

投资咨询资格号：
证监许可[2012]112

股指期货品种
季报

2022 年 10 月 9 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

中泰期货研究所



中泰期货服务号



策略概述

- **股指行情展望：**展望四季度，我们对 A 股市场整体持**谨慎乐观**观点，经过三季度的持续调整，从估值角度来看 A 股市场持续下行空间有限，在无更多新的外部风险需要释放情况下 A 股市场的配置价值凸显，但是不可否认的是四季度 A 股市场的反弹大概率难以一蹴而就，市场风险偏好的明显抬升较大程度上需要等待国内宏观基本面现实或二十大后相关稳定经济政策的超预期落地。
- **研判逻辑：****基本面角度**，与今年 4 月份相比当下国内宏观经济基本面已经发生较大程度的改善，同时可以看到国内稳定经济政策空间尚还存在，在**普遍下调国内经济增长预期**背景下我们认为后续市场更加应该关注经济现实落地超预期的可能性，**诚然关键性变量因素仍然**在于地产，在“保交楼”以及“因城施策”合理支持刚性和改善型住房需求驱动下 9 月份最后一周 30 城商品房销售面积同比再次转正，需要密切关注地产出现的边际积极变化是否具有可持续性，**诚然地产信用出清尚未结束**，但是政策持续发力对地产投资的稳定作用仍然不可忽视；**政策面角度**，中美经济周期错位背景下货币政策仍将维持背离，国内宽货币向宽信用过渡效率仍然缓慢，央行在四季度出于稳定经济增长目标出发仍有降准降息可能性，国内流动性环境仍将维持宽松态势；**估值角度**，经过三季度的持续调整，当下 A 股市场主要宽基指数绝对估值以及相对估值水平无论是横向对比还是纵向对比已经再度凸显优势，如果四季度国内经济基本面能够超预期出现改善，那么 A 股市场估值端具有较明确的修复空间；**风险偏好角度**，我们认为四季度影响 A 股市场风险偏好的关键性因素或是中美关系，**可以看到中美关系自今年三季度以来有阶段性的边际趋紧走势**，8 月份的佩洛西访台事件在当时备受市场关注并阶段性引发 A 股市场风险偏好骤降，客观来看，美国中期选举之前，为实现争夺选票的终极目标，美国两党对华态度或将维持强硬态势，中美关系边际紧张态势或将持续并阶段性影响 A 股市场风险偏好。
- **策略推荐：****股指现货市场方面**，行情走到现在，多数行业板块都已跌出较高的配置性价比，侧重方向上我们建议投资者可以关注以下三个方面：一是高景气产业行业细分链条，10 月中旬即将召开的二十大或将会对我国未来较长时间框架内经济发展规划进行定位，建议投资者重点关注新基建、新能源以及制造业升级等相关产业政策方面的边际变化；二是尽管当下市场风格难言已经切换，但是如果四季度国内经济基本面能够出现更多利好信号，那么大盘蓝筹相较于成长或有更多表现机会，沪深 300/上证 50 较中证 500/1000 具有相对优势；三是关注稳增长政策支撑需求同时 PPI 推动成本下移的设备制造业。**股指期货市场方面**，单边投资者尤其是长线投资者仍然考虑寻求逢低做多机会为主，跨品种套利策略建议考虑关注多 IF/IH 空 IM/IC 机会，但是入场仍然需要择时等待信号。**股指期权市场方面**，稳健投资者可以考虑以备兑看涨期权策略增厚收益为主。如果后续市场确实企稳反弹，建议考虑布局牛市看涨价差策略。
- **风险提示：**俄乌局势失控 中美完全脱钩 国内疫情失控

久调之后 A 股配置价值凸显，然而指数企稳反弹非一蹴而就

——2022 年股指期货四季报

一、三季度 A 股市场行情回顾

1、三季度 A 股市场行情：关键指数震荡下行为主

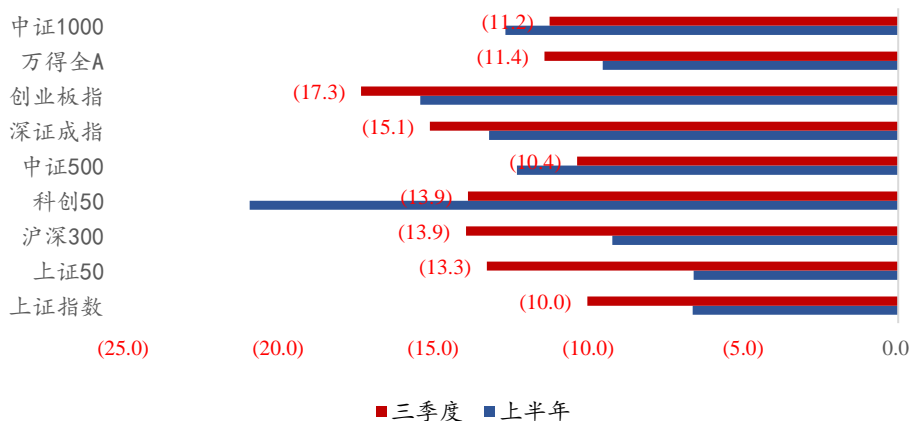
- **2022 年三季度 A 股市场各关键指数整体呈现震荡下行格局**，这与 A 股市场二季度行情形成鲜明对比，与此同时沪深两市的缩量成交特征十分明显，市场情绪持续低迷。季度来看截至 9 月 30 日，上证综指下跌 10.03% 报收 3024.39 点同时目前来看上证综指 3000 点保卫战仍未结束，深证成指下跌 15.11% 报收 10778.61 点，创业板指下跌 19.7% 报收 2288.97 点，上证 50、沪深 300、中证 500 以及中证 1000 指数分别下跌 13.26%、13.94%、10.36% 和 11.25% 报收 2610.12 点、3804.89 点、5714.06 和 6124.86 点。申万一级行业多数收跌，其中建筑材料、汽车、电力设备、电子、传媒跌幅靠前。

