

股指期权合约介绍及交易策略

刘钊含
投资咨询部
2020/1/11

A diagram consisting of three white circles with red outlines, connected by a red line. The circles are arranged vertically, with the top circle slightly to the left of the middle one, and the middle one slightly to the left of the bottom one. Each circle is connected to a corresponding text box on the right.

一、期权基础知识

二、沪深300期权合约介绍及策略

三、基本面分析及2020年股指展望

■ 期权定义

期权（Option）是指由交易所统一制定的、规定合约买方有权在将来**某一时间以特定的价格买入或者卖出标的物**的标准化合约。期权对于买方来说是拥有权利，而对于卖方而言则是一种义务。

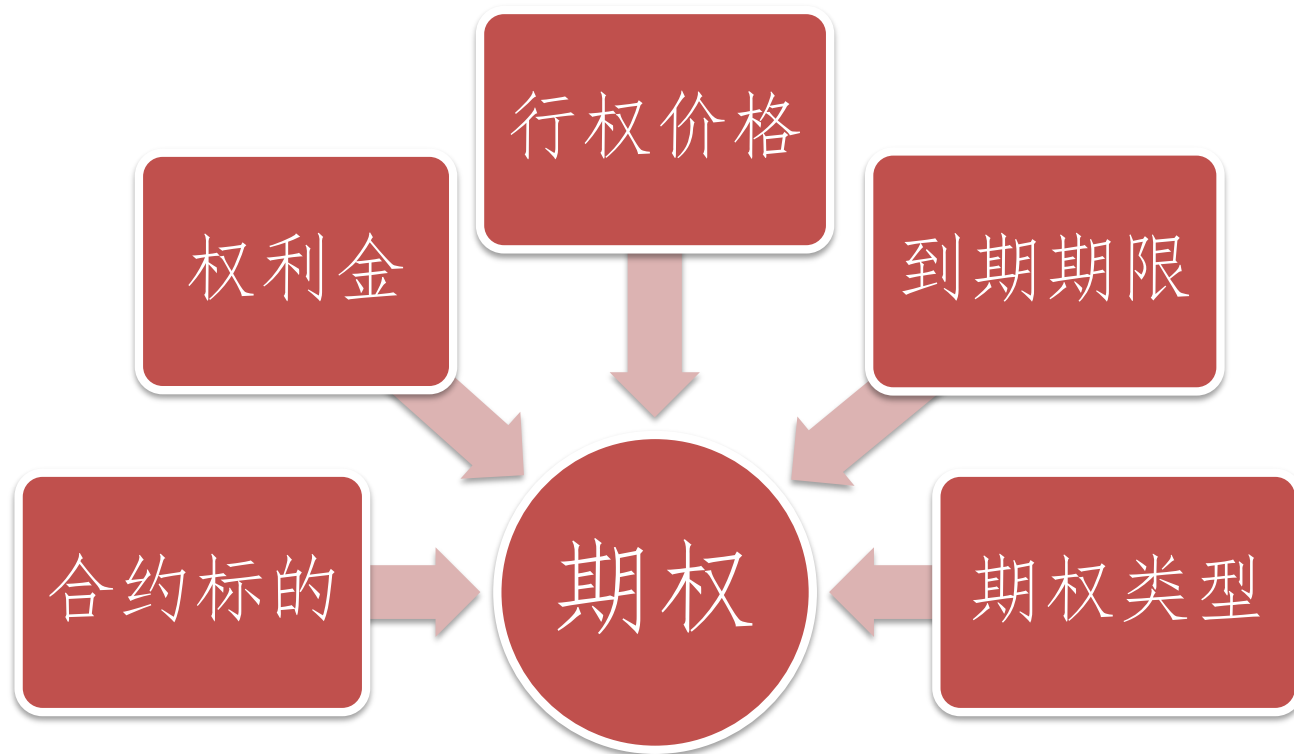
	期货	期权
权利和义务	期货合同是 双向合约 ，交易双方都要承担期货合约到交割的义务	期权是 单向合约 ，期权的买方在支付权利金后即取得，但不必承担交割义务
保证金	期货合约的买卖双方都要 交纳一定比例的保证金	买方支付的权利金 ，不需要支付履约保证金。而 卖方必须缴纳保证金 作为履约担保
盈亏	期货的交易是 线性的盈亏状态 ，交易双方则都面临着无限的盈利和无止境的亏损可能	期权交易是 非线性盈亏状态 ，买方最大亏损只限于购买期权的权利金

期权买方：**付出**权利金
期权卖方：**收取**权利金

权利

义务

■ 期权的主要要素



① 合约标的：期权合约对应的标的是什么资产

沪深300ETF期权：沪深300ETF

沪深300指数期权：沪深300股票指数

② 权利金：买入期权所花费的价格

③ 行权价格：获得以什么样的价格买入（卖出）资产的权利

④ 到期期限：获得权力的期限有多长

⑤ 期权类型：是买入期权（看涨期权）还是卖出期权

■ 期权分类

权利类型

- **认购期权**：双方约定在未来某个时间点，期权买方向卖方以约定价格**买入**一定数量的标的资产的权利。
- **认沽期权**：双方约定在未来某个时间点，期权买方向卖方以约定价格**卖出**一定数量的标的资产的权利。

价值状态

- 实值期权
- 平值期权
- 虚值期权

看涨期权

$K < S$
 $K = S$
 $K > S$

看跌期权

$K > S$
 $K = S$
 $K < S$

行权类型

- **美式期权**：期权买方可以在**期权到期前任一交易日或到期日**行使权利的期权。
- **欧式期权**：期权买方只能在**期权到期日行使**权利的期权。

■ 期权的价值



看涨期权: $\text{MAX}(S-K, 0)$
看跌期权: $\text{MAX}(K-S, 0)$

期权价格-内在价值

期权实际交易价格

	内在价值
实值期权	正
平值期权	0
虚值期权	0

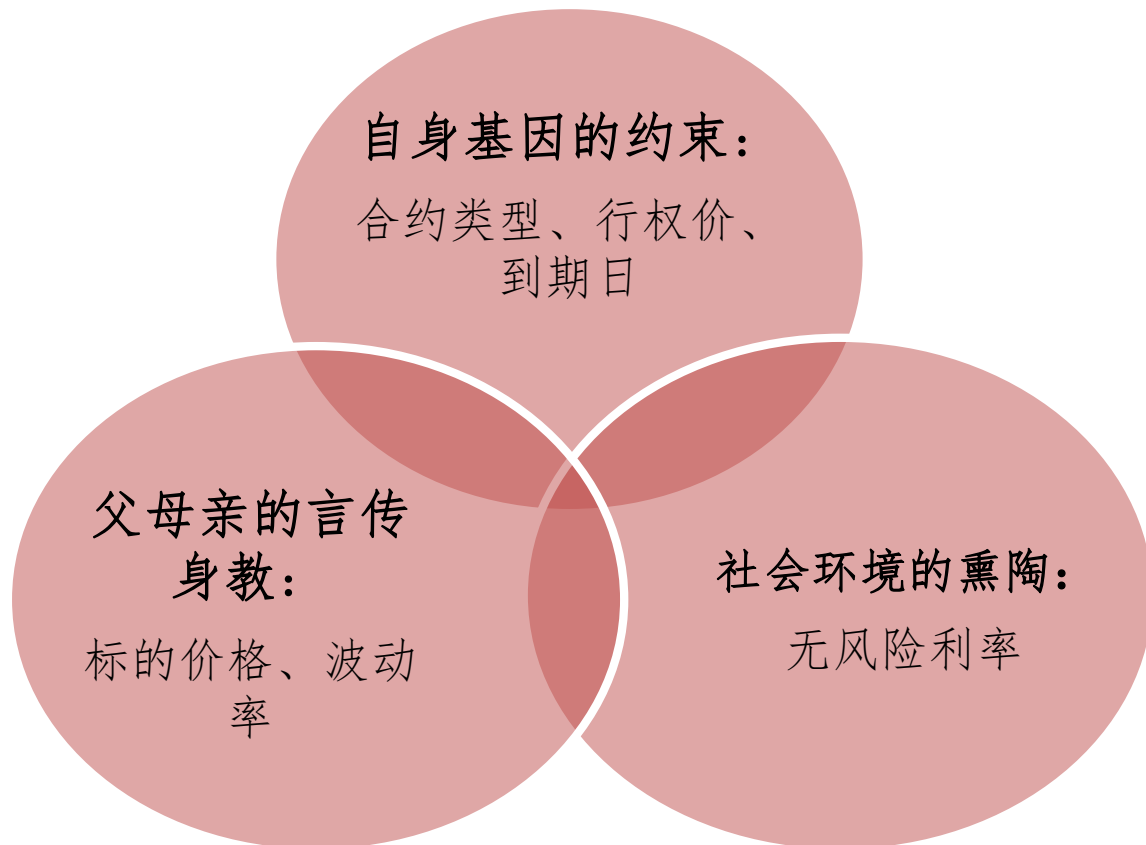
一、期权基础知识

■ 期权价值划分

以上证 50ETF 期权的 T 型报价为例，报价左上角与右下角为虚值期权，期权的价值全为时间价值

合约选择: 50ETF 2020年01月 (16天) 标的名称: 50ETF 最新价: 3.063 涨跌: -0.005 幅度: -0.16%																		
时间价值	内在价值	历波%	隐波%	真实杠杆	杠杆	溢价%	幅度%	最新	购<行权价>沽↓	最新	幅度%	溢价%	杠杆	真实杠杆	隐波%	历波%	内在价值	时间价值
0.0006	-	11.13	25.76	0.00	5105.00	14.29	-25.00	0.0006	3.500	0.4324	0.09	-0.15	7.08	-7.08	32.03	11.13	0.4370	-
0.0009	-	11.13	21.93	0.04	3403.33	11.03	-18.18	0.0009	3.400	0.3334	0.42	-0.12	9.19	-9.19	28.90	11.13	0.3370	-
0.0011	-	11.13	19.49	0.50	2784.55	9.24	-8.33	0.0011	3.345A	0.2782	0.43	-0.12	11.01	-11.01	23.67	11.13	0.2820	-
0.0015	-	11.13	18.10	2.72	2042.00	7.79	-16.67	0.0015	3.300	0.2331	0.47	-0.13	13.14	-13.12	21.58	11.13	0.2370	-
0.0027	-	11.13	16.36	11.22	1134.44	6.10	-10.00	0.0027	3.247A	0.1796	0.34	-0.14	17.05	-16.89	17.06	11.13	0.1840	-
0.0062	-	11.13	16.18	20.94	494.03	4.68	-10.14	0.0062	3.200	0.1370	3.71	0.00	22.36	-21.41	16.45	11.13	0.1370	-
0.0125	-	11.13	15.14	35.70	245.04	3.22	-8.09	0.0125	3.149A	0.0915	3.51	0.18	33.48	-28.60	14.88	11.13	0.0860	0.0055
0.0264	-	11.13	15.05	39.88	116.02	2.07	-6.05	0.0264	3.100	0.0552	3.18	0.59	55.49	-36.42	14.27	11.13	0.0370	0.0182
0.0353	0.0130	11.13	14.44	38.56	63.42	1.15	-6.40	0.0483	3.050A	0.0284	2.16	1.35	107.85	-42.27	14.18	11.13	-	0.0284
0.0193	0.0630	11.13	14.62	30.97	37.22	0.63	-4.19	0.0823	3.000	0.0124	1.64	2.46	247.02	-41.49	14.27	11.13	-	0.0124
0.0120	0.1110	11.13	14.79	23.63	24.90	0.39	-2.84	0.1230	2.952A	0.0053	-3.64	3.80	577.92	-29.59	14.97	11.13	-	0.0053
0.0118	0.1130	11.13	14.79	23.36	24.54	0.39	-2.95	0.1248	2.950	0.0051	0.00	3.86	600.59	-29.01	14.97	11.13	-	0.0051
0.0071	0.1600	11.13	13.92	18.15	18.33	0.23	-3.74	0.1671	2.903A	0.0023	-8.00	5.30	1331.74	-13.19	16.01	11.13	-	0.0023
0.0096	0.1630	11.13	17.93	17.59	17.75	0.31	-2.38	0.1726	2.900	0.0024	0.00	5.40	1276.25	-11.26	16.36	11.13	-	0.0024
0.0060	0.2100	11.13	13.92	14.16	14.18	0.20	-2.09	0.2160	2.853A	0.0012	-14.29	6.90	2552.50	-2.89	17.75	11.13	-	0.0012
0.0064	0.2130	11.13	16.01	13.95	13.96	0.21	-2.05	0.2194	2.850	0.0014	0.00	7.00	2187.86	-2.14	18.45	11.13	-	0.0014
0.0043	0.2590	11.13	0.01	11.63	11.63	0.14	-2.59	0.2633	2.804A	0.0008	0.00	8.48	3828.75	-0.31	20.19	11.13	-	0.0008
0.0066	0.2630	11.13	20.19	11.36	11.36	0.22	-1.53	0.2696	2.800	0.0007	-12.50	8.61	4375.71	-0.28	19.49	11.13	-	0.0007
0.0060	0.3080	11.13	20.89	9.75	9.75	0.20	-1.57	0.3140	2.755A	0.0007	0.00	10.08	4375.71	-0.01	22.63	11.13	-	0.0007
0.0070	0.3130	11.13	25.76	9.57	9.57	0.23	-1.33	0.3200	2.750	0.0007	16.67	10.24	4375.71	-0.01	22.63	11.13	-	0.0007
0.0053	0.3630	11.13	0.01	8.32	8.32	0.17	-1.60	0.3683	2.700	0.0006	0.00	11.87	5105.00	-0.00	25.76	11.13	-	0.0006

