

2022 年权益市场四季度展望

在尾部掘金

摘要

超预期是今年基本面演绎的常态。因此，今年基于基本面推演和预测做出的判断容易出错。但即使基本面演绎频繁超预期，从大类资产价格的相对走势上看，我们依然能看到清晰的周期轮动。当前，我们正处在 2021 年 10 月开始的¹经济下行周期当中。经济下行周期至今已经演绎了一年的时间，但我们很难判断下行周期会在何时结束。从历史经验看有一点是肯定的，即周期是轮动的，我们迟早会转入经济上行周期，因此，当前处在周期尾部的我们大可不必过分悲观。此轮周期显然是特殊的，叠加周期尾部的风险暴露是复杂多样的，基本面预测容易产生较大的误差。因此，在四季度我们打算换一种思路来挖掘策略，降低推演和预测在策略中的权重，更多的依靠能抓到的确定性去做。

当前，权益市场有两个确定性较高的因素，第一，美国加息年内不会结束。第二，权重指数估值已经到了历史低位。基于此，我们认为四季度创业板指数、中证 1000 和中证 500 指数会受到更强烈的负面冲击，而上证 50 和沪深 300 受到的负面冲击会相对有限，其中上证 50 应该受到的冲击最小。加上估值的考量，我们认为上证 50 的优势最明显，其次是沪深 300 指数。

在周期尾部淘金，我们需要警惕一个认知悖论，即便宜不等于上涨，优秀的性价比也不一定能成为上涨的动能。同时，由于尾部的不确定性强，线性策略的缺陷很明显，防御性较差，此时非线性策略存在明显优势，因此，我们推荐了三个和现货相结合的期权策略：卖出现金担保看跌期权、双卖策略和单边多头加比率跨期价差策略。此外，在权益配上方面，我们风格上更偏向配置价值，板块和行业更倾向于下游。

风险点：海外地缘政治黑天鹅事件、疫情扰动再次来袭、美联储收紧货币政策的节奏再超市场预期等。对于此次推荐的策略来说，事件引发的股指价格大幅下跌，叠加波动率大幅上升是最为不利的情况。

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

邮箱：wangmengying@nawaa.com

电话：0571-81727107



南华期货 NANHUA FUTURES 股票代码 603093

边际背离下的
市场博弈

南华期货 2022 年四季度策略展望

2022.10.11-10.14

南华期货订阅号 南华期货视频号 南华期货APP

目录

第 1 章	超预期的基本面演绎	4
第 2 章	确定性较高的因素	5
第 3 章	掘金策略	9
3.1.	卖出现金担保看跌期权	9
3.2.	双卖策略	10
3.3.	单边多头+比率跨期价差策略	11
3.4.	配置观点	12
3.5.	风险提示	12
免责声明	13

图表目录

图 1.1 大类资产轮动显示的经济周期	4
图 1.2 沪深 300 指数净利润增速 (TTM)	5
图 2.1 联邦基金利率期货隐含利率	6
图 2.2: 主要指数海外营收占比情况	7
图 2.3 沪深 300 股债性价比	7
图 2.4 上证 50 股息率 VS.10 年期国债收益率 (%)	8
表 3.1 50ETF 期权成交统计 2022/9/29 (按到期月份)	9
图 3.1 卖出现金担保看跌期权策略损益示意图	10
图 3.2 双卖策略损益示意图	11

第1章 超预期的基本面演绎

年初至今，股票市场总是跃跃欲试想要上行，但上行的基础良好的经济复苏是迟迟未来。并且，今年有不少风险事件的发生，导致经济预期持续下行，磨损到现在，市场的乐观情绪几近消耗殆尽。

