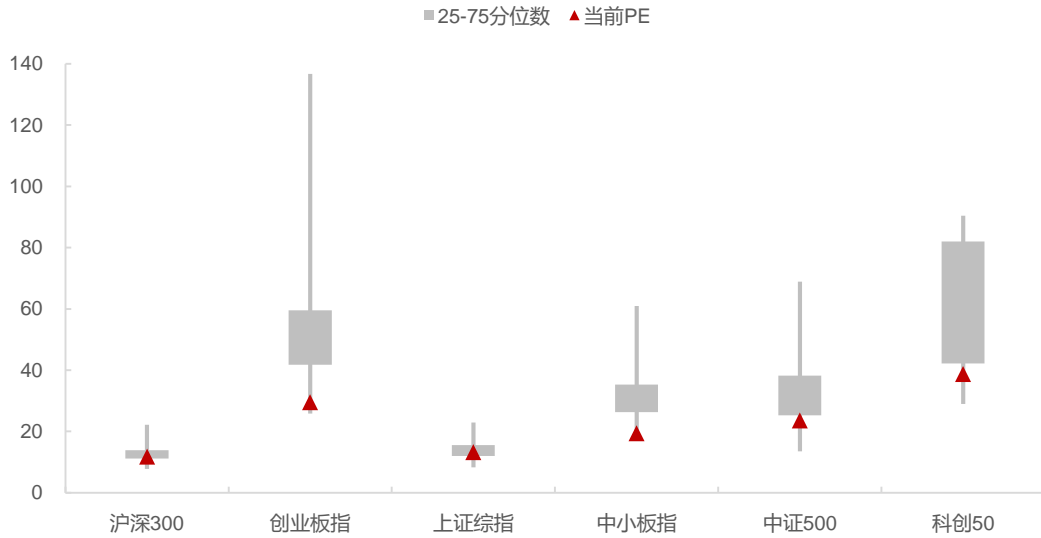
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 27 股债风险溢价



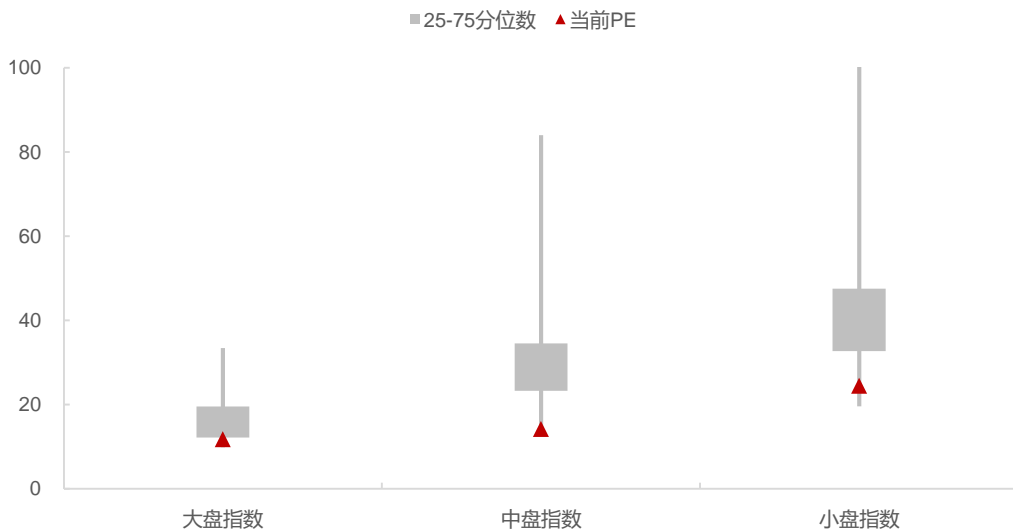
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 28 A 股主要宽基 PE 估值



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 29 A 股规模指数 PE 估值



资料来源：瑞达期货、Wind

六、十月份股指走势展望

A股主要指数9月呈现回调行情，三大指数均录得跌幅。两市成交量相对低迷。沪指跌幅有所企稳，深成指以及创业板指仍较低迷。四期指中仅上证50抗住压力，本月录得涨幅。结合9月市场整体情况来看，市场风险偏好回落，指数下降过程中成交量显著萎缩，反映了短期情绪释放或接近尾声，指数处于政策底后市场底盘整阶段。

国内经济层面上，主要经济增长数据的当月同比多较上月下降，呈现低位均衡的特征。工业增加值、投

资两项指标环比增长情况显著弱于往年同期。今年以来财政压力相应增大，社融存量增速明显走弱，相比内需拖累的影响，外部因素（欧美等国家经济下滑，国际需求不足）造成的经济弱于预期不可忽视。随着政策不断发力，积极因素亦在持续积累，八月经济、金融数据显示经济边际开始修复，特别是生产端恢复相对明显，而央行进一步降息降准，反应稳增长力度仍在加大，有助于夯实市场对经济复苏的信心。结合2023年全年增长目标5%来看，当前经济增长已经实现5.5%，在政策影响下国内经济呈现有序复苏以及稳增长模式，不存在对人民币构成内生性的系统性风险以及高幅度贬值的担忧。

外部环境上，美元走强对人民币构成挑战。结合其他发达国家经济体看，美元走强不单对人民币，同时对多国货币价值构成影响。美国经济表现韧性超预期，软着陆预期升温，就业市场依然维持“高温”，叠加近期油价持续上涨的带动下美国通胀压力有所上升，使得市场对美联储年底进一步加息的预期再度升温。当前市场对于通胀的预期已经提升到相对高位，随着加息的影响逐步传导至经济，就业市场逐步降温，通胀下行趋势受到的干扰将逐渐消失。相对而言，全球制造业PMI，世界经济复苏乏力，特别是欧洲PMI表现相对低迷，衰退担忧催生美元避险需求，美元对一篮子货币总体处于强势地位，美元指数七月份以来持续走强。此外，美元兑人民币和日元升至10个月新高，中日同处在货币超贬的通道。中国六月以来宽松政策持续释放，而日本计划取消YCC，使得中美和日美利差不断走阔，进而对汇率走势产生影响。不过美元相对强势阶段或将渐进尾声，当前市场对于通胀的预期已经提升到相对高位，随着加息的影响逐渐传导至经济，就业市场逐步降温，通胀下行趋势受到的干扰将逐渐消失。

展望10月，由于当前A股市场底部特征逐步明显，预计资金在低估值情况下持续加码的可能性较大，指数有望进一步企稳回升。市场短期阶段性的调整带来更多布局机会，期指品种上，考虑到政策主线和风险影响下的抗跌特性，更倾向大盘指数代表的IF/IH合约。

图表30 沪指K线图



资料来源：瑞达期货、Wind

六、期指交易策略

逢低布局 IF/IH 合约——市场短期阶段性的调整带来更多布局机会，期指品种上，考虑到政策主线和风险影响下的抗跌特性，更倾向大盘指数代表的 IF/IH 合约。

十月策略：

1) 逢低多 IF2312

参考入场指数点位：3700 附近

方向：多

止盈设置：4440

止损设置：3453

盈亏比：3：1

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。