



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

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

二月 A 股市场呈现震荡整理的局势。沪指面临 3300 点左右压力位。沪深两市经历放量到缩量的过程。北上资金净流入量亦有所收窄。政策空窗期中利多因素缺乏导致空头消息作用被放大。此外指数历经三个月的反弹后资金近期可能有一定获利回吐需求，内外部事件也对风险偏好有所影响。中长期来看 A 股市场仍处在复苏所推动的行情中，指数上行仍有空间，考虑到经济更可能出现的是弱复苏以及海外的不确定性因素，因而指数的向上过程将会存在反复。

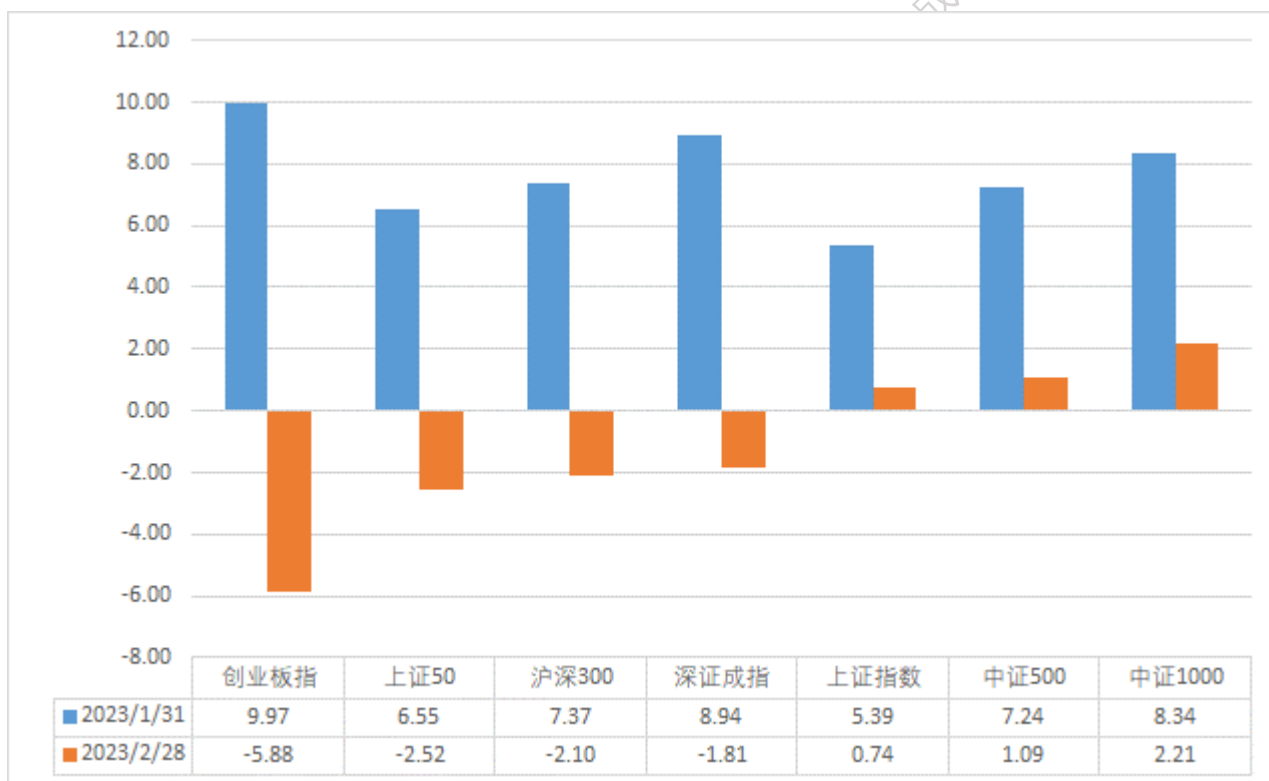
海外层面上，从历史行情演绎来看，全球大类资产演绎主要受到美联储货币政策的影响。而从本轮的加息周期讨论，美联储加息节奏的收紧以及放缓亦直接影响了 2023 年全球权益市场的风险偏好，亦是中国股市的重要影响因素。受到美国通胀数据以及经济增速预期回落等影响，全球权益市场风险偏好短期仍有较大波动，相较于一月初外围环境而言相对不利。

展望三月份，对于 A 股而言，当前国内经济处于底部周期，虽未见得数据层面的积极修复，然高频数据的改善叠加 2022 年年底政策持续性加码以及重要防疫政策和房地产政策的调整，经济活动整体继续负向扩张的空间有限，2023 年基本面修复预期较强。从期指的角度来看，虽行情反弹已经持续了一段时间，由于当前市场估值仍均处于历史偏低位置，万得全 A 的 PE 估值位于均值与一倍标准差下限的区间，处于历史中低水平区间。市场宽基指数整体估值具有较高的性价比。现存四大期指中长线的单边交易逻辑相对清晰，长期资金多头建仓或是一个投资方向。

一、 市场回顾

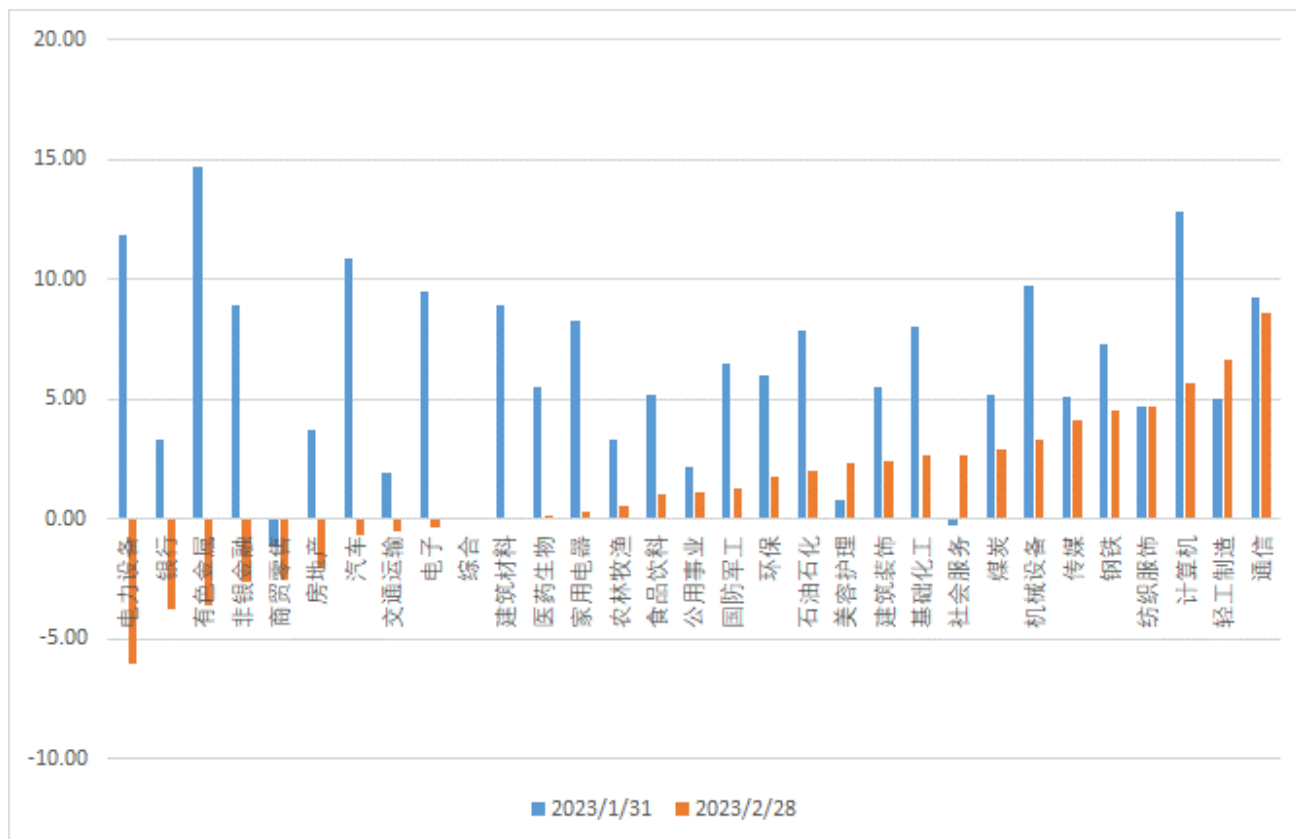
截至 2 月 28 日，主要指数月线上呈现震荡整理局势，两市成交量亦明显回落。沪指月涨 0.74%，创业板指月跌 5.88%，深证成指月跌 1.81%。四期指中，大盘指数表现走弱，中小指数相对优于大盘，沪深 300 以及上证 50 跌幅超过 2%，中证 500 月涨 1.09%，中证 1000 月涨 2.21%。2 月份市场行情分化的现象有所显现，行业板块由普涨局势转向涨跌分化。通信、轻工制造、计算机以及纺织服饰等板块领涨市场，电力设备、银行以及有色板块大幅回调。中长期来看 A 股市场仍处在复苏所推动的行情中，指数上行仍有空间，考虑到经济更可能出现的是弱复苏以及海外的不确定性因素，因而指数的向上过程将会存在反复。

