

风险偏好再降，A股缩量震荡



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

研究员：许方莉
期货从业资格证号 F3073708
投资咨询证号：Z0017638
助理研究员
廖宏斌 期货从业资格证号：
F3082507
王世霖 期货从业资格证号
F03118150
黄裳禾 期货从业资格证号
F03101165

询电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com
扫码关注客服公众号

ADS 研究服务



摘要

五月A股主要指数震荡收涨，成长风格回调明显，三大指数中仅上证指数录得涨幅。四期指基差均较上月有所走弱，处于历史偏低水平。短期获利资金了结，市场面临震荡，受监管影响，雪球新发产品较少，Alpha收益相比空头对冲成本优势凸显，中性策略产品新发意愿较强，预计后期基差走势偏弱震荡。四期指净持仓来看，由于前期市场回暖，净空单均呈现不同程度回落，IC合约前二十名净持仓一度转正。不排除市场回调环境下净空再度扩大的可能。整体来看，行情步入震荡调整阶段，地缘政治因素干扰，政策预期交易接近尾声，短期指数趋势难显，上下空间均有限。

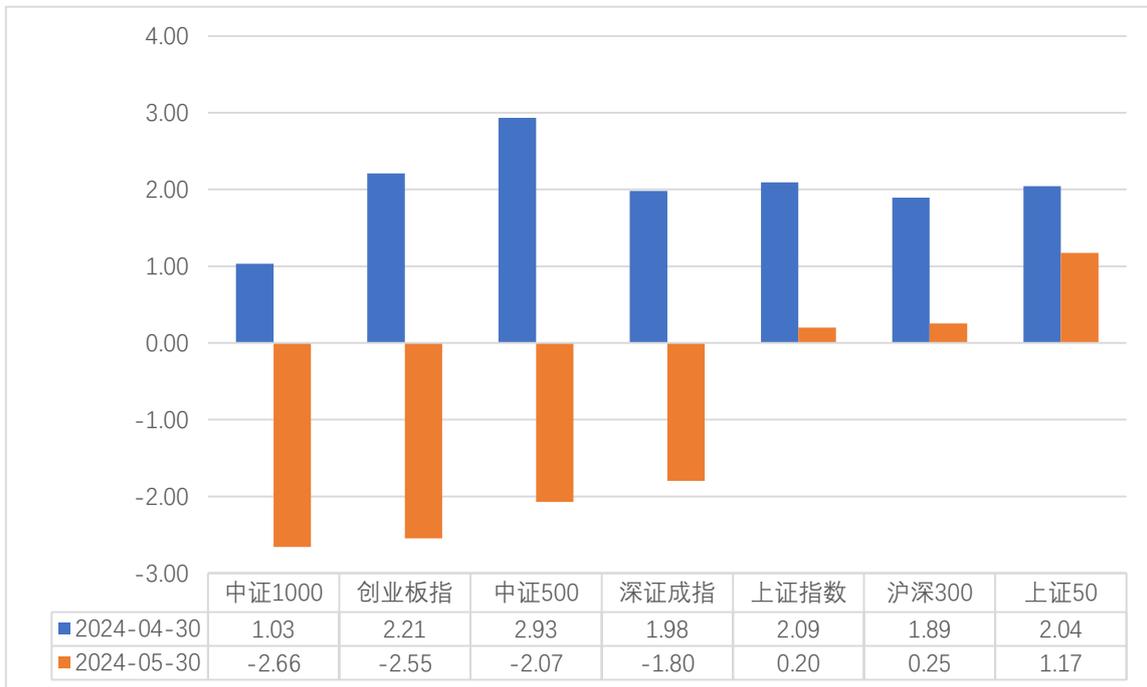
海外层面，随着美国出行旺季到来，OPEC+预计仍将延续减产，油价可能还将反弹，加之美国经济基本面仍表现出较强韧性，以及市场对美联储年内降息的预期已降至仅1次左右，短期内降息预期再度大幅升温的可能性很小。在10年期美债收益率高位震荡的情形下，10年期中债利率或仍将延续震荡行情，中美10年期利差深度倒挂状态短期难以快速改变，外资面临较大流出压力。

国内层面，工业增长受益于年初以来“设备更新”落地效果不断显现，工业经济持续回升在政策扶持下形成有力支撑。基建投资中，专项债发行进度过慢对基建投资的拖累已有所体现。地产供给端持续下降，销售端量价依旧低迷，居民购房意愿未见明显提升。然而，地产行业政策近期迎来重要基调变化的推进，五月提及的新“一揽子”去库存方案形成了政策组合拳，持续优化市场预期。消费需求的回升仍需等待政策出台以及房地产的好转。后续需要关注的重点包括，地产政策转向的效果及后续进一步的政策应对有待验证，关注三中全会各项改革方针的推出，以及海内外地缘政治环境对市场风险偏好的影响。

一、市场回顾

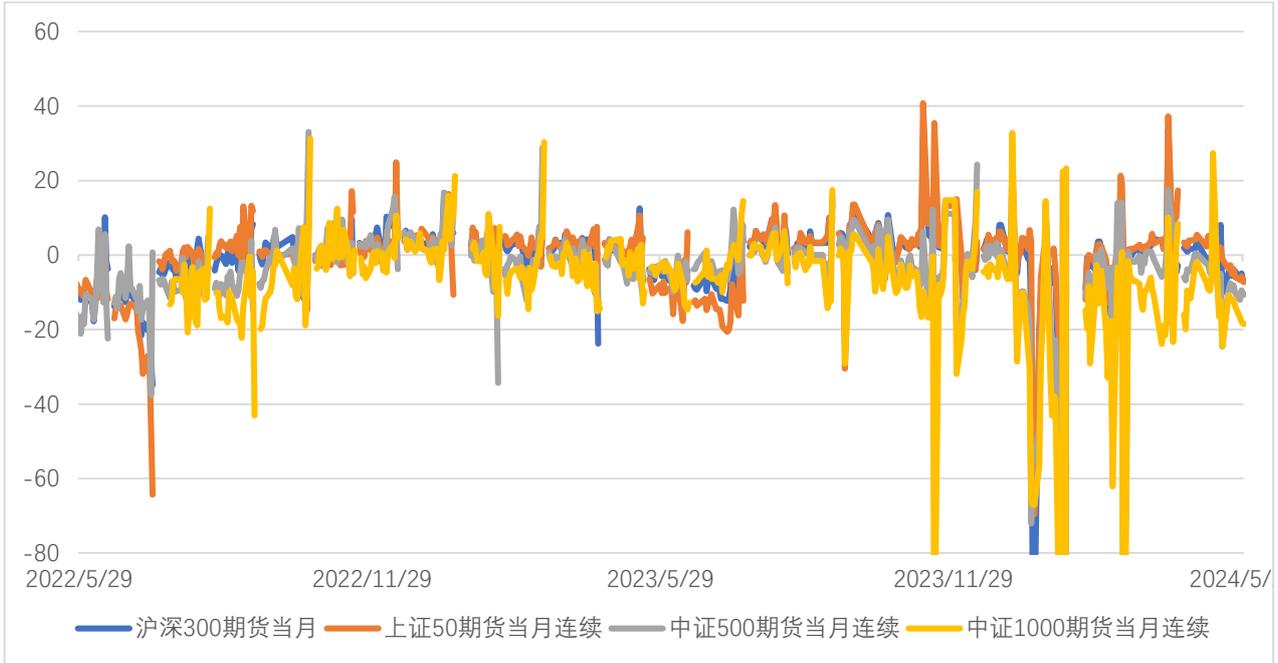
截至5月29日，主要指数本月震荡收涨，成长风格回调明显，三大指数中仅上证指数录得涨幅。两市成交量活跃度下行。沪指于3100点-3200点区间震荡，月末自高位回落后趋于弱势盘整，月涨0.20%，深成指以及创业板指分别跌1.80%、2.55%。四期指有所分化，在周期权重催化行情下，大盘股走势强劲，上证50及沪深300月涨1.17%、0.25%。中证1000相对弱势，月跌2.66%。期指基差与指数盘面情绪关联较强，四期指基差均较上月有所走弱，处于历史偏低水平。短期获利资金了结，市场面临震荡，受监管影响，雪球新产品较少，Alpha收益相比空头对冲成本优势凸显，中性策略产品新发意愿较强，预计后期基差走势偏弱震荡。维持IF/IH小幅贴水，IC/IM贴水判断。四期指净持仓来看，由于前期市场回暖，净空单均呈现不同程度回落，IC合约前二十名净持仓一度转正。不排除市场回调环境下净空再度扩大的可能。结合5月市场整体情况来看，行情步入震荡调整阶段，地缘政治因素干扰，政策预期交易接近尾声，短期指数趋势难显，上下空间均有限。静待三中全会政策落地对市场预期的提振。

