

交易咨询资格号：  
证监许可[2012]112

股指期货品种  
月报

2023 年 1 月 29 日

### 分析师

姓名：孔天赐

宏观与股指期货分析师

期货从业资格：F3076208

投资咨询资格：Z0018014

联系电话：15317929928

E-mail: kongtc@ztqh.com

客服电话：400-618-6767

公司网址：www.ztqh.com

### 概述

- **行情研判：节后对 A 股市场关键指数持短线偏多观点**，一方面长假期间海外权益市场关键性指数普遍收涨，整体利多节后国内权益市场情绪修复；另一方面国内高频数据显示消费受长假效应带动修复提速同时国内疫情风险并未明显上升，“弱现实”向“强预期”方向有所靠拢；其次，微观资金层面利多信号或将持续，北上资金自 1 月份开始加速流入且单月净流入资金超 1100 亿（已经超过 2022 年全年），预期这种格局节后还将持续并有望带动国内资金入场；整体来看，长假窗口消息面利多节后市场情绪，高频数据显示当下来看国内经济疫后修复预期难证伪，资金面北上资金加快流入有望带动国内资金入场，同时 A 股市场关键指数相对估值水平合理，节后期指有望延续震荡上行格局。**中长线来看**，我们认为 2023 年 A 股市场核心逻辑在于分子端盈利改善所推动的估值修复，同时分母端在国内流动性维持整体宽松态势而海外流动性持续紧缩预期回落背景下不对估值形成负面制约，那么本轮估值修复行情的高度较大程度上取决于国内经济基本面的复苏强度，预期交易过去之后经济修复成色需要接受市场考验，我们对期指中长线持谨慎乐观观点，不排除阶段性回调风险，中美经济周期难以共振复苏、国内地产周期修复存不确定性同时海外流动性紧缩环境难以趋势性逆转背景下，A 股市场持续上行空间存在限制。
- **股指期货策略方面**：单边投资者考虑维持低多策略为主，跨品种套利投资者建议阶段性观望，期权投资者考虑牛市看涨价差策略为主，投资者谨慎持仓，及时止盈止损。
- **风险提示**：国内疫情 人民币大幅贬值 俄乌局势失控

### 中泰期货研究所



### 中泰期货服务号



# 1 月份期指开门红效应显现，经济修复预期交易或将持续

——2023 年 1 月股指期货月报

## 一、股指现货市场行情

- **行情回顾：**月度来看国内沪深两市中各关键指数悉数呈现出震荡上行走势，整体走势格局与 12 月份形成鲜明对比，上证综指再次有效突破 3200 点整数关口，两市成交受制于长假因素始终未能有效放大。**结构上**，在 1 月份关键指数震荡上行过程中大小盘指数的分化有所收敛，但是相对来看大盘指数阶段性优势还存在，行业热点有所切换，大金融、大消费表现不俗，同时有色金属以及计算机板块涨幅明显扩大。**驱动因素层面**我们认为主要包括四个方面：首先，资金层面的积极信号边际增强。尽管增量资金并未入场且市场成交量能也并未有效放大，但是北上资金流入 A 股市场的节奏在 1 月份有所加快，月度北上资金净流入金额甚至超过 2022 年全年水平，这对盘面乐观市场情绪的带动较为明显；其次，较大程度上驱动 12 月份关键指数回调的核心因素在于市场对国内疫情的担忧，但是可以看到国内高频优化疫情防控措施之后第一波疫情集中感染过峰较为平稳，同时 12 月末开始高频经济数据显示多数省市地区疫后修复效率较高，市场对国内疫情担忧情绪持续减弱同时经济预期边际改善明显；再者，1 月份地方两会陆续召开，尽管各地对 2023 年经济增速目标的制定良莠不齐，同时个别关键性省市地区的目标一定程度上低于市场预期，但是客观来看一季度仍然是全年最为关键且集中的政策预期窗口，市场对稳增长政策推动的经济预期改善仍然抱有较大期待；最后，相较于 2022 年三季度，四季度以来海外因素对国内市场的负面感染效用持续减弱，尽管美国经济数据尤其是就业数据仍然超市场预期，但是市场对联储已经处于加息周期后半段具有一致性预期，美债收益率震荡回落走势为主，这对全球风险资产估值压制边际明显减弱。
- **关键指数层面：**截至 1 月 20 日，上证综指月度上涨 5.68% 报收 3264.81 点、深证成指月度上涨 8.76% 报收 11980.62 点、创业板指月度上涨 10.19% 报收 2585.96 点；上证 50、沪深 300、中证 500 以及中证 1000 指数分别报收 2836.81 点、4181.53 点、6251.43 点和 6736.85 点，月度分别上涨 7.65%、上涨 8.00%、上涨 6.60% 和上涨 7.25%。申万一级 31 个行业月度普遍收涨，其中有色金属、计算机、非银金融涨幅靠前，仅社会服务一个行业月度收跌。
- **量能方面：**月度来看沪深两市量能受春节长假窗口影响并未能够有效放大，环比 12 月份有所收窄。资金方面，沪深两市融资融券余额从 12 月末的 15403.92 亿元减少到 1 月末的 15305.57 亿元，月度减少 84.79 亿元；陆股通累计买入成交净额从 12 月末的 17245.97 亿元增加到 1 月末的 18371.29 亿元，月度净流入 1125.31 亿元，1 月份单月北上资金净流入规模已经超过去年全年水平，资金层面积极信号有所增强。
- **估值方面，**A 股市场关键指数相对估值状态仍然趋于低位，截至 1 月 20 日，上证综指 PE (TTM) 为 13.08 倍，处于过去 5 年 42.0% 分位、过去 10 年 46.0% 分位，深证成指 PE (TTM) 为 27.03 倍，处于过去 5 年 54.0% 分位、过去 10 年 56.2% 分位，创业板指 PE (TTM) 为 42.82 倍，处于过去 5 年 30.0% 分位、过去 10 年 27.7% 分位，上证 50、沪深 300、

