

股指期货：结构性行情 关注中证 1000 入场机会

成文日期：2024/4/18

徽商期货 周杨、吴飘飘、李永东

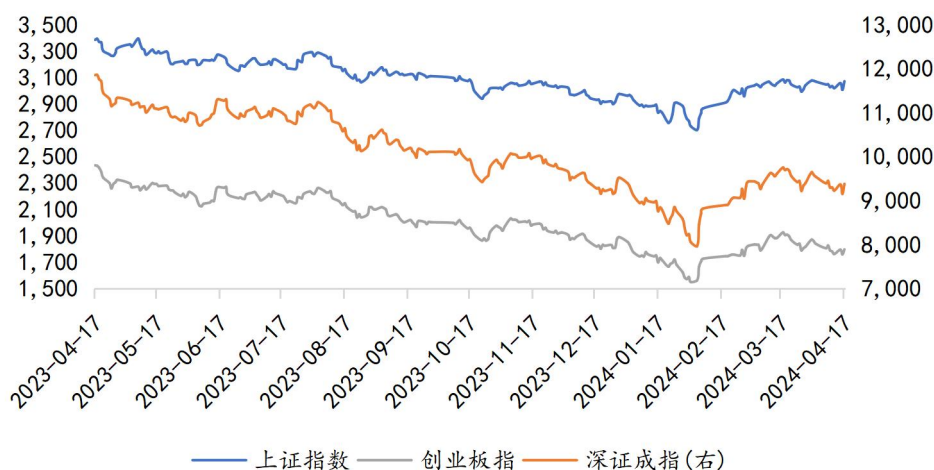
摘要：基本面有所改善，但修复力度不大，社零增速环比有所回落，工业增加值增长略低于预期；金融数据较为平稳，私人部门加杠杆意愿仍显不足，企业票融同比少减，需观察其持续性。海外美国经济韧性较大，制造业回升速度加快，需求强劲一定程度上影响了通胀放缓进程，而欧洲央行经济韧性偏低，或有可能先于美国走向降息进程。从持仓量 PCR 指标上看，整体上认购持仓均小幅高于认沽持仓，尤其是持仓量较大的位置，说明市场有一定上涨压力。当前市场积极信号偏多，政策也在呵护，上证 50 面临年线压力位位置，可以构建比率价差策略尝试做多。中证 1000 指数处于较低位置，或有补涨需求，可考虑构建牛市价差策略，目前波动率位置相对在高位，单边可考虑卖出支撑位认沽做多。

一、市场行情

近期市场整体震荡，但日内波动加剧。一方面是海内外消息面刺激，另一方面也说明权益市场交投情绪敏感，资金未形成合力，市场仍未走出震荡格局。沪指日线级别上有压力下有支撑，下方各均线缠绕形成支撑，上方年线位置压力明显。短期市场未走出方向，震荡区间内可暂时观望，待行情突破后择机布局。4 月以来期权标的整体重心小幅下移，近几个交易日有所反弹，但是从期权合约上来看，认购和认沽平值合约权利金价值均呈现下跌走势，认购跌幅稍高，主要受近期波动率回落和时间价值损耗影响。标的走势偏震荡走弱，没有出现单边走势，整体上期权卖方近期收益相对更加稳健，利润相对稳定，而买方如不能及时止盈，持仓较久的话，反而容易出现亏损。

从市场结构来看，我们 3 月提示大权重依然会起到支撑大盘的作用，但是上方年线压制，压力比较明显。从近期走势来看，上证 50 更为抗压，符合预期。上证 50 相较于小盘指数的小幅调整，更多表现为震荡，且并未出现向上突破。行情的结构化再次凸显出来，在估值偏低、市场资金量不足而又压力较大时，往往弹性更大的小盘股会首先面临调整风险，权重表现更为稳定。从资金增量来看，4 月以来北上资金净流出约 100 亿，外部资金呈现净流出。4 月融资余额同样下降约百亿，国内资金同样净流出。目前市场增量资金不足，即使日内大涨但成交额仍不足万亿，短期或仍呈结构化行情。

