

市场情绪偏暖，关注风格切换

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

期权市场情绪偏暖，期权周度策略仍推荐续持牛市价差组合，同时策略重心偏向大盘方向。波动率持续回落概率较高，做空波动率策略可考虑逐步进场。

摘要：

➤ 策略推荐：市场情绪偏暖，关注风格切换

股指方面，财报季以及美联储会议之后，仍维持8月下旬是阶段底的判断，趋势层面不悲观。而风格层面目前不排除转换的可能性，逻辑一，8月信贷数据改善更倾向是借新偿旧、稳定地产、基建的结果，宽信用未必有持续性，外需承压背景下，政策敏感方向存在资金布局的可能性，逻辑二，近期涨停个股数量减少，同时出现了中证1000换手率下降、内部轮动速度加快的特征，当前小盘赚钱效应有所下降，逻辑三，从历次重要会议之前一个月的历史统计来看，资金更倾向在沪深300以及大金融中进行布局。基于以上逻辑，短期风格可能切向政策敏感领域，IM配置切换至IF。

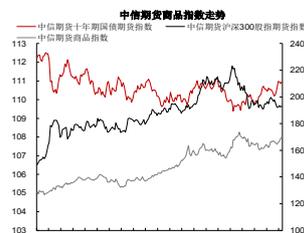
期权方面，期权市场情绪偏暖：大盘股持仓量PCR指标持续走强，M0持仓量PCR指标有一定反复；周中期权市场交投冷清，但伴随周五盘面上涨，期权成交量也出现回暖。从成交额PCR与成交量PCR比值指标来看，市场目前仍处于底部确认阶段，上方仍有空间，也需要把握大小盘股切换节奏。周五口腔医疗服务价格调控，医疗板块迎来大涨；同样领涨的还有地产板块，随着多地政府发布通知督促复工，加之房贷利率仍有下行政策空间，国内地产市场情绪有望得到修复。北向资金大幅进场，基金重仓股表现强势，节前市场风格有所切换。期权周度策略仍推荐续持牛市价差组合，同时策略重心偏向大盘方向。

目前期权隐含波动率仍处于阶段中枢位置，下方空间充裕，但短期也不能排除情绪激荡致使波动率快速拉升的风险。我们对比海外vix指数的近期走势就能发现，vix指数近期持续回落，但能源危机与各国加息等因素仍可能对美股造成短期扰动。国内期权隐含波动率也呈现类似特征，但不同点在于国内市场环境相对独立且具备韧性，因此在本轮底部修复过程中，波动率持续回落概率较高，做空波动率策略可考虑逐步进场。

风险因子：1) 交易量持续萎缩；2) 疫情反复

➤ 策略回顾：周度策略表现优异，日度策略表现良好

上周权益市场震荡走强，沪指周度大涨2.37%；期权波动率回落为主。周度牛市看涨价差策略表现优异，平均收益率为22.11%。上周日度策略周初布局牛市价差组合，周后期转向防御。日度策略表现良好，平均收益率为9.66%。



权益策略团队

研究员：

姜沁

021-60812986

从业资格号 F3005640

投资咨询号 Z0012407

康遵禹

010-58135952

kangzunyu@citicsf.com

从业资格号 F03090802

投资咨询号 Z0016853

一、策略回顾与推荐：市场情绪偏暖，关注风格切换

➤ 上周策略跟踪：情绪低点触发，静待反弹

我们在上周的策略报告中推荐牛市看涨价差策略。上周权益市场震荡走强，沪指周度大涨 2.37%；期权波动率回落为主。周度牛市看涨价差策略表现优异，平均收益率为 22.11%。

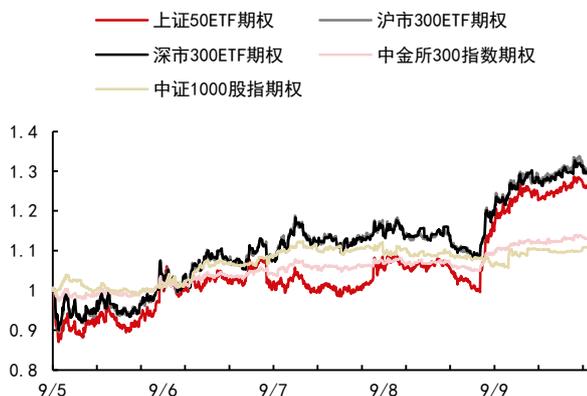
同样我们也根据期权的日观点构建策略进行跟踪，每日开盘时根据当日的期权日度观点构建策略，收盘时平仓，追踪日度观点的策略表现。上周日度策略周初布局牛市价差组合，周后期转向防御。日度策略表现良好，平均收益率为 9.66%。

图表 1：期权日度观点汇总

时间	期权日度观点
9月5日	情绪低点触发，静待反弹
9月6日	情绪低点触发，策略偏向进攻
9月7日	MO 续持牛市看涨策略，大盘标的备兑防御
9月8日	回归备兑防御思路
9月9日	期权策略做好灵活切换准备

