

股指期货年报:

凛冬终尽，静待春来

摘要:

海外方面，美国通胀拐点已现，美联储加息路径预计放缓，但预计后续还将加息 75 个基点，2023 年利率将保持高位。俄乌冲突和全球紧缩政策制约了美欧经济景气周期的扩张，未来几个季度全球经济陷入温和衰退的可能性依然存在。

国内方面，2022 年国内经济增速放缓，内外环境对经济平稳运行的压力加大，地产和出口两大增长引擎的先后降速成为经济增长两阶段放缓的压力。随着政策基调不断释放积极信号，市场进入政策加码、经济回暖的宏观环境中，经济增长有赖于内生动力恢复，2023 年中国经济运行有望总体回升。

期指方面，市场热点切换频繁，风格轮动速度加快。11 月以来，金融支持房地产市场的政策密集出台、稳增长政策接续发力，以及疫情防控措施优化等利好消息改善风险偏好，后续有望迎来反弹估值修复。

基差方面，在稳增长平稳过渡的市场环境下，我们预计期指升贴水在分红季节性的框架中，仍将维持区间震荡的状态，震荡区间或较 2022 年有所收窄，但可能仍高于此前两年较为稳定的时期。IC、IM 依然承担中小盘风格主要的套保功能，预计其当季与下季合约维持高贴水的状态。

投资策略:

展望 2023 年，A 股指数的估值修复或成为中长期的逻辑主线，外部冲击、政策预期、疫情扰动仍是短期影响因素。在经历一季度政策落实以及疫情影响消退后，二季度国内经济有望加快修复，基本面将迎来数据的实质性改善。风格表现上，经济复苏期大盘价值占优，在房地产“三支箭”、“降准”等政策面的推动下，地产行业带领价值板块迎来长期价值修复，可重点关注指数估值修复进程，把握 IH、IF 的配置机会。

风险提示:

宏观经济超预期下行、海外黑天鹅事件、历史统计失效、模型误设风险等。

股指期货年报

作者姓名: 刘超

邮箱: liuchaoqh@csc.com.cn

电话: 023-86769757

期货投资咨询从业证书号: Z0012924

研究助理: 孟庆姝

期货从业资格证书号: F03108218

电话: 021-50613529

发布日期: 2022 年 12 月 30 日

目录

一、 市场基本面	3
(一) 海外宏观	3
1. 美国通胀拐点已现，美联储加息路径预计放缓	3
2. 加息周期下全球面临经济衰退风险，A 股韧性凸显	4
(二) 国内宏观	6
1. 经济基本面承压，稳增长政策接续发力	6
2. 中央经济工作会议定调提振信心，2023 年经济运行有望总体回升	9
二、 股指期货市场情况	11
(一) 行情回顾	11
1. 2022 年 A 股核心变量—风险偏好	11
2. 期指比价：市场热点切换频繁，风格轮动速度加快	12
(二) 指数估值	13
(三) 资金情况	14
1. 公募基金规模增速放缓，市场信心修复仍需时间	14
2. 2022 年外资净流入仅 910 亿元，不足上一年度的四分之一	14
3. 两融规模大幅缩水，杠杆资金情绪较为谨慎	15
(四) 期指市场风格展望	16
三、 股指期货基差特征及展望	17
(一) 2022 年股指期货基差走势概览	17
(二) 股指期货年化贴水率特征	18
(三) 股指期货基差的影响因素分析	19
1. A 股分红对基差季节性的影响	19
2. 套保需求对基差长期趋势的影响	21
3. 市场情绪对基差短期波动的影响	23
(四) 股指期货基差展望	24
四、 投资策略	24

图表目录

图表 1：美国联邦基金利率走势	3
图表 2：美国 CPI&PPI	3
图表 3：12 月美联储点阵图	4
图表 4：11 月美国制造业 PMI 创 2022 年以来新低	5
图表 5：欧元区 PMI 连续六个月低于荣枯线	5
图表 6：GDP 增速明显放缓	6
图表 7：第三产业上涨乏力	6
图表 8：PMI 持续走弱	6
图表 9：PPI 多月萎靡下滑	6
图表 10：DR007 偏离度	8
图表 11：2021 年与 2022 年中央经济工作会议内容比较	9
图表 12：国内进出口金额与贸易差额（亿美元）	10
图表 13：2022 年 A 股走势与主要交易逻辑	11
图表 14：IC/IH 比价	13
图表 15：IM/IH 比价	13
图表 16：四大指数市盈率	13
图表 17：公募与私募基金资产规模预测	14
图表 18：北向资金每年维持净流入	15
图表 19：北向资金连续 7 周净买入	15
图表 20：融资余额	16
图表 21：融券余额	16
图表 22：2022 年股指期货基差走势	17
图表 23：股指期货当季连续合约年化贴水率走势	18
图表 24：股指期货年化贴水率统计	18
图表 25：指数分红点数分布	20
图表 26：上证 50、沪深 300、中证 500 股指期货 2209 合约基差和修正基差	21
图表 27：朝阳永续私募股票多空策略和股票中性策略收益指数	22
图表 28：私募中性策略产品发行数量	22
图表 29：四大期指持仓额占比	22
图表 30：股指期货基差趋势项与机构持仓	23
图表 31：股指期货基差短期波动	23

一、市场基本面

(一) 海外宏观

1. 美国通胀拐点已现，美联储加息路径预计放缓

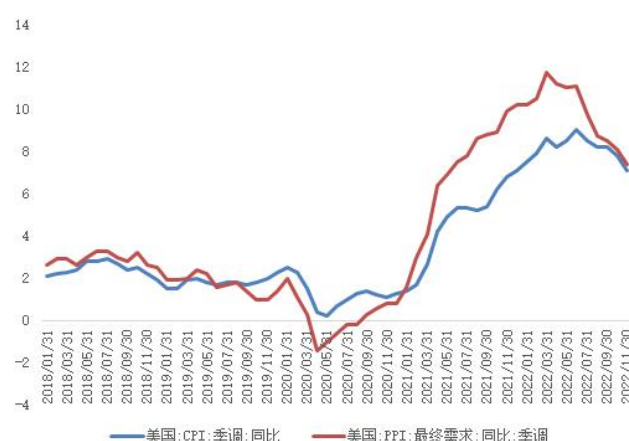
回顾自上世纪 80 年代开始，美联储共经历了 6 轮明显的加息周期，分别为 1983 年至 1984 年、1988 年-1989 年、1994 年-1995 年，1999 年-2000 年、2004 年至 2006 年和 2015 年至 2018 年。从历史上看，美联储加息的周期有渐进性和持续性的特点，每一轮加息周期的持续时间保持 1-3 年左右，而一轮加息周期内的累计加息平均次数超过 10 次。2022 年 3 月，美联储启动本轮加息。在连续四次加息 75 个基点后，2022 年 12 月 FOMC 将加息幅度放缓至 50 个基点，联邦基金利率区间由此上调至 4.25%-4.50%。

美国劳工部公布了 11 月消费者价格指数 (CPI) 环比增长 0.1%，同比上涨 7.1%。CPI 同比增幅在今年 6 月达到 9.1% 的峰值后，连续第 5 个月走低，被认为是美国通胀正稳步放缓“迄今为止最有力的证据”。目前美联储官方态度是加息节奏会放缓，但仍致力于恢复 2% 的通胀目标，最终加息幅度可能高于此前市场预期。点阵图显示明年终端利率预期从 9 月的 4.6% 上调至 5.1%，这意味着后续可能还将加息 75 个基点，预计 2023 年利率将保持高位，不会降息。

