



# 股指期权市场配置及展望

2023年2月11日

国联期货研究所

黎 伟 从业资格证号：F3061147

投资咨询证号：Z0016406

投资有风险 入市需谨慎

期货交易咨询业务资格：证监许可[2011] 1773号



# CONTENTS

## 目录

### 01

股指期货合约介绍

03

### 02

股指期货市场配置价值

6

### 03

股指期货市场运行情况及未来展望

16

# 01

## 股指期权合约介绍



## 合约要素——以上证50指数期权为例

合约标的物	上证50指数
合约乘数	每点人民币100元
合约类型	看涨期权、看跌期权
报价单位/最小变动价位	指数点/0.2点
每日价格最大波动限制	上一交易日上证50指数收盘价的±10%
合约月份	当月、下2个月及随后3个季月
行权价格	行权价格覆盖沪深300/中证1000指数 上一交易日收盘价上下浮动10%对应的价格范围
行权方式	欧式
交易时间	9:30-11:30, 13:00-15:00
最后交易日/到期日	合约到期月份的第三个星期五, 遇国家法定假日顺延
交割方式	现金交割
交易代码	看涨期权: H0合约月份-C-行权价格 看跌期权: H0合约月份-P-行权价格

HO2301

HO2302

HO2303

HO2306

HO2309

HO2312

## 股指期权 VS. ETF期权对比

合约标的物	上证50指数	50ETF	优劣
合约面值	指数期权合约面值大约等于ETF期权面值的10倍		利于大资金套保
月份数量	6	4	多了一个下下月合约，利于跨期套利
行权价格间距、数量	3000到5000间距：50	3-5元间距：1	行权价数量更多、间距更窄
交割方式	现金交割	实物交割	提高资金使用率
组合保证金	暂未推出	有组合保证金	
分红调整	不调整	分红调整时标的价格不连续，需对行权价、权利金、合约单位进行修正	更直观、方便



