

“政策底”展望与期权策略

2022年3月24日 星期四

兴证期货·研发中心

内容提要

2022年3月16日，金融委员会联合一行两会等高层发声维稳，自此市场普遍认可当前为“政策底”的观点。与2018年10月份相比，两段“政策底”在市场估值、政策节奏、美联储政策周期与其他外部环境方面有所不同。我们认为本轮底部之后的反弹行情弱于2018年底至2019年一季度的行情。因此，在期权策略选择上，适合选用具有一定下跌缓冲空间的卖出虚值认沽策略。

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

周立朝

从业资格编号：F03088989

联系人：周立朝

电话：0591-38117689

邮箱：zhoulc@xzfutures.com

报告目录

1. “政策底”回顾.....	3
2. 两次“政策底”的异同.....	3
3. “政策底”后市的展望.....	7
4. “政策底”行情下的期权策略.....	8
5. 总结.....	9

图表目录

图表 1: “政策底”回顾	3
图表 2: 上证指数近十年 PE 值走势	5
图表 3: 创业板指 PE 值近十年走势.....	5
图表 4: 上证 50 指数 PE 值近十年走势.....	6
图表 5: 沪深 300 指数 PE 值近十年走势.....	6
图表 6: 美元兑人民币（中间价）	7
图表 7: 美联储基准利率.....	7
图表 8: 沪深 300ETF 波动率走势.....	9
图表 9: 虚值认沽义务仓策略（卖出虚值认沽）	9

1. “政策底” 回顾

3月16日，国务院金融委召开专题会议讨论当前经济形势和资本市场问题，随后财政部、央行、银保监会、证监会、外管局等多部门迅速召开会议贯彻落实会议精神，这极大提振了市场信心。我们认为这几次会议接连召开，具有重大信号意义，标志着本轮下跌政策底已经出现。

国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，会议由中共中央政治局委员、国务院副总理、金融委主任刘鹤主持，研究了当前市场关心的热点话题，包括宏观经济运行、房地产政策、中概股、平台经济治理、中国香港金融市场稳定等。随后，一行两会、财政部、外汇局等各部委纷纷落实金融委会议相关要求，当日A股应声大涨，上证指数涨幅达3.5%，沪深300达4.3%，创业板指达5.2%。

这不禁令人回想起2018年10月19日，当时国内去杠杆和国外中美贸易摩擦导致实体经济和资本市场双双承压，中央政治局委员、国务院副总理刘鹤就当时经济金融热点问题接受央媒联合采访，一行两会三部门发声提出多项政策举措提振市场信心，当日上证指数涨幅达2.6%，沪深300达3.0%，创业板指达3.7%。市场短期上涨后，上证指数和沪深300在19年1月4日再创新低，投资者担心政策底驱动市场反弹后，后续市场底或许会更低。在此，我们对比这两次会议的异同，以期对未来A股走势有所启示。

图表 1：“政策底” 回顾

	调整周期	最大调整幅度	底部 PE	政策基调
2018-10 政策底	2018-1 至 2018-10	-31.73%（沪指） -31.54%（沪深300）	11.42（沪指） 10.77（沪深300）	结束去杠杆、科创板 利好、货币财政宽松
2022-3 政策底	2021-2 至 2022-3	-18.98%（沪指） -33.52%（沪深300）	12.56（沪指） 12.38（沪深300）	金融委员会联合各 部委定调维稳市场

2. 两次“政策底” 的异同

越来越多的投资者开始将当前市场和2018年10月的“政策底”行情进行类比。我们认为当前市场和2018年确有一些相似之处，但也不能忽视当前和2018年的一些不同。

一、相同点

(1) 都处于经济下行期，企业盈利大幅下滑，这给市场带来基本面上的压力。

(2) 都处于中美关系与国际环境比较微妙的时期，同时都是美国中期大选年，为中美关系带来挑战。

(3) 国际油价上涨，美联储加息的外部环境。

(4) 都出现了部分产业政策调整导致相关行业估值承压。

(5) 前期都有一轮长时间上涨，2018年1月时A股已经持续回升了24个月（2016年2月开始），而到去年12月A股上行已经持续了36个月（2019年1月开始），市场存在回调压力。

