



# 标的震荡 择机构建备兑策略增强收益

沪深 300 股指期货·月度报告

摘要

## 报告作者

作者：黎伟

电话：0510-85101580

E-mail: liwei@glqh.com

从业资格号：F0300172

投资咨询号：Z0011568

报告日期：2021 年 9 月 3 日

## 独立申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

当前经济增速明显放缓，经济下行压力加大，沪深 300 指数在经历连续的大幅放量后，其依旧处于 20 日均线下方的位置，指数上行压力依旧较大，但考虑到当前资金面整体略显宽松，预计指数下行空间亦将相对有限。

期权方面，当前看涨看跌期权隐波均值在 20% 左右，依旧低于近 30 日市场平均波动 2.5 个百分点左右，期权估值仍有上行空间。

基于此：

(1) 持股投资者，仍旧可考虑择机构建备兑策略增强收益，行权价上建议卖出 5000 点及以上虚值看涨期权合约。

(2) 波动率交易者，鉴于当前期权估值依旧不高，投资者可考虑择机构建 Gamma Scalping 策略来获取隐含波动率与实际波动率之差所带来的收益，考虑到近月合约时间价值衰减较快，合约上建议采用 I02110 远月合约。如同时买入 I02110 系列平值看涨和看跌期权，通过调整两者比例，每日头寸上尽量保持 Delta 中性。

(3) 方向性交易者，依旧建议关注看跌期权波动率走势情况，从历史上看若该指标出现爆发式上涨，往往代表此时市场极度恐慌，标的市场往往距离触底时间不远。因此若看跌隐波短期触及 30% 以上水平，则可考虑择机构建牛市价差进行做多，以获取标的的方向性的收益。

## 一、市场回顾

8月A股市场分化依旧明显，一方面在国家不断加强对中小企业支持的背景下，以中证500为代表的中小板指数出现明显上扬；另一方面在国内经济增速整体下行的压力下，以沪深300和上证50为代表的大盘指数呈现明显先扬后抑走势的震荡走势，其中沪深300指数在前半月最高触及了5050点年线附近，后半月则出现震荡回落，当前在4800点左右。两市量能继续上升，8月日均成交量和成交额分别在874亿股和在13100亿元，环比继续上涨近10%，其中当前已经连续33个交易日成交突破万亿，这是自2015年之后的首次。

期权方面，一方面8月再现“末日轮”现象，IO2108-P-4800合约在8月20日期权到期日当天最高达到了越10倍涨幅；另一方面，主力平值隐含波动率整体呈现震荡上扬走势，其中平值看涨隐波由月初14%左右震荡回升至当前19%左右，平值看跌期权隐波则整体在20%至25%区间震荡。

图1: 主力隐含波动率走势

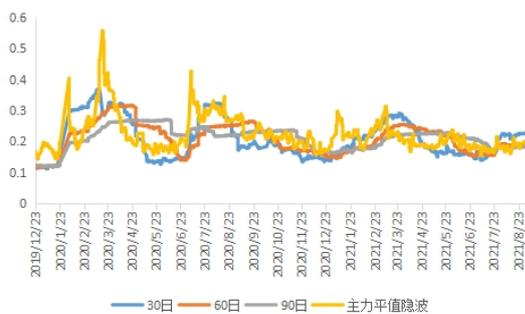


图2: 沪深300指数走势



数据来源: Wind 国联期货

## 二、沪深300指数分析

基本上，7月经济数据全面回落，国内经济下行压力明显加大。具体来看，全国规模以上工业增加值同比增长6.4%，增速相比上月放缓1.9个百分点；社会消费品零售总额34925亿元，同比增长8.5%，增速相比上月放缓3.6个百分点；1-7月全国固定资产投资（不含农户）302533亿元，同比增长10.3%，增速相比上月放缓2.3个百分点，投资、消费两项指标今年以来增速已连续5个月出现回落；进出口方面，7月进口同比增长16.1%（前值24.2%），出口同比增长8.1%（前值20.2%），增速亦放缓明显。

社融和信贷数据上，一方面，7月新增人民币贷款1.08万亿，比去年同期多增905亿元，但企业中长期贷款新增规模同比同期少增1031亿元，为今年以来首次同比少增，说明实体经济融资需求有所减弱。另一方面，7月社融增量1.06万亿，比上年同期减少6362亿元，广义货币(M2)增速同比增长8.3%，增速比上月末下降0.3个百分点，两项增速亦不及市场预期。

