

流动性成为博弈关键

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

期权持仓量变化有限，认购认沽持仓量均缓慢小幅增仓，情绪指标维持中性，短期震荡意味浓厚。上周平均成交额低于 30 亿元，交投情绪低迷成为市场博弈关键。

摘要：

➤ 策略推荐：周度短暂备兑增厚，等待进攻时机

股指方面，从历史经验来看，底部特征更多的是由资金驱动。同时，最近几轮市场底，机构重仓股超额收益回暖一般是底部确认的辅助信号。但本轮阶段底，我们发现机构超额暂时没有突出的超额，目前底部确认仍有瑕疵。但结合近期基本面利好，不排除机构超额回暖的概率，短期顺势持有成长方向，并观察超额变化伺机调整仓位。

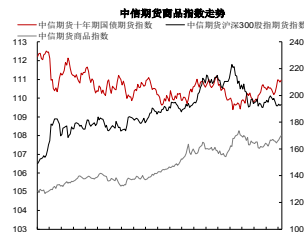
期权方面，上周平均成交额低于 30 亿元，交投情绪低迷成为市场博弈主线，但不同品种的周内走势也不相同：中证 1000 指数周一成交额接近 6.6 亿，而在周三权重股强势阶段却仅成交 3.3 亿元；易方达上证科创板 50ETF 在周五跟随指数走强，成交额相比于周四几乎翻倍。当前投资者关注重点在于半导体、消费电子等信息科技行业，但不论是中证 1000 指数还是科创 50 指数的相关标的而言，在虚值看涨期权一侧并未出现明显增量布局。此外，虽然周度期权成交量有所起伏，但期权持仓量变化有限，认购认沽持仓量均缓慢小幅增仓，情绪指标维持中性，短期震荡意味浓厚。各品种成交额 PCR 位于低位，中证 1000 股指期货成交额 PCR 位于滚动百日 15.8% 低分位水平，标的上方有一定阻力，上涨驱动暂不明确。期权策略周度备兑增厚为主，但是如果短期市场再度回落考验沪指 3000 点，期权策略从交易角度可适当承担时间价值损耗，配置中期牛市价差组合，提前布局市场筑底反弹。

期权隐含波动率方面，平均各品种周度降波 0.45%，中证 1000 股指期货周度升波 0.64%。市场自 10 月 23 日大跌以来，正处于缓慢降波周期。但是由于目前隐含波动率在日线级别的变化幅度远远不及日内的剧烈波动，这表明投资者分歧加剧，因此暂不主推做空波动率策略。偏度方面涨跌互现，隐波期限结构正常。

风险因子：1) 市场流动性持续萎缩

➤ 策略回顾：日度和周度策略均表现优异

我们在上周的策略报告中推荐卖方策略增厚收益。上周权益市场整体震荡走强，沪指周度涨幅 0.43%；周度备兑策略表现优异，平均收益率为 0.75%；上周日度布局牛市价差组合，日度策略表现优异，平均收益率为 8.24%。



权益及期权策略团队

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

魏新照

021-80401721

weixinzhao@citicsf.com

从业资格号 F3084987

投资咨询号 Z0016364

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

一、策略回顾与推荐：周度短暂备兑增厚，等待进攻时机

➤ 上周策略跟踪：卖权仓位反映震荡或震荡偏强预期

我们在上周的策略报告中推荐卖方策略增厚收益。上周权益市场整体震荡走强，沪指周度涨幅 0.43%；周度备兑策略表现优异，平均收益率为 0.75%。

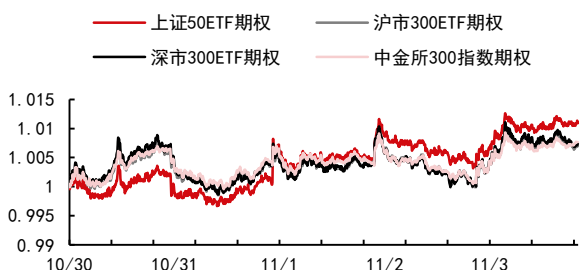
同样我们也根据期权的日观点构建策略进行跟踪，每日开盘时根据当日的期权日度观点构建策略，收盘时平仓，追踪日度观点的策略表现。上周日度布局牛市价差组合，日度策略表现优异，平均收益率为 8.24%。

图表 1：期权日度观点汇总

时间	期权日度观点
10月30日	卖权增厚收益
10月31日	布局中期牛市价差组合
11月01日	布局中期牛市价差组合
11月02日	震荡氛围浓厚，但续持进攻策略
11月03日	仍布局进攻策略

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 2：周度策略表现



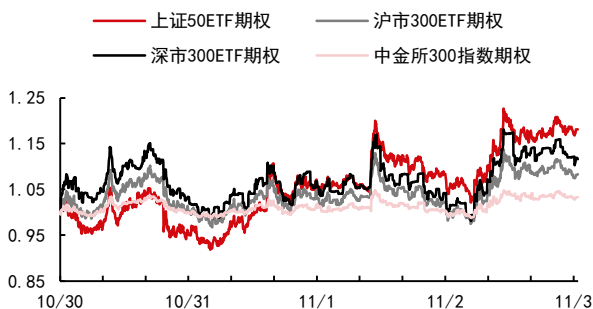
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 3：周度策略表现



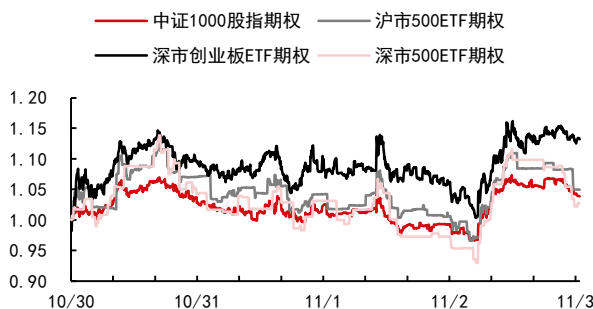
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 4：期权日观点策略跟踪



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 5：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：**

从历史经验来看，熊市中景气度策略缺少超额收益，底部特征更多的是由资金驱动。同时，最近几轮市场底，机构重仓股超额收益回暖一般是底部确认的辅助信号。逻辑上，机构重仓股超额回暖，一方面代表机构增量资金流入，另一方面反映市场行为从题材概念博弈转向长期优质赛道布局，故机构的超额反弹确认有指引意义。但本轮阶段底，我们发现机构超额暂时没有突出的超额，目前底部确认仍有瑕疵。但结合近期基本面消息，一是美债利率回落，二是消费行业先后提价，三是 ycc 之后，热钱存在从日股流向 A 股的可能，故不排除机构超额回暖的概率，短期在上述利好下，顺势持有成长方向，并观察超额变化伺机调整仓位。

