



建议关注期权指增类策略

沪深 300 股指期权·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：2022 年 7 月 8 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。

我们认为沪深 300 指数短期或将面临一定压力，但在国内经济不断复苏作用下中期行情依旧向好。下半年可以关注以下交易机会：

(1) 持有股票交易者，短期建议以防守类策略为主。一方面可以考虑择机卖出行权价 4500 点之上虚值看涨期权增强收益；另一方面，担心标的指数明显回落者，亦可考虑在备兑策略基础上，择机买入等量虚值看跌期权来构建领口策略防范风险，策略构建的基本原则是，虚值看涨期权权利金略高于虚值看跌期权权利金，如此才不会有权利金的净支出，只要短期标的指数并未出现大幅上行，该策略往往能够明显跑赢标的指数。

(2) 波动率交易者，一方面当隐含波动率触及低位区域，且 30 日和 60 日历史波动率大小相当时可重点关注做多隐含波动的交易机会（历史上看重点关注 7-8 月，鉴于我们认为短期不满足升波条件，今年 8 月升波的概率或相对更大）；另一方面，若隐波触及高位区域（如 30% 以上），则建议以做空波动率类策略为主。

(3) 方向性交易者，建议暂时观望，重点可关注后期标的指数调整后构建牛市价差策略的机会。

一、2022 年上半年股指期权成交持仓情况

1.1 期权成交量分析

(1) 成交量稳步提升

图 1: 沪深 300 指数与成交量关系



数据来源: Wind 国联期货

2022 年上半年, 沪深 300 指数期权成交量稳步提升, 累计成交量 1732.69 万张, 日均成交量 14.81 万张, 分别较 2021 年同期上涨 18.2% 和 19.24%, 较 2021 年下半年分别环比提升 11.18% 和 18.7%; 从成交金额上看, 尽管成交量有明显提升, 但因标的指数大幅下挫, 上半年成交金额在 1208.34 亿元, 较去年同期下降 12.99%。

图 2: 每月日均成交量



数据来源: Wind 国联期货

分月份来看, 今年上半年沪深 300 指数期权成交量波动整体较大。2 月份由于春节假期原因, 成

交易整体偏低，3月份和6月份成交量有两次明显的提升，其中3月当月累计成交量达到391万张，这当中看涨期权成交量达到211万张，看跌期权成交量达到180万张，均创上市以来月度累计成交量最高水平。其主要原因在于：3月受俄乌局势持续紧张、以上海为代表的全国新冠疫情出现超预期扩散等因素影响，沪深300指数大幅下跌，市场波动急速放大，进而带动期权成交量出现明显上扬；6月则由于受国内经济不断复苏预期的影响，沪深300指数不断震荡上行，投资者乐观情绪不断回升，期权成交量亦有明显上涨。

从与三大ETF金融期权的对比上看，沪深300指数期权成交量和成交额，仍旧明显低于上证50ETF期权和华泰柏瑞ETF期权，这一方面与ETF期权面额更小、资金占用更低有关，另一方面亦与当前ETF期权有组合保证金优惠，但中金所股指期货期权还并未推出相应优惠政策有关。

