

股指期货半年报

2022年07月01日

中银期货研究部

严彬

投资咨询号：Z0015241

从业资格号：F3071551

联系方式：021-60816213

联络人：陈翰林

从业资格号：F3076082

联系方式：021-61088031

底部已显现，成长占鳌头

摘要：

◇ 在上海疫情封控结束后，国内开启疫后复苏行情，在政府2022年5.5%的经济增长目标下，基建投资依旧是重要推手，消费数据将有所回升，但回升程度将弱于2020年。通胀方面，国内压力较低，PPI与CPI剪刀差缩窄为当下市场共识。下半年整体经济将呈现“外需向下，内需向上”的特征。

◇ 外部环境不稳将继续对国内市场造成扰动。海外通胀持续创新高，且美国长短端国债利差接近倒挂，加息背景下，市场将不断计价美国经济衰退的预期，且VIX指数上半年在30附近震荡。整体资金流动性缩紧的情况下，不宜过分高估指数上行空间，指数波动可能加大。

◇ 估值方面，当前指数估值均处于较低位置，给予市场较好的空间。热门板块的估值当前处较高位置，可能需要快速的风格轮动来消耗过热板块。盈利方面，预计全部A股短期内净利润同比难回升，中下游制造业受成本改善的因素或将有较好表现。资金面，当前，外资净流入大势不变，两融余额触底反弹，普通投资者入市情绪良好，下半年险资可能为重要增量资金来源。

◇ 展望后市，后续A股上行概率大于下行概率，以金融和消费为主的沪深300表现可能略微乏力。中证500表现可能更佳。所以，策略方面建议保持偏多思路，指数方面以配置IC多头为主。同时下半年基差贴水预计走阔。目前IC年化贴水远大于IH年化贴水，推荐考虑多IC空IH的策略。此外，中证1000股指期货即将上市，鉴于其与创业板和科创板相关性最高，可能成为较好的对冲替代。另外，多头替代策略或将成为上市后的较优策略。

风险提示：

疫情扰动，外部情绪不稳

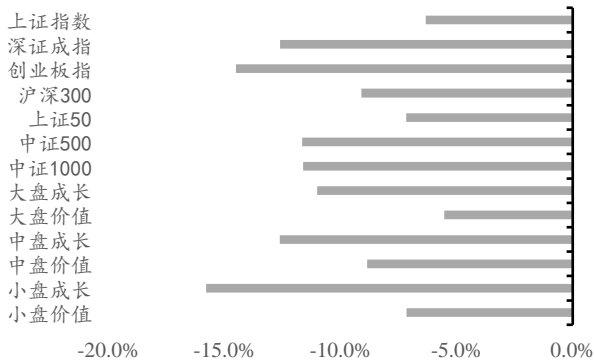
1. 上半年市场行情回顾

图表 1：2022 年 A 股走势回顾

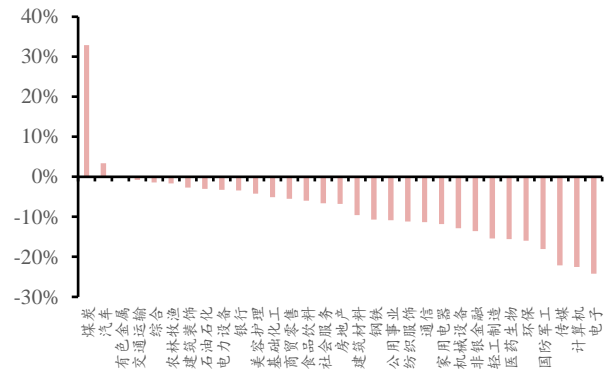


资料来源：WIND，中银期货

图表 2：上半年指数涨跌幅



图表 3：上半年申万一级行业指数涨跌幅



资料来源：WIND，中银期货

回顾 2022 年上半年，市场整体呈现先下后上的 V 型走势。从 2021 年年底开始，美国通胀持续上行，市场对美联储加息预期逐渐升温，全球市场风险偏好急剧下降，市场开启了持续的下行。期间，中美货币政策背离，国内央行采取降息维持国内宽松的货币环境，A 股在 2 月出现一段时间的维稳，但紧接着俄乌战争爆发，随后上海受新冠影响开启了多月的封控，市场情绪急转直下，A 股出现新一轮的下跌。之后，国内政府公布了多项稳增长政策，其中 4 月的政治局会议确立的政策底的出现。在市场情绪维稳后，A 股在 4 月底开始反转并持续上行至今。

从整个 2022 年上半年涨跌幅来看，A 股暂未回补之前的下跌。以大盘蓝筹为代表的上证 50 相对较为抗跌，创业板指则表现相对弱势。风格方面，价值板块明显强于成长板块，大盘板块略强于小盘板块。从行业方面来看，煤炭板块上半年表现极为强势，汽车板块在近期开始翻

