

策略报告

估值修复或为2023年投资主线

2022年12月15日

股指期货2023年度投资策略

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

yuhus1@cmschina.com.cn

F0272480

Z0002746

展望 2023 年, A 股市场从中长期的时间周期看, 当下上证 50 指数与沪深 300 指数估值较低, 在探索建立具有中国特色的估值体系加持下, 有望在较长的时间内成为市场主线, 中证 500 指数与中证 1000 指数在相对估值方面则具备明显优势, 但需要业绩驱动配合才能达到较好效果。

□ 投资策略逻辑:

1、市场对于建立具有中国特色的估值体系的预期与估值修复程度, 若估值能够快速修复, 则市场逻辑将转为业绩预期的驱动。2、金融市场持续对外开, 人民币在今年经过两轮贬值后开始企稳走强, 兑美元重新回到 7 以下, 从中长期看, 随着中国国力的不断提升人民币走强是大概率事件, 外资持续净流入趋势保持完好, 对金融资产形成支撑; 3、国内房地产行业在受到政策三支箭的支持后, 将在信贷、债券、股权方面进行修复从而支撑国内经济企稳; 4、地缘冲突不确定性仍然存在, 事件性驱动机会与风险并存; 5、美联储紧缩的货币政策边际放缓, 随着 CPI 得到控制, 流动性机会或再度来临。因此我们认为 2023 年的机会更多的以估值修复为主。重点关注以 IH、IF 为代表的低估值指数的配置机会以及 IC 与 IM 的波段性机会。

□ 风险提示:

经济恢复不及预期, 导致投资者情绪谨慎从而抛售金融资产。

一、2022 年行情回顾

2022 年国内权益市场整体呈现系统性回落，同时亦是对 2019 年以来市场持续上涨的修正，回顾 2022 年全年市场走势，四阶段驱动因素较为明显。

第一阶段：年初至 4 月下旬下跌阶段。进入 2022 年，俄乌冲突、美联储加息以及上海疫情爆发对供应链的影响，令市场承受较大压力，在此过程中，中证 500 指数、中证 1000 指数为代表的中小盘风格指数跌幅较大，最大跌幅分别达到了 29.91% 与 35.52%，而上证 50 指数与沪深 300 指数在此期间相对抗跌，但最大跌幅仍然达到了 19.22% 与 23.95%。

第二阶段：4 月下旬至 7 月上旬的反弹阶段。该阶段各指数形成普涨格局，但内部出现分化，其中上证 50 指数因在第一阶段跌幅较小出现补跌行情，于 5 月 11 日见底，而沪深 300 指数、中证 500 指数与中证 1000 指数则在 4 月 27 日先见底，第二阶段期间国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议，为市场反弹奠定了信心。

第三阶段：7 月上旬至 10 月中下旬的再度下跌阶段。其中上证 50 指数、沪深 300 指数与中证 500 指数于 7 月 5 日出现高点，中证 1000 指数因 7 月 22 日股指期货、股期权上市以及期间发行多只中证 1000ETF 基金从而获得增量资金的被动配置与主动追捧，于 8 月 19 日见顶后开始下跌。市场对于经济快速修复预期未能兑现，使得弱现实成为重要的驱动因素。

第四阶段：10 月中下旬至今的上涨阶段。其中中证 500 指数与中证 1000 指数于 10 月 12 日止跌后反弹，而上证 50 指数与沪深 300 指数再创年内新低后企稳反弹。主要驱动因素为房地产三支箭政策的发布以及探索建立具有中国特色的估值体系的政策方向。我们认为低估值板块与相关指数在 2023 年有望成为市场运行的主线，同时也是投资者重点配置的标的品种。

表 1：2022 年重要指数表现情况

截至 20221209	(年) 涨跌幅	涨跌点数	年内最大跌幅	收盘价
上证综指	-11.89%	-432.83	-21.32%	3206.95
深证成指	-22.59%	-3355.77	-32.10%	11501.58
创业板指	-27.15%	-902.04	-36.13%	2420.63
科创 50	-28.36%	-396.50	-38.98%	1001.69
上证 50	-17.33%	-567.58	-30.12%	2706.74
沪深 300	-19.07%	-942.13	-29.24%	3998.24
中证 500	-15.86%	-1167.10	-29.91%	6192.30
中证 1000	-16.60%	-1329.94	-35.52%	6680.38

资料来源：WIND，招商期货

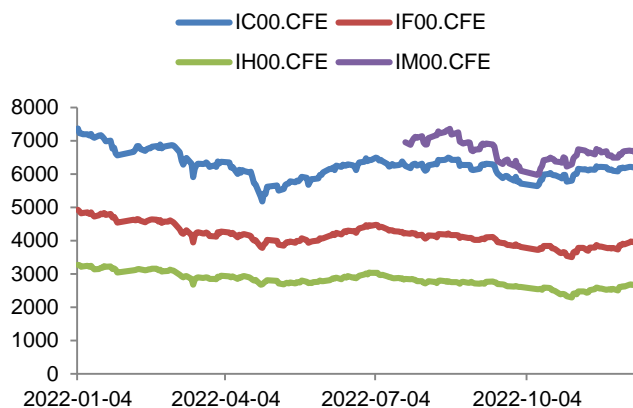
从各指数强弱关系看，上证指数>深证成指>创业板指>科创 50；中证 500 指数>中证 1000 指数>上证 50 指数>沪深 300 指数。2022 年尽管市场呈现普跌，但内部形成沪强深弱的格局，一方面在过去三年深圳市场涨幅较大，弹性较强，另一方面北向资金 2022 年重点配置沪股通品种，对沪市形成资金面的支撑。股指期货方面，IH、IF、IC 与 IM 年内涨跌幅差别较小，主要表现在节奏方面。在年初系统性下跌的过程中，IH 确实扮演了定海神针的角色，然而在系统性反弹中 IC 与 IM 更具有弹性。

图 1：股指期货对应标的指数走势



资料来源：通达信，招商期货

图 2：股指期货主力合约走势



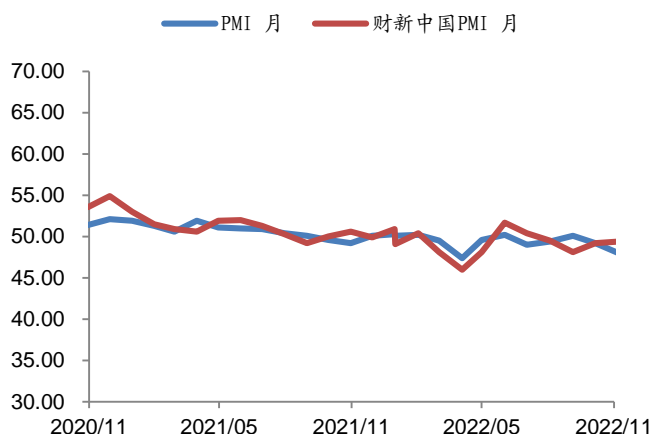
资料来源：WIND，招商期货

从整体上看，上证 50 指数与沪深 300 指数见底时间较晚，但估值方面亦进入了价值区间；中证 500 指数与中证 1000 指数在反弹节奏上处于领先，但无论在营收增速与净利润增速等基本面还是绝对估值水平均不如上证 50 指数与沪深 300 指数。因此在 2023 年配置方向上可优先选择上证 50 指数与沪深 300 指数。

