

雪球的影响或逐渐减弱，关注微观流动性层面的持续改善

2024 年 1 月 21 日星期日

## ★趋势判断：雪球的影响或逐渐减弱，关注微观流动性层面的改善

上周挂钩中证 500 和中证 1000 的雪球产品或已经触发集中敲入，对股指期货基差也产生明显的影响，但雪球集中敲入属于触发型事件，一旦集中触发之后对后续市场的影响也会持续减弱，只要市场不在持续下跌，基差也会快速修复。1.17 日中证 1000 盘中最低价为 5389.12，为 12 月存续中证 1000 雪球期初均价（预估）的 79.3%，或已触发雪球产品的集中敲入。1.18 日中证 500 盘中最低价为 4924.68，为 12 月存续中证 500 雪球期初均价（预估）的 80.4%，或已触发雪球产品的集中敲入。集中敲入之后，股指期货对雪球产品最为敏感的阶段已经过去。

挂钩中证500的雪球规模		中证500均价	中证500雪球期初价格	当月均价/预估期初价格	对冲所需IC合约价值	雪球对冲多头IC持仓占比	对冲所需IC持仓额	IC持仓额
预估	预估		预估		预估	预估	预估	
2022-12	848.70	6,019.38	6,603.09	91.2%	783.42	18.3%	117.51	512.95
2023-01	838.80	6,096.60	6,611.67	92.2%	774.28	18.1%	116.14	513.11
2023-02	871.72	6,340.96	6,755.59	93.9%	804.66	19.1%	120.70	505.16
2023-03	980.25	6,277.75	6,695.86	93.8%	904.85	22.1%	135.73	492.32
2023-04	1,042.33	6,351.12	6,825.38	93.1%	962.15	23.6%	144.32	490.05
2023-05	1,101.10	6,114.10	6,723.77	90.9%	1,016.40	28.9%	152.46	422.17
2023-06	1,184.85	6,026.28	6,636.58	90.8%	1,093.71	31.4%	164.06	417.66
2023-07	1,249.30	6,000.29	6,565.88	91.4%	1,153.20	34.5%	172.98	401.49
2023-08	1,292.36	5,871.89	6,496.49	90.4%	1,192.95	34.9%	178.94	410.62
2023-09	1,337.07	5,714.33	6,425.38	88.9%	1,234.22	36.1%	185.13	409.84
2023-10	1,318.99	5,517.38	6,349.71	86.9%	1,217.53	37.1%	182.63	394.30
2023-11	1,301.27	5,587.92	6,292.42	88.8%	1,201.18	36.3%	180.18	396.59
2023-12	1,283.92	5,429.57	6,123.03	88.7%	1,185.15	37.4%	177.77	380.41

1.18 日中证 500 盘中最低价为 4924.68，为 12 月存续中证 500 雪球期初均价 80.4%，或已触发雪球产品的集中敲入

	挂钩中证1000的 雪球规模	预估	中证1000均价	中证1000雪球期 初价格	预估	当月均价/预估期 初价格	对冲所需IM合约 价值	预估	雪球对冲多头IM 持仓占比	预估	对冲所需IM持仓 额	预估	IM持仓额
2022-12	522.28		6,478.34	7,153.40		90.6%	522.28		26.1%		78.34		239.98
2023-01	516.18		6,575.48	7,169.59		91.7%	516.18		23.6%		77.43		262.69
2023-02	536.44		6,956.19	7,355.87		94.6%	536.44		22.0%		80.47		292.37
2023-03	603.23		6,848.69	7,271.34		94.2%	603.23		24.5%		90.48		295.51
2023-04	641.43		6,890.77	7,278.35		94.7%	641.43		24.2%		96.21		317.66
2023-05	677.60		6,583.80	7,179.13		91.7%	677.60		30.1%		101.64		270.30
2023-06	729.14		6,557.90	7,101.48		92.3%	729.14		32.6%		109.37		268.02
2023-07	768.80		6,508.26	7,035.56		92.5%	768.80		33.4%		115.32		276.50
2023-08	795.30		6,242.18	6,956.22		89.7%	795.30		31.8%		119.30		299.74
2023-09	822.81		6,085.09	6,877.03		88.5%	822.81		32.0%		123.42		308.22
2023-10	811.69		5,926.51	6,797.82		87.2%	811.69		31.5%		121.75		309.55
2023-11	800.78		6,118.02	6,880.02		88.9%	800.78		28.6%		120.12		336.31
2023-12	790.10		5,913.94	6,799.52		87.0%	790.10		27.6%		118.52		343.32

1.17 日中证 1000 盘中最低价为 5389.12，为 12 月存续中证 1000 雪球期初均价 79.3%，或已触发雪球产品的集中敲入

数据来源：Wind，海通期货投资咨询部

值得注意的是，近期 A 股微观流动性持续改善，10 月以来 A 股的整体流动性状况已经位于历史中性以上的水平，而改善的动力来自于政策层面对流动性的呵护以及“国家队”在 ETF 上的净买入。

投资咨询业务资格：

证监许可[2011]1294 号

许青辰

投资咨询部研究员

[xuqingchen@htfutures.com](mailto:xuqingchen@htfutures.com)