红，其余板块仍处下跌状态，其中以电子、计算机和传媒板块表现作为弱势。

2. 逻辑分析

2022 年全球经济复苏势头减弱，IMF 下调全球经济增长预期。对于国内而言，新冠疫情再度席卷，国内经济在一二季度受到了严重的打击。对于国外而言，2022 年以来，美国通胀已经创 40 年新高。在国内宏观面逐步从低谷改善的背景下，逐步下滑的欧美经济以及美联储的加息、缩表操作导致美国经济迅速降温，同时给予市场一定程度上的不确定性。PMI 数据方面，历史上中美欧三国经济高度协同（见图表 5），如今欧美两国的 PMI 自 2021 年 7 月之后就已经出现下行态势，海外经济衰退。而国内 PMI 则是在疫情扰动减弱后呈现回升的态势。下半年经济整体将呈现“内需向上，外需向下”的特征。

2.1 国内宏观状态分析

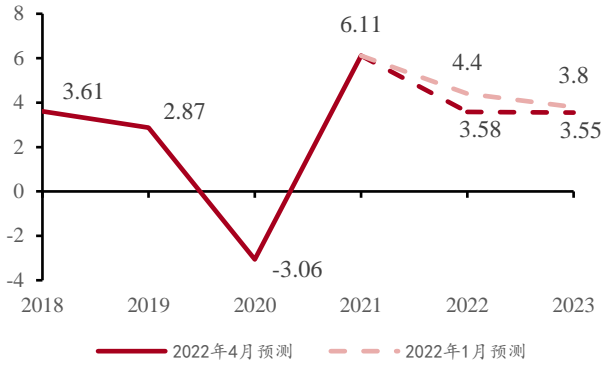
政府工作报告指出，2022 年我国经济增长目标为 5.5%。与 2020 年疫后复苏情况不同，本次国外需求呈现下行态势，需求端的扰动对中国出口的冲击将无法避免。PMI 新出口订单指标对出口同比增速存在 3 个月的领先，该指标显示第三季度我国出口增速或将继续回落，故对出口进行刺激将难见成效。在国内双循环的政策背景下，2022 年下半年的经济增长将由内循环主导。

基建是下半年增长的主要推力。相较于进出口与消费，基建是政府较为主动的拉动经济增长的方式。见图表 7，基建支出持续升温，投资增速快速修复。从历史来看，2020 年疫情影响后的修复阶段，投资将会出现快速的回升，故预计后续固定资产投资也将会有较好的表现。但今年以来，房地产数据依旧处在偏弱的趋势当中，当前地产部门正处于至暗时刻，近期中央层面对地产政策略有放松，但整体依旧难以改善。

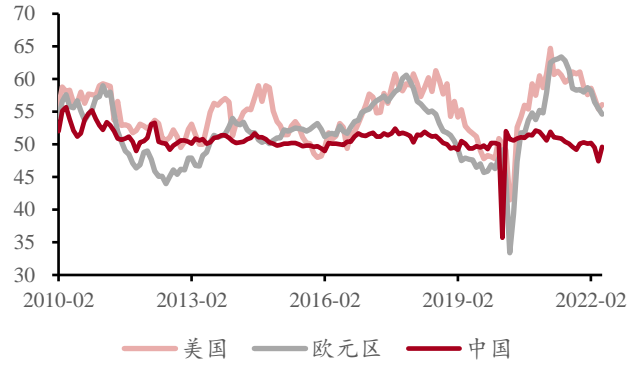
消费方面，受疫情影响，国内消费数据再度承压下行。根据 2020 年疫后消费复苏的经验，下半年消费或将呈现一个复苏状态，4 月 25 日国务院办公厅发布《关于进一步释放消费促进消费持续恢复的意见》后，各城镇促消费政策密集出台，家电下乡、汽车下乡等支持政策也在部署，同时新能源汽车的支持政策也在持续出台。但预计消费恢复将弱于 2020 年，本次城镇居民可支配收入出现明显下滑，居民消费能力下降。其次，近期股市虽然有所反弹，但整体依旧处于下跌状态，股市财富缩水也会抑制居民消费意愿。

通胀方面，当前国内 PPI 同比已经出现了显著的下行趋势，CPI 则呈现温和抬升的局面，下半年 PPI-CPI 剪刀差收敛也已经成为市场的共识，国内结构性通胀将逐步消退。总体而言，国内通胀较为可控，无需担忧。