图表 1 主要指数月度涨跌幅



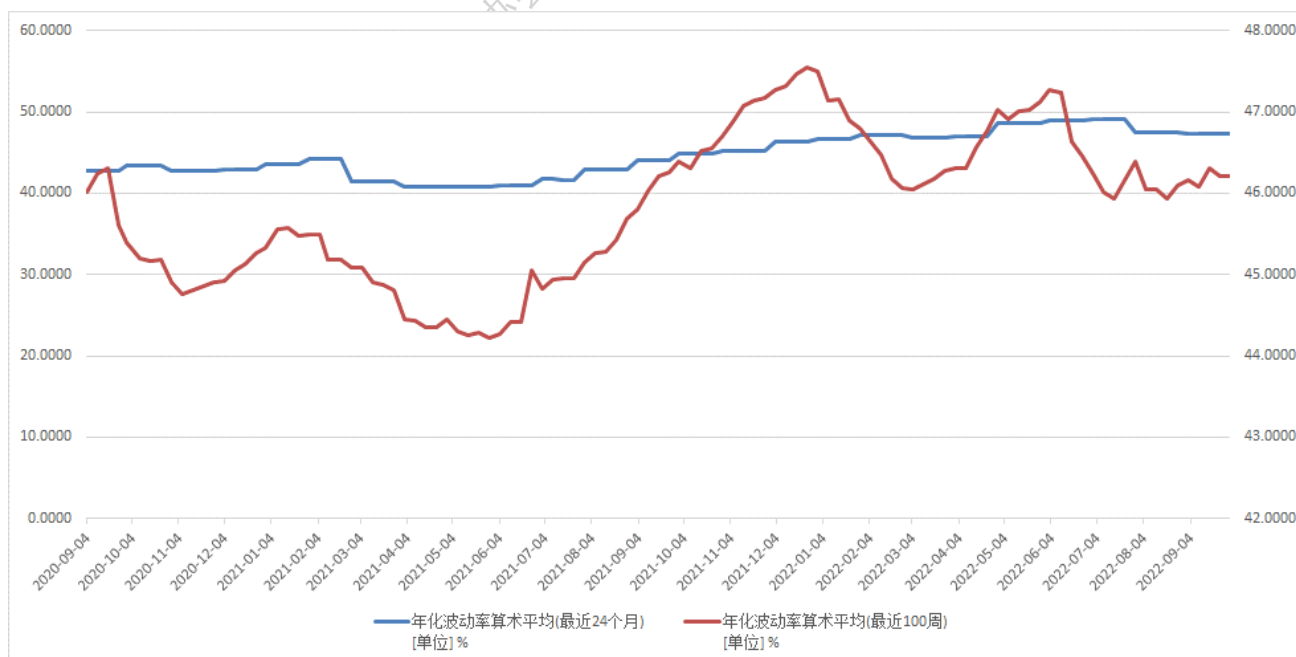
资料来源：瑞达期货、Wind

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） 经济景气度复苏，供需两端均回暖

1 月制造业 PMI 较上月上升 3.1 个百分点到 50.1%，生产和需求均大幅回升。1 月 PMI 生产较上月上升 5.2 个百分点，略低于荣枯线，比季节性低 2.4 个百分点；新订单较上月上升 7 个百分点，回到荣枯线以上，较季节性低 0.7 个百分点；新出口订单上升 1.9 个百分点，回升幅度明显低于内需。以新订单减去产成品库存衡量的 PMI 领先指数大幅回升。制造业供需两端均呈现明显修复，一方面，疫情达峰后经济的快速恢复，另一方面在 1 月份春节的影响下，服务业修复弹性较二产更大。需要注意的是，中小企业 PMI 仍在荣枯线以下，大型企业新订单也远好于中小企业，大中小型企业新订单 PMI 分别为 55.1%、48.2%和 45.5%，表明需求的复苏还未从大企业扩散到中小企业；另一方面，高新技术产业 EPMI 在经历 12 月大幅回落后，1 月有所反弹，但较季节性水平仍有一定距离，可能受到外需下滑的拖累。

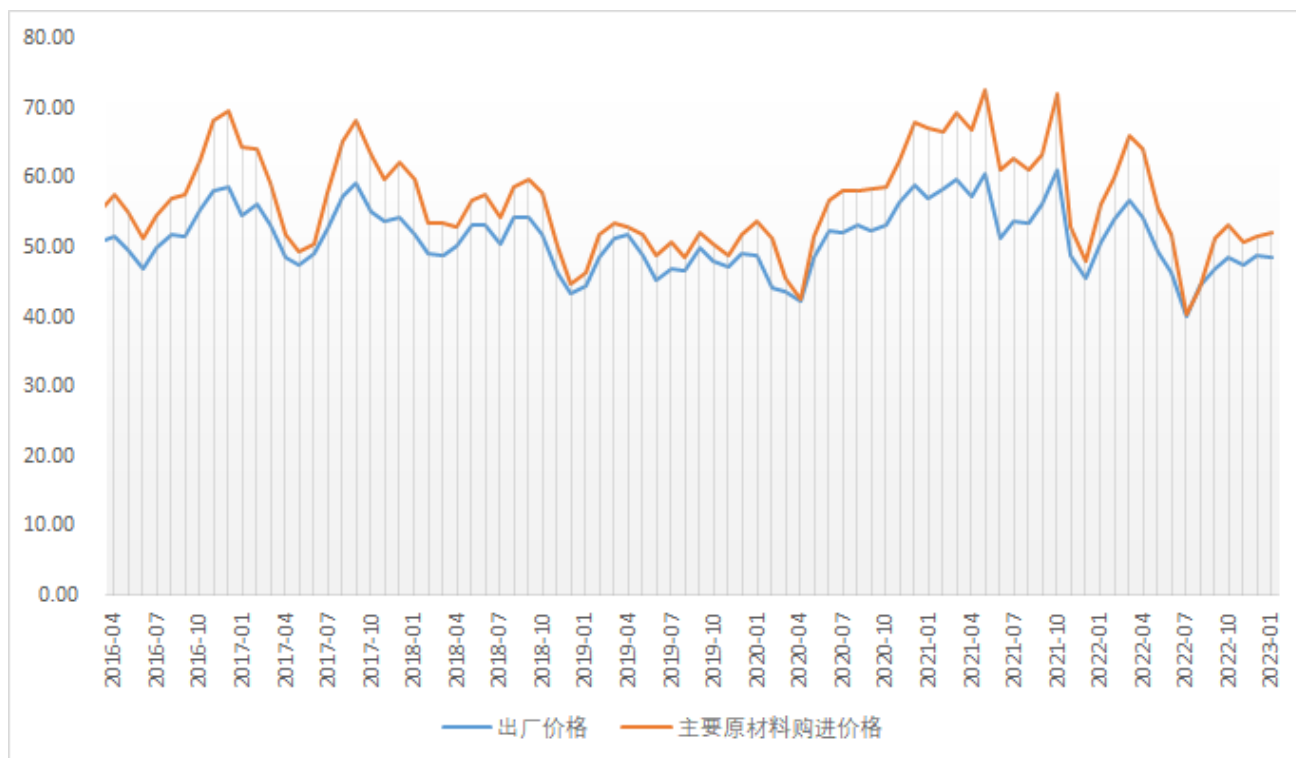
总的来看，目前我国经济仍未于底部周期，12 月份经济数据看需求端仍显疲软，内需修复仍是关键。后续随着高效疫情防控政策的落实，叠加一揽子稳增长政策逐步显效，我国经济预计将企稳回升。

