



官方微信



官方APP

沪深300股指期权上市回顾，推荐卖出跨式组合

2020年3月

联系人：杨帆

从业资格编号：F3027216

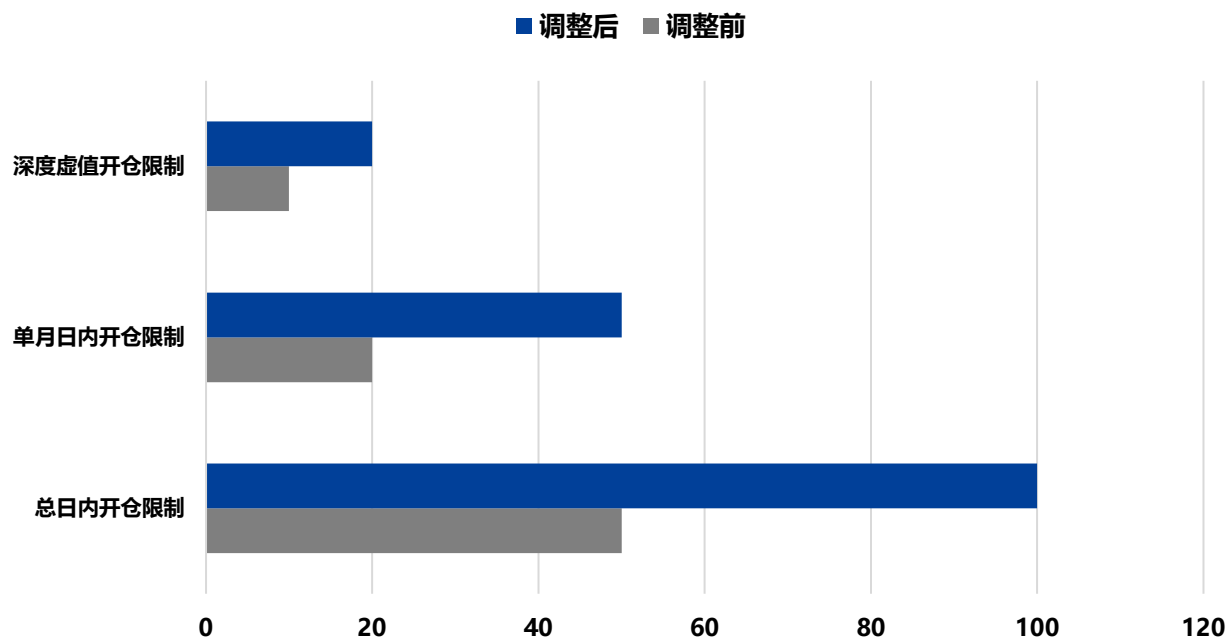
投资咨询资格编号：Z0014114

E-mail: yangf@cifutures.com.cn

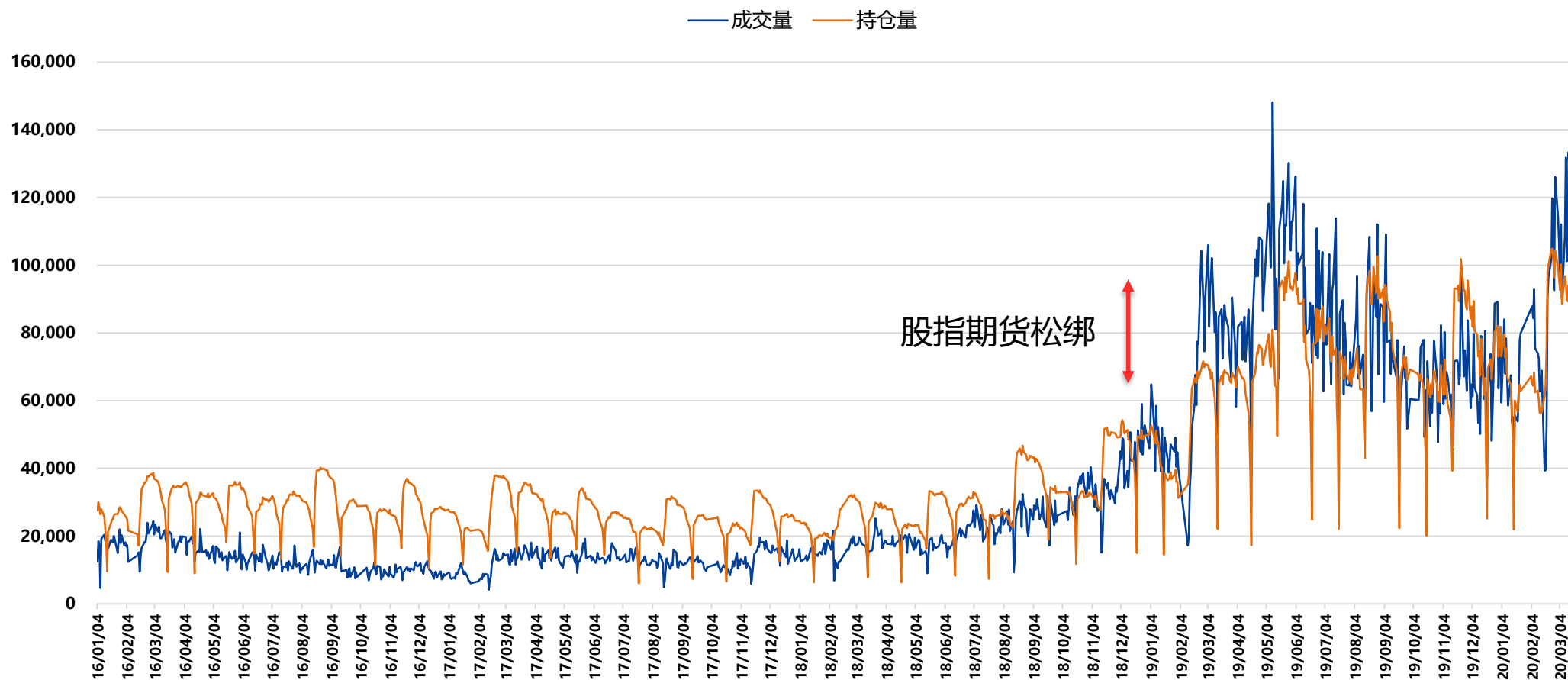
Tel: 0755-33321431

- 自2020年3月23日起，至6月19日，中金所沪深300指数期权将放宽开仓限制（见下图），其中“日内开仓交易的最大数量”指的是客户在一个月份上单日买开仓（买看涨/看跌）与卖开仓（卖看涨/看跌）的数量之和。而“深度虚值合约”指的是行权价高于上一交易日沪深300指数收盘价的第十个及以上的看涨期权和行权价格低于上一交易日合约标的指数收盘价的第十个及以下的看跌期权合约，以3月23日IO2004为例，上一个交易日3月20日沪深300指数收盘价为3653.22，平值行权价是3650，目前每一个行权价间隔是50，十个档位就是500，深度虚值合约指的是 $3650+500=4150$ 以上的看涨期权，和 $3650-500=3150$ 以下的看跌期权。
- 对于疫情冲击后亟待恢复的市场，沪深300指数期权本次扩容意义重大。在提供了更为充足的流动性的同时，积极发挥期权的避险作用。参考股指期货在2018年12月3日和2019年4月19日的两次松绑，**我们预计开仓的数量调整能够令沪深300期权成交量和持仓量规模增加50%以上**，虚值期权的日内成交量和持仓量将显著提升，投资者将有更多行权价选择空间（关于如何选择合适行权价，可参考视频）。

