

市场主升逻辑缺失，阶段性上涨为主

——兼股指期货投资交易策略分析

研究所 金融期货研究部 汪洋

2019年7月

国内大类资产配置回顾及2019展望

	上海二手房价	理财	债券	黄金	原油	沪深300	国内大宗商品
2005	10.5	3.0	7.2	17.9	46.8	-7.7	19.8
2006	-0.6	3.2	2.4	23.2	4.7	121.0	6.9
2007	35.4	7.5	0.0	31.0	62.1	161.5	9.3
2008	4.5	6.5	10.5	5.8	-60.8	-65.9	-35.1
2009	8.8	4.5	0.1	24.4	116.9	96.7	60.7
2010	1.9	4.4	2.0	29.5	15.3	-12.5	12.0
2011	0.8	5.3	5.1	10.1	20.1	-25.0	-17.0
2012	0.5	5.3	3.7	7.1	0.9	7.6	4.2
2013	12.8	5.1	-0.3	-28.0	0.2	-7.6	-12.4
2014	-1.3	5.7	10.3	-1.8	-51.8	51.7	-16.5
2015	11.2	5.1	8.2	-10.4	-39.9	5.6	-14.5
2016	24.1	4.1	1.8	8.5	70.5	-11.3	51.3
2017	-0.1	4.6	0.3	13.2	21.0	21.8	7.9
2018	-2.2	4.7	8.0	-2.1	-17.2	-25.8	-6.0
累计	162.0	95.9	77.0	191.0	46.5	199.1	35.8
年化	7.1	4.9	4.2	7.9	2.8	8.1	2.2

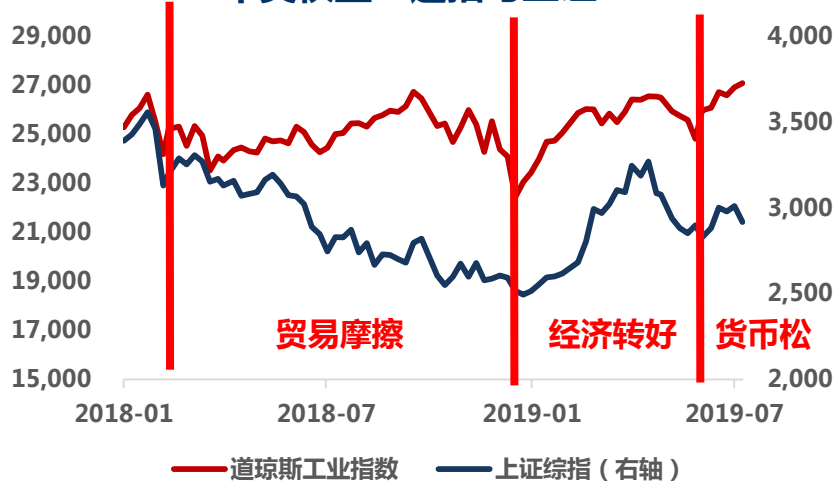
2019年中国经济周期判断：中国经济处于下行趋势，政策面较为进取，外需较弱且仍有较大不确定性。综合来看，2019年，中国经济上半年压力较大，下半年有望企稳，全年通胀较低，房地产下滑、基建投资略升，外需有所降温。

2019年大类资产配置观点：债券的确定性高、理财产品收益率仍可能下行、房价略降、商品较弱、股市弹性大。

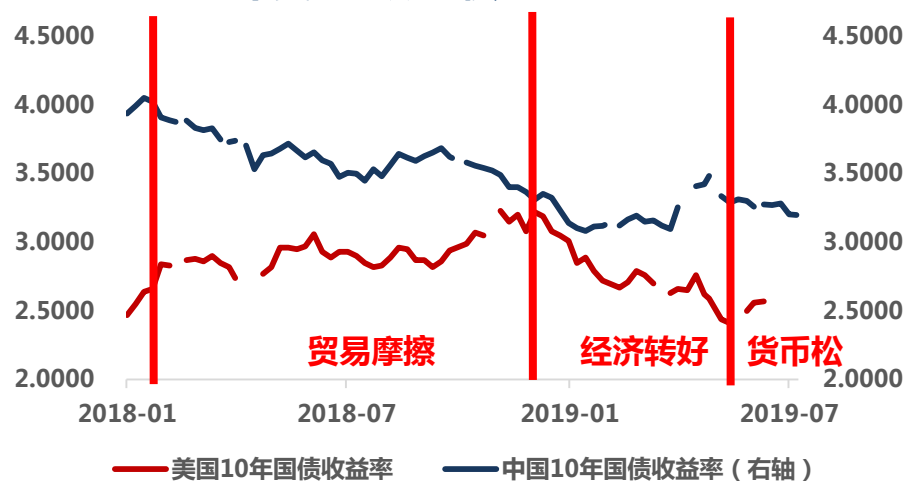
2019年大类资产配置建议：债券>股票（择机配置）>理财>黄金>原油>国内大宗>房产

