

应对比预测更重要

摘要

2020 年二季度以来，股指期货市场整体运行平稳，在诸多因素的扰动下，股指价格运行中枢仍较一季度末有明显的抬升，显示出股票市场较强的内在上涨动力。

随着流动性状况边际收紧得到进一步的确认，股指运行的核心逻辑将从流动性状况逐渐转向经济基本面。基于经济基本面的预期演变将成为贯穿 2020 年下半年股指运行的主线。

今年下半年是多事之秋，国内经济的复苏情况、全球疫情的发展、美国总统大选以及美股是否会二次探底等事件都将给国内股票市场带来不同程度的冲击。因此，股指的运行路径存在较多的不确定性。但是，由于今年以来股指的运行显示出较强的内在上涨动力，我们认为在当下这个时间点**如何应对是比预测走势更为重要的事。**

我们以经济基本面预期为锚，对下半年的经济复苏状况做了三种情景假设。在综合三种情景假设下的演绎路径后，我们给出的股指应对方案是：在行情低位区域积极做多，用股指类期权工具管理意外的下跌风险。

风险点：意外事件带来的市场流动性恶化

研究报告完整版如何获取？

请关注微信公众号【南华期货】



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1290 号

王梦颖

投资咨询证号：

Z0015429

目录

第 1 章	二季度回顾：指数中枢上移	3
1.1.	流动性边际收紧	3
1.2.	估值不再便宜	5
1.3.	全球股票市场情绪趋同	9
第 2 章	下半年指数运行展望	11
2.1.	核心矛盾发生转移	11
2.2.	下半年行情运行的三种情景假设	11
2.3.	应对方案综述	12
第 3 章	其他策略	13
3.1.	卖出现金担保看跌期权	13
	免责声明	15

图表目录

表 1.1.1	2020 年初末至今货币政策动态	3
图 1.1.1	央行年初至今公开市场净投放投放情况（周度，单位：亿元）	4
图 1.1.2	十年期国债收益率和 3 月期 Shibor 走势图（单位：%）	4
图 1.1.3	企业中长期贷款状况	5
表 1.2.1	A 股主要指数 2020 年 Q1 净利润状况	6
图 1.2.1	A 股主要股指 PE（TTM）及其历史分位数	6
图 1.2.2	沪深 300 指数价值指标	7
图 1.2.3	上证 50 指数价值指标	7
图 1.2.4	中证 500 指数价值指标	8
图 1.2.2	全球主要股指 PE（TTM）及其历史分位数	8
表 1.3.1	全球主要股指相关性矩阵（2020Q2，截止 2020/6/17）	9
图 1.3.1	A 股主要指数成交额历史分位数（10 日移动平均）	10
图 1.3.2	北向资金净流入状况（季度，单位：亿元）	10
图 1.3.3	沪深 300 指数换手率（10 日移动平均）	11
表 2.2.1	基于经济复苏预期的情景假设	12
表 2.3.1	应对方案概览	13
图 3.1.1	卖出现金担保看跌期权模拟仓跟踪情况	14

第1章 二季度回顾：指数中枢上移

股票指数在二季度的整体表现可以归纳为：震荡上行。上证 50 指数的运行中枢从一季度末的 2700 点上移至 2800 点，沪深 300 指数的中枢从 3700 点上移至 4000，中证 500 指数的中枢从 5200 点上升至 5600 点。三者之中，二季度（截止 6 月 18 日）累计涨幅最大的是中证 500 指数，累计涨幅 14.06%，其次是沪深 300 指数录得 10.08%，最后是上证 50 指数涨幅仅为 7.39%。

