

# 持续偏多交易为主，关注波动率交易时机

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

## 报告要点

市场成交规模大幅走高，进攻情绪愈演愈烈，中期谨慎有所缓解。策略方面，趋势偏多交易为主，波动率交易短期多看少做为主，关注波动率持续走升的交易时机。

## 摘要：

### ➤ 策略推荐：趋势偏多交易为主，关注波动率交易时机

股指方面，积极思路对待。盘面出现愈来愈多的牛市特征，而在风险空窗期背景之下，唯一能够导致盘面调整的因素是估值太贵了，而这一利空在资金持续净流入的情形下对于盘面扰动会极其有限，故短期仍以积极思路对待后市。

期权策略方面，结合我们目前对于股指的观点，趋势策略方面，仍建议偏多交易为主，风险偏好较高的投资者短期可以认购期权的买权进行，相对较谨慎的投资者建议仍以牛市价差组合参与。波动率交易方面，短期建议多看少做为主，若后期市场情绪得到延续，可以通过波动率偏多的趋势交易组合参与波动率的短期交易。同时，投资者可以关注股指期权日内交易限制进一步放开效果的变化带来的跨品种的交易机会。

风险因子：1) 期权市场成交规模持续萎缩

### ➤ 策略回顾：周度策略及日度策略表现均亮眼

我们在上一期的策略报告中推荐了关注不同品种之间的套利机会，择机构建合成现货多头，获取基差回复收益。从上周市场的整体情况看，由于标的的整体偏强走势，期权合成现货表现亮眼，各期权市场周度策略平均收益率为 87.38%，同时日度策略平均收益率为 77.64%。

### ➤ 市场回顾：市场成交规模大幅走高，进攻情绪愈演愈烈，中期谨慎有所缓解

上周，标的市场呈现大幅上涨的态势，期权市场成交规模大幅走高。四种期权品种日均成交额 43.66 亿元。沪市 300ETF 期权、上证 50ETF 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 44.45%，33.63%，6.16% 及 15.76%，日内交易限制进一步放开后，股指期权成交占比持续走高。

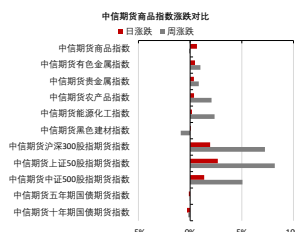
期权市场成交量 PCR 与成交额 PCR 均持续大幅下行，超过今年以来的最低位水平，市场短期进攻的情绪愈演愈烈。同时从偏度指数及持仓量 PCR 来看，指标持续震荡走高的态势有所缓解，市场对于后期谨慎防守的情绪有所缓解。

## 金融衍生品团队

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：趋势偏多交易为主，关注波动率交易时机

### ➤ 上周策略跟踪：关注不同品种之间的套利机会

我们在上周的策略报告中推荐了关注不同品种之间的套利机会，择机构建合成现货多头，获取基差回复收益。从市场的整体情况看，由于标的的整体偏强走势，合成现货多头表现优异，各期权市场平均收益率 87.38%。

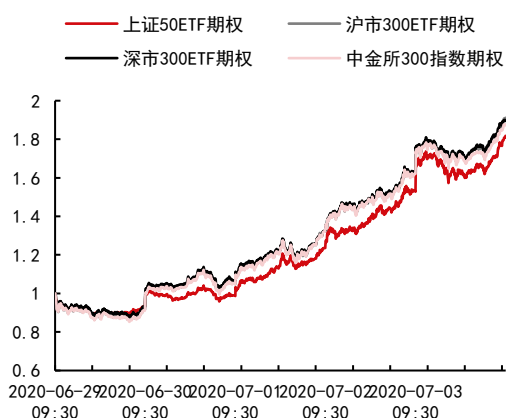
同样我们也根据期权的日观点构建策略进行跟踪，每日开盘时根据当日的期权日度观点构建策略，收盘时平仓，追踪日度观点的策略表现。从上周的市场表现来看，每日观点策略与周度策略基本一致，平均收益率 77.64%。具体的期权日度观点，可以查阅每日的金融日报。

图表 1：期权日度观点汇总

时间	期权日度观点
6 月 29 日	关注不同品种之间的套利机会
6 月 30 日	波动率偏卖为主
7 月 1 日	趋势交易偏多为主
7 月 2 日	维持趋势偏多交易
7 月 3 日	维持趋势偏多交易

