

交易咨询资格号：
证监许可[2012]112

股指期货品种
季报

2023 年 3 月 27 日

分析师

姓名：张月

宏观与股指期货 高级分析师

期货从业资格：F03087913

投资咨询资格：Z0016584

联系电话：13472807758

E-mail: zhangyue@ztqh.com

客服电话：400-618-6767

公司网址：www.ztqh.com

策略概述

- **股指行情展望：**A 股市场关键性指数在一季度整体呈现震荡上行格局，但是节奏上节前上涨更为流畅而节后高位盘整走势为主，驱动因素上在于节后国内经济修复过程中结构分化明显并引发市场对经济复苏高度存在担忧，内资配置积极性仍然未能大幅显性改善，资金存量市场格局下资金抱团现象突出，同时美国通胀下行不及预期背景下市场对之前加息快速退坡预期集中修正同时海外金融风险事件爆发进一步助推避险情绪。展望二季度，我们对期指维持谨慎乐观观点不变，国内经济复苏趋势性更为明确，4 月份季报以及年报披露窗口即将打开，预期上市公司盈利同比有望触底反弹，同时伴随央行 3 月份超预期全面降准落地，国内流动性环境整体维持合理充裕状态，A 股市场盈利改善驱动的估值修复仍存空间。此外伴随海外金融风险事件的陆续出现，后续欧美央行加息路径预期更加具有确定性，美债收益率协同美元指数或已完成二次触顶进程，人民币兑美元贬值压力明显缓释，北上资金对 A 股市场配置积极性或将持续提升。
- **策略推荐：**股指期货市场方面，单边期指长线低多策略维持，跨期套利方面考虑到当下 IF 以及 IH 品种期货近月盘面维持升水结构，可以考虑换月窗口内反向套利。股指期权市场方面，稳健投资者考虑布局牛市看涨价差策略为主。
- **风险提示：**海外金融风险持续攀升 中美完全脱钩

中泰期货研究所



中泰期货服务号



道阻且长，行则将至，期指谨慎乐观观点不变

——2023 年股指期货二季报

一、一季度 A 股市场行情回顾

1、一季度 A 股市场行情：关键指数震荡上行为主，年后行情走势不及预期

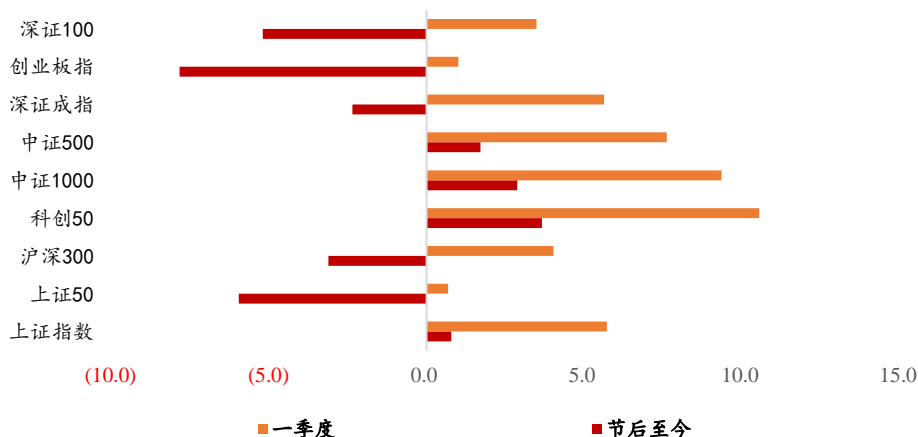
- 2023 年一季度整体来看 A 股市场关键指数均呈震荡上行格局，其中节奏上一月份为主要上行窗口，年后各指数高位宽幅震荡盘整，行情较大程度上不及市场之前预期，上证综指多次尝试突破 3300 点整数关口但是最终没能有效突破。季度来看截至 3 月 24 日，上证综指上涨 5.71% 报收 3024.39 点，深证成指上涨 5.61% 报收 10778.61 点，创业板指上涨 1.01% 报收 2288.97 点，上证 50、沪深 300、中证 500 以及中证 1000 指数分别上涨 0.68%、上涨 4.01%、上涨 7.60% 和上涨 9.33% 报收 2653.29 点、4027.05 点、6310.10 和 6867.95 点。申万一级行业多数收涨，其中计算机、通信、传媒、电子涨幅靠前。

