

股指买入看跌期权保护，期债关注利空出尽的交易机会

发展研究中心 宏观金融组

电话: 020-88818001

E-Mail: huan@gf.com.cn

策略要点:

股指:

整体上，虽然国内经济增长强劲，防疫措施没有放松，系统性风险发生的概率不大，但是存在一些结构性的风险，一方面是高估值白马股潜在的业绩暴雷，另一方面是投资者对货币政策超预期收紧的担忧，虽然短端利率暂未发生变化，但PPI的上行仍然引发投资者对货币政策收紧的担忧，后续需要关注政治局会议的表态，股指多头可继续持有，建议买入看跌期权进行保护。

国债:

整体来看，目前期债的内驱力还不明显，对于近期的利空上周已经有提前部分消化的表现，情绪有所走弱，政策方面快速调整的可能性比较低。预计期债短期仍以震荡为主，操作上建议维持观望，下跌阶段可适当配置，关注后续利空出尽后可能带来的短期交易机会。

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1292号

联系信息（宏观金融研究小组）

胡岸（咨询编号 Z0011267）

020-88818001,

huan@gf.com.cn;

陈俊州（咨询编号 Z0014862）

020-88818017,

chenjunzhou@gf.com.cn;

IF 主力合约近期走势



T 主力合约近期走势



目录

一、本周策略：股指买入看跌期权保护，期债关注利空出尽的交易机会.....	1
二、市场表现：股指国债期货期权数据跟踪.....	2
免责声明.....	7

一、本周策略：股指买入看跌期权保护，期债关注利空出尽的交易机会

股指期货期权

上周股指震荡下行，小盘股跑赢大盘，中证1000上涨0.6%，中证500上涨0.14%，沪深300下跌2.45%，周期股跑赢成长，延续春节以来的风格。

本周一季度业绩预告密集披露，关注个别白马股存在的财报暴雷风险。上周顺丰这只公募重仓股披露的财报情况远不及预期，股票大幅下挫，部分投资者开始提前担忧白马股的业绩情况，如果白马股的业绩符合预期或小幅超预期，2020年的大幅上涨给予了这类大盘蓝筹股过高的估值，业绩的上涨也只能消化估值到合理的位置，但若业绩暴雷，短期内或造成盈利和估值双杀，对大盘蓝筹的“恐高”情绪可能会蔓延。分板块来看，在已经披露年报数据的成分股中，按整体法计算，2020年中证500成分股每股盈利0.44元，同比增长46.67%，沪深300成分股每股盈利0.88元，同比增长4.76%，上证50成分股每股盈利0.97元，同比增长2.11%。中证500板块业绩增速高，近期的表现也强于上证50和沪深300。

上游大宗商品涨价较多，PPI超预期，但货币政策未到全面收紧的程度。3月份的CPI同比由下降0.2%转为上涨0.4%，环比季节性下降0.5%；PPI同比上涨4.4%，涨幅扩大2.7%，环比上涨1.6%。PPI的压力较大，分行业来看，3月份石油和天然气开采业、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业同比涨幅超过20%，黑色金属矿采选业同比涨幅超过30%。虽然同比来看供需两端均有回暖，但上游原材料领域的涨幅明显，下游涨幅较低，而且CPI也相对疲软，反映出终端消费不强，上游涨价更多是来自供应端的扰动。近期包括金融稳定发展委员会等各类会议上也提到要关注大宗商品涨价过快的风险，部分投资者开始担心由大宗价格的上涨可能会引发货币政策过早收紧。我们认为，大宗价格的上涨更多是源自供应的扰动而非需求的过热，而且结构性的通胀较难引发总量的货币政策收紧，比如2019年猪肉价格的快速上涨也并未引发货币政策的收紧，所以短期内发生利率全面上行的系统性风险的概率不大。不过确实有在针对存在信贷泛滥风险的领域进行结构性的收紧，比如对经营贷、消费贷违规进入楼市的打压、对政府债务的压缩等等。需要关注4月份的政治局会议关于货币政策的表态，如果变化不大符合市场预期，那么投资者关于利率上行的风险或缓解，如果超预期收紧，那么股指或还有下调空间。

