

股指期货： 多空风险将转换 期指行情应乐观

——2022 年股指期货市场回顾与 2023 年展望

方正中期期货研究院 李彦森

➤ 摘要

- 年初以来股指期货和现货市场总体呈现震荡走弱趋势。国内经济先下行后进入弱修复期，美联储加速紧缩下全球风险资产下挫，分别是主要经济基本面背景和海外政策背景。疫情反复对情绪和经济基本面产生影响，是导致市场大幅波动的主要线索。地缘政治风险等因素则带来阶段性影响。年内市场两次短期下挫已经完成探底，美联储紧缩政策拐点、地缘政治风险缓、国内防疫政策调整、经济持续复苏的基本面之下，2023 年指数将维持宽幅震荡、中枢提升的震荡上行走势，但需要持续警惕来自海外的风险。技术面上看，沪指大三角型下的上行趋势不变，2850 点和 4300 点附近分别是长线支撑和压力，4 月和 10 月两次下探大技术支撑后反弹，表明 2850 点附近中长期支撑

非常强劲。中期来看，指数横向震荡走势和 2863 点附近底部不变，中期压力位或下移至 3400 点附近，主要技术指标四季度也开始全面修复。交易策略方面，市场中长线的震荡走势中，仍可以逢低做多期指的策略为主。单边操作中更多应关注 IC 和 IM 远端合约，尤其是年中前后其贴水带来的安全垫较高。单纯博取市场反弹收益可将多头部位集中在 IF、IH 合约上。套利交易中，IC、IM 远端反套空间年终前后可能降至 10% 以上，届时可以抓住反套机会。跨期套利以上半年整套、下半年反套为主。跨品种方面，预计 IH、IF 和 IC、IM 比价年内以上行为主，可继续寻找机会做多比价。

目 录

第一部分	股指现货和期货市场回顾.....	2
一、	股指探明底部 未来存反弹空间	2
二、	基差规律不变 IM 合约远端存套利空间.....	9
第二部分	基本面分析	18
一、	经济基本面触底 市场受支持将增加	19
二、	宽松政策对市场仍偏利多	27
三、	疫情对市场情绪影响将继续下降	30
四、	市场走弱强化资金观望情绪	31
五、	行业估值水平存在修复空间	33
第三部分	技术分析和未来展望.....	35
一、	沪指长期大三角整理不变 中期底部基本明确	36
二、	四个主要期货标的指数指数分析与未来展望	37
第四部分	全文总结和操作建议.....	40
一、	全文总结与行情预期	40
二、	股指期货交易策略与操作建议	41

第一部分 股指现货和期货市场回顾

年初以来股指期货和现货市场总体呈现震荡走弱趋势。国内经济先下行后进入弱修复期，美联储加速紧缩下全球风险资产下挫，分别是主要经济基本面背景和海外政策背景。疫情反复对情绪和经济基本面产生影响，是导致市场大幅波动的主要线索。地缘政治风险等因素则带来阶段性影响。年内市场两次短期下挫已经完成探底，美联储紧缩政策拐点、地缘政治风险缓、国内防疫政策调整、经济持续复苏的基本面之下，2023 年指数将维持宽幅震荡、中枢提升的震荡上行走势。行业方面，疫情影响减小有利于消费行业恢复，房地产、国内经济周期修复有利于上游原材料行业。半导体行业受到海外经济承压、美国对华打压利空，但国内经济转型下仍可长期持有。年内外盘下跌利空国内，四季度美联储放慢紧缩后关注 2023 年二季度再次转向的潜在利好，人民币反弹也将利好国内市场。期货市场方面，年内 IF、IH、IC 合约交投活跃度均有所上升，IM 合约上市后成交持仓迅速增长。但主要指数成交、持仓距历史高位差异较大，预计 2023 年期指成交进一步上升，尤其 IM 空间依然较大。主要品种基差季节性规律不变，无风险收益率、市场情绪和价值基差是主要影响因素，预计 2023 年基差仍为上半年上升、下半年回落。期现套利可继续关注 IC 和 IM 远端反套空间，尤其是在年中时间段或仍有年化 10%左右的机会。IF 和 IH 则可以关注年初和年末的短期正向套利机会。跨期则以年初空远多进、下半年多远空近为主。跨品种套利中，预计 IH、IF 和 IC、IM 比价阶段性底部明确进入经济修复阶段，可继续关注逢低做多的机会。

一、 股指探明底部 未来存反弹空间

年初以来股指期货和现货市场总体呈现震荡走弱趋势。国内经济先下行后进入弱修复期，美联储加速紧缩下全球风险资产下挫，分别是主要经济基本面背景和海外政策背景。疫情反复对情绪和经济基本面产生影响，是导致市场大幅波动的主要线索。地缘政治风险等因素则带来阶段性影响。年内市场两次短期下挫已经完成探底，美联储紧缩政策拐点、地缘政治风险缓、国内防疫政策调整、经济持续复苏的基本面之下，2023 年指数将维持宽幅震荡、中枢提升的震荡上行走势。行业方面，疫情影响减小有利于消费行业恢复，房地产、国内经济周期修复有利于上游原材料行业。半导体行业受到海外经济承压、美国对华打压利空，但国内经济转型下仍可长期持有。年内外盘下跌利空国内，四季度美联储放慢紧缩后关注 2023 年二季度再次转向的潜在利好，人民币反弹也将利好国内市场。

（一）多重因素令市场震荡走弱后企稳

年初以来股指期货和现货市场总体呈现震荡走弱趋势¹。国内经济先下行后进入弱修复期，美联储加速紧缩下全球风险资产下挫，分别是主要经济基本面背景和海外政策背景。疫情反复对情绪和经济基本面产生影响，是导致市场大幅波动的主要线索。地缘政治风险等因素则带来阶段性影响。具体来看，以上证指数为例，年初承接去年年末震荡回落走势而继续下跌，央行降息仅带来短期支撑。一季度美联储货币政策开始转向紧缩，拖累外盘间接利空内盘。俄乌冲突等地缘政治风险加剧，避险情绪上升导致包括 A 股在内的全球风险资产价格下挫。中概因美国监管政策变动也出现一波急跌，直到国内监管要求避免释放利空信号而企稳。二季度开始国内疫情扩散、防疫政

¹ 分析的时间区间为 2021 年 12 月 31 日至 2022 年 12 月 30 日，如无特别说明，下同。

策强化，经济承受压力，股指也受到利空影响，沪指跌至关键长期技术支撑位后，随着国内疫情缓和、稳增长政策发力、经济逐步复苏、市场情绪好转，才出现明显反弹。三季度开始房地产竣工交付大面积违约，国内经济还受天气异常导致的电力缺口影响，指数反弹步伐中止。随后缺电问题缓和，央行超预期降息，指数短期走稳。但美联储紧缩利空影响再现，叠加美国中期选举前中美政治博弈加剧，股指回落至年内次低。进入四季度后，“房地产 16 条”也带来地产行业流动性改善预期，并为市场注入信心。美国中期选举结束，中美政治博弈减弱，美联储紧缩政策也开始转向。虽然国内出现冬季疫情，但防疫政策调整后经济受冲击预期减弱。此外，下半年来经济弱复苏态势仍是市场底部的重要支撑。我们预计年内市场两次短期下挫已经完成探底，美联储紧缩政策拐点、地缘政治风险缓、国内防疫政策调整、经济持续复苏的基本面之下，2023 年指数将维持宽幅震荡、中枢提升的震荡上行走势。中长期来看，未来经济上行步伐仍是影响市场主因，经济预期变动以及政策效果尤其是房地产好转程度，仍为基本面核心影响。主要风险在于海外经济衰退和外盘走弱的潜在利空，地缘政治等非经济因素影响，以及疫情的短期、阶段性冲击。



图 1 2022 年以来上证综指走势和影响因素

数据来源：Wind、方正中期研究院

（二）主要行业和指数多向下挫

分行业来看，年内 31 个申万一级行业中，仅有煤炭、综合分别上涨 10.95%、10.57%，其他行业全面下挫。其中跌幅较大的是电子、建筑材料、商业零售、计算机、电力设备，分别下跌 33.21%、26.13%、26.07%、25.47%、25.45%。跌幅相对较小的是纺织服装、基础化工、传媒、社会服务、轻工制造，跌幅分别为-2.23%、-3.41%、-6.74%、-7.08%、-10.47%。行业结构上看，主要是半导体、计算机硬件电子制造相关行业跌幅较大，明显受到美国对华制裁影响。传媒行业跌幅较大，主要是部分子行业受到中国对互联网科技公司监管政策收紧以及美国打击中概股影响。大宗商品价格下跌一定程度上造成上游原材料行业走弱。而房地产行业政策持续转向，以及基建维持高投入，直接支持房地产、建筑行业表现。疫情影响持续下降，则对社会服务、商业零售行业产生利好作用。总体上看，疫情影响仍在长期下降通道之中，社会服务等消费行业仍有改善空间。金融、地产以及上游的黑色、部分有色金属或也将跟随房地产、国内经济周期修复。海外经济承压回落、美国对华科技打压则是相关行业面临的主要利空，不排除电子、科技股短期调整风险，但长期仍可作为国内经济战略转型下的持有对象。

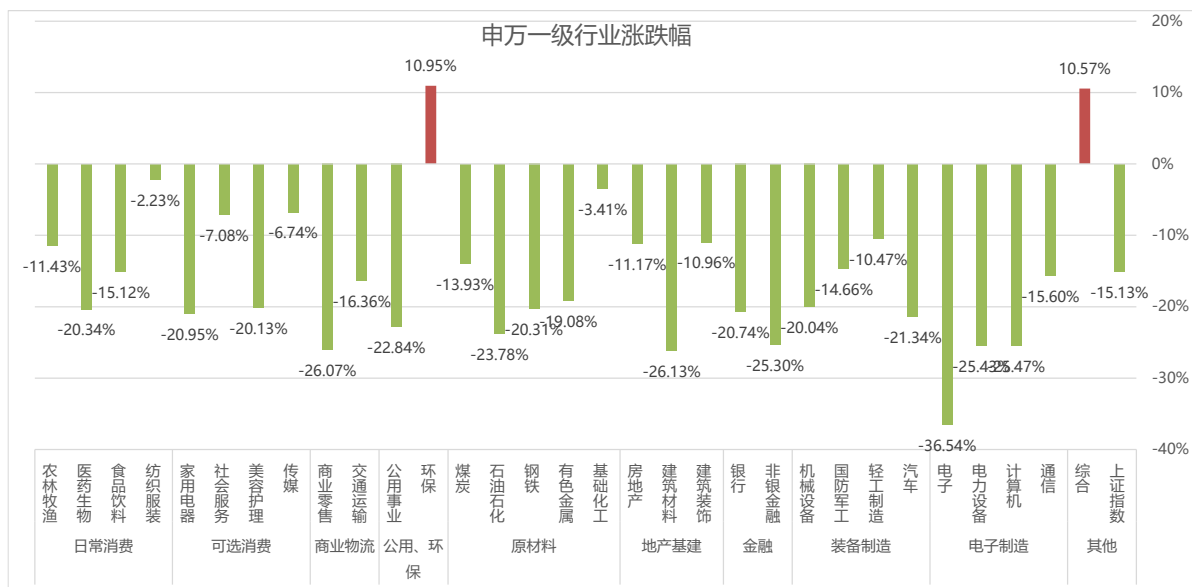


图 2 申万一级行业涨跌幅
数据来源：Wind、方正中期研究院

年内市场总体走弱下，主要指数全面回落。而周期股、大盘蓝筹持续走弱，直接利空沪深 300 指数和上证 50 指数表现，尤其是银行和非银金融行业对上证 50 指数拖累明显。年内沪深 300 指数、上证 50 指数、中证 500 指数、中证 1000 指数涨跌幅分别为-21.63%、-19.52%、-20.31%、-21.58%。2023 年或将呈现相反态势，沪深 300 指数、上证 50 指数表现有望更好。

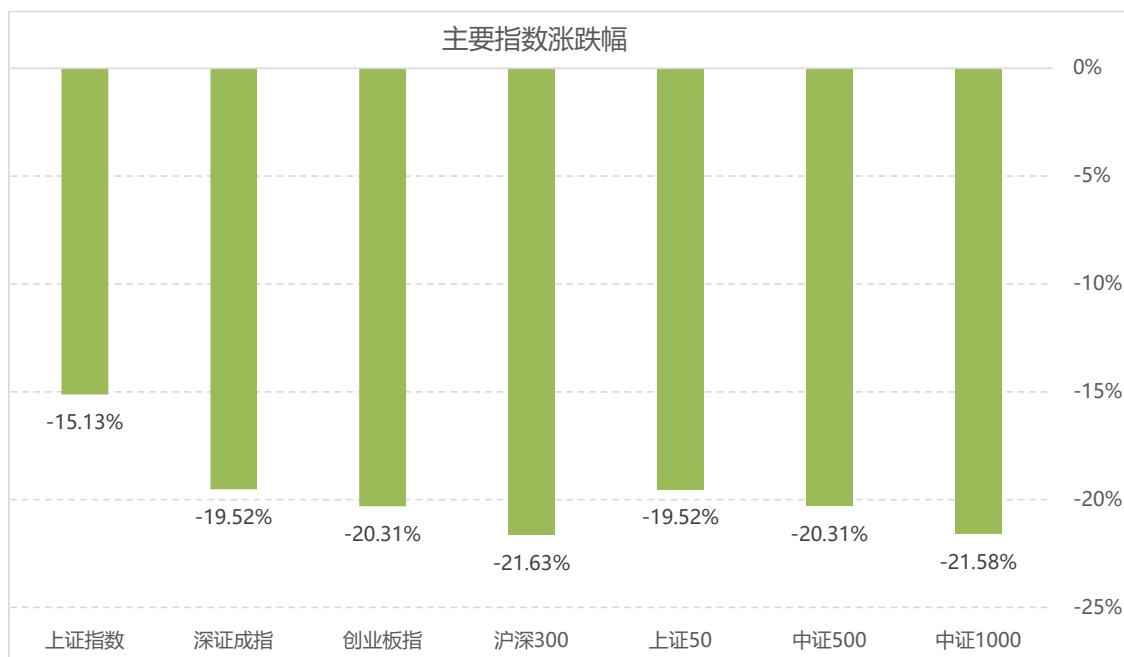


图 3 主要指数涨跌幅

数据来源: Wind、方正中期研究院

(三) 外围利空从政策紧缩转向衰退风险

年内全球市场多数呈现下行走势, 中国上证指数跌幅 15.13% 表现靠后。亚太市场中, 仅有新加坡和印度股市上涨, 涨幅分别为 4.09%、4.44%。其他市场全部下跌, 日本、香港、韩国、台湾地区股市分别下跌 9.37%、15.46%、24.89%、22.40%。澳大利亚、新西兰股市也分别走低 5.20%、11.97%。美洲国家走势出现差异, 北美地区市场表现较弱, 南美相对更强, 美国、加拿大、墨西哥市场分别下跌 19.44%、8.66%、9.03%, 巴西、阿根廷则上涨 4.69% 和 142.02%, 后者主要受到国内通胀飙升影响。欧洲国家跌幅普遍较大, 德国、法国、意大利、西班牙、荷兰市场涨跌分别为 -12.35%、-9.50%、-14.10%、-5.56%、-13.65%, 英国和希腊市场分别上涨 0.91% 和 1.54%。此外, 瑞典、奥地利、俄罗斯、波兰等国市场分别大幅下跌 24.61%、19.03%、39.18%、17.08%。中东北非国家中, 土耳其市场涨幅高达 196.57%, 同样和国内通胀形势有关。其他国家变动不大。显然年内美联储、欧央行等持续紧缩的货币政策是造成全球市场下挫的重要原因。另外欧洲市场下行还叠加有俄乌冲突等地缘政治风险的冲击。外盘走低对国内市场有较强利空影响, 但四季度开始随着美联储货币紧缩步伐放慢, 该利空影响程度下降, 预计 2023 年二季度前后美联储货币政策第二次转向, 可能再次带来外盘的阶段性反弹, 这是主要的潜在利好。但需要关注海外经济衰退风险导致的新的利空影响。

