



# 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: 2022年1月21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: 布局对冲节假日风险

- 本周指数震荡盘整,沪指在年线附近寻得支撑,降息利好下IF、IH合约相对较强。
- 当前经济下行压力仍有待缓解,经济面对A股无明显利多支持,主要关注政策面走向。降息利好下A股短线寻得支撑,不过现阶段A股依旧缺乏较为有力的主线引领,市场情绪与技术指标均相对偏弱,沪指持续位于多空线以下,指数操作难度较大,建议重个股轻指数。
- 年前取现需求上升、资金入市意愿也将有所下降,预计指数将延续震荡。临近春节,有股票持仓的投资者可考虑适当配置股指期货空头对冲节假日风险。

### ➤ 股指期权: 可适度考虑做多波动率类策略

- 主要逻辑: 当前隐波处历史低位区域,恰逢春节长假最后一周,历史上2月是一年当中波动率较高月份,可适度考虑做多波动率类策略。

## 股指期货：布局对冲节假日风险

### 一、市场表现

本周指数震荡盘整，沪指在年线附近寻得支撑，降息利好下 IF、IH 合约相对较强。

### 二、影响因素及分析

经济面临较大下行压力的背景下，央行频吹政策暖风，逆周期调控力度加码。

1. 稳增长政策发力下经济数据部分改善，不过仍面临较大下行压力。随着保供稳价措施的不断落实，工业生产不断恢复，PPI 与 CPI 之间的剪刀差收窄，中下游行业的利润空间在一定程度上得到释放。不过当前 PPI 与 CPI 之间的剪刀差仍处于高位，消费、投资增速延续回落，国内散点疫情的再度爆发以及就地过节政策的倡导大幅拖累消费复苏，政府债券对基建投资的拉动仍需时间传导，房地产开发投资延续回落，市场预期持续转弱。整体来看，当前国内经济运行仍然偏弱，实体企业特别是中小微企业面临较大生存困境，逆周期政策发力稳增长迫在眉睫。

2. 在此背景下，央行频吹政策暖风，货币政策逆周期调控力度加码。央行 17 日下调 MLF、逆回购两大重要政策利率 10 个基点，随后 20 日 1 年期 LPR 下调 10 个基点，5 年期 LPR 下调 5 个基点，时隔 21 个月再次同步下调。LPR 下调将带动社会综合融资成本降低，特别是 5 年期 LPR 的下调一定程度上有助于稳定房地产市场预期。央行表示，在经济下行压力根本缓解之前，要把货币政策工具箱开得再大一些。预计此轮货币政策宽松不会止于此次降息，央行将把握美联储加息周期之前的空间，一季度降准降息仍有可能，在缓解经济下行压力的同时，也将对股市形成一定利好。

板块方面，逆周期调控政策不断发力，稳增长相关板块仍有支撑，市场风格再平衡的背景下，建议关注低位蓝筹股，指数方面金融、“中字头”等占比较高的 IF、IH 合约相对占优，不过现阶段 A 股依旧缺乏较为有力的主线引领，市场情绪与技术指标均相对偏弱，指数操作难度较大，建议重个股轻指数。

海外方面，美联储货币政策转向的背景下，美债收益率快速上行，当前已突破 1.8%，纳指创去年 6 月以的新低，美股的大幅调整一定程度上给 A 股特别是科技股带来了压力。

### 三、结论与操作建议

综上所述，当前经济下行压力仍有待缓解，经济面对 A 股无明显利多支持，主要关注政策面走向。降息利好下 A 股短线寻得支撑，不过现阶段 A 股依旧缺乏较为有力的主线引领，市场情绪与技术指标均相对偏弱，沪指持续位于多空线以下，指数操作难度较大，建议重个股轻指数。年前取现需求上升、资金入市意愿也将有所下降，预计指数将延续震荡。临近春节，有股票持仓的投资者可考虑适当配置股指期货空头对冲节假日风险。

