

## A股探底回升，静待两会信号

### 摘要

A股主要指数2月显著回升，三大指数均录得涨幅，小盘指数走势偏强。四期指呈现大盘蓝筹、小盘涨幅强于中盘。期指基差与指数盘面情绪形成较强正相关，前期雪球产品集中敲入以及中性策略部分业务爆仓，导致IC与IM基差负反馈波动放大。预计短期内基差与市场情绪仍呈正相关，以偏强波动为主。一方面，春季躁动行情下小盘走势偏强，市场情绪对基差的影响偏正向。另一方面，中性策略目前较难大幅增加规模，预计IC和IM基差短期走势偏强。持仓方面来看，四期指净空单规模下降，市场风险偏好显著回升。

海外层面，随着通胀数据放缓再度弱于预期，市场对于美联储3月降息的预期已经逐步弱化。2024年1月美联储议息会议纪要整体对降息态度维持审慎。美联储尚未确认何时降息，仍需耐心等待数据进一步验证通胀回落。预计3月份降息概率极低，但二季度降息或仍存可能性。CME观测器显示，数据显示的5月美联储首次降息25BP的概率降至29.1%、维持利率不变概率为70.9%；6月份首次降息25BP的概率为71.5%、维持利率不变的概率为28.5%。关注3月的FOMC会议，美联储可能对降息时点及缩表放缓有更深入的讨论。

国内经济层面上，2023年我国多数经济指标好转，但整体经济仍处于修复阶段。受春节假期提振需求影响，本月制造业景气小幅回升但仍位于收缩区间。金融数据方面，社融及信贷均有超预期表现，相对呈现出积极信号。在春节数据拉高市场预期后，高频指标并未有大幅改善，预计2月经济数据较难超预期。关注到3月即将召开的两会，经济现实偏弱的当下，政策信号有望带来更多信心支撑。



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  
曾奕蓉 期货从业资格证号  
F03105260

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

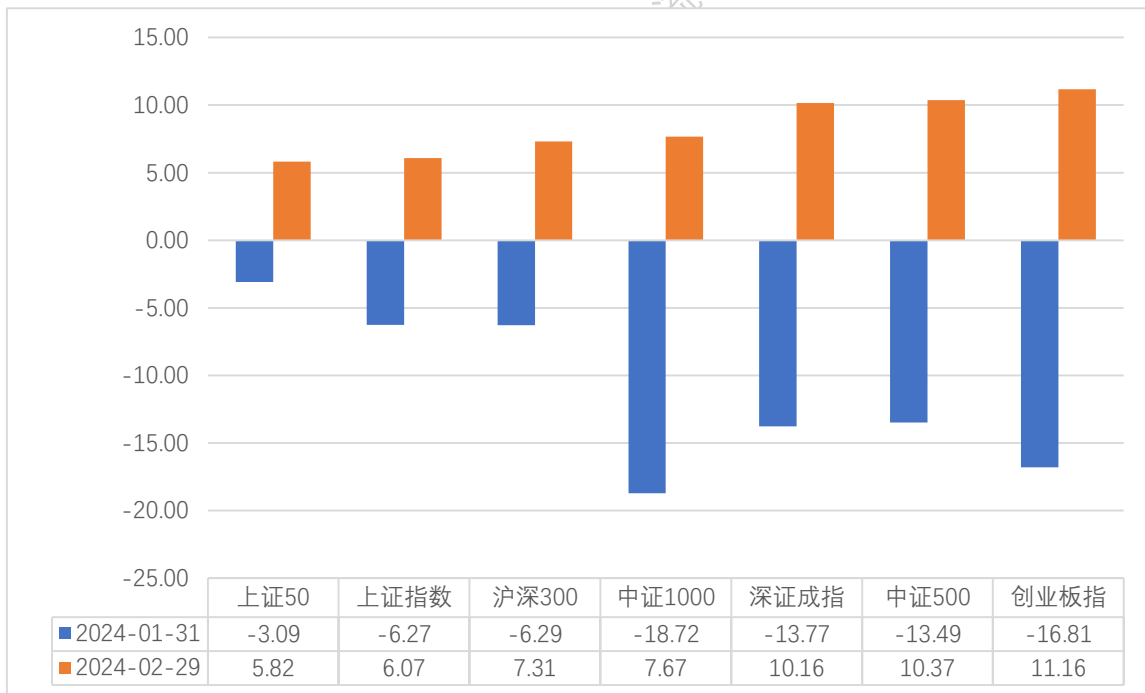
ADS 研究服务



## 一、 市场回顾

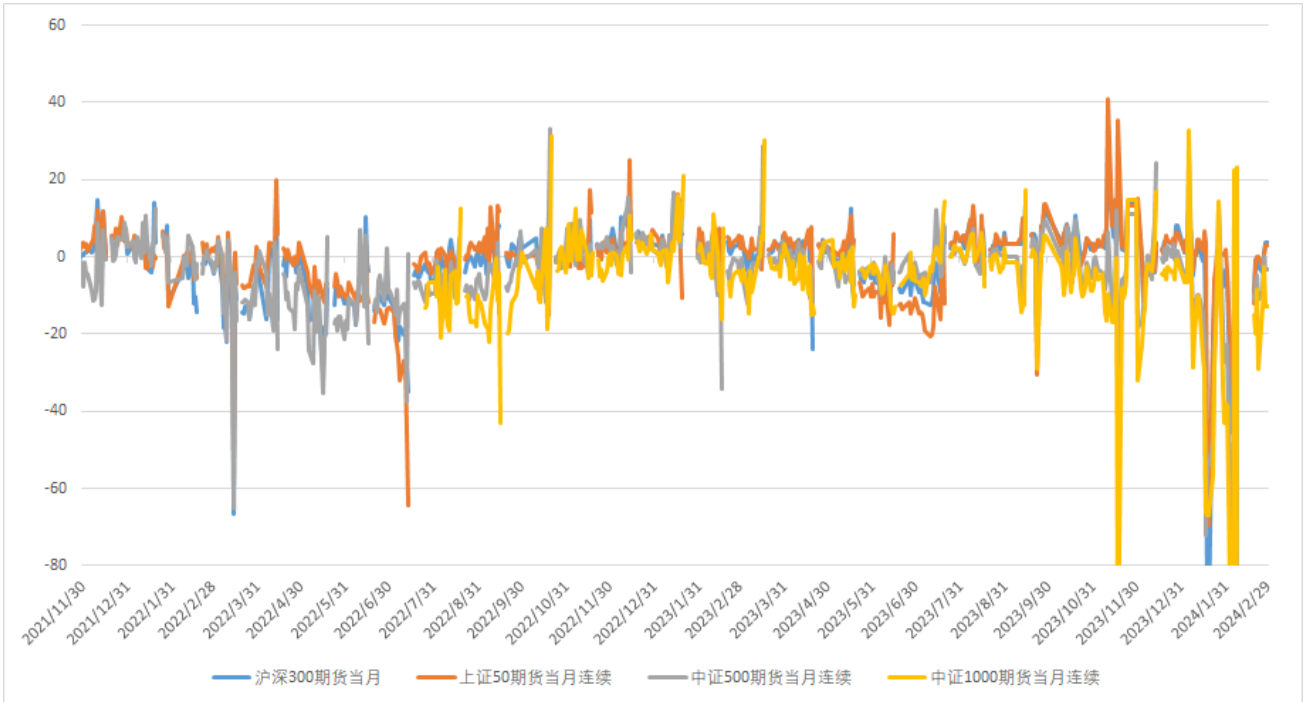
截至 2 月 28 日，主要指数本月显著回升，三大指数均录得涨幅，小盘指数走势偏强。两市成交量回升。沪指一月加速探底后实现反弹，月涨 6.07%，一度回升至 3000 点上方，深成指以及创业板指涨势更强，月涨 10.16%、11.16%。四期指小盘超跌后涨势更强，中证 1000 月涨幅达 7.67%，大盘股指涨幅亦超过 5%。四期指基差与指数盘面情绪形成较强正相关，IC/IM 合约贴水收敛，IF/IH 合约从小幅贴水回归升水，前期雪球产品集中敲入以及中性策略部分业务爆仓，导致 IC 与 IM 基差负反馈波动放大。预计短期内基差与市场情绪仍呈正相关，以偏强波动为主。一方面，春季躁动行情下小盘走势偏强，市场情绪对基差的影响偏正向。另一方面，中性策略目前较难大幅增加规模，预计 IC 和 IM 基差短期走势偏强。持仓方面来看，四期指净空单规模下降，市场风险偏好显著回升。结合 2 月市场整体情况来看，行情有较为明显的修复，随着两会的临近，政策释放利好作用下，大盘上行动能有望继续修复。

