

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

八月 A 股市场整体呈现 V 型走势，指数短线反弹后回调。沪指在经历五六月份连续两个月的反弹行情后步入震荡整理区间。短线看，指数当前于 3250 点左右面临较大上行阻力。预计后续在未具较大利空面影响下，指数步入 3200 点-3250 点区间盘整。创业板指当前最高行至 2800 点左右，短期回调压力亦较强。市场经历放量到缩量的过程，A 股整体成交量有所收缩，难以维持万亿元趋势。美联储鹰派加息叠加 A 股基本盘呈弱，北上资金后续卖出压力扩大。后续行情或偏均衡为主，中小盘做多情绪有所回落，行业板块再度分化，板块热点轮动加快。

国内基本上，国内疫势蔓延对国内生产、需求、就业等方面带来负面影响，经济面临的“三重压力”尚存，经济形势更趋复杂。居民和企业对于未来的预期较为弱势，但货币和财政政策大幅放松并不现实，因此宏观经济压力仍在。流动性角度，8 月 15 日，央行调降 MLF 利率，在金融和经济数据均下滑的宏观背景下，央行调降 MLF 利率有一定必要性，同时 MLF 利率下调也可加强货币传导效率，降低实体经济压力，同时目前市场流动性较为充裕，可以对 A 股市场形成一定支撑。

策略方案

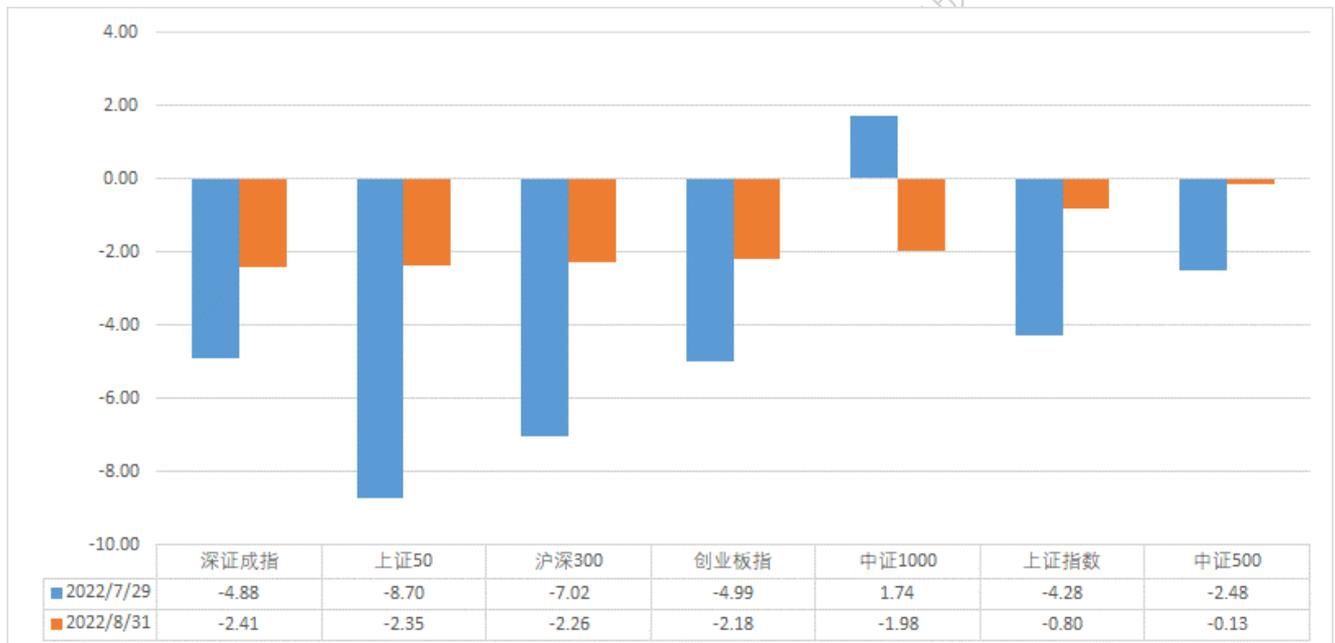
操作策略	品种间套利
操作品种合约	IF/IM2209
操作方向	多
入场价区	-2600
目标价	-2400
止损价	-2700

风险提示：政策不及预期以及经济下行超预期

一、市场回顾

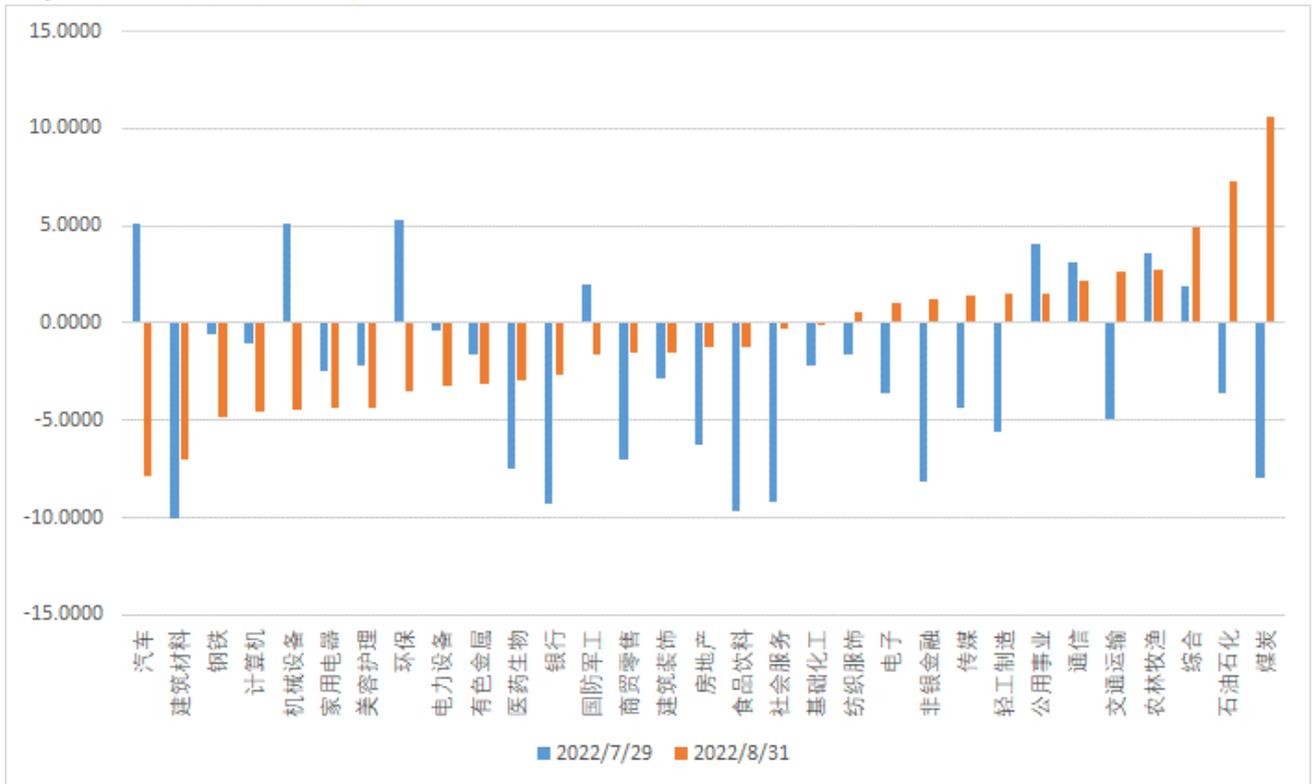
截至 8 月 31 日，主要指数月线上延续收跌趋势，跌幅较上月有所收窄。沪指月跌 0.80%，创业板指月跌 2.18%，深证成指月跌 2.41%。四期指中，大盘指数表现明显弱于中小盘指数，沪深 300 以及上证 50 回调 2.26% 以及 2.35%，中证 500 以及中证 1000 回调 0.13% 以及 1.98%。8 月份市场行情进一步分化，超过半数的板块收跌。汽车、建筑材料以及钢铁板块估值下行，跌幅接近 5 个百分点，煤炭、石油板块则显著收涨。行情进入 8 月份以来，随着宏观经济数据以及企业中报业绩逐步披露，经济弱修复和流动性维持宽松下市场趋势以震荡筑底为主，A 股市场的预期亦产生较大变化，大盘预计将进入震荡格局。