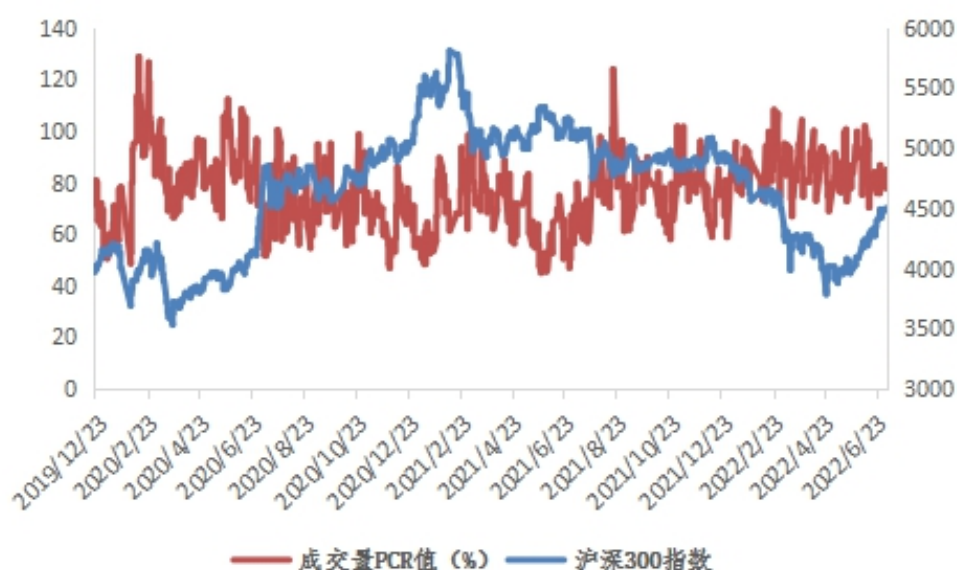
表 1：2022 年上半年四大金融期权成交情况

期权标的	总成交量 (万张)	总成交额 (亿元)	日均成交量	看涨日均 成交量	看跌日均 成交量	日均看跌成交/ 看涨成交
沪深300指数	1732.69	1208.34	14.81	7.26	5.22	71.9%
华泰柏瑞300ETF	25767.33	1958.26	220.23	107.99	112.24	103.93%
嘉实300ETF	4130.55	586.5	32.3	17.6	17.69	100.51%
上证50ETF	29597.11	3859.58	252.97	132.32	120.64	91.17%

数据来源：Wind 国联期货

(2) 成交量PCR值波动较大

图 3：成交量PCR值与标的价格走势



数据来源：Wind 国联期货

沪深 300 指数期权上市以来成交量 PCR 值（看跌与看涨成交量比值）波动整体较大，看跌期权成交量在绝大多数时间均明显低于看涨期权成交量，且该指标与标的价格短期呈现略微的负相关性。当市场情绪相对较好时，看涨期权成交量往往增长明显，而当市场情绪相对较差时，看跌成交量则相对增长明显。如：在 6 月 15 日，指数经过连续上涨后，市场情绪高企，当日看涨成交量高达 19.9 万张，达到上半年的峰值。

今年上半年成交量 PCR 值整体在 70%至 105%区间波动，其中一季度波动均值在 86%，二季度波动均值在 85%，这一方面表明随着指数的不断震荡上行，买入看跌期权博取下跌收益的投资者逐步减少，市场情绪逐步回升；另一方面该指标还并未触及历史极低区域，表明当前市场热度还并未达到十分乐观的地步，市场依旧在谨慎中前行。

1.2 期权持仓量分析

（1）持仓量趋于稳定

图 4：持仓量与标的价格走势

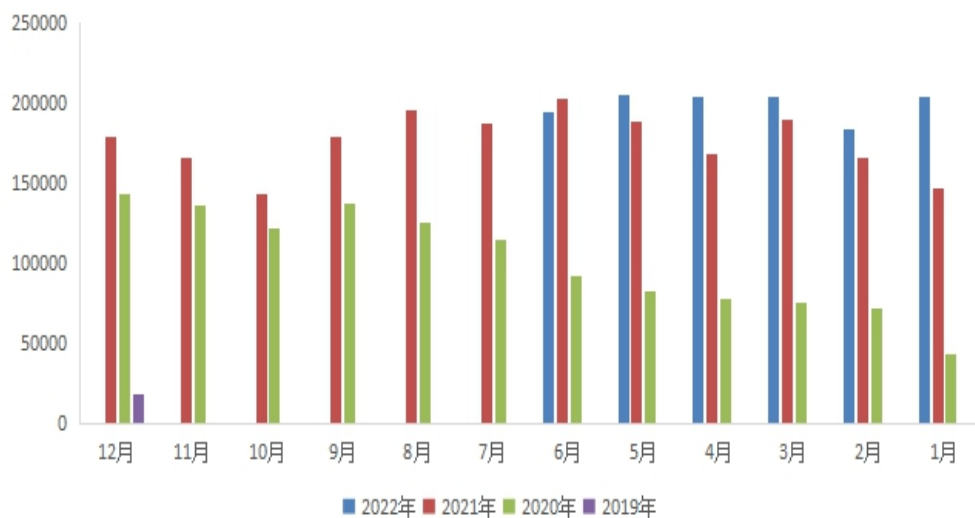


数据来源：Wind 国联期货

今年上半年沪深 300 指数期权持仓量其整体呈现高位震荡走势，震荡区间整体在 15 万张至 24 万张左右，呈现出在合约上市初期持仓偏低，随着到期日的临近持仓逐步增高的特点。