超预期是今年基本面演绎的常态。首先，俄乌冲突升级为俄乌战争，战争持续时间之久，以及由此带来的能源危机让海外经济动态对国内经济的影响权重明显提升。其次，美联储间歇性追赶式的加息，让市场对美元流动性和美国经济能否顺利着陆的预期不断摇摆，导致全球市场的波动加大，我们可以感受到国内权益市场和海外市场的联动性明显加强。近期美国加息节奏再次提速，国内货币政策的自主空间进一步遭到压缩，权益市场和海外市场的联动性进一步加强，最终，我们也难以逃脱所谓的“美元周期”。最后，国内自身的经济波动和预期的路径也不太相符，一方面是今年出口表现的超预期，另一方面是疫情的扰动远超此前预期。除此之外，房地产行业的出清风险也比想象中的更加艰难，市场复原之缓慢是此前从未见到过的状况。因此，今年基于基本面推演和预测做出的判断容易出错。

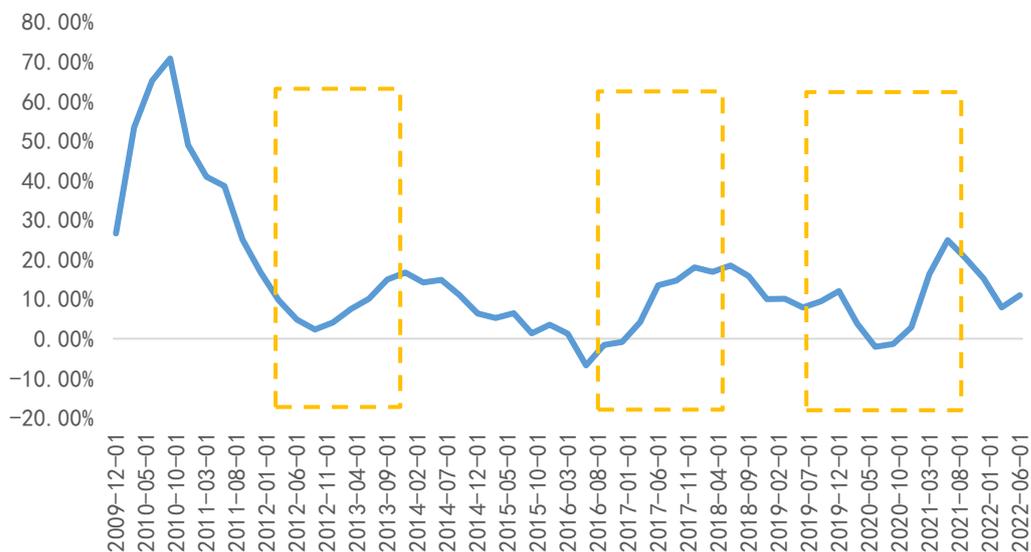
但即使基本面演绎频繁超预期，从大类资产价格的相对走势上看，我们依然能看到清晰的周期轮动。我们曾经在《我们能否捕捉经济预期？》一文中验证过，通过债、股、商品和现金的相对走势，可以判断经济周期的拐点。当股开始相对跑赢债时，意味着新一轮经济上行周期的开端，当商品开始相对跑输现金时，意味着新一轮经济周期上行周期的结束。图 1.1 展示了大类资产轮动显示出的经济周期，灰色区域即为一轮完整的经济上行周期。如图所示，从 2009 年至今，我们经历了三轮完整的经济上行周期，分别是：2011 年 9 月-2013 年 11 月、2016 年 6 月-2017 年 9 月、2018 年 10 月-2021 年 10 月。这三个周期和沪深 300 净利润增速的上行周期基本匹配，如图 1.2 所示，其中 2018 年 10 月-2021 年 10 月这一周期在疫情的扰动下导致净利润增速趋势出现过反复。因此，我们可以依托大类资产相对表现来大概判断当前的周期位置，即我们处在 2021 年 10 月开始的经济下行周期当中。

图 1.1 大类资产轮动显示的经济周期



资料来源：ifind 南华研究

图 1.2 沪深 300 指数净利润增速 (TTM)



资料来源: Wind 南华研究

经济下行周期至今已经演绎了一年的时间,但我们很难判断下行周期会在何时结束。从历史经验看,前两轮周期的下行持续时间并不规律。但有一点是肯定的,即周期是轮动的,我们迟早会转入经济上行周期,因此,当前处在周期尾部的我们大可不必过分悲观。

