

情绪开始回落，波动率交易谨慎为宜

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

从期权端来看，市场整体情绪明显开始回落，建议期权标的适当布局保护型策略为主。当前波动率预计震荡为主，波动率交易谨慎为宜。

摘要：

➤ 策略推荐：情绪开始回落，波动率交易谨慎为宜

股指方面，宏观托底仍在，双控决定风格。在债务上限时间延后以及社融增速即将见底的预期下，宏观层面 A 股无忧，但鉴于三季报炒作的强度或显著低于二季度，业绩对于股价的支撑减弱，盘面中期仍是震荡修复态势，难有趋势性机会。而市场风格取决于双控的节奏，随着近期政策导向出现变化，中下游可能开始炒作利润边际修复，而上游则会炒作产能回升。而在内需弱化的背景下，中下游利润回升的空间有限（难以转嫁给消费者），预计上游依旧具有比较优势，短期继续关注 IC 多单持有机会。

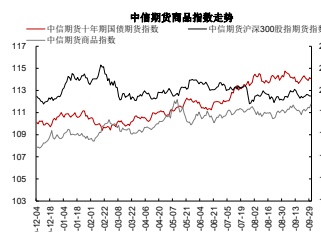
目前来看，当前市场整体情绪表现出明显的情绪开始回落，一是目前期权集中成交价差值率维持在近半年来的最高位水平，市场整体多空分歧较大，当此指标较高时基本都对应着市场短期情绪的拐点；二是伴随着标的上涨，波动率却大幅回落，反应出市场情绪开始转弱。结合股指的观点，结构市下，中证 500 指数偏强则沪深 300 指数偏弱。从期权端来看，市场整体表现出明显的偏弱情绪拐点，结合近期波动率处于较低水平，**建议期权标的适当布局保护型策略为主。**

目前来看，卖出波动率风险温度计回落到了一年以来的最低位置，显示当前波动率向上的概率较低；但另一方面，在主线不明，市场轮动加速的背景下，市场情绪预计偏谨慎，波动率也不易持续走弱，短期内波动率预计震荡为主，波动率交易建议谨慎为宜。同时，在目前各期权隐含波动率相对偏低的节奏下，**持有现货头寸的投资者，建议通过配置部分认沽期权多头进行仓位保护。**

风险因子：1) 市场情绪动力持续弱势；2) 短期谨慎情绪再起

➤ 策略回顾：日度策略表现较差，周度策略表现偏强

我们在国庆节前的策略报告中推荐情绪短期偏强拐点明显，节前多波动率布局。从国庆节后的市场情况看，市场在节后高开高走，期权标的的表现与我们预期的较一致，国庆前市场偏强情绪主导，节后情绪回落。牛市价差策略表现强势，**周度策略平均收益率为 11.06%**。每日观点策略相较于周度策略偏保守，节前做多波动率，节后转为卖空波动率，**日度策略平均收益率为 -1.97%**。



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：情绪明显回落，波动率交易谨慎为宜

➤ 上周策略跟踪：情绪短期偏强拐点明显，节前多波动率布局

我们在国庆节前的策略报告中推荐情绪短期偏强拐点明显，节前多波动率布局。从国庆前后的市场情况看，市场在节后高开高走，期权标的的表现与我们预期的较一致，国庆前市场偏强情绪主导，节后情绪回落。牛市价差策略表现强势，周度策略平均收益率为 11.06%。

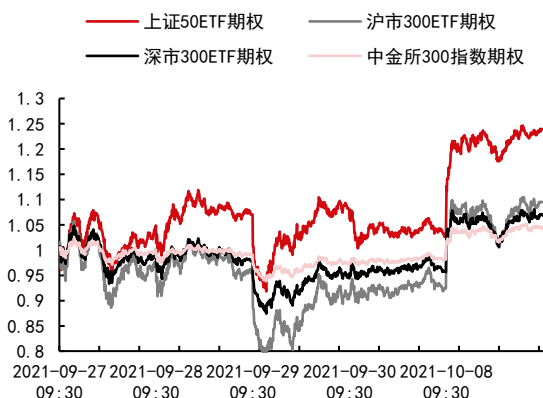
同样我们也根据期权的日观点构建策略进行跟踪，每日开盘时根据当日的期权日度观点构建策略，收盘时平仓，追踪日度观点的策略表现。从上周的市场表现来看，每日观点策略相较于周度策略偏保守，节前做多波动率，节后转为卖空波动率，日度策略平均收益率为-1.97%。

图表 1：期权日度观点汇总

时间	期权日度观点
9 月 27 日	情绪短期偏强拐点明显，节前多波动率布局
9 月 28 日	情绪短期偏强，适当布局偏多策略为主
9 月 29 日	情绪短期偏谨慎，节前做多波动率为主
9 月 30 日	适当布局做多波动率交易
10 月 08 日	假后首日关注波动率卖空时机

