

股指期货后市展望和策略分享

永安期货研究中心 华翔
2023-08

投资有风险，入市需谨慎

研究创造价值 一切只为客户
RESEARCH CREATES VALUE ALL FOR YOU

目录

- 一、股指期货估值
- 二、股指期货驱动
- 三、策略分享

一、股指期货估值

- 从年度表现看，A股中小市值跑赢大盘蓝筹，人工智能相关跑赢其他行业。

全球指数	2023/6/25	2023/7/18	2023/7/26	年涨跌
阿根廷MERV	420,736.69	456,880.68	471,449.38	133.29%
俄罗斯MOEX	2,795.06	2,954.52	2,975.36	38.12%
纳斯达克指数	13,492.52	14,353.64	14,144.56	35.14%
日经225	32,781.54	32,493.89	32,682.51	25.25%
标普500	4,348.33	4,554.98	4,567.46	18.96%
韩国综合指数	2,570.10	2,607.62	2,636.46	17.89%
德国DAX	15,829.94	16,125.49	16,211.59	16.43%
法国CAC40	7,163.42	7,319.18	7,415.45	14.55%
巴西IBOVESPA指数	118,977.10	117,841.19	122,007.77	11.18%
印度SENSEX30	63,016.84	66,795.15	66,452.10	9.22%
道琼斯工业指数	33,727.43	34,951.93	35,438.07	6.91%
上证指数	3,197.90	3,197.82	3,231.52	4.61%
中证红利	5,040.70	5,056.12	5,132.84	4.20%
中证1000	6,548.41	6,510.03	6,498.27	3.45%
英国富时100	7,461.87	7,453.69	7,691.80	3.22%
中证500	5,990.85	6,001.80	6,016.63	2.59%
恒生香港中资企业指数	3,621.72	3,652.09	3,767.73	1.94%
印尼综指	6,639.73	6,830.20	6,929.57	1.15%
沪深300	3,864.03	3,854.94	3,915.12	1.12%
恒生中国企业指数	6,394.54	6,400.09	6,604.20	-1.50%
恒生指数	18,889.97	19,015.72	19,434.40	-1.75%
上证50	2,519.08	2,511.64	2,578.35	-2.16%

板块	2023/6/25	2023/7/19	2023/7/25	年涨跌
通信(申万)	2,792.56	2,701.28	2,632.88	43.23%
传媒(申万)	809.41	732.94	725.02	34.31%
计算机(申万)	5,318.51	4,785.83	4,749.79	22.62%
家用电器(申万)	7,252.60	7,252.11	7,361.80	13.51%
建筑装饰(申万)	2,162.99	2,205.41	2,255.14	13.12%
电子(申万)	3,839.60	3,970.10	3,898.69	11.82%
机械设备(申万)	1,543.88	1,570.43	1,560.93	11.60%
石油石化(申万)	2,205.64	2,341.11	2,332.16	11.55%
汽车(申万)	5,584.02	5,818.64	5,823.45	8.99%
非银金融(申万)	1,486.05	1,523.98	1,586.66	7.71%
公用事业(申万)	2,291.99	2,328.61	2,284.52	3.91%
纺织服装(申万)	1,550.90	1,628.93	1,634.01	3.83%
国防军工(申万)	1,533.41	1,526.55	1,517.05	2.67%
环保(申万)	1,741.13	1,814.47	1,810.53	2.32%
轻工制造(申万)	2,229.90	2,300.98	2,358.87	1.41%
有色金属(申万)	4,406.19	4,594.28	4,619.99	0.80%
钢铁(申万)	2,149.80	2,212.78	2,259.44	-1.16%
银行(申万)	3,087.96	3,018.58	3,094.16	-2.03%
食品饮料(申万)	21,549.35	21,059.50	22,167.19	-3.44%
交通运输(申万)	2,200.93	2,225.95	2,249.74	-4.87%
基础化工(申万)	3,631.82	3,816.97	3,834.48	-5.35%
医药生物(申万)	8,476.07	8,364.15	8,506.20	-6.22%
建筑材料(申万)	5,353.45	5,418.32	5,654.85	-6.26%
休闲服务(申万)	10,086.57	9,892.15	10,092.52	-6.50%
煤炭(申万)	2,459.03	2,470.04	2,477.79	-7.27%
电力设备(申万)	8,746.04	8,703.77	8,655.53	-7.41%
房地产(申万)	2,547.79	2,573.18	2,762.94	-7.75%
农林牧渔(申万)	2,930.75	3,053.34	3,024.50	-8.20%
综合(申万)	2,702.42	2,695.56	2,729.31	-9.53%
美容护理(申万)	6,085.54	6,044.55	6,208.49	-13.19%
商业贸易(申万)	2,253.53	2,261.64	2,318.02	-19.14%

一、股指期货估值

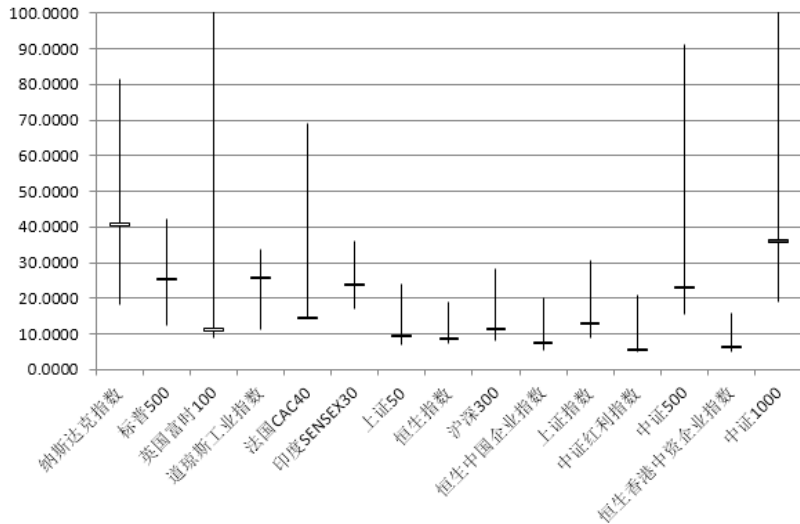
- 分红对于股指期货的影响已经可以忽略，当前大盘蓝筹基本升水，小盘指数略有贴水。

	现货	当月	次月	当季	下季	当月贴水	次月贴水	当季贴水	下季贴水
沪深300	3,915.1153	3,926.40	3,931.40	3,943.60	3,955.00	0.29%	0.42%	0.73%	1.02%
上证50	2,578.3511	2,586.00	2,588.60	2,598.00	2,609.00	0.30%	0.40%	0.76%	1.19%
中证500	6,016.6312	6,019.60	6,012.80	5,984.60	5,959.60	0.05%	-0.06%	-0.53%	-0.95%
中证1000	6,498.2688	6,497.60	6,488.80	6,448.00	6,415.80	-0.01%	-0.15%	-0.77%	-1.27%

	未分红影响贴水（截止7月26）	已分红占今年分红公司比例
上证50	0.23%	85%
沪深300	0.08%	89.59%
中证500	0.06%	93.38%

一、股指期货估值

- 总体来讲国内股票指数的估值在全球属于偏低位置
- 从行业看，部分周期股和消费中的家电、医药估值低位大多数行业当前估值中性偏低



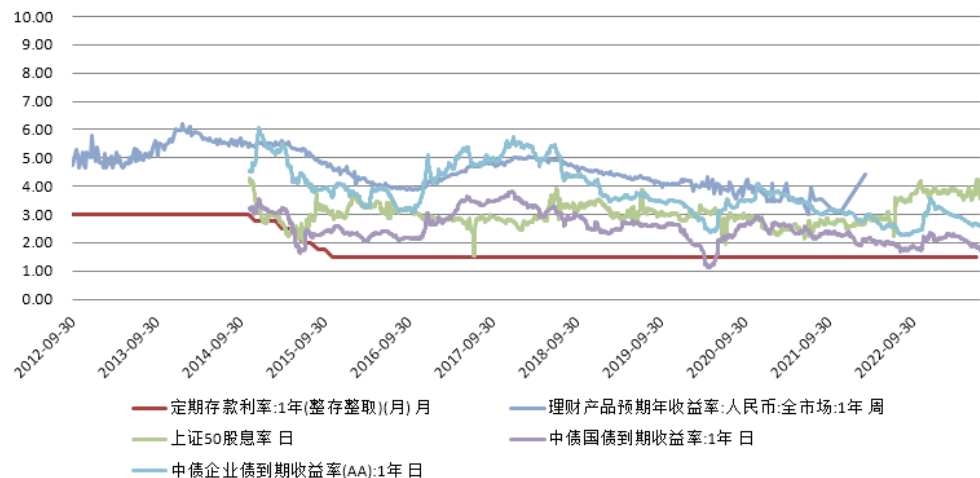
2023-07-11
2010年以来最高PE
2010年以来最低PE
2023-07-20

行业	PE估值分位数	PB估值分位数
煤炭	0%	27%
交通运输	14%	28%
房地产	66%	6%
石油石化	28%	16%
农林牧渔	29%	10%
建筑装饰	32%	20%
银行	5%	1%
公用事业	66%	34%
有色金属	1%	26%
通信	17%	43%
汽车	87%	54%
商贸零售	76%	40%
基础化工	19%	21%
美容护理	71%	63%
家用电器	29%	21%
社会服务	78%	29%
食品饮料	46%	56%
纺织服饰	41%	19%
电力设备	1%	44%
国防军工	14%	55%
轻工制造	53%	32%
机械设备	53%	43%
钢铁	61%	27%
非银金融	31%	5%
建筑材料	58%	2%
医药生物	13%	3%
传媒	60%	44%
计算机	77%	28%
电子	49%	14%

一、股指期货估值

- 由于价格处于偏低位置，股息率依然维持在较高位置，相对于利率更有吸引力

股息率与其他资产收益率



一、股指期货估值

- 相对于美国股指，A股的风险溢价偏高，下跌风险小。

标普500风险溢价



沪深300风险溢价



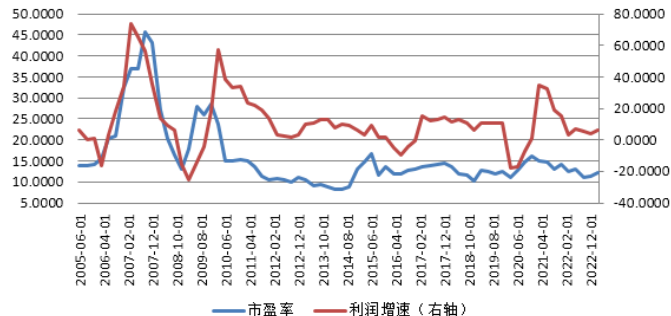
一、股指期货估值总结

- 整体估值在全球股指中偏低位、行业估值分化，总体中等偏低，尤其是周期/传统行业。
- 相对于债券利率，有较高的风险溢价，性价比凸显。
- 股指期货大盘指数略有升水，小盘指数略贴水。