图表 4 制造业 PMI 分项数据

指标名称	2022-11	2022-12	2023-01	差值
PMI	48.00	47.00	50.10	3.10
生产	47.80	44.60	49.80	5.2
新订单	46.40	43.90	50.90	7
新出口订单	46.70	44.20	46.10	1.9
产成品库存	48.10	46.60	47.20	0.6
进口	47.10	43.70	46.70	3
出厂价格	47.40	49.00	48.70	-0.3
主要原材料购进价格	50.70	51.60	52.20	0.6
原材料库存	46.70	47.10	49.60	2.5
从业人员	47.40	44.80	47.70	2.9

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

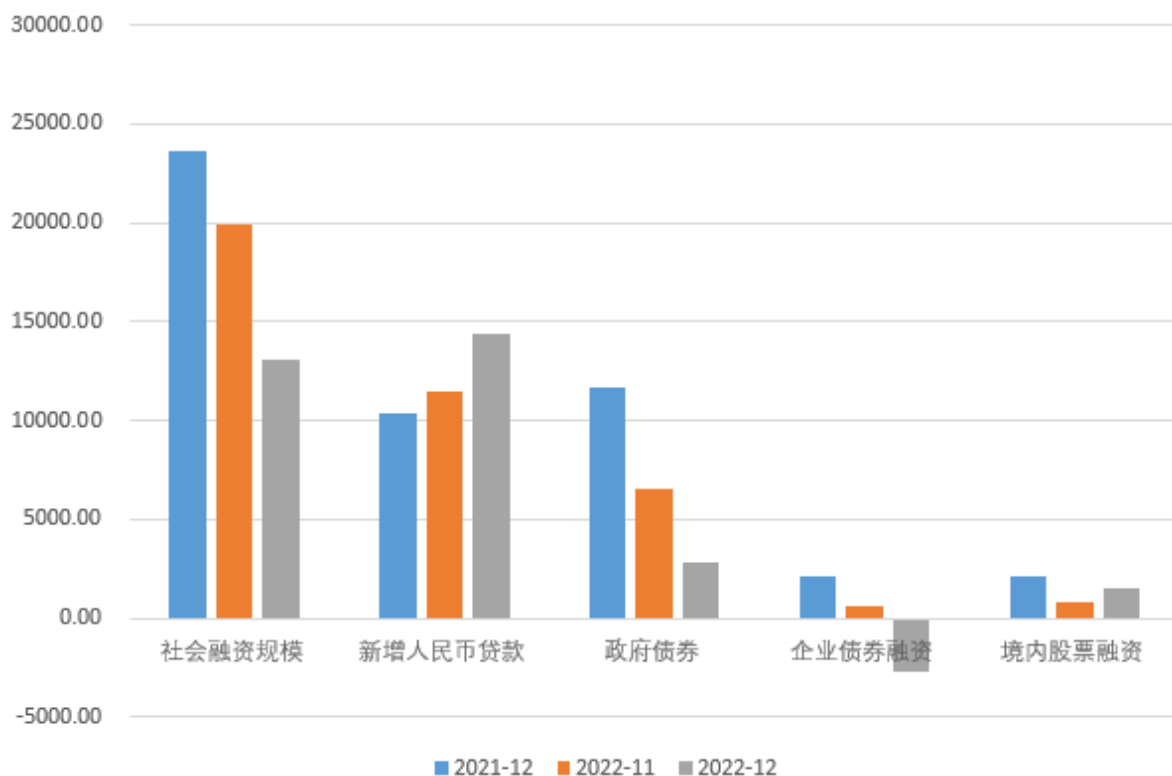
1月信贷强、社融弱的特征体现的是投资端较强、消费端仍需发力的特征，企业和居民部门之间融资需求有所分化。在经济修复预期改善带动市场主体融资需求明显上升，政策面鼓励银行靠前投放信贷等因素综合作用下，企业信贷表现优异，而居民端信贷需求依然呈弱，消费以及购房需求的内生增长动力仍然较弱。1月的社融总量修复的幅度有限，预计高基数的影响下，2023年一季度的社融增速仍有可能继续下探。而从居民存款来看，储蓄意愿依旧偏高，绝大部分是定期存款的增加，主要是疫情导致居民的预防性储蓄增加，在疫情过峰后或得到好转。在政策持续落地和效果显现情况下，预计房地产市场将逐步回暖，居民端加杠杆意愿将增强，预计2023年接下来金融数据层面有望转暖。

2023年1月末社会融资规模存量为350.93万亿元，同比增长9.4%，较上月下降0.2%。从结构上看，贷款同比增速提升0.2%至11.1%；政府债券同比增速下跌0.5%至12.9%；企业债券同比增速为1.9%，较上月下降1.7%，本月企业债和政府债是拖累社融增速的主要原因。从1月数据来看，社融总量修复的幅度有限，反映出我国经济仍存在下行压力。结构上企业中长贷大幅多增，带动总体信贷扩张。居民部门房贷则面临收缩压力，消费信心也有待进一步修复。政府部门在债务约束下，更多起到辅助发力的作用。1月份后，在政策发力和市场情绪修复下，企业债券融资有望边际改善；此外，预计今年地方债发行仍将保持前置，一季度短期看政府债券融资仍有增长逻辑。1月份以来，地方两会陆续召开，多地响应中央号召，提出推进产业结构升级，明确今年将会把扩大消费摆在优先位置。1月10日，人民银行、银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会，强调适度靠前发力，进一步优化信贷结构。展望2月份，预计后续

随着疫情对宏观基本面的影响逐渐消退，政策积极发力的支撑下，金融端对实体经济的支持仍将扩大。

在经济修复预期改善带动市场主体融资需求明显上升，政策面鼓励银行靠前投放信贷等因素综合作用下，1月信贷出现“开门红”，人民币贷款增加 49000 亿元，同比多增 9227 亿元，数据大超预期，提振市场信心。

图表6 社会融资规模分项



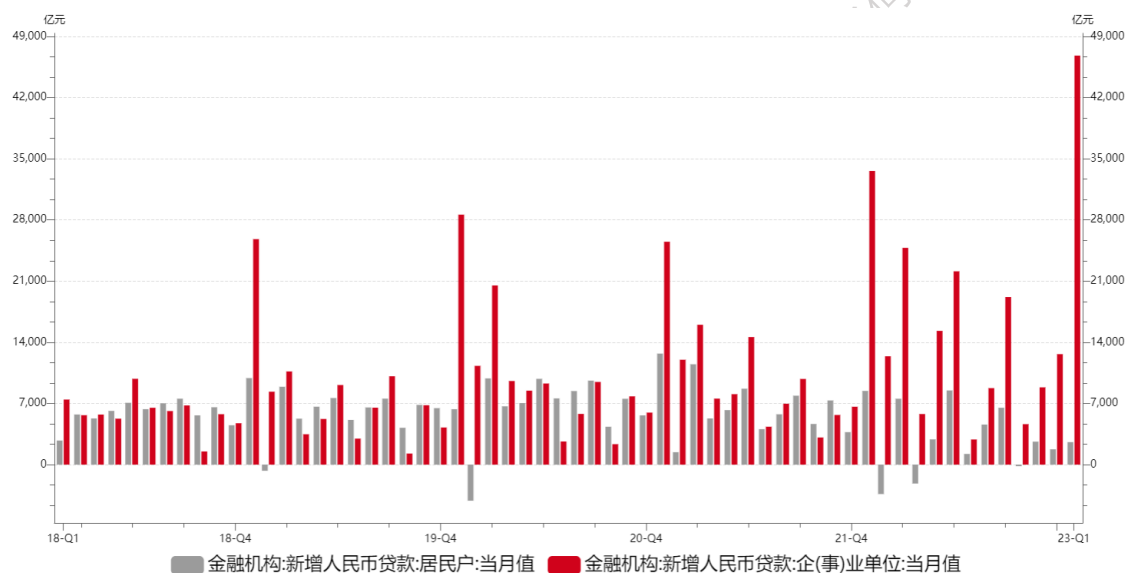
资料来源：瑞达期货、Wind

从结构来看，1月信贷延续“企业强、居民弱”的特征。其中，企业贷款方面，1月份，本轮国内疫情过峰，所带来的冲击负向影响逐步褪去，企业短期、中长期贷款全面大幅上行。企业中长期贷款和企业短贷同比分别多增 1.4 万亿和 5000 亿，显示出企业贷款在总量端与结构端的双重改善。但票据融资分项有所拖累，或因当月票据利率较高，企业倾向于用短贷来替代票据融资。可以看出，1月企业贷款在总量上涨的同时，期限结构也有所改善，主要因为监管要求银行“进一步优化信贷结构”，银行在政策面引导下加大了贷款投放力度。

