

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.

A 股市场呈弱下行，静待经济预期企稳



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

四月份 A 股进入了第三波整体下行行情，沪指自 3200 震荡区间快速下挫，最低突破 2900 点关口，月末市场在多项维稳意图政策的出台下有所企稳。展望五月份，经济三重压力依然较强，基本面快速向好具有一定难度，由于政策发力在上半年，效应落地经济企稳或将在下半年实现，同时，以三月份以及四月份的数据来看，疫情限制供给以及需求，未来疫情不确定性与外部环境的复杂化将对预期形成扰动。

五月份 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。经济基本面预期的提振将是指数反转的信号，当前市场信心的修复是指数止跌的关键，考虑到内外环境仍存在较多不确定性，保守来看我们仍于短期看空市场，而在稳增长政策发力下，中长线 A 股估值具备上行空间。预计短线大盘将于 3000 点附近震荡，利好消息面的出台有望拉升至 3200-3400 震荡区间。

策略方案

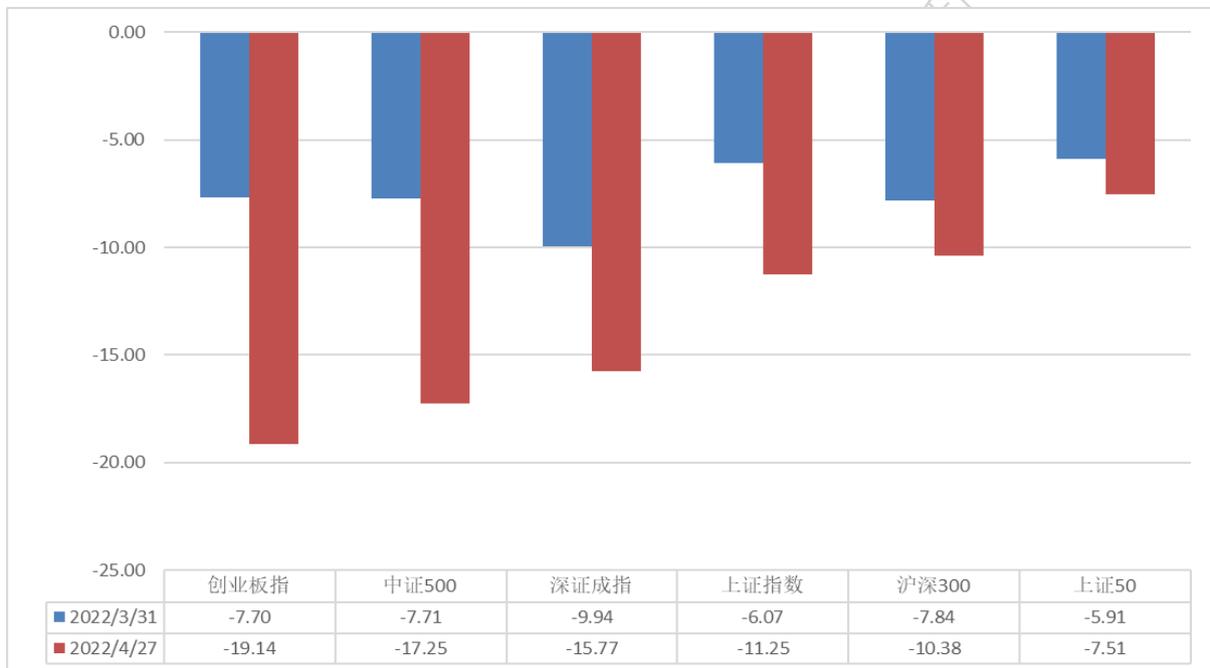
单边操作策略	
操作品种合约	IF2206
操作方向	空
入场价区	4000
目标价	3600
止损价	4200

风险提示：地缘政治风险修复以及经济超预期回暖

一、市场回顾

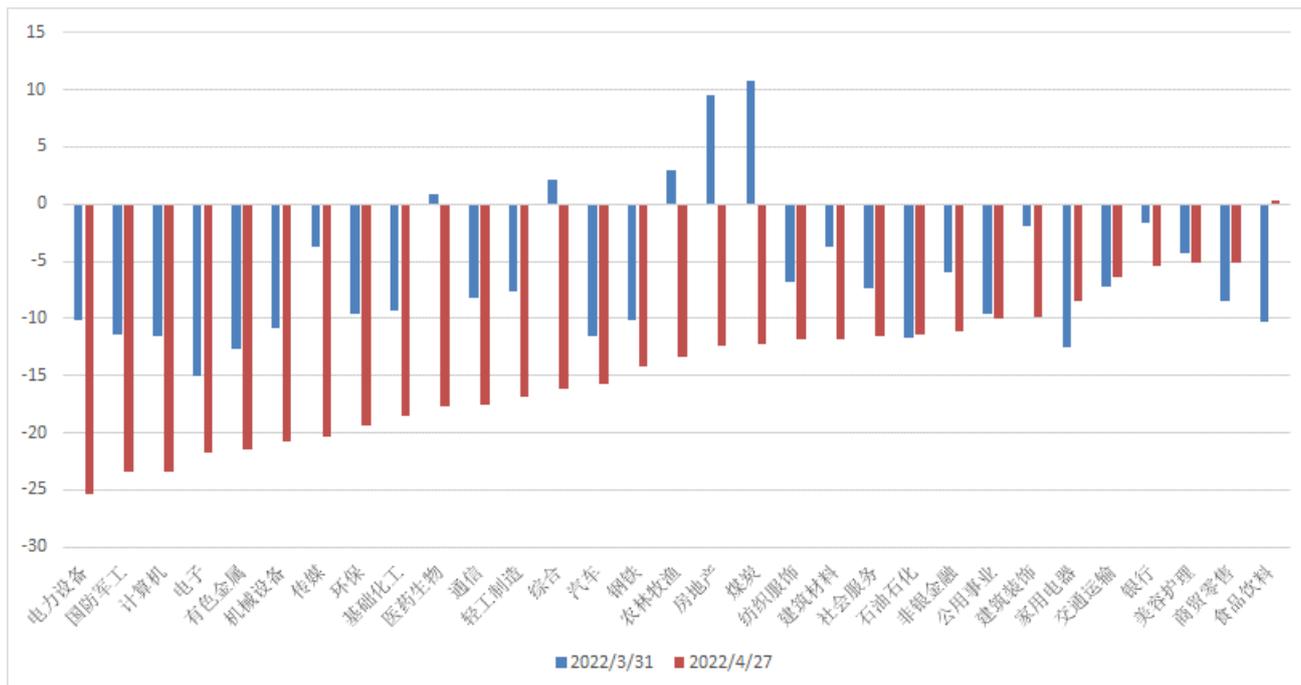
截至4月27日，主要指数月度跌幅扩大。4月份，沪指回调幅度超过11%。重要指数中，创业板指跌幅最大，达19.14%，对比上月亦呈大幅回调趋势。三期指中，中证500走势最弱，本月下行超过17%。行业板块呈现普跌态势，电力设备、国防军工、计算机以及电子等板块跌幅领先，成长风格受到明显抑制。申万一级行业分类中，仅食品饮料小幅收涨。市场波动率短期上升，收益率明显下行。当前市场风险偏好受到显著抑制，主要是国内基本上三重压力依然较强，叠加外部流动性收紧，市场整体下行压力扩大。

