

# 牛年有牛市 波动率机会多

## ——2020 市场回顾与 2021 年行情展望

方正中期期货研究院 彭博

### ➤ 摘要

- 2020 年的股市行情受到不确定因素扰动较大，年初受到疫情影响，股市出现大跌，指数大幅回落，但随着春节过后疫情得到控制，经济活动复苏，股市从底部启动上行走势，在 7 月初大幅飙涨，创下 2015 年以来新高。
- 本轮行情最重要的启动因素是低估值、资金面宽松及人民币升值，从年初，上证 50 估值水平一度回落从 10 附近回落至 8.62，沪深 300 指数从 12 附近回落至 11 附近。较低的估值叠加疫情的缓和，估值修复的大幅反弹行情启动。上证 50 指数从 3 月开始震荡上行，一直上涨至 12 月初。整体涨幅达到 16%，沪深 300 从年初到 12 月初涨幅达到 22.03%。
- 除了估值以外，资金面总体宽松及人民币汇率升值导致的外资流入亦是股市出现上行的重要因素。由于中国疫情恢复得最快，经济快速复苏，导致中国经济增长率领先全球。全球资本

加速流入大中华区。人民币持续走高，离岸人民币价格从年初从 6.8 升值至 6.5 附近。人民币升值使得 A 股底部更加坚实，亦加速了外资的流入。从北向资金走向看，全年仍然维持加速净流入的态势。

- 从中期的趋势看，美元在 2021 年料仍将维持贬值的态势，人民币升值有望加速，股市料仍将受到支撑。此外，资金面宽松料仍将在 2021 年维持，目前经济复苏的基础仍然薄弱，部分地区债务问题仍旧突出，央行货币政策预计仍将维持稳健偏宽松的格局，这都将使得股市总体偏强。不过我们也要看到，上证 50 及沪深 300 估值已经升至相对的高位，高估值将对股市上行速度及空间构成一定压力。
- 从技术上看，上证 50 及沪深 300 指数技术上已经出现震荡走牛趋势，2021 年在疫苗推出后，全球经济有望进一步复苏，此外，宽松的货币政策料将持续，支撑股市上行。我们预计 2021 年指数整体仍将呈现牛市的走势，在疫苗大范围推广接种后，经济复苏有望加速，指数亦将有望出现加速上行的牛市走势。
- 从期权波动率来看，虽然年初由于疫情影响，波动率有所走高，但全年多数时间，指数震荡走牛带来的低波动是 2020 年的整体特征，展望 2021 年，我们预计指数波动率仍将总体维持低位。难以出现暴涨暴跌行情。期权上应采取合理的策略如卖出认沽期权、卖出宽跨式走势及日历价差等策略把握低波动的行情走势。

## 目录

<b>第一部分、指数中长期走势分析及 2020 年行情总结</b>	<b>5</b>
一、指数中长期走势分析	5
二、2020 年行情总结	8
<b>第二部分、基本面分析</b>	<b>10</b>
一、2021 年中美经贸关系有望好转	10
二、美元有望跌回 87 人民币走牛存基础	12
三、货币与利率：实际利率下行 货币宽松持续	15
四、估值高位抑制指数上行走势	18
五、资金面：北向资金大幅流入 A 股趋势不改	19
<b>第三部分 技术面分析</b>	<b>23</b>
上证 50 及沪深 300 指数技术分析	23
<b>第四部分、期权成交持仓情况及波动率分析</b>	<b>25</b>
一、50ETF 期权成交持仓情况	25
二、期权波动率分析	28
<b>第五部分 2020 年期权交易机会回顾</b>	<b>32</b>
一、方向性价差策略	32
(一) 牛市价差策略	32
(二) 熊市价差策略	34
二、波动率策略	35
(一) 买入跨式策略	35

(二) 卖出宽跨式策略 .....	36
三、其他组合策略 .....	38
(一) BuyWrite 指数 .....	38
(二) PutWrite 指数 .....	39
(三) 保护性看跌策略 .....	40
(四) Collar 指数 .....	42
<b>第六部分、2021 年度展望及操作建议 .....</b>	<b>44</b>
一、2021 年度展望 .....	44
二、2021 年操作建议 .....	45

## 第一部分、指数中长期走势分析及 2020 年行情总结

### 一、指数中长期走势分析

上证 50 指数与沪深 300 指数自上市以来走出了两波大牛市行情和时间较长的盘整行情，从阶段上大致可以分为 5 个阶段，包括两轮牛市和两轮较长时间的盘整期。由于两个指数走势类似，我们取上证 50 指数来统一分析。



图 1-1 上证 50 长期走势图

资料来源：Wind，方正中期研究院整理

第 I 阶段：2005 年-2009 年。这轮牛市行情是最具有基本面支撑的行情，股权分制问题的解决，人民币升值，公司业绩的不断增长，QFII 制度等等诸多利好支撑着这轮牛市。上证指数从 998 点开始，创出 6124 点的历史最高点，涨幅 513.49%，上证 50 指数从 693.53 涨到 4772.93，涨幅 533.08%。这是中国股市到目前为止最为波澜壮阔的一轮大牛市。

第 II 阶段：2009 年-2014 年。2006-2007 年的大牛市使得上证 50 指数创下历史新高 4700 点。随后 2008 年的经济危机使得指数跌回 1700 点。这是上证 50 指数上市以来第一轮大熊市。随后指数开始了维持 5 年的盘整行情，总体围绕 2000 点附近震荡。

第 III 阶段：2014 年-2015 年。直到 2014 年随着货币宽松和杠杆资金入市，股市开始了第二轮牛市，虽然时间较短，到 2015 年 6 月股灾爆发，牛市结束。本轮牛市涨幅不及上一轮牛市，仅有 112.48% 的涨幅，但增速较为猛烈，下跌也异常迅速。随着股灾爆发，国家队入市干预，股灾也得到了平息。经过本轮的大幅上涨，上证 50 的波动区间也发生了较大改变，从 2000 点附近上升到 2500 点附近。

第 IV 阶段：2015 年-2019 年。上证 50 再一次进入盘整期。受制于 IPO 提速，人民币贬值及中美经贸冲突，上证 50 难以走强，总体维持区间震荡格局。震荡范围从 2250-3300。2019 年虽然上证 50 有所上行，但总体仍在区间范围内震荡。

第 V 阶段：2020 年至今。上证 50 指数 2020 年年初受到疫情影响短期走弱，但在疫情受控后再次强势上行。出现突破性上涨。基本面方面，中国疫情控制得力、经济快速复苏是其上涨的基本面因素。此外，人民币加速升值，外资流入使得股市受到较强支撑，上证 50 由于其较强且优质的企业基本面成为外资买入的首选。

从估值上看，目前指数处于 2015 年以来震荡区间的相对高位，2020 年以来市盈率显著回升，达到历史 90% 分位值，继续上行面临估值压力，但从长期看，优质公司的不断选入指数亦将提升指数估值空间，中长期指数震荡上行趋势不改。

可以预计，若上证 50 出现回落后，估值下调，后期仍有继续上行空间，尤其是在疫苗加速上市后，全球宏观经济将迎来快速复苏，股市在 2021 年仍将蓄势迎来新一轮上涨并有望在 2021 至 2022 年之间开始强劲的牛市征程。

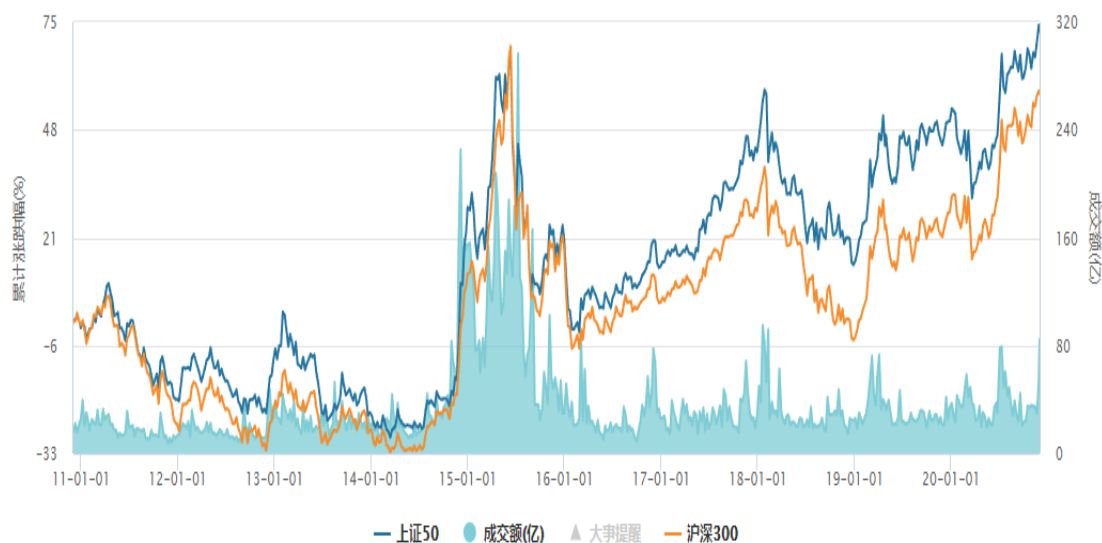


图 1-1 上证 50 及沪深 300 走势图及成交额

资料来源: Wind, 方正中期研究院整理

表 1-1 上证 50 指数及上证 50 指数业绩表现

指数回报与风险特征 (最新交易日:2020/11/30)										
	最新	本周	本月	近一月	近三月	近一年	近三年	近五年	近十年	基日以来
上证50	-0.84%	-0.84%	5.76%	5.76%	3.00%	19.85%	6.81%	8.45%	5.94%	7.86%
上证50净收益	-0.84%	-0.84%	5.80%	5.80%	3.19%	22.69%	9.57%	11.25%	8.62%	10.06%
沪深300	-0.41%	-0.41%	5.64%	5.64%	2.39%	29.56%	7.61%	7.01%	4.82%	10.88%
年化波动率										
	近三年	近五年	近十年	近三年	近五年	近十年	近三年	近五年	近十年	基日以来
上证50	21.08%	19.52%	23.20%	51.64%	49.66%	66.37%	0.37	0.46	0.32	0.38
上证50净收益	21.08%	19.52%	23.19%	--	--	--	0.50	0.61	0.43	0.47
沪深300	21.32%	19.94%	22.83%	108.86%	108.63%	123.83%	0.40	0.38	0.27	0.50

表 1-2 沪深 300 指数及沪深 300 指数业绩表现

指数回报与风险特征 (最新交易日:2020/11/30)										
	最新	本周	本月	近一月	近三月	近一年	近三年	近五年	近十年	基日以来
沪深300	-0.41%	-0.41%	5.64%	5.64%	2.39%	29.56%	7.61%	7.01%	4.82%	10.88%
沪深300全收益	-0.41%	-0.41%	5.70%	5.70%	2.54%	32.29%	10.06%	9.41%	7.10%	12.82%
沪深300	-0.41%	-0.41%	5.64%	5.64%	2.39%	29.56%	7.61%	7.01%	4.82%	10.88%
年化波动率										
	近三年	近五年	近十年	近三年	近五年	近十年	近三年	近五年	近十年	基日以来
沪深300	21.32%	19.94%	22.83%	108.86%	108.63%	123.83%	0.40	0.38	0.27	0.50
沪深300全收益	21.33%	19.94%	22.82%	108.89%	108.61%	123.82%	0.52	0.51	0.37	0.58
沪深300	21.32%	19.94%	22.83%	108.86%	108.63%	123.83%	0.40	0.38	0.27	0.50

资料来源: Wind, 方正中期研究院整理

## 二、2020 年行情总结



图 1-3 上证 50 指数走势图

资料来源：Wind，方正中期研究院整理



图 1-4 沪深 300 指数走势图

资料来源：Wind，方正中期研究院整理



2020 年的股市行情受到不确定因素扰动较大，年初受到疫情影响，股市出现大跌，指数大幅回落。但随着春节过后疫情得到控制。经济活动复苏，股市从底部启动上行走势，在 7 月初大幅飙涨，创下 2015 年以来新高。

本轮行情最重要的启动因素是低估值、资金面宽松及人民币升值。从年初，上证 50 估值水平一度从 10 附近回落至 8.62，沪深 300 指数从 12 附近回落至 11 附近。较低的估值叠加疫情的缓和，估值修复的大幅反弹行情启动。上证 50 指数从 3 月开始震荡上行，一直上涨至 12 月初。整体涨幅达到 16%，沪深 300 从年初到 12 月初涨幅达到 22.03%。

除了估值以外，资金面总体宽松及人民币汇率升值导致的外资流入亦是股市出现上行的重要因素。由于中国疫情恢复得最快，经济快速复苏，导致中国经济增长率领先全球。全球资本加速流入大中华区。人民币持续走高，离岸人民币价格从年初从 6.8 升值至 6.5 附近。人民币升值使得 A 股底部更加坚实，亦加速了外资的流入。从北向资金走向看，全年仍然维持加速净流入的态势。

从中期的基本面来看，美元在 2021 年料仍将维持贬值的态势，人民币升值有望加速，股市料仍将受到支撑。此外，资金面宽松料仍将在 2021 年维持，目前经济复苏的基础仍然薄弱，部分地区债务问题仍旧突出，央行货币政策预计仍将维持稳健偏宽松的格局。这都将使得股市总体偏强。不过我们也要看到，上证 50 及沪深 300 估值已经升至相对的高位，高估值将对股市上行速度及空间构成一定压力。

从趋势上看，上证 50 及沪深 300 指数技术上已经出现震荡走牛趋势，2021 年在疫苗推出后，全球经济有望进一步复苏，此外，宽松的货币政策料将持续，支撑股市上行。我们预计 2021 年下半年开始，股市将有望出现加速上行的牛市走势。

## 第二部分、基本面分析

### 一、2021 年中美经贸关系有望好转

在美国打压中国贸易将近 2 年后，中国的出口额不降反增，对东盟出口量大幅增长，贸易争端并未使得中国的出口额大幅减弱，反而使得出口量稳中走强。

从最新的出口数据来看，中国 10 月出口金额同比增长 11.4%，达到 2371.83 亿美元。从数据上看，出口金额及同比增速继续保持稳定增长，并未出现下降，这意味着在美国的贸易打压下，中国出口贸易总体依然较为强健。

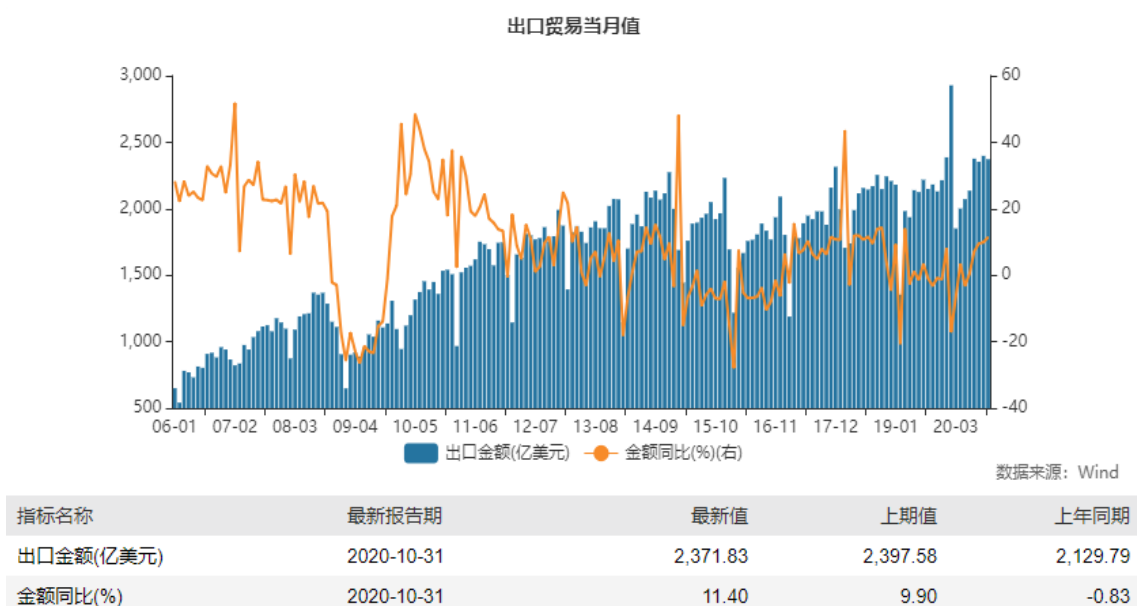


图 2-1 中国出口贸易当月值

资料来源: Wind, 方正中期研究院整理

从最新的中国集装箱运价指数来看，中国集装箱运价指数从 2020 年年中开始出现大幅上涨，幅度在 30%以上。对美贸易即美西航线集装箱运价指数亦在 2020 年出现大幅回升，甚至出现一柜难求的局面。美国打压中国出口及贸易的战略基本落空。