# CONTENTS

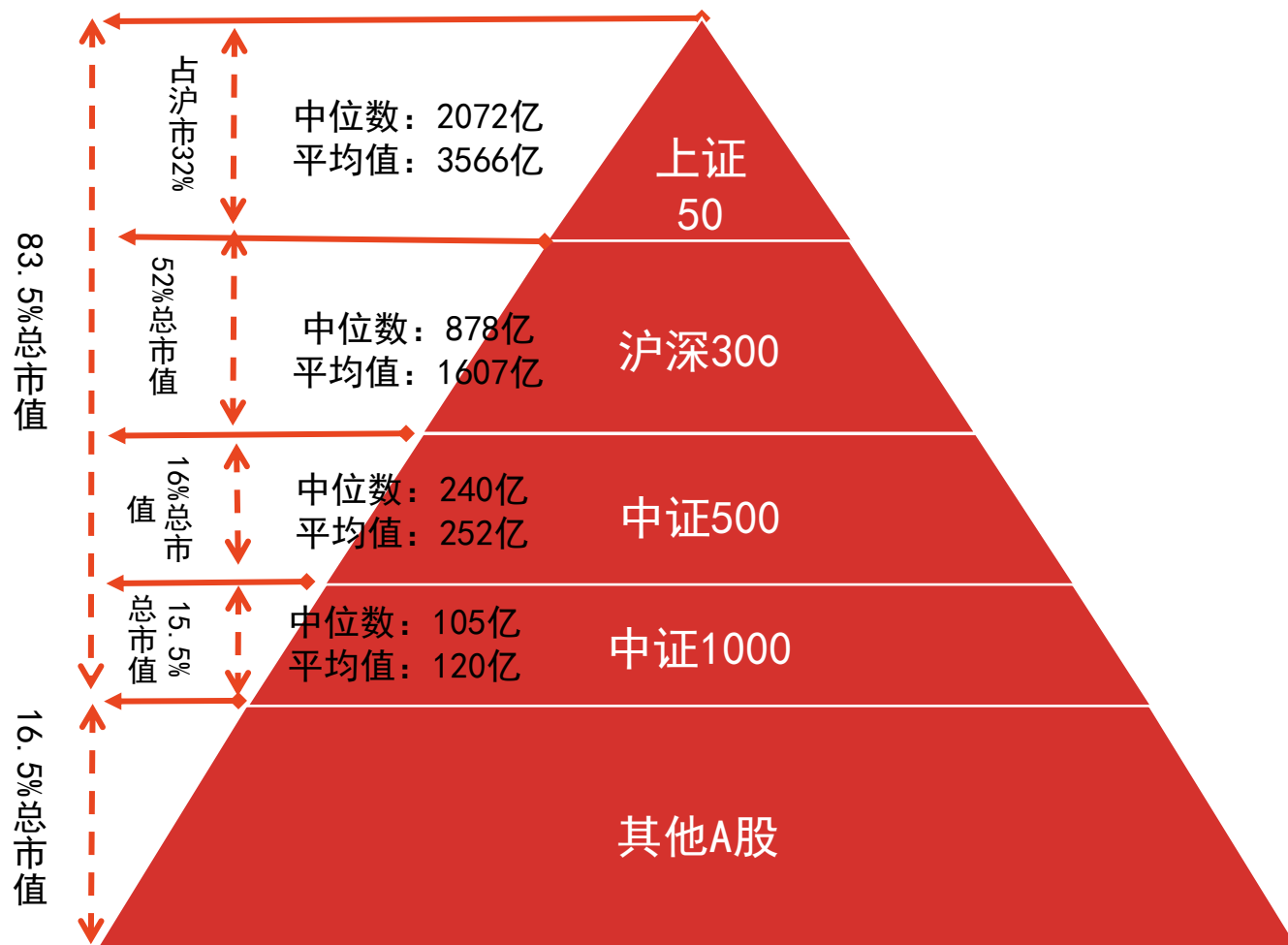
## 目录

# 02

## 股指期权市场配置价值

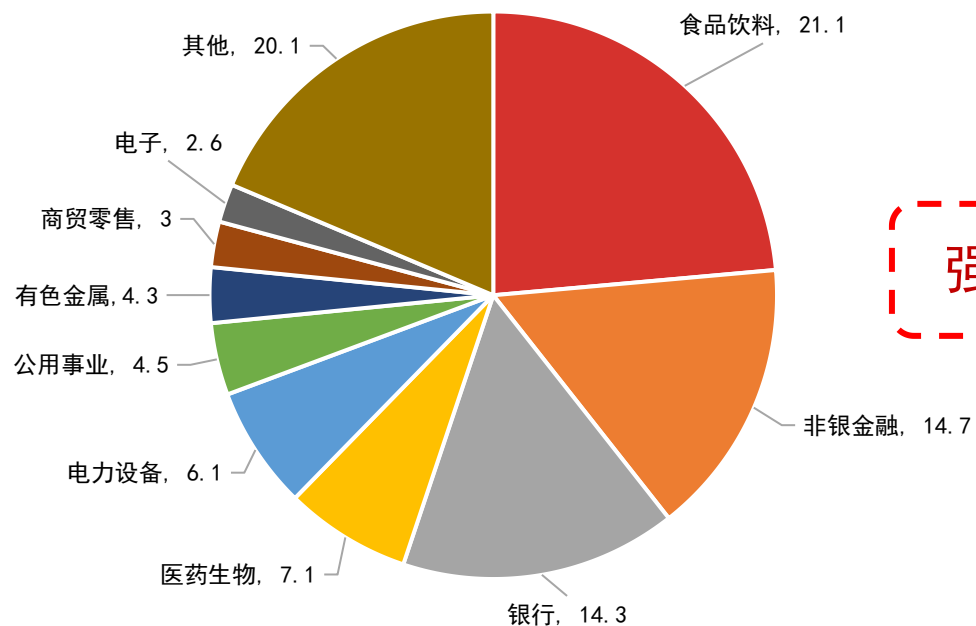


# 主要标的指数市值特征



# 主要标的指数成分股行业分布

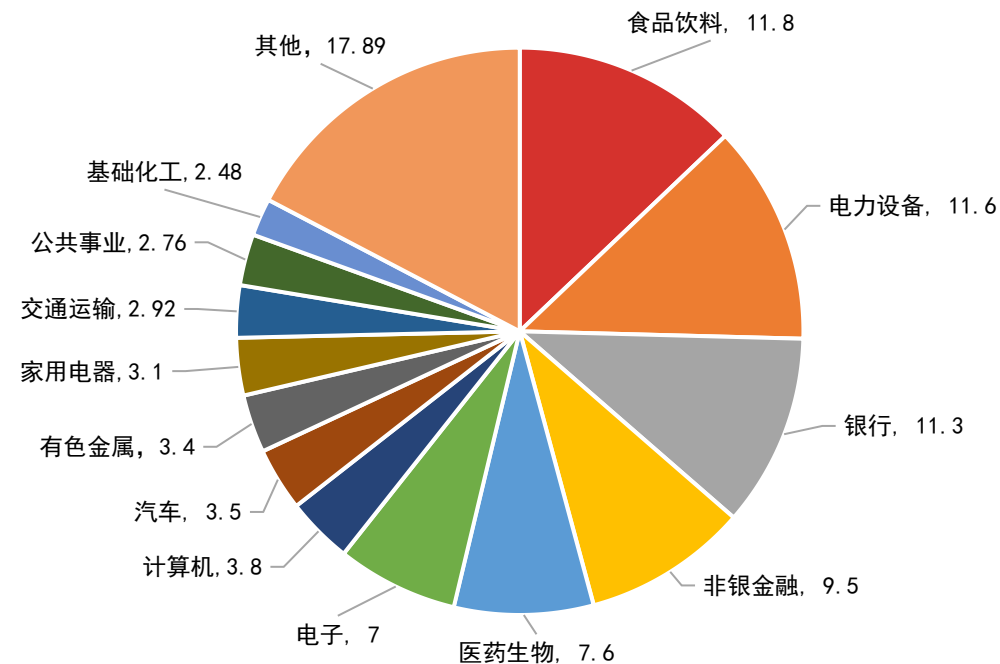
上证50成分行业分布（%）



强宏观指数

■ 食品饮料、银行、非银金融累计占比超过50%

沪深300成分行业分布（%）

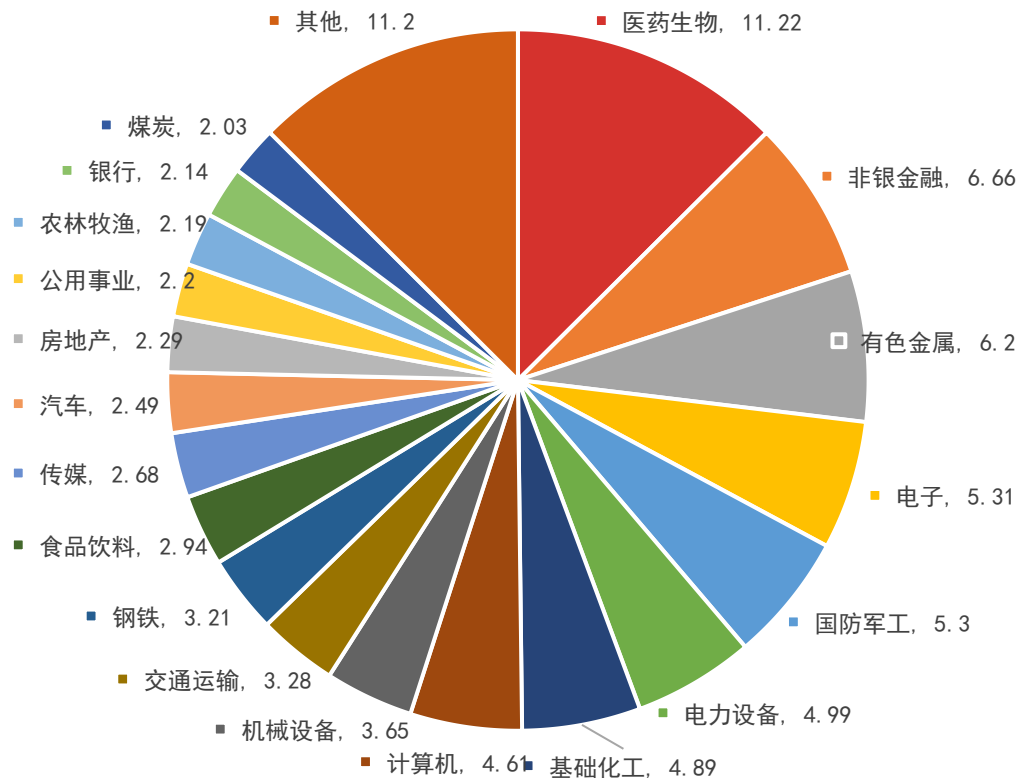


■ 相对上证50，沪深300金融占比更低，电力设备、电子及可选消费类占比更高



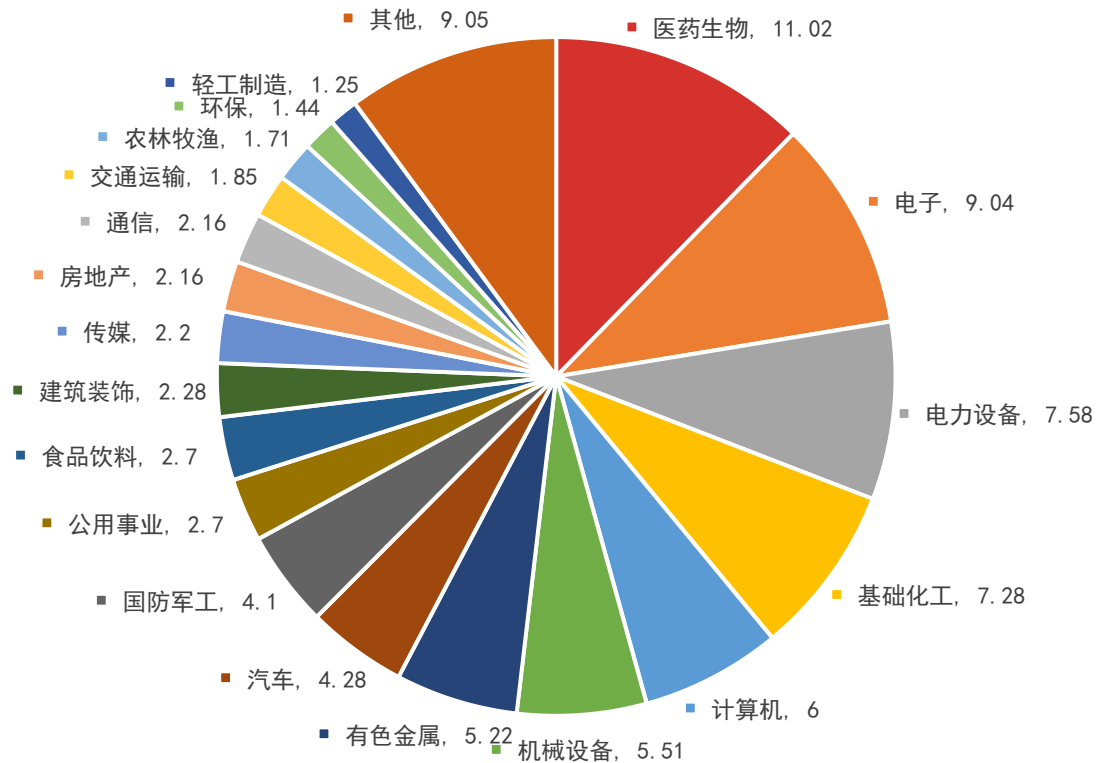
# 主要标的指数成分股行业分布

## 中证500成分股行业分布



成长类

## 中证1000成分股行业分布



■ 生物医药、周期、成长类股票占比高

■ 生物医药、电子、电力设备、基础化工占比高，成长性更强



## 标的指数长期表现



- A股长期处上涨趋势，与国内经济发展基本同步。



# 标的指数近期表现

- 去年11月以来反弹明显。

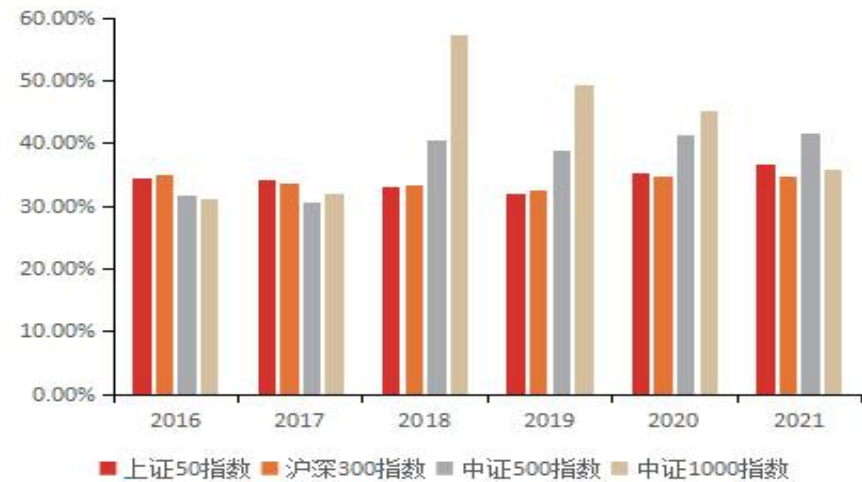
代码	指标	最新值	涨跌幅 (%)	今年以来涨跌幅 (%)	近1个月涨跌幅 (%)	近3个月涨跌幅 (%)	近6个月涨跌幅 (%)	市盈率	分位数 (5年, %)
