

股票期权及股指期权季报

股指高位震荡难改，期权波动率交易机会多

作者：宏观金融组 彭博

执业编号：F0305572（从业） Z0011662（投资咨

询）

联系方式：010-68578611/

pengbol@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2021年4月2日星期五

摘要：

2021年1-3月，指数总体呈现冲高回落的走势，波动幅度加大，一季度，上证50指数跌2.78%，沪深300指数跌3.13%，受指数下跌影响，市场做多情绪下降，高估值限制指数走势，导致前期大涨的抱团股回落，资金面收紧及人民币回落亦对指数构成利空影响。

综合来看，一季度A股内外环境亦不稳定，人民币升值态势趋缓，美元短期偏强及外围股市下跌利空A股走势，这些因素仍将在二季度对股票指数构成较大影响。资金面方面，春节后资金面总体偏紧，未来资金中性偏紧的格局料难以改变。此外，沪深300及上证50指数估值水平已经到达历史高位，处于较高的危险区间，这意味着估值进一步走高的空间有限。总体来看，指数料维持高位震荡偏弱格局，二季度指数上涨面临较大难度，总体来看高位震荡，甚至震荡回落的概率较大。

技术上看，沪深300指数回到5000点，上证50回到3400点，目前指数处于较高历史区间，上方压力较大，上行空间较为有限。需要警惕指数向下走弱的风险。我们预计二季度指数高位震荡概率较大，总体料仍将维持弱势格局，上证50指数以及沪深300指数下方支撑在60周均线附近。

期权策略方面，方向上，股票指数二季度有望继续维持震荡的走势，可以在震荡区间上沿逢高做空，在下方支撑位逢低做多。方向策略方面优先考虑卖出虚值认购期权策略。从波动率方面看，3月末月波动率仍处于较低位置，回到20%以下。二季度我们判断波动率总体仍将维持15%-30%区间震荡。中期来看，由于指数估值水平已经处于历史较高区间，继续上行概率较低，二季度可以考虑逢高布局备兑策略、单边卖出认购期权，或者卖出宽跨式策略。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

目录

第一部分 上证 50 及沪深 300 指数走势回顾及基本面分析	3
一、上证 50 及沪深 300 指数走势回顾	3
二、基本面分析	4
1、中美经贸关系仍存不确定性	4
2、人民币出现短期贬值	5
3、货币与利率：国内央行收紧货币	6
4、指数估值水平回升至历史高位，指数上行空间有限	7
三、技术面：指数震荡回落，关注下方支撑	8
四、资金面：北向资金维持净流入 2 季度解禁压力回升	9
五、总结	11
第二部分 ETF 及股指期权成交持仓及波动率情况	11
一、300ETF 及股指期权成交及持仓量持续增长	11
1、50ETF 期权成交及持仓情况	12
2、300ETF 期权成交及持仓情况	12
3、沪深 300 股指期权成交及持仓情况	13
二、期权隐含波动率高位回落	14
1、50ETF 期权波动率	14
2、300ETF 期权波动率	15
3、沪深 300 股指期权波动率	18
第三部分、结论与操作建议	19

第一部分 上证 50 及沪深 300 指数走势回顾及基本面分析

一、上证 50 及沪深 300 指数走势回顾

2021 年 1-3 月，指数总体呈现冲高回落的走势，波动幅度加大，一季度，上证 50 指数跌 2.78%，沪深 300 指数跌 3.13%，受指数下跌影响，市场做多情绪下降，高估值限制指数走势，导致前期大涨的抱团股回落，资金面收紧及人民币回落亦对指数构成利空影响。



图 1：上证 50 指数走势

资料来源：同花顺 IFIND，方正中期期货



图 2：沪深 300 指数走势

资料来源：Wind，方正中期期货

二、基本面分析

1、中美经贸关系仍存不确定性

拜登上台后，对于中国的政策目前并不明朗，贸易争端尚未结束。3月末，中美阿拉斯加谈判爆发激烈争论。此外，欧美联合打击中国棉花产业亦说明美国在遏制中国发展方面恐怕难以改弦易辙。虽然拜登不同于特朗普，可能会改变单边主义倾向，也更加聚焦国内事务，但是他强调的是要跟所谓的盟友加强合作，并且联合它们重新加强对国际经济体系控制，让中国等广大发展中国家继续遵守西方国家制定的规则，并试图大幅降低中国在国际经济上的影响力。拜登政府上台以后虽然暂停了特朗普的部分制裁政策，但是在基本的对华方针上仍然坚持以竞争和压制为主，这给中美关系的前景造成了较大的不确定性，未来一段时间中美关系的变化仍有可能对市场造成冲击。

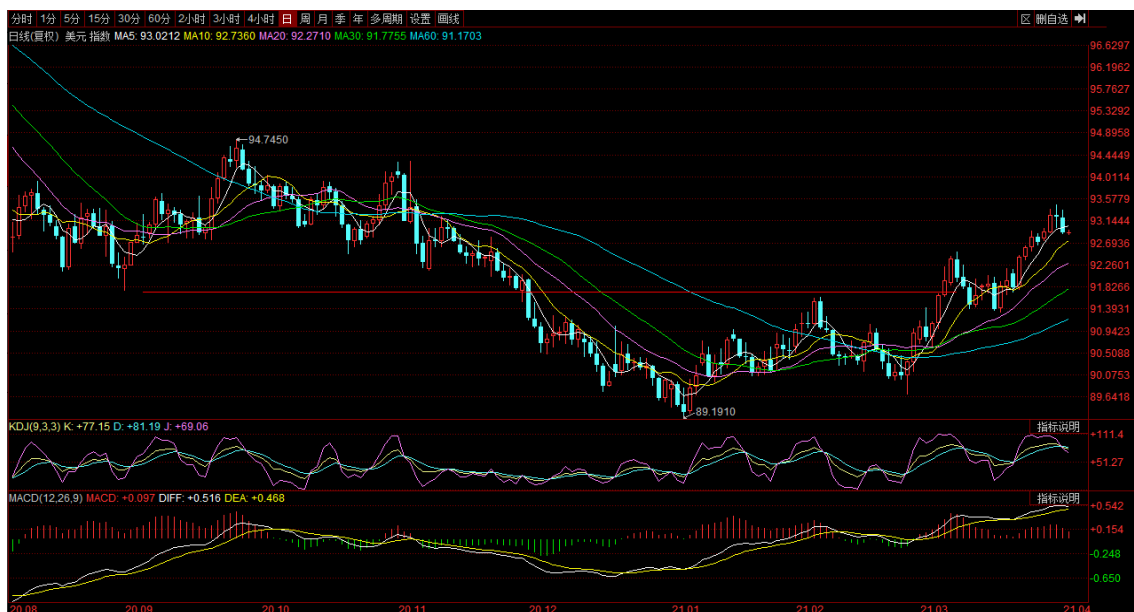


图 3：美元指数短期偏强

资料来源：同花顺 IFIND，方正中期期货



图 4：标普 500 高位震荡，有高位跳水可能

资料来源：同花顺 IFIND，方正中期期货

受到美国经济数据好转以及美国债收益率走高的影响，美元指数一季度整体震荡偏强。技术上看，美元指数从 89 回升到 93 附近，短期出现较大上涨幅度，美国短期经济复苏以及美债利率大幅上行支撑美元指数，短期还是保持着偏强的预期，美元走强对于人民币带来了一定压力。但从后期走势看，美元强势难以维持，拜登大规模基建以及美联储宽松政策将使得美元指数进一步走弱，未来有望进一步向下跌向 85 附近，人民币将由此得到支撑，中期升值的趋势并未改变。

2、人民币出现短期贬值



图 5：人民币兑短期贬值

资料来源：同花顺 IFIND，方正中期期货

4月1日，离岸人民币对美元汇率一度达6.5831%，创了2020年12月1日以来的新低。与此同时，人民币对汇率中间价、在岸价均创了4个月以来的新低。2季度人民币走势仍将对于股市构成显著影响，需要密切关注。

3、货币与利率：国内央行收紧货币

2021年以来，央行每个交易日均开展了逆回购操作，共包括33次7天期逆回购和3次14天期逆回购。

分具体时间段来看，节日前夕，央行总共投放了4300亿元跨节资金，比2019年春节前少投放7500亿元，投放量在历年春节前更是处于低位；而春节过后，央行开展2000亿元MLF操作和200亿元7天期逆回购操作，首个工作日就实现净回笼2600亿元的情况，也较为罕见。

总体来看，资金面处于偏紧格局，央行有意引导资金面偏紧局面，并且采取措施限制贷款资金流向房地产与股市，为市场投机热潮降温。从二季度看，央行的偏紧货币政策恐仍将持续。股市不存在大规模上涨基础。



