

持仓过节，怎么做更安全？

股指状态：资金参与积极性依然较高，但盘面分化加剧。

上周涨跌幅	A 股市场	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000	万得全 A
		3.43%	2.46%	-1.67%	-4.11%	0.18%
香港及海外市场	标普 500	纳斯达克指数	日经 225	富时 100	恒生指数	
	4.65%	6.01%	4.03%	1.28%	3.55%	
估值水平(历史分位数)	A 股市场	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000	万得全 A
		73.90%	75.70%	24.60%	28.40%	76.20%
	香港及海外市场	标普 500	纳斯达克指数	日经 225	富时 100	恒生指数
		99.80%	95.60%	99.20%	99.40%	88.30%
情绪指标(历史分位数)	资金流动	两市成交额	融资买入额占比	资金主动净买入额占比	北向资金净流入	产业资本净增持
		89.30%	54.60%	43.50%	94.50%	3.90%
	风险偏好	换手率(万得全 A)	IF 升贴水率(基于过去一年)	股票较国债溢价率	铜金比	两市合计市值/GDP
		52.10%	61.30%	21.60%	18.00%	85.90%

(红色代表历史分位数偏高/行情上涨，绿色代表历史分位数偏低/行情下跌，黄色代表中性)

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

王梦颖

投资咨询证号：Z0015429

wangmengying@nawaa.com

0571-81727107

一、 本周行情展望

上周，沪深 300 和上证 50 指数从区间底部反弹，但并未突破前期的高位平台，中证 500 指数维持区间震荡，走势偏弱，三大指数分化加剧，估值水平进一步拉开。

本周只有三个交易日，对很多投资者来说，是否持仓过节是一个值得考虑的问题。

从 2015 年至 2020 年的情况来看，春节后首个交易日指数下跌居多。但是，除了 2020 年行情受疫情影响出现大幅下跌外，其他年度的首个交易日即使下跌，幅度也非常有限。并且，如果以春节后第一周的交易状况来看，录得上涨的时间更多。因此，从历史统计数据来看，押注春节后首周指数上涨的胜率会更大一些。

表 1.1 历年春节后首周交易情况概览（以沪深 300 为例）

年度	春节后首周指数涨跌幅	春节后首日指数涨跌幅
2015	1.43%	-1.24%
2016	2.96%	-0.58%
2017	-0.69%	-0.69%
2018	2.62%	2.16%
2019	2.81%	1.82%
2020	-2.60%	-7.88%

资料来源:Wind 南华期货

从基本面来看，目前除了中证 500 指数外，其他两个指数明显仍处在上升通道中。上周，央行在公开市场操作中向市场投放流动性，资金利率转为下行，Shibor 隔夜利率再次跌回 2% 以内，资金面紧张的状况得到缓解。伴随着资金面紧张状况的缓解，指数出现反弹。我们相信等市场进一步稳定后，指数会重回上升通道。