沪深300股指期权开仓调整前后对比



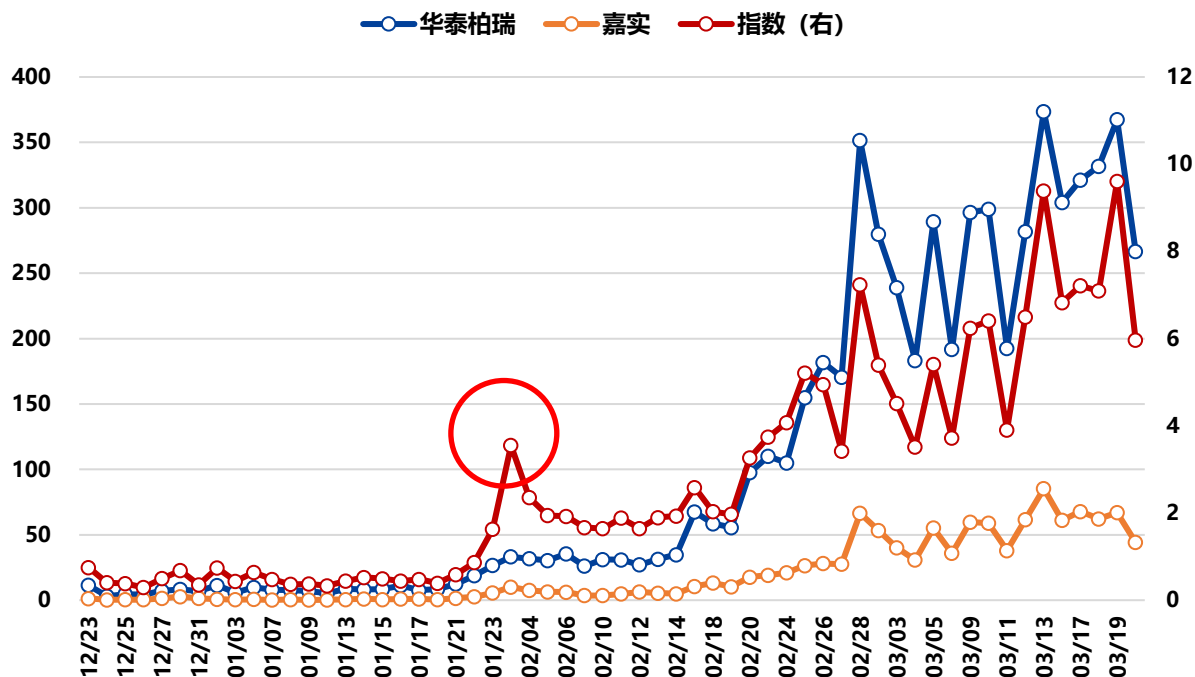
IF主力合约成交量与持仓量



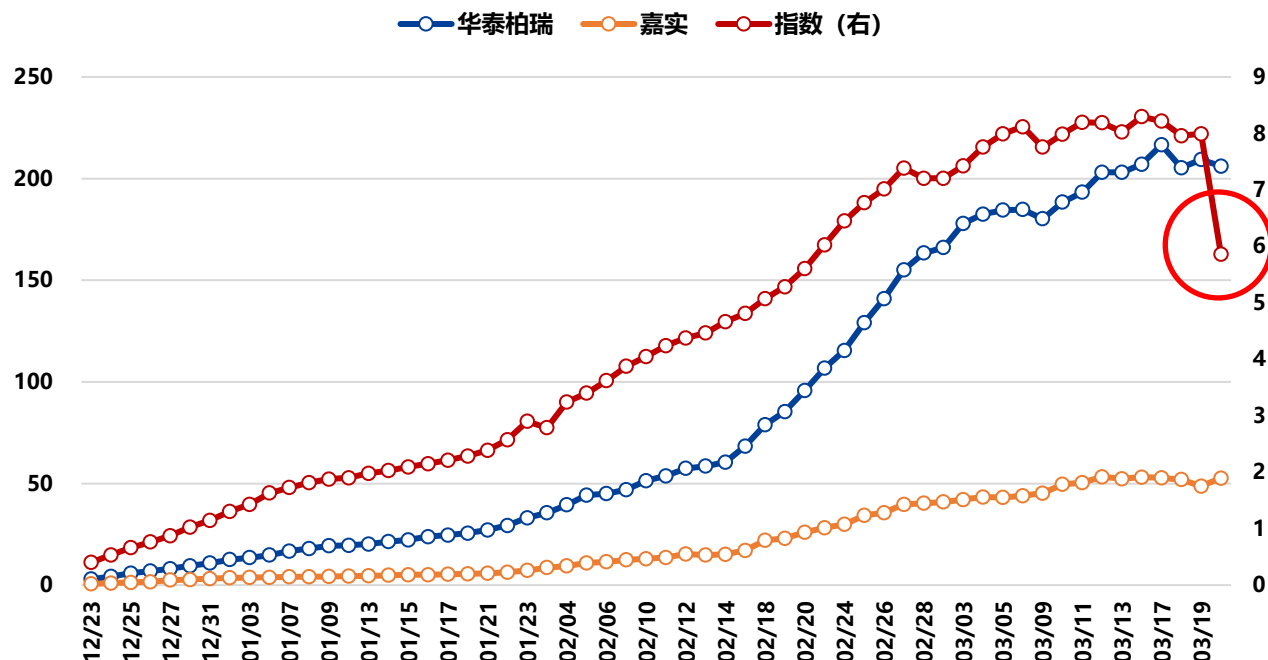
三大期权成交量和持仓量走势一致

- 自2019年12月23日上市以来，华泰柏瑞、嘉实沪深300ETF期权和沪深300股指期权所有月份合约的成交量和持仓量走势基本保持一致。其中2月3日由于沪深300指数波动剧烈，触发期权空单止盈多单止损，成交量较春节前陡增4倍，持仓量反常减少。3月20日IO2003到期持仓量正常明显减少。

