



经济弱复苏，股指低位震荡

摘要：

- 2023 年上半年的股指行情整体呈现震荡走势。对应上证指数在 3200-3400 区间内反复震荡，大致可以分为“反弹-下跌-反弹-下跌”4 个阶段，每个阶段的影响变量不尽相同。
- 期权持仓量 PCR 回落至低分位，隐含波动率回落至低分位。期权的持仓量 PCR 显示，当前上证 50 的市场情绪较悲观，但也意味着存在超跌反弹的可能性。当前各期权品种的隐含波动率回落至较低分位数水平，市场对波动率预期较低。
- 2023 年对国内宏观经济与政策的预期是影响股指走势的核心变量之一。目前市场的预期时政策面托而不举，会托底需求而不会大规模刺激；对宏观经济的预期是弱复苏，其中总需求不足的问题值得注意，具体来看房地产周期仍低迷，出口下行压力显现，制造业与基建投资放缓，后续重点关注消费对经济增长的拉动作用，不过居民信心的恢复需要时间。总的来看，稳增长政策的托底预期较强，下半年宏观经济弱复苏的概率较大。
- 2023 年海外美联储的加息预期对外资的风险偏好造成显著影响，从北向资金的流向可能很清晰地看出来。考虑到目前美国就业数据仍保持强劲，通胀数据有所回落但仍具备粘性，美联储有很大可能维持高利率一段时间，而不会如市场预期那样马上进入降息周期。如果出现这种情况，美元指数将维持偏强表现，外资对 A 股的风险偏好将受到抑制。
- 股指存底部支撑，但上行动能较弱，预计下半年股指将维持低位区间震荡。因此可以选择卖出宽跨式策略赚钱时间流逝的价值，或者构建牛市价差策略布局超跌反弹的机会。

（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 2023 年上半年各股指冲高回落，走势分化	5
1.2 期权成交量与持仓量稳步发展	8
2 期权分析指标	9
2.1 持仓量 PCR 指标回落至偏低分位数水平	9
2.2 隐含波动率持续回落至低分位数	12
3 标的资产走势分析	14
3.1 国内宏观与政策预期相互博弈	14
3.2 海外美联储加息节奏扰动外资风险偏好	15
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 深证 100ETF 价格走势	7
图 10 上证 50 指数价格走势	7
图 11 上证 50ETF 期权的成交量与持仓量	8
图 12 上交所 300ETF 期权的成交量与持仓量	8
图 13 深交所 300ETF 期权的成交量与持仓量	8
图 14 沪深 300 指数期权的成交量与持仓量	8
图 15 中证 1000 指数期权的成交量与持仓量	8
图 16 上交所 50ETF 期权的成交量与持仓量	8
图 17 深交所 500ETF 期权的成交量与持仓量	9
图 18 创业板 ETF 期权的成交量与持仓量	9
图 19 深证 100ETF 期权的成交量与持仓量	9
图 20 上证 50 指数期权的成交量与持仓量	9
图 21 上证 50ETF 期权的持仓量 PCR	10
图 22 上交所 300ETF 期权的持仓量 PCR	10
图 23 深交所 300ETF 期权的持仓量 PCR	10
图 24 沪深 300 指数期权的持仓量 PCR	10
图 25 中证 1000 指数期权的持仓量 PCR	11
图 26 上交所 500ETF 期权的持仓量 PCR	11
图 27 深交所 500ETF 期权的持仓量 PCR	11
图 28 创业板 ETF 期权的持仓量 PCR	11
图 29 深证 100ETF 期权的持仓量 PCR	11
图 30 上证 50 指数期权的持仓量 PCR	11
图 31 上证 50ETF 期权的波动率	12
图 32 上交所 300ETF 期权的波动率	12
图 33 深交所 300ETF 期权的波动率	12
图 34 沪深 300 指数期权的波动率	12
图 35 中证 1000 指数期权的波动率	13
图 36 上交所 500ETF 期权的波动率	13
图 37 深交所 500ETF 期权的波动率	13
图 38 创业板 ETF 期权的波动率	13
图 39 深证 100ETF 期权的波动率	13
图 40 上证 50 指数期权的波动率	13

图 41 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 2023 年上半年各股指冲高回落，走势分化

2023 年 6 月 5 日，两只科创 50ETF 期权在上交所上市，至此我国股指金融衍生品市场上市的金融期权扩充至 12 个品种，其中 9 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、中证 500ETF 期权、科创 50ETF 期权和易方达科创 50ETF 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 股指期权、中证 1000 股指期权与上证 50 股指期权。由于两只科创 50ETF 期权上市时间较短，本文暂不分析，仅作简要介绍。

科创 50ETF 期权为科创板投资者提供了有效的风险管理工具，可以帮助投资者更有效的管理现货风险，丰富投资策略，增强科创板的吸引力，从而吸引更多的长期资金流入科创板。由于科创板股票涨跌幅设置为 20%，科创 50ETF 期权涨跌幅参数适应性调整为 20%，这一点与创业板 ETF 期权相同。

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。另外创业板指数的成分股中新能源产业链相关股票的权重占比较高，因此创业板指数受到新能源行业影响较为剧烈，2023 上半年跌幅显著。

2023 年上半年的股指行情整体呈现震荡走势，对应上证指数在 3200-3400 区间内反复震荡，大致可以分为 4 个阶段：

第一阶段（元旦至春节前）：该阶段主要股指均呈现震荡上行的走势。市场的核心驱动因素是对宏观经济复苏的较强预期。1、2 月份稳增长政策加速落地，经济数据快速修复，疫情影响因素逐步消散，消费、投资数据均超预期改善，房地产行业跌幅明显收窄，出口保持较强韧性。市场对宏观回暖的乐观预期推升市场情绪。该阶段牛市价差策略可以获得较好的收益。

第二阶段（春节后至 3 月下旬）：该阶段主要股指均呈现震荡下行的走势，市场核心驱动因素是此前国内外乐观预期的修正。国内方面，3 月份国内宏观经济数据表现仍然亮眼，但是政策预期得到修正，即政策面只会托底预期而不会大规模刺激。国外方面，2 月以来美国经济数据表现强势，就业数据强劲，通胀数据持续高企，市场对美联储的加息预期出现显著调整，由乐观的年内降息转为鹰派的持续加息。另外 3 月份海外银行股暴雷事件也打击了市场风险偏好。该阶段熊市价差策略可以获得较好的收益。

第三阶段（3 月下旬至 4 月下旬）：该阶段主要股指均呈现震荡上行的走势。市场的核心驱动因素是主题投资，即 AI 相关板块以及房地产相关板块。

ChatGTP 的概念火热推升了包括算力、芯片、版权等与生成式 AI 相关的板块的股价。3 月份国内商品房销售出现“小阳春”现象，大金融、房地产等相关板块强势反弹。该阶段个股表现强于指数，指数的波动幅度远小于个股，可以构建卖出宽跨式策略。

