

**【股指专题】2024 年春季行情展望（一）：****当前有哪些因素制约股指修复空间****摘要：**

“春季躁动”指每年岁末年初，A 股往往会出现阶段性上涨行情。本系列报告主要探讨 2024 年 A 股春季行情能否如期出现以及跟踪后续行情发展。

海外多方面风险因素扰动不断，制约资金流动性偏好；国内经济数据不及预期，基本面修复基础仍需巩固，实际利率推高融资成本，上行驱动乏力。复苏进度分化与消费模式和观念的差异使得社会内需总体不足，其中社会消费意愿下降使得物价水平维持低位，挤压企业利润；而 M2-M1 剪刀差维持高位，说明资金活化效应不强，持续淤积在银行负债端，给银行带来了较大的息差压力，对利率的进一步下行形成掣肘。

根据物价平减的实际利率来看，近年我国实际利率水平相对高于美国，企业和居民融资成本相对较高，从成本端制约企业业绩，进而重新影响居民收入与消费预期。中美实际利率的正差值成为了中美权益资产之间走势差异的来源之一，而 2023 年以来 A 股外资的大量流出，扩大了二者之间的表现差异。外资的持续流出一方面在于海外资金对 A 股的基本面交易与全球资产配置的需求迭代，另一方面在于美债利率长期维持高位，从而影响货币需求以及流动性偏好。

增量资金不足成为目前股市反弹的直接制约项。在存量博弈的市场中，行情主要表现为板块或个股的结构性行情，指数的上涨力度难以长期维持。在估值相对较低之时，若赚钱效应开始显现，将有利于保险资金等中长期增量资金入市。从成交类情绪指标来看，两市量能维持地量水平，表现出底部相持迹象，换手率基本在 1% 以下徘徊，融资买入额占比继续走弱，体现出当前杠杆资金对后市信心不足，A 股微观流动性难言改善。

从期权市场情绪指标来看，在指数调整的过程中，短期风险偏好下降。各品种指数期权的隐含波动率从低位开始大幅拉升，与指数走势整体呈现负相关关系；从结构来看，四大指数期权隐波大致呈现近高远低，其中 500、1000 期权隐波微笑结构呈现左偏的特征。从认沽认购力量角度来看，1 月份以来成交量 PCR 同步快速上行，期权市场对指数的情绪偏向谨慎担忧。

**风险提示：**

历史统计失效风险、模型误设风险、市场环境超预期等。

**专题报告**

**作者：刘超**

期货交易咨询从业信息：Z0012924

邮箱：liuchaoqh@csc.com.cn

电话：023-86769757

**研究助理：孟庆姝**

期货从业信息：F03108218

邮箱：mengqingshu@csc.com.cn

电话：021-50613529

报告日期：2024 年 1 月 19 日

作为一种日历效应，“春季躁动”指每年岁末年初，A股往往会出现阶段性上涨行情。而今年元旦以来，A股市场接连震荡调整。作为系列第一篇，本篇报告梳理了当前制约股指修复空间的主要因素，包括国内外基本面因素、资金与情绪面因素等。

