



弱现实扰动短线，强预期指引未来

摘要：

- 2022 年标的价格下跌为主，各期权品种稳步发展。2022 年与标的相关的股指整体上均呈现下跌态势，主要股指的行情均可大致分为“下跌-反弹-下跌-反弹”共 4 个阶段，每个阶段的影响变量不尽相同。金融期权再扩容，期权的成交量与持仓量呈现稳步发展的态势。
- 期权持仓量 PCR 居高分位，隐含波动率回落至低分位。从期权的持仓量 PCR 可以看出，当前上证 50 与沪深 300 指数的市场情绪较为乐观，但也意味着存在短线回调的可能性。从期权的隐含波动率可以看出，当前隐含波动率回落至较低分位数水平，市场短线波动率预期较低。
- 股指的风险因素边际走弱，支撑力量的预期增强。2022 年风险因素总体上有两条线索，一条是国内的宏观经济下行压力，包括疫情、房地产、出口等，一条是海外的风险资产偏好，包括美联储加息节奏、俄乌地缘危机、中美地缘风险等。支撑力量主要来自于稳增长政策预期与低估值安全垫。
- 展望 2023 年，弱现实扰动短线，强预期指引未来。2023 年一季度，经济弱现实对市场情绪将会形成扰动，若无增量政策持续出台，预期推动的反弹后劲不足，可以选择在合适的隐含波动率下对与中小盘指数相关的期权品种执行卖出宽跨式策略。进入二季度以后，若政策效果显著，经济基本面开始复苏，则可以对与大盘指数相关的期权品种构建牛市价差策略，待经济复苏趋势确定下来可以扩展到与中小盘指数相关期权品种的牛市价差策略。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

姓名：龙奥明

宝城期货投资咨询部

从业资格证号：F3035632

投资咨询证号：Z0014648

电话：0571-87006873

邮箱：longaoming@bcqhgs.com

作者声明：本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，期货投资咨询资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人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。

正文目录

1 市场回顾	5
1.1 2022 年标的资产价格呈下跌态势	5
1.2 期权成交量与持仓量稳步发展	7
2 期权分析指标	9
2.1 持仓量 PCR 指标居高分位	9
2.2 隐含波动率回落至低分位数	11
3 标的资产走势分析	13
3.1 股指的风险因素长期看边际走弱，短期仍存压制	13
3.2 股指的支撑力量较为充足，强预期明确	16
4 期权交易策略	17
5 总结	18

图表目录

图 1 上证 50ETF 价格走势	6
图 2 上交所 300ETF 价格走势	6
图 3 深交所 300ETF 价格走势	6
图 4 沪深 300 指数价格走势	6
图 5 中证 1000 指数价格走势	7
图 6 上交所 500ETF 价格走势	7
图 7 深交所 500ETF 价格走势	7
图 8 创业板 ETF 价格走势	7
图 9 上证 50ETF 期权的成交量与持仓量	8
图 10 上交所 300ETF 期权的成交量与持仓量	8
图 11 深交所 300ETF 期权的成交量与持仓量	8
图 12 沪深 300 指数期权的成交量与持仓量	8
图 13 中证 1000 指数期权的成交量与持仓量	8
图 14 上交所 50ETF 期权的成交量与持仓量	8
图 15 深交所 500ETF 期权的成交量与持仓量	9
图 16 创业板 ETF 期权的成交量与持仓量	9
图 17 上证 50ETF 期权的持仓量 PCR	10
图 18 上交所 300ETF 期权的持仓量 PCR	10
图 19 深交所 300ETF 期权的持仓量 PCR	10
图 20 沪深 300 指数期权的持仓量 PCR	10
图 21 中证 1000 指数期权的持仓量 PCR	10
图 22 上交所 500ETF 期权的持仓量 PCR	10
图 23 深交所 500ETF 期权的持仓量 PCR	11
图 24 创业板 ETF 期权的持仓量 PCR	11
图 25 上证 50ETF 期权的波动率	12
图 26 上交所 300ETF 期权的波动率	12
图 27 深交所 300ETF 期权的波动率	12

图 28 沪深 300 指数期权的波动率	12
图 29 中证 1000 指数期权的波动率	12
图 30 上交所 500ETF 期权的波动率	12
图 31 深交所 500ETF 期权的波动率	13
图 32 创业板 ETF 期权的波动率	13
图 33 期权策略到期损益图	18
表 1 标的资产价格变化情况	6

1 市场回顾

1.1 2022 年标的资产价格呈下跌态势

2022 年金融期权品种再扩容，年内新增 6 个品种，我国股指金融衍生品市场不断丰富，目前我国上市的金融期权将有 10 个品种，其中 7 个 ETF 期权和 3 个股指期权，分别是上交所的上证 50ETF 期权、沪深 300ETF 期权与中证 500ETF 期权，深交所的沪深 300ETF 期权、创业板 ETF 期权、中证 500ETF 期权与深证 100ETF 期权，中金所的沪深 300 股指期货期权、中证 1000 股指期货期权与上证 50 股指期货期权。它们的标的分别是华夏上证 50ETF（510050）、华泰柏瑞沪深 300ETF（510300）与南方中证 500ETF（510500），嘉实沪深 300ETF（159919）、易方达创业板 ETF（159915）、嘉实中证 500ETF（159922）与易方达深证 100ETF（159901），沪深 300 指数（000300）、中证 1000 指数（000852）与上证 50 指数（000016）。由于深证 100ETF 期权于 2022 年 12 月 15 日首次上市，上证 50 股指期货期权将于 2022 年 12 月 19 日首次上市，它们处于上市初期，可供参考的数据较少，因此本文将主要对其他 8 个期权品种进行分析。

这些期权标的分别与上证 50 指数、沪深 300 指数、深证 100 指数、中证 500 指数、创业板指数或者中证 1000 指数密切相关，其中前 3 个指数成分股以大盘权重股为主，后 3 个指数以中小盘成长股为主，由于市场风格的轮动，因此指数间存在结构性分化。

2022 年的股指行情整体呈现下跌态势，大致可以分为 4 个阶段：

第一阶段（年初至 4 月底）：该阶段主要股指均呈现震荡下行趋势，累计跌幅超过 15%甚至 20%。市场的主要影响变量依次是海外货币紧缩担忧、俄乌地缘危机、上海疫情等“灰犀牛”或“黑天鹅”风险因素，市场风险偏好持续回落，避险情绪占主导地位。在该阶段最行之有效的期权策略是买入认沽期权，既可以是与持有的现货资产构成保险策略来对冲风险，也可以是单纯地博弈风险事件下标的价格下跌以及波动率上升带来的风险溢价。

第二阶段（5 月初至 6 月底）：该阶段主要股指均呈现单边上行趋势，累计涨幅均超过 10%。以 4 月 29 日政治局会议为标志，市场的主要逻辑逐渐转变为稳增长政策的利好预期，市场风险偏好显著回升，股指均快速反弹。由于该阶段期权隐含波动率仍偏高，单纯的买入认购期权策略成本较高。在该阶段可以选择牛市价差策略或者比例价差策略做多，以俄乌危机爆发前的指数点位作为组合策略的右腿，则可以较好地获取上行的收益。

第三阶段（7 月初至 10 月底）：该阶段整体表现为下跌，但大盘价值股与中小盘成长股的走势差异明显，因此导致股指间的走势分化。上述的以大盘价值股为主的 3 个指数在该阶段单边下行，累计跌幅超过 20%；以中小盘成长股为主的 3 个指数在该阶段整体呈现震荡下跌，细分来看在 7 月与 8 月平台震荡，9 月单边下跌，10 月震荡反弹。在第二阶段稳增长政策密集落地之后，7 月