图 1 主要指数月度涨跌幅



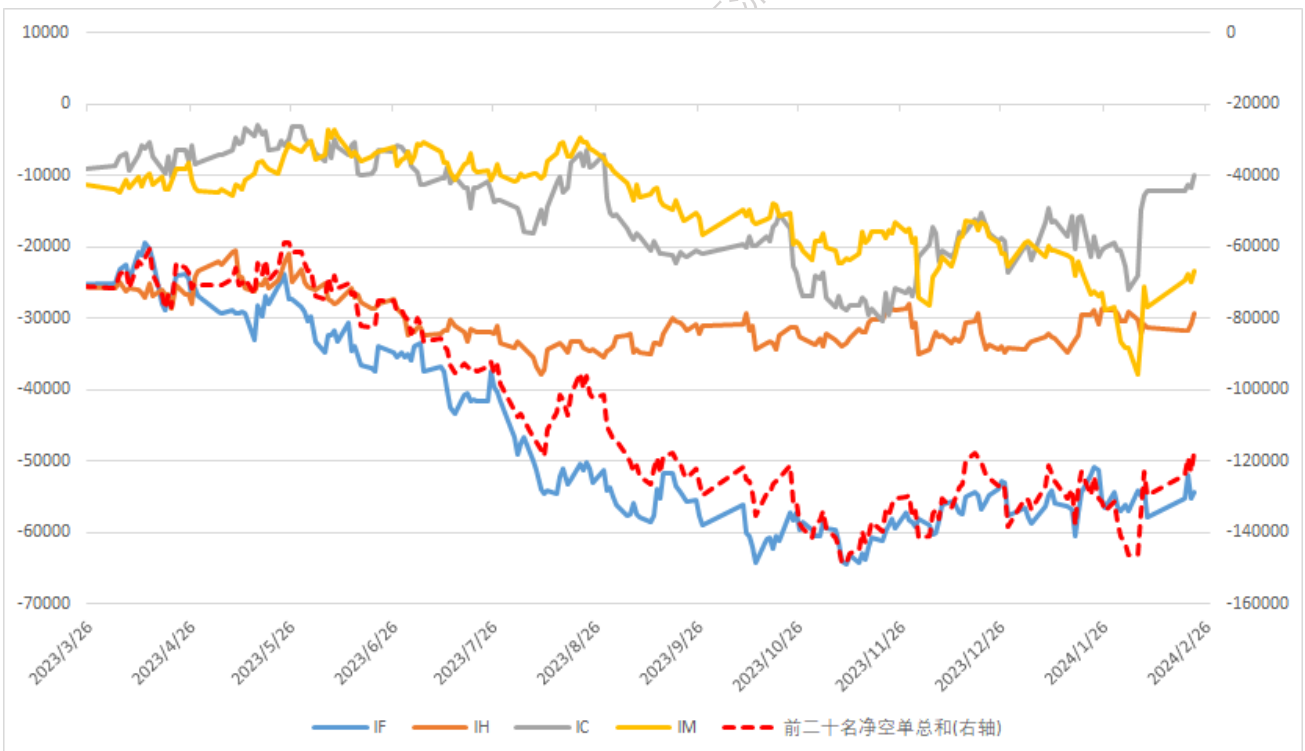
资料来源：瑞达期货、Wind

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) 春节来临需求回暖，服务业再度转向扩张

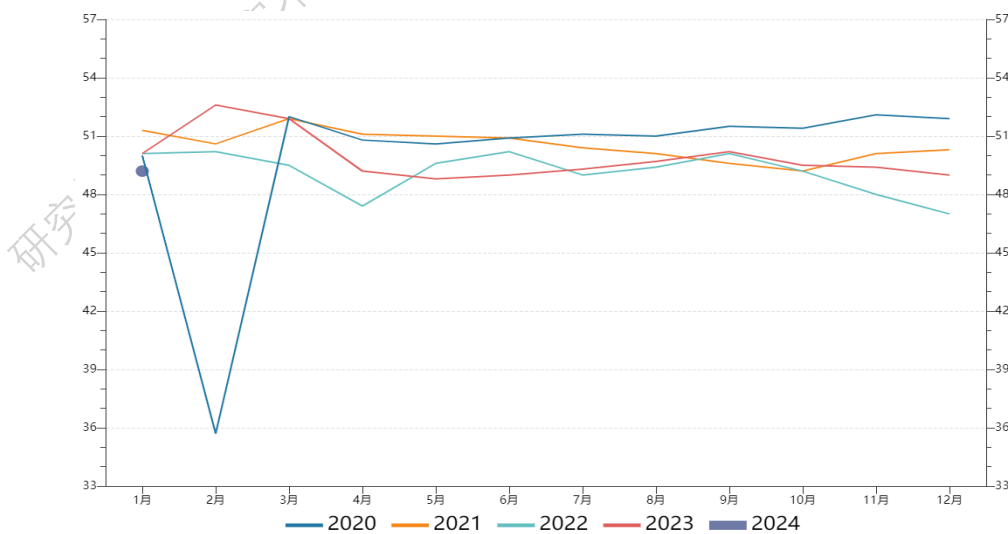
受春节假期临近提振需求影响，本月制造业景气小幅回升但仍位于收缩区间。

具体从供给端看，1月制造业PMI生产指数较上月回升1.1个百分点至51.3，主要受春节假期来临企业赶工所提振。分行业看，结构分化显著：节前囤货、送礼需求增加，推动食品及酒饮料精制茶、造纸印刷等行业生产指数大幅上涨；而流感传播则带动医药行业生产迅速上涨。从需求端看，新订单指数较上月小幅上升。其中，新出口订单回升1.4个百分点至47.2，反映出外需改善是本月PMI好转的主要原因，或与外企节后复工有关。总的来看，制造业小幅好转但依旧偏弱，需求端在节假日的影响下小幅改善，但压力尚存，制造业持续恢复基础仍需进一步巩固。

非制造业PMI较上月回升0.3个百分点，延续前期复苏态势且始终落于扩张区间。伴随节假日来临，居民出行需求回暖带动服务业PMI重回扩张区间。1月服务业PMI录得50.1，较上月回升0.8个百分点。其中，零售、道路运输、航空运输、餐饮等行业商务活动指数升至扩张区间，铁路运输、邮政行业景气度落于60以上高位景气区间，业务总量增长较快。受建筑工人返乡叠加冬季气温下降影响，建筑业进入施工淡季。1月建筑业PMI较前月下降3.0个百分点至53.9，景气有所回落。此外，建筑业仍受房地产拖累，房地产销售、开工、投资同比等多项指标进一步下行，市场依未有明显好转。

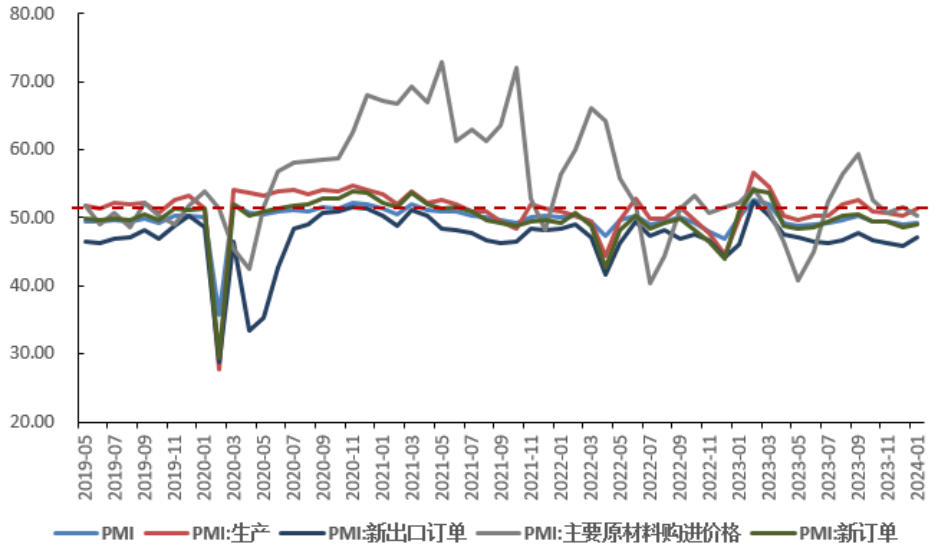
企业正处于主动去库存转向被动去库存的拐点上。受到经济复苏斜率放缓以及内外需偏弱因素的制约，供给侧改善幅度偏弱，但释放了积极信号，供需两端已有企稳趋势，企业去库存周期或逐步进入尾声。随着国内需求改善，二三季度有望逐步进入补库存阶段，加上多项产业政策频频发力，有望提振新一年制造业景气水平。但需要注意的是，2月份受春节影响工作时长少于平时，制造业景气水平或季节性回落。

图4 制造业PMI季节性好转



资料来源：瑞达期货、Wind

图5 多项指标处于收缩区间



资料来源：瑞达期货、Wind

## （二）社融超预期下，央行非对称降息

1月新增社融超预期，且强于季节性，企业债券和未贴现银行承兑汇票为主要贡献项。1月新增社融6.5万亿元，高于市场预期的均值(6.0万亿元)，同比多增5061亿元，同比增速与上月持平为9.5%。同时，单月社融规模创下2002年以来新高，且高于过去六年同期的均值水平5.04万亿元。从分项来看，新增未贴现银行承兑汇票和企业债券同比多增，人民币贷款、政府债券、股票融资同比少增。1月新增未贴现银行承兑汇票5635亿元，同比多增2672亿元；企业债券新增4835亿元，同比多增3282亿元，或主要由于1月信用债收益率大幅下降，企业融资需求上升。1月社融口径新增人民币贷款4.84万亿元，同比减少914亿元；股票融资新增422亿元，同比少增542亿元；新增政府债券规模支撑作用减弱，政府债融资新增2947亿元，同比少增1193亿元，相较于去年同期，在增发国债影响下，今年1月份地方债发行节奏偏慢。