二、 市场基本面

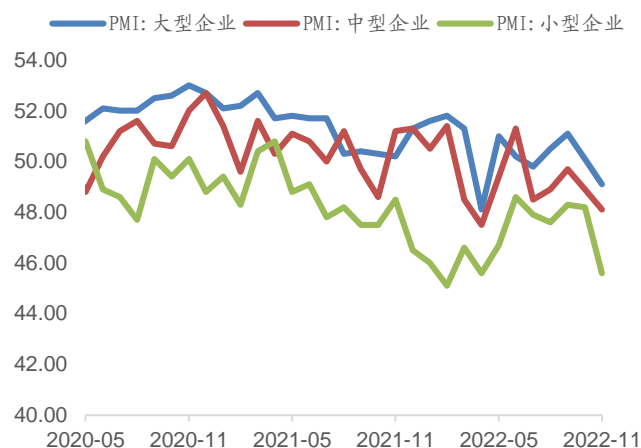
采购经理指数 PMI 反映了经济的变化趋势，中采 PMI 指数整个 2022 在荣枯线水平上下波动，一方面反映了国内经济具备一定韧性，政策的刺激对经济产生正面效果；另一方面亦反映了国内经济确实存在下行压力，持续增长动力不足。从 13 个分项上看，生产窄幅波动，并未形成趋势，但 11 月生产创自 5 月以来的新低；新订单自 7 月以来连续 5 个月处于荣枯线之下，且数值创年内新低，表明需求依然处于低迷；新出口订单则连续 19 个月处于荣枯线水平之下，表明海外需求依然不振；在手订单同样创年内新低；产成品库存与出厂价格自今年 5 月以来持续处于荣枯线水平之下，仍处于修复阶段；采购量表现稍好，基本与 PMI 同步；进口则连续 18 个月低于荣枯线水平，补库意愿不足；主要原材料购进价格较为强势，且连续 3 个月在荣枯线水平之上；原材料库存、从业人员以及供货商配送时间全年均在荣枯线之下，表明实体企业内部与外部仍然承受较大压力；而生产经营活动预期是为数不多的表现优秀的指标。整体上看，实体企业在采购、生产与流通等各个环节仍处于震荡筑底阶段。财新中国 PMI 指数主要代表的是中小型企业、轻资产、出口型企业，与中采 PMI 基本保持一致，目前处于拉锯状态。从大中小型企业的维度看，经验均面临较大的压力，然而大型企业更具韧性，具有较强的抗风险能力，中型企业居中，小型企业波动较大，大宗商品价格自 2021 年 10 月见顶之后，对小型下游企业利润挤压逐步降低，有利于小型企业在成本端的恢复，或更具备弹性。

图 3: 采购经理指数 PMI



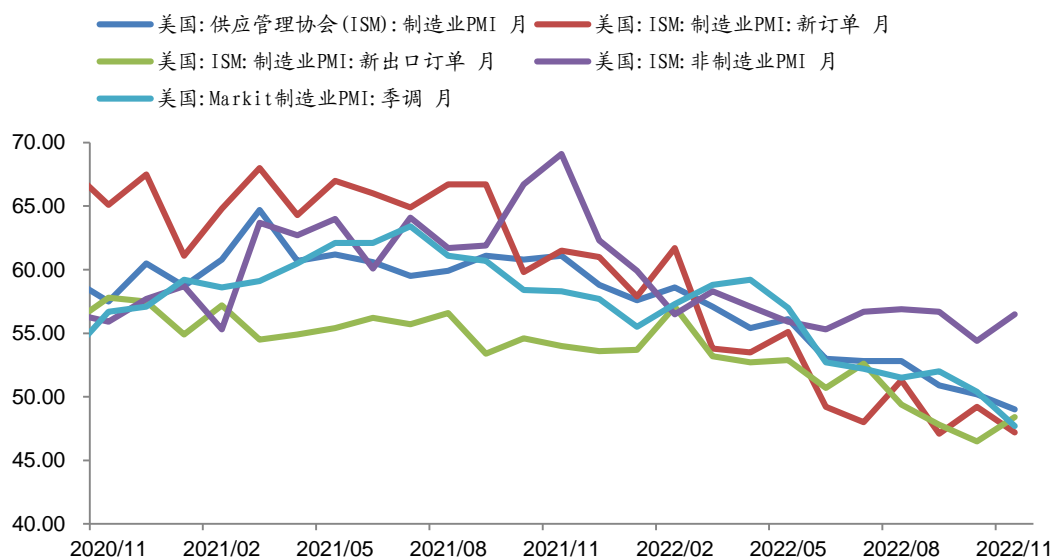
资料来源: WIND, 招商期货

图 4: 大中小型企业 PMI



资料来源: WIND, 招商期货

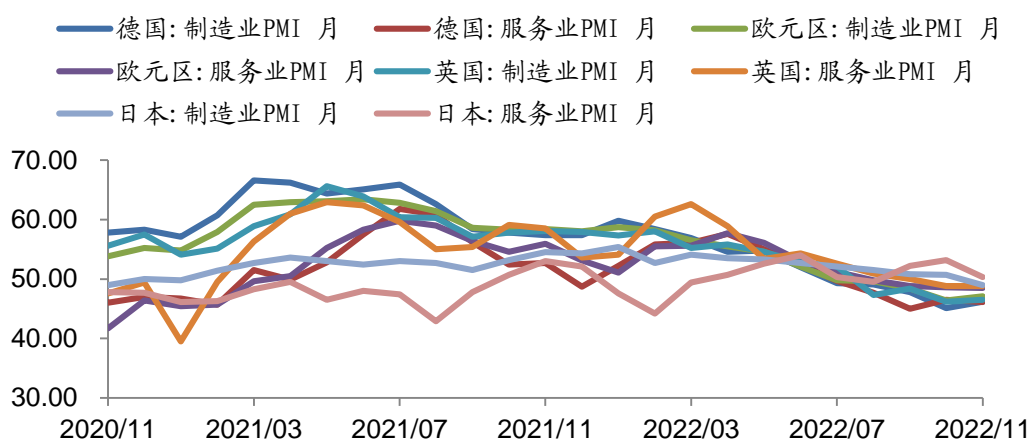
图 5: 美国采购经理人指数



资料来源: WIND, 招商期货

美国作为全球最大的经济体，随着其 2022 年合计 7 次加息共 425 个基点后，对经济的负面影响开始逐步体现，美国制造业 PMI 自 2020 年 6 月以来首次跌至 50 以下，Markit 制造业 PMI 同样逐月回落，并创年内新低。预计美联储将目标利率控制在 5% 附近后暂停加息。此外，因基数效应美国 2023 年 CPI 增速将开始回落的概率较大，为美联储停止加息提供环境，在此之前，世界经济仍将在美联储加息末期受到冲击，但对金融市场的冲击将边际减弱。

图 6：欧元区与日本采购经理人指数

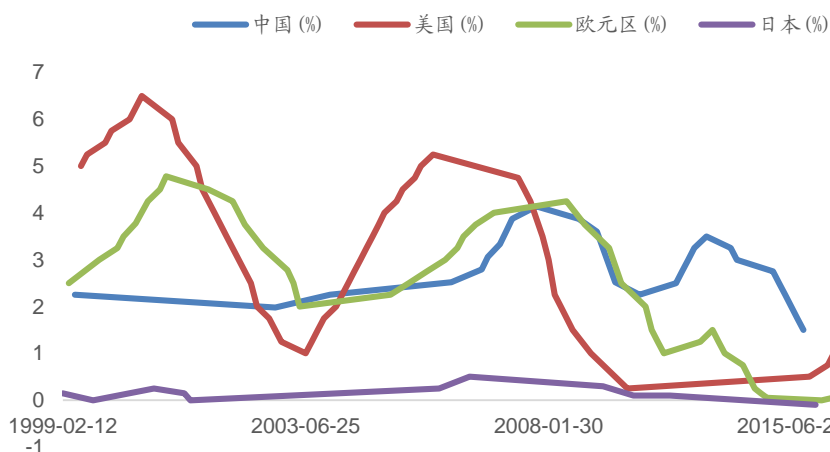


资料来源：WIND，招商期货

欧元区经济受到俄乌战争的影响，在世界主要经济体中冲击最大。其中欧元区制造业 PMI 指数与德国制造业 PMI 指数自今年 7 月以来连续 5 个月低于荣枯线水平，并结束了此前 24 个月的相对繁荣，其服务业 PMI 亦转为萧条。相比之下，日本经济在主要经济体中复苏最晚，目前仍处于相对繁荣周期，但存在转为衰退的迹象。

整体上看，全球重要经济体在后疫情时代面临的主要压力与风险不尽相同，各自应对的政策亦有所侧重。其中，美国主要面对通胀与就业压力，因上文分析通胀将逐步缓解，政策将更侧重经济增长与充分就业，鹰派货币政策或逐步减弱；欧洲主要面对通胀与地缘冲突困境，而俄乌地缘冲突是通胀的重要因素，经济政策需要与政治、外交相结合共同作用才能达到预想的效果；国内并未出现通胀压力，政策将延续稳字当头，提振信心为主。