2018年以来驱动资产价格的三个逻辑：贸易、经济、货币

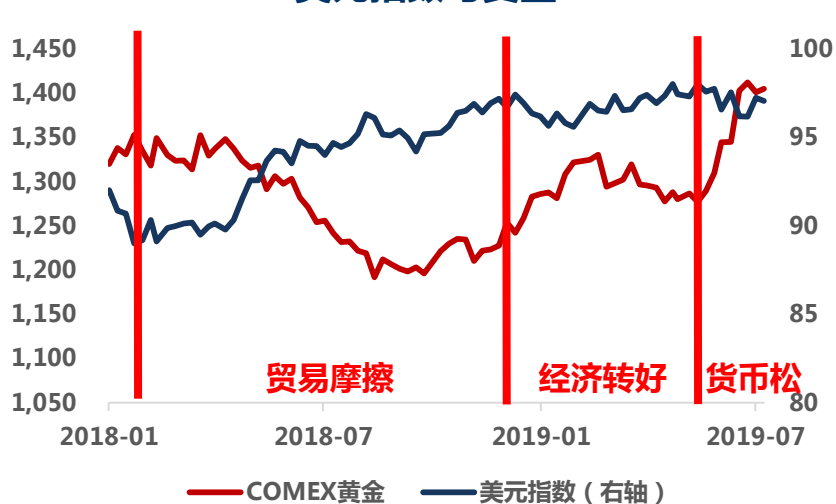
中美权益：道指与上证



中美十年期国债收益率



美元指数与黄金



原油与铜



目 录

1

三因素合力推升市场估值

2

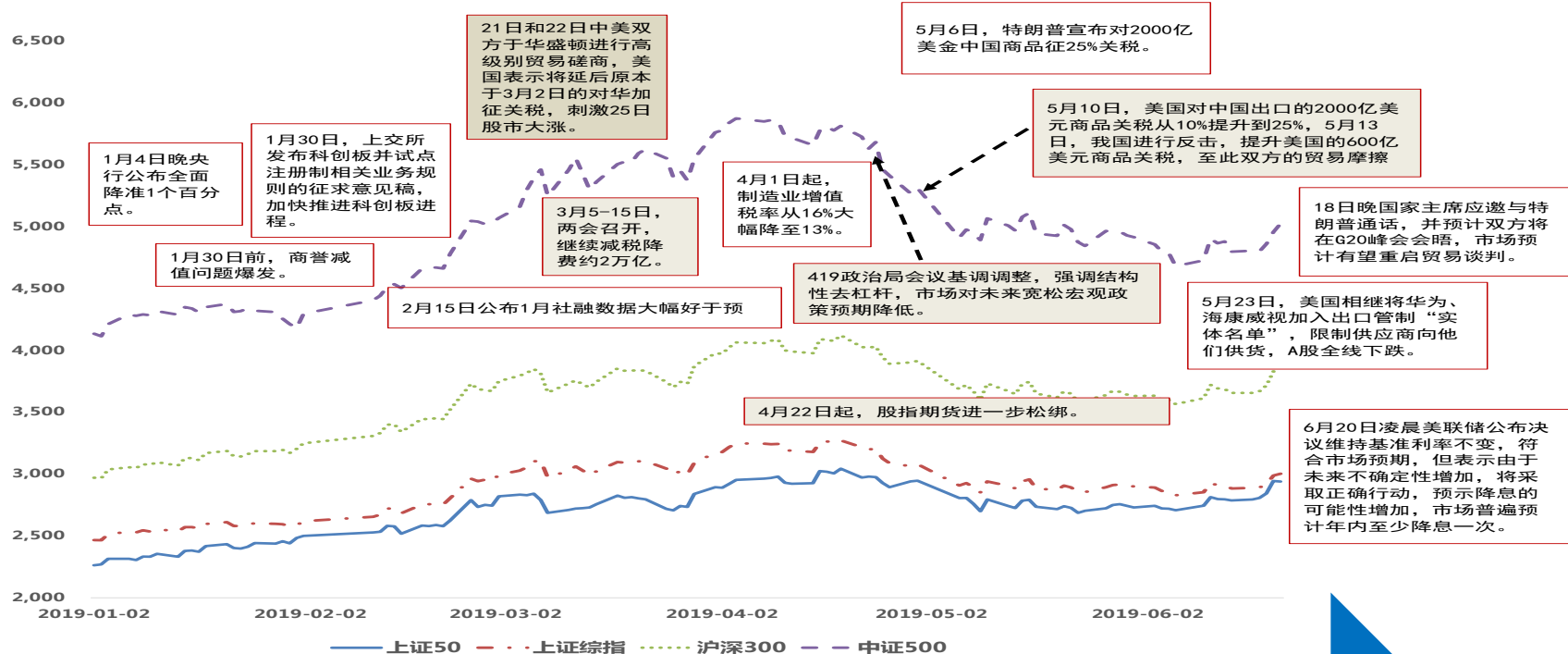
股指期货期现与跨期策略

3

股指期货跨品种套利策略

反弹路上：经济超预期、流动性充足、外部环境三者合力

2019年上半年大盘事件图



政策驱动经济超预期：降准、减税、社融、经济

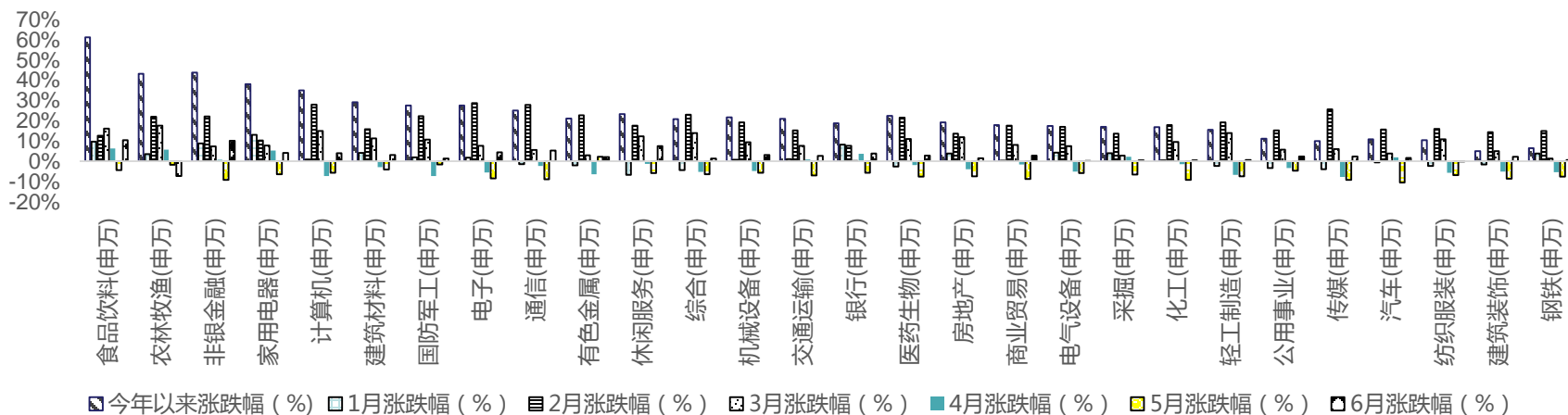
“419”政策收紧预期&贸易摩擦出现反复

全球货币宽松，科创板开市

反弹路上：消费、农牧、非银、家电、计算机

消费板块始终是资金首选，但估值已不便宜；农林牧渔受通胀预期推动，通胀问题并不大；券商业绩转好，成交量和投行业务是关键；中国科技的自主替代之路也不顺畅

申万一级行业指数涨跌幅（%）与估值（倍数）



资料来源：Wind，申万期货研究所

反弹路上：外资、内资机构、杠杆资金

外资1.7万亿

- 估值，性价比
- 分红
- 汇率

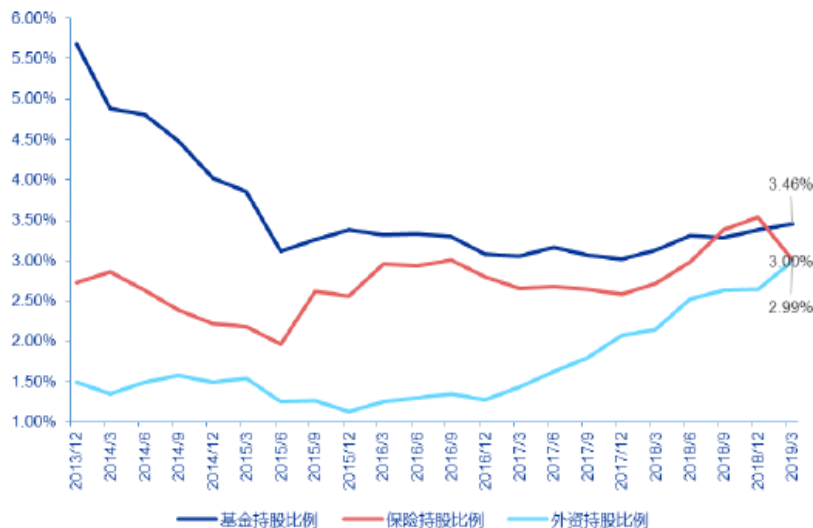
内资机构（公募1.9万亿，险资1.7万亿）

- 政策
- 估值

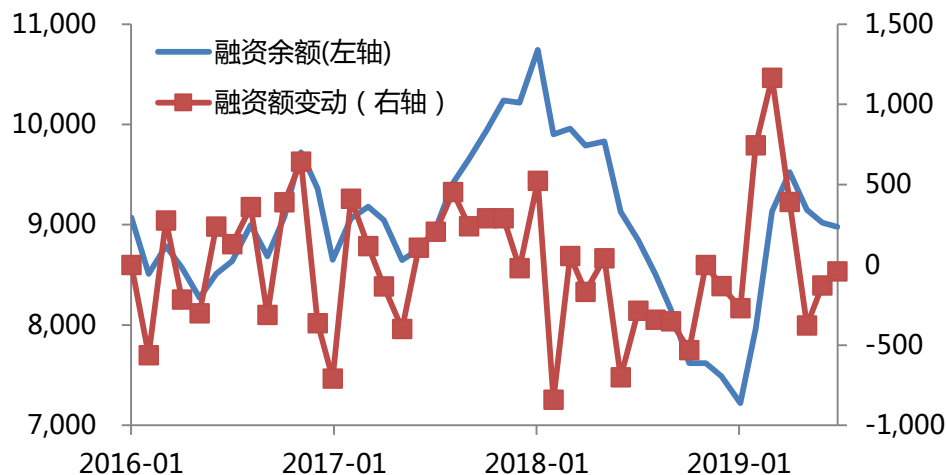
杠杆资金（券商融资9000亿）

- 市场热点

A股机构投资者持股比例



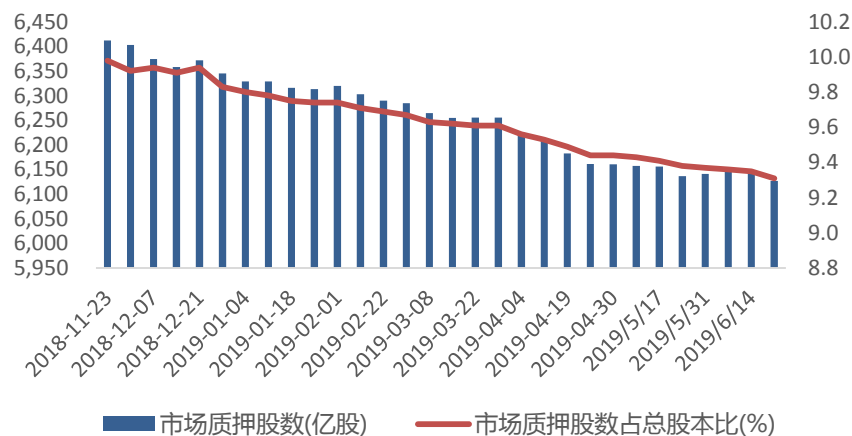
融资余额（亿元）



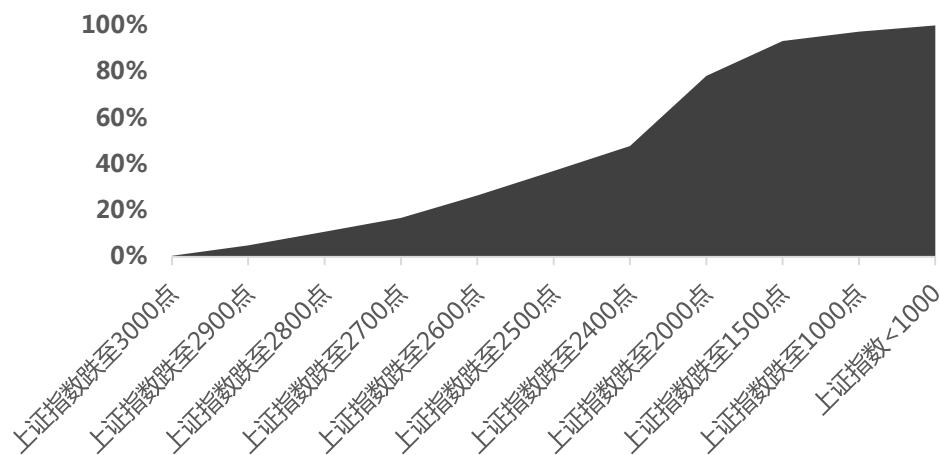
政策底部判断：2600点以下股权质押会出现问题

- 1) 6月末，市场质押市值约4.8万亿元，质押股数占总股本9.3%。大股东质押股数在减少，但是大股东质押股数占所持股份比却在上升（201812的6.6% V.S. 201906的7.22%）。因为2019年以来大股东密集减持，所持股份下滑速度大于股权解质押速度。
- 2) 经测算，若上证指数下跌到2600点以下，股权质押会再次出现较大问题。当上证综指跌至2600点时，预计有约26.48%的股权质押面临平仓风险。每下跌100点，股权质押风险上升约10%。

市场质押股数（亿股）



2600点以下股权质押问题预计将大面积爆发



资料来源：Wind，申万期货研究所

上证2900点反复：等待经济筑底或货币宽松

估值提升靠什么

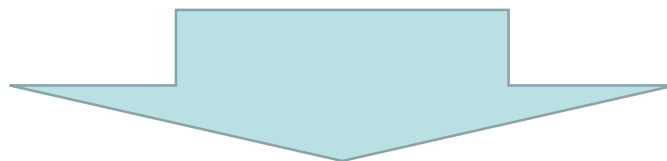
- 一季度估值提升依赖政策和经济超预期
- 经济企稳很难实证，消费难超预期，消费板块估值提升难
- 低估值的银行和地产的提升可能需要货币政策和地产政策放松的确认。

股市流动性供给全看外资

- 本轮结构性问题大于总量性问题，政策更有节制。
- 近期IPO规模有点大。
- 外资、基金、融资余额变化都不大。

业绩依然不理想

- 创业板整体业绩提升较快，但去掉几只权重，业绩依然不佳。



股指在2900点附近纠结：上证的驱动基本上集中在权重，50稳则大盘稳

1、四大逆周期政策托底，中国经济依然要稳增长

■ 财政减税降费

积极的财政政策要**加力提效**，实施**更大规模的减税降费**，中办、国办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金

✓ 货币松紧适度

稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性**合理充裕**，改善货币政策传导机制，**提高直接融资比重**，解决好**民营企业和小微企业**融资难融资贵问题。
定向降准和降息
地产调控不太会放松，因为房价是政治，房价平稳是民意

III 结构性政策向改革要动力

向改革要动力，深化**国资国企**、财税金融、土地、**市场准入**、社会管理等领域改革，强化竞争政策的基础性地位，创造公平竞争的制度环境，**鼓励中小企业**加快成长。

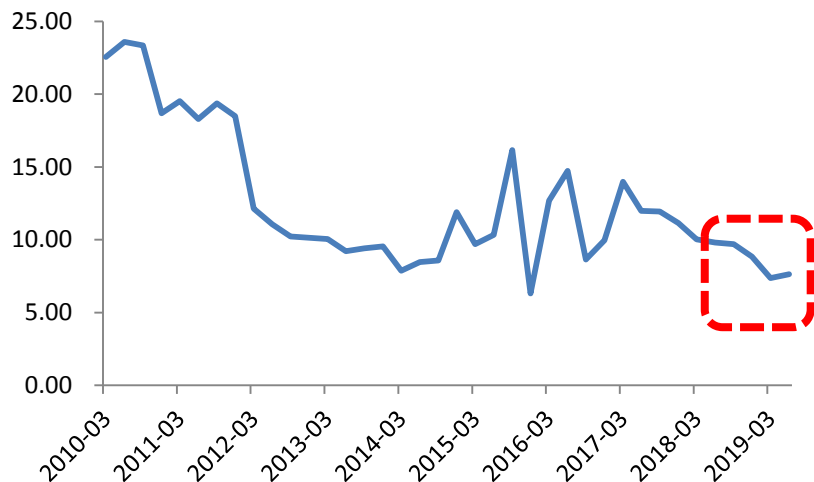
2018-2020年期间实施国企改革“双百行动”：格力集团、南北船合并

● 社会政策兜底保障

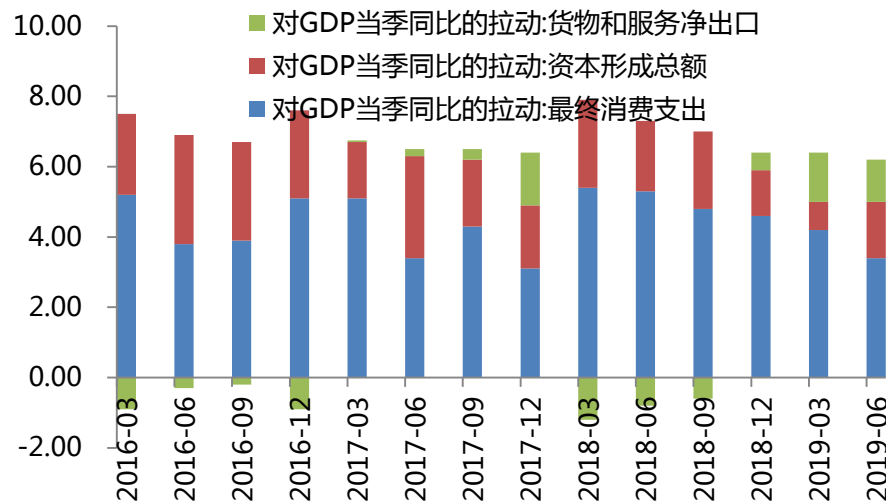
强化**兜底保障**功能，实施**就业优先政策**，确保群众基本生活底线，寓管理于服务之中。
精准脱贫

转型路漫漫，中国经济很难持续超预期

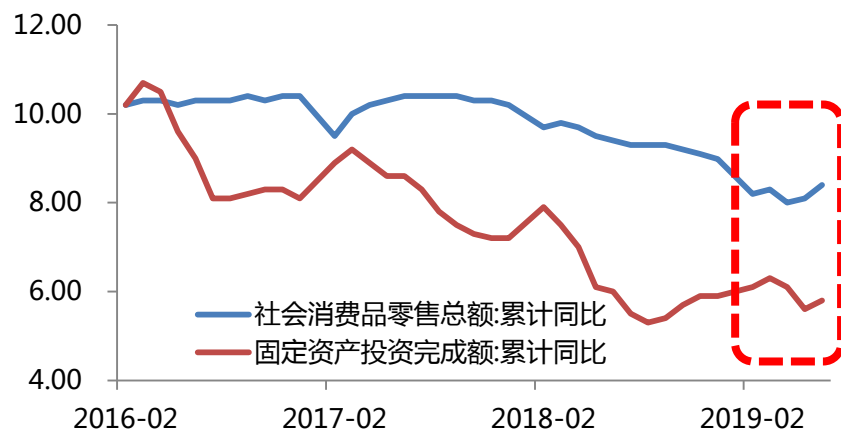
二季度名义经济增速企稳



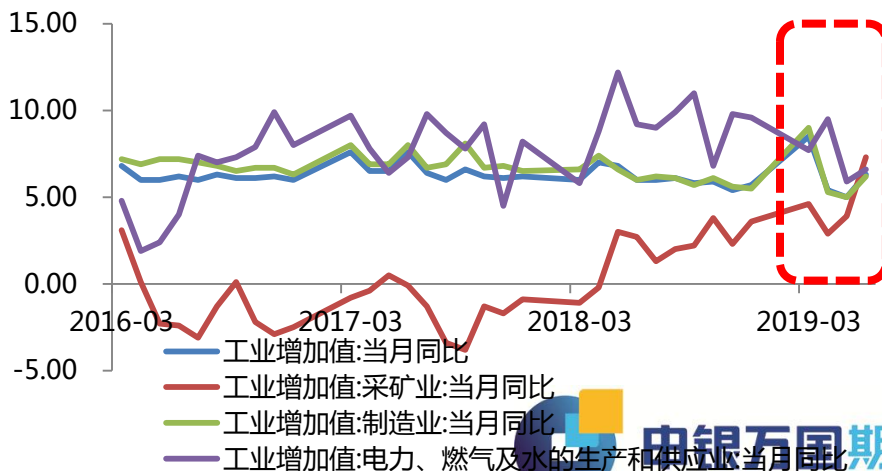
投资的再次稳增长



消费回升也难持久

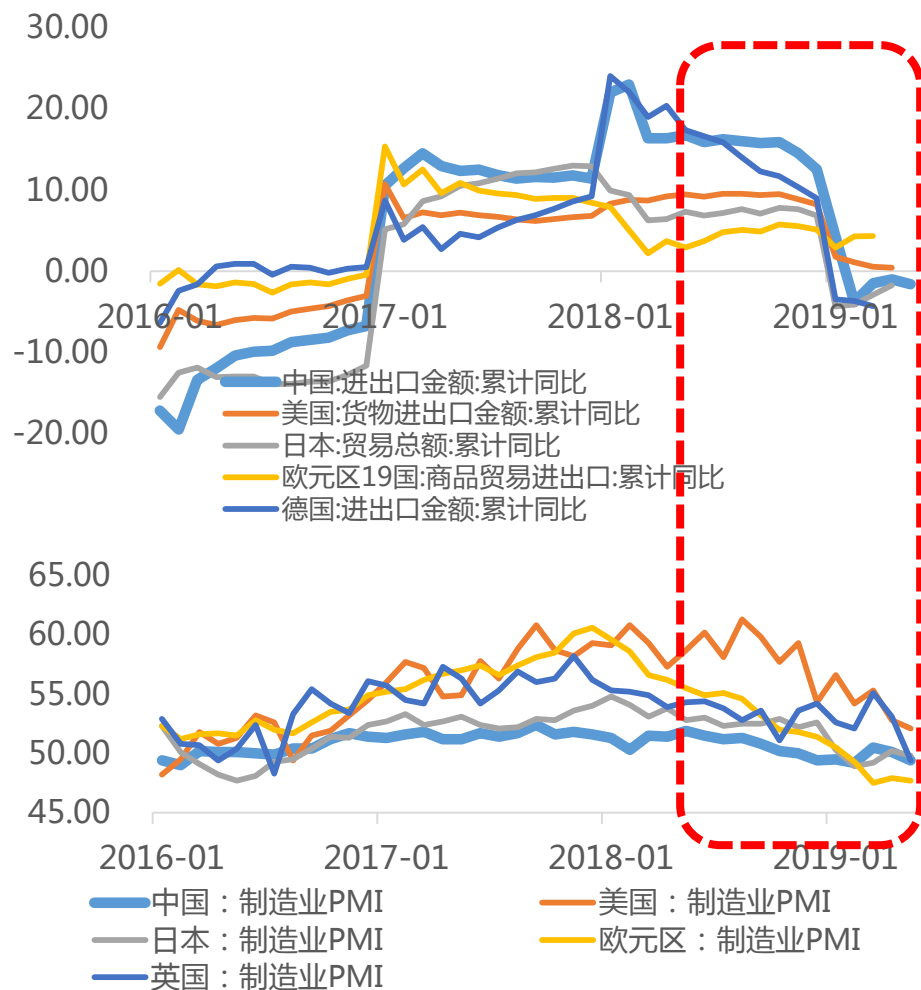


生产端主要还是依靠上游



贸易环境仍在恶化，全球制造业共振下行

贸易环境恶化与全球制造业下行形成共振



- **日本加强面向韩国的出口管制：**7月4日起对用于高端半导体产品制造中使用的三种材料管制。8月1日起将韩国从简化战略物资出口程序的“白名单”中删除。半导体领域韩国对日本的依赖度高达90%，占韩国出口额20%的半导体生产将会受到干扰。
- **美国对欧盟长期以来飞机补贴问题。**要对额外的价值40亿美元的欧洲商品加征关税。美国贸易代表办公室提出了可能加征关税的产品清单，包括橄榄、苏格兰威士忌等商品。