图1 主要指数月度涨跌幅



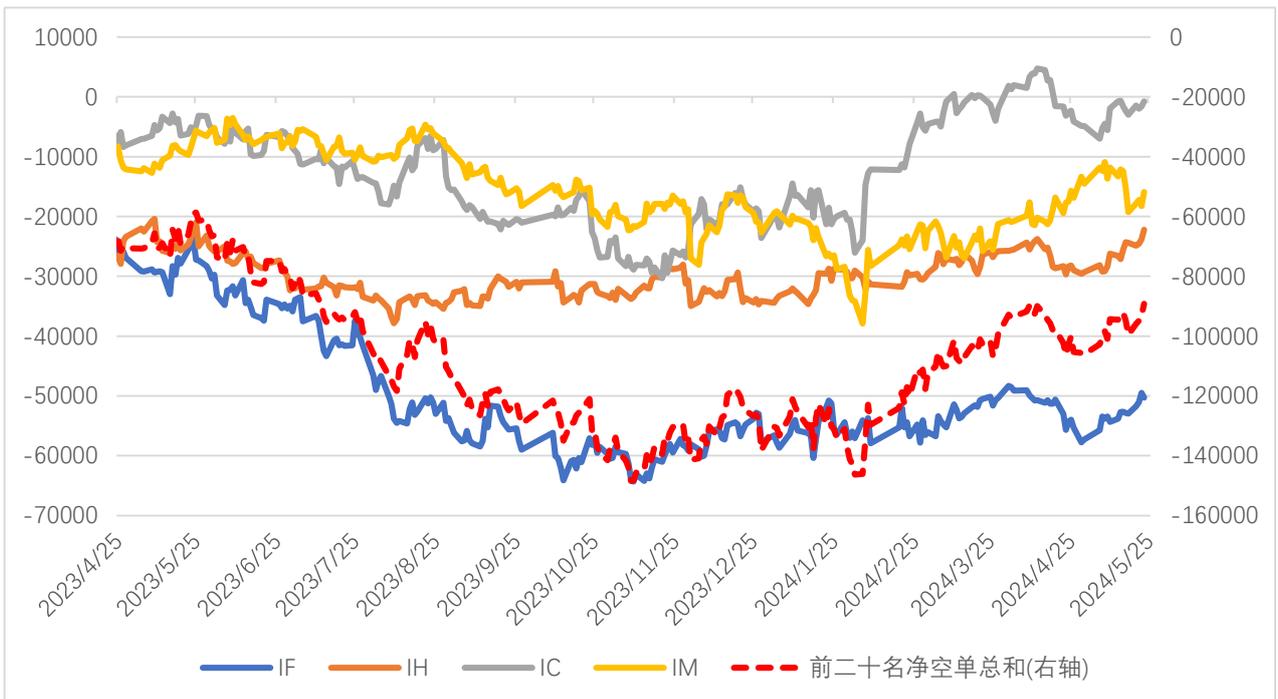
资料来源：瑞达期货、Wind

图2 股指期货主力合约年化基差率



资料来源：瑞达期货、Wind

图3 前二十名净持仓



资料来源：瑞达期货、Wind

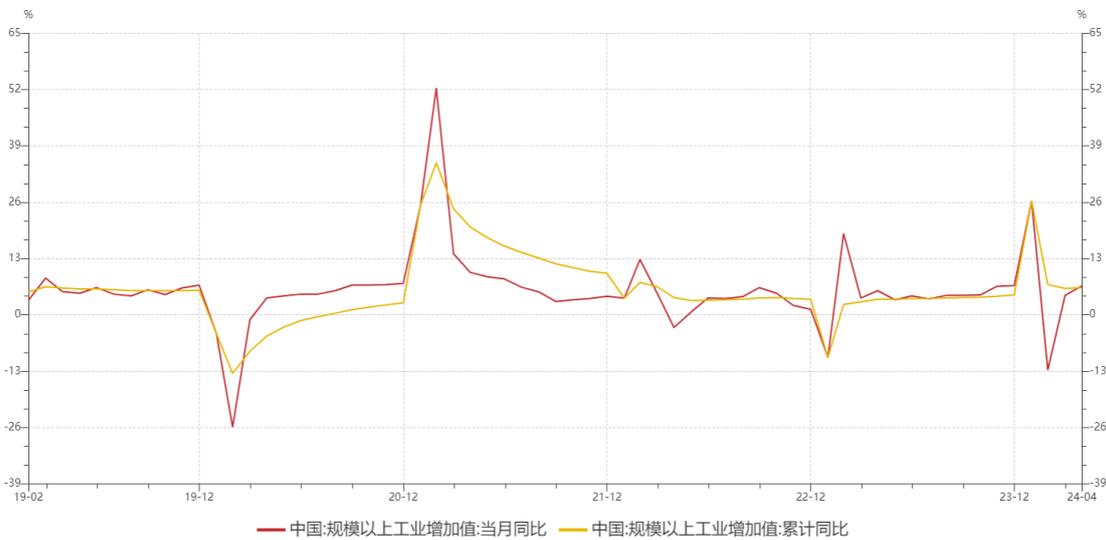
二、 基本面分析

(一) 工业修复斜率向上，装备制造领先增长

4月份，全国规模以上工业增加值同比增长6.7%，比上月加快2.2个百分点；环比增长0.97%。分三大门类看，采矿业增加值同比增长2.0%，制造业增长7.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长

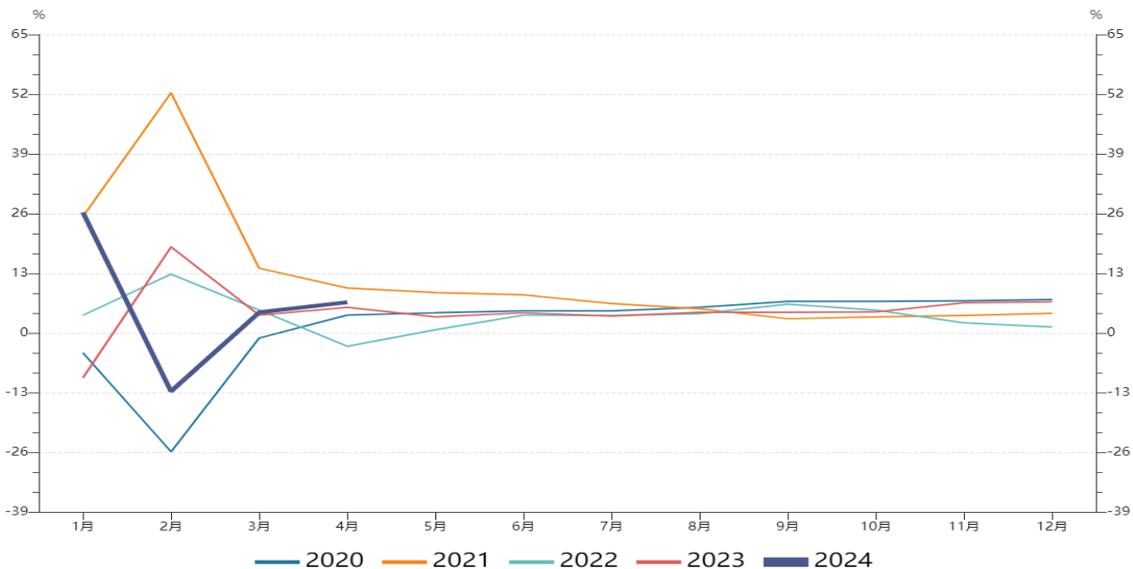
5.8%。从具体行业和产品来看，4月份，在工业41个大类行业中，36个行业增加值同比实现增长，增长面达87.8%，其中装备制造业领头增长，增加值同比增长9.9%，对全部规上工业增长贡献率达48.7%。从装备制造的细分领域看，汽车、电子、铁路船舶行业分别增长16.3%、15.6%、13.2%。从产品看，出口相关产业链及装备制造领域产品均维持高增，新能源汽车、集成电路、工业机器人等产品均保持高速增长。目前，新能源汽车产销和出口同比继续保持快速增长，汽车行业以旧换新等有关政策仍在深入实施，市场消费潜能有望进一步扩大，带动装备制造增速维持高增。整体来看，工业增长受益于年初以来“设备更新”落地效果不断显现，规模以上工业企业利润同比增速连续三个季度增长，PMI已连续两个月处于扩张区间，企业信心稳步回升，均指向工业经济持续回升在政策扶持下形成有力支撑。

图4 规模以上工业增加值（%）



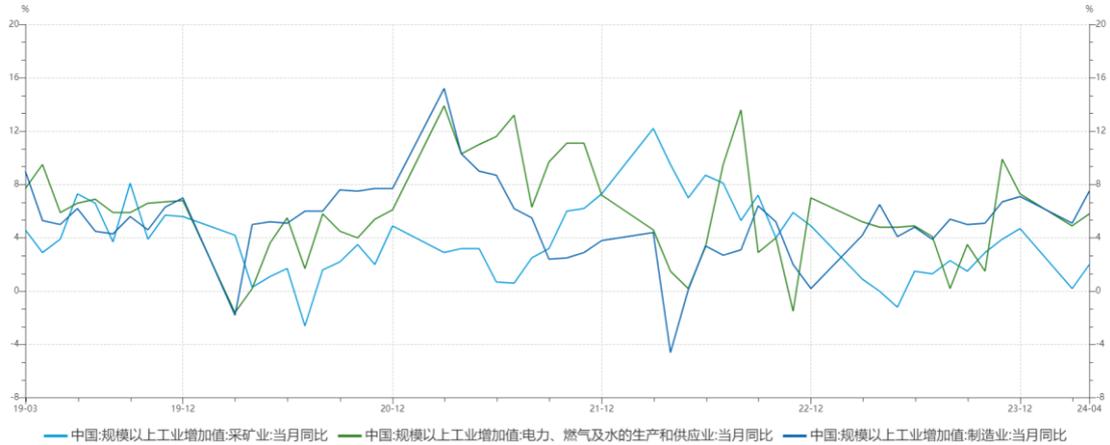
资料来源：瑞达期货、Wind

图5 工业增加值季节性对比（%）



资料来源：瑞达期货、Wind

图6 规模以上工业增加值分项 (%)

