

## 研究创造价值

宝城期货金融研究所

姓名：龙奥明

邮箱：longaoming@bcqhgs.com

报告日期：2020年2月26日

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。此外，作者薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

## 疫情影响尚未兑现，谨防标的回调

### ---上证 50ETF 期权 2020 年 3 月投资策略报告

#### 摘要提示：

- 随着标的的连续反弹，目前进入震荡盘整期，持仓量 PCR 又有所回落，这意味着近期市场分歧较大，需要注意标的回调的可能性。
- 节后 50ETF 的反弹属于明显的政策推动行情。货币政策方面保持流动性宽松，财政政策方面逆周期政策持续发力，市场乐观情绪被点燃。
- 节后反弹的另一个推动因素是外资的持续净流入。
- 由于两会后延以及新冠病毒肺炎疫情在全球的扩散，源于政策驱动以及外资流入而回升的市场风险偏好将有所减弱，连续反弹的行情将告一段落。预计短期内 50ETF 表现将震荡偏弱。
- 2 月 29 日将要公布 2 月份 PMI 数据，关注疫情对经济造成的实际影响，还需要关注各行业复工情况。

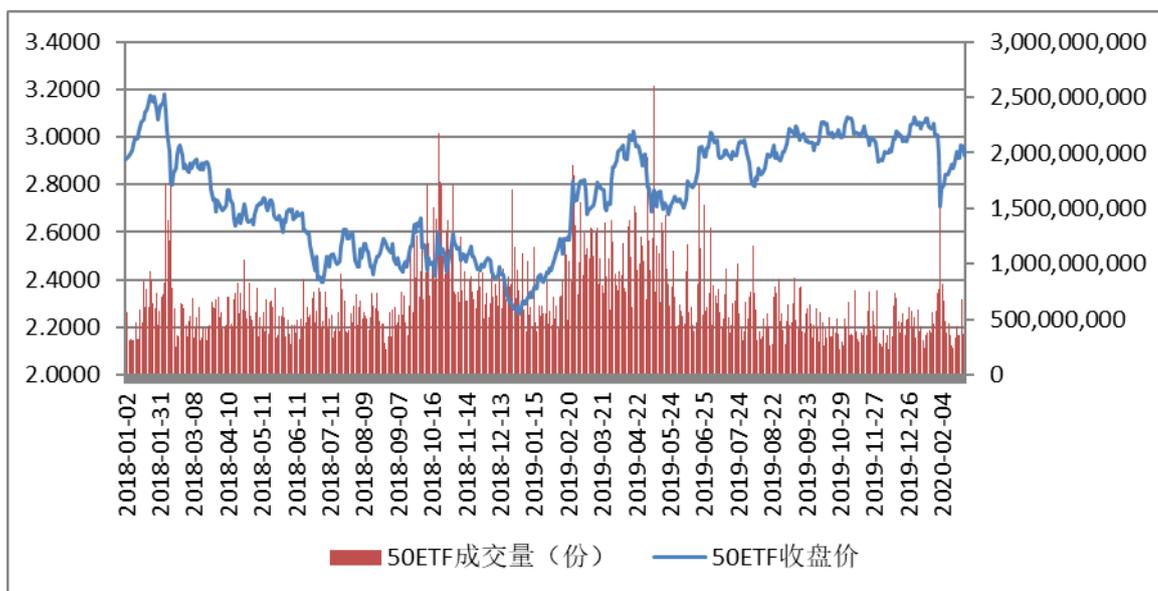
## 一、市场回顾

### (一) 现货市场回顾

2020年2月3日截至2月24日收盘，A股沪、深两市探底回升，春节之后首日的跌幅已经完全收复。截至2月24日收盘，上证综指收于3031.23点，涨幅为1.84%；深证成指收于11772.38点，涨幅为10.21%；创业板指收于2263.97点，涨幅为17.44%。

上证50ETF的成分股均为大盘权重股，以金融板块权重最高，而当前市场风格为中小创表现优于大盘蓝筹股。2020年2月3日截至2月24日收盘，上证50ETF微跌，收于2.924，跌幅为0.03%。

