



宝城期货研究所

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

报告日期：2023 年 12 月 18 日

分析师声明：

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。

摘要：

- 2023 年各金融期权的标的均震荡下跌，期权成交量、持仓量稳步发展。2023 年的股指行情整体呈现震荡下跌态势，大致可以分为 6 个阶段，主要受到政策、经济、海外利率等因素的影响。金融期权扩容，2 支科创 50ETF 期权首次上市，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 位于低分位数，平值期权隐含波动率位于正常分位数水平。目前各期权品种的持仓量 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，但这也意味着对应标的资产价格具有短线超跌反弹的可能性。12 月初隐含波动率有一波显著回升，目前的隐含波动率处于正常的区间范围内，位于大于 0.5 的分位数水平，卖出期权可以获得更好的收益风险比。
- 股指的风险因素仍存，短期内维持底部震荡格局。2023 年影响股指的主要因素有两个：一个是宏观面，即宏观经济增长预期以及政策利好的相互博弈，这个决定了股票的盈利预期；另一个是资金面，资金风险偏好以及是否有增量资金流入股市，这个决定了股票的估值预期。
- 展望 2024 年，预计上半年维持底部震荡，下半年则需等待转机。宏观经济需求走弱与政策托底预期相互博弈，经济保持弱复苏的可能性较高，叠加美联储维持高利率的可能性较大，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 2024 上半年股指将维持低位区间震荡。2024 下半年股指表现则需要关注宏观经济需求的内生修复情况以及海外美联储货币政策取向，如果这两方面没有转向的明确信号，则股指将延续震荡筑底的行情。可选卖出宽跨式和牛市价差策略。

(仅供参考，不构成任何投资建议)

正文目录

1 市场回顾	5
1.1 2023 年标的资产价格震荡下跌	5
1.2 期权成交量与持仓量稳步发展	8
2 期权分析指标	10
2.1 持仓量 PCR 指标回落至较低分位数水平	10
2.2 隐含波动率震荡回升	13
3 标的资产走势分析	15
3.1 宏观与政策预期逐渐明朗：宏观需求疲弱，政策托而不举	15
3.2 海外美联储加息节奏扰动外资风险偏好	17
4 期权交易策略	18
5 总结	20

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	7
图 4 沪深 300 指数价格走势	7
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 科创 50ETF 价格走势	8
图 12 易方达科创 50ETF 价格走势	8
图 13 上证 50ETF 期权的成交量与持仓量	9
图 14 上交所 300ETF 期权的成交量与持仓量	9
图 15 深交所 300ETF 期权的成交量与持仓量	9
图 16 沪深 300 股指期权的成交量与持仓量	9
图 17 中证 1000 股指期权的成交量与持仓量	9
图 18 上交所 50ETF 期权的成交量与持仓量	9
图 19 深交所 500ETF 期权的成交量与持仓量	9
图 20 创业板 ETF 期权的成交量与持仓量	9
图 21 深证 100ETF 期权的成交量与持仓量	10
图 22 上证 50 股指期权的成交量与持仓量	10
图 23 科创 50ETF 期权的成交量与持仓量	10
图 24 易方达科创 50ETF 期权的成交量与持仓量	10
图 25 上证 50ETF 期权的持仓量 PCR	11
图 26 上交所 300ETF 期权的持仓量 PCR	11
图 27 深交所 300ETF 期权的持仓量 PCR	11
图 28 沪深 300 股指期权的持仓量 PCR	11
图 29 中证 1000 股指期权的持仓量 PCR	12
图 30 上交所 500ETF 期权的持仓量 PCR	12
图 31 深交所 500ETF 期权的持仓量 PCR	12
图 32 创业板 ETF 期权的持仓量 PCR	12
图 33 深证 100ETF 期权的持仓量 PCR	12
图 34 上证 50 股指期权的持仓量 PCR	12
图 35 科创 50ETF 期权的持仓量 PCR	12
图 36 易方达科创 50ETF 期权的持仓量 PCR	12
图 37 上证 50ETF 期权的波动率	14
图 38 上交所 300ETF 期权的波动率	14
图 39 深交所 300ETF 期权的波动率	14
图 40 沪深 300 股指期权的波动率	14

图 41 中证 1000 股指期权的波动率.....	14
图 42 上交所 500ETF 期权的波动率.....	14
图 43 深交所 500ETF 期权的波动率.....	14
图 44 创业板 ETF 期权的波动率.....	14
图 45 深证 100ETF 期权的波动率.....	15
图 46 上证 50 股指期权的波动率.....	15
图 47 科创 50ETF 期权的波动率.....	15
图 48 易方达科创 50ETF 期权的波动率.....	15
图 49 期权策略到期损益图	20
表 1 标的资产价格变化情况.....	6

1 市场回顾

1.1 2023 年标的资产价格震荡下跌

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。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、中证 1000 指数以及科创 50 指数密切相关，其中前 3 个指数成分股以价值股为主，后 4 个指数以成长股为主。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，科创 50 指数的成分股中电子产业链的股票权重较高，易受相应行业的影响。

2023 年的股指行情整体呈现震荡下跌态势，大致可以分为 6 个阶段：

第一阶段（年初至春节前）：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，居民出行外出数据显著修复，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 月底）：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，即政策面只会托底而不会大规模刺激，预计经济增长后劲不足。国外方面，2、3 月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。ChatGPT 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 7 月下旬）：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。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。

第五阶段（7月下旬至8月初）：该阶段主要股指均呈现震荡上涨的趋势。市场的核心影响因素是对7月政治局会议政策利好的博弈。“房地产政策优化调整”以及“活跃资本市场”是最主要的两个市场炒作热点。房地产实行认房不认贷政策、下调房贷首付比例、股市下调印花税、控制IPO和再融资发行节奏以及规范大股东减持等举措陆续出台，房地产板块以及大金融板块涨幅居前。这个阶段牛市价差策略可以获得较好的收益。

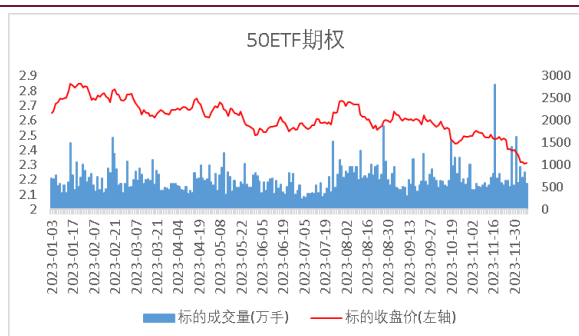
第六阶段（8月初至今）：该阶段主要股指均呈现震荡下跌的趋势。市场的核心影响因素是宏观预期趋弱，股市缺乏增量资金。宏观面，房地产周期下行拖累内需，海外商品需求下滑拖累外需，国内外经济数据显示经济总需求偏弱，对企业业绩修复构成压力。资金面，自8月以来北向资金净卖出累计超1900亿元，而新发股票基金份额位于历年低位，流入股市的增量资金较少，制约股指估值提升。这个阶段熊市价差策略以及卖出宽跨式策略可以获得较好的收益。