■ 期权价格的影响因素



影响因素	认购期权价值	认沽期权价值
标的价格上升	上升	下降
执行价格上升	下降	上升
到期时间上升	上升	上升
标的波动率上升	上升	上升
无风险利率上升	上升	下降

■ 期权价格影响因素

希腊字母	符号	含义	性质
Delta	Δ	衡量标的资产价格变化对期权价格的影响，如标的资产价格变动1元，期权Delta值为0.5，则期权价格变动0.5元	Delta值介于-1到1之间，认购期权Delta为正值，认沽期权Delta为负值，Delta的绝对值可理解为到期日买方行权的概率
Gamma	Γ	衡量标的资产价格变化对Delta的影响，间接度量了标的资产价格变化对期权价格的二阶影响，如标的资产价格变动1元，期权Gamma值为0.25，则期权Delta变动0.25	Gamma: 可以刻画标的价格变动对期权到期成为实值期权概率的影响力。
Vega	v	衡量隐含波动率变化对期权价格的影响，如隐含波动率变动1%，期权Vega值为0.2，则期权价格变动0.2元	Vega与Gamma类似，当标的价格接近于行权价时，Vega接近峰值，而当标的价格极大或极小时，Vega接近于0。
Theta	Θ	衡量到期时间变化对期权价格的影响，如单位时间变动1个单位，期权Theta值为-0.1，则期权价格变动-0.1元	Theta与Gamma是硬币的正反面，在标的价格接近行权价时，Theta最小。
Rho	ρ	衡量利率变化对期权价格的影响，如利率变动1%，认购期权Rho值为0.3，则期权价格变动0.3元	-

■ 期权策略的多样性

期权是一种比较多样化的衍生工具，但是从它的本质来看的话，它还是一个交易工具，更多的还是反应本身我们对市场观点的一个判断，或者说是对市场未来的一个预期。

股票

- 做多

期货

- 多空双向交易
- 保证金交易，杠杆功能
- T+0交易，对冲现货市场风险

期权

- 利用高杠杆进行方向性交易
- 丰富的价格风险对冲机制
- 震荡市通过卖出期权增收
- 波动率交易、做市交易、丰富的套利机制

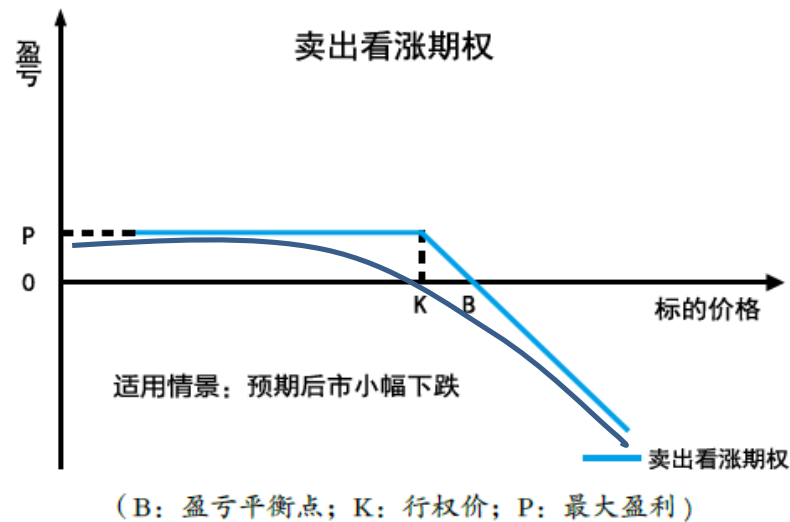
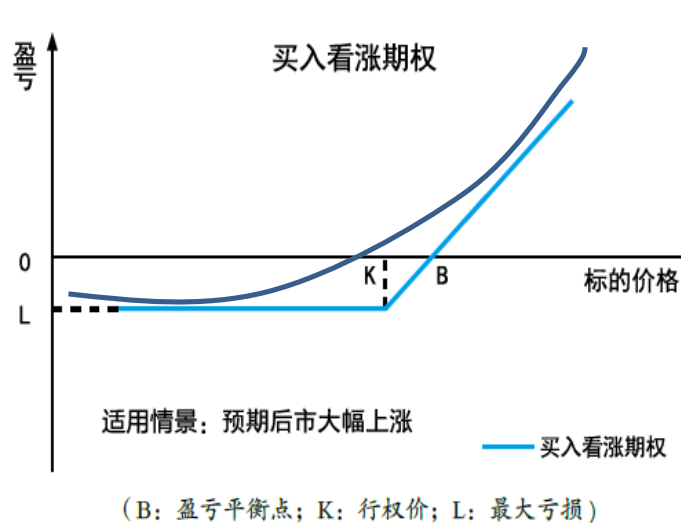
一、期权基础知识



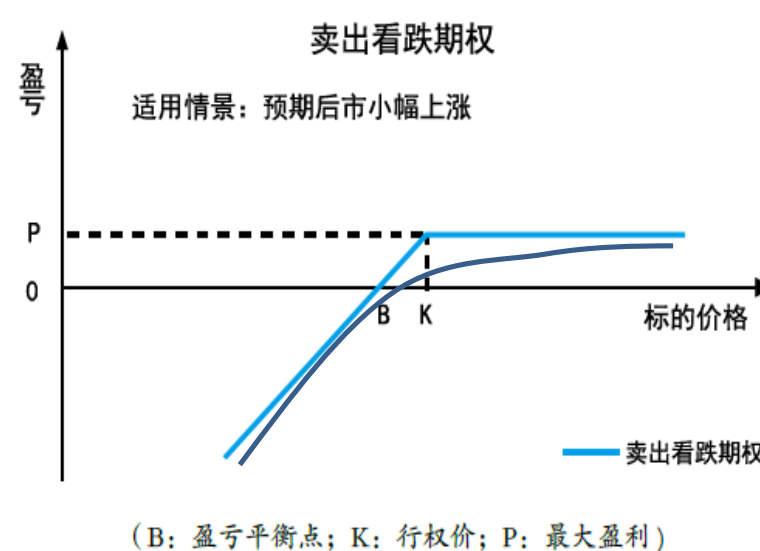
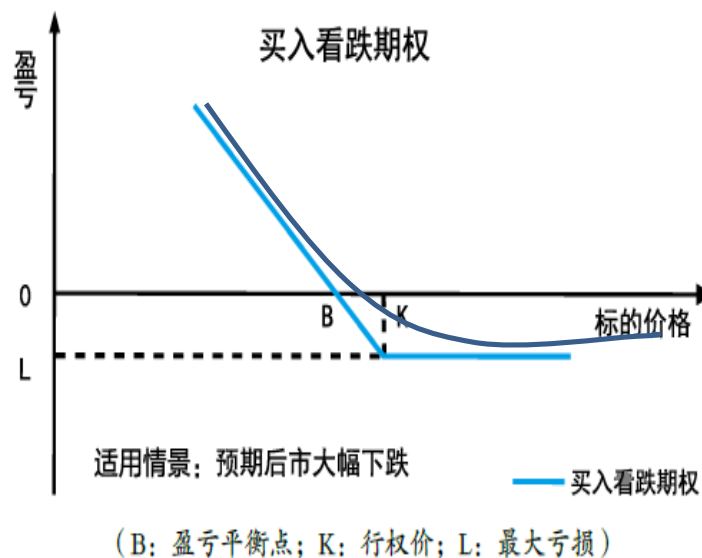
创元期货
CHUANG YUAN FUTURES

■ 期权四种基本交易方式-方向性交易

买入期权：大概率亏小钱，但是小概率赚大钱的策略
普通投资者



卖出期权：大概率赚小钱，但是小概率亏大钱的一种策略
机构投资者

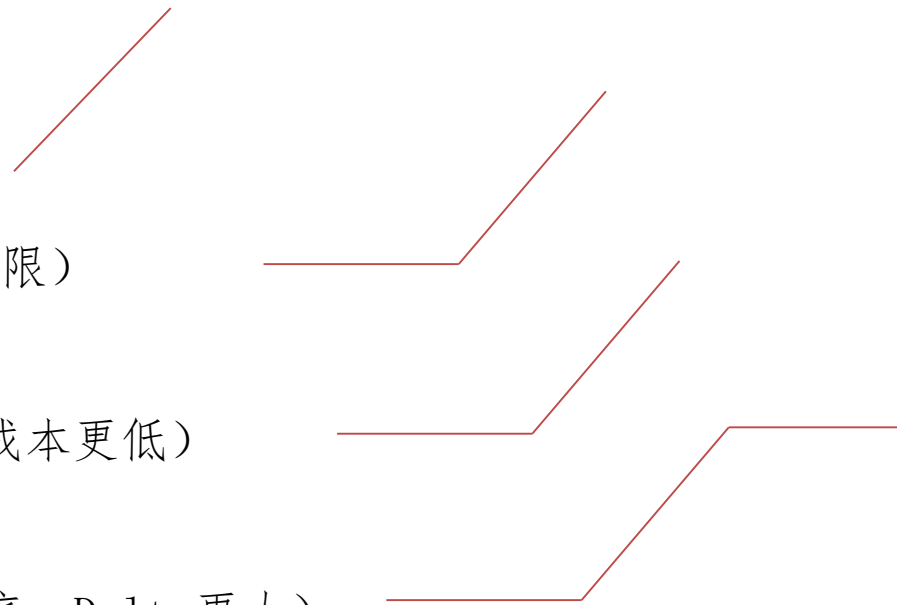


■ 期权四种基本交易方式-方向性交易

策略	买入认购	卖出认购	买入认沽	卖出认沽
标的物方向	多	空	空	多
波动率方向	多	空	多	空
权利	有	无	有	无
义务	无	有	无	有
权利金	付出	收入	付出	收入
适用时机	快速上涨	盘整微跌	快速下跌	盘整偏涨
策略特色	风险有限 收益无限	风险无限 利润有限	风险有限 收益无限	风险趋近无限 利润有限

■ 期权可精确反应市场的观点

- 认为后市会涨：买入期货，获取上涨收益
- 认为未来一个月会涨：买入近月认购期权（高杠杆、风险有限、短期限）
- 认为未来一个月会涨10%：买入虚值近月认购期权（杠杆更高、资金成本更低）
- 认为未来一个月会涨10%~20%：买入牛市价差组合期权（盈亏平衡点底，Delta更大）

