

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

五月份 A 股整体呈现触底反弹格局，沪指自跌破 2900 点关口后，在多项积极政策的提振下于底部区域反弹。当前沪指于 3150 点-3280 点区间震荡，上行阻力有所增强。国常会部署经济一揽子措施，同时全国稳住经济大盘会议明确政策重点扶持领域，强化政策维稳经济信心。短线来看，当前虽然政策底部较为明晰，然而疫情发展对经济的影响程度存在较多不确定性，稳增长政策的密集部署下，效力累积从而实现对疫情负面影响的缓冲在时间维度上亦存在较多分歧。

六月份来看，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，以五月份的数据来看，疫情限制供给以及需求，二季度经济数据修复面临困难，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，美股下跌动力也开始变得弱化。美国当前较具韧性基本面尚能支撑指数的走势，经济衰退前景的预期在前期大幅下行阶段或已充分释放。美股反弹阶段对国内市场情绪打击将有所减缓，A 股市场面临的空头压力亦会有所缓释。

## 策略方案

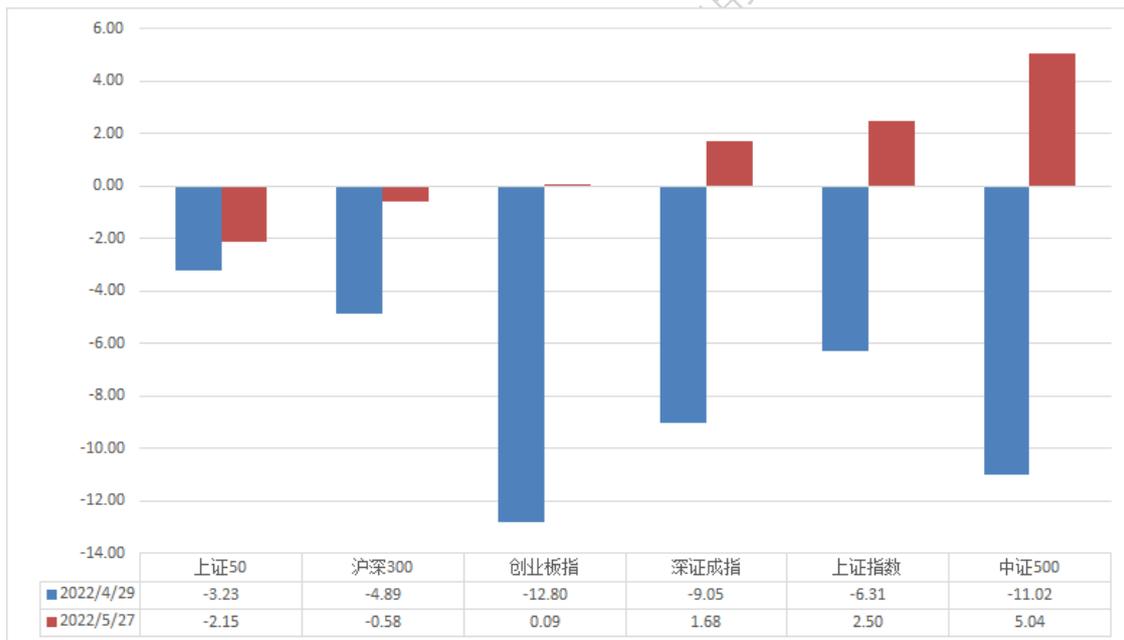
操作策略	跨期套利
操作品种合约	IF2209
操作方向	多
入场价区	4000-4020
目标价	4250
止损价	3894

风险提示：地缘政治风险以及经济下行超预期

## 一、市场回顾

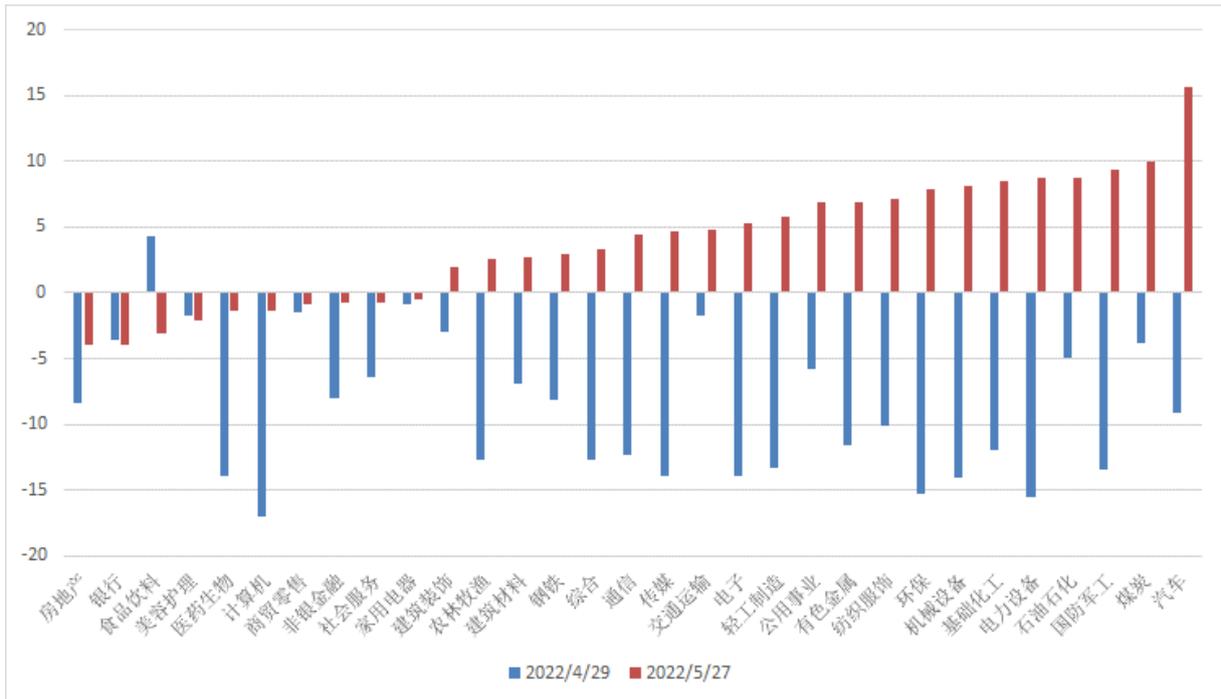
截至5月27日，主要指数月线上呈企稳趋势。5月份，沪指月涨2.50%，重新收复3100点关口。三大股指均呈止跌局势，然而创业板指在海外流动性收紧环境下依然表现较弱。三期指则呈现分化走势，中证500反弹信号较为明显，月涨超过5%。沪深300以及上证50则延续小幅下行。行业板块呈现普涨态势，汽车、煤炭、军工等板块领涨，其中汽车板块月涨幅超过15%，成长风格经历上一个月大幅杀估值行情后呈触底反弹趋势。房地产、银行以及食品饮料等板块呈弱下行。市场波动率短期仍处于较高位置，市场整体收益率水平有所回升。当前市场风险偏好得到一定修复，而指数估值亦下行至历史偏低位置。国内市场虽底部明确，然而大盘于3150点-3280点平台区间仍面临较强上行压力，行情反弹至压力位进一步实现反转依然有赖于基本面企稳以实体经济盈利增速预期的修复。