随着物流方面所遭受的影响减弱，1月制造业 PMI 重回扩张区间，显示出经济景气度强有力复苏，市场信心充沛。产需两端同步改善，但受春节假日因素影响，生产改善力度小于市场需求，不少工人提前回乡并延迟返工，人手不足导致多数企业只能先接单、再开工，所以预计一季度生产端仍有较大恢复空间。在此背景下，企业贷款一季度或显著改善。

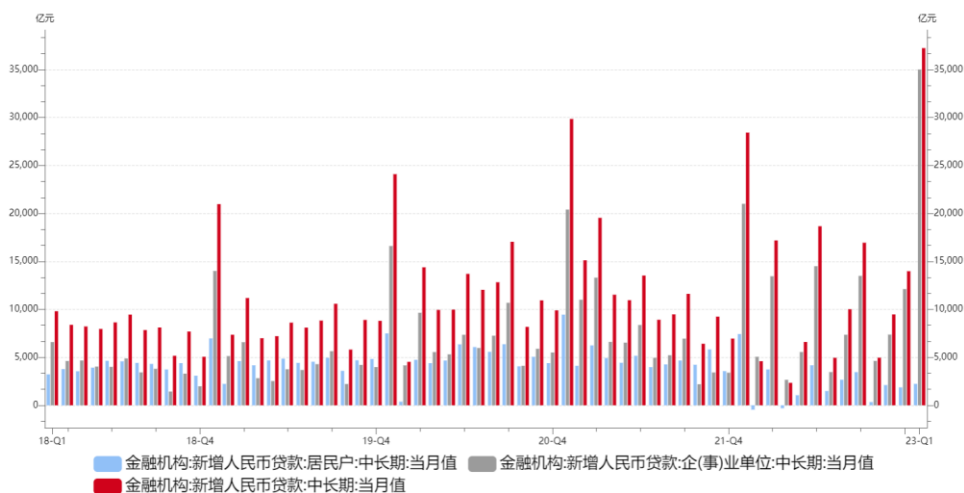
从居民端看，1 月份住户贷款增加 2572 亿元，同比少增 5858 亿元，连续 15 个月区间处于少增。居民短端及中长端贷款均显示出同比少增的情况。短期贷款增加 341 亿元，同比少增 665 亿元，**虽然春节期间多项指标表现亮眼，但整体居民消费仍未明显恢复**。而中长期贷款新增 2231 亿元，同比少增 5193 亿元，一方面房地产市场整体景气度尚未得到提振，地产三支箭落地的政策效应亦未显示出明显体现，在低按揭利率下居民的购房需求依然低迷，这也使得 1 月份居民中长期贷款延续环比以及同比显著少增；另一方面春节提前返乡，对地产销售也构成影响。2023 年随着疫情高峰褪去，消费底部反弹，房地产政策调整下楼市企稳，政策底出现，居民端贷款有望逐步回暖。

图表7新增人民币贷款当月值（亿元）



资料来源：瑞达期货、Wind

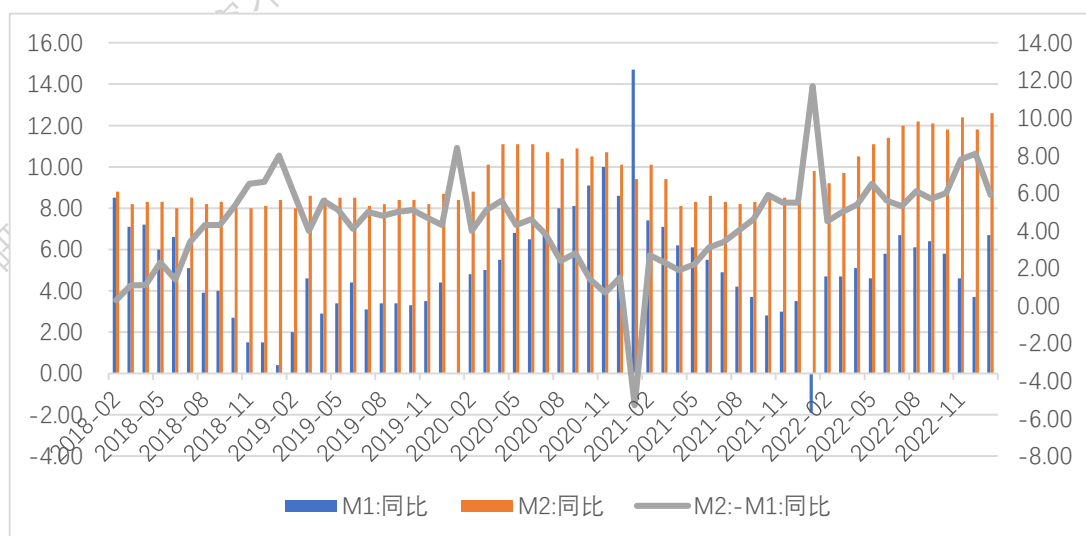
图表8 新增人民币中长期贷款（亿元）



资料来源：瑞达期货、Wind

1 月份 M2 大幅回升，同比增长 12.6%，增速较上月上升 0.8 个百分点，M2 的高增或主要受到居民持续上升的存款规模拉动。M2 增速与社融增速剪刀差再度上行，较上月扩大 1 个百分点至 3.2%，或表明资金淤积和资金空转的问题仍存，后续政策既需要改善实体预期以提振融资需求，还需要防止脱实向虚。在二季度不排除央行后续通过引导 MLF 和 LPR 利率下行手段刺激实体经济融资需求的可能性，但相比此前下调幅度可能较为有限。后续疫情冲击减弱以及政策支持下信贷进一步回暖，剪刀差有望收敛。1 月份 M1 同比增长 6.7%，增速较上月上升 3 个百分点，扭转了自去年 9 月以来四个月的下滑趋势，或表明企业对经济前景预期以及实体投融资意愿改善。1 月 M1 增速较 M2 增速更快上行，本月 M2-M1 剪刀差较 11 月剪刀差缩窄 2.2 个百分点至 5.9%，或表明疫情冲击减弱后实体经营活力有所释放，但居民储蓄意愿仍然较强储蓄规模持续抬升。

图表9 实体投融资意愿改善（亿元）



资料来源：瑞达期货、Wind

三、重要会议：从地方两会展望 2023 年经济增长重心

2022 年底中央经济工作会议内容中，会议将“更好统筹疫情防控和经济社会发展”放在首位，意味着要在疫情防控工作和经济社会发展间寻求更适合的平衡点，促进经济加快向潜在增长速度靠拢。另一方面，在推动经济高质量发展的过程中，扩大内需是当前应对总需求不足的主要着力点，同时深化供给侧结构性改革是贯穿经济工作全过程的主线，两者的有机结合是中国在未来经济转型过程中的增长点。因此，政策制定与实施必须牢牢把握这“六个统筹”，坚持扩大内需和着力深化供给侧改革，以寻求实现更高水平的多目标动态平衡。因而我们预计 2023 年全国两会的工作目标或将延续 2022 年年底指定的经济发展大方向不变，其中，在当前经济三重压力仍然严峻的宏观环境下，着重把握经济发展过程中总量与质量的关系，目光部署更为长远的经济增长。