我们认为在经济持续复苏和来自北向资金和新基金发行的市场新增资金持续流入的状况下，期指的上涨趋势并未就此完结。

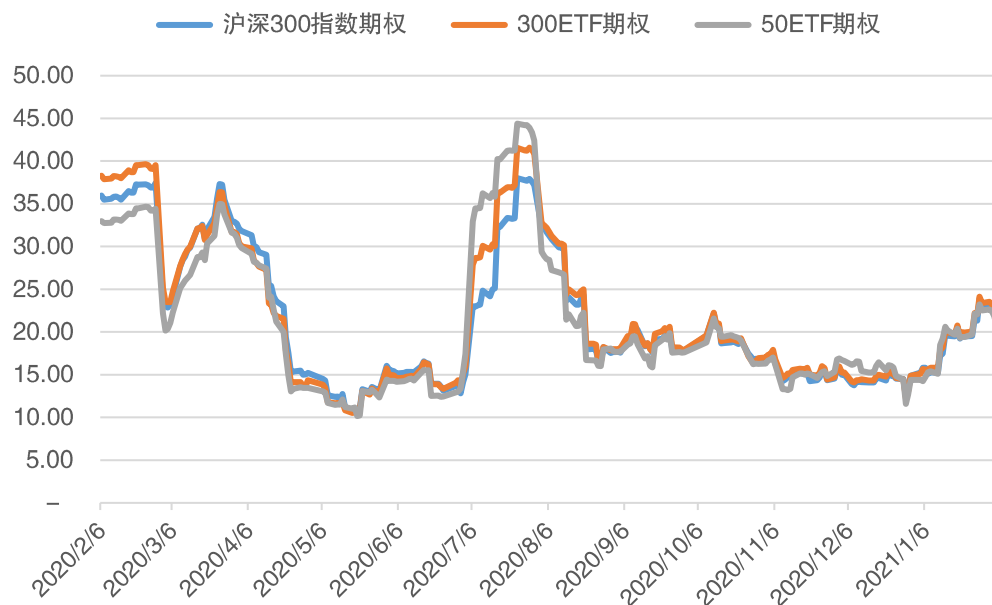
因此，如果要博弈春节后的行情方向，我们认为方向上应该偏多。

持仓过节，最怕的是春节期间发生预期之外的事件，导致原有的判断方向出错，也就是说持仓过节最大的风险是不确定性。因此，想要提高持仓过节的安全性，就需要降低持仓的不确定性。对此，我们有两种方法：一是降低整体仓位，以更多的保证金去应对可能的风险；二是利用期权为承受不确定性风险提供额外的回报。

说到期权，可能很多投资者会选择买入认购期权去博弈春节后的上涨。如果节后指数大涨，那么认购期权可以在短期内实现超额回报，弥补投资者承受的不确定性风险。但是我们需要注意的是，期权的时间价值会随着时间的流逝而不断衰减。如果节后指数的涨幅不够大，或者波动率上升不够多，那么很可能认购期权的涨幅还不够抵消流逝的时间价值。结果很可能是博弈对了方向也赚不到钱。

从图 1.1 我们可以看到近期股指相关期权的波动率都处在阶段性高位，这意味着此时期权的价格偏贵，买入并不是一个合适的选择。我们认为更合适的做法是基于偏多的观点去做卖出看跌期权操作，这是一种不看空的操作。

图 1.1 股指相关期权波动率趋势（20 日移动平均）



数据来源：Wind 南华研究

卖出看跌期权操作的优势有两点：一，作为期权卖方可以赚取春节期间期权每日流逝的时间价值；二，只要在到期时，标的价格没有跌破行权价（减去期权费），卖方可以收获全部的权利金。

从上文的历史数据统计中我们看到，节后首周指数的下跌幅度是有限的，即使是2020年节后首日，跌幅也没有超过8%，这意味着如果我们卖出深虚值（行权价较标的现价低10%及以上）的期权，那么被行权的概率是十分小的。换言之，用卖出深虚值看跌期权策略去博弈春节后的上涨胜率很高。

该策略的缺陷是收益率偏低。由于深虚值的期权通常比较便宜，因此，卖出深虚值期权的收益并不高。举个例子，目前沪深300ETF期权，2月行权价4.9（深虚）的看跌期权价格为0.0038，即卖出一手该合约，如果不被行权，可以获得38元的回报。卖出一手该合约的保证金为3468元，距离2月合约到期的时间为19天，所以，如果成功，该策略最终的收益率为1.10%。简而言之，如果成功，该策略可以在19天内可以赚取1%的收益。如果我们将行权价上移一档，至5.0，那么该策略的收益率可以上升到1.8%。也就是说，投资者可以根据自身的风险偏好，去挑选合适的虚值合约，虚值程度越低，收益率越高，但胜率也逐渐下降。

