

交易咨询资格号：
证监许可[2012]112

股指期货品种
月报

2023 年 5 月 3 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：**展望节后期指，政治局会议增量政策预期阶段性再度落空，节中发布 PMI 数据低于市场预期同时继续反馈经济结构性“冷热不均”格局，国内宏观基本面对权益市场影响较为中性，但是节中海外大类资产整体表现反映出资本市场避险情绪环比抬升，其中关键性影响因素在于美国地区性银行流动性风险持续发酵、美国技术性违约风险暴露窗口临近以及美联储近月持续加息预期仍处高位，海外风险偏好联动对 A 股权益市场影响偏空。整体来看，节前一周 A 股市场快速回落之后资金面情绪修复本就尚未完成且最新政治局会议没有给到更多利好消息支撑，同时节中海外市场波动利空权益市场风险偏好，我们认为节后短线来看期指不排除阶段性回调风险，建议投资者谨慎防御对待为主。中长线来看，国内经济复苏趋势性仍在，同时国内流动性宽松格局并未发生转变，而海外金融风险事件导致美联储加息路径预期更具确定性背景下美债收益率大概率已经完成二次触顶进程，北上资金积极流入态势有望持续，我们对期指中长线持谨慎乐观观点，持续关注指数低位战略配置价值。
- **股指期货策略方面，**短线单边观望为主，长线寻求低多进场机会，套利策略建议关注多 IF/IH 空 IM，投资者谨慎持仓，及时止盈止损。
- **风险提示：**中美关系超预期紧张 二次疫情冲击 海外银行流动性风险超预期