图 6：央行公开市场操作

资料来源：同花顺 IFIND，方正中期期货

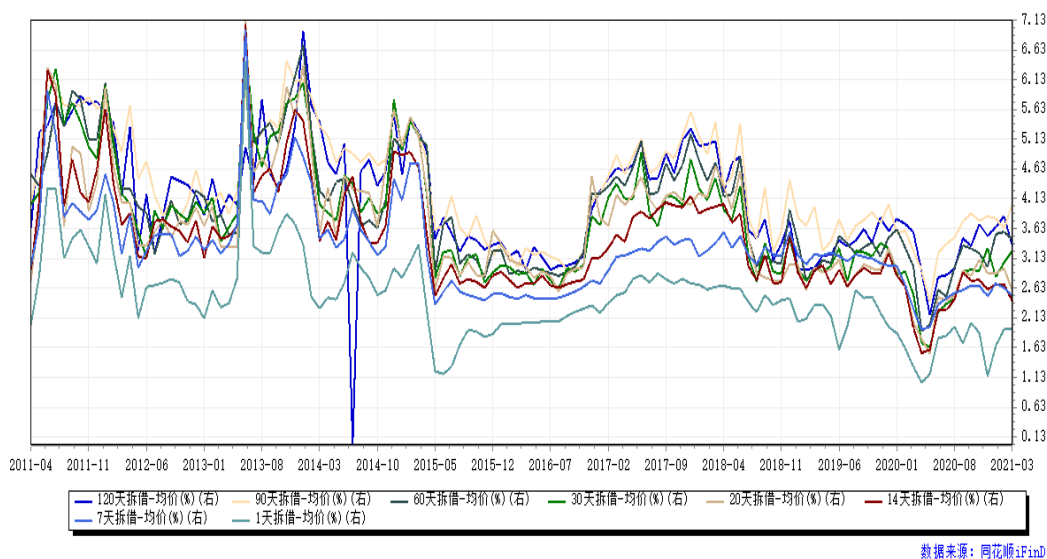


图 7: SHIBOR 走势

资料来源: 同花顺 IFIND, 方正中期期货

最新市场资金表现上, 短期资金面仍维持“紧平衡”状态。3 月 31 日上海银行间同业拆放利率 Shibor: 隔夜 SHIBOR 报 2.1240%; 1 周 SHIBOR 报 2.2510%; 2 周 SHIBOR 报 2.4780%; 1 个月 SHIBOR 报 2.5420%。各周期利率总体维持相对高位。央行偏紧的货币政策仍将对股市构成持续影响, 展望二季度, 央行货币政策的操作仍将秉持偏紧的格局, 股市上行动力收到抑制。

4、指数估值水平回升至历史高位, 指数上行空间有限

2021 年 1-3 月, 随着股市回升至历史高位, 股指估值水平亦达到历史最高分位附近, 目前上证 50 指数估值水平虽然有所回落, 但还是偏高, 目前估值在 95.89%分位附近, 沪深 300 估值水平已经回到 92.56%分位附近, 处于风险区间, 股市风险增加, 从估值上看, 指数上行空间恐较为有限, 下行概率较大。

上证 50 市盈率		沪深 300 市盈率
当前值	13.38	15.25
危险值	11.28	13.85
机会值	8.95	10.4
分位值	95.89%	92.56%
指数点位	3582.65	5110.78
最大值	14.93	18.78
平均值	10	12.11
最小值	6.97	8.03

表 1: 上证 50 估值

资料来源: Wind, 方正中期期货

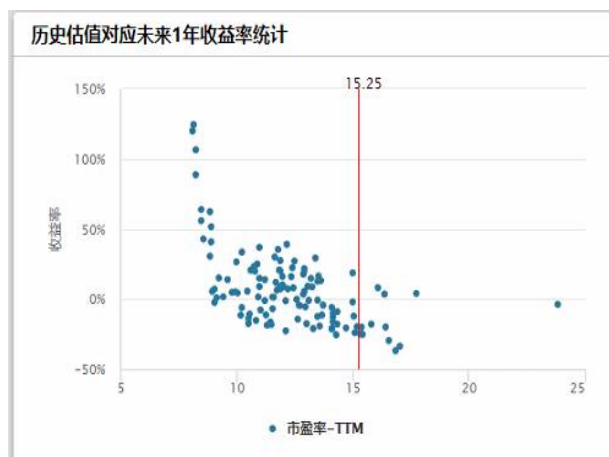


图 8：沪深 300 估值对应未来 1 年收益率

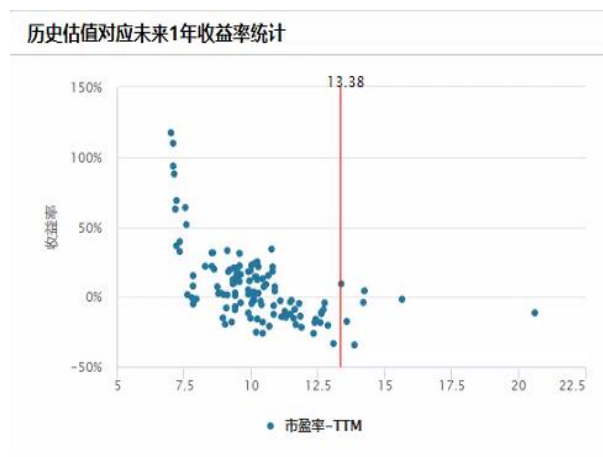


图 9：上证 50 指数估值对应未来 1 年收益率

资料来源：Wind，方正中期期货

从估值与未来 1 年收益的统计数据来看，目前估值水平下，不管是沪深 300 指数还是上证 50 指数，对应未来 1 年收益率均在 0% 以下，也就是说，目前的估值水平对于大资金吸引力不大。难以获得持续性上行。

三、技术面：指数震荡回落，关注下方支撑

2021 年 1 季度，股市冲高回落，沪深 300 指数回到 5000 点，上证 50 回到 3400 点，目前指数处于较高历史区间，上方压力较大，上行空间较为有限。需要警惕指数向下走弱的风险。我们预计二季度指数高位震荡概率较大，总体料仍将维持弱势格局，上证 50 指数以及沪深 300 指数下方支撑在 60 周均线附近。

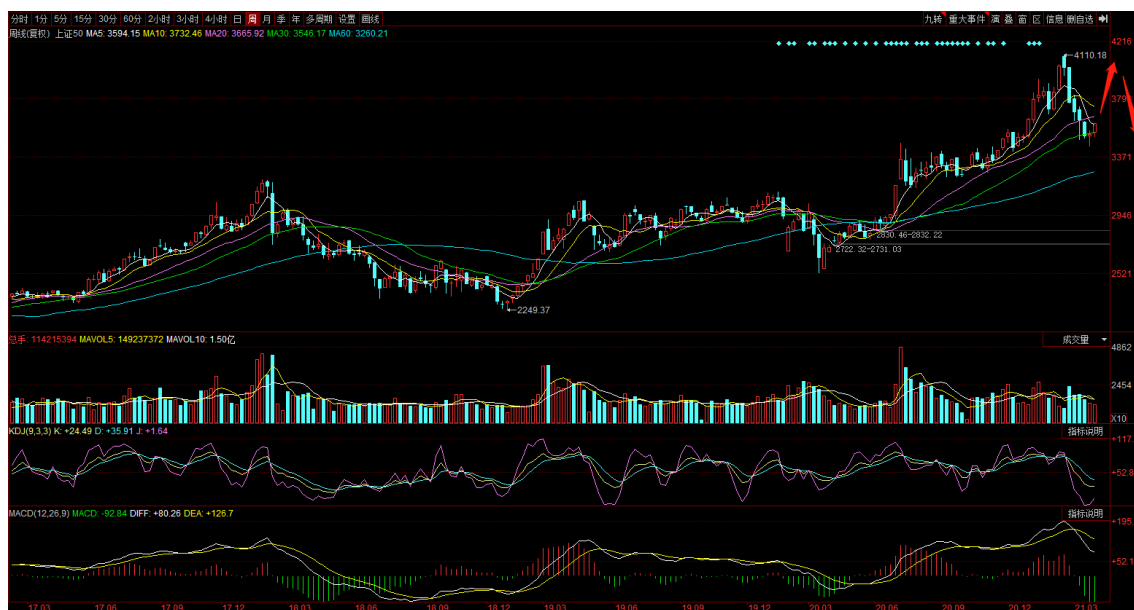


图 10：上证 50 指数周线走势

资料来源: Wind, 方正中期期货



图 11: 沪深 300 指数月线走势

资料来源: Wind, 方正中期期货

四、资金面：北向资金维持净流入 2 季度解禁压力回升

资金面流向看，北向资金仍维持净流入态势，Wind 数据显示，2021 年一季度，北向资金净流入 998.92 亿元。其中，沪股通资金净流入 400.74 亿元，深股通资金净流入 598.18 亿元。

