

内外波动放大，A股区间震荡



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

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

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

研究服务



摘要

三大指数均录得涨幅，大盘指数走势偏强，两市成交量回升。沪指于3000点-3100点区间震荡，短线支撑上移，深成指以及创业板指小幅收涨。四期指有所分化，在周期权重催化行情下，上证50走势强劲，中证1000相对弱势。期指基差与指数盘面情绪形成正相关，当前大盘股指维持升水结构，中小股指贴水结构，顺期限展期策略收益相对稳健。短期获利资金了结，市场面临震荡，基差继续走强存在难度，维持IF/IH小幅升水，IC/IM贴水判断。四期指净持仓来看，由于前期市场回暖，净空单均呈现不同程度回落，IC合约前二十名净持仓一度转正。后续随着行情进一步回升，净空单规模或持续收缩。

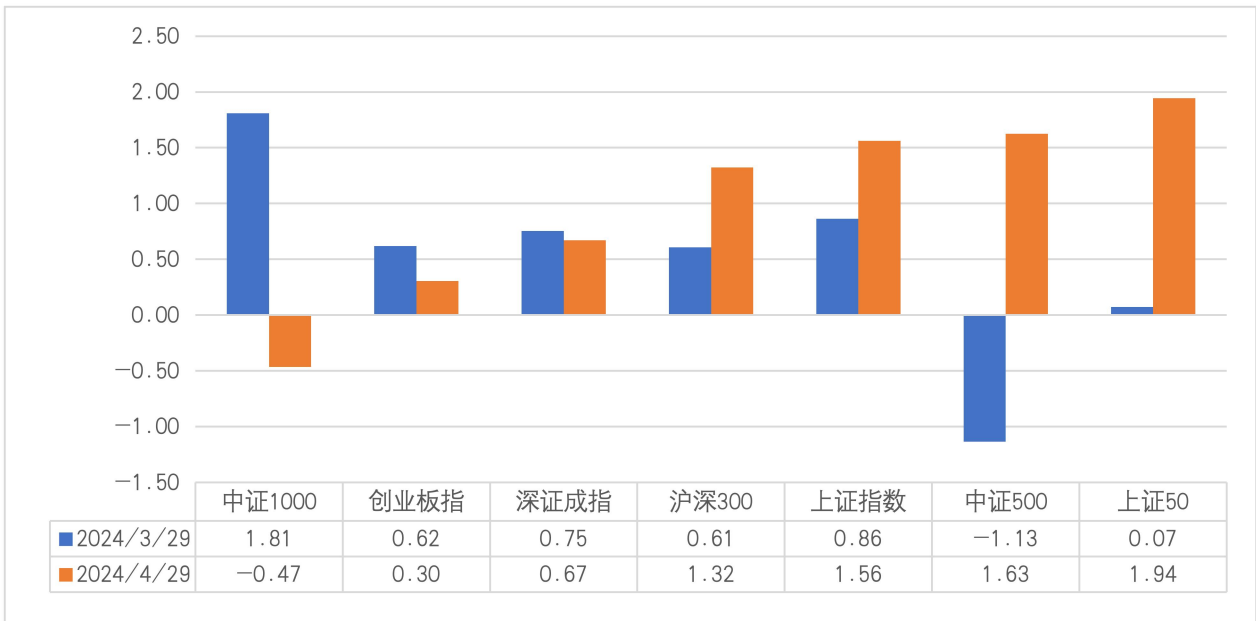
一季度中国实际GDP录得5.3%的较高增速，为全年实现5%左右的增速提供有力支撑。本季度经济总量数据上实际GDP与名义GDP增速的差距较大，实体企业实际获利能力有所弱化。GDP平减指数已经连续四个季度负增长，物价低迷对经济名义增长的拖累较为明显。而政策端，在政府工作报告和财政预算报告的积极定调之下，2024年广义财政支出保持较高水平，较2023年边际提升，预计一系列大规模设备更新购置、超长期特别国债、专项债等扩大内需政策逐步落地，政策效果的兑现将推动经济平稳回升。

近期市场对于政策的关注度进一步抬升。结合4月底可能召开的中央政治局会议，建议关注政策层对于当前经济环境的定调以及在稳增长等相关政策方面的表述，当前资金对房地产等重点领域的基本面及政策环境关注度较高。此外，中美互动增加。继4月初美国财长耶伦访华后，本周美国国务卿布林肯访华，中美双方在全面交换意见的基础上形成五点共识，这对于外资回流中国资产也起到了正向促进效果。最后，A股市场估值仍处于历史低位，性价比优势明显。经历2月初以来的行情企稳后，当前沪深300市盈率依然明显低于历史均值水平。

一、市场回顾

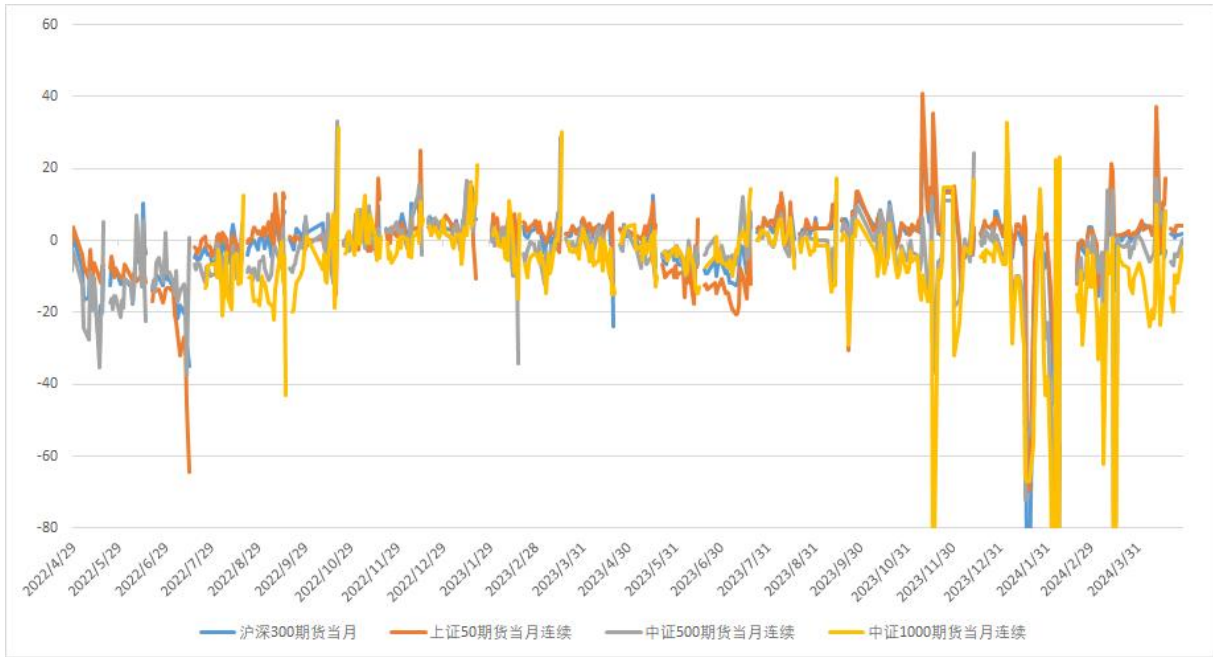
截至4月29日，主要指数本月震荡收涨，三大指数均录得涨幅，大盘指数走势偏强。两市成交量回升。沪指于3000点-3100点区间震荡，短线支撑上移，月涨1.56%，深成指以及创业板指分别涨0.67%、0.30%。四期指有所分化，在周期权重催化行情下，上证50走势强劲，月涨1.94%。中证1000相对弱势，月跌0.47%。期指基差与指数盘面情绪形成正相关，当前大盘股指维持升水结构，中小股指贴水结构，顺期限展期策略收益相对稳健。短期获利资金了结，市场面临震荡，基差继续走强存在难度，维持IF/IH小幅升水，IC/IM贴水判断。四期指净持仓来看，由于前期市场回暖，净空单均呈现不同程度回落，IC合约前二十名净持仓一度转正。不排除市场回调环境下净空再度扩大的可能。结合4月市场整体情况来看，行情步入震荡调整阶段，海内外不确定性放大，国内货币政策仍有修复空间，一季度经济相对好于预期，大盘上行动能有望继续修复。