中泰期货研究所



中泰期货服务号



美联储如期再度加息，月内期指关注低多入场机会

——2023 年 5 月股指期货月报

一、股指现货市场行情

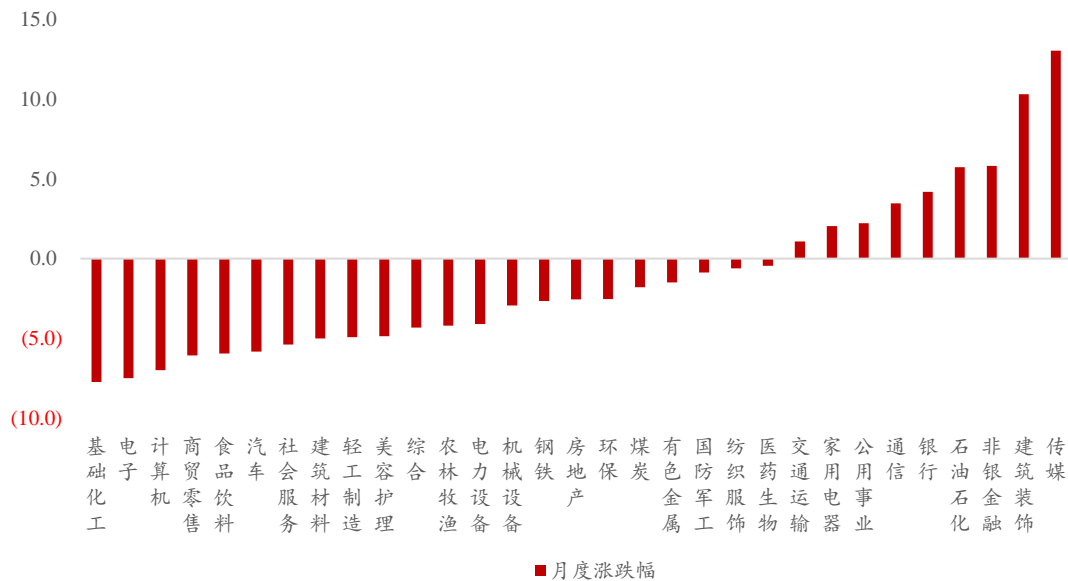
- **行情回顾：**月度来看，A 股市场各关键性指数整体呈现先扬后抑走势，行情颇为动荡，以上证综指为例，月内其在 4 月 18 日盘中创年内高点 3396.17 但是之后就开始了为其五天的持续快速调整且期间最深调整位置接近 3200 点，资金面市场情绪伴随行情演绎波动同样较大，关键性股指月内经历了升波到降波的切换过程。**结构上**，从涨跌幅来看大盘指数较小盘指数更为占优，可以看到期指对应四大现货标的指数中上证 50 指数月度收涨、沪深 300 小幅收跌而中证 500 以及 1000 指数跌幅较大。但是客观来看板块景气度层面 AI+ 相关概念仍然明显受资金追捧，只是月中受外盘利空消息刺激以及财报不及预期带来的结构性行情集中调整过程中价值韧性更为突出一些。**驱动因素层面**主要包括四个方面：首先，4 月上中旬 A 股市场反弹过程并未带动资金面全面回暖，存量市背景下资金极端抱团 AI+ 相关概念，个别交易日相关概念成交占比一度超过 30%；其次，极端结构市背景下西方国家纷纷表态监管 AI 生态、国内专家提醒二次疫情风险以及美国总统公开场合表示限制对华科技相关行业投资等多重消息影响下前期抱团资金开始超卖并使得市场风险偏好骤降，进而触发了 4 月份最为集中的回调过程；再次，驱动年内 A 股市场的核心宏观逻辑在于国内经济复苏预期以及海外流动性紧缩过顶预期，当下国内经济复苏高度预期调降而海外逻辑尚处验证过程中，整体来看两个方面的宏观逻辑并未证伪，同时国内流动性充裕背景下权益资产风险溢价尚处高位，A 股市场并无系统性风险需要防范；最后，最新政治局会议政策定调保持连续性并无显性增量政策预期，海外五一窗口期内银行业流动性风险仍在发酵同时美国债务上限问题迟迟未果，阶段性海外市场波动对权益风险偏好形成干扰。
- **关键指数层面：**截至 4 月 28 日，上证综指月度上涨 1.54% 报收 3323.27 点、深证成指月度下跌 3.31% 报收 11338.67 点、创业板指月度下跌 3.12% 报收 2324.72 点；上证 50、沪深 300、中证 500 以及中证 1000 指数分别报收 2677.76 点、4029.09 点、6241.24 点和 6723.30 点，月度分别上涨 0.59%、下跌 0.54%、下跌 1.55% 和下跌 2.22%。申万一级 31 个行业月度涨跌互现，其中传媒、建筑装饰、非银金融涨幅靠前，而基础化工、电子、计算机、商贸零售跌幅靠前。
- **量能方面：**月度来看沪深两市整体成交量能保持年内高位水平，日均成交总额维持万亿规模之上，但是成交量能的放大并未带来增量资金入场，当下仍是存量资金市格局。资金方面，沪深两市融资融券余额从 3 月末的 16065.86 亿元增加到 4 月 27 日的 16169.09 亿元，月度增加 103.23 亿元；陆股通累计买入成交净额从 3 月末的 19105.85 亿元减少到 4 月 28 日的 19060.33 亿元，月度净流出 45.53 亿元，可以看出二季度开始北上资金流入节奏持续放缓，但是不同于去年三季度，今年人民币兑美元汇率并未出现大幅贬值，因此影响当下北上资金流入节奏的边际变量不是汇率，更大程度上体现出海外金融风险事件持续发酵背景下的风险偏好调降。

- **估值方面**，A股市场关键指数相对估值状态仍然处于低位，截至4月28日，上证综指PE（TTM）为13.53倍，处于过去5年61.0%分位、过去10年50.3%分位，深证成指PE（TTM）为25.50倍，处于过去5年44.0%分位、过去10年44.2%分位，创业板指PE（TTM）为33.56倍，处于过去5年8.0%分位、过去10年3.9%分位，上证50、沪深300、中证500以及中证1000指数PE（TTM）分别为10.02倍、12.21倍、25.03倍和33.49倍，在过去5年中所处分位数分别为51.0%分位、45.0%分位、62.0%分位和41.0%分位，在过去10年中所处分位数分别为52.1%分位、46.6%分位、31.2%分位和25.7%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	3323.27	1.54	1.92	5.09	6715.61	9367.17
深证成指	399001.SZ	11338.67	3.31	2.50	8.91	8499.42	12271.56
创业板指数	399006.SZ	2324.72	3.12	2.81	10.31	3025.22	5571.11
沪深300指数	000300.SH	4029.09	0.54	1.51	7.16	3141.82	6270.73
上证50指数	000016.SH	2677.76	0.59	1.07	6.40	678.56	1314.02
中证500指数	000905.SH	6241.24	1.55	2.40	9.13	2879.07	3735.10
中证1000指数	000852.SH	6723.30	2.22	3.28	12.04	3432.69	4773.14