总之，我们认为，用卖出期权的方式去押注春节后的方向会是更安全的做法。

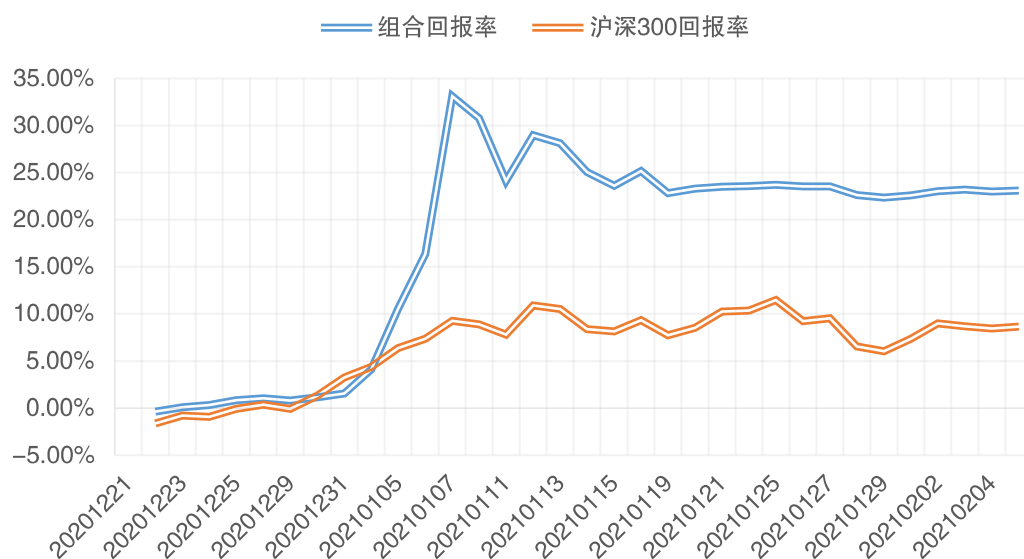
二、策略推荐及跟踪

1. 卖出认沽期权策略跟踪

上周，我们保持仓位不动。虽然指数的反弹，我们的策略收益率也逐渐回升。截止上周五，我们的策略收益率跑赢基准指数 8.65%，跑赢幅度环比上升 2.5% 左右。

本周，我们将加仓卖出看跌期权。

图 2.1 模拟交易收益率图



数据来源：南华研究

附件 1. 股指期货上周运行情况

表 1. 股指期货上周涨跌幅

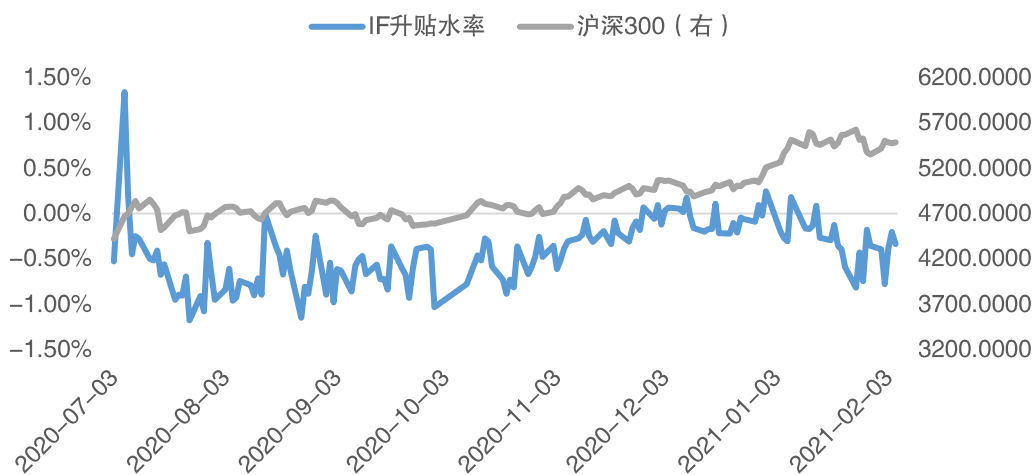
沪深 300 指数期货 IF					
代码	IF00.CFE	IF01.CFE	IF02.CFE	IF03.CFE	000300.SH
简称	当月	次月	当季	下季	现货
周涨跌幅 (%)	2.83	2.87	2.72	2.43	2.46

上证 50 指数期货 IH					
代码	IH00.CFE	IH01.CFE	IH02.CFE	IH03.CFE	000016.SH
简称	当月	次月	当季	下季	现货
周涨跌幅 (%)	3.72	3.65	3.11	3.01	3.43

中证 500 指数期货 IC					
代码	IC00.CFE	IC01.CFE	IC02.CFE	IC03.CFE	000905.SH
简称	当月	次月	当季	下季	现货
周涨跌幅 (%)	-0.80	-0.66	-0.75	-0.95	-1.67