## 市场数据追踪

### 一、指数估值与资金流动

图 1：指数市盈率（倍）

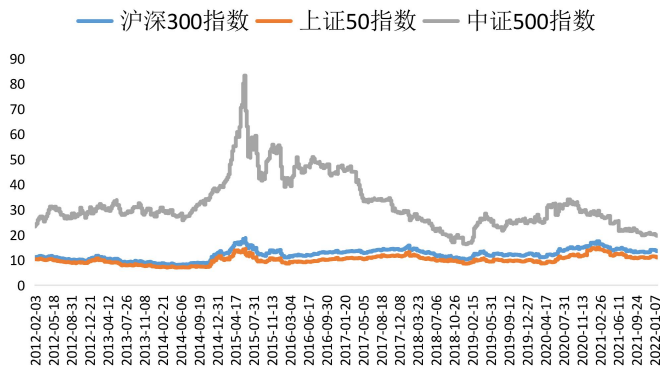


图 2：指数市盈率分位点（%）

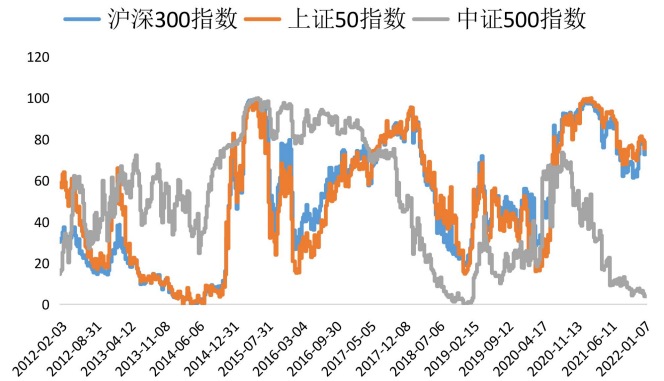


图 3：北向资金（亿元）

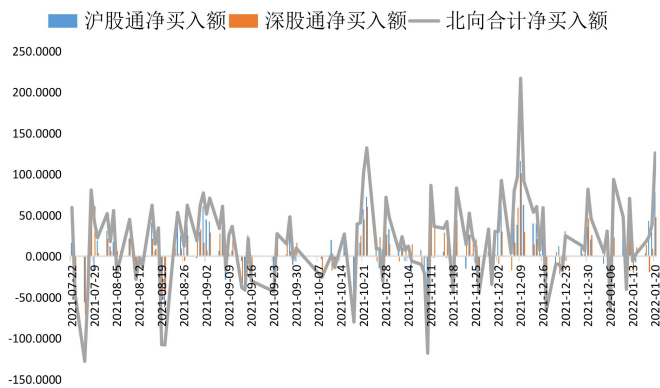
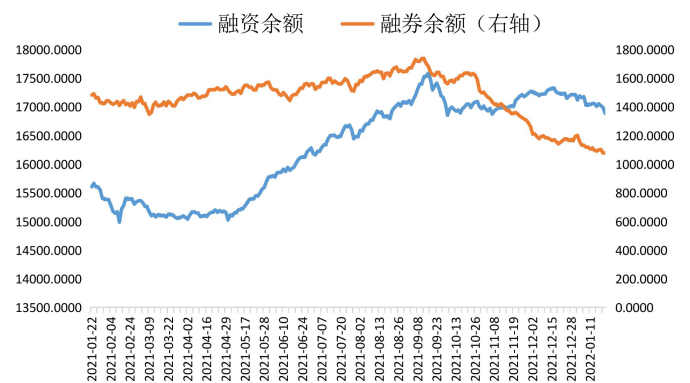


图 4：融资融券（亿元）



来源：同花顺 iFinD Wind 国联期货

本周（截至 1.20），沪深 300 指数、上证 50 指数股指有所抬升，当前沪深 300 指数、上证 50 指数、中证 500 指数市盈率分别为 13.75、11.28、19.6，分位点分别为 76.56%、78.52%、3.71%。

从资金流动来看，本周（截至 1.20），北向资金连续净流入，合计净流入 204.39 亿元；两融余额方面，融资融券余额均呈回落态势。

## 二、货币市场动态

图 5：市场利率 (%)

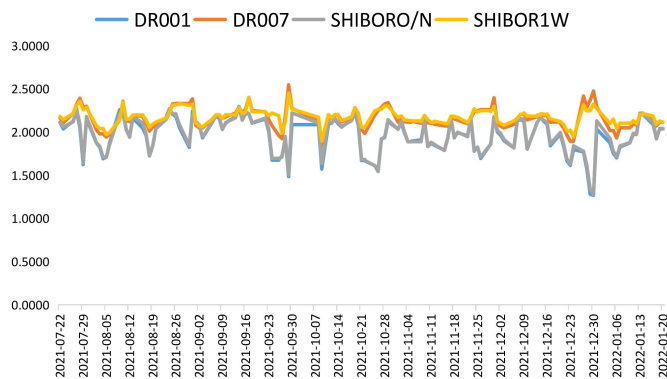
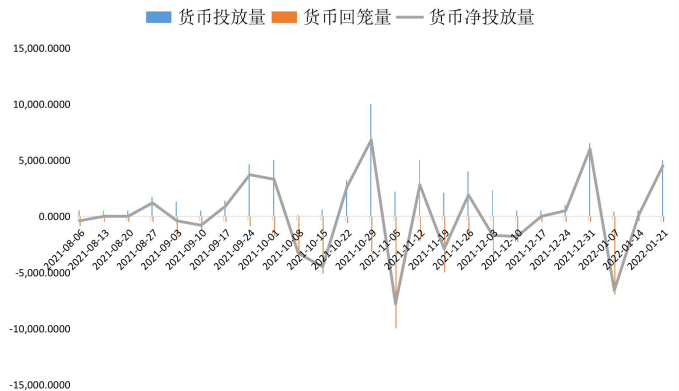


