

方正中期期货研究院

金融衍生品研究组

彭博 执业编号: Z0011662

联系人: 冯世佃

TEL: 010-68578820

Email: niuqiule@foundersc.com

指数仍有上行空间 买入牛市价差

2020/7/23

要点:

2020 年 7 月中旬, 中美关系再次面临紧张, 冲高的股指出现回落, 但从基本面看, 我们预计中美紧张关系难以对指数构成较大冲击, 短期震荡后, 指数仍有上行空间, 策略上以买入牛市价差为主。

短期中美关系再次紧张导致市场出现一定抛压, 做多情绪亦受到冲击, 人民币亦出现短期贬值利空股票指数, 7 月解禁潮来临对于市场走势亦构成一定压力。但基本面仍有较大利好, 上证指数从 7 月 23 日开始启用新的编制方式, 新的指数将剔除 ST 股票, 纳入部分科创板企业, 中长期看, 指数的编制方式的调整将带来指数中长线走强, 市场将开启牛市走势。从资金面来看, 央行短期继续维持资金面宽松的格局, 7 月继续通过逆回购等政策向市场投放资金, 短期资金面依然充裕。估值上看, 虽然沪深 300 及上证 50 指数短期处于较高估值区间, 但从历史上看, 估值依然偏低, 存在向上修复的动力。

技术上看, 短期指数依然呈现震荡偏强的走势, 下方大震荡区间支撑力度较强, 沪深 300 指数维持中期目标区间 4800 点-5000 点。后市操作上以做多为主, 沪深 300 期权隐含波动率略有回落, 但仍然维持 25%左右位置, 处于阶段性高位, 随着指数陷入震荡, 波动率有进一步回落的空间, 策略上维持做空波动率策略, 方向策略上仍以牛市价差策略为主。

参考策略: 买入沪深 300 股指期权 8 月购 4600, 卖出沪深 300 股指期权 8 月购 4900。



更多精彩请关注方正中期官方微信

目录

一、指数行情分析	3
二、基本面分析	4
三、技术面：指数短期横盘整理，中期仍有望走强	10
四、期权成交及持仓分析	10
1、50ETF 成交及持仓情况	11
2、300ETF 成交及持仓情况	12
3、沪深 300 股指期权成交及持仓情况	14
五、波动率分析	15
1、50ETF 期权波动率	15
2、300ETF 期权波动率	17
3、沪深 300 股指期权波动率	19
六、策略推荐	21

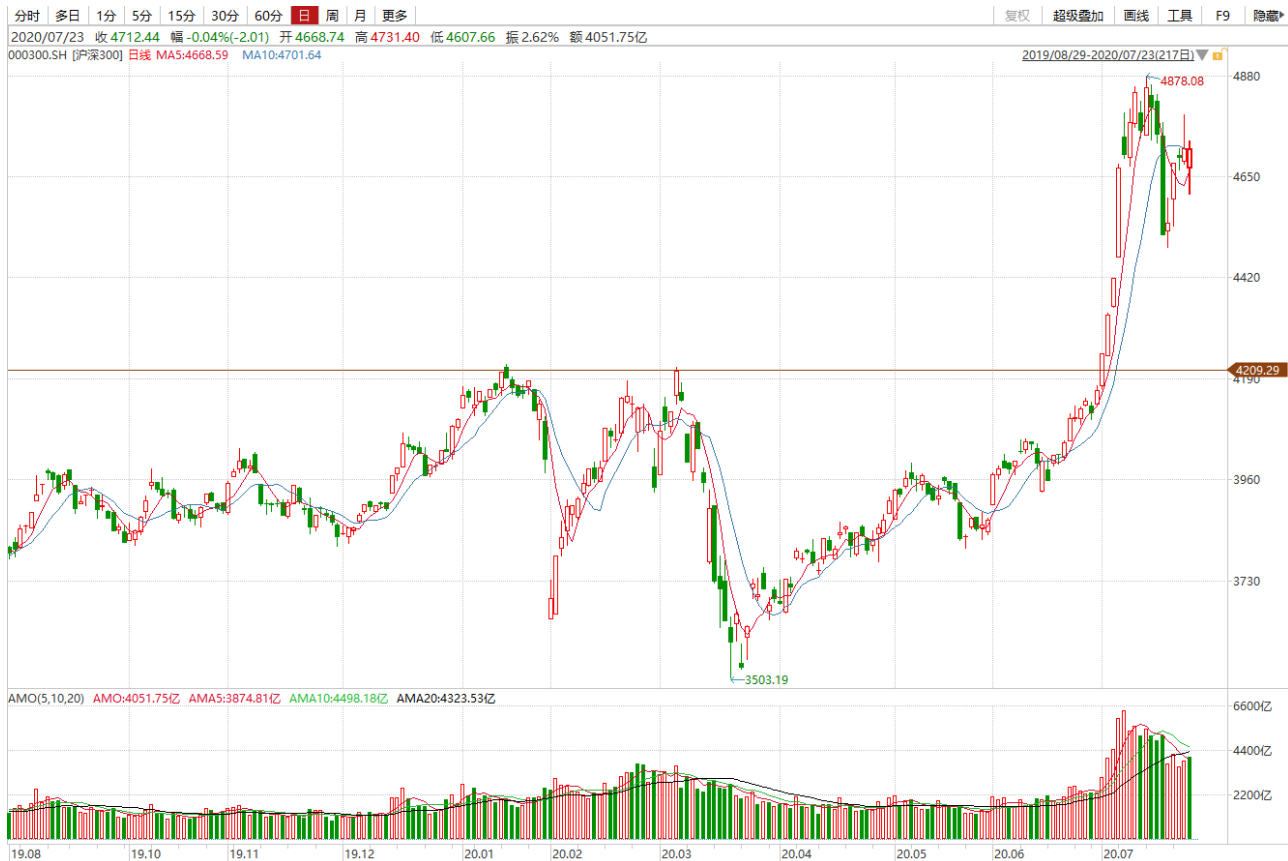
一、指数行情分析

2020 年 7 月中旬，中美关系再次面临紧张，冲高的股指出现回落，但从基本面看，我们预计中美紧张关系难以对指数构成较大冲击，短期震荡后，指数仍有上行空间，策略上以买入牛市价差为主。

图：50ETF 价格走势



图：沪深 300 指数价格走势



资料来源: Wind, 方正中期期货

二、基本面分析

1、中美关系再次紧张制约指数上行

7月21日,美方突然单方面要求中方限时关闭驻休斯敦总领馆,要求中国72小时内撤离,中美关系再次面临紧张格局,受此影响,市场情绪受到冲击,指数出现冲高回落,人民币汇率亦有所下跌。短期中美关系是影响指数短期走势的重要变量,仍存在较大变数,在中美关系未能缓解前,指数恐难以进一步上行。

2、人民币短期回落

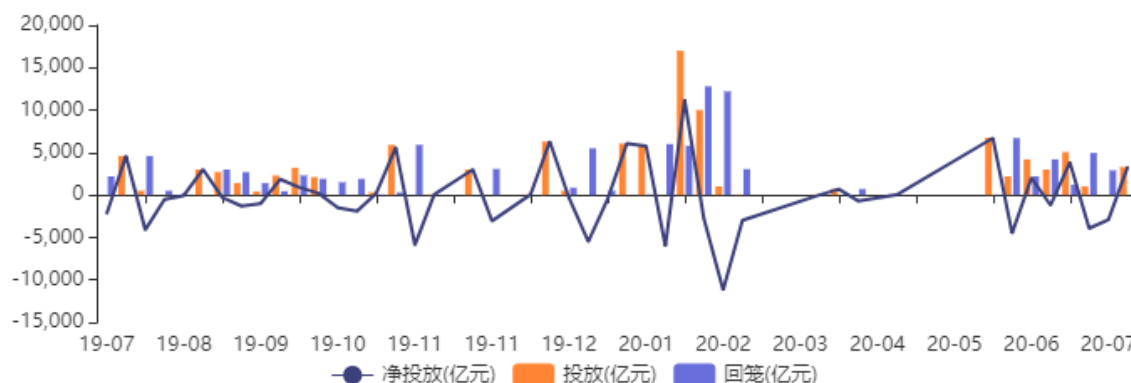
北京时间7月23日09:15,人民币中间价报6.9921,下调203点,上一交易日中间价报6.9718,在岸人民币上一交易日收报7.0059。中美关系影响人民币汇率,人民币短期回落利空指数,中美关系若进一步恶化,人民币恐仍将继续走低,但中期看,人民币仍然维持稳健走势,中国经济基本面良好,人民币难以出现大幅回落,稳健的人民币将为指数走强提供支撑。



