

股指期货交易策略与行情展望

期现比较 · 交易策略 · 大类资产配置 · 行情解析与展望

2020.6.9

鲁证期货 研究所

宏观经济与金融期货分析师

李荣凯

从业资格号：F3012937

投资咨询号：Z0015266

1

股指期现比较

2

股指期货的交易策略

3

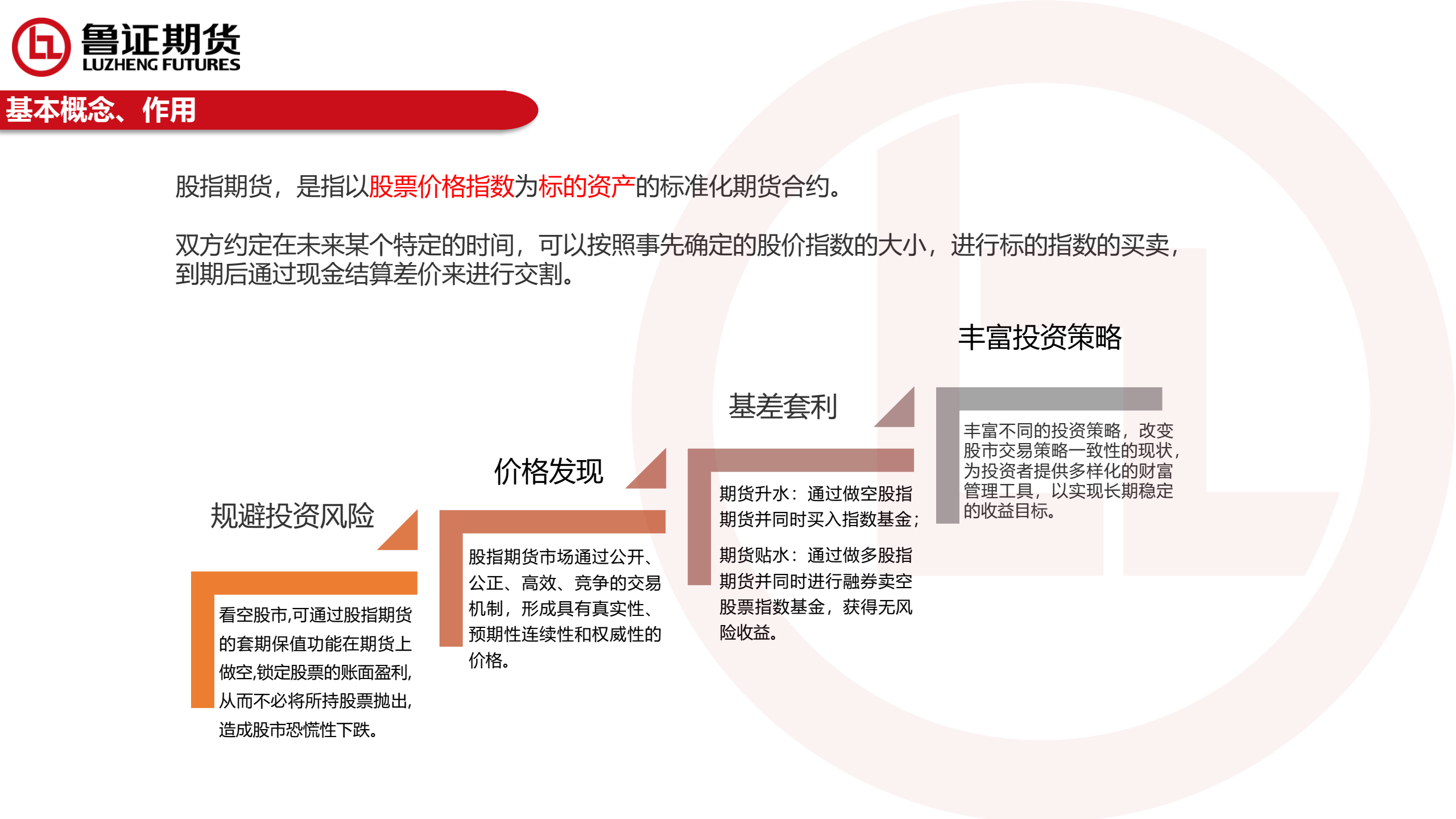
后疫情时代宏观经济分析与大类资产展望

4

行情解析与展望

股指期现比较

概念与功能 · 现货情况 · 期货情况

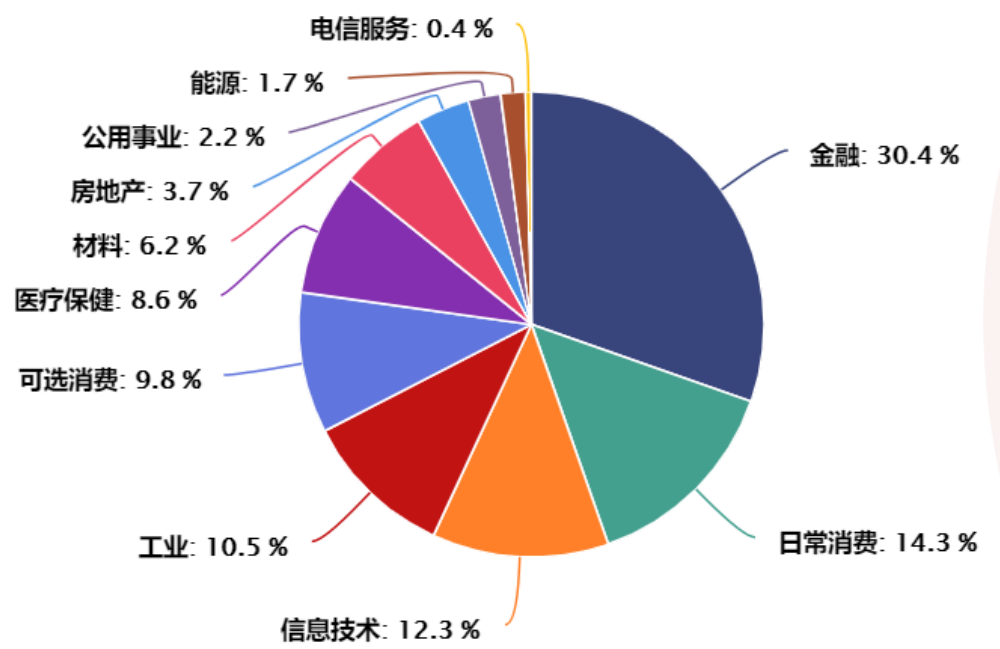




沪深300股指期货

沪深300指数	
概述	沪深300指数是由沪深A 股中规模大、流动性好的最具代表性的300只股票组成，于2005年4月8日正式发布，以综合反映沪深A股市场整体表现。
样本空间	非创业板股票：上市时间超过一个季度，除非该股票自上市以来日均A股总市值在全部沪深A股(非创业板股票)中排在前30。 创业板股票：上市时间超过三年。非 ST、*ST 股票，非暂停上市股票。
选样方法	计算样本空间内股票最近一年(新股为上市第四个交易日以来)的A股日均成交金额与A股日均总市值; 对样本空间股票在最近一年的A股日均成交金额由高到低排名，剔除排名后50%的股票; 对剩余股票按照最近一年A股日均总市值由高到低排名，选取前300名股票作为指数样本。
指数计算	以“点”为单位，精确到小数点后3位。
基日与基点	以 2004 年 12 月 31 日为基日，基点为 1000 点。
计算公式	$\text{报告期指数} = \frac{\text{报告期成份股的调整市值}}{\text{除数}} \times 1000$ <p>其中，调整市值 = $\sum(\text{股价} \times \text{调整股本数})$。</p>
样本调整	样本股调整实施时间分别是每年6月和12月的第二个星期五的下一交易日。

