

## 金融期权：基本面温和，隐波或将见底

### 观点概述

2020 年是充满挑战的一年。受到新冠疫情的影响，全球经济停摆，指数在 2 月 3 日和 3 月 19 日两次见底，走出了“W”形态。下半年，在我国经济率先恢复，全球疫情防控仍面临极大威胁之际，指数在 7 月初快速拉升，随后高位震荡上行。

上半年上证 50ETF 期权成交量先升后降，下半年成交量先降后升。期权持仓量逐渐走低。50ETF 期权总成交量达 5 亿张，日均成交量 213 万张。沪 300ETF 期权成交量在一季度快速上升，三季度快速下降；二、四季度成交量低迷。期权持仓量在 2 月大幅增长。沪 300ETF 期权总成交量达 4.5 亿张，活跃程度堪比 50ETF 期权。日均成交量 192 万张。下半年沪深 300 股指期权活跃度大幅上升，全年持仓量缓缓上升，市场规模仍有上升空间。沪深 300 股指期权总成交量 1600 万张，日均成交量 6.8 万张。

上半年期权隐含波动率走势呈“M”形态，下半年缓缓下行。

一季度市场波动加剧，期权隐含波动率快速上升，随后快速回落。三季度市场加速上行，期权隐波也一同快速上行。之后，随着市场高位震荡，期权隐波缓缓下行。50ETF20 日历史波动率最低 10%，最高 44.6%。沪 300ETF20 日历史波动率最低 10.6%，最高 41.7%。沪深 300 指数 20 日历史波动率最低 10.8%，最高 38.2%。

2020 年下半年，标的高位震荡，波动走低。期权隐含波动率也持续走低。根据波动率均值回归的特性，隐含波动率终将回归。当前隐波处于历史中低位的水平，仍有持续下行的空间，但下行的空间有限。在可预见的未来内，上市公司年报预告频繁发布的时间段可能使市场波动增大，届时可考虑用当月期权构建买入跨式来做多波动率。

### 策略推荐

市场流动性依然充沛，中长期依旧坚定看多。欧美疫情形势严峻，虽疫苗已经进入量产，但是产能受限。全球经济复苏之路艰辛且漫长。地缘政治局势动荡。在此背景下，A 股市场充当了资金的避风港。当前期权市场波动率处于历史中低位，可在合适的时间构建多波动率策略。我国宏观基本面温和稳健，指数表现强劲，可考虑构建牛市价差组合，也可以考虑构建备兑策略来增强收益策略。

### 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

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：2020-12-22

## 一、市场行情回顾

2020 年是充满挑战的一年。受到新冠疫情的影响，全球经济停摆，指数在 2 月 3 日和 3 月 19 日两次见底，走出了“W”形态。下半年，在我国经济率先恢复，全球疫情防控仍面临极大威胁之际，指数在 7 月初快速拉升，随后高位震荡上行。

2019 年 12 月 31 日，50ETF 收于 3.058 元。截止至 2020 年 12 月 20 日，50ETF 收于 3.505 元，累计涨幅 15%，最低 2.469 元，最高 3.580 元。日最大跌幅 7.45%，出现在 2 月 3 日；最大涨幅 8.48%，出现在 7 月 6 日。

300ETF 收于 5.094 元，较 2019 年 12 月 31 日收盘价涨 24%。最低 3.492 元，最高 5.165 元。日最大跌幅 8.43%（2 月 3 日）；最大涨幅 7.34%（7 月 6 日）。

