

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.

股指期货：A股底部震荡，静待基本面预期企稳

内容提要：

二月份A股市场的走势振幅拓宽。相比于年前市场的低迷行情，指数一路下行，年后市场逐步显示企稳倾向，沪指基本于3400-3500点关口以宽幅震荡为主。海外地缘政治风险打击全球市场偏好，A股亦受到波及，月末大盘在资金避险情绪升温的影响下再度下挫。进入3月后，随着经济数据、两会政策表态以及上市公司业绩的陆续发布，市场不确定性因素逐步落地，预期企稳引领市场结构性底部显现。

一季度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。沪指大概率将围绕3400至3500点来回宽幅震荡整理，板块间轮动仍将较为频繁。不过随着大宗商品价格的回落，通胀压力有望随着政策调控而出现缓和，国内经济政策稳步宽松，经济稳增长效应落地，预计2022年中宏观经济有望低位企稳，市场趋势或有反转可能。一季度相对看多代表中小盘以及成长风格的中证500短期至中期的走势。地缘政治风险、美联储加速回收流动性以及国内政策不及预期三方面风险因素仍有可能对A股市场形成扰动，海内外不确定性因素或将拓宽指数整体震荡区间，但单边策略的稳健性与安全边要远小于套利对冲策略，因而选择IC-IF套利策略。

策略方案：

套利操作策略		
操作品种合约	IC2203-06	IF2203-06
操作方向	多	空
入场价区	6840-4590	
组合目标价	2560	
组合止损价	2150	

风险提示：地缘政治风险、海外流动性紧缩提前以及经济超预期下行



金融投资专业理财
JINRONGTOUZI ZHUANYELICAI

部门：宏观金融组

张昕

期货从业资格证

F3073677

投资咨询从业资格证

Z0015602

TEL: 4008-8787-66

咨询微信号：

rdqhyjy

网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

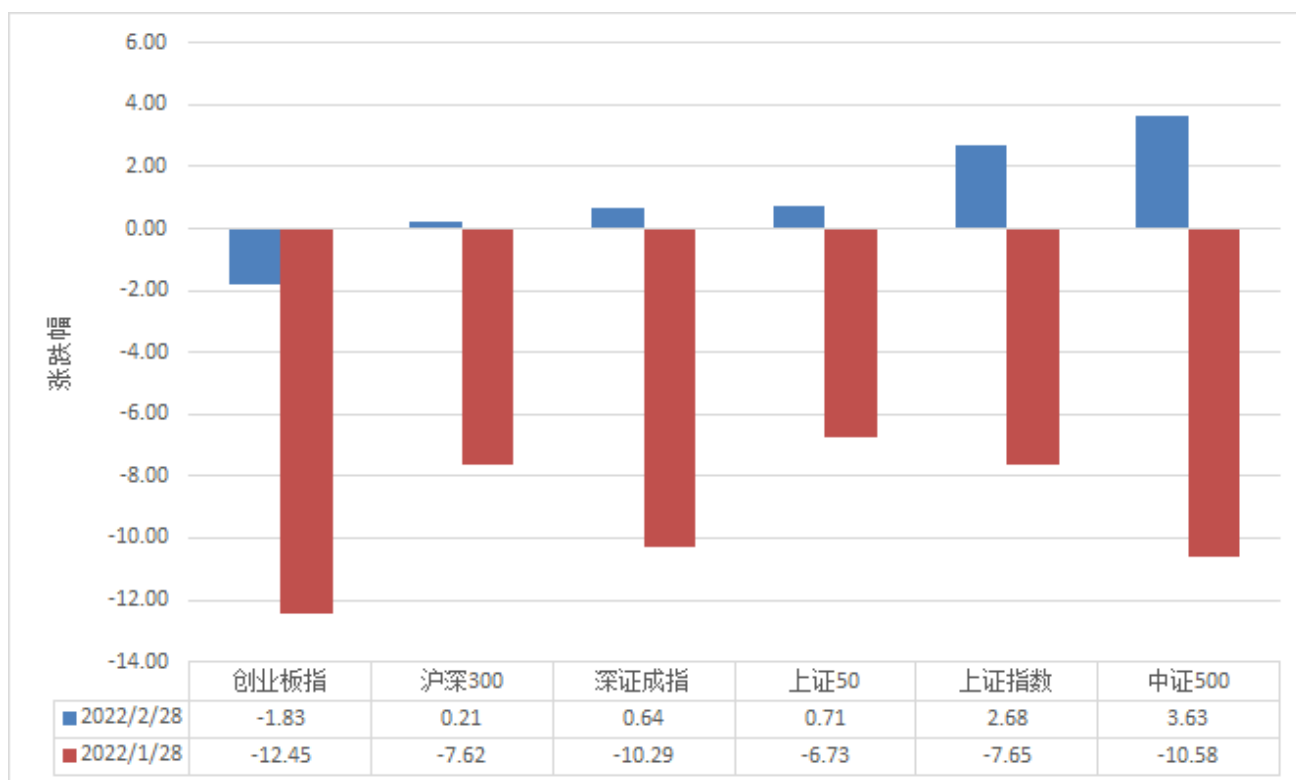
了解更多资讯



一、市场回顾

截至2月28日，主要指数月线上呈现反弹走势。2月份，沪指收涨2.68%，相较于上个月呈现趋势性修复，创业板指收跌1.83%，然而对比上月下行走势有所企稳，月末短线亦呈现出反弹信号。三期指中，中证500表现最强，2月份收涨3.63%，相较于1月份超过10%的跌幅来看，月线反弹趋势明显。然而沪深300走势偏弱，权重结构的调整或存在一定程度的影响。行业板块方面，有色金属、钢铁、化工等板块逆转走势，大幅收涨，家用电器、金融、传媒等板块依然表现低迷。当前市场依然缺乏主线，存在预期混乱的问题，板块表现持续性较差，国内宏观预期偏弱叠加海外政治因素波及，资金避险情绪上升，主要指数成交量月末显著上升，大盘指数整体波动率扩大。

