

## 2021 年金融期权市场展望

从 2020 年金融期权市场的运行情况来看，市场整体呈现稳中有进的态势，总体成交规模较 2019 年相比大幅增长，具体来看，50ETF 期权与华泰柏瑞 300ETF 期权流动性较好，嘉实 300ETF 期权流动性有待提高，股指期权方面，在中金所两次松绑股指期权交易限额后，下半年股指期权成交规模及流动性显著提升。波动率方面，2020 年度波动率在不同市场背景下呈现出不同的表现，充分体现了期权工具对于市场情绪的表达，同时，也为投资者提供了波动率交易及跨品种波动率套利的机会。而从国内波动率指数来看，有别于海外 VIX 指数等波动率指数，国内波动率指数对于市场大幅的上涨及下跌均有明显的反应。

展望 2021 年，我们认为从基本面角度来看，上半年的宏观环境确实与 2017 年存在相似之处：

首先，从经济和盈利情况来看，在供给侧结构性改革的推动下，2016 年经济开始结构性复苏，PMI 于 2016 年 10 月正式站上 51，且 2017 年全年均维持在 51 之上。而 2020 年 7 月，受益于国内疫情的有效防控和稳增长政策的发力，PMI 重回 51 以上。企业盈利方面，2016 年二季度上市公司盈利企稳回升，并在 2017 年一季度达到阶段性高点，随后企业盈利出现回落但仍保持较高增速。而 2020 年一季度受疫情冲击，企业盈利增速明显下滑，二季度以来随着国内疫情得到有效控制，加上一系列稳增长政策的落地起效，上市公司业绩在一季度深度回调的基础上明显复苏。目前市场对本轮经济复苏持续到明年上半年已成基本共识，但下半年随着经济复苏斜率的逐渐减缓，上市公司盈利将维持震荡或出现小幅回落。

其次，从流动性角度来看，在经历 2015 年至 2016 年间的大幅宽松后，十年期国债收益率一路回落至 2016 年 10 月 24 日的 2.63%，随后利率开始回升，直至 2018 年 1 月 19 日达到 4.05% 的高点后才逐渐回落。而今年在年初宽松货币政策的推动下，十年期国债收益率一度下行至 2020 年 3 月 9 日的历史低点 2.53%，而后随着经济的复苏和货币信用的

编进收紧，利率逐渐反弹至现阶段的 3.3%。

第三，从出口数据来看，2017 年中国出口额为 22635.22 亿美元，累计同比增长 7.9%，一改 2016 年-7.7%的同比下滑。今年年初受疫情影响，出口增速下滑明显，但在海外供给替代作用下出口增速很快见底回升。考虑到明年外围需求拉动效应，预计中国出口有望继续保持较高增速。

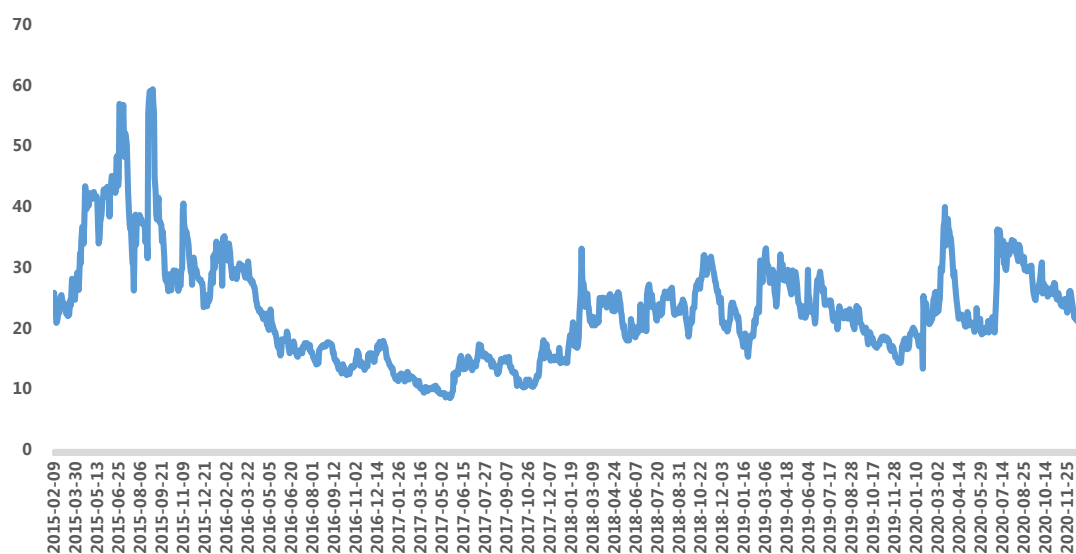
最后，从人民币汇率走势来看，由于 2017 年期间人民币汇率不断升值，2017 年 9 月央行将外汇的风险准备金率从 20%降到 0%。无独有偶，2020 年 5 月人民币汇率再次进入升值通道，而在 2020 年 10 月，央行又一次将外汇风险准备金率降至 0%，以应对人民币的强势升值。由于中美两国的货币政策大概率会处在不同的路径上，加上央行表示现阶段不会进行外汇市场常态化干预，明年人民币汇率升值预期较为明确。

在国内经济延续复苏、流动性和信用边际趋紧的大背景下，追盈利、杀估值成为决定市场风格的关键，全年主要的风险则来自于对利率、汇率、盈利一致性预期的意外挑战。随着全球疫情对经济的冲击逐步消退，明年很有可能出现全球经济复苏与中国上行共振的局面。在全球贸易共振与补库存周期的影响下，工业品价格存在较强的上行动力，这使得顺周期板块的企业盈利有望继续得到改善，实现从修复资产负债表到释放利润表的过程；而成长型公司盈利进一步抬升空间则相对有限，高估值板块面临估值回归的压力。加上货币政策维持稳健以及人民币汇率升值期间，价值股尤其是金融股表现比较亮眼。因此我们预计明年顺周期蓝筹股有望受益，高估值成长板块则会受到抑制，但大指数能否走出类似 2017 年甚至更强的行情有待观察和验证。

整体来看，我们对于 2021 年上半年（尤其是一季度）的 A 股市场持谨慎乐观的态度。在此期间，影响市场节奏和风格的核心点在于流动性收紧的力度和盈利复苏的幅度。虽然国内信用收缩使得高估值个股面临收紧压力，然而出口向好拉动企业盈利回升对市场形成支撑。在两者相互对冲的作用下，指数有望延续震荡上涨行情，除非上述一致性预期发生改变。此外回顾 2017 年，在上证 50 震荡上涨过程中，50ETF 期权

波动率整体维持在较低水平。因此策略选择方面，投资者可考虑结合现货构建备兑看涨策略，或通过动态移仓构建牛市组合或比例看涨组合策略。波动率方面，当前金融期权近月隐含波动率处于历史均值以下，投资者可关注日内波动的 Gamma 交易机会，若波动率升至 25%+，则可考虑逐步做空波动率，但需关注仓位管理及极端行情下的波动率尾部风险管理，同时，在市场大幅波动的背景下关注跨品种波动率套利机会。

图：50ETF 期权波动率数据（上市至今）



资料来源：wind，一德期货