主要现货指数	上证指数	3263.41	-0.68	5.64	5.64	8.66	2.42	13.11	47.73
	深证成指	12054.30	-0.63	9.43	9.43	10.82	-0.54	27.18	61.62
	创业板指	2580.11	-0.85	9.94	9.94	8.60	-3.68	42.68	24.32
	上证50	2774.80	-1.32	5.30	5.30	14.74	1.61	9.69	32.67
	沪深300	4141.63	-0.95	6.97	6.97	12.61	0.84	12.00	34.08
	中证500	6343.69	-0.42	8.17	8.17	5.77	2.82	24.32	53.18
	中证1000	6925.08	-0.12	10.24	10.24	6.14	-0.47	30.71	29.78



## 标的指数估值水平

- 去年11月以来，尽管有明显反弹，但估值仍处历史中低水平。
- 过去十年，上证50股息率有三次触及3.5%以上（2013、2018、2022），前两次触及后一年市场均出现明显回升。

	上证50	沪深300	中证500	中证1000
指数市盈率	9.69	12	24.32	30.71
成分股市盈率中位数	15.67	19.32	21.48	26.84
2022年股息率	3.95%	2.83%	1.87%	1.18%
2016年以来均值	2.99%	2.31%	1.29%	0.86%
2021年股息支付率	36.73%	34.71%	41.51%	35.92%
2016年以来均值	34.29%	33.99%	37.39%	41.79%



