

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股走向仍不明朗 市场静待政策指引



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



内容提要:

十月份A股市场的走势依然纠结，整体上呈现出宽幅震荡整理的格局，市场热点持续性较差，资金观望情绪仍然较浓，沪指最终与“红十月”无缘。究其原因，首先，在疫情、限电限产等因素的影响下，经济下行压力有所加大，对于经济前景的担忧使得市场情绪趋于谨慎；其次，大宗商品价格大起大落，十月份黑色系价格大幅下跌带动前期火热的周期板块持续走弱；再次，央行明确运用MLF、公开市场操作等货币工具保持流动性合理充裕，四季度央行降准以及流动性进一步宽松的预期落空。最后，全球经济增长拐点显现，货币政策也将逐渐进入收紧周期，而海外环境的不确定性因素，亦在对A股形成扰动。

年末A股市场在多重因素的持续制约下，预计难有上佳的表现，沪指大概率将围绕3500-3700点区间来回宽幅震荡整理，板块间轮动预计仍将较为频繁。根据美林投资时钟，当下我国经济正处于“类滞胀”期的阶段，货币财政政策均处在一个较为纠结的阶段，资金对政策的预期与落空，令市场风格出现短时间内的来回漂移。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，国内经济政策或将稳步宽松，步入稳增长的阶段。年末政治局会议、经济工作会议以及明年初的两会，或将成为重要政策底出现的关键节点。不过十一月份扰动因素依然较多，的A股或将延续宽幅震荡的格局，估值逐步修复的沪深300与上证50大概率将进入筑底的形态中。

策略方案:

单边操作策略			
操作品种合约	IF2112	操作品种合约	
操作方向	高卖低买	操作方向	
入场价区	4570-4970	入场价区	
目标价区	-	目标价区	
止损价区	4500、5040	止损价区	

风险提示：政策释放不及预期，经济超预期下行

一、基本面分析

（一）经济下行压力加大

三季度我国经济景气度持续回落，相较于二季度，疫情、洪涝、限电限产等因素进一步拖累经济增速。根据 9 月份的经济数据，出口和消费小幅回暖，有望持续改善；投资增速受基建地产拖累放缓；主要表现在地产、基建继续回落，基建受洪涝灾害后赶工影响有所修复，但仍处于低位。制造业投资趋稳，增长动能强于基建和地产；工业生产增长整体放缓，需求低迷叠加“能耗双控”导致产业链供需失衡，其中高技术产业工业维系高增速。

制造业 PMI 回落至荣枯线以下，官方制造业 PMI 为 49.6%，较前值回落 0.5 个百分点，连续 6 个月回落。生产指数较上月回落 1.4 个百分点至 49.5%，新订单指数较上月回落 0.3 个百分点至 49.3%，两者均为疫情后最低。其中新出口订单指数和进口指数分别回落 0.5 和 1.5 个百分点至 46.2%和 46.8%，均连续多月位于荣枯线以下，显示海外需求进一步走弱。整体趋势上，当前供需两端继续延续降温的状态，而限电措施的推进，或将继续对供需两端继续带来压力。值得一提的是，9 月高技术制造业 PMI 为 54.0%，高于上月 0.3 个百分点，其中生产指数、新订单指数和生产经营活动预期指数高于制造业总体，从结构上来看高技术制造业延续良好发展态势。

图表 1 制造业 PMI 分项数据

	2021-07	2021-08	2021-09	08-09 差值
PMI	50.40	50.10	49.60	-0.5
生产	51.00	50.90	49.50	-1.4
新订单	50.90	49.60	49.30	-0.3
新出口订单	47.70	46.70	46.20	-0.5
产成品库存	47.60	47.70	47.20	-0.5
进口	49.40	48.30	46.80	-1.5
出厂价格	53.80	53.40	56.40	3.0
主要原材料购进价格	62.90	61.30	63.50	2.2

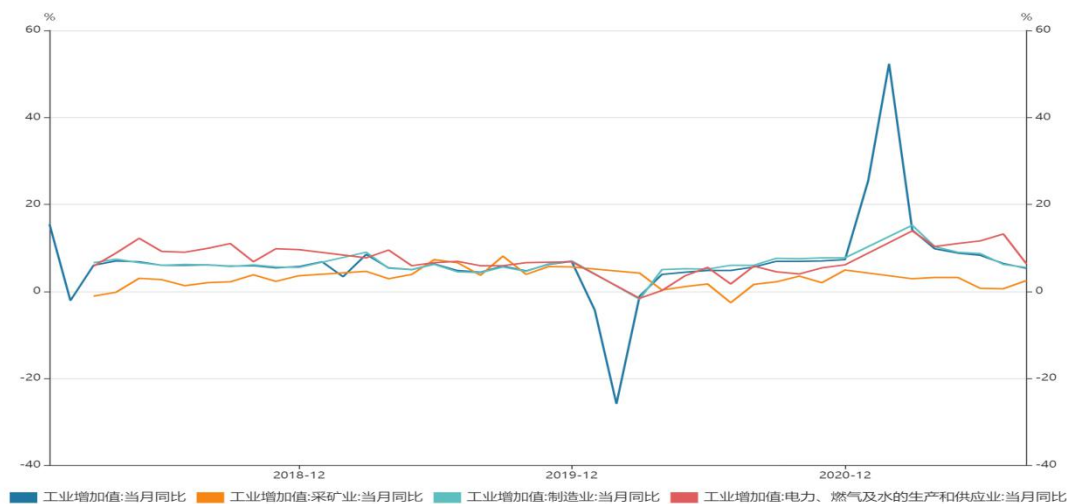
原材料库存	47.70	47.70	48.20	0.5
从业人员	49.60	49.60	49.00	-0.6