高基数效应下，1月新增信贷绝对水平不低，居民部门总量和结构均有所改善。1月新增人民币贷款4.92万亿元，与2023年1月份新增规模相当，但远高于2019-2021年同期水平。分部门来看，居民部门贷款新增9801亿元，同比增加7229亿元。其中，短贷新增3528亿元，春节假期消费需求相对强劲，带动居民短贷表现偏强。同时，中长贷新增6272亿元，同比及环比分别多增4041亿元和4810亿元，但数据显示商品房销售仍较低迷，因此其居民端信贷增长的持续性仍需进一步观察。企业部门方面，整体增长仍偏弱，企业部门贷款新增3.86万亿元，同比减少8200亿元，企业中长贷、短贷、票据同比分别少增1900亿元、少增500亿元、多减5606亿元，或也反映出企业部门预期尚未明显回暖。考虑到1月PMI及通胀数据显示经济动能依然偏弱，社融和信贷景气度的持续性还需关注2-3月金融数据来整体判断。

春节错位效应推动M1同比超预期回升，M1-M2剪刀差边际快速收窄，“社融-M2”同比增速差由负转

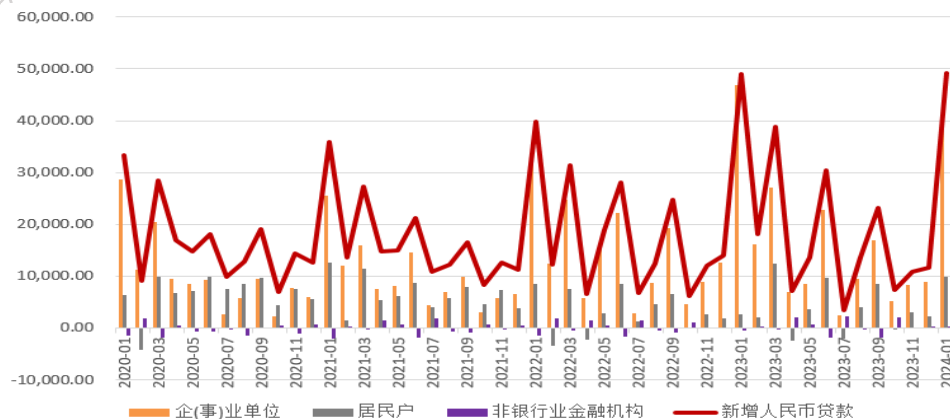
正。1月M1同比增长5.9%，较上月大幅上升4.6个百分点；M2同比增长8.7%，较上月回落1个百分点。M2同比稳中有降而M1显著走高，带动M1-M2剪刀差快速收敛5.6个百分点至-2.8%。对于M1增速的明显抬升，主要或是由于年初的春节效应影响较大，春节当月存款更多向居民部门的活期存款转化，从而较大程度影响流通中的现金。且由于去年春节比今年较早，2023年1月基数相对偏低，导致今年1月受春节影响较大。同时，万亿增发国债资金落地至项目，以及央行在四季度通过PSL对城中村改造等发放低息贷款，对M1增速也有一定支撑，或表明资金活化程度在本月有明显的提升，后续需继续观察2月份的数据来判断可持续性。此外，“社融-M2”同比增速差为0.8%，为21个月以来首次转正。去年四季度以来，稳经济政策继续落地生效，社融增速持续边际修复，同时M2同比增速延续下滑，带动两者增速差持续收窄，或表明资金空转现象和流动性水平得到一定缓解和改善。但经济动能恢复缓慢和实际利率偏高的背景下，仍需政策端进一步推动融资成本下降，以缓解企业和居民实际融资成本上升压力。

图6 社会融资规模



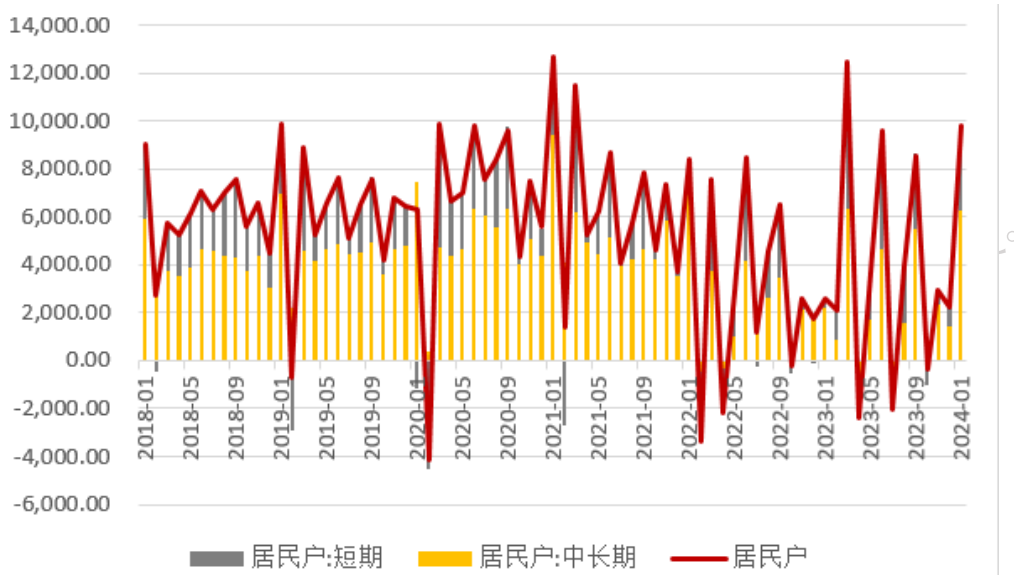
资料来源：瑞达期货、Wind

图7 新增信贷及其分项



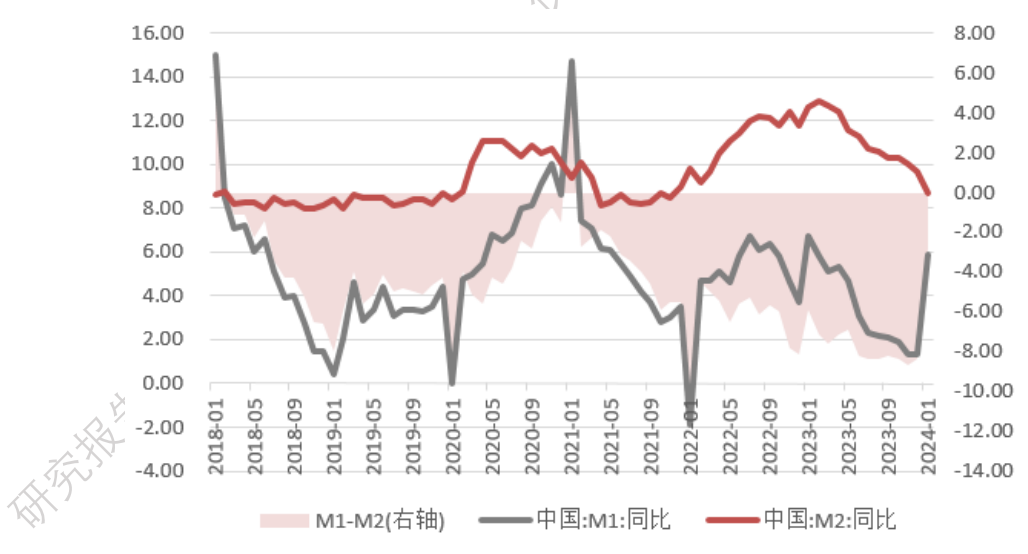
资料来源：瑞达期货、Wind

图8 居民部门新增贷款及其构成



资料来源：瑞达期货、Wind

图9 M1、M2增速及其剪刀差



资料来源：瑞达期货、Wind

### 三、重要会议——从地方两会看政府工作重点

#### 地方各项经济表述

##### 1、经济总量增长展望

从全国来看，各省市加权 GDP 增速目标约为 5.35%。按照往年规律来看，全国经济增速目标通常略低于地方 0.5 个百分点左右，预计今年全国经济增速目标或定为 4.85%至 5%。分区域来看，经济总量排名前六的省份中，除河南以及四川以外，广东、江苏、浙江以及山东经济增长目标均为上调或不变，加权平均为 5.2%左右，相比去年上升 0.08 个百分点，符合中央经济工作会议“稳中求进、以进促稳、先立后破”发展主基调。而其余省市中有 13 个省份下调 GDP 增速目标，平均降幅 0.48 个百分点。

回顾 2023 年全年，我国经济增长面临一定的压力。31 个省份中，17 个省份 23 年 GDP 同比增速未达年初制定的目标，这亦或是近年两会各省下调经济增速预期的原因。2024 年各省将扩大内需、促进投资作为经济增长的重要发力点，多数省份强调了防范与化解重点领域风险问题，预计两会将继续围绕扩内需出台更多稳增长方面政策，对防风险领域亦或更为重视。

## 2、投资增长预期

2024 年各省固定资产投资目标增速加权平均为 5.7%，高风险省份增速目标降幅较大，经济大省的目标亦相对谨慎。回顾 2023 年，仅 6 省完成既定目标，固投增速方面各省份完成度较低。**房地产投资市场未有明显好转，多数指标持续转弱，仍是投资端的首要拖累。**居民端贷款表现差，排除季节性因素外也与内需不足相挂钩。尽管“认房不认贷”、降低首套二套首付比例、存量房贷利率降息等一系列政策频频落地，但效果仍不达预期，后续有较大复苏空间。此外，固定资产投资目标增速下滑的原因或是 23 年以来化债政策不断趋严，基建增速受地方城投平台融资明显受制有关。2024 年，考虑到会议定调对防风险政策偏移，中央或继续强化地方政府融资平台债务融资管控，严禁违规为地方政府变相举债等举措。2023 年四季度的增发国债和 PSL 发力对冲地方融资收紧的影响，同时考虑到部分省市将在今年推进“三大工程”开工建设，2024 年固定资产投资实际增速仍有望回升。