图 1：上证综指三季度整体呈现震荡下行格局（单位：点）



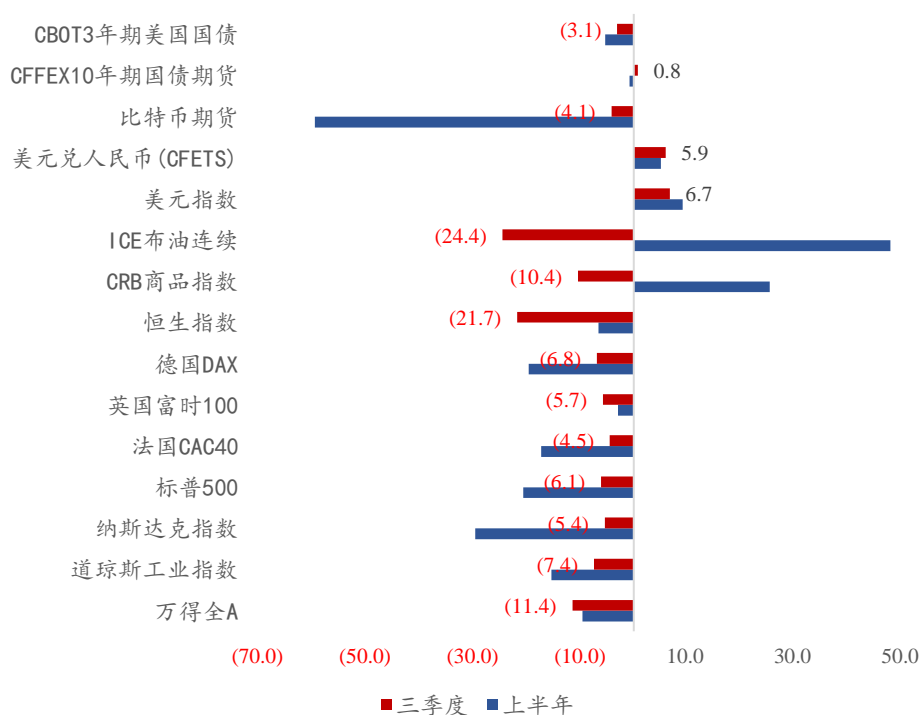
来源：Wind，中泰期货整理

图 2：A 股市场关键指数涨跌幅（单位：%）



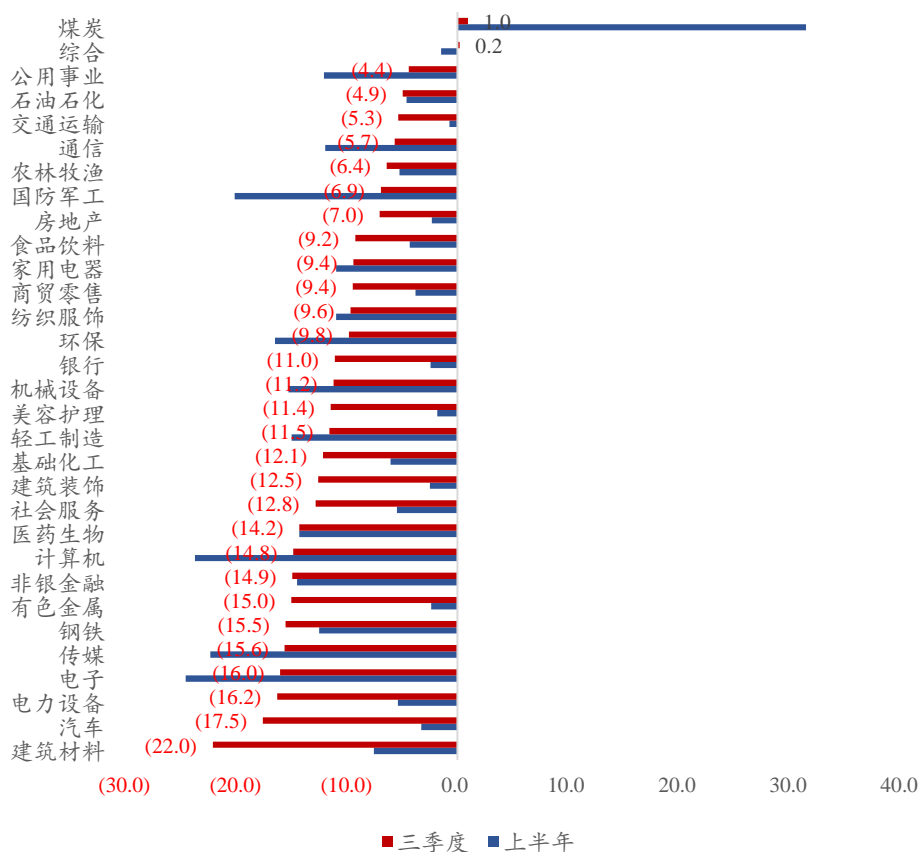
来源：Wind，中泰期货整理

图3：全球各大类资产整体表现（单位：%）

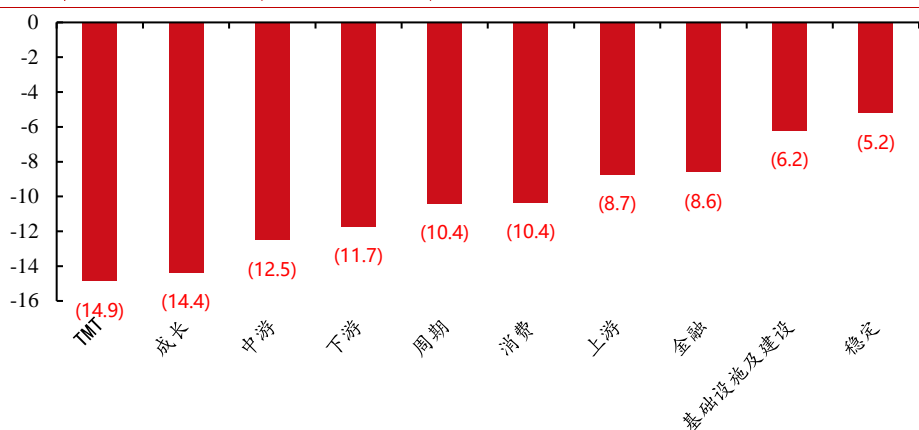


来源：Wind，中泰期货整理

图4：申万一级31个行业涨跌幅（单位：%）



来源：Wind，中泰期货整理

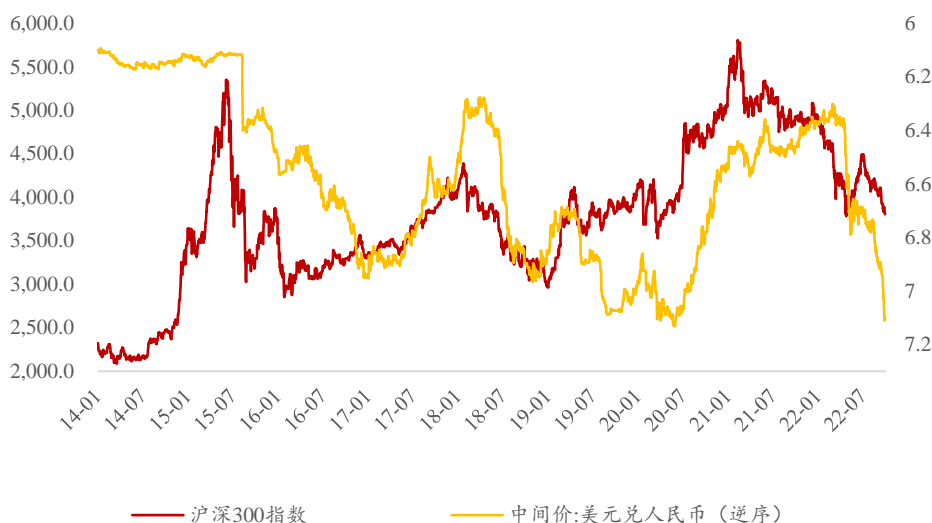
图5：中信风格指数三季度涨跌幅（单位：%）


来源：Wind，中泰期货整理

2、三季度A股市场主要驱动因素：内外多重打击，9月份更多是外围驱动

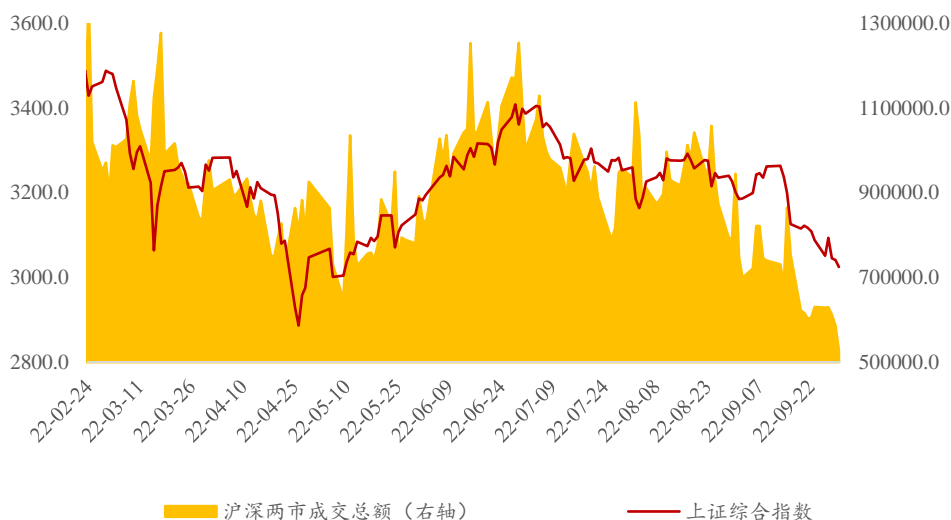
- 客观来看 A 股市场结束二季度 V 型反转行情后在三季度再次陷入趋势性调整格局的关键性驱动因素来自内外两个层面。可以看到驱动 A 股市场在二季度 V 型反转的核心因素与 2020 年二季度较为相似，即市场都在交易国内疫情得到控制之后经济快速修复，但是伴随散点频发疫情持续存在同时地产断供风波导致地产后端销售快速回落，国内经济复苏节奏在三季度明显放缓，经济现实落地明显不及预期，同时海外央行加息节奏在三季度始终未有效缓，9 月份美联储议息会议甚至再度上调年内加息终点预期，可以看到三季度后半段美债利率持续快速上行而美元指数持续创近二十年新高，全球风险资产估值承压。此外，8 月初美国国会众议长南希·佩洛西窜访中国台湾事件使得中美关系再蒙阴云并阶段性负面冲击 A 股市场风险偏好。
- 具体来看，上证综指在 7 月 5 日创阶段性新高 3424.84 点之后于整个 7 月份期间呈现出趋势性下行格局，可以看到国内经济经过 5、6 两个月份的快速修复之后在 7 月份明显放缓，地产投资继续下行探底而国内部分地区的烂尾楼风波进一步增强了市场对地产行业的担忧且居民购房意愿同步走低，国内疫情高频散点出现且在 8 月份有热点旅游地区集中性爆发的情况，再加上国内出现罕见高温天气且北涝南旱格局使得四川重庆地区采取工业企业限电措施。在此背景下尽管国内央行在三季度超预期进行了降息操作，但是市场在疫情以及地产隐忧之下并没有改善对国内经济增长的预期，同时国内月度经济数据落地确实不及市场预期。再看海外，海外因素对 A 股市场的冲击集中体现在 9 月份，欧美央行在 9 月份议息会议上都采取了 75BP 的加息同时海外多数央行都进行了跟随式快速加息，在美联储提升加息终点预期背景下美债利率持续快速上行同时美元指数连创近 20 年新高，人民币兑美元汇率快速失守 7.0 关口且盘中一度跌至 7.26，不断抬升的美债利率以及快速加息所带来的全球经济衰退预期共同负面冲击风险资产估值以及市场风险偏好，全球股市在 9 月份共振式下跌为主，同时中美关系的边际紧张态势使得 A 股市场整个 9 月期间跌幅在全球市场中排名靠前。