整体上，虽然国内经济增长强劲，防疫措施没有放松，系统性风险发生的概率不大，但是存在一些结构性的风险，一方面是高估值白马股潜在的业绩暴雷，另一方面是投资者对货币政策超预期收紧的担忧，虽然短端利率暂未发生变化，但PPI的上行仍然引发投资者对货币政策收紧的担忧，后续需要关注政治局会议的表态，股指多头可继续持有，建议买入看跌期权进行保护。

国债期货

上周，10年期国债期货下跌了0.18%至97.21，5年期国债期货下跌了0.14%至99.41，2年期国债期货下跌了0.05%至100.13。上周国债期货震荡走弱。现券方面，10年期国债到期收益率上行1.93个bp；10年期国开债到期收益上行1.98bp。公开市场方面，央行共进行了400亿元逆回购操作，

累计有500亿元逆回购到期，因此净回笼100亿元。本周将有400亿元逆回购到期；4月15日（周四）还有1000亿元MLF到期。资金面仍平稳，截至4月10日，R001较上周上升了2.46个BP至1.81%；R007下降了30.84个BP至1.93%。

资金面方面，上周依然保持充足稳定，月初流动性压力还没显现，央行操作仍然坚定“地量”操作，当前资金市场情绪面的担忧影响更大。上半月的流动性预期比较乐观，4月缴税截止时间偏后，税期后可能开始逐步暴露流动性压力，央行的操作传递出的政策态度尤为关键。供给方面，财政部将于4月14日招标发行1220亿元两期记账式附息国债，期限包括2年期和5年期，发行金额均为610亿元；市场对于4月供给量增加有所预期，而且目前公告情况看地方债供给压力也比较有限，供给方面的影响可能不大。

此外，近期市场关注银行成交回购量突破4.5万亿，在市场预期偏空的情况下机构加杠杆行为引发关于后市政策防风险收紧的担忧。我们认为加杠杆更多是由于资金充足低波动和央行操作稳定连续，在前期债市出现短期利好时机构也有进一步加杠杆的动力，但过度加杠杆的风险有限，在经济没有明确进一步向好的背景下政策方面转向的概率较低。本周末国务院总理李克强主持召开经济形势专家和企业家座谈会也继续强调，扎实推动经济稳中加固向好，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性。

基本面方面，前期数据显示经济修复仍在进行，上周五公布物价数据，3月CPI同比上涨0.4%，预期涨0.2%；PPI同比上涨4.4%，涨幅比2月扩大2.7个百分点，大超市场预期。数据出来后影响不大，市场对于PPI反弹有所预期，且当前基本面并非主要的逻辑。另外，本周五将公布一季度宏观数据，经济数据是否处于“合意区间”，以及通胀预期升温情况和政策调控节奏是市场主要的关注方向。预计一季度经济增长总体符合预期，物价对货币政策制约并不明显，政策调控也难有大幅变化的基础。

海外方面，美国首次失业金申领人数增加了1.6万人至74.4万人，预期为68万；劳动力市场的修复偏弱，显示前期经济刺激计划的效果不及预期，市场对经济复苏的乐观情绪降温，10年期美债收益率当晚下跌5.3个基点至二周以来最低水平，贵金属普涨。美联储方面也表示关注长期的“劳动力市场创伤”，并保证继续支持那些因疫情和随后的经济衰退而失业的人。美债走势对当前国内债市的直接传导效应比较弱，但需关注外盘调整对风险资产和情绪的影响。

疫情方面，国家卫健委新闻发言人米锋11日在国务院联防联控机制新闻发布会上表示，近期，全球疫情再次反弹，我国边境城市瑞丽出现了聚集性疫情，提示外防输入、人物同防仍是当前疫情防控的重中之重。中国目前疫苗接种在推进，截至4月10日，全国累计报告接种新冠疫苗16447.1万剂次，后续仍需关注疫情进展状况。

整体来看，目前期债的内驱力还不明显，对于近期的利空上周已经有提前部分消化的表现，情绪有所走弱，政策方面快速调整的可能性比较低。预计期债短期仍以震荡为主，操作上建议维持观望，下跌阶段可适当配置，关注后续利空出尽后可能带来的短期交易机会。