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	2.314	-12.65
300ETF(上)	510300.OF	3.461	-12.11
300ETF(深)	159919.OF	3.525	-10.85
沪深300指数	000300.SH	3399.46	-12.20
中证1000指数	000852.SH	6003.14	-4.43
500ETF(上)	510500.OF	5.594	-4.98
500ETF(深)	159922.OF	5.712	-4.69
创业板ETF	159915.OF	1.843	-19.13
深证100ETF	159901.OF	2.421	-17.03
上证50指数	000016.SH	2281.65	-13.42
科创50ETF	588000.OF	0.910	-9.27
易方达科创	588080.OF	0.886	-10.23

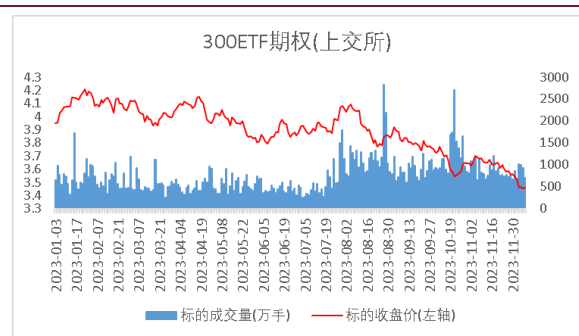
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 1 上证 50ETF 价格走势



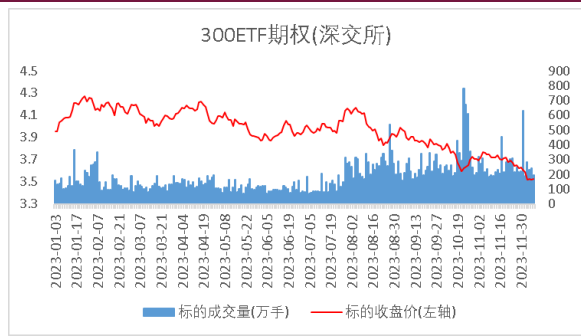
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 2 上交所 300ETF 价格走势



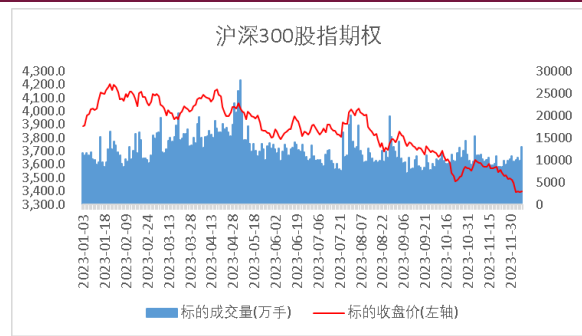
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 3 深交所 300ETF 价格走势



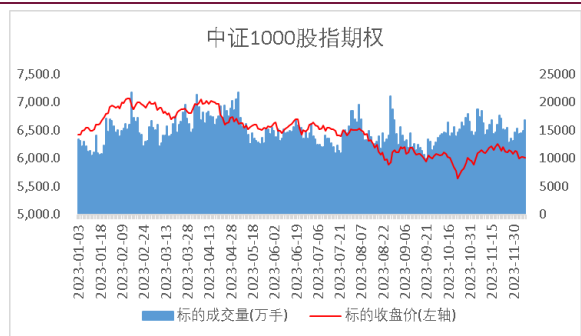
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 4 沪深 300 指数价格走势



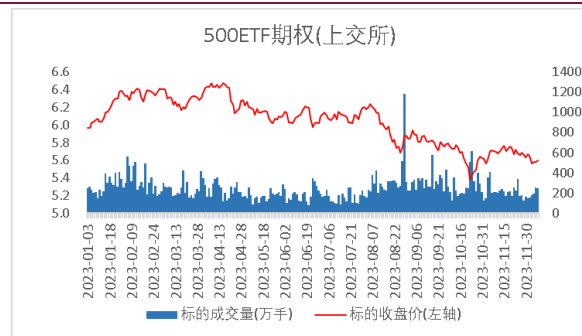
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 5 中证 1000 指数价格走势



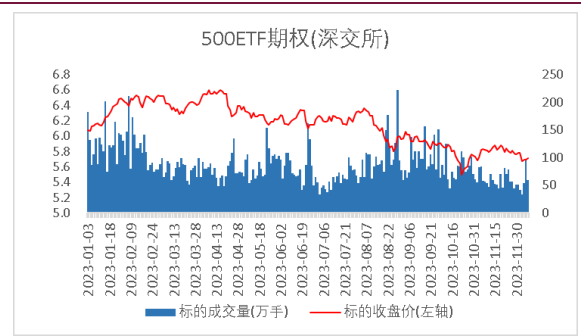
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 6 上交所 500ETF 价格走势



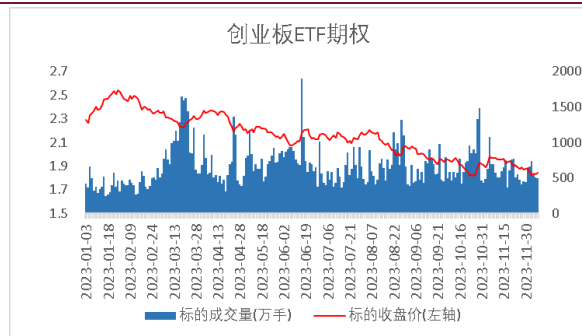
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 7 深交所 500ETF 价格走势



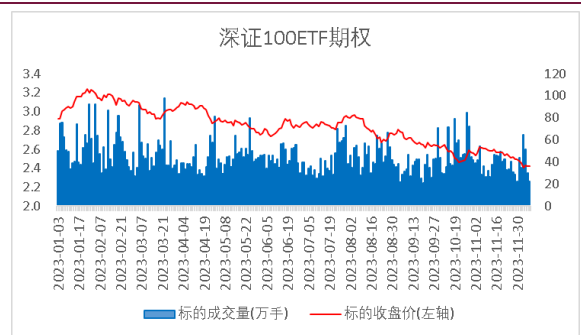
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 8 创业板 ETF 价格走势



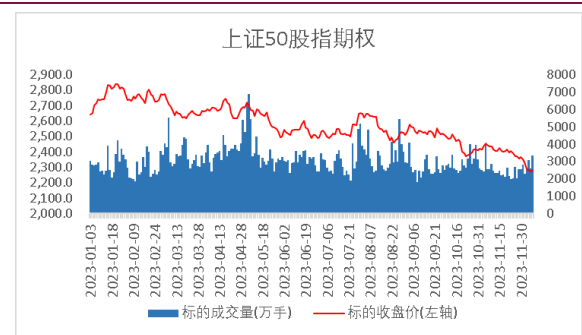
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 9 深证 100ETF 价格走势



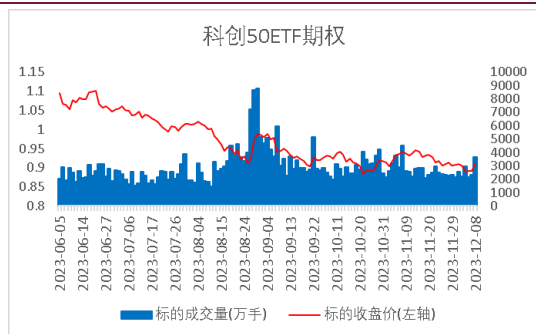
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 10 上证 50 指数价格走势