货币政策上面，国内资金面整体适度宽松，一方面十年期国债收益率已由年初3.3%左右回落至

当前 2.85%左右；另一方面央行近期召开了金融机构货币信贷形势分析座谈会，指出要促进实际贷款利率进一步下行，小微企业综合融资成本稳中有降，预计后期政策仍有降准空间。

技术形态上，沪深 300 指数月线冲高回落，最终收出十字星，上方拥有长上影线，5000 点之上压力相对较大。

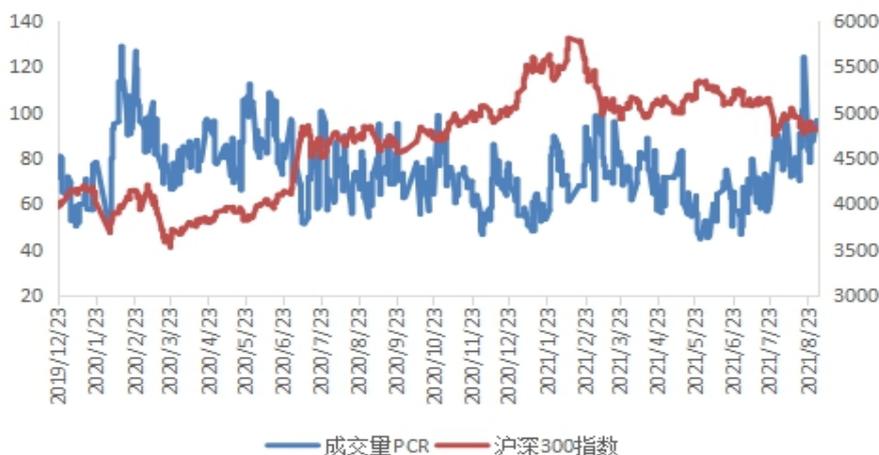
总体而言，当前经济增速明显放缓，经济下行压力加大，以沪深 300 指数为代表的大盘指数持续上行动能整体略显不足，上方压力相对较大。考虑到当前资金面整体略显宽松，且经过年初以来的回调，许多高估值板块已经回落至相对低位水平，开始具备一定的长期投资价值，预计指数下行空间亦将相对有限。

## 二、沪深 300 股指期权成交持仓分析

### 2.1 成交量 PCR 值继续回升

8 月沪深 300 股指期权成交量继续上涨，日均成交量在 13.4 万手左右，与上月相比上涨 5.5% 左右。成交量 PCR 值上，继续呈现震荡上行走势，8 月最低在 72% 左右，其最高触及了 123% 的局部高位，整个 8 月成交量 PCR 值平均在 85% 左右，重心相比上月出现明显上扬，表明日内买入看跌期权的投资者有明显增多，投资者担忧市场下跌的情绪有所放大。

图 1 期权成交量 PCR (%)



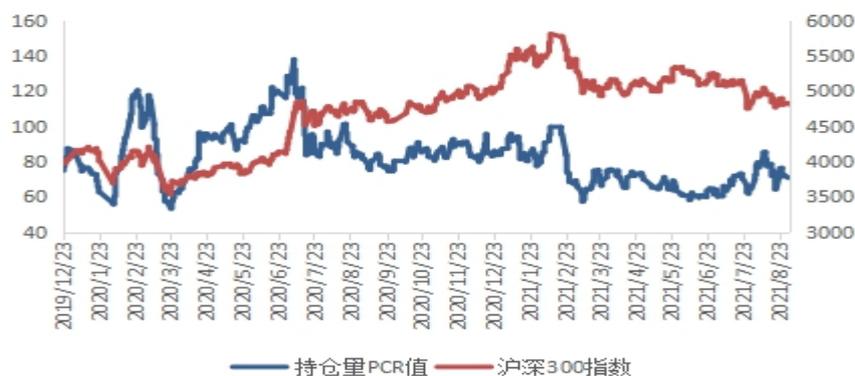
数据来源：Wind 国联期货

### 2.2 持仓量 PCR 值先扬后抑

股指期权上市以来，持仓量 PCR 值（看跌期权持仓量与看涨期权持仓量比值）与标的指数整体呈现相对明显的正相关性，该指标一般站在期权卖方的角度进行分析，因卖方的占用资金更大。