二、不同点

两次政策底前后宏观政策发力程度不同。虽然这两次政策底看起来颇为相似，都是在市场大跌后监管层积极发声稳定金融市场，但是细究起来这两次宏观政策背景却不一样。政策底出现后，会不会有更低的市场底，取决于当时宏观政策力度、基本面数据与市场整体估值水平。

(1) 与2018年10月相比，当前的市场位置不同，当前万得全A和上证综指市盈率PE(TTM)分别为17.3倍和12.56倍。相比2018年10月的13.1倍和11.42倍要更高。特别是本轮沪指调整幅度低于2018年的-31.73%，创业板指位于2016年以来的次高位，一定程度上压制大盘指数的反弹空间。

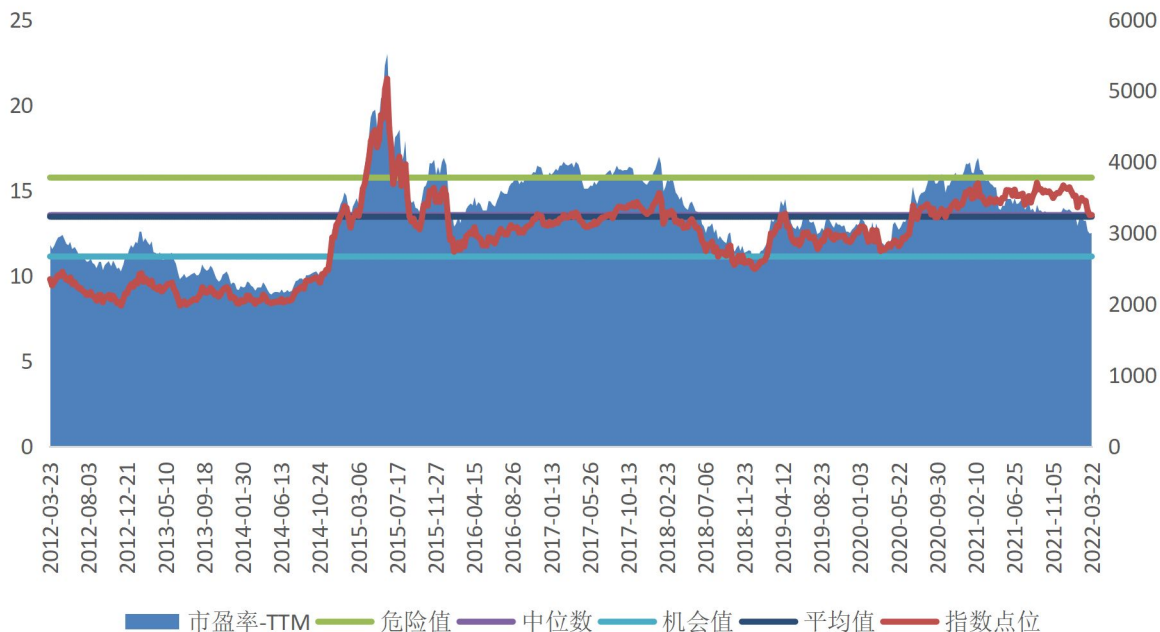
(2) 政策节奏不同。2018年前期的金融去杠杆对经济和金融压制较为明显，而本轮从去年年底就开始通过货币和财政政策支持经济。总体来看，我们认为本轮政策更加类似于2012年，在市场对于政策力度的期待和质疑中，政策仍会以自己的节奏出台，最终支撑起中国经济。

(3) 全球通胀、货币政策节奏不同。2018年年末美联储加息已经步入尾声，由于衰退预期的增强，油价开始走弱，同时美债收益率水平也见顶回落，这也为我国的货币宽松提供了空间。本轮美联储加息则刚刚启动，由于目前全球通胀问题日益严重，短期内加息结束重回宽松的可能性相当小。这是外部环境的一个明显区别。

(4) 当前由于疫情的存在，给经济复苏造成了更大的困难。同时由于疫情和地缘政治冲突，全球供应链也更加脆弱。原油为首的大宗商品价格连续大涨，企业端生产成本上涨，压制了全球经济复苏水平。