资料来源：瑞达期货、Wind

回顾前三季度，规模以上工业增加值同比增长 11.8%，两年平均增长 6.4%，其中制造业增加值同比增长 12.5%，两年平均增长 7%。三季度各月工业增加值同比分别增长 6.4%、5.3%和 3.1%，9 月份增速持续放缓。能耗双控政策在多个省份加快推进，驱动工业生产继续走弱。电力行业受煤炭价格、天气等因素影响高位回落。然而其中制造业投资整体呈现改善态势，前三季度同比增长 14.8%，两年平均增长 3.3%。

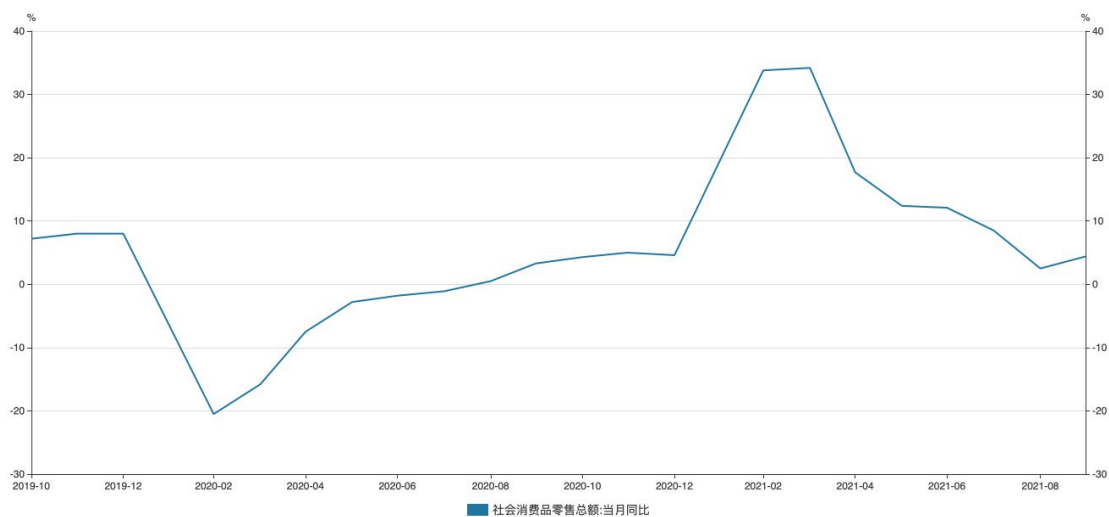
从三驾马车的的市场数据看，出口和消费有所回升，四季度有望持续改善；然而地产、基建继续回落使得投资增速放缓。9 月份出口和消费两年复合增速回暖。9 月社会消费品零售总额两年平均同比增速为 3.8%，8 月回升 2.3 个百分点，表明 9 月国内消费景气度有小幅回升。固定资产投资 9 月两年平均同比增速为 3.8%，较 8 月小幅回落 0.2 个百分点。9 月中国出口两年平均同比增速为 13.9%，较 8 月上升 0.5 个百分点，继续维持在较高的增速水平上。