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股市场震荡下行过程中缩量成交特征明显（单位：点，百万元）



来源：Wind，中泰期货整理

二、四季度股指关键性影响因素展望

1、基本面：国内经济延续弱复苏，全球经济衰退预期明显增强

- 国内经济四季度或将延续弱复苏格局，通胀温和，PPI与CPI剪刀差持续收窄：展望四季度，国内经济复苏高度仍然相对受限，其中关键性变量大概率仍在地产端，同时海外央行持续紧缩背景下外需回落的趋势性或更加明确，高基数或推动出口同比持续下行，基建投资高增持续性存疑，城投持续加杠杆意愿相对有限而财政空间存在掣肘，疫情以及居民收入受损继续限制内需释放。事实上，我们之前也指出三季度以来国内

经济并没能延续 5-6 月份的快速修复，持续存在的散点频发疫情、异常高温天气以及房地产断供风波共同负面冲击国内经济，7 月份中采制造业 PMI 大幅回落 1.2 个百分点跌至荣枯线以下，而 16-24 岁人口调查失业率升至 19.9%并创下数据公布以来新高，房地产投资数据持续下行探底，8 月 24 日国常会上部署稳经济 19 项接续政策措施，并即时派出稳住经济大盘督导和服务工作组，要求压实地方责任并加快政策落实。同时面对 8 月份仍未出现明确性拐点的地产投资、不温不火的内需以及快速下行的出口，9 月 28 日国家总理在稳经济大盘四季度工作推进会议上指出，针对需求偏弱的突出矛盾，要想方设法扩大有效投资和促进消费，调动市场主体和社会资本积极性。一是用好政策性开发性金融工具，根据地方项目需求合理确定额度投放，加快资金使用和基础设施项目建设，在四季度形成更多实物工作量。二是用好专项再贷款、财政贴息等政策，加快推进制造业、服务业、社会服务等领域设备更新改造，尽早形成现实需求。可以看到十一长假节前中国人民银行、银保监会、财政部、国税总局密集出台房地产市场相关政策，比如符合条件城市阶段性下调或取消首套房贷利率下限、支持居民换购住房个人所得税阶段性退税、下调首套个人住房公积金贷款利率 15BP、鼓励金融机构加大房地产融资支持等政策等。客观来看，四季度国内经济复苏前景仍不明朗，稳增长政策仍将持续发力，但是在普遍下调国内经济增长预期背景下我们认为后续市场更加应该关注经济现实落地超预期的可能性，诚然关键性变量因素仍然在于地产，在“保交楼”以及“因城施策”合理支持刚性和改善型住房需求驱动下 9 月份最后一周 30 城商品房销售面积同比再次转正，需要密切关注地产出现的边际积极变化是否具有可持续性，诚然地产信用出清尚未结束，但是政策持续发力对地产投资的稳定作用仍然不可忽视。通胀层面，今年以来国内 PPI 与 CPI 剪刀差持续收窄，其中关键性驱动因素在于 PPI 端的高基数以及国际大宗商品价格下行和 CPI 端的疫情影响供给以及猪肉价格企稳反弹。客观来看，年内国内通胀大概率或将维持温和态势，疲弱内需对 CPI 通胀持续大幅上行空间形成一定压制，而猪油共振仍是小概率事件，国内通胀对货币政策尚不能形成强掣肘。

- **海外经济衰退预期不断增强，若通胀不息或加息不止。**相较于底部反弹的国内经济基本面，海外经济不确定性在今年四季度仍然非常突出，其中全球经济加速放缓以及美元流动性持续紧缩带给资本市场的负面冲击或持续存在，市场需要关注欧元区债务危机再次上演的可能性，同时美国中期选举落地之后将于 11 月份在印度尼西亚举办的 G20 峰会将是重点关注持续快速加息之后海外主体国家政策协调层面边际变动的重要窗口。**经济增长层面**，无疑超常规货币和财政政策的集中退出、全球性高位通胀以及俄乌冲突在今年集中性冲击全球经济，可以看到国际货币基金组织以及世界银行年内持续下调全球经济增速预期，IMF 国际货币基金组织将 2022 年全球 GDP 增速预测值已经从去年 10 月份的 4.9%接连下调至 4.4%、3.6%和 3.2%，摩根大通全球经济景气指数全线下行，韩国 9 月前 20 日出口同比增速下降至-8.7%（前值 3.8%），越南 9 月出口同比增速回落至 10.9%（前值 27.4%）。**通胀层面**，伴随海外央行持续快速收紧货币政策，虽然推动全球通胀在新冠肺炎疫情之后快速上行的关键性因素已经缓释，同时疫情之前带给全球供应链的冲击在今年也有

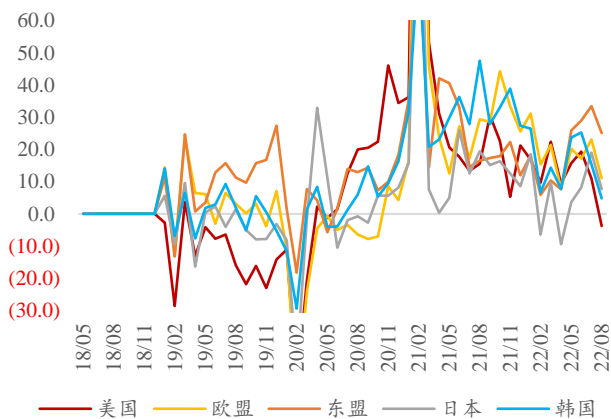
所减弱，可以看到衡量全球海运紧张程度的 BDI 指数已从去年超 5000 的绝对高点降至 1400 左右，但是今年急转直下的俄乌局势确实对部分商品尤其是能源以及农产品价格提供了强劲的支撑，同时美国“工资-物价螺旋上涨”机制受劳动力市场供需缺口仍然明显存在影响而尚未打破，我们仍然需要评估“若通胀不息或加息不止”的影响。

表 1：国内月度经济数据（单位：%）

指标	工业增加值(原计同比)	固定资产投资(原计同比)	房地产投资(原计同比)	基建投资(原计同比)	制造业投资(原计同比)	消费(原计同比)	出口(原计同比)	进口(原计同比)
2022-08	3.6	5.8	-7.4	10.4	10.0	0.5	13.5	4.6
2022-07	3.5	5.7	-6.4	9.6	9.9	-0.2	14.5	5.3
2022-06	3.4	6.1	-5.4	9.3	10.4	-0.7	13.9	5.8
2022-05	3.3	6.2	-4.0	8.2	10.6	-1.5	13.1	6.9
2022-04	4.0	6.8	-2.7	8.3	12.2	-0.2	12.3	7.7
2022-03	6.5	9.3	0.7	10.5	15.6	3.3	15.5	10.5
2022-02	7.5	12.2	3.7	8.6	20.9	6.7	16.1	16.7
2022-01	3.9	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	23.9	20.9
2021-12	9.6	4.9	4.4	0.2	13.5	12.5	29.9	30.1
2021-11	10.1	5.2	6.0	-0.2	13.7	13.7	31.0	31.2
2021-10	10.9	6.1	7.2	0.7	14.2	14.9	32.2	31.2
2021-09	11.8	7.3	8.8	1.5	14.8	16.4	32.9	32.5
2021-08	13.1	8.9	10.9	2.6	15.7	18.1	33.6	35.0
指标	工业增加值(当月同比)	固定资产投资(当月同比)	房地产投资(当月同比)	基建投资(当月同比)	制造业投资(当月同比)	消费(当月同比)	出口(当月同比)	进口(当月同比)
2022-08	4.2	6.6	-13.8	15.4	10.6	5.4	7.1	0.3
2022-07	3.8	3.8	-12.3	11.5	7.5	2.7	17.9	2.2
2022-06	3.9	5.6	-9.4	12.0	9.9	3.1	17.4	0.8
2022-05	0.7	4.6	-7.8	7.9	7.1	-6.7	16.3	3.9
2022-04	-2.9	1.8	-10.1	4.3	6.4	-11.1	3.5	0.1
2022-03	5.0	6.6	-2.4	11.8	11.9	3.5	14.4	0.6
2022-02	12.8	12.2	3.7	8.6	20.9	6.7	6.0	11.7
2022-01	3.9	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	23.9	20.9
2021-12	4.3	160.8	-13.9	3.8	11.8	1.7	20.8	19.7
2021-11	3.8	196.6	-4.3	-7.3	10.0	3.9	21.7	31.4
2021-10	3.5	2.6	-5.4	-4.8	10.1	4.9	26.8	20.1
2021-09	3.1	-11.8	-3.5	-4.5	10.0	4.4	27.9	16.7
2021-08	5.3	-10.6	0.3	-6.6	7.1	2.5	25.4	32.4