图 7：重要经济体利率水平



资料来源：WIND，招商期货

今年以来海外货币政策延续紧缩节奏，美联储继 2021 年 taper 后，2022 年货币政策如期紧缩，在经历 7 次加息共 425 个基点后，通货膨胀率得到控制，但对经济负面影响亦逐步显现，并且存在放缓加息的迹象，预计 2023 年紧缩的货币政策持续性不强，具体还需关注 CPI 的回落程度；欧元区则在 2016 年 3 月将基准利率下调至 0 之后时隔 6 年

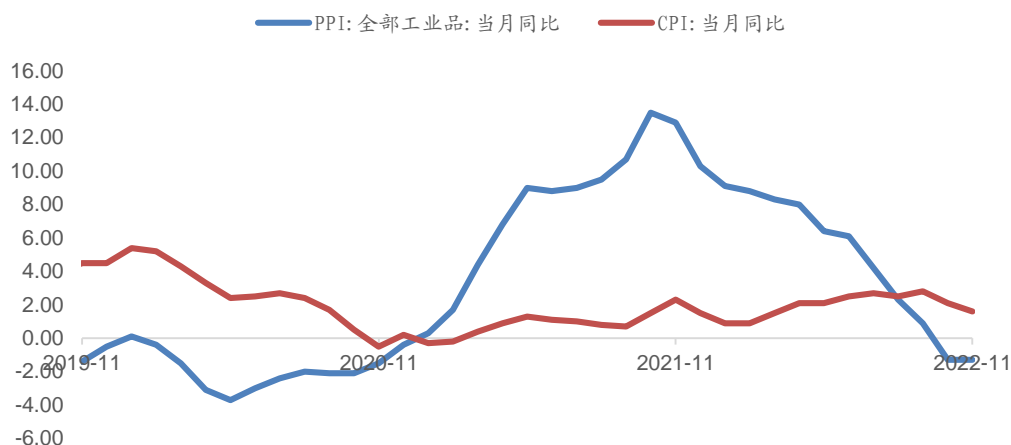
再度调整基准利率，同时也是自 2011 年 7 月以来首次上调基准利率，欧元区通胀压力依然不减，若美联储在 2023 年停止加息，则欧元区货币政策大概率采用跟随政策，因此海外市场 2023 年流动性环境较 2022 年边际改善。

表 2: 2022 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
2022 年 3 月	美国	基准利率	+25bp	0.50%
2022 年 5 月	美国	基准利率	+50bp	1.00%
2022 年 6 月	美国	基准利率	+75bp	1.75%
2022 年 7 月	欧元区	基准利率	+50bp	0.50%
2022 年 7 月	美国	基准利率	+75bp	4.50%
2022 年 9 月	欧元区	基准利率	+75bp	1.25%
2022 年 9 月	美国	基准利率	+75bp	3.25%
2022 年 11 月	欧元区	基准利率	+75bp	2.00%
2022 年 11 月	美国	基准利率	+75bp	4.00%
2022 年 12 月	美国	基准利率	+50bp	4.50%

资料来源: WIND, 招商期货

图 8: 国内 CPI 与 PPI (%)



资料来源: WIND, 招商期货

相比之下，中国货币政策则更加具有较强的独立性，货币政策相对于海外具有较大的操作空间，2022 年国内货币政策持续宽松，年内分别下调 2 次存款准备金率、2 次超额存款准备金率，2 次外汇存款准备金率。

表 3: 2022 存款准备金率、外汇存款准备金率

时间	加权平均存款准备金率	外汇存款准备金率	超额存款准备金率
2022-03-31			1.70
2022-04-25	8.10		
2022-05-15		8.00	
2022-06-30			1.50
2022-09-15		6.00	
2022-09-30			
2022-11-25	7.80		

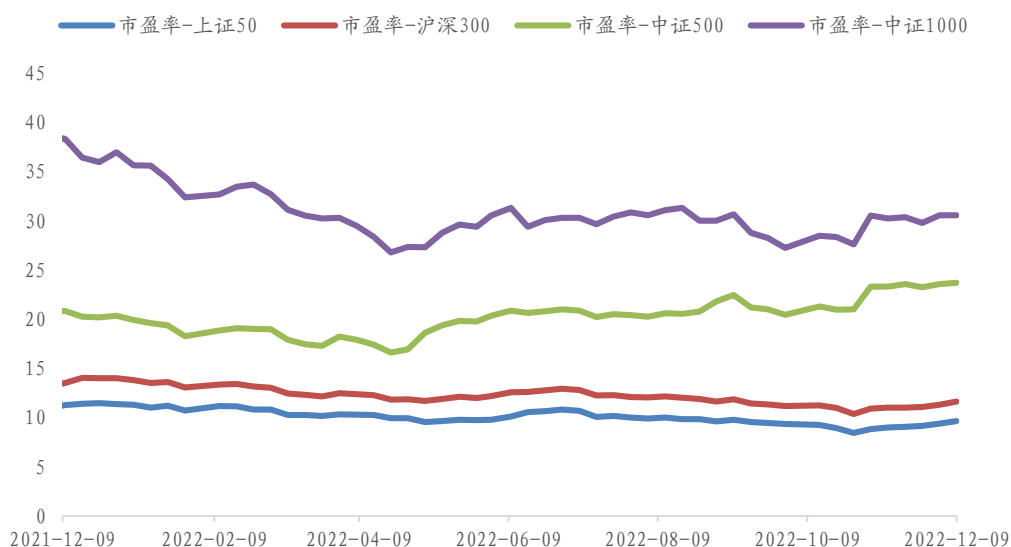
资料来源: WIND, 招商期货

三、股指期货市场情况

（一）市场估值

上证 50 指数与沪深 300 指数自 2021 年 2 月见顶以来，截至今年 10 月已经调整了 21 个月，估值水平在此过程中大幅下降，纷纷回落至值得配置的价值区间；而中证 500 指数与中证 1000 指数分别在 2021 年 9 月与 11 月见顶后，估值水平亦得到了充分的修正。截至 2022 年 12 月 9 日，上证 50 指数 PE 为 9.65，沪深 300 指数 PE 为 11.63，中证 500 指数 PE 为 23.72，中证 1000 指数 PE 为 30.57，分别处于历史 38.67 分位水平、历史 30.66 分位水平、历史 23.63 分位水平以及历史 15.83 分位水平。相比而言，上证 50 指数与沪深 300 指数在绝对估值水平方面具备优势，而中证 500 指数与中证 1000 指数相对估值优势明显。整体而言，各指数估值水平均处于历史低位，上方具有较大的估值提升空间。此外，证监会主席易会满在出席 2022 年金融街论坛年会时表示“要探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥”或在相对较长时间内作为低估值板块、指数配置的主线。未来货币流动性带来的估值驱动空间较大，但业绩驱动因素仍需观察。

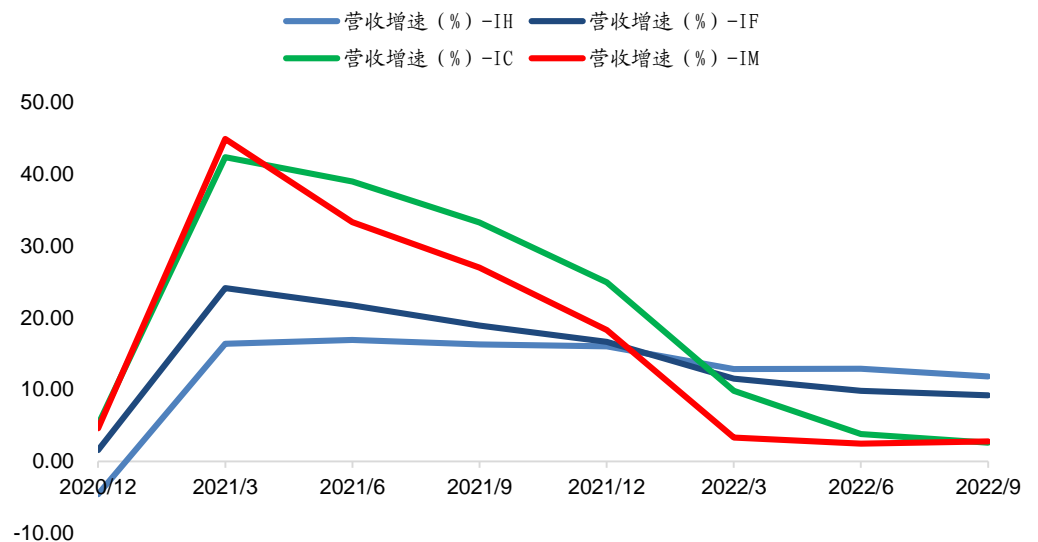
图 9：股指期货市盈率（TTM）



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、中证 500 指数 IC 以及中证 1000 指数 IM 的营收增速呈现持续回落态势，今年一季度分别为 12.88%、11.51%、9.83%与 3.33%，几乎为年内最高值，IH 与 IF 大盘蓝筹指数营收增速相对较高，IC 与 IM 中小市值指数营收增速较 2021 年四季度大幅下滑；进入二、三季度以来上证 50IH、沪深 300 指数 IF 与中证 1000 指数 IM 营收增速较为稳定，而中证 500 指数 IC 的营收增速边际出现大幅下降。上证 50 指数 IH、沪深 300 指数 IF 的营收增速连续 3 个季度处于领先地位。