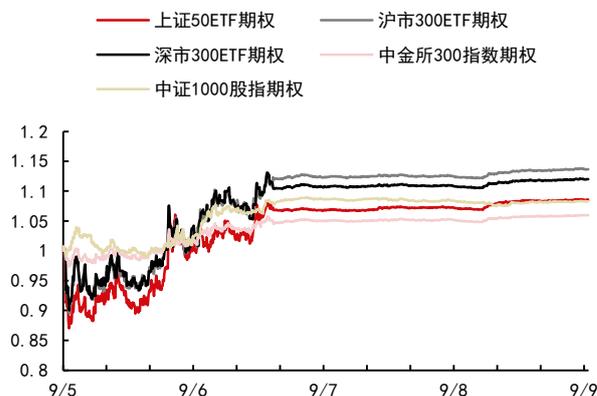
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 2：周度策略表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 3：期权日观点策略跟踪



资料来源：Wind 中信期货研究所

➤ **股指观点：存在风格再平衡的可能**

财报季以及美联储会议之后，仍维持 8 月下旬是阶段底的判断，趋势层面不悲观。而风格层面目前不排除转换的可能性，逻辑一，8 月信贷数据改善更倾向是借新偿旧、稳定地产、基建的结果，宽信用未必有持续性，外需承压背景下，政策敏感方向存在资金布局的可能性，逻辑二，近期涨停个股数量减少，同时出现了中证 1000 换手率下降、内部轮动速度加快的特征，当前小盘赚钱效应有所下降，逻辑三，从历次重要会议之前一个月的历史统计来看，资金更倾向在沪深 300 以及大金融中进行布局。基于以上逻辑，短期风格可能切向政策敏感领域，IM 配置切换至 IF。

➤ **期权观点：市场情绪偏暖，关注风格切换**

上周权益市场震荡走强，期权市场情绪偏暖：大盘股持仓量 PCR 指标持续走强，M0 持仓量 PCR 指标有一定反复；周中期权市场交投冷清，但伴随周五盘面上涨，期权成交量也出现回暖。从成交额 PCR 与成交量 PCR 比值指标来看，市场目前仍处于底部确认阶段，上方仍有空间，也需要把握大小盘股切换节奏。周五口腔医疗服务价格调控，医疗板块迎来大涨；同样领涨的还有地产板块，随着多地政府发布通知督促复工，加之房贷利率仍有下行政策空间，国内地产市场情绪有望得到修复。北向资金大幅进场，基金重仓股表现强势，节前市场风格有所切换。整体来看，期权周度策略仍推荐续持牛市价差组合，同时策略重心偏向大盘方向。

上周期权隐含波动率自然回落。目前期权隐含波动率仍处于阶段中枢位置，下方空间充裕，但短期也不能排除情绪激荡致使波动率快速拉升的风险。我们对比海外 vix 指数的近期走势就能发现，vix 指数近期持续回落，但能源危机与各国加息等因素仍可能对美股造成短期扰动。国内期权隐含波动率也呈现类似特征，但不同点在于国内市场环境相对独立且具备韧性，因此在本轮底部修复过程中，波动率持续回落概率较高，做空波动率策略可考虑逐步进场。

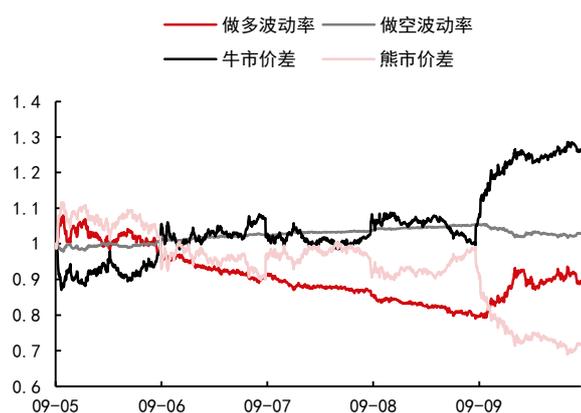
风险因子：1) 交易量持续萎缩；2) 疫情反复

二、主要策略跟踪：牛市价差策略表现优异

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。

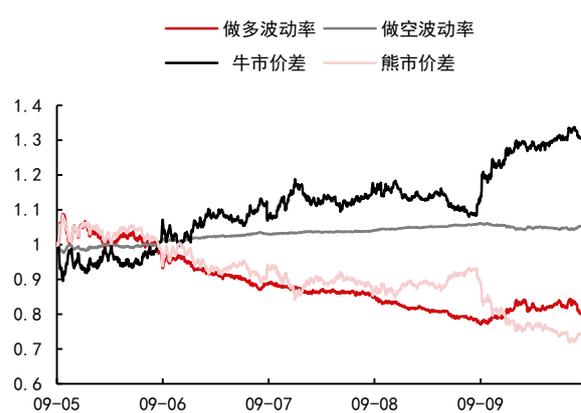
上周权益市场震荡走强，沪指周度大涨 2.37%；期权波动率回落为主。策略表现上看，各个策略走势分化明显：牛市价差策略表现优异；做空波动率策略表现良好，做多波动率策略和熊市价差策略表现偏弱；备兑策略跟随标的行情走强，保护性看跌策略表现不佳。

图表 4：上证 50ETF 期权策略表现



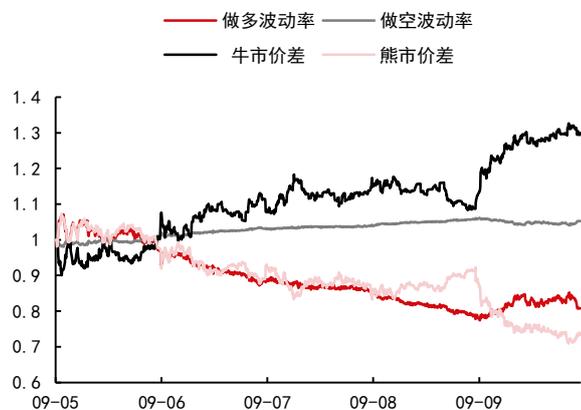
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 5：沪市 300ETF 期权策略表现



