



2024 年股指衍生品展望

2023 年 12 月 8 日

国联期货研究所

证监许可[2011]1773 号

分析师:

王娜

从业资格号: F3055965

投资咨询号: Z0001999

黎伟

从业资格号: F0300172

投资咨询号: Z0011568

项麒睿

从业资格号: F03124488

投资咨询号: Z0019956

相关研究报告:

曙光射寒色，韬晦以待时

➤ 股指期货

随着各指数再度回落，市场悲观情绪得到足够释放，A股市场估值再次进入历史极高配置性价比区间。市场预期收益方面，在逆周期政策的支持下，国内经济有望延续温和复苏的势头，但过程并非一蹴而就、而是循序渐进，其中内需以及外需影响下出口数据的改善依然是经济复苏的焦点。流动性和资金层面，2024年CPI和GDP回升是大概率事件，M2和社融增速与中期潜在名义GDP增速匹配，故相比2020年疫情全球放水的流动性水平依然具有较大差距。

国内市场相比海外主要经济体复苏向好趋势明显，且随着美国通胀数据持续回落，十年期美债收益率顶部或已显现，广义外资层面压力将会边际好转，北向资金亦将逐步回流。地产收益的下降和存款利率降低将引导高净值人群资产配置从房地产向证券市场转移，私募基金相比公募基金表现更具有韧性，叠加2024年国内经济温和复苏预期下，未来市场弹性更好的成长风格或仍占据上风。综合而言，我们认为2024年A股市场运行中枢整体向上，估值回归行情值得期待。

➤ 股指期权

历史回测发现持仓PCR值对标的指数方向具有一定指导意义。波动率上，10和H0期权隐波短期仍旧具有回落空间，但从2024全年看，三大指数期权波动率变动重心回升概率相对较大，预计上证50和沪深300指数期权平值隐波区间在【12%-30%】之间，中证1000指数期权在【14%-35%】之间，且其在一季度和三季度可能出现隐含波动率的局部高点。

2024年备兑及领口类策略有望继续跑赢标的指数，持股投资者可关注其指数增强机会。波动率交易者，一方面在当前隐波溢价仍略显偏高的情形下，未来一个月仍可关注逢高做空波动率机会；另一方面，明年一季度和三季度隐波若有季节性升高，亦或是逢高做空波动率的布局期。方向性交易者，在当前估值整体偏低，预计指数下行空间整体不大的大环境下，建议以逢低卖出虚值看跌期权以做战略性多头配置。

正文目录

第一部分 股指期货.....	- 7 -
一、2023 年市场回顾.....	- 7 -
1.1 股票指数.....	- 7 -
1.1.1 2023 年 A 股市场各指数表现.....	- 7 -
1.1.2 2023 年 A 股各行业表现.....	- 8 -
1.2 股指期货.....	- 8 -
1.2.1 股指期货成交持仓情况.....	- 9 -
1.2.2 期限结构情况.....	- 9 -
二、宏观分析.....	- 11 -
2.1 内需渐进修复.....	- 11 -
2.2 外需有望带领出口企稳回升.....	- 12 -
2.3 房地产仍处筑底阶段，去库存压力较大.....	- 13 -
2.4 财政和货币政策将精准发力.....	- 15 -
三、市场运行环境及特征.....	- 17 -
3.1 市场估值处于较低水平.....	- 17 -
3.1.1 中证 500 和中证 1000 指数估值情况.....	- 17 -
3.1.2 上证 50 和沪深 300 指数估值情况.....	- 19 -
3.1.3 各指数市场相对拥挤度分析.....	- 20 -
3.1.4 股债利差触及极值区.....	- 21 -
3.1.5 小结.....	- 22 -
3.2 2024 年资金传导或更加顺畅.....	- 22 -
3.3 居民资产向证券市场转移具有长期趋势.....	- 23 -
3.4 2024 年增量资金有望回暖.....	- 25 -
3.4.1 公募基金和社保基金.....	- 25 -
3.4.2 北向资金或将逐步回流.....	- 26 -
3.4.3 广义外资或将边际好转.....	- 28 -
3.5 市场中长期风格偏向成长.....	- 29 -
四、2024 年股指期货展望.....	- 31 -
第二部分 股指期权.....	- 33 -
五、2023 年国内金融期权成交持仓概况.....	- 33 -
5.1 2023 年国内金融期权成交规模出现明显回落.....	- 33 -
5.2 中证 1000 指数期权市场规模不断上升.....	- 34 -
5.3 投资者偏向交易近月合约.....	- 35 -
六、2023 年股指期权市场波动率情况.....	- 36 -
6.1 标的指数波动率市场回顾.....	- 36 -
6.2 2023 年股指期权波动率主要特征.....	- 38 -
6.2.1 隐波全年处于低位震荡之中.....	- 38 -
6.2.2 期权溢价波动空间收窄.....	- 39 -
6.2.3 看涨看跌隐波差及期权偏度相对往年存在一定上行.....	- 40 -

6.3 关于对未来市场波动率的看法.....	- 42 -
七、 期权策略回顾与推荐.....	- 43 -
7.1 基于期权持仓 PCR 值的择时系统.....	- 43 -
7.2 期权经典策略绩效回顾.....	- 44 -
7.2.1 备兑策略.....	- 45 -
7.2.2 双卖策略.....	- 46 -
7.2.3 领口策略.....	- 46 -
八、 2024 年策略展望.....	- 48 -

图目录

图 1 : 2023 年以来各指数表现 (单位: %)	- 8 -
图 2 : 2023 年以来申万一级各行业表现	- 8 -
图 3 : 2023 年以来各指数合约总成交量 (单位: 手)	- 9 -
图 4 : 2023 年以来各指数期货月度成交量 (单位: 手)	- 9 -
图 5 : 2023 年以来各指数合约日均持仓量 (单位: 手)	- 9 -
图 6 : 2023 年以来各指数月累计持仓量 (单位: 手)	- 9 -
图 7 : IH 期限结构	- 10 -
图 8 : IF 期限结构	- 10 -
图 9 : IC 期限结构	- 11 -
图 10 : IM 期限结构	- 11 -
图 11 : 社会消费品零售总额变化 (%)	- 11 -
图 12 : 消费者信心指数 (%)	- 12 -
图 13 : 居民消费倾向 (%)	- 12 -
图 14 : 全球主要经济体制造业 PMI 与中国出口同比 (%)	- 13 -
图 15 : 美国制造业 PMI 与中国进口份额 (%)	- 13 -
图 16 : 欧元区制造业 PMI 与中国进口份额 (%)	- 13 -
图 17 : 房地产新开工、竣工及销售面积累计同比增速 (%)	- 14 -
图 18 : 商品房销售面积及房地产开发投资完成额累计同比增速 (%)	- 15 -
图 19 : M2、社融及 GDP 增速 (%)	- 16 -
图 20 : 中证 500 行业成分权重	- 18 -
图 21 : 中证 1000 行业成分权重	- 18 -
图 22 : 中证 500 指数市净率	- 18 -
图 23 : 中证 1000 指数市净率	- 18 -
图 24 : 铁矿石指数与中证 1000 指数滞后 60 日	- 19 -
图 25 : 沪深 300 指数市盈率	- 20 -
图 26 : 上证 50 指数市盈率	- 20 -
图 27 : 沪深 300 指数和上证 50 指数拥挤度	- 20 -
图 28 : 中证 500 指数和中证 1000 指数拥挤度	- 21 -
图 29 : 沪深 300 指数股债性价比-市盈率法 (%)	- 22 -
图 30 : 过剩流动性和中证全指	- 23 -
图 31 : 过剩流动性和中证全指	- 23 -
图 32 : M2-M1 和上证指数走势	- 23 -
图 33 : 全国二手房价格指数	- 24 -
图 34 : 人民币存款走势	- 25 -
图 35 : 新成立基金份额	- 26 -
图 36 : 公募基金规模	- 26 -
图 37 : 北向资金净周度净买入情况	- 26 -
图 38 : 日本外资周度净买入情况	- 26 -
图 39 : 日本外资和北向资金净买入对比	- 27 -

图 40 : 中国日本制造业 PMI 对比.....	- 27 -
图 41 : 中国日本 CPI 对比.....	- 27 -
图 42 : 经常账户与沪深 300 指数走势.....	- 28 -
图 43 : 年度经常账户与沪深 300 指数走势.....	- 28 -
图 44 : 中美资本和金融账户.....	- 29 -
图 45 : 金融机构: 外汇存款余额.....	- 29 -
图 46 : 四大标的指数历史走势.....	- 29 -
图 47 : 沪深 300/中证 500 与公募/私募对比.....	- 30 -
图 48 : 沪深 300/中证 1000 与公募/私募对比.....	- 30 -
图 49 : 公募基金规模和私募基金规模.....	- 30 -
图 51 : 周期/非周期和中证 1000 指数.....	- 31 -
图 52 : 国内金融期权成交额变动走势.....	- 34 -
图 53 : 2023 年国内各金融期权成交额份额情况.....	- 35 -
图 54 : 主要期权成交额份额变动情况.....	- 35 -
图 55 : 沪深 300 指数期权成交量分布.....	- 36 -
图 56 : 沪深 300 指数期权持仓量分布.....	- 36 -
图 57 : 沪深 300 指数历史波动率走势.....	- 37 -
图 58 : 上证 50 指数历史波动率走势.....	- 37 -
图 59 : 中证 1000 指数历史波动率走势.....	- 37 -
图 60 : 沪深 300 指数期权平值隐波均值历史走势.....	- 38 -
图 61 : 上证 50 指数期权平值隐波均值历史走势.....	- 39 -
图 62 : 中证 1000 指数期权平值隐波均值历史走势.....	- 39 -
图 63 : 沪深 300 指数期权隐含波动率与历史波动率之差.....	- 39 -
图 64 : 中证 1000 指数期权隐含波动率与历史波动率之差.....	- 40 -
图 65 : 沪深 300 指数期权主力看涨看跌平值隐波差.....	- 41 -
图 66 : 沪深 300 指数期权偏度历史走势.....	- 41 -
图 67 : 沪深 300 指数期权持仓 PCR 值与标的指数走势.....	- 43 -
图 68 : 基于 10 持仓 PCR 值择时系统收益曲线.....	- 44 -
图 69 : 2023 年以来备兑策略净值曲线.....	- 45 -
图 70 : 2022 年以来备兑策略净值曲线.....	- 45 -
图 71 : 2023 年以来备兑策略净值曲线.....	- 46 -
图 72 : 2022 年以来备兑策略净值曲线.....	- 46 -
图 73 : 2023 年以来领口策略净值曲线.....	- 48 -
图 74 : 2022 年以来领口策略净值曲线.....	- 48 -

表目录

表 1：各指数估值.....	- 17 -
表 2：2019 年以来重大历史底部各指数估值	- 17 -
表 3：国内金融期权市场成交持仓情况（2023. 1. 1-2023. 11. 28）	- 33 -
表 4：近 8 年标的指数市场平均波动率.....	- 42 -
表 5：10 持仓 PCR 值择时系统绩效指标.....	- 44 -
表 6：备兑策略绩效.....	- 45 -
表 7：双卖策略绩效.....	- 46 -
表 8：领口策略绩效.....	- 47 -

第一部分 股指期货

一、2023 年市场回顾

1.1 股票指数

1.1.1 2023 年 A 股市场各指数表现

2023 年，A 股市场整体表现为先扬后抑走势，各指数间呈现出一定分化行情，小市值微盘股全年表现相对较优，但其余成分股表现则相对不佳，其大体可以分为如下四个阶段：

第一阶段（2023 年 1 月）：在国内经济复苏预期不断加强、人民币汇率不断升值等因素影响之下，北向资金 1 月净流入高达 1412.9 亿元，创下陆股通开通以来的单月历史新高，A 股市场亦迎来少有的普涨行情，上证指数单月上涨 5.39%。在此期间，上证 50、沪深 300、中证 500 和中证 1000 四大指数分别大涨 6.55%、7.37%、7.24% 和 8.34%。

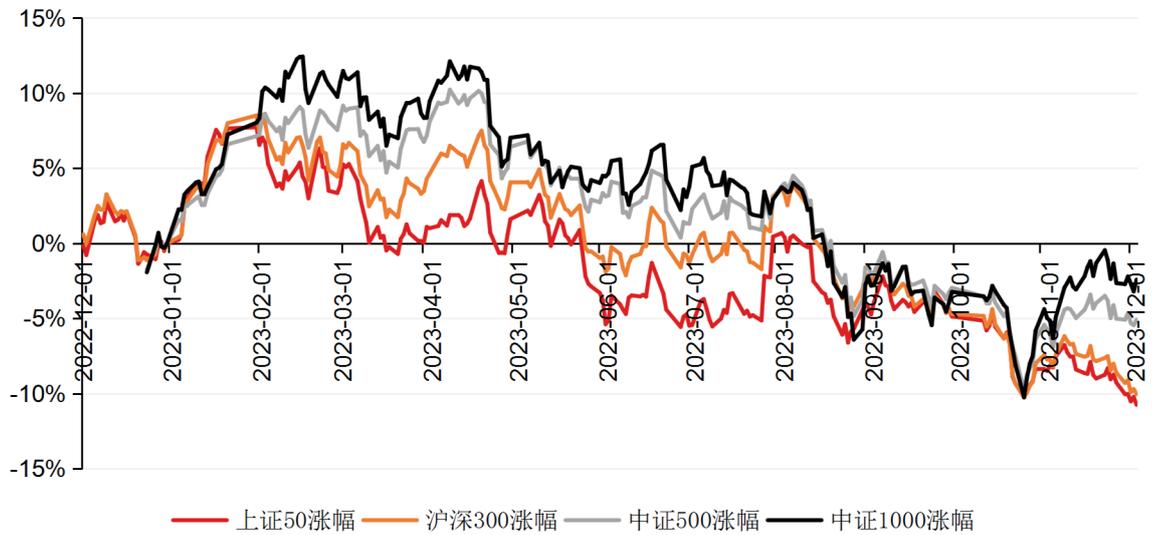
第二阶段（2023 年 2 月至 4 月中旬）：在春节假期后市场整体呈现震荡走势，经济数据修复情况进入观察阶段，市场开始意识到对于国内经济预期过高，从强预期步入弱现实局面，人民币兑美元汇率再度承压，北向资金流入开始大幅放缓，在此期间，虽然中证 500 和中证 1000 表现相对抗压，但四大指数均呈现区间震荡格局，A 股市场内部行业结构开始呈现出明显的分化行情。ChatGPT 的异军突起引爆 TMT 板块，行业成交额最高占据两市成交额近 50%；“中特估”自 3 月开始亦不断发力，带动沪指继续震荡上行。

第三阶段（2023 年 4 月下旬至 10 月底）：国内宏观经济数据不及市场预期，美债收益率不断上行，人民币兑美元汇率再度贬值，弱复苏逐渐成为市场共识，证监会、交易所等机构亦不断出台相关措施维护资本市场的稳定（如调降印花税、限制股东减持等）。在此期间 A 股市场缺乏明显主线，TMT、中特估、大金融等板块不断轮动，沪指由最高 3400 点再度回落至 2900 点附近，各大指数亦出现普跌行情。

第四阶段（2023 年 10 月底至今）：随着万亿国债增发、美债收益率高位回落，人民币兑美元汇率再度出现升值，沪指在此期间呈现出先扬后抑走势，存量资金博弈下四大指数呈现明显分化行情，成长性更强的中证 500 和中证 1000 指数表现相对更优，与国内宏观环境密切相连的上证 50 和沪深 300 指数甚至在小幅反弹后再创今年

以来的新低。

图 1：2023 年以来各指数表现（单位：%）

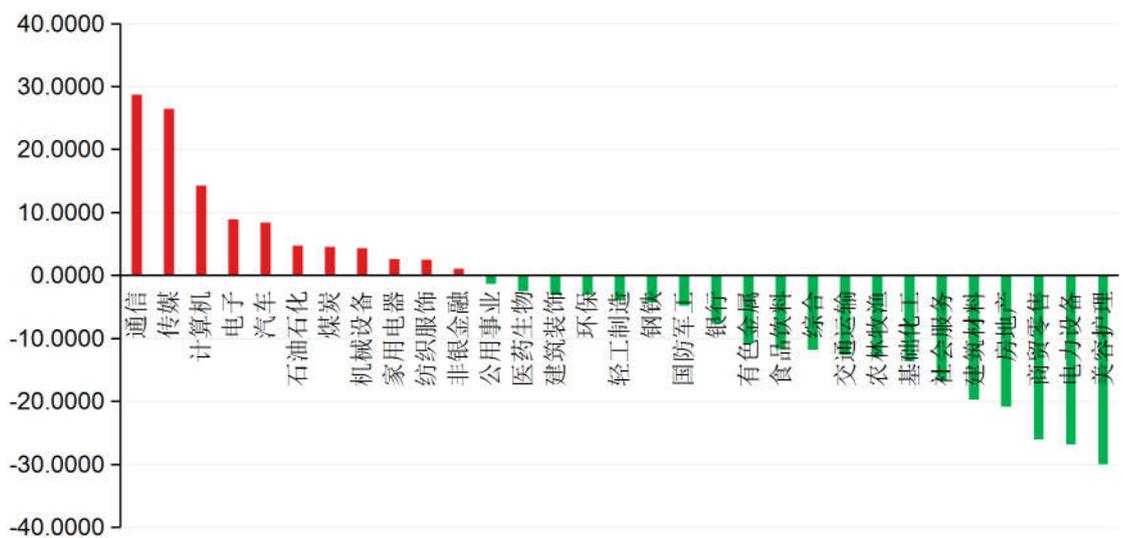


数据来源：WIND、国联期货研究所

1.1.2 2023 年 A 股各行业表现

从全年各行业表现上看，TMT（传媒、通信、计算机）是今年以来表现最优的三个行业，其中通信和传媒板块年内上涨近 30%，石油石化、煤炭和非银金融等行业在“中特估”的加持下亦取得正收益。电力设备、美容护理、商贸零售为年内表现最差的三个行业，其中美容护理跌幅达近 30%。

图 2：2023 年以来申万一级各行业表现



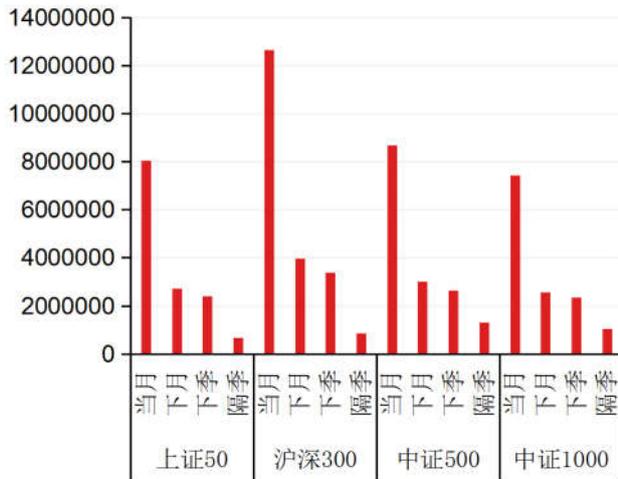
数据来源：WIND、国联期货研究所

1.2 股指期货

1.2.1 股指期货成交持仓情况

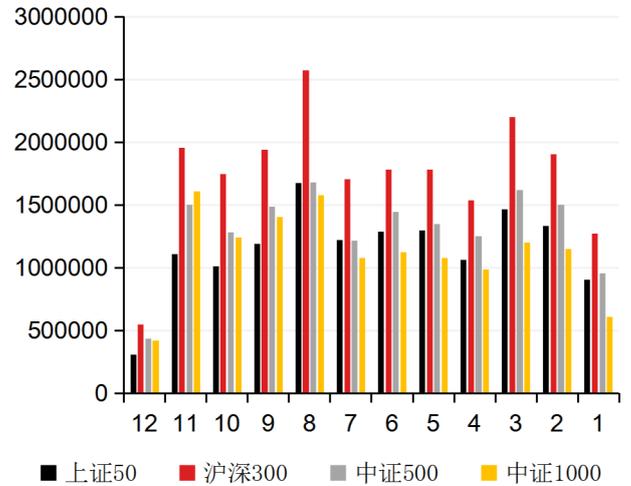
2023 年 1-11 月上证 50、沪深 300、中证 500 和中证 1000 股指期货累计成交量分别在 1367.4 万手、2057.2 万手、1540.8 万手和 1314.2 万手。从合约成交分布来看，各指数均在当月合约成交最为活跃。从分月上看，3 月和 8 月成交量整体较高，IF 成交量在上述两月均超 200 万手，远领先于其他三大指数，IM 成交量处逐步上升趋势，而 IH 成交量整体偏低。