3、货币与利率：国内央行延续宽松货币政策

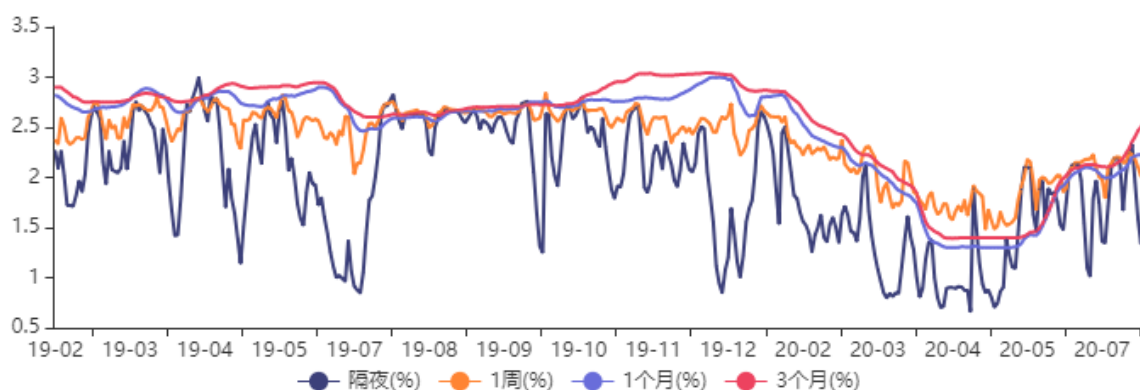
最新数据显示，上半年，社会融资规模增量累计为 20.83 万亿元，比上年同期多 6.22 万亿元；6 月末广义货币 M2 同比增长 11.1%，增速比上年同期高 2.6 个百分点；上半年人民币贷款增加 12.09 万亿元，同比多增 2.42 万亿元。从上述三组主要金融数据指标可看出，当前流动性合理充裕，上半年金融对实体经济的支持力度不断加大。在大额净投放的加持下，银行间市场隔夜资金价格大幅走低。7 月以来央行的货币政策操作未进一步使用降准降息等操作，主要是通过公开市场操作、MLF 等进行流动性调节。整体公开市场操作仍然维持净投放的格局。银行间资金利率也维持较低水平，显示市场资金面依然较为充裕。

央行公开市场操作



数据来源: Wind

SHIBOR走势



数据来源: Wind

4、上证 50 估值水平回升至短期高位，有回调可能

短期股指的大幅上行带动市场整体的估值水平出现回升，上证 50 市盈率到达近 2 年高位，但相较于历史估值水平来看，依然处于中间位置，仍有进一步上行空间，但短期来看，较高的估值使得指数投资价值有限，估值水平短期大幅上行的空间不大。沪深 300 指数亦回到历史中间估值附近，中期看仍有向上空间，但短期进一步上行空间不大。

上证 50 市盈率		沪深 300 市盈率
当前值	11.14	14.16
危险值	11.32	13.88
机会值	8.96	10.41
分位值	78.75%	84.2%
指数点位	3291.36	4714.45
最大值	14.66	18.78
平均值	10.02	12.13
最小值	6.97	8.03

5、北向资金稳健流入

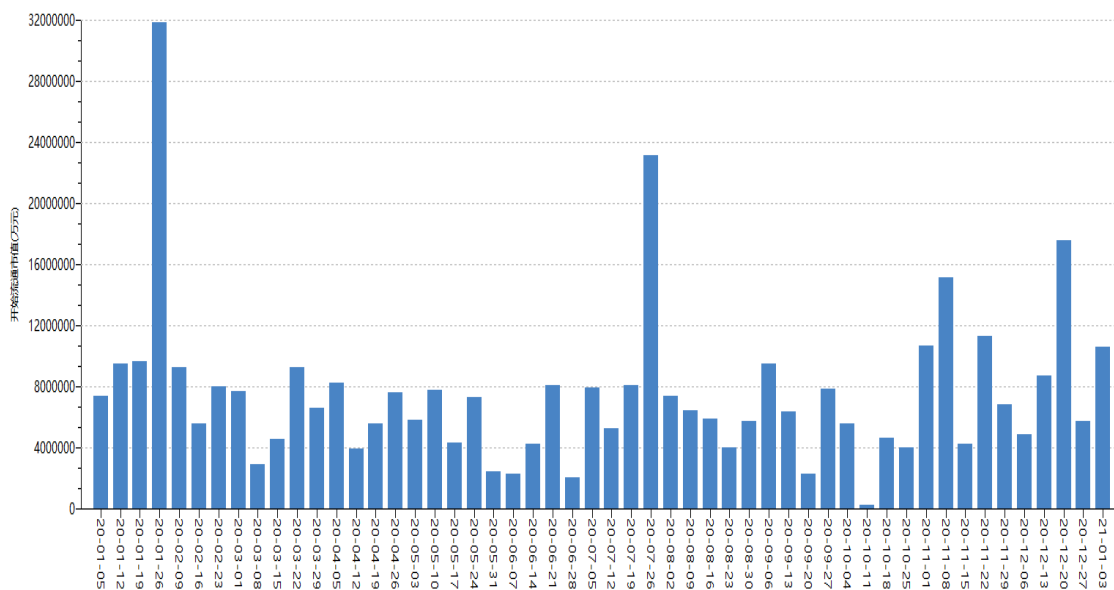
资金面流向看，截至到 7 月 23 日，北向资金本月来总体呈现流入态势，7 月合计流入 310.06 亿元，其中，沪股通流入 215.24 亿元，深股通流入 94.83 亿元。但短期中美关系紧张导致市场资金有所流出，本周北向资金呈现净流出的态势，出现 83.94 亿元净流出。短期北向资金能否继续大幅流入 A 股存在一定不确定性。需要继续观察。

7 月单月解禁将达到年度高位，短期对 A 股走势构成了一定冲击，但从目前的指数走势情况来看，解禁股压力对于股市影响有限，随着 7 月解禁股高峰过去，8 月指数有望进一步上行，从未来一段时间解禁规模来看，11—12 月解禁股规模将再次攀升，下半年股市仍需关注解禁股增加对于市场的影响。

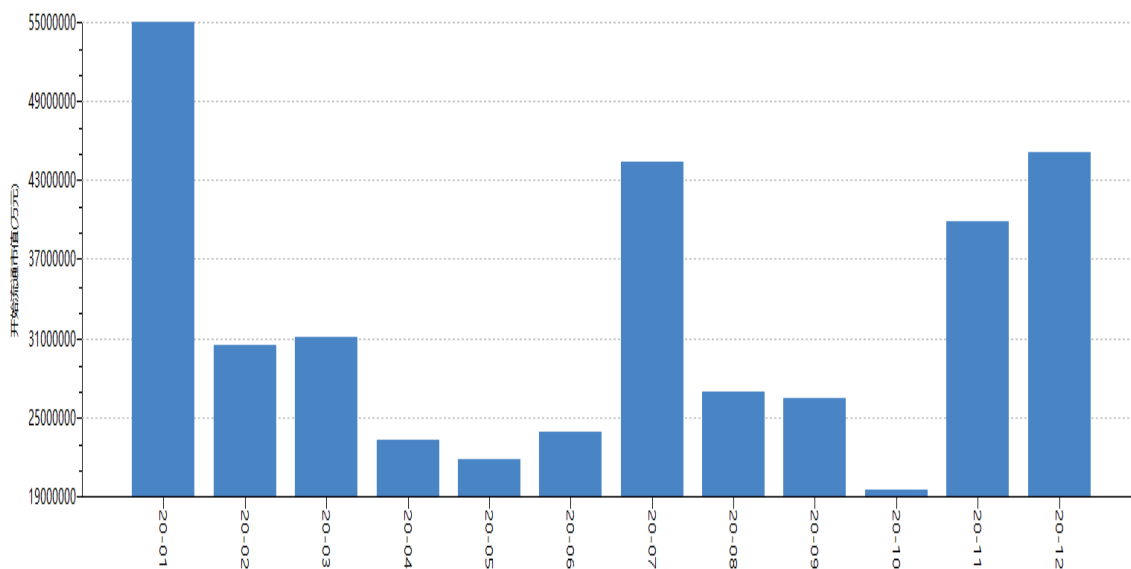
图：北向资金流入趋势



图：2020 年解禁市值（周）



图：2020 年解禁市值（月）



6、结论：股市短期牛市格局形成

市场本轮大涨直接诱因在于上周五7月3日，证金公司证券公司转融通业务取消保证金提取比例限制，这直接缓解了证券公司开展两融业务时资金和证券来源的压力，扩大市场上融资融券余额的规模，对于提升券商盈利水平，满足投资者多方面的需求具有正面影响，券商板块因此收益。银行板块亦因前期银行获取券商牌照及资质等利好大涨。此外，资金面总体宽松及A股处于估值历史低位区间亦是股指大幅上涨的重要因素。股市牛市格局基本形成。