图1 主要指数月度涨跌幅



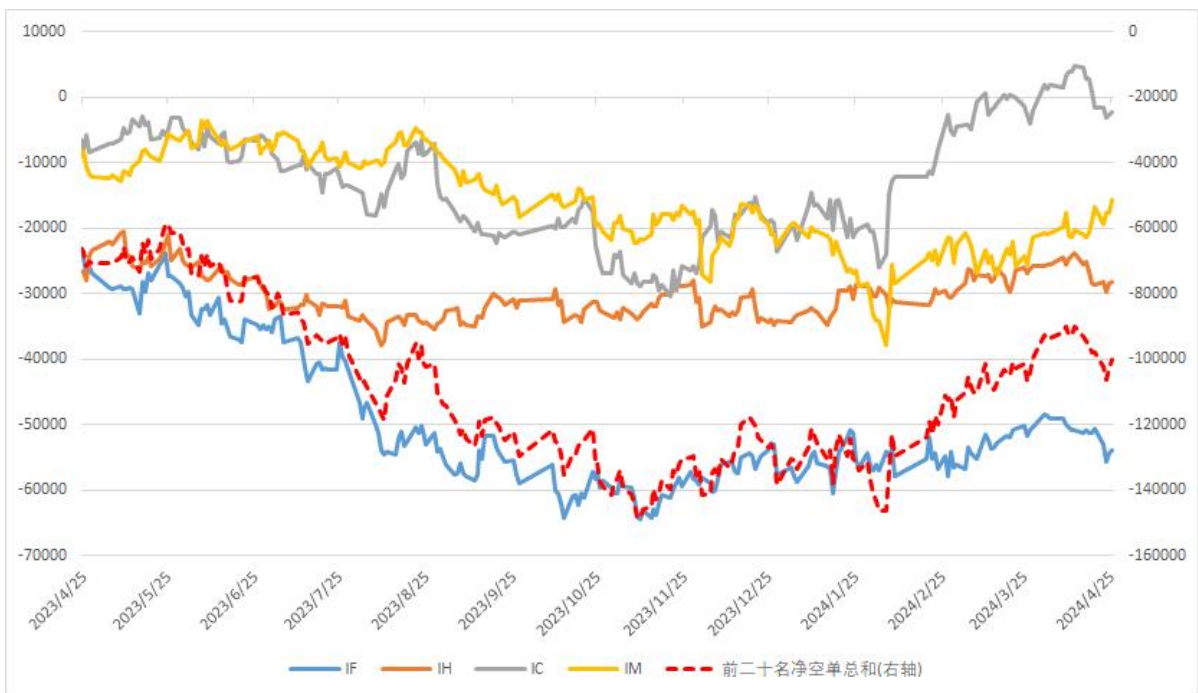
资料来源：瑞达期货、Wind

图2 股指期货主力合约年化基差率



资料来源：瑞达期货、Wind

图3 前二十名净持仓



资料来源：瑞达期货、Wind

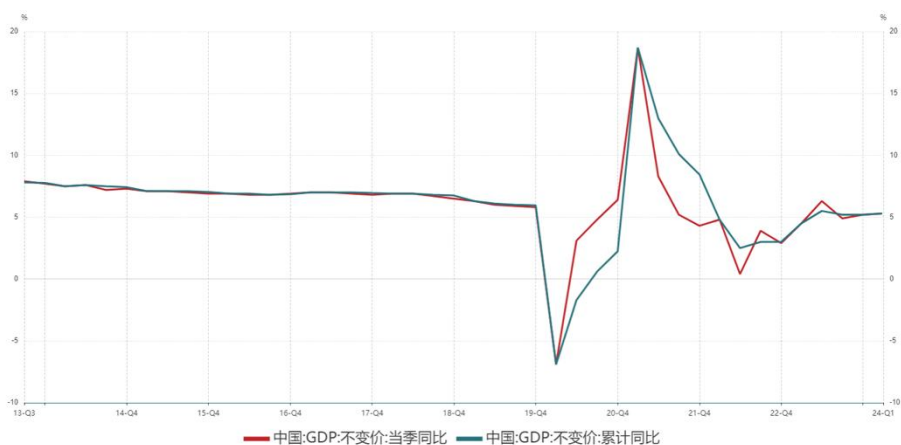
二、 基本面分析

(一) 经济增速超预期，政策端持续发力

24年一季度中国实际GDP录得5.3%的较高增速，为全年实现5%左右的增速提供有力支撑。分产业看，第一产业增长3.3%，第二产业增长6.0%，第三产业增长5.0%。整体来看，一季度国民经济开局良好，超

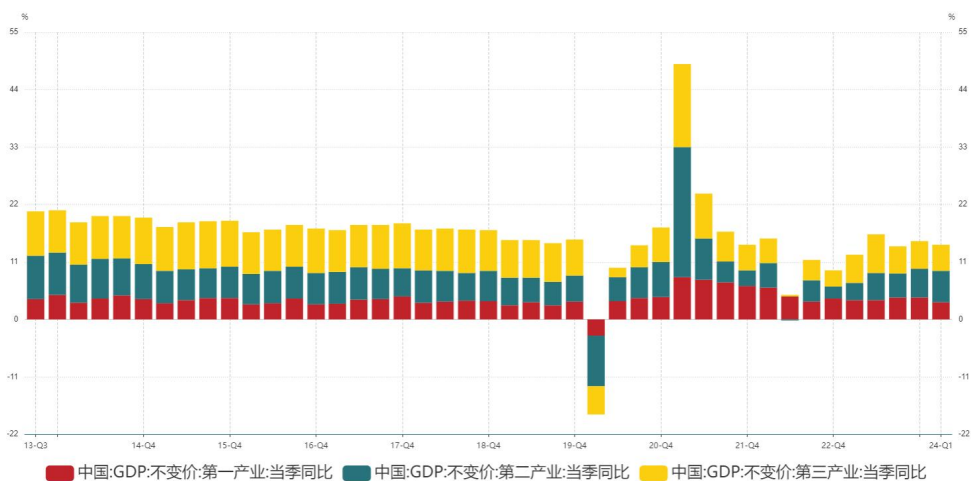
过市场预期的 4.6% 水平，出口以及制造业对整体经济的拉动作用较为明显。本季度经济总量数据上实际 GDP 与名义 GDP 增速的差距较大，实体企业实际获利能力有所弱化。GDP 平减指数增长 -1.3%，平减指数已经连续四个季度负增长。具体来看，一二三产平减指数分别为 -3.5%、-4.0%、0.7%，即价格负增长主要集中于上中游，一二产是主要拖累。物价低迷对经济名义增长的拖累较为明显，后续政策端对通胀回暖或加码发力。据政府工作报告安排，2024 年广义赤字较去年多 1.28 万亿，财政增量规模可观。预计 2024 年二三季度特别国债和地方政府专项债将集中发行和落地使用，现有政策能够对经济增长形成持续支撑。而海外美联储降息时点的不确定性增强，人民币汇率仍是货币政策宽松节奏的重要考量。

