

标的短期调整风险上升，关注波动交易机会

报告要点

从期权情绪端的角度看，当前市场整体情绪表现出短期调整风险上升的结构，在股指方面维持 IC 偏强节奏的判断下，建议期权标的短期适当布局防守型策略。

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号



摘要：

➤ 策略推荐：标的短期调整风险上升，关注波动交易机会

股指方面，指数向上突破，继续配置 IC 多单。目前还没有必要担心 500 情绪迅速衰退的可能性，一方面，近期贴水的扩大背后原因来自于雪球期权的监管，其不能作为情绪恶化的信号，另一方面，本轮涨价链的锚即煤炭依然处在供不应求的状态，缺口问题会导致其高位震荡，而非高位回落，高利润背景下，资金未必短期兑现利润。故操作层面，继续建议持有 IC 多单。

目前来看，当前市场整体情绪表现出短期调整风险上升的结构，一是成交额 PCR/成交量 PCR 的值下探至今年来的最低位水平，该指标明显偏低时，短期情绪转向的概率较高；二是持仓量 PCR 同样持续走高至今年来的高位水平，市场担忧的风险加大。从期权端来看，**短期标的调整的风险上升，由于期权标的仅涉及 50 及 300 指数，在股指方面维持 IC 偏强节奏的判断下，建议期权标的短期适当布局防守型策略。**

近期雪球监管再度收紧，叠加 8 月中证 500 指数持续突破前期新高，存量雪球产品大量敲出，预期 9 月后雪球规模将明显收缩，交易商对冲力量的减弱料将释放期指整体波动水平，从而影响标的现货和期权的波动机会，**建议可关注指数波动率可能迎来突破的相关交易机会，期权波动率建议多买少卖。**但从目前的情况来看，在隐波已经维持了接近半年的底部运行后，除非有标的大维度的行情配合，短期明显冲高的概率相对较低。

风险因子：1) 市场情绪动力持续弱势；2) 短期情绪延续强势

➤ 策略回顾：日度与周度策略表现均偏强

我们在上周的策略报告中推荐情绪短期或迎方向选择，短期标的向上概率更高。从上周市场的情况看，市场整体呈现持续走升的态势，期权标的的表现与我们预期的较一致，短期标的的方向选择向上，同时波动率持续走高，牛市价差组合表现强势，**周度策略平均收益率为 18.06%。**每日观点策略与周度策略基本维持一致，全周持续持有防御型多头策略，整体表现与周度策略相同，**日度策略平均收益率为 18.06%。**

股指衍生品团队

研究员：
张革
021-60812988
从业资格号 F3004355
投资咨询号 Z0010982

肖璋瑜
0755-82723054
从业资格号 F3034888
投资咨询号 Z0014561

姜沁
021-60812986
从业资格号 F3005640
投资咨询号 Z0012407

一、策略回顾与推荐：标的短期调整风险上升，关注波动交易机会

➤ 上周策略跟踪：情绪短期或迎方向选择，关注波动率突破机会

我们在上周的策略报告中推荐情绪短期或迎方向选择，短期标的向上概率更高。从上周市场的情况看，市场整体呈现持续走升的态势，期权标的表现出与我们预期的较一致，短期标的的方向选择向上，同时波动率持续走高，牛市价差组合表现强势，周度策略平均收益率为 18.06%。

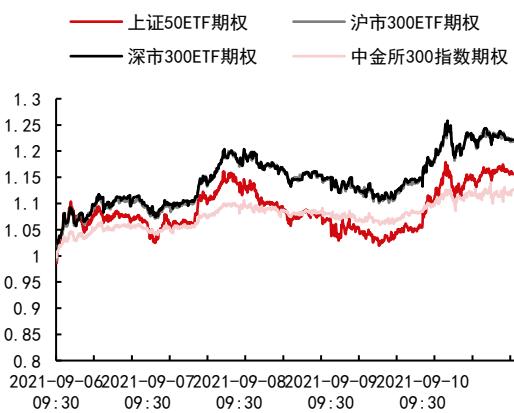
同样我们也根据期权的日观点构建策略进行跟踪，每日开盘时根据当日的期权日度观点构建策略，收盘时平仓，追踪日度观点的策略表现。从上周的市场表现来看，每日观点策略与周度策略基本维持一致，全周持续持有防御型多头策略，整体表现与周度策略相同，日度策略平均收益率为 18.06%。具体的期权日度观点，可以查阅每日的金融日报。

图表 1：期权日度观点汇总

时间	期权日度观点
9月6日	短期标的的方向选择向上的概率更高，偏多交易为主
9月7日	短期情绪方向向上，但整体仍较克制
9月8日	情绪明显回落，短期标的或回稳运行
9月9日	情绪回复稳定，关注日内交易机会
9月10日	量能持续萎缩，市场情绪较淡定