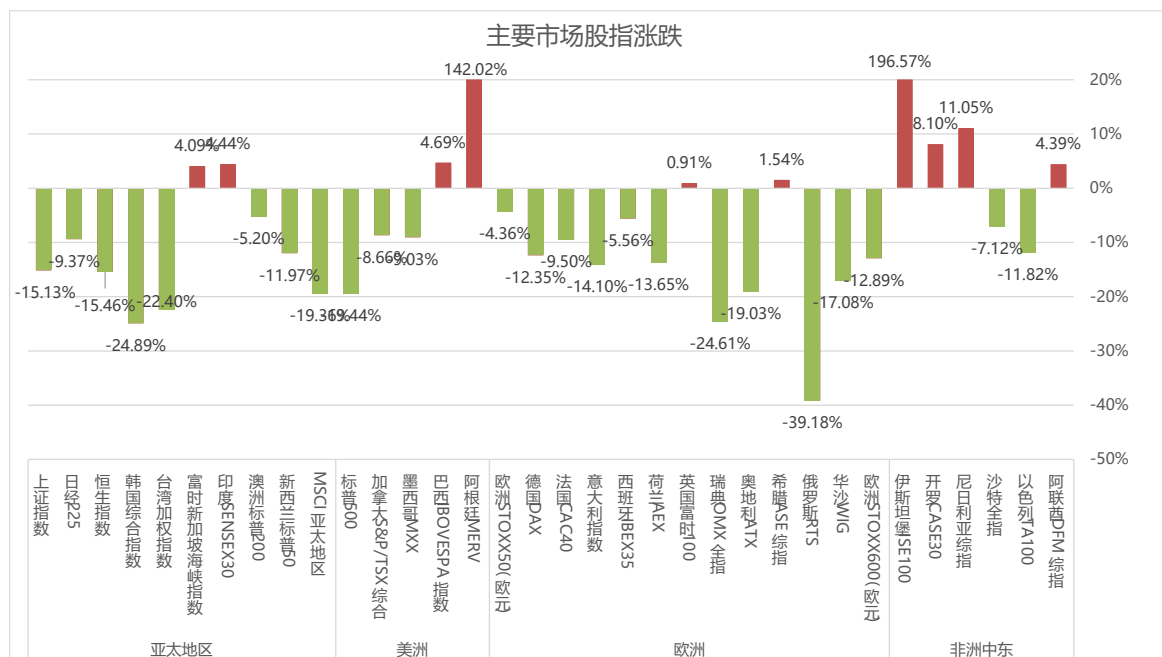


图 4 主要国家股指涨跌幅 (涨幅超出上限过多部分不予标记)

数据来源: Wind、方正中期研究院

其他相关资产价格方面。同样受益于美联储大幅加息的影响，美元指数年内大涨 8.9%，对人民币也形成明显压力，造成汇率回落多达 8.57%。这也间接利空内盘，尤其是 9 月前后汇率下跌背后的资金外流是股指走弱的重要原因。国内大类资产价格方面，国债收益率年内总体上升超过 7BP，对估值产生小幅压力，主要作用时间是四季度，但影响程度有限。商品价格总体小幅反弹，股债双双下挫的表现有一定矛盾，但年内二者反向运行的走势符合逻辑。预计 2023 年弱美元、强人民币态势形成后，国内股市将受到利好影响。利率虽然可能回升，但影响程度有限。

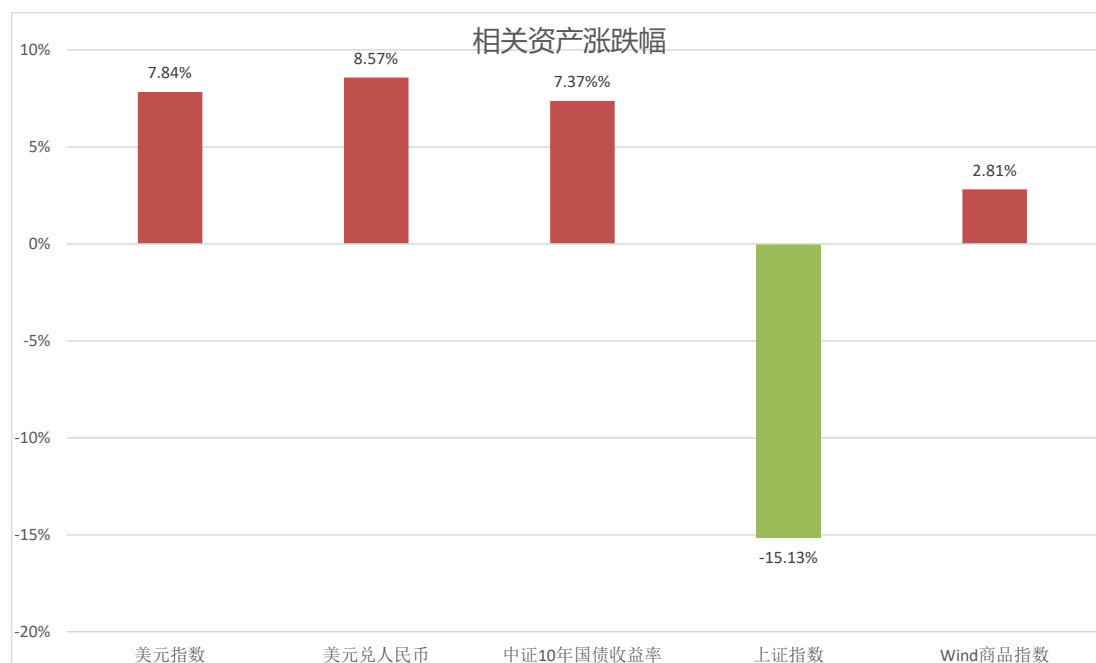


图 5 其他主要大类资产涨跌幅（其中债券收益率以%%表示基点）

数据来源：Wind、方正中期研究院

二、 基差规律不变 IM 合约远端存套利空间

年内 IF、IH、IC 合约交投活跃度均有所上升，IM 合约上市后成交持仓迅速增长。但主要指数成交、持仓距历史高位差异较大，预计 2023 年期指成交进一步上升，尤其 IM 空间依然较大。主要品种基差季节性规律不变，无风险收益率、市场情绪和价值基差是主要影响因素，预计 2023 年基差仍为上半年上升、下半年回落。期现套利可继续关注 IC 和 IM 远端反套空间，尤其是在年中时间段或仍有年化 10%左右的机会。IF 和 IH 则可以关注年初和年末的短期正向套利机会。跨期则以年初空远多进、下半年多远空近为主。跨品种套利中，预计 IH、IF 和 IC、IM 比价阶段性底部明确进入经济修复阶段，可继续关注逢低做多的机会。

（一）IM 上市后交投活跃度迅速上升

年内情况显示，截至 11 月底三大指数当月日均成交量进一步上升，期末持仓量也有所上涨。三大指数成交持仓比明显回升。从金额角度看，IF 和 IC 名义成交额回落，但 IH 名义成交额小幅上升，三者名义持仓额则均有下行。期现成交额比均有显著上升，尤其是 IH 合约期限持仓比升至 86% 的高位。期现持仓额比表现不一，IF 有所下降，但 IH 和 IC 均有上升。另外，成交持仓变动还显示出两个特点，一是一季度市场走弱时雪球策略场外敲入后场内对冲操作带来大量套保盘，导致上半年 IC 交易活跃度明显高于 IF 和 IH。二是 IM 合约上市后成交持仓比、期限市值比迅速上升，前者 11 月底已经超过 IC 水平，显示出投资者对 IM 合约较高的投资热情以及 IC 头寸向 IM 转移。而套保头寸和面向中证 1000 指数量化策略产品增加，也有助于 IM 合约成交、持仓持续上升。从 12 月期现市值比来看，IM 合约仅为 1.26%，明显低于 IC 的 3.07% 的水平，期末持仓量 11 万多手也明显少于 IC 超过 30 万手的水平。受到政策机制影响，目前主要指数成交、持仓距离历史高位有较大差异，但预计 2023 年主要指数期货成交跟随市场好转进一步上升，尤其 IM 空间依然较大。

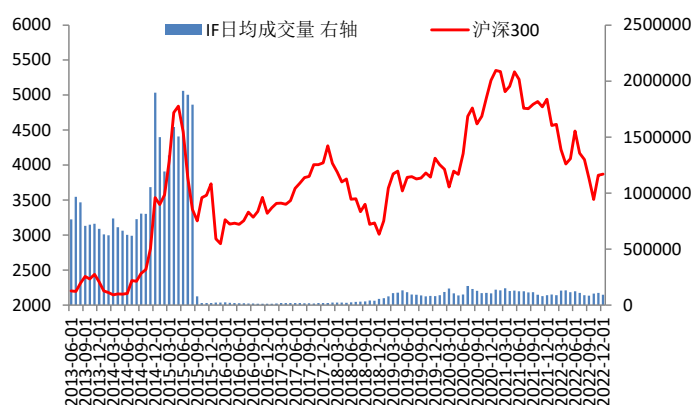


图 6 沪深 300 指数和 IF 合约成交量

数据来源：Wind、方正中期研究院

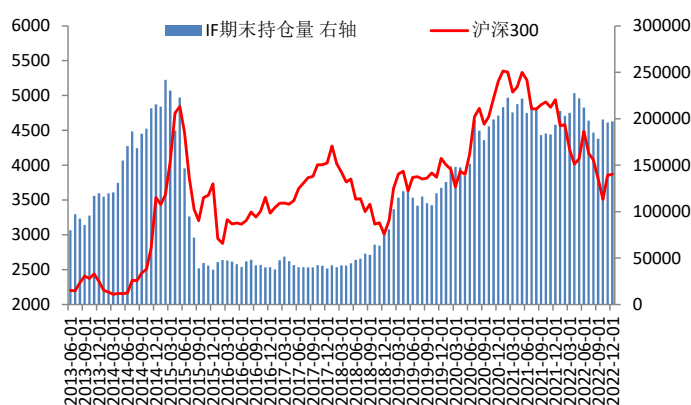


图 7 IF 合约持仓量

数据来源：Wind、方正中期研究院

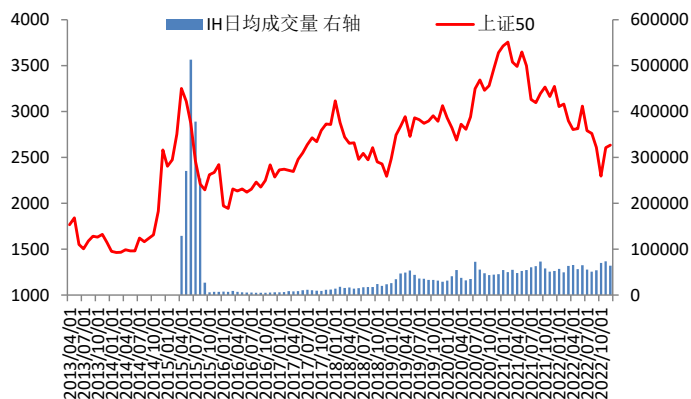


图 8 上证 50 指数和 IH 合约成交量
数据来源：Wind、方正中期研究院

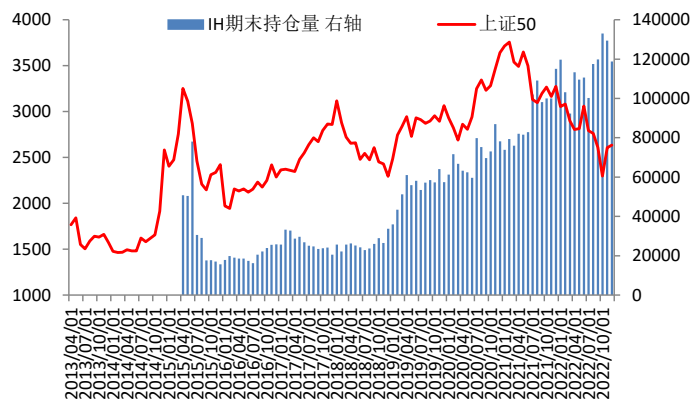


图 9 IH 合约持仓量及其变动
数据来源：Wind、方正中期研究院

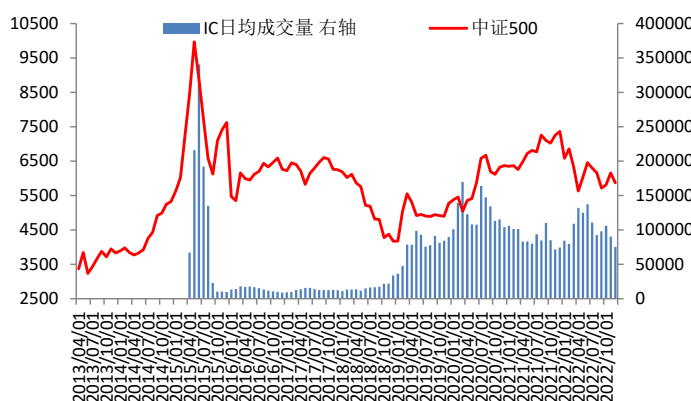


图 10 中证 500 指数和 IC 合约成交量
数据来源：Wind、方正中期研究院

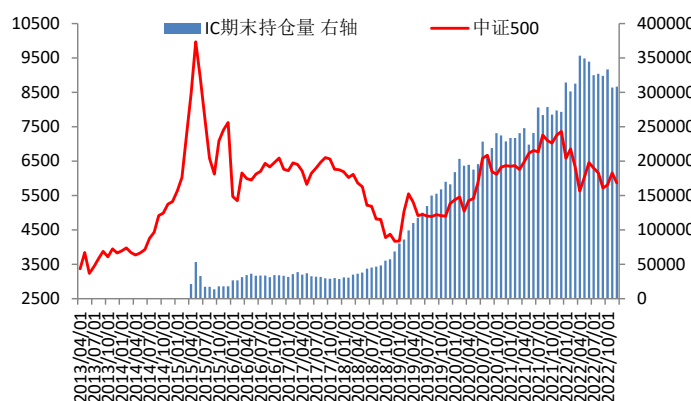


图 11 IC 合约持仓量及其变动
数据来源：Wind、方正中期研究院

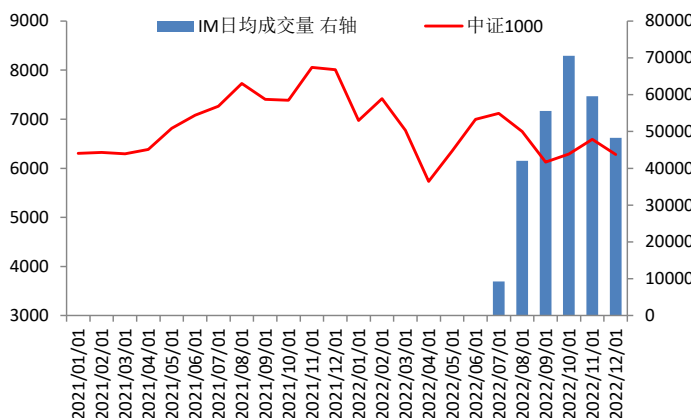


图 12 中证 1000 指数和 IM 合约成交量
数据来源：Wind、方正中期研究院

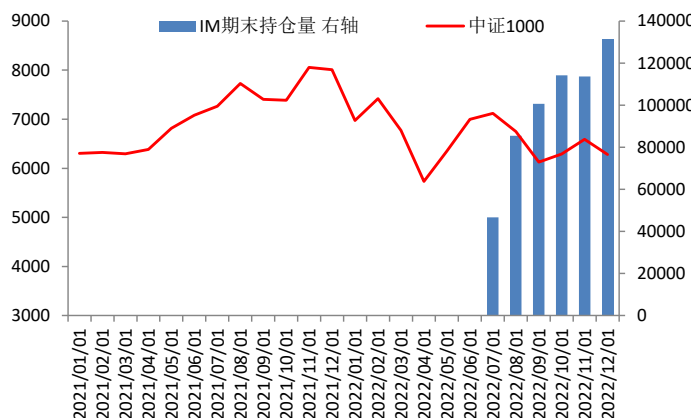


图 13 IM 合约持仓量及其变动
数据来源：Wind、方正中期研究院

		日均成交量 (手)	期末持仓量 (手)	成交量/持仓量 (%)	名义成交额 (亿元)	名义持仓额 (亿元)	成交额：期货/现货 (%)	期货持仓额/现货市值 (%)
IF	2022-12	91889	197214	46.59%	24922	2301	58.22%	0.4859%
	2022-11	108917	195887	55.60%	28286	2270	54.09%	0.4831%
IH	2022-12	64198	118796	54.04%	11798	945	100.94%	0.5353%
	2022-11	73892	129343	57.13%	12769	1014	86.05%	0.5738%
IC	2022-12	75215	308286	24.40%	20940	3608	76.49%	3.0009%
	2022-11	90075	306736	29.37%	25308	3766	76.40%	3.0709%
IM	2022-12	48263	131664	36.66%	14370	1641	41.29%	1.4421%
	2022-11	59558	113638	52.41%	18027	1483	42.46%	1.2605%