➤ **期权观点：流动性成为博弈关键**

上周权益市场整体震荡走强，沪指周度涨幅 0.43%。期权方面，上周平均成交额低于 30 亿元，交投情绪低迷成为市场博弈主线，但不同品种的周内走势也不相同：中证 1000 指数周一成交额接近 6.6 亿，而在周三权重股强势阶段却仅成交 3.3 亿元；易方达上证科创板 50ETF 在周五跟随指数走强，成交额相比于周四几乎翻倍。当前投资者关注重点在于半导体、消费电子等信息科技行业，但不论是中证 1000 指数还是科创 50 指数的相关标的而言，在虚值看涨期权一侧并未出现明显增量布局。此外，虽然周度期权成交量有所起伏，但期权持仓量变化有限，认购认沽持仓量均缓慢小幅增仓，情绪指标维持中性，短期震荡意味浓厚。各品种成交额 PCR 位于低位，中证 1000 股指期权成交额 PCR 位于滚动百日 15.8% 低分位水平，标的上方有一定阻力，上涨驱动暂不明确。期权策略周度备兑增厚为主，但是如果短期市场再度回落考验沪指 3000 点，期权策略从交易角度可适当承担时间价值损耗，配置中期牛市价差组合，提前布局市场筑底反弹。

期权隐含波动率方面，平均各品种周度降波 0.45%，中证 1000 股指期权周度升波 0.64%。市场自 10 月 23 日大跌以来，正处于缓慢降波周期。但是由于目前隐含波动率在日线级别的变化幅度远远不及日内的剧烈波动，这表明投资者分歧加剧，因此暂不主推做空波动率策略。偏度方面涨跌互现，隐波期限结构正常。

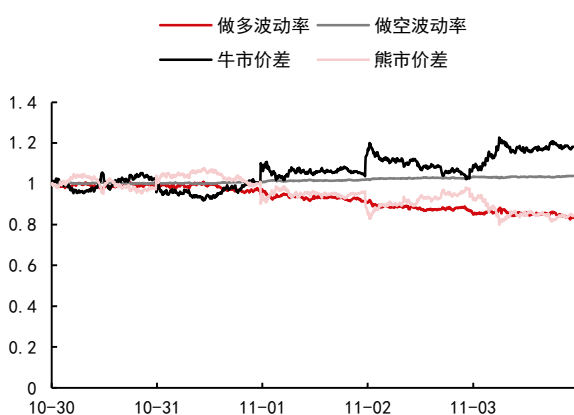
风险因子：1) 市场流动性持续萎缩

二、主要策略跟踪：牛市价差组合相对强势

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。

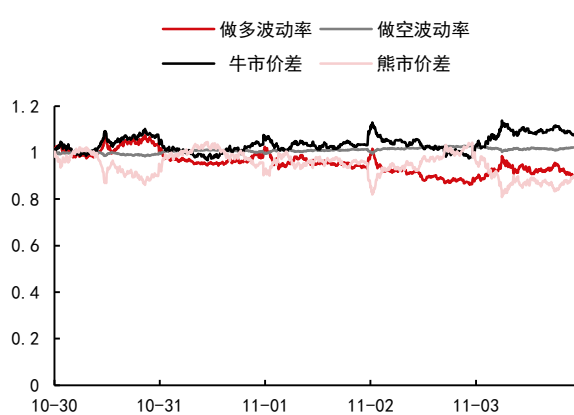
上周权益市场整体震荡走强，沪指周度涨幅 0.43%；期权隐含波动率小幅走弱。策略表现上看：各个品种特征较为一致，牛市价差组合相对强势；做空波动率策略表现较为稳定，备兑策略在指数上行阶段仍起到增厚效果。

图表 6：上证 50ETF 期权策略表现



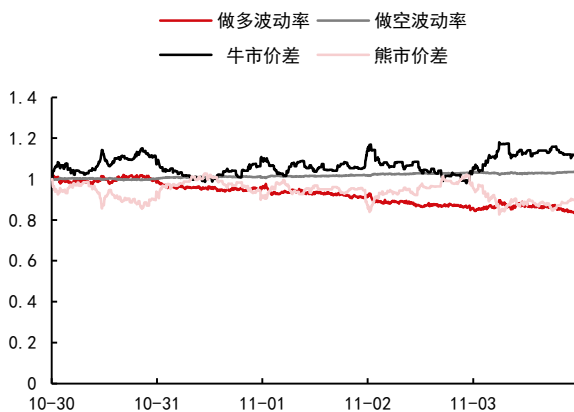
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 7：沪市 300ETF 期权策略表现



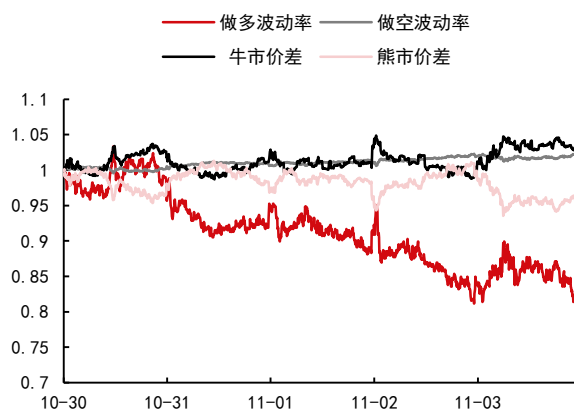
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 8：深市 300ETF 期权策略表现



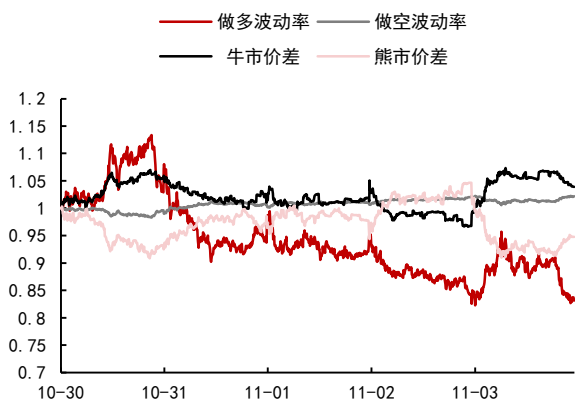
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 9：中金 300 指数期权策略表现



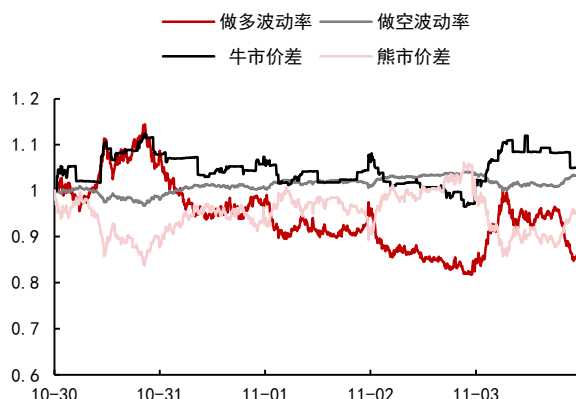
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 10：中金 1000 指数期权策略表现



