

——股指期货月度策略报告

交易咨询资格号：
证监许可[2012]112

股指期货品种
策略报告

2024 年 6 月 6 日

分析师

张月

宏观与股指期货高级分析师
期货从业资格：F03087913
交易咨询资格：Z0016584

联系电话：13472807758
E-mail: zhangyue@ztqh.com
客服电话：400-618-6767
公司网址：

中泰微投研小程序



中泰期货公众号



- 3 月份 A 股市场指数层面趋于偏强震荡，月度指数振幅有所收窄且结构性行情特征伴随始终，但是可以发现月内的市场风格波动更多体现为价值板块中周期与非周期、成长板块中新质生产力与非新质生产力的结构分化，进而股指期货对应四大现货标的指数当中沪深 300 强势与上证 50，中证 1000 强势于中证 500，这与过往上证 50 与沪深 300、中证 500 与中证 1000 两个指数对的高度正相关效应显性背离，其中中证 500 指数月度收跌 1.13% 而中证 1000 指数月度收涨 1.81%。整体来看，经历过 1 月份超跌、2 月份超跌反弹之后的 A 股市场在等待新的增量驱动逻辑以确认指数运动方向，同时“该出手时就出手”的强势稳定资本市场措施使得蓄势阶段内的整体指数更多表现为偏强震荡，过度悲观的市场预期较大概率上已经被扭转，尤其是监管层最新推出旨在“强本强基、严监严管”追求资本市场高质量发展的四大重磅政策性文件之后。此外，存量市资金格局下，普涨一致性预期走弱背景下，资金开始寻找阶段性更加确定性的方向，比如国际原油与贵金属强势行情驱动型的二次通胀板块（同时也是高股息或红利投资的关键标的）以及低空经济、AI 概念相关的新质生产力板块，这就导致市值风格相似的上证 50 和沪深 300、中证 500 和中证 1000 指数对在月内也呈现出显性分化特征。月内行情宏观驱动来看，一是国内经济基本面结构性复苏格局特征尚未转变，超预期的出口以及通胀数据在持续处于深度收缩区间的地产数据披露后对国内经济基本面预期并未有所提振；二是在美联储暗示年内三次降息预期后，日本央行鸽式加息以及瑞士央行超预期降息驱动美元指数创下近一个月内单日最大涨幅并站上 104 关口，人民币汇率波动显性放大并压制权益风险偏好。
- 基于国内经济基本面、海外流动性预期以及股债切换逻辑三方面因素分析，我们认为二季度股指或将维持震荡上行格局，4 月财报披露窗口期内不排除阶段性行情反复可能性。首先，国内基本面对股指运行托而不举，托底效应更多体现在稳增长政策仍有加码空间，不举则体现为地产困局或难快速缓解，国内经济结构性复苏格局持续；其次海外流动性预期对股指运行短空长多驱动，阶段性人民币兑美元贬值压力待美联储降息预期更加明确后将趋势性缓解，北上资金年内配置处于估值洼地的 A 股市场积极性或有提高；最后，持续三年之久的极致股债跷跷板格局或有边际切换驱动，如若国内经济基本面预期能够持续改善，股债切换驱动将显性增强且在二季度资金面或有体现。
- 风险提示：国内经济基本面超预期悲观 人民币兑美元持续大幅贬值