三、技术面：指数短期横盘整理，中期仍有望走强

2020年7月初，股市出现连续上涨，突破4400高位，短期来看，沪深300已经突破压力区，3900上方为今年1月的筹码密集区，后市将成为重要支撑，短期仍需要关注股市回调幅度，若回调后站稳4000点上方，后市有望继续上涨。



四、期权成交及持仓分析

截止至2020年7月22日，50ETF期权合约总成交3069269张，较上一交易日增减1135527张，总持仓2763040张，较上一交易日增减15185张，成交持仓比59.4%。期权成交量认沽认购比0.6396，持仓量认沽认购比1.0323。

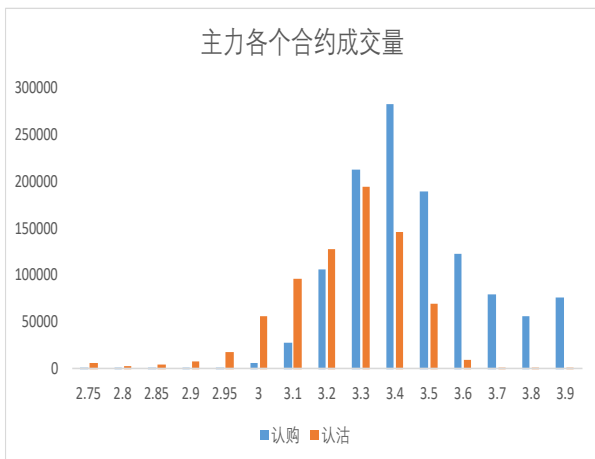
中金所股指期货总成交量为102148万手，较上一交易日增减47424张，持仓量为102642万手，较上一交易日增减1539张，期权成交量认沽认购比0.5914，持仓量认沽认购比0.9538。

上交所沪深300ETF期权成交量2983533万手，较上一交易日增减1078539张，总持仓量为2003673万手。较上一交易日增减122212张。期权成交量认沽认购比0.6362，持仓量认沽认购比1.1900。

深交所沪深300ETF期权成交量475251万手，较上一交易日增减127390手，持仓量为531207万手，较上一交易日增减13107手。期权成交量认沽认购比0.6893，持仓量认沽认购比1.3654。

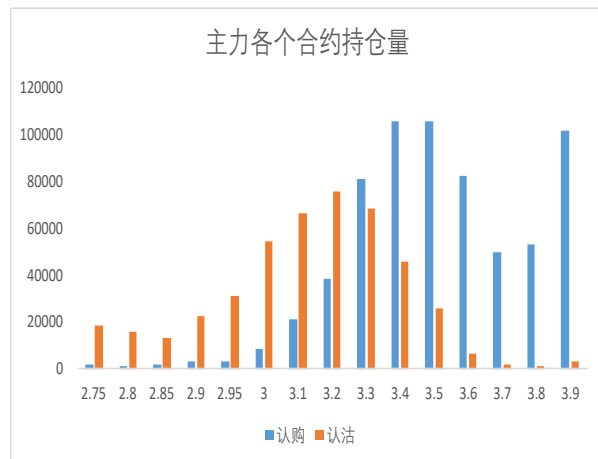
1、50ETF 成交及持仓情况

2020/7/22	日均成交量	变化	日均持仓量	变化	成交量PCR	持仓量PCR
认购	1809640	70325	1428619	94885		
认沽	1385435	335250	1370551	-184559		
50ETF期权	3195075	405575	2799169	-89674	0.7656	0.9594



图：主力各合约成交量

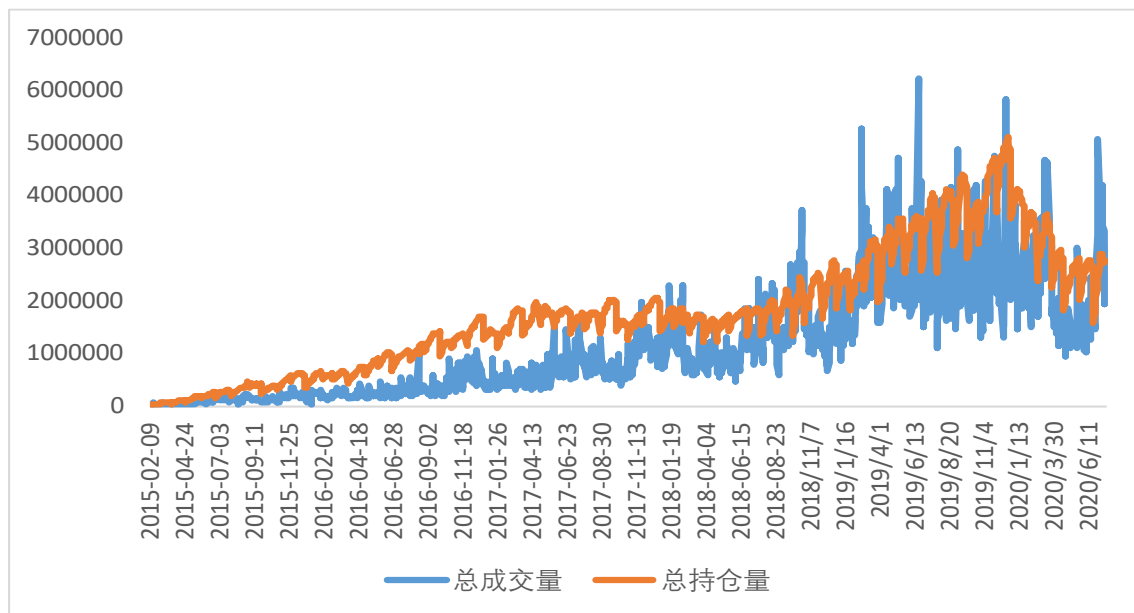
资料来源：Wind，方正中期期货



图：主力各合约持仓量

资料来源：Wind，方正中期期货

图：50ETF 期权成交数据统计



资料来源：Wind，方正中期期货

表：50ETF 期权成交及持仓前十合约及风险值

期权代码	成交量	delta	gamma	vega	theta	rho
50ETF购8月3.40	283415	0.4287	1.4820	0.0041	-0.5726	0.0013
50ETF购2020年7月3.30	246321	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
50ETF购2020年7月3.40	242831	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
50ETF购8月3.30	212989	0.5777	1.4775	0.0040	-0.5811	0.0017
50ETF沽8月3.30	195703	-0.4223	1.4775	0.0040	-0.5068	-0.0014
50ETF购8月3.50	189940	0.2930	1.2985	0.0036	-0.4960	0.0009
50ETF沽2020年7月3.40	167636	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
50ETF沽8月3.40	145783	-0.5713	1.4820	0.0041	-0.4961	-0.0020
50ETF沽8月3.20	128442	-0.2798	1.2705	0.0035	-0.4427	-0.0009
期权代码	持仓量	delta	gamma	vega	theta	rho
50ETF购8月3.40	106153	0.4287	1.4820	0.0041	-0.5726	0.0013
50ETF购8月3.50	106148	0.2930	1.2985	0.0036	-0.4960	0.0009
50ETF购8月3.90	102357	0.0283	0.2446	0.0007	-0.0915	0.0001
50ETF购2020年7月3.90	85095	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
50ETF购8月3.60	82624	0.1843	1.0052	0.0027	-0.3810	0.0006
50ETF购8月3.30	81652	0.5777	1.4775	0.0040	-0.5811	0.0017
50ETF沽8月3.20	76213	-0.2798	1.2705	0.0035	-0.4427	-0.0009
50ETF购2020年7月3.50	74189	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
50ETF购2020年7月3.60	72987	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
50ETF购2020年7月3.40	69459	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

资料来源: Wind, 方正中期期货

2、300ETF 成交及持仓情况

2020/7/22	成交量	变化	持仓量	变化	成交量PCR	持仓量PCR
认购	1823481	674334	914916	-14065		
认沽	1160052	404205	1088757	34623		
300ETF期权	2983533	1078539	2003673	20558	0.6362	1.1900