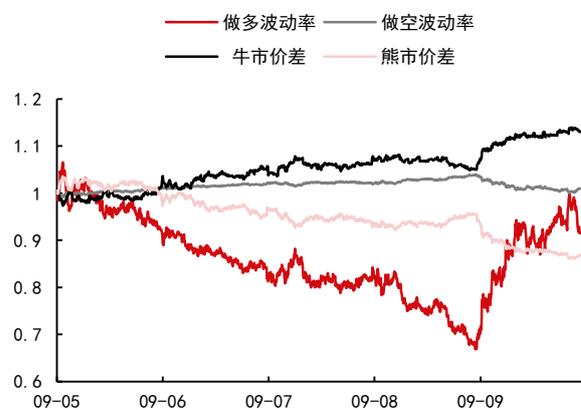
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 6：深市 300ETF 期权策略表现



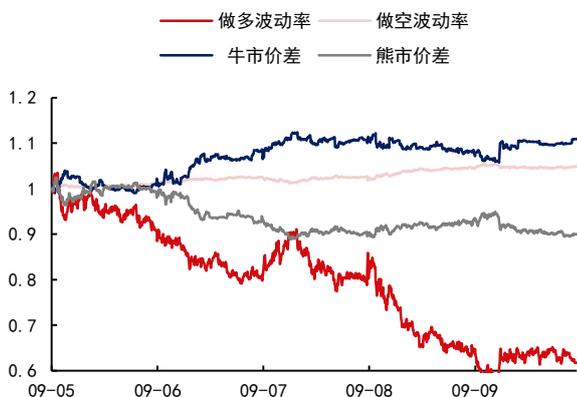
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 7：中金 300 指数期权策略表现



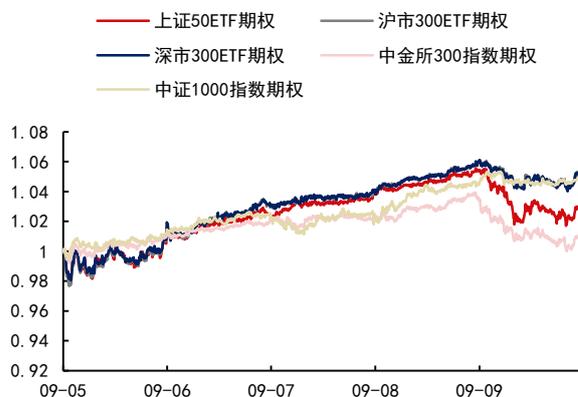
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 8：中金 1000 指数期权策略表现



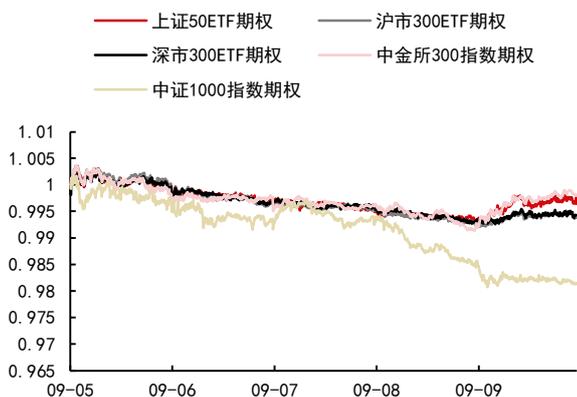
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 9：做空波动率策略组合表现



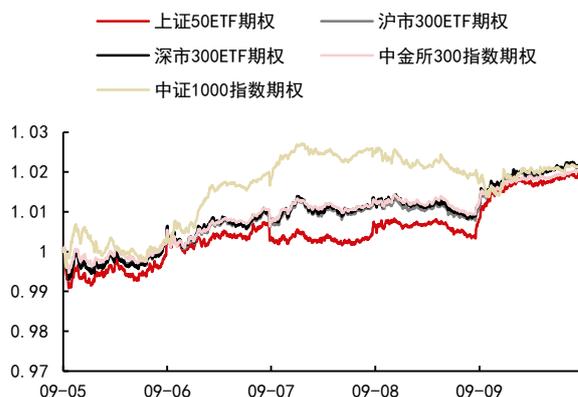
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 10：保护型期权对冲组合表现（等名义本金）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 11：备兑期权组合表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

三、流动性分析：市场成交规模大幅回落

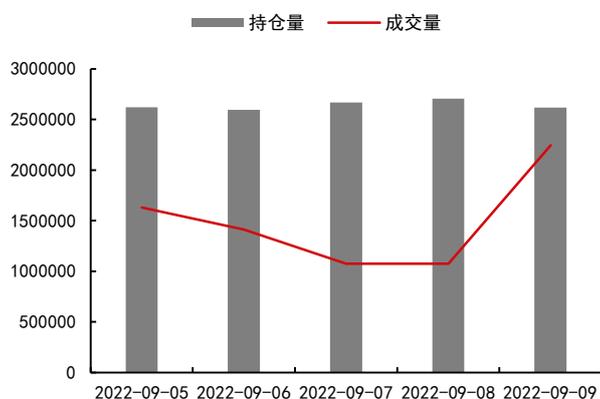
上周期权品种日均成交额 22.91 亿元，市场整体成交规模大幅回落。上证 50ETF 期权、沪市 300ETF 期权、深市 300ETF 期、中金所 300 指数期权以及中证 1000 股指期权日均成交额分别占比 27.57%, 32.79%, 5.23%, 18.77% 以及 15.64%。