图 1：上证综指一季度整体震荡上行走势为主（单位：点）



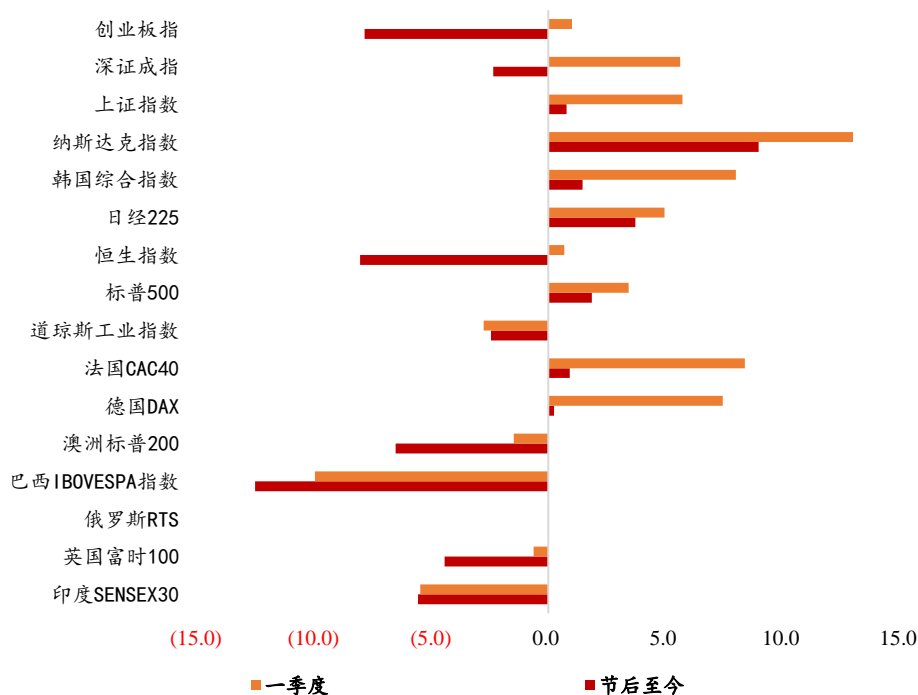
来源：iFinD，中泰期货整理

图 2：A 股市场关键指数涨跌幅（单位：%）



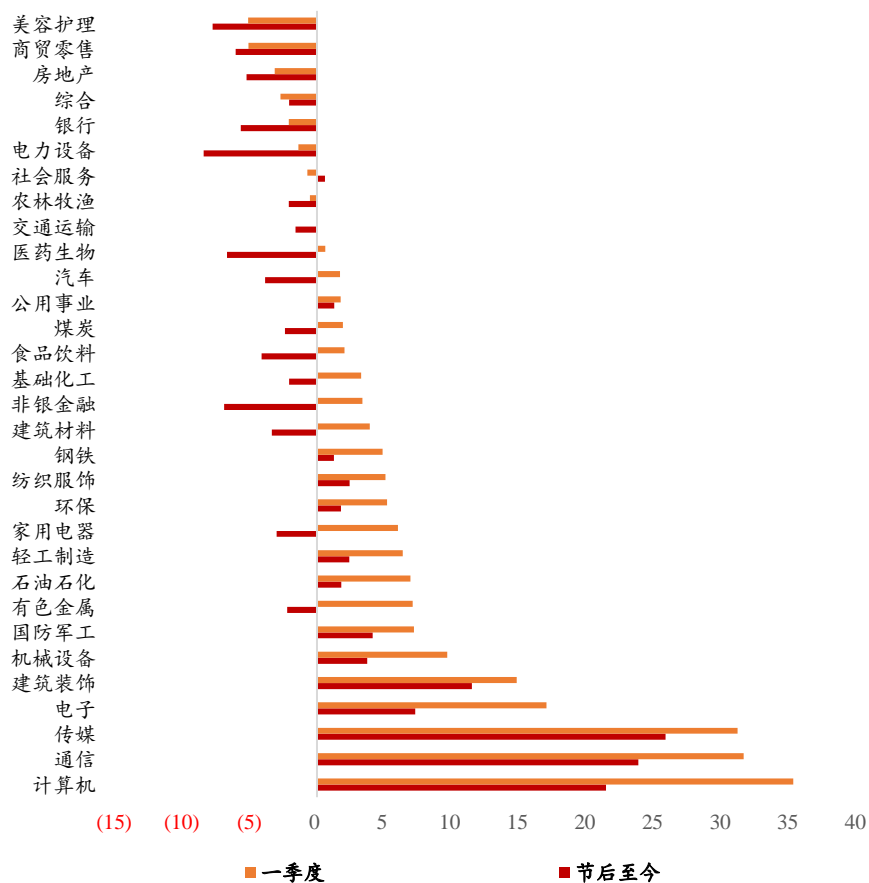
来源：iFinD，中泰期货整理

图3：全球各大类资产整体表现（单位：%）

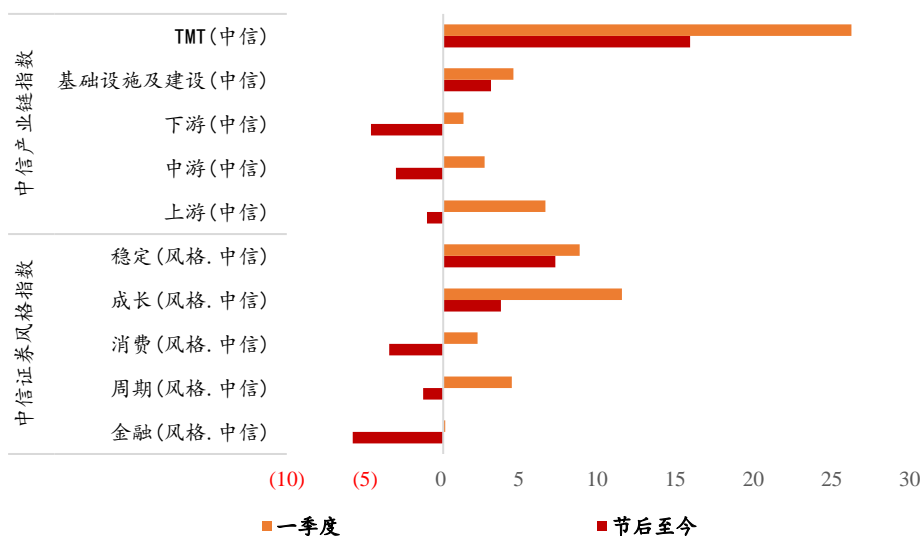


来源：iFinD，中泰期货整理

图4：申万一级31个行业涨跌幅（单位：%）



来源：iFinD，中泰期货整理

图5：中信风格指数一季度涨跌（单位：%）


来源：iFinD，中泰期货整理

2、季度行情主要驱动因素：国内经济复苏从预期到现实，海外金融风险加大

- **驱动 A 股市场各关键指数一季度整体震荡上行但是节奏明显分化的关键性驱动因素**仍然包括内外两个方面，其中伴随去年四季度疫情防控政策持续优化落地同时地产融资政策大幅放开，国内基本面终对 A 股市场构成利多支撑，而海外货币紧缩持续退坡的市场预期在春节后有所修正，美国通胀下行不及预期且美国就业市场供需缺口仍然显性存在使得市场集中修正之前充分计价的紧缩退坡乃至降息预期，同时 3 月份开始海外金融风险事件的出现也阶段性压制市场风险偏好。
- **具体来看，国内：**一方面，疫情防控政策放开提供了国内经济持续复苏的根本性环境支撑，经历过春节长假窗口压力测试，客观来看国内疫情风险持续降低且不构成经济负面干扰变量；另一方面，地产融资政策环境改善使得宽信用进程具有可持续性，1-2 月份月度社融数据持续超预期且结构层面出现改善信号，最后 1-2 月份经济数据显示国内经济供需两端同步改善，整体确认了疫情之后的国内经济复苏具有趋势性，这与去年二季度国内经济复苏受疫情风险而戛然而止形成鲜明对比。**海外：**考虑到世界经济体经济增长预期东升西降同时海外央行货币紧缩节奏在通胀趋势性回落背景下明显放缓，强势美元环境在去年四季度发生了很大程度上转变，美债收益率快速回落同时人民币兑美元汇率显性抬升，内外因素共振使得北上资金对 A 股市场配置节奏明显加快，1 月份当月北上资金净流入 A 股市场规模已经超过了去年全年总体净流入规模。但是春节过后海外驱动逻辑有所松动，一方面美国 1 月份通胀数据下行情况较大幅度不及市场预期，同时当月美国就业数据显示供需缺口仍然显性存在，美国服务业消费数据显著强于市场预期，在此背景下美联储预期管理方向再度偏鹰，做空美元交易集中撤退导致人民币兑美元释放集中性贬值压力，美债收益率协同美元指数快速上行，另一方面，3 月份开始欧美多家银行先后暴露流动性风险，海外央行持续快速加息带来

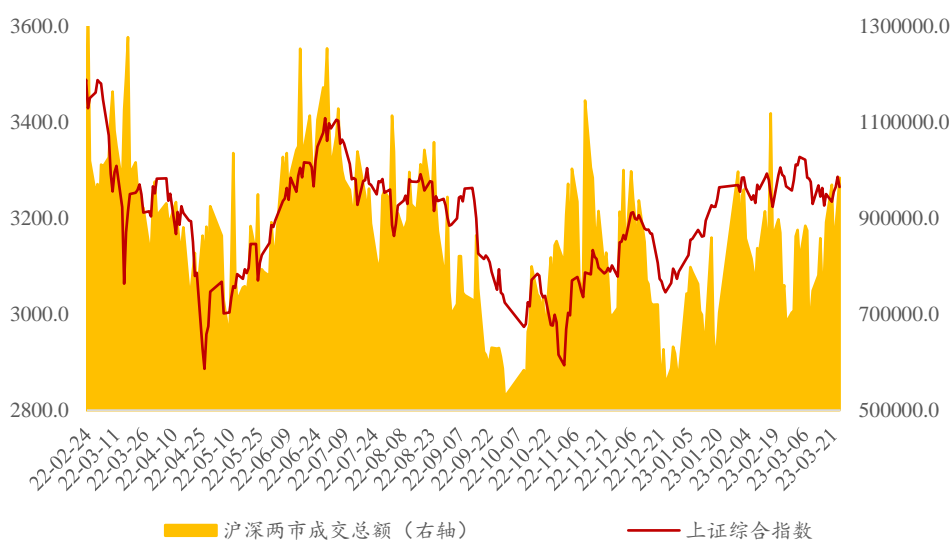
的金融风险压力不断增强，其中美国中小银行资产负债严重不匹配（短债长贷）情况较为严重，尽管当下几家涉事银行均已得到政策层积极干预处理，但是财政部长耶伦最新预期管理表示政府不会对所有银行存款进行担保。同时瑞士信贷风险处置过程以瑞银收购落幕然而瑞信 AT1 债券直接减记为零的处理方式使得市场对庞大的同类存量债券资产质量产生了质疑，我们中性认为欧元区银行业流动性风险释放尚未结束。客观来看 3 月份开始的欧美金融风险阶段性对风险资产偏好形成集中压制。

图 6：沪深 300 指数与美元对人民币汇率（单位：点，元/美元）



来源：Wind，中泰期货整理

图 7：A 股市场走势与市场成交（单位：点，百万元）



来源：Wind，中泰期货整理

二、二季度股指关键性影响因素展望

1、基本面：国内复苏方向确认，上市公司归母净利润同比增速有望触底反弹

■ 国内复苏方向确认，需求修复环比最快阶段已经过去，两会目标设置低于预期，经济复苏高度有待接受市场考验，相较于投资和出口，消费驱动倾向更为明显，后续重点关注 4 月份政治局会议增量政策落地空间。国内经济复苏方向在疫情风险有效控制背景下通过多重数据得到相互印证确认。景气度指标，2 月份中采制造业 PMI 超预期大幅回升且创下 2012 年 5 月份以来新高水平且结构上呈现出供需双旺特征；高频数据，新冠疫情集中性感染过峰之后国内居民出行半径明显放大同时服务型消费（尤其是春节长假窗口旅行消费）显著超市场预期，此外，备受市场关注的地产后端销售开始出现起色，全国二手房出售挂牌数量以及价格指数均环比上行明显，同时 30 城大中城市商品房成交面积明显具有超季节性表现，当然地产销售在高频数据层面的改善也得到月度数据印证，1-2 月份全国商品房销售面积当月同比下降-3.6%，较去年 12 月份（-31.5%）同比降幅大幅收窄。需求修复环比最快阶段已经过去，两会目标设置低于预期，经济复苏高度有待接受考验，相较于投资和出口，服务业消费驱动倾向更为明显，而耐用品如汽车、家电等消费需求依旧疲弱。客观来看，一季度应该是疫情之后国内经济修复环比最快阶段，3 月份尤其是中下旬高频数据显示需求释放节奏开始放缓，出行以及服务相关消费数据进入平台区整理，地产销售环比有所回落，同时两会政府工作报告中 5% 左右（属于市场预期下限）的年度经济增速目标显示出政府再度转向高质量发展目标，年内经济更多是恢复性增长而非刺激式增长，二季度国内经济复苏高度将会迎来验证窗口，尽管同比增速大概率是年内高点，但是市场更多关注的是复合同比增速以及环比改善效率。后续重点关注 4 月份政治局会议增量政策落地空间。虽然两会整体经济发展目标设置以及政策定位并没有给出更多利好信息，但是 3 月份央行的超预期全面降准一定程度上再次打开了增量政策想象窗口，后续建议重点关注 4 月份政治局会议，经济复苏节奏放缓同时结构更加倾向于服务型消费，不排除针对性政策加码。