此轮周期显然是特殊的,叠加周期尾部的风险暴露是复杂多样的,基本面预测容易产生较大的误差。因此,在四季度我们打算换一种思路来挖掘策略,降低推演和预测在策略中的权重,更多的依靠能抓到的确定性去做。

第2章 确定性较高的因素

处在周期的尾部,大趋势是明朗的,终会往上,看不清的是从尾部拐入上行周期的具体路径。但是在经历了一年多的经济下行周期之后,市场层面还是冒出了一些确定性较高的因素。

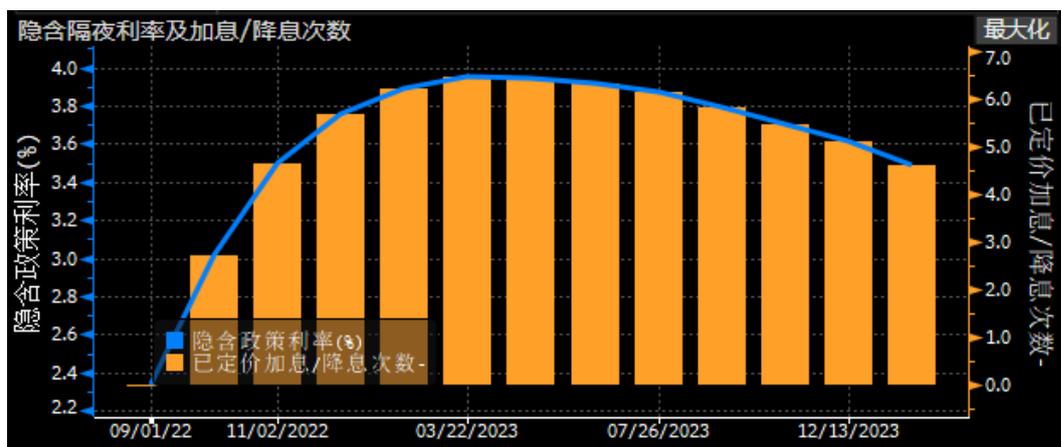
第一,美国加息年内不会结束。

此前市场对美国加息节奏的乐观判断在 9 月 FOMC 会议后全部被证伪。目前,市场正在为 9 月会议透露出的加息节奏定价,2 年期美债收益率已经站上 4.3%,10 年期美债收益率也升破 4%,美元升至 114,相对应的是全球风险资产的大跌。从联邦基金利率期货暗含的利率来看,9 月会议前后市场对此轮加息终点的利率绝对水平以及 2023 年利率下行的速度都出现了明显的改变,终点利率水平大幅提升,而 2023 年利率下行速度明显趋缓。因此,美联储此轮加息的终点大概率会出现在明年,而不是今年四季度,这也意味着四季度我们会继续承受紧缩的美元周期,最有可能的变数是加息节奏快慢的转变,但不是趋势的转变。因此,对 A 股来说,四季度和海外美元流动性相关的指数会