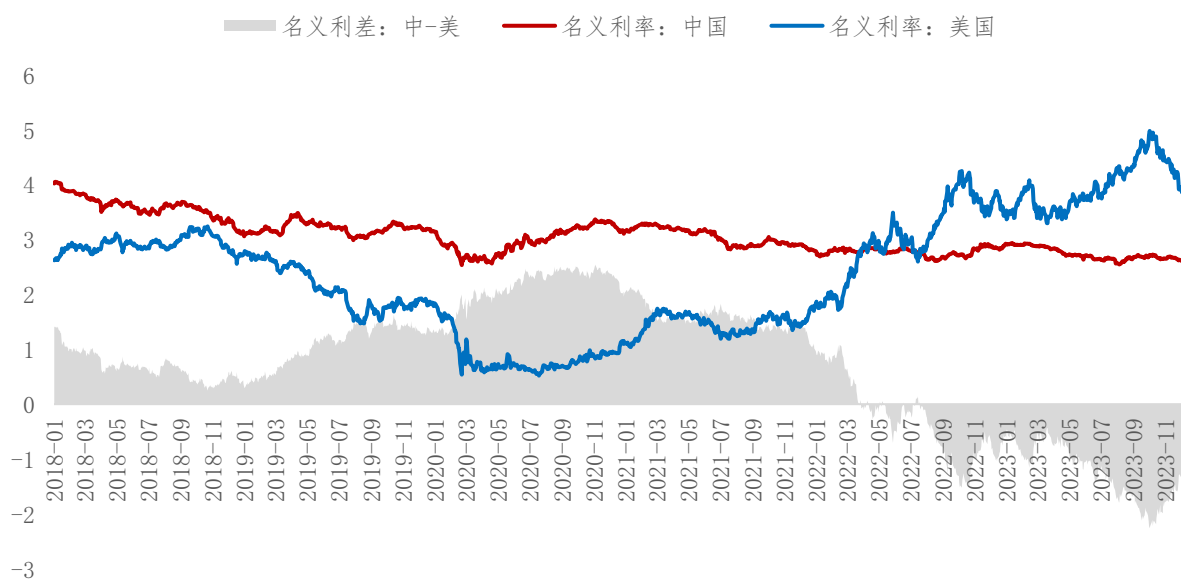
## 一、根本因素：宏观环境与经济基本面

### 1. 海外多方面风险因素扰动不断，制约资金流动性偏好

红海局势继续升级，地缘冲突加速演绎，黑天鹅相关事件或开始演变为灰犀牛，持续对全球资本市场产生影响。另外，冲突事件对通胀韧性形成支撑，欧央行近日下调了今年预期的降息幅度，称或在夏季开始降息；英国12月通胀出现意外上升，同样降低市场对降息预期的押注。

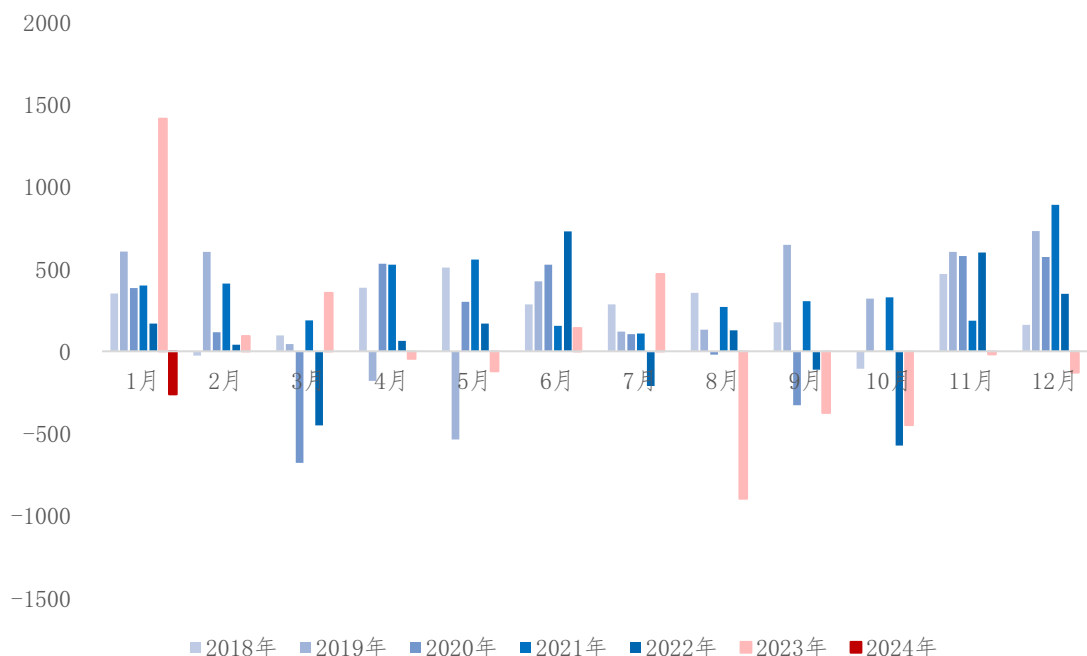
美联储会议纪要暗示降息路径的不确定性上升，市场重调此前对美联储提前降息的激进预期；数据方面，12月美国非农就业数据强于预期以及通胀意外反弹继续削弱市场的降息押注，10年期美债利率重回4%以上，压制全球市场风险偏好。

图表 1：中美名义利率与利差（%）



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 2：北向资金月度流入净额（亿元）



数据来源：Wind、中信建投期货

## 2. 国内经济数据不及预期，基本面修复基础仍需巩固

制造业景气水平的波动显示有效需求仍然不足。2023年12月中国制造业PMI为49%，较11月下降0.4个百分点；供需两端均有回落，生产指数和新订单指数分别为50.2%和48.7%，较前值下降0.5和0.7个百分点。