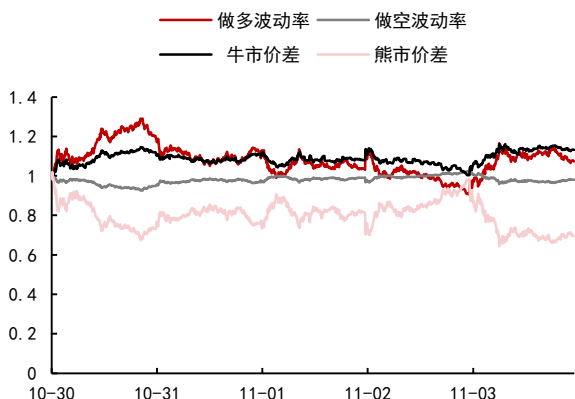
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 11：沪市 500ETF 期权策略组合表现



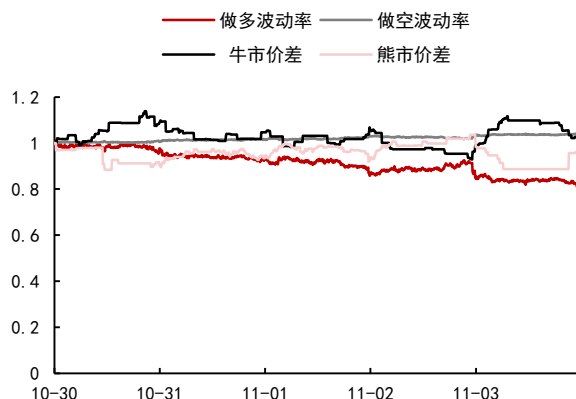
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 12：深市创业板 ETF 期权策略组合表现



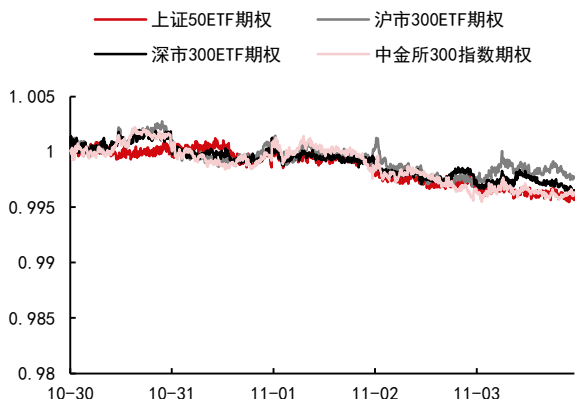
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 13：深市 500ETF 期权策略组合表现



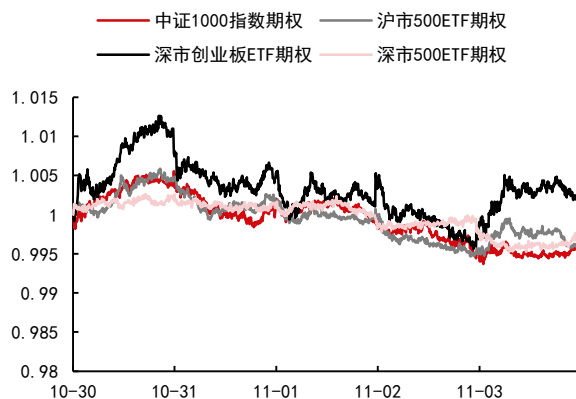
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 14：保护型期权对冲组合表现（等名义本金）



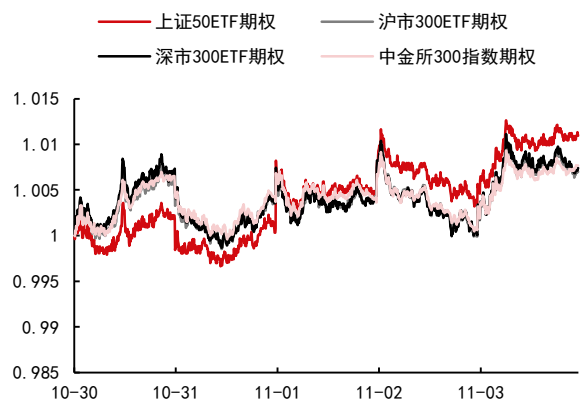
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 15：保护型期权对冲组合表现（等名义本金）



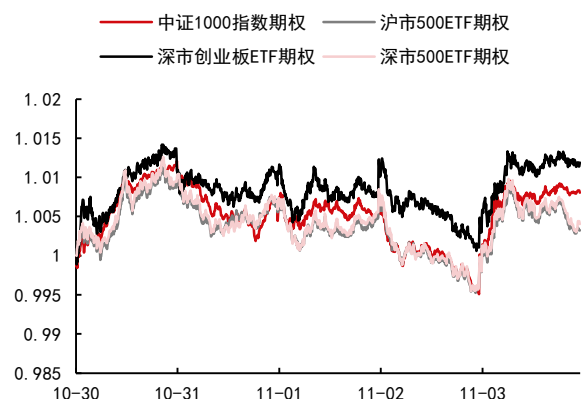
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 16: 备兑策略组合表现



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 17: 备兑策略组合表现



资料来源: Wind 中信期货研究所

三、流动性分析：期权市场成交量低迷

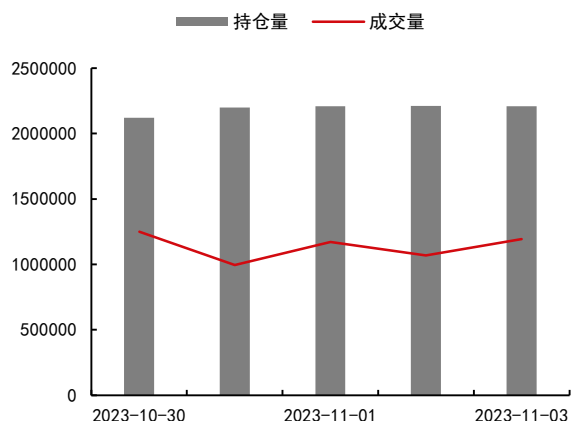
上周期权品种日均成交额 28.37 亿元，市场成交规模相对低迷，值得注意的是，中证 1000 指数成交额占比排序再次提升至较高水平，这表明了投资者对于中小成长相关板块较高的关注度。