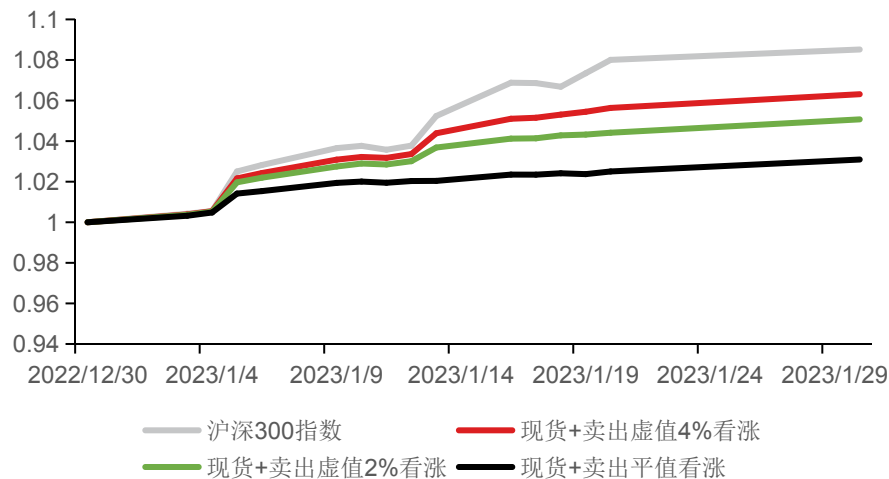


# 股指期货期权在指数型投资中的应用——备兑策略

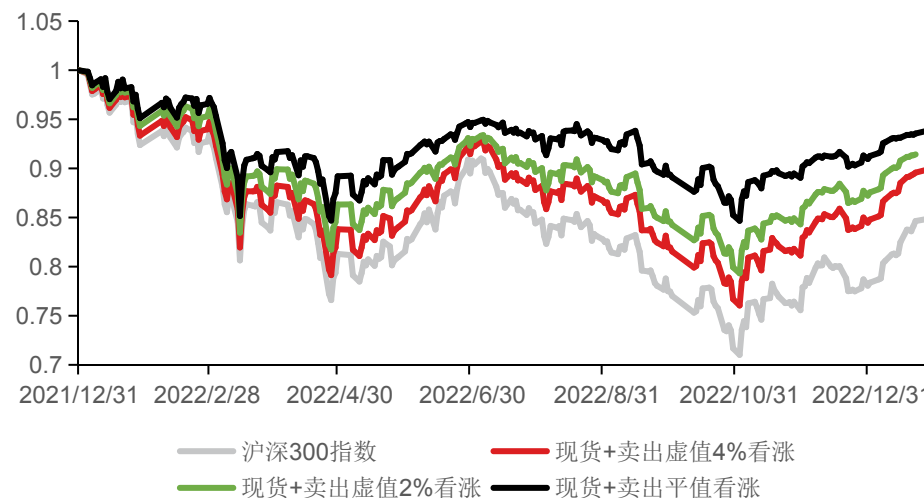
■ **策略构建：** 持有沪深300指数现货，同时卖出当月虚值看涨期权，持有到期后自动换月，手续费+滑点取0.55点/手。

策略类型	现货+卖出平值	现货+卖出虚值2%	现货+卖出虚值4%	基准
累计收益 (2022. 01. 01–2023. 1. 30)	-5. 92%	-8. 58%	-9. 86%	-14. 96%
最大回撤	-15. 31%	-20. 66%	-23. 93%	-28. 98%
累计收益 (2023. 1. 1–2023. 1. 30)	3. 09%	5. 07%	6. 31%	8. 52%
最大回撤	-0. 057%	-0. 0458%	-0. 04%	-0. 19%

2023年以来备兑策略净值曲线



2022年以来备兑策略净值曲线



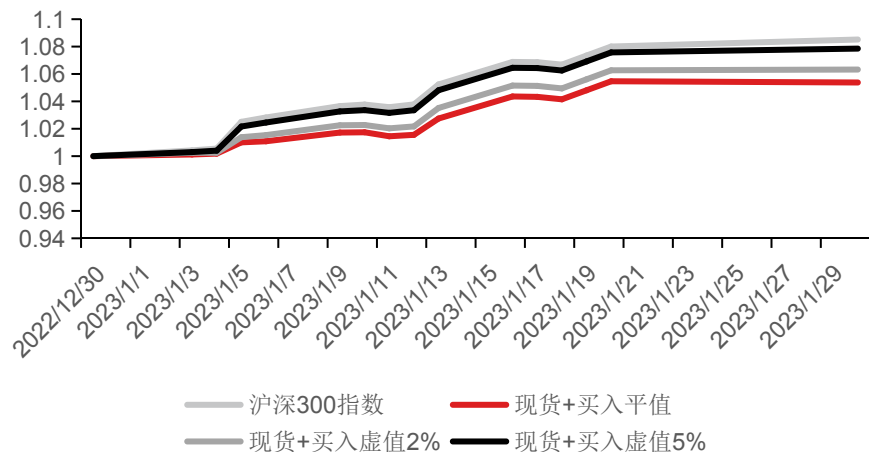


# 股指期货在指数型投资中的应用——保险策略

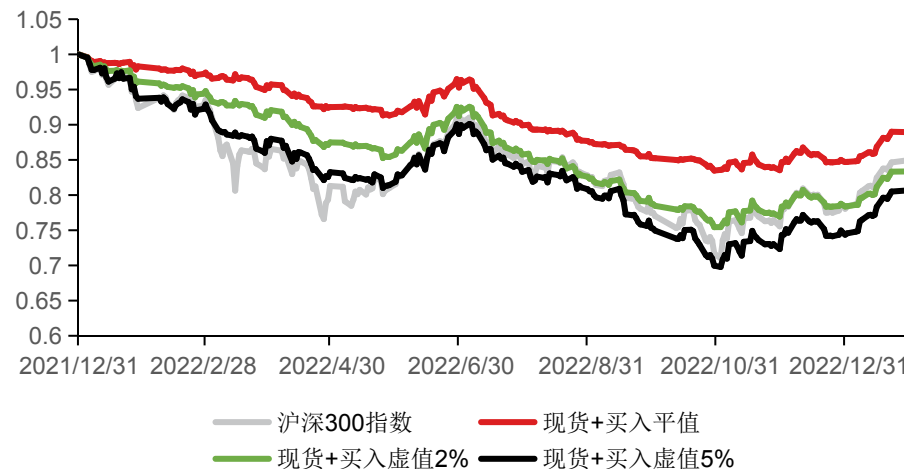
■ **策略构建：** 持有沪深300指数现货，同时买入当月看跌期权，持有到期后自动换月，手续费+滑点取0.55点/手。

策略类型	现货+卖出平值	现货+卖出虚值2%	现货+卖出虚值4%	基准
累计收益 (2022. 01. 01-2023. 1. 30)	-11. 07%	-16. 63%	-19. 28%	-14. 96%
最大回撤	-16. 49%	-24. 54%	-30. 2%	-28. 98%
累计收益 (2023. 1. 1-2023. 1. 30)	5. 38%	6. 32%	7. 85%	8. 52%
最大回撤	-0. 285%	-0. 238%	-0. 191%	-0. 19%