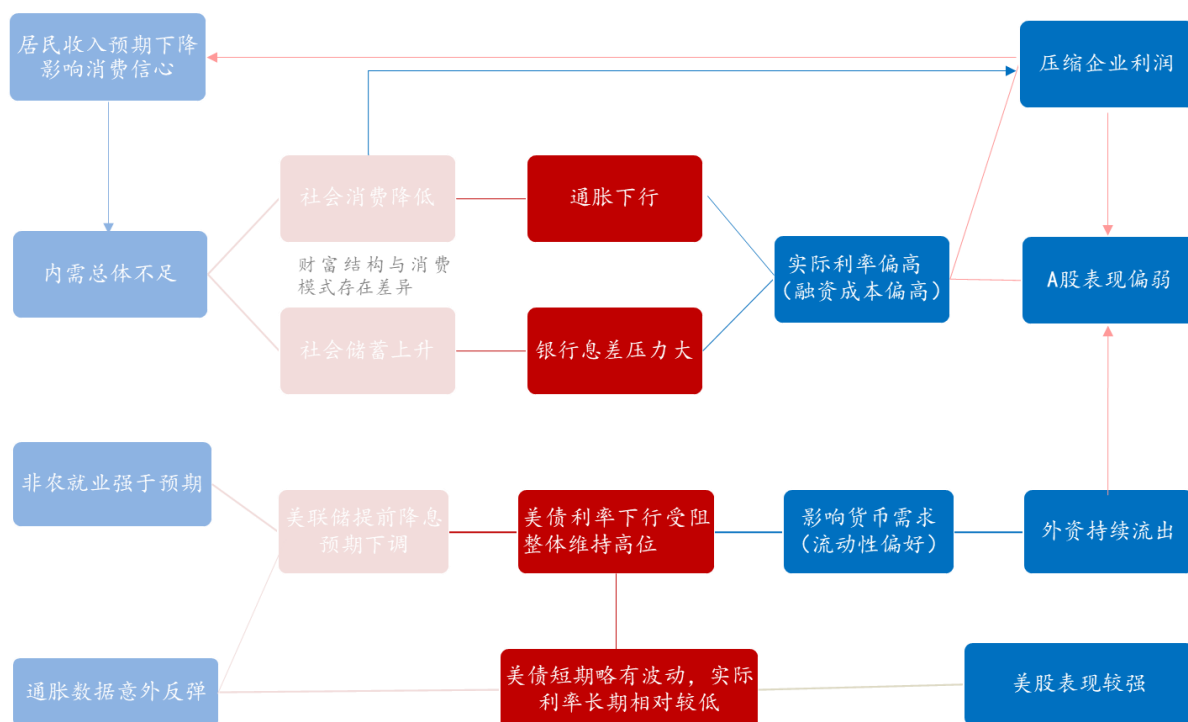
通胀呈现边际好转，整体仍维持低位。12月CPI同比连续3个月下降，降幅相较11月有所缩窄；环比由负转正，但略低于过往5年同期的均值水平。2023年全年CPI比上年上涨0.2%，相较于2022年的2%明显下滑。从同比看，食品价格下行是物价低位运行的主要影响因素。扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.6%，与前一个月持平，环比重新回正，其中旅游、娱乐和宾馆住宿价格有不同程度上涨，既源于元旦假期出游活动的增加，也说明消费者信心边际企稳回暖。

2023年国民经济运行数据公布，其中全年GDP增长实现5.2%。在全球面临经济压力与地缘政治风险、国内疫后艰难起步复苏的环境下，国内经济总体回升向好，高质量发展

扎实推进，主要预期目标基本实现；但是，有效需求不足、消费预期偏弱等问题仍然较为突出，地产等方面仍然存在一些风险隐患。总体来说，国内经济回升向好基础仍需巩固，政策面呵护仍有充分发力空间。

### 3. 上行驱动乏力：实际利率推高融资成本，市场预期有限

图表 3：上述宏观因素传导路径



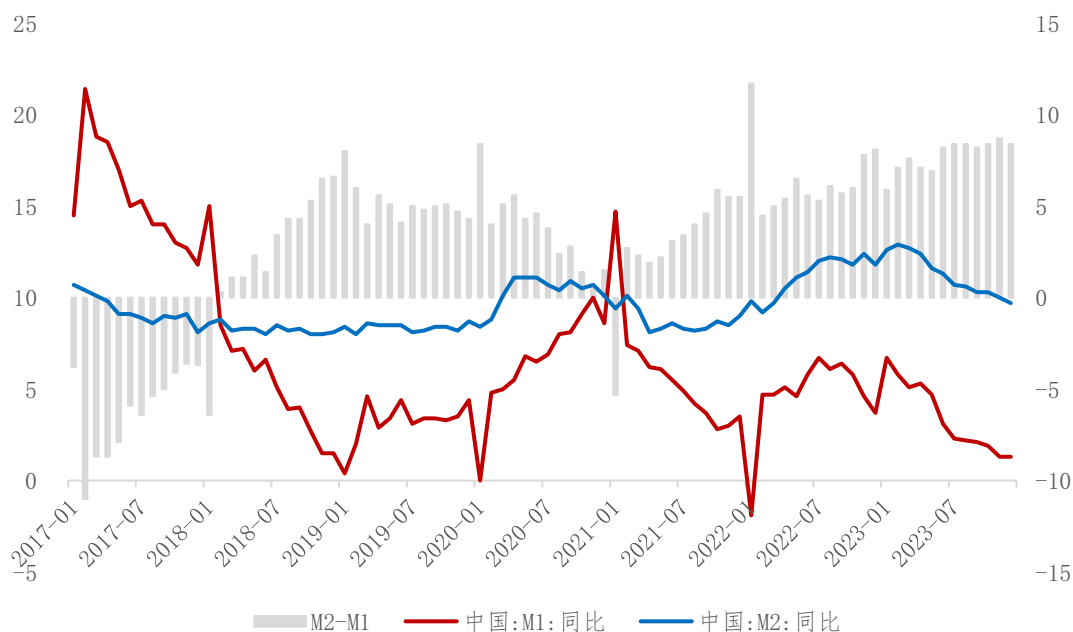
来源：中信建投期货

复苏进度分化与消费模式和观念的差异使得社会内需总体不足，其中社会消费意愿下降使得物价水平维持低位，挤压企业利润；而 M2-M1 剪刀差维持高位，说明资金活化效应不强，持续淤积在银行负债端，给银行带来了较大的息差压力，对利率的进一步下行形成掣肘。根据物价平减的实际利率来看，近年我国实际利率水平相对高于美国，企业和居民融资成本相对较高，从成本端制约企业业绩，进而重新影响居民收入与消费预期。

