

股指期货：统筹机遇与挑战，关注科技与价值

研究员：王东瀛

年报摘要：

● 2023 年 A 股市场行情回顾

国内方面，今年 4 月以来，市场对于经济弱复苏形成一致预期，这一预期成为 A 股持续回调的重要因素；与此相对，政策托底意愿坚决，逐步加码；上述两股力量共同决定了 A 股市场 2023 年偏弱震荡的主基调。海外方面，美国、日本等主要经济体过去一年大盘指数走势显著超过沪深 300，一方面是由于其后疫情时代的复苏较快，另一方面则是其更加积极的财政政策。长期来看，A 股市场仍具有成长性优势，结合美联储进入降息周期，我们认为明年第二季度后我国大盘指数存在投资机会。

● 股市偏弱主要拖累因素

对于今年股市偏弱的拖累因素市场已讨论的较为充分，主要来源于两个大的维度，一是经济复苏强度低于预期，其中最突出的问题是企业融资意愿低、需求偏弱；二是债务风险的化解工作引发市场关注，相关主体包括房地产企业、地方政府、中小金融机构，这一点在明年仍是影响市场发展方向的核心，重点关注政策端怎样从底层逻辑解构风险。

● 2024 年重点投资机会

从宏观环境来看，当前更类似 2015 年下半年，社会需求偏弱，资金传导不畅，房地产投资同比回落，出口数据偏弱。对于 2016 年初的指数反弹，我们认为应该归功于房地产放松政策和供给侧结构性改革的组合拳。正因如此，我们认为今年中央经济工作会议提到的“必须坚持深化供给侧结构性改革和着力扩大有效需求协同发力”可能会是提振预期的重要观察视角。其对应的政策环境更可能是以“稳”为主，类似环境下价值类题材可能相较成长类题材占优。板块方面，AI 产业链、新能源车、电子等板块仍是政策重点支持的方向。

- 衍生品市场操作建议

股指期货基差方面，小盘指数基差贴水增大，大盘指数周期性升水是大概率事件。指数预计第一季度小盘指数更强，第二季度开始大小盘轮动行情可能重新上演，可关注期货端跨品种套利机会。此外，可使用收益风险性价比更高的期权工具来应对相应的市场环境，例如多头双限策略应对基差大幅贴水，铁秃鹰策略应对指数底部震荡，比例价差策略布局右侧行情等。

一、2023 年 A 股市场行情回顾

1、国内外权益市场走势

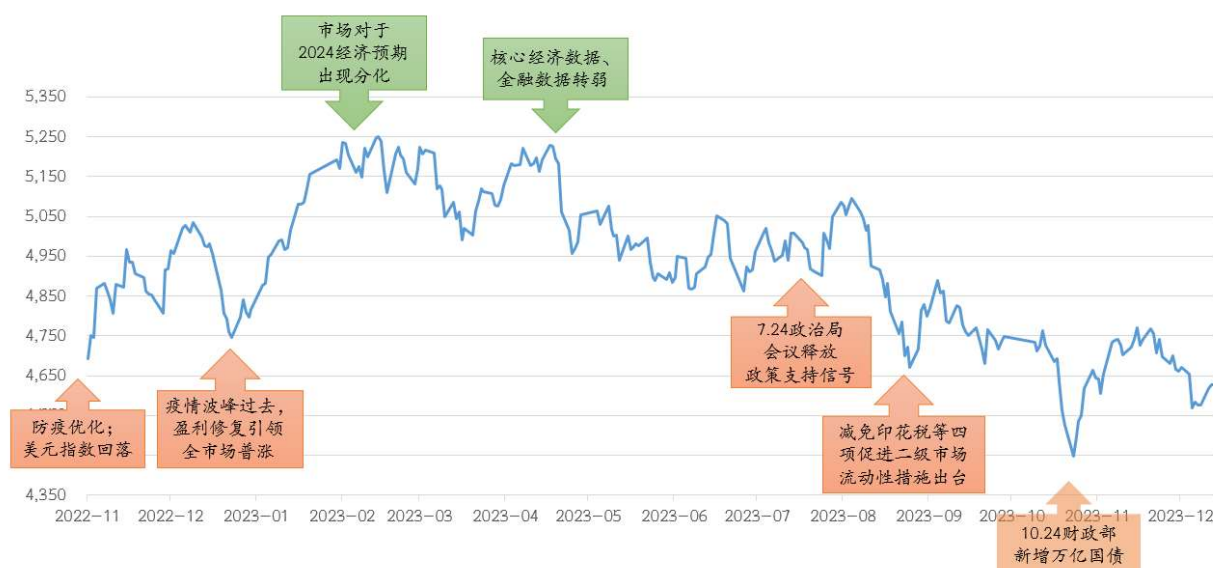
1) A 股走势回顾

自 2022 年 11 月起，我国进入后疫情时代的经济修复期，至 2023 年 2 月，A 股市场全面反弹，经济复苏预期强劲。今年 2 月开始，市场开始将更多的注意力放在经济复苏斜率上，分歧明显。在这一过程中，受到海外 AI 快速发展的影响，国内率先启动一波小盘科技股行情；同时，高股息率的中特估题材也在 4 月受到市场追捧。自 4 月下旬以来，部分主要经济指标开始转弱，货币系统资金传导不畅的问题开始显露，市场逐步形成了弱复苏的一致预期，且这一预期贯穿全年，造成了二季度以来权益市场的震荡回落。

对经济复苏预期影响较为明显的问题之一是能否守住不发生系统性金融风险的底线，主要涉及房地产企业、地方政府、中小金融机构几大主体。为了提振市场信心，7 月政治局会议以来，政策托底举措不断，对房地产企业融资、销售、项目等领域逐步放开，缓解房地产企业现金流压力；同时，中央财政积极发力，第三季度特殊再融资债的发行以及万亿国债的组合拳对于地方政府财政压力有所缓释，权益市场也最终触底回升。

综上所述，今年权益市场走势复盘可以概括为弱预期的压制和强政策的托底，我们认为至少在明年第一季度，这仍将是 A 股市场的主线。

图表 1：2023 年 Wind 全 A 行情走势及分析



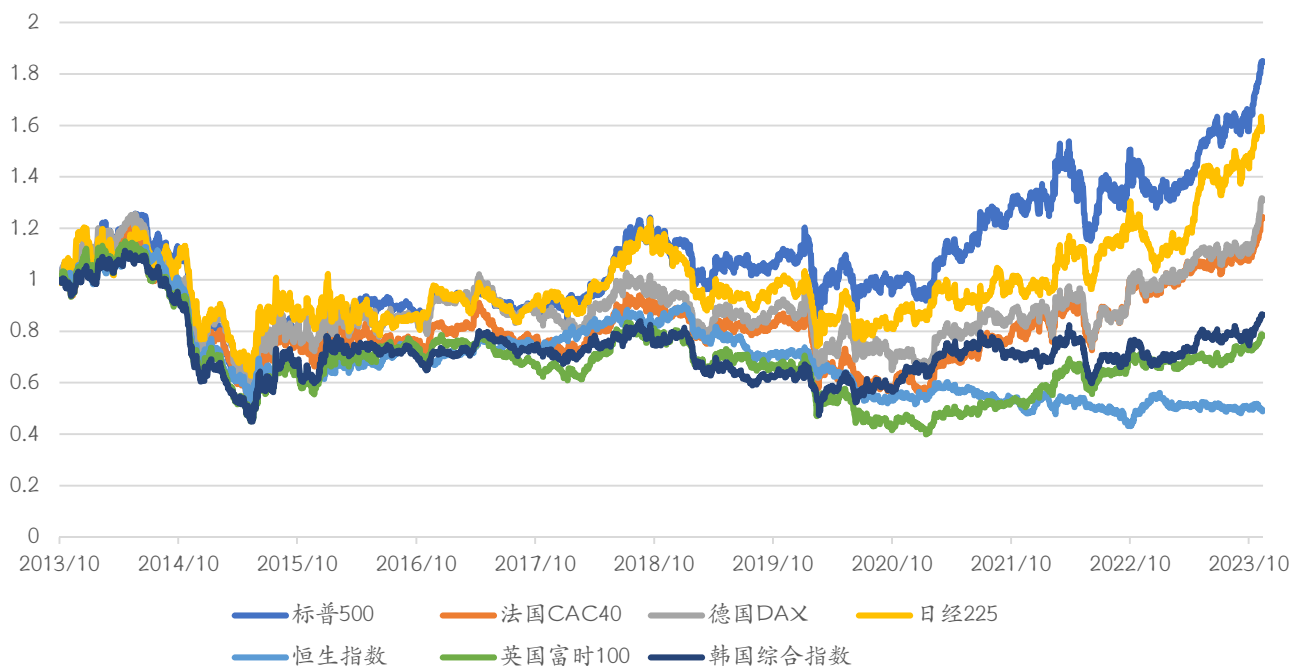
资料来源：Wind、光大期货研究所

2) 主要经济体指数走势回顾（国际股指和国家 GDP 增速的对比）

国际市场横向对比来看,我国 A 股市场长期以来具有较高的投资性价比。为了说明这一问题,我们计算了过去 10 年间各主要经济体大盘指数相对于沪深 300 的强弱程度,可以看到,截止 2021 年初,除 2018 年外,沪深 300 相对其他指数可以获得稳定的超额收益,表明我国经济基本面的成长属性受到国际资本的青睐。自 2021 年以来,尤其是 2022 年中之后,其他指数相对沪深 300 显著更强,这一趋势在近期又有显著抬升,其中,美国、日本指数表现最为强势。

海外指数近两年的相对强势,一方面是由于其后疫情时代的复苏较快,另一方面则是其更加积极的财政政策。上述增量影响预计会在明年持续收敛,其一,我国也已经进入后疫情时代的经济修复期,同时积极寻求国际交流与合作,未来在国际分工中有望恢复份额占比;其二,当前我国政策端强调“财政政策适度加力、提质增效;货币政策灵活适度、精准有效”,市场对于明年财政端发力期待较多,这也可以极大程度扭转今年形成的弱预期。