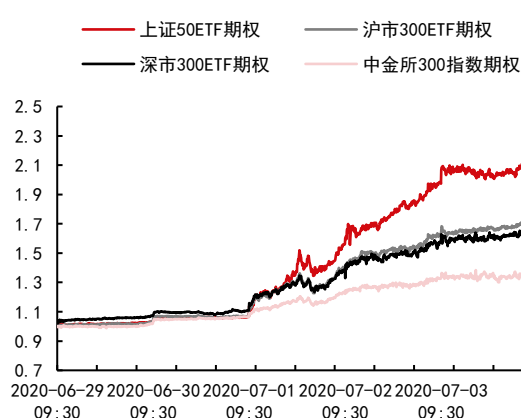
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 2：周度策略表现（合成现货多头）



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：积极思路对待

上周各指数出现爆发式上涨，低位金融、权重出现集中补涨行情，上证综指也接连突破 3000 点以及 3100 点关口，市场情绪进入极端高位。而投资者的疑问

是，牛市真的来临了吗，我们认为一系列牛市特征正在浮现，风险空窗期背景下，建议暂以牛市思维对待。

其一，上周地产、券商、煤炭、银行先后异动，权重股技术上形成放量突破的结构，这有助于吸引场外资金的回流，并形成增量市场；第二个暗示牛市可能来临的信号是融资买入额与 wind 全 A 指数成交额比值的持续上涨；第三个信号来看期货市场。最近一周股指期货折溢价率迅速收窄，以 IF 当季合约为例，目前的折价率从高点 15% 降至目前的 5% 附近；第四个信号，公募市场呈现增量市场的特征。

综上，盘面出现愈来愈多的牛市特征，而在风险空窗期背景之下，唯一能够导致盘面调整的因素是估值太贵了，而这一利空在资金持续净流入的情形下对于盘面扰动会极其有限，故短期仍以积极思路对待后市，配置短期建议均衡化。

#### ➤ 期权：趋势偏多交易为主，关注波动率交易时机

结合目前我们对于股指的观点：短期仍以积极思路对待后市，期权趋势交易方面仍建议偏多交易为主，风险偏好较高的投资者短期可以认购期权的买权进行，相对较谨慎的投资者建议仍以牛市价差组合参与。上周期权市场隐含波动率在标的大涨的带动下出现明显走高，若后期情绪延续，波动率持续走高的概率较大，但若后期市场短期走稳，隐波短期大概率会快速回落。所以趋势策略方面，更多的建议以波动率中性的牛市价差组合为主。

波动率交易方面，短期来看，目前各期权市场隐含波动率持续在历史中位数水平持续震荡，期权隐波短期上下的空间均较大，更多的受市场进攻情绪是否延续的影响。所以波动率交易短期建议多看少做为主，若后期市场情绪得到延续，可以通过波动率偏多的趋势交易组合参与波动率的短期交易，波动率卖方建议更多谨慎。

目前股指期权第二次日内交易限额放开的效果逐渐显现，股指期权成交额及持仓市场占比持续走高，同时股指期权隐含波动率与 ETF 期权隐含波动率差快速回复。从第一次交易限制放开后的市场表现来看，股指期权与 ETF 期权的隐含波动率差短期内会回复到较低的位置，但是中期之后，由于本身股指期权日内交易限制依然较严格，更多的投资者进入到市场后，大概率依然会带动股指期权市场隐含波动率的走高。投资者可以关注股指期权日内交易限制进一步放开效果的变化带来的跨品种的交易机会。

风险因子：1) 期权市场成交规模持续萎缩

## 二、流动性分析：市场成交规模大幅走高

上周，标的市场呈现大幅上涨的态势，期权市场成交规模大幅走高。四种期权品种日均成交额 43.66 亿元。沪市 300ETF 期权、上证 50ETF 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 44.45%、33.63%、6.16%及 15.76%，日内交易限制进一步放开后，股指期权成交占比持续走高。

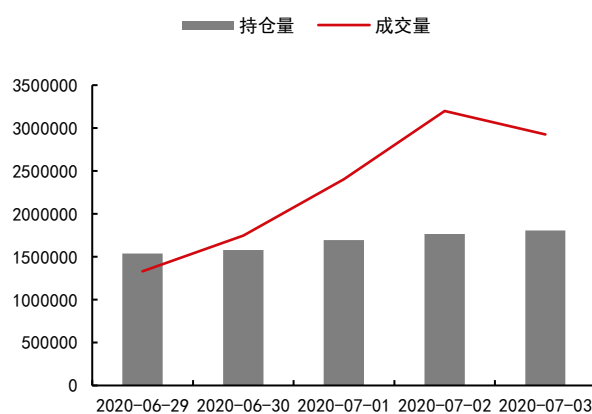
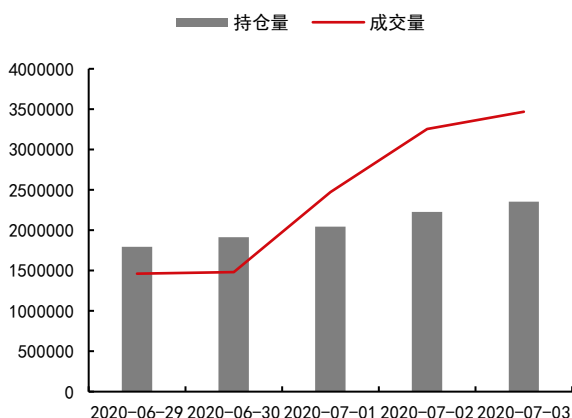
图表 4：股票股指期权市场流动性（6 月 29 日-7 月 03 日）

