

多个底部特征显现，关注上证 50ETF 期权多头策略机会

2023 年 7 月 28 日 星期五

兴证期货·研发中心

内容提要

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

杨娜

从业资格编号：F03091213

投资咨询编号：Z0016895

周立朝

从业资格编号：F03088989

投资咨询编号：Z0018135

联系人：周立朝

电话：0591-38117689

邮箱：zhoulc@xzfutures.com

7 月政治局会议释放一系列利好政策，“政策底”呼声高涨；在经历了长达一个多月的地量地价的磨底式行情后，沪市两融余额、上证 50 指数成交额均接近低值区域，交易情绪到达冰点，“情绪底”形成的概率较大；此外，人民币汇率处在年内次低位，与去年 10 月份形成双底形态，政治局会议释放强烈维稳汇率的信号，本轮“汇率底”有望实现。综合考虑政策、市场情绪、汇率三个因素，上证 50 指数显现三个底部特征，后市上涨概率较大。上证 50ETF 长周期历史波动率与期权隐含波动率偏低，短线升波受到长周期低波动率曲线的牵引，出现大幅升波的难度大，低波震荡上涨或将是本轮 50ETF 行情的主基调，可以关注卖出虚值认沽期权或者牛市价差组合策略。

报告目录

1. 多底共振，上证 50 指数强支撑.....	3
2. 底部形态下的期权策略.....	5
3. 总结.....	7

图表目录

图表 1 政治局会议关于资本市场方面的定调.....	3
图表 2 两融余额（亿元）.....	4
图表 3 上证指数与沪市成交额（万亿元）.....	4
图表 4 上证 50 指数与成交额（万亿元）.....	4
图表 5 指数分位点.....	5
图表 6 离岸人民币汇率（美元兑人民币）.....	5
图表 7 上证 50ETF 历史波动率曲线.....	6
图表 8 上证 50ETF 平值期权隐波走势.....	7

1. 多底共振，上证 50 指数强支撑

(1) 政策底

中共中央政治局 7 月 24 日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作，认为经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程。我国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变。会议定调了要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备；继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；大力推动现代化产业体系建设，加快培育壮大战略性新兴产业、打造更多支柱产业；切实防范化解重点领域风险，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱。在此次会议中有几点超预期：关于资本市场，从之前的“维护资本市场平稳运行”变成了“活跃资本市场”；关于房地产，提到“我国房地产市场供求关系发生重大变化”，不提“房住不炒”；关于地方债，从“严控隐性债务”变成了“优化地方债务”；关于汇率，提到“要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。这是自 2018 年底以来，在政治局会议上第四次关于资本市场的定调。

图表 1 政治局会议关于资本市场方面的定调

会议时间	关于资本市场定调	后市沪指、上证 50 表现
2018 年 10 月份	强资本市场制度建设，激发市场活力	2018.10-2019.4，沪指、上证 50 涨幅均超过 25%
2020 年 7 月份	推进资本市场基础制度建设	2020.7-2021.2，沪指、上证 50 涨幅分别超过 12%、20%
2022 年 4 月份	强调保持资本市场平稳运行	2022.5-2022.6，沪指、上证 50 涨幅分别超过 15%、10%
2023 年 7 月份	活跃资本市场，提振投资者信心	待观察