图表 1：美国联邦基金利率走势

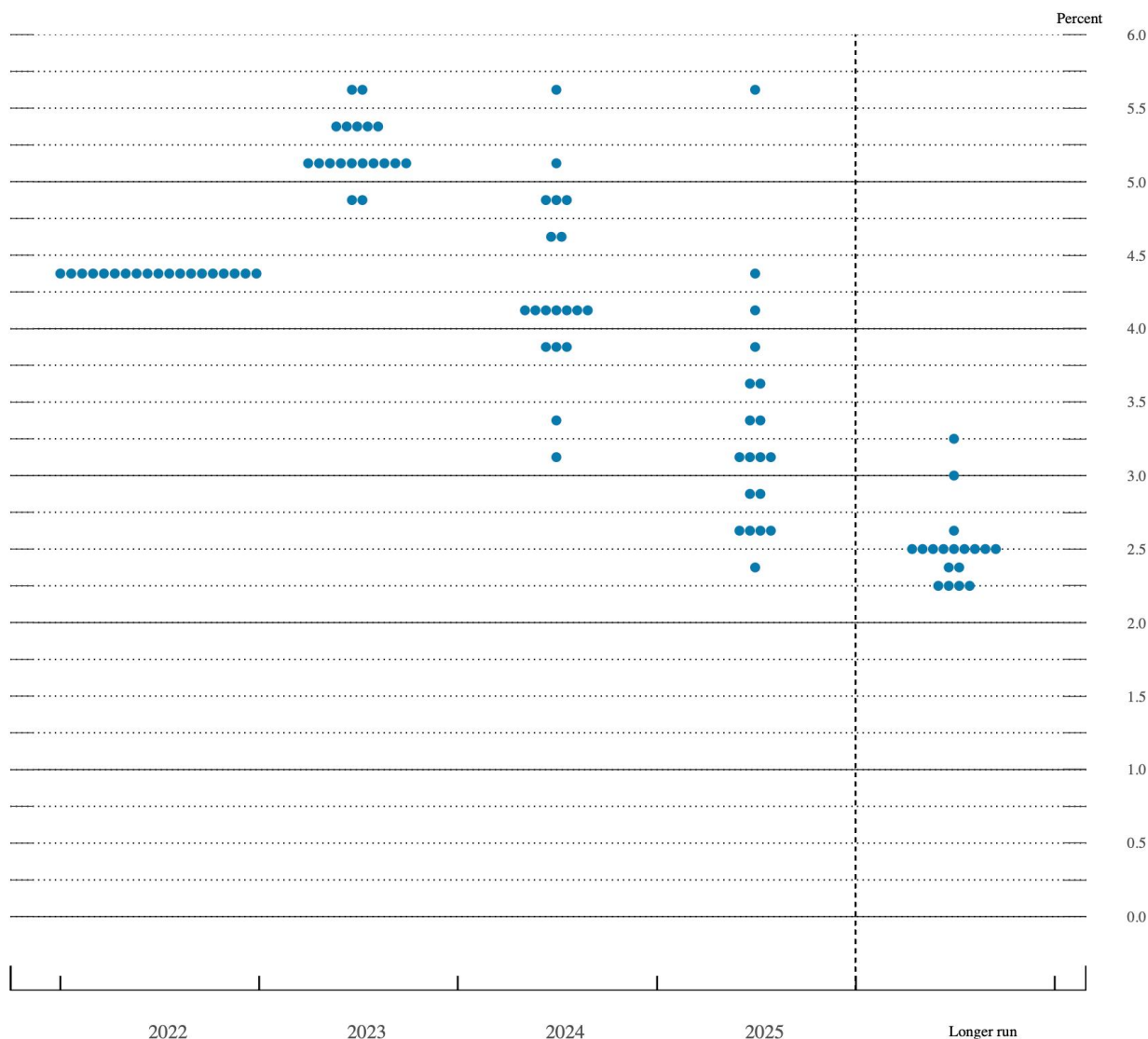


图表 2：美国 CPI&PPI



数据来源：TRADING ECONOMICS、Wind、中信建投期货

图表 3: 12 月美联储点阵图



数据来源: 美联储、中信建投期货

2. 加息周期下全球面临经济衰退风险, A 股韧性凸显

回顾 2022 年, 尽管新冠疫情对经济边际影响持续减弱, 但俄乌冲突和全球紧缩政策制约了美欧经济的反弹动力。美国疫情后就业市场稳步复苏, 但供给侧冲击带来大宗商品价格飙升, 对供应链造成持续压力。高通胀之下民众对收入和消费预期下降, 部分投资者担忧出现上世纪 70 年代类似的“滞胀”情况。美国制造业和服务业 PMI 呈现下滑的走势, 11 月 ISM 制造业 PMI 降至荣枯线以下, 创 2022 年以来新低。

欧洲经济则更加受制于俄乌冲突的直接冲击，特别是面临能源危机、粮食短缺等问题，经济衰退风险更严峻。欧元区 PMI 2022 年持续下滑，已连续六个月低于荣枯线，拖累整体经济下滑。欧洲央行行长拉加德也表示，今年第四季度和明年第一季度，欧元区可能会出现衰退。我们认为，持续的紧缩货币政策打压经济景气周期的扩张，未来几个季度全球经济陷入温和衰退的可能性依然存在。

图表 4：11 月美国制造业 PMI 创 2022 年以来新低



图表 5：欧元区 PMI 连续六个月低于荣枯线



数据来源：Wind、中信建投期货

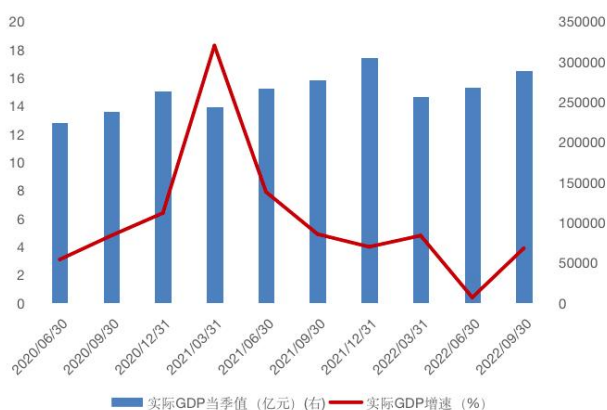
对于 A 股而言，疫情以来我国货币政策独立性凸显。同时经济基本上我国经济韧性明显强于大部分新兴市场国家，所以对于未来货币紧缩周期到来的节点，我们认为我国货币政策主要服务于国内经济周期，面对国内经济增速放缓的趋势，跟随海外加息概率不大，若央行营造中性偏松的货币金融环境，A 股倾向于走出独立行情，外部环境变化很难成为中长期核心矛盾。

(二) 国内宏观

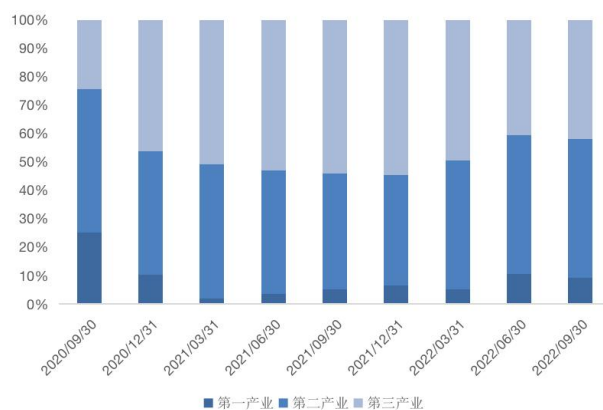
1. 经济基本面承压，稳增长政策接续发力

今年以来，中国的宏观经济面临较大的挑战。从国际来看新冠肺炎疫情和俄乌冲突持续扰动经济修复节奏，地缘政治持续恶化，出口承压不断加强。从国内来看，我国经济出现了较大幅度下滑，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然对经济造成持续影响，企业投资信心不足，居民消费能力下降，就业压力凸显。

图表 6: GDP 增速明显放缓

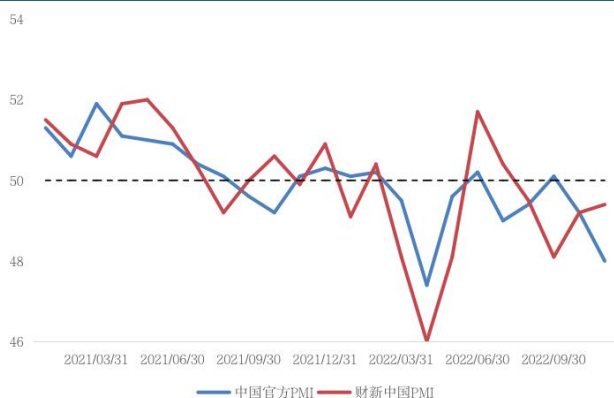


图表 7: 第三产业上涨乏力

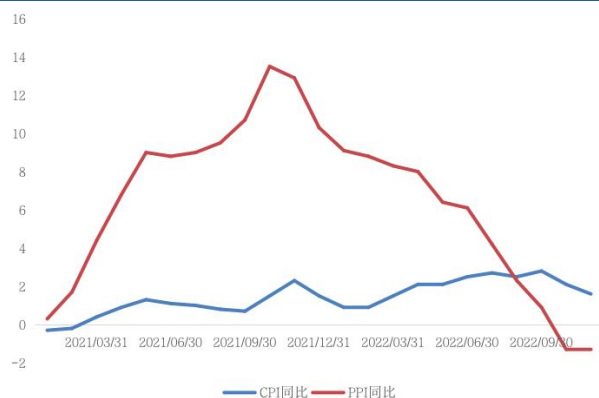


数据来源: Wind、中信建投期货

图表 8: PMI 持续走弱



图表 9: PPI 多月萎靡下滑



数据来源: Wind、中信建投期货

针对下行压力,决策层已出台了多项宏观调控政策。5月23日国常会进一步宣布实施一揽子针对性强、有力有效的区间调控举措,内容涉及6方面33项措施。随后5月25日,国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议。会议要求,确保中央经济工作会议和政府工作报告确定的政策上半年基本实施完成,国务院常务会确定的稳经济一揽子政策5月底前都要出台实施细则。宏观政策层面,预计财政政策的重心将落在留抵退税、保主体保就业保民生和基建投资;货币政策将保障短期流动性宽松无虞,主要依靠结构性工具发力。随着6月全国各地疫情陆续平复和复工复产稳步推进,中国经济全面复苏的节奏已在5月的各项数据中有所印证。而进入下半年,全国多地疫情频发限制经济修复动能,二十大以来国务院疫情联防联控机制逐步优化疫情防控政策,包括11月11日“疫情防控二十条”、12月7日“疫情防控新十条”、12月26日对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”的总体方案。从海外经验来看,防疫优化的短期冲击有限,等待国内渡过疫情感染高峰后,生产和消费动能将有望恢复并带来经济基本面的实质性修复。

