



# 估值仍高、逢高做空波动为宜

沪深 300 股指期货·月度报告

摘要

## 报告作者

作者：黎伟

电话：0510-85101580

E-mail: liwei@glqh.com

从业资格号：F0300172

投资咨询号：Z0011568

报告日期：2020 年 9 月 2 日

## 独立申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

标的上面，我们认为在国家有意调控、加上中美关系的扰动之下，后期再现 2015 年式全市场普涨行情难度较大，中长期可能更多的会呈现一种结构性慢牛行情。短期建议重点关注 4900 点附近的量价配合情况，若能有效突破，则上涨有望延续，反之仍将维持区间震荡格局。

波动率上，目前期权隐波溢价仍旧较为明显，估值偏高，后期隐波有望继续阶段性逐步走低，基于此，我们建议：

(1) 波动率交易者，继续以做空波动率为主，但需把握好节奏，因目前沪深 300 指数震荡已一月有余，短期或将选择方向，隐波或有局部的回升，建议可以考虑逢高做空波动的模式，尽量保持 delta 中性，以防控方向性风险。

(2) 方向性交易的投资者，因我们看空隐波、但认为标的指数短期或将再度选择方向，可以考虑择机买入近月看涨、同时卖出相同行权价远月看涨，构建反日历价差策略，该类策略具有+Gamma 和-Vega，在标的指数出现明显上涨或明显下跌时，均会产生盈利，同时隐波的回落亦会增强该策略的收益。需注意的是，该类策略不宜长期持有，因会面临近月时间价值快速衰减所带来的风险。

## 一、市场回顾

经历了7月的大涨之后，8月A股市场整体处于区间震荡行情之中，上证指数震荡区间在3260点至3456点，沪深300指数震荡区间在4560点至4880点，沪深两市成交额亦有明显缩减，整个8月日均成交额在1万亿左右，与7月高峰时相比下降了近35%。估值上，沪深300指数平均市盈率在14.26倍左右，与7月相比整体变动不大。

期权方面，隐含波动率整体呈现阶段性回落的特征。在8月的上半旬，隐含波动率依旧是维持30%至32%的较高水平，其后随着区间震荡的共识越来越明显，加上两市成交量的不断缩减，其开始逐渐展开回落，目前处于27.8%左右，期权卖方在8月也是相对获利可观，虚值看涨和虚值看跌期权价格均呈现不同程度下降，如7月底推荐的卖出宽跨式策略 I02009-C-4900 价格由113元/点下降至72元/点，I02009-P-4400 价格则由98元/点下降至13.2元/点。

图1: 主力隐含波动率走势



图2: 沪深300指数走势



数据来源: 文华财经 国联期货

对于后市，期权市场可以有哪些操作机会，下面我们进行分析。

## 二、沪深300指数分析

从基本面上看，中央对于下半年金融政策定调仍然维持宽松，但总量上边际或有所收紧，更加注重精准导向和落地见效。整体表现在7月的社融数据相比6月增速有所降低，M2增速降至了10.7%，为近六个月来首次下降，但央行不断通过超额续作MLF(中期借贷便利)、逆回购等措施来提供流动性，显示偏宽松的政策并未转向，只是由上半年的超宽松转向了结构性适度宽松，更加注重对实体经济的精准导向，考虑到目前尽管国内疫情得到了有效控制，但海外疫情仍旧严峻，我们认为至少在全球疫苗出来之前，偏宽松的政策都不具备完全退出的条件。

在各项经济指标上面，目前中国的各项经济指标复苏情况完全领先全球，8月中国制造业PMI为51.0，显示经济活动复苏情况相对较好，A股在全球资产配置中仍具吸引力。

从两融规模上看，尽管两市处于区间震荡行情，但目前沪深两市两融余额仍处于缓慢上升的趋势

之中，目前在 1.5 万亿左右，与 7 月底相比小幅增加 800 亿左右，显示杠杆资金仍旧对未来市场相对看好。

需要注意的是现在中美关系仍旧较为复杂，也是短期不确定因素之一，如前期美国国务卿蓬佩奥发布了一份名为“美国进一步限制华为获取美国技术”的声明，进一步限制了华为从外部获取芯片的路径，8 月 26 日，美国商务部发布又声明，将 24 家中国企业列入制裁“实体清单”等。