图表 2 规模以上工业企业增加值



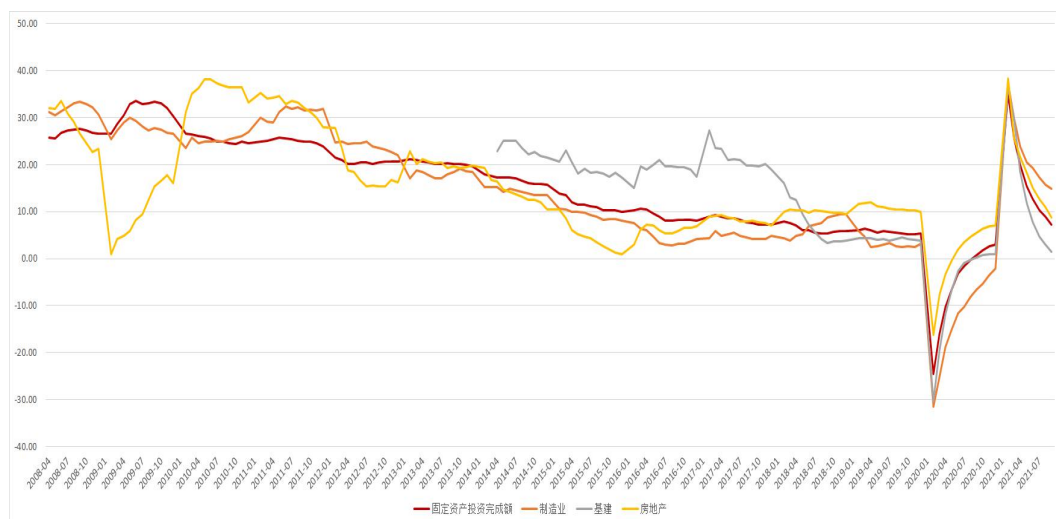
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 3 社会消费品总额



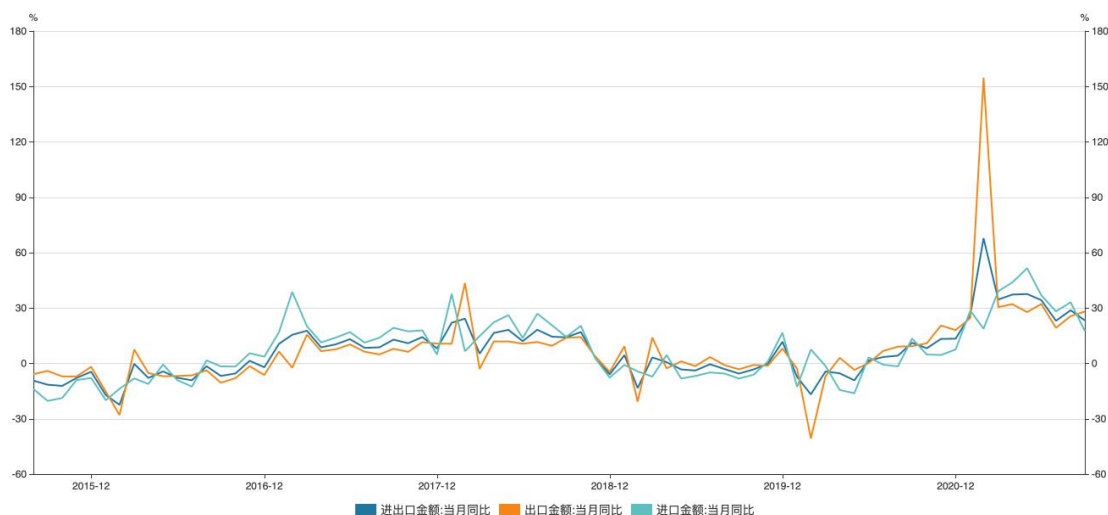
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 4 固定资产投资完成额



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 5 进出口金额



资料来源：瑞达期货、Wind

当前“能耗双控”政策加剧限电限产。从上半年各地区完成情况来看，9省区亮红灯，10省区亮黄灯，全年完成能耗目标压力较大。三季度以来发改委开始督促部分地区重视落实“双控”任务码。另外，由于发电主要原料动力煤缺口增大，用电供不应求，目前国内用电占比较高的第二产业，在钢铁、有色金属、化工等上游资源品价格上涨，以及出口恢复带动的情况下，用电需求居高不下，导致用电紧张，而风电、光伏等新能源发电尚无法弥补传统能源发电缺口，进而引发电力供应紧张。

随着限电限产在各地陆续铺开，对工业利润造成较为明显的影响，供需两端在未来几个月仍有可能继续受到抑制，具体到市场而言，对于周期板块，前期由于用电和发电缺口明显拉大，上游工业品价格大幅上涨和工业利润格局重新分配，周期板块股价大幅上涨，但随着需求放缓的逻辑逐渐增强，四季度要警惕需求下行、政策干预以及全球流动性紧缩引发的周期股未来持续弱势行情，A股市场或将面临更强上行压力与风格轮动。

运动式减碳存在纠偏的空间，而可能到来的寒冬或将令能源供需处在偏紧的状态。不过当前国家政策干预力度逐渐加大，电企煤炭库存加快提升，引导煤炭价格回归合理区间。伴随着能源结构改善以及内需回暖，叠加对于政策不确定性预期的基本释放，预计限电限产的对经济的压力将在明年初逐步缓解，而政策或将进一步向着新能源基建倾斜。