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	242.82	206.67	14.68
沪市 300ETF 期权	232.05	167.58	19.40
深市 300ETF 期权	32.57	29.47	2.69
中金所 300 指数期权	8.87	9.80	6.88

资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 5：上证 50ETF 期权成交信息

图表 6：沪市 300ETF 期权成交信息

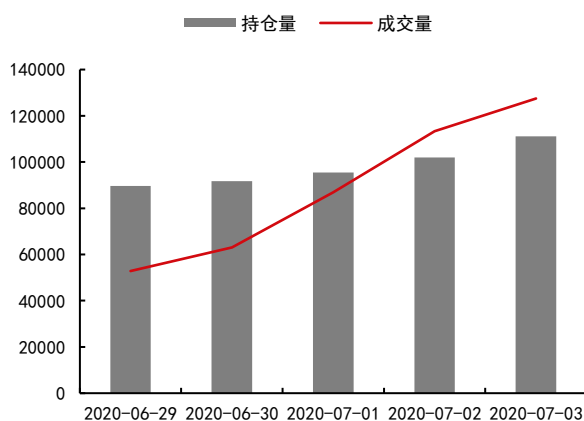
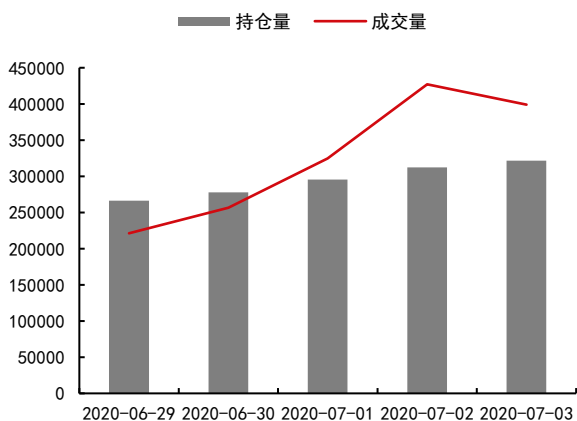