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（%）


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)	0.48	金融(风格.中信)	4.45
中游(中信)	-4.22	周期(风格.中信)	-2.96
下游(中信)	-2.86	消费(风格.中信)	-1.93
基础设施及建设(中信)	3.95	成长(风格.中信)	-3.46
TMT(中信)	-2.48	稳定(风格.中信)	6.32

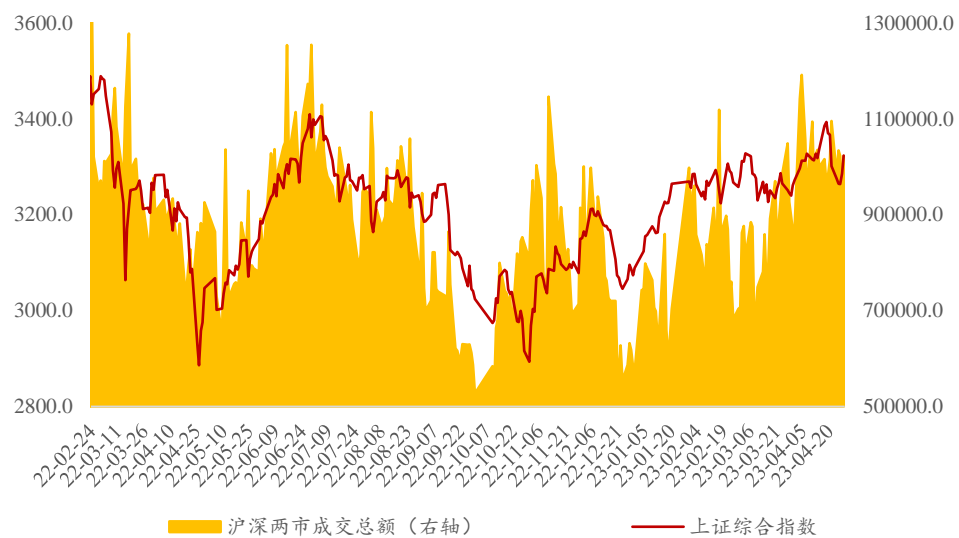
来源：iFind，中泰期货研究所整理

图表 4：上证综指日线图 (点)



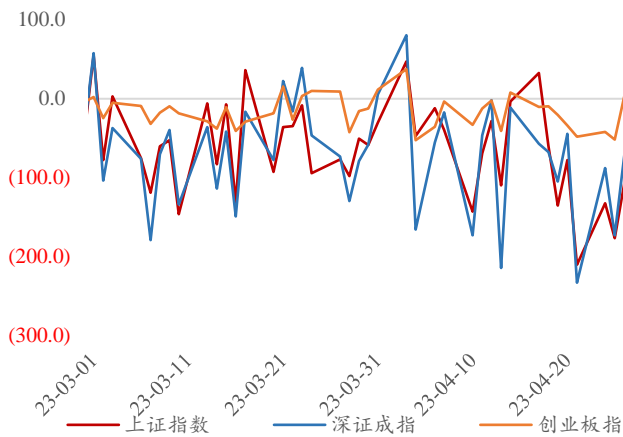
来源：iFind，中泰期货研究所整理

图表 5：上证综指与沪深两市整体成交情况 (单位：点，百万元)