图 3：2023 年以来各指数合约总成交量（单位：手）



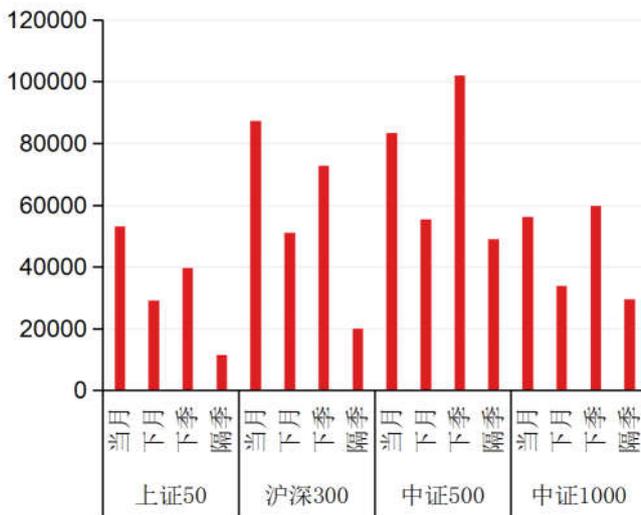
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 4：2023 年以来各指数期货月度成交量（单位：手）



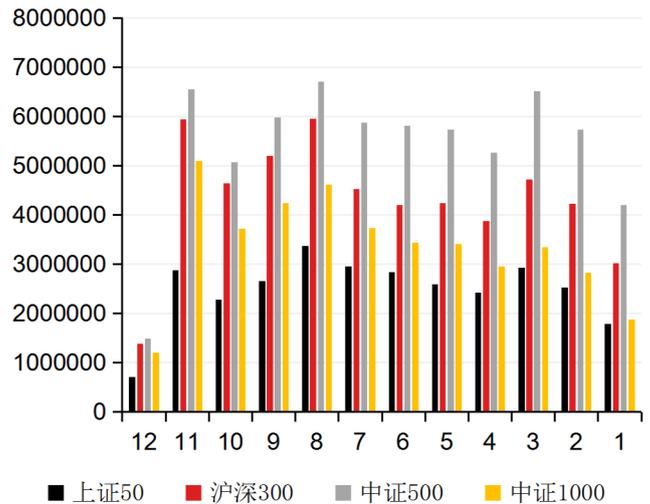
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 5：2023 年以来各指数合约日均持仓量（单位：手）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 6：2023 年以来各指数月累计持仓量（单位：手）



数据来源：WIND、国联期货研究所

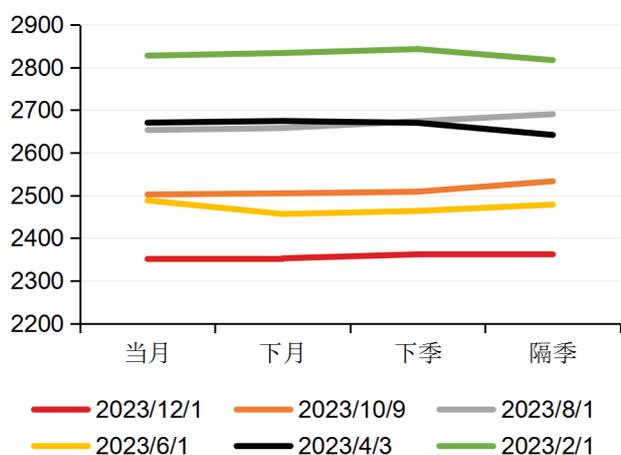
从持仓量变化上看，上证 50 和中证 500 股指期货持仓整体较为平稳，月持仓累计量基本分别在 250 万手和 550 万手附近震荡；沪深 300 股指期货在年内 8 月和 11

月两次指数快速下探过程中资金流入明显；中证 1000 指数期货持仓则整体全年震荡向上，表现出投资者对于中证 1000 指数期货配置仍然处于上升趋势之中。与成交量分布稍有不同的是，中证 500 指数期货是持仓量最高的股指期货合约，同时除当月合约持仓较高外，季月合约持仓量亦占有不少份额，这一方面与目前私募基金构建中性策略产品更多采用 IC 进行对冲有关，另一方面亦说明对于中长期投资者而言，亦有较多投资者采用季月合约进行操作。

1.2.2 期限结构情况

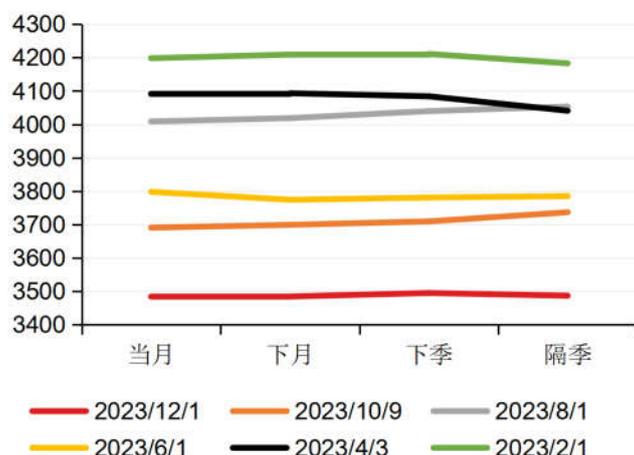
过去一年，IH 和 IF 期限结构表现较为一致，除去传统分红高峰季影响，绝大多数时间表现出明显的 Contango 结构，期货市场对于权重市场未来预期积极。但目前 IH 和 IF 有逐渐转为 Back 结构的迹象，这表明目前期货市场对标的指数反弹相对悲观。然而我们从历史回测数据发现，非分红高峰季出现该种现象往往是市场悲观情绪触及极端区域的信号，后期标的指数继续回落空间往往不大，如 2022 年 3 月、2020 年疫情期间期货均出现明显贴水，但指数在其后半年均有明显企稳回升态势。

图 7：IH 期限结构



数据来源：WIND、国联期货研究所

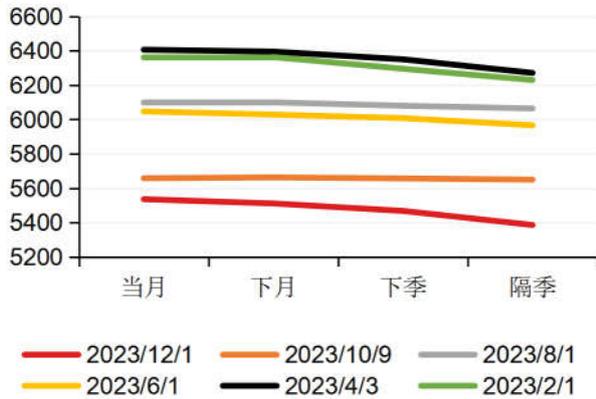
图 8：IF 期限结构



数据来源：WIND、国联期货研究所

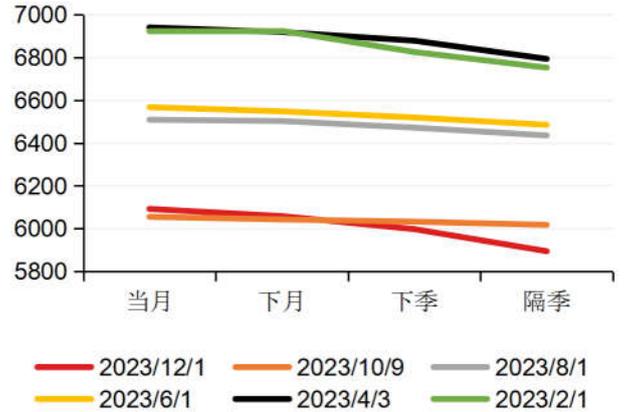
相比较于 IH 和 IF，IC 和 IM 全年期限结构基本保持远期贴水 Back 结构，之所以出现该种现象，其主要原因在于 IC 和 IM 成分股重多，机构投资者更易于做出超额收益，因此目前市面上股票市场中性类产品更多采用 IC 和 IM 进行对冲，进而导致其贴水常年比 IF 和 IH 更大。

图 9：IC 期限结构



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 10：IM 期限结构



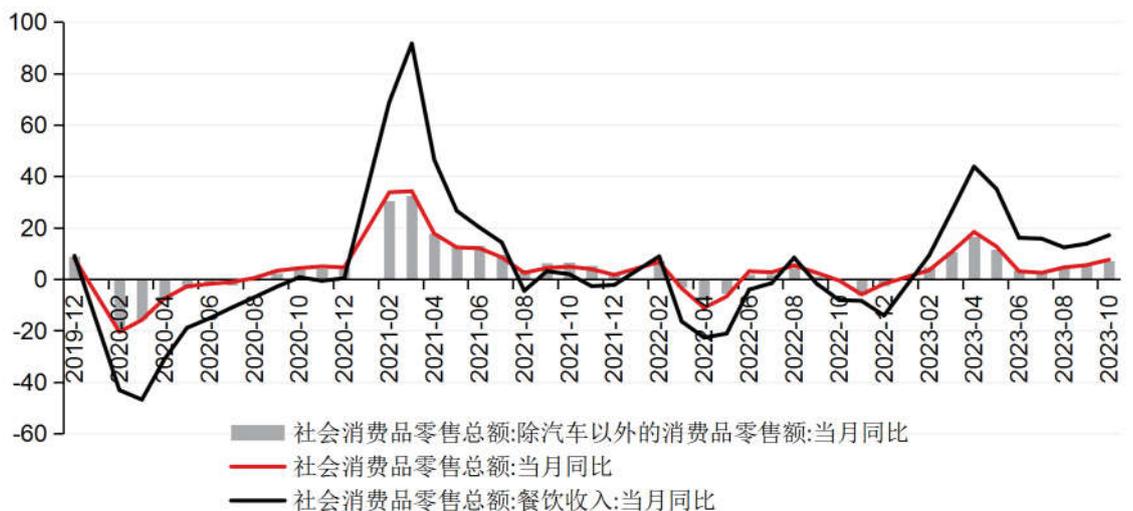
数据来源：WIND、国联期货研究所

二、宏观分析

2.1 内需渐进修复

2023 年疫情消退及出口相对走弱下，消费对 GDP 贡献较为突出。三季度数据显示，最终消费支出对 GDP 累计同比贡献率达到 83.2%，为拉动 GDP 的主要贡献项。2023 年初消费出现了较快复苏，但由于收入预期不足导致消费复苏的持续性不足；1-10 月社会消费品零售总额同比增长 6.9%，仍未完全修复至疫情前水平。但从 8 月以来，单月的社零数据同比及环比增速连续 3 个月回升，说明消费复苏已进入正向循环阶段。

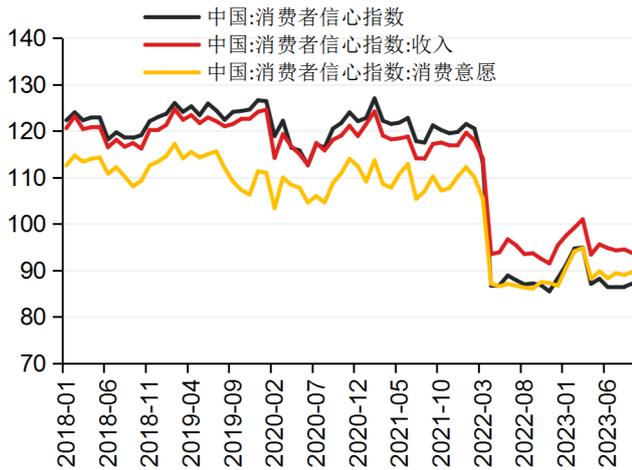
图 11：社会消费品零售总额变化（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

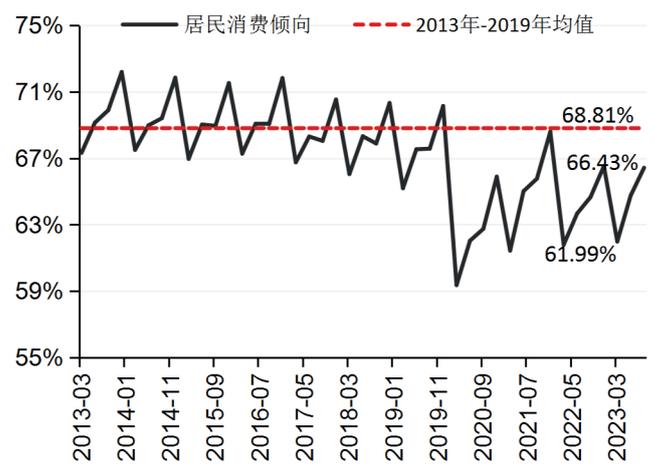
随着我国经济运行好转，居民消费倾向和居民收入增速有所改善。三季度居民消费倾向（居民人均消费性支出/居民人均可支配收入）达 66.43% 已接近 2013-2019 年消费倾向均值 68.81%，反映消费意愿在渐进提高。前三季度居民人均可支配收入增速为 5.9%，跑赢实际 GDP 增速 5.2%。居民消费倾向和居民收入增速是影响消费增速的关键因素，二者的改善为消费市场的持续修复提供基础保障。

图 12：消费者信心指数（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 13：居民消费倾向（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

2024 年居民消费仍有继续修复的基础，但不会一蹴而就，将是一个渐进改善的过程，可能呈现自然增长，回升的斜率较为平缓。从消费者信心指数及收入、消费分项数据来看，目前情况相对于正常水平仍有较大回升空间；居民可支配收入增速与疫情前仍有显著差距。同时，由于 2023 年房地产市场及股市等表现一般，居民部门资产负债表受损，财富效应对消费复苏形成一定拖累。我们认为随着系列稳增长政策的发力，居民收入、居民资产负债表都将有所改善，助力消费向疫情前中枢水平回归。

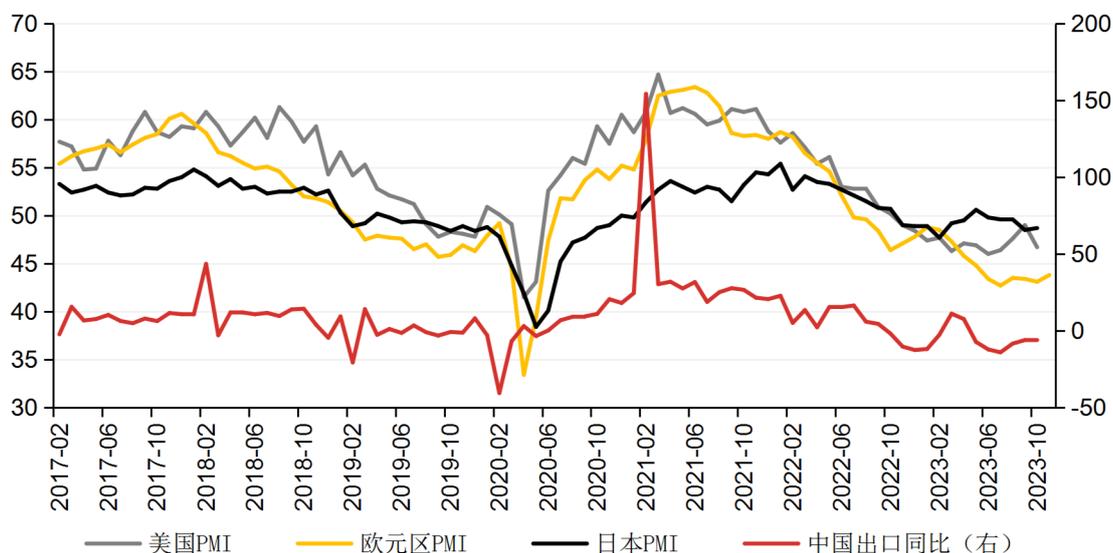
2.2 外需有望带领出口企稳回升

随着欧美持续加息，全球经济增速放缓，经贸转入下行周期，2023 年中国出口呈现负增长。受积压订单集中释放的影响，3 月当月出口金额创历史新高，同比增速攀升至 11.1%。随着前期订单消化及高基数的影响出口增速开始回落，并于 7 月达到了年内低点（同比下降 14.1%），随后逐步回升。

2024 年，随着高利率环境延续，就业劳动力市场持续缓解下居民薪资增速逐渐放缓，以及超额储蓄的持续消耗，居民消费的缓慢退坡有望带动美国通胀压力进一步缓和，同时欧元区目前职位空缺率也已出现缓解迹象，因此薪资带给服务通胀的压力

或有所减弱。全球增长动能回落以及全球供应链的持续缓解预计将使全球商品进口价格保持在较低水平，进而拖累商品 PPI 通胀。叠加高基数效应，预计 2024 全年美国和欧元区通胀将有所回落，进而居民消费将大概率边际修复。

图 14：全球主要经济体制造业 PMI 与中国出口同比 (%)



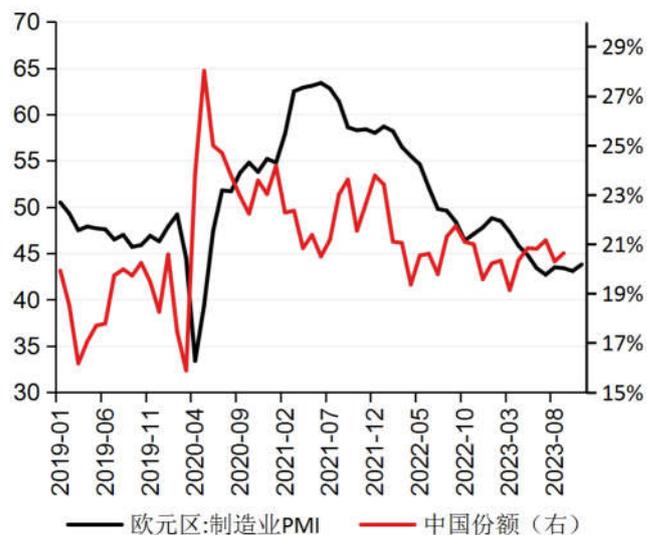
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 15：美国制造业 PMI 与中国进口份额 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 16：欧元区制造业 PMI 与中国进口份额 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

2024 年我国出口总量的总体回暖仍需重点关注欧美终端消费的情况。美我国在美国进口份额处于近年来低位。但随着 2024 年美国补库周期逐步开启以及中美关系边际改善，我国在美国进口中的份额有望企稳回升。欧盟方面，2023 年我国在欧盟

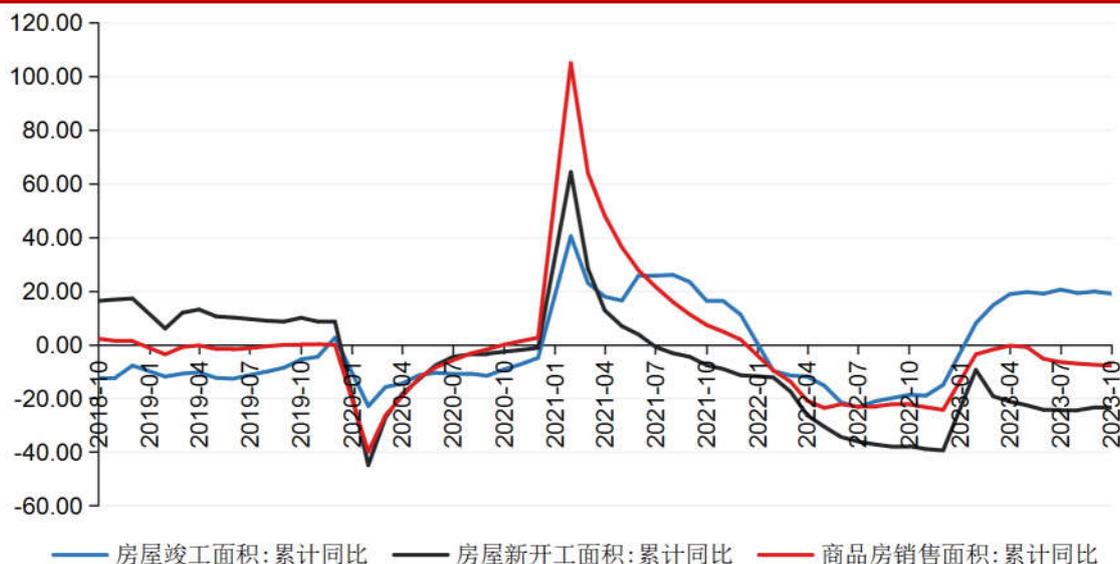
进口的份额维持韧性在 20%左右，规模的下降主要源于整体需求疲软。欧盟对中国进口限制目前主要集中在清洁能源、关键矿物领域，非全面性限制，对于出口份额的影响有限，预计 2024 年份额仍将维持韧性。在未有贸易冲突的设定下，我们预计 2024 年随着欧美商品消费企稳，我国出口增速或将逐步转正。在基数逐步走低的背景下，出口同比增速呈现前低后高。