资料来源：Wind 中信期货研究部

资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 7：深市 300ETF 期权成交信息

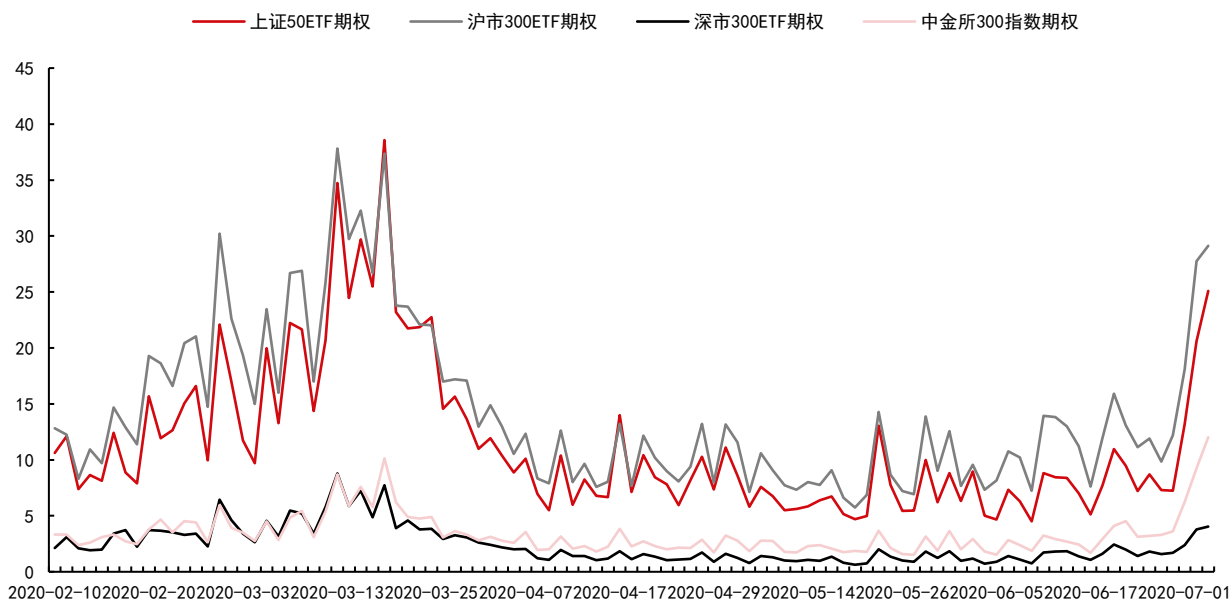
图表 8：中金所 300 指数期权成交信息



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 9：国内股票股指期货期权成交额



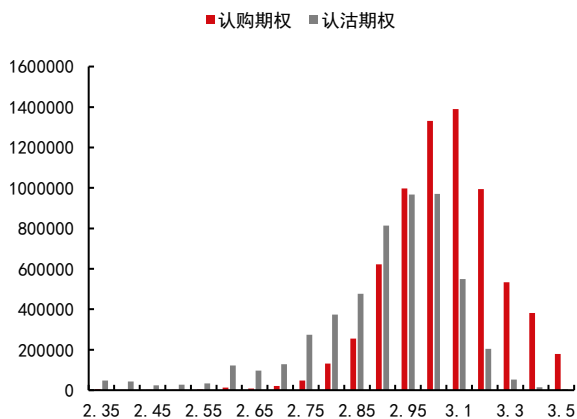
资料来源：Wind 中信期货研究部

### 三、市场情绪分析：进攻情绪愈演愈烈，中期谨慎有所缓解

上周在标的整体持续大幅上涨的背景下，期权市场成交量 PCR 与成交额 PCR 均持续大幅下行，均已超过今年以来的最低位水平，同时市场的整体成交重心持续偏上，期权市场短期进攻的情绪愈演愈烈。

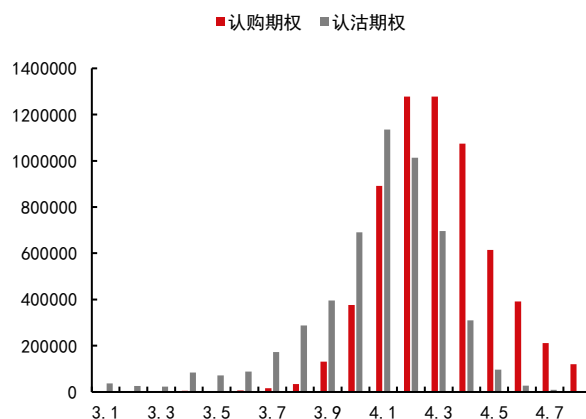
同时从偏度指数及持仓量 PCR 来看，指标持续震荡走高的态势有所缓解，同时目前 ETF 期权与股指期货期权近月及远月合约合成贴水大幅回复，市场对于后期谨慎防守的情绪有所缓解。

图表 10：上证 50ETF 期权成交分布（分执行价）



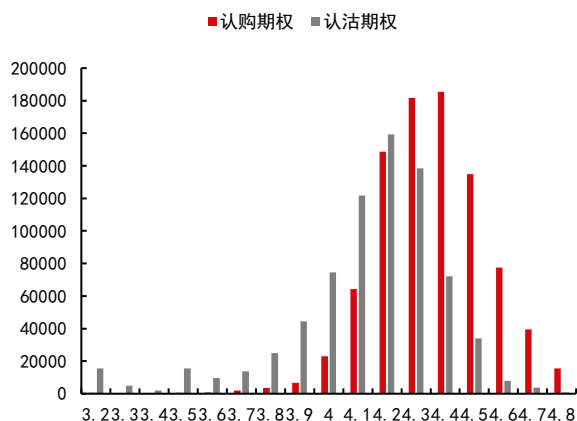
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 11：沪市 300ETF 期权成交分布（分执行价）



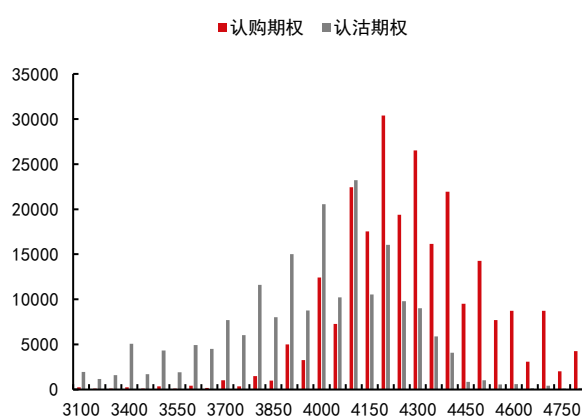
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 12: 深市 300ETF 期权成交分布 (分执行价)