2023年以来保险策略绩效



2022年以来保险策略绩效





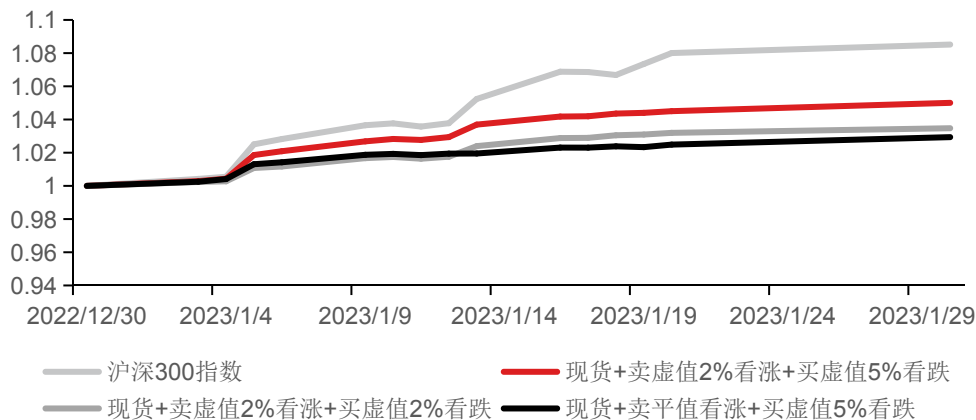


# 股指期货期权在指数型投资中的应用——领口策略

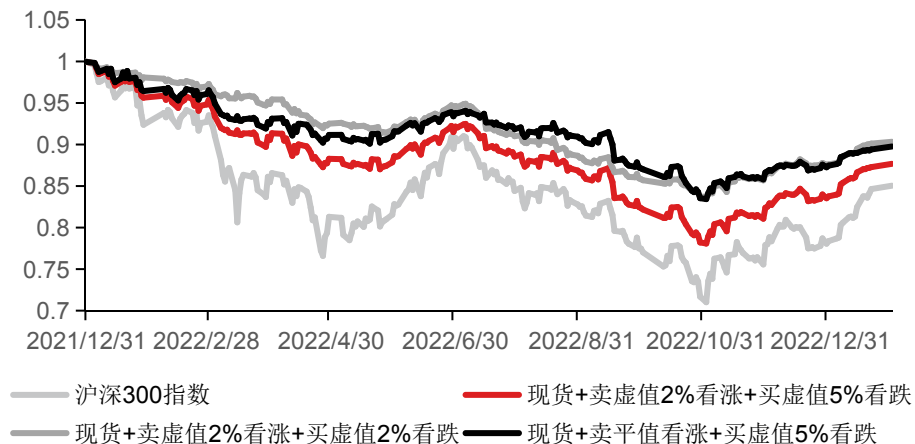
- **策略构建：**持有沪深300指数现货，卖出当月虚值看涨，同时买入等量当月虚值看跌期权，持有到期后自动换月，其中手续费+滑点取0.55点/手。

策略类型	现货+卖虚值2%看涨+ 买虚值5%看跌	现货+卖虚值2%看涨+ 买虚值2%看跌	现货+卖平值看涨+ 买虚值5%看跌	基准
累计收益(2022.01.01-2023.1.30)	-12.33%	-9.67%	-10.24%	-14.96%
最大回撤	-21.88%	-16.27%	-16.53%	-28.98%
累计收益(2023.1.1-2023.1.30)	5%	3.47%	2.94%	8.52%
最大回撤	-0.06%	-0.11%	-0.072%	-0.19%

