



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

理性投资，风险自担

中特估机遇下股指期货的投资策略 ——股指期货篇

分析师：贾婷婷（F3056905，Z0016232）

2023.7.3

中特估机遇下股指期货的投资策略

——2023年下半年股指期货投资策略展望

- **核心观点：**
- **我国经济基本面仍向好，而温和的复苏步伐和精准的货币政策下，股指大概率还是有支撑。我们认为经济结构调整的方向主要是消费和科技，沪深300和中证1000预计走势会相对较强。**
- **中特估题材具有估值低、分红高的优势，具有长期投资价值。由于上证50指数和中特估指数重叠成份较高，可利用上证50股指期货对冲一定的系统性风险。**
- **下半年核心运行区间评估：上证综指3100—3500点，上证50指数2400—2700点，沪深300指数3700—4200点。**

主要内容

- 中特估行情走势整体强于指数
- 中特估优势在于低估值和高分红
- 上半年股指期货主要运行特征
- 下半年股指行情展望及投资策略

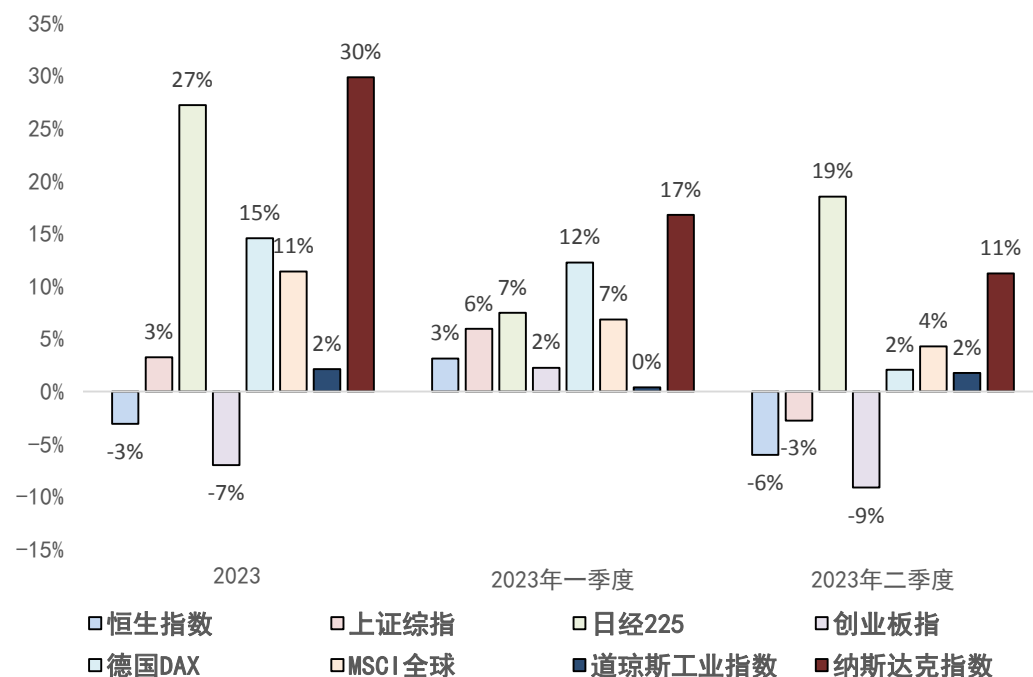
2023年上半年股指行情和主要事件

2023年主要事件							
月份	日期	日期	主要事件	上证综指 涨跌幅（%）	上证50 涨跌幅（%）	沪深300 涨跌幅（%）	中证500 涨跌幅（%）
2023年1月	2023/1/1	2023/1/15	1月7日郭树清表示要努力促进房地产与金融正常循环。他表示将当期总收入最大可能地转化为消费和投资，开发更多适销对路的金融产品，鼓励住房、汽车等大宗商品消费。	3.43%	5.77%	5.24%	3.29%
	2023/1/16	2023/1/31	今年以来，北向资金已经累计流入超过1000亿元，完成了2022年整年的流入规模。	1.89%	0.74%	2.02%	3.82%
2023年2月	2023/2/1	2023/2/15	2月1日证监会就全面实行股票发行注册制主要制度规则向社会公开征求意见。 2月2日易会满在证监会系统工作会议上表示要逐步完善适应不同类型的企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能。 2月8日美联储主席鲍威尔表示，如果就业市场持续强劲，那么将需要进一步加息来冷却通胀，并且利率峰值或将高于此前预期。	0.76%	-1.98%	-0.80%	1.51%
	2023/2/16	2023/2/28	2月17日，中国证监会发布了全面实行股票发行注册制相关制度规则，宣布自公布之日起施行。 2月27日，中共中央、国务院印发了《数字中国建设整体布局规划》，《规划》指出，要夯实数字中国建设基础。	-0.03%	-0.55%	-1.32%	-0.42%
2023年3月	2023/3/1	2023/3/15	3月5日政府工作报告提出今年国内生产总值增长5%左右，低于2022年5.5%的增长目标，也略低于市场对于2023年增速的预期。 3月7日，鲍威尔在国会发表讲话，他表示若整体数据暗示有必要加快紧缩，联储将准备加快加息步伐，终端利率水平可能较之前预期更高。 3月10日美国硅谷银行宣布破产。 3月14日瑞信银行公布了2022年财报，是自2008年金融危机以来最大的年度亏损。3月15日瑞信银行股价收跌24%，直接导致全球股市下挫。	-0.50%	-3.24%	-2.03%	-2.09%
	2023/3/16	2023/3/31	3月23日凌晨2点，美联储宣布，将联邦基金利率目标区间上调25个基点到4.75%-5%之间，为2007年10月以来的最高水平。	0.29%	0.51%	1.61%	1.85%
2023年4月	2023/4/1	2023/4/15	4月10日，沪深两市将迎来首批注册制新股。	1.99%	0.64%	1.01%	1.44%
	2023/4/16	2023/4/30	4月20日，工信部表示将进一步释放潜在消费需求，激发消费市场活力，着力稳住汽车等大宗消费，联合相关部门研究出台稳定汽车消费、扩大内需增长的相关政策措施；加快技术产业创新，推动6G、光通信、量子通信等关键核心技术加速突破，加大人工智能、区块链、数字孪生等前沿技术研发力度。 4月25日中金所表示沪深300、上证50、中证500、中证1000股指期货各合约的交易保证金标准统一调整为12%。	-0.45%	-0.05%	-1.54%	-2.95%
2023年5月	2023/5/1	2023/5/15	当地时间5月1日美国加利福尼亚州金融保护和创新局宣布关闭第一共和银行，由银行业监管机构联邦储蓄保险公司接管。 证监会于2023年5月12日发布通知，为健全多层次资本市场产品体系，丰富资本市场风险管理工具，证监会启动科创50ETF期权上市工作。	-0.38%	-0.03%	-0.75%	-1.31%
	2023/5/16	2023/5/31	5月以来人民币兑美元持续走弱，从5月初的6.9284贬值到目前的7.069。 4月经济数据大部分不及预期。	-3.21%	-6.86%	-5.01%	-1.81%
2023年6月	2023/6/1	2023/6/15	2023年6月5日科创50ETF期权上市。此次上市的科创50ETF期权对应的标的有2个，分别是华夏上证科创板50ETF和易方达上证科创板50ETF。 6月13日央行降息10bp，下调公开市场操作中7天逆回购利率。	0.76%	1.94%	1.72%	-0.06%
	2023/6/16	2023/6/30		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

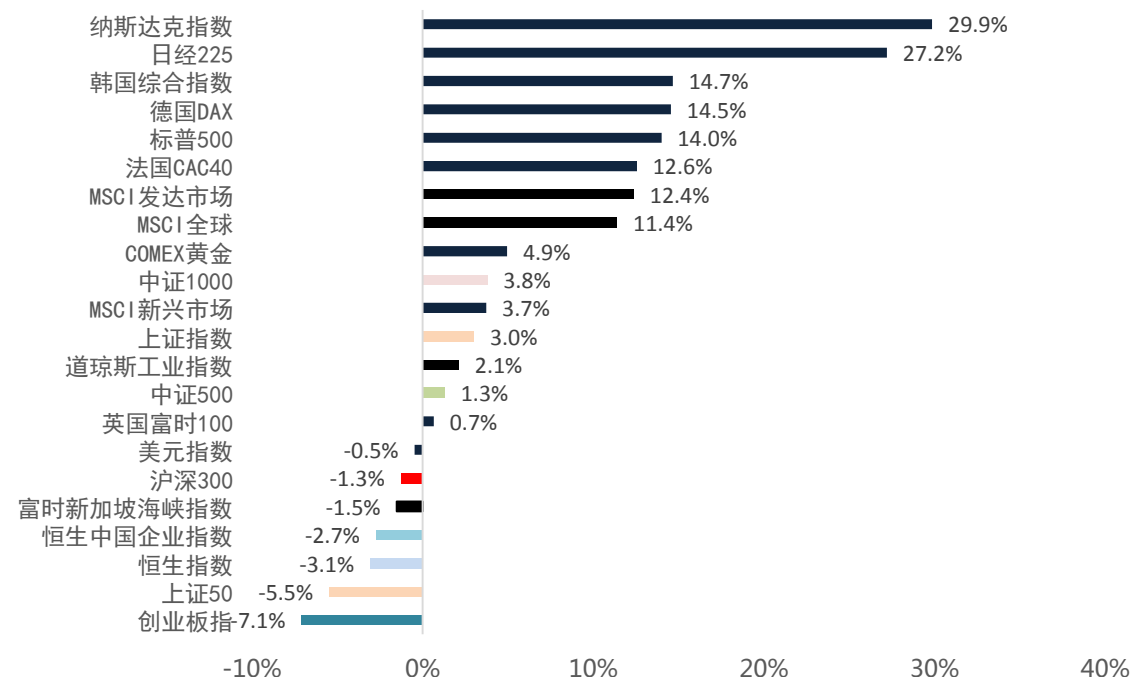
2023年二季度全球主要指数表现

- 二季度股指期货震荡后自5月中旬后明显走弱，在全球主要指数都取得上涨的时候，上证50指数和沪深300指数收益为负，6月中旬随着政策开始发力，股指重新转为上涨。
- 四个期指中中证500和中证1000指数表现好于上证50和沪深300，另外创业板指数今年跌幅靠前。
- 全球指数中纳斯达克指数和日经225领涨。

