



徽商期货
HUISHANG FUTURES

徽商期货

如期而获







金融期权：5月，反弹遇阻力， 可卖虚值看涨期权

成文日期：2022年5月25日

徽商期货有限责任公司

投资咨询业务资格

皖证监函字【2013】280号

李敏 期权部分析师

从业资格号：F3047909

投资咨询资格号：Z0015515

虞靖绎 期权部分析师

从业资格号：F03092814

摘要

1.股指预计区间震荡。2022年，股市已产生了较大程度的回撤。5月和6月，市场将迎来上市公司的业绩真空期。目前，股市向下或有支撑，难以发生新的恐慌下跌。综合技术面和基本面来看，指数也难形成向上突破。预计仍继续震荡。

2.近期期权成交量变动幅度有限：近期股指变化幅度较大，但金融期权成交量变动有限。520向上突破时，期权成交量短期激增，但后市并未跟进。24日股指回调，期权成交量却并未增加。关注后市期权成交量抬升的持续性。若不能持续保持较高的成交量，期权隐波也难以被抬升。

3.历史波动率：HV（5）方面，相较于4月底，近期HV（5）已快速回落，并明显低于HV（30）。近期，HV（5）又有短期抬头的态势；HV（30）方面，下降还不够明显，关注后市HV（30）能否下降。如若下降，期权隐波或随之下降。

4.隐含波动率：“降波”趋势犹在，近期抬升不明显。目前来看，金融期权隐含波动率仍处于中等偏上位置，眼下期权价格并不算便宜。

5.建议卖虚值看涨期权：股指反弹遇阻，期权需警惕“降波”风险。建议卖虚值看涨期权，赚取期权费。

风险提示：疫情因素；地缘事件；经济数据不符预期；行业政策；货币流动性等



一、金融期权：股指遇压力，期权成交需观察

（一）股指：短期反弹遇阻

沪深 300 与上证 50，企稳、磨底，共 14 个交易日。4 月下旬，股市又现恐慌式下跌。直至 4 月 27 日，市场以一根大阳线收盘，正式宣告了“恐慌”的结束。此后，沪深 300 和上证 50 先是短期反弹三个交易日，随后又连续回调三个交易日。紧接着，股指又通过两根阳线，成功跃入一个类似于水平线的“低位整理平台”。自 4 月 27 日至 5 月 19 日，沪深 300 和上证 50 经历了一段企稳、磨底的时光，共 14 个交易日。

小票占优，万得全 A 重心逐步上移。4 月 27 日至 5 月 19 日，在沪深 300 和上证 50 整理期间，小票活跃度明显提升，上证指数、万得全 A 日内黄线多次战胜白线。小市值指数上涨 13.56%，茅指数却仅反弹 7.01%。与此同时，万得全 A 指数也近似沿着 5 日线，走出了重心逐步上移的态势。5 月 19 日，在前日美股大跌的背景下，A 股低开高走，最终走出独立行情，市场收红。

20 日，股指实现向上突破。5 月 20 日，沪深 300 和上证 50 均以一根大阳线的形式，实现了向上突破。本次突破的压力位，系月初超跌反弹时形成阶段高点。目前，沪深 300 已触及 3 月中下旬形成的震荡区间下沿，即前期震荡箱体区间下沿。

24 日，股指遭遇阻力位，市场回调。或前期抄底获利盘变现及北向资金净流出等影响，股指在前期震荡箱体区间下沿处遭受挑战，随之出现回调。

疫情防控取得了重大突破，稳增长政策给予利好。上海疫情防控取得了重大突破，复工复产、复市复商正按计划被稳步推进。全国供应链有望得到恢复，4 月较差的社融数据或为阶段低点，全国经济最差的时候或已度过。同阶段，在人民币汇率度过快速贬值期的背景下，5 月 20 日 LPR 下降超预期（1 年期 LPR 为 3.7%，5 年期以上 LPR 为 4.45%，5 年期较上月下降 15 个 BP，宽松力度超预期）。23 日，国常会召开，会议在工业生产（扩大留抵退税、扩大延长缓缴社保费、保障货运通畅等）、直接刺激消费（推出阶段性减征乘用车购置税 600 亿、遇困个人房贷消费贷年内延期还本付息等政策）等方面提出刺激政策，地产需求、基建方向亦被强调并给予了方向。