图1 主要指数月度涨跌幅



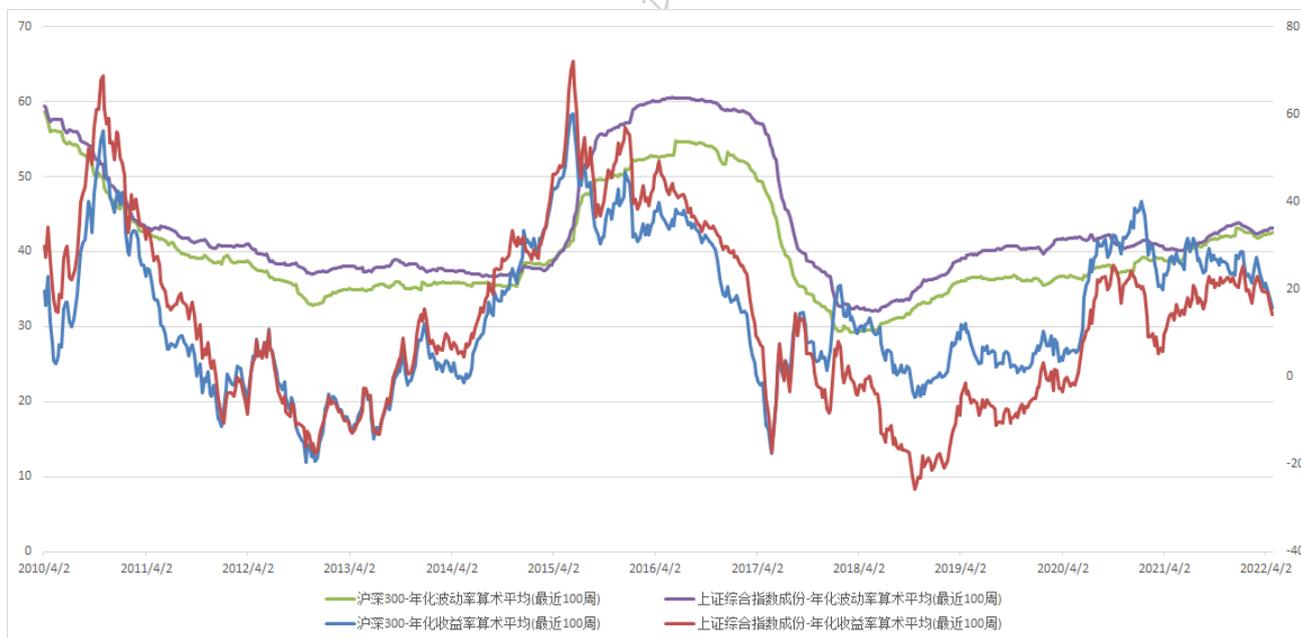
资料来源：瑞达期货、Wind

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

二、 基本面分析

(一) 经济景气度下滑，供需均呈弱

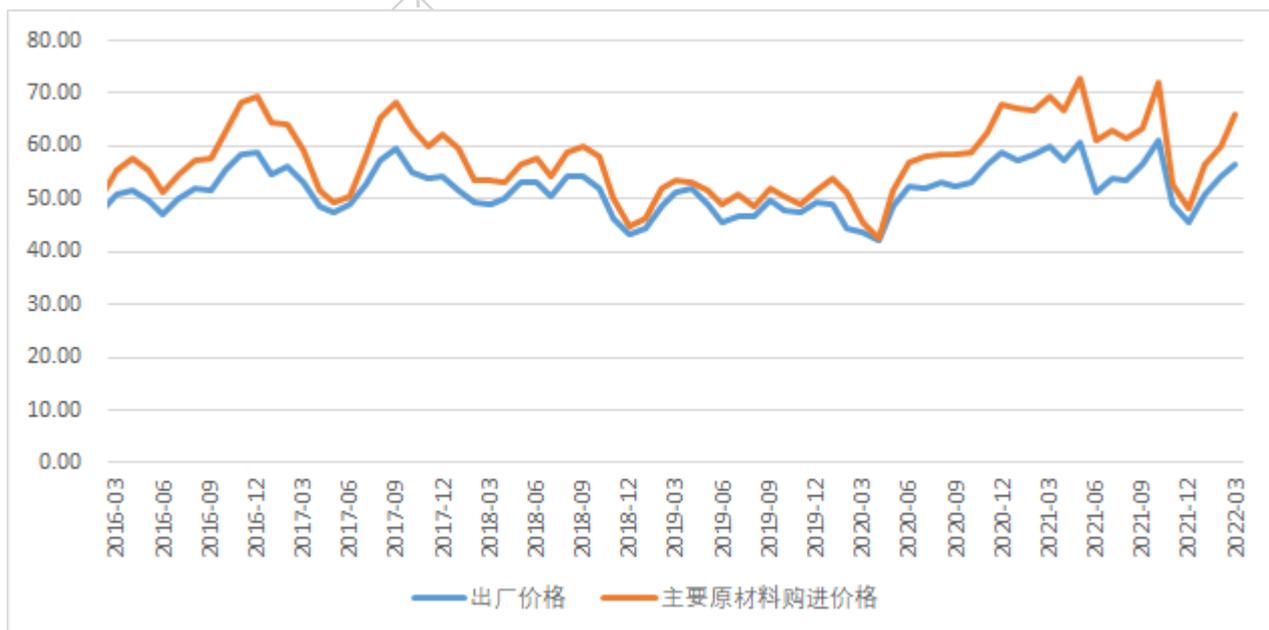
从2022年3月的数据来看，官方制造业PMI为49.5%，较前值下降0.7个百分点，再度回落于荣枯线之下。生产端延续下行趋势，较上月减少0.9个百分点，重新位于荣枯线以下，需求端则经历大起大落，2月短暂回升后3月份再度大幅回落。本次回落呈现“逆季节性”特点，回落幅度超过市场预期。主要分项指标中，仅购进价格、产成品库存上升，其余指标均出现不同程度回落，新订单以及新出口订单回落幅度较大，显示出需求端依然维持较为疲软的态势。供给端亦明显呈弱，疫情扰动继续对生产以及物流产生消极影响。二季度来看，随着海外步入流动性紧缩周期，经济复苏峰值过去，未来出口增速大概率回落，叠加疫情冲击仍难根除，内需复苏情况不容乐观，政策将持续加码发力。

图表1 制造业PMI分项数据

指标名称	2022-01	2022-02	2022-03	差值
PMI	50.10	50.20	49.50	-0.70
生产	50.90	50.40	49.50	-0.9
新订单	49.30	50.70	48.80	-1.9
新出口订单	48.40	49.00	47.20	-1.8
产成品库存	48.00	47.30	48.90	1.6
进口	47.20	48.60	46.90	-1.7
出厂价格	50.90	54.10	56.70	2.6
主要原材料购进价格	56.40	60.00	66.10	6.1
原材料库存	49.10	48.10	47.30	-0.8
从业人员	48.90	49.20	48.60	-0.6