从业资格号：F3077365

投资咨询号：Z0015746

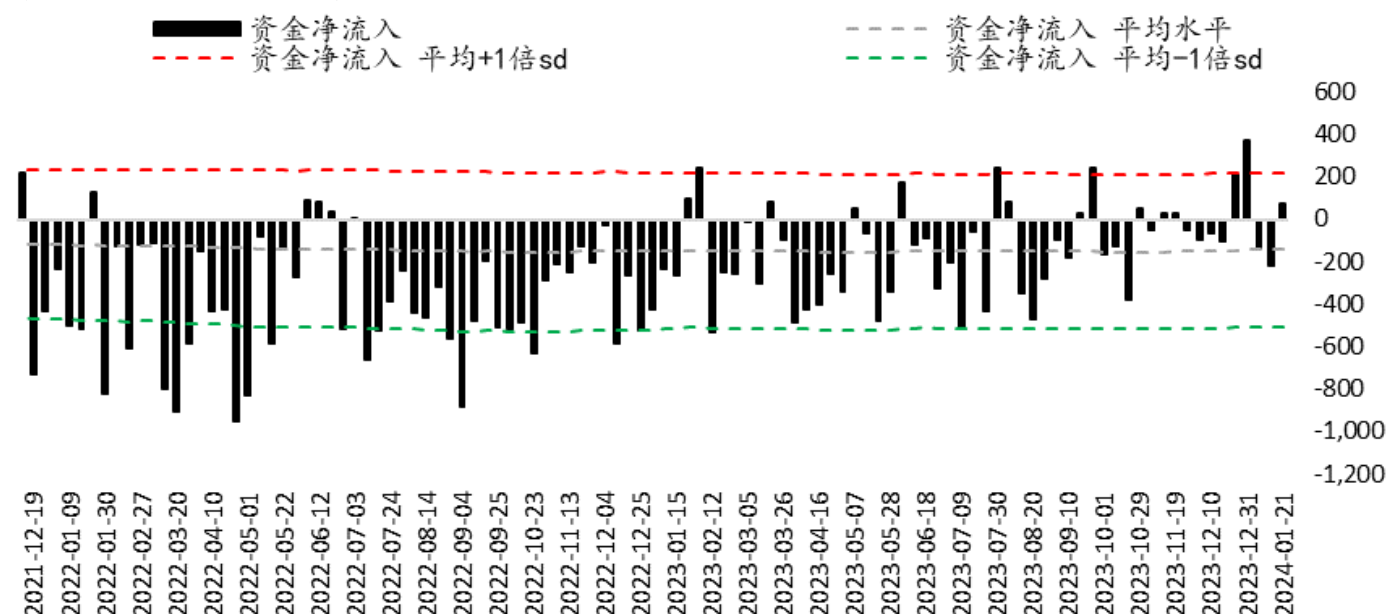
分析师承诺：

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

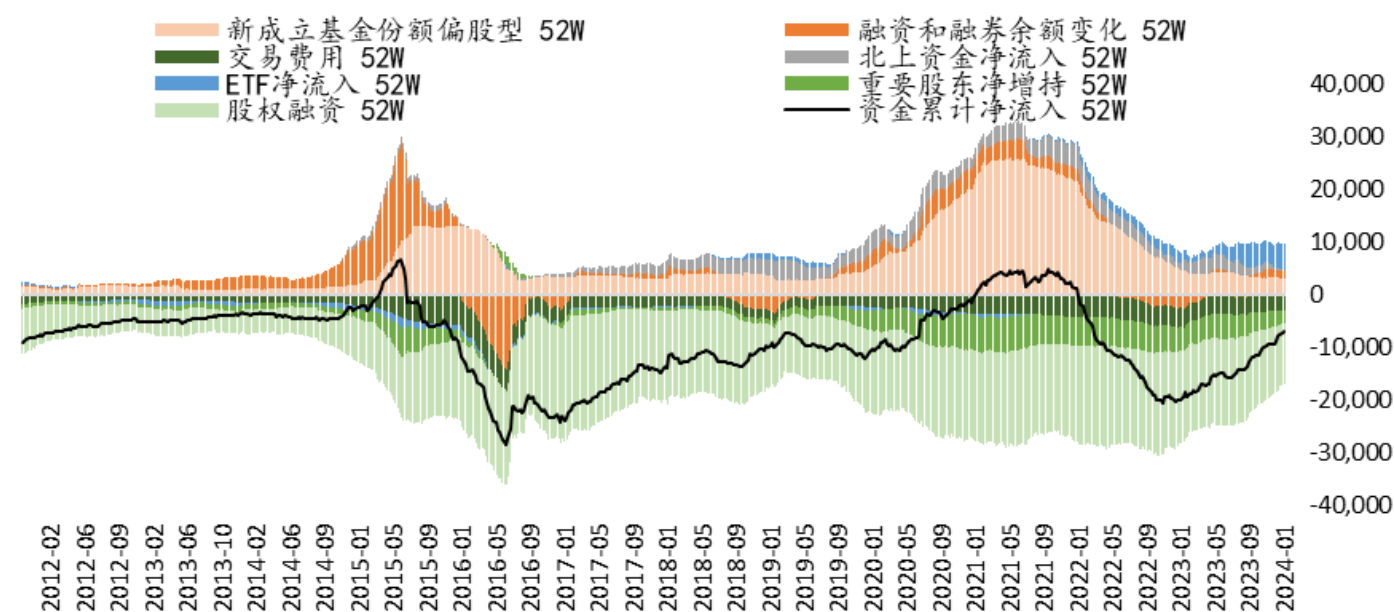
2023 年四季度以来股权融资规模持续萎缩，同时重要股东净减持的规模的也有所萎缩，显示出了政策层面的发力在微观流动性层面的效果，A 股资金流出量呈减少趋势，近期市场的抛压并不重。

在买盘的方面，虽然北上和融资盘的净流向仍未明显改善，偏股型基金的发行也持续较冷，但是 ETF 上的持续大额金流入一定程度抵消了其他分项的负面影响，使得 A 股资金的流入项呈较为稳定的态势，叠加流出量逐渐减少的趋势，尽管近期 A 股市场表现并不理想，但是微观流动性方面并未出现恶化，空头压力并不大，只不过是多头并未主动发力。同时，近期指数在价格层面的超跌迹象也已经较为明显，存在技术性反弹的需求，加之雪球产品敲入的影响逐渐减弱，周度级别来看多头一旦发力市场或出现明显的反弹。