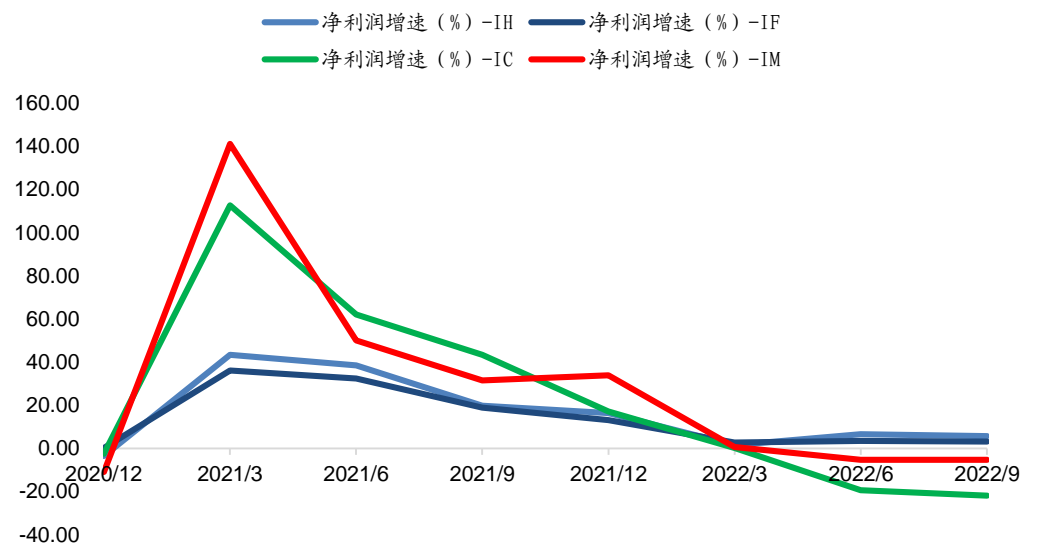
图 10: 股指期货指标股营收增速



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 在今年一季度达到年内最低值, 而中证 500 指数 IC 以及中证 1000 指数 IM 的净利润增速则在今年一季度达到年内最高值; 进入二季度上证 50 指数 IH、沪深 300 指数 IF 的净盈利增速得到了修复, 而中证 500 指数 IC 以及中证 1000 指数 IM 的净利润增速大幅回落; 上证 50 指数 IH、沪深 300 指数 IF 三季度净盈利增速较为平稳, 而中证 500 指数 IC 以及中证 1000 指数 IM 的净利润增速持续回落。整体上看, 各指数无论是营收增速还是净利润增速较 2021 年均出现下滑, 业绩驱动仍需修复, 相比较低估值的主要驱动力, 业绩驱动确定性不够强烈。

图 11: 股指期货指标股净盈利增速

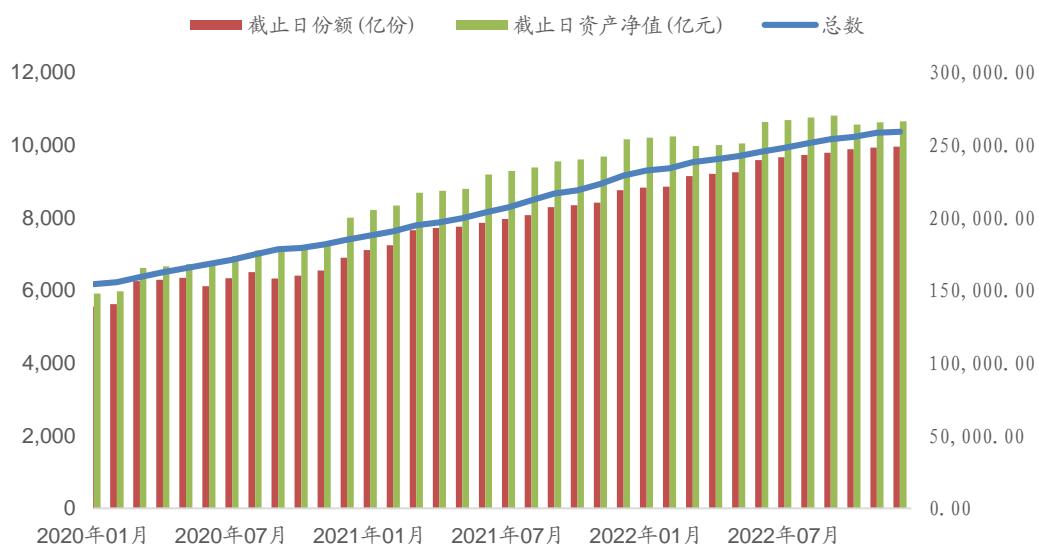


资料来源: WIND, 招商期货

（二） 市场流动性

公募基金 2019 年-2021 年发展较为迅猛，无论从基金规模还是基金净值，都经历了质的飞跃，进入 2022 年则迎来了挑战。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 12 月上旬，共有基金 10,374 只，较去年年底增加 1,211 只，新增加基金份额 30,072 亿份，基金净值增加 12,317 亿元。其中股票型基金 1,966 只，较去年年底增加 214 只，新增加基金份额 3,526 亿份，基金净值增加 -2,601 亿元；混合型基金 4,306 只，较去年年底增加 400 只，新增加基金份额 -1,709 亿份，基金净值增加 -13,051 亿元。2022 年公募基金结束了过去 3 年的快速增长，无论股票型基金还是混合型基金整体均录得负收益，尤其是混合型基金处于净赎回状态，市场缺乏赚钱效应，场外资金通过公募基金的渠道流入场内的意愿降低，对市场交易的流动性构成一定限制，修复信心仍需时日。

图 12：开放式基金份额、净值



资料来源：WIND，招商期货

截至 12 月 9 日，开放式基金股票投资比例达到了 75.76%，较去年年底的 64.91% 升高了 10.85 个百分点。市场经过一年多的回调后，公募基金经理对于行情的看法转为乐观，比去年更为激进，冬播意味浓厚。

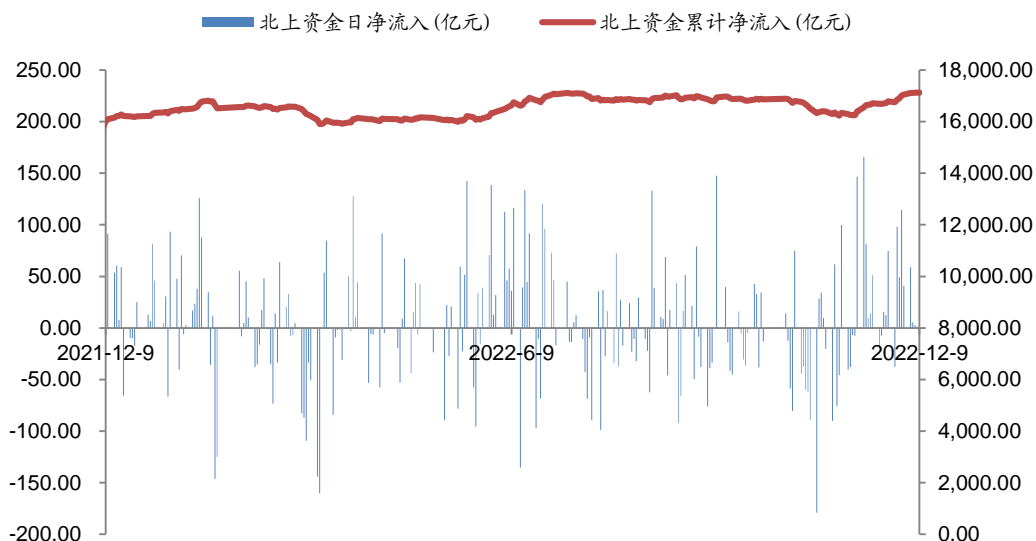
图 13: 开放式基金股票投资比例 (%)