表 1 三大股指合约成交、持仓与 2021 年末比较
数据来源：Wind、方正中期研究院

(二) 基差运行的季节性规律不变

基差或升贴水是期货最为重要的特征之一。对于股指期货而言，总体基差可分解为理论基差和价值基差两部分影响。理论基差受到无风险收益率、标的指数整体盈利能力以及流动性、做空机制等影响。价值基差则主要反映市场对于后市的预期。理论上，由于资金成本的存在，到期日越远的合约价格越高，到期日越近的合约价格相对较低。2015 年之后股指期货处在长时间的高基差状态运行，尤其是 IC 合约，IH 合约则在 2017 年和 2019 年基差曾短暂转负。2020 年初和年底前后，IF 和 IH 也有一段时期负基差。甚至 2021 年四季度部分时间 IC 近月出现负基差。并且从季节性上看，呈现出年初和年末基差往往较低（贴水幅度小或升水幅度大）、年中前后基差则相对较高（贴水幅度大或升水幅度小）的规律。其来源主要是股指期货对应现货标的的计算方式问题。

年内来看，上半年期指基差季节性扩大，二季度已经来到阶段性高位附近，随后基差幅度开始逐步收窄，三季度持续呈现持续下行的趋势，至四季度已经降至低位附近。其中 IF、IH 波动相对更大，绝对基差水平也更低，四季度收至负值区间。IC 和 IM 基差则维持小幅正值。IH 甚至在 8 月就呈现远端负基差，以及明显的 contango

结构，然而这一逻辑 11 月被打破。IF 则在 11 月转入负基差状态。IC 和 IM 基差为正且已经明显下降，但仍为 backwardation 状态。影响因素上看，年初以来无风险收益率持续下降是推升基差的重要因素。三季度开始基差回落与无风险收益率维持低位同步出现，可能更多受到市场情绪缓和带来的价值基差回落。预计 2023 年四大指数基差规律不变，仍为上半年上升、下半年回落，但极限高度可能不及 2022 年，且受到交易机制限制，IM 远端基差仍将为最高。

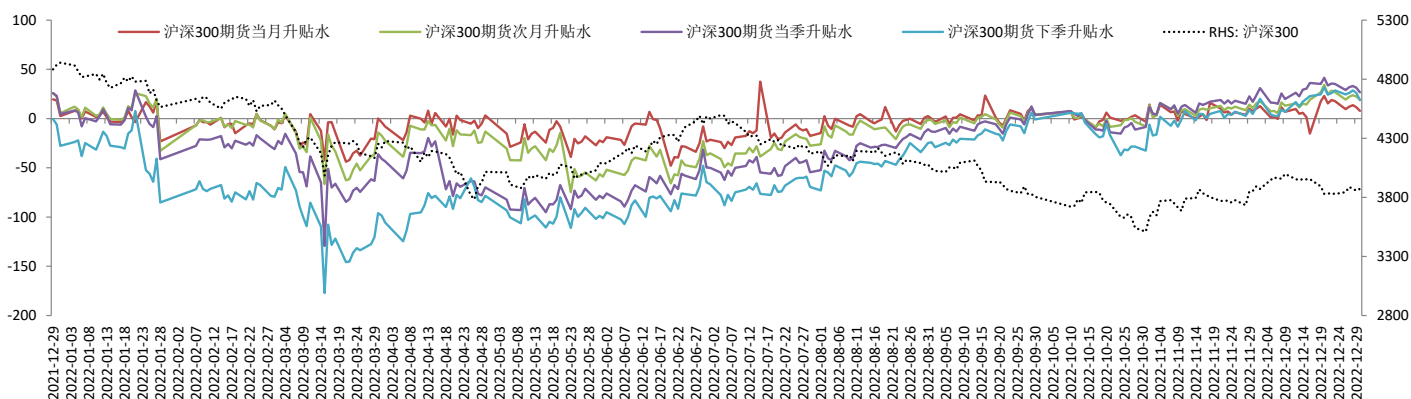


图 14 沪深 300 指数和期货合约升贴水
数据来源：Wind、方正中期研究院

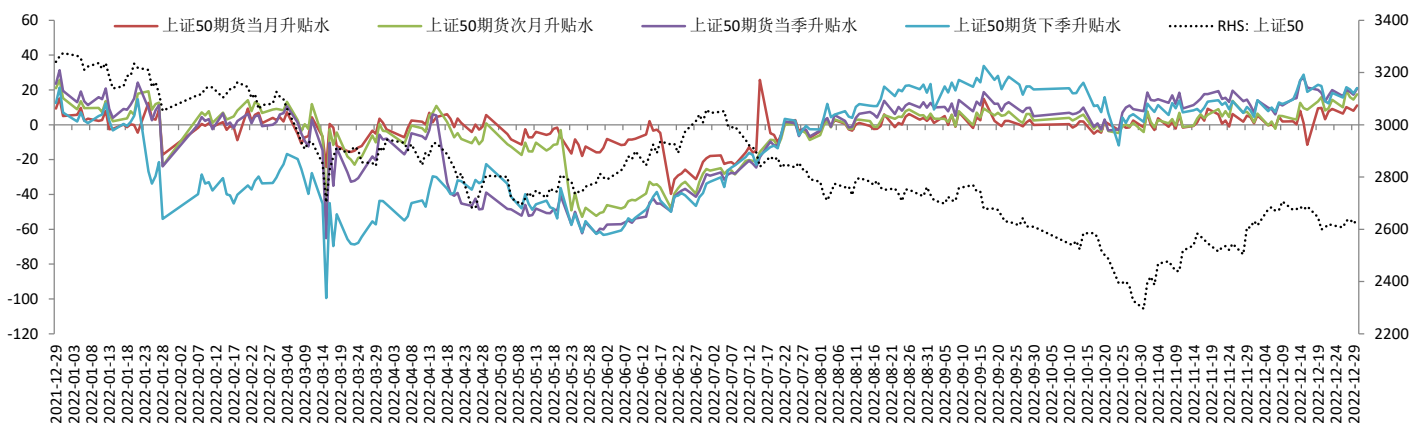


图 15 上证 50 指数和期货合约升贴水
数据来源：Wind、方正中期研究院

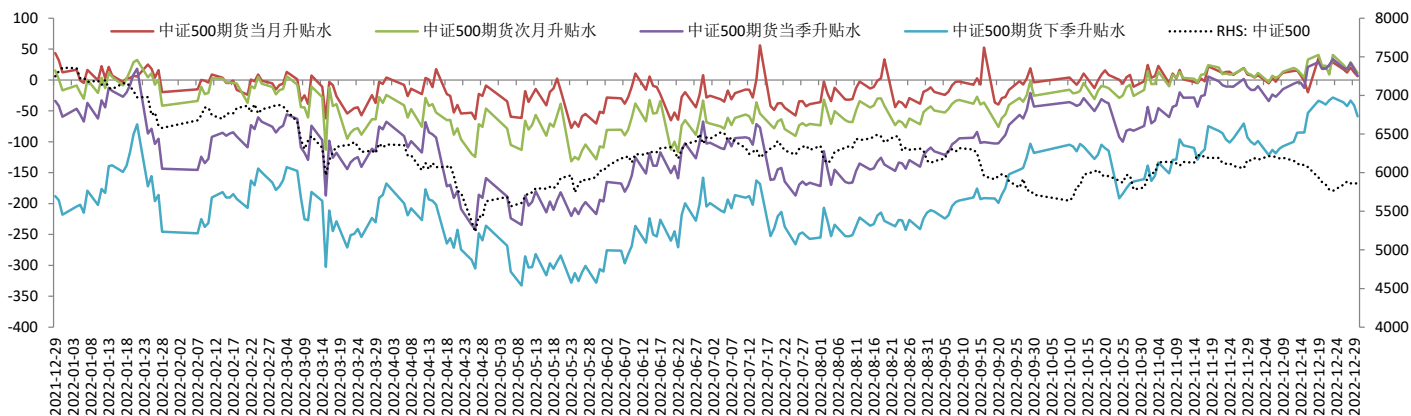


图 16 中证 500 指数和期货合约升贴水

数据来源: Wind、方正中期研究院

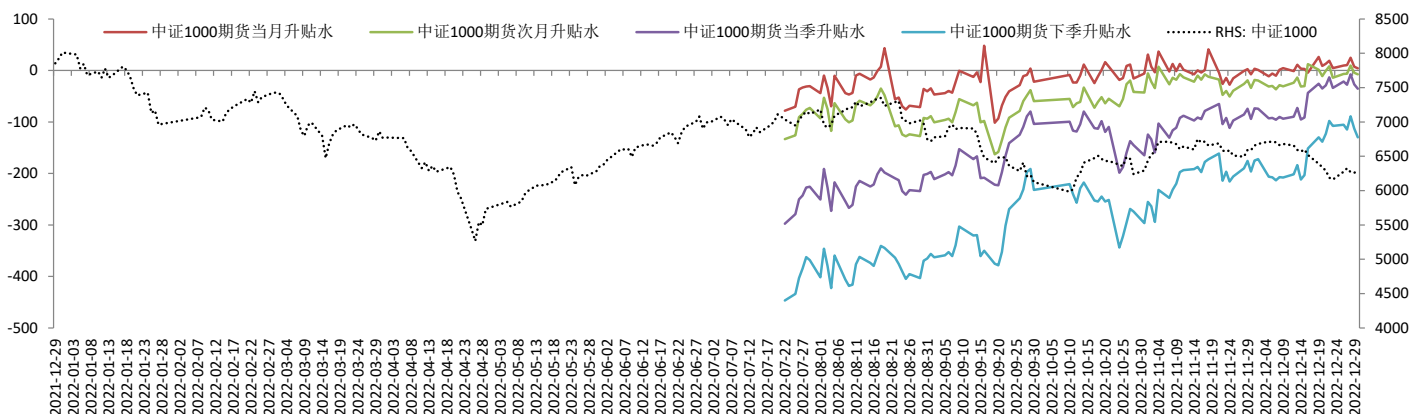


图 17 中证 1000 指数和期货合约升贴水

数据来源: Wind、方正中期研究院

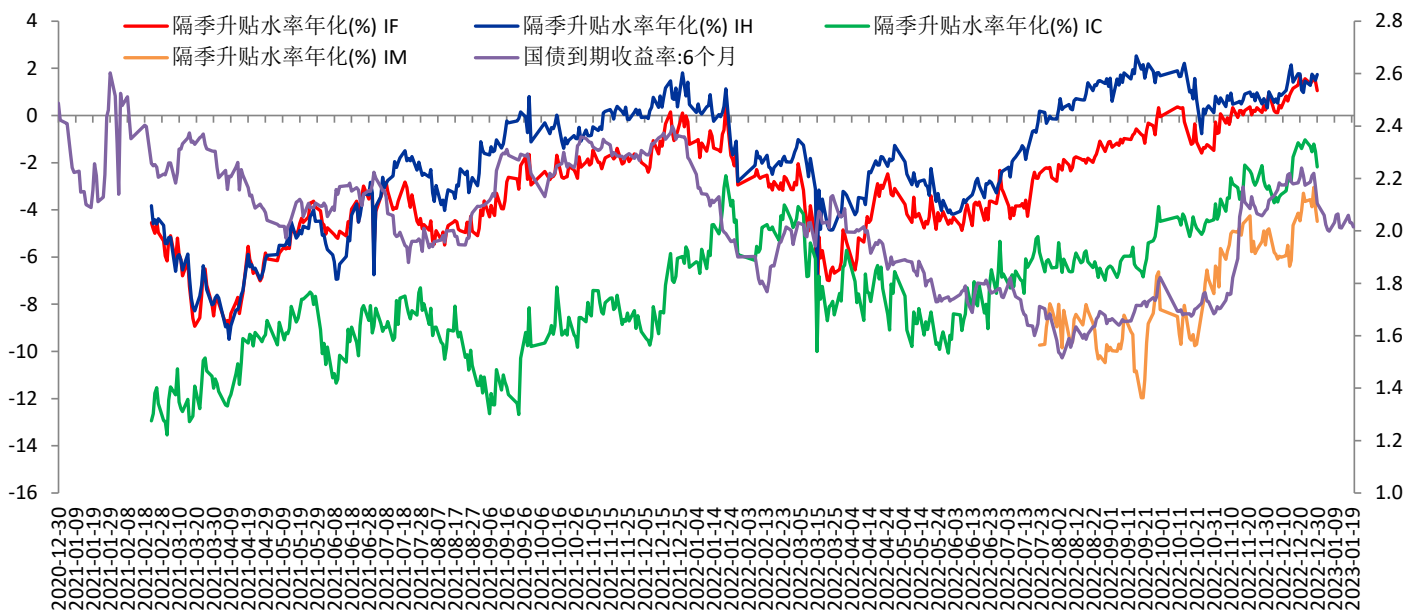


图 18 利率波动度基差影响主要在上半年

数据来源: Wind、方正中期研究院

(三) 继续关注 IC、IM 远端反套机会

由于股指期货缺乏做空机制，大额的贴水套利机会往往难以实现。而部分时间段下股指期货的升水幅度又极为有限，没有超出无套利区间，所以期现套利在国内股指期货市场大多数情况下无法实现，在融券或能够做空 ETF 的情况下才能够实现。年内情况表明，上半年期现套利机会和空间跟随基差上升呈现不断上升趋势，至二季度出现阶段性底部后达到最大。三季度开始四大指数远端年化贴水率持续收窄，8 月开始 IH 出现升水，以及部分时间段存在的月内正套机会。IF 类似机会主要在 11 月开始出现。IC 和 IM 基本没有正套机会，主要是远端反套机会为主，更多出现在 6 月左右，IC 和 IM 年内最大远端反套空间多达年化 10% 和 12% 左右。我们预计 2023 年可继续关注 IC 和 IM 远端反套空间，尤其是在年中时间段可能仍有年化 10% 左右的机会。IF 和 IH 则可以关注年初和年末的短期正向套利机会。

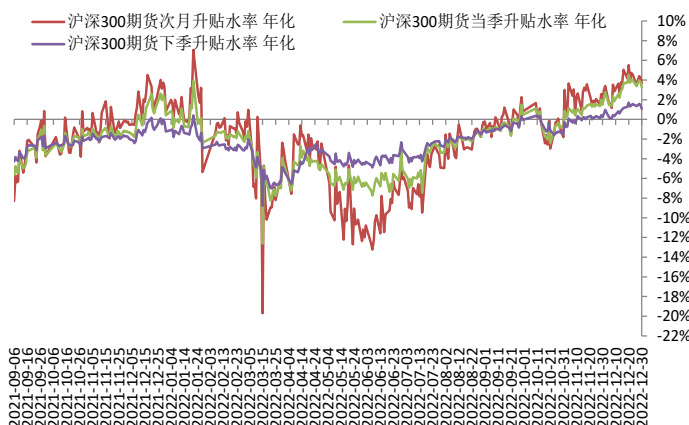


图 19 IF 合约年化升贴水率
数据来源：Wind、方正中期研究院

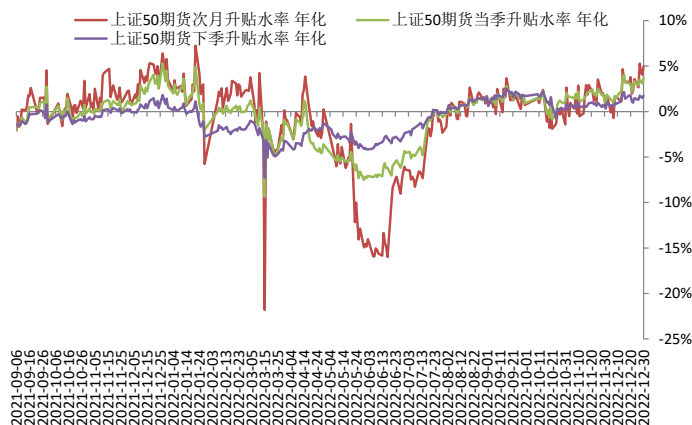


图 20 IH 合约年化升贴水率
数据来源：Wind、方正中期研究院

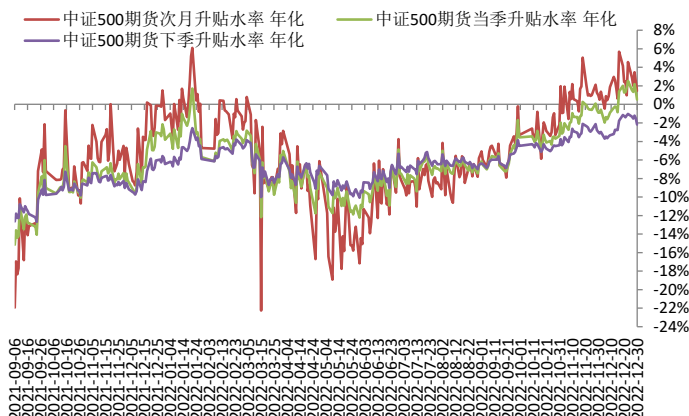


图 21 IC 合约年化升贴水率
数据来源：Wind、方正中期研究院

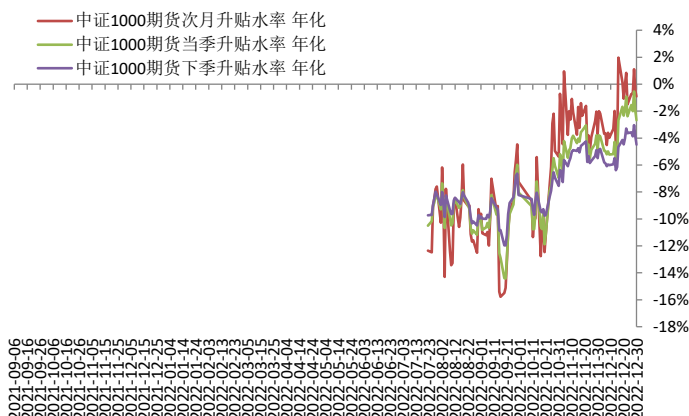


图 22 IM 合约年化升贴水率
数据来源：Wind、方正中期研究院

跨期套利方面，年初以来股指远期期限结构表现仍与期现价差类似，同样呈现整
体下移的趋势。不同的是二季度开始远端合约间年化贴水率止降回升。并且 IF、IH、
IC 二季度在指数下挫的过程中均面临巨大波动。但从下半年开始，主要指数各期限跨
期升贴水率年化水平均开始跟随基差回落而上行，这一阶段存在多远空近反向跨期套
利机会，但至 12 月这一机会已经结束。我们预计，随着季节性波动，2023 年年初可
以关注空远多近的正套入场机会，下半年开始则可关注多远空近的反向套利机会，整
体节奏仍符合基差运行的季节性规律。