图 6：货币投放与回笼 (亿元)



来源：同花顺 iFinD Wind 国联期货

本周（截至 1.21），公开市场共有 500 亿元逆回购和 5000 亿元 MLF 到期，央行共进行了 5000 亿元逆回购操作和 7000 亿元 MLF 操作，因此本周公开市场全口径净投放 6500 亿元。

资金面方面，虽然进入税期，但在央行大额净投放以及政策性降息的呵护下，资金面供求总体均衡，隔夜与 7 天期利率仅小幅波动。

## 三、成交持仓动态

图 7：主力合约持仓量 (手)

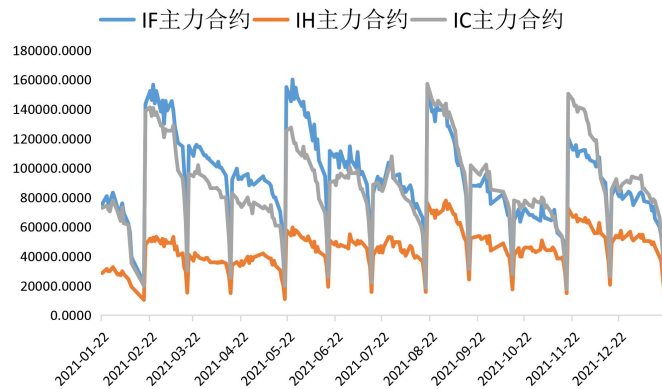
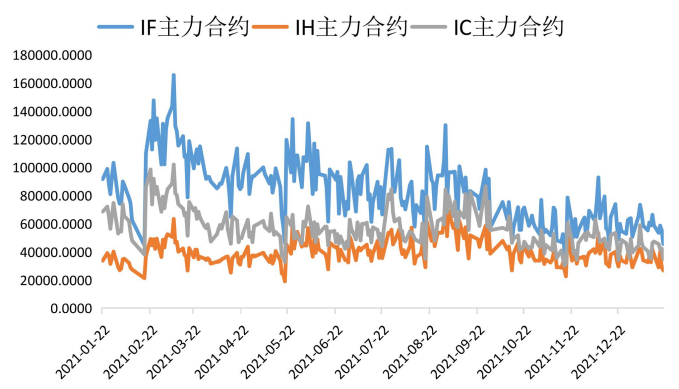


图 8：主力合约成交量 (手)