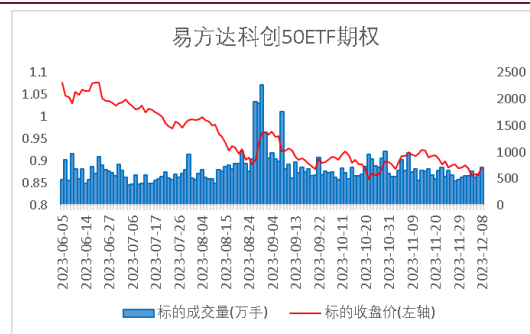
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 11 科创 50ETF 价格走势



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 12 易方达科创 50ETF 价格走势



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。

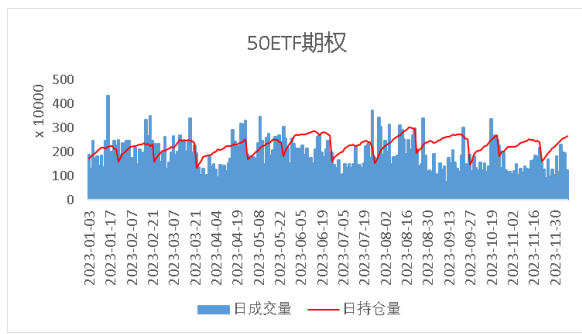
一般而言，期权的成交量在某些剧烈波动的日期会出现脉冲式的增加，期权的持仓量会随着当月合约系列的到期而出现周期性的回落，因为期权的成交量和持仓量一般是集中在当月合约系列上，换月将导致持仓量骤降。

整体来看，2023 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，这反映出投资者积极利用期权的风险管理功能进行投资决策。今年 2 支科创 50ETF 期权的上市，由于科创板股票的涨跌幅度较大，投资者的风险对冲需求以及投机需求均很旺盛，科创 50ETF 期权的成交量与持仓量快速提升。

目前交易最活跃的品种主要是上证 50ETF 期权、上交所 300ETF 期权、沪深 300 股指期货、增长 1000 股指期货、上交所 500ETF 期权、创业板 ETF 期权、科创 50ETF 期权等。主要是因为 ETF 期权的合约较小，参与更加灵活，以及与这些期权标的资产相关的股票持仓组合较多，其风险管理需求旺盛。

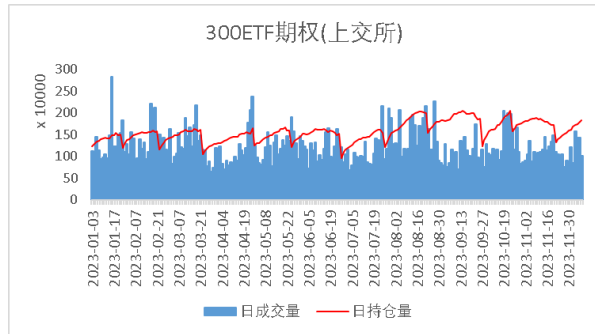
在标的资产价格波动最剧烈的时间段，特别是一些重大事件发生的时间点附近，各期权品种的成交量均会出现脉冲式上涨，说明期权的风险管理需求旺盛。例如 3 月海外银行暴雷事件前后、7 月政治局会议前后等，期权成交量均有脉冲式上涨。随着投资者对期权的深入了解，以及新品种的不断上市，金融期权的风险管理功能以及杠杆投资功能将得到充分发挥，期权的成交量与持仓量将继续保持稳步发展的态势。

图 13 上证 50ETF 期权的成交量与持仓量



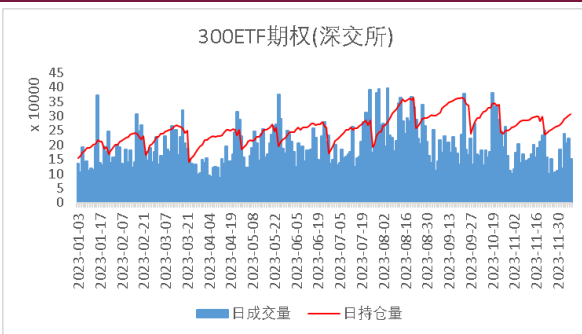
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 14 上交所 300ETF 期权的成交量与持仓量



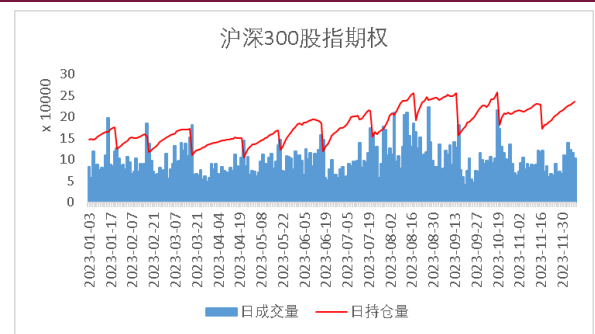
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 15 深交所 300ETF 期权的成交量与持仓量



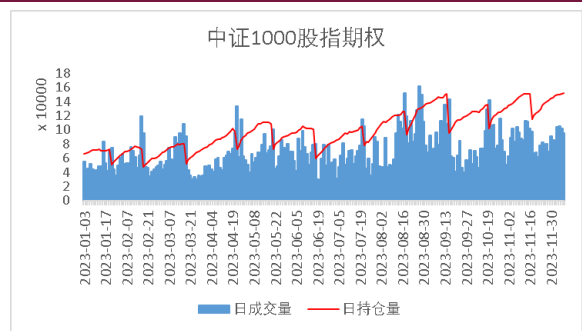
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 16 沪深 300 股指期权的成交量与持仓量



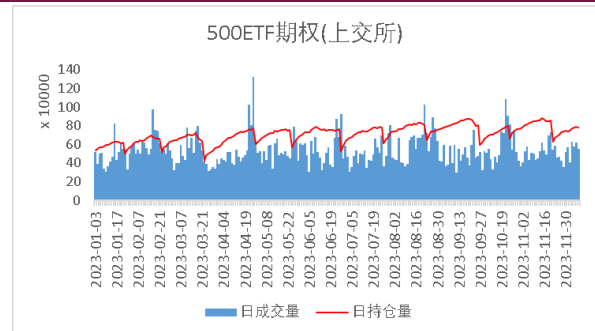
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 17 中证 1000 股指期权的成交量与持仓量



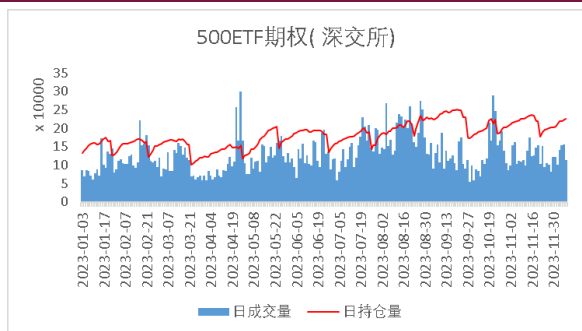
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 18 上交所 50ETF 期权的成交量与持仓量



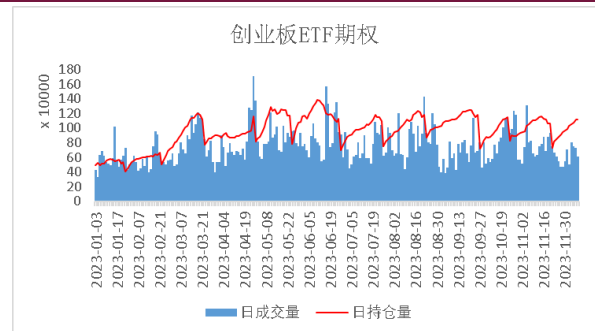
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 19 深交所 500ETF 期权的成交量与持仓量