图1 主要指数月度涨跌幅



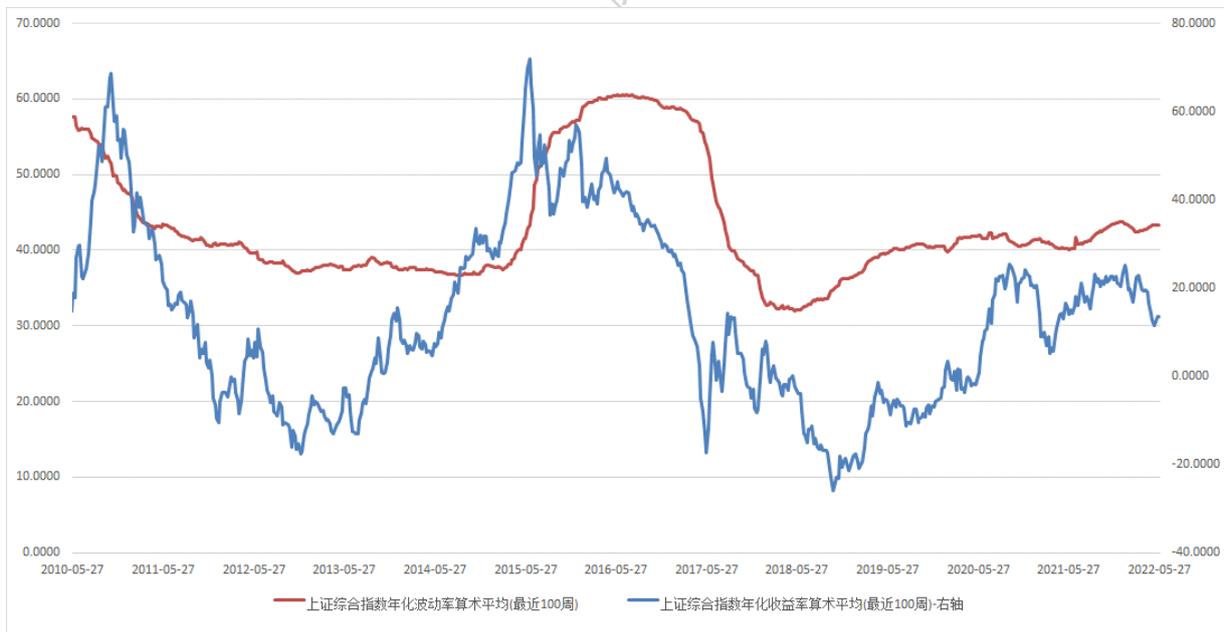
资料来源：瑞达期货、Wind

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

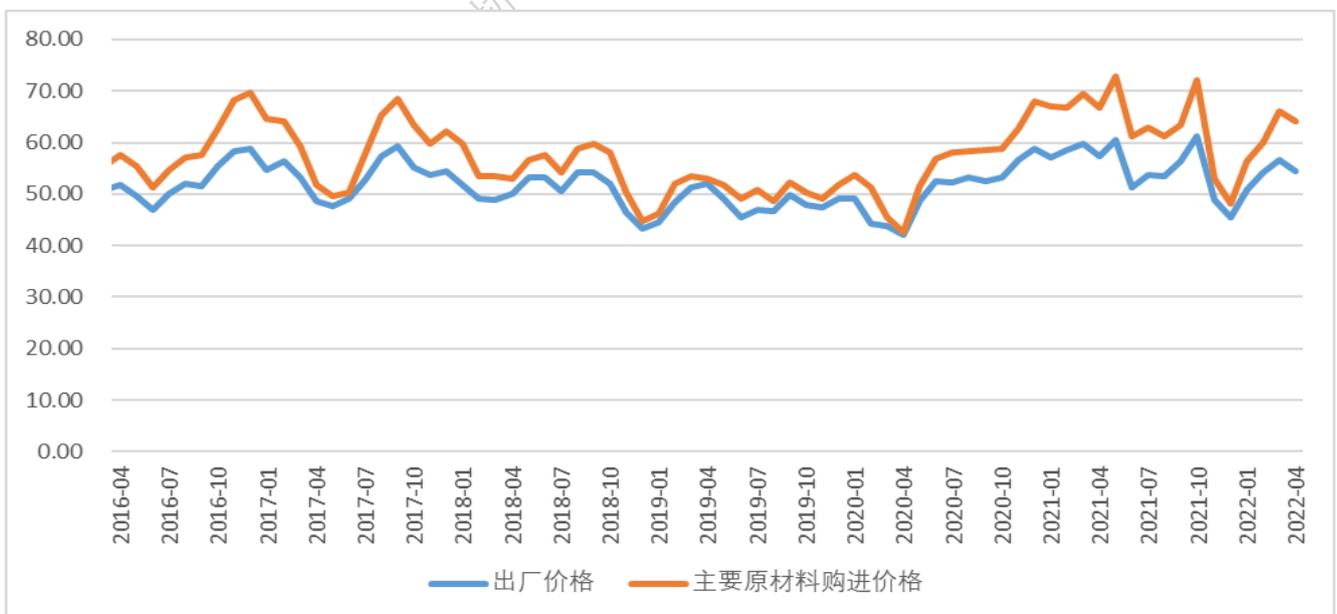
从 2022 年 4 月的数据来看，生产端以及需求端呈大幅下行趋势，较上月分布减少 5.1 个百分点以及 6.2 个百分点。疫情蔓延导致市场需求明显走低，同时外部市场需求亦面临较高不确定性。防疫政策管控使得多地面临停工停产限制，加剧生产端下行压力。总体来看，供需两端降幅加大带动整体 PMI 数值降至 2020 年 3 月以来新低。疫情之下，经济面临的三重压力继续强化，同时物流不畅、产业链供应链受阻问题严重。展望 6 月份，预计后续随着疫情形势逐步好转，在财政政策与货币政策的协调配合下，制造业逐渐回暖，经济有望加速修复。

图表 1 制造业 PMI 分项数据

指标名称	2022-02	2022-03	2022-04	差值
PMI	50.20	49.50	47.40	-2.10
生产	50.40	49.50	44.40	-5.1
新订单	50.70	48.80	42.60	-6.2
新出口订单	49.00	47.20	41.60	-5.6
产成品库存	47.30	48.90	50.30	1.4
进口	48.60	46.90	42.90	-4
出厂价格	54.10	56.70	54.40	-2.3
主要原材料购进价格	60.00	66.10	64.20	-1.9
原材料库存	48.10	47.30	46.50	-0.8
从业人员	49.20	48.60	47.20	-1.4

资料来源：瑞达期货、Wind

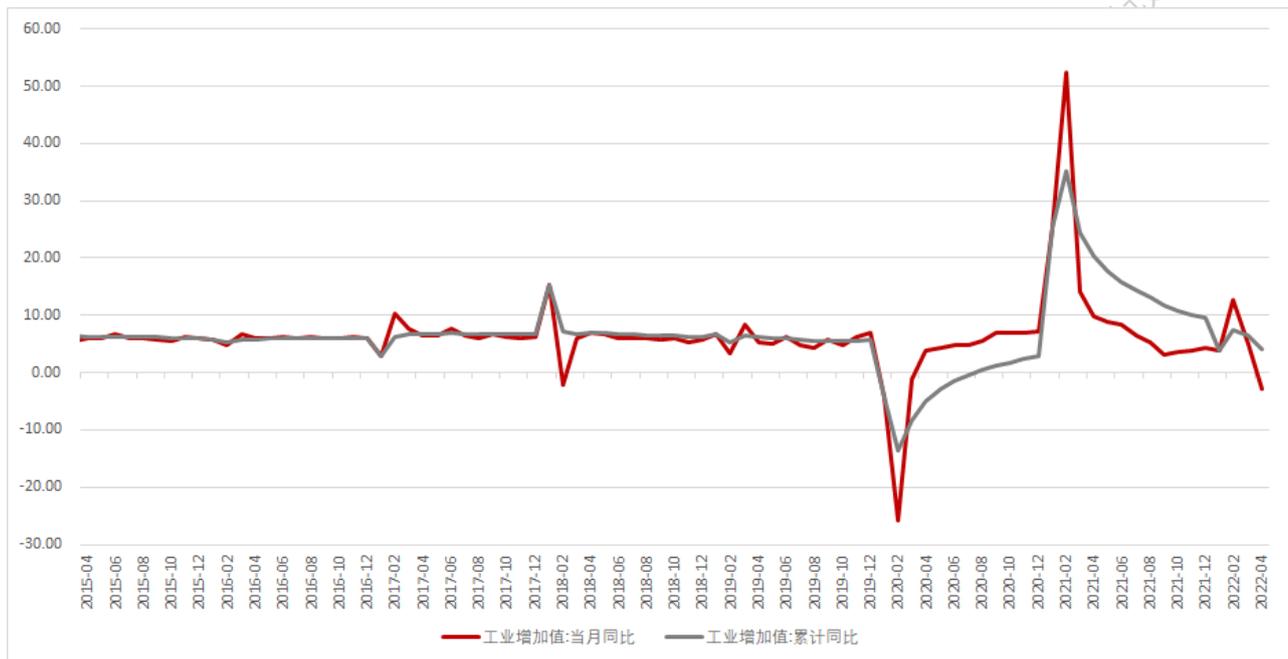
图4 PMI原材料价格以及出厂价格



资料来源：瑞达期货、Wind

4月份，工业企业盈利同比增长大幅回落。1-4月，全国规模以上工业企业利润总额同比增长3.5%，较1-3月回落5个百分点。4月工业利润增速当月同比下降8.5%，承压明显，主因疫情严重冲击制造业产销，同时营收利润率前期基数较高。一方面，工业增加值4月份延续负增长，供应链受阻情况严重影响工业产销，另外，工业产业链依然面临利润结构失衡的情况。在PPI环比涨幅扩大的环境下，上游价格高企现象尚未缓解，叠加疫情引发内需全面走弱，双重因素进一步压缩中下游行业利润空间。