2023年以来领口策略收益



2022年以来领口策略绩效



数据来源：WIND 国联期货研究所



# CONTENTS

## 目录

### 03

## 股指期权市场运行情况 及未来展望

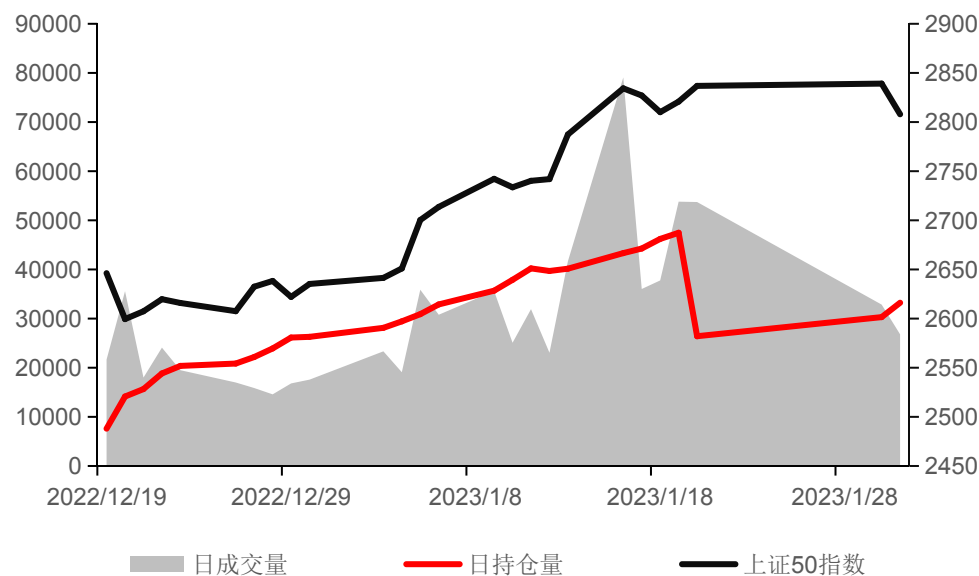




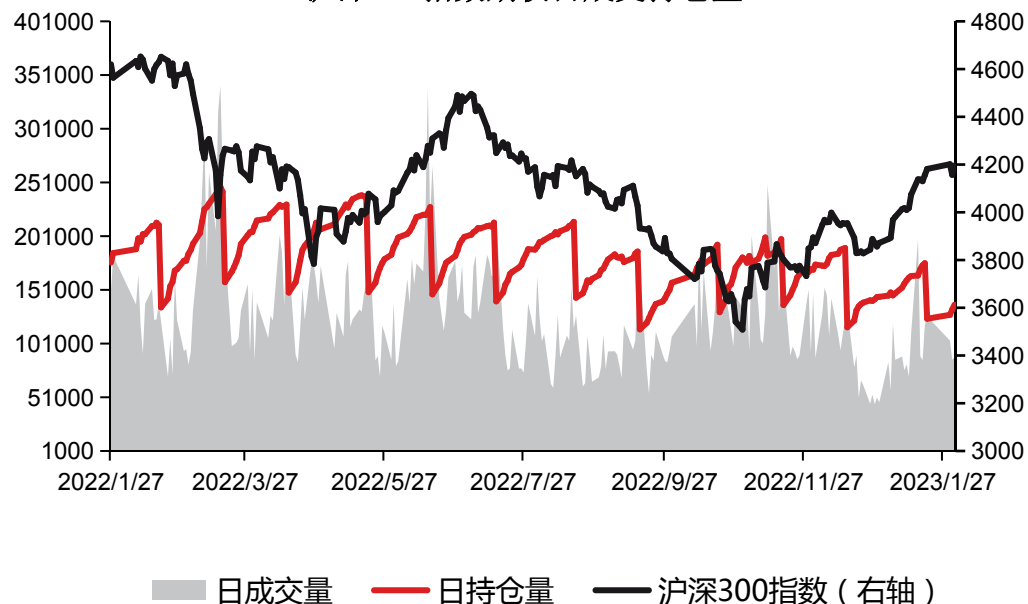
# 上证50指数期权成交持仓量稳步上行

- 1月以来上证50指数期权日均成交量3.45万张，日均持仓量3.58万张，相比前一月分别大幅上升72.5%和82.8%，上市以来成交持仓稳步上行；
- 沪深300指数期权日均成交9.72万张，日均持仓15.48万张，分别环比上涨3.32%和下降2.07%。

上证50指数期权日成交持仓量



沪深300指数期权日成交持仓量



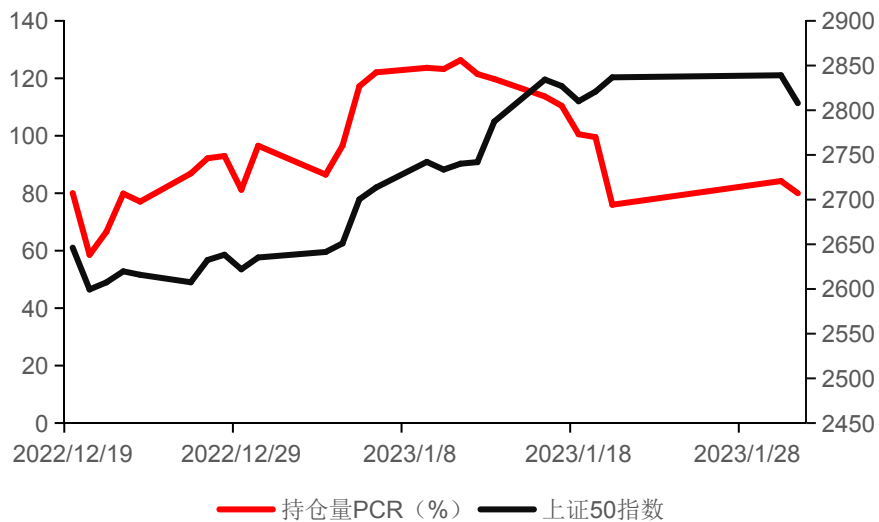
数据来源: WIND 国联期货研究所



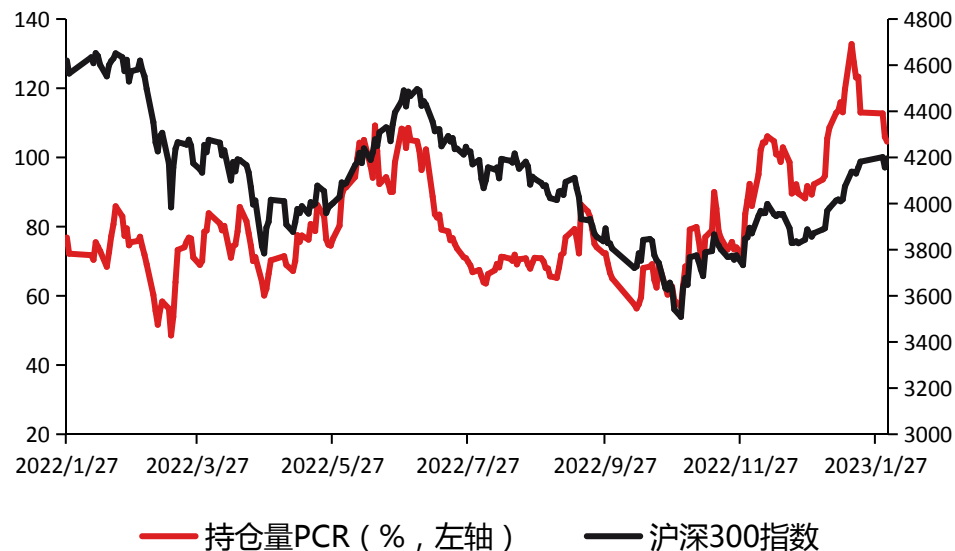
## 持仓PCR值高位转向

- **持仓PCR值拐点已现。**沪深300指数期权持仓PCR值自10月底56%左右低点逐步回升，最高已触及132.74%极高水平，该值与2020年7月的最高点几乎大小相当，前期乐观情绪已得到极大释放，近期该值大幅回落至100%左右，拐点基本确定。
- 上证50指数期权持仓PCR值最高收于126.33%，其见顶时间更是早于沪深300指数期权。
- 从统计学上看，**持仓PCR值自高位转向，短期标的继续上行空间有限，或会进入1-3个月的震荡整理期**（如2020年7月中旬至10月）。从这个角度上看上证50和沪深300短期再现单边上行行情难度较大。