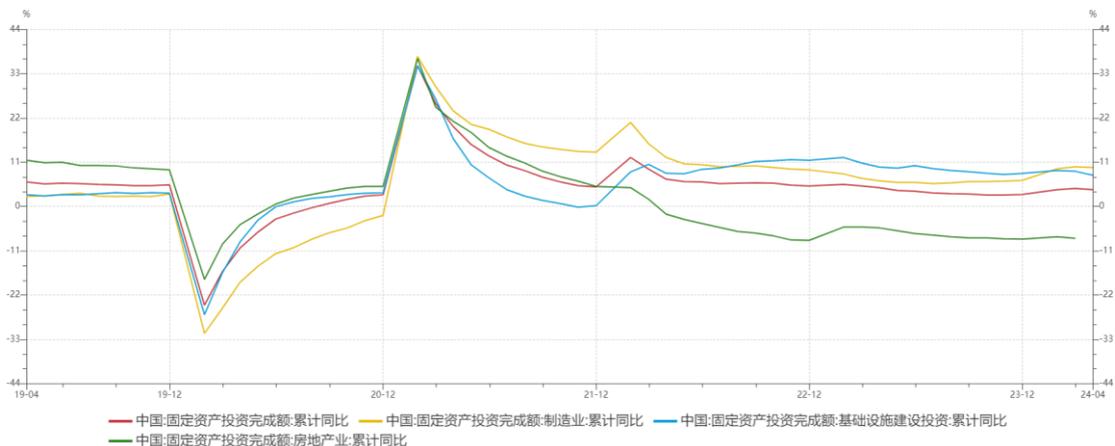


资料来源：瑞达期货、Wind

(二) 地产延续弱势格局，政策组合拳持续发力

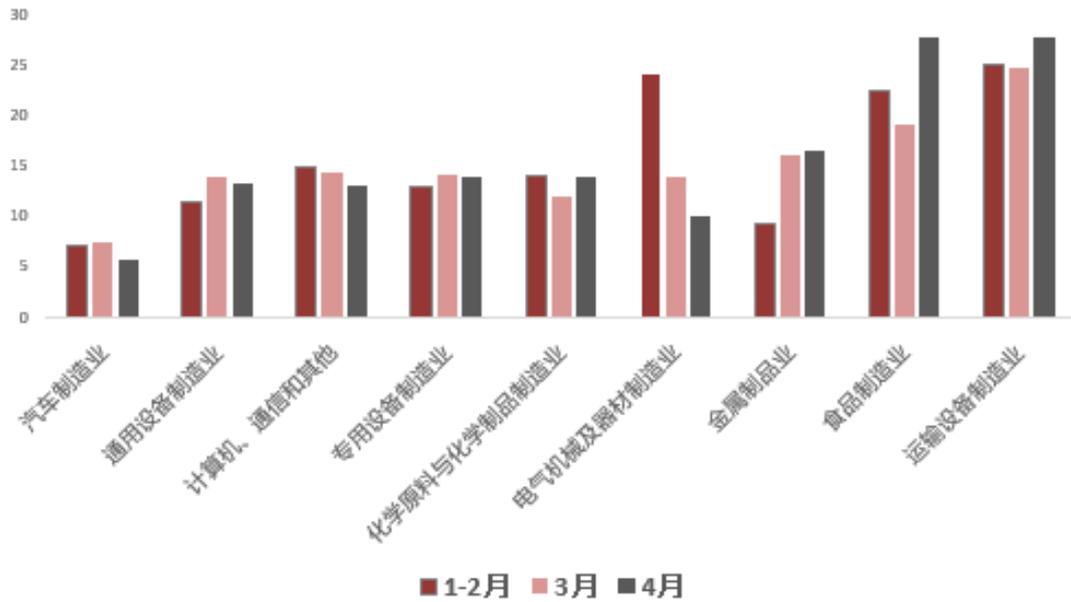
1—4 月份，全国固定资产投资同比增长 4.2%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长 8.9%。分领域看，基础设施投资同比增长 6.0%，制造业投资增长 9.7%，房地产开发投资下降 9.8%。1-4 月制造业投资增速仍然处于高位，新质生产力相关的高技术产业投资维持较高增速，高技术产业投资同比增长 11.1%。铁路仍作为基建投资增长的主要驱动力，整体道路投资边际走缓。出口相关产业投资处于高位，如铁路、船舶、航空航天和其他运输设备、电子设备、专用设备和通用设备同比增速走高。基建投资中，受万亿国债托底的水利管理、环保投资增长扩张，而与专项债关联较高的公共设施投资增速回落。专项债发行进度过慢对基建投资的拖累已有所体现，从 1-4 月份数据来看，专项债发行进度仅为 18.5%，不及过往平均量 40%，这一情况未来或伴随发行节奏加快而改善。

图7 固定投资完成额累计同比 (%)



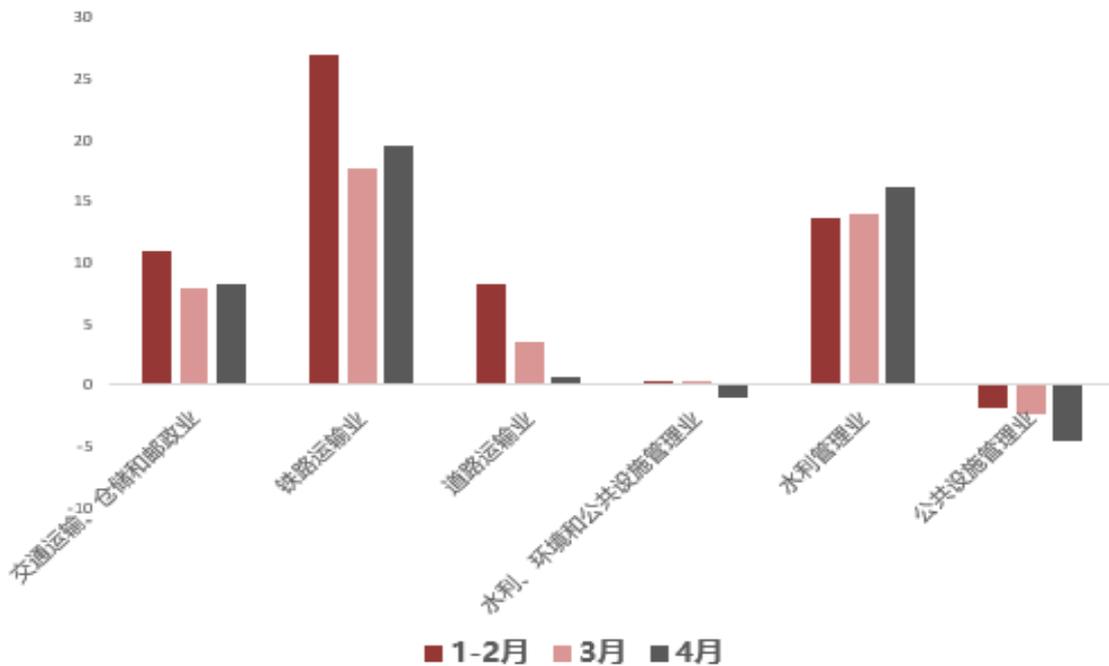
资料来源：瑞达期货、Wind

图8 制造业投资细项 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

图9 基建投资细项 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

1-4月全国房地产开发投资同比下降9.8%，开工施工延续大幅下滑，竣工保持-20%增速。4月土地成交面积同比下降35.57%，地产新开工、施工面积增速则持续改善。整体来看，供给端持续下降，销售端量价依旧低迷，居民购房意愿未见明显提升。然而，地产行业政策近期迎来重要基调变化的推进，从四月底的政治局会议的表态意味着，政策由点及面，全国范围内住房去库存的大幕拉开，新的政策定调给予地产

修复乐观的信心。五月提及的新“一揽子”去库存方案形成了政策组合拳，持续优化市场预期。从需求侧来看，限制性条件进一步放松，全国范围内调整首套房和二套房首付比例下限，下调住房公积金贷款利率；供给端则由地方政府主导收储，提出“商品房库存较多的城市，地方政府可以以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房”。行业扶持层面上，政策助力缓释行业相关主体风险，在广泛调研的基础上，准备出台妥善处置闲置土地、盘活存量土地的政策措施。

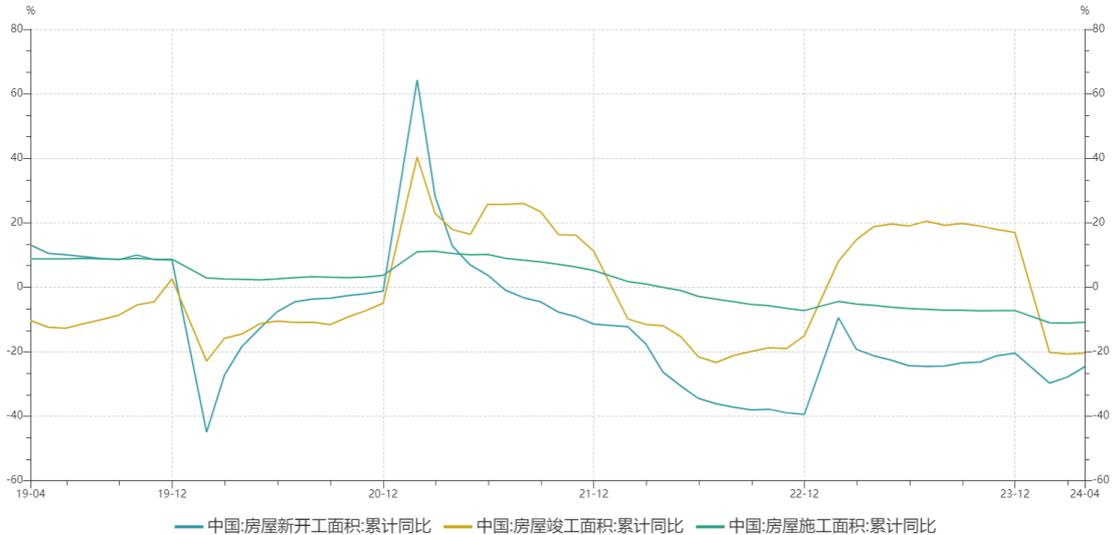
本次房地产政策需关注到落地后对楼市的拉升效果，考虑到本轮地产去库压力较上一轮较大（截至4月份，去库化周期超过22个月），政策端需要更大的力度托底，后续不排除政策空间继续加码。另外，关于保障性住房再贷款如何有效使用，以及针对政策实施主体地方政府而言，投放的资金量能否博回回报率与资金成本之差仍需持续关注。

图10 商品房销售面积（%）



资料来源：瑞达期货、Wind

图11 房地产新开工、施工以及竣工面积同比（%）



资料来源：瑞达期货、Wind

（三） 消费受制于基数效应，必需品消费稳健增长

4月份社会零售总额增长速度为2.3%，明显低于市场预期。1-4月份，我国消费零售总额同比增长4.1%。从消费类别来看，商品消费下滑速度较快。居民收入增速偏低的情况下，居民消费模式有所转变，商品消费增速持续低于餐饮收入。4月份商品零售增速2.0%，下滑0.7个百分点，餐饮消费4.4%，下滑2.5个百分点。今年以来，居民消费特征呈现必需品消费上行，居民减少非必要支出，规模以上单位餐饮收入增长为零，更多的是小规模餐饮的增长。此外，消费娱乐模式有所改变，娱乐活动具有更多自主性，体育娱乐装备和通讯产品消费上行。汽车消费高基数对整体消费增长的影响仍在延续，汽车消费增长-5.6%，增速继续下滑，扣除汽车消费增速后，整体社会零售总额增长为3.2%，提升0.9个百分点。后续来看，消费需求的回升仍需等待政策出台以及房地产的好转。新一轮消费刺激政策酝酿实施，财政在税收方面优惠或主要是涉及家用电器、汽车等以旧换新。此外，居民自身消费模式继续变化，旅游消费已经成为引领消费增长的主要变量。