表 1：国内月度经济数据（单位：%）

指标	单位	当月较上月变化	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02
工业增加值(累计同比)	%	12.2	2.4	(9.8)	3.6	3.8	4.0	3.9	3.6	3.5	3.4	3.3	4.0	6.5	7.5
固定资产投资(累计同比)	%	#N/A	5.5	#N/A	5.1	5.3	5.8	5.9	5.8	5.7	6.1	6.2	6.8	9.3	12.2
房地产投资(累计同比)	%	#N/A	(5.7)	#N/A	(10.0)	(9.8)	(8.8)	(8.0)	(7.4)	(6.4)	(5.4)	(4.0)	(2.7)	0.7	3.7
基建投资(累计同比)	%	#N/A	12.2	#N/A	11.5	11.7	11.4	11.2	10.4	9.6	9.3	8.2	8.3	10.5	8.6
制造业投资(累计同比)	%	#N/A	8.1	#N/A	9.1	9.3	9.7	10.1	10.0	9.9	10.4	10.6	12.2	15.6	20.9
消费(累计同比)	%	#N/A	3.5	#N/A	(0.2)	(0.1)	0.6	0.7	0.5	(0.2)	(0.7)	(1.5)	(0.2)	3.3	6.7
出口(累计同比)	%	3.7	(6.8)	(10.5)	7.0	8.9	11.1	12.5	13.5	14.5	13.9	13.1	12.3	15.5	16.1
进口(累计同比)	%	11.2	(10.2)	(21.4)	1.0	1.9	3.3	3.8	4.3	5.0	5.6	6.9	7.8	10.7	16.8
工业增加值(当月同比)	%	28.6	18.8	(9.8)	1.3	2.2	5.0	6.3	4.2	3.8	3.9	0.7	(2.9)	5.0	12.8
固定资产投资(当月同比)	%	#N/A	5.5	#N/A	3.1	0.8	5.0	6.5	6.4	3.6	5.8	4.7	2.3	7.1	12.2
房地产投资(当月同比)	%	#N/A	(5.7)	#N/A	(12.2)	(19.9)	(16.0)	(12.1)	(13.8)	(12.3)	(9.4)	(7.8)	(10.1)	(2.4)	3.7
基建投资(当月同比)	%	#N/A	12.2	#N/A	10.4	13.9	12.8	16.3	15.4	11.5	12.0	7.9	4.3	11.8	8.6
制造业投资(当月同比)	%	#N/A	8.1	#N/A	7.4	6.2	6.9	10.7	10.6	7.5	9.9	7.1	6.4	11.9	20.9
消费(当月同比)	%	#N/A	3.5	#N/A	(1.8)	(5.9)		2.5	5.4	2.7	3.1	(6.7)	(11.1)	(3.5)	6.7
出口(当月同比)	%	9.2	(1.3)	(10.5)	(10.0)	(9.0)	(0.4)	5.5	7.4	18.1	17.0	16.4	3.5	14.3	6.1
进口(当月同比)	%	25.6	4.2	(21.4)	(7.5)	(10.6)	(0.8)	0.1	(0.3)	1.4	(0.1)	3.5	0.1	0.7	11.8
CPI(同比)	%	(1.1)	1.0	2.1	1.8	1.6	2.1	2.8	2.5	2.7	2.5	2.1	2.1	1.5	0.9
PPI(同比)	%	(0.6)	(1.4)	(0.8)	(0.7)	(1.3)	(1.3)	0.9	2.3	4.2	6.1	6.4	8.0	8.3	8.8
M2(同比)	%	0.3	12.9	12.6	11.8	12.4	11.8	12.1	12.2	12.0	11.4	11.1	10.5	9.7	9.2
社融存量(同比)	%	0.5	9.9	9.4	9.6	10.0	10.3	10.6	10.5	10.7	10.8	10.5	10.2	10.5	10.2

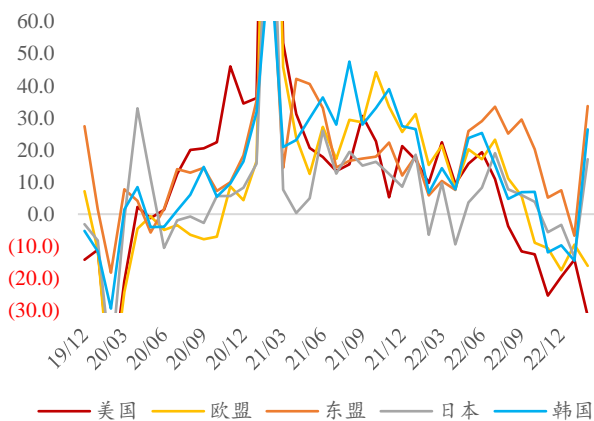
来源：iFinD，中泰期货整理

表 2：历年两会政府工作报告目标设置情况

年度政府工作报告重点目标		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
基本目标	GDP增速(%)	7	6.5-7	6.5	6.5	6-6.5	未设定	6	5.5	5
	CPI增速(%)	3	3	3	3	3	3.5	3	3	3
	城镇新增就业(万人)	1000	1000	1100	1100	1100	900以上	1100以上	1100以上	1200左右
	城镇调查失业率(%)				5.5	5.5	6	5.5	5.5	5.5
	城镇登记失业率(%)	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	5.5	未设定	未设定	未设定
财政政策	粮食产量(万亿斤)	1.1	未设定	1.1	未设定	未设定	未设定	1.3	1.3	1.3
	整体定位	积极的财政政策要加力增效	积极的财政政策要加大力度	财政政策要更加积极有效	积极的财政政策取向不变，要聚力增效	积极的财政政策要加力提效	积极的财政政策要更加积极有为	积极的财政政策要提质增效、更可持续	积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续	积极的财政政策要加力提效
	预算赤字率(%)	2.3	3	3	2.6	2.8	3.6	3.2	2.8	3
	地方政府专项债(亿元)		4000	8000	13500	21500	37500	36500	36500	38000
	整体定位	松紧适度	灵活适度，合理充裕	稳健中性，流动性基本稳定	保持中性，松紧适度；管好货币供给总闸门	松紧适度；把好货币供给总闸门	更加灵活适度	灵活精准、合理适度；流动性合理充裕	灵活适度，保持流动性合理充裕	精准有力
货币政策	货币供应与社融目标	广义货币和社融增速目标在12%左右，可以略高	广义货币和社融增速目标在13%左右，加强对实体经济特别是小微企业、“三农”等支持	广义货币和社融增速目标在12%左右	广义货币和社融增速合理增长	广义货币和社融增速与GDP名义增速匹配，保持经济运行在合理区间	广义货币和社融增速明显高于去年	货币供应和社融增速与名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率稳定	扩大新增贷款规模，保持货币供应量和社融规模增速与名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定	广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配
	具体风险管理目标阐述		严厉打击金融诈骗、非法集资和证券期货领域的违法犯罪活动	对不良资产、债券违约、影子银行、互联网金融等累积风险要高度警惕			加强监管，防止资金“空转”套利	防范化解金融等领域风险任务依然艰巨	压实地方属地责任、部门监管和企业主体责任；设立金融稳定保障基金，运用市场、法制化方式化解金融风险隐患，牢牢守住不发生系统性风险的底线	深化金融体制改革，有效防范化解优质头部房企风险；防范化解地方政府债务风险

