

基于指数估值角度的跨品种对冲策略

2021年9月3日 星期五

兴证期货·研发中心

内容提要

林玲
从业资格编号: F3067533
投资咨询编号: Z0014903
周立朝
从业资格编号: F03088989

联系人: 周立朝
电话:
0591-38117689
邮箱:
zhoulc@xzfutures.com

上证 50 指数、沪深 300 指数、中证 500 指数分别是 IH、IF、IC 股指期货的标的指数，三大指数风格不同，特别是 IH 与 IC，二者分别是蓝筹股与成长股的代表。在结构牛背景下，不同风格板块之间的估值差此起彼伏。当指数间估值比与指数点位临近阶段极值时，品种之间存在着价差套利机会。2021 年一季度，上证 50 与沪深 300 指数点位与动态 PE 值均达到近几年的峰值水平，与中证 500 指数存在着套利机会，买 IC 卖 IH 迎合了这一波行情，且截止到 8 月底，依然存在着较大的估值差。

报告目录

1. 股指期货、股指现货概况.....	4
2. 指数估值分析.....	5
3. 股指期货跨品种对冲策略.....	9
4. 总结与展望.....	11

图表目录

图表 1: 股指期货合约要素	4
图表 2: 上证 50 指数成分行业(%)	4
图表 3: 上证 50 指数成分股权重 (%)	4
图表 4: 沪深 300 指数成分行业 (%)	5
图表 5: 中图表 5: 沪深 300 指数成分股权重 (%)	5
图表 6: 中证 500 指数成分行业 (%)	5
图表 7: 中证 500 指数前十大权重股占比 (%)	5
图表 8: 上证 50 十年周期估值表现.....	6
图表 9: 上证 50 两年周期估值表现.	6
图表 10: 沪深 300 十年周期估值表现	6
图表 11: 沪深 300 两年周期估值表现	6
图表 12: 中证 500 十年周期估值表现	6
图表 13: 中证 500 两年周期估值表现	6
图表 14: 十年周期估值对比 (50PE/300PE)	7
图表 15: 十年周期估值对比 (50PE/500PE)	7
图表 16: 十年周期估值对比 (300PE/500PE)	8
图表 17: 十年周期估值对比 (300PE/500PE)	8
图表 18: 两年周期估值对比 (50PE/300PE)	8
图表 19: 两年周期估值对比 (50PE/500PE)	9
图表 20: 两年周期估值对比 (300PE/500PE)	9
图表 21: 指数比值走势.	10

图表 22: IH-IC 组合价差走势 (单位: 元)	10
图表 23: IF-IC 组合价差走势 (单位: 元)	11
图表 24: IH-IF 组合价差走势 (单位: 元)	11

1. 股指期货、股指现货概况

1.1 IH、IF、IC 简介

股指期货作为全球常见的衍生品工具，被投资者广泛应用于杠杆交易、对冲、套利等领域。国内三大股指期货分别为 IH、IF、IC，对应的现货指数为上证 50 指数、沪深 300 指数、中证 500 指数。IF 由中金所于 2010 年 4 月 16 日推出，IH、IC 推出时间为 2015 年 4 月 16 日。

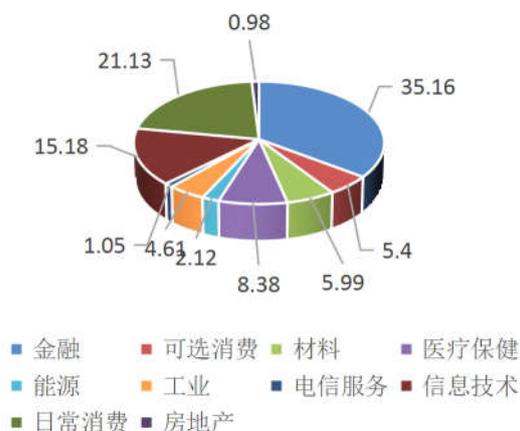
图表 1：股指期货合约要素

	IH	IF	IC
合约标的	上证 50 指数	沪深 300 指数	中证 500 指数
合约乘数	每点 300 元	每点 300 元	每点 200 元
最小变动价位	0.2 点		
合约月份	当月、下月以及随后两个季月		
最后交易日	到期月份的第三个周五，遇国家法定假日顺延		