图表 18: 股票股指期权市场流动性（10 月 30 日 - 11 月 3 日）

期权	日均成交量（万张）	日均持仓量（万张）	日均成交额（亿元）	成交额占比
上证 50ETF 期权	113.59	218.93	4.25	14.98%
沪市 300ETF 期权	94.82	178.19	5.12	18.05%
深市 300ETF 期权	13.25	27.39	0.65	2.30%
中金所 300 指数期权	7.67	21.23	3.53	12.44%
中金所 1000 指数期权	7.13	13.20	4.87	17.15%
沪市 500ETF 期权	44.87	77.79	3.49	12.31%
深市创业板 ETF 期权	71.40	98.08	2.72	9.59%
深市 500ETF 期权	11.68	21.81	0.91	3.21%
深市 100ETF 期权	9.84	14.88	0.44	1.54%
中金所 50 股指期权	3.20	9.54	0.95	3.35%
华夏科创 50ETF 期权	38.00	107.71	1.03	3.62%
易方达科创 50ETF 期权	16.23	44.77	0.41	1.44%

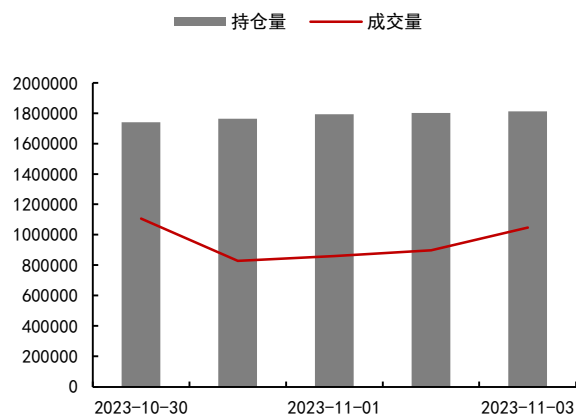
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 19：上证 50ETF 期权成交信息



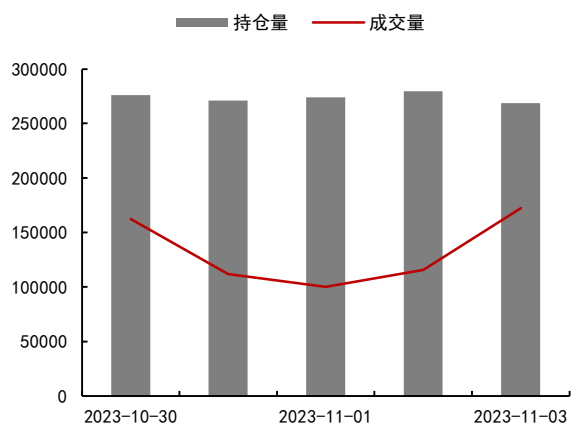
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 20：沪市 300ETF 期权成交信息



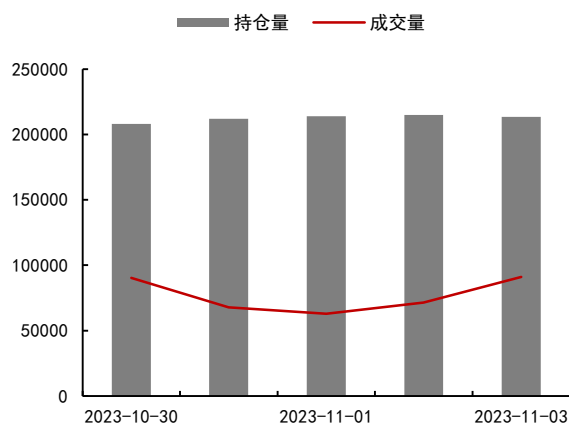
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 21：深市 300ETF 期权成交信息



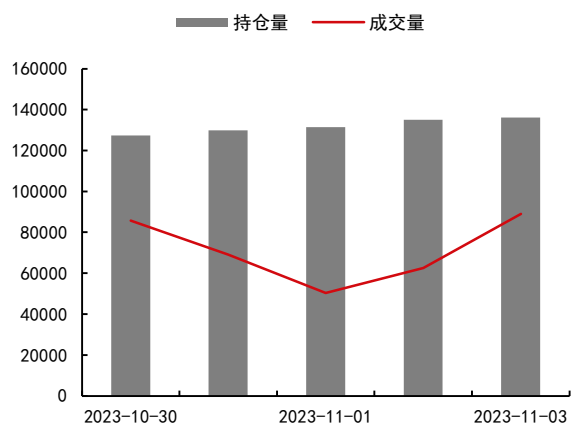
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 22：中金所 300 指数期权成交信息



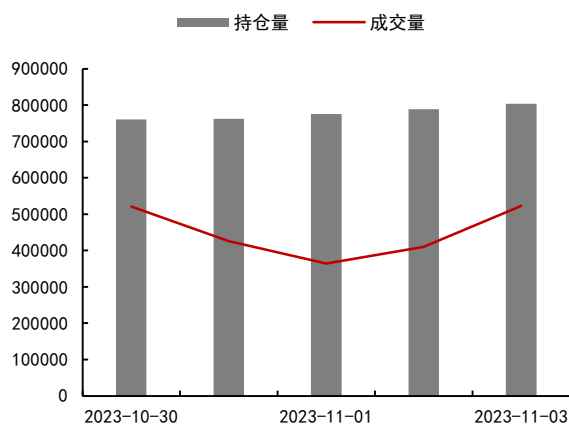
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 23：中金所 1000 指数期权成交信息



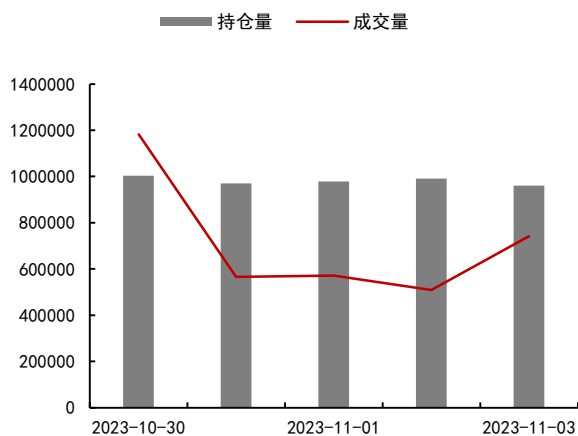
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 24：沪市 500ETF 期权成交信息