图1：上证50ETF收盘价与成交量历史走势图



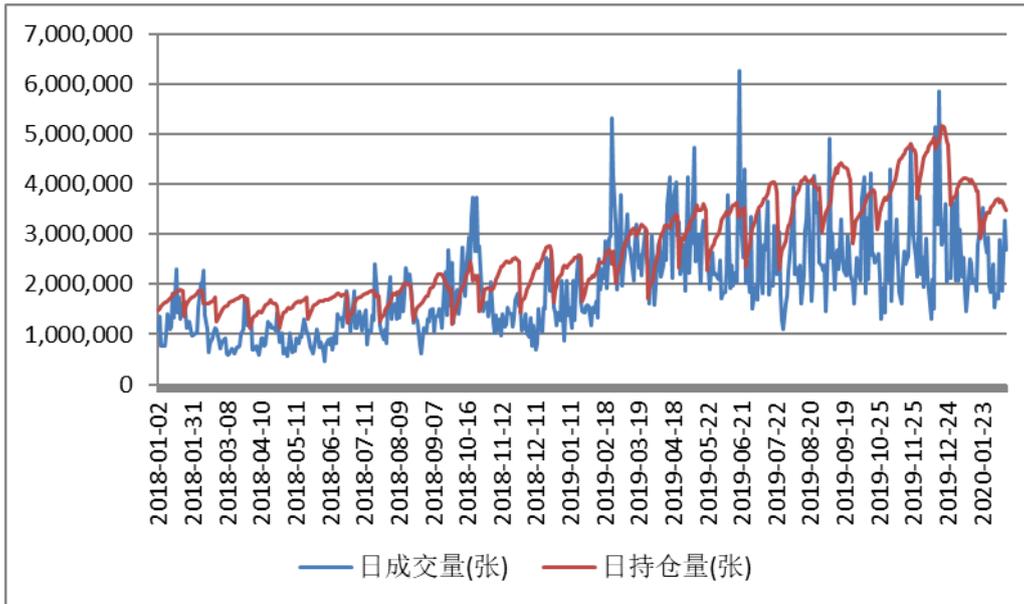
资料来源：wind、宝城期货金融研究所

### (二) 期权市场回顾

2020年2月3日截至2月24日收盘，上证50ETF期权日均成交量为2411070张，其中认购期权日均成交量为1283881张，认沽期权日均成交量为1127189张。上证50ETF期权日均持仓量为3512761张，其中认购期权日均持仓量为2021544张，认沽期权日均持仓量为1491217张。相对2019年同比有所增加，但是相对去年年末又有所减少。其中持仓量由最高超过500万手回落至300多万手。

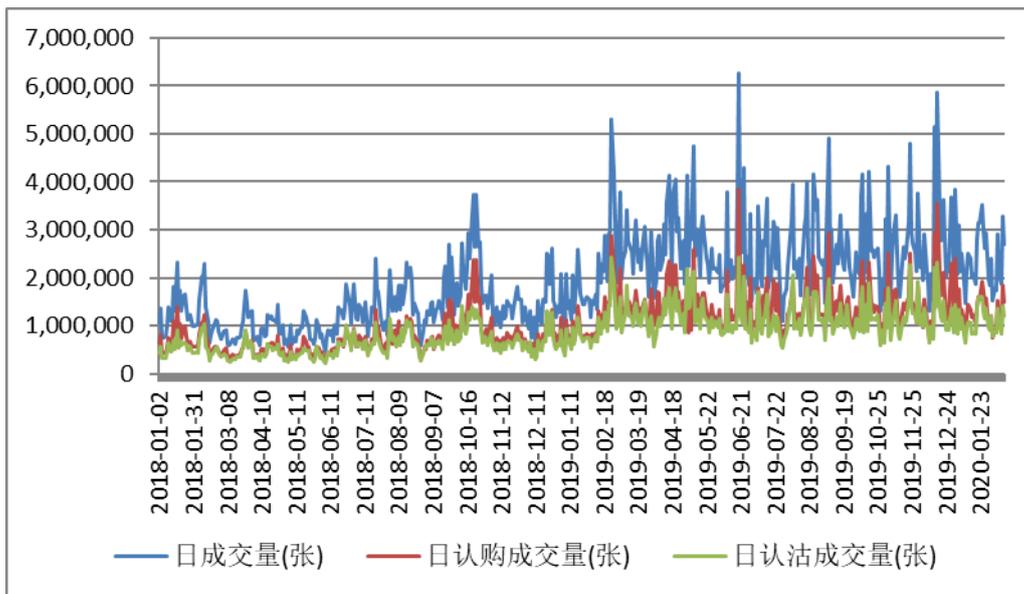
50ETF期权的快速发展得力于机构投资者的壮大以及投资者对期权工具的接触和了解不断加深。2019年以来，北上资金净流入超过3000亿元，开通以来累计净流入超1万亿元，公募、私募等股票基金份额不断扩大，期权作为机构投资者对冲风险的工具得到机构投资者的广泛参与，成交量与持仓量双双增长。12月23日沪深300ETF期权和股指期货于三大交易所同时上市，由于沪深300指数代表的行业和股票分布更广，是一个更适合的风险管理工具，对50ETF期权的交易量有所分流。