标的介绍—沪深300

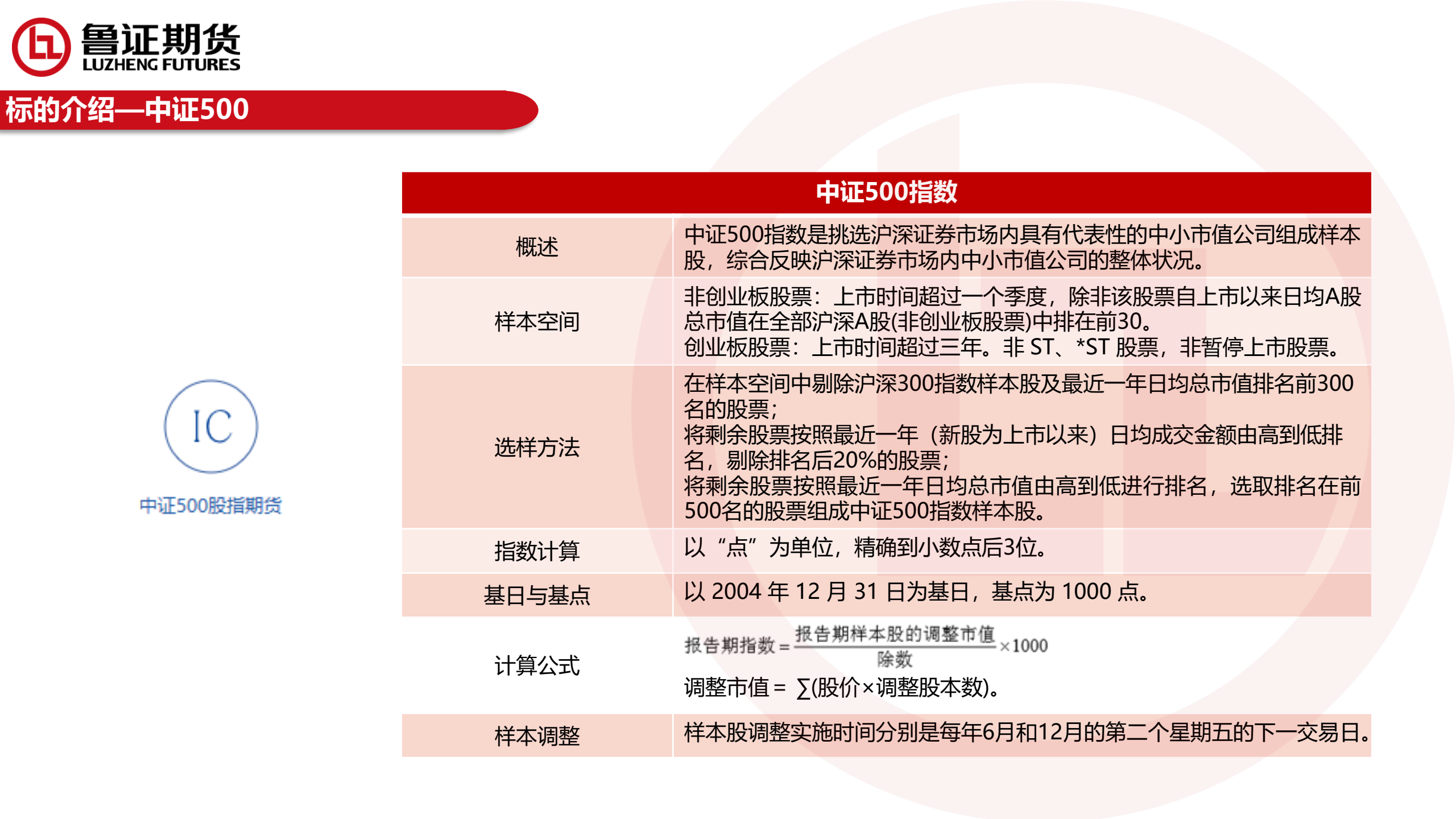


行业权重分布

截止日期: 2020.6.1

证券代码	证券名称	权重	自由流通市值(亿元)	Wind一级行业
601318.SH	中国平安	5.87%	6,979.04	金融
600519.SH	贵州茅台	5.26%	6,144.42	日常消费
600036.SH	招商银行	2.67%	4,198.69	金融
600276.SH	恒瑞医药	2.24%	2,534.11	医疗保健
000858.SZ	五粮液	2.20%	2,471.07	日常消费
000333.SZ	美的集团	2.20%	2,730.78	可选消费
000651.SZ	格力电器	2.10%	2,580.26	可选消费
601166.SH	兴业银行	1.79%	2,500.34	金融
600030.SH	中信证券	1.45%	1,740.39	金融
600887.SH	伊利股份	1.33%	1,520.26	日常消费

前十大权重股



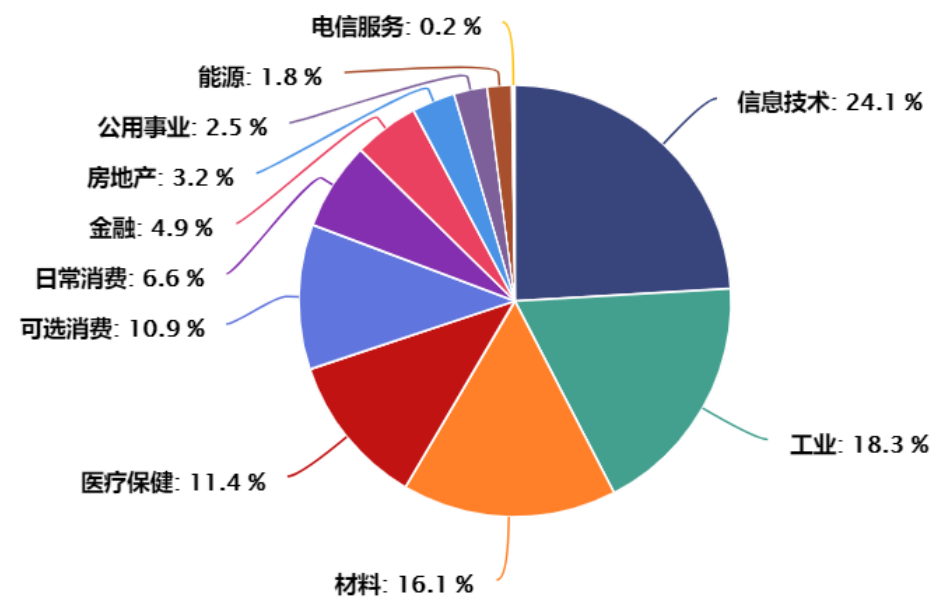
标的介绍—中证500



中证500股指期货

中证500指数	
概述	中证500指数是挑选沪深证券市场中具有代表性的中小市值公司组成样本股，综合反映沪深证券市场中中小市值公司的整体状况。
样本空间	非创业板股票：上市时间超过一个季度，除非该股票自上市以来日均A股总市值在全部沪深A股(非创业板股票)中排在前三十。 创业板股票：上市时间超过三年。非 ST、*ST 股票，非暂停上市股票。
选样方法	在样本空间中剔除沪深300指数样本股及最近一年日均总市值排名前300名的股票； 将剩余股票按照最近一年（新股为上市以来）日均成交金额由高到低排名，剔除排名后20%的股票； 将剩余股票按照最近一年日均总市值由高到低进行排名，选取排名在前500名的股票组成中证500指数样本股。
指数计算	以“点”为单位，精确到小数点后3位。
基日与基点	以 2004 年 12 月 31 日为基日，基点为 1000 点。
计算公式	$\text{报告期指数} = \frac{\text{报告期样本股的调整市值}}{\text{除数}} \times 1000$ 调整市值 = $\sum(\text{股价} \times \text{调整股本数})$ 。
样本调整	样本股调整实施时间分别是每年6月和12月的第二个星期五的下一交易日。

标的介绍—中证500



行业权重分布

证券代码	证券名称	权重	自由流通市值(亿元)	Wind一级行业
002371.SZ	北方华创	0.84%	308.70	信息技术
600745.SH	闻泰科技	0.75%	356.37	信息技术
600584.SH	长电科技	0.74%	285.82	信息技术
002127.SZ	南极电商	0.73%	322.09	可选消费
300014.SZ	亿纬锂能	0.71%	387.13	工业
300253.SZ	卫宁健康	0.69%	275.75	信息技术
002821.SZ	凯莱英	0.68%	262.26	医疗保健
002129.SZ	中环股份	0.66%	297.17	信息技术
002049.SZ	紫光国微	0.66%	257.22	信息技术
002463.SZ	沪电股份	0.64%	260.24	信息技术