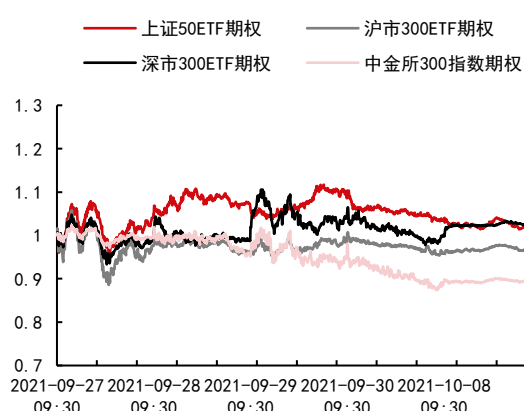
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 2：周度策略表现



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：宏观托底仍在，双控决定风格

节后首日，权益市场高开低走，农林牧渔、消费者服务、非银行金融涨幅均超 3%，而在内蒙古恢复煤炭产能的刺激下，煤炭、电力双双重挫，盘面呈现 IF

强于 IC 的格局。因子维度，成长因子略强于价值因子，低波因子显著强于高 beta 因子，反映资金防御心态，这点也可以从量能降至 1.05 万亿看出。进入 10 月，我们倾向趋势层面无忧，但风格可能取决于双控的节奏。

在债务上限时间延后以及社融增速即将见底的预期下，宏观层面 A 股无忧，但鉴于三季报炒作的强度或显著低于二季度，业绩对于股价的支撑减弱，盘面中期仍是震荡修复态势。而风格取决于双控的节奏，随着近期政策导向出现变化，中下游可能开始炒作利润边际修复，而上游则会炒作产能回升。而在内需弱化的背景下，中下游利润回升的空间有限（难以转嫁给消费者），预计上游依旧强势，短期继续关注 IC 多单持有机会。

➤ 期权：情绪开始回落，波动率交易谨慎为宜

结合目前我们对于股指的观点：宏观托底仍在，双控决定风格。节前市场整体的情绪变化与我们预期的基本一致，节前的策略报告中，我们预期情绪短期处于偏强拐点，从市场实际表现来看，标的基本呈现震荡偏强的态势，节后市场高开高走，但期权隐波大幅走低。目前来看，当前市场整体情绪表现出明显的情绪开始回落，一是目前期权集中成交价差值率维持在近半年来的最高位水平，市场整体多空分歧较大，当此指标较高时基本都对应着市场短期情绪的拐点；二是伴随着标的上涨，波动率却大幅回落，反应出市场情绪开始转弱。结合股指的观点，结构市下，中证 500 指数偏强则沪深 300 指数偏弱。从期权端来看，市场整体表现出明显的偏弱情绪拐点，结合近期波动率处于较低水平，建议期权标的适当布局保护型策略为主。

国庆节前后，各期权加权隐含波动率基本维持宽幅震荡态势，节前由于假期情绪及交易节奏的影响，隐波短期明显走高，节后随着情绪的释放，隐波开盘大幅回落。目前来看，卖出波动率风险温度计回落到了一年以来最低的位置，显示当前波动率向上的概率较低；但另一方面，在主线不明，市场轮动加速的背景下，市场情绪预计偏谨慎，波动率也不易持续走弱，短期内波动率预计震荡为主，波动率交易建议谨慎为宜。同时在目前各期权隐波相对偏低的节奏下，持有现货头寸的投资者，建议通过配置部分认沽期权多头进行仓位保护。

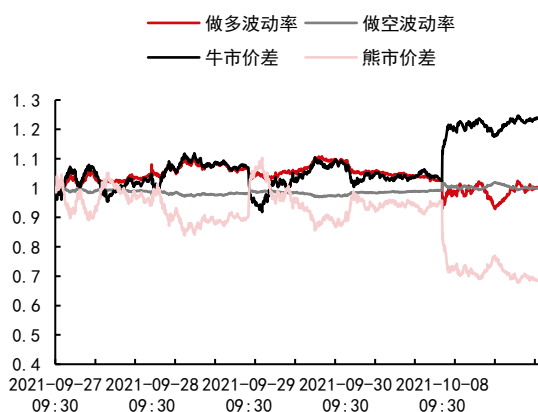
风险因子：1) 市场情绪动力持续弱势；2) 短期谨慎情绪再起

二、主要策略跟踪：牛市价差与做空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。

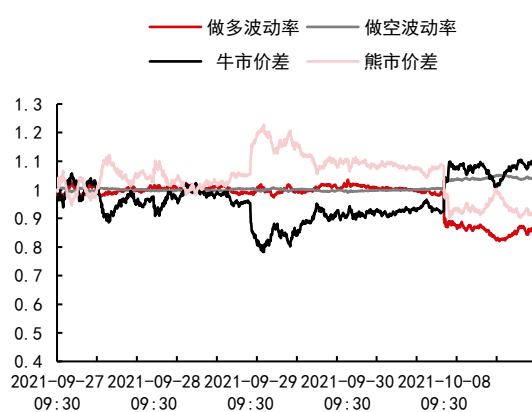
从上周的整体情况来看，标的市场整体表现为震荡偏强的态势，长假后市场大幅上涨，但波动率大幅回落，牛市价差组合与做空波动率组合表现略偏强，熊市价差及做多波动率组合表现较弱。由于标的价格的上涨以及隐含波动率的下降，备兑开仓组合表现相对较好，保护型期权组合表现弱于标的。