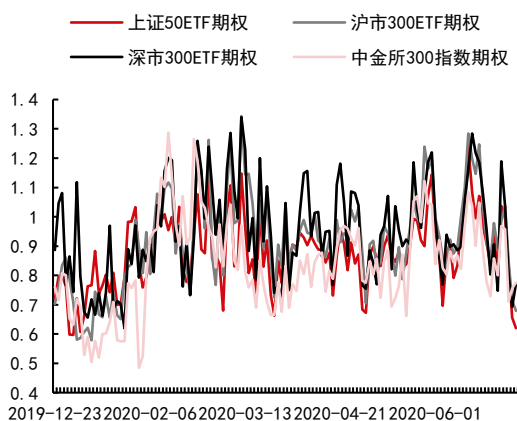
资料来源: Wind 中信期货研究部

图表 13: 中金所 300 指数期权成交分布 (分执行价)



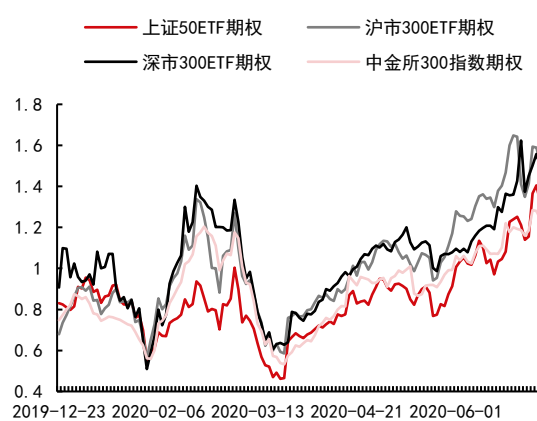
资料来源: Wind 中信期货研究部

图表 14: 股票股指期货期权成交量 PCR



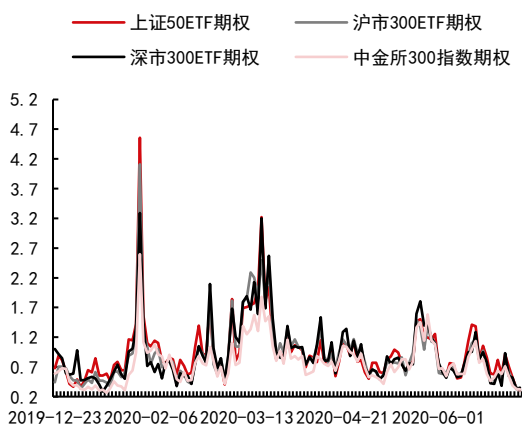
资料来源: Wind 中信期货研究部

图表 15: 股票股指期货期权持仓量 PCR



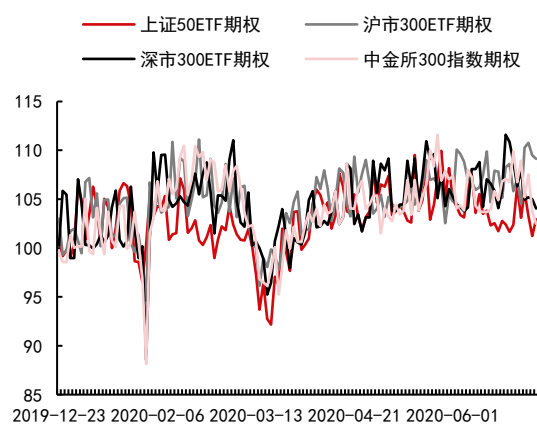
资料来源: Wind 中信期货研究部

图表 16: 股票股指期货期权成交额 PCR



资料来源: Wind 中信期货研究部

图表 17: 股票股指期货期权偏度指数



资料来源: Wind 中信期货研究部

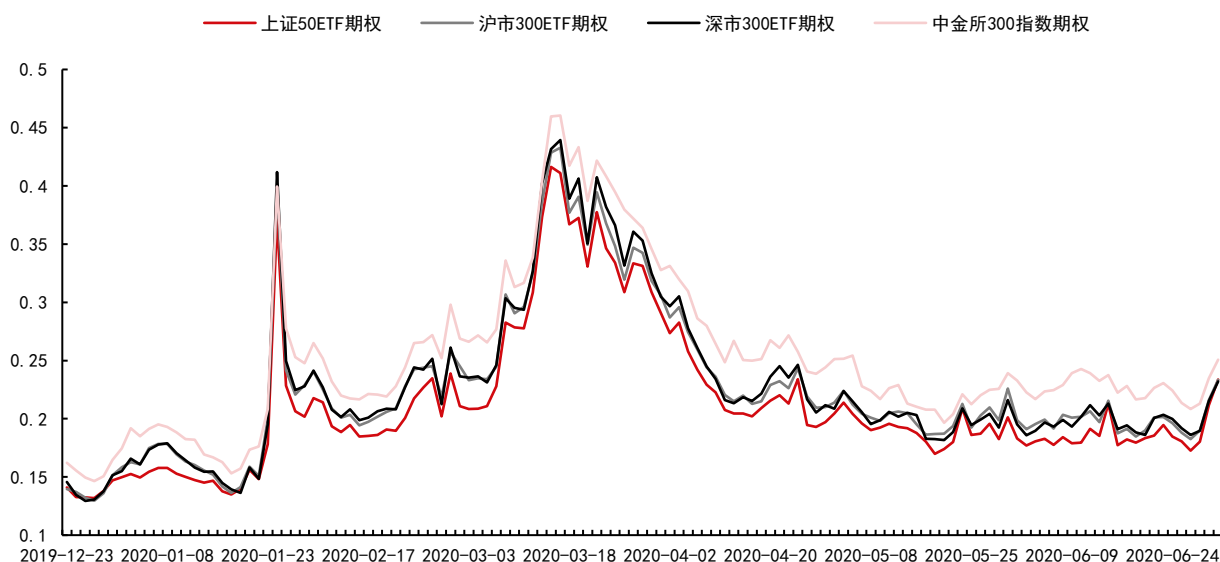