图表 12：股票股指期权市场流动性（9月5日 - 9月9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	148.77	264.05	6.77
沪市 300ETF 期权	125.81	195.80	8.05
深市 300ETF 期权	20.55	33.94	1.28
中金所 300 指数期权	9.05	18.10	4.61
中金所 1000 指数期权	5.24	4.97	3.84

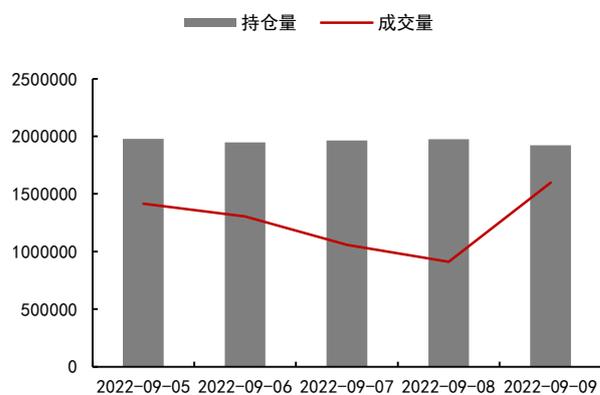
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 13：上证 50ETF 期权成交信息



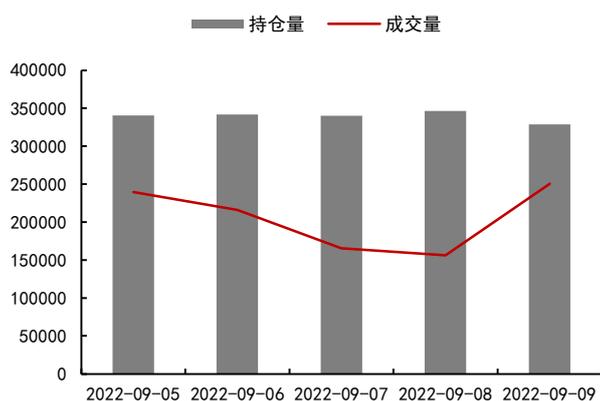
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 14：沪市 300ETF 期权成交信息



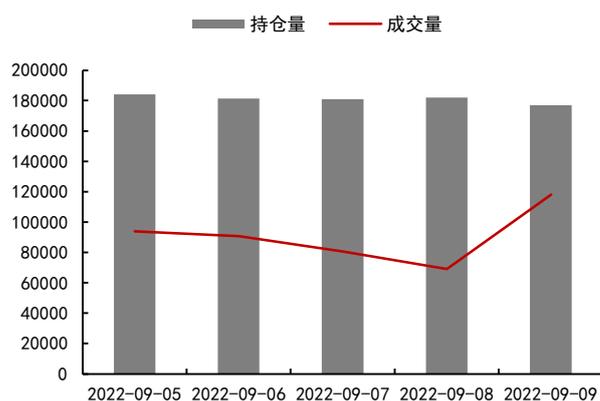
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 15：深市 300ETF 期权成交信息



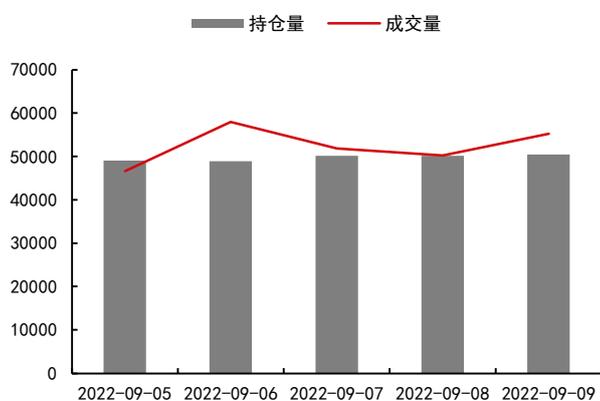
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 16：中金所 300 指数期权成交信息



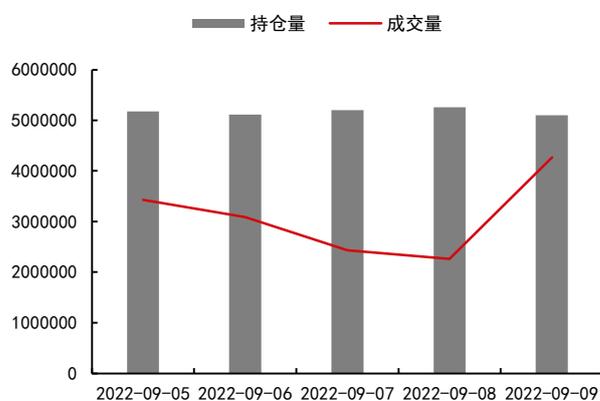
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 17：中金所 1000 指数期权成交信息