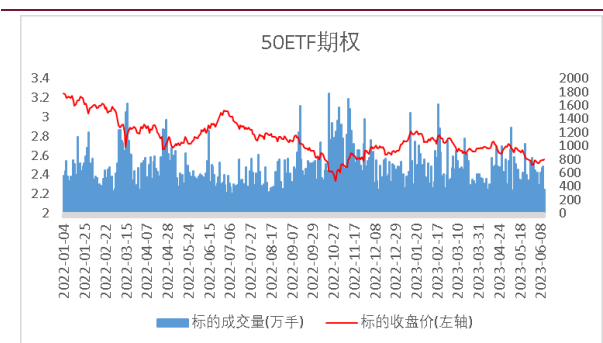
第四阶段（4 月下旬至今）：该阶段主要股指均呈现震荡下行的趋势。市场的核心影响因素是宏观走弱的担忧。4 月下旬以来，经济数据表现偏弱，4 月制造业 PMI 跌破荣枯线，制造业企业利润同比大幅负增长，制造业景气度下行。基建投资增速也有所放缓，房地产销售自 4 月起逐渐走弱，新增社融、信贷数据均走弱，国内需求不足的问题凸显。出口方面，一季度出口仍保持韧性，但 4、5 月出口数据逐渐走弱，与制造业 PMI 的新出口订单指数相呼应，外需不足的问题也开始显现。对宏观经济走弱的担忧抑制市场情绪，加上 5 月份人民币汇率贬值，股指均震荡回调。这个阶段买入认沽策略可以获得较好的收益。

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	2.564	-3.21
300ETF(上)	510300.OF	3.877	-1.55
300ETF(深)	159919.OF	3.943	-0.28
沪深300指	000300.SH	3864.91	-0.17
中证1000指	000852.SH	6554.96	4.35
500ETF(上)	510500.OF	6.105	3.70
500ETF(深)	159922.OF	6.229	3.94
创业板ETF	159915.OF	2.111	-7.37
深证100ETF	159901.OF	2.818	-3.43
上证50指数	000016.SH	2544.95	-3.43

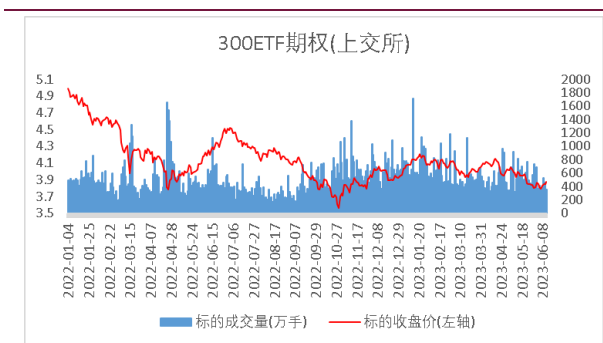
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 1 上证 50ETF 价格走势



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

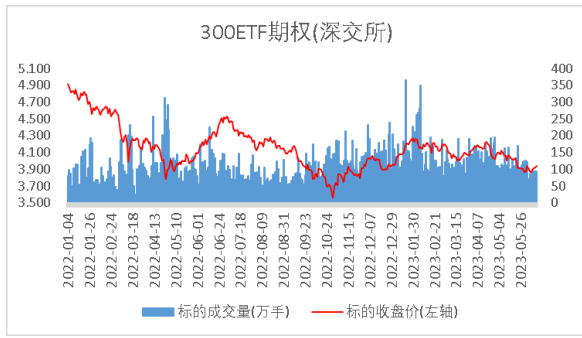
图 2 上交所 300ETF 价格走势



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

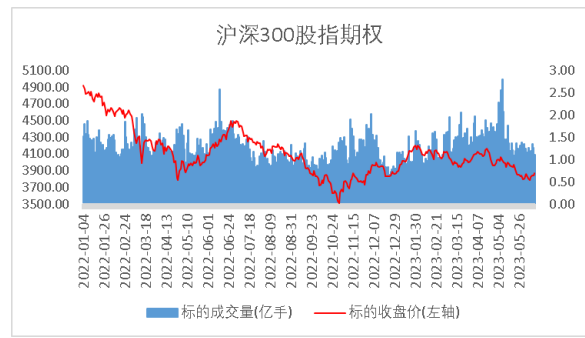
图 3 深交所 300ETF 价格走势

图 4 沪深 300 指数价格走势



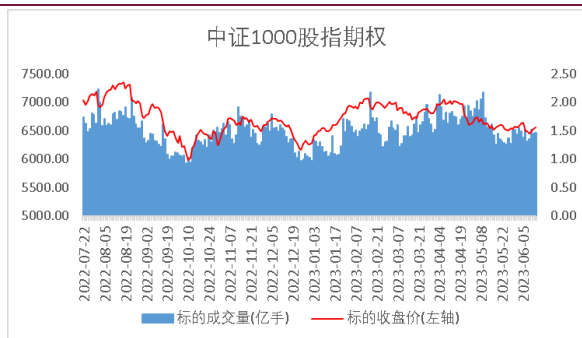
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 5 中证 1000 指数价格走势



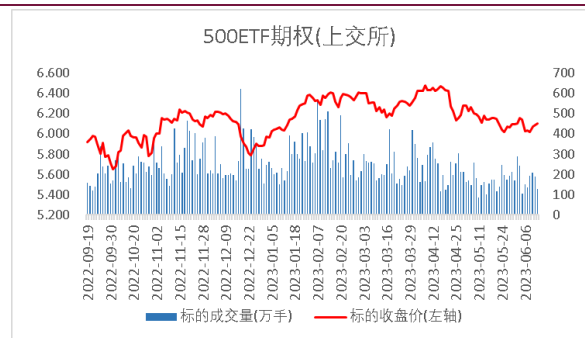
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 6 上交所 500ETF 价格走势



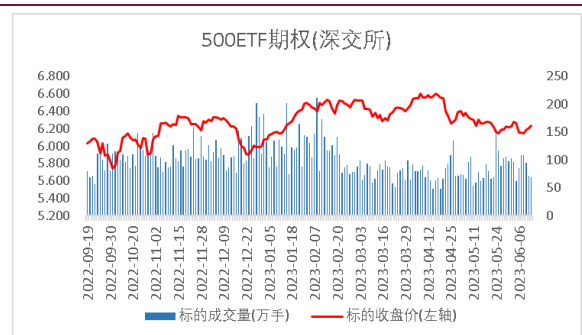
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 7 深交所 500ETF 价格走势



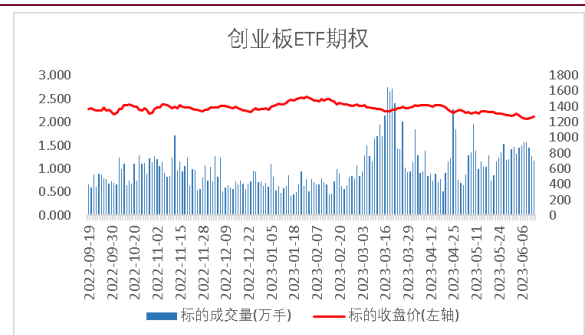
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 8 创业板 ETF 价格走势