图2：上证50ETF期权日成交量与持仓量变化图



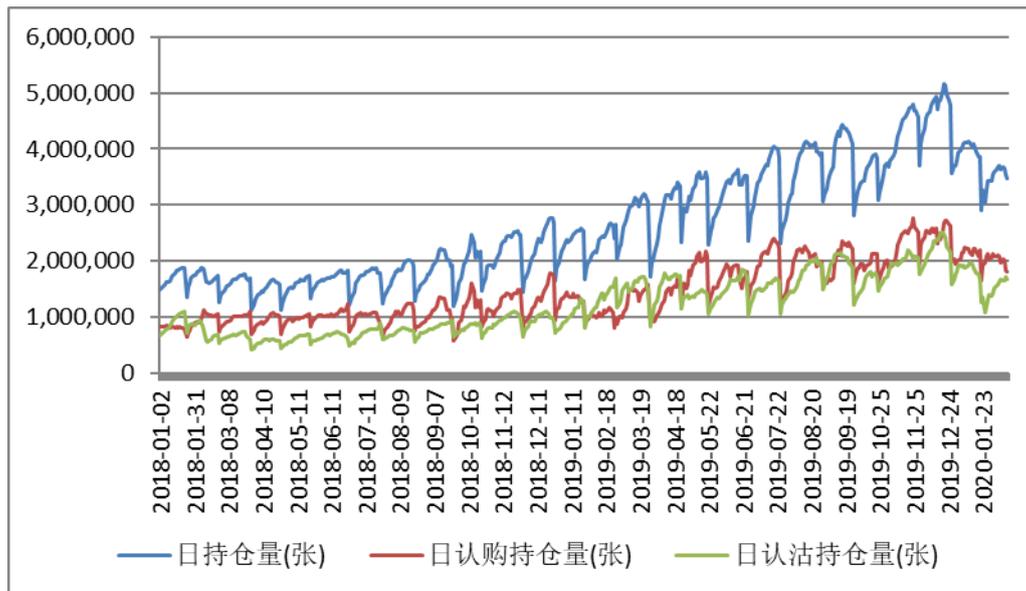
资料来源：wind、宝城期货金融研究所

图 3：上证 50ETF 期权日认购成交量与认沽成交量变化图



资料来源：wind、宝城期货金融研究所

图 4：上证 50ETF 期权日认购持仓量与认沽持仓量变化图



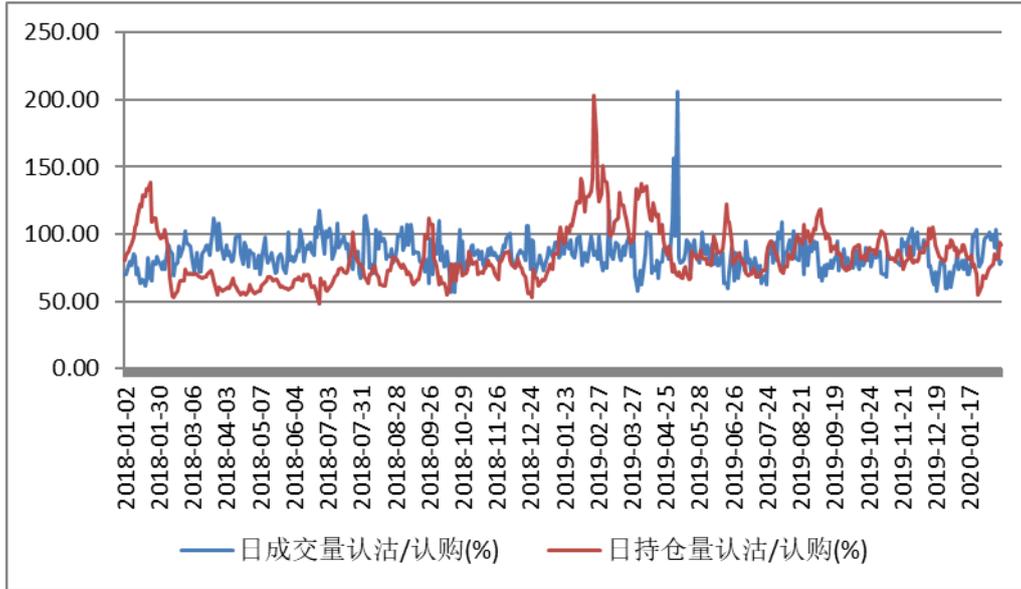
资料来源：wind、宝城期货金融研究所

## 二、期权分析指标

### (一) PCR 指标

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 指标即看跌期权成交量 (或持仓量) 与看涨期权成交量 (或持仓量) 的比值。一般而言持仓量 PCR 能够反映同时期市场的多空双方情绪对比, 一般持仓量 PCR 与市场情绪呈正相关关系, 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。2020 年 2 月 3 日截至 2 月 24 日收盘, 期权的持仓量 PCR 指标一直运行在 100% 下方, 不过持仓量 PCR 一直呈现上升趋势, 由 2 月 3 日的 54.95% 上升至 2 月 24 日的 91.58%。期间标的也是由 2 月 3 日的低点逐渐反弹, 由此可见持仓量 PCR 的变化一定程度上能够反应市场情绪。不过随着标的的连续反弹, 目前进入震荡盘整期, 持仓量 PCR 又有所回落, 这意味着近期市场分歧较大, 需要注意标的的回调的可能性。