资料来源: WIND, 招商期货

北向资金截至 12 月 9 日, 今年累计净流入 771.00 亿元, 尽管不足去年全年净流入量的五分之一, 但在今年全球金融市场大幅回调以及人民币两波大幅贬值的背景下, 外资仍然保持净流入, 表明国内金融市场具有较强的吸引力, 在全球金融市场具备比较优势。北向资金开通以来累计净流入 17,116.78 亿元, 再创历史新高, 外资长期净流入的趋势保持完好。

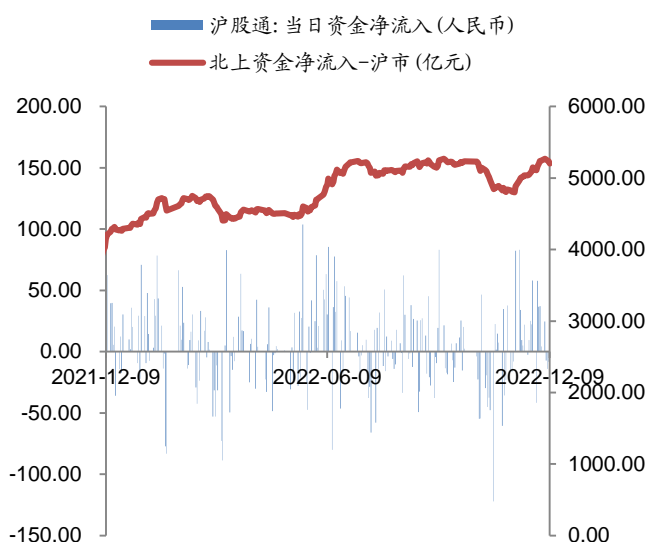
图 14: 陆股通净流入累计值 (人民币)



资料来源: WIND, 招商期货

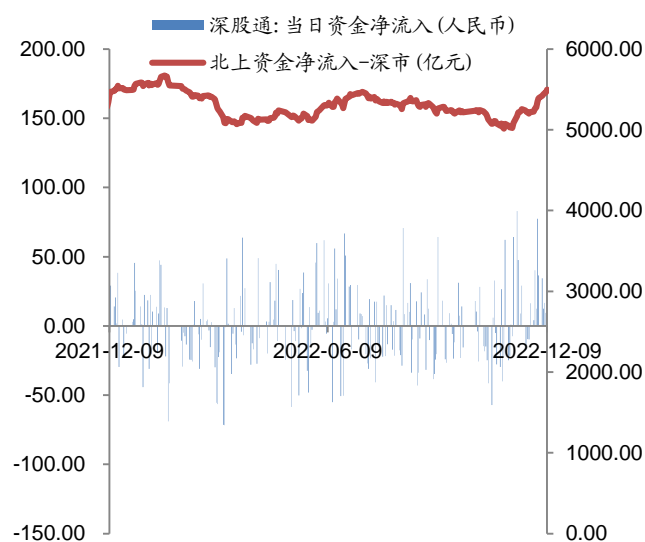
分市场看, 沪股通的资金净流入更多, 而深股通为小幅净流出。截至 12 月 9 日, 今年沪股通资金净流入为 841.43 亿元, 深股通资金净流入为 -70.43 亿元。这也是今年以来市场沪强深弱的重要原因。

图 15: 沪股通资金情况



资料来源: WIND, 招商期货

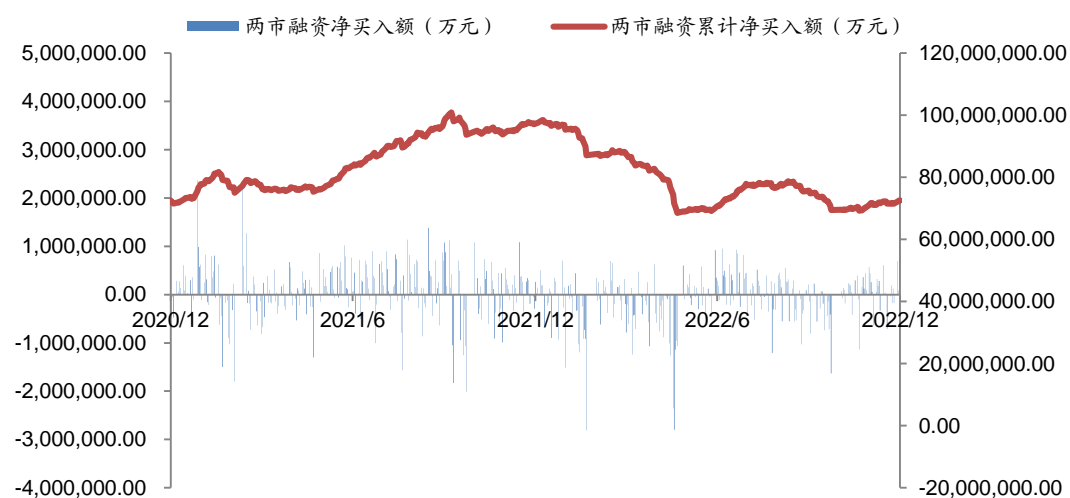
图 16: 深股通资金情况



资料来源: WIND, 招商期货

截至 2022 年 12 月 9 日, 融资净买入-2,405 亿元, 去年同期为 2,405 亿元, 反映投资者对当前股市信心较为谨慎, 加杠杆意愿不强。杠杆资金与北向资金形成背离, 但杠杆资金流出金额为外资流入金额的三倍, 降低了市场交易资金规模。

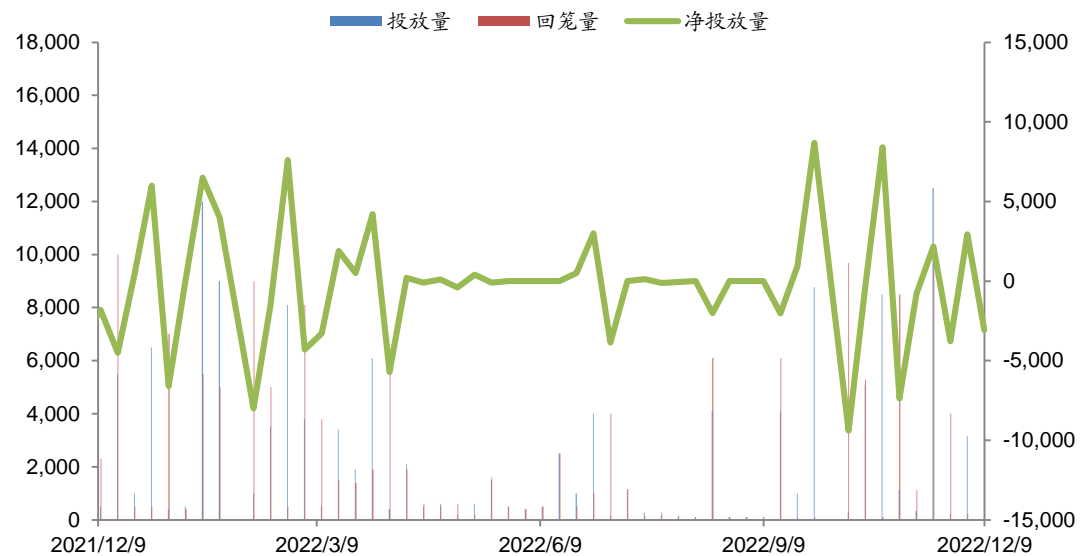
图 17: 融资余额



资料来源: WIND, 招商期货

12 月政治局召开会议, 分析研究 2023 年经济工作。会议指出, 明年要坚持稳字当头、稳中求进, 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策, 加强各类政策协调配合, 优化疫情防控措施, 形成共促高质量发展的合力。我们认为, 2022 年国内货币政策相对宽松, 形成资金价格下降, 货币投放数量平稳的组合。截至 12 月 9 日, 央行今年在公开市场累计净投放-10,400 亿元, 其中逆回购净投放-8,900 亿元, MLF/TMLF 净投放-1,500 亿元。其中 1 年期 MLF、14 天逆回购与 7 天逆回购利率分别为 2.75%、2.15%与 2.00%, 较去年均下降 20 个基点, 预计 2023 年市场流动性呈现中性偏松的局面, 在公开市场投放方面存空间。