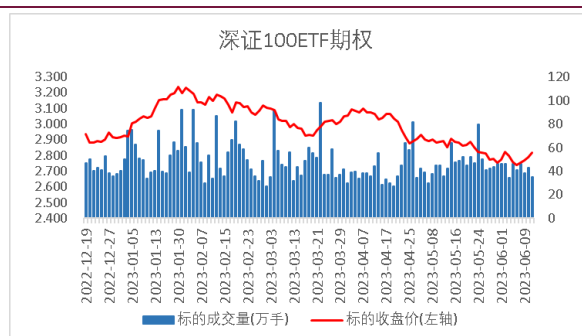
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 9 深证 100ETF 价格走势

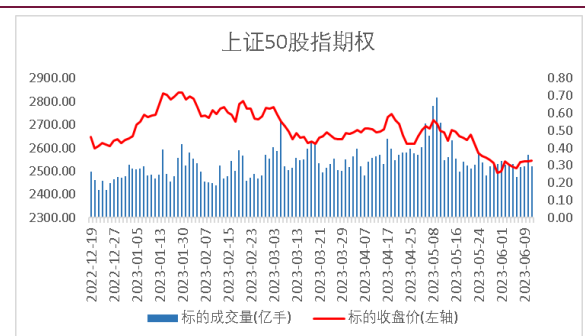


数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 10 上证 50 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

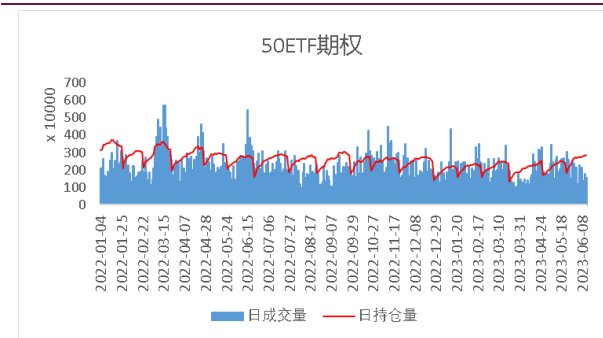
1.2 期权成交量与持仓量稳步发展

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。

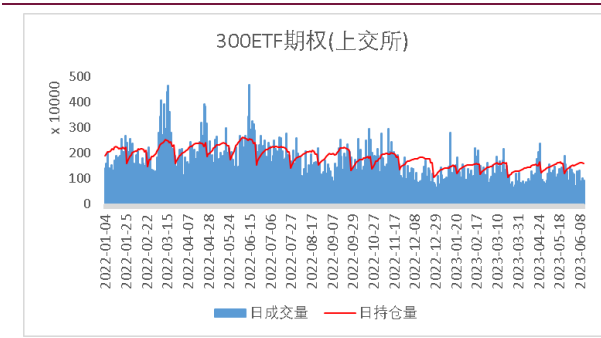
整体来看，2023 上半年各期权品种运行平稳，成交量与持仓量均保持在相对平稳的位置，部分品种持仓量还有稳步增长的趋势，这反应出投资者充分发挥利用期权的风险管理功能进行投资决策。随着科创 50ETF 期权的上市，由于科创板股票的风险对冲需求也很旺盛，期权的成交量与持仓量将继续稳步抬升。

图 11 上证 50ETF 期权的成交量与持仓量



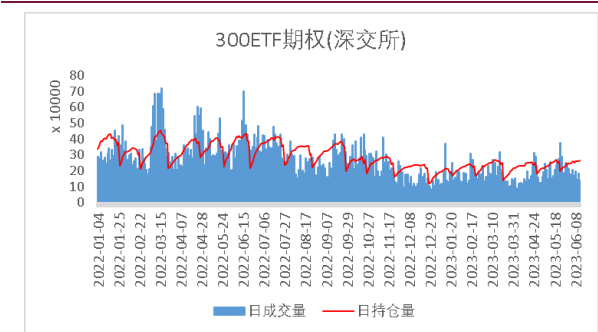
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 12 上交所 300ETF 期权的成交量与持仓量



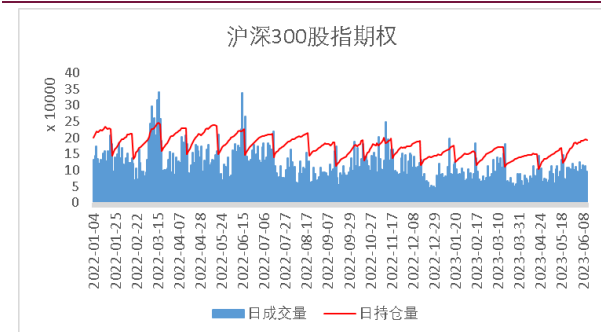
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 13 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 14 沪深 300 指数期权的成交量与持仓量



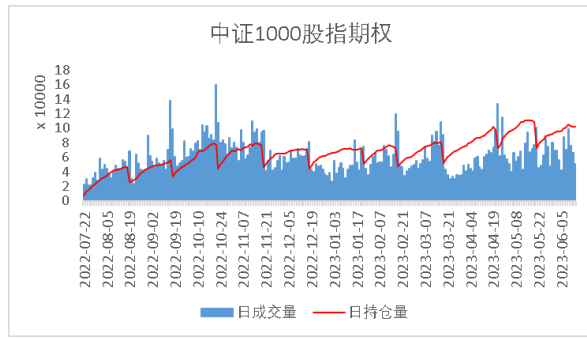
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 15 中证 1000 指数期权的成交量与持仓量

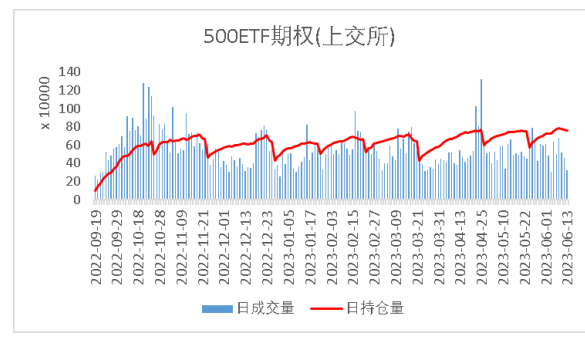


图 16 上交所 50ETF 期权的成交量与持仓量





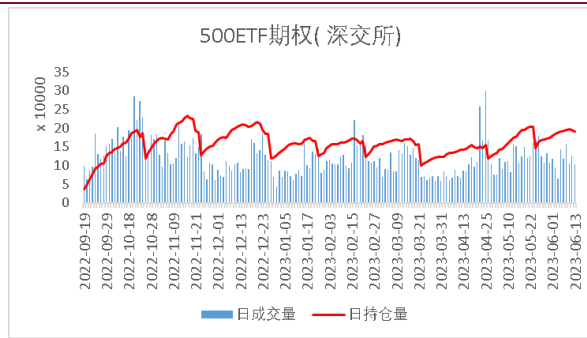
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所



