

## 金融期权：事件频发，做多隐波

### 观点概述

10月，由于国庆长假休市，交易日偏少。上证50指数和沪深300指数在节后快速拉升，随后高位震荡，缓缓下跌。上证50指数和50ETF成交量大幅上升，沪深300指数成交量下降。50ETF在3.35-3.5间震荡，沪300ETF在4.7-4.95间震荡，沪深300指数在4650-4850间震荡，波幅较上月减小。市场风险偏好下降，抱团大盘权重股。

**50ETF期权成交量明显上升，持仓量基本不变。沪300ETF期权成交量和持仓量基本不变。**

50ETF期权日均成交量181万张，较上月上升10%。日均持仓量239万张，较上月基本持平。持仓量PCR震荡下行，表现中性偏强。沪300ETF期权日均成交量183万张，较上月基本持平。日均持仓量187万张，较上月下降3%。持仓量PCR缓缓上行，数据表现偏弱。

**沪深300股指期权成交量和持仓量均明显下滑。**

期权日均成交量7.7万张，较上月下降11%。日均持仓量12万张，较上月下降12%。成交量PCR低位波动。持仓量PCR在80—90%，较上月上升。10月沪深300指数成交低迷，期权端活跃度也一同走低。

**10月，标的历史波动率下行，期权隐含波动率在历史中位震荡。**

第三季度，伴随着标的高位震荡，历史波动率也逐渐走低，随后震荡。期权隐含波动率处于历史中等水平，小幅震荡，市场表现中性。当前期权隐含波动率与历史波动率价差较小，基本定价合理，期权溢价不高。但介于近期宏观基本面有较强不确定性，隐含波动率未来有上升的可能。

### 策略推荐

短期受到宏观风险点较多，市场摇摆不定，资金情绪脆弱。外部风险加剧，欧美疫情再度爆发，新增病例创历史纪录。地缘政治局势动荡、各方势力剑拔弩张。美国大选在即，中共五中全会召开。上市公司三季报密集发布，蚂蚁集团上市吸金。未来或是多空交织，市场波动增大的一段时间。持有ETF或者股指期货的投资者，若预期悲观，可考虑构建领口策略。看多波动率的投资者可以考虑做多Vega或者构建买入跨式、买入宽跨式策略。

### 风险关注

1.模型仅代表历史规律，不代表未来会遵循历史；2.市场波动低于预期

报告仅供参考，请阅读末页免责声明。

研究员：程赵宏

邮箱：chengzh@ghlsqh.com.cn

TEL: 0571-85237429

从业资格号：F0268663

投资咨询资格号：Z0002593

研究员：顾乡

邮箱：gux@ghlsqh.com.cn

TEL: 0571-85135815

从业资格号：F3065570

发布时间：2020-10-29

## 一、市场行情回顾

10月，由于国庆长假休市，交易日偏少。上证50指数和沪深300指数在节后快速拉升，随后高位震荡，缓缓下跌。上证50指数和50ETF成交量大幅上升，沪深300指数成交量下降。50ETF在3.35-3.5间震荡，沪300ETF在4.7-4.95间震荡，沪深300指数在4650-4850间震荡，波幅较上月减小。截止至10月28日，上证50ETF收于3.364元，较9月30日收盘价涨2.5%，日均成交量4.5亿份，较上月上升21%。上证50指数收于3313.2点，涨2.5%，日均成交量30.7亿股，较上月上升14%。上交所沪深300ETF收于4.804元，涨3.4%，日均成交量3.9亿份，较上月持平。沪深300指数收于4737.3点，涨3.3%，日均成交量112亿股，较上月下降7%。10月，市场风险偏好下降，抱团大盘权重股。