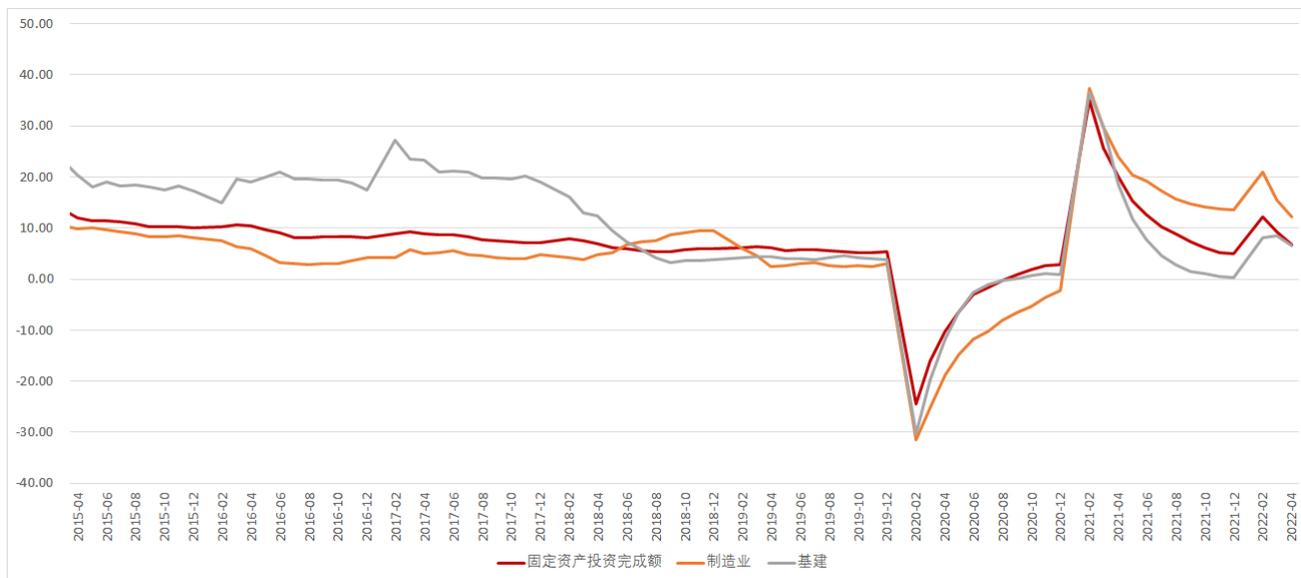
图5 工业增加值



资料来源：瑞达期货、Wind

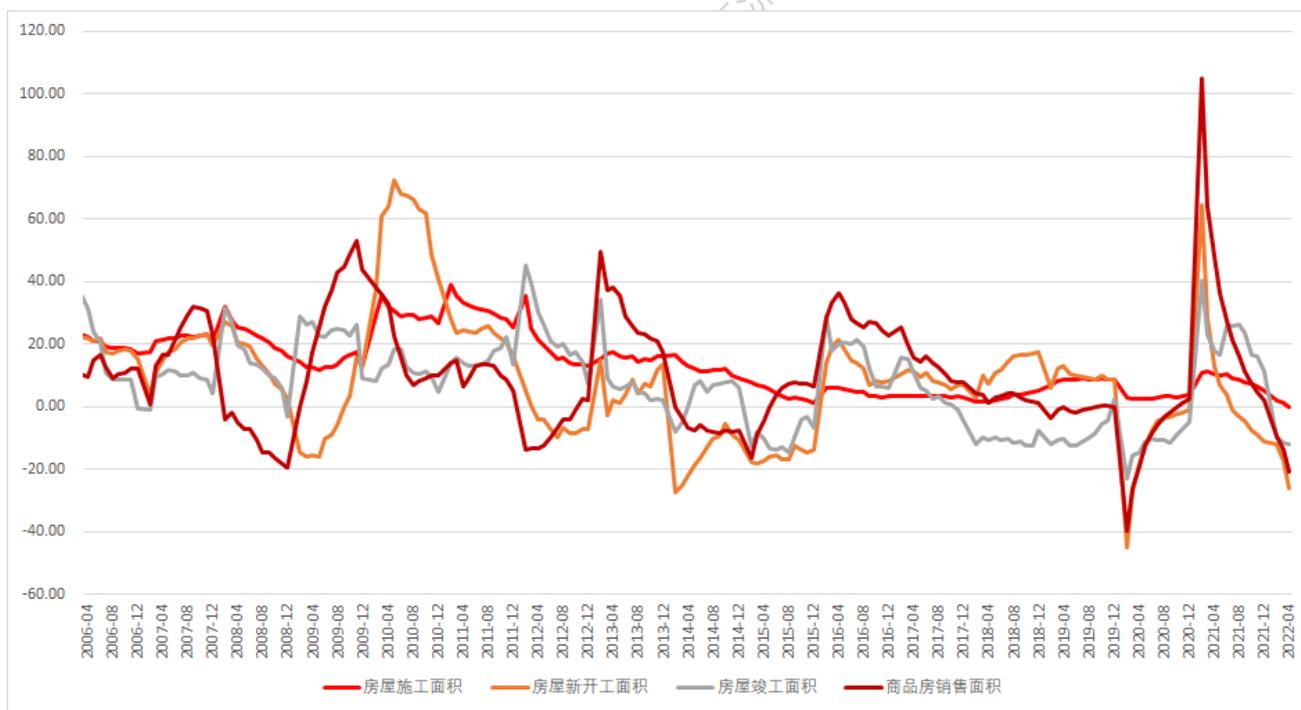
4月份数据来看，固定投资增速延续动能放缓地态势。房地产加速下行，基建以及制造业增速回落，然而其中基建在积极政策地部署下具备较强未来回升预期。4月末以来，房地产政策释放出积极的“稳增长”信号，展望6月份，在因城施策的大框架下，各地房地产调控政策有望进一步调整，在居民端以及房企端共同发力。不可排除的干扰是，在疫情持续干扰的可能下，居民收入大幅缩水叠加房地产市场预期尚未实质性扭转，从房地产销售回温尚需时日，从消费需求端传导至房地产投资仍具备较高不确定性，预计短期内房地产投资下行压力仍存，对经济的拖累效应难以快速缓解。基建方面，5月底多项重要会议均提出“全面加强基础设施建设”，而各地项目储备较为充足，剩余专项债额度已全部下达，且年内存在新增资金的可能性，基建投资有望维持较高增长。制造业投资增速或边际回落，然未来仍具备增长逻辑。财政政策和结构性货币政策合力，叠加“双碳”政策的纠偏，将对制造业投资形成支撑。但随着基数逐渐走高、原材料价格居高不下、局部地区疫情反复，企业利润分化和预期转弱未见明显改善，短期将对部分制造业行业投资形成拖累

图6 固定投资分项



资料来源：瑞达期货、Wind

图7 房地产投资分项

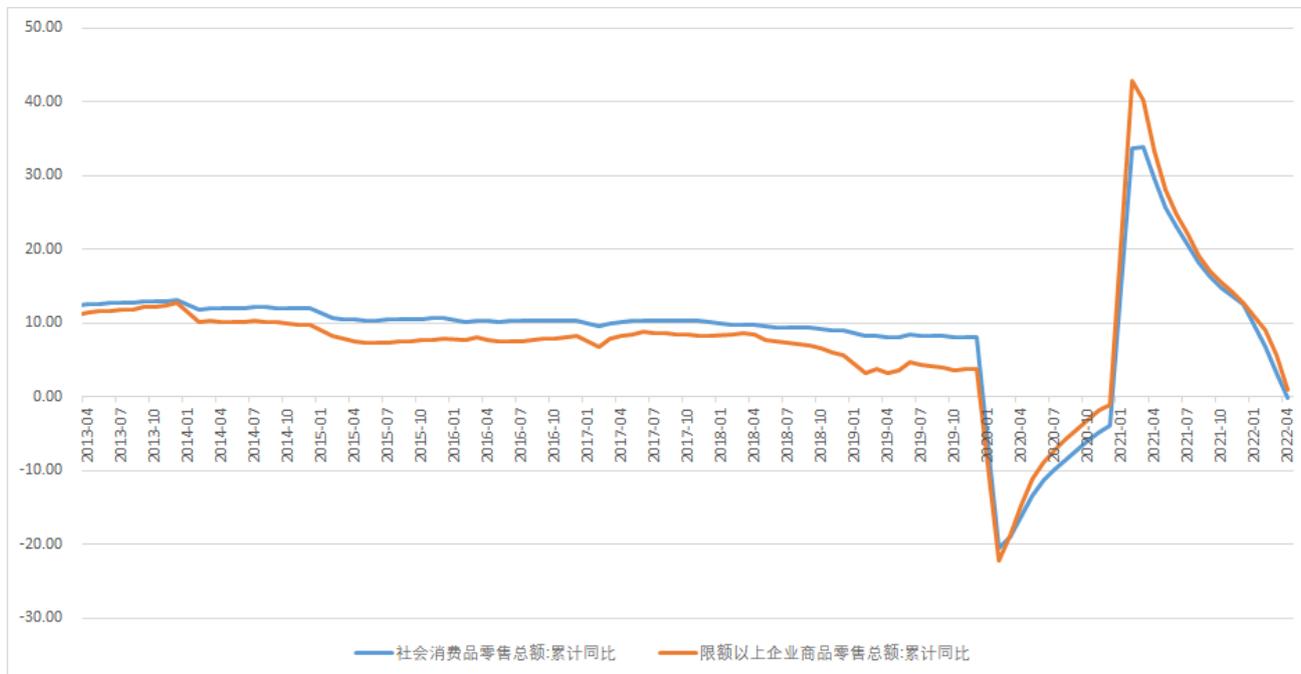


资料来源：瑞达期货、Wind

消费延续下行趋势。社会消费品零售总额 2.9 万亿元，同比下降 11.1%，跌幅较 3 月扩张 7.6pct；1-4 月社会消费品零售总额 13.8 万亿元，同比下降 0.2%。疫情冲击下居民收入增长受到抑制，线下消费场景受限均对消费构成了显著压制。展望6月份，4月社零或成为年度的低点，随着上海疫情逐步