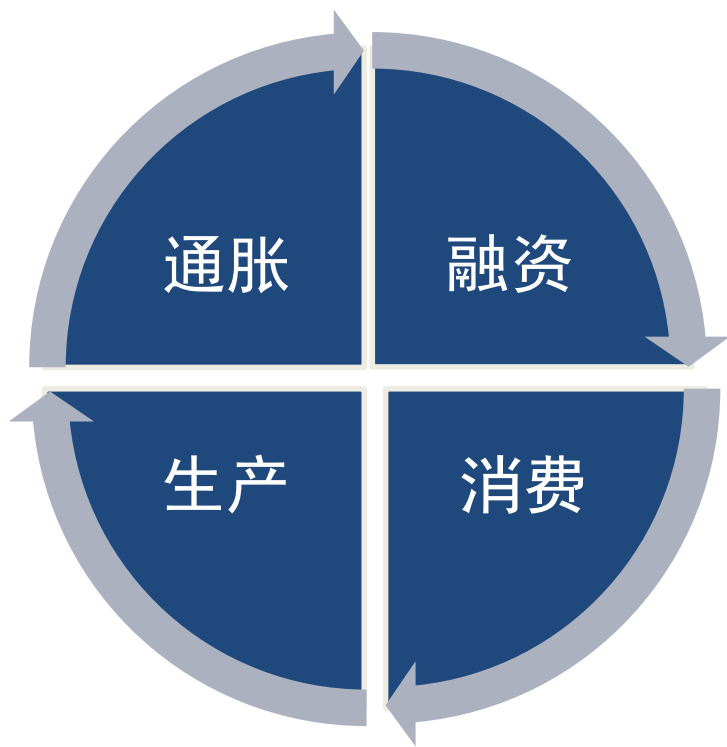
2023年以来主要股票指数表现



2023年全球主要指数表现



股指短期走弱反应了经济复苏放缓

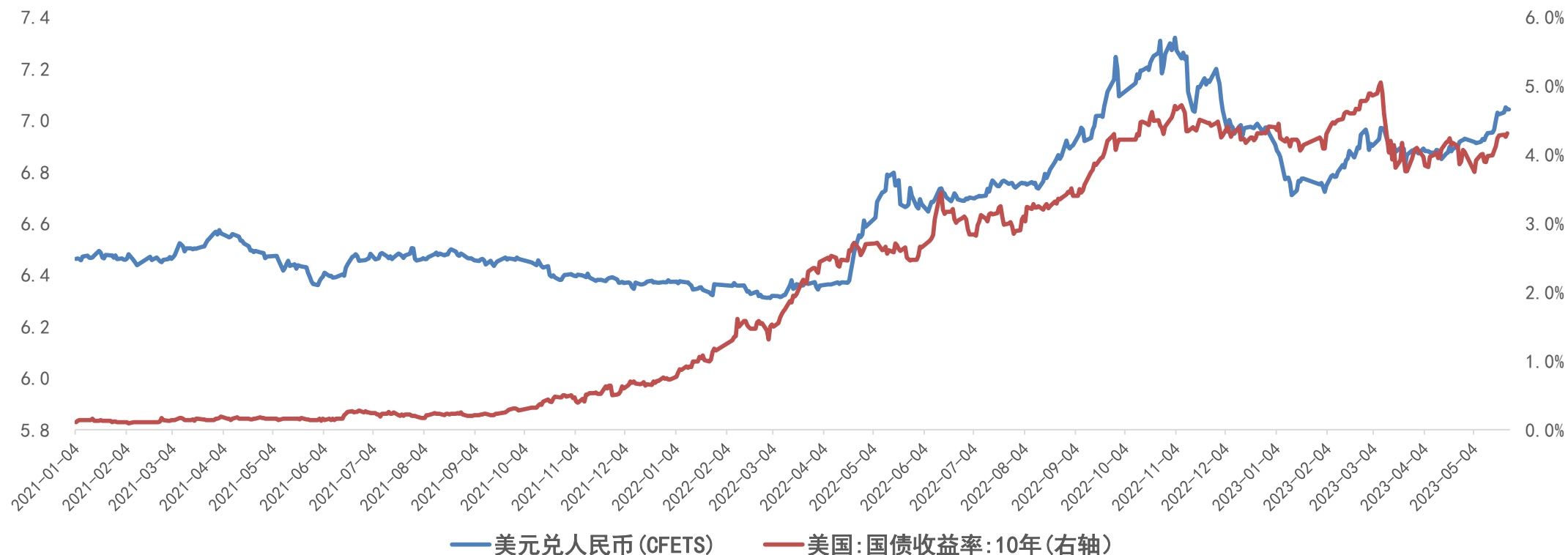


- 疫情放开后复苏分化的，服务业复苏好，服务CPI价格增速是回升的，但食品CPI和PPI不及预期。
- 居民加杠杆意愿较低，房地产销售自4月份开始边际走弱。
- 房地产开发投资增速为负。
- 今年全球的工业普遍都不强，道指的涨幅明显弱于纳斯达克。

人民币贬值也是造成股指走弱的因素之一

- 除了经济复苏放缓外，还有一个原因是人民币自5月9号以后出现贬值，从6.93贬值到最高7.2565，一个多月时间贬值幅度超4%，在此期间北向资金也出现了净流出。人民币兑美元的贬值主要是因为美元指数的上涨和国内经济弱于预期。

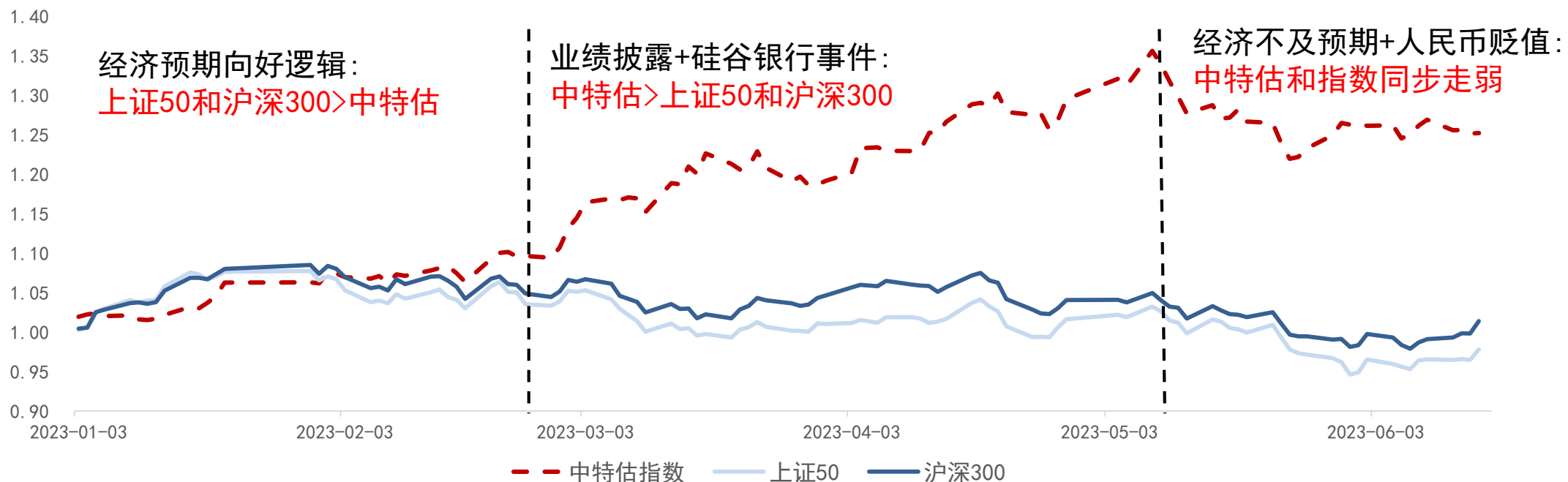
美国10年期国债利率和人民币兑美元



经济边际走弱行情下跌，政策发力反弹回升

- 首先，最重要的一个原因是5月中下旬各项经济数据密集披露，发现大部分都不及预期。如果说一季度我们可以通过预期向好来推动股市上涨，那进入二季度就需要看到实实在在的基本面增长来支撑股市，一旦不及预期，资金风险偏好就会下降。
- 从股指期货二季度的走势上看反应的是经济复苏放缓的担忧，资金风险偏好有所较低。
- 6月13日以来宽松政策开启，央行下调7天逆回购和1年期MLF利率后市场情绪有所好转，四大期指短期反弹，并且市场猜想后面仍会有更多的政策。