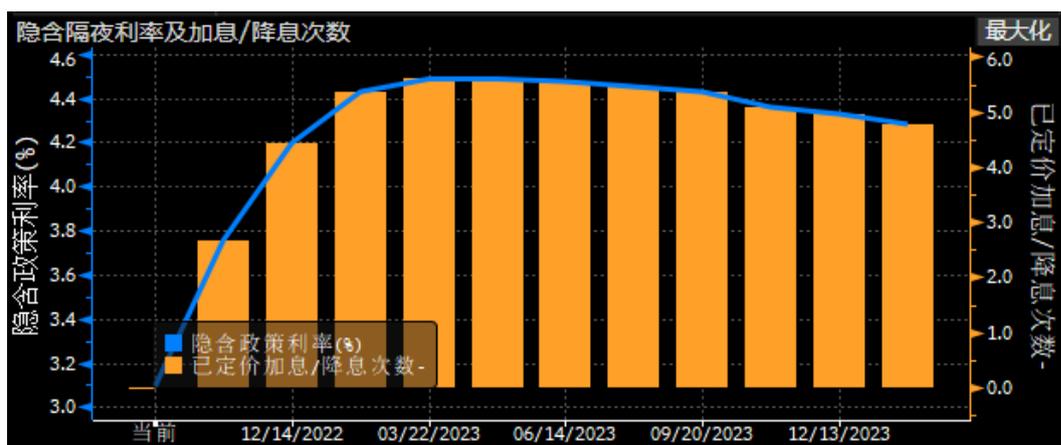
蕴含更高的风险，这一点是相对确定的。

图 2.1 联邦基金利率期货隐含利率

2022/9/1

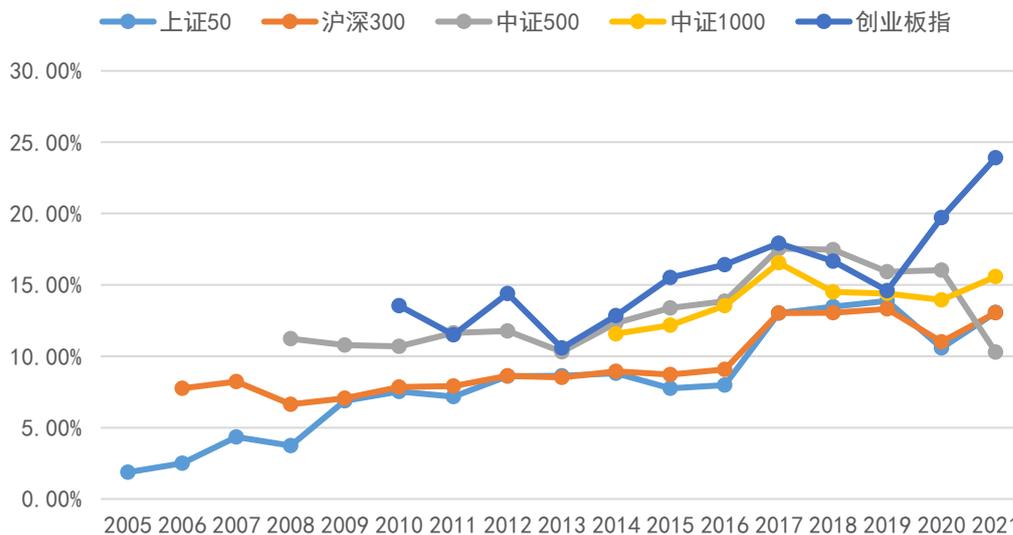


2022/9/28



资料来源：Bloomberg 南华研究

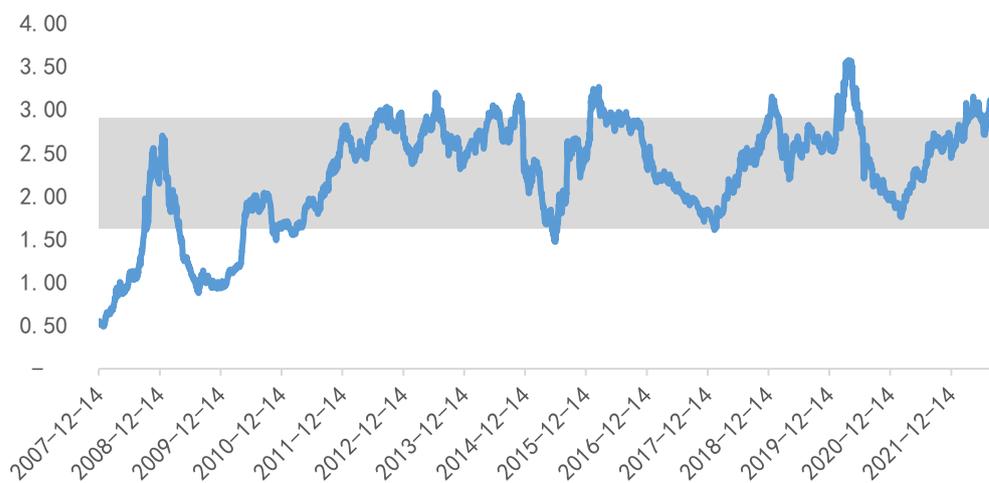
海外美元流动性会从两个层面影响国内股指，一方面是盈利，海外营收占比更高的指数会由于海外总需求的萎缩盈利预期下滑；另一方面是流动性，美元收紧对国内流动性依然存在负面影响，近期汇率加速贬值和 10 年期国债收益率的回升已经体现了这一点。流动性收紧会对小市值、高估值的股票存在更大的影响。因此，我们认为四季度创业板指数、中证 1000 和中证 500 指数会受到更强烈的负面冲击，而上证 50 和沪深 300 受到的负面冲击会相对有限，其中上证 50 应该受到的冲击最小。