图表 1 主要指数月度涨跌幅



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 2 行业板块月度涨跌幅



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 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

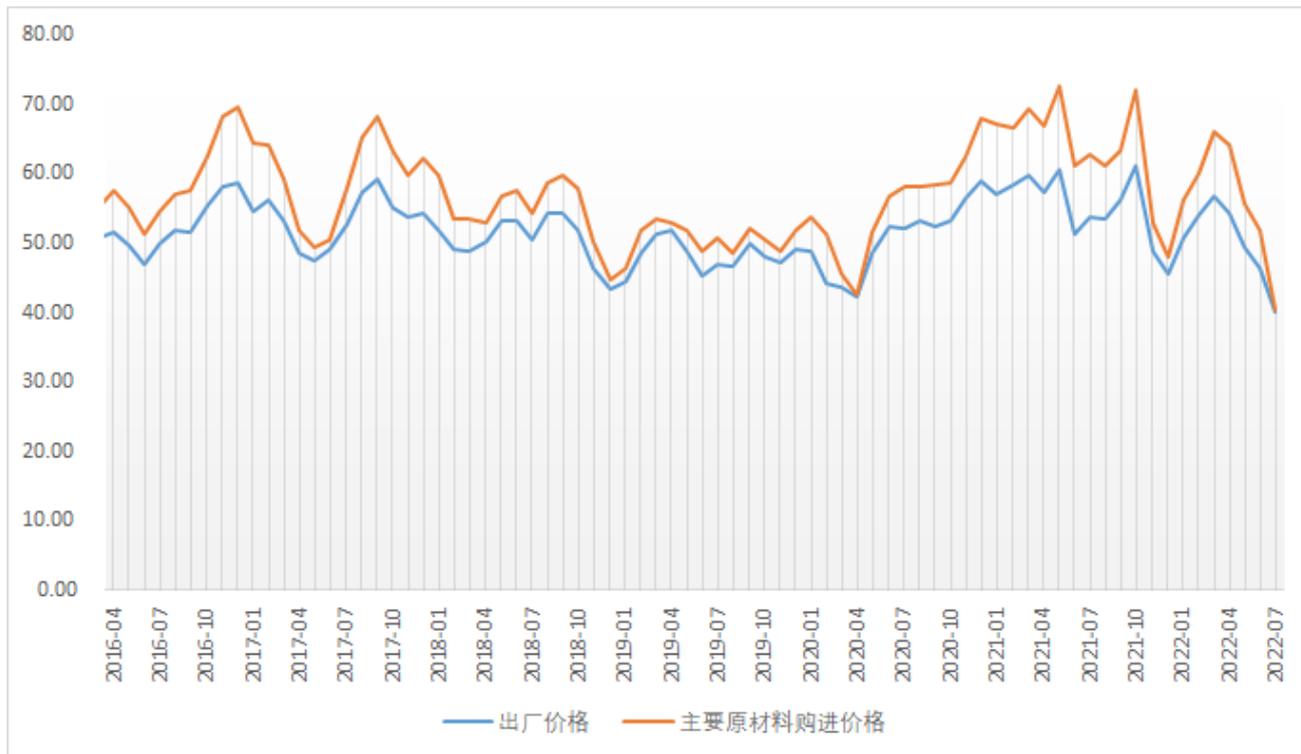
从 2022 年 7 月的数据来看，生产端以及需求端均大幅下行，分别较上月减少 3 个百分点以及 1.9 个百分点。官方制造业 PMI 指标继六月份以来重回荣枯线以上，而七月份再度回落至收缩区间。疫情蔓延以及海外经济体需求回落使得国内市场需求端疲软。其中，生产端环比下降最多，超季节性回落至荣枯线下方。出厂价格以及原材料进口价格则回落趋势明显，内外需求双双走低或给国内生产端带来呈弱下行的主要压力。能源供给冲击、通胀以及货币政策紧缩的共同作用下，海外经济体经济增速下滑同时衰退预期大幅上升。外需回落或将成为较为明显的趋势，因而我国三四季度出口增长动能预计将有所回落。国内方面，服务业整体呈现疫后修复趋势，然地产整体偏弱，基建持续改善，新订单回升阻力依然较强。

图表 4 制造业 PMI 分项数据

指标名称	2022-05	2022-06	2022-07	差值
PMI	49.60	50.20	49.00	-1.20
生产	49.70	52.80	49.80	-3
新订单	48.20	50.40	48.50	-1.9
新出口订单	46.20	49.50	47.40	-2.1
产成品库存	49.30	48.60	48.00	-0.6
进口	45.10	49.20	46.90	-2.3
出厂价格	49.50	46.30	40.10	-6.2
主要原材料购进价格	55.80	52.00	40.40	-11.6
原材料库存	47.90	48.10	47.90	-0.2
从业人员	47.60	48.70	48.60	-0.1

资料来源：瑞达期货、Wind

图5 PMI原材料价格以及出厂价格



资料来源：瑞达期货、Wind

七月份，规模以上工业增加值同比实际增长3.8%。从环比看，规模以上工业增加值比上月增长0.38%。一至七月份，规模以上工业增加值同比增长3.5%。分三大门类来看，七月份，采矿业增加值同比增长8.1%，制造业增长2.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长9.5%。制造业和采矿业同比增速延续小幅回落，电力、热力以及燃气水生产增速明显提升。分行业来看，七月份，41个大类行业中仅有25个行业增加值保持同比增长。主要行业中，汽车制造业连续两个月实现较大幅度的同比增速，7月同比增加超过20%。酒、饮料等食品制造业、铁路以及运输制造业以及有色、黑色金属冶炼行业同比增幅扩大，橡胶、纺织业、非金属矿物、电气设备以及农副产品制造业同比负增且跌幅扩大。

整体看，七月份，房地产疲软叠加疫情反复拖累下，工业增加值同比增速有所回落，整体水平维持在近两年以来的低点。展望八月份，国内疫情反复的局势预计较难快速缓解，叠加房地产偏弱以及高温天气的影响，预计八月份工业增加值同比增速亦难大幅回暖。而随着稳增长政策以及基建对整体经济的拉升作用显现，预计三季度后工业增加值将进一步改善。

图6 工业增加价格



资料来源：瑞达期货、Wind

今年以来，投资对于经济发展的支撑作用更为显著。直至七月，固定资产投资同比增长5.7%，涨幅小幅放缓。高新技术制造业带动整体制造业投资持续上涨，基建投资在“财政前置”影响下持续回升，而房地产行业延续疲弱态势，多数指标降幅延续扩大趋势。在经济下行压力大的前提下，后续将继续大概率因城施策。

基建是今年经济增长的重要动力源。七月基建投资增长7.4%，高于六月的7.1%，延续上涨态势，政策因素带动较为明显。水利和公共设施管理业延续六月份较快增长的态势，稳中向好，是基建增长的核心力量。但需要注意的是，新一轮疫情反复和极端高温天气将对基建施工进度产生拖累。