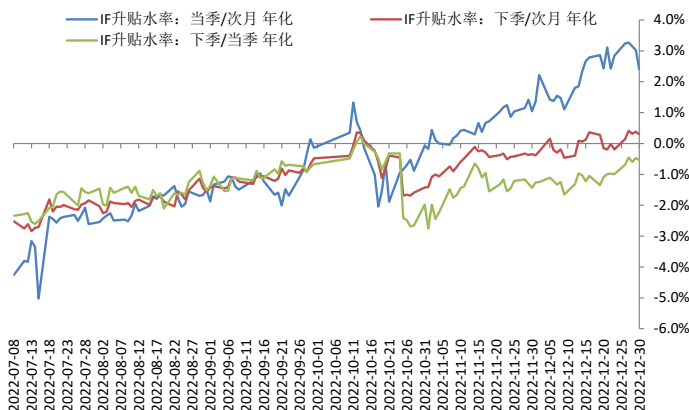


图 23 IF 合约跨期价差
数据来源：Wind、方正中期研究院

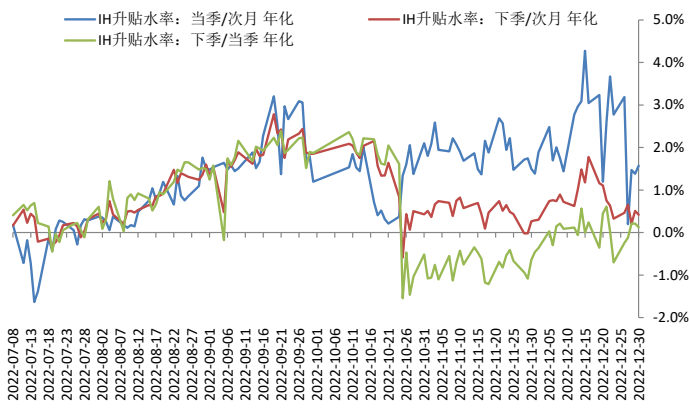


图 24 IH 合约跨期价差
数据来源：Wind、方正中期研究院

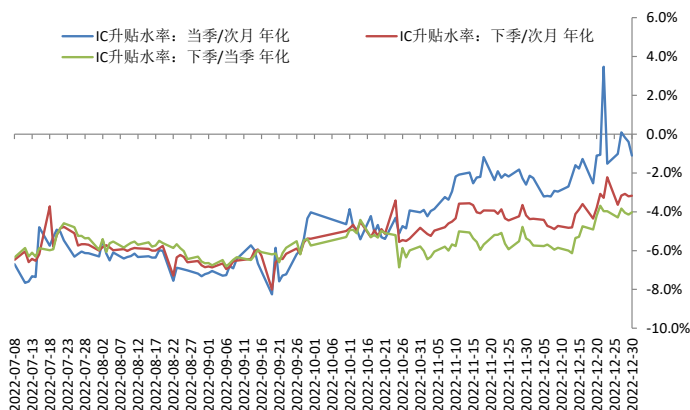


图 25 IC 合约跨期价差

数据来源：Wind、方正中期研究院

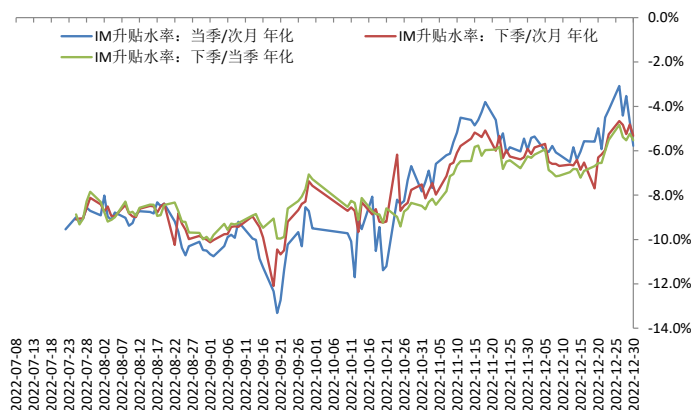


图 26 IM 合约跨期价差

数据来源：Wind、方正中期研究院

跨品种套利方面，年初开始至二季度初市场整体调整过程中，各品种比价明显回升，背后逻辑仍是经济周期影响下 IF 和 IH 较 IC 表现更强。但 5 月开始价差呈现冲高回落，受到房地产市场风险影响。这一调整直到 8 月底和 9 月初前后结束，随后价差小幅反弹，继续反映经济弱修复之下资金对 IF 和 IH 的青睐。但疫情影响加大之后，四季度初主要比价再次超预期大幅下探，直至 11 月形成新的底部并出现阶段性反弹。我们预计，四季度至 2023 年初 IH、IF 和 IC、IM 比价或维持阶段性底部震荡并明确该位置。随后开始进入经济修复引领 IF、IH 带动比价回升阶段。因此中期底部明确后，可继续关注逢低做多的机会。

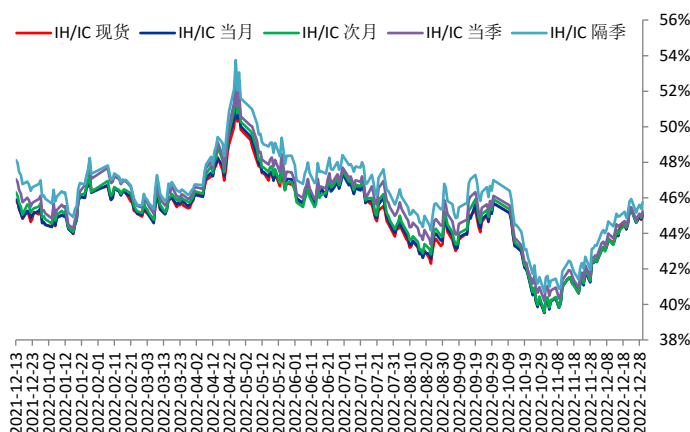


图 27 IH/IC 比价变动

数据来源：Wind、方正中期研究院

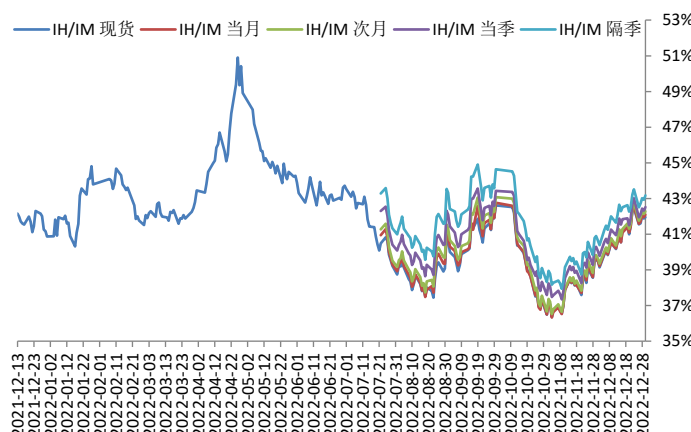


图 28 IH/IM 比价变动

数据来源：Wind、方正中期研究院

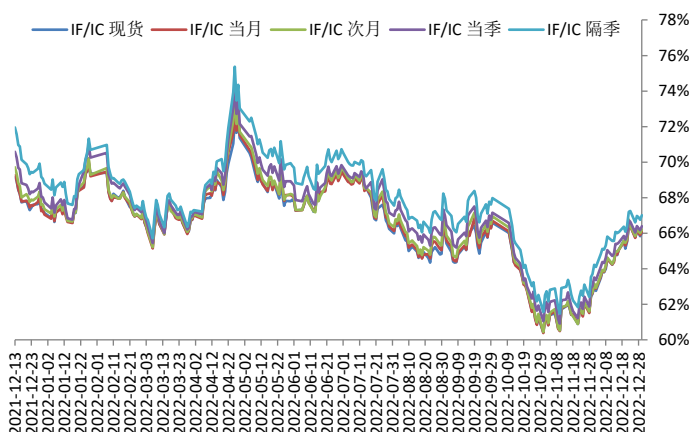


图 29 IF/IC 比价变动

数据来源：Wind、方正中期研究院

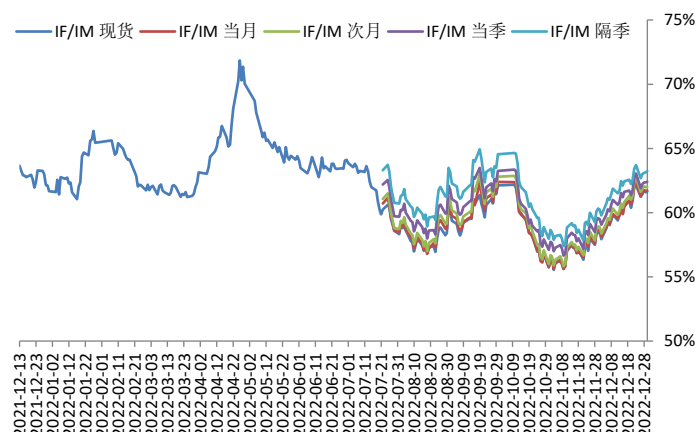


图 30 IF/IM 比价变动

数据来源：Wind、方正中期研究院

第二部分 股指基本面分析

2022 年股指期货基本面呈现出几个明显特点。一是疫情影响程度较大，尤其是二季度国内经济受到疫情带来的系统性冲击，消费、投资均受到显著影响，并且对股指形成明显的利空效果。二是内生因素中，房地产市场走弱是主要拖累，拉低投资需求的同时，打击黑色、建筑等行业盈利，并对现货股票产生利空影响。三是海外需求维持韧性，但下半年开始伴随海外经济承压回落韧性已经明显下降，且正在转化为未来的主要风险因素。四是通胀环境维持稳定，各项宽松政策不受到此方面约束。五是财政、货币政策持续宽松之下，市场受到一定的利好支持，但更多集中在短期。六是名义产出回落叠加利润率下降，企业盈利跟随走弱，不利于估值改善。我们预计，2023 年经济基本面将继续温和修复，对市场存在持续的利好影响。此外结合海外政策 2023 年下半年可能转向的预期看，上半年市场或维持区间宽幅震荡并温和反弹，但需要持续警惕来自海外的风险，下半年在政策效果显现、外围压力减小之下，市场可能跟随经济好转涨幅有所扩大。市场方面看，年内宏观利率下行有助于提振市场估值和降低

杠杆交易成本，这一支持下半年明显减小并转为压力因素，2023 年该因素仍有有限压力需要注意。资金面主要跟随市场走势变动，预计 2023 年将成为支持市场走势的重要因素。而经济修复下盈利提振能够抵消利率回升风险，预计市场整体估值将会回升。

一、 经济基本面触底 市场受支持将增加

2022 年股指期货基本面呈现出几个明显特点。一是疫情影响程度较大，尤其是二季度国内经济受到疫情带来的系统性冲击，消费、投资均受到显著影响，并且对股指形成明显的利空效果。二是内生因素中，房地产市场走弱是主要拖累，拉低投资需求的同时，打击黑色、建筑等行业盈利，并对现货股票产生利空影响。三是海外需求维持韧性，但下半年开始伴随海外经济承压回落韧性已经明显下降，且正在转化为未来的主要风险因素。四是通胀环境维持稳定，各项宽松政策不受到此方面约束。五是财政、货币政策持续宽松之下，市场受到一定的利好支持，但更多集中在短期。六是名义产出回落叠加利润率下降，企业盈利跟随走弱，不利于估值改善。我们预计，2023 年经济基本面将继续温和修复，对市场存在持续的利好影响。此外结合海外政策 2023 年下半年可能转向的预期看，上半年市场或维持区间宽幅震荡并温和反弹，但需要持续警惕来自海外的风险，下半年在政策效果显现、外围压力减小之下，市场可能跟随经济好转涨幅有所扩大。

（一） 海外冲击将替代疫情成为主要利空

年内产出端总体呈现先降后升的态势，尤其是二季度下行幅度较大，4 月工业增加值出现-2.9%的同比负增长，也是 2020 年一季度之后的首次负增长。制造业产出端回落主要反映疫情和天气的影响。从行业角度看，由于疫情对长三角地区影响更大，因此制造业受到冲击更明显，但随后疫情问题解除后制造业产出快速恢复。中上游原材料行业增加值增速持续下降，部分受到价格影响。从名义角度看，产出增量时需修复的同时，产出价格水平持续回落，至四季度 PPI 甚至出现高基数之下的负增长，名义工业增加值出现持续下行趋势，对企业营收、利润的改善有不利影响。结合 PMI 来看，产出端在年内受疫情影响，出现被动加库存、主动去库存、被动去库存的快速切换，至四季度已经进入主动加库存的复苏期，但零星疫情仍有阶段性扰动。年内期指在二四季度的低位，很大程度上受到上述基本面波动的影响。我们认为，中长期需求已经入阶段性底部，主动加库存阶段能够持续至 2023 年上半年，内需持续改善是主要动力，并且也是期指上涨的重要前提。因此预计 2023 年经济上半年仍将延续弱复苏，下半年需要重点关注海外冲击程度，不排除再度回落的可能性。基于以上对经济基本面的预期，我们认为市场受到的利好影响或更多集中在 2023 年上半年，下半年开始需要警惕海外冲击带来的负面影响。