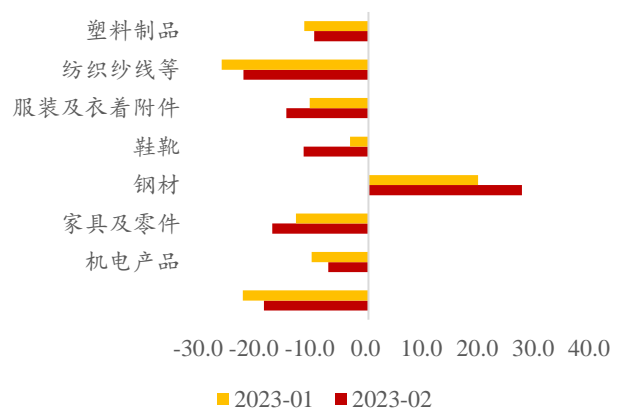
来源：iFinD，中泰期货整理

图 8：我国对主要国家和地区出口当月同比 (%)



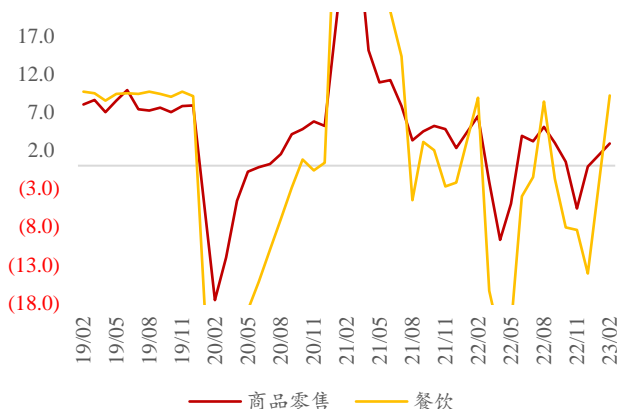
来源：iFinD，中泰期货整理

图 9：重点商品出口累计同比 (%)



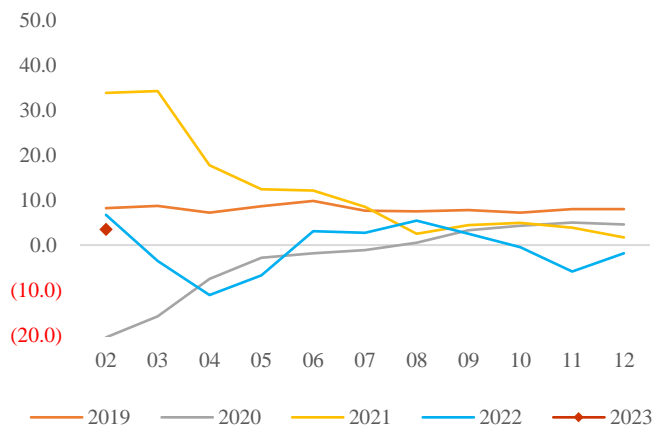
来源：iFinD，中泰期货整理

图 10：社零：商品零售与餐饮：当月同比 (%)

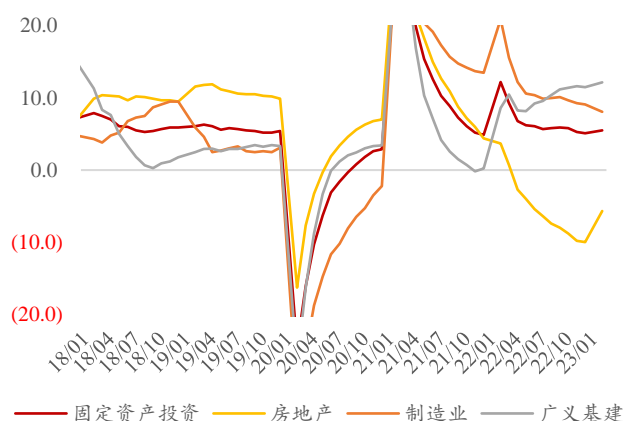


来源：iFinD，中泰期货整理

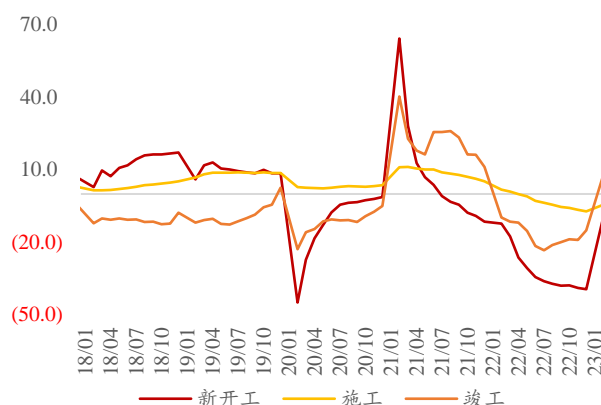
图 11：社零当月同比季节性 (%)



来源：iFinD，中泰期货整理

图 12：固定资产投资及三大分项累计同比 (%)


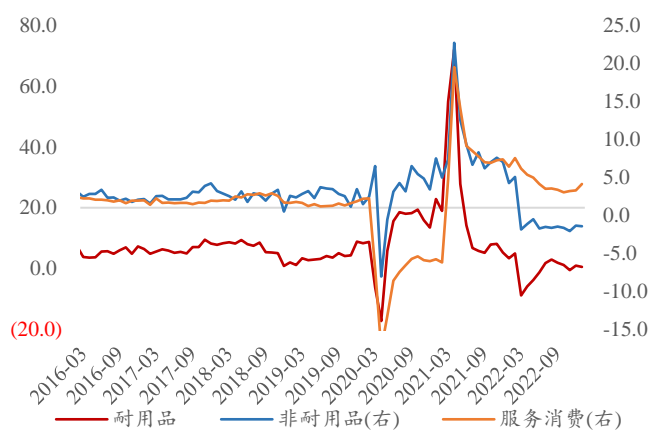
来源：iFinD，中泰期货整理

图 13：地产投资分项累计同比 (%)


来源：iFinD，中泰期货整理

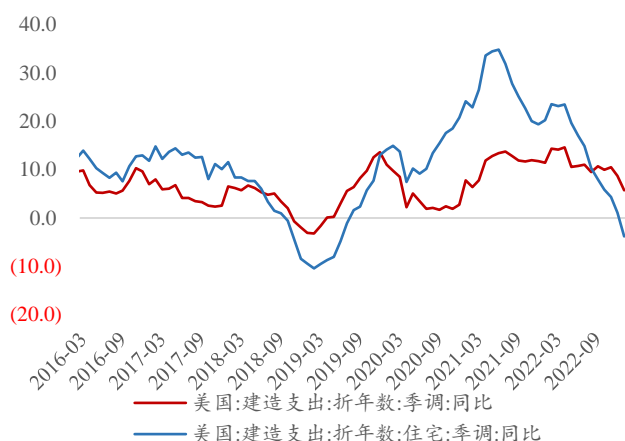
- **美国经济数据整体韧性超预期，金融风险事件使得市场前置加息结束窗口，预期高利率以及高通胀环境终将压制海外需求，美国劳动力市场结构性需求降温迹象已经明显：**自去年下半年以来，海外经济衰退预期不断增强，但是单就美国而言，尽管经济下行压力已经显现但是其经济韧性明显超出市场预期尤其是服务业消费方面，美国居民当下超额储蓄余额仍超万亿规模，1 月份美国个人服务消费支出（不变价）同比增长 4.11%、环比增长 0.62%，同比以及环比增速分别较去年 12 月份抬升 0.83 和 0.58 个百分点，可以看出美国高超额储蓄背景之下居民对服务性消费需求仍然较高，此外美国就业市场供需缺口仍然较大，整体劳动参与率仍然明显低于疫情前、失业率处于历史低位、职位空缺率高位缓慢回落而薪资同比高位正向增长，在强劲消费以及显性就业供需缺口共同推动之下美国通胀回落速度低于预期，2 月份开始市场对美联储加息快速退坡预期进行了阶段性集中修正，然而 3 月份开始海外金融风险事件频发，截至目前欧美银行业流动性风险难言已经释放完毕，尽管最新欧美央行都宣布如期加息，但是客观来看出于金融风险因素考虑，美联储加息终点预期不会再度上移同时最后一次加息时点有望前置于今年 5 月份。3 月 23 日美联储 FOMC 会议如期宣布加息 25bp 后将联邦基金利率升至 4.75%-5% 的目标区间，符合市场主流预期。声明表述中，删除了过去声明中的“持续加息是合适的”，改为“一些额外的政策紧缩可能是适当的”，暗示美联储政策将有更多灵活性。点阵图显示 2023 年委员们预测的联邦基金基准利率仍为 5.1%，或有一次加息空间，美国 CME FedWatch 预测下次加息概率为 36%。