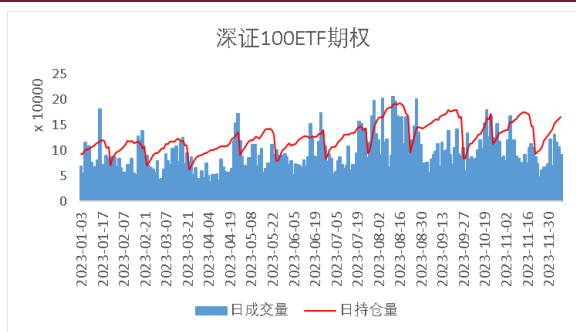
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 20 创业板 ETF 期权的成交量与持仓量



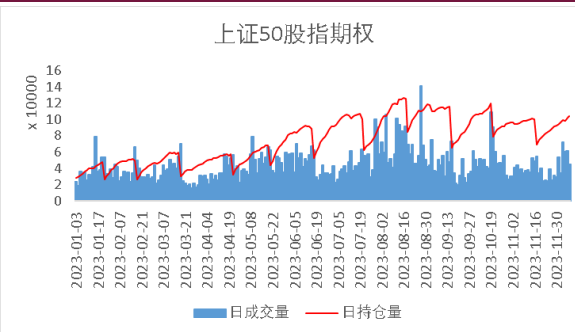
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 21 深证 100ETF 期权的成交量与持仓量



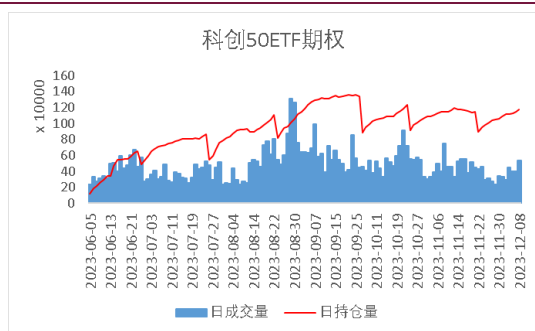
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 22 上证 50 股指期权的成交量与持仓量



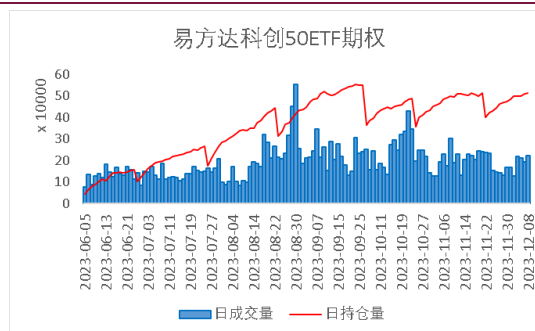
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 23 科创 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 24 易方达科创 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

2 期权分析指标

2.1 持仓量 PCR 指标回落至较低分位数水平

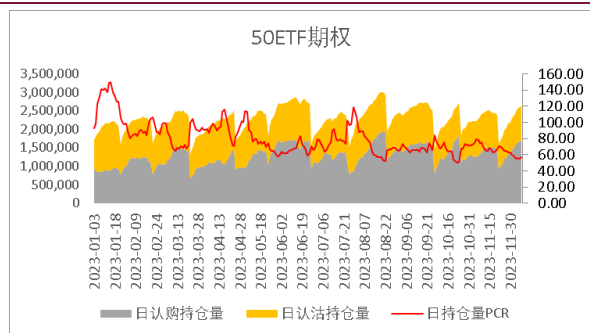
我们一般用期权市场的 Put-Call-Ratio（简称 PCR）指标常用来衡量市场的多空状态。PCR 指标是认沽期权成交量（或持仓量）与认购期权成交量（或持仓量）的比值。一般而言偏离日常水平较大的成交量 PCR 能反映投资者的情绪面的剧烈变化，而持仓量 PCR 能够反映同时期市场的多空双方情绪对比。持仓量 PCR 与市场情绪一般呈正相关关系，这是因为期权卖方一般是比较专业的投资者，卖出认沽期权说明其对后市行情是看涨的或者说不是看跌的。

截至 12 月 9 日，上证 50ETF 期权成交量 PCR 为 92.51，上一交易日成交量 PCR 为 103.19；持仓量 PCR 为 56.64，上一交易日持仓量 PCR 为 55.36。上交所 300ETF 期权成交量 PCR 为 95.52，上一交易日成交量 PCR 为 97.19；持仓量 PCR 为 64.50，上一交易日持仓量 PCR 为 64.22。深交所 300ETF 期权成交量 PCR 为 86.14，上一交易日成交量 PCR 为 95.71；持仓量 PCR 为 60.62，上一交易日持仓量 PCR 为 58.60。沪深 300 指数期权成交量 PCR 为 67.48，上一交易日成交量 PCR 为 90.26；持仓量 PCR 为 50.25，上一交易日持仓量 PCR 为 49.72。中证 1000 指数期权成交量 PCR 为 75.08，上一交易日成交量 PCR 为 91.11；持仓量 PCR 为 60.14，上一交易日持仓量 PCR 为 59.43。上交所中证 500ETF 期权成交量 PCR 为 98.63，上一交易日成交量 PCR 为 107.60；持仓量 PCR 为 82.24，上一交易日持

仓量 PCR 为 81.95。深交所中证 500ETF 期权成交量 PCR 为 102.57, 上一交易日成交量 PCR 为 120.96; 持仓量 PCR 为 84.19, 上一交易日持仓量 PCR 为 82.84。创业板 ETF 期权成交量 PCR 为 79.53, 上一交易日成交量 PCR 为 88.16; 持仓量 PCR 为 49.86, 上一交易日持仓量 PCR 为 48.70。深证 100ETF 期权成交量 PCR 为 97.55, 上一交易日成交量 PCR 为 106.58; 持仓量 PCR 为 56.16, 上一交易日持仓量 PCR 为 55.87。上证 50 股指期货期权成交量 PCR 为 75.52, 上一交易日成交量 PCR 为 116.22; 持仓量 PCR 为 43.05, 上一交易日持仓量 PCR 为 42.26。科创 50ETF 期权成交量 PCR 为 66.72, 上一交易日成交量 PCR 为 82.33; 持仓量 PCR 为 44.29, 上一交易日持仓量 PCR 为 41.06。易方达科创 50ETF 期权成交量 PCR 为 73.00, 上一交易日成交量 PCR 为 110.45; 持仓量 PCR 为 41.36, 上一交易日持仓量 PCR 为 39.78。

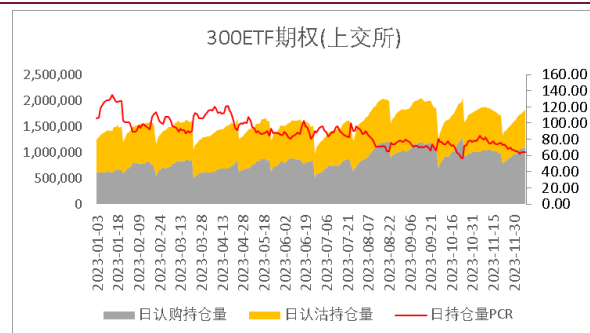
我们可以看出持仓量 PCR 的走势与标的资产价格走势的相关度较高, 在标的资产价格的拐点附近期权的持仓量 PCR 基本上会同步地发生反转。目前各期权品种的持仓量 PCR 指标均位于偏低的分位数水平, 说明近期该指数的市场情绪偏悲观, 但这也意味着对应标的资产价格具有短线超跌反弹的可能性。特别是沪深 300 相关期权品种的持仓量 PCR 位于极低的历史分位数水平, 结合沪深 300 指数的估值位于历史低位, 未来沪深 300 超跌反弹的可能性较高。