中证 500 以及中证 1000 指数 PE (TTM) 分别为 9.87 倍、12.10 倍、23.97 倍和 29.94 倍, 在过去 5 年中所处分位数分别为 36.0%分位、33.0%分位、46.0%分位和 21.0%分位, 在过去 10 年中所处分位数分别为 48.4%分位、46.3%分位、24.3%分位和 14.5%分位。

**图表 1：月度股指现货市场行情**

指数	代码	月收盘	月涨跌幅 (%)	月平均换手率 (%)	月振幅 (%)	月度成交量 (亿股)	月成交额 (十亿元)
上证综指	000001.SH	3264.81	5.68	1.37	6.28	3479.94	4455.44
深证成指	399001.SZ	11980.62	8.76	1.71	11.53	5059.62	6174.02
创业板指数	399006.SZ	2585.96	10.19	1.77	14.05	1086.89	1987.04
沪深300指数	000300.SH	4181.53	8.00	1.00	8.13	1507.63	3056.10
上证50指数	000016.SH	2836.81	7.65	0.84	7.36	383.09	828.39
中证500指数	000905.SH	6251.43	6.60	1.61	11.98	1400.79	1633.42
中证1000指数	000852.SH	6736.85	7.25	2.18	14.97	1663.20	2101.36

来源：iFind，中泰期货研究所整理

**图表 2：月度申万一级 31 个行业月度涨跌情况 (%)**

行业名称	月度涨跌幅 (%)	行业名称	月度涨跌幅 (%)
有色金属	12.81	建筑装饰	4.98
计算机	12.46	传媒	4.89
非银金融	10.82	环保	4.43
电力设备	9.49	轻工制造	4.12
电子	9.14	银行	3.99
家用电器	9.11	纺织服饰	3.41
通信	9.07	国防军工	3.36
建筑材料	8.52	房地产	2.93
医药生物	7.83	交通运输	2.30
机械设备	7.16	农林牧渔	2.18
石油石化	6.67	公用事业	2.18
汽车	6.49	美容护理	1.76
基础化工	6.38	商贸零售	1.45
煤炭	6.17	综合	0.81
食品饮料	6.00	社会服务	-0.35
钢铁	5.59		

来源：iFind，中泰期货研究所整理

图表 3：月度中信市场风格涨跌情况 (%)