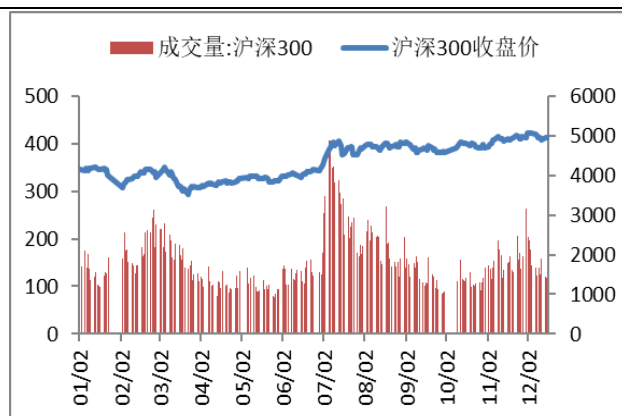
沪深 300 指数收于 5017.48 点。最低 3503.19 点，最高 5090.61 点。

图 1 上证 50 指数走势



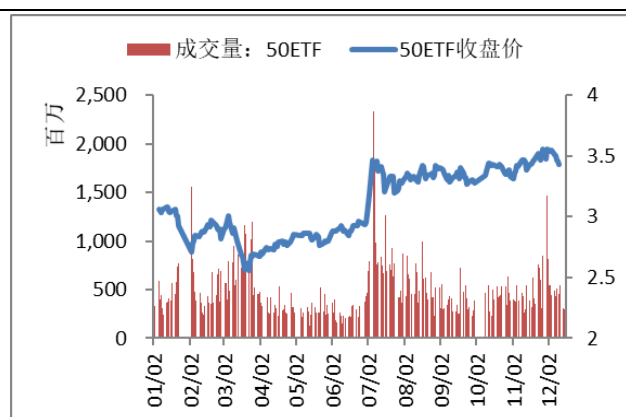
数据来源：Wind，国海良时期货研究所

图 2 沪深 300 指数走势



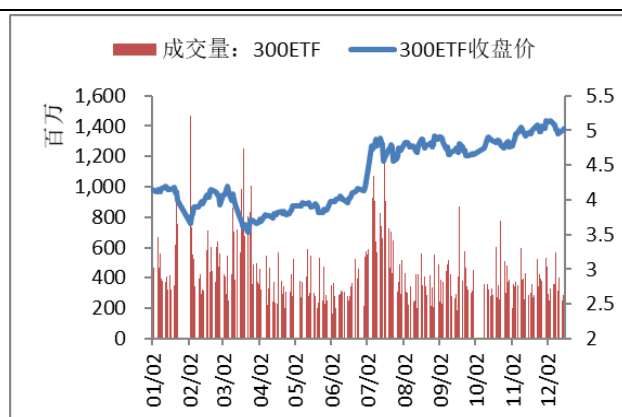
数据来源：Wind，国海良时期货研究所

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

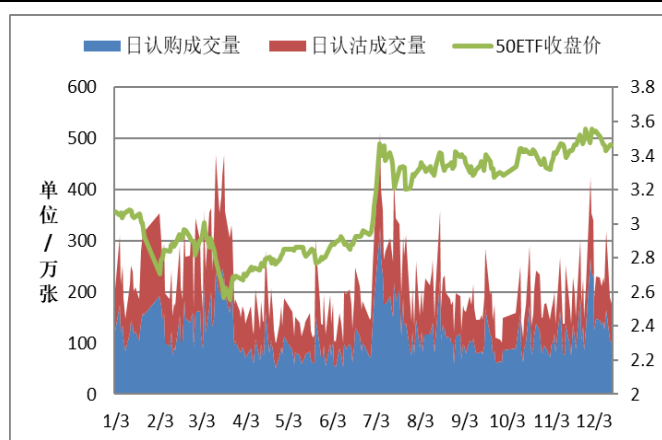
## 二、期权市场回顾

上半年上证 50ETF 期权成交量先升后降，下半年成交量先降后升。期权持仓量逐渐走低。

2020 年，50ETF 期权总成交量达 5 亿张，日均成交量 213 万张。日最大成交量 499 万张，日最小成交量 97 万张；日最大持仓量 412 万张，日最小持仓量 157 万张。