图 25 上证 50ETF 期权的持仓量 PCR



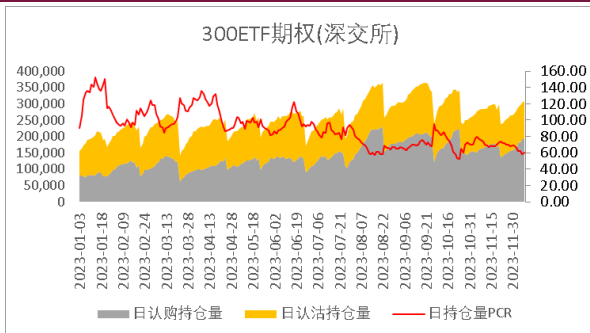
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 26 上交所 300ETF 期权的持仓量 PCR



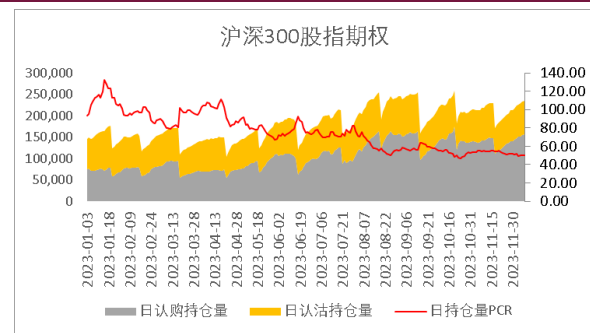
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 27 深交所 300ETF 期权的持仓量 PCR



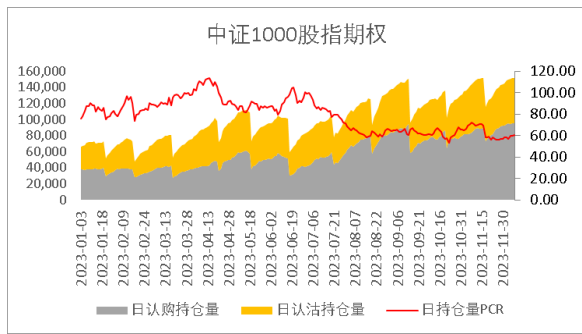
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 28 沪深 300 股指期权的持仓量 PCR



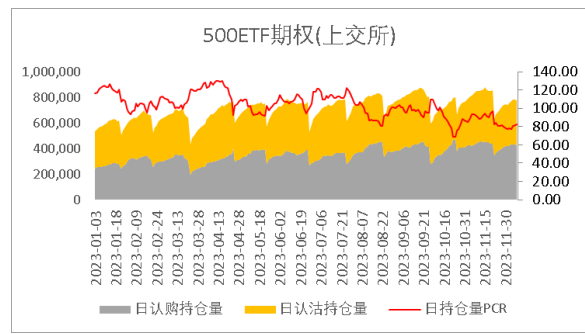
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 29 中证 1000 股指期权的持仓量 PCR



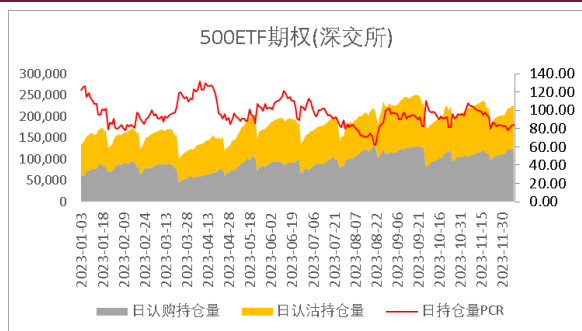
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 30 上交所 500ETF 期权的持仓量 PCR



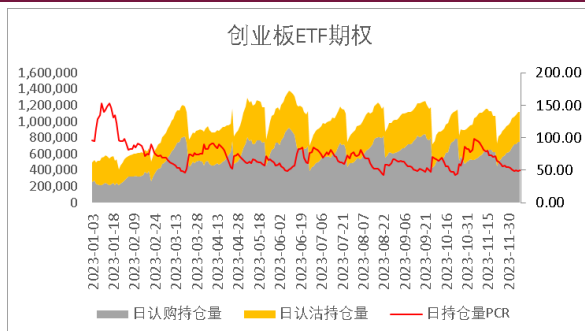
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 31 深交所 500ETF 期权的持仓量 PCR



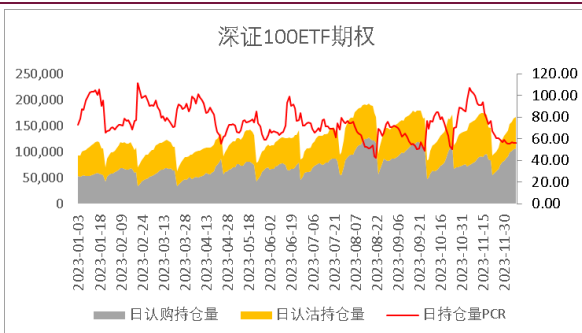
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 32 创业板 ETF 期权的持仓量 PCR



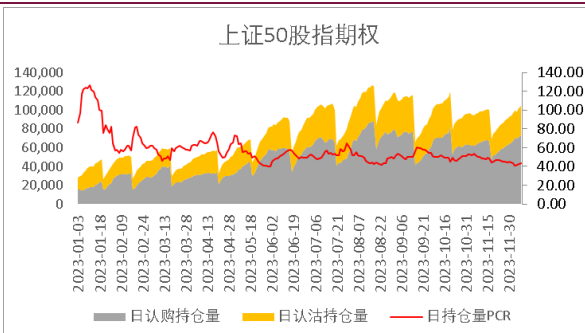
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 33 深证 100ETF 期权的持仓量 PCR



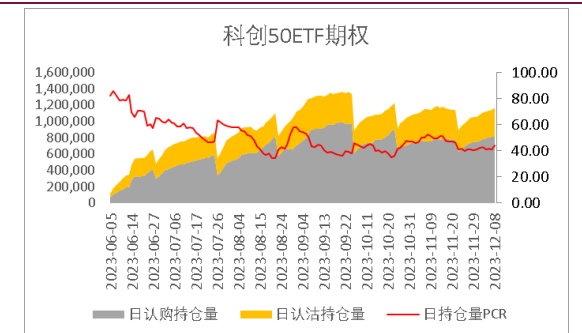
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 34 上证 50 股指期权的持仓量 PCR



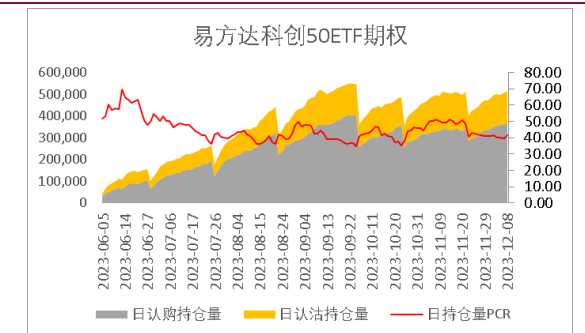
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 35 科创 50ETF 期权的持仓量 PCR