图1 上证50指数走势



数据来源：Wind，国海良时期货研究所

图2 沪深300指数走势



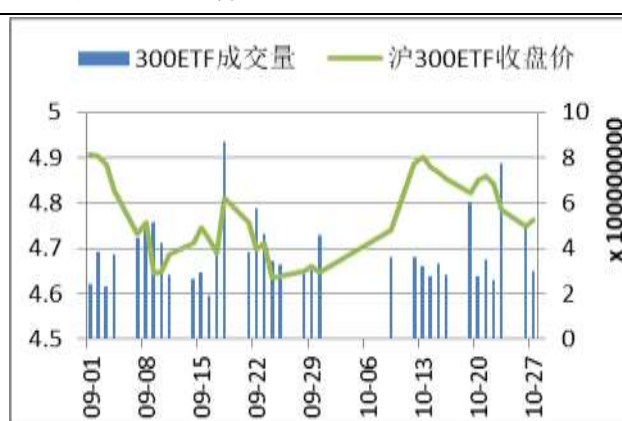
数据来源：Wind，国海良时期货研究所

图3 50ETF走势



数据来源：Wind，国海良时期货研究所

图4 沪300ETF走势



数据来源：Wind，国海良时期货研究所

## 二、期权市场回顾

上证 50ETF 期权成交量明显上升，持仓量基本不变。50ETF 期权日均成交量 181 万张，较上月上升 10%。认购期权日均成交量 105 万张，上升 15%，认沽期权日均成交量 76 万张，上升 4%。日均持仓量 239 万张，较上月基本持平。认购期权日均持仓量 133 万张，上升 3%，认沽期权日均持仓量 106 万张，下降 3%。成交量 PCR 震荡上升，持仓量 PCR 震荡下行，在 70%-80%间，该数据表现中性偏强。

