

## 指数震荡磨底，备兑增强收益

2022年5月12日 星期四

兴证期货·研发中心

### 内容提要

上证 50ETF 与沪深 300ETF 经历了几轮大跌行情后，步入箱体区间震荡，形成此局面的重要原因为“弱经济现实”与“政策预期支撑”共振所致。标的指数与期权成交量、PCR 值出现日线级别的背离，震荡磨底概率较大。此外，短周期波动率曲线升、降波节奏加快，中长期波动率曲线呈升波趋势，波动率策略短线择时难度上升。因此，当前以稳为主，复制备兑策略增强基金、股票收益。

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

联系人：林玲

电话：0591-38117682

邮箱：linling@xzfutures.com

## 报告目录

1. 行情观点——指数震荡磨底.....	3
2. 情绪面与波动率观点.....	4
3. 期权策略观点——备兑策略.....	6

## 图表目录

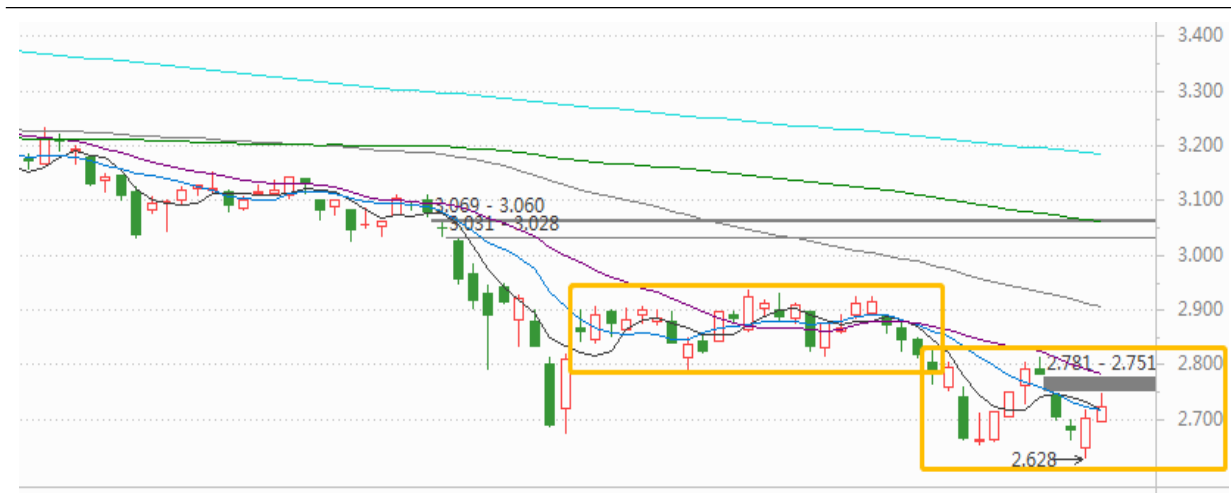
图表 1: 上证 50ETF 箱体走势 .....	3
图表 2: 沪深 300ETF 箱体走势 .....	4
图表 3: 上证 50ETF 历史波动率.....	4
图表 4: 沪深 300ETF 历史波动率.....	5
图表 5: 上证 50ETF 期权成交 PCR.....	5
图表 6: 沪深 300ETF 期权成交 PCR.....	5

## 1. 行情观点——指数震荡磨底

经过此前连续下跌行情后，近期两市交易意愿低迷，多空动能均不足，上证 50 指数与沪深 300 指数的换手率一度接近低值区域，形态上处于震荡磨底的局面，其对应的期权标的上证 50ETF、沪深 300ETF 亦是如此。四月下旬以来，期权标的上证 50ETF、沪深 300ETF 的震荡区间分别为【2.6, 2.85】、【3.7, 4.1】，上方受到弱基本面的压制，下方具有估值与政策支撑。

从基本面来看，指数仍然处在“弱经济现实”与“政策预期支持”的双重影响中。国内多点疫情与全球通胀居高不下成为近期压制基本面的重要因素：前期停工停产、物流受阻等事件对产销、出口、消费端带来负面影响，一季度与四月份主要经济数据表现普遍偏弱。四月 CPI 上升，PPI 同比虽然小幅度下滑至 8%，但依然居高不下。此前央行行长认为货币政策的首要任务为稳定物价，国内涨价压力与输入型通胀制约了货币政策的宽松节奏与空间。一方面，高层各部陆续推出政策支持经济，包括继续对中小微企业的降税费，定向释放流动性，定调维稳证券市场等措施，另一方面，政策强度与节奏弱于市场预期，市场在“强预期”与“弱现实之间”寻找平衡点。因此，我们认为后市将继续受到双重影响，指数维持震荡磨底的走势，短期缺乏反转的驱动力。