中美实际利率的正差值成为了中美权益资产之间走势差异的来源之一，而 2023 年以来 A 股外资的大量流出，扩大了二者之间的表现差异。外资的持续流出一方面在于海外资

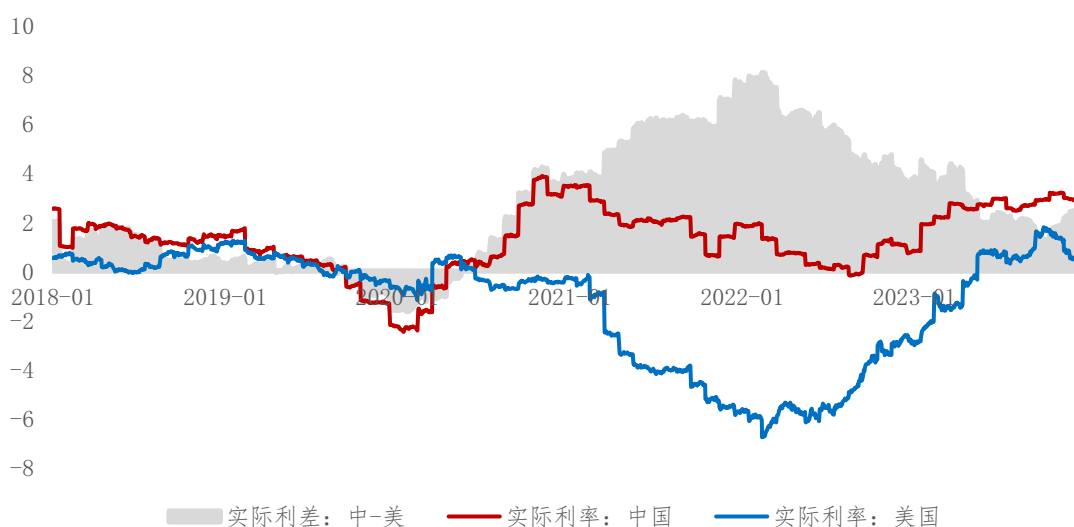
金对 A 股的基本面交易与全球资产配置的需求迭代，另一方面在于美债利率长期维持高位，从而影响货币需求以及流动性偏好。

图表 4：M2-M1 同比 (%)



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 5：中美实际利差 (%)



