



股指衍生品周刊

研究报告·热点周评

摘要

报告作者

王娜

从业资格号: F3055965

投资咨询号: Z0001999

黎伟

从业资格号: F0300172

投资咨询号: Z0011568

蔡家立

从业资格号: F3061147

投资咨询号: Z0016406

电话: (0510) 85101580

E-mail: glqhtzxx@163.com

报告日期: 2021年10月08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。

本期导读:

➤ 股指期货: 宏观扰动减退, 结构行情延续

- 国庆期间全球股市出现波动, 整体呈现先抑后扬的走势。
- 受到欧美能源危机以及美国债务违约风险暂缓的影响, 国庆期间全球股市有所波动; 国内方面, 政策稳增长持续发力, 同时中美关系进一步缓和也将对 A 股产生一定积极影响; 整体来看, 宏观环境中的不确定因素有所减退。板块方面, 煤炭、钢铁、化工等强周期板块的涨价预期仍存, 但同时需要关注保供稳价政策对涨价逻辑的影响。
- A 股依旧处于结构性行情之下, 板块之间的高低切换将成为常态, 季报公布在即, 中期来看业绩预期更加确定的中证 500 指数依旧相对占优, 可持续关注。

➤ 股指期权: 可考虑择机卖出宽跨收取时间价值

- 主要逻辑: 标的指数仍以震荡行情看待, 震荡区间整体在 4800 点至 5100 点之间; 股指期权 10 月合约将于下周五正式到期, 后期时间价值衰减极快, 投资者可考虑择机卖出宽跨收取时间价值 (如同时卖出 I02110-C-5100 和 I02110-P-4800 合约)。

股指期货：宏观扰动减退，结构行情延续

一、市场表现

国庆期间，受能源危机、美国债务违约风险暂缓等多重因素影响，全球股市出现波动，整体呈现先抑后扬的走势。

二、影响因素及分析

国庆期间，能源问题备受关注，欧美能源危机愈演愈烈，而国内受供应影响，煤炭、钢铁、化工等强周期板块依然具有涨价逻辑。

1. 受清洁能源转型影响，欧美能源危机愈演愈烈。多国发生哄抢汽油、电网崩溃事件，包括欧盟27国、英国、巴西和印度等在内的多个国家受到冲击，天然气价格疯涨，全球正在经历清洁能源转型带来的第一次重大能源危机。

2. 国内方面，产能受限的影响下，煤炭、钢铁、化工等强周期板块的涨价预期仍存。叠加国庆期间，山西突发强降雨导致多座矿山关停，或将造成更大的供需缺口，煤电板块或再度成为市场关注的焦点。不过上游价格大幅上行将会不断压缩中下游企业的经营利润，国家保供稳价政策是否会进一步深入落实将成为周期板块涨价逻辑的最大变数。

经济基本上，随着经济增速持续下行，政策稳增长也在持续发力，财政政策保持积极，货币政策或朝宽信用方向演进。除此以外，国庆期间，中美关系有所缓和，美国债务危机也暂时缓解。

1. 国庆期间中美双方代表在苏黎世会晤，中美关系进一步缓和。双方同意采取行动，落实9月10日两国元首通话精神，推动中美关系重回正轨。中美关系的缓和一方面有利于提升市场风险偏好，另一方面对于高科技行业也是一个利好，汽车缺芯问题或将得以解决，半导体等相关行业也将受益。

2. 美国债务违约风险暂缓，市场关注焦点转向今晚公布的9月就业数据。美国参议院议员已就延长短期债务上限至12月初达成了协议，美国债务危机暂时缓解。市场焦点转向今晚公布的9月非农数据，因为这将成为美联储何时宣布缩减购债规模的重要线索，市场预期劳动力市场将有所改善，需持续跟踪美联储动向以及Taper带来的负面影响。