二、市场表现：股指国债期货期权数据跟踪

股指期货

上证指数下跌 0.97%，深证成指下跌 2.19%，创业板指下跌 2.42%，沪深 300 指数下跌 2.45%，上证 50 指数下跌 2.84%，中证 500 指数上涨 0.14%。期指方面，上周 IF 主力合约下跌 2.12%，IH 主力合约下跌 2.43%，IC 主力合约上涨 0.47%。

期现价差方面，上周 IF 期现价差（期-现）从-20.76 点上升至-13.74 点，IH 期现价差从-12.96 点上升至-5.91 点，IC 期现价差从-30.21 点上升至-8.44 点。

持仓方面，从上周前 5 席位持仓变化来看，IF 净持仓增加了 1665 手、IH 净持仓增加了 2843 手、IC 净持仓减少了 1676 手。

上周央行公开市场累计有 500 亿元逆回购到期，上周央行共进行了 400 亿元逆回购操作，因此上周净回笼 100 亿元。4 月 9 日，SHIBOR 隔夜为 1.784%，较上周涨 5 个基点；DR007 加权平均利率为 1.9272%，较上周跌 15.52 个基点。

股市资金面方面，截至周四（4 月 8 日），A 股融资融券余额为 16665.79 亿元，较前一交易日的 16646.24 亿元增加 19.55 亿元。外资方面，上周陆股通北上资金净流出 53.26 亿元，前周净流出 99.38 亿元。本周（4 月 12 日至 4 月 18 日）一共有 31 家公司 20.1 亿股限售股解禁，解禁市值为 434.72 亿元，环比增加 243.37 亿元。

外围股市方面，上周道琼斯工业指数上涨 1.95%，德国 DAX 指数上涨 0.84%，日经 225 指数下跌 0.29%，恒生指数下跌 0.83%。

国债期货

上周，成交量方面，10 年期国债期货成交 260,739 手，5 年期国债期货共成交 93,188 手，2 年期国债期货成交 47,897 手。

持仓量方面，上周 10 年期国债期货共有 129,102 手持仓，5 年期国债期货共有 61,360 手持仓，2 年期国债期货共有持 26,558 手。

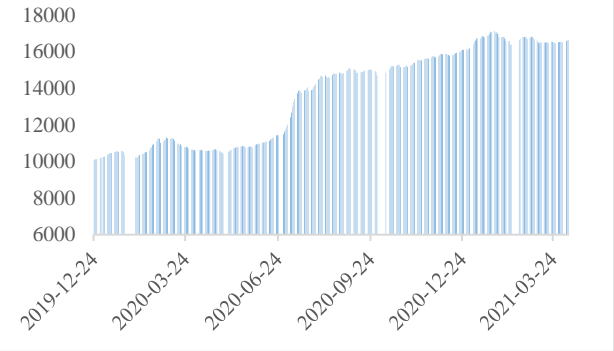
股指期权

T 型报价方面，截止 4 月 9 日，看涨期权的成交集中在 5000-5100 点，持仓相对分散，看跌期权成交集中在 5000-5100 点，持仓集中在 5000-5100 点，沪深 300 指数在 5000 点有一定的支撑。成交 C/P 为 1.21，持仓 C/P 为 1.41，看涨期权维持活跃。远月期权波动率维持左偏形态，近月期权波动率基本维持常态。截止 4 月 9 日，30 天历史波动率为 19.92%，较前一个交易日下降了 1.23%，较一周前下降了 5.90%，3 月中下旬以来历史波动率快速下降。

图:IF主力



图:两融余额 (亿元)



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图:沪股通、深股通净流入金额 (亿元)