虽然股指整体呈现向上的趋势，但是中间过程颇多曲折，尤其是在一季度报中我们重点提到的流动性状况发生了明显的边际变化。

1.1. 流动性边际收紧

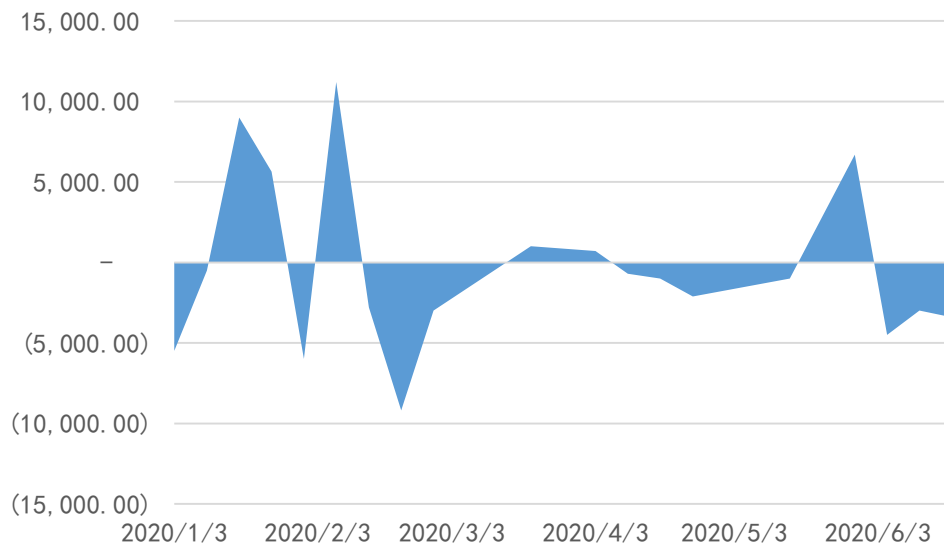
通过观察今年货币政策的动态，我们可以发现在 4 月 3 日央行超预期下调超额存款准备金利率后到目前为止，央行在货币政策方面没有出台更多的措施。同时，央行从 3 月底开始在公开市场操作中持续回笼资金。这些举措都是流动性边际收紧的信号。

表 1.1.1 2020 年初末至今货币政策动态

发生日期	事件	幅度	释放长期资金
2020/1/1	全面降准	0.50%	8000 亿
2020/2/3-4	投放流动性	1.7 万亿	N. A.
2020/2/17	MLF 利率下调	10bp	N. A.
2020/2/20	LPR 报价下调	10bp	N. A.
2020/3/13	定向降准	0.5-1.0%	5500 亿
2020/3/30	7 天逆回购利率下调	20bp	N. A.
2020/4/3	定向降准	1.00%	4000 亿
2020/4/3	超额存款准备金利率下调	0.37%	N. A.

资料来源：中国人民银行

图 1.1.1 央行年初至今公开市场净投放投放情况（周度，单位：亿元）



资料来源：Wind

这些举措的效果在利率市场体现的更为明显，从下图可以看到十年期国债收益率和 3 月期 shibor 都出现了明显的上升，其中十年期国债收益率更是从 2.4%迅速上升至 2.8%，一度接近疫情前的水平。

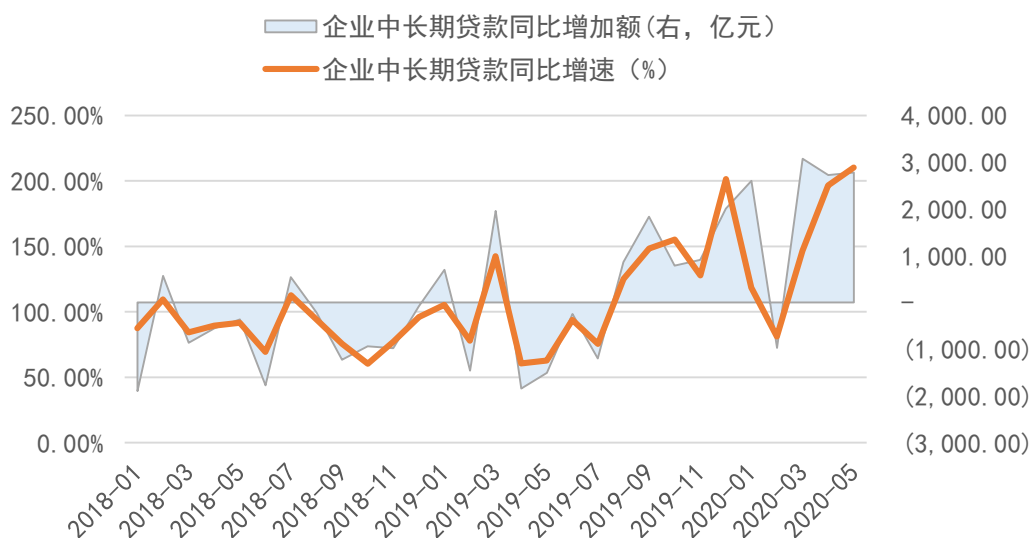
图 1.1.2 十年期国债收益率和 3 月期 Shibor 走势图（单位：%）



资料来源：Wind

货币政策边际收紧的原因有两个，一是两会召开后，政策重心由货币政策端往财政政策端倾斜，经济刺激会更依赖财政政策而非货币政策；二是因为一季度以来披露的部分经济数据超出市场预期，尤其是 3、4 月的社融数据大超市场预期，且信贷分项中的企业中长期贷款状况表现强劲，体现出经济有企稳的迹象，超宽松的货币政策可以逐渐告一段落。