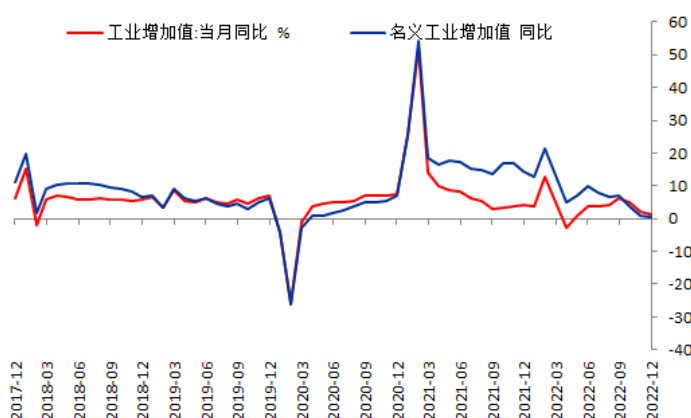


图 31 名义工业增加值增速持续回落

数据来源：Wind、方正中期研究院

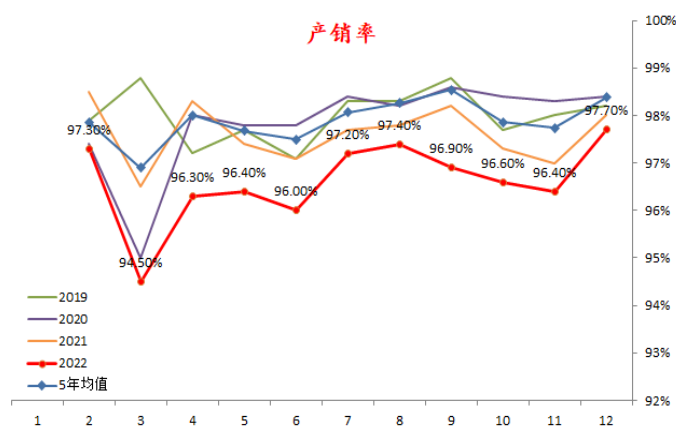


图 32 产销率处于低位

数据来源：Wind、方正中期研究院

数据来源：Wind、方正中期研究院

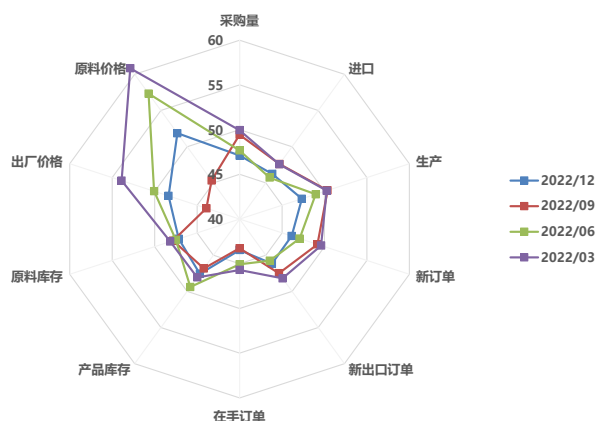


图 33 产出波动主要在二三季度
数据来源：Wind、方正中期研究院

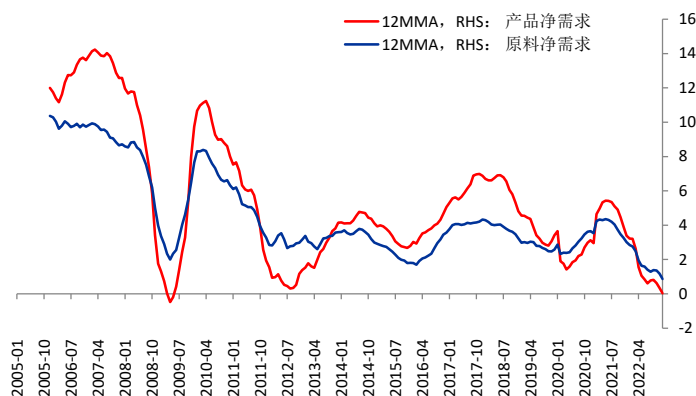


图 34 中长期需求明显下行
数据来源：Wind、方正中期研究院

（二）需求风险转向 消费将迎来改善

年内投资需求总体呈现增速逐步放慢的态势，尤其是二季度疫情期间，增速回落较为明显。分中基建投资仍是支持总体投资需求的主要因素，其中既有政府问经济的主观因素，也有资金增量推动的客观直接因素。制造业投资上半年受需韧性推动增长，之后在货币宽松、社融成本下降下维持较高增长，是支持总投资的重要方面。而房地产投资则成为年内拖累总投资的关键弱项。受此影响，年内黑色、有色等行业表现偏弱，房地产、建筑业也受到一定影响，并间接拖累 IF、IH 指数表现。我们预计 2023 年基建投资将从加速增长转为平稳，一是经济弱复苏之下进一步大规模刺激基建发力的必要性下降，二是 2023 年财政预计以平滑为主，不会再出现明确的财政前置或后置。此外，制造业投资在海外需求持续回落，并且已经影响到产出端的情况下进一步增长的东西或将削弱。而房地产投资在完成筑底后修复的可能性上升。因此我们认为中上游原材料行业中与房地产相关的行业仍有政策落地，形成实际利好后的改善空间。对 IF 和 IH 存在更明显的利多影响。

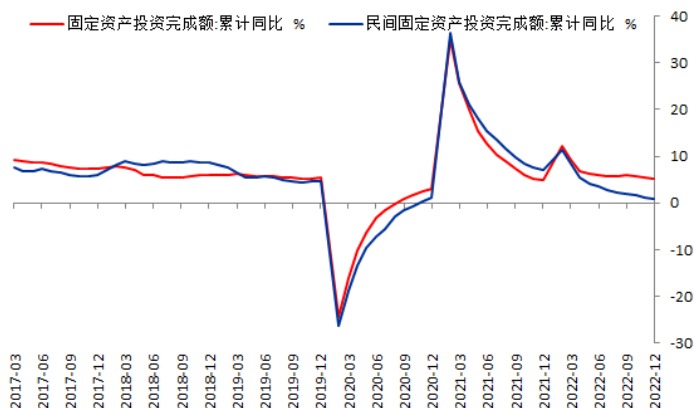


图 35 投资增速持续回落
数据来源：Wind、方正中期研究院

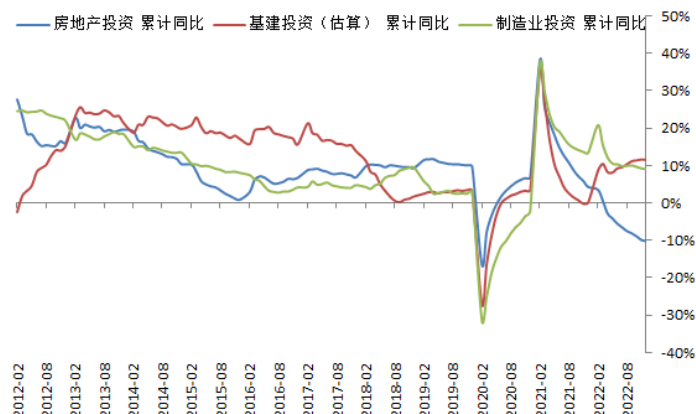


图 36 房地产投资是主要拖累
数据来源：Wind、方正中期研究院

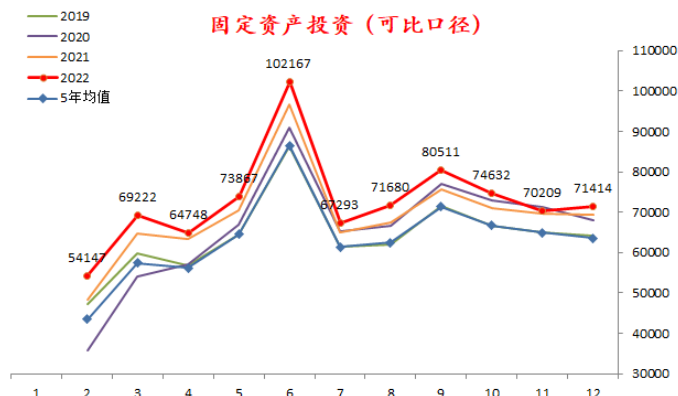


图 37 固定资产投资增量稳定
数据来源：Wind、方正中期研究院

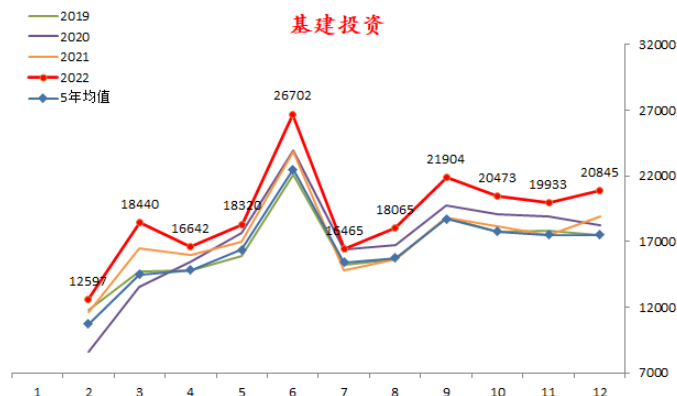


图 38 基建投资有一定拉动力
数据来源：Wind、方正中期研究院

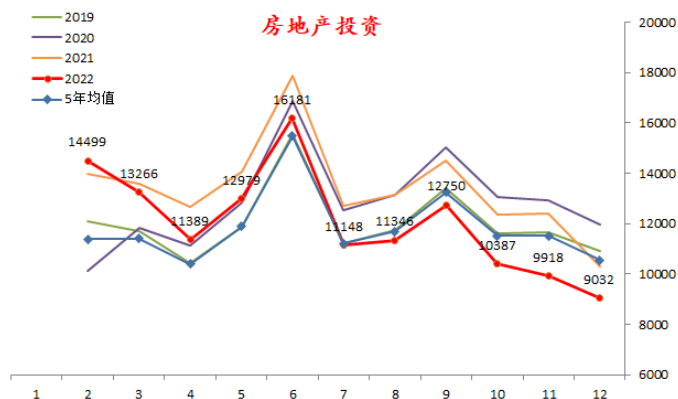


图 39 房地产投资持续走弱
数据来源：Wind、方正中期研究院

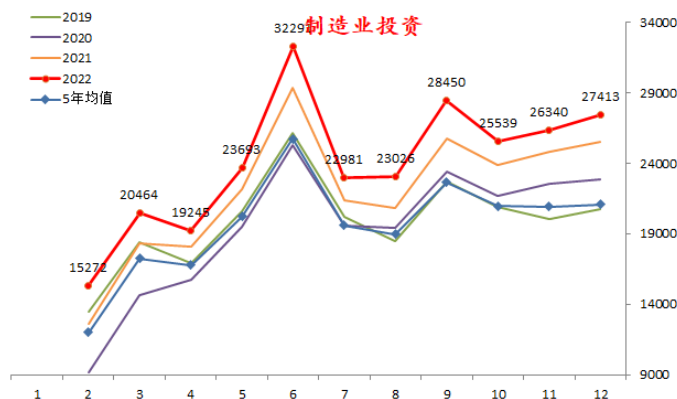
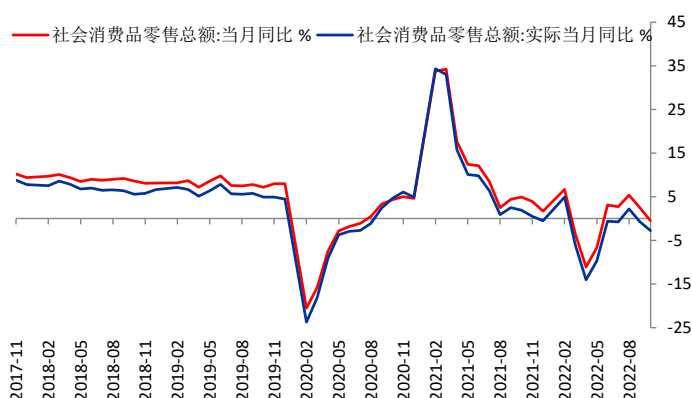


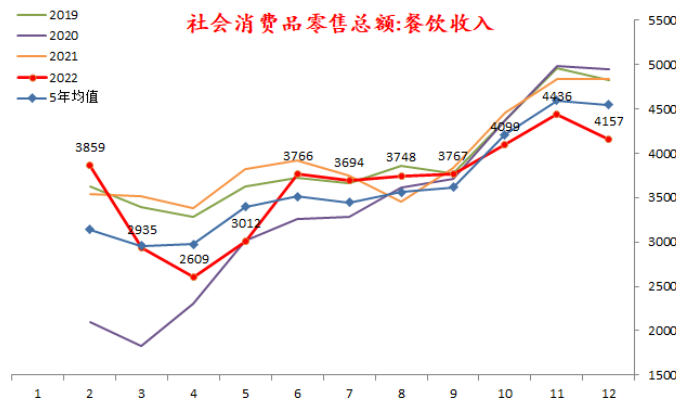
图 40 制造业投资暂时稳定
数据来源：Wind、方正中期研究院

年内消费出现一定波动，主要受到多次阶段性疫情影响。年初消费基本稳定，仅在春节前后出现季节性波动。疫情对消费的冲击主要在服务业、耐用品消费、房地产相关消费等方面，并提振线上商品消费。而阶段疫情缓和后推出的多项消费刺激政

策，尤其是对汽车购置税的减免，对汽车消费有显著支持。此外，随着 11 月决策层调整疫情防控措施，提出 20 条新政策，消费端尤其是服务消费受到的影响预计将明显低于前期。我们预计在四季度消费短暂回落后，能够重新恢复至平稳增长。尤其是服务消费在政策不断调整的背景下，受到总体影响和阶段影响程度都将少于 2022 年。而伴随经济弱修复、失业和居民收入改善，2023 年全年消费表现或强于 2022 年，年内趋势则是平稳增长。疫情对消费的冲击也间接导致消费行业股票的走弱，但基于 2023 年疫情对经济 and 消费的影响将会下降的判断，预计 IF、IH 中的大型消费蓝筹以及 IC、IM 中的服务业均将受到一定支持。



数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源：Wind、方正中期研究院

2022 年外贸整体出现较大波动，尤其是出口在上半明显走升，但在年中出口金额刷新历史高位后，下半年开始逐步走弱。进口金额表现相对稳定，多数时间为季节性波动。贸易差额先升后降，显示外需对经济的拉动在年中也达到高点。展望 2023 年，我们预计出口增速继续回落、月度出口金额偏弱风险仍较大，不排除同比负增长持续扩大可能。全球经济走向衰退的迹象显著，海外总体需求走弱仍是出口面临的主要风险。而全球总需求疲弱之下单看出口份额意义不大，何况人民币汇率可能将会企稳反弹，不利于中国出口份额增长。产业角度看，中国对欧洲产出替代的同时，也应

注意对欧出口同样受拖累。此外，长期存在的贸易冲突和产业转移，对出口的负面影响不减。出口总量攀升受阻情况下，更需要关注汽车、装备制造、半导体等高端制造业对海外市场份额的替代。出口弱于进口意味着贸易顺差也将回落，净出口对经济影响转向中性乃至负面，也意味着保内需的压力增大，或倒逼决策层采取更多对内宽松的稳经济举措。因此可贸易商品生产部门和相关行业可能面临更大风险，一定程度上对 IC 和 IM 有更强的潜在利空影响。

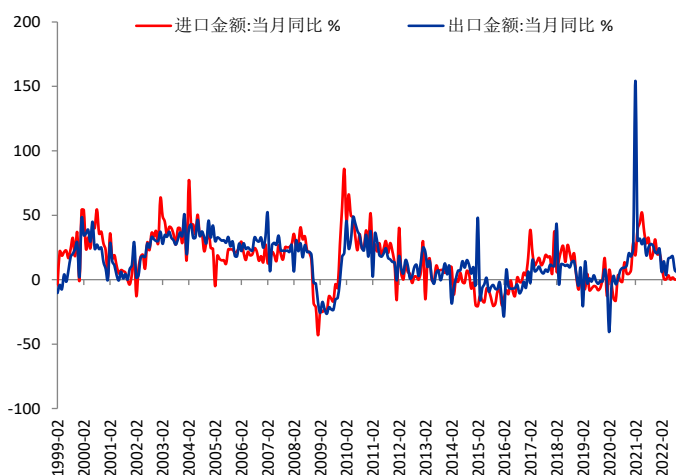


图 43 进出口增速持续下降
数据来源：Wind、方正中期研究院

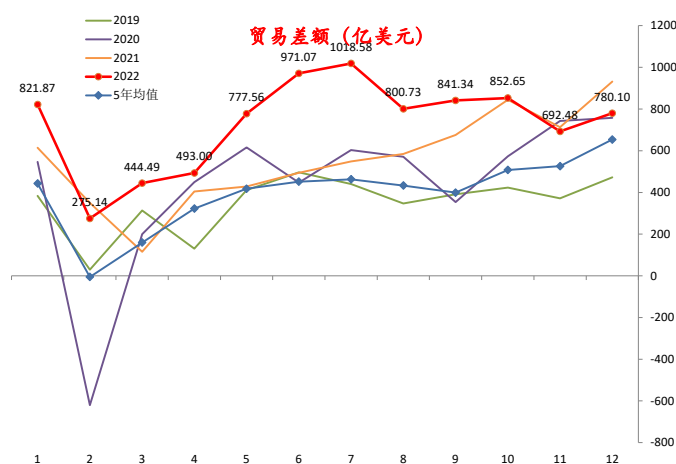
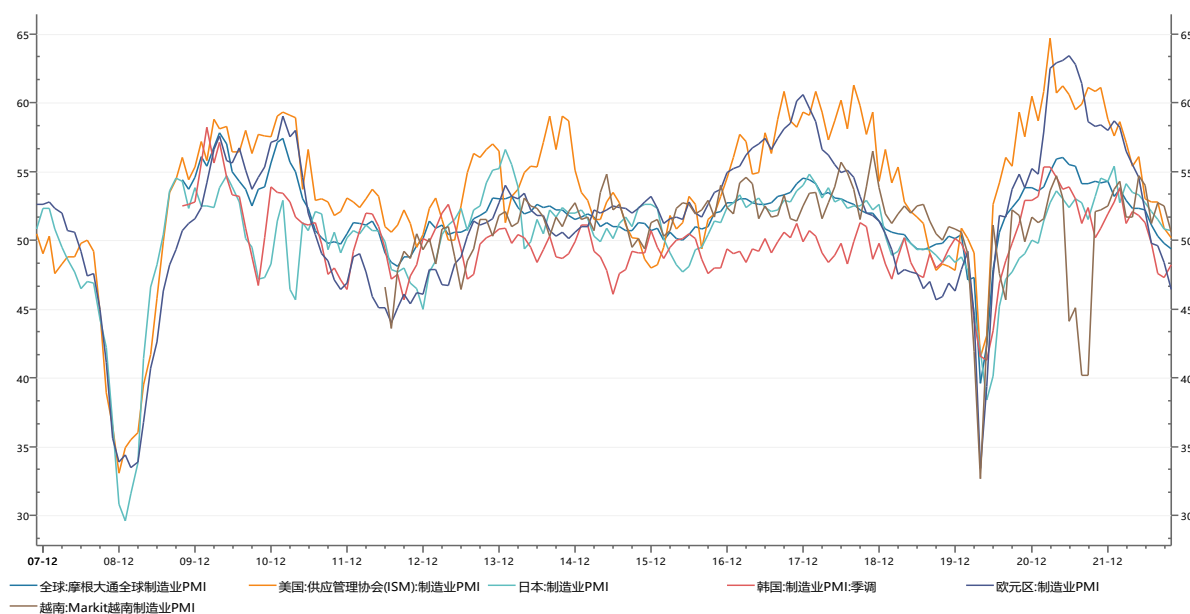