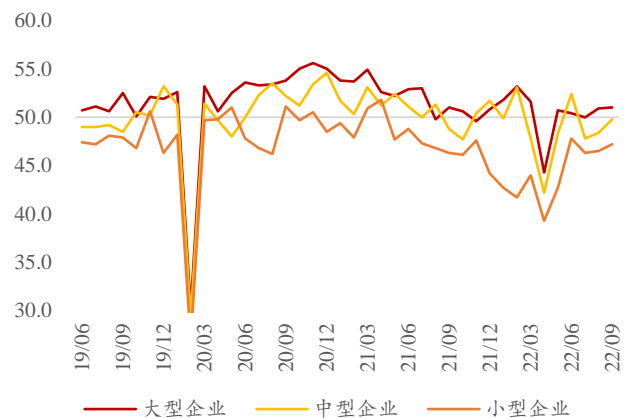
来源：Wind，中泰期货整理

图 8：我国对主要国家和地区出口当月同比 (%)



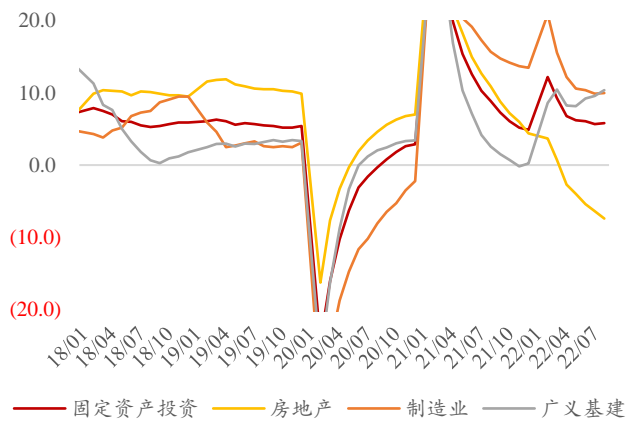
来源：Wind，中泰期货整理

图 9：PMI:新出口订单 (分类型, %)



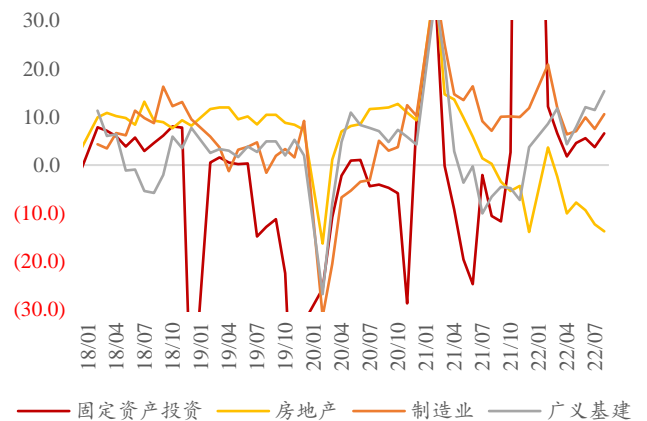
来源：Mysteel，中泰期货整理

图 10：固定资产投资及三大分项累计同比 (%)



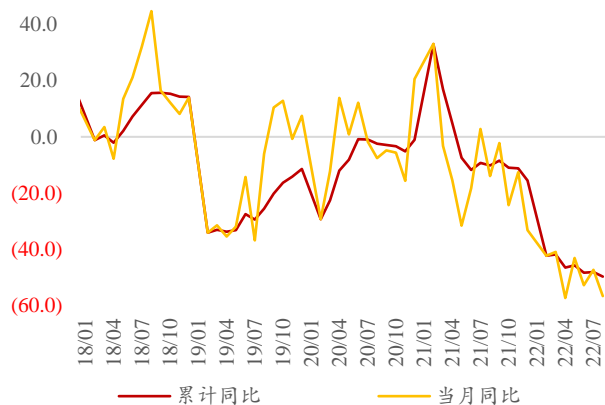
来源：Wind，中泰期货整理

图 11：固定资产投资及三大分项当月同比 (%)



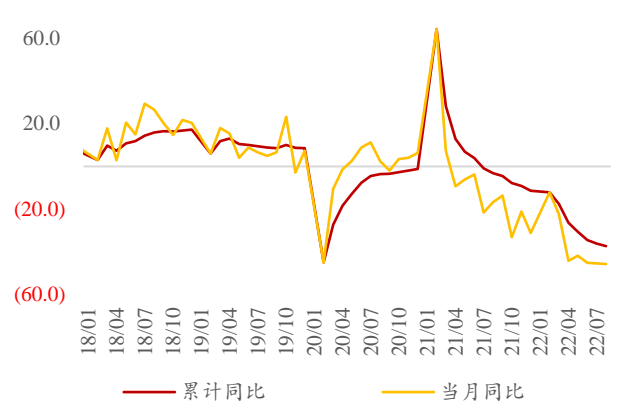
来源：Mysteel，中泰期货整理

图 12：土地购置面积累计与当月同比 (%)



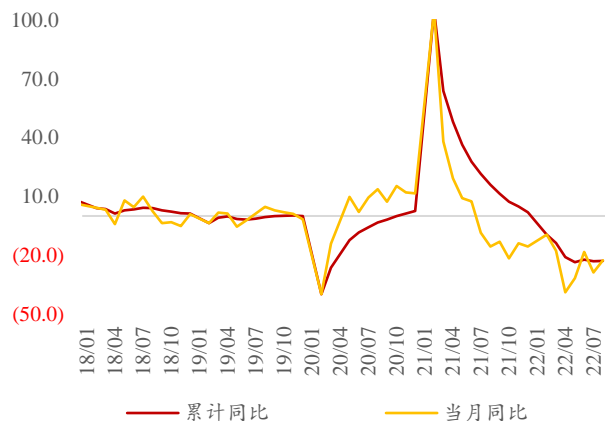
来源：Wind，中泰期货整理

图 13：房屋新开工累计与当月同比 (%)



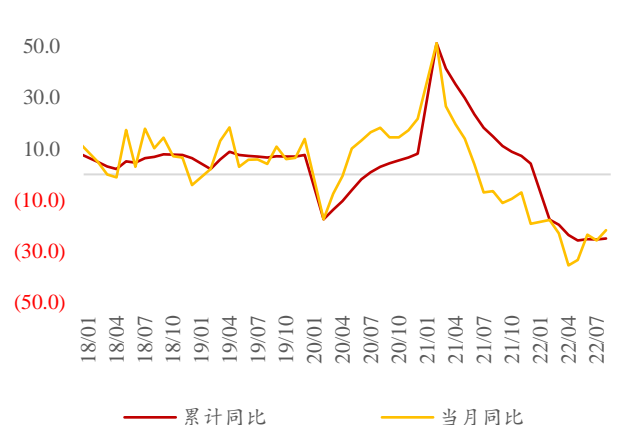
来源：Mysteel，中泰期货整理

图 14：商品房销售面积累计与当月同比 (%)



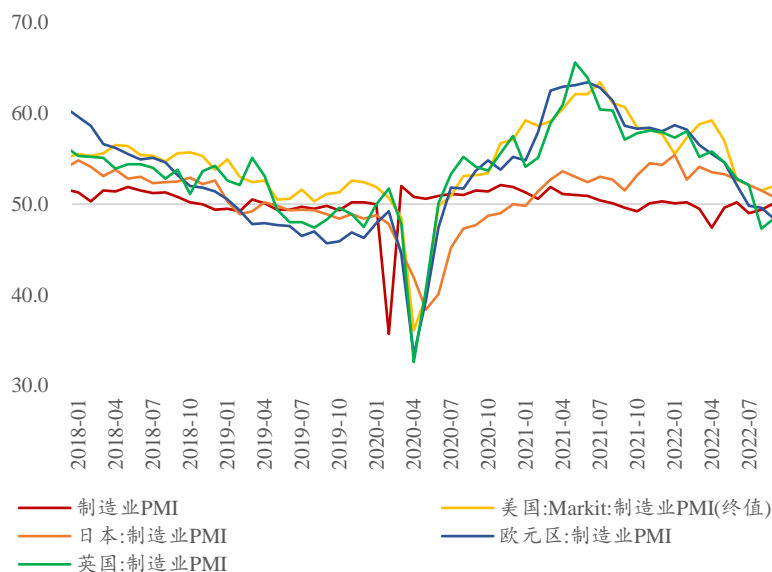
来源：Wind，中泰期货整理

图 15：地产开发资金累计与当月同比 (%)