上证50指数期权持仓量PCR值



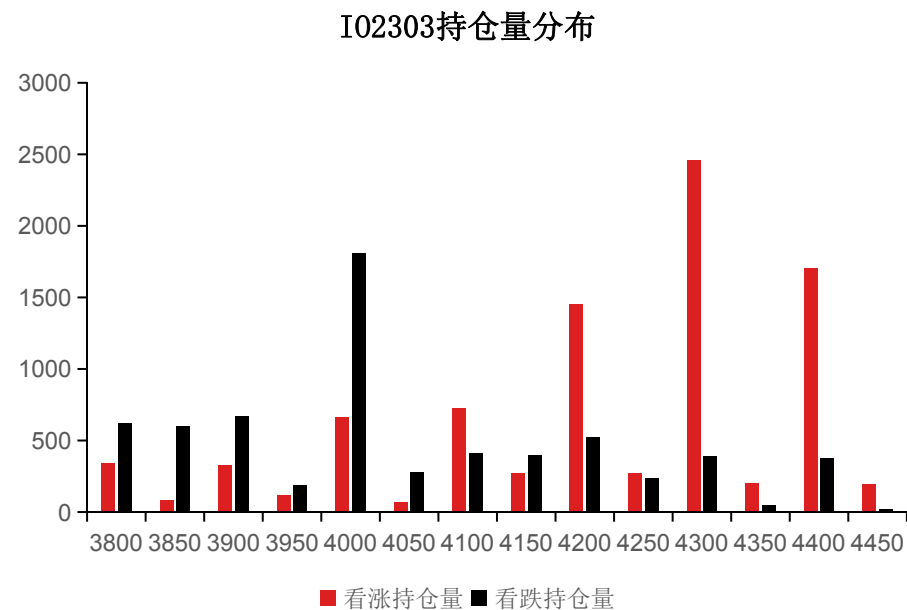
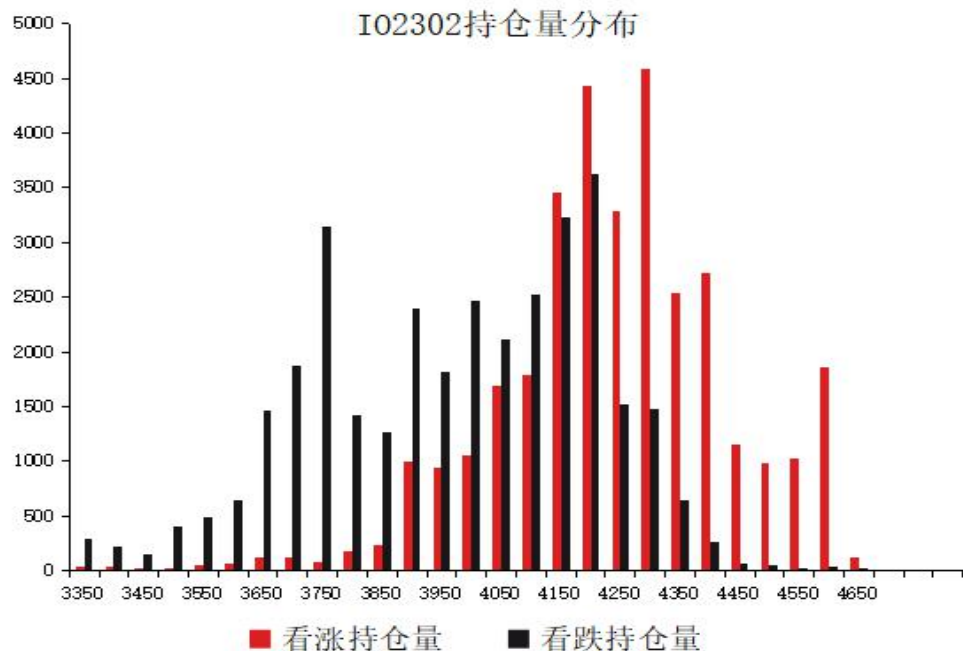
沪深300指数期权持仓量PCR值





## 持仓分布显示，上证50和沪深300压力支撑均较强

- 期权持仓量亦需站在卖方角度进行观察，因其持仓时间更长、资金占用更大。
- I02302看涨期权持仓量集中于行权价4200点至4300点区域，且4300行权价持仓最大；I02303看涨期权最高持仓在行权价4300点处。**表明卖方认为沪深300指数在4300点附近区域将面临较大的阻力。**
- I02302看跌期权持仓量明显高于看涨期权的持仓量主要集中在行权价4100点以下合约；行权价4000点处I02303看跌合约持仓亦有明显高点。**表明卖方认为3月合约到期前下方4000点附近有极强支撑。**

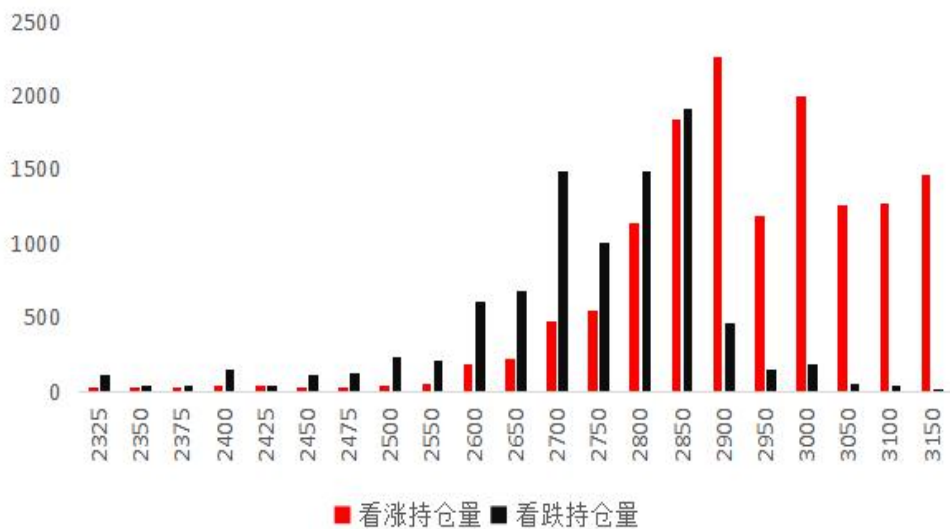




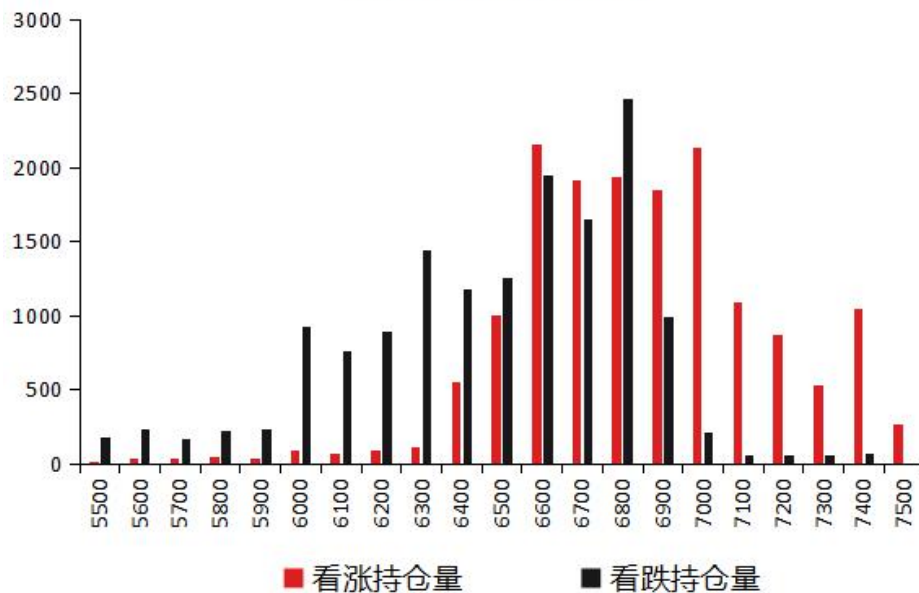
## 持仓分布显示，上证50和沪深300压力支撑均较强

- 期权持仓量亦需站在卖方角度进行观察，因其持仓时间更长、资金占用更大。
- H02302看涨期权持仓量集中于行权价2850点至2900点区域，且2900行权价持仓最大。表明卖方认为短期该价位之上压力逐渐增大。H02302和H02303看跌期权最高持仓量分别在行权价2800点和2700点附近，且后者为3月合约中持仓最高的合约。**表明上证50指数尽管短期上方压力逐渐增大，但对于中期走势而言，下方2700点附近的支撑亦是及其明显的。**