图 2.2：主要指数海外营收占比情况

资料来源：Wind 南华研究

第二，权重指数估值已经到了历史低位。

无论我们以 PE 绝对值，还是股债性价比，还是权益指数分红率和债券收益率的比值去看，当前权重指数的估值的确是历史底部了。在 2022 年度展望中，我们展示过沪深 300 的股债性价比状况，当时，沪深 300 的股债性价比刚好触及历史一倍标准差区间的上沿。

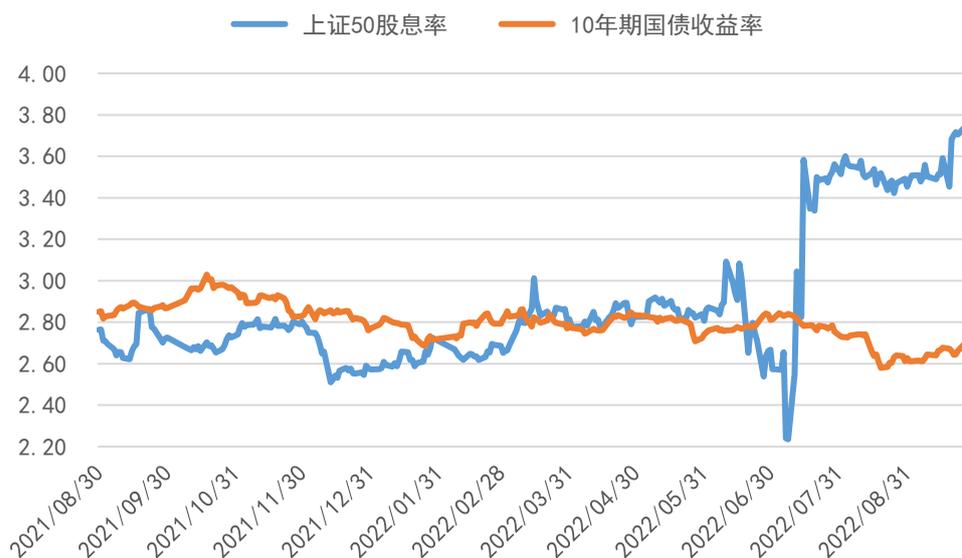
图 2.3 沪深 300 股债性价比

资料来源：Wind 南华研究

由于 2022 年经济的走弱，股指盈利下行，估值不降反升，指数就有了下跌的空间。现在，股债性价比已经远高于历史一倍标准差，和 2016 年初、2018 年底的水平相当。2022 年度展望中我们犯的错误是对经济过于乐观，导致用股债性价比去看待指数时，忽略了如果经济下行会造成指数估值变贵的状况。

这次，经济还有多少下行空间？我们认为在疫情防控、俄乌战争以及美元紧缩周期的共同作用下，接下来宏观环境继续恶化属于小概率事件，加上国内政策的托底，经济即使不能顺利复苏，也不至于进一步下滑。因此，从这个角度考虑的话，当前的股债性价比具备参考意义。

图 2.4 上证 50 股息率 VS.10 年期国债收益率 (%)



资料来源：Wind 南华研究

从股息率角度看，在年中分红后，上证 50 的股息率飙升至 3.7%，而 10 年期国债收益率在经济下行背景下，利率下了一个台阶，目前是 2.75%，两者之间的差距已经达到了 1%。我们知道今年的分红大部分是基于去年的利润，因此，如果要更精准的去策略分红率，可以用今年的股息金额除以去年的股票市值获得。上证 50 指数较去年年底时下跌了约 20%，以此推算的新的股息率为 3.08%，也明显高于 10 年期国债收益率。沪深 300 的股息率为 2.74%，如果按去年市值为基准计算的股息率约为 2.25%。因此，沪深 300 和上证 50 都具备估值优势，但上证 50 的性价比显然更为显著。