从分月份来看，尽管成交量在上半年波动较大，但持仓量整体趋于稳定，除了 2 月份由于春节假期原因日均持仓偏少外，其余 5 个月日均持仓量维持在 20 万张左右。表明尽管以日内交易为代表的市场投机资金随着行情波动变动较大，但持仓相对更长的机构投资者并未因为标的行情波动而导致持仓出现明显的变化。

图 5: 每月日均持仓量



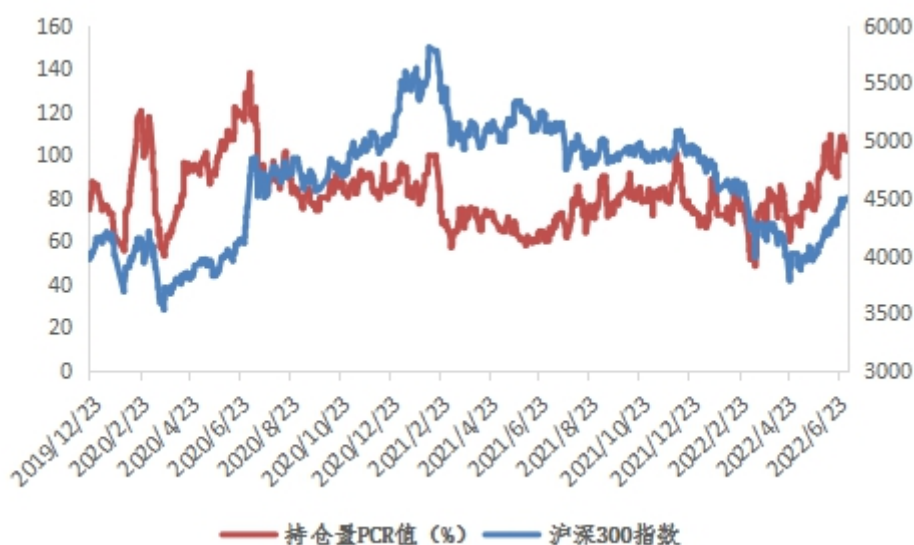
数据来源: Wind 国联期货

(2) 持仓 PCR 值与标的价格依旧呈现正相关

持仓量 PCR 值即看跌期权持仓量与看涨期权持仓量比值，一方面该指标具有一定的周期性特征，另一方面该值在较长的趋势中与标的价格亦呈现出明显的正相关性，即标的价格上行，往往会带动持仓 PCR 值亦出现上行，反之亦然。例如，在今年 3 月上半月沪深 300 指数大幅下行过程中，看涨期权持仓相对看跌期权持仓显著增加，导致持仓 PCR 值由月初 77.06% 大幅回落至 48.56%。

之所以出现以上现象，我们需要站在期权卖方的角度进行解释。标的指数上行，则代表下方支撑越发有效，卖出虚值看跌期权的投资者有明显增多；若标的指数下行，则代表上方压力越发强烈，卖出虚值看涨期权的投资者有明显增多。

图 6: 持仓 PCR 与标的价格关系



数据来源: Wind 国联期货

近两个月随着沪深 300 指数的震荡上行，持仓 PCR 值亦由 4 月底的 60% 震荡上行至最高 108% 左右，当前回落至 97% 左右，当前整体处于上市以来 90% 分位左右的较高水平，尽管整体偏高，但并未明显触及历史极值，这一方面表明当前期权卖方对未来整体较乐观，另一方面亦说明还并未达到明显的过热情形。