#### 四、波动率分析：期权隐含波动率明显反弹

上周，期权市场隐含波动率整体呈现自底部明显反弹的态势，上半周持续震荡，下半周在市场大涨的带动下大幅冲高。同时中金所进一步放开了股指期货日内开仓限制的效果逐渐显现，股指期货隐波与ETF期权隐波差有所回复，随着股指期货交易限制逐渐放开之后，将有助于市场交易结构的逐渐合理。

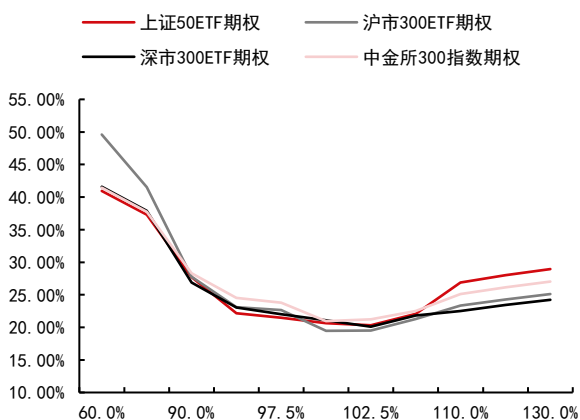
从波动率曲面来看，目前四种期权的认购与认沽波动率曲面均较平滑，同时也可以看到，认沽期权隐含波动率曲面均要明显高于认购期权，但隐波差相比之前有所缓解，市场投资者较多的选择交易认沽期权，市场情绪仍偏谨慎。

图表 18：国内股票期权波动率走势



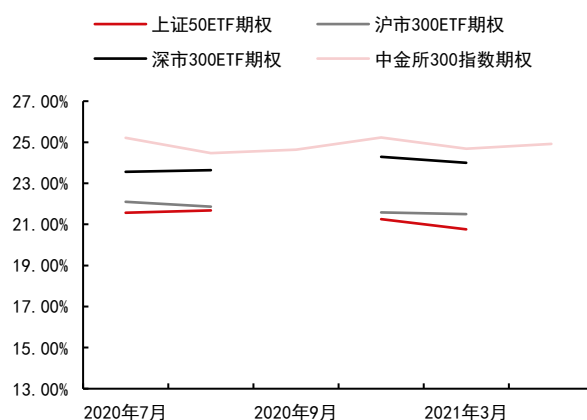
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 19：股票期权波动率微笑（近月合约，2020.07.03）