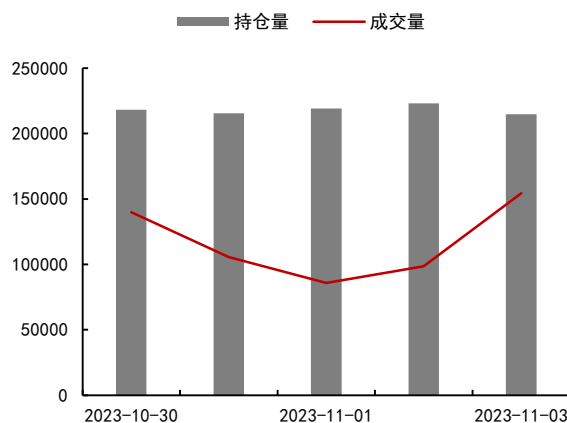
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 25：深市创业板 ETF 期权成交信息



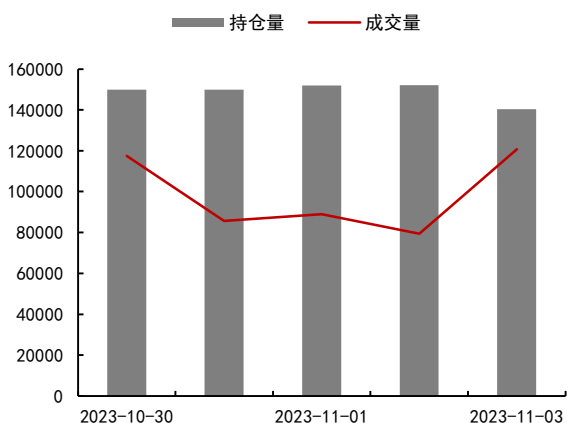
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 26：深市 500ETF 期权成交信息



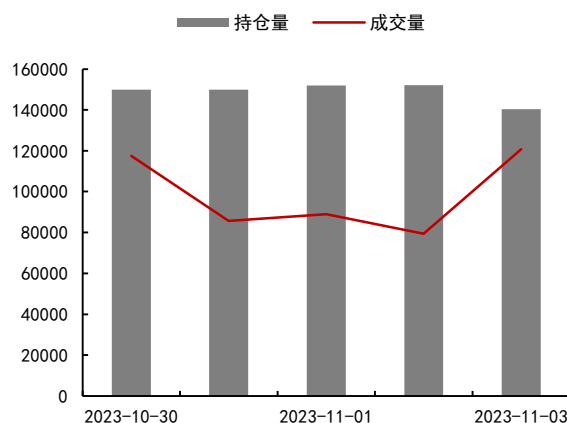
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 27：深市 100ETF 期权成交信息



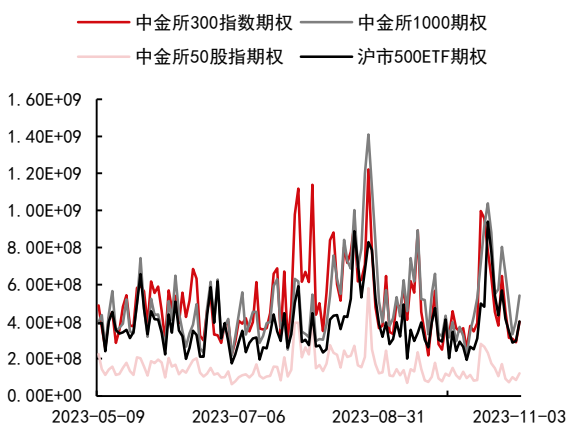
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 28：中金所 50 指数期权成交信息



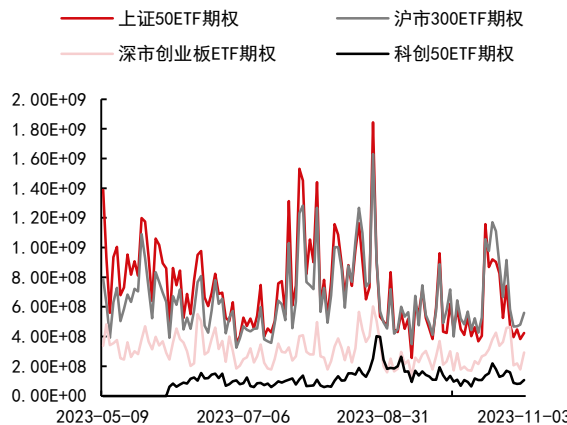
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 29：国内股票股指期货成交额



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 30：国内股票股指期货成交额

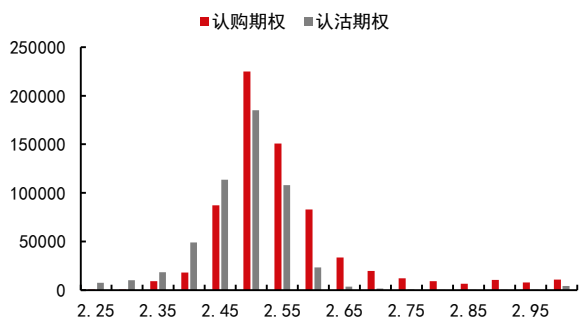


资料来源：Wind 中信期货研究所

四、市场情绪分析：流动性成为关键博弈点

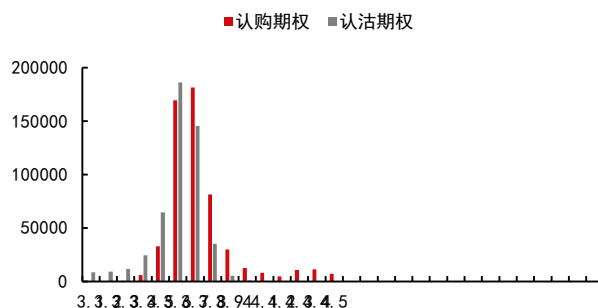
上周权益市场整体震荡走强，沪指周度涨幅 0.43%。期权方面，上周平均成交额低于 30 亿元，交投情绪低迷成为市场博弈主线，但不同品种的周内走势也不相同：中证 1000 指数周一成交额接近 6.6 亿，而在周三权重股强势阶段却仅成交 3.3 亿元；易方达上证科创板 50ETF 在周五跟随指数走强，成交额相比于周四几乎翻倍。当前投资者关注重点在于半导体、消费电子等信息科技行业，但不论是中证 1000 指数还是科创 50 指数的相关标的而言，在虚值看涨期权一侧并未出现明显增量布局。此外，虽然周度期权成交量有所起伏，但期权持仓量变化有限，认购认沽持仓量均缓慢小幅增仓，情绪指标维持中性，短期震荡意味浓厚。各品种成交额 PCR 位于低位，中证 1000 股指期权成交额 PCR 位于滚动百日 15.8% 低分位水平，标的上方有一定阻力，上涨驱动暂不明确。期权策略周度备兑增厚为主，但是如果短期市场再度回落考验沪指 3000 点，期权策略从交易角度可适当承担时间价值损耗，配置中期牛市价差组合，提前布局市场筑底反弹。