市场对外围的两点担忧，其负面影响有望得到控制：1）美股回调压力。4 月美股急跌，但 A 股并未跟随式下跌，这或与美股、A 股相对位置、市场估值大小差异有关。在国内经济“以我为主”的背景下，眼下 A 股走势可能会相对独立。2）人民币

汇率快速贬值的阶段或暂告一段落。后市，中美利差若能相对企稳，人民币汇率不再快速贬值，相关负面影响或有望消退。

股指预计区间震荡。2022年，股市已产生了较大程度的回撤。5月和6月，市场将迎来上市公司的业绩真空期。目前，股市向下或有支撑，难以发生新的恐慌下跌。综合技术面和基本面来看，指数也难形成向上突破。预计仍继续震荡。

后市建议关注：1) 疫情防控的进展，若防控进展顺利，则有利于经济的回暖，进而形成利好；2) 经济数据、金融数据能否触底：4月的经济数据、金融数据压力较大，PMI数据、社融增速均较弱。未来几个月，“经济底”能否在数据上得到验证，较为关键，同时，经济复苏的速度，或将影响股市大小票风格的切换；3) 在降准、结构性降低LPR、房地产宽松政策之外，财政政策、产业政策将如何配合刺激经济，也需要得到关注（例：523国常会提出的相应政策）；4) 海外流动性、人民币汇率等。

图1： 沪深300指数



图2： 上证50指数



数据来源：徽商期货研究所 文华财经

（二）金融期权：成交量分化，关注后市量能持续性

期权成交量一度回落：4月下旬的股市急跌，导致了金融期权的成交量激增。随后，随着股市的相对企稳，期权成交量有所回落。

上交所、深交所品种成交波动较大：在4月底的金融期权成交量抬升中，出现了一个有意思的现象，即上交所（50ETF期权、沪300ETF期权）、深交所（深300ETF期权）期权品种的成交量变动较大。相反，中金所的股指期权成交量变动幅度较小。

近期期权成交量变动幅度有限：近期股指变化幅度较大，但金融期权成交量变动有限。520 向上突破时，期权成交量短期激增，但后市并未跟进。24 日股指回调，期权成交量却并未增加。

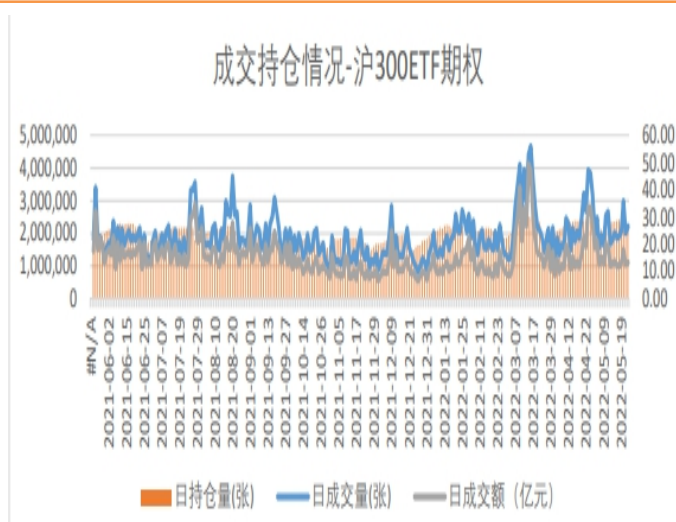
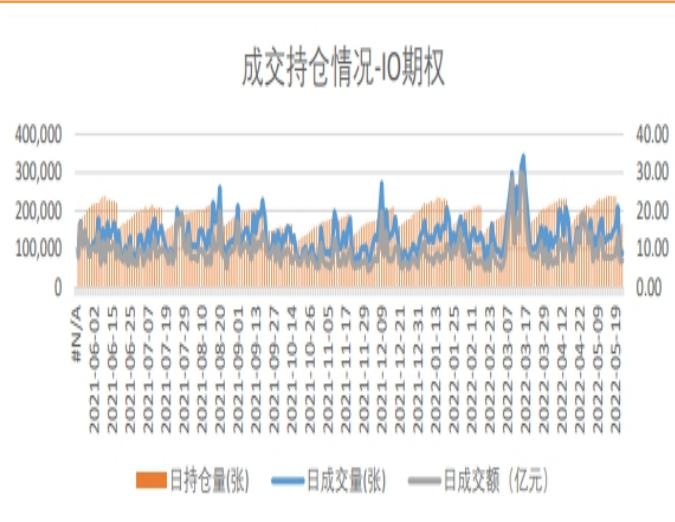
IO 期权：近期成交量很低。20 日，IO 期权 05 合约到期。下一交易日（23 日）起，IO 期权成交量很低。24 日股指回调也未刺激其成交上涨。