地产政策方面,央行、银保监会三季度初发布通知,决定阶段性调整差别化住房信贷政策:对于今年6-8月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市,可自主决定在2022年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。此外,央行下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点,5年以下(含5年)和5年以上利率分别调整为2.6%和3.1%。同日,财政部、税务总局明确,在2023年年底之前,符合条件的纳税人出售自有住房后并在1年内重新购房,对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。央行货币政策委员会对稳增长政策的表态、以及地产方面连续两日出现三重利好,都标志着政策力度有所加强。11月,在金融十六条发布之后,房地产支持政策可谓密集出台,房企融资“三支箭”齐发。其中所谓的“第一支箭”,是指的“信贷支持”政策落地。2022年11月23日,中国人民银行、银保监会发出《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展的通知》,被称为“金融16条”。国有六大行落实“金融16条”,向优质房企提供万亿级授信额度;所谓的“第二支箭”指“债券融资支持”政策落地。支持民营房企发债融资,预计额度2500亿元;“第三支箭”指“股权融资支持”政策落地。证监会11月28日晚发文,决定在股权融资方面调整优化5项措施,并自即日起施行。具体内容包括:一是恢复涉房上市公司并购重组及配套融资。二是恢复上市房企和涉房上市公司再融资。三是调整完善房地产企业境外市场上市政策(H股与A股政策保持一致)。四是进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用。五是积极发挥私募股权投资基金作用。随着政策的不断落实,地产板块出现复苏向好的迹象,有利于缓解地产对经济增长形成的制约,是让经济实现稳增长的重要所在。

图表 10: DR007 偏离度



数据来源: Wind、中信建投期货

货币政策方面,在经济企稳回暖之前,货币政策易松难紧,宽信用是 2022 年重要特征,而宽信用需要较为宽松的货币政策环境予以配合。2022 年一季度货币政策执行报告强调,坚持不搞“大水漫灌”,发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能,保持流动性合理充裕,增强信贷总量增长的稳定性,引导金融机构合理投放贷款,适时增加支农支小再贷款额度,用好普惠小微贷款支持工具、科技创新再贷款和普惠养老专项再贷款,抓实碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款运用,着力稳定银行负债成本,推动降低企业综合融资成本,密切关注物价走势变化,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定,以我为主兼顾内外平衡。三季度央行货币政策委员会再度明确了稳增长的重要性:要加大稳健货币政策实施力度,重点发力支持基础设施建设;强化对重点领域、薄弱环节和受疫情影响行业的支持;推动降低个人消费信贷成本;优化大宗消费品和社会服务领域消费金融服务,继续加大对企业稳岗扩岗和重点群体创业就业的金融支持力度;推动“保交楼”专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度,引导商业银行提供配套融资支持,促进房地产市场平稳健康发展。12 月央行 MLF 操作放量续作净投放 1500 亿元,是继 12 月 5 日降准资金落地以来的再一次资金投放支持。在当前经济压力和外部不确定性冲击下,流动性难以大幅收紧,资金利率处于偏低状态,流动性合理充裕。现阶段 DR007 依然位于 7 天逆回购利率下方,而偏离度较低说明资金面流动性宽松,中期利好股指。

2. 中央经济工作会议定调提振信心，2023 年经济运行有望总体回升

2022 年 12 月召开的中央经济工作会议释放强烈稳增长信号。会议指出，当前我国经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，外部环境动荡不安，给我国经济带来的影响加深。但要看到，我国经济韧性强、潜力大、活力足，各项政策效果持续显现，明年经济运行有望总体回升。要坚定做好经济工作的信心。

图表 11：2021 年与 2022 年中央经济工作会议内容比较

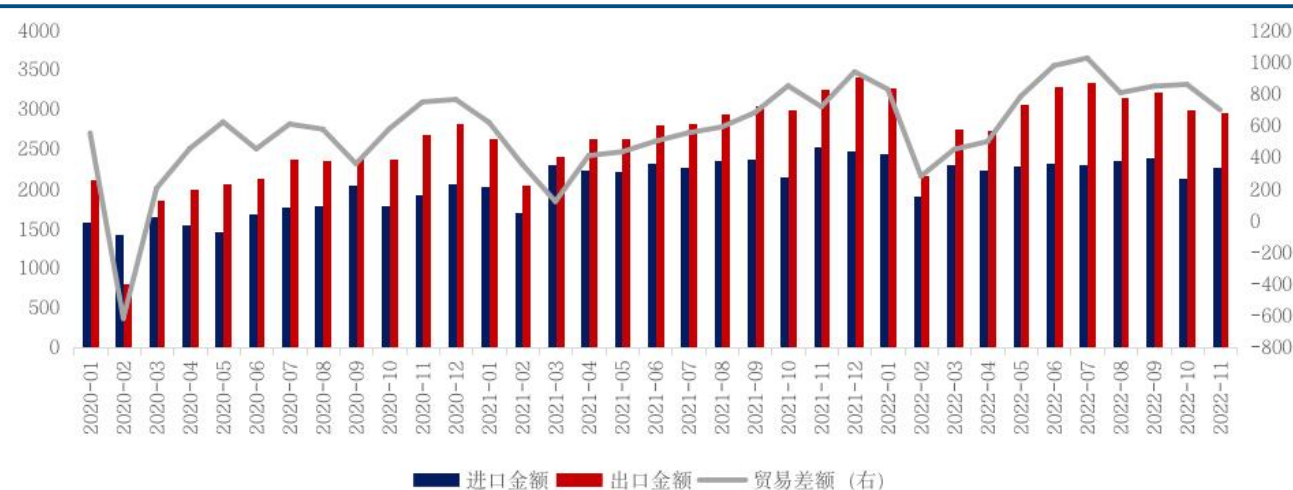
要点	2022 年 12 月（坚持稳字当头，稳中求进）	2021 年 12 月
财政政策	积极的财政政策要 加力提效 ，保持必要的财政支出强度。	保证财政支出强度，加快支出进度
货币政策	稳健的货币政策要 精准有力 ，要保持流动性合理充裕。	稳健的货币政策要灵活适度，要保持流动性合理充裕
产业政策	发展和安全并举，推动“科技－产业－金融”良性循环。	启动产业基础再造工程项目，激发涌现“专精特新”企业
社会政策	落实落细就业优先政策，把促进青年特别是高校毕业生就业工作摆在更加突出的位置，适时实施渐进式延迟法定退休年龄政策。	保就业保民生保市场主体
科技政策	聚焦自立自强，提高人才自主培养质量和能力，加快引进高端人才。	共同富裕，先做“蛋糕”再分“蛋糕”
改革开放政策	更大力度吸引和利用外资 ，推进高水平对外开放，扩大市场准入，加大现代服务业领域开放力度。	扩大高水平对外开放，推动重大外资项目加快落地。推动共建“一带一路”高质量发展。
区域政策	全面推进乡村振兴， 坚决防止出现规模性返贫 。深入实施区域重大战略和区域协调发展战略。	深入实施区域重大战略和区域协调发展战略，全面推进乡村振兴
消费	更好统筹供给侧结构性改革和扩大内需，把 恢复和扩大消费摆在优先位置	—
房地产	扎实做好 保交楼、保民生、保稳定 各项工作，坚持“房住不炒”	支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策
双碳	推动经济社会发展绿色转型，协同推进降碳、减污、扩绿、增长。	传统能源逐步退出要建立在新能源安全可靠的替代基础上

来源：新华社、中信建投期货整理

会议将“扩大内需”放在五大任务之首，要把恢复和扩大消费摆在优先位置。增强消费能力，改善消

费条件，创新消费场景。展望 2023 年，国际地缘政治动荡加剧，全球经济增长存在巨大不确定性，海外需求的减弱对我国出口构成压力，国家海关总署公布数据显示，我国进出口数据延续了 10 月以来双双下降的趋势，11 月出口增速加快下滑至-8.7%，可以预计我国出口将面临长期的下行风险。因此，明年经济工作需要将扩大内需摆在优先位置来考虑。从具体消费内容来看，会议强调要“多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费”。

图表 12：国内进出口金额与贸易差额（亿美元）



数据来源：海关总署、中信建投期货

相较于 7 月 28 日政治局会议，本次会议多次强调“加力”，主要体现在“积极的财政政策要加力提效”，“稳健的货币政策要精准有力”，“引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度”。财政政策工具上，本次会议提到赤字、专项债、贴息等工具，并提出在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。加大中央对地方的转移支付力度。明年财政政策工作重点在于做好基层“三保”工作，保基本民生、保工资、保运转，切实维护经济基本盘。货币政策方面，表述由“灵活适度”改为“精准有力”，我们预计 2023 年货币政策力度将会加大，降准、降息等总量政策仍有空间，保持流动性宽裕，推动市场利率水平进一步下行，企业融资成本进一步下降。

总体来看，2022 年国内经济增速放缓，内外环境对经济平稳运行的压力加大，地产和出口两大增长引擎的先后降速成为经济增长两阶段放缓的压力。随着政策基调不断释放积极信号，市场进入政策加码、经济回暖的宏观环境中，经济增长有赖于内生动力恢复，2023 年中国经济运行有望总体回升。