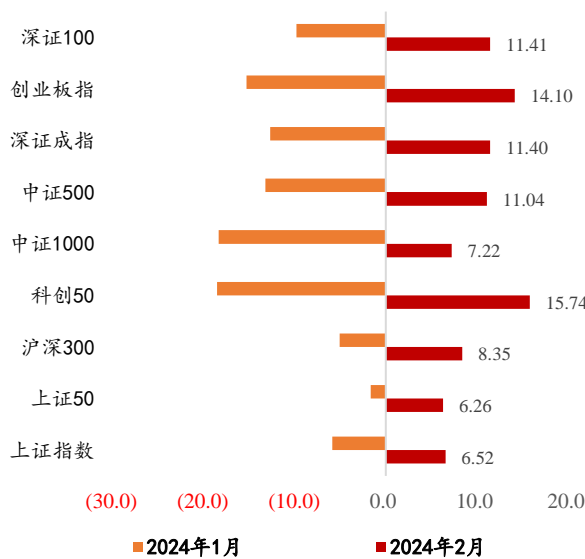
两会以及月度超级央行周后，持续关注股债切换逻辑

——2024 年 3 月股指期货月度策略报告

一、稳市政策端直接推动的权益风险偏好修复进程或趋于尾声

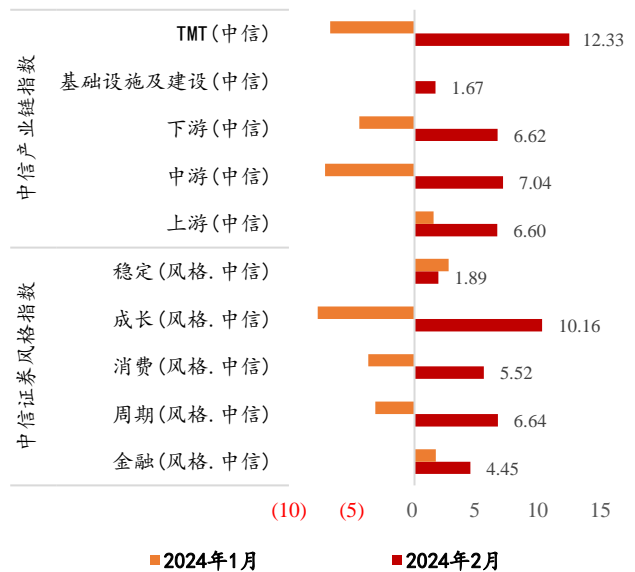
- 2024 年前 2 个月度窗口内 A 股市场各关键性股指走出一段不规则的“V 型”反转行情，节奏上 1 月份窗口中，股指雪球、两融、股票质押以及券商 DMA 等系列金融创新杠杆产品风险都有不同程度释放并驱动 A 股资金面持续负反馈，国内权益资产风险溢价持续走高同时各关键性指数跌幅显性放大；2 月份股指雪球敲入风险集中释放叠加国内稳市场、稳信心措施可执行效率持续抬升，A 股市场指数层面迎来快速超跌反弹。事实上，截至 2 月末沪指、深成指以及创业板指较 2 月低点涨幅均超过 10 个百分点且沪指已经站上 3000 点整数关口并回升至年初水平。与去年大多数月度时间窗口不同，2 月 A 股以及港股市场主要股指在全球权益市场中涨幅居前。从月内 A 股市场风格指数来看，普涨行情大背景下高估值以及小市值为主的成长板块修复程度更高，这就在很大程度上说明 2 月行情更多表现为市场风险偏好修复驱动的超跌反弹，可以看到 2 月窗口中 A 股市场换手率以及成交量能显性修复，两融以及北上资金再转净流入，同时股指期货盘面已经快速修复 1 月极致行情演绎过程中的超大幅度贴水。
- 3 月份 A 股市场指数层面趋于偏强震荡，月度指数振幅有所收窄且结构性行情特征伴随始终，但是可以发现月内的市场风格波动更多体现为价值板块中周期与非周期、成长板块中新质生产力与非新质生产力的结构分化，进而股指期货对应四大现货标的指数当中沪深 300 强势与上证 50，中证 1000 强势于中证 500，这与过往上证 50 与沪深 300、中证 500 与中证 1000 两个指数对的高度正相关效应显性背离，其中中证 500 指数月度收跌 1.13% 而中证 1000 指数月度收涨 1.81%。整体来看，经历过 1 月份超跌、2 月份超跌反弹之后的 A 股市场在等待新的增量驱动逻辑以确认指数运动方向，同时“该出手时就出手”的强势稳定资本市场措施使得蓄势阶段内的整体指数更多表现为偏强震荡，过度悲观的市场预期较大概率上已经被扭转，尤其是监管层最新推出旨在“强本强基、严监严管”追求资本市场高质量发展的四大重磅政策性文件之后。此外，存量市资金格局下，普涨一致性预期走弱背景下，资金开始寻找阶段性更加确定性的方向，比如国际原油与贵金属强势行情驱动型的二次通胀板块（同时也是高股息或红利投资的关键标的）以及低空经济、AI 概念相关的新质生产力板块，这就导致市值风格相似的上证 50 和沪深 300、中证 500 和中证 1000 指数对在月内也呈现出显性分化特征。月内行情宏观驱动来看，一是国内经济基本面结构性复苏格局特征尚未转变，超预期的出口以及通胀数据在持续处于深度收缩区间的地产数据披露后对国内经济基本面预期并未有所提振；二是在美联储暗示年内三次降息预期后，日本央行鸽式加息以及瑞士央行超预期降息驱动美元指数创下近一个月内单日最大涨幅并站上 104 关口，人民币汇率波动显性放大并压制权益风险偏好。