图表 2: 过去 10 年主要经济体大盘指数相对沪深 300 走势强弱程度

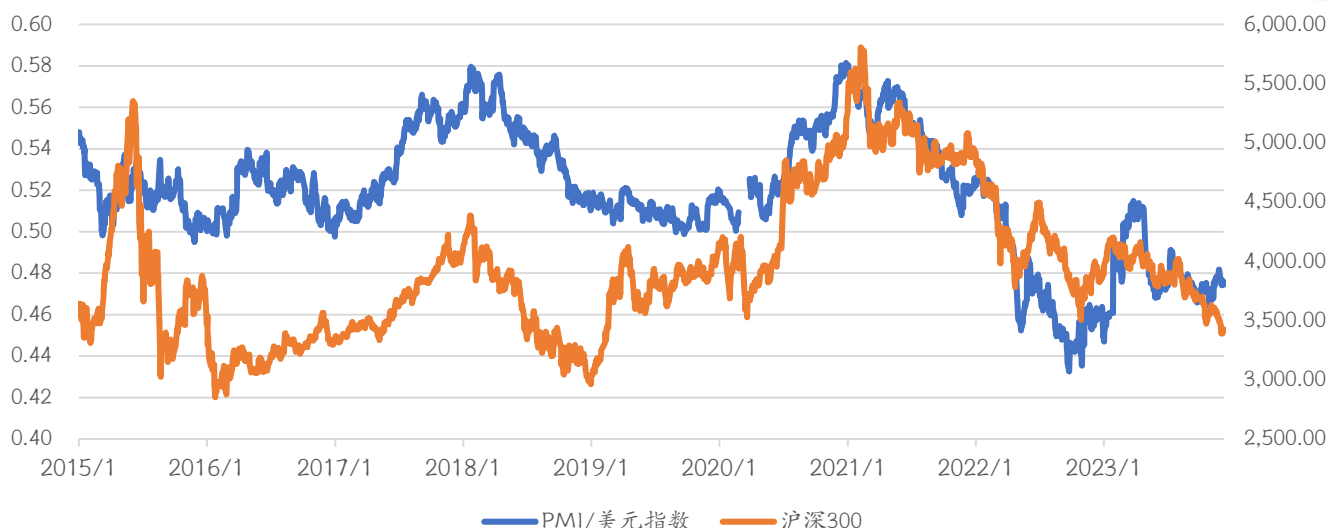


资料来源: Wind、光大期货研究所

2、内外部因素共同影响 A 股走势

今年是预期主导投资的一年，制造业 PMI 作为预期性指标在今年的权益市场走势中占有非常重要的作用；与此同时，美联储阶段性的高利率也是影响国际资产估值预期的一项重要指标。我们以 PMI 作为分子，美元指数作为分母，复盘内外部因素共同作用下权益市场的走势。因小盘指数受到内部流动性影响较大，我们使用沪深 300 作为权益市场的代表。可以看到，PMI 除以美元指数与沪深 300 走势的相关性较高。明年即便我国经济仍以缓慢修复为主，但美联储降息已成大概率事件，上周的美联储议息会议明确传达了来年降息的预期，沪深 300 企稳回升的可能性较强，这也是近期市场时隔一年重新关注大盘成长的核心逻辑。

图表 3：内外部因素共同影响沪深 300 指数走势



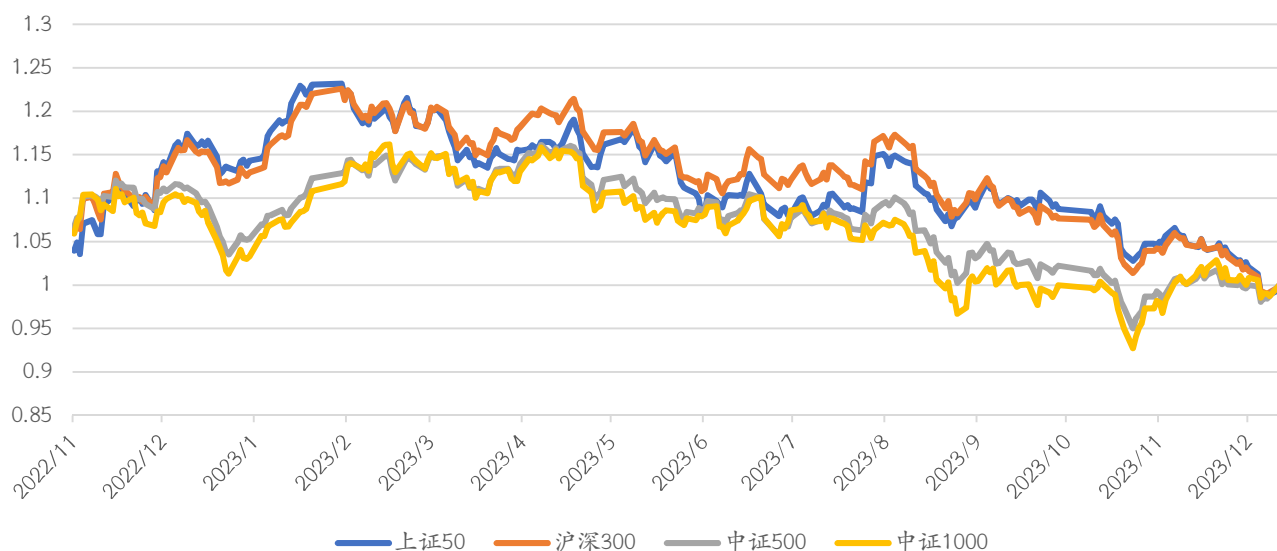
资料来源：Wind、光大期货研究所

3、板块轮动和指数轮动行情

自今年第二季度以来，包括科技、金融地产、消费、新能源等在内的多个板块快速轮动，相对强弱以日度为单位变动。其中，中特估和 TMT 两个题材最为引人关注，年内创造了多轮上涨。我们认为，“中特估”和 TMT 本质上是一种逻辑，两者都是在弱复苏环境下防守型投资题材。“中特估”公司具有较高的内含增长率、较高的股息率，是市场整体成长性不及预期时的较好选择；TMT 因为其业绩落地与估值抬升具有明显时间差的特点，在弱复苏环境下不易证伪，也是这一时期较为常见的投资标的。

因为板块轮动范围较大，基本涵盖了大小盘指数的权重板块，例如，TMT 在小盘指数中权重较高，而中特估在大盘指数中权重较高，因此，指数层面在 3 月至 10 月间很难体现出持续的相对超额收益。其后，随着美联储降息预期抬升科技板块估值，且距离下一个分红周期时间较长等因素，小盘指数相对大盘持续走强。我们认为，这一关系在明年年初仍会维持，可关注股指期货跨品种套利机会；但在进入二季度后，随着分红季的到来，大盘价值题材仍有机会。

图表 4：2023 年股指期货对应指数呈现明显的指数轮动特征



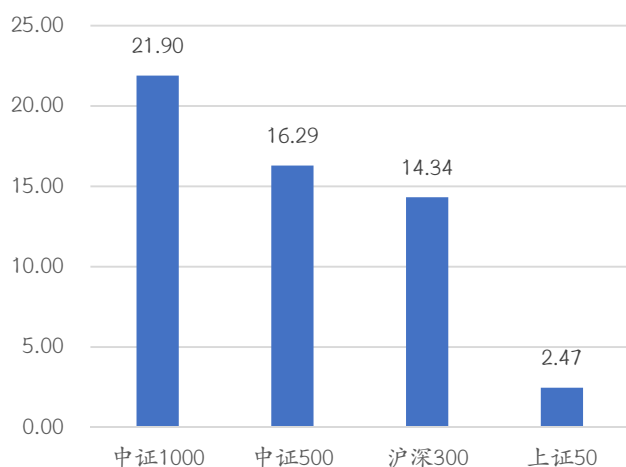
资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 5：历史上中证 500 相对沪深 300 超额收益



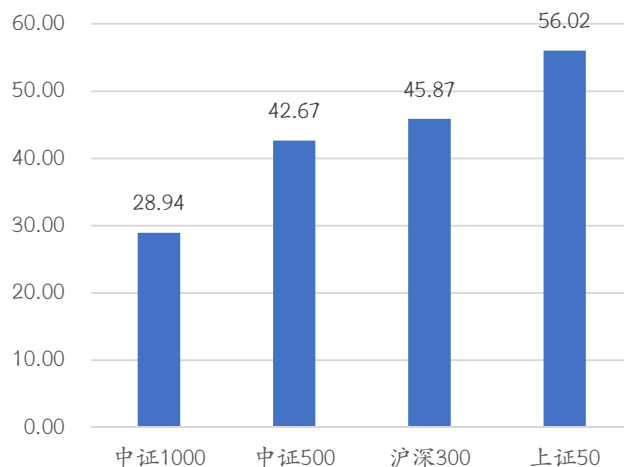
资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 6: TMT 在各指数中的比例 (单位: %)



资料来源: Wind、光大期货研究所

图表 7: 中特估在各指数中的比例 (单位: %)



资料来源: Wind、光大期货研究所

二、股市偏弱主要拖累因素

对于今年股市偏弱的拖累因素市场已讨论的较为充分,主要来源于两个大的维度,一是经济复苏强度低于预期,其中最突出的问题是企业融资意愿低、需求偏弱,这一点通过 M1-M2 的差值持续走低可见一斑,这一部分主要对今年前三个季度企业经营情况做一个分析;二是债务风险的化解工作引发市场关注,相关主体包括房地产企业、地方政府、中小金融机构,这一点在明年仍是影响市场发展方向的核心,重点关注政策端怎样从底层逻辑解构风险,对此年底的中央经济工作会议已有了一些方向性的提法,我们这里以引述政策为主。上述两个部分共同影响到资金流向,这一部分也会对内外部资金的逻辑做一个解释。