图 2-2 中国集装箱运价指数

资料来源：Wind，方正中期研究院整理

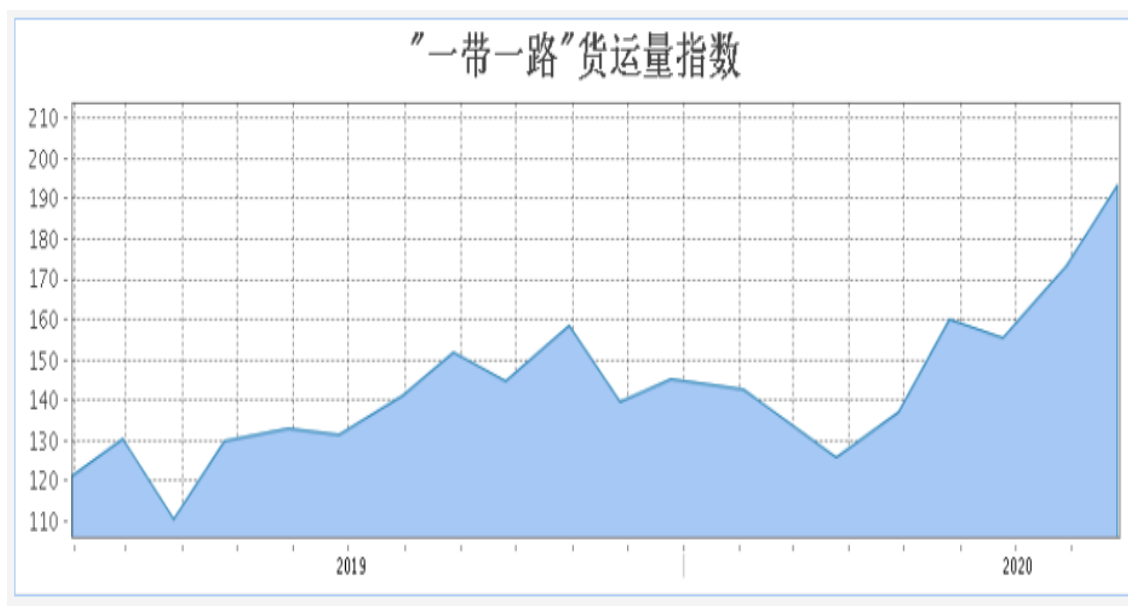


图 2-3 一带一路货运量指数

资料来源：Wind，方正中期研究院整理

从出口目的地来看，东盟及一带一路国家已经成为中国第一大贸易伙伴，对东盟国家出口量大幅增长。今年上半年，在全球贸易受新冠肺炎疫情影响处于低位运行时，中国对东盟的进出口却延续了

增长态势。据海关总署统计，上半年，我国对东盟进出口 2.09 万亿元，增长 5.6%，占我国外贸总值的 14.7%。东盟取代欧盟成为中国第一大贸易伙伴。

2020 年 11 月 15 日，区域全面经济伙伴关系协定，即 RCEP 签约，世界上最大的自贸区也由此诞生。这不仅是非常重大的一个经贸关系变化，同时也将会带来非常深刻的世界格局变化。

RCEP 是全球体量最大的自贸区，它的人口占世界人口的 30% 左右、它的 GDP 约是世界的 30%、它的区域内贸易额也是全球贸易额的大约 30%。RCEP 成员国虽然只有 15 个，但中国的 GDP 占比超过一半，也就是 55% 左右。中日韩三国加在一起的 GDP 超过整个 RCEP 的 80%。

中国主导的 RCEP 将在未来相当一段时间内为中国的出口贸易创造良好的市场格局。这不仅意味着全球最大的自贸区，也意味着中美及中欧贸易的占比将出现下降。

我们预计 2021 年中美谈判或将取得阶段性的和解。特朗普对中国发动的贸易争端不仅不利于美国经济，亦对中国经贸关系并无太大影响。2020 年全年中国进出口总体维持正常，并未明显看出贸易冲突导致的显著下滑。在这个背景下，我们预计 2021 年，在美国新总统上台后，中美经贸关系有望出现转机，因为对华开展贸易争端对于美国不利，对于中国冲击不大，2021 年贸易冲突或将出现一定程度缓和，这将有利于股市走强。

## 二、美元有望跌回 87 人民币走牛存基础

美元指数从 2018 年开始总体维持牛市的走势，但走势震荡偏弱。到 2019 年 10 月，随着美联储连续降息，美元指数出现高位回落，2020 年 3 月，随着疫情的全球扩散，美联储开始大规模扩表，即无限量购买资产，向市场释放资金，这导致美元信用受损，美元指数出现大幅回落。此外，美国经济受到疫情影响非常严重，失业率居高不下，经济重启艰难。这些都使得美元前景较为暗淡，美元指数向下趋势基本形成。



图 2-4 美元指数走势

资料来源：Wind，方正中期研究院整理

美元指数走弱主要是其自身原因；首先，美联储独立性减弱，跟随特朗普指示连续降息，同时开始购买资产向市场注入流动性，美元总体呈现宽松格局。支撑近年来美元走强的缩表政策 2019 年正式退出。美元宽松导致全球流动性过剩，美元走强的基础受到侵蚀。

对于美元而言，短期内，因刺激法案的困境和疫情影响提振美元需求，叠加市场恐慌引发的流动性需求，美元或仍有小幅反弹的空间，但反弹的幅度料有限，关注 94.8 的前高位置；中长期来看，超宽松经济政策、超低利率和新的货币政策框架使得美元信用体系受到冲击，美元长期震荡走弱的趋势依旧，将会在 90-95 区间震荡走弱，2021 年下行趋势基本形成；我们认为美元指数在 2021 年甚至会跌落 87，甚至 85 的重要支撑位。

表 1-1 全球主要经济体经济预测

GDP预测 (同比)	世界三大经济组织及欧盟全球主要经济体经济预测 (20201102)															
	IMF (2020-6-30)				世界银行 (2020-6-30)				经合组织 (2020-9-18)				欧盟 (2020-8-25)			
	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年
全球经济预测	2.9	-4.9	5.4	3.6	2.9	-5.2	4.2	2.7	2.9	-4.5	5		2.9	-4.9	5.4	3.6
美国经济预测	2.3	-8	4.5	1.6	2.3	-6.1	4	1.7	2.3	-3.8	4		2.2	-6.5	4.9	
中国经济预测	6.1	1	8.2	5.7	6.1	1	6.9	5.7	6.1	1.8	8					
欧元区经济预测	1.3	-10.2	6	1.4	1.3	-9.1	4.5	1.3	1.3	-7.9	5.1		1.3	-8.7	6.1	
英国经济预测	1.4	-8.2	5.7	2.8					1.4	-10.1	7.6		1.5	-9.7	6	
日本经济预测	0.7	-4.9	2.5	1.1	0.7	-6.1	2.5	0.4	0.7	-5.8	1.5		0.7	-5	2.7	
俄罗斯经济预测	1.3	-4.9	3.2	2.3	1.3	-6	2.7	1.8	1.3	-7.3	5					
印度经济预测	4.2	-4.5	6.8		4.2	-3.2	6.1		4.2	-10.2	10.7	7.9				
巴西经济预测	1.1	-6.5	3.3	2.5	1.1	-8	2.2	2.4	1.1	-6.5	3.6					
南非经济预测	0.1	-7	2.8	1.8	0.1	-7.1	2.9	1.5	0.1	-11.5	1.4					

资料来源：Bloomberg，方正中期研究院整理

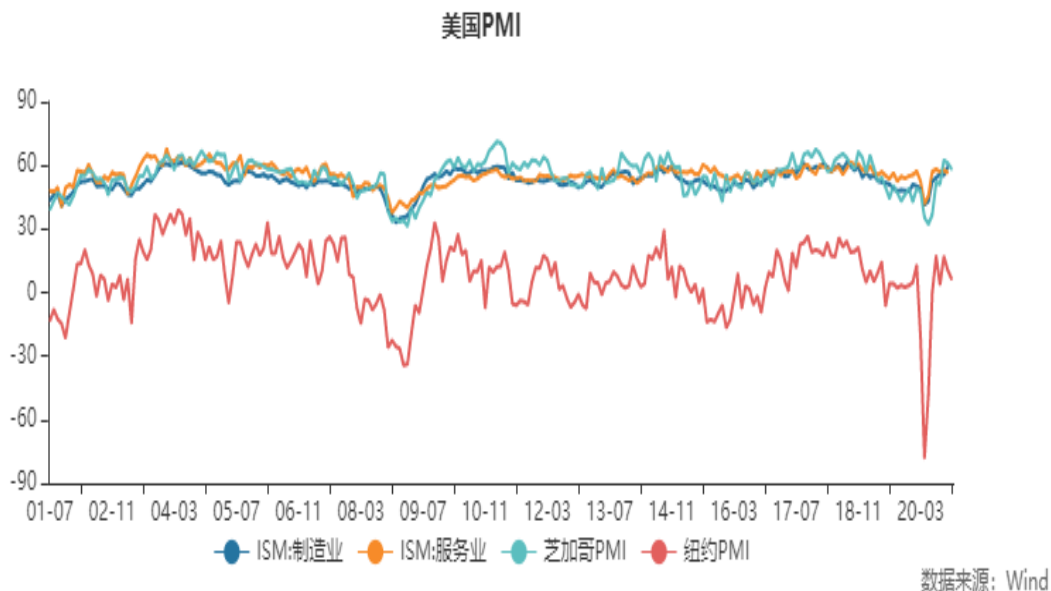


图 2-5 美国制造业 PMI 指数走势

资料来源：Bloomberg，方正中期研究院整理

其次，美国经济总体走弱，美国制造业 PMI 指数持续下滑，一度跌破 50 的经济景气界限的下方，虽然 2020 年下半年有所复苏，但复苏程度依然不及 2017 及 2018 年。制造业 PMI 是经济先行指标，这表明美国经济增长动能正在衰减，经济进一步下行的趋势正在形成，世界银行预计美国 2020 年 GDP 将下降 4%。从 GDP 的预计来看，2020 年美国 GDP 下滑已成定局，2021 年美国经济若不能出现较快复苏，则美元指数继续下行概率较大。



图 2-6 人民币汇率升值走势

资料来源: Wind, 方正中期研究院整理

美元走弱使得人民币贬值压力降低, 人民币在破 7 后维持稳定, 获得支撑, 2020 年年中开始, 人民币出现快速回升, 从 7 附近升值到 11 月底 6.5 附近, 且有进一步升值的趋势。人民币升值不仅使得国内资产价格水平相对提升, 更将使得海外资金进一步流入中国, 购买中国资产, 这又将使得人民币进一步升值, 同时推动资产价格的上行。展望 2021 年, 人民币中期继续升值的概率较大, 将很可能突破 6.0 的重要关口, 人民币升值趋势料将为股市构成较强支撑。

### 三、货币与利率: 实际利率下行 货币宽松持续

央行 2020 年对于市场流动性把控程度较好, 总体货币政策维持稳中偏宽松的格局, 引导资金趋向实体经济。目前实际利率总体处于下行态势, 市场流动性总体充裕。



央行在货币报告中指出，未来货币政策仍将维持稳健的基调。一是保持流动性合理充裕。合理把握中期借贷便利、公开市场操作等货币政策工具的力度和节奏，保持短、中、长期流动性供给和需求均衡，有效稳定市场预期，引导市场利率围绕政策利率平稳运行。

二是持续深化贷款市场报价利率改革。按期完成存量浮动利率贷款的定价基准集中转换工作，贷款利率隐性下限被完全打破。三是完善结构性货币政策工具体系，突出分层次、有梯度的内在逻辑，增强直达性、精准性。四是以我为主，兼顾对外均衡。人民币汇率以市场供求为基础双向浮动，弹性增强，市场预期平稳，跨境资本流动有序，市场供求平衡。五是牢牢守住不发生系统性风险的底线，有效防控金融风险。

总体来看，央行的稳健的货币政策体现了前瞻性、主动性、精准性和有效性，成效显著，传导效率得到提升，金融支持实体经济力度稳固。

从数据上看，9月末，广义货币供应量（M2）同比增长10.9%，社会融资规模存量同比增长13.5%，增速均明显高于2019年。9月企业贷款加权平均利率为4.63%，较上年12月下降0.49个百分点。货币信贷结构持续优化，9月末普惠小微贷款同比增长29.6%，制造业中长期贷款同比增长30.5%。人民币汇率双向浮动，在合理均衡水平上保持基本稳定。9月末，中国外汇交易中心（CFETS）人民币汇率指数报94.40，较上年末升值3.29%。



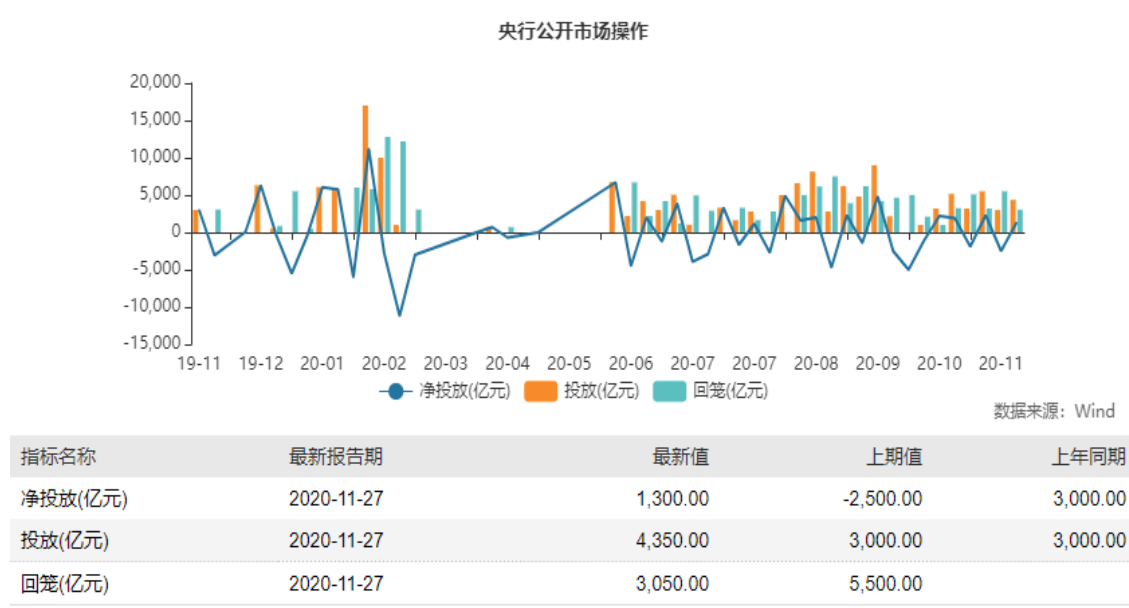


图 2-7 央行公开市场操作  
资料来源: Wind, 方正中期研究院整理



图 2-8 Shibor 走势图  
资料来源: Wind, 方正中期研究院整理

从 SHIBOR 走势来看，全年各期限利率维持较低水平。在 4-5 月以及 11-12 月往年资金面偏紧的期间点。央行均加大了货币投放力度，这使得各期限利率均出现了回落。总体来看，2021 年，预计央行仍将维持较为宽松的货币政策，各期限利率仍将维持较低水平。