以来政策面以加快已有政策落地为主，增量表述较少，政策利好预期边际减弱。而 7 月以来风险因素不断升温，主要包括国内疫情多点散发、房地产预期持续低迷以及美联储激进加息等。在该阶段对以大盘价值股为主的 3 个指数相关的期权品种，在市场情绪仍亢奋的早期以逢高卖出认购期权策略为佳，到中后期则以熊市价差策略为宜；对以中小盘成长股为主的 3 个指数相关的期权品种，可以选择卖出宽跨式策略，在高隐含波动率的震荡行情中表现较佳。

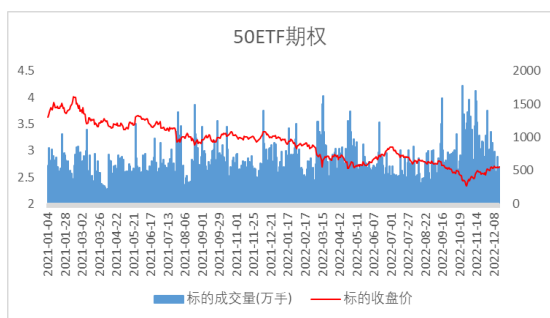
第四阶段（11 月初至今）：该阶段主要股指均呈现震荡上行的趋势。第三阶段的风险因素边际减弱，防疫政策迎来调整、金融支持地产政策密集出台、美联储加息预期放缓，而稳增长政策预期逐渐升温，市场风险偏好触底回升。在该阶段行之有效的期权策略是逢低构建牛市价差策略或者比例价差策略做多。

表 1 标的资产价格变化情况

简称	代码	收盘价	涨跌幅(%)
50ETF	510050.OF	2.693	-17.29
300ETF(上)	510300.OF	4.017	-19.79
300ETF(深)	159919.OF	4.014	-18.68
沪深300指	000300.SH	3954.23	-19.96
中证1000指	000852.SH	6519.44	-18.61
500ETF(上)	510500.OF	6.099	-26.14
500ETF(深)	159922.OF	6.201	-24.49
创业板ETF	159915.OF	2.298	-28.59

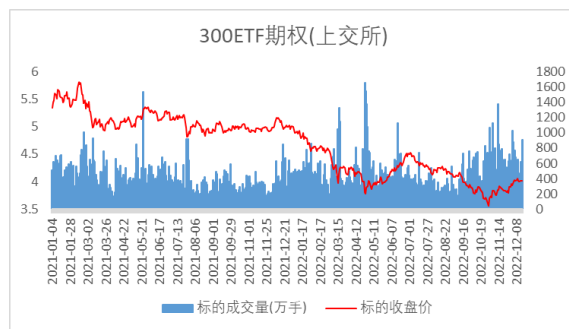
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 1 上证 50ETF 价格走势



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

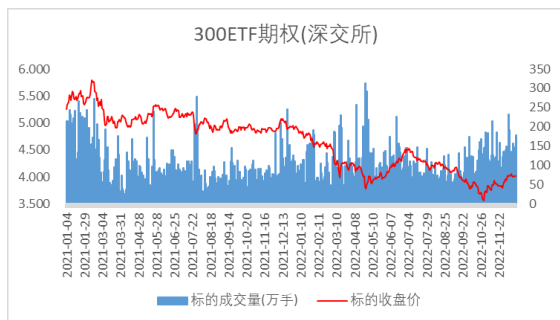
图 2 上交所 300ETF 价格走势



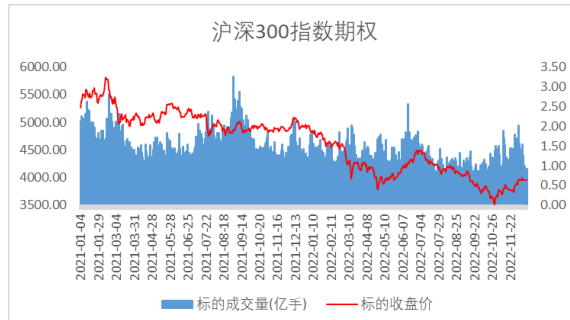
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 3 深交所 300ETF 价格走势

图 4 沪深 300 指数价格走势



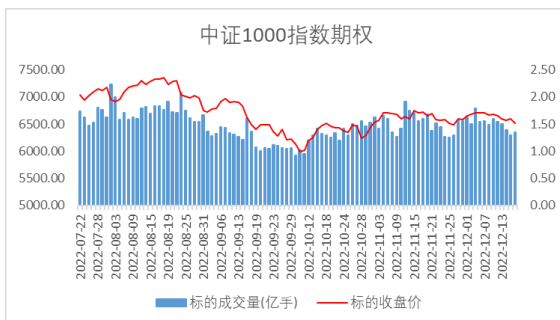
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所



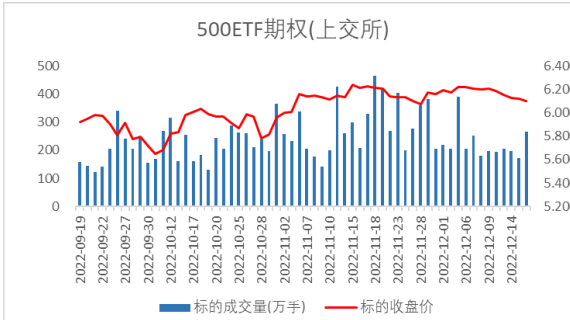
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 5 中证 1000 指数价格走势

图 6 上交所 500ETF 价格走势



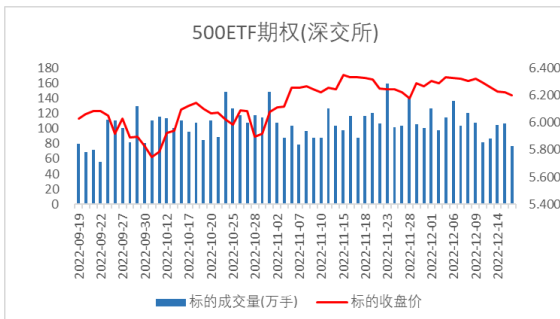
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所



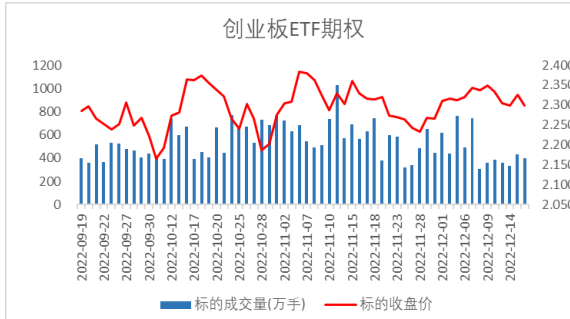
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 7 深交所 500ETF 价格走势

图 8 创业板 ETF 价格走势



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

1.2 期权成交量与持仓量稳步发展

一般而言，市场出现快速上涨或者快速下跌行情的时候，期权的避险需求会促使投资者利用期权工具进行风险管理，同时行情的火热也会使得期权的投机交易头寸上升从而进一步提升期权的成交量和持仓量。