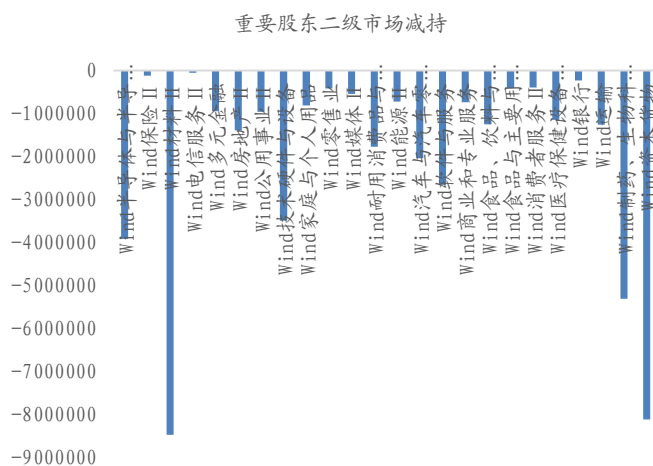
图 18: 央行资金投放 (亿元)



资料来源: WIND, 招商期货

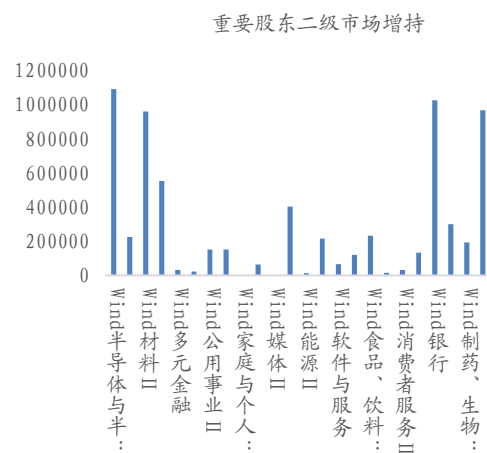
重要股东二级市场的增持和减持体现了产业资本对公司估值的态度，当二级市场出现重要股东的集中减持，产业资本认为公司估值过高；当重要股东的集中增持，产业资本认同二级市场的投资价值。2022 年，重要股东增持的情况较前一年大幅增加，达到 697.49 亿元，重要股东二级市场减持合计 4,726.63 亿元，较前一年降低，表明在市场估值较低的背景下，增持意愿与减持动能形成此消彼长的格局。

图 19: 重要股东二级市场减持



资料来源: WIND, 招商期货

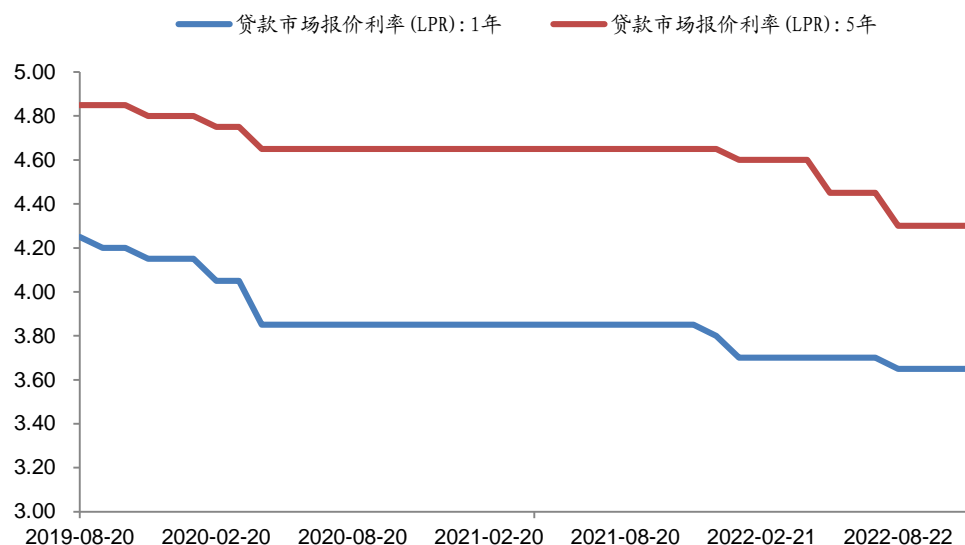
图 20: 重要股东二级市场增持



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 11 月 LPR 经历了 40 次报价，目前 1 年期品种报 3.65%，5 年期以上品种报 4.30%，分别自改革前下降 60 个基点与 55 个基点，今年 LPR1 年期品种与 5 年期以上品种分别下降 15 个基点与 35 个基点。货币政策传导机制为逆回购、MLF 向 LPR 进行传导，从过去近三年的情况看，货币政策传导效率较高，并能够稳定市场预期。今年 5 年期以上品种下降幅度超预期，表明政府稳定经济的决心较为强烈，展望 2023 年，LPR 依然存有下降空间，但幅度不宜预期过高。

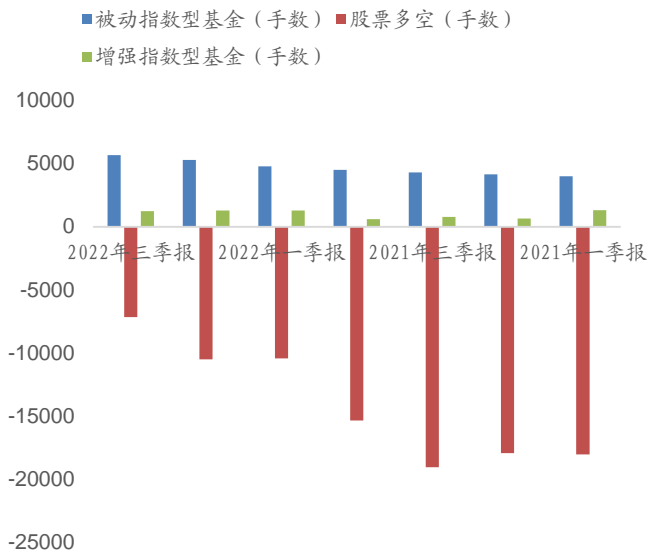
图 21：贷款市场报价利率



资料来源：WIND，招商期货

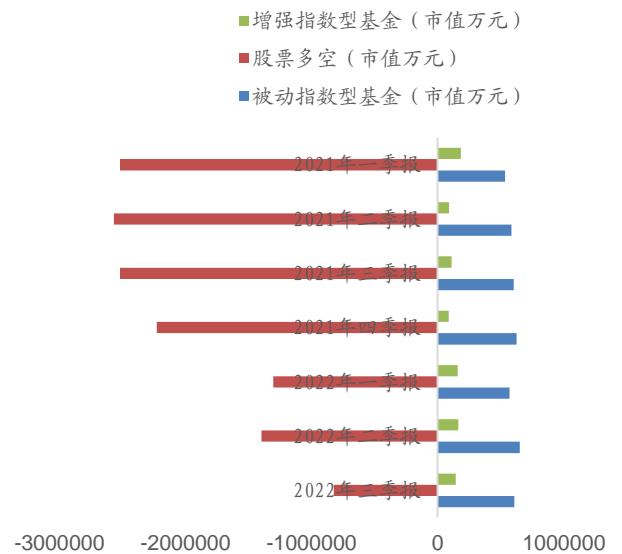
我们对比了今年三季度与去年全年主要公募基金类型持有股指期货的情况。其中指数增强型基金在股指期货市场上为天然的多头，今年三季度股指期货多头持仓 462 手 (IC)、187 手 (IF)、34 手 (IH)、557 手 (IM)，整体高于去年同期水平，增量主要集中在新上市的 IM 品种，值得一提的是增强指数型基金在 IH 持仓形成了 0 的突破，多头分布从 IC 向 IH 偏移；被动指数型基金同样是股指期货天然的多头，由于今年三季度中证 1000 股指期货、股指期权上市，同步发行了 4 家中证 1000ETF，IM 在上市初期股指期货价格相对于现货出现大幅贴水，在期货市场上直接建仓更加具有效率且节约了成本，三季度股指期货多头持仓 2,288 手 (IC)、1,892 手 (IF)、1104 手 (IH)、385 手 (IM)，高于去年同期水平，尤其是 IH 的多头持仓增长接近 10 倍，被动指数型基金使用 IH 显著提升。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，今年三季度股指期货空头持仓 530 手 (IC)、6,104 手 (IF)、23 手 (IH)、514 手 (IM)，大幅低于去年同期水平，一方面公募基金产品赎回份额较大，随着标的资产规模减少，需要对冲的数量亦减少，另一方面，股指期货结构出现变化，4 个品种近月合约均升水，表明市场预期开始乐观，而中性策略阿尔法开始降低，此外随着期货升水幅度走高，有利于新成立产品对冲时机。