图 44 贸易顺差冲高回落
数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源：Wind

图 45 主要经济体经济全面走弱暗示出口面临压力
数据来源：Wind、方正中期研究院

（三）温和的通胀环境有利于市场稳定

2022 年初以来，国内总体通胀呈现明显的回落趋势，GDP 平减指数从一季度的 4.15% 持续下降，至三季度降至 2.21%。同时 CPI 和 PPI 剪刀差继续收窄，至 8 月已经转正，表明价格波动持续从上游向下游传导。上述通胀表现主要受到 PPI 大幅下行影响，CPI 中枢虽不断提升但表现温和，对总体通胀影响有限。CPI 背后主要是猪周期叠加天气、疫情等外生因素扰动。PPI 逻辑有所不同，主要是高基数叠加国际大宗商品价格大幅回落导致的新跌价因素，尤其是二季度开始。背后是美联储加息和全球经济衰退风险增强的问题。结合猪周期、疫情、美联储货币政策、全球经济等因素看，2023 年 CPI 和 PPI 或均呈现两边高、中间低的特点。其中 CPI 受到“猪油共振”影响有限，PPI 则可能持续在“通缩”边缘徘徊。主要不确定性在海外经济风险，以及国内疫情管控方面。此外，前期宽松政策对通胀带动将有所增强，但通胀绝对压力有限。预计 2023 年价格水平上行，对企业利润从拖累转向支持，并且 CPI 和 PPI 变动趋势也有利于下游消费行业表现。温和的通胀环境有利于市场保持稳定，并且对货币政策约束不强，利好金融、消费等，因此短期 IC 和 IM 强势之后，IF 和 IH 的相对表现可能更好。

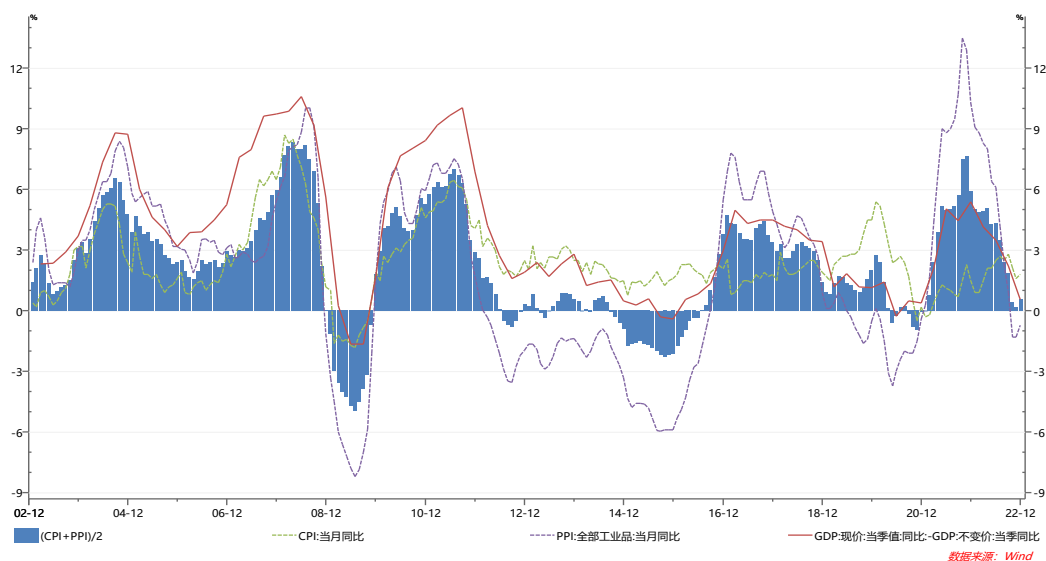


图 46 GDP 平减指数等总体通胀指标回落

数据来源：Wind、方正中期研究院

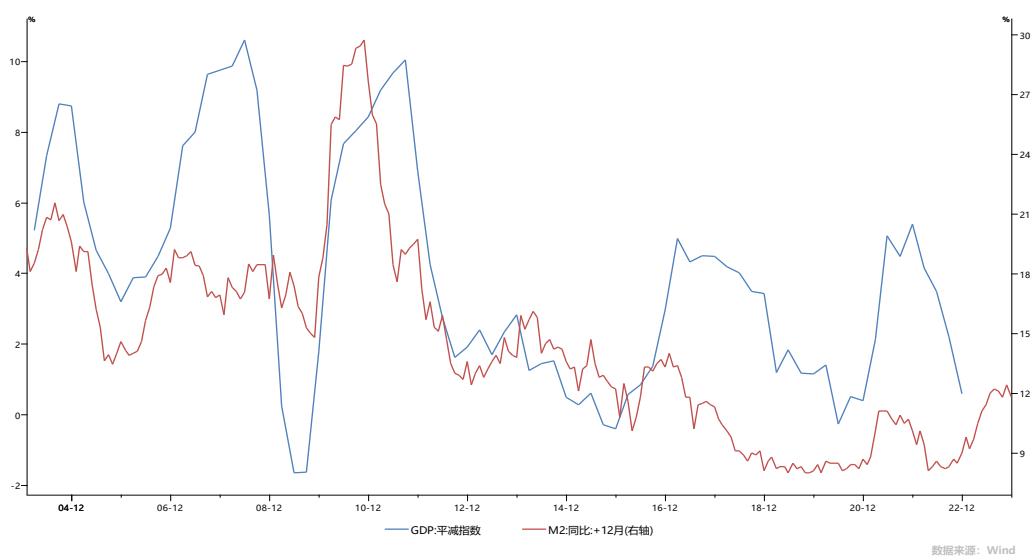


图 47 货币政策对通胀影响有待显现

数据来源：Wind、方正中期研究院

（四）企业利润或将温和回升

年初以来企业利润增速呈现持续下行趋势，7 月出现累计同比负增长之后，程度持续扩大。边际上看，年内企业利润两个低点分别位于二季度疫情期间尤其是 4 月，以及 7 月和 8 月产出受到天气导致的限电以及大宗商品价格因素影响较大的时间段。

直接影响因素方面，名义产出的回落是导致企业营收和利润水平下降的主要原因。其中产出端增量持续保持稳定并小幅加速的趋势，带来影响不大。更多影响来自于产出价格年内冲高回落，尤其二季度环比下行趋势加速。PPI 至 10 月甚至已出现同比负增长，给工业企业利润名义值带来压力，特别对上游原材料类行业产生更多影响，但上游行业绝对利润水平仍较高。此外，利润率低位出现三季度，对企业利润也带来阶段性的负面冲击。利润的绝对水平偏低，以及增速持续下降，对市场造成明显利空影响，尤其是 IC、IM 受到更多负面扰动。我们认为，大宗商品价格持稳之下，价格对收入和利润水平的影响正在持续减弱，利润主导因素正从价格转向产量，中游行业利润将成为焦点。国内经济弱复苏之下，产出端仍能维持增长，对企业利润是潜在支持。预计工业企业利润总额正在接近底部，未来存在改善空间，但从目前情况看改善步伐不会太快。利润的温和改善，对 2023 年期指市场有利好影响，但是这一利好程度有限。而对中上游行业而言，利润走弱仍是潜在利空风险。

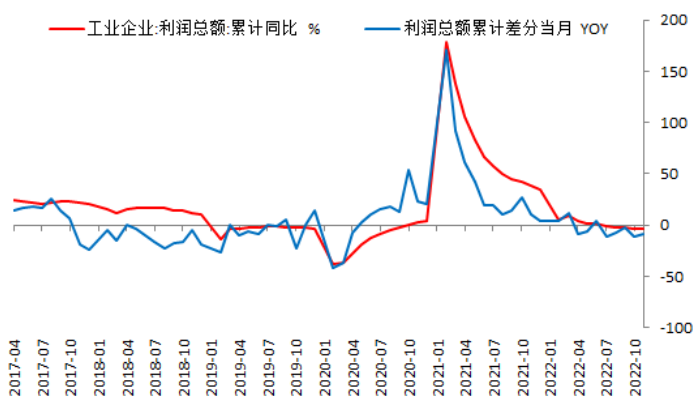


图 48 利润增速持续走低
数据来源：Wind、方正中期研究院

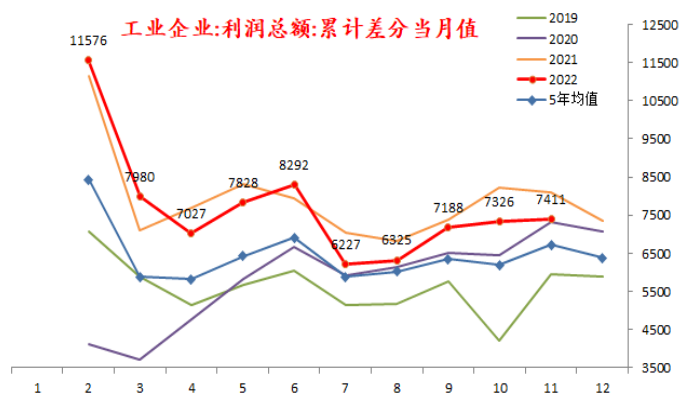


图 49 利润增量下半年回落
数据来源：Wind、方正中期研究院

二、 宽松政策对市场仍偏利多

政策端来看，年内呈现财政、货币政策双宽松环境。货币政策以我为主逻辑不变，未受海外货币紧缩影响。国内通胀稳中回落、疫情下经济走弱下，通过调降基准利率、存款准备金率、LPR 等释放明确稳经济信号，刺激金融向实体让利，引导实体经济融资成本下降，帮助实体经济修复资产负债表，尤其是房地产方面操作力度近年少有。广义社融下半年步伐放慢，除政府融资回落外仍受居民部门拖累。财政宽松包括增值税留抵退税、减免车辆购置税等减税措施，以及财政前置、追加专项债、增加向基建倾斜等增支措施。国有资本运营利润上缴力度增加无法完全对冲广义财政压力。期指市场对政策宽松的反应更多是短期上涨，中长期仍取决于政策落地和实际效果。我们预计，经济弱复苏、通胀无失控风险下，2023 年货币政策则仍将偏宽松，尤其上半年降息、降准等全面宽松政策依然可期。下半年宽松程度是否进一步扩大，需关注政策约束条件变动，包括经济边际修复和通胀表现。在疫情影响减弱、房地产阶段性触底、国内经济弱复苏之下广义财政压力将减小，增加融资必要性主要在于结转资金增量，但总体支出以及对基建的支持能够保证，财政节奏也更加平稳。资产负债表修复的焦点在居民部门，增量杠杆或部分从政府转移至居民，购房信心改善将是主要影响。总体上看，货币和财政政策宽松对市场仍有潜在利多影响，尤其是上半年。此外广义社融增速回升反应宏观流动性总体宽松，有助于全市场资金面的改善。