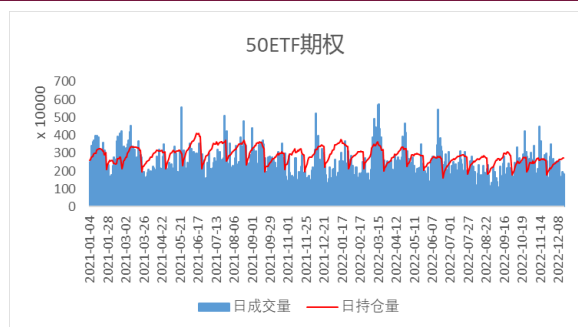
一般而言，期权的成交量在某些剧烈波动的日期会出现脉冲式的增加，期权的持仓量会随着当月合约系列的到期而出现周期性的回落，因为期权的成交量和持仓量一般是集中在当月合约系列上，换月将导致持仓量骤降。

整体来看，2022年各期权品种运行较为平稳，新上市品种的成交与持仓均得到快速发展，特别是9月19日首次上市的创业板ETF期权的成交量与持仓

量在短时间内快速跃升至第三位，说明投资者在这方面的风险管理需求很旺盛。2022 年上交所的上证 50ETF 期权、沪深 300ETF 期权与中证 500ETF 期权，深交所的沪深 300ETF 期权、中证 500ETF 期权与创业板 ETF 期权，中金所的沪深 300 指数期权与中证 1000 股指期权的年日均成交量分别为 2351068 手、1964084 手与 606072 手，305710 手、136172 手与 723283 手、133470 手与 63882 手；年日均持仓量分别为 2711327 手、2028632 手与 542786 手，321319 手、163334 手与 552683 手、187558 手与 53493 手。

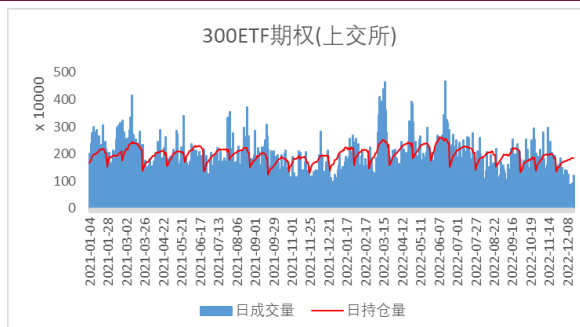
在标的资产价格波动最剧烈的时间段，特别是一些重大事件发生的时间点，例如 2 月底的俄乌冲突、4 月初的上海疫情等，各期权品种的成交量均会出现脉冲式上涨，说明期权的风险管理需求旺盛。随着投资者对期权的深入了解，以及新品种的不断上市，金融期权的风险管理功能以及杠杆投资功能将得到充分发挥，期权的成交量与持仓量将继续保持稳步发展的态势。

图 9 上证 50ETF 期权的成交量与持仓量



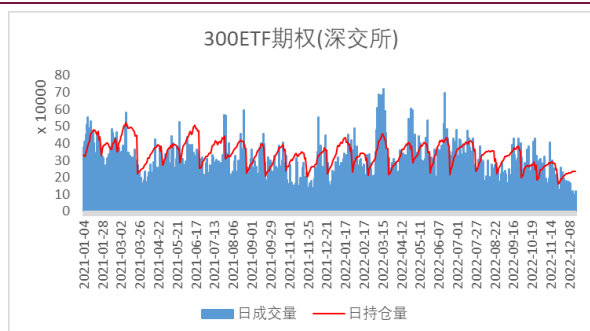
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 10 上交所 300ETF 期权的成交量与持仓量



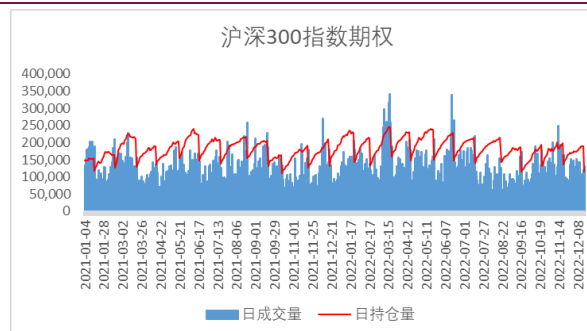
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 11 深交所 300ETF 期权的成交量与持仓量



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

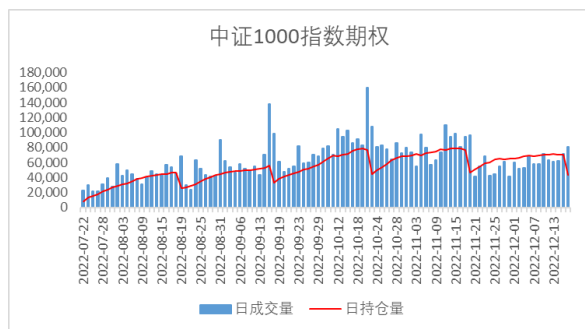
图 12 沪深 300 指数期权的成交量与持仓量



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

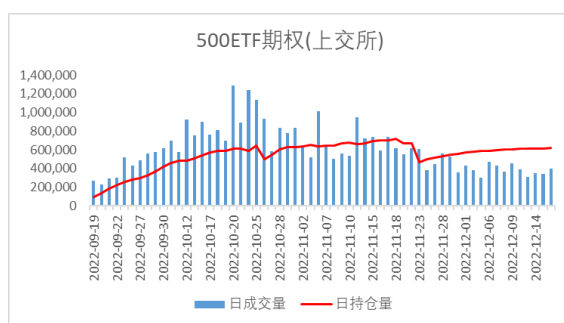
图 13 中证 1000 指数期权的成交量与持仓量

图 14 上交所 50ETF 期权的成交量与持仓量



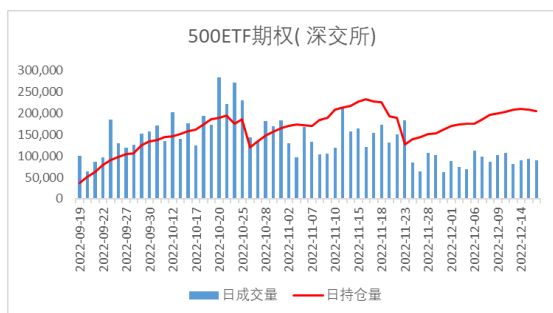
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 15 深交所 500ETF 期权的成交量与持仓量

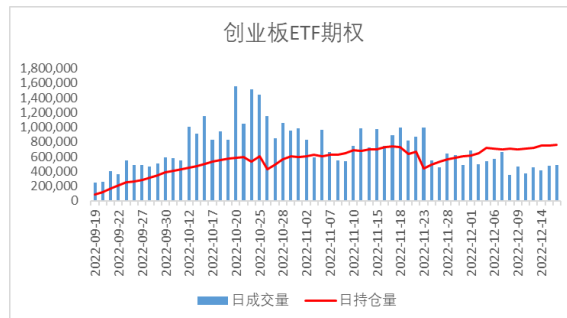


数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 16 创业板 ETF 期权的成交量与持仓量



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

2 期权分析指标

2.1 持仓量 PCR 指标居高分位

我们一般用期权市场的 Put-Call-Ratio（简称 PCR）指标常用来衡量市场的多空状态。PCR 指标是认沽期权成交量（或持仓量）与认购期权成交量（或持仓量）的比值。一般而言偏离日常水平较大的成交量 PCR 能反映投资者的情绪面的剧烈变化，而持仓量 PCR 能够反映同时期市场的多空双方情绪对比。持仓量 PCR 与市场情绪一般呈正相关关系，这是因为期权卖方一般是比较专业的投资者，卖出认沽期权说明其对后市行情是看涨的或者说不是看跌的。