就业方面，1-4月份，全国城镇调查失业率平均值为5.2%，比上年同期下降0.2个百分点。4月份，全国城镇调查失业率为5.0%，比上月和上年同月均下降0.2个百分点。本地户籍人口失业率在2023年下半年以来持续上升，但在2024年以来持续下降，印证了经济结构演变对固定就业的影响有所缓释，截至4月份，今年就业下沉的现象有所缓解，随着政策逐步将经济引导至新质生产力，劳动力市场结构性失衡将持续修复。

图12 社会消费品零售额同比增速 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

（四）社融信贷走弱，政策调整或是主因

整体来看 4 月信贷社融的表现出现异动。贷款总量虽然增长不少，但结构主要靠票据冲量。本次数据相对弱于预期，一方面是 PMI 仍处于扩张区间，一季度经济稳定增长；另一方面，央行对经济形势的判断较为积极，大幅加码的必要性下降。如一季度货币执行报告中表述的，“盘活被低效占用的金融资源，可能会使得信贷总量增速放缓”。防空转、季节性、供给节奏滞后等因素共同导致本月社融规模的低迷。

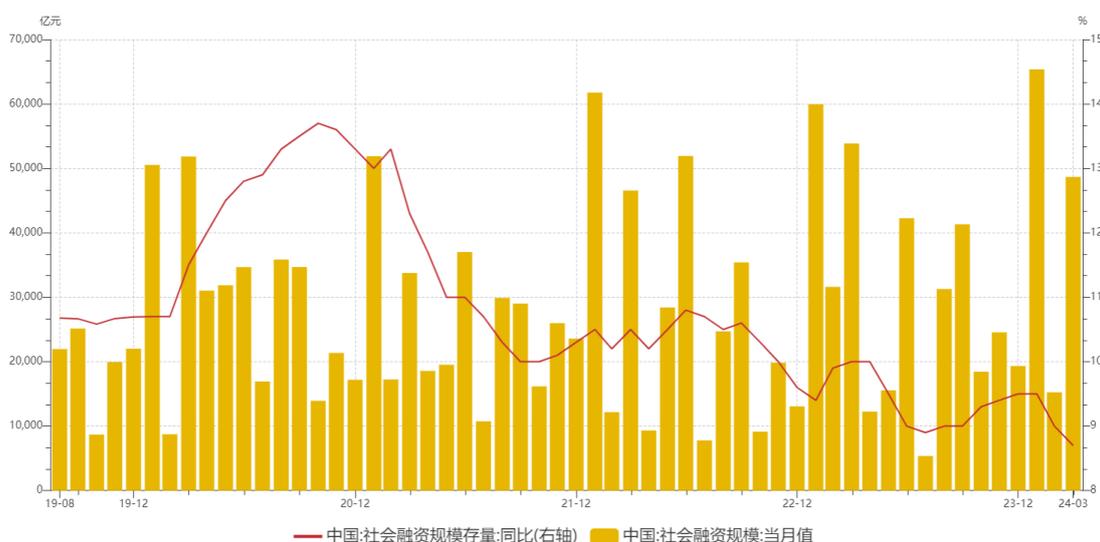
4 月，新增社融创历史同期新低至-1987 亿元，分项中，人民币贷款同比少增超 1100 亿元至 3300 亿元左右；政府债券融资转负值-980 亿元左右、去年同期为 4550 亿元左右；企业债券和股票融资同比分别少增 2500 亿元和 800 亿元左右；信托贷款、委托贷款和表外票据合计同比减少超 3100 亿元左右。分项中，政府债券融资同比大幅降低，这与地方债发行进度偏慢，单月到期规模较大有关。后续来看，前期发行偏慢意味着后期发行压力较大，超长期特别国债发行促进之下，利率债供给即将提速。非标融资同比减少规模亦较大，主要是源于表外票据走弱的影响。表外票据波动较大，季节性较强，3 月份表外票据增长较多，导致 4 月份大幅回落。此外，相关企业融资需求阶段性走弱亦导致表外票据同比下降。结构上可以发现，4 月短期贷款减少然而票据冲量走高，这或是因为大型银行的贷款无论是存量还是增量都没有太大规模压力，反而有压降规模缓解息差压力的必要。但中小行缺少贷款项目，票据是为数不多的冲量手段，尤其对大行而言需要保持一定的信贷投放强度。

4 月，新增人民币贷款 3300 亿元左右，同比变化不大，但结构走弱。信贷分项中，企业中长贷同比少增近 2600 亿元，企业短贷创同期新低至-4100 亿元，票据冲量至同期新高。新增单位活期存款-2.56 万亿元、为近 10 年同期新低，指向企业资金活化相对偏弱。可以以此印证的是，M1 同比增速转负至-1.4%、历史单月次低。新增居民中长贷、居民短贷双双创历史同期新低，与地产商品房销售偏弱、居民消费倾向

尚待进一步修复等有关。虽然 4 月假期消费数据亮眼，服务业 PMI 持续处于扩张区间，但这并未与居民短贷同步，可能反映居民端除节假日以外的消费仍然偏弱，全月整体仍趋向淡季，此外，4 月车市销量与楼市销售共同走弱亦能够解释居民中长期贷款转负的原因。整体来看，信贷结构上表现为居民与企业双双“去杠杆”，地产、消费仍然偏弱，经济内生动力尚未完全修复，仍需关注后续地产、消费等政策力度与效应的落实。

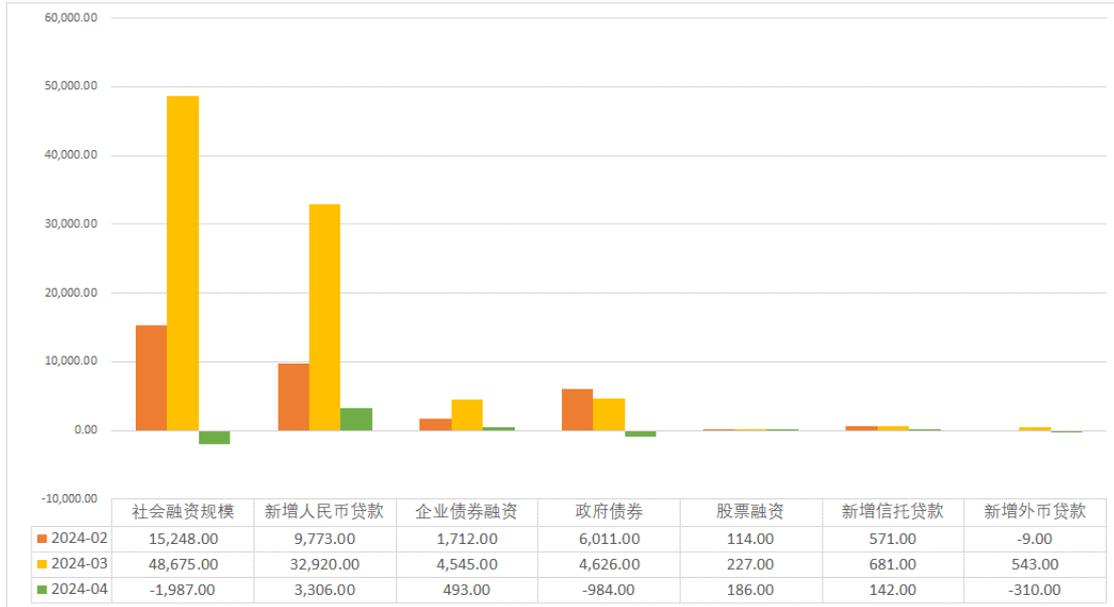
4 月，M1 同比转负至-1.4%、较上月回落 2.5 个百分点，其中，M0 同比回落 0.2 个百分点，单位活期存款增速降幅扩大至-3.73%。M2 同比回落 1.1 个百分点至 7.2%，分项中，企业、居民存款同比多减 6500 亿元和 1.73 万亿元左右，非银存款转负至 -3300 亿元，财政存款同比少增近 4000 亿元。M1 单月同比大幅走弱，一方面，央行加大防资金空转力度，4 月中旬市场利率定价机制明确禁用手工补息突破存款利率吸纳存款，导致整体存款派生弱化，4 月的低于季节水平的新增居民及企业存款可以印证，企业存款水位的下降进而拖累 M1 增速。另一方面，年初以来相对偏弱的基建、地产项目在于季度初也未见明显起速，加之财政融资节奏较慢，M1 增长相对承压。近年来 M2 与 M1 增速“剪刀差”持续处于高位，主要原因是房地产市场低迷背景下，居民购房需求下降，居民存款向房企活期存款转移受阻；同时，在经济下行压力下，企业经营投资活跃度偏弱，资金活化比重下降。5 月禁止手工补息的技术性影响有望下降，考虑实体经济融资需求偏弱，后续关注各项政策，特别是地产政策效应的落实，有望提振整体经济内生增长。