解禁股压力在上半年并不大，但二季度的 6 月为年内最高位，需要警惕，一季度较低的解禁值构造了 A 股宽松的环境，但进入 6-7 月，单月解禁将达到年度高峰。需要密切关注解禁股洪峰对于市场的压力和影响。



图 12: 北向资金流入趋势

资料来源: Wind, 方正中期期货

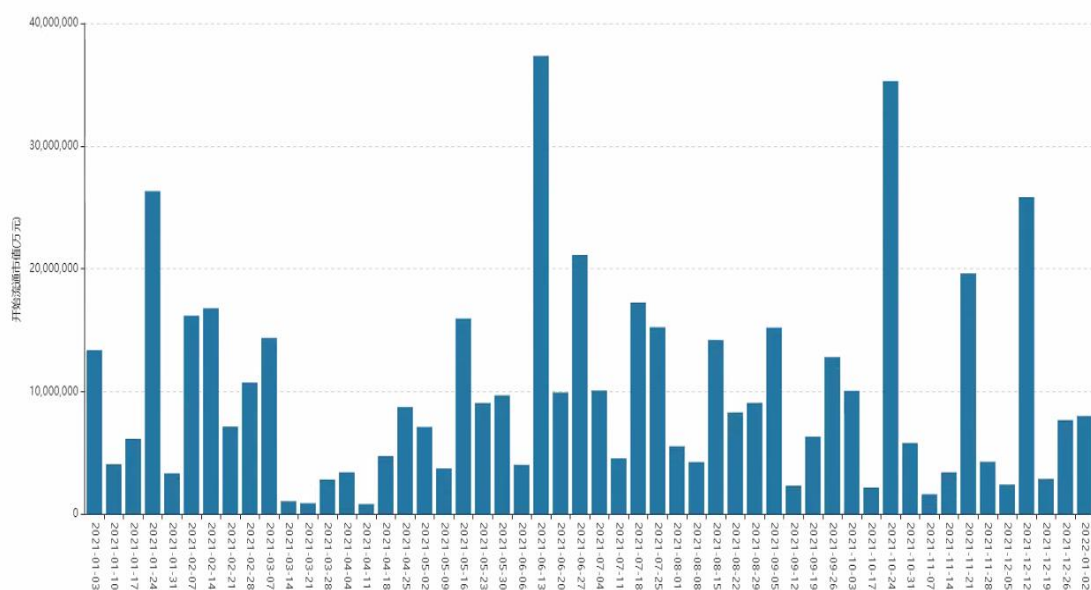


图 13：2021 年解禁市值（周）

资料来源：Wind，方正中期期货

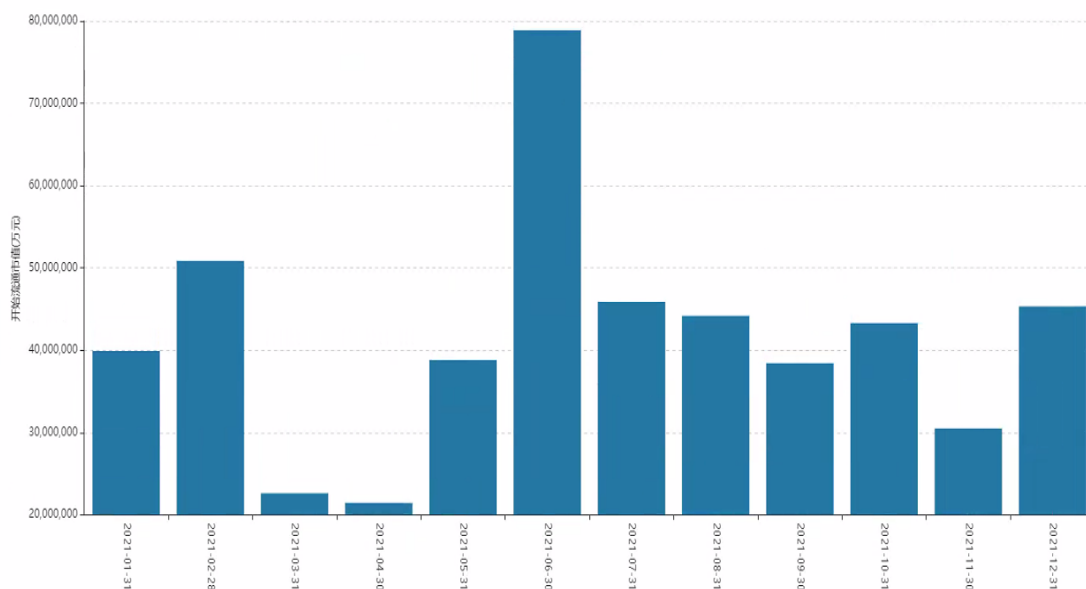


图 14：2021 年解禁市值（月）

资料来源：Wind，方正中期期货

五、总结

综合来看，一季度 A 股内外环境亦不稳定，人民币升值态势趋缓，美元短期偏强及外围股市下跌利空 A 股走势，这些因素仍将在二季度对股票指数构成较大影响。资金面方面，春节后资金面总体偏紧，未来资金中性偏紧的格局料难以改变。此外，沪深 300 及上证 50 指数估值水平已经到达历史高位，处于较高的危险区间，这意味着估值进一步走高的空间有限。总体来看，指数料维持高位震荡偏弱格局，二季度指数上涨面临较大难度，总体来看高位震荡，甚至震荡回落的概率较大。

第二部分 ETF 及股指期货成交持仓及波动率情况

一、300ETF 及股指期货成交及持仓量持续增长

从成交持仓量来看，上证 50ETF 以及沪深 300ETF 成交以及持仓量总体维持稳定水平，波动不大。但沪深 300 股指期货成交和持仓量出现较大增幅，2021 年一季度日均成交和持仓维持在 15 万手附近，比 2020 年日均 10 万手持仓规模增加 50%左右，表明资金在持续入场。我们预计随着基金等机构投资者的不断入市，沪深 300 股指期货的成交持仓量仍将稳步攀升。