图 1：主要指数收盘价



数据来源：同花顺 iFind、徽商期货研究所

基本面有所改善，但修复力度不大。3 月规模以上工业增加值同比实际增长 4.5%，略低于预期。工业增加值增长一方面仍需要稳增长财政政策，如万亿国债等逐渐发力；另一方面设备更新政策逐步落地，且政策明确表示将在资金上提供支持，或将逐步支撑投资及供给。3 月当月社会消费品零售总额同比增加 3.1%，环比小幅回落，但考虑一季度整体人均消费支出同比有所上升，仍对经济逐步修复起到支撑。

金融数据较为平稳，私人部门加杠杆意愿仍不足。3 月社融新增规模 4.87 万亿元，同比少增 5142 亿元，主要矛盾仍是实体融资需求不足。3 月新增人民币贷款 3.3 万亿元，同比少增 6561 亿元。3 月为一季度末，往往信贷规模会大幅增加，环比多增符合规律。但同比少增一方面确实是去年高基数影响，从其他年份来看，3 月整体信贷规模尚可。分主体来看企业端长短贷同比均少增，其中中长期贷款同比少增约 4700 亿元，但票据融资规模同比少减 2000 多亿元，一边是票融修复，一边是长贷少增，反映出实体企业已经有所修复，但更多集中在短期订单和销售体量修复，叠加地产行业走弱及地方债务化解压力，短期或仍需要旧房改造、设备更新、基建及高新技术投资的拉动。居民端同样长短贷同比均少增，剔除去年高基数影响，也反映出地产下行对居民加杠杆的影响，短贷同比少增或受经济修复不及预期影响，风险偏好有所降低。

海外美国经济韧性较大，制造业回升速度加快，需求强劲一定程度上影响了通胀放缓进程，但为全球经济复苏提供了支撑。美联储发布的经济状况“褐皮书”显示，近几周美

国经济活动“略微扩张”，最新公布的美国3月零售销售额环比增长0.7%，高于市场普遍预期。美联储主席鲍威尔表示，通胀放缓的速度还不够快，这表明目前的货币政策应该保持不变。鉴于劳动力市场的强劲表现和迄今为止的通胀进展，让限制性货币政策在更长时间里发挥作用“是合适的”。美联储降息预期频繁受挫，而欧洲央行经济韧性偏低，或有可能先于美国走向降息进程。

二、期权成交及持仓概况

从成交量PCR数据来看，IO和HO成交PCR在25%分位，反映出当天认购成交活跃度高于认沽。该指标变动随着行情走势分化变动也是比较剧烈，一般可以结合着波动率走势来看，当PCR指标走高时，意味这交易看跌期权的成交量高于看涨期权，若叠加标的波动率走势来看，如果波动率也在不断上升，说明买入看跌期权的投资者在强烈看空博弈短线的下跌，而波动率下降，说明卖出看跌的投资者认为市场在这里可能会出现支撑。

而从持仓量PCR指标上看，IO和HO持仓PCR来到了75%左右但是比值较低，侧面反应出50指数和300指数目前上方压力较大，大涨的概率较低，震荡走势的概率可能较高；MO持仓PCR来到了50%分位上比值接近0.7，说明市场持仓进入均衡状态。

图2：成交量PCR（%）

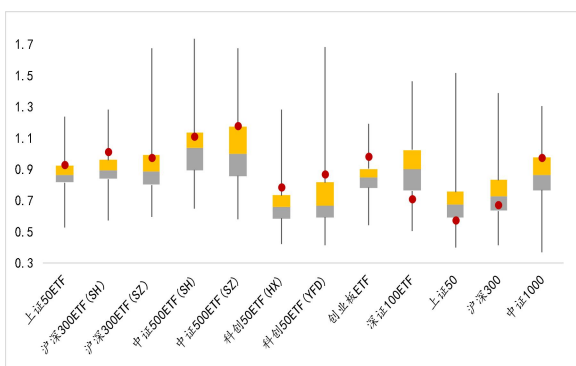
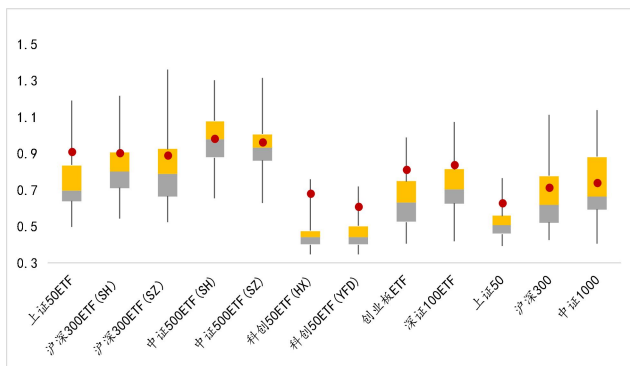