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 36 易方达科创 50ETF 期权的持仓量 PCR



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

2.2 隐含波动率震荡回升

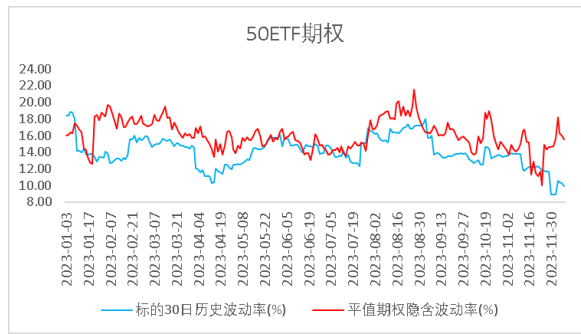
波动率是期权定价和交易的关键性因素，隐含波动率是指根据期权价格和期权定价公式反推计算出来的波动率数值，一般我们可以把平值期权的隐含波动率作为整体波动率水平的参考。从隐含波动率的相对高低可以看出投资者对波动率的未来预期，从而选择合适的波动率进行入场与出场。

截至 12 月 9 日，上证 50ETF 期权 2023 年 12 月平值期权隐含波动率为 15.57%，标的 30 交易日历史波动率为 9.93%。上交所 300ETF 期权 2023 年 12 月平值期权隐含波动率为 15.36%，标的 30 交易日历史波动率为 10.30%。深交所 300ETF 期权 2023 年 12 月平值期权隐含波动率为 15.12%，标的 30 交易日历史波动率为 10.32%。沪深 300 指数期权 2023 年 12 月平值期权隐含波动率为 17.27%，标的 30 交易日历史波动率为 10.32%。中证 1000 指数期权 2023 年 12 月平值期权隐含波动率为 16.79%，标的 30 交易日历史波动率为 15.03%。上交所中证 500ETF 期权 2023 年 12 月平值期权隐含波动率为 14.81%，标的 30 交易日历史波动率为 11.74%。深交所中证 500ETF 期权 2023 年 12 月平值期权隐含波动率为 14.26%，标的 30 交易日历史波动率为 11.71%。创业板 ETF 期权 2023 年 12 月平值期权隐含波动率为 18.64%，标的 30 交易日历史波动率为 17.95%。深证 100ETF 期权 2023 年 12 月平值期权隐含波动率为 17.38%，标的 30 交易日历史波动率为 14.63%。上证 50 股指期货期权 2023 年 12 月平值期权隐含波动率为 17.52%，标的 30 交易日历史波动率为 9.93%。科创 50ETF 期权 2023 年 12 月平值期权隐含波动率为 17.32%，标的 30 交易日历史波动率为 17.22%。易方达科创 50ETF 期权 2023 年 12 月平值期权隐含波动率为 18.83%，标的 30 交易日历史波动率为 17.49%。

2023 全年来看，各期权品种的平值期权隐含波动率维持震荡，上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、深证 100 相关的期权品种基本位于 14%~19% 的区间范围内，创业板、科创 50 相关的期权品种的平值期权隐含波动率位于 20%~25% 的区间范围内波动，在某些破位下跌的时间点会有所升高突破区间上界，但明显不及 2022 年的水平。标的历史波动率持续回落至较低分位数水平，反映出标的资产价格的波动明显降低，主要原因在于突发的超预期市场风险因素较少。

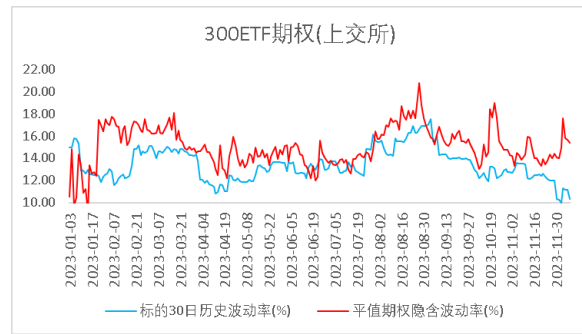
从期权隐含波动率与期权价格的关系来看，隐含波动率越高卖出期权的性价比越有利；隐含波动率越低买入期权所需成本越低。单纯从隐含波动率的角度来看，12 月初隐含波动率有一波显著回升，目前的隐含波动率处于正常的区间范围内，位于大于 0.5 的分位数水平，卖出期权可以获得更好的收益风险比。

图 37 上证 50ETF 期权的波动率



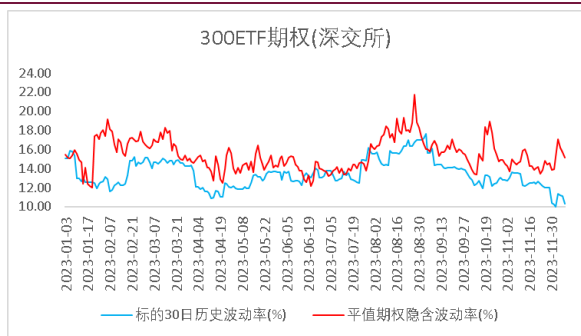
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 38 上交所 300ETF 期权的波动率



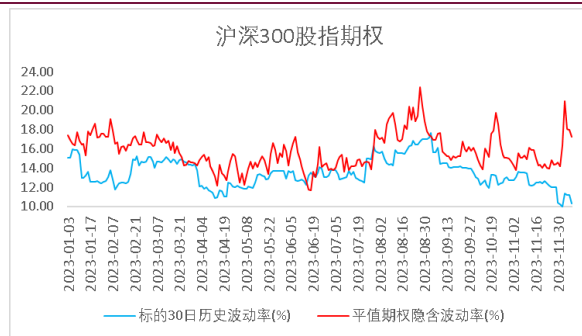
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 39 深交所 300ETF 期权的波动率



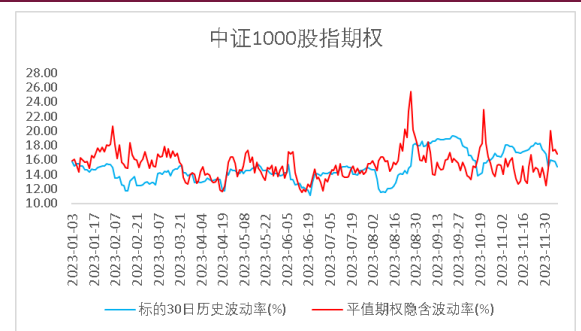
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 40 沪深 300 股指期权的波动率



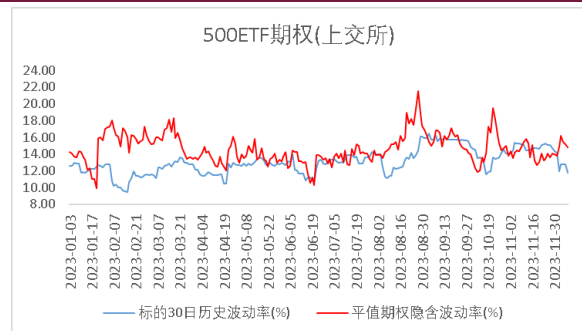
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 41 中证 1000 股指期权的波动率