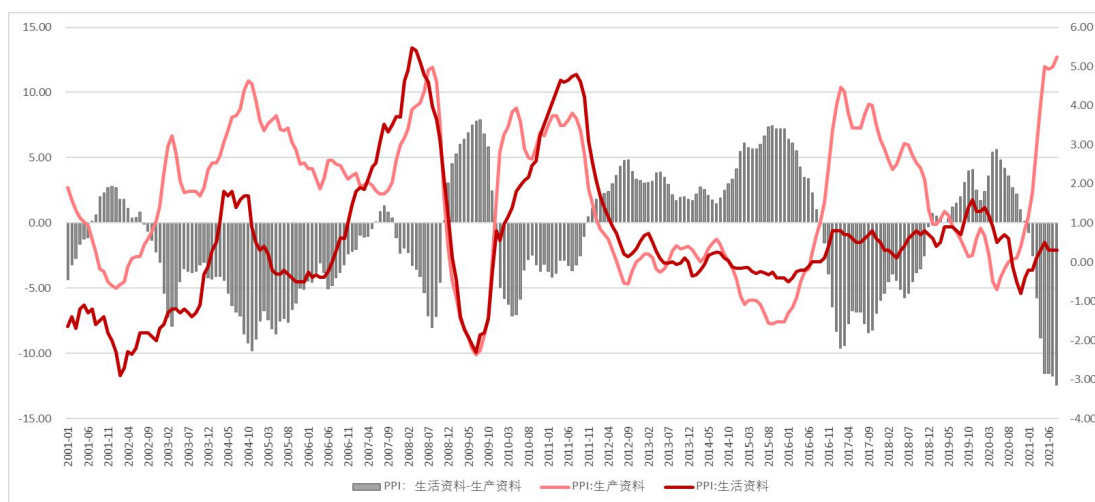
（二）煤价回调 通胀压力逐渐缓解

受“双控”政策影响以及全球性能源短缺影响，三季度以来煤炭、石化、有色等部分高耗能行业产品价格明显上涨。9月PPI同比增速10.7%，创造新高，同时9月CPI同比增长0.7%，较8月回落0.1个百分点，PPI与CPI的剪刀差继续呈现扩大趋势。其中，非食品价格同比增长2.0%，较8月回升0.1个百分点；食品价格同比下降5.2%，较8月多降1.1个百分点。扣除食品和能源的核心CPI同比增长1.2%，与上月持

平。煤炭和钢铁价格持续攀升。9月PPI同比增速10.7%，较8月回升1.2个百分点。当前CPI和核心CPI处于偏低水平，表明国内消费需求仍然偏弱，然而PPI持续高位运行，叠加双控以及限电限产对供给端的打压，产业链持续供需失衡，结构性通胀压力增大，经济面“类滞胀”前景显著。展望四季度，随着多地进入冬季，供暖需求逐步回升，煤炭的需求也将显著扩大。短期来看，煤的供需不平衡的现象难以快速缓解，然随着国家保稳供价政策的推进，限电限产的纠偏以及内需的逐步回暖，上游价格压力或有望缓解。

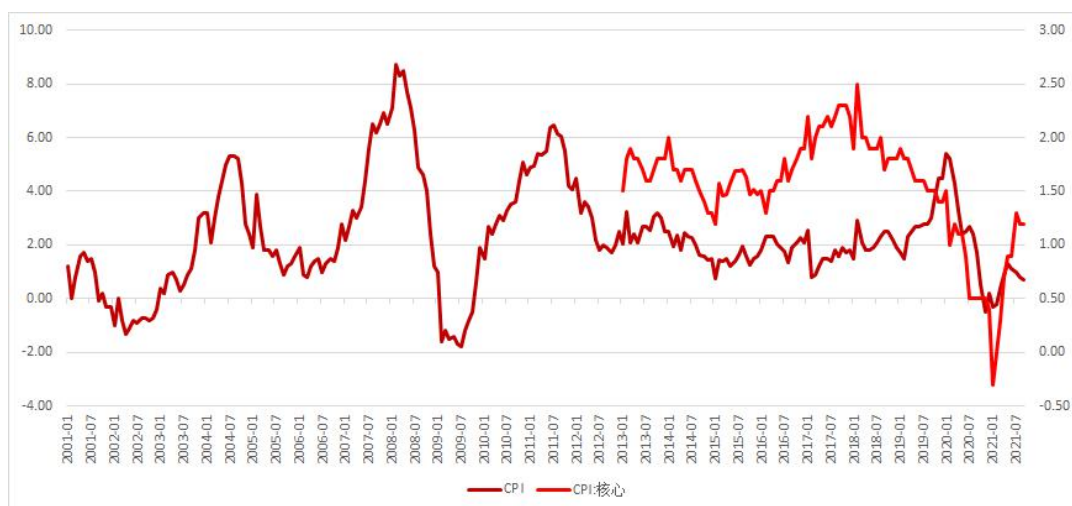
值得关注的是，虽然三季度呈现的PPI与CPI剪刀差扩大且CPI通胀数据仍然较为温和，九月份以来，蔬菜价格却呈现明显幅度的上涨，这对市场关于通胀的预期具有一定程度的影响。根据农业农村部最新周度数据显示，2021年10月18日至24日，重点监测的28种蔬菜周均价每公斤5.57元，环比涨8.8%，为连续5周上涨。而同期的猪肉批发市场周均价每公斤20.20元，环比涨8.8%。蔬菜价格的显著上升一方面是洪涝引发的供需失衡抬价，另一方面推测或是猪肉与蔬菜价格的共振提升。然而短期引发两者价格提升的因素很多，未来的蔬菜与猪肉价格走势仍有待观察。中期来看，至明年一二季度，随着春节消费高峰期的结束，蔬菜与猪肉的价格或逐步回落。