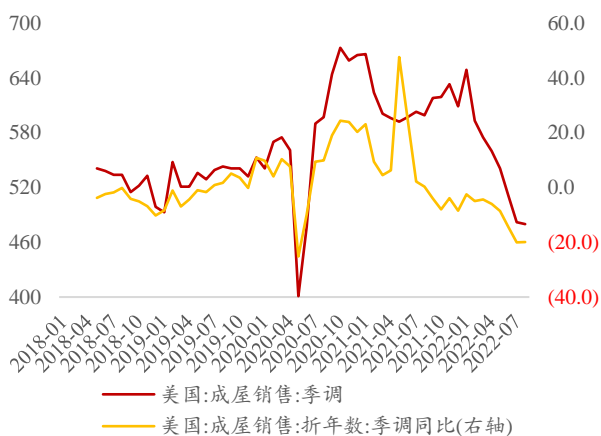
来源：Mysteel，中泰期货整理

图 16：全球主要经济体 PMI 走势（单位：%）



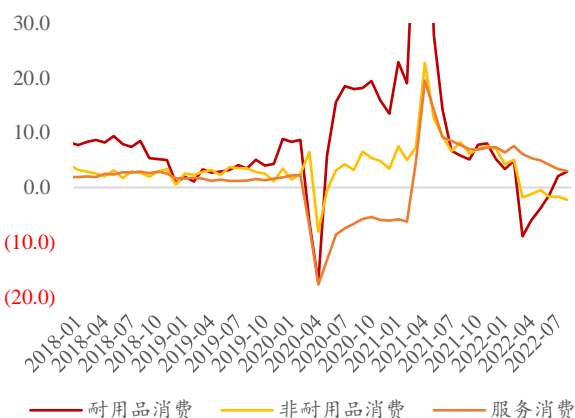
来源：Wind，中泰期货整理

图 17：美国成屋销售季调以及季调同比（千套，%）



来源：Wind，中泰期货整理

图 18：美国个人消费支出季调同比（%）



来源：Mysteel，中泰期货整理

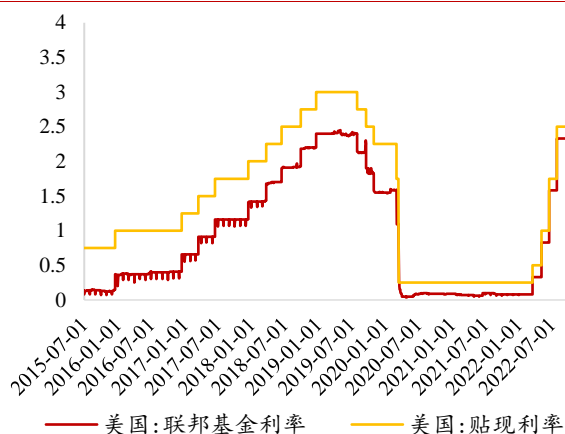
2、政策面：稳增长背景下降准降息仍存空间，国内流动性环境仍然趋于宽松

- 国内货币在政策仍以稳定经济增长为主要出发点：客观来看，当下国内宏观政策取向仍将是稳定经济增长，中美经济周期错位背景下的货币政策背离趋势性延续，四季度国内政策层仍将趋于推动宽货币向宽信用过渡，可以看到 8 月 M2 同比增速达 12.2%，较去年年底提高了 3.2 个百分点，而社融增速为 10.5%，较去年年底仅提高 0.2 个百分点，M2-社融剪刀差持续扩大，国内宽货币向宽信用过渡进程仍然偏慢，国内流动性环境大概率维持宽松；近期，在留抵退税基本完成、资金跨季需求增大背景下，9 月短端利率中枢有所反弹，市场开始担忧国内资金利率是否会像 2020 年 5 月份之后一样开始趋势性上行，对此我们并不认同，其中关键性原因在于本轮国内经济复苏高度明显低于 2020 年，其中关

键性原因在于地产缺位，9月末集中出台的地产放松政策能够实际带来的信用增量或仍将有限，资金利率在经济复苏未稳情况下难以趋势上行。

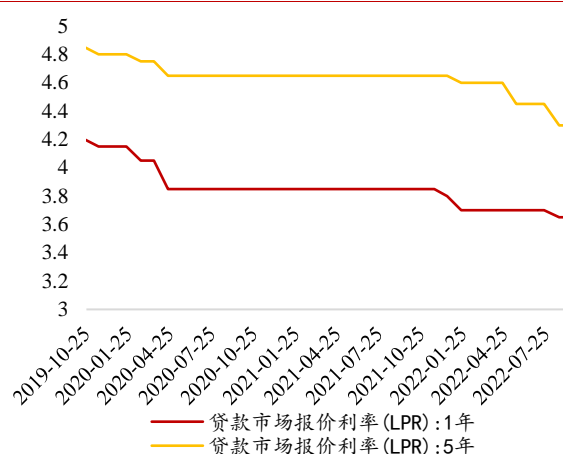
- **反观美联储，2022年之前持续低估本轮全球性通胀韧性的美联储在今年年定要通过牺牲经济增长来治理通胀，9月份最新议息会议上尽管单次加息75BP基本符合会前市场普遍预期，但是美联储却超预期提升加息的终点利率区间至4.5%-4.75%，高于之前市场预期的4.0%-4.5%区间，同时联储对年内和长期加息表态偏鹰，预期年内可能继续加息125BP，鲍威尔在新闻发布会上则对经济下行表现出更大的容忍度，认为同时实现经济软着陆和恢复物价稳定存在巨大挑战，美国经济极有可能出现一段时间的低速增长，经济软着陆可能性降低，失业率也会上升，但是即使如此，美联储仍要坚持将通胀降至2%的目标。**
- **不宜高估美元也不宜低估人民币韧性：**今年以来美联储货币政策的持续收紧一直对国内货币政策宽松形成一定程度的制约，9月份美联储开启了年内第五次加息，同时自6月份开始的近三次议息会议都加息75BP，这是美联储自1994年以来的最强劲加息力度，可以看到美元指数在9月份接连创造出近20年以来的新高记录，美元兑人民币汇率突破7.0重要关口没有出现明显阻碍，离岸人民币一度跌破7.2。央行近期已经开始采取外汇调控政策，先是9月15日起下调外汇存款准备金率2个百分点。然后27日的全国外汇市场自律机制电视会议强调“外汇市场事关重大，保持稳定是第一要义”，“少数企业跟风炒汇、金融机构违规操作等现象，应当加强引导和纠偏。不要赌人民币汇率单边升值或贬值，久赌必输”。再是28日起将远期售汇业务外汇风险准备金率从0上调至20%。整体来看，我们认为近期人民币兑美元的快速贬值更多是投机情绪推动下美元多头仓位过度拥挤导致，短期阶段性贬值压力客观存在，但是从基本面角度来看并没有时间上和空间上的可持续性，同时国内一定程度上存在的外汇管制也能够保障国内货币政策的独立性。

图 19：美联储年内已累计加息 5 次 (%)



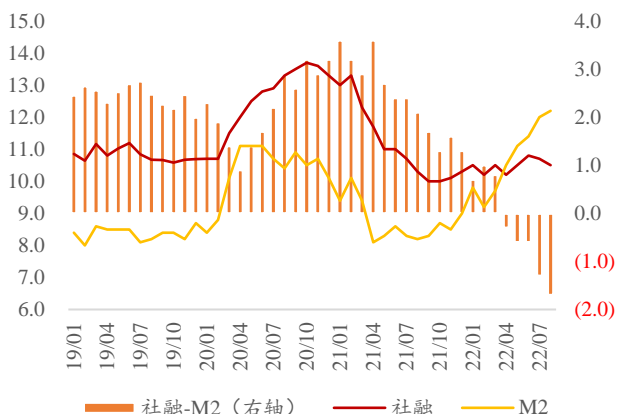
来源：Wind，中泰期货整理

图 20：LPR 报价自去年已累计调降 3 次 (%)



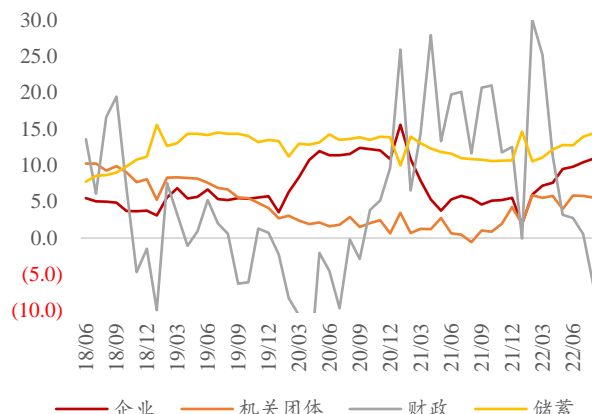
来源：Mysteel，中泰期货整理

图 21：国内超额流动性处于高位 (%)



