

策略报告

关注货币政策变化 把握结构化行情

2021年6月25日

股指期货2021年中期投资策略

沪深300指数走势图



资料来源: Wind, 招商期货

相关报告

于虎山

0755-82709642

yuhs1@cmschina.com.cn

F0272480

Z0002746

今年以来, 国际形势格外复杂, 大国博弈进入白热化阶段, 全球经济因各国新冠疫苗接种率的不同复苏进程呈现结构分化, 欧美接种率较高的经济体, 经济复苏较为强劲; 印度、俄罗斯、巴西等经济体因疫情再次爆发, 经济恢复缓慢。另一方面, 随着美元流动性泛滥不断推动大宗商品价格上行, 通胀压力高企, 流动性收紧预期得到加强, 未来将重点关注美联储等重要经济体的货币政策的边际变化。2021年上半年国内A股市场先扬后抑, 各个指数亦表现出一定的分化。创业板指数、科创50指数表现优秀, 中证500指数震荡上扬, 表现稳健, 而上证50指数与沪深300指数则表现较弱。中证500指数样本股的营收增速与净利润增速边际改善明显, 与上证50指数、沪深300相比具有比较优势, 未来IC强IH弱的结构化行情或得到延续。

□ 投资策略选择:

1、金融市场持续对外开放势必吸引外资的持续净流入, 今年上半年北上资金净流入额已经超过去年全年净流入的金额, 外资加仓趋势保持不变; 2、公募基金、私募基金等金融产品亦是场外资金流入场内的渠道, 同时为市场提供流动性支撑, 其中公募基金规模再创历史新高; 3、从业绩驱动的角度看, IC无论从营收增速亦或净利润增速, 均远优于IH, 并同时具备估值与业绩驱动的双优势; 4、科技板块的崛起将更多的为IC做出正贡献。因此我们认为下半年继续配置多IC空IH的跨品种套利组合是较好的选择。

微信公众号: 招商期货



正文目录

一、 2021 年上半年行情回顾.....	4
二、 市场基本面.....	5
三、 股指期货市场情况.....	9
（一） 市场估值	9
（二） 市场流动性	11
（三） 股指期权市场稳步发展，未来或占据半壁江山	17
四、 2021 年下半年股指投资策略	18
研究员简介.....	19

图表目录

表 1: 2021 年上半年重要指数表现情况	4
表 2: 2021 年全球重要经济体货币政策情况	8
表 3: 2021 大宗商品相关政策	8
表 4: 沪深 300 股指期货交易限额放开时间表	17
图 1: 上证 50 指数走势	5
图 2: 沪深 300 指数走势	5
图 3: 中证 500 指数走势	5
图 4: 股指期货主力合约	5
图 5: 采购经理指数 PMI	6
图 6: 大中小型企业 PMI	6
图 7: 美国采购经理人指数	6
图 8: 欧元区与日本采购经理人指数	7
图 9: 重要经济体利率水平	7
图 10: 国内 CPI 与 PPI	8
图 11: 股指期货市盈率 (TTM)	9
图 12: 重要股指市场市盈率 (TTM)	10
图 13: 股指期货指标股营收增速	10
图 14: 股指期货指标股净盈利增速	11
图 15: 开放式基金份额、净值	11
图 16: 开放式基金股票投资比例 (%)	12
图 17: 陆股通净流入累计值 (人民币)	12
图 18: 沪股通资金情况	13
图 19: 深股通资金情况	13
图 20: 融资余额	13
图 21: 央行资金投放 (亿元)	14
图 22: 限售股解禁情况	14
图 23: 重要股东二级市场减持	15
图 24: 重要股东二级市场增持	15
图 25: 贷款市场报价利率	15
图 26: 基金持有期货仓位 (手数)	16
图 27: 基金持有期货仓位 (市值万元)	16
图 28: 被动指数策略期货持仓 (手数-左, 市值-右)	16
图 29: 股票多空策略期货持仓 (手数-左, 市值-右)	16
图 30: 增强指数策略期货持仓 (手数-左, 市值-右)	17
图 31: 沪深 300 股指期货日成交量、持仓量	18

一、2021 年上半年行情回顾

今年上半年 A 股市场行情正所谓一波三折，且各阶段驱动因素较为明显。

第一阶段：年初至 2 月 10 日的快速上涨阶段。权重股带领指数向上突破自去年 7 月至 12 月以来形成的震荡区间，两市成交额快速放大至 1.2 万亿元，形成量价齐升的共振之势，而此时上证 50 指数与沪深 300 指数的 PE 已经达到了历史 99% 的分位水平，离历史新高仅一步之遥，而 IH/IC 比值则创下了历史新高的 0.6174。

第二阶段：2 月 18 日至 3 月 25 日的快速下跌阶段。春节假期后首日各指数均冲高回落，随后开启一波持续下跌行情，上证 50 指数与沪深 300 指数估值空间提升有限，节前获利盘了结令指数承压，市场的机会更多的表现为结构化行情，IH/IC 从历史高点回落。

第三阶段：3 月 26 日至今的震荡反弹阶段。随着美国拜登政府上台，1.9 万亿美元刺激计划得到实施，6 万亿美元的刺激方案呼之欲出，美元流动性泛滥令美元指数持续走软并再次跌破 90 关口，大宗商品迎来一波系统性上涨，相关顺周期板块如化工、有色、钢铁、煤炭均有不俗表现，对指数做出较大贡献。美国 CPI 亦创 2008 年以来的新高，通胀压力高企。随着美联储 6 月议息会议的结束，货币政策的态度有逐渐转向鹰派的趋势，并且美联储将超额准备金利率从 0.1% 调整至 0.15%，市场对于货币政策的预期由宽松转向收紧。国内金融市场，一方面上证 50 与沪深 300 指数继续表现估值相对较高的特征，而中证 500 指数具有明显的估值优势；另一方面，中国高新技术、新兴产业、高端制造、生物医药等板块的崛起亦对 IC 做出正面贡献，下半年 IC 强 IH 弱的结构化行情有望得到延续。

表 1：2021 年上半年重要指数表现情况

截至 20210618	(年) 涨跌幅	涨跌点数	收盘价
上证综指	1.50%	52.03	3525.10
深证成指	0.78%	112.99	14583.67
创业板指	9.20%	272.97	3239.23
科创 50	7.30%	101.67	1494.70
上证 50	-5.11%	-186.05	3454.59
沪深 300	-2.09%	-108.82	5102.47
中证 500	4.56%	290.64	6657.76

资料来源：Wind，招商期货

从各指数强弱关系看，创业板指>科创 50>上证指数>深证成指；IC>IF>IH，春节以来，IH 与 IC 此消彼长，一方面，IH 的权重股相对比较集中，银行、保险、券商等大金融板块仍处于低位，消费板块高位回落，而 IC 的权重股相对比较分散，与大宗商品相关的材料板块占比超过 22%，远超过其在 IH 与 IF 的比重比，对 IC 形成较大的正贡献；另一方面，后疫情时代背景下 IC 相关样本股即上市公司的营收增速、利润增速的恢复与 IH、IF 样本股的营收增速、利润增速相比具有较大的优势，无论从估值还是从业绩驱动的角度看，IC 强 IH 弱具有内在的逻辑。下半年 IH 或将更多扮演护盘的角色，尤其是在大金融板块尚处低位，在市场风险偏好降低的情况下将起到定海神针的作用。

图 1：上证 50 指数走势



资料来源：通达信，招商期货

图 2：沪深 300 指数走势



资料来源：通达信，招商期货

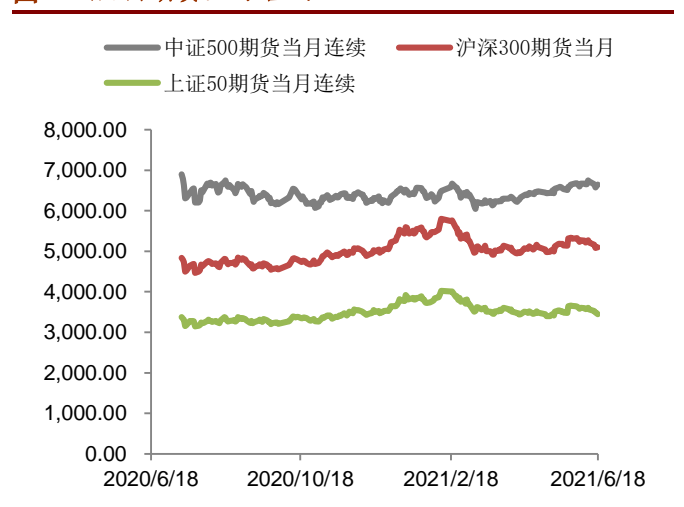
从整体上看，中证 500 指数表现相对较强，也是股指期货三个品种中今年以来唯一录得正收益的品种，中证 500 指数下半年有望挑战自 2016 年 10 月以来形成的压力平台；上证 50 指数与沪深 300 指数则重新回到了自去年 7 月至 12 月形成的震荡区间，今年以来先扬后抑，波动巨大，表现较弱，等待方向选择。