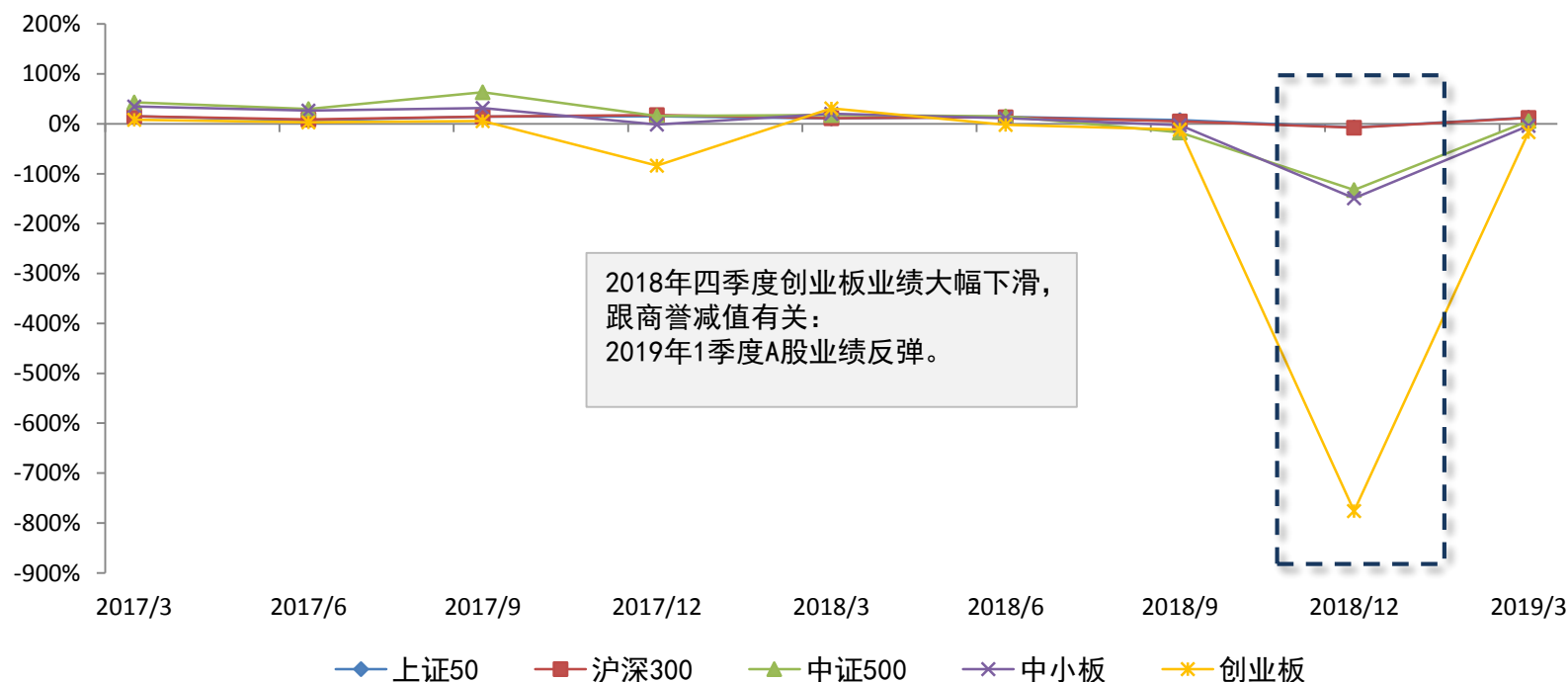
中国经济短周期向下，两年后预期转好

中美经济周期汇总

	金融周期		地产投资周期		设备投资周期		库存周期	
	中国	美国	中国	美国	中国	美国	中国	美国
当前位置	下行	上行	顶部	底部	下行	下行	下行	顶部
下期拐点	2025年 向上	2025年 向下	2020年 向下	2020年 向上	2022年 向上	2020年 向下	2021年 向上	2022年 向上
整体判断	<p>美国：金融周期上行，地产周期趋于上行，设备投资周期下行、库存周期处于顶部，综合来看，美国经济短周期平稳，略好于中国的经济周期情况。</p> <p>中国：金融周期下行，地产周期处于底部，设备投资周期下行，库存周期下行，综合来看，中国经济短周期趋于向下。</p>							

上市公司业绩仍难向好

- 2018年下跌主要逻辑是去估值，受经济下行、资金成本等影响，业绩增速持续下滑。
- 商誉减值是造成2018年业绩大幅下滑的主要原因之一，当前制约企业业绩向好的因素依然存在：
1) 中小企业融资成本高，根据历史数据估算出上市公司中小企业融资成本高达12%以上，当实体经济回报率没有显著回升的情况下是无法激发中小企业信用扩张；2) 经济下行中上市公司业绩增速继续下滑，长期反转还有待确认。
- 预计半年度中小股业绩不乐观：1) 社融高增速不具有可持续性。2) 宽货币，紧信用。3) 市场份额向大市值公司集中。



2、中美在协议内容上仍存在实质性分歧

- **中方在重大原则问题上决不让步。**中美争议在于“**是否取消全部加征关税，贸易采购数字符合实际，文本平衡性**”。第一，关税是贸易争端起点，关税必须全部取消。第二，两国元首在阿根廷见面形成共识，现在不同看法。第三，国家尊严，文本必须平衡。
- **日本G20峰会中美重启经贸磋商，核心分歧点仍难及时、有效解决。**
 - 1、重启磋商符合预期，达成贸易协议符合双方利益；
 - 2、距离协议达成仍需不少时间，不能排除谈判继续反复的可能性；
 - 3、协议达成的前提之一是全部取消关税，但美国仅停止加征新关税。

乐观情形（20%）

- 中美快速达成协议（7月内），中国进出口下行压力得以缓解，短期稳增长压力减少。

中性情形（70%）

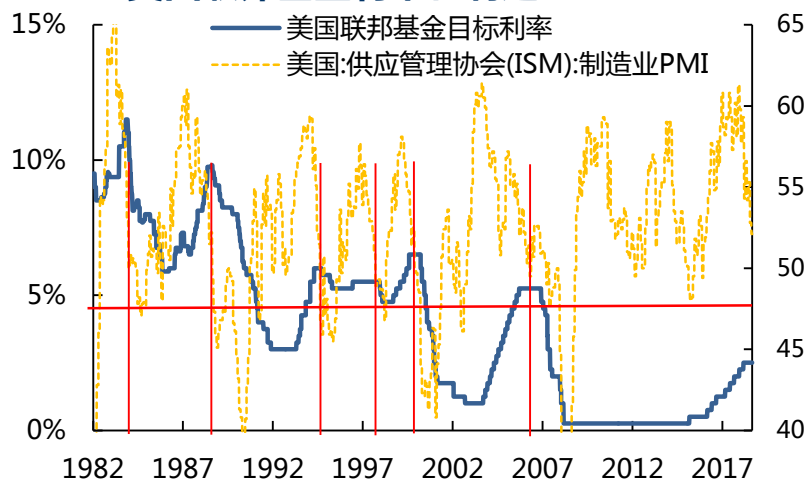
- 制定谈判时间表（9月前）。由于协议的不确定性，中国企业存在继续“抢出口”的可能，进出口短期压力减少，相关稳增长政策或暂缓出台，政府继续进行结构性调整，以推进经济高质量发展。

悲观情形（10%）

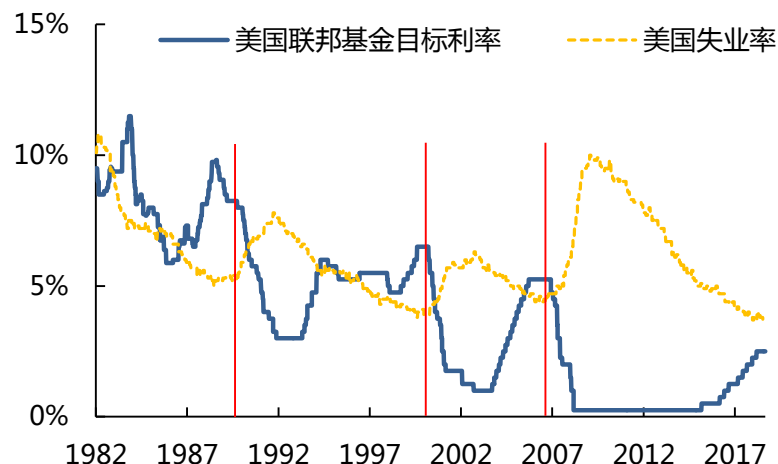
- 核心分歧加剧，谈判破裂，中美互相加征关税。中国出口受到负面冲击，国内稳增长压力大，政府可能出台基建、降息等政策进行对冲。

3、全球央行开启宽松，美联储大概率降息

美国联邦基金利率和制造业PMI



美国联邦基金利率和失业率



资料来源：Wind，申万期货研究所

- **失业率拐点和制造业PMI跌破荣枯线将预示美联储实质性降息。**较大幅度较长周期的降息均出现在失业率拐点之后，伴生的是美国经济衰退，金融市场震动。
- **点阵图显示8位票委预计今年降息，7位票委预期今年降息幅度50bp。**当前，市场景气下滑但劳动力市场未现拐点，与1995年、1998年类似，如果之后经济企稳、外部风险改善，美联储可能重启加息。
- **鲍威尔国会证词称对经济疲软感到担忧。**将采取适当的行动来维持经济复苏，疲软的通货膨胀可能会“更加持久”。
- **欧央行9月将再度开始为期两年的第三轮长期再融资操作（TLTRO），印度、马来西亚、新西兰、澳大利亚在内的多个国家已经率先降息。**

国内释放的流动性严防流入房地产和股市杠杆

- 释放的流动性会不会再次流入房地产？
- 资金再度流入房地产是监管层不愿意看到的。政府越是担心贸易战对实体经济的影响，越是有宽松的倾向，就越会在融资端加强对房地产业的监管。
 - 2018年4月央行启动1%定向降准，紧接着对房地产业融资收紧产生根本性影响的资管新规出台；
 - 2018年6月央行定向降准，发改委收紧房企境外发债；
 - 2018年7月31日，政治局会议“坚决遏制房价上涨”；
 - 2019年5月6日，央行定向降准，银保监会23号文出台再次定向收紧房地产融资；
- 在当前这么严厉的限购限贷政策之下，像2015年那么疯狂的举杠杆现象不太可能重现。

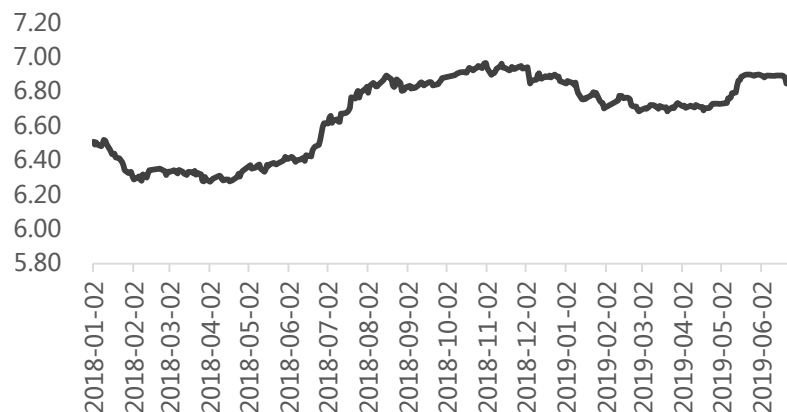
外资对资金起带头作用，影响其他资金走向

- 2019年外资流入的3个重要时间点：8月（入摩）、9月（入富）和11月（入摩）。

MSCI	第一步	第二步	第三步
生效日期	2019年5月29日开盘	2019年8月	2019年11月
比例	现有中国大盘A股纳入因子从5%到10%；	所有大盘A股纳入因子从10%到15%；	所有大盘A股纳入因子从15%到20%；
FTSE	第一步	第二步	第三步
生效日期	2019年6月24日开盘	2019年9月23日开盘	2020年3月23日开盘
比例	20%	40%	40%
纳入因子	5%	15%	25%

- 人民币汇率：人民币汇率和外资资金流向基本呈同向关系。

美元兑人民币中间价

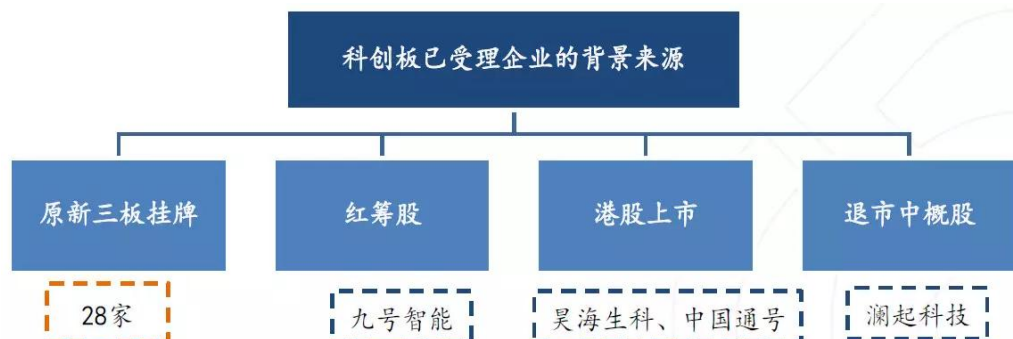


- 中美贸易等其他因素影响外资流入路径

资料来源：Wind，申万期货研究所

4、科创板是资本市场改革先锋，也是经济转型的关键

- 中央经济工作会议：资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，要通过深化改革，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，提高上市公司质量，完善交易制度，引导更多中长期资金进入，推动在上交所设立科创板并试点注册制尽快落地。



证券代码	证券名称	市盈率TTM (扣除非经常性损益) 2019-07-26
688012.SH	中微公司	225.95
688019.SH	安集科技	211.89
688122.SH	西部超导	185.45
688011.SH	新光光电	155.66
688002.SH	睿创微纳	151.60
688333.SH	铂力特	149.21
688015.SH	交控科技	147.97
688088.SH	虹软科技	134.81
688010.SH	福光股份	127.83
688007.SH	光峰科技	119.84
688018.SH	乐鑫科技	118.13
688008.SH	澜起科技	115.95
688066.SH	航天宏图	104.66
688016.SH	心脉医疗	99.69
688003.SH	天准科技	98.73
688005.SH	容百科技	97.73
688028.SH	沃尔德	94.02
688001.SH	华兴源创	76.61
688022.SH	瀚川智能	76.33
688029.SH	南微医学	73.96
688020.SH	方邦股份	70.01
688033.SH	天宜上佳	68.08
688006.SH	杭可科技	65.31
688388.SH	嘉元科技	43.68
688009.SH	中国通号	32.17
—	算术平均	113.81

数据来源：东方财富Choice数据

增强金融服务实体经济能力，后期政策还有利好

❖ 中共中央总书记习近平在主持政治局集体学习时强调，要深化对国际国内金融形势的认识，正确把握金融本质，深化金融供给侧结构性改革，平衡好稳增长和防风险的关系，精准有效处置重点领域风险，深化金融改革开放，增强金融服务实体经济能力，坚决打好防范化解包括金融风险在内的重大风险攻坚战，推动我国金融业健康发展。