前十大权重股

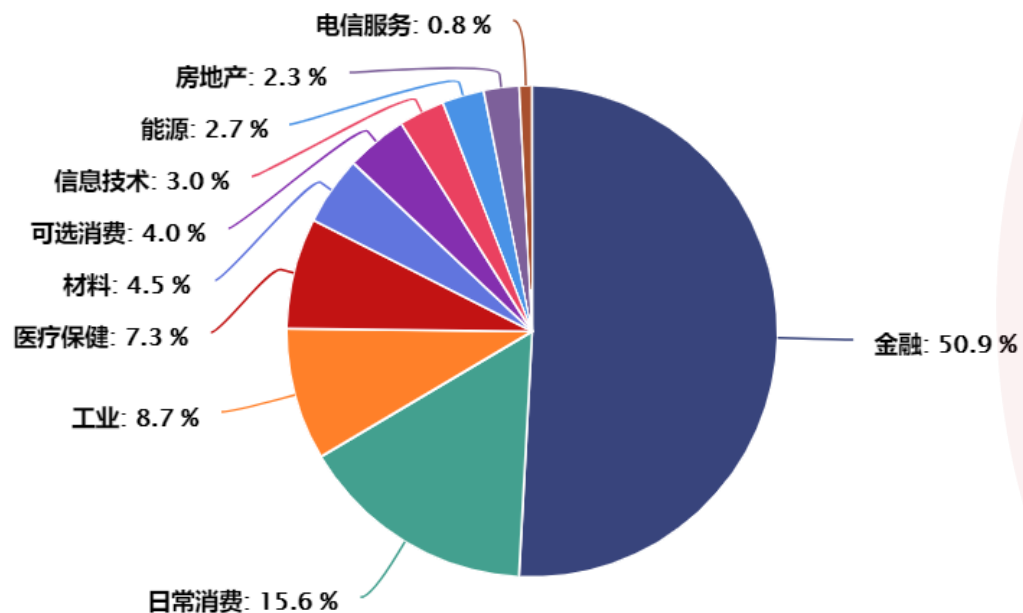
截止日期：2020.6.1



上证50股指期货

上证50指数	
概述	上证50指数以上证180指数样本股为样本空间，挑选上海证券市场规模大、流动性好的最具代表性的50只股票组成样本股，综合反映上海证券市场最具市场影响力的一批龙头企业的整体表现。
样本空间	由剔除下列股票后的所有沪市 A 股组成： 上市时间不足一个季度的股票，除非该股票的日均总市值排在沪市的前18位；暂停上市股票。
选样方法	对样本空间内的股票按照最近一年总市值、成交金额进行综合排名，选取排名前50位的股票组成样本，但市场表现异常并经专家委员会认定不宜作为样本的股票除外。
指数计算	以“点”为单位，精确到小数点后3位。
基日与基点	以2003年12月31日为基日，以1000点为基点。
计算公式	$\text{报告期指数} = \frac{\text{报告期样本股的调整市值}}{\text{除数}} \times 1000$ 调整市值 = $\sum(\text{股价} \times \text{调整股本数})$ 。
样本调整	样本股调整实施时间分别是每年6月和12月的第二个星期五的下一交易日。

标的介绍—上证50



行业权重分布

证券代码	证券名称	权重	自由流通市值(亿元)	Wind一级行业
601318.SH	中国平安	13.92%	6,979.04	金融
600519.SH	贵州茅台	12.48%	6,144.42	日常消费
600036.SH	招商银行	6.34%	4,198.69	金融
600276.SH	恒瑞医药	5.31%	2,534.11	医疗保健
601166.SH	兴业银行	4.26%	2,500.34	金融
600030.SH	中信证券	3.45%	1,740.39	金融
600887.SH	伊利股份	3.15%	1,520.26	日常消费
600016.SH	民生银行	2.57%	1,944.96	金融
601328.SH	交通银行	2.55%	1,332.30	金融
601288.SH	农业银行	2.37%	1,714.02	金融

前十大权重股

截止日期：2020.6.1



交易合约介绍

	沪深300股指期货	中证500股指期货	上证50股指期货
合约标的	沪深300指数	中证500指数	上证50指数
合约乘数	每点300元	每点200元	每点300元
报价单位	指数点		
最小变动价位	0.2点（60元）	0.2点（40元）	0.2点（60元）
合约月份	当月、下月及随后两个季月		
交易时间	上午：9:30-11:30，下午：13:00-15:00		
每日最大波动限制	上一个交易日结算价的±10%		
最低交易保证金	合约价值的8%		
最后交易日	合约到期月份的第三个周五，遇国家法定假日顺延		
交割日期	同最后交易日		
交割方式	现金交割		

股指期货交易策略

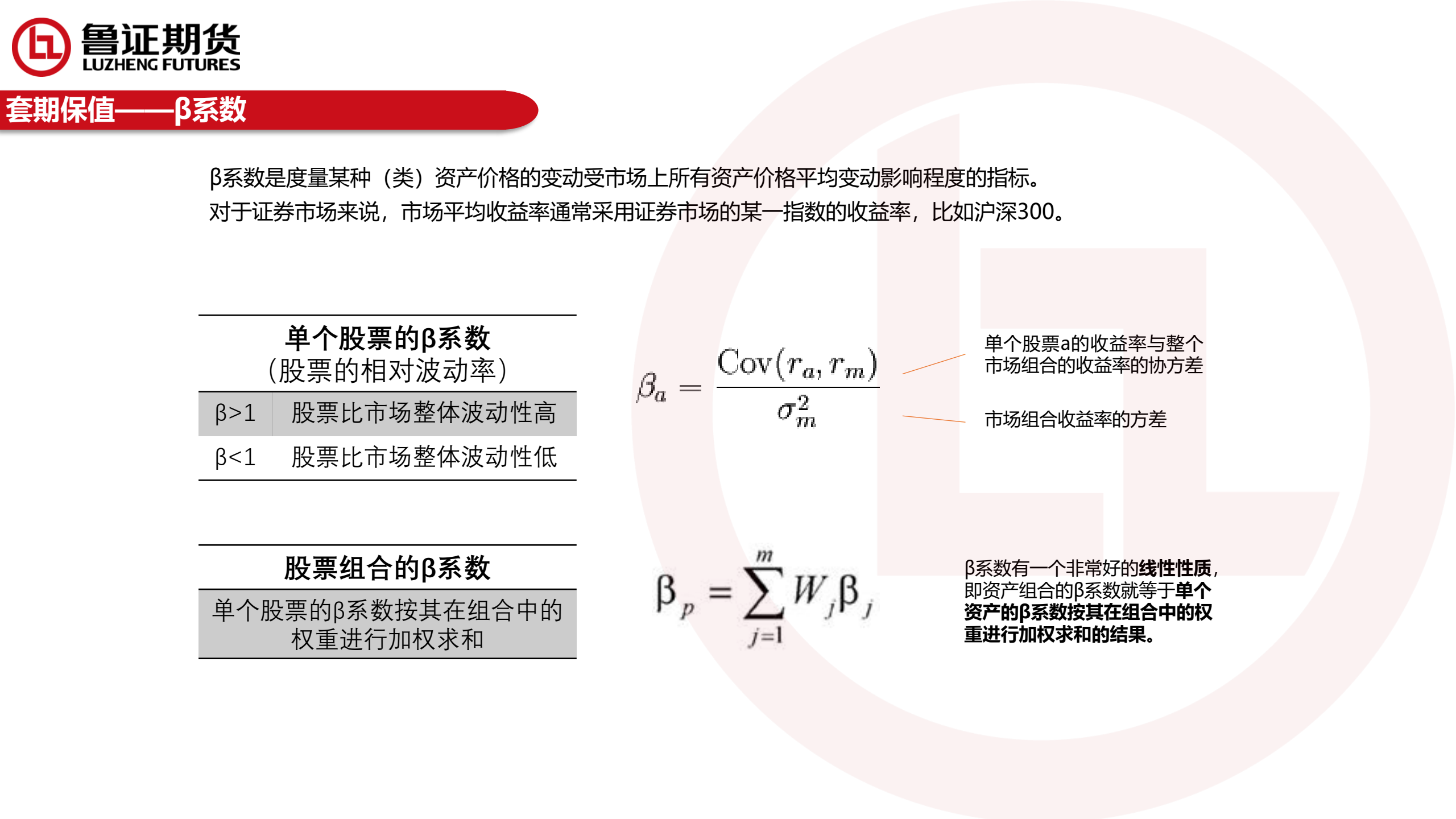
套期保值 · 投机 · 期现套利

持有股票的投资者，
担心市场价格会下跌，
其持有股票的市场价
值有可能下降

已经按固定价格买入
未来交收股票的投资
者，担心未来市场价
格下跌

预计在未来要购买股票，购买价格尚未确定，担心市场价格上涨，使其购入成本提高

持有融券头寸，担心其未来价格上涨，使其还券成本上升



套期保值——β系数

β系数是度量某种（类）资产价格的变动受市场上所有资产价格平均变动影响程度的指标。
对于证券市场来说，市场平均收益率通常采用证券市场的某一指数的收益率，比如沪深300。