图：A 股流动性跟踪（周频）



图：A 股流动性跟踪（52 周累计）



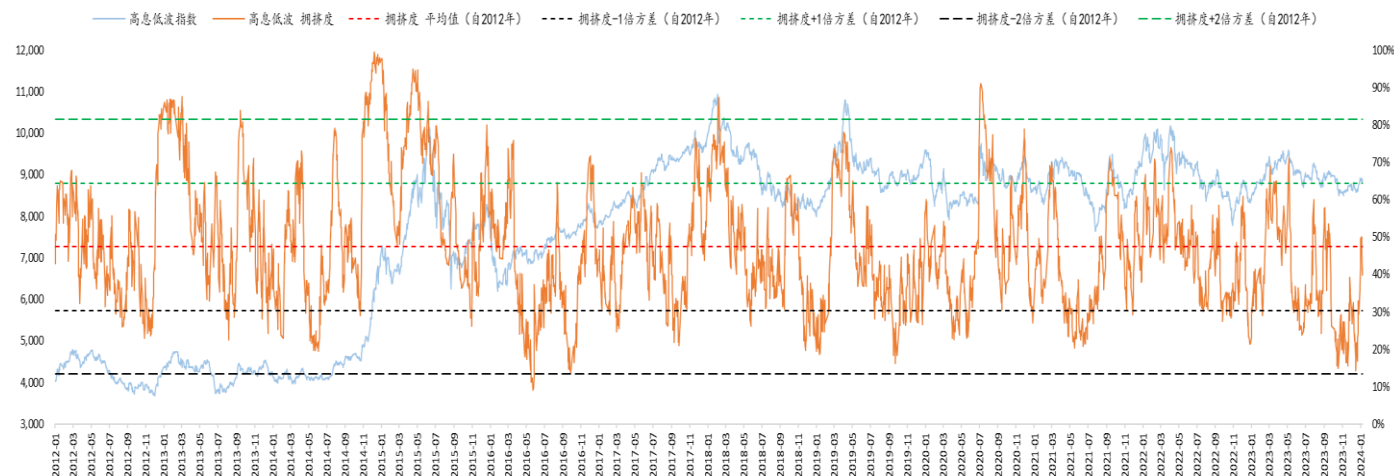
数据来源：Wind，海通期货投资咨询部

月度级别来看，A 股市场仍然围绕着风险偏好较低+存量博弈的特征交易，较低的风险偏好使得资金在寻找标的时更注重安全垫，宏观数据的偏弱使得盈利端可寻找的安全垫并不多，故市场将重心刚在了低估值，而估值层面高股息的安全垫最为确定，高红利标的仍然值得关注，目前主要宽基指数的股息率（近 12 个月）十年历史分位均在 90% 以上，估值的修复将是 2024 年市场确定性较高的机会点。对比其他资产，海外央行集体的超级大放水之后，目前只有代表中国资产的 A 股和人民币

仍处在历史极低的位置，A 股和港股是全球权益市场中少有的估值洼地。指数风险溢价与指数未来一年估值变化率存在较强的相关性。以中证全指为例，2023 年风险溢价维持在较高的水平显示指数层面的配置性价比较高，以风险溢价来推算，在 2024 年中证全指估值或将提升 21% 左右。

同时，高息低波股的交易并不算拥挤，根据我们构建的拥挤度指标来看，高吸低波指数的拥挤度尚处在历史中性的水平，没有明显的过热交易的特征，目前全指价值的股息率已经超过 5.0%，上证 50 的股息率也已经超过 4.0%，远高于无风险利率的水平，从较高的股息率来看，明年即便是风险偏好较低的投资者，也可以考虑高分红叠加低波动的选股组合。

图：高息低波指数拥挤度

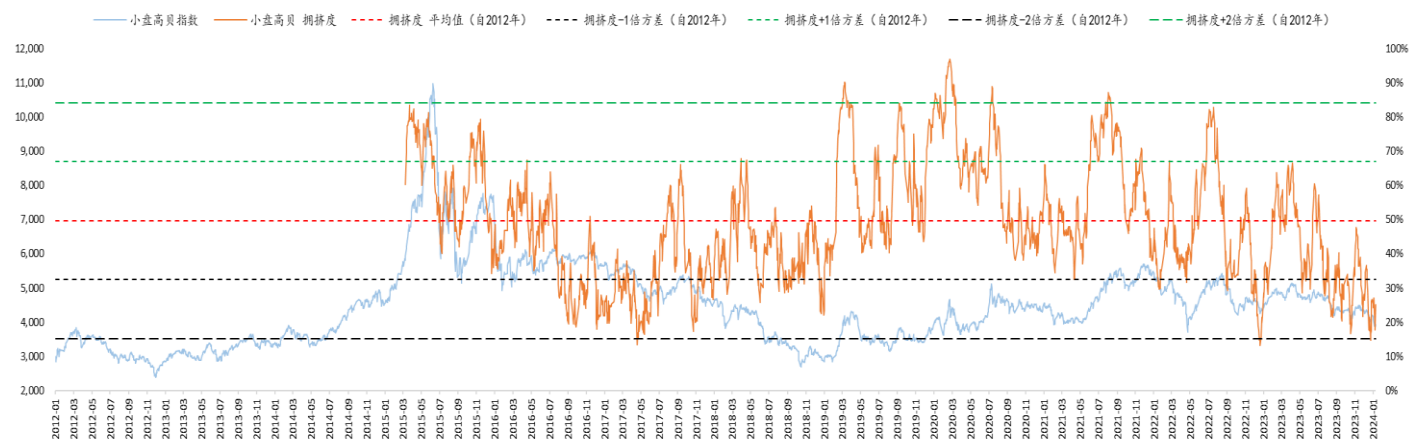


数据来源：Wind，海通期货投资咨询部

12 月宏观数据较弱继续加强市场对 A 股盈利端“L”型修复的预期，2023 年经济增长动能较慢的主要原因在于需求不住，而去库周期导致了整体生产“供过于求”的局面，使得销售环节“以价换量”的情况较为普遍，导致企业利润率遭到压制，拖累企业整体盈利情况，经济总量恢复的势头并没有体现在企业的盈利上，使得盈利端的负向预期差成为 2023 年拖累 A 股表现的主要因素。但是本轮 A 股的“盈利底”已经确定在 2023 年二季度，2024 年制造业有望进入补库周期有助于缓解需求上的问题，一定程度上缓解去年“供过于求”的矛盾。在全球通胀进入下行期的过程中，原材料价格重心有望下移，一定程度上缓解成本端的压力，同时需求的转暖也有望改善今年销售时“以价换量”的情况，明年销售端也有望更好的传导成本端的压力。

而价的方面，尽管目前全球通胀已进入下行期，但在低基数效应下，中国的 PPI 和 CPI 在 2024 年都或将出现温和的上涨，价格方面也将不再是拖累企业盈利的因素。企业融资需求的扩张一般领先企业盈利的修复，落实到数据层面则是中国信贷脉冲领先中证全指 EPS 增速十个月左右的时间，以信贷脉冲来推算，2024 年中证全指 EPS 或将同比增长 6.1% 左右。

图：小盘高 beta 指数拥挤度



数据来源：Wind，海通期货投资咨询部



自 11 月底开始我们就持续推荐关注低波+红利的组合，目前我们仍然认为 2024 年以上证 50 和沪深 300 为代表的价值股或拥有更高的胜率以及相对较好的赔率，而一旦市场进入加速上涨阶段，以中证 500 和中证 1000 的成长股或拥有更好的赔率。