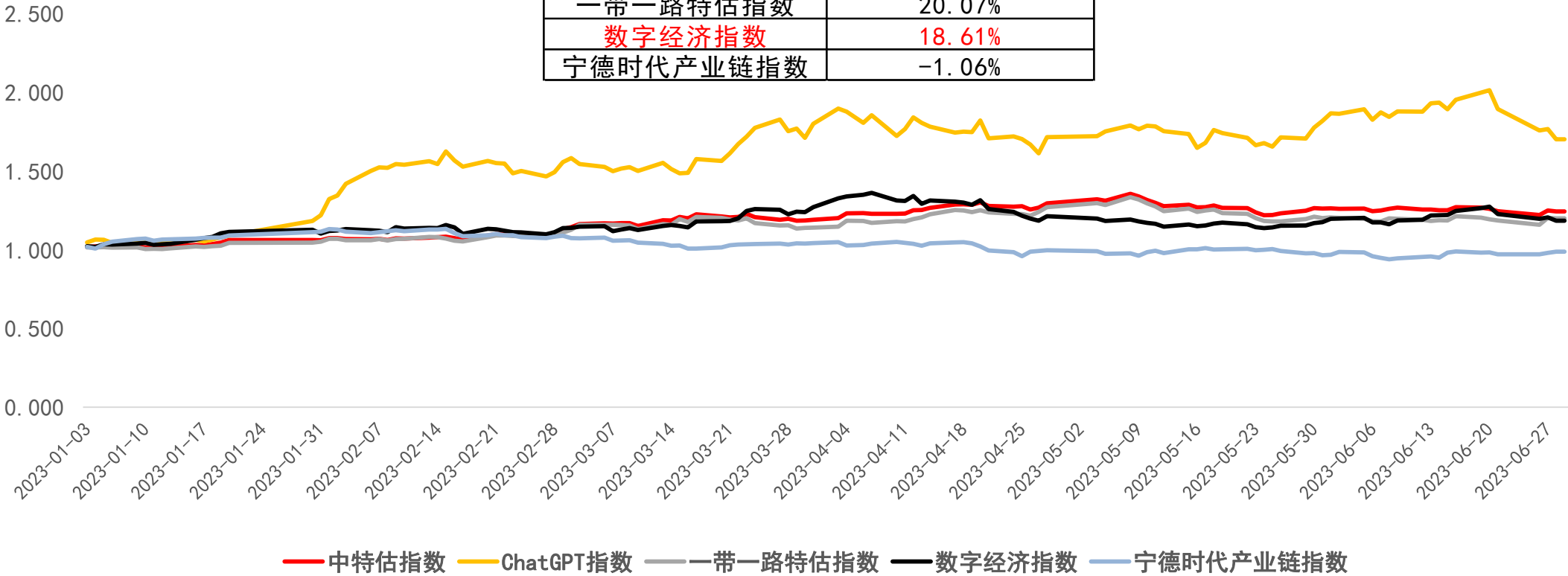
2023年中特估走势明显强于指数



2023年中特估和数字经济涨幅相近

2023年主要概念指数表现

相关概念	2023年涨跌幅（%）
中特估指数	24.52%
ChatGPT指数	70.31%
一带一路特估指数	20.07%
数字经济指数	18.61%
宁德时代产业链指数	-1.06%



中特估概念的提出

2022年11月21日
金融街论坛

易会满：深入研究成熟市场估值理论的适用场景，把握好不同类型上市公司的估值逻辑，要探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。

2022年12月2日
上交所计划

上交所：《中央企业综合服务三年行动计划》中提及“服务推动央企估值回归合理水平”、“央国企重估是中国特色估值体系的重要一环”等等。

2023年2月2日
证监会系统工作

上交所：逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能。

2023年3月3日
国资委会议

国资委：对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署。

2023年3月5日
政府工作报告

两会：央企控股上市公司总资产占A股市场近6成，净利润占比近6成，是国民经济的重要支柱。央企估值整体偏低，与5年前相比，国有上市公司利润增长70%，但市值仅增长10%。

2023年3月27日
国资委研讨班

国资委：坚定不移做强做优做大国有资本和国有企业。

2023年5月11日
上交所业务交流会

上交所：进一步探索建立中国特色估值体系，引导央企投资价值发现，推动央企估值回归合理水平。

2023年6月14日
国资委专题会

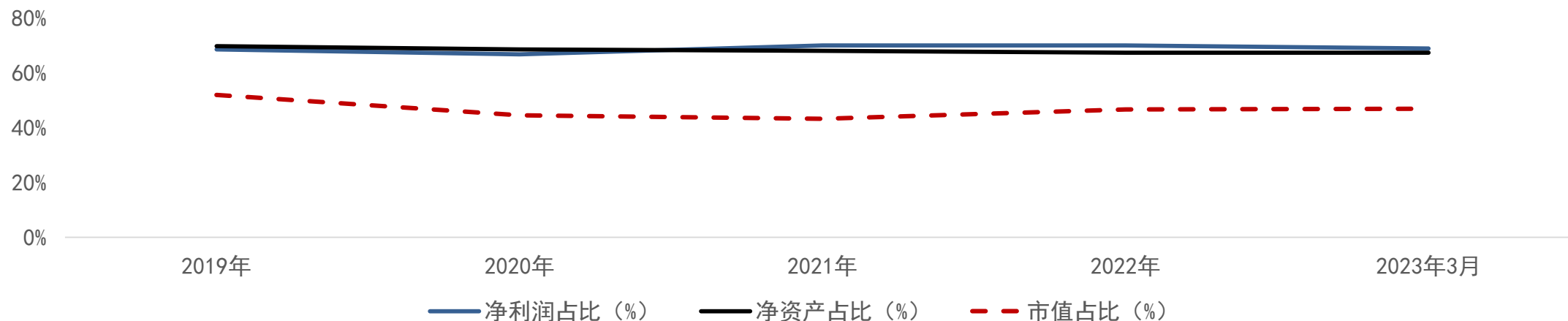
国资委：中央企业要以上市公司未平台开展并购重组，助力提高核心竞争力、增强核心功能。

中特估公司主要指央国企为主要股东的上市公司

- 中特估，即为中国特色估值体系，广义的中特估公司，通常指的是**央国企为主要股东的上市公司**，它的特点主要是**估值偏低、分红较高**。截至2022年，中央企业和国有企业两者营收占全部A股超50%，净资产达60%，所以国有经济对于股市来说还是非常重要的。

公司属性	2022年营业收入（亿元）	营业收入占比（%）	2022年净利润（亿元）	净利润占比（%）	2022年净资产（亿元）	净资产占比（%）
民营企业	164,273	23.01%	8,348	16.06%	113,414	19.00%
外资企业	7,629	1.07%	487	0.94%	6,678	1.12%
中央国有企业	308,969	43.27%	27,033	52.02%	290,213	48.62%
地方国有企业	157,667	22.08%	9,322	17.94%	111,597	18.70%
公众企业	70,116	9.82%	6,527	12.56%	72,059	12.07%
其他企业	1,132	0.16%	26	0.05%	805	0.13%
集体企业	4,236	0.59%	226	0.44%	2,088	0.35%
合计	714,022	100.00%	51,970	100.00%	596,856	100.00%

国有企业市值占比明显低于净资产占比



中特估概念主要分布在石油石化、建筑装饰和金融板块

- 目前有代表性的中证指数有**中证国企一带一路指数（000859.CSI）**、**中证央企结构调整指数（000860.CSI）**、**中证央企创新驱动指数（000861.CSI）**、**上证中央企业50指数（000042.CSI）**、**中证上海国企指数（000056.SH）**、**上证国有企业100指数（000056.SH）**。通过分析成分股，我们发现主要集中于食品饮料、非银金融、通信、石油石化、银行等偏传统的行业。
- 目前有代表性的wind指数有**中特估指数（8841681.WI）**和**中字头央企指数（884992.WI）**。通过分析中字头央企指数成分股，我们发现主要集中于非银金融、通信、石油石化、银行、建筑装饰等偏传统的行业。

中特估相关指数

指数代码	指数名称	发布日期	成分股数量	总市值（亿元）
中证指数				
000859.CSI	中证国企一带一路指数	2019/5/16	100	136,481
食品饮料 21.89%	石油石化 10.17%	建筑装饰 9.01%	银行 7.42%	电子 6.21%
000860.CSI	中证央企结构调整指数	2018/3/26	100	137,412
通信 21.52%	石油石化 16.51%	公用事业 9.59%	建筑装饰 7.57%	计算机 6.84%
000861.CSI	中证央企创新驱动指数	2019/5/16	100	126,711
石油石化 25.16%	通信 21.96%	建筑装饰 8.95%	计算机 7.09%	银行 6.69%
000042.SH	上证中央企业50指数	2009/3/30	50	201,989
银行 37.85%	石油石化 14.79%	通信 13.18%	非银金融 8.98%	建筑装饰 4.64%
000865.SH	中证上海国企指数	2016/5/11	73	23,213
非银金融 26.39%	银行 15.35%	交通运输 10.90%	汽车 10.69%	房地产 9.74%
000056.SH	上证国有企业100指数	2010/1/4	100	276,594
银行 30.43%	石油石化 10.70%	非银金融 10.44%	食品饮料 10.40%	通信 9.89%
万得指数				
8841681.WI	万得中特估指数	2023/3/21	79	189,718
银行 37.42%	石油石化 16.08%	通信 14.17%	建筑装饰 6.16%	计算机 4.47%
884992.WI	万得中字头央企概念指数	2017/10/30	129	157,561
非银金融 20.44%	通信 17.92%	石油石化 17.14%	银行 8.48%	建筑装饰 8.11%