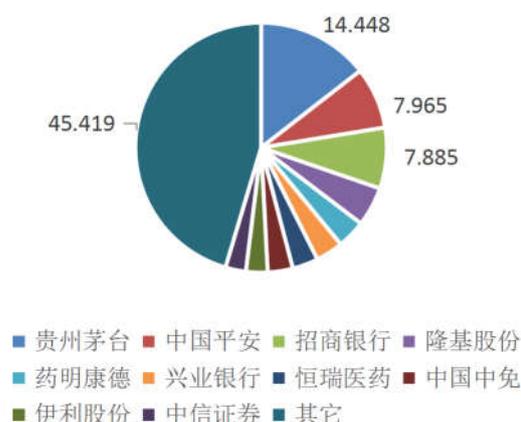
1.2 标的指数成分

上证 50 指数成分股中，金融股、消费股占据半壁江山，前三权重股为贵州茅台、中国平安、招商银行。上证 50 指数是大市值、大蓝筹的代表，对沪指的走势影响很大。沪深 300 指数成分股中，金融、信息技术、日常消费占据一半以上的比重，前三权重股为贵州茅台、中国平安、招商银行，相比上证 50 指数，这三只权重股的影响力度较弱。材料、工业、信息技术占据了中证 500 指数 60% 以上的比重，是成长股的代表。

图表 2：上证 50 指数成分行业(%)

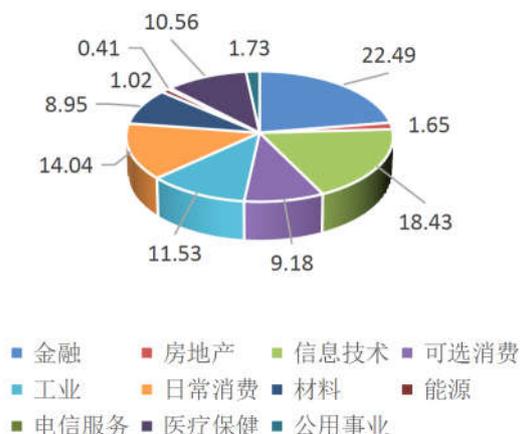


图表 3：上证 50 指数成分股权重 (%)

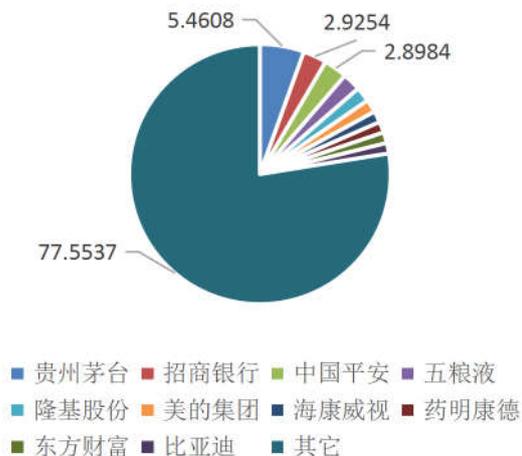


数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 4：沪深 300 指数成分行业（%）

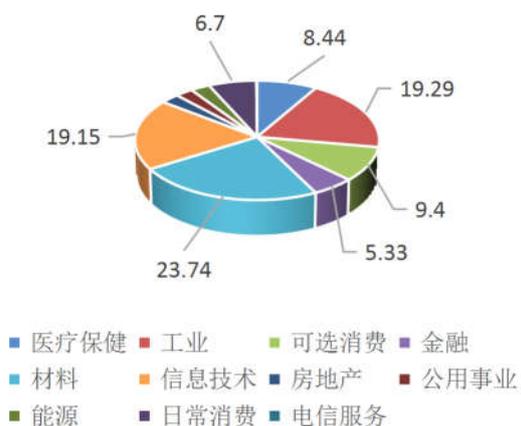


图表 5：沪深 300 指数成分股权重（%）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 6：中证 500 指数成分行业（%）