## 四、估值高位抑制指数上行走势

从上证 50 级沪深 300 的估值水平来看，年初估值的低位导致指数存在较好的投资价值。但到 12 月，指数估值水平已经回升到历史高位区间。上证 50 估值水平维持在 91.41%分位，处于历史较高水平，沪深 300 估值水平维持在 92.77%，亦处较高分位，从估值上看，指数总体估值水平较高，价值投资机会有限，高估值恐在 2021 年限制指数上行空间。

市盈率-TTM

当前值	12.10
分位点	91.41%
危险值	11.28
中位数	9.92
机会值	8.96
指数点位	3,469.42

最大值	14.47
平均值	9.96
最小值	6.97
标准差(+1)	11.46
标准差(-1)	8.45

市盈率-TTM

当前值	15.30
分位点	92.77%
危险值	13.85
中位数	12.05
机会值	10.41
指数点位	4,960.25

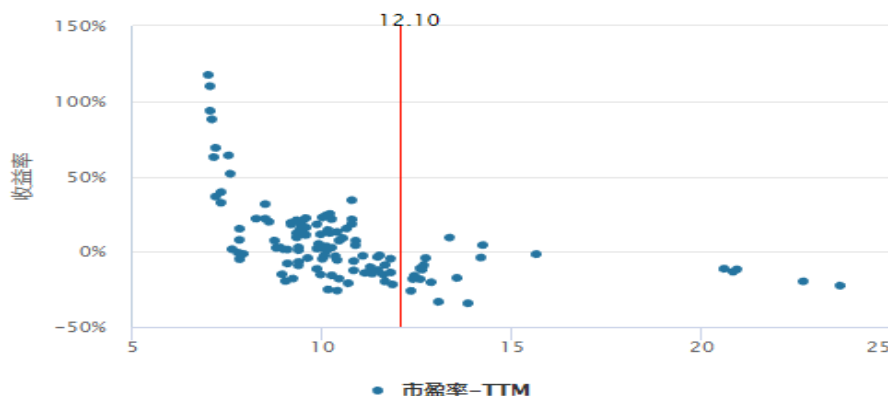
最大值	18.78
平均值	12.09
最小值	8.03
标准差(+1)	14.16
标准差(-1)	10.03

图 2-9 上证 50 指数估值

图 2-10 沪深 300 指数估值

资料来源：Wind，方正中期研究院整理

历史估值对应未来1年收益率统计



历史估值对应未来1年收益率统计

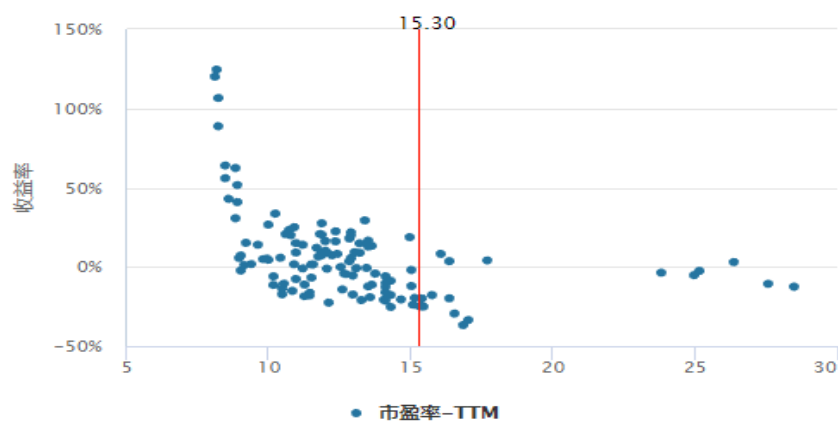


图 2-11 上证 50 及沪深 300 历史估值对应未来 1 年收益率统计

资料来源：Wind，方正中期研究院整理

从历史估值对应未来一年收益统计图来看，历年上证 50 估值水平打到 12 以上时，未来一年收益预计在-20%-10%区间附近，沪深 300 估值在 15 以上时，未来一年收益水平亦维持在-20%到 10%区间。也就是说，2021 年仍要警惕指数高估值带来的回落风险。

## 五、资金面：北向资金大幅流入 A 股趋势不改

2020 年随着人民币升值，北向资金亦呈现加速流入的态势。截止至 12 月 1 日，北向资金净流入 A 股 1679.87 亿元。其中，沪股通 574.66 亿元。深股通 1105.22 亿元。外资持续流入显示依然看好 A 股市场。

展望 2021 年，伴随着人民币升值趋势，我们预计北向资金仍将加速流入中国，A 股有望持续获得外资流入。



图 2-12 北向资金流入统计

资料来源: Wind, 方正中期研究院整理

表 2-1 北向资金净买入及净卖出股票排名

北向							
排名	股票代码	股票简称	净买入	排名	股票代码	股票简称	净卖出
1	000651.SZ	格力电器	257.93	1	000858.SZ	五粮液	-192.89
2	300750.SZ	宁德时代	144.19	2	601888.SH	中国中免	-104.65
3	000333.SZ	美的集团	93.65	3	600585.SH	海螺水泥	-34.29
4	300760.SZ	迈瑞医疗	61.43	4	600690.SH	海尔智家	-18.44
5	000725.SZ	京东方A	58.24	5	002415.SZ	海康威视	-17.68
6	000001.SZ	平安银行	50.32	6	300142.SZ	沃森生物	-17.35
7	002475.SZ	立讯精密	46.79	7	002304.SZ	洋河股份	-13.40
8	600031.SH	三一重工	44.52	8	600900.SH	长江电力	-10.37
9	300059.SZ	东方财富	43.11	9	603160.SH	汇顶科技	-7.61
10	000100.SZ	TCL科技	38.05	10	000876.SZ	新希望	-7.55

资料来源: Wind, 方正中期研究院整理

从北向资金净买入的股票来看, 大消费、科技及医疗是其重点配置的板块。这些板块内的个股多数都是沪深 300 指数及上证 50 指数的成分股。也就是说, 沪深 300 及上证 50 指数成分股总体成为外资配置的重点。预计 2021 年, 外资仍将加大对于沪深 300 及上证 50 成分股的配置, 这将助推指数走强。

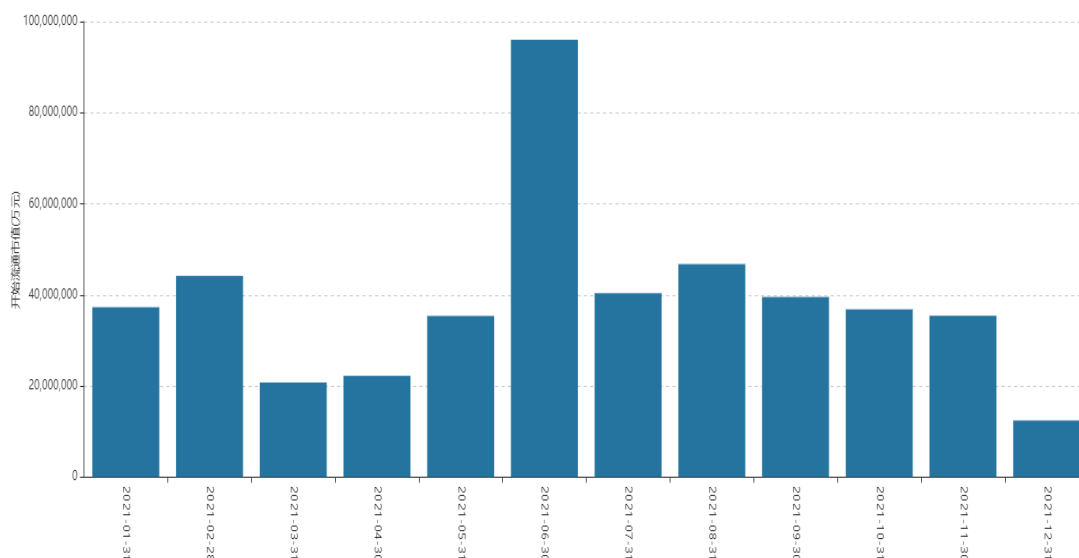


图 2-13 解禁股规模统计 (月)

资料来源: Wind, 方正中期研究院整理

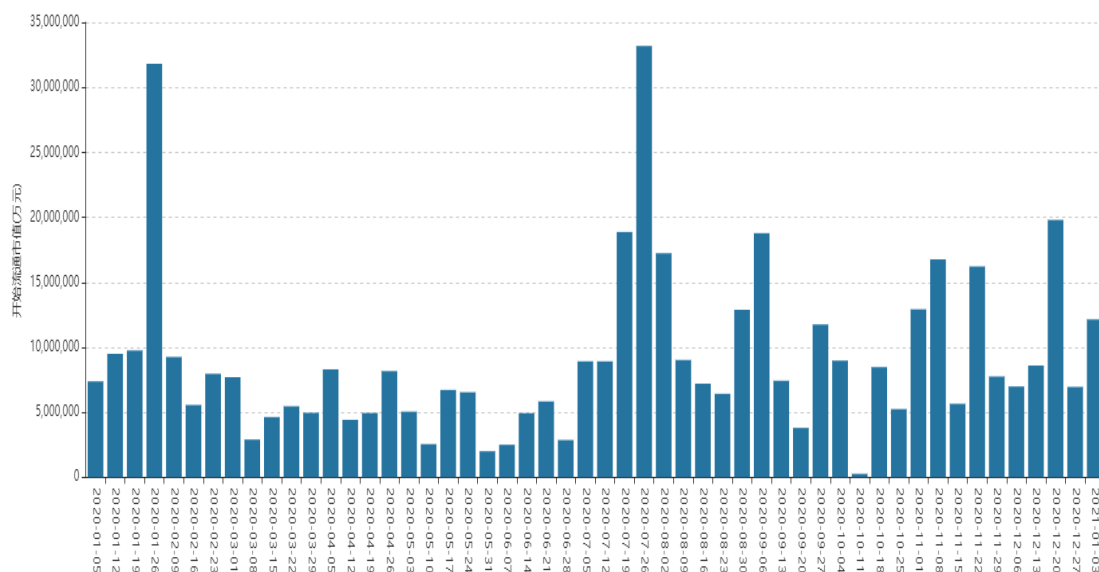


图 2-14 解禁股规模统计（周）

资料来源：Wind，方正中期研究院整理

从解禁规模来看，2021 年解禁规模按月来看较为平稳，6 月将是解禁股的高峰。此外，从周解禁额来看，1 月末，7 月中旬及 12 月末将出现三个周解禁高峰。解禁股集中释放可能带来指数回落，需要保持关注。

### ETF 规模持续扩大

50ETF 及沪深 300ETF 规模总体处于扩大的趋势，50ETF 在 2020 年规模上升至 140 亿份，沪深 300ETF 规模上升至 110 亿份。从增速看，沪深 300 增速较 50 增长更快。规模的持续增大表明流入上证 50 指数及沪深 300 指数成分股的资金增多，另外也反应市场资金仍然对于沪深 300 成分股较为偏爱。

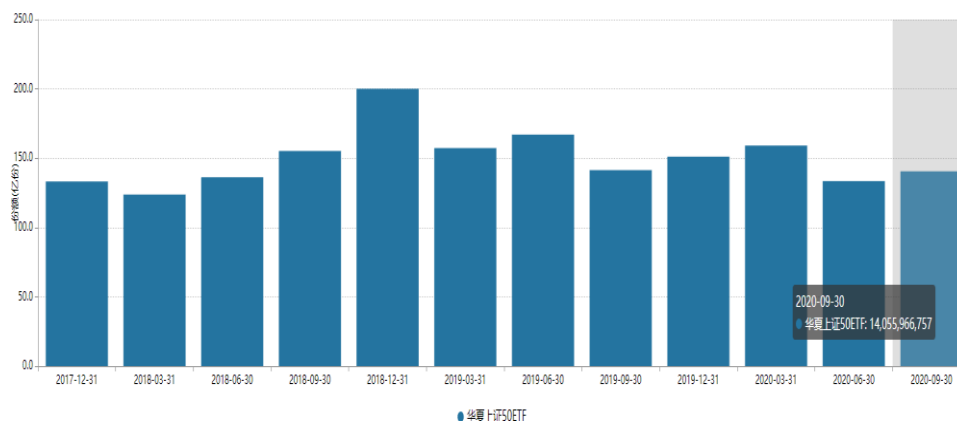


图 2-15 50ETF 基金规模持续扩大

资料来源: Wind, 方正中期研究院整理

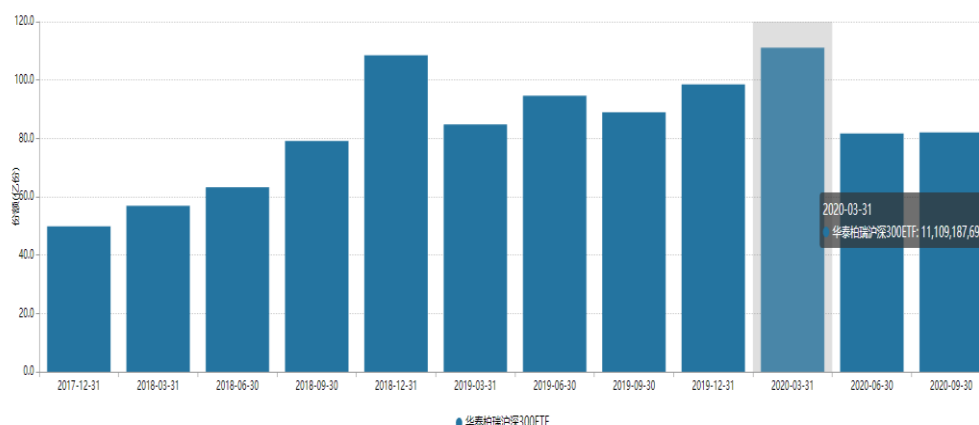


图 2-16 沪深 300ETF 基金规模持续扩大

资料来源: Wind, 方正中期研究院整理

## 第三部分 技术面分析

### 上证 50 及沪深 300 指数技术分析

从 50ETF 月线图来看, 历史高位 3.7 附近具有较强压力, 而 3.0 附近存在较强支撑。主要是由于 3.7 上方不仅为 2007 年牛市的顶部区域 (3.1-3.7), 从历史上看, 若要突破牛市的顶部区域需要有

较强的基本面支撑及大量的资金支持。从 2021 年的基本面来看，人民币升值及货币宽松使得指数走牛预期较强。因此，2020 年我们预计 50ETF 将突破历史高点 3.708，创下新高。沪深 300ETF 由于已经突破历史新高，因此，上方并无技术性阻碍，继续上行空间已经打开。从走势上看，沪深 300 走势强于上证 50，做多应以沪深 300ETF 为主。