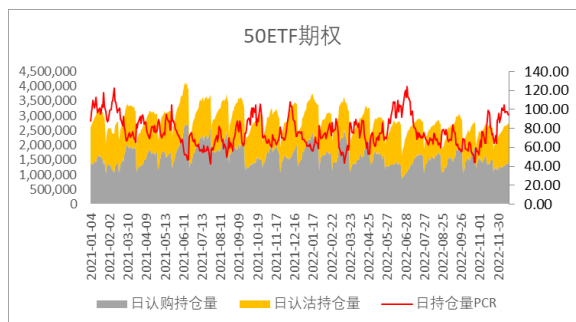
截至 12 月 16 日，上证 50ETF 期权成交量 PCR 为 85.44，上一交易日成交量 PCR 为 91.25；持仓量 PCR 为 94.24，上一交易日持仓量 PCR 为 95.09。上交所 300ETF 期权成交量 PCR 为 85.31，上一交易日成交量 PCR 为 91.51；持仓量 PCR 为 110.15，上一交易日持仓量 PCR 为 112.18。深交所 300ETF 期权成交量 PCR 为 102.53，上一交易日成交量 PCR 为 102.56；持仓量 PCR 为 117.06，上一交易日持仓量 PCR 为 114.29。中金所沪深 300 指数期权成交量 PCR 为 73.68，上一交易日成交量 PCR 为 72.53；持仓量 PCR 为 102.90，上一交易日持仓量 PCR 为 98.72。中金所中证 1000 指数期权成交量 PCR 为 104.99，上一交易日成交量 PCR 为 93.47；持仓量 PCR 为 78.74，上一交易日持仓量 PCR 为 85.92。上交所中证

500ETF 期权成交量 PCR 为 108.00, 上一交易日成交量 PCR 为 106.31; 持仓量 PCR 为 91.98, 上一交易日持仓量 PCR 为 90.79。深交所中证 500ETF 期权成交量 PCR 为 118.83, 上一交易日成交量 PCR 为 89.78; 持仓量 PCR 为 121.89, 上一交易日持仓量 PCR 为 118.04。创业板 ETF 期权成交量 PCR 为 83.37, 上一交易日成交量 PCR 为 78.05; 持仓量 PCR 为 90.24, 上一交易日持仓量 PCR 为 95.54。

截至 12 月 16 日, 上交所的上证 50ETF 期权、沪深 300ETF 期权与中证 500ETF 期权, 深交所的沪深 300ETF 期权、中证 500ETF 期权与创业板 ETF 期权, 中金所的沪深 300 指数期权与中证 1000 股指期权的持仓量 PCR 所处的分位数水平分别为 0.84、0.827 与 0.098, 0.945、0.786 与 0.295, 0.972 与 0.237。另外由于 2022 年首次上市的品种历史数据较少, 所以其分位数数据有所失效, 因此我们只对 2022 年之前上市的四个期权品种分析持仓量 PCR 指标。

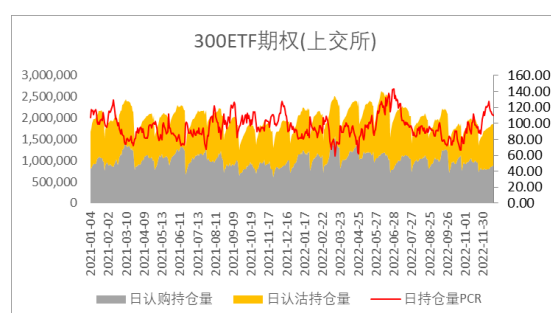
我们可以看出持仓量 PCR 的走势与标的资产价格走势相关性较高, 在标的资产价格的拐点附近期权的持仓量 PCR 基本上会同步地发生反转。目前与上证 50 以及沪深 300 指数相关的各期权品种的持仓量 PCR 指标均位于历史高分位数水平, 说明近期这两个指数的市场情绪偏乐观, 但这也意味着它们也具有高位回调的风险。

图 17 上证 50ETF 期权的持仓量 PCR



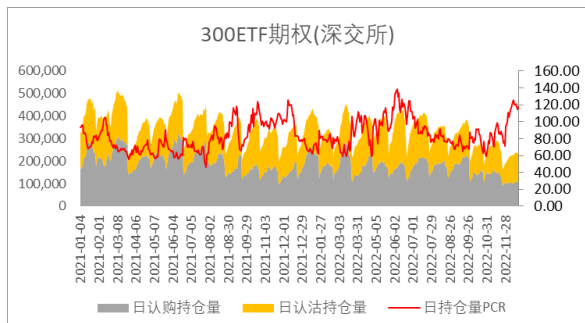
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 18 上交所 300ETF 期权的持仓量 PCR



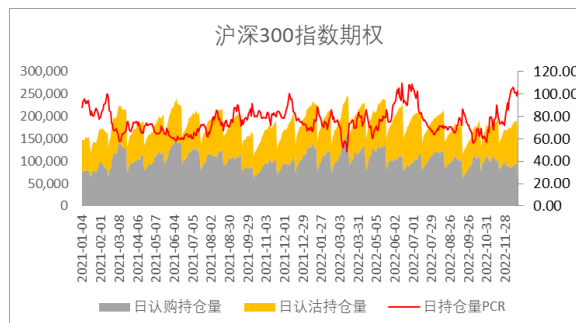
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 19 深交所 300ETF 期权的持仓量 PCR



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

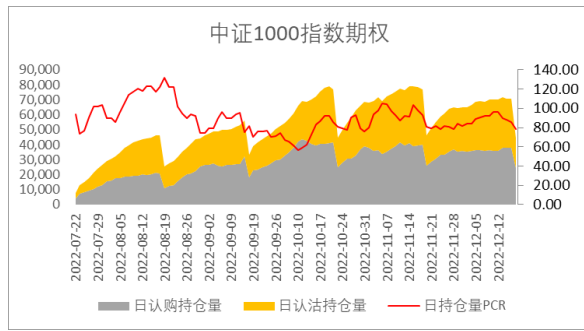
图 20 沪深 300 指数期权的持仓量 PCR



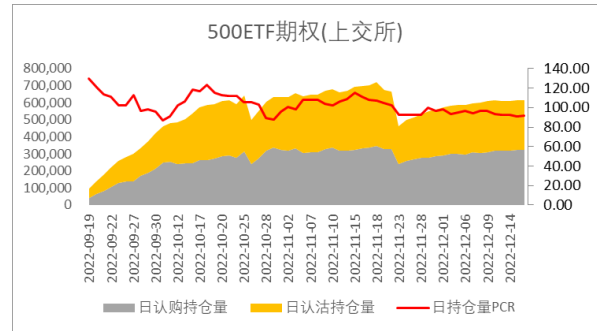
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 21 中证 1000 指数期权的持仓量 PCR