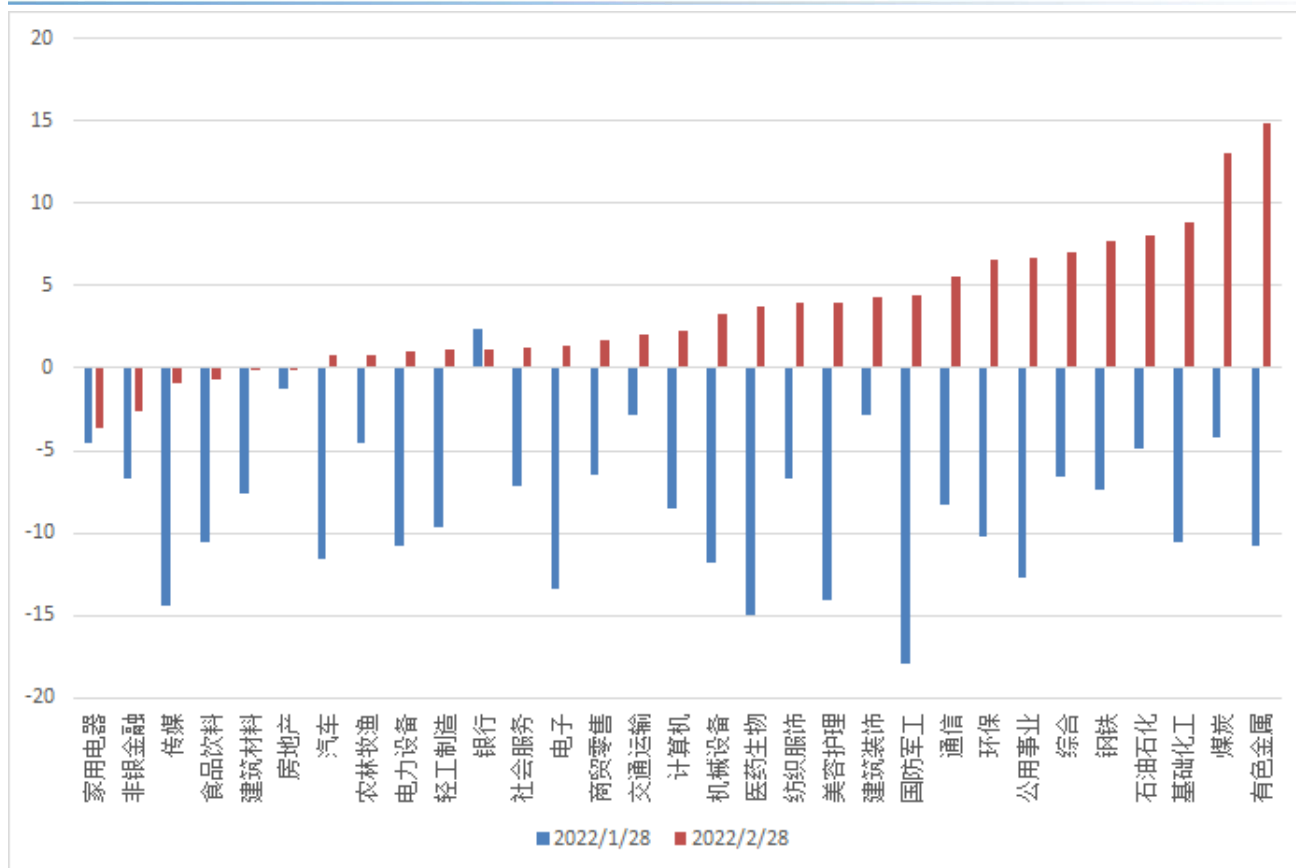
图1 主要指数月度涨跌幅



资料来源：瑞达期货、Wind

图2 行业板块月度涨跌幅

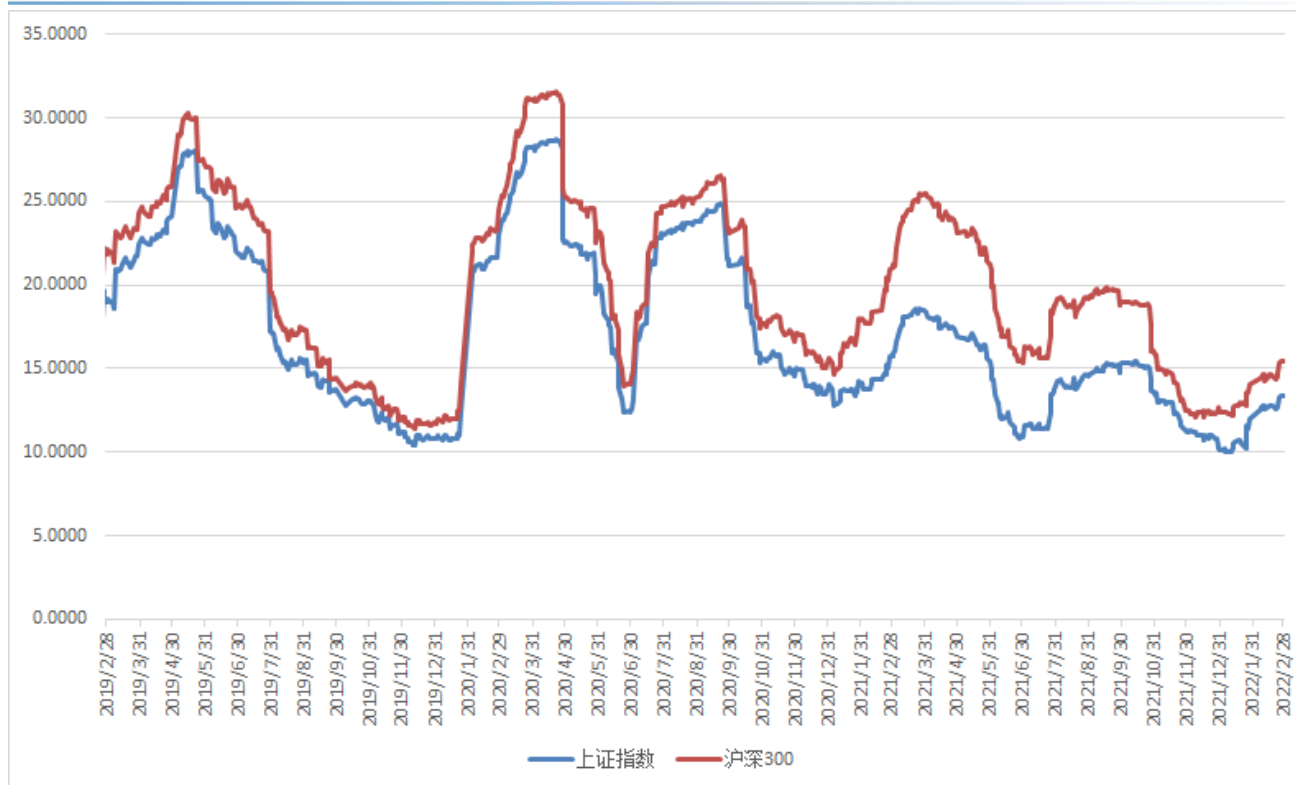
研报★品种月报



资料来源：瑞达期货、Wind

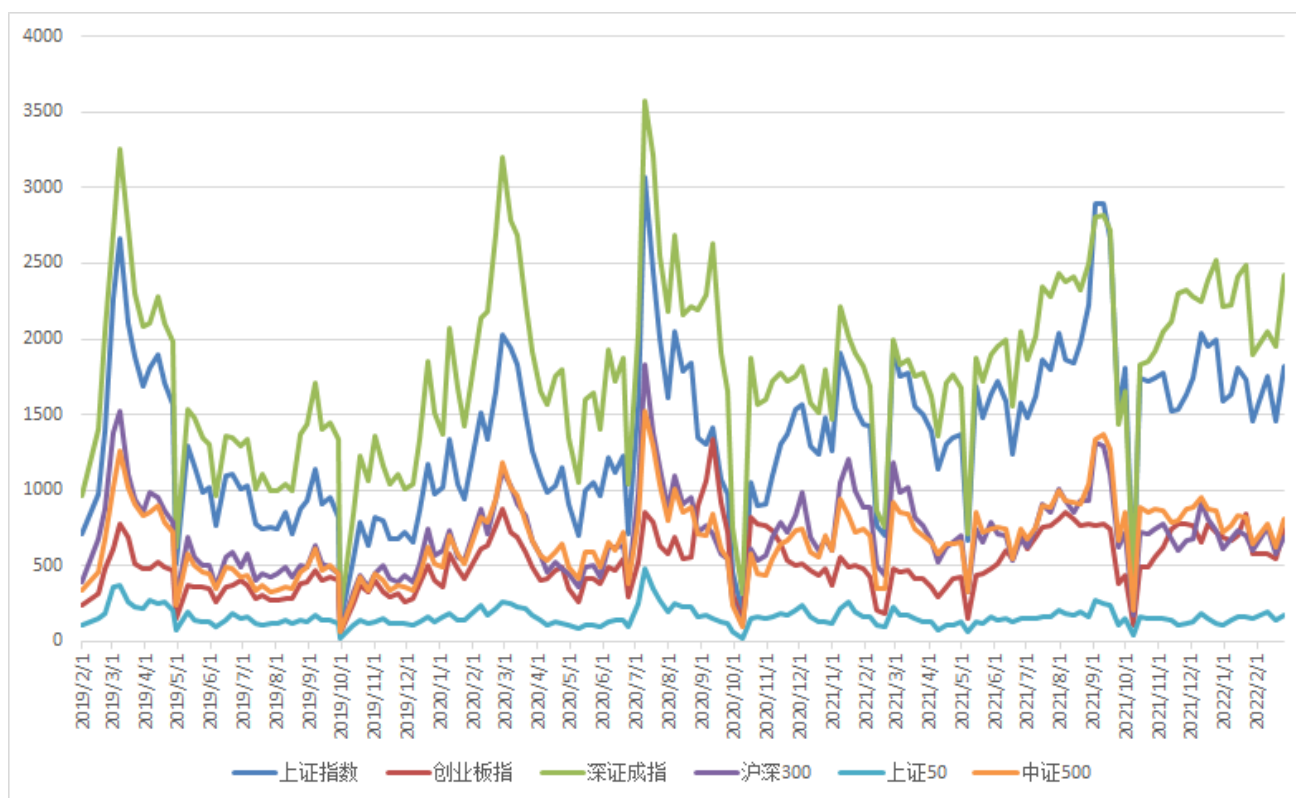
图3 沪深300以及上证指数60日年化波动率

研报★品种月报



资料来源：瑞达期货、Wind

图4 主要指数成交量（亿股）



资料来源：瑞达期货、Wind

二、 基本面分析

（一）经济景气继续回升 供需两端尚未平衡

从 2021 年 1 月的数据来看，官方制造业 PMI 为 50.1%，较前值下降 0.2 个百分点，但仍位于荣枯线以上。生产端以及需求端 PMI 指标均呈现小幅回落趋势，分别下行 0.5 以及 0.4。实体经济生产经营活动延续扩张态势，但活跃度有所下降。从制造业供需两端来看，生产端依然位于荣枯线以上，然而增速出现季节性回落，但是后续在成本压力缓和的趋势下，供给端仍有持续修复的动力；相比之下，需求端边际改善的确定性不强，新订单以及新出口订单依然位于荣枯线以下，在外需回落的背景下，内需支撑压力增强并于经济整体修复进程相伴相行。“两会”临近，从目前地方政府两会工作报告的部署来看，稳增长和高质量发展将是会议的核心议题，扩内需的重要发力点在于促投资，而产业转型的发力点在于促进制造业升级。

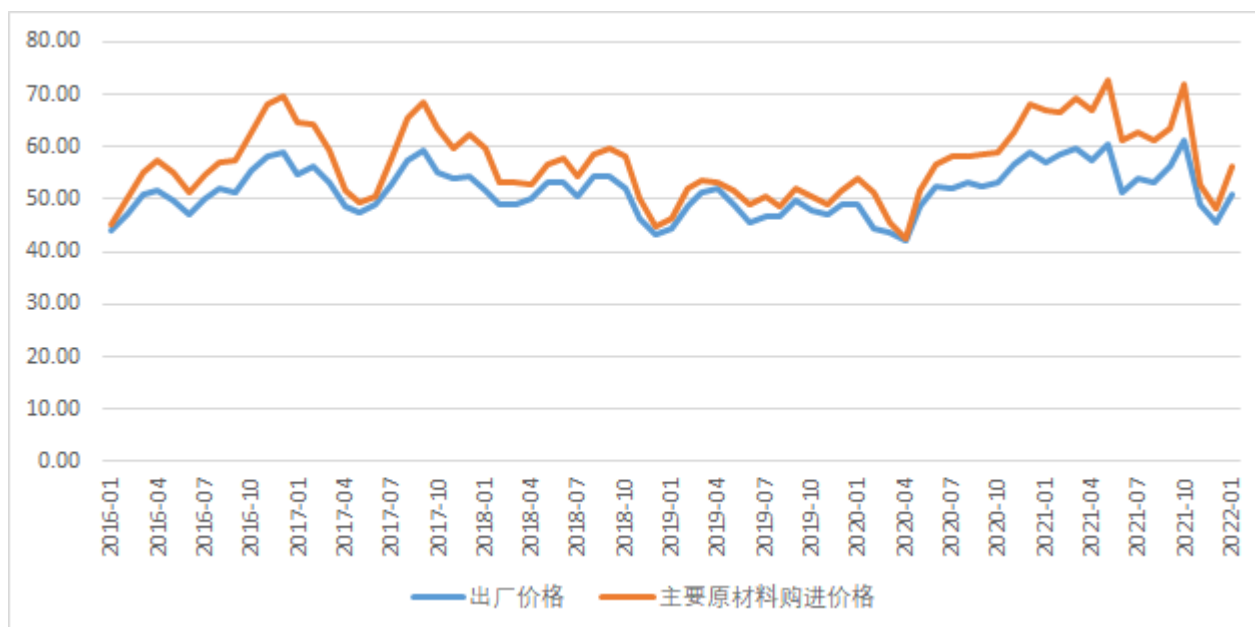
图表 5 制造业 PMI 分项数据

	2021-11	2021-12	2022-01	01-12 差值
PMI	50.1	50.3	50.1	-0.2
生产	52	51.4	50.9	-0.5
新订单	49.4	49.7	49.3	-0.4
新出口订单	48.5	48.1	48.4	0.3
产成品库存	47.9	48.5	48	-0.5
进口	48.1	48.2	47.2	-1
出厂价格	48.9	45.5	50.9	5.4
主要原材料购进价格	52.9	48.1	56.4	8.3
原材料库存	47.7	49.2	49.1	-0.1
从业人员	48.9	49.1	48.9	-0.2

资料来源：瑞达期货、Wind

图6 PMI原材料价格以及出厂价格

研报★品种月报



资料来源：瑞达期货、Wind