沪深300ETF与指数期权上市三个月成交量对比（万手）

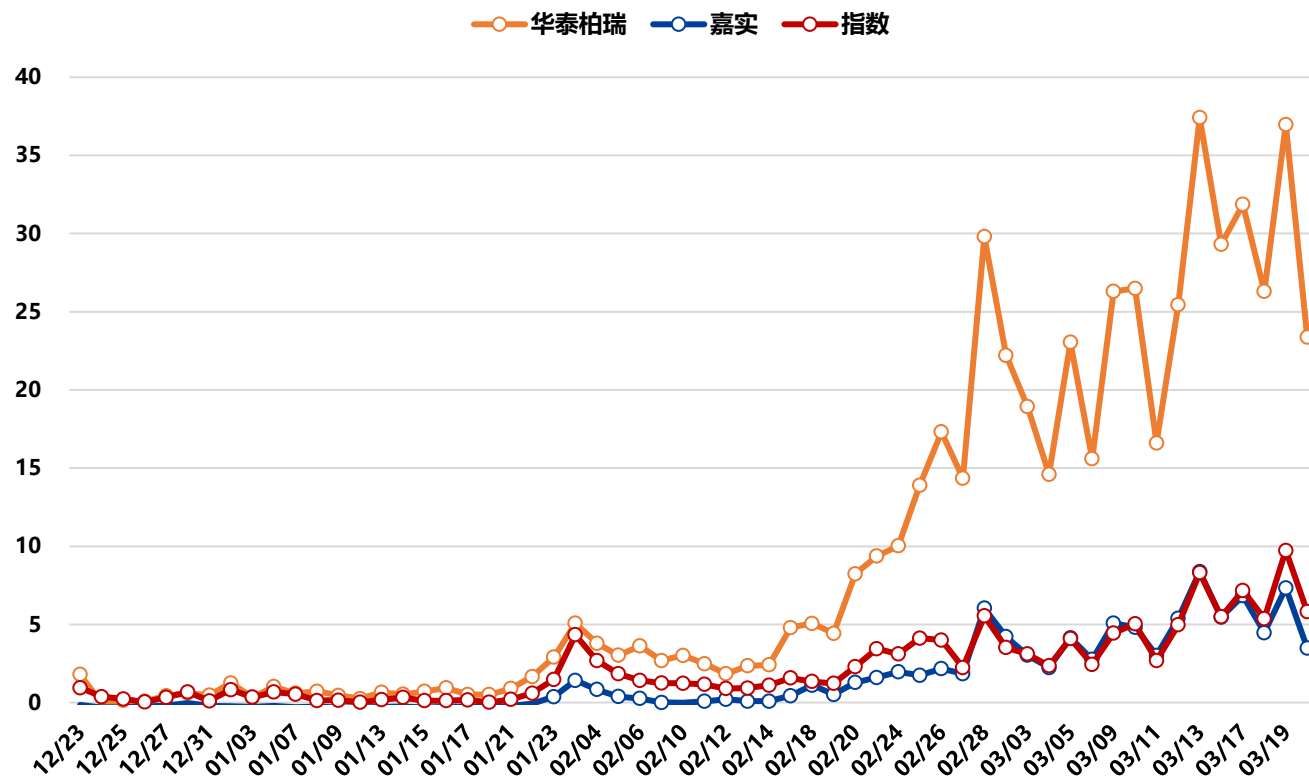


沪深300ETF与指数期权上市三个月持仓量对比（万手）



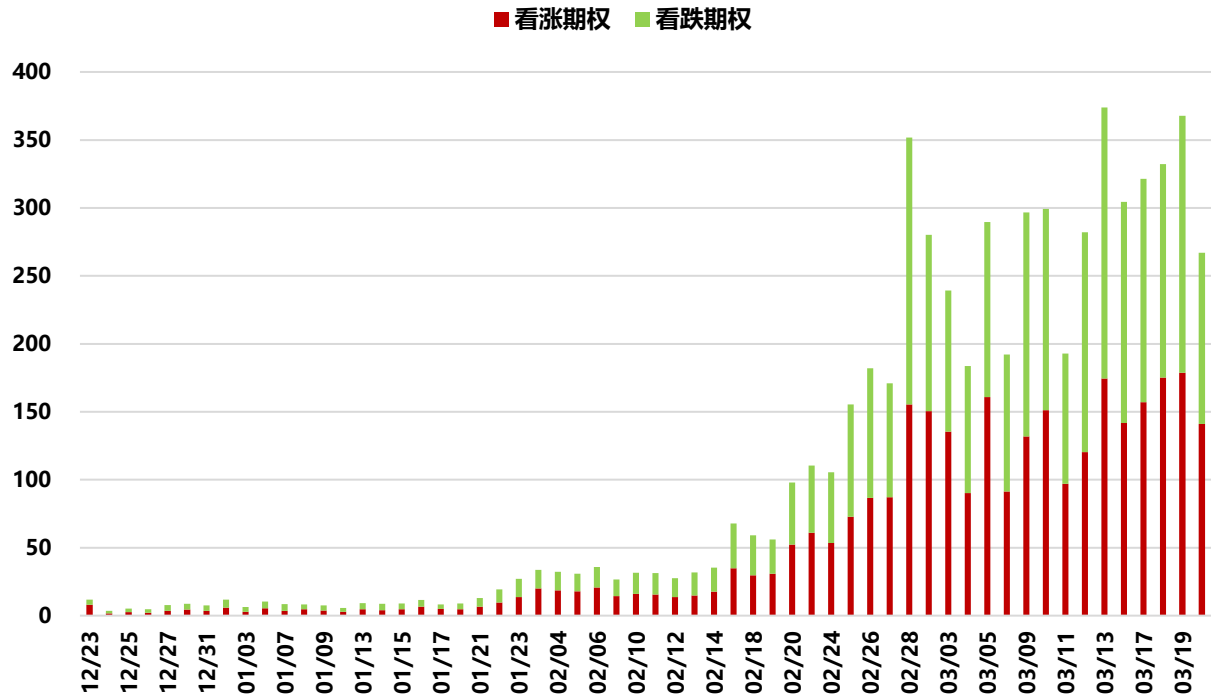
两个ETF期权成交量和持仓量均高于股指期权，主要原因在于前者投资者基数大，参与门槛低，合约价值低以及限仓宽松。不过，在对比了三个期权的成交额后，我们发现指数期权和嘉实ETF期权的成交额接近，均值约为华泰柏瑞的五分之一，按照我们粗略估计的日均成交量增加50%推算，那么日均成交额也将增加50%以上。

沪深300ETF与指数期权上市三个月成交额对比（亿元）

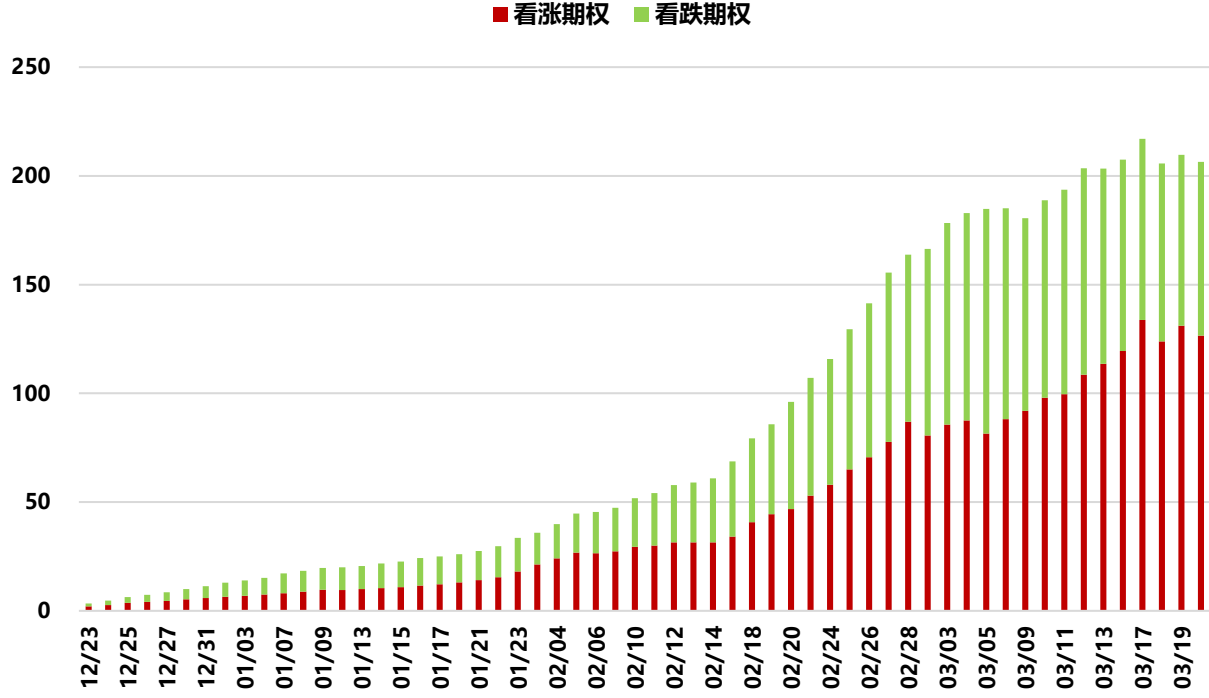


月份	看涨日均成交量 (万手)	看跌日均成交量 (万手)	看涨日均持仓量 (万手)	看跌日均持仓量 (万手)
1	5.58	5.26	10.8	11.0
2	41.7	42.0	42.9	39.1
3(截止20日)	139.86	141.7	104.7	89.6

华泰柏瑞沪深300ETF期权上市三个月**成交量** (万手)

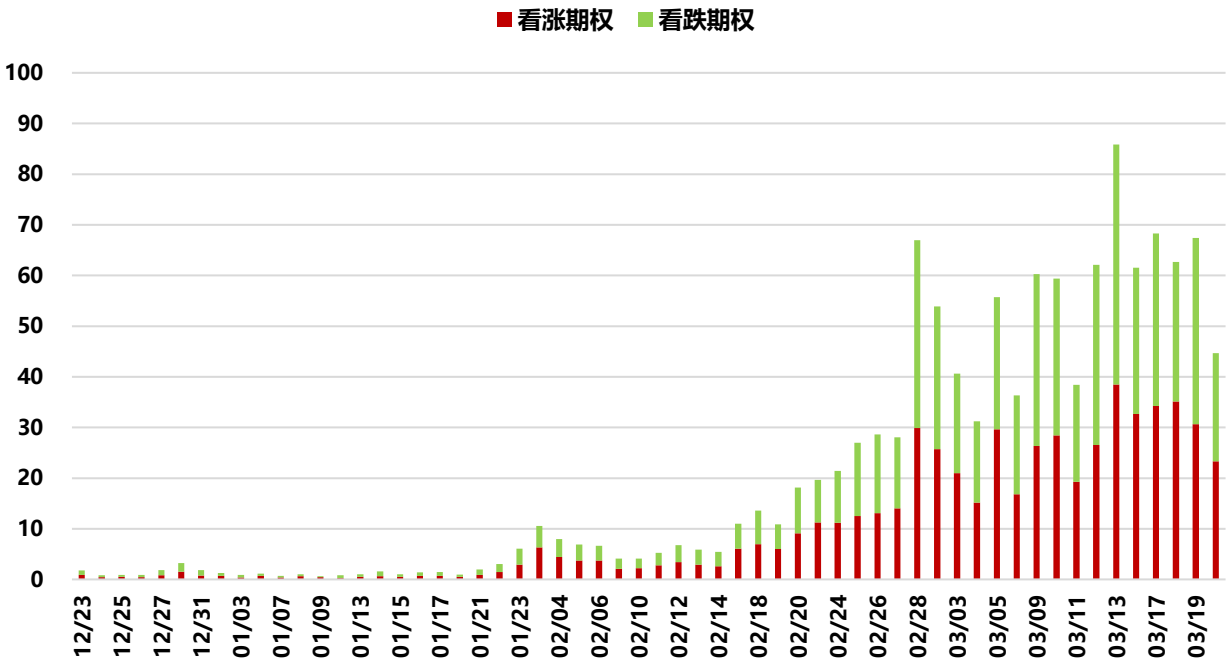


华泰柏瑞沪深300ETF期权上市三个月**持仓量** (万手)