图 14：美国个人消费支出不变价格细分项同比(%)



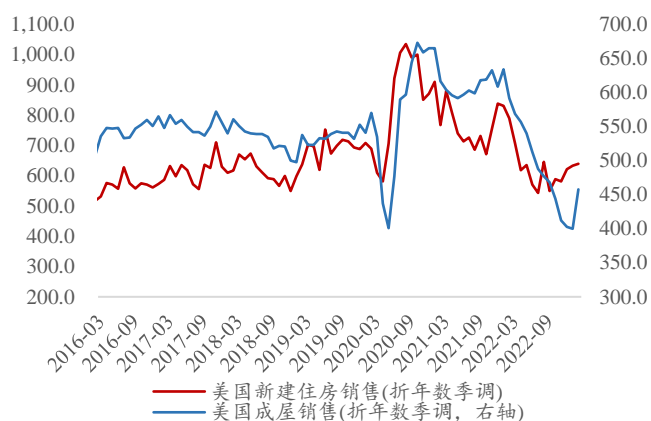
来源：iFinD，中泰期货整理

图 15：美国建造支出同比(%)



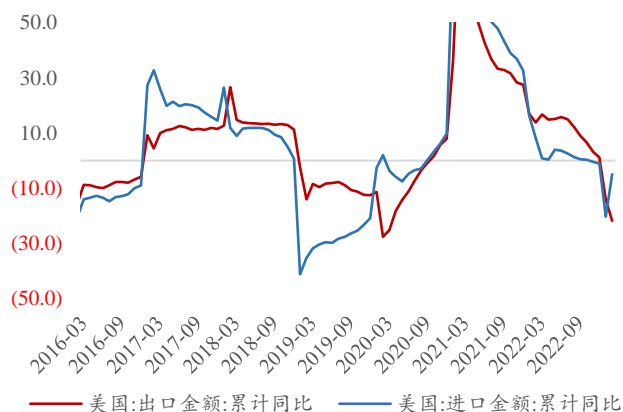
来源：iFinD，中泰期货整理

图 16：商品房销售面积累计与当月同比 (%)



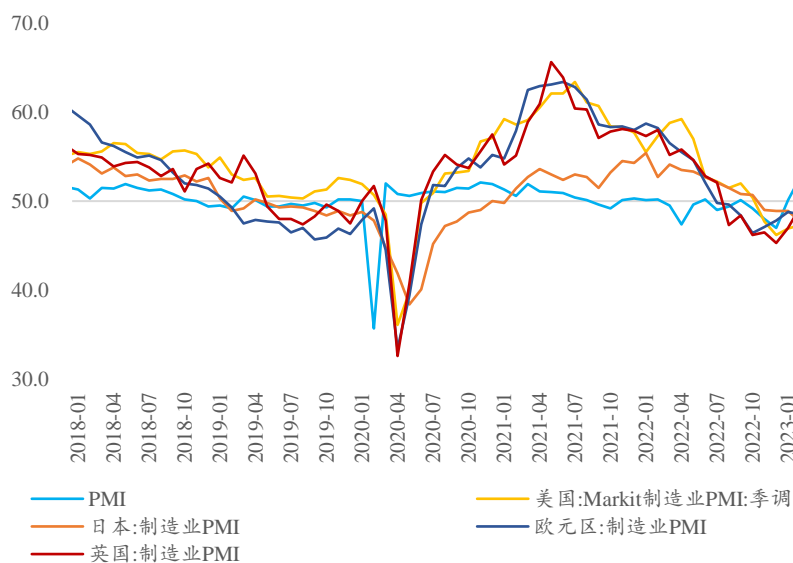
来源：iFinD，中泰期货整理

图 17：美国进出口累计同比(%)



来源：iFinD，中泰期货整理

图 18：全球主要经济体制造业 PMI 走势 (单位：%)



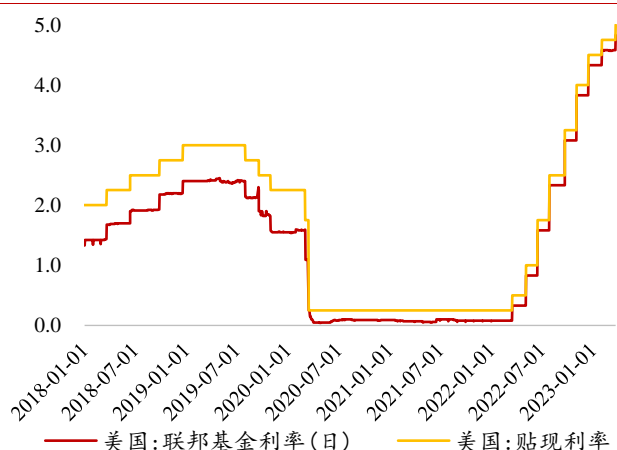
来源：iFinD，中泰期货整理

2、流动性与估值：外紧内松格局未改，A股市场估值整体仍然偏低

■ 流动性环境：外紧内松格局未改，国内流动性整体仍将维持宽裕态势。

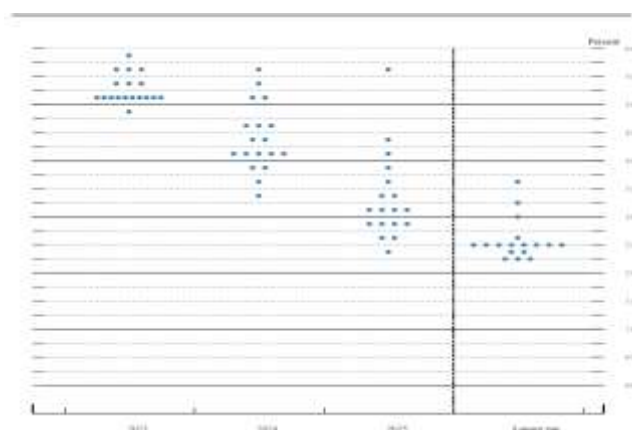
去年四季度中央经济工作会议以及今年两会都对货币政策采取了精准有力的定位，我们认为“精准有力”应该拆开来看，“精准”对应结构性货币政策工具继续发力，“有力”对应总量保持充裕。当然，伴随国内经济复苏形势更为明朗化，“大放水”肯定不应期待，但是稳增长经济诉求之下，国内流动性大概率会维持充裕状态，3月份全面降准的落地从月初预期管理方向上并未超预期但是节奏上考虑到等价增量MLF续作实则超预期，如果二季度经济需求实际落地不及预期，不排除总量进一步呵护经济举措，我们对国内流动性环境并不悲观。海外来看，虽然一季度尤其是3月份欧美均出现金融风险事件，但是不管是欧央行还是美联储均如期落地加息，根据当下美国通胀、消费以及就业数据，我们中性认为5月份美联储仍将落地一次25BP加息，这也与3月份点阵图信息一致，客观来看二季度海外流动性环境整体仍将维持偏紧状态。**外紧内松格局下人民币兑美元集中性贬值压力已经充分释放。**尽管流动性环境外紧内松在二季度大概率持续，但是我们认为人民币兑美元集中性贬值压力已经充分释放，二季度出于汇率考量的外资流出压力边际缓释。一方面经济基本面角度来看东升西落的周期分化格局大概率持续，美国除服务性消费之外其他经济需求都在回落，那么人民币兑美元持续大幅贬值就没有最根本的基础；另一方面，推动一季度人民币兑美元贬值压力二次集中性释放的核心因素在于美国通胀速度不及预期背景下加息快速退坡预期的阶段性修正，但是伴随海外金融风险事件的爆发，我们认为海外央行后续加息不确定性已经确定性降低，美联储终点加息预期以及加息结束时点预期都更加可预期，那么出于美联储加息预期反复所带来的贬值压力也将趋势性降低。

图 19：美联储 3 月份落地 25BP 加息 (%)