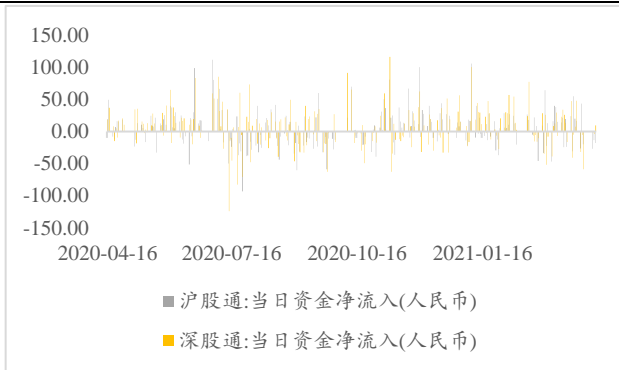
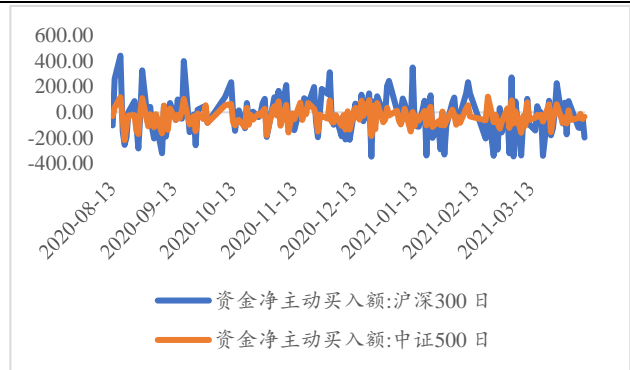


图:资金净主动买入金额 (亿元)



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图:两市成交金额 (%)

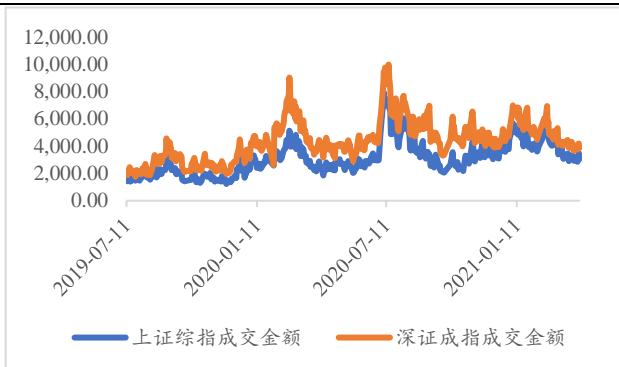
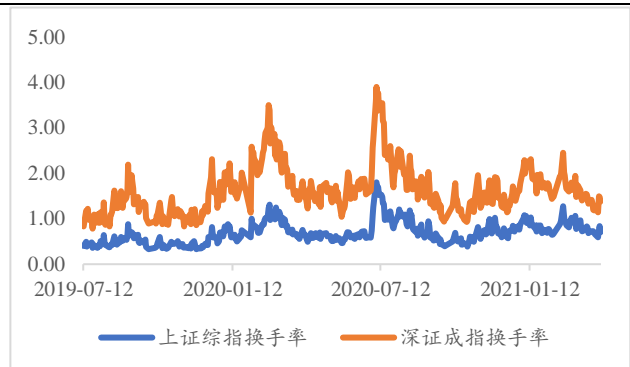
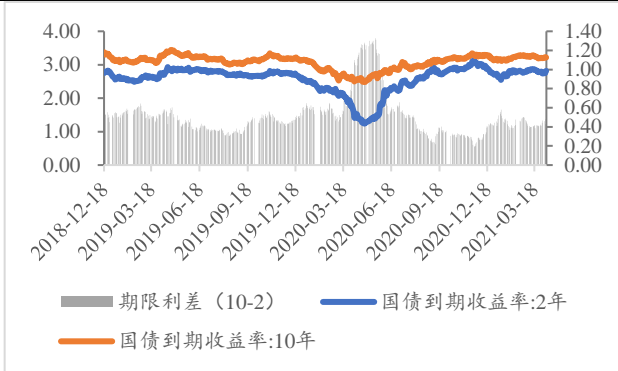


图:两市换手率 (%)