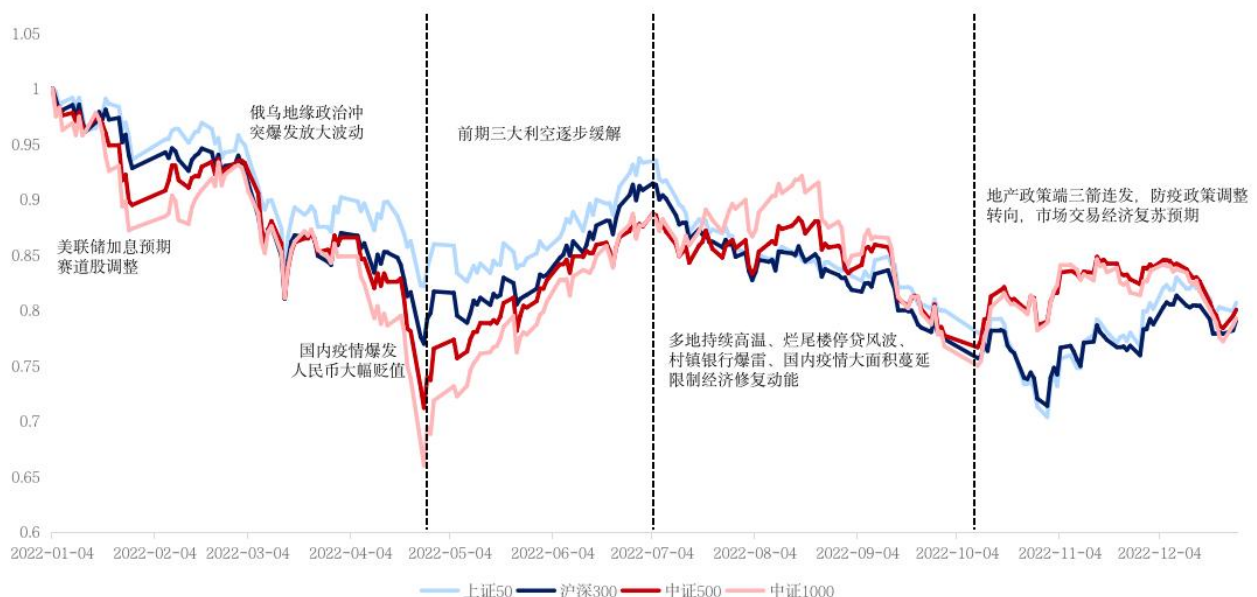
二、股指期货市场情况

(一) 行情回顾

1. 2022 年 A 股核心变量—风险偏好

回顾 2022 年 A 股市场，一季度俄乌地缘政治冲突爆发，国内多地疫情反复，内外部超预期风险因素叠加，上证指数最低下探到 4 月 27 日的 2863 点。以地产、基建为代表的“稳增长”品种逆势走强，成为对抗股指下跌的重要力量。上游涨价驱动与稳增长政策驱动成为一季度行情的主要逻辑，两者兼具的煤炭板块表现突出。申万煤炭指数上半年收获 31.38% 的涨幅，成为上半年唯一录得上涨的一级行业。二季度随着复工复产有序推进，市场逻辑转为景气度驱动。在新能源车渗透率屡超预期的刺激下，新能源产业链上下游集体复苏，带领股指完成反转。但是，成长主线的内部分化还是十分明显的，如电力设备行业上半年跌幅收窄至 5%，而电子、计算机行业上半年跌幅仍超过 20%。在此背后，赛道景气度比较、海外流动性及全球通胀扰动等因素不容忽视。

图表 13：2022 年 A 股走势与主要交易逻辑



数据来源：Wind、中信建投期货

进入下半年，市场主线围绕经济复苏预期与政策边际变化展开。三季度，多地持续高温、村镇银行爆雷、烂尾楼停贷风波、国内疫情大面积蔓延均限制了经济修复动能，PMI 多次位于荣枯线以下。众多风险因素叠加制约 A 股上方反弹空间，年内第一轮修复进程进入尾声，指数出现二次探底。四季度以来，地产政策端“三箭连发”和防疫政策的调整转向利好地产和消费，市场开始交易经济复苏预期，沪指连续 6 周上涨。而 12 月以来，国内疫情处于病例增长高峰期影响出行和消费，弱现实背景下市场担忧情绪在两周的回调过程中集中释放。可以说 2022 年市场风格核心矛盾是围绕风险偏好的变化进行的。

2. 期指比价：市场热点切换频繁，风格轮动速度加快

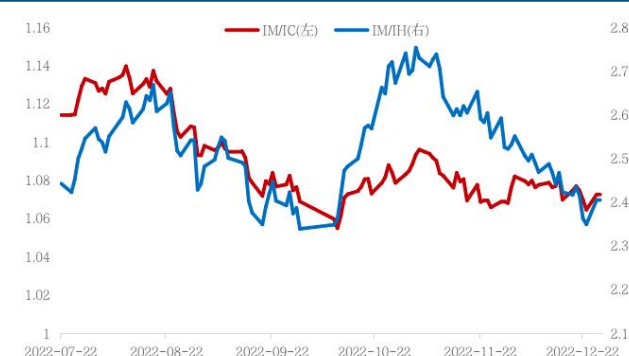
期指方面，2022 年多重宏观因素驱动市场，市场处于较大不确定状态下，交易主线频繁切换主导了期指走势。首先在疫情冲击、通胀冲击、俄乌事件三方面负面因素冲击下，经济前景不确定性陡增，叠加场内如雪球等产品配置盘出现松动，市场方面的反馈也出现恶化，期指经历估值与盈利基本面的双杀，在此阶段避险情绪成为市场主导，上证 50 指数受益于大国企大市值高红利的属性，表现较为抗跌，IC/IH 比价自 2.25 单边下跌至 1.95 左右。随着国内政治局会议继续引导市场风险偏好修复，主要的利空因素没有继续发酵，前期超跌的科创创业板指数表现出了更大的估值弹性，中小盘成长风格领先于大盘价值风格明显反弹，反应的是一些风险偏好更高的资金提前布局市场反弹，IC/IH 比价也自低位 1.95 不断攀升至 2.35 左右的水平。

九月份以后，市场热点切换频繁，风格轮动速度加快。上证 50 和沪深 300 相对抗跌，价值跑赢成长，IF 与 IH 持续处于升水状态。背后是市场对经济和政策放宽的预期，其中地产、基建超额收益主要来自于这段时期。进入十月份，在北向资金持续流出的环境下，价值蓝筹上行受阻，成长板块再度占据上风，IC/IH 比价拉升至 2.51 的年内高位。11 月以来，金融支持房地产市场的政策密集出台、稳增长政策接续发力，以及疫情防控措施优化等利好消息改善风险偏好，地产、消费等板块带动 A 股震荡上行，价值风格再次优于成长风格，IC/IH 比价自高位 2.51 回落至 2.24 附近。

图表 14: IC/IH 比价



图表 15: IM/IH 比价

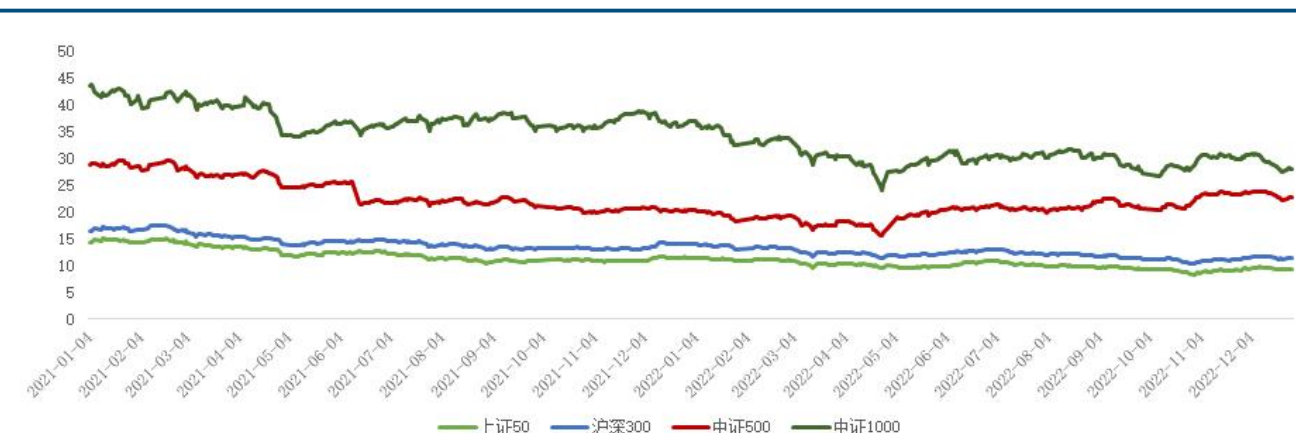


数据来源: Wind、中信建投期货

(二) 指数估值

若使用 DDM 模型对股票进行定价, 分子端的股利取决于企业盈利水平, 分母端主要取决于无风险利率和企业信用利差, 可以找到一个估值的合理范围。但对于 A 股而言, 高投机属性决定了高换手率, 也决定了股指的波动率较海外主要指数更高, 估值也就很难一直处于合理水平, 依据市场经验, 我们无法预测市场顶部, 但可以辅助判定市场底部区域。在此我们使用市盈率, 如果低于一定阈值就会触发可以做多的信号, 信号在半年/一年等偏中长持仓周期上表现较。截至 2022 年 12 月 28 日, 上证 50 市盈率为 9.33, 沪深 300 市盈率为 11.34, 中证 500 市盈率为 22.62, 中证 1000 市盈率为 27.91, 估值处于偏低水平, 中长期配置机会渐渐来临。

图表 16: 四大指数市盈率



数据来源: Wind、中信建投期货

(三) 资金情况

从过去几年来看，微观资金流入通常与股市呈现同向变动，比如 2018 年期间，股市一路下跌的过程中微观资金均呈现连续净流出状态，此外在 2020 年中牛市开始前期，微观资金流入由负转正，引领了后续股市的走强。相比于宏观流动性，微观资金面更能直接反映出股票市场中流动性的变化，资金流入拐点与股市拐点相对接近，二者呈现较高的一致性，因此具备较强的指导意义。为了明晰 2022 年各变量对 A 股的实际影响，我们基于以上宏观经济、政策、资金层面的框架分析，配合对机构的研究，判定市场资金对股指市场的影响。