图 22 上交所 500ETF 期权的持仓量 PCR

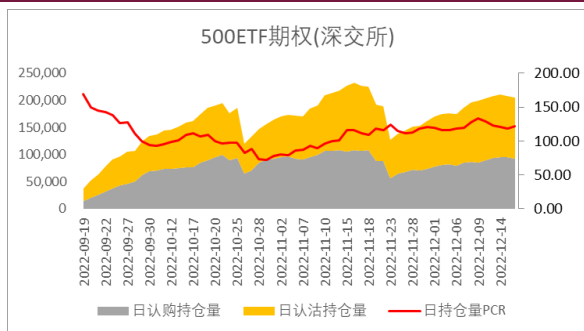


数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所



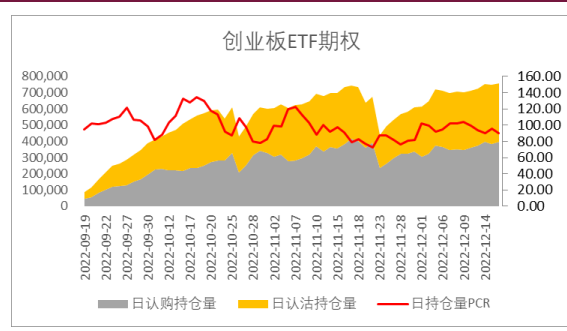
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 23 深交所 500ETF 期权的持仓量 PCR



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 24 创业板 ETF 期权的持仓量 PCR



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

2.2 隐含波动率回落至低分位数

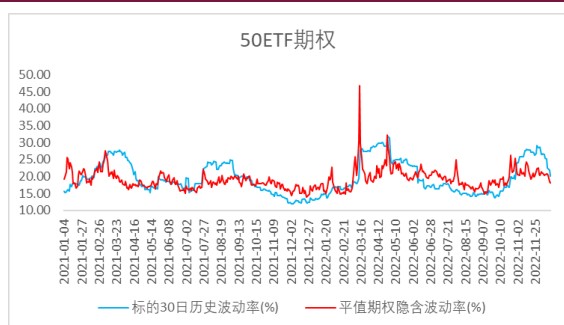
波动率是期权定价和交易的关键性因素，隐含波动率是指根据期权价格和期权定价公式反推计算出来的波动率数值，一般我们可以把平值期权的隐含波动率作为整体波动率水平的参考。从隐含波动率的相对高低可以看出投资者对波动率的未来预期，从而选择合适的波动率进行入场与出场。

截至 12 月 16 日，上证 50ETF 期权 2022 年 12 月平值期权隐含波动率为 18.03%，标的 30 交易日历史波动率为 20.12%。上交所 300ETF 期权 2022 年 12 月平值期权隐含波动率为 16.24%，标的 30 交易日历史波动率为 16.76%。深交所 300ETF 期权 2022 年 12 月平值期权隐含波动率为 16.45%，标的 30 交易日历史波动率为 16.93%。中金所沪深 300 指数期权 2023 年 01 月平值期权隐含波动率为 16.95%，标的 30 交易日历史波动率为 16.96%。中金所中证 1000 指数期权 2023 年 01 月平值期权隐含波动率为 16.64%，标的 30 交易日历史波动率为 13.12%。上交所中证 500ETF 期权 2022 年 12 月平值期权隐含波动率为 16.90%，标的 30 交易日历史波动率为 9.94%。深交所中证 500ETF 期权 2022 年 12 月平值期权隐含波动率为 12.63%，标的 30 交易日历史波动率为 9.98%。创业板 ETF 期权 2022 年 12 月平值期权隐含波动率为 19.95%，标的 30 交易日历史波动率为 17.52%。

截至 12 月 16 日，上交所的上证 50ETF 期权、沪深 300ETF 期权与中证 500ETF 期权，深交所的沪深 300ETF 期权、中证 500ETF 期权与创业板 ETF 期权，中金所的沪深 300 指数期权与中证 1000 股指期权的持仓量 PCR 所处的分位数水平分别为 0.392、0.170 与 0.196，0.170、0.016 与 0.016，0.214 与 0.019。

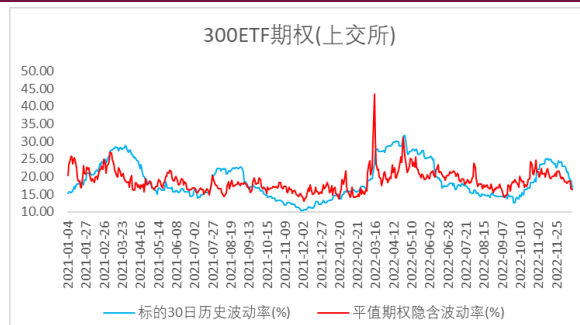
2022 全年各期权品种的平均期权隐含波动率大多数时间均在 14%到 25%之间波动，在 2 月底俄乌危机爆发、4 月初上海疫情爆发等时间点期权的隐含波动率有脉冲式上涨突破至 30%以上。由于 12 月以来主要股指均陷入震荡整理的行情之中，各期权品种的隐含波动率均已经明显回落，所处分位数水平回落至位于 0.5 以下，反映出当前市场对短期内标的资产价格的波动率预期较低。从期权隐含波动率与期权价格的关系来看，隐含波动率越高卖出期权越有利，隐含波动率越低买入期权所需成本越低，因此单纯从隐含波动率的角度来看，在目前的隐含波动率位置卖出期权的性价比不高。

图 25 上证 50ETF 期权的波动率



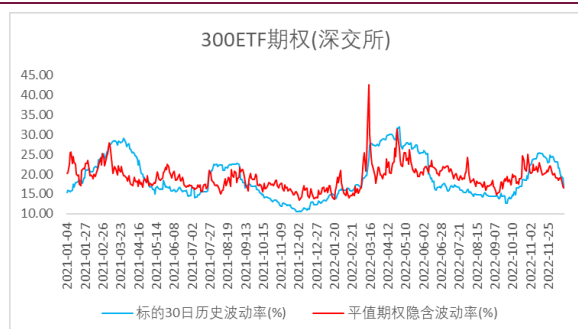
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 26 上交所 300ETF 期权的波动率



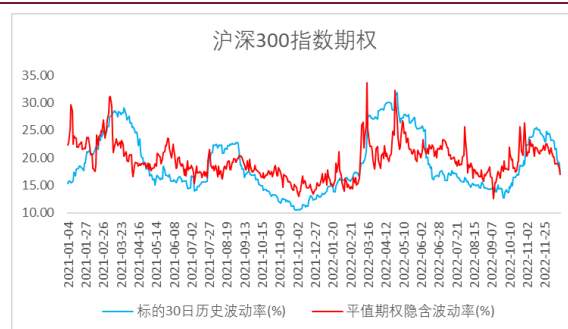
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 27 深交所 300ETF 期权的波动率



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

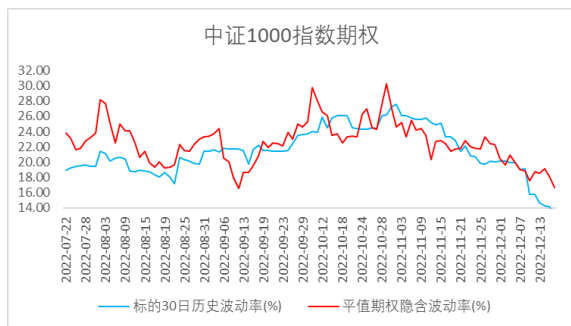
图 28 沪深 300 指数期权的波动率



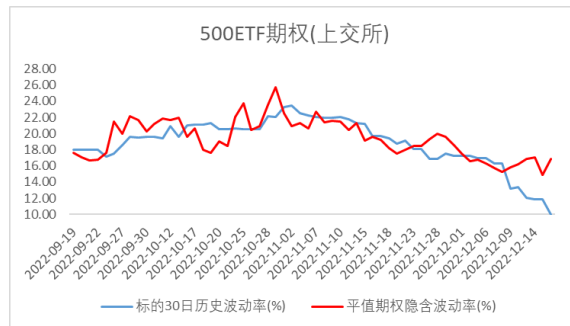
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 29 中证 1000 指数期权的波动率