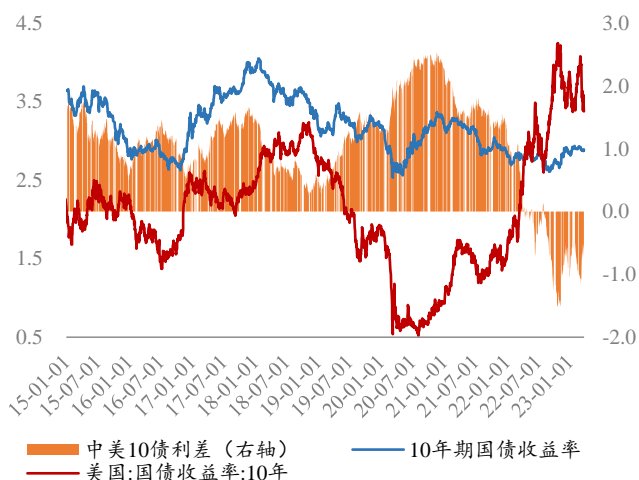


来源：iFinD，中泰期货整理

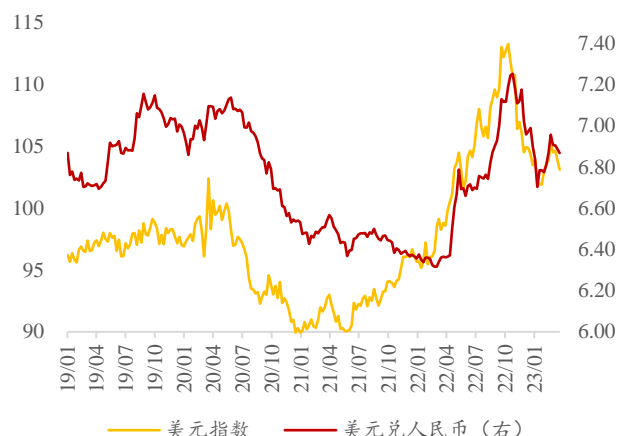
图 20：3 月份点阵图显示终点利率在 5.1 附近 (%)



来源：iFinD，中泰期货整理

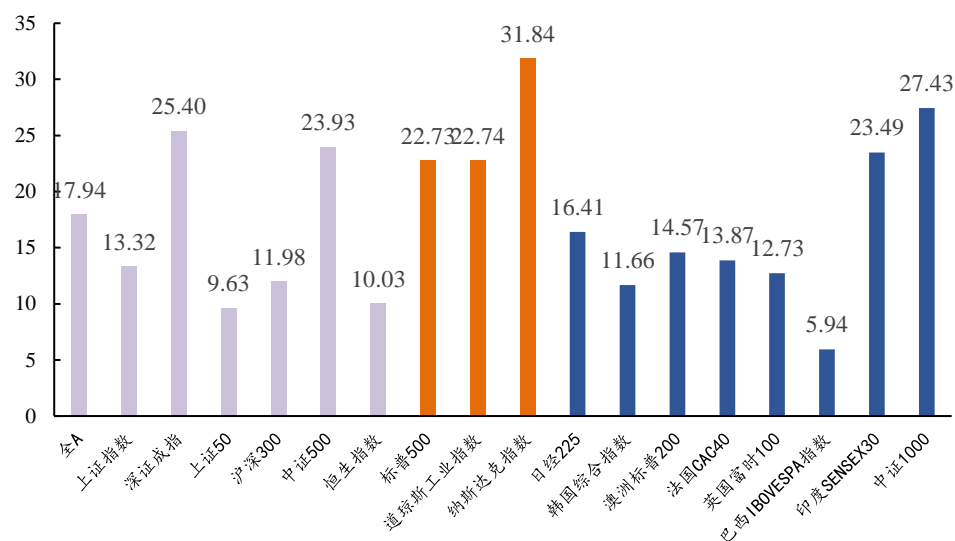
图 21：中美 10 债利差维持负值区域 (%)


来源：iFinD，中泰期货整理

图 22：美元指数与美元兑人民币汇率 (%)


来源：iFinD，中泰期货整理

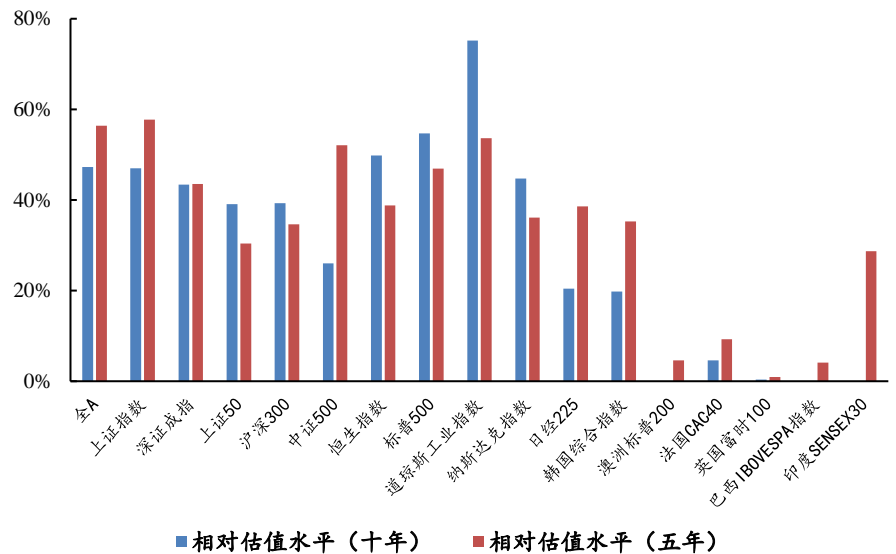
- **横向对比绝对估值水平。**截至 3 月 24 日，全 A、上证综指、深证成指滚动市盈率分别为 17.94、13.32 和 25.40 倍，上证 50、沪深 300、中证 500 以及中证 1000 指数估值分别为 9.63、11.98、23.93 和 27.43 倍，可以看出当下 A 股市场估值在全球权益市场主要股票指数中处于中等位置，并不存在显著高估情况，同时相较于美股三大关键性股指，A 股市场多数指数估值都较为便宜。

图 23：A 股市场关键指数绝对估值水平不高（单位：倍数）


来源：iFinD，中泰期货整理，数据截至 3 月 24 日

- **横向相对估值水平。**截至 3 月 24 日，万得全 A、上证综指、深证成指以及创业板指在近十年中的估值分位数水平分别为 47.30%、47.40%、43.90%和 4.50%，同时上证 50、沪深 300、中证 500 以及中证 1000 指数在近十年中的估值分位数水平分别为 38.80%、39.80%、25.80%和 17.60%，A 股市场在近十年时间窗口中的相对估值状态从全球视角来看也处于中等水平。