（3）持仓量分布可作为支撑位和压力位的参考指标

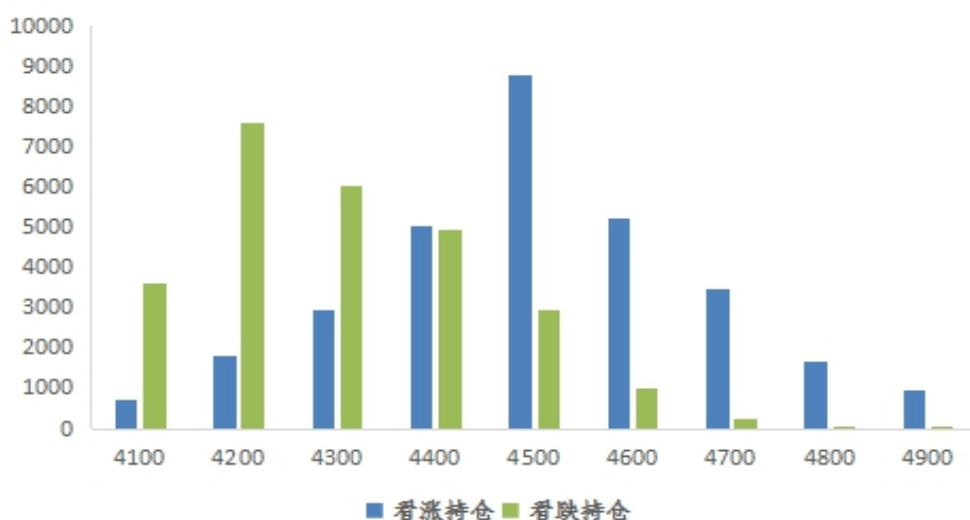
期权持仓量的分布能够一定程度上代表主力机构对后市标的指数的看法，如看跌期权某一行权价格的持仓量高，代表在该行权价处标的指数价格具有较强的支撑。

从 IO2207 系列看涨持仓量分布上看，其上方行权价为 4500 点处持仓近期增仓十分明显，当前已达近 9000 手持仓，表明短期沪深 300 指数 4500 点之上面临较大压力。

从 IO2207 系列看跌持仓量分布上看，其下方行权价为 4400 点之下看跌期权持仓分布相对密集，表明短期该价位之下支撑亦相对强烈。

综合持仓量分布和持仓 PCR 值来看，沪深 300 指数当前处于短期面临一定压力，但中期依旧向好的格局。

图 7：IO2207 持仓量分布



数据来源：Wind 国联期货

二、股指期权波动率

2.1 2022 年上半年波动率市场回顾

（1）历史波动率

今年上半年沪深 300 指数历史波动率呈现明显“先扬后抑”走势，一季度各周期历史波动率出现一波明显上行，而二季度整体表现为震荡下行走势。具体而言：

1月至4月中下旬，随着美联储加息步伐的提前、乌俄事件的爆发、以上海为代表的全国新冠疫情超预期扩散等因素影响，国内各项经济指标不断走弱，沪深300指数出现一波超预期下跌，30日历史波动率由年初13%左右大幅上行至最高32%左右，60日历史波动率则由年初12.5%左右最高上行至最高27%左右的较高水平。

4月下旬至6月底，在国内降准降息、稳增长政策不断落地，全国稳定经济大盘会议的召开等利好因素影响下，国内经济开始触底反弹，沪深300指数亦不断震荡回升，但在此期间各周期历史波动率并未明显回升，相反还不断回落，30日历史波动率由前期高位震荡回落至当前17%左右，60日历史波动率由于相对滞后回落至当前22.5%左右。

图8：历史波动率与标的指数关系



数据来源：Wind 国联期货

（2）隐含波动率

今年上半年沪深300指数期权隐含波动率的变动整体略领先于历史波动率的变动，上半年出现了三个相对明显的局部高点。具体如下：

3月7日至3月15日，在美联储议息会议前夕，同时受上海疫情超预期爆发等影响，当月平值隐含波动率最高上行至51%的上半年最高数值，同时亦是历史极高水平，但同期30日历史波动率仅有24%左右。

4月20日至4月25日，伴随人民币兑美元的大幅贬值，市场再度出现恐慌情绪，当月平值隐含波动率最高触及了32.25%的上半年次高水平，此时同期30日历史波动率刚好触及上半年高位区域。