图 3-1 50ETF 月线走势图

资料来源：Wind，方正中期研究院整理





图 3-2 沪深 300ETF 月线走势图

资料来源：Wind，方正中期研究院整理

## 第四部分、期权成交持仓情况及波动率分析

### 一、50ETF 期权成交持仓情况

2020 年，50ETF 期权合约日均总成交维持在 200 万张左右，较上一年度有所下降；截至 12 月 8 日，50ETF 总持仓 3128135 张。300ETF (510300) 期权合约日均总成交维持在 150 万张左右，较上一年度上升；截至 12 月 8 日，300ETF 总持仓 2045441 张。沪深 300 股指期权合约日均总成交维持在 8 万张左右，较上一年度上升；截至 12 月 8 日，股指期权总持仓为 155693 张。从数据上看，期权市场成交持仓的总体维持稳中有升的格局，市场成熟度越来越高。

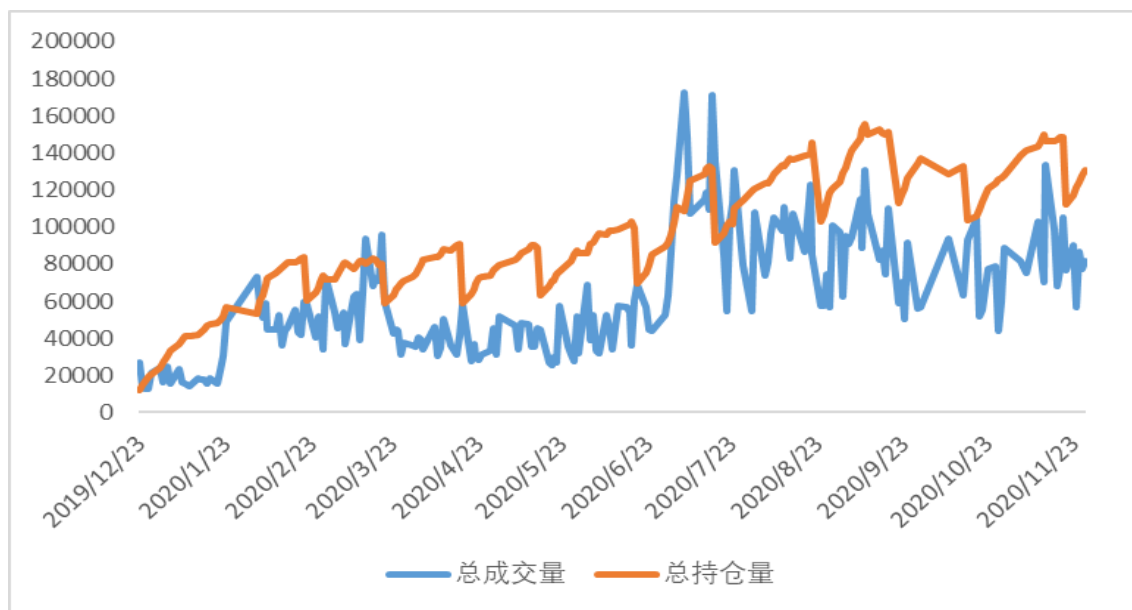


图 4-1 沪深 300 股指期权成交量

资料来源：Wind，方正中期研究院整理

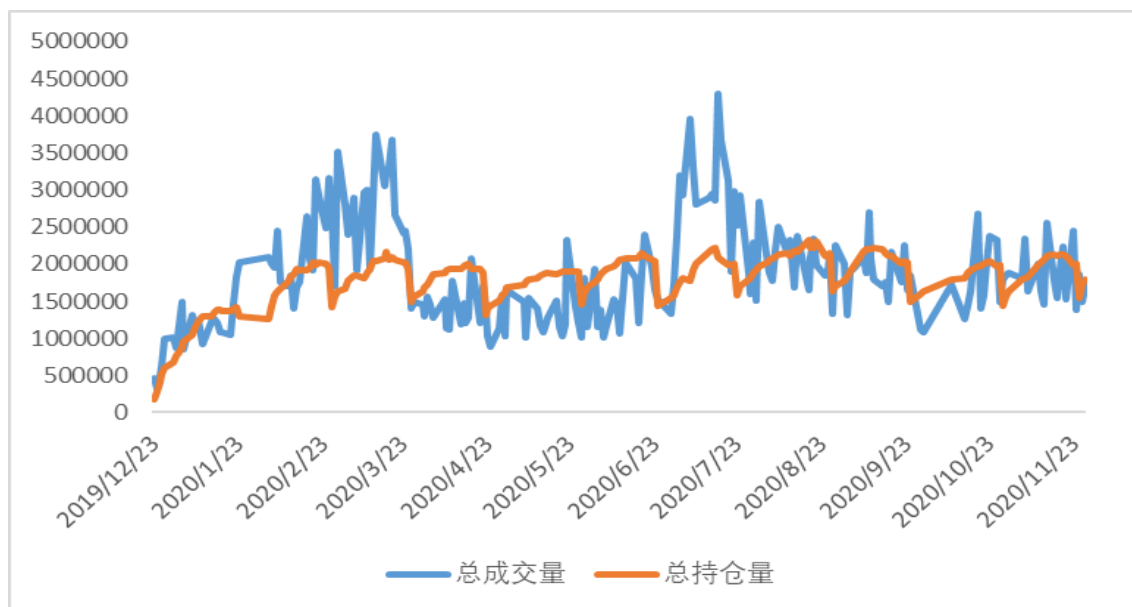


图 4-2 沪深 300ETF (510300) 期权持仓量

资料来源：Wind，方正中期研究院整理

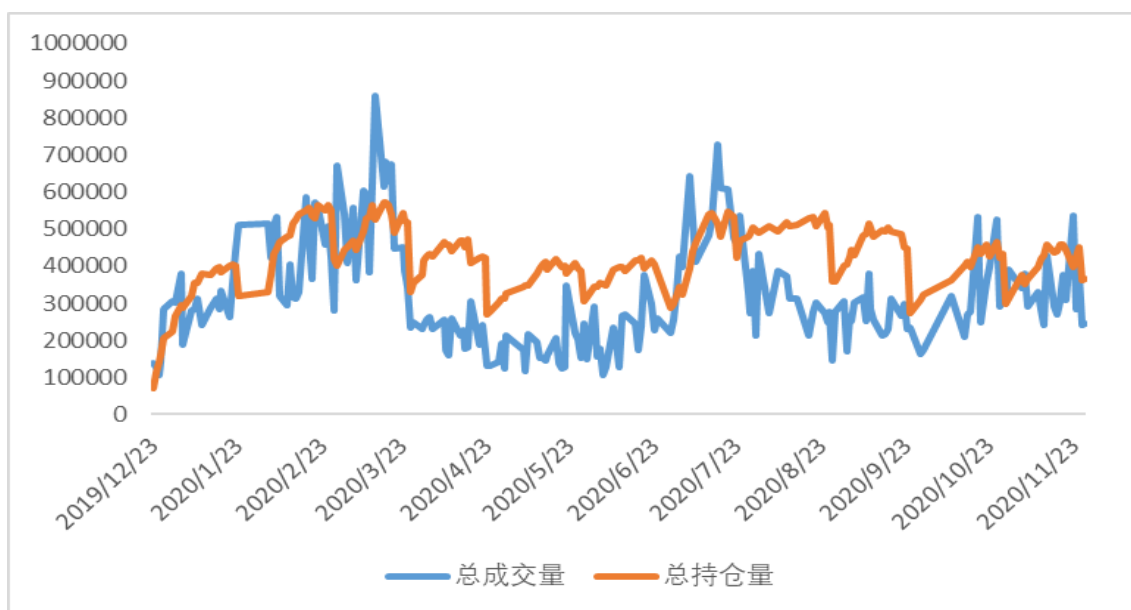


图 4-3 沪深 300ETF (159919) 期权成交量

资料来源: Wind, 方正中期研究院整理

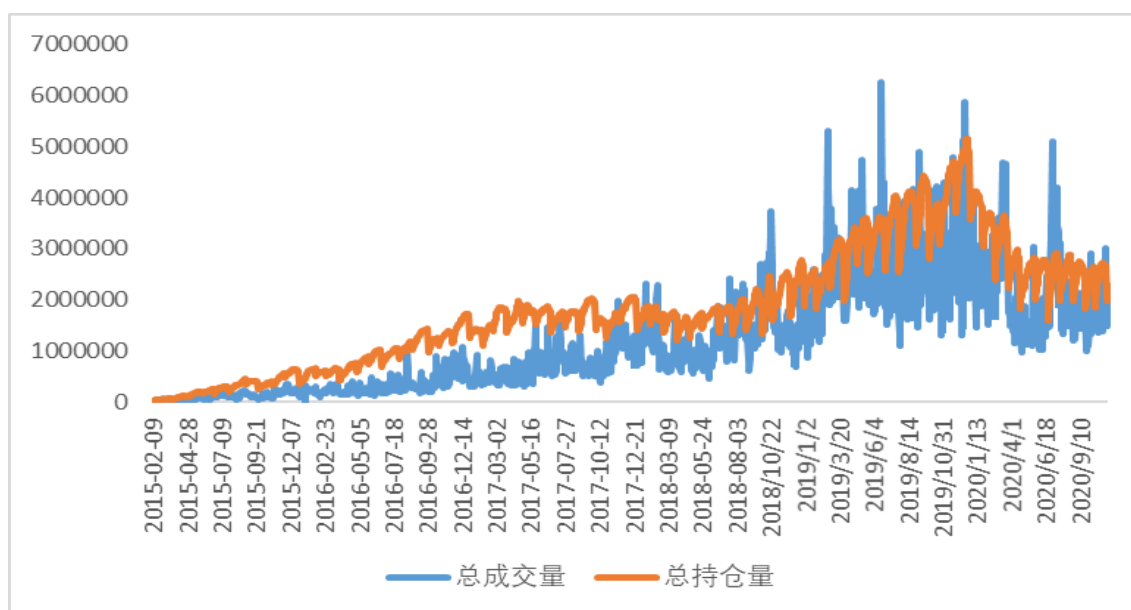


图 4-4 50ETF 期权成交量

资料来源: Wind, 方正中期研究院整理

## 二、期权波动率分析

截止至 2020 年 12 月 8 日，50ETF 期权隐含波动率指数为 21.8%。上交所沪深 300ETF (510300) 期权隐含波动率指数为 17.14%。深交所沪深 300ETF (159919) 期权隐含波动率指数为 18.90%。中金所股指期权隐含波动率指数为 19.21%。

从期权波动率来看，虽然年初由于疫情影响，波动率有所走高，但全年多数时间，指数震荡走牛带来的低波动是 2020 年的整体特征，展望 2021 年，我们预计指数波动率仍将总体维持低位。难以出现暴涨暴跌行情。