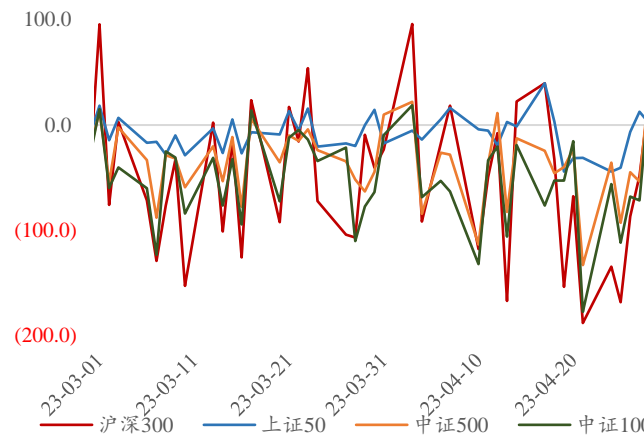
来源：iFind，中泰期货研究所整理

图表 6：各板块资金流入流出（单位：亿元）



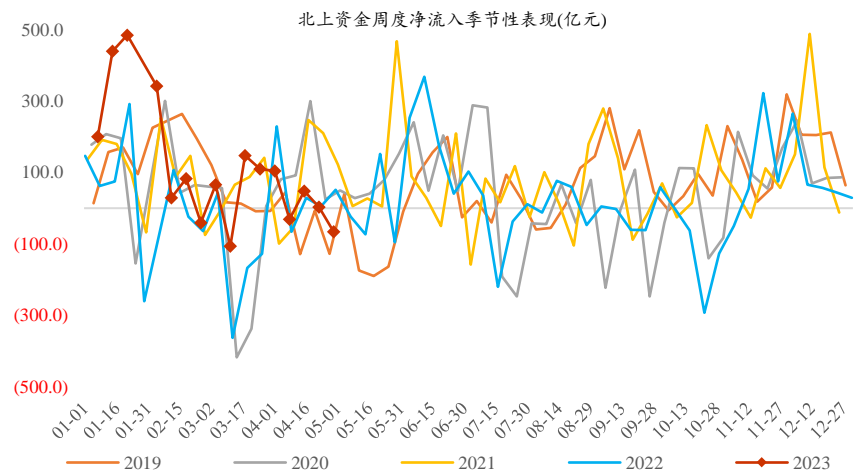
来源：iFind，中泰期货研究所整理

图表 7：四大标的指数资金流入流出（单位：亿元）



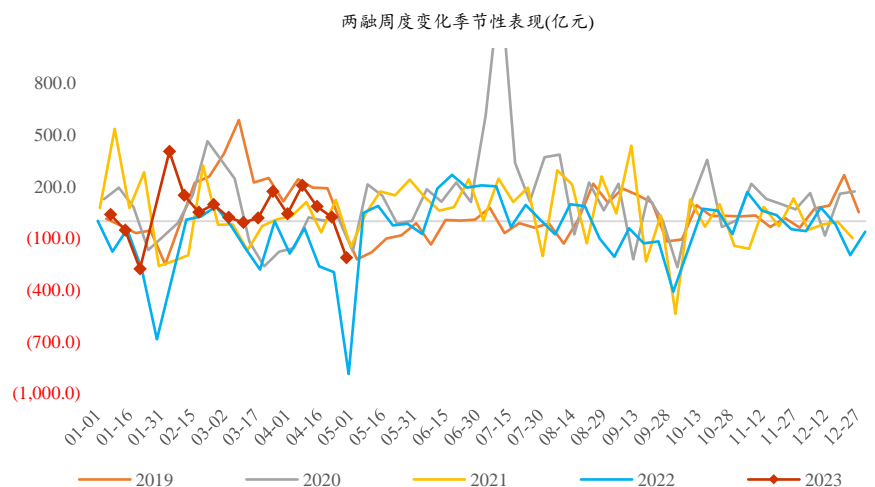
来源：iFind，中泰期货研究所整理

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）



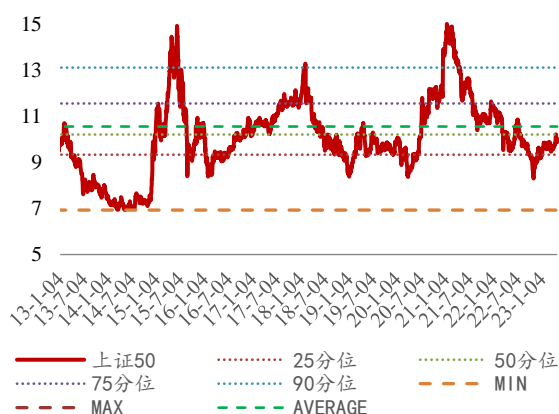
来源：iFind，中泰期货研究所整理

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）



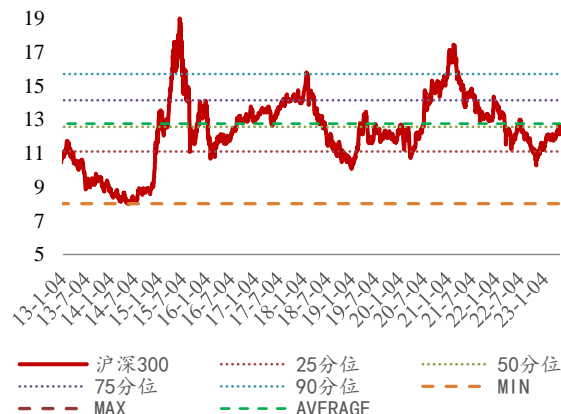
来源：iFind，中泰期货研究所整理

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
钢铁	19.49	100.0%	53.9%	电子	35.92	54.5%	27.9%
房地产	14.36	96.8%	64.4%	石油石化	14.78	52.7%	26.8%
商贸零售	38.46	95.6%	80.0%	纺织服饰	23.93	49.5%	37.0%
传媒	46.90	95.2%	63.1%	食品饮料	33.10	41.8%	64.1%
建筑材料	17.47	90.7%	51.0%	环保	21.06	33.4%	17.0%
美容护理	52.54	86.7%	86.5%	家用电器	14.63	28.4%	30.1%