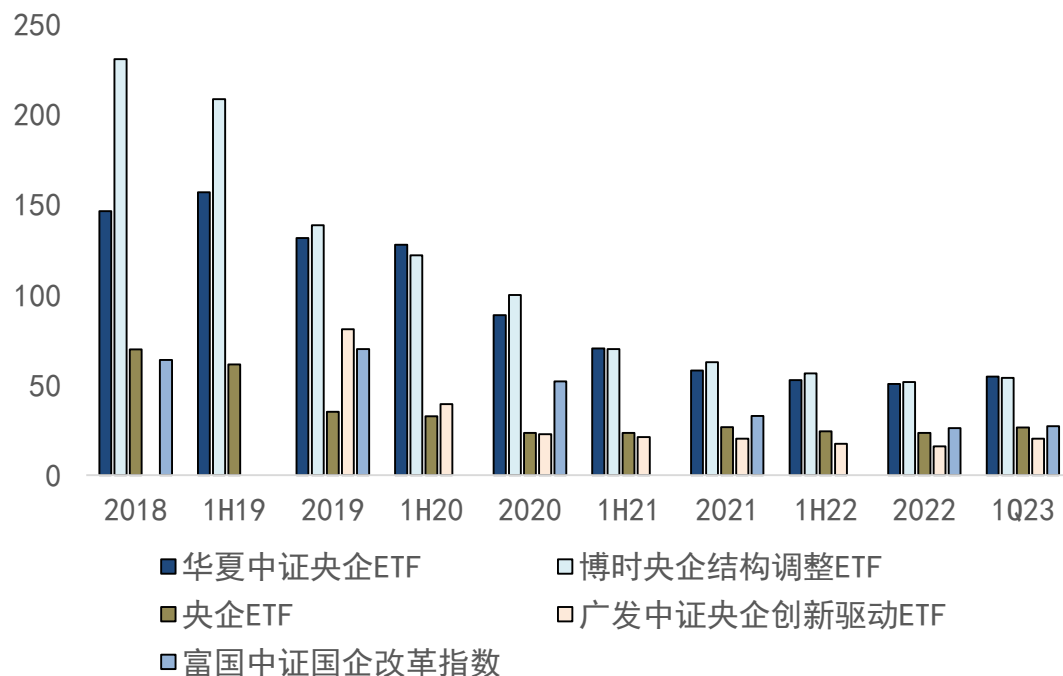
资料来源：Wind，申万期货研究所

2023年跟踪中特估存量ETF规模呈现小幅增加，增量ETF近百亿

- 针对相应的指数，目前市场上也有相应的ETF基金，合计规模216.99亿元，2023年以来随着中特估概念的提出，存量ETF规模小幅增加。
- 4月23日，广发基金、招商基金和汇添富基金上报的**国新央企股东回报指数基金**获批，成为年内首批获批的央企指数主题产品。5月24日，这三只产品相继宣布成立，首发募集份额合计超60亿份。5月22日，易方达基金、银华基金、南方基金上报的**国新央企科技引领指数基金**也正式获批。目前除银华基金外，易方达中证国新央企科技引领ETF和南方中证国新央企科技引领ETF都在6月21日宣布成立，首募规模分别为12.32亿元、20亿元。6月26日，从渠道人士处获悉，第三批中证国新央企系列指数公募产品已经获准发行，此次获批的产品，由嘉实、工银瑞信、博时基金三家公募巨头申报，跟踪标的均为“**中证国新央企现代能源指数**”。
- 截至目前，今年以来上报获批的中证国新央企系列指数公募产品已达9只，其中，已成立的5只产品在发行期大卖，募资总规模接近百亿体量。

基金代码	基金简称	基金成立日	基金规模 (亿元)
跟踪央企创新指数基金			
007784	广发央企创新驱动ETF联接A	2019/11/6	1.66
007792	嘉实央企创新驱动ETF联接A	2019/11/28	2.04
007796	博时央创ETF联接A	2019/11/13	1.05
159974	富国中证央企创新驱动ETF	2019/9/20	5.43
515600	广发中证央企创新驱动ETF	2019/9/20	28.45
跟踪央企结构调整指数基金			
006196	华夏中证央企ETF联接A	2018/11/14	3.34
006438	博时央调ETF联接A	2018/11/14	3.22
159959	央企ETF	2018/10/22	29.89
512950	华夏中证央企ETF	2018/10/19	58.13
512960	博时央企结构调整ETF	2018/10/19	54.28
跟踪上证央企指数基金			
510060	工银上证央企ETF	2009/8/26	1.39
跟踪国企改革指数基金			
161026	富国中证国企改革指数	2014/12/17	27.15
502006	易方达中证国企改革指数	2015/6/15	0.96

2023年中概股ETF基金规模小幅增加（亿元）



资料来源：Wind，申万期货研究所

中特估和上证50行情涨跌差异归因分析

- 2023年中特估指数表现好于上证50指数。
- 从四个股指期货行业分布来看，上证50指数所包含的行业分布最接近中特估指数。
- 2023年涨幅排名靠前的通信行业、计算机行业、建筑装饰行业、石油石化行业在中特估指数中占比都高于上证50指数中的占比。
- 2023年出现下跌的行业，例如非银金融、煤炭、食品饮料、电力设备等行业在上证50指数中的占比高于中特估指数。

申万一级行业	2023年涨跌幅（%）	中特估指数行业分布	上证50指数行业分布	沪深300指数行业分布	中证500指数行业分布	中证1000指数行业分布
通信	44.68%	14.17%	3.68%	5.94%	1.85%	3.02%
传媒	41.20%	0.00%	0.00%	0.48%	3.18%	4.34%
计算机	26.27%	4.47%	1.21%	3.71%	4.33%	7.17%
家用电器	13.64%	0.00%	1.22%	2.14%	1.81%	1.19%
机械设备	10.60%	1.66%	0.76%	1.55%	5.36%	6.70%
建筑装饰	9.02%	6.16%	2.81%	2.32%	1.14%	2.38%
公用事业	8.24%	3.38%	3.83%	3.46%	4.63%	3.93%
石油石化	7.46%	16.08%	11.52%	5.07%	1.40%	0.80%
电子	7.36%	0.57%	1.38%	5.67%	9.54%	9.06%
汽车	4.70%	0.00%	2.08%	3.58%	2.78%	4.72%
国防军工	4.21%	2.18%	0.59%	1.64%	4.92%	3.69%
纺织服饰	0.59%	0.00%	0.00%	0.11%	0.83%	1.19%
非银金融	-0.07%	2.49%	12.59%	9.56%	6.84%	1.54%
环保	-0.09%	0.00%	0.00%	0.00%	1.16%	1.32%
轻工制造	-2.67%	0.00%	0.00%	0.38%	0.80%	1.50%
银行	-2.89%	37.42%	22.34%	19.14%	1.83%	0.82%
有色金属	-3.62%	0.75%	2.53%	2.33%	5.90%	3.84%
钢铁	-4.83%	0.96%	0.44%	0.57%	2.92%	0.74%
煤炭	-5.00%	3.86%	4.17%	2.31%	1.46%	1.37%
电力设备	-5.20%	1.12%	3.99%	7.23%	7.00%	6.51%
医药生物	-6.80%	0.59%	4.08%	4.60%	10.81%	13.93%
交通运输	-6.96%	3.75%	0.96%	3.10%	4.11%	2.17%
食品饮料	-7.21%	0.00%	15.62%	9.14%	2.66%	3.37%
社会服务	-7.79%	0.00%	0.00%	0.10%	0.69%	0.70%
基础化工	-9.37%	0.00%	1.98%	1.72%	5.45%	6.74%
建筑材料	-9.77%	0.38%	0.00%	0.75%	1.86%	1.10%
农林牧渔	-11.04%	0.00%	0.00%	1.40%	1.32%	1.98%
综合	-11.32%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.15%
房地产	-13.58%	0.00%	0.86%	1.16%	1.63%	2.39%
美容护理	-14.22%	0.00%	0.00%	0.35%	0.46%	0.42%
商贸零售	-23.30%	0.00%	1.34%	0.49%	1.31%	1.21%

四个股指期货中IH持有的中特估股票市值占指数市值比例最高

- 从四个股指期货行业分布来看，上证50指数包含的中特估概念有12只，所包含的市值达71325，而沪深300指数包含的中特估概念有48只，所包含的市值达171250。
- 沪深300指数包含了90%以上的中特估指数成分，但是因为该中特估成分在沪深300指数中所占比重为34.42%，低于上证50指数的39.24%，因此，即使上证50指数仅包含了37.83%的中特估指数成分，它依然是最接近中特估指数。

指标	上证50指数	沪深300指数	中证500指数	中证1000指数
指数包含中特估成份股数量	12	48	21	7
指数包含中特估成分股市值	71,325	171,250	6,540	1,915
中特估成分股市值占中特估指数市值占比（%）	37.83%	90.82%	3.47%	1.02%
中特估成分股市值占指数市值占比（%）	39.24%	34.42%	5.14%	1.56%

- 假设：在净资产保持不变的情况下，如果万得中特估指数所包含的79只股票的估值都提升10%，则上证50、沪深300、中证500、中证1000指数的市值能分别增加3.92%、3.44%、0.51%、0.16%。
- 在新旧动能转换的过程中，传统产业依然是支撑经济的不可或缺的部分。房地产行业迎来大拐点的时代背景下，财政收入结构发生改变，盘活国有资产显得非常重要。

股指影响测算	上证50指数	沪深300指数	中证500指数	中证1000指数
原市值	181,762	497,503	127,180	122,373
中特估指数成分股估值提升10%	188,895	514,628	127,834	122,564
指数市值提升幅度（%）	3.92%	3.44%	0.51%	0.16%
中特估指数成分股估值提升20%	196,027	531,753	128,488	122,756
指数市值提升幅度（%）	7.85%	6.88%	1.03%	0.31%
中特估指数成分股估值提升30%	203,160	548,878	129,142	122,947
指数市值提升幅度（%）	11.77%	10.33%	1.54%	0.47%