关注后市期权成交量抬升的持续性。若不能持续保持较高的成交量，期权隐波也难以被抬升。

成交数据截至 2022 年 5 月 24 日。

图 3：中金所沪深 300 期权（IO）成交、持仓情况

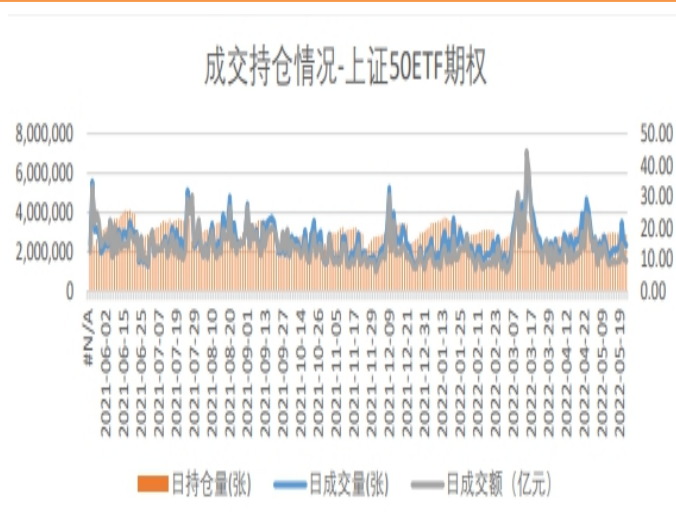
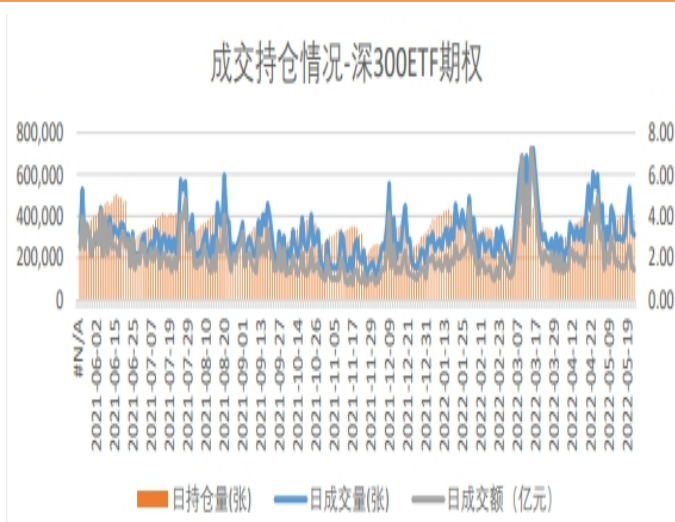
图 4：沪 300ETF 期权成交、持仓情况