单个股票的β系数 (股票的相对波动率)	
β>1	股票比市场整体波动性高
β<1	股票比市场整体波动性低

股票组合的β系数	
单个股票的β系数按其在组合中的权重进行加权求和	

$$\beta_a = \frac{\text{Cov}(r_a, r_m)}{\sigma_m^2}$$

单个股票a的收益率与整个市场组合的收益率的协方差

市场组合收益率的方差

$$\beta_p = \sum_{j=1}^m W_j \beta_j$$

β系数有一个非常好的线性性质，即资产组合的β系数就等于单个资产的β系数按其在组合中的权重进行加权求和的结果。

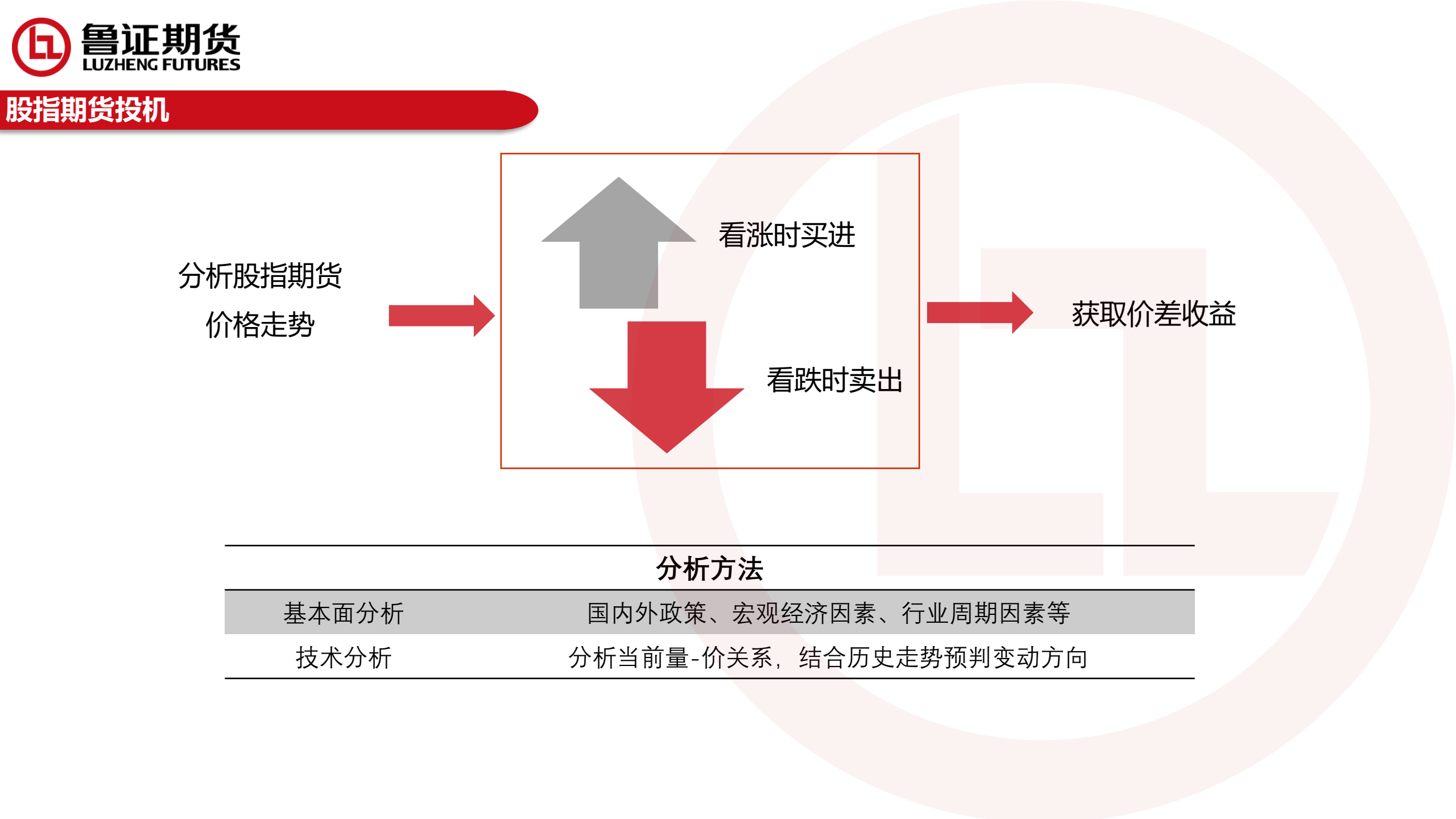
套期保值——最优套保比率

最优套保比率是使得整个套保组合收益波动最小化的套保比率，具体体现为整个资产组合收益的方差最小化。进行套保的股指期货的标的股指与整个市场组合高度相关时，股票或股票组合的 β 系数就是最优套保比率。

买入或卖出的股指期货合约的数量计算公式：

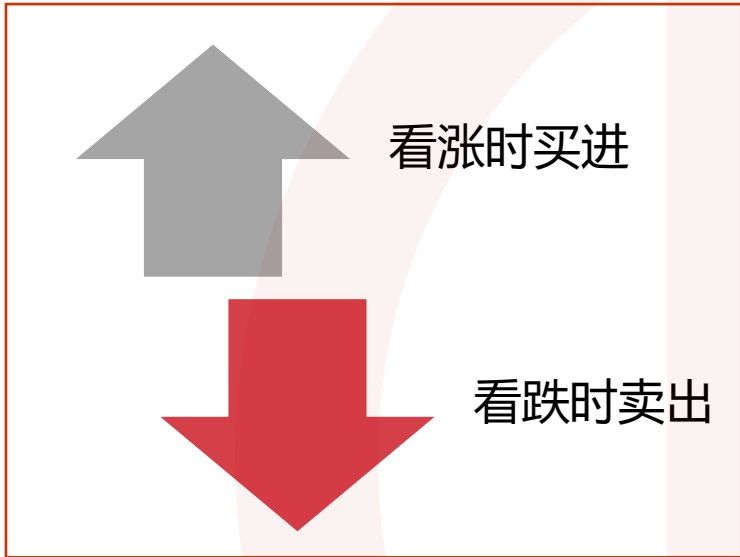
$$\text{买卖套保合约数量} = \beta \text{系数} \times \frac{\text{现货总价值}}{\text{期货指数点} \times \text{每点乘数}}$$
$$\beta \text{系数} \times \frac{\text{现货总价值}}{\text{一张期货合约的价值}}$$

β 系数越大，所需的期货合约数量越多，反之，则越少。



股指期货投机

分析股指期货
价格走势



获取价差收益

分析方法

基本面分析	国内外政策、宏观经济因素、行业周期因素等
技术分析	分析当前量-价关系，结合历史走势预判变动方向

股指期货期现套利——持有成本

基差=现货价格-期货价格

= (现货价格-期货理论价格) - (期货价格-期货理论价格)

理论基差

价值基差 (来源于投资者对股指期货价值的高估或低估)

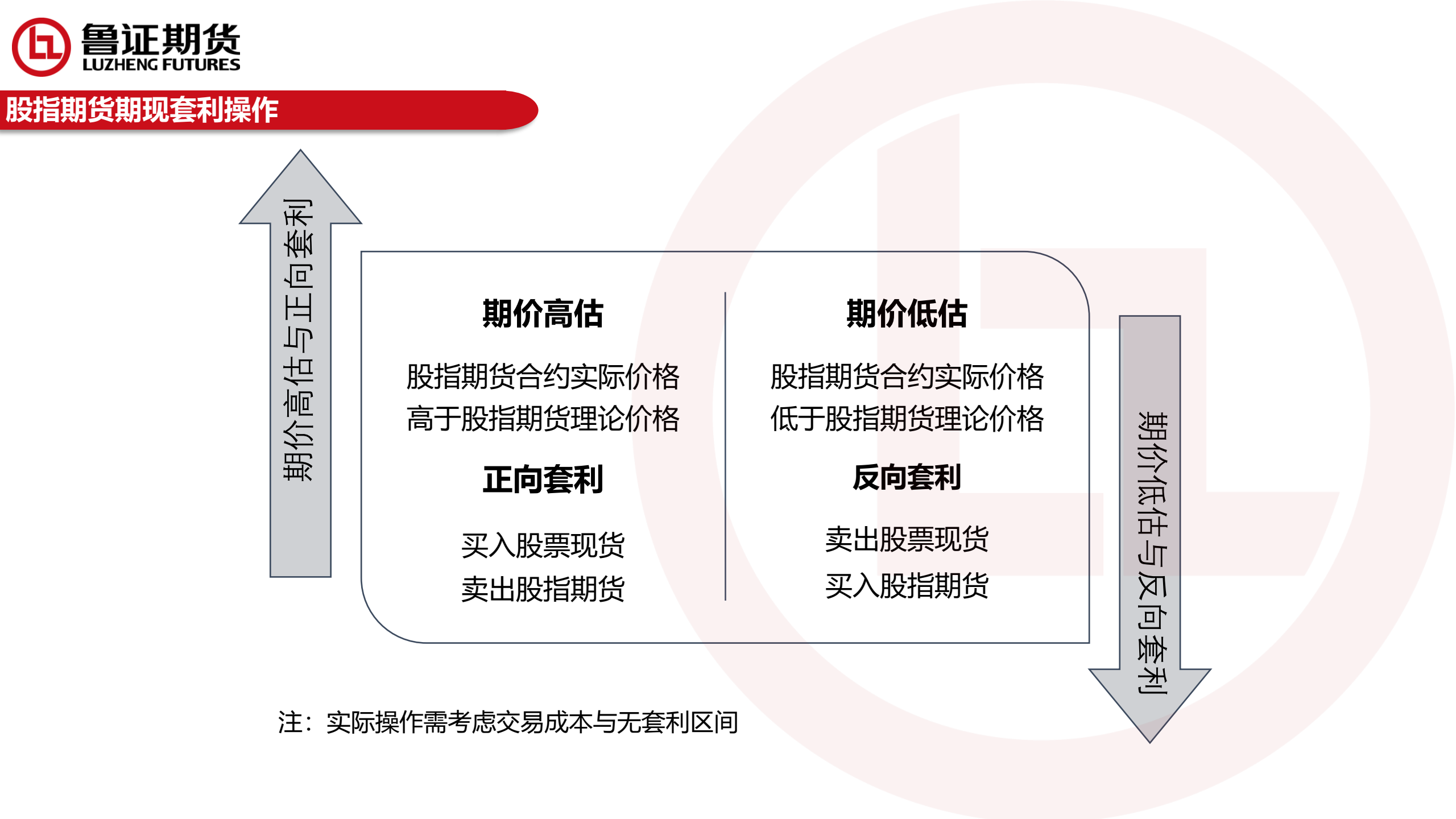
持有成本=资金占用成本-持有期内分红

计算公式:

以F表示股指期货的理论价格, S表示现货资产的市场价格, r表示融资年利率, y表示持有现货资产而取得的年收益率, Δt 表示距合约到期的天数, 在单利计息的情况下股指期货的理论价格可以表示为:

$$F = S * [1 + (r - y) * \Delta t / 360]$$

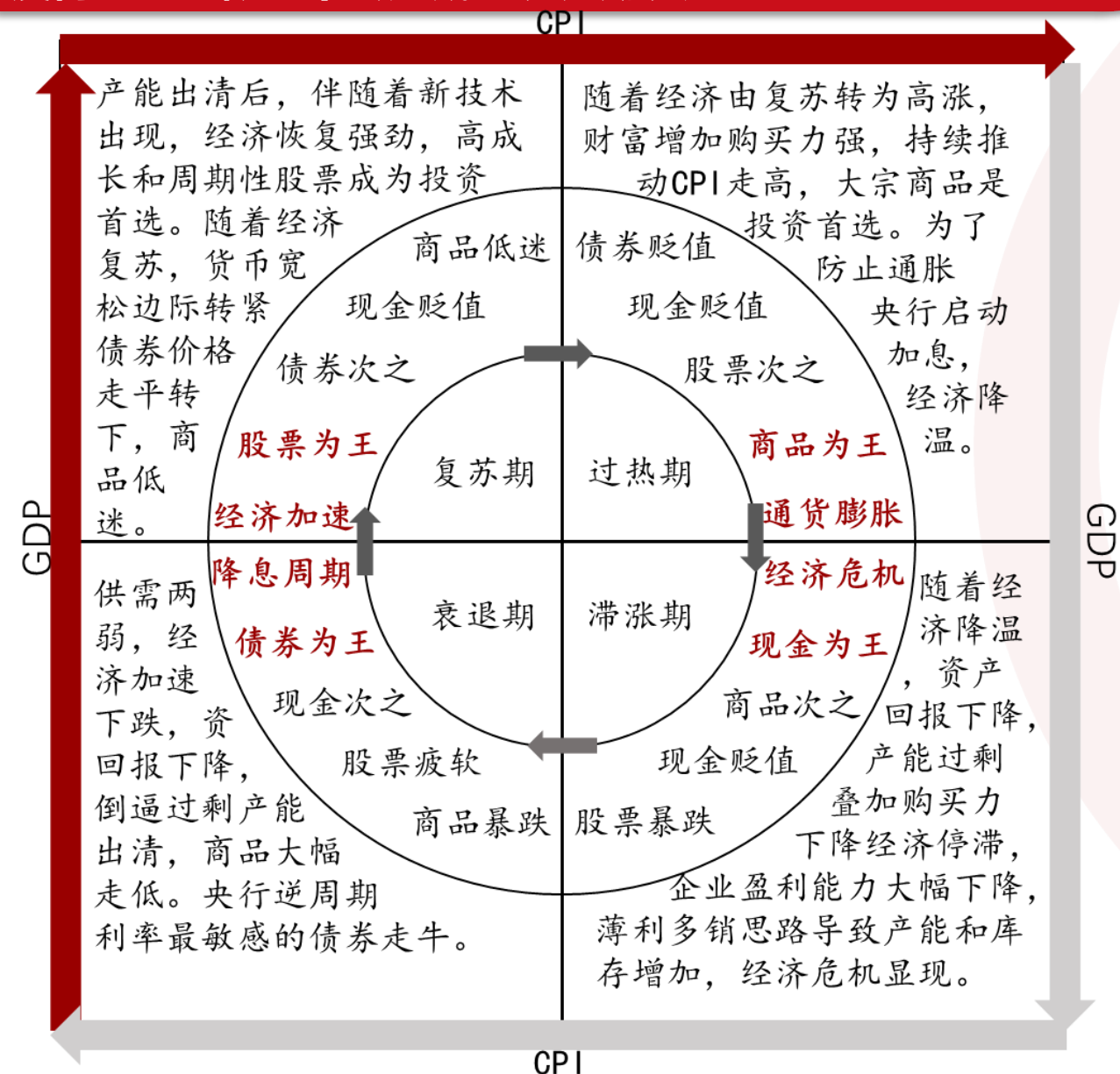
假设沪深300股票指数为1800点, 一年期融资利率5%, 持有现货的年收益率2%, 以沪深300指数为标的物的某股指期货合约距离到期日的天数为90天, 则该合约的理论价格为: $1800 * [1 + (5\% - 2\%) * 90 / 360] = 1813.5$ 点。



后疫情时代宏观经济分析与大类资产展望

疫情与宏观经济 · 风险偏好变化 · 政府工作报告 · 中美关系 · 资产配置策略

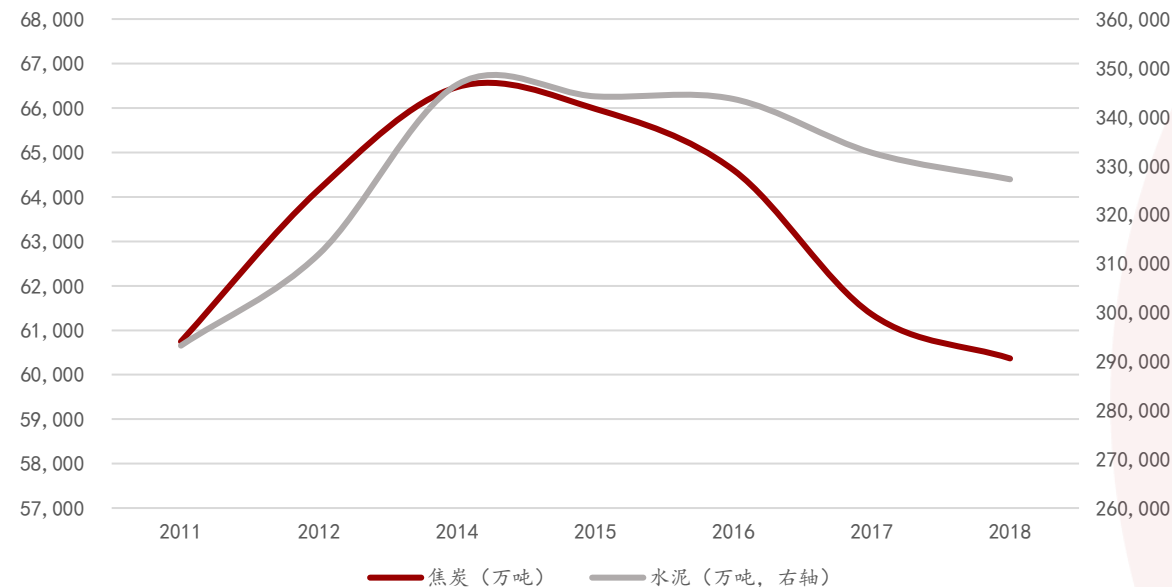
疫情冲击大概率不会造成经济长期衰退



- ◆ 当前疫情导致的经济衰退并非是周期性的产能过剩导致，也没有叠加周期性消费下滑。在疫情爆发之前，中国经济保持在较高水平的增长，美国经济也处于较为温和的经济发展状态。
- ◆ 突如其来疫情导致了人口流动大幅下降，引致生产要素流动大幅下降是当前经济衰退的主要矛盾。
- ◆ 本次疫情导致的经济衰退并非是经济周期的内生性决定，而是外部因素导致，短时间的经济下滑大概率不会导致长周期的衰退。