三、结论与操作建议

国庆期间，受到欧美能源危机以及美国债务违约风险暂缓的影响，全球股市有所波动；国内方面，政策稳增长持续发力，同时中美关系进一步缓和也将对A股产生一定积极影响；整体来看，宏观环境中的不确定因素有所减退。板块方面，煤炭、钢铁、化工等强周期板块的涨价预期仍存，但同时需要关注保供稳价政策对涨价逻辑的影响。A股依旧处于结构性行情之下，板块之间的高低切换将成为常态，三季报公布在即，中期来看业绩预期更加确定的中证500指数依旧相对占优，可持续关注。

股指期权：可考虑择机卖出宽跨收取时间价值

主要逻辑：标的指数仍以震荡行情看待，震荡区间整体在 4800 点至 5100 点之间；股指期权 10 月合约将于下周五正式到期，后期时间价值衰减极快，投资者可考虑择机卖出宽跨收取时间价值（如同时卖出 I02110-C-5100 和 I02110-P-4800 合约）。

一、成交持仓情况

图 1：各品种期权日持仓量

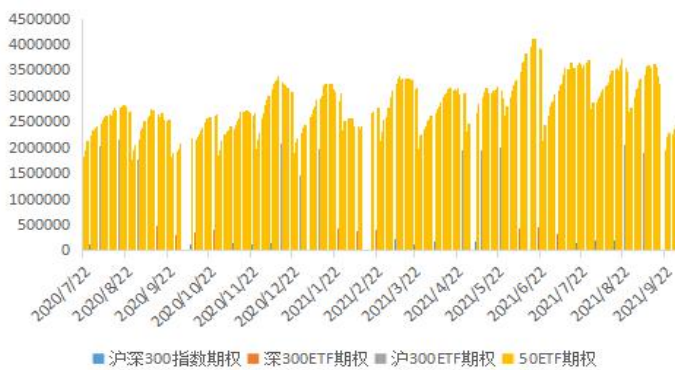


图 2：沪深 300 指数期权持仓量行权价分布

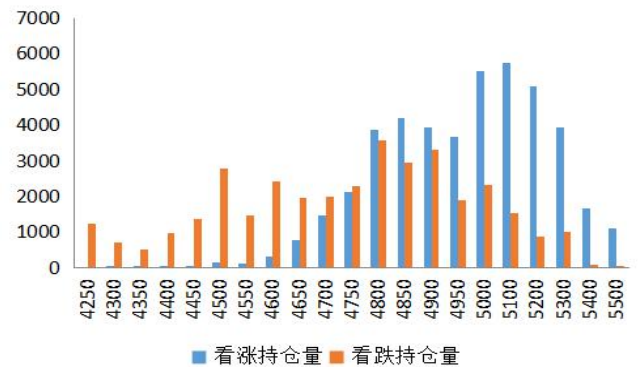


图 3：沪 300ETF 期权持仓量行权价分布

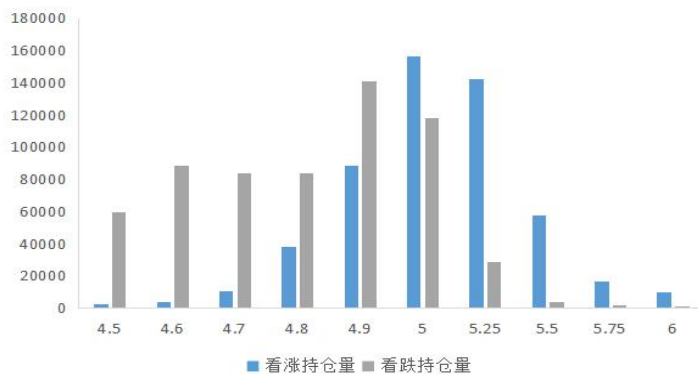


图 4：50ETF 期权持仓量行权价分布

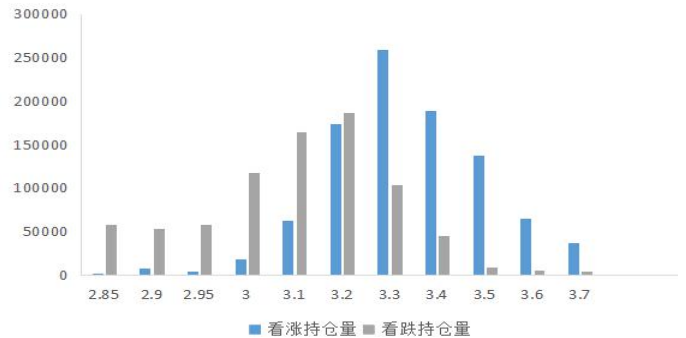


图 5：各品种期权成交量 PCR (%)