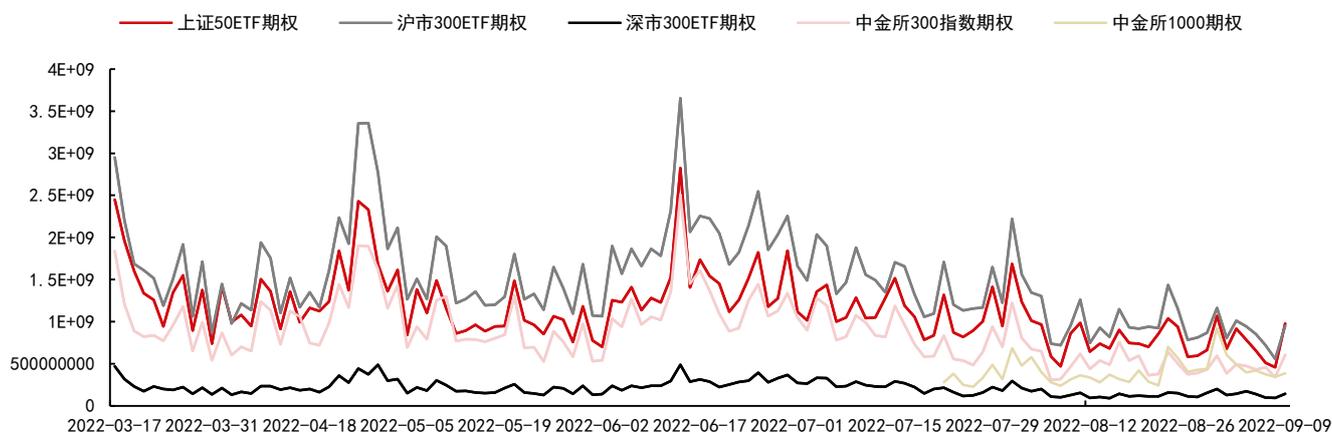
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 18：全部品种期权成交信息



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 19：国内股票股指期权成交额

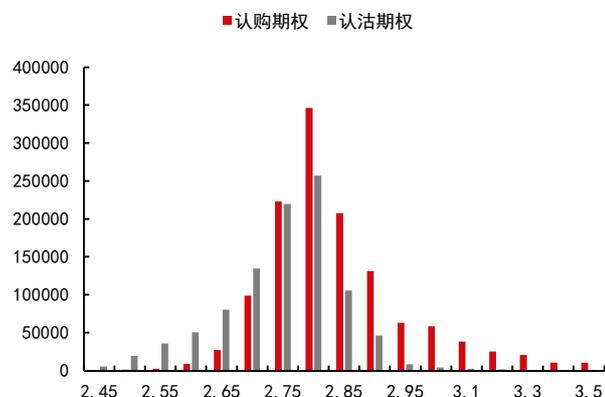


资料来源：Wind 中信期货研究所

四、市场情绪分析：市场情绪偏暖，关注风格切换

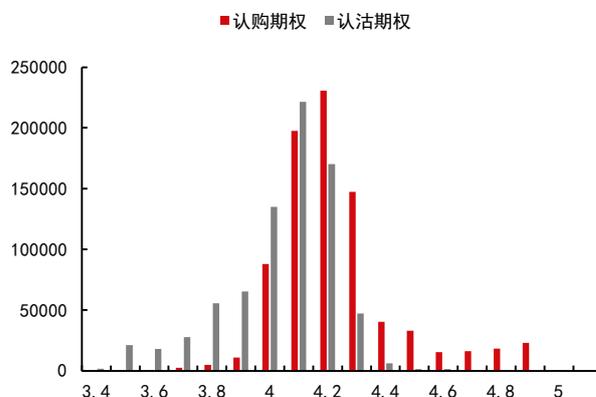
上周权益市场震荡走强，期权市场情绪偏暖：大盘股持仓量 PCR 指标持续走强，M0 持仓量 PCR 指标有一定反复；周中期权市场交投冷清，但伴随周五盘面上涨，期权成交量也出现回暖。从成交额 PCR 与成交量 PCR 比值指标来看，市场目前仍处于底部确认阶段，上方仍有空间，也需要把握大小盘股切换节奏。周五口腔医疗服务价格调控，医疗板块迎来大涨；同样领涨的还有地产板块，随着多地政府发布通知督促复工，加之房贷利率仍有下行政策空间，国内地产市场情绪有望得到修复。北向资金大幅进场，基金重仓股表现强势，节前市场风格有所切换。整体来看，期权周度策略仍推荐续持牛市价差组合，同时策略重心偏向大盘方向。

图表 20：上证 50ETF 期权成交分布（分执行价）



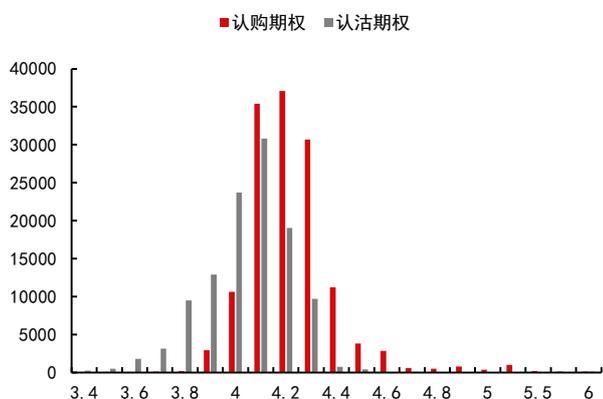
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 21：沪市 300ETF 期权成交分布（分执行价）