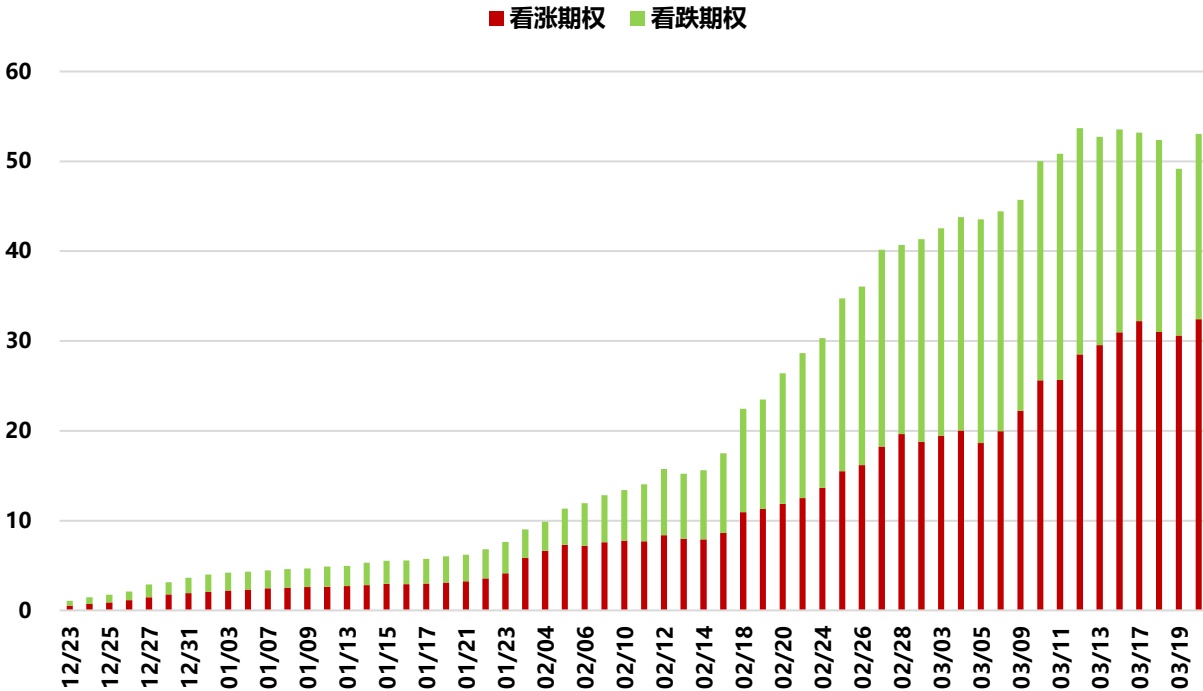


月份	看涨日均成交量 (万手)	看跌日均成交量 (万手)	看涨日均持仓量 (万手)	看跌日均持仓量 (万手)
1	0.8	0.8	2.8	2.5
2	8.6	8.7	11.0	11.4
3(截止20日)	27.0	28.4	26.2	23.0

嘉实沪深300ETF期权上市三个月**成交量** (万手)

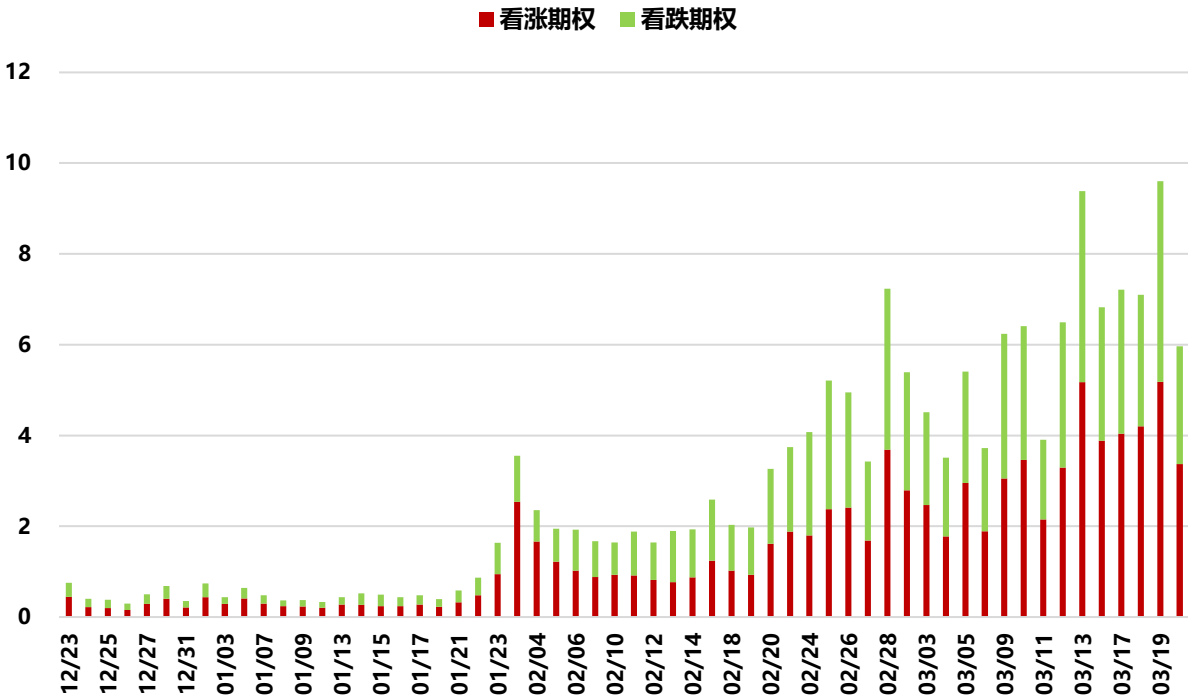


嘉实沪深300ETF期权上市三个月**持仓量** (万手)

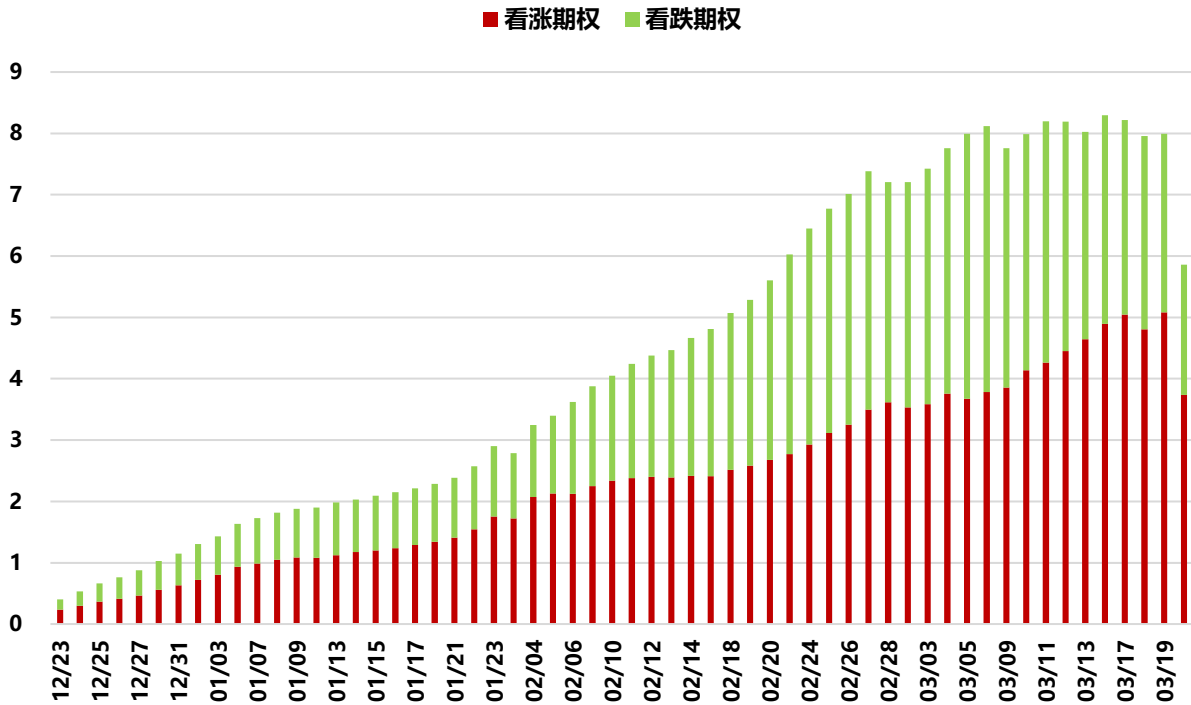


月份	看涨日均成交量 (万手)	看跌日均成交量 (万手)	看涨日均持仓量 (万手)	看跌日均持仓量 (万手)
1	0.34	0.24	1.17	0.85
2	1.52	1.43	2.58	2.44
3(截止20日)	3.31	2.8	4.22	3.58