建筑装饰	11.23	86.0%	53.6%	国防军工	56.23	26.1%	18.1%
计算机	69.41	85.0%	80.6%	交通运输	12.71	16.6%	9.5%
轻工制造	28.30	84.5%	45.2%	基础化工	14.82	15.4%	7.8%
非银金融	17.70	78.9%	63.0%	通信	30.78	15.3%	8.5%
社会服务	109.15	77.3%	88.4%	医药生物	24.44	14.0%	7.1%
公用事业	25.08	76.9%	74.0%	银行	4.93	7.9%	11.6%
机械设备	30.02	67.6%	46.8%	电力设备	23.47	4.6%	2.3%
综合	45.47	65.7%	45.7%	煤炭	6.61	2.7%	1.4%
汽车	29.26	61.2%	79.2%	有色金属	13.65	0.1%	0.0%
农林牧渔	36.94	58.8%	45.0%				

来源：iFind，中泰期货研究所整理

二、股指期货市场行情

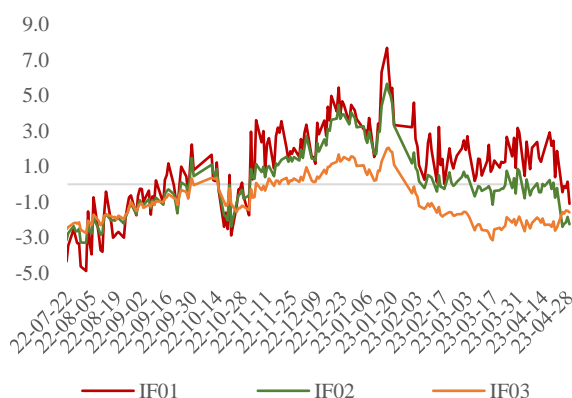
- **股指期货市场：**月度来看，期指对应 4 大现货标的指数当中上证 50 和沪深 300 要强势于中证 500 和中证 1000，其中推动大小盘风格切换的关键性因素包括财报披露利好大盘、海外监管 AI 生态利空小盘等方面，这种风格切换的可持续性仍需观察。对应到期货品种，我们可以看到月内 IH 以及 IF 近月基差要明显较 IC 与 IM 品种更窄。周度来看，截至上周五，沪深 300 股指期货主力合约(2305)周度下跌 0.43%报收 4031.60 点，上证 50 股指期货主力合约周度上涨 0.63%报收 2682.40 点，中证 500 股指期货主力合约周度下跌 0.03%报收 6254.60 点，中证 1000 股指期货主力合约周度下跌 0.60%报收 6738.40 点。