中国早期的供给侧改革为经济复苏腾挪了空间

中国焦炭和水泥产能

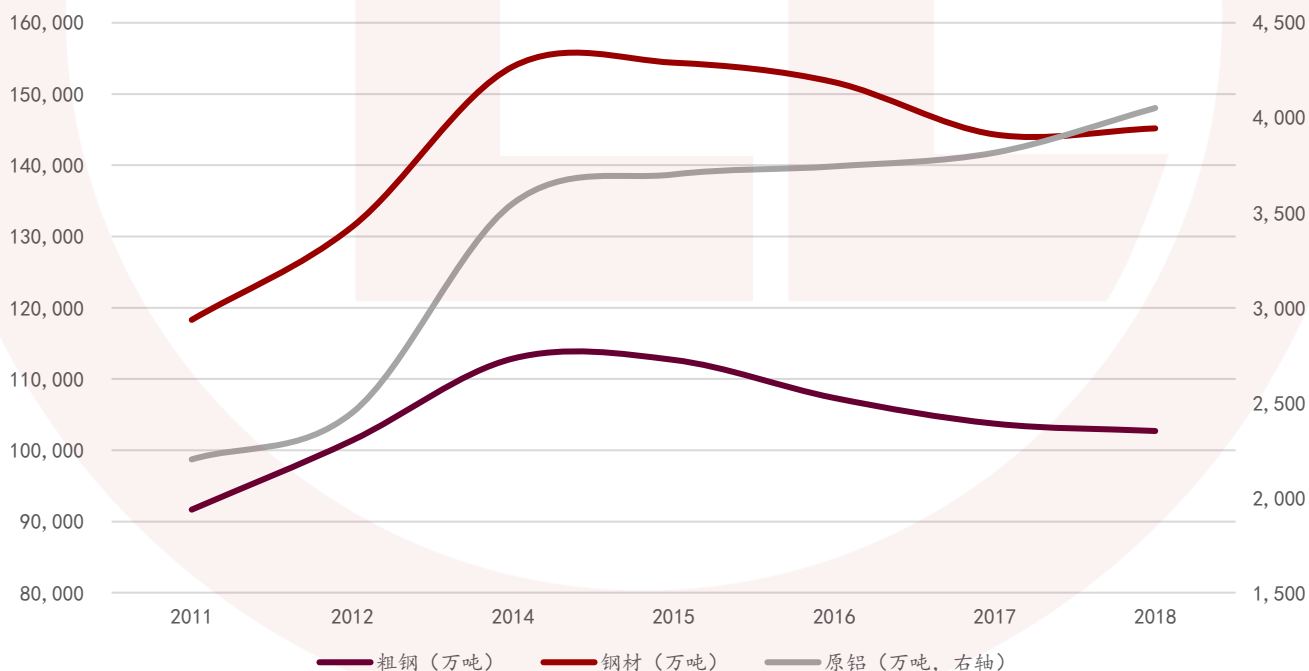


- ◆ 从产能去化结果来看，供需矛盾最为突出，国有经济占比较高的资源类和钢铁行业产能去化明显，铝产能去化不足。
- ◆ 从产能去化周期来看，积聚产能长期性决定了产能去化难以一蹴而就。从产能去化节奏来看，市场需求复苏影响产能去化节奏，政府宏观调整也需要平衡去产能和稳经济关系，各行业产能需要错周期去化。
- ◆ 过剩低效产能去化速度和去化深度，将影响业复苏的时间和高度。

数据来源：Wind，鲁证期货研究所整理

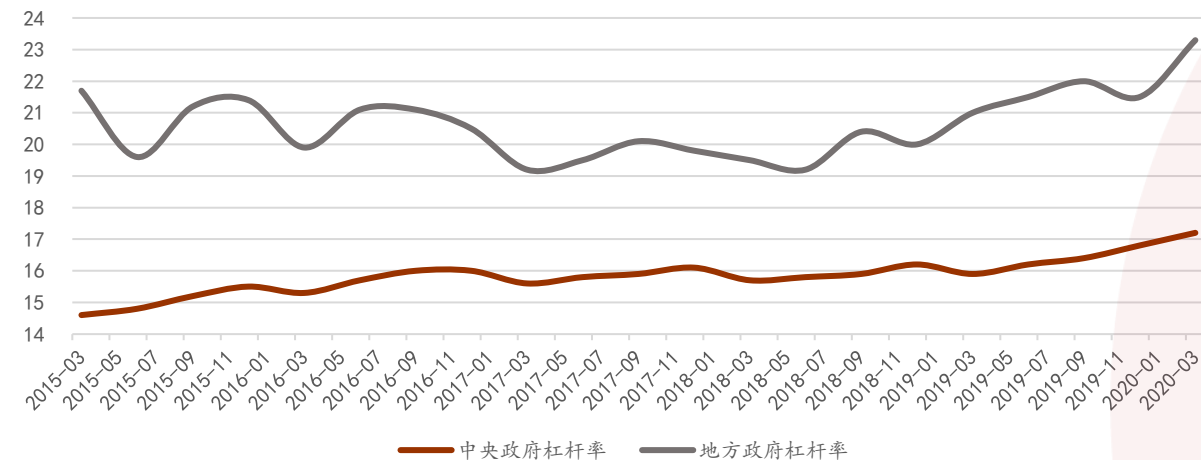
- ◆ 2015年11月中央财经领导小组会议提出供给侧改革以来，中国中央和地方政府陆续开始了自上而下地，以“三去一降一补”为核心的增量改革和存量调整
- ◆ 此外，2014、2015两年大宗商品价格的持续下跌后，2015年大宗商品价格低位造成了产品利润的大幅挤压，部分行业出现了不同程度的亏损，从而倒逼微观层面主动进行调整。
- ◆ 中国经济已经进行了四年的自我修复。

中国钢铝产能

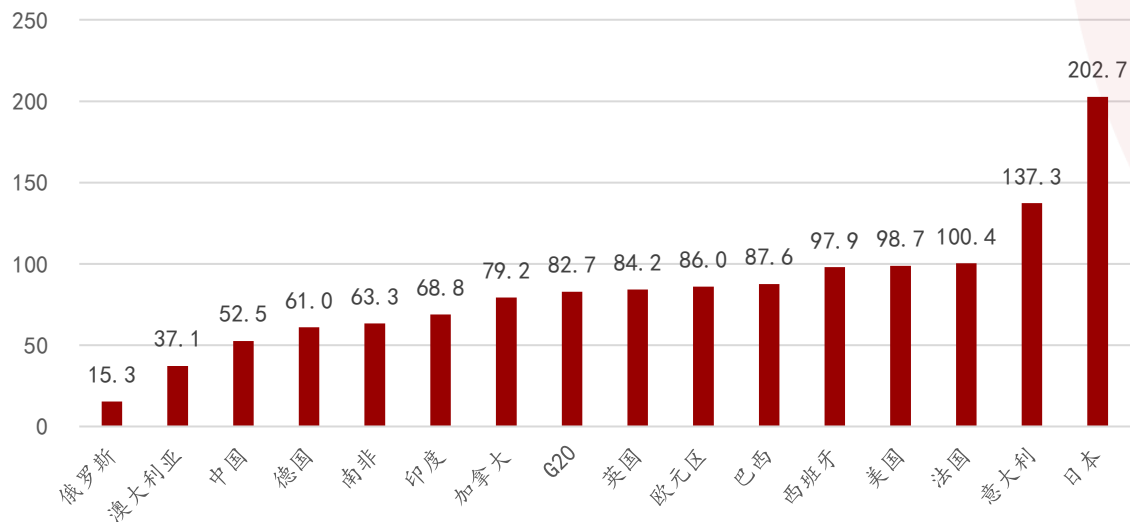


中国早期的供给侧改革为经济复苏腾挪了空间

中国政府部门杠杆率 (%)



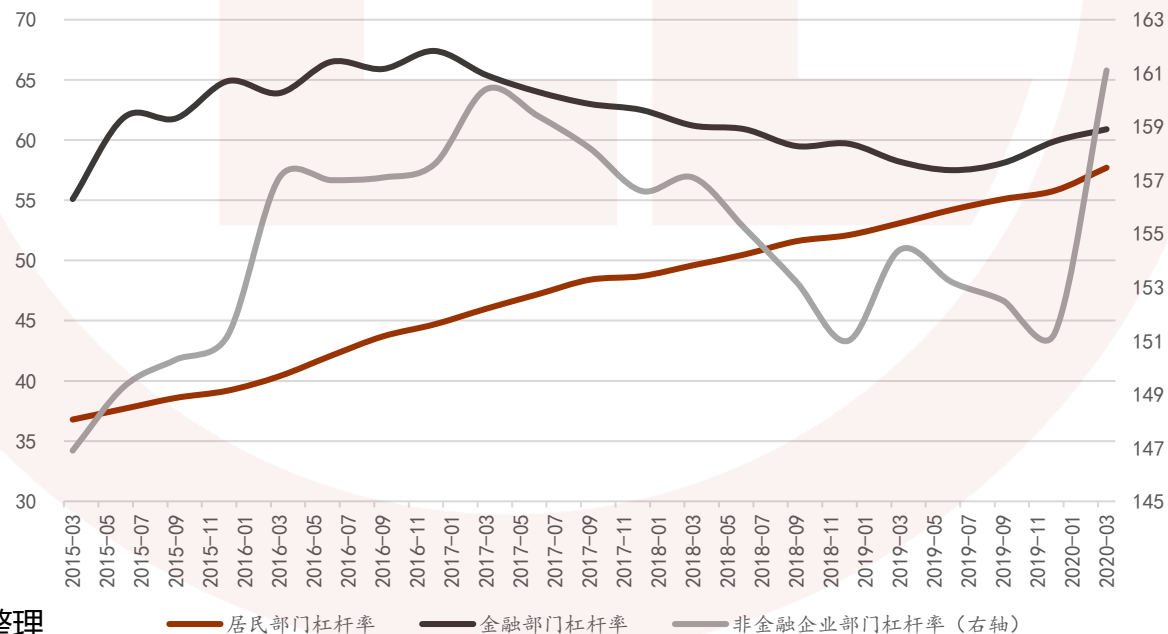
2019年9月世界各国政府部门杠杆率 (%)