图表 4：上证 50ETF 期权策略表现



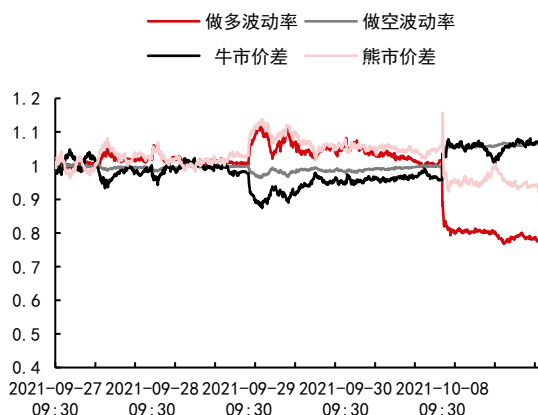
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 5：沪市 300ETF 期权策略表现



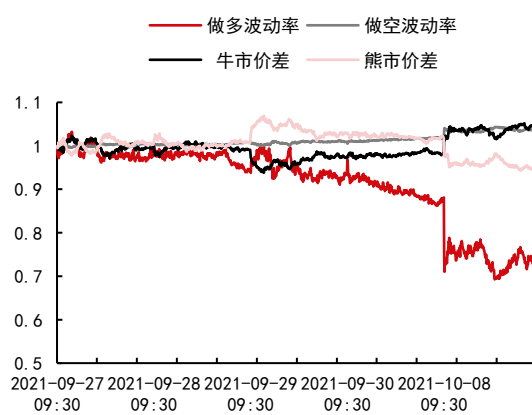
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 6：深市 300ETF 期权策略表现



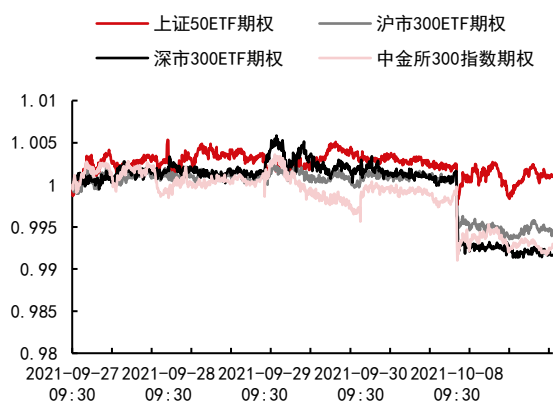
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 7：中金 300 指数期权策略表现



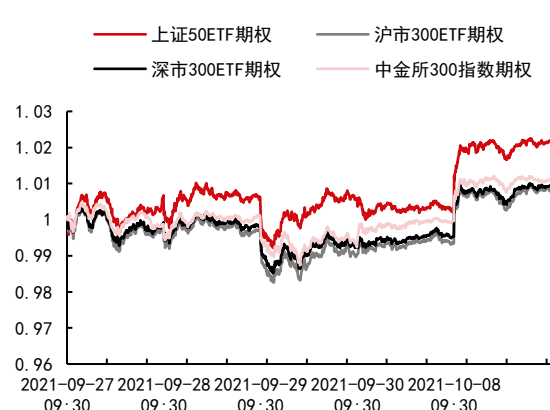
资料来源：Wind 中信期货研究部

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：市场量能维持低位

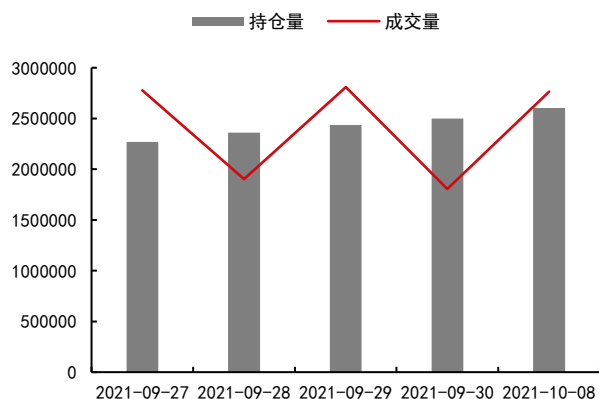
假期前后四种期权品种日均成交额 39.71 亿元，市场量能维持低位，上证 50ETF 期权、沪市 300ETF 期权、深市 300ETF 期权及中金所 300 指数期权日均成交额分别占比 37.72%，37.60%，4.06%及 20.62%。

图表 10：股票股指期权市场流动性（09 月 27 日-10 月 08 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	232.03	247.47	14.98
沪市 300ETF 期权	163.26	157.88	14.93
深市 300ETF 期权	22.07	27.01	1.61
中金所 300 指数期权	10.93	15.53	8.19