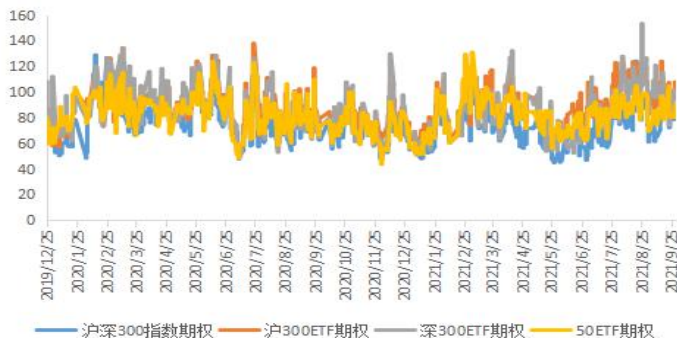


图 6：各品种期权持仓量 PCR (%)



来源：Wind 国联期货

因 10 月合约即将到期，本周沪深 300 指数期权持仓量整体由近月逐步移仓至远月合约，当前各合约总持仓整体在 15.7 万张左右。持仓 PCR 值上，由于节后标的指数出现小幅上涨，该值亦整体有小幅回升，当前在 81% 左右，整体处近一年 60% 分位左右的中等略高水平，主力机构情绪已开始对未来偏向乐观。

从各行权价持仓分布上看，当前 I02110 看涨期权上方行权价为 5000 至 5200 点持仓依旧分布较为密集，且 5000 点处持仓拥有局部高点，达到 6000 手左右，短期沪深 300 指数 5000 点之上压力依旧较大；同时，看跌期权持仓依旧主要集中在行权价为 4800 点至 4900 点区域，且行权价为 4800 点处拥有局部高点，表明沪深 300 指数 4800 点处具有极强支撑，短期跌破该支撑位的难度相对较大。

二、波动率水平

表 1: 沪深 300 指数历史波动率锥

	最小值	10%分位	50%分位	90%分位	最大值	最新值	10 月平值隐含波动率 (5 个交易日)
5 日	3.98%	9.79%	16.37%	26.52%	38.43%	10.77%	16.8%
30 日	13.53%	14.64%	17.92%	25.48%	29.09%	16.04%	
60 日	14.62%	15.71%	18.75%	24.52%	26.54%	18.97%	
90 日	16.26%	16.84%	20.13%	23.32%	23.69%	18.09%	
120 日	17.14%	17.89%	20.84%	21.54%	21.81%	17.57%	

表 2: 华泰柏瑞 300ETF 历史波动率锥

	最小值	10%分位	50%分位	90%分位	最大值	最新值	10 月平值隐含波动率 (13 个交易日)
5 日	3.69%	9.48%	15.92%	27.26%	38.91%	7.89%	16.9%
30 日	13.13%	14.72%	17.95%	25.61%	29.82%	15.13%	
60 日	14.75%	15.64%	18.43%	24.90%	28.55%	18.44%	
90 日	16.35%	17.08%	20.49%	24.81%	25.20%	17.52%	
120 日	17.19%	17.98%	21.07%	22.82%	23.05%	17.19%	

表 3: 嘉实 300ETF 历史波动率锥

	最小值	10%分位	50%分位	90%分位	最大值	最新值	10 月平值隐含波动率 (13 个交易日)
5 日	3.94%	9.50%	15.83%	26.27%	38.22%	7.77%	17.3%
30 日	12.93%	14.40%	17.77%	24.70%	28.33%	15.67%	
60 日	14.44%	15.46%	18.32%	24.11%	29.23%	18.26%	
90 日	15.91%	17.29%	19.72%	25.25%	25.79%	17.41%	
120 日	16.99%	17.91%	20.42%	23.15%	23.42%	16.99%	