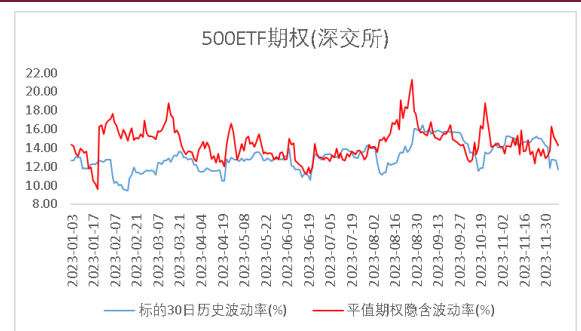
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 42 上交所 500ETF 期权的波动率



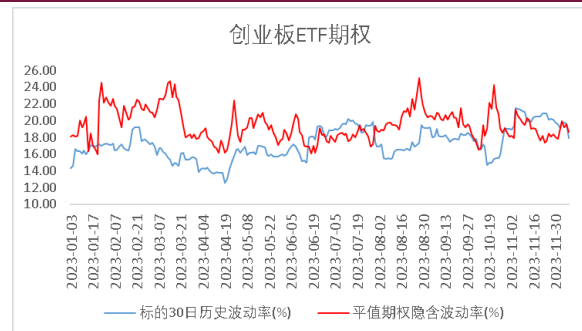
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 43 深交所 500ETF 期权的波动率



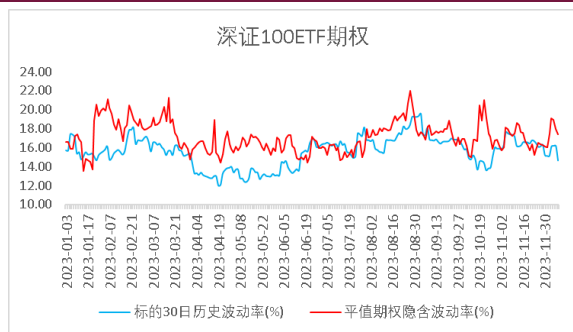
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 44 创业板 ETF 期权的波动率



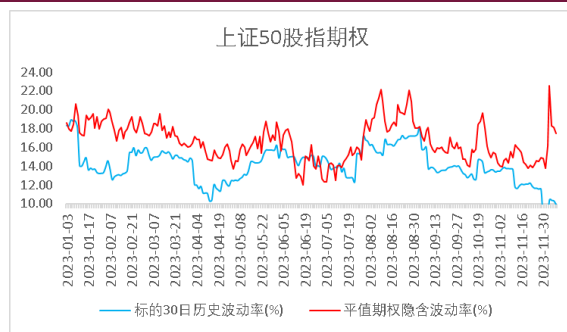
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 45 深证 100ETF 期权的波动率



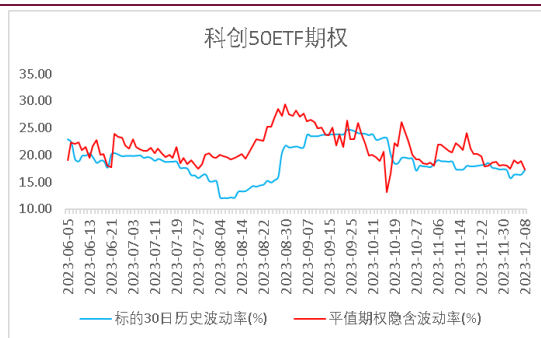
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 46 上证 50 股指期权的波动率



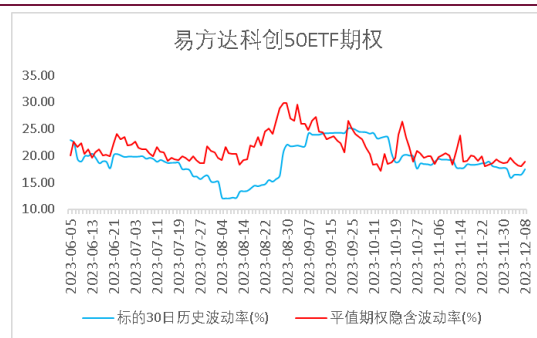
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 47 科创 50ETF 期权的波动率



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 48 易方达科创 50ETF 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、中证 500 指数、中证 1000 指数、深证 100 指数以及创业板指数、科创 50 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。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，科创 50 指数的成分股中电子产业链的股票权重较高，均易受相应行业的影响。下文所说的股指主要指前 5 个宽基指数。

2023 年影响股指的主要因素有两个：一个是宏观面，即宏观经济增长预期以及政策利好的相互博弈，这个决定了股票的盈利预期；另一个是资金面，资金风险偏好以及是否有增量资金流入股市，这个决定了股票的估值预期。

3.1 宏观与政策预期逐渐明朗：宏观需求疲弱，政策托而不举

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。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。

年初至春节前，线下消费场景复苏，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，随着消费场景限制的解除以及假期消费旺季的带动，制造业、服务业景气度均得到明显修复。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。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。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。另一方面，一季度宏观经济数据表现亮眼，但是 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，4 月开始经济指标开始走弱，经济强复苏预期修复转变为弱复苏预期。

制造业方面，4 月开始制造业 PMI 连续 5 个月位于荣枯线下方，9 月在政策托底作用下回升至荣枯线上方，但 10 月、11 月又再度回落至荣枯线下方，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 回落的主要原因来自于需求端，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。房地产周期下行与出口的下行压力将持续作用于需求端，内外需疲弱的状态短期内难以发生变化，因此制造业 PMI 偏弱的格局仍将延续。

内需方面，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，房企的资金链问题突出也抑制居民购买期房的意愿。4 月以来房地产销售数据继续下行，即使在政策面实行了下调房贷利率、认房不认贷、下调首付比例、放松限购等一系列松绑政策后，居民的购房意愿仍然偏低，居民部门的中长期贷款数据明显弱于往年。我们一直以来都认为居民购房意愿低的最核心原因还是居民收入预期下滑，且房地产作为金融资产的上涨预期不强，居民加杠杆的意愿不足。这些因素不是短时间内可以马上改变的，甚至人口老龄化和城镇化率触顶对房地产需求是长期利空的。并且目前国家坚持产业转型升级的战略，加大对科技产业的扶持，对房地产行业政策托而不举的意愿仍强，

不会重走大规模刺激的老路，房地产行业低迷的情况可能还将持续。前端的拿地、新开工数据的下行，会逐渐体现到施工、竣工等数据上，未来这 1-2 年房地产对内需拉动会将形成明显的拖累作用。

外需方面，按美元计价，今年前 11 个月，我国进出口总值 5.41 万亿美元，下降 5.6%。其中，出口 3.08 万亿美元，下降 5.2%；进口 2.33 万亿美元，下降 6%；贸易顺差 7481.3 亿美元，收窄 2.7%。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，高利率环境影响下它们对商品的需求下滑，并且欧美等国家贸易保护主义思潮抬头也会限制其进口中国商品，这些因素将持续作用于对中国以及东盟等经济体的新出口订单上，进而令中国出口长期承压。

总的来说，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。对宏观与政策预期的博弈是影响股指走势的重要因素。经济需求疲弱会限制企业的业绩修复预期，对股指的上行造成拖累。而经济数据疲弱也意味着政策托底的必要性偏强，政策预期会对超跌的股指构成强有力支撑。