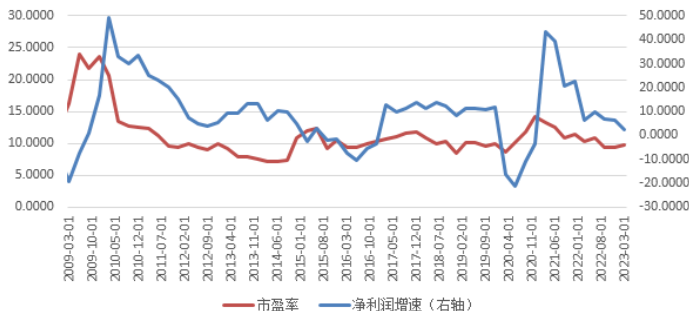
二、股指期货驱动——利润

- 一季度股指净利润增速与估值均在低位

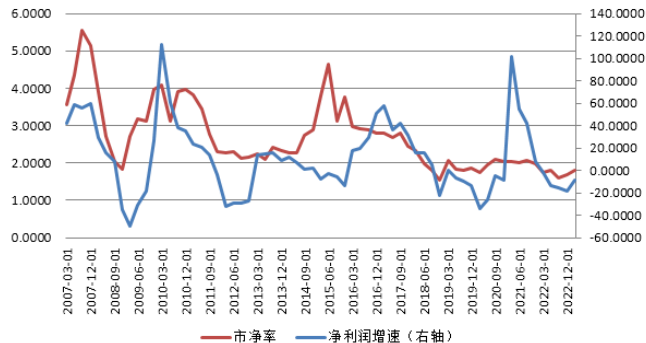
沪深300市盈率与净利润增速



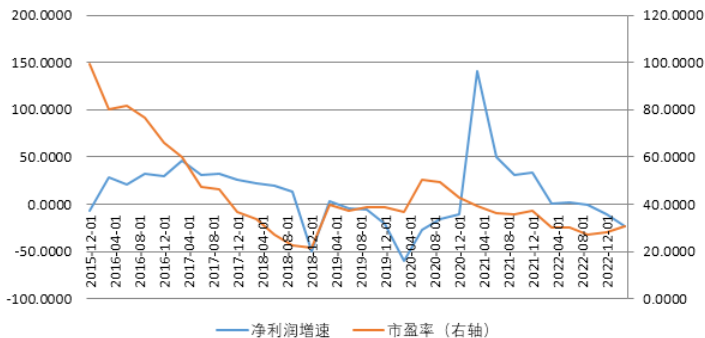
上证50市盈率与净利润增速



中证500市净率与净利润增速



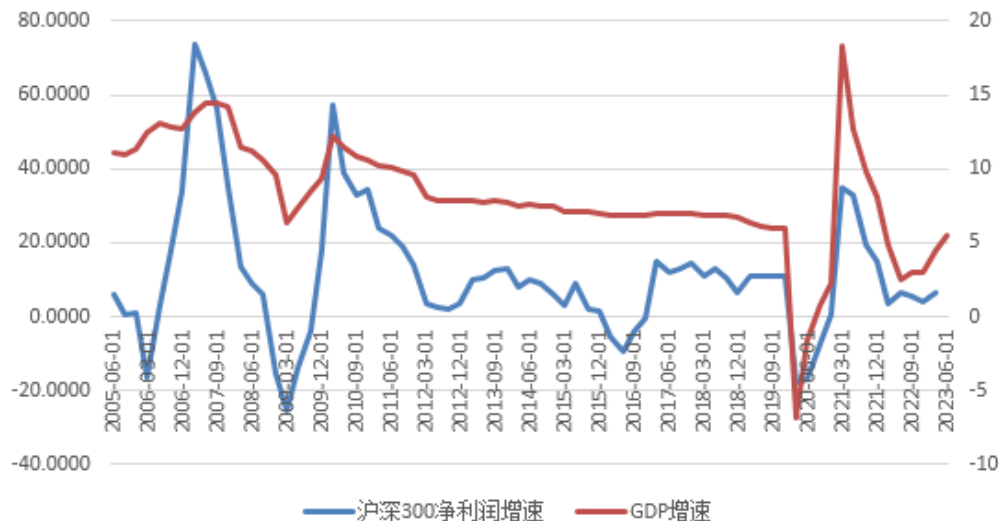
中证1000归母净利润同比增速%



二、股指期货驱动——利润

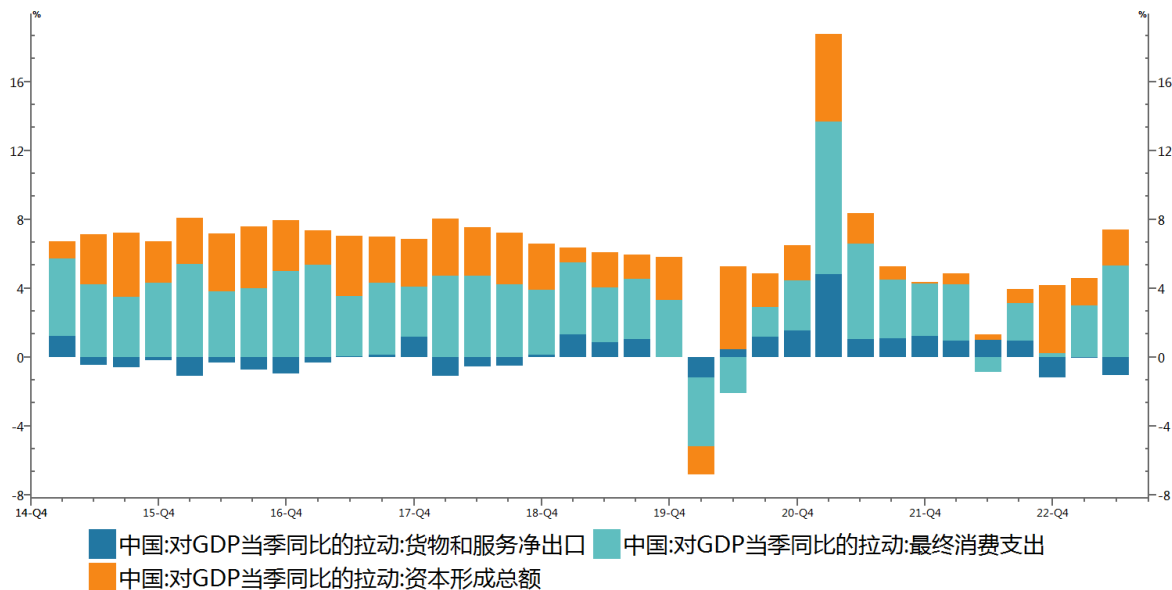
- 二季度经济增速维持回升，股指净利润增速料好转。但也需要考虑到二季度有去年低基数的因素影响。