图 3：中证 500 指数走势



资料来源：通达信，招商期货

图 4：股指期货主力合约



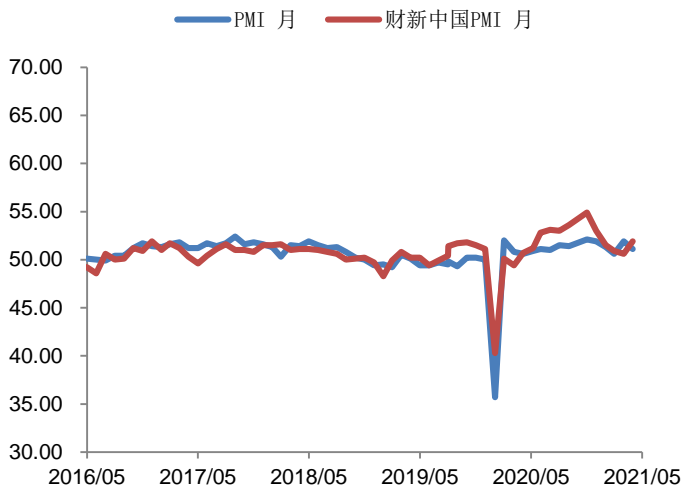
资料来源：wind，招商期货

二、市场基本面

采购经理指数 PMI 反映了经济的变化趋势，中采指数自去年 5 月份再次到荣枯线水平之上以来，已经保持了连续 13 个月，表明国内经济形势整体持续向好，具备一定的韧性，然而自去年 11 月录得 52.1 的高位后，呈现震荡回落之势，从分项上看，新订单、采购量、进口、原材料购进价、出厂价格、生产经营活动预期等均处于持续稳步上升态势。相比之下新出口订单、在手订单、产成品库存、原材料库存、从业人员、供货商配送时间等转为景气水平之下。因欧美复苏强劲，对国内出口形成一定的替代效应，加之人民币在上半年升值幅度较大，对出口形成一定的负面作用；另一方面，产成品库存与原材料库存继续去化，从业人员与供货商配送时间呈现下降之势。财新中国 PMI 指数主要代

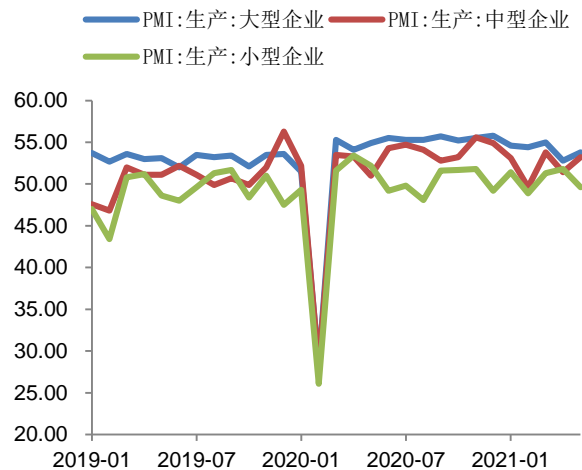
表的是中小企业、轻资产、出口型企业，同样自去年5月以来持续高于荣枯线稳步向好。这与欧美经济复苏形成一定的共振。从大中小企业的维度看，大中型企业延续景气，小型企业存在恶化的迹象，大宗商品价格的上涨对小型下游企业利润形成挤压，5月份再度跌破荣枯线，伴随而来的是就业的下降，由于小型企业用工弹性较大，抗风险能力较低，环境的恶化将影响企业整体的运营。

图 5：采购经理指数 PMI



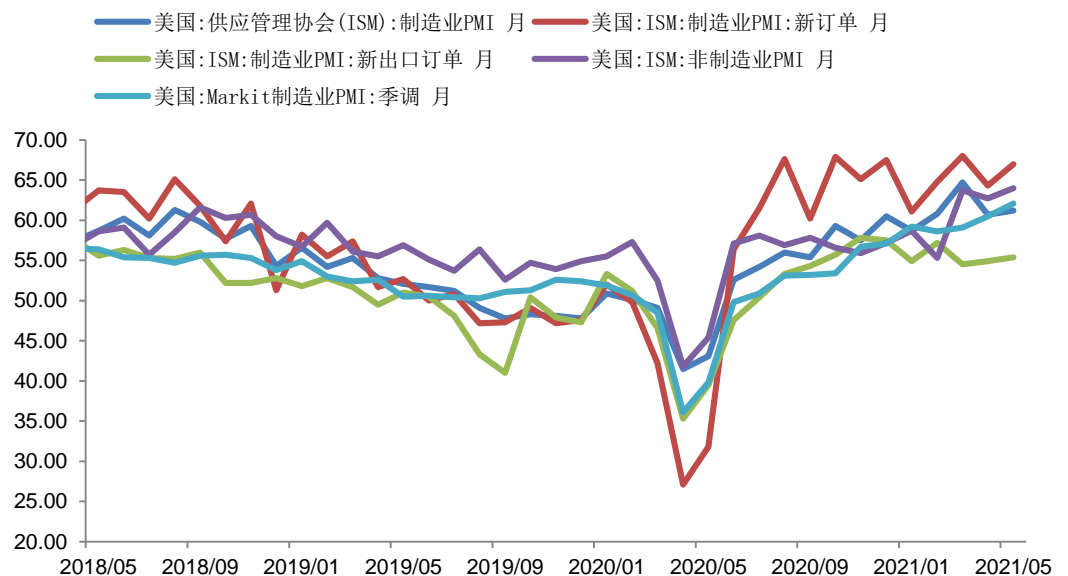
资料来源：Wind，招商期货

图 6：大中小型企业 PMI



资料来源：Wind，招商期货

图 7：美国采购经理人指数

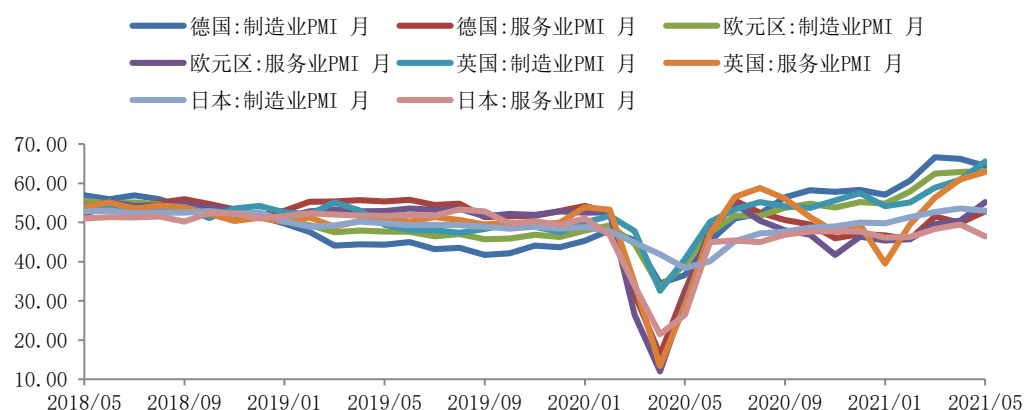


资料来源：Wind，招商期货

美国作为全球最大的经济体，随着其在新冠疫苗接种率领先全球，经济复苏十分强劲。拜登政府上台后，1.9 万亿美元刺激方案得到实施，无论在消费领域还是投资领域均出现较高的热情。美国制造业 PMI 在去年 6 月站上荣枯线水平之上后，已经连续 12 个月处于景气水平，且数值较高，然而美国 5 月 CPI 创 2008 年以来的新高，宽松货币政策的退出预期将对经济产生较大的不确定性，相比而言，对金融市场的影响更为直接与剧