图3：持仓量PCR（亿元）



数据来源：Wind、同花顺 iFind、徽商期货研究所

从期权各行权价下的持仓量来看，整体上认购持仓均高于认沽持仓，尤其是持仓量较大的位置，说明市场上涨压力还是有的。分标的来看，上证50指数期权关键支撑位2400点左右，压力位2500，也是年线关键位置。沪深300股指期权关键支撑位为3500，压力位在3650附近；中证1000股指期权关键支撑位5100，压力位5500。该指标逻辑在于通常机构或者做市商以期权卖方为主，所以认购持仓量较大的位置为压力位，该位置通常不容易涨过去；认沽持仓量较大的位置为支撑位，该位置通常不容易跌下去。

图 4：上证 50 股指期权持仓量分布

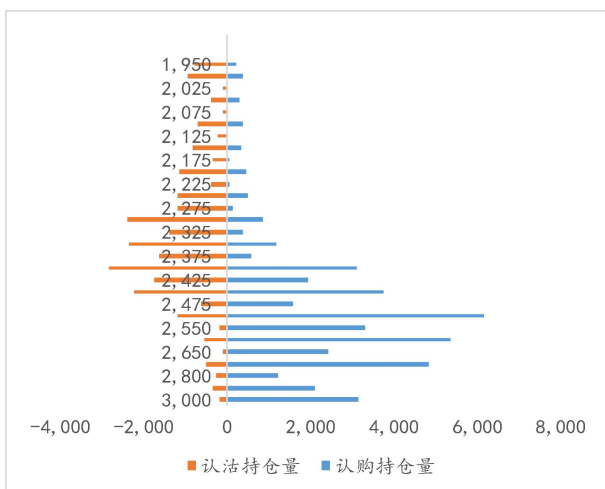


图 5：沪深 300 股指期权持仓量分布

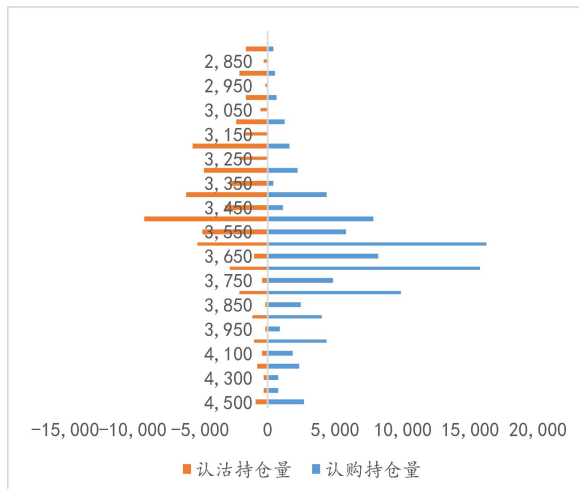
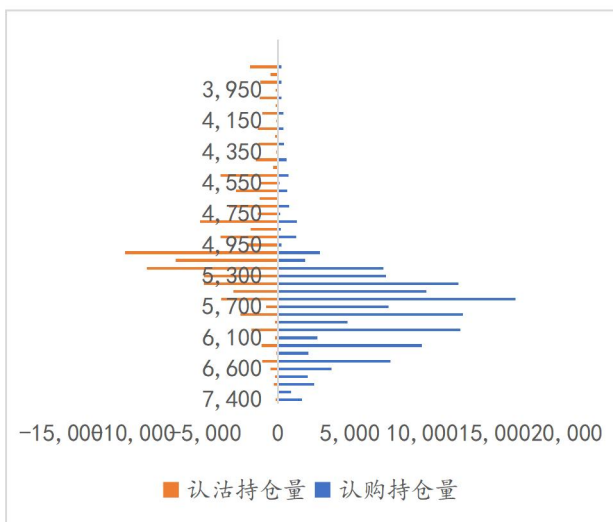