沪深300指数期权上市三个月**成交量** (万手)

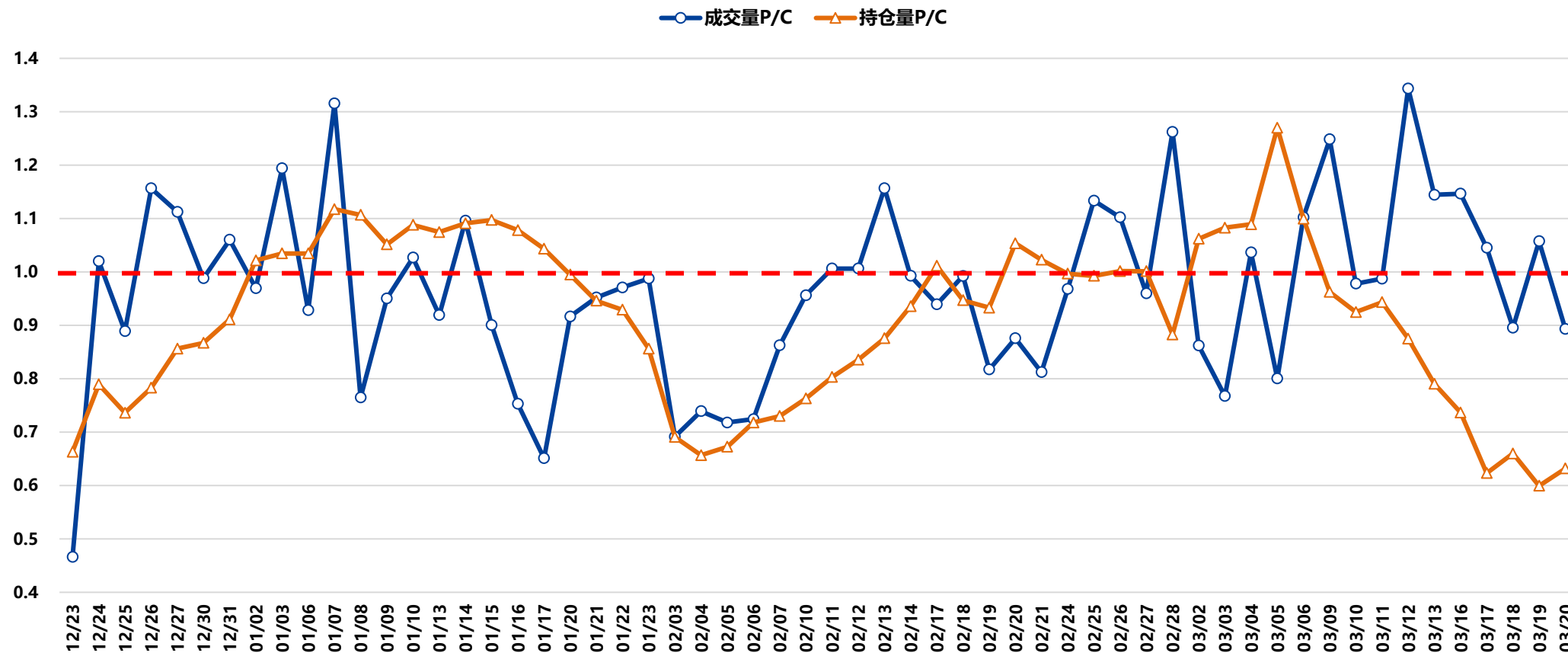


沪深300指数期权上市三个月**持仓量** (万手)

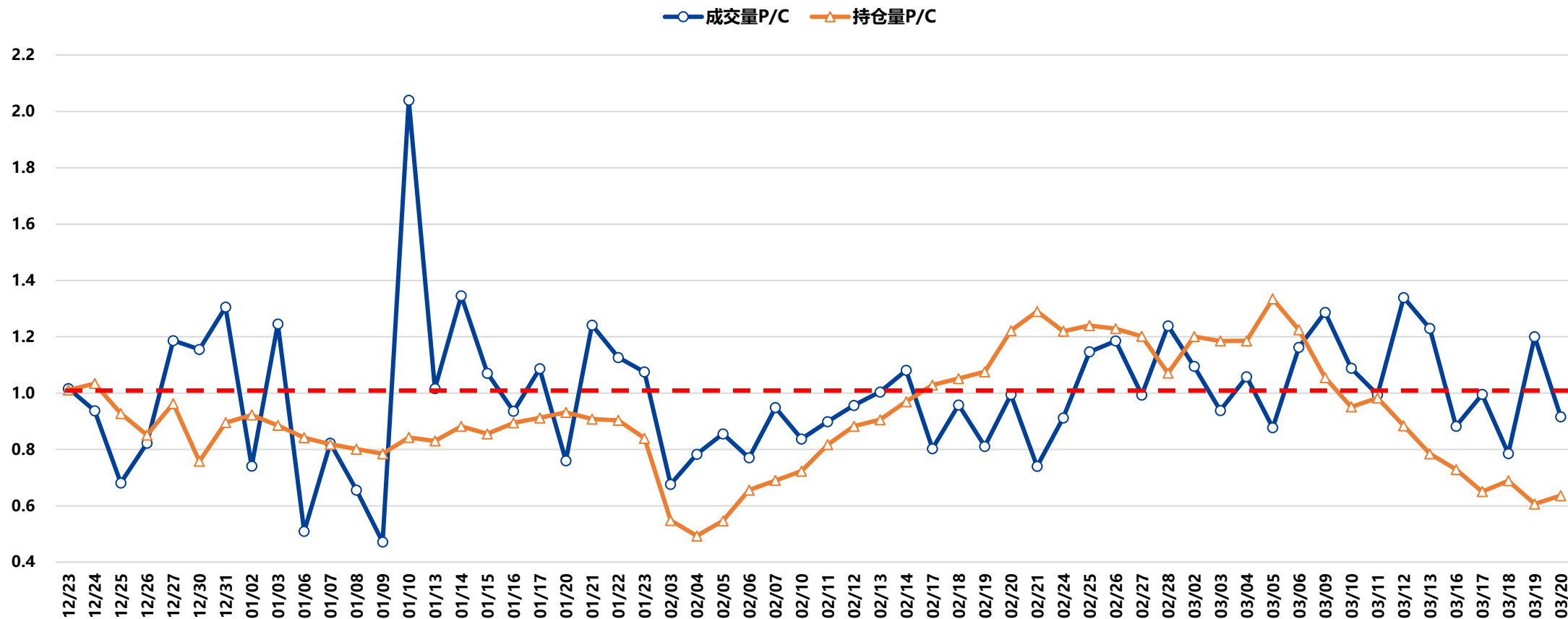


- 深入分析成交量与持仓量，华泰柏瑞沪深300ETF期权上市初期单边日均成交量5万手，持仓量10万手，进入3月后，成交量扩大28倍至140万手，持仓量扩大10倍至100万手。嘉实沪深300ETF期权上市初期单边日均成交量约0.8万手，持仓量2.5万手，2月成交量扩大10倍，持仓量扩大5倍，3月成交量再扩大3倍，持仓量扩大1倍。沪深300股指期权上市初期单边日均成交量0.3万手，持仓量1万手，近期成交量扩大10倍至3万手，持仓量扩大4倍至4万手。三只沪深300相关期权成交量和持仓量增加速度如此之快，创金融市场之最，虽然与标的的剧烈波动密切相关，但也反映了投资者对期权的认可和追捧。
- 通过对比三只期权的简单情绪指标，即成交量P/C和持仓量P/C（ $P/C = \text{看跌期权} / \text{看涨期权}$ ），我们可以发现，1月到2月，三只期权均体现了先空后多的情绪。从2月底开始至3月初，两只ETF期权风向改变，看跌日内成交量普遍多于看涨，看空情绪渐起，但是指数期权的看涨合约却一直更受青睐。不过自3月9日原油重挫引发的系统性风险之后，期权高杠杆的特点吸引了越来越多投资者，看涨期权持仓量与日俱增，甚至3月12日之后，日内看涨成交量也完全占据了优势。
- 3月13日海外超过9个股票市场遭遇熔断，而国内三只沪深300相关期权成交量创上市新高，我们统计了沪深300股指期权当日不同合约的成交量来更加精确反应投资者的预期。图中圆形的面积代表了成交量的大小，可见当日成交量主要集中在4000以上虚值看涨合约上。