资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 2：周度策略表现（牛市价差组合）



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 3：期权日观点策略跟踪



资料来源：Wind 中信期货研究部

➤ 股指观点：指数向上突破，继续配置 IC 多单

上周中盘股表现依然好于大盘股，煤炭、有色领涨驱动涨价链走强，中证 500 反弹幅度接近 5%，各宽基指数中表现最强。而风格指数，呈现价值、低波因子占优的特征，风格连续多周保持一致。从驱动逻辑来看，逆周期调节以及煤炭价格上行成为涨价链上行的催化剂。

目前还没有必要担心 500 情绪迅速衰退的可能性，一方面，近期贴水的扩大背后原因来自于雪球期权的监管，其不能作为情绪恶化的信号，另一方面，本轮涨价链的锚即煤炭依然处在供不应求的状态，缺口问题会导致其高位震荡，而非高位回落，高利润背景下，资金未必短期兑现利润。故操作层面，继续建议持有 IC 多单。

➤ 期权：标的短期调整风险上升，关注波动交易机会

结合目前我们对于股指的观点：指数向上突破，继续配置 IC 多单。上周期权市场整体情绪的变化与我们预期的基本一致，上周我们判断情绪短期或迎方向选择，标的的方向选择向上的概率更大。从实际表现看，标的上周整体维持持续走升的态势，交易情绪方向明显偏强。目前来看，当前市场整体情绪表现出短期调整风险上升的结构，一是成交额 PCR/成交量 PCR 的值下探至今年来的最低位水平，该指标明显偏低时，短期情绪转向的概率较高；二是持仓量 PCR 同样持续走高至今年来的高位水平，市场担忧的风险加大。同时集中成交价差值率回落，市场多空分歧回复稳定，同时市场交易重心也回复至中性位置。从期权端来看，短期标的调整的风险上升，由于期权标的仅涉及 50 及 300 指数，在股指方面维持 IC 偏强节奏的判断下，建议期权标的短期适当布局防守型策略。

波动率方面，在标的整体维持上涨的走势下，各期权隐含波动率维持震荡偏强运行，但仍未突破近 1 个多月的震荡区间，市场情绪动力偏弱。波动率方面持续关注的因素仍是近期雪球监管的再度收紧，叠加 8 月中证 500 指数持续突破前期新高，存量雪球产品大量敲出，预期 9 月后雪球规模将明显收缩，交易商对冲力量的减弱料将释放期指整体波动水平，从而影响标的现货和期权的波动机会，建议可关注指数波动率可能迎来突破的相关交易机会，期权波动率建议多买少卖。但从目前的情况来看，在隐波已经维持了接近半年的底部运行后，除非有标的大维度的行情配合，短期明显冲高的概率相对较低，裸多波动率组合收益风险比相对较低，建议关注多近月隐波，空远月隐波的期限结构套利策略。

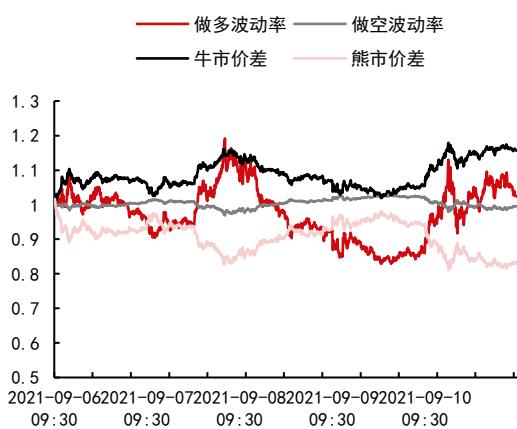
风险因子：1) 市场情绪动力持续弱势；2) 短期情绪延续强势

二、主要策略跟踪：牛市价差与做多波动率组合表现略偏强

我们每周首个交易日构建主要的期权策略进行跟踪，构建的策略为：做多波动率组合（买跨式），做空波动率组合（卖跨式），牛市看涨价差组合（平值上下两档），熊市看跌价差组合（平值上下两档），保护型期权对冲组合（平值认沽期权）以及备兑期权组合（虚值两档认购期权），中间不进行动态调整，策略持续持有至周五收盘，各组合均按照交易所保证金标准，不采用组合保证金制度。

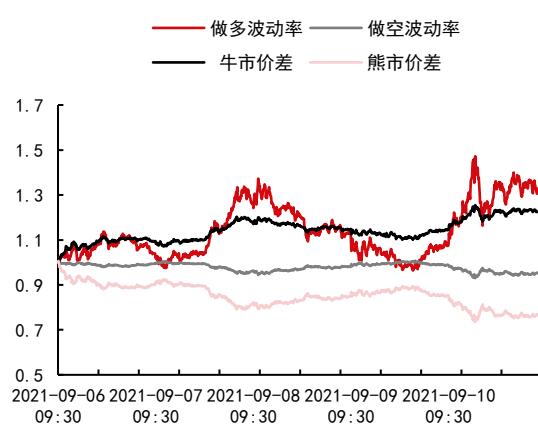
从上周的整体情况来看，标的市场整体表现为持续走升的态势，各期权隐含波动率持续走高，牛市价差组合与做多波动率组合表现略偏强，熊市价差及做空波动率组合表现较弱。由于标的价格的上涨以及隐含波动率的上升，保护型期权组合与备兑开仓组合表现均弱于标的。