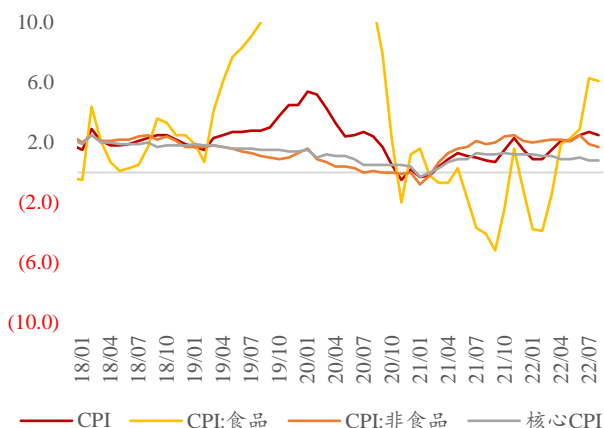
来源：Wind，中泰期货整理

图 22：金融机构各类存款同比增速 (%)



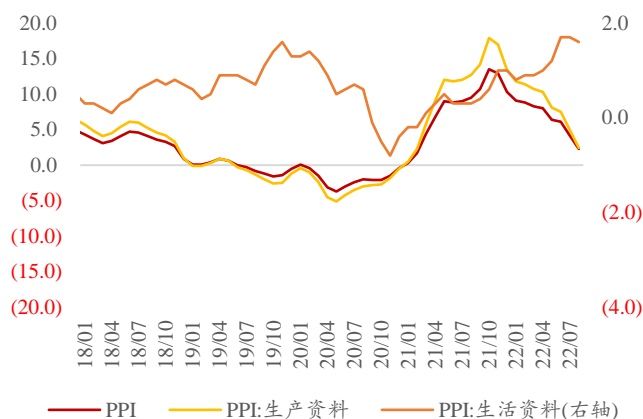
来源：Mysteel，中泰期货整理

图 23：猪油共振概率低，核心 CPI 同比仍处低位 (%)



来源：Wind，中泰期货整理

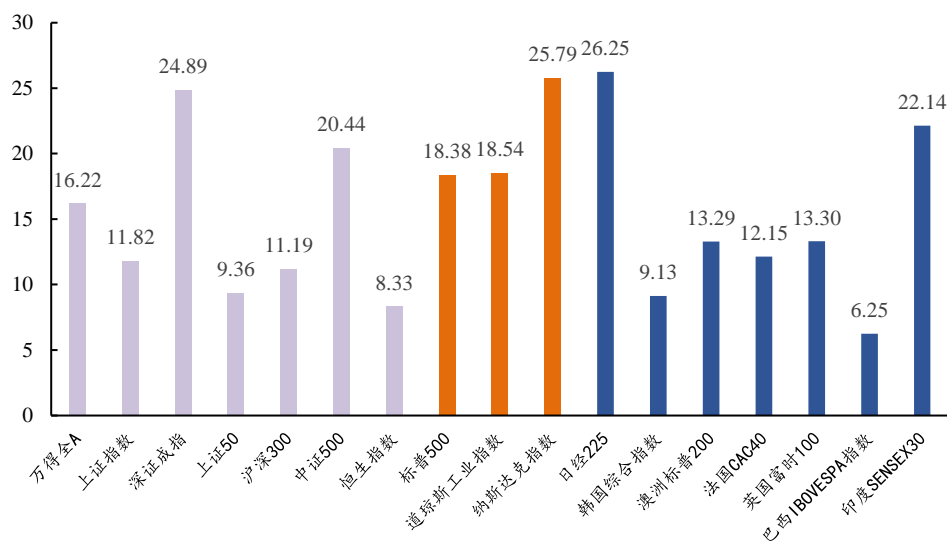
图 24：高基数下 PPI 通胀年内趋势性回落 (%)



来源：Mysteel，中泰期货整理

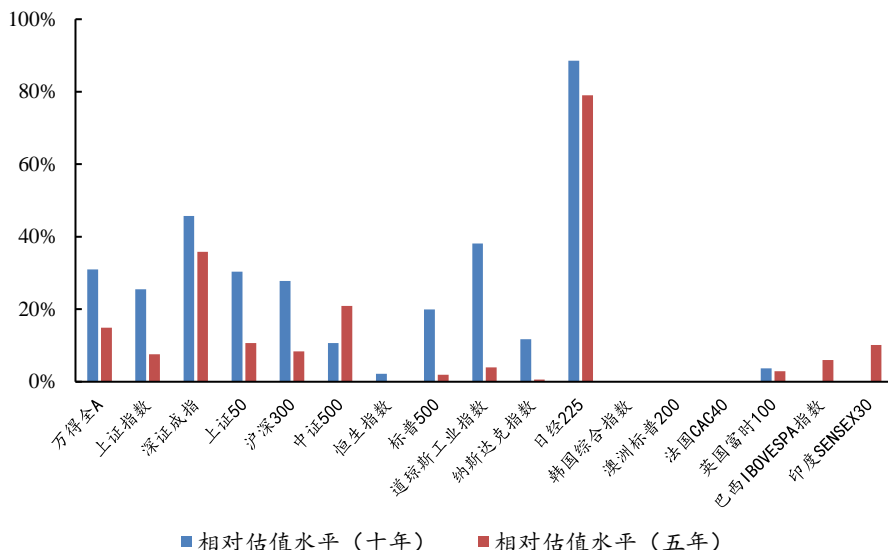
3、估值层面：相对估值已至历史低位，股债性价比持续抬升

- 横向对比绝对估值水平。截至 9 月 30 日，万得全 A、上证综指、深证成指估值分别为 16.22、11.82 和 24.89 倍，上证 50、沪深 300、中证 500 以及中证 1000 指数估值分别为 9.36、11.19、20.44 和 27.25 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偏下位置，这在一定程度上与我国经济在全球相对位置存在较大背离，客观来看 A 股市场具有估值优势。

图 25：A 股市场关键指数绝对估值水平不高（单位：倍数）


来源：Wind，中泰期货整理，数据截至 9 月 30 日

- **横向相对估值水平。**截至 9 月 30 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 31.00%、26.10%、46.10%和 27.9%，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 30.50%、28.30%、10.60%和 8.80%，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，同时中证 500 指数的相对估值分位数在全球市场中属于极低位置。

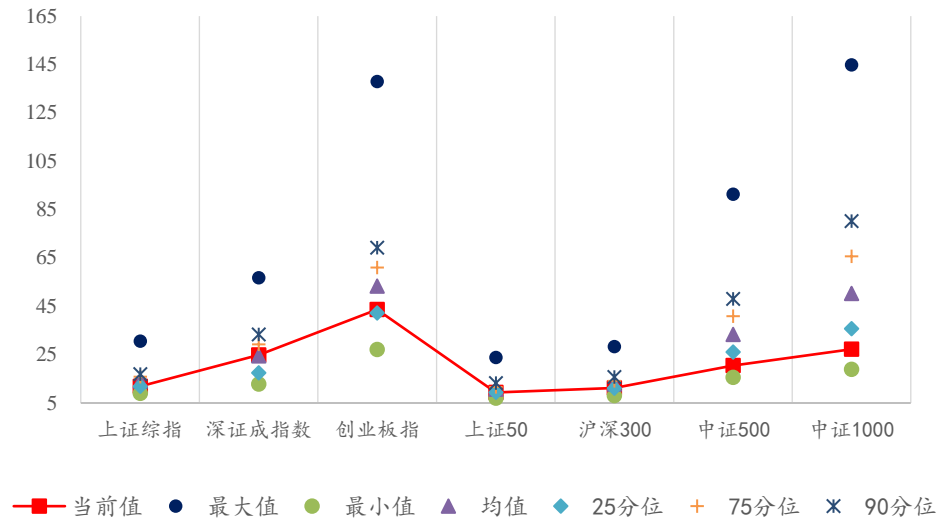
图 26：A 股市场关键指数相对估值水平在国际市场中处于中等水平


来源：Wind，中泰期货整理，数据截至 9 月 30 日

- **纵向对比。**我们可以看到当下 A 股市场各关键指数无论是市盈率还是市净率相对分位数水平都处于 2010 年以来的偏低位置，同时申万一级 31 个行业中超过 60% 比例的行业相对估值处于 5 年以及 10 年窗口中 50% 分位数以下状态，整体来看除了个别高景气赛道行业估值仍处高位，A 股

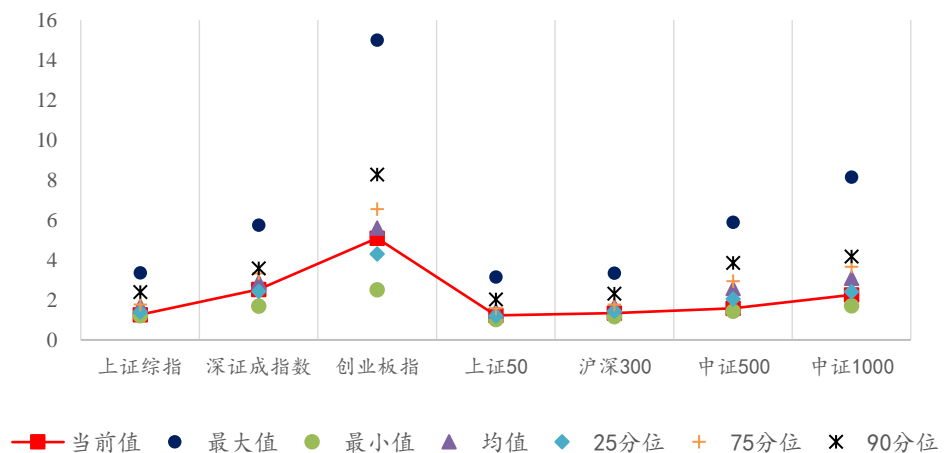
市场整体的相对估值水平为中等偏下，个别行业甚至处于历史极低估值水平，比如通信、医药生物以及交通运输等。