图表 31：上证 50ETF 期权成交分布（分执行价）



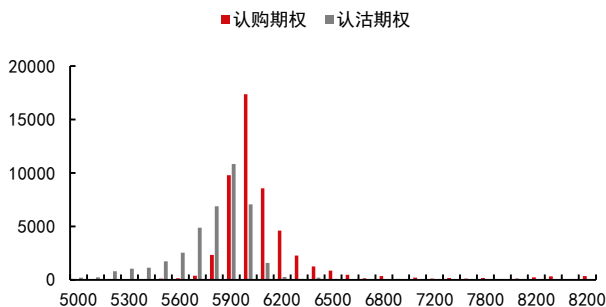
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 32：沪市 300ETF 期权成交分布（分执行价）



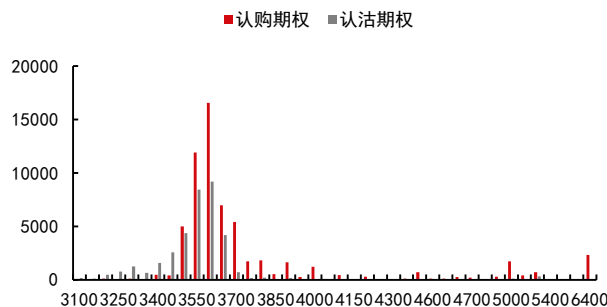
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 33：中证 1000 股指期权成交分布（分执行价）



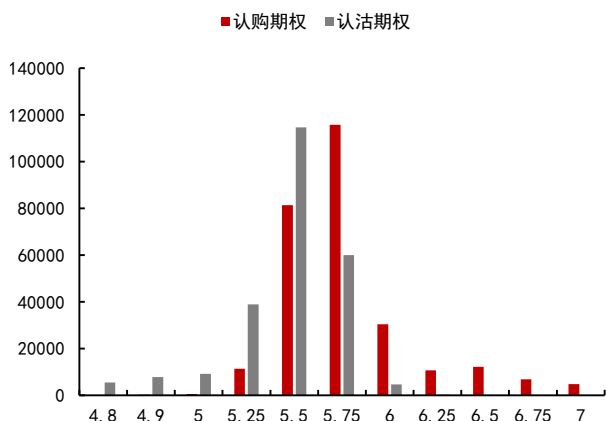
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 34：中金所 300 指数期权成交分布（分执行价）



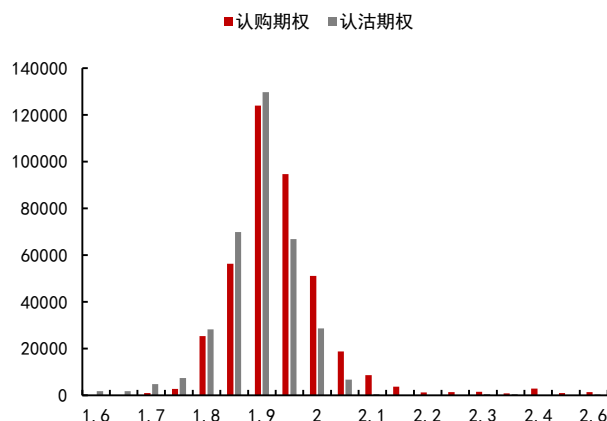
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 35：沪市 500ETF 期权成交分布（分执行价）



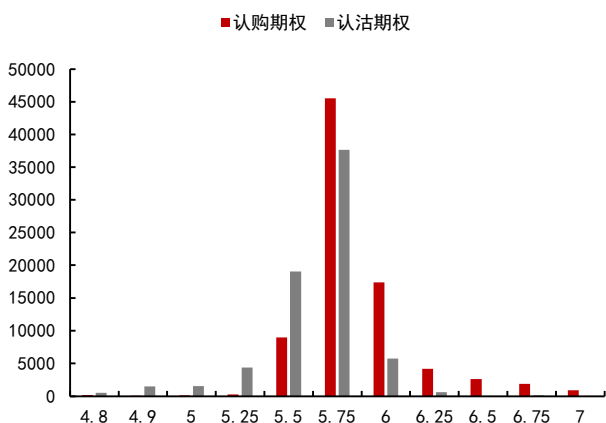
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 36：深市创业板 ETF 期权成交分布（分执行价）



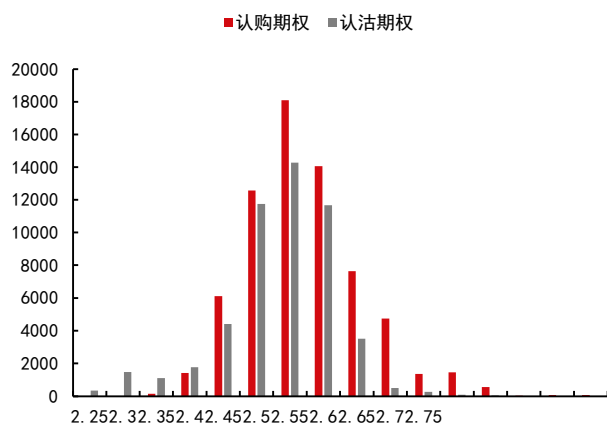
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 37：深市 500ETF 期权成交分布（分执行价）



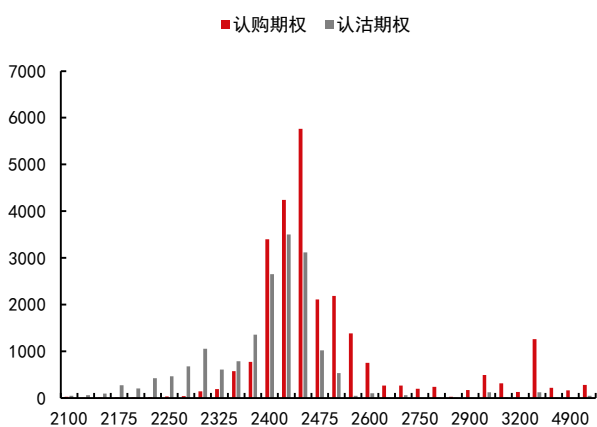
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 38：深市 100ETF 期权成交分布（分执行价）



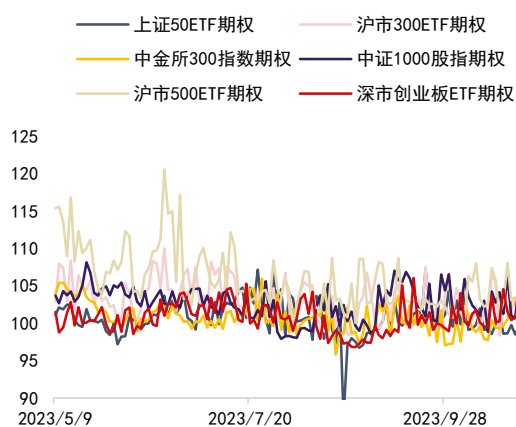
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 39：中金所 50 股指期货期权成交分布（分执行价）