图表7 PPI生产资料与生活资料同比增速



资料来源：瑞达期货、Wind

图表8 CPI与核心CPI同比增速



资料来源：瑞达期货、Wind

当前国内经济下行压力有一定加大，但我国经济仍具备较强的韧性。在经济连续五个月下行，而通胀压力有望随着政策调控而出现缓和，国内经济政策或将稳步宽松，步入稳增长的阶段。年末政治局会议、经济工作会议以及明年初的两会，或将成为重要政策底出现的关键节点。

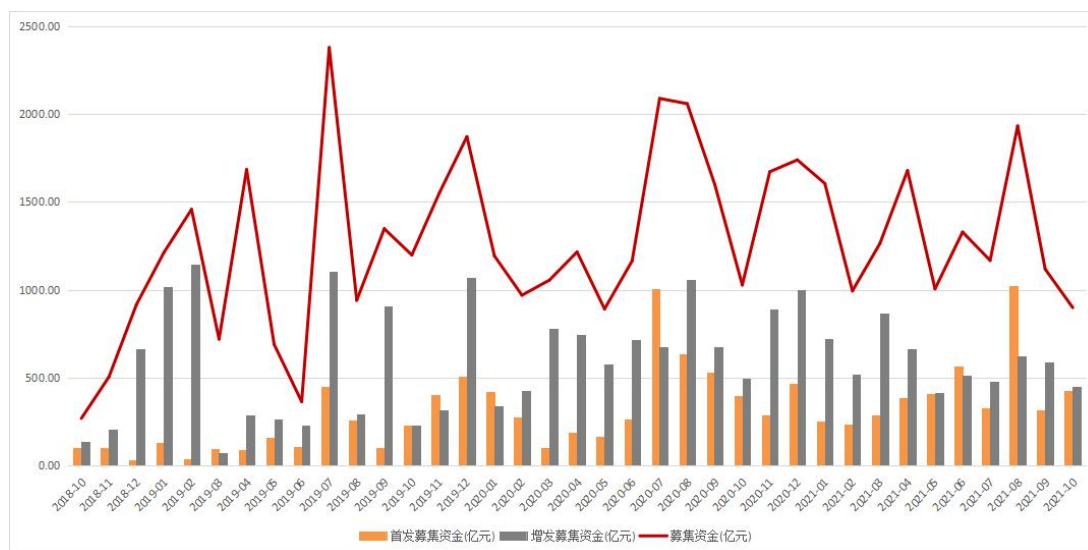
二、股指资金供需对比

1、资金消耗

据 wind 资讯统计，截至 10 月 28 日，十月份股权融资规模合计为 898.3 亿元，较九月份 1117.6 亿元下降 219.3 亿元。其中 IPO 募集资金为 425.97 亿元，首发家数回落至 32 家，保持在过去一年的均值附近，并未受到假期的明显影响。不过十月份新股发行节奏呈现逐周放缓的态势，这可能与九月中旬发布的“询价新规”有所联系。询价新规下定价中枢有所抬升，使得溢价空间受到压缩，这也成为近期市场频现新股首日破发景象的原因。最终打破了 A 股稳赚不赔的打新神话。新规的实施强化了新股定价的市场化，也将有助于投资者打新回归理性，更加注重新股质地。

此外，十月份增发募集资金规模亦降至 448.77 亿元，家数为 29 家，总体而言，十月份首发及增发对 A 股资金消耗的影响有所减弱，但随着北交所的设立，在未来难免对 A 股市场资金形成一定的分流。