8 月沪深 300 股指期权持仓量 PCR 值呈现明显先扬后抑走势，其最高达到了 85% 左右中等偏高水平，最低回落至 64% 的局部低位，当前小幅回升至 76% 左右，整体处上市以来 30% 分位左右的中低偏低水平，主力机构市场情绪从 8 月上旬的偏向乐观再度转向谨慎。

图 2: 期权持仓 PCR 值 (%)



数据来源: Wind 国联期货

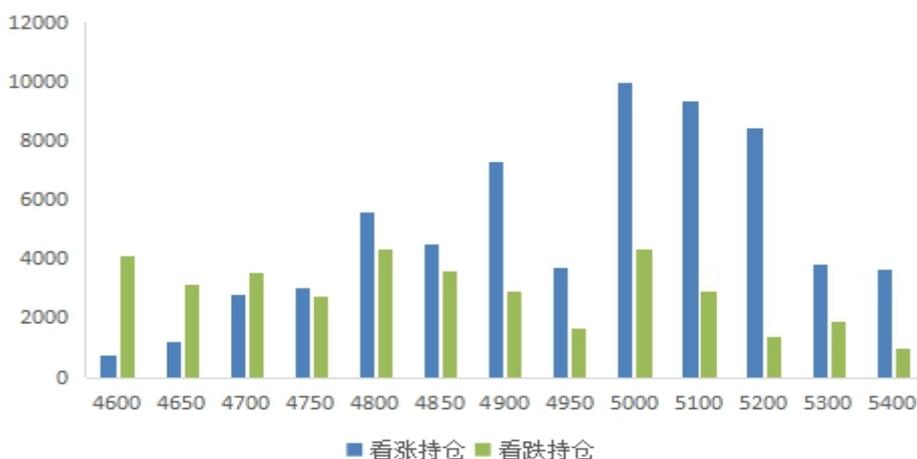
### 2.3 看涨看跌期权持仓开始分散

期权持仓量的分布能够一定程度上代表主力机构对后市标的期货的看法,如看跌期权某一行权价格的持仓量高,代表在该行权价处标的期货价格具有较强的支撑。因期权卖方资金量较大,市场的走势一般掌握在他们手中。

从看涨期权持仓分布上看,主力 I02109 系列看涨期权各行权价有两段局部高点,分别为 4800 点至 4900 点、5000 点至 5200 点,其中行权价为 5000 点至 5200 点持仓量极高,持仓均高达 9000 手以上,表明尽管当前投资者对压力区域的认知有所分歧,但 5000 点之上存在极强压力基本是期权卖方的共识。

从看跌期权持仓分布上看,主力 I02109 系列看跌期权行权价为 4800 点之下持仓分布相对密集,且在 4600 点处存局部高点,表明 4800 点之下有强支撑,且卖方认为在 9 月合约到期前标的指数跌破 4600 点的概率相对较小。

图 3: I02109 期权持仓量分布



数据来源: Wind 国联期货

## 三、沪深 300 股指期权波动率分析

### 3.1 历史波动率回升明显

表 1: 近一年历史波动率统计情况

	最小值	10%分位	50%分位	90%分位	最大值	最新值	
5 日	3.98%	9.79%	17.32%	26.79%	38.43%	19.48%	I02109 隐含波动率
30 日	13.53%	14.64%	18.16%	26.36%	29.09%	22.78%	
60 日	14.62%	15.71%	18.75%	25.24%	26.54%	19.36%	
90 日	16.26%	16.84%	21.07%	23.32%	23.69%	18.31%	
120 日	17.14%	18.40%	20.92%	21.70%	25.02%	18.70%	

数据来源: Wind 国联期货

图 4: 历史波动率走势



数据来源: Wind 国联期货

8 月各周期历史波动率继续震荡上涨, 当前 30 日历史波动率在 22.78% 左右, 环比上升近 2 个百分点, 60 日历史波动率在 19.36% 左右, 环比小幅上涨 0.5 个百分点左右。从所处位置上看, 当前 30 日历史波动率处近一年 83% 分位左右的中等偏高水平, 60 日历史波动率则处 58% 分位左右的中等水平, 其距离历史高位区域仍有一段距离, 在两市成交量持续居高不下的环境下, 预计后期标的波动率仍将易涨难跌。