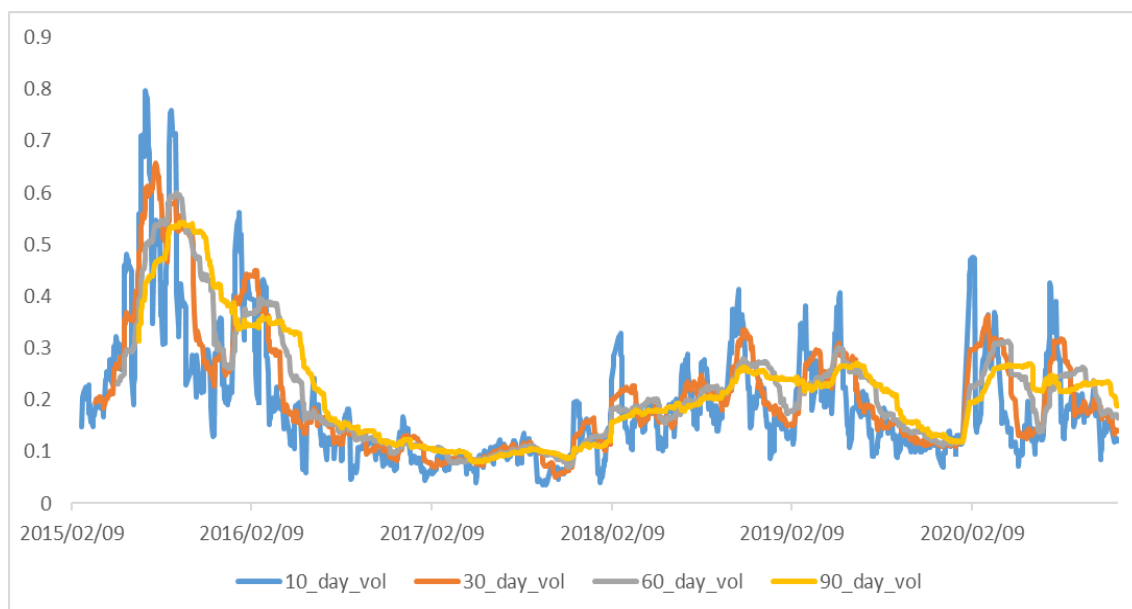


图 4-5 沪深 300 股指期权 10 日、30 日、60 日、90 日历史波动率

资料来源：Wind，方正中期研究院整理

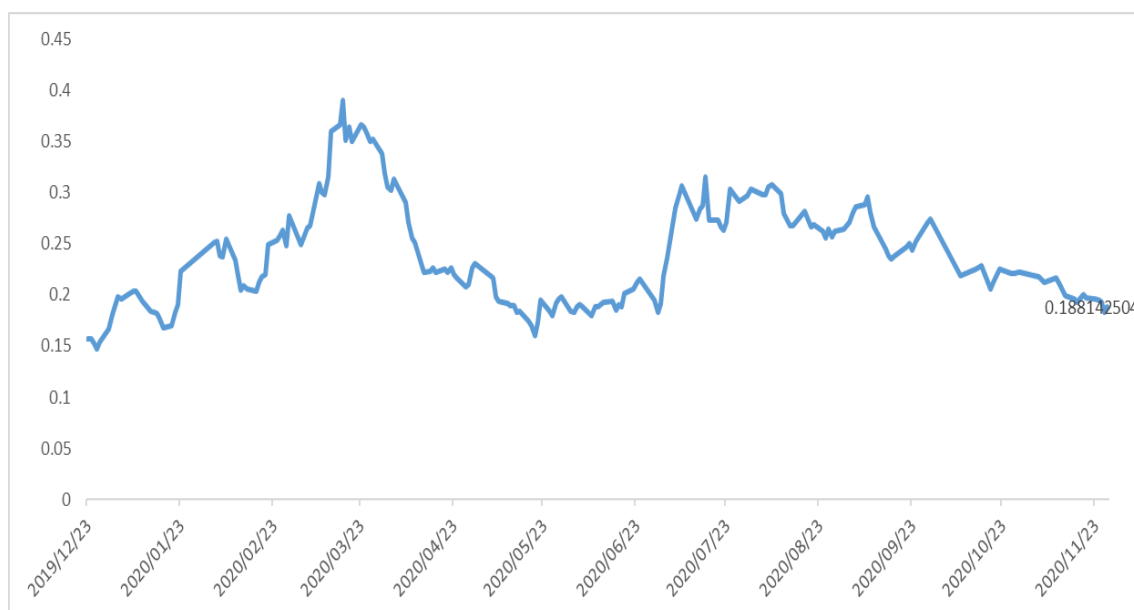


图 4-6 沪深 300 股指期权隐含波动率

资料来源：Wind，方正中期研究院整理

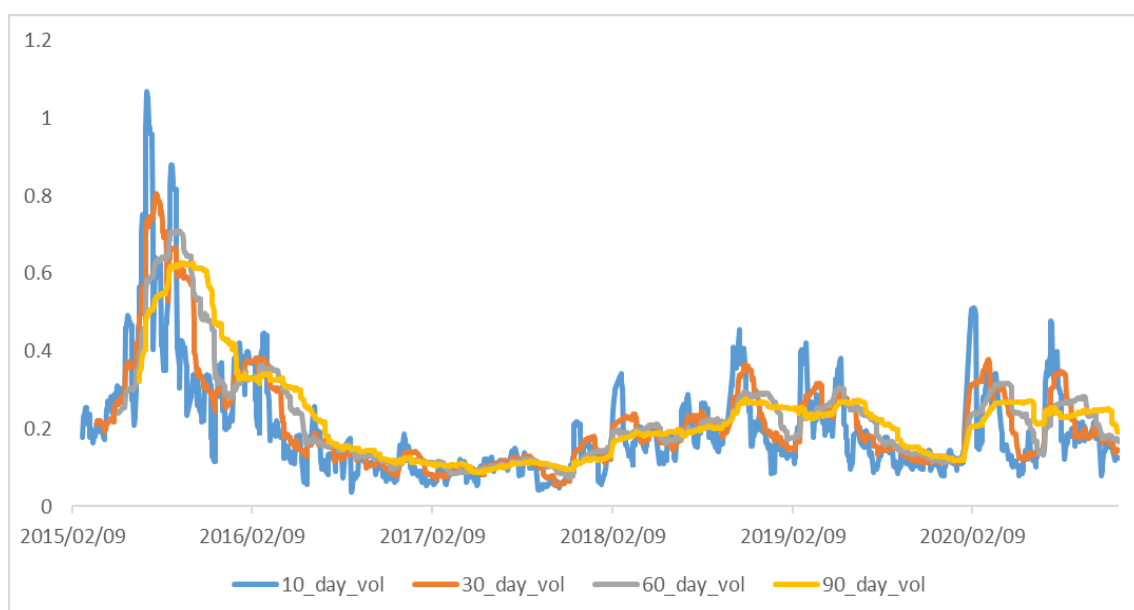


图 4-7 沪深 300ETF (510300) 10 日、30 日、60 日、90 日历史波动率

资料来源：Wind，方正中期研究院整理

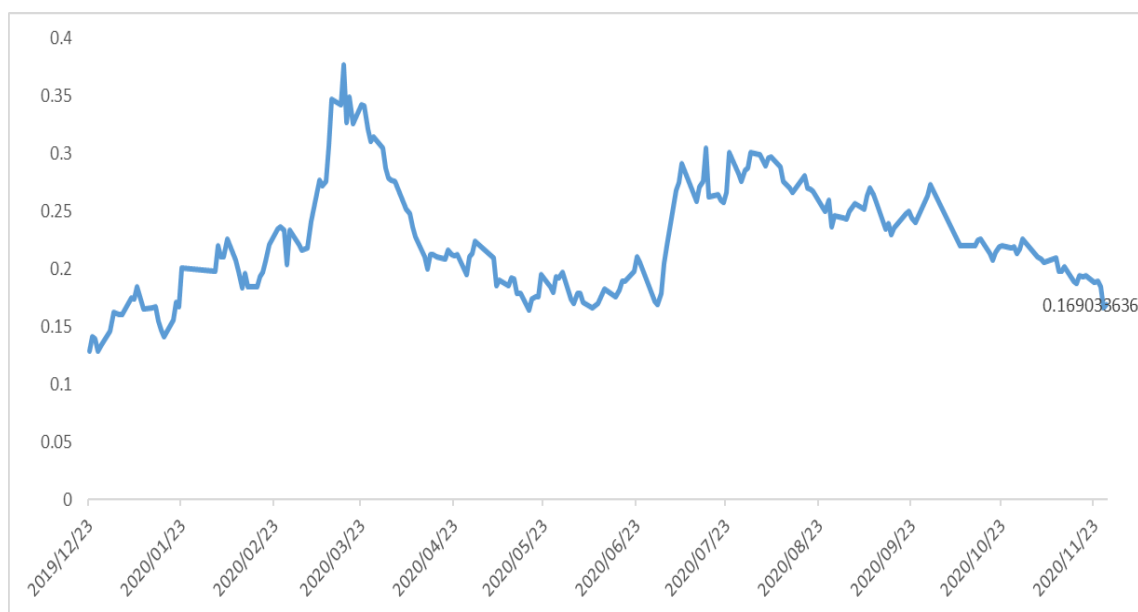


图 4-8 沪深 300ETF (510300) 隐含波动率

资料来源: Wind, 方正中期研究院整理

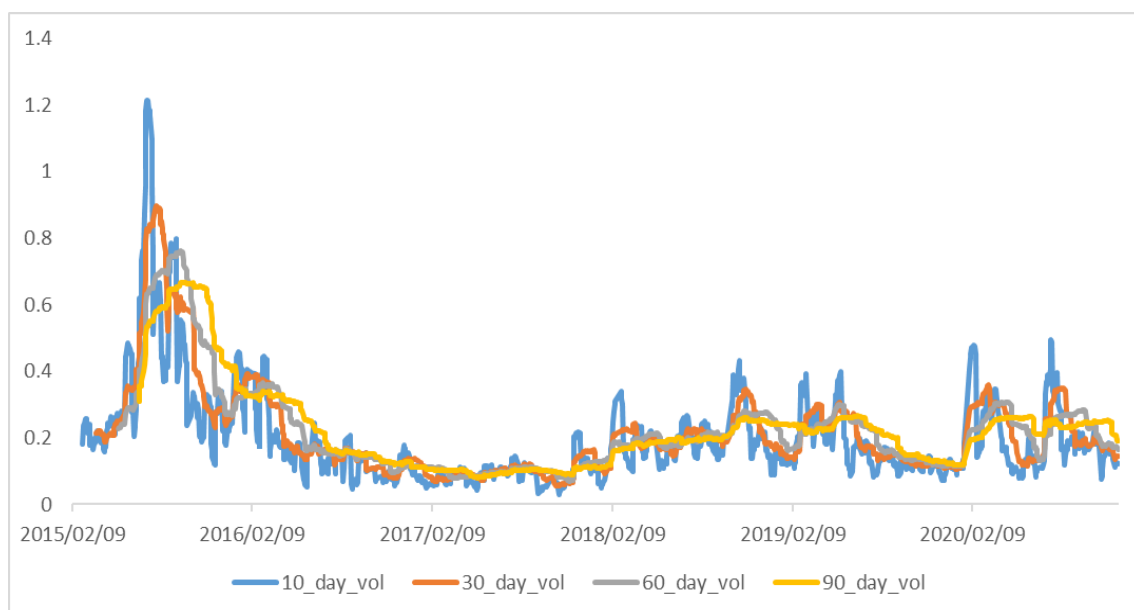


图 4-9 沪深 300ETF (159919) 10 日、30 日、60 日、90 日历史波动率

资料来源: Wind, 方正中期研究院整理

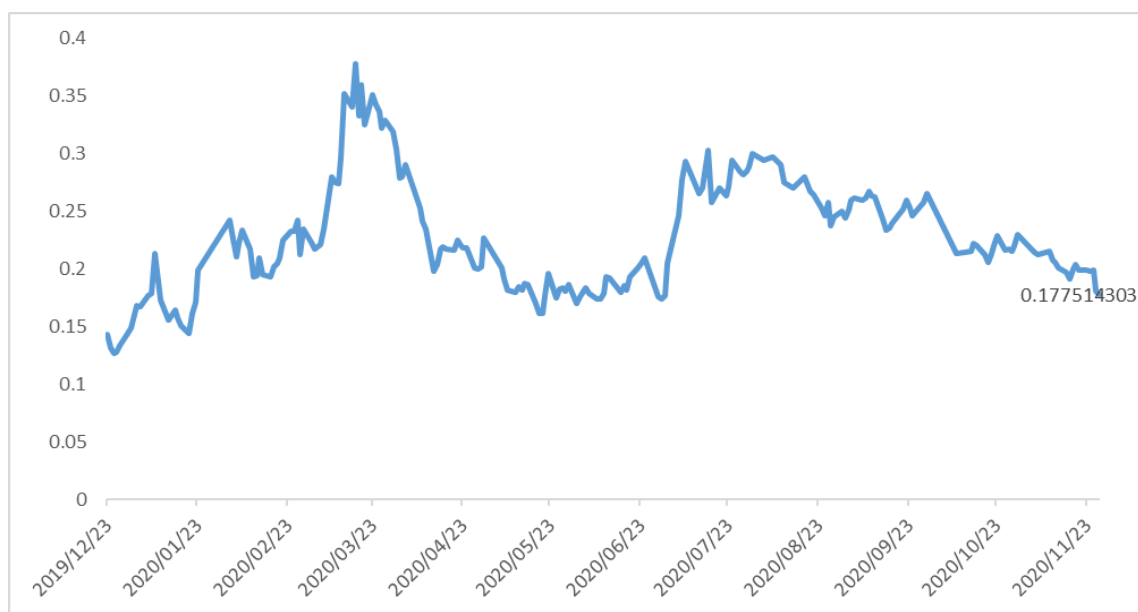


图 4-10 沪深 300ETF (159919) 隐含波动率

资料来源: Wind, 方正中期研究院整理

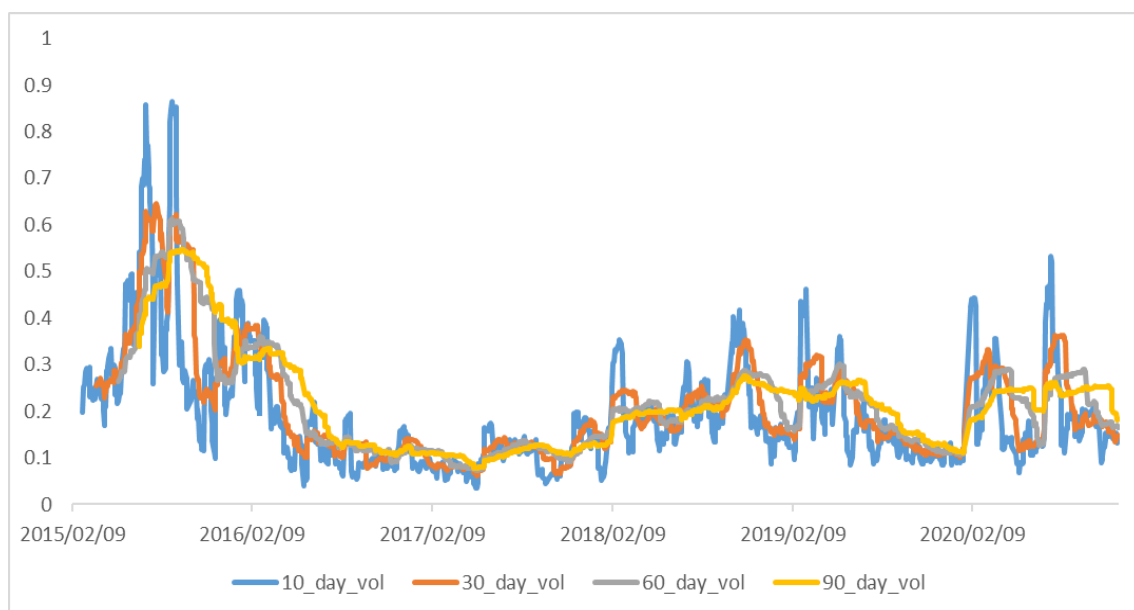


图 4-11 50ETF 期权历史波动率指数

资料来源: Wind, 方正中期研究院整理

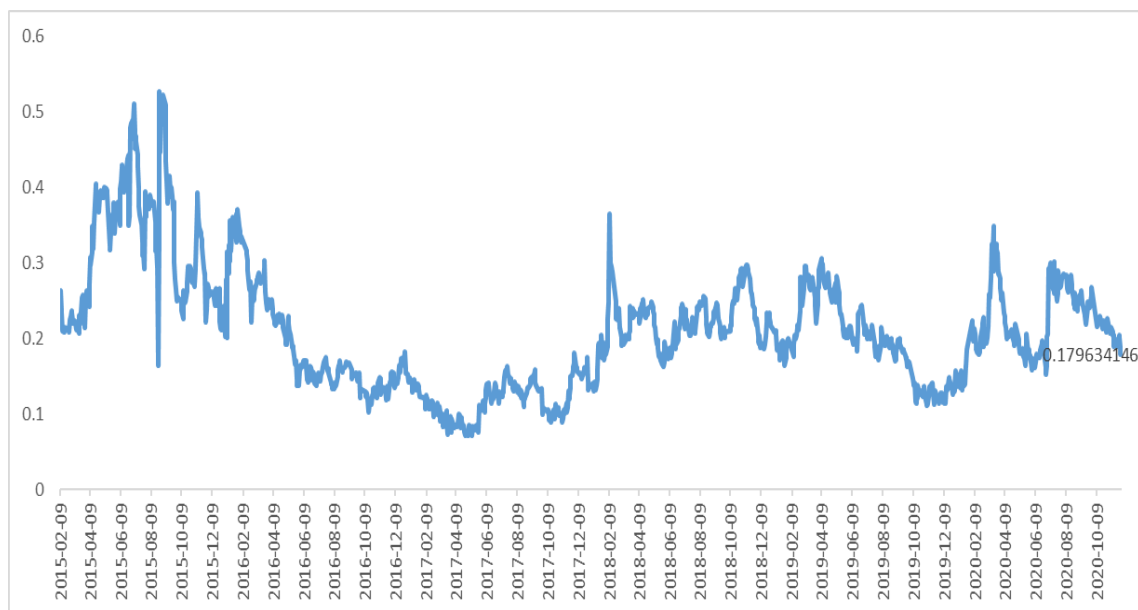


图 4-12 50ETF 期权隐含波动率指数

资料来源：Wind，方正中期研究院整理

展望 2021 年，我们预计指数波动率仍将总体维持低位。难以出现暴涨暴跌行情。期权上应采取合理的低波动率为主的策略如卖出认沽期权、卖出宽跨式走势及日历价差等策略把握低波动率的行情走势。

## 第五部分 2020 年期权交易机会回顾

### 一、方向性价差策略

#### （一）牛市价差策略

牛市价差策略：如果看多后市，但认为只会温和上涨，不会大幅上涨。此时，投资者可以买入一份认购期权，同时卖出一份具有相同到期日、更高行权价的认购期权。



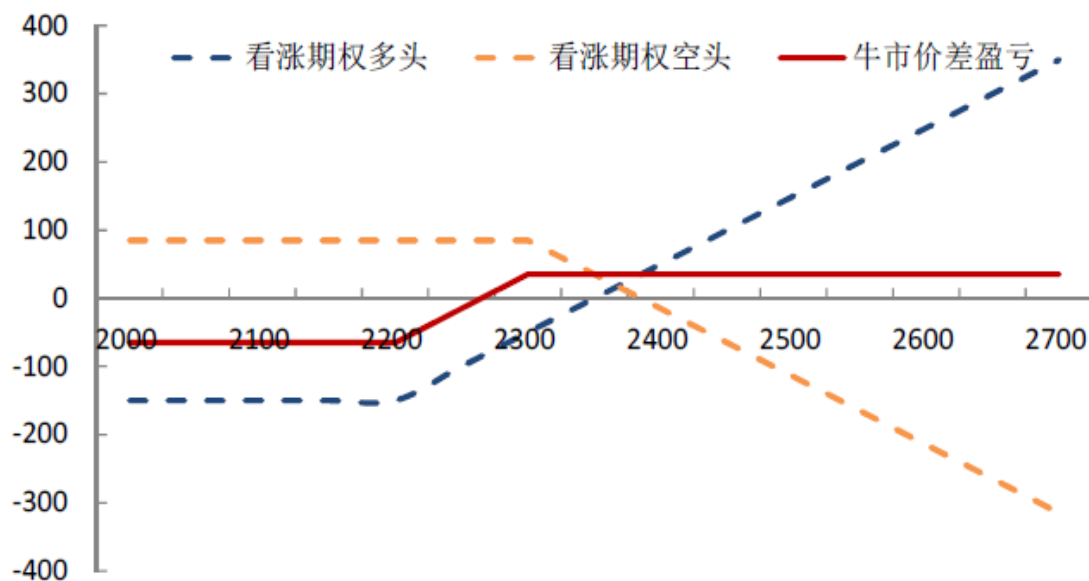


图 5-1 牛市价差损益图

资料来源：方正中期研究院整理

编制方法如下(不考虑手续费的影响)：

- (1)初始资金 10000;
- (2)买入一份平值近月看涨期权，同时卖出高平值一档的近月虚值看涨期权;
- (3)当距离行权日不到 5 个交易日时，合约换仓至下一个月。