来源：同花顺 iFinD Wind 国联期货

本周（截至 1.20），由于 1 月合约到期，三大主力合约成交持仓均回落。

四、期指价差

图 9：IF 基差（点）

图 10：IH 基差（点）

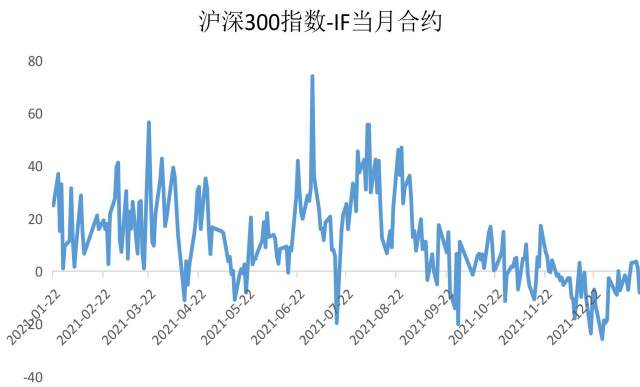


图 11：IC 基差（点）

图 12：IF 跨期价差（点）

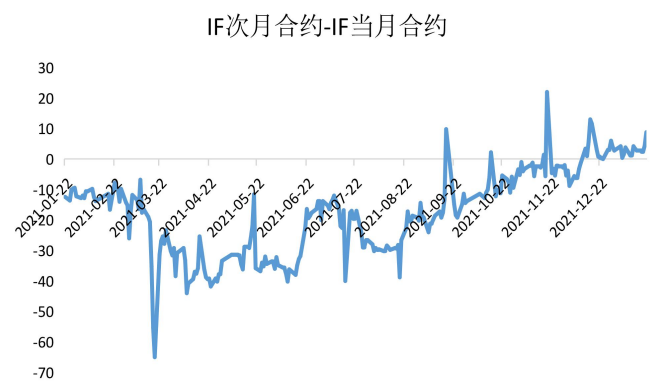
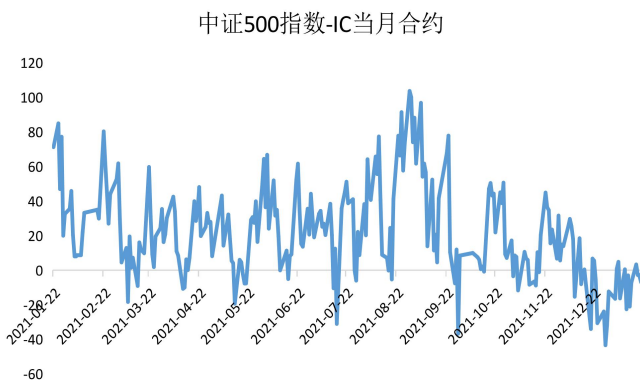
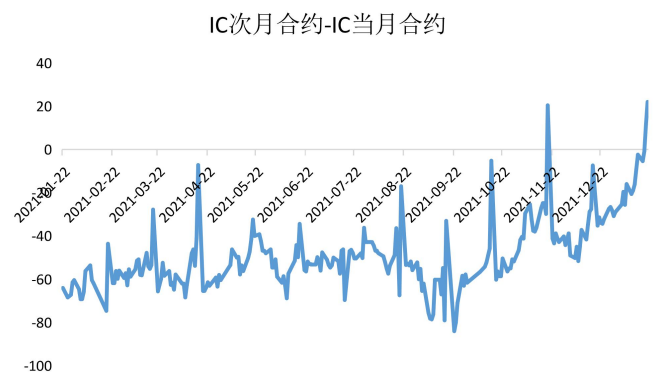
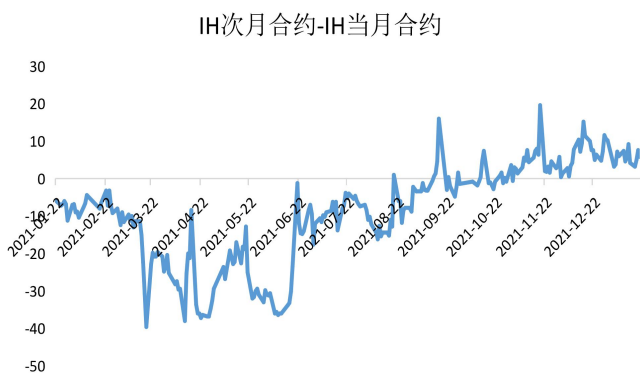


图 13：IH 跨期价差（点）

图 14：IC 跨期价差（点）



来源：同花顺 iFinD Wind 国联期货

本周（截至 1.20），由于 1 月合约到期，三大主力合约基差均呈收敛态势；跨期价差方面，IF、IH 合约维持远期升水格局，幅度变化不大，IC 合约由贴水转为升水。