图表 9 一级市场对资金消耗情况

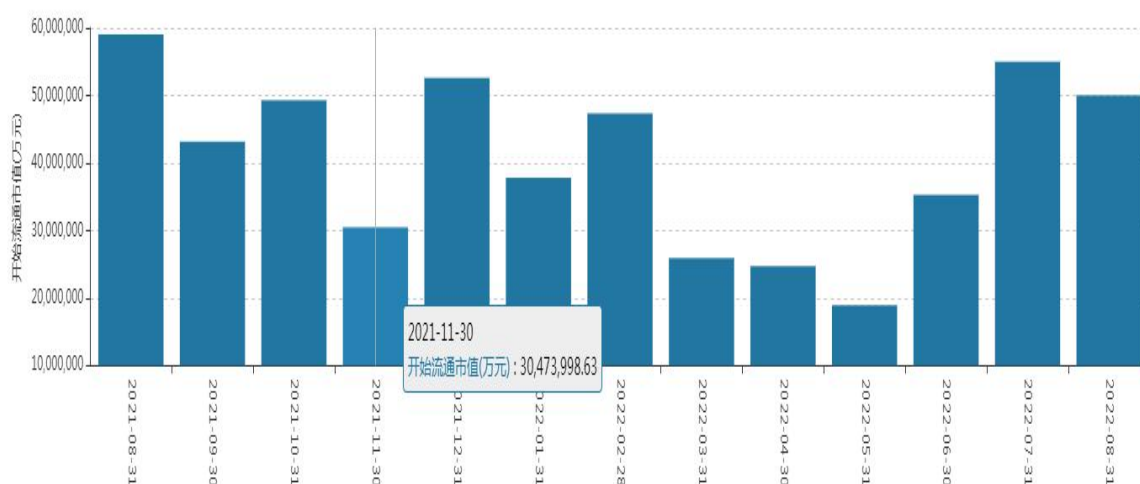


资料来源：瑞达期货、Wind

2、大股东二级市场及回购交易情况

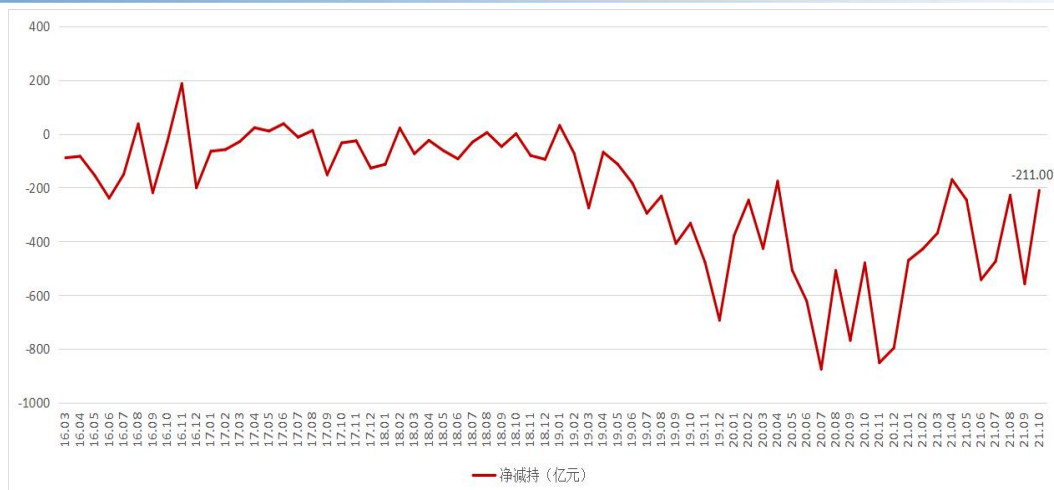
截至10月28日，从重要股东二级市场交易公告来看，十月份净减持市值为211亿元，较九月份明显回落，降至近半年的低点329.14亿元。十月份股东减持市值为239.66亿元，相较于九月份减少487.77亿元，增持市值较九月份亦有明显减少，仅有28.66亿元；减持家数下降至347家，同时仅有78家上市公司披露增持公告。由于十月份进入三季报密集披露期，受到法律法规限制，股东增减持数量明显下降。十月份开始流通市值升至4813.38亿元。

图表 10 限售解禁市值



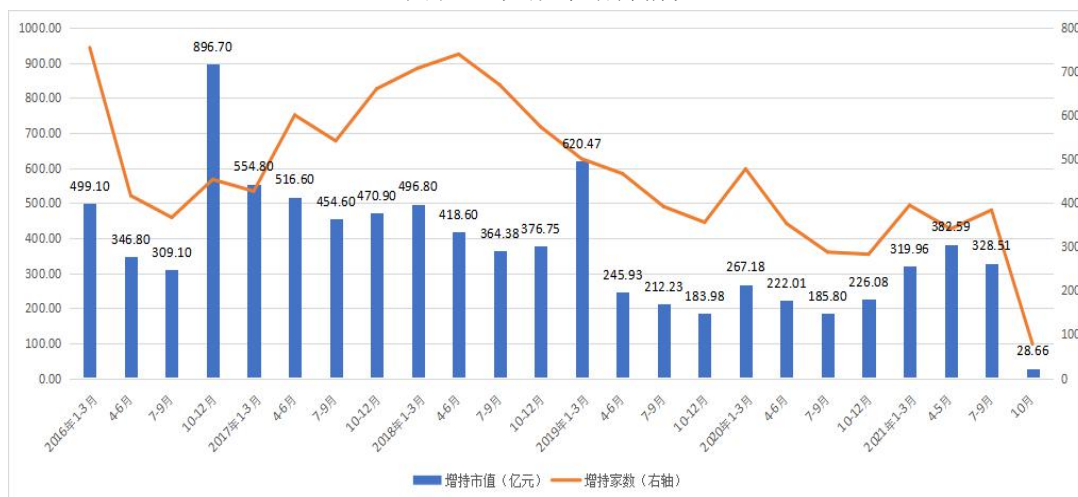
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 11 大股东净增（减）持变化