得到控制，5月份社零增速的收缩幅度存在收窄的可能。

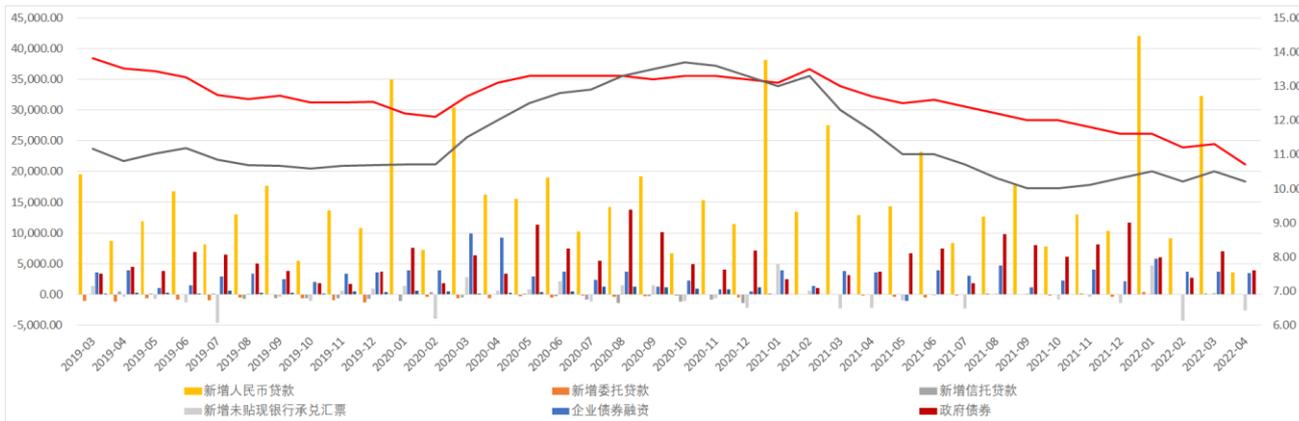
图8 社会消费品零售总额



资料来源：瑞达期货、Wind

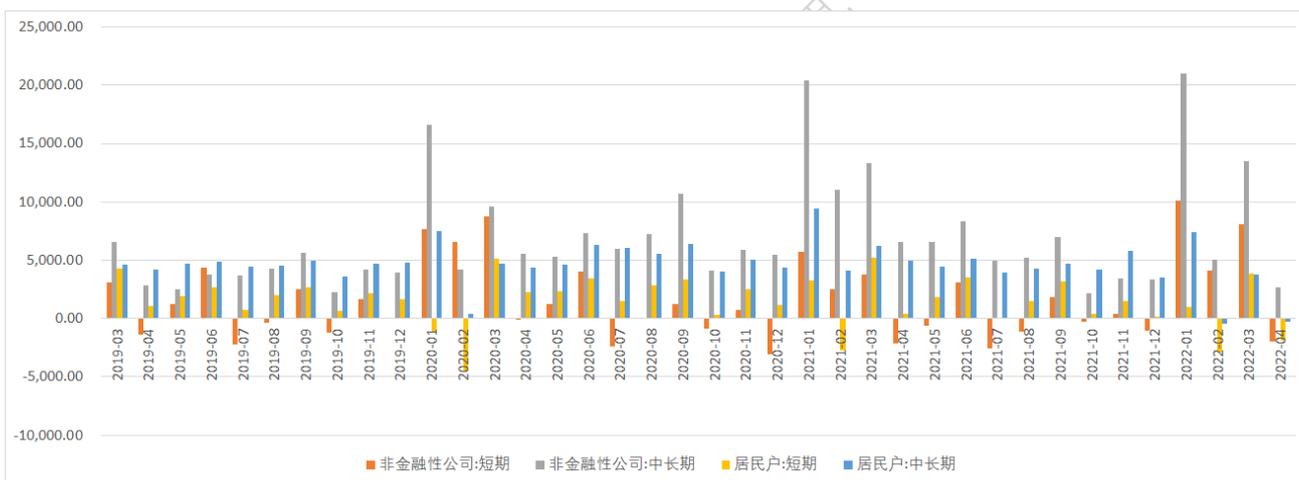
4月份金融数据来看，新增社融进一步走低。拖累社融增长最大的一项是疲弱的贷款，各项贷款需求均呈现一定压力。4月份人民币贷款增加6454亿元，同比少增8231亿元，结构上看，各个分项几乎全面下行。其中，4月居民住房贷款净减少605亿元，同比少增4022亿元；4月新增企业中长期贷款2652亿元，同比少增3953亿元。此外，居民经营贷款、短期消费贷款也均同比减少。唯一保持同比多增的是票据融资，表内外票据相加之后，4月票据融资净增长2591亿元，同比多增2032亿元。当前国内经济下行压力增大，企业信贷需求仍需提速，市场宏观预期呈弱。然而海外通胀水平高企，会对我国造成输入型通胀压力，因此在内外复杂局势下我国货币政策面临稳增长与稳物价的双重目标。

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

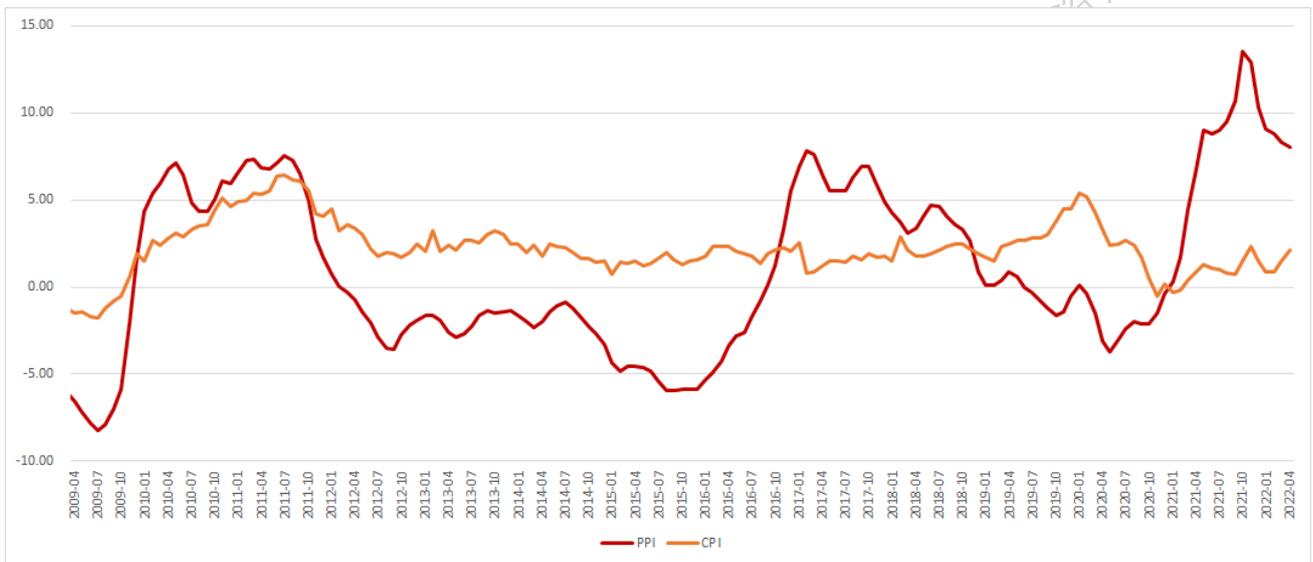
## （二）CPI 温和抬升，PPI 延续回落

4月份，CPI回升主要受食品、能源拉升，两者与疫情下供应端受阻以及海外输入性通胀有关。4月CPI同比和环比涨幅均扩大，其中，非食品项与前期持平，延续上涨趋势，食品项由负转正是主要带动因素，而核心CPI同比上涨0.9%较上月回落0.2个百分点。PPI同比连续7个月回落，PPI环比涨幅收窄，保供稳价效果显现，但整体来说仍高于市场预期，主要与国际地缘局势、国内基建稳增长预期等因素有关。虽4月以来地缘局势因素对大宗商品短期影响有所减弱，国内商品价格涨幅放缓，商品均值回归逻辑出现苗头，然而整体仍维持正向增长。疫情导致国内需求进一步放缓，但在稳增长预期之下，仍维持在高位。