## 3、消费目标预期

2024 年各省消费目标均值为 6.1%，在高基数下仍保持较高水平。从各大省份工作报告中看，**文旅休闲、数字消费、绿色消费、汽车和消费电子是各地促消费的主要方向。**预计 2024 年消费复苏有望实现从服务到耐用品、大件商品等领域的扩散，消费内生动能较去年稳步改善。回顾 2023 年，消费需求快速释放，得益于年初防疫政策的放开，细项当中其中餐饮收入表现亮眼。中央经济工作会议强调“要把恢复和扩大消费摆在优先位置。”后续两会对稳增长促消费相关政策仍将重点提及，同时随着居民收入增速和就业水平整体保持平稳，有望支撑 2024 年居民消费稳定复苏。

## 地方政策面重点

### 2、房地产发展新模式



31 省工作报告中，12 个省份提及“房地产发展新模式”的表述。新模式意味着针对房地产政策重点考虑以“城市群战略、人地挂钩、金融稳定、租购并举”为主构建长效机制。此外，多数省份亦提及了稳定房地产市场以及化解房地产领域风险。预计两会针对地产政策方向将以促进房地产业良性循环和健康发展为重点，一方面要解决好当前房地产市场暴露的风险，给予房企和市场信心支撑；另一方面，加快房地产供给侧结构性改革，引导房地产业更好适应市场需求。具体来看有以下几个方面的政策要点：1、持续推进“保交楼”，分类施策支持房企渡过危机。2、探索多渠道支持出险房企化解风险。3、加快房地产供给侧结构性改革。4、打好保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等攻坚战。

### 3、制造业产业升级

各省工作报告对传统产业升级领域的重点任务侧重点有所不同，经济大省更重“发展”，剩余省份偏重于现代化产业体系建设。这或指向 2024 年在部分地区注重化债的背景下，经济大省将承担更重的稳增长责任。一方面，地方政府强调推动制造业重点产业链高质量发展，提及较多的主要包括新型材料，新能源汽车，电子信息，先进装备，现代医药、航空等战略新兴产业；以及人工智能、生物制造、卫星应用、低空经济、储能等未来产业。另一方面，新型工业化还涵盖产业的高端化、绿色化、智能化转型，地方政府倾向于将本地优势产业向高端化转型。

### 4、重视防风险领域

各省政府工作报告中，对于“风险”字样的提及达到 349 次，主要提及了金融风险、房企债务风险、地方债务风险等。从各省表述来看，经济大省与重点化债省市或需“各尽其责”，经济大省需更多承担稳增长职责，重点化债省市则更注重防风险，深入化债的同时严防新增隐债。此外，地方工作报告中重点提出防范化解金融风险的工作任务，预计地产、地方债务和中小金融机构等重点领域风险防范措施后续将逐步落实落细。

地方债务化解仍是重点任务之一。去年全年以来，财政部对地方新增隐债、化债不实等行为监管已深入各个层面；2024 年，遏制新增隐债监管力度或进一步升级，国家金融监管总局工作会议重点提及强化“五大监管”等，财政部工作会议从“严格落实化债举措”、“健全化债长效机制”等多方面防范化解地方债务风险。2024 年多地政府工作报告继续强调有效防范化解地方债务风险，且 2 月初贵州特殊再融资债的重启发行均指向地方化债工作或继续加快推进。

## 二、宏观总量政策展望

### 1、财政政策

以中国当前的宏观基本面来考量，财政政策是稳增长的关键，中央加杠杆或需加强力度，预计 3.5%以

上一般赤字率是财政应有力度所在。往年两会所公布的财政政策目标中，多数年份赤字率设计在 3%，今年若为 3.5% 的赤字目标或将高于市场预期，为市场传递积极信号。然而结合地方两会对债务问题的关注，如果一揽子化债继续按照目前的政策考量推进，整体财政力度可能达不到 3.5% 所对应的状态。以 2023 年至今来看，总体财政刺激力度仍较为克制。

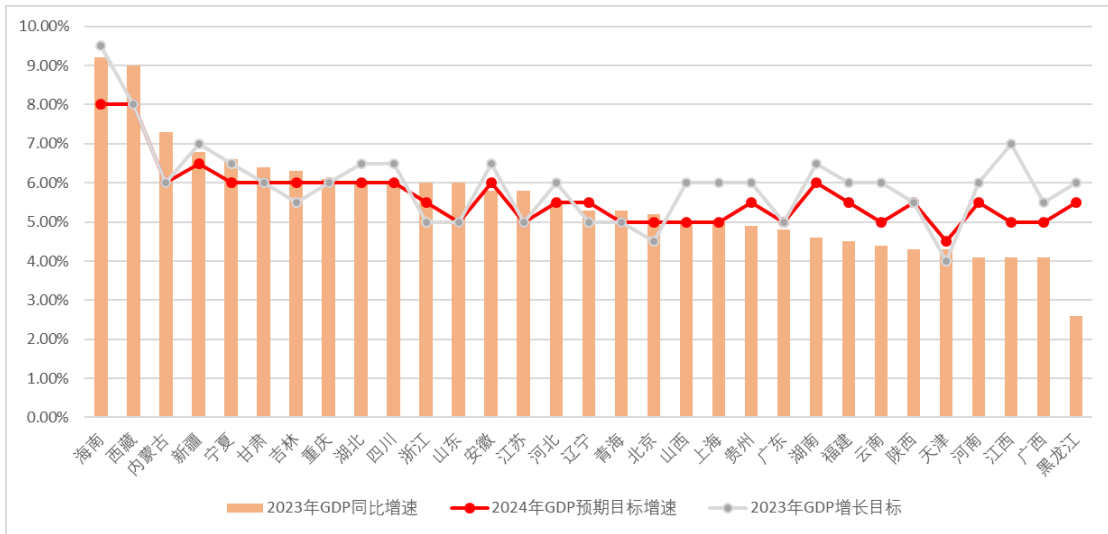
## 2、货币政策

一方面，关注货币政策对地产政策的搭配支持，包括保主体领域和需求端（如 PSL）。在前期新增 5000 亿的背景下，中央或还有更大力度的增量投放。2023 年底中央经济工作会议对于总量方面的提法变化为“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，预计 2024 政府工作报告中表述也会相应调整。另一方面，央行开年以来的政策行为表明，中央针对全面降息仍然是较为慎重的状态。考虑到基本面现实，2024 年继续降息仍有概率。降息落地后，央行同时需要着力稳定银行负债成本以及平衡外围压力，所以仍然有进一步降准和引导降低存款利率的可能。在节奏上，可能会继续密切关注主要央行货币政策变化，美联储货币政策行为变化亦有影响。

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。

资料来源：各省经济工作报告、wind，瑞达期货研究院

图 10 各省 GDP 目标及 2023 年 GDP 增速



资料来源：各省经济工作报告、wind，瑞达期货研究院

表 1 各省关于房地产政策的表述

省份

各省关于房地产政策的表述

北京	不断完善房地产市场调控机制， 加强房屋租赁市场监管， 促进房地产市场平稳健康发展
河北	积极稳妥化解房地产风险， 扎实做好保交楼工作， 促进房地产市场平稳健康发展
重庆	深入推进房地产、 金融、 地方债务等领域风险防范化解攻坚， 促进房地产市场平稳健康发展
四川	积极稳妥化解房地产风险， 一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求， 完成“保交楼”年度任务
山东	积极稳妥化解房地产风险， 确保预售资金监管到位， 扎实完成“保交楼”年度任务， 促进房地产市场平稳健康发展
广西	构建房地产发展新模式
上海	坚持“房住不炒”定位， 促进稳地价、 稳房价、 稳预期， 支持刚性和改善性住房需求， 保持房地产市场平稳健康发展
江苏	“一城一策”调整优化房地产政策， 更好支持刚性住房需求， 有效引导改善性住房需求， 支持高品质住宅规划建设， 推动构建房地产发展新模式
安徽	积极稳妥化解房地产风险， 加强在建项目预售资金监管， 实现保交楼项目全部交付
浙江	积极探索房地产发展新模式， 更好支持刚性和改善性住房需求， 稳步推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设和城中村改造“三大工程”
福建	防范化解房地产风险， 着力满足房地产企业合理融资需求， 持续做好“保交楼”工作； 以满足刚性和改善性住房需求为重点， 加快构建房地产发展新模式
辽宁	加快构建房地产发展新模式， 促进房地产市场平稳健康发展。
宁夏	因城施策优化完善房地产政策， 更好满足工薪群体刚性住房需求和城乡居民多元化改善性住房需求， 加快构建房地产健康发展新模式
广东	一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求， 扎实做好保交楼工作， 促进房地产市场平稳健康发展

山西	积极稳妥化解房地产风险，完成年度保交楼任务。
甘肃	按期完成“保交楼”任务，促进房地产市场平稳健康发展
海南	统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险
江西	加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造“三大工程”，推动建立房地产发展新模式
湖南	全力抓好“保交楼”工作，加快构建房地产发展新模式
贵州	探索构建房地产发展新模式
云南	积极构建房地产发展新模式。适应房地产市场供求关系发生重大变化新形势，稳市场、防风险、促转型
黑龙江	积极化解房地产领域风险，做好“保交楼、保民生、保稳定”工作
吉林	防范化解房地产市场风险。探索房地产发展新模式，加大政策机制创新，妥善处置高风险房企和项目，推动房地产业转型发展。
青海	因城施策满足刚性和改善性住房需求，完善和落实产业园区租购并举住房支持政策，持续抓好保交楼工作，促进房地产市场平稳健康发展
陕西	一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，加强在建项目预售资金监管，防止出现新的房地产风险
内蒙古	促进房地产市场平稳健康发展，全力完成 2.5 万套保交楼任务
新疆	促进房地产市场平稳健康发展
湖北	加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造“三大工程”，积极探索房地产发展新模式