图表 4：上证 50ETF 期权策略表现



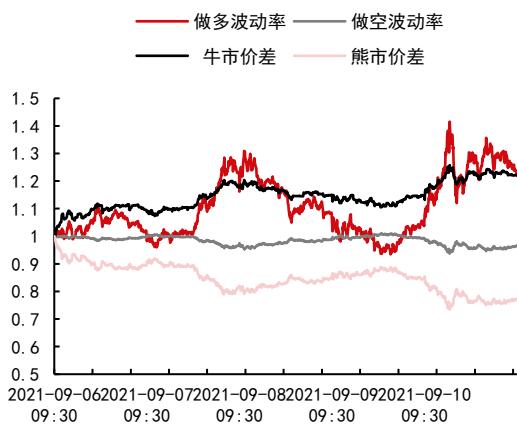
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 5：沪市 300ETF 期权策略表现



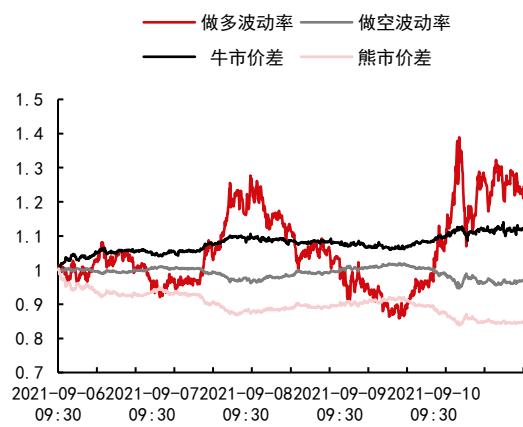
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 6：深市 300ETF 期权策略表现



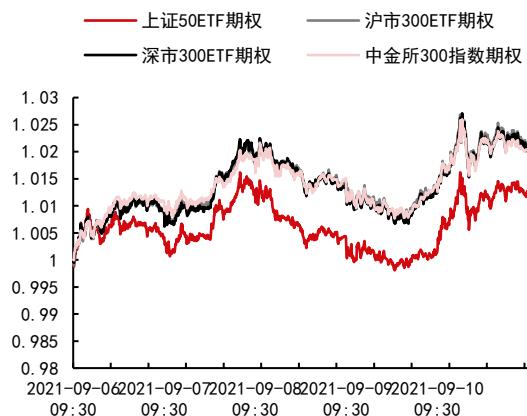
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 7：中金 300 指数期权策略表现



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 8：保护型期权对冲组合表现（等名义本金）



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 9：备兑期权组合表现



资料来源：Wind 中信期货研究部

三、流动性分析：市场量能再度回落，交易热度较低

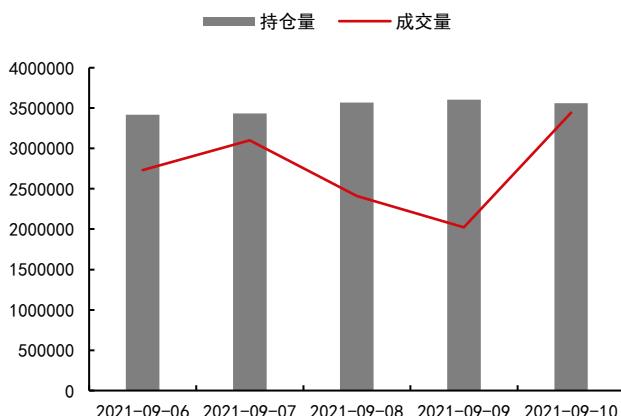
上周四种期权品种日均成交额 44.09 亿元，市场量能再度回落，热度较低，上证 50ETF 期权、沪市 300ETF 期权、深市 300ETF 期权及中金所 300 指数期权日均成交额分别占比 36.22%，36.23%，4.21% 及 23.34%，股指期权占比持续增加。

图表 10：股票股指期权市场流动性（09月06日-09月10日）

期权	日均成交量（万张）	日均持仓量（万张）	日均成交额（亿元）
上证 50ETF 期权	274.18	351.75	15.97
沪市 300ETF 期权	193.36	197.06	15.97
深市 300ETF 期权	27.27	36.02	1.85
中金所 300 指数期权	14.55	19.93	10.29

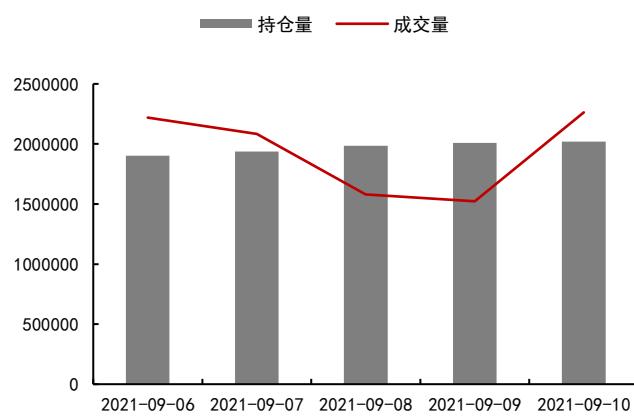
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 11：上证 50ETF 期权成交信息



