



大波动下股指期货/期权交易策略

2024年10月13日

国联期货研究所

证监许可[2011]1773号

分析师:

王娜

从业资格证号: F3055965

交易咨询证号: Z0001999

黎伟

从业资格证号: F0300172

交易咨询证号: Z0011568

项麒睿

从业资格证号: F03124488

交易咨询证号: Z0019956

相关研究报告:

前期市场大幅上行主要在于央行对资本市场各项提供流动性的措施以及存量房贷利率超预期下行等相关货币政策实施。随着10月12日财政部新闻发布会中关于对地方债务、地产市场相关财政政策超预期表态，确立了从收缩性财政重新转变为扩张性财政，这是中央政府信用的一次扩张，对市场而言这或是一场流动性盛宴，叠加技术面上各大指数月线级别已上破近三年长期下降趋势线，我们倾向于认为A股市场的中长期底部已经出现，目前属于1浪上涨后的震荡整理阶段，从时间上看区间震荡或持续1个月至3个月左右，上证指数下方强支撑区域在3050点至3150点附近区域。

同时无论从前期新国九条的政策导向、机构便利互换资金的风险偏好，还是近期市场拉高后部分中小盘成长类公司出现不断减持现象来看，我们倾向于认为中期角度大盘股为代表的上证50和沪深300指数仍将跑赢中小盘为代表的中证500和中证1000指数。

本文主要对当前市场环境下做一些股指期货和股指期权交易策略的参考，具体详见正文。

## 一、股指市场分析

### 1.1 货币政策工具加持，权重蓝筹股迎来新机遇

前期 A 股市场的大幅上行主要在于央行对资本市场各项提供流动性的措施以及存量房利率超预期下行等相关货币政策的实施。其中，证券基金保险公司互换便利和股票增持回购专项贷款两者首期共计 8000 亿元，其占据 A 股自由流通市值整体超 1%。由于沪深 300 和上证 50 指数包含了市场上规模大、流动性好的蓝筹股，这些股票通常具有较高的信用等级和稳定的市场表现，因此更容易被金融机构用作抵押品，这将直接增强这些指数成分股的流动性和市场稳定性，推动其市值增长。

同时，股票增持回购专项贷利率仅有 2.25%，如果上市公司的股息率每年稳定大于 2.25%，那么通过使用这一专项再贷款进行股票回购或增持，上市公司及其主要股东将能够获得利差收益。对于有良好经营业绩和稳定分红能力的权重蓝筹股，它们更可能成为回购和增持的目标。叠加前期新国九条的政策导向、A500ETF 基金的火爆发行，近期市场拉高后中小盘成长类部分公司出现不断减持现象来看，我们倾向于认为中期角度大盘股为代表的上证 50 和沪深 300 指数仍将跑赢中小盘为代表的中证 500 和中证 1000 指数。

### 1.2 财政政策发力，市场中长期底部已现

近几年压制 A 股市场持续回落的两大因素：地方债务和房地产市场的疲弱，两者导致不管地方政府还是居民收入预期均有明显下降。随着近期各项政策的不断推出，中长期看两大因素已有逐步好转预期。10 月 12 日财政部新闻发布会中关于对地方债务、房地产市场相关财政政策的表述整体超出预期，强调“较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务”“拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务”“是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施”，对应本次政策空间较为明确。

今年以来内需偏弱，一定程度上受限于居民和地方政策部门去杠杆。本次中央加大债务发行，以中央政府加杠杆形式化解地方债务压力，修复地方政府和地产部门资产负债表，确立了从收缩性财政重新转变为扩张性财政，这是中央政府信用的一次扩张，对市场而言这或是一场流动性盛宴，叠加技术面上各大指数月线级别上破近三年长期下降趋势线，我们倾向于认为 A 股市场的中长期底部已经出现。