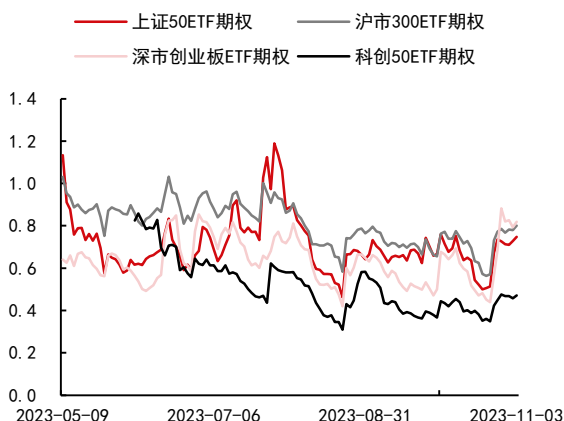
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 40：股票股指期货期权偏度指数



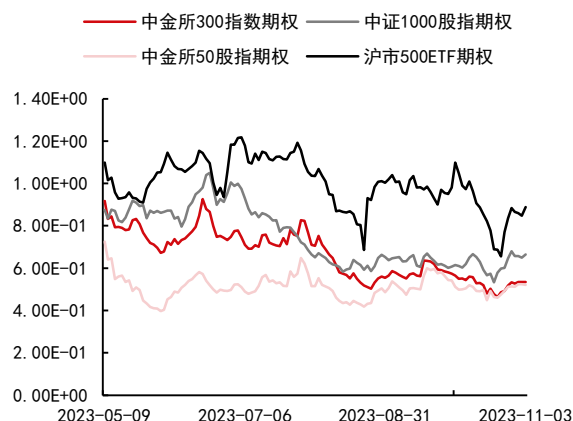
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 41：股票股指期权持仓量 PCR



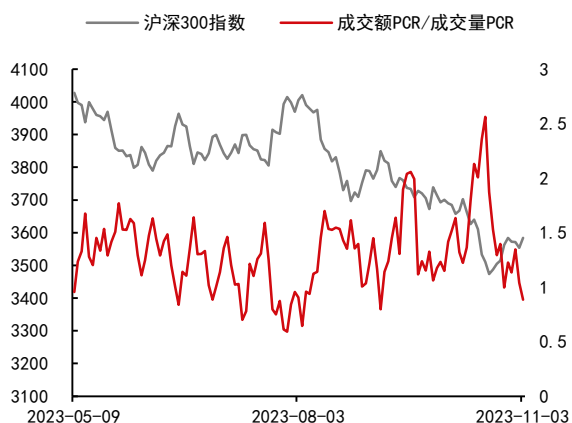
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 42：股票股指期权持仓量 PCR



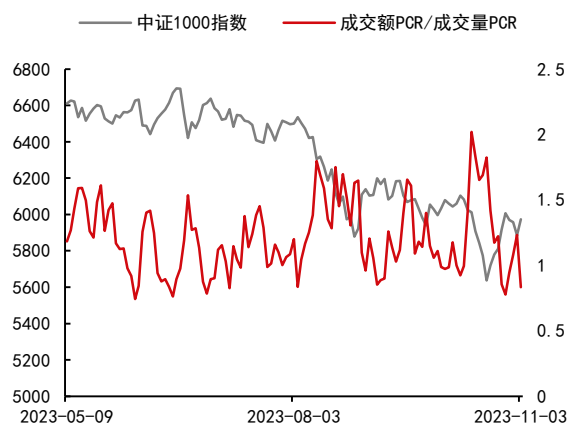
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 43：股指期权交易情绪指标



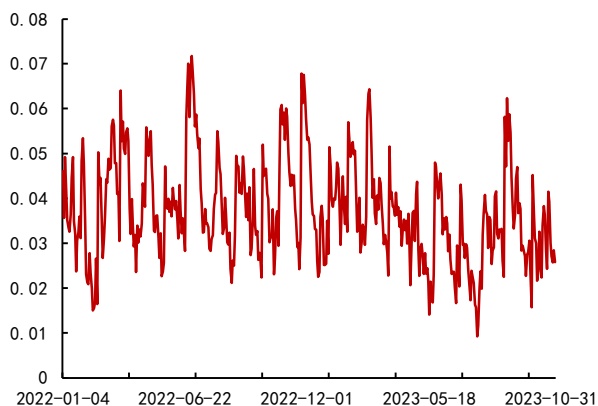
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 44：股指期权交易情绪指标



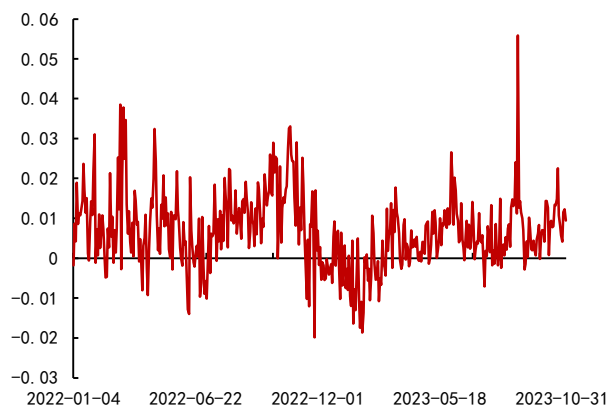
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 45：集中成交价差值率



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 46：集中成交价重心

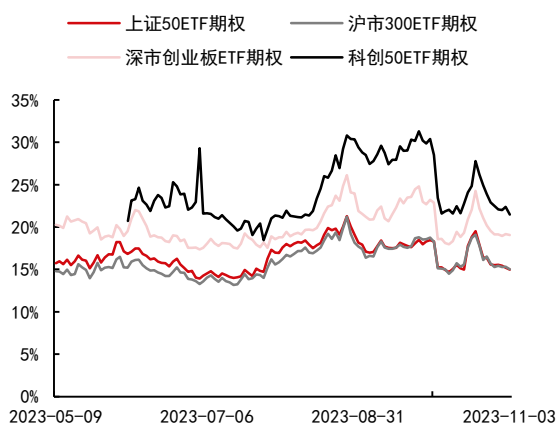


资料来源：Wind 中信期货研究所

五、波动率分析：缓慢降波周期

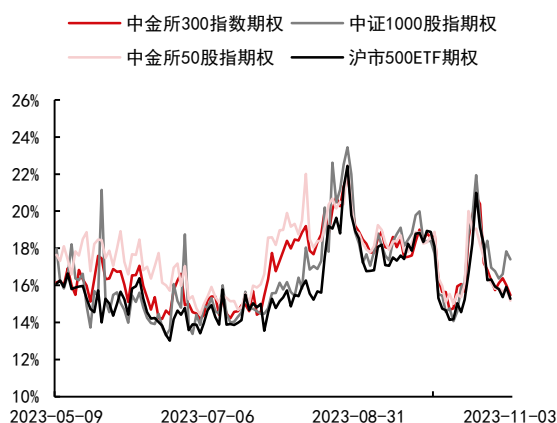
期权隐含波动率方面，平均各品种周度降波 0.45%，中证 1000 股指期权周度升波 0.64%。市场自 10 月 23 日大跌以来，正处于缓慢降波周期。但是由于目前隐含波动率在日线级别的变化幅度远远不及日内的剧烈波动，这表明投资者分歧加剧，因此暂不主推做空波动率策略。偏度方面涨跌互现，隐波期限结构正常。