1、企业融资意愿低、需求偏弱是指数主要拖累项

从企业自身经营角度来看,我们以四只股指期货对应的 1800 只成分股剔除银行和非银金融板块后剩余的 1684 只作为样本池,对样本池财务数据做一个分析。

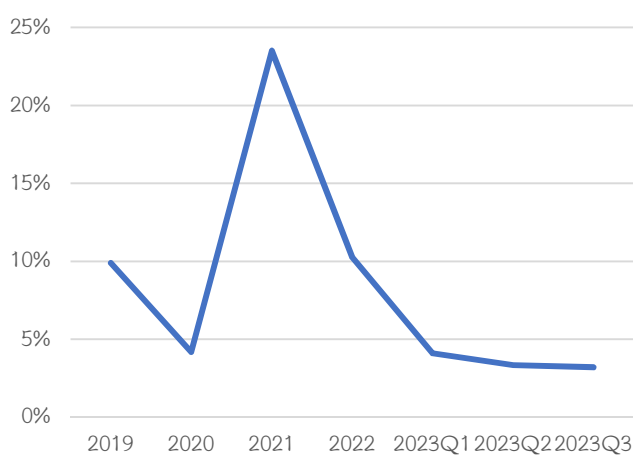
1) 全市场层面

营收方面,样本池第三季度营收同比 3.2%,今年以来连续三个季度回落。加权平均毛利率 17.22%,今年连续三个季度有所回升,但较此前年份仍有差距。净利润同比跌幅 6%,较此前两个季度有所改善,尤其是较二季度的跌幅 10%有明显的提升。总体来看,企业经营增速放缓,业绩压力仍然存在,例如在 2022 年持续高景气的新能源车行业今年第三季度也出现销售放缓迹象,企业普遍存在降价促销行为;同时,毛利率和净利润同比获得一定的修复,部分行业在经历了过去

几年的出清后整体盈利水平有所上升。

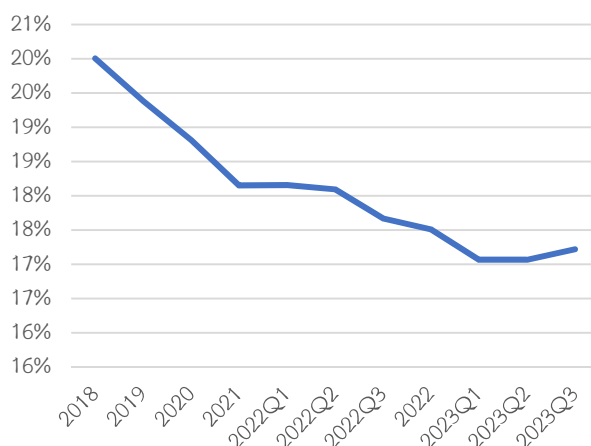
在与资本支出相关的分录中，我们统计了固定资产、在建工程、无形资产和开发支出的求和项，该项目同比增速较第二季度有所回落；如果将构建固资、无形资、其他长期资支付的现金近似看作资本支出项，第三季度较第二季度也出现明显回落，且低于历年平均水平。从现金流量表来看，统计范围内的股票经营现金流环比小幅下降，投资现金流小幅增加，筹资现金流为负表明企业整体以降低杠杆行为为主，但较第二季度有所收窄。由此可见，当前企业投资意愿不强仍是经济复苏需要克服的障碍之一。

图表 8：全市场营收同比（剔除金融）



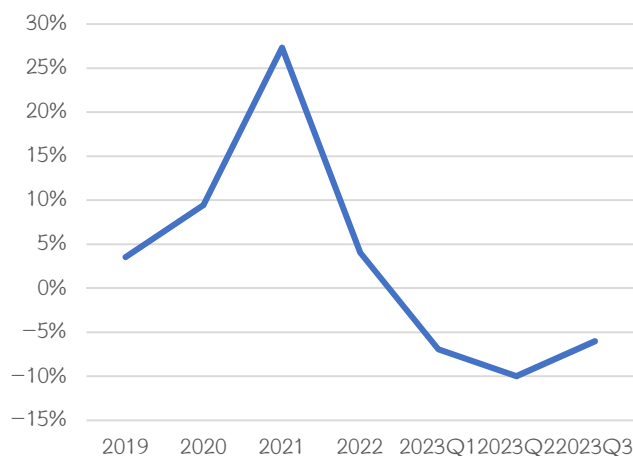
资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 9：全市场毛利率（剔除金融）



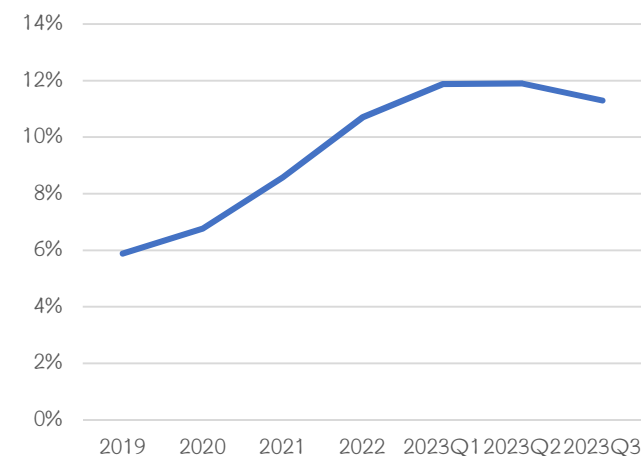
资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 10：全市场净利润同比（剔除金融）



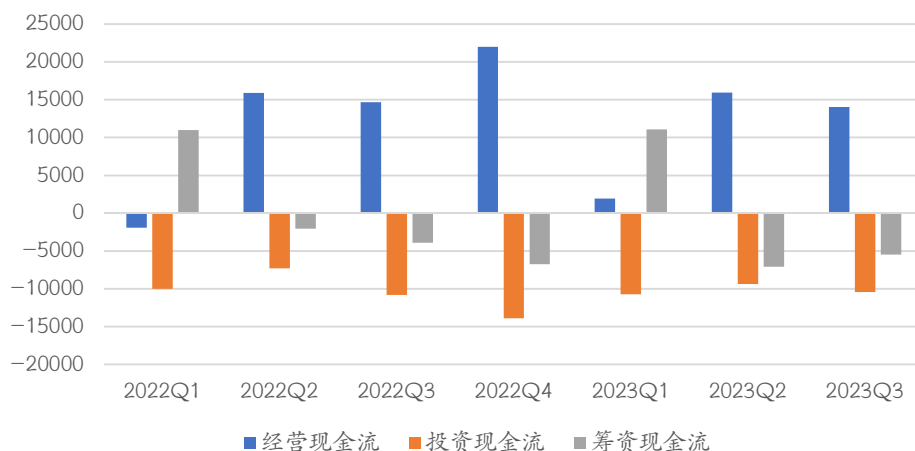
资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 11：全市场固定资产及在建工程同比(剔除金融)



资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 12：全市场现金流量表（单位：亿元）



资料来源：Wind、光大期货研究所

2) 指数层面

指数层面来看，我们统计了各指数内非金融板块的成分股，分为盈利、杠杆、成长和估值等几个纬度对第三季度财报进行分析。从盈利质量来看，大盘指数 ROE 明显高于小盘指数，且其分项 ROA 和权益乘数也各自高于小盘指数，无论从经营效率还是杠杆率来看大盘指数全面占优。此外，各指数盈利和杠杆指标来看第三季度较第二季度基本持平。

成长性来看，各指数营收同比均为正数，但净利润同比为负，沪深 300 表现明显好于其他指数。历史上小盘指数成长性通常占优，但自 2022 第二季度以来，小盘指数净利润同比持续负增长，使得大盘指数在近两年成长性更强，这也体现了大盘指数成分股在弱复苏的环境下具有更高的内含增长率，抗风险能力更强。我们也应注意到小盘指数净利润同比增速跌幅已经连续三个季度收窄，这一过程可能伴随着市场出清行为。

尽管如此，10 月 24 日财政部决定新增发行一万亿元国债后，市场悲观情绪显著扭转，此后小盘指数持续强于大盘指数，小盘指数估值在没有高成长支撑的情况下仍大幅高于大盘指数。原因在于小盘指数的估值拉升与业绩落地并无强相关，根据过往研究，科技相关题材从估值抬升到业绩落地通常需要 15 个月以上，因此，科技题材在整体弱势行情中往往表现突出，因其业绩不易证伪。我们计算了估值对中证 1000 指数涨跌支持的力度，可以看到，支撑小盘指数维持当前点位的力量中业绩的占比越来越小，而估值的占比越来越大。大盘成长类题材的上涨通常需要业绩支撑，在宏观经济数据和产业盈利数据明显复苏前，相关板块表现相对较弱。对于大盘价值题材，

当前距离 2024 年分红期仍有一段时间，相关题材配置的性价比不高，但是随着时间推移，我们认为明年二季度以后仍有大盘价值行情。（中央经济工作会议表述：创新推动产业创新，特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能、发展新质生产力）

图表 13：2023 年第三季度指数财报指标汇总

2023Q3 指数财务指标		中证1000	中证500	沪深300	上证50
盈利	ROE	5.32%	6.90%	10.33%	11.35%
	营收净利率	3.56%	4.46%	6.37%	6.06%
	资产周转率	65.41%	65.53%	63.59%	76.74%
	ROA	2.33%	2.92%	4.05%	4.65%
杠杆	权益乘数	2.29	2.36	2.55	2.44
	长期资本负债率	5.32%	6.90%	10.33%	11.35%
成长	营收同比增长率	1.65%	1.67%	4.15%	0.81%
	净利润同比增长率	-19.36%	-14.04%	-1.21%	-11.99%
估值	PE_TTM	38.05	22.08	10.71	9.42
	PS_TTM	1.31	0.99	1.06	0.87
	PB_LF	2.07	1.61	1.17	1.10