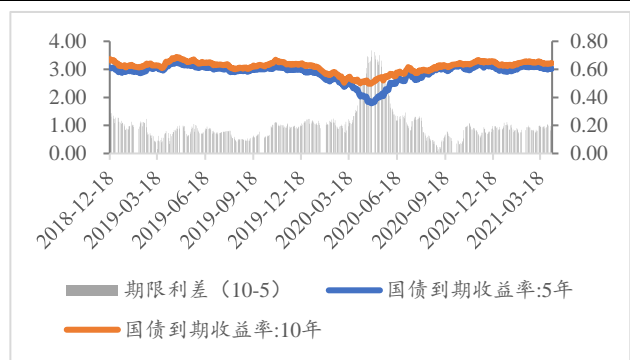


数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图：10年和2年期限利差 (%)

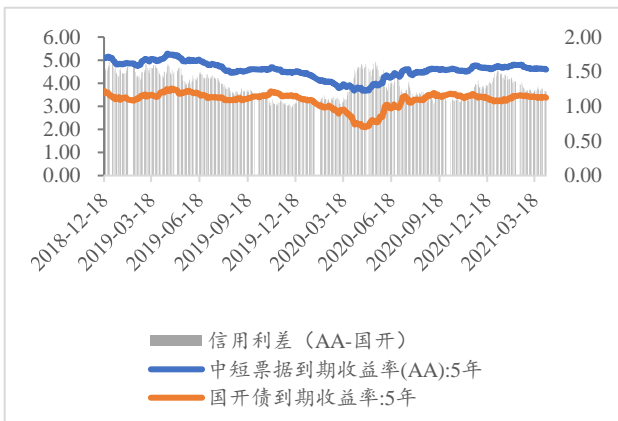


图：10年和5年期限利差 (%)

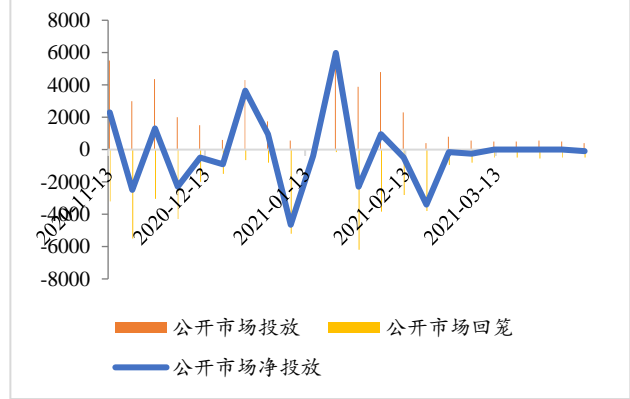


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：信用利差 (%)



图：公开市场操作



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：沪深300股指期权T型报价

Call					000300.SH			Put			
持仓量	成交量	涨跌幅(%)	收盘价	IV	执行价	IV	收盘价	涨跌幅(%)	成交量	持仓量	
370	150	-22.89	227	#N/A	4800	#N/A	2.8000	40.00	937	2589	
577	213	-27.58	178.6	#N/A	4850	#N/A	5.4000	80.00	1774	1380	
1496	3527	-30.65	134.4	#N/A	4900	#N/A	10.4000	73.33	3897	3158	
1256	2258	-36.45	95.2	0.1247	4950	0.1688	20.0000	72.41	3294	1692	
6175	12405	-45.37	60.2	0.1298	5000	0.1709	37.0000	74.53	12387	5475	
7817	12897	-61.16	18.8	0.1402	5100	0.1789	94.0000	58.25	9656	4124	
7252	5175	-67.82	5.6	0.1592	5200	0.2238	181.4000	39.75	2918	2633	
5189	2724	-57.69	2.2	0.1860	5300	0.2764	277.0000	28.24	626	1307	
4253	1144	-55.56	0.8	0.2056	5400	0.3394	376.2000	21.12	109	808	