图表 17：股指期货周度行情

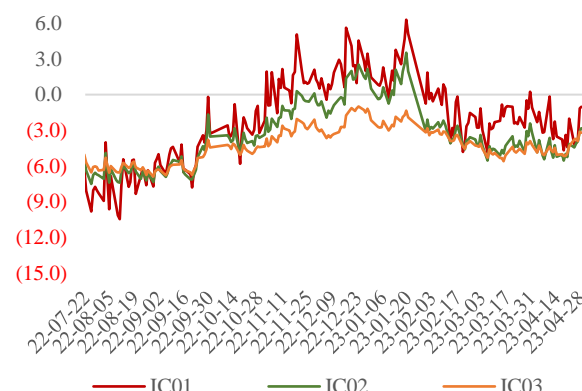
	合约	周收盘	周涨跌	涨跌幅(%)	周成交量(手)	成交量变化	周持仓量(手)	持仓量变化
沪深300期货	IF00.CFE	4031.60	-17.60	-0.43	274761	84396	59817	59817
	IF01.CFE	4023.00	-16.40	-0.41	110198	-29548	91166	26839
	IF02.CFE	3993.80	-9.80	-0.24	34445	-67969	50980	-41364
	IF03.CFE	3988.00	-15.60	-0.39	8975	-23838	3903	-44993
上证50期货	IH00.CFE	2682.40	16.80	0.63	176827	43190	37830	37830
	IH01.CFE	2671.60	11.80	0.44	86557	-1067	51468	8653
	IH02.CFE	2644.00	13.80	0.52	32118	-52117	30888	-23747
	IH03.CFE	2652.00	21.80	0.83	4599	-24540	1198	-29079
中证500期货	IC00.CFE	6254.60	-1.80	-0.03	214022	57851	68773	68773
	IC01.CFE	6232.00	4.00	0.06	94349	-27392	108740	32180
	IC02.CFE	6172.00	14.00	0.23	39597	-40140	90434	-25860
	IC03.CFE	6112.00	-46.00	-0.75	20485	-9158	10069	-80113
中证1000期货	IM00.CFE	6738.40	-40.40	-0.60	180770	67197	48065	48065
	IM01.CFE	6718.80	-27.00	-0.40	84607	396	66726	18984
	IM02.CFE	6653.00	-11.40	-0.17	36865	-24925	46997	-20881
	IM03.CFE	6596.00	-68.40	-1.03	17189	-8926	8125	-39849

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 股指期货当月(2305)、下月(2306)以及随后季月(2309)合约剔除分红后年化贴水率分别为-1.10%、-1.10%和 2.25%；上证 50 股指期货当月(2305)、下月(2306)以及随后季月(2309)剔除分红后年化贴水率分别为-2.97%、-1.69%和 3.24%；中证 500 股指期货当月(2305)、下月(2306)以及随后季月(2309)剔除分红后年化贴水率分别为-3.85%、-1.01%和 2.93%；中证 1000 股指期货当月(2305)、下月(2306)以及随后季月(2309)剔除分红后年化贴水率分别为-4.02%、-0.50%和 2.66%。【正值代表贴水，负值代表升水，与图示相反】

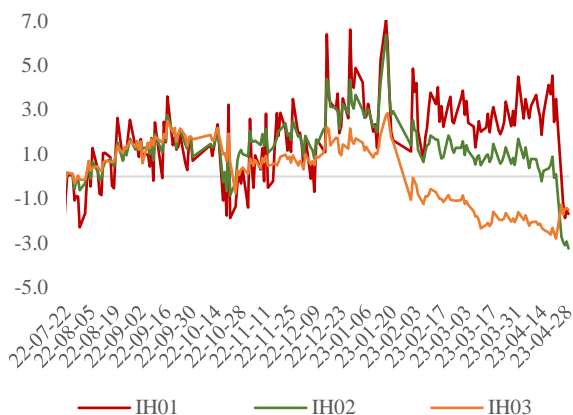
图表 18：IF 合约剔除分红后年化升贴水 (%)


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 (%)