图 5: 上证 50ETF 期权日成交量和日持仓量 PCR 变化图

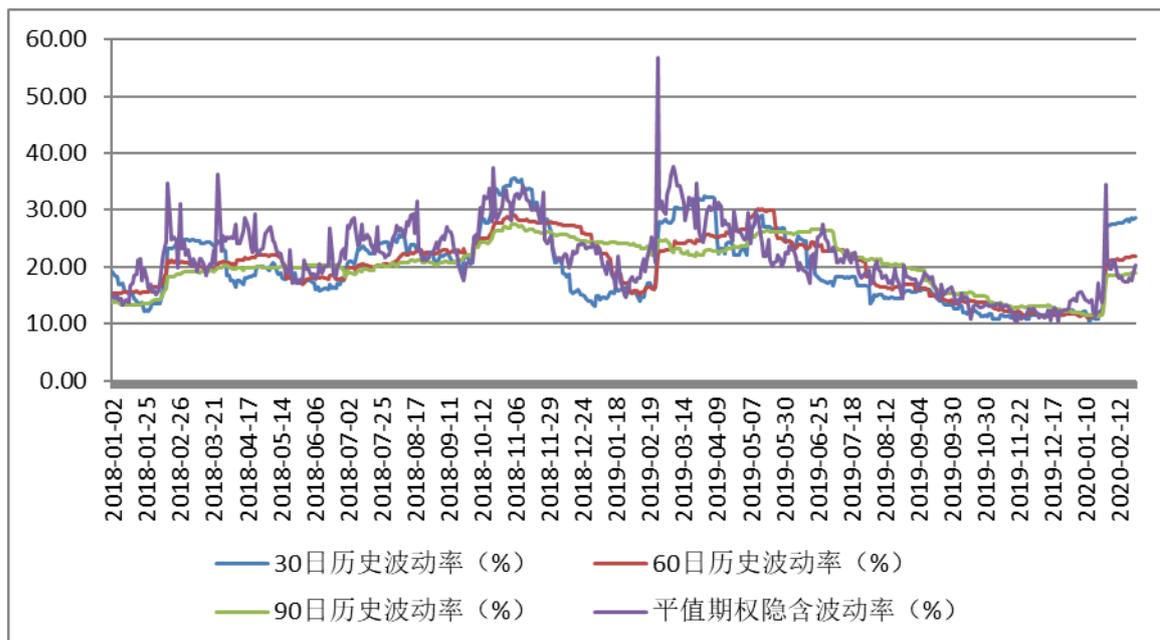


资料来源：wind、宝城期货金融研究所

## (二) 波动率

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。2020年2月3日截至2月24日收盘，3月系列50ETF期权的隐含波动率呈现V型态势，由2月3日的34.39%回落至2月17日的17.28%，然后逐步回升至2月27日的20.27%，目前处于2018年以来的40%~50%分位数水平至今。近期隐含波动率的回升，特别是看跌期权隐含波动率的回升，意味着市场对于市场回调的担忧加重。由于春节之后市场波动剧烈，目前标的的历史波动率仍处于较高位置，隐含波动率相对历史波动率的比较关系有所失灵。

图6：上证50ETF期权历史波动率和隐含波动率



资料来源：wind、宝城期货金融研究所

### 三、标的基本面分析

2020年2月3日截至2月24日收盘，上证50ETF的走势表现为探底回升。1月20日起，新型冠状病毒肺炎疫情被大规模报道，全国各地紧急加强防疫工作。今年的春节与往年较大不同，为了防止疫情扩散，全国居民尽量呆在家不出门，节后复工也相应地延后。居家隔离措施有效地阻止了疫情蔓延，但是对餐饮、住宿、交通、文娱等服务行业地冲击是显而易见的。延迟复工令企业的用工压力倍增，场地、设备等闲置成本也将压缩企业盈利空间。因此2月3日开盘，股市出现恐慌性大跌。