综上，从当前确定性较高的两个因素来看，上证 50 的优势最明显，其次是沪深 300 指数。

第3章 掘金策略

在周期尾部淘金，我们需要警惕一个认知悖论，即便便宜不等于上涨，优秀的性价比也不一定能成为上涨的动能。同时，由于尾部的不确定性强，线性策略的缺陷很明显，防御性较差，此时非线性策略存在明显优势，因此，我们接下来推荐的策略以期权策略为主。

3.1. 卖出现金担保看跌期权

卖出现金担保看跌期权本质上是一个卖出看跌期权的策略，但和普通卖出看跌期权的不同之处在于，当期权到期如果被行权，那么该策略会愿意以现金购入现货。当我们愿意以一定的价格接入现货时，卖出看跌期权最大的风险，即被对方行权的风险，相对来说就变得可控了。因此，该策略最重要的是选择底部相对清晰的标的。同时，这个策略需要选择可以进行现货交割的期权，即 ETF 期权。

目前，上市的 ETF 期权标的有四个：上证 50、沪深 300、中证 500 和创业板。四个指数标的中，我们认为当前底部相对清晰的是上证 50 和沪深 300 指数，因此，我们认为选择 50ETF 和 300ETF 较为合适。

策略第一步，我们需要选择合适的看跌期权行权价。行权价的选择取决于对底部点位的认知和最终获得的回报形式，如果策略目标是以赚取权利金为主要目标，那么行权价的设定就需要尽量偏离现货价格，避免到期时被行权；如果策略目标以获得低价位的现货仓位为目标，那么行权价可以设定在合意的心理价位附近就行。举个例子，50ETF 今年的最低点是 2.628，目前的价位在 2.65 附近。如果我们以赚取权利金为目的，可以选虚值、甚至是深虚值的期权，诸如 2.45-2.55 的行权价；如果我们认为今年的最低点 2.628 是合适建仓的点位，想要获得现货仓位，那么可以选择平值附近的合约。当然，越虚值的合约，权利金越小，被行权的概率也越低，反之，平值合约被行权的概率大，权利金也更高一些。

策略第二步，选择一个合适的到期时间，即合约月份。当前在交易的合约月份有：10、11、12 和 23 年 3 月。到期日越近，权利金越少，但时间价值衰减快，同时，也需要考虑合约的流动性问题。从表 3.1 可以看到，近期合约的流动性会好于远期合约。如果以赚权利金为目的，合约流动性是比较重要的考量因素，也可以以滚动卖出的方式来操作；如果以获得现货仓位为主要目的，那想要完成建仓的时间点会比较重要。