图表 1：上证 50ETF 箱体走势



数据来源：通达信 PC 端，兴证期货研发部

图表 2：沪深 300ETF 箱体走势



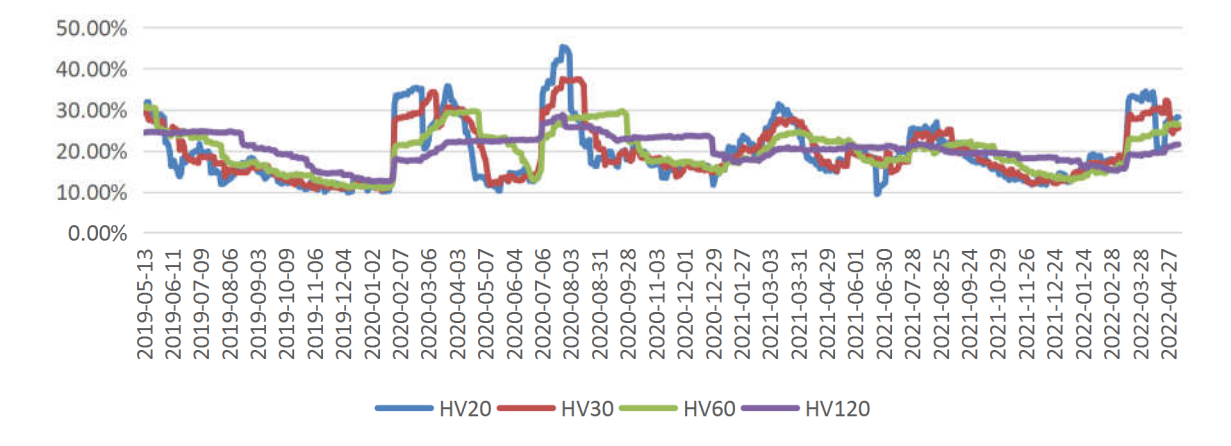
数据来源：通达信 PC 端，兴证期货研发部

## 2. 情绪面与波动率观点

关于期权成交 PCR 的观点，与上一期一致，在 2022 年 3 月份，月度期权成交量创下近一年多以来的新高，受到指数连续大跌，市场空头情绪刺激波动率飙升，沽购成交量剧增。相比之下，4 月份期权成交量减少，即使在 4 月中下旬大跌行情刺激下，成交量不增反减，PCR 值同样开始背驰向下。从量能角度来看，空头情绪出现了典型的量价背离情况，即指数再度大跌创新低，期权成交量不增反减，空头杀跌情绪边际影响弱化。

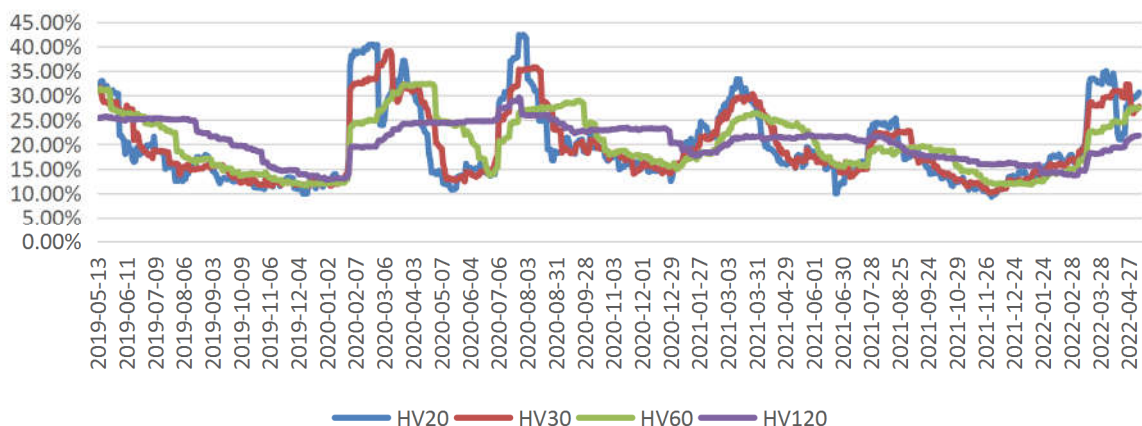
从波动率来看，60 日、120 日周期的波动率曲线呈上升趋势，20 日、30 日周期历史波动率处在近两年期次高位，波动率通常服从均值回归、短期向中长期回归的属性。当前长周期波动率曲线缓慢上升，短周期波动率曲线呈现显著的脉冲式特点，且短期波动率曲线升降波时间窗口相比去年更短，节奏更快。因此，波动率交易策略的风险收益弹性上升，但择时难度增加。