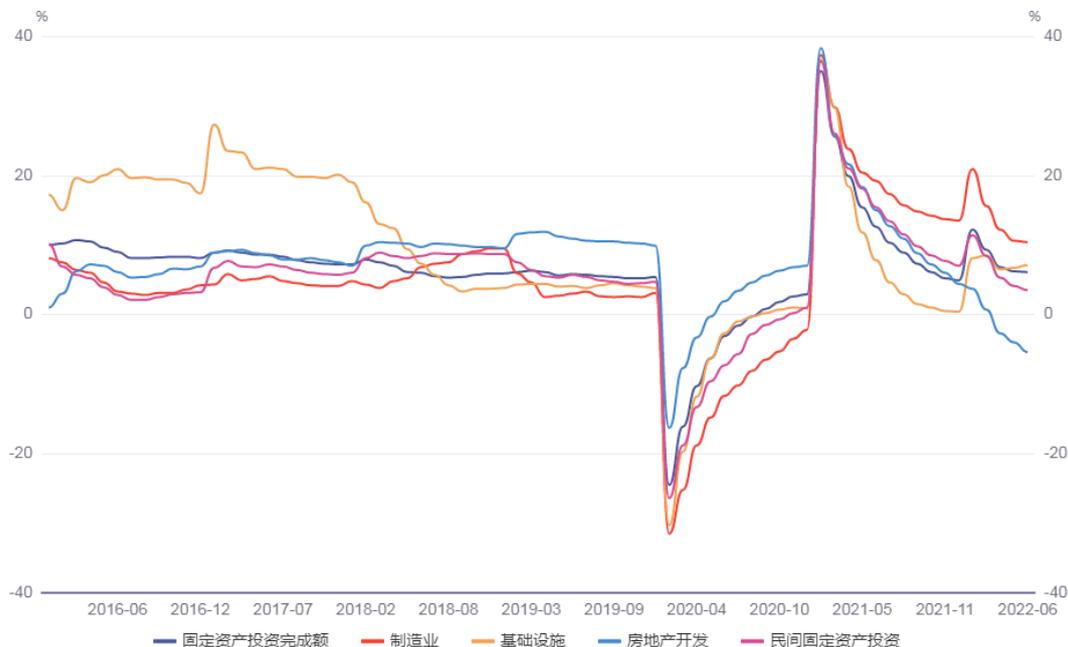
基于今年财政政策前置这一背景，2022年新增地方专项债已发行基本结束，后续由于缺乏了大规模政策性资金流入，基建投资增速或有所回落。就目前数据看来，完成全年5.5%的经济增长仍有些许差距，因而作为传统重要抓手的基建，接下来政府仍有提前下达明年新增专项债额度的可能，从而达成稳经济这一目标。疫情形势好转下，制造业投资边际改善。

基数效应减弱使得制造业投资有所下行。七月制造业投资增长9.6%，较上月小幅下降0.8%，随着库存周期进入主动去库存阶段，叠加去年同期基数上行，制造业投资增速自高位回落。高技术产业投资依旧亮眼，同比增长20.2%，高于固投资增速14.5个百分点，是推动经济结构转型升级的重要驱动力。

房屋销售承压，因城施策大概率维持。七月我国房地产开发投资下降6.4%，连续四个月负增长且降幅持续扩大。商品房销售面积、购置土地面积、施工面积、竣工面积、新开工面积等指标累计同比降幅均有所扩大，可能与七月中旬的断贷事件有关。截至8月14日，土地成交溢价率均值也回落至2.87%，此前五

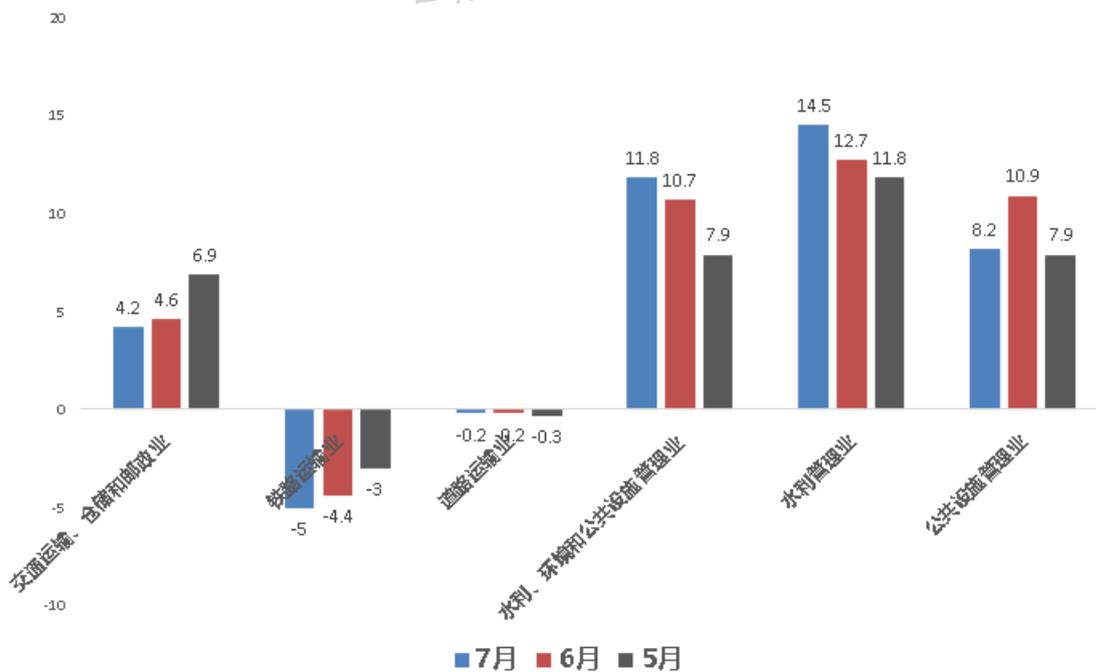
六月份均值分别为3.3%、4.35%，溢价率均值的回落反映出房企拍地需求减弱，地产市场降温。