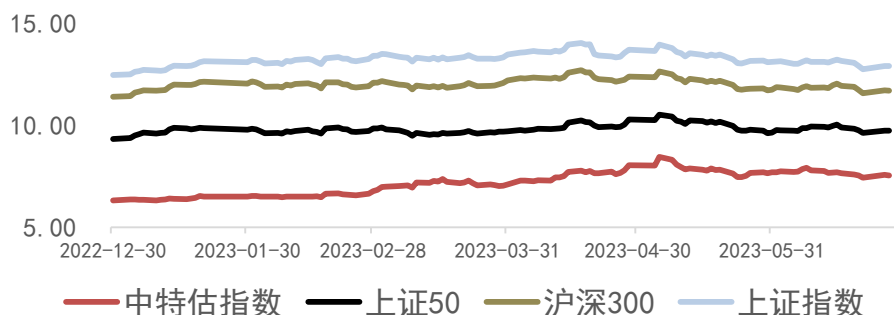
主要内容

- 中特估行情走势整体强于指数
- **中特估优势在于低估值和高分红**
- 上半年股指期货主要运行特征
- 下半年股指行情展望及投资策略

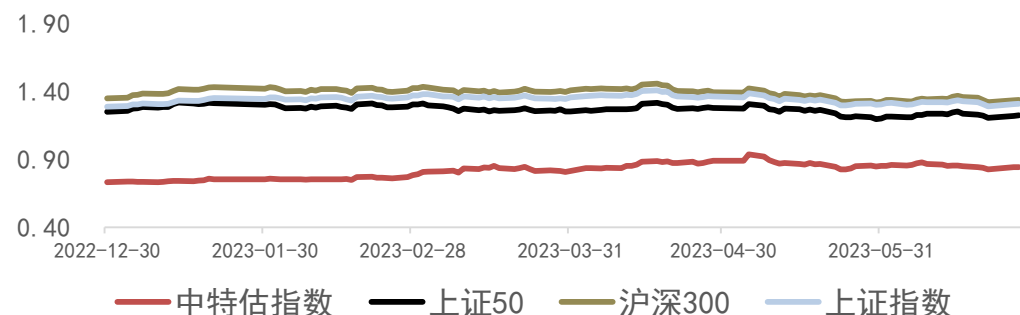
中国特色的估值体系给央企和国企带来了资产重估的机会

- 根据国资委对2023年上市央企的发展目标来看，经营目标从2022年的“两利四率”变成了2023年的“一利五率”。相比成长性较高的企业而言，国企和央企的优势在于**稳定的盈利能力**，国资委发布的《提高央企控股上市公司质量工作方案》中，也继续表态支持央企“制定合理持续的利润分配政策，鼓励符合条件的上市公司通过现金分红等多种方式优化股东回报”等等。因此，**扩大分红、派息比例，也成为了国企、央企估值重塑的主要路径之一。**

2023年以来中特估概念股市盈率抬升



2023年以来中特估概念股市净率抬升

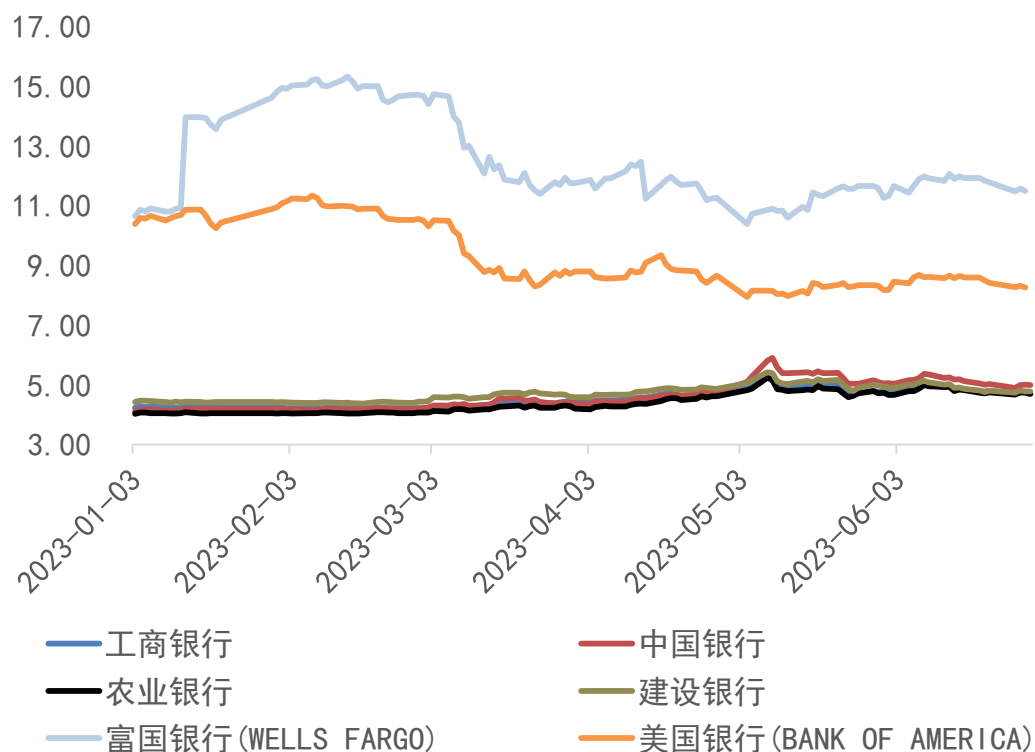


序号	指数	PE (TTM)	PE中位数	历史最大值	发生时间	历史最小值	发生时间	百分位 (%)	中位数相比
1	上证50	9.82	10.10	23.75	2010年1月5日	6.94	2014年5月7日	41.35%	0.97
2	沪深300	11.86	12.34	28.24	2010年1月5日	8.01	2014年5月19日	42.01%	0.96
3	中证500	23.48	29.32	91.34	2010年1月19日	15.58	2022年4月25日	25.71%	0.80
4	中证1000	37.12	40.55	144.82	2015年6月12日	18.94	2018年10月18日	25.63%	0.92
4	创业板指	33.41	52.21	137.86	2015年6月3日	27.04	2018年10月18日	24.24%	0.64
5	上证指数	13.05	13.49	30.60	2010年1月5日	8.90	2014年5月19日	42.64%	0.97
6	深证综指	38.57	35.73	79.22	2015年6月12日	20.16	2018年10月18日	48.68%	1.08
7	中特估指数	7.58	8.76	21.85	2010年1月5日	5.93	2022年10月31日	34.68%	0.87

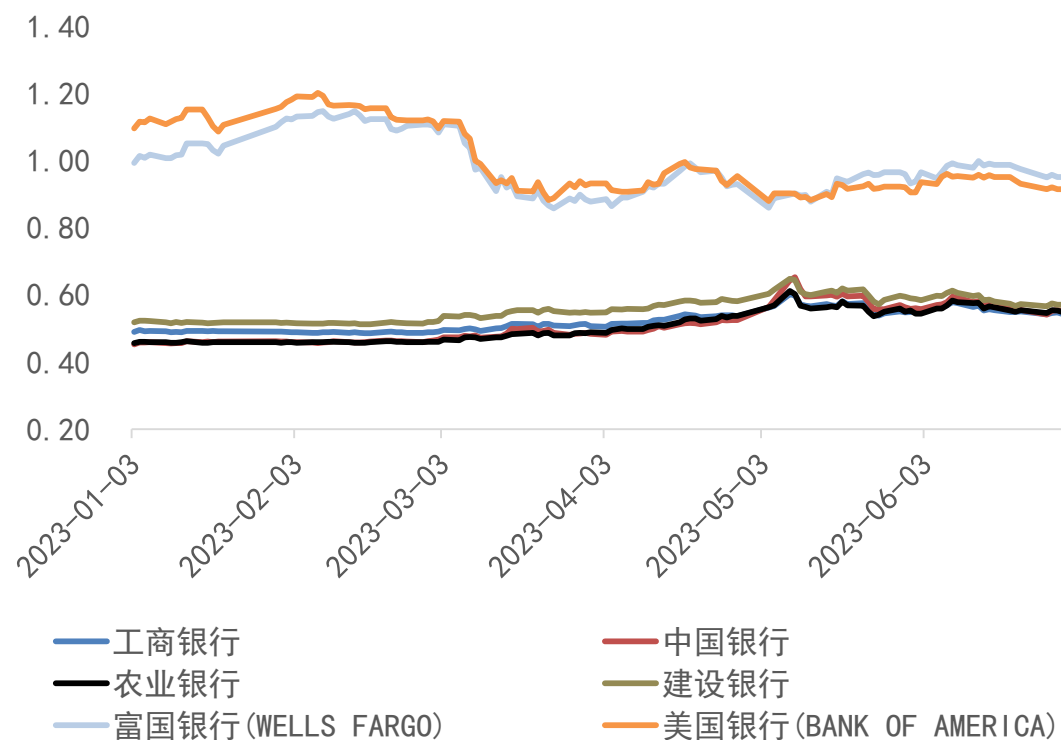
我国四大行的估值水平明显低于美国主要银行

- 通过对银行业中的工商银行、中国银行、农业银行、建设银行以及美国的富国银行、美国银行进行比较发现，无论是从市盈率角度还是市净率角度来看，我国的银行股估值都是偏低的。
- 我国大型银行股PB主要在0.4-0.6区间，而美国银行股PB主要在0.8-1.0区间。