表 4: 上证 50ETF 历史波动率锥

	最小值	10%分位	50%分位	90%分位	最大值	最新值	10 月平值隐含波动率 (13 个交易日)
5 日	4.14%	8.68%	16.89%	29.91%	37.57%	14.80%	17.5%
30 日	13.55%	16.12%	18.49%	24.53%	27.27%	18.85%	
60 日	15.21%	16.72%	19.78%	23.49%	29.29%	20.78%	
90 日	16.65%	17.27%	20.26%	25.24%	25.55%	20.14%	
120 日	17.31%	18.35%	20.53%	23.10%	23.64%	19.15%	

图 7: 各品种期权主力平值隐含波动率走势

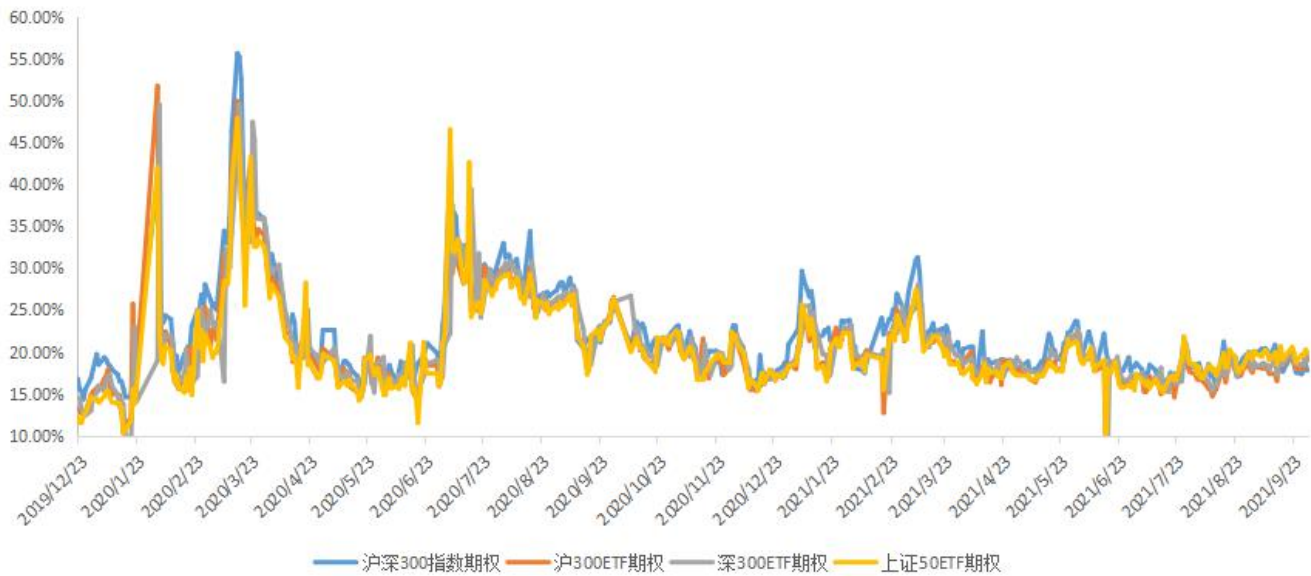


图 8: 各品种期权隐含波动率折溢价

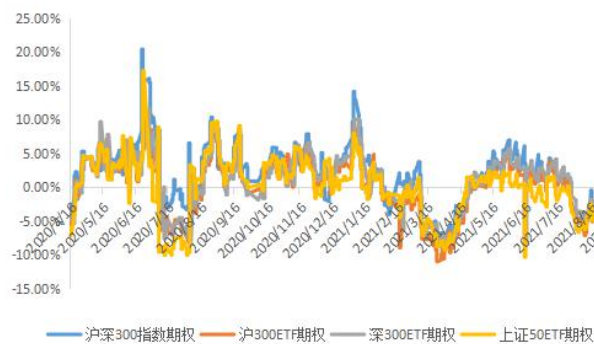
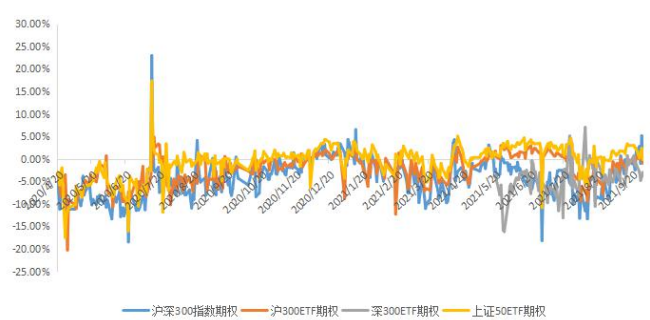


图 9: 各品种期权平值看涨看跌隐含波动率价差



来源: Wind 国联期货