目前通胀数据尚处于合理区间内，且疫情冲击下运输成本及囤货需求带来的食品涨价潮或偏短期，

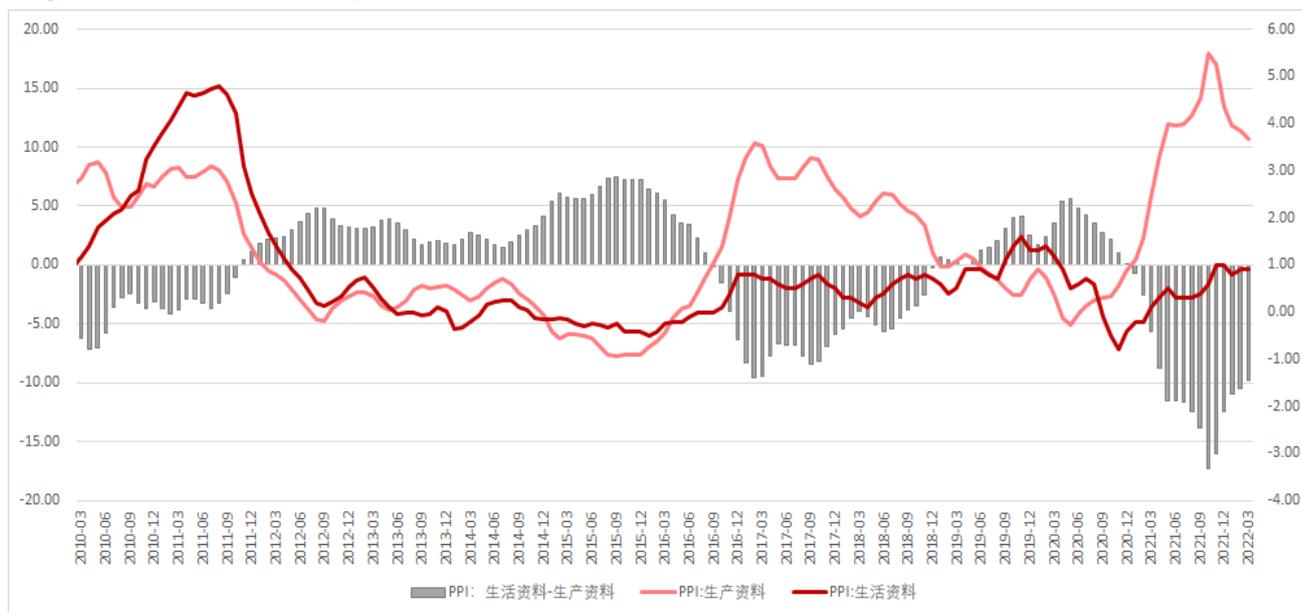
核心CPI亦反映出国内需求端疲软，短期通胀仍有小幅走高可能但总体可控。近期多项政治性会议多次提出稳定物价这一目标，体现出当局在政策实施上需谨慎关注物价后续走势。对于经济稳增长而言，稳就业和稳物价是底线，尽管当前通胀环境尚未到严峻的程度，但是海外地缘冲突与供应链扰动仍在继续，输入型通胀压力较大，叠加下半年疫情改善、稳增长政策加码对国内需求的刺激，另外猪肉周期的修复同时存在CPI抬升的预期，一旦出现国内需求复苏与猪油共振的情形，通胀势头难言乐观。

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、重要政策梳理

五月份以来，多项稳增长政策以及相关会议进一步维稳了市场情绪。政策主要围绕“稳增长”、“稳就业”等领域展开，短期来看，中央近期一系列政策密集释放边际改善市场预期，助力市场底部反弹，更从中长线上利好结构性机会。

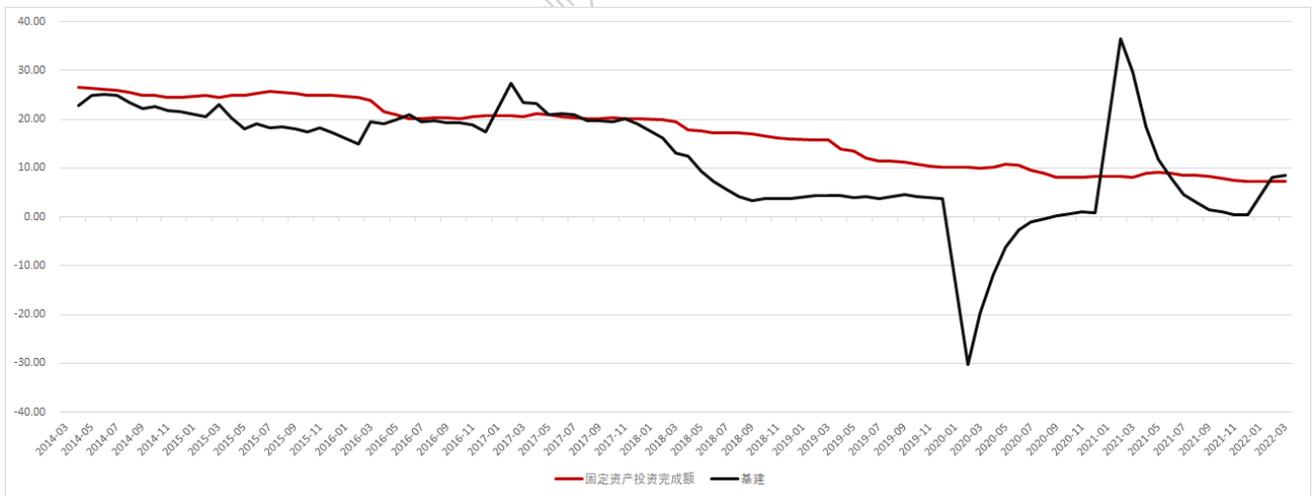
**5月20日**，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，最新一期贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.7%，维持不变，5年期以上LPR为4.45%，较4月下调15BP。**5月LPR报价明显超出市场预期**：一是两种期限LPR中，仅挂钩房贷的5年期以上LPR下降，显示出明显的指向性；二是降幅超出预期，自2019年8月LPR改革以来，5年期以上LPR首次出现15个基点较大降幅。

**5月24日**，央行、银保监会召开主要金融机构货币信贷形势分析会，研究部署加大信贷投放力度。会议指出，受国内外超预期因素影响，近期经济新的下行压力进一步加大。金融系统要加大实体经济支持力度，全力以赴稳住经济基本盘。要用好用足各种政策工具，从扩增量、稳存量两方面发力，以适度的信贷增长支持经济高质量发展。要聚焦重点区域、重点领域和重点行业，围绕中小微企业、绿色发展、科技创新、能源保供、水利基建等，加大金融支持力度。要落实政策要求，保持房地产信贷平稳增长，支持中小微企业、个体工商户、货车司机贷款和受疫情影响严重的个人住房、消费贷款等实施延期还本付息。要加快已授信贷款的放款进度。要坚持市场化原则，平衡好信贷适度增长和防范金融风险之间的关系，提升金融支持实体经济的可持续性。

5月25日，国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议。会议强调，各部门在稳经济大盘这个大局面前都有责任，要有更强的紧迫感，确保中央经济工作会议和《政府工作报告》确定的政策举措上半年基本实施完成，为加大实施力度，国务院常务会议确定6方面33条稳经济一揽子政策措施5月底前要出台可操作的实施细则、应出尽出。本次会议进一步释放了稳增长、抓基层落实的重要信号，未来宏观政策尤其是准财政政策或进一步发力。在疫情得到有效控制的情况下，下半年增长有望明显反弹

5月30日，全国财政支持稳住经济大盘工作视频会议在京召开。会议要求，把稳增长放在更加突出位置，着力保市场主体以保就业保民生，努力确保二季度经济实现合理增长和失业率尽快下降。进一步加大增值税留抵退税政策力度，加快退税进度，确保上半年基本完成小型企业以及制造业等行业中型、大型企业存量留抵税额集中退还。加快财政支出进度，加紧推进已纳入年度计划安排的重大工程建设。加快地方政府专项债券发行使用并扩大支持范围，确保今年新增专项债券在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕。积极扩大有效投资，进一步加快下达预算；促进居民消费持续恢复，进一步提振汽车消费。

