

大小风格极致分化下，股指如何操作？

观点

建议投资者适当关注多 IC 空 IM 跨品种套利策略。对于单边多头策略，可优先关注 IH 或 IF。

核心逻辑

春节长假后“外资搭台，内资唱戏”，北向资金流入速度明显放缓，大盘蓝筹板块上涨势头明显减弱，而前期踏空的内资围绕中小盘加仓布局。大小风格极致分化，截至 2 月 16 日午盘，中证 1000 与中证 500（分别代表小盘指数与中盘指数）价差升至 660 点，而近 5 年最高价差为 890 点，近 5 年价差中枢为 400 左右。

结合历史情况来看，2021 年以来大小期指出现过两波走势大幅分化的情况，分别在 2021 年下半年、2022 年 5 月-8 月，中证 1000 和中证 500 的价差分别上涨了 600 点、880 点。其中，2021 年是在“共同富裕”与“反垄断”主题下，政策重心在于调整经济结构，传统行业、垄断型蓝筹股承压。2022 年 5 月-8 月，杠杆资金“暴雷潮”过去，市场流动性明显恢复，叠加地产项目密集停工拖累银行等大票，中小票反弹力度居前。因此 2021 年以来的两次极端市场风格的形成，主要受益于结构性政策影响和市场流动性驱动。

而从当前的宏观形势来看，恐尚难支持这种分化格局的持续。2023 年是政策以“扩内需”为主基调的一年，促进居民消费意愿的提升或成为政策稳经济的主要抓手，意味着类似于 2021 年的行业收缩性政策推出的概率极小，同时地产、耐用品消费等方面将受到政策端的进一步支持，大金融、大消费占比较高的大盘蓝筹指数的政策风险明显减小。因此我们认为，大小盘走势进一步偏离的空间不大，可适当介入多上证 50 空中证 1000 指数，或多中证 500 空中证 1000 指数策略。考虑到中证 500 与中证 1000 的成分股行业十分类似，区别主要在于市值的大小分布，相关性更高（历史相关性达 90%），套利风险较小；同时 IC 与 IM 期指合约乘数同为 200，仓位配比较为简单，可直接 1:1 配比套利；此外，由于 IC 与 IM 的升贴水结构较为类似，近期远月合约维持年化 5% 左右的小幅贴水状态，IC 与 IM 间的此多彼空之间可同步消除升贴水的影响。

因此综合以上，建议投资者适当关注多 IC 空 IM 跨品种套利策略。需要提醒的是，当前市场风格还未发生明显转变，该策略交易处于左侧交易，注意择时和控制风险。此外，对于单边多头策略，可优先关注 IH 或 IF。

股指·专题报告

2023 年 2 月 16 日 星期四

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑雨婷

从业资格号：F3074875

投资咨询号：Z0017779

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎



一、跨品种价差走势回顾

春节长假后“外资搭台，内资唱戏”，北向资金流入速度明显放缓，大盘蓝筹板块上涨势头明显减弱，沪深300和上证50回调震荡，而前期踏空的内资围绕中小盘加仓布局，中证500和中证1000表现明显较强。截至2月16日午盘，中证1000与中证500价差升至660点，其中近5年最高价差为890点，近5年价差中枢为400左右。

中证1000-中证500



中证1000/上证50



数据来源：Wind

中证500-沪深300



沪深300-上证50



数据来源：Wind

二、期指跨品种套利基础——成分股选取差异

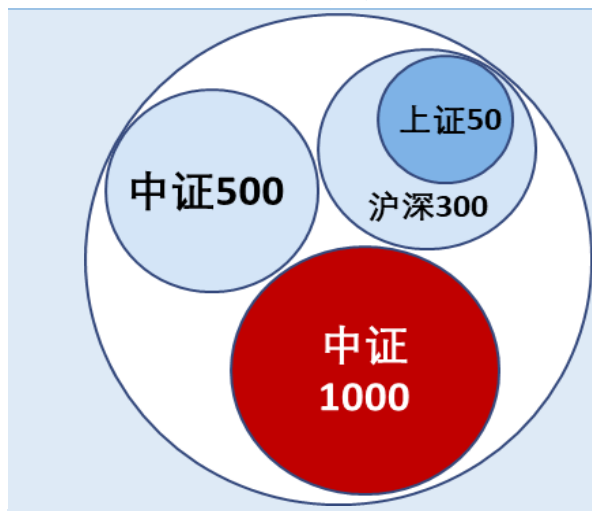
跨品种套利的前提条件是不同品种期货合约在短期内其价差偏离平时正常合理范围时出现的套利机会，此时买入价格偏低品种的期货合约，同时卖出价格偏高品种的期货合约，当未来不同品种的期货合约价差回归正常合理水平时，再通过反向对冲平仓所持有的全部期货合约以获取收益。