图 1.1.3 企业中长期贷款状况



资料来源：Wind 南华研究

在 6 月 8 日的公开市场操作公告中，央行罕见预告将在 6 月 15 日左右对本月到期的 MLF 一次性续做，具体操作金额将根据市场需求等情况确定。6 月末历来都是流动性缺口较大的时间点，加上此次央行罕见的预告让市场对于央行再次放松货币政策的预期抬头。结果在 6 月 15 日的公开市场操作中，央行只开展了 2000 亿元 1 年期的 MLF 操作，而且中标利率与之前持平。这次操作在资金规模和利率上的力度都小于市场预期，同时也再次确认了货币政策维持边际收紧的态势。

因此，如果后续经济状况未出现意外下滑的话，货币政策最宽松的时候可能已经过去。

1.2. 估值不再便宜

随着股指运行中枢的上移，以及上市公司盈利的下修，A 股主要股指的估值变得不再便宜。

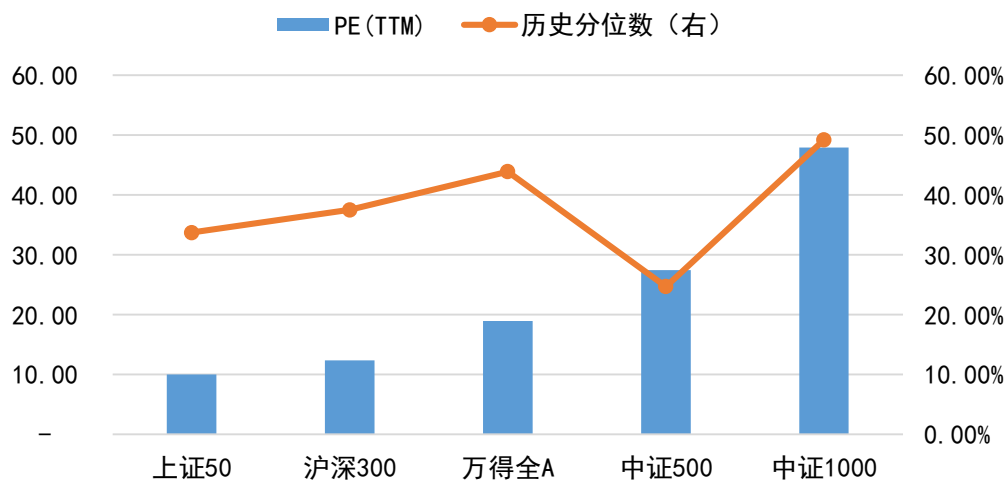
表 1.2.1 A 股主要指数 2020 年 Q1 净利润状况

证券代码	证券简称	净利润(TTM) 2019-12-31 [单位] 亿元	净利润(TTM) 2020-03-31 [单位] 亿元	2020 年 Q1 净利润 TTM 环比下降	2020 年 Q1 单季度净 利润同比
881001.WI	万得全 A	37,597.1689	35,290.7052	-6.13%	-24.31%
000300.SH	沪深 300	31,675.5640	30,173.0901	-4.74%	-18.81%
000016.SH	上证 50	21,665.9001	20,695.8006	-4.48%	-15.46%
000905.SH	中证 500	3,202.9777	2,867.9261	-10.46%	-34.66%
000852.SH	中证 1000	1,814.2316	1,528.6181	-15.74%	-58.84%

资料来源: Wind 南华研究

在一季度末估值最便宜的上证 50 指数来到了其历史分位数的 34%左右, 而沪深 300 指数更是接近其历史分位数 38%一档。中证 500 指数的最新历史分位数仅 25%左右, 这是因为 6 月 15 日成分股调整后, 中证 500 指数盈利出现抬升所致, 在调整前其历史分位数已经超过 47%。以万得全 A 指数来看, 其估值水平接近其历史分位数的 44%, 属于相对合理区间。整体而言, A 股主要指数的估值已经脱离了“便宜”区间。