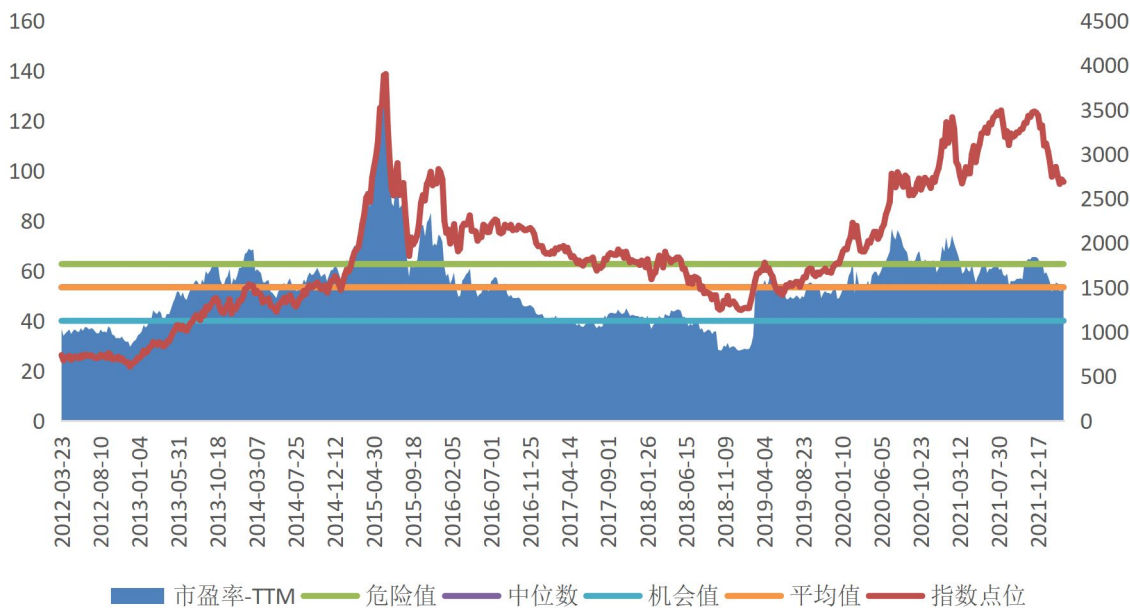
总体来看，此轮“政策底”所面临的内外环境逊色于2018年10月时期。这也将是限制此轮底部反弹空间的重要因素。

图表 2：上证指数近十年 PE 值走势



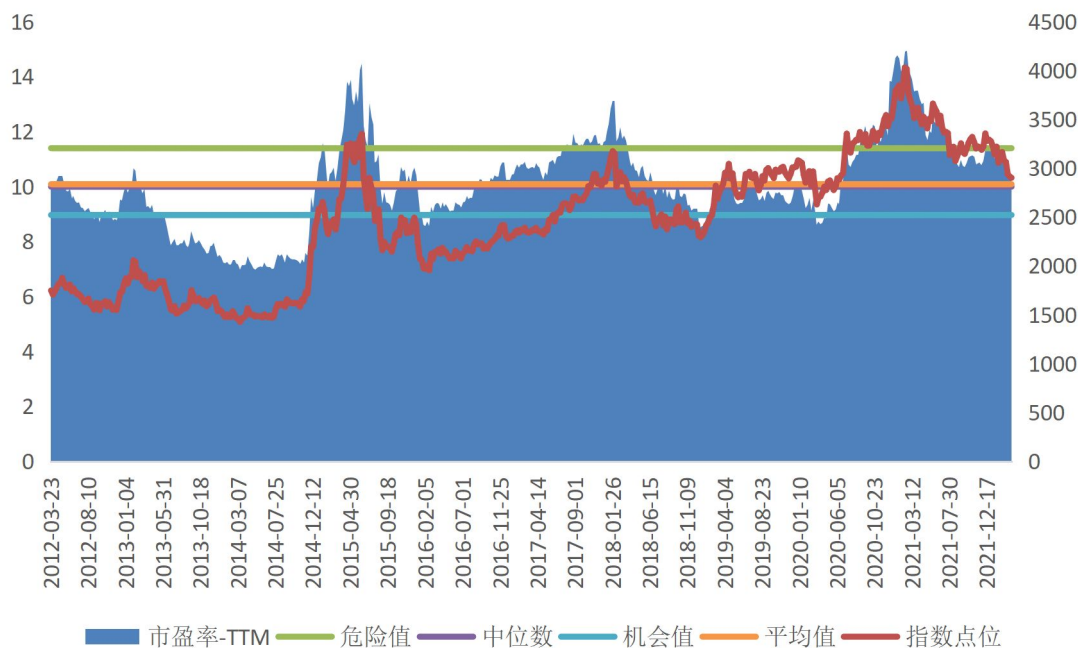
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 3：创业板指 PE 值近十年走势