技术形态上看，目前沪深 300 指数相对沪指表现相对更强，当前已突破收敛三角形上沿，但在前期高点 4900 点附近遭遇了较大压力，需重点关注指数在此点位附近的量价配合情况。

整体而言，我们认为在国家有意调控、加上中美关系的扰动之下，后期再现 2015 年式全市场普涨行情难度较大，中长期可能更多的会呈现一种结构性慢牛行情。短期建议重点关注 4900 点附近的量价配合情况，若能有效突破，则上涨有望延续，反之仍将维持区间震荡格局。

### 三、沪深 300 股指期权成交持仓分析

#### 3.1 成交量 PCR 值震荡中枢下移

由于 8 月沪深 300 指数整体处于区间震荡之中，股指期权成交量相比 7 月有所缩减，日均成交量 9.6 万手，相比 7 月下降 11%。成交量 PCR 值（看跌期权成交量与看涨期权成交量）上，整个 8 月该值整体处于 60%至 85%的区间震荡之中，相比 3 月至 7 月震荡中枢有所下移，显示投资者开始对后市转向乐观，因交易看跌期权的投资者有所下降。

图 3：期权日成交量

图 4：期权成交量 PCR (%)



数据来源：Wind 国联期货

#### 3.2 持仓量 PCR 值处于横盘震荡之中

股指期权上市以来，持仓量 PCR 值与标的指数整体呈现相对明显的正相关性，该指标一般以期权卖方的角度进行分析。

在 7 月的一次大跌之中，股指期权持仓量 PCR 值出现了一波明显的回落，目前一直处于 85%至 100%

的横盘震荡之中，该指标在底部震荡已一月有余，投资者情绪有明显企稳。

图 5: 期权持仓 PCR 值



数据来源: Wind 国联期货

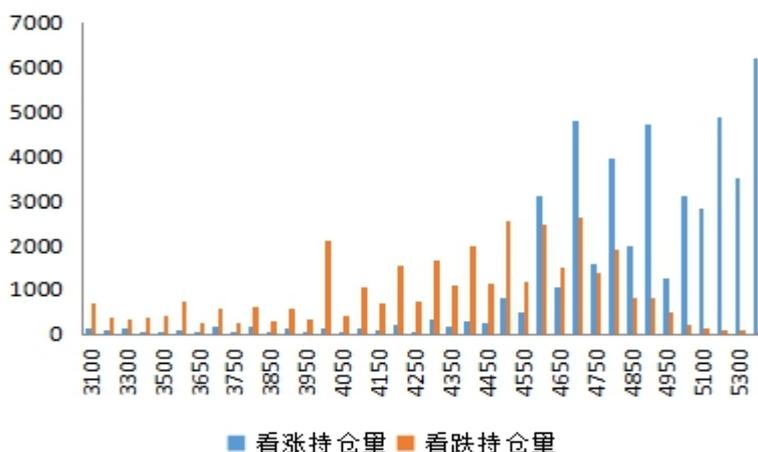
### 3.3 虚值期权持仓量较高

期权持仓量的分布能够一定程度上代表主力机构对后市标的期货的看法，如看跌期权某一行权价格的持仓量高，代表在该行权价处标的期货价格具有较强的支撑。因期权卖方资金量较大，市场的走势一般掌握在他们手中。

从股指期权持仓量分别上来看，上方行权价 4900 点和 5200 点看涨期权持仓量较高，分别达到了 5000 手和 4732 手左右，这是重要的两个压力区域，下方 4600 点和 4700 点看跌期权持仓量较高，分别有 2514 手和 2700 手左右，该位置区域支撑较强。

从看涨期权和看跌期权持仓量本月的增减仓上看，行权价 4700 点看跌期权持仓量自 8 月 20 日开始便一直处于增仓之中，即使在标的价格出现回落之时亦是如此，显示主力机构认为该价位目前的支撑极强。