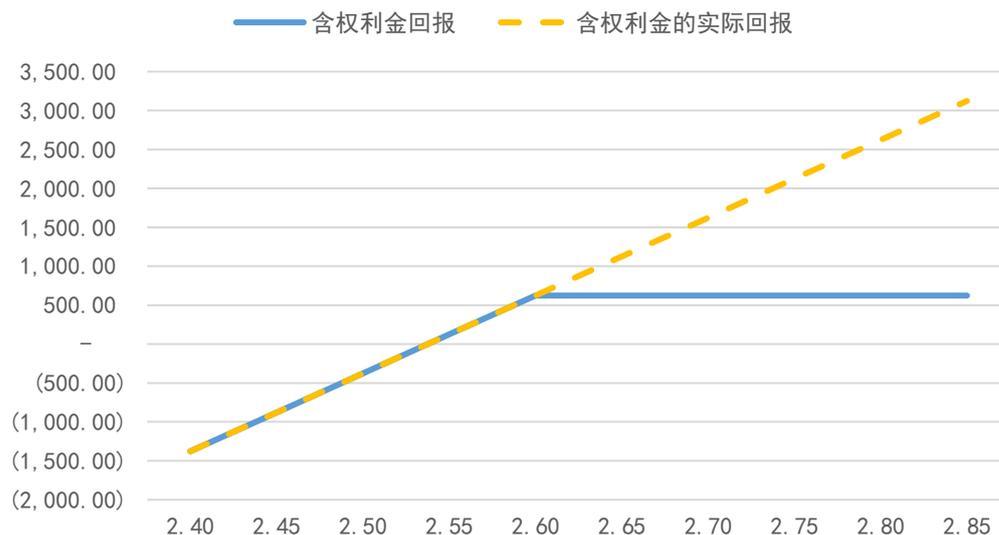
表 3.1 50ETF 期权成交统计 2022/9/29（按到期月份）

到期月份	期权成交量（张）	期权持仓量（张）	期权成交额（万元）
202210	1,324,696	1,226,935	63,788
202211	53,141	29,200	2,835
202212	300,122	518,081	15,445
202303	25,377	123,488	3,145

资料来源：Wind 南华研究

我们举个具体的例子来说明该策略的回报和潜在风险。假设最终我们选择卖出 50ETF 沽 12 月 2600 合约，卖出时的价格为一手 623 元，那么合约到期时，该策略的损益回报如图 3.1 所示。当最终价格低于行权价 2.60 时，对手方一般会选择行权，我们以现金接过现货，加上权利金的实际购入 ETF 的成本是 2.54 (2.6-0.0623)。如果最终价格高于 2.60，那么获得全部权利金 623 元，头寸了结。

图 3.1 卖出现金担保看跌期权策略损益示意图



资料来源：南华研究

从例子中可以看到，这个策略最大的风险是指数 ETF 的下跌风险，但由于我们对底部相对有信心，也愿意接货，让下跌风险变得相对可控了。

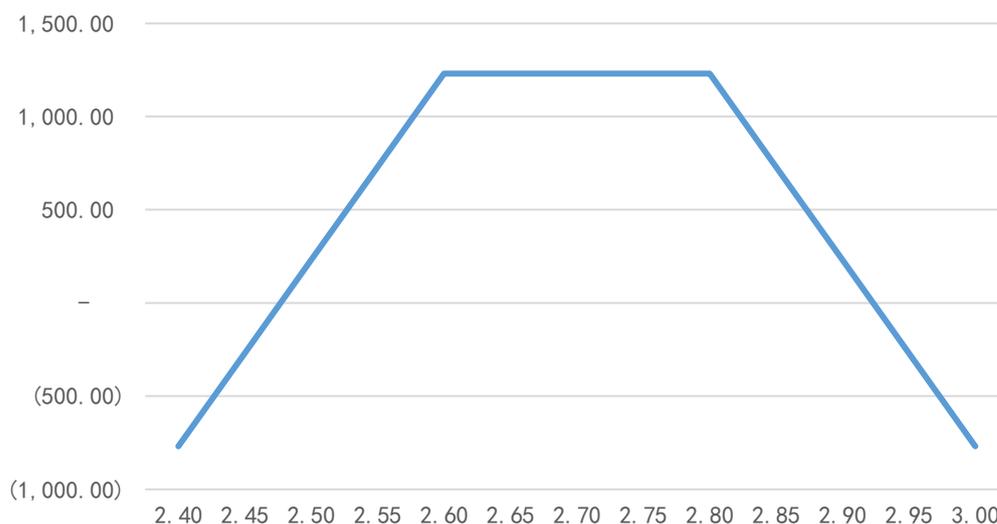
3.2. 双卖策略

展望四季度，目前我们虽然对权重指数的底部相对有信心，但对于上涨的驱动力还未发现明显的端倪，在这种情况下，指数大概率是磨底震荡的走法，这时，双卖策略也比较合适。双卖策略，即在上面说的卖出看跌期权的基础上，再加卖一个看涨期权，且看涨和看跌期权的合约月份是同一个，至于行权价的选择则可以多样化，可以选择同一个行权价，也可以选择不同的行权价。在行情尾部阶段时，盘面的波动是难以预测的，因此，我们更倾向于选择不同的行权价，给波动提供一定的挪腾空间，以降低策略的风险。同时卖出看涨和看跌，且是不同的行权价，这个策略也被称为卖出宽跨式策略，和普通卖出宽跨的不同在于，我们的卖出看跌端选择用现金担保方式完成，即被行权就接货。

