



无惧疫情扰动、 中期期权市场偏向乐观

沪深 300 股指期权·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 12 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。

尽管当前国内经济下行压力仍旧较大，但在国内“稳增长”措施的不断推进下经济已有触底迹象，中期市场行情我们更倾向于乐观。

期权方面，当前主力平值看涨看跌隐含波动率均值在 13% 左右，预计在低波动率的聚集性特征下短期呈低位震荡走势，但在“春季躁动行情”的季节性特征下，中期隐波预计将易涨难跌。

基于此：

(1) 方向性交易者，鉴于期权市场情绪整体偏向乐观，仍旧建议以做多类策略为主，如可考虑卖出远月具有重要支撑位的虚值看跌期权收取权利金，同时择机买入一定虚值看涨期权以获取标的方向性收益。

(2) 波动率交易者，建议短期暂且观望，耐心等待 1 月前后的做多波动率机会。

一、市场回顾

11月至今A股各大指数整体处于震荡偏强格局之中,其中沪深300指数震荡区间在4750点至4950点之间,上证50指数震荡区间在3120点至3250点之间。从分板块上看,军工、新能源产业链等高景气赛道重回上升趋势,前期表现相对偏弱的消费、地产等板块亦有所反弹。两市量能方面,继续呈现缩量态势,11月至今日均成交量和成交额分别765亿股和11295亿元左右,环比分别小幅下降10%和3.6%左右。

期权方面,随着标的指数持续震荡,一方面,看涨和看跌期权隐含波动率均出现明显回落,当前近月看涨和看跌期权平值隐含波动率已回落至14%以下水平,相比10月底回落近4个百分点;另一方面,由于时间价值的衰减,虚值看涨和看跌期权价格亦有明显回落,如I02112-C-5000和I02112-P-4800合约价格跌幅均超过60%。

图 1: 主力隐含波动率走势

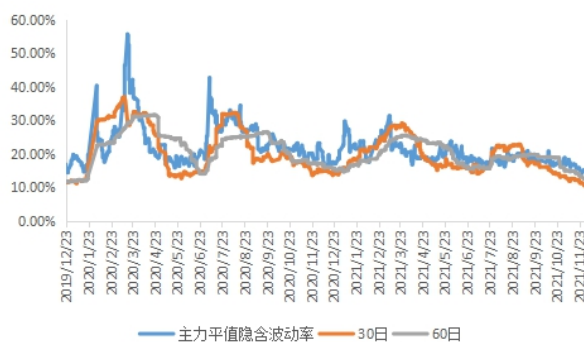


图 2: 沪深 300 指数走势



数据来源: Wind 国联期货

二、沪深 300 指数分析

当前市场宏观环境正在逐步改善,中期而言指数下方支撑依旧较强,体现在如下几方面:

首先,信贷及社融数据上看,10月新增社会融资规模增量为1.59万亿元,比上年同期多1970亿元,比2019年同期多7219亿元,新增人民币贷款8262亿元,M2同比增长8.7%,各项金融数据整体略超市场预期。分部门看,住户贷款新增4647亿元,其中,短期贷款增426亿元,中长期贷款增4221亿元,居民中长期贷款自今年5月以来首次超过去年同期,说明在持续加码的地产调控下,居民信贷存局部放松迹象。与此同时,从央行三季度货币政策执行报告的表述上看,报告中删除了“坚决不搞大水漫灌”以及“管好货币总闸门”的表述,后期信贷政策预计仍将往“宽信用”的方向演进。

其次,人民币兑美元汇率出现“逆势”升值。自10月以来,随着美联储taper的落地,美元指数出现明显上涨,然而在此期间人民币兑美元不仅没有出现明显贬值,相反还出现明显升值,由9月底的6.45左右升值至当前6.37左右。在当前国内经济仍旧面临较大的下行压力、美元指数不断上

涨的环境之下，人民币出现一定的升值，其说明国际资本认为当前中国经济或正在触底，国内资产的吸引力正在增强，该情形与 2018 年底存在一定相似之处，相信后期随着政府“稳增长”相关措施的不断推进，国内经济出现触底反弹的概率相对较大。