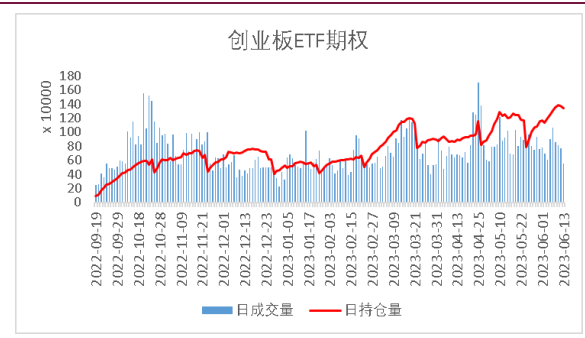
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 17 深交所 500ETF 期权的成交量与持仓量

图 18 创业板 ETF 期权的成交量与持仓量



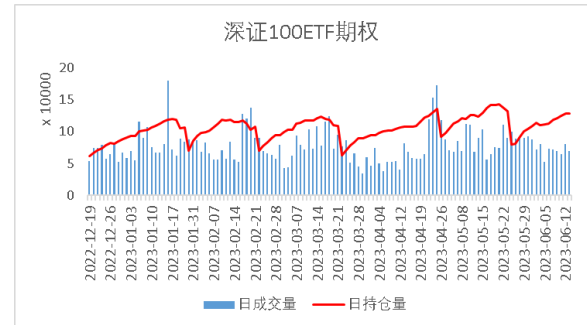
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所



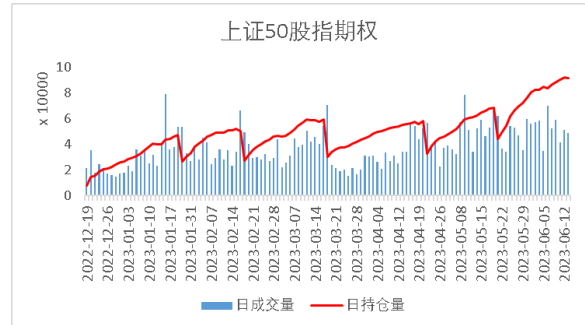
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 19 深证 100ETF 期权的成交量与持仓量

图 20 上证 50 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



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

2 期权分析指标

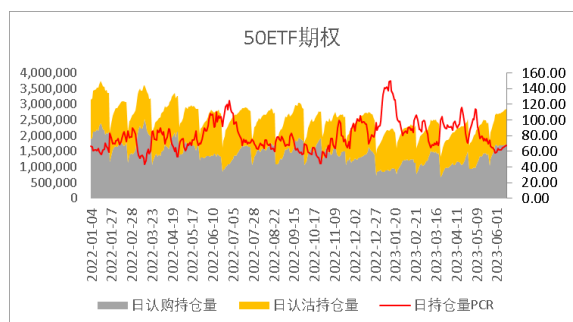
2.1 持仓量 PCR 指标回落至偏低分位数水平

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 6 月 13 日，上证 50ETF 期权成交量 PCR 为 88.61，上一交易日成交量 PCR 为 93.91；持仓量 PCR 为 67.53，上一交易日持仓量 PCR 为 66.09。上交所 3000ETF 期权成交量 PCR 为 90.73，上一交易日成交量 PCR 为 89.19；持仓量 PCR 为 88.24，上一交易日持仓量 PCR 为 86.13。深交所 300ETF 期权成交量 PCR 为 98.32，上一交易日成交量 PCR 为 99.95；持仓量 PCR 为 101.26，上一交易日持仓量 PCR 为 97.68。沪深 300 指数期权成交量 PCR 为 76.59，上一交易日成交量 PCR 为 79.97；持仓量 PCR 为 77.32，上一交易日持仓量 PCR 为 75.68。中证 1000 指数期权成交量 PCR 为 88.43，上一交易日成交量 PCR 为 105.24；持仓量 PCR 为 91.07，上一交易日持仓量 PCR 为 88.94。上交所中证 500ETF 期权成交量 PCR 为 96.36，上一交易日成交量 PCR 为 105.09；持仓量 PCR 为 108.23，上一交易日持仓量 PCR 为 106.75。深交所中证 500ETF 期权成交量 PCR 为 133.10，上一交易日成交量 PCR 为 126.86；持仓量 PCR 为 121.05，上一交易日持仓量 PCR 为 115.30。创业板 ETF 期权成交量 PCR 为 66.45，上一交易日成交量 PCR 为 79.30；持仓量 PCR 为 55.33，上一交易日持仓量 PCR 为 51.99。深证 100ETF 期权成交量 PCR 为 70.39，上一交易日成交量 PCR 为 78.71；持仓量 PCR 为 66.51，上一交易日持仓量 PCR 为 65.25。上证 50 股指期权成交量 PCR 为 72.04，上一交易日成交量 PCR 为 75.48；持仓量 PCR 为 54.85，上一交易日持仓量 PCR 为 53.93。

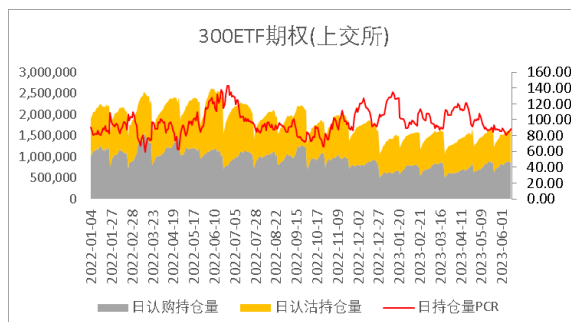
我们可以看出持仓量 PCR 的走势与标的资产价格走势相关性较高，在标的资产价格的拐点附近期权的持仓量 PCR 基本上会同步地发生反转。目前与上证 50 指数相关的期权品种的持仓量 PCR 指标均位于偏低的分位数水平，说明近期该指数的市场情绪偏悲观，但这也意味着上证 50 指数具有短线超跌反弹的可能性。

图 21 上证 50ETF 期权的持仓量 PCR



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

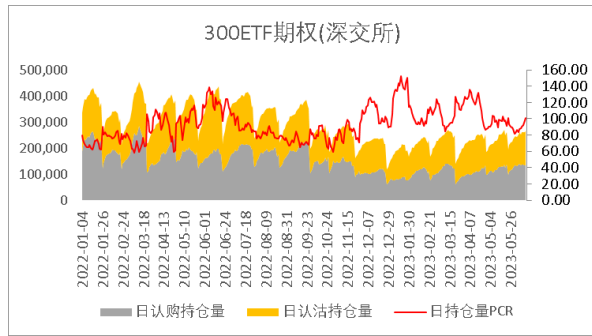
图 22 上交所 300ETF 期权的持仓量 PCR



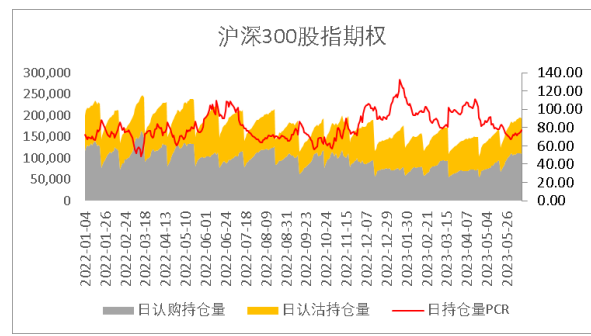
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 23 深交所 300ETF 期权的持仓量 PCR