风格名称	月度涨跌幅 (%)	风格名称	月度涨跌幅 (%)
上游(中信)	10.38	金融(风格.中信)	6.43
中游(中信)	7.09	周期(风格.中信)	6.98
下游(中信)	6.28	消费(风格.中信)	5.87
基础设施及建设(中信)	2.74	成长(风格.中信)	8.47
TMT(中信)	9.66	稳定(风格.中信)	3.68

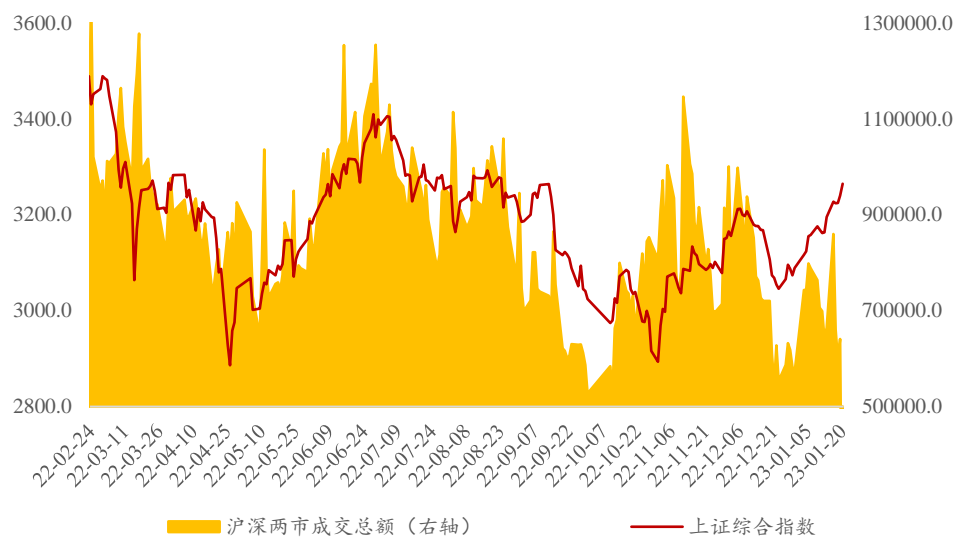
来源：iFind，中泰期货研究所整理

图表 4：上证综指日线图 (点)



来源：iFind，中泰期货研究所整理

图表 5：上证综指与沪深两市整体成交情况 (单位：点，百万元)