资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 14：估值因素对于小盘指数上涨的贡献占比连续抬升



资料来源：Wind、光大期货研究所

2、防风险（房地产市场、地方政府债务、中小金融机构）

12 月政治局会议旨在为全国各项事业发展指明方向，对于市场关注的“以进促稳、先立后破”的提法，我们认为其核心仍然是“稳”。无论是“适度加力、提质增效”的财政政策，还是“灵活

适度、精准有效”的货币政策，其目的都是“要持续有效防范化解重点领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线”，实现这一目标的途径则可以归纳为“着力扩大国内需求”、“深化重点领域改革”、“扩大高水平对外开放”等措施。

其后的中央经济工作会议对防风险问题的表述为“要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险；统筹好地方政府债务风险化解和稳定发展，经济大省要真正挑起大梁”。结合过往政策表述，我们预估可能的统筹化解风险方案组合为：通过扩大房地产企业融资渠道、项目渠道和销售回款渠道保持房地产企业尤其是民营房企的生存安全；通过中央财政兜底地方政府债务，经济落后地区专注防风险，经济发达地区兼顾稳发展，长期来看这一问题的根本性解决有赖于财税体制改革；通过相对宽松的货币环境和企业兼并保证中小型金融机构不引发系统性金融风险。

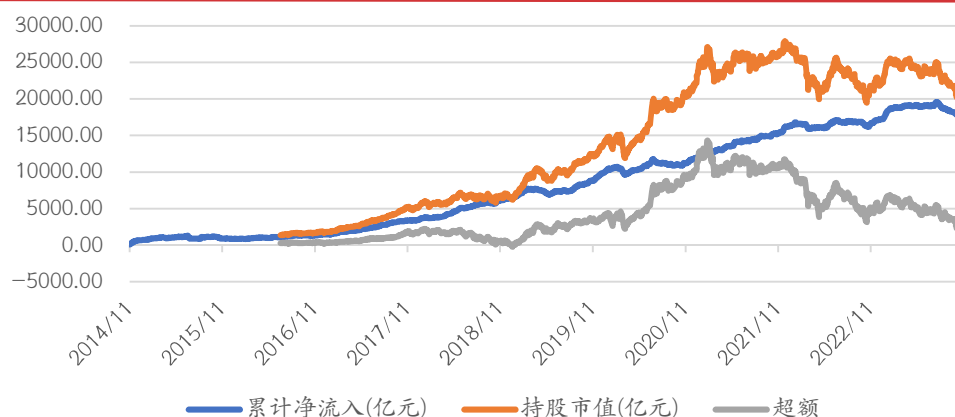
当前，权益市场的底部震荡很大程度受到防风险问题的压制，市场对于相关政策的具体落实进程和展现的效果还在观望阶段。后文也会提到，这一问题的系统性解决是明年指数能否回升的最为重要的因素。

3、资金边际供应

1) 北向资金

下半年北向资金的持续净流出引发市场关注。截止 12 月 14 日，北向累计净流入 17560 亿元，较最高点 19598 亿元回落超 2000 亿元；持仓市值 19489 亿元，较最高值 27900 亿元回落超 8400 亿元；持股市值占陆股通成分股自由流通市值 2.9%，较最高值 3.98% 回落超 1%。自陆股通开通以来，北向资金长期净流入 A 股市场，是 A 股价值抬升的重要边际增量资金，类似今年下半年的长时间持续净流出此前从未发生。我们认为，其一，北向资金中 80% 为配置盘持仓，主要购买 A 股大盘成长题材，这使得北向资金持仓在大盘成长题材上暴露较多，但是自 2021 年以来，海外股市的比较优势使得北向持仓占陆股通自由流通市值持续回落，这一趋势在明年可能会有所放缓但很难彻底扭转。其二，配置盘的持续净流出多与地缘风险事件相关，这一点上，随着近期中美关系的缓和，中国和东南亚国家互相免签等一系列善意释放，北向资金尤其是配置盘的净流出步伐有望放缓。但是，北向资金未来很可能不再是提振 A 股的边际增量资金，这一属性亟待内资接棒，这也是平准基金等话题受到热捧的原因，也正因如此，我们预计平准基金在明年顺势推出仍是大概率事件，而其持仓重点可能由北向的大盘成长切换至国资更为关注的大盘价值，这一风格的转变值得市场关注。

图表 15：北向资金累计净流入及持仓市值（单位：亿元）



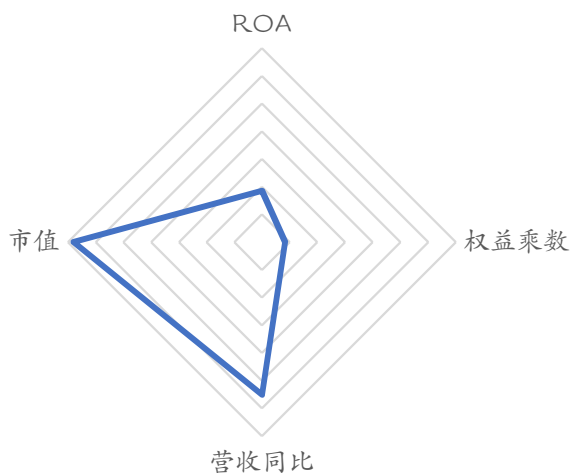
资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 16：北向资金持仓占成分股自由流通市值比例持续下降（单位：%）

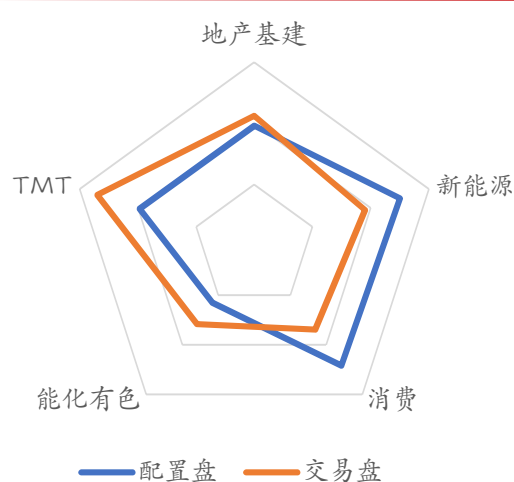


资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 17：北向资金在成长和市值因子暴露明显



图表 18：北向配置盘和交易盘持仓偏好不同



资料来源：Wind、光大期货研究所

资料来源：Wind、光大期货研究所

3) 融资余额

与北向不同的是，融资余额作为内部资金，交易换手周期较短，追逐短期热点，且对政策极为敏感。可以看到，自 8 月底政策发力以来，融资余额开始由净流出转向净流入。融资资金在市场底部震荡期具有一定的影响力，尤其关注受到政策关注较多的新基建、专精特新等题材；但是，由于其换手频繁且持仓风格并不明确的特点，不能替代北向资金成为拉升指数估值中枢的核心力量。

图表 19：融资余额响应政策年中以来持续增加（单位：亿元）



资料来源：Wind、光大期货研究所

三、2024 年重点投资机会

1、历史上几次低位反转的宏观环境

当前指数处于年度低位，在政策托底决心坚定的情况下，指数进一步下跌的空间有限，因此，当前市场普遍预期明年以底部反弹行情为主，为了把握反弹节奏，我们对比了此前几次底部反弹，来寻求当下与彼时经济环境的异同点，以及哪些指标是反弹的先行指标。

从纵向维度来看，当前上游货币供应量较为充足，利率偏低，公开市场操作及 MLF 存量均位于高位，同时 7 天逆回购利率降至 1.8% 的低位；下游新增人民币贷款及企业融资偏弱，LPR 处于下降通道，政府债偏高；M1-M2 处于低位，流动性偏低；通胀数据偏弱，PMI 多数时间处于收缩区间；房地产投资偏弱，工业增加值企稳，利润同比下降，社零同比高增。总体反映出货币传导不畅，下游需求走弱并逐步向上传导。

- 1) 2019 年初：与当下最大的不同是，2019 年初房地产投资高企，新增人民币贷款高企，同时上下游均维持了较高的利率水平。这表明当时的房地产及其他固定资产投资相较目前明显占优，因此以 2019 年初作为参超判断当下权益市场反弹的依据并不充分。
- 2) 2020 年中：与当下最大的不同是，2020 年中制造业 PMI 持续处于扩张区间，企业融资意愿强烈，出口数据大幅攀升，主要是海外需求及内部复苏带动下的经济增速回升。
- 3) 2022 年 4 月：与当下最大的不同是，2022 年 4 月货币供应相对更紧，量少价高，M1 相对偏高，体现出货币上下游传导顺畅；同时，CPI、PPI 等价格指数偏高，上游存在通胀压力，且工业企业利润为正，下游零售同比回落，体现为整个产业链利润向上游转移。对比当下，2022 年时存在明显的景气行业。
- 4) 2015 年下半年（最为相似）：通过对比，各项经济数据组合后，与当下经济环境最为相似的是 2015 年下半年。2015-2016 年，PSL 规模大幅增长，平均每月新增超 680 亿元。MLF 至 2015 年末 1 年期余额 6600 亿元，2016 年 1 月增至 12800 亿元，货币供应量较大，且 DR001 利率较低，M1-M2 维持低位，新增人民币贷款偏低，非常类似目前货币传导不畅的局面。经济数据方面，PPI 同比为负，工业企业利润为负，房地产投资大幅低于均值。此外，2015 年 4 月的出口数据也是类似当前的同比负增长局面。

对于 2016 年初的指数反弹，我们认为应该归功于房地产放松政策和供给侧改革的组合拳。2015 年 9 月 30 日，首套房最低首付比例由 30% 降至 25%；2016 年 1 月 26 日，“供给侧结构性改革”方案提出。2016 年 3 月，房地产投资数据大幅回升至历史均值 7% 附近，工业企业利润快速转正，当月新增企业融资创出 7000 亿元的峰值，M1-M2 差值快速走高，此前积攒在银行系统的流动性快速流向实体企业。