2.3 房地产仍处筑底阶段，去库存压力较大

2023 年国内投资动能呈现弱修复特征，三大类投资增速呈现出“制造业、基建支撑略降、房地产拖累加剧”的结构性分化特征，房地产市场低迷是投资动能偏弱的主要拖累。

2023 年一季度房地产市场受前期积压需求快速释放、房地产刺激政策合力影响，各指标增速均企稳回升；但进入二季度后，房地产市场进入二次探底阶段，销售、投资等关键指标增速依然明显下降。

图 17：房地产新开工、竣工及销售面积累计同比增速（%）



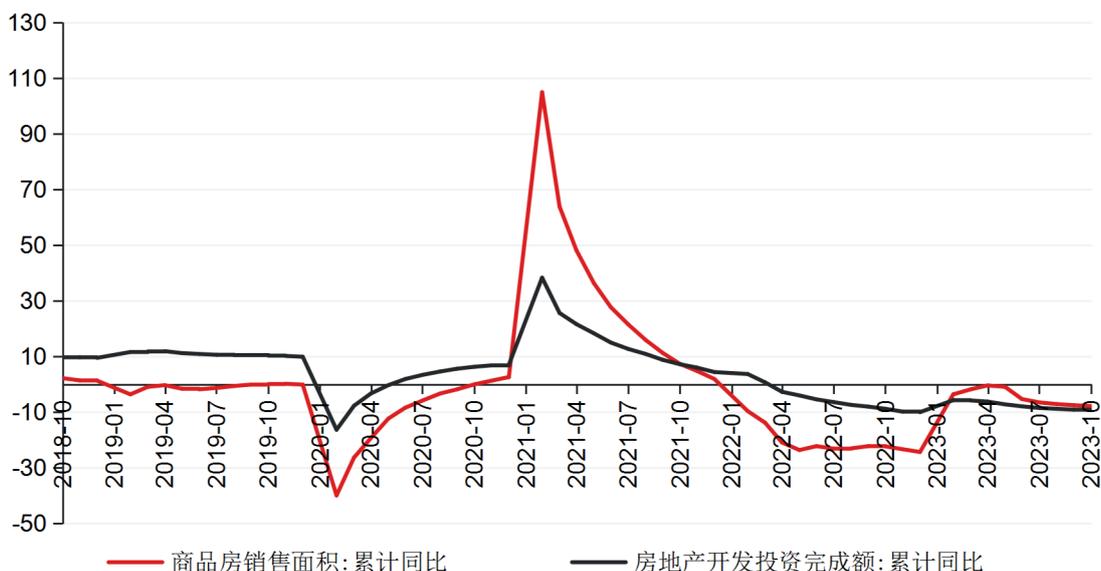
数据来源：WIND、国联期货研究所

7 月 24 日，中央政治局会议对地产给予新定调，未提“房住不炒”，取而代之的是“房地产行业供求关系发生重大变化的新形势”，并打开了重点城市的政策优化空间。新定调下积极响应，需求端政策高频跟进，涉及限贷、限购、认房不认贷、下调二套住房和存量房贷利率等方面。

8 月起一系列稳定房地产市场政策密集出台，但新开工、施工、销售、投资增速

仍处于深度调整中，市场预期恢复仍显不足，仍需观察政策止跌效果。

图 18：商品房销售面积及房地产开发投资完成额累计同比增速（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

2.4 财政和货币政策将精准发力

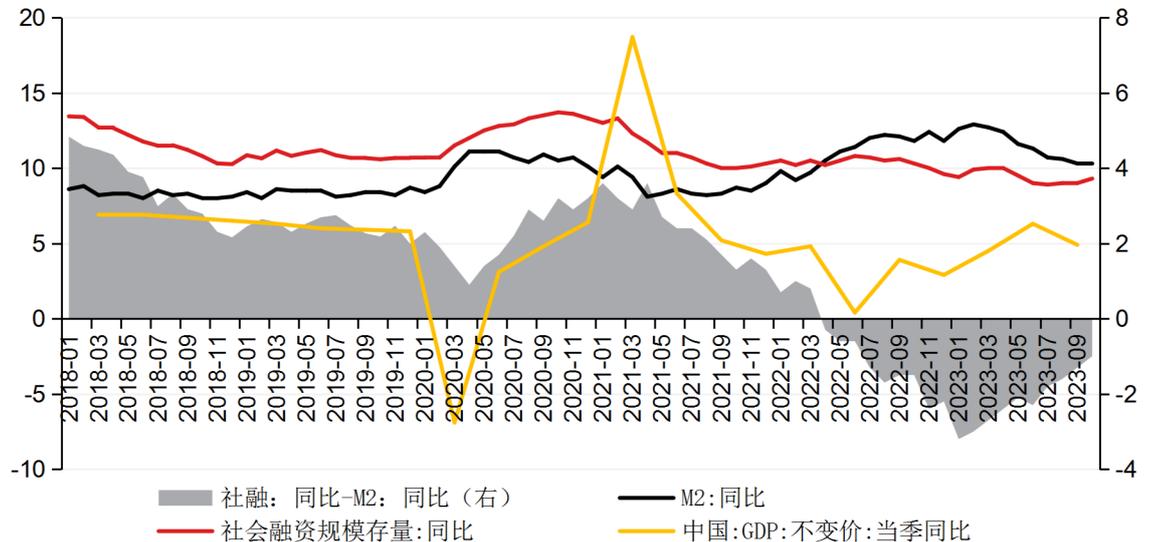
2023 年财政政策实施主要呈现三个重要特点：首先，地方债发行注重逆周期调节，供给整体前置化，力度强于往常；其次，政策重心在 8 月后更加侧重于地方债务的防范化解；第三，四季度特别国债的增发打破 3% 赤字率“软约束”，具有重要信号意义，中央财政加杠杆空间相应打开。

预期 2024 年财政支出端将前置发力，以对冲 2023 年一季度 GDP 高基数影响。2023 年四季度发行的万亿国债有 5000 亿预计结转至 2024 年上半年使用，以推动稳增长稳预期并提振市场信心；同时，2023 年 10 月末国务院也获得授权可提前下达部分新增地方政府债务限额，预计 2024 年 1 月开始发行。我们预计，2024 年新增专项债限额 3.8 万亿元，与 2023 年基本持平，若按照 60% 的限额定格下达，提前批额度将达 2.28 万亿元，创历年最高。

货币政策在延续“精准有力”的基础上新增“更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱，着力营造良好的货币金融环境”，2024 年货币政策总体上仍将维持宽松的政策取向。2022 年以来，社融、M2 增速明显高于名义 GDP 增速，同时 M2 增速也明显高于 M1 增速。货币资金在银行间空转，或在银行与大企业之间流转，面向中小企业的信贷资金渠道不畅，资金活化程度较低。在此背景下，下一个

阶段货币政策信贷投放方面，将更多关注信贷存量与增量的“质”。通过政策端和考核端等多维度推进信贷合理增长。

图 19：M2、社融及 GDP 增速 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

信贷增量方面，要求在保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配的基础上，“要从更长时间的视角去观察，更为合理把握对基本匹配的理解和认识”。

2024 年货币政策仍致力于稳增长，以“年”为尺度的货币政策中介目标正在发生变化，对信贷增量的目标将是“M2 和社融增速与中期潜在名义 GDP 增速匹配”，而不是当前的名义 GDP。这不仅符合今年社融与名义 GDP 增速走阔的现实，且意味着从长期来看信贷持续高增长的必要性降低，将更重视信贷的投向和实际效果，对总量的诉求有所下降，对 2024 年社融增长产生一定约束。

三、市场运行环境及特征

3.1 市场估值处于较低水平

截至 2023 年 12 月 5 日，以中证全指代表 A 股整体市场，其市盈率为 15.74，在 10 年期分位处于 20.51% 的低位水平。

表 1：各指数估值

A 股整体估值分位			股债利差 (加 30% CPI)		
26.44			3.44%		
指数	代码	PE	PE 分位	PB	PB 分位
上证 50	000016.SH	9.76	39.33	1.28	11.54
沪深 300	000300.SH	11.06	15.72	1.37	1.93
中证 500	000905.SH	22.56	19.38	1.86	5.09
中证 1000	000852.SH	39.40	42.83	2.44	11.02
创业板指	399006.SZ	28.24	0.66	5.22	5.01
中证红利	000922.CSI	5.86	15.56	0.71	3.90

数据来源：WIND、国联期货研究所

3.1.1 中证 500 和中证 1000 指数估值情况

2023 年市场四大期货标的指数整体表现趋于一致，受制于市场整体收益率不及市场预期的影响，各指数全年均有一定程度冲高回落趋势，但细节上仍旧存在一定分化。从过去五年来重要历史底部各指数 PE 情况来看，上证 50 和沪深 300 指数在历史底部市盈率明显更为稳定，中证 500 和中证 1000 指数市盈率波动则相对较大。

表 2：2019 年以来重大历史底部各指数估值

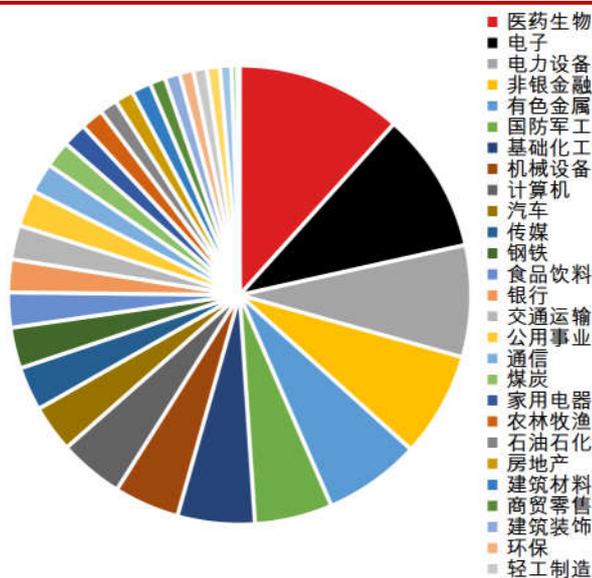
	2019/1/4	2020/3/23	2022/4/26	2022/10/31	2023/12/5
上证 50	8.57	8.38	9.53	8.31	9.42
沪深 300	10.3	10.71	11.25	10.3	10.71
中证 500	16.37	24.15	15.6	22.08	22.08
中证 1000	21.73	37.09	24.02	28.62	38.05
创业板	28.27	50.01	40.08	37.41	27.45

数据来源：WIND、国联期货研究所

其主要原因在于：中证 500 指数包含较大成分的周期行业，不能保持稳定的 ROE

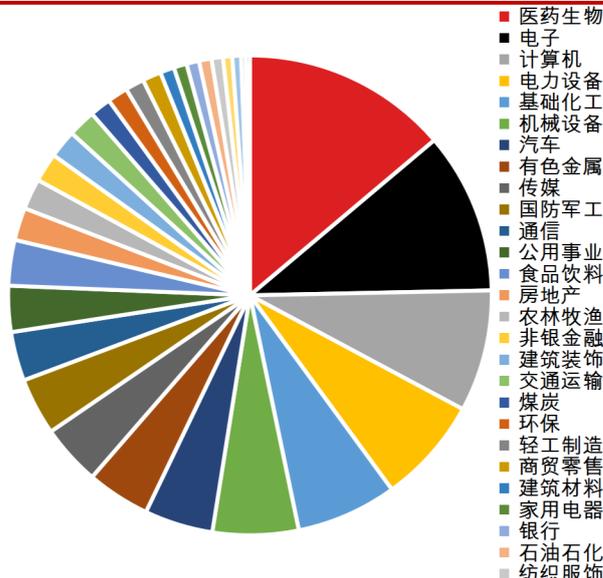
且受政策影响较大，利用传统 PE 进行估值往往无法完全反应真实情况，在此我们需要更多参考 PB 进行估值；中证 1000 指数和中证 500 指数具有一定的相似性，且因医药生物和电子行业权重占比更大还具有较强成长性。

图 20：中证 500 行业成分权重



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 21：中证 1000 行业成分权重



数据来源：WIND、国联期货研究所

截至 12 月 5 日，中证 500 和中证 1000 指数市净率分别在 1.61 和 2.07，处于过去五年 4.7%和 7.8%分位左右历史较低水平，估值整体偏低。

图 22：中证 500 指数市净率



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 23：中证 1000 指数市净率

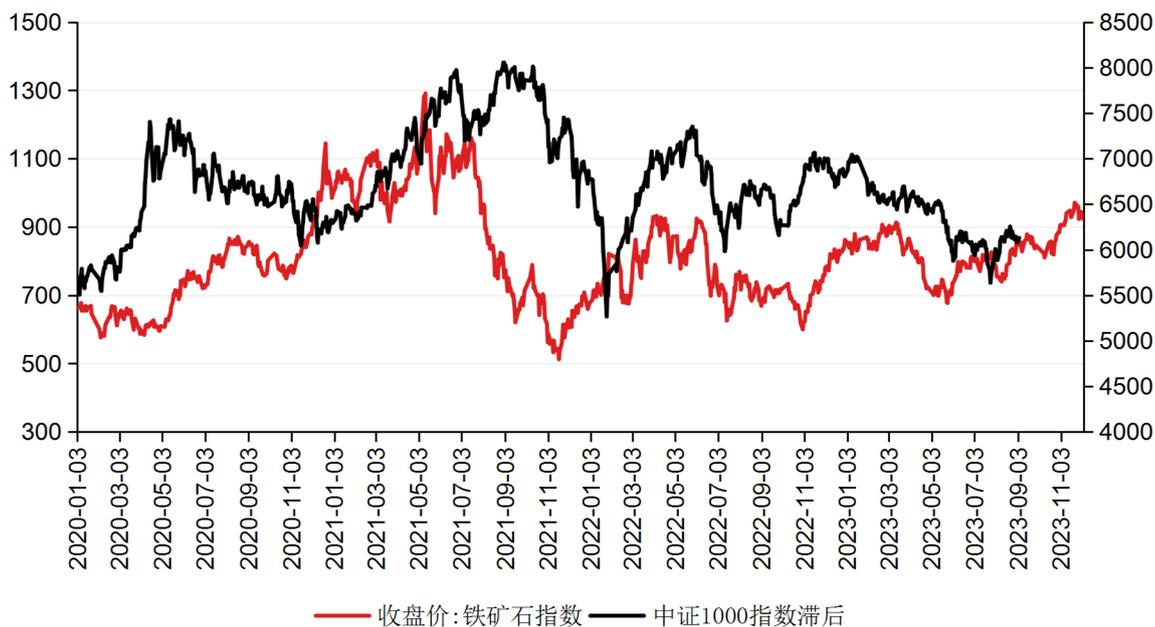


数据来源：WIND、国联期货研究所

一个有趣的现象是：2020 年以来铁矿石价格指数与中证 1000 指数滞后 60 日表现出非常强的相关性，其背后逻辑或为中证 1000 指数前 100 大权重股中电子、汽车、基础化工和有色金属等周期类行业占比超 50%，大宗商品的价格尤其是黑色和有色金属商品价格的升高将推升中证 1000 指数相关行业标的的利润。2023 年中证 1000 和

中证 500 指数延续着和周期类大宗商品指数强相关性，从统计学上近期铁矿石价格指数不断回升将给中证 500 和中证 1000 指数提供较强支撑。

图 24：铁矿石指数与中证 1000 指数滞后 60 日



数据来源：WIND、国联期货研究所

3.1.2 上证 50 和沪深 300 指数估值情况

上证 50 和沪深 300 指数拥有相对稳定的 ROE，其估值相对大小一般可参考市盈率和市净率。同时由于每年指数成分股调仓影响，上证 50 和沪深 300 指数新增成分股往往在相对高估值时被纳入，导致每次调仓时指数估值往往存在小幅跳涨。然而我们通过数据回测发现其新增成分股在之后的半年时间内往往无法跑赢标的指数，即新增成分股调入后指数估值可能存在一定回归现象。

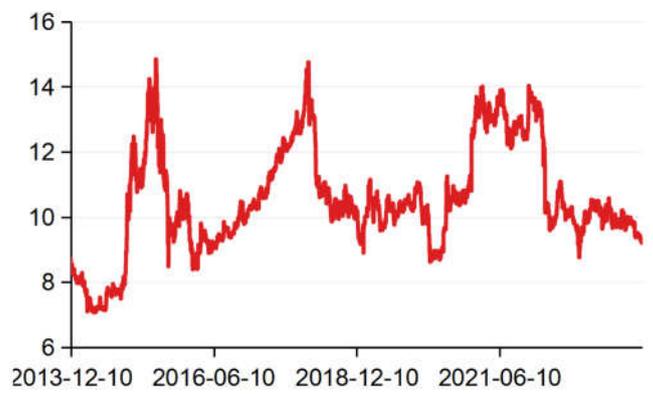
截至 12 月 5 日，上证 50 指数市盈率为 9.42，在十年期历史分位中位于 24.8%，市净率 1.1，在十年期历史分位中位于 4.69%；沪深 300 指数市盈率为 10.71，在十年期历史分位中位于 12.3%，市净率 1.17，在十年期历史分位中位于 0.2%。两大估值指标均处于历史较低水平。

图 25: 沪深 300 指数市盈率



数据来源: WIND、国联期货研究所

图 26: 上证 50 指数市盈率



数据来源: WIND、国联期货研究所

3.1.3 各指数市场相对拥挤度分析

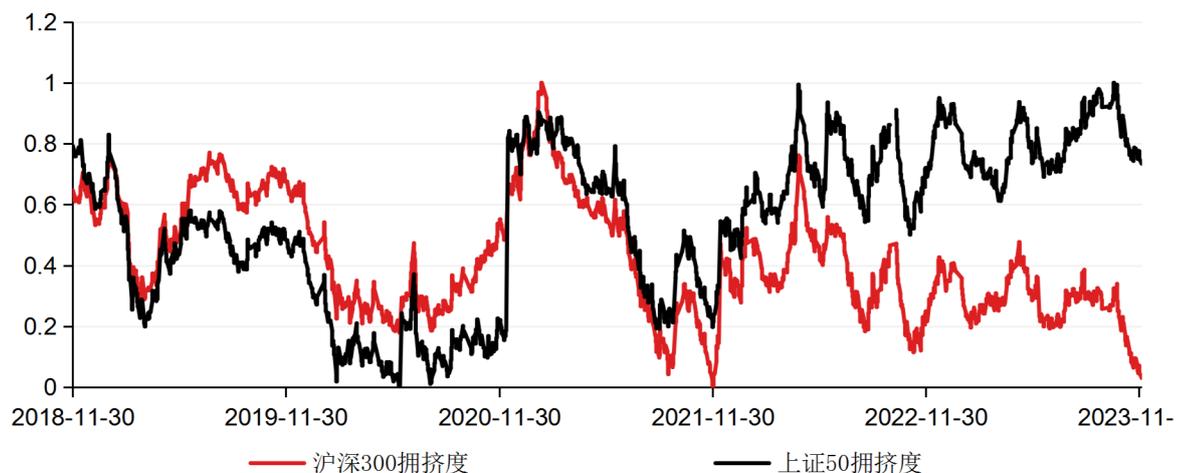
本节我们定义如下公式:

$$\text{指数拥挤度} = \text{指数 PB} / \text{全市场 PB 在过去五年分位数}$$

该值越高,表明市场对该指数的配置热情相对较高,反之则相对冷淡。该指标一方面具有明显的动量效应,另一方面亦具有一定的均值回归特性。在市场配置热情达到历史极值时,往往预示对应指数存在过热风险,反之则预示该指数过冷,存在一定配置优势。