从 2023 年各地首要发展任务的表述来看，主要内容围绕高质量发展、稳增长以及区域协调发展三个部分展开。多数省份的首要目标围绕“稳增长”以及“高质量发展”，相较于 2022 年的表述来看，“提升质量”的经济发展政策需求进一步提升。长三角、京津冀以及粤港澳大湾区等省份经济增长更多以区域协调为目的，意在带动更大范围的经济增长。主要城市北京提出 2023 年经济发展首要任务为“规划引领，优化提升首都功能”；上海强调“着力实施国家重大战略任务，勇推中国式现代化开路先锋”；主要省份经济增长省份广东强调“纵深推进粤港澳大湾区、深圳先行示范区建设，高水平建设横琴、前海、南沙三大平台”；浙江提出“精准高效实施 8+4 经济政策体系，推进经济稳进提质”；江苏以稳增长内容为主提出“积极扩大有效需求”。

图表10 历年政府工作报告重点工作安排

年份	经济总体发展重点工作任务
2018	深入推进供给侧结构性改革
2019	创新完成宏观调控，确保经济运行在合理区间
2020	加大宏观政策力度，稳企业保就业；十四五目标中，提升发展质量，经济持续健康发展
2021	连续性稳定可持续性，促进经济运行在合理区间
2022	着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间

资料来源：瑞达期货、政府工作报告

从 2023 年各地首要发展任务的表述来看，主要内容围绕高质量发展、稳增长以及区域协调发展三个部分展开。多数省份的首要目标围绕“稳增长”以及“高质量发展”，相较于 2022 年的表述来看，“提

升质量”的经济发展政策需求进一步提升。长三角、京津冀以及粤港澳大湾区等省份经济增长更多以区域协调为目的，意在带动更大范围的经济增长。主要城市北京提出 2023 年经济发展首要任务为“规划引领，优化提升首都功能”；上海强调“着力实施国家重大战略任务，勇推中国式现代化开路先锋”；主要省份经济增长省份广东强调“纵深推进粤港澳大湾区、深圳先行示范区建设，高水平建设横琴、前海、南沙三大平台”；浙江提出“精准高效实施 8+4 经济政策体系，推进经济稳进提质”；江苏以稳增长内容为主提出“积极扩大有效需求”。

图表11 2023年各省市主要发展任务

省市	2023 年首要任务	任务类型
北京	规划引领，优化提升首都功能	区域协调发展
天津	聚焦京津冀协同发展	区域协调发展
河北	深入落实重大国家战略	高质量发展+区域协调发展
山西	以制造业振兴为重点加快产业转型	高质量发展
内蒙古	努力实现“开门稳、开门红”，保持住稳中有进整体好转的发展势头	稳增长
辽宁	全力推动经济运行整体好转	稳增长
吉林	着力促消费扩投资	稳增长
黑龙江	加快构建现代化产业体系	高质量发展
上海	着力实施国家重大战略任务，勇当推进中国式现代化的开路先锋	高质量发展+区域协调发展
江苏	积极扩大有效需求	稳增长
浙江	精准高效实施 8+4 经济政策体系，推进经济稳进提质”	稳增长+高质量发展
安徽	着力扩大内需，进一步强化有效投资关键支撑作用	稳增长
福建	奋力推动经济高质量发展	高质量发展
江西	坚持稳字当头，力促经济回归潜在增长水平	稳增长+高质量发展
山东	扎实抗牢责任推进经济量质齐升	稳增长+高质量发展
河南	加快提振市场信心	稳增长

湖北	牢牢把握稳中求进工作总基调，奋力推动经济运行整体好转	稳增长
湖南	着力推动经济稳定增长	稳增长
广东	纵深推进粤港澳大湾区、深圳先行示范区建设，高水平建设横琴、前海、南沙三大平台	高质量发展+区域协调发展
广西	加快制造业转型升级，持续推进工业振兴	高质量发展
海南	确保经济提质加速	稳增长+高质量发展
重庆	奋力抓好扩内需稳增长，推动经济平稳运行、高质量发展	稳增长+高质量发展
四川	推动成渝地区双城经济圈建设乘势跃升	区域协调发展
贵州	全力扩大内需，提振市场信心	稳增长
云南	着力发展实体经济，在加快建设现代化产业体系上取得新突破	高质量发展
西藏	狠抓安定团结，确保社会大局稳定	社会大局稳定
陕西	坚定实施扩大内需战略，稳住经济发展大盘	稳增长
甘肃	聚力实体经济振兴，构建现代化产业体系	稳增长+高质量发展
青海	扩大投资提升消费做强实体，促进经济全面恢复提质增效	稳增长+高质量发展
宁夏	坚持第一要务，着力推动经济高质量发展实现新突破	高质量发展
新疆	大力促进农业发展农民增收	乡村振兴

资料来源：瑞达期货、各省区市政府工作报告

四、股指资金供需对比

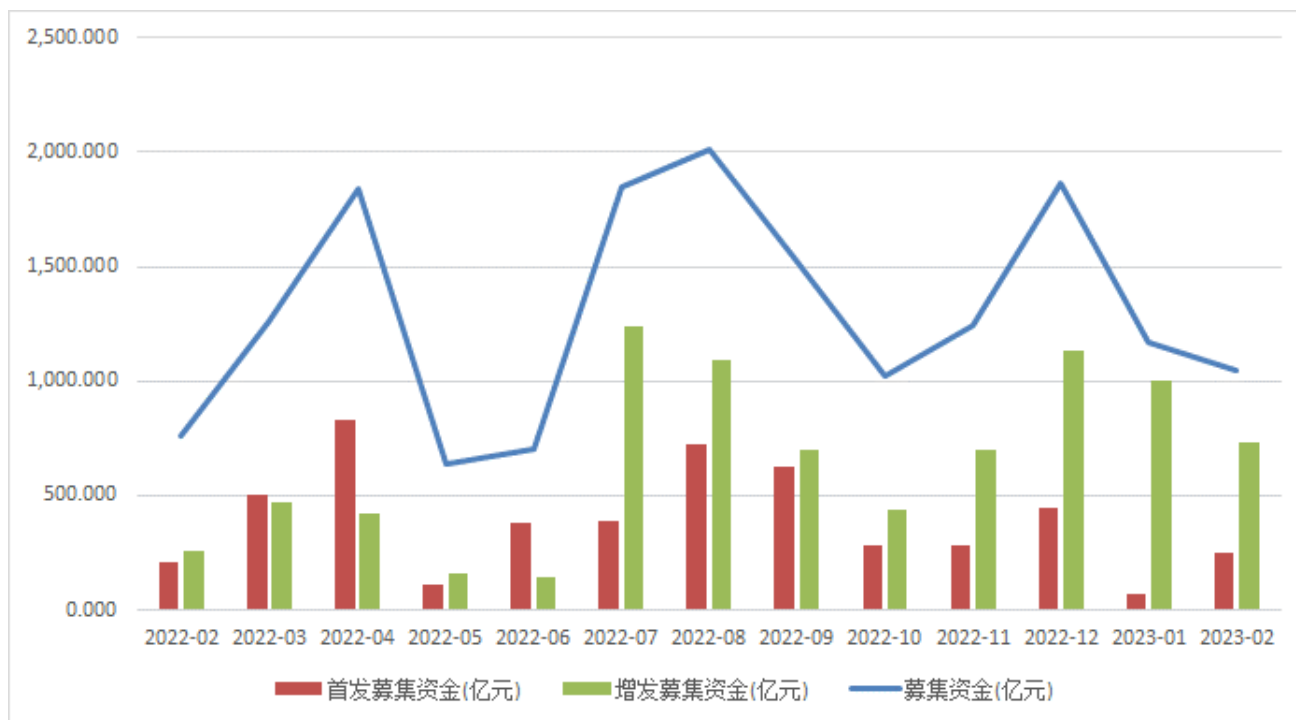
（一）资金消耗

1、一级市场

据 wind 数据统计，2023 年 2 月股权融资规模降至 1042.63 亿元。截至 2 月 28 日，募集家数总共 58 家，与 1 月份持平。1 月份募集家数受春节假期的影响偏低，因此 2 月份一级市场融资意愿有所下降。2 月份首发募集资金总 250.82 亿元，增发募集资金总额为 728.49 亿元，首发资金明显上升，但仍低于去年 12 月份，增发资金较 1 月份明显减少。总体来看，当前市场面临海内外不确定因素干扰，一级市场融资意愿