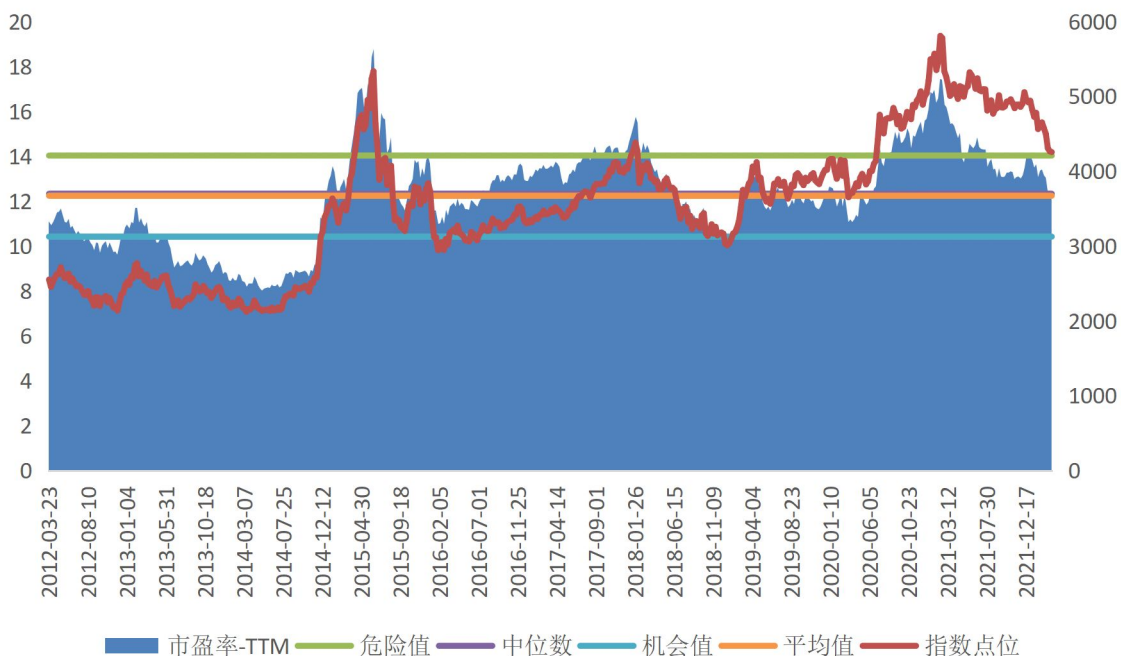
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 4：上证 50 指数 PE 值近十年走势



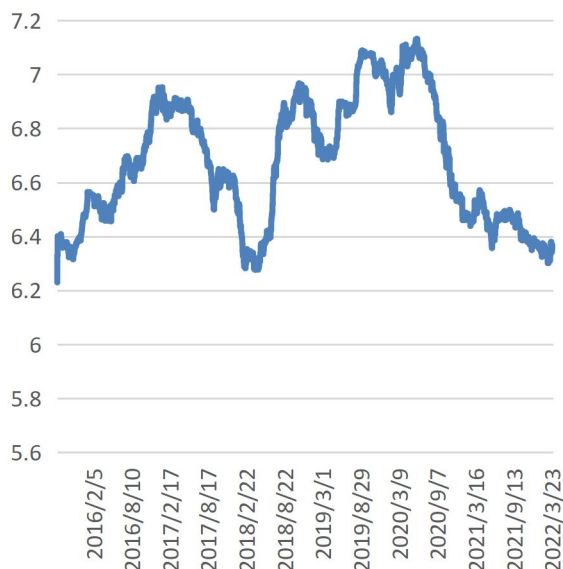
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 5：沪深 300 指数 PE 值近十年走势