目前市场显然还处于左侧底部，当下仍应该注重较高的投资安全边际，考虑高分红叠加低波动的选股组合，在获得较为可观的股息的基础上也能享受到指数 Beta 上涨的收益。而对收益目标要求较高的投资者则可以考虑，应该在市场走出左侧之后，再关注高 Beta 加景气反转的选股组合，在放大 Beta 弹性的同时追逐业绩改善带来的 Alpha 收益。小盘高 Beta 指数的拥挤度仍处于历史较低的水平，仍需耐心等待。

### ★上周市场表现：受雪球敲入影响，中证500和中证1000下跌较为显著

**指数方面：**跌多涨少，主要宽基指数中，仅上证50小幅上涨，中证1000跌幅相对较大，上周A股市场情绪继续向悲观极端发展，对估值因子更为敏感的小盘成长继续领跌。

**行业方面：**跌多涨少，30个一级行业中仅有3个行业上涨，6个行业表现强于沪深300指数。其中，银行、消费者服务和通信表现相对较好；国防军工、机械和有色金属表现相对较差。

**市场风格方面：**大盘股偏强；低估值股偏强；绩优股偏强；高价股偏强；宏观分布中，下游和TMT相对较强，上游和中游相对较弱；行业大类中，金融相对较强，成长和周期相对较弱。

**期指方面：**股指期货各合约均下跌，IH合约稍强于IF合约稍强于IC合约稍强于IM合约。由于上周2401合约交割，2401合约的跌幅明显小于其他合约，近月合约稍强于远月合约。

**主力合约（以持仓量为准）：**IF2403、IH2403、IC2403、IM2403。（上周2401合约交割）

### ★A股流动性和市场热度：流动性中性，市场情绪偏弱

**市场流动性指标的观察：**量的方面，A股交投活跃度处在历史偏低水平，北上资金净流出；杠杆资金净流出，量能方面中性偏空。价的方面，银行间利率较为稳定，短端国债收益率较为稳定，长端国债收益率小幅走低，利率的绝对水平较低，价格方面中性偏多。

**市场情绪指标的观察：**市场情绪仍然偏弱，风险偏好偏低。

**市场价格指标的观察：**沪深300和上证50企稳，中证500和中证1000下行趋势。

### ★基差（现货-期货）：

剔除股息影响，尽管上周IC和IM基差显著走高，我们认为针对中证500和中证1000雪球产品的集中敲入所导致的，根据我们的测算中证500和中证1000的雪球产品或在17和18两个交易日出现了较为集中的敲入，但集中触发之后对后续市场的影响也会持续减弱，只要市场不在持续下跌，基差也会快速修复，上周五基差已经开始明显修复，同时市场整体较为悲观的情绪导致IF和IH的基差在上周也有显著走高。目前IH和IF合约已经出现了较为少见的贴水的情况，可考虑IF和IH的多头替代策略；IC和IM上周年化贴水率较高，预计短期内就会出现修复。

### ★操作建议：单边：多IH2403（或IF2403）合约，持有。

**跨品种套利：**多IH2403合约/空IM2403（或IC2403）合约，受益于上周基差的变动可部分止盈减仓。

### ★风险因素：1）地缘政治因素；2）国内政策方向转向

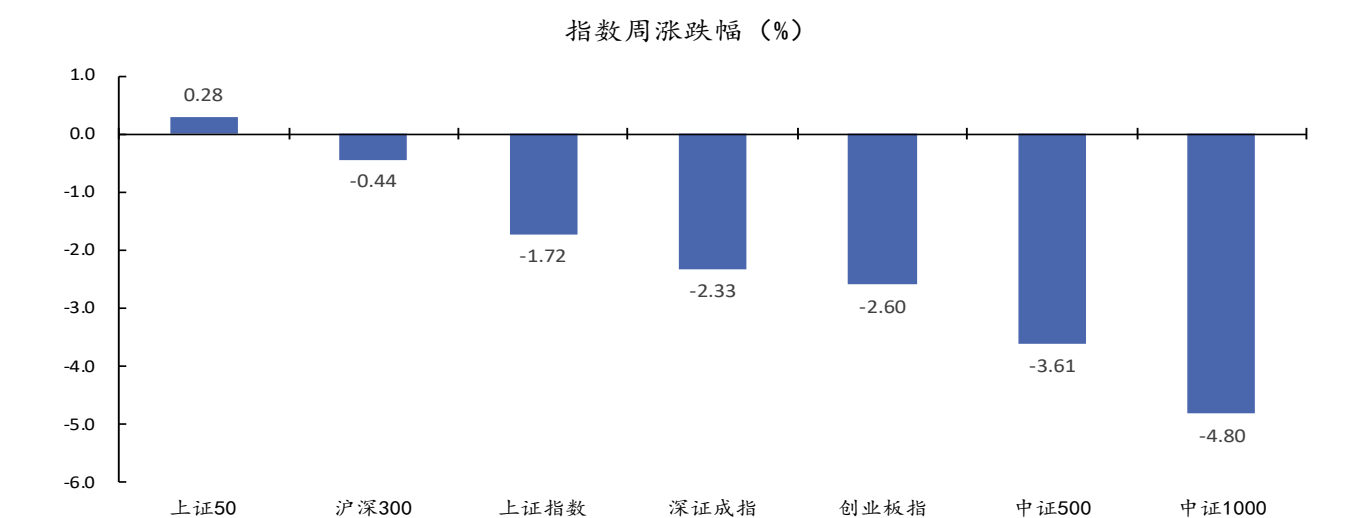
## 股市及指数现货市场

### 现货市场表现（周度）

1. 指数方面：跌多涨少，主要宽基指数中，仅上证50小幅上涨，中证1000跌幅相对较大，上周A股市场情绪继续向悲观极端发展，对估值因子更为敏感的小盘成长继续领跌。