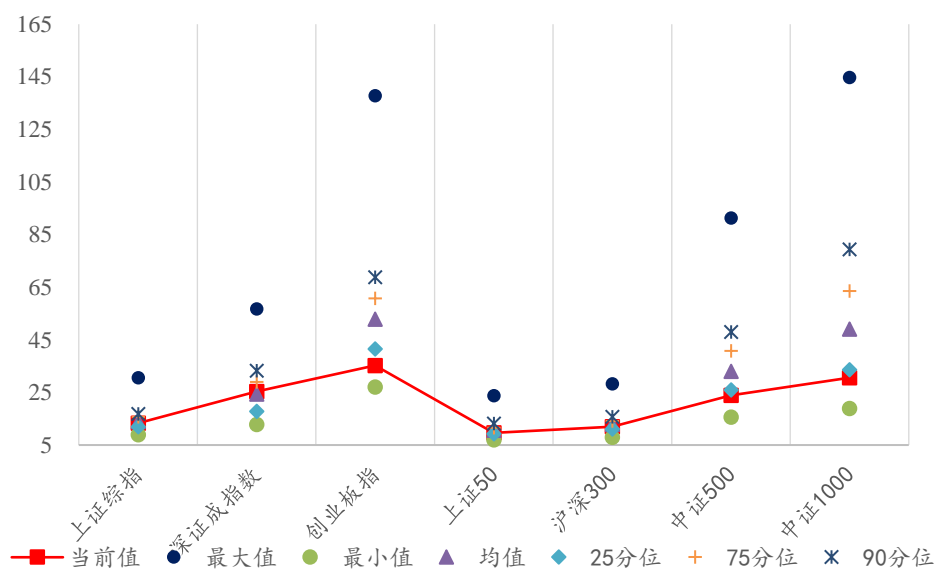
图 24：A 股市场关键指数相对估值水平在国际市场中处于中等水平



来源：iFinD，中泰期货整理，数据截至 3 月 24 日

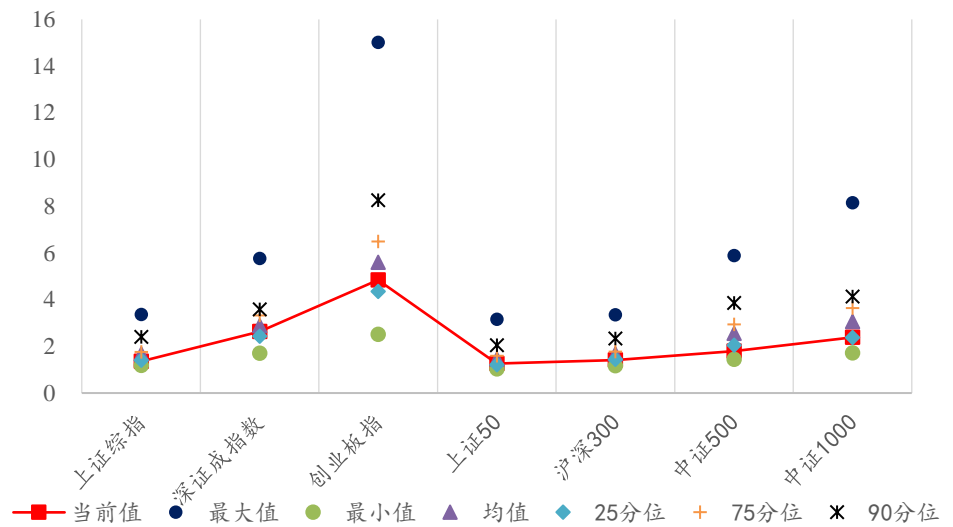
- **纵向对比。**客观来看 A 股市场各关键性指数以及行业均在去年四季度开始的震荡上行过程中实现了不同程度的估值修复，当下各关键指数以及行业从滚动市盈率角度出发的绝对估值以及相对估值都将去年 11 月份出现不同程度的抬升。申万一级 31 个行业中相对估值在五年以及十年时间窗口中都处于均值以下状态的行业占比不到 40%，相对估值在五年以及十年时间窗口中都处于 70%以上水平的行业占比超过 20%，客观来看煤炭、有色等强周期性行业相对估值仍处低位，同时部分高景气赛道经历过持续调整之后相对估值已经趋于合理。

图 25：A 股市场关键指数滚动市盈率相对分位数水平



来源：iFinD，中泰期货整理，数据截至 3 月 24 日

图 26：A 股市场关键指数市净率相对分位数水平



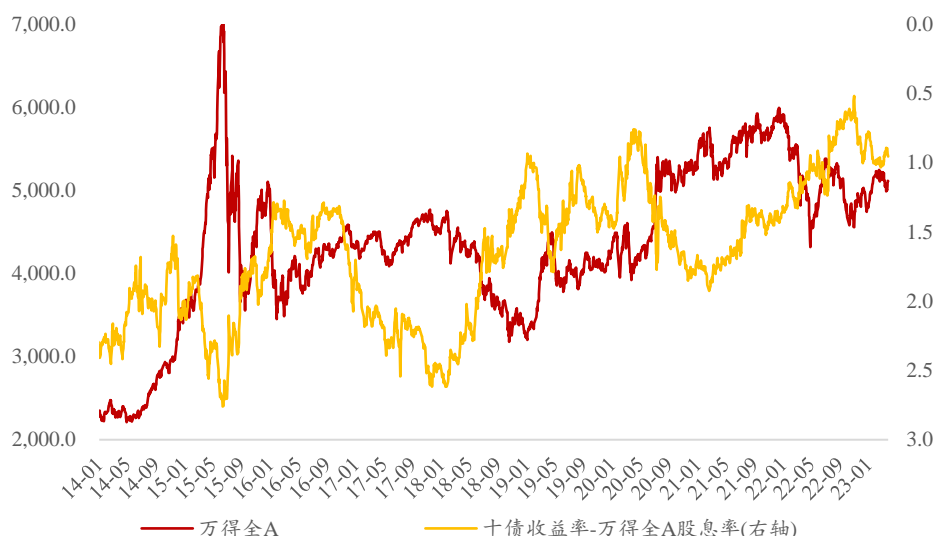
来源：iFinD，中泰期货整理，数据截至 3 月 24 日

表 3：申万一级 31 个行业（2021 年新）绝对以及相对估值水平

行业名称	PE-TTM	五年间分位数	十年间分位数	行业名称	PE-TTM	五年间分位数	十年间分位数
钢铁	17.81	97.9%	52.3%	环保	22.82	62.6%	31.5%
轻工制造	31.57	96.1%	51.8%	食品饮料	35.37	53.4%	72.7%
商贸零售	36.17	93.0%	75.9%	纺织服装	24.26	51.1%	38.6%
房地产	12.95	89.7%	56.5%	电子	33.91	45.7%	23.0%
机械设备	32.54	88.3%	58.9%	国防军工	55.96	22.6%	16.3%
传媒	41.72	87.7%	54.5%	家用电器	14.15	20.8%	23.2%
农林牧渔	96.70	84.1%	90.8%	通信	31.60	17.3%	9.6%
社会服务	118.67	83.0%	91.4%	基础化工	15.09	17.2%	8.6%
计算机	64.37	80.8%	77.0%	电力设备	25.94	11.0%	5.5%
公用事业	25.24	78.6%	75.2%	石油石化	11.56	10.0%	5.0%
汽车	31.69	78.1%	88.1%	医药生物	23.67	6.8%	3.4%
建筑材料	14.90	73.4%	37.7%	交通运输	11.76	6.4%	3.2%
美容护理	46.69	73.4%	76.4%	银行	4.83	3.7%	7.4%
综合	45.89	66.9%	46.2%	有色金属	14.94	2.5%	1.3%
非银金融	16.31	64.3%	45.6%	煤炭	6.60	2.5%	1.2%
建筑装饰	10.40	63.4%	38.2%				

来源：iFinD，中泰期货整理，数据截至 9 月 30 日

图 27：低估值背景下权益风险溢价仍然处于高位（单位：点，%）

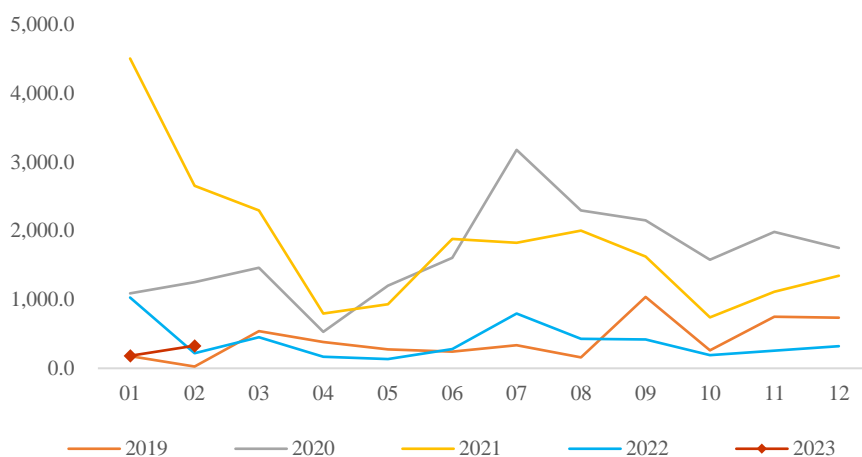


来源：iFinD，中泰期货整理，数据截至 3 月 24 日

3、资金面：内资积极性有待提高，权益资产配置性价比高

- **公募基金发行仍未明显回暖。**今年 2 月份新成立偏股型公募基金发行份额为 328 亿份，尽管环比较 1 月份新发份额增加 146 亿份，但是 1-2 月份偏股型公募基金合计新增 510 亿份，较去年 1-2 月份的 1249 亿份仍然具有显著差异，公募基金发行并未伴随去年四季度 β 行情展开而明显回暖，这与去年 4-6 月份行情形成鲜明对比，当时伴随疫后复苏推动的指数级别反弹行情展开，偏股型新发基金出现明显放量。