图 22: 基金持有期货仓位 (手数)



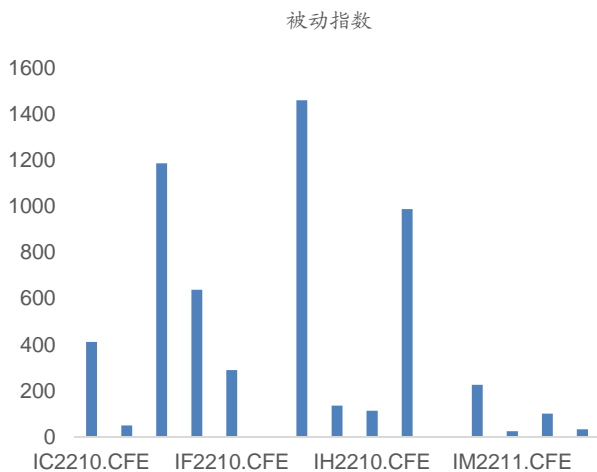
资料来源: WIND, 招商期货

图 23: 基金持有期货仓位 (市值万元)



资料来源: WIND, 招商期货

图 24: 被动指数策略期货持仓 (手数-左, 市值-右)



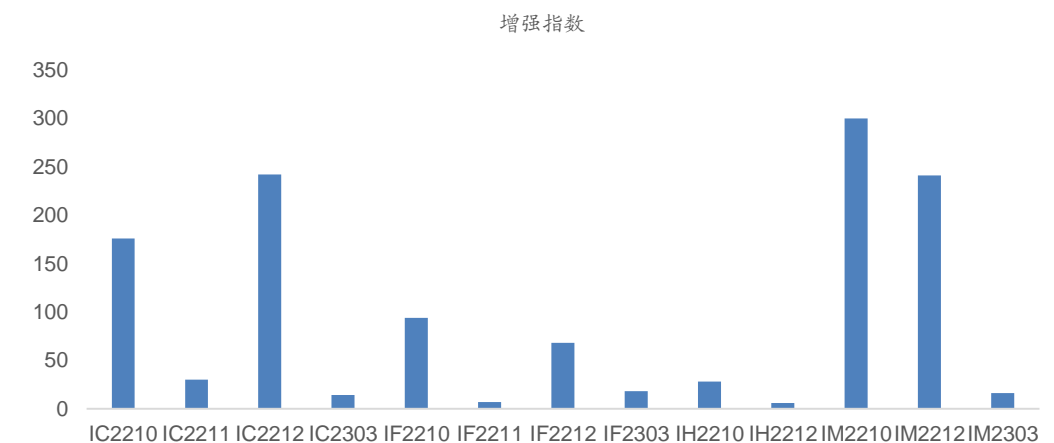
资料来源: WIND, 招商期货

图 25: 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 26: 增强指数策略期货持仓 (手数-左, 市值-右)

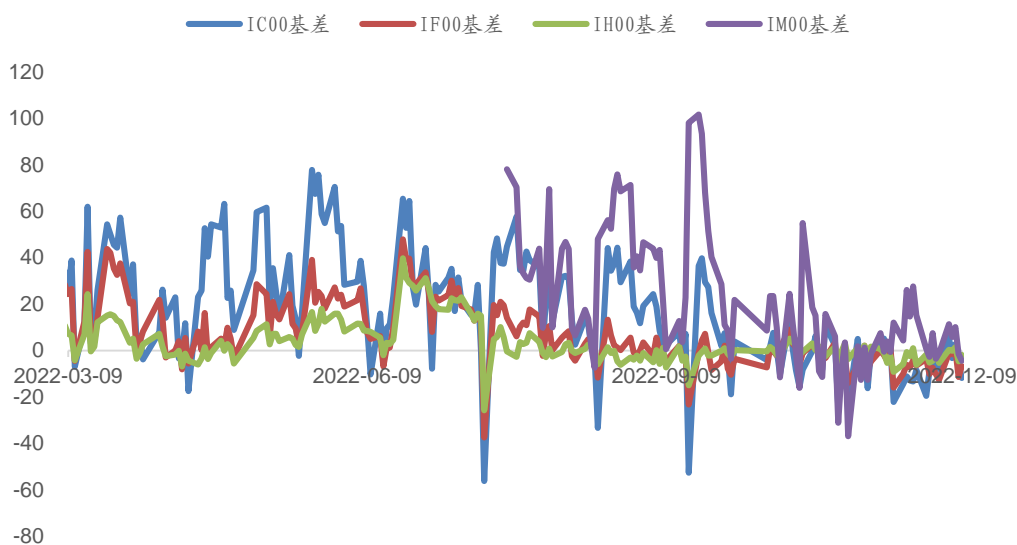


资料来源: WIND, 招商期货

（三）基差分析

基差方面，今年以来股指期货基差波动较大，自 7 月份之后基差结构由 backwardation 向 contango 转变，且 IF 与 IH4 个期限的合约均处于升水状态，市场对 IF 与 IH 的预期保持积极；IC 近月合约与次月合约转为升水，但季月合约维持贴水状态，市场对该品种预期有所分歧；IM 上市以来基差变化趋势较为明显，由最大贴水 101 点到升水 36 点，幅度超过 2%。2022 年末，IM、IC、IF 与 IH 期现均未达到持续共振阶段，更多的表现为跷跷板的此消彼长格局，因此对应的指数强弱互现，更容易形成结构化行情。2023 年，基差走势依然是重要的影响因素，其更多的反应出投资者的心态、市场预期以及交易策略特点，若期货升水叠加现货市场成交量放大以及期权市场的隐含波动率走高形成共振，则趋势性机会可期。

图 27：三大股指期货主力合约基差

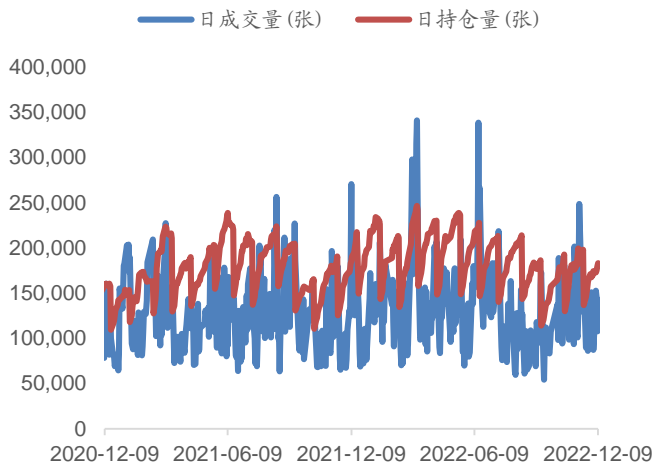


资料来源：WIND，招商期货

（四）股指期权增加新成员，隐含波动率重新回到历史低位

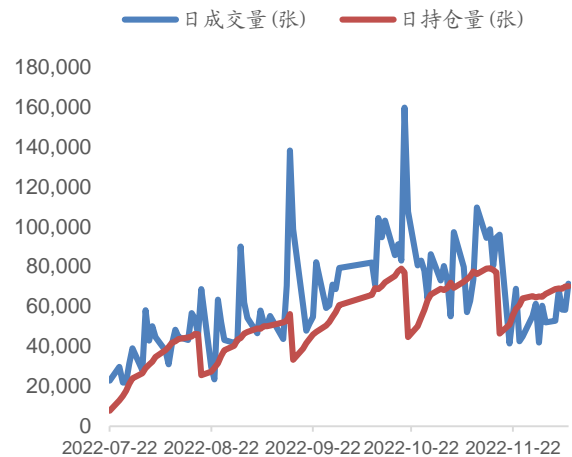
今年是金融期权发展大年，中证 1000 股指期权、500ETF 期权（沪市与深市）、创业板 ETF 期权以及深证 100ETF 期权先后上市，与已上市期权品种形成互补，基本覆盖了大中小盘风格品种的金融期权衍生产品，为对应相关标的资产进行对冲、套期保值提供了丰富的工具。沪深 300 股指期权自 2019 年 12 月 23 日上市以来运行平稳，市场份额较为稳定，而中证 1000 股指期权持仓量仍在稳步发展中。