政策面上，“跨周期”与“逆周期”调节分别作用于长期和短期经济趋势，短期增长与长期结构性改革目标需要共同实现。2021年四季度经济面临底部，而纵观2022全年，内需疲软的形势难以快速反转，增长挑战更大，因此要想实现5-5.5%的增长目标需要较大的逆周期调节力度。但考虑到“跨周期”的经济长期结构调整需要，结构化货币政策可能将承担更大的实质作用。而短期来看，宽货币向宽信用传导将是实体内需复苏以及市场信心企稳的关键。当前，海外流动性收紧成为外围的大趋势，美联储加息脚步在通胀高企的环境下逐步逼近。我国“以我为主”的宽松货币政策力度以及操作性都面临较多不确定性预期。房地产政策需要在坚持“房住不炒”的原则下，发挥以局部调整为主的灵活性，“托底”需求下行。此外，产业监管政策有望在执行层面有所“纠偏”，提升制造业核心竞争力，进一步加强对中小企业的支持和培育。而短期而言，随着疫情零散多发，春季部分城市本土蔓延趋势化扩散，防疫政策全面放松尚待时日。

在经济稳增长以及春节假期流动性偏紧的背景下，货币政策进入边际宽松通道。一月份，央行节前超预期下调MLF与OMO利率，进一步释放宽货币信号，而在此引导下，最新一期LPR贷款市场报价利率同步下调，1年期LPR下降10个基点；5年期LPR下降5个基点。这或标志着政策拐点早已出现，且发力强于市场预期。降准降息也标志着经济正式进入“类滞胀”后的下一个经济周期。而目前经济走弱，实体需求疲软，企业利润率下行，12月信贷增速回升但低于预期且结构问题显现，宽货币对宽信用的传导对于实体经济修复以及市场预期而言具备更为重要的意义。另外，考虑到疫情对财政的较大压力及地方政府清理隐性负债和辅助地产去杠杆软着陆等一系列潜在制约，结构性货币政策工具有望承接一部分稳增长、扩需求的

研报★品种月报

“准财政”职能，包括针对绿色金融、普惠中小微企业、以及高新技术行业的再贷款可能是重点发力方向。

总体而言，“稳增长”以及“宽信用”效应落地将是宏观经济企稳反弹的关键。基本上，去年下半年以来双限政策的消极影响逐步消退，工业继续企稳回升，消费以及投资增速尚未企稳，一定程度上拖累整体经济增速。地产压力加大、多地疫情反弹的背景下，2022年一季度能否维持环比较快增长仍具不确定性。出口增速依然较强，然而在基数效应以及外需减弱的预期下，全年来看或难以维持高增长。政策面上，货币政策发力进入宽松渠道，在宽货币向宽信用实现有效传递的情况下，信贷需求回暖，经济活力提升，基本面有望于年中低位企稳，市场预期逐步实现修复。持续关注两会对于经济工作布局的定调。