数据来源：Wind、中信建投期货

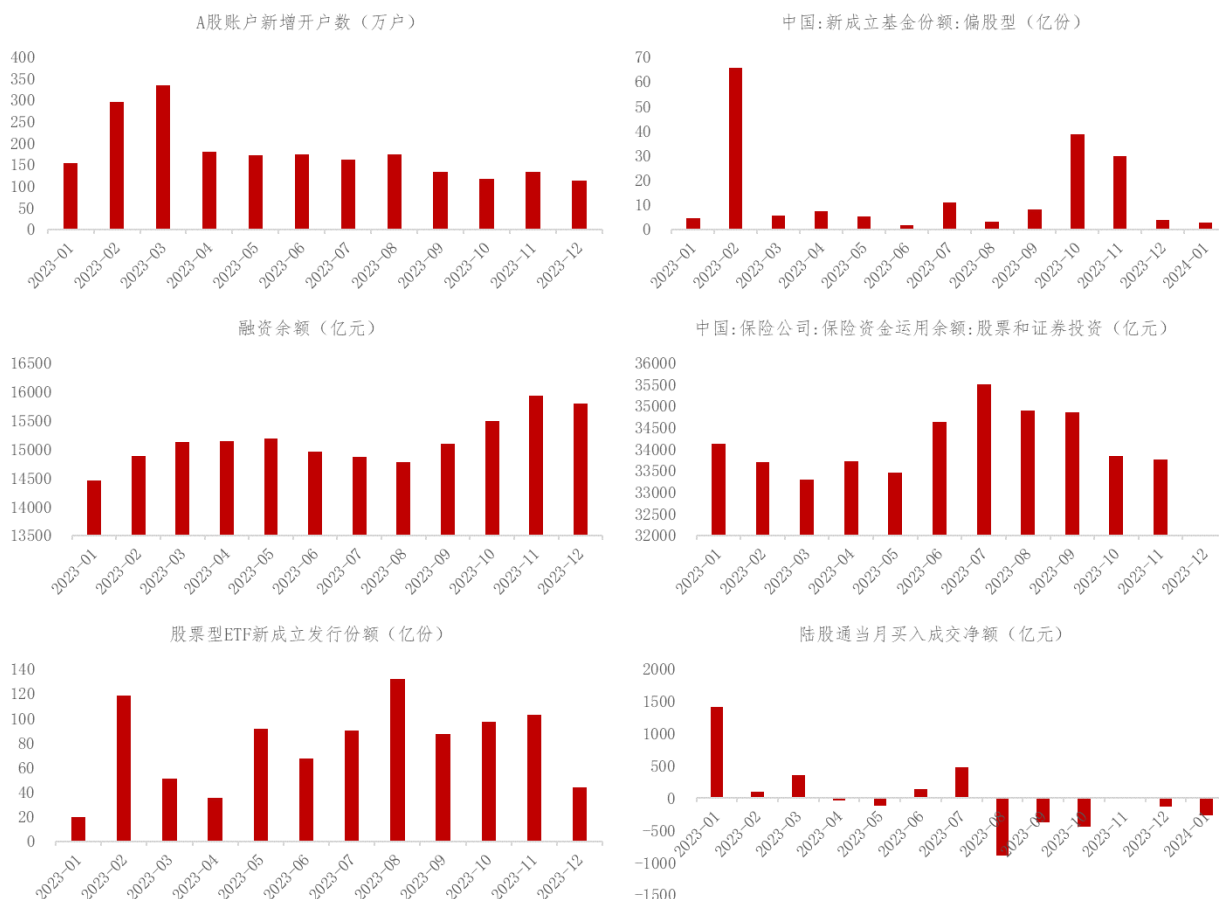
## 二、直接因素：股指市场资金与情绪

### 1. A股资金面供需双降，仍需增量资金入市

2023 年四季度以来，A 股市场资金面供需两端双降，整体保持相对平衡。

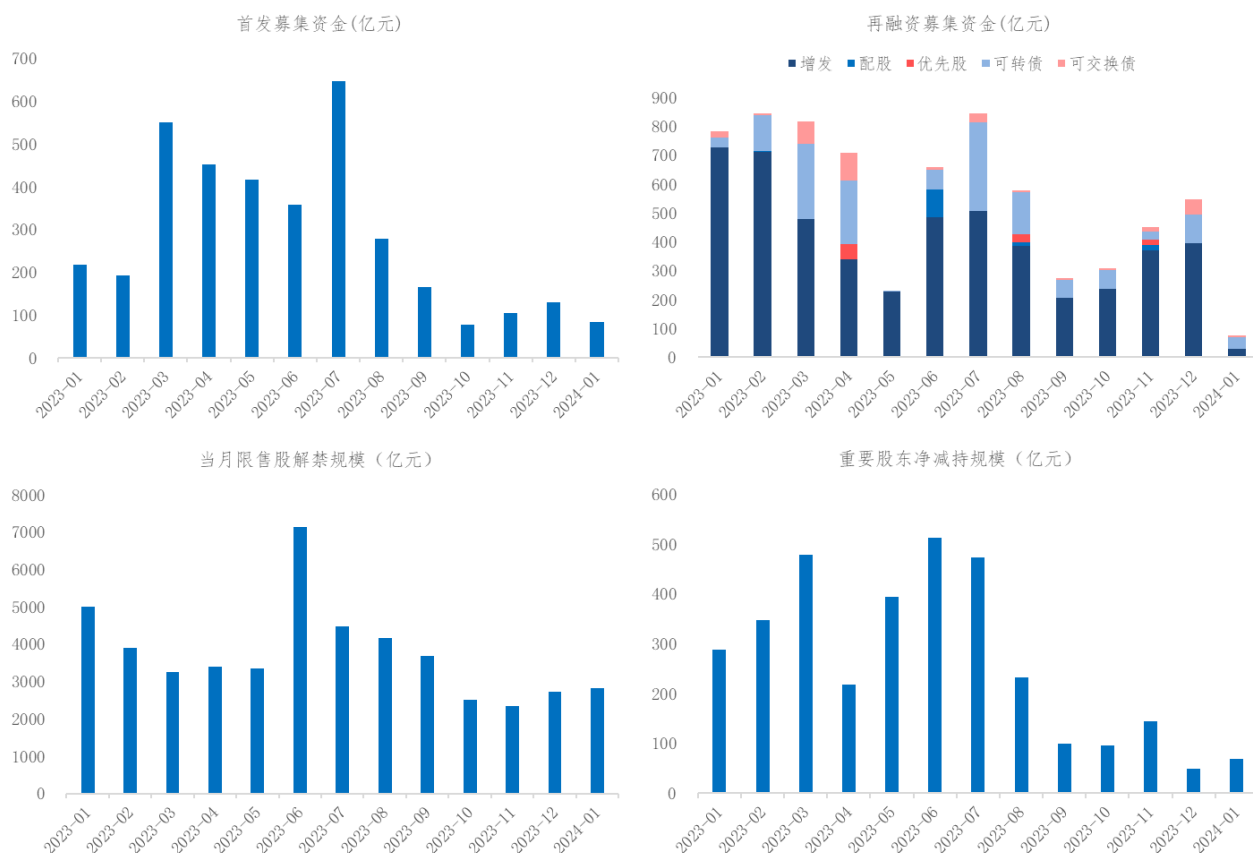
资金供给端，从去年 12 月下旬开始杠杆资金规模高位震荡回落，新成立偏股型基金、股票型 ETF 发行整体仍然偏弱，北向资金延续去年下半年以来的净流出态势。资金需求端，在 2023 年国家针对股市推出政策“组合拳”后，政策效果开始显效，投融资两端趋于动态平衡，市场 IPO 和再融资规模总体明显回落，大股东净减持规模明显降低。