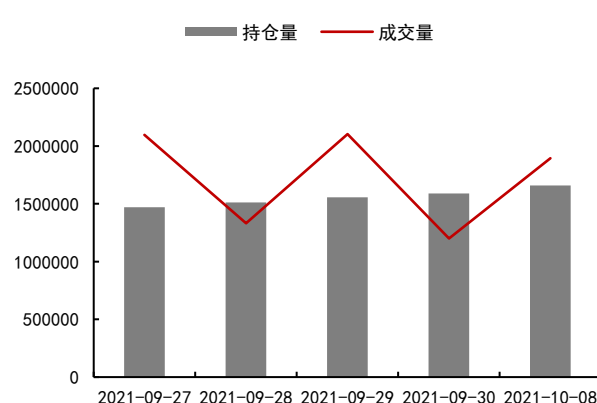
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 11：上证 50ETF 期权成交信息



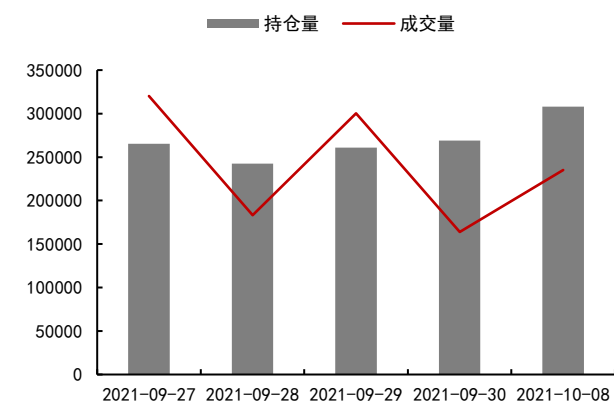
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 12：沪市 300ETF 期权成交信息



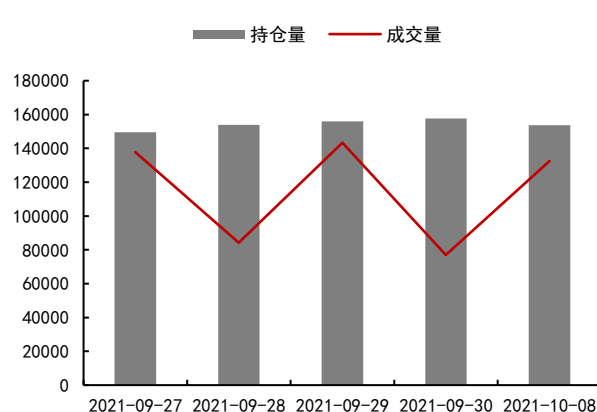
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 13：深市 300ETF 期权成交信息