图 1.2.1 A 股主要股指 PE (TTM) 及其历史分位数



资料来源: Wind

截止目前为止今年的利率水平仍旧维持在相对低位, 这为估值中枢的上升提供了支持。我们通过自创的价值指标来衡量当前利率水平下, A 股主要指数的估值是否合理。从下列价值指标走势图中可以看到, 当前沪深 300 指数和上证 50 指数的估值水平仍处于历史相对低位, 处于“可配置”区间, 而中证 500 指数的估值水平已经脱离“可配置”区间。因此, 虽然中证 500 指数的绝对估值历史分位数更低, 但是它的配置价值不及沪

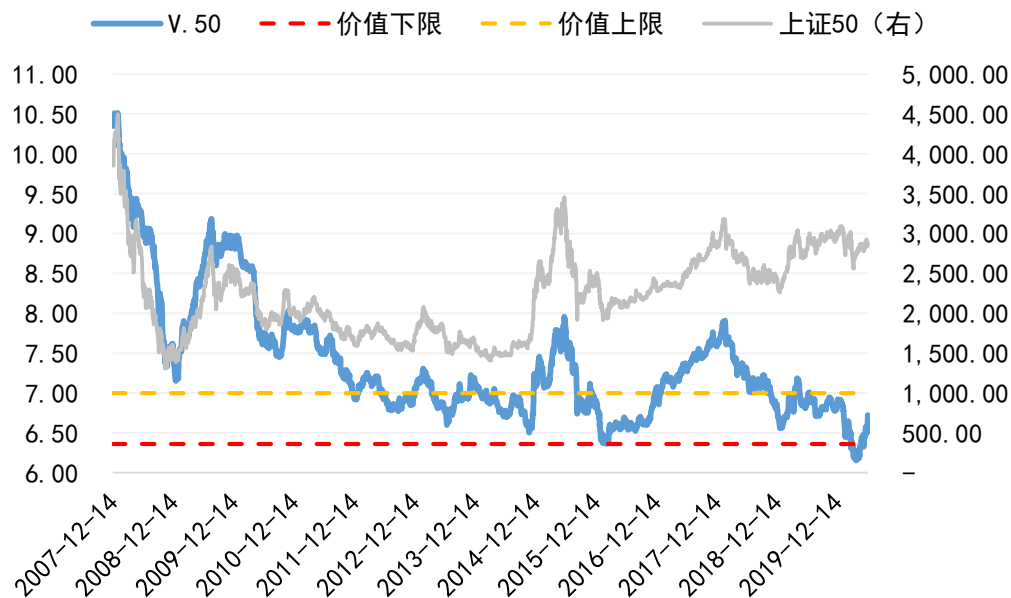
深 300 和上证 50 指数。

图 1.2.2 沪深 300 指数价值指标



资料来源: Wind 南华研究

图 1.2.3 上证 50 指数价值指标



资料来源: Wind 南华研究

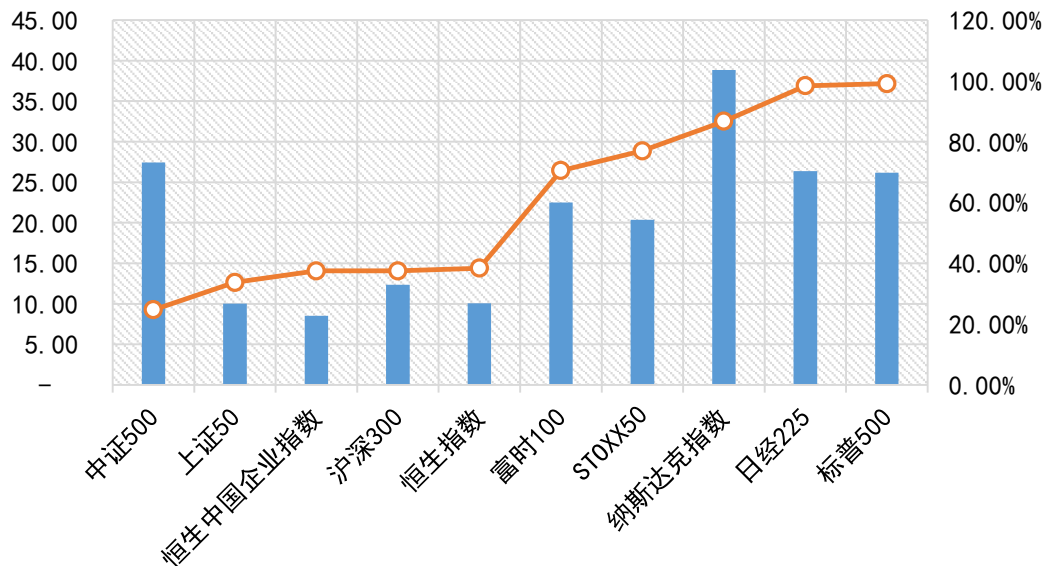
图 1.2.4 中证 500 指数价值指标



资料来源: Wind 南华研究

从全球市场对比来看, A 股蓝筹股指数的估值水平仍旧是主要指数中相对较低的, 美股的估值仍旧是最高的, 其中标普 500 指数的估值接近其历史峰值, 分位数在 99% 上下浮动。