图表 6：资金供给观察（截至 2024.1.18）



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 7：资金需求观察（截至 2024.1.18）



数据来源：Wind、中信建投期货

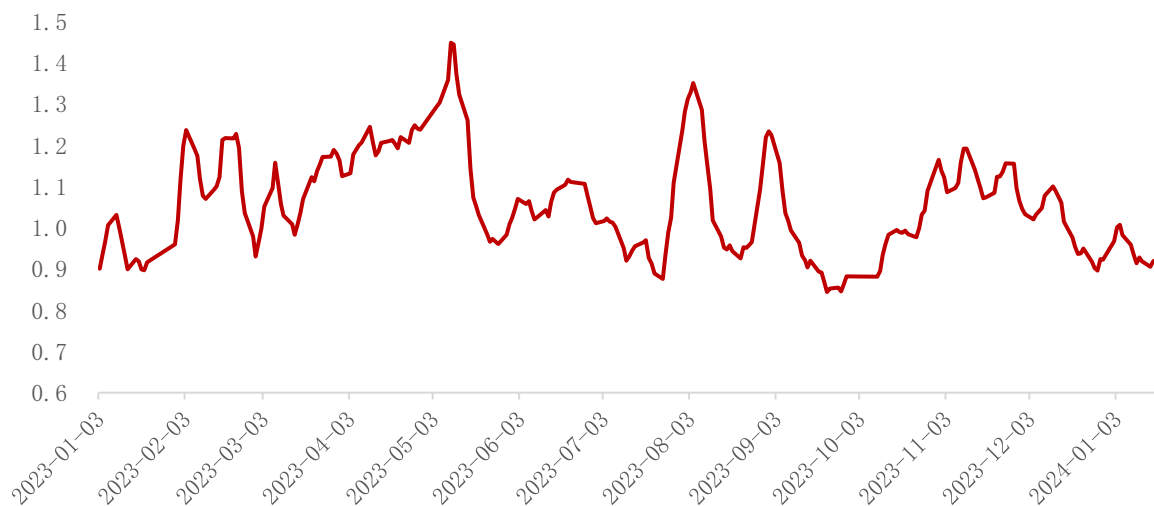
增量资金不足成为目前股市反弹的直接制约项。在存量博弈的市场中，行情主要表现为板块或个股的结构性行情，指数的上涨力度难以长期维持。在估值相对较低之时，若赚钱效应开始显现，将有利于保险资金等中长期增量资金入市。

## 2. 市场情绪弱势波动，微观流动性难言改善

从成交类情绪指标来看，在指数长期震荡磨底阶段，两市量能维持在 6-7000 亿元的地量水平，表现出底部相持的迹象，换手率基本在 1% 以下低位徘徊，融资买入额占比继续走弱，体现出当前杠杆资金对后市信心不足，A 股微观流动性难言改善。