图表 47：国内期权波动率走势



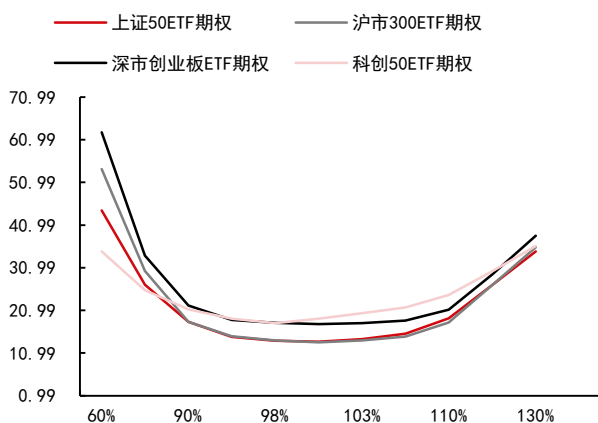
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 48：国内期权波动率走势



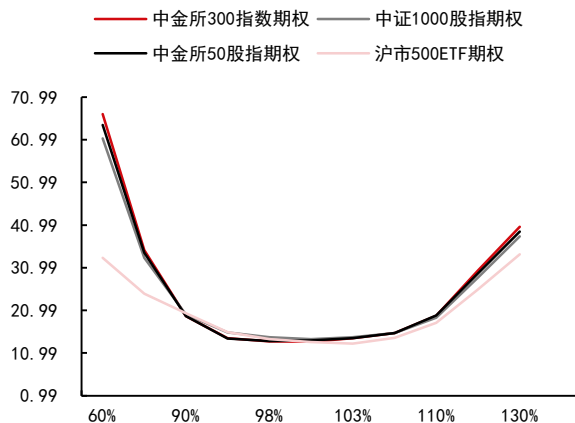
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 49：股票期权波动率微笑（近月合约，2023. 11. 03）



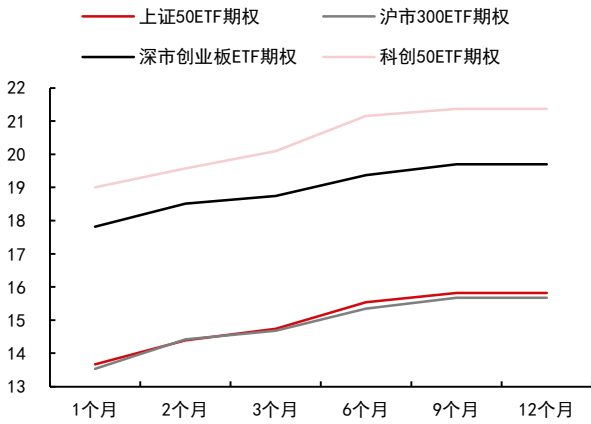
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 50：股票期权波动率微笑（近月合约，2023. 11. 03）



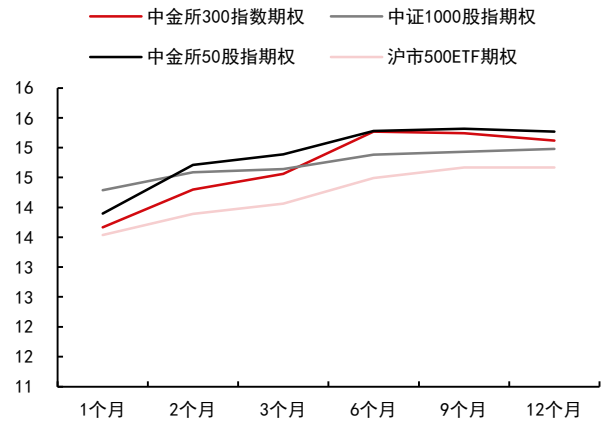
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 51：股票期权波动率期限结构（2023. 11. 03）



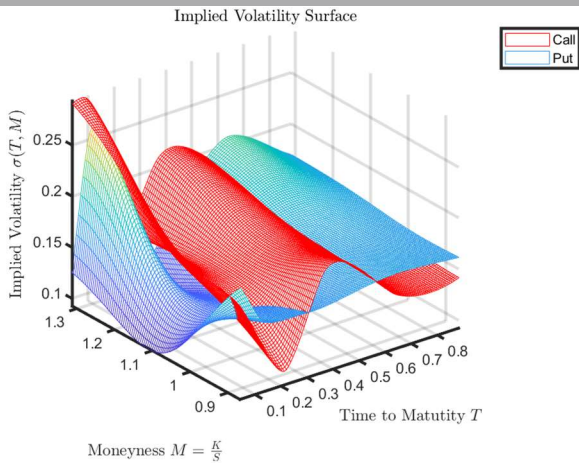
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 52：股票期权波动率期限结构（2023. 11. 03）



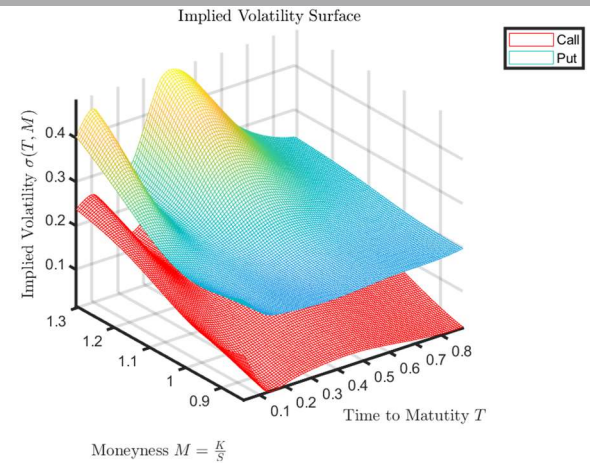
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 53：中金所 300 指数期权波动率曲面（2023. 11. 03）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 54：中金所 1000 指数期权波动率曲面（2023. 11. 03）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 55：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