数据来源：徽商期货研究所 Wind

图 5：深 300ETF 期权成交、持仓情况

图 6：上证 50ETF 期权成交、持仓情况



数据来源：徽商期货研究所 Wind

（三）金融期权 PCR：趋势变化不够明显

成交量日认沽/认购比率（成交量 PCR）：数据截至 2022 年 5 月 24 日。

1. 通常情况下，金融期权成交量的日认沽/认购比率与标的呈现反向相关关系。

2. 近期趋势变化不够明显。

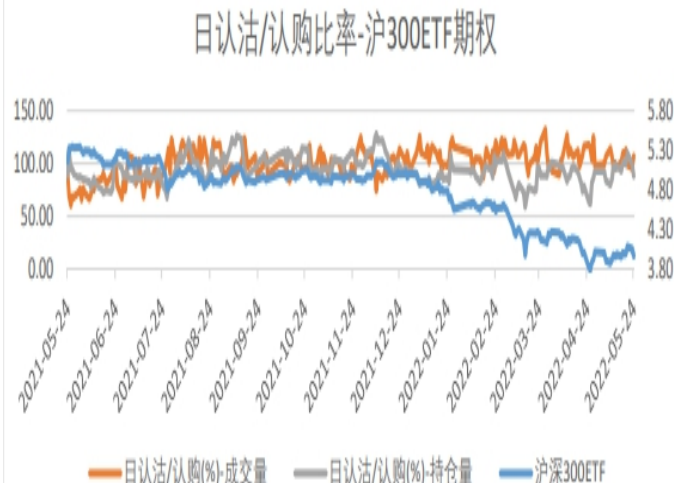
持仓量日认沽/认购比率（持仓量 PCR）：数据截至 2022 年 5 月 24 日。