图 1.2.2 全球主要股指 PE (TTM) 及其历史分位数



资料来源: Wind

总而言之，当前 A 股的估值水平已经不再便宜，但是在全球市场的同类比较中仍存在一定的配置价值，且沪深 300 和上证 50 指数的配置价值较中证 500 指数更佳。

1.3. 全球股票市场情绪趋同

今年二季度，在美股的带领下全球股票市场表现强劲，领头羊美股基本收复今年以来的所有失地，其中纳斯达克指数更是创出了历史新高。通过对全球主要股指的相关性分析，我们可以看到除了香港市场外，其他地区的股指和美股的相关性都非常高，其中英国富时 100、STOXX50 和日经 225 指数和美股的相关性高达 90% 以上。A 股三大指数和纳斯达克指数的相关性接近 90%，和标普 500 指数的相关性在 85% 左右。

因此，我们认为今年二季度时全球股票市场的情绪有着很强的同步性，A 股并未表现出“独善其身”的特质。

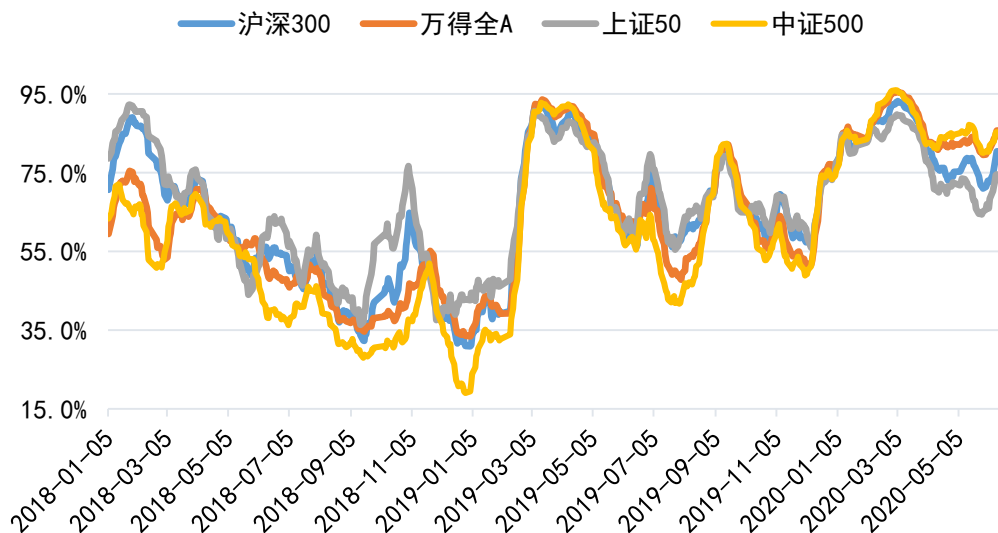
今年二季度时，A 股整体成交额呈现逐渐降温的态势，从下图中我们可以看到两市成交额的历史分位数从一季度末 95% 以上的高位逐渐回落至目前的 75% 左右。

表 1.3.1 全球主要股指相关性矩阵（2020Q2，截止 2020/6/17）

	标普 500	纳斯达克指数	上证 50	沪深 300	中证 500	恒生指数	恒生中国企业指数	日经 225	英国富时 100	欧洲 STOXX50
标普 500	1.00									
纳斯达克指数	0.98	1.00								
上证 50	0.83	0.86	1.00							
沪深 300	0.85	0.89	0.98	1.00						
中证 500	0.84	0.89	0.88	0.95	1.00					
恒生指数	0.42	0.36	0.60	0.56	0.44	1.00				
恒生中国企业指数	0.57	0.51	0.70	0.66	0.53	0.95	1.00			
日经 225	0.94	0.93	0.76	0.82	0.82	0.37	0.53	1.00		
英国富时 100	0.95	0.92	0.78	0.80	0.77	0.41	0.57	0.93	1.00	
欧洲 STOXX50	0.94	0.89	0.79	0.80	0.75	0.52	0.65	0.93	0.97	1.00