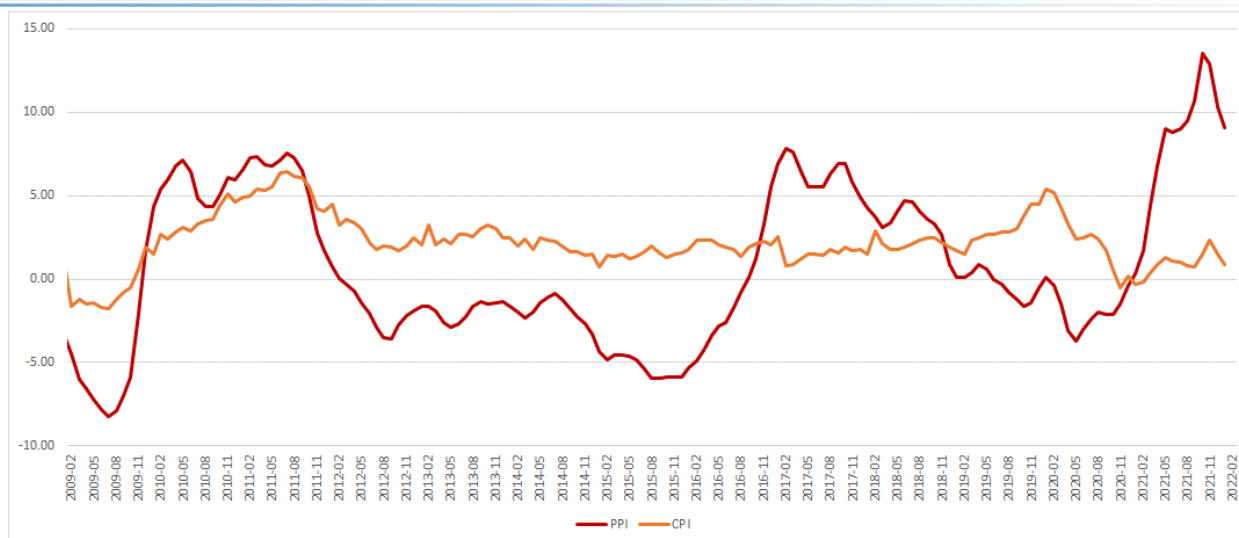
（二）剪刀差进一步收敛 通胀压力逐渐缓解

结合宏观以及政策趋势来看，预计上下游物价组合今年的运行形势将继续维持“CPI平稳，PPI或快速下行”。自去年三四季度以来，大宗商品上涨引起的PPI高企不具备可持续性，更倾向于宽货币下商品市场波动性上升的结果；而从CPI预期水平看，未来实际增长或继续低于预期。PPI-CPI剪刀差预期进一步收敛。

自去年12月份以来，保供稳价政策效果持续显现，国内主要能源和原材料供需矛盾有所缓解，受上游原油等部分国际大宗商品价格逐渐走低影响，工业品价格有所回落，具体而言，工业上游原材料、能源品等价格回落影响，生产资料价格显著回落；受上游价格向下传导的影响，生活资料价格亦有所回落。2021年下半年，海外能源价格高企叠加国内双控政策影响，国内原材料以及能源供应偏紧，这也是PPI去年三季度高企的原因，而随着保供稳价持续推进，2022年PPI逐步回落将是主要趋势。

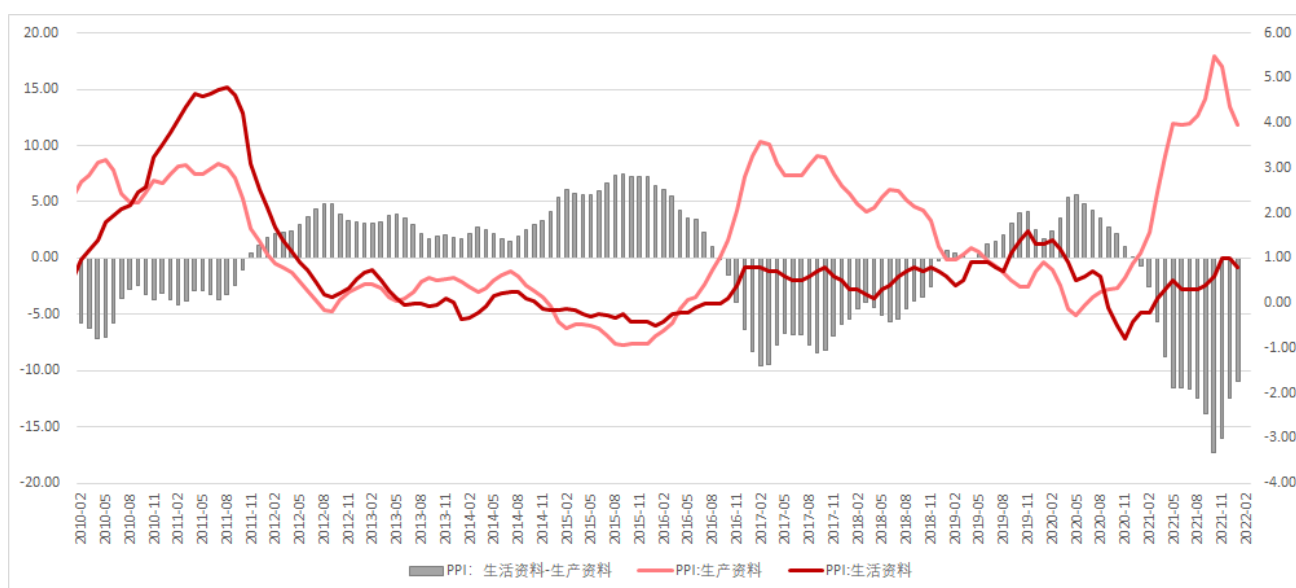
总体看，PPI与CPI同比增速双双回落，缺口的收窄来自于PPI的加速回落。2022年，PPI前三季度会继续趋于整体下行，中下游行业具有盈利修复的预期。但国内春季疫情散发下，居民可支配收入增速以及线下消费的改善程度预计相对有限，下游消费品提价对消费终端的传导进程或较为缓慢，CPI整体趋势预计仍为温和上行，但上行动力或有限。因而通胀预计不会对货币政策的宽松基调形成掣肘。

图表 7 PPI 与 CPI 同比



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 8 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——两会前瞻

当前经济逐步显示出底部结构化企稳趋势，然整体景气度依然维持低位，预计 2022 年两会将延续 2021 年底中央经济会议“稳字当头”的政策基调。结合宏观基本面来看，目前稳增长政策依然面临较多困难，“跨周期”调节的长线背景、国内疫情反复以及与海外防疫政策的错配，导致政策执行层面的各项细节、以及实现“增长目标”的不确定性未完全消除。

2021 年底中央经济工作会议以来，经济下行风险加码，三重压力尚未出现缓释。去年中央经济工作会

研报★品种月报

议定调的“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力均继续压制增长。考虑到当前宏观环境未出现质的转向，预计今年两会将延续去年经济工作会议“稳增长”及“政策纠偏”的基调不变。然而，政策“跨周期调节”的提法或继续和“稳增长”并存，即平衡长期发展目标和短期经济下行压力的双重目标将给政策定调增添难度以及不确定性。