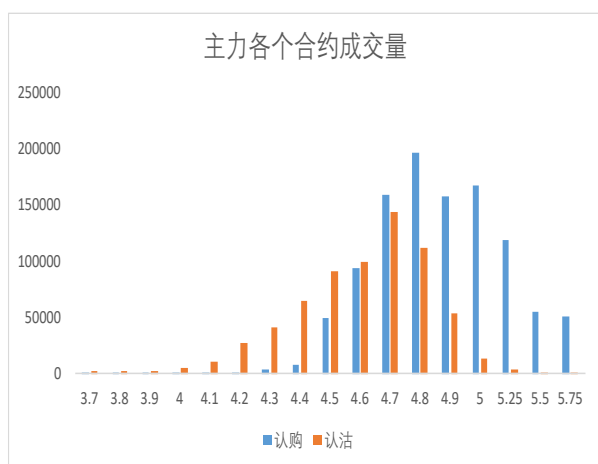


图: 300ETF (510300) 主力各合约成交量

资料来源: Wind, 方正中期期货

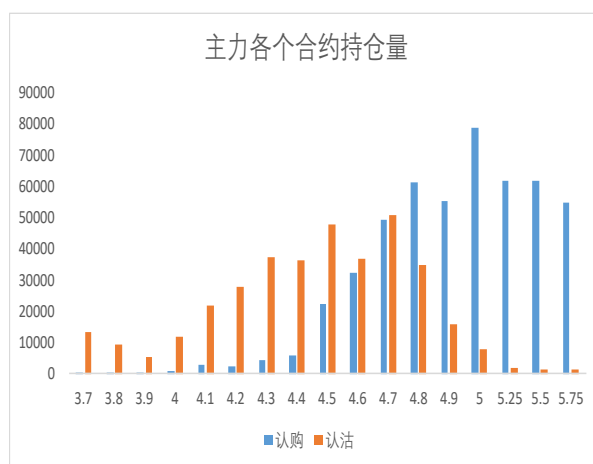


图: 300ETF (510300) 主力各合约持仓量

资料来源: Wind, 方正中期期货

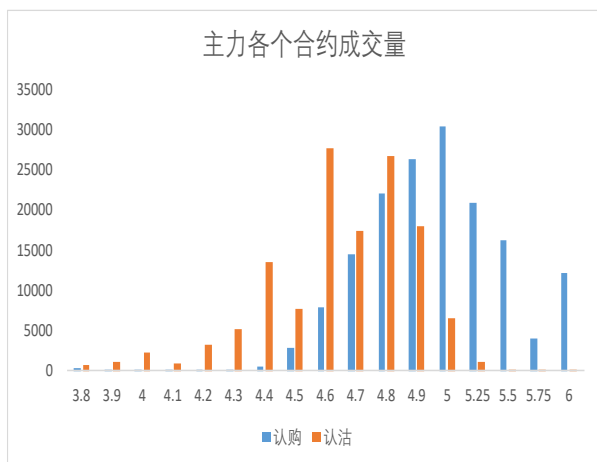
表：300ETF(510300)期权成交及持仓前十合约及风险值

期权代码	成交量	delta	gamma	vega	theta	rho
300ETF购2020年7月4	304081	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
沪300ETF购8月4.80	197124	0.5174	1.1265	0.0059	-0.7880	0.0022
300ETF沽2020年7月4	194932	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
沪300ETF购8月5.00	167937	0.3053	0.9904	0.0052	-0.6780	0.0013
300ETF购2020年7月4	161576	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
沪300ETF购8月4.70	160292	0.6288	1.0682	0.0056	-0.7608	0.0027
沪300ETF购8月4.90	158281	0.4069	1.0967	0.0058	-0.7576	0.0018
沪300ETF沽8月4.70	144263	-0.3712	1.0682	0.0056	-0.6550	-0.0018
沪300ETF购8月5.25	119180	0.1210	0.5686	0.0030	-0.3838	0.0005
期权代码	持仓量	delta	gamma	vega	theta	rho
沪300ETF购8月5.00	79165	0.3053	0.9904	0.0052	-0.6780	0.0013
沪300ETF购8月5.50	62172	0.0359	0.2231	0.0012	-0.1494	0.0002
沪300ETF购8月5.25	61879	0.1210	0.5686	0.0030	-0.3838	0.0005
沪300ETF购8月4.80	61649	0.5174	1.1265	0.0059	-0.7880	0.0022
沪300ETF购8月4.90	55789	0.4069	1.0967	0.0058	-0.7576	0.0018
沪300ETF购8月5.75	54829	0.0081	0.0630	0.0003	-0.0420	0.0000
沪300ETF沽8月4.70	50940	-0.3712	1.0682	0.0056	-0.6550	-0.0018
沪300ETF购8月4.70	49627	0.6288	1.0682	0.0056	-0.7608	0.0027
沪300ETF沽8月4.50	47820	-0.1794	0.7400	0.0039	-0.4629	-0.0009
300ETF购2020年7月5	47111	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

资料来源：Wind，方正中期期货

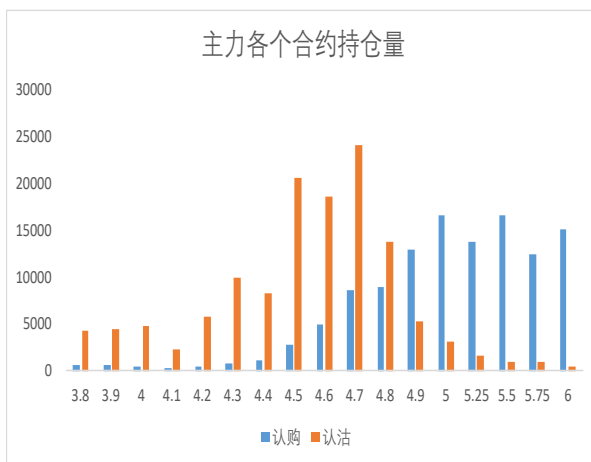
表：深市 159919 沪深 300 期权成交持仓变化

2020/7/22	成交量	变化	持仓量	变化	成交量PCR	持仓量PCR
认购	281327	68319	224576	670		
认沽	193924	59071	306631	12437		
300ETF期权	475251	127390	531207	13107	0.6893	1.3654



图：300ETF(159919)主力各合约成交量

资料来源：Wind，方正中期期货



图：300ETF(159919)主力各合约持仓量

资料来源：Wind，方正中期期货

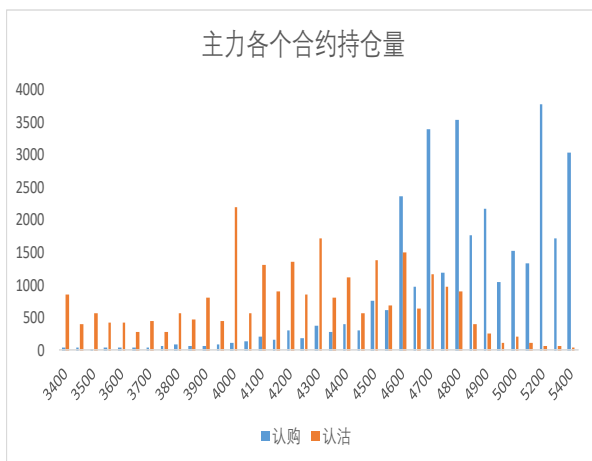
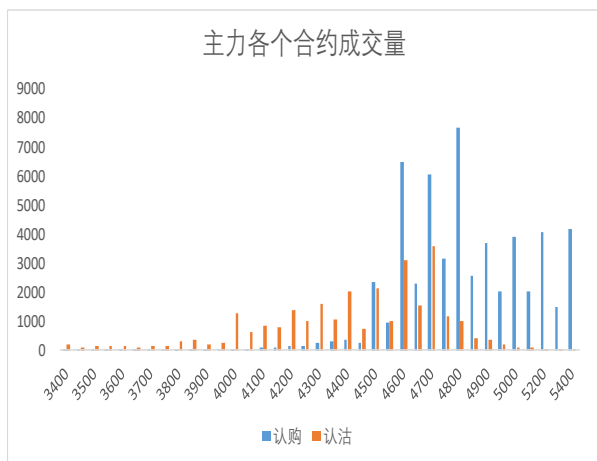
表：300ETF(159919)期权成交及持仓前十合约及风险值

期权代码	成交量	delta	gamma	vega	theta	rho
300ETF购2020年7月4	51533	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
深300ETF购8月5.00	30609	0.3639	1.0397	0.0056	-0.7449	0.0016
300ETF沽2020年7月4	29058	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
深300ETF沽8月4.60	27725	-0.2203	0.8205	0.0044	-0.5329	-0.0011
深300ETF沽8月4.80	26847	-0.4208	1.0828	0.0059	-0.6878	-0.0021
深300ETF购8月4.90	26372	0.4693	1.1014	0.0060	-0.7975	0.0021
300ETF沽2020年7月4	23101	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
深300ETF购8月4.80	22124	0.5792	1.0828	0.0059	-0.7958	0.0025
深300ETF购8月5.25	20956	0.1579	0.6679	0.0036	-0.4709	0.0007
期权代码	持仓量	delta	gamma	vega	theta	rho
深300ETF沽8月4.70	24133	-0.3147	0.9833	0.0053	-0.6326	-0.0015
深300ETF沽8月4.50	20724	-0.1432	0.6257	0.0034	-0.4093	-0.0007
深300ETF沽8月4.60	18662	-0.2203	0.8205	0.0044	-0.5329	-0.0011
深300ETF购8月5.00	16644	0.3639	1.0397	0.0056	-0.7449	0.0016
深300ETF购8月5.50	16605	0.0518	0.2938	0.0016	-0.2053	0.0002
深300ETF购8月6.00	15112	0.0026	0.0222	0.0001	-0.0154	0.0000
深300ETF沽9月3.30	14400	0.0000	0.0004	0.0000	-0.0002	0.0000
深300ETF购8月5.25	13922	0.1579	0.6679	0.0036	-0.4709	0.0007
深300ETF沽8月4.80	13789	-0.4208	1.0828	0.0059	-0.6878	-0.0021
深300ETF购8月4.90	12940	0.4693	1.1014	0.0060	-0.7975	0.0021