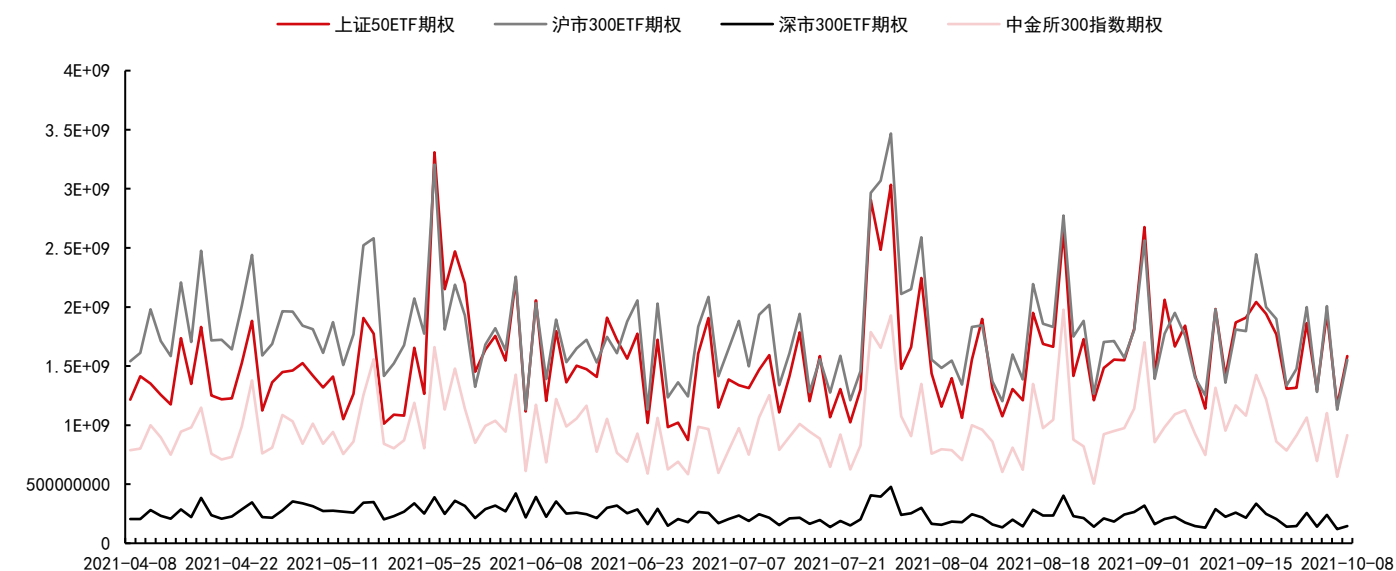
资料来源：Wind 中信期货研究部

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



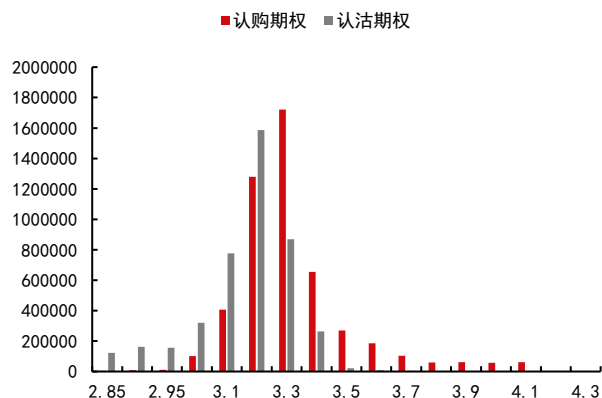
资料来源：Wind 中信期货研究部

四、市场情绪分析：情绪开始回落

节前市场整体的情绪变化与我们预期的基本一致，节前的策略报告中，我们预期情绪短期偏强拐点明显，从市场实际表现来看，标的呈现震荡上行的态势。目前来看，当前市场整体情绪表现出明显的情绪开始回落，一是目前期权集中成交价差值率维持在近半年来的最高位水平，市场整体多空分歧较大，当此指标较高时基本都对应着市场短期情绪的拐点；二是伴随着标的上涨，波动率却大幅回落，反应出市场情绪开始转弱。结合股指的观点，结构市下，中证 500 指数偏强则沪深 300 指数偏弱。从期权端来看，市场整体表现出明显的偏弱情绪拐点，结

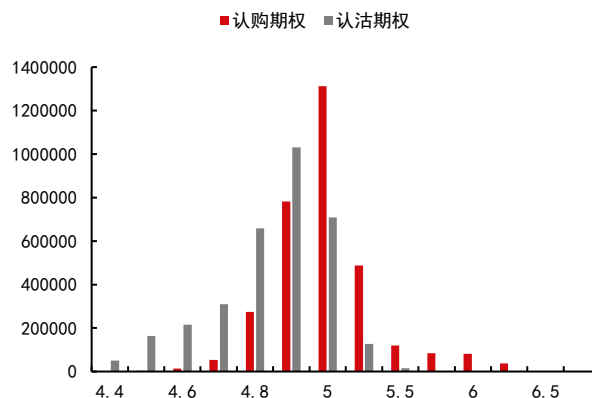
合近期波动率处于较低水平，建议期权标的适当布局保护型策略为主。

图表 16：上证 50ETF 期权成交分布（分执行价）



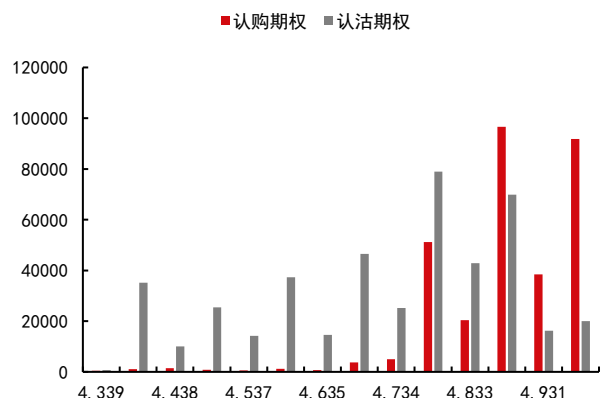
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 17：沪市 300ETF 期权成交分布（分执行价）



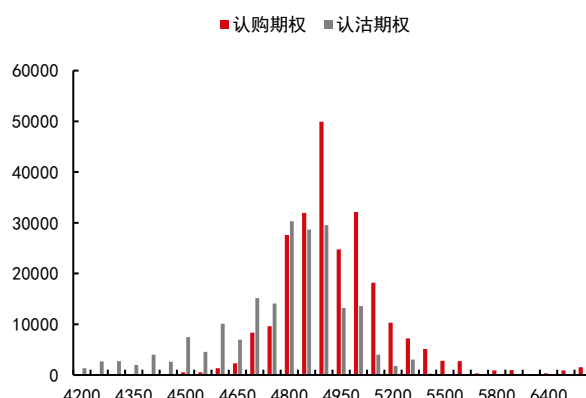
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 18：深市 300ETF 期权成交分布（分执行价）



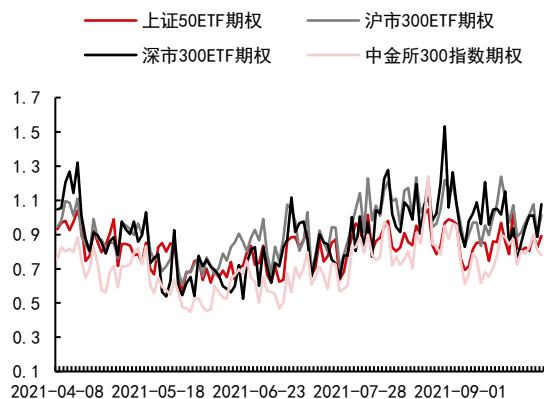
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 19：中金所 300 指数期权成交分布（分执行价）