股指与宏观



二、股指期货驱动——利润

- 今年中国GDP主要依靠消费驱动，进出口是拖累，制造业持稳。

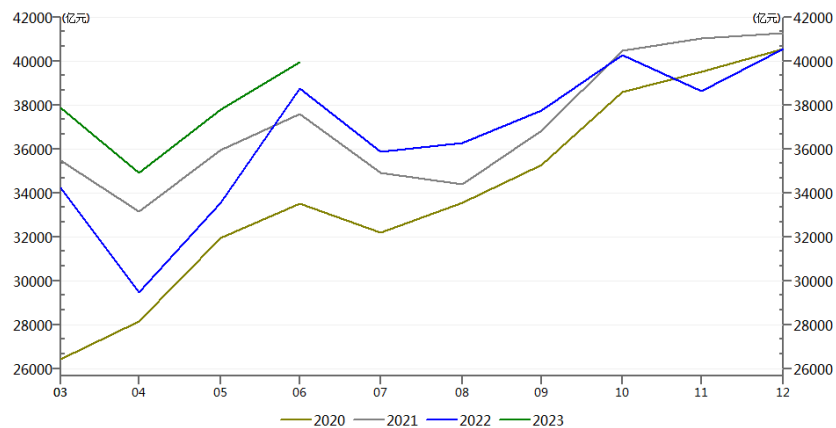


数据来源: Wind

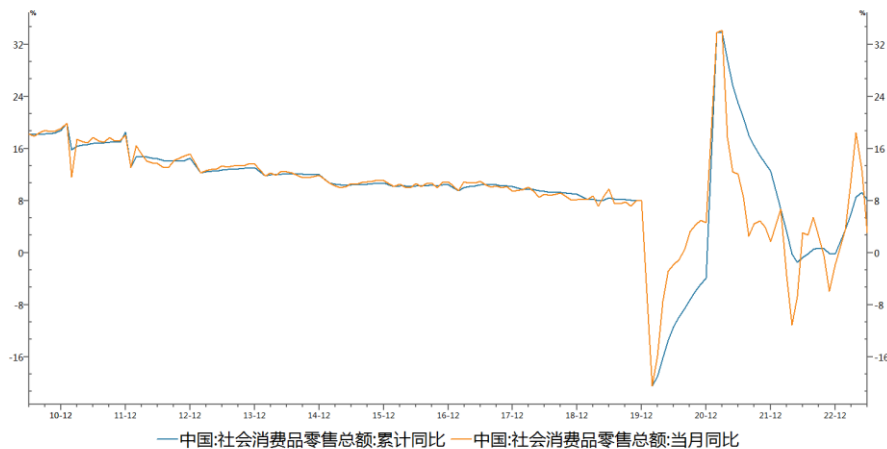
二、股指期货驱动——利润

- 今年中国社会消费品零售总额总体表现较好，6月累计同比增速8.2%，在基数效应下较5月略有收窄。

中国:社会消费品零售总额:当月值



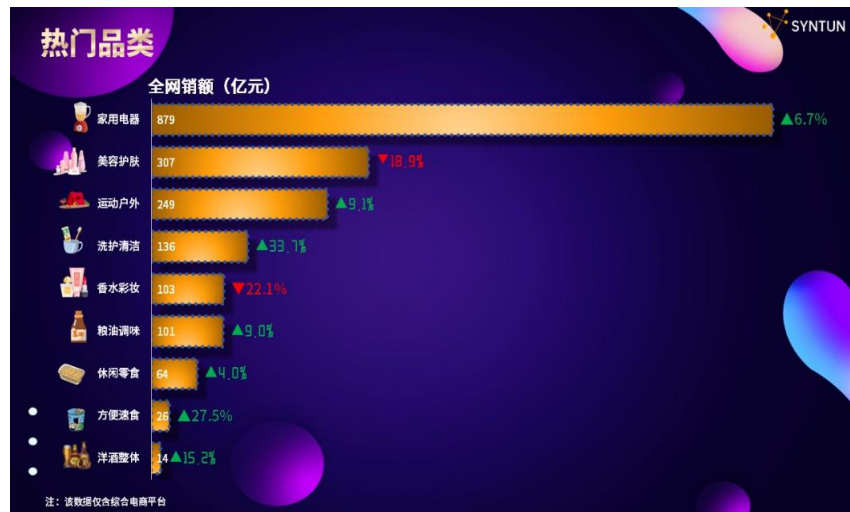
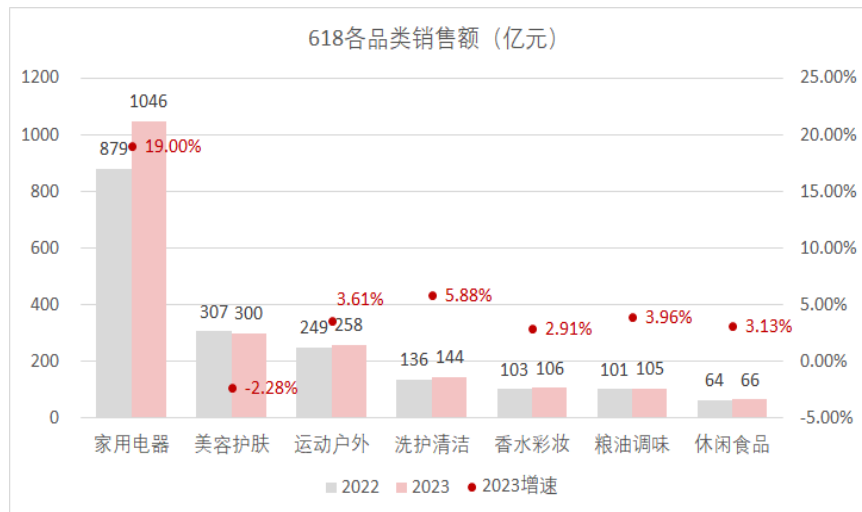
数据来源: Wind



数据来源: Wind

二、股指期货驱动——利润

- 由于2022年疫情影响，许多品类例如美容护肤和香彩妆在去年618时期销售增速大幅下滑至-20%左右。今年是疫情之后的复苏之年，本身可能被期待有一个良好的增速反弹。但是相比去年，其他品类除了家电之外，只有洗护清洁达到5%以上。说明大多数消费品没有明显的疫后复苏。

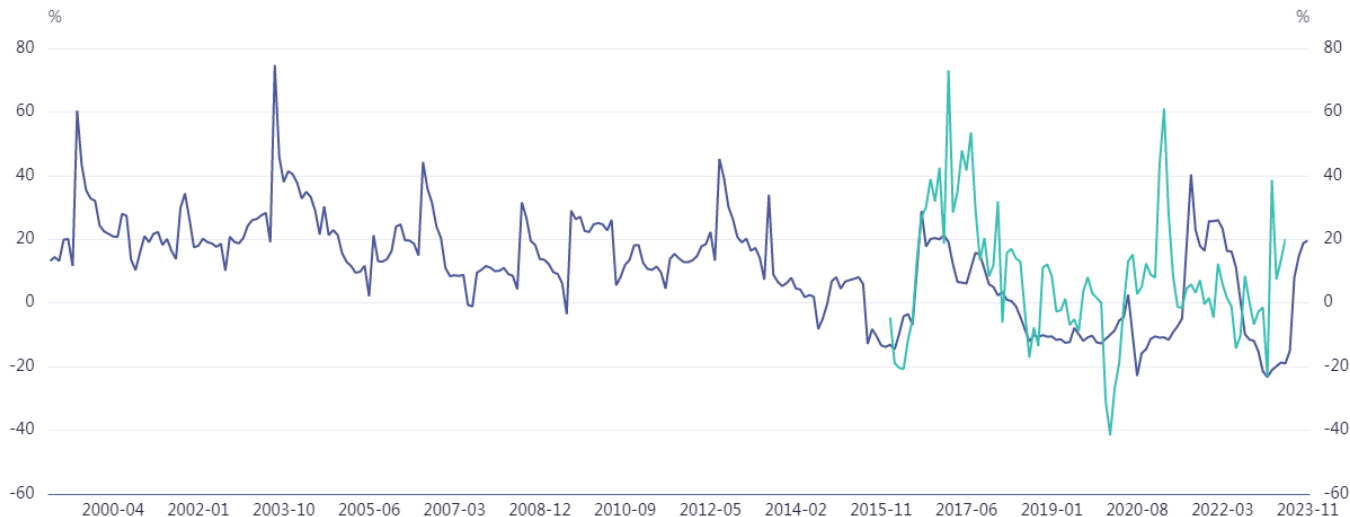


数据来源:星图数据

二、股指期货驱动——利润

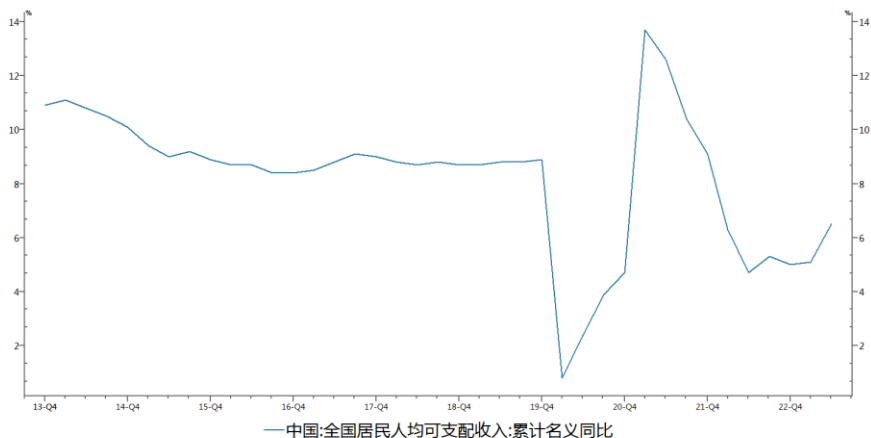
- 家电增速偏高受到一些因素影响，例如空调品类高增或系2022年疫情期间空调上门安装服务受限，基数较小叠加需求延后释放所致。
- 另外，也受益于保交楼政策，地产竣工边际改善。地产竣工通常领先家电销售半年左右。

—房屋竣工面积:累计同比:后置6期 —空调:家用空调:销量:当月值:同比

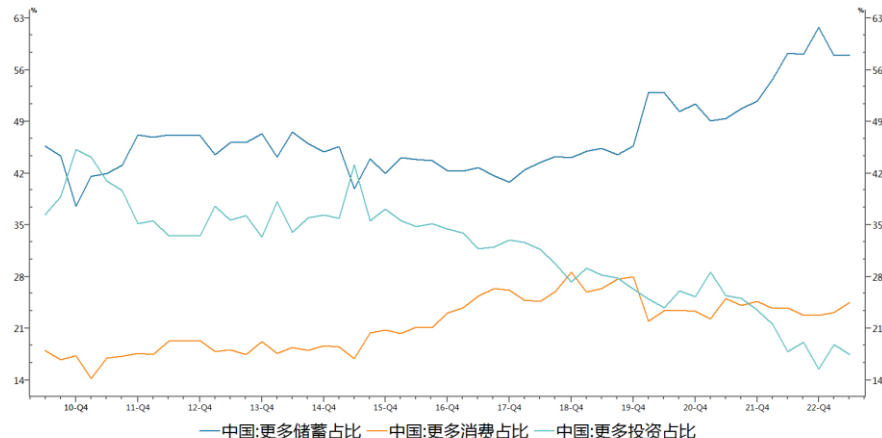


二、股指期货驱动——利润

- 居民可支配收入与消费走势通常一致，当前居民可支配收入增速6.5%低于疫情前的8.9%，制约了消费增速的提升。另外从央行的调查表可以看出，居民消费意愿二季度略有回升，但仍低于疫情前。