4月底至5月底，当月平值隐含波动率快速回落至20%的适中区域，但同期30日历史波动率仅缓慢回落至25%左右。

5月底至今，随着沪深300指数的震荡上行，当月平值隐含波动率亦出现小幅的冲高回落，最高

触及 26% 的局部高点，此后震荡回落至 22% 左右。

图 8：主力平值隐含波动率走势



数据来源：Wind 国联期货

2.2 波动率与沪深 300 指数相关性特征

沪深 300 指数期权上市以来，从波动率与标的走势关系上看，我们发现以下特征：

（1）当标的指数上行，隐含波动率同步震荡走高时，往往代表市场情绪相对乐观，后期指数亦更易于上行。如：2020 年 6 月底至 7 月初、2022 年 5 月底至 6 月底等；

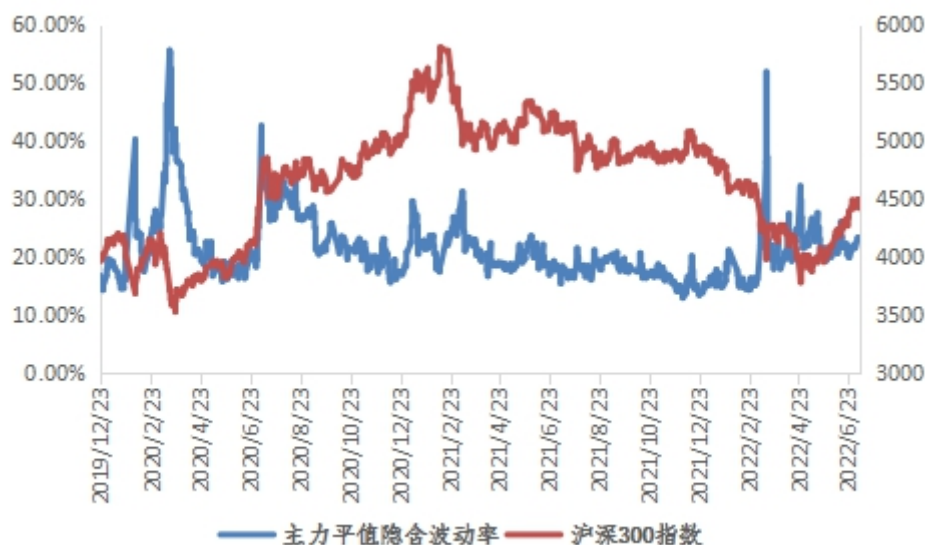
（2）当标的指数震荡上行，隐含波动率与历史波动率同步回落时，后期标的指数维持震荡或震荡上行的概率往往更大。如 2020 年 8 月至 12 月、2021 年 3 月至 5 月等；

（3）当标的指数震荡下行，隐含波动率或历史波动率不断上行时，标的市场往往存下行风险。如 2021 年 2 月至 3 月初、2022 年 1 月至 4 月等；

（4）当隐含波动率或历史波动率触及历史极值区域时，往往代表标的此轮行情或临近结束。如 2020 年 7 月中旬、今年 3 月中下旬至 4 月下旬等。

对于此轮沪深 300 指数 5 月底以来的震荡上行行情，各周期历史波动率整体呈现震荡回落走势，隐含波动率呈现出先涨后跌的走势，但高点距离历史极值区域仍旧存在一定距离，这说明两个问题：其一，从波动率上讲本轮中期行情乐观情绪的释放并未达到历史极高水平；其二，6 月中下旬，指数继续上行中，隐含波动率略微下行，表明当前期权市场并不看好标的指数加速上行。综合而言，从波动率角度我们认为，标的市场短期并不具备加速上行条件，或将呈现震荡走势，但中期指数仍有上行空间。

图 9：主力平值隐含波动率与标的指数关系



数据来源：Wind 国联期货

2.3 波动率市场展望

对于下半年，我们认为期权或仍有至少一次明显升波机会，但短期在 18%至 23%区间震荡的概率相对较高。主要理由如下：

（1）当前隐含波动率整体在 21%至 23%区间震荡之中，但 30 日历史波动率仅有 16%左右，隐含波动率相对历史波动率溢价整体偏高；

（2）从历次隐含波动率大幅上行的起点上观察，往往存以下两个特点：其一，30 日和 60 日历史波动率大小相差往往不大，或 30 日历史波动率整体略高于 60 日历史波动率，即历史波动率有上行趋势（如 2020 年 6 月底、2021 年 7 月、2022 年 1 月等），但当前 30 日历史波动率大幅低于 60 日历史波动率近 6.8 个百分点，距离隐含波动率大幅上行起点仍有差距；其二，在隐含波动率大幅启动前夕，其绝对大小往往处历史较低水平，如 2020 年 6 月中下旬和 2021 年 7 月中旬隐波 18%左右、2022 年 12 月底甚至低至 15%左右等。如今当月平值看涨看跌隐波均值仍旧处于 22%左右，与历史上的隐波启动点仍有较大距离。