图表7 固定投资分项



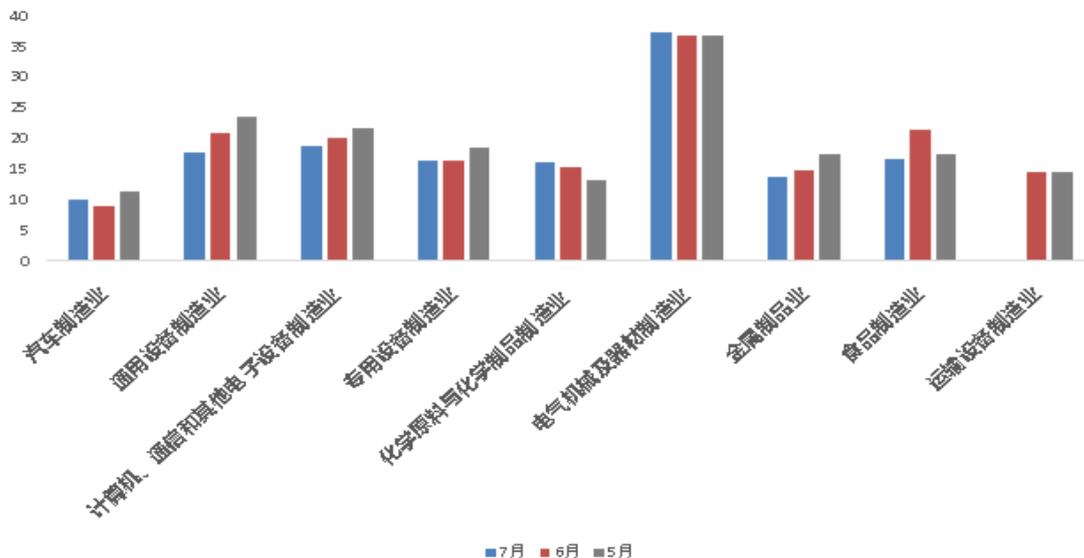
资料来源：瑞达期货、Wind

图表8 基建投资分项



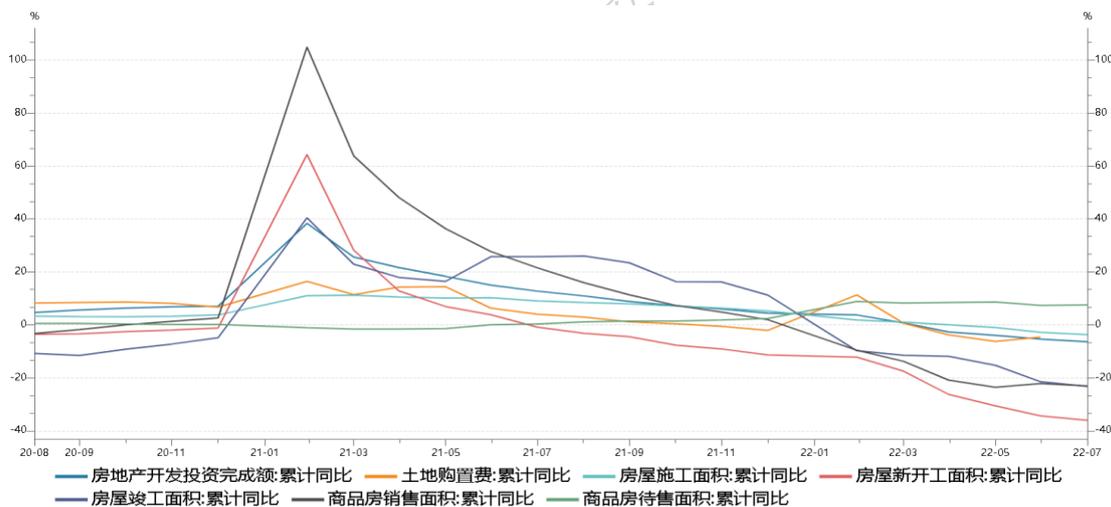
资料来源：瑞达期货、Wind

图表9 制造业投资分项



资料来源：瑞达期货、Wind

图表10 房地产投资分项



资料来源：瑞达期货、Wind

七月社会消费品零售总额同比增长2.7%，较六月增速回落0.4个百分点。分大类来看，六月商品零售同比增长3.2%，增速回落0.7个百分点；餐饮收入同比下降1.5%，降幅收窄2.5个百分点。二季度以来，疫情反复再度对消费形成限制，其中对餐饮收入的抑制有所减弱，但仍较为显著。进入夏季以来，疫情持续影响了居民的消费信心，七月商品零售同比增速略有回落。从限额以上企业商品零售分类数据来看，鼓励汽车消费政策的实施使得汽车零售额维持较快增长，同比增长9.7%；而由于房地产偏弱，家具和装修材料零售额分别同比下降6.3%、7.8%，表现仍然较差。

展望八月份，国内疫情局势预计较难快速缓解，预计八月消费修复步伐仍将进一步放缓。而在疫情影响叠加国内内需修复缓慢的大宏观环境下，居民可支配收入增速亦进一步放缓，未来消费的边际效用预计将进一步提升，当前消费倾向一定程度上受到抑制。整体社会消费品零售总额的增长有赖于宏观经济回暖。

图表11 社会消费品零售总额分项



资料来源：瑞达期货、Wind

整体来看，房地产与消费是主要拖累项，基建投资有明显增长，制造业投资则维持相对平稳，出口依然保持较高水平的增长。基建投资增幅明显递增，成为拉升固定资产投资增速的主要驱动力，稳住经济大盘工作专题会议就强调后续新增专项债将于六月底前完成发行。基建对于整体固定资产的拉升作用取决于制造业以及房地产增速能否企稳。相对而言，房地产与消费需求延续弱势。

三、重要政策：央行降息

8月22日，央行公布最新LPR报价非对称下调：1年期LPR由3.70%下调为3.65%，下调5个基点；5年期以上品种由4.45%下调为4.30%，下调15个基点，有利于释放中长期贷款需求。

点评：

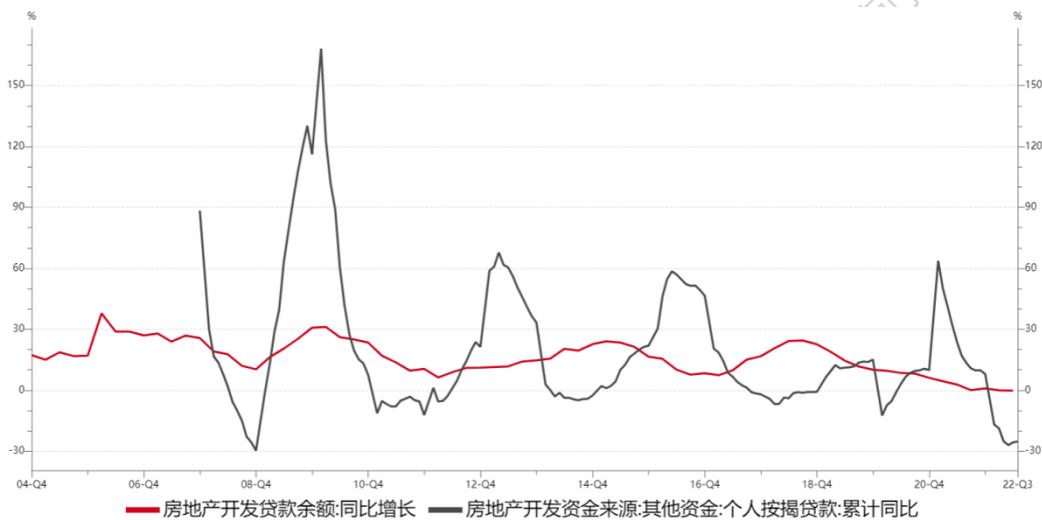
在8月MLF降息的引导下，LPR的下调符合市场预期，但值得注意的是，LPR实现非对称调降，兼顾防止资金脱实向虚和呵护地产回暖企稳以实现稳增长。此次LPR非对称调降也凸显了中央积极提振宽信用进程和干预宽松过度的资金面环境的政策态度，对债市而言，目前来看债牛格局仍未改变，预计将维

持高位震荡，短期内资金利率向政策利率的回归态势延续，同时长短端利差缩窄，短债利率继续下行空间较为有限，长债利率调整后存在做多机会，需持续关注未来宽信用进程的推进和经济基本面的修复情况。

一、国常会强调降贷成本，多部门举措促“保交楼”

在七月以来多地停贷风波的扰动下，房地产市场复苏受阻，消费者信心受挫，居民加杠杆意愿低迷。从数据上看，七月房地产开发贷款和按揭贷款表现均不佳，促进房地产回暖企稳迫在眉睫。此次非对称调降一定程度上是为了对冲地产停贷事件的影响，将有效降低居民的购房成本，有利于拉动按揭贷款需求，提升居民消费预期，同时也反映了政策上对房地产市场的倾斜力度和中央对解决房地产市场困境的决心。

图 12 开发贷款和按揭贷款需求低迷



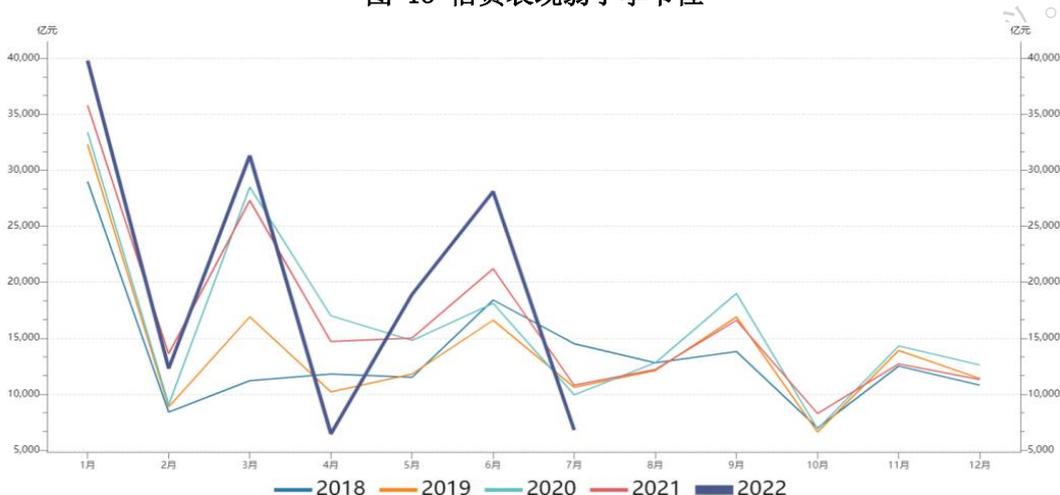
资料来源：wind，瑞达期货研究院

针对停贷事件，监管层迅速介入，同时中央也在各类会议上多次强调保障地产安全。李克强总理在 8 月 19 日召开的国常会中指出，要完善市场化利率形成和传导机制，发挥贷款市场报价利率指导作用，支持信贷有效需求回升，推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本，加大金融支持实体经济力度。此次会议着重强调了推动降低个人消费信贷成本，实际上是指向了降低居民房贷利率，进一步稳定楼市。此外，住房和城乡建设部、财政部、人民银行等有关部门近日出台措施，完善政策工具箱，通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付。此次专项借款精准聚焦“保交楼、稳民生”，严格限定用于已售、逾期、难交付的住宅项目建设交付，实行封闭运行、专款专用。通过专项借款撬动、银行贷款跟进，支持已售逾期难交付住宅项目建设交付，维护购房人合法权益，维护社会稳定大局。这也再次表明政策层面的立场，专项贷款不是为了救市而是为了解决当下房地产突出的问题，防止房地产信用风险进一步扩散，减弱逐渐对居民消费信心和经济稳定的影响。