资料来源：瑞达期货、Wind

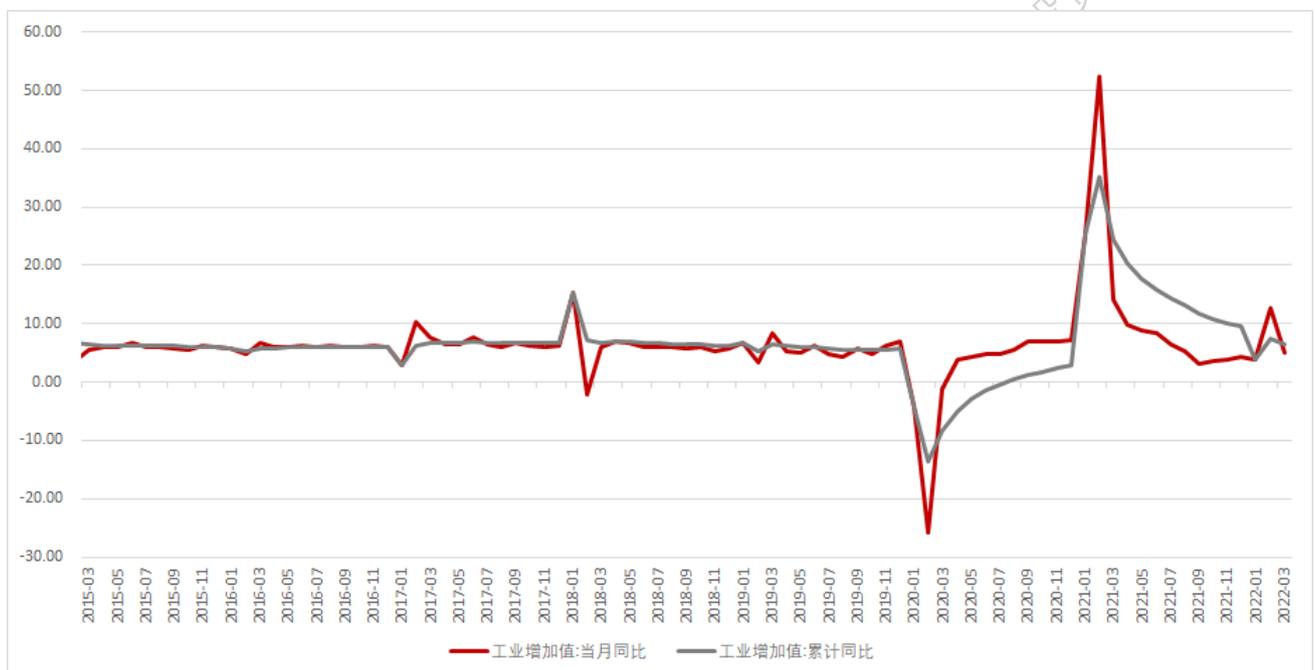
图4 PMI原材料价格以及出厂价格



资料来源：瑞达期货、Wind

3月份工业增加值当月同比大幅回落。规模以上工业增加值同比实际增长5.0%，从环比看，3月份，规模以上工业增加值比上月增长0.39%。一季度，规模以上工业增加值同比增长6.5%。从分项上看，仅采矿业同比呈小幅扩张趋势，制造业、电力以及高技术产业增速均呈现较为明显的下行。一季度工业经济运行情况较为不理想，主要是由于3月份工业生产明显放缓，企业生产经营压力上升，产业链上中下游利润分化的局面亦较为明显，整体看，3月份国内经济活力明显减弱，1-2月份的开门红局势未能得到延续，经济增长形势出现反转。

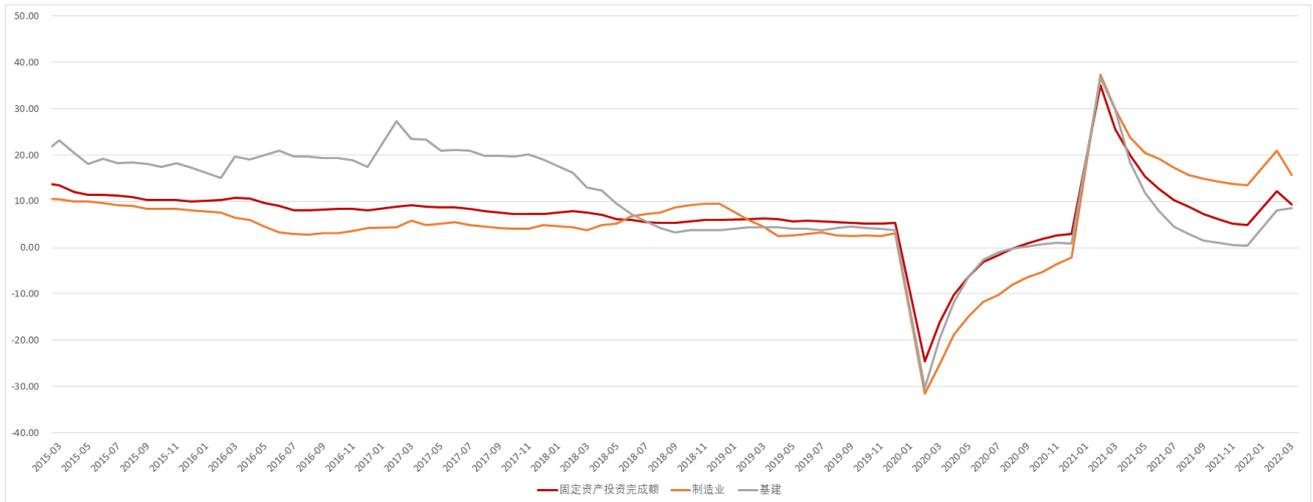
图5 工业增加值



资料来源：瑞达期货、Wind

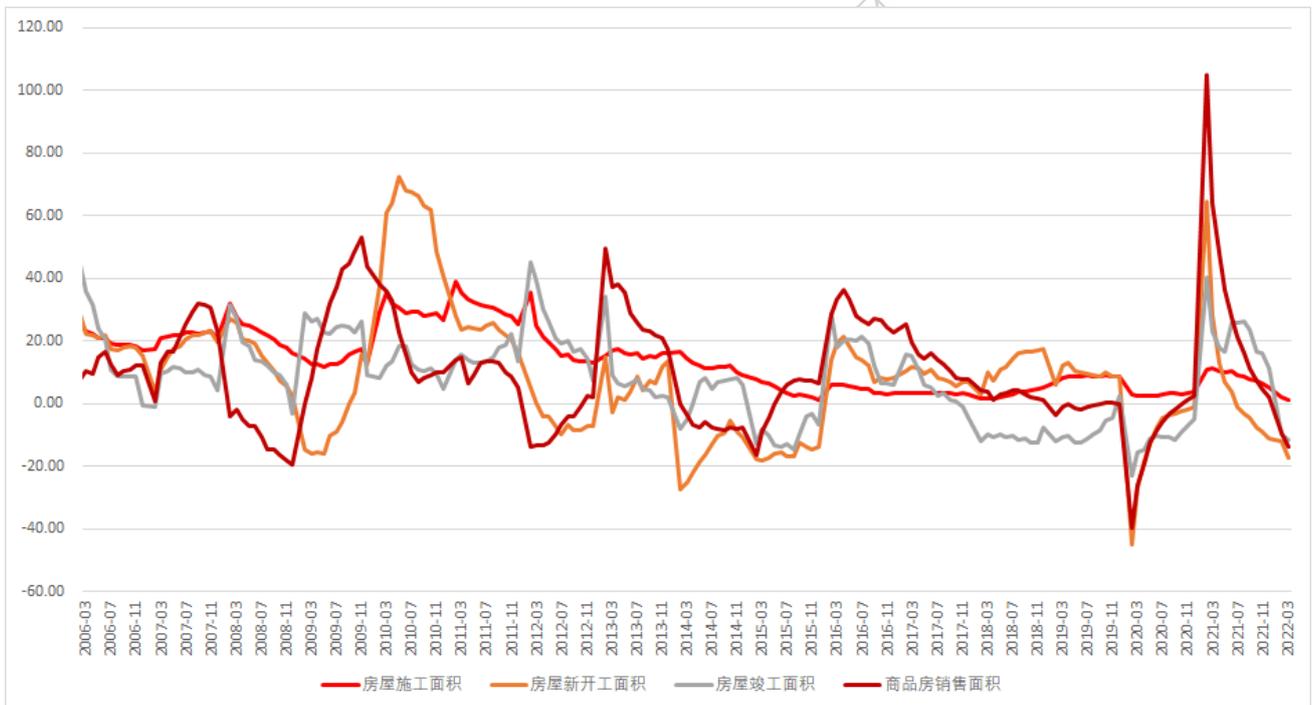
一季度来看，投资增速未能显著提升，稳增长效力尚未显现。1-3月份，全国固定资产投资同比增长9.3%。其中，民间固定资产投资同比增长8.4%。从环比看，3月份固定资产投资增长0.61%。房地产投资增速延续弱势，新开工面积、竣工面积以及商品房销售面积等分项指标呈现负增长。内外冲击加剧了经济下行压力，而由于经济增长主要驱动力来源于投资端，在海外大宗商品价格高企叠加国内疫情扰动持续影响，投资增速难以对整体经济形成支撑。