近期趋势变化亦不够明显。

图 7：中金所沪深 300 期权（IO）日认沽/认购比率



图 8：沪 300ETF 期权日认沽/认购比率



数据来源：徽商期货研究所 Wind

图 9：深 300ETF 期权日认沽/认购比率

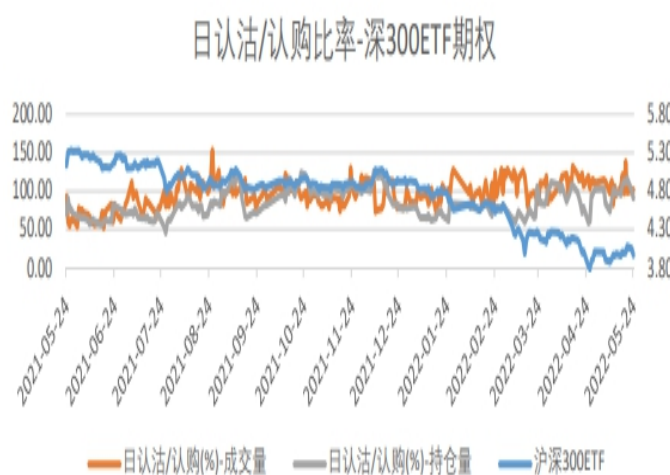


图 10：上证 50ETF 期权日认沽/认购比率



数据来源：徽商期货研究所 Wind

二、波动率：5月显现下降态势

（一）HV（30）若产生明显回落，或对隐波产生影响

目前，沪深300和上证50的历史波动率均呈现以下特点：

1.HV（5）：相较于4月底，近期HV（5）已快速回落，并明显低于HV（30）。

近期，HV（5）又有短期抬头的态势；

2.HV（30）：下降不够明显。若后市HV（5）短期不再持续抬升，HV（30）终将下降；

3. 总体来说，目前沪深300和上证50的HV（5）均处于中等偏上的位置，HV（30）反而处于历史较高的位置（数据起始于期权品种上市以来）。

4.关注HV（30）能否下降。如若下降，金融期权隐波或随之下降。

图 11：HV-沪深300 指数

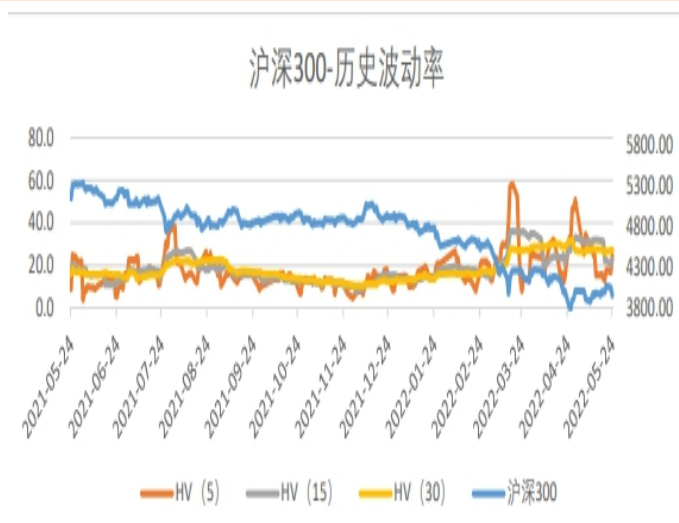
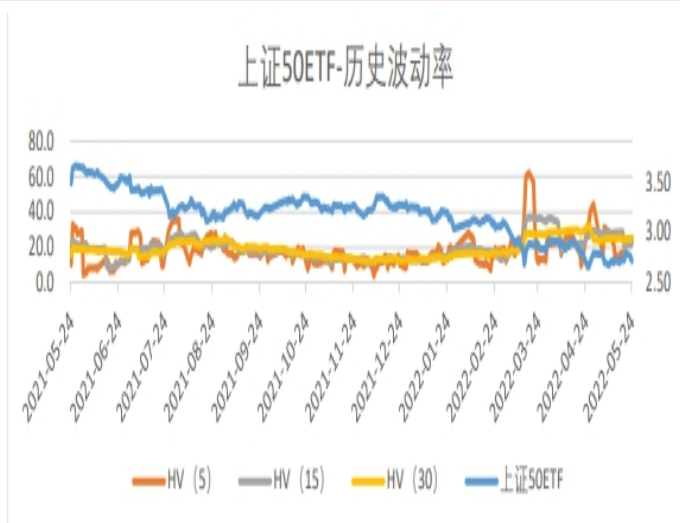


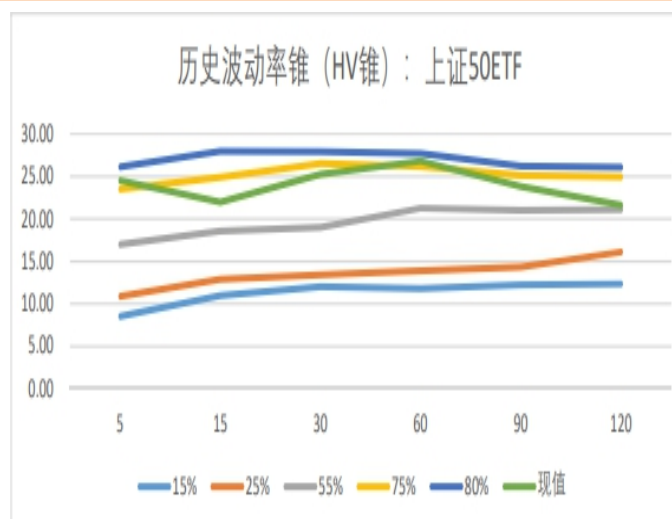
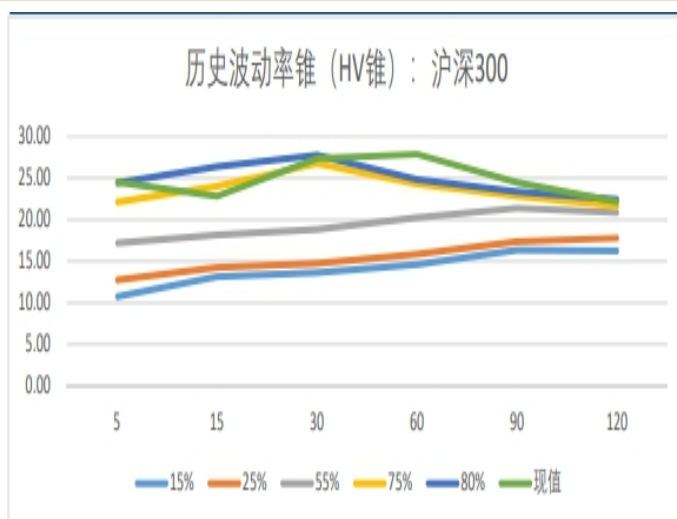
图 12：HV-上证50 指数