二、八月 LPR 超预期下调，政策加力稳增长

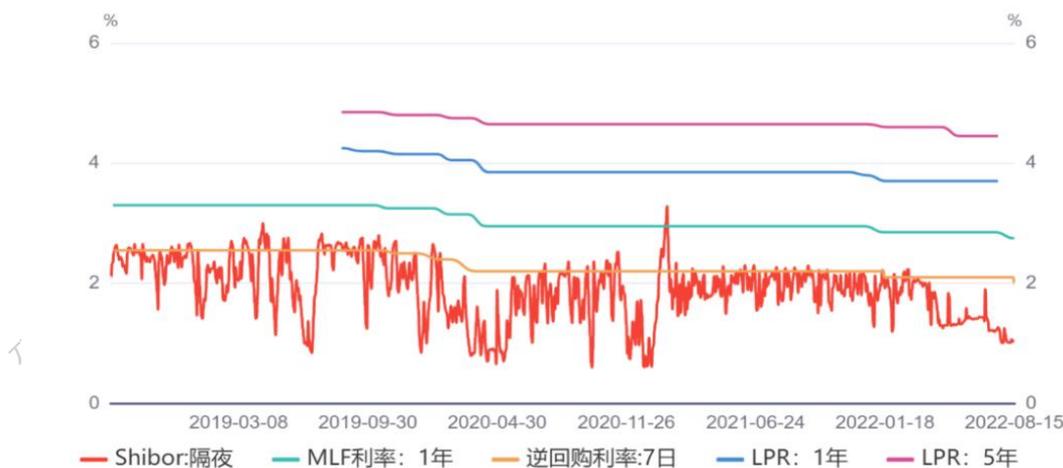
七月份我国信贷数据超预期回落，企业和居民的信贷需求均显低迷，主要反映了当前经济恢复趋缓态势下实体融资需求不足。在 8 月 MLF 利率下调的基础上，当月 LPR 报价如期下行。而推动 LPR 利率下降，也是我国政府稳定企业信贷与居民购房意愿的政策手段。

图 13 信贷表现弱于季节性



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 14 此前 MLF、OMO 超预期降息

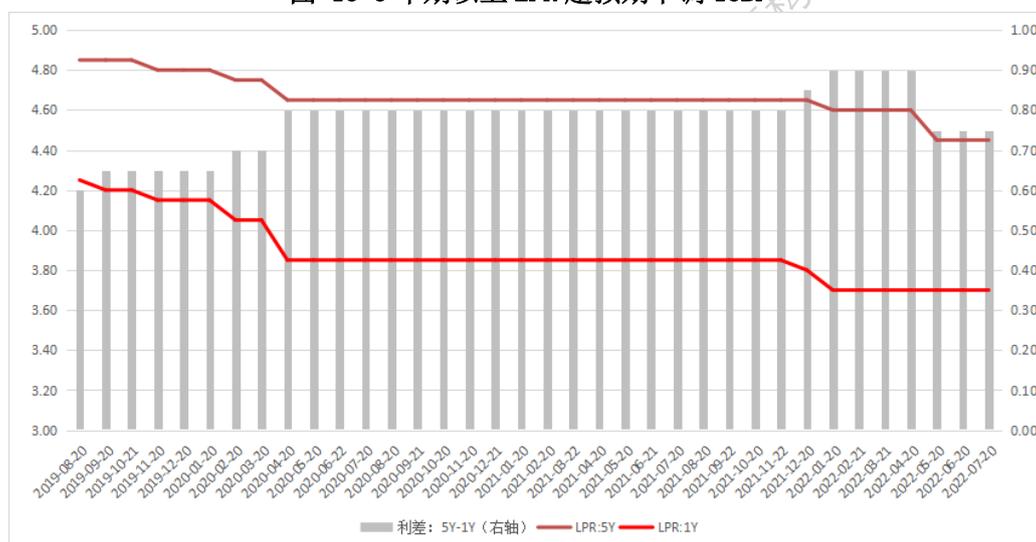


资料来源：wind，瑞达期货研究院

8 月 22 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 3.65%，较前值 3.7% 下调 5BP；5 年期以上 LPR 为 4.3%，较前值 4.45% 下调 15BP，表明通过降低融资成本来提振信贷需求以推动宽信用进程支持稳增长的政策意图。值得注意的是，此次调整为非对称下调，尤其是，1 年期 LPR 下调幅度不及市场预期的 10BP，而与房贷挂钩的 5 年期以上 LPR 下调幅度则超出 10BP 的预期。当前 1 年期 LPR 水平已相对偏低，较小幅度的下降可避免企业使用贷款资金套利导致资金无法有效流向实体，从而降低货币政策实施效果，若大幅下调，可能会加大资金空转风险。而 5 年期以上 LPR 的更大降幅表明了定向支持楼市和促进经济稳增长是当前政策性降息的重点，扭转市场对经济和地产的偏弱预期和推动地产市场逐渐回暖成为提振宏观经济需求的关键。在当前房地产市场较为疲弱的背景下，5 年期以上 LPR 仍有继续下调的空间存在。

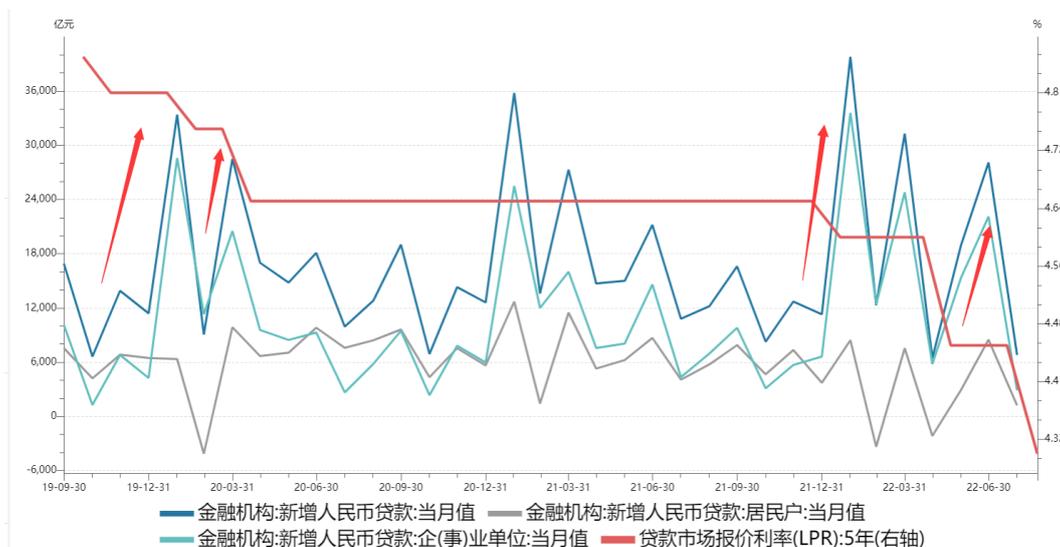
图 15 5 年期以上 LPR 超预期下调 15BP



资料来源：wind，瑞达期货研究院

LPR 下调后，八月份信贷数据或有所好转。从历史数据看，企业信贷增速受到 LPR 影响较为明显，LPR 下调后企业信贷大概率快速修复。2019 年 10 月、2020 年 2 月、2021 年 12 月以及今年 5 月份，LPR 降息后企业信贷恢复迅速，需求大量释放。随着疫情影响淡去，LPR 下调将会对企业贷款有较好的拉动作用。相较之下，居民贷款受 LPR 下调影响较弱。今年信贷增长受政策性影响较大，当政策加大信贷投放力度时，当月信贷通常表现较好。从央行降息及近期“加大对实体经济信贷支持力度”的表述来看，合理释放信贷需求仍是政策重点，从而助推经济复苏。

图 16 LPR 下调有利于信贷改善



资料来源：wind，瑞达期货研究院

降息是政策进一步发力的开始，宽信用效果需进一步观察。八月份，我国疫情有所反复，常态化防疫趋势短期内仍未改变，从一定程度上限制了经济复苏空间。目前政府多次强调“保交楼、保民生、保稳定”，反映出地产对于改善经济预期、缓解下行压力来说十分重要，而与房贷关系最为密切的货币工具就是 5 年期 LPR。接下来 5 年期 LPR 仍有继续下行空间，而 1 年期 LPR 已处于相对较低水平，后续超预期下调的可能性不大。需要注意的是，降息只是政策端发力的起点，单单依靠下调 LPR，对提振居民购房意愿、乃至提振整体房地产景气度作用可能较为有限，需配合多种政策工具如放开限售、限购条件等共同使用，后续静待宽信用效果显现。