数据来源: Wind, 鲁证期货研究所整理

- ◆ 从政府部门去杠杆的结果来看, 地方政府在2016年中期到2018年中前杠杆水平小幅趋降, 2018年中随着外部环境变化恶化, 为应对经济下行压力, 地方政府杠杆率出现抬升, 特别是2020年以来, 为对冲疫情明显抬升。
- ◆ 尽管如此, 中国政府部门杠杆水平较其他主要经济体相比仍处于较低水平, 为应对疫情冲击, 政府部门财政政策仍有较大空间。
- ◆ 疫情冲击下, 杠杆率的提升有助于经济复苏。

中国非政府部门杠杆率 (%)



5G技术的日渐成熟和广阔应用前景，让我们看到新周期的可能

人口增长趋缓，人口红利逐步消失，缺乏技术引领经济增长趋于稳态

- ◆ 供给侧改革，去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板，不能跳出存量经济困境
- ◆ 区块链技术、新能源技术、人工智能技术等技术，不能跳出存量经济困境

世界主要经济体均已陷入存量经济的囚徒困境，外部环境复杂

- ◆ 民粹主义盛行：英国全民公投决定脱离欧盟组织
- ◆ 石油供应矛盾：欧佩克、俄罗斯、美国就原油供应矛盾突出
- ◆ 贸易保护主义抬头：美国与中国、欧盟、日本等国家和地区贸易摩擦

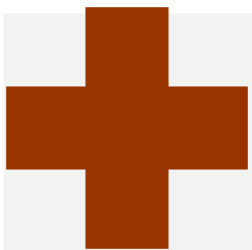
中央政治局会议部署，加速5G新基建，经济新周期的希望

- ◆ 互联网应用瓶颈：互联网已经深入地渗透到人类的生产和生活，但受制于网络信息号传输时滞、稳定性等缺陷，大量的互联网应用导致无法推广
- ◆ 5G特征：超高带宽、超低时延、超大规模连接数密度的移动接入能力，不仅是量的提升，更是质的飞跃
- ◆ 5G影响：5G技术能够极大地融合几乎所有的联网设备，并对其进行升级和改造，再次提供劳动生效率，引发更为广泛、深刻的办公和生活需求

跳出经济稳态
进入新周期

跳出存量经济
博弈

政府工作报告：留得青山赢得未来，政策加法，目标减法



强调集中精力抓好“六稳”，以“六保”作为“六稳”的着力点。确保全面完成小康目标。

就业在发展目标中居于首位，城镇新增就业900万人以上、城镇调查失业率6%左右、城镇登记失业率5.5%左右。尽管今年4月份城镇调查失业率已经是6%，全面完成该目标仍需要一定的经济增长做支持。

财政政策力度空前，财政赤字率首次突破3%，按照3.6%以上安排。财政赤字增加1万亿，发行1万亿抗疫特别国债，全部转移给地方，用于保就业、保基本民生、保市场主体。

大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于40%，鼓励银行合理让利，推动中小银行补充资本和完善治理等保市场主体。

货币政策变化不大，稳健的货币政策要松紧适度。广义货币M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，以更好满足经济运行保持在合理区间的需要。

扩大有效投资。重点支持既促进消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设。

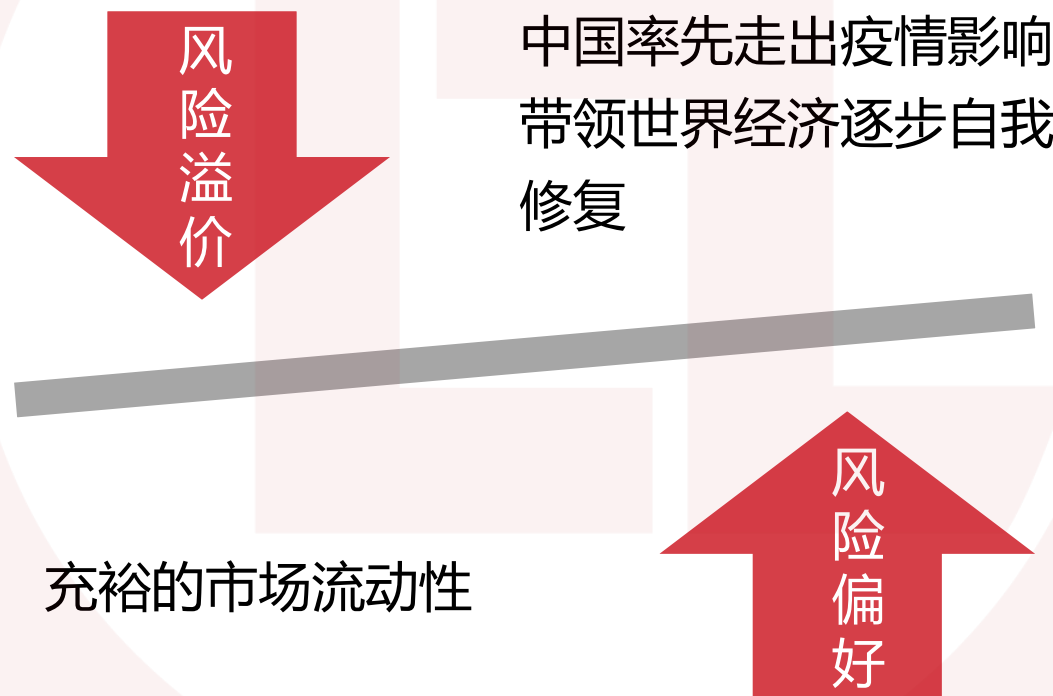
房地产定位不变，未提房地产税立法，坚持房住不炒。



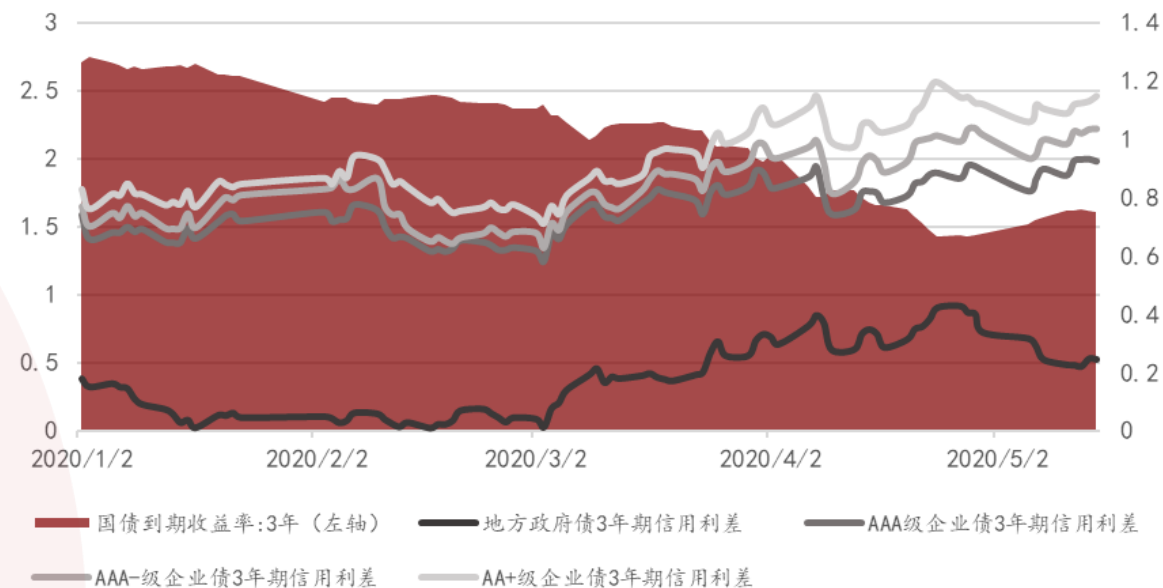
受全球疫情蔓延和经贸不确定性的影响，经济增长目标淡化，但不等于不没有经济目标。保证“六保”中的前“三保”就能保证正增长。