图 24 沪深 300 指数期权的持仓量 PCR



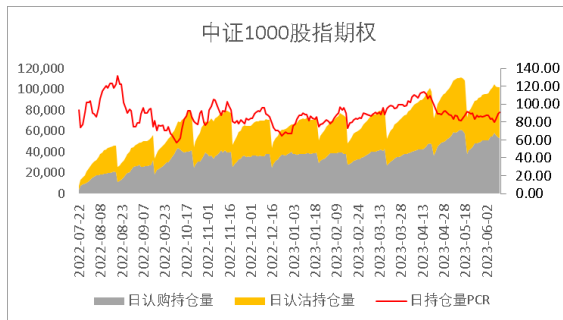
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所



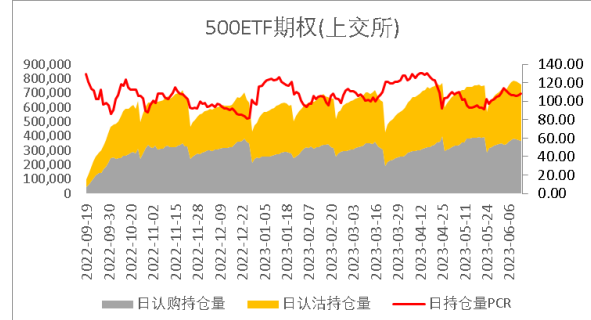
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 25 中证 1000 指数期权的持仓量 PCR

图 26 上交所 500ETF 期权的持仓量 PCR



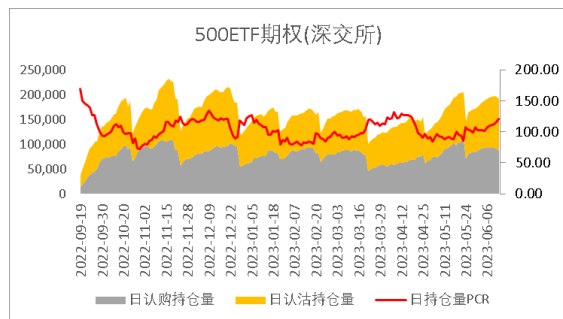
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所



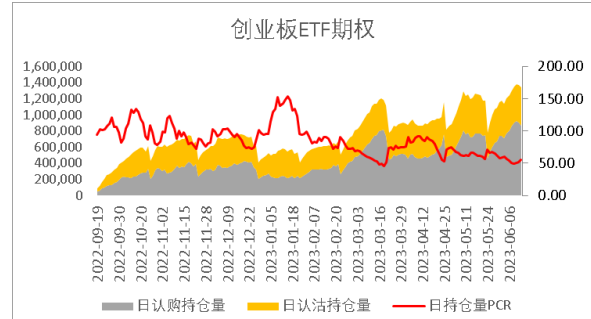
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 27 深交所 500ETF 期权的持仓量 PCR

图 28 创业板 ETF 期权的持仓量 PCR



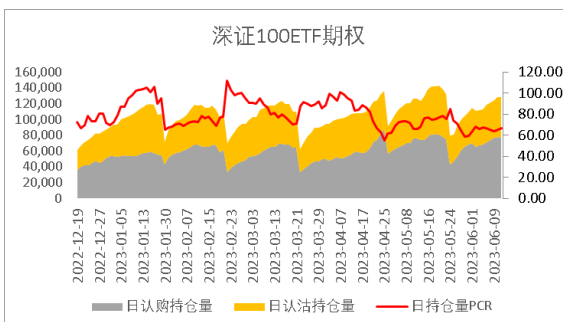
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所



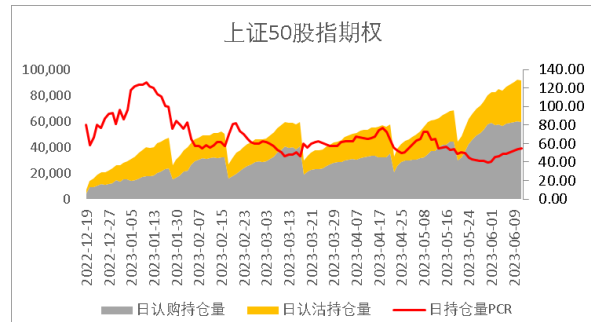
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 29 深证 100ETF 期权的持仓量 PCR

图 30 上证 50 指数期权的持仓量 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

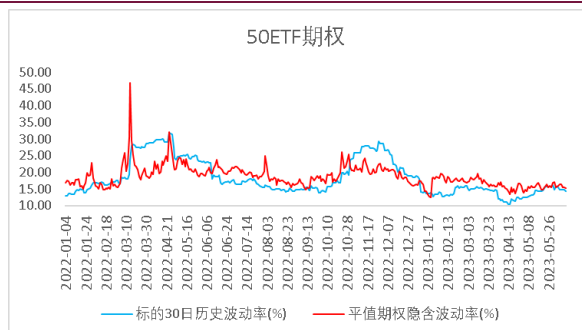
2.2 隐含波动率持续回落至低分位数

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 6 月 13 日，上证 50ETF 期权 2023 年 06 月平值期权隐含波动率为 15.18%，标的 30 交易日历史波动率为 14.39%。上交所 300ETF 期权 2023 年 06 月平值期权隐含波动率为 13.36%，标的 30 交易日历史波动率为 12.60%。深交所 300ETF 期权 2023 年 06 月平值期权隐含波动率为 13.77%，标的 30 交易日历史波动率为 12.66%。沪深 300 指数期权 2023 年 07 月平值期权隐含波动率为 13.92%，标的 30 交易日历史波动率为 12.67%。中证 1000 指数期权 2023 年 07 月平值期权隐含波动率为 13.66%，标的 30 交易日历史波动率为 12.74%。上交所中证 500ETF 期权 2023 年 06 月平值期权隐含波动率为 13.02%，标的 30 交易日历史波动率为 11.65%。深交所中证 500ETF 期权 2023 年 06 月平值期权隐含波动率为 12.17%，标的 30 交易日历史波动率为 11.67%。创业板 ETF 期权 2023 年 06 月平值期权隐含波动率为 16.96%，标的 30 交易日历史波动率为 15.22%。深证 100ETF 期权 2023 年 06 月平值期权隐含波动率为 14.92%，标的 30 交易日历史波动率为 13.73%。上证 50 股指期权 2023 年 07 月平值期权隐含波动率为 16.40%，标的 30 交易日历史波动率为 14.49%。