图 6: IO2009 系列期权持仓量分布



数据来源: Wind 国联期货

## 四、沪深 300 股指期权波动率分析

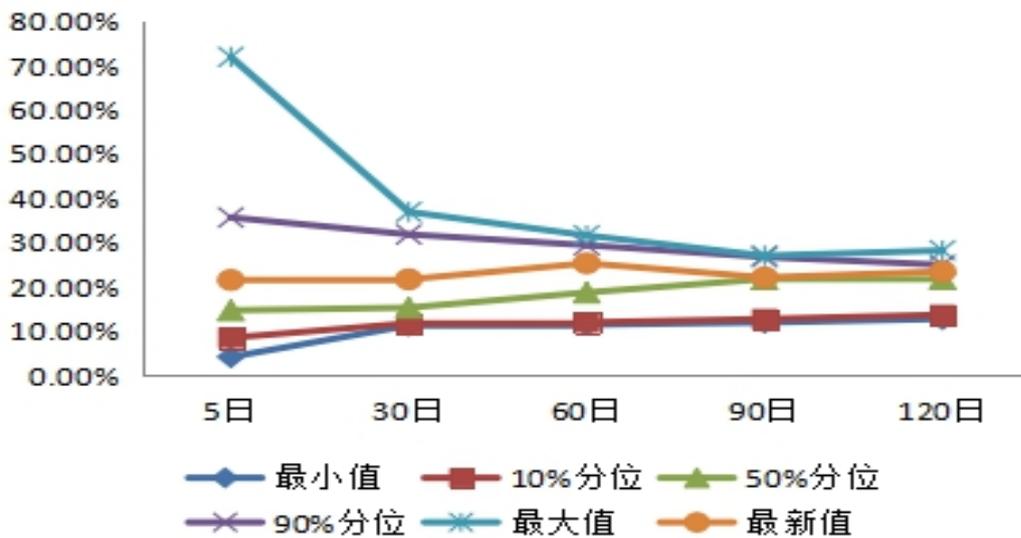
### 4.1 标的波动率处季节性回落之中

表 1: 近一年历史波动率统计情况

	最小值	10%分位	50%分位	90%分位	最大值	最新值	
5 日	4.12%	8.46%	14.65%	35.63%	71.90%	21.41%	I02009 隐含波动率
30 日	11.21%	11.71%	14.98%	31.80%	36.90%	21.65%	
60 日	11.40%	11.93%	18.42%	29.37%	31.57%	25.28%	
90 日	11.91%	12.69%	21.72%	26.68%	26.99%	22.20%	
120 日	12.71%	13.64%	21.75%	24.92%	28.17%	24.00%	

数据来源: Wind 国联期货

图 7: 近一年历史波动率统计情况



数据来源: Wind 国联期货

8 月以来,随着震荡行情的持续,沪深 300 指数市场实际波动率出现明显回落。根据统计,整个 8 月市场实际平均波动率仅有 18%,与 7 月相比回落近 18 个百分点,30 日历史波动率亦从 7 月底的 31.6%左右的高位回落至目前 21.6%左右的水平,从所处位置上看,目前的数值处于近一年 60%分位、近三年 90%分位左右的中高水平,我们认为市场实际波动在大方向上仍处回落之中,但过程或有阶段性反复,理由主要有两点:

(1) 目前波动率处季节性回落之中,历史上看 9 月、10 月往往是一年当中波动率相对较低的月

份，因半年报的集中发布窗口刚刚过去，市场炒作题材有一定变少。

(2) 波动率有一定均值回归性，长期而言目前仍处中高水平，后期仍有回落空间。

(3) 目前沪深 300 指数震荡已一月有余，短期或将选择方向，隐波或有局部的回升。

## 4.2 隐含波动率存高估风险

8 月隐含波动率整体为震荡下行趋势，当前主力 IO2009 平值期权隐含波动率在 27.8% 左右，与近 30 天市场平均波动相比溢价近 6 个百分点，市场对于前期的大幅波动仍旧心有余悸。