图6 固定资产投资分项



资料来源：瑞达期货、Wind

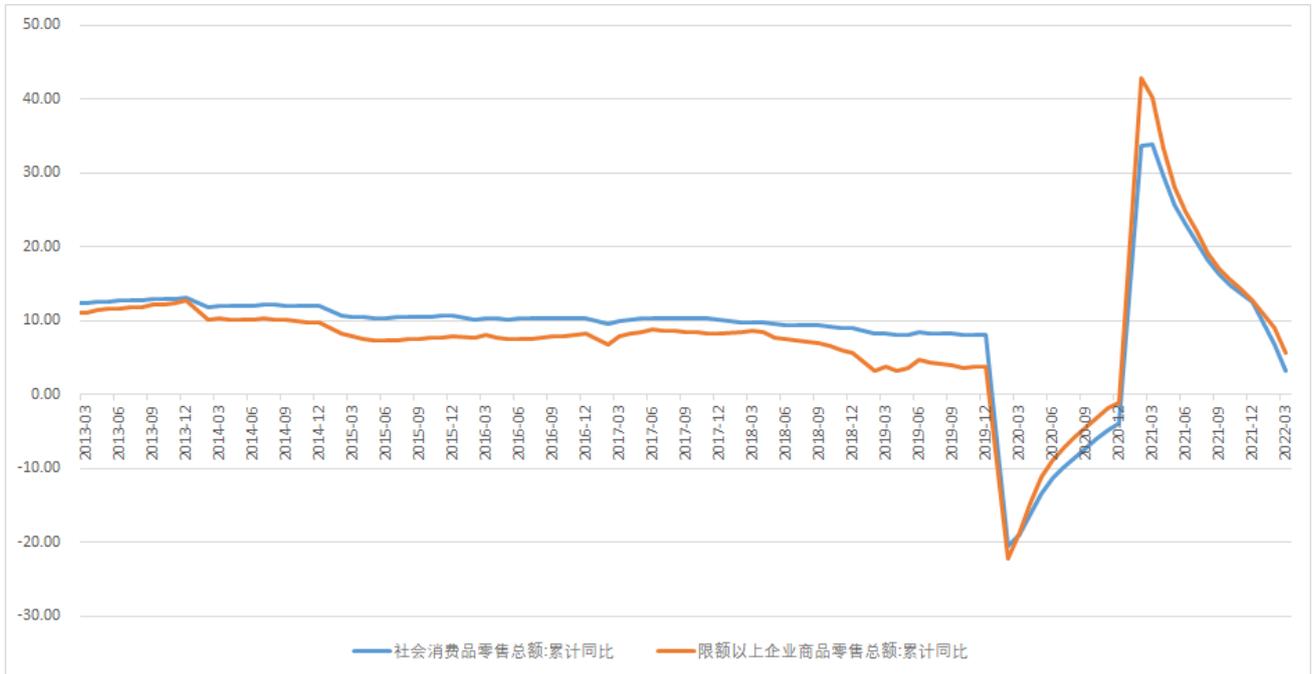
图7 房地产投资分项



资料来源：瑞达期货、Wind

消费延续下行趋势。3月以来，社会消费品零售总额同比下降3.5%，商品零售下降2.1%，餐饮收入同比下降16.4%。一季度整体来看，社零同比增长为3.3%。在春节假期因素以及多地消费政策落地，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地反弹，进一步对消费形成抑制。二季度来看，经济增长三重压力并未初见缓释，疫情蔓延更为严峻，消费短期企稳或面临较大困难。

图8 社会消费品零售总额

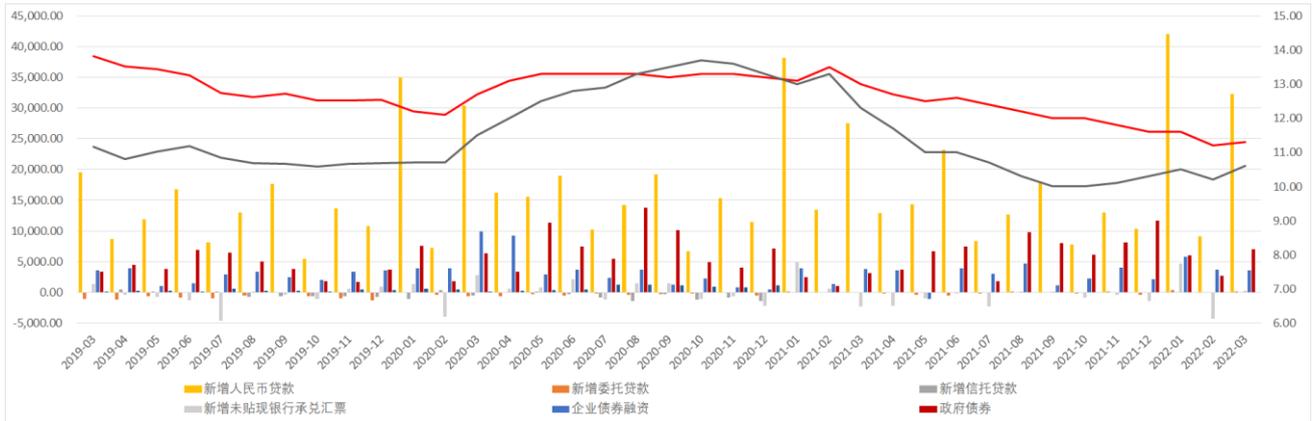


资料来源：瑞达期货、Wind

3月份金融数据边际改善，新增社融规模为4.65万亿元，强于预期的3.6万亿元；社融同比增长10.6%，高于前值的10.2%；M2同比上涨9.7%，高于前值的9.2%。企业贷款成为主要拉动项，其中短期贷款增速贡献效应较为明显，中长期贷款依然较弱，尤其居民中长期贷款是主要拖累，然相较2月份已有所改善。3月社融数据的企稳，一定程度上反应了稳增长政策的对冲效应。展望二季度，疫情对经济将带来持续性压力，实体经济需求以及金融机构风险偏好的修复或难以是短期过程，政策将持续发力虽已较为明确，然而落地效果依然面临较多不确定性，宽货币推动宽信用或是经济企稳的关键

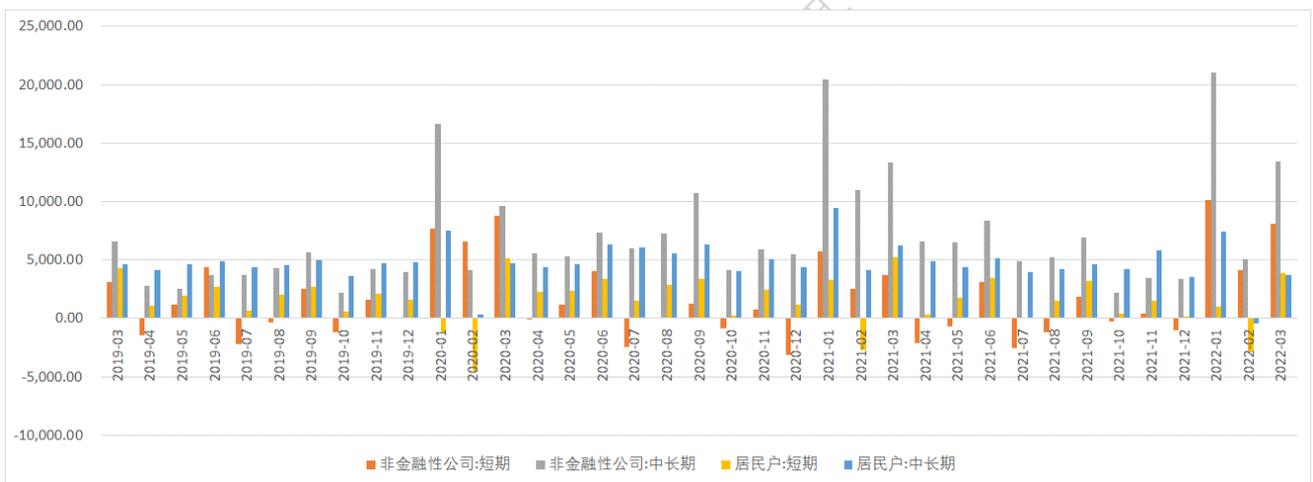
当前国内经济下行压力增大，企业信贷需求仍需提速，市场宏观预期呈弱。然而海外通胀水平高企，会对我国造成输入型通胀压力，因此在内外复杂局势下我国货币政策面临稳增长与稳物价的双重目标。预计今年央行大幅降准降息空间不大，货币政策将更注重结构性功能，更加精准地满足企业的融资需求。