图13 社会融资规模（亿元，%）



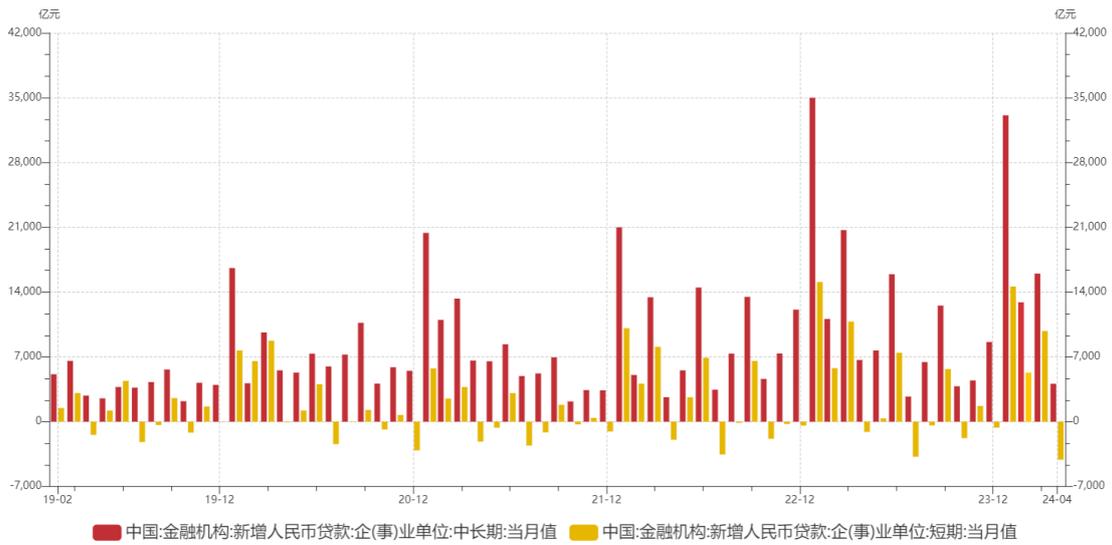
资料来源：瑞达期货、Wind

图14 社会融资规模分项（亿元）



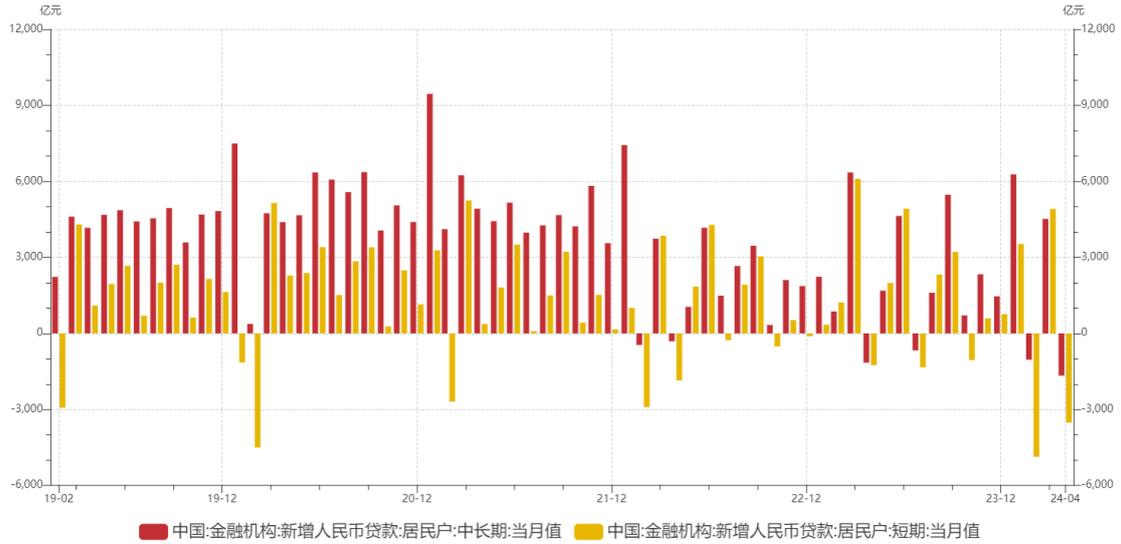
资料来源：瑞达期货、Wind

图13 企业端贷款（亿元）



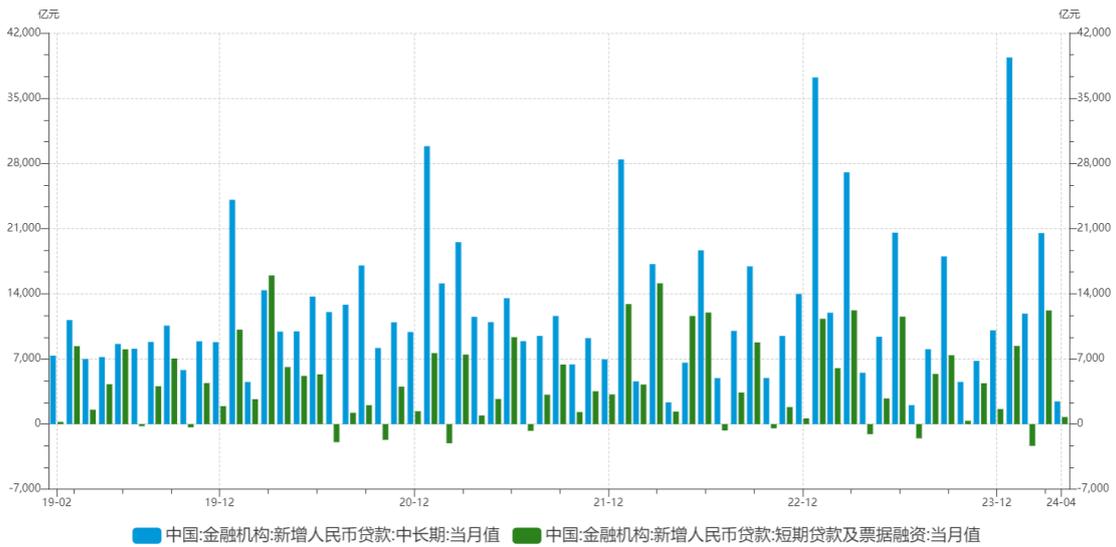
资料来源：瑞达期货、Wind

图14 居民端贷款（亿元）



资料来源：瑞达期货、Wind

图15 新增人民币中长期及短期贷款（亿元）



资料来源：瑞达期货、Wind

图16 M2-M1剪刀差（%）



资料来源：瑞达期货、Wind

三、重要政策解读——楼市迎重磅政策，稳市场力度持续加大

自4月30日政治局会议明确“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”以来，地产政策的进一步松绑也成为节后市场热议的话题。5月17日各项政策陆续推出，央行、国家金融监督管理总局发布通知涉及首付比例，下调住房公积金贷款利率，以及取消首套、二套房贷款利率政策下限，并设立3000医院保障性住房再贷款，支持地方政府从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已出让的闲置存量住宅用地，以帮助资金困难房企解困。

1、下调首付比例5个百分点，首套从20%降到15%，二套房从30%降至25%；个人公积金利率下调0.25%；取消商贷利率政策下限。

(1) 15%首付比例是自从1998年房改以来的最低首付比例，降低首付可以降低置业门槛，意味着居民杠杆率也将迎来提升，同时可以吸引更多刚需或潜在的购房者进入房地产市场，有助于提升市场交易量，提升市场的活跃度。

这一举措对北上广深等少数大城市效果较为显著，降低首付比例的同时也意味着买房杠杆达到6.6倍，房价下跌15%就会变成负资产。在未来预期不明的情况下，居民对加杠杆大多保持谨慎态度。这意味着购房者需要支付的初始资金减少。这可以吸引更多的潜在购房者进入市场，尤其是那些原本因首付压力较大而犹豫不决的购房者。首付门槛的降低有助于提升市场交易量，对于拉动市场交易具有明显作用。

(2) 取消商贷利率政策下限，并将个人公积金利率下调0.25%，5年以内公积金贷款利率调整为2.35%，5年以上降至2.85%，均创历史新低，低于部分经营贷。这将使得购房者的贷款成本降低，刺激购房需求。自2023年1月以来各地实质上已经开始突破房贷利率下限，截至4月末，全国343个城市中已

经有 67 个取消了首套房贷款利率下限，此次全面取消住房贷款利率下限有望带动更多城市取消利率下限。需要注意的是，当前存量按揭人的商业房贷利率相对新房仍处于高位，提前还款压力仍有可能对银行带来影响，若未改善降低，居民提前还贷潮料将持续，或导致潜在购房者继续观望，后续不排除通过进一步调整 LPR 利率减轻存量房贷压力。

以上首付与贷款利率双重降低的三项政策主要是针对居民端的购房支持政策，本质是刺激潜在购房群体继续加杠杆来实现去化，助于促进交易量的增加，进一步推动房地产市场的稳定发展。但政策调整能否对市场需求侧形成明显刺激仍有待观察。当前全国（除了北京）首套房利率进入 3%+时代，回顾 2014-2016 年周期，从基准利率下调的幅度、房贷利率打折水平来看，政策调整并非一蹴而就，而商品房市场的回暖进程相对政策落地相对滞后。

2、央行设立 3000 亿元保障性住房再贷款，可带动银行贷款 5000 亿元，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售的商品房，用作配售型或配租型保障性住房。

（1）3000 亿元保障性住房再贷款，利率 1.75%，期限 1 年，可以展期 4 次。央行按照贷款本金 60% 向全国 21 家银行发放再贷款，银行再向地方国有企业发放贷款，可带动银行贷款 5000 亿元。虽然此次再贷款整体体量不大，但释放的信号较为明确，通过降低融资成本，有利于政策的可行性，推动金融机构对相关项目的支持。

（2）本次政策明确收购主体是地方国企，收购目标是房地产企业已建成未出售的商品房，可以帮助新房去库存。在严控地方政府债务风险的背景下，政策明确规定了收购主体不得涉及隐债、也不的为政府融资平台，在控制地方政府债务的同时限制也将有助于相关项目再贷款资金更好的用于相关项目。当下我国房地产供求关系已发生较大改变，通过政府回购不仅能加快商品房去化，还能提高保障性住房的供给量，满足居民的住房需求，加快房地产市场供需格局的转变。。

3、政府收储托底，可避免短期内楼市断崖式下滑，有托举和稳定预期的作用，也可化解城投的风险，资金的规模和持续性是关键

（1）最近几年各地城投拿地托底，积累了大量未开放土地，现在根据收储需求开发，地方政府再根据市场价格收购用作公租房，可以释放城投风险，且减少银行系统内风险的堆积。

（2）政府收储早有先例，过去市场以旧换新，是国资收购二手房让购房者买新房，如郑州，10000 套以旧换新名额中，5000 套是郑州国资收购的。现在的政策是收购已建成未出售的商品房，主要是为了新房去库存。