由此可见，本轮底部反弹的立足点正如中央经济工作会议所言，需要“统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革”，“必须坚持深化供给侧结构性改革和着力扩大有效需求协同发力，发挥超大规模市场和强大生产能力的优势，使国内大循环建立在内需主动力的基础上，提升国际循环质量和水平”。近期，北京、上海等一线城市进一步放宽房地产购房政策，同时配合财税体制改革、金融体制改革等一系列手段，将成为托底权益市场的最有利工具。

图表 20：当前宏观数据组合与 2015 年下半年相似

	逆回购 金额	MLF 余额	PSL 期末 值	新增 人民币 贷款 当月值	新增 企业 债券 融资 当月值	新增 政府 债券 当月值	M1 同比	M2 同比	M1-M2	逆回 购 利率 7天	MLF 利率 1年	DR001	LPR 1年	LPR 5年	CPI 当月 同比	PPI 当月 同比	制造业 PMI	房地产 开发 投资 累计 同比	规模 以上 工业 增加值 当月 同比	社零 当月 同比	工业 利润 累计 同比
2023	23090000	4280000	2502.00	1712.00	1300.00	1112.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	17000000	1040000	1240.00	1000.00	1000.00	1000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	12000000	1000000	1000.00	1000.00	1000.00	1000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	12000000	1100000	1100.00	1100.00	1100.00	1100.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	9000000	1000000	1000.00	1000.00	1000.00	1000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	9000000	1000000	1000.00	1000.00	1000.00	1000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	9000000	1000000	1000.00	1000.00	1000.00	1000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	9000000	1000000	1000.00	1000.00	1000.00	1000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	9000000	1000000	1000.00	1000.00	1000.00	1000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	9000000	1000000	1000.00	1000.00	1000.00	1000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
2022	40000000	40000000	30400.00	30400.00	30400.00	30400.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	40000000	40000000	30400.00	30400.00	30400.00	30400.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	40000000	40000000	30400.00	30400.00	30400.00	30400.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	40000000	40000000	30400.00	30400.00	30400.00	30400.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	40000000	40000000	30400.00	30400.00	30400.00	30400.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	40000000	40000000	30400.00	30400.00	30400.00	30400.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	40000000	40000000	30400.00	30400.00	30400.00	30400.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	40000000	40000000	30400.00	30400.00	30400.00	30400.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	40000000	40000000	30400.00	30400.00	30400.00	30400.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	40000000	40000000	30400.00	30400.00	30400.00	30400.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
2021	20000000	20000000	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	20000000	20000000	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	20000000	20000000	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	20000000	20000000	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	20000000	20000000	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	20000000	20000000	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	20000000	20000000	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	20000000	20000000	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	20000000	20000000	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	20000000	20000000	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
2020	30000000	30000000	30000.00	30000.00	30000.00	30000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	30000000	30000000	30000.00	30000.00	30000.00	30000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	30000000	30000000	30000.00	30000.00	30000.00	30000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	30000000	30000000	30000.00	30000.00	30000.00	30000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	30000000	30000000	30000.00	30000.00	30000.00	30000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	30000000	30000000	30000.00	30000.00	30000.00	30000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	30000000	30000000	30000.00	30000.00	30000.00	30000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	30000000	30000000	30000.00	30000.00	30000.00	30000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	30000000	30000000	30000.00	30000.00	30000.00	30000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	30000000	30000000	30000.00	30000.00	30000.00	30000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
2019	20000000	20000000	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	20000000	20000000	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	20000000	20000000	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	20000000	20000000	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	20000000	20000000	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	20000000	20000000	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	20000000	20000000	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	20000000	20000000	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	20000000	20000000	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	20000000	20000000	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
2018	10000000	10000000	10000.00	10000.00	10000.00	10000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	10000000	10000000	10000.00	10000.00	10000.00	10000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	10000000	10000000	10000.00	10000.00	10000.00	10000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	10000000	10000000	10000.00	10000.00	10000.00	10000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.20	0.50	0.50	50.00	45.00	4.00	10.00	10.00
	10000000	10000000	10000.00	10000.00	10000.00	10000.00	5.80	9.60	9.70	1.80	2.50	1.57	3.50	4.							

资料来源：Wind、光大期货研究所

2、大盘价值与大盘成长的选择

立足于上文结论，我们使用 CIS 成长指数和 CIS 价值指数的比值来观察市场中成长题材和价值题材的整体走势。可以看到，整个 2016 至 2018 年间，价值题材明显占优。这一点在逻辑上也比较容易解释，产业去杠杆期间企业成长属性并非第一关注点，稳定的抗风险能力更加重要。有

鉴于此，我们认为，明年市场的反弹可能仍以大盘价值和小盘成长牵头，而非市场讨论较多的大盘成长。

图表 21：CIS 成长指数/CIS 价值指数



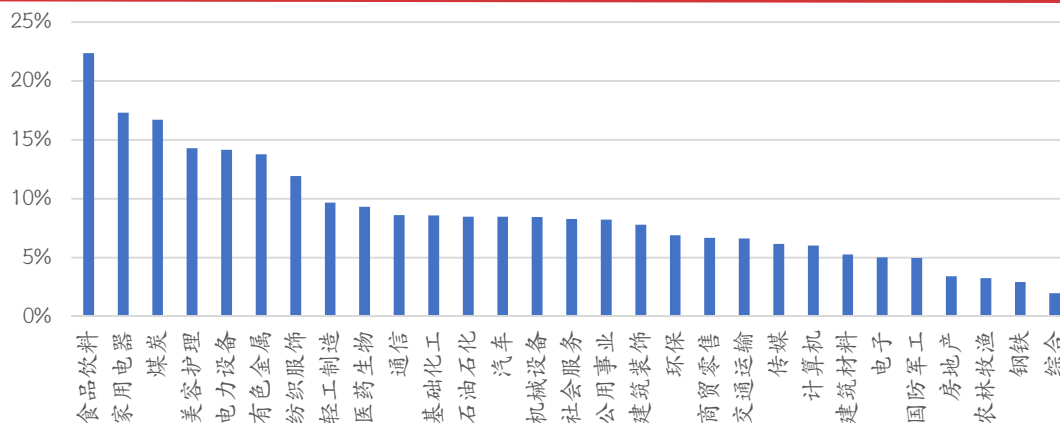
资料来源：Wind、光大期货研究所

3、板块投资机会

1) 板块 ROE (2023Q3)

首先，从板块 ROE 来看，近期表现强势的 TMT 板块整体排名靠后，医药生物也仅在中等偏上位置，可见题材板块的强势也主要是由于估值拉升导致，业绩支撑并不明显。其次，我们希望从库存周期的角度和产业投融资需求的角度对申万一级行业做一个定位，寻找未来可能存在投资机会的领域。

图表 22：申万一级行业 2023 年第三季度 ROE (TTM)

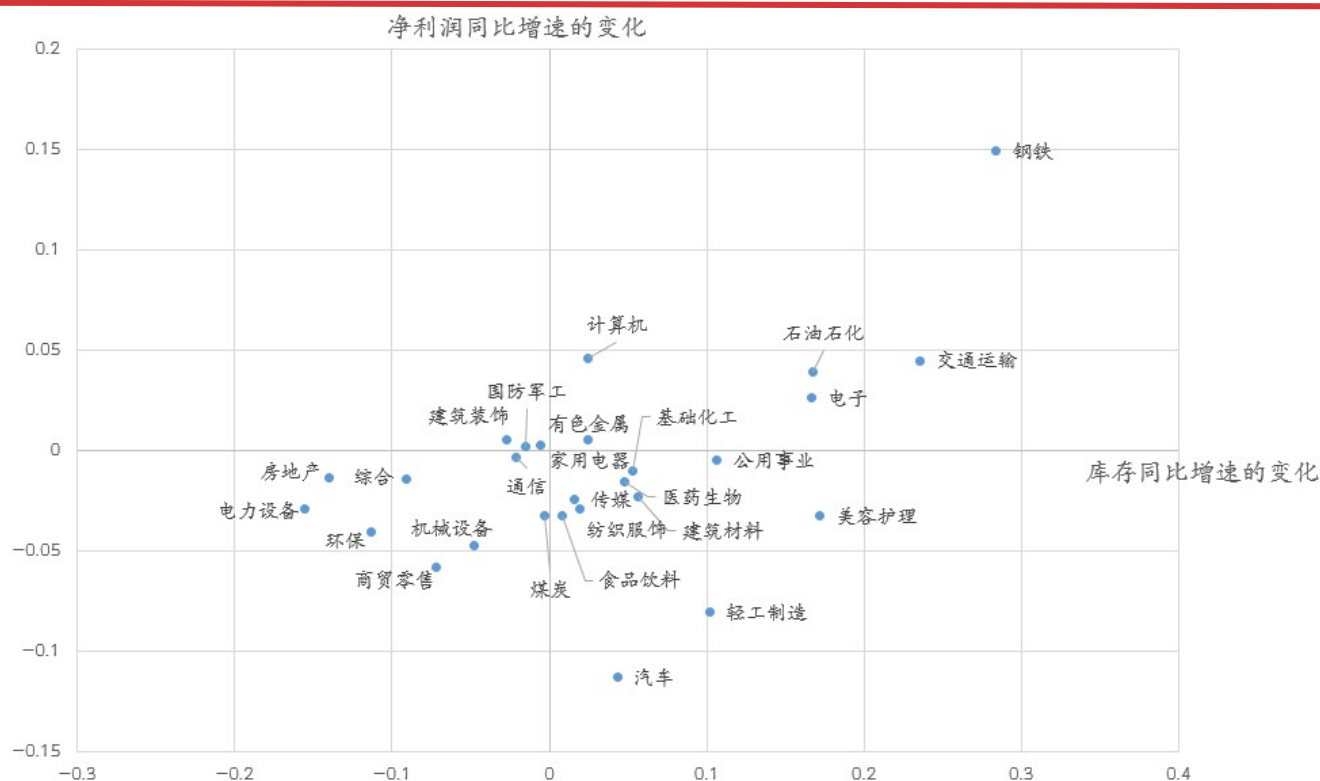


资料来源：Wind、光大期货研究所

2) 库存周期

我们计算了第三季度各版块存货的同比增速与第二季度存货同比增速之间的变化程度，作为库存同比增速的变化这一指标，作为横轴；同时计算了各版块第三季度净利润同比增速的变化作为纵轴。下图第一象限代表第三季度净利润同比增速相较第二季度有所改善同时库存环比累库，即主动补库阶段；同理，第二象限为被动去库；第三象限为主动去库；第四象限为被动补库。由图可见，基建、能化相关板块及计算机和电子板块处于第一象限，是未来可重点关注的投资方向；相反的，房地产、电力设备、商贸零售处于第三象限，存在产能过剩，主动去库现象；同时，汽车、美容护理存在被动补库现象。