3、沪深 300 股指期权成交及持仓情况

表：中金所沪深 300 股指期权成交持仓

2020/7/22	成交量	变化	持仓量	变化	成交量PCR	持仓量PCR
认购	64189	29574	52535	-1535		
认沽	37959	17850	50107	3074		
HS300股指期权	102148	47424	102642	1539	0.5914	0.9538



表：中金所沪深 300 股指期权成交及持仓前十合约及风险值

期权代码	成交量	delta	gamma	vega	theta	rho
沪深300指数期权2008C4800	7702	0.4118	0.0013	5.2597	-748.91	1.5252
沪深300指数期权2008C4600	6527	0.6732	0.0012	4.8754	-722.71	2.4532
沪深300指数期权2008C4700	6079	0.5435	0.0013	5.3599	-775.37	1.9987
沪深300指数期权2008C5400	4225	0.0187	0.0002	0.6172	-84.91	0.0707
沪深300指数期权2008C5200	4069	0.0686	0.0004	1.7865	-247.26	0.2585
沪深300指数期权2008C5000	3929	0.1929	0.0009	3.7018	-517.45	0.7220
沪深300指数期权2008C4900	3741	0.2917	0.0011	4.6392	-653.47	1.0868
沪深300指数期权2008P4700	3624	-0.4565	0.0013	5.3599	-669.58	-1.8572
沪深300指数期权2008C4750	3152	0.4770	0.0013	5.3831	-771.96	1.7608
期权代码	持仓量	delta	gamma	vega	theta	rho
沪深300指数期权2008C5200	3785	0.0686	0.0004	1.7865	-247.26	0.2585
沪深300指数期权2008C4800	3544	0.4118	0.0013	5.2597	-748.91	1.5252
沪深300指数期权2008C4700	3401	0.5435	0.0013	5.3599	-775.37	1.9987
沪深300指数期权2008C5400	3042	0.0187	0.0002	0.6172	-84.91	0.0707
沪深300指数期权2008C4600	2367	0.6732	0.0012	4.8754	-722.71	2.4532
沪深300指数期权2008P4000	2196	-0.0040	0.0000	0.1589	-20.93	-0.0157
沪深300指数期权2008C4900	2193	0.2917	0.0011	4.6392	-653.47	1.0868
沪深300指数期权2008C4850	1783	0.3496	0.0012	5.0040	-708.32	1.2987
沪深300指数期权2008C5300	1738	0.0370	0.0003	1.0922	-150.65	0.1397
沪深300指数期权2008P4300	1726	-0.0651	0.0004	1.7156	-223.5178	-0.2594

五、波动率分析

截止至2020年7月22日，50ETF标的10日、30日、60日和90日历史波动率分别为25.31%、18.64%、15.27%和17.12%。50ETF期权隐含波动率指数为25.07%。

上交所沪深300ETF（510300）期权10日、30日、60日和90日历史波动率分别为27.44%、20.25%、16.50%和18.90%。期权隐含波动率指数为25.80%。

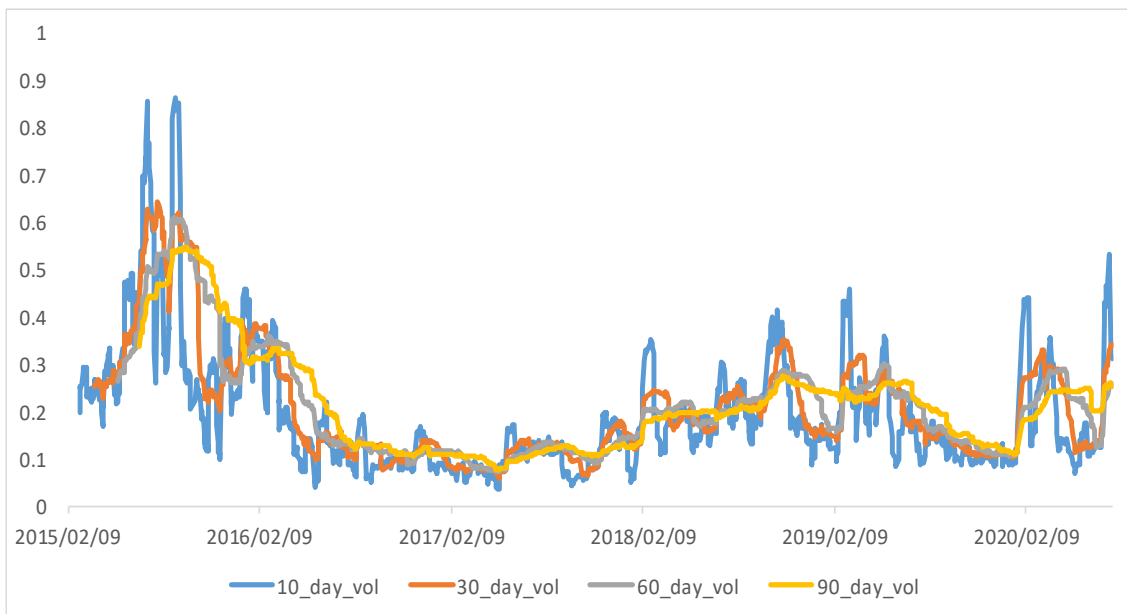
深交所沪深300ETF（159919）期权10日、30日、60日和90日历史波动率分别为27.54%、19.22%、15.86%和19.02%。期权隐含波动率指数为26.33%。