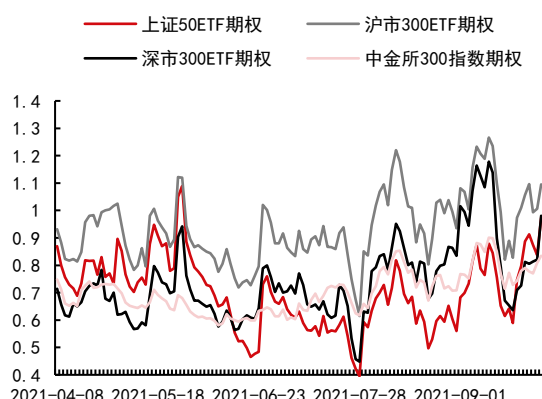
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 20：股票股指期权成交量 PCR



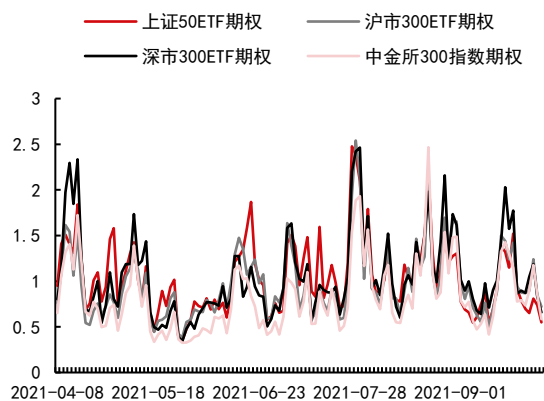
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 21：股票股指期权持仓量 PCR

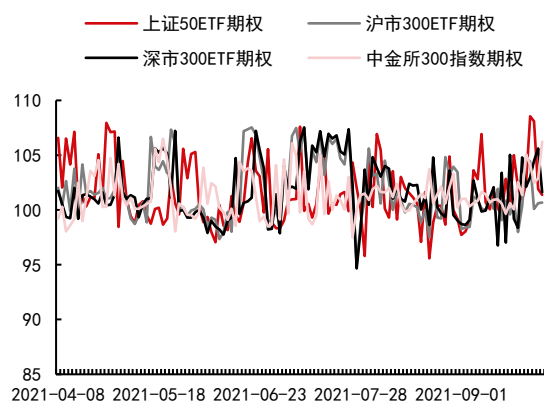


资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 22：股票股指期权成交额 PCR



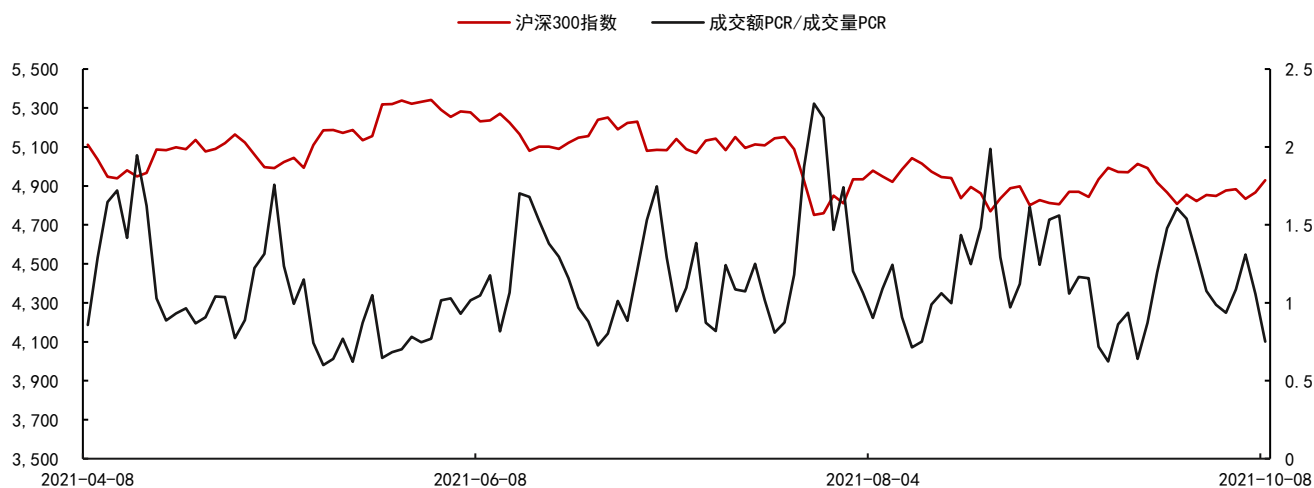
图表 23：股票股指期权偏度指数



资料来源：Wind 中信期货研究部

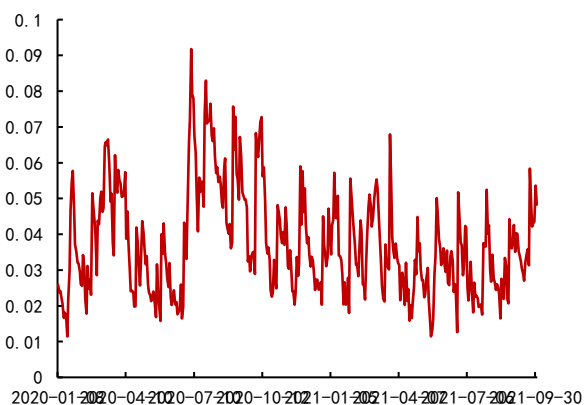
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 24：成交额 PCR 与成交量 PCR 比值走势