仍处于偏低温状态。值得注意的是，截至 2 月 27 日，今年以来已有 33 只新股顺利发行，无一股上市首日收盘出现破发，平均涨幅达 51.09%，有 31 只新股上市首日涨幅在 20%以上，占比超九成。相较于 2022 年四季度来看，新股破发显现明显好转。

图表 12 一级市场对资金消耗情况

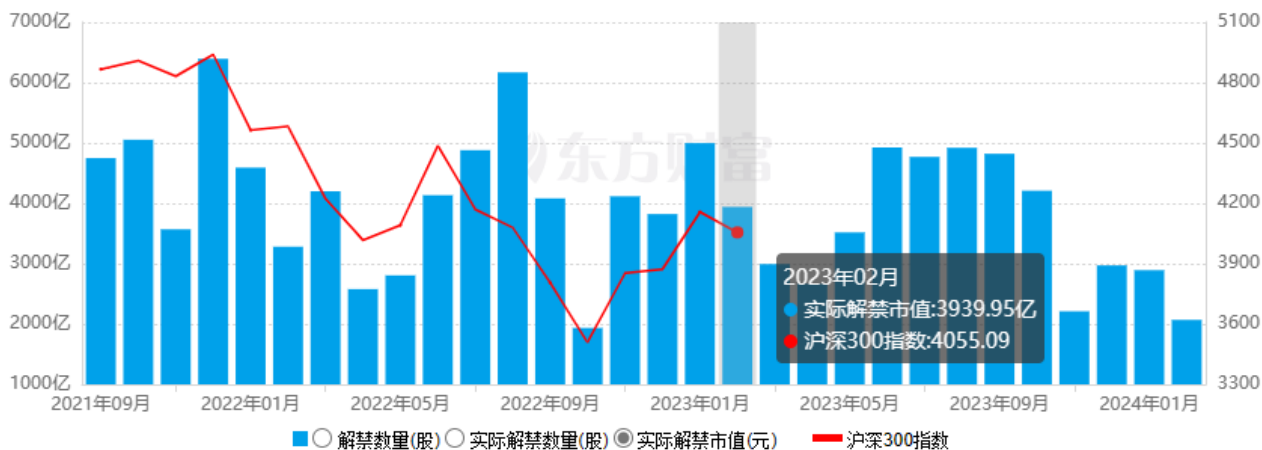


资料来源：瑞达期货、Wind

2、大股东二级市场及回购交易情况

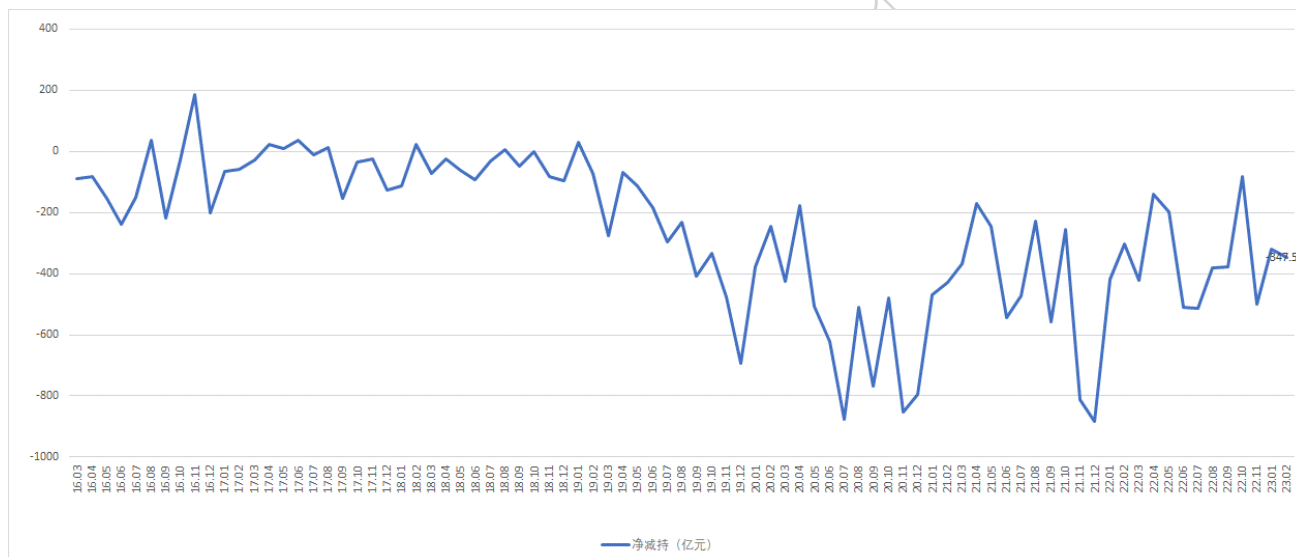
截至2月28日，从重要股东二级市场交易公告来看，一月份，重要股东期间回购总金额为182.22亿元，相较于1月份212.45亿元有所下降。回购家数为276家。去年底以来股票回购规模均成明显上升，随着市场逐步步入性价比阶段，股东回购意愿上升。2月份减持市值为364.52亿元，减持家数为581家，相较于1月份有所下降。2月份增持市值为16.98亿元，增持家数为70家。2月份净减持市值为347.56亿元，相较于1月份有所下降。二月份，三七互娱、安井食品遭遇大幅减持，其中半导体以及医药行业减持现象明显。孚能科技贵州茅台以及中泰化学资金大幅增持。

图表 13 限售解禁市值



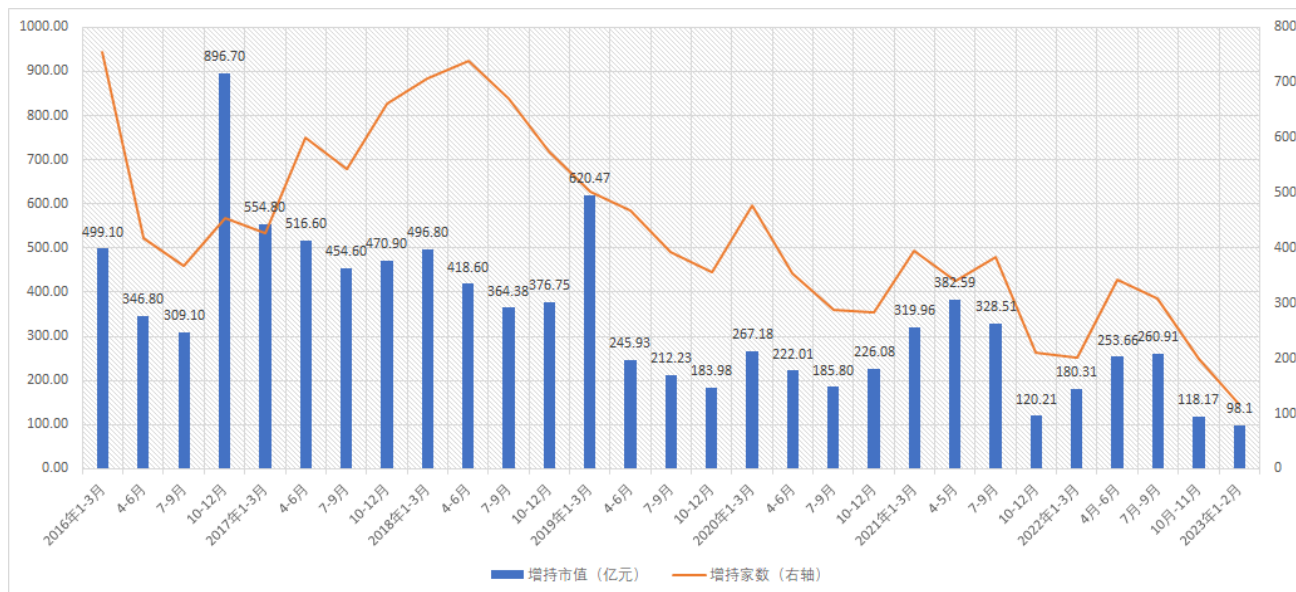
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 14 大股东净增（减）持变化