上证 50 指数和沪深 300 指数全年出现明显冲高回落,但前者相对拥挤度并没有降低,且数值依然较大,沪深 300 指数拥挤度则处于相对低位水平,表明市场对于沪深 300 指数配置热情较为冷淡,这反而体现出沪深 300 估值水平的性价比优势。

图 27: 沪深 300 指数和上证 50 指数拥挤度

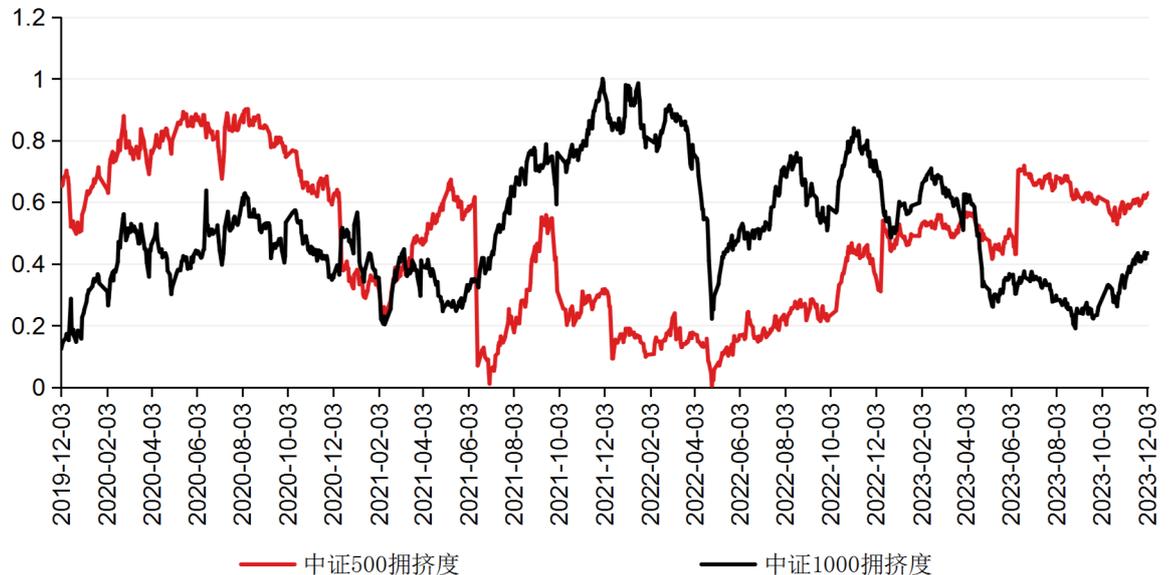


数据来源: WIND、国联期货研究所

中证 500 指数和中证 1000 指数目前从拥挤度角度相差不大,均在中位数附近。

自 2022 年 4 月底以来，中证 500 指数拥挤度一直处于震荡上涨走势之中，且距离历史极值仍有一定距离，市场对于中证 500 指数的配置热情正处于上升趋势之中。

图 28：中证 500 指数和中证 1000 指数拥挤度



数据来源：WIND、国联期货研究所

3.1.4 股债利差触及极值区

十年期国债收益率，是市场投资收益率的基准，股债利差则是指股票收益率与其差额。当利差扩大，股票就变得更具有吸引力，显得便宜，反之当利差缩小，股票就得更昂贵。

股票收益率一般以市盈率的倒数或股息率进行替代。然而在实际中当通货膨胀严重时，债券的实际收益水平下降，而股票天然带有一定抵御通胀的属性，因此实际收益下降往往小于债券。所以当预期通货膨胀加速时，人们会更倾向于持有股票，而抛弃债券；当通货紧缩时，人们会更倾向于持有债券，而抛弃股票。因此，我们在实际计算中增加了一个通货膨胀调整因子，即加上 30% 的当月同比 CPI。

由于上证 50 和沪深 300 指数成分股盈利水平更为稳定，以市盈率计算股债利差观察估值往往相对有效。截至 12 月 6 日，沪深 300 指数股债利差为 6.58% 左右，已十分接近历史 2 倍标准差，历史统计数据显示，当其触及两倍标准差后，指数在其后半年表现往往相对较优，即目前的 A 股市场极具投资性价比。

图 29：沪深 300 指数股债性价比-市盈率法 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

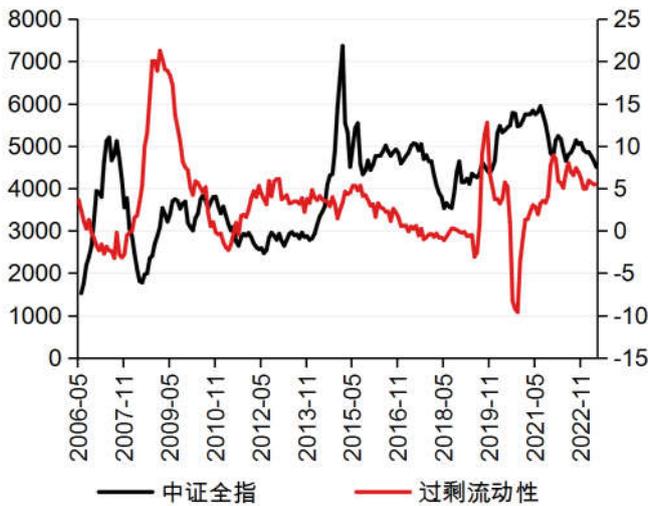
3.1.5 小结

总体而言，目前 A 股市场估值程度处在历史较低位置，具备较高的配置价值。但市场内部存在分化格局，上证 50 指数和沪深 300 指数从历史维度的市盈率角度，估值已十分接近过去五年发生的重大历史底部，且沪深 300 指数相对拥挤度处于低位，交易热情偏冷，2024 年有明显的估值修复预期。中证 500 和中证 1000 指数相对拥挤度处于震荡回升趋势之中，且距离极值仍有一定距离，市场配置热情整体较高，该种情形在 2024 年有望延续。

3.2 2024 年资金传导或更加顺畅

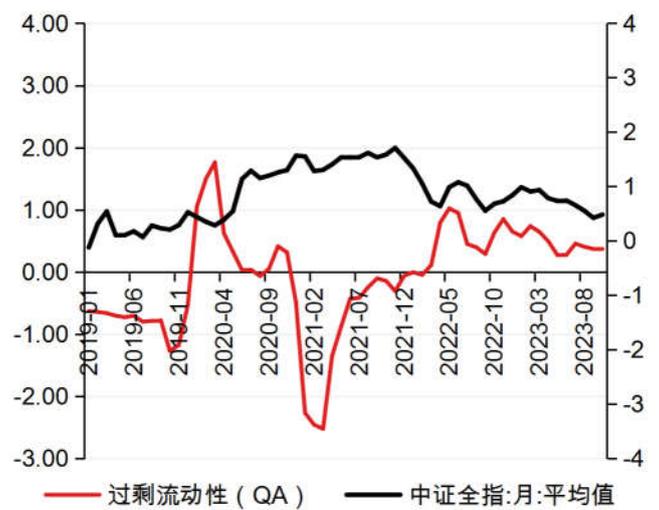
我们以 M2 同比-GDP 同比-CPI 同比代表过剩流动性，今年过剩流动性方面和股市呈现整体同频共振局面，但并没有表现出充裕。2024 年 CPI 和 GDP 相对于 2023 年均具有升高预期，今年五月开始 M2 同比步入转头向下趋势，社融同比和 M2 同比增速差在今年 1 月份达到历史低点，随后增速差持续收敛，在前文宏观分析中我们认为信贷持续高增长的必要性降低，后期将更重视信贷的投向和实际效果，对总量的诉求有所下降，预计 2024 年在过剩流动性方面超预期的积极支持有一定困难。

图 30：过剩流动性和中证全指



数据来源：WIND、国联期货研究所

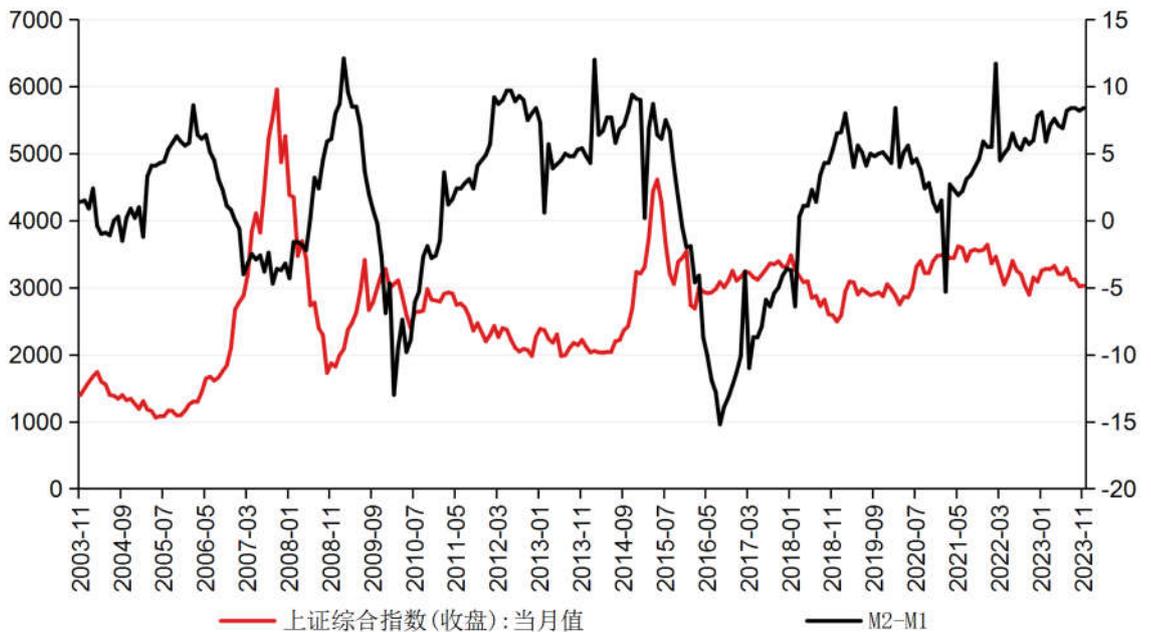
图 31：过剩流动性和中证全指



数据来源：WIND、国联期货研究所

M2 和 M1 的增速差在 2022 年 2 月份达到了 11.7% 的历史极值，随后经历了短暂的回落，自 4 月开始再度呈现震荡回升走势，当前在 8.4% 的历史高位附近，表明 2023 年流动性方面传导依然相对迟缓，且 10 月 M1 同比增速降低到 2% 以下低位，展望 2024 年，随着财政在多角度发力，配合货币协同助力信用扩张，更多定期存款将转化活期存款，预计 M2 向 M1 的传导过程在 2024 年将会相对顺畅。

图 32：M2-M1 和上证指数走势

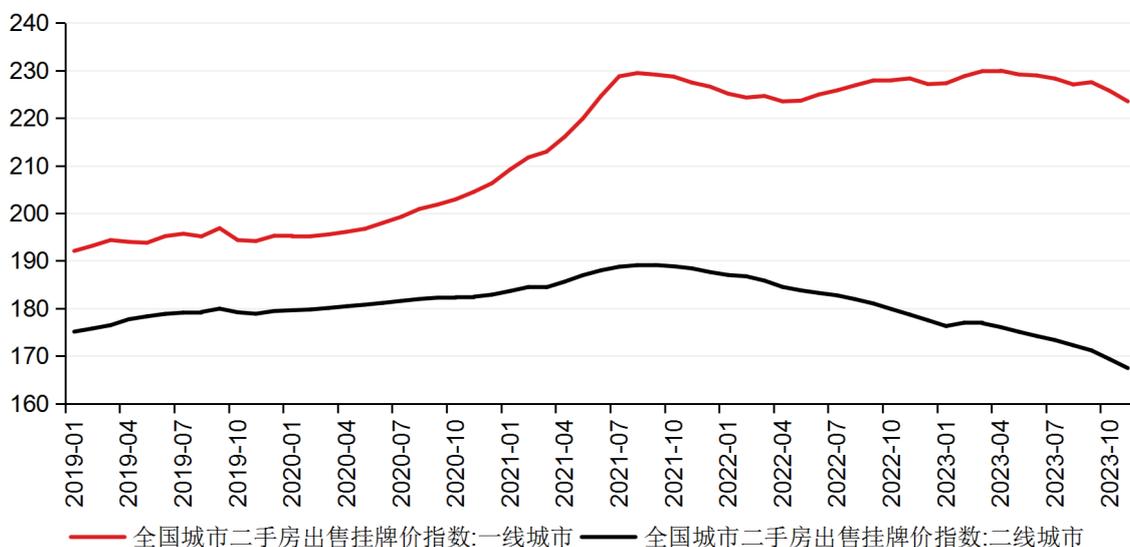


数据来源：WIND、国联期货研究所

3.3 居民资产向证券市场转移具有长期趋势

2022 年 11 月以来央行对于房地产“三支箭”政策系数出台，一系列政策出台后，房企股价强力反弹带领上证 50 表现强势，房地产上下游行业也全线复苏，相关大宗商品价格也同时迎来拉升，但在今年春节后市场逐渐意识到现实和预期存在较大差距，虽然一季度房地产销售数据短期呈现回暖迹象，但 2023 年 4 月起，房地产市场热度较一季度下降，楼市增长动能持续放缓，复苏趋势不稳固。同时在投资端依然疲软。在二手房市场，一二线城市虽然表现一定的分化格局，但一线城市同样也出现下跌势头。

图 33：全国二手房价格指数

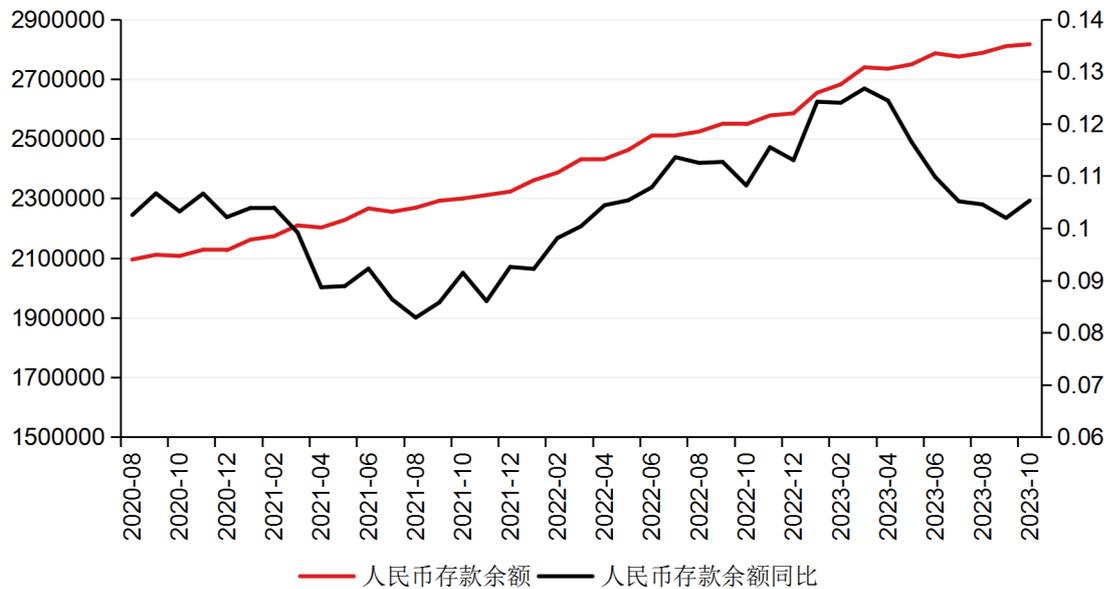


数据来源：WIND、国联期货研究所

在前文房地产部分分析中可见，目前房地产主要指标虽然小幅修复，但难言反转。房地产市场依旧保持疲软的根本原因在于当前中国房地产市场运行逻辑发生了深刻变化。需求端居民对房地产市场的预期发生逆转，居民投资需求明显下降，房住不炒逐渐成为共识，居民的购房意愿逐步下降。

所以未来房价的保持稳定的预期或将延续，房地产作为中国居民主要资产形式，尤其对于高净值人群，其收益率的降低或将引导高净值人群对资产配置向证券市场转移。

图 34：人民币存款走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

3.4 2024 年增量资金有望回暖

3.4.1 公募基金和社保基金

自 2015 以后，个人投资者在 A 股市场的资金占比逐年缩小，公募和私募基金规模快速增长，机构投资者话语权逐年增加。公募基金持股市值占 A 股流通市值比逐年攀升，其在 A 股市场中的影响力和话语权不断增强。

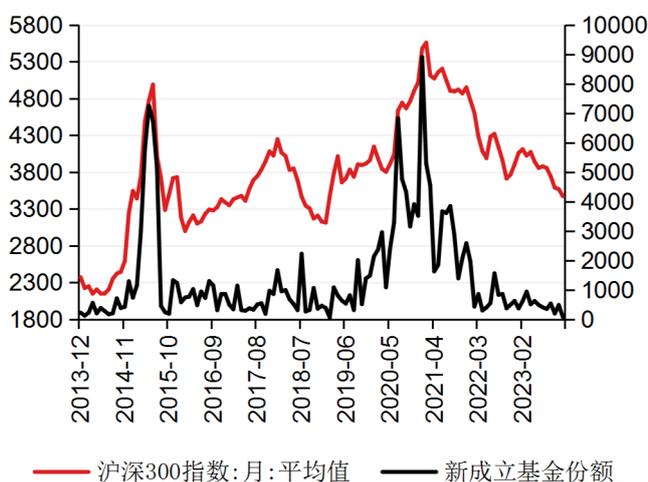
根据公募基金三季报数据，当前股票型基金和混合型基金仓位中位数分别在 91% 和 89.6% 附近的历史高位，按照权益类基金 95% 的持仓上限规则，后期继续加仓空间整体较为有限，后期公募基金对股票市场的增量将主要来自于新增基金产品份额。

自 2022 年以来公募基金规模未能延续近些年的持续上涨势头，新成立基金份额亦持续处于历史低位，投资者对于资本市场信心整体相对缺乏。截至 12 月 6 日，股票型和混合型公募基金市场规模 6.65 万亿元，相比 2022 年底下降 5.4% 左右，股票和混合型基金产品数量 6775 只，产品份额 61593 亿份，相比 2022 年底分别增加 7.35% 和 4.3%；新成立偏股型基金月度份额则在多数月份不足 400 亿份，然而回顾历史数据可以明显发现市场底的出现往往伴随着基金市场发行的低迷。展望 2024 年，在市场估值触及历史极值区域环境下，新增偏股型基金份额有望逐步回暖。

社保基金方面，财政部联合人力资源社会保障部在《全国社会保障基金境内投资

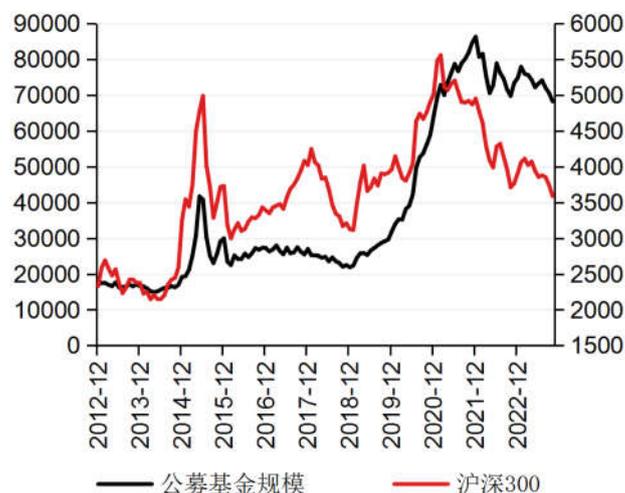
管理办法（征求意见稿）》中提到，社保基金投资股票类资产最大投资比例将由 30% 提升至 40%，根据社保基金 2022 年报数据，社保基金资产总额为 1.85 万亿元，由此间接推算将直接给 A 股带来增量资金近 1900 亿元。