图 1：上证指数月线图



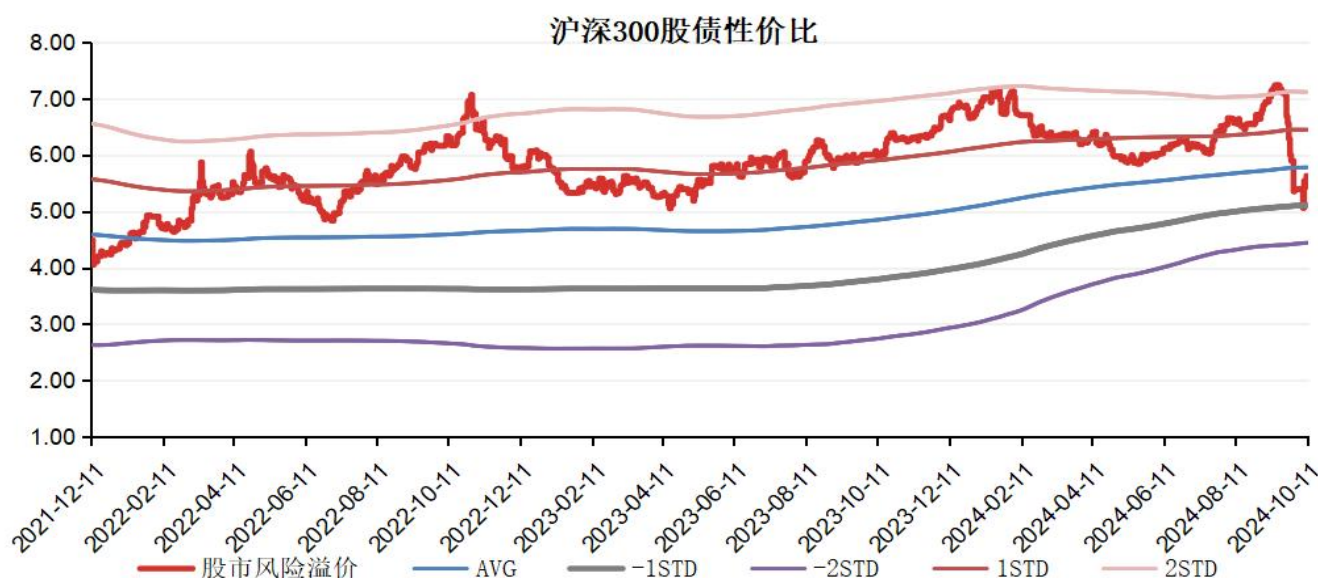
数据来源：Wind 国联期货

### 1.3 当前 A 股市场处于第一浪上涨后的震荡整理阶段

#### (1) 沪深 300 指数股债性价比回落至中低水平

当前沪深 300 指数 PE 在 13.2 倍左右，整体处于过去 5 年 70%分位左右、过去 10 年 67%分位左右的中等偏高水平，此轮上涨沪深 300 指数股债性价比最高触及过去三年均线以下负 1 倍标准差至负 2 倍标准差的历史中高水平，目前逐步回升至均值附近，处于近三年适中水平。

图 2：沪深 300 指数股债性价比走势



数据来源：Wind 国联期货

在中期市场上看，按负 2 倍标准差的极值区域估计，沪深 300 指数上方强压力在 4600 点至 4700 点附近区域，距离当前仍具有 18%至 20%左右的上涨空间。

## (2) 历史数据看震荡整理时间或在 1 个月至 3 个月左右

此轮上涨以证券保险为代表的非银金融板块换手率再度触及历史极值，该板块的异动放量从历史统计数据看往往具有一定的日历效应。我们统计非银金融板块自 2015 年起周度成交换手率达到 10% 以上的时间点，并记录该时间点之后一月、三月及半年的沪深 300 指数涨跌幅情况，具体如下：

**表 1：非银金融板块大幅放量后沪深 300 指数历史走势**

时间	后一个月	后三个月	后六个月
2014. 12. 12	11%	13. 27%	67%
2015. 11. 13	-3. 65%	-18. 5%	-17. 9%
2019. 3. 1	3. 2%	-3. 2%	1. 33%
2020. 7. 10	-0. 95%	-1. 51%	15. 62%
2023. 8. 4	-6. 9%	-10. 82%	-20. 89%

数据来源：Wind 国联期货研究所

因市场情绪周期性循环，沪深 300 指数其后一个月至三个月，其整体呈现震荡整理的概率相对较大，但半年后较大概率能获得明显正收益。从历次一浪大涨后的回踩空间上看，其距离高点的回落空间一般在一浪的 1/3 至 2/3 之间，结合技术面分析，预计上证指数在 3050 点至 3150 点区域具有极强支撑。