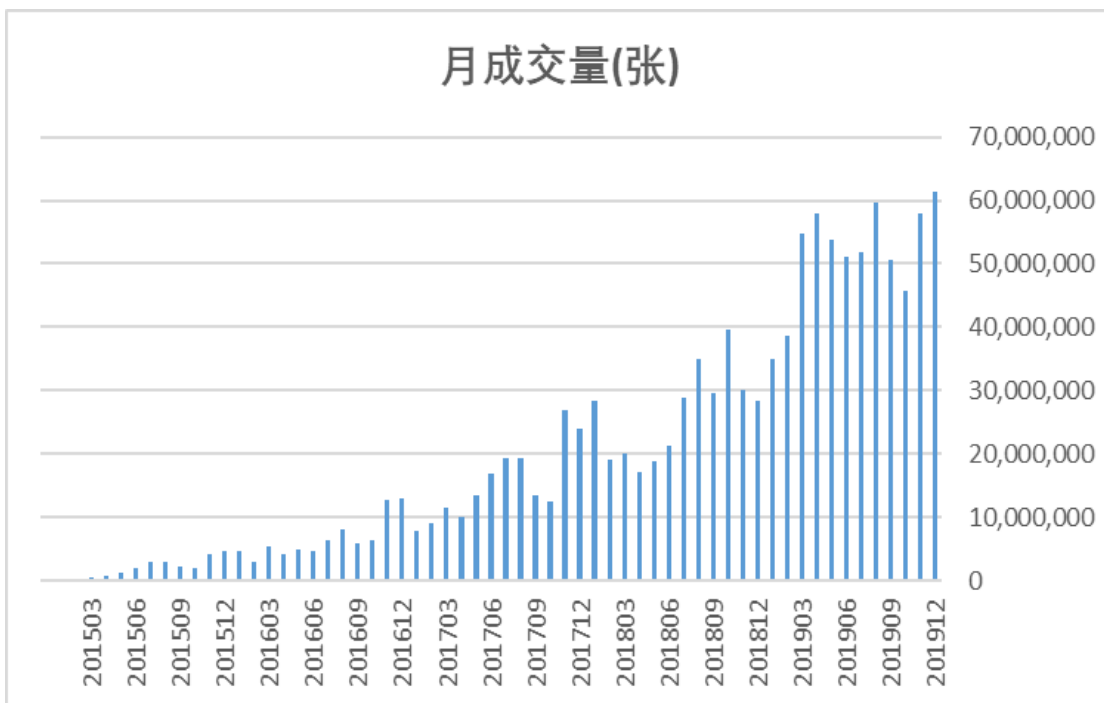


二、沪深300期权合约介绍及策略

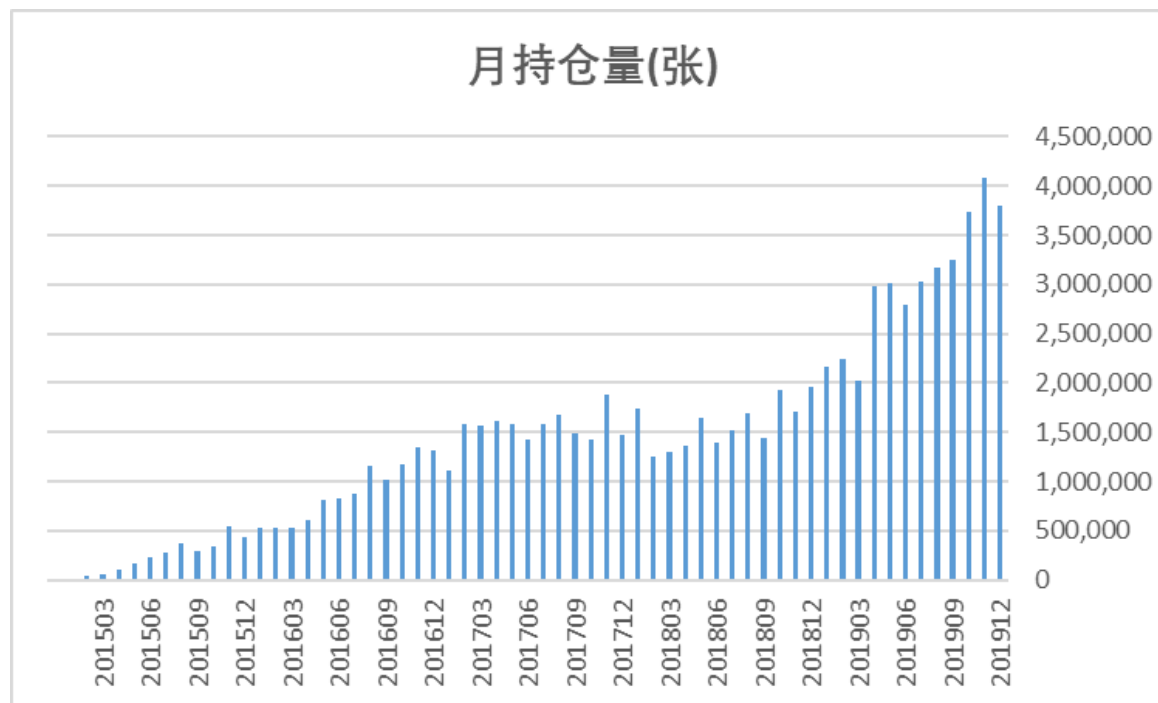
■ 国内股票期权市场规模逐渐放大

- ✓ 国内50ETF期权自上市以来，场内规模逐渐放大，月成交量由2015年2月的 23.25万张增加2019年12月的 6144.06 万张；持仓量由4.07万张增加到379.13万张。
- ✓ 2019年以来，期权活跃度呈现爆炸式增长，全年累计成交6.18亿张，超过2018年全年的 3.16亿张。

月成交量(张)



月持仓量(张)



二、沪深300期权合约介绍及策略



创元期货
CHUANG YUAN FUTURES

2015年2月9日

上证50ETF期权上市

2019年11月，证监会发布消息正式启动扩大股票指期权的试点工作。

沪深300指数是我国最常用的宽基指数，套保和策略的应用将会大于50ETF期权。沪深300指数成分股总市值占全市场的59%，覆盖了申万除了综合行业之外的所有一级行业，涵盖了沪深两市中规模最大、流动性最好的300只股票。无论从市值、股票数量还是行业分布来看，沪深300指数的代表性都远远大于上证50ETF期权。上证50ETF期权已经是全球最主要的ETF期权品种之一，那么未来沪深300相关期权的活跃度有望超过上证50ETF期权。

2019年12月23日

上交所、深交所300ETF期权
中金所沪深300股指期权

二、沪深300期权合约介绍及策略



创元期货
CHUANG YUAN FUTURES

■ 股票股指期权的主要区别

■ 股指期权 VS ETF期权主要差异：1是合约标的类型不同；2是交割方式的不同；3是期权应用的区别。

■ 合约标的方面，ETF期权标的是股票指数ETF（例如沪深300ETF），而股指期权的合约标是指数（例如沪深300指数）；交割方式中，ETF期权实物交割，股指期权为现金交割；期权应用方面，期权与相应的股票指数之间有一定差别，ETF期权对冲及套利操作是与ETF直接相关。而股指期权与对应股票指数紧密相连，可直接与对应指数进行对冲和套利操作。

主要差异

合约标的类型
不同

交割方式的
不同

期权应用的区
别

细节差异

交易所不同

合约价值大小

开盘集合竞
价时间差异

ETF标的差异

分红影响

二、沪深300期权合约介绍及策略

■ 国内股票期权合约要素对比

交易所	上海证券交易所		深圳证券交易所	中国金融期货交易所
合约标的	华夏上证50ETF	华泰柏瑞沪深300ETF	嘉实沪深300ETF	沪深300指数
合约乘数	10000份			每点人民币100元
最小变动价位	0.0001元			0.2点
每日价格最大波动限制	认购期权最大涨幅= $\max\{\text{标的的前收盘价} \times 0.5\%, \min[(2 \times \text{标的的前收盘价} - \text{行权价格}), \text{标的的前收盘价}] \times 10\%\}$ 认沽期权最大涨幅= $\max\{\text{行权价格} \times 0.5\%, \min[(2 \times \text{行权价格} - \text{标的的前收盘价}), \text{标的的前收盘价}] \times 10\%\}$ 认购、认沽期权最大跌幅=标的的前收盘价 $\times 10\%$			上一交易日沪深300指数收盘价 $\pm 10\%$
合约月份	当月、下月及随后两个季月			当月、下2月及随后3个季月
行权价格	以标的昨日收盘价为基准，按行权价格间距挂出4个实值、1个平值、4个虚值期权			行权价格覆盖沪深300指数上一交易日收盘价上下浮动10%对应的价格范围
交割方式	实物交割			现金交割
行权方式	欧式			
行权价格间距	3元或以下为0.05元，3元至5元（含）为0.1元，5元至10元（含）为0.25，10元至20元（含）为0.5元，20元至50元（含）为1元，50元至100元（含）为2.5元，100元以上为5元			对当月与下2个月合约：2500点或以下为25点；2500点至5000点为50点；5000点至10000点为100点；10000点以上为200点。 对随后3个季月合约：2500点或以下为50点；2500点至5000点为100点；5000点至10000点为200点；10000点以上为400点

二、沪深300期权合约介绍及策略

■ 国内股票期权交易规则

交易所	上海证券交易所	深圳证券交易所	中国金融期货交易所
合约到期日	到期月份第四个星期三（遇到法定节假日顺延）		到期月份的第三个星期五（遇到法定节假日顺延）
交易时间	上午9：15-9：25，9：30-11：30（9：15-9：25为开盘集合竞价时间） 下午13：00-15：00（14：57-15：00为收盘集合竞价时间）		上午9：25-11：30（9：25-9：30为开盘集合竞价时间） 下午13：00-15：00（14：57-15：00为收盘集合竞价时间）
买卖类型	买入开仓、买入平仓、卖出开仓、卖出平仓、 备兑开仓、备兑平仓		买入开仓、买入平仓、卖出开仓、卖出平仓
开仓保证金	认购期权 义务仓维持保证金=[合约结算价+Max（12%×合约标的收盘价-认购期权虚值，7%× 合约标的收盘价 ）]×合约单位 认沽期权 义务仓维持保证金=Min[合约结算价+Max（12%×合约标的收盘价-认沽期权虚值，7%× 行权价格 ），行权价格]×合约单位		每手 看涨期权 开仓保证金=（合约前结算价×合约乘数）+max（标的指数前收盘价×合约乘数×合约保证金调整系数-虚值额，最低保障系数× 标的指数前收盘价 ×合约乘数×合约保证金调整系数） 每手 看跌期权 开仓保证金=（合约前结算价×合约乘数）+max（标的指数前收盘价×合约乘数×合约保证金调整系数-虚值额，最低保障系数× 合约行权价格 ×合约乘数×合约保证金调整系数）
维持保证金	认购期权 义务仓维持保证金=[合约结算价+Max（12%×合约标的收盘价-认购期权虚值，7%× 合约标的收盘价 ）]×合约单位 认沽期权 义务仓维持保证金=Min[合约结算价+Max（12%×合约标的收盘价-认沽期权虚值，7%× 行权价格 ），行权价格]×合约单位		每手 看涨期权 交易保证金=（合约当日结算价×合约乘数）+max（标的指数当日收盘价×合约乘数×合约保证金调整系数-虚值额，最低保障系数× 标的指数当日收盘价 ×合约乘数×合约保证金调整系数） 每手 看跌期权 交易保证金=（合约当日结算价×合约乘数）+max（标的指数当日收盘价×合约乘数×合约保证金调整系数-虚值额，最低保障系数× 合约行权价格 ×合约乘数×合约保证金调整系数）
最大申报数量	限价申报的单笔最大数量为 30张 ，市价申报的单笔申报最大数量为 10张	限价申报的单笔最大数量为 50张 ，市价申报的单笔申报最大数量为 10张	限价指令的每次最大下单数量为 20手

二、沪深300期权合约介绍及策略



创元期货
CHUANG YUAN FUTURES

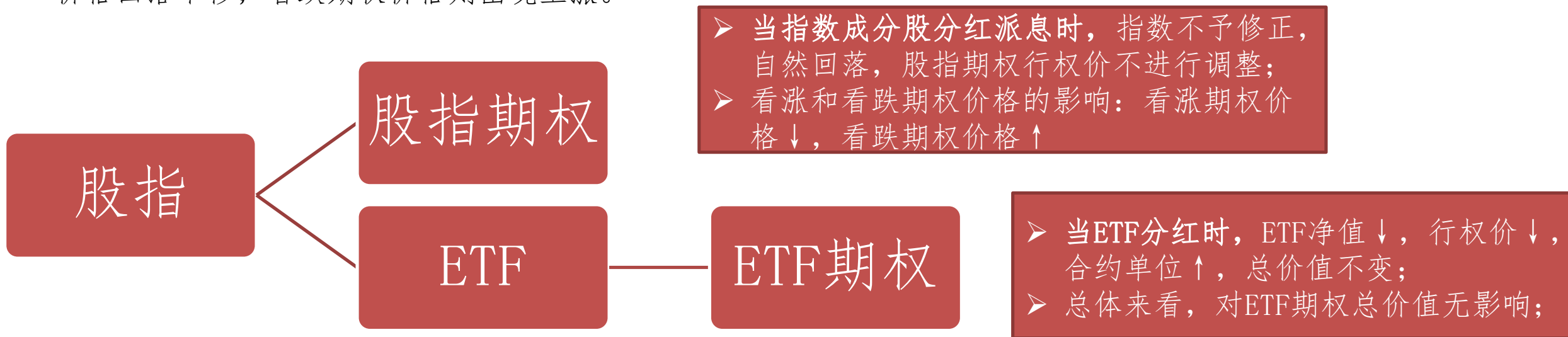
■ 国内股票期权限仓制度

期权类型	期权品种	限仓制度	
ETF期权	上交所上证50ETF期权 上交所沪深300ETF期权	交易期限<1个月	权利仓：20张；总持仓：50张
		交易期限>=1个月	成交量达到100张：权利仓1000张
			成交量达到500张：资产超过100万： 权利仓2000张
	深交所沪深300ETF期权	交易期限<10个交易日	成交量达到1000张：资产超过500万： 权利仓5000张
			权力仓：100张；总持仓：200张
		交易期限>=10个交易日	成交量达到100张：权利仓1000张 成交量达到1000张：资产超过300万： 权利仓5000张
指数期权	中金所沪深300指数期权	某一月份沪深300股指期权合约单边持仓限额为5000手	

■ 分红对股指股票期权的影响

■ 分红对股指、股票期权影响有所不同

- 对于ETF期权，当ETF分红时，ETF的净值下降，交易所会对行权价进行调整，随着行权价下降，合约单位变多，但是总价值不变。因此，总体来看，对ETF期权总价值影响不大。需要注意，ETF期权备兑开仓需要补券。同时，当ETF发生除息时，交易所会对有未到期合约进行调整，同加挂新合约，合约数量变多。
- 对于股指期权，当指数成分股红派息时，指数不予修正，股指期权行价也不进行调整。看涨期权价格会因期指价格回落下移，看跌期权价格则出现上涨。