图 27：A 股市场关键指数滚动市盈率相对分位数水平



来源：Wind，中泰期货整理，数据截至9月30日

图 28：A 股市场关键指数市净率相对分位数水平

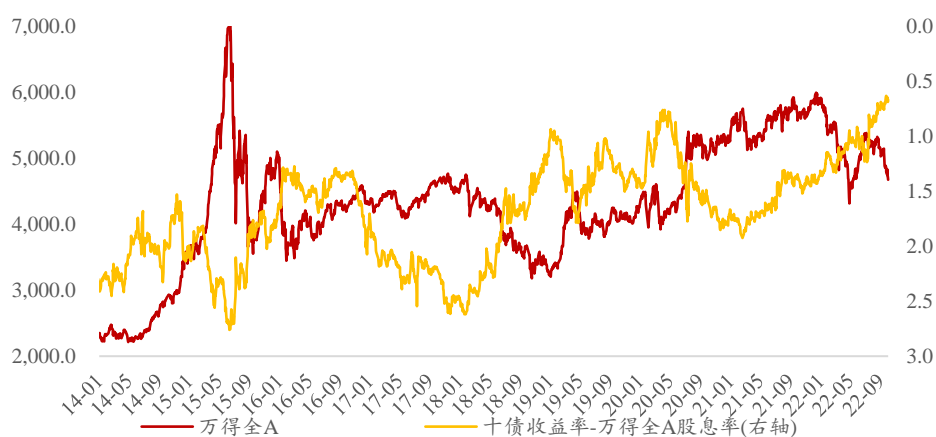


来源：Wind，中泰期货整理，数据截至9月30日

图 29：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
农林牧渔	113.65	99.9%	99.9%	国防军工	52.07	2.0%	11.0%
公用事业	25.19	98.8%	97.2%	计算机	39.87	5.1%	9.7%
汽车	32.78	89.5%	93.9%	传媒	25.41	16.6%	8.5%
社会服务	103.20	83.2%	90.8%	纺织服饰	19.53	12.7%	7.8%
综合	64.70	99.7%	85.0%	电子	24.64	13.3%	6.7%
食品饮料	34.85	56.9%	77.3%	银行	4.87	0.0%	6.3%
商贸零售	32.07	80.9%	64.5%	基础化工	13.16	11.1%	5.6%
美容护理	41.60	54.4%	57.6%	建筑材料	11.16	10.2%	5.1%
房地产	12.43	73.0%	41.1%	煤炭	7.88	10.1%	5.1%
机械设备	27.44	38.9%	36.0%	石油石化	11.86	7.2%	3.7%
轻工制造	27.27	67.6%	34.3%	非银金融	12.37	1.0%	2.8%
家用电器	13.67	19.0%	32.3%	有色金属	15.68	3.9%	2.0%
建筑装饰	8.97	34.3%	20.0%	交通运输	11.31	1.9%	1.0%
环保	21.54	37.6%	19.2%	医药生物	21.48	1.3%	0.6%
电力设备	31.73	25.4%	17.6%	通信	25.31	0.0%	0.0%
钢铁	10.85	25.0%	12.6%				

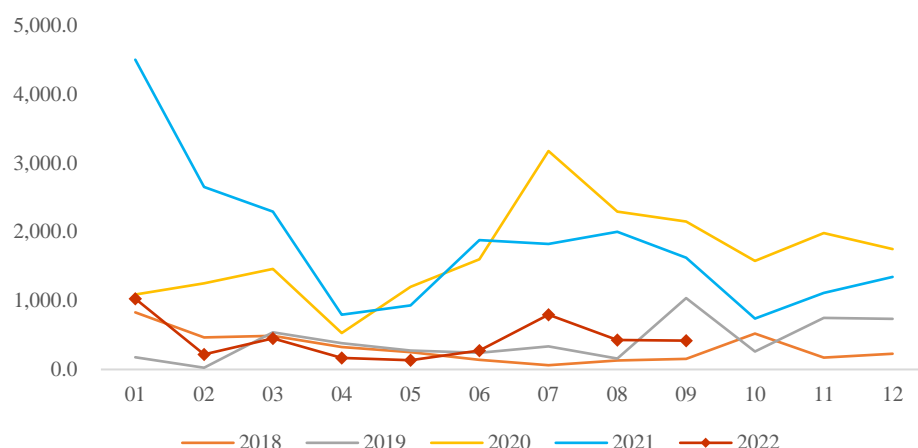
来源：Wind，中泰期货整理，数据截至 9 月 30 日

图 30：低估值背景下权益风险溢价持续走高（单位：点，%）


来源：Wind，中泰期货整理，数据截至 9 月 30 日

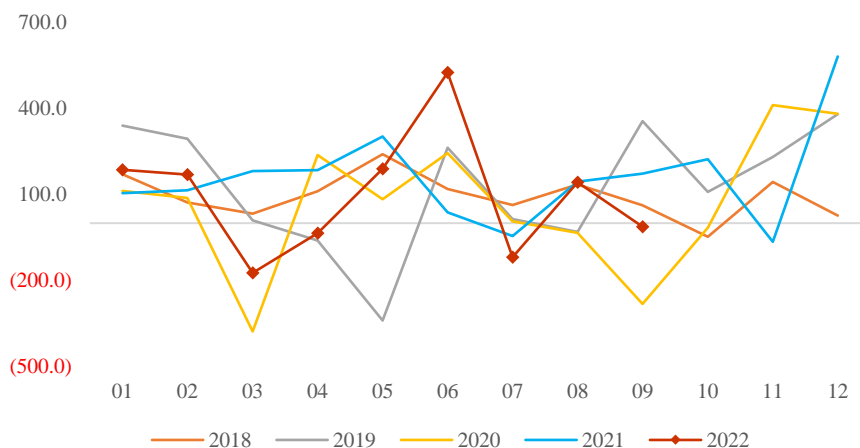
4、资金面：资金供给来源普遍低于季节性表现，首发融资需求维持高位增长

- **公募基金发行遇冷。**整体来看今年以来偏股型基金发行始终低于过往两年同期，作为 A 股市场国内资金供给的关键性来源，偏股型基金发行始终偏冷也在一定程度上说明当下 A 股市场投资者的谨慎情绪，可以看到今年一、二、三季度偏股型基金发行分别为 1698.74 亿份、580.27 亿份和 1643.00 亿份，明显低于去年同期的 9448.38 亿份、3606.20 亿份和 5450.76 亿份，同时 2020 年同期数据分别为 3799.62 亿份、3333.12 亿份和 7615.51 亿份。

图 31：偏股型公募基金发行年初以来明显遇冷（单位：亿份）


来源：Wind，中泰期货整理，数据截至 9 月 30 日

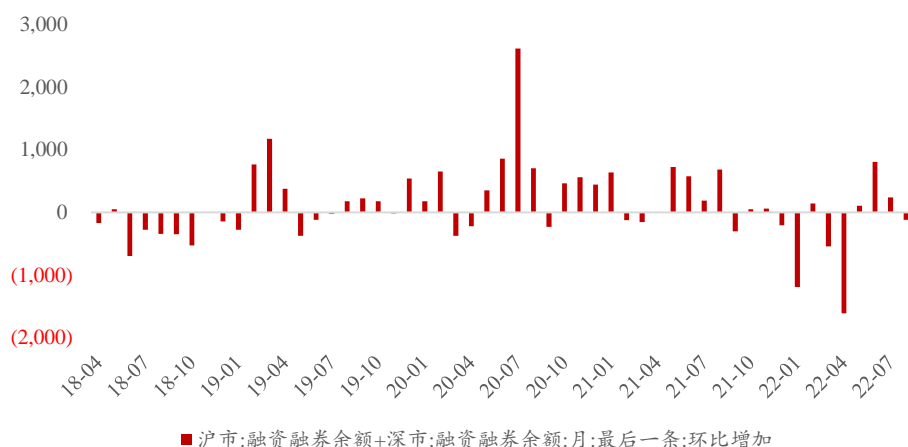
- **北上资金整体流入规模有限，但三季度表现出超预期韧性。**截至 9 月 30 日，北上资金累计买入成交净额为 16867.90 亿元，较年初增加 522.12 亿元，其中沪股通净流入 874.84 亿元、深股通净流出 352.72 亿元。整体来看北上资金年度净流入 A 股市场资金规模确实大幅不及过往两年，但是在美联储持续加息导致美债利率持续快速上行进而不断增强人民币兑美元贬值压力同时波及 A 股市场表现的三季度中，北上资金韧性确格外明显，可以看到北上资金在 9 月当月净流出资金规模为 112.31 亿元，明显低于今年 3 月份的 450.83 亿元和 7 月份的 210.69 亿元。