## 股指期权：可适度考虑做多波动率类策略

主要逻辑：当前隐波处历史低位区域，恰逢春节长假最后一周，历史上2月是一年当中波动率较高月份，可适度考虑做多波动率类策略。

### 一、成交持仓情况

图 1：各品种期权日持仓量

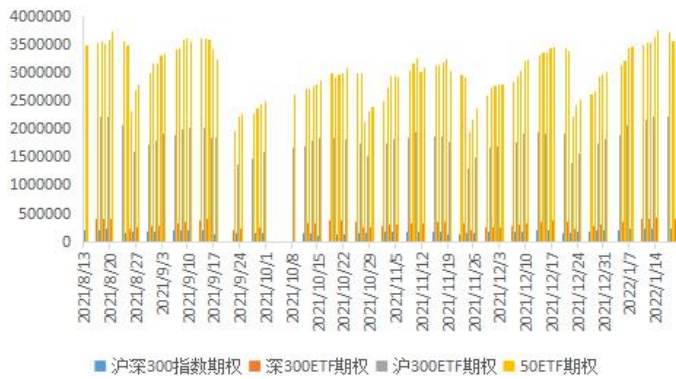


图 2：沪深 300 指数期权持仓量行权价分布

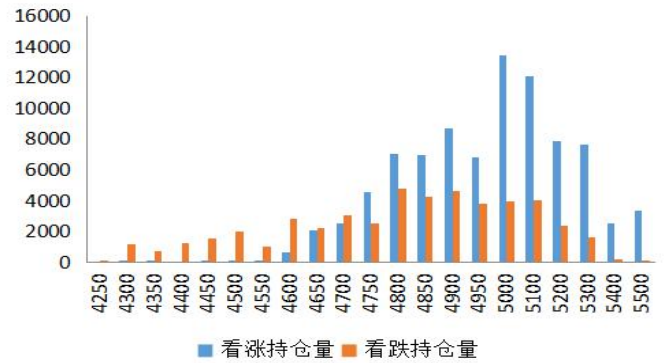


图 3：沪 300ETF 期权持仓量行权价分布

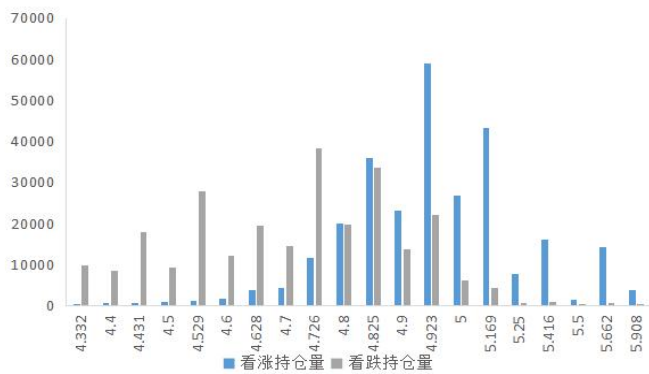


图 4：50ETF 期权持仓量行权价分布

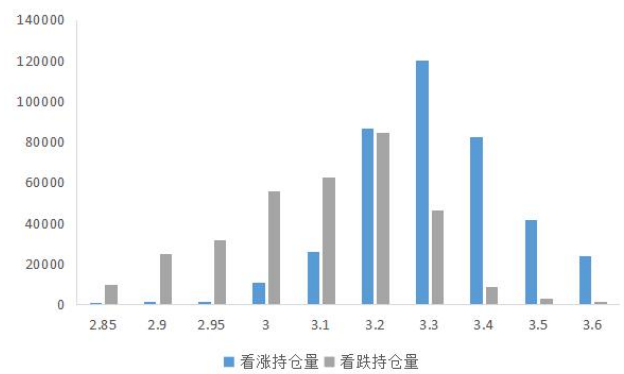


图 5：各品种期权成交量 PCR (%)

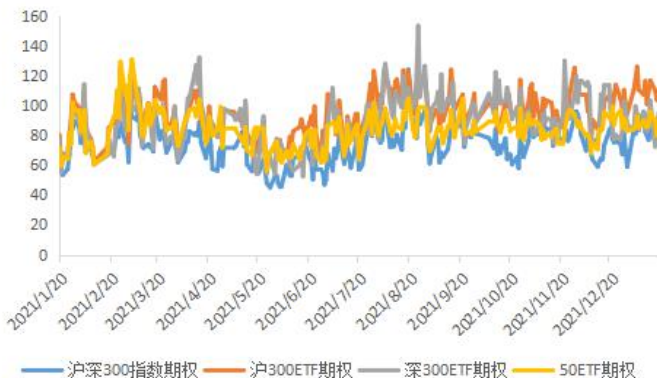
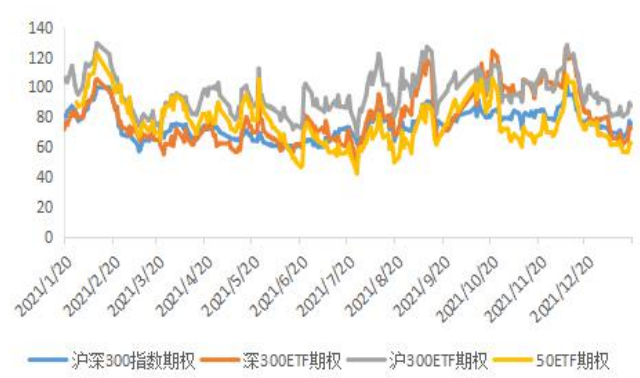


图 6：各品种期权持仓量 PCR (%)



来源：Wind 国联期货

本周各期权持仓量小幅上涨，当前沪深 300 指数期权总持仓在 23 万张左右，上证 50ETF 期权总持仓在 355 万张左右。从持仓 PCR 值上看，整体呈现震荡偏强走势，震荡区间在 75%至 80%区域，主力机构情绪有小幅好转。