1、50ETF 期权成交及持仓情况

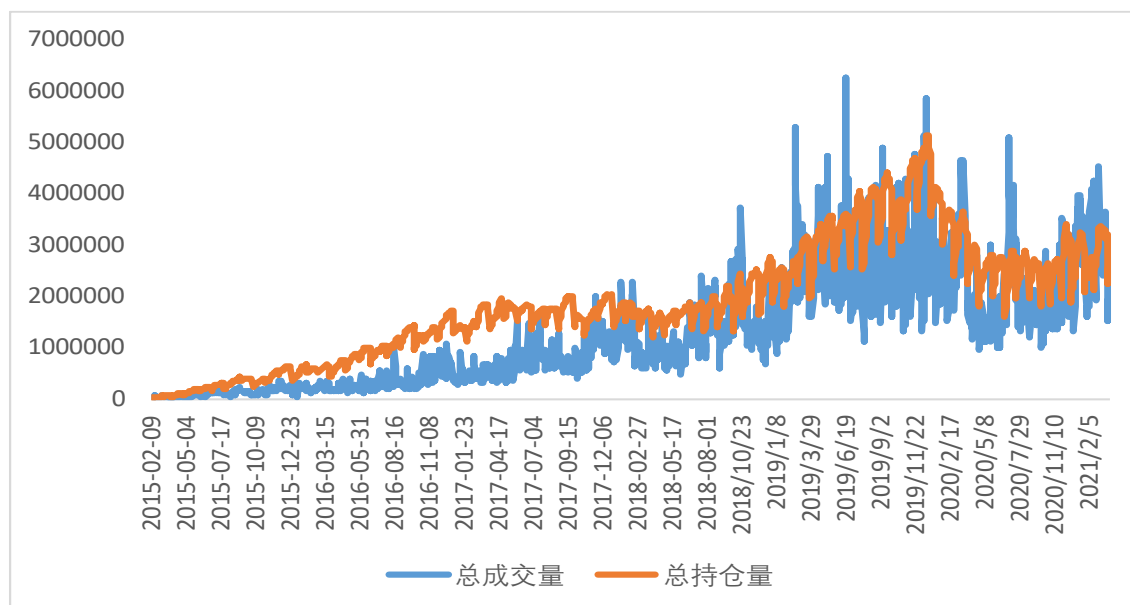


图 15：50ETF 期权成交数据统计

资料来源：Wind，方正中期期货

2、300ETF 期权成交及持仓情况

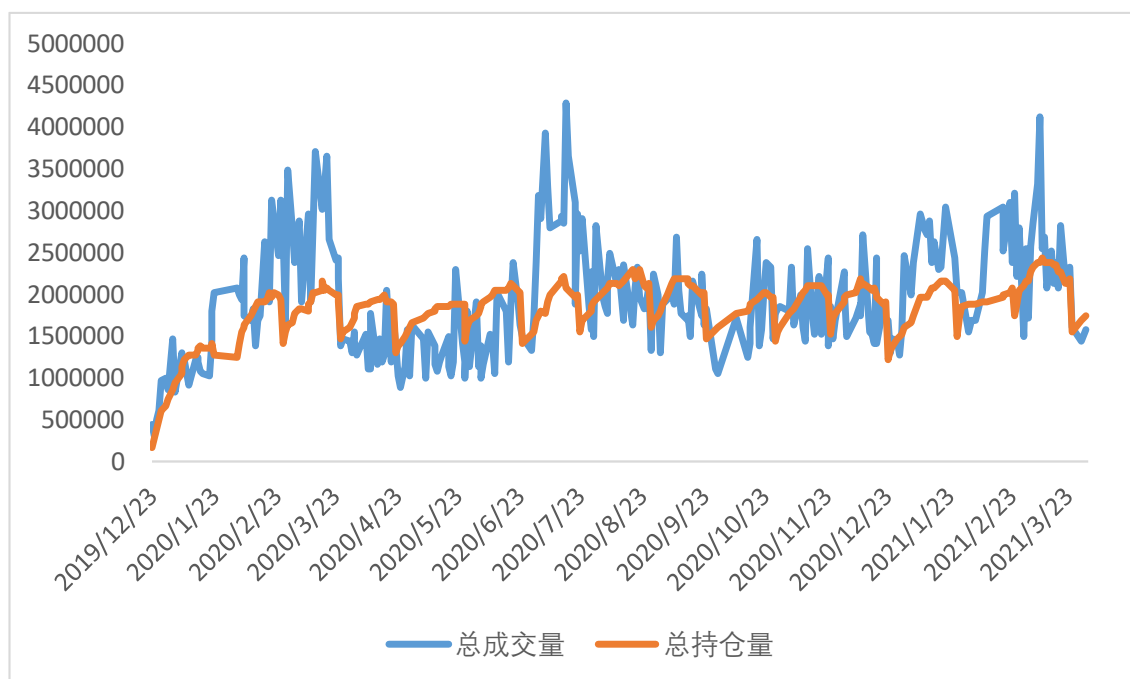


图 16：沪深 300ETF (510300) 成交及持仓情况

资料来源：Wind，方正中期期货

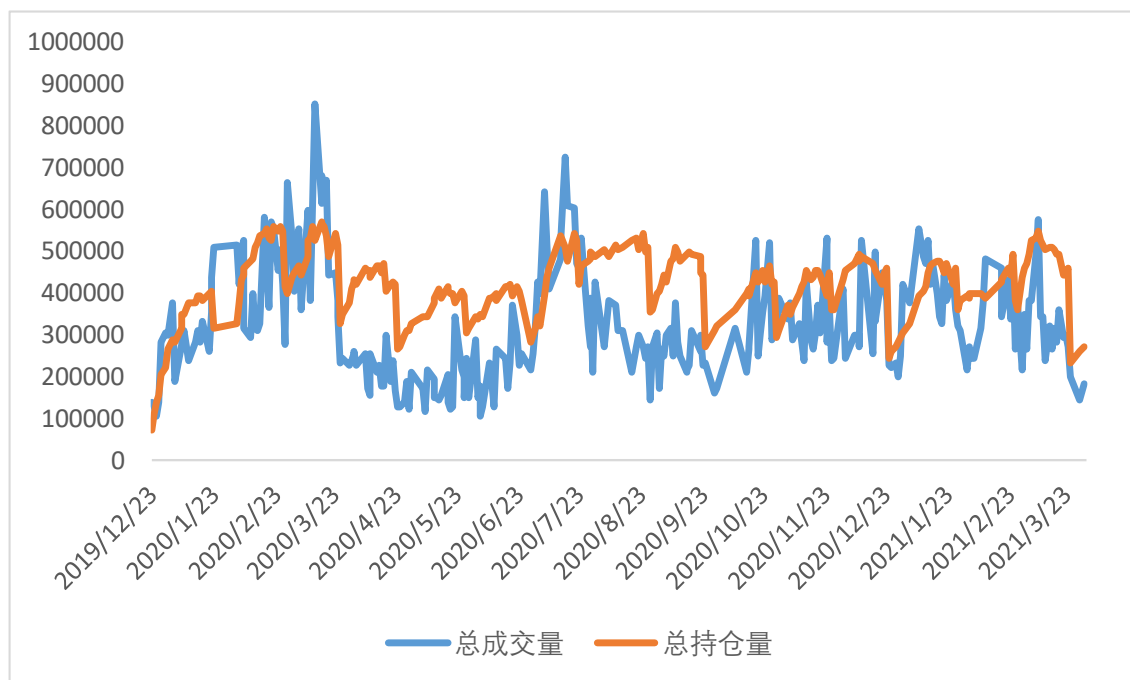


图 17：沪深 300ETF（159919）成交及持仓情况

资料来源：Wind，方正中期期货

3、沪深 300 股指期权成交及持仓情况

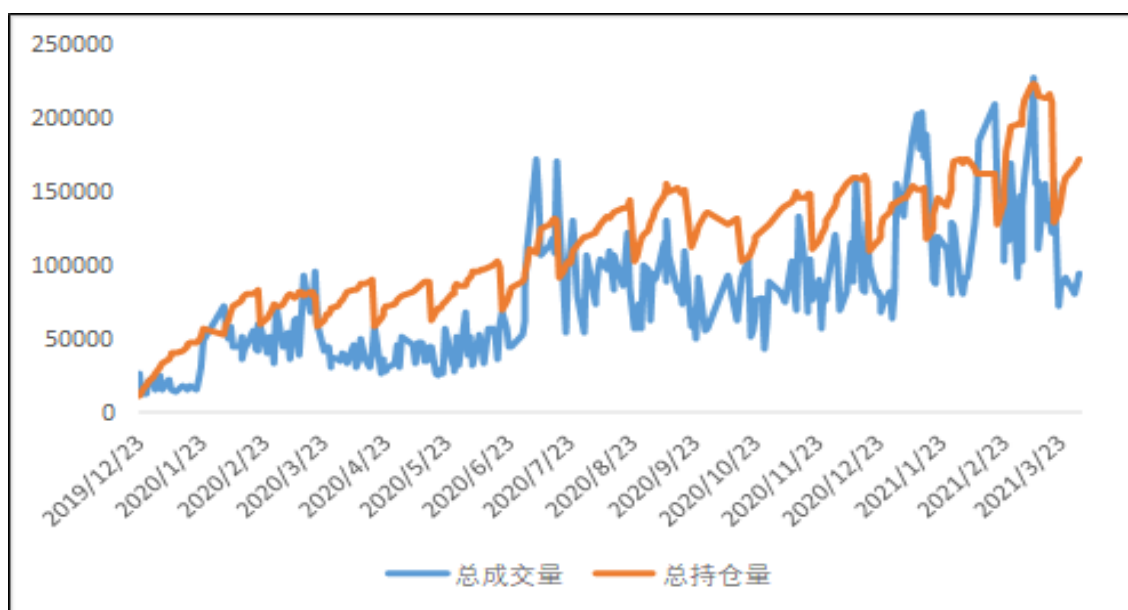


图 18：沪深 300 股指期权成交及持仓量

资料来源：Wind，方正中期期货

二、期权隐含波动率高位回落

从波动率看，一季度股市波动加大，波动率震荡偏强，沪深 300 股指期权波动率从 1 月初 19% 附近上涨至 33% 附近，然后随着股市下跌回落至 20% 附近，展望二季度，波动率有望维持区间震荡，震荡区间 15%-30%。我们认为在波动率在 25%-30% 附近可以采用做空波动率策略，波动率回落至 20% 下方可继续做多波动率。