图表 3 上证 50ETF 历史波动率



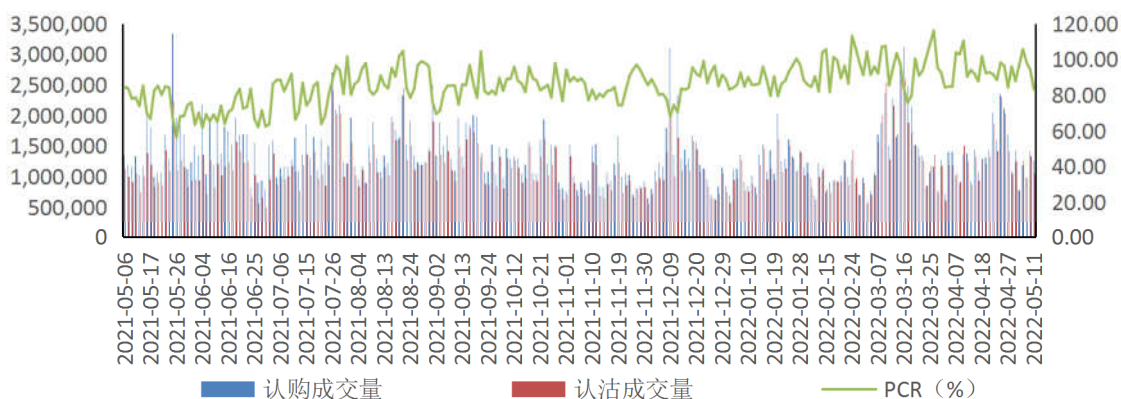
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 4 沪深 300ETF 历史波动率



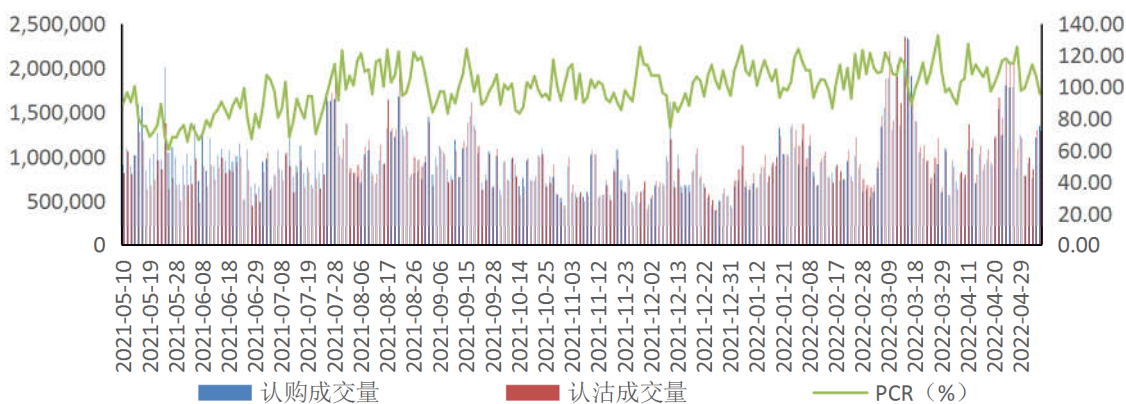
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 5 上证 50ETF 期权成交 PCR



数据来源: 汇点软件, 兴证期货研发部

图表 6 沪深 300ETF 期权成交 PCR



数据来源: 汇点软件, 兴证期货研发部

### 3. 期权策略观点——备兑策略

综合前文分析，后市上证 50ETF 与沪深 300ETF 大概率维持箱体震荡走势，形成此局面的重要原因因为当前处在“弱经济现实”与“政策预期支撑”共振的大环境中。在震荡行情中，投资者首先会联想到卖出宽跨式组合，即做空波动率策略，上文提到过，当前短周期波动率曲线弹性上升，升降波切换频率加快，波动率策略择时难度增加，而且考虑到欧美市场潜在风险较大，美股 VIX 恐慌指数居于近两年次高位区间，一旦外盘再度发生大跌升波事件，将对做空波动率策略造成冲击。因此，从稳健的角度出发，可以考虑配置备兑策略，在持有 ETF 基金的基础上卖出虚值认购期权，通过收取权利金增强持仓收益。如果投资者持有股票或者基金与 50ETF、300ETF 相关性较大，也可复制备兑策略。需要注意以下几点：

(1) 备兑策略对于认购行权价选择很重要，在合约存续周期内，强阻力价位可作为行权价的参照点位。当前上证 50ETF 在 2.8 至 2.9 元区间的阻力较大，沪深 300ETF 在 4.1 元至 4.2 元的阻力较大，所以可关注这些价位附近行权价的认购合约。

(2) 备兑策略短线对冲效果不如保险策略，当指数发生连续大跌时，备兑策略对冲幅度仅为认购权利金，但连续大跌行情发生的概率较小，更多为震荡行情，特别是近几年结构行情愈演愈烈，长期采用备兑策略，增强收益的效果日渐凸显。

(3) 高波动率情况下，备兑策略可获得更高的波动率溢价。特别是在大跌升波行情之后的洼地位置，备兑策略可以兼具标的价值优势与期权合约卖出方的溢价优势。

(4) 对于持有股票或者基金的投资者，可以将股票基金看待为等额市值的 50ETF、300ETF，复制备兑策略的前提是股票基金与 50ETF、300ETF 的相关性较大。

### 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。