图9 社会融资分项



资料来源：瑞达期货、Wind

图10 新增人民币贷款



资料来源：瑞达期货、Wind

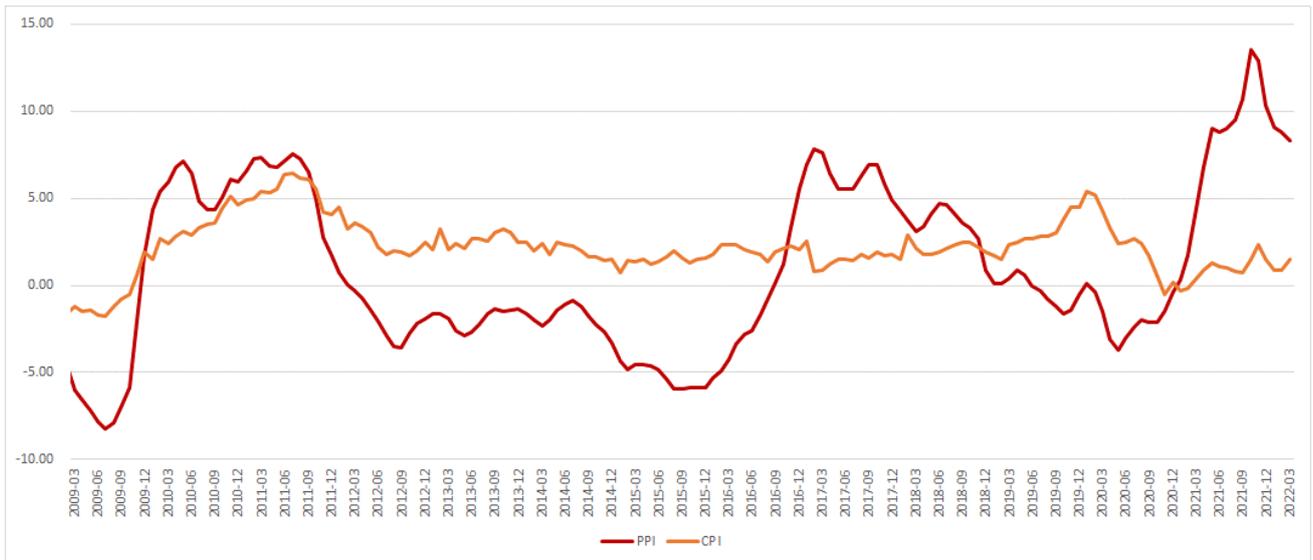
(二) CPI 环比上涨， PPI 环比涨幅扩大

3月份，CPI环比涨幅超季节性增长，同比相较上月0.9%抬升0.6个百分点，达1.5%。疫情多地蔓延导致物流受阻叠加海外能源通胀的外溢效果，CPI同比涨幅扩大。一方面，能源作为消耗品结构部分，价格上涨带动CPI上行；另一方面，化肥价格和粮油价格上行，以及物流受阻等因素共同带动蔬菜蛋类等食品类价格上涨，因而食品项对CPI整体拖累效果减弱。二季度来看，预计猪肉价格对食品项的拖累效应将逐步减弱，地缘冲突以及国内疫情两大不确定因素是决定CPI是否超预期上行的关键。

3月份，PPI同比涨幅达8.3%，相较于2月份8.8%回落五个百分点，然而仍略高于市场预期。地缘冲突影响下，大宗商品价格上涨是引发国内PPI回落放缓的主要因素。其中煤炭价格有所上行，钢价保持相

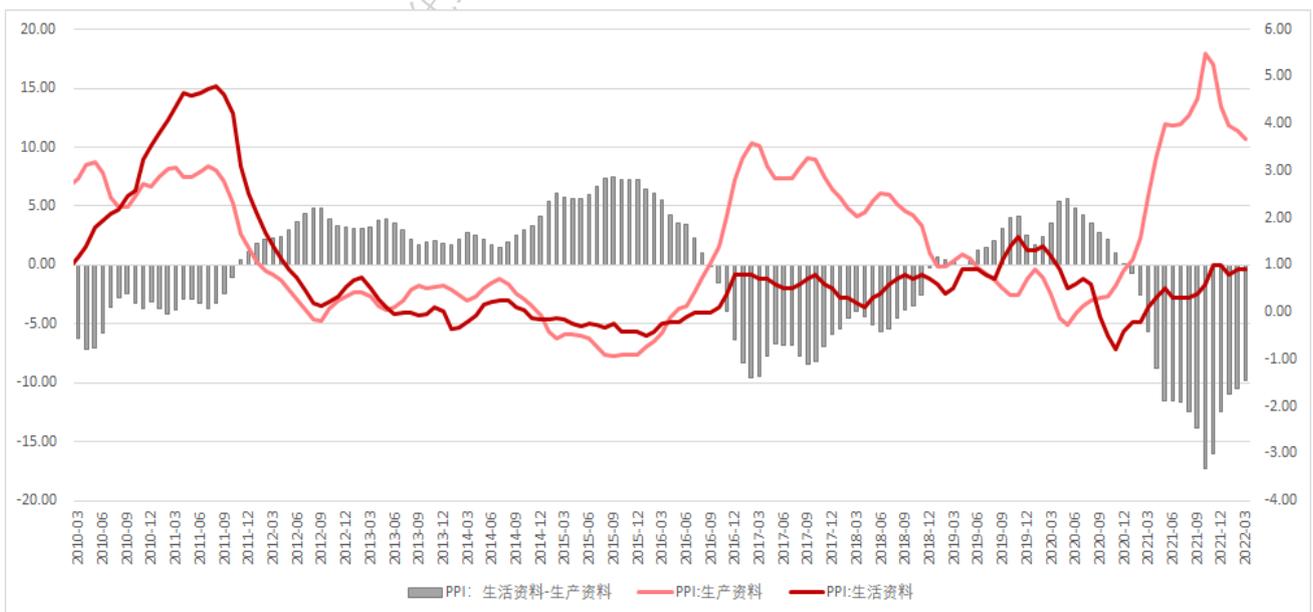
对平稳。基于翘尾因素的影响，预计二季度PPI仍逐步回落，在海外通胀环境以及国内疫情干扰的情况下，PPI回落速度大概率延续放缓趋势。

图表 11 PPI 与 CPI 同比



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 12 PPI 生产资料与生活资料



资料来源：瑞达期货、Wind

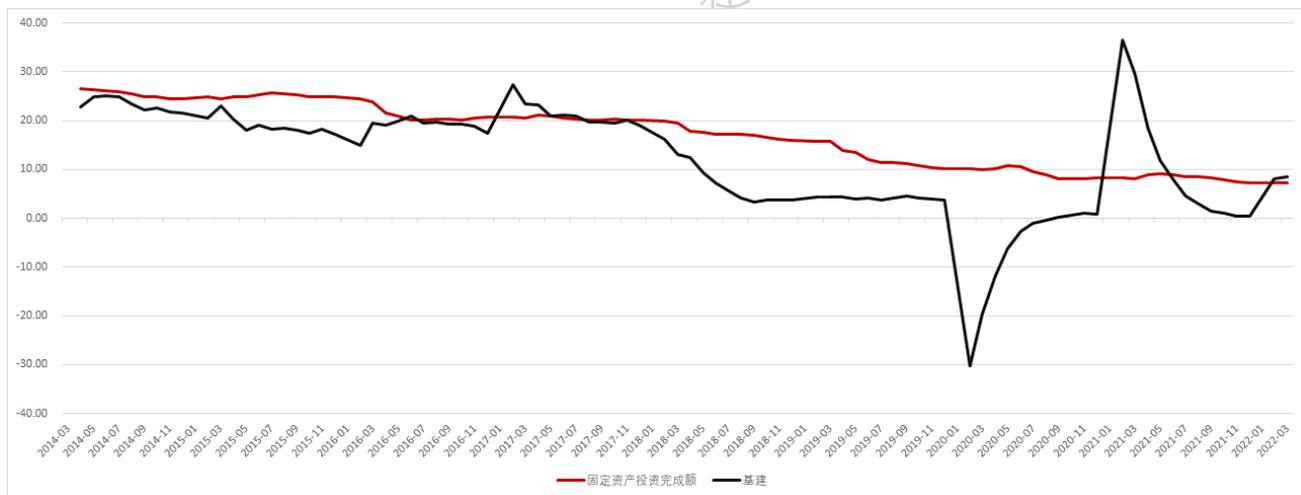
三、重要政策解读

(一) 中央财经委员会

中共中央总书记、国家主席、中央军委主席、中央财经委员会主任习近平4月26日主持召开中央财经委员会第十一次会议，研究全面加强基础设施建设问题，研究党的十九大以来中央财经委员会会议决策部署落实情况。会议强调，**基础设施是经济社会发展的重要支撑**，要统筹发展和安全，优化基础设施布局、结构、功能和发展模式，构建现代化基础设施体系，为全面建设社会主义现代化国家打下坚实基础；中央财经委员会是党中央领导经济工作的重要制度安排，各地区各部门要准确领会中央财经委员会决策部署精神，共同推动决策部署落实落好。