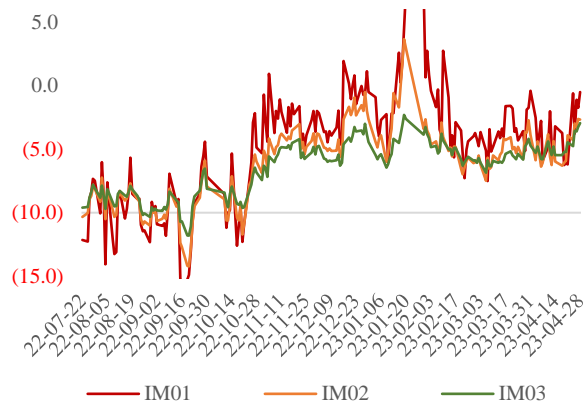
来源：iFind，中泰期货研究所整理

图表 20：IH 合约剔除分红后年化升贴水 (%)



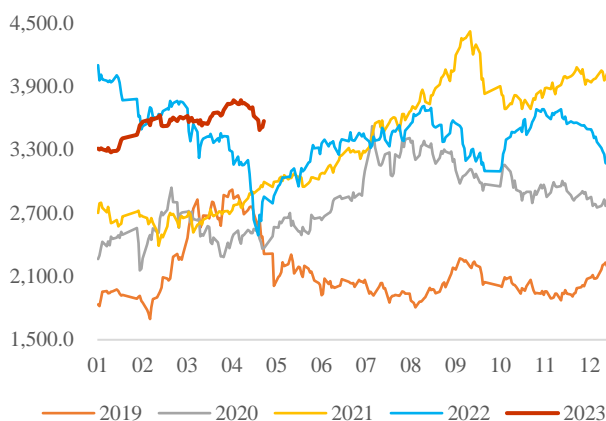
来源：iFind，中泰期货研究所整理

图表 21：IM 合约剔除分红后年化升贴水 (%)



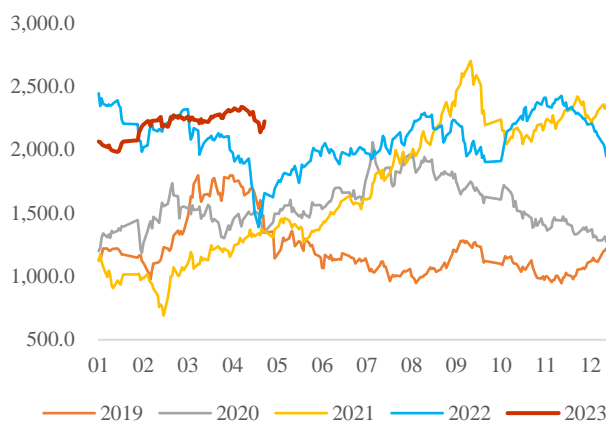
来源：iFind，中泰期货研究所整理

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：疫后经济环比修复最快阶段已过，低基数推动经济同比修复继续加速，增量政策预期阶段性缺位，去年四季度的“弱现实+强预期”开始向“强现实+弱预期”切换，国内经济疫后复苏过程中结构性明显冷热不均，其中关键性短板在于地产投资以及出口下行压力。政策方面，作为两会之后关键性的宏观政策发力窗口，一季度政治局会议并未给出显性增量政策预期，具体来看本次政治局会议对经济形势判断较为客观，指出“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强”，但是宏观政策定位与之前两会以及去年末中央经济工作会议较为一致且未出现明显增量政策预期，同时本次政治局会议重申地产调控长期定位并指出要加强地方政府债务管理且严控新增隐性债务，可以看出本次政治局会议既没有像 2019 年和 2021 年那样出现政策转向，也未像