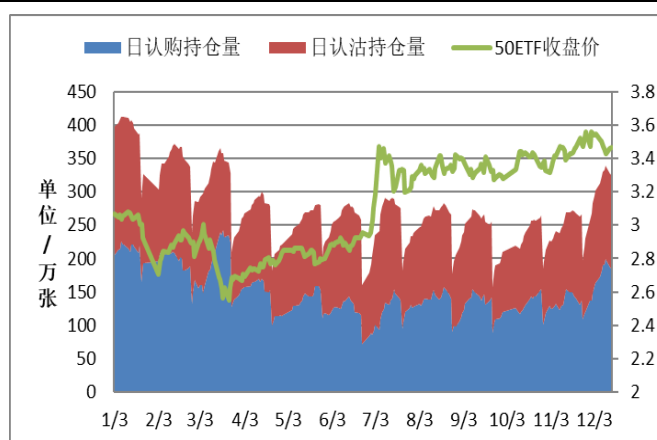
认购期权日均成交量 119 万张，认沽期权日均成交量 94 万张。认购期权日均持仓量 150 万张，认沽期权日均持仓量 126 万张。

图 5 50ETF 期权成交量走势



数据来源：Wind，国海良时期货研究所

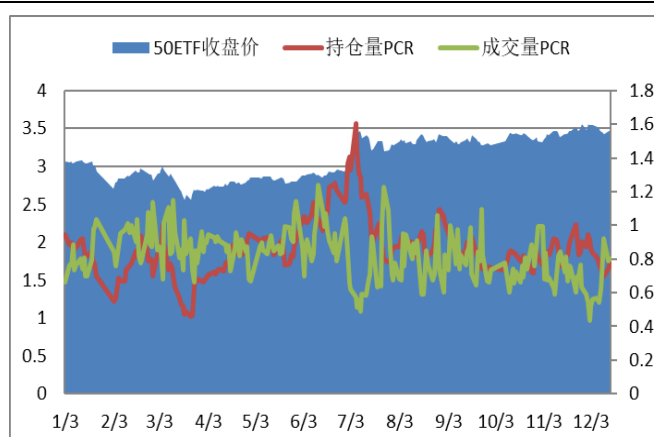
图 6 50ETF 期权持仓量走势



数据来源：Wind，国海良时期货研究所

期权成交量 PCR 宽幅震荡，持仓量 PCR 大致跟随标的的走势。成交量 PCR 最大值 1.24，最小值 0.44，中位数 0.84；持仓量 PCR 最大值 1.60，最小值 0.46，中位数 0.85。

图 7 50ETF 期权 PCR 走势



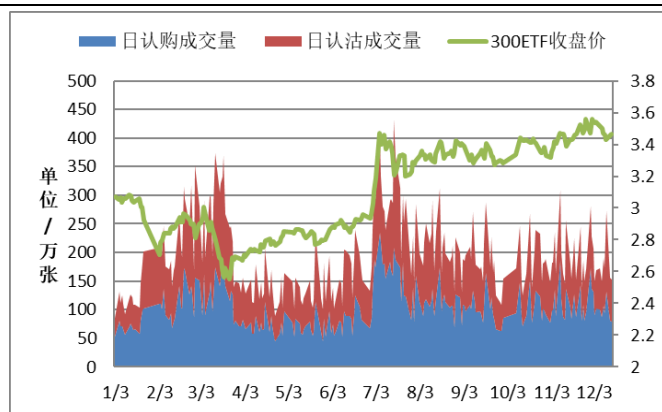
数据来源：Wind，国海良时期货研究所

沪 300ETF 期权成交量在一季度快速上升，三季度快速下降；二、四季度成交量低迷。期权持仓量在 2 月大幅增长。

沪 300ETF 期权总成交量达 4.5 亿张，活跃程度堪比 50ETF 期权。日均成交量 192 万张。日最大成交量 430 万张，日最小成交量 85 万张；日最大持仓量 222 万张，日最小持仓量 87 万张。