图 35：新成立基金份额



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 36：公募基金规模

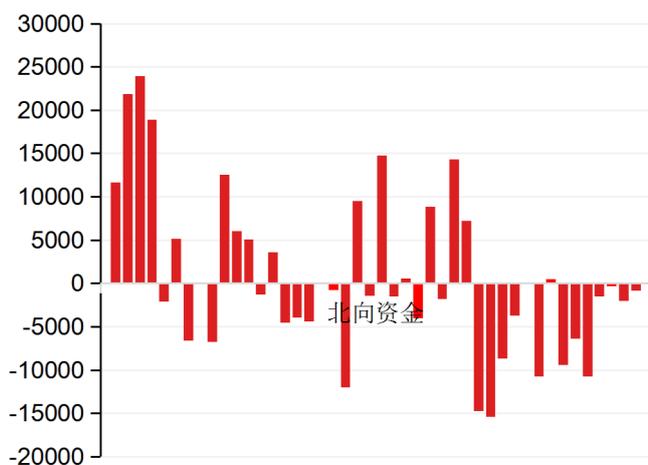


数据来源：WIND、国联期货研究所

3.4.2 北向资金或将逐步回流

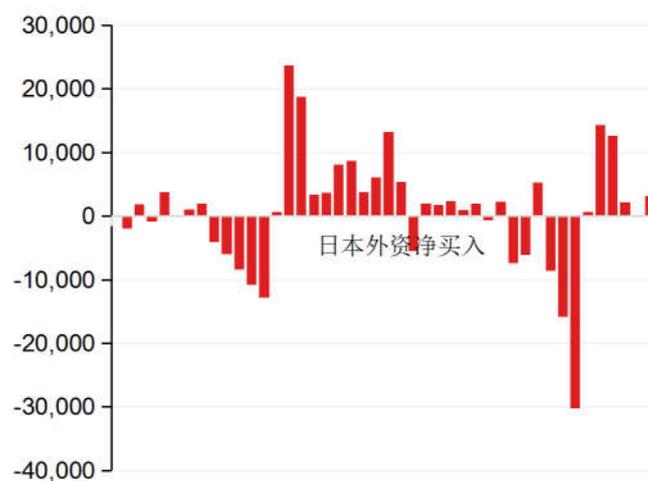
当前北向资金日均成交额在 1100 亿左右，其占沪深两市成交额已超过 10%，其流入流出不管对市场资金面还是市场情绪均具有较大影响。北向资金的流入流出一方面受国内宏观经济的影响，另一方面亦受中美利差的影响。

图 37：北向资金净周度净买入情况



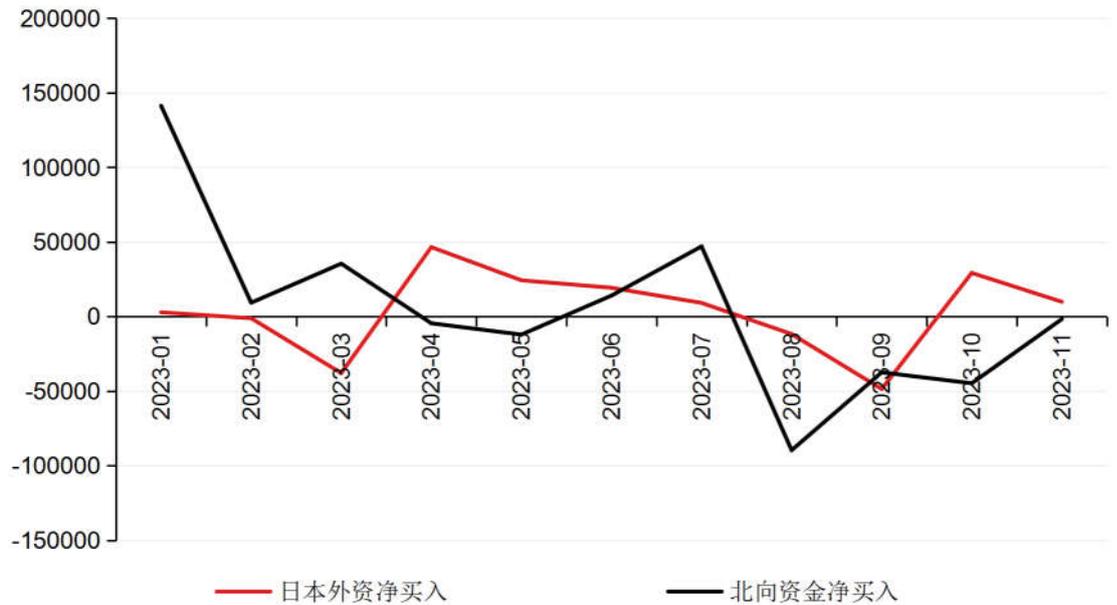
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 38：日本外资周度净买入情况



数据来源：WIND、国联期货研究所

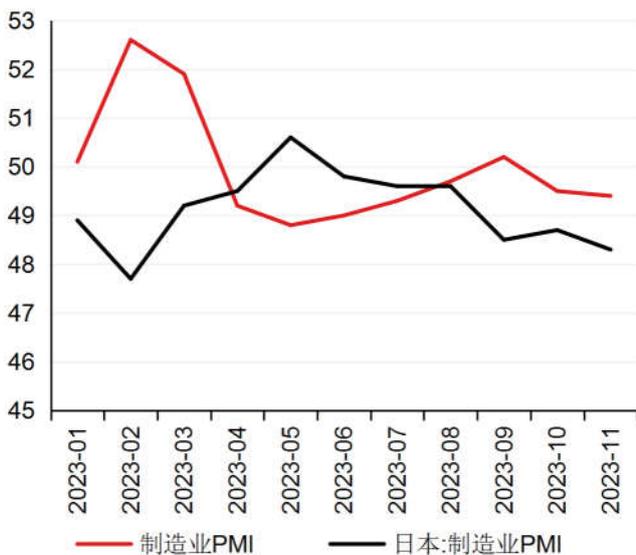
图 39：日本外资和北向资金净买入对比



数据来源：WIND、国联期货研究所

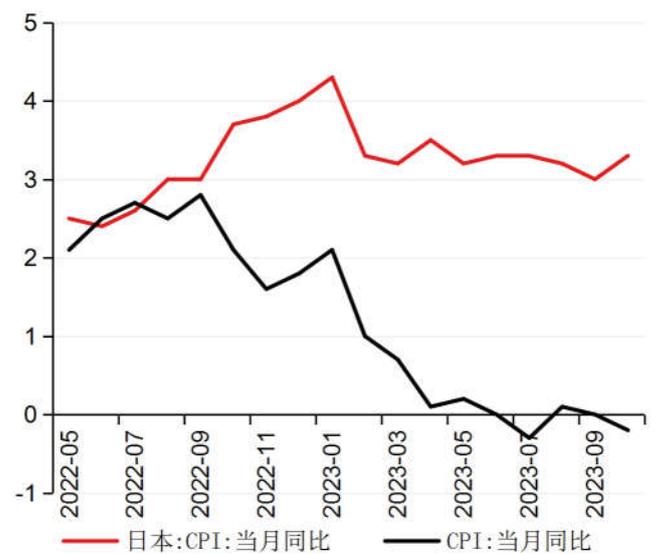
以中国和日本对比为例，今年上半年国内市场北向资金经历了年前的大幅流入到保持平稳的过程，下半年在 8 月后持续大幅流出，目前流出速度有明显放缓；反观日本因上半年经济数据的高于预期，自 4 月起外资便加速流入日本市场，从 10 月份后再次大幅流入日本市场，对国内北向资金的净流入形成一定分流，其月度累计净买入值与国内市场的净流入亦形成明显相反趋势。

图 40：中国日本制造业 PMI 对比



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 41：中国日本 CPI 对比



数据来源：WIND、国联期货研究所

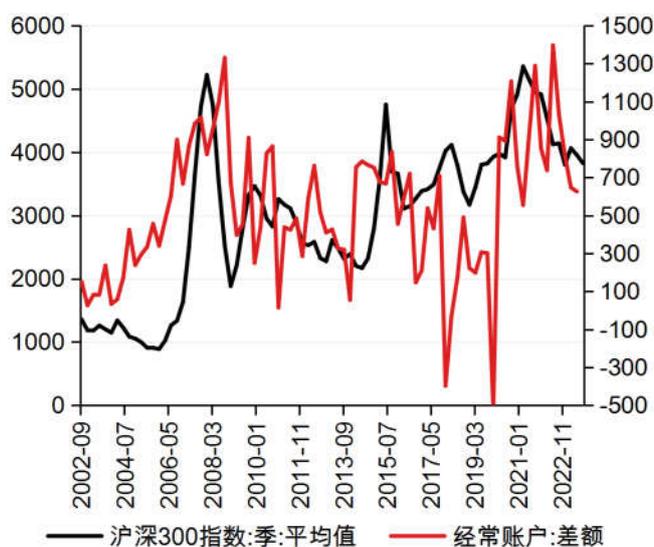
然而因长期的宽松货币政策，目前日本 CPI 处于 30 年以来的高位，日本央行现

行的收益率曲线控制政策最终很难不退出，如日央行将 10 年期国债收益率 0.5% 的利率上限从“严格限制”转变为参考，退出收益率曲线控制政策或对日本股市造成压力，届时外资亦将可能重新配置全球市场。目前国内市场通胀压力较小，利率水平保持健康，近期多政策持续落地，相较日本市场未来预期方面更有优势，外资重新重点配置国内市场亦将更有性价比。

3.4.3 广义外资或将边际好转

经常账户反映国内需求和国外需求相对变化情况，统计数据上与国内股指走势正相关性明显，表明国内风险资产定价的重要因素之一来自于国内外需求的强弱。尽管 2024 年欧美经济呈现弱衰退的概率较大，但随着全球产业链重塑，我国出口结构逐步改变，亚非拉地区占出口比例不断上升，且 2024 年美国补库周期或将逐步开启，这均将带动外需边际好转，有利于国内经常账户修复进而对 A 股市场带来积极预期。

图 42：经常账户与沪深 300 指数走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 43：年度经常账户与沪深 300 指数走势

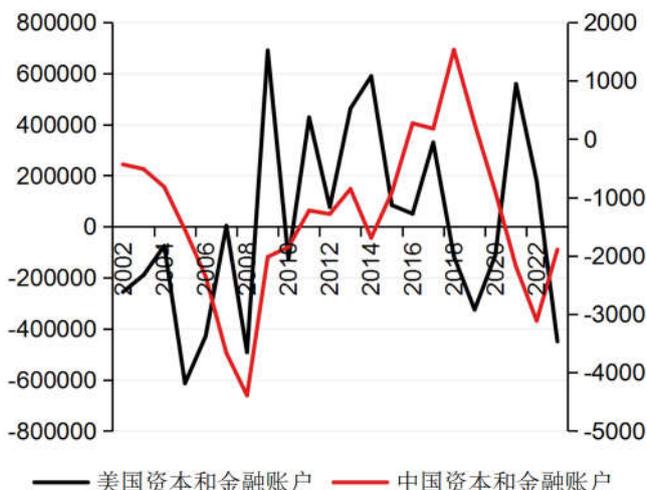


数据来源：WIND、国联期货研究所

通过观测资本和金融账户、金融机构外汇存款余额发现，2021 年以来中国资本和金融账号差额持续为负，外汇存款余额亦不断回落，表明国内资本流出压力较大。同时伴随着人民币贬值，这亦给资本市场带来一定压力。当前随着美国通胀数据的不断回落，市场对 2024 年 3 月降息的押注概率超过了五成，10 年期美债收益率亦有明显触顶回落趋势，当前已自顶部 5% 左右的高位大幅回落至目前 4.1% 至 4.2% 区间，中美利差随之大幅收窄，人民币贬值压力亦有明显下降，这对 2024 年北向资金的回流

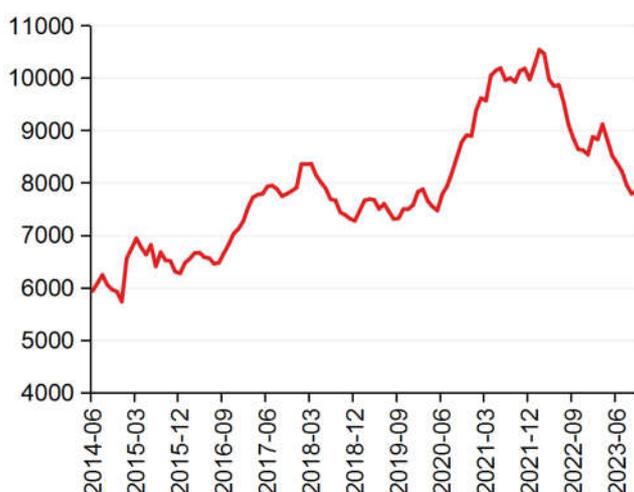
有积极的促进作用，同时国内资本市场中在广义外资层面的压力将会明显缓解。

图 44：中美资本和金融账户



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 45：金融机构：外汇存款余额

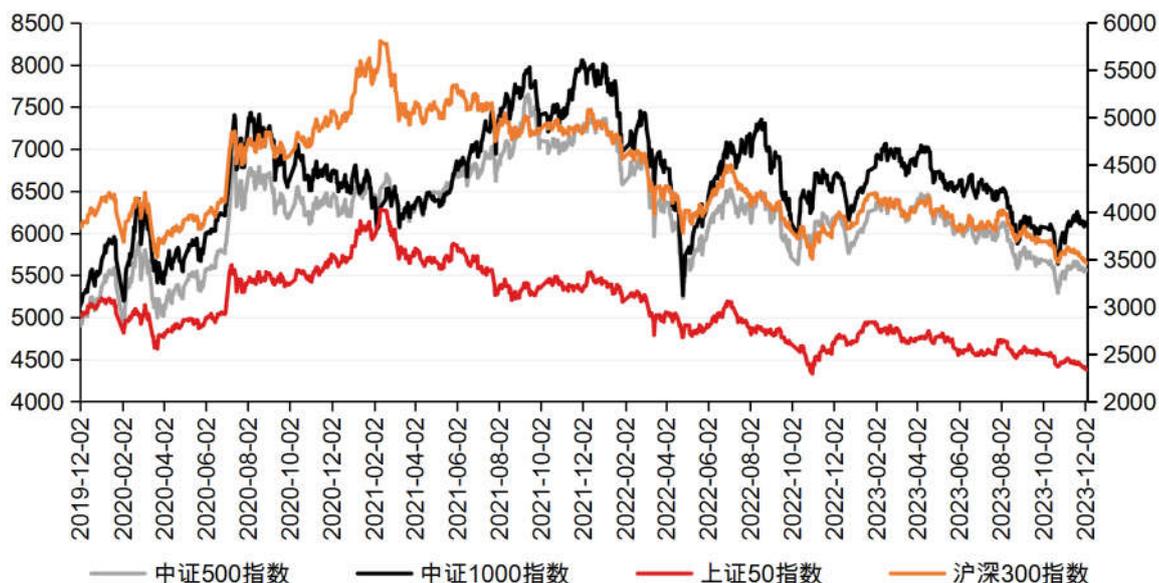


数据来源：WIND、国联期货研究所

3.5 市场中长期风格偏向成长

通过长期历史数据发现，各个指数并非保持统一走势和波动状态。上证 50 指数和沪深 300 指数走势具有趋同性，中证 500 和中证 1000 指数走势具有一致性。存量市场中资金在不同风格间切换，导致不同市值代表的指数往往呈现不同走势。

图 46：四大标的指数历史走势

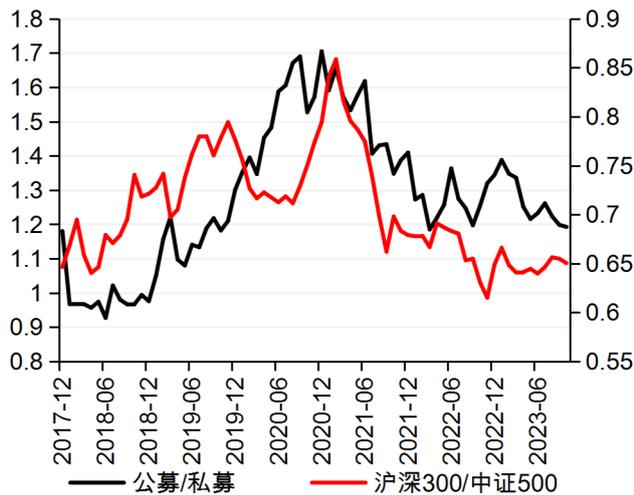


数据来源：WIND、国联期货研究所

公募基金与私募基金规模比值同沪深 300 指数与中证 500/中证 1000 的比值在历史维度上的波动具有相似性。虽然公募和私募基金规模自 2022 年后均有一定程度下

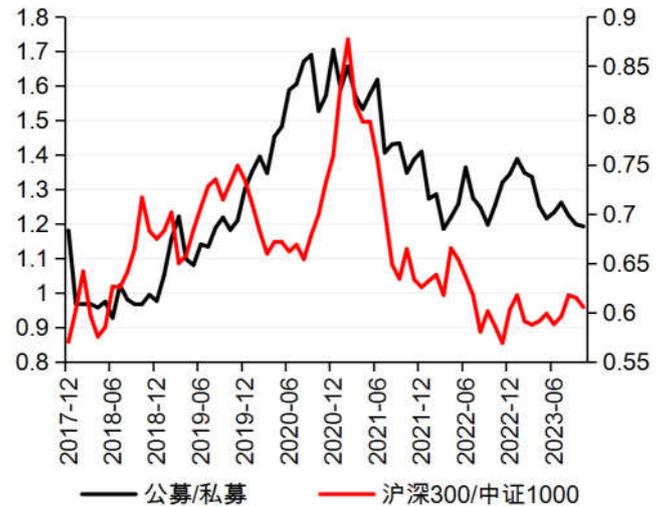
滑，但因通过公募基金参与资本市场的人群门槛相对较低，其受市场情绪影响更大，使得私募基金韧性明显强于公募基金。当前私募基金规模延续从去年 10 月份低点以来的反弹趋势，这也给中证 500 和中证 1000 未来行情带来资金支撑，叠加 2024 年国内经济继续呈现弱复苏的概率较大，未来市场弹性更好的成长风格或仍然占据上风。

图 47：沪深 300/中证 500 与公募/私募对比



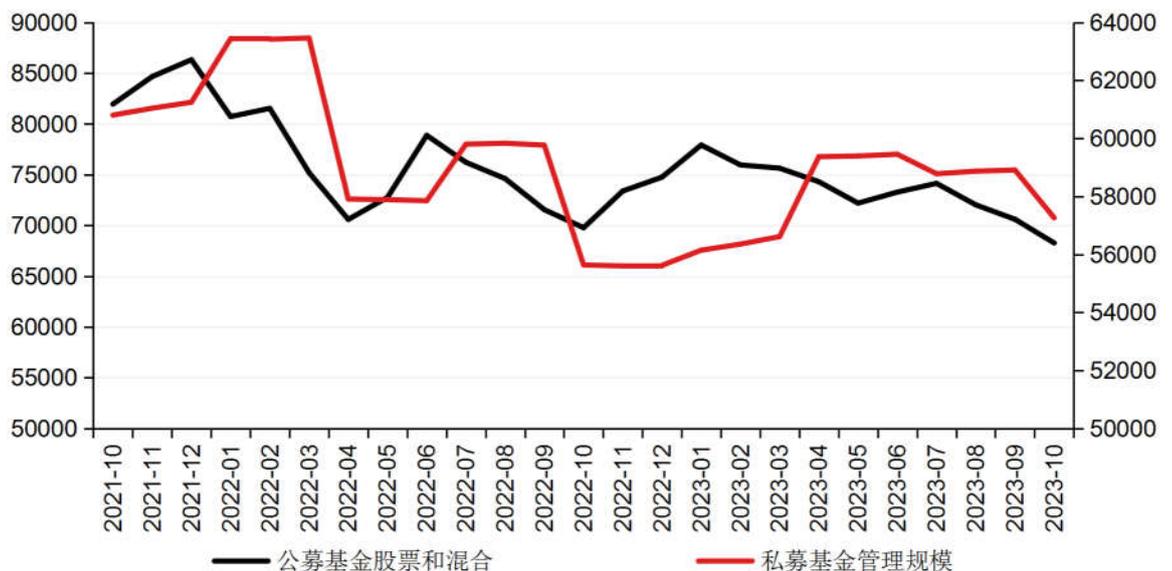
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 48：沪深 300/中证 1000 与公募/私募对比