数据来源：公开市场资料整理，兴证期货研发部

(2) 情绪底

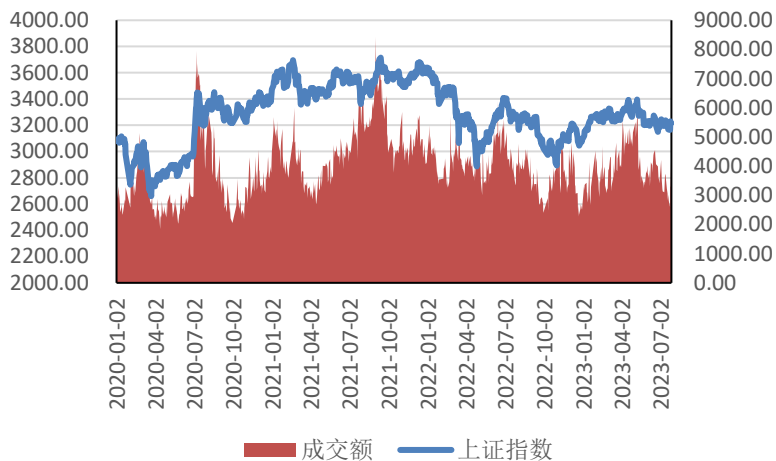
结合指数走势与量能情况可以提高判断底部的准确性，通常指数经过一轮调整后，成交量持续萎缩容易出现底部形态，即地量配合地价是比较典型的指数底部特征。下文以指数分位点与两融余额、成交额作为参考。近期沪深两市两融余额偏低，其中沪市两融余额接近两年多的低值，反映了当前市场交易情绪接近冰点，此外，进一个月上证指数与上证 50 指数成交额也处在偏低位置，截止 7 月 27 日收盘，沪指与上证 50 指数成交额均处在 2020 年以来的偏低值，特别是上证 50 指数，指数分位点为 8.67%，成交额分位点为 13.98%，近一个月成交额均值为 474 万亿元，整体上保持在地量水平。上证 50 指数基本符合地量与地价的特征，从这一角度来看，上证 50 指数情绪底的概率较大。

图表 2 两融余额 (亿元)



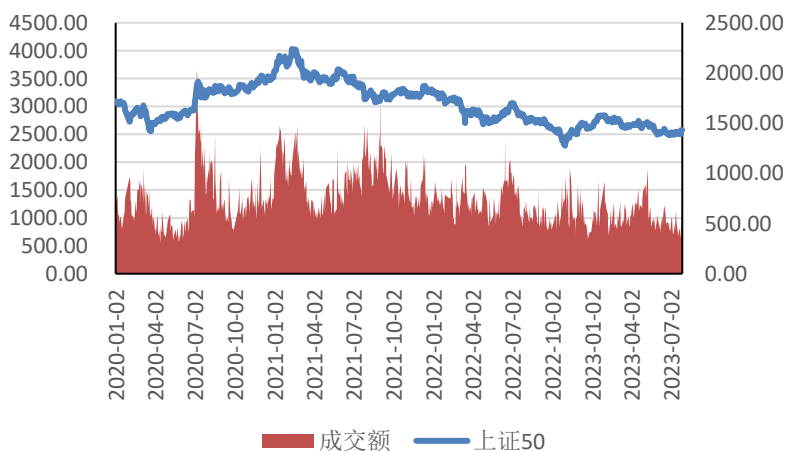
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 3 上证指数与沪市成交额 (万亿元)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 4 上证 50 指数与成交额 (万亿元)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 5 指数分位点

	上证指数	上证 50
指数分位点	32.25%	8.67%
成交额分位点	26.59%	13.98%

数据来源：Wind，兴证期货研发部

(3) 汇率底

近几年离岸人民币汇率与股市周期存在较强联系，比如在 2017 年至 2018 年初、2020 年 5 月至 2021 年 2 月这两个周期内，股市走好伴随着人民币升值；相反，在 2018 年与 2022 年期间，股市走弱伴随着人民币贬值。去年 10 月指数加速大跌伴随着人民币短促贬值，随后国家出台多项利好政策进行维稳，人民币汇率走出了为期三个多月的反弹行情，与股指反弹周期契合。当前离岸人民币汇率接近去年次低点，在此背景下正逢政治局会议，高层释放出包括维稳外汇在内的一系列强政策预期，人民币贬值空间有限，汇率底有望形成。