烈。

图 8：欧元区与日本采购经理人指数

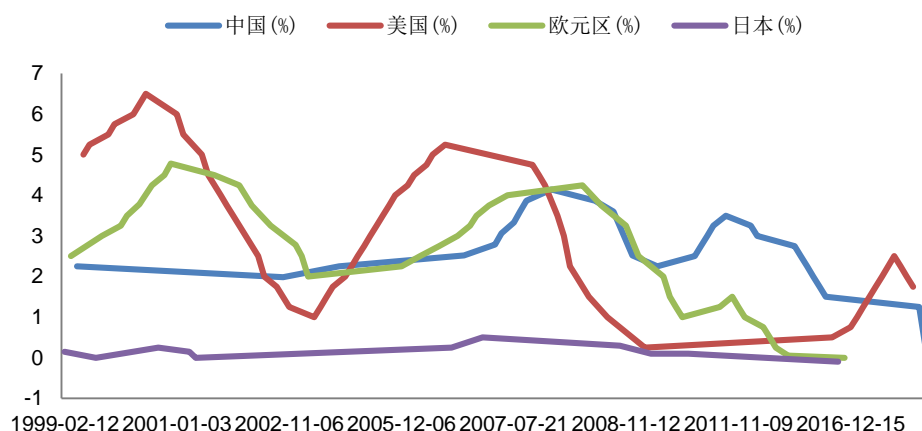


资料来源：Wind，招商期货

欧元区经济状况亦出现复苏，尽管时间周期相比中美两国较晚，但随着新冠疫苗接种率的不断提高，经济复苏亦具有较强的持续性。其中欧元区制造业 PMI 指数与德国制造业 PMI 指数自去年 7 月以来首次高于荣枯线水平至今年 6 月已有 12 个月，但其服务业 PMI 则相对较弱，今年 1 至 3 月一度维持在荣枯线水平之下，这与欧洲再次爆发疫情有关。相比之下，日本经济在主要经济体中依然是最弱的一个，其制造业 PMI 指数直至今年 2 月份才稳定的超过荣枯线水平，但非制造业 PMI 指数已经连续 16 个月在荣枯线水平之下，尽管东京奥运会改为今年举办，但因新冠疫情反复，无观众赛场将令日本服务业景气推迟。

整体上看，全球重要经济体处于持续复苏阶段，欧美短期的强劲复苏可类比于中国去年下半年的经济情况，未来将趋于平稳，中国方面由于疫情控制效果较为突出，在变异病毒输入零星地区后控制较好，整个经济具备韧性。以巴西、俄罗斯、印度为代表的疫情较为严重的国家尚未出现拐点迹象。地缘政治与通胀压力将左右各国货币政策的取向。

图 9：重要经济体利率水平



资料来源：Wind，招商期货

今年以来全球货币政策和去年相比具有明显的不同。主要经济体美国、中国、欧元区与日本的货币政策均保持不变。随着美联储去年连续降息至历史最低水平的 0-0.25%，以

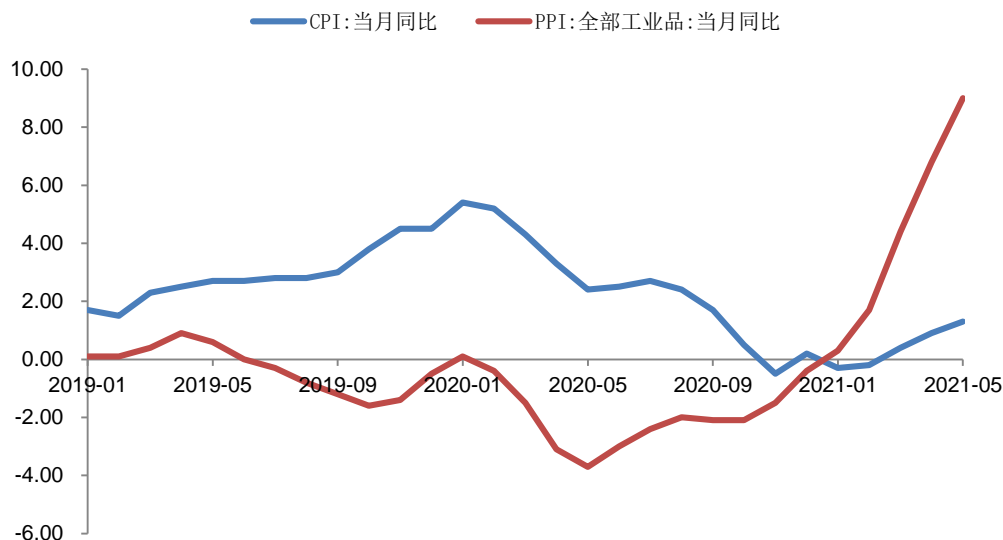
及购债计划的实施以来，其资产负债表规模已经突破 8 万亿美元，创历史新高。全球海量美元流动性推高各类资产包括大宗商品、权益市场，美国房地产市场亦表现不俗，通货膨胀高企成为必然。6 月份的美联储议息会议声明，将超额准备金利率从 0.1% 调整至 0.15%，但将继续每月增持至少 800 亿美元的国债和至少 400 亿美元的住房抵押贷款支持证券，直到委员会的充分就业和物价稳定目标取得实质性进展。美联储鹰派态度有所显现，然而巴西、俄罗斯、土耳其等国家今年加息幅度较为明显，其中巴西今年累计三次加息共 225 个基点至 4.25%，俄罗斯亦有三次加息合计 125 个基点至 5.5%，土耳其则将回购利率一次性上调 200 个基点至 19%。通货膨胀与汇率贬值的双重压力令上述经济体采取了收紧银根的措施。预计若美联储在 2023 年或者提前加息，则全球货币宽松时代将告一段落。

表 2：2021 年全球重要经济体货币政策情况

时间	国家	利率基准	利率动作	利率水平
2021 年 2 月	墨西哥	隔夜利率	-50bp	4.00%
2021 年 3 月	巴西	基准利率	+75bp	2.75%
2021 年 3 月	土耳其	回购利率	+200bp	19.00%
2021 年 3 月	俄罗斯	关键利率	+25bp	4.50%
2021 年 4 月	俄罗斯	关键利率	+50bp	5.00%
2021 年 5 月	巴西	基准利率	+75bp	3.50%
2021 年 6 月	巴西	基准利率	+75bp	4.25%
2021 年 6 月	俄罗斯	关键利率	+50bp	5.50%

资料来源：Wind，招商期货

图 10：国内 CPI 与 PPI (%)



资料来源：Wind，招商期货

相比之下，中国相对于其他主要经济体的货币政策则更加平稳，通过政策引导大宗商品价格回归正常水平更有力度。表 3 是今年以来大宗商品相关政策。尽管 5 月份 PPI 同比上涨 9%，CPI 同比上涨 1.3%，我们认为，目前国内不存在通胀压力，PPI 三季度见顶回落的概率较大，国内货币政策将继续践行不急转弯的政策。

表 3：2021 大宗商品相关政策

序列	内容
----	----

- 1 5月12日召开的国务院常务会议指出,要跟踪分析国内外形势和市场变化,做好市场调节,应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响。加强货币政策与其他政策配合,保持经济平稳运行。
- 2 5月19日召开的国务院常务会议强调,要高度重视大宗商品价格攀升带来的不利影响,贯彻党中央、国务院部署,按照精准调控要求,针对市场变化,突出重点综合施策,保障大宗商品供给,遏制其价格不合理上涨,努力防止向居民消费价格传导。
- 3 5月26日,国务院总理李克强主持召开国务院常务会议,部署进一步支持小微企业、个体工商户纾困和发展,确定加强农村义务教育薄弱环节的措施。会议指出,多措并举帮助小微企业、个体工商户应对上游原材料涨价影响。支持大型企业搭建重点行业产业链供需对接平台,用市场化办法引导供应链上下游稳定原材料供应和产销配套协作,做好保供稳价。打击囤积居奇、哄抬价格等行为。
- 4 6月17日,发改委发布《重要商品和服务价格指数行为管理办法(试行)》,明确规定价格指数行为主体应独立于价格指数所反映的商品和服务市场的直接利益相关方,同时强调价格主管部门可对价格指数行为开展合规性审查,对不合规行为采取惩戒措施。