资料来源：Wind 南华研究

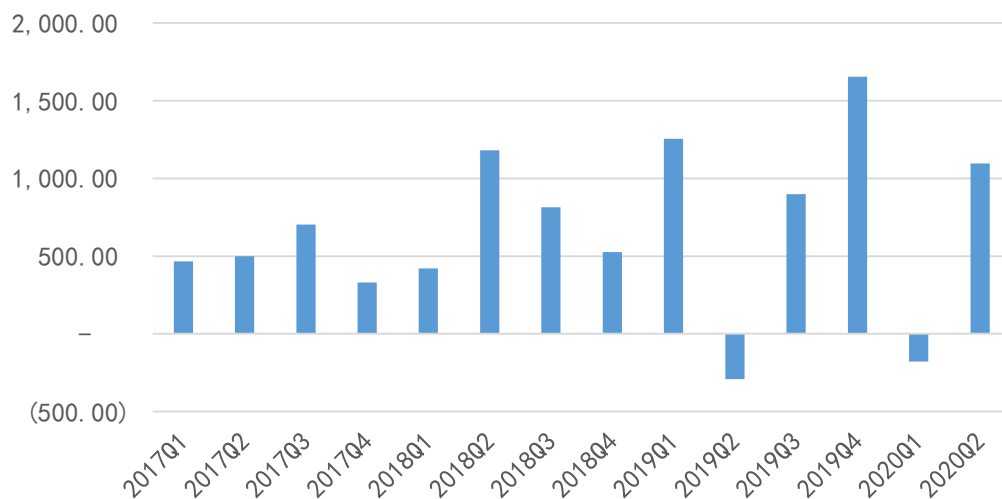
图 1.3.1 A 股主要指数成交额历史分位数（10 日移动平均）



资料来源：Wind 南华研究

同期北向资金的季度净流入金额为 1,095.14 亿元，占到 2017 年以来北向资金成交净买入总额的 11.68%，单季度排名位列第四。北向资金的动态和全球市场风险偏好相关性较高，二季度的高额资金净流入也从侧面证明了全球股票市场风险偏好出现较大改善，并因此为 A 股带来了可观的资金流入量。

图 1.3.2 北向资金净流入状况（季度，单位：亿元）

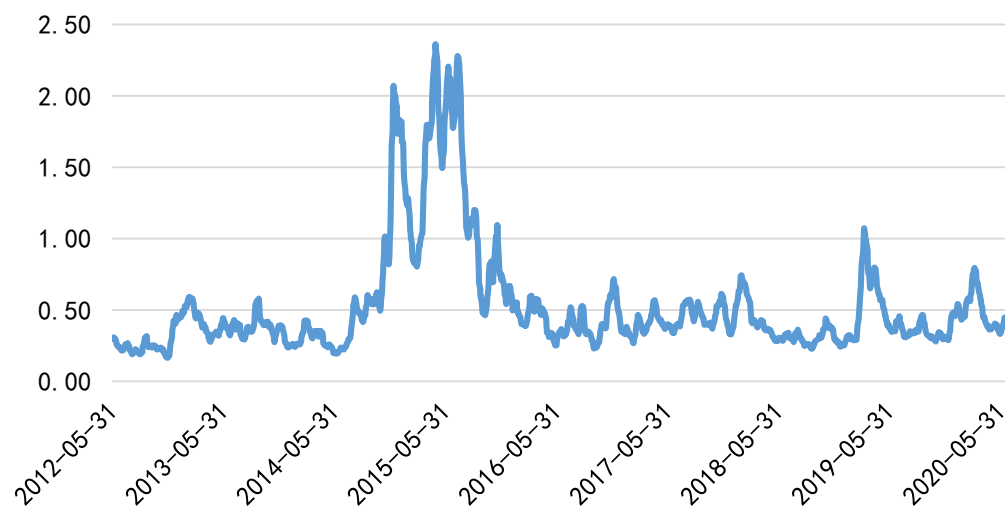


资料来源：Wind 南华研究

在经过一个季度的震荡探索后，三大指数的换手率已经来到历史低位附近，这意味着风险偏好的边际变化容易对行情的走势产生较大的影响。因此，我们认为 A 股后市的

演绎仍会受到美股走势的影响，需要警惕美股是否会“二次探底”。

图 1.3.3 沪深 300 指数换手率（10 日移动平均）



资料来源：Wind 南华研究

第2章 下半年指数运行展望

2.1. 核心矛盾发生转移

随着国内货币政策边际收紧，A 股运行的核心矛盾将逐渐从流动性状况转向经济基本面。我们看到上市公司一季度盈利无论是从单季度净利润同比增速看，还是从净利润 TTM 环比看都是下行的，但三大股票指数的估值在二季度却有了明显的抬升。这说明第二季度的指数上行皆来自于估值的提升，而不是盈利的增长。股票指数估值若要持续抬升需要充裕的流动性支持，而这一支持力量目前看已经有所消退。因此，后续股票指数的走势变化会更依赖于经济基本面的变化，也就是企业盈利的变化。