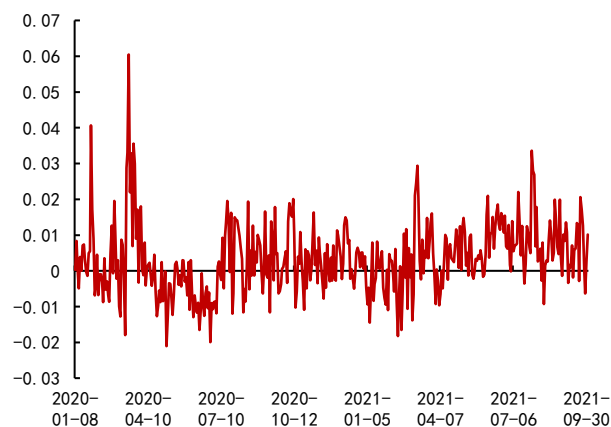


资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 25：集中成交价差值率



图表 26：集中成交价重心



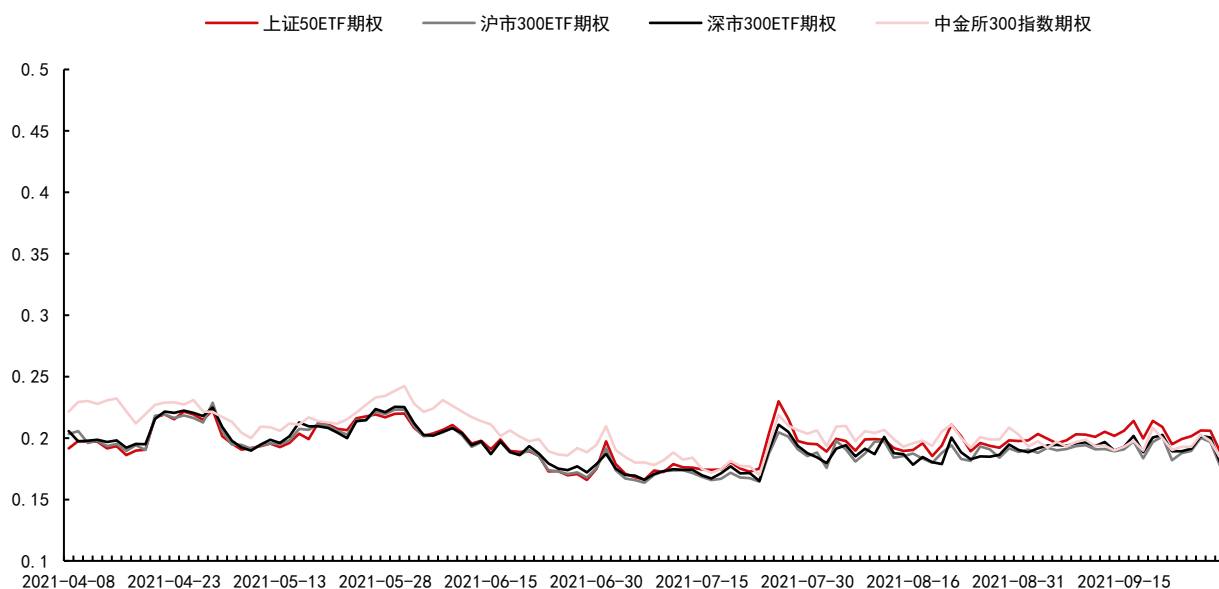
资料来源：Wind 中信期货研究部

资料来源：Wind 中信期货研究部

五、波动率分析：波动率交易谨慎为宜

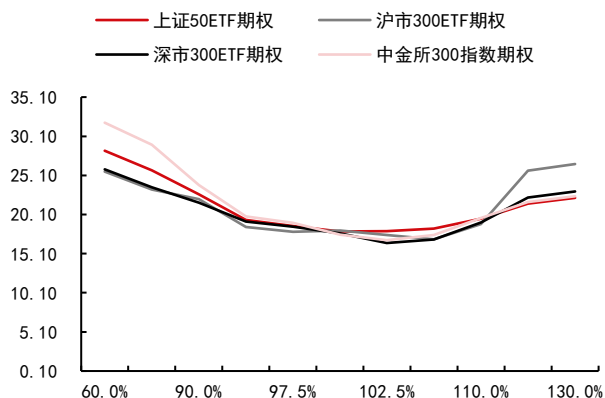
国庆节前后，各期权加权隐含波动率基本维持宽幅震荡态势，节前由于假期情绪及交易节奏的影响，隐波短期明显走高，节后随着情绪的释放，隐波开盘大幅回落。目前来看，卖出波动率风险温度计回落到了一年以来最低的位置，显示当前波动率向上的概率较低；但另一方面，在主线不明，市场轮动加速的背景下，市场情绪预计偏谨慎，波动率也不易持续走弱，短期内波动率预计震荡为主，波动率交易建议谨慎为宜。同时在目前各期权隐波相对偏低的节奏下，持有现货头寸的投资者，建议通过配置部分认沽期权多头进行仓位保护。