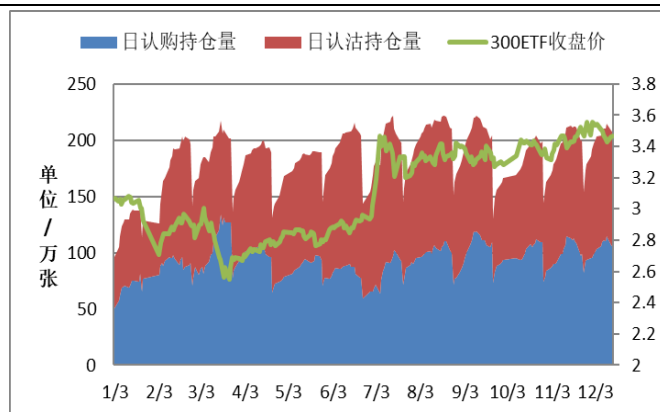
认购期权日均成交量 103 万张，认沽期权日均成交量 89 万张。认购期权日均持仓量 93 万张，认沽期权日均持仓量 92 万张。

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

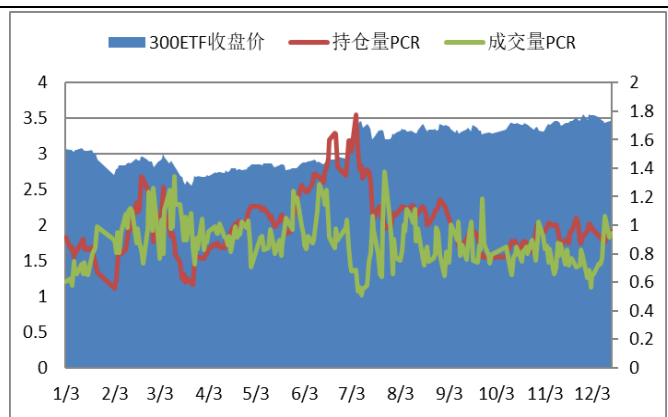
图 9 沪 300ETF 期权持仓量走势



数据来源：Wind，国海良时期货研究所

期权成交量 PCR 宽幅震荡。上半年持仓量 PCR 跟随标的走势，下半年持仓量 PCR 下行。成交量 PCR 最大值 1.38，最小值 0.51，中位数 0.86；持仓量 PCR 最大值 1.78，最小值 0.56，中位数 0.99。

图 10 沪 300ETF 期权 PCR 走势



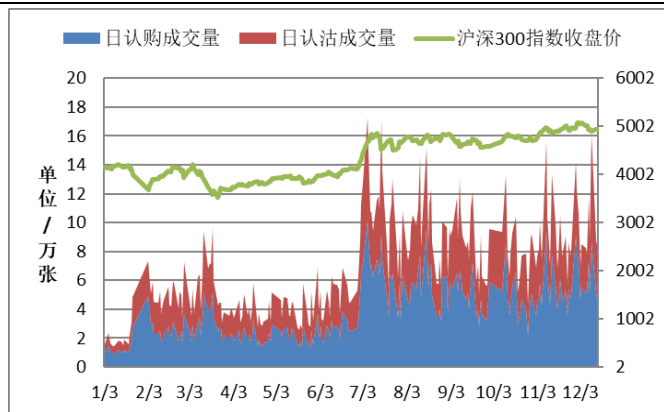
数据来源：Wind，国海良时期货研究所

下半年沪深 300 股指期权活跃度大幅上升，全年持仓量缓缓上升，市场规模仍有上升空间。

沪深 300 股指期权总成交量 1600 万张，日均成交量 6.8 万张。日最大成交量 17.3 万张，日最小成交量 1.4 万张；日最大持仓量 16.1 万张，日最小持仓量 3.1 万张。