图表 1：A 股各宽基指数月度涨跌幅（单位：%）



来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 2：A 股中信风格指数月度涨跌幅（单位：%）



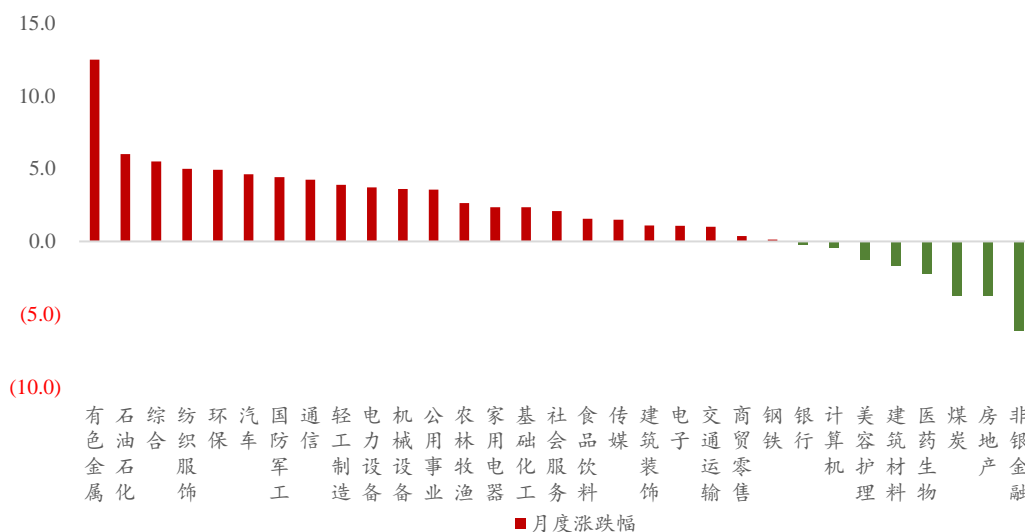
来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 3：A 股市场各关键性股指于 3 月窗口内整体偏强震荡走势为主

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	3041.17	0.86	2.03	3.51	7720.70	8974.01
深证成指	399001.SZ	9400.85	0.75	2.39	6.04	10703.92	12217.15
创业板指数	399006.SZ	1818.20	0.62	2.28	8.11	3560.76	5388.75
沪深300指数	000300.SH	3537.48	0.61	1.34	3.45	3031.40	5384.61
上证50指数	000016.SH	2414.92	0.07	1.08	3.01	761.58	1344.13
中证500指数	000905.SH	5286.16	1.13	2.24	7.05	2779.75	3348.10
中证1000指数	000852.SH	5441.26	1.81	3.13	8.01	3724.93	4030.17
北证50指数	899050.BJ	845.79	8.11	2.85	12.04	118.72	142.44

来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 4：申万一级 31 个行业在 3 月窗口表现极致分化，有色、石油石化领涨而非银金融、房地产领跌（单位：%）