图表 27：国内股票期权波动率走势



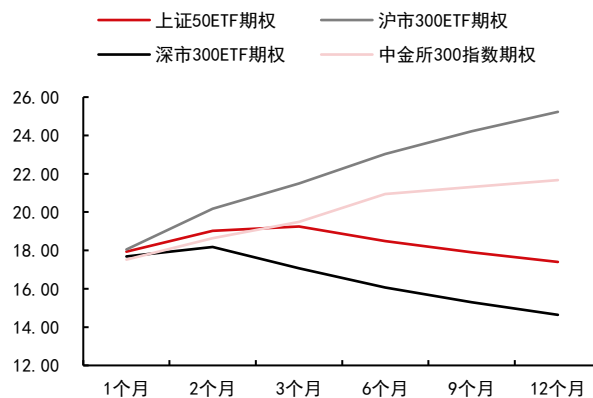
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 28：股票期权波动率微笑（近月合约，2021.10.08）



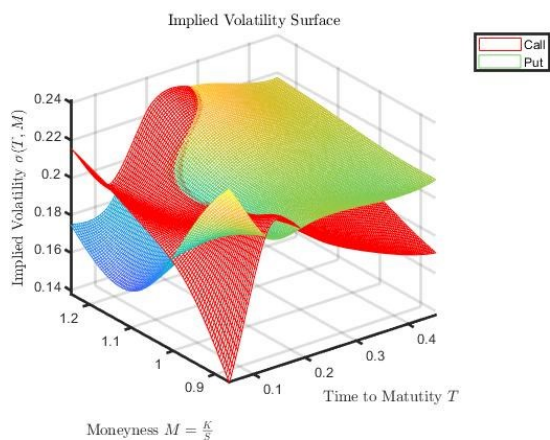
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 29：股票期权波动率期限结构（2021.10.08）



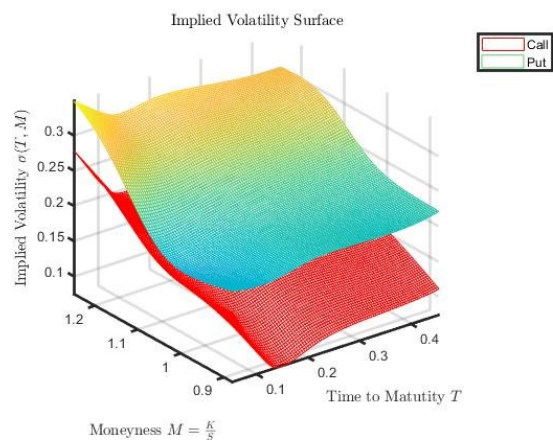
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 30：上证 50ETF 期权波动率曲面（2021. 10. 08）



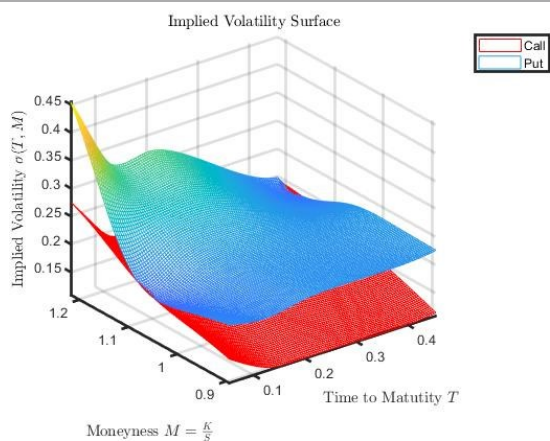
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 31：沪市 300ETF 期权波动率曲面（2021. 10. 08）



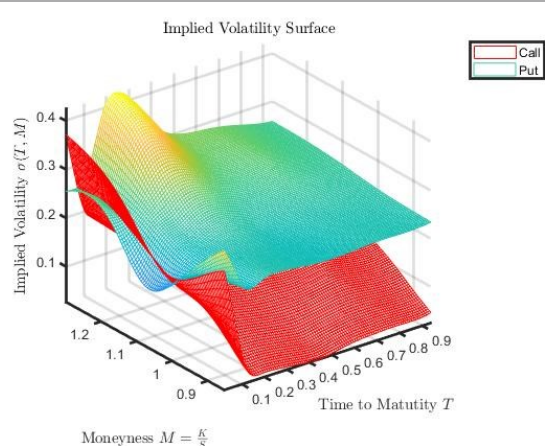
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 32：深市 300ETF 期权波动率曲面（2021. 10. 08）



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. 10. 08）



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权人的书面许可，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。

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