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 49：公募基金规模和私募基金规模



数据来源：WIND、国联期货研究所

通过沪深 300 周期指数 (000968) 和沪深 300 非周期指数 (000969) 比值来判断市场风格变化，且其与中证 500 和中证 1000 指数具有明显负相关关系，对于市场风

格转换判断中具有一定意义。当前周期与非周期比值处于历史中高水平，短期在触及均值后有小幅回升迹象，市场短期风格有向周期转换可能；然而从中长期观察，当前比值数据依然处在均值上方中高水平，中长期具有一定回归动能，从此角度来看中期 A 股市场或依旧偏向成长风格，2024 年中证 500 和 中证 1000 指数仍具有风格优势。

图 51：周期/非周期和中证 1000 指数



数据来源：WIND、国联期货研究所

四、2024 年股指期货展望

随着各指数的再度回落，目前 A 股市场估值再次进入历史极高配置性价比区间。市场预期收益方面，在逆周期政策的支持下，国内经济有望延续温和复苏的势头，但过程并非一蹴而就、而是循序渐进，其中内需以及外需影响下出口数据的改善依然是经济复苏的焦点。流动性和资金层面，2024 年 CPI 和 GDP 回升是大概率事件，M2 和社融增速与中期潜在名义 GDP 增速匹配，故相比 2020 年疫情全球放水的流动性水平依然具有较大差距。

国内市场相比海外主要经济体复苏向好趋势明显，且随着美国通胀数据持续回落，加息结束预期升温，广义外资层面压力将会边际好转，北向资金亦将逐步回流。地产收益的下降和存款利率降低将引导高净值人群资产配置从房地产向证券市场转移，私募基金相比公募基金表现更具有韧性，叠加 2024 年国内经济温和复苏预期下，未来

市场弹性更好的成长风格或仍占据上风。综合而言，我们认为 2024 年 A 股市场运行中枢整体向上，估值回归行情值得期待。

策略建议：在此位置股指下方整体进一步下跌空间较小，已经具有理想的性价比，2024 年预期收益修复，多头机会已至，股指市场建议积极配置，长期配置建议做多沪深 300 指数期货，短期对于上证 50 和沪深 300 可以继续进行正套测试，步入 12 月对于中证 500 和中证 1000 可考虑通过反套策略测试局部顶部阶段，待其调整完成后受资金面以及市场风格等因素影响，建议中长期做多中证 500 和中证 1000 指数期货。考虑到目前内外部环境很难支撑 2024 上半年就开启全面牛市，仍然需要控制整体仓位，摒弃侥幸之念。

第二部分 股指期权

五、2023 年国内金融期权成交持仓概况

5.1 2023 年国内金融期权成交规模出现明显回落

当前国内期权市场已上市 12 个金融期权品种，其中上交所 5 个、深交所 4 个、中金所 3 个，其中中金所包含上证 50、沪深 300 和中证 1000 三大指数期权，其余两个交易所则全部为 ETF 期权。截至 11 月 28 日，全部金融期权总成交量 11.98 亿张、日均成交量 547.0 万张，总成交额 7680.73 亿元，日均成交额 35.07 亿元，与 2022 年相比大幅回落 24.2% 左右，这与 2023 年市场缺乏较为明显的趋势性行情有关。

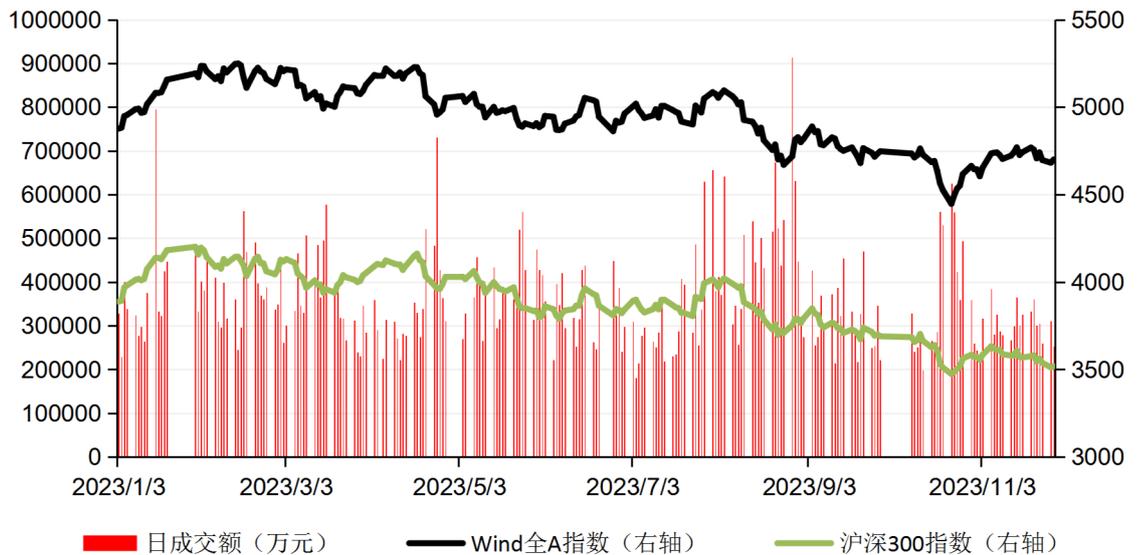
表 3：国内金融期权市场成交持仓情况（2023.1.1-2023.11.28）

	上证 50ETF 期权	沪 300ETF 期权	沪 500ETF 期权	沪深 300 指数 期权	上证 50 指数期权	中证 1000 指 数期权
累计成交量(张)	420846812	272332177	117883463	21757901	9682335	15382617
日均成交量(张)	1921674.94	1243525.92	538280.65	99351.15	44211.58	70240.26
日均成交 PCR	0.88	0.89	1.01	0.74	0.68	0.87
日均持仓量(张)	2274944.30	1569222.47	710028.00	179233.37	74355.89	98028.05
日均持仓 PCR	0.77	0.87	1.02	0.72	0.54	0.76
累计成交额(万元)	16162257.99	14509803.77	8446158.71	10394076.55	3000350.88	10420988.16
日均成交额(万元)	73800.26	66254.81	38566.93	47461.54	13700.23	47584.42
日均成交额 PCR	0.90	0.94	1.10	0.85	0.71	0.96
	深 300ETF 期权	深 500ETF 期权	创业板 ETF 期权	深 100ETF 期权	华夏科创 50ETF 期权	易方达科创 50ETF 期权
累计成交量(张)	43183876	28295814	166703451	20580451	58322072	22948852
日均成交量(张)	197186.65	129204.63	761202.97	93974.66	490101.45	192847.50
日均成交 PCR	0.90	0.97	0.84	0.90	0.66	0.69
日均持仓量(张)	255770.43	179838.12	955667.69	125839.88	930280.86	352665.67
日均持仓 PCR	0.86	0.95	0.68	0.74	0.48	0.44
累计成交额(万元)	2243528.37	2225978.07	6561670.96	863283.50	1451972.86	527231.26
日均成交额(万元)	10244.42	10164.28	29961.97	3941.93	6630.01	2407.45
日均成交额 PCR	0.93	1.03	0.98	0.96	0.90	1.00

数据来源：WIND、国联期货研究所

从看跌看涨期权成交 PCR 值上看，各期权合约日均成交额 PCR 值普遍高于日均成交量 PCR 值，表明投资者交易看跌期权的虚值程度整体比看涨期权更小，如此才能在相同成交量下看跌期权成交额更大。从避险的角度进行解释，在市场震荡下行环境下投资者更愿意用更靠近平值合约的看跌期权去防范下行风险。

图 52：国内金融期权成交额变动走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

从期权成交额与 A 股市场走势关系上观察，期权成交额的放大往往对应 A 股市场波动率的放大，如 2023 年 8 月、10 月金融期权成交额均出现明显的脉冲放大现象，此阶段分别对应资本市场政策密集出台（降低印花税、严控减持等）、海外美债收益率加速上行，市场波动随之出现局部放大。

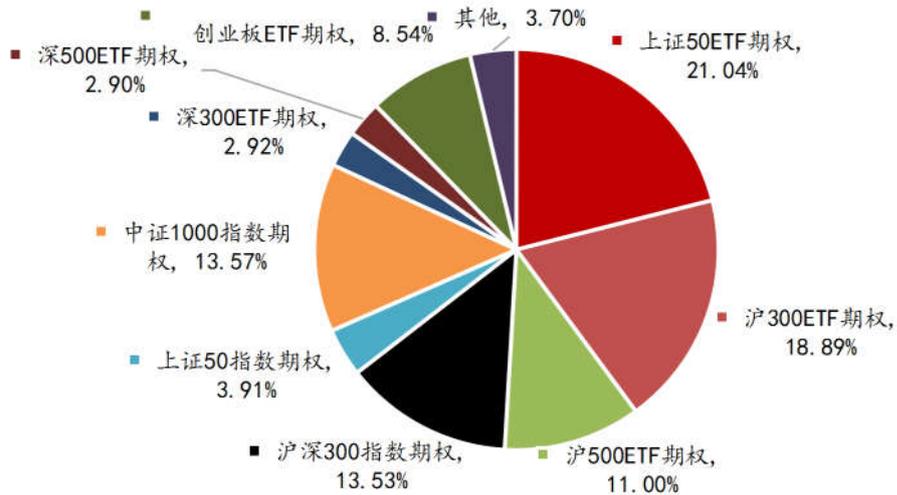
5.2 中证 1000 指数期权市场规模不断上升

分品种上看，三大指数期权因单位面值更大，其日均成交量整体较低，但若从成交额角度上分析，上证 50ETF 期权因上市时间最长市场运行最为成熟，其成交额占比份额最高，达到 21.04%，华泰柏瑞 300ETF 期权次之，占比 18.89%，中证 1000 指数期权和沪深 300 指数期权紧随其后，深市 ETF 期权及科创 50ETF 期权成交额份额最少，其占比均不足 5%（创业板 ETF 期权除外）。

需要注意的是，尽管中证 1000 指数期权上市时间明显落后于沪深 300 指数期权，但其日均成交额在 2023 年已完全追上后者，投资者更偏好交易中证 1000 指数期权。若从份额占比变动趋势上观察，该种现象更为明显。在今年 8 月之前，中证 1000 指

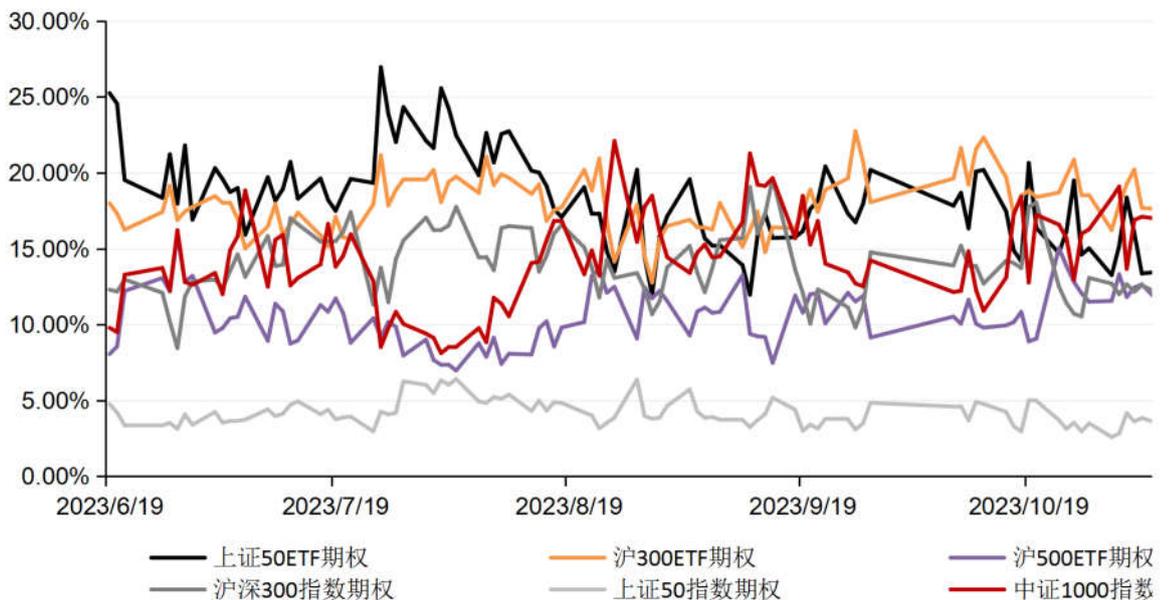
数期权成交额在绝大多数的时间均低于上证 50ETF 期权和沪深 300 指数期权，但 8 月之后该种现象开始逐步发生改变，其成交额份额占比不断攀升，其高于沪深 300 指数期权已开始常态化，近一个月份额甚至高于上证 50ETF 期权和华泰柏瑞 300ETF 期权，表明投资者对成长性更强的中证 1000 指数期权兴趣更大。

图 53：2023 年国内各金融期权成交额份额情况



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 54：主要期权成交额份额变动情况



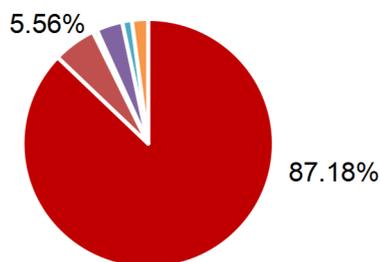
数据来源：WIND、国联期货研究所

5.3 投资者偏向交易近月合约

与股指期货交易类似，近月合约是所有合约中成交持仓最大的合约，以 11 月 28

日收盘后成交持仓分布为例，沪深 300 指数期权当月成交量占比高达 87%，因当月合约变动更为敏感，短线交易者更偏向交易当月合约。与之对应的是，各月份持仓量分布则更为均衡，当月持仓占比在 64%左右，持仓时间更长的投资者在当月和季月合约均有所分布。这与买卖双方交易习惯有关，对于买方而言，远月合约时间价值衰减更慢，持有时间可以相对更长，近月合约时间价值衰减更快，持有时间则往往不长；对于卖方来讲，因其主要以赚取时间价值为目的，持仓时间一般相对买方更长，其在各合约往往均会有所涉及。

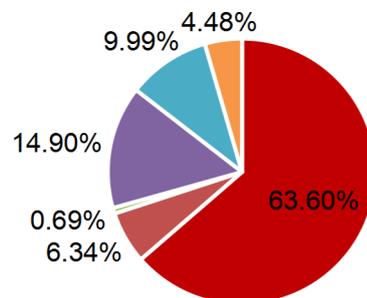
图 55：沪深 300 指数期权成交量分布



■ 当月 ■ 下月 ■ 下下月 ■ 当季 ■ 下季 ■ 下下季

数据来源：WIND、国联期货研究所

图 56：沪深 300 指数期权持仓量分布



■ 当月 ■ 下月 ■ 下下月 ■ 当季 ■ 下季 ■ 下下季

数据来源：WIND、国联期货研究所

整体而言，因 2023 年 A 股市场整体以震荡偏弱行情为主，金融期权各品种成交规模相对往年均有所回落，但标的成长性更强的中证 1000 指数期权成交额份额有不断攀升之势。对于 2024 年，在指数中长期风格偏向成长环境下，我们预计中证 1000 指数期权份额仍有继续提升空间。

六、2023 年股指期权市场波动率情况

6.1 标的指数波动率市场回顾

2023 年全年三大指数期权标的历史波动率整体表现为低位震荡走势，其变动范围相对往年有明显收窄。沪深 300 指数 30 日历史波动率震荡区间在【10.9%-17.6%】，60 日历史波动率在【12.11%-20.24%】；上证 50 指数 30 日历史波动率在【10.31%-18.91%】，60 日历史波动率在【13.15%-23.27%】；中证 1000 指数 30 日历史波动率在【11.12%-19.27%】，60 日历史波动率在【12.8%-19.1%】。其中上证 50 和沪深 300 指数波动率的周期性波动规律更强，大体可以分为如下几个阶段：

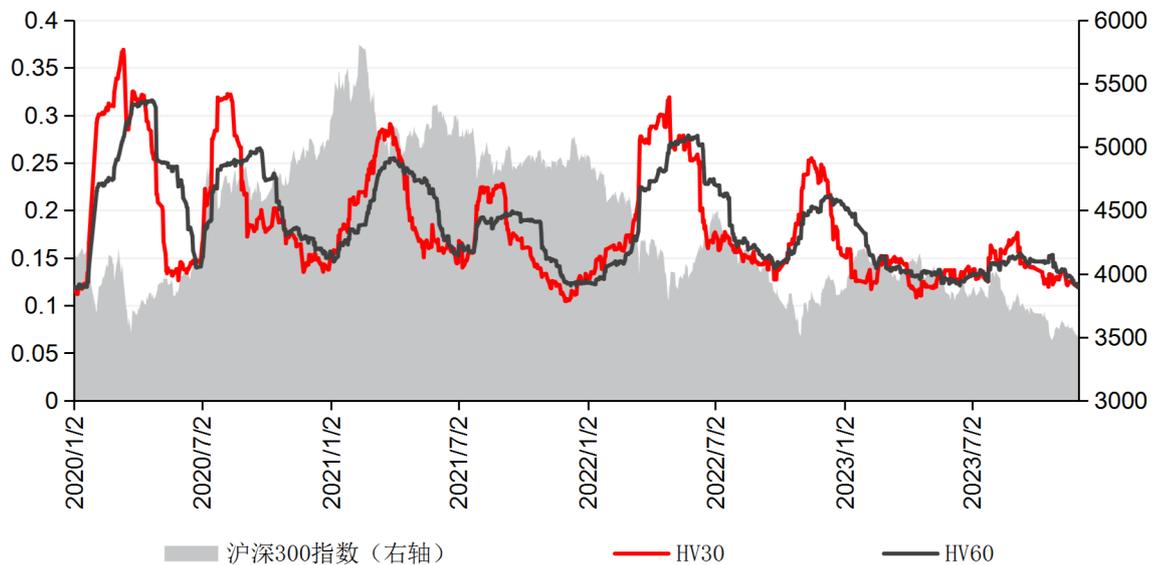
2023 年初至 4 月底：三大标的指数表现为“N”字型震荡走势，沪深 300 和中证

1000 指数表现偏强，而上证 50 指数则略显偏弱，各指数历史波动率整体表现为震荡下行或低位震荡走势。因北向资金资金的持续大幅流入，1 月初市场波动率经历了短暂的放大，其后便因缺乏明显的宏观利好驱动，各指数持续震荡，波动率随之大幅回落。沪深 300 指数 30 日历史波动率由年初最高 15.9% 左右回落至 12% 左右，60 日历史波动率由 15.9% 左右回落至 13% 左右；上证 50 指数 30 日历史波动率由 18.9% 回落至 12% 左右。

5 月初至 8 月底：因各项经济数据的不及预期、海外美债收益率的不断上涨、资本市场诸多政策的超预期出台，上证 50 和沪深 300 指数市场波动率在此期间出现一定程度的放大。上证 50 指数 30 日历史波动率由 12% 左右回升至 17.5% 左右，沪深 300 指数 30 日历史波动率有 12% 左右回升至 17% 左右。