此次中央财经委员会重点强调了基建，当前经济下行压力较强，宏观预期呈弱加剧资本市场动荡，本次中央财经委员会的召开稳定了市场信心，市场资金情绪得到一定修复，指数急跌之后短线呈反弹趋势。

图 13 基础设施建设同比增速



资料来源：瑞达期货、Wind

图 14 上证指数 K 线图



资料来源：瑞达期货、Wind

（二） 中央政治局会议

中共中央政治局 4 月 29 日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作，审议《国家“十四五”期间人才发展规划》。会议认为，当前疫情以及地缘政治风险导致风险挑战增多，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，**稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战**。做好经济工作、切实保障和改善民生至关重要。要坚定信心、攻坚克难，确保党中央大政方针落实到位。

1、风险短期超预期，然经济增长目标并未松动

当前，风险挑战相比两会制定经济增长目标时增多，但会议对经济增长目标持续坚持，并未松动，强调坚定信心、攻坚克难。因为今年的经济增速既事关今年就业、民生等问题，也事关十四五发展规划、2035 年翻一番目标、大国博弈阶段中国优势等问题。不按预期达成经济目标将影响诸多中央大政方针。此外，增速太低，也是一种风险，此前中央经济工作会议明确提出坚持以经济建设为中心、推动经济实现质的稳步提升和量的合理增长。

2、强调目标导向，加大宏观政策力度

在风险挑战增多、全年经济增长目标达成压力加大、坚持目标导向的背景下，政策进一步加大力度、加快节奏是应有之义。此次会议强调要加快落实已经确定的政策、抓紧谋划增量政策工具、全力扩大国内需求，因此二季度宽信用、扩投资、提消费的既定政策有望加快推出、落地、见效，新增政策亦可期待。

3、强调促进房地产、平台经济健康发展，要求完善具体政策、措施

地产行业的持续不景气将明显拖累全年经济目标的达成，房住不炒是长期调控精神，稳增长是短期核

心关切，因此短期中央明确支持各地优化、完善地产相关政策，促进行业平稳发展。而关于平台经济，此前中央经济会做会议提出要认识资本作用，要发挥资本作为生产要素的积极作用，同时有效控制其消极作用，此次会议后平台经济“红绿灯”相关政策将加快落地。

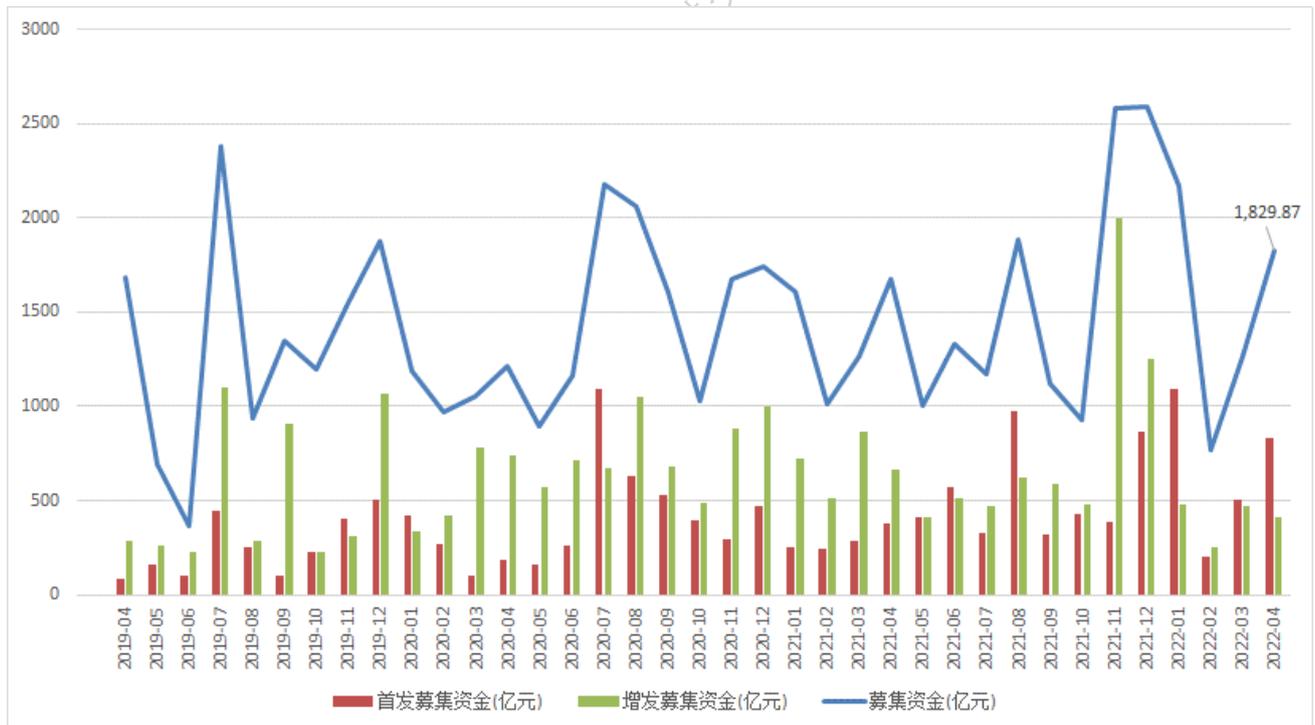
四、股指资金供需对比

（一）资金消耗

1、一级市场

据 wind 数据统计，2022 年 4 月股权融资规模延续大增，达到 1829.87 亿元，较 3 月份明显上行。截至 4 月 28 日，募集家数总共 80 家。一季度首发募集资金总共 4198.20 亿元，IPO 募集资金总额为 1798.73 亿元，增发募集资金总额为 1205.06 亿元。总体来看，增发以及首发资金较去年年底均有所下滑。当前市场面临海内外空头因素的制约，一级市场融资意愿有所下降。另外，2022 年以来，新股破发或已成为常态。2022 年沪深走势波动加大，今年以来 A 股共有 92 只新股上市，其中 22 只首日破发，占比接近 24%。