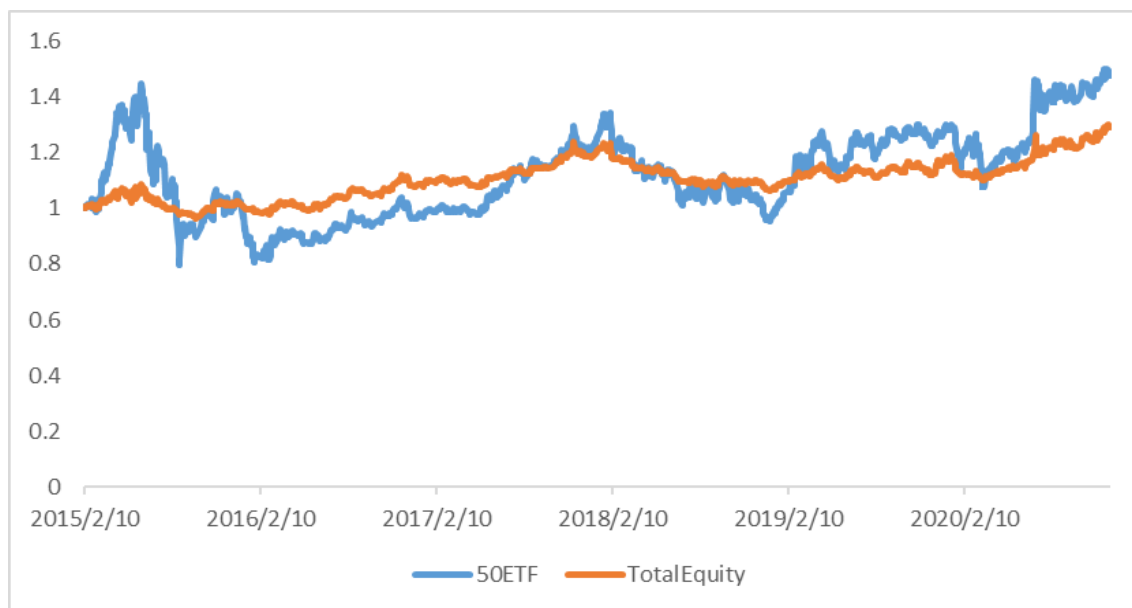


图 5-2 50ETF 和牛市价差策略收益走势图

资料来源：Wind，方正中期研究院整理

## （二）熊市价差策略

熊市价差策略：如果看空后市，但认为只会温和下跌，不会大幅下挫。此时，投资者可以买入一份认沽期权，同时卖出一份具有相同到期日、更低行权价的认沽期权。

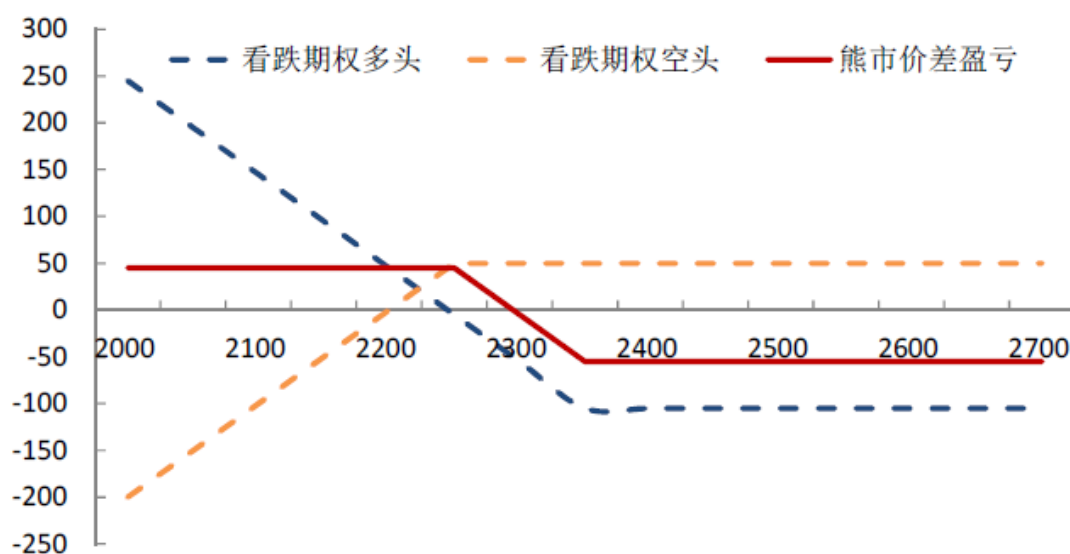


图 5-3 熊市价差损益图

资料来源：方正中期研究院整理

编制方法如下(不考虑手续费的影响)：

- (1)初始资金 10000；
- (2)买入一份平值近月看跌期权，同时卖出低平值一档的近月虚值看跌期权；
- (3)当距离行权日不到 5 个交易日时，合约换仓至下一个月。

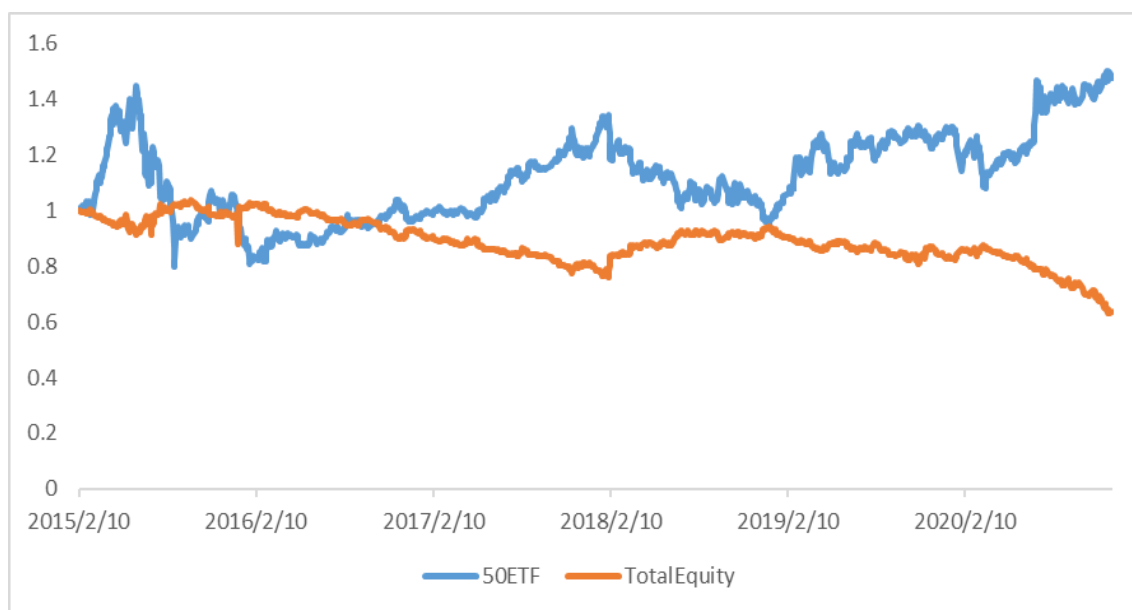


图 5-4 50ETF 和熊市价差策略收益走势图

资料来源：Wind，方正中期研究院整理

## 二、波动率策略

### （一）买入跨式策略

买入跨式策略：如果认为未来市场将发生大幅波动，但不确定波动方向。此时，投资者可以买入一份平值认购期权，同时买入一份具有相同到期日、相同行权价的认沽期权。

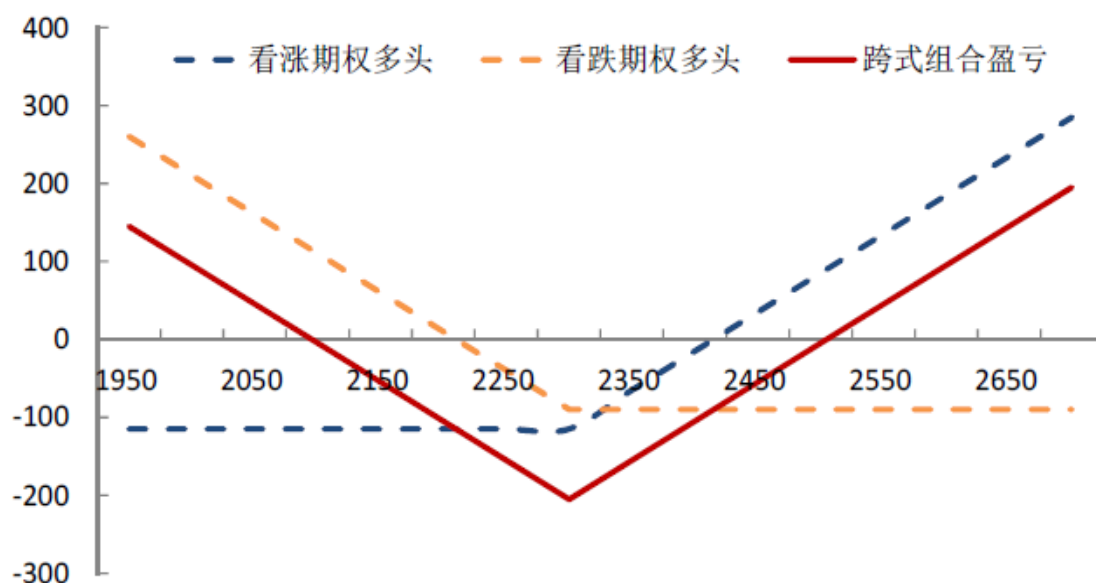


图 5-5 买入跨式损益图

资料来源：方正中期研究院整理

编制方法如下(不考虑手续费的影响):

- (1)初始资金 10000;
- (2)买入一份平值近月看涨期权, 同时买入一份近月平值看跌期权;
- (3)当距离行权日不到 5 个交易日时, 合约换仓至下一个月。

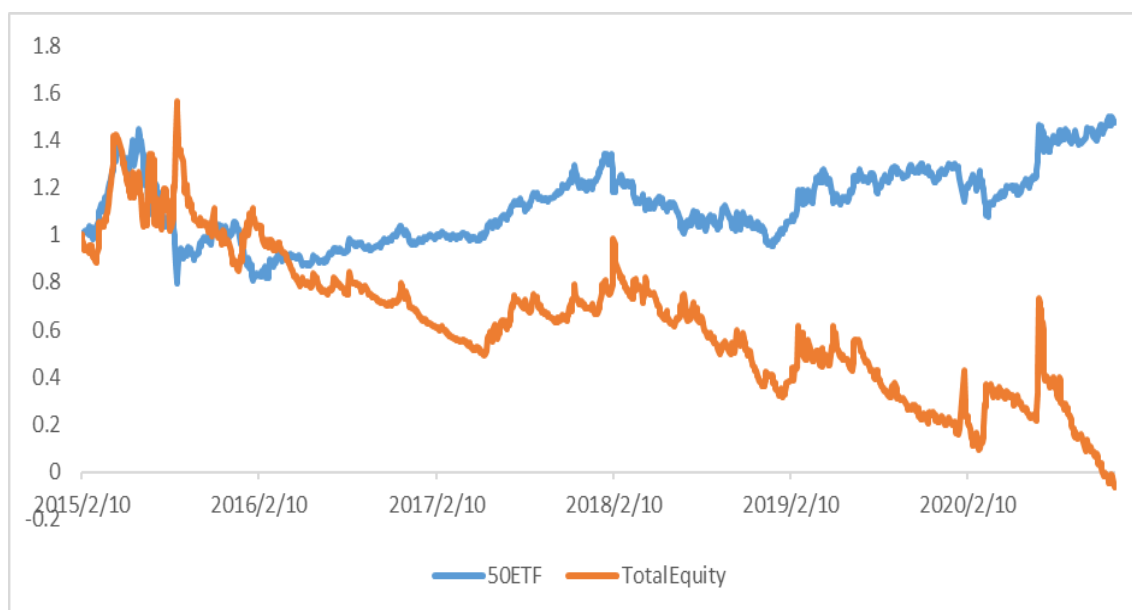


图 5-6 50ETF 和买入跨式策略收益走势图

资料来源：Wind，方正中期研究院整理

## （二）卖出宽跨式策略

卖出宽跨式策略：与买入跨式策略相反，若认为未来市场以横盘震荡为主。此时，投资者可以卖出一份高平值一档认购期权，同时卖出一份低平值一档的认沽期权。

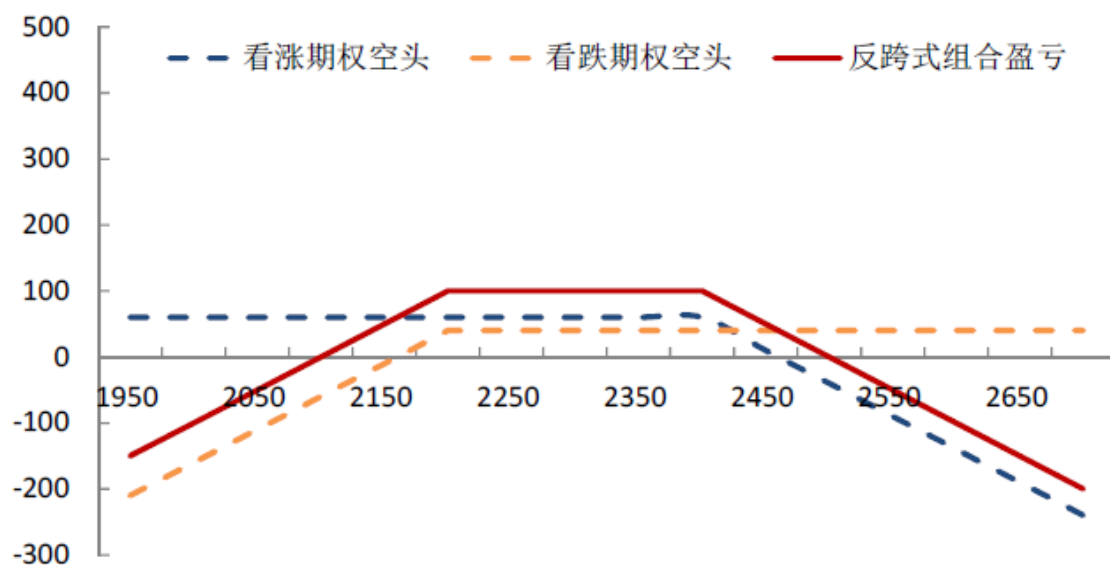


图 5-7 卖出宽跨式损益图

资料来源：方正中期研究院整理

编制方法如下(不考虑手续费的影响)：

- (1)初始资金 10000；
- (2)卖出一份高平值一档近月看涨期权，同时卖出一份低平值一档近月看跌期权；
- (3)当距离行权日不到 5 个交易日时，合约换仓至下一个月。