（3）从标的指数成分股上分析，此轮行情的上涨起始于汽车相关产业链的带动，券商、保险等非银金融不断助力，如今汽车产业链已触及 2021 年 12 月的高位区域，银行、保险非银金融最高亦触及了年线的重要压力区域，短期具有震荡整理的需求。

（4）从基本面上看，今年下半年依旧面临较多重大事件：如上市公司中报的逐步公布、7 月和 9 月底美联储议息会议、党的二十大的召开等，这些都可能会引起标的指数的大幅波动。

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	4.79%	10.12%	15.78%	28.14%	58.08%	17.43%
30 日	10.46%	12.24%	16.77%	27.58%	31.89%	15.84%
60 日	12.09%	12.44%	18.68%	26.88%	27.87%	22.64%
90 日	12.81%	13.76%	18.07%	24.47%	24.86%	24.86%
120 日	14.04%	14.65%	18.08%	22.35%	22.98%	22.96%

数据来源: Wind 国联期货

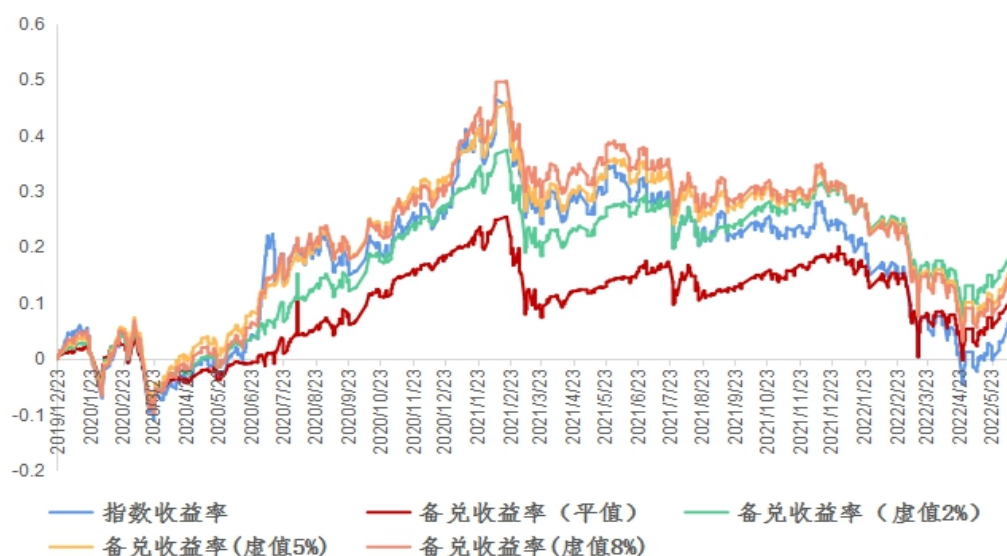
三、经典策略绩效回顾

3.1 备兑策略

备兑策略指持有标的资产的同时, 卖出等面值的虚值看涨期权, 该策略用于对后市相对看好, 但认为近期标的价格只会小涨或盘整, 通过卖出虚值看涨期权来增强收益。

我们以 2019 年 12 月 23 日沪深 300 指数上市以来数据回测, 假设持有标的资产基础上, 持续卖出不同行权价当月虚值看涨期权增收, 持有到期后自动换月, 手续费取 15 元/手, 滑点取 2 跳。收益曲线如下:

图 10: 股指期货上市以来备兑策略收益曲线



数据来源: Wind 国联期货

从收益曲线可知, 我们可以发现以下几个特点:

(1) 2022 年以来, 由于沪深 300 指数整体出现了明显回落, 各行权价备兑策略均能有效跑赢标

的指数，但从长期来看，单纯利用平值期权做备兑效果相对一般，其在绝大多数时间会跑输标的指数。

(2) 从长期来看，利用虚值 2%（指距离标的价格*1.02 最近行权价）以上行权价看涨期权构建备兑策略有明显的增收效果，收益曲线亦相对更平滑一些。

(3) 当市场短期处于快速上涨行情时，尽管该策略往往无法跑赢标的指数，但从中长期来看采用虚值 5%至 8%的行权价构建备兑组合其收益依旧和标的指数相当。

之所以出现以上现象，主要由于备兑策略尽管能收取一定权利金，但亦限制了指数的上方盈利空间，平值期权由于上方空间限制过多，因此在标的上涨行情中往往不能取得理想的收益。

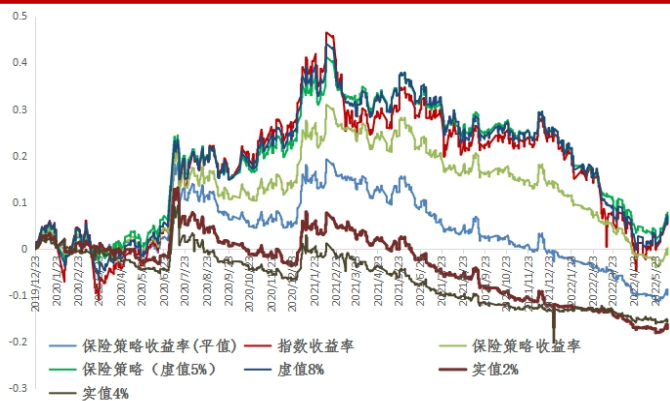
3.2 保险策略

保险策略是指持有标的资产的同时，通过买入看跌期权来指数的防范下跌风险，该类策略适用于对后市相对看好，但害怕指数会出现大幅回落的投资者。

我们同样以沪深 300 指数上市以来数据回测，假设持有标的资产基础上，买入当月不同行权价看跌期权做保险，持有到期后自动换月，手续费取 15 元/手，滑点取 2 跳。收益曲线如下：

图 11：不同行权价保险策略收益曲线

图 12：多倍看跌期权构建保险策略收益曲线



数据来源：Wind 国联期货

从收益曲线可知，我们可以发现：

(1) 从长期来看，中国经济处不断发展之中，年度级别的指数重心不断上移应是大概率事件，平值和实值期权由于权利金相对较贵，尽管在今年一季度标的市场的大幅下行中能有效防范巨额回撤，但从长期来看其收益明显低于标的指数。这对于长期持有保险策略的投资者并不是一种好选择。

(2) 由于长期投入少，买虚值看跌期权构建保险策略的长期绩明显效优于买实值和平值期权，回撤亦更低，且用虚值 5%左右看跌期权长期绩效更优。

(3) 利用标的 2 倍面值的深度虚值看跌期权来防范下跌风险，长期来看，由于成本不高，亦能够有效跑赢标的指数，且回撤更低。在实际交易时，若为了规避一些黑天鹅风险（如重大事件或长假前）这是一种可以借鉴的交易方式。

四、2022 下半年策略推荐

我们认为沪深 300 指数短期或将面临一定压力，但在国内经济不断复苏作用下中期行情依旧向好。下半年可以关注以下交易机会：

(1) 持有股票交易者，短期建议以防守类策略为主。一方面可以考虑择机卖出行权价 4500 点之上虚值看涨期权增强收益；另一方面，担心标的指数明显回落者，亦可考虑在备兑策略基础上，择机买入等量虚值看跌期权来构建领口策略防范风险，策略构建的基本原则是，虚值看涨期权权利金略高于虚值看跌期权权利金，如此才不会有权利金的净支出，只要短期标的指数并未出现大幅上行，该策略往往能够明显跑赢标的指数。

(2) 波动率交易者，一方面当隐含波动率触及低位区域，且 30 日和 60 日历史波动率大小相当时可重点关注做多隐含波动的交易机会（历史上看重点关注 7-8 月，鉴于我们认为短期不满足升波条件，今年 8 月升波的概率或相对更大）；另一方面，若隐波触及高位区域（如 30% 以上），则建议以做空波动率类策略为主。

(3) 方向性交易者，建议暂时观望，重点可关注后期标的指数调整后构建牛市价差策略的机会。

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