数据来源：徽商期货研究所 Wind

图 13：波动率锥（HV）-沪深300 指数

图 14：波动率锥（HV）-上证50 指数



数据来源：徽商期货研究所 Wind

（二）IV：“降波”趋势犹在，近期抬升不明显

“降波”行情已有兑现。上一波金融期权隐含波动率的高点，系股指恐慌式下跌所刺激的。随着股指的企稳、反弹，拉升隐波的市场趋势得到了阶段性逆转，隐含波动率也如期出现“阴跌”式回落，即以较慢的方式回落。

隐波仍处于中等偏上的位置。目前来看，金融期权隐含波动率仍处于中等偏上位置，眼下期权价格并不算便宜。

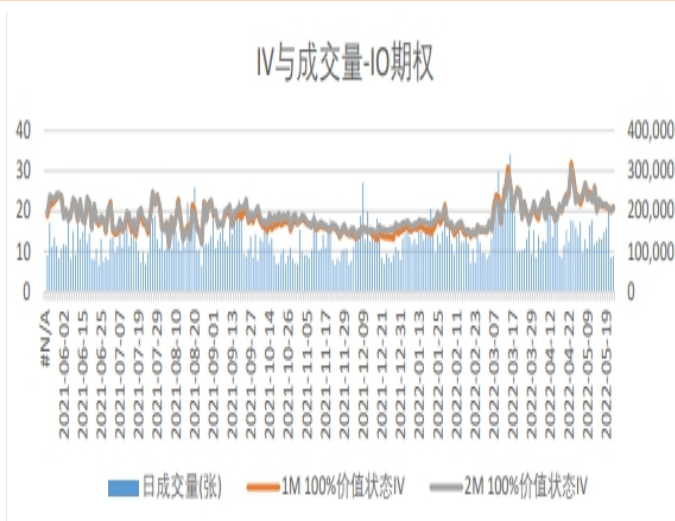
524 回调，隐波变动并不大。524 股指明显回调之际，期权成交量变化不大，隐含波动率略有抬升，但变化较小，并未展现“恐慌”之势。这或可解释为期权投资者对股指的信心。总体来说，“降波”趋势犹在。

未来隐波如何变化？建议观察三个指标。1) 标的指数走势。如若股指又一次大跌，或快速上涨，隐波可能会被再次抬升。反之，隐波仍可能继续回落；2) 历史波动率，如若 HV（5）能成功带动 HV（30）下降，隐波亦难有“升波”行情；3) 期权成交量。一般而言，如若没有成交量的支撑，隐波或难以被持续抬升。

以上数据截至 2022 年 5 月 24 日。

图 15：中金所沪深 300 期权（IO）：IV 与成交量

图 16：沪 300ETF 期权：IV 与成交量



数据来源：徽商期货研究所 Wind

图 17: 深 300ETF 期权: IV 与成交量

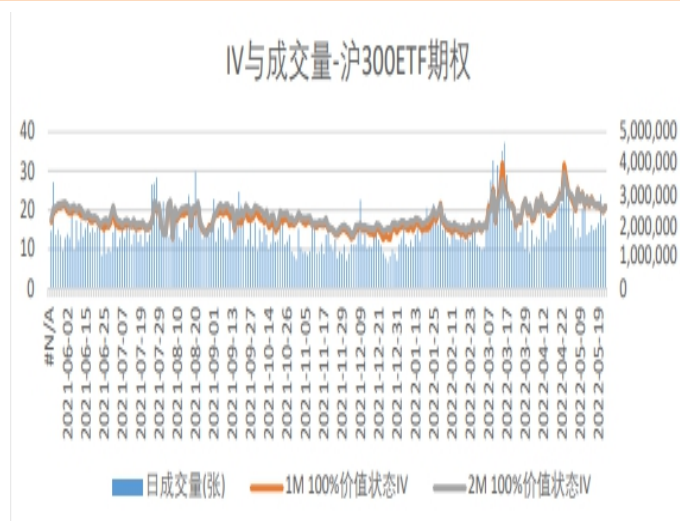
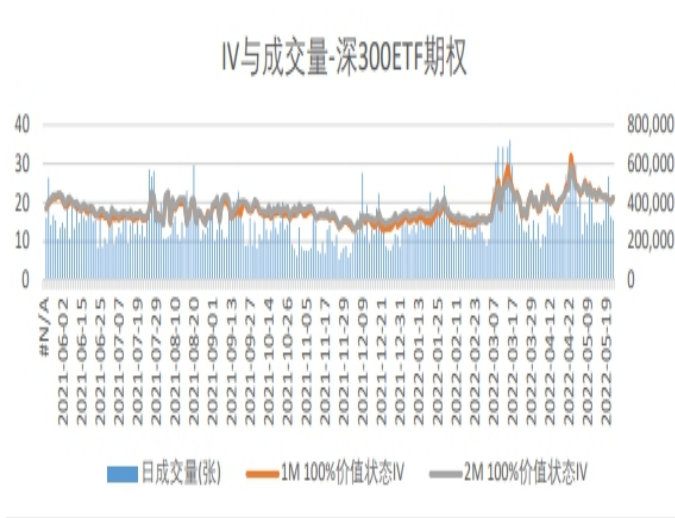