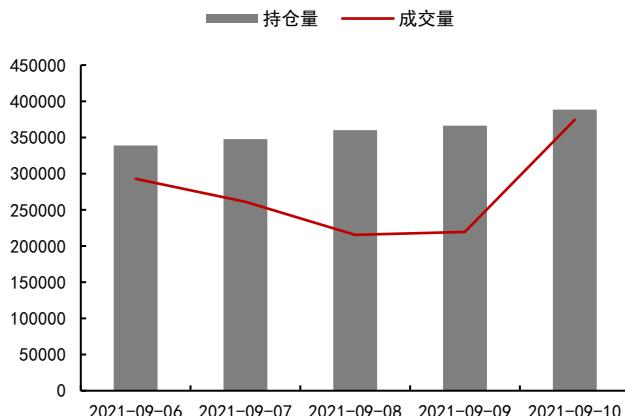
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 12：沪市 300ETF 期权成交信息



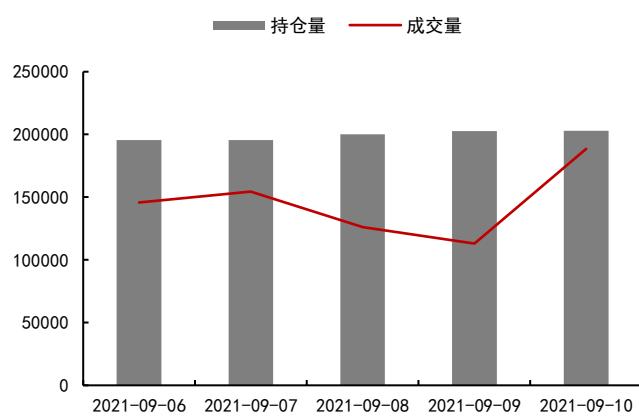
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 13：深市 300ETF 期权成交信息



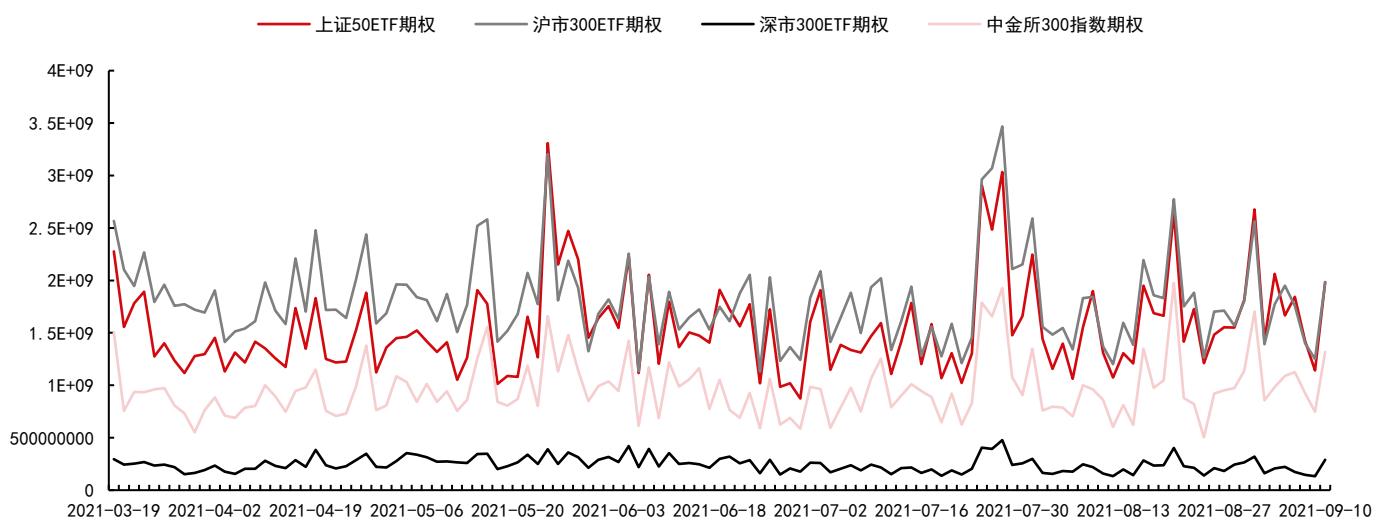
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 14：中金所 300 指数期权成交信息