1. 公募基金规模增速放缓，市场信心修复仍需时间

近几年来，随着基金投资的大众普及化程度不断提升，无论是公募基金还是私募基金，其管理只数及规模均大幅增长。其中，私募证券投资基金呈季度性大幅提升，随着相关政策法规不断完善，私募基金行业进一步规范，大众接受程度更高。然而，在今年收益率降低的情况下，股票型基金、混合型基金整体均录得负收益，基金被大面积赎回，公募基金和私募基金均结束了过去 3 年的快速增长，私募基金总规模出现缩水。当前疫情冲击影响尚未出尽，两市成交量极度萎缩，市场信心修复仍需时间；后续在稳增长预期下，市场对于经济下行的担忧逐步缓解，届时基金规模增速有望回升至往年水平。

图表 17：公募与私募基金资产规模预测

	2018	2019	2020	2021	2022E
公募基金资产 规模 (亿元)	129254	147672.51	198914.91	255625.05	265480.61
私募基金资产 规模 (亿元)	127800	140800	169600	202705	199850
私募证券投资 基金 (亿元)	22391	24503	37662.3	61247.38	55636.40

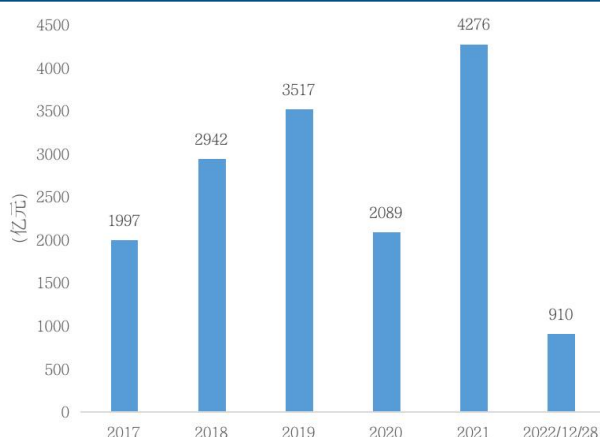
来源：Wind、中信建投期货

2. 2022 年外资净流入仅 910 亿元，不足上一年度的四分之一

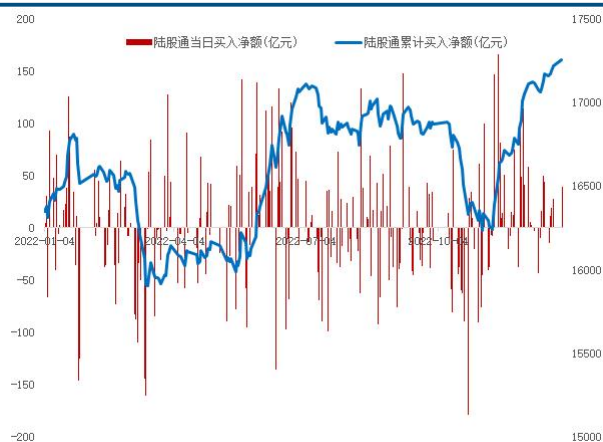
外资流入主要通过观测陆股通及 QFII 数据得到，其中，陆股通净流入占主导。截止 12 月 28 日，陆股

通净流入 910.36 亿元，远不及 2021 年净流入额 4275.96 亿元。主要原因一方面在于 A 股表现疲软，在 3 月和 10 月的市场回调过程中外资出现快速出逃现象，另一方面在于美联储的激进加息步伐使得中美利差倒挂，导致外资减配 A 股。展望明年，美联储加息步伐放缓有利于国际短期资金注入 A 股，北向资金自 11 月 14 日当周起已连续 7 周净买入；另外，全球面临衰退风险，而中国股市指数在稳增长预期作用下有望提高在国际指数中的权重，A 股国际影响力增加，外资净流入预计将会回升。

图表 18：北向资金每年维持净流入



图表 19：北向资金连续 7 周净买入



数据来源：Wind、中信建投期货

3. 两融规模大幅缩水，杠杆资金情绪较为谨慎

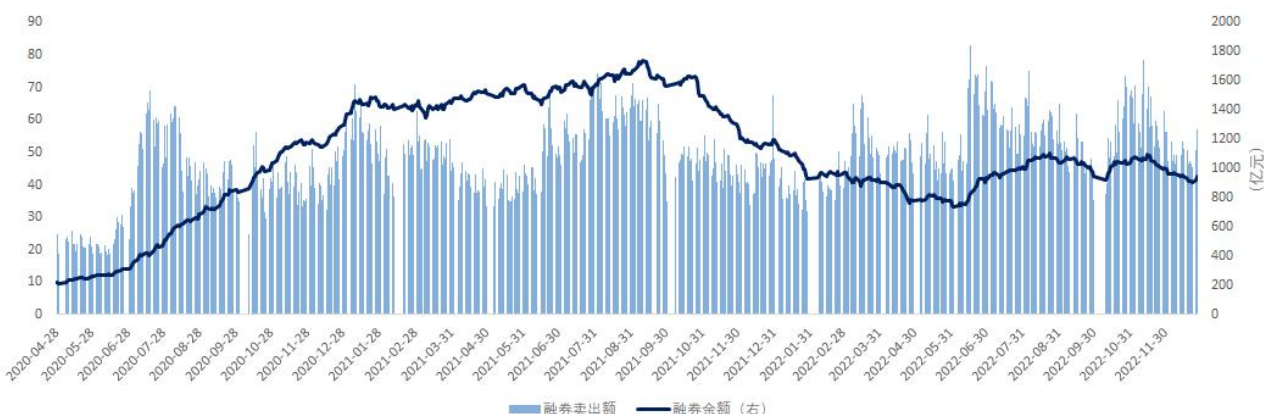
两融余额反映国内杠杆资金的情况，一方面可以看融资余额总量的增减，另一方面可以看两者的相关性，判定当前市场杠杆资金的配置强弱，可以作为短期资金流向的判断的指标之一。截止 2022 年 12 月 27 日，融资净买入额为-2536.12 亿元，融券净卖出额为-276.49 亿元。总体来看，两融规模的大幅缩水表明杠杆资金情绪较为谨慎。展望后市，近期两融余额出现融资余额上升、融券余额下降趋势，多方力量相对较强。

图表 20: 融资余额



数据来源: Wind、中信建投期货

图表 21: 融券余额



数据来源: Wind、中信建投期货

(四) 期指市场风格展望

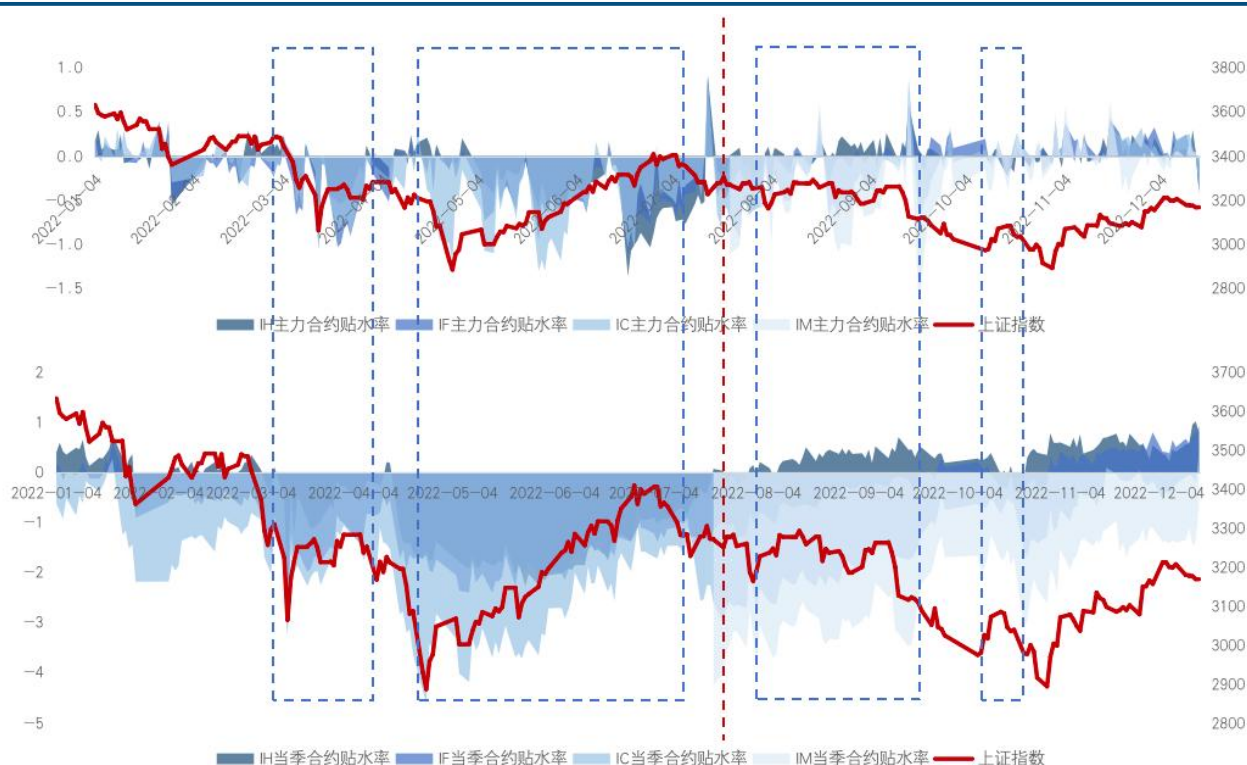
展望 2023 年, 政策定调有助于提振投资者信心, A 股指数的估值修复或成为中长期的逻辑主线, 外部冲击、政策预期、疫情扰动仍是短期影响因素。在经历一季度政策落实以及疫情影响消退后, 二季度国内经济有望加快修复, 基本面将迎来数据的实质性改善。风格表现上, 经济复苏期大盘价值占优, 在房地产“三支箭”、“降准”等政策面的推动下, 地产行业带领价值板块迎来长期价值修复, 可重点关注指数估值修复进程, 把握 IH、IF 的配置机会。