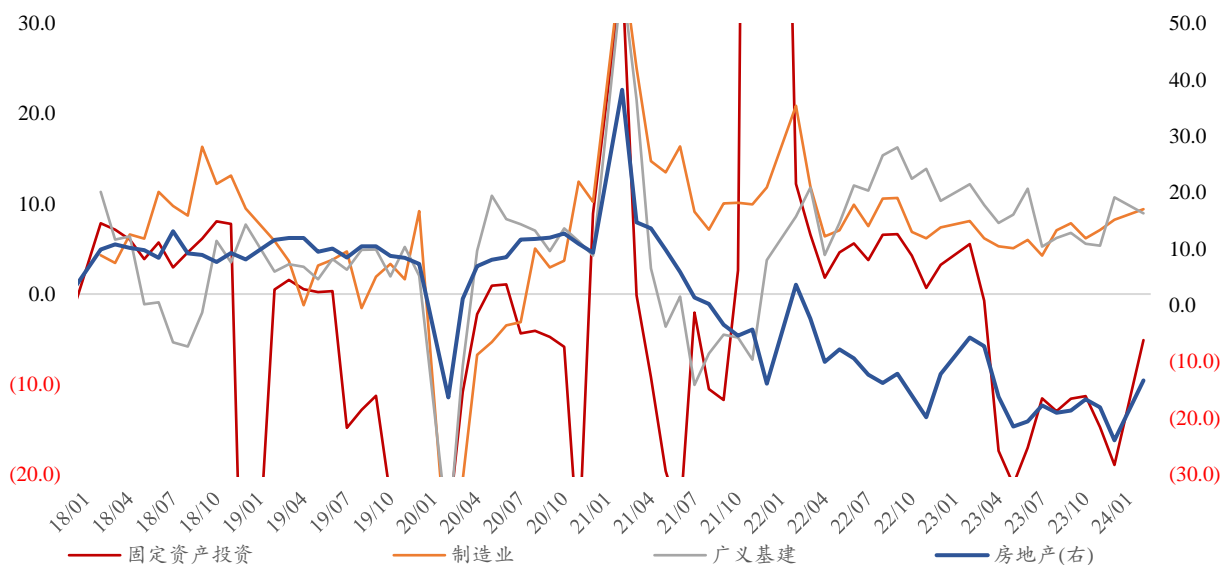


来源：iFinD，中泰期货研究所整理

二、两会窗口关闭后，股指月度运行更多关注以下三方面驱动

- 继 1 月超跌、2 月超跌反弹而 3 月蓄势震荡行情之后，A 股市场行情持续反弹上行需要更多持续性增量动能补给，驱动逻辑考量或可从以下三个方面展开。
- 驱动一：财报季中国经济基本面成色，当下国内宏观基本面整体处于政策端“稳预期”与经济端“结构性弱现实”格局，国内经济对 A 股市场强势上行推动效应不强。从数据角度来看国内 1-2 月经济数据并不差，低基数效应驱动月度出口以及通胀超预期上行，同时 1-2 月制造业投资同比增速录得 9.4% 并对国内固定资产投资形成显性正面贡献，然而企业微观感知以及实体库存、利润承压背景下国内经济基本面预期还未能持续改善，并且地产投资仍处深度收缩区间、地产后端销售量价均未企稳而房企资金链条高度承压也直接压制了市场对国内经济基本面预期的改善空间。往后看，乐观情形下，如果财报季披露窗口内国内月频经济数据能够持续具有超预期表现，比如低基数叠加美国补库推动国内出口预期持续改善，同时近期地产各环节持续弱势表现，但是近期需求侧政策持续放松背景下一线城市二手房成交有小幅放量，期待这种格局能够持续，那么宏观预期与微观感知的差距或有收敛动能。中性情形下，国内基本面在新老经济动能转换背景下持续结构分化且地产困境持续，那么国内经济基本面对 A 股市场行情更多还是托而不举。