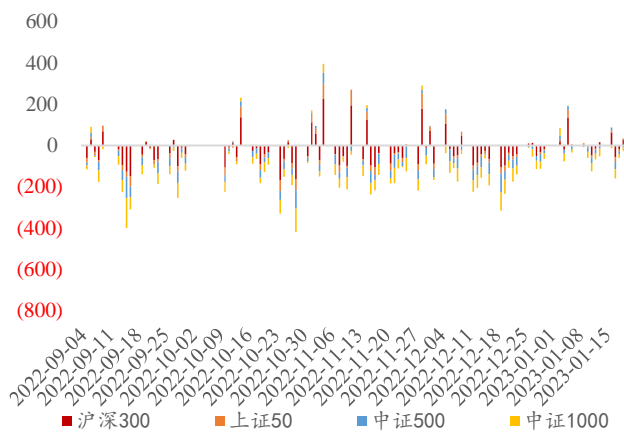
来源：iFind，中泰期货研究所整理

图表 6：各板块资金流入流出（单位：亿元）



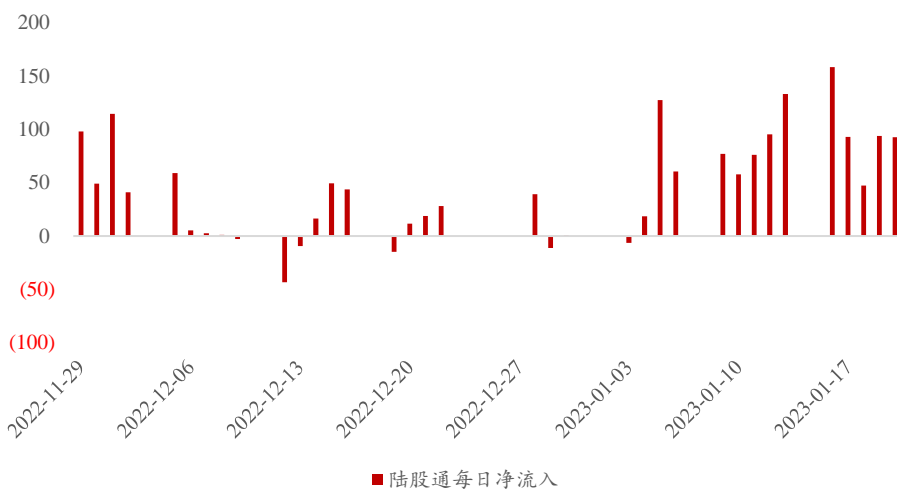
来源：iFind，中泰期货研究所整理

图表 7：四大标的指数资金流入流出（单位：亿元）



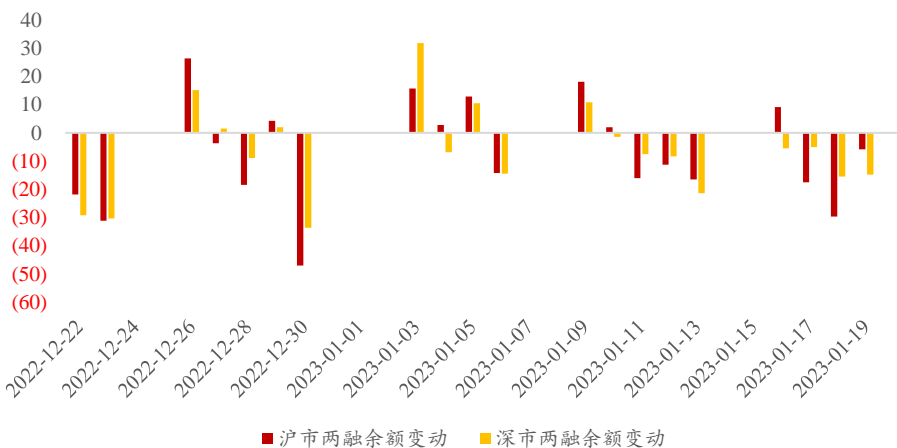
来源：iFind，中泰期货研究所整理

图表 8：北上资金流入流出情况（单位：亿元）



来源：iFind，中泰期货研究所整理

图表 9：融资融券规模变动（单位：亿元）



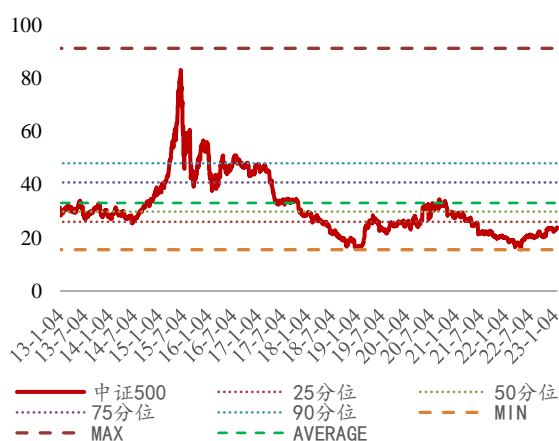
来源：iFind，中泰期货研究所整理

图表 10：上证综指 PE-TTM 估值水平（单位：倍）



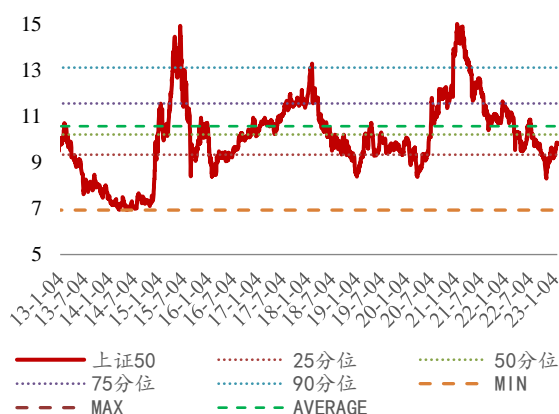
来源：iFind，中泰期货研究所整理

图表 12：中证 500PE-TTM 估值水平（单位：倍）



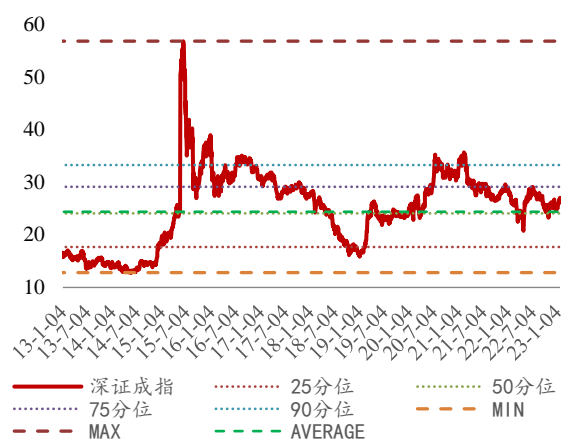
来源：iFind，中泰期货研究所整理

图表 14：上证 50PE-TTM 估值水平（单位：倍）



来源：iFind，中泰期货研究所整理

图表 11：深证成指 PE-TTM 估值水平（单位：倍）



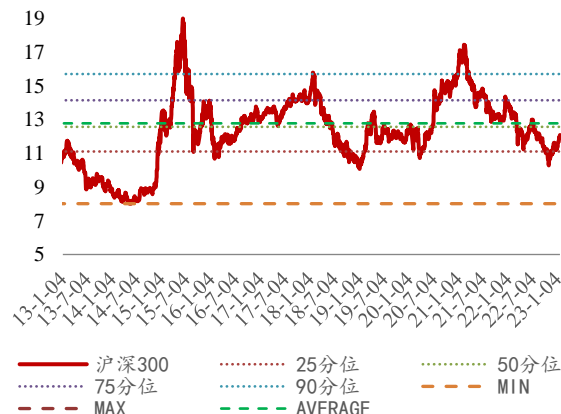
来源：iFind，中泰期货研究所整理

图表 13：中证 1000PE-TTM 估值水平（单位：倍）



来源：iFind，中泰期货研究所整理

图表 15：沪深 300PE-TTM 估值水平（单位：倍）