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

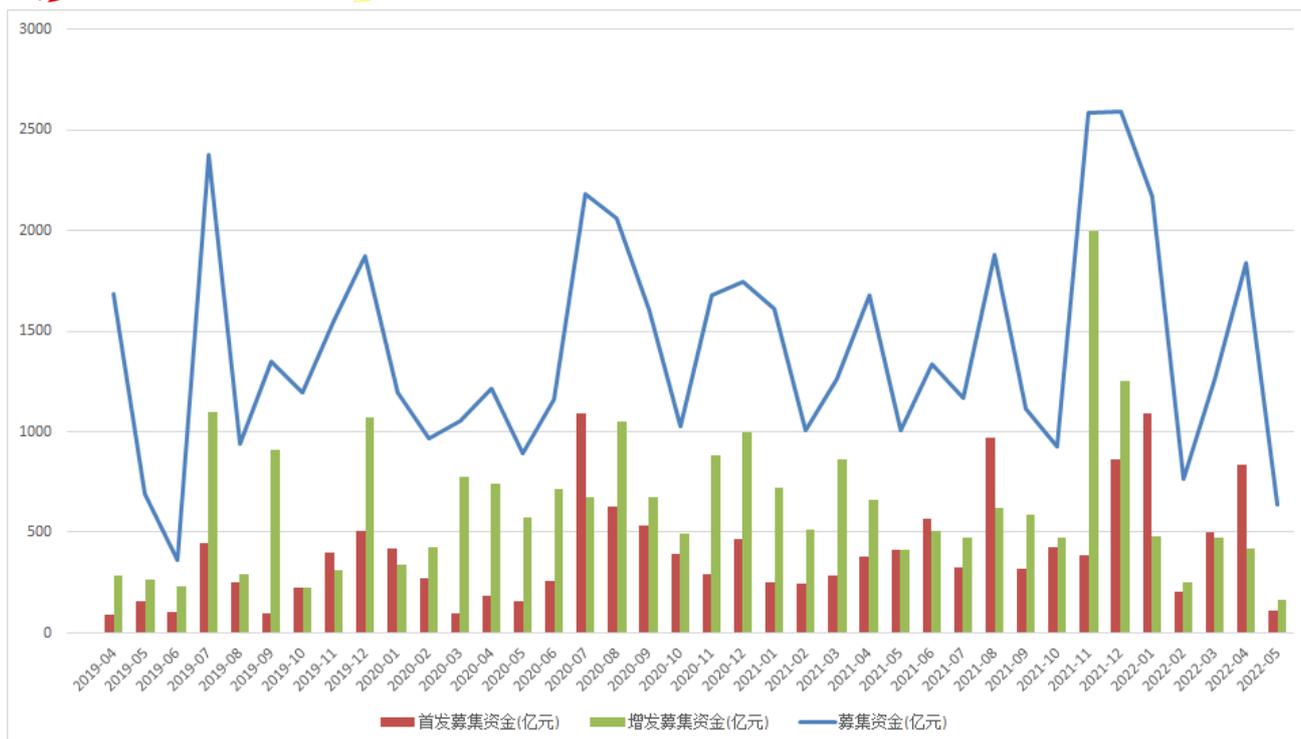
## 四、股指资金供需对比

### (一) 资金消耗

#### 1、一级市场

据wind数据统计，2022年5月股权融资规模大幅下降，仅为639.79亿元，较4月份的1838.29亿元明显减少。截至5月31日，募集家数总共47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，增发以及首发资金相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，5月份相较于4月份而言，新股破发现象显著缓解。

图表 15 一级市场对资金消耗情况

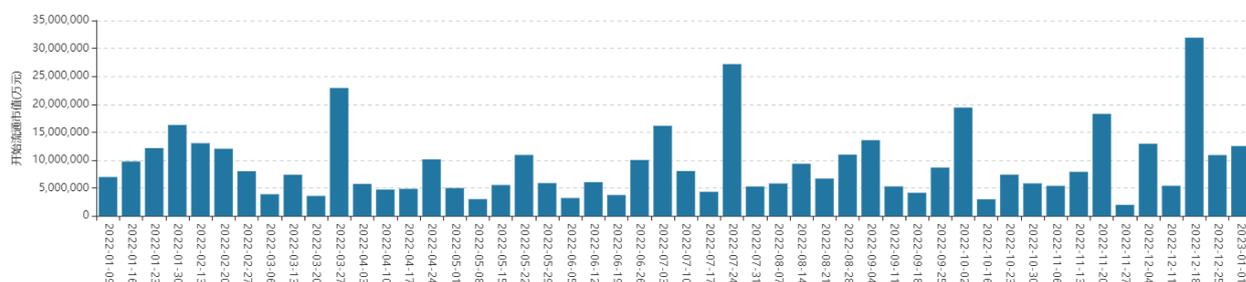


资料来源：瑞达期货、Wind

## 2、大股东二级市场及回购交易情况

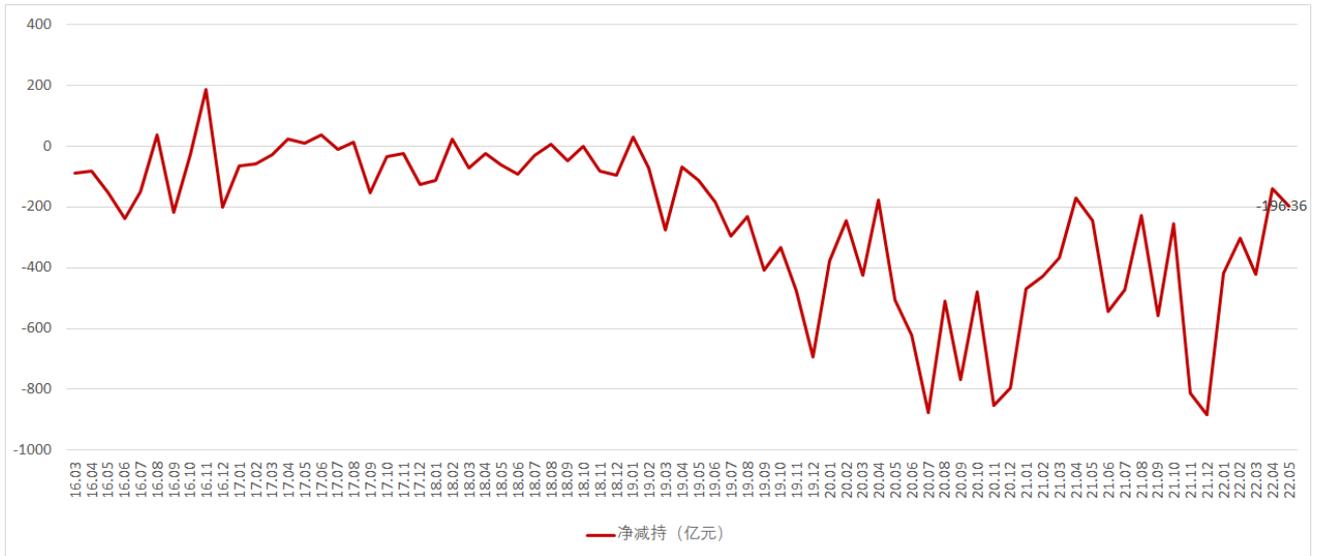
截至5月31日，从重要股东二级市场交易公告来看，五月份净减持市值为196.36亿元，较4月份140.02亿元呈略有下降。一季度增持市值为180.31亿元，较去年四季度120.21亿元大幅增加，另外，五月份股东减持家数为388家，较上月285家明显上升。四月份，莎普爱思、数字政通以及建龙微纳遭大幅减持，医药生物行业减持现象较为显著。中国太保、北京君正以及中环股份则遇大幅净增持，半导体行业增持上升。五月份，股东回购金额为86.09亿元，回购家数为306家，较4月份有所上升。市场快速下行使得当前估值水平偏低，而大股东二级市场回购交易提升将有助于增强市场估值上行预期。

图表 16 限售解禁市值



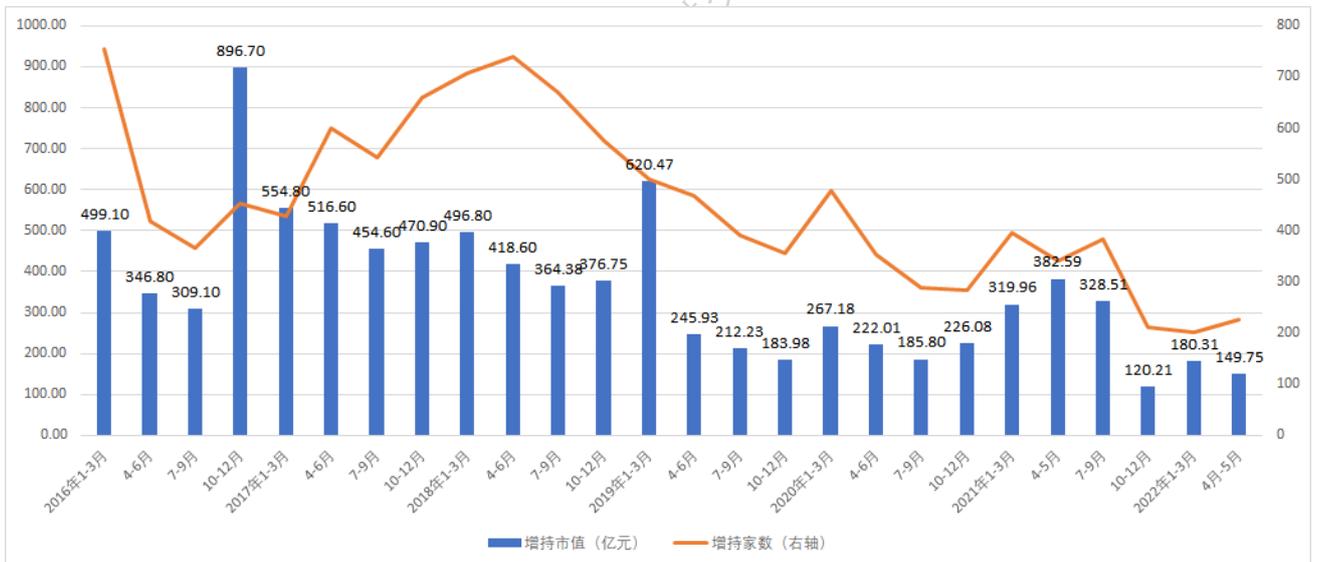
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 17 大股东净增（减）持变化