从持仓分布上看，主力 I02202 系列看涨期权行权价为 4700 点之下持仓整体较低，且明显低于看跌期权持仓，该点位之下短期存较强支撑；而上方看涨持仓主要分布在行权价 4900 点至 5100 点区域，该区域短期压力依旧较大。

## 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	2 月平值隐含波动率 (15 个交易日)
5 日	3.98%	9.47%	15.59%	26.52%	38.43%	14.48%	15.5%
30 日	10.46%	12.24%	16.73%	25.48%	29.09%	14.65%	
60 日	12.09%	12.44%	18.47%	24.13%	25.49%	12.87%	
90 日	12.81%	14.23%	18.16%	22.41%	22.84%	12.97%	
120 日	15.38%	16.21%	18.97%	21.00%	21.31%	15.38%	

**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	2 月平值隐含波动率 (18 个交易日)
5 日	3.69%	9.05%	14.74%	26.83%	38.91%	21.62%	16%
30 日	10.02%	11.73%	16.44%	25.61%	29.82%	15.03%	
60 日	11.57%	11.85%	18.23%	24.46%	25.84%	12.93%	
90 日	12.22%	13.65%	17.92%	22.65%	23.15%	12.87%	
120 日	15.08%	15.69%	19.20%	21.20%	21.58%	15.08%	

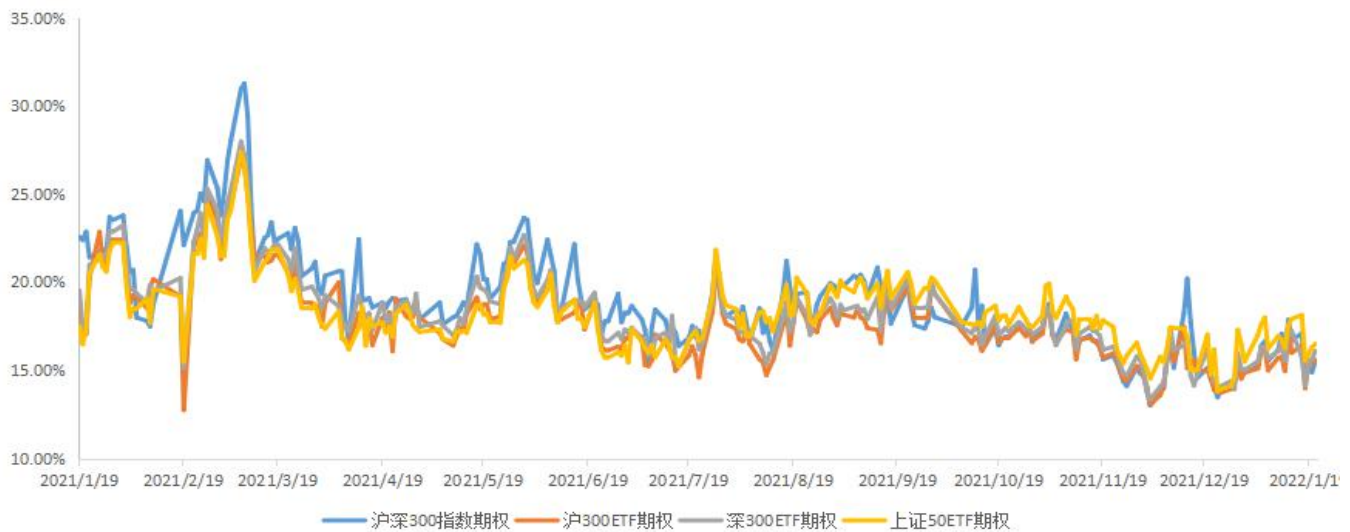
**表 3：嘉实 300ETF 历史波动率锥**

	最小值	10%分位	50%分位	90%分位	最大值	最新值	2 月平值隐含波动率 (18 个交易日)
5 日	3.94%	9.51%	15.20%	25.73%	38.22%	15.38%	16.1%
30 日	9.96%	11.84%	16.42%	24.70%	28.33%	14.28%	
60 日	11.65%	12.38%	17.86%	23.43%	24.93%	12.49%	
90 日	12.71%	13.93%	17.61%	21.86%	22.43%	12.93%	
120 日	14.74%	15.56%	19.05%	20.56%	20.89%	14.74%	