图表 4: IMF 全球经济预测



图表 5: 中美欧 PMI 数据

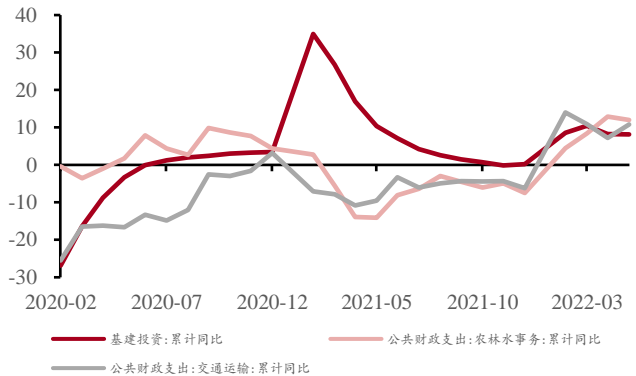


资料来源: WIND, 中银期货

图表 6: PMI 新出口订单领先出口 3 个月

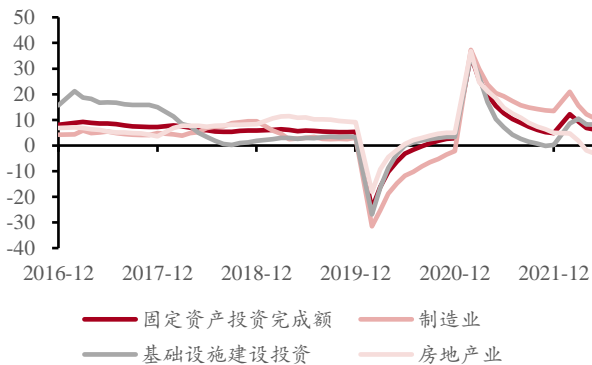


图表 7: 政府基建支出持续升温

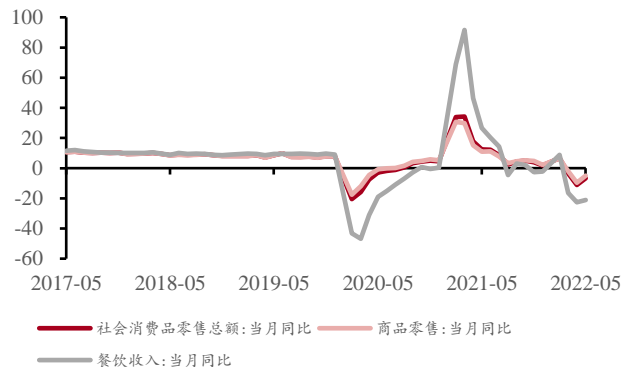


资料来源: WIND, 中银期货

图表 8: 固定资产投资有所下行



图表 9: 消费数据大幅回落

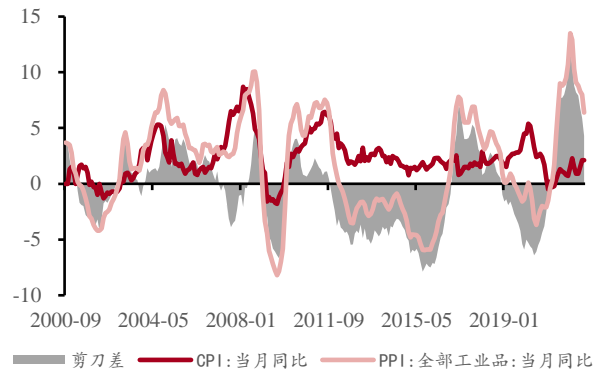


资料来源: WIND, 中银期货

图表 10: 城镇居民人均可支配收入:累计同比



图表 11: PPI 与 CPI 同比及其剪刀差



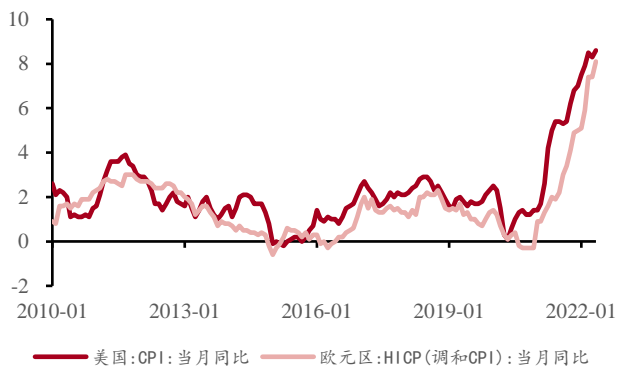
资料来源: WIND, 中银期货

2.2 欧美宏观

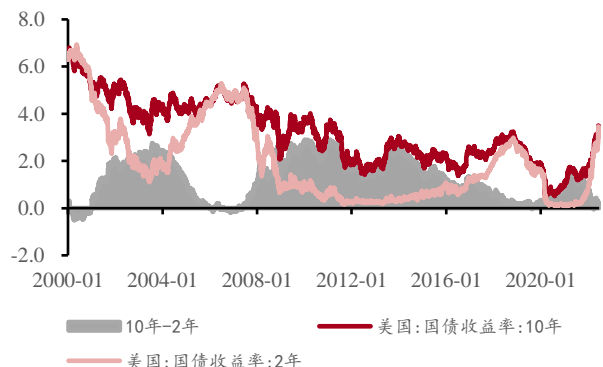
海外通胀持续创新高,其所带来的流动性风险依旧不可小觑。美国 CPI 维持在 8% 以上的高位,欧元区 5 月 CPI 同比升至 8.1%,布伦特和 WTI 原油期货结算价双双突破 120 美元/桶,刷新近 10 年最高记录。美联储当前已经将联邦基金目标利率升高至 1.75%,全球主要经济体国家也步入加息阶段。另一方面,美国 10 年期与 2 年期国债利差已经处在 0 附近(4 月出现短期倒挂现象),市场已经计价美国经济衰退预期。再者,随着美联储的持续加息,中美利差也极度接近倒挂。见图表 14,中美利差的缩小也将加大人民币贬值的压力,一定程度上或对国内货币政策的宽松空间形成压制。