■ 策略

对冲型

- 利用沪深300期权的保护性认沽
- 利用沪深300期权的收入增厚策略
- 领口策略

套利型

- PCP平价套利
- 期权价格边界套利
- 凸性套利

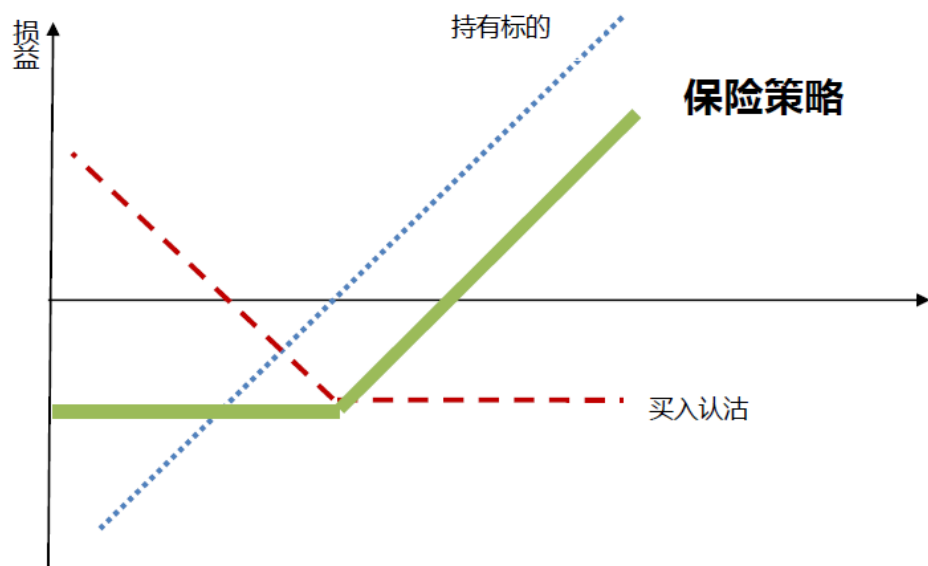
二、沪深300期权合约介绍及策略

■ 策略1：利用沪深300期权的保护性认沽

■ 策略构建：持有沪深300ETF,同时买入认沽期权。

■ 策略损益：组合损益= $\Delta S + \max(K - S_t, 0) - p$ 。认沽期权的买方付出一定的期权费，可以对持有仓位进行保护。其中， ΔS 是持有ETF的盈亏， $\max(K - S_t, 0) - p$ 是期权到期收益减去期权费。

■ 策略总结：策略优势，构建之初明确最大损失（权利金部分），明确下行风险，权利金的大小也是基于选择的行权价大小，它的风险在于时间价值的损失以及波动率的风险。做多波动率。



合约调整对冲

1比1市值对冲

风险中性
DELTA=0

固定的期限内

设置一定的敞口

二、沪深300期权合约介绍及策略

■ 策略3：沪深300股指期权和300ETF之间的PCP平价套利

■ 策略理论：依据欧式期权平价公式

$$C + Ke^{-rT} = P + S$$

相同标的物、相同到期时间、相同行权价的认购期权和认沽期权之间存在着唯一的对应关系

S：标的物价格

C：认购期权

P：认沽期权

K：行权价

e^{-rT} ：持有成本



若衍生品的市场价格偏离了合理价格且能覆盖交易成本，会有人买入被低估资产、卖出被高估资产进行套利

用一组资产复制另外一组资产，使得两组资产在期初和期末现金流相同

利用期权复制股票：

利用股票和期权合成期权：

合成股票多头=买入认购期权+卖出认沽期权

合成股票空头=卖出认购期权+买入认沽期权

合成认购期权多头=买入股票+买入认沽期权

合成认购期权空头=卖空股票+卖出认沽期权

合成认沽期权多头=买入认购期权+卖空股票

合成认沽期权空头=卖出认购期权+买入股票

■ 策略3：沪深300ETF期权和300ETF之间的PCP平价套利

■ 策略构建：PCP平价套利则是寻找等式两边组合价格不相等的机会，通过卖高买低进行套利。

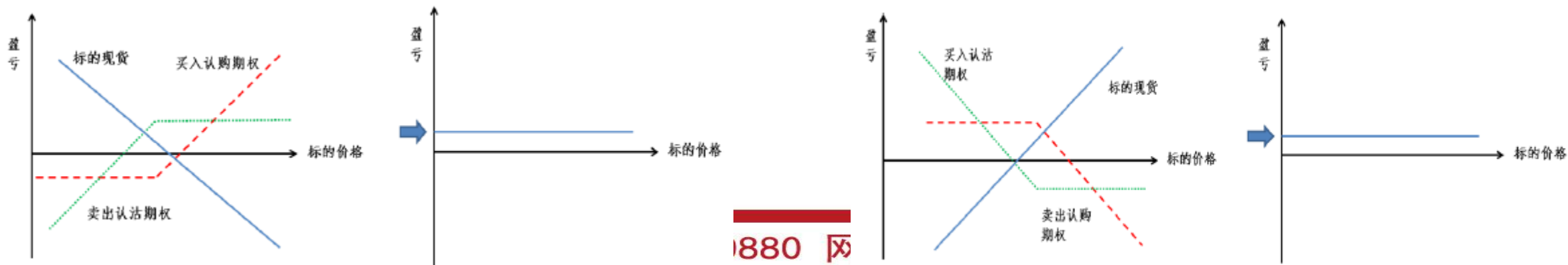
(1) 当 $P + S > C + Ke^{-rT}$, 卖空看跌期权和ETF, 买入看涨期权。

(2) 当 $P + S < C + Ke^{-rT}$, 买入看跌期权和ETF, 卖出看涨期权。

注意 (1) 融券卖出ETF时有融券成本

临近到期价格收敛则平仓, 不收敛则行权获取收益, 需考虑手续费及冲击成本等。

■ 策略影响：PCP涉及两个市场，同时又是一个套利的策略，相对来说操作频率会比较高，对两个市场流动性均有正面效应。



二、沪深300期权合约介绍及策略

■ 策略3：沪深300股指期权和沪深300股指期货之间的PCP平价套利

■ 策略理论：

$$C + Ke^{-r(T-t)} = P + S$$

$$F = Se^{r(T-t)}$$

$$S = Fe^{-r(T-t)}$$



$$C - P = (F - K)e^{-r(T-t)}$$

■ 策略构建：用股指期权合成股指期货，再用合成的期货和市场上正在交易的期货进行套利的策略

(1) 当 $C - P > (F - K)e^{-r(T-t)}$ ，卖出认购期权，同时买入一份行权价格、到期时间、标的资产都相同的认沽期权（合成期货空头），做多一定数量相同行权价格、到期时间、标的资产的期货。

(2) 当 $C - P < (F - K)e^{-r(T-t)}$ ，买入认购期权，同时卖出一份行权价格、到期时间、标的资产都相同的认沽期权（合成期货多头），做空一定数量相同行权价格、到期时间、标的资产的期货。

■ 策略3：PCP平价套利-箱式套利

- 策略理论：比较的是用两组期权合约合成的现货价的大小。一组期权合成的现货价格高于另一组期权合成的现货价，卖出第一组期权，买入第二组期权

$$K_1 + C_1 - P_1 = S_{t1}$$

$$K_2 + C_2 - P_2 = S_{t2}$$



■ 策略构建：

- (1) 当 $S_{t1} > S_{t2}$ ，卖出期权组合 $C_1 - P_1$ ，买入期权组合 $C_2 - P_2$
- (2) 当 $S_{t1} < S_{t2}$ ，买入期权组合 $C_1 - P_1$ ，卖出期权组合 $C_2 - P_2$

临近到期日价格收敛则平仓，不收敛则行权获得收益，需要考虑手续费及冲击成本。

■ 2019年行情回顾

2019年，A股呈现冲高回落后转震荡走势。国内**货币政策**、**财政政策**，另外还有**中美贸易摩擦**，这几个主要因素交织，对A股市场产生了不少影响。整年A股走势基本上可分为五个阶段。

第一阶段（年初至4月下旬）：上涨（2440-3288）涨幅34.7%。因18年A股大幅杀跌使得年初A股估值处于低位；央行1月4日货币宽松，2次定向降准导致市场流动性宽松预期抬升；货币政策和财政政策宽松的预期（减税降费）。三者共振下导致A股市场投资风险偏好上升，从而形成了年初的一波上涨。

第二阶段（4月下旬至6月下旬）：回调休整。A股估值修复后上市公司盈利未跟上，A股缺乏继续上涨动能，中美贸易摩擦升级带来利空，人民币持续贬值至破7边缘，北上资金持续出逃。



■ 2019年行情回顾

第三阶段（6月下旬至8月初）：下跌。整体宏观数据不佳，上市公司中季报不及预期，外围经济衰退信号增多，8月特朗普加征关税，中美贸易摩擦再次升级，人民币破7。

第四阶段（8月初至9月）：估值小幅修复。在经济数据全面下滑下，政府利好政策频出维稳股市，8月底开始，金融委国常会等政策会议密集召开，市场对政府逆周期调节预期升温，国庆节前维稳行情出现，8月17日LPR改革落地，9月6日降准落地，上证综指最高上涨至3042，9月下旬，央行表示不会大水漫灌，货币继续宽松预期降温，股指回落。

第五阶段（10月至12月）：震荡。因CPI的掣肘，市场更多关注在于央行对于降息和稳增长之前的权衡，降息预期降温。

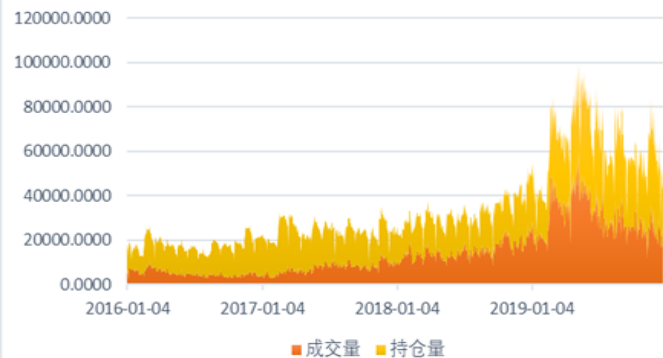


三、基本面分析及2020年股指期权展望

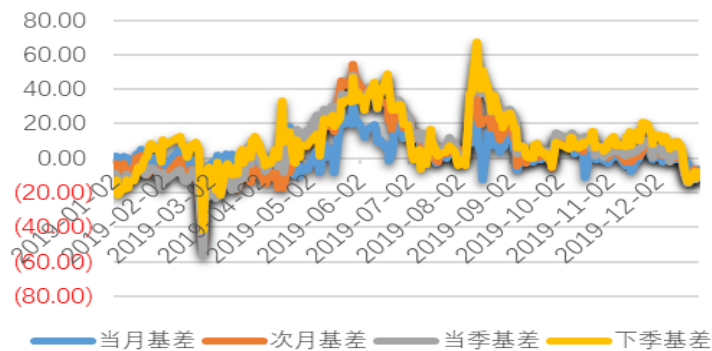


创元期货
CHUANG YUAN FUTURES

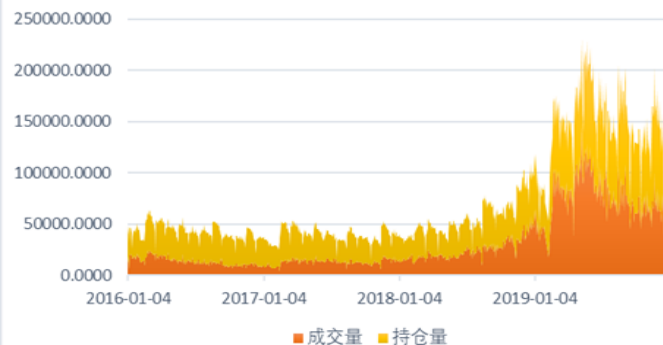
上证50股指期货



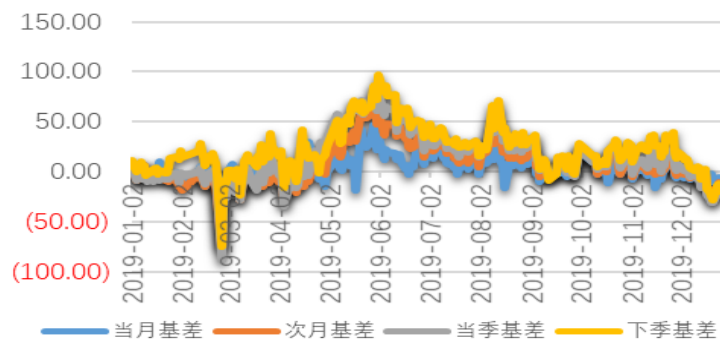
上证50各合约基差



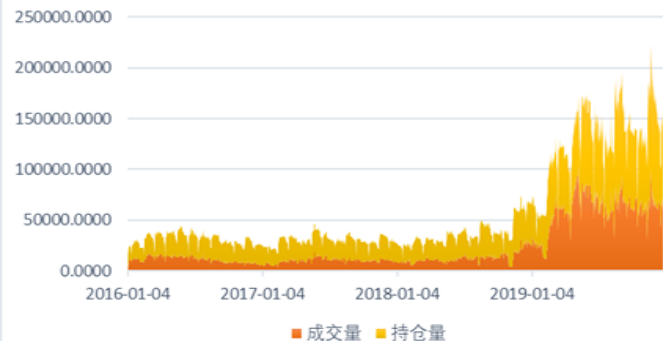
沪深300股指期货



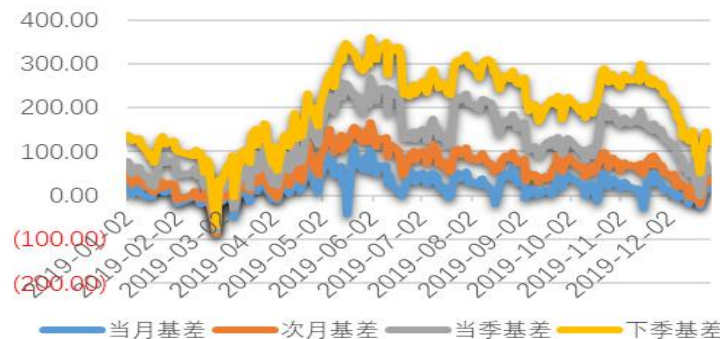
沪深300各合约基差



中证500股指期货



中证500各合约基差



■ 三大股指持仓与基差:

2019年4月22日，股指期货经历第四次松绑，股指期货市场的成交量和持仓量出现明显的回升，其中IC的成交量和持仓量回升速度更快。

三、基本面分析及2020年股指期权展望

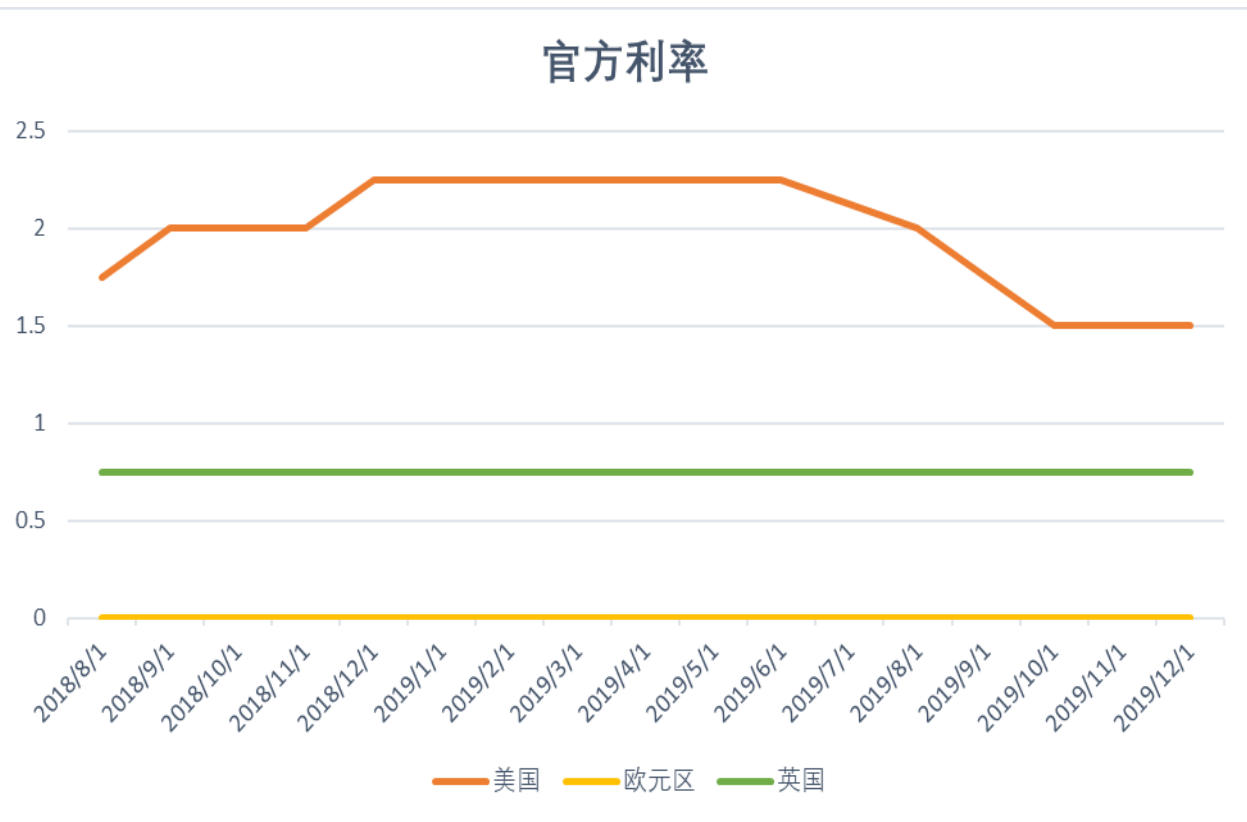


创元期货
CHUANGYUAN FUTURES

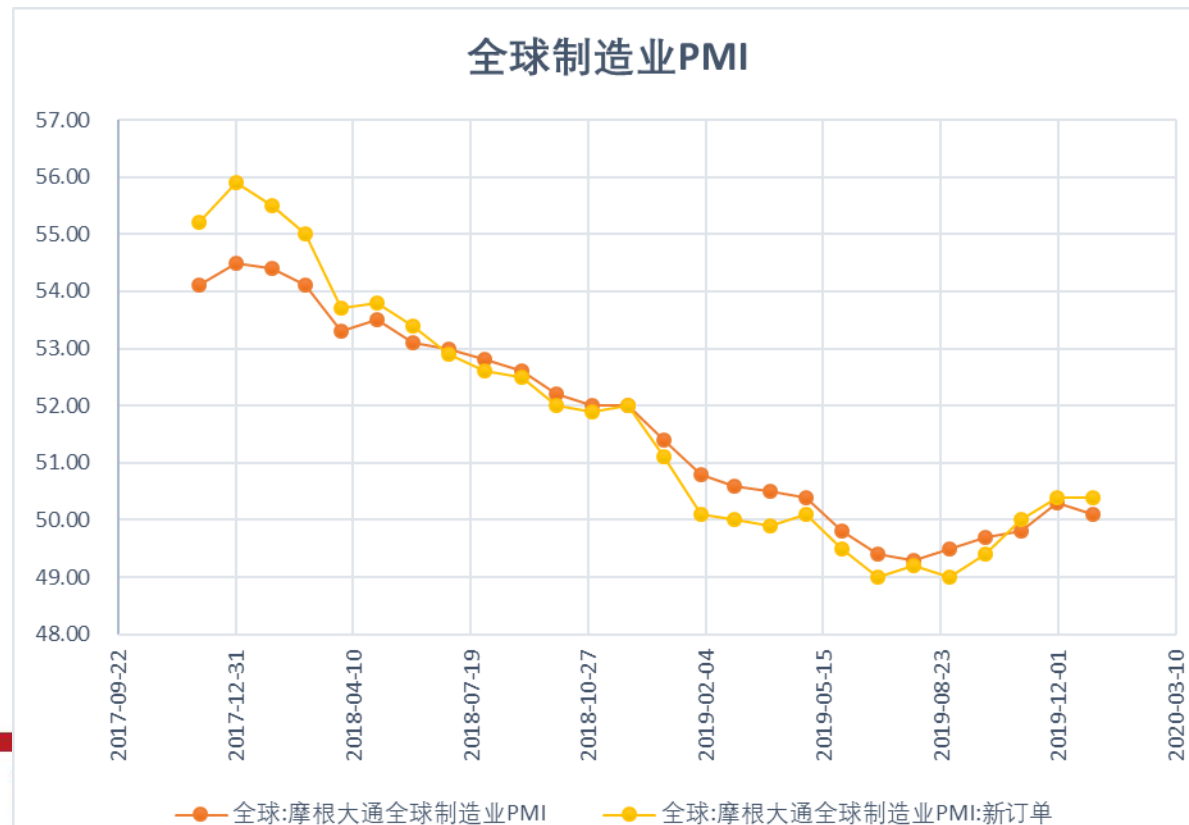
■ 宏观基本面-国外

- 2019年初开始，全球经济迅速放缓，各国央行也开启了降息周期，转向成本较低效率较高的宽松的货币政策来应对经济下滑。欧元区、瑞典、日本因本国经济基本面转下，负利率程度进一步加深。在全球利率延续宽松的趋势下，全球主要经济体制造业出现了回暖迹象。
- 展望2020年，全球利率延续2019年宽松的格局依旧不会变。

官方利率



全球制造业PMI



三、基本面分析及2020年股指期权展望

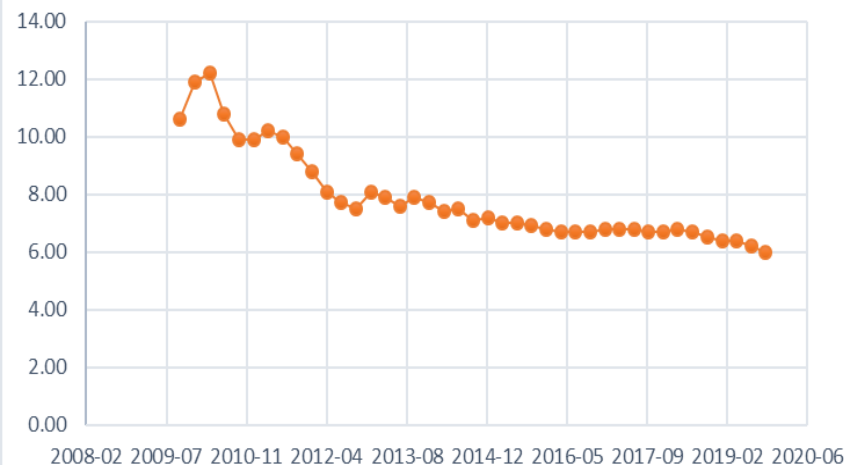


创元期货
CHUANG YUAN FUTURES

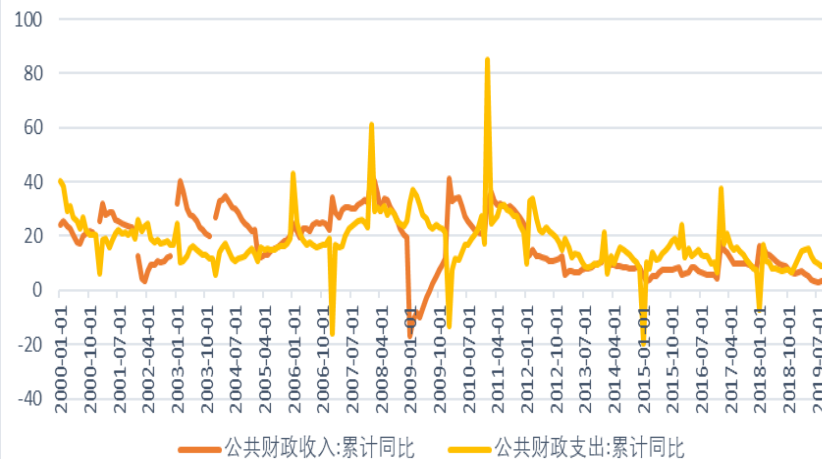
■ 宏观基本面-国内

- 自2012年以来，中国经济进入了漫长的下行阶段。2019年我国面临的经济下行压力较大，且呈现较为明显的季初、季中平稳，季末反弹的季节性特征。一季度整个经济数据好于预期的背景下，二季度经济下行压力有所显现，经济在6月出现短回升后在7月出现一个再度回落，生产明显放缓，需求也步入下行，三季度GDP创下了新低，降至6%。四季度因外部环境好转，经济也有所回暖。
- 2020年随着政府的逆周期调控政策力度加大，如结构更为优化的减税降费政策和地方政府专项债的发行，国内经济将逐步企稳回升。