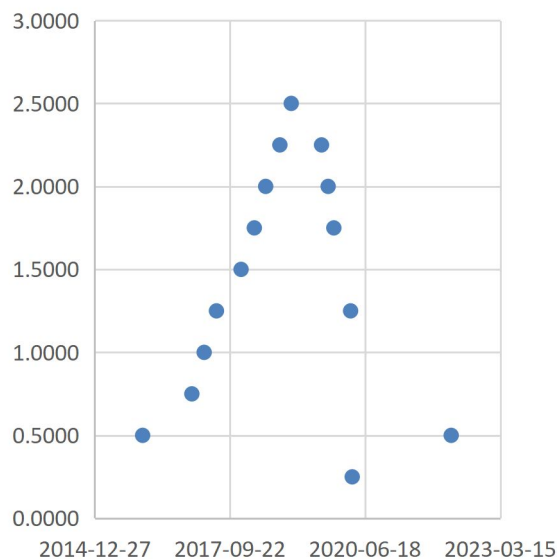


数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 6: 美元兑人民币 (中间价)



图表 7: 美联储基准利率



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. “政策底” 后市的展望

稳增长、保就业是 2022 年最主要的经济任务，年度经济增速目标定在 5.5%。政策转向“稳增长”，“宽财政、宽货币、结构性宽信用”。在美联储强加息预期下，央行宽松程度偏稳健，审慎释放流动，“防止大水漫灌”。此次高层集中发声，对各行业定调维稳。我们对各行业预期如下：

(1) 消费行业。疫情边际影响弱化，线下消费逐步复苏。新一轮促消费政策发力，叠加“共同富裕”政策落实落细，有望撬动储蓄释放，提振消费。预计新一轮促消费政策主要针对绿色家电、新能源汽车等品类，以发放消费券、鼓励电商和直播平台消费等形式出现。服务业、建筑业等聚集较多中低收入就业者的行业修复，促进中低收入群体消费能力改善。

(2) 房地产投资。政策底已现，基本面寻底。今年 3 月房贷利率创 2019 年以来月度新低，房贷环境宽松。信贷宽松叠加支持性政策将促进市场进一步修复。信贷环境和需求端的支持政策带来了市场修复，2 月居民新增中长期贷款出现了负值，说明需求端的信心未完全修复。3 月以来部分城市疫情反复也给市场带来不确定性。预计年内住房信贷环境保持宽松，地产支持政策进一步传导并生效，促进市场修复。

(3) 制造业投资。“能耗双控”和“碳达峰碳中和”的执行仅运动式转吐实事求是的温和阶段，“保供稳价”发挥效果，大宗上涨侵蚀中下游企业盈利的局面缓解，对制造业投资形成支撑。双碳和制造强国目标下，一系列政策可能会撬动产业格局重塑，带来制造业投资超预期增长。金融政策对制造业企业的倾斜力度不断加大，提供资金支持。

(4) 基建投资。新基建、新能源、数字经济作为后市立体化战略，国家在资金、政策方面的支撑有增无减；传统基建作为拉动就业的重要支柱，预计保持稳步增长趋势。

总体来看，国家层面上在 2022 年度重点在“稳”，防止“大上大下”，稳增长、保就业为首要经济任务，结合美国强加息预期的影响，央行与政府的货币、财政政策会更加审慎，宽松的基调上更加稳健。从大盘指数来看，在当前的政策预期下，指数“稳”为主基调，反弹空间大概率弱于 2018 年底至 2019 年一季度时期。