图 5 50ETF 期权成交量走势

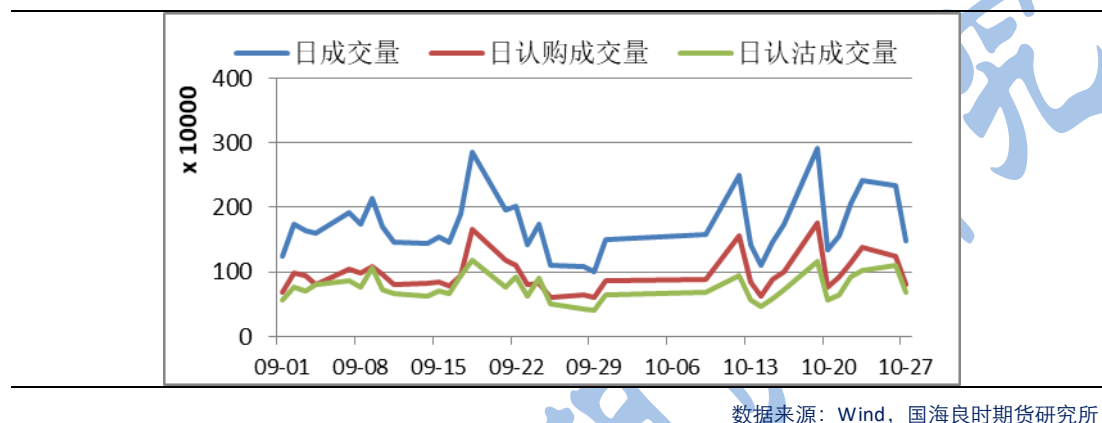


图 6 50ETF 期权持仓量走势

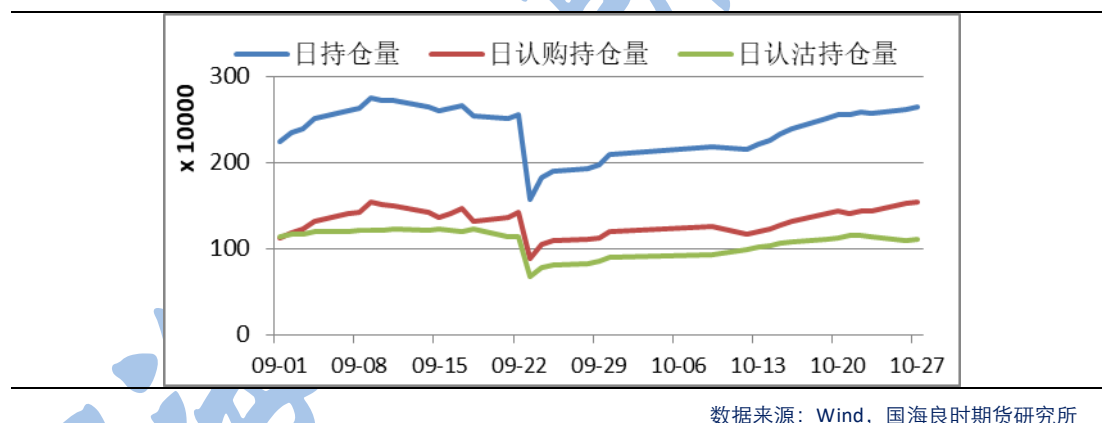
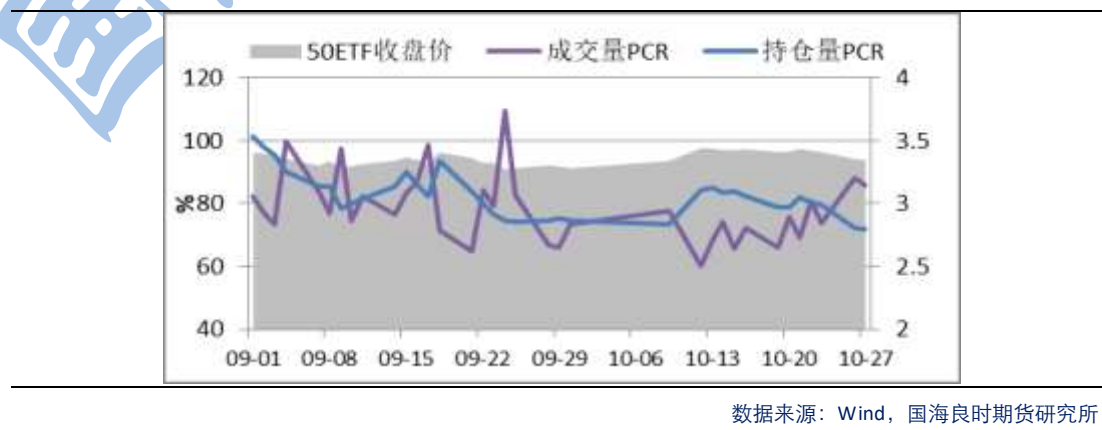
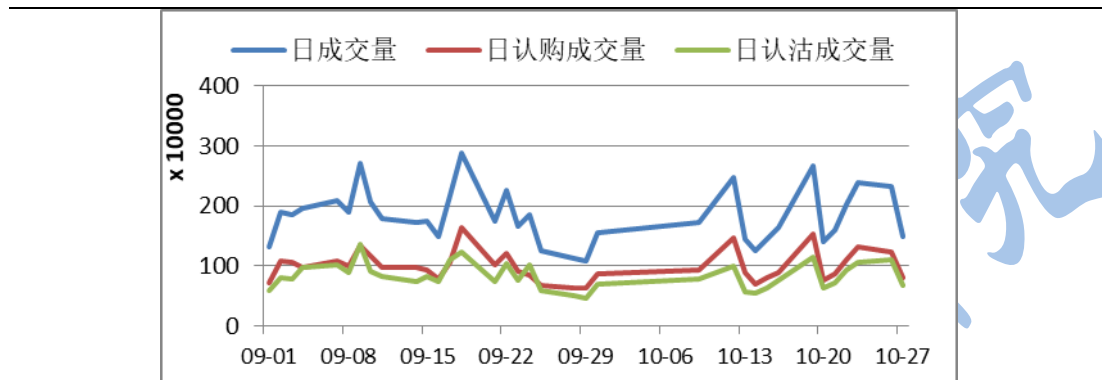