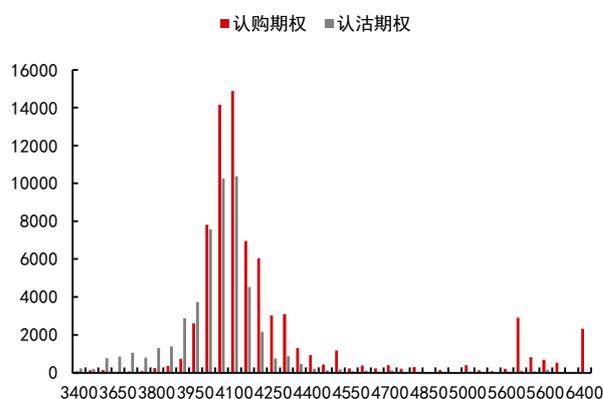
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 22：深市 300ETF 期权成交分布（分执行价）



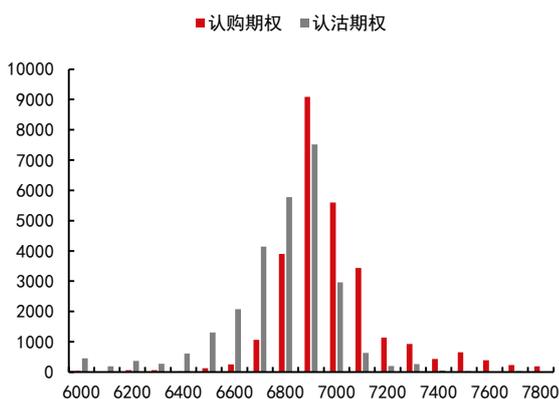
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 23：中金所 300 指数期权成交分布（分执行价）



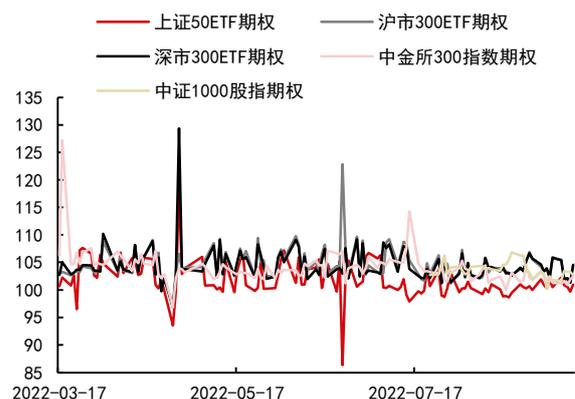
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 24：中金所 1000 指数期权成交分布（分执行价）



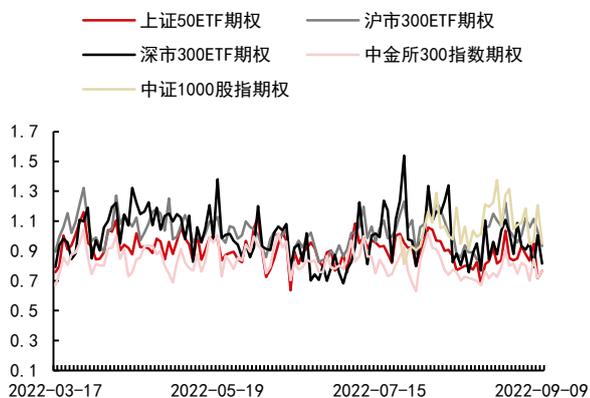
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 25：股票股指期权偏度指数



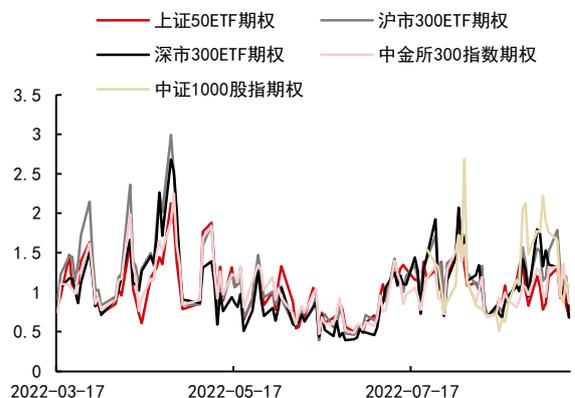
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 26：股票股指期权成交量 PCR



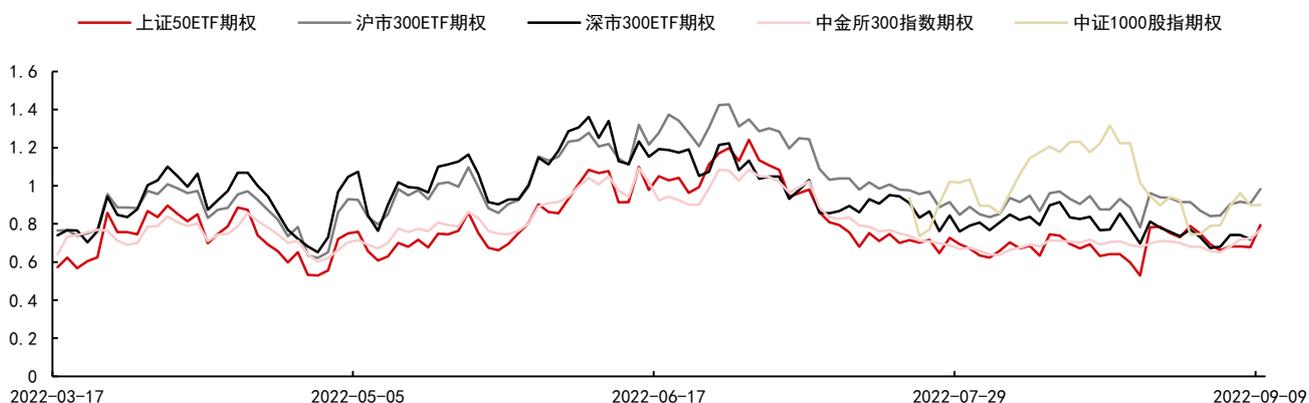
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 27：股票股指期权成交额 PCR