因国庆假期的结束，隐含波动率整体呈现震荡回落走势，其中 I02110 平值看涨隐含波动率由节后开盘 21%左右震荡回落至当前 17%左右，平值看跌期权隐含波动率由 19.5%左右震荡回落至当前 16.7%左右，平值看涨看跌隐波均值在 16.8%左右，略高于近 30 天市场平均波动，期权估值水平整体相对合理。

从看涨看跌隐含波动率差值上看，当前看涨期权隐波略高于看跌期权隐波，当前两者差值在 0.8% 左右。从近期看涨看跌隐波差值走势上看，9 月以来看涨隐波时常会出现高于看跌隐波的情形，表明当前投资者市场情绪已由前期整体相对谨慎逐步转向对未来偏向乐观。

时间上，沪深 300 指数期权主力 10 月合约剩余 5 个交易日，后期时间价值衰减极快。

三、曲面结构

图 10: 沪深 300 股指期权隐含波动率微笑(10 月) 图 11: 沪 300ETF 期权隐含波动率微笑(10 月)

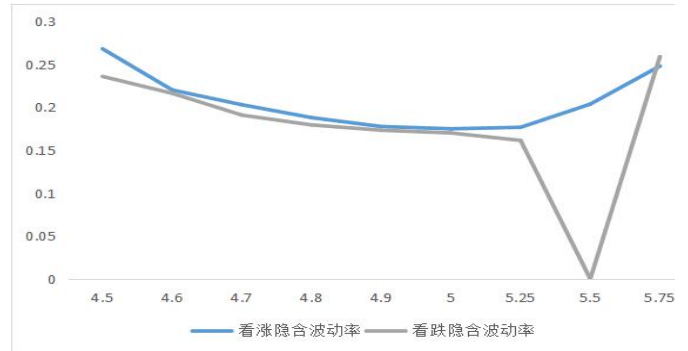
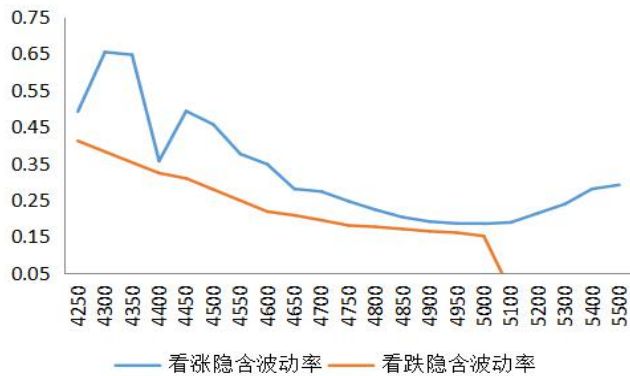


图 12: 深 300ETF 期权隐含波动率微笑(10 月)



图 13: 上证 50ETF 期权隐含波动率微笑(10 月)