1、50ETF 期权波动率

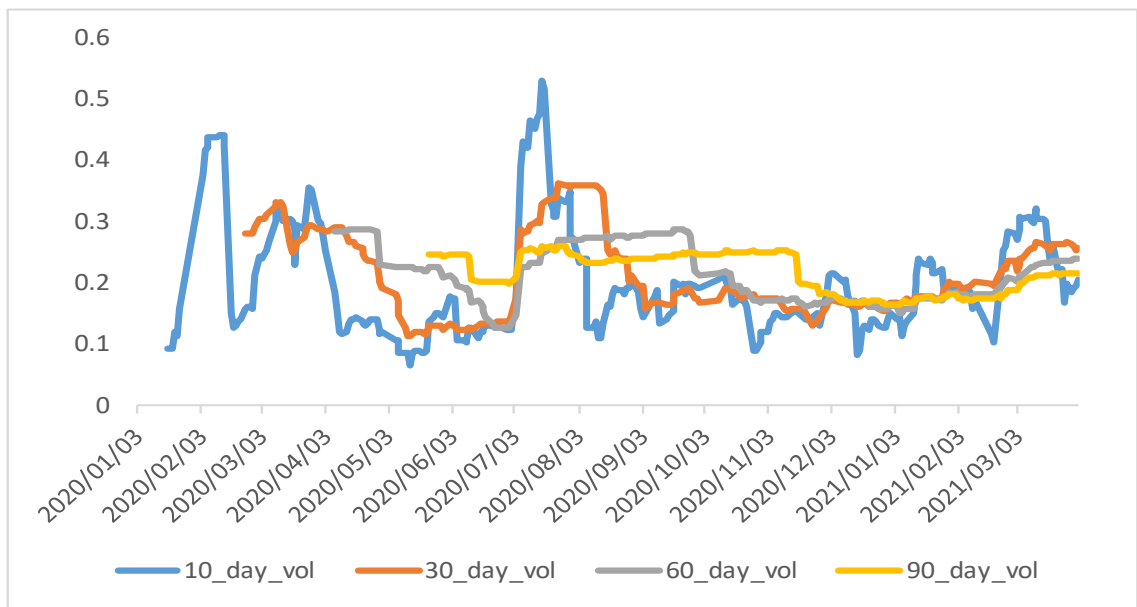


图 19: 50ETF 期权历史波动率

资料来源: Wind, 方正中期期货

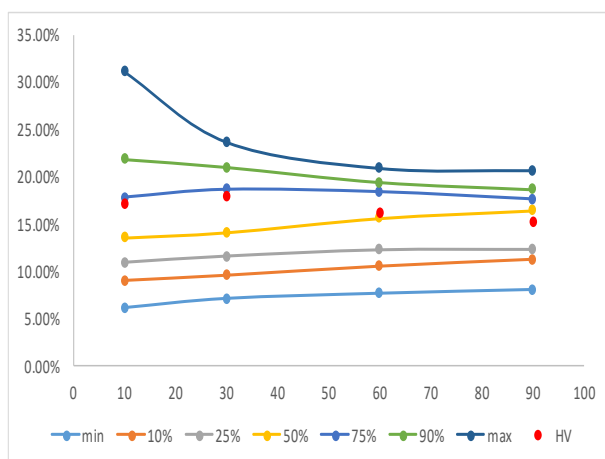


图 20: 50ETF 期权历史波动率锥

资料来源: Wind, 方正中期期货

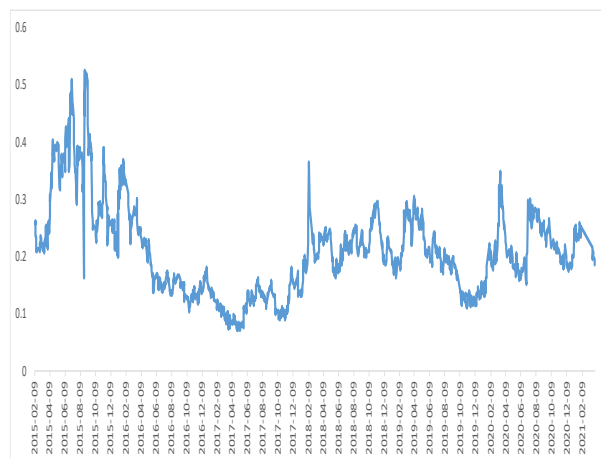


图 21: 50ETF 期权综合波动率指数

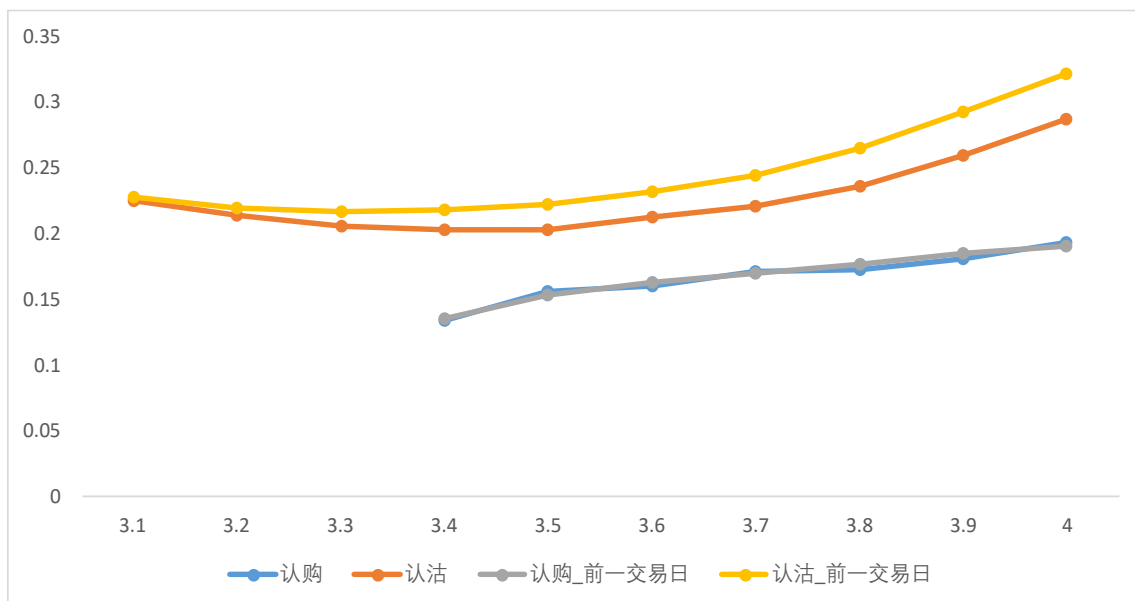


图 22: 50ETF 期权次月合约隐含波动率微笑曲线

资料来源: Wind, 方正中期期货

2、300ETF 期权波动率

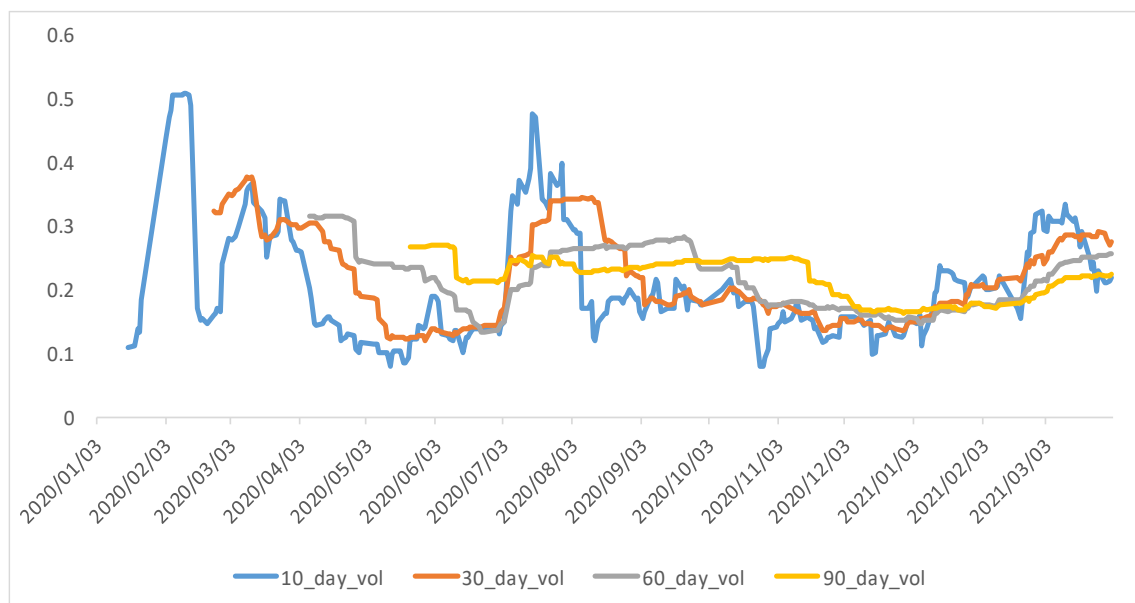


图 23: 300ETF (510300) 历史波动率

资料来源: Wind, 方正中期期货

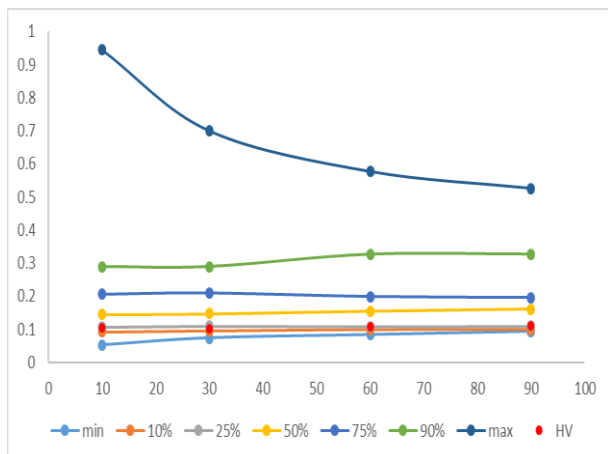


图 24: 300ETF (510300) 历史波动率锥

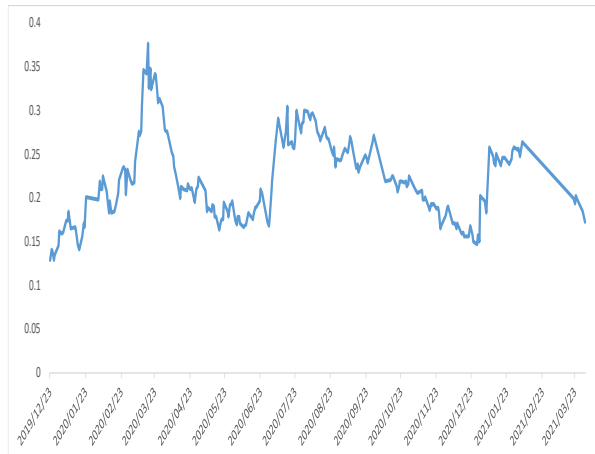


图 25: 300ETF (510300) 隐含波动率指数

资料来源: Wind, 方正中期期货

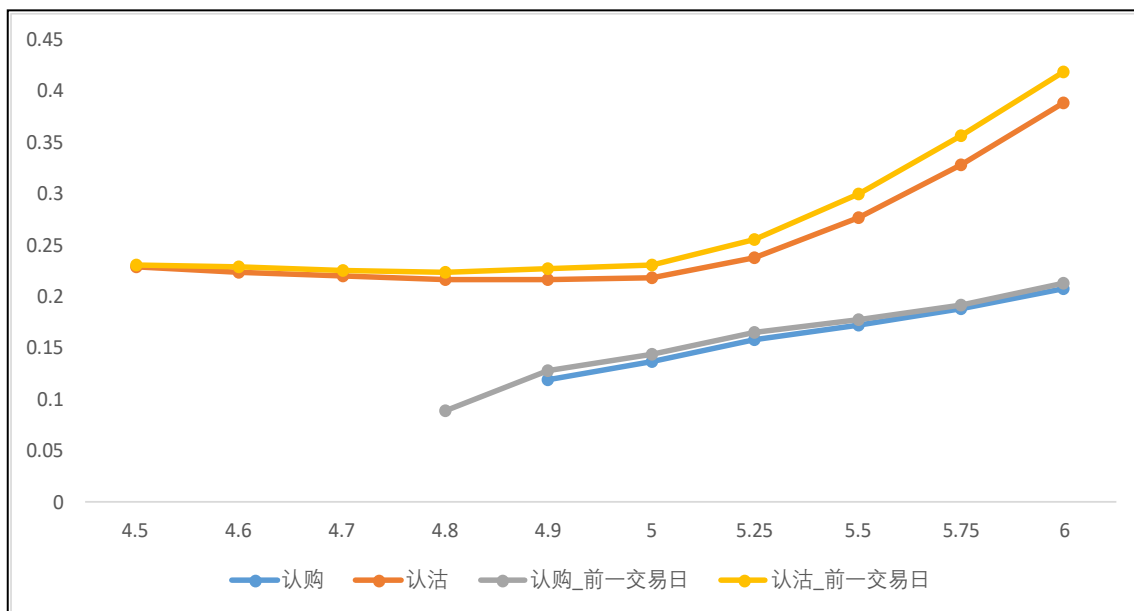


图 26: 300ETF (510300) 次月合约隐含波动率微笑曲线

资料来源: Wind, 方正中期期货

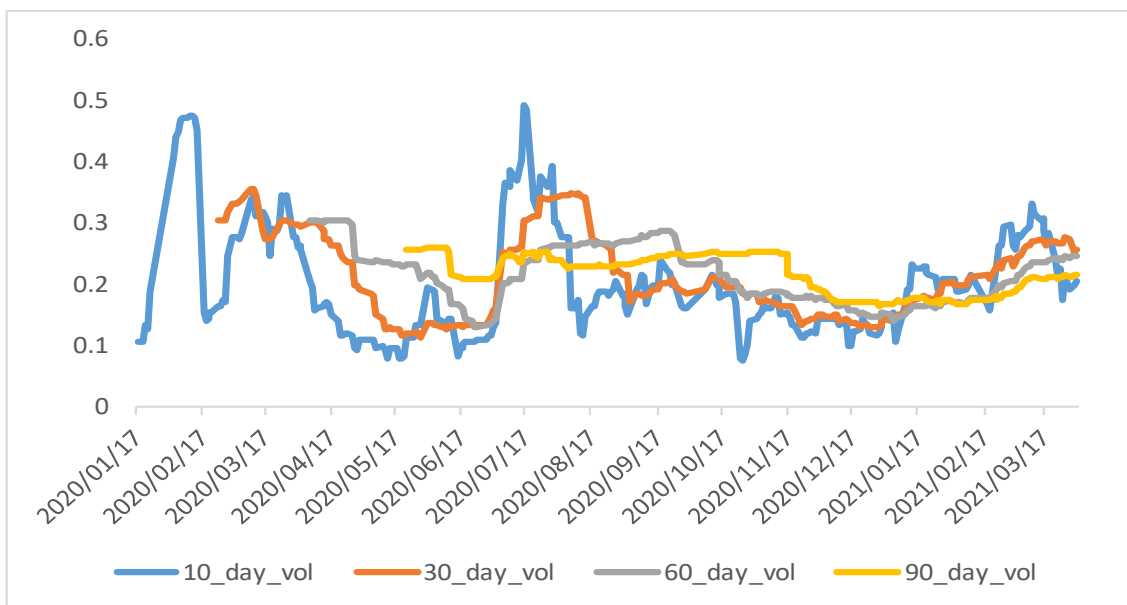


图 27: 300ETF (159919) 历史波动率

资料来源: Wind, 方正中期期货

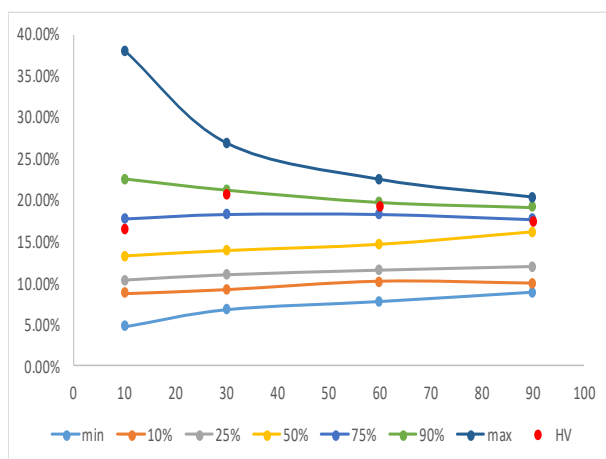


图 28: 300ETF (159919) 历史波动率锥

资料来源: Wind, 方正中期期货



图 29: 300ETF (159919) 隐含波动率指数

资料来源: Wind, 方正中期期货

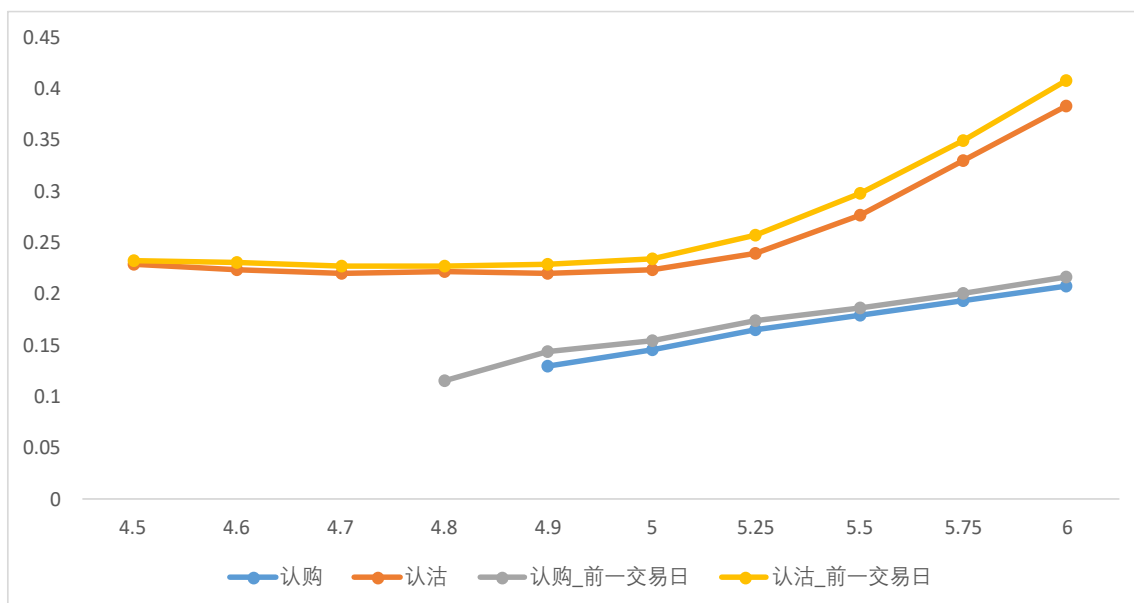


图 30：300ETF (159919) 次月合约隐含波动率微笑曲线

资料来源：Wind，方正中期期货

3、沪深 300 股指期权波动率

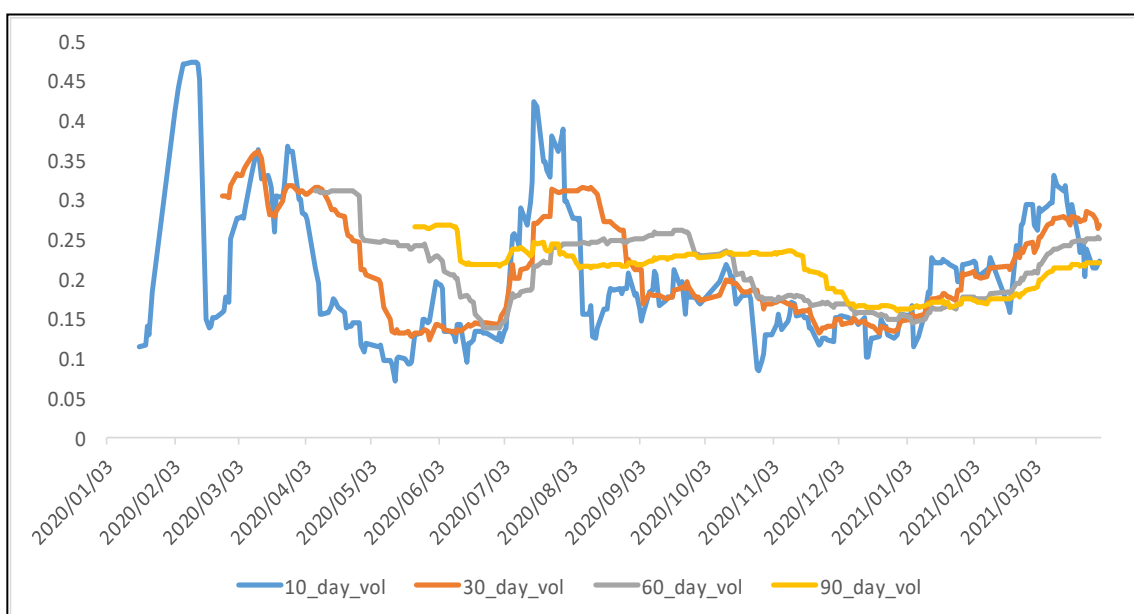


图 31：沪深 300 股指期权历史波动率

资料来源：Wind，方正中期期货

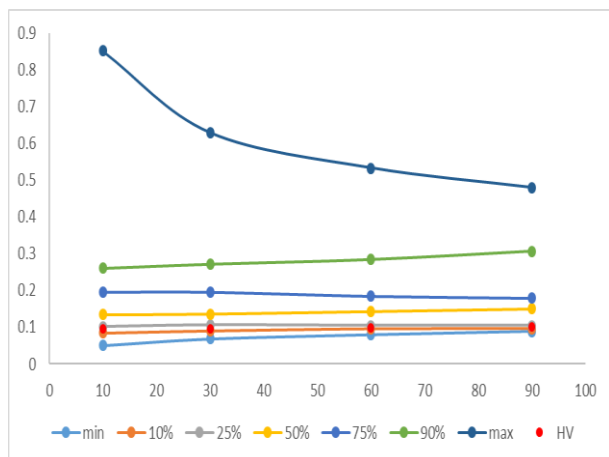


图 32: 沪深 300 股指期权历史波动率锥