华泰柏瑞沪深300ETF期权情绪指标

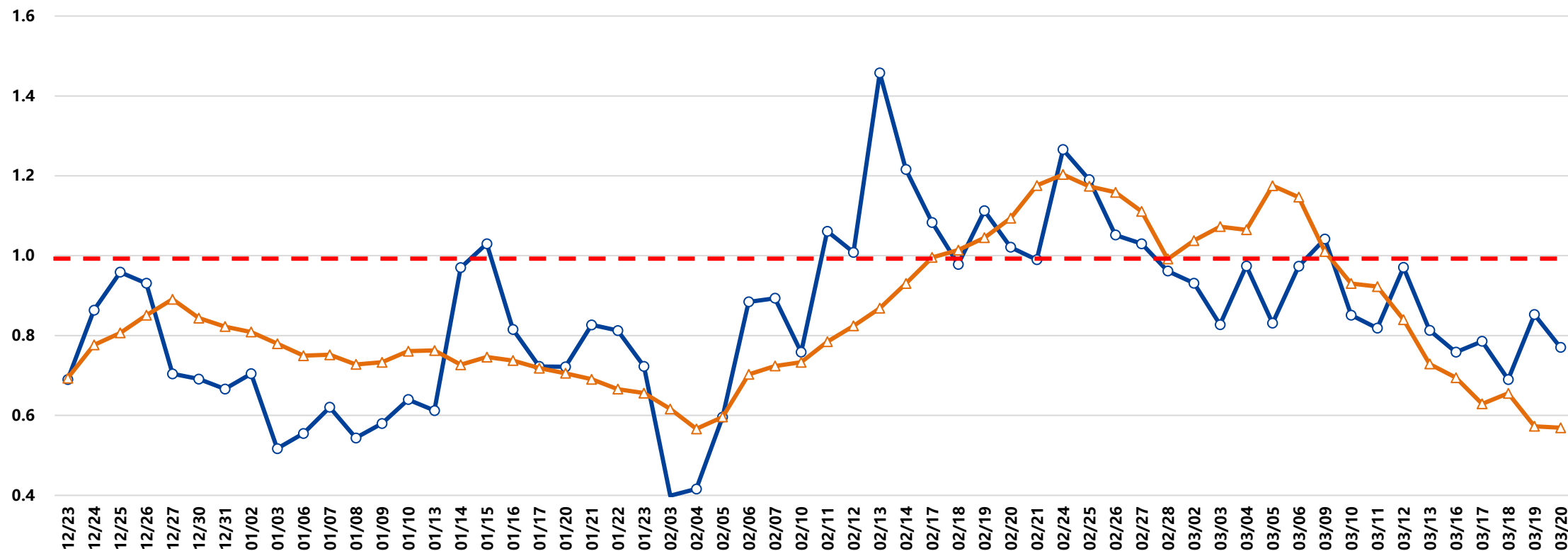


嘉实沪深300ETF期权情绪指标

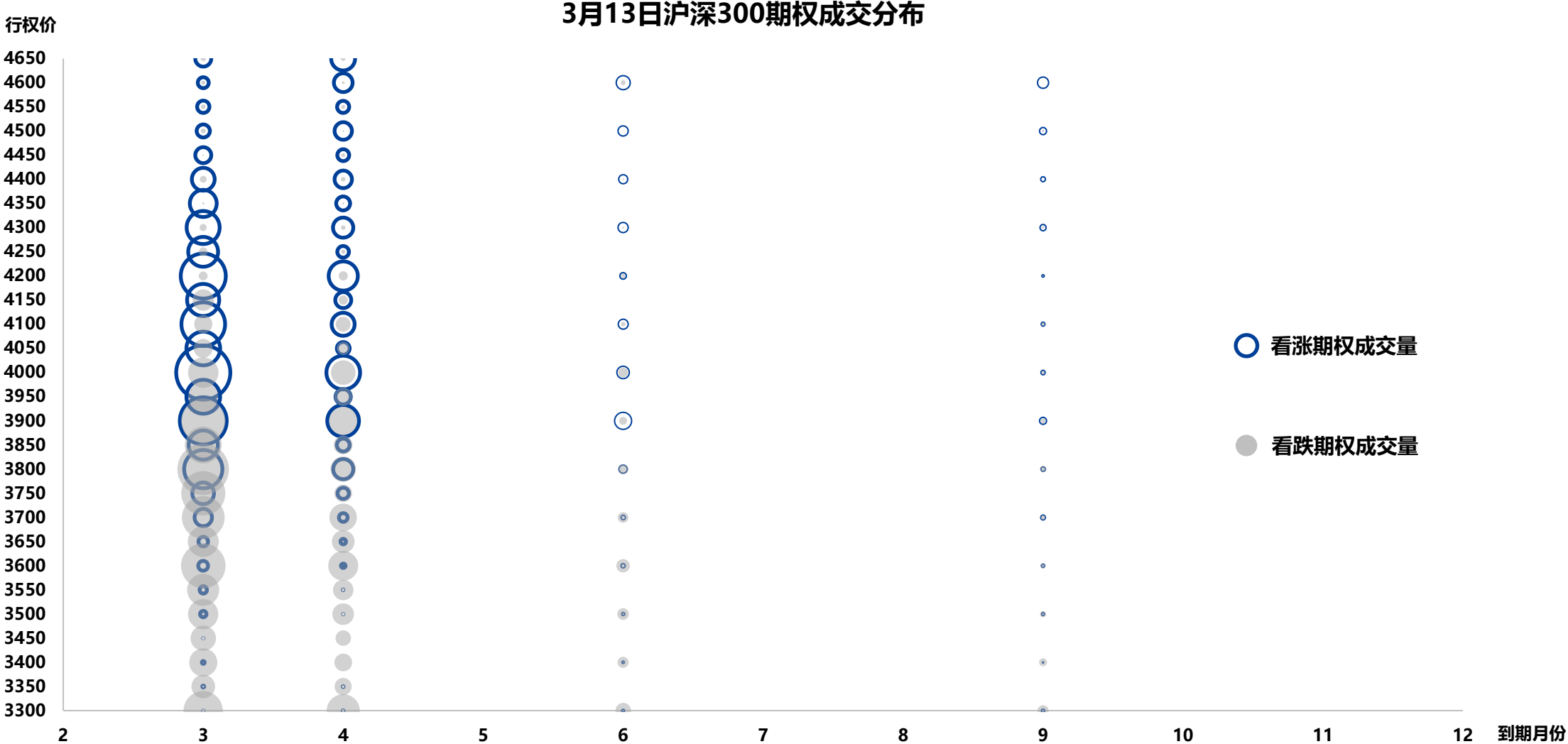


沪深300指数期权情绪指标

—○— 成交量P/C —△— 持仓量P/C

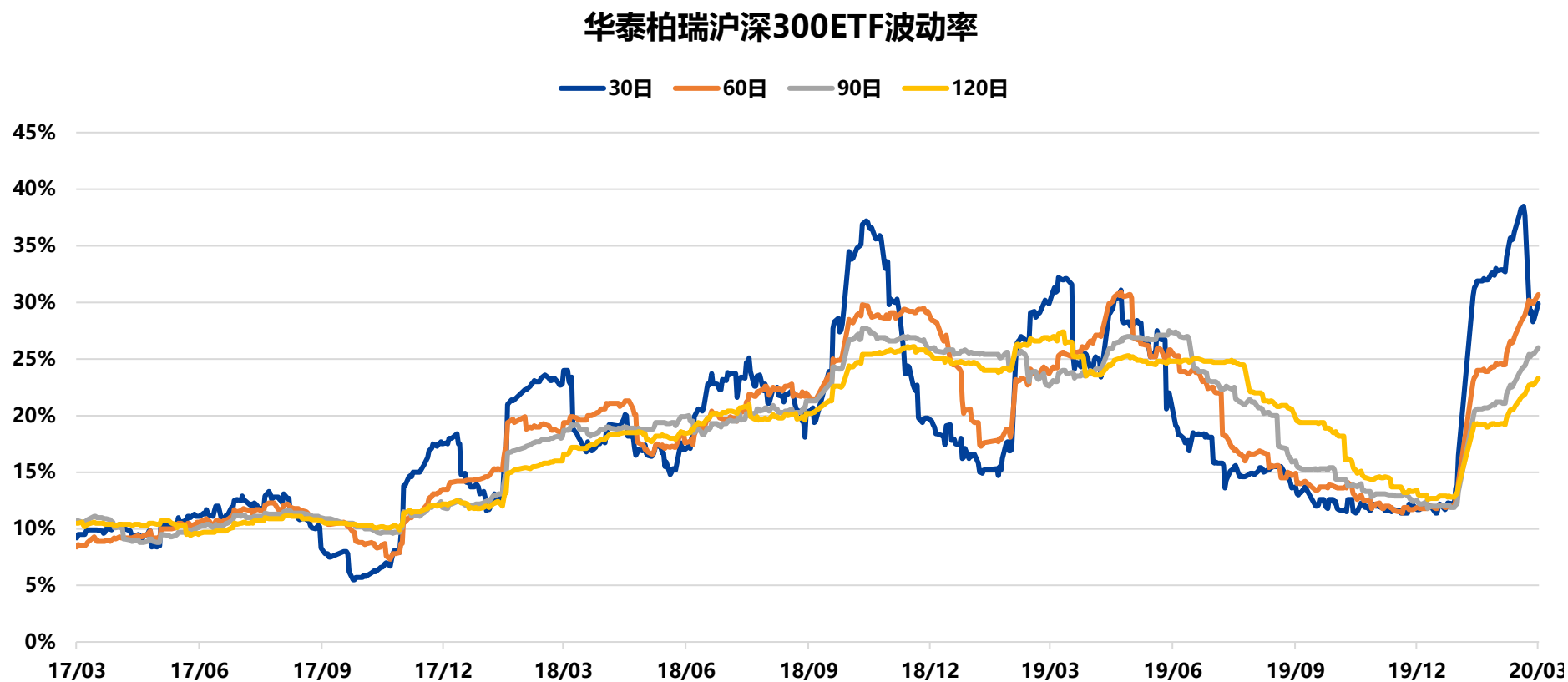


3.13日不同合约成交气泡图



历史波动率

华泰柏瑞和嘉实沪深300ETF期权的历史波动率，也即对应ETF的波动率目前已经达到近三年高点，如果不考虑2015年的极端情况，这也是自2008年金融危机以来偏高的波动率。沪深300股指期权的历史波动率为沪深300指数的波动率，走势和数值与300ETF接近，以下就不再用图形展示，仅做统计。一般而言，对于沪深300三个期权品种，历史波动率满足，华泰柏瑞+1%~嘉实~沪深300指数，历史波动率超过30%以上为高，10%以下为低。



历史波动率统计

华泰柏瑞沪深300ETF期权历史波动率

	30日	60日	90日	120日
3.23	29.9%	30.7	26%	23.3%
均值	18.23%	18.03%	17.94%	17.88%