（3）政府收储有两个关键问题：资金从何而来？收益如何覆盖成本？资金方面，地方财政、城投平台自筹资金、租赁住房支持计划是主要资金来源，本次设立 3000 亿元保障性住房再贷款，补充了资金来

源，地方政府专项债、特别国债也是资金来源，但是仍然不足以支撑全国推广收储，预计在高库存的城市落地，去库存效果不如当年棚改货币化。目前国内超过 20 个月，截止今年四月商品房待售面积达到 74553 万平方米。根据市场人士测试，针对新房市场，政府收储连续 3 年，每年 5 万亿规模，若连续 3 年，累计 7-10 万亿资金。收益方面，目前大部分城市的租金回报率不高，收储用作保障房或租赁房或面临成本覆盖的压力。

四、股指资金供需对比

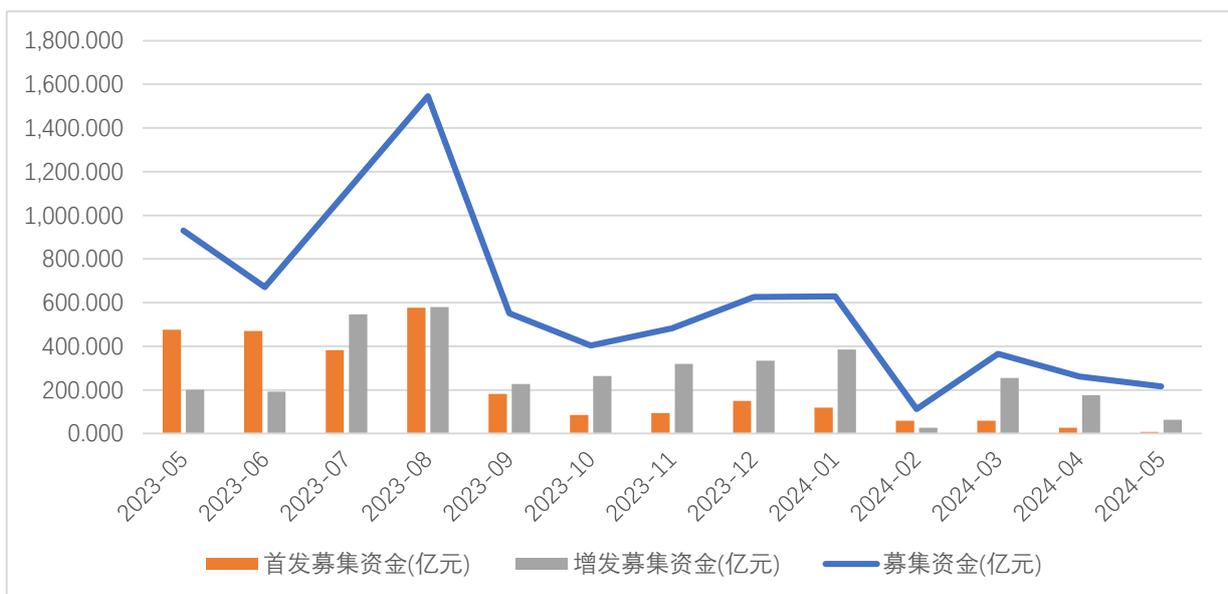
（一）资金消耗

1、一级市场

据 wind 数据统计，截至 5 月 29 日，2024 年 5 月股权融资规模为 215.67 亿元，相较于 4 月份市场有所下降，处于低位水平。募集家数总共 11 家，较 4 月份大幅下降。5 月份首发募集资金总 7.41 亿元，增发募集资金总额为 63.66 亿元，资金规模均较上月下降。4 月 30 日，沪深北交易所修订发布了股票发行上市审核规则等业务规则，进一步从源头上提高上市公司质量。此外，本次修订沪深北交易所均进一步强化了现场督导力度。明确遏制“一督就撤”现象，强化严监管警示震慑。对现场督导发现的违规行为，将采取相应的自律监管措施或者纪律处分。

近期证监会和交易所陆续出台资本市场“1+N”配套制度规则，其中的发行上市规则修改了主板、创业板发行上市条件和板块定位要求，具体制度完善后，平稳推进发行上市审核工作有了更为明确的标准。另一方面，前期多数公司因 IPO 申请文件中的财务资料超过有效期而中止审核，日前申报企业陆续提交 2023 年财务数据，进入恢复审核程序，相关审核工作需要继续依法依规予以推进。

图 17 一级市场对资金消耗情况

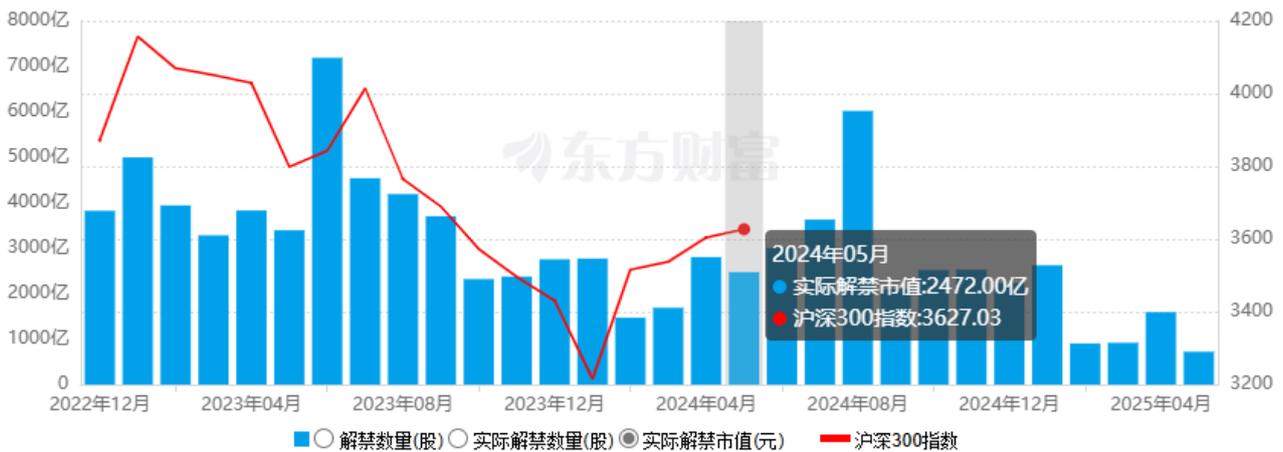


资料来源：瑞达期货、Wind

2、大股东二级市场及回购交易情况

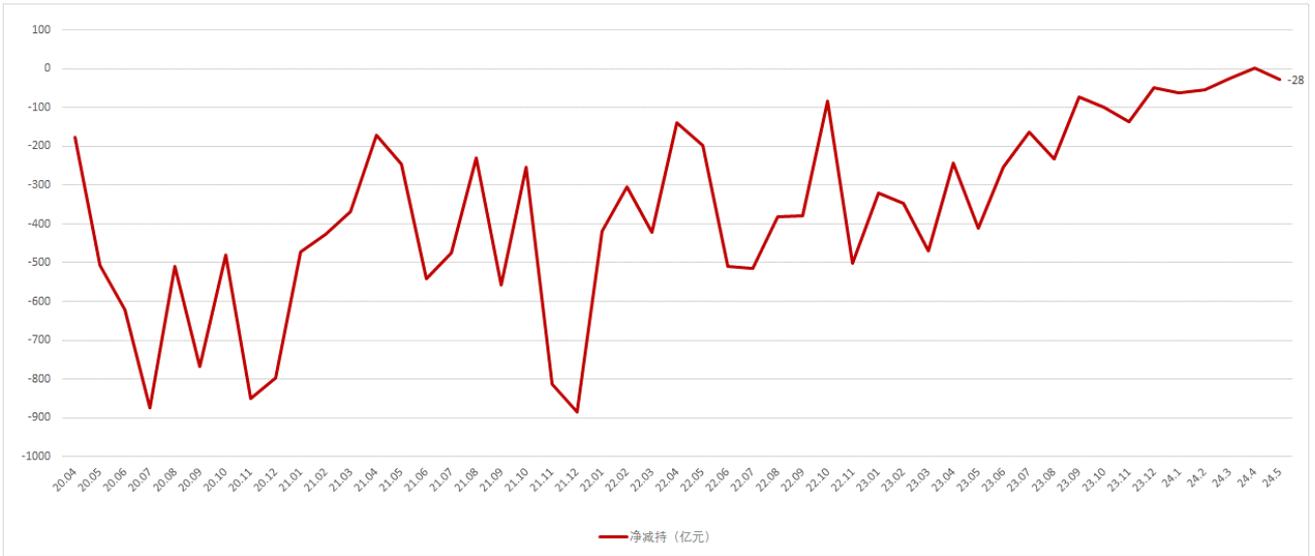
截至5月29日，从重要股东二级市场交易公告来看，4月份重要股东期间回购总金额为486.73亿元，相较于4月份而言变动不大。回购家数为1100家，较4月相对持平。随着中国证监会此前就“活跃资本市场、提振投资者信心”推出一揽子措施，沪市公司维护价值投资意识不断强化，回购增持内在动力显著增强，以实际行动提振投资者信心。此外，5月份减持市值为63.41亿元，减持家数为134家，相较于4月份而言继续下降。5月份增持市值为35.40亿元，增持家数为205家，相较于4月份有所下降。5月份净减持市值为28.00亿元，随着市场再度步入震荡区间，虽于减持端受到政策规范，股东增持意愿减弱使得本月再度由上月净增持转变为净减持。5月24日，证监会正式发布《上市公司股东减持股份管理暂行办法》及相关配套规则，进一步规范股份减持行为。这距离征求意见稿发布仅相隔一个多月时间。今年4月12日，证监会就《上市公司股东减持股份管理办法（征求意见稿）》公开征求意见，这部被称作是A股史上最严、最全的减持规定受到关注，预计持续利好A股中长期良性发展。