图 17 八月疫情有所反复



资料来源：wind，瑞达期货研究院

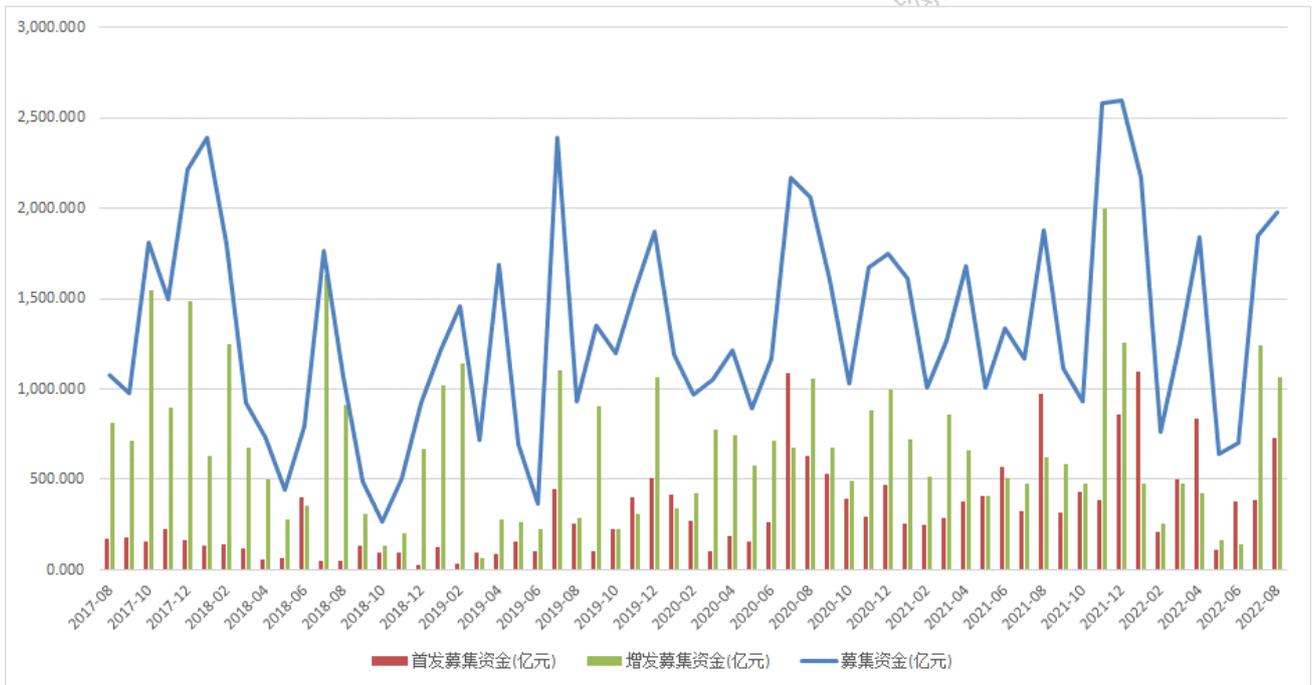
四、股指资金供需对比

(一) 资金消耗

1、一级市场

据wind数据统计，2022年8月股权融资规模大幅上升至1977.91亿元，较7月份的1847.2亿元明显增多。截至8月31日，募集家数总共107家。8月份首发募集资金总726.29亿元，增发募集资金总额为1078.44亿元。总体来看，增发资金明显扩大本月股权融资规模，首发资金小幅上行。当前市场面临海内外空头因素相较于二季度而言逐步落地，一级市场融资意愿逐渐回暖。另外，8月以来，44家上市公司中3家新股首日破发，从单周来看，8月此前已经连续两周没有出现过破发股。

图表 18 一级市场对资金消耗情况

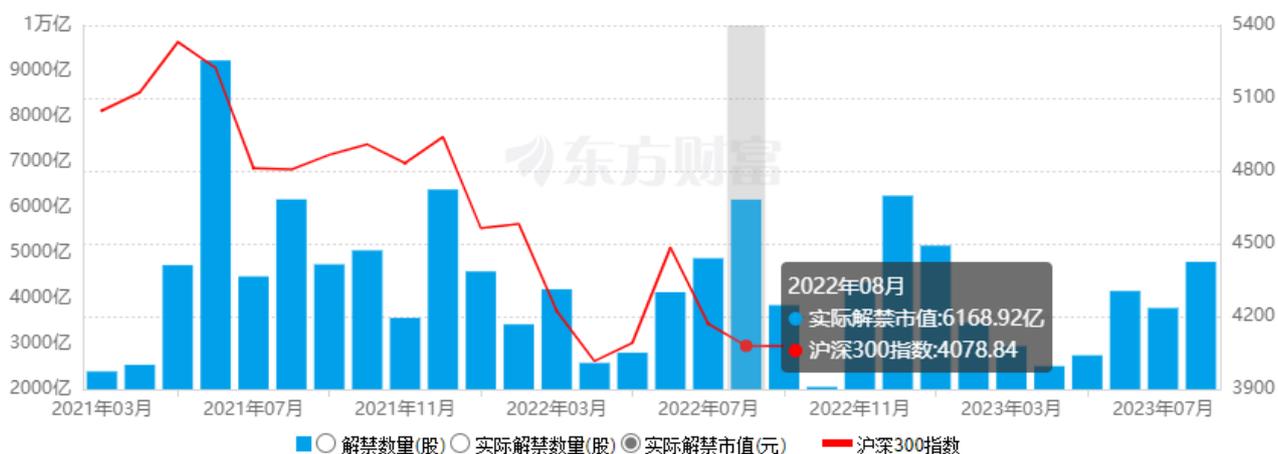


资料来源：瑞达期货、Wind

2、大股东二级市场及回购交易情况

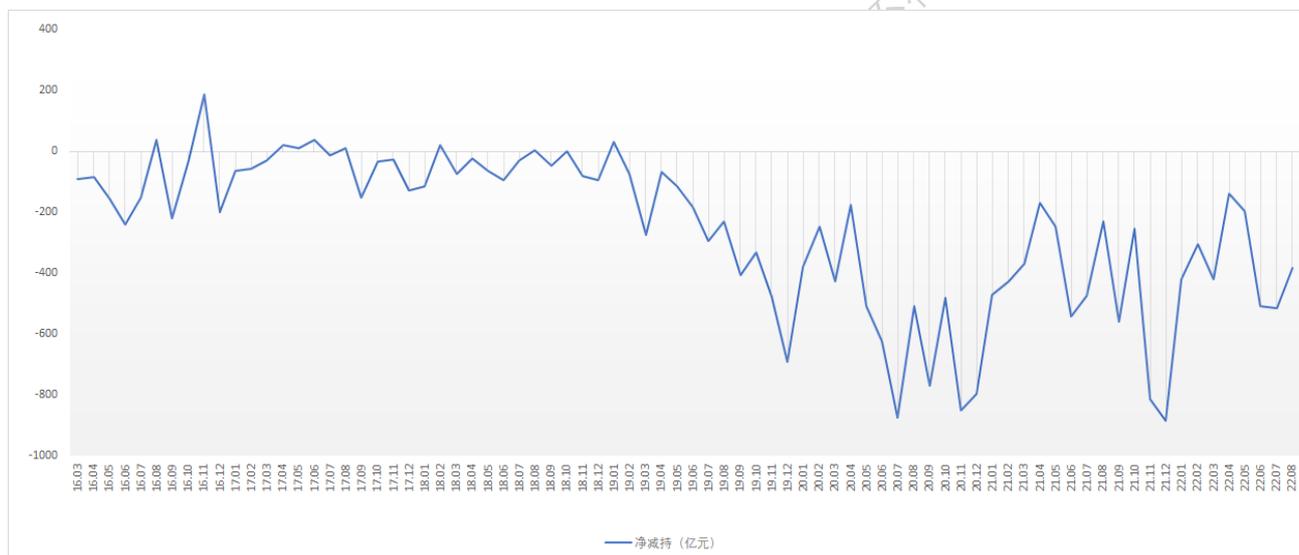
截至8月31日，从重要股东二级市场交易公告来看，八月份，重要股东期间回购总金额为311.90亿元，回购家数为351家。8月份净减持市值为381.78亿元，较七月份514.84亿元呈略有下降。7-8月份增持市值为185.85亿元，增持家数为203家，8月份增持市值为79.42亿元，增持市值较7月份小幅下降。八月份，药明康德、康龙化成、固德威遭遇大幅减持，制药行业龙头减持现象明。通威股份、南京银行资金大幅增持。