95%	32.85%	29.1%	26.9%	25.9%
5%	8.35%	8.9%	9.7%	10.2%

沪深300指数期权历史波动率

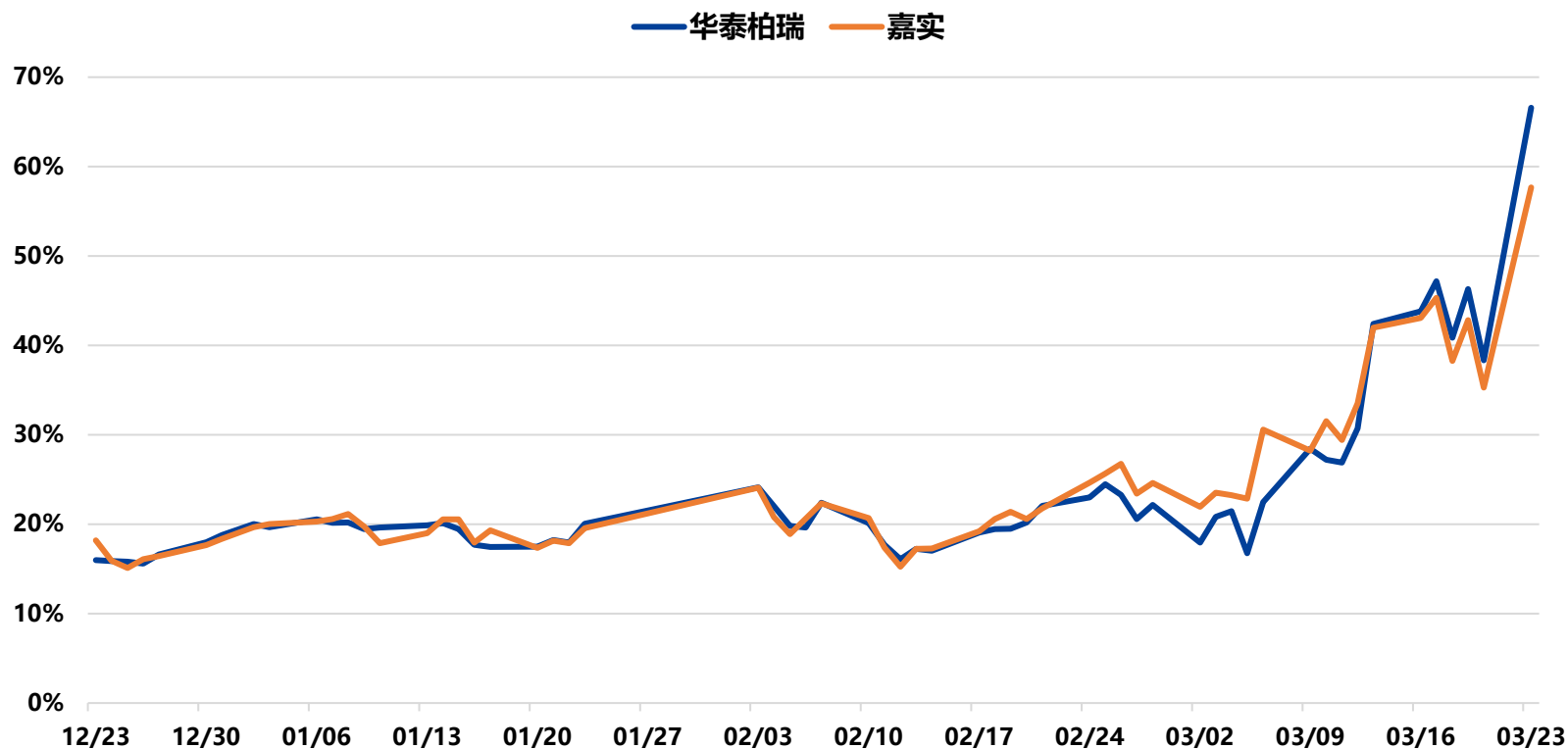
	30日	60日	90日	120日
3.23	30.50%	30.10%	25.50%	22.80%
均值	17.69%	17.47%	17.37%	17.31%
95%	31.00%	27.50%	26.35%	24.90%
5%	7.60%	8.30%	8.80%	9.40%

嘉实沪深300ETF期权历史波动率

	30日	60日	90日	120日
3.23	29.7%	29.6%	25.1%	22.5%
均值	17.56%	17.38%	17.29%	17.24%
95%	31.10%	27.60%	26.06%	24.70%
5%	7.78%	8.30%	9.10%	9.55%

- 华泰柏瑞和嘉实沪深300ETF无论哪个行权价的期权合约，在3月之前的隐含波动率均在15%至30%之间，3月9日之后，全球金融市场风险加剧，波动率直线上升，截止3月23日收盘，已经超过60%，是1、2月平稳时期的3倍。