在全球权益股指承压的背景下,经济度过最低点的中国市场可能成为全球资金避风港,但整体资金流动性缩紧的背景下,不宜过分高估指数上行空间,指数波动可能加大。

图表 12: 欧美 CPI 大幅上升

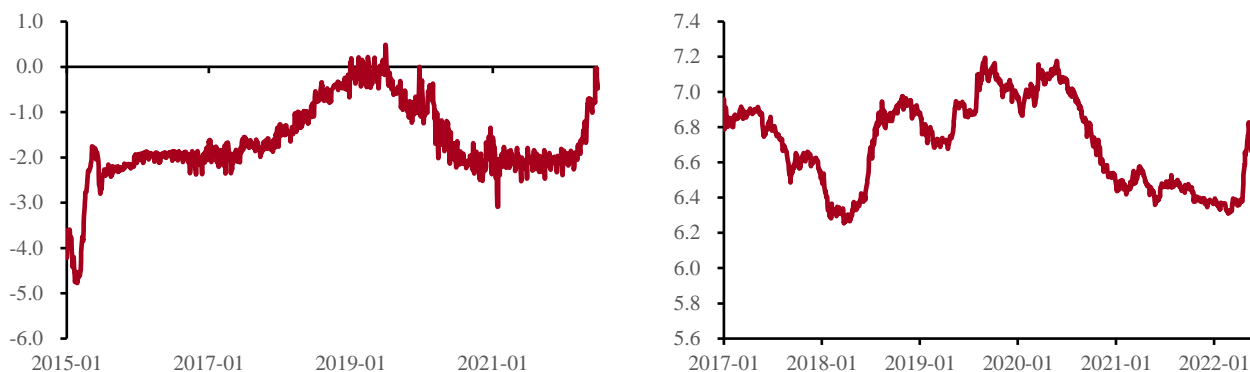


图表 13: 美国长短国债利差接近倒挂



资料来源: WIND, 中银期货

图表 14: 中美利差接近倒挂 (联邦基金利率-DR007) 图表 15: 美元兑人民币汇率



资料来源: WIND, 中银期货

3. 行情前瞻

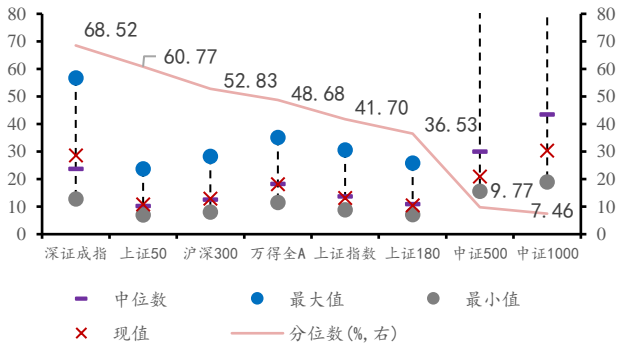
3.1 估值及盈利

图表 16 与图表 17 统计了 2010 年以来至 6 月 28 日 A 股各重要指数的市盈率以及市净率的情况, 目前万得全 A 市盈率 (TTM) 为 18.19 倍, 市净率 (LF) 为 1.51 倍, 分别处在历史 49 以及 41 的分位数上, 全部 A 股整体估值并不高。对于三指数而言, 上证 50 估值相对较高, 市盈率以及市净率的历史分位数都在 50 以上, 中证 500 市盈率和市净率均处在历史较低水平。

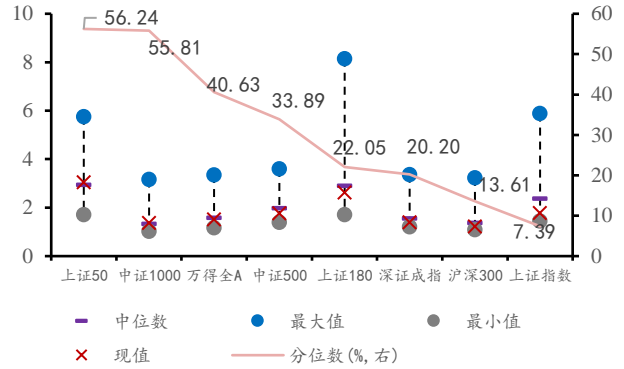
从申万一级行业的情况来看, 图表 18 统计了当前各行业市盈率及市净率的分位数情况, 越靠近左下角代表当前估值越低, 越靠近右上角则代表估值越高。从图可知, 当前市场的行业分化依旧明显。近期市场追捧的汽车、食品饮料、电力设备以及公共事业都处在估值较高的水平。工业的估值处在历史中枢, 电信服务以及金融等行业的估值则处在历史极低水平。