中国GDP当季同比



全国财政收入与支出累计同比



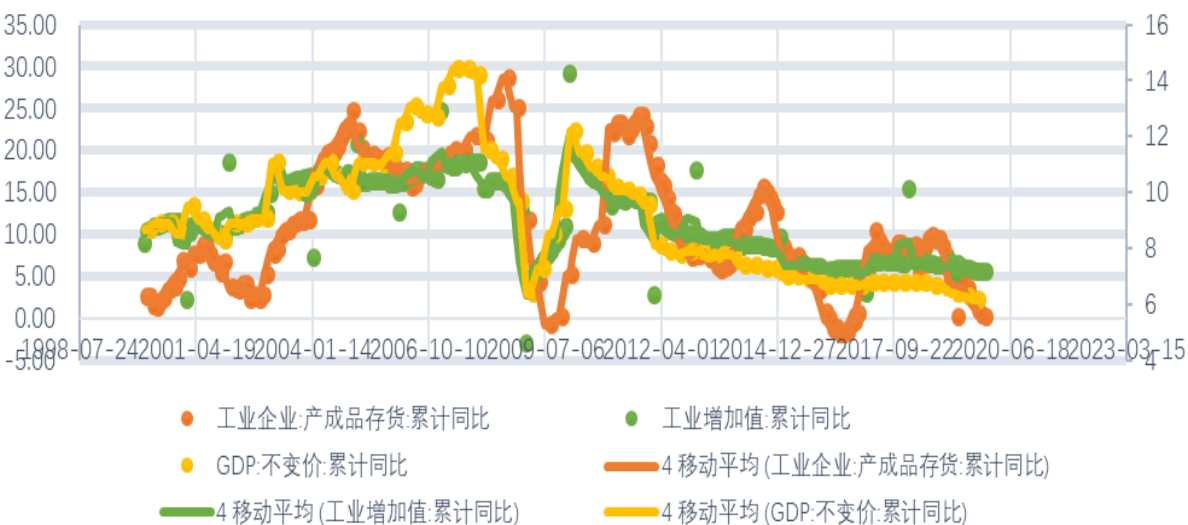
财政支出预算上调



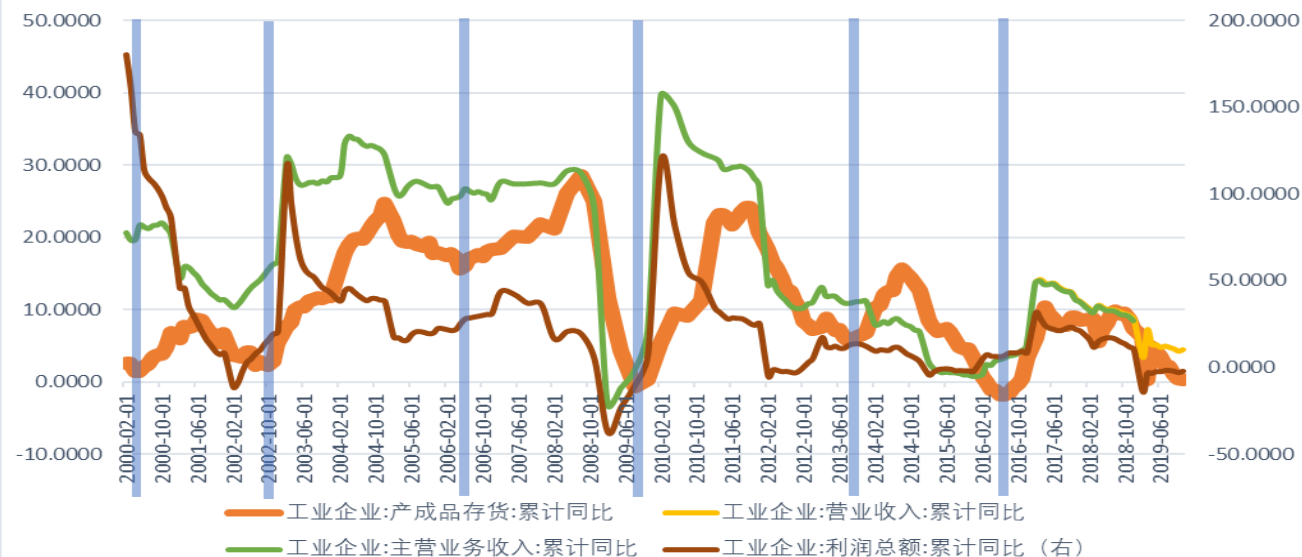
三、基本面分析及2020年股指期权展望

- 从经济驱动上来看，制造业将会随着中美贸易摩擦的缓和和内外需的改善，以及企业去库存周期的结束，企稳回升。
- 从工业企业产成品库存和GDP、工业增值的关系我们可以看到，库存周期对经济景气度有着很明强的解释。在补库存阶段，GDP和工业增加值同步回升，在去库存阶段，GDP和工业增加值同步下降。相比GDP和工业增加值，工业企业产成品库存走势更为稳定，具有一定规律性且公布频度较高，因此用库存周期做经济周期推演有一定可靠性。
- 从历史上来看，2000年之后中国一共经历过2000-2002、2002-2006、2006-2009、2009-2013、2013-2016年完整的五轮库存周期，目前正处于由2016年6月开启的第六轮库存周期尾部。而11月工业企业产成品累计库存为0.3%，已经处于底部，下探空间有限。

库存周期、GDP和工业增加值



库存周期

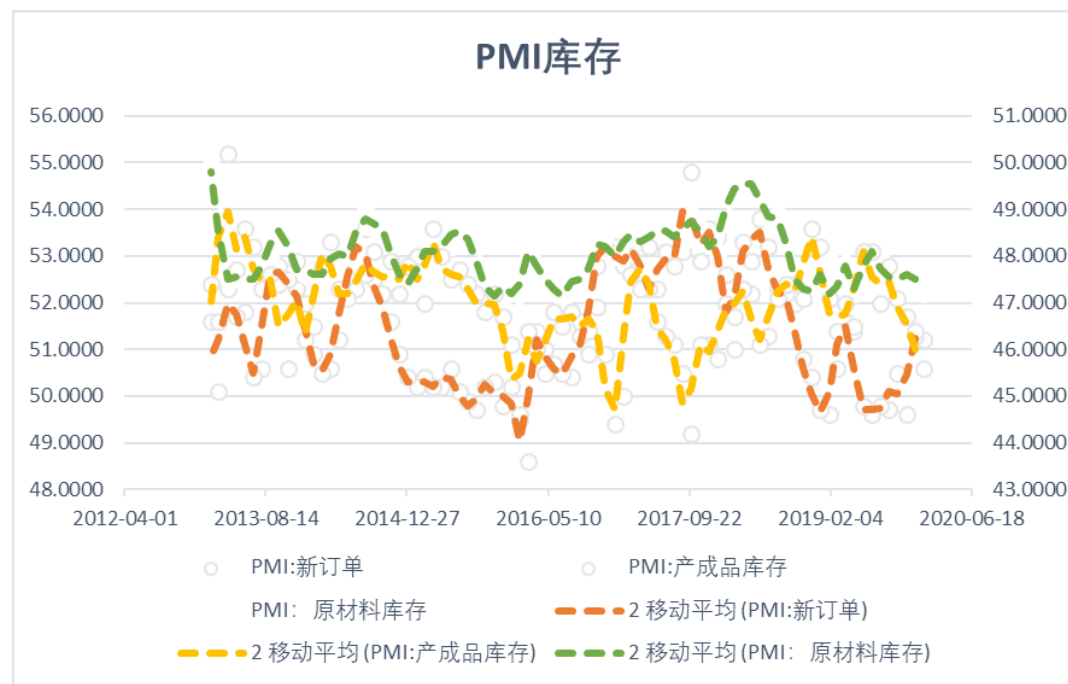
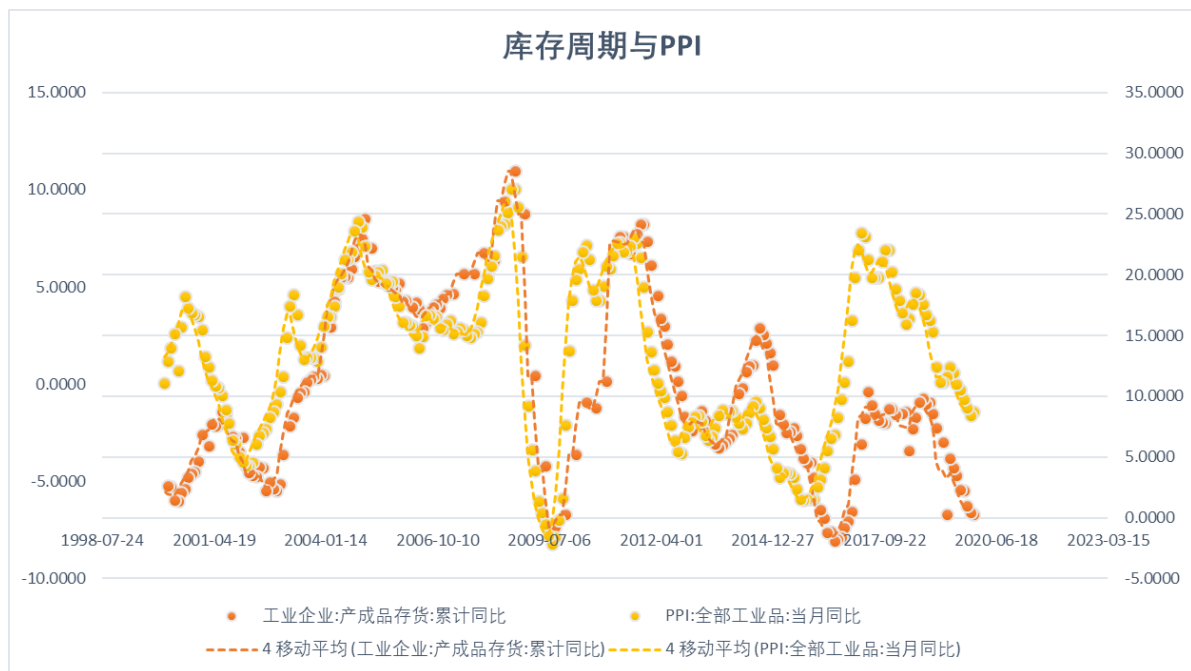


三、基本面分析及2020年股指期权展望



创元期货
CHUANG YUAN FUTURES

- 另外我们从PPI和PMI来看。11月PPI同比-1.4%，已经开始企稳回升，并且从PMI来看，12月库原材料库存指数下降0.5%至47.2%，产成品指数下降0.8%至45.6%，均为2019年最低水平，PMI新订单已经连续两月位于荣枯线之上，2020年预计库存周期见底并带动经济短期企稳，补库周期或将启动，但因整体宏观环境不佳，此轮库存周期或为弱库存周期。

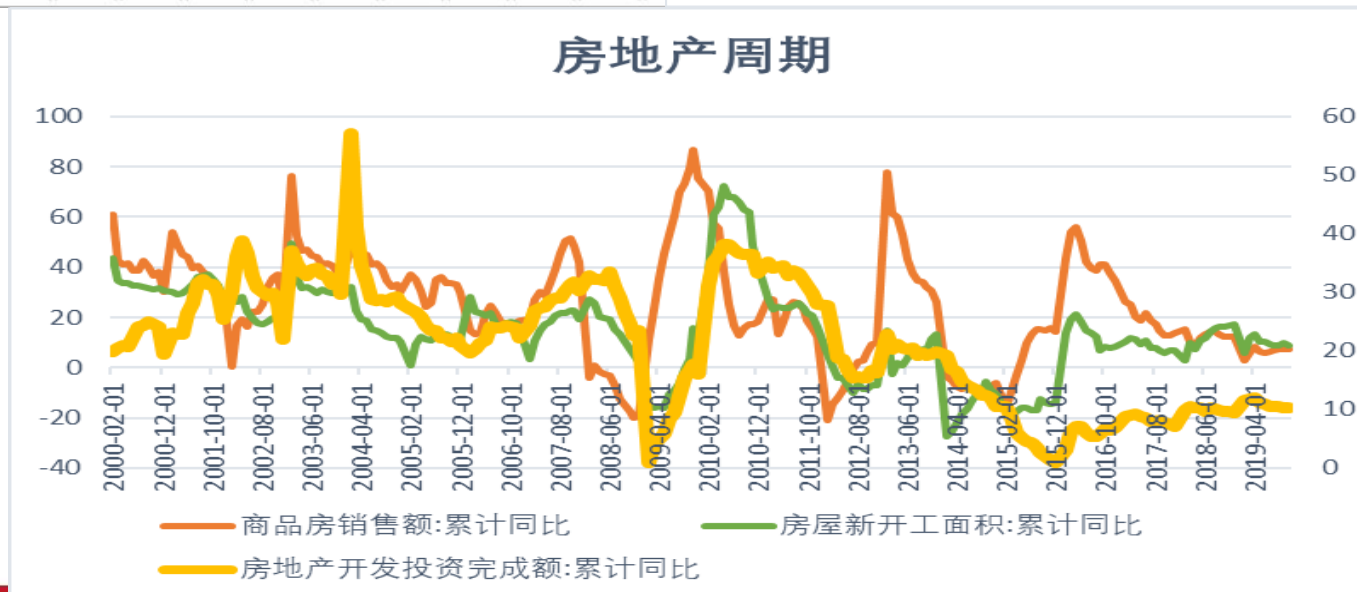
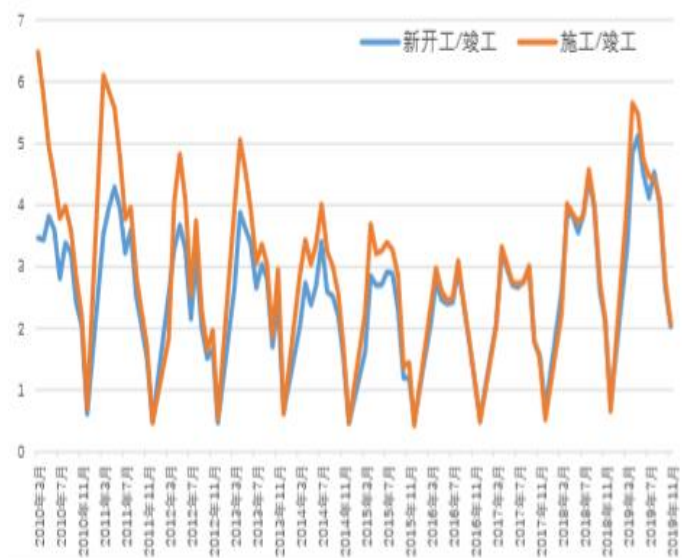


- 基建逆周期发力，代替房地产发挥经济托底的作用。
- 9月4日国常会部署精准施策加大力度做好“六稳”工作，特别部署用好专项债，形成有效投资，落实到交运、能源、生态、民生等领域。二是2019年基建增速不及预期，2020年在低基数以及专项债落实到有效投资的作用下，可能相对表现较强。
- 9月以来国家发改委要求地方加紧上报投资项目，推动9月项目申报额大幅扩张。从新申报的项目来看，9月基建项目申报额出现大幅抬升。按照基建申报项目增速领先基建投资半年左右来看，基建投资在19年前三季度表现仅为平稳增长，或在19年底，2020年初逐渐体现初逆周期托底的影响。
- 11月27日财政部提前下达2020年地方政府专项债1万亿额度，预计2020年全年额度相比2019年2.15万亿基础上进一步增加，基建投资将保持继续回升。