目前国内推出的股指期货品种有沪深 300 股指期货、上证 50 股指期货和中证 500 股指期货、中证 1000 股指期货四个品种，掌握不同品种之间历史走势的相关性、指数成分股分布特征等，是进行跨品种套利的基础

指数样本空间选取：从各标的指数的编制方案上来看，一段时间内（最近半年或一年）的日均总市值是最主要的选股指标，因此，市值风格是各标的指数之间最大的区别。根据编制方案，沪深 300、中证 500、中证 1000 三个指数的市值特征是严格从大到小排列的。从 2010 年以来各指数成分股的平均市值来看，基本保持了上证 50 > 沪深 300 > 中证 500 > 中证 1000 的关系。

由于 A 股中的大小市值股票的行业分布较为鲜明，大盘蓝筹股中多分布在大消费、大金融板块，如银行、白酒、保险、家电等，因此沪深 300 和上证 50 在大金融、大消费的行业占比明显较高，而中证 500 和中证 1000 作为中小市值指数的代表，覆盖较多中小制造型、科技型成分股。

指数成分股样本空间划分



指数成分股的市值分布情况对比

	成分股样本	指数市值总和
上证 50	由沪市 A 股中规模大、流动性好的最具代表性的 50 只股票组成	180727 亿元 (自由流通市值占比 35%)
沪深 300	由沪深两市总市值大、流动性好的 300 只股票组成，涵盖了上证 50 全部成分股	480642 亿元 (自由流通市值占比 36%)
中证 500	全部 A 股中剔除沪深 300 指数成分股及总市值排名前 300 名的股票后，总市值排名靠前的 500 只股票组成	123973 亿元 (自由流通市值占比 48%)
中证 1000	全部 A 股中剔除中证 800 指数（沪深 300+中证 500）成分股后，规模偏小且流动性好的 1000 只股票组成	119876 亿元 (自由流通市值占比 50%)

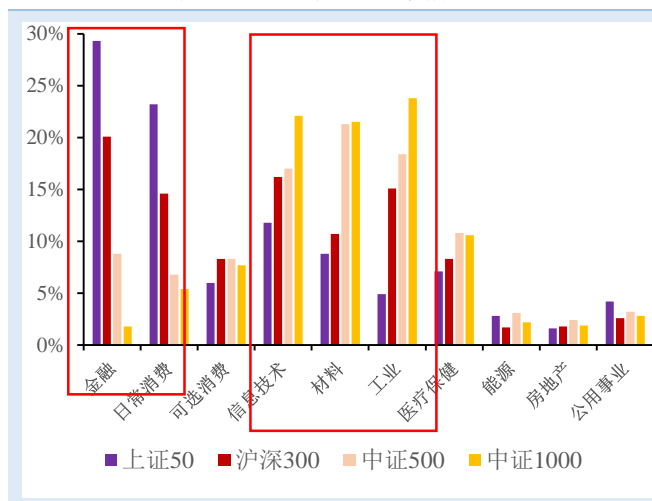
数据来源：Wind

根据统计，期指之间的差异主要体现在成分股的行业和市值分布上。

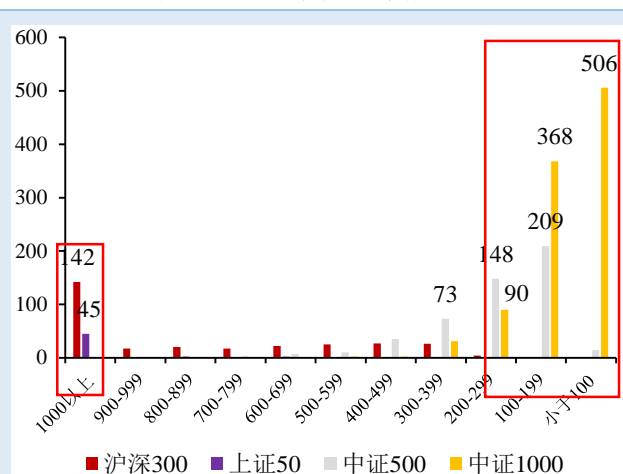
行业分布：沪深 300 和上证 50 成分股主要集中在金融（分别达 20.1%、29.3%）和消费行业（分别为 24.5%、17.8%）；中证 500 成分股主要分布在材料（21.3%）、工业（18.4%）、信息技术（17%）行业；中证 1000 成分股行业分布与中证 500 类似，但金融板块（1.8%）明显更少，工业、信息技术板块明显更多（23.8%、22.1%）。