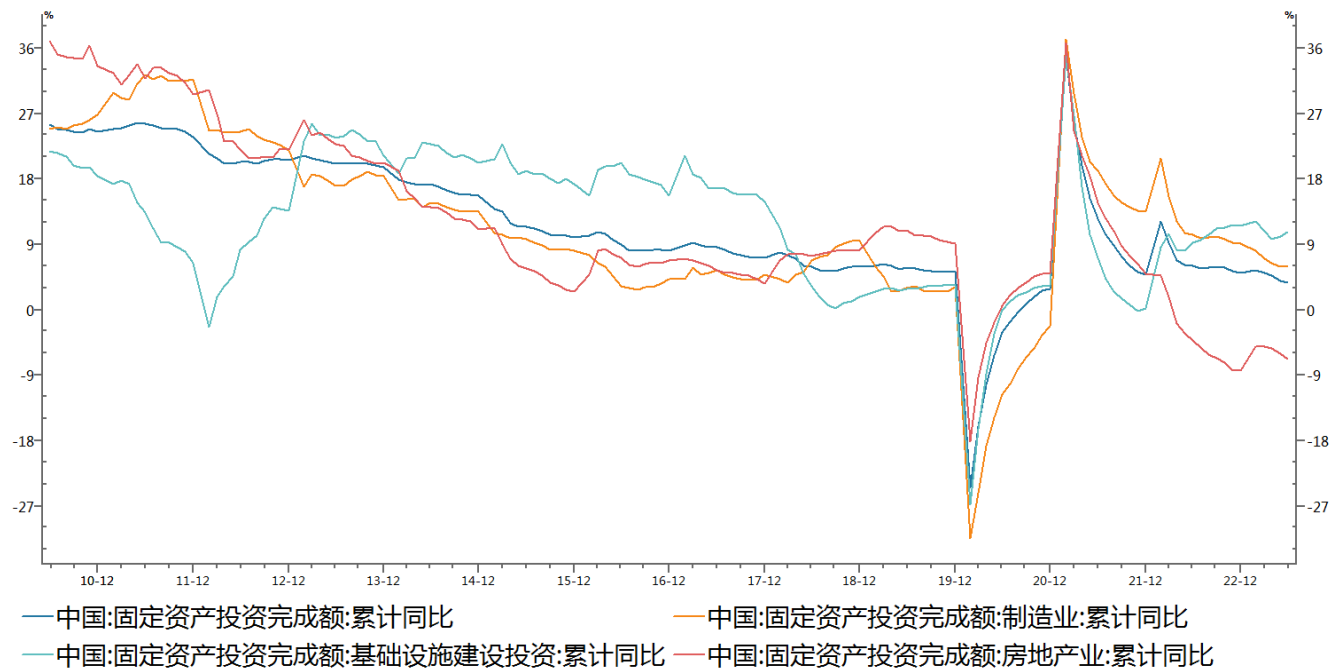
数据来源: Wind



数据来源: Wind

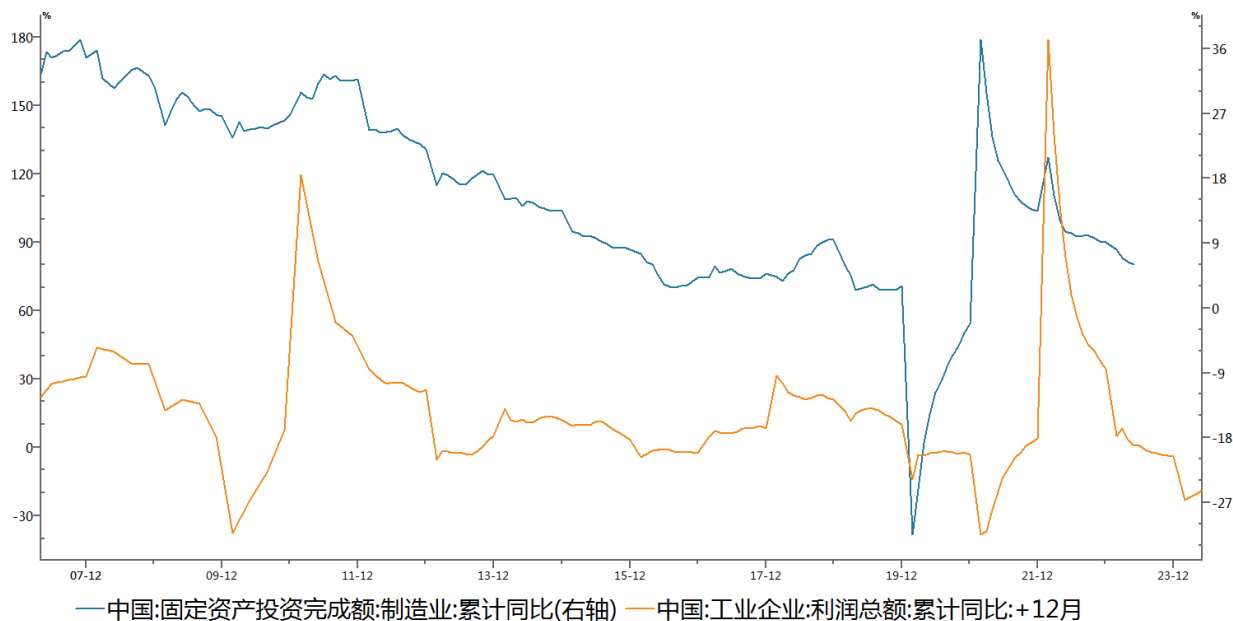
二、股指期货驱动——利润

- 1-6月固定资产投资完成额累计同比3.8%，其中制造业增速6%，基建增速10.71%，依然是主要支撑。房地产累计同比增速-6.7%，较去年底有所改善，但依然疲弱。



二、股指期货驱动——利润

- 工业企业利润领先制造业投资接近1年，目前工业企业利润仍处于低位。

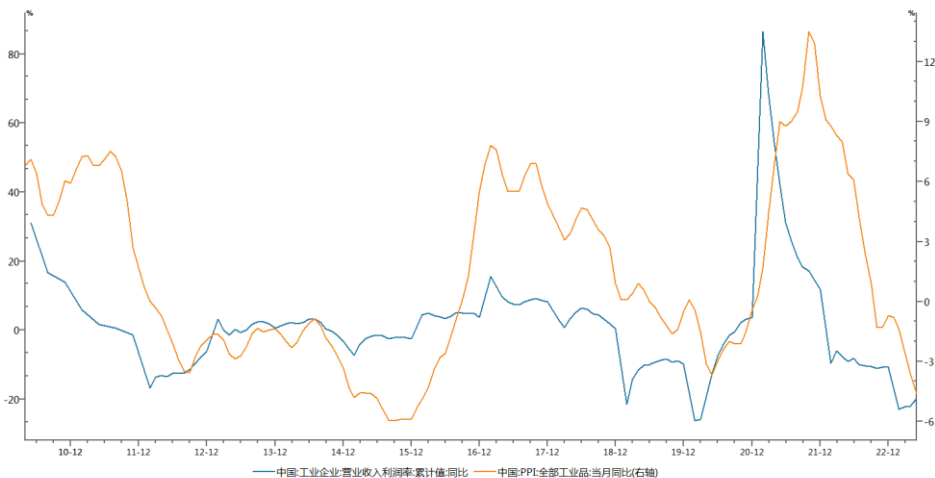
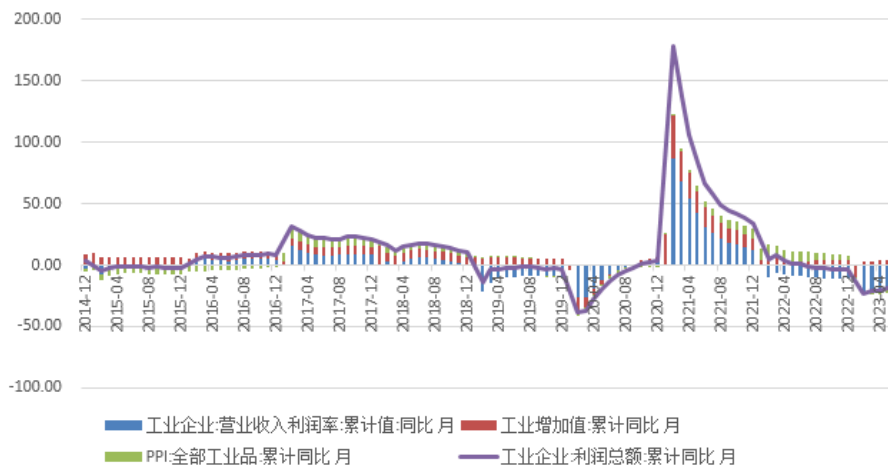


数据来源: Wind

二、股指期货驱动——利润

- 工业企业利润率下滑是利润总额下滑的主要因素，利润率下滑和生产价格指数疲软趋势一致。

工业企业利润和构成

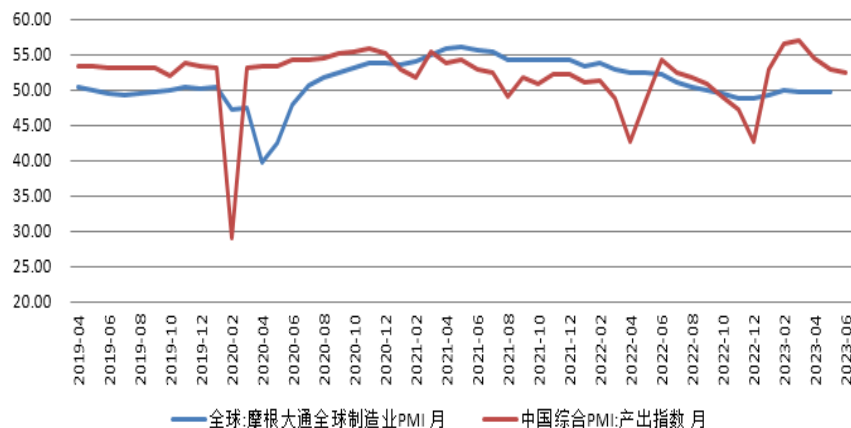


数据来源: Wind

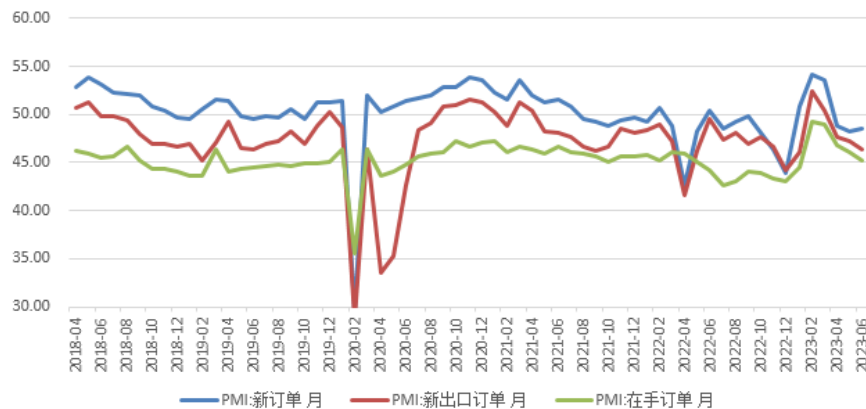
二、股指期货驱动——利润

- 综合PMI从3月开始回落，PMI需求端表现疲弱。

综合PMI



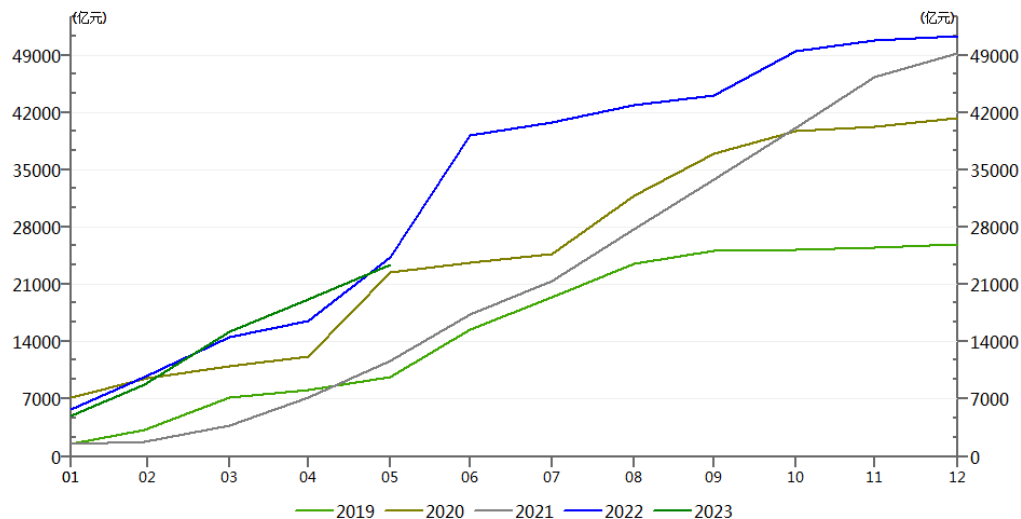
PMI需求端



二、股指期货驱动——利润

- 基建：2022年专项债额度3.65万亿，2021年4季度发行了1.2万亿，10月份发行的新增专项债主要为5000多亿元地方结存限额，如果不算今年四季度发行的，全年专项债利用额度约4.85万亿。
- 今年政府报告中提到的“拟安排地方政府专项债券3.8万亿元”加上去年四季度5000亿元，全年专项债利用额度约4.3万亿。