此外，我们也需要重视全球股票市场风险偏好变动（主要是美股）对 A 股走势的影响。

2.2. 下半年行情运行的三种情景假设

今年下半年是多事之秋，除了国内经济的复苏情况未明外，全球疫情的发展、美国总统大选以及美股是否会二次探底等事件都将给国内股票市场带来不同程度的影响。此外，资管新规的过渡期刚好到今年年底结束，虽然今年 2 月初时银保监会曾表示正在对资管新规过渡期延长做技术评估，但是到目前为止还未有更多消息出台。上述事件会以

什么样的形式呈现，我们是很难预测的，因此，我们以下半年指数运行的核心矛盾：经济基本面预期为锚，对下半年的经济复苏状况做了三种情景假设：

表 2.2.1 基于经济复苏预期情景假设

情景类别	经济复苏状况	行情走势
乐观情景	经济超预期复苏	指数中枢随着经济复苏缓慢抬升
中性情景	经济弱复苏，符合市场主流预期	指数维持区间震荡，难跌难涨
悲观情景	经济超预期下滑	指数先探底后拉升，维持相对低位震荡

资料来源：南华期货

在乐观情景下，下半年国内的政策扶持力度会延续目前的态势，流动性最宽松的时刻过去，市场重点博弈经济复苏状况，超预期的基本面状况让指数中枢缓慢抬升，在上半年表现偏弱的上证 50 和沪深 300 指数有望反超中证 500 指数。

在中性情景下，国内的政策措施大概率会盯住经济复苏状况进行相机抉择。这种情况下市场会因为缺乏主线，导致演绎方向不明。由于国内经济复苏情况基本符合市场主流预期，A 股的走势很可能会跟随全球市场风险偏好的变动而波动，和二季度类似。

在悲观情景下，经济出现超预期下滑，市场大概率会出现下跌，甚至再次去探底 3 月底的低点。今年是全面建成小康社会的决胜之年，政府对于维持一定的经济增速的意愿是比较强烈的，因此，如果经济真的有超预期下滑的苗头，政府大概率会重启宽松政策扶持经济。一旦宽松政策重启，行情的演绎方式会更像春节后至 3 月初的状况，即在流动性推升下出现上涨，但是涨幅达到一定程度后（或者说估值推升到极限后）会进入震荡盘整。

在上述三种情景中，仅有悲观情景下指数中枢有概率去触碰新低。如果我们假设三种情景出现的概率是相等的，那么我们可以得出的结论是：指数底部相对明朗，下行风险相对有限，而上行风险无限。

2.3. 应对方案综述

鉴于上述结论，我们给出的股指应对方案是：在行情低位区域积极做多，用股指类期权工具管理可能发生的意外下跌风险。

表 2.3.1 应对方案概览

做多仓位的可用工具	仓位保护的可用工具
指数 ETF	股指期货/股指类期权
股指期货	股指期货
股指类期权	股指类期权

资料来源：南华期货

在做多仓位的工具选择上，我们可以直接做多指数类 ETF，买股指期货合约或者买入看涨期权来构建。在这三个工具中，我们认为股指期货的优势最为明显。股指期货和指数 ETF 相比有一定的杠杆，可以让我们以较少的资金完成建仓，而且 T+0 的股指期货也比 T+1 的 ETF 更为灵活。股指期货和买入看涨期权相比的优势在于无需权利金支出，虽然可能会面临一定的移仓风险，但如果选择远月的季度合约就可以降低移仓频率，减少移仓风险；且三大期指目前仍旧是贴水状态，买入股指期货合约还可以赚取贴水收窄的收益。除此之外，我们也可以考虑用买看涨期权和卖出相同行权价的看跌期权来合成现货多头头寸，如果运气不错的话也可以获得一部分权利金收入。