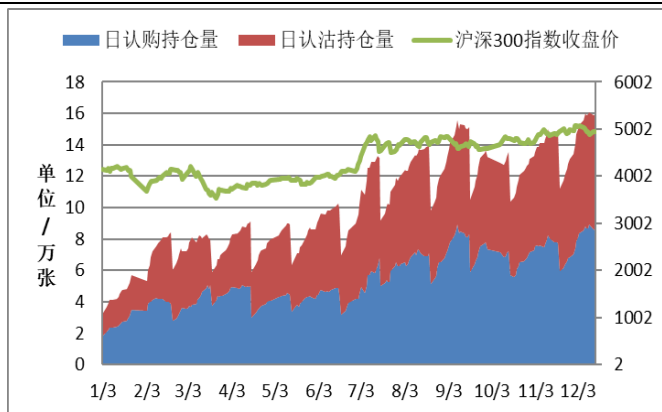
认购期权日均成交量 3.9 万张，认沽期权日均成交量 3.0 万张。认购期权日均持仓量 5.4 万张，认沽期权日均持仓量 4.8 万张。

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

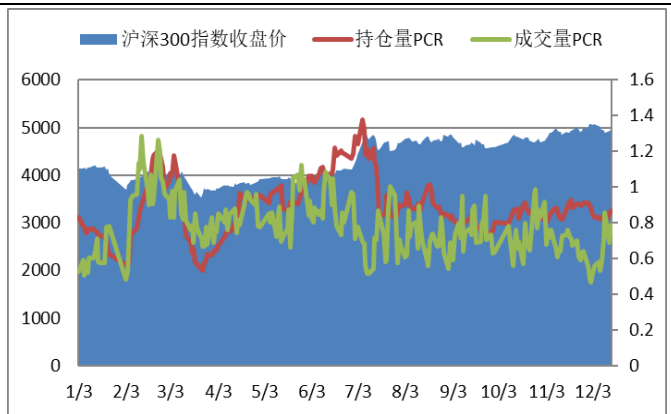
图 12 沪 300ETF 期权持仓量走势



数据来源：Wind，国海良时期货研究所

成交量 PCR 最大值 1.29，最小值 0.47，中位数 0.76；持仓量 PCR 最大值 1.38，最小值 0.53，中位数 0.88。

图 13 沪 300ETF 期权 PCR 走势

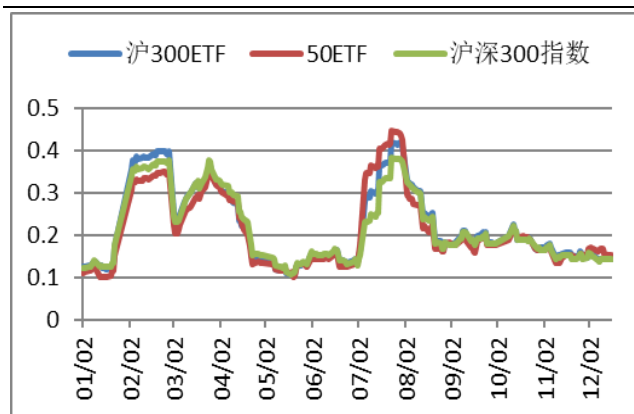


数据来源：Wind，国海良时期货研究所

期权隐含波动率走势呈“M”形态，大致跟随标的历史波动率。

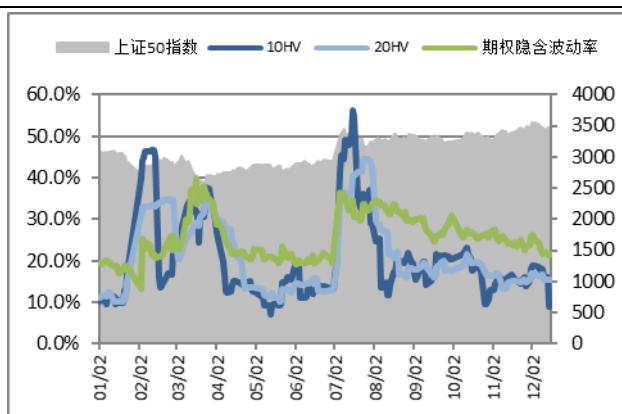
一季度市场波动加剧，期权隐含波动率快速上升，随后快速回落。三季度市场加速上行，期权隐波也一同快速上行。之后，随着指数高位震荡，期权隐波缓缓下行。50ETF20 日历史波动率最低 10%，最高 44.6%。沪 300ETF20 日历史波动率最低 10.6%，最高 41.7%。沪深 300 指数 20 日历史波动率最低 10.8%，最高 38.2%。