中金所股指期货10日、30日、60日和90日历史波动率分别为25.27%、17.91%、14.99%和17.18%。期权隐含波动率指数为26.32%。

1、50ETF 期权波动率

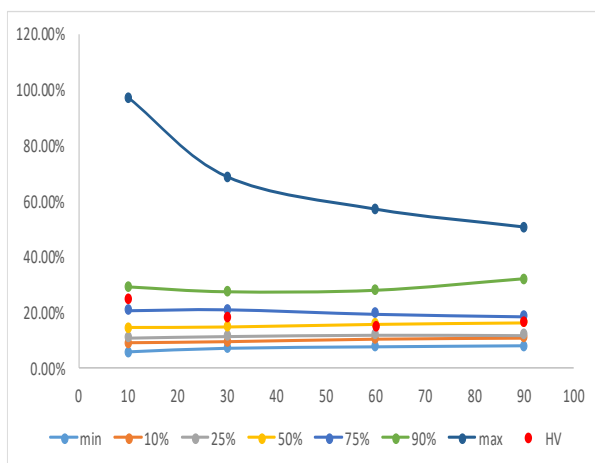
图：50ETF 期权波动率数据一览

图:50ETF 期权历史波动率

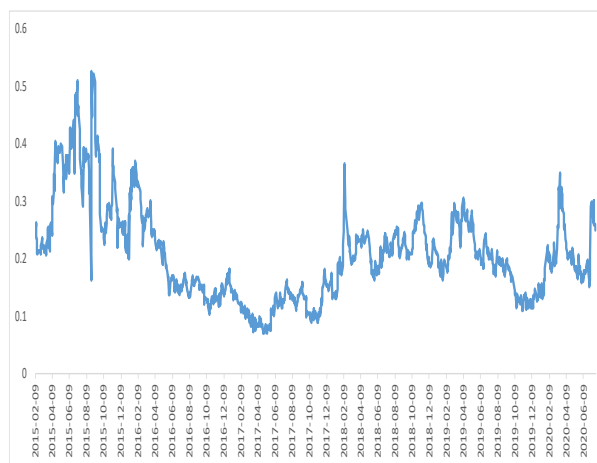


图：50ETF 期权历史波动率锥

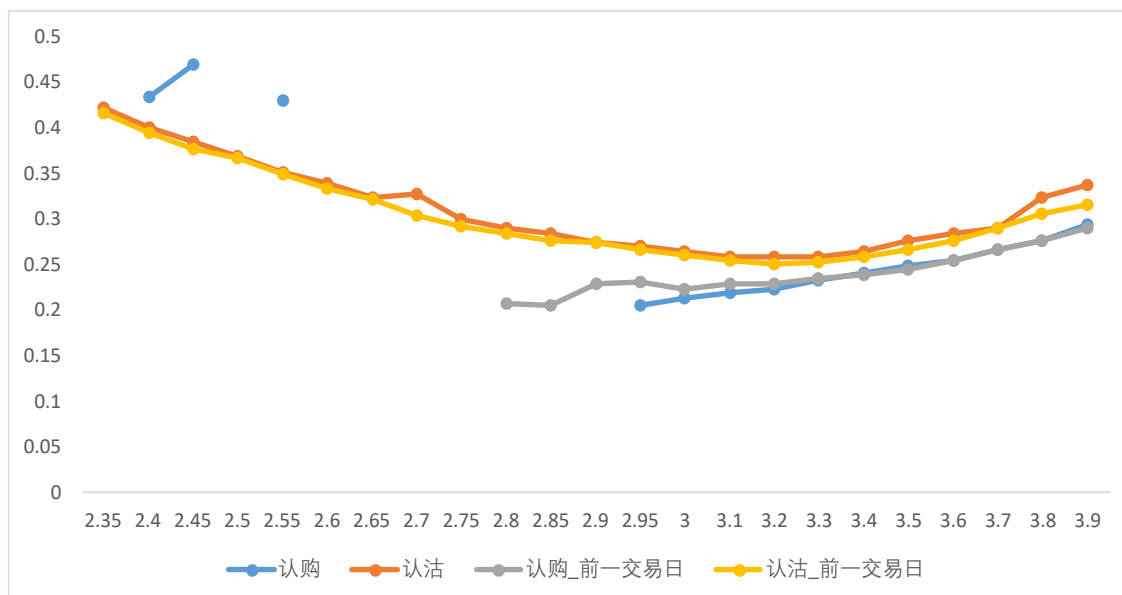
图：50ETF 期权综合波动率指数



图：50ETF 期权近月合约隐含波动率微笑曲线



图：50ETF 期权次月合约隐含波动率微笑曲线



资料来源: Wind, 方正中期期货

2、300ETF 期权波动率

图:300ETF (510300) 历史波动率

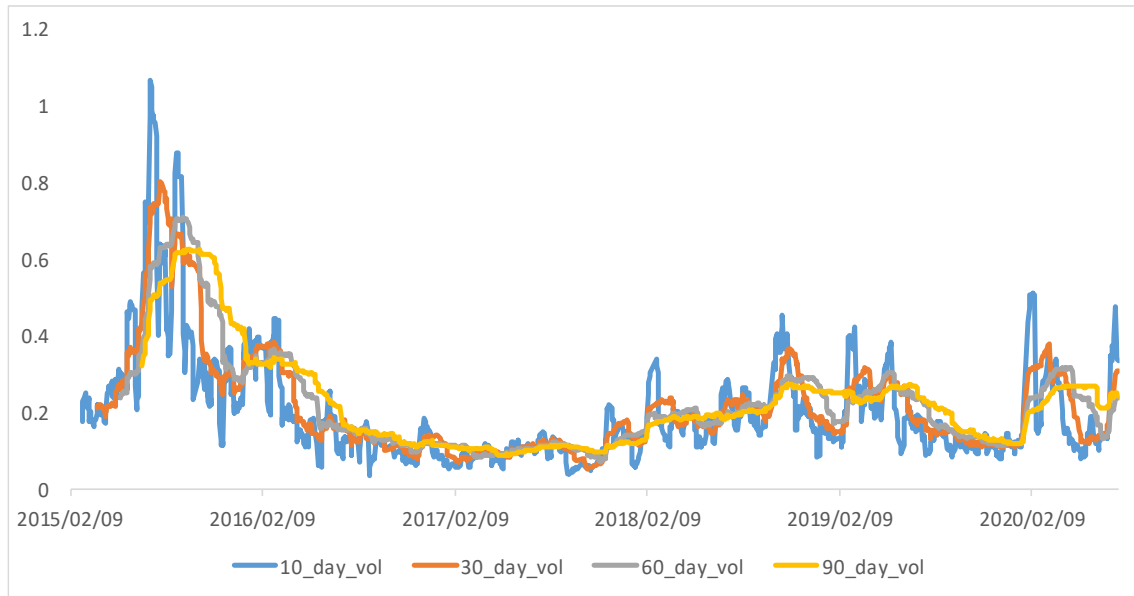


图:300ETF (510300) 历史波动率锥

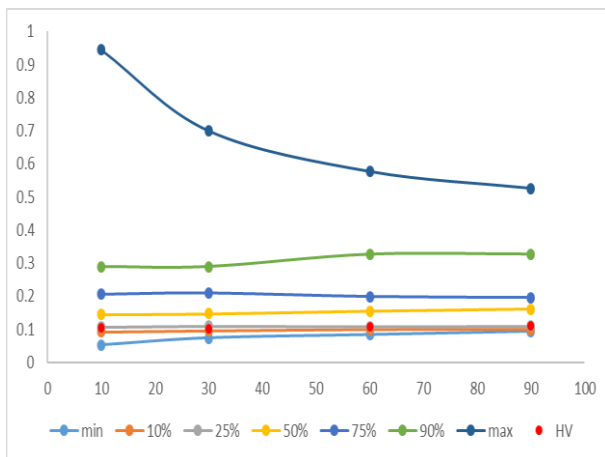