图表 7：中证 500 指数前十大权重股占比（%）



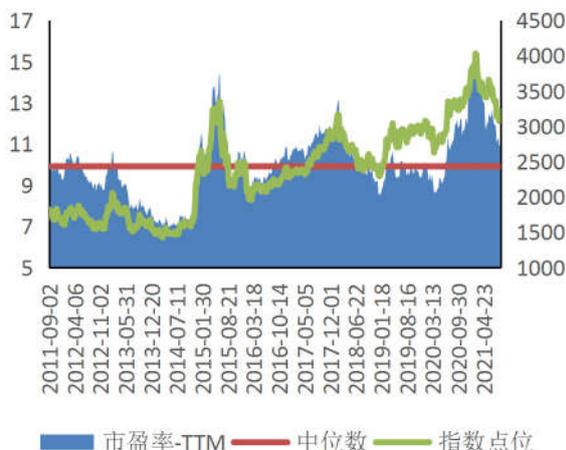
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 指数估值分析

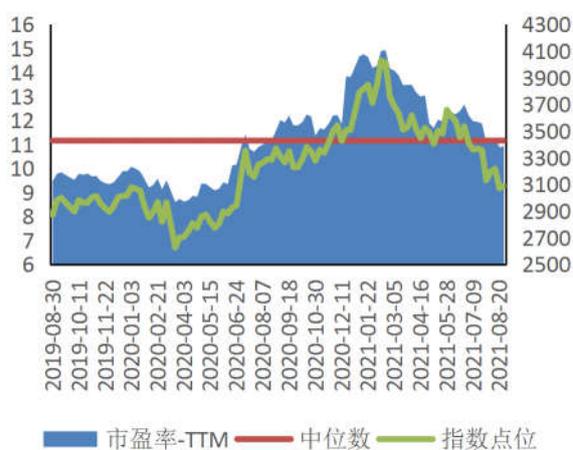
2.1 指数估值

上证 50 指数与沪深 300 指数在 2021 年一季度达到了近十年的峰值位置，部分金融、消费、白酒股创下历史级别新高。估值泡沫也被助推到高位，上证 50 指数、沪深 300 指数动态 PE(PE-TTM) 在一季度达到最高值，远远高出中位数值。伴随着指数与估值双高出现后，消化估值泡沫的走势显现。相比之下，中证 500 指数动态 PE 却在近十年的 10%分位值附近，且指数点位相比 2015 年高点来看仅仅在山腰位置。大盘股与中小盘的估值严重分化，从估值角度来看存在着跨品种套利的机会。