来源：iFind，中泰期货研究所整理



**图表 16：申万一级 31 个行业估值相对分位数水平（单位：倍，%）**

行业名称	PE-TTM	五年间分位数	十年间分位数	行业名称	PE-TTM	五年间分位数	十年间分位数
商贸零售	39.89	99.2%	83.4%	计算机	54.33	47.9%	50.9%
轻工制造	31.69	93.7%	49.7%	纺织服饰	23.56	40.7%	35.0%
钢铁	17.29	91.7%	48.2%	电子	31.30	29.5%	16.6%
农林牧渔	100.40	90.8%	94.1%	建筑装饰	9.43	28.0%	16.6%
汽车	33.13	89.1%	93.7%	家用电器	14.56	22.2%	32.3%
社会服务	119.50	87.3%	93.3%	电力设备	29.70	18.8%	12.2%
房地产	13.43	84.0%	58.0%	基础化工	15.02	15.1%	7.9%
机械设备	31.69	76.4%	59.6%	医药生物	25.28	15.0%	7.9%
公用事业	25.07	70.1%	75.7%	石油石化	11.59	9.5%	5.0%
建筑材料	15.11	69.1%	39.4%	银行	5.14	8.9%	15.3%
综合	47.75	66.3%	53.9%	交通运输	11.88	7.3%	3.8%
美容护理	44.55	64.5%	67.3%	有色金属	15.96	5.4%	2.8%
食品饮料	36.42	60.4%	78.4%	通信	26.29	4.8%	2.5%
非银金融	16.45	58.1%	43.6%	国防军工	52.77	4.6%	12.3%
传媒	33.40	57.2%	33.4%	煤炭	6.79	2.8%	1.5%
环保	22.44	50.2%	26.4%				