三、股指期货基差特征及展望

(一) 2022 年股指期货基差走势概览

期指在经历了年初的高升水之后，随着二月份指数逐级下跌，期指贴水也呈现逐步扩大的态势，并在部分现货标的急跌过程中，由于盘中避险套保盘的激增，导致期指贴水出现短期扩大，整体贴水幅度在 4 月中旬季月合约切换后达到历史常规的年化贴水水平。2022 上半年期指升贴水表现出过去几年少有的短期波动放大的特征，特别是近月合约升贴水随着现货波动幅度较大，反应多空因素较为复杂，市场环境不确定性较高指数方向不明。

图表 22：2022 年股指期货基差走势



数据来源：Wind、中信建投期货

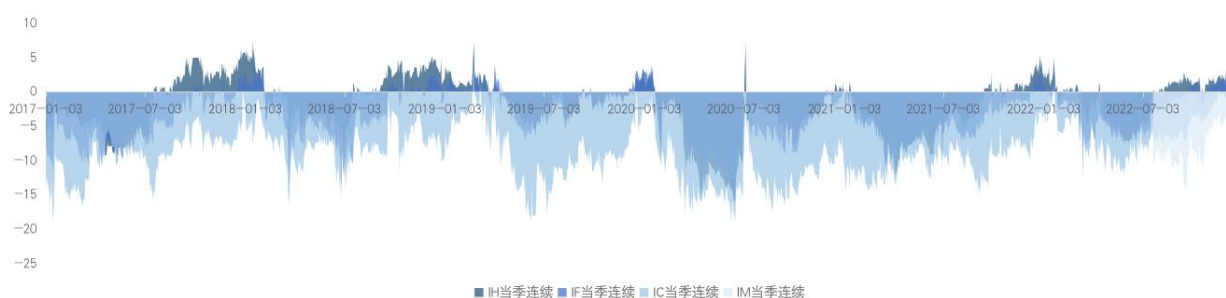
三季度，上证 50 和沪深 300 相对抗跌，价值跑赢成长，IF 与 IH 持续处于升水状态。背后是市场对经济和政策放宽的预期，其中地产、基建超额收益主要来自于这段时期。进入十月份，在北向资金持续流出的环境下，价值蓝筹上行受阻，成长板块再度占据上风。在二十大会后的首日，经济修复的预期受到扰动，

上证 50 与沪深 300 下跌超 2%,IF、IH 回到贴水状态。11 月至今,在金融支持房地产市场的政策密集出台、稳增长政策接续发力,以及疫情防控措施优化等利好消息面提振下,地产、消费等板块带动 A 股震荡上行,价值风格再次优于成长风格,期指贴水收敛。

(二) 股指期货年化贴水率特征

由于交割因素,当月合约年化升贴水临近交割日偏离较大,当季合约年化升贴水变化相对稳定,而且当季合约年化升贴水变化趋势与其它期限合约一致。因此选择当季合约作为股指期货基差的观察标的。季月合约升贴水存在显著季节性。2017 年至今,每逢四季度均出现不同时间升水,持续时间由 1 个月-6 个月不等。(定义:年化贴水率=(期货价格/现货价格-1)/(距离到期时间/365 天))

图表 23: 股指期货当季连续合约年化贴水率走势



数据来源: Wind、中信建投期货

图表 24: 股指期货年化贴水率统计

2017-2022	IH		IF		IH		IM (上市以来)	
	当月	当季	当月合约	当季合约	当月合约	当季合约	当月合约	当季合约
年化升贴水均值	-13.52%	-8.92%	-8.06%	-3.63%	-5.28%	-2.08%	-6.86%	-7.92%
年化升贴水中位数	-11.42%	-8.78%	-5.6%	-3.53%	-2.47%	-1.38%	-6.08%	-8.35%
极大值	133.87%	4.86%	89.63%	7.43%	94.56%	7.5%	91.37%	-3.05%
极小值	-192.83%	-19.12%	-163.68%	-16.49%	-187.83%	-16.16%	-125.66%	-14.43%
升水交易日占比	14.31%	0.62%	25.29%	17.48%	36.42%	35.18%	19.47%	0.0%

数据来源: Wind、中信建投期货

IF、IH 较于 IC 升水幅度更强，升水时间更长。IF、IH 相关衍生品丰富，期现套利效率高。中证 500 指数成份股中，融券覆盖不足，导致相关套保需求向股指期货集中，远月空头力量更大，内做空渠道不畅通，股票融券借券昂贵，且融券额度不足，现货做空成本太高。均导致期指升贴水无限接近无套利空间的下沿。在中金所 7 月 22 日推出中证 1000 股指期货、期权，以及上交所、深交所 9 月 19 日上市 500ETF 期权、创业板 ETF 期权后，中小盘个股对中证 500 股指期货的对冲需求得到分散，IC 年化贴水率有明显的降低。

（三）股指期货基差的影响因素分析

在期货的理论定价中，期货价格 F_t 与现货价格 S_t 满足如下公式

$$F_t = S_t e^{(r-q)(T-t)}$$

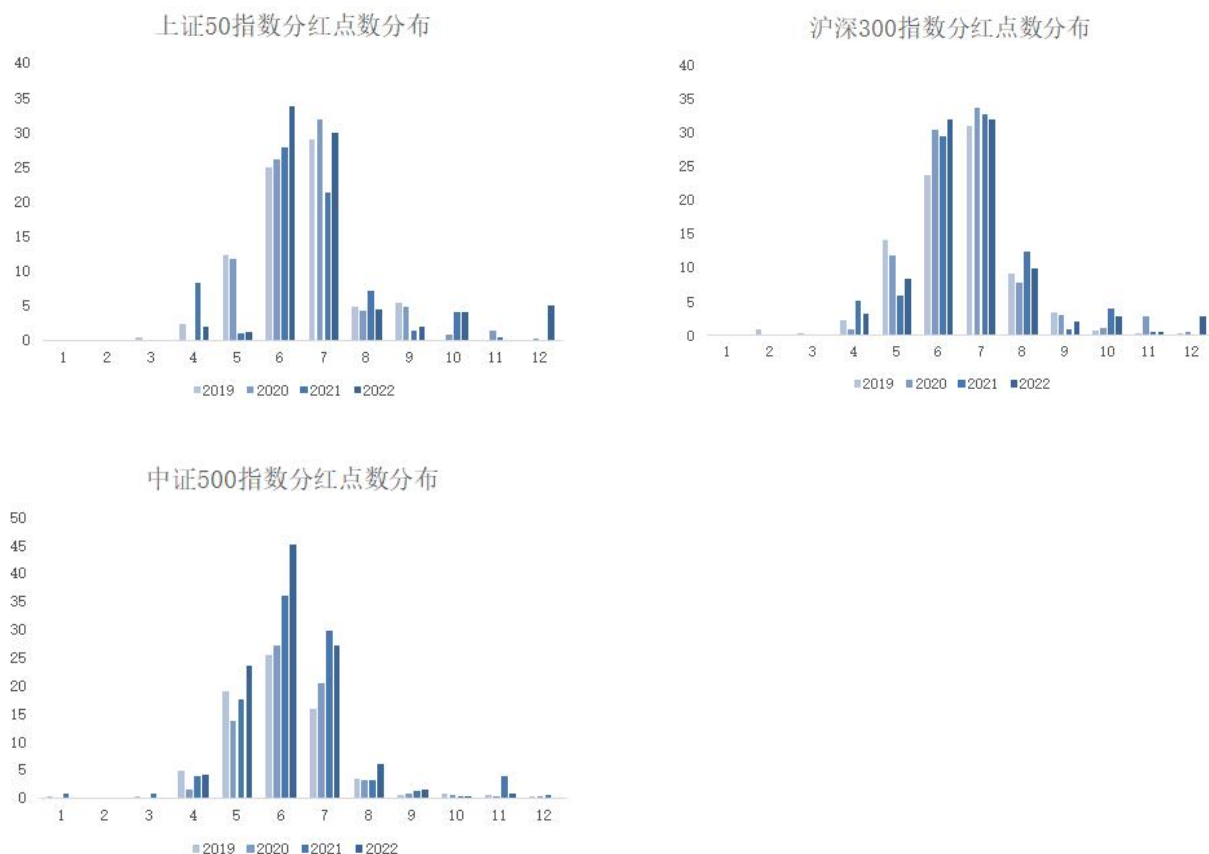
其中 T 为期货到期日，r 为无风险收益率，q 为分红率。

套利交易者的存在使得基差会向理论价格靠拢，理论定价中的无风险利率和到期时间实际上决定了套利交易的成本，套利交易者对于分红的预期会反映在基差上，分红率影响套利交易实际获取的基差。套保需求对基差走势也有影响。正向期现套利需要持有股票现货同时做空股指期货，而反向套利需要通过融券的方式卖空股票现货同时做多股指期货。融券的困难导致股指期货市场中的空头套保力量长期强于多头套保力量，使得股指期货的贴水情形长期存在。因此，空头套保需求的变化对股指期货基差的趋势性变化影响较为显著。另外，市场预期变化影响基差短期波动。如投机交易者预期未来市场方向上涨，则会推动股指期货价格正向移动，基差边际向上；反之，如投机交易者预期未来市场方向下跌，则会推动股指期货价格负向移动，基差边际下行。