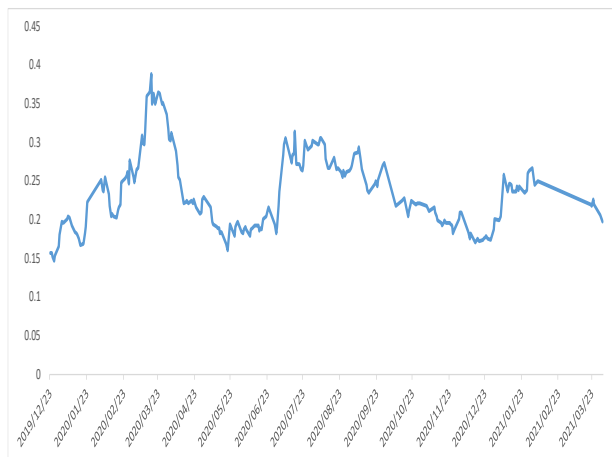


图 33: 沪深 300 股指期权隐含波动率指数

资料来源: Wind, 方正中期期货

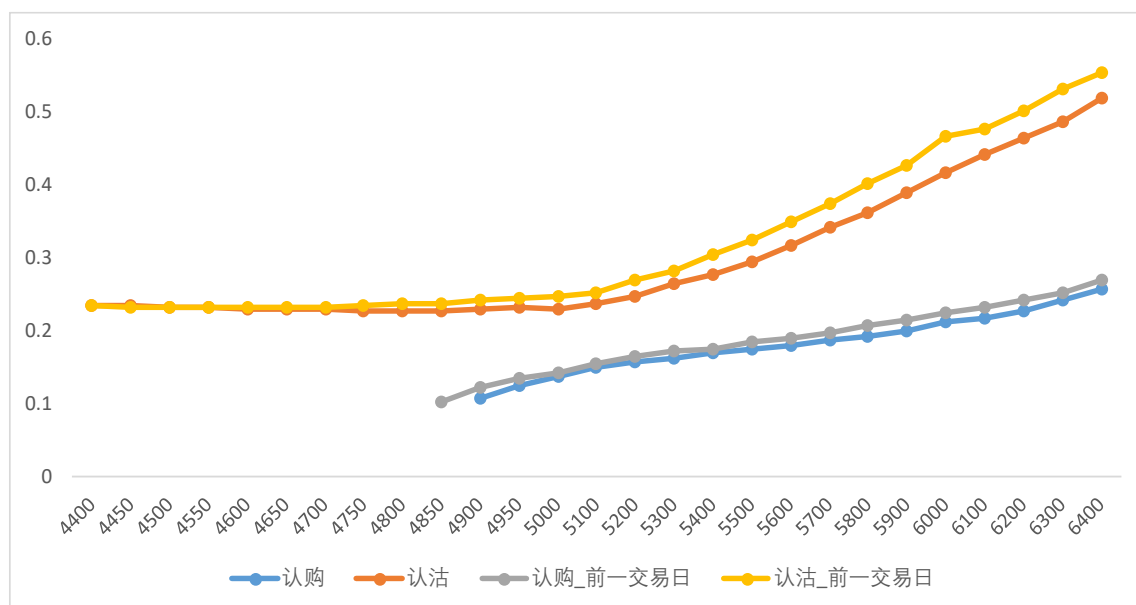


图 34: 股指期权次月合约隐含波动率微笑曲线

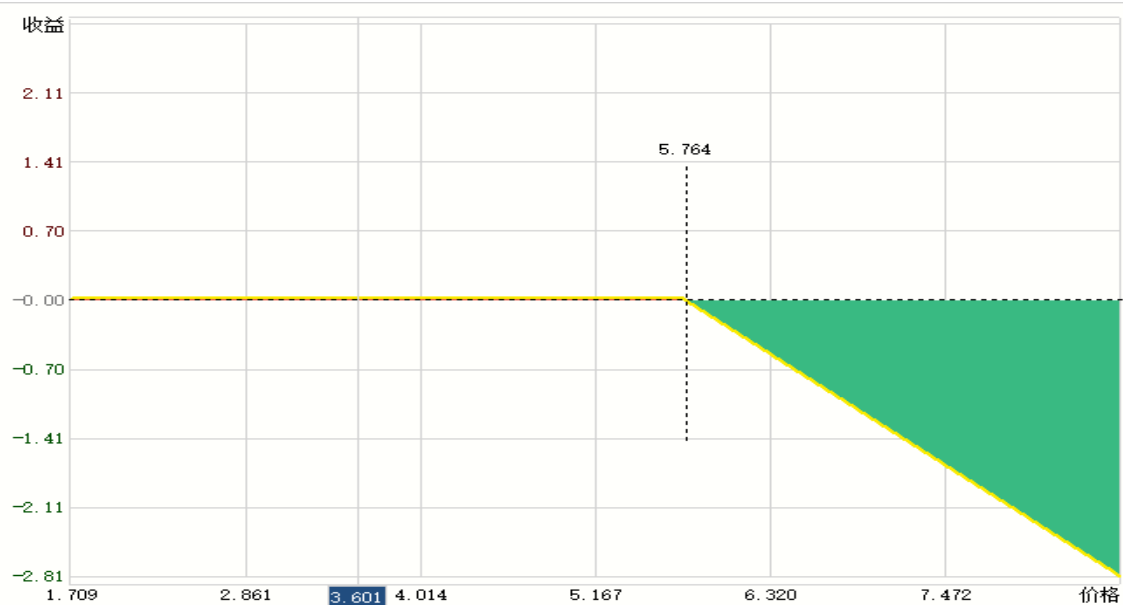
资料来源: Wind, 方正中期期货

第三部分、结论与操作建议

期权策略方面，方向上，股票指数二季度有望继续维持震荡的走势，可以在震荡区间上沿逢高做空，在下方支撑位逢低做多。方向策略方面优先考虑卖出虚值认购期权策略。从波动率方面看，3月末月波动率仍处于较低位置，回到20%以下。二季度我们判断波动率总体仍将维持15%-30%区间震荡。中期来看，由于指数估值水平已经处于历史较高区间，继续上行概率较低，二季度可以考虑逢高布局备兑策略、单边卖出认购期权，买入或者卖出宽跨式策略。

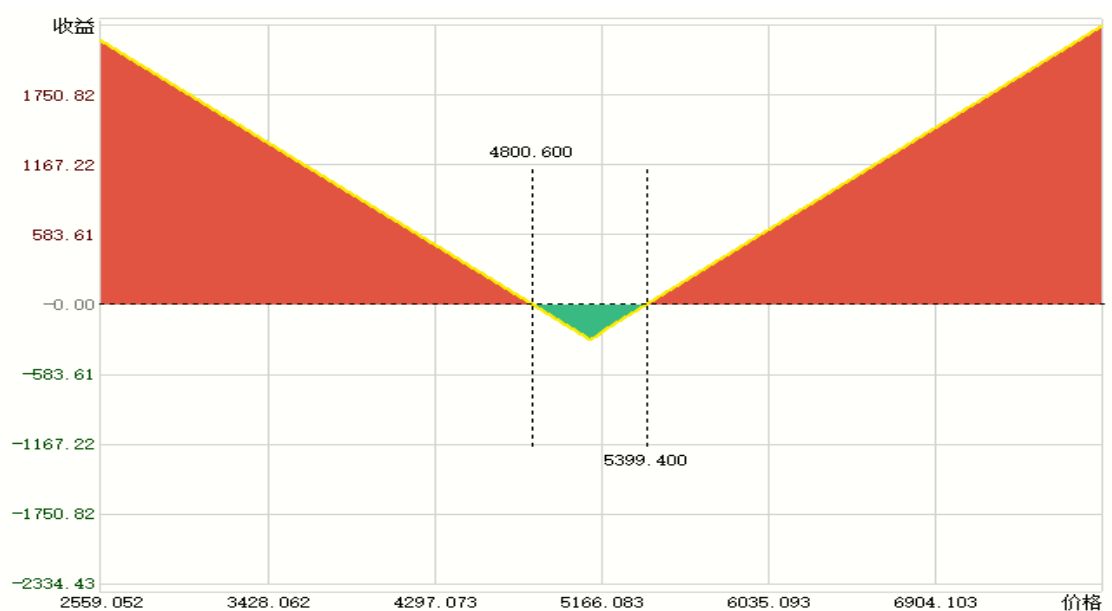
方向策略：卖出认购期权

代码	名称	买卖	数量	最新价	对手价	对手一档量	对手二档量	成交量	持仓量	隐含波动率
10003351	300ETF购5月5750 沪	卖	1	0.0141	0.0140	9	1	3902	6921	0.1883



波动率策略：买入跨式策略做多波动率

名称	买卖	数量	最新价	对手价	对手一档量	对手二档量	成交量	持仓量	隐含波动率
I02105-C-5100	买	1	156.0000	157.8000	1	--	1271	1208	0.1629
I02105-P-5100	买	1	143.4000	144.6000	1	--	946	1011	0.2285



联系我们：

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层； 上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 7C	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层； 上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 11 层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路 48 号楼 4 层 408 室	010-68578987
河北分公司	唐山市路北区金融中心 A 座 2109、2110 室	0315-5396886
上海分公司	中国（上海）自由贸易试验区浦东南路 360 号 2307 室	021-50588107/ 021-50588179