图 7 50ETF 期权 PCR 走势



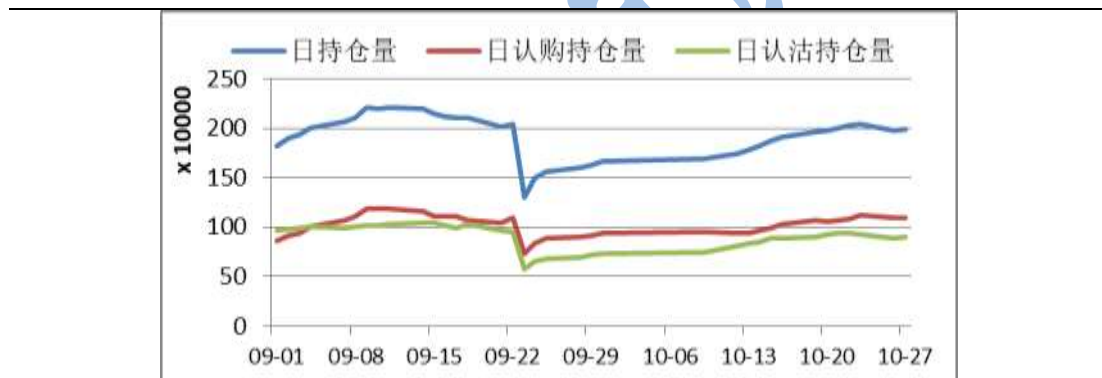
**沪 300ETF 期权成交量和持仓量基本不变。**沪 300ETF 期权日均成交量 183 万张，较上月基本持平。认购期权日均成交量 102 万张，上升 5%，认沽期权日均成交量 81 万张，下降 4%。日均持仓量 187 万张，较上月下降 3%。认购期权日均持仓量 101 万张，与上月持平，认沽期权日均持仓量 86 万张，下降 5%。成交量 PCR 无趋势震荡，持仓量 PCR 缓缓上行，数据表现偏弱。