粗略估算2020年GDP增速或在3-4%附近，

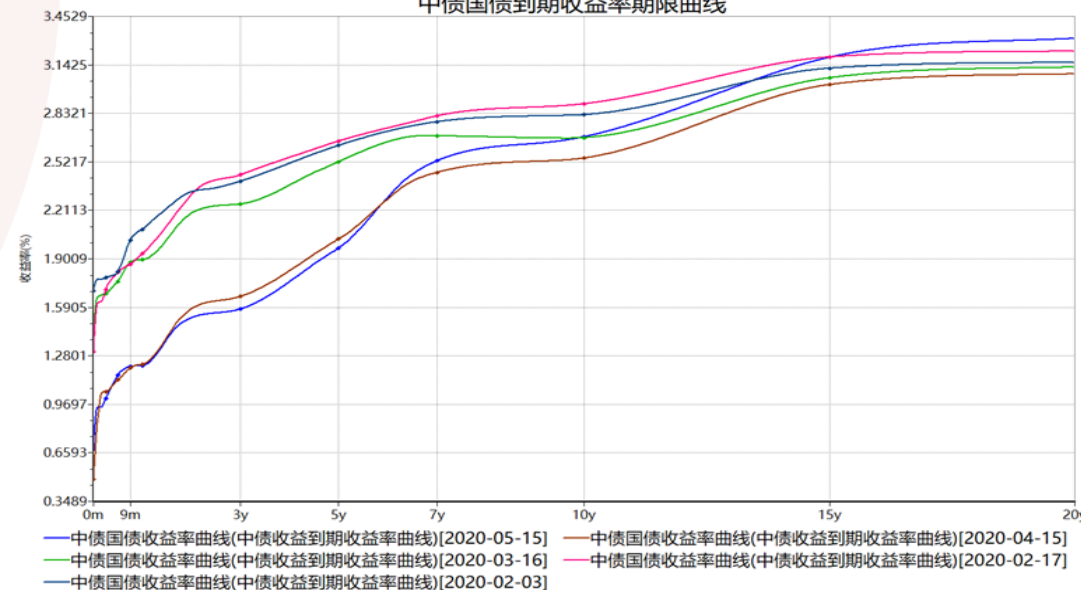
风险偏好的边际变化是疫情后大类资产走势的重要分析因素



中证3年期债券利用利差 (%)



中债国债到期收益率期限曲线



数据来源:Wind

数据来源: Wind, 鲁证期货研究所整理

蓄水池中的水终究要出来——充裕的流动将往哪去

- ◆ 无论资产短期时间选择哪一类无风险资产，都是资金周转的中间过渡阶段，无法满足资金逐利。随着风险溢价下降风险偏好逐步修复，资金流向风险资产将是时间问题。

与以往不同本次疫情危机释放的流动性大概率不会流入房产

- ◆ 货币宽松加杠杆炒房的行为对经济的透支伤害巨大，更不利于稳民生，中央政治局反复强调坚持房住不炒的发展定位
- ◆ 4月份以来全国部分城市出现了流动性涌入楼市的抬头现象，但未能如愿

疫情蔓延下人类刚性需求凸显，谷物类农产品供给的周期性叠加地缘政治风险凸显配置价值

- ◆ 农产品需求具有明显的刚性特征且供给存在周期性，受疫情影响农产品供需错配情况易于出现
- ◆ 疫情蔓延期间，各个国家自顾不暇，地缘政治风险上升，出现了拦截抗疫物资和粮食禁运现象
- ◆ 国外主要大宗农产品价格持续下跌，目前已经处于价值洼地，叠加流动性宽松的货币环境，大宗农产品金融或供需错配中放大
- ◆ 中国大多农产品足以自给，并有充足的储备，但需关注海外农产品价格会蔓延至国内

货币宽松无风险利率下降抬升股票估值，A股价值洼地凸显配置价值

- ◆ 中国以强大的制度优势和治理能力快速控制住疫情，极大稳定了金融市场信心，在海外市场疫情爆发以来A股市场韧性显现
- ◆ 目前A股市场无论是从历史来看还是同海外相比均处于低位，投资洼地逻辑下资金涌入存在一定动力
- ◆ 3月份新《证券法》证券法开始实施，这将为中国资本市场进一步深化改革创新赋能，叠加中国与海外市场相比，经济增长有较为明显的比较优势，这将吸引境外资金流入国内股票市场

疫情暴露中美矛盾，未来中美脱钩恐难以避免

中国谋取持续发展威胁美国霸主地位，美国保护霸主地位防赶超，中美关系不可调和

- ◆19世纪以来的霸主，美国不容许挑战霸主地位，美英博弈美国胜出、美苏博弈美国胜出、美日博弈美国胜出
- ◆17世纪前世界霸主，中国有着五千年的文明底蕴，在历史过程中反侵略的民族斗争中，全部以胜利告终

中美博弈六大战场：贸易、金融、科技、地缘、规则、舆论

- ◆贸易战：经济领域遏制中国重要手段，对华加征关税规模不断扩大、税率不断提高、品种不断增多
- ◆金融战：美国发起对中资银行调查，美国法院制裁中国三家大型银行蔑视法庭；美国财政部认定中国操纵汇率
- ◆科技战：美国采取多种手段围堵中国高科技行业发展，限制高科技产品出口、限制投资、封锁市场、切断供应链、修法撤销对华知识产权保护、干扰正常学术交流及科研合作，打压以华为为代表的中国高科技企业
- ◆地缘战：插手中国香港和中国台湾事务挑战中国主权及领土完整；制裁对华友好国家，如委内瑞拉、伊朗等，挑战中国海外政治利益和经济利益
- ◆规则战：美国不承认中国市场经济和发展中国家低位，单方面施压WTO修改国际规则，威胁停止资助世卫组织
- ◆舆论战：美国把控国际媒体，联合盟友共同诋毁中国国际形象

中美脱钩趋势在一段时间内恐难以避免

资产配置策略有效性打折扣

疫苗研发缓慢，临床试验效果不佳，高传染性的COVID-19长期在世界范围内蔓延

中美硬脱钩

不同经济体复苏落差，存量经济博弈加剧

过早、过快收紧货币流动性

国际合作抗疫受阻，发展中国家疫情长期蔓延

股指行情解析与展望

技术分析·报告总结与补充

上证指数技术分析



周线看：目前上证指数整体水平处于较低股水平；周线已经波动到选择的突破关键位置；周线成交量均线还在下降



日线看：目前上证指数尚处于下降通道当中；日线成交量均线已经拐头向上，从近期来看技术上已经出现了较为积极的变化。



创业板指技术分析



周线看：目前创业板指数整体水平处于中等偏上位置，成交量较高；均线排列向上，多头向上良好，但需要关注上方前期高点阻力位置。



日线看：创业板指已经形成低点逐级向上态势，6月1日大涨且成交量放量，均线阻力全部突破，关注前期高点阻力。

上证50技术分析



上证50日线

上证50上方有较为密集的阻力区域，但是6月1日一根光头光脚中阳线并配合成交量明显放大，边际变化较为积极。提醒关注前方阻力位置。

沪深300技术分析



沪深300与上证50走势差别不大，从日线来看，处于上有顶下有底的区间走势，上方存在阻力区域。但区别是，前期确认的3500附近的支撑较为明显，但是6月1日一根光头光脚中阳线并配合成交量明显放大，边际变化较为积极。提醒关注前方阻力位置。

中证500技术分析



同沪深300和上证50一样上方有阻力，下方有支撑。但是区别是：

上证50上方阻力位较多较密集，下方支撑不够偏弱；

沪深300上方阻力位置较为集中，但阻力区域明显较上证50薄；

中证500上方阻力区域特征不明显，已经薄成一条线；底部支撑逐级向上。

- 1、本次疫情导致的经济衰退并非是经济周期的内生性决定，而是外部因素导致，短时间的经济下滑大概率不会导致长周期的衰退。中国2016年以来的供给侧改革给疫情后经济复苏腾挪了空间。
- 2、为应对疫情，各国央行释放了较为充裕的流动性，当前市场流动性处于较为充裕水平。随着疫情不确定减少，经济的自我修复，风险溢价有望逐步下降，风险偏好将获得提升，支撑风险资产价格。A股价值洼地凸显配置价值。
- 3、未来一段时间中美关系比疫情更值得关注，中美核心利益不可调和，长期摩擦恐难以避免。
- 3、技术指标方面中证500强于沪深300强于上证50。需要持续关注下方支撑位置和上方的阻力位置。
- 4、疫情二次爆发、国外疫情蔓延等风险将影响判断的有效性，需要进一步关注。
- 5、2020年，管理好预期很重要，控制风险更重要。

本研究报告仅供鲁证期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得本公司同意，并注明出处为鲁证期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

商祺



李荣凯

鲁证期货股份有限公司 研究所

电话: +86-0531-81678688

手机: +86- 133-6106-3969

Email: lirongkai1989@163.com

地址: 山东省济南市经七路86号证券大厦15层