2020 年和 2022 年那样出现政策加码，对后续国内经济增长预期影响较为中性；**经济强现实层面**，一季度 GDP 实际增速为 4.5%、GDP 名义增速为 5%，其中生产端一季度全国规模以上工业增加值同比增长 3.0%，需求端一季度全国社会消费品零售总额同比增长 5.8%、全国固定资产投资累计完成额同比增长 5.1%（其中地产投资累计同比下降 5.8%、狭义基建累计同比增长 8.8%、制造业投资累计同比增长 7%），三大产业角度来看服务业对季度经济正向贡献最为明显，其中国内消费需求较高斜率释放以及出口超预期韧性很大程度上使得一季度国内经济增速超出之前市场普遍预期，而地产投资累计同比增速小幅下行同时 3 月当月地产投资同比增速显性下行使得市场对后续国内经济复苏可持续性仍存疑虑，当下地产后端销售回暖尚未有效缓解地产资金链条压力，房企拿地意愿低迷，销售到投资的正向循环修复效率不及市场预期。**经济弱预期层面**，面对冷热不均的结构性复苏，市场对国内经济复苏高度预期有所调降，一方面地产投资隐忧以及出口下行压力对实体企业盈利预期形成显性负面冲击并将限制实体扩张意愿，另一方面政治局会议的中性政策定调对国内经济复苏高度预期无法构成强支撑。

- **海外政策面：**当地时间 5 月 2 日起美联储开启为期 2 天的议息会议，最终美联储联邦公开市场委员会(FOMC)一致决定将基准借款利率上调 0.25 个百分点，基本符合之前市场普遍预期。会后声明只是对未来加息的步伐提供了一些明确的信息，但是并没有阐述任何具体信息。该文件省略了之前声明中出现的一句话，即“委员会预计一些额外的政策收紧可能是合适的”，以使美联储实现 2%的通胀目标。同时声明重申美联储“将考虑货币政策的累积收紧、货币政策对经济活动和通胀影响的滞后性，以及经济和金融发展。”此外，美联储主席鲍威尔在周三的新闻发布会上表示，虽然“今天没有做出暂停加息的决定”，但他指出，声明中有关未来政策前景措辞变化是“有意义的”。综合来看，当下美国经济下行压力日渐增大，美国关键性通胀数据趋势性下行状态得以持续，美国就业市场中的显性供需缺口开始收敛，而高利率环境下地区银行流动性风险尚未出清，美联储年内不再加息将是大概率事件，弱美元环境有望持续。
- **指数估值：**四季度以来 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，具备低位配置价值。截至 4 月 28 日，上证综指 PE（TTM）为 13.53 倍，处于过去 5 年 61.0%分位、过去 10 年 50.3%分位，深证成指 PE（TTM）为 25.50 倍，处于过去 5 年 44.0%分位、过去 10 年 44.2%分位，创业板指 PE（TTM）为 33.56 倍，处于过去 5 年 8.0%分位、过去 10 年 3.9%分位，上证 50、沪深 300、中证 500 以及中证 1000 指数 PE（TTM）分别为 10.02 倍、12.21 倍、25.03 倍和 33.49 倍，在过去 5 年中所处分位数分别为 51.0%分位、45.0%分位、62.0%分位和 41.0%分位，在过去 10 年中所处分位数分别为 52.1%分位、46.6%分位、31.2%分位和 25.7%分位。
- **行情研判：**展望节后期指，政治局会议增量政策预期阶段性再度落空，节中发布 PMI 数据低于市场预期同时继续反馈经济结构性“冷热不均”格局，国内宏观基本面对权益市场影响较为中性，但是节中海外大类资产整体表现反映出资本市场避险情绪环比抬升，其中关键性影响因素在

于美国地区性银行流动性风险持续发酵、美国技术性违约风险暴露窗口临近以及美联储近月持续加息预期仍处高位，海外风险偏好联动对 A 股权益市场影响偏空。整体来看，节前一周 A 股市场快速回落之后资金面情绪修复本就尚未完成且最新政治局会议没有给到更多利好消息支撑，同时节中海外市场波动利空权益市场风险偏好，我们认为节后短线来看期指不排除阶段性回调风险，建议投资者谨慎防御对待为主。中长线来看，国内经济复苏趋势性仍在，同时国内流动性宽松格局并未发生转变，而海外金融风险事件导致美联储加息路径预期更具确定性背景下美债收益率大概率已经完成二次触顶进程，北上资金积极流入态势有望持续，我们对期指中长线持谨慎乐观观点，持续关注指数低位战略配置价值。

- **股指期货策略方面，短线单边观望为主，长线寻求低多进场机会，套利策略建议关注多 IF/IH 空 IM，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。