图表 19 限售解禁市值



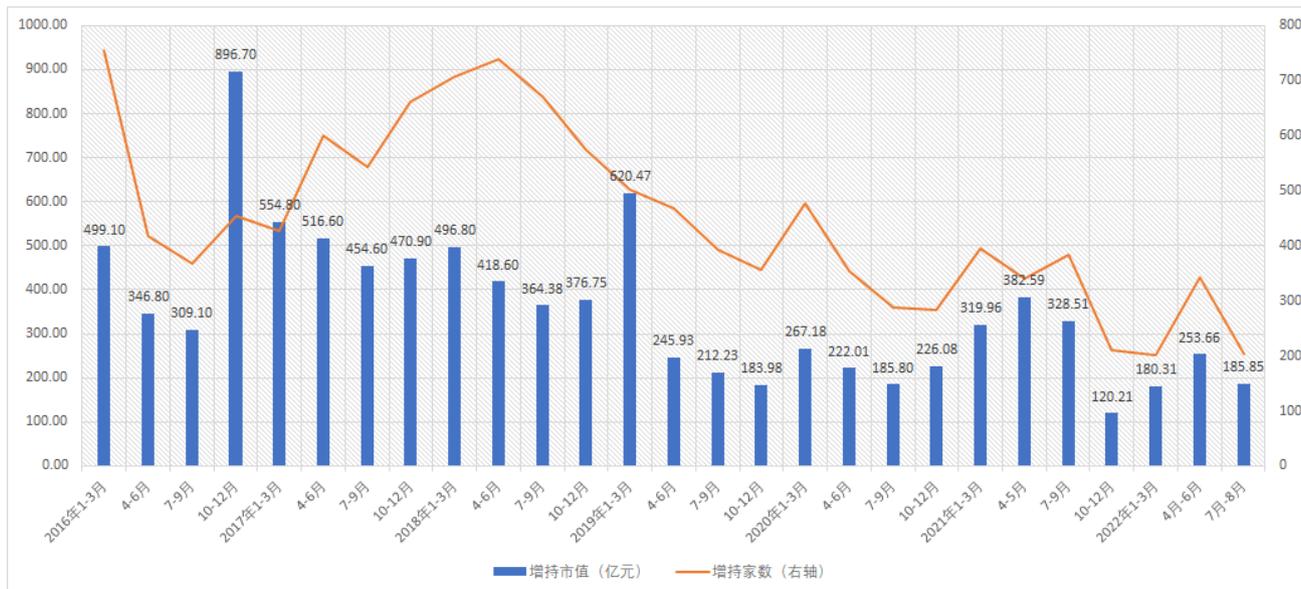
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 20 大股东净增（减）持变化



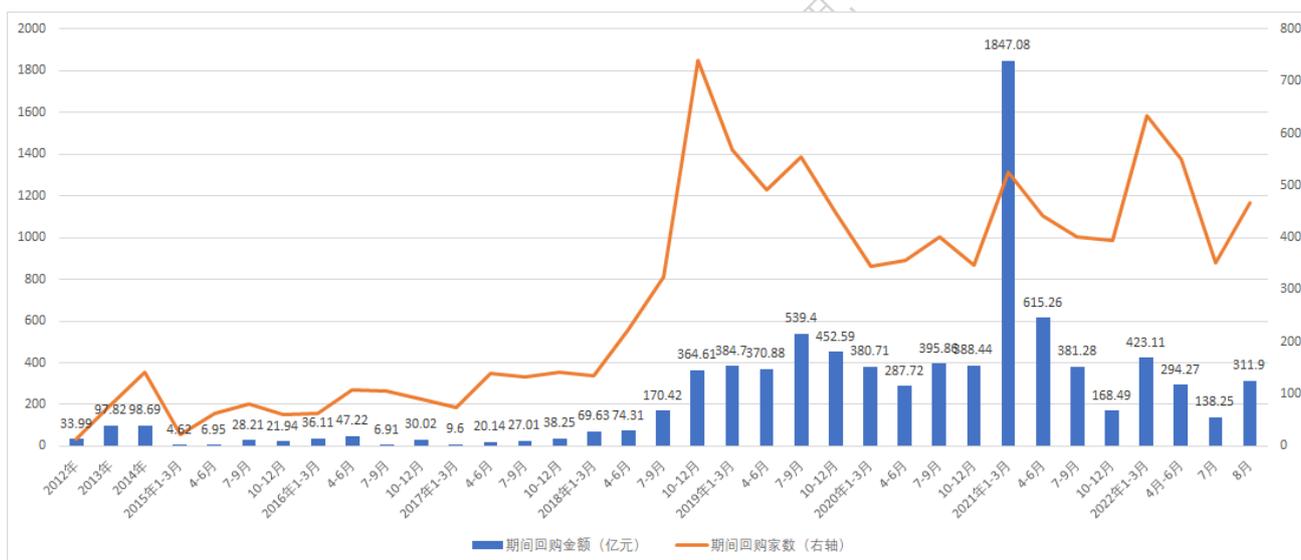
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 21 大股东增持情况



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 22 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 8 月 31 日，基金分类股票投资比例为 67.95%，较月初 64.72% 小幅上升。八月份，股票投资比例呈现上升趋势。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 2022 年二季度，A 股市场股票投资占净值比例为 89.45%，相较于一季度而言小幅下行。A 股市场股票投资整体总市值为 48147.40 亿元，相较于一季度而言亦有所降低。从净值占比来看，A 股股票、债券以及现金的比重均呈现小幅下降，这或意味着当前股票型以及混合偏股类基金

对 H 股权益资产增持有所上升。

图表 23 基金分类股票投资比例



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 24 股票型以及混合型基金股票投资市值（万元）以及投资比例（%）