9 月初至 11 月底：市场对各项宏观政策开始钝化，上证 50 和沪深 300 指数依旧处于缓慢的震荡下行之中，波动率再度出现明显回落。上证 50 指数 30 日历史波动率由回落至当前 11.6% 左右，沪深 300 指数 30 日历史波动率回落至当前 12% 左右，中证 1000 指数则由 12% 最高回升至 14% 左右。

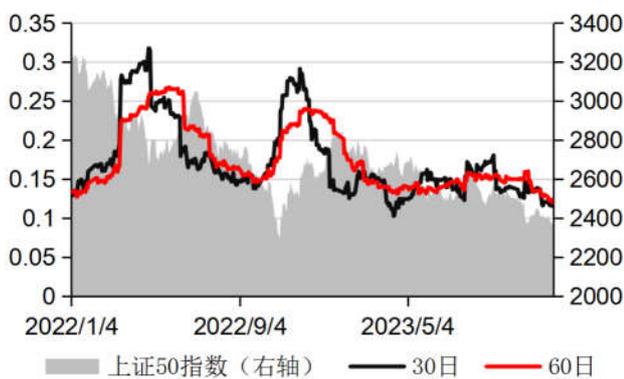
图 57：沪深 300 指数历史波动率走势



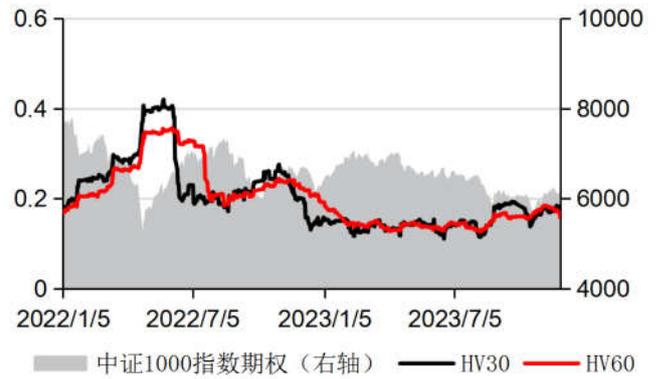
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 58：上证 50 指数历史波动率走势

图 59：中证 1000 指数历史波动率走势



数据来源：WIND、国联期货研究所



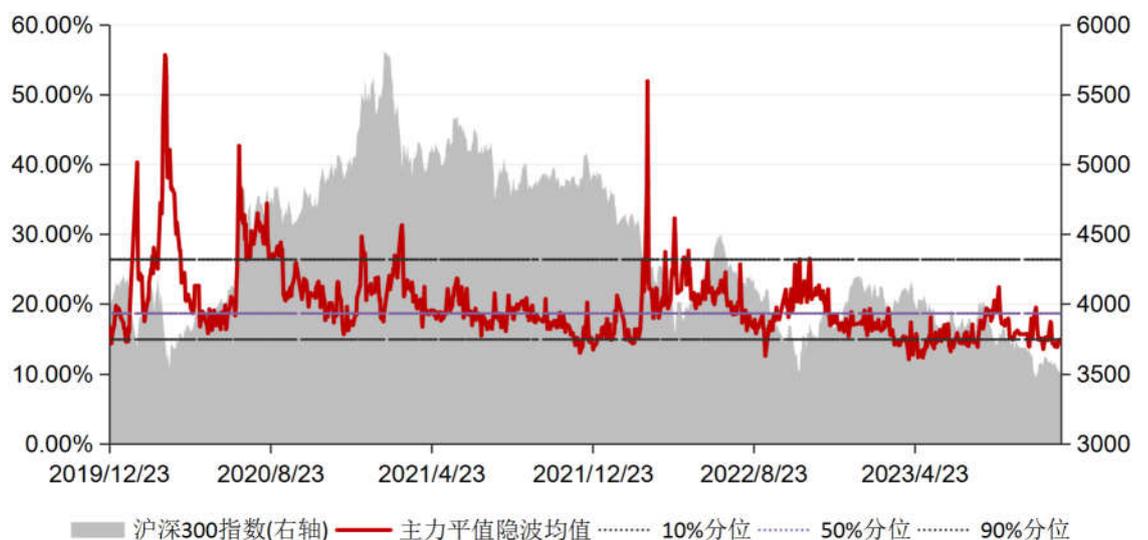
数据来源：WIND、国联期货研究所

6.2 2023 年股指期权波动率主要特征

6.2.1 隐波全年处于低位震荡之中

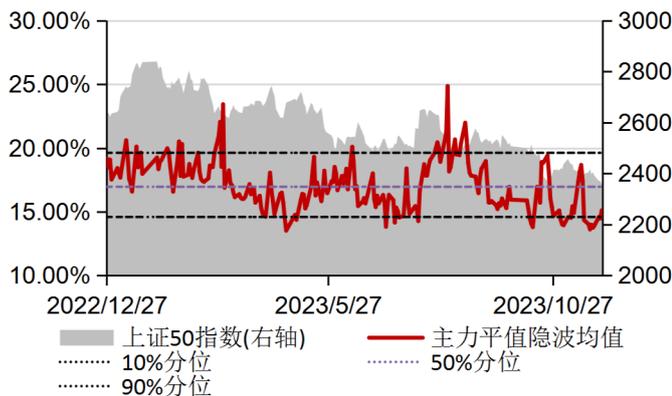
期权隐含波动率与标的历史波动率相互影响，其在多数时间跟随标的指数波动率变动。因标的指数历史波动率在 2023 年几乎全年均处于低位震荡之中，2023 年各期权隐含波动率在绝大多数时间亦处于上市以来较低水平。沪深 300 指数期权主力平值隐波均值除在 8 月底短暂触及 20%左右的局部高位外，其余绝大多数时间处于 18%以下，最低触及 12%左右的历史最低水平，全年隐波均值亦是其上市以来最低的年份。上证 50 指数期权和中证 1000 指数期权隐波走势亦有类似的特征。

图 60：沪深 300 指数期权平值隐波均值历史走势



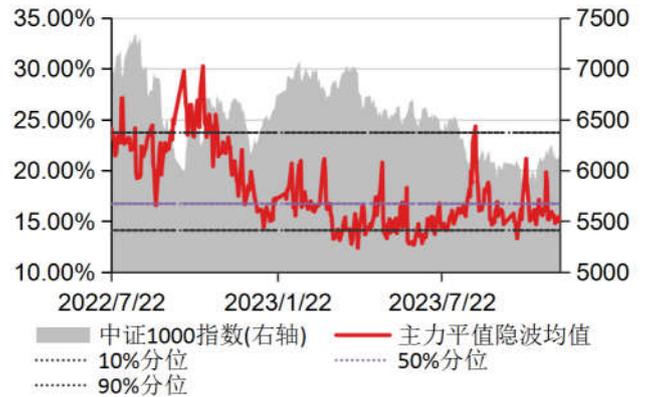
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 61：上证 50 指数期权平值隐波均值历史走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 62：中证 1000 指数期权平值隐波均值历史走势

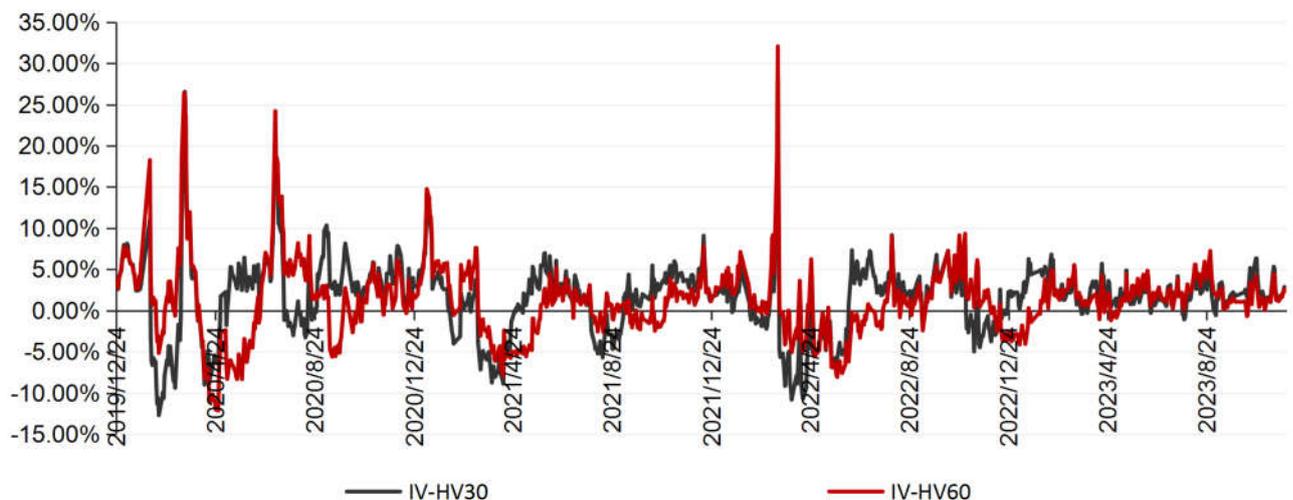


数据来源：WIND、国联期货研究所

从近一个月期权市场隐含波动率大小上看，上证 50、沪深 300 指数期权平值隐波均值自低位区域有所回升，当前在 17% 左右，该值处于近三年 34% 分位左右中等较低水平；中证 1000 指数期权平值隐波均值则在 16.5% 左右震荡，该值处于上市以来 47% 分位左右中等水平。

6.2.2 期权隐波溢价波动空间收窄

图 63：沪深 300 指数期权隐含波动率与历史波动率之差

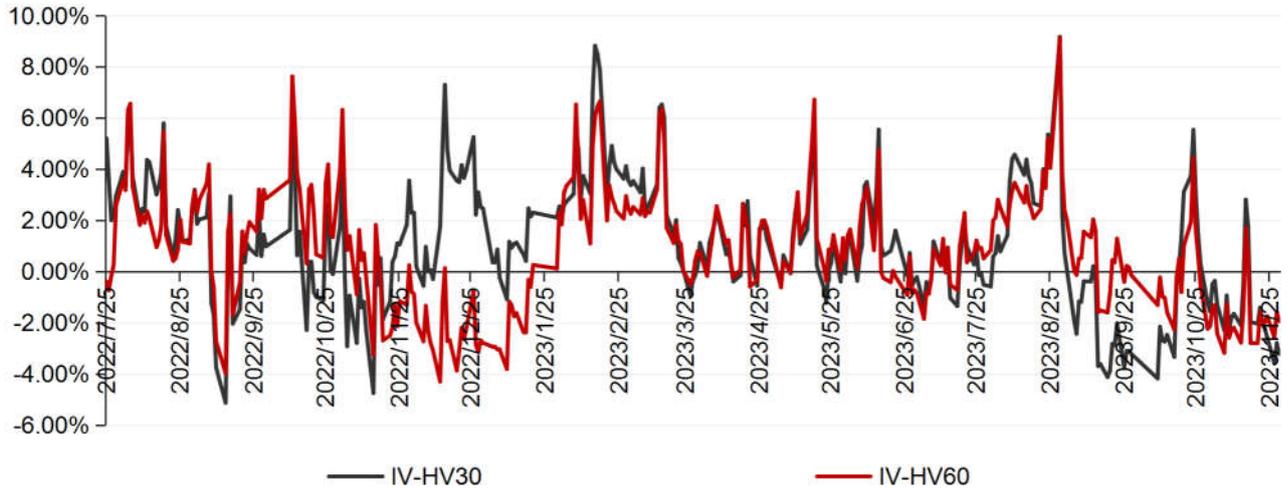


数据来源：WIND、国联期货研究所

与往年相比，2023 全年沪深 300 指数期权隐含波动率高于标的指数历史波动率的时间明显更为频繁，其与 30 日历史波动率之差全年均值在 2.3% 左右，明显高于往年 1% 至 2% 的区间水平，这或许与标的指数历史波动率持续处于历史低位有关。当标的指数波动率越低时，因其均值回归特性，后期指数波动率回升的空间便越大，投资者更愿给予对应期权更高的溢价，这对期权卖方整体较为有利。尽管如此，若从期权折

溢价波动范围上看，2023 年其波动空间相对往年有明显收窄，其波动空间整体在【-1%,5%】之间,往年折价溢价最高均可高达 10%以上，其主要原因在于 2023 年标的指数市场波动率整体相对较低，投资者情绪变动相对平缓，折溢价极值亦随之下降。

图 64：中证 1000 指数期权隐含波动率与历史波动率之差



数据来源：WIND、国联期货研究所

中证 1000 指数期权因其标的市场弹性更大，其隐波相对历史波动率的折溢价整体在【-4%,9%】之间波动，其变动范围相对沪深 300 指数期权明显更宽。

6.2.3 看涨看跌隐波差及期权偏度相对往年存在一定上行

下文中偏度是指：

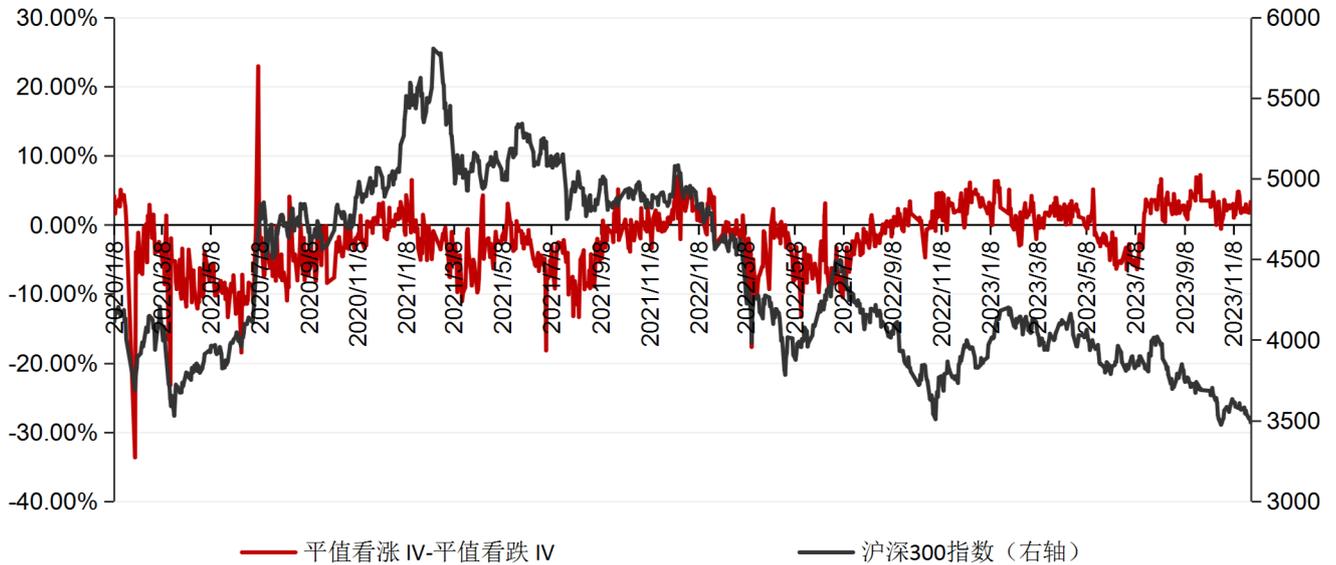
$$\text{偏度} = (\text{IV}(0.25\text{Delta}) - \text{IV}(-0.25\text{Delta})) / \text{平值 IV}$$

2023 年市场三大指数期权无论看涨看跌隐波差还是偏度相对往年均有明显上行。以沪深 300 指数期权为例，除去 6 月和 7 月的成分股分红高峰外，今年其余时间当月 10 看涨期权隐波普遍高于看跌期权隐波，其价差最高达到 7 个百分点左右，同时价差在分红高峰期最低亦仅有-6.5 个百分点左右，无论高点或是低点，相对往年均有所提高。全年价差均值在 1.2 个百分点，环比 2022 年上涨近 3 个百分点。

究其主要原因，一方面在于当前标的指数估值整体偏低，投资者更愿意给予标的市场向上波动的放大；另一方面则在于期权期货间平价关系的存在，股指期权看涨看跌隐波差与对应股指期货升贴水往往基本同步。在过去一年中，因雪球产品大量发行导致股指期货多头对冲需求增加，同时股票市场中性产品份额在近两年亦出现明显缩

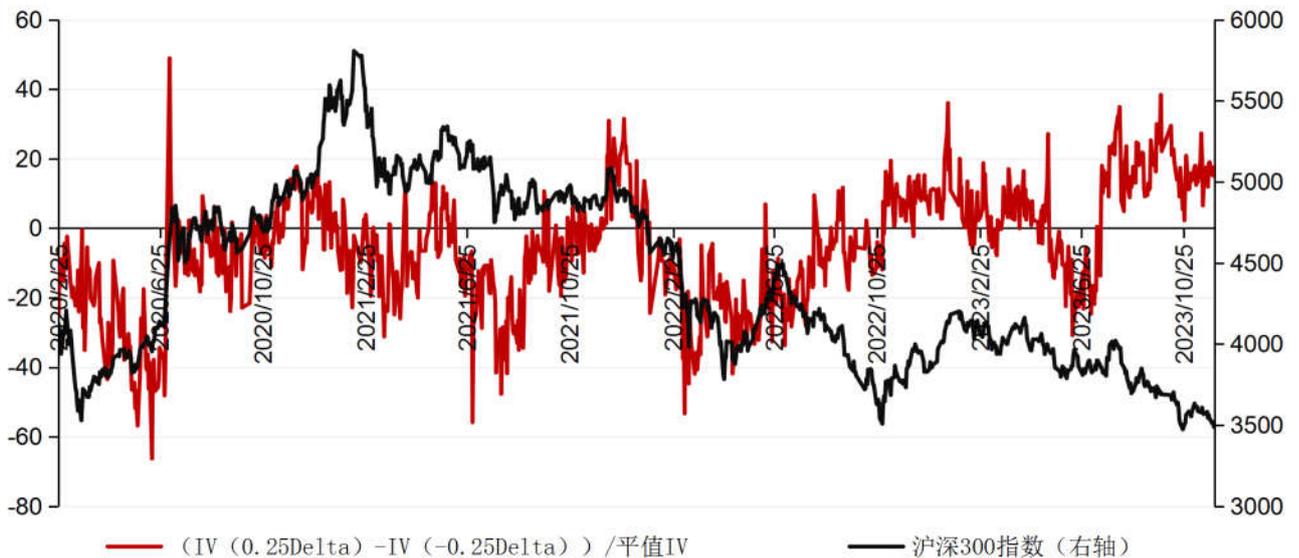
水，空头对冲需求亦随之减弱，股指期货升水幅度相比往年便有一定上升。在平价关系的影响之下对应期权看涨看跌隐波差值及期权偏度整体均有所提升。

图 65：沪深 300 指数期权主力看涨看跌平值隐波差



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 66：沪深 300 指数期权偏度历史走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

尽管从 2023 全年的角度看涨看跌隐波差及偏度相比往年有所回升，但进入 12 月以来，在指数不断下行环境下，该两个指标均出现反季节性回落，且看涨隐波出现少有的在非分红季明显低于看跌期权隐波的情形，此为 2022 年 3 月中旬以来的首次，这或许是市场悲观情绪触及历史极值的信号，对此后期我们应重点关注指数逐步企稳

甚至出现市场底的可能。

整体而言，2024 年随着中性产品规模的扩大和业绩的提升，空头对冲需求或将逐渐增强，股指期货升水幅度亦将可能出现一定收窄，期权看涨看跌隐波差及偏度震荡重心亦可能出现一定回落，且在当前市场悲观情绪触及极值区域时，我们需重点关注指数逐步企稳甚至出现市场底的可能。

6.3 关于对未来市场波动率的想法

展望当前至明年，我们认为 IO 和 HO 期权隐含波动率短期仍旧具有回落空间，但从 2024 年全年来看，三大指数期权波动率变动重心回升的概率相对较大，预计上证 50 和沪深 300 指数期权平值隐含波动率波动区间在【12%-30%】之间，中证 1000 指数期权在【14%-35%】之间，且其在一季度和三季度可能出现隐含波动率的局部高点。主要理由如下：