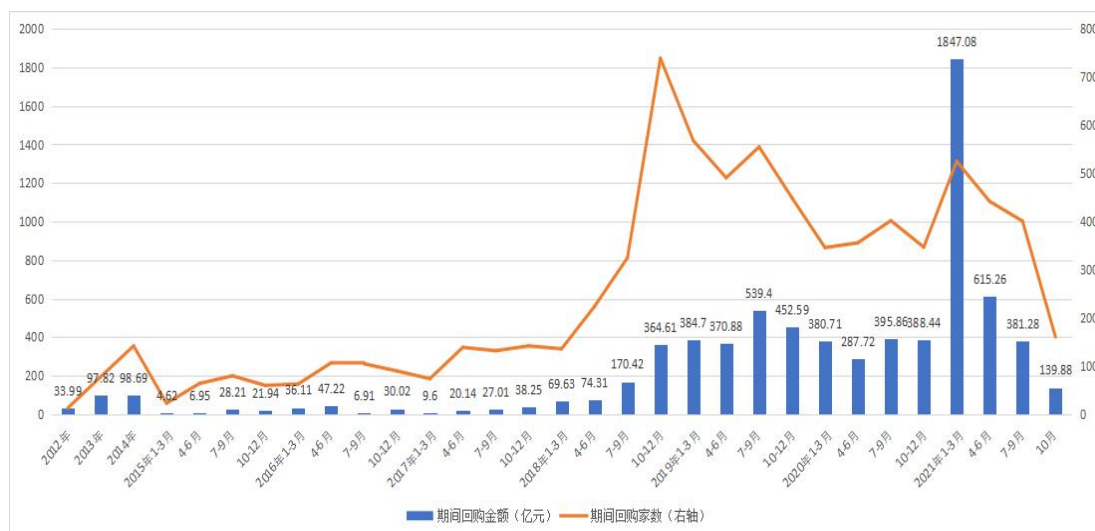
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 12 大股东增持情况



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 13 股票回购情况



资料来源：瑞达期货、Wind

2、资金供给面

(1) 基金持仓变动

截至 10 月 27 日，基金分类股票投资比例为 63.42%，较九月末下降 0.16%。随着市场进入弱势震荡格局，基金股票投资比例亦呈现回落态势。十月份新成立的股票型基金、混合型基金份额增长进一步放缓，新增发行份额仅为 38.39 亿份和 190.01 亿份，市场行情的阴晴不定，投资者风险偏好有所下降。

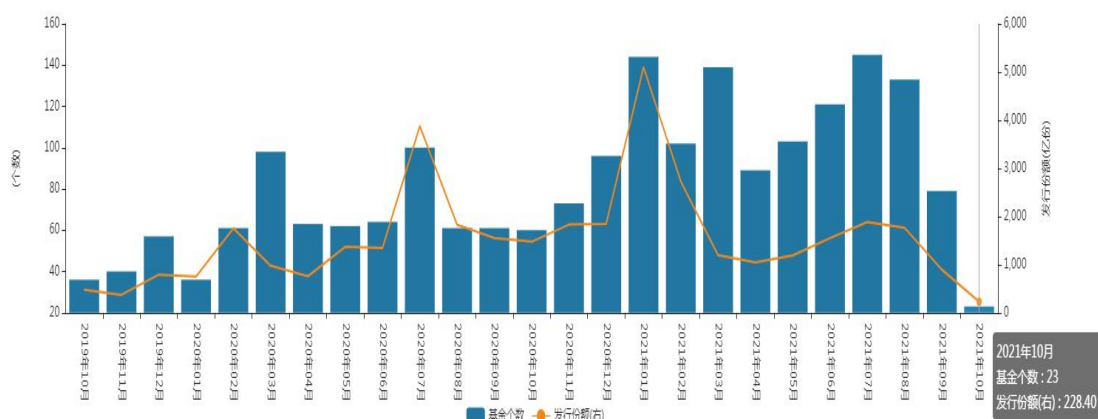
从公募偏股混合与股票基金来看，三季度公募基金对于 A 股主板及双创的配置比例均有所上升，同时减少了对港股的配置。Q3 公募基金增加了对有色、化工、电气设备、地产、非银金融、军工的配置，特别是诸如锂电、光伏设备、储能设备等新能源产业链，同时减少了对消费、医药、银行板块的配置比例。