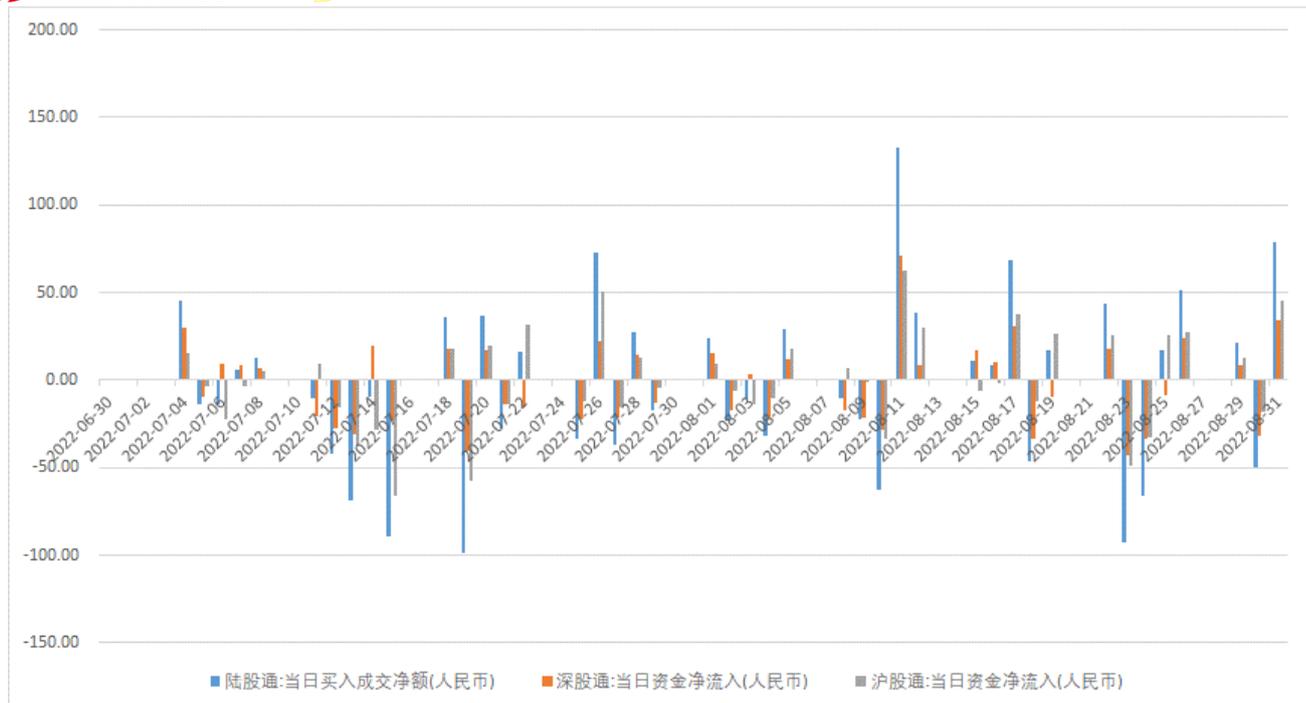


资料来源：瑞达期货、Wind

2、外资大幅净流出

截至 8 月 31 日，八月份陆股通资金呈现明显回升，相较于 7 月份的大幅净流出而言，八月累计净流入 127.13 亿元。沪股通净流出-15.77 亿元，深股通净流入 142.89 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 25 陆股通资金净流入情况（亿元）（月）

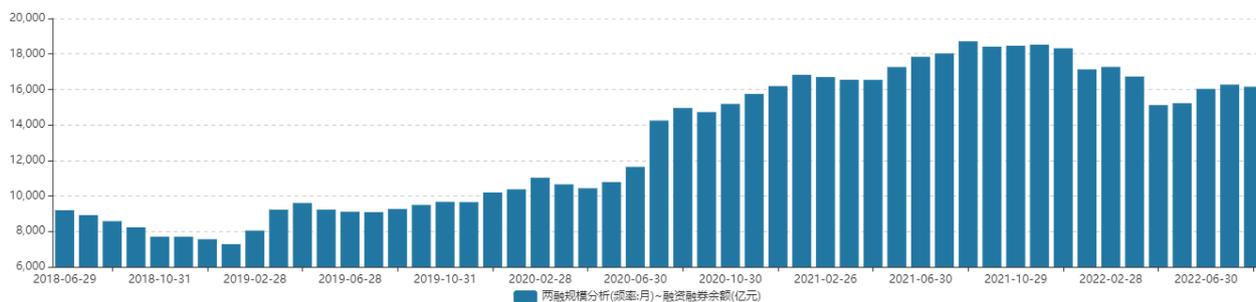


资料来源：瑞达期货、Wind

3、两融余额

截至 8 月 31 日，两融余额为 16153.79 亿元，较七月末 16274.71 呈现小幅下降，其中融资规模以及融券规模均小幅下行。八月份融资期间买入额为 15220.37 亿元，七月份为 15032.26 亿元，融资买入额呈现回落趋势。从融资买入额占 A 股成交额比例来看，八月融资买入额占 A 股成交额比例为 6.58%，相较于 7 月份而言亦呈现小幅下降的趋势。结合当前海内外宏观基本面来看，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 26 融资融券余额



资料来源：瑞达期货、Wind

图 27 融资买入额占 A 股成交额比例



资料来源：瑞达期货、Wind

五、九月份股指走势展望

八月A股市场整体呈现V型走势，指数短线反弹后回调。沪指在经历五六月份连续两个月的反弹行情后步入震荡整理区间。短线看，指数当前于3250点左右面临较大上行阻力。预计后续在未具较大利空面影响下，指数步入3200点-3250点区间盘整。创业板指当前最高行至2800点左右，短期回调压力亦较强。市场经历放量到缩量的过程，A股整体成交量有所收缩，难以维持万亿元趋势。美联储鹰派加息叠加A股基本盘呈弱，北上资金后续卖出压力扩大。后续行情或偏均衡为主，中小盘做多情绪有所回落，行业板块再度分化，板块热点轮动加快。

国内基本上，全球经济增速放缓及国内疫势蔓延对国内生产、需求、就业等方面带来负面影响，经济面临的“三重压力”再次加大，经济形势更趋复杂。疫后稳增长、稳市场主体、保就业各项政策短时间内加速落地，助力中国经济度过艰难时期。虽然当前经济增长预期有所回落，然后结合会议政策布局来看，后续国内经济有望沿着修复的轨道继续运行，但海外高通胀下货币紧缩导致外需回落，国内财政收支压力掣肘政府支出，而居民储蓄意愿上升影响地产销售及内需修复，增速快速修复的情形或较难出现。

海外局势上，美国当前面临较为显著的经济衰退预期，政策因通胀加速收紧下，对于需求端的冲击或将令当前经济动能弱化的速度加快。而欧洲主要发达国家亦面临着经济衰退的风险，经济景气度亦明显下调。俄乌冲突下，欧洲能源危机引发的通胀高企加速经济衰退预期。8月26日杰克逊霍尔会议上美联储主席鲍威尔用精简直率的演讲向先前质疑央行货币政策立场的投资者们再次释放了强硬的鹰派信号，此番演讲也呼应了先前美联储官员的鹰派发言，进一步证实了美联储在短期内将不惜一切代价抑制通胀的决心。对于中国而言，外需回落或将是未来一大趋势。出口对经济增长的驱动作用或逐步弱化，而若经济内生需求下半年能明显回暖，或能一定程度弥补整体需求的不足。具体内需修复情况仍需关注当前政策效力的落地情况。

图表28 沪指K线图

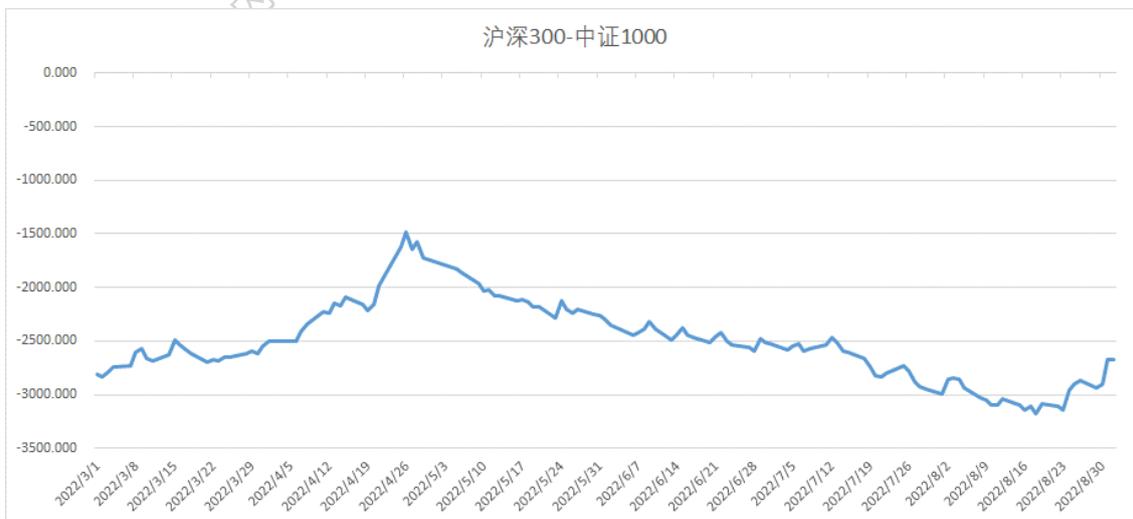


资料来源：瑞达期货、Wind

六、期指交易策略

市场已经处于弱反弹后期阶段，市场逐步进入震荡期。经济方面，7月份经济下滑打破了4月份以来的经济回升逻辑，居民和企业对于未来的预期较为弱势，但货币和财政政策大幅放松并不现实，因此宏观经济压力仍在。预计后续市场风格将偏均衡为主，因此在此我们看多沪深300，在震荡时期选择跨品种套利策略：多IF空IH策略。

图表 29 沪深300和中证100价差



资料来源：瑞达期货、Wind

九月策略：

1) IF/IM2209

参考入场点位：-2600附近

方向：多

止盈设置：-2400

止损设置：-2700

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。

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。