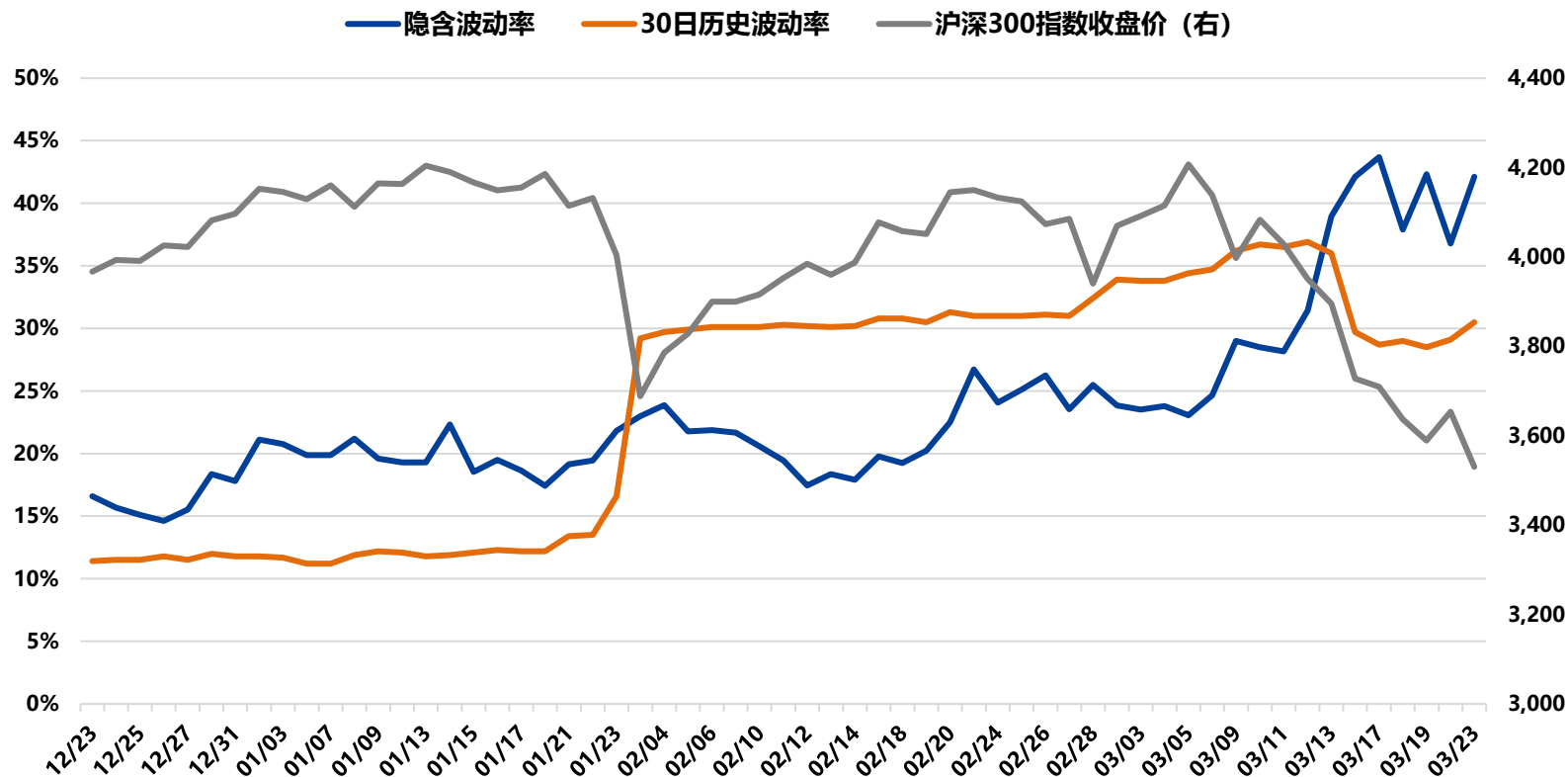
3月购4.0隐含波动率



隐含波动率

- 沪深300指数期权的隐含波动率较ETF期权低，本次开仓限制调整后，预计隐含波动率整体水平将增加。隐含波动率可以理解为市场预期的波动率，而历史波动率是标的价格波动程度的反映，二者长期看是严格正相关，且差值满足均值回归规律，类似基差，其中期货看作是隐含波动率，现货对等历史波动率。一般情况下，隐含波动率会高于历史波动率，主要因为期权卖方需要为自己留出更多的风险溢价以应对标的波动。当历史波动率反超隐含波动率时，例如图中2月3日，需要警惕未来隐含波动率的剧烈增加带来的价格单方向波动风险，如图中3月13日所示。目前隐含波动率远超历史波动率，则需要关注未来波动率下滑带来的价格震荡风险。

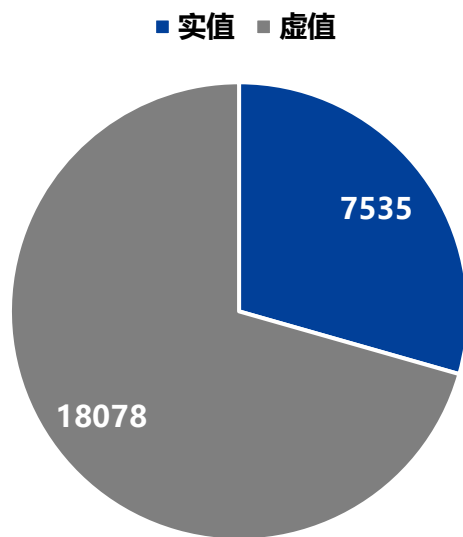
沪深300股指期权波动率对比



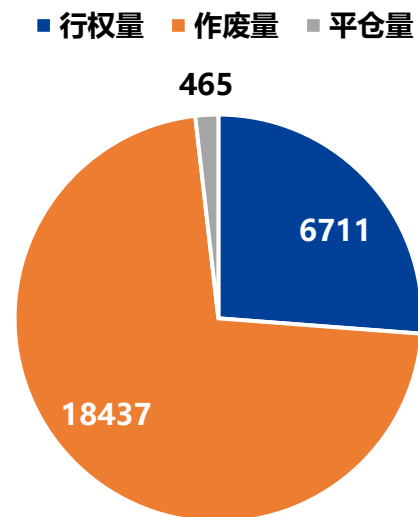
行权数量

- 3月20日IO2003到期，共产生行权6711手，前一交易日实值期权持仓量7535手，如不考虑到期日新增实值期权，行权率为89%，而到期未行权19261手，排除自动行权的824手，实际上作废18437手，占前一日持仓量72%，与买入期权不足25%胜率不谋而合。

IO2003到期前一日持仓量

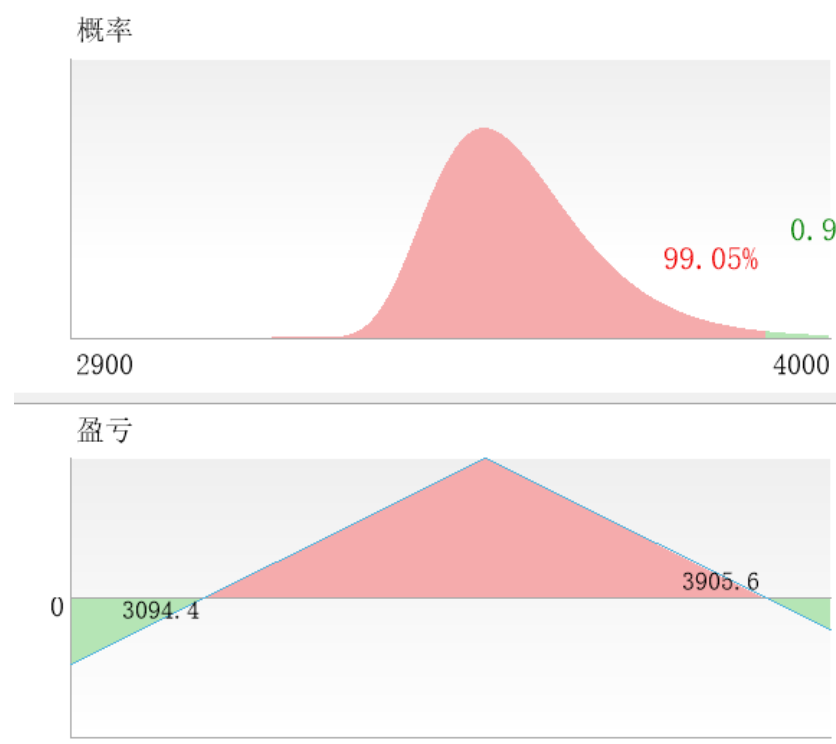


IO2003到期日处理占比



策略推荐

- 考虑到目前沪深300指数期权的历史波动率和隐含波动率均位于高位，而海外疫情利空与国内复产利多博弈，近一个月走势不明朗，我们推荐卖出IO2005C3600和IO2005P3600，构建跨式盘整组合，只要沪深300指数位于3094到3905之间，就可稳定获取权利金，最大收益为两边权利金之和399，持有周期为4月底前或者隐含波动率下穿历史波动率。



Thank you!



兴业期货有限公司
CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

地址：宁波市江东区中山东路796号东航大厦11楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城路167号兴业大厦11楼 邮编：200120

网：www.cifutures.com.cn

Add: 11th Floor Eastern Airlines Building, No.796 Zhongshan East Road, Ningbo, 315040, China

Tel: 400-888-5515 Fax:021-80220211/0574-87717386