我们依然举个例子来说明该策略的回报和风险。我们在上文中卖出一手 50ETF 沽 12 月 2600 合约的基础上，加上卖出一手 50ETF 购 12 月 2800 合约，卖出价格为 608

元。以 50ETF 现货价 2.65 来说，2.8 的行权价给予了 5.6% 的上涨空间。如图 3.2 所示，该策略最佳的回报就是获得看涨和看跌的两份权利金，但行情破位下跌和上涨，突破两端的行权价后，策略都面临着不利的境地。如果是下跌，结果和卖出现金担保看跌期权一样，用现金购入 ETF 现货，加上看涨期权的权利金，实际成本会降低至 2.48。如果是上涨，涨至 2.80 以上，我们大概率不会等到交割环节，会提前平仓，那么会承担亏损，而这个亏损取决于平仓价格。

图 3.2 双卖策略损益示意图



资料来源：南华研究

除了价格的波动外，ETF 的波动率变化也会给策略的浮动盈亏造成较大的影响。双卖策略本质上是做空波动率的策略，因此，一旦波动率上升，头寸就容易浮亏。因此，选择在波动率的高峰期建仓会更加合适。

3.3. 单边多头+比率跨期价差策略

在周期尾部，当我们看到价格出现了较强的吸引力后，最担心的是碰到意外的下跌。这种情况采用保护性看跌策略是比较合适的，但盲目的长期持有看跌期权来保护现货端的头寸面临着很高的成本问题，最后可能会得不偿失，因此，保护性看跌策略经常听起来很美，但实操上很困难。为了解决成本过高的问题，我们可以用比率跨期价差策略来覆盖买入看跌的支出。

比率跨期价差有很多种可能的组合方式，我们这里介绍两种，一种是卖短买长的方式，即买入远期看跌期权合约，卖出多份短期看跌期权合约，通过卖出获得的权利金来覆盖买远期看跌的成本。这种做法的优势是，当短期看跌期权到期后，整个头寸就转化成了保护性看跌期权策略，后续的下行风险可以得到有效避免。但这样的操作必须确保

短期看跌期权不会被行权，否则面临的亏损也很大。另外一种买短卖长，即买入短期看跌期权合约，卖出远期看跌期权合约，因为短期看跌价格会便宜一些，远期看跌合约随着时间推移价值衰减可以提供一定的成本覆盖。这种模式的操作难度会更大一些，因为远期合约的价值衰减路径很难预测。我们更倾向于采用卖短买长的方式，通过短期对价格的大致把握，完成头寸向保护性看跌期权的转化。

举个例子，如果我们持有 50ETF 现货，并买入 50ETF 沽 11 月 2650 的合约，报价为 665 元/手，同时，卖出报价为 140 元/手的 50ETF 沽 10 月 2550 的合约 5 手。这样，到 10 月合约到期时，如果 50ETF 价格没跌破 2.55，那么加上 50ETF 的现货多头，保护性看跌策略就构建完成了。

3.4. 配置观点

从风格角度，我们延续半年度展望里的观点，继续推荐价值类。当前我们位于周期尾部，叠加美国加息在年内不会结束，会更利好价值股，而不是成长股。同时，我们依然对国内经济复苏心存希望，因此，时间越往后走基本面演绎会更利好价值，持有价值，在时间等待上也有优势。

行业和板块方面，我们也继续延续半年度展望里的观点，推荐配置下游。下游的估值更低，存在较大的修复空间，而且经济复苏也更多需要依赖下游的崛起。

3.5. 风险提示

海外地缘政治黑天鹅事件、疫情扰动再次来袭、美联储收紧货币政策的节奏再超市场预期等。对于此次推荐的策略来说，事件引发的股指价格大幅下跌，叠加波动率大幅上升是最为不利的情况。

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：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点