中国:地方政府债券发行额:专项债券:累计值



数据来源: Wind

二、股指期货驱动——利润

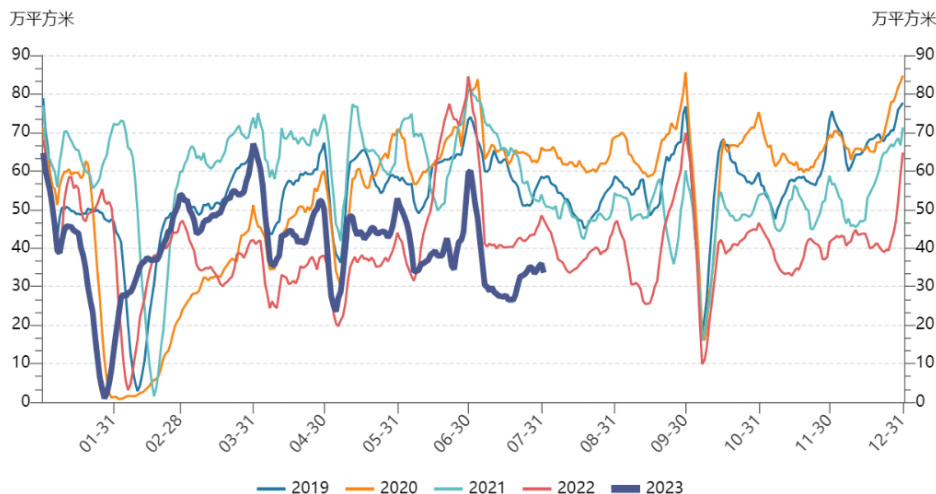
- 由于专项债额度下降，全年对基建的拉动预期一般。

情景分类	全年额度 (万亿) (a)	投向基建比 例 (b)	投向基建规 模 (c = a * b)	作为项目资 本金比例 (d)	作为项目资 本金 (e=c*d)	作为债务性 资金 (f = c - e)	对应基建投 资规模 (g=e+R+f*R2)	实际落地基 建规模 (h=g* R)	相对基本情 景增量资金	对应基建投资 拉动
基准	4.85	64%	3.10	8%	0.24832	2.85568	11.60896	6.7331968	-	
悲观	4.3	60%	2.58	5%	0.129	2.45100	9.417	5.46186	-1.2713368	-6.05%
	4.3	60%	2.58	10%	0.258	2.32200	9.804	5.68632	-1.0468768	-4.99%
	4.3	60%	2.58	15%	0.387	2.19300	10.191	5.91078	-0.8224168	-3.92%
中性	4.3	65%	2.80	5%	0.13975	2.65525	10.20175	5.917015	-0.8161818	-3.89%
	4.3	65%	2.80	10%	0.2795	2.51550	10.621	6.16018	-0.5730168	-2.73%
	4.3	65%	2.80	15%	0.41925	2.37575	11.04025	6.403345	-0.3298518	-1.57%
乐观	4.3	70%	3.01	5%	0.1505	2.85950	10.9865	6.37217	-0.3610268	-1.72%
	4.3	70%	3.01	10%	0.301	2.70900	11.438	6.63404	-0.0991568	-0.47%
	4.3	70%	3.01	15%	0.4515	2.55850	11.8895	6.89591	0.1627132	0.77%

二、股指期货驱动——利润

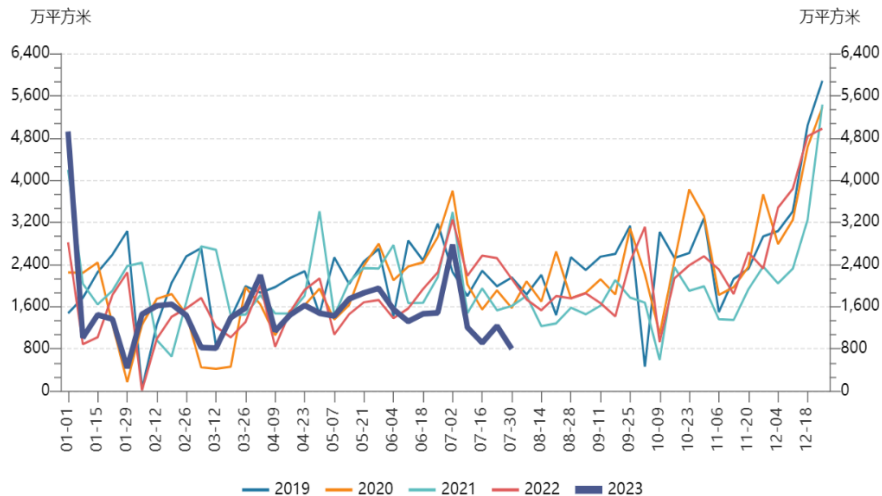
- 从30大中城市商品房成交面积看，4月以来商品房成交走弱，土地成交面积也弱于往年。