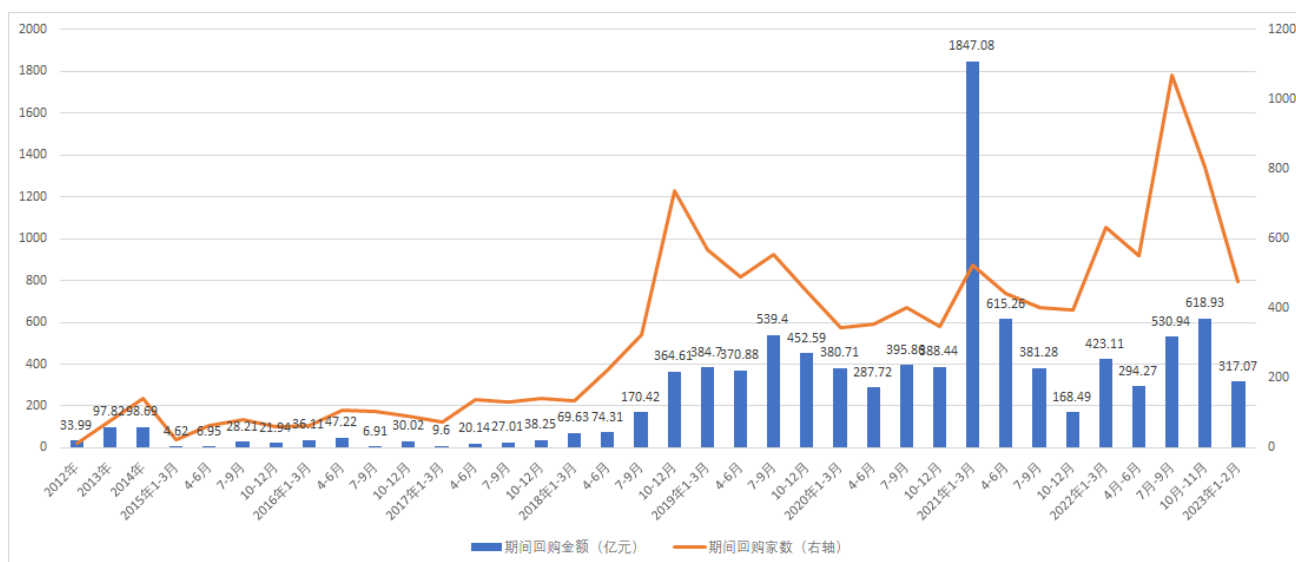
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 15 大股东增持情况



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 16 股票回购统计



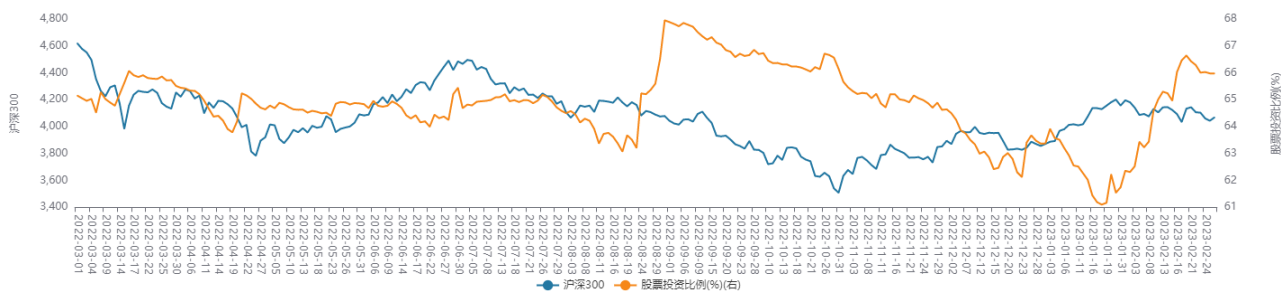
资料来源：瑞达期货、Wind

(二) 资金供给

1、基金持仓变动

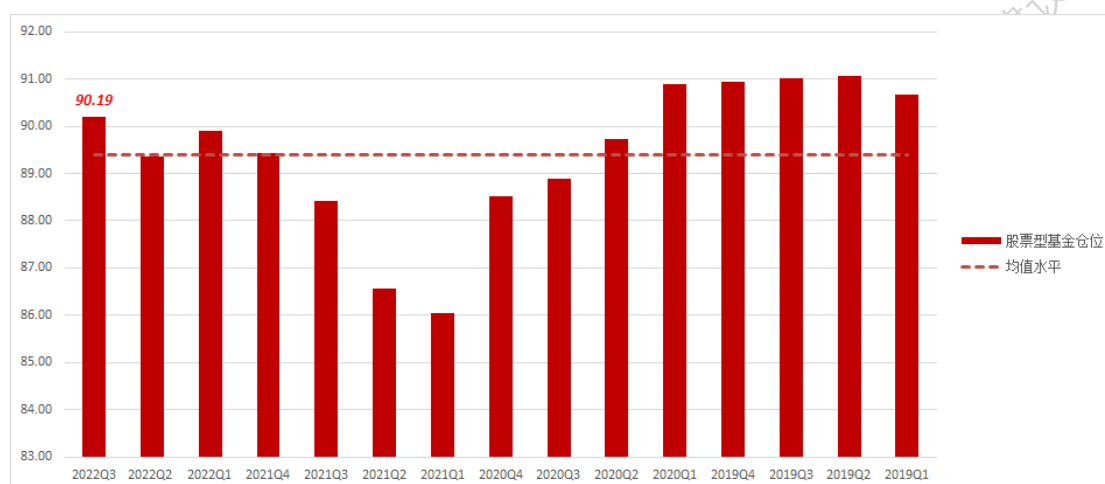
截至 2 月 28 日，基金分类股票投资比例为 65.98%，较月初 62.36%显著上行。2 月份，股票投资比例呈现快速上升。近 5 年来，股票型基金以及混合偏股型基金的 A 股市场投资总市值整体趋于上行变化，A 股市场投资比例则偏向下行。截至 2022 年 4 季度，整体基金市场投资 A 股比例占据 19.79%，相较于三季度有所回升。随着美联储加息脚步放缓，全球市场风险偏好回暖，2023 年权益市场环境将优于 2022 年。

图表 17 基金分类股票投资比例



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 18 股票型基金股票投资比例 (%)