图表 23：申万一级行业库存周期



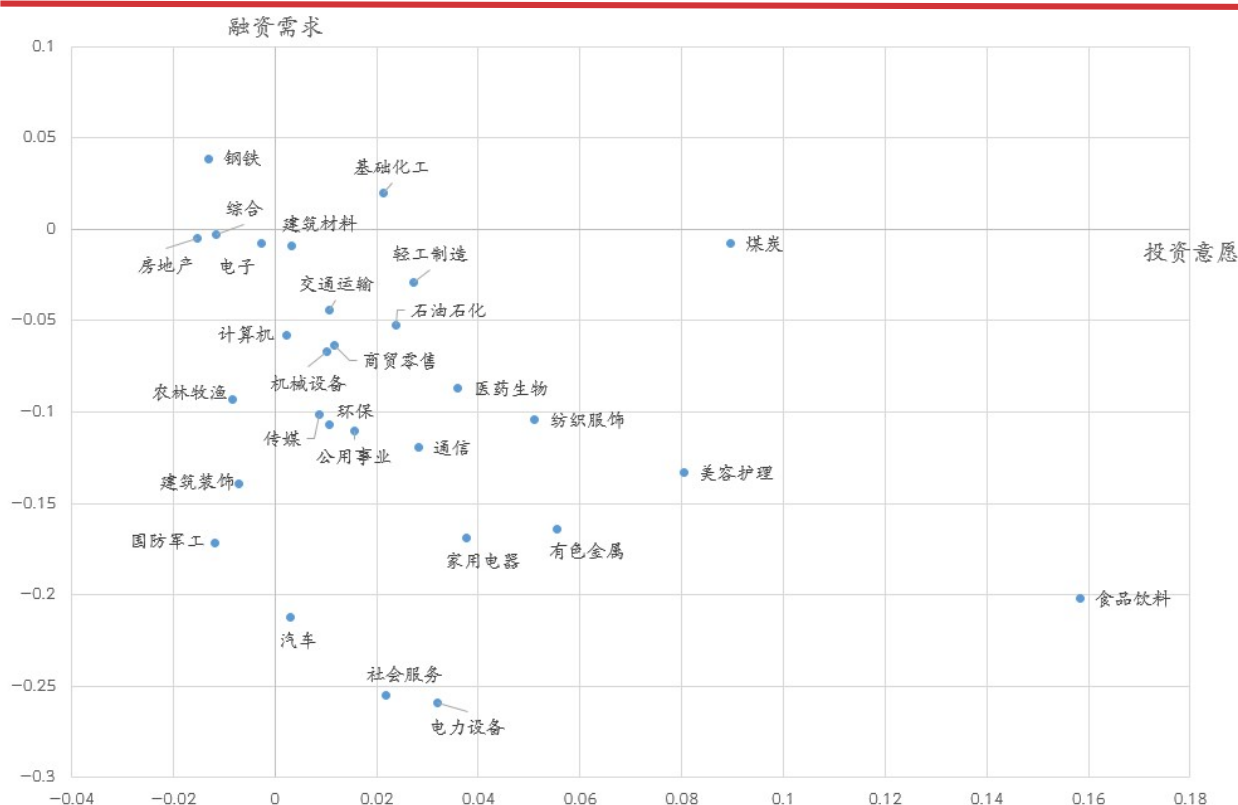
资料来源：Wind、光大期货研究所

3) 投融资意愿对比

如前所述，当前企业融资意愿较弱，为了探究板块的融资意愿，我们使用下图两个指标来为各板块定位。横轴投资意愿是使用企业资产收益率减去其融资成本，表示企业增加投资是否可以为其带来边际收益；纵轴融资需求为第三季度营收同比增速减去企业可持续增长率，表示企业现

有资本结构能否支撑其目前的增长速度。如图，多数板块位于第三象限，代表企业虽然能够通过扩大投资增加边际收益，但目前没有融资需求，这主要是由于企业营收同比增速持续放缓导致。相较于第二季度，电力设备板块由第一象限滑落至第四象限，融资需求也大幅回落。

图表 24：申万一级行业投资意愿与库存需求



资料来源：Wind、光大期货研究所

四、股指期货市场分析

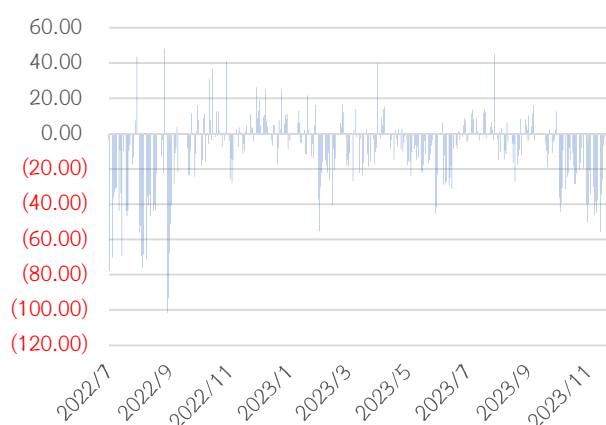
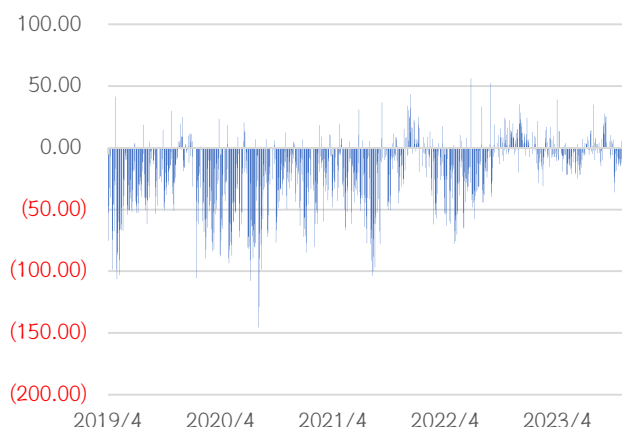
在股票指数的基础上，股指期货的增量特征均表现在基差上，这一部分我们将从基差绝对值、贴水年化、持仓量等角度对股指期货的应用做一个介绍。同时，由于目前权益市场波动较大，我们希望使用期权工具来对前述观点进行表达。由于股指期货交易手数自 2019 年 4 月放开，我们均选取 2019 年 4 月至今的数据来进行分析。

1、股指期货历史基差表现

1) 主力合约基差

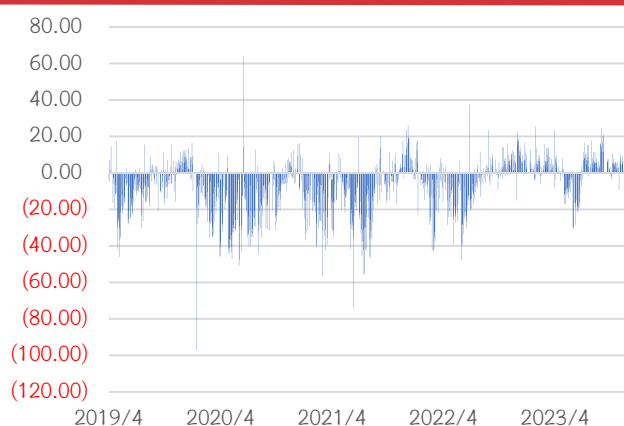
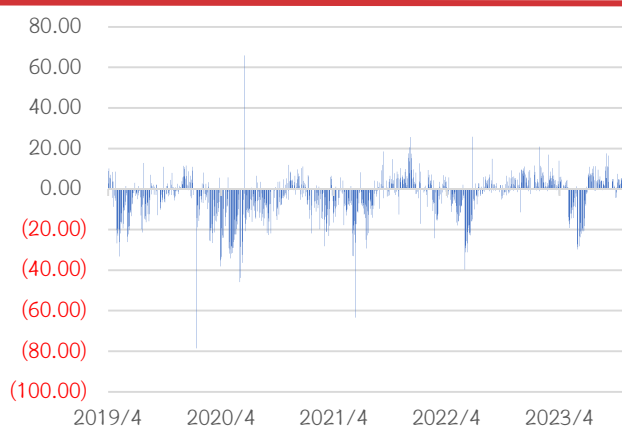
从四只股指期货主力合约基差角度来看，小盘股指期货基差长期来看逐渐收敛，以中证 500 为例，由 2019 至 2020 年普遍的-50 至-100 的贴水幅度至今已大幅缩窄甚至时常出现升水情况。