图 4 一季度 GDP 增长超预期



资料来源：瑞达期货、Wind

图5 GDP贡献率



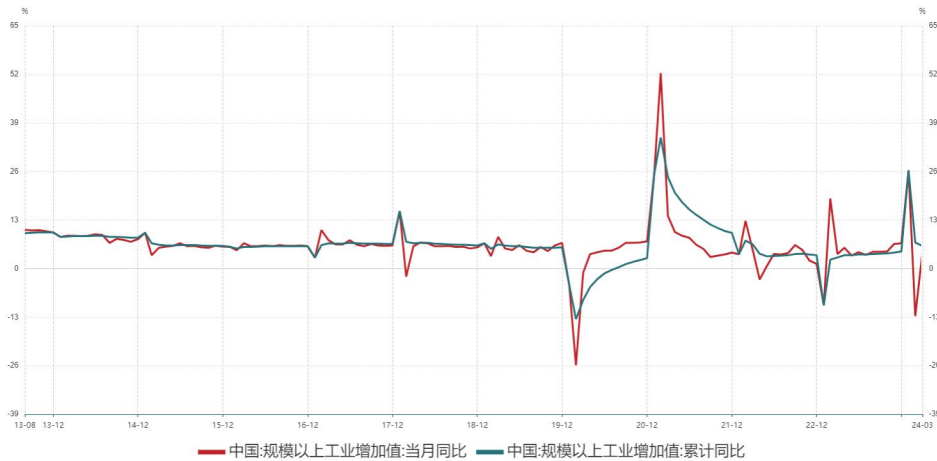
资料来源：瑞达期货、Wind

(二) 生产强于需求，产能利用率或减弱

2024 年一季度，工业增加值的累计同比增长 6.1%，分门类来看，3 月规模以上制造业增加值同比增速为 5.1%，居三大门类之首，受到高技术制造业增加值同比增速较高的拉动。当前工业运行存在两点特征，

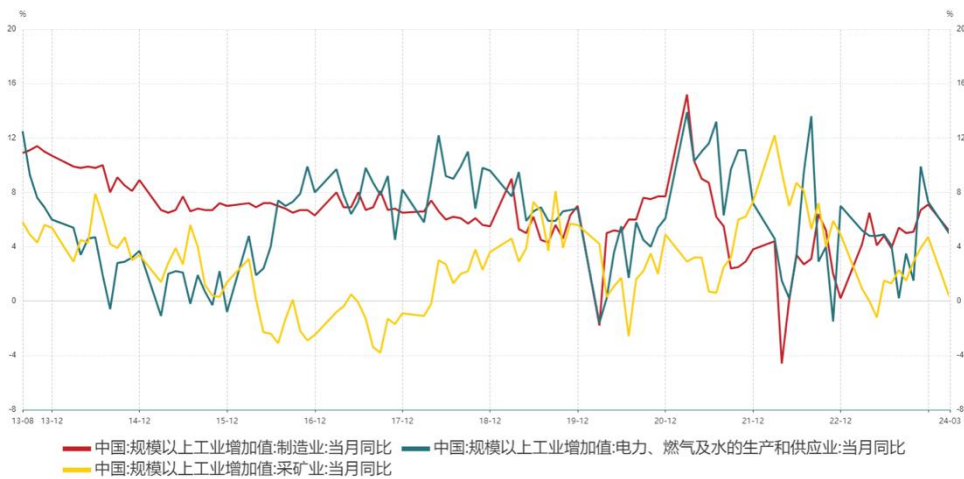
首先是生产快于需求，工业产销率回落至 94.9%，达到 2000 年以来的最低点。其次是，投资快于生产。2024 年一季度，制造业投资累计同比增长高于制造业生产增长，或源于新一轮设备更新政策支持。然而，2021 年起制造业投资的快速扩张已过 3 年，新增产能不断投放，逐步拉低企业产能利用水平，73.6%的产能利用率是 2020 年二季度以来最低。产能利用水平不足，体现产能过剩的潜在风险，现有闲置产能会抑制新增投资，特别存在于装备和高技术制造业领域上。

图6 规模以上工业增加值同比



资料来源：瑞达期货、Wind

图7 三大门类工业增加值同比



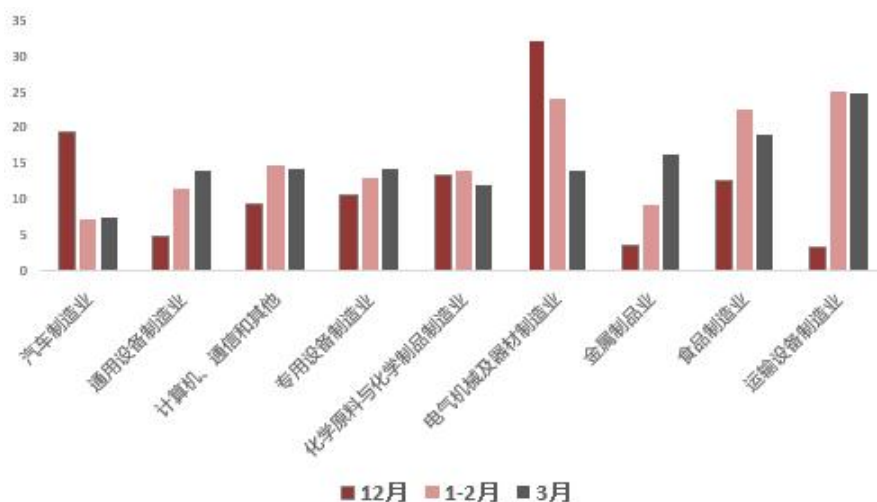
资料来源：瑞达期货、Wind

(三) 制造业支撑投资端，地产延续下探趋势

一季度固定资产投资增速为 4.5%，高于近四年平均增速 4.0%。不过根据历史规律来看，近十年投资增速总体呈前高后低态势，后续态势需进一步观察。基建投资增速仍有支撑。一季度基建投资增速 6.5%，其中电力热力生产和供应业、水利管理业投资分别增长 29.1%和 13.9%，民生项目持续好转。从高频数据看，水泥发运率、挖掘机销量季节性回升，但仍位于五年内低位，整体基建实物工作量仍待提升。去年增发国

债与年初 PSL 资金投放对基建有所支撑，但今年地方专项债发行速度偏慢，后续基建投资增速或小幅回落。制造业投资持续亮眼。制造业投资增速 9.9%，继续上升 0.5 个百分点，呈加快增长趋势。结构上，大规模设备更新政策正不断落实，提振设备相关行业；而电气机械及器材和汽车制造业快速回落，反映新能源行业的产能过剩问题可能有所体现；高技术制造业投资增长 10.8%，高于总体增速。设备更新需求叠加“产业升级”有望推动制造业投资增速稳中有升。

图8 制造业投资细分项



资料来源：瑞达期货、Wind

房地产仍在持续调整。房地产开发投资同比下降 9.0%，降幅比 2023 年全年收窄 0.6 个百分点。商品房销售面积和金额小幅收窄但相较于 2021 的复合增速进一步放缓。影响钢材走势的新开工面积大幅下降 25.4%（前值-29.7%），施工面积下降 11.1%（前值-11.0%）。多数地产指标均显示出居民购房需求未有明显改善，房地产景气度继续下探。房地产开发商现金流状况仍承压，房地产开发企业到位资金同比降幅较 1-2 月的 24.1%扩大至 29%，资金来源中按揭贷款同比降幅进一步走阔至 46.7%，销售回款能力恶化。整体来看，地产状况没有进一步大幅恶化，但也尚未出现显性好转，仍需政策来推动需求释放。