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 28：股票股指期权持仓量 PCR



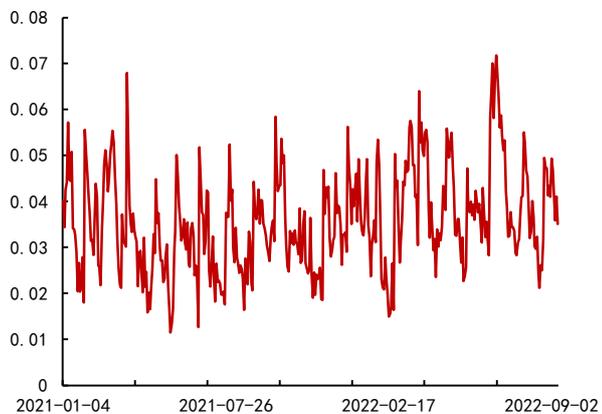
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 29：成交额 PCR 与成交量 PCR 比值走势



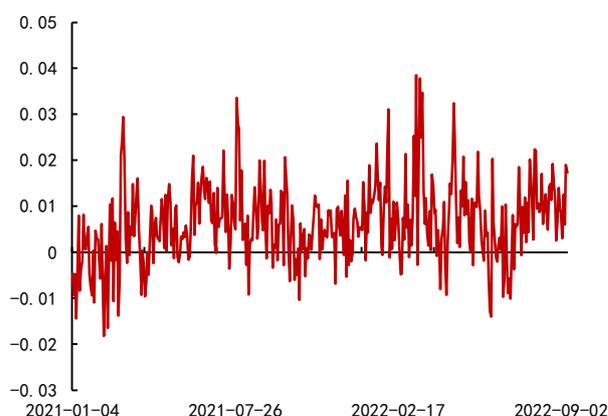
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 30：集中成交价差值率



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 31：集中成交价重心

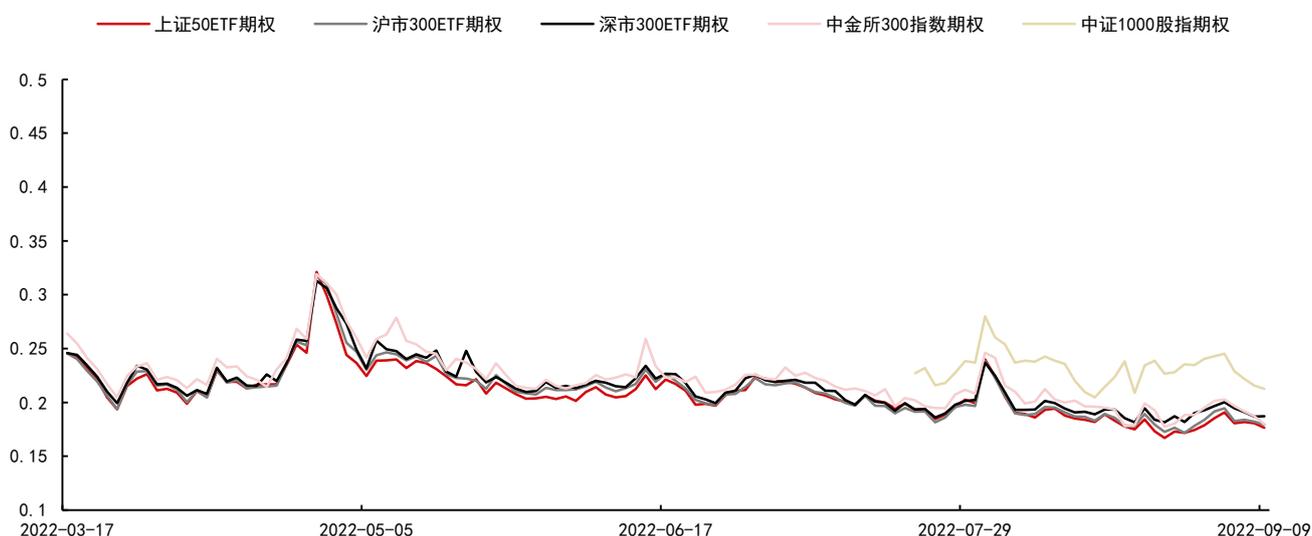


资料来源：Wind 中信期货研究所

五、波动率分析：做空波动率策略可考虑逐步进场

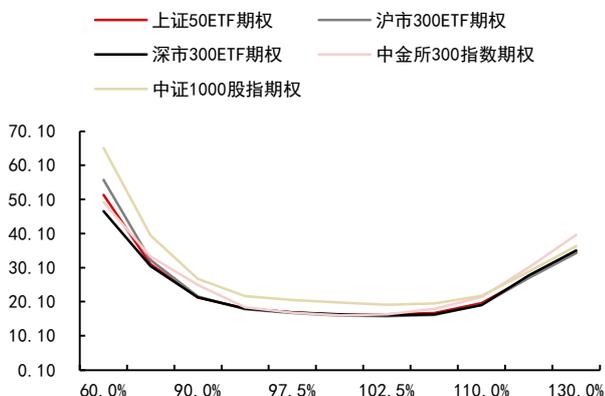
上周期权隐含波动率自然回落。目前期权隐含波动率仍处于阶段中枢位置，下方空间充裕，但短期也不能排除情绪激荡致使波动率快速拉升的风险。我们对比海外 vix 指数的近期走势就能发现，vix 指数近期持续回落，但能源危机与各国加息等因素仍可能对美股造成短期扰动。国内期权隐含波动率也呈现类似特征，但不同点在于国内市场环境相对独立且具备韧性，因此在本轮底部修复过程中，波动率持续回落概率较高，做空波动率策略可考虑逐步进场。