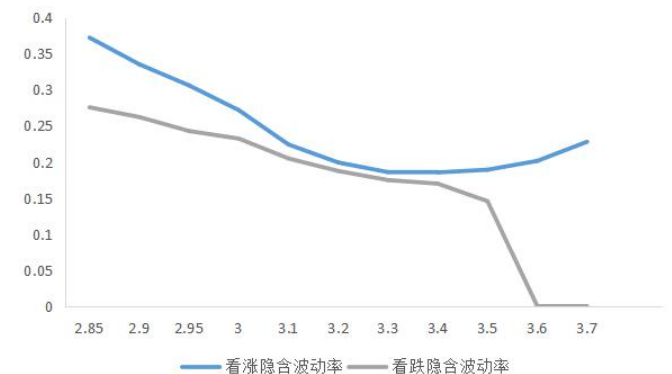
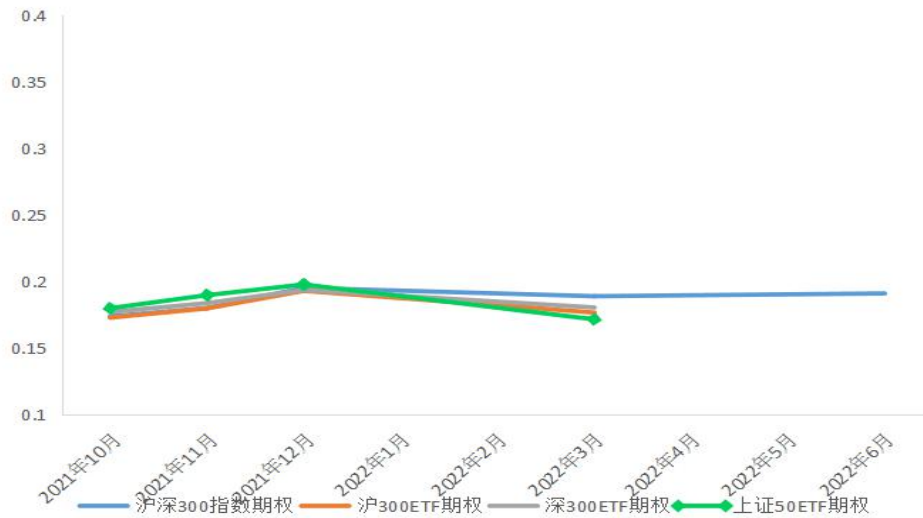


图 14: 各品种期权隐含波动率期限结构



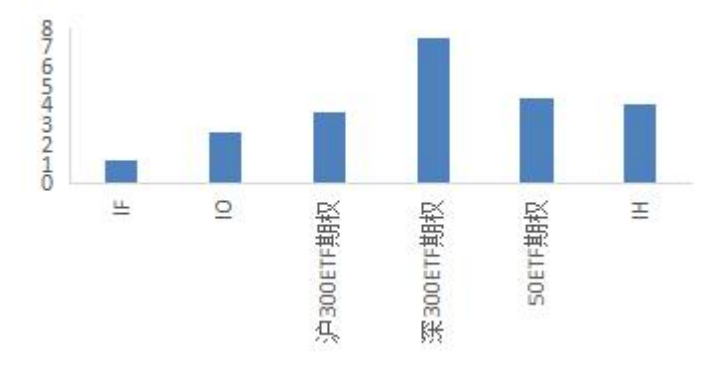
来源: Wind 国联期货

本周各期权合约看涨看跌隐含波动率依旧呈现为略微“中间低两边高”的微笑结构，深度实值看涨期权时间价值依旧呈现明显正值，表明当前利用深度实值看涨期权代替指数多头的投资者依旧相对较多，投资者市场情绪整体偏向乐观。

期限结构上看，隐含波动率呈现略微的近低远高特性，波动率存略微放大预期。

四、套利分析

图 15: 各品种期货/期权平值合约合成升贴水



来源: Wind 国联期货

目前沪深 300 股指期货期权 10 月合约合成标的整体表现为升水形态，其中截至周五收盘合成标的升水 2.66 点，IF2110 合约升水 1.26 个点，两者间无明显套利机会。

国联期货金融衍生品研究团队

地 址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）
电 话：（0510）85101580
邮 箱：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