中美主要银行股市盈率比较



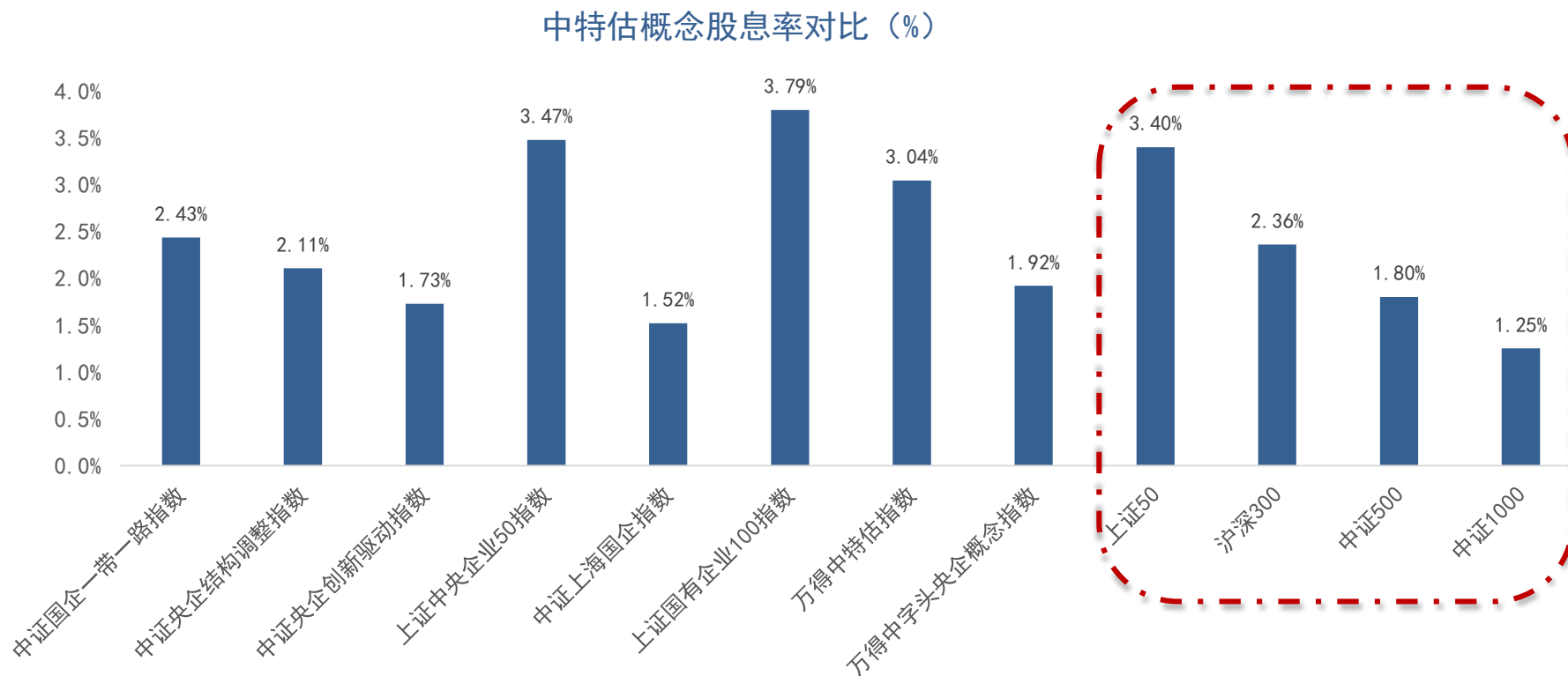
中美主要银行股市净率比较



资料来源：Wind，申万期货研究所

中特估相关个股分红水平相对较高

- 四个期指股息率排名分别是上证50指数（3.40%）>沪深300（2.36%）>中证500（1.80%）>中证1000（1.25%）。
- 不同中特估概念指数股息率有差异，其中上证中央企业50指数、上证国有企业100指数、万得中特估指数的股息率较高，可达3%以上。

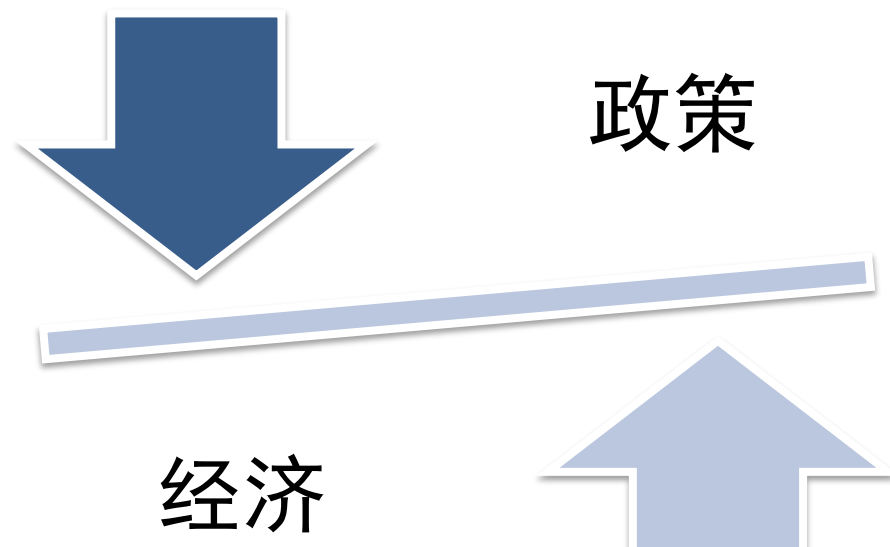


资料来源：Wind，申万期货研究所

宏观经济复苏放缓下预计未来会有更多政策支撑股指表现

■ 经济发展更重结构：

- 当前经济基本面对股指的刺激作用并不强，两会今年下调目标经济增速，也是希望更注重结构而不是增速。

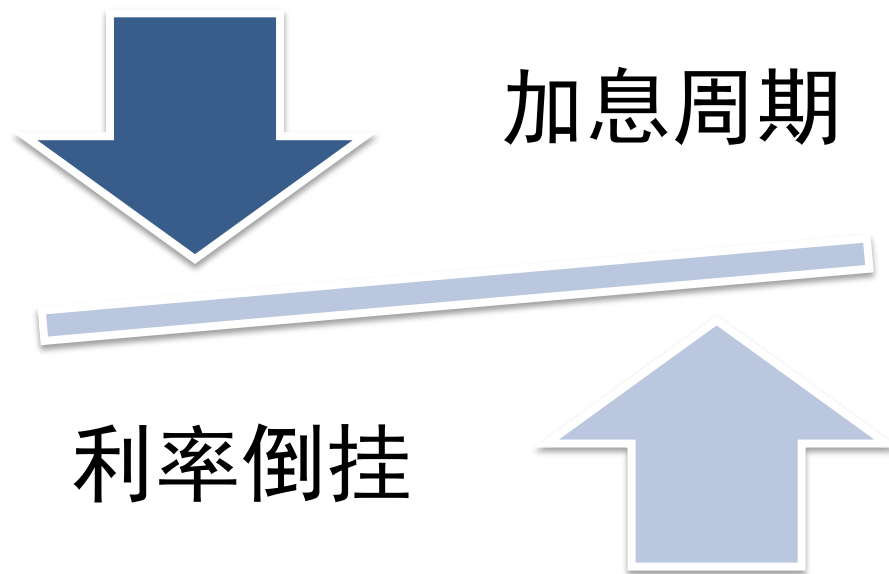


■ 宽松政策开始发力：

- 6月中旬政策开始发力，股市短期出现反弹。6月13日和15日央行分别下调了7天逆回购利率和MLF利率，市场也在期待未来会出台更多政策。
- 若如市场预期，预计股指能迎来上涨。但重新刺激一轮房地产周期可能性不高。

美联储加息周期进入尾声，中美利差倒挂有望改善

- 目前美国联邦基准利率5%-5.25%，同时美元相对人民币升值，所以投资人民币资产的机会成本就会比较高。



- 但是美联储加息周期进入尾声，预计今年还有1-2次加息，市场普遍预计明年就会开始降息。美联储停止加息对成长股更为有利，也有望改善中美利率倒挂的现象，利于海外资金配置人民币资产。

主要内容

- 中特估行情走势整体强于指数
- 中特估优势在于低估值和高分红
- **上半年股指期货主要运行特征**
- 下半年股指行情展望及投资策略

交易层面：股指期货在二季度的运行整体上平稳

- 一般来说，行情波动大，股指期货的成交就大。目前，股指期货市场日均成交大概在27万张左右，持仓大概在80万张左右。目前四个期指的成交量分别是沪深300（9万张，22万张）>中证500（7万张，29万张）>上证50（6万张，14万张）>中证1000（5万张，17万张）。由于日内平均手续费，高频交易受到限制，目前成交量仍然没有恢复到股指期货受限前的水平。

日期	股指期货全品种	股指期货当月合约	股指期货下月合约	股指期货季月合约	股指期货下季月合约	成交量月环比（%）
2023/1	4,222,885	2,328,730	676,201	871,421	346,533	-34.3%
2023/2	5,889,033	3,310,466	1,491,130	759,586	327,851	39.5%
2023/3	6,491,220	3,944,551	750,788	1,299,735	496,146	10.2%
2023/4	4,838,092	2,698,610	914,720	890,293	334,469	-25.5%
2023/5	5,505,088	3,202,089	1,301,519	759,292	242,188	13.8%
2023/6/16	3,699,878	2,088,820	672,183	697,675	241,200	-32.8%
日期	股指期货全品种	股指期货当月合约	股指期货下月合约	股指期货季月合约	股指期货下季月合约	持仓量月环比（%）
2023-01-31	779,889	218,670	323,715	218,300	19,204	3.2%
2023-02-28	763,549	408,687	19,174	226,856	108,832	-2.1%
2023-03-31	742,522	236,938	15,578	301,239	188,767	-2.8%
2023-04-28	775,179	214,485	318,100	219,299	23,295	4.4%
2023-05-31	817,803	405,497	55,265	281,847	75,194	5.5%
2023-06-16	782,520	0	292,926	351,643	137,951	-4.3%

交易层面：股指期货政策进一步放松

■ 下调平今手续费率：

- 今年3月中金所将四个期指日内平今仓交易手续费标准由之前的万分之三点四五调整为成交金额的万分之二点三。本次费率是自2019年4月以来时隔4年左右的再一次下调，我们估计对于120万左右市值的沪深300股指期货合约来说大概可以节约138元的平今手续费。但是下调后的费率依然是日内开仓手续费的10倍，未来仍有进一步下调的空间。此次费率的下调能显著降低平今的费用，有望活跃股指期货短期交易，提升整体流动性水平，多方参与下期货定价更为公允，更好地满足投资者风险对冲的需求。