图 18: 上证 50ETF 期权: IV 与成交量



数据来源：徽商期货研究所 Wind

图 19: 中金所沪深 300 期权 (IO): IV 波动率锥

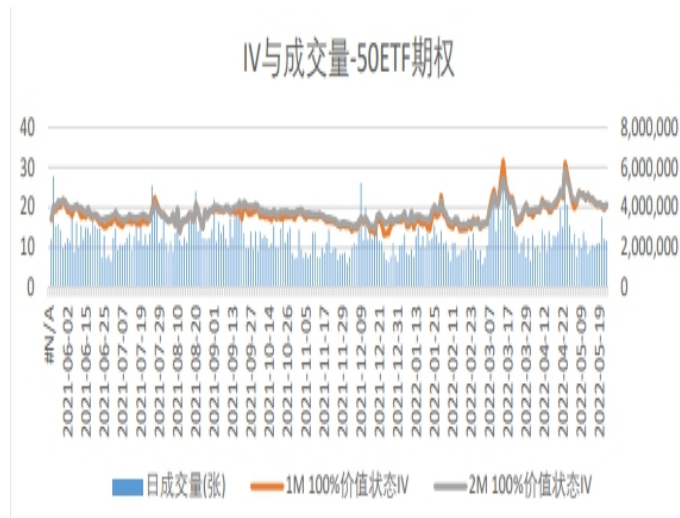
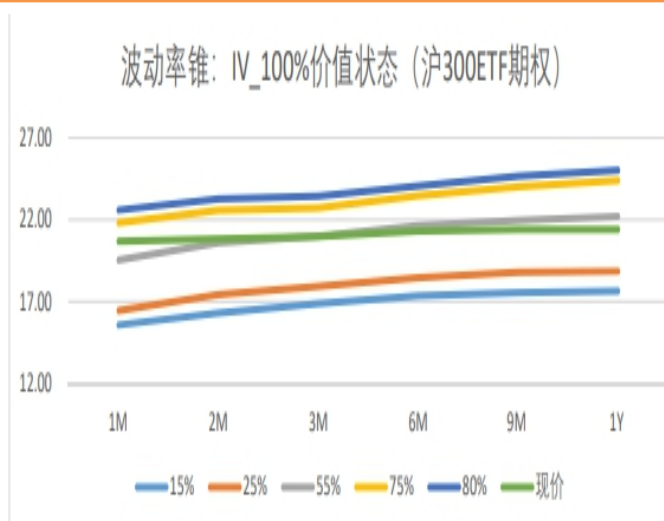
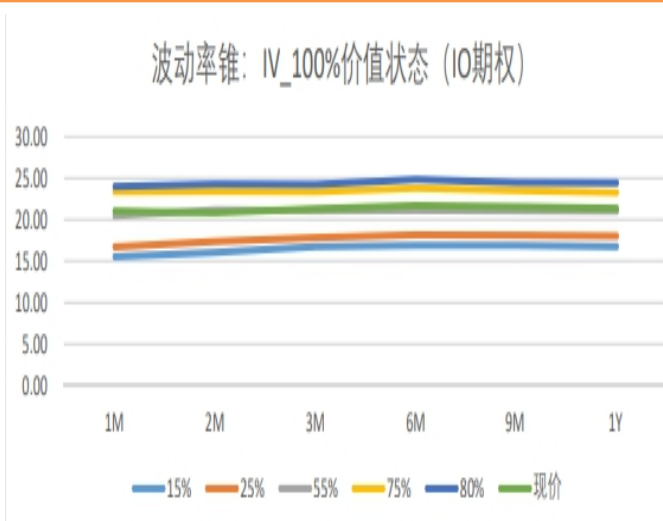