图9 地产景气度持续下探



资料来源：瑞达期货、Wind

居民消费倾向持续改善，但收入增速较支出偏弱，下一阶段的消费增速回升情况仍取决于经济增长预期、居民收入增速改善程度以及就业情况等。2024年一季度居民人均消费支出较去年同期增长8.3%，一季度全国居民人均可支配收入11539元，同比增长6.2%，强于一季度GDP增长水平，一季度居民收入增速继续低于支出增速且改善程度较弱。此外，近三年以来，假期期间居民国内旅游恢复率逐步恢复，今年一季度居民城乡居民消费倾向为63.3%，达到2020年以来同期最高水平，但仍低于疫情前水平。

就业方面，失业率季节性回落，建筑业就业表现较弱。3月全国城镇调查失业率较上月下降0.1个百分点至5.2%，但外来户籍人口失业率和外来农业户籍人口失业率较上月分别回升1.2、0.3个百分点至5.1%、5.0%。结合PMI数据的从业人员结构来看，服务业、制造业从业人员分别较上月下降0.1个百分点、回升0.6个百分点至46.8%、48.1%。但值得注意的是，建筑业从业人员较上月继续回落1.9个百分点至45.7%，较去年同期也明显下降5.6个百分点，或主要受地产和基建施工需求偏弱影响较大。

图10 社会消费品零售额同比增速



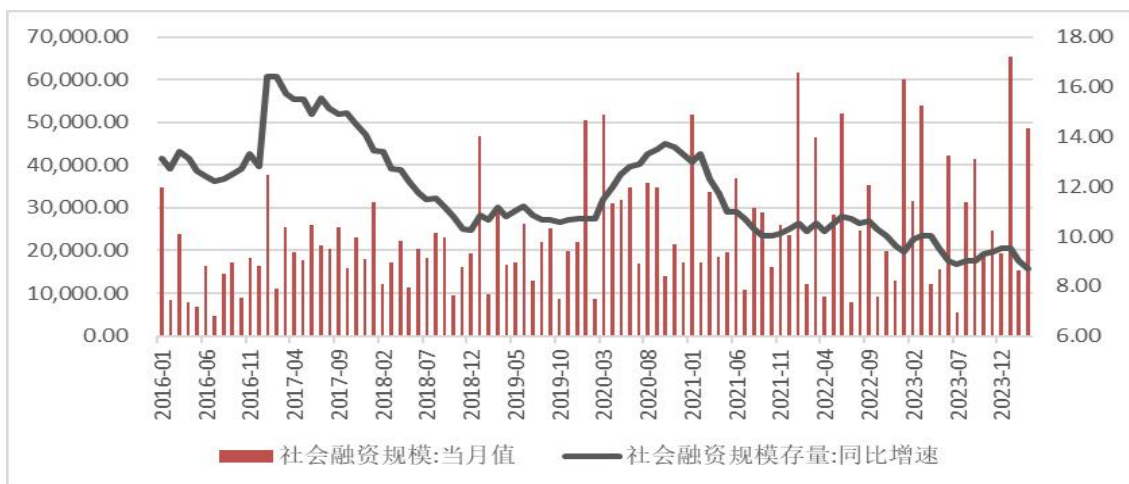
资料来源：瑞达期货、Wind

(四) 社会融资成本稳中有降，居民企业偿债压力减轻

2023 年四季度央行释放适度平滑信贷波动的信号叠加 2023 年同期基数高，2024 年一季度社融同比少增。3 月社融同比增速较前两个月下行，但是仍然高于名义 GDP 增速。企业债融资持续改善，信贷方面，中长期贷款偏弱，地产和企业投资信心还需要呵护。3 月 M2、M1 同比持续下行，居民、企业存款均少增，居民存款高增缓解。4 月以来经济层面有所好转，居民出行消费及电影市场恢复已经超过 2019 年同期水平，或是债市对 3 月金融数据表现平淡的原因。

具体来看，一季度新增人民币贷款 9.46 万亿，同比少增 1.14 万亿，其中，3 月新增人民币贷款 3.09 万亿元，同比增长 8.7%，同比少增 8000 亿元。2024 年 3 月及一季度贷款增量高于过去五年同期信贷增量均值，绝对数值并不低。**政府债发行进度偏慢，对社融支撑不足。**一季度政府债新增 1.36 万亿，同比少增 4693 亿。3 月政府债新增 4642 亿，同比少增 1373 亿；其中，地方债新增 2814 亿，同比少增 1762 亿，专项债新增 2532 亿，同比少增 1597 亿。2023 年四季度政府债发行量较大，2024 年一季度在地方化债背景下，地方政府债发行节奏放缓，并无明显规律表面二季度一定会加快政府债发行节奏，关注超长期特别国债的发行。**M1、M2 增速持续回落。**3 月人民币存款增速降至 9.6%，其中，M1 同比增长 1.1%，环比下降 0.1pct。2 月 M1 增速是历史低位，3 月 M1 持续低位，新房销售偏弱、存款定期化问题依然存在，企业开工意愿不足，共同拖累 M1 同比增速，资金活化意愿有待提升。M2 同比增长 8.3%，环比下降 0.4pct，信贷空转情况有所改善导致企业存款同比少增或是 M2 下行的主要原因。M1-M2 边际收窄，较上月回升 0.3pct 至 7.2%。财政政策支撑下，M1、M2 继续下行空间或有限。

图11 社会融资规模及其增速



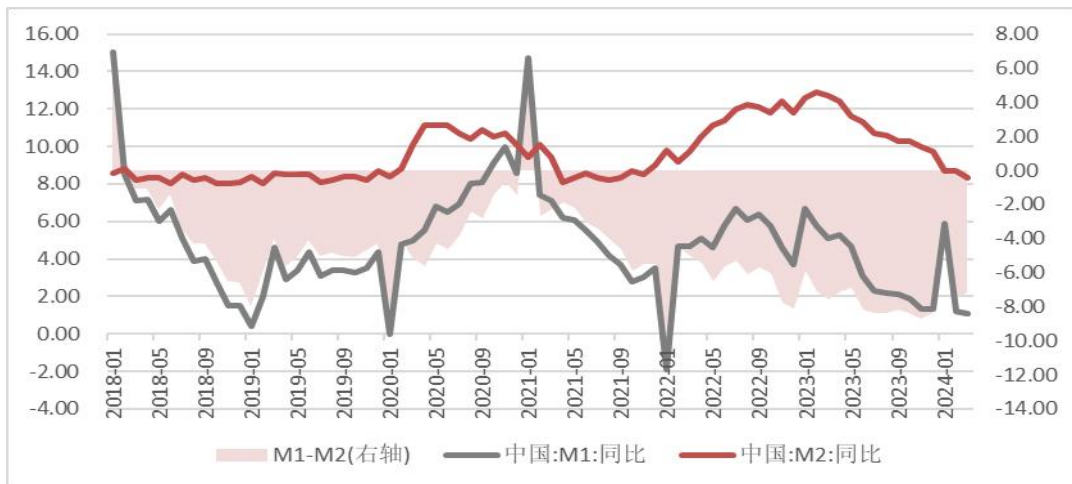
资料来源：瑞达期货、Wind

图12 居民、企业中长期贷款



资料来源：瑞达期货、Wind

图13 M1、M2增速及其剪刀差



资料来源：瑞达期货、Wind

三、 重要政策解读——“新国九条”——市场高质发展，保护投资者权益

4月12日，国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》。这是继2004年、2014年两个“国九条”之后，国务院出台的资本市场第三个“国九条”。此次出台的新国九条在资本市场监管、风险防范、保护投资者特别是中小投资者权益方面均有具体表态，时隔十年出台的纲领性文件，也将为资本市场的健康和长期稳定发展奠定基础。