图 30 上交所 500ETF 期权的波动率

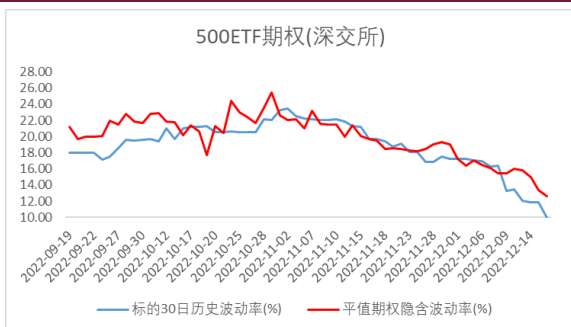


数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所



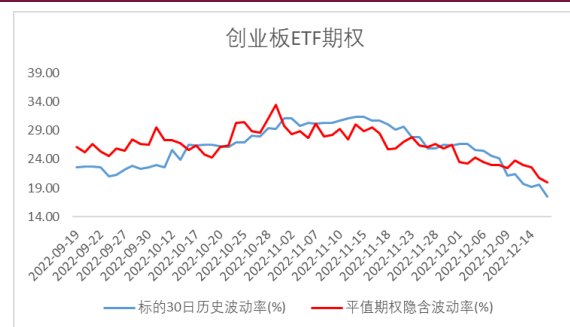
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 31 深交所 500ETF 期权的波动率



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 32 创业板 ETF 期权的波动率



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

3 标的资产走势分析

目前 ETF 期权以及股指期权的标的资产基本都是挂钩于上证 50 指数、沪深 300 指数、深证 100 指数、中证 500 指数、中证 1000 指数以及创业板指数，因此要分析期权的标的资产走势等价于分析上述股指的走势。

3.1 股指的风险因素长期看边际走弱，短期仍存压制

2022 年影响股指的风险因素总体上有两条线索，一条是国内的宏观经济下行压力，包括疫情、房地产、出口等，一条是海外的风险资产偏好，包括美联储加息节奏、俄乌地缘危机、中美地缘风险等。

防疫政策优化后对经济的制约逐步消退，中长期消费复苏不受影响，但是短期内消费难以复苏。新冠变异毒株“奥密克戎”最早在 2021 年 11 月 9 日发现，由于其具备快速传播以及免疫逃逸能力，在同年 11 月 29 日就被世卫组织将其全球总体风险评估为“非常高”。2022 年 3 月起，陆续有报道国内多地发现“奥密克戎”感染病例，4 月上海疫情爆发，疫情封控一刀切的举措导致 4 月份经济数据全面下滑，制造业供需两端双双走弱，供应链和物流链问题严重，居民消费受到明显抑制，服务业受到明显重创，在此影响下 4 月份股指快速破位下跌。7 月份之后，国内再次出现疫情多点散发的情况，部分城市逐步升级对于可能出现聚集的线下门店经营的管控甚至实行区域内静默，短期内对当地

的零售、餐饮等业态造成冲击，线下消费复苏疲软，疫情对经济的负面效果再次体现，股指随后震荡走弱。10 月份，国庆假期加速了疫情的严峻形势，10 月中旬国内新增确诊与无症状感染者数据飙升，防控压力较大，对当地的零售、餐饮等线下消费冲击较为显著，股指快速回调。不过随着国内疫情防控政策优化，“二十条”、“新十条”接连发布，未来疫情防控对经济的影响将逐渐消退，随着对消费场景的限制解除，未来消费将呈现复苏态势。不过短期内疫情对消费的制约仍较大，原因在于防控政策放开以来国内新增确诊数量快速增加，医疗资源略显紧张，感染之后或出现类似得了重感冒一样难受的症状，部分居民倾向于减少出行活动范围，因此消费的复苏并不是一蹴而就的过程。另外就是疫情以来居民的未来收入预期下滑对居民的消费意愿也造成一定影响，特别是可选消费的复苏还是要等待居民收入预期的回暖。

2022 年消费受疫情影响最为明显，11 月份，社会消费品零售总额 38615 亿元，同比下降 5.9%；其中，除汽车以外的消费品零售额 34828 亿元，下降 6.1%。1—11 月份，社会消费品零售总额 399190 亿元，同比下降 0.1%；其中，除汽车以外的消费品零售额 358490 亿元，下降 0.2%。一方面是疫情影响下居民出门活动意愿降低或者说出门活动范围限制变多使得部分消费场景消失，另一方面疫情影响下居民收入增长预期以及稳定性均受影响，预防性储蓄一直处于高位，非必需消费的意愿被迫降低。因此与线下接触型为主的非必选消费受影响最严重，如餐饮、服装、珠宝、汽车、手机等。11 月餐饮收入同比为-8.4%，其下行幅度加大，9-11 月同比分别为-1.7%、-8.1%、-8.4%。服装零售收入同比为-15.6%，大幅低于 10 月同比的-7.5%和 9 月同比的-0.5%。金银珠宝同比为-7.0%，大幅低于 10 月同比的-2.7%和 9 月同比的 1.9%。汽车零售同比-4.2%，低于 10 月同比的 3.9%和 9 月同比的 14.2%。通讯器材零售同比为-17.6%，显著低于 10 月同比的-8.9%和 9 月同比的 5.8%。

房地产行业仍处下行周期，政策可以缓解优质房企的资金链难题，但行业的核心问题还是商品房销售何时回暖。自 2021 年房地产“三条红线”监管政策严格执行以来，房企资金链逐渐趋于紧张。2021 年下半年开始，房地产进入下行周期，商品房销售、拿地、新开工、房地产投资等数据均持续走低，带动房地产相关产业链的需求也逐渐下行。房地产行业政策也经历了“严格调控——因城施策——降低房贷利率&放松购房限制——保交楼——保项目且保主体”的过程。不过房地产方面仍处于下行周期，11 月各项数据表现相对 10 月份再下台阶，十分低迷。从房地产开发资金来源看，单月增速也仍在继续下行过程中，其中自筹资金部分增速新低，是主要拖累；贷款部分 11 月增速亦有较明显回落。11 月房地产开发资金来源同比为-35.4%，低于前值的-26.0%；其中自筹资金部分增速为-38.8%，创年内新低；国内贷款部分同比为-30.5%，重新回到 6-7 月的增速水平。虽然 11 月以来“第二只箭”、“金融支持地产十六条”、“保函置换通知”、“第三只箭”等一系列金融支持地产政策大大改善了房企的资金链问题，但是房地产的问题根结在于商品房销售起不来。在 2022 年房贷利率显著下行的情况下，居民购房意愿仍偏弱，一方面是因为居民收入预期下滑，另一方面也是因为居民房价信仰不再。在房企“销售回款-拿地-新开工-施工-

竣工”的资金链循环中销售是十分重要的一环，而居民房价预期的改变将使得房地产需求结构发生根本性变化，短期可能难以看到大的起色。11月地产销售同比-33.3%，低于前值的-23.2%，重新回到5月以来最低。