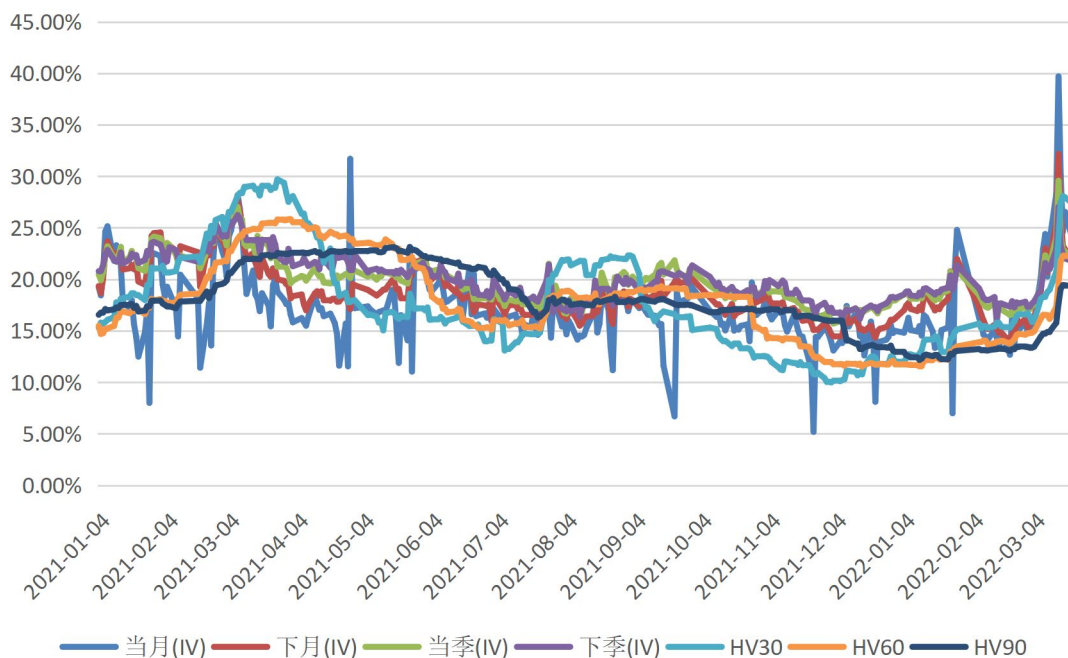
4. “政策底”行情下的期权策略

基于前文对于今年 3 月份“政策底”的预判，结合期权市场波动率的因素，下文将介绍适合当下行情的期权策略。以沪深 300ETF 为例，3 月初的破位大跌行情之后，波动率数值一度达到近一年多以来的最高值，随着高层集中表态坚决维稳股市，“政策底”呼之欲出。指数触底反弹，期权隐含波动率连续大跌，与历史波动率的波差超过 5 个百分点，这种隐波低于历史波动率的负波差现象通常反应后市震荡预期强烈，2021 年 3 月、4 月份，2021 年 8 月、9 月份，均出现了长达一个多月的负波差现象，后市也出现了几个月的震荡行情。

在本轮“政策底”行情中，投资者会想到采用买入认购博取反弹的策略，虽然隐含波动率经过近期连续降波，但仍然居于偏高数值（19%以上，高于去年下半年 16%附近），当前买入认购特别是买入平值、买入虚值认购容易遇到“方向做对，买入认购亏钱”的情况。而买入实值认购权利金成本高，如果期间大幅回踩，则会面临着高额权利金损失。

从策略稳健的角度来看，当前卖出虚值认沽期权策略比较合适，由于沪深 300ETF 当前价格距离虚值认沽行权价有一段间距，只要到期 300ETF 不跌破认沽行权价，策略则可以获得权利金收益，是一种有一定缓冲空间的反弹策略，且作为期权卖出方，受益于偏高的隐含波动率，详情见图表 9。

图表 8：沪深 300ETF 波动率走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 9：虚值认沽义务仓策略（卖出虚值认沽）

	权利金	到期盈亏平衡点	缓冲空间	备注
卖出 300ETF 认沽 4 月 4100	0.0514	4.049	0.224	沪深 300ETF 价格为 4.273 元（3-23 收盘价），只要 4 月份到期日（4-27），300ETF 不跌破盈亏平衡点，策略均可获利，安全边际高
卖出 300ETF 认沽 4 月 4000	0.0300	3.97	0.303	
卖出 300ETF 认沽 4 月 3900	0.0174	3.883	0.39	
卖出 300ETF 认沽 4 月 3800	0.0106	3.79	0.483	

5. 总结

2022 年 3 月 16 日，市场迎来了“政策底”，与 2018 年 10 月份相比，在估值、政策节奏、外部环境方面有所不同，通过综合比较，我们认为本轮“政策底”之后的反弹空间大概率弱于 2018 年底至 2019 年一季度。因此，在期权策略的选择上，采用具有一定缓冲空间的的卖出虚值认沽

策略更合适，即使期间指数震荡或者回踩，只要到期不跌破认沽行权价，策略可获得权利金收益。

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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将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。

免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。