这主要是由于随着 A 股市场机构化程度越来越高，中性策略可以获得的超额收益大幅减少，进而使得对冲需求减少，股指期货基差贴水减弱；相反，中证 1000 则由于近期较为明显的对冲需求使得贴水大幅走阔。大盘指数体现出明显的周期性特征，即每年分红密集期的 5 至 8 月，大盘股指期货贴水明显，其他时间则长期处于平水状态。大盘股指期货对冲需求并不明显，未体现出类似小盘指数基差的长周期收敛的特点。

图表 25：IM00 基差贴水幅度较大

图表 26：IC00 基差贴水持续收敛


资料来源：Wind、光大期货研究所

资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 27：IF00 基差周期性升水

图表 28：IH00 基差周期性升水


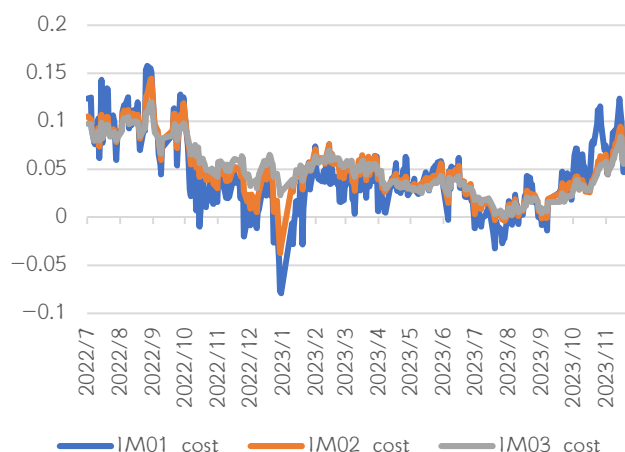
资料来源：Wind、光大期货研究所

资料来源：Wind、光大期货研究所

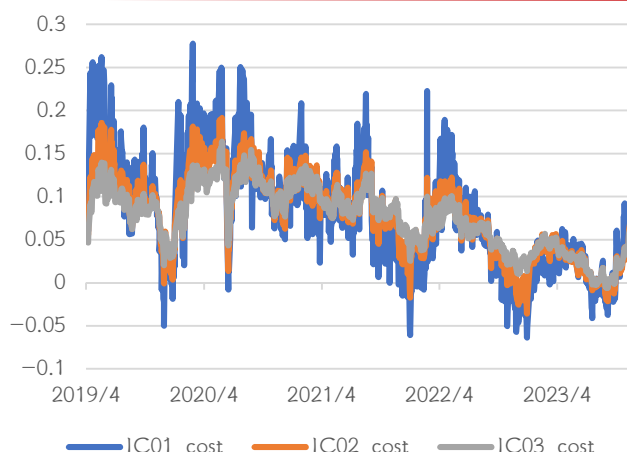
2) 其他合约贴水年化

其余合约贴水年化方面，同样可以看到上述趋势，中证 500 贴水年化中枢由 15% 左右逐步下移至 5%，中证 1000 因上市时间较短还未体现出明显特征；大盘指数不止体现出周期波动的特性，在贴水年化波峰的位置还体现出各合约分离的特点，即远月合约贴水年化明显高于近月，这是因其涵盖的分红区间更长。

图表 29：IM 年化贴水



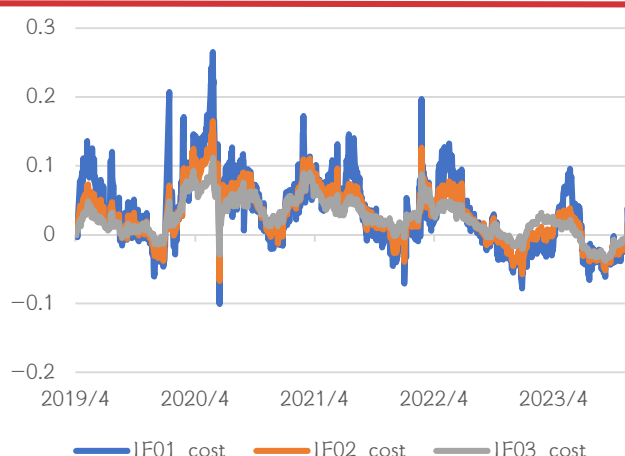
图表 30：IC 年化贴水



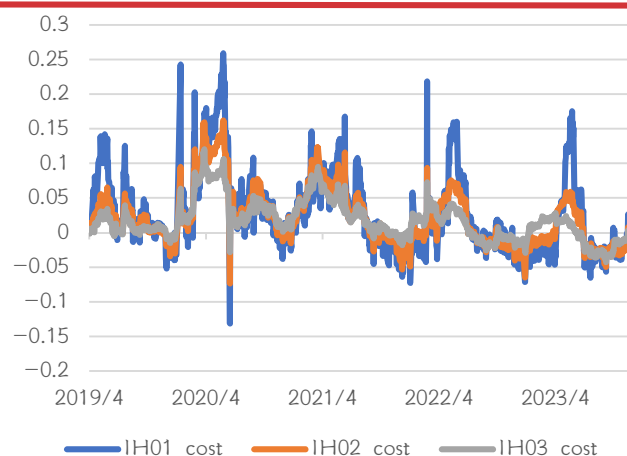
资料来源：Wind、光大期货研究所

资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 31：IF 年化贴水



图表 32：IH 年化贴水



资料来源：Wind、光大期货研究所

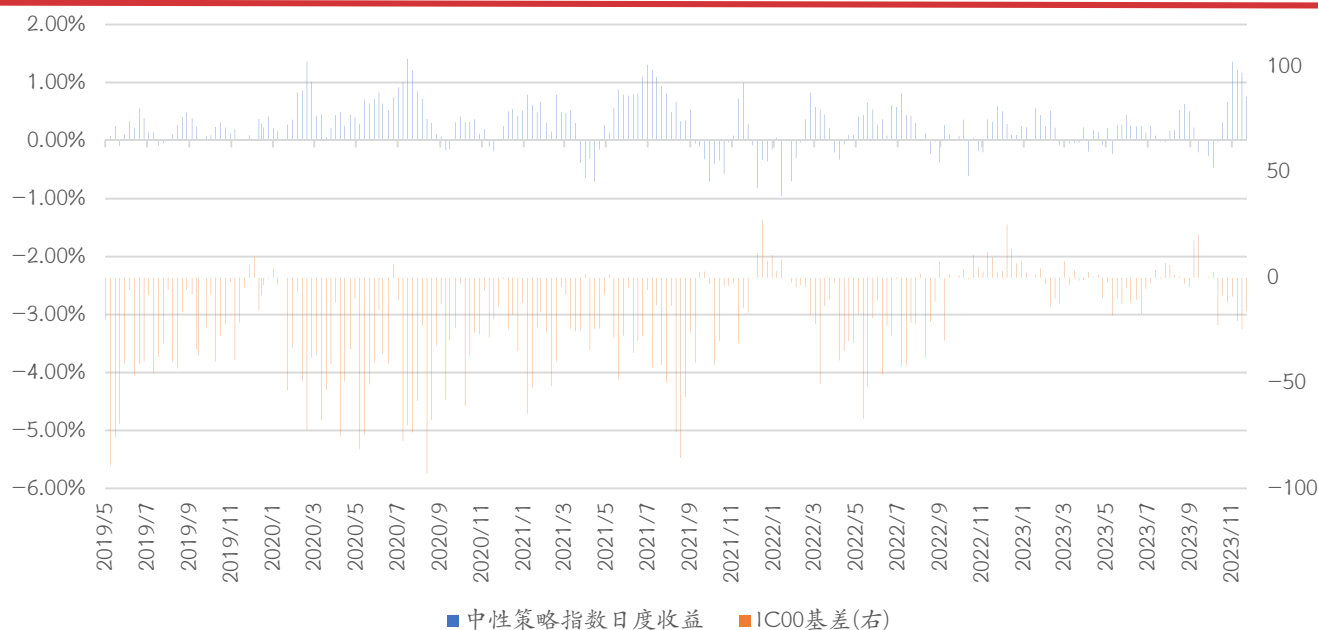
资料来源：Wind、光大期货研究所

2、结合市场行情分析未来基差的基本状态，或者提出分析方法（空头视角）

为了进一步说明小盘指数股指期货近两年来频繁升水的现象，我们绘制了中性策略指数日度收益的柱状图，并做了 20 天滚动平均，将其与中证 500 股指期货主力合约基差做对比，可以看到，二者成极强的负相关，如果进一步分析 A 股市场交易拥挤度指标，会发现期指大幅贴水阶段板块选择较为拥挤，而升水阶段强势题材极为分散。这说明影响小盘指数期货基差贴水幅度的是市场的对冲需求，在市场板块轮动快速，交易分散的时期，中性策略选股不易获得较高的 ALPHA，使得市场对冲需求回落，期指升水。