节后50ETF的反弹属于明显的政策推动行情。货币政策方面保持流动性宽松，财政政策方面逆周期政策持续发力，市场乐观情绪被点燃。节后开市以来，央行公开市场操作累计向市场投放2.8万亿元逆回购和2000亿元MLF，通过下调利率的方式引导LPR利率如期下行。维持流动性宽松的格局是节后期指超跌反弹的主要原因。考虑到我国宏观杠杆率偏高，流动性对冲的任务完成之后，继续加大宽松力度的可能性不高。最新数据显示1月新增社融50700亿元，去年同期46791亿元。新增规模创下新高较大程度依赖于地方债发行，其中地方债新增7613亿元，较去年同期1700亿有明显增加，这是因为去年底提前下达了今年的专项债额度。而且2月11日财政部再次提前下达2020年新增地方政府债务限额8480亿元，预计今年专项债“前高后低”的特征将较去年更加明显。近期标的走势与基本面由所背离，疫情对经济的负面影响是确定的，其程度是未知的，这将在后市中逐渐被市场消化。在政策利好逐步兑现的背景下，市场出现分歧也就在所难免了。最新消息显示原定于3月3日的两会推迟召开，时间另行通知。这也意味着对两会期间重磅利好政策的预期将延后，政策面的驱动力将减弱。

节后反弹的另一个推动因素是外资的持续净流入。在全球市场，A股的低估值水平以及中国市场的潜力对外资极具吸引力，是名副其实的“价值洼地”，外资持续看好A股市场。今年以来，北上资金净流入793.16亿元，本月净流入409.25亿元。富时罗素宣布第三批次的A股扩容，A股纳入富时罗素的因子比例将从15%提升至25%，3月23日开盘前正式生效。本次扩容预计带动被动增量基金280亿元，从历史经验来看，扩容将带动跟风资金参与，带动市场情绪。但是近期这种快速流入的趋势收到了一定影响。主要是因为近期美国、日本、韩国等海外地区的新冠疫情有扩散爆发的趋势，由于新冠病毒潜伏期长且表现隐蔽，一旦疫情蔓延，将对全球经济将造成重创。全球投资者风险偏好骤降，外资流入A股的节奏将受到一定影响。