1、 历次“国九条”极大提振市场情绪

回顾前两次“国九条”发布，分别发生于2004年与2014年，三轮政策发布均间隔10年，并且前两次

“国九条”发布均催化了显著的牛市行情。

2004年2月1日，国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，当时股市连续多年低迷，非流通股股东在二级市场高价再融资，侵害流通股股东利益，股权分置是市场的主要矛盾。而04年国九条最主要内容就是“股权分置改革”，非流通股股东为了让股票获得流通权，向流通股股东进行现金或股份补偿，至此开启了中国资本市场制度规范的时代。后续市场2007年的大牛市，沪指涨超6000点。

2014年5月9日，国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，当时A股市场长期低迷，究其原因是当时资本市场仍不成熟，一些体制机制性问题依然存在。国九条针对资本市场存在的问题，提出了一系列具体的政策措施。例如，加强中小投资者权益保护，完善信息披露制度，提高市场透明度；推动多层次资本市场发展，满足不同投融资需求；优化监管体系，强化监管执法力度，维护市场秩序等。此次国九条后A股展开了2015年的大牛市，沪指一路涨超5000多点。

表 1: 历次国九条内容对比

发布时间	2004年1月31日	2014年5月9日	2024年4月12日
背景	资本市场初具规模，但由于建立初期改革不配套和制度设计上的局限， 还存在一些深层次问题和结构性矛盾，制约了市场功能的有效发挥	资本市场快速发展，初步形成了涵盖股票、债券、期货的市场体系，为促进改革开放和经济社会发展作出了重要贡献。但我国 资本市场仍不成熟，一些体制机制性问题依然存在，新情况新问题不断出现	资本市场快速发展，在促进资源优化配置、推动经济快速发展和社会长期稳定、支持科技创新等方面发挥了重要作用， 为深入贯彻中央金融工作会议精神，要进一步推动资本市场高质量发展
目标	大力发展资本市场，以扩大直接融资	到2020年，基本形成结构合理、功能完善、规范透明、稳健高效、开放包容的多层次资本市场体系	未来5年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架；到2035年，基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场，投资者合法权益得到更加有效的保护
内容	1、充分认识大力发展资本市场的重要意义	1、总体要求	1、总体要求
	2、推进资本市场改革开放和稳定发展的指导思想和任务	2、发展多层次股票市场	2、严把发行上市准入关
	3、进一步完善相关政策，促进资本市场稳定发展	3、规范发展债券市场	3、严格上市公司持续监管
	4、健全资本市场体系，丰富证券投资品种	4、培育私募市场	4、加大退市监管力度
	5、进一步提高上市公司质量，推进上市公司规范运作	5、推进期货市场建设	5、加强证券投资基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强
6、促进资本市场中介服务机构规范发展，提高执业水平	6、提高证券期货服务业竞争力	6、加强交易监管，增强资本市场内在稳定性	
7、加强法制和诚信建设，提高资本市场监管水平	7、扩大资本市场开放	7、大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量	
8、加强协调配合，防范和化解市场风险	8、防范和化解金融风险	8、进一步全面深化改革，更好服务高质量发展	
9、认真总结经验，积极稳妥地推进对外开放	9、营造资本市场良好发展环境	9、推动形成促进资本市场高质量发展的合力	

资料来源：中国政府网、瑞达期货研究院

2、新国九条激发市场新动能

近两年注册制全面铺开，企业上市取消了审批制度并强化信息披露，监管减少对企业的限制，大批企业进入A股市场导致一度“鱼龙混杂”的局面，在海外流动性趋紧叠加内在信心偏弱的环境下，市场增量不足，股票数量增加分流了市场活跃资金，致使A股陷入多次3000点拉锯战。

1) 投资者利益

从严管上市企业质量、加强信息披露、对公司在上市流程中的减持、分红行为的规范等方面保护投资者利益，尤其是中小投资者的权益，其中，“健全退市过程中的投资者赔偿救济机制，对重大违法退市负

有责任的控股股东、实际控制人、董事、高管等要依法赔偿投资者损失”更有利于增强中小投资者的利益保护。

2) 上市公司严监管

IPO 方面，严把发行上市“入口关”，明确要求提高上市标准、完善科创属性评价标准，从严监管分拆上市，从源头做起对上市企业的公司经营、财务绩效、承销保荐、上市标准、估值、利润分配和小股东保护等各个环节全流程监控，全方面升级监管，维护资本市场良好的发行秩序和生态。此前，中央经济工作会议提出“必须坚持高质量发展和高水平安全良性互动”的要求，特别提及“鼓励发展创业投资、股权投资”，因此资本市场在融资功能方面如何进行优质企业的资金安全度保障将是重要一环，或对新兴行业持续性发展起到至关重要的作用。已上市企业方面，则要加强信息披露监管，严惩业绩造假，防范绕道减持，将减持与上市公司分红等“挂钩”，加强现金分红监管，推动优质上市公司积极开展回购。由此有望通过对违法行为惩处成本成倍高于其潜在收益，对优质企业形成正面激励，也由此可以切实维护全面注册制的制度严肃性从而彰显制度设计的长期科学性，有效提升上市公司经营绩效和信息披露的质量，实现对投资者信心的长期提振。针对退市机制方面，加大退市监管力度，深化退市制度改革，加快形成应退尽退、及时出清的常态化退市格局。具体包括进一步严格强制退市标准、进一步畅通多元退市渠道、进一步削减“壳”资源价值、进一步强化退市监管等四个方面。

3) 机构监管与交易监管

加强证券基金等机构监管，推动金融行业回归初心、做优做强。具体做法涉及提升证券公司和公募基金等行业机构在战略、专业和治理等方面综合经营能力，优化行业机构定位，在夯实合规风控基础的同时，促进提高专业能力，提升服务中长期资金的能力，维护市场稳定健康运行，提升投资者长期回报。产品维度出发，则是需要持续完善金融产品体系，提升产品收益和风险匹配性，同时加强投资者教育，提升居民财富配置效力。针对交易监管，从股市、私募、债市以及期货市场方面，要强化风险综合研判，加强战略性力量储备和稳定机制建设以及处理市场突出性风险。

4) 中长期资金

意见强调要建立培育长期投资的市场生态，大力发展权益类公募基金，大幅提升权益类基金占比。截至 2023 年底，A 股整体机构持股比例处于较低水平，中长期资金入市布局是现阶段解决当下增量不足局面的有效手段。鼓励中长期资金布局则可以通过建立 ETF 基金快速审批通道，推动指数化投资发展。资金来源可涉及全国社会保障基金、基本养老保险基金、企业年金、个人养老金、银行理财、信托资金等中长期资金，“完善全国社会保障基金、基本养老保险基金投资政策。提升企业年金、个人养老金投资灵活性。鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场，提升权益投资规模。