图表 8：上证 50 十年周期估值表现

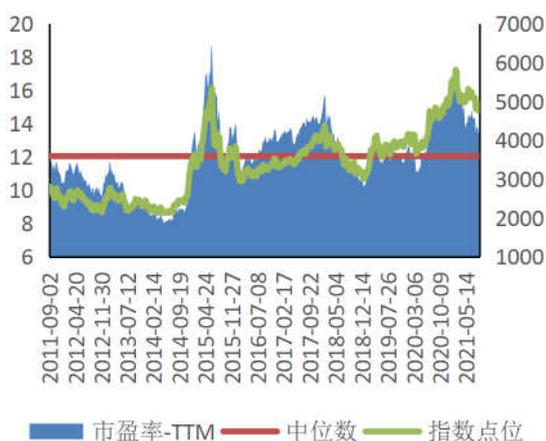


图表 9：上证 50 两年周期估值表现



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 10：沪深 300 十年周期估值表现



图表 11：沪深 300 两年周期估值表现



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 12：中证 500 十年周期估值表现



图表 13：中证 500 两年周期估值表现



数据来源：Wind，兴证期货研发部

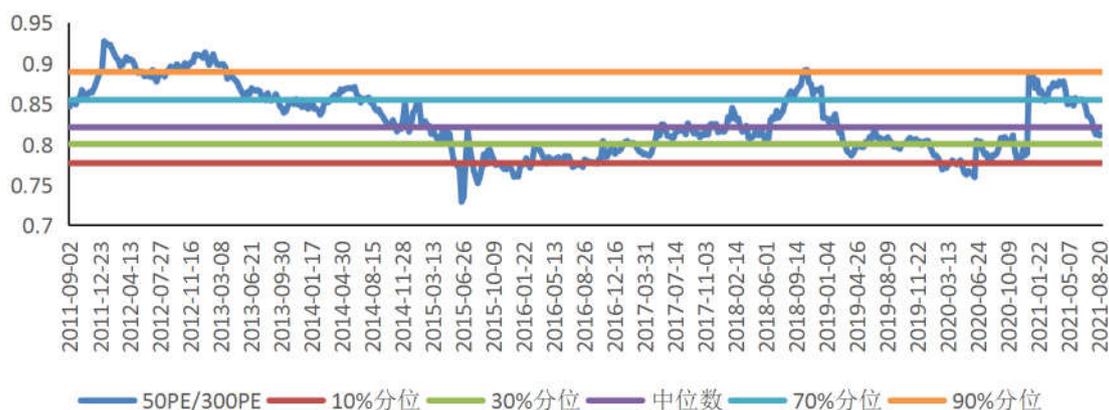
2.2 估值对比

文章采用指数之间动态市盈率比值的形式分析，比值越大，分母项在时间周期中的估值比较优势越大，分子项的估值劣势相对明显；反之，比值越小，分子项的估值比较优势越大。

在以下图表中，在 2018 年四季度与 2021 年三季度时间窗口中，50PE/500PE 与 300PE/500PE 的比值处在 90%分位之上的峰值位置，即这两段时间中，中证 500 指数相比上证 50 指数、沪深 300 指数的估值优势非常大，这一点从估值角度解释了近期中证 500 指数连续攀升创近几年新高，而上证 50 与沪深 300 指数连续走低，势头很疲软。

在 2015 年至 2016 年上半年的时间窗口中，50PE/500PE 与 300PE/500PE 的比值一度处在 10%分位以下的谷底位置，这段时间内，上证 50 指数有着显著的估值比较优势，也为 2017 年发动的“漂亮 50”行情埋下伏笔。在两年的周期中，近期 50PE/500PE 与 300PE/500PE 的比值仍然处在 90%分位处，在 2020 年第二季度出现过一段时间的比值谷底。

图表 14：十年周期估值对比（50PE/300PE）



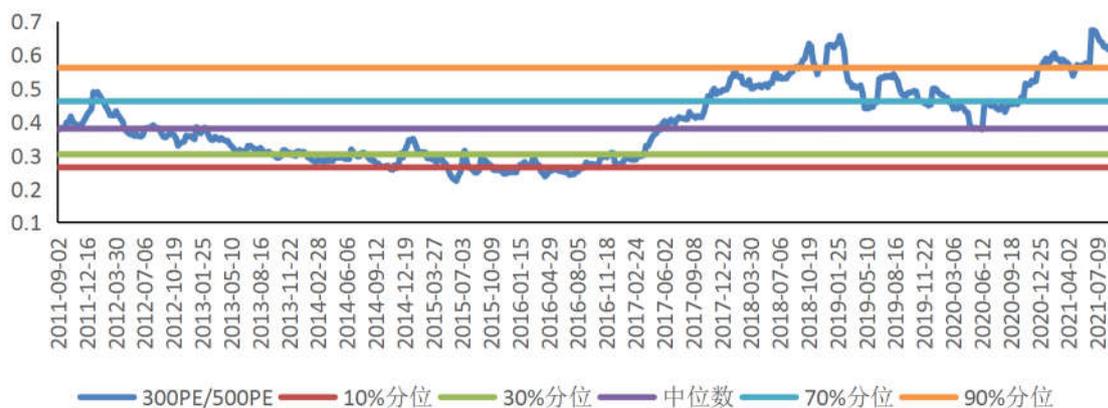
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 15：十年周期估值对比（50PE/500PE）



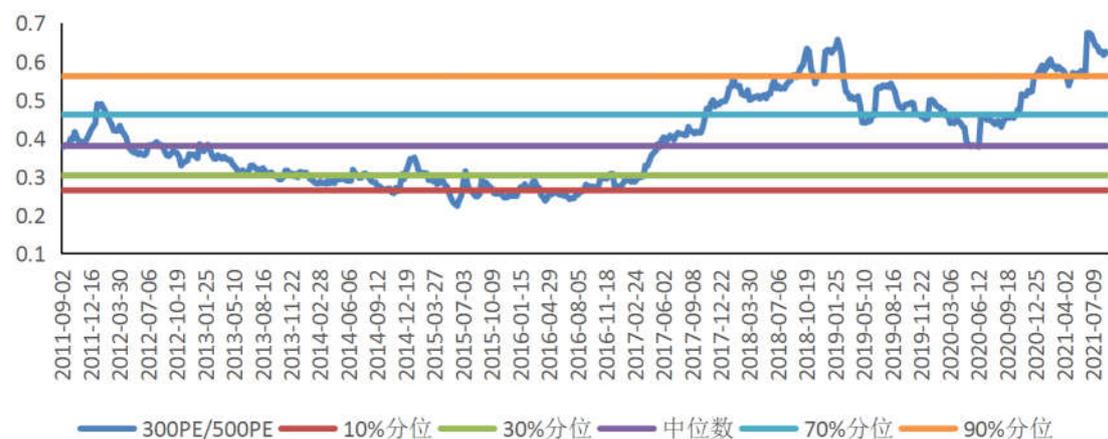
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 16：十年周期估值对比 (300PE/500PE)