30大中城市:商品房成交面积:7日移动平均:算术平均



数据来源: Wind

100大中城市:成交土地占地面积:当周值

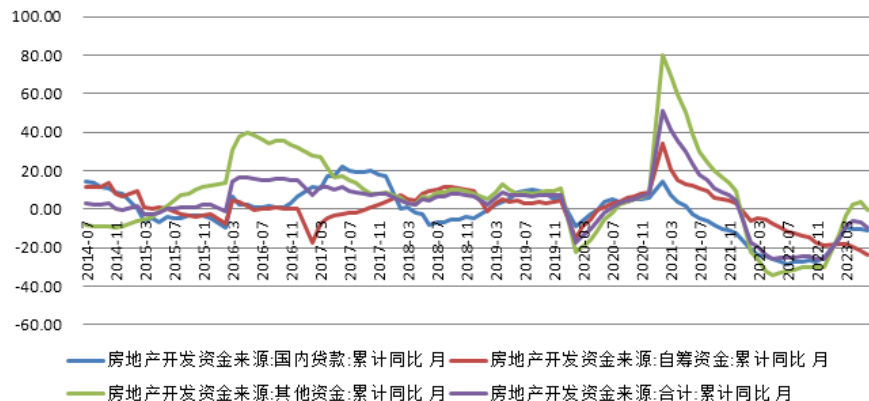


数据来源: Wind

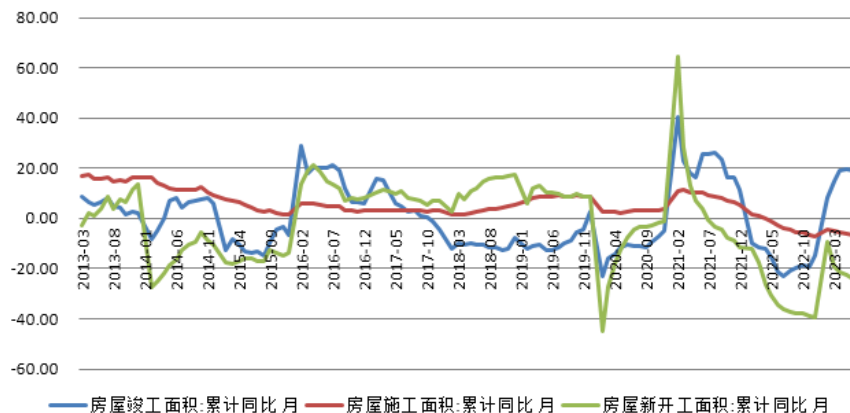
二、股指期货驱动——利润

- 虽然房地产销售端数据依然没有明显改善，其他资金（包括定金、预收款、个人按揭贷款、其他到位资金）和国内贷款改善，同时竣工数据改善。说明保交楼政策效果明显。

房地产开发资金来源

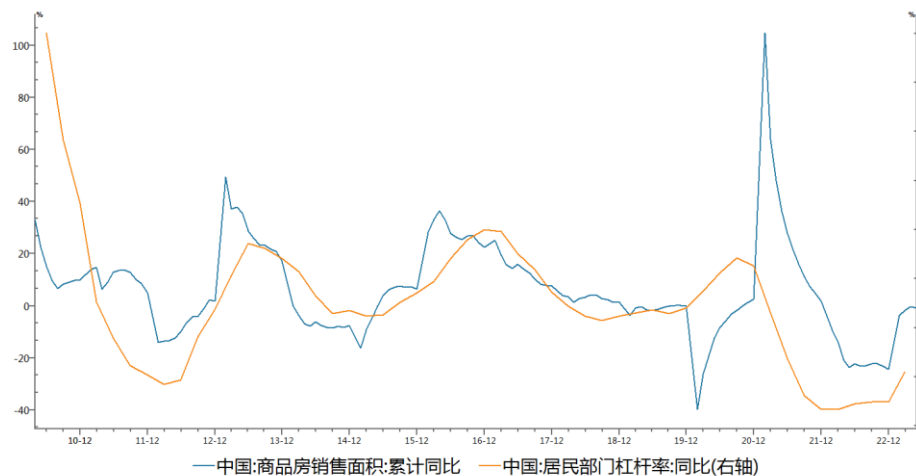


房地产行业

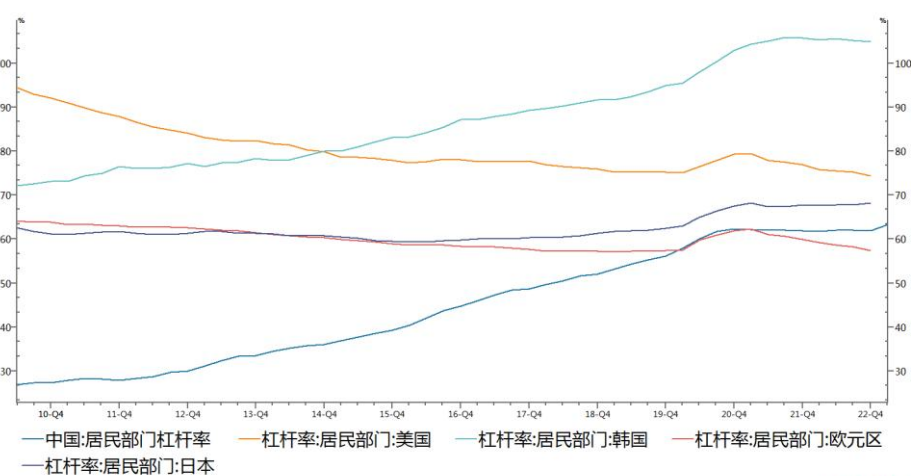


二、股指期货驱动——利润

- 由于基数较低，商品房销售面积累计同比虽然是负数，但是有所收窄，居民杠杆率同比从底部略有回升。



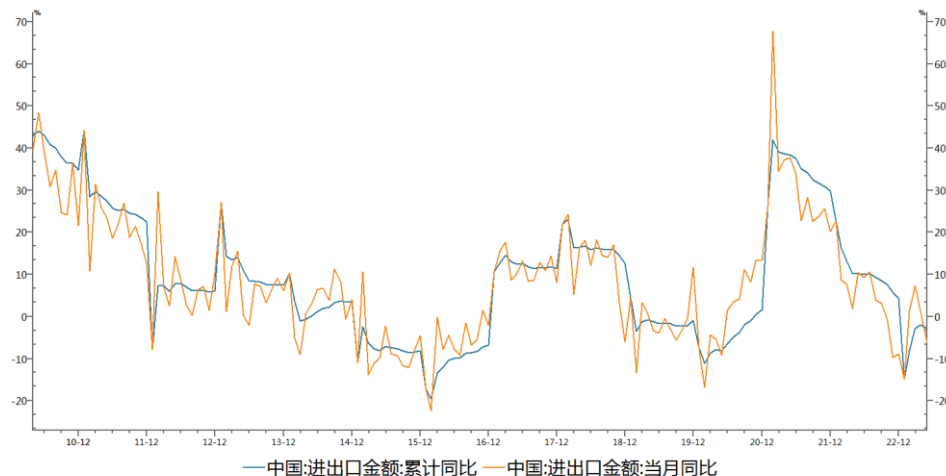
数据来源: Wind



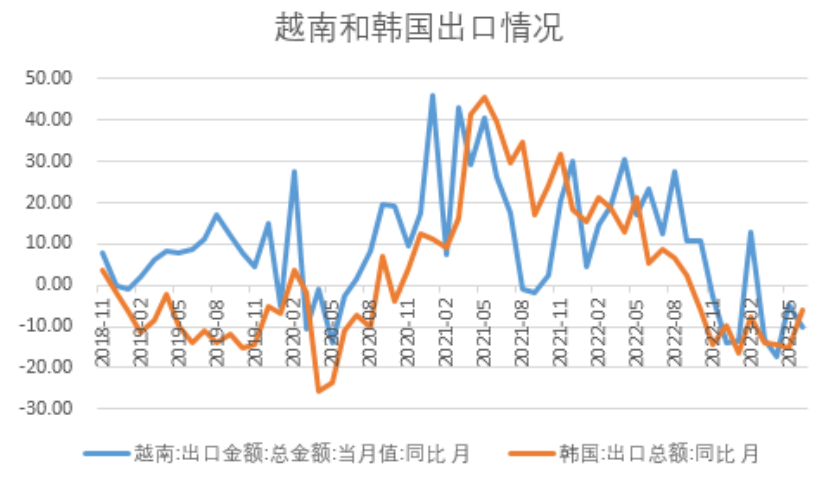
数据来源: Wind

二、股指期货驱动——利润

- 从越南和韩国的出口情况看，国内出口走软并不是特例，而是全球经济增速下行的普遍现象。

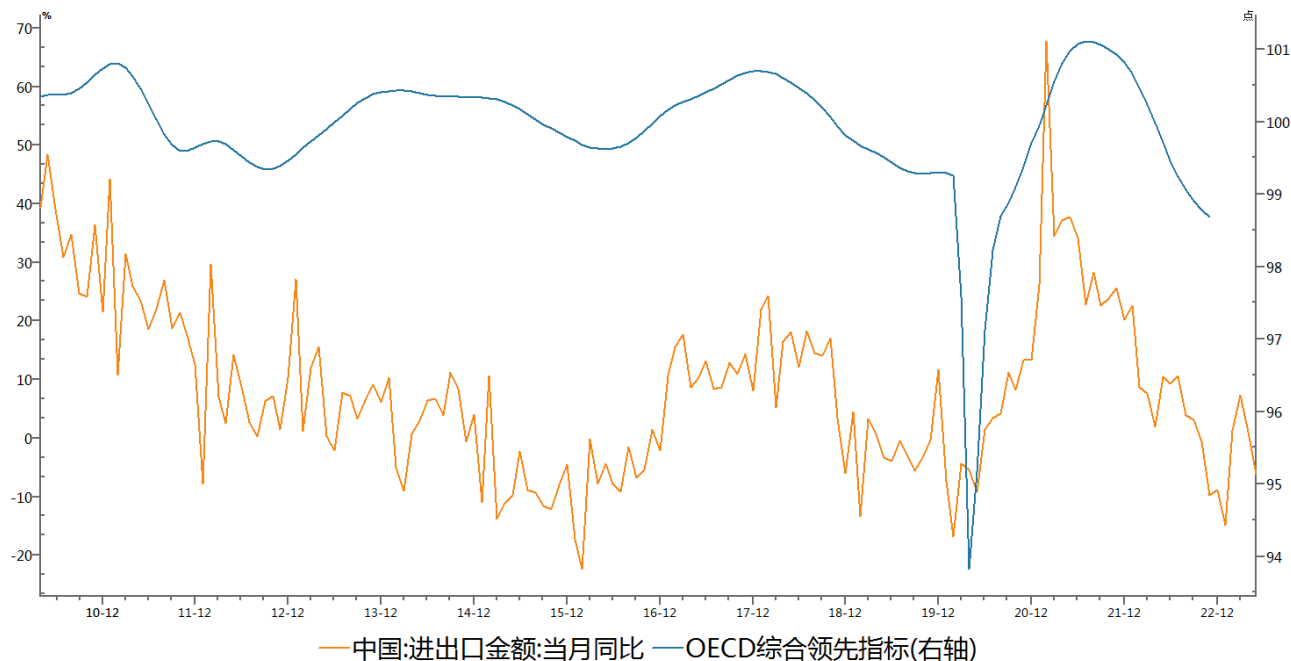


数据来源: Wind



二、股指期货驱动——利润

- 伴随OECD综合领先指标走弱，进出口金额通常走弱。



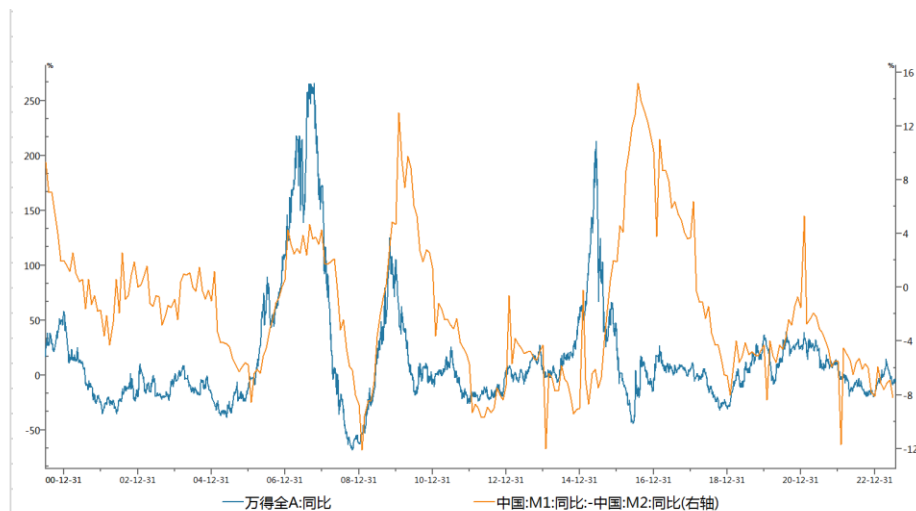
二、股指期货驱动——利润

- 从经济基本面角度，国内下半年维持弱复苏判断。需要着力于居民收入的提升和地产销售的改善。
- 经济弱复苏使得股指的利润驱动略偏好。

二、股指期货驱动——货币

- 中长期新增人民币贷款同比接近高点，股指同比偏弱，中长期贷款指标对于经济预期的驱动性转差。
- M1-M2和股指同比都处于低位，说明资金活跃度偏低，和股指情况匹配。