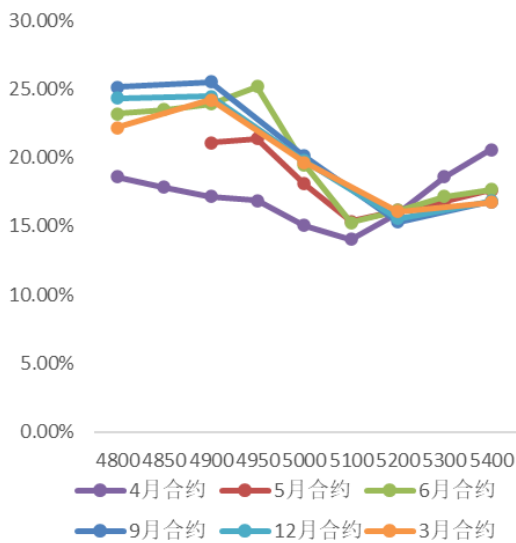
数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：沪深300股指期权成交和持仓情况

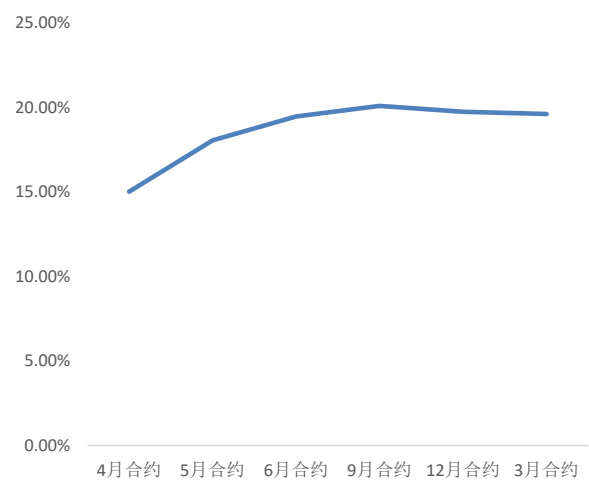
合约	Call Vol	Put Vol	Vol	GPR(Vol)	Call OI	Put OI	OI	GPR(OI)
4月合约	42390	37778	80168	1.12	50603	33204	83807	1.52
5月合约	14536	11514	26050	1.26	21997	17124	39121	1.28
6月合约	4486	2088	6574	2.15	19803	12915	32718	1.53
9月合约	1045	366	1411	2.86	6384	5766	12150	1.11
12月合约	594	347	941	1.71	4749	4462	9211	1.06
3月合约	180	90	270	2	809	750	1559	1.08
汇总	63231	52183	115414	1.21	104345	74221	178566	1.41

数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：波动率微笑

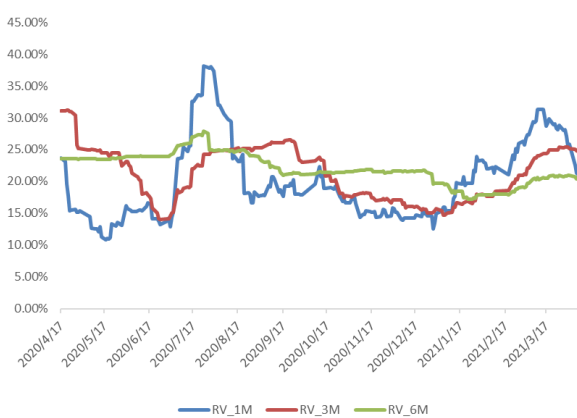


图：波动率

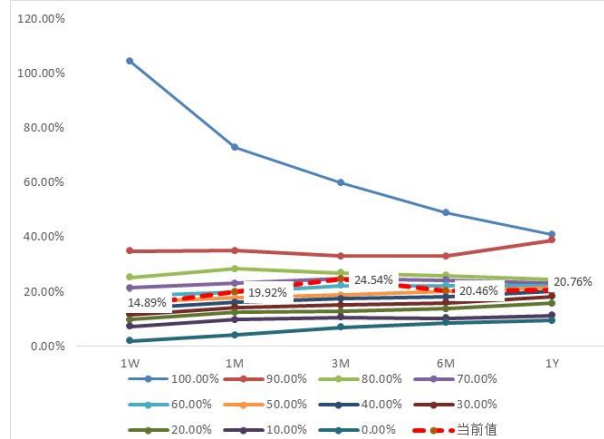


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：历史波动率



图：波动率圆锥



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

相关信息

广发期货发展研究中心

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-88800000

地址：广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼

邮政编码：510620