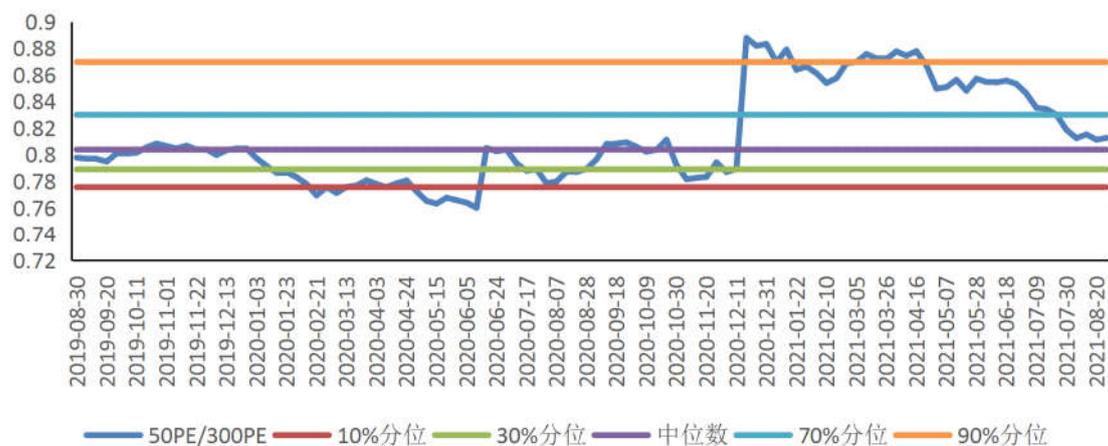
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 17：十年周期估值对比 (300PE/500PE)



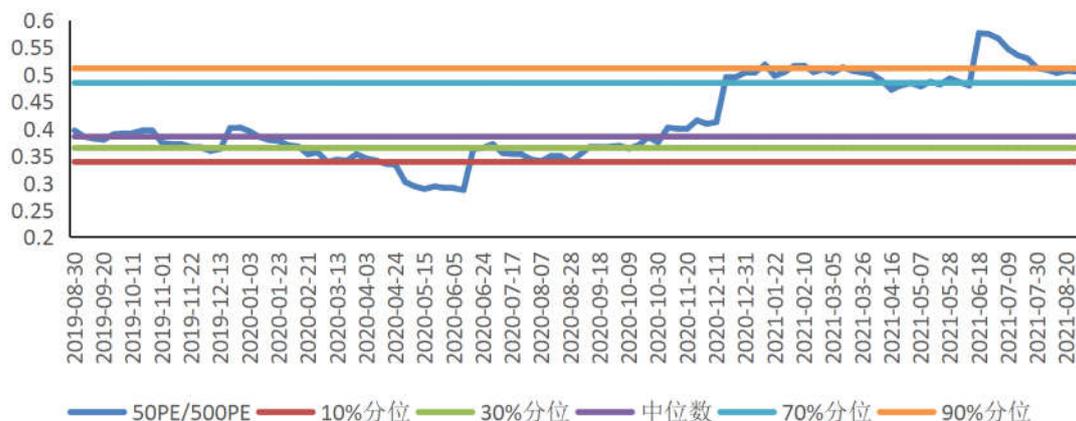
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 18：两年周期估值对比 (50PE/300PE)