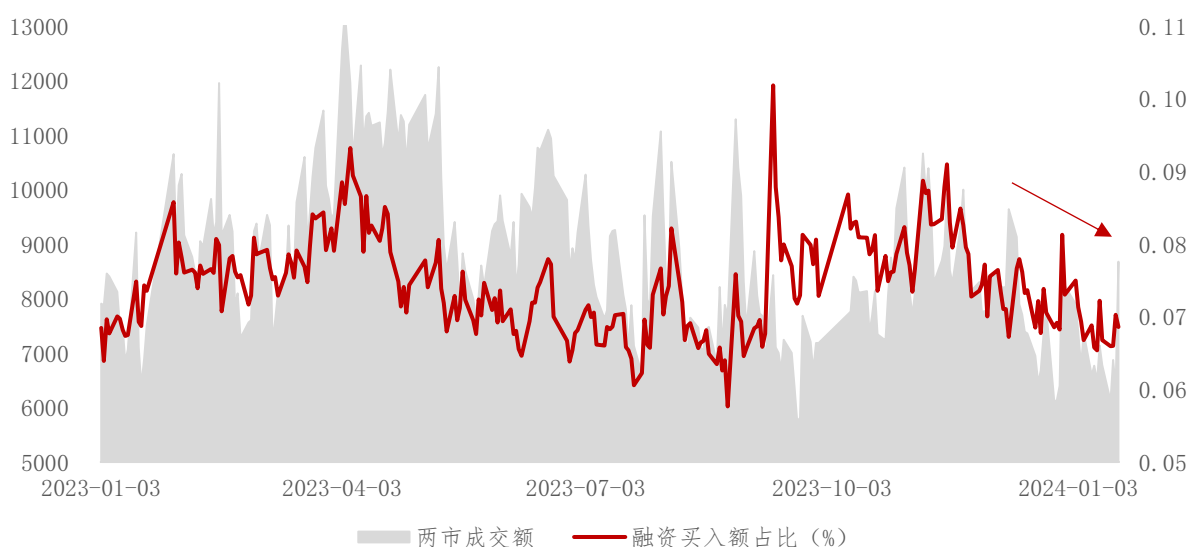


图表 8：万得全 A 换手率 MA5 (%)



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 9：两市成交额与融资买入额占比



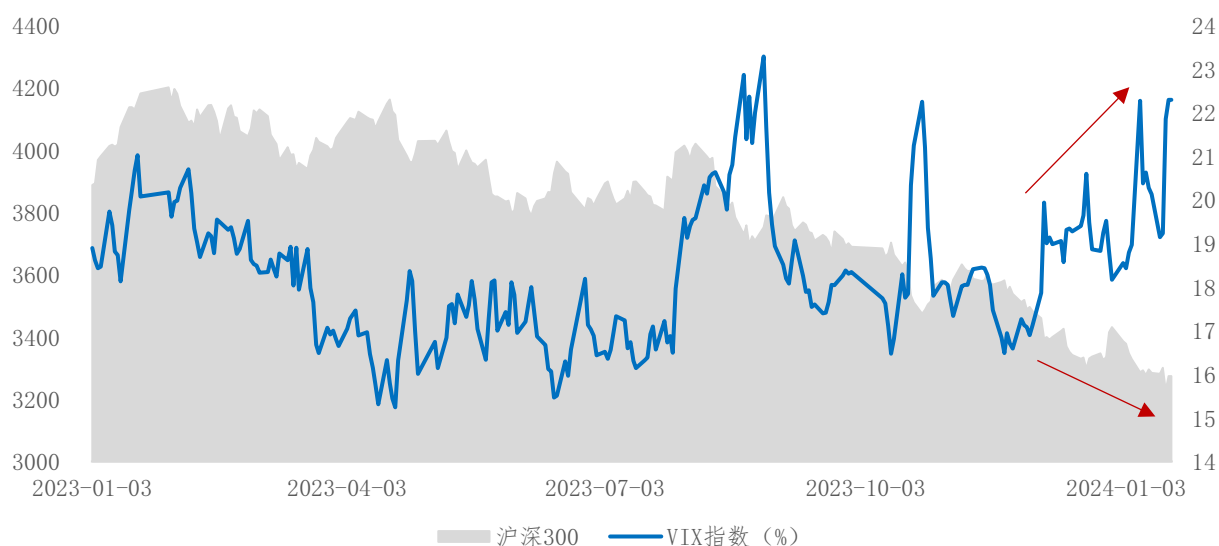
数据来源：Wind、中信建投期货

从期权市场情绪指标来看，在指数调整的过程中，短期风险偏好下降。各品种指数期权的隐含波动率从低位开始大幅拉升，与指数走势整体呈现负相关关系；从结构来看，50、300、500、1000 相关指数期权隐波大致呈现近高远低，其中 500、1000 期权隐波微笑结构呈现左偏的特征，在 delta 绝对值相近的情况下，价外认沽期权隐波大幅高于认购期权。



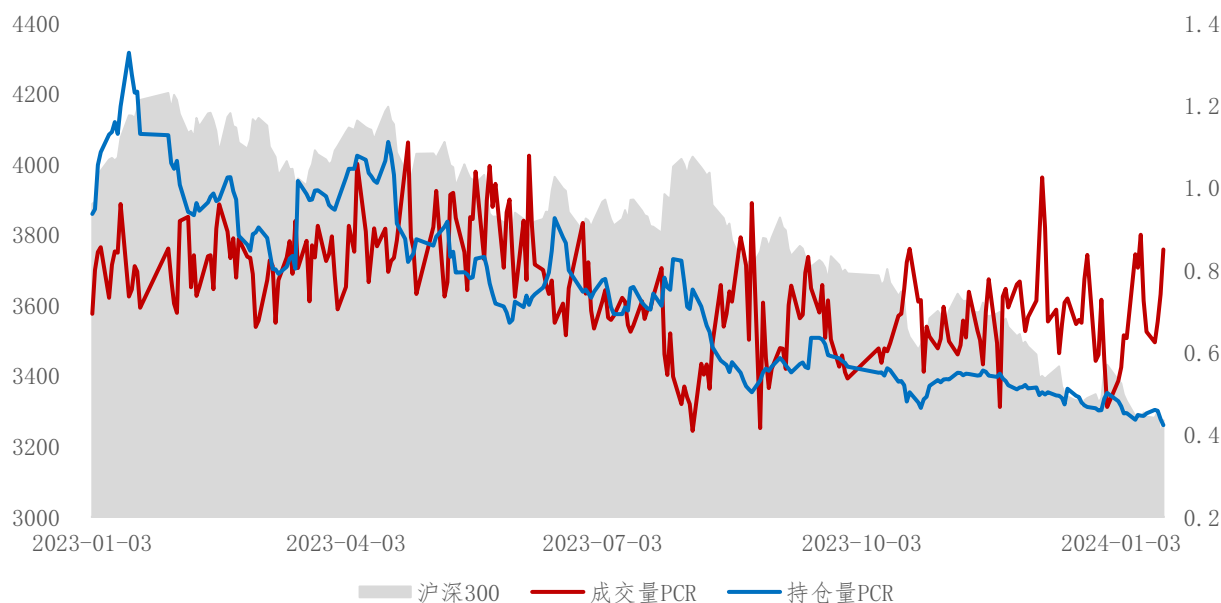
从认沽认购力量角度来看，1 月份以来成交量 PCR 同步快速上行，认沽期权买入力量相对较强，期权市场对指数的情绪偏向谨慎担忧。