海外需求端走弱以及高基数效应将持续压制未来出口数据。2020年国内开启复工复产以后，海外供应链受到疫情冲击，叠加疫情初期海外主要发达经济体货币大放水刺激需求旺盛，我国出口数据一直表现亮眼。2022年以来，海外主要发达经济体开启加息步伐，高通胀和高利率背景下海外需求逐渐走弱，前三季度我国出口数据仍保持较强韧性，即使4月份疫情冲击下仍有3.5%的同比增速，但是11月份出口的同比增速下滑到-8.7%。从海外主要发达经济体的制造业PMI数据可以看出，欧洲主要发达经济体的制造业PMI基本是在7、8月份进入收缩区间并持续至今，美国、日本的制造业PMI也在10、11月进入收缩区间，这意味着海外发达经济体对中国商品的需求持续走低。考虑到海外需求的持续走低以及高基数效应，预计未来出口数据仍将继续下行。

综合来看，疫情影响下消费难以快速复苏，房地产仍处于下行周期，海外需求持续走弱带动出口持续下行，需求端不足将成为限制国内宏观经济复苏的主要问题。

2022年美联储激进加息压制全球风险资产估值，2023年美联储加息边际放缓，但高利率仍将持续一段时间。2022年美联储开启加息以来，共7次累计加息425个基点，基准利率达到15年来最高，令外资的股市风险偏好显著回落。特别是在6、7、9和11月的连续4次75BP的加息令美元指数大幅上行，中美利差严重倒挂，人民币汇率承压，北向资金流入节奏明显放缓，9、10月出现罕见的连续两个月净流出。在12月15日的美联储议息会议后，美联储表态的2023年加息路径显示美联储未来加息步伐会放缓，但是高利率会维持较长一段时间直至看到通胀回归的明确信号，并且明确2023年不会降息，短期内这对外资的风险资产偏好将形成一定压制。不过从中长期的角度来看，未来美联储加息是边际放缓的，而中国股市的估值偏低以及中国经济的韧性较强仍将持续吸引外资中长期配置A股，由于外资的资金风格偏好，大盘价值股将受到更多青睐。

2022年地缘因素对股市的风险偏好也造成较大的短线影响，主要是2月底的俄乌冲突以及8月初的佩洛西窜访台湾。俄乌两国在全球能源市场、粮食市场都具有重要地位，2月24日爆发的俄乌危机对全球的供应链稳定造成极大挑战，造成能源与农产品价格上涨，推升欧洲地区通胀压力，对全球风险资产的风险偏好造成较大冲击，3月之后事件影响逐步被市场消化。8月2日美国众议院议长佩洛西不顾中方强烈反对，窜访台湾，引发中美地缘政治风险担忧，市场情绪急促下跌。但是在中方宣布8月4日环台军演之后，起到了有效的震慑作用，局势并未朝着冲突升级的方向走，事件影响逐步被市场消化。2023年需要关注可能发生的中美地缘政治风险对股指的短线扰动。

综合来看，美联储加息预期边际放缓但表态偏鹰，短线有压力不改中长期改善的趋势。地缘因素扰动短线，需要关注 2023 年中美地缘政治风险的可能扰动。

3.2 股指的支撑力量较为充足，强预期明确

2022 年支撑股指的利多力量主要来自于政策面的稳增长预期与低估值的安垫。

4 月份在疫情冲击下经济数据表现较差，稳经济政策利好下股指在 5、6 月份强劲反弹。4 月 29 日政治局会议强调疫情要防住、经济要稳住、发展要安全。会议要求，要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间。针对该目标提出，要采取退税减税降费、用好各类货币政策工具、全面加强基础设施建设、对受疫情严重冲击的行业和企业实施一揽子纾困帮扶政策、发挥消费对经济循环的牵引带动作用、支持各地从当地实际出发完善房地产政策、出台支持平台经济规范健康发展等相应措施。5 月 23 日，国常会召开，决定实施 6 方面 33 项措施，努力推动经济回归正常轨道、确保运行在合理区间。其中积极财政政策具体措施包括减税、退税、延缓缴费、专项债券、融资担保等，从供给、需求、消费、投资等多方面发力，大力纾解企业特别是小微企业的困难，着力稳市场主体、稳就业。随着后续相关部门不断落实、落细国常会的政策安排，多方面政策协同发力，经济数据逐步回暖，工业生产和基建投资恢复较快。6 月制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双回升至扩张区间，6 月社融与信贷数据总量上与结构上均超预期回升。不过随着专项债在 2022 上半年基本投放完毕，后续政策力度边际减弱，叠加疫情、地产等风险因素下经济数据再度走弱，股指再度回调。

11 月份以来政策面利好预期推动市场情绪回暖。在防疫政策、地产政策方面均有重磅政策出台，市场对宏观回暖的预期逐渐升温，包括疫情防控放松之后的消费复苏预期、地产政策实施后的触底反弹预期等。11 月经济数据表现为全面下滑，工业、消费、出口、地产等均下行明显，考虑到政策的时滞性，经济弱现实的状态可能还将持续几个月。但是政策面的强预期仍将对市场情绪起到较强的支撑作用，从 12 月以来接连公布的中央政治局会议、《扩大内需战略规划纲要》、中央经济工作会议的表述中可以看到 2023 年将是稳增长政策的大年，着力扩大内需，发挥消费的基础性作用和投资的关键性作用。由于目前银行、基建、消费等代表的大盘权重股的估值水平较低，中长期配置价值凸显，在政策指引和经济复苏预期的推动下，短期内与经济复苏相关的上证 50 和沪深 300 指数延续偏强运行。当权重指数对经济复苏预期的修复到一定程度之后斜率将放缓，市场风格将逐渐转化为偏新兴成长指数占优的局面，届时中证 500、中证 1000、创业板指数将表现偏强。

展望 2023 年，政策面强预期是近期支撑股指表现的主要逻辑，不过短期内经济弱现实对市场情绪会形成扰动，若无增量政策持续出台，预期推动的反弹

后劲不足，预计 2023 年 1 季度股指将以平台震荡走势为主，期间上证 50 与沪深 300 指数将表现较强。不过中长期来看，国内经济复苏的基础较为牢靠，预计 2023 年 2 季度开始经济数据将逐步改善，若政策效果显著，在经济复苏背景下股指将探底回升，走出上行趋势。

4 期权交易策略

基于上述分析，经济弱现实与政策强预期的相互博弈之下，预计 2023 年 1 季度沪深 300 与上证 50 指数呈现区间震荡略偏强运行的走势，而中证 500、中证 1000、创业板指数呈现区间震荡整理的走势，因此可以选择在合适的隐含波动率下对与中小盘指数相关的期权品种执行卖出宽跨式策略。进入二季度以后，若政策效果显著，经济基本面开始复苏，则可以对与大盘指数相关的期权品种构建牛市价差策略，待经济复苏趋势确定下来可以扩展到与中小盘指数相关期权品种的牛市价差策略。

卖出宽跨式策略是指卖出一个认沽期权同时卖出一个相同的到期时间和更高行权价的认购期权。到期时，当标的资产价格位于两个盈亏平衡点之间时可以获得收益，反之需要承担亏损。当标的资产价格位于两个期权的行权价之间时获得的收益最大；当标的资产价格位于两个盈亏平衡点之外时，随着标的资产价格距离盈亏平衡点的间距越远，亏损越大，最大亏损理论上负无穷。

卖出宽跨式策略适用于标的短期内处于震荡行情的情况，通过卖出期权可以收取权利金，以应对在震荡市场中进行现货择时交易的困难。从结构上来说，时间对卖出宽跨式策略是友好的，隐含波动率回落也有利于卖出宽跨式策略。由于卖出宽跨式策略有最大收益，因此在持仓浮盈接近最大收益时，则可以选择平仓兑现收益。标的资产价格大涨或大跌会给卖出宽跨式策略带来风险，因此在发生突发风险事件，标的价格大涨或者大跌的时候，可以通过买入对应执行价的价外期权进行风险对冲。期权隐含波动率上升也会给卖出宽跨式策略带来短线浮亏的风险，不过并不影响策略的到期收益。