从全部 A 股的 ROE 情况来看, 2022 年上半年受疫情影响, 全部 A 股 ROE 有所下滑, 但影响相对有限, 当前的 ROE 水平大致与 2019 年底相当。从全部 A 股的归母净利润来看, 当前 A 股净利润也出现了明显的下滑。从历史来看, PPI 同比与归母净利润存在较为明显的正相关性, 上文提到 PPI 同比回落已是市场的共识, 以 PPI 同比作为指标, 短期内 A 股归母净利润较难出现反转的迹象。另一方面, 制造业盈利能力改善值得关注, 3 月以来, 得益于上游成本下降的因素, 中下游制造业企业利润总额增速已经出现了边际改善, 同时随着疫后终端消费改善的预期, 制造业利润大概率迎来回升, 可适当关注其情况。

图表 16: A 股重要指数市盈率

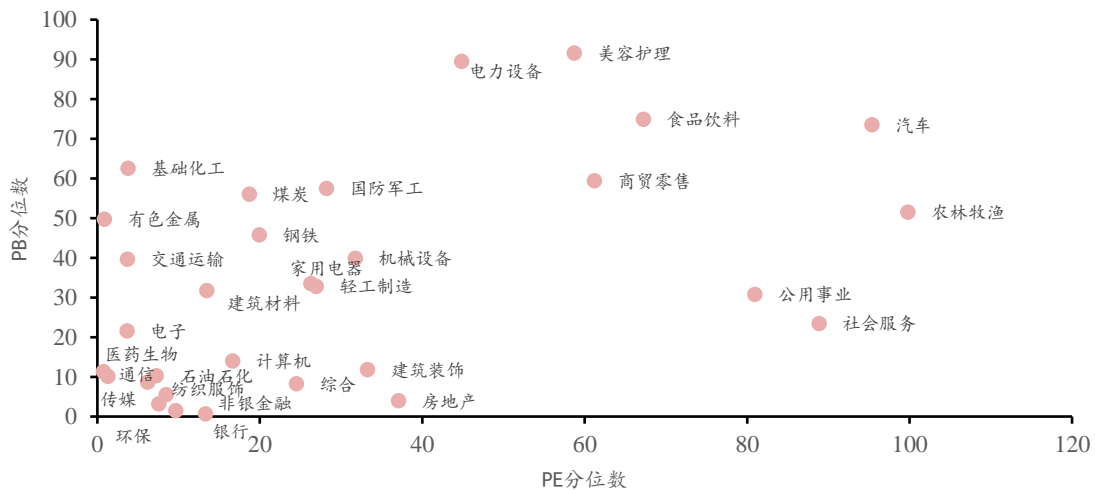


图表 17: A 股重要指数市净率



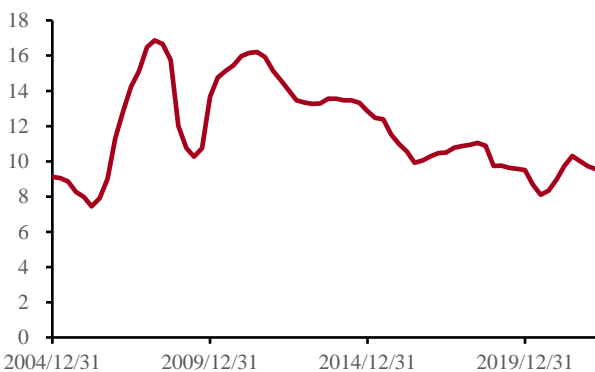
资料来源: WIND, 中银期货

图表 18: 申万一级行业市盈率与市净率分位数



资料来源: WIND, 中银期货

图表 19: 全部 A 股 ROE

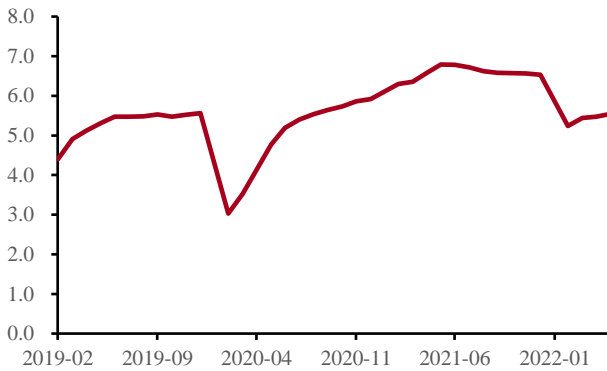


图表 20: 全部 A 股净利润与 PPI 同比正相关



资料来源: WIND, 中银期货

图表 21：制造业利润回升



资料来源：WIND，中银期货

3.2 资金面

4月26日之后，指数出现大逆转。连续的上行也意味着资金的入场。后文将从宏观、机构、外资和普通投资者三个维度探究是哪些资金在入场。国内逆周期调控持续发力，无论是国债利率还是 Shibor 利率都处在历史低位，宏观资金面处于宽松状态。但从信贷数据来看，中长贷数据连续下行，市场借贷情绪相对处于低点，宽信用并未来临，资金更多滞留在金融系统。从杠杆率指标来看，居民部门以及实体部门的杠杆率出现长时间的走平，居民及实体加杠杆意愿低，融资需求弱。因此，在国内经济逐渐恢复的背景下，宽信用预期良好，也为市场后续的增量资金提供了支撑。