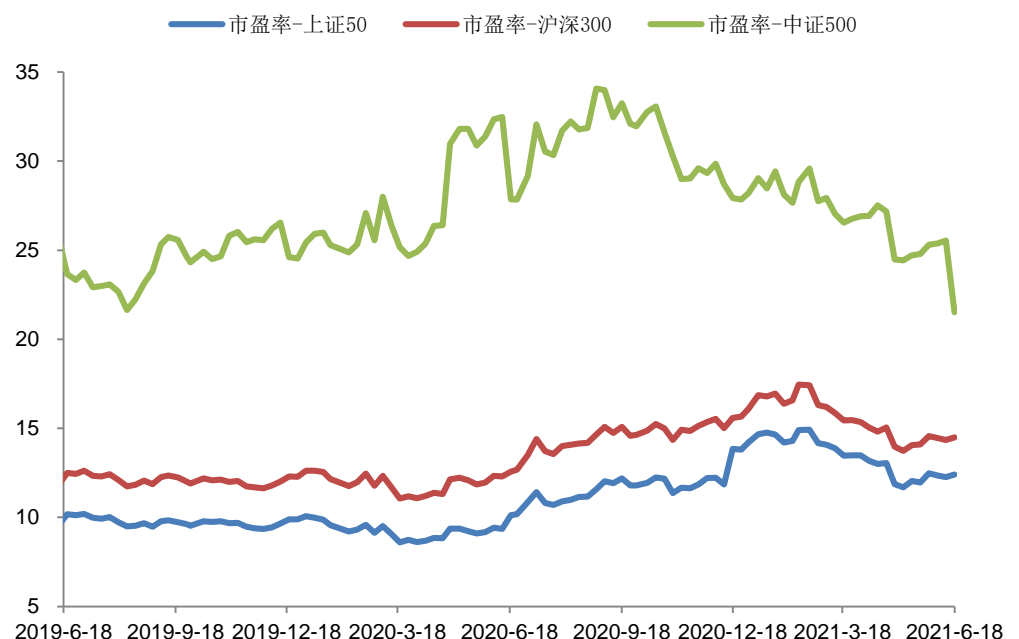
资料来源: Wind, 招商期货

三、 股指期货市场情况

(一) 市场估值

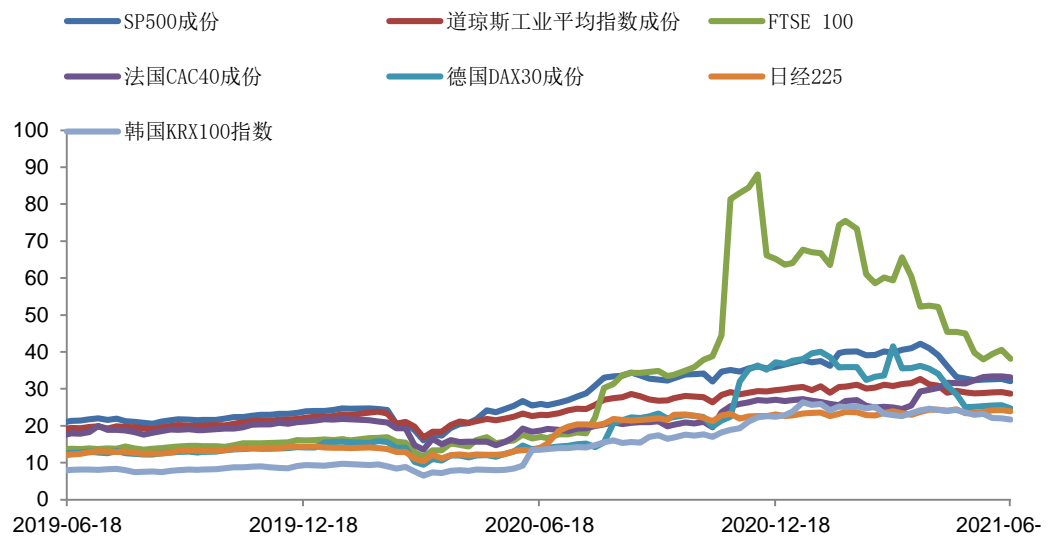
A股市场经过2019年、2020年持续上涨后,估值水涨船高,各指数内部亦形成分化。截至2021年6月18日,目前上证50指数PE为12.40,沪深300指数PE为14.49,中证500指数PE为21.51,分别处于历史93.15分位水平、历史88.26分位水平以及5.87分位水平。相比而言,随着6月15日各指数样本股调整完毕,IC作为整体估值的相对优势明显,上方具有较大的估值提升空间,而IH与IF经过样本股的调整后,估值继续仍处于阶段性高位水平。与海外金融市场相比较,上证50指数和沪深300指数在绝对估值方面依然存在比较优势,然而从全球范围看,因货币流动性带来的估值驱动空间有限,未来业绩驱动因素权重更为明显。

图 11: 股指期货市盈率(TTM)



资料来源: Wind, 招商期货

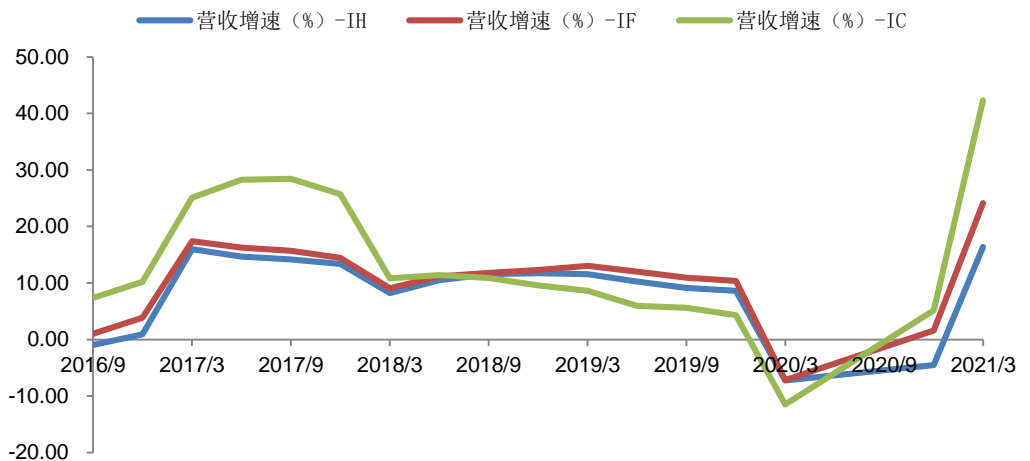
图 12: 重要股指市场市盈率 (TTM)



资料来源: Wind, 招商期货

从股指期货对应指标股上市公司的营收增速可以看出, 上证 50 指数 IH、沪深 300 指数 IF 以及中证 500 指数 IC 的营收增速因经济复苏强劲, 今年一季度分别为 16.39%、24.12% 与 42.33%; 进入去年三、四季度以来, 由于国内疫情控制得力, 上证 50 指数 IH、沪深 300 指数 IF 以及中证 500 指数 IC 的营收增速边际均出现持续好转, 其中中证 500 指数 IC 的营收增速与去年三季度率先转正, 沪深 300 指数 IF 在去年第四季度紧随其后, 而上证 50 指数 IH 则在今年一季度完成了转正的突破。

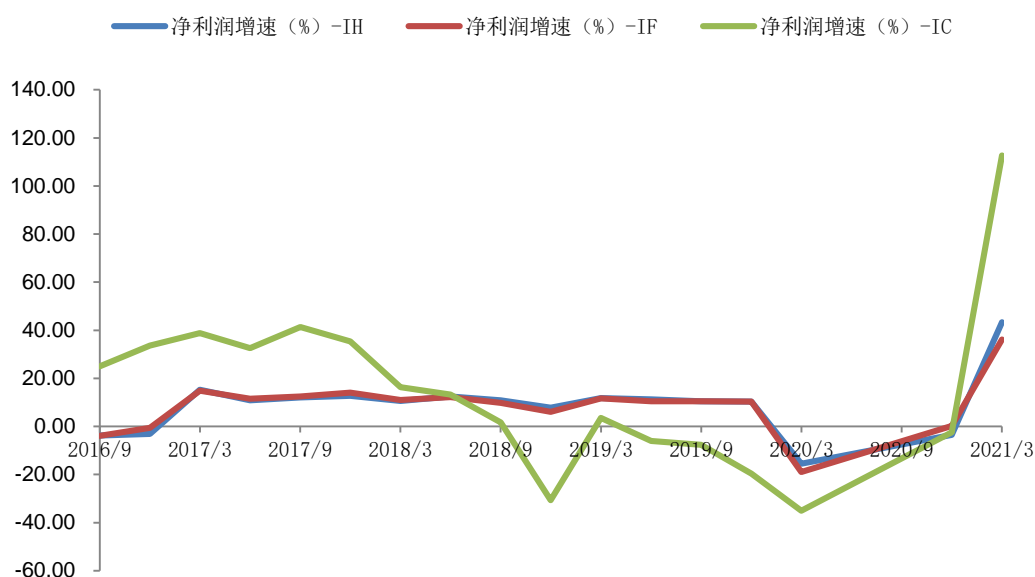
图 13: 股指期货指标股营收增速



资料来源: Wind, 招商期货

从股指期货对应指标股上市公司的净盈利增速可以看出, 上证 50 指数 IH、沪深 300 指数 IF 以及中证 500 指数 IC 的净利润增速同样因国内经济稳定、欧美经济复苏, 今年一季度分别为 43.34%、36.13% 与 112.70%, 其中中证 500 指数 IC 净利润增速表现卓越, 一方面因去年低基数的原因, 另一方面, 样本指标股权重相对较为分散, 且顺周期、电力、科技等板块占比较高。我们预计今年下半年依然 IC 相对于 IH 与 IF 继续具备同时来自估值与业绩驱动的比较优势。