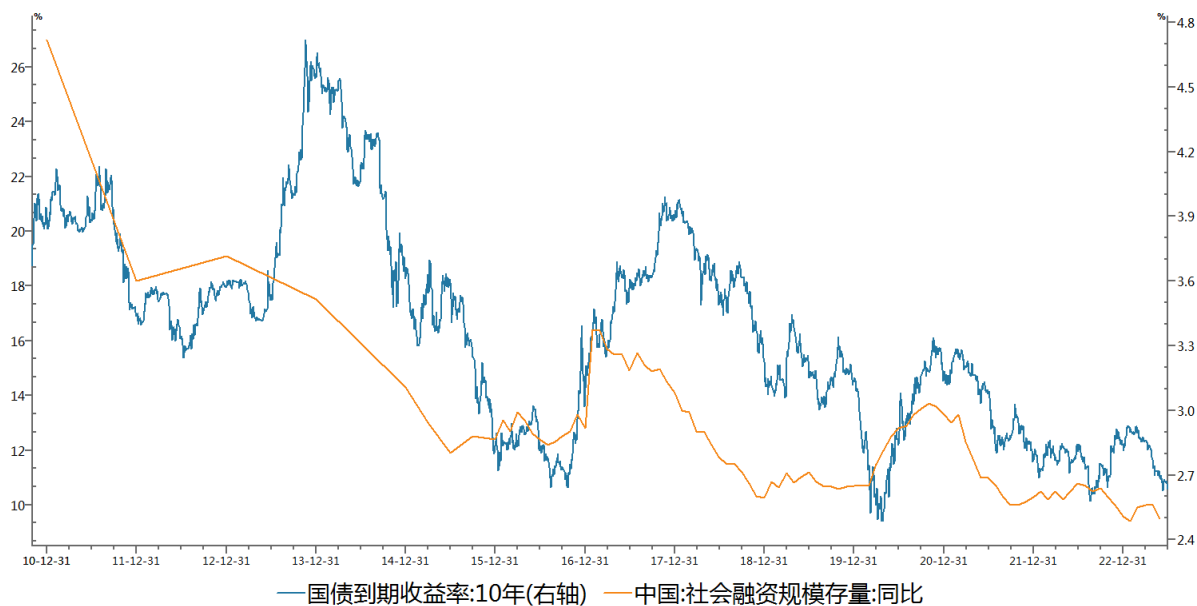
中长期贷款与全A



数据来源: Wind

二、股指期货驱动——货币

- 国内融资需求偏弱，利率要上升的很明显也困难，但位置又比较低，总体国内偏宽松。

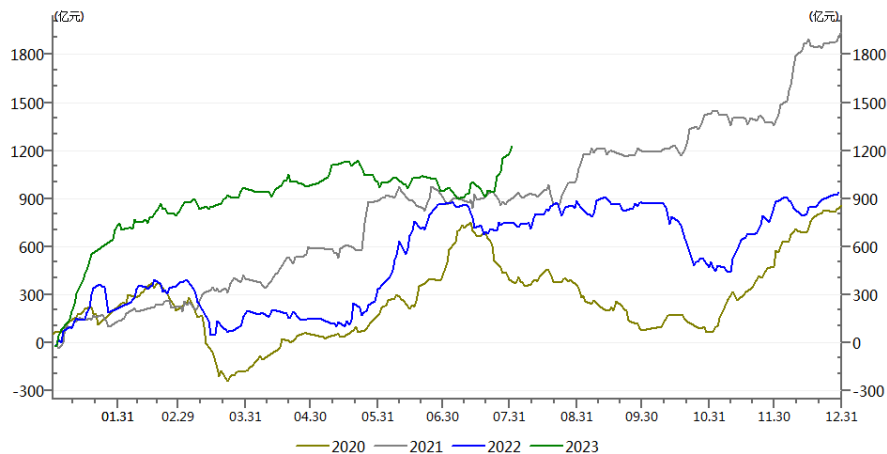


数据来源: Wind

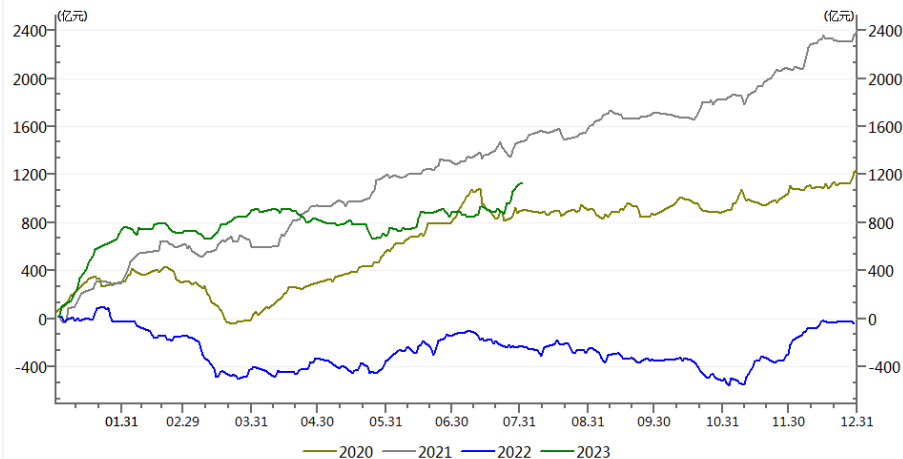
二、股指期货驱动——货币

- 北上资金表现好于去年，但4月以来流入放缓。

沪股通:当日资金净流入(人民币):累计值

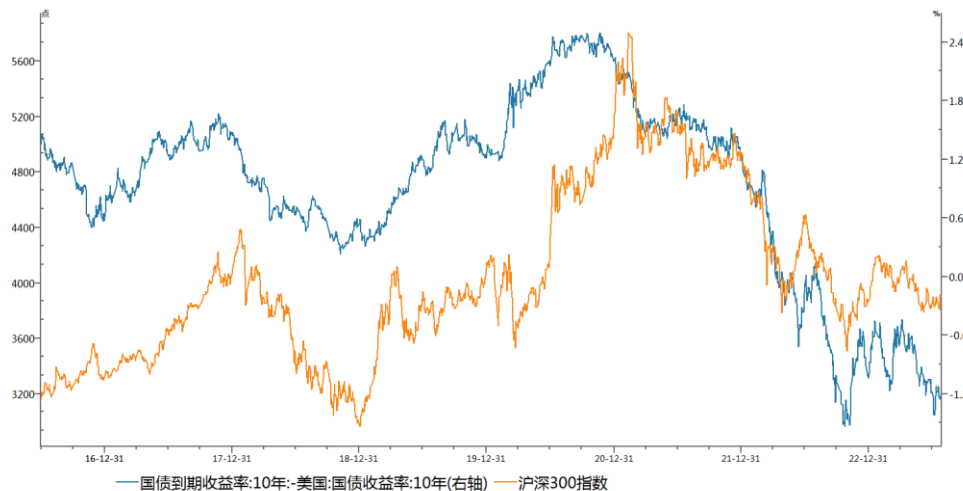


深股通:当日资金净流入(人民币):累计值



二、股指期货驱动——货币

- 2016年以来中美利差和人民币汇率以及大盘蓝筹价格关系紧密，随着美国加息逐渐接近尾声，股指底部临近。



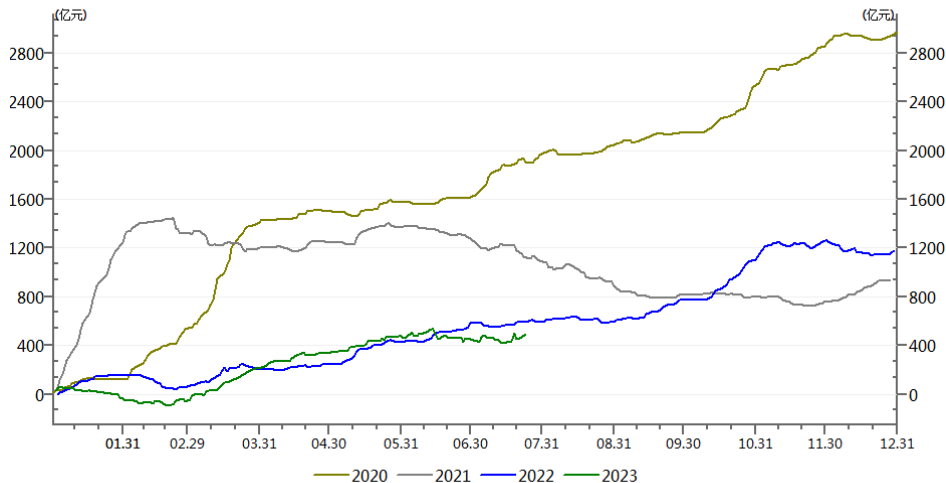
数据来源: Wind

MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
9/20/2023				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	79.5%	20.5%	0.0%
11/1/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	65.0%	31.3%	3.7%
12/13/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.7%	60.5%	27.6%	3.2%
1/31/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	21.6%	52.3%	21.5%	2.4%
3/20/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	9.9%	33.9%	40.0%	13.9%	1.5%
5/1/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	7.8%	28.2%	38.6%	20.0%	4.4%	0.3%
6/19/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.6%	16.2%	32.5%	30.9%	13.6%	2.7%	0.2%
7/31/2024	0.0%	0.0%	0.2%	2.6%	12.5%	27.7%	31.4%	18.7%	5.9%	0.9%	0.1%
9/25/2024	0.0%	0.1%	2.1%	10.3%	24.3%	30.6%	21.5%	8.8%	2.0%	0.3%	0.0%
11/6/2024	0.1%	1.5%	7.8%	20.0%	28.7%	24.3%	12.6%	4.1%	0.8%	0.1%	0.0%
12/18/2024	1.0%	5.7%	16.1%	25.9%	25.7%	16.4%	6.9%	1.9%	0.3%	0.0%	0.0%