图 8 沪 300ETF 期权成交量走势



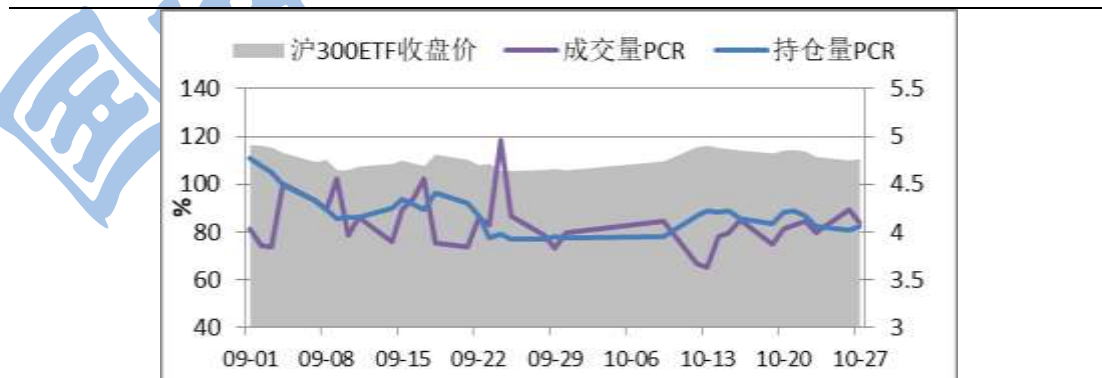
数据来源：Wind，国海良时期货研究所

图 9 沪 300ETF 期权持仓量走势



数据来源：Wind，国海良时期货研究所

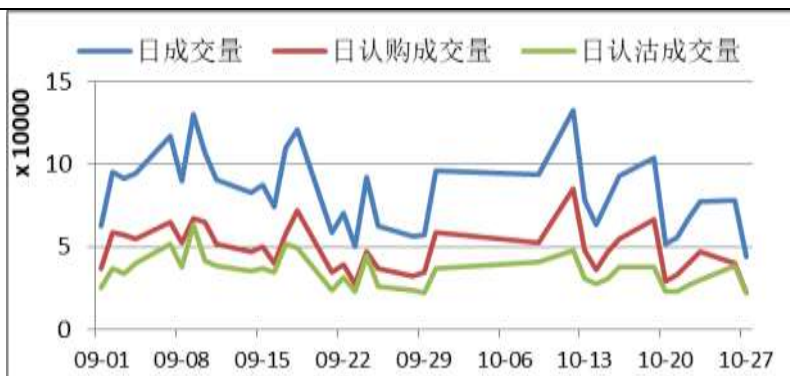
图 10 沪 300ETF 期权 PCR 走势



数据来源：Wind，国海良时期货研究所

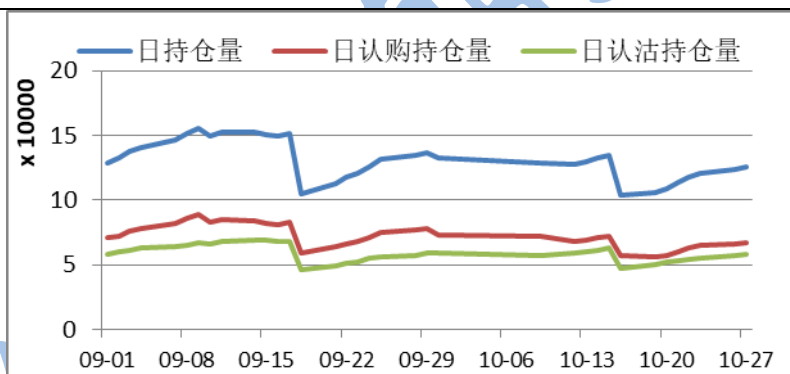
沪深 300 股指期权成交量和持仓量均明显下滑。期权日均成交量 7.7 万张，较上月下降 11%。认购期权日均成交量 4.5 万张，下降 8%，认沽期权日均成交量 3.2 万张，下降 14%。日均持仓量 12 万张，较上月下降 12%。认购期权日均持仓量 6.5 万张，下降 15%，认沽期权日均持仓量 5.6 万张，下降 7%。成交量 PCR 低位波动。持仓量 PCR 在 80—90%，较上月上升。10 月沪深 300 指数成交低迷，期权端活跃度也一同走低，说明股指期权作为对冲工具被广泛使用。