5) 制度保障

4月12日，证监会党委书记吴清表示，新“国九条”与证监会会同相关方面组织实施的落实安排，共同形成“1+N”政策体系。其中，“1”就是意见本身，“N”就是若干配套制度规则。“1+N”政策体系以强监管、防风险、促高质量发展为主线，是一个相辅相成的有机整体。后续证监会配套制度规则将相继发布。

3、如何布局以及影响机制

首先是需要优质的投资标的为价值投资、长期投资创造条件，提供承载长期资金的底层基础。不管是对机构投资者还是中小投资者，满足长期投资条件的优质企业，即既要有稳定的商业模式和良好的治理结构，又能为投资者提供较高的资本回报。最理想的状况是股价表现和企业声誉能与高ROE紧密关联，A股市场“长钱长投”的微观基础将会更加坚实。其次，对于机构以及交易行为的监管，有助于机构树立正确的经营理念，建立长期考核机制，回归本源，构建促进资本市场健康发展。通过制度引导和规范，形成长期投资行为的良性循环。最后，创造出长期回报效应的同时，制度建设则是资金进入市场重要的保障。“1+N”政策体系以强监管、防风险、促高质量发展为主线，是一个相辅相成的有机整体，以促进市场发展的良性循环。

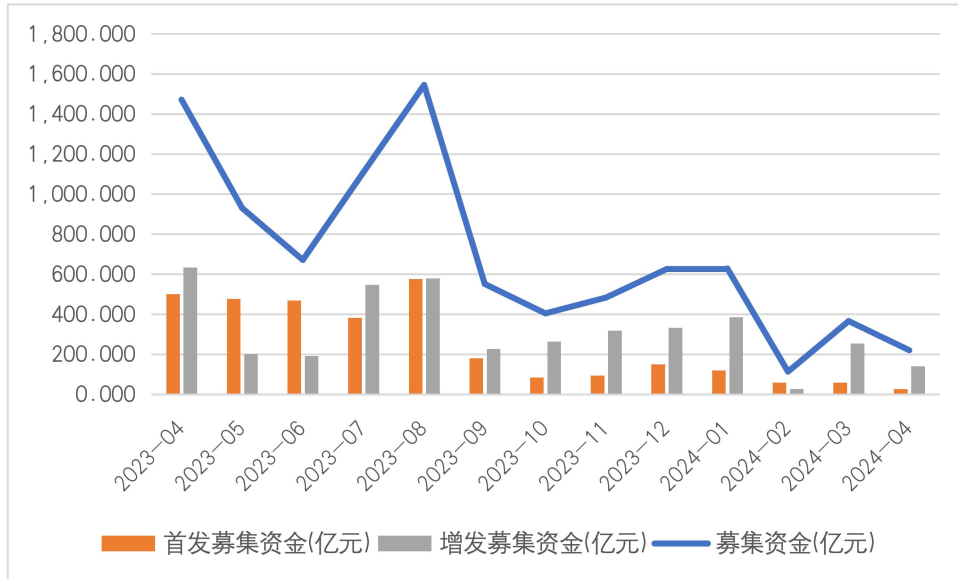
四、股指资金供需对比

(一) 资金消耗

1、一级市场

据wind数据统计，截至4月26日，2024年4月股权融资规模为219.79亿元，相较于3月份市场有所下降，处于低位水平。募集家数总共26家，与3月份持平。4月份首发募集资金总27.05亿元，增发募集资金总额为139.88亿元，资金规模均较上月下降。目前，对于中长期资金入市效果尚未达到预期，关于IPO收紧以及大股东减持限制等政策措施均在短期层面上暂时缓解资金流出，是阶段性的政策，中长期资金入市而是要靠市场化进程下完成真正实现注册制发行。

图14 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

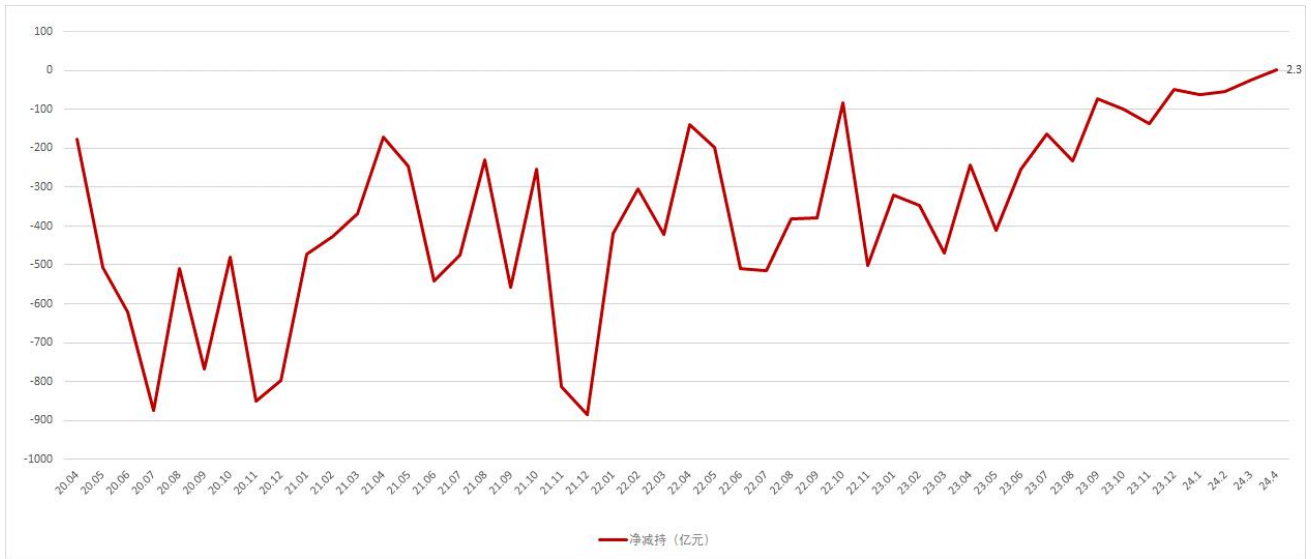
截至4月26日, 从重要股东二级市场交易公告来看, 4月份重要股东期间回购总金额为498.99亿元, 相较于3月份而言下降。回购家数为1060家, 相对持平。随着中国证监会此前就“活跃资本市场、提振投资者信心”推出一揽子措施, 沪市公司维护价值投资意识不断强化, 回购增持内在动力显著增强, 以实际行动提振投资者信心。此外, 4月份减持市值为80.17亿元, 减持家数为107家, 相较于3月份而言有所下降。4月份增持市值为82.49亿元, 增持家数为105家, 相较于3月份上升。4月份净增持市值为2.30亿元, 时隔四年, 大股东二级首次由净减持转为净增持。一季度二级市场资金消耗压力持续下降, 对A股流动性环境形成利好。此前, 证监会出台进一步优化融券机制, 具体包括: 一是全面暂停限售股出借; 二是将转融券市场化约定申报由实时可用调整为次日可用, 对融券效率进行限制。这两项措施的推出, 将会从一定程度上改善之前A股市场融券机制的漏洞, 避免限售股“不受限”的问题。

图 15 限售解禁市值



资料来源：瑞达期货、Wind

图 16 大股东净增（减）持变化



资料来源：瑞达期货、Wind

图 17 大股东增持情况



资料来源：瑞达期货、Wind

图 18 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4月26日，开放式基金股票投资比例为70.69%，与3月相比相对持平。4月份，股票投资比例有所回落。2024年一季度末，主动权益类基金持股比例平均为87.14%，相对2023年四季度，电力设备及新能源和有色金属占比上升较大，而在电子和医药占比下降较多。从一季度的基金持仓来看，混合型加股票型基金规模增长环比基本持平，偏股型基金仓位下降，股市增量资金未见明显增加。从资金供给层面难利好A股，资金博弈局面短期或仍激烈，结构分化程度可能加剧。