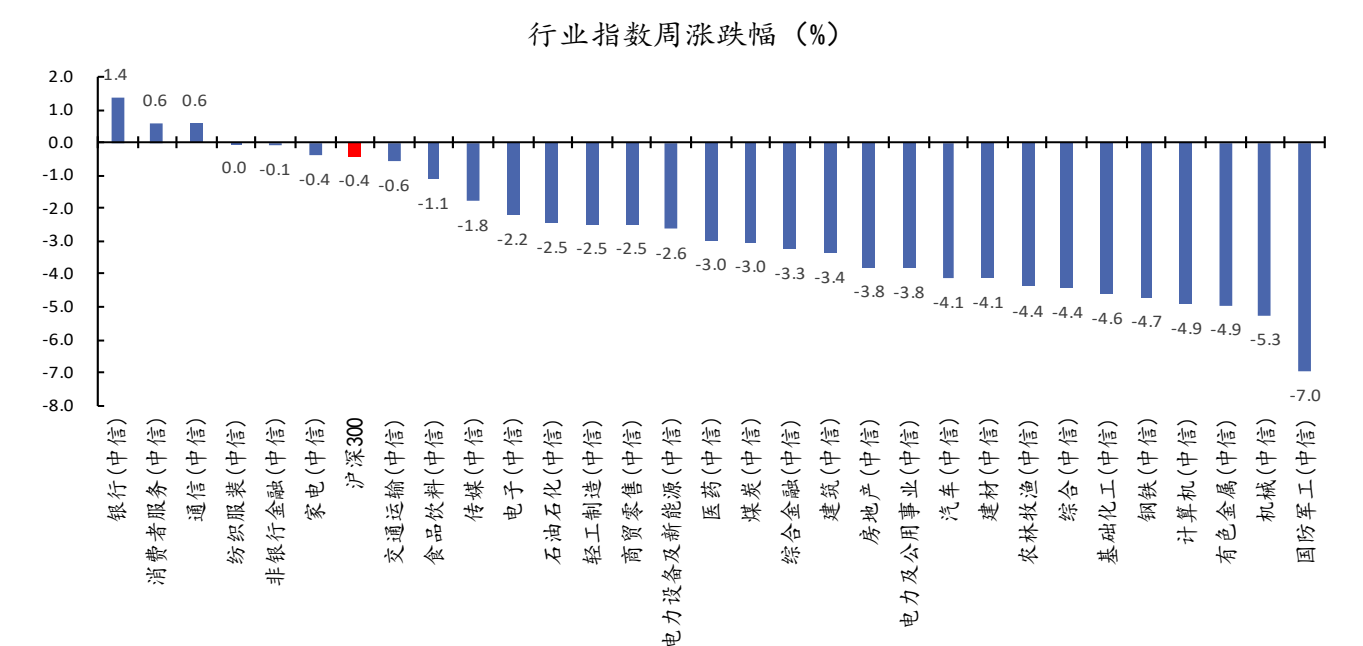
2. 行业方面：跌多涨少，30个一级行业中仅有3个行业上涨，6个行业表现强于沪深300指数。其中，银行、消费者服务和通信表现相对较好；国防军工、机械和有色金属表现相对较差。

图：股票市场指数表现



数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

图：中信一级行业指数表现



数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

3. 市场风格方面：大盘股偏强；低估值股偏强；  
绩优股偏强；高价股偏强；  
宏观分布中，下游和TMT相对较强，上游和中游相对较弱；  
行业大类中，金融相对较强，成长和周期相对较弱。

表：市场风格指数（周度）

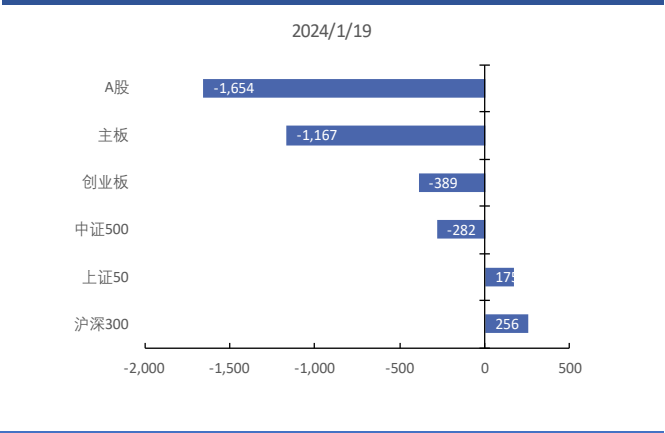
大中小盘				
大盘指数		中盘指数		小盘指数
-0.30%		-2.57%		-4.26%
市盈率				
高市盈率		中市盈率		低市盈率
-4.82%		-2.07%		-0.27%
市净率				
高市净率		中市净率		低市净率
-2.00%		-4.27%		-0.49%
业绩状态				
亏损股指数		微利股指数		绩优股指数
-4.96%		-3.66%		-0.91%
股价高低				
高价股指数		中价股指数		低价股指数
-1.43%		-3.15%		-3.77%
上中下游				
上游	中游	下游	基建	TMT
-4.00%	-4.30%	-2.35%	-2.65%	-2.55%
行业大类				
金融	周期	消费	成长	稳定
0.19%	-4.08%	-1.74%	-3.48%	-2.05%

数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

股票市场概览

1. 流动性监测（量）

图：资金流动情况（亿元）



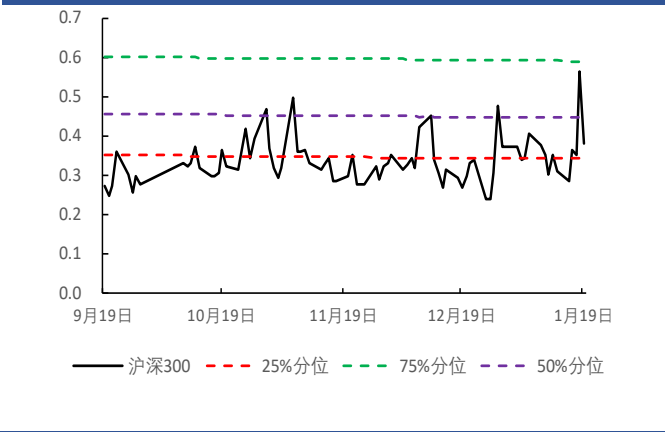
数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

图：沪深港通净流入（亿元）



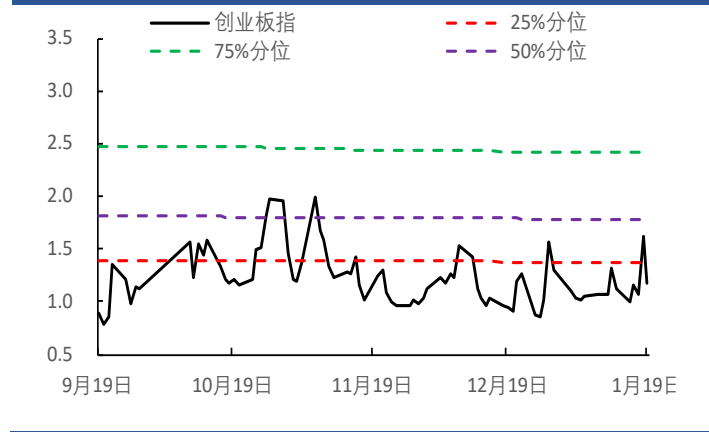
数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