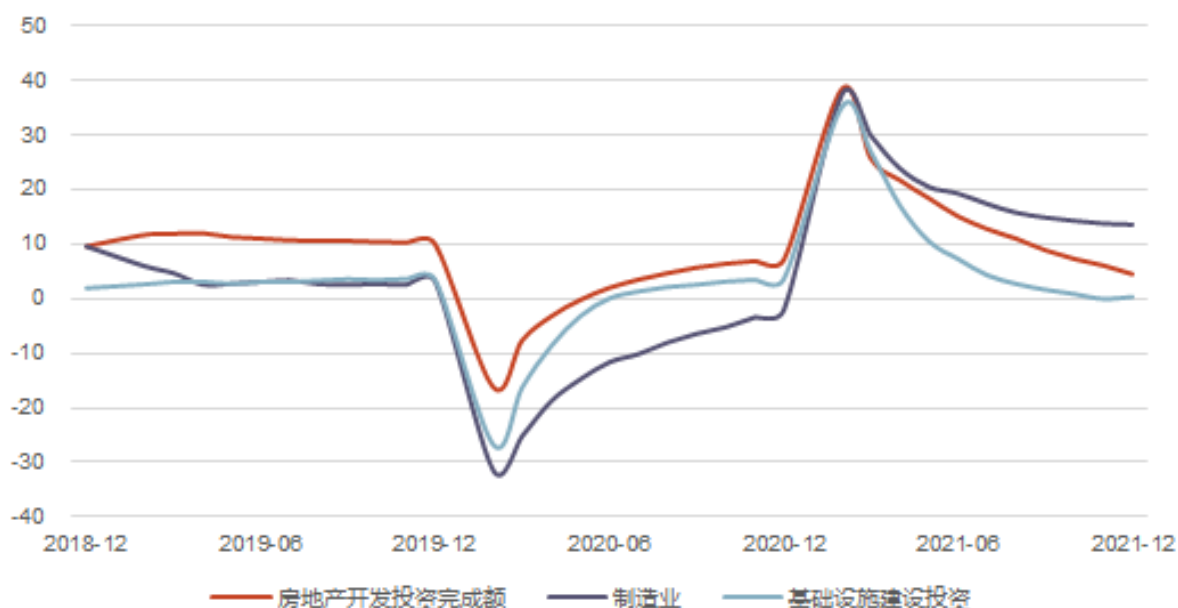
（一）货币政策以“结构性”宽松为主

预计 2022 年，央行将继续扩张基础货币以稳定货币整体信贷增速。面临较大的经济下行压力可能迫使货币政策最终“以我为主”，根据去年经济工作会议关于“时间前置”的表述，上半年将是降准、降息较为重要的时间窗口。考虑到疫情对财政的较大压力及地方政府清理隐性负债和辅助地产去杠杆软着陆等一系列潜在制约，结构性货币政策工具有望承接一部分稳增长、扩需求的“准财政”职能，包括针对绿色金融、普惠中小微企业、以及高新技术行业的再贷款可能是重点发力方向。

（二）财政政策助力基建托底经济

预算一般财政赤字可能持续回落，不排除低于 3% 的可能。考虑到目前地方财政形势以及疫情蔓延导致的防疫成本增加，中央或将加大对地方政府的转移支付，并加大地方专项债扩容力度。在经济投资增速低位运行的情况下，超前发行的专项债将重点支持重大项目开工和托底基建投资。预计 2022 年地方专项债总体发行规模可能较 2021 年基本持平，但上半年发行将进一步加速、提振基建投资，尤其是技术含量较高的“新基建”投资。

图表 9 固定投资三大分项



（三）房地产边际调整更为“灵活”

在内需扩张需求下，房地产作为固投的重要占比面临“经济托底”的企稳需要。预计今年房产需求端政策在执行层面有望更加灵活。因此虽然在本次两会中，“房住不炒”的基本定位或难以改变，但考虑到当前地产行业在供需两端的确面临一些风险，预计在稳增长的政策基调下，地产需求端政策可能会边际调整，以“因城施策”为主，以“试探性”方式为辅。此外，在预售资金监管、房地产行业融资等问题上，各地方政府和金融机构在执行层面也可能继续调整，政策协调有待加强。

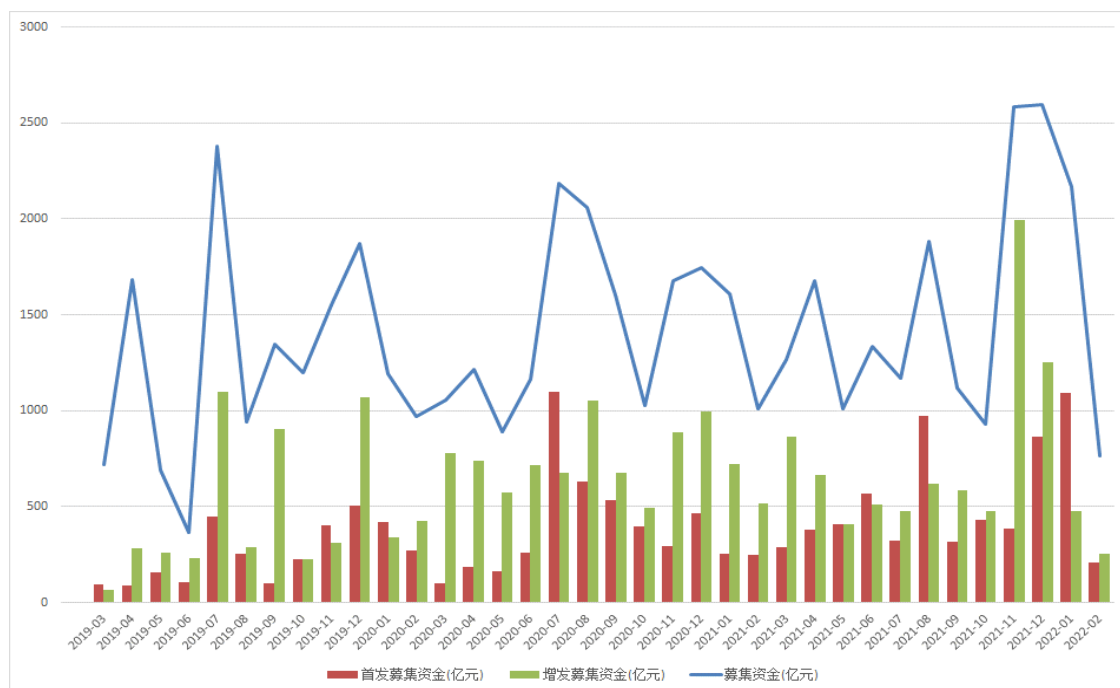
四、股指资金供需对比

（一）资金消耗

1、一级市场

回顾 2021 年，据 wind 数据统计，2021 年 1 月股权融资规模延续大增，达到 2170.67 亿元，较 12 月份小幅回落。2 月份股权融资规模达到 764.86 亿元。截至 3 月 1 日，一季度目前的股权融资规模达 4763.98 亿元，募集家数总共 213 家。1 月以及 2 月 IPO 募集资金分别为 1092.378 亿元、206.492 亿元，首发家数总计 49 家，相较于去年 12 月份有所减少。此外，二月份增发募集资金规模大幅下降至 254.108 亿元，继去年十二月份大量缩减，增发家数为 21 家。当前注册制试点运转平稳，从科创板到创业板、到新设北交所、再到全市场的四步走改革布局顺利完成了前三步。注册制改革实施以来，企业科创板、创业板、新设北交所发行上市效率明显提高，上市公司的整体质量也在稳步提升。市场运行总体平稳，改革效果符合预期。

图表 10 一级市场对资金消耗情况

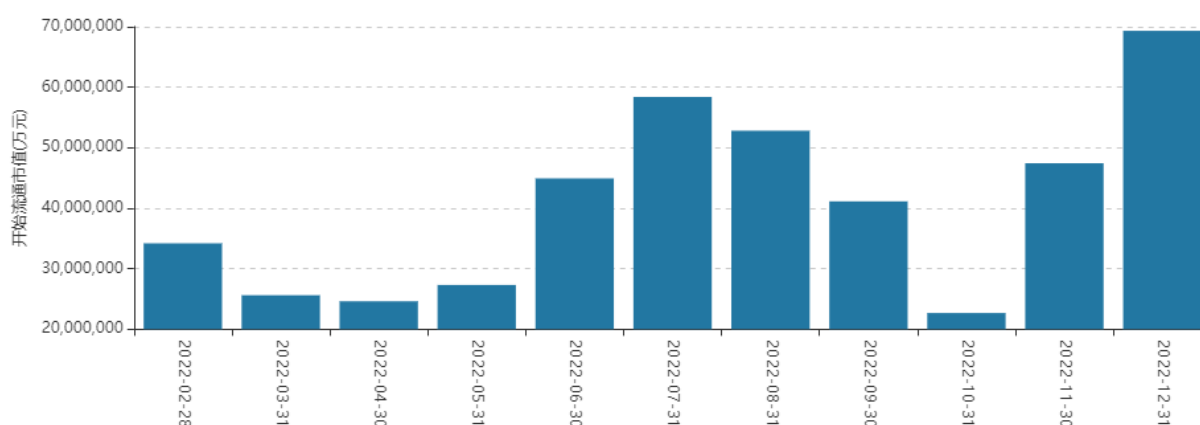


资料来源：瑞达期货、Wind

2、大股东二级市场及回购交易情况

截至3月1日，从重要股东二级市场交易公告来看，二月份净减持市值为303.32亿元，较去年12月份883.23亿元呈明显下降。增持市值为34.65亿元，较1月份基本持平；减持家数为404家。二月份迈瑞医疗、华测检测、兴业银行、石大胜华大幅增持，盐湖股份、北方稀土、合盛硅业遭到大幅减持。有色金属以及化工材料行业龙头减持现象明显。