❖ 国内外经济形势变化的需要金融供给侧结构性改革

三期叠加：

增长速度换挡期
结构调整阵痛期
刺激政策消化期

宽松政策：

降准降息
放松房地产
限购、首付
及贷款限制

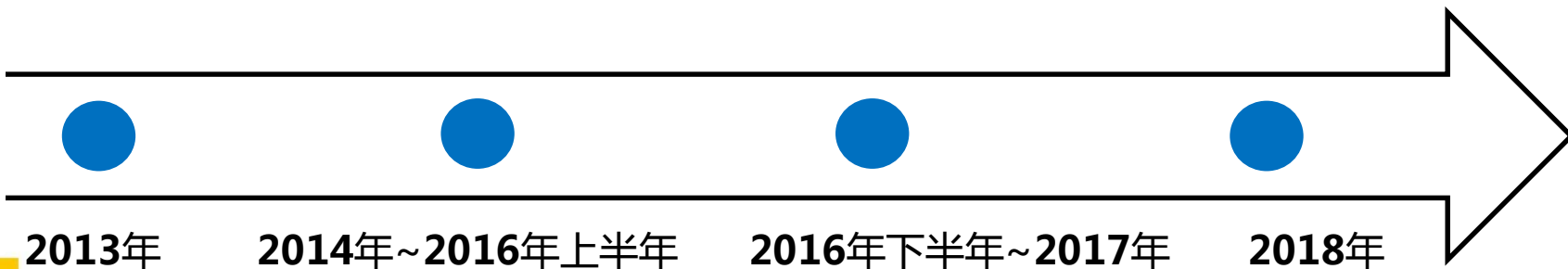
供给侧结构性改革：

全球经济复苏动能增强
国内三去一降一补

形势突变：

境外新三期：全
球经济下行期、
货币政策紧缩
期、贸易摩擦期

境内多重紧缩效
应叠加



5、技术上看上证月线

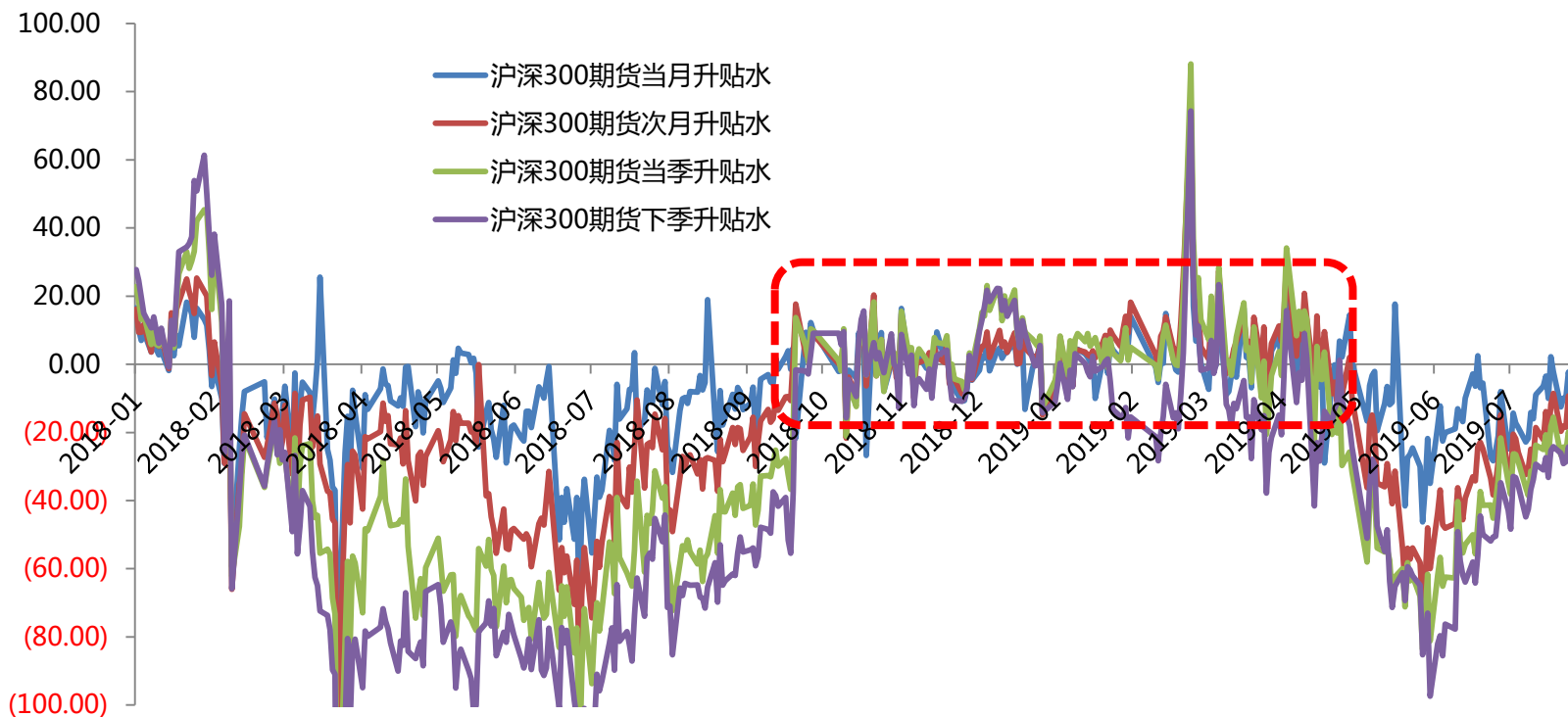


5、技术上看神创月线



6、股指期货仍然处于反向市场，趋势上涨机会难见

股指期货贴水提前收敛



下半年A股核心因素综合评定表：中性偏多

7月：政治局会议

8月：美联储降息，半年报，MSCI提高比例

9月：美联储议息会议
FTSE提高比例

10月：三季度
中国成立70周年

11月：MSCI提高比例
第二届进口博览会

12月：美联储议息会议

关注点	主要观点	代表数据	股市影响
宏观	经济下行压力较大 中美贸易摩擦不确定性仍存	GDP、行业GDP、人均GDP、工业产能利用率、投资、消费等	偏空
大类资产	估值有一定回归，股市性价比较高	理财收益、债券收益率，存款收益率、楼价、风险收益比等	中性
股市基本面	盈利能力中下 估值处于较低位	营收增速、利润增速等 市盈率、市净率、破净破发等	中性 利好
股市资金面	边际增量来自外资和杠杆资金	融资规模、IPO、定增、沪港通	利好
股市政策面	积极推动资本市场发展	减税降费、金融供给侧改革、科创板	利好
技术形态	触底反弹	量价关系、技术形态、时间空间等、	中性
情绪指标	风险偏好谨慎	成交流量、期货升贴水，融资额变化、新增投资者数量等	中性

综述

一季度经济超预期，股指估值有了一定回升。
从中长期角度来看，股市有持续资金流入，具有配置价值。

行情展望：预计下半年以阶段性上涨行情为主

- 在不考虑其他突发影响事件的情况下，随着政治局会议（预计）召开、科创板正式交易、美联储议息结果敲定等积极因素刺激，预计股市将有所支撑并将延续到入摩入富纳入因子进一步提升的8月和9月。10月三季度业绩披露用来验证经济底是否已经出现。11月在入摩资金进入下会有一定支撑。
- 从基本面来看，通缩压力依然存在，经济下行趋势未改，仍需结构性改善。
- 技术上看，市场底已经出现。
- 长期来看，新兴市场配置比例低，资金具备长期流入趋势，且估值合理，当前上证50、沪深300、中证500的PE（TTM）分别是10.0、12.4、23.1，具有配置价值。
- **逻辑与策略：第一、中国经济目前在筑底过程中，下行压力依然较大，牛市主升浪驱动逻辑没有，无法与上市公司盈利形成良性共振。第二，货币政策的主线路是保持广义货币M2和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配，以微调为主，当前流动性不支持。第三，结构性阶段性行情依然可期，策略是标准配置大盘蓝筹，充分寻找科技等结构性走牛带来的阿尔法机会。第四、V型反转，大机构无法在底部有充分时间建仓，所以目前行情必然是结构性的。**

操作建议：关注阶段性做多机会

- 2019年上半年股指整体表现依然较好，由政策面、超预期经济数据以及估值回升驱动。2019年下半年全球宽松预期再起，流动性预期向好下存阶段性上涨机会。
- 下半年上证综指核心区间在2800-3500点，沪深300核心区间在3500—4200点。
- 后续在利好密集时期可以关注阶段性做多机会。
- 中期行情取决于业绩企稳、流动性释放程度、中美关系，关注政治局会议基调。
- 风险：1) 主要的风险在于外部环境可能继续恶化，美国继贸易之后会不会又采用其他方式扰动中国发展，加上中国国内经济下行压力较大，企业业绩看不到触底迹象。2) 美国经济见顶，美股下跌拖累新兴市场表现。
- 长期牛市取决于：1) 业绩驱动；2) 居民杠杆下降，产生增量资金来源；3) 政策驱动养老金配置金融资产（美国模式）

目 录

1

三因素合力推升市场估值

2

股指期货期现与跨期策略

3

股指期货跨品种套利策略

股指期货被限制后的历次松绑

股指期货交易规则变化

日内开仓手数	2015.9.7-2017.2.16	2017.2.17-2017.9.17	2017.9.18-2018.12.2	2018.12.2-2019.4.21	2019.4.22以后
IH	单个品种10手	单个品种20手	单个品种20手	单个合约50手，单个品种200手	单个合约500手，单个品种2000手
IF	单个品种10手	单个品种20手	单个品种20手	单个合约50手，单个品种200手	单个合约500手，单个品种2000手
IC	单个品种10手	单个品种20手	单个品种20手	单个合约50手，单个品种200手	单个合约500手，单个品种2000手
保证金（非套保）	2015.9.7-2017.2.16	2017.2.17-2017.9.17	2017.9.18-2018.12.2	2018.12.2-2019.4.21	2019.4.22-至今
交易规则规定：保证金最低为成交金额的8%。					
IH	40%	20%	15%	10%	10%
IF	40%	20%	15%	10%	10%
IC	40%	30%	30%	15%	12%
保证金（套保）	2015.9.7-2017.2.16	2017.2.17-2017.9.17	2017.9.18-2018.12.2	2018.12.2-2019.4.21	2019.4.22-至今
IH	20%	20%	15%	10%	10%
IF	20%	20%	15%	10%	10%
IC	20%	20%	20%	15%	12%
平今仓手续费	2015.9.7-2017.2.16	2017.2.17-2017.5.17	2017.5.18-2018.12.2	2018.12.2-2019.4.21	2019.4.22-至今
交易规则规定：手续费以交易所规定为准（之前规定手续费不高于成交金额的万分之0.50）					
IH	万分之23	万分之9.2	万分之6.9	万分之4.6	万分之3.45
IF	万分之23	万分之9.2	万分之6.9	万分之4.6	万分之3.45
IC	万分之23	万分之9.2	万分之6.9	万分之4.6	万分之3.45
单个合约投机单边持仓限额	2015.9.7-2017.2.16	2017.2.17-2017.5.17	2017.5.18-2018.12.2	2018.12.2-2019.4.21	2019.4.22-至今
IH	1200手	1200手	1200手	1200手	1200手
IF	5000手	5000手	5000手	5000手	5000手
IC	1200手	1200手	1200手	1200手	1200手

股指期货交易规则调整，持仓量接近历史高点

股指期货第
四次松绑

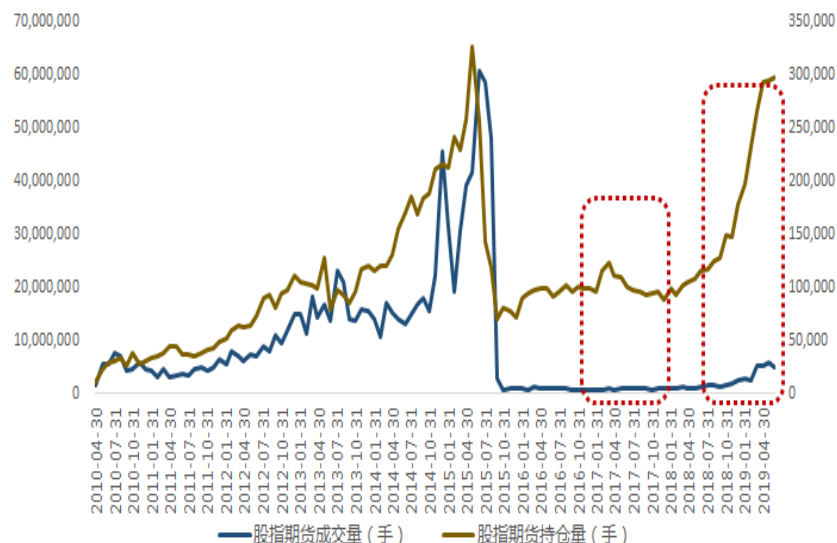


套期保值新
规

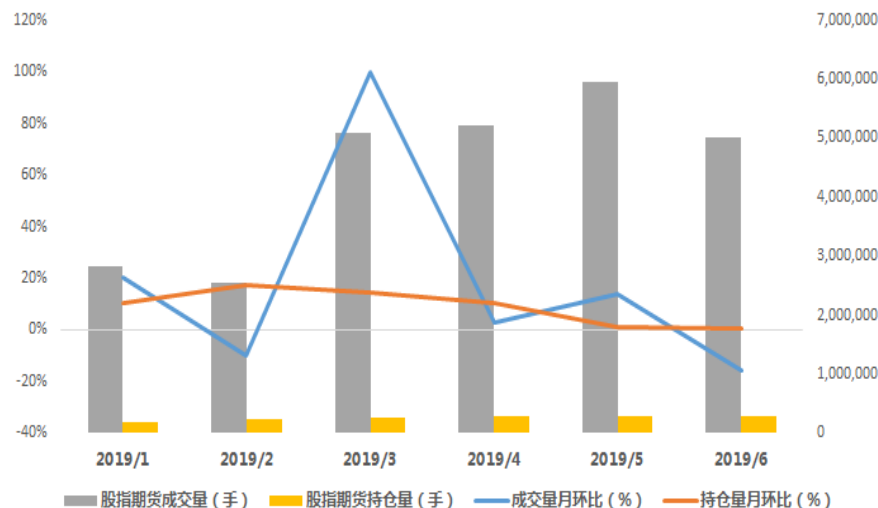


大边单边保
证金

股指期货成交量和持仓量变化（上市以来）

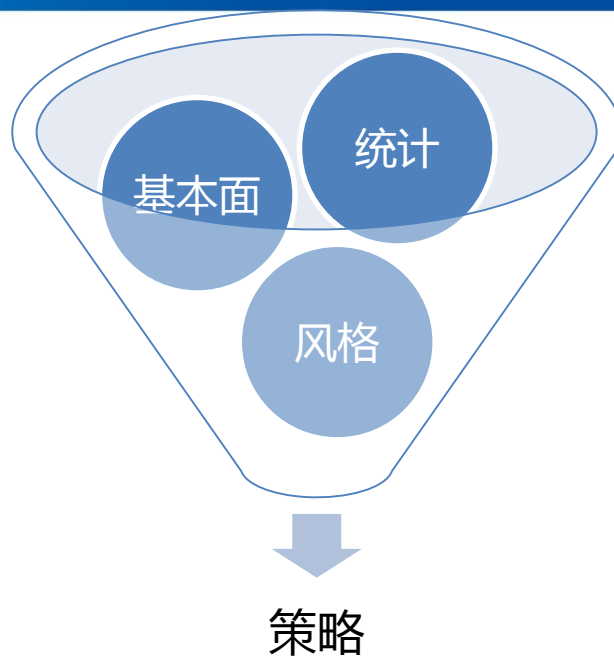


股指期货成交量和持仓量变化（2019年以来）



资料来源：Wind，申万期货研究所

股指期货策略



投机

- 做多
- 做空

套保

- 买入套保
- 卖出套保

套利

- 无风险套利
- 风险套利

一、套期保值：对冲系统性风险&寻找阿尔法

- ❖ 股票市场的风险划分为系统性风险和非系统性风险，系统性风险一般与国家的宏观经济联系，非系统性风险与公司所处行业和公司经营状况，财务状况相联系。其中非系统性风险可以通过构造合理的资产组合予以回避，而**系统性风险无法通过资产组合有效回避，股指期货为投资者提供了规避系统性风险的金融工具。**