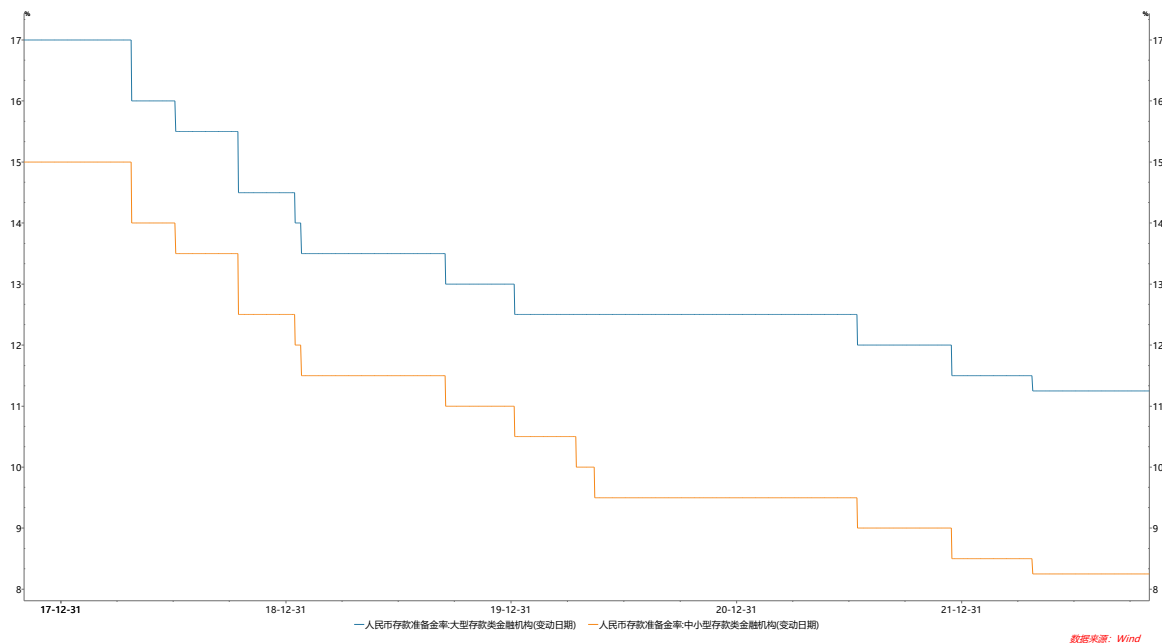


图 50 年内存款准备金率调降
数据来源: Wind、方正中期研究院

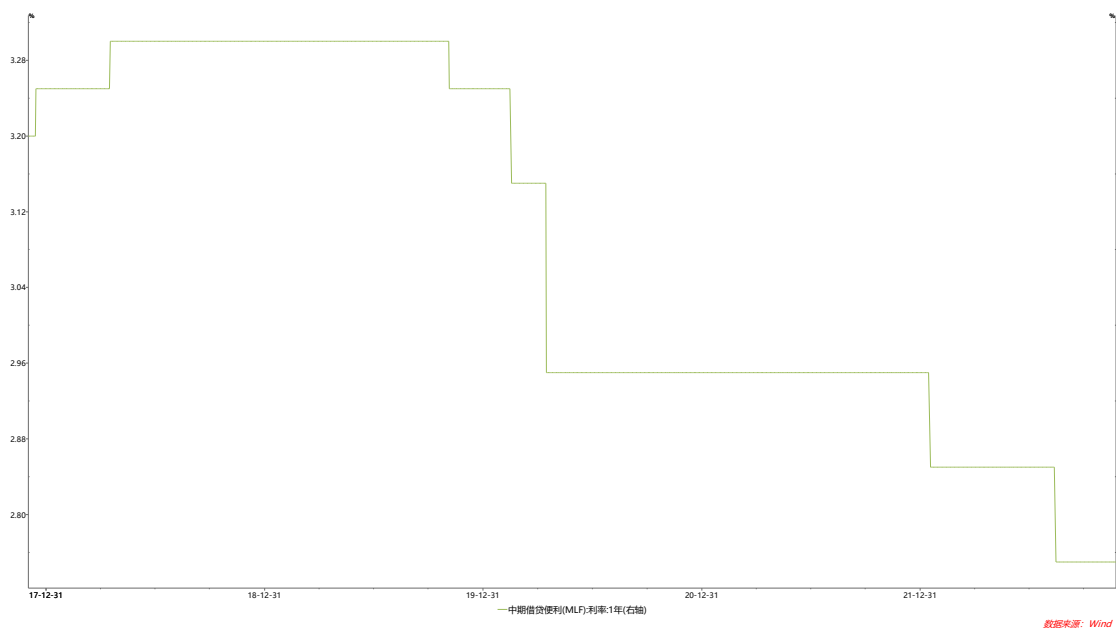


图 51 年内两次调降 MLF 利率
数据来源: Wind、方正中期研究院

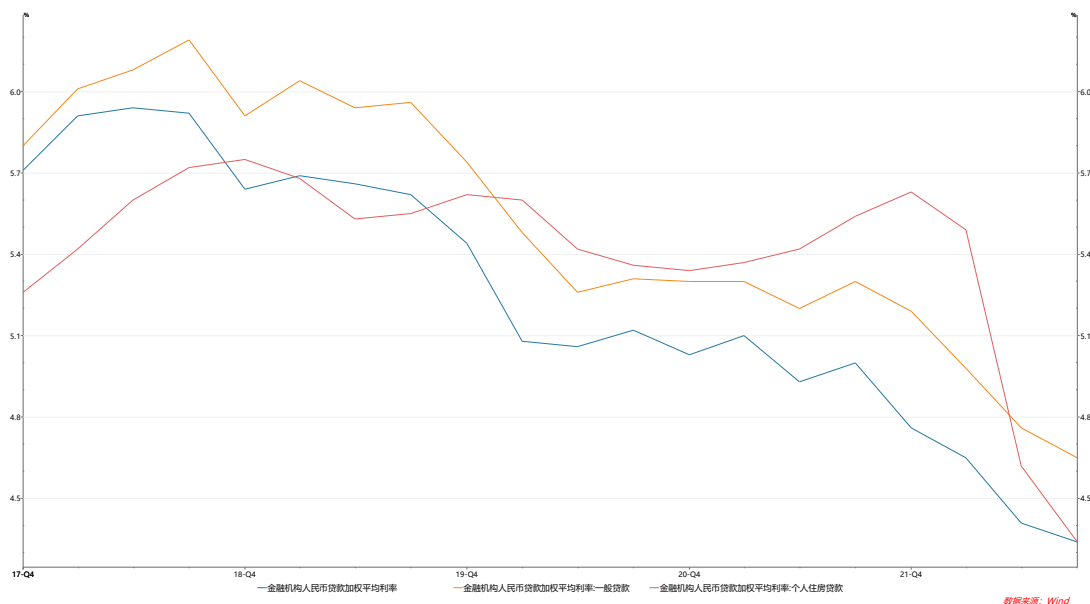


图 52 社会融资成本持续回落，尤其是住房贷款
数据来源：Wind、方正中期研究院

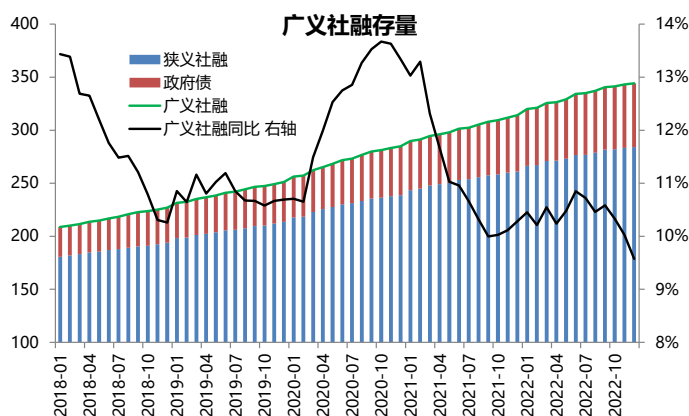


图 53 广义社融增速先升后降
数据来源：Wind、方正中期研究院

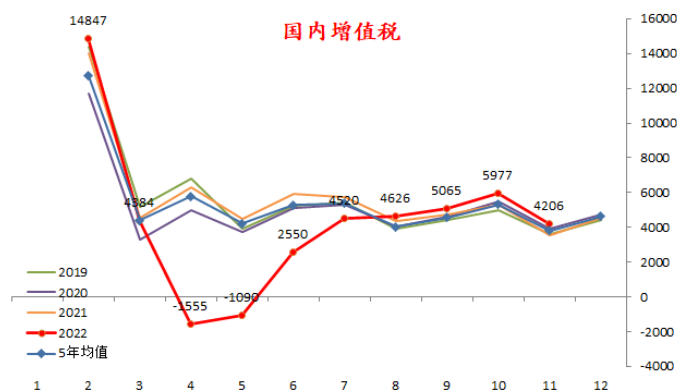
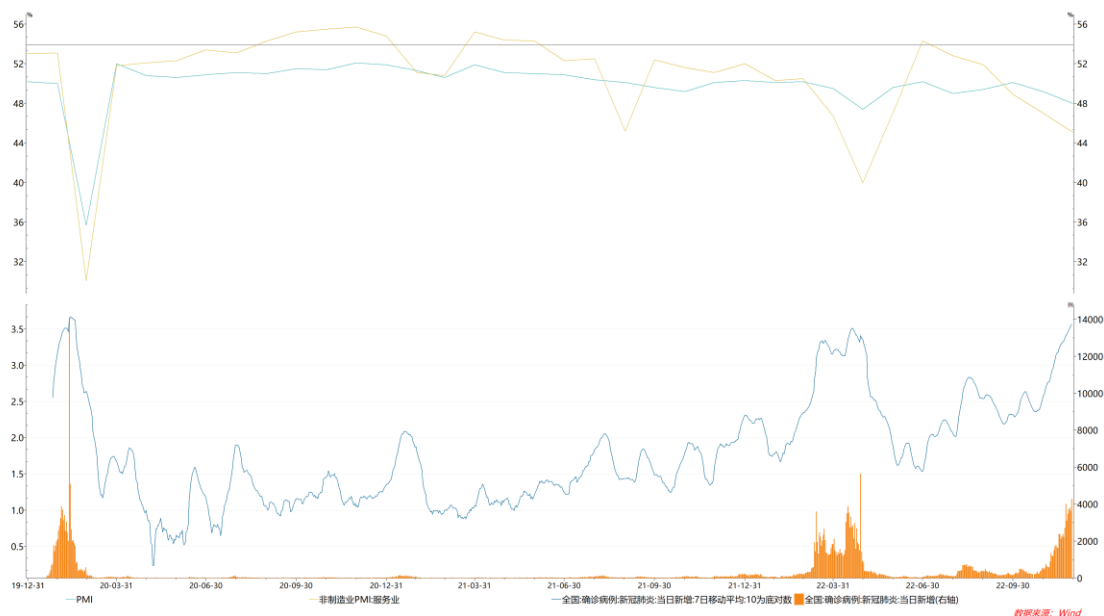


图 54 退税规模二季度明显增加
数据来源：Wind、方正中期研究院

三、 疫情对市场情绪影响将持续下降

2022 年国内面临的外生风险主要在疫情和天气两方面。年内天气异常的影响主要是在三季度，通过降水减少、电力短缺的逻辑链条，对长江流域中上游高耗能产业供给端产生负面作用，但通过加强北煤南运、全国电力调配等措施减除部分损害后，经济因此面临的系统性问题相对有限。而疫情仍是给经济带来更大击的原因，影响时间

主要在二季度和四季度，尤其二季度对全国经济造成系统性冲击。而四季度全国各地病例全面上升同时，受影响程度不及此前。并且防疫措施大幅调整，11 月出台防疫政策“20 条”减少对确诊人员隔离时间以及其他管控措施。之后开始增加对老年、儿童等重点人群疫苗注射保护。虽然全国层面看四季度疫情严重程度超过二季度，但在防疫政策调整、稳定供应链等举措继续发挥作用之下，经济受到影响程度小于二季度。我们预计，四季度疫情将在 2023 年初结束，但在防疫政策调整后完全清零可能性较小，国内将逐步进入与病毒共存的阶段，经济受到影响也将持续减小。一季度后期、两会前后是下一个政策调整的窗口时期，可关注防疫政策是否进一步放宽，并为经济注入新的活力。疫情对市场尤其是情绪面的影响将会进一步下降，利空效果明显减弱。



四、2022 年市场走弱强化资金观望情绪

宏观资金面上看，年内总体较 2021 年更加宽松，但节奏上呈现先宽松后转紧的态势。上半年从二季度开始，在疫情影响下的财政、货币均采取宽松政策，短端资金利率不断下降，该趋势持续到 8 月利率降至年内最低位，银行间 7 天质押式回购加权平均利率月均值仅为 1.5562%，交易所 7 天质押式回购加权平均利率也降至 1.6121%，前者甚至低于 2020 年初疫情期间的低位。随后在三季度短端利率逐步回升，11 月曾有阶段性资金偏紧的情况出现，但对股票市场影响有限。截至 12 月初，银行间和交易所 7 天质押式回购加权平均利率月均值分别上升至 1.8296%、1.8785%。场外新入市资金方面，截至 12 月 2 日，年内累计新成立偏股型基金 4397.29 亿份，仅为 2021 年同期的五分之一左右。其中年初以及三季度场外资金流入规模较大，二四季度市场总体调整则限制了资金流入规模，尤其是二季度资金观望态度明显。场内资金流动性来看，Wind 数据显示沪深 300 指数、上证 50 指数和中证 500 指数主要是在 3 月和 7 月流出幅度较大，11 月则出现一定幅度流入。外资流动方面，年内截至 12 月初陆股通北上资金合计净买入 705.5 亿元，明显低于 2021 年同期的 4321.69 亿元，9 月和 10 月曾出现集中流出。场内杠杆方面看，融资融券余额年初均跟随 2021 年末回落趋势大幅下降，二季度中后期进入底部后开始回升，但两融交易活跃度明显低于 2021 年水平，至 12 月初已经下降至不足 4%。11 月开始降幅明显，或更多受到资金利率攀升的限制。另外从投资者角度看，截至 10 月底新增投资者增量有所回落。资金流出方面看，前 10 个月证券交易印花税略低于 2021 年同期，股票融资金额则超过 2021 年同期。总体上看，宏观利率下行有助于提振市场估值和降低杠杆交易成本，这一支持下半年明显减小并转为压力因素，2023 年该因素仍有有限压力需要注意。资金面主要跟随市场走势变动，预计 2023 年将成为支持市场走势的重要因素。

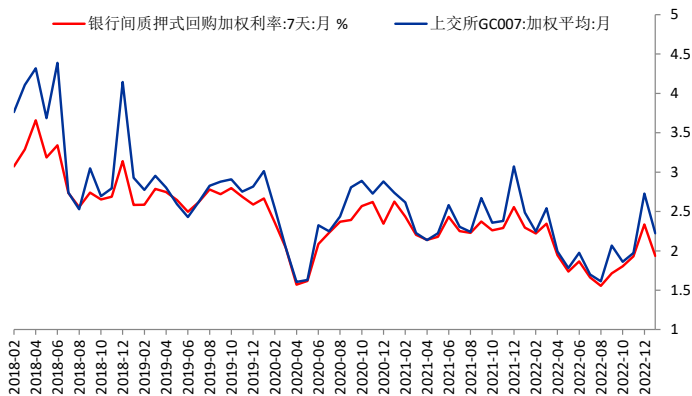


图 56 银行间和交易所资金利率情况

数据来源：Wind、方正中期研究院

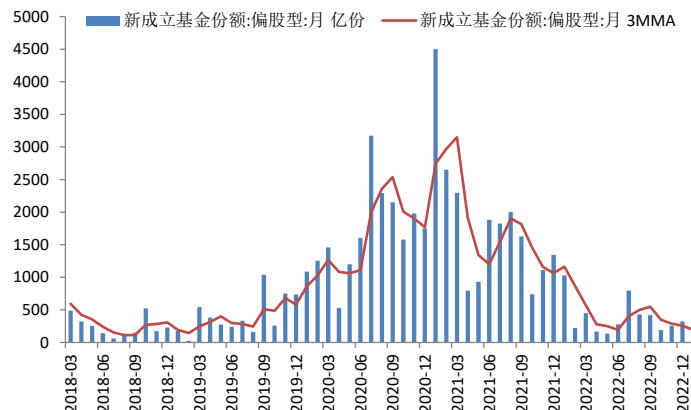


图 57 股票基金增量明显减少

数据来源：Wind、方正中期研究院

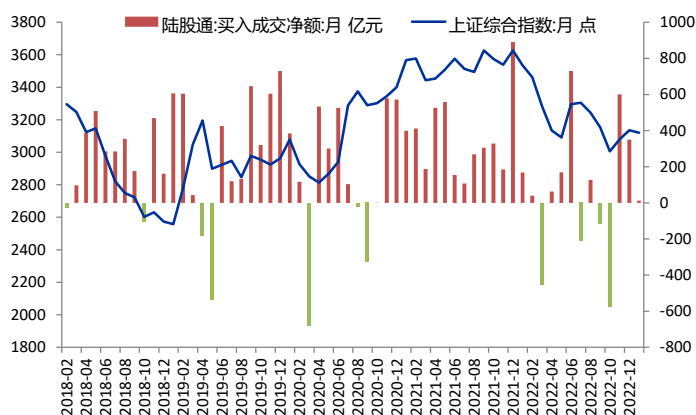


图 58 陆股通资金流入

数据来源：Wind、方正中期研究院

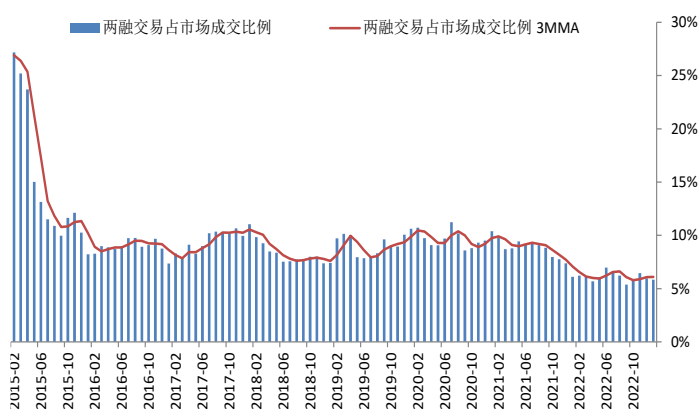


图 59 两融与市场成交之比

数据来源：Wind、方正中期研究院

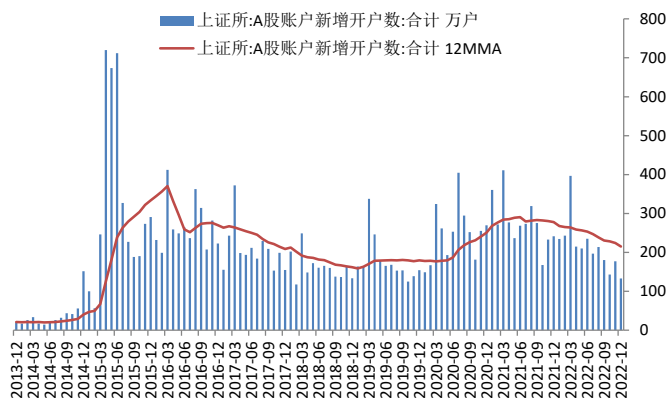


图 60 新增投资者数量继续下降

数据来源：Wind、方正中期研究院

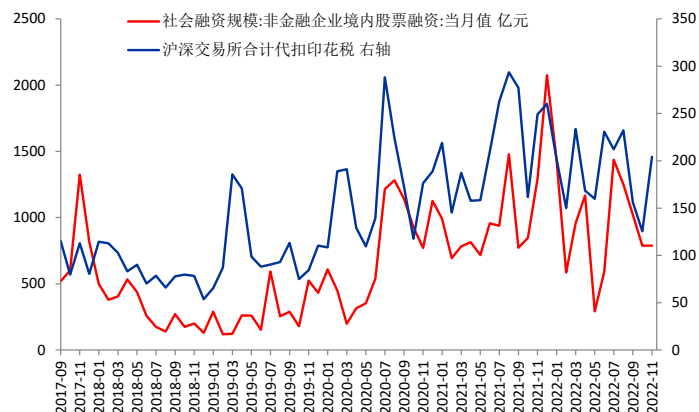
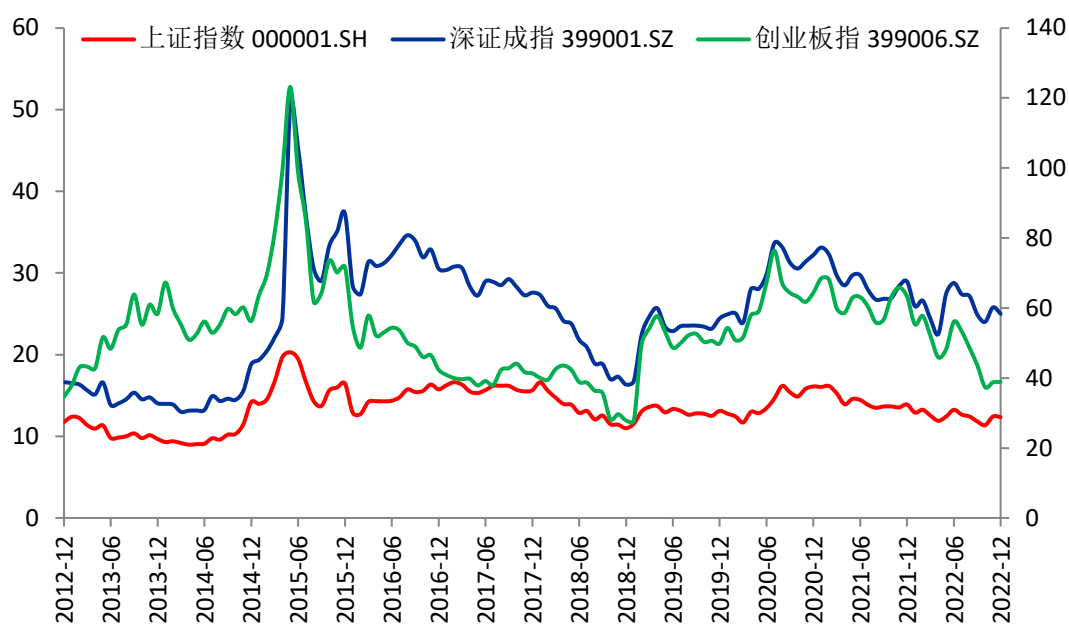