市值分布：沪深 300 和上证 50 成分股市值基本为 1000 亿元以上，占比分别为 47%、90%；中证 500 成分股主要为中小市值的股票，71%的成分股市值在 100-300 亿元间。中证 1000 成分股主要为小市值股票，50%以上的市值小于 100 亿元，87%的成分股市值小于 200 亿元。

指数成分股的行业分布情况对比



指数成分股的市值分布情况对比



数据来源：Wind

三、复盘 2021 年以来大小期指走势分化的情形

2021 年以来大小期指出现过两波走势大幅分化的情况，分别在 2021 年下半年，以及 2022 年 5 月-8 月，中证 1000 和中证 500 的价差分别上涨了 600 点、880 点。

2021 年正值国内疫情形势优先于海外得到控制，经济步入正常轨道，政策回归常态化。“共同富裕”与“反垄断”成为 2021 年政策主题，调结构、促经济高质量发展为政策重心，地产、教培、互联网、白酒等传统或垄断型板块持续承压，而解决国家卡脖子问题的新能源、科技、高端制造等行业持续受到政策倾斜。在此期间大盘蓝筹股表现低迷，新兴成长板块表现强势，中证 1000 与上证 50 价差、中证 1000 与中证 500 持续拉升。

2022 年 3、4 月长三角地区疫情形势严峻，大面积封控使得国内经济受到重挫，风险资产价格下挫，杠杆资金大面积“暴雷”，市场流动性陷入枯竭困境。而 4 月中下旬开始，上海疫情得到良好控制，当日新增确诊人数触顶回落，长三角地区逐步进行解封工作，市场风险偏好大幅回暖，受益于市场流动性的改善，前期跌幅较大的中小盘反弹力度较强；进入 7 月，地产行业负面传闻影响市场，多家房企融资受阻、地产项目密集停工，使得地产、银行等金融板块持续受到压制；同时，中金所逐步落实中证 1000 指数期货的上市工作，中小票市场受到政策的持续关注，大小票走势极致分化，其中中证 1000 与中证 500 价差达到近 5 年高点（890 点）。

由此可见，2021 年以来的两次极端市场风格的形成，主要受益于结构性政策影响和市场流动性驱动。而从当前的宏观形势来看，恐尚难支持这种分化格局的持续。一方面，2023 年是政策以“扩内需”为主基调的一年，促进居民消费意愿的提升或成为政策稳经济的主要抓手，意味着类似于 2021 年的行业收缩性政策推出的概率极小，同时地产、耐用品消费等方面将受到政策端的进一步支持，大金融、大消费占比较高的大盘蓝筹指数（沪深 300、上证 50）的政策风险明显减小。另一方面，结合央行四季度货币政策报告例会，年内央行货币政策或延续“精准有力”和信贷投放的“有效增长”的基调，操作上以结构性货币政策工具发力为主，总量层面的货币政策延续“精准调控”风格，将根据经济复苏的实际情况相机放松，总量流动性的释放将偏审慎，形成由流动性驱动的中小盘行情概率相对较小。

中证 1000 与上证 50 价差走势



数据来源：wind

四、股指期货投资策略分析

结合上文，我们认为从今年的政策导向和流动性环境来看，大小盘走势进一步偏离的空间不大，可适当介入多上证 50 空中证 1000 指数，或多中证 500 空中证 1000 指数策略。考虑到中证 500 与中证 1000 的成分股行业十分类似，区别主要在于市值的大小分布，相关性更高（历史相关性达 90%），套利风险较小；同时 IC 与 IM 期指合约乘数同为 200，仓位配比较为简单，可直接 1:1 配比套利。此外，由于 IC 与 IM 的升贴水结构较为类似，近期远月合约维持年化 5%左右的小幅贴水状态，IC 与 IM 间的此多彼空之间可同步消除升贴水的影响。

因此综合以上，建议投资者适当关注多 IC 空 IM 跨品种套利策略。需要提醒的是，当前市场风格还未发生明显转变，该策略交易处于左侧交易，注意择时和控制风险。此外，对于单边多头策略，可优先关注 IH 或 IF。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