来源：iFind，中泰期货研究所整理

## 二、股指期货市场行情

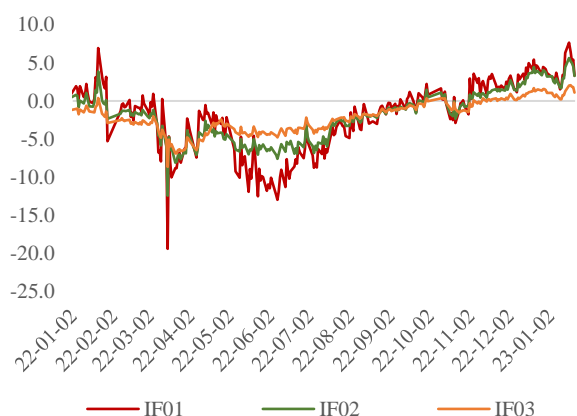
- **股指期货市场：**月度来看四大期指品种对应现货指数走势结构分化特征趋于收敛，基于大小盘分化的跨品种套利策略月内有所回撤，进入 1 月中下旬后小盘指数弹性开始明显大于大盘指数。因此，节前最后一周中证 500/中证 1000 股指期货品种要相对强势于沪深 300/上证 50 股指期货品种，截至节前一周周五，沪深 300 股指期货主力合约（2202）周度上涨 2.81% 报收 4192.40 点，上证 50 股指期货主力合约周度上涨 1.83% 报收 2840.40 点，中证 500 股指期货主力合约周度上涨 3.57% 报收 6276.20 点，中证 1000 股指期货主力合约周度上涨 4.17% 报收 6777.60 点。

**图表 17：股指期货周度行情**

	合约	周收盘	周涨跌	涨跌幅 (%)	周成交量 (手)	成交量变化	周持仓量 (手)	持仓量变化
沪深300期货	IF00.CFE	4180.40	108.40	2.66	216521	-41346	0	-74629
	IF01.CFE	4192.40	114.60	2.81	132709	110371	62722	49887
	IF02.CFE	4203.00	115.20	2.82	123234	40280	98997	14764
	IF03.CFE	4200.40	121.20	2.97	39970	9416	51926	7934
上证50期货	IH00.CFE	2837.20	52.40	1.88	159165	-13805	0	-52742
	IH01.CFE	2840.40	51.00	1.83	88015	68383	39162	29608
	IH02.CFE	2849.80	53.40	1.91	96052	35684	57171	8123
	IH03.CFE	2855.00	56.40	2.02	30132	7405	23270	2311
中证500期货	IC00.CFE	6244.20	185.20	3.06	169122	-15830	0	-67777
	IC01.CFE	6276.20	216.60	3.57	108060	79188	68523	44634
	IC02.CFE	6270.60	212.40	3.51	79012	22090	117074	1994
	IC03.CFE	6202.40	216.60	3.62	38158	9672	101305	3398
中证1000期货	IM00.CFE	6728.20	212.00	3.25	95869	-14669	0	-33813
	IM01.CFE	6777.60	271.40	4.17	67315	51753	37954	26519
	IM02.CFE	6767.80	282.80	4.36	56643	15123	50870	6639
	IM03.CFE	6665.00	288.80	4.53	29253	9824	44348	1550

来源：iFind，中泰期货研究所整理

- **基差方面：**截至节前一周周五，沪深 300 股指期货下月(2202)以及随后季月合约剔除分红后年化贴水率分别为-3.34%和-3.30%；上证 50 股指期货下月(2202)以及随后季月合约剔除分红后年化贴水率分别为-1.63%和-2.94%；中证 500 股指期货下月(2202)以及随后季月合约剔除分红后年化贴水率分别为-5.09%和-1.97%；中证 1000 股指期货下月(2202)以及随后季月合约剔除分红后年化贴水率分别为-7.61%和-2.95%。【正值代表贴水，负值代表升水，与图示相反】