图: 300ETF (510300) 隐含波动率指数



图: 300ETF (510300) 近月合约隐含波动率微笑曲线 图: 300ETF (510300) 次月合约隐含波动率微笑曲线

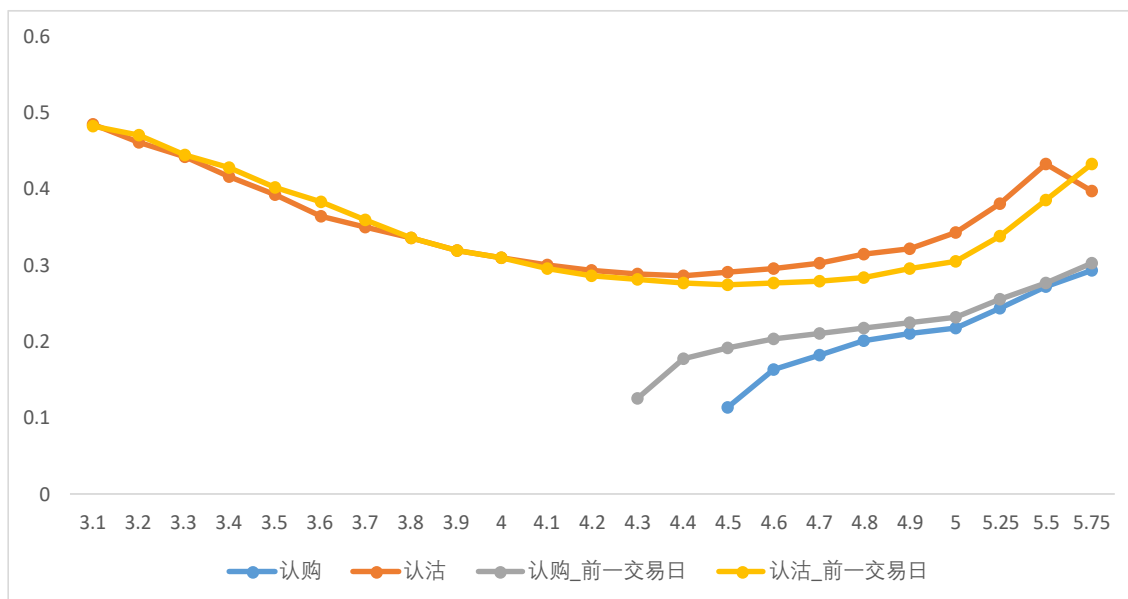


图:300ETF (159919) 历史波动率

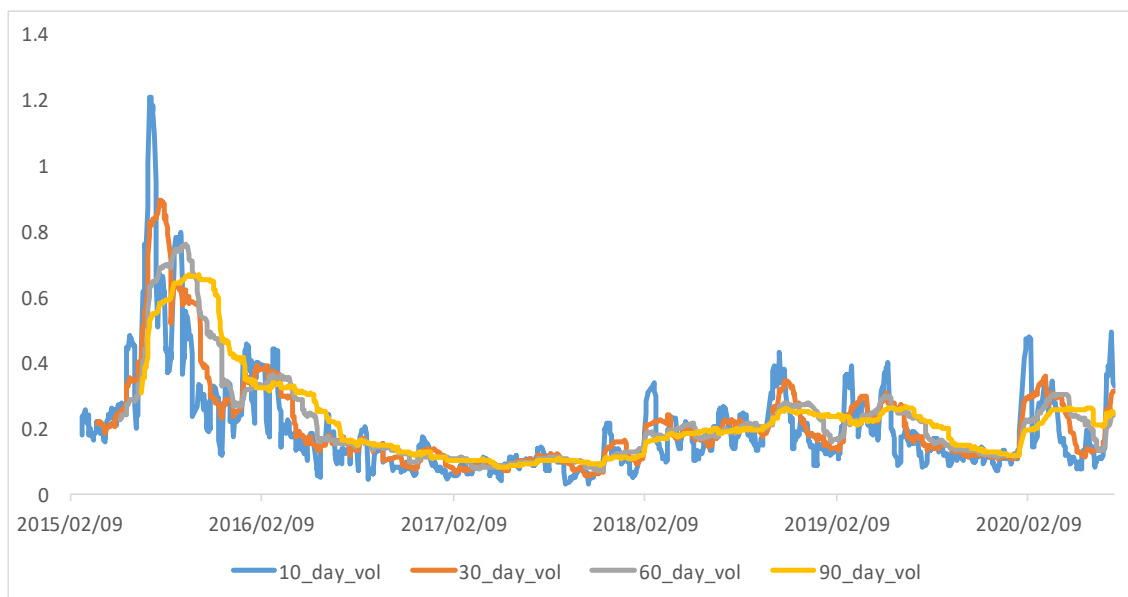
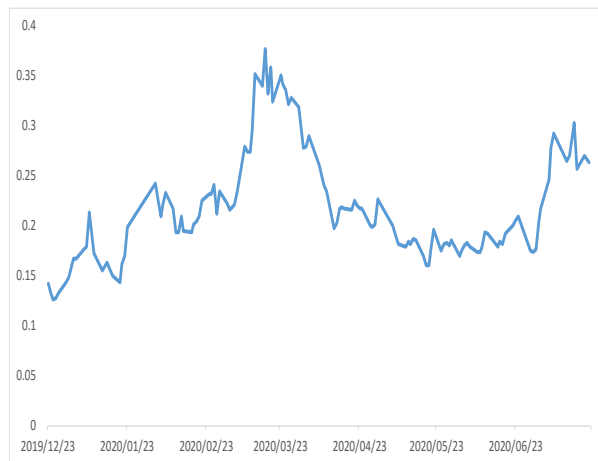
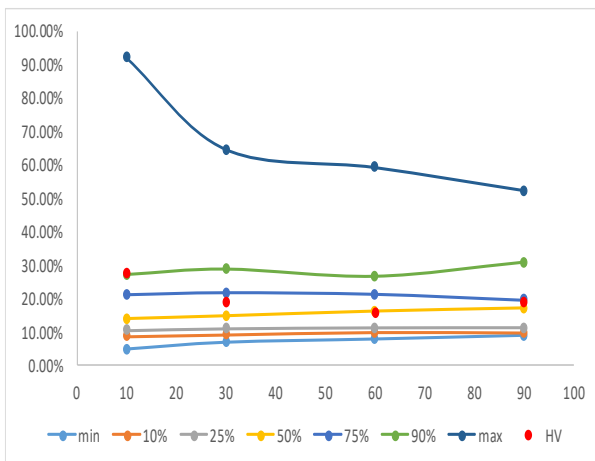
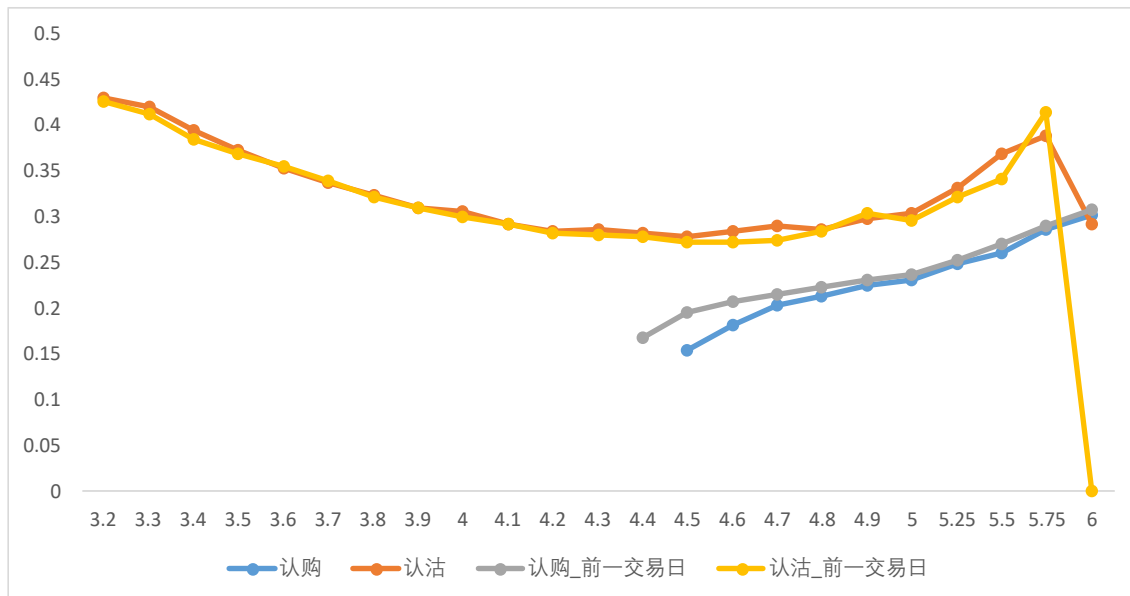


图:300ETF (159919) 历史波动率锥

图: 300ETF (159919) 隐含波动率指数



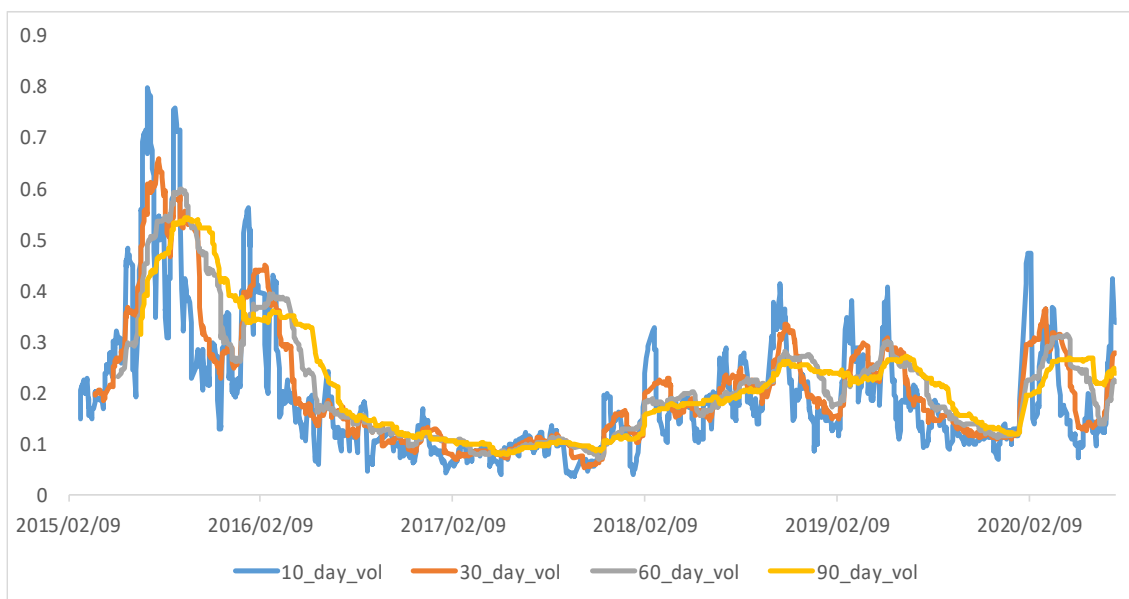
图：300ETF (159919) 近月合约隐含波动率微笑曲线 图：300ETF (159919) 次月合约隐含波动率微笑曲线