图 14 标的 20 日历史波动率



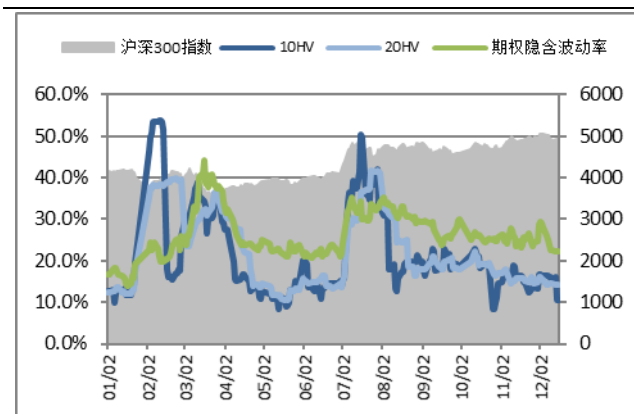
数据来源：Wind，国海良时期货研究所

图 15 50ETF 期权隐波和标的历波



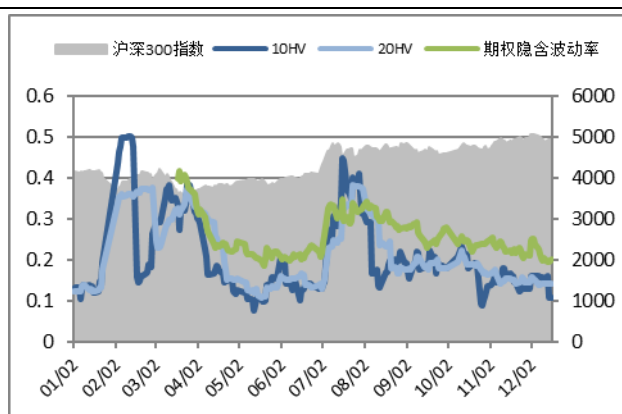
数据来源：Wind，国海良时期货研究所

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

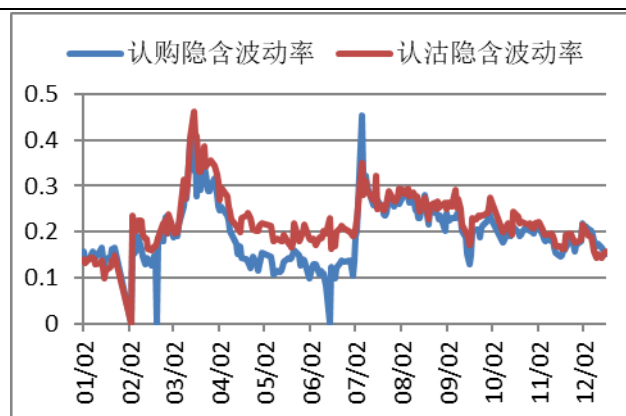
图 17 沪深 300 股指期权隐波和标的历波



数据来源：Wind，国海良时期货研究所

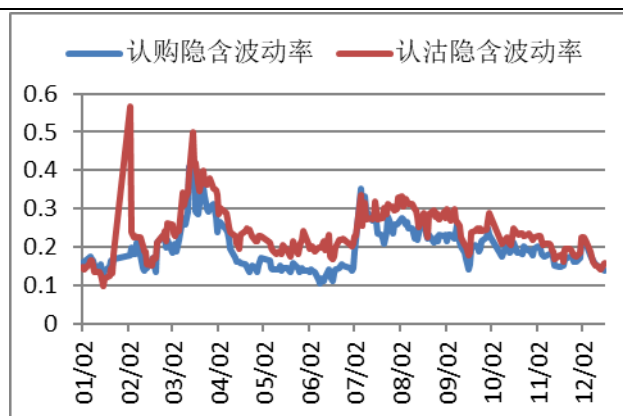
2020 年下半年，标的高位震荡，波动走低。期权隐含波动率也一同走低。根据波动率均值回归的特性，隐含波动率终将回归。当前隐波处于历史中低位的水平，仍有持续下行的空间，但下行的空间有限。在可预见的未来内，上市公司年报预告频繁发布的时间段可能使市场波动增大，届时可考虑用当月期权构建买入跨式来做多波动率，待波动率飙升后立即平仓以避免更多的 theta 损耗并获得 vega 收益。

图 18 50ETF 期权平值隐波



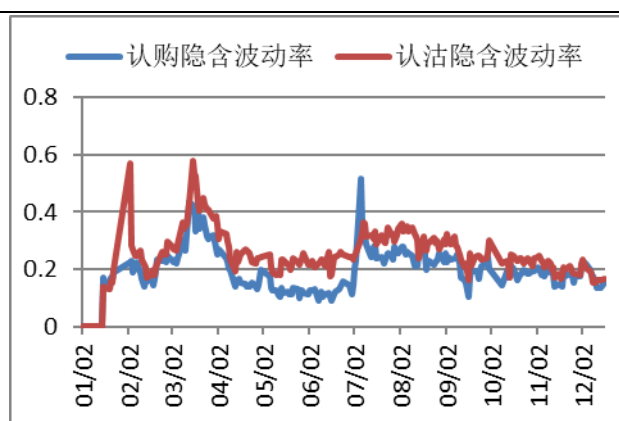
数据来源：Wind，国海良时期货研究所

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