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 15：国内股票股指期权成交额

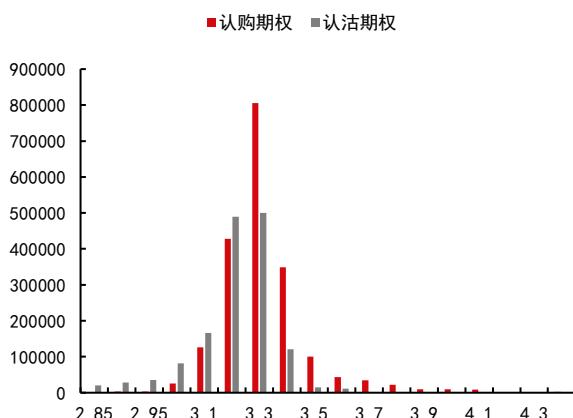


资料来源：Wind 中信期货研究部

四、市场情绪分析：短期调整风险上升，关注波动机会

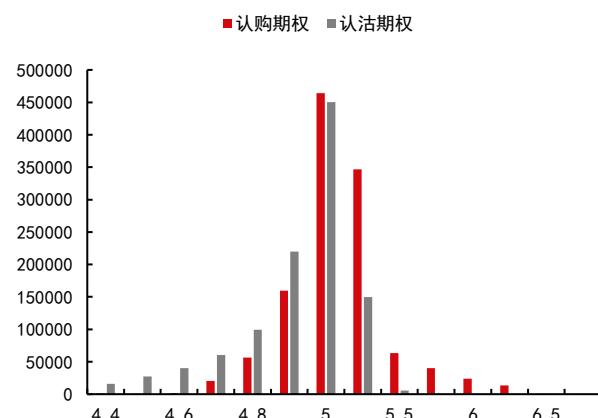
上周期权市场整体情绪的变化与我们预期的基本一致，上周我们判断情绪短期或迎方向选择，标的的方向选择向上的概率更大。从实际表现看，标的上周整体维持持续走升的态势，交易情绪方向明显偏强。目前来看，当前市场整体情绪表现出短期调整风险上升的结构，一是成交额 PCR/成交量 PCR 的值下探至今年来的最低位水平，该指标明显偏低时，短期情绪转向的概率较高；二是持仓量 PCR 同样持续走高至今年来的高位水平，市场担忧的风险加大。同时集中成交价差值率回落，市场多空分歧回复稳定，同时市场交易重心也回复至中性位置。从期权端来看，短期标的调整的风险上升，建议期权标的短期适当布局防守型策略。

图表 16：上证 50ETF 期权成交分布（分执行价）



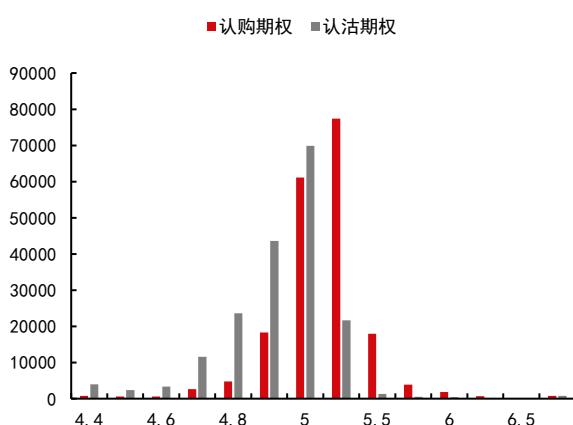
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 17：沪市 300ETF 期权成交分布（分执行价）



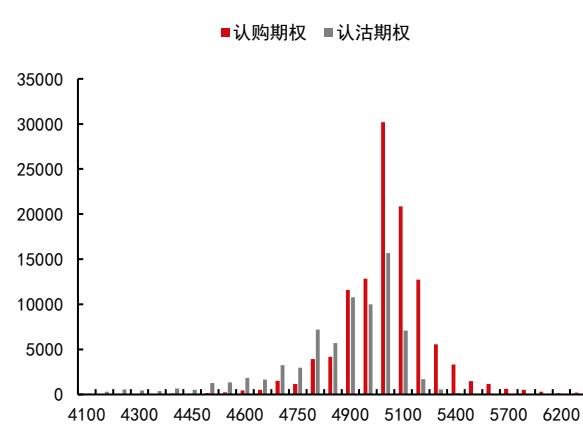
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 18：深市 300ETF 期权成交分布（分执行价）



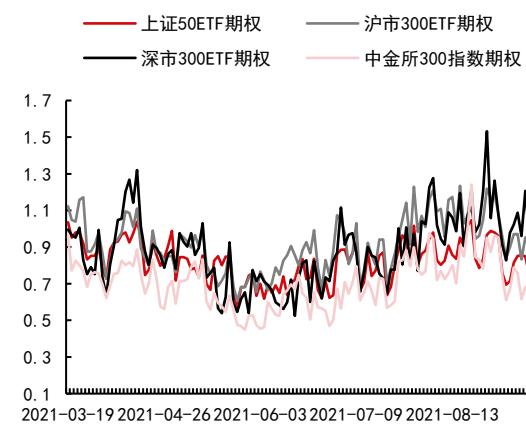
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 19：中金所 300 指数期权成交分布（分执行价）