图 6：中证 1000 股指期权持仓量分布



数据来源：Wind、同花顺 iFind、徽商期货研究所

三、期权波动率变化

4 月以来各期权标的隐波先降后升。而波动率通常和行情挂钩密切，4 月前几个交易日，行情震荡下跌，波动率重心下移回落；近几日，尤其是上证 50 指数走势较强，突破 2400 持仓量较大的位置，隐波开始出现抬升，接下来重点关注 50 指数能否有效突破年线压力位位置。当前市场积极信号偏多，政策也在呵护，但上方仍有压力，波动率具有明显的回归特性，构建策略时需要考虑波动率回落的影响。

图 7：上证 50 股指期权波动率

图 8：沪深 300 股指期权波动率

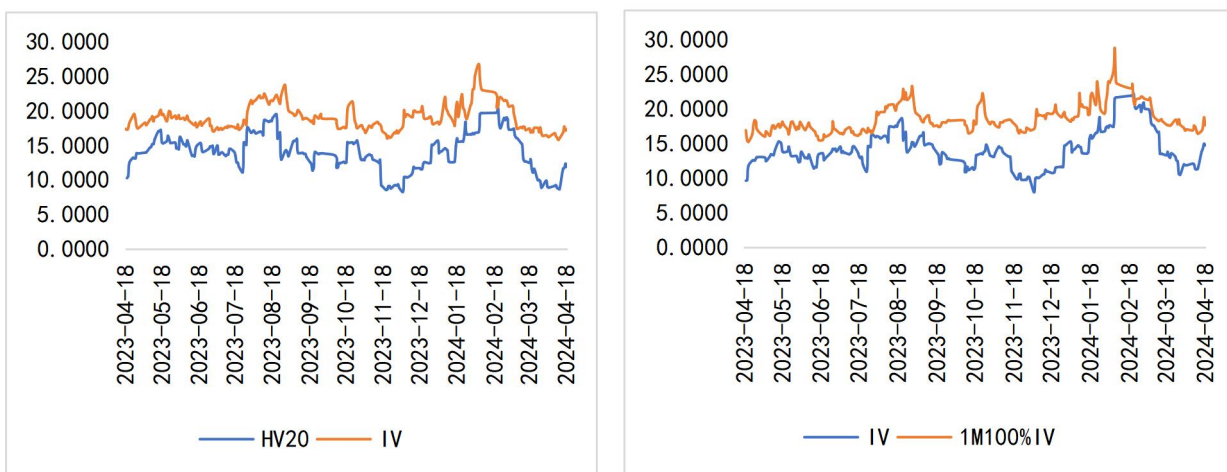
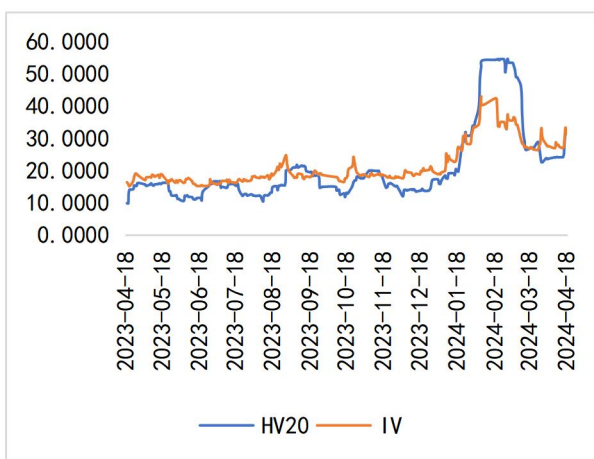


图 9：中证 1000 股指期权波动率



数据来源：Wind、同花顺 iFind、徽商期货研究所

四、后市逻辑

基本面有所改善，但修复力度不大，社零增速环比有所回落，工业增加值增长略低于预期；金融数据较为平稳，私人部门加杠杆意愿仍显不足，企业票融同比少减，需观察其持续性。海外美国经济韧性较大，制造业回升速度加快，需求强劲一定程度上影响了通胀放缓进程，而欧洲央行经济韧性偏低，或有可能先于美国走向降息进程。从持仓量 PCR 指标上看，整体上认购持仓均小幅高于认沽持仓，尤其是持仓量较大的位置，说明市场有一定上涨压力。当前市场积极信号偏多，政策也在呵护，上证 50 面临年线压力位位置，可以构建比率价差策略尝试做多。中证 1000 指数处于较低位置，或有补涨需求，可考虑构建牛市价差策略，目前波动率位置相对在高位，单边可考虑卖出支撑位认沽做多。