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的预期随着美国经济数据表现以及美联储表态而起舞。

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。市场从防风险的角度，下调了美联储的加息预期，从当时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，因此 4 月之后随着海外银行股暴雷事件的影响消散，美联储货币预期继续转为鹰派，此前的降息预期继续向后延展，美债收益率也持续走高。美联储于 5 月和 7 月分别加息 25BP，将基准利率提升至 5.25%~5.5%，自此美联储自 2022 年 3 月以来累计 11 次加息 525BP。美联储维持高利率环境对北向资金风险偏好造成显著影响，自 8 月以来，北向资金连续净流出，累积净流出超 1900 亿元，与之对应的上证 50 与沪深 300 指数持续走低。虽然美国通胀、就业与消费数据均有所走弱，指向美联储维持高利率的必要性下降，但目前美联储言辞上仍偏鹰派，暗示 2024 上半年大概率不会降息，美债的利率期限结构显示降息至少也是在 2024 年 6 月以后。经济数据表现与美联储表态相背离，将令外资保持谨慎观望，对外资流入节奏造成扰动。目前的关键点在于美联储何时开启降息周期，如果美联储维持高利率的时间较长，那必将对外资风险偏好造成显著影响。

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、通胀、消费数据有所回落但仍具备韧性，美联储有很大可能继续维持高利率一段时间，而不会如市场预期那样乐观地开启降息周期。如果出现这种情况，外资对 A 股的风险偏好将受到抑制，股票估值端将受到抑制。

展望 2024 年，预计上半年维持底部震荡，下半年则需等待转机。宏观经济需求走弱与政策托底预期相互博弈，经济保持弱复苏的可能性较高，叠加美联储维持高利率的可能性较大，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 2024 上半年股指将维持低位区间震荡。2024 下半年股指表现则需要关注宏观经济需求的内生修复情况以及海外美联储货币政策取向，如果这两方面没有转向的明确信号，则股指将延续震荡筑底的行情。

4 期权交易策略

基于上述分析，2024 上半年宏观需求走弱制约股票业绩修复预期，2024 年上半年美联储大概率维持高利率，增量资金偏少制约股票估值修复预期，故 2024 年上半年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。

2024年下半年行情走势需要关注宏观需求的内生增长动能是否复苏，以及海外货币政策是否发生反转，若存在转向的明确信号，可以布局买入认购期权的策略，否则可以继续选择卖出宽跨式策略或利用垂直价差策略布局波段行情。

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。

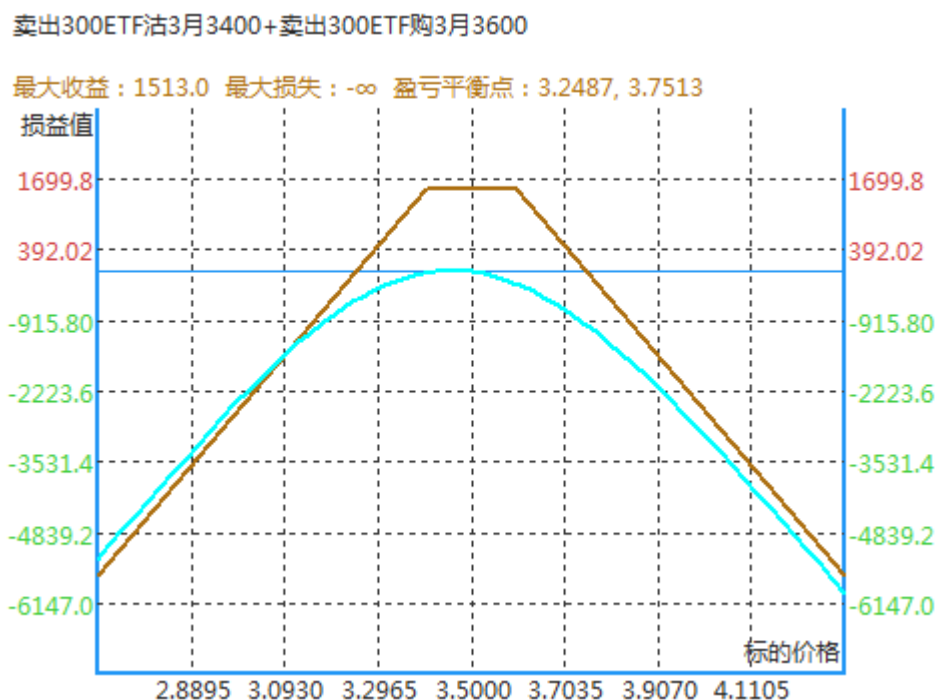
牛市认购价差策略是指买入一个低行权价认购期权同时卖出一个相同的到期时间和更高行权价的认购期权构成资产组合。到期时，当标的资产价格高于盈亏平衡点（盈亏平衡点位于两个行权价之间）时可以获得正收益，反之需要承担亏损。当标的资产价格大于等于该高行权价时获得的收益最大；当标的资产价格小于等于该低执行价时，亏损最大。因此牛市认购价差策略的最大收益与最大亏损均是有限的。

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2024年3月系列的上交所300ETF期权为例，以12月11日的收盘数据为例，卖出一手行权价为3.60的认购期权，同时卖出一手行权价为3.40的认沽期权，构成卖出宽跨式策略。该策略收取权利金1513.0元，需要保证金4000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1513.0元，最大亏损负无穷元，盈亏平衡点为3.2487和3.7513。当到期时标的价格上涨超过3.7513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3.2487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3.2487和3.7513时，该策略的收益为正；当到期时标的价格位于3.40~3.60之间时，该策略获得最大盈利1513.0元。在该例中，卖出行权价为3.60的认购期权的隐含波动率为15.68%，卖出行权价为3.4的认沽

期权时的隐含波动率为 15.80%，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 49 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 年各金融期权的标的均震荡下跌，期权成交量、持仓量稳步发展。2023 年的股指行情整体呈现震荡下跌态势，大致可以分为 6 个阶段，主要受到政策、经济、海外利率等因素的影响。金融期权扩容，2 支科创 50ETF 期权首次上市，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 位于低分位数，平值期权隐含波动率位于正常分位数水平。目前各期权品种的持仓量 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，但这也意味着对应标的资产价格具有短线超跌反弹的可能性。12 月初隐含波动率有一波显著回升，目前的隐含波动率处于正常的区间范围内，位于大于 0.5 的分位数水平，卖出期权可以获得更好的收益风险比。

股指的风险因素仍存，短期内维持底部震荡格局。2023 年影响股指的主要因素有两个：一个是宏观面，即宏观经济增长预期以及政策利好的相互博弈，这个决定了股票的盈利预期；另一个是资金面，资金风险偏好以及是否有增量资金流入股市，这个决定了股票的估值预期。

展望 2024 年，预计上半年维持底部震荡，下半年则需等待转机。宏观经济需求走弱与政策托底预期相互博弈，经济保持弱复苏的可能性较高，叠加美联储维持高利率的可能性较大，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 2024 上半年股指将维持低位区间震荡。2024 下半年股指表现则需要关注宏观经济需求的内生修复情况以及海外美联储货币政策取向，如果这两方面没有转向的明确信号，则股指将延续震荡筑底的行情。可选卖出宽跨式和牛市价差策略。

（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任何方式发送、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。