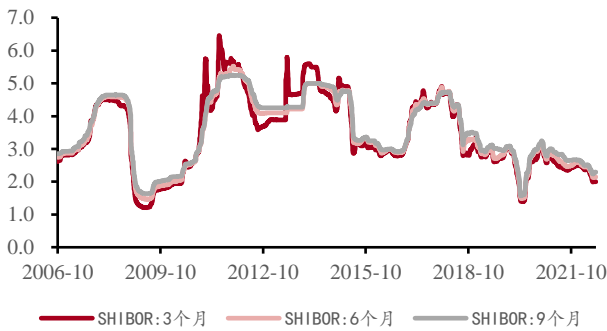
公募基金方面，新发偏股型份额持续放缓（图表 26），上半年累计新发份额，显著低于前两年同期水平。另一方面，年初下跌行情期间，公募基金减仓幅度有限，且当前公募仓位已达历史较高水平，后续公募主动加仓的空间较为有限。

保险资金也是较为重要的场内资金来源。从最新公布的数据来看，险资运用余额有所扩容，但权益规模缩减，且创近三年新低。在市场企稳之后，下半年有望成为增量资金的重要来源。私募方面，从其管理规模来看，从年初扩容后，后续规模基本处于维稳态势。

外资方面，受俄乌冲突以及美联储紧缩操作的影响，外资情绪变动较大，今年一季度，外资出现较明显的流出，但二季度之后，外资重回流入态势。同时上文说到，中美经济周期存在一定程度的背离，且当下国内正处疫后经济恢复的阶段，在外部经济不稳的情况下，A股有望成为避风港，所以预计后市外资将会维持增配的态势。

两融余额方面，在 3 月之后，两融余额开启了触底回升的态势，目前两融余额已经回升了 535 亿，且目前其数值已经高于去年同期水平。从股民入市情况来看，一季度 A 股的大跌并未缩减股民入市情绪，在 3 月市场悲观超跌之时，新增投资者数目反而大幅拉升。