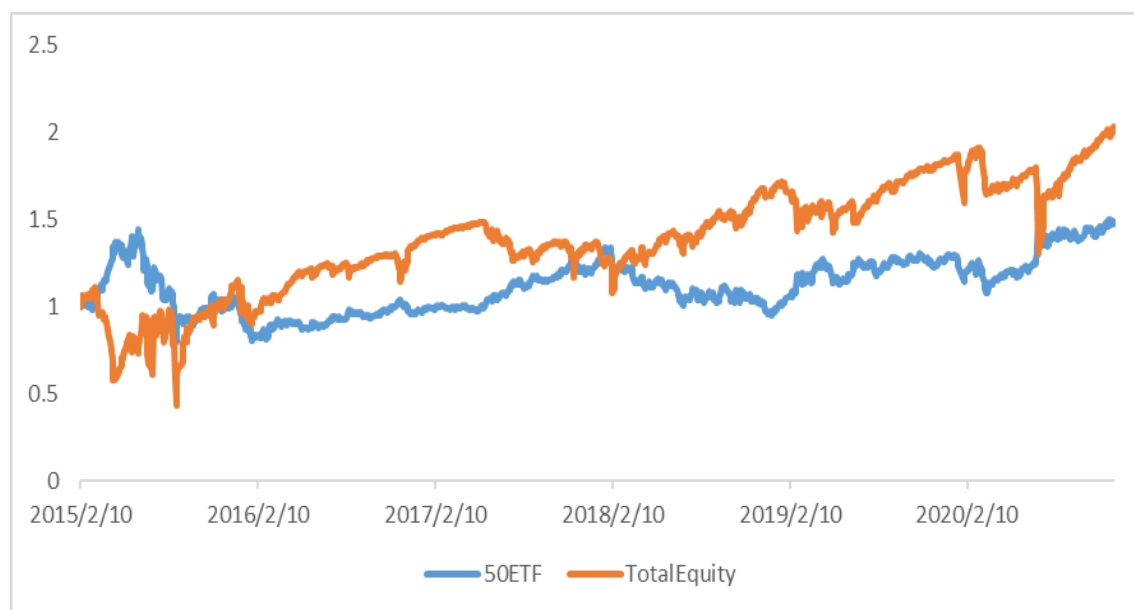


图 5-8 50ETF 和卖出宽跨式策略收益走势图

资料来源：Wind，方正中期研究院整理

### 三、其他组合策略

#### (一) BuyWrite 指数

BuyWrite: BuyWrite 指数也称期权备兑策略，是指投资者在已经拥有标的证券、或者买入标的证券的同时，卖出相应数量的认购期权。该策略适用于投资者长期看好并持有股票/ETF，但最近不温不火，有时有点小涨，有时干脆一动不动，没有达到投资者的预期价位。或投资者愿意在预期价位卖出，如果没有达到预期价位，投资者想降低持仓成本，以应对未来的不确定性。

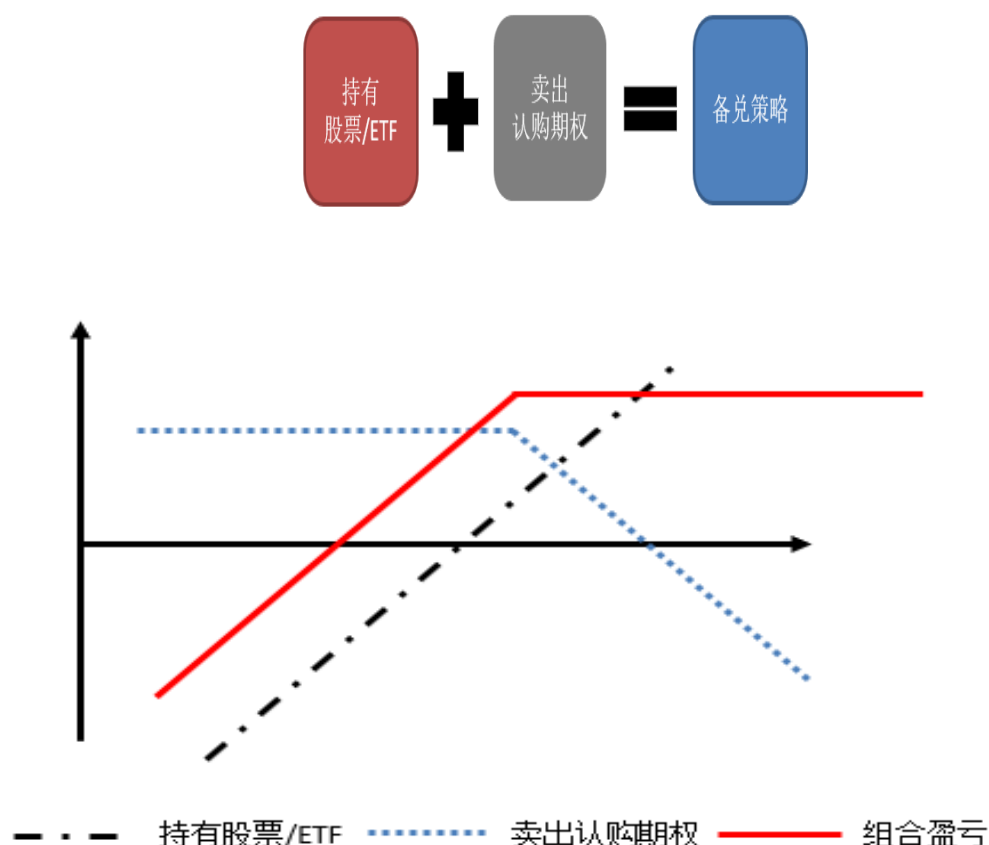


图 5-9 备兑策略损益图

资料来源：方正中期研究院整理

编制方法如下(不考虑手续费的影响):

- (1)初始资金 40000;
- (2)买入 10000 份 50ETF, 同时卖出一份高平值两档近月看涨期权;
- (3)当距离行权日不到 5 个交易日时, 合约换仓至下一个月。

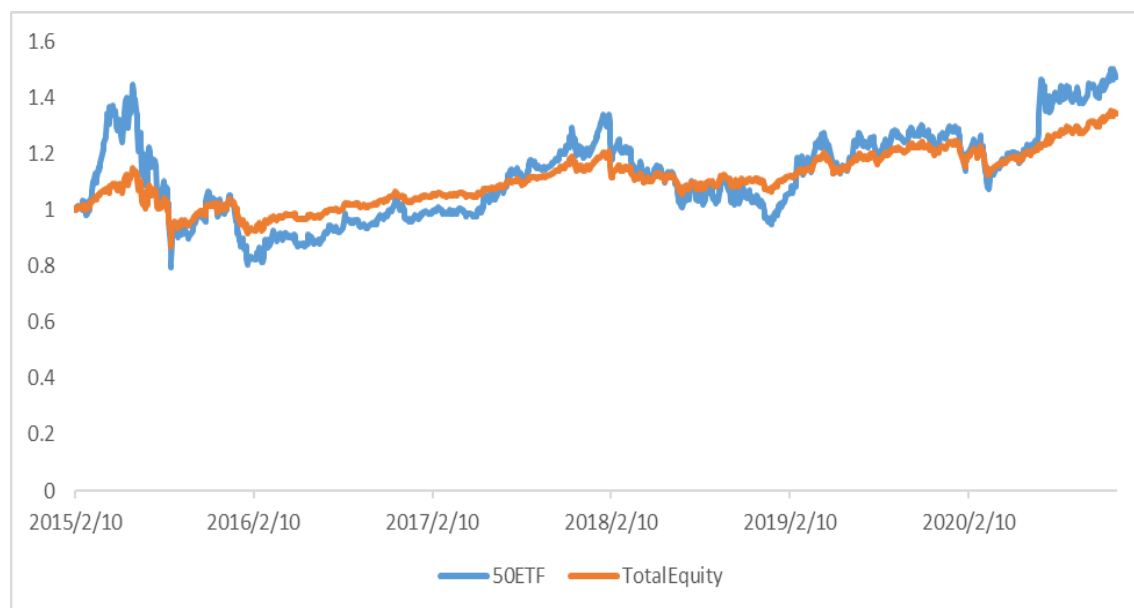


图 5-10 50ETF 和备兑策略收益走势图

资料来源：Wind，方正中期研究院整理

## (二) PutWrite 指数

PutWrite 指数：PutWrite 即卖出认沽期权策略，当投资者预期标的资产不会下跌或者小幅波动的情况下卖出认沽期权，能获取权利金的收入。当到期标的价格低于盈亏平衡点时，该策略才出现真正意义上的亏损。该策略若运用得当，可实现增强收益、降低标的资产买入成本的投资目标。

编制方法如下(不考虑手续费的影响):

- (1)初始资金 10000;

(2)卖出一份高平值一档实值看跌期权;

(3)当距离行权日不到 5 个交易日时, 合约换仓至下一个月。

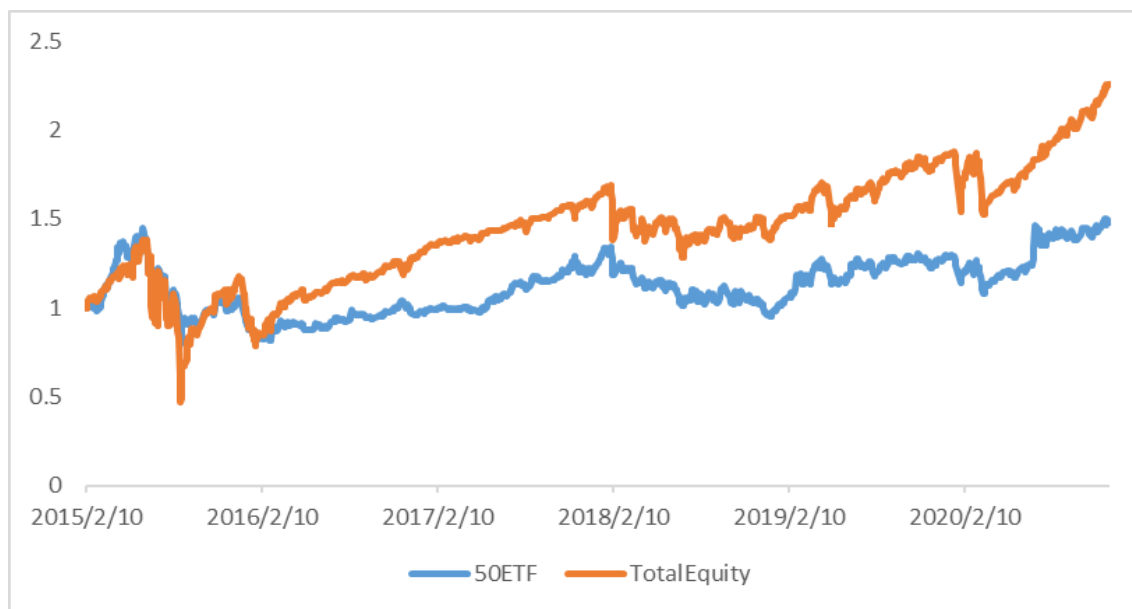


图 5-11 50ETF 和卖出看跌期权收益走势图

资料来源: Wind, 方正中期研究院整理

### (三) 保护性看跌策略

保护性看跌策略: 保护性看跌策略, 也称期权保险策略, 是指投资者在已经拥有标的证券、或者买入标的证券的同时, 买入相应数量的认沽期权。



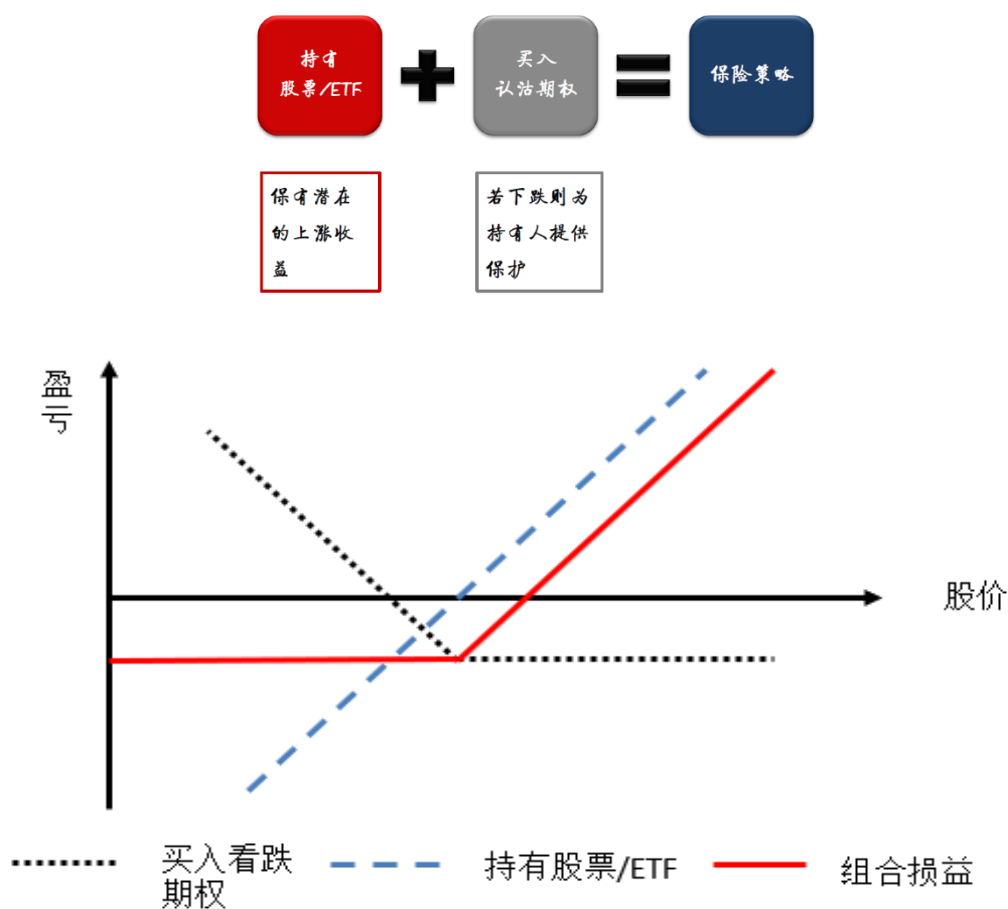


图 5-12 保护性看跌策略损益图

资料来源：方正中期研究院整理

编制方法如下(不考虑手续费的影响)：

- (1)初始资金 30000；
- (2)买入 10000 份 50ETF,同时买入一份低平值两档的虚值看跌期权；
- (3)当距离行权日不到 5 个交易日时，合约换仓至下一个月。

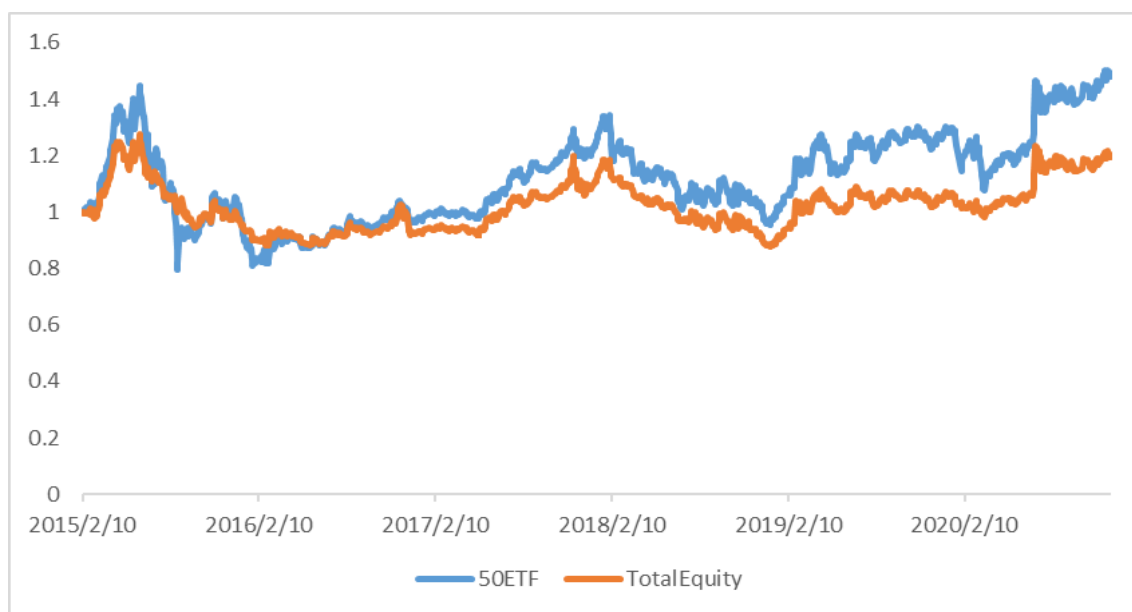


图 5-13 50ETF 和保护性看跌策略收益走势图

资料来源: Wind, 方正中期研究院整理

#### (四) Collar 指数

Collar 指数: Collar 指数也称领口期权策略, 是指投资者拥有或买入标的, 同时买入一份看跌期权并卖出一份看涨期权。该策略几乎不用付出权利金, 或只付出较低的权利金。当标的证券价格持续下跌时, 该策略组合最大损失有限。但是, 随着标的证券价格的持续上涨, 该策略组合的收益也将有限。