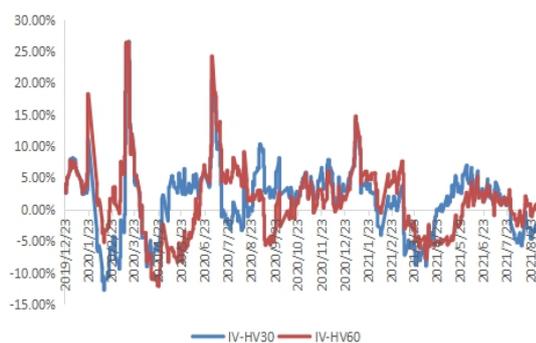
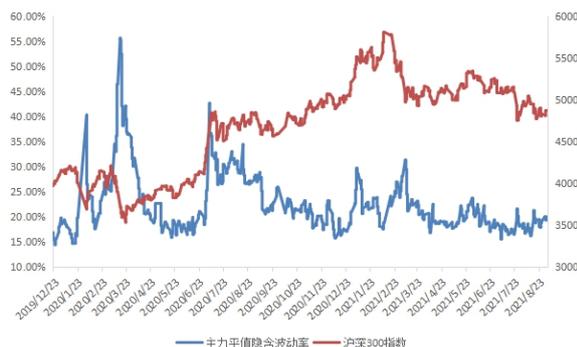
### 3.2 隐含波动率小幅上涨

8 月以来隐含波动率整体呈现震荡上涨走势, 其中主力平值看涨隐含波动率由 8 月初的 14% 左右上升至当前的 19% 左右, 平值看跌期权隐波则整体在 20% 至 25% 间区间震荡, 当前主力平值看涨看跌

隐波均值在 20% 左右，与近 30 日历史波动率相比折价 2.5 个百分点左右，期权平均估值整体依旧不高。

从看涨看跌隐含波动率差值上看，自 9 月 1 日沪深两市突然放量以来，看涨看跌隐含波动率之差便出现大幅回升，其中在 9 月 3 日盘中甚至出现看涨隐波高于看跌隐波的情形，当前看涨期权隐波低于看跌期权隐波 2.5 个百分点左右，表明经过 9 月初的明显放量后，投资者情绪有明显好转，但经过短期乐观情绪的释放后，投资者情绪已开始有所回落，对此我们需保持一定警惕。因前期看涨隐含波动率在如此大幅上涨，且两市放量明显的情形下，标的指数并未出现明显上涨，其依旧处于 20 日均线下方，表明指数上方压力依旧极大，后期若两市高量能无法持续，市场或有一定回落风险。

此外，7 月以来标的指数大幅下降过程中，看跌期权隐含波动率上涨整体较为克制，最高仅达到 25% 左右，相比历次大幅回落往往达到 30% 以上水平明显偏低，前期市场恐慌情绪的释放整体略显不足，这始终是制压后期指数反弹的重要因素。

**图 5：隐含波动率折溢价水平**

**图 6：隐含波动率与标的价格关系**


数据来源：Wind 国联期货

## 四、结论及建议

当前经济增速明显放缓，经济下行压力加大，沪深 300 指数在经历连续的大幅放量后，其依旧处于 20 日均线下方的位置，指数上行压力依旧较大，但考虑到当前资金面整体略显宽松，预计指数下行空间亦将相对有限。

期权方面，当前看涨看跌期权隐波均值在 20% 左右，依旧低于近 30 日市场平均波动 2.5 个百分点左右，期权估值仍有上行空间。

基于此：

(1) 持股投资者，仍旧可考虑择机构建备兑策略增强收益，行权价上建议卖出 5000 点及以上虚值看涨期权合约。

(2) 波动率交易者，鉴于当前期权估值依旧不高，投资者可考虑择机构建 Gamma Scalping 策略

来获取隐含波动率与实际波动率之差所带来的收益，考虑到近月合约时间价值衰减较快，合约上建议采用 I02110 远月合约。如同时买入 I02110 系列平值看涨和看跌期权，通过调整两者比例，每日头寸上尽量保持 Delta 中性。

(3) 方向性交易者，依旧建议关注看跌期权波动率走势情况，从历史上看若该指标出现爆发式上涨，往往代表此时市场极度恐慌，标的市场往往距离触底时间不远。因此若看跌隐波短期触及 30% 以上水平，则可考虑择机构建牛市价差进行做多，以获取标的方向性的收益。

## 国联期货

地 址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）

电 话：0510-85101580

E-mail: glqhtzzx@163.com

## 免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货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国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

**期市有风险 投资需谨慎**