虽然目前全国疫情形势仍然严峻，但是也出现了一些积极的现象，比如湖北以外地区新增确诊病例数和新增疑似病例数均呈现下行的趋势，说明湖北以外地区疫情得到了有效控制。在此背景下，全国各省市地区在疫情防控的基础上开展高效率复工复产工作。从六大电厂日均耗煤以及全国旅客数量可以看出，工厂开工以及春运返城人数开始增多。不过各行业的复工率仍不高且表现差异，其中下游行业普遍偏低，尤其以生活服务行业（餐饮、住宿、文娱等）复工困难。疫情对1、2月份的经济的影响已经形成，对3月份的影响需要关注疫情出现转机的时间以及复工的效率。

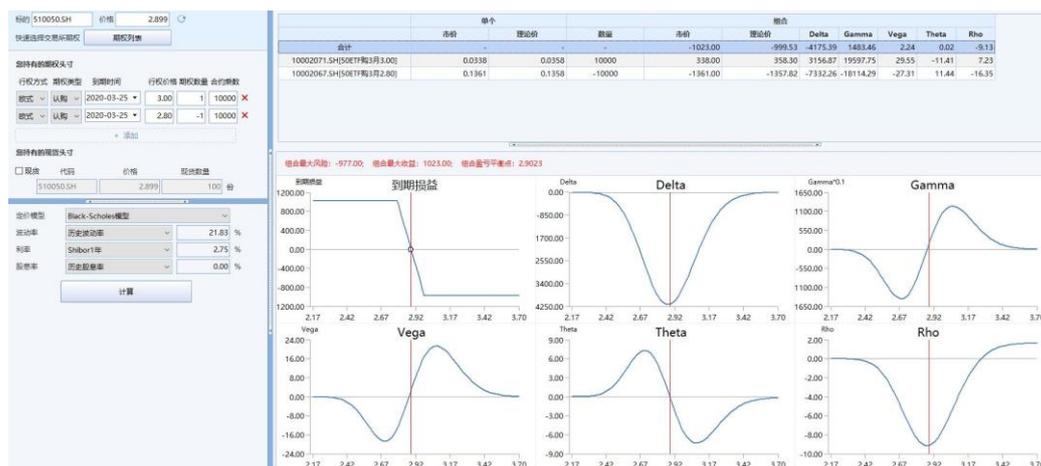
总体而言，由于两会后延以及新冠病毒肺炎疫情在全球的扩散，源于政策驱动以及外资流入而回升的市场风险偏好将有所减弱，连续反弹的行情将告一段落。预计短期内50ETF表现将震荡偏弱。2月29日将要公布2月份PMI数据，关注疫情对经济造成的实际影响，还需要关注各行业复工情况。

## 四、期权交易策略

基于上述分析,上证 50ETF 在短期震荡偏弱,且由于当前隐含波动率处于 2018 年以来 40~50% 分位数水平。我们可以对 202003 系列的上证 50ETF 期权合约,操作买入熊市价差策略。买入熊市价差策略是指买入一个看涨期权同时卖出一个相同的到期时间和更低行权价的看涨期权(也可以用看跌期权构建)。到期时,当标的资产价格低于盈亏平衡点时均可以获得收益,高于盈亏平衡点时出现亏损,且盈利和亏损都是有限的。例如买入一手 3 月份行权价为 3.00 的看涨期权,同时卖出一手 3 月份行权价为 2.80 的看涨期权。以 2020 年 2 月 25 日收盘价为例,该策略收入权利金 1023 元,需要保证金 4749 元,到期时最大收益 1023 元,最大亏损 977 元,盈亏平衡点为 2.902。当到期时标的价格上涨超过 2.902 时该策略的收益为负且随着标的价格上涨而亏损不断扩大,在 2.902 及大于 2.902 处取得最大亏损;当到期时标的价格下跌低于 2.902 时该策略的收益为正且随着标的价格下跌盈利逐渐扩大,在 2.902 及小于 2.902 处盈利最大。从希腊字母的角度来看,该期权策略组合具有负的 Delta,即策略收益与标的价格负相关,因此也可以在标的价格下跌至预期点位时平仓了结兑现收益。

风险提示: 新冠疫情防控形势恶化、复工效率超预期等。

图 7: 期权组合策略到期损益图及希腊字母



资料来源: 宝城期货金融研究所整理

## 免责声明

客户不应视本报告为做出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。