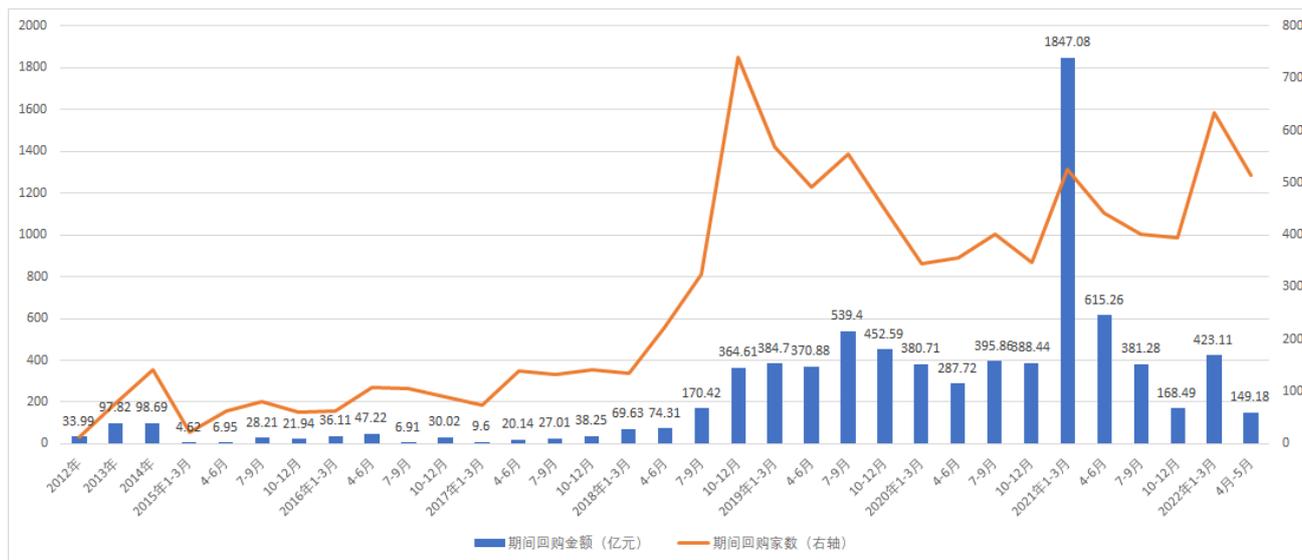
资料来源：瑞达期货、Wind

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



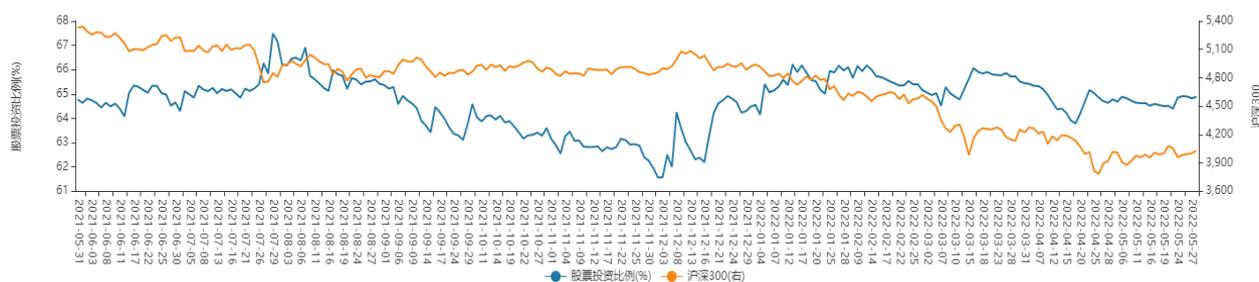
资料来源：瑞达期货、Wind

## (二) 资金供给

### 1、基金持仓变动

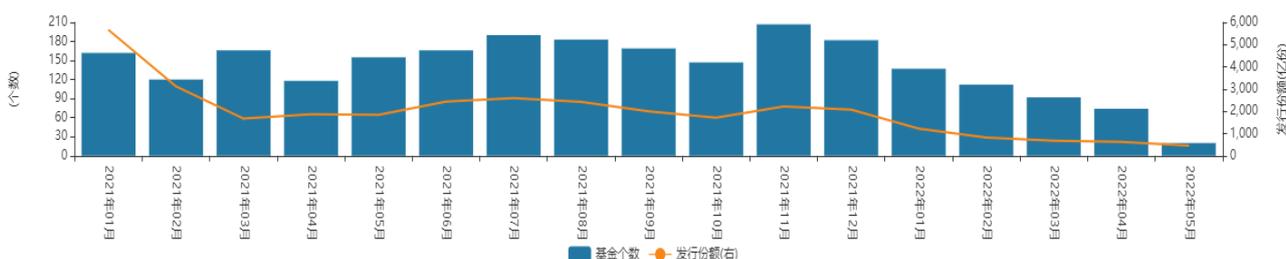
截至5月31日，基金分类股票投资比例为64.88%，较四月末上升0.24%。五月份，股票投资比例呈小幅上行局面，与沪深300形成相反相近。随着市场经历触底反弹，风险偏好回升，场内做多情绪升温，投资比例回升较为明显。五月份，新成立基金发行份额为450.15亿份，相较4月份的617.50亿份呈下降趋势。开年来，基金发行份额逐月降低。市场整体风险偏好下行使得一季度基金发行降温。

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)

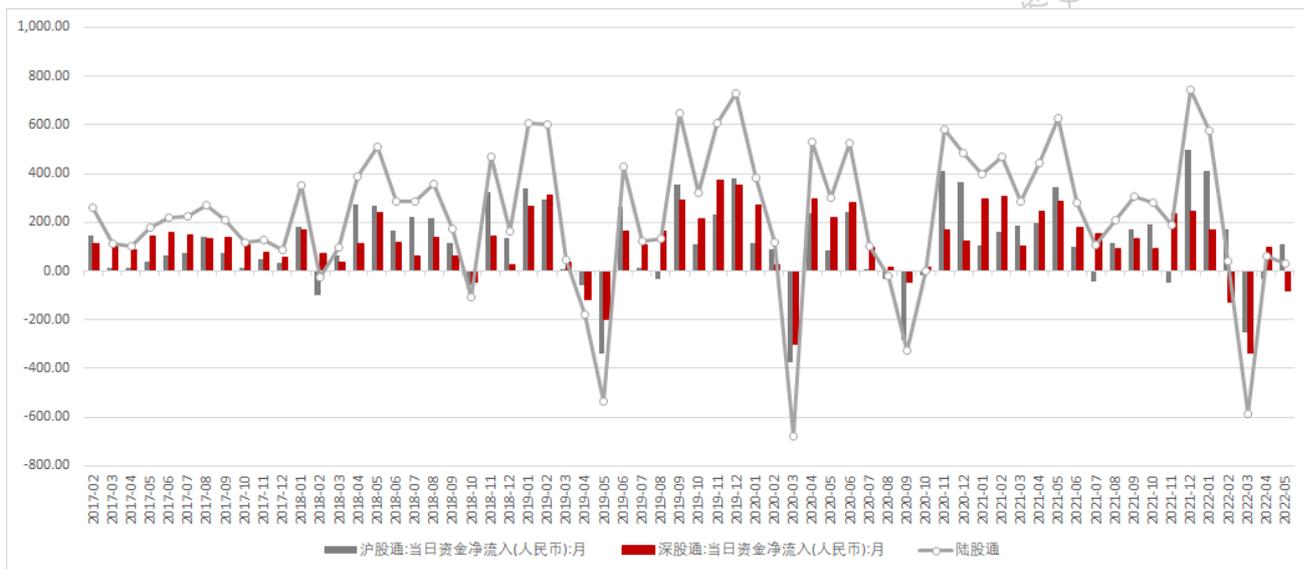


资料来源：瑞达期货、Wind

## 2、外资小幅净流入

截至 5 月 31 日，五月份陆股通资金呈现小幅净流入，累计净流入 30.02 亿元，相较于 4 月份 63 亿元有所下降。沪股通净流入 110.80 亿元，深股通净流出 80.78 亿元。展望未来，美联储鹰派加息态度依然对市场偏好形成较大影响，中美利差趋势对人民币币值波动性存在一定影响，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大幅加仓的原因。