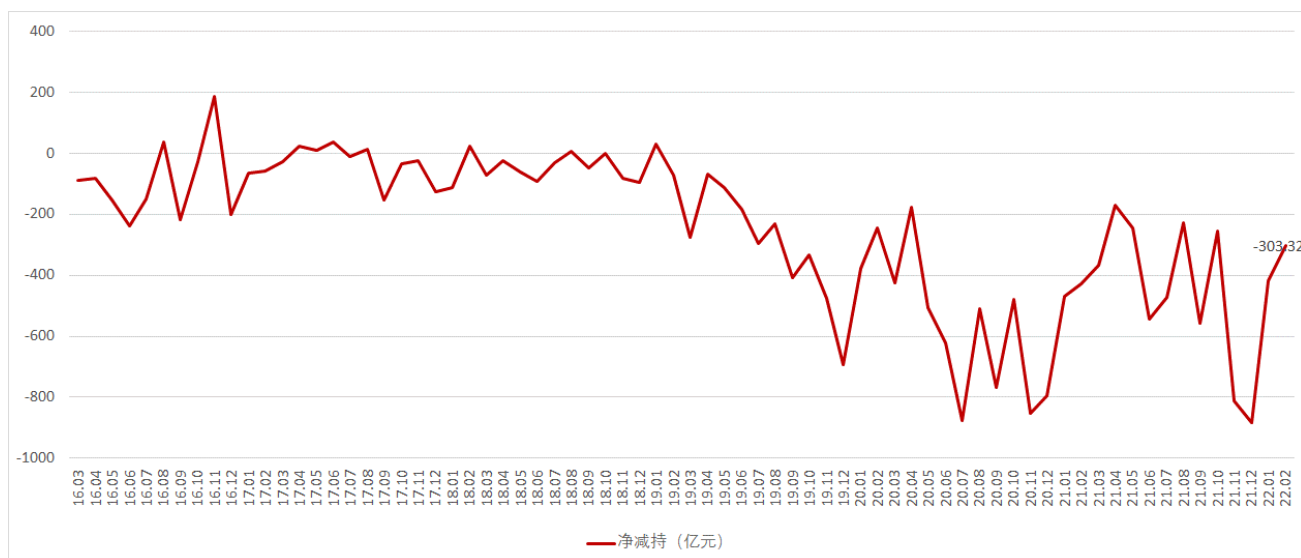
图表 11 限售解禁市值



资料来源：瑞达期货、Wind

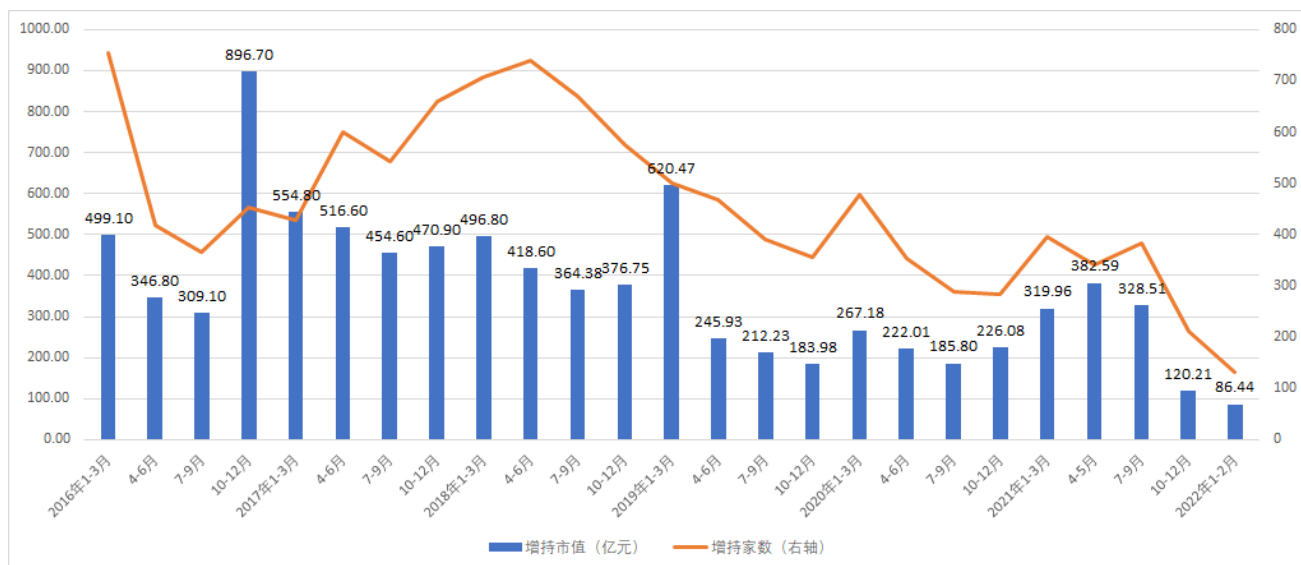
图表 12 大股东净增（减）持变化

研报★品种月报



资料来源：瑞达期货、Wind

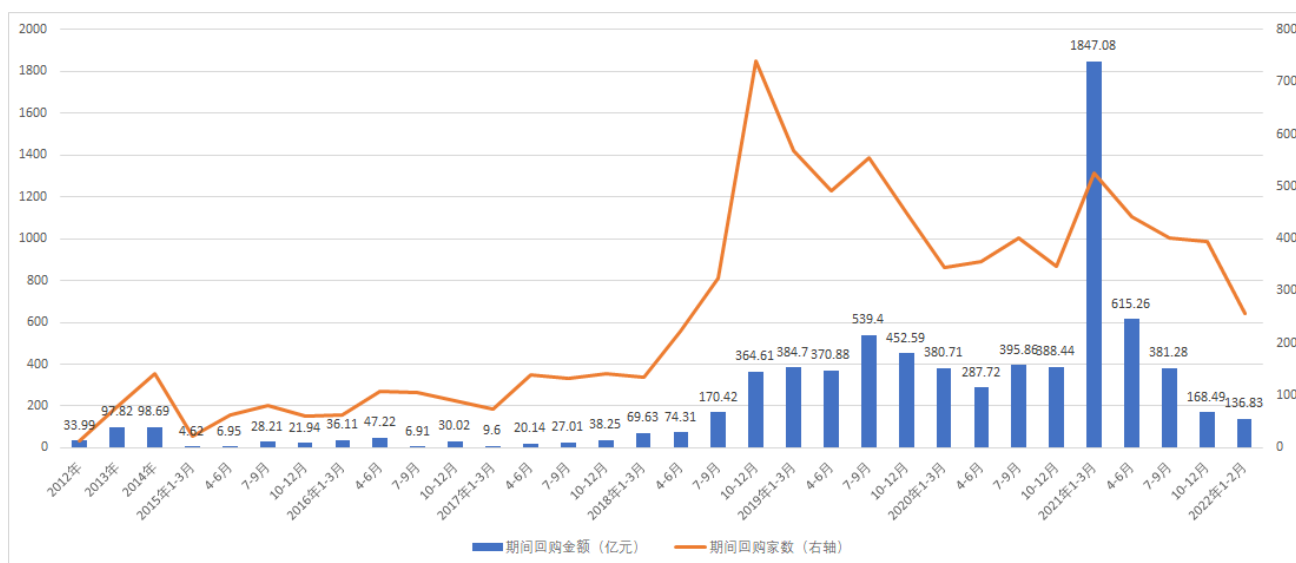
图表 13 大股东增持情况



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 14 股票回购情况

研报★品种月报



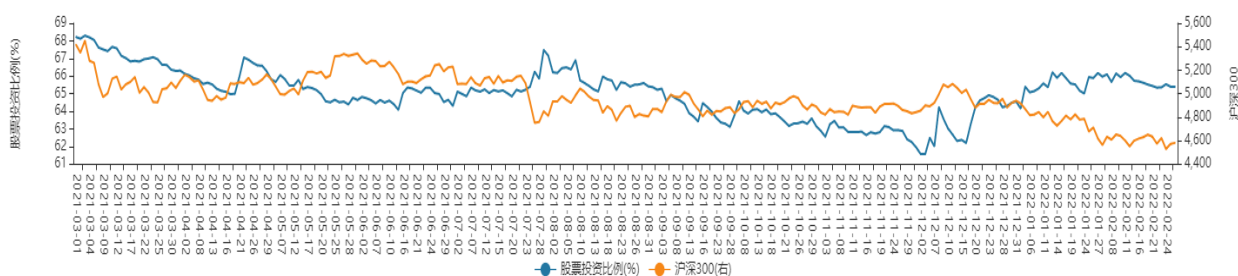
资料来源：瑞达期货、Wind

(二) 资金供给

1、基金持仓变动

截至2月28日，基金分类股票投资比例为65.39%，较一月末下降0.58%。春节后，基金股票投资比例一路小幅度下行，随着市场步入震荡格局，资金多空分歧加剧，观望情绪升温，投资比例月末呈现下降形势。一月份以来新成立的股票型基金、混合型基金份额增长大幅下降，股票型基金新发行份额仍处于低位。