图表 5：固定资产投资以及三大支柱投资完成额当月同比（单位：%）

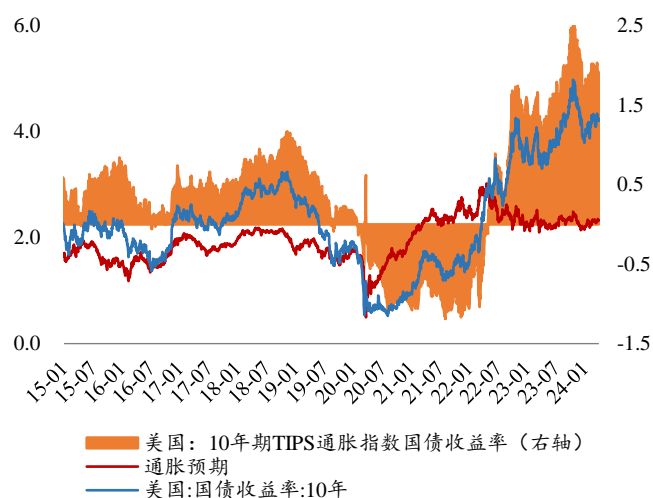


来源：iFinD，中泰期货研究所整理

- 驱动二：海外流动性环境变化。近期人民币汇率市场波动再度引发市场广泛关注，从驱动来看更多在于月内超级央行周内，美联储预期内按兵不动、日本央行鸽式加息而瑞士央行超预期降息共同驱动美元指数超预期再度站上 104 整数关口并抬升阶段性非美货币兑美元贬值压力。往后看，我们并不认为美元以及美债收益率持续上行格局的可持续性有限且

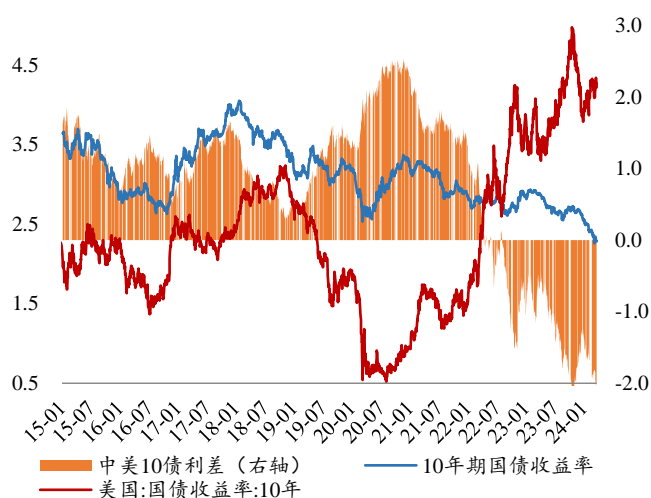
不能够再度成为压制 A 股市场风险偏好的核心驱动（参考 2023 年三季度行情）。近期美元以及美债收益率阶段性上行是海外“降息抢跑”预期交易驱动，当然背后也体现出高利率环境下，美国与非美国国家基本面韧性分化加剧，但是美元持续上行缺乏自身经济基本面支撑，同时可以看到近期美元与贵金属以及其他加密货币共振上行，美元信用在持续走弱。后续建议持续关注美国经济数据走弱斜率以及海外流动性环境变化，中性判断美债收益率难以重复去年三季度行情演绎，美十债上行阻力关口或在 4.50 附近，但是过程中需要关注近期美联储官员沃勒提出的反向扭转操作落地可能性以及对美债影响。

图表 6：美通胀预期与 TIPS 通胀指数国债收益率 (%)



来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 7：中美国债利差(%)



来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 8：沪深 300 指数与美元兑人民币汇率 (点, 元/美元)