中金所套期保值新规解读

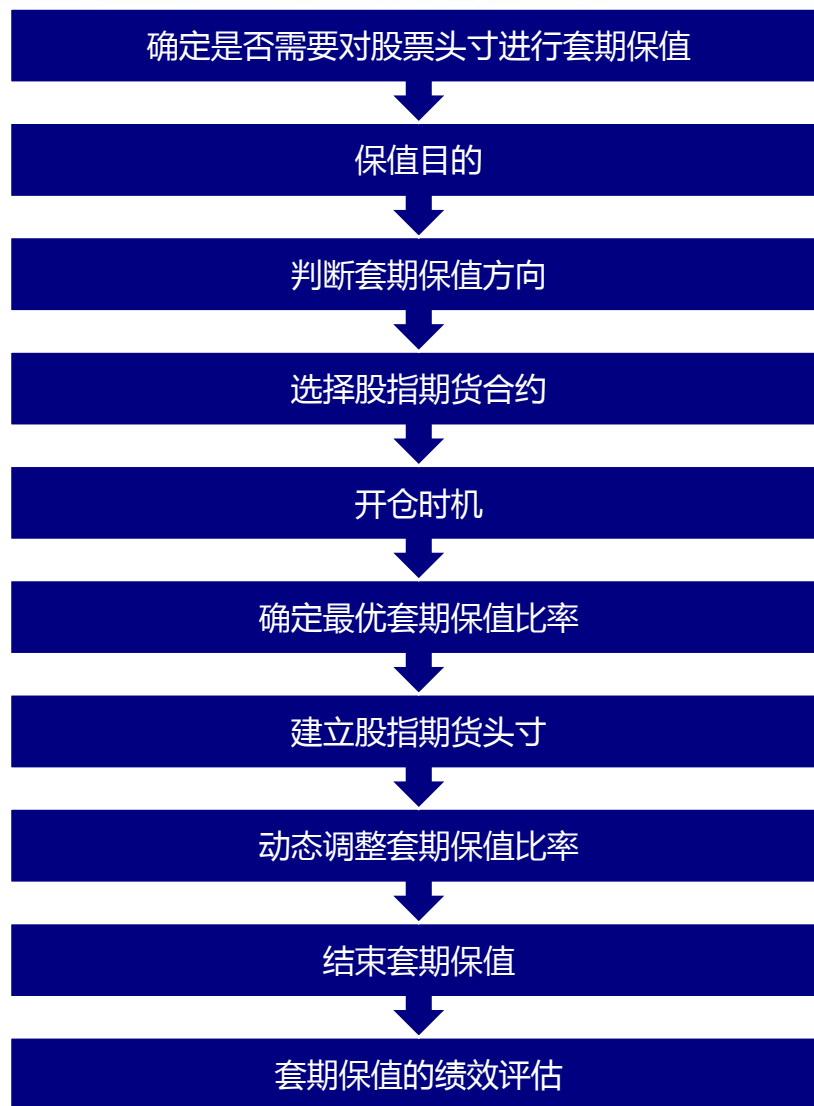
新规则	原规则
股指期货所有品种卖出套期保值持仓合约价值之和，不得超过其持有的股指期货所有品种标的指数成分股、股票 ETF 和 LOF 基金市值之和的 1.1 倍。	套期保值客户持有的股指期货产品卖出套期保值持仓合约价值，不得超过该客户持有的股指期货产品 对应 的指数成分股及对应的 ETF 基金市值。
本次规则细化，主要有三点变化： 1、将 LOF 基金市值纳入卖出套期保值额度范围； 2、将卖出套期保值额度由持有现货市值的 1 倍增至 1.1 倍； 3、股指期货卖出套期保值的期现匹配方式，修订为股指期货所有品种对应股指期货所有品种标的指数成分股、股票 ETF 和 LOF 基金，将股指期货视为整体，不再局限于严格对应原来的单品种。	
解读：本次细化规则，中金所拓宽了卖出套期保值持有现货的标的范围，将卖出套期保值的额度适当提高，同时在期现匹配方面也有所放宽，但在买入套期保值规则方面未有调整。	
资料来源：中国金融期货交易所，申万期货研究所	

机构客户套期保值遵循的原则

套期保值类型	套期保值的目的和交易方向
买入套期保值	投资者因担心目标指数或股票组合未来价格上涨，买入相应股指期货合约进行保值的一种交易方式
卖出套期保值	投资者因担心目标指数或股票组合未来价格下跌，卖出相应股指期货合约的一种保值方式

套期保值原则	原理
品种相同或相近	相同或相近股指品种的期货和现货价格走势趋同，在期货合约到期日的价格一致性也更强
月份相同或相近	根据现货持有时间区间来选择月份相同或相近的期货合约，以避免因期货和现货之间的时间不一致而导致的风险暴露
方向相反原则	在现货市场和期货市场的买卖方向相反，以一个市场的盈利弥补另一个市场上亏损，从而达到保值的目的
数量大致相当	需要保值的股票组合的价值应与期货市场上买卖的股指期货合约的价值大致相当。根据套保模型测算套期保值比率，从而确定套保中期货合约的价值和数量

机构客户套期保值流程

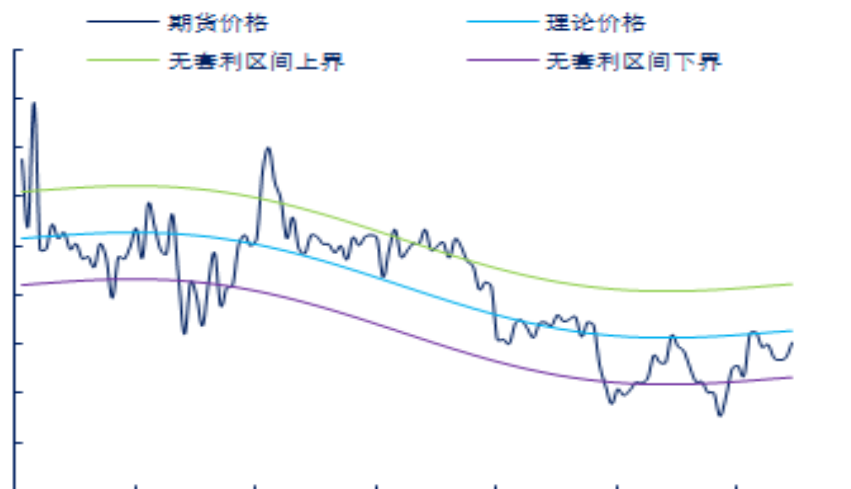


套期保值风险及管理

风险	风险描述	如何管理风险
基差风险	标的股票指数价格与股指期货价格的差值被称为基差，套期保值交易效果常受基差变动的影响	了解股指期货基差的变化趋势，选择适宜的套期保值建仓时机，尽量使保值期与期货合约到期日保持一致或接近
展期风险	空单展期需要买回交割月合约平仓、卖出近月或远月合约开仓，整个过程中可能产生的价差损失和交易成本统称为展期风险	交易者需要密切关注近远期升贴水结构的变化，选择合适时机进行展期
流动性风险	所选定的期货合约、无法及时以合理的价格达到建仓或平仓目的的风险。	尽量选择交易量比较大的近月合约作为套期保值合约，不宜选择那些流动性较差的远月合约
保证金风险	当投资者保证金账户的资金余额无法满足交易保证金要求时，其持有的套保头寸可能面临被强行平仓的风险，从而直接导致套保计划失败	应对保证金数量有充分预估，准备好适量高流动性资产
交叉套保风险	由于股票组合相对于沪深300指数的 β 值过高或过低、以及 β 值的时变性，存在一定程度的交叉套期保值风险	对股票组合的 β 值进行分析，对 β 值相对稳定且比较接近于1 的股票组合进行套期保值
模型风险	计算出的套保比率 β 系数都是基于历史数据，现货组合在未来时间的实际 β 系数与历史 β 系数之间必然会存在一定误差	对股票组合的 β 值进行跟踪，随着市场的变化及时进行动态调整

二、期现套利：定义、原理和风险

- ❖ 期货指数和现货指数（如沪深300指数期货合约和沪深300指数）之间理论上应存在一种故有的平价关系，某时刻股指期货合约的理论价格应该等于在该时刻标的指数价格加上持有该投资组合到截止日的总成本。但是，**受非理性因素的影响，股指期货的市场价格常常偏离理论价格，并围绕其上下波动。**一旦这种偏离超过一定范围，即无套利定价区间的上限或下限，便产生了套利机会。
- ❖ **由于套利是在期、现两个市场同时反向操作，利润提前锁定，因此，常常将期现套利称为无风险套利。**在实际操作中判断是否存在期现套利机会时，正确依据现货指数来确定股指期货理论价格，**依据交易成本等来确定无套利区间非常关键。**只有当实际的股指期货价格高于或低于无套利区间的上界或下界时，才能够获利。如果股指期货合约价格落在无套利区间内，套利交易不但得不到利润，反而可能导致亏损。



资料来源：申万期货研究所

期现套利类型

- ❖ **正向套利**：对于期现套利的交易者，当股指期货合约的市场价格高于其理论价格，即期价高估时，交易者可以通过卖出股指期货同时买入对应的现货股票，待现货价格和期货价格收敛时平仓即可赚取期指交易价格与期指理论价格的价差，这种操作称为“正向套利”。
- ❖ **反向套利**：另一种相反的情况，当股指合约的市场价格低于其理论价格时，即期价低估时，交易者可以通过买入股指期货的同时卖出对应的现货股票完成套利，这种操作称为“反向套利”。
- ❖ 常见的现货组合构建方法：**1) 完全复制法**：按照股指期货标的指数的构成及权重比例构建现货组合；**2) 一揽子股票法**：考虑到完全复制法的实用性较低，实际中更常使用部分样本股票来构建现货组合。**3) ETF替代法**：ETF自身存在二级市场交易价格和净值不一致的情况，故还可进行折溢价套利，并使用股指期货对冲风险。

正向套利 操作流程

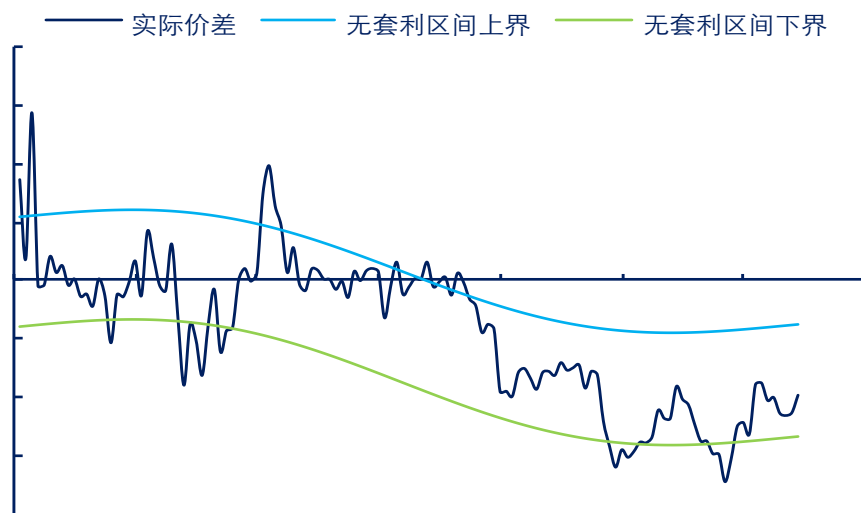


反向套利 操作流程



三、跨期套利：定义、原理与风险

- ❖ **股指期货跨期套利**：是指在同一市场，利用同一股指期货，但不同交割月份的期指合约价差变化，买入某一交割月份股指合约并卖出某一交割月份股指合约的套利活动。当价差过高或过低时，投资者相应的卖出或买入合约，使得价差回归至合理区间。
- ❖ **基本原理**：中金所上市的三种股指期货，分别是沪深300指数期货、上证50指数期货和中证500指数期货，合约月份均为当月、下月及随后两个季月。在市场稳定的情况下，由于四个合约基于同一指数，其价差应该是稳定的。而跨期套利，基于不同合约价格及价差的变动，当价差出现显著性波动时，就会产生套利机会。
- ❖ **由于价差的不确定性，投资者需对所持合约价差及运行趋势做出预测**，当价差运行趋势与其预测一致，则跨期套利为盈利，否则为亏损。而由于所持合约基于同一指数，具有同涨同跌性，因此能够对冲大部分风险，使得所承担风险远远小于单边交易的投机交易。
- ❖ **风险：价差风险、流动性风险、强平风险**

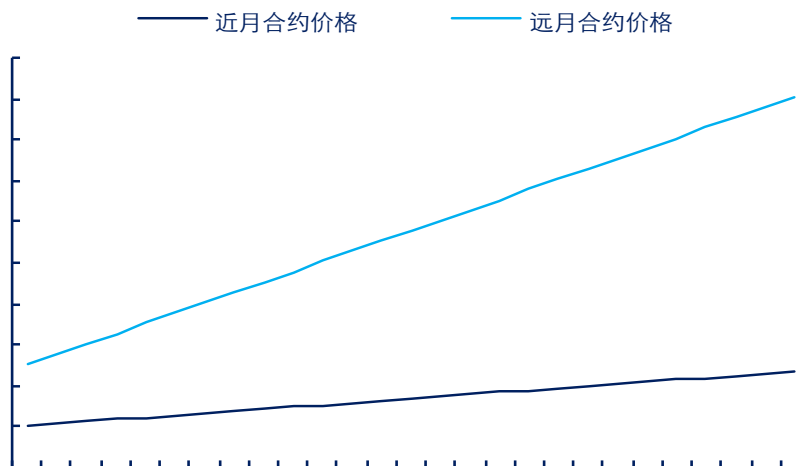


资料来源：申万期货研究所

跨期套利交易类型：牛市套利与熊市套利

- ❖ **牛市套利**：即执行**卖近买远策略**。投资者判断远月合约涨幅大于近月合约涨幅，或远月合约跌幅小于近月合约跌幅，则买入远月合约，同时卖出近月合约。
- ❖ 从价差角度分析，投资者看多股市，认为远月合约与近月合约价差将变大。从合约价值判断的角度分析，**投资者认为远月合约价格应当高于当前远月合约价格，其价格被低估**。因此，投资者选择卖近买远策略。

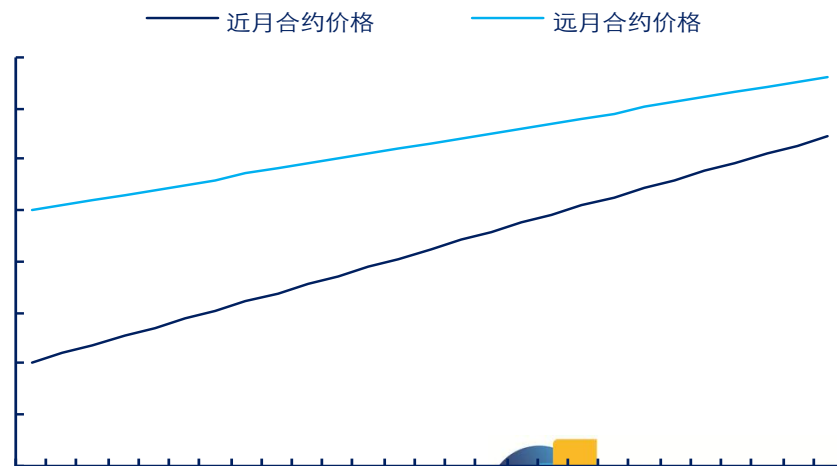
牛市套利情形



资料来源：申万期货研究所

- ❖ **熊市套利**：即执行**买近卖远策略**。投资者判断近月合约涨幅大于远月合约涨幅，或近月合约跌幅小于远月合约跌幅，则买入近月合约，同时卖出远月合约。
- ❖ 从价差角度分析，熊市套利与牛市套利相反，投资者看空股市，认为远月合约与近月合约价差将变小。从合约价值判断的角度分析，**投资者认为远月合约价格应当低于当前远月合约价格，其价格被高估**。因此，投资者选择买近卖远策略。