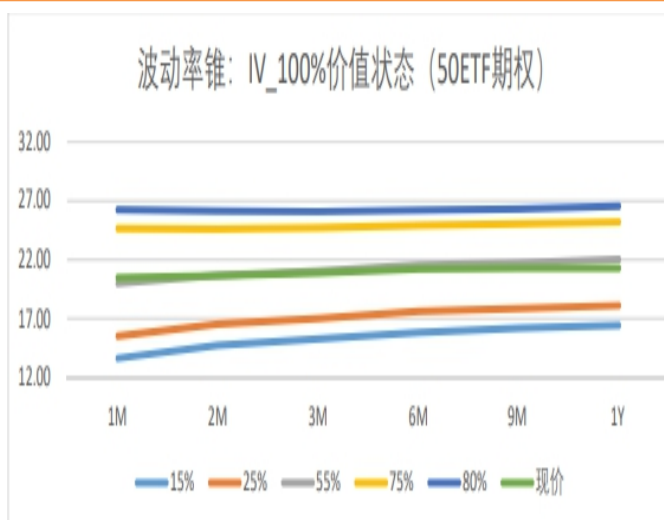
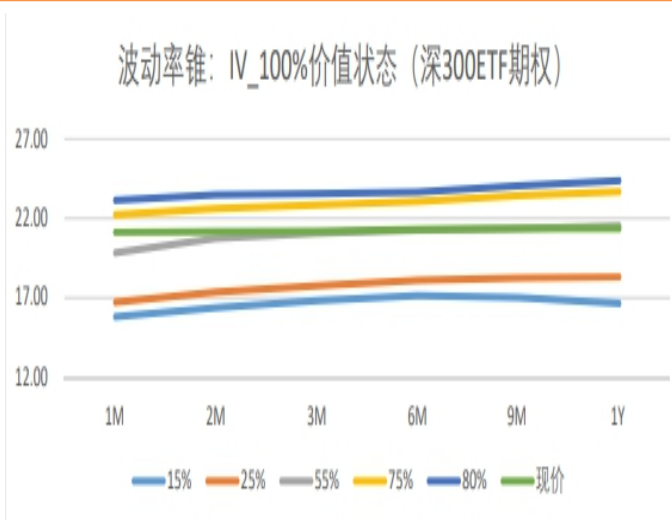
图 20: 沪 300ETF 期权: IV 波动率锥



数据来源：徽商期货研究所 Wind

图 21： 深 300ETF 期权：IV 波动率锥

图 22： 上证 50ETF 期权：IV 波动率锥



数据来源：徽商期货研究所 Wind

三、策略建议

建议卖虚值看涨期权： 股指反弹遇阻，期权需警惕“降波”风险。建议卖虚值看涨期权，赚取期权费。

风险提示： 疫情因素；地缘事件；经济数据不符预期；行业政策；货币流动性等



【免责声明】本报告所载信息我们认为是由可靠来源取得或编制，徽商期货并不保证报告所载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本报告观点不应视为对任何期货商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本报告内容全部或部分发布、复制。



感恩 · 合作 · 共赢 · 使命

徽商期货有限责任公司
HUISHANG FUTURES CO., LTD.

地址：安徽省合肥市芜湖路 258 号 邮编：230061

电话：0551-62865913 传真：0551-62865899

网址：www.hsqh.net

全国统一客服电话：400-8878-707

扫一扫



期货云投研小程序



徽商期货官方微博



徽商期货官方微信