图表 22: SHIBOR 利率处于历史低位

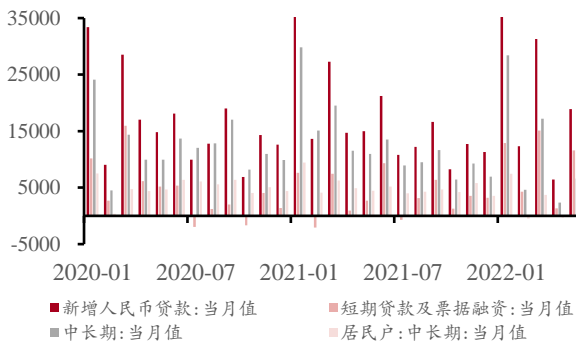


图表 23: 国债利率也处于历史低位

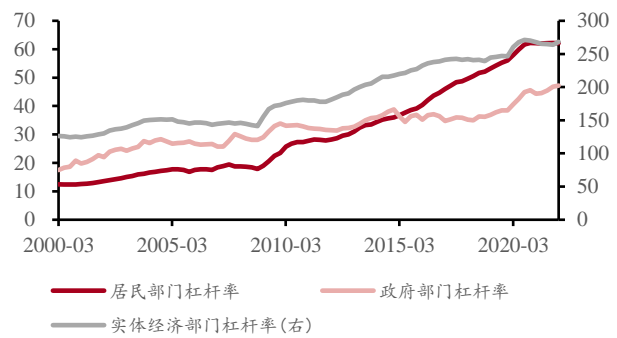


资料来源: WIND, 中银期货

图表 24: 信贷数据低于往年

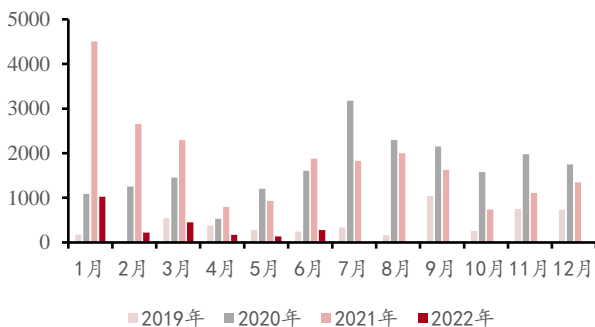


图表 25: 各部门杠杆率



资料来源: WIND, 中银期货

图表 26: 偏股型公募基金新发份额

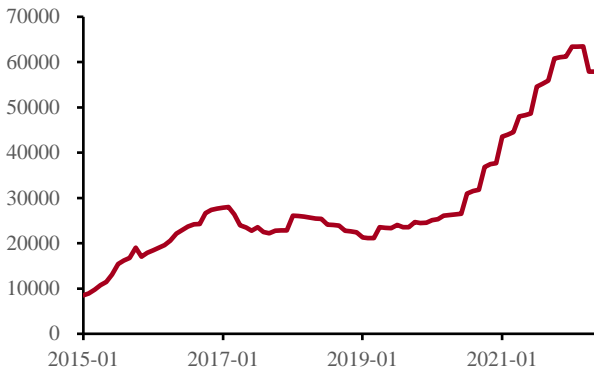


图表 27: 险资股票和基金资金占用处于低位

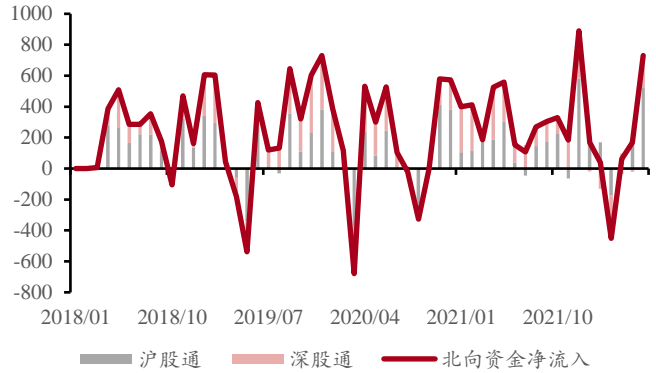


资料来源：WIND，中银期货

图表 28：私募基金管理规模



图表 29：北向资金重回净流入

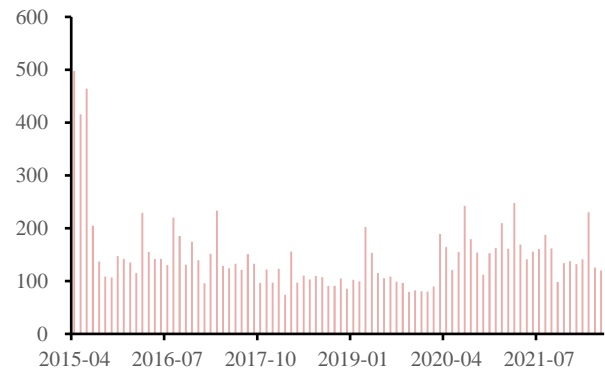


资料来源：WIND，中银期货

图表 30：两融余额触底回升



图表 31：新增投资者数目

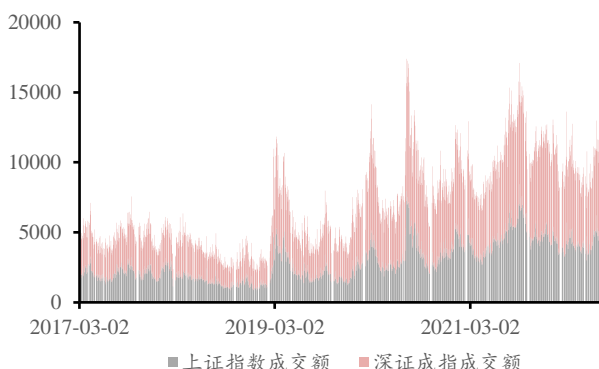


资料来源：WIND，中银期货

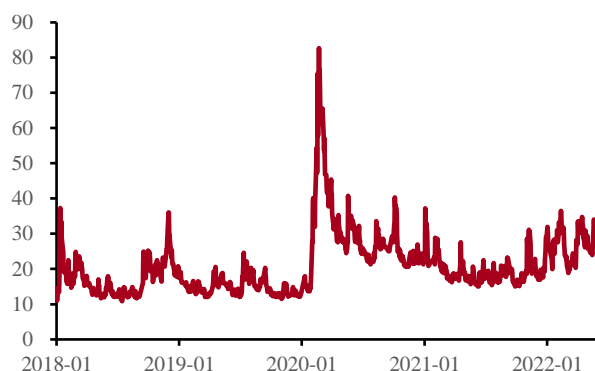
3.3 情绪面

从市场成交额情况来看，当前市场情绪已经底部出现了明显的回升，当前成交额大致相当于 2021 年底的水平。从历史经验上，指数的上行意味着成交量能的放大，在政策底确立后，情绪底也已经确立。但从海外市场来看，VIX 指数当前值为 28.71，且今年以来在 30 附近震荡的次数较多，从该指标来看，当前海外市场情绪依旧较为不稳定，大环境之下 A 股也将承压，建议在乐观之中维持一份谨慎态度。

图表 32：两市成交额有所回升



图表 33：VIX 指数震荡难下



资料来源：WIND，中银期货

4. 策略建议

总结上文，我们得到以下几个结论：

(1) 在上海疫情封控结束后，国内开启疫后复苏行情，在政府 2022 年 5.5% 的经济增长目标下，基建投资依旧是重要推手，消费数据将有所回升，但回升程度将弱于 2020 年。通胀方面，国内压力较低，PPI 与 CPI 剪刀差缩窄为当下市场共识。整体经济将呈现“外需向下，内需向上”的特征。