图表 14 基金分类股票投资比例



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 15 混合型及股票型基金发行份额（亿）



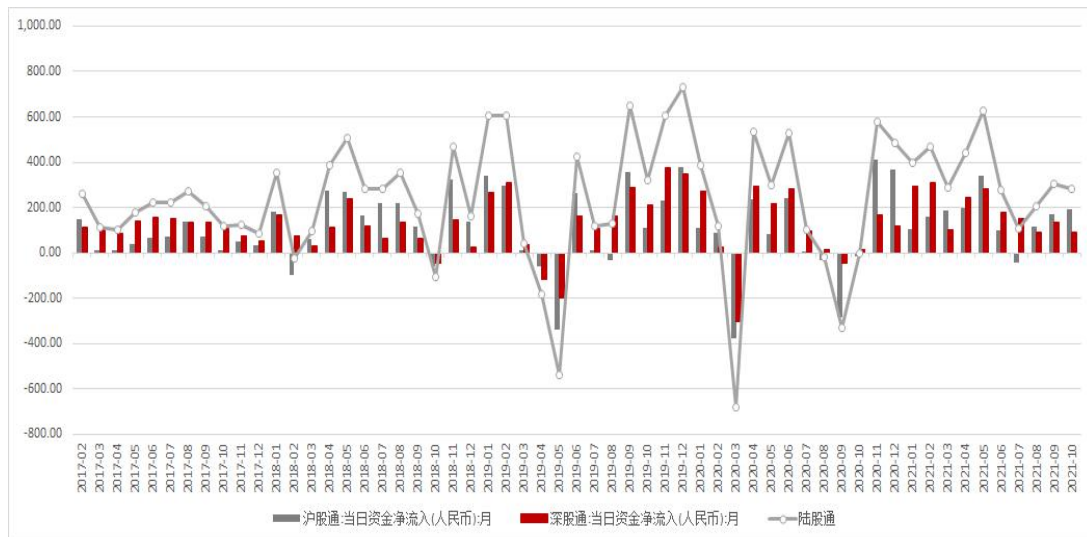
资料来源：瑞达期货、Wind

(2) 外资加速流入

截至 10 月 28 日，十月份陆股通资金延续净流入态势，累计净流入 281.02 亿元，自去年十一月以来，每月净流入金额均在百亿元以上。十月份陆股通资金在经历了节后快进快出的趋势后，十月下旬重回净流入

入态势，最后两周累计净流入近 300 亿元。当前市场趋势整体仍不明朗，同时国内经济下行压力加大叠加美联储收紧货币政策节点渐近，但外资整体风险偏好仍然向好。

图表 16 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 10 月 27 日，两融余额为 18685.45 亿元，较九月末增长 270.2 亿元，规模在经历了国庆前夕的大幅回落后逐渐上升。十月累计融资净买入额 242.8 亿元，九月份净卖出 213.35 亿元，重回净买入态势。不过从融资买入额占 A 股成交额比例来看，整体处于低位运行，保持在 7%-8% 区间内，风险偏好尚未完全修复。

图表 17 融资融券余额



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 18 融资买入额占 A 股成交额比重



资料来源：瑞达期货、Wind

三、十一月份股指走势展望

十月份A股市场的走势依然纠结，整体上呈现出宽幅震荡整理的格局，市场热点持续性较差，资金观望情绪仍然较浓，沪指最终与“红十月”无缘。究其原因，首先，在疫情、限电限产等因素的影响下，供需两端均受到一定程度的抑制，制造业PMI跌破临界点，经济下行压力有所加大，对于经济前景的担忧使得市场情绪趋于谨慎；其次，大宗商品价格大起大落，特别是黑色系商品价格受到政策、需求等因素的影响，持续下挫，大宗商品价格下跌带动前期火热的周期板块持续走弱，亦对市场带来影响；再次，央行明确四季度流动性供求保持基本平衡，并提出运用MLF、公开市场操作等货币工具保持流动性合理充裕，四季度央行降准以及流动性进一步宽松的预期落空。最后，全球经济增长拐点显现，货币政策也将逐渐进入收紧周期，而海外环境的不确定性因素，亦在对A股形成扰动。

年末A股市场在多重因素的持续制约下，预计难有上佳的表现，沪指大概率将围绕3500-3700点区间来回宽幅震荡整理，板块间轮动预计仍将较为频繁。根据美林投资时钟，当下我国经济正处于“类滞胀”期的阶段，货币财政政策均处在一个较为纠结的阶段，资金对政策的预期与落空，令市场风格出现短时间内的来回漂移。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，国内经济政策或将稳步宽松，步入稳增长的阶段。年末政治局会议、经济工作会议以及明年初的两会，或将成为重要政策底出现的关键节点。不过十一月份扰动因素依然较多，的A股或将延续宽幅震荡的格局，估值逐步修复的沪深300与上证50大概率将进入筑底的形态中。

四、策略

十月策略：

1) IF2112

参考入场点位：4570-4970

方向：高卖低买

止损设置：4500、5040

跌破此区间，顺势操作

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。