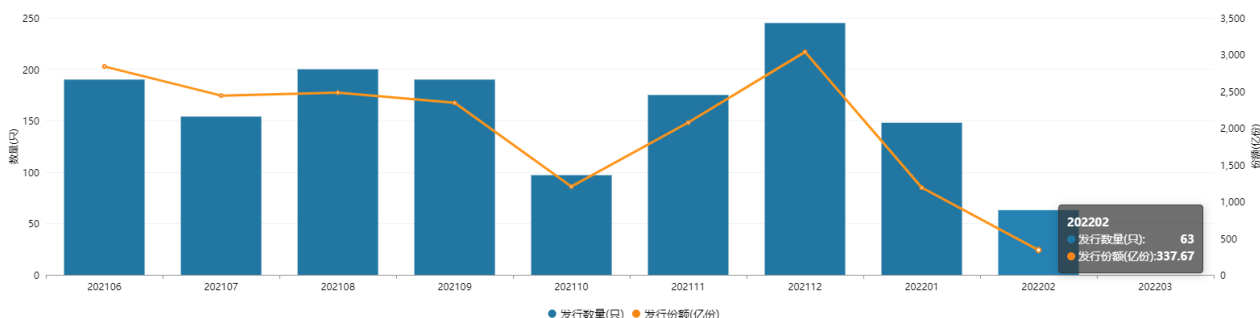
图表 15 基金分类股票投资比例



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 16 基金发行份额 (亿)

研报★品种月报

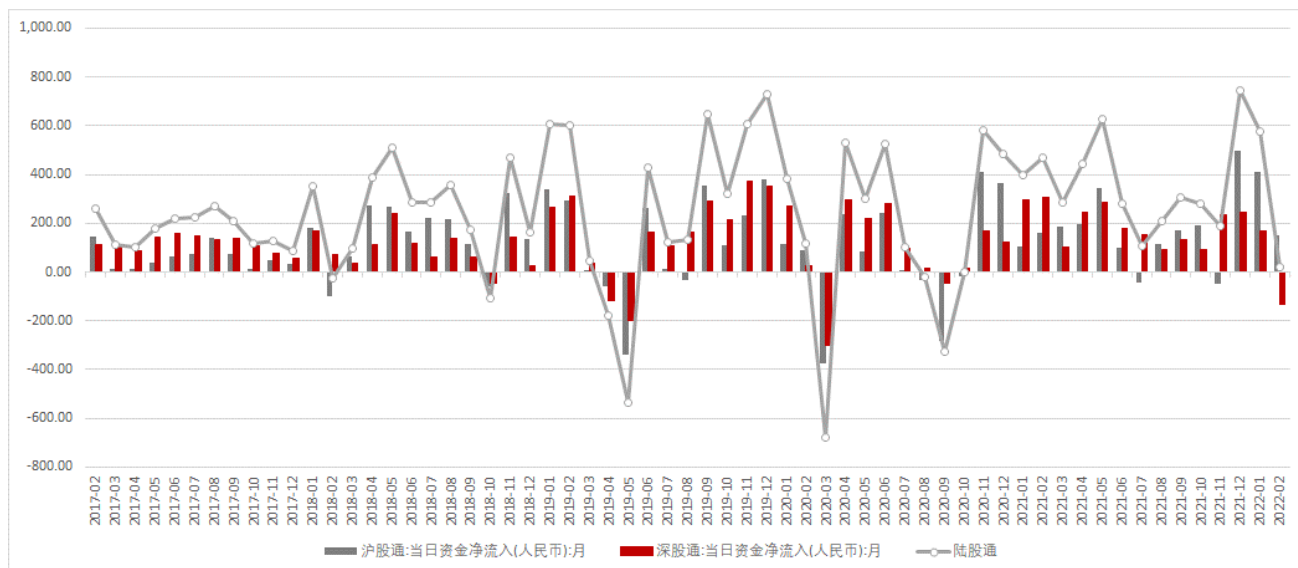


资料来源：瑞达期货、Wind

2、外资加速流入

截至2月28日，二月份陆股通资金延续净流入态势，累计净流入19.33亿元，相较于一月份575.15亿元大幅下降。其中春节占据的假期较长叠加地缘政治风险爆发，或许是外资交易量下降的原因。沪股通净流入152.35亿元，深股通净流出133.02亿元，深股通大幅缩减。回顾2021年，北向资金净流入突破4000亿，创历史新高，但从持股占比、成交占比和换手率等多角度来看，外资对A股2021全年成交量贡献度较低，整体净流入资金以长线配置为主，交易型资金和托管内港资机构的资金占比继续下滑。

图表 17 陆股通资金净流入情况（亿元）（月）



资料来源：瑞达期货、Wind

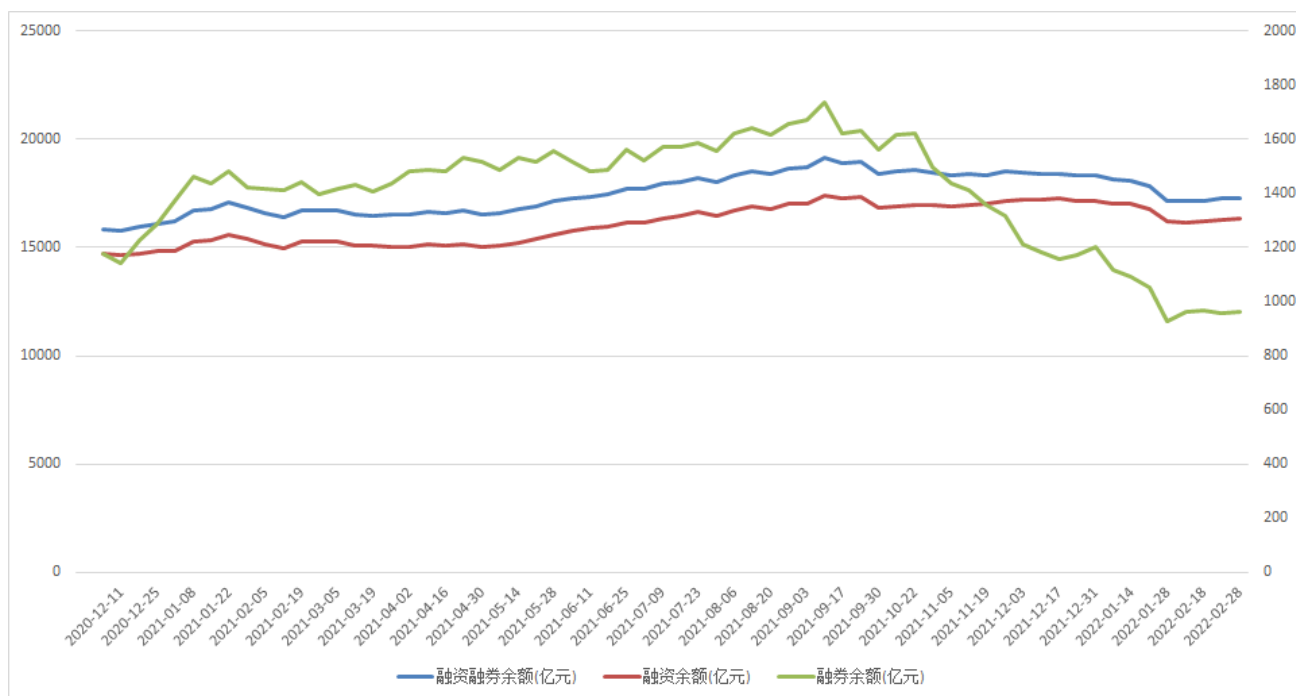
3、两融余额

截至2月28日，两融余额为17271.60亿元，较一月末增加139.5亿元，融资融券规模呈现小幅上升趋势。一月份融资期间净买入额为-917.66亿元，二月份为108.31亿元，呈现大幅上升的趋势。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7%-8%区间内，风险偏好尚未完全修复。融资余额