二、股指期货驱动——货币

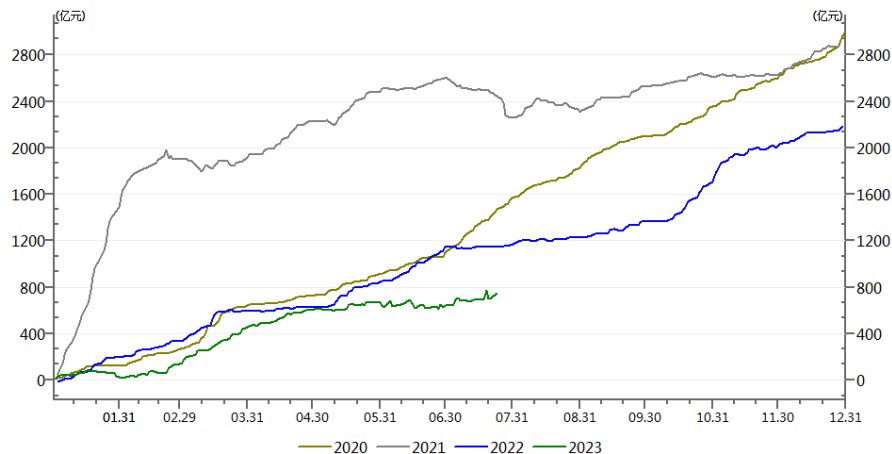
- 南下资金弱于去年。

沪市港股通:当日资金净流入(人民币):累计值



数据来源: Wind

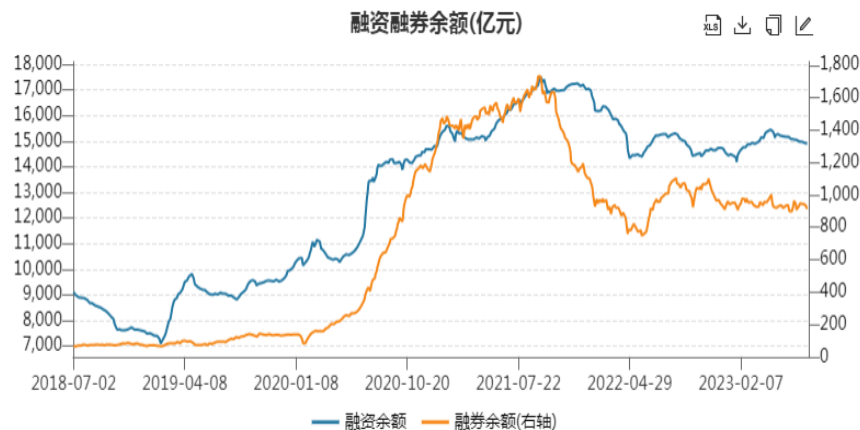
深市港股通:当日资金净流入(人民币):累计值



数据来源: Wind

二、股指期货驱动——货币

- 融资余额从4月中旬略有下行，融资买入占A股成交比例偏低（政策出利好后回升），也反映出市场情绪冷淡



数据来源: Wind

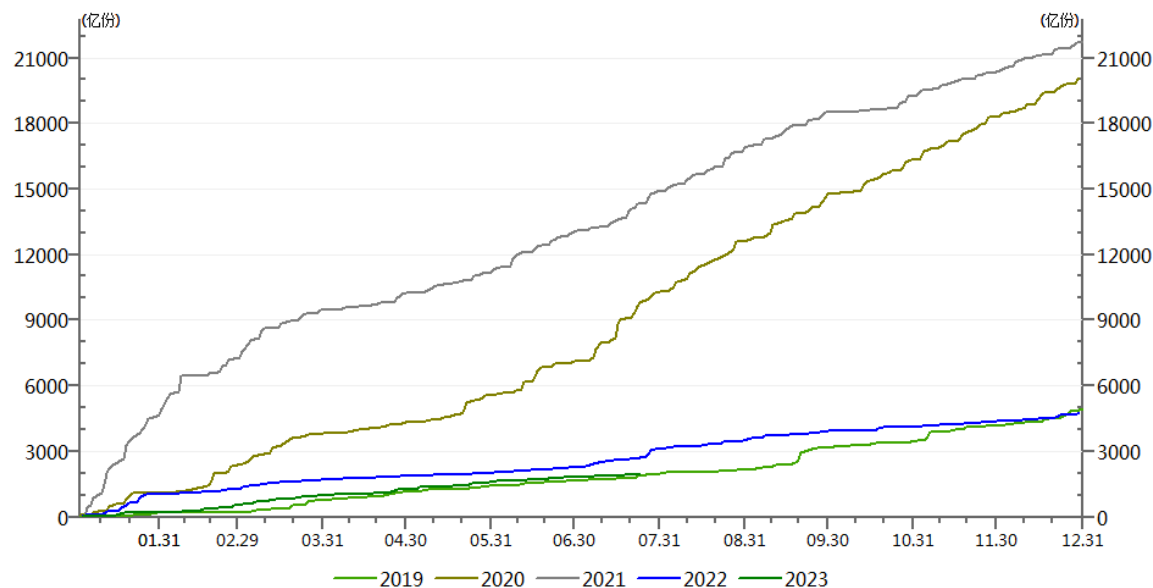


数据来源: Wind

二、股指期货驱动——货币

- 新成立基金份额目前速度接近2019年。

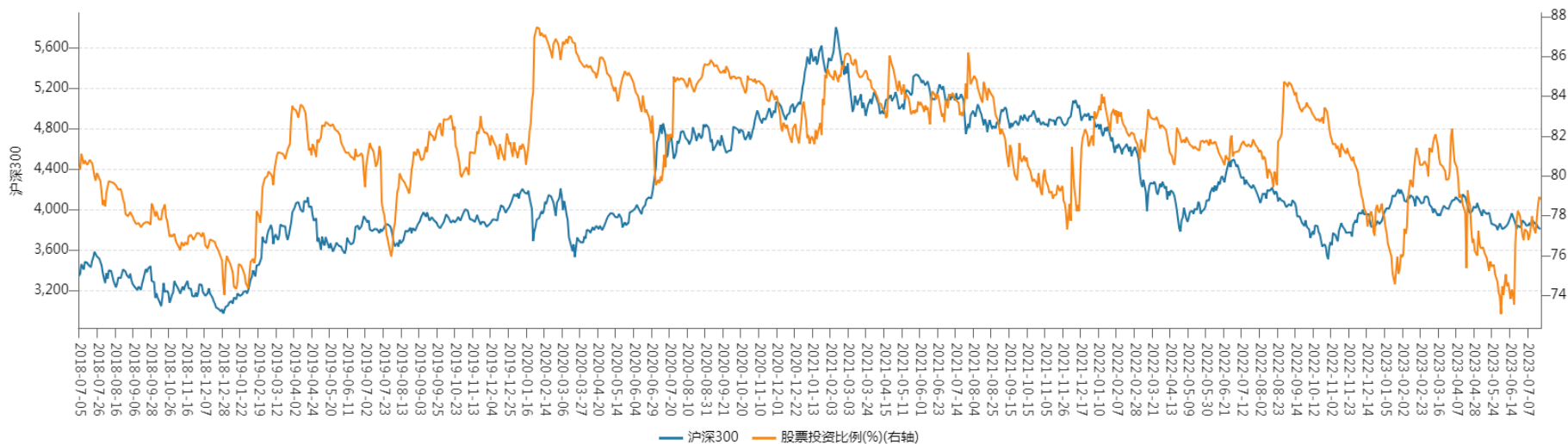
中国:新成立基金份额:偏股型:累计值



数据来源: Wind

二、股指期货驱动——货币

- 偏股型股票基金仓位处于历史中偏低位置

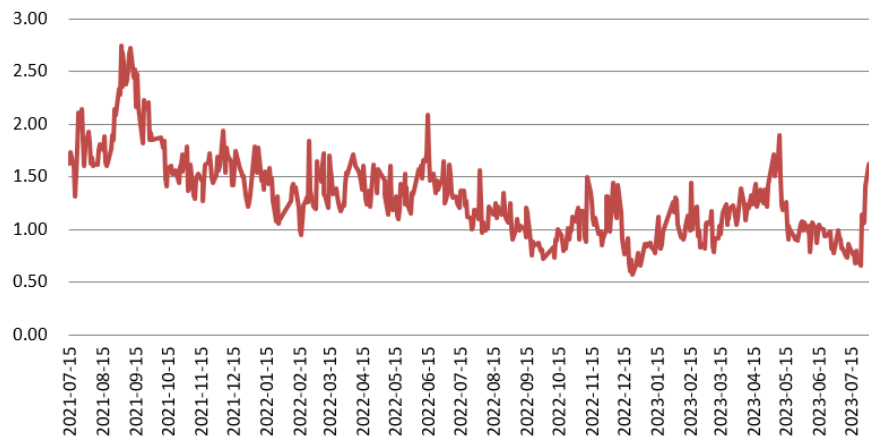


数据来源：Wind

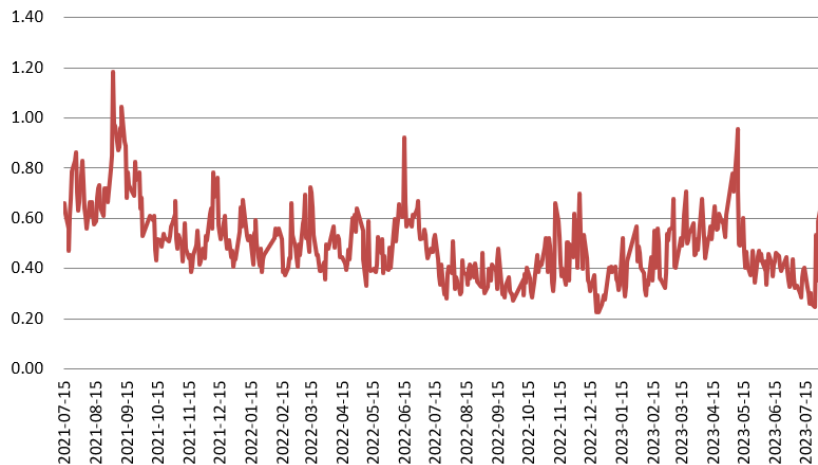
二、股指期货驱动——货币

- 换手率靠近低位，市场情绪冷淡。

中证500换手率



沪深300换手率



二、股指期货驱动——货币

- 当前由于M1、M2剪刀差的缩窄显示出货币资金偏向于谨慎不活跃的状态，和股指价格低位匹配
- 融资买入额、换手率和基金仓位也反应了这一点
- 另外由于中美利差之前一直在下行，对股指价格也造成了压力
- 未来资金面在美国加息见顶之后有望改善，资金活跃度则需要更多政策的催动。

二、股指期货驱动——政策

- 7月政治局会议提到活跃资本市场，根据近年的经验，短期市场情绪转好。
- 2018年底的反弹还伴随2019年1月降准。



数据来源：网络

二、股指期货驱动——政策

- 2019年初的反弹以计算机、电子为代表的小票和非银、家用电器、食品饮料为代表的蓝筹带动上涨
- 本轮在估值方面计算机、电子等并不在如此低位
- 本轮的力度应不及2019年。

	2019年PE分位数	2019年PB分位数
食品饮料	15%	25%
非银金融	38%	15%
家用电器	0%	3%
计算机	1%	0%
电子	5%	0%

板块	2019/1/4	2019/4/1	月涨跌
农林牧渔(	2,318.38	3,554.42	53.31%
计算机(申	3,258.49	4,932.29	51.37%
电子(申万	1,997.13	2,934.52	46.94%
食品饮料(	8,924.36	13,109.55	46.90%
建筑材料(	4,164.66	5,843.32	40.31%
家用电器(	5,010.37	6,963.03	38.97%
非银金融(	1,541.90	2,141.30	38.87%
轻工制造(	1,895.67	2,613.08	37.84%
医药生物(	5,718.11	7,877.23	37.76%
综合(申万	1,697.75	2,325.96	37.00%
通信(申万	1,946.70	2,651.69	36.21%
国防军工(	945.04	1,279.93	35.44%
基础化工(	2,181.43	2,941.50	34.84%
房地产(申	3,555.57	4,776.24	34.33%
机械设备(	961.04	1,283.69	33.57%
电力设备(	3,588.49	4,760.99	32.67%
休闲服务(	4,649.36	6,073.66	30.63%
传媒(申万	571.46	746.48	30.63%
美容护理(	3,830.76	4,998.70	30.49%
商业贸易(	3,035.58	3,913.16	28.91%
纺织服装(	1,797.09	2,314.34	28.78%
交通运输(	2,046.18	2,617.27	27.91%
有色金属(	2,500.13	3,171.56	26.86%
煤炭(申万	1,462.22	1,851.68	26.63%
石油石化(	1,720.26	2,158.92	25.50%
环保(申万	1,935.49	2,417.26	24.89%
钢铁(申万	2,188.38	2,731.67	24.83%
汽车(申万	3,384.43	4,208.96	24.36%
公用事业(	1,879.77	2,277.16	21.14%
建筑装饰(	2,164.83	2,590.92	19.68%
银行(申万	3,147.10	3,696.48	17.46%

二、股指期货驱动——政策

- 7月政治局会议提到活跃资本市场，根据近年的经验，短期市场情绪转好。
- 但由于部分行业估值比2018年底高，今年力度应不如2019年初
- 政策短期影响行情，后期还要看是否有后续

三、股指期货后市展望

- 从估值、驱动和政策角度，低点基本已经确认。但在情绪快速发酵下的上涨速度不太合理。
- 推荐适合震荡抬升的策略。
- 包括：卖虚值的看跌股指期货、持有股票/股指多头同时卖出股指看涨期权等

THANK YOU

免责声明：以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但公司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。且全部分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，客户应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我公司不承担任何责任。未经公司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我们均不承担任何责任。

研究创造价值 一切只为客户

RESEARCH CREATES VALUE ALL FOR YOU