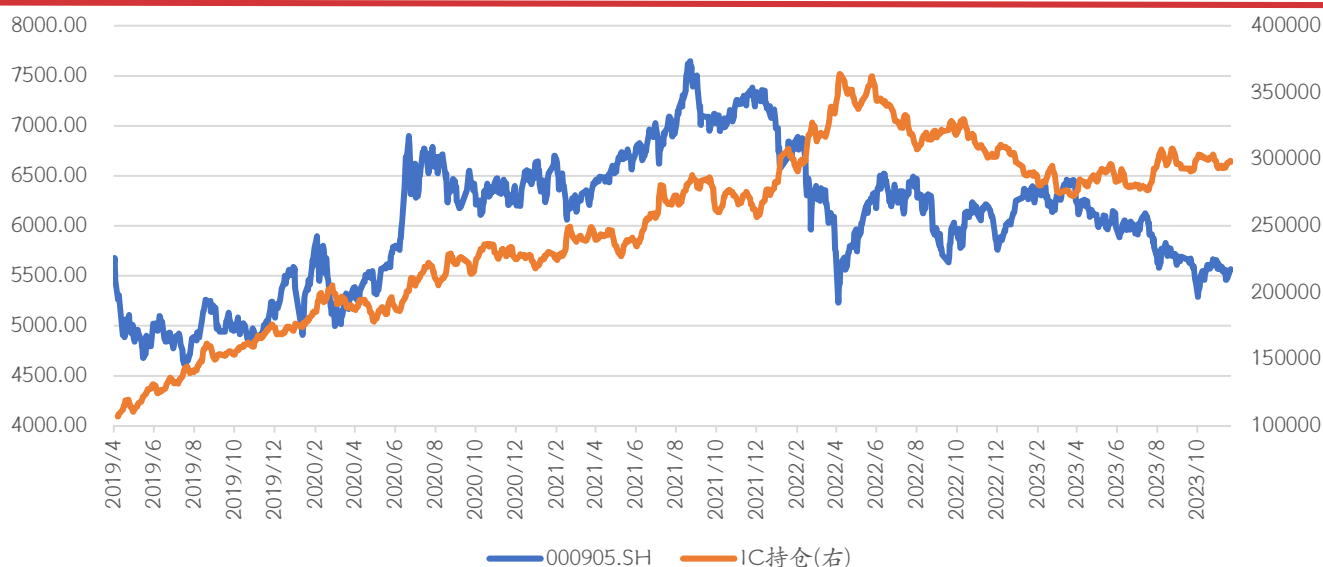
这一解释与市场上讨论较多的雪球产品发行影响股指期货基差的观点较为不同。我们认为，雪球的大幅发行不会影响股指期货中长期的贴水情况。原因在于雪球产品以跟踪标的指数为主，为了配平产品 DELTA，持仓期间必须跟随指数涨跌及时被动调整仓位，而被动的属性使其不能够参与基差定价。另一方面，通过对比中证 500 走势和其各合约总持仓可以发现，两者在 2021 年后呈现明显的负相关。这很可能说明，雪球规模可以明显影响股指期货持仓量，且我们可以根据持仓量的波动来倒推市场以该指数为标的的雪球规模。例如，根据指数持仓来粗略估计，中证 500 雪球多头仓位约占股指期货持仓总量的 30% 左右，对应雪球产品规模 700 至 900 亿元。

图表 33：小盘指数基差与中性策略收益水平高度正相关



资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 34：雪球产品影响股指期货持仓（单位：手）



资料来源：Wind、光大期货研究所

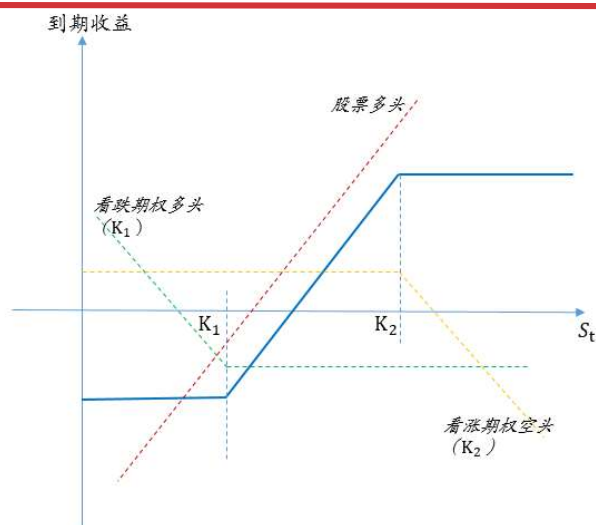
3、投资工具与策略选择（ETF、期权、雪球等工具）

前文对指数走势和股指期货基差做了一些分析，我们希望通过一些简单的策略工具在资本市场上表达上述观点。关于期货套利的部分，我们在过往专题有了一些阐述，这里主要介绍一些收益风险性价比较高的期权工具。

1) 多头双限—应对大幅贴水

如前文所述，TMT 板块在未来一个季度可能仍然保持强势，这会使得中证 1000 的对冲需求较大，进而使其基差贴水幅度较大。在基差大幅贴水环境下，期货套保展期成本较高，可尝试使用期权工具。多头双限策略，是在持有现货多头的同时，买入一个行权价为 $K1$ 的看跌期权，对冲现货下跌风险，同时因为预期指数不会出现大幅上涨，所以再卖出一个行权价为 $K2$ 的看涨期权，获取卖权权利金收入以弥补卖权权利金支出。如果 $St < K1$ ，到期收益 $= St - S0 - p + c + (K1 - St) = K1 - S0 - p + c$ ；如果 $K1 < St < K2$ ，到期收益 $= St - S0 - p + c$ ；如果 $St > K2$ ，到期收益 $= St - S0 - p + c - (St - K2) = K2 - S0 - p + c$ 。通过选择虚值看涨期权和平值看跌期权，如果初始权利金小于期货贴水幅度，则期权是更优方案，同时，我们也可以调整虚值看涨期权的比例来调整权利金的初始值。

图表 35：多头双限策略作为基差贴水时的套保方案

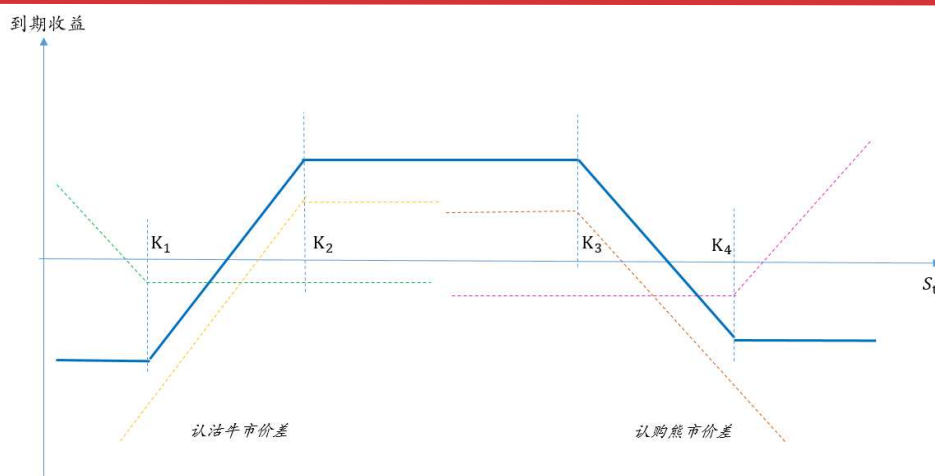


资料来源：Wind、光大期货研究所

2) 铁秃鹰策略—应对底部震荡

如前文所述，明年一季度指数偏弱震荡的概率仍偏大，但不排除突发事件或政策利好导致指数出现大幅波动的可能。因此，我们可以选择铁秃鹰策略。该策略由一个牛市价差和一个熊市价差组合而成，包含买入一个行权价 K_1 的看跌期权、卖出一个行权价 K_2 的看跌期权、卖出一个行权价 K_3 的看涨期权、买入一个行权价 K_4 的看涨期权，其中 $K_1 < K_2 < K_3 < K_4$ 。对于左半边的牛市看跌组合，卖权权利金大于买权权利金，同样对于右半边的熊市看涨期权，卖权权利金同样大于买权权利金，这样我们可以构建出在 K_2 至 K_3 之间收取权利金的平台，同时不会因价格大幅波动而损失惨重。对于行权价的选择，如果 K_2 和 K_3 设置较为接近，则卖权权利金较高，但收益区间较窄，风险较大，反之则权利金较少，但风险较低。

图表 36：铁秃鹰策略度过底部震荡时期

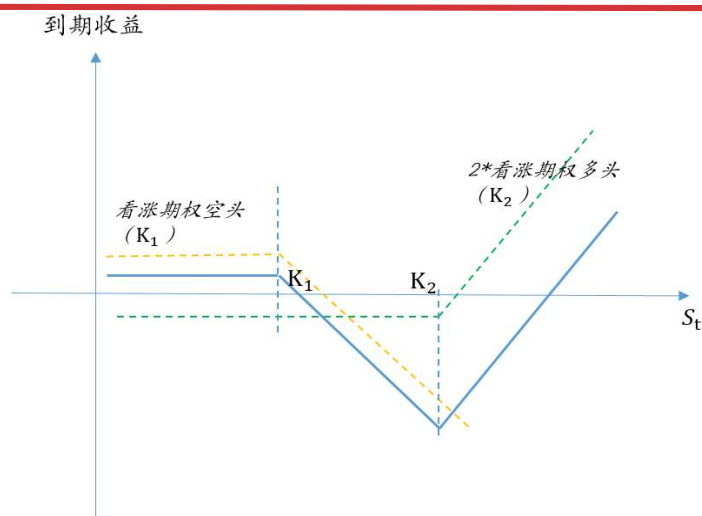


资料来源：Wind、光大期货研究所

3) 比例价差—积极布局右侧交易

如前文所述，当前大盘指数处于底部区间，小盘指数对政策支持预期较强，市场可能不定期出现快速反弹，但我们也不想承担左侧继续下滑的风险，则可选择比例价差策略捕捉反弹机会。比例价差的构建是通过卖出一只行权价 K_1 的看涨期权，同时买入两只相同到期日行权价为 K_2 的看涨期权，其中 $K_1 < K_2$ 。该结构类似单一看涨期权多头，但优势是当标的价格下跌时，卖权权利金可以弥补买权权利金，当标的价格上涨，仍可赚取看涨期权多头收益。该策略在捕捉右侧反弹机会时效率较高。

图表 37：比例价差策略布局右侧行情



资料来源：Wind、光大期货研究所

总结：

诚如中央经济会议所言，经济回升仍然需要克服一些困难和挑战，市场预期的扭转需要时间。权益市场明年第一季度小盘科技指数占优的局面可能继续维持，实体企业的业绩回暖可能会在明年第二至第三季度传导至指数表现，带动大盘价值题材和小盘科技题材共振，共同支撑指数回升。当然，这需要我们深入贯彻中央精神，坚持高质量发展，统筹多个领域的机遇与挑战，共同开启新的篇章。