图：沪深300换手率（%）



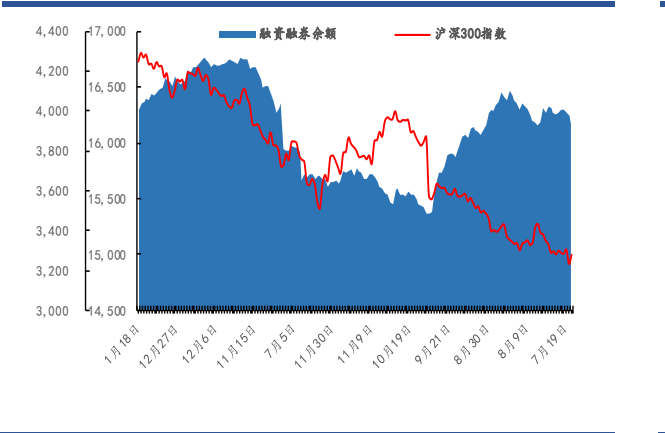
数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

图：创业板指换手率（%）



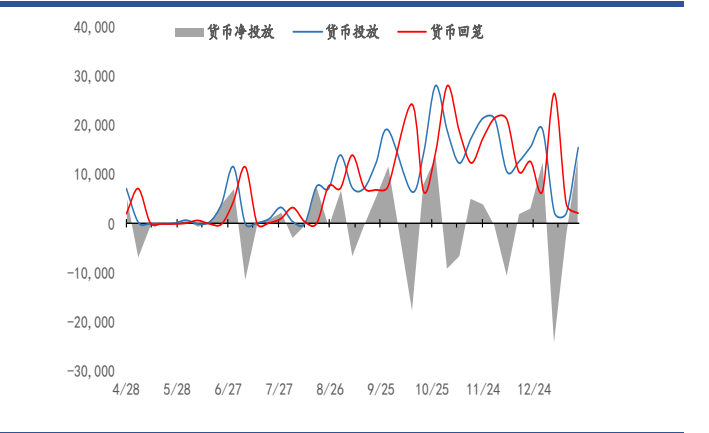
数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

图：融资融券余额（亿元）



数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

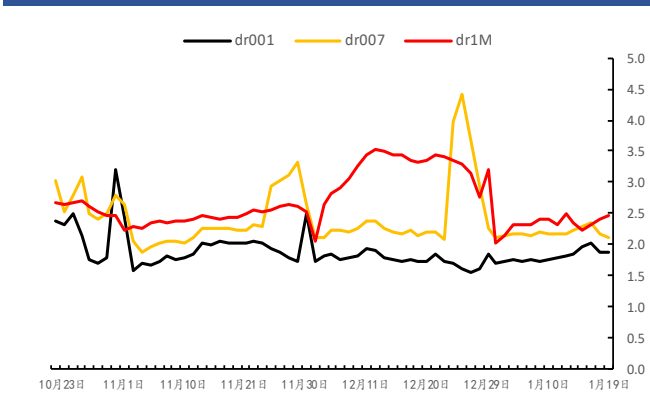
图：公开市场操作规模（亿元）



数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

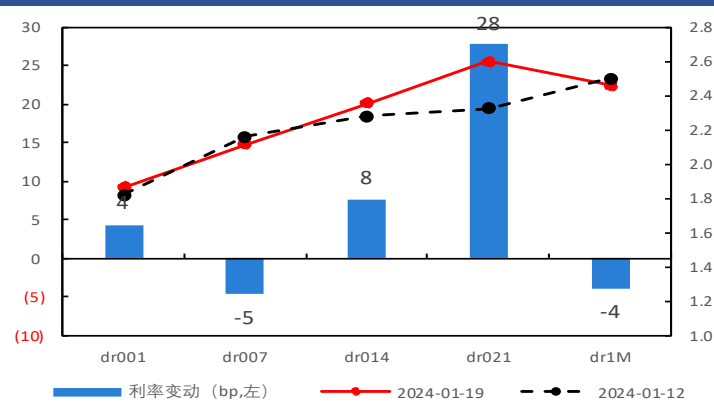
2. 流动性监测（价）

图：DR 利率（%）



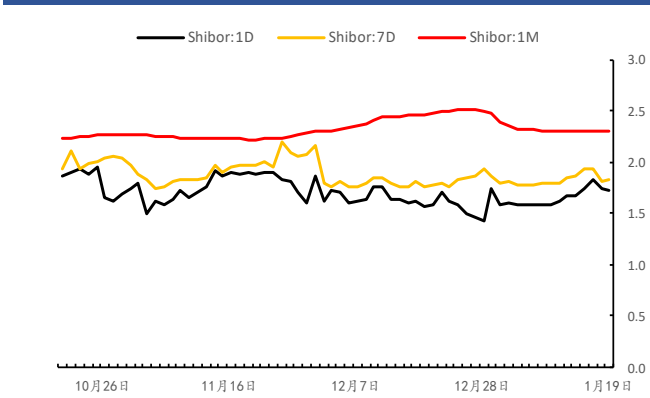
数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

图：DR 对比前一周



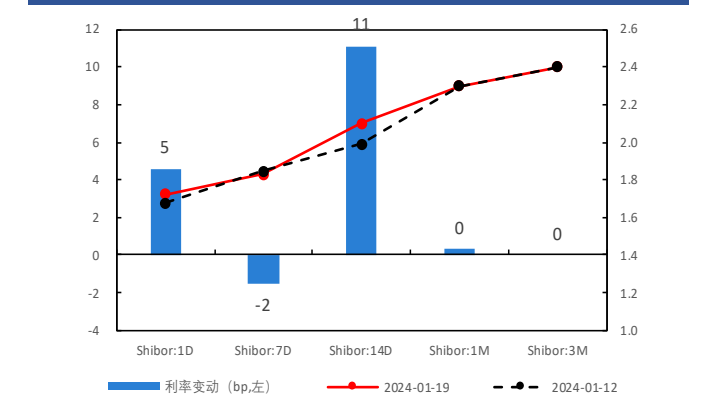
数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