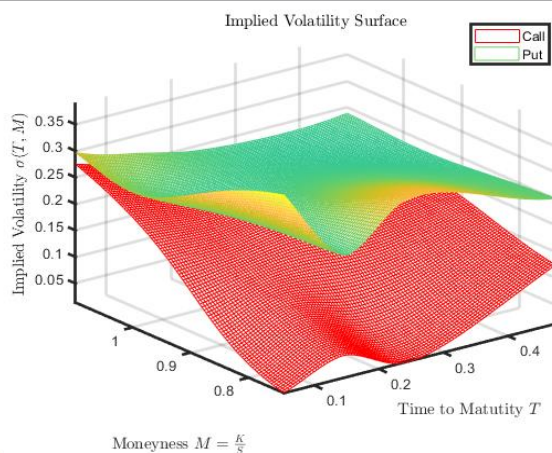
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 20：股票期权波动率期限结构（2020.07.03）



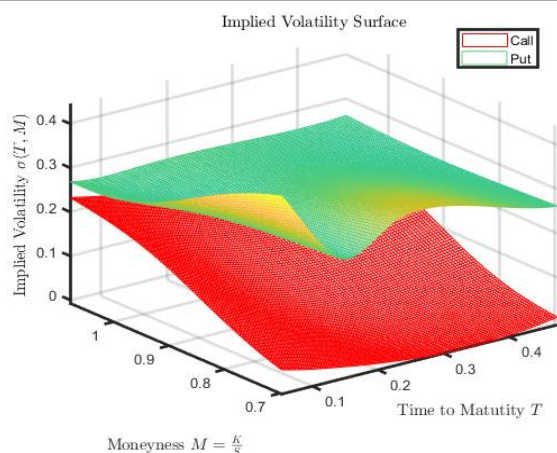
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 21：上证 50ETF 期权波动率曲面（2020. 07. 03）



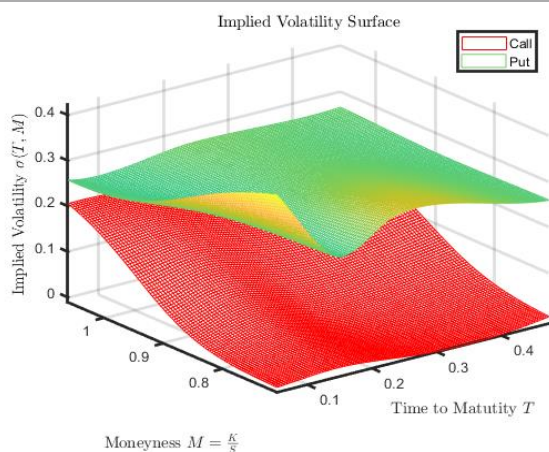
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 22：沪市 300ETF 期权波动率曲面（2020. 07. 03）



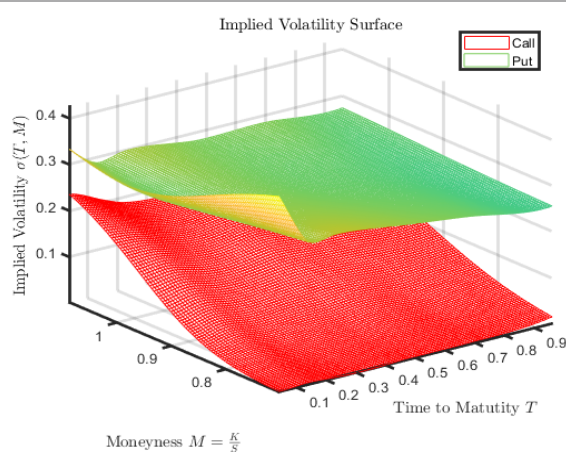
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 23：深市 300ETF 期权波动率曲面（2020. 07. 03）



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 24：中金 300 股指期货期权波动率曲面（2020. 07. 03）



资料来源：Wind 中信期货研究部

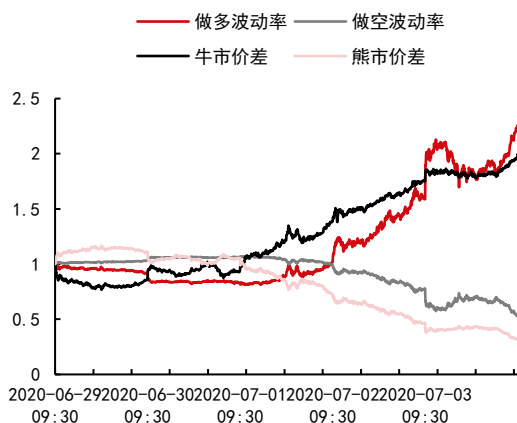
## 五、主要策略跟踪：牛市价差组合与做多波动率组合表现强势

我们每周首个交易日在所有股票股指期货期权市场构建主要的期权策略进行跟踪，并对比不同市场下各种期权策略的表现。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。