图表 6 离岸人民币汇率（美元兑人民币）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

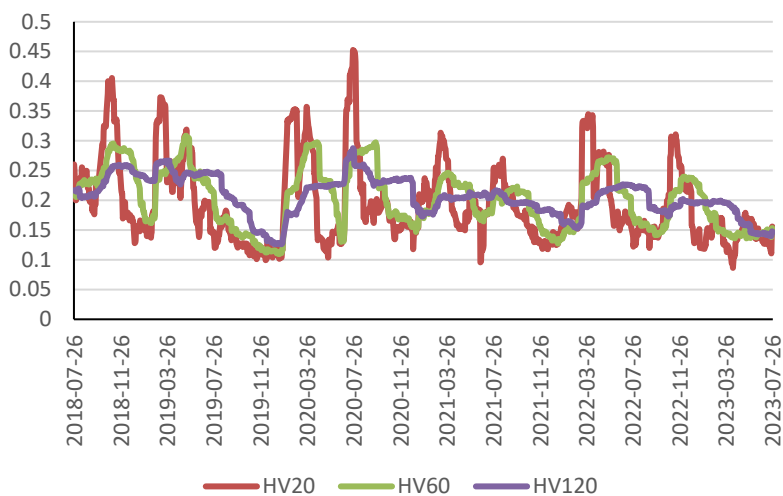
2. 底部形态下的期权策略

文章以上证 50ETF 期权为例（上证 50ETF 与上证 50 指数走势几乎完全一致），目前上证 50ETF 历史波动率与隐含波动率处在 2020 年以来的低值区域。在波动率低值时，投资者会交易市场升波预期，这种对于后市的升波预期体现在隐含波动率上，在实盘行情中，历史波动率的陡然升高不一定会带动隐含波动率的大幅上扬，以近期 7 月 25 日的为例，当天上证 50ETF 大涨 3.19%，但是期权隐含波动率单日升幅普遍不足 5%，与以往升波周期中单日动辄 10% 以上升

波幅度的差距较大。短周期历史波动率（比如 5 日历史波动率）短线陡升，但是隐波变化幅度不大，反映出市场对于后市的升波预期偏低。从当前上证 50ETF 不同周期的历史波动率可以看出，120 日历史波动率曲线持续走低，接近 2019 年下半年低波动率周期的低值，且当前维持在低值区域运行。通常短周期波动率受到长周期波动率牵引，在长周期低波动率曲线的影响下，短线波动率冲高回落的概率较大。自今年年初以来，每一次短线升波后均以波动率回落的形式重回低波区间。因此，当前出现大幅升波的概率较小，后市指数更有可能以震荡筑底爬升德形式完成底部反弹走势。

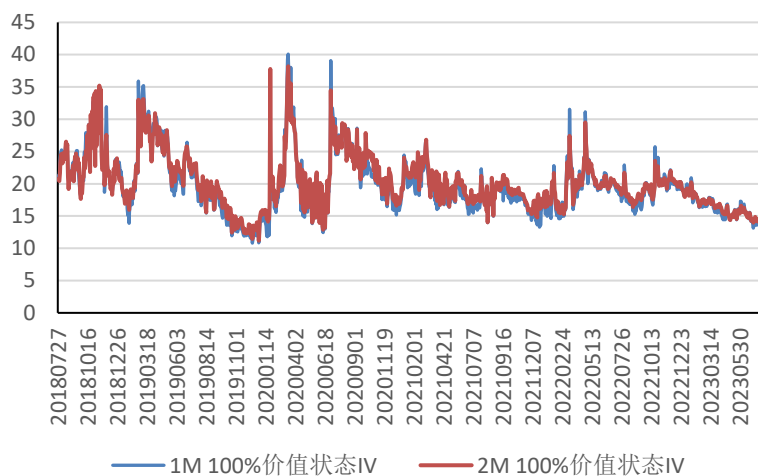
综合前文分析，当前上证 50 指数、上证 50ETF 多重底部特征显著，后市上涨概率大，期权隐含波动率偏低，且出现大幅升波的难度大。可以关注卖出虚值认沽期权或者牛市价差组合策略。基于上证 50 指数底部强支撑预期，当前指数下跌空间以及隐波上升区间小，卖出虚值认沽期权的盈利概率较大，具备现价至行权价之间的缓冲区间。至于牛市价差组合，迎合了震荡上涨的行情预期，盈利概率小于卖出虚值认沽期权，但是盈利空间相对更大。

图表 7 上证 50ETF 历史波动率曲线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 8 上证 50ETF 平值期权隐波走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 总结

7月24日，政治局会议召开，高层从多个领域释放利好政策，“政策底”呼声高涨；在经历了长达一个多月的地量地价的磨底式行情后，沪市两融余额、上证50指数成交额均接近低值区域，交易情绪到达冰点，“情绪底”形成的概率较大；此外，人民币汇率处在年内次低位，与去年10月份形成双底形态，政治局会议释放强烈维稳汇率的信号，本轮“汇率底”有望实现。综合政策、市场情绪、汇率三个因素的考量，上证50指数显现三个底部特征，后市上涨概率较大。上证50ETF长周期历史波动率与期权隐含波动率偏低，短线升波受到长周期低波动率的牵引，出现大幅升波的难度大，低波震荡上涨或将是本轮50ETF行情的主基调，可以关注卖出虚值认沽期权或者牛市价差组合策略。

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。