图表 15 一级市场对资金消耗情况



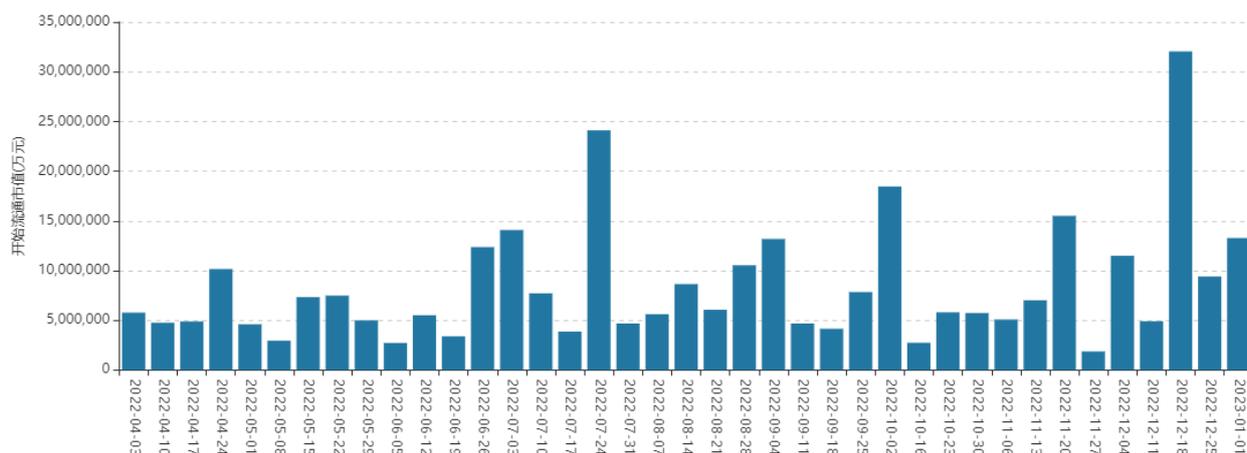
资料来源：瑞达期货、Wind

2、大股东二级市场及回购交易情况

截至4月28日，从重要股东二级市场交易公告来看，四月份净减持市值为140.02亿元，较3月份420.91亿

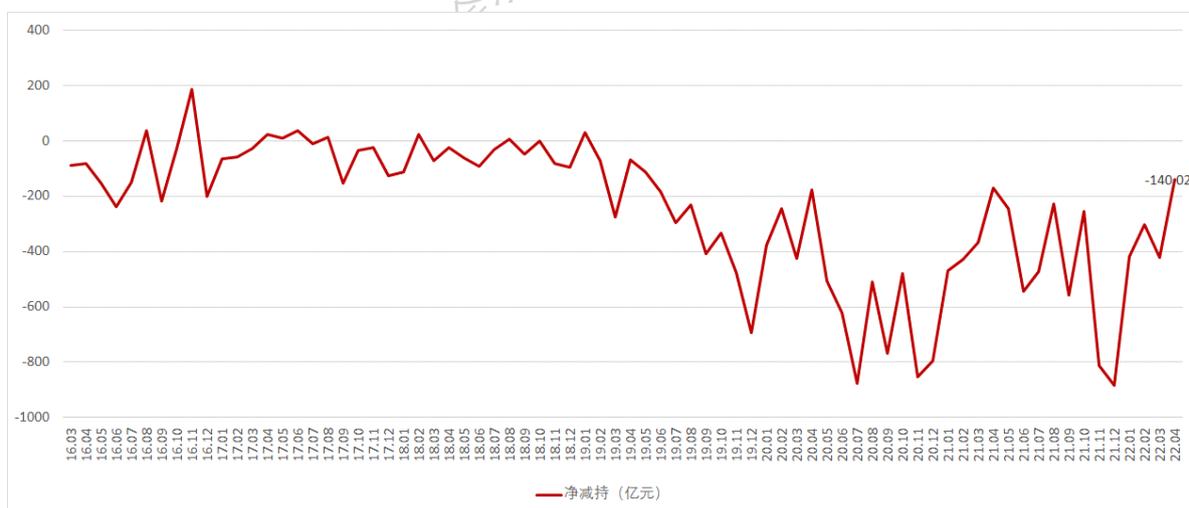
元呈明显上升。一季度增持市值为180.31亿元，较去年四季度120.21亿元大幅增加，另外，四月份股东减持家数为285家，较上月694家明显下降。四月份，长安汽车、中银证券以及亚钾国际遭大幅减持，中环股份、上港集团以及国投电力则遇大幅净增持。四月份，股东回购金额为63.09亿元，回购家数为209家。市场快速下行使得当前估值水平偏低，而大股东二级市场回购交易提升将有助于增强市场估值上行预期。

图表 16 限售解禁市值



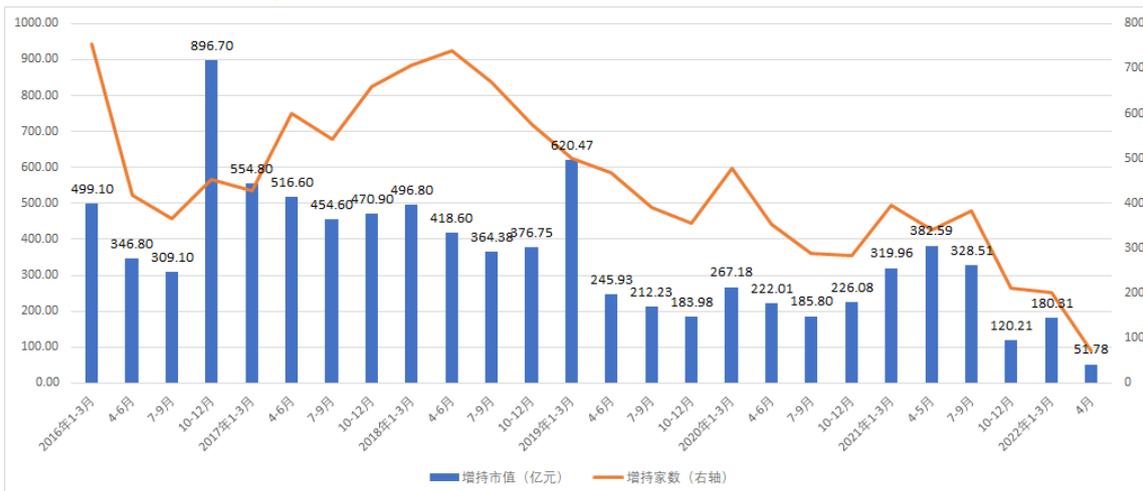
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 17 大股东净增（减）持变化



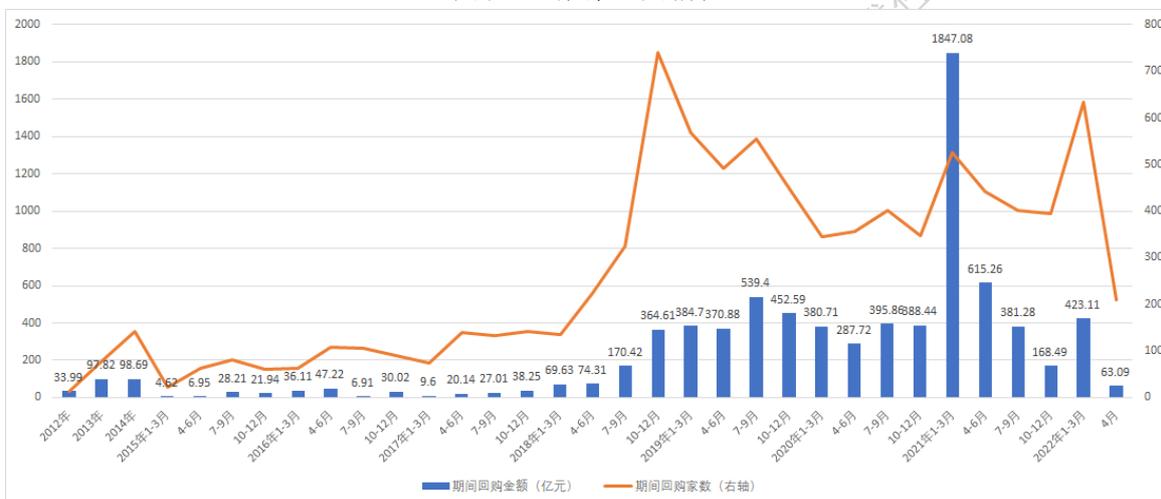
资料来源：瑞达期货、Wind

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

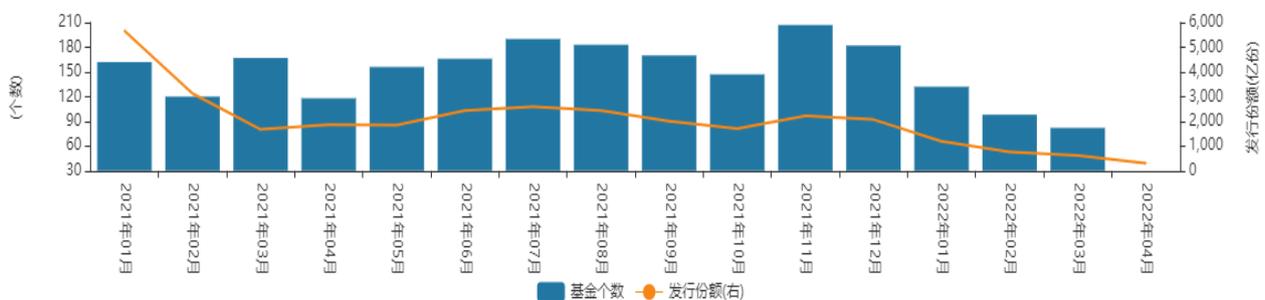
截至4月28日，基金分类股票投资比例为64.64%，较三月末下降0.81%。4月份，股票投资比例先升后降，与沪深300形成相反走势，随着市场步入震荡格局，资金多空分歧加剧，观望情绪升温，投资比例月下降较为明显。4月份，基金发行份额为317.11亿份，相较3月份的622.05亿份呈大幅下降。开年来，基金发行份额逐月降低。市场整体风险偏好下行使得一季度基金发行降温。