熊市套利情形



牛市跨期套利案例

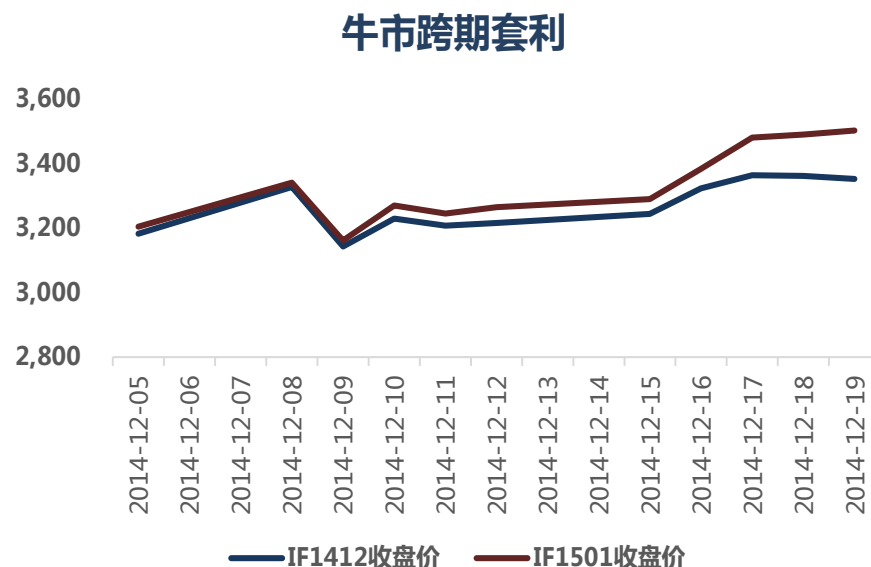
时间区间：2014年12月5日-2014年12月19日

建仓合约：卖出IF1412、买入IF1501

投资者观点：看多股市，认为远月合约与近月合约价差将变大。

建仓说明：假设用12月5日当天开盘价开仓，用12月19日当天收盘价平仓。

牛市跨期套利		
建仓合约	IF1412	IF1501
方向	卖出	买入
开仓时间	2014/12/5	
开仓价格	3,210.0	3,215.4
平仓时间	2014/12/19	
平仓价格	3,352.2	3,503.0
盈亏	(142.2)	287.6
涨跌幅(%)	4.43%	8.94%
总盈亏	145.4	
总涨跌幅(%)	4.51%	
盈亏金额	43,620	



资料来源：Wind，申万期货研究所

熊市跨期套利案例

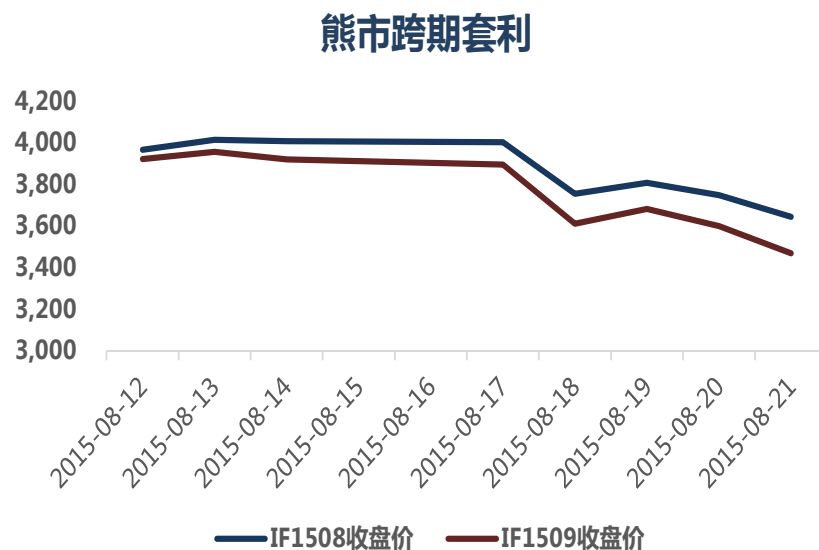
时间区间：2015年8月12日-2015年8月21日

建仓合约：买入IF1508、卖出IF1509

投资者观点：看空后市，认为远月合约价格应当低于当前远月合约价格，其价格被高估。

建仓说明：假设用8月12日当天开盘价开仓，用8月21日当天收盘价平仓。

熊市跨期套利		
建仓合约	IF1508	IF1509
方向	买入	卖出
开仓时间	2015/8/12	
开仓价格	3,982.8	3,951.2
平仓时间	2015/8/21	
平仓价格	3,645.4	3,469.2
盈亏	(337.4)	482.0
涨跌幅(%)	-8.47%	-12.20%
总盈亏	144.6	
总涨跌幅(%)	3.73%	
盈亏金额	43,380	

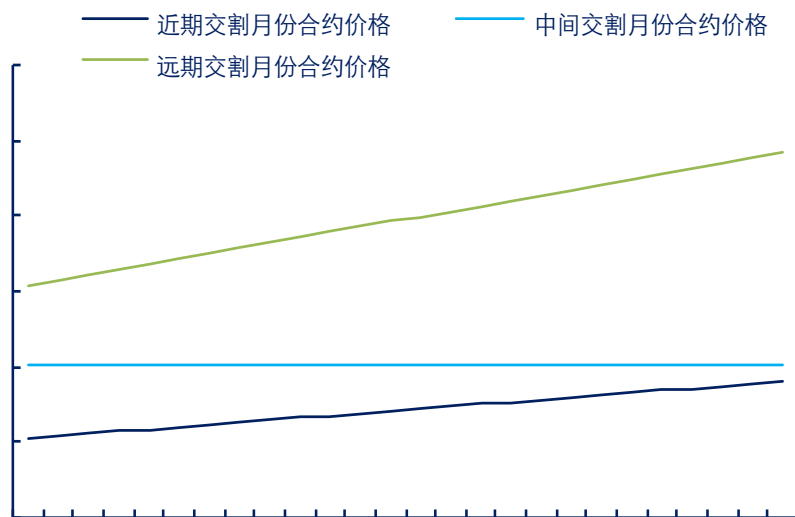


资料来源：Wind，申万期货研究所

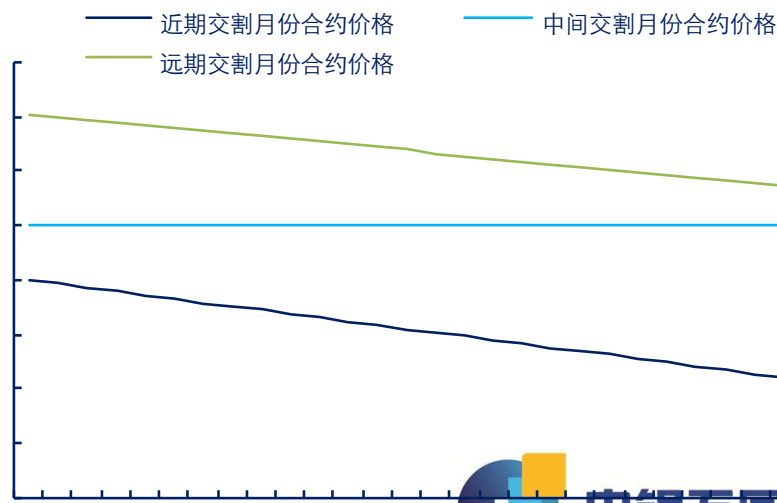
跨期套利交易类型：蝶式套利

- ❖ **蝶式套利**，即利用三个不同交割月份的合约，通过中间交割月份合约与前后两个交割月份合约的价格差进行套利。由两个方向相反、共享中间交割月份合约的跨期套利组合，其中中间交割月份合约数量等于其他两个交割月份合约数量之和。蝶式套利必须同时下达三个买卖指令。蝶式套利主要分为多头蝶式套利和空头蝶式套利。
- ❖ **多头蝶式套利**，即执行买入近期交割月份合约，卖出中间交割月份合约，并买入远期交割月份合约的策略。相当于在近期交割月份和中间交割月份之间进行熊市套利，在中间交割月份和远期交割月份之间进行牛市套利。
- ❖ **空头蝶式套利**，即执行卖出近期交割月份合约，买入中间交割月份合约，并卖出远期交割月份合约的策略。相当于在近期交割月份和中间交割月份之间进行牛市套利，在中间交割月份和远期交割月份之间进行熊市套利。

多头蝶式套利情形



空头蝶式套利情形



多头蝶式套利案例

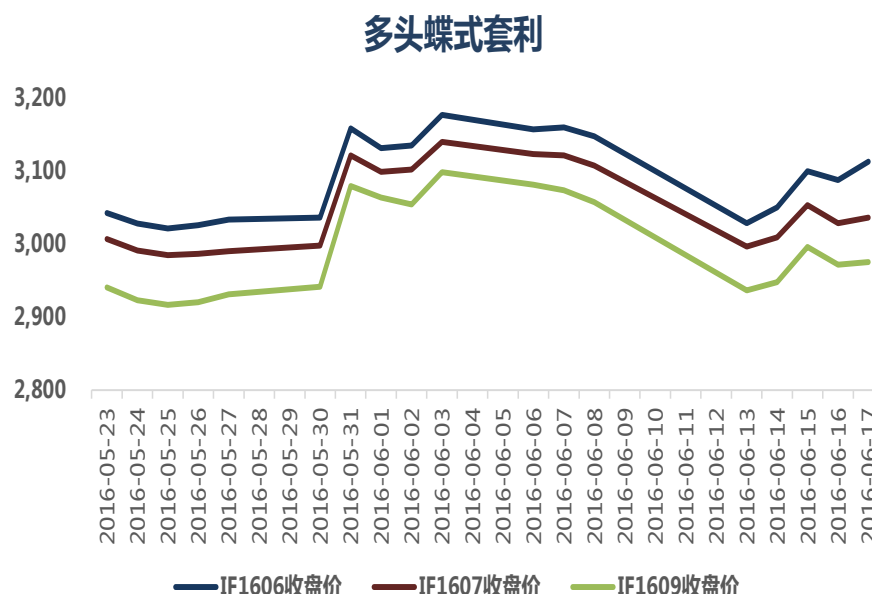
时间区间：2016年5月23日-2016年6月17日

建仓合约：买入1张IF1606、卖出2张IF1607，买入1张IF1609

投资者观点：执行买入近期交割月份合约，卖出中间交割月份合约，并买入远期交割月份合约。

建仓说明：假设用5月23日当天开盘价建仓，用6月17日当天收盘价平仓。

多头蝶式套利			
建仓合约	IF1606	IF1607	IF1609
方向	买入	卖出	买入
开仓时间	2016/5/23		
开仓价格	3,036.6	3,014.4	2,931.8
平仓时间	2016/6/17		
平仓价格	3,113.4	3,036.4	2,975.4
盈亏	76.8	(44.0)	43.6
涨跌幅(%)	2.53%	0.73%	1.49%
总盈亏	76.4		
总涨跌幅(%)	2.56%		
盈亏金额	22,920		



资料来源：Wind，申万期货研究所

目 录

1

三因素合力推升市场估值

2

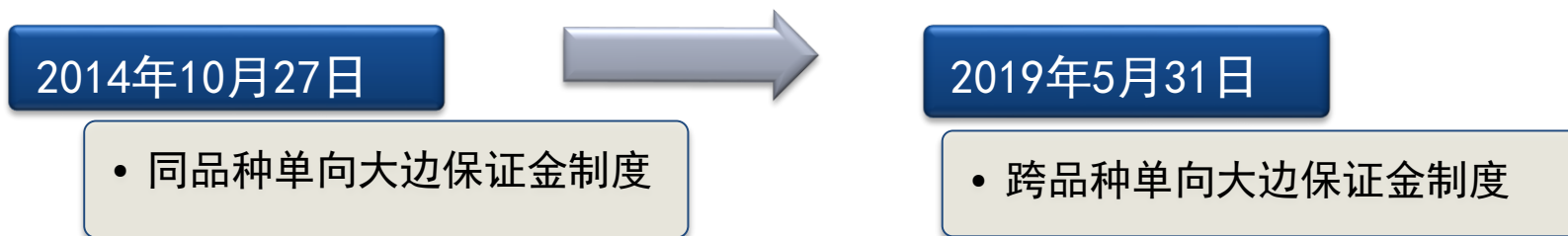
股指期货期现与跨期策略

3

股指期货跨品种套利策略

跨品种单向大边保证金制度

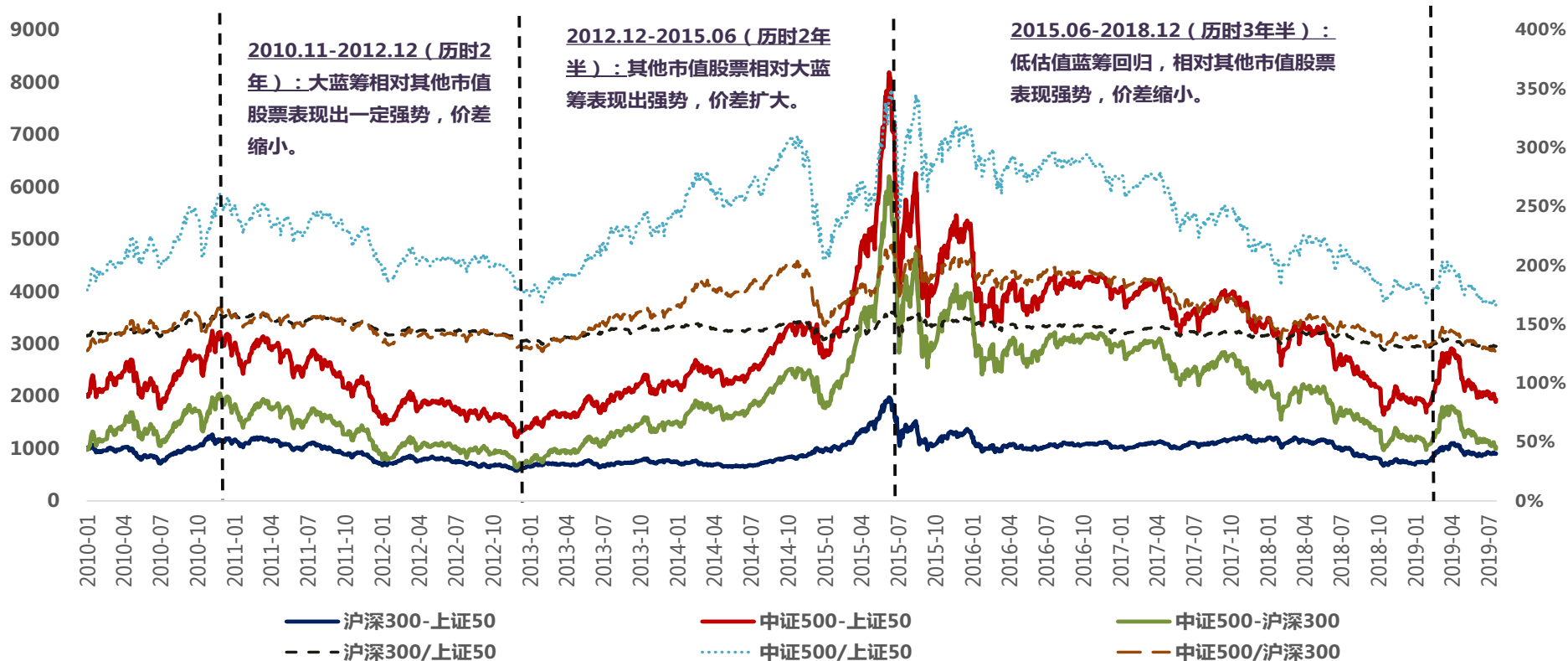
- **跨品种套利**是指利用两种不同的，但相互关联的商品之间的合约价格差异进行套利交易，即买入某一交割月份的某种商品合约，同时卖出另一相同交割月份、相互关联的商品合约，以期在有利时机同时将这两个合约对冲平仓获利。



- **降低组合持仓的保证金。**在此之前，若分别持有沪深300股指期货多单和中证500股指期货空单，则需要收取对应的两张股指期货保证金，而在此之后，则只需要收取保证金较多的那张股指期货合约保证金。
- **进一步发挥期货市场价格发现功能。**通过跨品种单向大边保证金制度，至少可以降低40%左右资金，收益率有望显著提升，从而可以活跃市场进行跨品种套利。
- **现有的公募基金策略中可能较少运用到跨品种套利策略。**被动指数型基金和股票多空基金股指期货持仓数量最大，两者均是单向持有股指期货合约。