最后，从分板块上看，占据沪深 300 指数重要权重的大金融板块当前估值已处历史低位区域，其中银行板块估值已达到了历史极低水平，当前上市银行中近 9 成银行股破净，当前平均市净率仅有 0.8 左右，市场再现银行高管集体增持潮。

此外，近期南非新冠变异毒株 B.1.1.529 问题在市场上发酵，但我们认为其对国内的影响大概率比较有限，因经过近两年的新冠疫情，我国已积累了相对丰富的管控经验，且数据表明我国对新冠疫情的“局部管控、动态清零”方式是十分有效的。

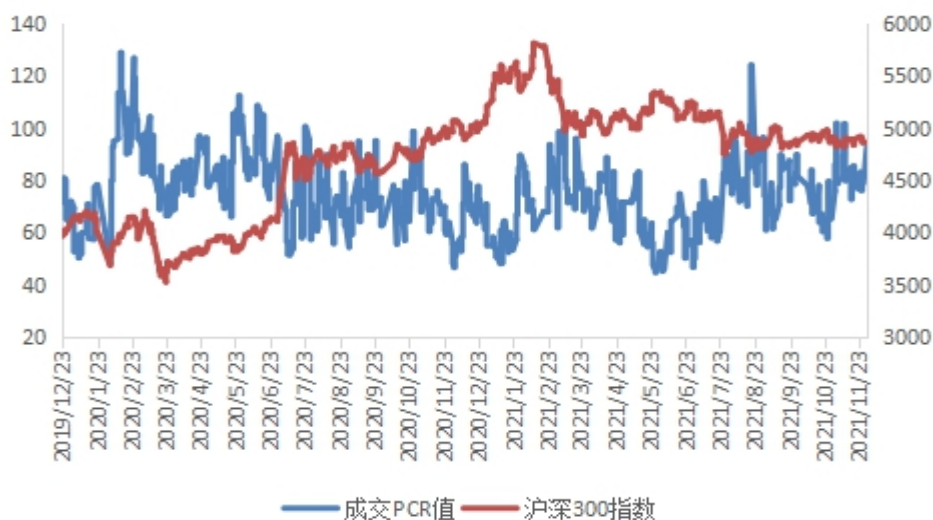
因此，综合而言在当前市场环境下我们认为沪深 300 指数下方支撑依旧较强，在国内“稳增长”措施的不断推进下，中期市场行情我们更倾向于乐观。

二、沪深 300 股指期权成交持仓分析

2.1 成交量 PCR 值有小幅回升

11 月以来沪深 300 股指期成交量有小幅上涨，日均成交量在 11.2 万张左右，环比上涨 10% 左右。从成交量 PCR 值上看，由于南非新型毒株的影响，成交量 PCR 值出现了小幅上涨，11 月至今平均在 83% 左右，环比上涨近 10 个百分点，该数值整体处于上市以来 75% 分位左右的中等略高水平，表明日内买入看跌期权的投资者有所增多，投资者市场情绪有所谨慎。

图 3: 期权成交量 PCR (%)



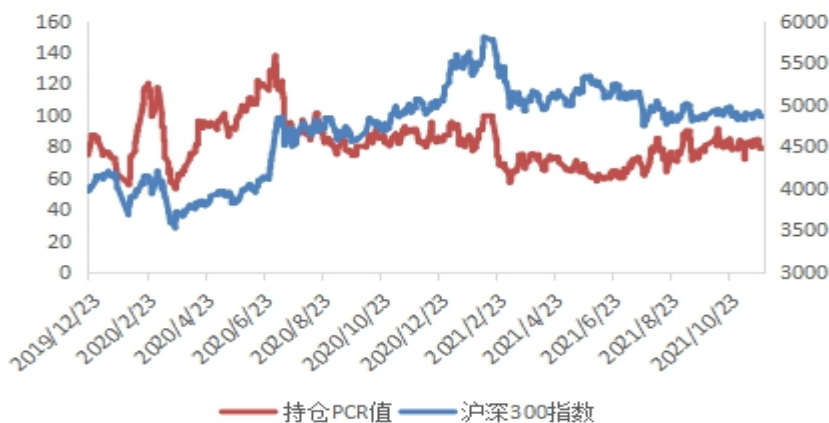
数据来源: Wind 国联期货

2.2 持仓量 PCR 值依旧呈现震荡走势

股指期货上市以来，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。

11 月沪深 300 指数期权日均持仓在 16.5 万张左右，成交持仓比在 0.68 左右，市场流动性仍有待增强。持仓 PCR 值上看，依旧呈现震荡走势，震荡区间在 75%至 85%左右，平均处于 80%左右，相比 9 月有 3 个百分点左右的小幅回落。从所处位置上看，整体处上市以来 55%分位左右的中等略高水平，主力机构情绪整体相对平稳，并未出现明显的看涨和看跌情绪。