图 19 基金分类股票投资比例



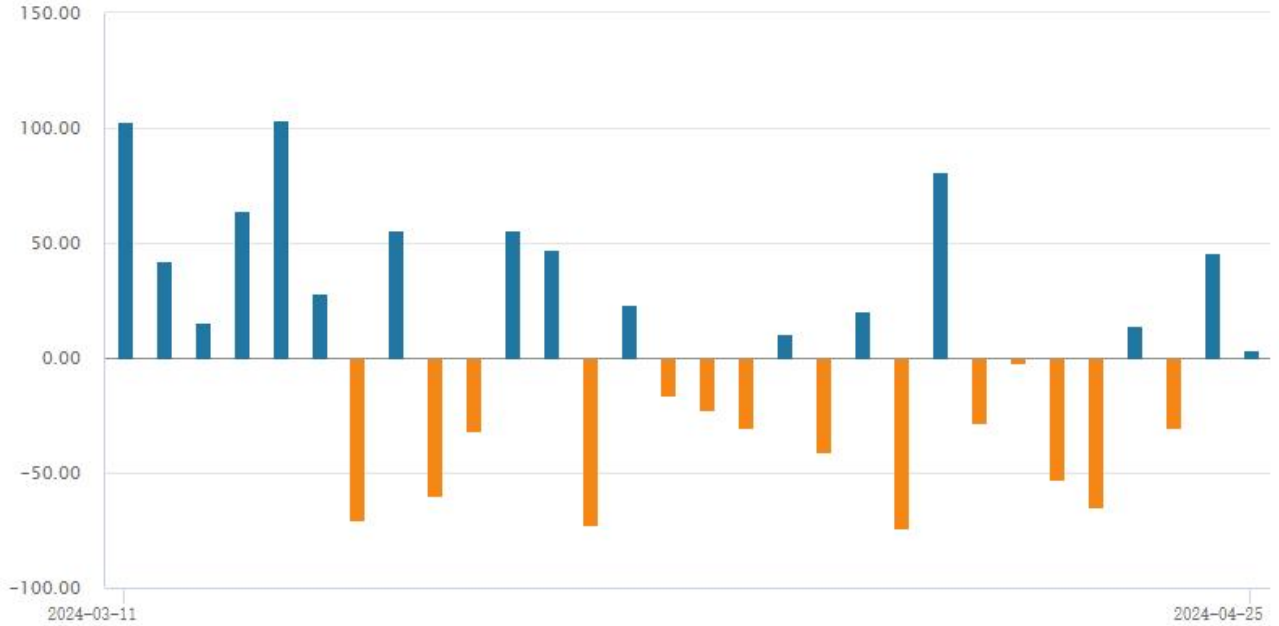
资料来源：瑞达期货、Wind

2、外资净流出

截至4月26日，4月份北向资金净流出幅度扩大，陆股通净流出187.04亿元。沪股通净流出73.60亿元，深股通净流出113.45亿元。月末，人民币币值波动再度放大，对中国资产估值上修形成压力，外资流出压力较强。回顾2015年以及2018年A股市场底部区间，均伴随着外资大幅卖出的情况，然而可以关注到低估值下，外资大幅加码A股市场的意愿亦较高，底部回升阶段多数伴随着外资后续大幅净流入的情况，

静待全球市场流动性环境改善，权益资产风险偏好有望于明年继续回升。

图 20 陆股通资金近 30 日流向（亿元）（日）

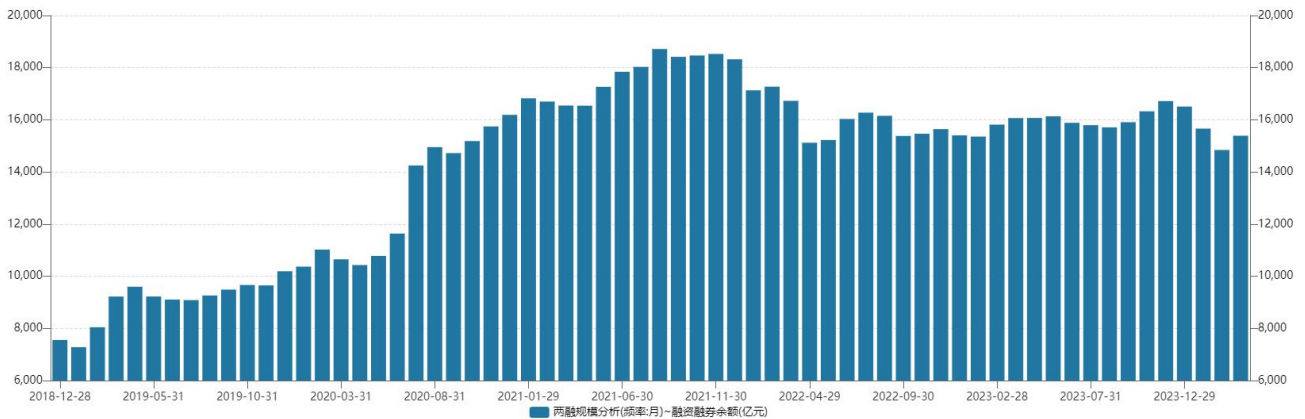


资料来源：瑞达期货、Wind

3、两融余额

截至 4 月 26 日，两融余额为 15248.95 亿元，较 3 月末有所下降，其中融资余额以及融券余额均下降。4 月份融资期间买入额为 12018.42 亿元，融资买入情绪降温。从融资买入额占 A 股成交额比例来看，4 月融资买入额 12018.42 亿，占 A 股成交额比例为 8.02%，相较于 3 份而言上下降。2024 年以来，A 股两融交易总额累计 55273.59 亿元，日均融资买入额 746.94 亿元，占 A 股日均成交额的 8.36%。当前 A 股市场交投仍处于温和区间。随着汇金增持消息叠加万亿国债政策支持，带动资金做多情绪回暖。然当前国内经济仍处于弱复苏阶段，政策对经济的效力尚未完全体现，不排除后续情绪再度降温的情况。

图 21 融资融券余额



资料来源：瑞达期货、Wind

图 22 融资买入额占 A 股成交额比例 (%)