资料来源：各省经济工作报告、瑞达期货研究院

表 2 各省关于防风险政策的表述

省份	各省关于防风险的表述
北京	将统筹推进地方债务风险防范化解工作，持续做好重点企业集团和重点领域风险防范化解。
河北	稳妥化解地方债务、金融、房地产等风险
重庆	迭代风险闭环管控机制，防范化解房地产、金融行为，坚决遏制隐性债务增量。加强债务变动统计监测，开展区县债务风险等级评定，督促区县化解、地方债务等领域风险，守住不发生系统性风险底线。
四川	“三合一”推进地方债务化解。制定综合化债方案，扎实推进各类债务风险防范化解，全省债务风险总体可控。
山东	积极防范化解地方债务风险，落实城投公司举债融资提级管理制度
贵州	着力防范化解债务金融风险。统筹各类资金资源资产，稳步推进存量债务化解。坚决遏制违规新增隐性债务，逐步推动债务和财政管理进入良性循环。
天津	用足用好国家支持政策，稳妥有序做好债务化解工作。
河南	集中力量化解高风险地区债务，清理拖欠企业账款，有序出清重点房企风险，兜住基层“三保”底线。
浙江	统筹做好项目甄选、申报等工作，积极争取并高效用好地方政府专项债券，充分发挥其对重大项目建设的拉动作用。
湖北	坚持防爆雷、减存量、控增量，综合施策、精准拆弹，积极防范化解地方债务、房地产、金融等领域风险，牢牢守住不发生区域性系统性风险的底线。
江西	严格落实化解地方债务风险工作方案，加强政府债务监管，确保法定债务兑付不出风险，稳妥化解隐性债务存量，坚决遏制隐性债务增量。加强国有金融资本管理，支持防范化解存量。

广西	统筹地方债务风险化解和稳定发展
江苏	防范化解地方债务风险，坚决遏制增量、积极化解存量
福建	防范化解地方债务风险，健全化债长效机制，确保政府债务整体风险可控
辽宁	严格落实一揽子化债方案，统筹化债资金资产资源和政策举措，妥善处置存量债务，坚决遏制隐性债务。统筹抓好地方政府债务、重点企业债务和中小金融机构风险处置化解工作。严格规范政府投资项目。牢牢守住不发生新增隐性债务、债务违约和系统性风险三条底线。
宁夏	全面落实化债方案，建立全口径地方债务监测监管体系
甘肃	全面落实化债方案，建立全口径地方债务监测监管体系
海南	统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险
云南	加强全口径地方债务风险动态监测预警和处置，“一地一策、一企一策、一债一策”化解风险 防范化解地方债务风险。严格落实一揽子化债方案，统筹资金、资产、资源，打好盘活、重组、增收节支组合拳，优化债务结构，压降债务成本，杜绝新增隐性债务。严格政府专项债券项目审核论证，严控政府性低效投资项目。
吉林	
青海	统筹好地方债务风险化解和稳定发展，严格落实一揽子化债措施，坚决遏制增量，妥善化存量，
新疆	统筹做好房地产、地方债务、中小金融机构等重点领域风险排查化解工作 坚持“减存遏增”全力化解政府债务，落实“1+8”化债方案，采取贴息一批、清零一批、退橙一批、纾困一批的措施，继续支持基层化债。促进房地产市场平稳健康发展，全力完成 2.5 万套保交楼任务。
内蒙古	积极稳妥化解地方政府债务风险，推动一揽子化债方案落地落实，分级实施债务率管控，加快融资平台分类转型，严禁超财力铺新摊子上新项目，确保按期完成高风险地区债务规模和债务率“双降”任务。
陕西	
黑龙江	防范化解地方政府债务风险，严格落实一揽子化债方案，积极化解存量隐性债务，坚决遏制新增隐性债务。

资料来源：各省经济工作报告、瑞达期货研究院

表 3 两会前后资产涨跌情况 (%)

两会时间	上证综指 (涨跌幅)			十年期国债收益率 (bp变化)			工业品指数 (涨跌幅)		
	前一周	后一周	后一个月	前一周	后一周	后一个月	前一周	后一周	后一个月
2002/3/5	-1	-0.9	-0.4						
2003/3/5	1	2	11						
2004/3/5	-3.5	2.8	1.9						
2005/3/5	0.6	-6.8	-3.8				0.4	1.4	3.0
2006/3/5	0.4	3.4	8.1				2.8	-3.3	3.8
2007/3/5	0	6.3	19.2				-4.1	2.2	8.9
2008/3/5	-2.8	-10.7	-13.8	-0.1	0.5	-2.2	0.8	-2.4	-5.0
2009/3/5	-7	9.6	17.8	2.3	-1.7	0.7	2.1	-1.6	13.1
2010/3/5	2.6	1.3	3.8	-0.8	-0.1	1.8	-0.4	-0.1	1.3
2011/3/5	-1	0.5	4	-0.6	0.2	-0.5	0.7	-4.2	1.1
2012/3/5	3.3	-4.3	4	0.2	-0.7	-1.0	0.4	-0.1	1.0
2013/3/5	-1	1	-3.7	-0.7	0.2	-2.5	-0.4	-2.3	-3.9
2014/3/5	-3.1	3.4	6.7	1.2	0.2	1.6	-0.5	-3.8	-1.3
2015/3/5	2.8	9.4	22.2	3.8	-0.2	4.5	-2.0	-0.2	-3.0
2016/3/5	-2.3	4	7.6	0.5	-1.1	-0.8	4.1	3.8	0.9
2017/3/5	-1.1	0.9	0.2	2.3	1.9	-1.6	-0.6	-1.3	-2.6
2018/3/5	2.2	-3.6	-4.9	0.2	-0.5	-3.0	-2.1	-3.5	-7.6
2019/3/5	8.6	0.2	6.3	-0.2	-1.9	1.2	0.8	-0.8	4.6
2020/3/5	-0.9	3.6	4.4	-3.3	-1.3	-6.3	0.8	-6.2	-1.9
2021/3/5	-3.8	2.6	2.8	-1.3	0.6	-1.5	-1.2	-1.1	0.2
2022/3/4	-0.3	-1.1	-2.5	1.2	-0.1	-2.0	9.3	1.8	-3.9
2023/3/3	0.7	1.1	2.6	-1.2	-1.4	-0.4	0.7	-2.1	-3.1

资料来源：wind，瑞达期货研究院

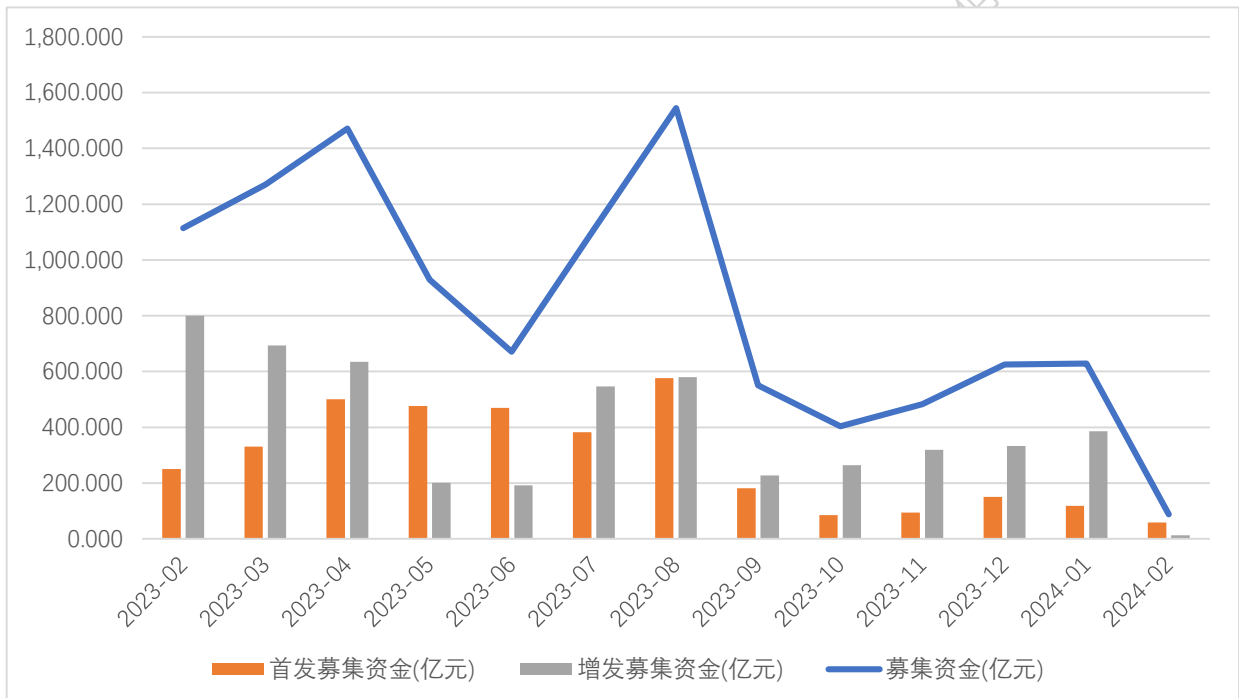
## 四、股指资金供需对比

### （一）资金消耗

#### 1、一级市场

据 wind 数据统计，截至 2 月 28 日，2024 年 2 月股权融资规模为 88.22 亿元，春节假期影响下显著低于 1 月股权融资规模。募集家数总共 13 家，相较于 1 月份 62 家而言亦是大幅下降。2 月份首发募集资金总额 58.35 亿元，增发募集资金总额为 12.54 亿元，资金规模均较上月明显下降。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 11 一级市场对资金消耗情况