资料来源：Wind，方正中期期货

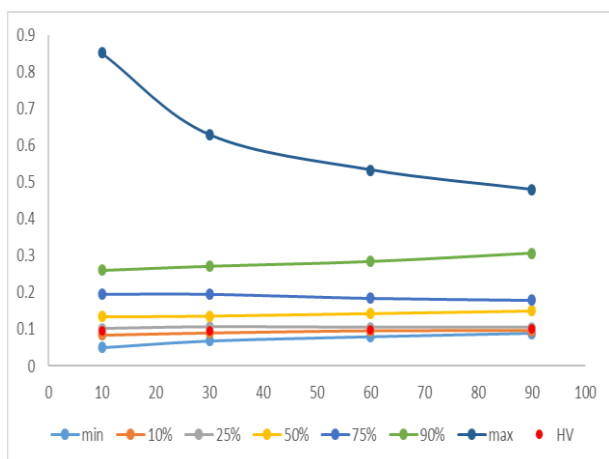
3、沪深 300 股指期权波动率

图：沪深 300 股指期权历史波动率



图：沪深 300 股指期权历史波动率锥

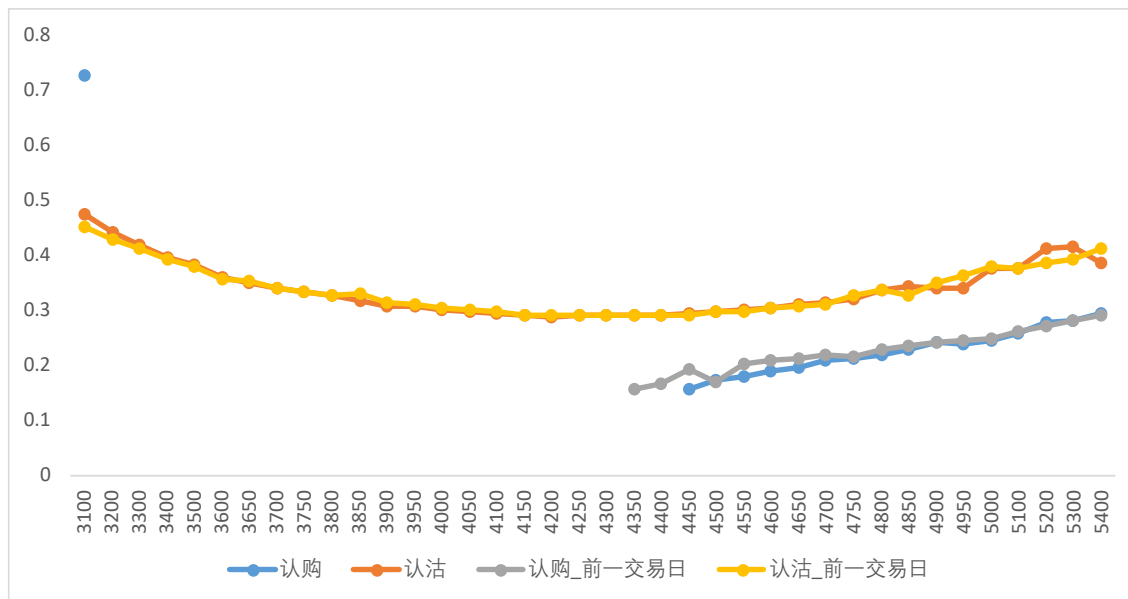
图：沪深 300 股指期权隐含波动率指数



图：股指期权近月合约隐含波动率微笑曲线



图：股指期权次月合约隐含波动率微笑曲线



资料来源: Wind, 方正中期期货

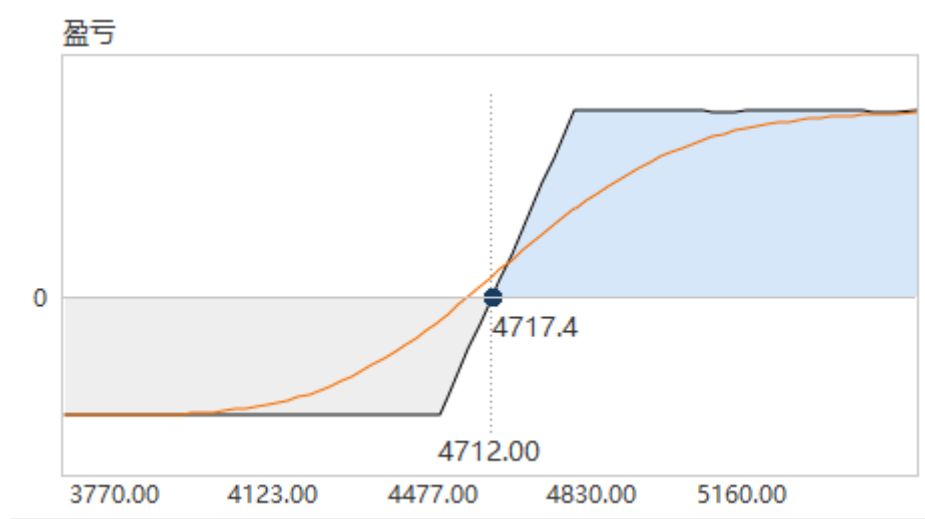
六、策略推荐

股指期权策略：买入牛市价差

买卖	名称	手数	价格类型	价格	买价	卖价	HV60	IV
买	沪深300指数期权2008C4600	1	卖价	186.4	185.8	186.4	22.21%	21.76%
卖	沪深300指数期权2008C4900	1	买价	69.0	69.0	70.4	22.21%	25.76%

最大收益: 18,260.00 最大亏损: -11,740.00 区间最大收益: 18,260.00 区间最大亏损: -11,740.00

总Delta: 37.9348 总Gamma: 0.0065 总Vega: 26.3891 总Theta: -19.9411

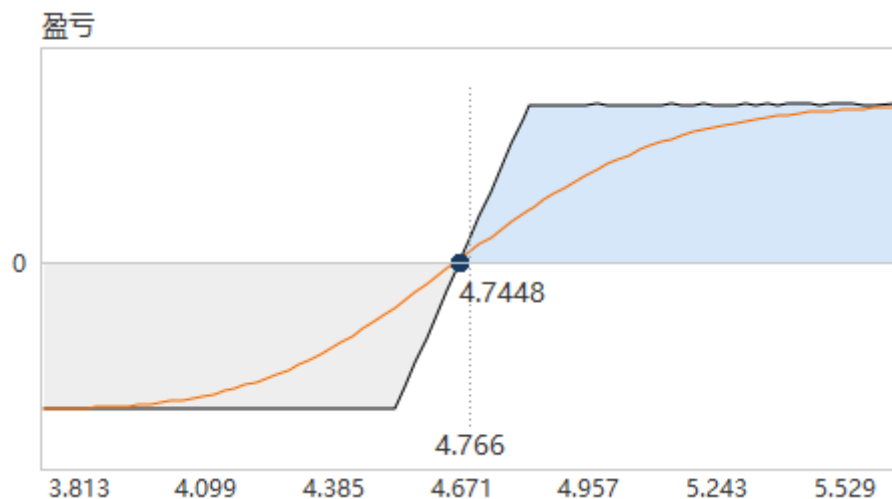


50ETF及沪深300ETF期权策略：买入牛市价差

买卖	名称	手数	价格类型	价格	买价	卖价	HV60	IV
买	沪300ETF购8月4.60	1	卖价	0.2380	0.2371	0.2380	24.09%	22.72%
卖	沪300ETF购8月4.90	1	买价	0.0932	0.0932	0.0933	24.09%	24.62%

最大收益: 1,552.00 最大亏损: -1,448.00 区间最大收益: 1,552.00 区间最大亏损: -1,448.00

总Delta: 3,264.8460 总Gamma: -1,022.1784 总Vega: -5.3533 总Theta: 0.9764

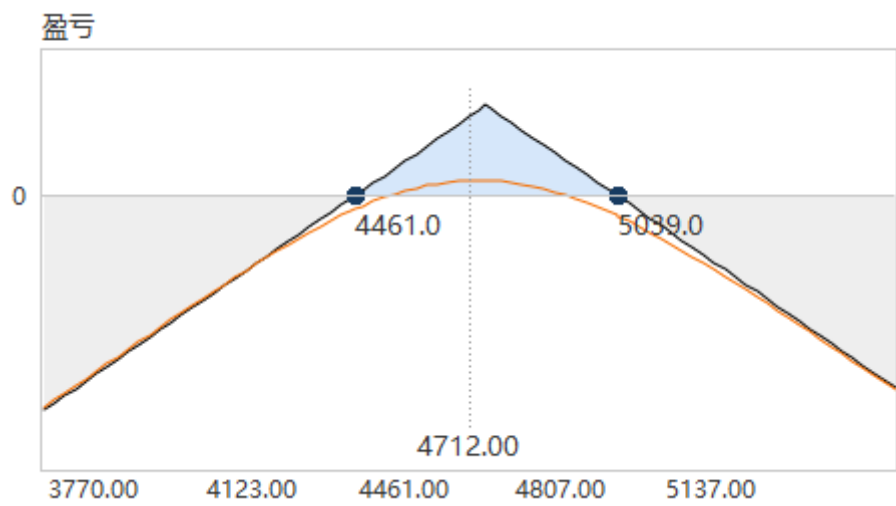


做空波动率策略：卖出宽跨式策略

买卖	名称	手数	价格类型	价格	买价	卖价	HV60	IV
卖	沪深300指数期权2008C4750	1	买价	113.2	113.2	115.0	22.21%	23.68%
卖	沪深300指数期权2008P4750	1	买价	175.8	175.8	179.8	22.21%	30.16%

最大收益: 28,900.00 最大亏损: $-\infty$ 区间最大收益: 28,900.00 区间最大亏损: -69,104.80

总Delta: 5.0831 总Gamma: -0.2651 总Vega: -1,075.7654 总Theta: 395.5838



行方正以致远

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

行情预测说明:

涨：当周收盘价>上周收盘价；

跌：当周收盘价<上周收盘价；

震荡：（当周收盘价-上周收盘价）/上周收盘价的绝对值在 0.5%以内；

联系方式:

方正中期期货研究院

地址：北京市西城区展览路 48 号新联写字楼 4 楼

北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层

电话：010-85881117

传真：010-64636998