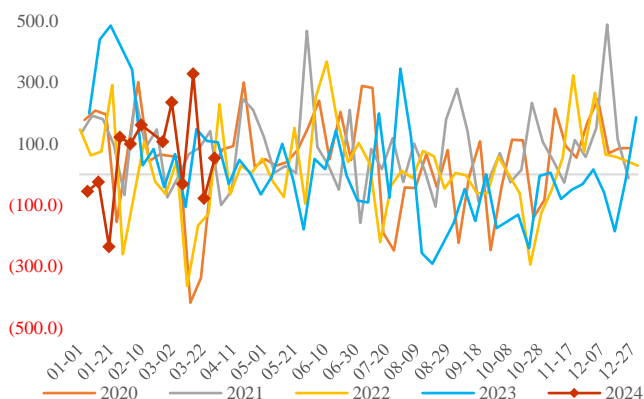


来源：iFinD，中泰期货研究所整理

■ 驱动三：国内股债切换驱动的资金面兑现。客观看国内稳市政策持续高频落地后股市微观资金面格局有所改善，资金供给端增量主要体现为维

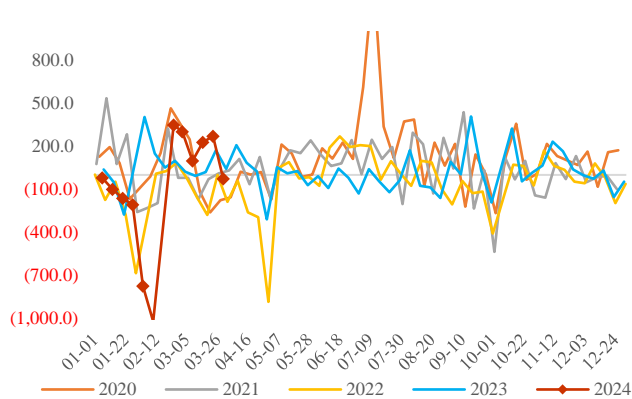
稳资金的持续净流入、私募仓位回升、北上资金边际净流入意愿增强以及两融资金企稳等，同时资金需求端 IPO 超季节性持续回落、产业资金转净增持等，同时上市公司分红以及回购预案相关公告明显增多。但是如果从资金面寻求行情持续上行的驱动，较大程度上还是要看股债切换落地的资金面兑现情况。事实上，2021 年以来，国内大类资产中股债跷跷板效应较为显性且主要表现股弱债强格局，期间仅有几段月度级别窗口内的股债共振行情，分别是 2020 年 12 月—2021 年 2 月、2022 年 5 月—2022 年 6 月以及 2024 年 2 月至今的股债双牛和 2022 年 1 月—3 月的股债双杀。截至目前国内债市多头情绪仍处高位但是配置盘恐高情绪较为明显，行情表现更多由交易盘驱动，二季度或是观察股债切换或能够在资金面有所兑现并推动股指走势延续震荡上行格局，一方面政府债发行提速叠加超长期特别国债供给或为拥挤债市降温，另一方面，债市降温背景下如若公募端偏股发行能够带动居民端风险偏好回暖，那么股市增量资金入场积极性或有较大抬升空间。

图表 9：北上资金周度净流入季节性表现(亿元)



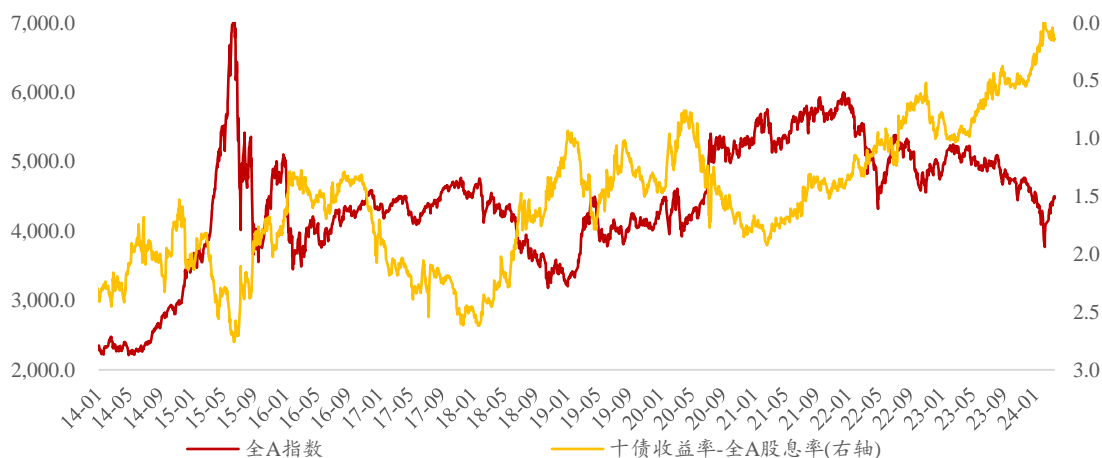
来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 10：两融周度变化季节性表现(亿元)