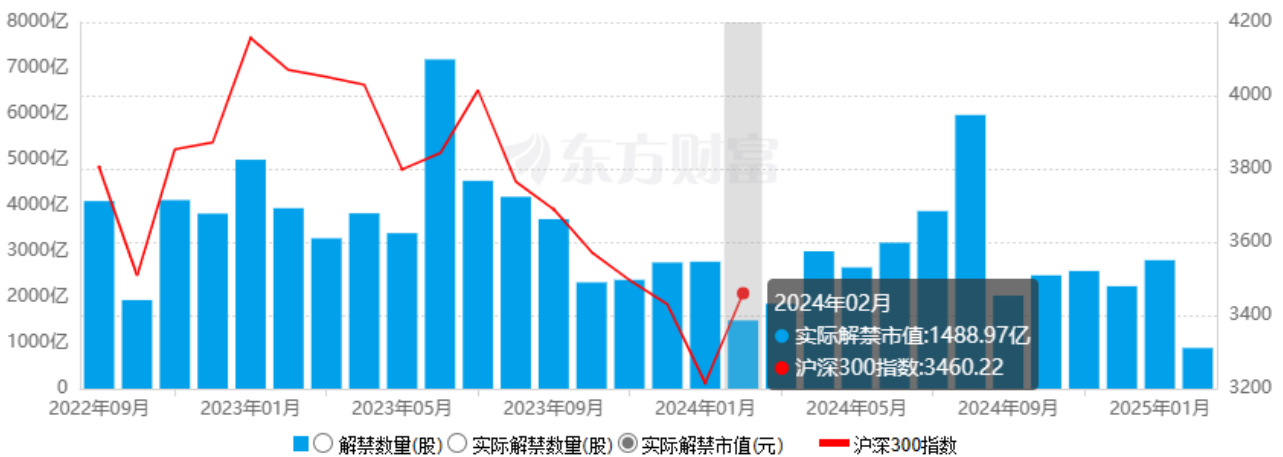
资料来源：瑞达期货、Wind

#### 2、大股东二级市场及回购交易情况

截至 2 月 28 日，从重要股东二级市场交易公告来看，2 月份重要股东期间回购总金额为 645.70 亿元，相较于 1 月份明显上升。回购家数为 1264 家，亦呈上升模式。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，2 月份减持市值为 33.49 亿元，减持家数为 89 家，相较于 1 月份而言有所下降。2 月份增持市值为 87.32 亿元，增持家数为 425 家，相较于 1 月份上升。2 月份净减持市值为 53.84 亿元，减持下降以及增持上升是 2 月份净减持幅度下降的主要原因。此外，1 月 28 日，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

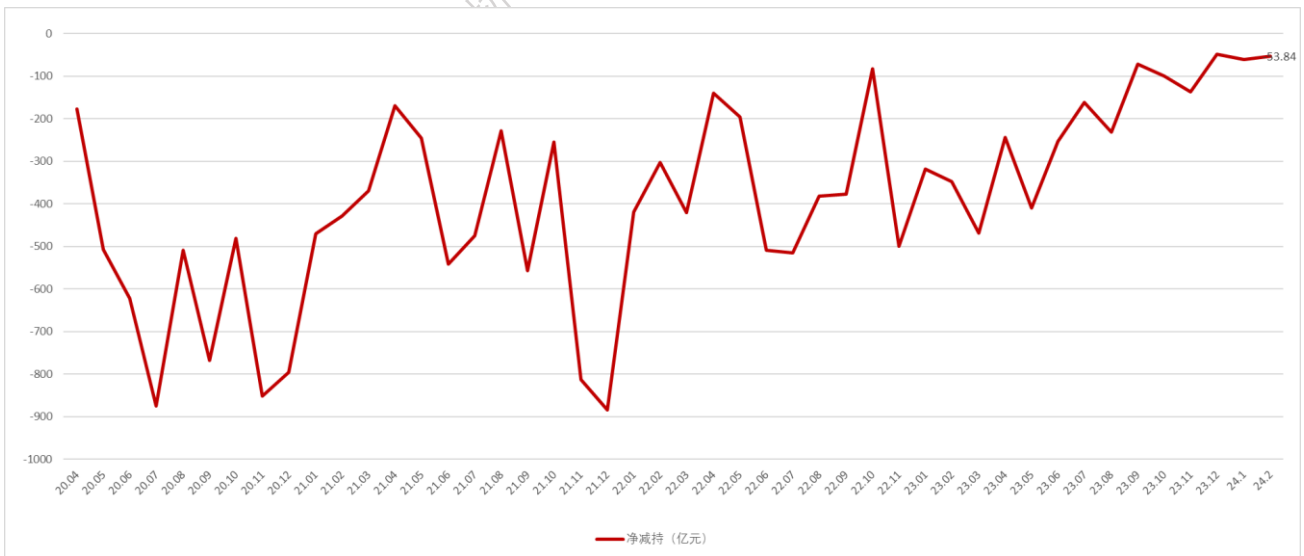
进行限制。这两项措施的推出，将会从一定程度上改善之前A股市场融券机制的漏洞，避免限售股“不受限”的问题。受此影响，对A股市场融券占比高、限售股比重高的上市公司，可能会形成积极的影响。此外，这一次全面暂停限售股出借规则的出台，也是在去年10月新规基础上的进一步完善。当时强调阶段性收紧融券和战略投资者配售股份出借，并且将融券保证金进行一定幅度的上调。此外，还取消了上市公司高管及核心员工通过参与战略配售设立的专项资产管理计划出借股份等。近期来看，从央行超预期降准到全面暂停限售股出借，A股市场政策环境持续吹暖风，对节前市场行情的走势或比较有利。