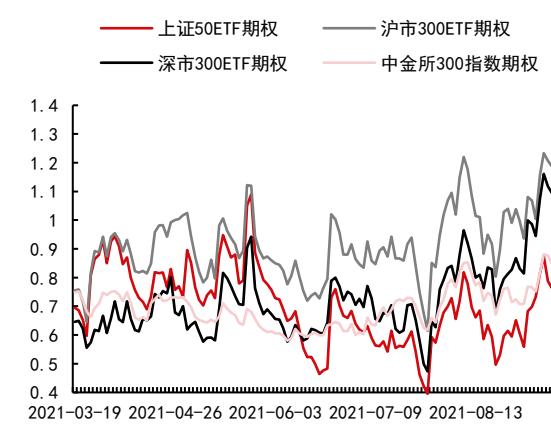
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 20：股票股指期权成交量 PCR



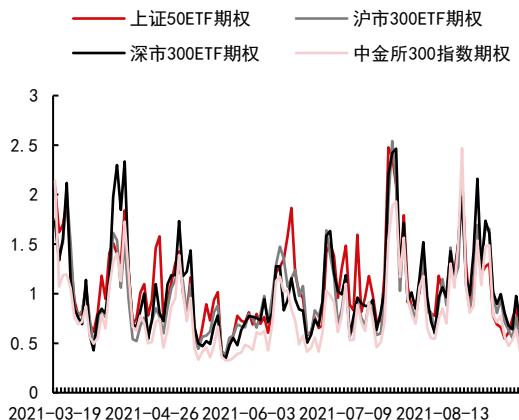
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 21：股票股指期权持仓量 PCR



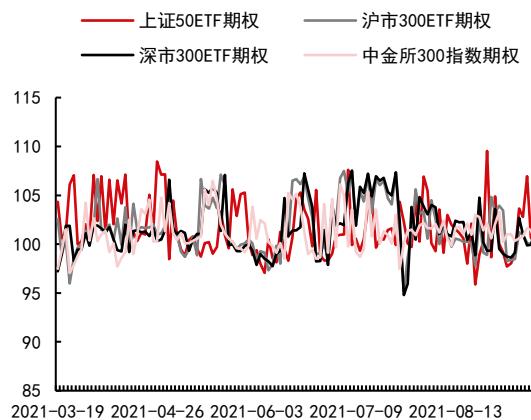
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 22：股票股指期权成交额 PCR



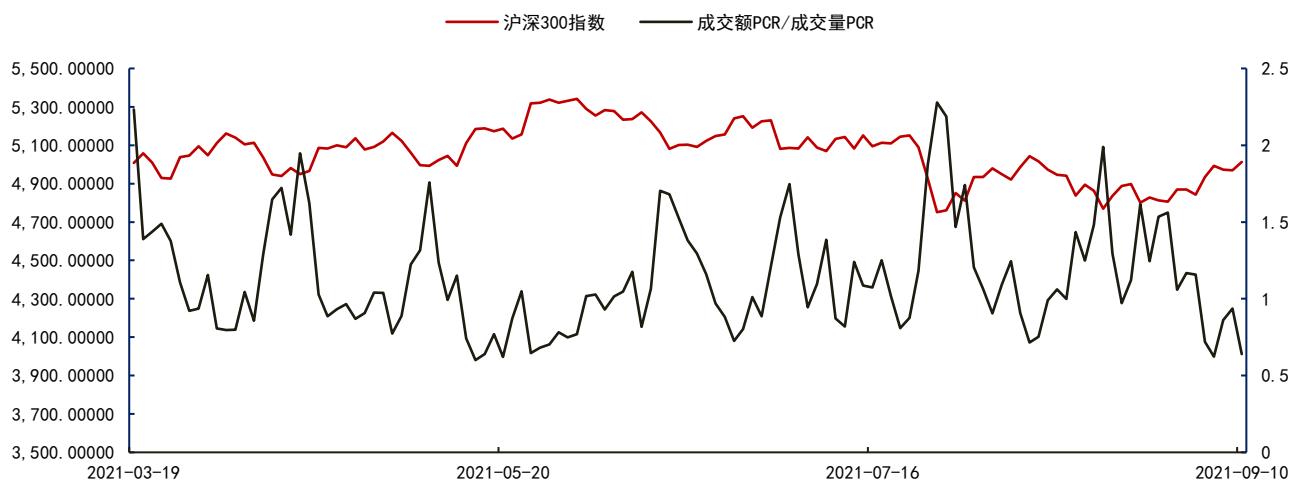
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 23：股票股指期权偏度指数