对于仓位保护端的工具，我们更倾向于使用期权。我们可以构建保护性看跌期权来保护多头仓位。但是如果在多头建仓的同时就卖出看跌期权，即不对卖看跌进行择时操作，那么我们会面临高昂的权利金支出问题，很有可能会得不偿失。

为了降低权利金的支出，我们有三种办法：一是择时构建保护性看跌，这对投资者择时能力要求较高；二是构建领口期权，利用卖出行权价更高的看涨期权来抵冲一部分权利金，但这也限制了头寸的上行空间；三通过构建看跌期权比率跨期价差实现免费拥有长期看跌期权的目标，再用此长期看跌期权来和多头组成保护性看跌期权策略。看跌期权比率跨期价差由买入一定量的长期看跌和卖出更多数量的短期看跌期权组成，长短期权行权价一致，只要短期期权到期时，股指价格不跌破短期看跌的盈亏平衡点，那么就能实现免费拥有长期看跌期权的目的。为了进一步防范风险，我们可以选择采用 ETF 期权来构建，如此即使在短期期权到期时，ETF 价格跌破了盈亏平衡点，被行权的我们也可以接过现货，而不用支付现金。如果愿意接手现货，那么看跌期权行权价定价不能过高，否则接手现货并不划算。但是行权价定的过低，对于多头的保护力度也会有所降低。总而言之，三种降低看跌期权买入成本的方法各有优劣，我们可以根据自己对行情的预判来选择。

第3章 其他策略

3.1. 卖出现金担保看跌期权

卖出现金担保看跌期权策略我们在一季度报告中有推荐过，推荐的理由就是因为是在行情位于相对底部时，该策略风险偏小，而且亦攻亦守。

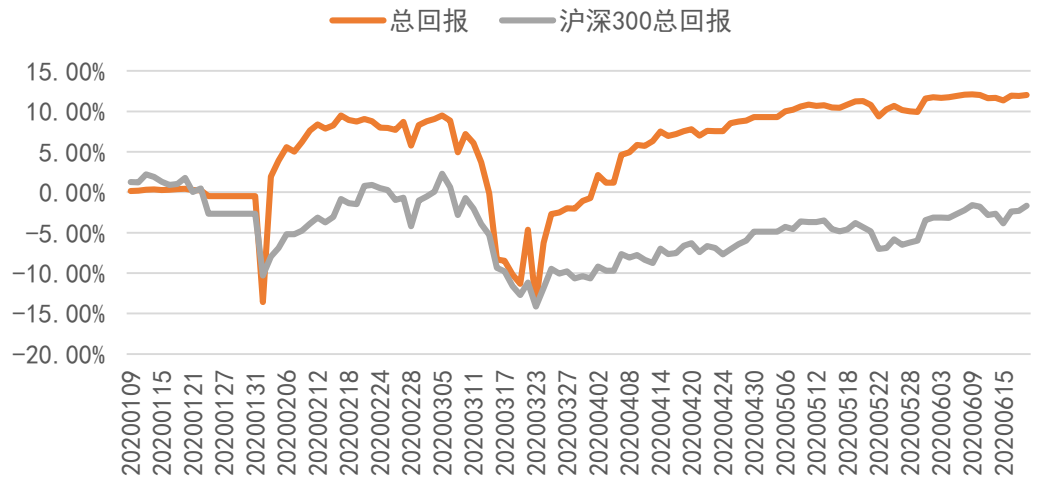
策略构成：

- 1、卖出沪深 300ETF 或上证 50ETF 看跌期权；

2、准备足够的现金以期权执行价买入现货（被行权的情况下）。

鉴于当前点位，我们仍旧推荐卖出深虚值的看跌期权，具体执行价可以参考个人心目中较好的现货端建仓点位。

图 3.1.1 卖出现金担保看跌期权模拟仓跟踪情况



资料来源：Wind 南华期货

截止 6 月 18 日收盘，该策略的模拟仓绝对回报率（基于账户起始资产）有 12.04%，跑赢沪深 300 指数 13.69%。模拟仓跟踪过程的最大回撤发生在行情意外下跌，波动率急剧上升的时刻，随着波动率的缓和，该策略逐渐收复失地。如果仓位中卖出的看跌期权全部要持有到期，那么中途的波动并不会对我该策略的最终收益产生影响。

鉴于我们对股指下半年度的展望：指数底部相对明朗，下行风险相对有限，而上行风险无限。我们继续推荐持有该策略（模拟仓跟踪情况将在股指期货周报中逐周披露）。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



南华期货
NANHUA FUTURES

公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点