图 28: 沪深 300 股指期权日成交量、持仓量



资料来源: WIND, 招商期货

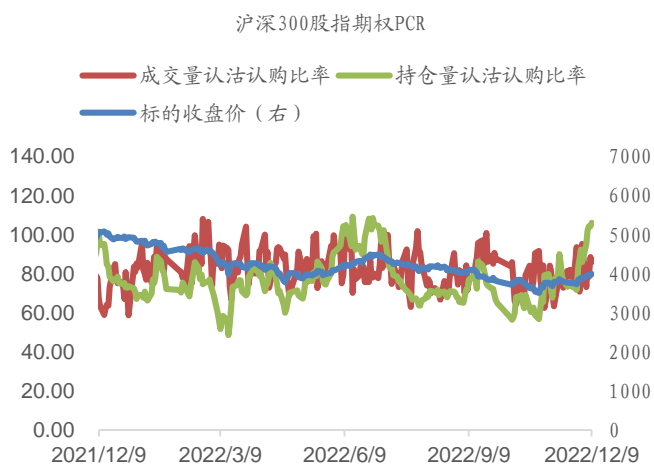
图 29: 中证 1000 股指期权日成交量、持仓量



资料来源: WIND, 招商期货

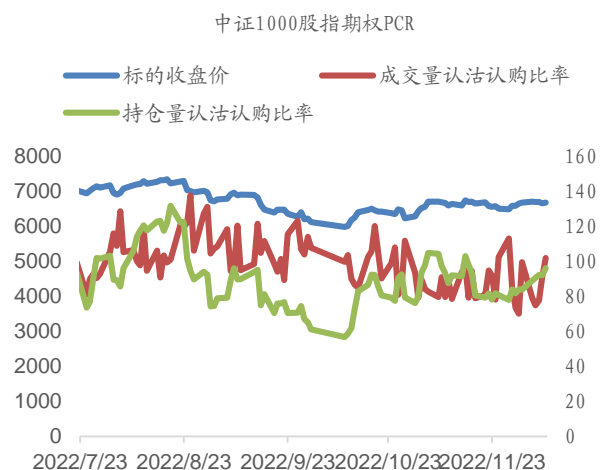
我们把沪深 300 股指期权持仓 PCR 按照从高到低的顺序进行排列, 结果显示今年 3 月 15 日、4 月 26 日、11 月 1 日等年内重要低点均对应持仓 PCR 的年内低值, 而 7 月 5 日, 12 月 9 日等年内重要高点亦对应持仓 PCR 的年内高值, 持仓 PCR 继续保持较强的前瞻性。尽管中证 1000 股指期权上市时间较晚, 但中证 1000 股指期权持仓 PCR 同样具备预测功能, 在今年 8 月 3 日、10 月 11 日均录得上市以来在最低值, 而当日中证 1000 指数为阶段性的低点, 而 8 月 19 日、11 月 15 日均录得上市以来的最高值, 对应中证 1000 指数同样显示为阶段性高点。表明在股指期权市场交易的投资者对于标的资产整体判断准确性较高, 具有一定的方向指引性。

图 30: 沪深 300 股指期权成交、持仓 PCR



资料来源: WIND, 招商期货

图 31: 中证 1000 股指期权成交、持仓 PCR

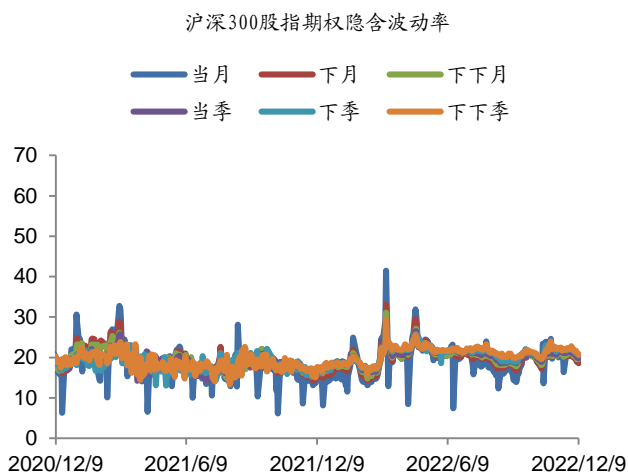


资料来源: WIND, 招商期货

我们在 2022 年年报中提示, 股指期权隐含波动率在 2021 年全年维持在历史低位, 且近月合约隐含波动率处于历史 10 分位水平之下, 从经验上看, 隐含波动率的骤涨会迟到但从未缺席, 因此股指期权在 2022 年的波动率交易机会巨大。2022 年因俄乌战争、美联储加息以及上海疫情共同影响, 隐含波动率如期升高, 做多波动率策略收益颇丰。目前隐含波动率 重新回到历史 50 分位水平之下, 但离历史极低值仍有距离,

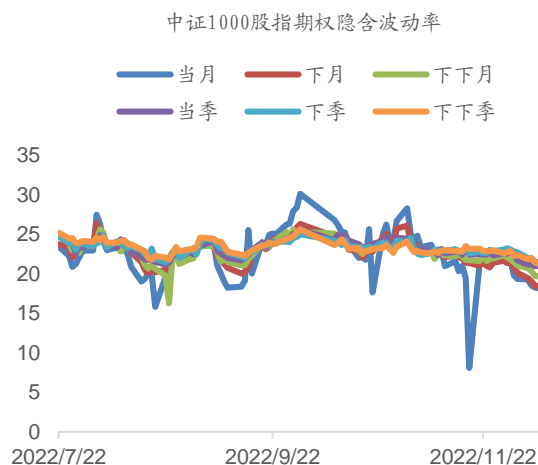
做多隐含波动率性价比不如去年，待隐含波动率回落至 15 以下或者历史 25 分位水平之下，做多隐含波动率机会将逐步显现。

图 32: 沪深 300 股指期权隐含波动率



资料来源：WIND，招商期货

图 33: 中证 1000 股指期权隐含波动率



资料来源：WIND，招商期货

四、 2023 年股指投资策略

展望 2023 年，A 股市场从中长期的时间周期看，当下上证 50 指数与沪深 300 指数估值较低，在探索建立具有中国特色的估值体系加持下，有望在较长的时间内成为市场主线，中证 500 指数与中证 1000 指数在相对估值方面则具备明显优势，但需要业绩驱动配合才能达到较好效果。未来市场运行主线将围绕以下几个方面：1、市场对于建立具有中国特色的估值体系的预期与估值修复程度，若估值能够快速修复，则市场逻辑将转为业绩预期的驱动。2、金融市场持续对外开，人民币在今年经过两轮贬值后开始企稳走强，兑美元重新回到 7 以下，从中长期看，随着中国国力的不断提升人民币走强是大概率事件，外资持续净流入趋势保持完好，对金融资产形成支撑；3、国内房地产行业在受到政策三支箭的支持后，将在信贷、债券、股权方面进行修复从而支撑国内经济企稳；4、地缘冲突不确定性仍然存在，事件性驱动机会与风险并存；5、美联储紧缩的货币政策边际放缓，随着 CPI 得到控制，流动性机会或再度来临。因此我们认为 2023 年的机会更多的以估值修复为主。重点关注以 IH、IF 为代表的低估值指数的配置机会以及 IC 与 IM 的波段性机会。

研究员简介

于虎山：招商期货投资咨询部负责人，具有期货从业资格（证书编号：F0272480）和投资咨询资格（证书编号：Z0002746），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 11 年期货从业经验。对股指期货、期权以及量化交易有较深入研究。2021 年在“第十四届中国最佳期货经营机构暨最佳期货分析师评选”中获得“最佳期权分析师”称号。在《价值工程》、《文华财经》、《期货日报》等媒体发文累计超过 100 篇，多次担任哈工大（深圳）期货训练营讲师。

重要声明

本报告由招商期货有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2011】1291 号）。《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他人的投资建议，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。