图 18 限售解禁市值



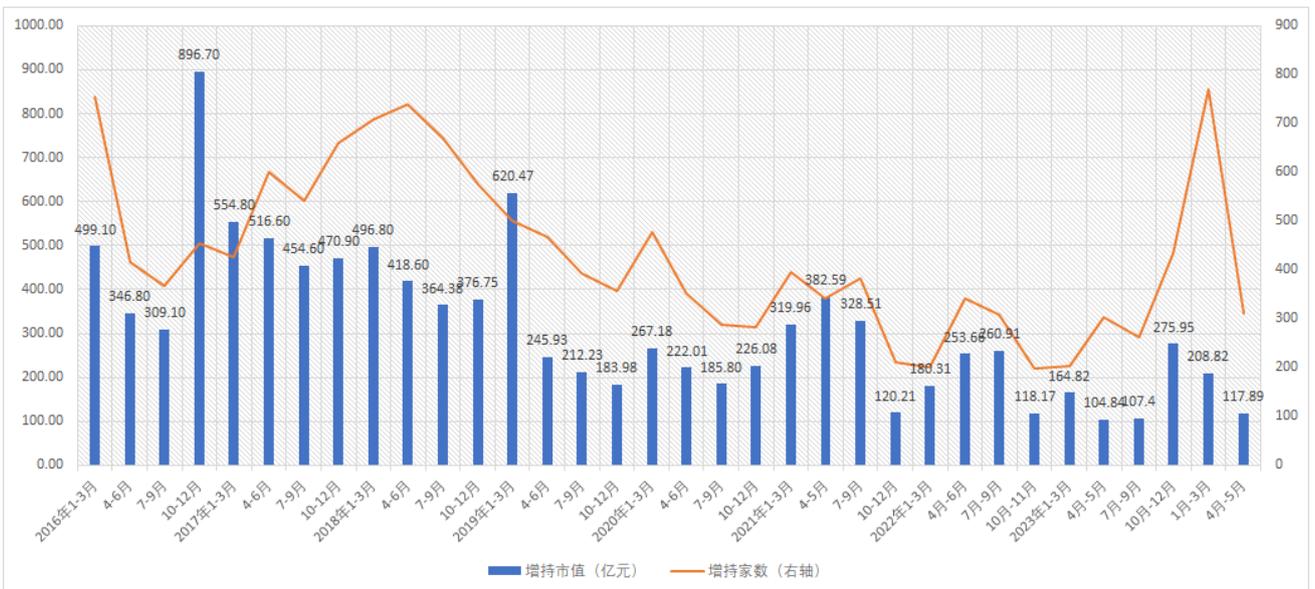
资料来源：瑞达期货、Wind

图 19 大股东净增（减）持变化



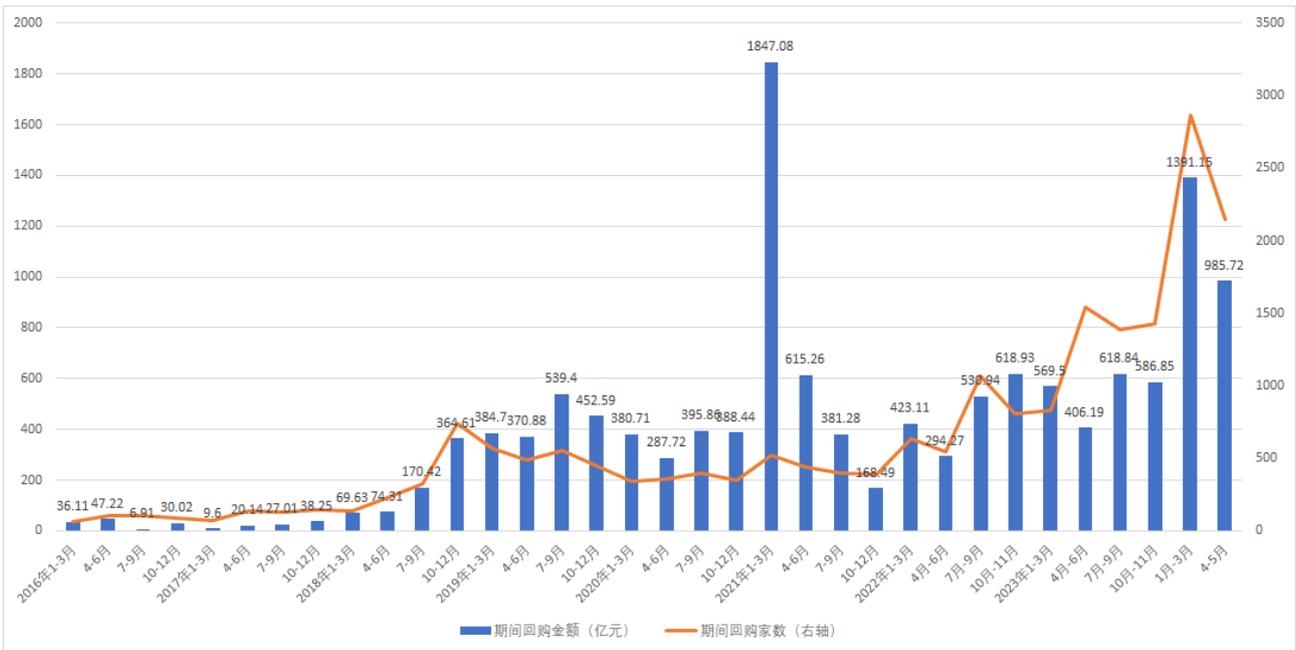
资料来源：瑞达期货、Wind

图 20 大股东增持情况



资料来源：瑞达期货、Wind

图 21 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5月29日，开放式基金股票投资比例为70.79%，与4月相比相对持平。5月份，股票投资比例整体维持平稳。2024年一季度末，主动权益类基金持股比例平均为87.14%，相对2023年四季度，电力设备及新能源和有色金属占比上升较大，而在电子和医药占比下降较多。从一季度的基金持仓来看，混合型加股票型基金规模增长环比基本持平，偏股型基金仓位下降，股市增量资金未见明显增加。从资金供给层面难利好A股，资金博弈局面短期或仍激烈，结构分化程度可能加剧。

图 22 基金分类股票投资比例



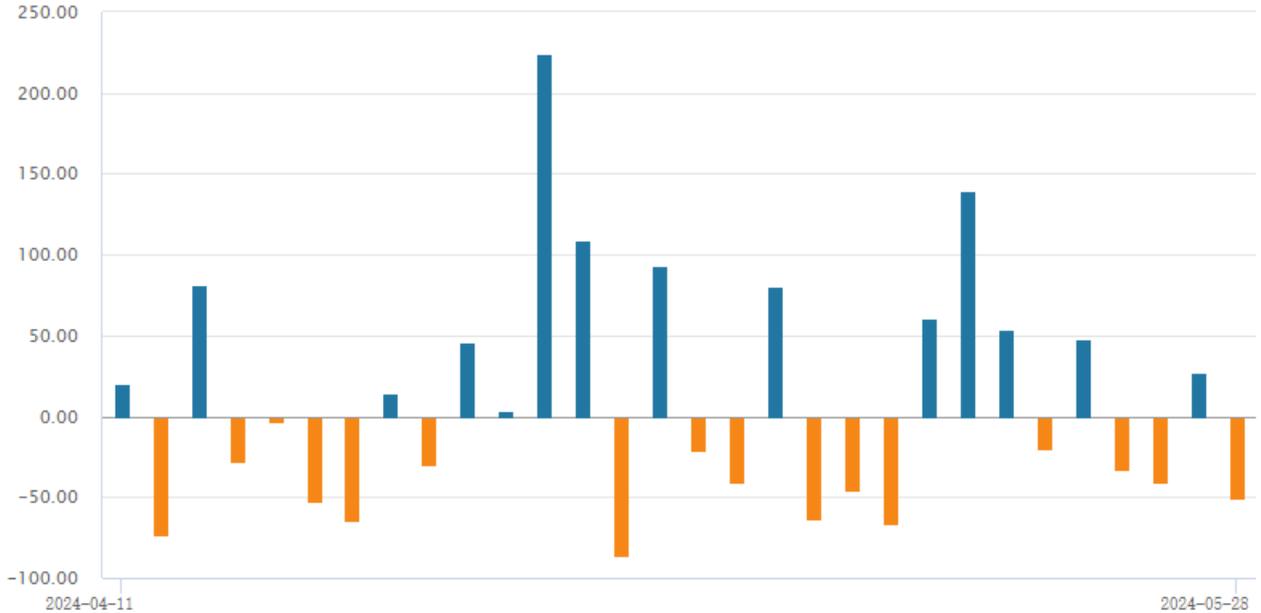
资料来源：瑞达期货、Wind

2、外资净流入

截至5月29日，5月份北向资金转为净流入，陆股通净流入121.33亿元。沪股通净流入175.16亿元，深股通净流出53.83亿元。本月房地产政策转向对于市场信心提振较大，资金做多意愿增强。月末，美国就

业市场数据再度引发美联储降息路径分歧，美元有所反弹，人民币币值波动再度放大，外资净流入面临压力。回顾 2015 年以及 2018 年 A 股市场底部区间，均伴随着外资大幅卖出的情况，然而可以关注到低估值下，外资大幅加码 A 股市场的意愿亦较高，底部回升阶段多数伴随着外资后续大幅净流入的情况，静待全球市场流动性环境改善，权益资产风险偏好有望于明年继续回升。