首先，从 2023 全年来看，三大标的指数市场平均波动率相比往年有明显回落，上证 50 指数、沪深 300 指数和中证 1000 指数平均波动率分别仅有 14.12%、13.56% 和 15.11%，环比 2022 年均大幅回落 7 个百分点以上，在过去八年中其绝对大小亦仅略高于 2017 年，处于历史极低水平。仅从数据统计上看观察，因波动率的回归特性，2024 年各标的指数市场平均波动率放大回升的概率是极高的，参考过去几年波动率触及极低水平后的回升情况，上证 50 和沪深 300 指数全年平均波动率有望回升至 20% 左右，中证 1000 指数平均波动率有望回升至 20% 至 25% 左右。

表 4：近 8 年标的指数市场平均波动率

	2023 年	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
上证 50 指数	14.12%	21.07%	19.47%	22.25%	19.37%	22.19%	11.25%	20.55%
沪深 300 指数	13.56%	20.60%	18.78%	23.08%	19.97%	21.64%	10.23%	22.68%
中证 1000 指数	15.11%	25.67%	19.31%	27.89%	25.25%	25.38%	16.59%	33.76%

数据来源：WIND、国联期货研究所

其次，从当前隐含波动率与历史波动率对比上看，IO 和 HO 期权隐波普遍高于 30 日历史波动率 5 至 6 个百分点，溢价程度处于历史较高水平，短期溢价有明显缩窄空间，在目前标的指数上有压力下亦有支撑的震荡格局之下，溢价程度的回归更可能通过期权隐含波动率的下降来实现。

最后，从波动率的季节性规律上观察，12 月并不是波动率易于大幅回升的月份，

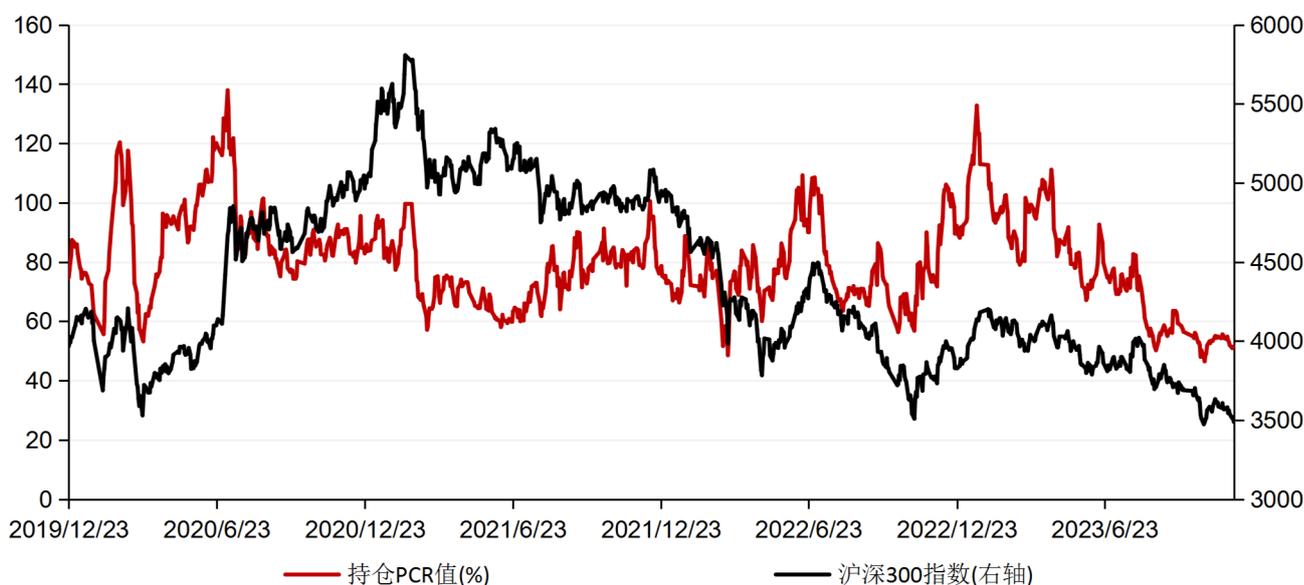
相反一季度和三季度市场波动率出现季节性回升的概率往往更大，因一季度是传统的信贷高峰期，亦是全国两会召开的季节；三季度则因半年度考核刚刚结束，无论从资金层面还是政策层面，其均有利于市场波动率的回升。

七、期权策略回顾与推荐

7.1 基于期权持仓 PCR 值的择时系统

期权持仓 PCR 值即看跌期权持仓量与看涨期权持仓量的比值，长期看其与标的指数存在明显正相关性，但其亦有一定的均值回归特性；从卖方视角看，标的指数上行带动看跌期权卖方持仓比例增加，持仓 PCR 值进而出现上行，反之类似。

图 67：沪深 300 指数期权持仓 PCR 值与标的指数走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

我们以沪深 300 指数期权为例，基于 10 期权持仓 PCR 值构建如下择时系统：

- (1) 做多信号：持仓 PCR 值高于两天前数值，昨日持仓 PCR 值高于四天前数值，且持仓 PCR 值高于过去 20 个交易日均值；
- (2) 做空信号：持仓 PCR 值低于两天前数值，昨日持仓 PCR 值低于四天前数值，且持仓 PCR 值低于过去 20 个交易日均值；
- (3) 平多信号：持仓 PCR 值低于四天前数值
- (4) 平空信号：持仓 PCR 值高于四天前数值

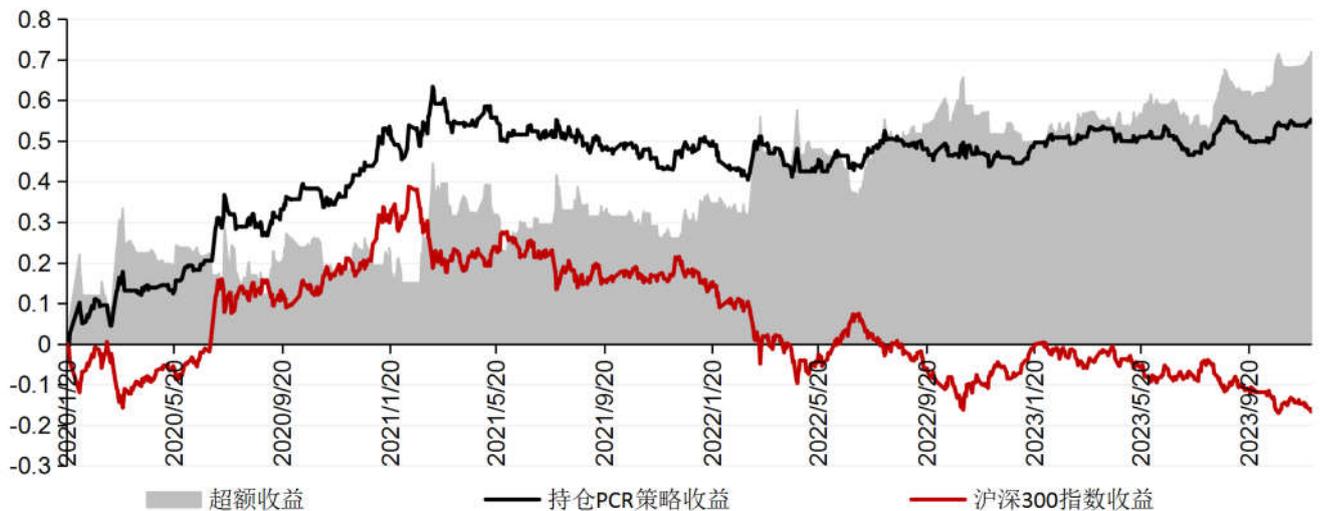
回测区间：2020/1/20 至 2023/11/29，测试标的：沪深 300 指数，测试结果如下：

表 5：10 持仓 PCR 择时系统绩效指标

统计指标	全部交易	多头	空头
累计收益率	55.27%	31.44%	23.84%
年化收益率	14.03%	7.98%	6.05%
交易次数	127	64	63
胜率	52.30%	57.80%	49.20%
盈亏比	1.38	1.3	1.49
最大回撤	-14.5%		
基准指数	-16.66%		
超额收益	71.94%		

数据来源：WIND、国联期货研究所

图 68：基于 10 持仓 PCR 择时系统收益曲线



数据来源：WIND、国联期货研究所

从结果可知，基于 IO 期权持仓 PCR 值的择时系统能够取得明显正收益，策略年化收益率在 14.03%，最大回撤在-14.5%，同期沪深 300 指数收益率-16.66%，最大回撤-40.18%，策略相对基准指数可以获得 71.94%的超额收益，且在指数震荡下行阶段可以获得明显的超额收益，但在指数快速上行阶段超额收益并不明显。

7.2 期权经典策略绩效回顾

因沪深 300 指数期权上市时间最长，本节仅以沪深 300 指数期权为例进行回顾。

为便于与基准指数进行对比，下文中绩效均为不加杠杆后的绩效，其初始资金与沪深 300 指数现货相同。

7.2.1 备兑策略

策略构建：持有沪深 300 指数现货，同时卖出不同行权价当月虚值看涨期权，持有到期后自动换月，其中手续费+滑点取 0.55 点/手。

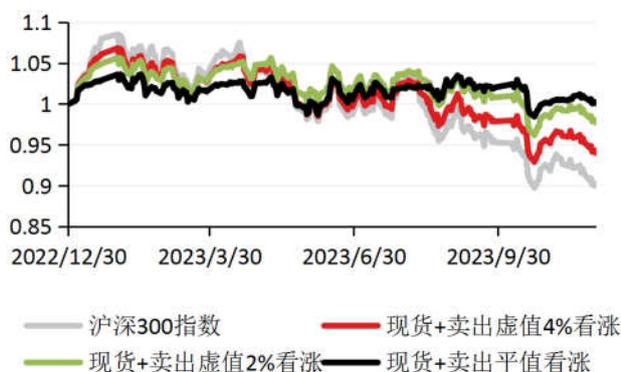
从不同行权价备兑策略组合绩效指标可以发现：过去两年，因沪深 300 指数呈现明显震荡下行走势，各行权价的看涨期权卖方均能有效降低标的指数回撤，达到增收效果，且行权价越低，备兑增收效果越优。然而从更长期的选择上看，在国内经济不断向前发展的大前提下，沪深 300 指数年度级别的震荡上行是大概率事件，对于不具备择时能力的投资者而言，我们更倾向于选择虚值 2% 左右的行权价进行长期备兑增收，因其在收获一定权利金的同时保留了部分指数的上行收益。

表 6：备兑策略绩效

策略类型	现货+卖出平值	现货+卖出虚值 2%	现货+卖出虚值 4%	基准
2022.01.01-2023.12.1 累计收益	-8.67%	-14.21%	-19.9%	-29.5%
最大回撤	-15.31%	-20.66%	-23.94%	-29.68%
2023.01.01-2023.12.1 累计收益	0.09%	-2.25%	-6%	-10.04%
最大回撤	-6.12%	-8.99%	-13.04%	-17.3%

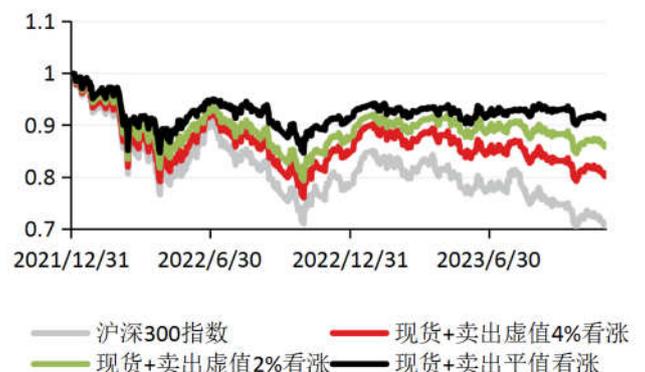
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 69：2023 年以来备兑策略净值曲线



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 70：2022 年以来备兑策略净值曲线



数据来源：WIND、国联期货研究所

7.2.2 双卖策略

策略构建：同时卖出等量当月虚值看涨和看跌期权，持有到期后自动换月，其中手续费+滑点取 0.55 点/手。

从不同行权价双卖策略的绩效曲线可以发现：

(1) 近两年因标的市场波动率不断下行，双卖策略整体可以获得相对可观的收益，这也是近两年私募基金期权类策略表现亮眼的原因之一；

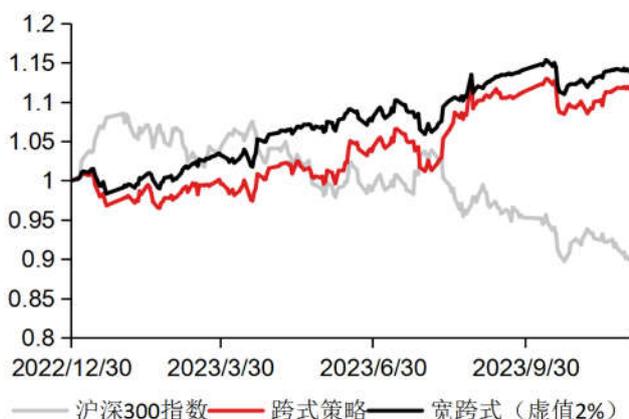
(2) 从各个行权价双卖策略的效果上看，利用虚值期权构建双卖策略其性价比相对平值期权更高，长期效果亦往往更好，2023 年虚值 2% 的双卖策略收益回撤比超过了 3:1；

表 7：双卖策略绩效

策略类型	跨式	宽跨式（虚值 2%）	基准
2022.01.01-2023.12.1 累计收益	16.4%	21.38%	-29.5%
最大回撤	-15.44%	-11.04%	-29.68%
2023.01.01-2023.12.1 累计收益	11.69%	13.92%	-10.04%
最大回撤	-5.05%	-3.91%	-17.3%

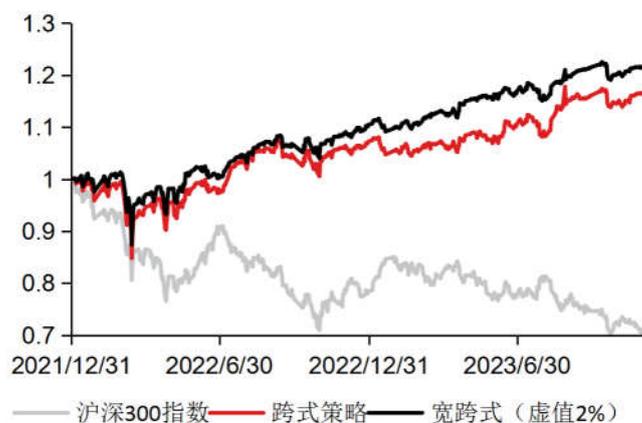
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 71：2023 年以来备兑策略净值曲线



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 72：2022 年以来备兑策略净值曲线



数据来源：WIND、国联期货研究所

(3) 策略尽管长期来看拥有明显正收益,但面对黑天鹅时其回撤亦是快而大的,如 2022 年 3 月市场快速下行,波动率急剧放大期。因此,双卖策略投资者仍需十分注重风险控制。

7.2.3 领口策略

策略构建:持有沪深 300 指数现货,卖出当月虚值看涨,同时买入等量当月虚值看跌期权,持有到期后自动换月,其中手续费+滑点取 0.55 点/手。

表 8: 领口策略绩效

策略类型	现货 +卖虚值 2%看涨 +买虚值 5%看跌	现货 +卖虚值 2%看涨 +买虚值 2%看跌	现货 +卖平值看涨 +买虚值 5%看跌	基准
2022.01.01-2023.12.1 累计收益	-21.21%	-17.44%	-15.67%	-29.5%
最大回撤	-21.89%	-17.8%	-16.53%	-29.68%
2023.01.01-2023.12.1 累计收益	-6.34%	-6.45%	-3.99%	-10.04%
最大回撤	-11.68%	-10.07%	-7.68%	-17.3%

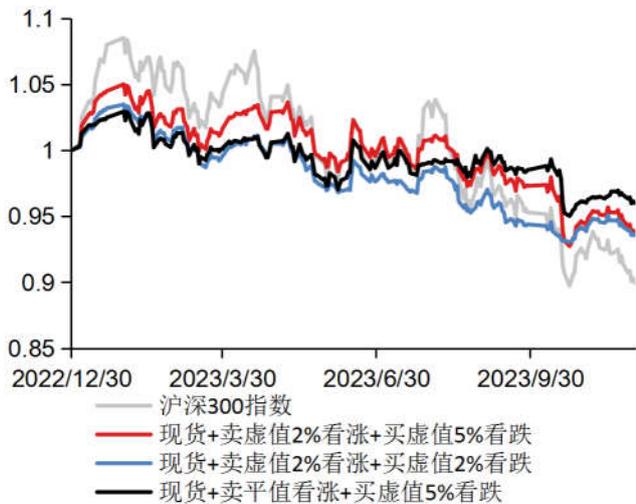
数据来源: WIND、国联期货研究所

从领口策略的构建方式上可知,其可以理解为传统备兑策略与看跌期权买方的组合,以看跌期权买方来防范标的指数可能产生的灾难性风险。从不同领口策略的绩效上看,可以发现:

过去两年中领口策略相比上文中的备兑策略并没有再度降低回撤,相反由于权利金的支出,其总收益更低、回撤更大了,傻瓜式的买入虚值看跌期权做保险并不是一个较好的策略。

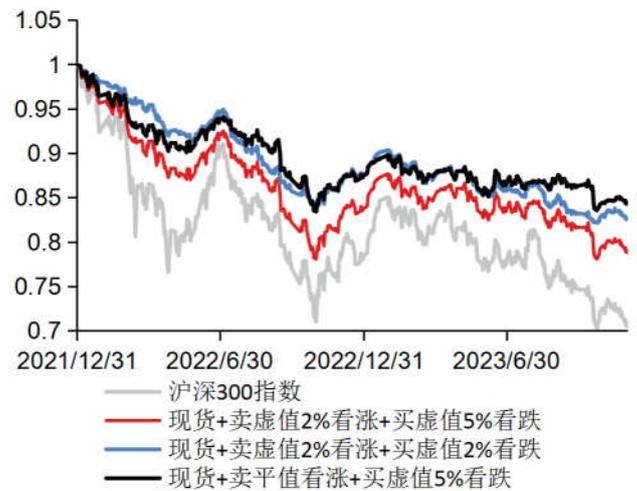
之所以出现这种现象,主要原因在于过去两年尽管沪深 300 指数出现明显下行,但其下行过程在多数时间并不顺畅,波动率在多数时间并未因指数的下行而产生明显的放大,从而导致虚值看跌期权买方并不能起到较好的防范效果,但这并不能否认看跌期权买方在防范灾难性风险时的作用,其在一些重要节假日、重大事件前夕利用其来防范可能产生的大幅波动风险仍旧是性价比较高的。

图 73：2023 年以来领口策略净值曲线



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 74：2022 年以来领口策略净值曲线



数据来源：WIND、国联期货研究所

八、2024 年策略展望

我们认为当前 A 股市场估值整体处于历史较低水平，海外美联储加息大概率已经结束，十年期美债收益率顶部或已显现，国内经济整体处于弱复苏进程之中，技术上上证指数亦触及长期上升趋势线下沿附近，预计明年的 A 股市场值得期待，但在目前增量资金仍旧略显不足的大环境下，指数出现快速回升的难度亦相对较大。

波动率上，10 和 H0 期权隐含波动率短期仍旧具有回落空间，但从 2024 年全年来看，三大指数期权波动率变动重心回升的概率相对较大，预计上证 50 和沪深 300 指数期权平值隐含波动率波动区间在【12%-30%】之间，中证 1000 指数期权在【14%-35%】之间，且其在一季度和三季度可能出现隐含波动率的局部高点。

基于此：

(1) 备兑及领口类策略有望继续跑赢标的指数，持股投资者可关注其指数增强机会。

(2) 波动率交易者，一方面在当前隐波溢价仍略显偏高的情形下，未来一个月仍可关注逢高做空波动率机会；另一方面，明年一季度和三季度隐波若有季节性升高，亦或是逢高做空波动率的布局期。

(3) 方向性交易者，在当前估值整体偏低，预计指数下行空间整体不大的大环境下，建议以逢低卖出虚值看跌期权以做战略性多头配置。

免责声明

本报告中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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道 999 号高维大厦 9 楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600