湖南第一分公司	长沙市雨花区芙蓉中路三段 569 号陆都小区湖南商会大厦 26 层 2618、 2619、2620、2621、2622、2623 室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路 53 号楷林商务中心 C 座 2304、 2305、2306 房	0731-84118337
北京朝阳营业部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼 19 层 2201 室	010-85881205
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路 9 号 1 号楼 12 层 8-9 号	010-62681567
北京石景山营业部	北京市石景山区金府路 32 号院 3 号楼 5 层 510、511 室	010-66058401
天津营业部	天津市和平区大沽北路 2 号 2608、2609	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津经济技术开发区第一大街 79 号泰达 MSD-C3 座 1506 单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街 7 号正翔国际 S1-B81107	0472-5210710
保定营业部	保定市朝阳北大街 2238 号汇博上谷大观 B 座 1902、1903 室	0312-3012016
邯郸营业部	邯郸市丛台区中华大街 89 号大连友谊时代广场 B 座 1105 室	0310-3053688
青岛营业部	青岛市市南区香港中路 61 号阳光大厦 21 楼 EH 单元	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路 329 号和融公寓 2 幢 1 单元 5 层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路 118 号 4 幢 1 单元 1F101 室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	中国（上海）自由贸易试验区南洋泾路 555 号 909 室、906 室	021-58381123
上海世纪大道营业部	中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 11 层 07 单元	021-58861093
上海南泉北路营业部	中国（上海）自由贸易试验区南泉北路 429 号 1703 室	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路 132 号 17-6、17-7、17-8 室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦 5 幢 1010 室	0571-86690056