三、基本面分析及2020年股指期权展望

- **房地产下行压力不大**

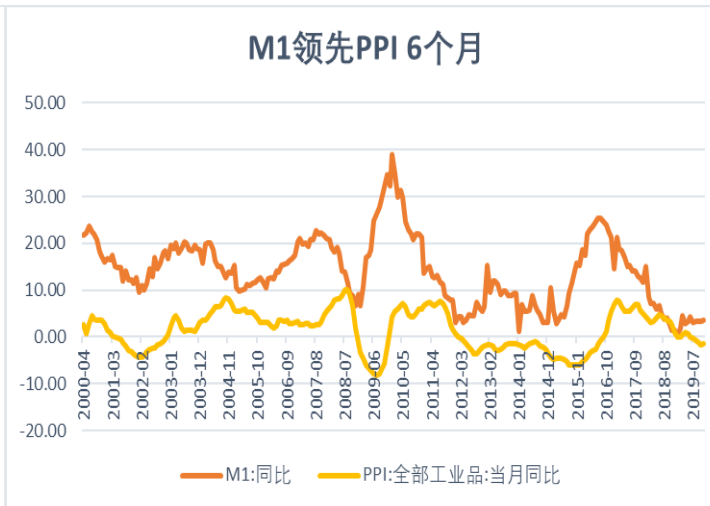
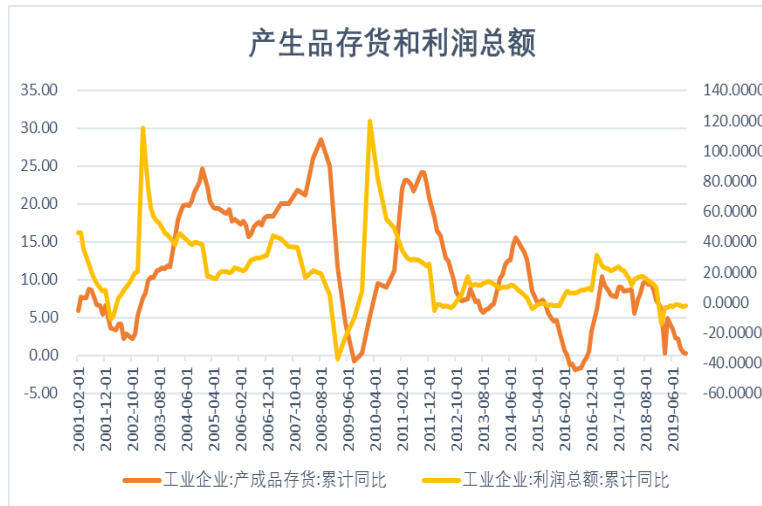
- 2019年5月一行两会先后出台政策，开始收紧房地产企业的融资途径，房地产投资回落。7月政治局会议上也是强调在住房不炒的原则下，不将房地产作为短期刺激经济的一个手段，这也是对房地产调控的一个定位，即使经济再面临困难也不会再刺激房地产来拉动经济。而从房地产周期来看，从15年开启的周期截至到目前已经持续4年整，为历史上最长周期。
- 房企具有能动性，面对外部融资收紧，会采取加快存量土地储备开发，加快推盘、降价促销等手段来回笼现金流，以保证新开工和即将交房的施工项目的正常进行。
- 房地产有韧性竣工的力量有望支撑建安支出。房地产在2016-2018年采取高周转销售的期房。在2019-2020年面临着交房压力，竣工增速未来会继续加快，对建安投资构成支撑。
- 预期2020年地产投资增速高位震荡，但是依旧处于下行通道当中



三、基本面分析及2020年股指期权展望

• 企业盈利

- A股的盈利周期背后的逻辑为库存周期。
- 在全部A股上市公司当中工业企业占比比较大，工业企业利润一定程度上能够反应总体上市公司利润的变动，两者变动一致，相关性较高。
- 根据历史数据，如果我们把工业企业利润总额累计同比增速与上证综指对比来看，我们发现，工业企业利润总额增速提前于上证综指走势。而PPI与工业企业利润有着较强的相关性，原因是产成品价格上涨会带动盈利的修复。
- 2020年因为PPI价格的修复，补库周期或开启，企业盈利改善，2020年股指或迎来缓慢上涨的慢牛行情。

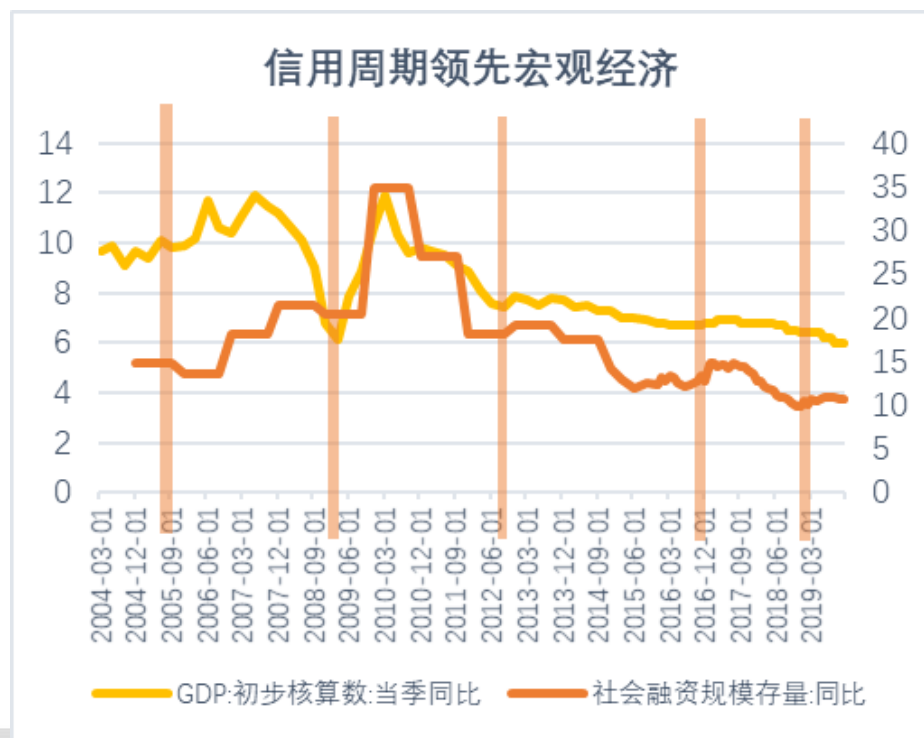


三、基本面分析及2020年股指期权展望



创元期货
CHUANG YUAN FUTURES

- **企业盈利**
- 信用周期对宏观经济周期有一定的领先性，这种领先型在经济由衰退转向复苏时表现得更加有规律性。而信用周期的开启对上市公司盈利传导也具有积极作用。2019年社融增速开始拐头向上时，预计2020年社融增速也将延续此趋势，而A股的盈利也将会有所改善，股指也会因基本面的驱动而迎来一波行情。

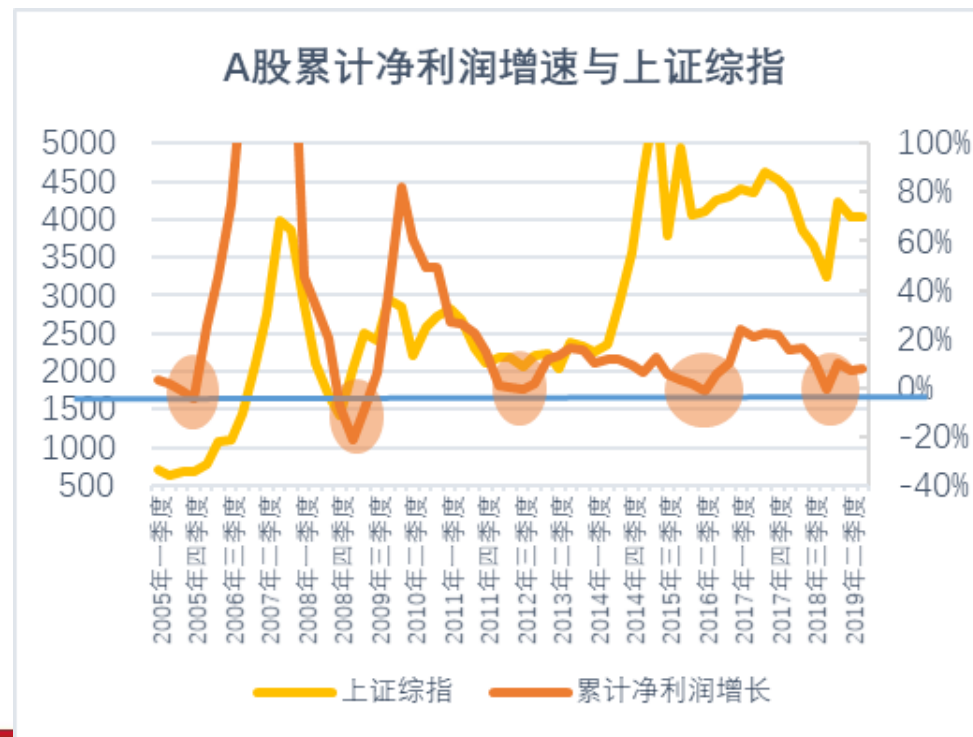
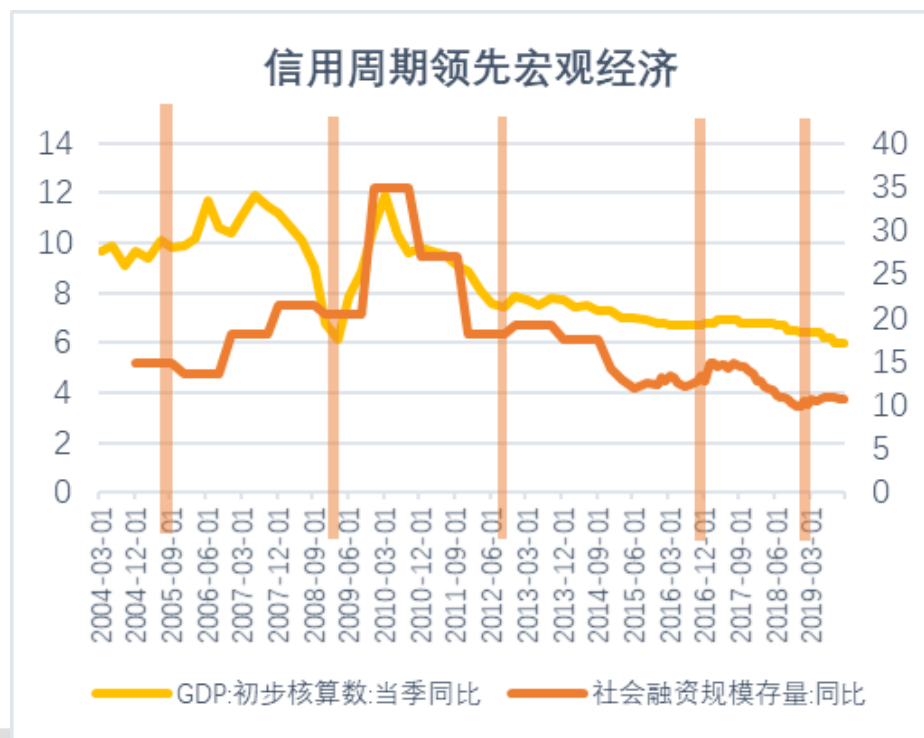


三、基本面分析及2020年股指期权展望



创元期货
CHUANG YUAN FUTURES

- **企业盈利**
- 信用周期对宏观经济周期有一定的领先性，这种领先型在经济由衰退转向复苏时表现得更加有规律性。而信用周期的开启对上市公司盈利传导也具有积极作用。2019年社融增速开始拐头向上时，预计2020年社融增速也将延续此趋势，而A股的盈利也将会有所改善，股指也会因基本面的驱动而迎来一波行情。



三、基本面分析及2020年股指期权展望



创元期货
CHUANGYUAN FUTURES

■ 资金面

• 资金供给

- 北上资金：2019年，国际三大指数富时罗素、MSCI、标普道琼斯等股票指数都加快了纳A进程，2020年，除了富时罗素最后一步提高A股纳入因子外，其他两家尚未有进一步纳A的时间表，被动资金增量将会有所减弱。2020年，在少了指数被动资金流入下，主动流入的北上资金将成为判断资金流向的核心，并且在我国加大金融业对外开放的前提下，外资参与我国资本市场的障碍越来越少，长期外资流入趋势将不变。
- 两融余额：在2019年8月实行新的融资融券交易细则之后，融资余额一路上升，在12月重返万亿大关。
- 长期资金入市：监管层大力鼓励发展权益类公募基金，并引导外资、保险、社保基金、养老金等中长期资金入市，增量资金仍有入市潜力，2020年A股流动性有望进一步改善。