图 61 股票融资和印花税分别高于和低于去年同期

数据来源：Wind、方正中期研究院

五、 2023 年行业估值水平存在修复空间

从估值水平看，年初以来主要指数均继续回落。截至 12 月 2 日，上证 50 指数、沪深 300 指数、中证 500 指数、中证 1000 指数市盈率分别下降至 9.3804 倍、11.2986 倍、3.5593 倍、30.5735 倍，其中中证 500 和中证 1000 指数市盈率低位分别在 4 月和 9 月，上证 50 指数和沪深 300 指数市盈率低位则在 10 月。纵向角度看，上证 50 指数、沪深 300 指数、中证 500、中证 1000 指数 20 年估值分位数水平分别下降至 19%、22%、18%、17%，均位于偏低位置。横向来看，社会服务、农林牧渔、商业零售、房地产、钢铁等行业估值上升程度较大，食品饮料、国防军工、电力设备、有色金属、美容护理等行业估值明显回落。总体上看，行业估值变动与价格波动基本一致。疫情影响下主要服务业差异较大，需求刚性更强的行业强于改善型服务业，地产周期的触底反弹则给相关行业带来想象空间，而外需影响下的部分制造业开始呈现出压力。我们认为，随着经济周期波动，2023 年市场盈利提振能够抵消利率回升的风险，市场整体估值将有所上升。其中压力更集中在出口风险较高行业和个股，内需为主行业包括消费、地产等机会上升。相对更加利好沪深 30 和上证 50 指数。



数据来源: Wind、方正中期研究院

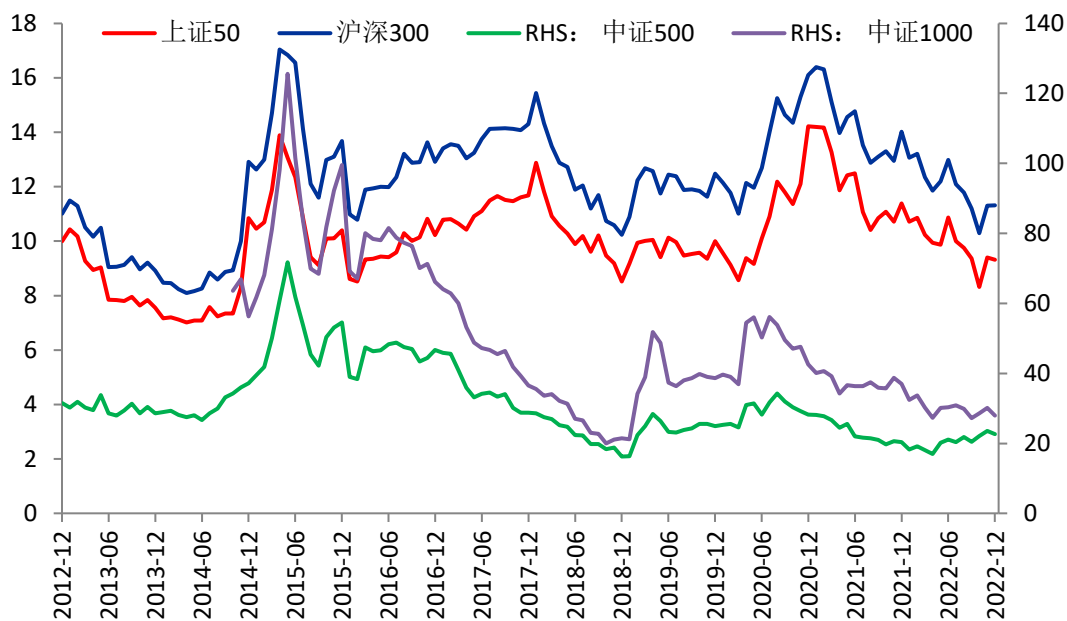


图 63 三大股指期货合约标的的现货指数滚动市盈率

数据来源: Wind、方正中期研究院

第三部分 技术分析和未来展望

技术面上看，股指年内呈现两次探底走势。沪指月 K 线 4 月和 10 月两次下探大三角形的关键技术支撑后反弹，尤其 10 月探明阶段性底部后的大阳线表明 2850 点附近中长期支撑非常强劲。截至 12 月主要技术指标开始修复，从偏空转为震荡。中期来看，指数横向震荡走势和 2863 点附近底部不变，中期压力位或下移至 3400 点附近。长线来看，暂认为仍是大三角型下的上行趋势，2850 点和 4300 点附近分别是长线支撑和压力。交易策略方面，市场中长线的震旦走势中，仍可以逢低做多期指的策略为主。单边操作中更多应关注 IC 和 IM 远端远端合约，尤其是年中前后其贴水带来的安全垫较高。单纯博取市场反弹收益可将多头部位集中在 IF、IH 合约上。套利交易中，IC、IM 远端反套空间年终前后可能降至 10% 以上，届时可以抓住反套机会。跨期套

利以上半年整套、下半年反套为主。跨品种方面，预计 IH、IF 和 IC、IM 比价年内以上行为主，可继续寻找机会做多比价。

一、 沪指长期大三角整理不变 中期底部基本明确

我们以上证综指来代表市场总体涨跌的水平。目前该指数位于 2008 年之后开始出现的大三角形整理之中。压力线由 2007 年 10 月的 6124 点和 2015 年 6 月的 5178.19 点连成；支撑线由 2015 年 6 月的 998 点和 2013 年 6 月的 1849 点连成。在 2019 年初前后，沪指触及该支撑线的 2440 点位置附近之后即出现明显反弹，2020 年 3 月指数接近该位置也则再度确认支撑，符合技术分析的逻辑。目前大三角形整理所指示的长线压力下降至 4300 点附近，但指数迅速上行至该位置的可能性极低，震荡上行的走势更符合逻辑。同样逻辑下，极端情况指数回踩的支撑线上移 2850 点附近。因此长线来看，暂认为仍是大三角型下的上行趋势，2850 点和 4300 点附近分别是长线支撑和压力。

以月线级别的技术图形来观察中长期形态可以看到，上证指数月 K 线年内 4 月和 10 月两次下探大三角形的关键技术支撑后反弹，尤其是 10 月探明阶段性底部后出现大阳线，表明 2850 点附近中长期支撑非常强劲。从技术指标来看，四季度市场调整之后，MACD 指标中 DEA 继续下降但 DIF 开始回升，MACD 绿柱相应缩短，表明中长期震荡下行趋势减弱；KDJ 指标三季度向下发散并在 10 月超卖后回升，12 月形成低位金叉；BOLL 线开口基本不变，10 月阶段性底部同样位于下轨支撑附近，K 线反弹后开始向中轨回稳；DMI 指标中，PDI 线 11 月明确底部随后开始回升，MDI 略有下降，但 ADX 年中上穿 ADXR 后继续走升，表明多空趋势没有发生根本转向。综合

K 线形态和技术指标来看，我们认为市场整体中长期趋势仍处于震荡中，沪指下方

2850 点附近极强，技术面有效跌穿该位置可能性不大。中期底部也位于该位置上方的

2863 点附近，指数横向震荡走势不变，中期压力位则下移至 3400 点附近。



图 64 上证指数位于 2008 年之后的大三角形整理中

数据来源：Wind、方正中期研究院



图 65 沪指 2022 年呈现明显的 W 双重底形态

数据来源：Wind、方正中期研究院

二、四个主要期货标的指数分析与未来展望

股指期货作为现货市场的映射，其主要指数的长期趋势可以参考现货指数，如上证综指的长期走势。中期来看，主要指数表现与市场总体表现差异不大，四大指数年内均呈现两次回落之后出现反弹的走势。但年内沪深 300 和上证 50 指数中期表现相对更弱，其底部主要是在 10 月的技术调整中刷新年内低位形成。中证 500 和中证 1000 指数则在二季度探明底部。结合全年情况看，沪深 300、上证 50、中证 500、中证 1000 指数中期底部分别在 3496 点、2288 点、5158 点、5165 点。我们预计上述位置将是 2023 年四大指数震荡走势的下沿。压力位来看，沪深 300 指数位于 4530 点和 5140 点，其中 4800 点至 5000 点为密集压力区间。上证 50 指数压力位于 3085 点和 3251 点，密集压力区间在 3100 点至 3300 点区间。中证 500 和中证 1000 指数主要压力位于 7203 点和 8083 点，二者宽幅震荡的特性决定其密集压力区间并不明显。预计 2023 年四大指数将在上述压力和支撑区间内宽幅震荡。



图 66 沪深 300 指数走势
数据来源：Wind、方正中期研究院



图 67 上证 50 指数走势
数据来源: Wind、方正中期研究院

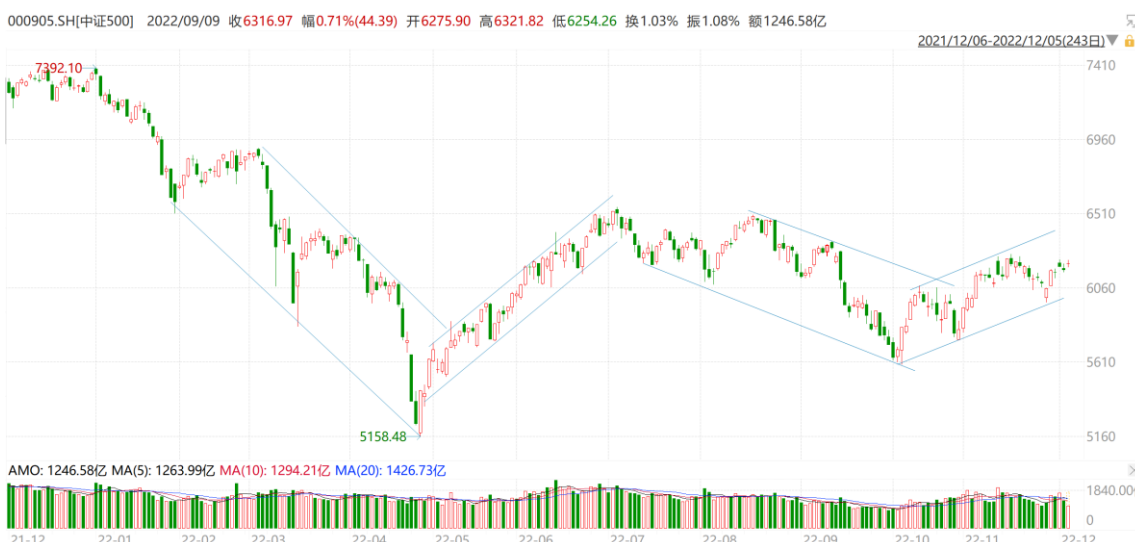


图 68 中证 500 指数走势
数据来源: Wind、方正中期研究院



图 69 中证 1000 指数走势
数据来源：Wind、方正中期研究院

第四部分 全文总结和股指期货操作建议

年初以来股指期货和现货市场总体呈现震荡走弱趋势。国内经济先下行后进入弱修复期，美联储加速紧缩下全球风险资产下挫，分别是主要经济基本面背景和海外政策背景。疫情反复对情绪和经济基本面产生影响，是导致市场大幅波动的主要线索。地缘政治风险等因素则带来阶段性影响。年内市场两次短期下挫已经完成探底，美联储紧缩政策拐点、地缘政治风险缓、国内防疫政策调整、经济持续复苏的基本面之下，2023 年指数将维持宽幅震荡、中枢提升的震荡上行走势，但需要持续警惕来自海外的风险。技术面上看，沪指大三角型下的上行趋势不变，2850 点和 4300 点附近分别是长线支撑和压力，4 月和 10 月两次下探大技术支撑后反弹，表明 2850 点附近中长期支撑非常强劲。中期来看，指数横向震荡走势和 2863 点附近底部不变，中期压力位或下移至 3400 点附近，主要技术指标四季度也开始全面修复。交易策略方面，市场中长线的震荡走势中，仍可以逢低做多期指的策略为主。单边操作中更多应关注 IC 和 IM 远端远端合约，尤其是年中前后其贴水带来的安全垫较高。单纯博取市场反弹收益可将多头部位集中在 IF、IH 合约上。套利交易中，IC、IM 远端反套空间年终前后可能降至 10%以上，届时可以抓住反套机会。跨期套利以上半年整套、下半年反套为主。跨品种方面，预计 IH、IF 和 IC、IM 比价年内以上行为主，可继续寻找机会做多比价。

一、全文总结与行情预期

年初以来股指期货和现货市场总体呈现震荡走弱趋势。国内经济先下行后进入弱修复期，美联储加速紧缩下全球风险资产下挫，分别是主要经济基本面背景和海外政策背景。疫情反复对情绪和经济基本面产生影响，是导致市场大幅波动的主要线索。地缘政治风险等因素则带来阶段性影响。年内市场两次短期下挫已经完成探底，美联储紧缩政策拐点、地缘政治风险缓、国内防疫政策调整、经济持续复苏的基本面之下，2023 年指数将维持宽幅震荡、中枢提升的震荡上行走势，但需要持续警惕来自海外的风险。技术面上看，沪指大三角型下的上行趋势不变，2850 点和 4300 点附近分别是长线支撑和压力，4 月和 10 月两次下探大技术支撑后反弹，表明 2850 点附近中长期支撑非常强劲。中期来看，指数横向震荡走势和 2863 点附近底部不变，中期压力位或下移至 3400 点附近，主要技术指标四季度也开始全面修复。

二、 股指期货交易策略与操作建议

2023 年交易策略方面，市场中长线的震荡走势中，仍可以逢低做多期指的策略为主。单边操作中更多应关注 IC 和 IM 远端合约，尤其是年中前后其贴水带来的安全垫较高。单纯博取市场反弹收益可将多头部位集中在 IF、IH 合约上。套利交易中，IC、IM 远端反套空间年终前后可能降至 10% 以上，届时可以抓住反套机会。跨期套利以上半年整套、下半年反套为主。跨品种方面，预计 IH、IF 和 IC、IM 比价年内以上行为主，可继续寻找机会做多比价。

保险公司、公募基金、券商资管等金融机构在实际操作中，均可以可参考上述 2023 年交易策略。特别的，对于保险公司和公募基金，在套期保值操作中，如果进行严格套保，考虑市场摩擦成本，可更多采用主力即近月合约操作；考虑持有成本，则

可适当增加远端合约。同时远端合约的安全垫效应下，多头套保中应更多采取远端合约。对于非严格套保，可在上文所述关键支撑、压力位处增加空头、多头合约。对于公募基金和券商资管，可以更多的采用多头替代策略，在期货端进行抄底操作，一方面能够获得等同于指数的收益率，另一方面还有更高的安全垫效应。特别是新上市的IM 合约，从自身性质以及市场运行角度看，都展示出远端合约更深的贴水，也拥有更多的超越指数的收益空间。

联系我们:

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦1606室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区长柳路58号证大立方大厦604室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花祥年喜年中心18层1807室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路二段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路53号楷林商务中心C座2304、2305、2306	0731-84118337
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号1703	021-58991278
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦B座12层8-9号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2908室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市崂山区香港东路195号上实中心T6号楼10层1002室	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市高新区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1105、1106室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦5幢1010室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路999号中央商业广场(王府井A座11楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦24楼	021-20778922

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，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，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有



限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。