图 14：股指期货指标股净盈利增速

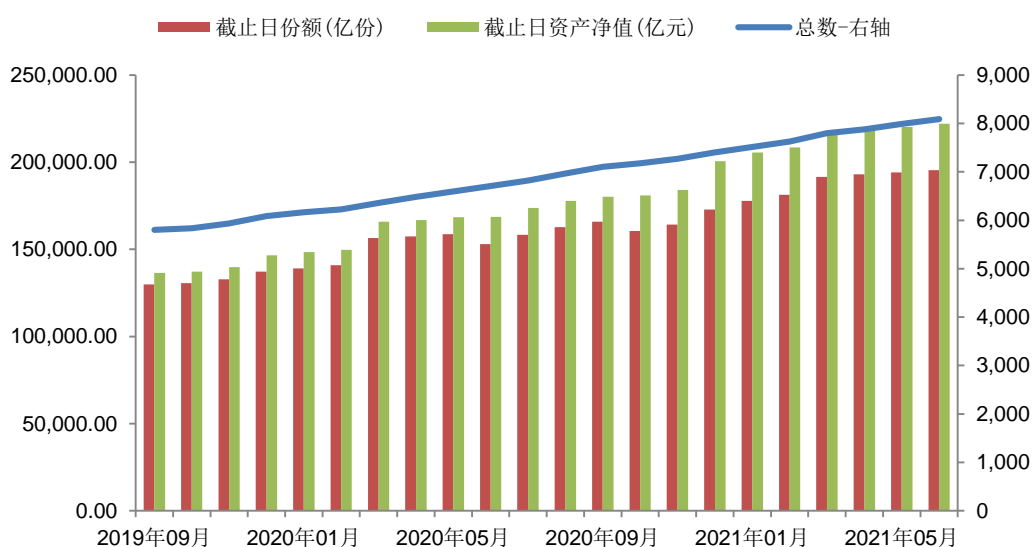


资料来源：Wind，招商期货

（二） 市场流动性

在过去的两年中无疑是公募基金的大年，无论从基金规模还是基金净值，都经历了质的飞跃。通过混合型基金、股票型公募基金的发行份额以及基金股票仓位来衡量基金投资进入股市的情况，并且折射出基金对于当前股市的信心程度。当前观测到的流动性指标显示，截至 6 月中旬，共有基金 8,088 只，较去年年底增加 685 只，新增加基金份额 22,660 亿份，基金净值增加 21,417 亿元。其中股票型基金 1,455 只，较去年年底增加 178 只，新增加基金份额 1,407 亿份，基金净值增加 944 亿元；混合型基金 3,607 只，较去年年底增加 405 只，新增加基金份额 9,339 亿份，基金净值增加 7,990 亿元。场外资金持续通过公募基金的渠道流入场内，但流入速度有减弱的迹象。

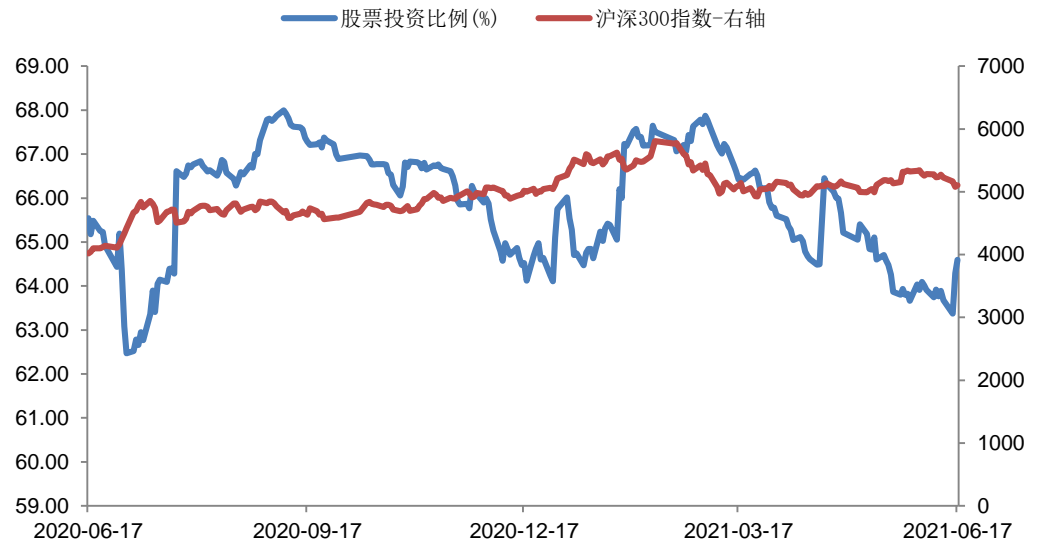
图 15：开放式基金份额、净值



资料来源：Wind，招商期货

截至 6 月 18 日，开放式基金股票投资比例达到了 64.59%，较去年年底的 65.75% 下降了 1.16 个百分点。公募基金投资经理对于行情的看法较为稳定，比去年相对保守。

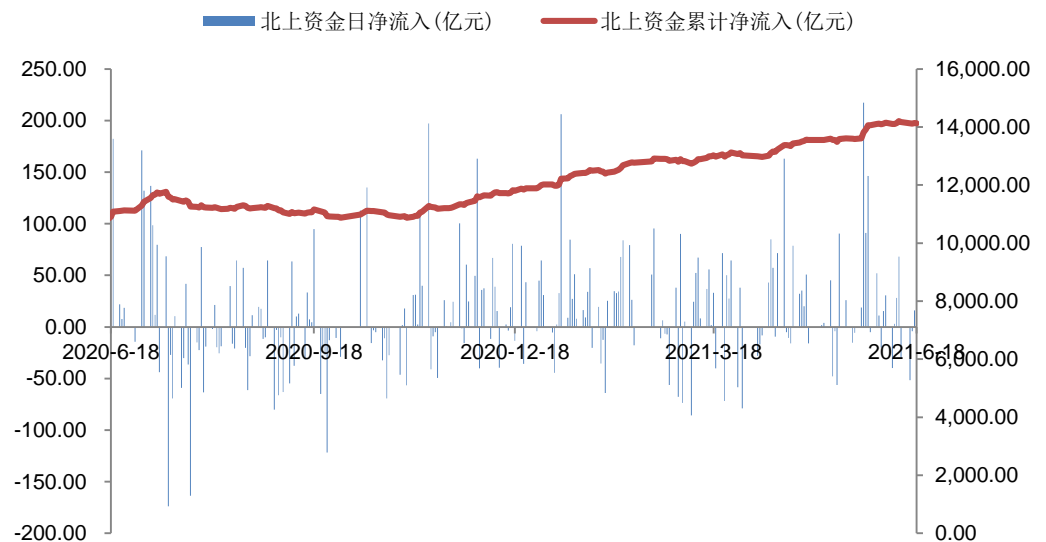
图 16：开放式基金股票投资比例 (%)



资料来源：Wind，招商期货

北向资金截至 6 月 18 日，今年累计净流入 2,098.79 亿元，高于去年全年的净流入量，开通以来累计净流入 14,122.88 亿元，再创历史新高。

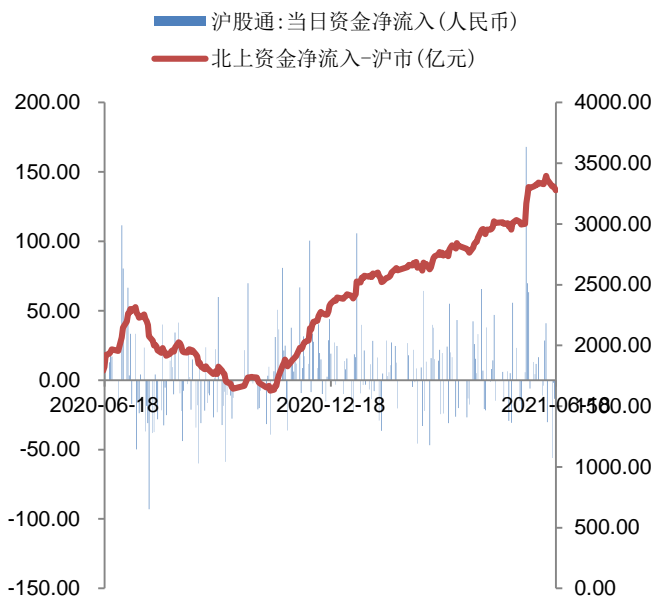
图 17：陆股通净流入累计值（人民币）



资料来源：Wind，招商期货

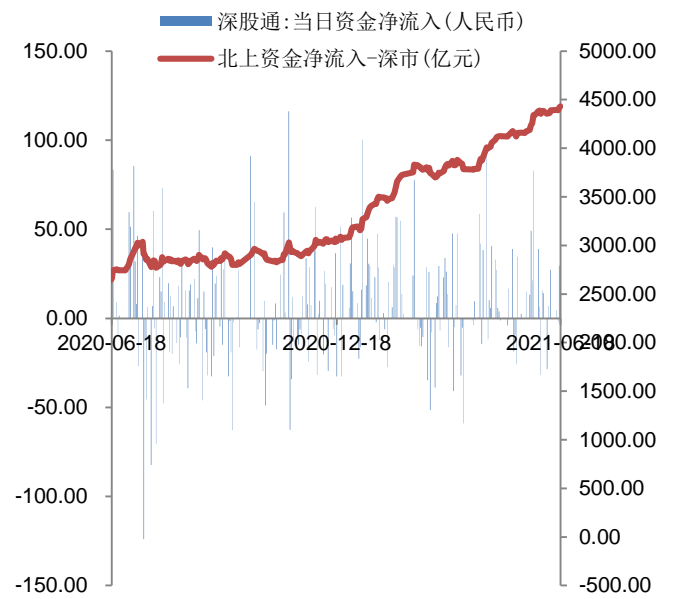
分市场看，深股通的资金净流入更多，且持续性更强。截至 6 月 18 日，今年沪股通资金净流入为 854.82 亿元，深股通资金净流入为 1,243.97 亿元。这也是今年以来市场 IC 强 IH 弱的重要原因。