**图表 18：IF 合约剔除分红后年化升贴水 (%)**


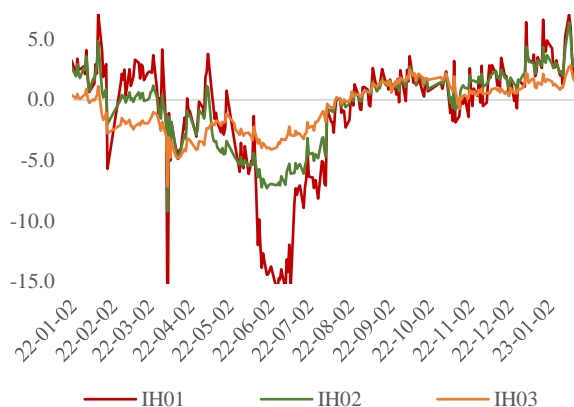
来源：iFind，中泰期货研究所整理

**图表 19：IC 合约剔除分红后年化升贴水 (%)**


来源：iFind，中泰期货研究所整理

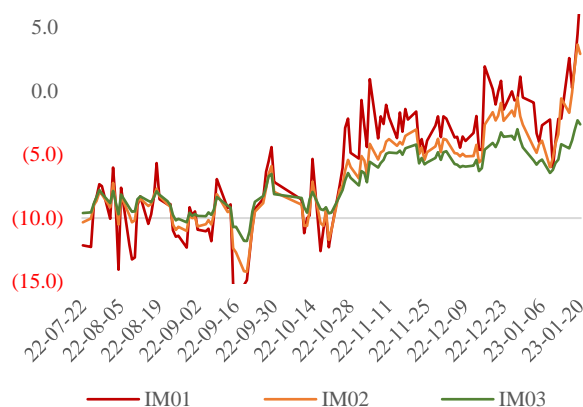


图表 20: IH 合约剔除分红后年化升贴水 (%)



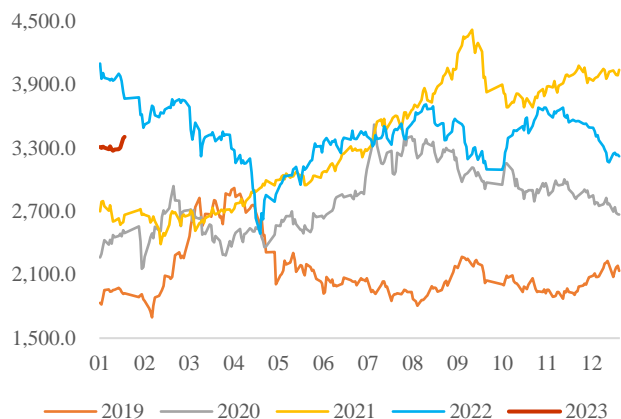
来源: iFind, 中泰期货研究所整理

图表 21: IM 合约剔除分红后年化升贴水 (%)



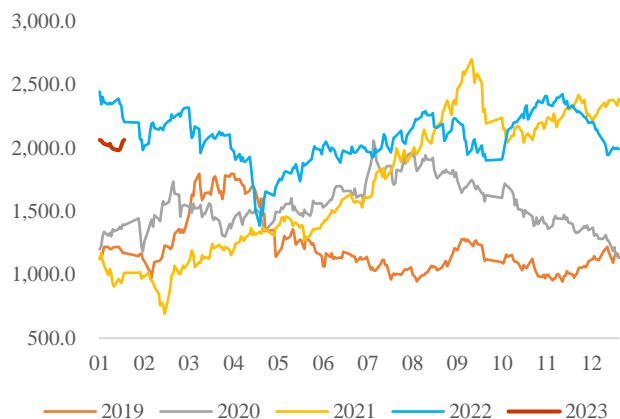
来源: iFind, 中泰期货研究所整理

图表 22: IC00-IH00 季节性表现 (点)



来源: iFind, 中泰期货研究所整理

图表 23: IC00-IF00 季节性表现 (点)



来源: iFind, 中泰期货研究所整理

### 三、股指月度行情展望与策略推荐

- **国内经济基本面：强政策预期仍在，悲观经济现实出现边际转暖信号，当下国内经济疫后复苏预期难证伪。**政策方面，一是疫情防控政策持续优化落地，二是地产调控政策开始供需两端同时发力，三是中央经济工作会议对货币以及财政政策定调明确以“稳增长”为发力方向；**经济现实层面**，疫情防控措施高频优化落地后，国内第一波疫情感染高峰在 12 月下旬平稳度过，同时春运集中人流物流窗口期内疫情风险并没有再度明显放大。12 月中下旬开始国内高频经济数据显示国内多省市地区线下正常经济生产快速修复，月频经济数据尤其是消费出现触底反弹迹象，同时春节长假效应进一步带动旅游、餐饮等场景式消费复苏，整体来看悲观经济现实在疫情风险可控状态下出现边际转暖信号，但是地产链条尤其是后端商品房消费仍未出现明确性转暖迹象。**当下国内经济疫后复苏预期难证伪：**考虑到一季度作为年度重要宏观政策落地窗口，市场对