从上周的整体情况来看，由于标的价格的整体大幅上涨以及期权隐波下半周的明显走高，牛市价差组合与做多波动率组合表现强势，熊市价差组合与做空波动率组合表现较差。由于市场波动的放大，对冲策略中，保护型期权对冲组合与期权备兑组合表现均较好。

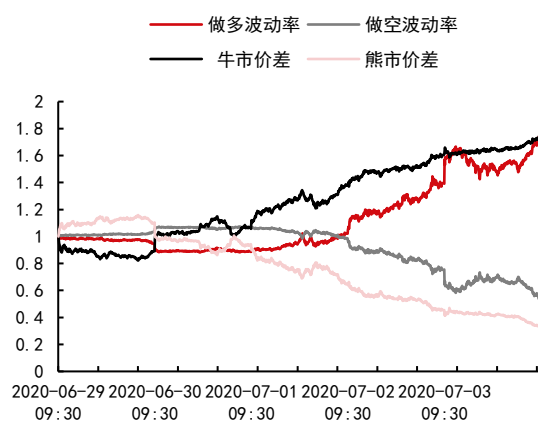


图表 25：上证 50ETF 期权策略表现



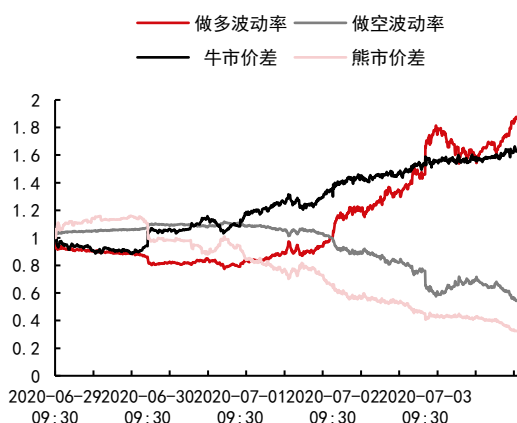
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 26：沪市 300ETF 期权策略表现



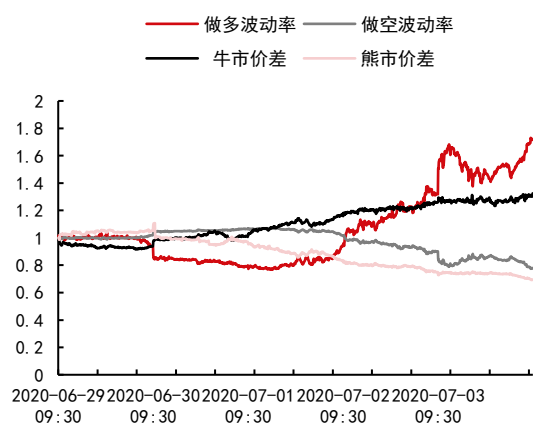
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 27：深市 300ETF 期权策略表现



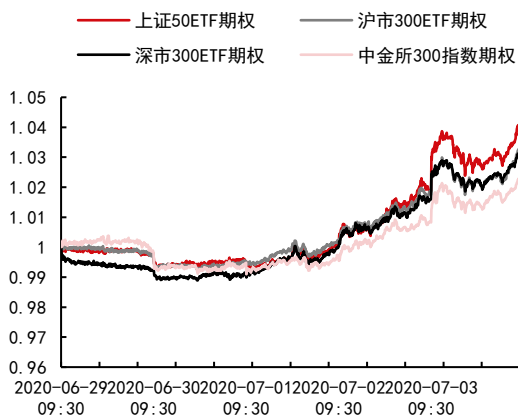
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 28：中金 300 指数期权策略表现



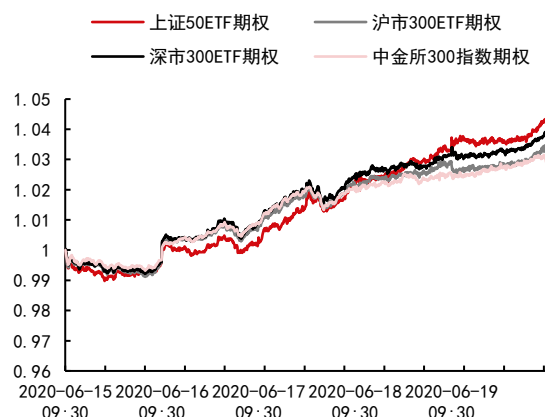
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 29：保护型期权对冲组合表现



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 30：备兑期权组合表现



资料来源：Wind 中信期货研究部

## 免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此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的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

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因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。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。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述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。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

## 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

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>