图 18: 沪股通资金情况



资料来源: Wind, 招商期货

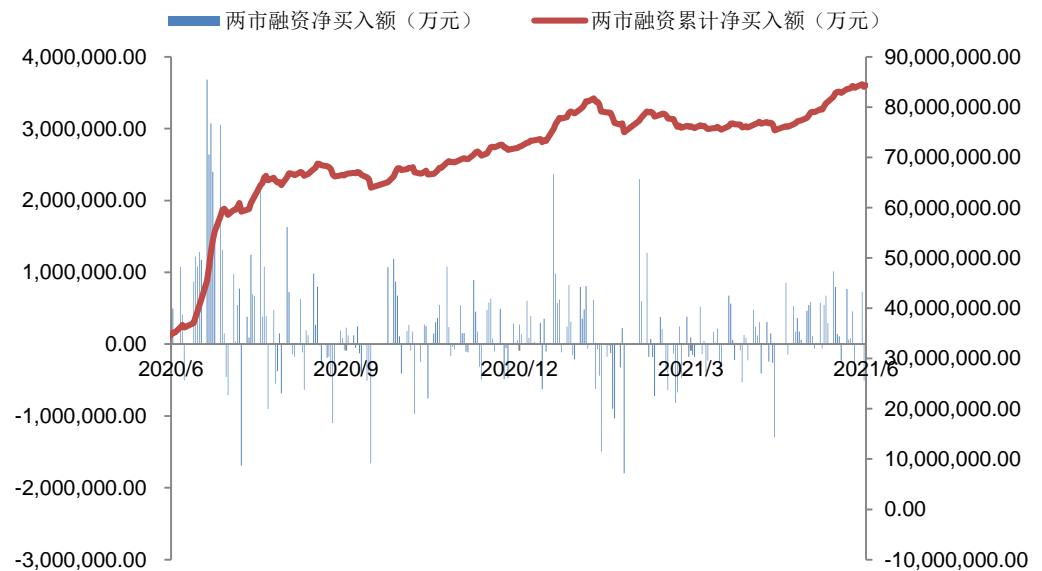
图 19: 深股通资金情况



资料来源: Wind, 招商期货

截至 2021 年 6 月 18 日, 融资净买入 1,129 亿元, 去年同期为 903 亿元, 反映投资者对当前股市信心较强, 尽管今年 2 月至 4 月期间投资者处于融资净卖出状态, 然而 5 月以来呈现加速融资买入态势, 融资净买入额创年内新高, 投资者加杠杆意愿较为强烈。

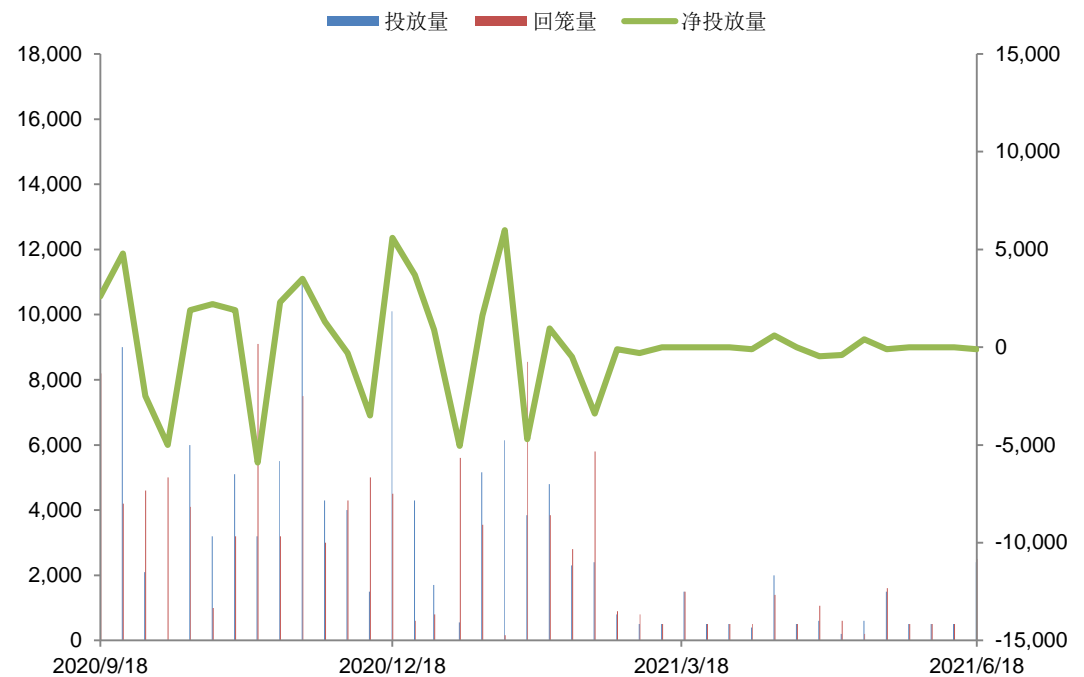
图 20: 融资余额



资料来源: Wind, 招商期货

5 月初央行发布第一季度《中国货币政策执行报告》明确, 货币政策要稳字当头, 保持货币政策的主动性。稳健的货币政策要灵活精准、合理适度, 把服务实体经济放到更加突出的位置, 珍惜正常的货币政策空间, 处理好恢复经济和防范风险的关系。截至 6 月 18 日, 央行今年累计净投放-4,666 亿元。其中逆回购净投放-4,200 亿元, MLF/TMLF 净投放-466 亿元。其中 1 年期 MLF、14 天逆回购与 7 天逆回购利率分别为 2.95%、2.55% 与 2.20%, 今年以来未有变动。预计 2021 年市场流动性或出现中性偏紧的局面。

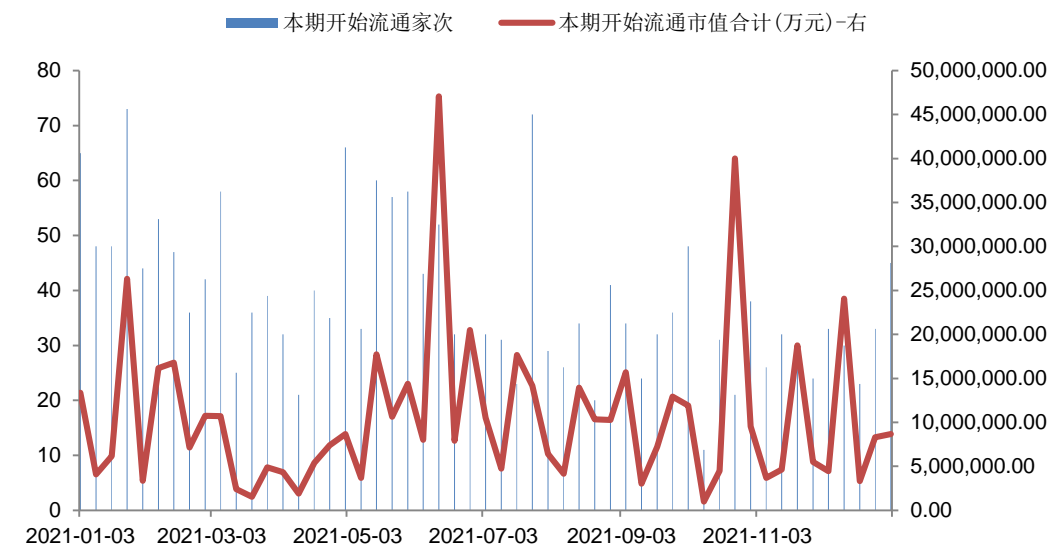
图 21: 央行资金投放 (亿元)