**表 4：上证 50ETF 历史波动率锥**

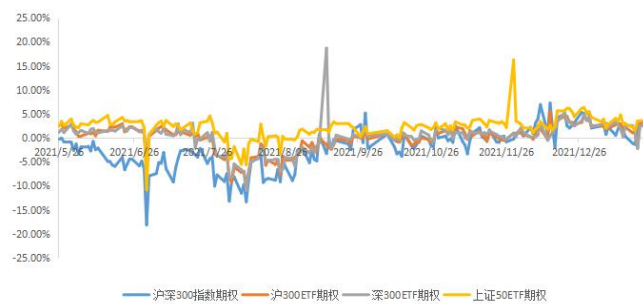
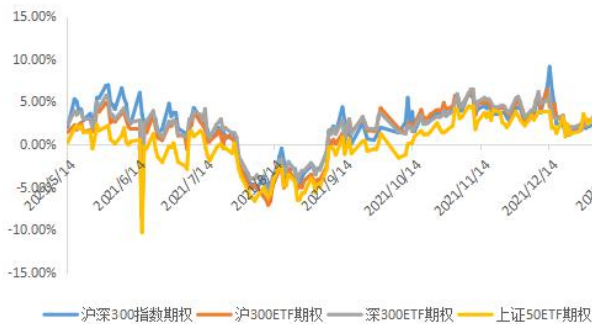
	最小值	10%分位	50%分位	90%分位	最大值	最新值	2 月平值隐含波动率 (18 个交易日)
5 日	4.10%	9.09%	16.47%	29.04%	37.57%	18.20%	16.5%
30 日	12.34%	13.48%	18.16%	24.53%	27.27%	14.46%	
60 日	12.82%	14.16%	19.43%	22.62%	24.27%	13.61%	
90 日	14.31%	16.23%	19.60%	21.59%	22.51%	14.54%	
120 日	16.71%	17.76%	19.40%	20.78%	21.32%	16.71%	

**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

从波动率上看，本周主力平值隐含波动率整体呈震荡走势，震荡区间在 15%至 17%之间，当前 I02202 平值看涨隐波在 17.6%左右，平值看跌隐波在 13.4%左右，看涨看跌隐波均值在 15.5%左右，与 30 日历史波动率相比小幅溢价 0.85 个百分点。从隐波大小和溢价水平上看，当前均处历史偏低水平，在季节性特征下预计后期隐波将易涨难跌。

从隐含波动率与标的价格走势关系上看，在本周市场回落过程中，看跌期权隐波并未出现明显回



升，表明投资者市场情绪整体相对平稳。

时间上，沪深 300 指数期权 2 月合约剩余 15 个交易日，节前时间价值预计衰减不快。

### 三、曲面结构

图 10：沪深 300 股指期权隐含波动率微笑（2 月） 图 11：沪 300ETF 期权隐含波动率微笑（2 月）

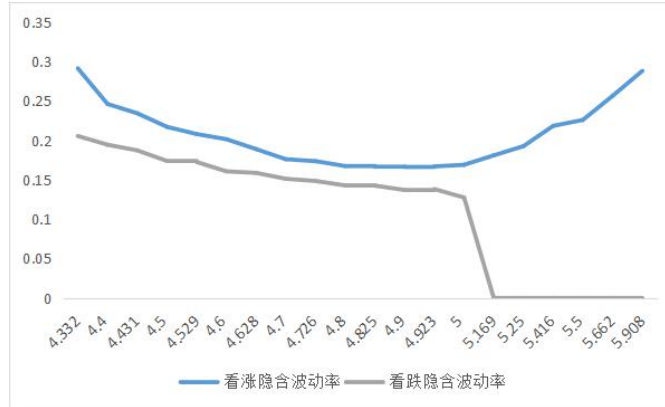
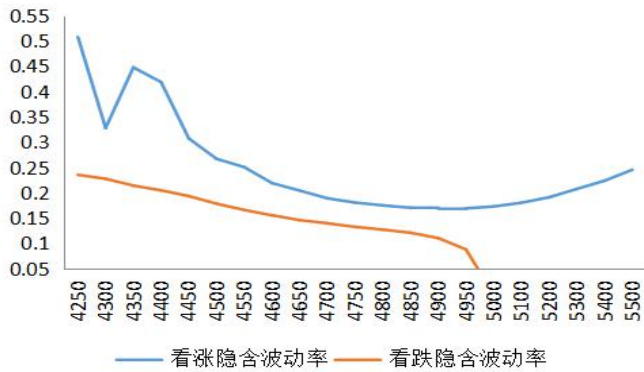