后续增量稳增长政策预期仍存想象空间，同时疫情风险并未持续放大背景下高频经济数据显示国内经济线下修复进程开始加速，客观来看强政策推动当下国内经济疫后复苏预期难证伪，但是我们对最终国内经济修复高度仍存担忧，外需回落叠加地产复苏存不确定始终对国内经济存在制约，经历过一季度政策窗口，经济成色或将在二季度接受市场检验。

- **海外政策面：**去年四季度以来，从全球资本市场定价来看，投资者对海外央行持续快速加息担忧有所缓解，美债收益率触顶迹象较为明显同时美元指数高位显性回落，全球风险资产普遍反弹。伴随美联储四季度加息节奏放缓，同时美国经济动能边际明显回落而通胀触顶之后开始下行，市场对本轮海外紧缩周期中的加息节奏过顶预期进一步增强，进一步春节长假期间加拿大央行于当地时间 1 月 25 日决定上调隔夜基准贷款利率 25BP 至 4.5%，并在会议声明中指出“如果经济发展情况与货币政策展望基本一致，那么管理委员会预计将把政策利率维持在当前水平”，这意味着加拿大或成为 G7 中第一个暂停加息的国家，也为后续美联储暂停加息提供了“先行指征信号”，与此同时美联储多位官员近期公开场合讲话同样趋于鸽派，表示最新 2 月初议息会议加息幅度可能进一步降至 25BP。整体来看海外货币政策定调偏鸽派，弱美元环境或将持续。
- **指数估值：**经历将近 2 个月的持续震荡反弹，A 股市场关键性指数估值得到了一定程度的修复，基本符合我们之前预期，但是客观来看当下整体指数相对估值仍处历史相对低位，并不存在明显高估情况。截至 1 月 20 日，上证综指 PE（TTM）为 13.08 倍，处于过去 5 年 42.0%分位、过去 10 年 46.0%分位，深证成指 PE（TTM）为 27.03 倍，处于过去 5 年 54.0%分位、过去 10 年 56.2%分位，创业板指 PE（TTM）为 42.82 倍，处于过去 5 年 30.0%分位、过去 10 年 27.7%分位，上证 50、沪深 300、中证 500 以及中证 1000 指数 PE（TTM）分别为 9.87 倍、12.10 倍、23.97 倍和 29.94 倍，在过去 5 年中所处分位数分别为 36.0%分位、33.0%分位、46.0%分位和 21.0%分位，在过去 10 年中所处分位数分别为 48.4%分位、46.3%分位、24.3%分位和 14.5%分位。
- **行情研判：**节后对 A 股市场关键指数持短线偏多观点，一方面长假期间海外权益市场关键性指数普遍收涨，整体利多节后国内权益市场情绪修复；另一方面国内高频数据显示消费受长假效应带动修复提速同时国内疫情风险并未明显上升，“弱现实”向“强预期”方向有所靠拢；其次，微观资金层面利多信号或将持续，北上资金自 1 月份开始加速流入且单月净流入资金超 1100 亿（已经超过 2022 年全年），预期这种格局节后还将持续并有望带动国内资金入场；整体来看，长假窗口消息面利多节后市场情绪，高频数据显示当下来看国内经济疫后修复预期难证伪，资金面北上资金加快流入有望带动国内资金入场，同时 A 股市场关键指数相对估值水平合理，节后期指有望延续震荡上行格局。**中长线来看**，我们认为 2023 年 A 股市场核心逻辑在于分子端盈利改善所推动的估值修复，同时分母端在国内流动性维持整体宽松态势而海外流动性持续紧缩预期回落背景下不对估值形成负面制约，那么本轮估值修复行情的高度较大程度上取决于国内经济基本面的复苏强度，预期交易过去之后经济修复成色需要接受市场考验，我们对期指中长线持谨慎乐观观点，不排除阶段性回调风险，中美经济周期难以共振复苏、国内地产周期修复存不确定性同时海外流动性紧缩环境难以趋势性逆转背景下，A 股市场持续上

行空间存在限制。

- **股指期货策略方面：**单边投资者考虑维持低多策略为主，跨品种套利投资者建议阶段性观望，期权投资者考虑牛市看涨价差策略为主，投资者谨慎持仓，及时止盈止损。

**免责声明：**

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

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交易建议，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。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。