## 二、股指期货策略建议

综合前面分析，我们认为 A 股市场中长期底部已经出现，目前属于 1 浪上涨后的震荡整理阶段，从时间上看区间震荡或持续 1 个月至 3 个月左右，上证指数下方强支撑区域在 3050 点至 3150 点附近区域。同时无论从前期新国九条的政策导向、机构便利互换资金的风险偏好，还是近期市场拉高后部分中小盘成长类公司出现不断减持现象来看，我们倾向于认为中期角度大盘股为代表的上证 50 和沪深 300 指数仍将跑赢中小盘为代表的中证 500 和中证 1000 指数。因此，后期暂未入场的投资者可考虑如下两种股指期货交易方式。

### 策略选择 1：上证指数 3050 点至 3150 点区域逐步建仓沪深 300 指数期货合约多单

仓位建议：考虑到当前市场的高波动及沪指下方存在较大缺口，投资者初始仓位建议控制在 20%以内。

第一目标区域：前期上涨高点附近区域。

第二目标区域：沪深 300 指数股债性价比负 2 倍标准差附近区域，即 4600 点至 4700 点区域。

风险提示：政策效果不及预期、地缘政治风险加剧等。

**策略选择 2：择机做多沪深 300 指数期货，同时等面值做空中证 1000 指数期货**

第一目标区域：沪深 300 指数与中证 1000 指数比价回升至 0.78 至 0.8 左右

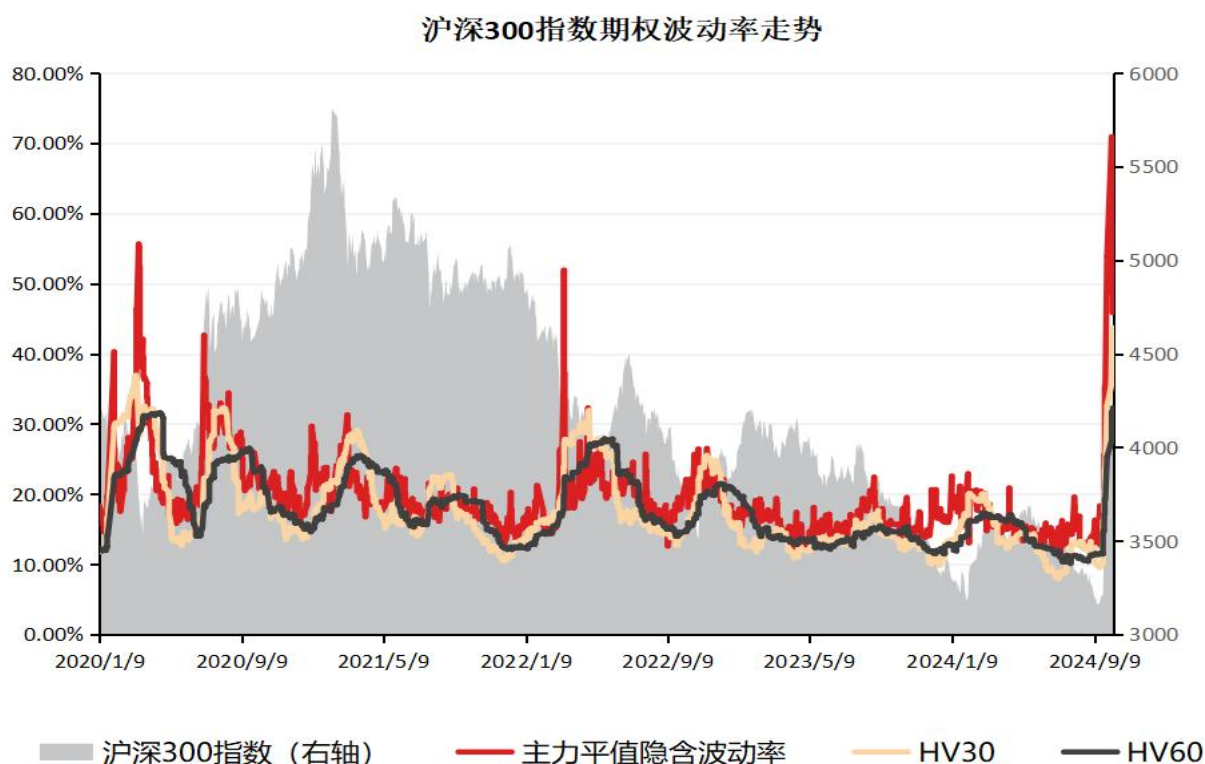
第二目标区域：沪深 300 指数与中证 1000 指数比价回升至 0.85 至 0.9 左右