1. A 股分红对基差季节性的影响

股指成份股分红的高峰期在 4 月-8 月，在除权除息日之前，股票分红的影响都会反映在基差上。分红点数为指数成份股分红对指数产生的影响。

图表 25: 指数分红点数分布

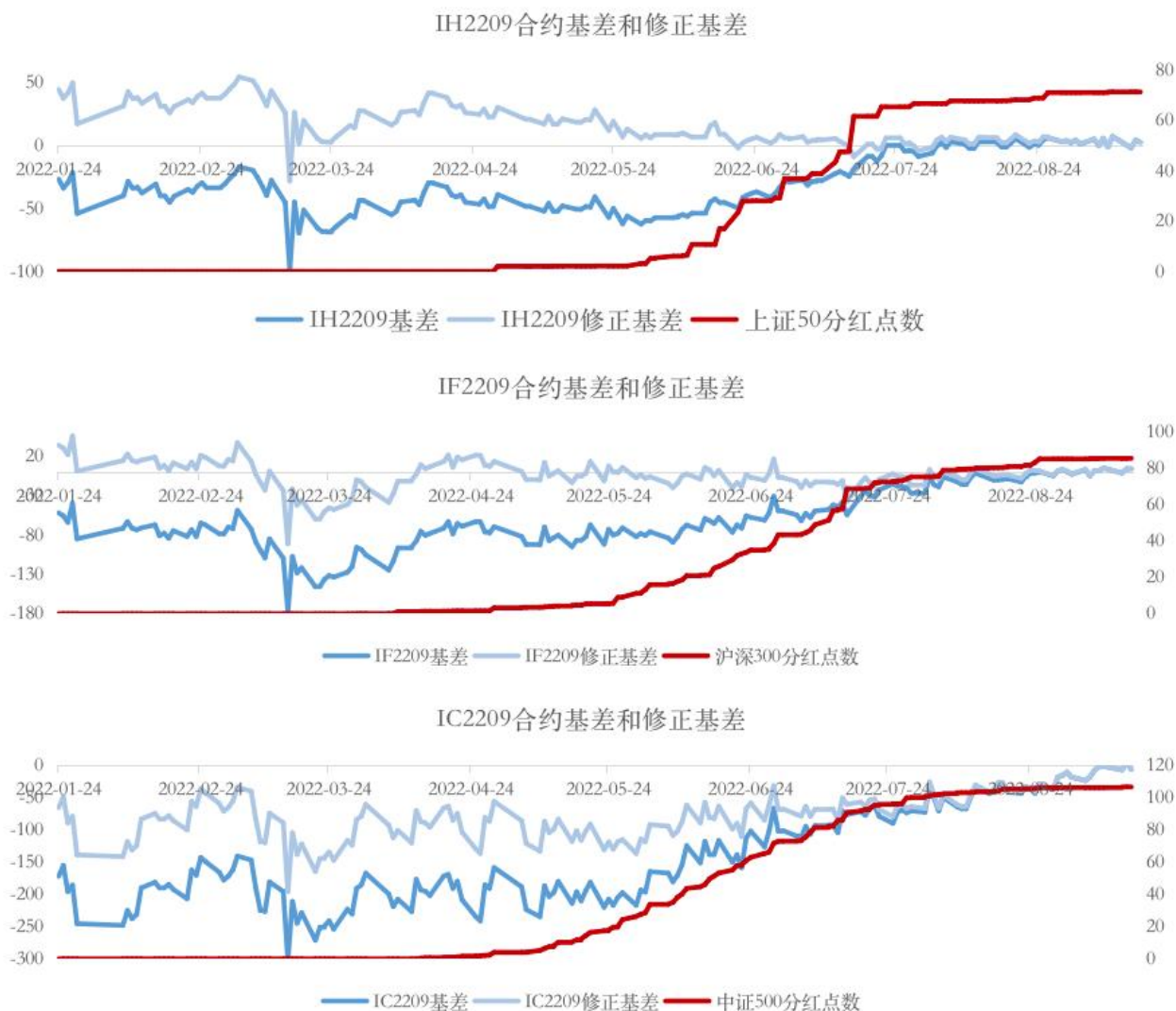


数据来源: Wind、中信建投期货

从历史数据看, 分红一般从4月开始, 10月完成, 高峰期主要集中在6-7月。9月合约的存续期在每年1月-9月, 受到分红的影响最大。近几年上证50、沪深300分红点数稳中有升。2019-2021年均值分别为77.09点、89.46点, 截至2022年12月14日, 2022年分红点数为82.02点、93.22点。中证500指数分红点数增长明显。2019-2021年均值为78.78点, 截至2022年12月14日, 2022年分红点数为108.51点。

对于上证50、沪深300、中证500股指期货, 我们以2209合约为例, 逐日计算指数成分股在期货合约到期日(2022-09-16)之前出现的分红, 基于指数点位换算成分红点位, 原始基差加上分红点位后即可得到去除分红影响后的修正基差。以后视的角度看, IH2209、IF2209和IC2209合约的基差和修正基差走势大体一致; 随着分红流程的推进, 分红因素对基差的影响逐渐减弱。上证50股息率高于另几大指数, IH2209合约修正基差大部分时间表现为升水, 说明IH的基差贴水主要由分红因素导致。

图表 26: 上证 50、沪深 300、中证 500 股指期货 2209 合约基差和修正基差



数据来源: Wind、中信建投期货

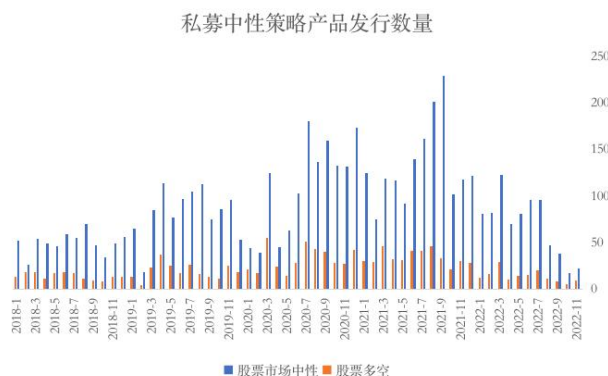
2. 套保需求对基差长期趋势的影响

2022 年, 股票多空策略和股票中性策略表现不佳。截至 11 月底, 私募产品股票多空产品平均绝对收益率为-7.74%, 股票中性产品平均绝对收益率为 0.43%, 受此影响中性产品规模缩量, 私募新发中性策略产品数量明显下滑, 2022 年月均新发产品数量仅为 2021 年的 50%左右, 导致股指期货空头套期保值需求缩减。

图表 27: 朝阳永续私募股票多空策略和股票中性策略收益指数



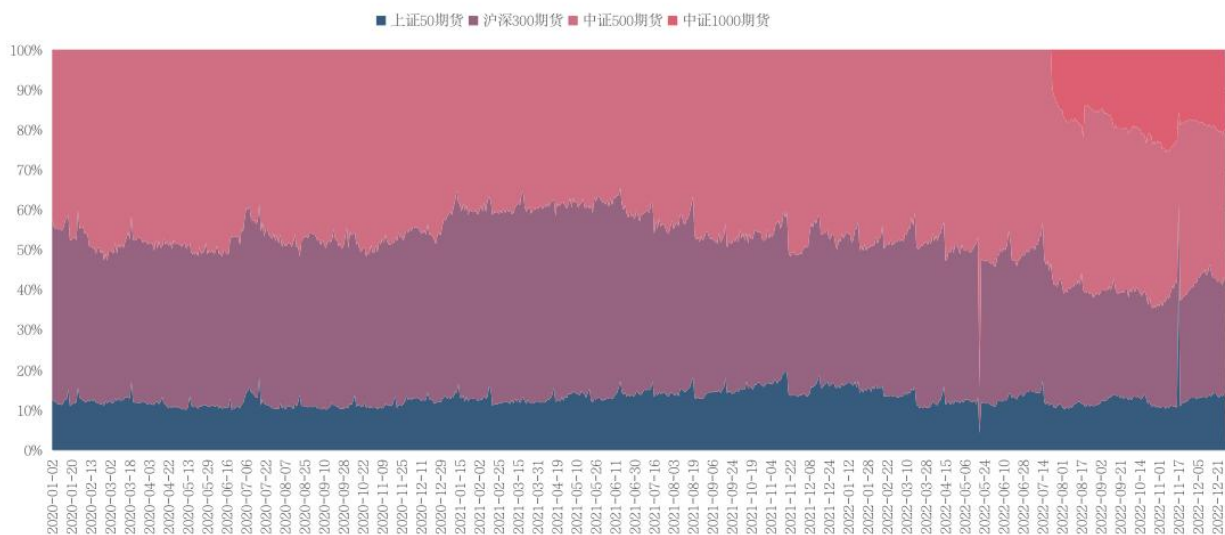
图表 28: 私募中性策略产品发行数量



数据来源: 朝阳永续、中信建投期货

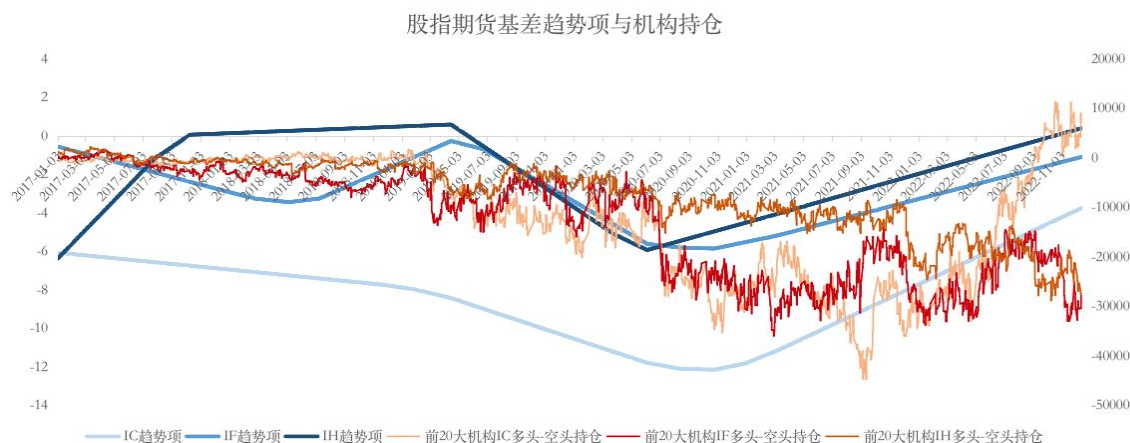
从时间序列模型分解股指期货年化贴水的趋势项看, 2017-2018 年一季度, 股指期货基差水平处于高位, 没有显著变化; 2019 年-2020 年末, 基差处于下行趋势; 2021 年至今, 基差处于上行趋势。从机构持仓数据来看, 中证 1000 股指期货的上市分散了中小盘个股对中证 500 股指期货的对冲需求, IC 会员持仓多空净头寸明显增加, 中证 500 贴水幅度收敛。