图 28：偏股型公募基金发行年初以来并未显著回暖（单位：亿份）

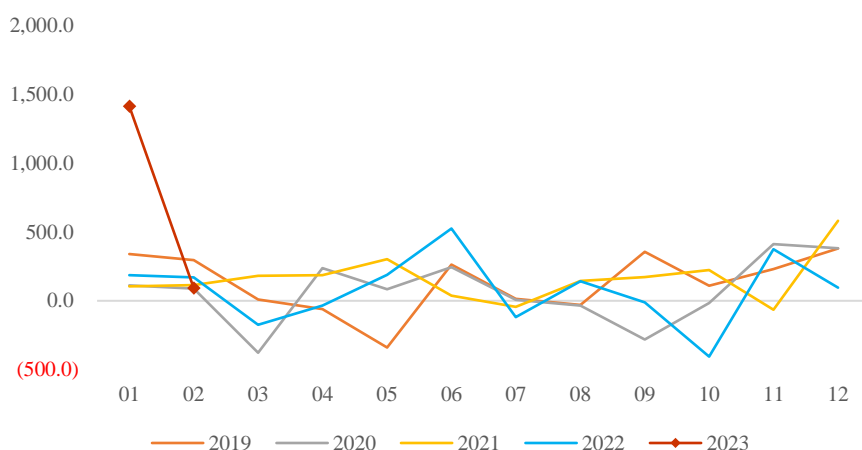


来源：iFinD，中泰期货整理，数据截至 9 月 30 日

- **北上资金 2 月份净流入规模环比大幅下降，但是整体维持净流入格局。**客观来看从资金面角度来看，最能够与四季度以来 A 股市场指数行情走势匹配的资金面为北上资金，可以看到自国内疫情防控政策明显优化同

时地产融资政策显性放松背景下，叠加海外美联储加息退坡预期增强推动美债收益率触顶回落，北上资金对 A 股市场配置积极性明显提高，去年 10 月份、11 月份、12 月份以及 2023 年 1 月份和 2 月份中北上资金月度净流入资金规模分别为-573 亿元、600 亿元、350.13 亿元、1412.90 亿元和 92.58 亿元。其中今年 1 月份单月北上净流入资金规模已经超过去年全年净流入总额，同时 2 月份北上资金净流入规模环比大幅下降且低于历史同期数据均值水平。展望二季度，考虑到国内经济复苏趋势性明显，同时海外金融风险压制下美联储加息路径不确定性预期回落，我们认为二季度北上资金持续流入格局不会发生改变。

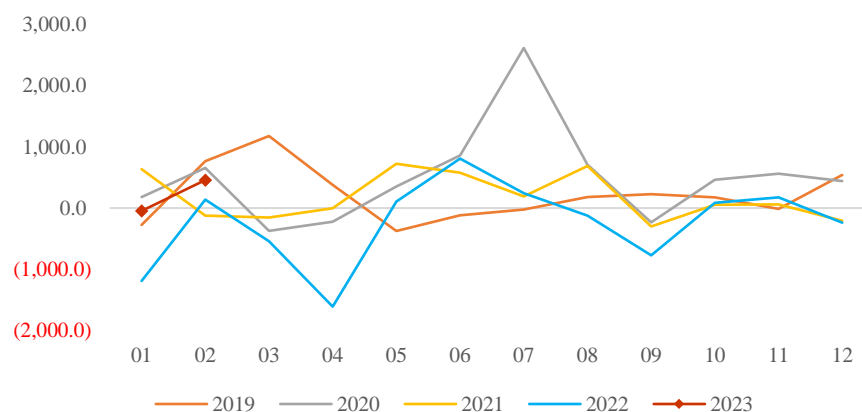
图 29：北上资金年内流入明显低于季节性表现（单位：亿元）



来源：iFinD，中泰期货整理

- **两融资金余额整体呈现减少格局。**截至 3 月 23 日，沪深两市融资融券余额为 16005.79 亿元，其中融资买入余额为 15049.73 亿元而融券余额为 956.06 亿元，整体呈现资金流入格局。考虑到 2022 年全年融资余额出清 2675 亿元，阳历年后内资参与度环比明显提高，其中 2 月份当月两融净流入资金规模为 392 亿元，春节后杠杆资金情绪有所回暖。展望 2 季度我们认为杠杆资金参与度仍然有待提高。

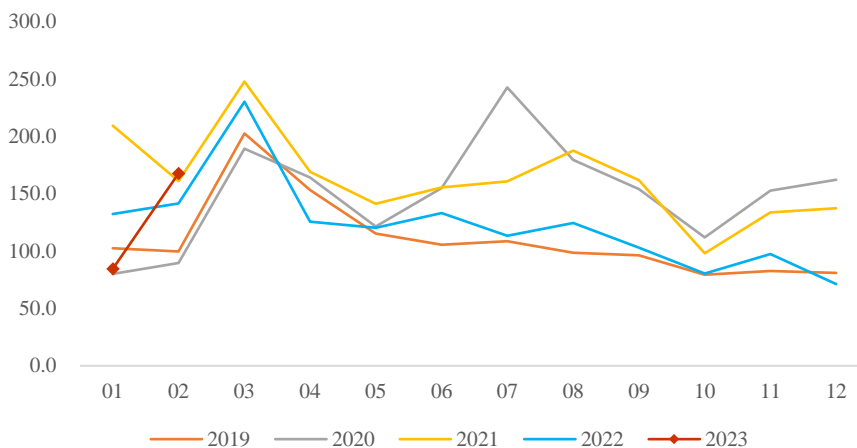
图 30：融资融券余额月度环比变动（单位：亿元）



来源：iFinD，中泰期货整理

- **A股市场新增投资者进入积极性不及预期。**截至2月底，今年A股市场新增投资者数量为252.16万人，而2022年和2021年同期数据为273.89万人和370.37万人，整体来看相较于陆股通以及两融资金，新增投资者的入市积极性大幅不及市场预期，二季度增量入市资金积极性仍然有待观察。

图 31：A 股市场新增投资者数量（单位：万人）



来源：iFinD，中泰期货整理

4、风险偏好：海外金融风险仍待评估

- **海外金融风险释放进度仍待评估：**3 月份陆续出现的欧美银行流动性风险事件可以算是今年以来最大的黑天鹅，先是美国不到 10 天时间内三家银行先后宣布破产然后是沙特股东明确不会增资带来瑞信股价暴跌同时放大流动性风险，当下欧美政策层均对涉事银行采取了及时性救助措施，其中美国方面美联储再度扩表、瑞银收购瑞信。那么伴随政策层的积极介入，是不是就意味着海外金融风险已经释放完毕了呢？毕竟风险事件余波仍在，欧美央行都通过如期加息的方式向市场传达了金融风险能够得到控制的信心。然而，客观评估，当下涉事银行个体风险事件所带来的负面冲击确实可控，同时总量层介入成本也较为有限，但是我们需要认识到的是事件发生的根本原因在于高位限制性政策利率对金融系统资产负债表结构质量的压力测试正在快速变大，尤其是那些金融脆弱性更为明显的中小银行，此外欧洲瑞信 AT1 债券被完全减记清零的处理方式很大程度上也存隐忧。中性判断，我们认为伴随主体央行持续快速加息，二季度海外金融风险释放进度仍然有待评估，不排除欧美金融风险继续发酵的可能性，诚然债务货币化趋势下欧美央行或将重归放水，但是阶段性风险偏好骤降带给 A 股市场的冲击仍需关注。

三、二季度股指行情展望与策略推荐

- **股指行情展望：**A 股市场关键性指数在一季度整体呈现震荡上行格局，但是节奏上节前上涨更为流畅而节后高位盘整走势为主，驱动因素上在于节后国内经济修复过程中结构分化明显并引发市场对经济复苏高度存在担忧，内资配置积极性仍然未能大幅显性改善，资金存量市格局下资金抱团现象突出，同时美国通胀下行不及预期背景下市场对之前加息快速退坡预期集中修正同时海外金融风险事件爆发进一步助推避险情绪。展望二季度，我们对期指维持谨慎乐观观点不变，国内经济复苏趋势性更为明确，4 月份季报以及年报披露窗口即将打开，预期上市公司盈利同比有望触底反弹，同时伴随央行 3 月份超预期全面降准落地，国内流动性环境整体维持合理充裕状态，A 股市场盈利改善驱动的估值修复仍存空间。此外伴随海外金融风险事件的陆续出现，后续欧美央行加息路径预期更加具有确定性，美债收益率协同美元指数或已完成二次触顶进程，人民币兑美元贬值压力明显缓释，北上资金对 A 股市场配置积极性或将持续提升。
- **策略推荐：**股指期货市场方面，单边期指长线低多策略维持，跨期套利方面考虑到当下 IF 以及 IH 品种期货近月盘面维持升水结构，可以考虑换月窗口内反向套利。股指期权市场方面，稳健投资者考虑布局牛市看涨价差策略为主。

免责声明：

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货投资咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。