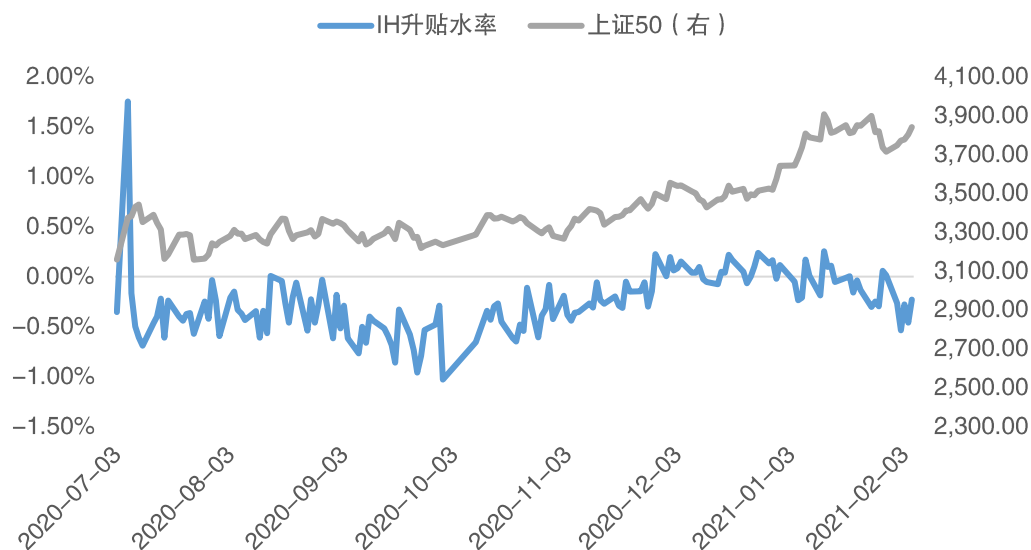
数据来源: Wind 南华研究

图 1. IF 升贴水状况



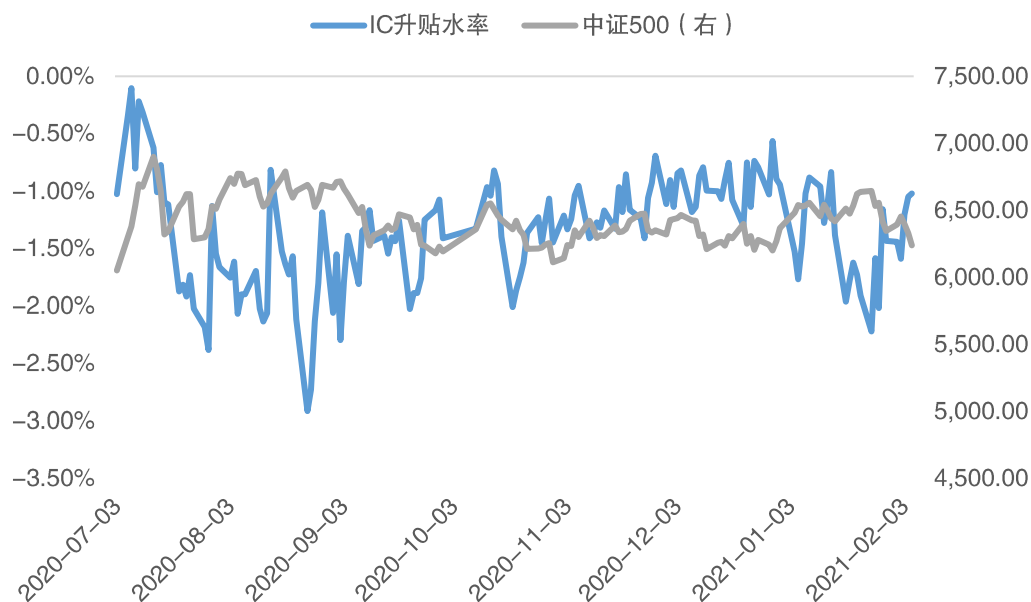
数据来源: Wind 南华研究

图 2. IH 升贴水状况



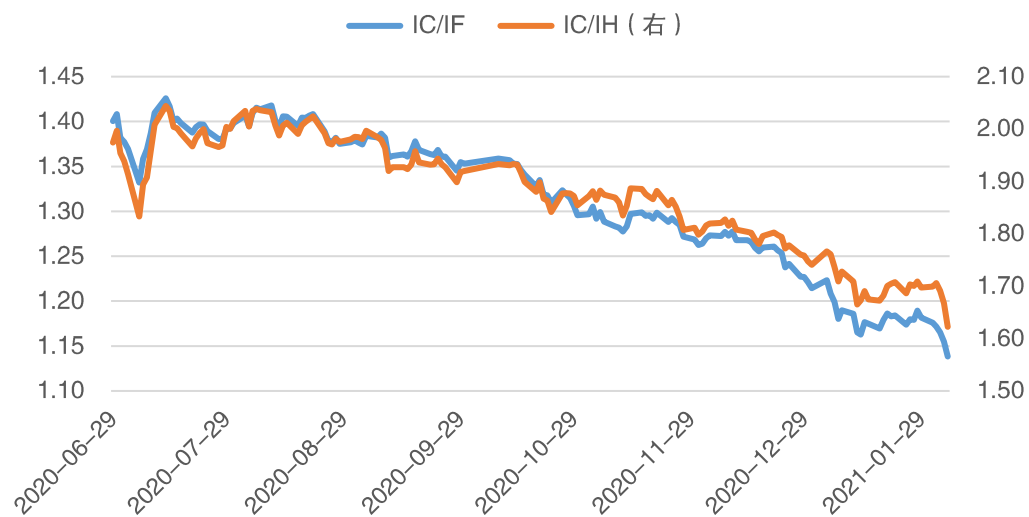
数据来源: Wind 南华研究

图 3. IC 升贴水状况



数据来源: Wind 南华研究

图 4. 股指期货跨品种价差



数据来源: Wind 南华研究

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。



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