三、基本面分析及2020年股指期权展望

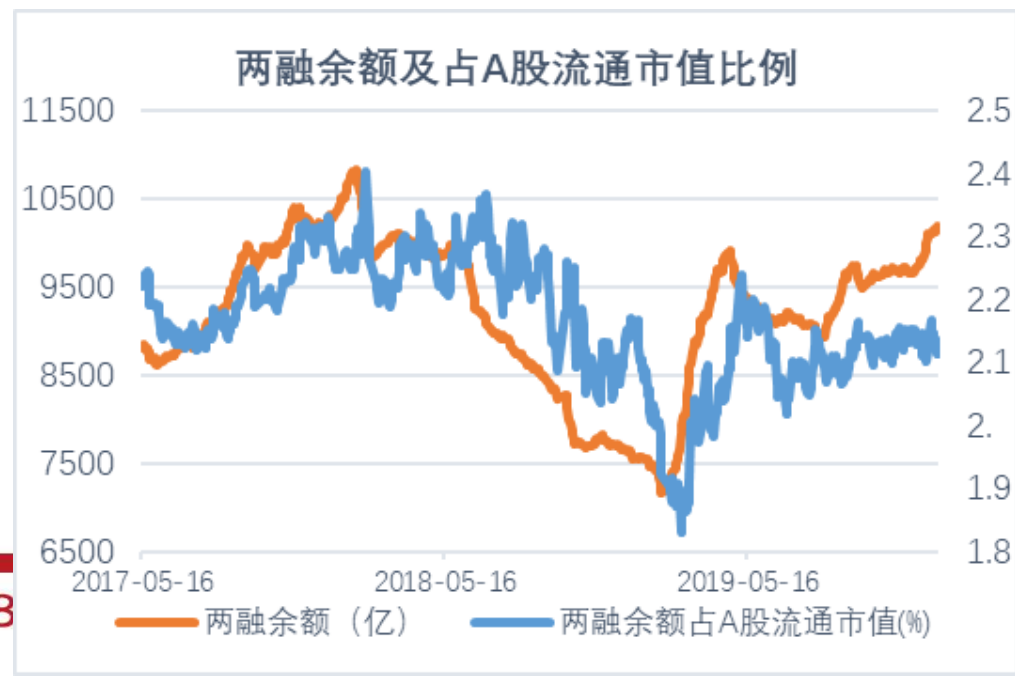


创元期货
CHUANGYUAN FUTURES

■ 资金面

• 资金需求

- 12月28日，十三届全国人大常委会第十五次会议全体会议审议通过了新修订的证券法。新修订的证券法明确全面推行注册制。注册制的推行将使得公司融资速度将大幅加快，从而刺激上市公司高管和股东减持，利空A股的流动性。
- 而在限售股解禁方面，2020年限售股解禁规模为3.64万亿元，其中1月解禁规模最大，当月限售股解禁市值达到7004亿元，对市场的心理冲击较大，对流动性影响负面。从2020年整年来看，限售股解禁市值较大的月份分别为1月、3月、7月、11月、12月。



三、基本面分析及2020年股指期权展望



创元期货
CHUANG YUAN FUTURES

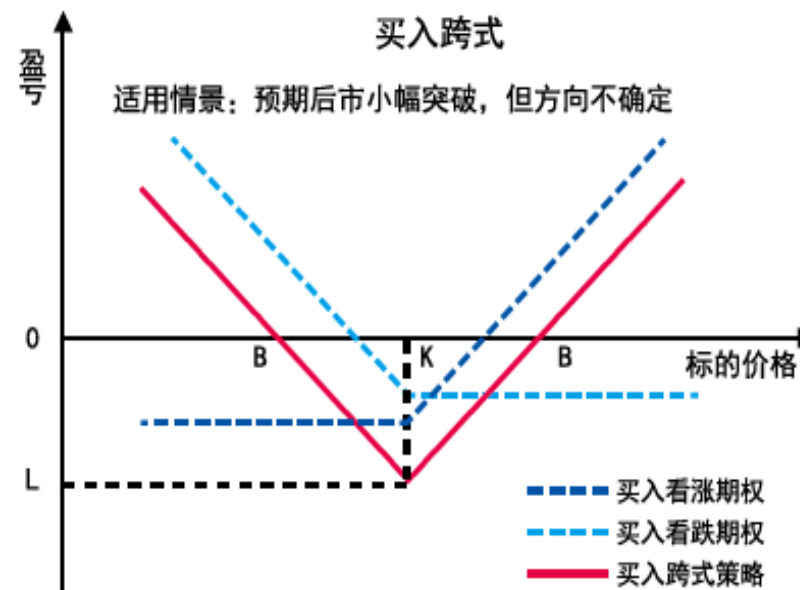
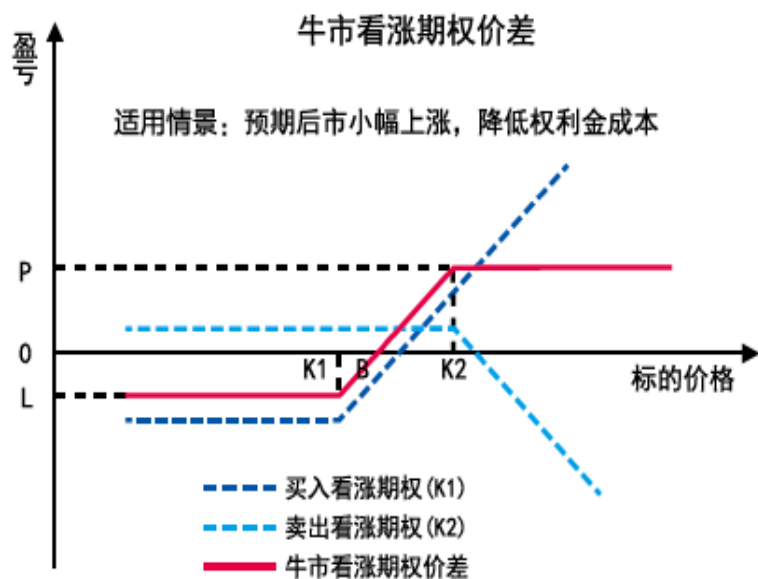
■ 展望2020

- 全年预期股指一季度走强，二季度走势相比一季度有所偏弱，且在二季度末或三季度初时有所回落，三季度和四季度维持震荡走势，股指机会或集中在上半年。



■ 股指期权策略

- 买入牛市价差策略，赚取股指小幅向上的收益。因弱库存周期与信用周期开启，上市公司本身盈利会逐渐改善，基本面的好转将驱动股指走出小幅上行走势。
- 买入跨式策略，赚波动率的收益。一方面，中美贸易事件驱动。另一方面以50ETF期权来看，其波动率也处于历史较低分位，因此可以考虑操作买入跨式策略，赚取波动的收益。



三、基本面分析及2020年股指期权展望

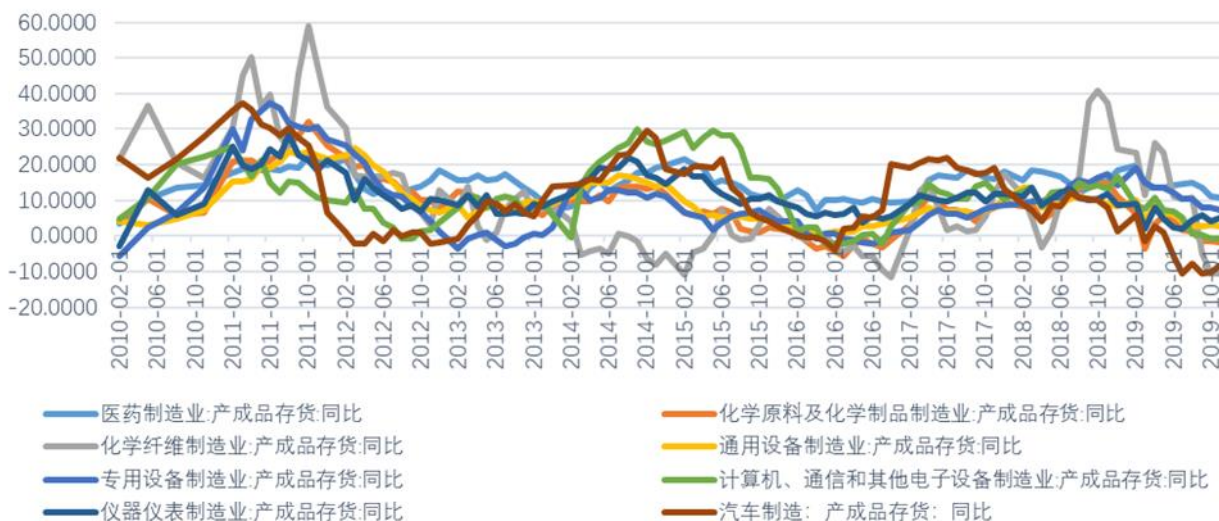


创元期货
CHUANG YUAN FUTURES

■ 股指期货策略

- 在行业上来看，因为供给侧改革抑制了产能投放，传统行业去库存反应较为滞后，新兴产业先于传统行业见底，新一轮库存周期或由新兴产业或率先开启。而三大股指当中，中证500中新兴产业占比最高，有望提前开启库存周期来分享未来经济转型的红利，叠加丰厚的贴水收益，IC具有长期的配置价值。股指投资风格或将由蓝筹白马转变为成长小票。

高科技产业提前进入补库周期



中证500期货移仓换月贴水累计收益



三、基本面分析及2020年股指期权展望

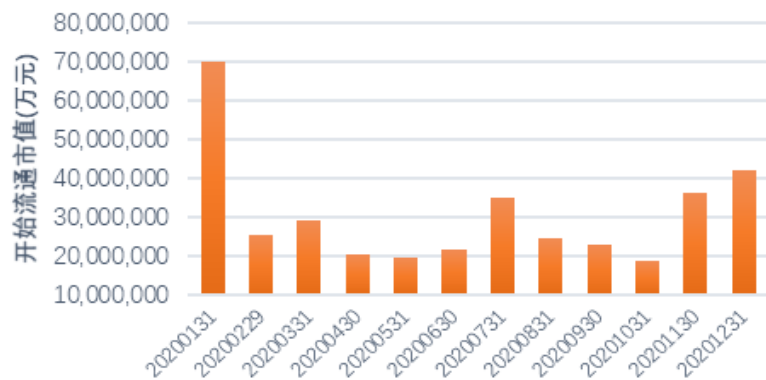


创元期货
CHUANG YUAN FUTURES

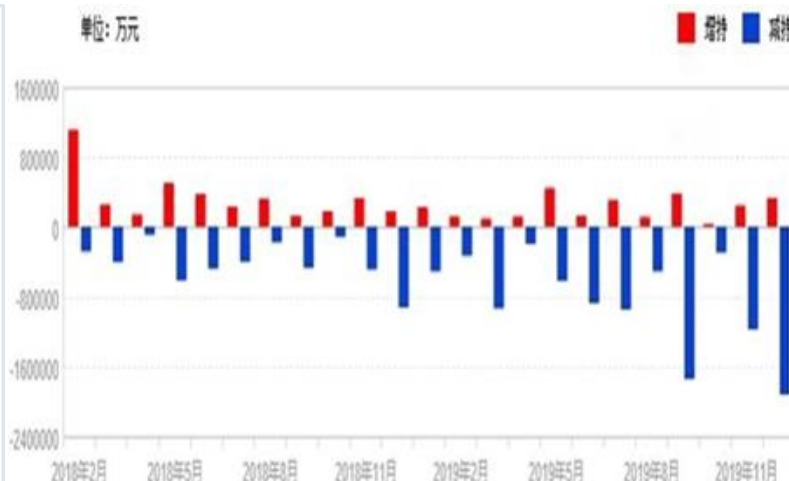
■ 扰动项

- ① 资金面需求利空，注册制的推行、科创板解禁、创业板新三板注册制改革、高管和股东减持以及限售股解禁对流动性影响负面，2020年供给或超过市场预期。
- ② CPI与货币政策宽松继续纠结。猪肉价格取决于生猪供应情况，目前非洲猪瘟并未有疫苗供应，如果非洲猪瘟疫情再次爆发，通胀压力或加据，货币政策宽松幅度或小于预期。
- ③ 中美贸易。虽然中美在第一阶段协议目前敲定在1月15日签署，但第二阶段中美贸易协议签署并未保持乐观。从消息来看，第一阶段的协议主要涉及购买美国农产品以及扩大市场准入方面，这些并不难达成。而第二阶段协议更多的是涉及2025中国制造等，我们认为，后续中美谈判或再次陷入僵局。目前来看，虽然中美关系对A股影响呈现边际递减，在一些确定性的关键问题上，譬如关税的落地，股指仍然会明显下挫。

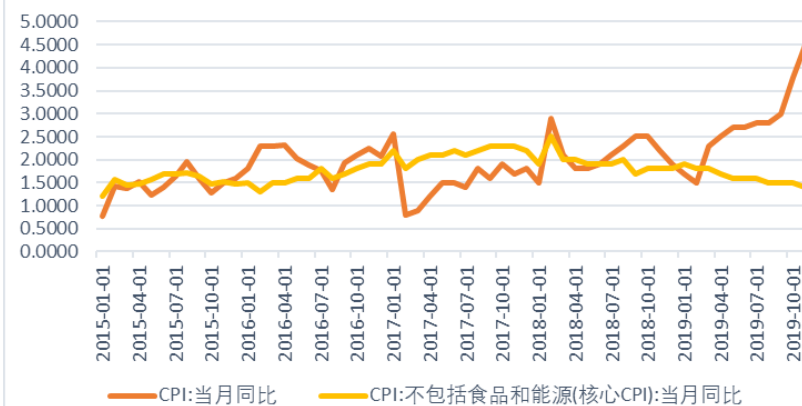
限售股解禁



单位: 元



CPI





创元期货
CHUANG YUAN FUTURES

謝謝觀賞
THANK YOU!

让 我 们 共 同 再 创 造