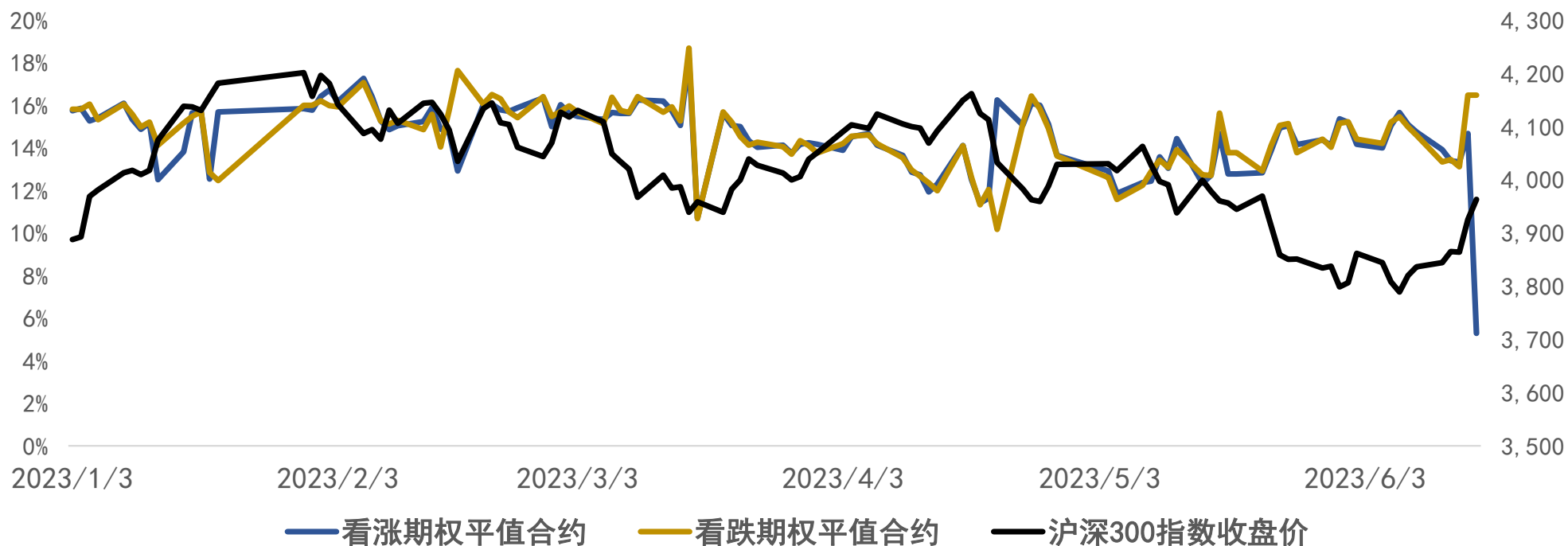
■ 统一股指期货保证金：

- 今年4月中金所将劳动节后四大期指的保证金统一为12%，相较于之前标准，上证50和沪深300保证金保持不变，中证500保证金下调2%，中证1000保证金下调3%，对于投资者，IC和IM保证金大约可以减少2-4万元。对于股指期权，中证1000股指期权品种保证金水平大概可以减少2万元。

交易层面：波动率始终处于低位

- 2023年以来指数隐含波动率始终处于低位，大概在15%-20%这个区间，明显低于平均水平，即使5月下跌也没有出现大变化。对于卖出股指期货是不划算的，而对于买入股指期货的投资者，虽然看上去比较划算，但行情波动小，获利的可能性也小。市场上一些雪球产品的票息降低，行情波动小也是一个原因。

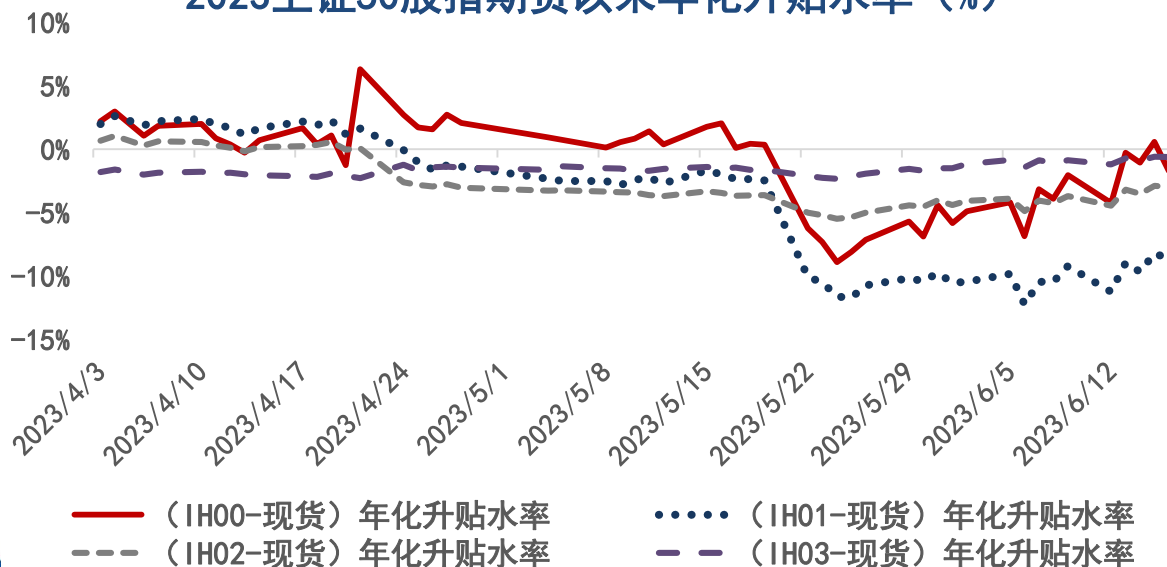
沪深300股指期货
平值期权隐含波动率随时间的变化



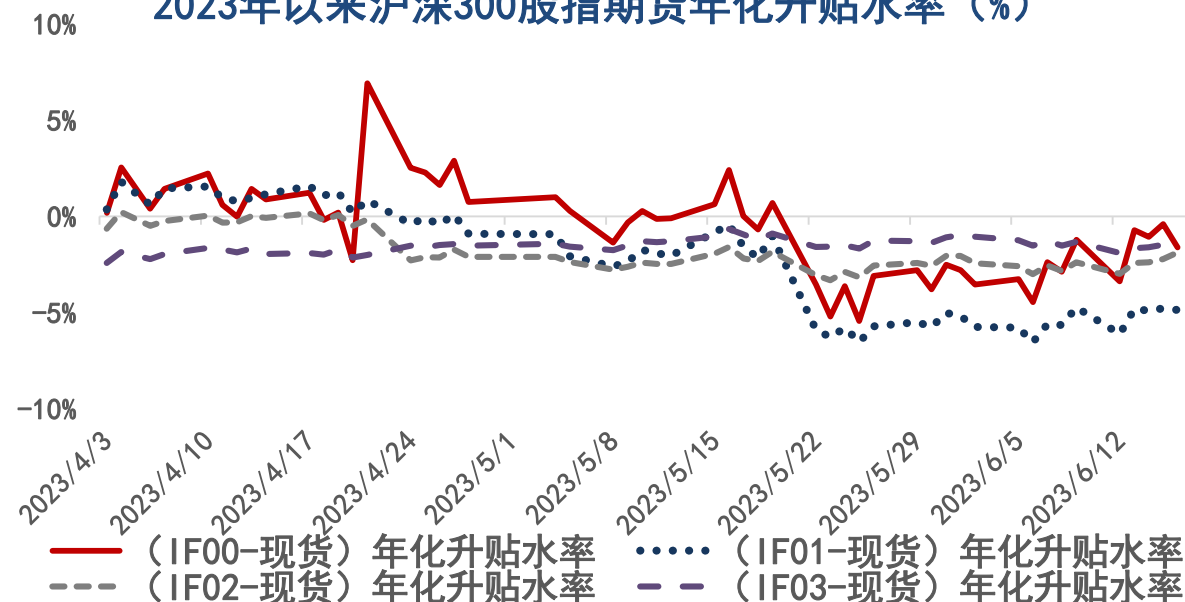
交易层面：修正后的贴水幅度缩小

- 随着权益类对冲工具的增多、场外衍生品的发行，例如雪球，使得股指期货市场供需更加平衡，贴水明显缩小，逐渐符合定价原理，但是不同品种间仍然有所分化。
- 4月份，上证50和沪深300股指期货当月合约和下月合约已经转为升水，对于卖出套保的机构来说，套保收益年化可达2%-3%左右，该收益和无风险利率大致相同。中证500和中证1000股指期货各个合约让人以贴水为主，对于卖出套保的机构来说，套保成本大概在年化2%-5%之间。
- 5月份，由于行情的走弱，四个期指贴水都明显的扩大，即使剔除掉分红的影响，贴水也非常明显。

2023上证50股指期货以来年化升贴水率（%）



2023年以来沪深300股指期货年化升贴水率（%）



业绩层面：蓝筹股和科技股驱动因素不同

- 今年的行情很明显是中证500和中证1000更为强势，但我们发现从业绩上来看并不是那么一回事，就是说业绩和走势是分化的。今年一季度沪深300指数成分股同比取得了近6%的正增长，但是中证500和中证1000成分股都是负增长的，其中中证1000同比下滑了20%多，但涨幅是最高的。
- 对于上证50和沪深300，由于企业所处行业周期比较成熟，盈利比较稳定，所以更看重业绩；而中证500和中证1000更看重成长性，当有好的预期和政策下，也可以出现较好的上涨。
- 我们认为长期来看主要还是要看业绩。

指数成分股	企业数量	1Q23归母净利润(亿元)	1Q22归母净利润(亿元)	归母净利润同比增速(%)	平均每家1Q23归母净利润(亿元)
上证50	50	5,084	5,048	0.71%	101.7
沪深300	300	11,385	10,756	5.84%	37.9
中证500	500	1,439	1,585	-9.17%	2.9
中证1000	1,000	916	1,198	-23.57%	0.9
	850	17,908	17,389	2.99%	21.1