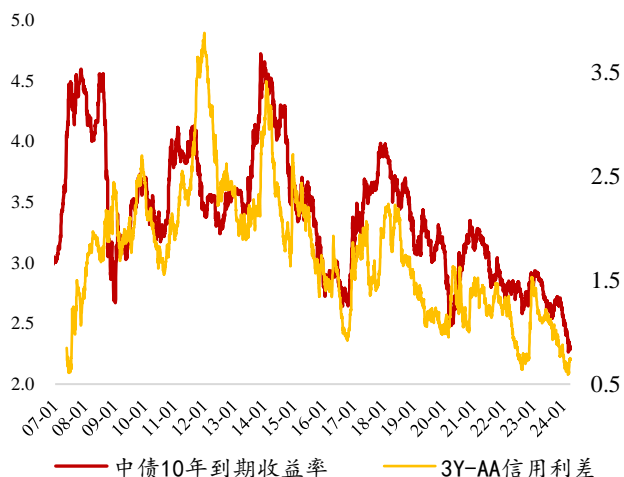


来源：iFinD，中泰期货研究所整理

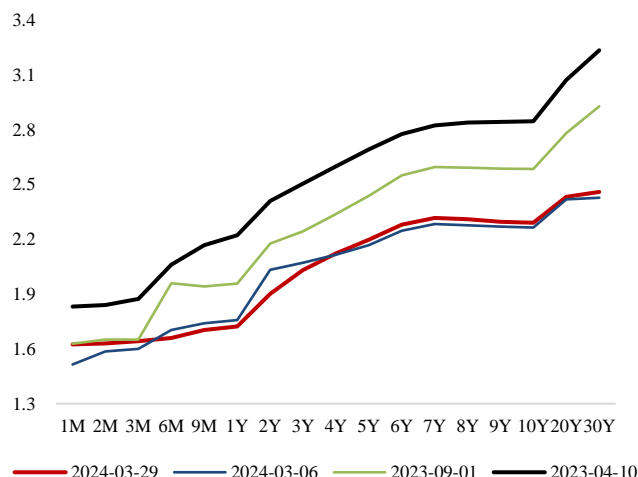
图表 11：全 A 指数与股债风险溢价（点，%，右轴倒序显示）



来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 12：国内债市多头交易处极致拥挤状态(%)


来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 13：收益率曲线持续牛平，7-10 倒挂(%)


来源：iFinD，中泰期货研究所整理

三、期指行情展望与策略推荐

- 3 月内 A 股市场指数层面趋势上行特征明显减弱，盘面更多体现为热点高频切换背景下的结构性行情，市场在等待增量驱动以确认运行方向，我们基于国内经济基本面、海外流动性预期以及股债切换逻辑三方面因素分析认为二季度股指或将维持震荡上行格局，4 月财报披露窗口期内不排除阶段性行情反复可能性。首先，国内基本面对股指运行托而不举，托底效应更多体现在稳增长政策仍有加码空间，不举则体现为地产困局或难快速缓解，国内经济结构性复苏格局持续；其次海外流动性预期对股指运行短空长多驱动，阶段性人民币兑美元贬值压力待美联储降息预期更加明确后将趋势性缓解，北上资金年内配置处于估值洼地的 A 股市场积极性或有提高；最后，持续三年之久的极致股债跷跷板格局或有边际切换驱动，如若国内经济基本面预期能够持续改善，股债切换驱动将显性增强且在二季度资金面或有体现。
- 股指操作层面，维持低多策略思路，但是建议波段操作为主，在股指关键性技术阻力关口可以考虑适时止盈出局以降低策略整体回撤，结构上 4 月财报窗口期内考虑红利逻辑出发的 IF 以及 IH 或占优，财报窗口关闭后仍以 IM 或 IC 占优考量。对于金融机构来说，中性策略可以考虑逢指数高位布局套保仓位，宏观多空配置方面建议考虑多股空债方向。投资者谨慎持仓，注意及时止盈止损。

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。