图 12 限售解禁市值



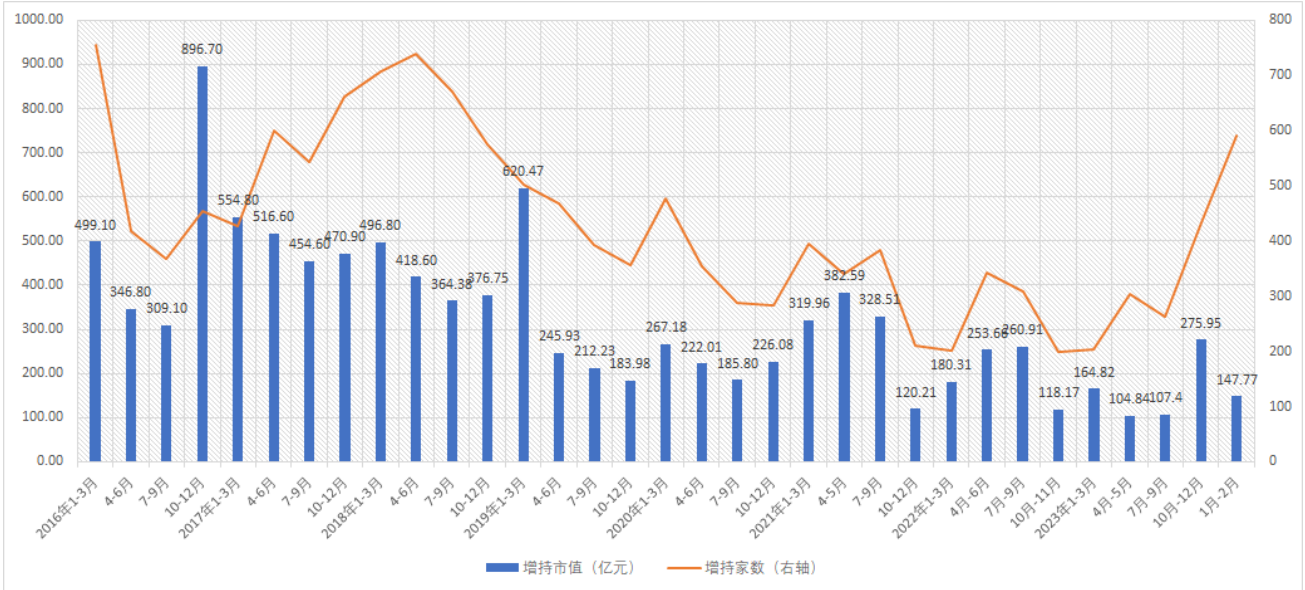
资料来源：瑞达期货、Wind

图 13 大股东净增（减）持变化



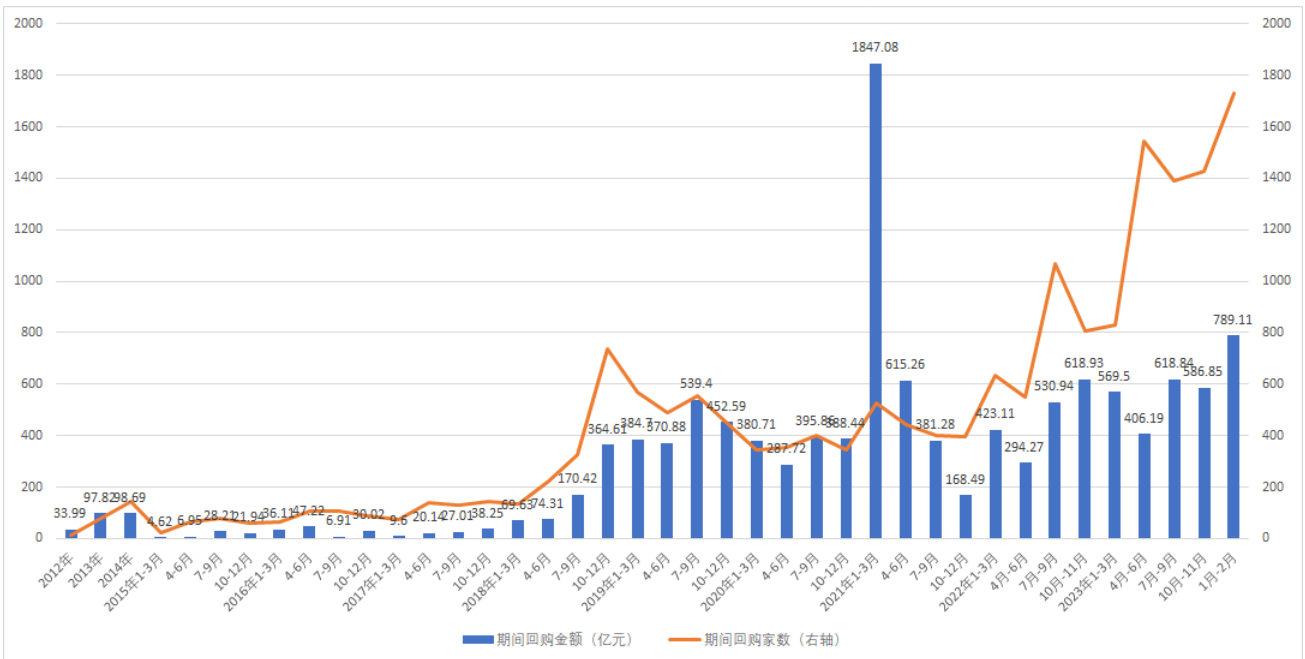
资料来源：瑞达期货、Wind

图 14 大股东增持情况



资料来源：瑞达期货、Wind

图 15 股票回购统计



资料来源：瑞达期货、Wind

## (二) 资金供给

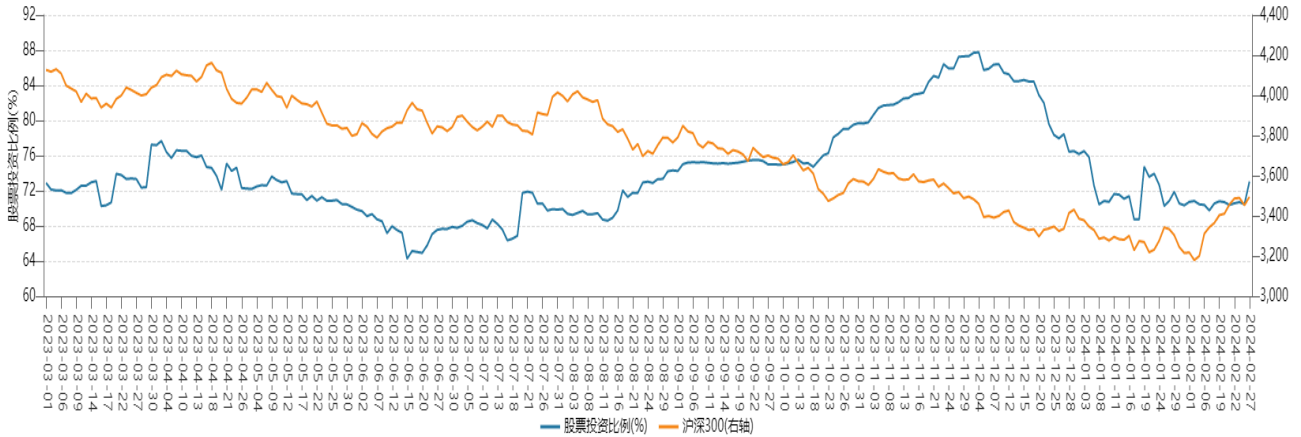
### 1、基金持仓变动

截至 2 月 28 日，开放式基金股票投资比例为 73.06%，与 1 月相比小幅回升。2 月份，股票投资比例呈现缓步上行，随着行情转暖，股票投资比例出现修复趋势。随时市场步入底部阶段，性价比提升使得基金持有股票意愿上升。自 2023 年 8 月份以来，随着 A 股逐步接近阶段性底部，增持回购上升助力市场信心回稳。一方面，中央汇金、险资、社保基金等逆势加仓，股票 ETF 基金成为资金流入的新渠道；另一方



面，产业资本减持规模和预案大幅减少，股票增持与回购增加，外资也从前期持续净卖出的状态开始逐渐回流。截至 2023 年三季度末，证金、汇金及旗下资管计划持股市值达 2.73 万亿元，与二季度末基本持平，相较于 2021 年增超 1200 亿元；社保基金持股市值接近 4140 亿元，较二季度末略有下降。将时间拉长来看，2023 年三季度末社保基金、企业年金的持股市值均达到 2013 年以来最高峰。

图 16 基金分类股票投资比例

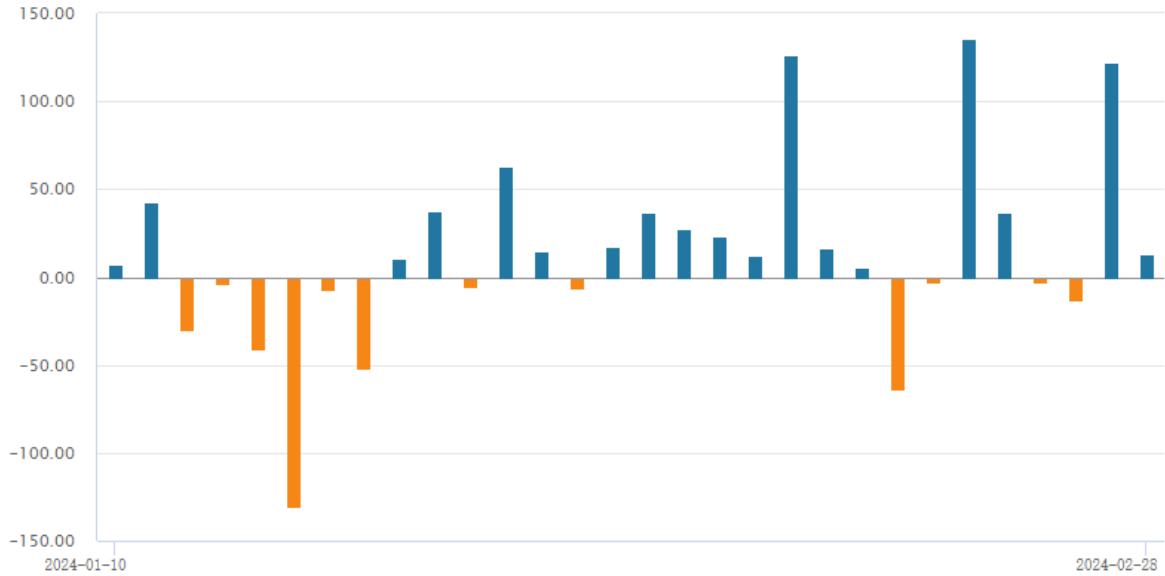


资料来源：瑞达期货、Wind

## 2、外资加速流入

截至 2 月 28 日，2 月份北向资金相较于 1 月份而言净流入趋势放大，陆股通净流入 441.41 亿元。沪股通净流入 365.17 亿元，深股通净流入 76.24 亿元。美联储今年或有望开启降息，美债收益率见顶回落，人民币趋于升值，外资流出压力得到缓释；另外，国内经济增长预期仍然向好，对年底政策的宽松预期亦吸引资金入市。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 17 陆股通资金近 30 日流向（亿元）（日）