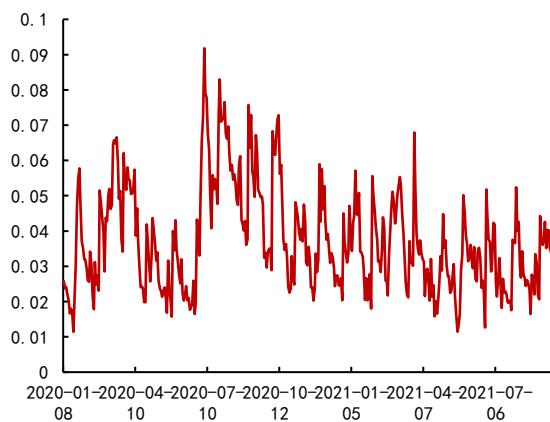
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 24：成交额 PCR 与成交量 PCR 比值走势



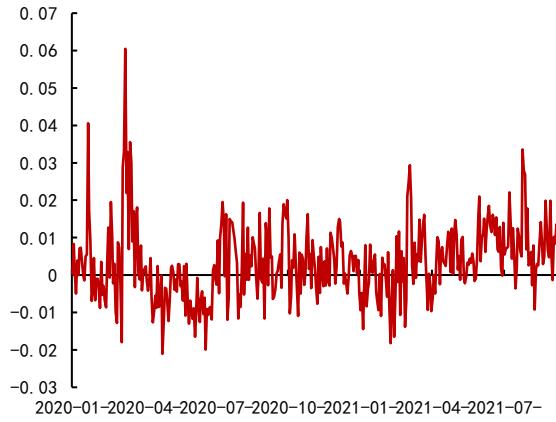
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 25：集中成交价差率



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 26：集中成交价重心

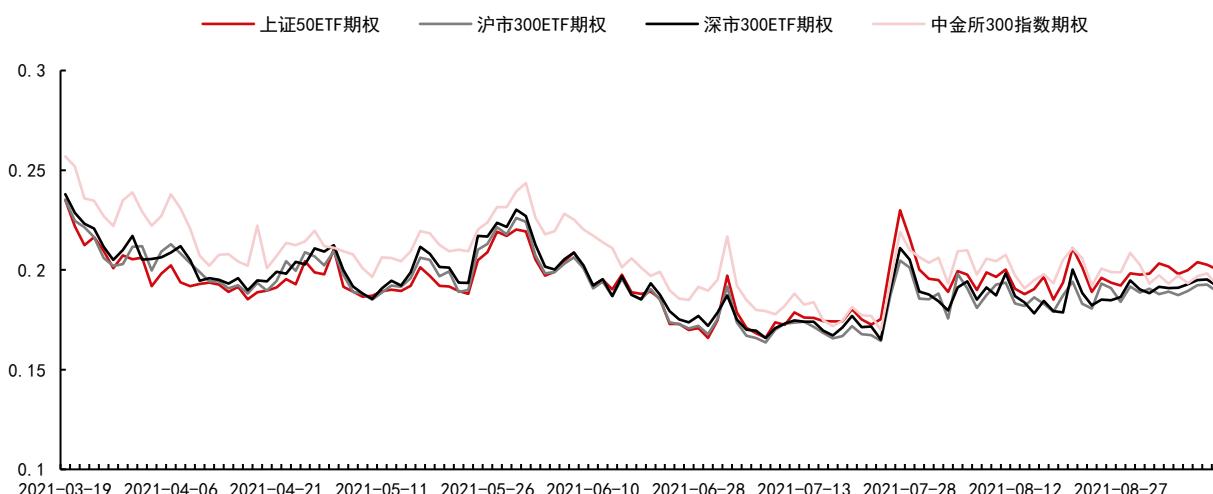


资料来源：Wind 中信期货研究部

五、波动率分析：波动率稳定走强，关注波动率突破机会

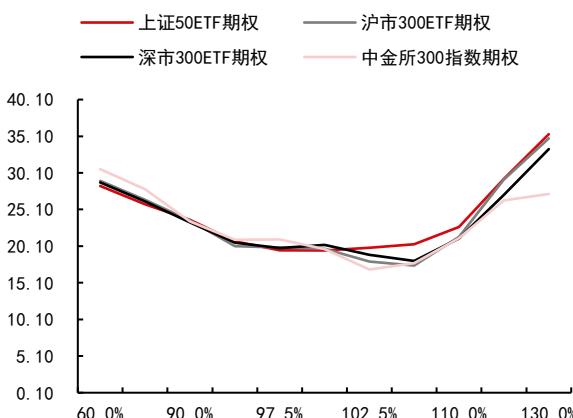
上周，在标的整体维持上涨的走势下，各期权隐含波动率维持震荡偏强运行，但仍未突破近1个多月的震荡区间，市场情绪动力偏弱。波动率方面持续关注的因素仍是近期雪球监管的再度收紧，叠加8月中证500指数持续突破前期新高，存量雪球产品大量敲出，预期9月后雪球规模将明显收缩，交易商对冲力量的减弱料将释放期指整体波动水平，从而影响标的现货和期权的波动机会，建议可关注指数波动率可能迎来突破的相关交易机会，期权波动率建议多买少卖。但从目前的情况来看，在隐波已经维持了接近半年的底部运行后，除非有标的大维度的行情配合，短期明显冲高的概率相对较低，裸多波动率组合收益风险比相对较低，建议关注多近月隐波，空远月隐波的期限结构套利策略。