图表 32：国内股票期权波动率走势



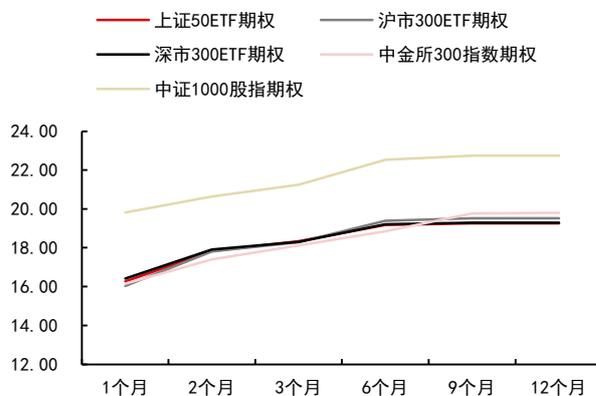
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 28：股票期权波动率微笑（近月合约，2022. 09. 09）



资料来源：Wind 中信期货研究所

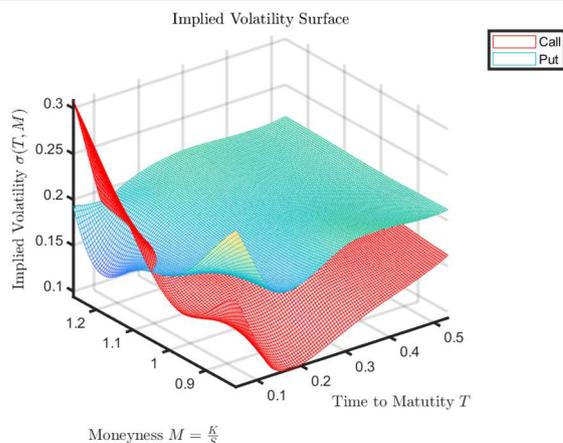
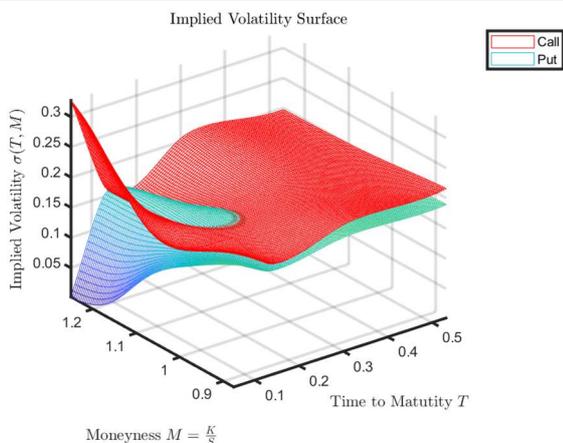
图表 29：股票期权波动率期限结构（2022. 09. 09）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 30：上证 50ETF 期权波动率曲面（2022. 09. 09）

图表 31：沪市 300ETF 期权波动率曲面（2022. 09. 09）

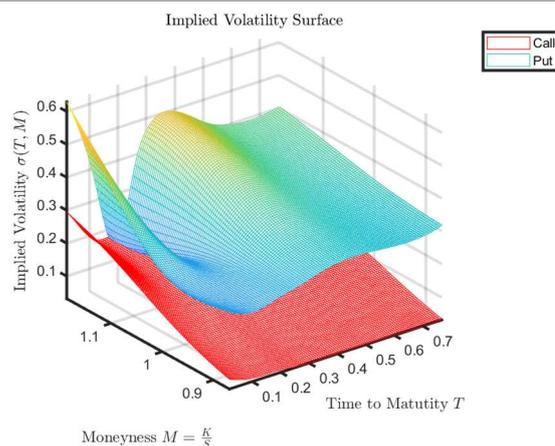
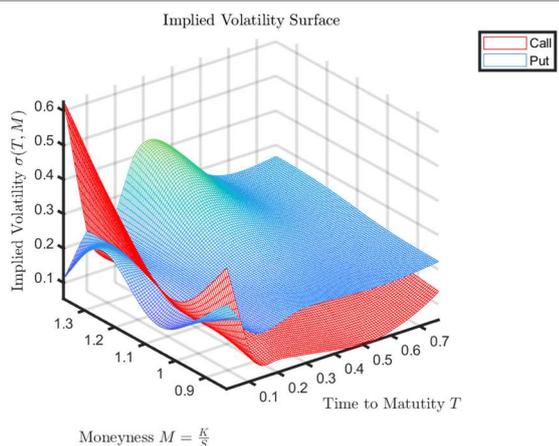


资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 30：中金所 300 指数期权波动率曲面（2022. 09. 09）

图表 31：中金所 1000 指数期权波动率曲面（2022. 09. 09）



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 34：卖出波动率风险温度计



资料来源：Wind 中信期货研究所

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