研报★品种月报

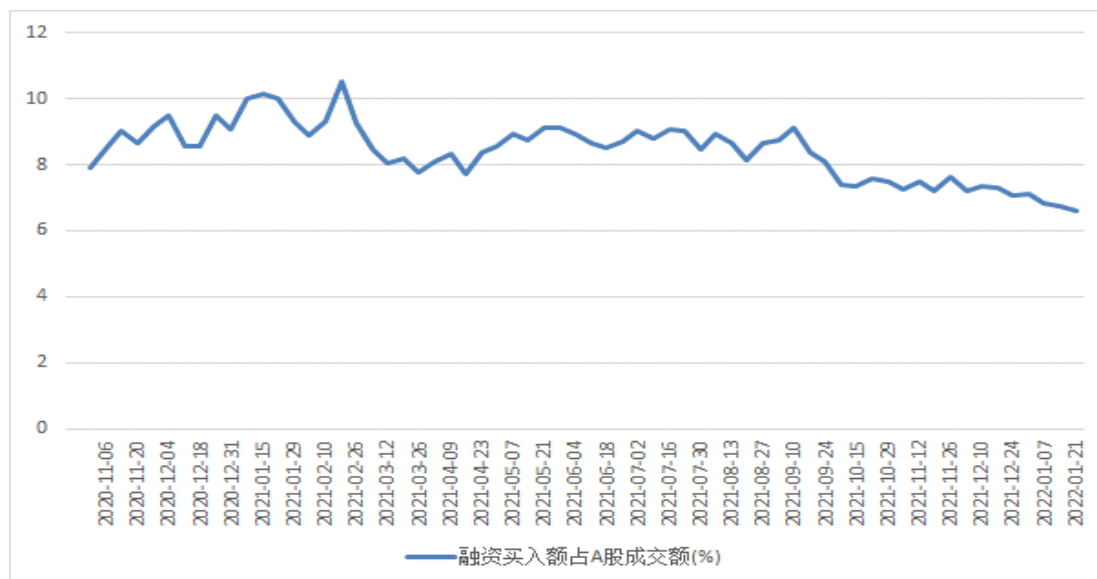
占 A 股成交比例呈现上升趋势。

图表 18 融资融券余额



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 19 融资买入额占 A 股成交额比例



资料来源：瑞达期货、Wind

五、三月份股指走势展望

二月份A股市场的走势振幅拓宽。相比于年前市场的低迷行情，年后市场逐步显示企稳倾向，沪指基本于3400-3500点关口以宽幅震荡为主。海外地缘政治风险打击全球市场偏好，A股亦受到波及，月末大盘在

研报★品种月报

资金避险情绪升温的影响下再度下挫。展望三月份，随着经济数据、两会政策表态以及上市公司业绩的陆续发布，市场不确定性因素逐步落地，预期企稳引领市场结构性底部显现。总体而言，一季度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。沪指大概率将围绕3400至3600点来回宽幅震荡整理，板块间轮动仍将较为频繁。不过随着大宗商品价格的回落，通胀压力有望随着政策调控而出现缓和，国内经济政策稳步宽松，经济稳增长效应落地，预计2022年中宏观经济有望低位企稳，市场趋势或有反转可能。

六、期指交易策略

而从结构性视角看，A股在经历了一段时间的估值调整之后，部分板块估值过高的情况有所缓解。2022年至今以及春节后首周，稳增长板块如煤炭、建筑、银行等涨幅居前，成长板块如新能源、电子、国防军工跌幅居前，高位赛道持续且快速回调一度打击市场整体做多情绪。但是近期板块表现出现反转，从春节后第一周和第二周行业涨跌幅的相关性、2022年至春节前和春节后第二周行业涨跌幅的相关性均可明显看出上述变化，可能指向A股的结构调整也在步入中后期。因此，我们相对看多代表中小盘以及成长风格的中证500短期至中期的走势。地缘政治风险、美联储加速回收流动性以及国内政策不及预期三方面风险因素仍有可能对A股市场形成扰动，海内外不确定性因素或将拓宽指数整体震荡区间，但单边策略的稳健性与安全边要远小于套利对冲策略，因而选择IC-IF套利策略。

图 20 春节前后行业涨跌幅

研报★品种月报

	春节前一周	春节前两周	春节前三周	春节前四周	春节后一周	春节后两周	春节后三周
计算机	-9.69	4.40	-0.47	-2.50	1.03	1.25	3.67
电子	-5.27	2.21	-1.27	-5.30	-3.32	2.38	3.49
通信	-5.27	0.43	-1.39	-2.19	2.53	2.14	3.15
电力设备	-1.92	2.90	2.13	-8.31	-8.18	5.53	3.07
基础化工	-3.26	4.32	-0.05	-3.35	3.94	3.16	2.96
国防军工	-3.06	5.61	-3.06	-7.47	-0.62	1.96	2.45
综合	-5.79	2.53	0.70	0.96	3.83	2.53	2.43
有色金属	-4.53	2.82	1.69	-5.39	6.83	5.31	1.93
机械设备	-6.01	2.50	-2.60	-1.18	0.55	2.39	1.69
美容护理	-5.52	3.90	0.03	-5.41	-1.48	4.36	1.39
汽车	-6.06	3.41	1.39	-3.92	-1.10	2.12	1.34
煤炭	-8.50	5.50	-1.11	0.34	13.86	1.89	1.21
医药生物	-6.83	7.19	2.41	-3.94	-2.73	4.85	0.90
轻工制造	-5.71	1.83	-2.21	-0.18	1.10	0.62	0.84
纺织服装	-4.46	3.41	-0.40	1.52	2.67	1.63	0.70
公用事业	-5.30	0.68	-1.57	-5.78	5.94	-1.21	0.12
社会服务	-4.28	1.29	-0.84	-0.86	4.88	-0.33	0.07
石油石化	-3.08	3.23	-1.62	3.13	7.98	-0.28	-0.07
环保	-3.93	3.36	-2.46	-0.84	5.59	2.74	-0.36
传媒	-9.66	3.30	-2.70	0.70	3.23	0.27	-0.37
房地产	-4.20	2.22	-3.50	1.46	4.00	-0.73	-0.66
钢铁	-4.54	0.24	-4.77	2.15	6.95	2.58	-0.90
交通运输	-2.61	0.30	-1.77	1.82	5.44	-1.06	-1.21
非银金融	-5.26	2.68	-3.04	-1.06	5.60	-3.93	-1.36
商贸零售	-2.26	0.58	-1.42	-2.40	5.23	-0.46	-1.42
家用电器	-5.53	2.71	-5.60	1.19	0.91	-0.90	-1.50
农林牧渔	-2.12	3.20	-0.87	1.56	5.26	-1.02	-1.75
银行	-3.62	4.32	-1.08	2.89	6.20	-1.10	-1.88
食品饮料	-6.37	3.81	-4.40	-3.78	0.31	2.97	-2.01
建筑装饰	-4.20	2.99	-4.94	3.54	7.85	3.51	-2.99
建筑材料	-5.49	2.56	-6.89	2.33	7.02	-0.21	-3.38

资料来源：瑞达期货、Wind

三月策略：

1) IC/IF2203

参考入场点位：2250附近

方向：多

止盈设置：2560

止损设置：2150

免责声明

研报★品种月报

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。