图 23 陆股通资金近 30 日流向（亿元）（日）

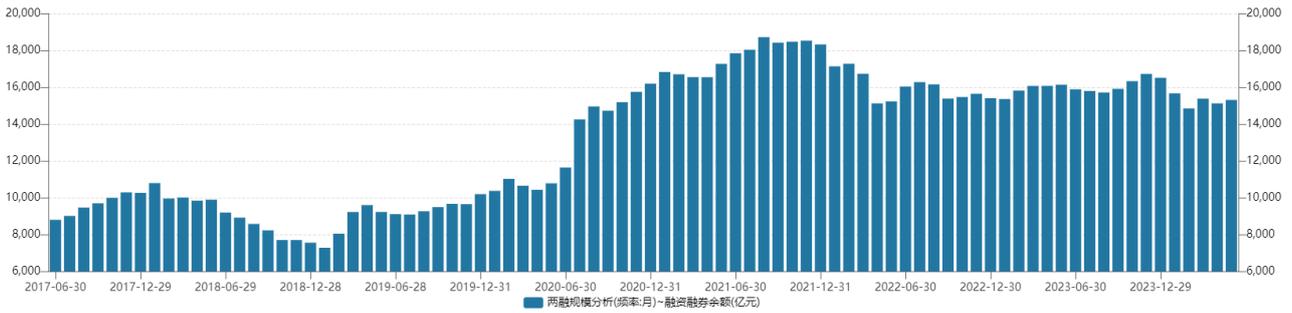


资料来源：瑞达期货、Wind

3、两融余额

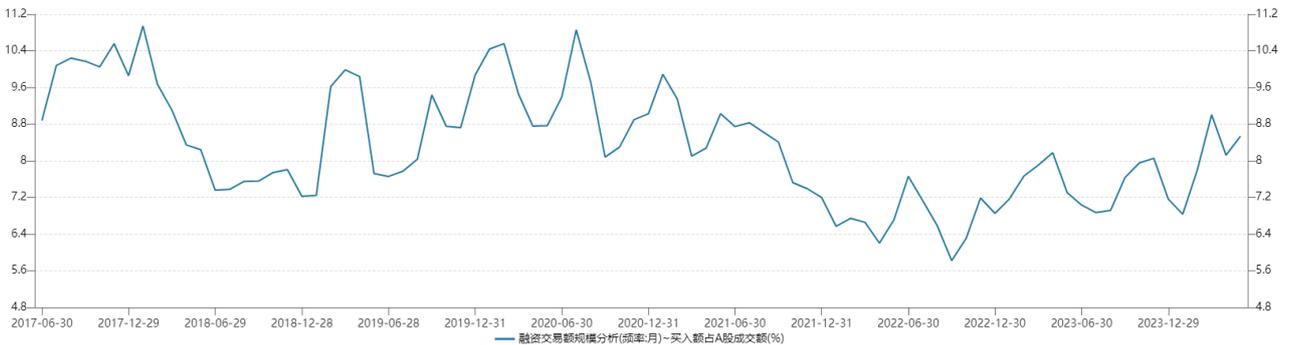
截至 5 月 29 日，两融余额为 15307.11 亿元，较 4 月末有所上升，其中融资余额明显上升，融券余额基本持平。5 月份融资期间买入额为 12628.40 亿元，融资买入情绪降温。从融资买入额占 A 股成交额比例来看，5 月融资买入额 12628.40 亿，占 A 股成交额比例为 8.53%，相较于 4 份而言上升，源于 5 月市场整体成交活跃度下降的影响。2024 年以来，A 股两融交易额累计 55273.59 亿元，日均融资买入额 746.94 亿元，占 A 股日均成交额的 8.36%。当前 A 股市场交投仍处于温和区间。随着汇金增持消息叠加万亿国债政策支撑，带动资金做多情绪回暖。然当前国内经济仍处于弱复苏阶段，政策对经济的效力尚未完全体现，不排除后续情绪再度降温的情况。

图 24 融资融券余额



资料来源：瑞达期货、Wind

图 25 融资买入额占 A 股成交额比例 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

五、市场估值分析

当下权益市场估值和基本面情形相匹配。截至 5 月 29 日，全部 A 股市盈率处于 16.76 倍，随着市场情绪转暖，估值相较于上月有所回升。主要宽基指数估值均调整至历史 25 分位数位置下方，沪深 300 以及中证 500 显著低于历史 25 分位。股债 ERP 为 2.31，随着市场稳步回升，自高位有所下降。风险溢价上行可能既体现股债周期运行，也反映资产估值中枢发生变化，这导致了近年来股债估值的运行区间不再固定，继而削弱了资产价格均值回归特征。**资产估值中枢的变化或能体现在我国经济目前面临四个重大结构性变化：人口增速放缓、地产周期下行、逆全球化加深、居民杠杆率趋平。**长期结构性因素可以改变经济主体的长期预期，最终影响资产估值中枢。对于风险溢价来讲，增长中枢越低、通胀中枢越高、宏观波动越大，投资者要求的风险补偿越高，中枢上移幅度可能越大。

目前处于经济弱修复、流动性宽松、政策加码的阶段，低估值意味着市场或接近寻底阶段，是否企稳需等待政策对市场信心的提振。海外上，若美债利率企稳、美联储逐渐退出加息周期，伴随着中国制造业的复苏，国内货币、财政、资本市场政策加码，极具性价比的 A 股市场有望磨底后向上，回归理性价值。

图 26 全 A 市盈率 (TTM-整体法)



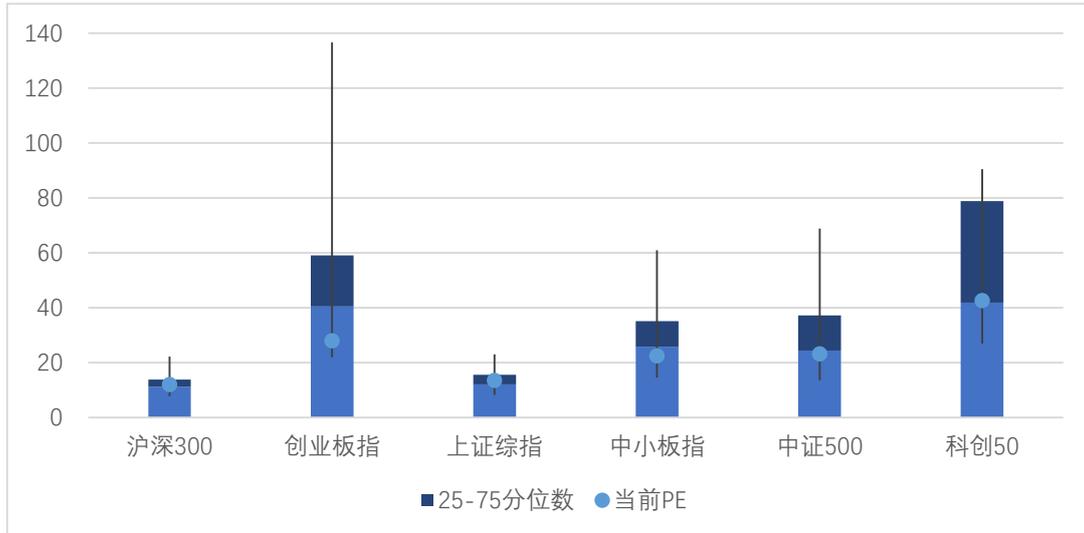
资料来源：瑞达期货、Wind

图 27 股债风险溢价



资料来源：瑞达期货、Wind

图 28 A 股主要宽基 PE 估值



资料来源：瑞达期货、Wind

六、六月份股指走势展望

本月主要指数震荡收涨，成长风格回调明显，三大指数中仅上证指数录得涨幅。四期指基差均较上月有所走弱，处于历史偏低水平。短期获利资金了结，市场面临震荡，受监管影响，雪球新发产品较少，Alpha收益相比空头对冲成本优势凸显，中性策略产品新发意愿较强，预计后期基差走势偏弱震荡。四期指净持仓来看，由于前期市场回暖，净空单均呈现不同程度回落，IC合约前二十名净持仓一度转正。不排除市场回调环境下净空再度扩大的可能。结合5月市场整体情况来看，行情步入震荡调整阶段，地缘政治因素干扰，政策预期交易接近尾声，短期指数趋势难显，上下空间均有限。

海外层面，随着美国出行旺季到来、OPEC+预计仍将延续减产，油价可能还将反弹，加之美国经济基本面仍表现出较强韧性，以及市场对美联储年内降息的预期已降至仅1次左右，短期内降息预期再度大幅升温的可能性很小。在10年期美债收益率高位震荡的情形下，10年期中债利率或仍将延续震荡行情，中美10年期利差深度倒挂状态短期难以快速改变，外资面临较大流出压力。

国内层面，工业增长受益于年初以来“设备更新”落地效果不断显现，规模以上工业企业利润同比增速连续三个季度增长，PMI已连续两个月处于扩张区间，企业信心稳步回升，均指向工业经济持续回升在政策扶持下形成有力支撑。基建投资中，专项债发行进度过慢对基建投资的拖累已有所体现。地产供给端持续下降，销售端量价依旧低迷，居民购房意愿未见明显提升。然而，地产行业政策近期迎来重要基调变化的推进，从四月底的政治局会议的表态意味着，政策由点及面，全国范围内住房去库存的大幕拉开，新的政策定调给予地产修复乐观的信心。五月提及的新“一揽子”去库存方案形成了政策组合拳，持续优化市场预期。消费需求的回升仍需等待政策出台以及房地产的好转。金融数据方面，4月信贷社融的表现出现异动。贷款总量虽然增长不少，但结构主要靠票据冲量。如一季度货币执行报告中表述的，“盘活被低效占用的金融资源，

可能会使得信贷总量增速放缓”。防空转、季节性、供给节奏滞后等因素共同导致社融规模的低迷。

后续需要关注的重点包括，地产政策转向的效果及后续进一步的政策应对有待验证，关注三中全会各项改革方针的推出，以及海内外地缘政治环境对市场风险偏好的影响。

图29 沪指K线图



资料来源：瑞达期货、Wind

六、期指交易策略

5月股指行情整体呈现出轮动震荡走势，沪指成交量回落到8000亿元下方，资金博弈剧烈，或仍在等待业绩验证为主。品种表现来看，IC、IM在春季上涨行情后有所回落。由于当前经济恢复节奏为曲折向上，资金偏好在前期大幅反弹后可能再度回到现实验证的交易主线。6月可能以业绩更稳定向好的大盘蓝筹指数表现占优，可尝试逢低建仓多IF空IM跨品种套利组合。

六月策略：

1) 多IF2409空IM2409

参考入场指数点位：-1743附近

方向：多

止盈设置：-1593

止损设置：-1793

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。