图 4：期权持仓 PCR 值 (%)



数据来源：Wind 国联期货

2.3 从持仓看远期市场偏向乐观

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。

图 5：I02112 期权持仓量分布

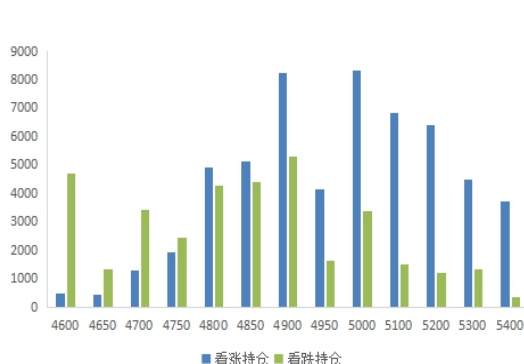
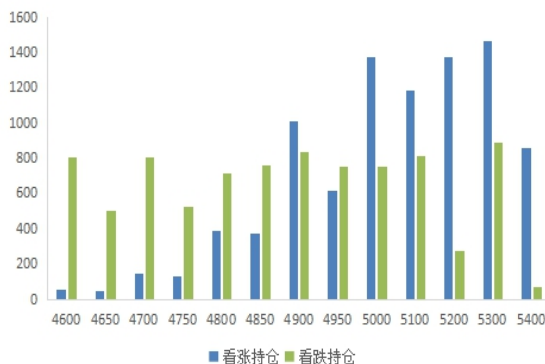


图 6：I02201 期权持仓分布



数据来源：Wind 国联期货

从看涨期权持仓分布上看，无论 I02112 系列合约还是 I02201 系列合约，行权价为 5000 点至 5200 点区域持仓处明显局部高位，表明卖方认为卖出该区域看涨期权性价比相对较高，短期该区域压力整体较大。

从看跌期权持仓分布上看，I02112 系列下方行权为 4750 点之下看跌期权持仓整体高于看涨期权持仓，表明该点位之下短期存明显支撑。而 I02201 系列合约则有所不同，一方面行权价为 5300 点的深度实值看跌期权出现少有的持仓量相对偏高的情形，其当前仅次于行权价为 4850 点和 4600 点的合约，表明存在不少期权的卖方对远期市场十分看好，通过卖出深度实值看跌期权来替代标的指数进行做多；另一方面，行权价 4850 点之下的看跌期权持仓均明显高于看涨期权持仓，表明卖方认为在远期市场卖出行权价为 4850 点之下的看跌期权性价比相对较高，该重心相对 12 月合约有所上移，投资者认为远期沪深 300 指数市场的重心或将上移。

三、沪深 300 股指期权波动率分析

3.1 历史波动率触及新低

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%	9.57%	15.74%	26.52%	38.43%	4.79%	I02112 隐含波动率
30 日	10.47%	13.39%	16.73%	25.48%	29.09%	10.47%	
60 日	12.46%	15.03%	18.47%	24.13%	25.49%	12.46%	
90 日	16.26%	16.79%	18.32%	22.41%	22.84%	16.45%	
120 日	16.18%	17.23%	20.46%	21.38%	21.79%	16.18%	13%

数据来源: Wind 国联期货

图 7: 历史波动率走势



数据来源: Wind 国联期货

自今年 8 月以来，各周期历史波动率便一直处于震荡回落之中，当前 30 日历史波动率已回落至

10.47%左右，60日历史波动已回落至12.46%左右，环比9月分别回落近3个百分点和5个百分点。从所处位置上看，当前30日历史波动率已经触及近一年新低，在过去三年中也已处1%分位以下的极低水平，在波动率均值回归效应下后期波动率上行空间远大于下行空间，在未来三个月时间沪深300指数波动率预计将易涨难跌。主要理由有两点：其一，沪深300指数将在12月10日迎来成分股调整，降低了波动率相度较低的“金融、地产”等传统行业权重，新增了“宁德时代”等波动率更高的成长股，调整后波动率或有被动的小幅上行；其二，一季度为传统“春季躁动”行情时间窗口，波动率在此时间段附近往往易涨难跌，因此12月中下旬后标的市场波动率存震荡上行可能。