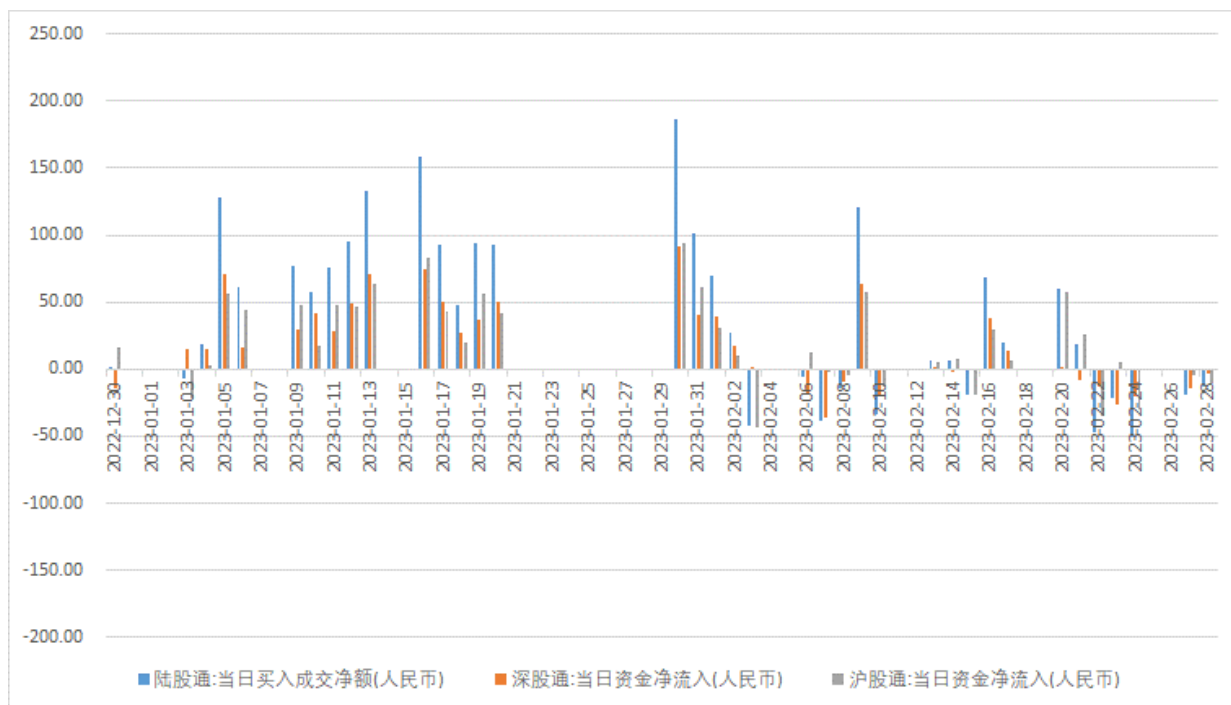


资料来源：瑞达期货、Wind

2、外资延续净流入

截至 2 月 28 日，二月份北向资金相较于一月份而言净流入有所放缓，陆股通净流入 92.58 亿元。沪股通净流入 89.09 亿元，深股通净流入 3.50 亿元。展望未来，在通胀局势以及经济增速回落预期的影响下美联储对于加息节奏的态度对市场偏好形成明显干扰。乐观来看，国内宏观预期逐步修复，A 股面临基本面上的空头因素或逐步落地，北上资金亦有望在低估值下持续加仓 A 股。

图表 19 陆股通资金净流入情况 (亿元) (日)

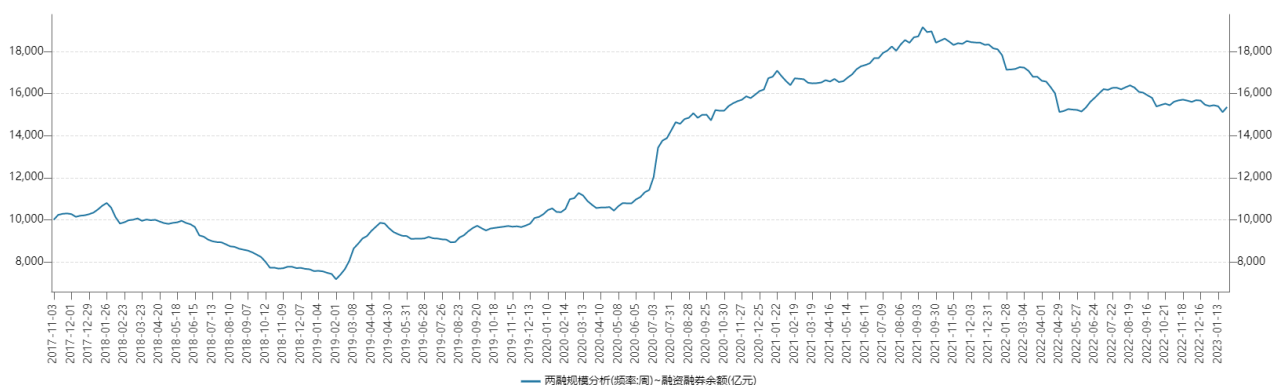


资料来源：瑞达期货、Wind

3、两融余额

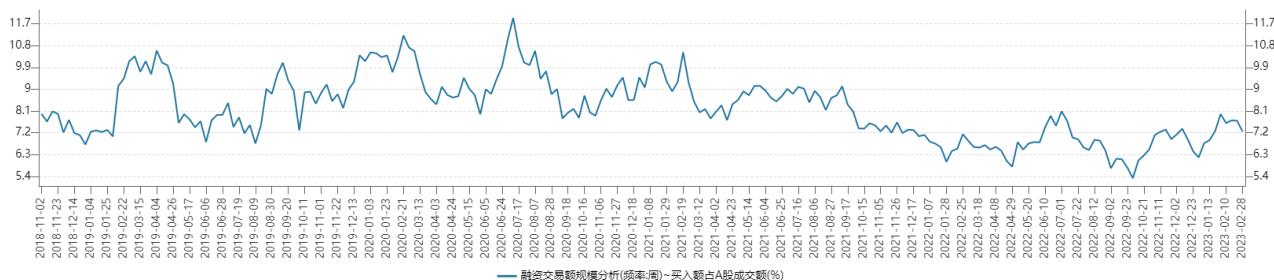
截至 2 月 28 日，两融余额为 15815.88 亿元，较一月末 15113.60 显著上升，其中融资规模小幅上升，融券规模基本持平。二月份融资期间买入额为 13724.7 亿元，一月份为 9024.55 亿元，相较于一月份融资买入额有所回升。从融资买入额占 A 股成交额比例来看，二月融资买入额占 A 股成交额比例为 7.25%，相较于一份而言有所回落，开年以来市场做多信心有所回升，A 股经历三个月的反弹期后，在政策空窗期下，增量资金做多动力有所弱化。当前海内外宏观不确定性因素较多，预计未来短期风险偏好仍有波动，不排除融资情绪回落的情况。

图表 20 融资融券余额



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 21 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A股市场呈现震荡整理的局势。沪指面临3300点左右压力位。沪深两市经历放量到缩量的过程。北上资金净流入量亦有所收窄。政策空窗期中利多因素缺乏导致空头消息作用被放大。此外指数历经三个月的反弹后资金近期可能有一定获利回吐需求，内外部事件也对风险偏好有所影响。中长期来看A股市场仍处在复苏所推动的行情中，指数上行仍有空间，考虑到经济更可能出现的是弱复苏以及海外的不确定性因素，因而指数的向上过程将会存在反复。

海外层面上，从历史行情演绎来看，全球大类资产演绎主要受到美联储货币政策的影响。而从本轮的加息周期讨论，美联储加息节奏的收紧以及放缓亦直接影响了2023年全球权益市场的风险偏好，亦是中国股市的重要影响因素。受到美国通胀数据以及经济增速预期回落等影响，全球权益市场风险偏好短期仍有较大波动，相较于一月初外围环境而言相对不利。

展望三月份，对于A股而言，当前国内经济处于底部周期，虽未见得数据层面的积极修复，然高频数据的改善叠加2022年年底政策持续性加码以及重要防疫政策和房地产政策的调整，经济活动整体继续负向扩张的空间有限，2023年基本面修复预期较强。从期指的角度来看，虽行情反弹已经持续了一段时间，由于当前市场估值仍均处于历史偏低位置，万得全A的PE估值位于均值与一倍标准差下限的区间，处于历史中低水平区间。市场宽基指数整体估值具有较高的性价比。现存四大期指中长线的单边交易逻辑相对清晰，长期资金多头建仓或是一个投资方向。短线来看，在外资集中流入的影响下，叠加市场对于四季度盈利偏弱的充分预期，市场亦有望延续修复行情。投资可关注短线市场相对估值、关键指数点位以及成交量等情绪指标，对短线行情有更具体的判断。

图表22 沪指K线图



资料来源：瑞达期货、Wind

六、期指交易策略

当前市场步入震荡期，内外部不确定性风险均有所扩大，因而考虑到单边风险较大，建议可布局跨品种套利交易。三月份至二季度相对看多中小盘的表现，而大盘指数经历一个多月的强势上行后或面临资金轮转的风险。此外，以当前估值水平来看，中小指数估值水平亦更低。二月份以来，从结构方面来看，北上资金代表的外资仍主要增配成长风格；而从流动性角度，短期调整空间有限，修复动力及空间依然较大，故对市场及成长以及中小风格维持乐观。

三月策略：

1) 多 IM2303 空 IH2303

参考入场点位：4199 附近

方向：多

止盈设置：4288

止损设置：4169

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。

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。