图表 29: 四大期指持仓额占比



数据来源: Wind、中信建投期货

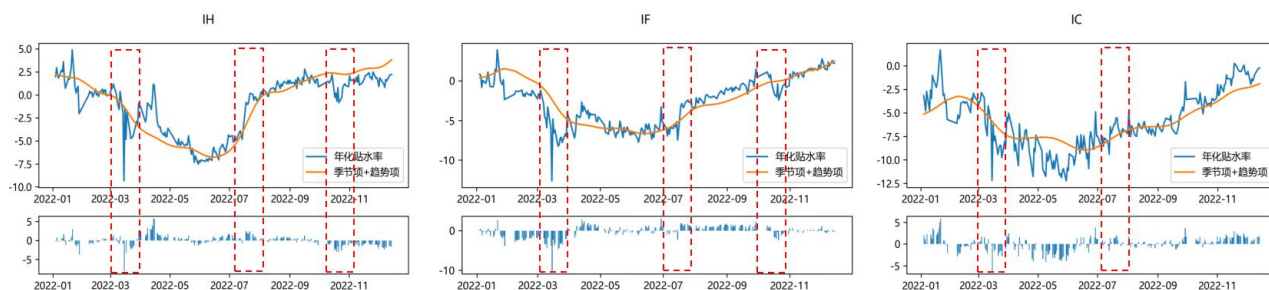
图表 30：股指期货基差趋势项与机构持仓



数据来源：Wind、RiceQuant、中信建投期货

3. 市场情绪对基差短期波动的影响

图表 31：股指期货基差短期波动



数据来源：Wind、RiceQuant、中信建投期货

2022 年 4 月，受疫情因素冲击，在现货标的急跌过程中期指贴水出现短期扩大。2022 年 7 月，A 股触底反弹的过程中，市场交投情绪高涨，期指贴水出现快速收敛，IH、IF 部分期限合约出现升水。2022 年 10 月，在北向持续流出的环境下，价值蓝筹上行受阻，成长板块再度占据上风，IH、IF 重回贴水状态。2022 年 11 月，在稳楼市“第三支箭”正式落地、疫情防控措施优化等消息面的提振作用下，地产、消费等板块带动 A 股在震荡中上行，市场开始交易国内经济复苏逻辑，价值风格再次优于成长风格，期指贴水正向移动。

（四）股指期货基差展望

在季节性的框架下，我们认为进入 2023 年初分红对于股指期货基差影响会较小，二季度之后，分红影响逐渐加大，年末则会再度减小。从分红点位占指数本身比例的角度来看，IF、IH 两个品种由于标的成分股主要以大盘蓝筹为主，股息率相较于 IC、IM 两个品种对应的标的指数会更高，因此进入二季度和三季度后，分红对于 IF、IH 两个品种基差的影响相较于 IC、IM 两个品种的影响更大。

从趋势角度来看，当前在国内走出疫情阴霾之后，经济复苏将成为市场主旋律，而海外市场上随着美联储加息步伐的缓和甚至随后可能的降息都使得 A 股市场明年面临的大环境相较于今年更加友好。如果 A 股市场能够逐级而上，那么空头套保的需求会相对减弱，使得趋势项对于股指期货升贴水的影响减弱。分品种来看，经济复苏期大盘价值股相较于小盘成长股来说表现可能偏强，2023 年 IF、IH 的基差收敛强度或高于 IC、IM。对于 IC 和 I 在 IM 上市之前，针对中小盘股票的做空需求大部分由 IC 承担；自 2022 年 7 月 22 日 IM 上市以来，一部分的做空需求已分散至 IM，因此我们看到 IC 合约贴水率较往年同期是明显收窄的，我们认为这一趋势将得以延续，IC 明年整体贴水率相较此前会更小。

四、投资策略

展望 2023 年，A 股指数的估值修复或成为中长期的逻辑主线，外部冲击、政策预期、疫情扰动仍是短期影响因素。在经历一季度政策落实以及疫情影响消退后，二季度国内经济有望加快修复，基本面将迎来数据的实质性改善。风格表现上，经济复苏期大盘价值占优，在房地产“三支箭”、“降准”等政策面的推动下，地产行业带领价值板块迎来长期价值修复，可重点关注指数估值修复进程，把握 IH、IF 的配置机会。

基差方面，在稳增长平稳过渡的市场环境下，我们预计期指升贴水在分红季节性的框架中，仍将维持区间震荡的状态，震荡区间或较 2022 年有所收窄，但可能仍高于此前两年较为稳定的时期。IC、IM 依然承担中小盘风格主要的套保功能，预计其当季与下季合约维持高贴水的状态。



联系我们

中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心27楼、30楼

电话: 023-86769605

上海分公司

地址: 中国(上海)自由贸易试验区浦电路490号, 世纪大道1589

号8楼08-11单元

电话: 021-58301589

济南分公司

地址: 济南市历下区泺源大街150号中信广场A座六层611、613室

电话: 0531-85180636

湖南分公司

地址: 长沙市岳麓区观沙岭街道茶子山东路112号滨江金融中心C座

2127、2128室

电话: 0731-82681681

大连分公司

地址: 大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货

大厦2901号房间

电话: 0411-84806336

河南分公司

地址: 郑州市未来路69号未来大厦2205、2211、1910房, 未来公寓

1306、1506、1806房

电话: 0371-65612397

河北分公司

地址: 廊坊市广阳区吉祥小区20-11号门市一至三层、20-1-12号门市第三层

电话: 0316-2326908

深圳分公司

地址: 深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦111

电话: 0755-33378759

杭州分公司

地址: 浙江省杭州市江干区钱江国际时代广场3幢702室

电话: 0571-87380613

宁波分公司

地址: 浙江省宁波市鄞州区和济街180号国际金融中心F座1809室

电话: 0574-89071681

西安分公司

地址: 陕西省西安市高新区科技路38号林凯国际大厦十九层1905、1906、1907室

上海浦东分公司

地址: 中国(上海)自由贸易试验区浦东南路528号2202室

电话: 021-68597013

四川分公司

地址: 成都市武侯区科华北路62号力宝大厦南楼1801、1802、1803室

电话: 028-62818710

重庆分公司

地址: 重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街名义层11-A4-A6

电话: 023-61361140

海南分公司

地址: 海南省海口市龙华区滨海大道77号中环国际广场10层1002号

电话: 0898-68538536

北京朝阳门北大街营业部

地址: 北京市东城区朝阳门北大街6号首创大厦207室

电话: 010-85282866

南昌营业部

地址: 江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道998号绿地中央广场A1#办公楼-3404室

电话: 0791-82082702

广州东风中路营业部

地址: 广州市越秀区东风中路410号第16层自编1605C、1605B、1606房

电话: 020-28325286

漳州营业部

地址: 福建省漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场A2地块9幢1203号

电话: 0596-6161601

安徽分公司

地址: 安徽省合肥市包河区马鞍山路130号万达广场C区6幢1903、1904、1905室

电话: 0551-2889767

上海徐汇营业部

地址: 上海市徐汇区斜土路2899甲号1幢1601室

电话: 021-64040178

南京营业部

地址：南京市黄埔路2号黄埔大厦11层D1、D2座
电话：025-86951881

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街6号9层912
电话：010-82129971

太原营业部

地址：山西省太原市小店区长治路103号阳光国际商务中心A座902室
电话：0351-8366898

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西100号富力盈泰大厦B座1406

北京国贸营业部

地址：北京市朝阳区光华路8号17幢一层A113房间
电话：010-85951101

福州营业部

地址：福建省福州市台江区宁化街道振武路70号（原江滨西大道北侧）福晟·钱隆广场18层01商务办公
电话：0591-83625596

方顿物产（重庆）有限公司

地址：重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心2603室
电话：023-86769662

重要声明

本报告内容仅供符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定可参与期货交易的投资者参考。在任何情形下都不构成对接收本报告内容投资者的任何投资建议，投资者应充分了解各类投资风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出投资决策并自行承担投资风险。中信建投期货不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户，投资者依据本报告内容作出的任何决策与中信建投期货或作者无关。

本报告发布内容如属于系列解读，则投资者可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解，提请投资者参阅我司已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险。

中信建投期货对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证，本报告意见仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据我司后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

本报告发布内容为中信建投期货所有。未经我司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经我司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com