资料来源：Wind，申万期货研究所

主要内容

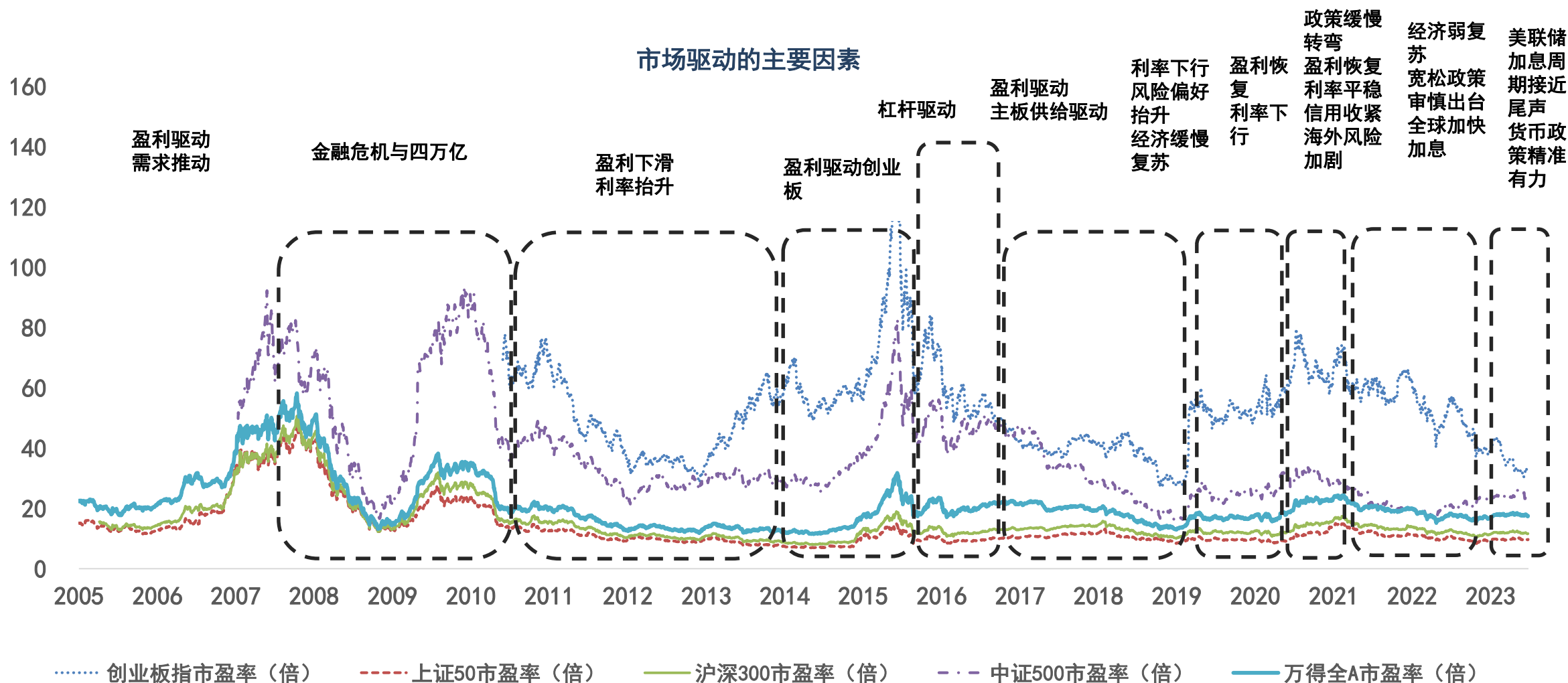
- 中特估行情走势整体强于指数
- 中特估优势在于低估值和高分红
- 上半年股指期货主要运行特征
- 下半年股指行情展望及投资策略

下半年A股核心因素综合评定表：★★★★☆

关注点	主要观点	代表数据	股市影响
宏观	经济弱复苏 国内政策有望加码 美国加快加息抑制通胀	GDP、行业GDP、人均GDP、工业产能利用率、投资、消费等	利好
大类资产	股市性价比、风险收益较高	理财收益、债券收益率，存款收益率、楼价、风险收益比等	利好
股市基本面	盈利恢复仍面临不确定 估值回升	营收增速、利润增速等 市盈率、市净率、破净破发等	中性 利好
股市资金面	边际增量来自公募基金、私募基金、外资和杠杆资金等	融资规模、IPO、定增、沪港通、基金发行	中性
股市政策面	资本市场定位提升	信用收紧、资本市场深化改革	利好
技术形态	探底回升	量价关系、技术形态、时间空间等、	中性
情绪指标	做多力量增加	成交换手、期货升贴水，融资额变化、新增投资者数量等	中性
综述	经济基本面对股指支撑较为有限，但目前的估值水平带来较好的长期投资价值。海外地缘政治风险有一定影响，随着美联储加息周期结束，中美利率倒挂有望改善，利于全球资金流入A股。		

下半年A股核心因素综合评定表：★★★★☆

■ 盈利与利率水平是中长期驱动主因。



2023年下半年：上证综指核心区间3100—3500

基准情景

政策加码托底经济，股指重心上移
(概率70%)

- 宏观不利因素：1) 经济弱复苏；2) 中美利率倒挂；3) 政策效果边际递减。
- 宏观有利因素：宽松政策加码呵护经济。
- 下半年核心区间预估：上证综指3100—3500点，上证50指数2400—2700点，沪深300指数3700—4200点。

可能情景

政策力度不足，地缘政治风险加剧 (概率30%)

- 我国宽松政策力度不及预期，海内外政治风险加剧。
- 下半年核心区间预估：上证综指3000—3400点，上证50指数2300—2600点，沪深300指数3600—4100点。

2023年下半年股指期货策略

策略一：长线布局

我国经济基本面仍向好，而温和的复苏步伐和精准的货币政策下，股指大概率还是有支撑。我们认为经济结构调整的方向主要是消费和科技，沪深300和中证1000预计走势会相对较强。

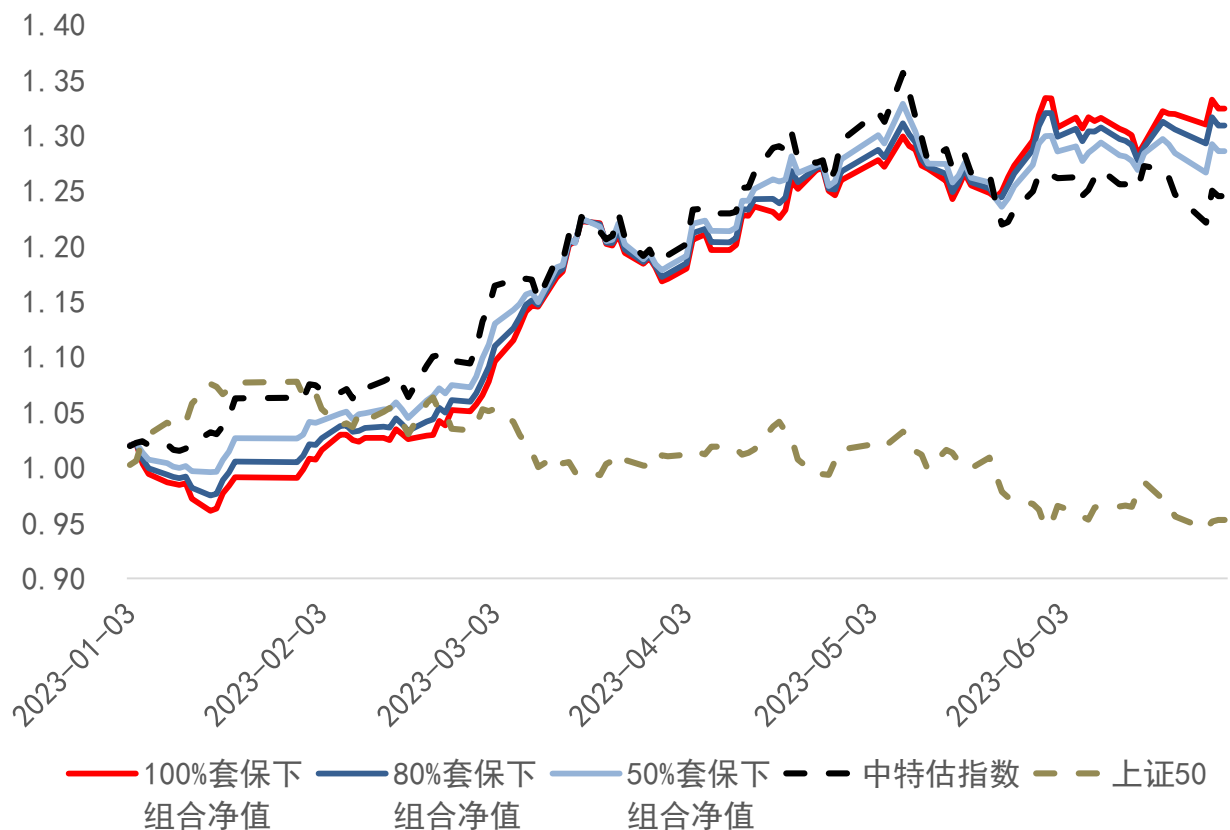
策略：做多IF和IC为主。

策略二：市场中性策略

中特估题材具有估值低、分红高的优势，具有长期投资价值。由于上证50指数和中特估指数重叠成份较高，可利用上证50股指期货对冲一定的系统性风险。

策略：做多中特估ETF的同时利用IH进行套保。

持有中特估概念指数的同时利用上证50股指期货进行风险对冲



本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格
(核准文号 证监许可[2011]1284号)

研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

分析师声明

作者具有期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者及利益相关方不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的不当利益。

免责声明

本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。