3.2 隐含波动率震荡回落

随着标的市场波动率的不断下降，11月至今股指期货期权隐含波动率继续回落，当前主力平值看涨看跌期权隐波均值在13%左右，与30日和60日历史波动率相比分别溢价2.5个百分点左右和0.5个百分点左右。与30日历史波动率相比溢价水平已经由前期近5个百分点回落至当前不足3个百分点，整体处于上市以来50%分位左右的适中水平。在低波动下溢价水平却不高，这一方面说明当前投资者的市场情绪已经与标的价格的实际波动相匹配，并未有明显的过热或过冷情形，这将有利于未来标的市场的回升；另一方面，当前无论是历史波动率还是期权隐含波动率，均已处近三年极低水平，叠加季节性特征，预计未来三个月隐含波动率将易涨难跌。

从看涨和看跌期权隐波变动趋势上看，11月中下旬以来看涨和看跌期权隐含波动率均出现明显回落，且看跌期权隐波回落尤其明显，即使在南非新型变异毒株B.1.1.529导致外围市场大幅波动时亦是如此，表明当前国内投资者心态整体平稳，即使面对突发事件亦不恐慌。

从看涨看跌隐波两者之差的变动上看，近一个多月其始终在-2%至2%之间区间震荡，且绝大多数时间处于-1%至1%之间，相比前期动辄-5%以下水平有明显好转，投资者情绪已得到极大改善。

图8：隐含波动率折溢价水平

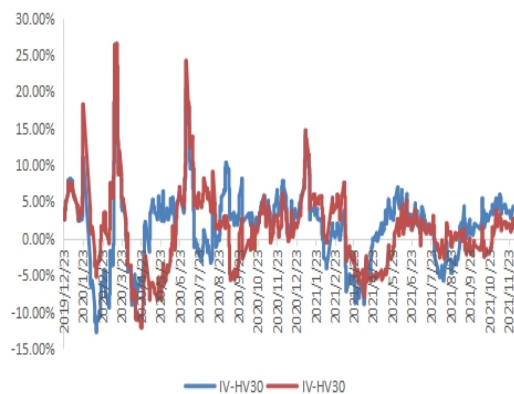
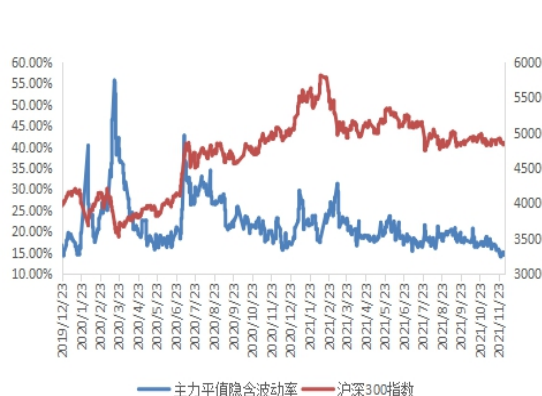


图9：隐含波动率与标的价格关系



数据来源：Wind 国联期货

四、结论及建议

尽管当前国内经济下行压力仍旧较大，但在国内“稳增长”措施的不断推进下经济已有触底迹象，中期市场行情我们更倾向于乐观。

期权方面，当前主力平值看涨看跌隐含波动率均值在13%左右，预计在低波动率的聚集性特征下短期呈低位震荡走势，但在“春季躁动行情”的季节性特征下，中期隐波预计将易涨难跌。

基于此：

(1) 方向性交易者，鉴于期权市场情绪整体偏向乐观，仍旧建议以做多类策略为主，如可考虑卖出远月具有重要支撑位的虚值看跌期权收取权利金，同时择机买入一定虚值看涨期权以获取标的方向性收益。

(2) 波动率交易者，建议短期暂且观望，耐心等待1月前后的做多波动率机会。

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: glqhtzxx@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