图表 10：沪深 300 股指期权波动率指数



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 11：沪深 300 股指期权成交量 PCR 与持仓量 PCR



数据来源：Wind、中信建投期货

### 3. 雪球面临集中敲入为期指基差带来下行风险

以各月份日度收盘均价为开盘价计算，2023 年上半年建仓的挂钩中证 500、中证 1000 雪球产品面临敲入风险。其中，敲入线在 80% 以上的雪球在 1 月 17 日已经基本敲入，目前中证 500 距离 75% 敲入线尚有 6% 以上空间，中证 1000 部分合约距离 75% 敲入线不足 5%，估算面临敲入风险的雪球名义本金规模可能在 500 亿元左右。指数与指数型雪球衍生品之间的影响一般认为是单向的，而对于股指期货而言，雪球敲入后，交易台期货多头对冲仓位集中平仓，对于股指期货产生冲击，给期指合约带来基差贴水快速走阔风险。

图表 12：雪球存续状态与安全区间估算

发行月份	证券公司场外衍生品业务（单位：亿元）				中证500					中证1000				
	场外股指类 期权存续名 义本金	收益凭证期 末存量	雪球规模 (估算)	增量	最新价格	距离敲入				最新价格	距离敲入			
					2024-01-18	70%	75%	80%	85%	2024-01-18	70%	75%	80%	85%
2021-10-31	5543.42	4067.75	1434.104	110.1072	5066.96	-2.6%	4.4%	11.3%	18.3%	5373.42	-3.5%	3.4%	10.3%	17.2%
2021-11-30	5595.07	4233.51	1457.69	23.59		-1.6%	5.5%	12.5%	19.5%		0.1%	7.3%	14.4%	21.6%
2021-12-31	5679.09	4142.24	1467.20	9.50		0.7%	7.9%	15.1%	22.3%		3.1%	10.5%	17.8%	25.2%
2022-01-31	6148.58	4454.38	1586.07	118.87		-2.7%	4.3%	11.2%	18.2%		-1.6%	5.4%	12.5%	19.5%
2023-01-31	4970.08	4208.89	1330.73	-255.34		-13.7%	-7.5%	-1.4%	4.8%		-12.2%	-5.9%	0.3%	6.6%
2023-02-28	5210.43	4216.45	1379.40	48.67		-12.4%	-6.2%	0.1%	6.4%		-9.4%	-2.9%	3.6%	10.0%
2023-03-31	6032.34	3858.14	1515.12	135.72		-13.3%	-7.1%	-0.9%	5.3%		-10.8%	-4.4%	2.0%	8.3%
2023-04-30	6496.75	4153.05	1631.59	116.47		-12.3%	-6.0%	0.3%	6.5%		-10.2%	-3.8%	2.6%	9.0%
2023-05-31	6935.64	4247.54	1726.93	95.34		-15.5%	-9.5%	-3.5%	2.6%		-14.2%	-8.1%	-2.0%	4.1%
2023-06-30	7566.62	4214.7	1850.50	123.57		-16.8%	-10.8%	-4.9%	1.1%		-14.6%	-8.5%	-2.4%	3.7%
2023-07-31	8048.95	4299.21	1953.73	103.23		-17.1%	-11.2%	-5.3%	0.7%		-15.2%	-9.2%	-3.1%	2.9%
2023-08-31						-18.9%	-13.1%	-7.3%	-1.5%		-18.7%	-12.9%	-7.1%	-1.3%
2023-09-30						-21.1%	-15.4%	-9.8%	-4.1%		-20.7%	-15.1%	-9.4%	-3.7%

已敲入  
 距敲入<5%  
 距敲入5%-15%  
 距敲入>15%

数据来源：证券业协会、Wind、中信建投期货

## 联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、  
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



## 重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相

关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**全国统一客服电话：400-8877-780**

**网址：www.cfc108.com**