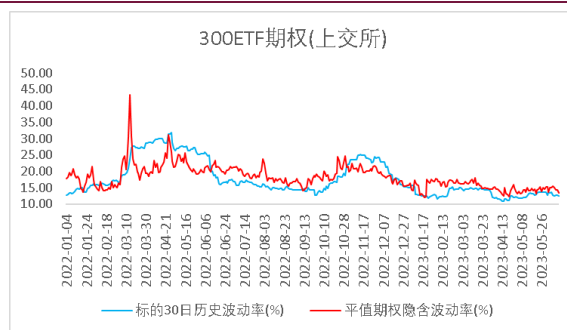
2023 上半年各期权品种的平值期权隐含波动率持续走低，回落至较低分位数水平，反映出市场对标的资产价格的波动率预期较低，主要原因在于突发的超预期市场风险因素较少。从期权隐含波动率与期权价格的关系来看，隐含波动率越高卖出期权越有利，隐含波动率越低买入期权所需成本越低，因此单纯从隐含波动率的角度来看，在目前的隐含波动率位置单纯卖出期权的性价比不高，需要综合运用期权组合策略。

图 31 上证 50ETF 期权的波动率



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

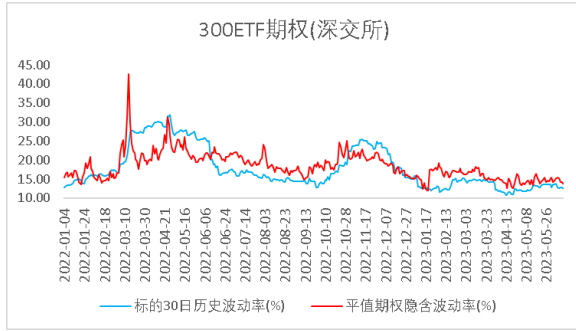
图 32 上交所 300ETF 期权的波动率



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

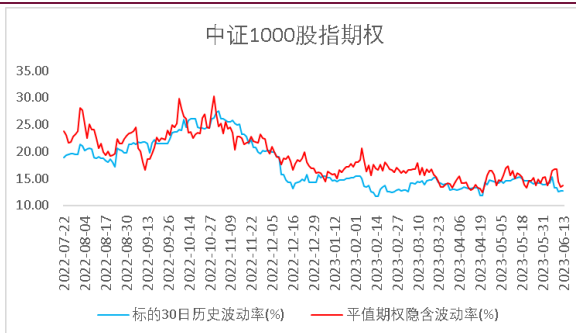
图 33 深交所 300ETF 期权的波动率

图 34 沪深 300 指数期权的波动率



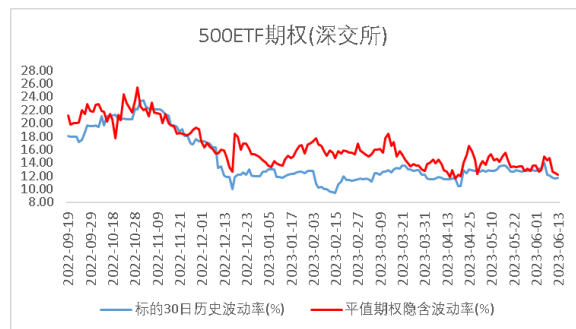
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 35 中证 1000 指数期权的波动率



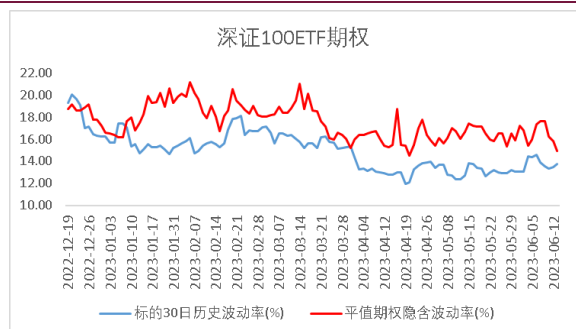
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 37 深交所 500ETF 期权的波动率

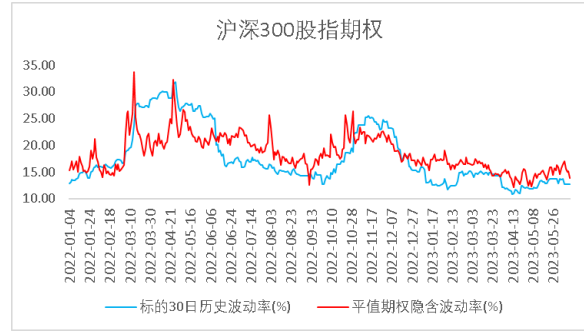


数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 39 深证 100ETF 期权的波动率

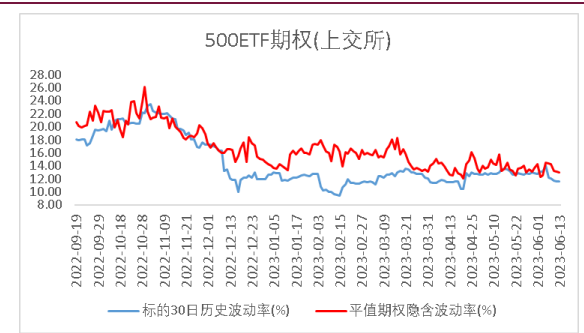


数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所



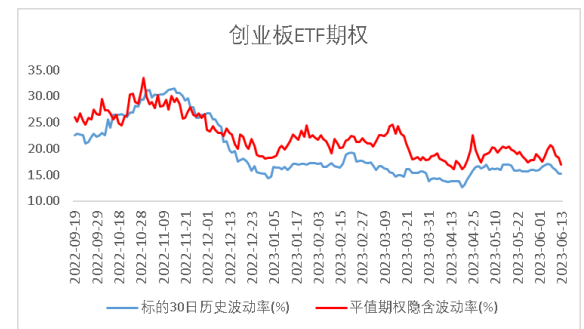
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 36 上交所 500ETF 期权的波动率



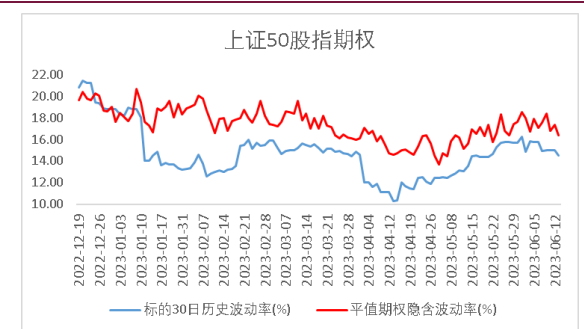
数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 38 创业板 ETF 期权的波动率



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 40 上证 50 指数期权的波动率



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。其中创业板指数成分股中新能源产业链的权重过高，受对应行业影响大于受系统性风险的影响，因此其走势不在下面分析范围之内。

3.1 国内宏观与政策预期相互博弈

2023 年对国内宏观经济与政策的预期是影响股指走势的核心变量之一。自 2022 年疫情政策优化以来，市场对宏观经济的预期经历了强复苏-弱复苏的预期变化，对政策利好的预期也由乐观转向稳健中性。