图表 27：国内股票期权波动率走势



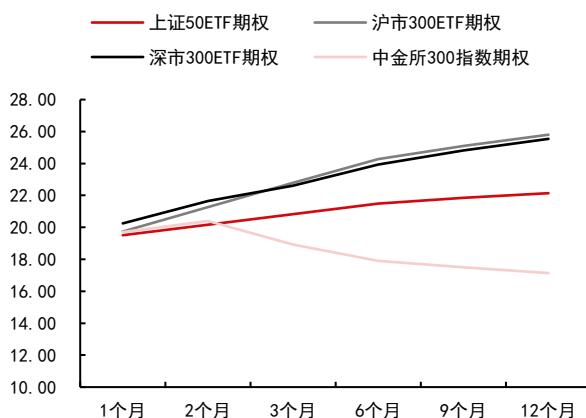
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 28：股票期权波动率微笑（近月合约，2021. 09. 10）



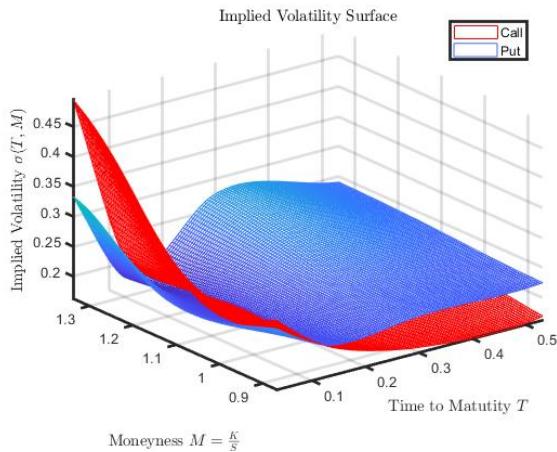
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 29：股票期权波动率期限结构（2021. 09. 10）



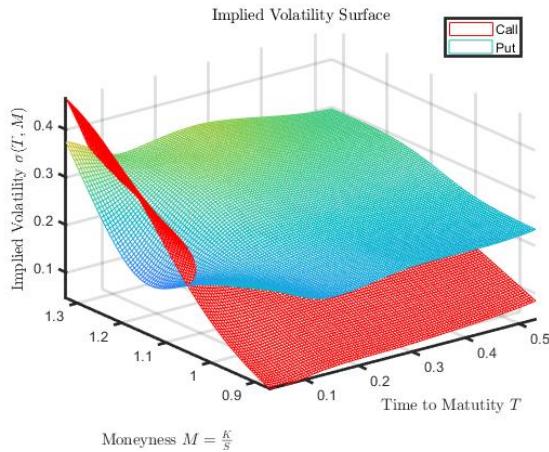
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 30：上证 50ETF 期权波动率曲面（2021. 09. 10）



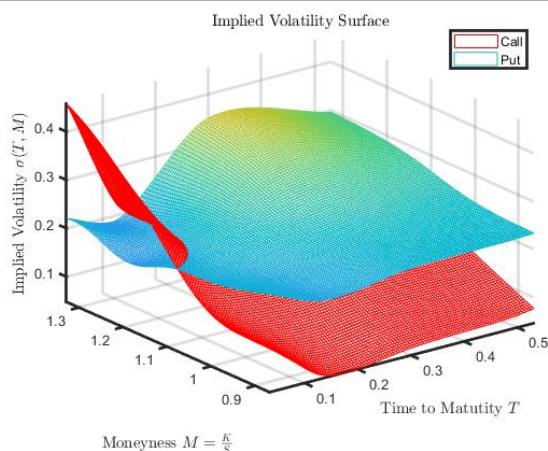
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 31：沪市 300ETF 期权波动率曲面（2021. 09. 10）



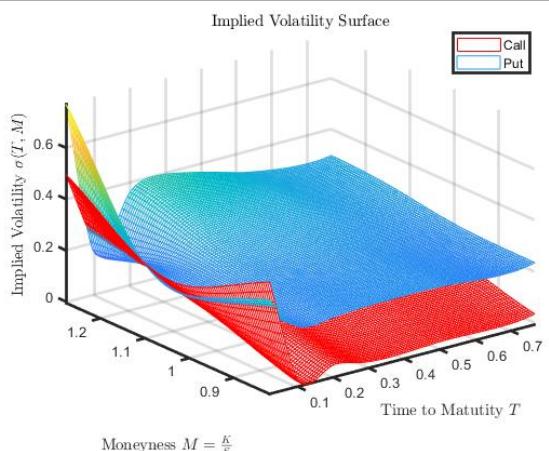
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 32：深市 300ETF 期权波动率曲面（2021. 09. 10）



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 33：中金 300 股指期权波动率曲面（2021. 09. 10）



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 34：卖出波动率风险温度计



资料来源：Wind 中信期货研究部

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户提供。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826