图 11 沪深 300 股指期权成交量走势



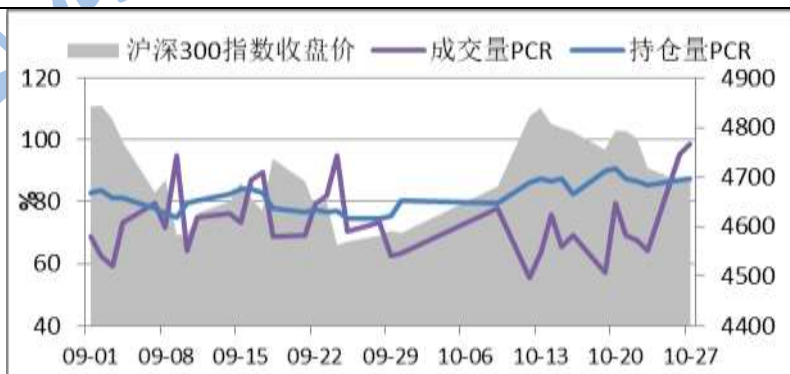
数据来源: Wind, 国海良时期货研究所

图 12 沪 300ETF 期权持仓量走势



数据来源: Wind, 国海良时期货研究所

图 13 沪 300ETF 期权 PCR 走势



数据来源: Wind, 国海良时期货研究所

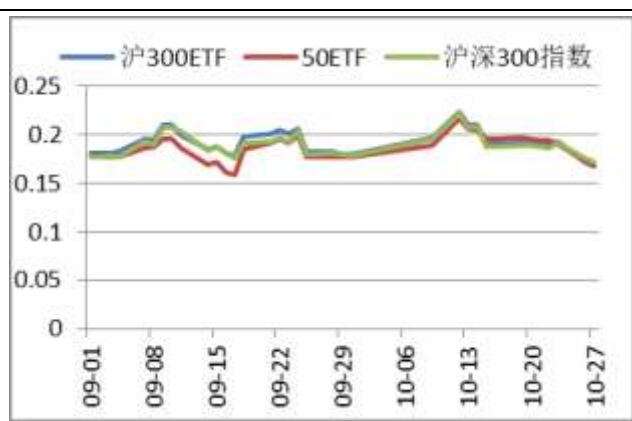


### 10 月，标的历史波动率下行，期权隐含波动率在历史中位震荡。

第三季度，伴随着标的的高位震荡，历史波动率也逐渐走低，随后震荡。50ETF20 日历史波动率在 16—22%之间。沪 300ETF20 日历史波动率在也 16—22%之间，但较上月下降。沪深 300 指数 20 日历史波动率在 17—22%之间。50ETF 期权隐含波动率较 9 月有所下降，当前在 26%，沪 300ETF 期权隐含波动率当前在 25%，沪深 300 股指期权隐含波动率在 24%。

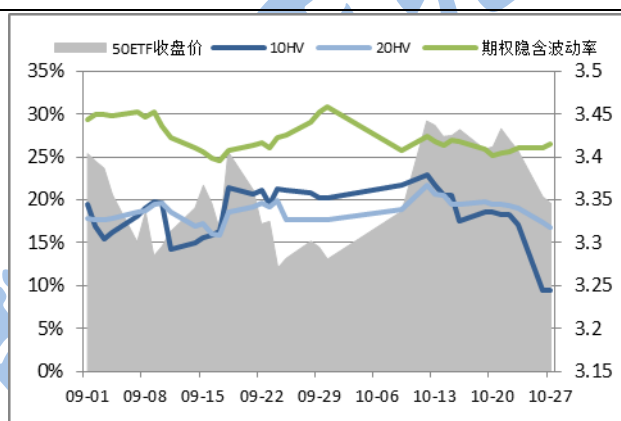
期权隐含波动率处于历史中等水平，小幅震荡，市场表现中性。10 月，上证 50 表现较沪深 300 指数更为强势。量能来讲，沪深 300 指数也偏弱。当前期权隐含波动率与历史波动率价差较小，基本定价合理，期权溢价不高。但介于近期宏观基本面有较强不确定性，隐含波动率未来有上升的可能。