历史价差随行情变化

股指现货价差变化



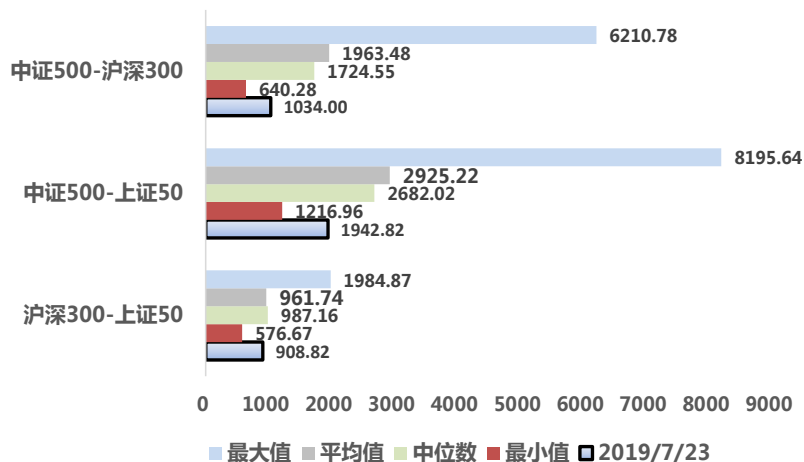
- 国内经济过热，CPI超预期，
- 无风险利率高企，
- 货币政策表现为加息，大部分时间表现为货币紧缩。

- 股市由互联网驱动，市场重视轻资产和复制能力，偏爱成长和小票，白马股被大幅低估。
- 2014年11月央行首次降息，并且后续多次降准降息，大部分时间表现为货币宽松。

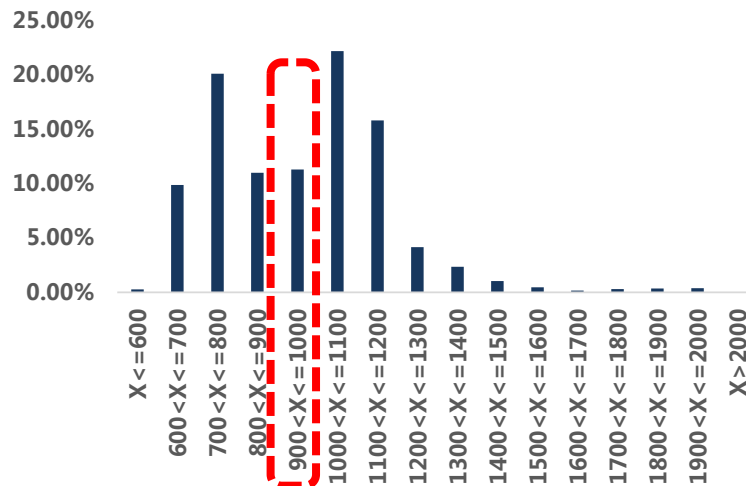
- 股市风格由成长小票到蓝筹白马。
- 供给侧改革，周期股爆发。
- 棚改和三四线地产去库存如火如荼。
- 资管新规推出。
- 2018年爆发中美贸易摩擦。

跨品种价差的概率分布

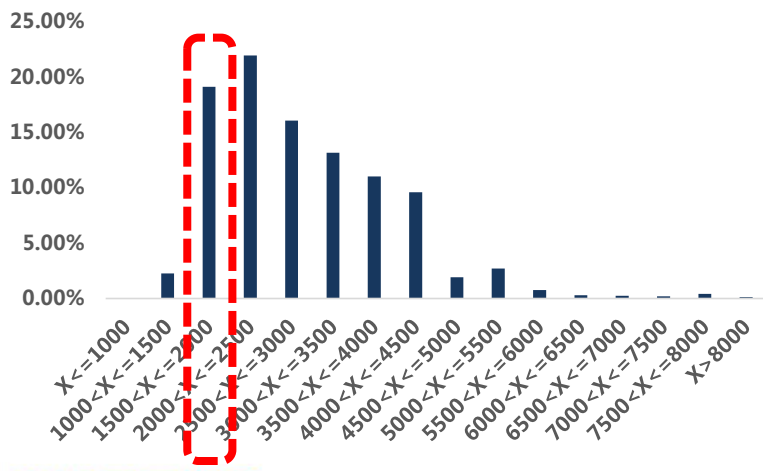
价差基本情况



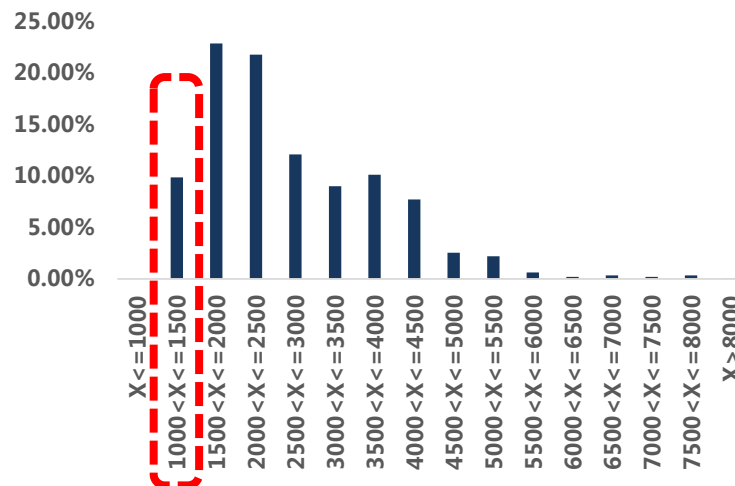
(沪深300-上证50) 价差概率分布



(中证500-上证50) 价差概率分布



(中证500-沪深300) 价差概率分布



跨品种价差的规律

- **规律一：通过分析时间间隔发现，大小盘风格互换周期约2-3年。**
- 通过过去这9年多时间统计分析，大小盘风格转换有一定周期规律，大约时间间隔为2-3年，目前有可能已经到了下一次风格转换的时间点。
- **规律二：价差的不断扩大往往是在大盘大幅上涨期间，因为小盘股弹性大，涨的比大市值股票多，跌的时候也比大市值股票幅度深。**
- 价差的趋势性变化往往跟大盘的走向息息相关。2次价差的走弱都是因为大盘大幅下跌，而价差的走强刚好发生在大盘全面上涨。主要原因是小盘股股价弹性大，涨跌都大于大盘股。

不同指数间的价差对现实情况有一定的反射作用。未来的2-3年股市会主要由什么驱动呢？

2019年国家正式推出了科创板，市场风格很可能再次从蓝筹白马回到成长小票，（中证500-上证50）和（中证500-沪深300）很有可能存在投资机会。

从现货指数角度看价差历史收益

- 由于现货指数能够提供的时间跨度较长，我们先用现货指数进行价差收益计算，由此提供一个周期较为完整的价差收益变化，便于总结规律。
- 我们分别对（沪深300-上证50）、（中证500-上证50）、（中证500-沪深300）进行1:1建仓，其中沪深300和上证50按照每点300元、中证500按照每点200元计算。

自2010年1月4日起现货指数价差累计收益变化



资料来源：Wind，申万期货研究所

三个阶段下各组合价差区间收益

- 第一阶段：2010年11月10日到2012年12月3日（历时约2年），价差缩小，跨品种套利策略亏损，其中（中证500-沪深300）亏损额最小。
- 第二阶段：2012年12月3日到2015年6月12日（历时约2年半），价差扩大，跨品种套利策略盈利，其中（中证500-上证50）盈利额最大。
- 第三阶段：2015年6月12日到2018年12月31日（历时约3年半），价差缩小，跨品种套利策略亏损，其中（中证500-上证50）亏损额最大。

第一阶段：价差缩小				
起始时间	指数	绝对收益（元）	2010年11月10日价差	2012年12月3日价差
2010/11/10	沪深300-上证50	(206,980)	1,273	577
终止时间	中证500-上证50	(326,189)	3,259	1,217
2012/12/3	中证500-沪深300	(119,210)	1,986	640
第二阶段：价差扩大				
起始时间	指数	绝对收益（元）	2012年12月3日价差	2015年6月12日价差
2012/12/3	沪深300-上证50	417,889	577	1,985
终止时间	中证500-上证50	1,205,107	1,217	8,196
2015/6/12	中证500-沪深300	787,217	640	6,211
第三阶段：价差缩小				
起始时间	指数	绝对收益（元）	2015年6月12日价差	2018年12月28日价差
2015/6/12	沪深300-上证50	(372,576)	1,985	718
终止时间	中证500-上证50	(1,123,446)	8,196	1,875
2018/12/28	中证500-沪深300	(750,870)	6,211	1,157

期货价格估算各组合价差区间收益

- IC和IH都是在2015年4月16日推出，用期货合约分析出来的价差收益数据基本上属于第三阶段。分别对（IF当月-IH当月）、（IC当月-IH当月）、（IC当月-IF当月）进行1:1建仓，其中IF合约和IH合约都是每点300元、中证500期货合约是每点200元。
- 第三阶段：2015年6月12日到2018年12月31日（历时约3年半），价差缩小，跨品种套利策略亏损，其中（IC当月-IH当月）亏损额最大。

第三阶段：价差缩小				
起始时间	指数	绝对收益（元）	2015年6月12日价差	2018年12月28日价差
2015/6/12	IF当月-IH当月	(368,760)	1,956	709
终止时间	IC当月-IH当月	(1,105,360)	8,023	1,834
2018/12/28	IC当月-IF当月	(736,600)	6,066	1,124

- 和用现货指数计算出的结果相比，第三阶段用期货合约和用现货指数进行价差套利的盈亏结果基本相同。由于每月展期、升贴水幅度差异等因素，使得当前结果中用期货合约套利的亏损额均小幅小于用现货指数套利的亏损额。
- 关于展期，由于展期当日，并未实质造成盈亏变动，但是在这里的计算中，是直接将前后两个月份之间的升贴水算入了价差收益，这里就造成了用现货指数和用期货合约的差异。用指数现货算出来的数值理论上容易比期货合约计算出的价差绝对收益高，尤其是（IC当月-IH当月）组合和（IC当月-IF当月）组合。
- 关于升贴水，由于IC贴水幅度最大，每月可以享受到相较于IH和IF的较大的基差回归收益。因此从这一角度看，建立（IC当月-IH当月）套利组合和（IC当月-IF当月）套利组合能享受到这一优势。

资料来源：Wind，申万期货研究所

跨品种套利可行性

- 跨品种套利的主导思想是寻找两种或多种不同，但具有一定相关性的商品间的相对稳定关系(差值、比值或其他)，在其脱离正常轨道时采取相关反向操作以获取利润。
 - 第一，资产间的相关性对套利策略的成功与否更为重要；
 - 第二，不存在无风险套利的可能，套利的预期收益率也无法在策略制定时确定。
- 一般情况下，投资者需要对两种商品的基本面进行综合分析后才能确定是否具有套利机会，故跨品种套利对投资者个人的素质提出了更高的要求。
- 跨品种的风险较高，两个品种间若相关性不是很明确，不一定有对冲效果，而从成分股的组成、估值和业绩的同步性等角度考虑，沪深300和上证50跨品种套利最安全，中证500和上证50 跨品种套利风险最大。因此，单从相关性考虑，在选择品种的时候，建议使用中证500和沪深300组合或者沪深300和上证50组合。

- 从相关性分析发现，沪深300和上证50相关性最强，相关系数达0.947；
- 中证500和沪深300相关性次之，相关系数是0.852；
- 中证500和上证50相关性最弱，相关系数是0.667。

相关关系/修正可决系数	上证50	沪深300	中证500
上证50	1		
沪深300	0.947 0.897	1	
中证500	0.667 0.444	0.852 0.726	1
相关关系/修正可决系数	上证50期货当月合约	沪深300期货当月合约	中证500期货当月合约
上证50期货当月合约	1		
沪深300期货当月合约	0.923 0.851	1	
中证500期货当月合约	0.690 0.475	0.887 0.786	1

跨品种组合波动率均较单个指数有一定程度下降

- 为了验证跨品种套利能否对冲部分风险，我们对组合波动率、指数波动率进行比较分析，从数据上发现建立组合后波动率均较单个指数有一定程度下降，能够平滑收益曲线。
- 各个期货合约间的波动率明显要高于指数现货，但通过跨品种套利后波动率明显下滑的规律还是依然存在的。

时间区间：2010年1月4日至2019年7月22日		
指数现货日波动率		
上证50涨跌幅	沪深300涨跌幅	中证500涨跌幅
1.51%	1.48%	1.72%
(沪深300-上证50) 组合涨跌幅	(中证500-上证50) 组合涨跌幅	(中证500-沪深300) 组合涨跌幅
0.49%	1.13%	0.78%
股指期货日波动率		
上证50当月合约涨跌幅	沪深300当月合约涨跌幅	中证500当月合约涨跌幅
1.70%	1.66%	2.30%
(沪深300当月合约-上证50 当月合约) 组合涨跌幅	(中证500当月合约-上证50 当月合约) 组合涨跌幅	(中证500当月合约-沪深300当月合约) 组合涨跌幅
0.71%	1.67%	1.08%

***波动率取样本标准差

- (沪深300-上证50) 组合对降低波动最为显著，组合标准差仅为0.49%，大幅低于上证50的1.51%和沪深300的1.48%；
- 其次是 (中证500-沪深300) 组合，标准差降为0.78%，低于中证500的1.72%和沪深300的1.48%；
- 而 (中证500-上证50) 组合最不显著，波动率仅小幅下降到1.13%，略低于沪深300的1.48%。

资料来源：Wind，申万期货研究所

关注指数套利策略：多IC、空IF组合

- 跨品种套利并非像期现套利、跨期套利一样有较为确定的定期的套利机会，除了有一定统计上的规律，更重要的还会受一些偏基本面因素的影响，且持续的周期并不确定。
- 根据上述可行性分析，我们主要采用沪深300和上证50、中证500和沪深300组合，暂不考虑中证500和上证50的套利。
- 建仓时将各个品种的初始市值调整至基本相等，基本不暴露裸露头寸，即对于按照7月22日收盘价建仓来说，沪深300合约张数/上证50合约张数为10:13，中证500合约张数/上证50合约张数为10:11，中证500合约张数/沪深300合约张数为12:10。但为了方便比较，我们统一单位，只计算沪深300为1张情况下，（沪深300-上证50）以及（中证500-沪深300）之间的价差收益。
 - 1) 统计上的规律：
 - 价差均值回归
 - 价差概率分布
 - 2) 偏基本面的规律：
 - 全面牛市/全面熊市/震荡偏结构市
 - 市场风格周期转换
 - 估值水平
 - 业绩增速

统计上的规律：（1）价差均值回归

- 从价差均值回归的角度，（中证500-沪深300）拥有最高的获利概率。
- 基于对历史价差的计算，即使现在的价差进一步缩小至历史最低位，（沪深300-上证50）和（中证500-沪深300）两个跨品种组合也能够实现收益，这主要是由于合约张数并非1:1配置以及每点价值不同导致的。**实际建仓时，若对两个品种涨跌判断错误，肯定会出现亏损，历史数据作为一个参考，具体使用期货合约时价差收益跟测算的结果会有差异。**

价差均值回归测算

价差	沪深300-上证50	中证500-沪深300
2019/7/22	899.78	994.89
与最大值差距	1085.09	5215.88
与最小值差距	-323.11	-354.61
与中位值差距	87.38	729.66
与平均数差距	61.96	968.57
扩大到最大值绝对收益	281,659	1,141,780
缩小至最小值绝对亏损	29,491	20,304
回归到平均值绝对收益	96,551	207,714
回归到中位数绝对收益	87,177	271,934