图表 20 基金分类股票投资比例



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 21 基金发行份额 (亿)

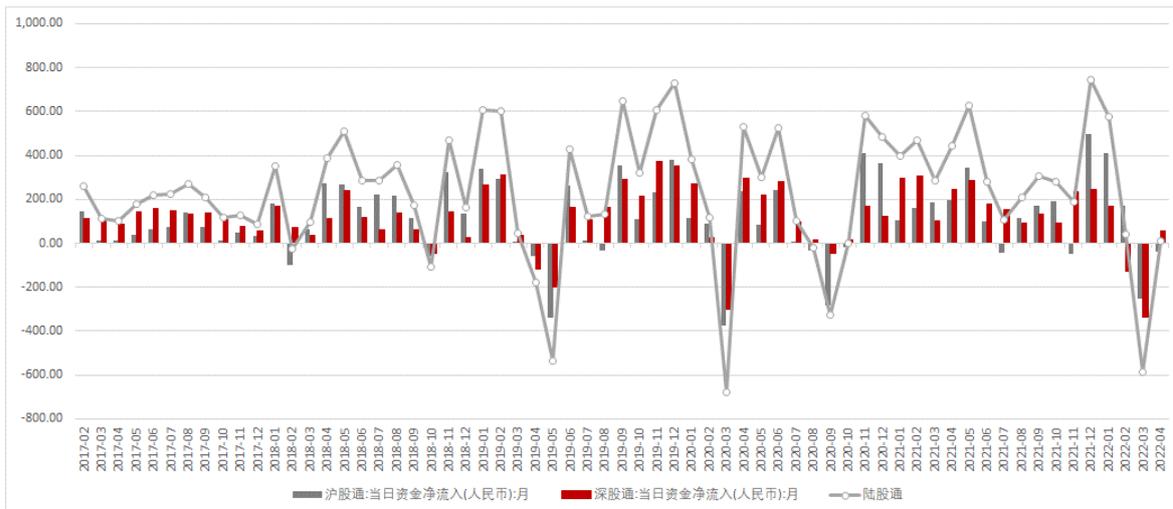


资料来源：瑞达期货、Wind

2、外资小幅净流入

截至4月28日，四月份陆股通资金呈现小幅净流入，累计净流入11.86亿元，相较于3月份大幅净流出后有所回升。沪股通净流出36.56亿元，深股通净流入57.11亿元。4月份，美联储鹰派加息态度依然对市场偏好形成较大影响，中美利差倒挂使得人民币短期显著贬值，这对外资情绪形成一定打击。而国内宏观预期呈弱，A股面临基本面上的空头因素，这亦或是北上资金未能在低估值下加仓的原因。

图表 22 陆股通资金净流入情况 (亿元) (月)

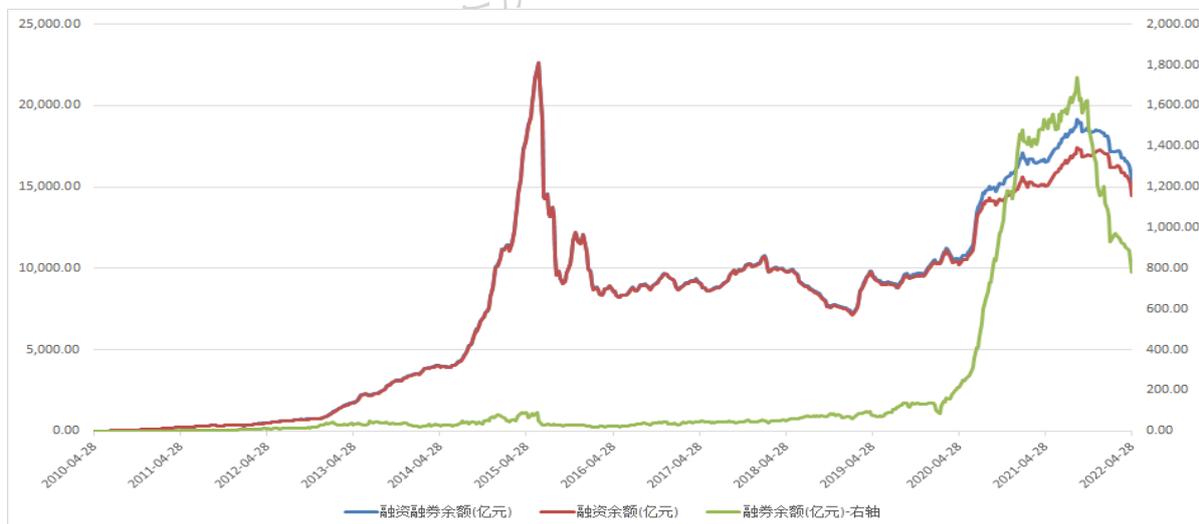


资料来源：瑞达期货、Wind

3、两融余额

截至 4 月 28 日，两融余额为 15223.48 亿元，较三月末 16728.39 减少 1504.91 亿元，融资融券规模呈现小幅下降趋势。四月份融资期间买入额为 9771.89 亿元，三月份为 15521.03 元，融资买入额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 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、五月份股指走势展望

四月份A股进入了第三波整体下行行情，沪指自3200震荡区间快速下挫，最低突破2900点关口，月末市场在多项维稳意图政策的出台下有所企稳，勉强站回3000点关口。展望五月份，经济三重压力依然较强，基本面快速向好具有一定难度，由于政策发力在上半年，效应落地经济企稳或将在下半年实现，同时，以三月份以及四月份的数据来看，疫情限制供给以及需求，未来疫情不确定性与外部环境的复杂化将对预期形成扰动。

海外局势上，美联储加息表态较为激进。在美联储激进加息姿态的驱动下，美债收益率快速上行，中美收益率曲线出现“双倒挂”：一是美债收益率曲线局部倒挂；二是中美收益率曲线出现大范围倒挂。美元加速升值，当前人民币贬值预期进一步引导外资回流，短期权益市场偏好受到较大抑制。而美国经济当前的悲观因素较多，通胀局势的发展、供应链修复以及俄乌冲突等诸多问题均使得美债收益率后续的变化路径存在更多不确定性。A股情绪或难快速回升。

六、期指交易策略

A股近年来的平均回撤在30%左右，类比2018年股市下行周期看，下行时长达到1年，因而无论从回调幅度还是区间时长来看，A股依然面临较强的空头预期压力。2018年A股受到中美贸易战的影响，回撤超过30%，而底部达到下一高点的时长超过2年。从这个角度来看，A股急跌之后的磨底时长几经波折。当前A股的下行周期走了不到半年，亦未达到均值回归线水平。结合当时的宏观背景看，当前A股所处的经济下行周期更为悲观，叠加疫情扰动，因而当前市场企稳信号的出现或是好事多磨。因而选择做空代表大盘指数的IF合约。

图 25 2018-2021 年指数下行周期



资料来源：瑞达期货、Wind

五月策略：

1) IF2206

参考入场点位：4000附近

方向：空

止盈设置：3600

止损设置：4200

(合约到期自动移至 2207 合约)

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。