(2) 外部环境不稳将继续对国内市场造成扰动。海外通胀持续创新高，且美国长短端国债利差接近倒挂，加息背景下，市场不断计价美国经济衰退的预期，且 VIX 指数上半年在 30 附近震荡。整体资金流动性缩紧的情况下，不宜过分高估指数上行空间，指数波动可能加大。

(3) 估值方面，当前指数估值均处于较低位置，给予市场较好的空间。热门板块的估值当前处较高位置，可能需要快速的风格轮动来消耗过热板块。盈利方面，预计全部 A 股短期内净利润同比较难回升，中下游制造业受成本改善的因素或将有较好表现。资金面，当前公募基金仓位已经达较高水平，外资净流入大势不变，两融余额触底反弹，普通投资者入市情绪良好。市场情绪面有所改善。

4.1 下半年配置策略

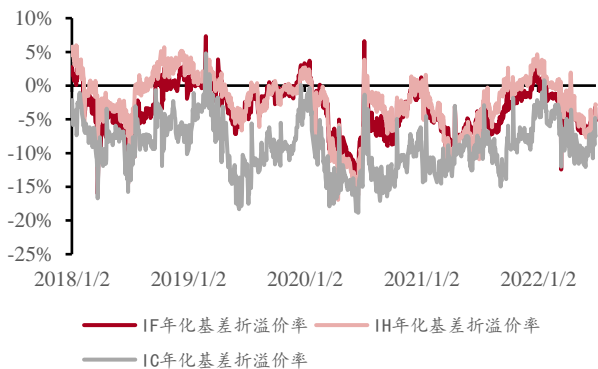
展望 2022 年下半年，当前国内经济的至暗时刻已经过去，稳增长政策强劲，但同时外部环境将对 A 股造成扰动，总体后续 A 股上行概率大于下行概率。由于市场融资需求低迷，国内消

费弱复苏，以金融和消费为主的沪深 300 表现可能略微乏力。另一方面，由于前期调整幅度大，估值处于低位，再加上中下游制造业存在较好的想象空间，以此为代表的中证 500 表现可能较佳。所以，策略方面建议保持偏多思路，指数方面以配置 IC 多头为主。

4.2 期指套利策略

相较于历史同期，本年三品种年化基差折溢价率偏高，主要原因在于当前阶段性底部确立，市场抄底力量强劲，同时对冲需求下降，导致贴水幅度收窄。之后随着市场赚钱效应的逐步回升，对冲类策略将重回大众视野，再加之外部市场不稳，市场上行也将导致对冲情绪快速增加。故下半年基差贴水预计走阔。除此之外，目前 IC 年化贴水远大于 IH 年化贴水，结合配置策略中 IC 将强于 IF 和 IH 的观点，推荐考虑多 IC 空 IH 的策略。

图表 34：三品种期指年化基差折溢价率



图表 35：中证 500 多头替代策略收益



资料来源：WIND，中银期货

4.3 中证 1000 股指期货即将上市

中证 1000 与当下最为热门的创业板指以及科创 50 均存在较好的正相关的关系，且相关系数是在所有统计指数中最高的。所以除去对于自身的对冲之外，在创业板指和科创板指相关股指期货上市之前，中证 1000 可能可以为其提供较好的对冲替代方案。

图表 35：沪深 300 股指期货与拟上市中证 1000 股指期货对比

	沪深 300	上证 50	中证 500	中证 1000	科创 50	创业板指	万得全 A	国证 1000	国证 2000
沪深 300	1.0000								
上证 50	0.9486	1.0000							
中证 500	0.8516	0.6765	1.0000						
中证 1000	0.7820	0.5922	0.9765	1.0000					
科创 50	0.6840	0.5491	0.7668	0.7817	1.0000				
创业板指	0.7193	0.5327	0.8762	0.8998	0.7986	1.0000			

万得全 A	0.9413	0.8161	0.9570	0.9238	0.7749	0.8358	1.0000		
国证 1000	0.9787	0.8766	0.9387	0.8887	0.7419	0.8145	0.9843	1.0000	
国证 2000	0.7674	0.5783	0.9723	0.9942	0.7195	0.8787	0.9149	0.8755	1.0000

资料来源：WIND，中银期货

另一方面，由于中证 1000 股指期货与中证 500 股指期货相类似，预计其上市后大概率会处于贴水状态。图表 35 统计了 2017 年以来中证 500 使用多头替代策略后的收益。由于长期的深度贴水，基差回归带来了可观的收益，中证 500 多头替代策略长期处于占优状态。因此，多头替代策略可能是中证 1000 股指期货上市后较好的策略。

免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归我司所有，未获得我司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得我司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“中银期货”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

我司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中银期货，或任何其附属或联营公司的立场。我司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

中银期货版权所有。保留一切权利。

中银国际期货有限责任公司

中国上海浦东
世纪大道 1589 号
长泰国际金融大厦 901 室
邮编 200122
电话: 61088088
传真: 61088066
客服热线: 400 8208899

相关关联机构:

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200120
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

中银国际证券有限公司

中国香港
花园道 1 号
中银大厦 20 楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513