资料来源: Wind, 招商期货

限售股解禁的抛售对市场形成一定的压力，同时市场流动性并不充分的情况下也限制了市场整体上涨的幅度，2021 年限售股解禁具有第一第三季度解禁压力较小，第二季度第四季度解禁压力较大的特点。

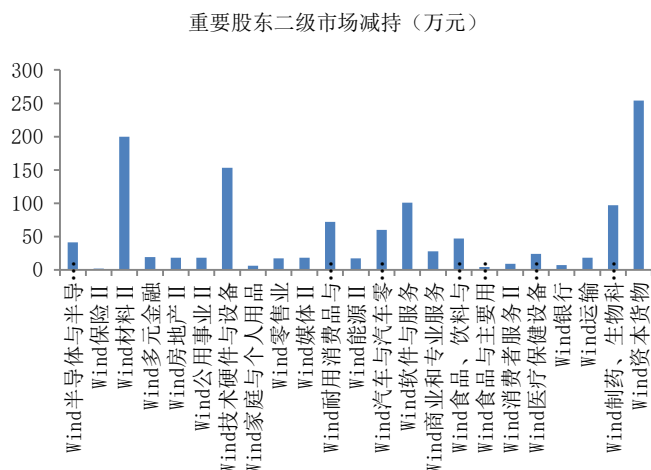
图 22: 限售股解禁情况



资料来源: Wind, 招商期货

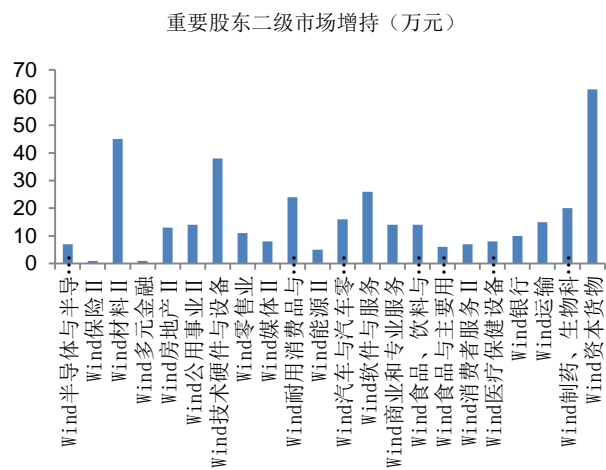
重要股东二级市场的增持和减持体现了产业资本对公司估值的态度，当二级市场出现重要股东的集中减持，产业资本认为公司估值过高；当重要股东的集中增持，产业资本认同二级市场的投资价值。但是从当前的情况来看，股东增持的情况并不积极。今年以来，重要股东二级市场减持合计 2,556 亿元，重要股东二级市场增持合计 383 亿元，处于大幅净减持状态。

图 23: 重要股东二级市场减持



资料来源: Wind, 招商期货

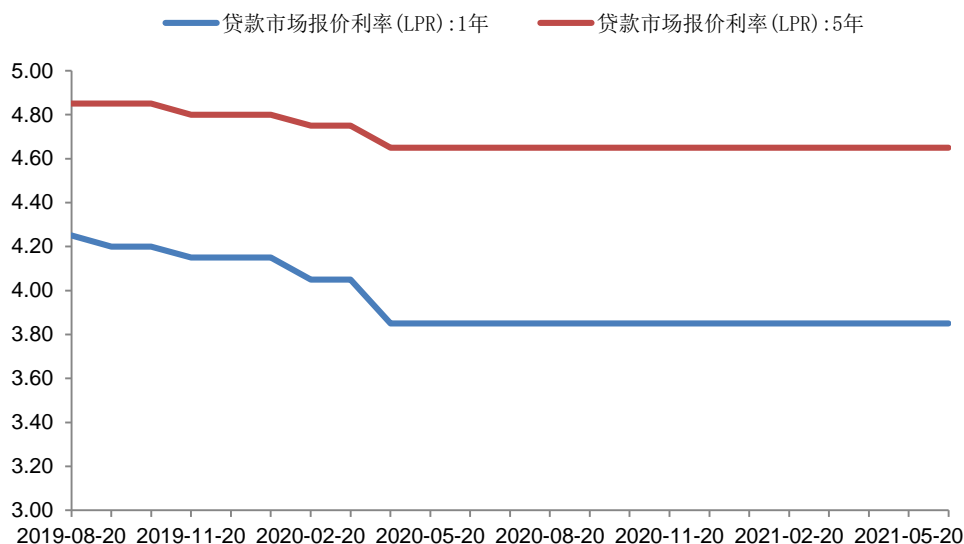
图 24: 重要股东二级市场增持



资料来源: Wind, 招商期货

自 2019 年 8 月中国贷款利率市场化改革以来, 截至今年 6 月 LPR 经历了 23 次报价, 目前 1 年期品种报 3.85%, 5 年期以上品种报 4.65%, 分别自改革前下降 40 个基点与 20 个基点, 然而仅 14 个月保持不变。目前一年期 LPR 报价的参考基础仍然是 LPR, 且点差固定在 90 个基点。货币政策传导机制为逆回购、MLF 向 LPR 进行传导, 从过去近两年的情况看, 货币政策传导效率较高, 并能够稳定市场预期, 当下央行逆回购操作与 MLF 已经持续零净投放, 密切关注下半年央行在公开市场操作的量、价边际变化。

图 25: 贷款市场报价利率

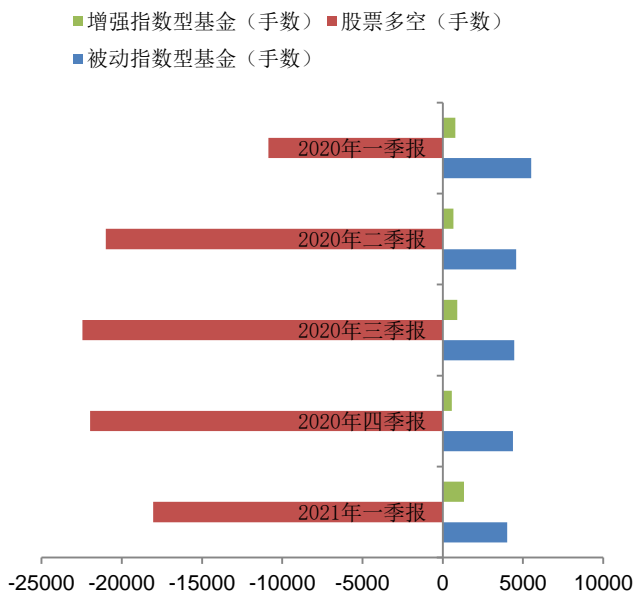


资料来源: Wind, 招商期货

我们对比了今年一季度与去年全年主要公募基金类型持有股指期货的情况。其中指数增强型基金在股指期货市场上为天然的多头, 今年一季度股指期货多头持仓 436 手 (IC)、882 手 (IF)、0 手 (IH), 均大幅高于去年各季度水平, 该类型基金在今年初有加杠杆的倾向, 值得一提的是, 增强指数型基金未使用上证 50 股指期货; 被动指数型基金同样是股指期货天然的多头, 由于股指期货价格相对于现货出现长期贴水, 在期货市场上直接建仓更加具有效率且节约了成本, 今年一季度股指期货多头持仓 2,044 手 (IC)、

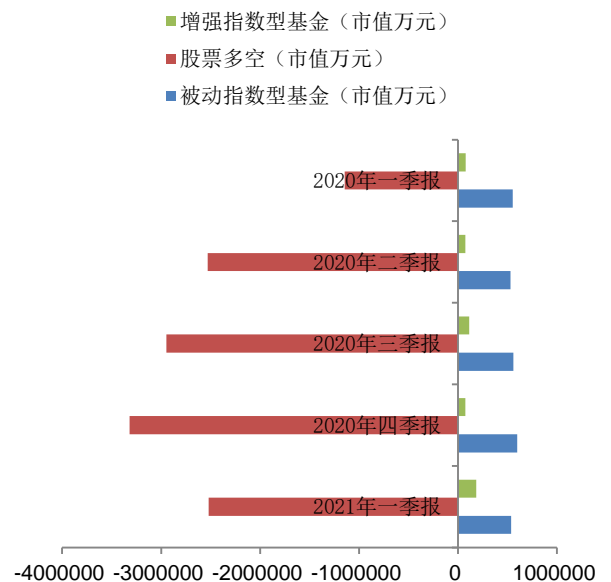
1,783 手 (IF) 与 179 手 (IH), 低于去年各季度水平, 近以来股指期货贴水较为平稳, 大幅贴水带来的成本优势机会不多。股票多头策略基金在股指期货市场为天然的空头, 主要对冲现货持仓风险, 今年一季度股指期货空头持仓 2,744 手 (IC)、13,596 手 (IF) 与 1,700 手 (IH), 同样低于去年各季度水平, 然而对冲工具主要集中在 IF 上, 结合上文公募基金整体仓位下降, 该类型基金避险需求亦有所降低。