春节之前，疫情防控政策优化，线下消费场景再现，加上稳增长政策加速落地，市场需求复苏显著，市场对宏观经济复苏的信心较强。1 月制造业 PMI、非制造业 PMI 以及企业部门新增信贷等数据表明国内经济复苏迹象显现。1 月制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双回升至临界值上方，国内疫情达峰之后对经济的制约效应逐渐消散，供需双升；随着消费场景限制的解除以及假期消费旺季的带动，服务业景气度得到明显修复。在稳增长政策的推动下，1 月企业中长期贷款新增 3.5 万亿元，同比多增 1.4 万亿元，并且短贷与票据融资未出现冲量现象，反应了企业部门的市场信心回暖。春节假期期间居民出行需求集中释放，出行旅游数据大幅回暖。经文化和旅游部数据中心测算，2023 年春节假期全国国内旅游出游 3.08 亿人次，同比增长 23.1%，恢复至 2019 年同期的 88.6%。实现国内旅游收入 3758.43 亿元，同比增长 30%，恢复至 2019 年同期的 73.1%，而出行旅游数据一般与餐饮、住宿等消费数据具有较强的正相关性，说明消费复苏显著。电影票房的数据是对线下消费反应较为灵敏的指标，从中也可以看出假期消费复苏十分明显，据灯塔专业版数据，截至 1 月 27 日，2023 年度大盘票房(含预售)破 80 亿，打破中国电影市场年票房最快破 80 亿纪录。另外假期家庭聚餐以及亲友聚会显著带动餐饮消费的复苏，白酒的礼赠、聚饮等需求恢复显著，白酒消费场景明显恢复。在春节前消费板块表现亮眼，与消费相关的上证 50 与沪深 300 指数涨幅明显。

春节之后，随着两会以及政治局会议落地，市场对政策面的预期逐渐修正；随着二季度经济数据出炉，宏观面的乐观预期也逐渐修复，强复苏逻辑切换为弱复苏逻辑。一方面是政策面的预期逐渐明确，即稳增长政策会起到托底需求的效果，但是不会走大规模刺激的老路。另一方面，一季度宏观经济数据表现亮眼，4 月开始经济高频指标显示经济内生增长动能仍偏弱，总需求不足的问题仍存。政策面，政府工作报告提到 2023 年 GDP 增长目标为 5%，并且专项债额度相对 2022 年并未明显扩大，政策强调稳健为主。宏观面，4 月开始经济指标下行压力增大。

制造业方面，4-5 月制造业 PMI 连续回落至荣枯线下方，叠加制造业企业利润增速同比负增长，说明制造业景气度偏弱。制造业 PMI 生产与新订单指数同步回落，在 PPI 持续回落的背景下，说明需求端表现偏弱，企业扩大生产投资的积极性较低。房地产周期与出口的下行压力将持续作用于需求端，制造业 PMI 偏弱的格局难以改变。

房地产方面，在 3 月商品房销售“小阳春”之后，4 月开始房地产周期再度低迷，销售、拿地与新开工等指标均偏弱。一方面说明居民购房意愿走低，一二线城市积压的刚需、改善需求在一季度集中释放之后，后续需求未能接续，主要原因还是居民收入预期放缓以及对房价预期的转变。另一方面也说明房企资金链问题仍存，3 月份的销售回款未能转向前端投资，房企更倾向于改善自身的资产负债表。预计下半年房地产周期低迷的现状难以改变，需要等待居民收入预期的修复。

出口方面，按美元计价，5 月份我国进出口 5011.9 亿美元，下降 6.2%。其中，出口 2835 亿美元，下降 7.5%；进口 2176.9 亿美元，下降 4.5%。5 月出口数据下滑一方面有去年基数高的因素，但主要还是外需走弱拖累了出口。我国出口保持韧性主要来自于对东盟以及一带一路沿线国家的高速增长，这些国家以新兴经济体居多，其缺乏重工业的特点导致其对中国的原材料初加工和中间品需求较为刚性。目前欧、美、日等全球主要发达经济体制造业 PMI 均位于荣枯线下方，高通胀影响下它们对商品的需求下滑将持续作用于对中国以及东盟等经济体的新出口订单上，进而影响中国出口长期承压。

宏观经济走弱的担忧已经基本定价，市场开始交易政策边际改善的预期。6 月 13 日央行下调 OMO 利率 10BP，6 月 15 日央行下调 MLF 利率 10BP，市场对后续央行降准降息的预期升温，市场情绪开始回暖。不过我们认为货币政策保持稳健的基调不变，特别是在海外货币政策仍偏紧的背景下，国内货币宽松的空间有限。

总的来说，对宏观与政策的预期是影响股指走势的重要因素。目前市场的预期时政策面托而不举，会托底需求而不会大规模刺激；对宏观经济的预期是弱复苏，其中总需求不足的问题值得注意，具体来看房地产周期仍低迷，出口下行压力显现，制造业与基建投资放缓，后续重点关注消费对经济增长的拉动作用，不过居民信心的恢复需要时间。总的来看，稳增长政策的托底预期较强，下半年宏观经济弱复苏的概率较大。

3.2 海外美联储加息节奏扰动外资风险偏好

2023 年海外美联储的加息预期对外资的风险偏好造成显著影响，从北向资金的流向可能很清晰地看出来。市场对美联储的货币政策预期鸽派-鹰派-鸽派-鹰派。

春节前，市场预期美联储将很快结束加息并开启降息，美元指数快速回落，人民币兑美元汇率升值，外资加大对人民币资产的投资力度。2023 年 1 月份，

北向资金呈现快速大幅净买入的状态,单月累计净买入 1412.90 亿元,超过 2022 年全年的净买入量,创沪股通与深股通开通以来的单月净买入记录。从北向资金的净买入与持仓市值分布来看,受到北向资金青睐的金融、消费等权重股在年初表现亮眼,因此 1 月份上证 50 与沪深 300 强势上涨。不过 2 月 3 日美国公布的新增非农就业数据 51.7 万人,大大超出市场预期,叠加之后公布的美国消费数据保持强劲令市场对美联储加息路径产生担忧。2 月 24 日公布的美国扣除食品和能源的核心个人消费支出(PCE)价格指数在 1 月份环比上涨 0.6%,同比上涨 4.7%,通胀回落速度不及预期,加深了市场对美联储将在长时间内坚持其鹰派强硬加息立场的担忧。美国经济的韧性以及通胀的顽固令市场自发调整对美联储货币政策的预期,美元指数与美元兑人民币汇率均出现企稳回升,北向资金的风险偏好受到显著影响,2 月 3 日之后的 3 周,北向资金分别为净买入 29.33 亿元、净买入 82.51 亿元以及净卖出 41.24 亿元,与 1 月份相比显著放缓。