图 12：深 300ETF 期权隐含波动率微笑（2 月）

图 13：上证 50ETF 期权隐含波动率微笑（2 月）

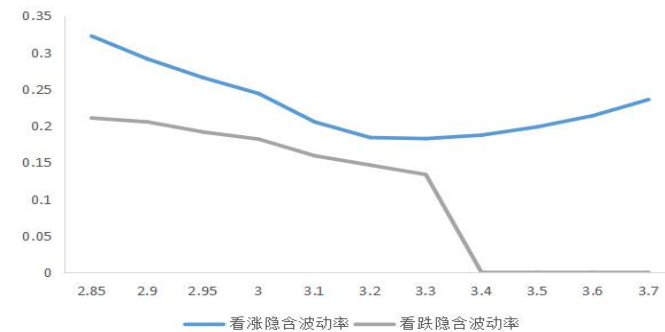
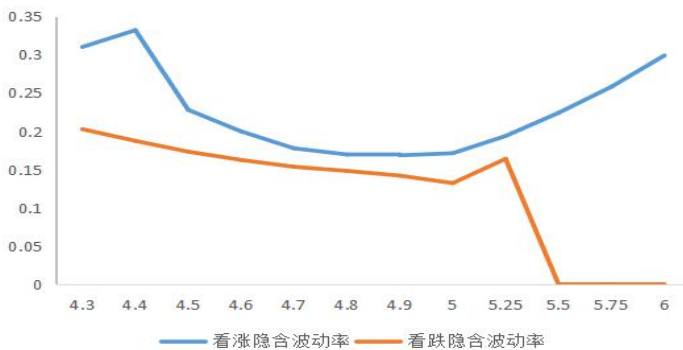
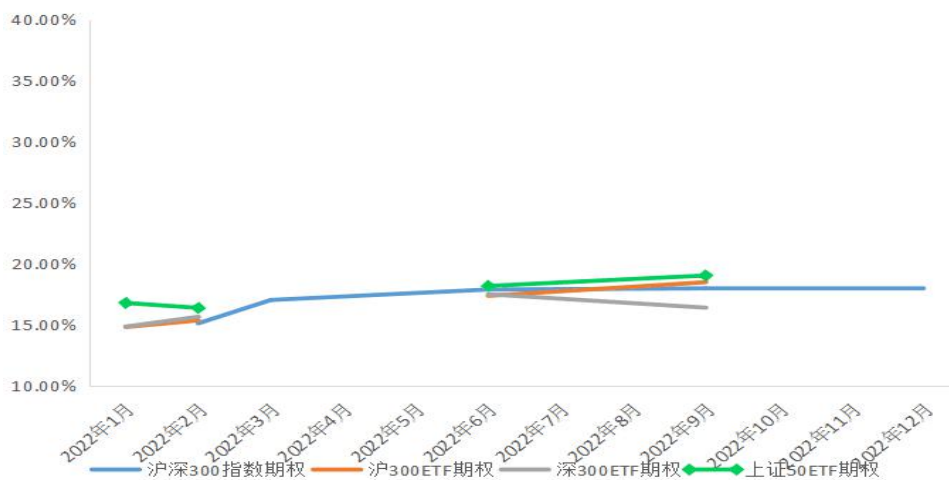


图 14：各品种期权隐含波动率期限结构



来源：Wind 国联期货

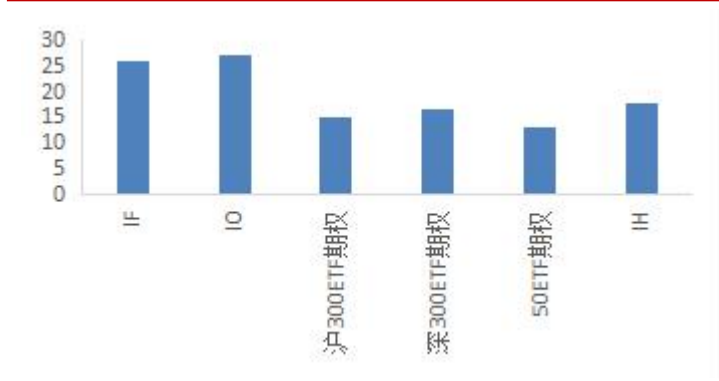
各期权合约看涨期权隐含波动率呈现略微的“微笑结构”，沪深 300 指数看跌期权隐含波动率再

度回归“左高右低”倾斜结构，表明利用深度实值看跌期权进行做多的投资者开始增多，市场情绪有所好转。

期限结构上看，隐含波动率呈现略微的“近低远高”特征，中期市场存波动放大预期。

#### 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 股指期权 2 月合约合成标的呈现升水形态，其中截至周五收盘合成标的升水 27.09 点，IF2202 合约则升水 25.89 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：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。如遵循原本文本的引用，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**