图 14 标的 20 日历史波动率



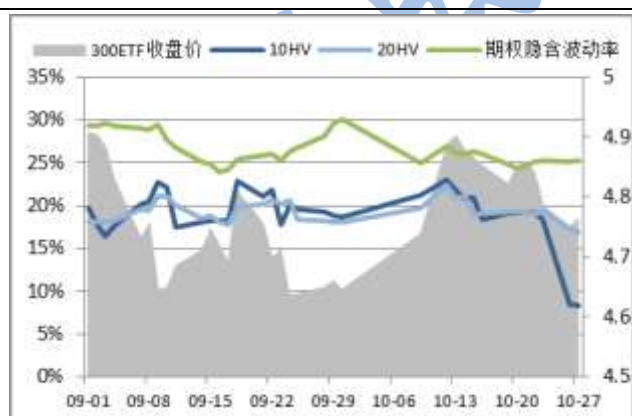
数据来源：Wind，国海良时期货研究所

图 15 50ETF 期权隐波和标的历波



数据来源：Wind，国海良时期货研究所

图 16 沪 300ETF 期权隐波和标的历波



数据来源：Wind，国海良时期货研究所

图 17 沪深 300 股指期权隐波和标的历波



数据来源：Wind，国海良时期货研究所

图 18 50ETF 期权平值隐波



数据来源：Wind，国海良时期货研究所

图 19 沪 300ETF 期权平值隐波



数据来源：Wind，国海良时期货研究所

图 20 沪深 300 股指期权平值隐波



数据来源：Wind，国海良时期货研究所

### 三、策略推介

方向上，中长期依旧坚定看多，但是短期受到宏观事件影响，风险点较多，市场摇摆不定，资金情绪脆弱。外部风险加剧，欧美疫情再度爆发，新增病例创历史纪录。法国、德国等国家出台新的防控措施，美国疫苗在今年无望入市。欧美国家经济复苏之路艰辛且漫长，拖累全球经济重启。欧洲央行以及美国的经济刺激政策多次遭到各原因的阻碍，迟迟无法达成一致，给原本脆弱的经济雪上加霜。地缘政治局势动荡、各方势力剑拔弩张。美国大选在即，将于 11 月初开始投票。民意调查显示，特朗普与拜登均有获胜的机会。虽然无论谁赢得选举都无法改变美对华的政治高压，但是政策面预期将会使市场波动加剧。10 月 26 日至 29 日，中共五中全会召开，十四五规划等即日将公布，有望提振市场情绪。上市公司三季报密集发布，蚂蚁集团上市吸金。未来或是多空交织，市场波动增大的一段时间。当前期权市场波动率处于历史中位，建议投资者尽量避免持有裸卖、双卖等没有保护的义务仓头寸，以免市场波动突然加剧而产生大幅亏损。持有 ETF 或者股指期货的投资者，若对未来较为悲观，有避险需求，可以考虑构建领口策略。介于当前期权隐含波动率没有太大溢价，看未来市场波动增大的投资者可以考虑做多 Vega 或者构建买入跨式、买入宽跨式策略。

#### （一）看多波动率：买入（宽）跨式、做多 Vega

买入跨式策略可以通过买入相同执行价格、相同数量的认购期权和认沽期权构成。当标的波动上升，标的价格大幅上行或者大幅下行，该期权组合可获得不菲收益。理论上，买入跨式策略的收益无限，最大的亏损是全部的权利金。买入宽跨式组合则是买入较低行权价的认沽期权，买入较高行权价的认购期权（均为虚值），在标的价格发生大幅偏移时获得收益。虚值期权价格较低，但宽跨式组合获得收益的条件会更为苛刻。

买入（宽）跨式具有相当程度的正 Vega。同理，投资者可以使用现货（期货）和期权来构建策略，使组合具有正 Vega。根据自身的风险接受能力、对市场的预期，可以调整策略头寸具有正 delta 或负 delta 等等。可通过买入现货（期货），买入某数量的认沽期权实现。需要注意的是，delta 中性策略需要使用期权进行动态对冲，对投资者有盯盘的要求。

#### （二）持有现货、期货进行避险：领口策略

悲观的、持有 ETF 或者股指期货的投资者，可以考虑构建领口组合来对冲部分下跌风险。在持有 ETF 或者股指期货的同时，买入一个平值或者虚值的认沽期权，再卖出一个虚值的认购期权来构建领口组合。卖出认购期权所获得的收益降低了买入认沽期权的成本。若标的下行，则买入的认沽期权在下方给与保护。若标的上涨，卖出认购期权则有可能被行权，届时投资者无法获得标的大幅上涨的线性收益。在上行方向上，领口组合表现类似备兑策略。已经持有备兑组合的投资者可以通过买入认沽来直接构成领口策略。



## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，国海良时期货有限公司对这些公开资料获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限，本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场，如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论，未免发生疑问，所请谨慎参考。投资有风险，投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关，我公司不承担任何形式的损失。

本报告版权为我公司所有，未经我公司书面许可，不得以任何形式翻版、更改、复制发布，或投入商业使用。如引用请遵循原文本意，并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的，我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议，或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议，且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

国海良时期货有限公司具有期货投资咨询业务资格。