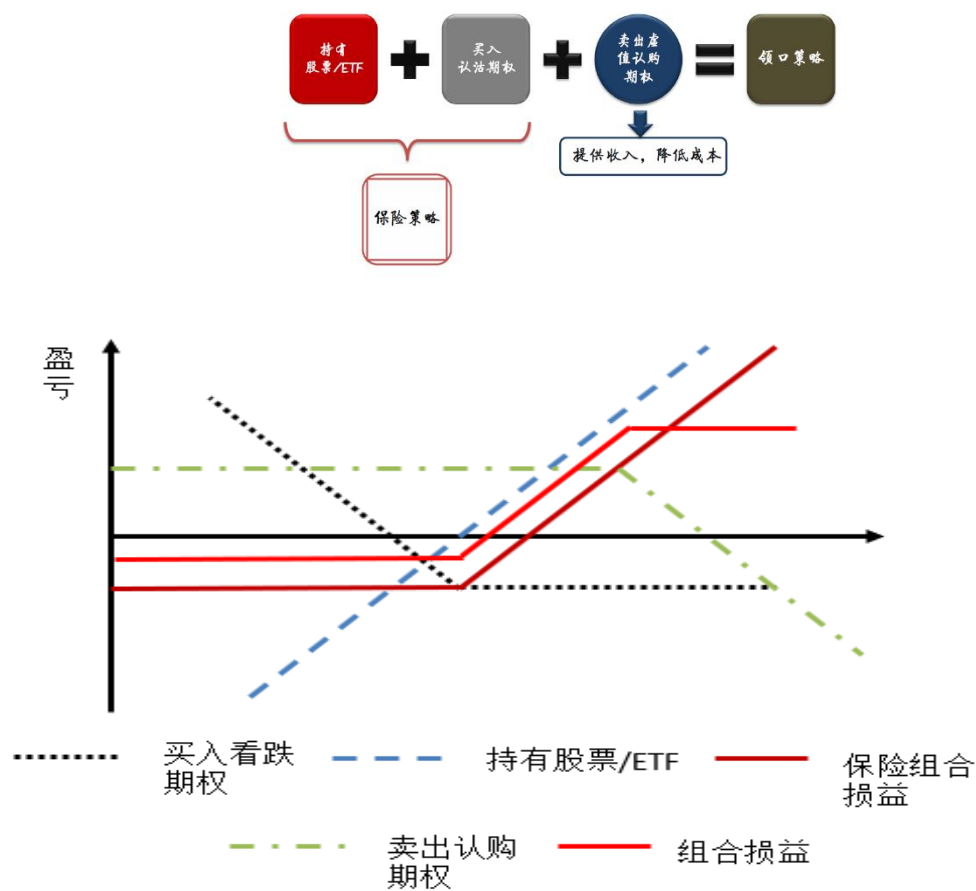


图 5-14 领口策略损益图

资料来源：方正中期研究院整理

编制方法如下(不考虑手续费的影响):

- (1)初始资金 40000;
- (2)买入 10000 份 50ETF,同时买入一份虚值看跌期权, 卖出一份虚值看涨期权;
- (3)当距离行权日不到 5 个交易日时, 合约换仓至下一个月。

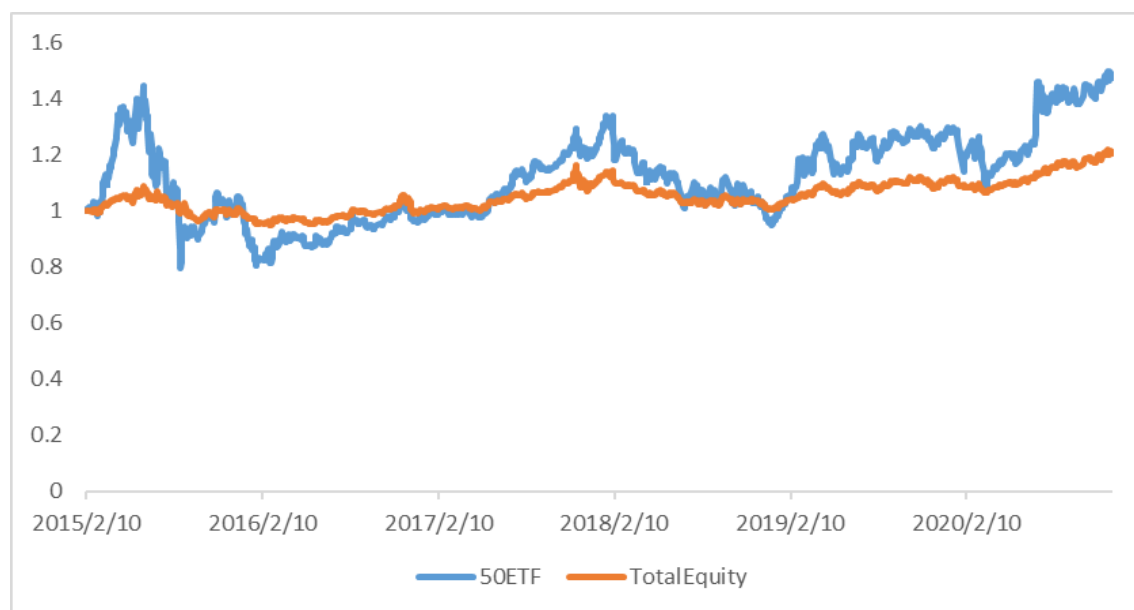


图 5-15 50ETF 和领口策略收益走势图

资料来源：Wind，方正中期研究院整理

## 第六部分、2021 年度展望及操作建议

### 一、2021 年度展望

2020 年的股市行情受到不确定因素扰动较大，年初受到疫情影响，股市出现大跌，指数大幅回落。但随着春节过后疫情得到控制。经济活动复苏，股市从底部启动上行走势，在 7 月初大幅飙涨，创下 2015 年以来新高。

本轮行情最重要的启动因素是低估值、资金面宽松及人民币升值，从年初，上证 50 估值水平一度回落从 10 附近回落至 8.62，沪深 300 指数从 12 附近回落至 11 附近。较低的估值叠加疫情的缓和，估值修复的大幅反弹行情启动。上证 50 指数从 3 月开始震荡上行，一直上涨至 12 月初。整体涨幅达到 16%，沪深 300 从年初到 12 月初涨幅达到 22.03%。

除了估值以外，资金面总体宽松及人民币汇率升值导致的外资流入亦是股市出现上行的重要因素。由于中国疫情恢复得最快，经济快速复苏，导致中国经济增长率领先全球。全球资本加速流入大

中华区。人民币持续走高，离岸人民币价格从年初从 6.8 升值至 6.5 附近。人民币升值使得 A 股底部更加坚实，亦加速了外资的流入。从北向资金走向看，全年仍然维持加速净流入的态势。

从中期的趋势看，美元在 2021 年料仍将维持贬值的态势，人民币升值有望加速，股市料仍将受到支撑。此外，资金面宽松料仍将在 2021 年维持，目前经济复苏的基础仍然薄弱，部分地区债务问题仍旧突出，央行货币政策预计仍将维持稳健偏宽松的格局。这都将使得股市总体偏强。不过我们也要看到，上证 50 及沪深 300 估值已经升至相对的高位，高估值将对股市上行速度及空间构成一定压力。

从技术上看，上证 50 及沪深 300 指数技术上已经出现震荡走牛趋势，2021 年在疫苗推出后，全球经济有望进一步复苏，此外，宽松的货币政策料将持续，支撑股市上行。我们预计 2021 年指数整体仍将呈现牛市的走势，在疫苗大范围推广接种后，经济复苏有望加速，指数亦将有望出现加速上行的牛市走势。

从期权波动率来看，虽然年初由于疫情影响，波动率有所走高，但全年多数时间，指数震荡走牛带来的低波动是 2020 年的整体特征，展望 2021 年，我们预计指数波动率仍将总体维持低位。难以出现暴涨暴跌行情。期权上应采取合理的策略如卖出认沽期权、卖出宽跨式走势及日历价差等策略把握低波动的行情走势。

## 二、2021 年操作建议

### 策略 1：卖出认沽期权策略

投资者可以卖出认沽期权，获取指数震荡上行，时间价值衰减的收益，尤其是指数下跌后，期权临近到期前 30 天以内，该策略的成功概率较大。

分析	买卖	名称	手数	价格类型	价格	买价	卖价	HV60	IV
<input checked="" type="checkbox"/>	卖	50ETF沽12月3500	1	买价	0.0576	0.0576	0.0578	17.33%	15.46%

最大收益: 576.00 最大亏损: -34,424.00 区间最大收益: 576.00 区间最大亏损: -6,664.00

总Delta: 5,768.5235 总Gamma: -32,095.5001 总Vega: -27.5410 总Theta: 14.3012

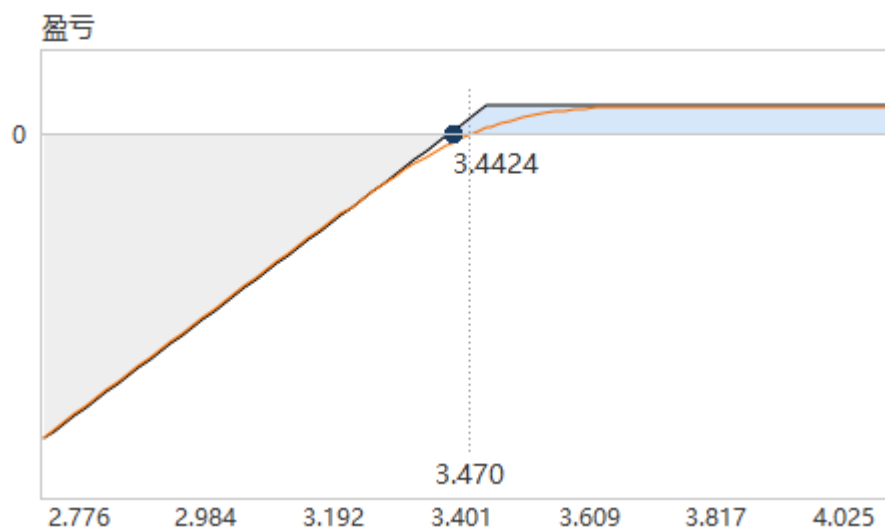


图 6-1 卖出认沽期权策略损益图

## 策略 2：卖出宽跨式期权策略

当 50ETF 价格总体处于箱体震荡时，卖出宽跨式策略能够较好获益。

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2101C5300	1	买价	28.0	28.0	28.4	16.56%	20.65%
卖	沪深300指数期权2101P4800	1	买价	49.6	49.6	50.2	16.56%	17.76%

最大收益: 7,760.00 最大亏损: -∞ 区间最大收益: 7,760.00 区间最大亏损: -76,824.00

总Delta: 15.4348 总Gamma: -0.1958 总Vega: -812.1939 总Theta: 167.8675

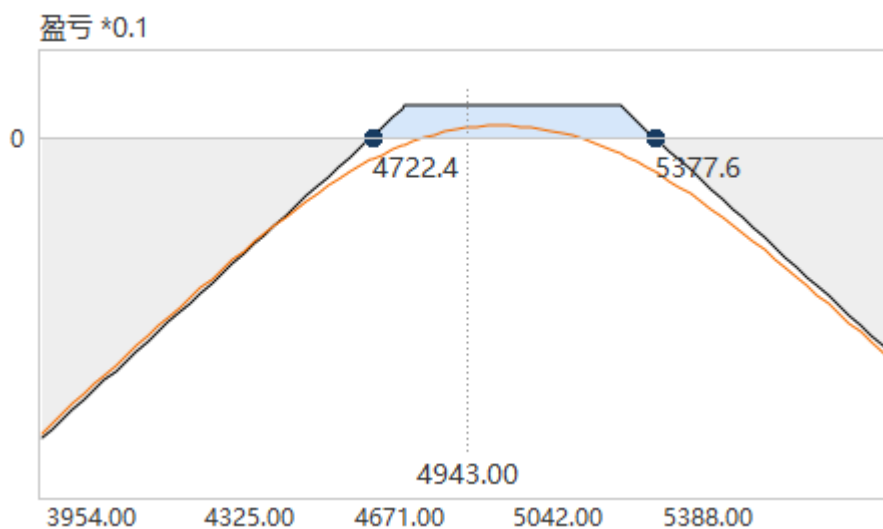


图 6-2 卖出宽跨式期权策略损益

### 策略 3：日历价差策略

日历价差策略主要收益来源于时间，即波动率处于低位，标的价格亦总体处于震荡格局，此时方向和波动率都没有太大的波动，这时候可以采用时间价值策略，比如卖出近月认购期权，买入远月认购期权，获取时间价值收益。

分析	买卖	名称	手数	价格类型	价格	买价	卖价	HV60	IV
☑	卖	300ETF购12月5000	1	买价	0.0808	0.0808	0.0809	16.80%	16.58%
☑	买	300ETF购1月5000	1	卖价	0.1490	0.1487	0.1490	16.80%	17.35%

最大收益: 428.53 最大亏损: -541.09 区间最大收益: 428.53 区间最大亏损: -681.99

总Delta: -42.8799 总Gamma: -10,501.6609 总Vega: 33.1725 总Theta: 10.0601

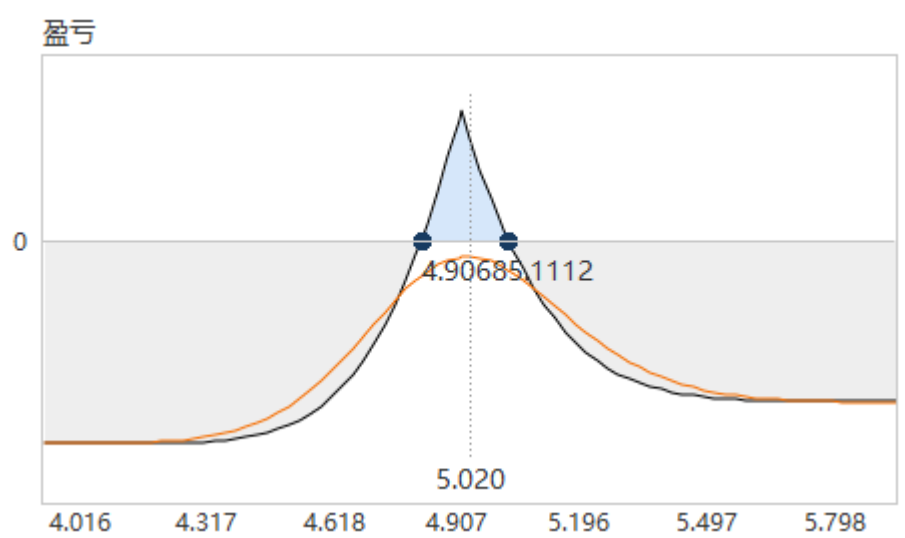


图 6-3