图表 22 陆股通资金净流入情况（亿元）（月）

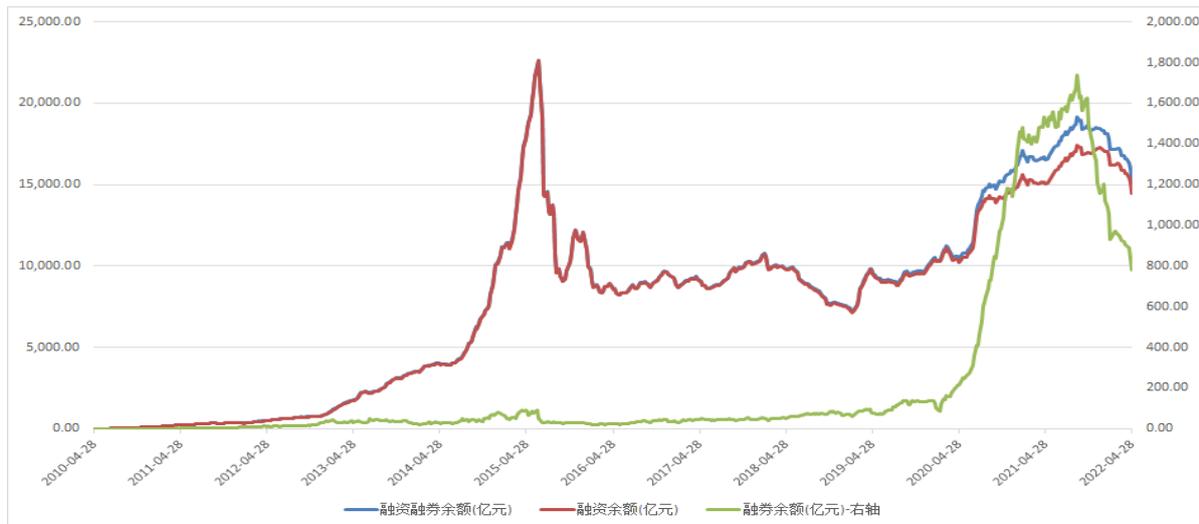


资料来源：瑞达期货、Wind

## 3、两融余额

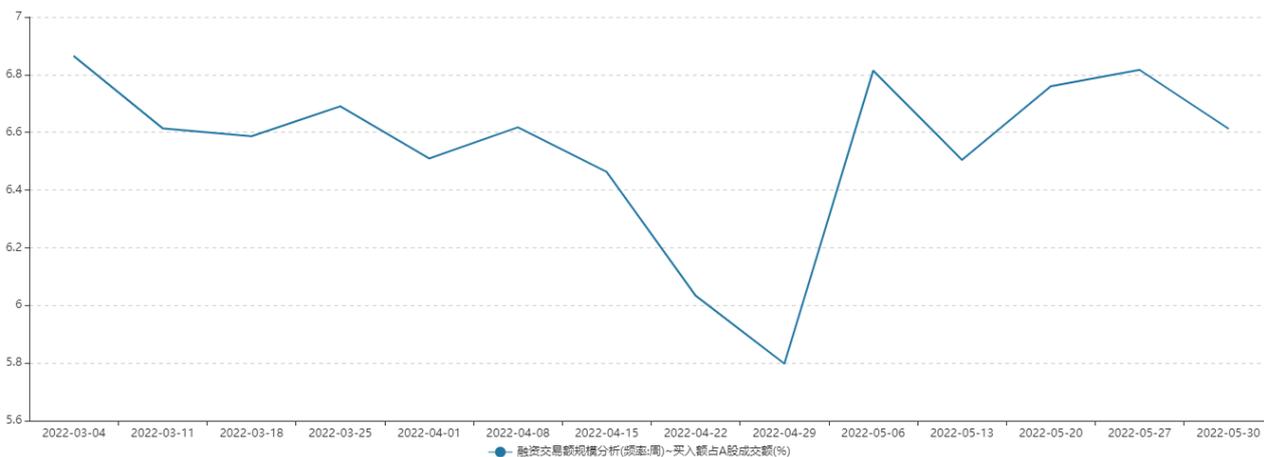
截至 5 月 31 日，两融余额为 15231.96 亿元，较四月末 15120.42 呈现小幅度提升，其中融资规模呈现小幅上升。五月份融资期间买入额为 10031.74 亿元，四月份为 9771.89 元，融资买入额呈现回升趋势。从融资买入额占 A 股成交额比例来看，整体处于较低位置，保持在 6%-8% 区间内，风险偏好尚未完全修复。融资余额占 A 股成交比例呈现下降趋势。

图表 23 融资融券余额



资料来源：瑞达期货、Wind

图 24 融资买入额占 A 股成交额比例



资料来源：瑞达期货、Wind

## 五、六月份股指走势展望

五月份A股整体呈现触底反弹格局，沪指自跌破2900点关口，在多项积极政策的提振下于底部区域反弹，沪指回升至目前3150点-3280点区间上行压力有所增强。国常会部署经济一揽子措施，同时全国稳住经济大盘会议明确政策重点扶持领域，强化政策维稳经济信心。短线来看，当前虽然政策底部较为明晰，然而疫情发展对经济的影响程度存在较多不确定性，稳增长政策的密集部署下，效力累积从而实现疫情负面影响的缓冲在时间维度上亦存在较多分歧。展望六月份，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，以五月份的数据来看，疫情限制供给以及需求，二季度经济数据修复面临困难，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，近期美股下跌动力也开始变得弱化。美国当前较具韧性基本面尚能支撑指数的走势，经

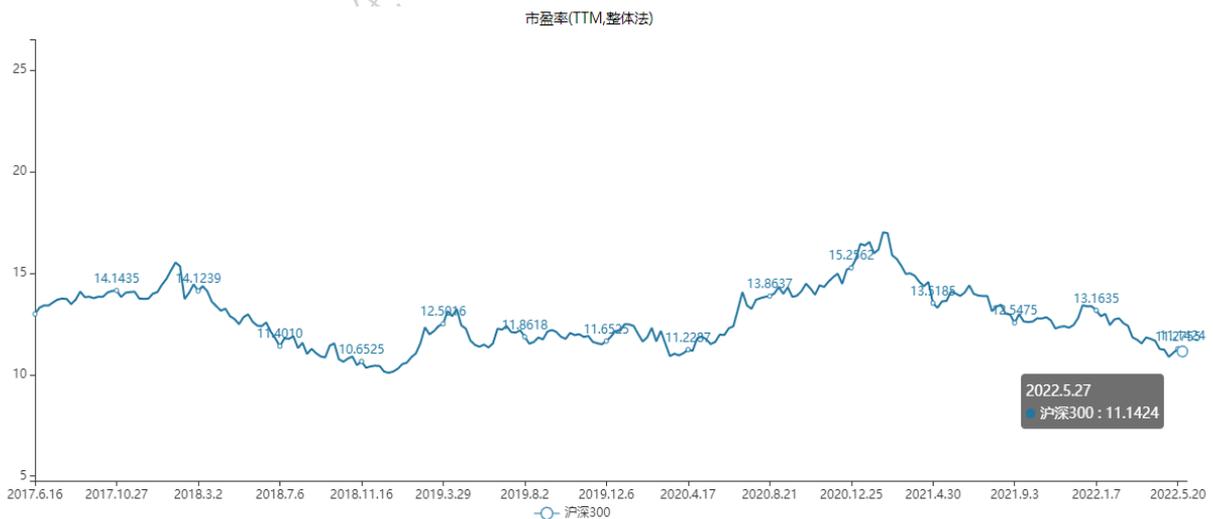
济衰退前景的预期在前期大幅下行阶段或已充分释放。另外，美联储紧缩预期的释放也较为充分，这或使美股下跌趋势短期告一段落，迎来企稳反弹。但是，由于高通胀的供给端冲击因素尚在，通胀环境加速经济衰退前景存在一定可能性。美股当前的反弹可能难以演化为强势反转，更大概率还是会经历波折反复的过程。综合考量，美股反弹阶段对国内市场情绪打击将有所减缓，A股市场面临的空头压力亦会有所缓释。

## 六、期指交易策略

根据市盈率 TTM 整体法测算，沪深 300 指数当前估值水平为 11.24，短期维持小幅下调趋势，相较于 2017 年的低位 10.07 来看，已经逼近低点约 17%。因此我们可以得出 A 股“底部支撑较强”的结论，而“性价比”是否足够凸显有赖于后续盈利预期的修复以及外资在流动性趋紧环境下的加码意图。然而目前可以确定的是，指数短线于 3100 点附近反复震荡的概率较大，上行压力存在而下行空间有限，市场底部区域较为明确。

基本面上看，二季度大概率形成全年经济增速的低位，结合 5.5% 全年增长目标以及一季度 4.8% 的增速水平，政策发力抬升经济是较为明确的方向。而微观层面数据尚未见得企稳态势，在预期先行的逻辑下，预计下半年经济复苏将带来市场趋势性反转机会，这是中长期看多的依据之一。市场层面上，大盘于四月底步入反弹区间，反弹幅度接近 10%，历时 1 个月的时间，从时空双向维度看上快速上行的压力较强。而随着政策进入空窗期，基本面偏弱的局势下，短期行情或面临较强分歧。

图 25 沪深 300 估值（市盈率 TTM 整体法）



资料来源：瑞达期货、Wind

## 六月策略：

1) IF2209

参考入场点位：4013附近

方向：多

止盈设置：4250

止损设置：3894

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。