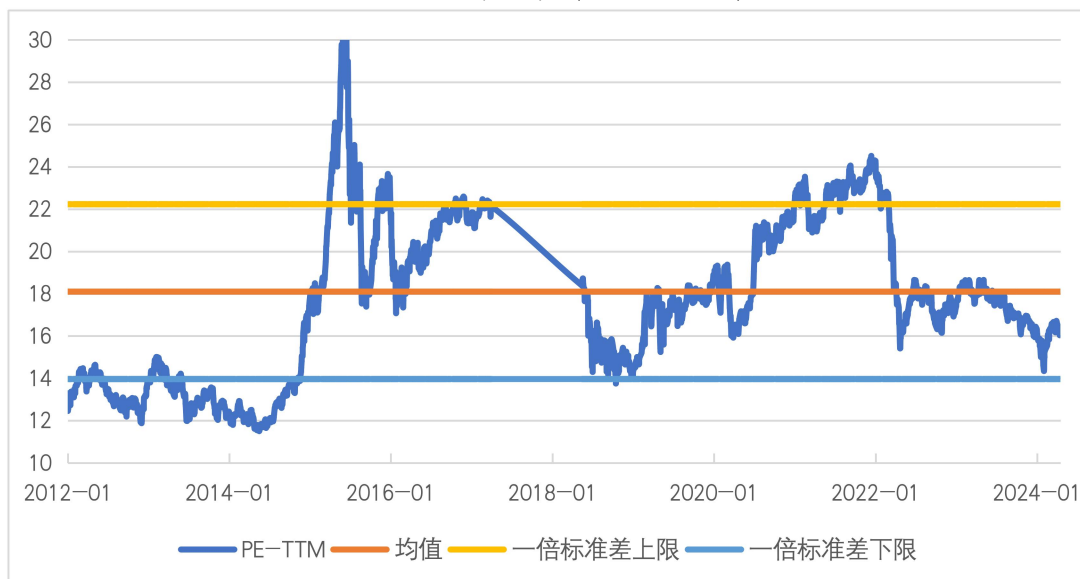
资料来源：瑞达期货、Wind

五、市场估值分析

当下权益市场估值和基本面情形相匹配。截至 4 月 26 日，全部 A 股市盈率处于 16.38 倍，随着市场情绪转暖，估值相较于上月有所回升。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 为 3.85，超过一倍标准差上限。风险溢价上行可能既体现股债周期运行，也反映资产估值中枢发生变化，这导致了近年来股债估值的运行区间不再固定，继而削弱了资产价格均值回归特征。资产估值中枢的变化或能体现在我国经济目前面临四个重大结构性变化：**人口增速放缓、地产周期下行、逆全球化加深、居民杠杆率趋平**。长期结构性因素可以改变经济主体的长期预期，最终影响资产估值中枢。对于风险溢价来讲，增长中枢越低、通胀中枢越高、宏观波动越大，投资者要求的风险补偿越高，中枢上移幅度可能越大。

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。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 23 全 A 市盈率 (TTM-整体法)



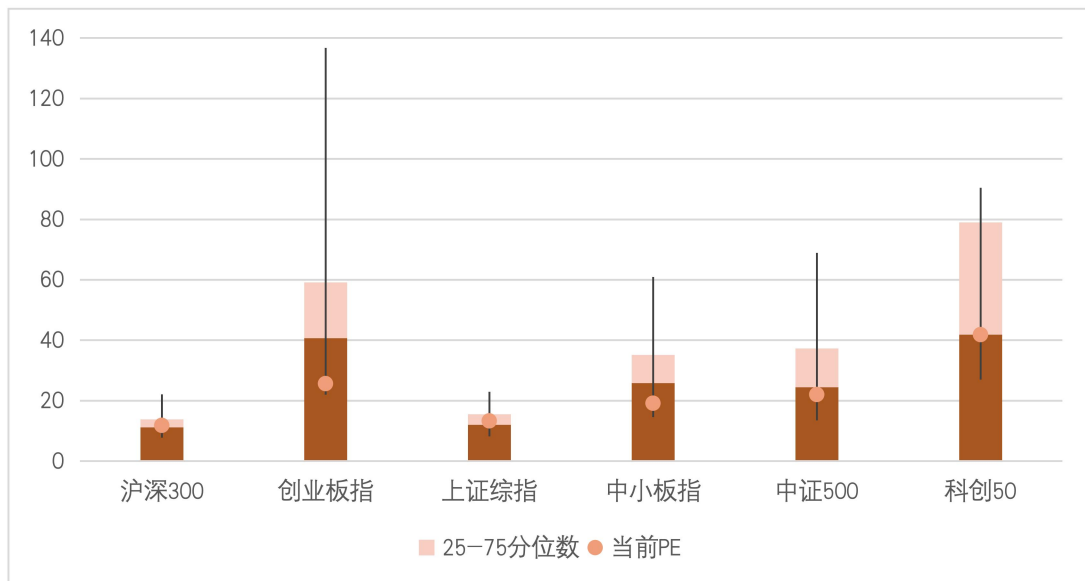
资料来源：瑞达期货、Wind

图 24 股债风险溢价



资料来源：瑞达期货、Wind

图 25 A 股主要宽基 PE 估值



资料来源：瑞达期货、Wind

六、五月份股指走势展望

三大指数均录得涨幅，大盘指数走势偏强，两市成交量回升。沪指于3000点-3100点区间震荡，短线支撑上移，深成指以及创业板指小幅收涨。四期指有所分化，在周期权重催化行情下，上证50走势强劲，中证1000相对弱势。期指基差与指数盘面情绪形成正相关，当前大盘股指维持升水结构，中小股指贴水结构，顺期限展期策略收益相对稳健。短期获利资金了结，市场面临震荡，基差继续走强存在难度，维持IF/IH小

幅升水，IC/IM贴水判断。四期指净持仓来看，由于前期市场回暖，净空单均呈现不同程度回落，IC合约前二十名净持仓一度转正。后续随着行情进一步回升，净空单规模或持续收缩。

海外层面，美国当前经济增速放缓和通胀二次抬头的共同存在使得美联储面临两难局面。从对市场影响的角度看，目前较为确定的是美联储降息的预期再次受到打压。一季度美国经济数据和通胀数据公布的当天，美股三大指数全线收跌，2年期和10年期收益率上行，市场对美国经济走弱和通胀顽固的局面展开重新定价。从CME数据看，当前市场主流预期为8月之前美联储大概率不会降息，9月之后到年终或有降息概率，降息时点最晚可能到今年年底。对A外部流动性的影响或再度延后，后续股指支撑或更多参考国内经济的确定性修复以及中长期增量资金的布局。

国内层面，一季度中国实际GDP录得5.3%的较高增速，为全年实现5%左右的增速提供有力支撑。本季度经济总量数据上实际GDP与名义GDP增速的差距较大，实体企业实际获利能力有所弱化。GDP平减指数已经连续四个季度负增长，物价低迷对经济名义增长的拖累较为明显。而政策端，在政府工作报告和财政预算报告的积极定调之下，2024年广义财政支出保持较高水平，较2023年边际提升，预计一系列大规模设备更新购置、超长期特别国债、专项债等扩大内需政策逐步落地，政策效果的兑现将推动经济平稳回升。

近期市场对于政策的关注度进一步抬升。结合4月底可能召开的中央政治局会议，建议关注政策层对于当前经济环境的定调以及在稳增长等相关政策方面的表述，当前投资者对房地产等重点领域的基本面及政策环境关注度较高。此外，中美互动增加。继4月初美国财长耶伦访华后，本周美国国务卿布林肯访华，中美双方在全面交换意见的基础上形成五点共识，这对于外资回流中国资产也起到了正向促进效果。最后，A股市场估值仍处于历史低位，性价比优势明显。经历2月初以来的行情企稳后，当前沪深300前向市盈率为10.4倍，依然明显低于12.6倍的历史均值水平。

图26 沪指K线图



六、期指交易策略

4月股指行情整体呈现出轮动震荡走势，沪指成交量回落到8000亿元左右，资金博弈剧烈，或仍在等待业绩验证为主，月末资金流向大盘股。品种表现来看，IC、IM在春季上涨行情后有所回落。由于当前经济恢复节奏为曲折向上，资金偏好在前期大幅反弹后可能再度回到现实验证的交易主线。5月可能以业绩更稳定向好的大盘蓝筹指数表现占优，可尝试逢低建仓多头IF、IH。

五月策略：

1) 多 IH2406

参考入场指数点位：2480 附近

方向：多

止盈设置：2680

止损设置：2413

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。