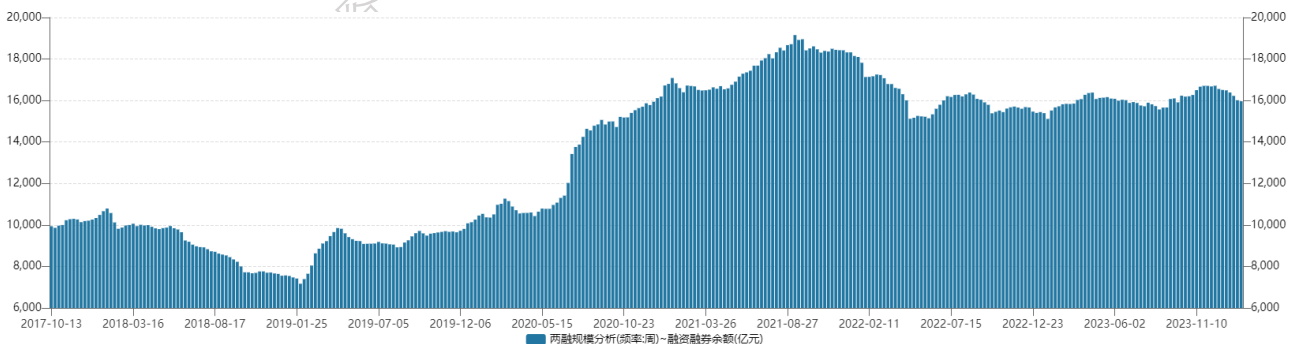


资料来源：瑞达期货、Wind

### 3、两融余额

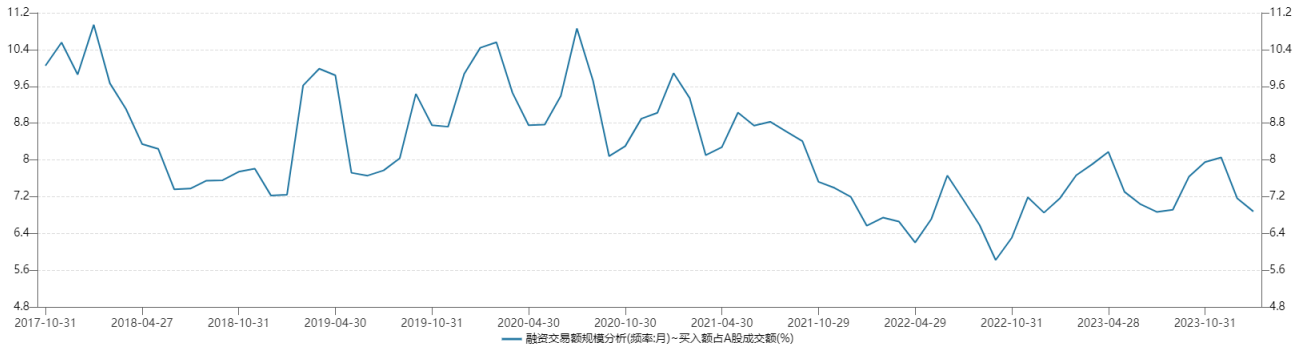
截至 2 月 28 日，两融余额为 14768.63 亿元，较 1 月末明显下降，其中融资、融券余额均下降。2 月份融资期间买入额为 9002.84 亿元，融资买入情绪下降。从融资买入额占 A 股成交额比例来看，2 月融资买入额 9002.84 亿，占 A 股成交额比例为 7.55%，相较于 1 份而言上升，当前市场空头情绪逐步释放。随着汇金增持消息叠加万亿国债政策支持，带动资金做多情绪回暖。然当前国内经济仍处于弱复苏阶段，政策对经济的效力尚未完全体现，不排除后续情绪再度降温的情况。

图 18 融资融券余额



资料来源：瑞达期货、Wind

图 19 融资买入额占 A 股成交额比例 (%)



## 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 2 月 28 日，全部 A 股市盈率处于 16.07 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 3.82，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 20 全 A 市盈率（TTM-整体法）



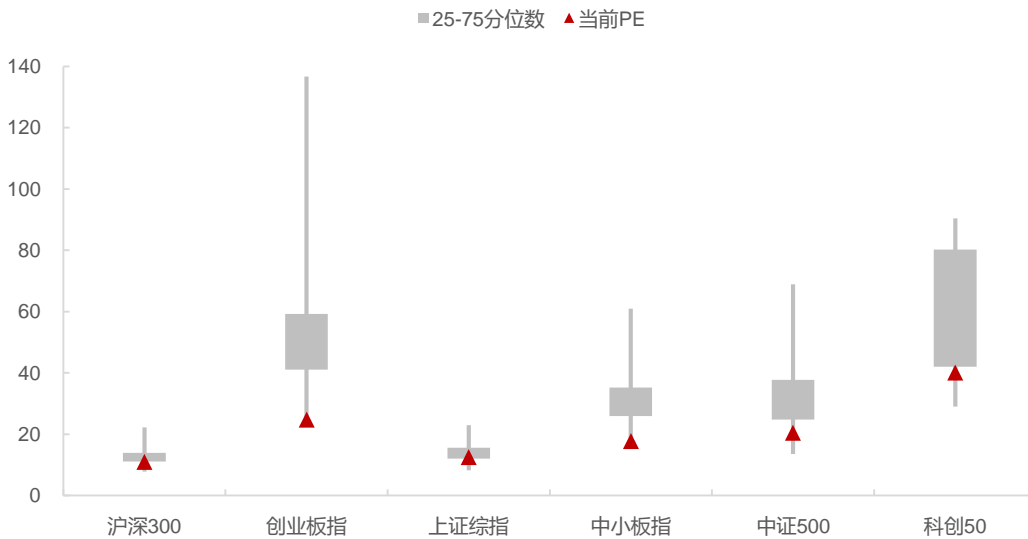
资料来源：瑞达期货、Wind

图 21 股债风险溢价



资料来源：瑞达期货、Wind

图 22 A 股主要宽基 PE 估值



资料来源：瑞达期货、Wind

## 六、三月份股指走势展望

A 股主要指数 2 月显著回升，三大指数均录得涨幅，小盘指数走势偏强。四期指呈现大盘蓝筹、小盘涨幅强于中盘。期指基差与指数盘面情绪形成较强正相关，前期雪球产品集中敲入以及中性策略部分业务爆仓，导致 IC 与 IM 基差负反馈波动放大。预计短期内基差与市场情绪仍呈正相关，以偏强波动为主。一方面，春

季躁动行情下小盘走势偏强，市场情绪对基差的影响偏正向。另一方面，中性策略目前较难大幅增加规模，预计IC和IM基差短期走势偏强。持仓方面来看，四期指净空单规模下降，市场风险偏好显著回升。

海外层面，随着通胀数据放缓再度弱于预期，市场对于美联储3月降息的预期已经逐步弱化。2024年1月美联储议息会议纪要整体对降息态度维持审慎。美联储尚未确认何时降息，仍需耐心等待数据进一步验证通胀回落。预计3月份降息概率极低，但二季度降息仍存可能性。CME观测器显示，数据显示的5月美联储首次降息25BP的概率降至29.1%、维持利率不变概率为70.9%；6月份首次降息25BP的概率为71.5%、维持利率不变的概率为28.5%。关注3月的FOMC会议，美联储可能对降息时点及缩表放缓有更深入的讨论。

国内经济层面上，2023年我国多数经济指标好转，但整体经济仍处于修复阶段。受春节假期提振需求影响，本月制造业景气小幅回升但仍位于收缩区间。金融数据方面，社融及信贷均有超预期表现，相对呈现出积极信号。在春节数据拉高市场预期后，高频指标并未有大幅改善，预计2月经济数据较难超预期。关注到3月即将召开的两会，经济现实偏弱的当下，政策信号有望带来更多信心支撑。

图23 沪指K线图



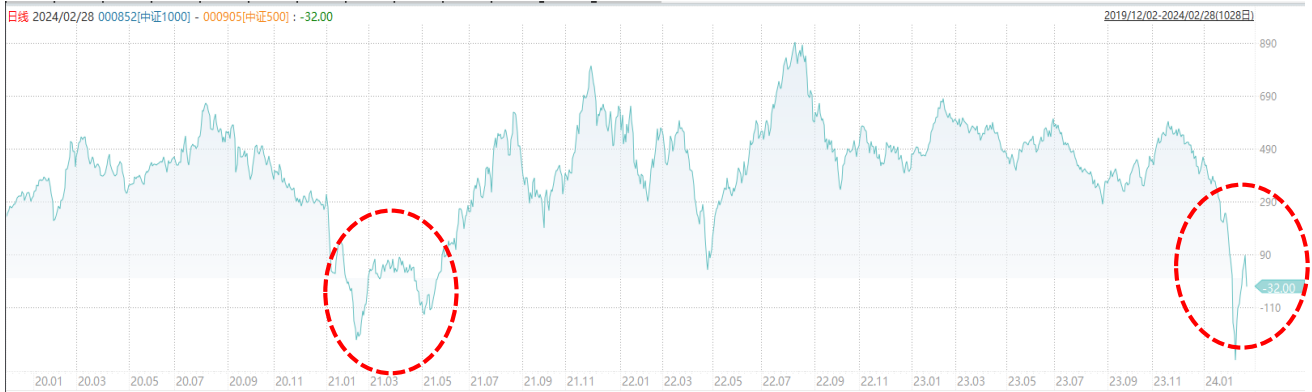
资料来源：瑞达期货、Wind

## 六、期指交易策略

基于当前行情，可以观测到IM/IC价差显著偏离。十年间，中证1000低于中证500的情况仅出现在2021年的2月和5月。一般而言，中证1000和中证500的总市值是大致相同的，而由于中证1000成分股集中在“专精特新”，市场给予的估值溢价更高，中证1000指数长期以来要高于中证500约200-500个点，且随着盘面风格轮动，价差峰值达到600个点以上。即使行情较为低迷，中证1000也是长期大于中证500。2024年开年以来，前期微盘股的快速探底是IM加速走弱的原因，量化交易的高频交易特性使得市场波动加剧，尤其是在小盘股市场。由于小盘股市场相对较小，流动性较差，量化交易的频繁买卖

容易导致股价的大幅波动。随着政策收紧量化限制，规范中性策略杠杆，市场情绪亦逐步回暖，这亦促使了近期小盘股超跌回升。考虑到当前价差仍处于负值区间，建议尝试多 IM 空 IC 组合，博取价差均值回归收益。

图24 中证1000-中证500价差



资料来源：瑞达期货、Wind

## 三月策略：

### 1) 多 IM2403 空 IC2403

参考入场指数点位：-32 附近

方向：多

止盈设置：155

止损设置：-94

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。