图：SHIBOR 利率（%）



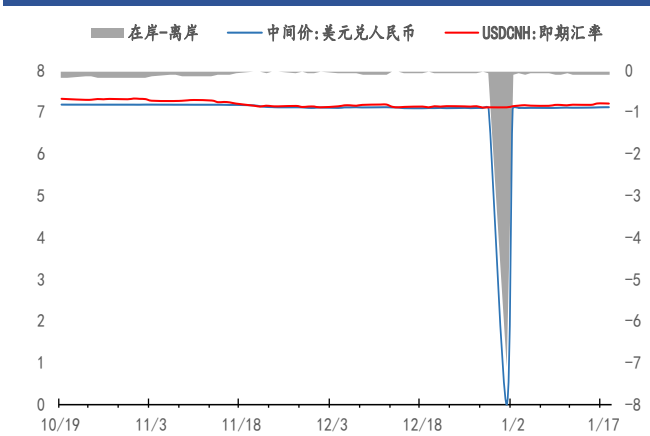
数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

图：SHIBOR 对比前一周



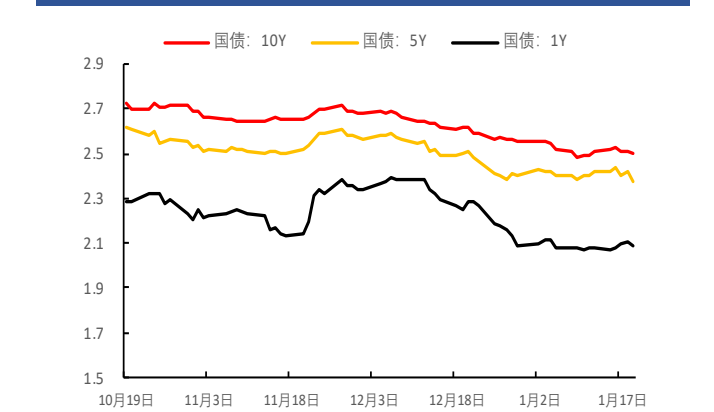
数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