常州营业部	江苏省常州市钟楼区延陵西路 99 号嘉业国贸大厦 3201、3202 室	0519-86811201

250000

200000

南京营业部	南京市栖霞区紫东路 1 号 E2 栋 444 室	025-58061185
南京洪武路营业部	南京市秦淮区洪武路 359 号 1803、1804 室	025-58065958
苏州营业部	苏州工业园区通园路 699 号苏州港华大厦 1606 室	0512-65162576
苏州东吴北路营业部	苏州市姑苏区东吴北路 299 号 (吴中大厦 9 层 902B、903 室)	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路 520 号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道 1619 号国际金融中心 A 座 307 室	0791-83881026
武汉营业部	武汉市硚口区沿河大道与武胜路交汇处武汉硚口区长江食品厂 C 地块旧城改造商业、办公楼栋/单元 18 层 7 号	027-87267756
岳阳营业部	岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际 11 栋 102 号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路 999 号中央商业广场 32/1124、1125 (1 栋 1110、1111)	0731-28102713
郴州营业部	郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城 1 栋 10 楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	长沙市芙蓉区黄兴中路 168 号	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路 666 号时代广场 (19 层 1902 号)	0736-7318188
深圳营业部	深圳市福田区梅林街道梅都社区中康路 128 号卓越梅林中心广场 (北区) 2 号楼 806	0755-82521068
广州营业部	广州市天河区林和西路 3-15 号 35 层 07,35 层 08,35 层 09	020-38783861
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 24 楼	021-20778922

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。