图 32：北上资金年内流入明显低于季节性表现（单位：亿元）


来源：Wind，中泰期货整理

- **两融资金余额整体呈现减少格局。**截至 9 月 29 日，沪深两市融资融券余额为 15576.65 亿元，较年初减少 2772.11 亿元，整体资金流出规模并没有大超市场预期。月度来看今年调降规模主要集中在今年一季度，三季度整体杠杆资金规模并没有发生明显变动。

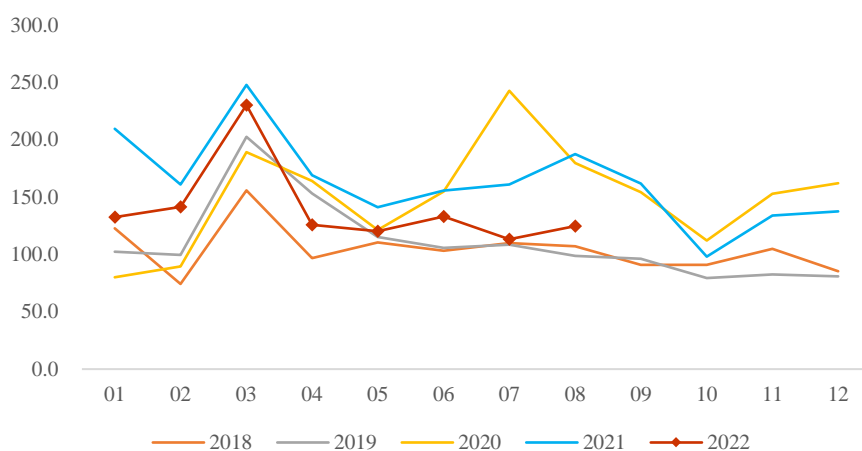
图 33：融资融券余额月度环比变动（单位：亿元）



来源：Wind，中泰期货整理，数据截至 9 月 30 日

- **A 股市场新增投资者表现基本符合季节性表现。**截至 8 月底，今年 A 股市场新增投资者数量为 1120.86 万人，而 2021 年和 2020 年同期数据为 1432.34 万人和 1221.22 万人，整体来看相较于陆股通以及两融资金，新增投资者表现出来的韧性明显超出市场预期。

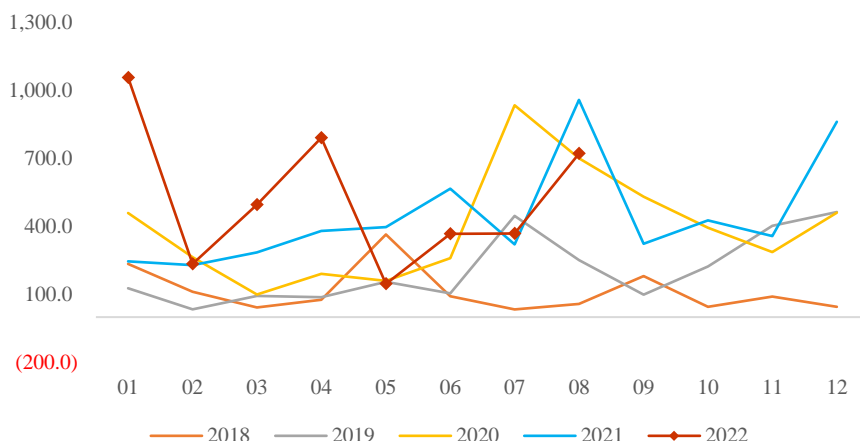
图 34：A 股市场新增投资者数量（单位：万人）



来源：Wind，中泰期货整理，数据截至 9 月 30 日

- **IPO 首发融资需求维持高增态势。**截至 8 月底，今年 A 股市场 IPO 首发融资资金规模累计 4181.55 亿元，而 2021 年和 2020 年同期数据为 3382.25 亿元和 3069.60 亿元，可以看出注册制推行的整体趋势背景下 A 股市场 IPO 融资规模保持高增态势，同比上行斜率较 2020 年之前明显陡峭很多，预期这种格局还将持续。

图 35：A 股市场 IPO 首发融资规模（单位：亿元）



来源：Wind，中泰期货整理，数据截至 9 月 30 日

5、风险偏好：中美关系

- **美国中期选举背景下中美关系边际紧张态势或将持续。**参照过往，我们可以发现美国中期选举之前两党都会采取一系列措施来赢得选民支持，其中也不乏对华举措，比如 2018 年美国时任总统特朗普签署的对华输美产品征收关税备忘录。可以看到中美关系自今年三季度以来有阶段性的边际趋紧走势，8 月份的佩洛西访台事件在当时备受市场关注并阶段性引发 A 股市场风险偏好骤降，客观来看，美国中期选举之前，为实现争当选票的终极目标，美国两党对华态度或将维持强硬态势，中美关系边际紧张态势或将持续。

三、四季度股指行情展望与策略推荐

- **股指行情展望：**A 股市场在过往三个季度呈现出单边下行、V 型反转以及二次探底的弱势格局，是海外央行快速收紧货币政策、国内疫情、地缘政治风险事件以及国内经济下行压力等多重因素影响的综合结果。展望四季度，我们对 A 股市场整体持谨慎乐观观点，经过三季度的持续调整，从估值角度来看 A 股市场持续下行空间有限，在无更多新的外部风险需要释放情况下 A 股市场的配置价值凸显，但是不可否认的是四季度 A 股市场的反弹大概率难以一蹴而就，市场风险偏好的明显抬升较大程度上需要等待国内宏观基本面现实或二十大后相关稳定经济政策的超预期落地。
- **研判逻辑：基本面角度，**与今年 4 月份相比当下国内宏观经济基本面已经发生较大程度的改善，同时可以看到国内稳定经济政策空间尚还存在，在普遍下调国内经济增长预期背景下我们认为后续市场更加应该关注经济现实落地超预期的可能性，诚然关键性变量因素仍然存在于地产，在“保交楼”以及“因城施策”合理支持刚性和改善型住房需求驱动下 9 月份最后一周 30 城商品房销售面积同比再次转正，需要密切关注地产出现的边际积极变化是否具有可持续性，诚然地产信用出清尚未结束，但是政策持续发力对地产投资的稳定作用仍然不可忽视；**政策面角度，**中美经济周期错位背景下货币政策仍将维持背离，国内宽货币向宽信用

过渡效率仍然缓慢，央行在四季度出于稳定经济增长目标出发仍有降准降息可能性，国内流动性环境仍将维持宽松态势；**估值角度**，经过三季度的持续调整，当下A股市场主要宽基指数绝对估值以及相对估值水平无论是横向对比还是纵向对比已经再度凸显优势，如果四季度国内经济基本面能够超预期出现改善，那么A股市场估值端具有较明确的修复空间；**风险偏好角度**，我们认为四季度影响A股市场风险偏好的关键性因素或是中美关系，**可以看到**中美关系自今年三季度以来有阶段性的边际趋紧走势，8月份的佩洛西访台事件在当时备受市场关注并阶段性引发A股市场风险偏好骤降，客观来看，美国中期选举之前，为实现争夺选票的终极目标，美国两党对华态度或将维持强硬态势，中美关系边际紧张态势或将持续并阶段性影响A股市场风险偏好。

- **策略推荐：** **股指现货市场方面**，行情走到现在，多数行业板块都已跌出较高的配置性价比，侧重方向上我们建议投资者可以关注以下三个方面：一是高景气产业行业细分链条，10月中旬即将召开的二十大或将对我国未来较长时间框架内经济发展规划进行定位，建议投资者重点关注新基建、新能源以及制造业升级等相关产业政策方面的边际变化；二是尽管当下市场风格难言已经切换，但是如果四季度国内经济基本面能够出现更多利好信号，那么大盘蓝筹相较于成长或有更多表现机会，沪深300/上证50较中证500/1000具有相对优势；三是关注稳增长政策支撑需求同时PPI推动成本下移的设备制造业。**股指期货市场方面**，单边投资者尤其是长线投资者仍然考虑寻求逢低做多机会为主，跨品种套利策略建议考虑关注多IF/IH空IM/IC机会，但是入场仍然需要择时等待信号。**股指期权市场方面**，稳健投资者可以考虑备兑看涨期权策略以增厚收益为主。如果后续市场确实企稳反弹，建议考虑布局牛市看涨价差策略。

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。