***基于自2010年4月至2019年7月22日历史数据测算，实际投资结果会与历史测算有差异

资料来源：Wind，申万期货研究所

总体而言，在不考虑保证金大小只从盈亏绝对金额角度，（中证500-沪深300）是最优的选择，即多IC，空IF。

- 在7月22日这一天建仓，对于（中证500-沪深300）组合，若价差缩小至历史最低也能获得约2万元，若均值回归至平均/中位水平能获得约20-27万元，若价差扩大至历史最高能获得约114万元。
- 基于对历史价差的计算，在7月22日这一天建仓，若价差缩小至历史最低也能获得约3万元，若均值回归至平均/中位水平能获得约8-10万元，若价差扩大至历史最高能获得约28万元。

统计上的规律：（2）价差概率分布

- 从价差概率分布的角度，（中证500-沪深300）价差进一步缩小的概率最低，即最有可能获得价差扩大带来的收益。

概率角度			
概率	沪深300-上证50	中证500-上证50	中证500-沪深300
2019/7/22	899.78	1894.67	994.89
价差比当日小的天数	959	355	226
样本总天数	2322	2322	2322
价差进一步缩小的概率	41.30%	15.29%	9.73%

***基于自2010年4月至2019年7月22日历史数据测算

资料来源：Wind，申万期货研究所

- 在对自2010年1月4日起至2019年7月22日的2322个交易日的数据进行分析后，过去价差低于7月22日价差的概率对于（中证500-沪深300）、（沪深300-上证50）组合分别是9.73%、41.30%，即特别是对于（中证500-沪深300）组合，有很大的概率后续价差会扩大。
- 因此，从量化分析的角度，多IC，空IF是目前最好的策略。

偏基本面的规律：（1）牛市/熊市/震荡结构市

- 对过去9年多价差以及价差收益进行的分析发现，在牛市时期，（沪深300-上证50）、（中证500-上证50）、（中证500-沪深300）跨品种套利策略都能获得较好的正收益。而在熊市时期，该跨品种套利策略亏损较大。在震荡偏结构时期，市场风格等其他因素起到的影响就比较大，例如2013年1月至2014年6月（价差扩大）、2017年1月到2018年1月（价差缩小）。

建仓策略		
	沪深300-上证50	中证500-沪深300
全面牛市	多IF，空IH	多IC，空IF
全面熊市	空IF，多IH	空IC，多IF
震荡偏结构市	综合考虑其他因素决定	

资料来源：Wind，申万期货研究所

- 那么未来全面牛市、全面熊市或者震荡偏结构的概率有多大呢？
- 根据当前的政策、国家对资本市场的定位，政策底非常明显。2019年一季度股市的快速上行，市场底已经基本可以确定为前期的2440点，但目前的股票市场仍然面临许多问题，比如股权质押、商誉减值、大股东减持等问题。综合判断，当前我们仍然处于相对偏震荡的时期，并非全面牛市也不是全面的熊市。自2015年6月股灾以来，股票市场已经调整了4年多，未来随着经济见底、全球进一步宽松，有着全面转牛的可能，而再次全面转熊的可能性不大，但全面转牛之前仍需经历一段震荡行情是可能的。
- 按照这个标准，建仓时机或许还需等待。

偏基本面的规律：（2）市场风格周期转换

- 通过过去这9年多时间统计分析，大小盘风格转换有一定周期规律，大约时间间隔为2-3年，目前有可能已经到了下一次风格转换的时间点。

周期转换				
时期	驱动因素	机构风格	板块表现	周期时长
2010	流动性	电子、计算机类股占优	金融、周期领跌，电子、计算机领涨	约2年
2011	信贷收缩	白马蓝筹抗跌	全线大跌，银行、食品饮料跌幅最少	
2012	改革	白马蓝筹占优	金融、房地产领涨，通信领跌	
2013	互联网	TMT和创业板股票，白马股被低估	计算机、电子领涨，采掘、有色金属领跌	约3年
2014	流动性	周期股、金融股	非银金融、银行、钢铁、房地产领涨	
2015	互联网	成长小票占优	计算机、电子领涨	
2016	房地产、供	消费板块受资金青睐	食品饮料领涨，计算机、传媒领跌	约3.5年
2017	给侧改革	从成长小票到蓝筹白马	食品饮料、家用电器领涨	
2018	中美贸易摩擦	白马蓝筹相对抗跌	全线大跌，银行跌幅较少	
2019	科创板	金融、消费继续走强	食品饮料、非银金融领涨	
未来（预计）	科技	预计将从蓝筹白马到成长型股票	计算机、电子等科技有望走强	

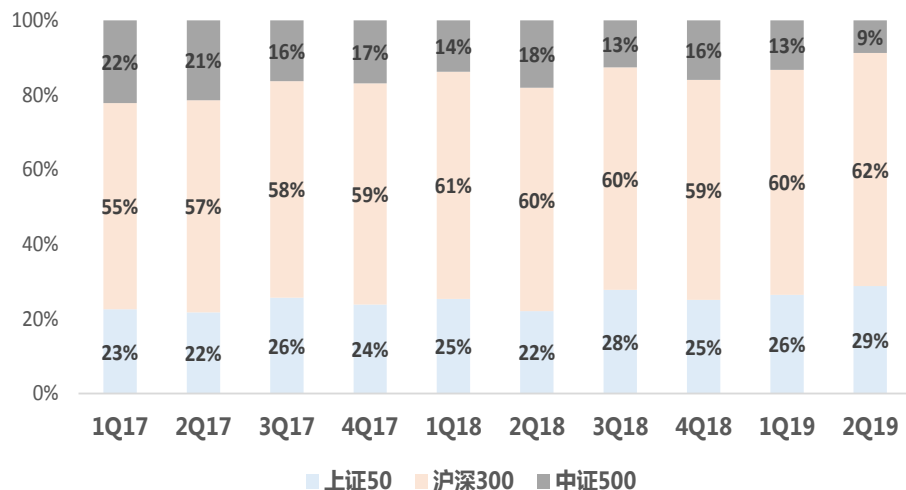
资料来源：Wind，申万期货研究所

- 自2010年以来，经历了差不多3次小盘股和大盘股之间的转换。自2016年以来，受房地产去库存、供给侧改革等一系列政策推动，白马蓝筹估值得到修复，股价相较中小盘一直占优势，已经持续了大约3.5年时间。未来中国经济的希望在于高端制造、高端科技带来的产业升级，而科创板的推动是具有重要的里程碑意义。

偏基本面的规律：（2）市场风格周期转换

- 当前主流机构大部分都集中配置在白马蓝筹股。

基金在各指数间持股占比变化（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

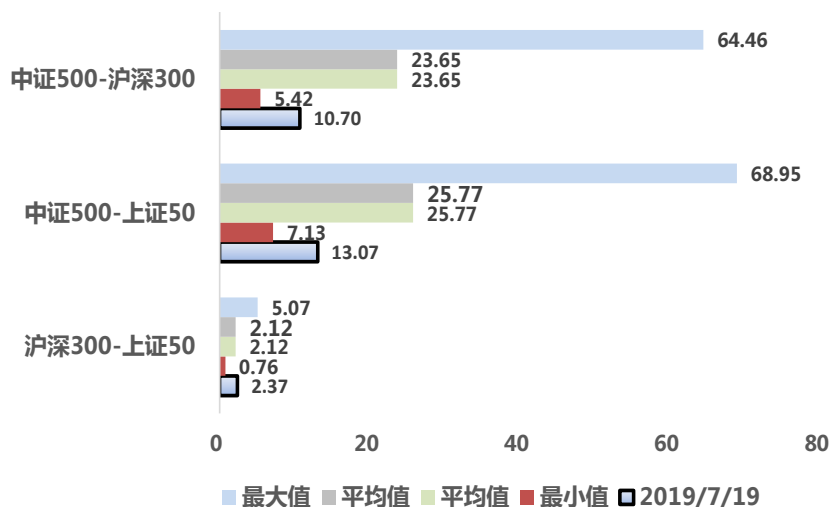
- 从基金持股变化看，自2017年至2019年二季度，基金不断在增加上证50成分股、沪深300成分股持股比例，而大幅缩减中证500成分股的持股比例。
- 截至2019年二季度，基金对中证500成分股持股占比从2017年1季度的22.16%下降到8.78%，而上证50、沪深300成分股股指占比分别从2017年的22.60%、55.24%上升至28.82%、62.40%。
- 如果未来市场风向改变，抱团于白马的资金松动，涌向代表新经济的中小高新技术企业，会使得中证500表现超越上证50、沪深300。

- 我们预计随着经济触底企稳，市场风格很有可能将会由白马蓝筹转化到成长型股票，中证500相较沪深300、上证50能走出超额行情。

偏基本面的规律：（3）估值水平

- 根据目前跨品种间估值差所处阶段来看，沪深300和上证50之间估值差基本处于平均中位数水平，暂无明显的套利优势；而中证500和上证50、中证500和沪深300之间估值差已经缩小至接近历史低位水平，具有潜在的估值差反转的投资机会。
- 从估值差概率分布的角度，（中证500-沪深300）价差进一步缩小的概率最低，即最有可能获得估值差扩大带来的收益。

估值差所处阶段



资料来源：Wind，申万期货研究所

概率角度

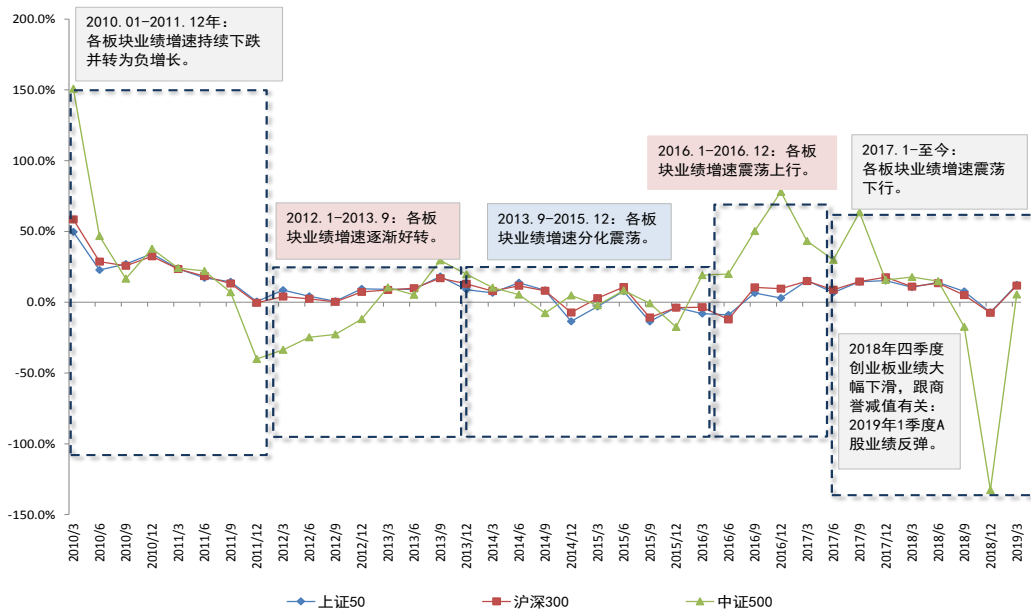
概率	沪深300-上证50	中证500-上证50	中证500-沪深300
2019/7/22	2.33	12.65	10.31
估值差比当日小的天数	1219	180	154
样本总天数	2322	2322	2322
估值差进一步缩小的概率	52.50%	7.75%	6.63%

***基于自2010年4月至2019年7月23日历史数据测算

- 在对自2010年1月4日起至2019年7月23日的2322个交易日的数据进行分析后，过去估值低于7月23日价差的概率对于（中证500-沪深300）、（沪深300-上证50）组合分别是6.63%、52.50%，即特别是对于（中证500-沪深300）组合，有很大的概率后续估值差会扩大。

偏基本面的规律：（4）业绩增速

- 估值和业绩两个因素共同对价差造成影响。指数的上涨可以单纯由估值上涨驱动，但更为健康的是受业绩上行推动。
- 当估值偏高时，即使业绩增速上行，也并不一定带来指数上涨，因为这时候主要是在消化估值，例如2016-2017年9月，中证500业绩增速超过沪深300和上证50，但指数确是整体呈下行趋势，跨品种间价差也在缩小。



- 经过2年的业绩明显走弱，未来中证500代表的中小企业业绩有没有可能开始触底反弹？
- 在目前这个时间节点还比较难以判断，在经济继续下行过程中，依然是龙头企业占优势，他们具有更强大的抗风险能力，市场份额也会向他们集中。
- 2018年四季度的商誉减值将很大一部分的中小上市企业风险释放出来，未来再进一步大幅下挫的可能性减少。

中国经济要实现转型，要改变过去过度依赖房地产、基建、传统制造的发展模式，通过培育更便捷的融资渠道、利率导向市场化、降低企业成本（融资成本、房租、税收等）等措施，让利于科技、创新、高端制造，形成一个良性的经济体，对应的希望就在于中证500所代表的中小企业，而上证50和沪深300代表的核心资产要反哺我们的实体经济。从业绩的角度，中证500代表的中小企业目前正在加速触底，等经济企稳反弹之时，这类企业的业绩弹性是最大的，也是中证500持续跑赢上证50和沪深300的开始。

跨品种套利评估模型

- 在前面基础上，我们总结归纳了以下针对跨品种套利的评估模型，作为未来在不同时间点评判是否适合做跨品种套利的分析体系。

所属层面	价差影响因素	权重/决定程度	说明	指标
统计	当前价差所处位置	20%	相互间价差是否有潜在套利机会	均值回归绝对收益大小
			价差概率分布，目前处于什么区间	价差进一步缩小概率
基本面	全面牛市/全面熊市/ 震荡偏结构市	30%	处于牛市还是熊市还是震荡市？	偏主观：货币政策（降准降息）、财政政策（减税降费）、资本市场（金融活、经济活）
				经济所处周期：政策底、市场底、经济底（领先指标：社融、M2等）
				资金面：两融余额增速、外资流入速度
	市场风格/资金偏好	20%	目前机构资金偏好	公募基金大市值股票和小市值股票的持仓占比
			根据历史周期时长，当前是否已接近转换节点	市场风格持续时长
	估值	20%	各个指数相对估值有没有优势	估值差所处阶段
			估值差概率分布，目前处于什么区间	估值差进一步缩小概率
	业绩增速	10%	业绩增速相对强弱，是否触底反弹或阶段高位	各指数对应业绩增速

资料来源：Wind，申万期货研究所

- 相关的风险提示：在系统性上涨或下跌时，不同品种间合约也能基本同步上涨或下跌，呈现一定的正相关性，但是在震荡结构市里，若看错方向，可能造成双向亏损。

申万期货宏观&金融研究团队

- 汪洋（执业编号：F0306430），金融学博士，CFA、FRM，中共上海市金融工作委员会上海金融人才讲师团讲师。研究方向为宏观经济和股指期货。
- 唐广华（执业编号：F3010997），金融学硕士，中金所国债期货讲师，负责宏观、国债期货基本面与策略研究。
- 项歌德（执业编号：F0301231），经济学博士，申银万国证券公司博士后。申万期货研究所负责人兼机构业务总部副经理。参与过多项国家自然科学基金、社会科学基金、上海软科学基金研究。
- 金硕（执业编号：F3048724），清华大学金融学硕士。主要研究方向为宏观经济，擅长从数据和实际出发把握大的宏观趋势和大类资产的配置。
- 贾婷婷（执业编号：F3056905），管理学硕士，CFA。6年多金融领域经验，主要研究方向为股指期货和期权。
- 林新杰（执业编号：F3032999），新加坡管理大学硕士。主要研究方向为宏观、贵金属等品种国内外期货对冲套利策略的开发及应用。



申银万国期货
宏观金融研究



申银万国期货研究

免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，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，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。