我们认为目前的隐含波动率仍旧存在一定高估风险，主要理由在于：

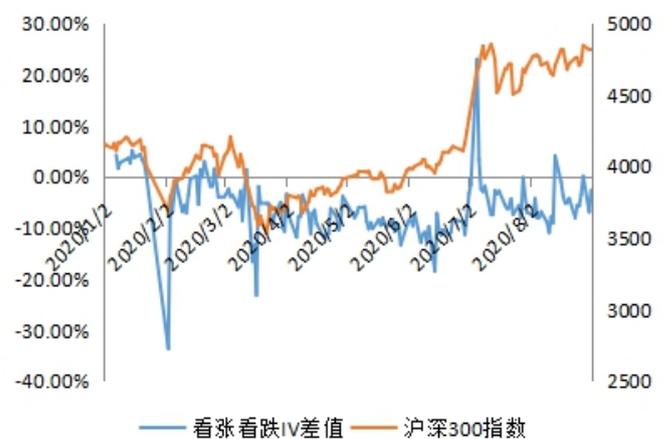
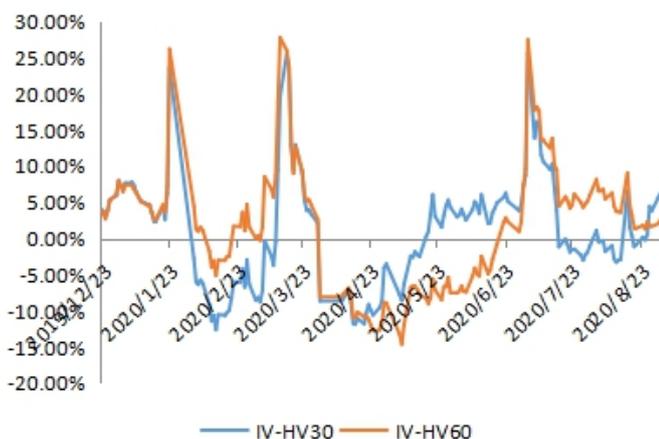
(1) 从绝对数值上看，当前的数值处上市以来 70% 分位左右的水平，该分位水平比 30 日历史波动率所处水平更高，隐波的均值回归动能将会更足；

(2) 溢价程度上看，目前 6 个百分点左右的溢价亦处于历史高位，高溢价不可能长期维持，在目前市场实际波动仍处季节性回落之中时，后期随着 9 月合约到期日的临近，隐含波动率更有可能通过回落来向市场实际波动进行靠拢。

(3) 目前的市场环境基本以稳为主，央行不在搞大水漫灌，更多是以逆回购、中期借贷便利(MLF) 等来对市场进行精准调控，如此环境亦不利于市场波动率的大幅放大。

图 8：隐含波动率折溢价水平

图 9：平值看涨期权与看跌期权隐含波动率差值



数据来源：Wind 国联期货

从看涨和看跌隐含波动率差值上看，目前 9 月平值期权看涨隐含波动率低于看跌隐含波动率，近期两者价差波动依旧偏大，投资者情绪仍不稳定。

需要关注的是，尽管近段时间沪深 300 指数出现了明显上涨，但各合约看涨隐波仍旧普遍低于看跌隐波，表明市场整体处于谨慎上涨的行情之中，这比较有利于政府所倡导的结构性慢牛行情。历史上看，大行情的结束前后，各月份看涨隐波往往持续高于看跌隐波（如 2018 年 1 月的 50ETF 期权），因为此时市场更容易出现过于乐观的情形，对即将到来的风险亦毫无准备，从目前的市场结构看似乎并不具备此特征。

## 五、结论及建议

我们长期仍旧看好 A 股走势，但在国家有意调控、加上中美关系的扰动之下，再现全市场普涨行情我们认为难度较大，中长期可能更多的会呈现一种结构性慢牛行情。

波动率上，目前期权隐波溢价仍旧较为明显，估值偏高，后期隐波有望继续阶段性逐步走低，基于此，我们建议：

(2) 波动率交易者，继续以做空波动率为主，但需把握好节奏，因目前沪深 300 指数震荡已一月有余，短期或将选择方向，隐波或有局部的回升，建议可以考虑逢高做空波动的模式，尽量保持 delta 中性，以防控方向性风险。

(3) 方向性交易的投资者，因我们看空隐波，但认为标的指数短期或将再度选择方向，可以考虑择机买入近月看涨、同时卖出相同行权价远月看涨，构建反日历价差策略，该类策略具有 +Gamma 和 -Vega，在标的指数出现明显上涨或明显下跌时，均会产生盈利，同时隐波的回落亦会增强该策略的收益。需注意的是，该类策略不宜长期持有，因会面临近月时间价值快速衰减所带来的风险。

## 国联期货

地 址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）  
电 话：0510-85101580  
E-mail: glqhtzzx@163.com

## 免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

**期市有风险 投资需谨慎**