进入 3 月份,海外银行股风险暴露,美国硅谷银行破产、瑞信银行暴雷被紧急收购等事件,令市场对海外银行系统的稳定性的担忧快速上升。短期内海外央行以及政府通过提供流动性的方式快速缓解了市场恐慌,短期内金融系统性风险爆发的可能性较低。但是若高利率环境持续时间过长,银行负债端的成本压力能坚持多久尚未可知,金融系统在长期高利率环境下仍然存在暴雷的风险。虽然市场从防风险的角度,下调了美联储的加息预期,从美债期货的期限结构来看,市场预期下半年美联储开启降息周期且年内降息 100BP,但是海外通胀韧性较强,央行可能面临抗通胀与防风险的两难抉择。历史经验来看,美联储倾向于选择通胀目标,市场可能对美联储的货币政策取向过于乐观,未来可能存在预期修正的风险。因此短期内海外风险有所缓解,但海外风险包括美联储货币政策以及海外金融系统风险,可能将是影响 2023 年股市风险偏好的重要变量。

5 月份,美联储如期加息 25BP,符合市场预期,自此美联储自 2022 年 3 月以来累计 10 次加息 500BP。6 月份,美联储暂停加息,后续加息与否取决于就业、通胀等经济数据指标。美联储言辞上偏鹰派,美债期限结构显示市场降低了年内降息的预期,但对年内继续加息 1-2 次的预期较低。

总的来说,海外风险因素是影响外资风险偏好的重要因素。随着 A 股国际化进程逐步推进,外资已成为影响 A 股的一只重要力量,后续需要关注全球流动性对 A 股的影响。考虑到目前美国就业数据仍保持强劲,通胀数据有所回落但仍具备粘性,美联储有很大可能维持高利率一段时间,而不会如市场预期那样马上进入降息周期。如果出现这种情况,美元指数将维持偏强表现,外资对 A 股的风险偏好将受到抑制。

基于上述分析,宏观经济走弱担忧与政策托底预期相互博弈,经济弱复苏的可能性较高,叠加年内美联储维持高利率的可能性较大,预计将压制外资对 A 股的风险偏好。股指存底部支撑,但上行动能较弱,预计下半年股指将维持低位区间震荡。

4 期权交易策略

考虑到目前各品种期权的隐含波动率处于较低的分位数水平，从持仓量PCR指标来看上证50指数存在超跌反弹的机会，而各股指大概率处于底部震荡的行情，因此可以选择卖出宽跨式策略赚钱时间流逝的价值，或者构建牛市价差策略布局超跌反弹的机会。

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。

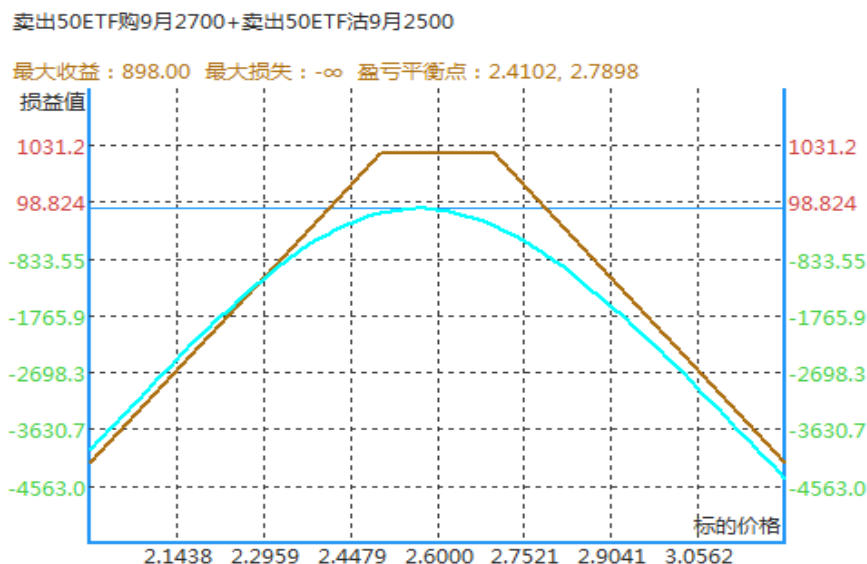
牛市认购价差策略是指买入一个低行权价认购期权同时卖出一个相同的到期时间和更高行权价的认购期权构成资产组合。到期时，当标的资产价格高于盈亏平衡点（盈亏平衡点位于两个行权价之间）时可以获得正收益，反之需要承担亏损。当标的资产价格大于等于该高行权价时获得的收益最大；当标的资产价格小于等于该低执行价时，亏损最大。因此牛市认购价差策略的最大收益与最大亏损均是有限的。

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。

以2023年9月系列的上证50ETF期权为例，以6月15日的盘中数据为例，卖出一手9月份行权价为2.50的认沽期权，同时卖出一手9月份行权价为2.70的认购期权，构成卖出宽跨式策略。该策略收取权利金898.0元，需要保证金2800元左右（上交所有期权组合策略保证金优惠），到期时最大收益898.0元，最大亏损负无穷元，盈亏平衡点为2.4102和2.7898。当到期时标的价格上涨超过2.7898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2.4102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2.4102和2.7898时，该策略的收益为正；当到期时标

的价格位于 2.50~2.70 之间时，该策略获得最大盈利 898.0 元。在该例中，卖出 9 月份行权价为 2.70 的认购期权的隐含波动率为 16.18%，卖出 9 月份执行价为 2.50 的认沽期权时的隐含波动率为 14.94%，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 41 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

2023 年上半年的股指行情整体呈现震荡走势。对应上证指数在 3200-3400 区间内反复震荡，大致可以分为“反弹-下跌-反弹-下跌”4 个阶段，每个阶段的影响变量不尽相同。

期权持仓量 PCR 回落至低分位，隐含波动率回落至低分位。期权的持仓量 PCR 显示，当前上证 50 的市场情绪较悲观，但也意味着存在超跌反弹的可能性。当前各期权品种的隐含波动率回落至较低分位数水平，市场对波动率预期较低。

2023 年对国内宏观经济的预期是影响股指走势的核心变量之一。目前市场的预期时政策面托而不举，会托底需求而不会大规模刺激；对宏观经济的预期是弱复苏，其中总需求不足的问题值得注意，具体来看房地产周期仍低迷，出口下行压力显现，制造业与基建投资放缓，后续重点关注消费对经济增长的拉动作用，不过居民信心的恢复需要时间。总的来看，稳增长政策的托底预期较强，下半年宏观经济弱复苏的概率较大。

2023 年海外美联储的加息预期对外资的风险偏好造成显著影响，从北向资金的流向可能很清晰地看出来。考虑到目前美国就业数据仍保持强劲，通胀数据有所回落但仍具备粘性，美联储有很大可能维持高利率一段时间，而不会如

市场预期那样马上进入降息周期。如果出现这种情况，美元指数将维持偏强表现，外资对 A 股的风险偏好将受到抑制。

股指存底部支撑，但上行动能较弱，预计下半年股指将维持低位区间震荡。因此可以选择卖出宽跨式策略赚钱时间流逝的价值，或者构建牛市价差策略布局超跌反弹的机会。

（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。