风险提示：政策效果不及预期、地缘政治风险加剧等。

### 三、股指期权策略建议

本轮市场上行三大指数期权隐波均触及了上市以来的最高值，已与 2015 年 50ETF 期权的隐波高点相当，10 看涨看跌期权隐波日收盘均值最高超 70%，近期大幅回落，但绝对值仍在 49%左右，处于上市以来的较高水平，历史统计数据上看，极高隐波回落后标的震荡整理时间往往在一个月以上，我们预计在此影响下后期隐波仍具一定回落空间。

图 3：沪深 300 指数期权波动率走势



数据来源：Wind 国联期货

另一方面，从前部分中技术面和政策面分析我们认为 A 股市场的中长期底部已经出现，上证指

数下方 3050 点至 3150 点区域面临强支撑，但同时经历上周市场情绪的集中爆发后，未来 2 个月至 3 个月沪深 300 指数股债性价比突破负 2 倍标准差极值区的难度亦较大。因此，未来我们可以考虑如下股指期权策略：

**策略选择一：以期权作为辅助，前期持有股指期货多单的投资者，逢高卖出 12 月 10 和 M0 深度虚值看涨期权备兑增收。**如：持有 1 手沪深 300 指数期货多单，逢高卖出 3 手 102412-C-4700 合约备兑增收；持有 1 手中证 1000 指数期货多单，则逢高卖出 2 手 M02412-C-6900 合约。

以 102412-C-4700 当前合约报价 56 点/手计算，1 手可收取权利金 5600 元，保证金占用 25600 元左右，50%仓位计算期权端年化收益率在 57%左右，若到期沪深 300 指数上破 4700 点，则相当于按照 4700 点提前止盈，并获得 56 个指数点权利金补助。

风险提示：若标的指数出现大幅下行，期权端权利金收益并不足以弥补期货端多头的损失，整个组合头寸或产生亏损。

**策略选择二：以期权作为主力头寸，保守者逢低卖出远月 10 深度虚值看跌期权进行做多**

以卖出 1 手 102412-P-3300 为例，该行权价仅对应上证指数 2850 点左右，在目前市场流动性得到极大改善的条件下，安全边际较高。当前报价 30 点/手，1 手收取权利金 3000 元，占用保证金 23000 元左右，50%仓位计算期权端年化收益率在 34%左右，到期沪深 300 指数并未跌破 3300 点则可获得全部权利金。

风险提示：经济复苏不及预期，标的指数到期再度下破 3300 点，则期权端存在大幅亏损可能，注意及时止盈止损。

**策略选择三：以期权作为主力头寸，激进者可考虑在上证指数 3050 点至 3150 点区域逐步构建远月 10 牛市价差策略。**如买入 1 手 102412-C-3300 支出权利金 618 点，同时卖出 1 手 102412-C-4500 收入权利金 80 点。其中合约选择可随风险偏好不同而适当调整。

风险提示：经济复苏不及预期，标的价格大幅下行该策略亦可能产生较大亏损，注意及时止盈止损。

**策略选择四：四季度逢高做空波动率交易。**鉴于较高的隐含波动率，我们倾向于采用远月 12 月合约进行交易。如同时卖出 102412-C-4700 和 102412-P-3400 合约构建卖出宽跨式策略，权利金分别在 56 点/手和 45 点/手左右，一组占用保证金 5 万元左右，50%仓位年化收益率在 55%左右。其中合约选择可随风险偏好不同而适当调整。

风险提示：市场情绪再度高昂，波动率出现继续大幅上行。

总体而言，期权策略多样，上述交易策略仅作为部分参考，方向性多头交易者建议整体遵循“先

卖后买”的操作原则，即上证指数不断靠近 3000 点时，逢低卖出远月深度虚值看跌期权，待市场震荡企稳波动率适中时，利用卖出的权利金择机买入看涨期权以博取更大的收益。

## 免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎

## 联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600