图 26: 基金持有期货仓位 (手数)



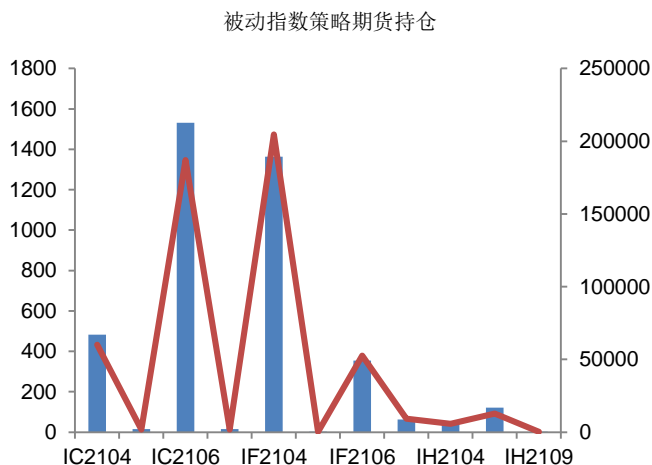
资料来源: Wind, 招商期货

图 27: 基金持有期货仓位 (市值万元)



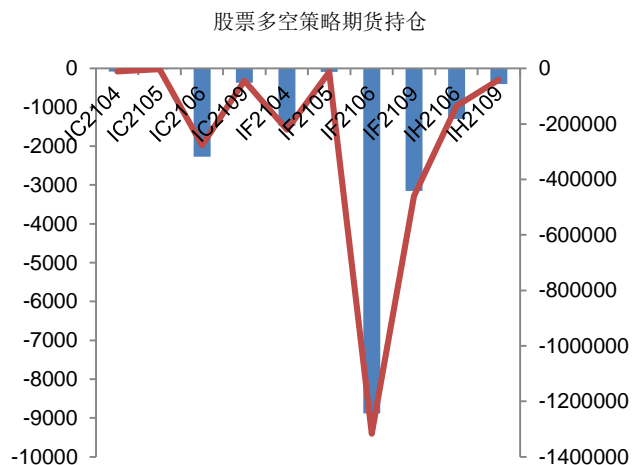
资料来源: Wind, 招商期货

图 28: 被动指数策略期货持仓 (手数-左, 市值-右)



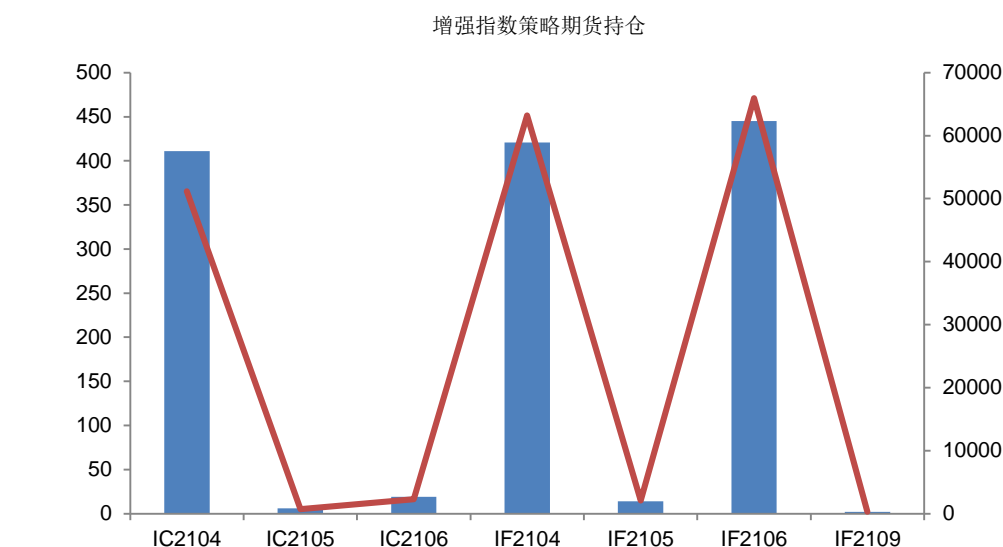
资料来源: Wind, 招商期货

图 29: 股票多空策略期货持仓 (手数-左, 市值-右)



资料来源: Wind, 招商期货

图 30：增强指数策略期货持仓（手数-左，市值-右）



资料来源：Wind，招商期货

（三） 股指期权市场稳步发展，未来或占据半壁江山

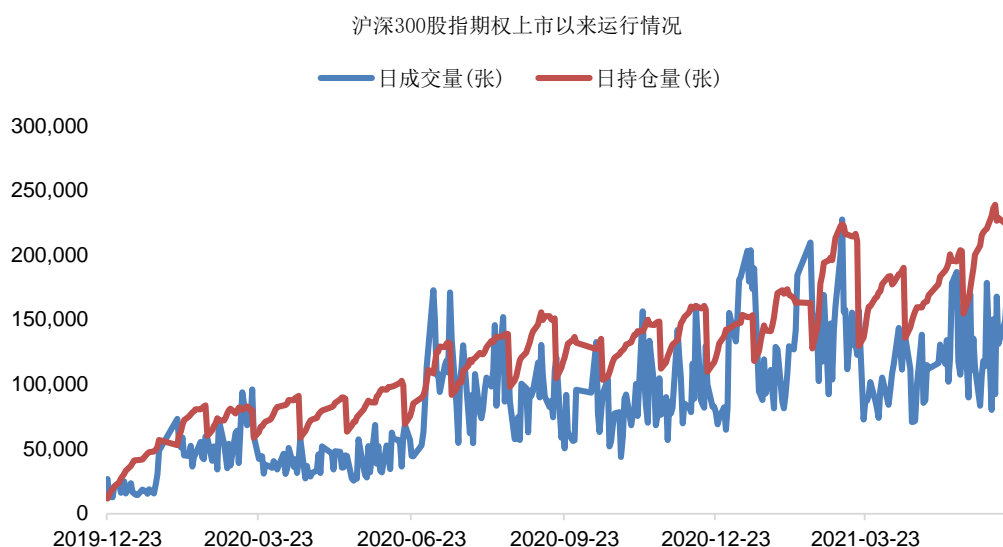
沪深 300 股指期权自 2019 年 12 月 23 日上市以来已经超过 360 个交易日，从目前交易规则看，交易限额尚未完全放开，依然处于客户培育阶段，然而沪深 300 股指期权的功能基本得到了检验，例如去年 2 月 3 日市场大幅下跌，今年春节后市场的持续回落，买入看跌期权能够对标的资产多头进行有效保护。随着投资者对于股指期权的认识与需求逐步提高，未来股指期权在工具的使用中将与海外金融市场趋同，和股指期货平分秋色，占据半壁江山。

表 4：沪深 300 股指期权交易限额放开时间表

项目	2019/12/23-2020/3/20		2020/3/23-2020/6/19	2020/6/22--
品种日内开仓交易的最大数量	50 手	100 手	200 手	
单个月份期权合约日内开仓交易的最大数量	20 手	50 手	100 手	
深度虚值合约日内开仓交易的最大数量	10 手	20 手	30 手	

资料来源：中金所，招商期货

图 31：沪深 300 股指期权日成交量、持仓量



资料来源：Wind，招商期货

四、 2021 年下半年股指投资策略

展望 2021 年下半年，A 股市场从中长期的时间周期看，上证 50 指数与沪深 300 指数估值相对较高，而中证 500 指数则具备明显的估值优势，处于具有吸引力的价值区间。未来市场运行主线将围绕以下几个方面：1、金融市场持续对外开放势必吸引外资的持续净流入，今年上半年北上资金净流入额已经超过去年全年净流入的金额，外资加仓趋势保持不变；2、公募基金、私募基金等金融产品亦是场外资金流入场内的渠道，同时为市场提供流动性支撑；3、从业绩驱动的角度看，IC 无论从营收增速亦或净利润增速，均远优于 IH，并同时具备估值与业绩的双优势；4、科技板块的崛起将更多的为 IC 做出正贡献。因此我们认为下半年继续配置多 IC 空 IH 的跨品种套利组合是较好的选择。

研究员简介

于虎山：大连理工大学金融工程硕士，吉林大学信息管理与信息系统、商务英语双学士。具有 10 年期货从业经验，招商证券产品委员会委员。熟悉私募产品及资产管理计划的设计与运作，对交易策略与量化交易有较深入研究。在招商期货先后从事量化研究、资产管理、投资咨询、股指期货、期权等研究等工作。具有期货从业资格证（证书编号：F0272480）、期货投资咨询资格证（证书编号：Z0002746）。

重要声明

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为 C3 及 C3 以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对任何人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。