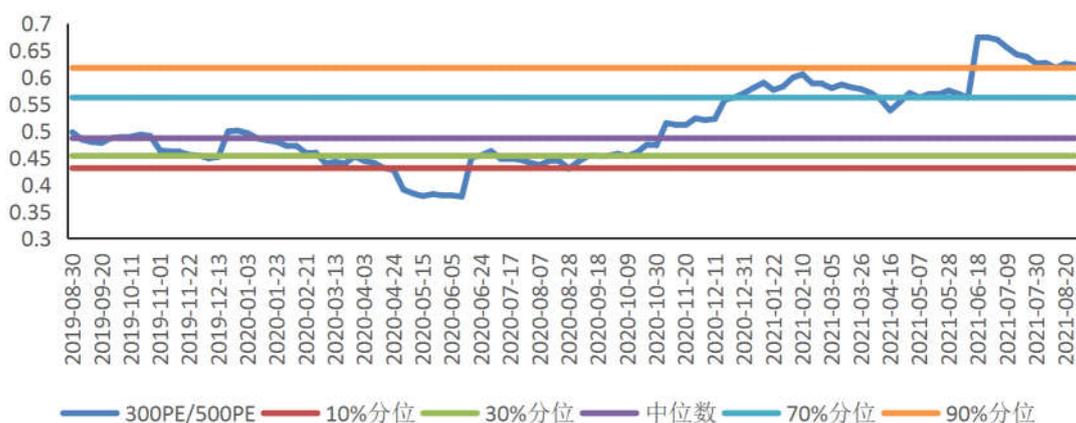
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 19：两年周期估值对比（50PE/500PE）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 20：两年周期估值对比（300PE/500PE）



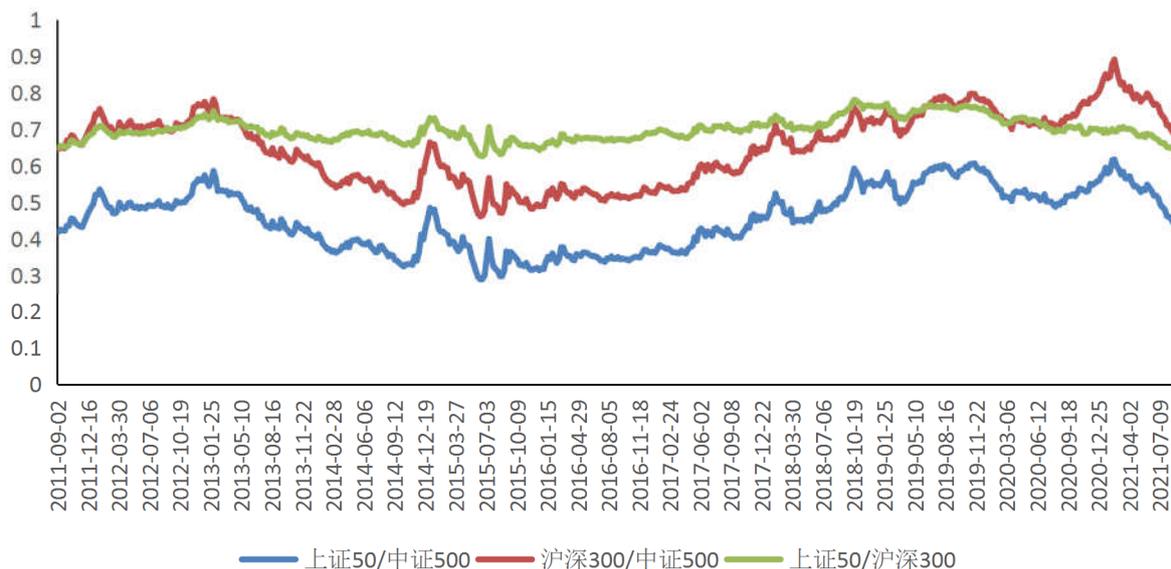
数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 股指期货跨品种对冲策略