图：人民币汇率



数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

图：国债到期收益率（%）

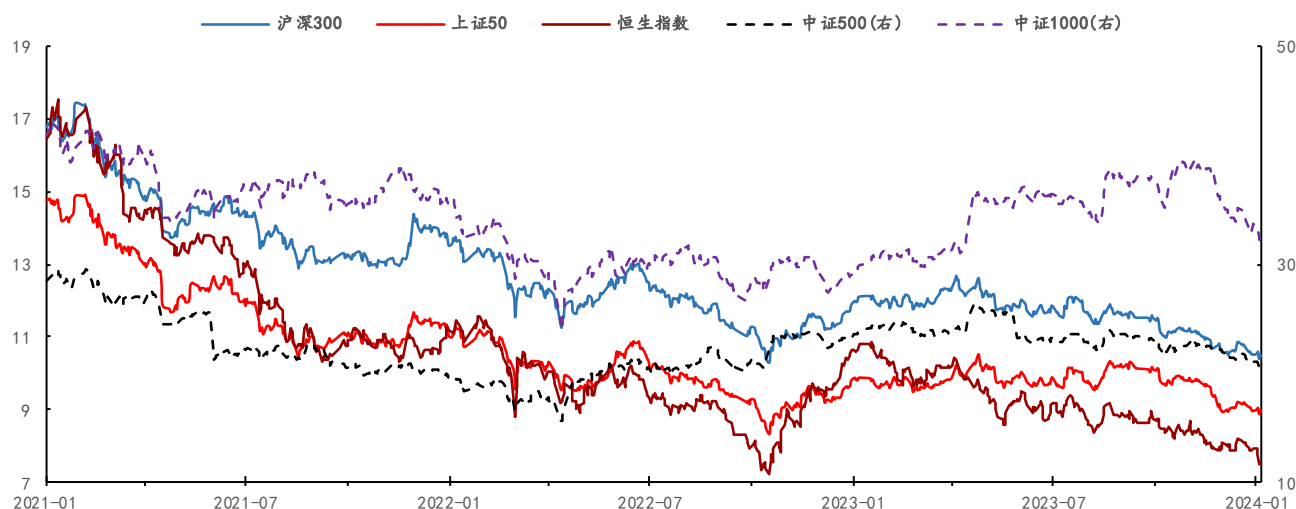


数据来源：IFind、海通期货投资咨询部



## 3. 估值

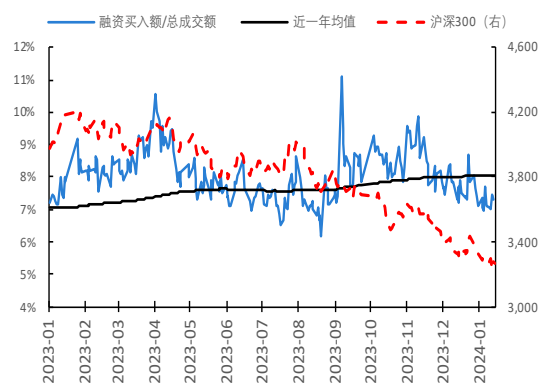
图：市场估值情况（倍）



数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

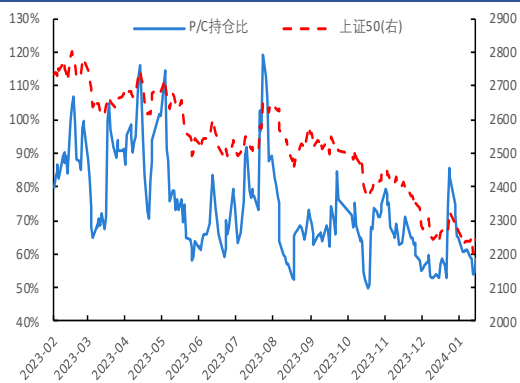
## 4. 情绪指标

图：融资买入/总成交额（%）

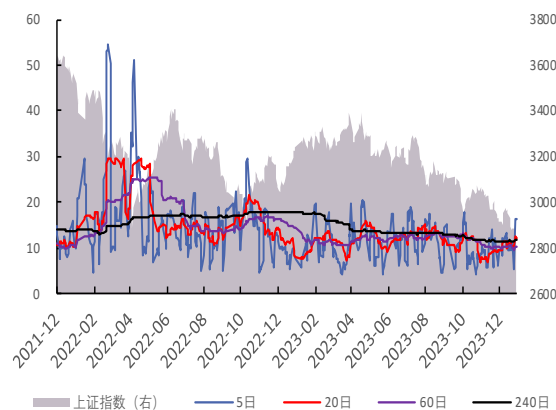


数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

图：上证 50ETF 期权持仓 P/C 比（%）

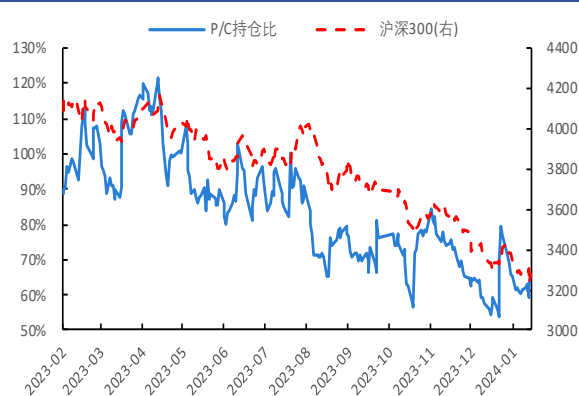


图：上证指数历史波动率（%）



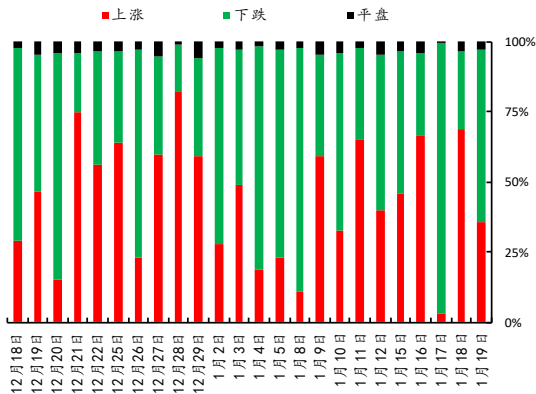
数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

图：沪深 300ETF 期权持仓 P/C 比（%）



数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

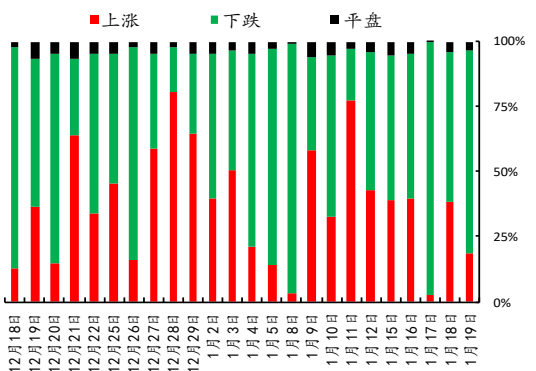
图：沪深 300 成分股赚钱效应 (%)



数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

图：中证 500 成分股赚钱效应 (%)



数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

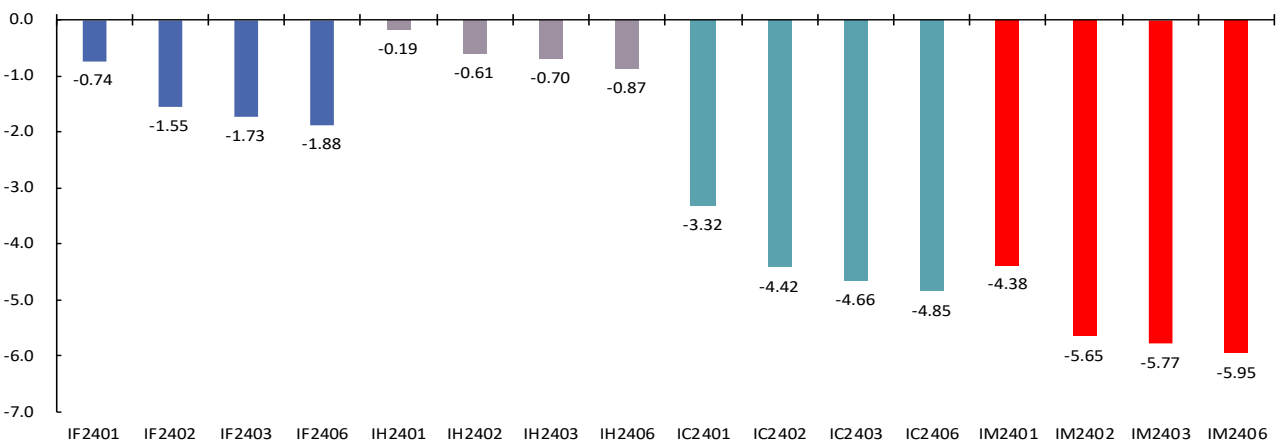
股指期货市场

1. 市场表现：上周，股指期货各合约均下跌，IH合约稍强于IF合约稍强于IC合约稍强于IM合约。由于上周2401合约交割，2401合约的跌幅明显小于其他合约，近月合约稍强于远月合约。

持仓方面：IF2403、IH2403、IC2403和IM2403分别为各品种持仓量最高的合约。

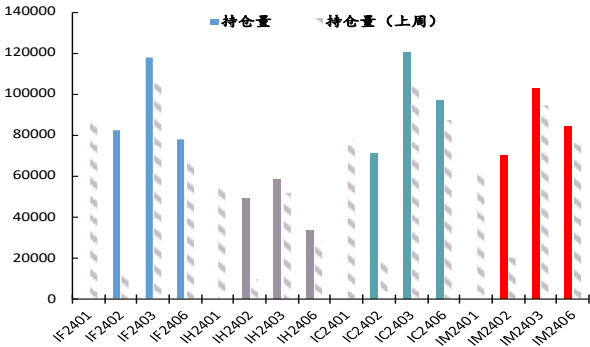
成交方面：IF2402、IH2402、IC2402和IM2403分别为各品种成交量最高的合约。2401合约已交割故不考虑。

图：期指市场各合约表现 (%)

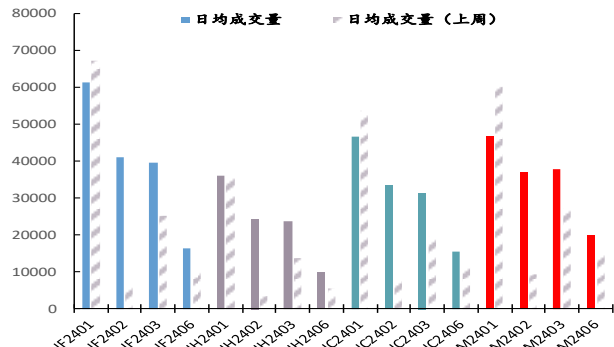


数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

图：股指期货各合约持仓量 (手)



图：股指期货各合约周日均成交量 (手)



数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

数据来源：IFind、海通期货投资咨询部

**法律声明：**

本报告仅供海通期货股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

**郑重声明：**

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货投资咨询部并获得许可，并须注明出处为海通期货投资咨询部，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。