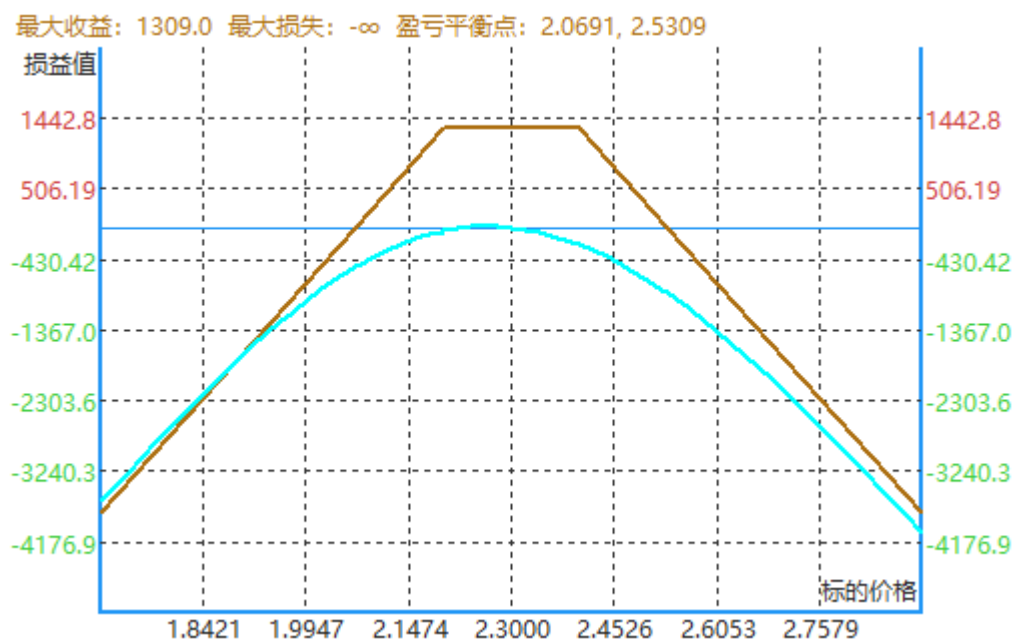
牛市认购价差策略是指买入一个低行权价认购期权同时卖出一个相同的到期时间和更高行权价的认购期权构成资产组合。到期时，当标的资产价格高于盈亏平衡点（盈亏平衡点位于两个行权价之间）时可以获得正收益，反之需要承担亏损。当标的资产价格大于等于该高行权价时获得的收益最大；当标的资产价格小于等于该低执行价时，亏损最大。因此牛市认购价差策略的最大收益与最大亏损均是有限的。

牛市认购价差策略适用于对标的短期温和看涨的情况，同时即使发生超预期的风险事件，标的资产破位下跌对组合策略也只能造成有限的亏损。在标的资产的上行过程中，如果它存在明显的支撑位或者压力位，则可以很好地设置牛市价差策略两腿的行权价，从而使收益风险比最佳。

由于股指中长期来看上行动力仍存，因此若用远月合约构建卖出宽跨式策略，右腿应预留一定上行空间的容错，以确保盈亏平衡点位置更为有利。例如

以 2023 年 3 月系列的深交所的创业板 ETF 期权为例，以 12 月 16 日的收盘数据为例，卖出一手 3 月份行权价为 2.20 的认沽期权，同时卖出一手 3 月份行权价为 2.40 的认购期权，构成卖出宽跨式策略。该策略收取权利金 1309.0 元，需要保证金 2600 元左右（深交所有期权组合策略保证金优惠），到期时最大收益 1309.0 元，最大亏损负无穷元，盈亏平衡点为 2.0691 和 2.5309。当到期时标的价格上涨超过 2.5309 时，该策略的收益为负，且亏损随着继续上涨不断扩大；当到期时标的价格低于 2.0691 时，该策略的收益为负，且亏损随着继续下跌不断扩大；当到期时标的价格位于 2.0691 和 2.5309 时，该策略的收益为正；当到期时标的价格位于 2.20~2.40 之间时，该策略获得最大盈利 1309.0 元。在该例中，卖出 3 月份行权价为 2.40 的认购期权的隐含波动率为 22.74%，卖出 3 月份执行价为 2.20 的认沽期权时的隐含波动率为 23.48%，选择在隐含波动率更高的时候卖出期权可以获得更佳的收益风险结构。

图 33 期权策略到期损益图



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

5 总结

2022 年标的价格下跌为主，各期权品种稳步发展。2022 年与标的相关的股指整体上均呈现下跌态势，主要股指的行情均可大致分为“下跌-反弹-下跌-反弹”共 4 个阶段，每个阶段的影响变量不尽相同。金融期权再扩容，期权的成交量与持仓量呈现稳步发展的态势。

期权持仓量 PCR 居高分位，隐含波动率回落至低分位。从期权的持仓量 PCR 可以看出，当前上证 50 与沪深 300 指数的市场情绪较为乐观，但也意味着存

在短线回调的可能性。从期权的隐含波动率可以看出，当前隐含波动率回落至较低分位数水平，市场短线波动率预期较低。

股指的风险因素边际走弱，支撑力量的预期增强。2022 年风险因素总体上有两条线索，一条是国内的宏观经济下行压力，包括疫情、房地产、出口等，一条是海外的风险资产偏好，包括美联储加息节奏、俄乌地缘危机、中美地缘风险等。疫情影响下消费难以快速复苏，房地产仍处于下行周期，海外需求持续走弱带动出口持续下行，需求端不足将成为限制国内宏观经济复苏的主要问题。美联储加息预期边际放缓但表态偏鹰，短线有压力不改中长期改善的趋势。地缘因素扰动短线，需要关注 2023 年中美地缘政治的可能扰动。2022 年支撑股指的利多力量主要来自于政策面的稳增长预期与低估值的安全垫，政策面强预期是近期支撑股指表现的主要逻辑。

展望 2023 年，弱现实扰动短线，强预期指引未来。2023 年一季度，经济弱现实对市场情绪会形成扰动，若无增量政策持续出台，预期推动的反弹后劲不足，预计 2023 年 1 季度股指将以平台震荡走势为主，可以选择在合适的隐含波动率下对与中小盘指数相关的期权品种执行卖出宽跨式策略。中长期来看，国内经济复苏的基础较为牢靠，预计 2023 年 2 季度开始经济数据将逐步改善，若政策效果显著，经济基本面开始复苏，股指将探底回升，走出上行趋势，则可以对与大盘指数相关的期权品种构建牛市价差策略，待经济复苏趋势确定下来可以扩展到与中小盘指数相关期权品种的牛市价差策略。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

获取每日期货策略推送

服务国家
知行合一

走向世界
专业敬业



诚信至上
严谨管理

合规经营
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信·期货咨询尽在掌握

免责声明

除非另有说明，宝城期货有限责任公司（以下简称“宝城期货”）拥有本报告的版权。未经宝城期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播或复印本报告的全部或部分内容。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。宝城期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是宝城期货在最初发表本报告日期当日的判断，宝城期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但宝城期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。宝城期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

宝城期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

宝城期货版权所有并保留一切权利。