2021 年一季度，沪深 300/中证 500、上证 50/中证 500 的现货指数比值达到近十年的峰值水平。同时段上证 50 指数、沪深 300 指数的 PE 也达到近十年周期 90%分位之上，溢价率高。相比之下，中证 500 指数 PE 值处在低位区间。下图中组合价差为 1 手股指期货合约价值之差。2016 年为 IH、IF 估值偏低时段，因此 IH-IC、IF-IC 的价值差负值大，后市随着指数之间高低估值回归现象发生，价差负值缩小，这个过程中，买 IH 卖 IC、买 IF 卖 IC 获利。从 2021 年一季度开始，高估值的上证 50、沪深 300 相继回落，处于估值低位的中证 500 指数开启了低估值回升的走势，卖 IH 买 IC、卖 IF 买 IC 获利。需要注意的是估值比值曲线反映的是指数基本面，可以在宏观方向给予参照，不宜以此作为短线择时依据。

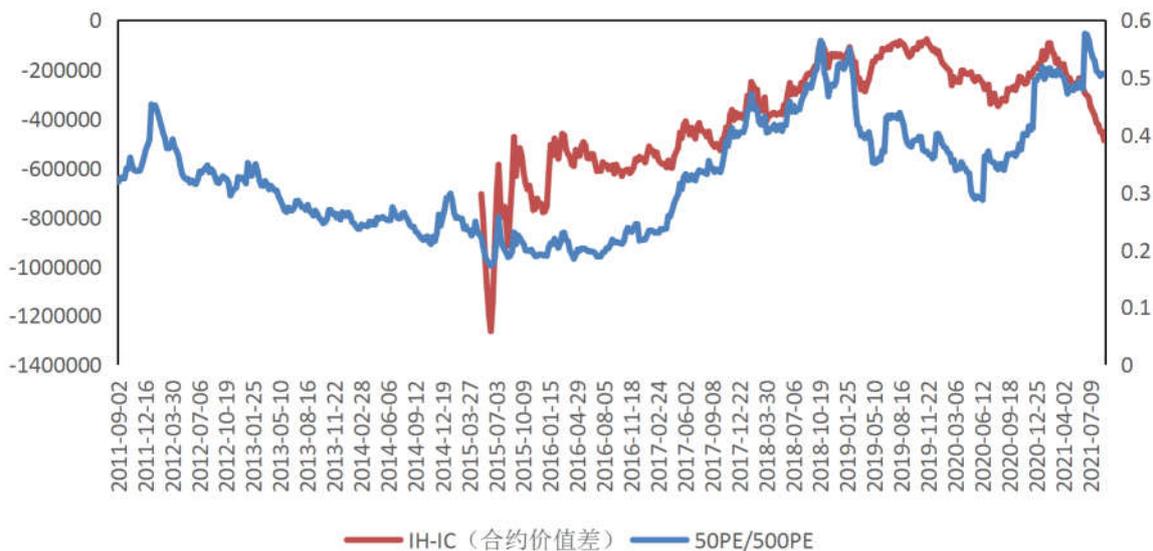
截止到 2021 年 8 月底，中证 500 指数还处在估值较低分位数值附近，上证 50 与沪深 300 估值处在中位数附近，从估值角度上看，IC 与 IH、IF 之间仍然有跨品种套利的空间。

图表 21：指数比值走势



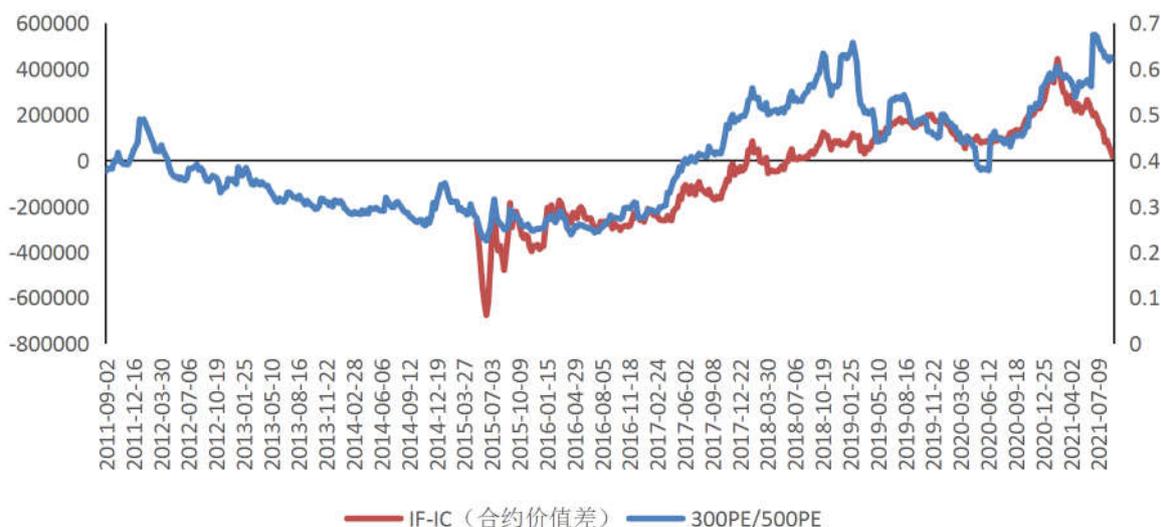
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 22：IH-IC 组合价差走势（单位：元）