未来，市场流动性依然充沛，中长期依旧坚定看多。欧美疫情形势严峻。病毒发生变异，英国再度封城。虽疫苗已经进入量产，但是产能受限。全球经济复苏之路艰辛且漫长。疫情对市场的影响深远。地缘政治局势动荡、各方势力剑拔弩张。在此背景下，A股中以权重股和白马股为主的上证50指数和沪深300指数充当了资金的避风港。当前期权市场波动率处于历史中低位。标的历史波动率下行，期权隐含波动率也有一定（有限）的下行空间，可在合适的时间构建多波动率策略。我国宏观基本面温和稳健，指数表现强劲，可考虑构建牛市价差组合。持有ETF或者股指期货的投资者，也可以考虑构建备兑策略来增强收益策略。

#### （一）看涨：牛市看涨价差策略

若预期乐观，则可考虑牛市价差策略。牛市价差策略分为牛市看涨价差策略和牛市看跌价差策略。牛市看涨价差策略是用看涨期权构建的牛市价差，而牛市看跌价差策略则是用看跌期权构建的牛市价差策略。其中，牛市看涨价差策略是通过买入一个较低行权价的看涨期权，再卖出一个较高行权价的看涨期权构成的。未来，如果波动率上升，则会加速获得收益。ETF期权投资者可以使用组合保证金功能。

#### （二）持有现货、期货进行收益增强：备兑策略

当前标的震荡为主，持有ETF或者股指期货的投资者，可以考虑构建备兑策略来增强收益。在持有ETF或者股指期货的同时，卖出虚值的认购期权。若标的下行，卖出的认购期权获得的收益可以弥补一部分标的下跌带来的亏损。若标的快速大幅上涨，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。但基于近期标的历史波动率持续下降，宏观基本面趋向稳定，标的快速大幅上涨的可能性不大。



## 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。