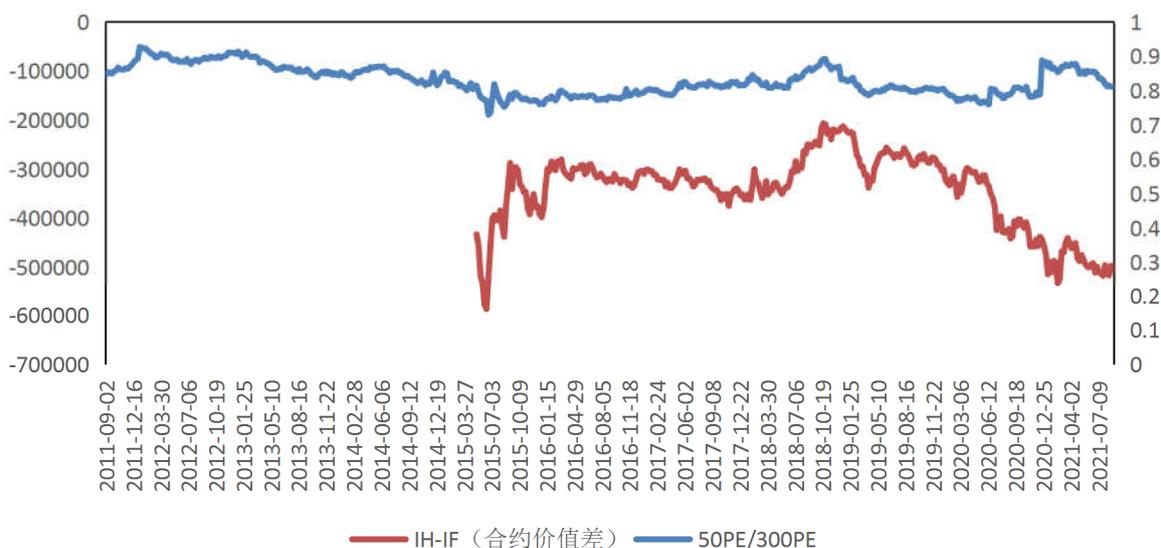
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 23：IF-IC 组合价差走势（单位：元）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 24：IH-IF 组合价差走势（单位：元）



数据来源：Wind，兴证期货研发

4. 总结与展望

当有一定相关性的不同资产出现较大高低估值差之后，存在着一定的风险套利机会。上证 50 指数、沪深 300 指数以大金融、消费等大市值蓝筹股为主，中证 500 指数以材料、信息技术、工业等中小盘股为主。两种不同风格在国内结构行情的背景下演绎得淋漓尽致。从 2016 年至今，IH、IF、IC 三大股指期货基于指数估层面，出现过几次较大的价差机会：2016 年 IH 低估值，

IC 高估值；2018 年四季度两市黄金坑，IH、IF 估值不高，但是 IC 估值极低；2021 年一季度 IH、IF 估值与指数处于历史级别高位，而 IC 估值则处在近几年低谷位置。截止到今年八月份，IC 仍然保持着较大的估值优势。

后市展望：基于估值层面的优势，叠加政策对中小企业鼓励、资金对中证 500 成分股的偏好，期指 IC 中长线上行趋势不变。至于 IH、IF，由于尚处在估值中位数阶段，且指数处在历史级别的次高位阶段，国家对垄断行业的限制政策频出，后市需要比较漫长的时间来消化指数估值。从大周期来看，后市买 IC 卖 IH 或者买 IC 卖 IF 策略可以持续关注。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它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映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，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，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。