H02302持仓量分布



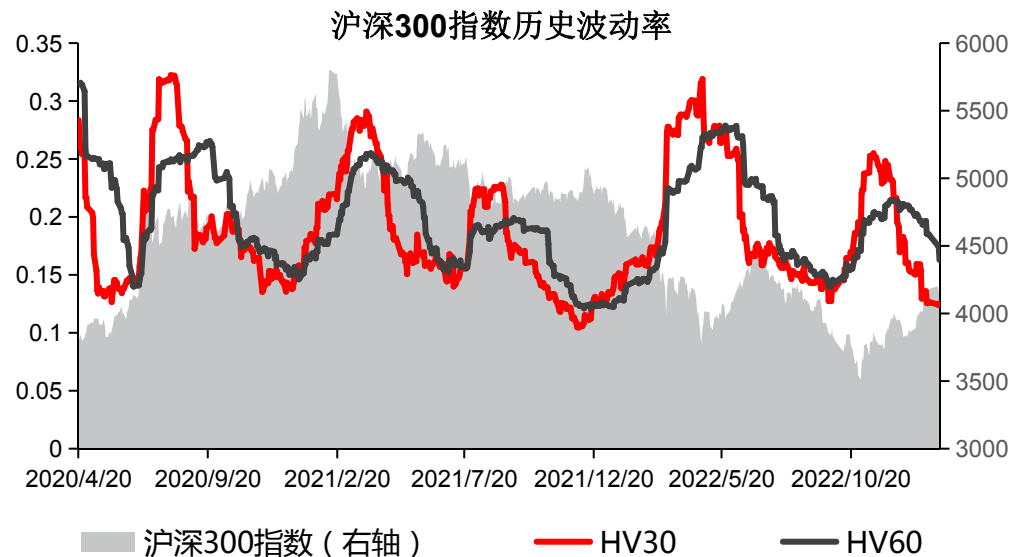
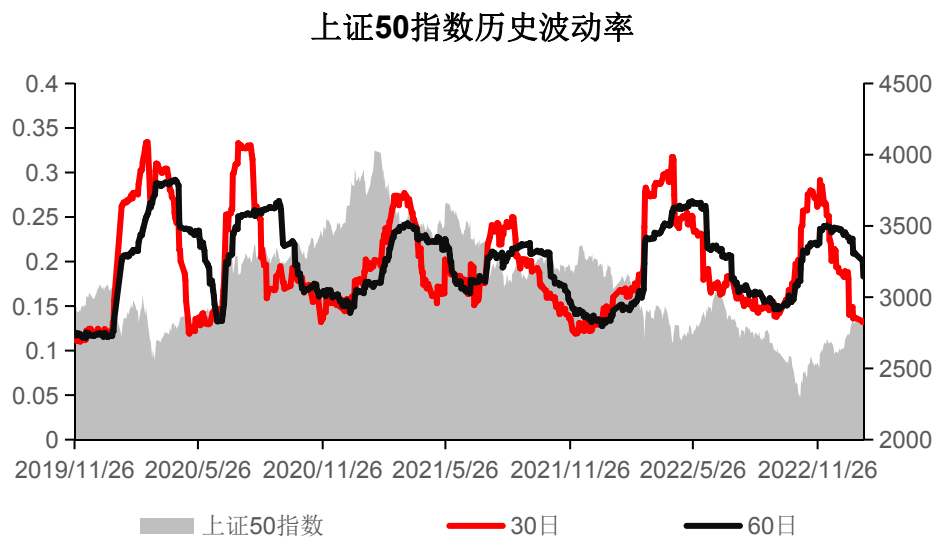
M02302持仓量分布





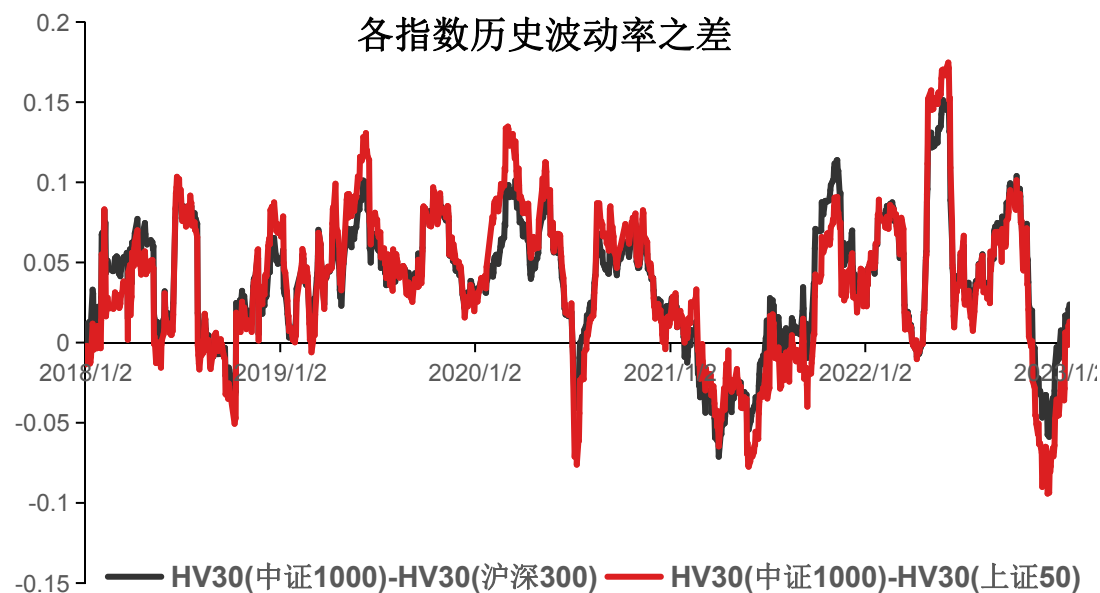
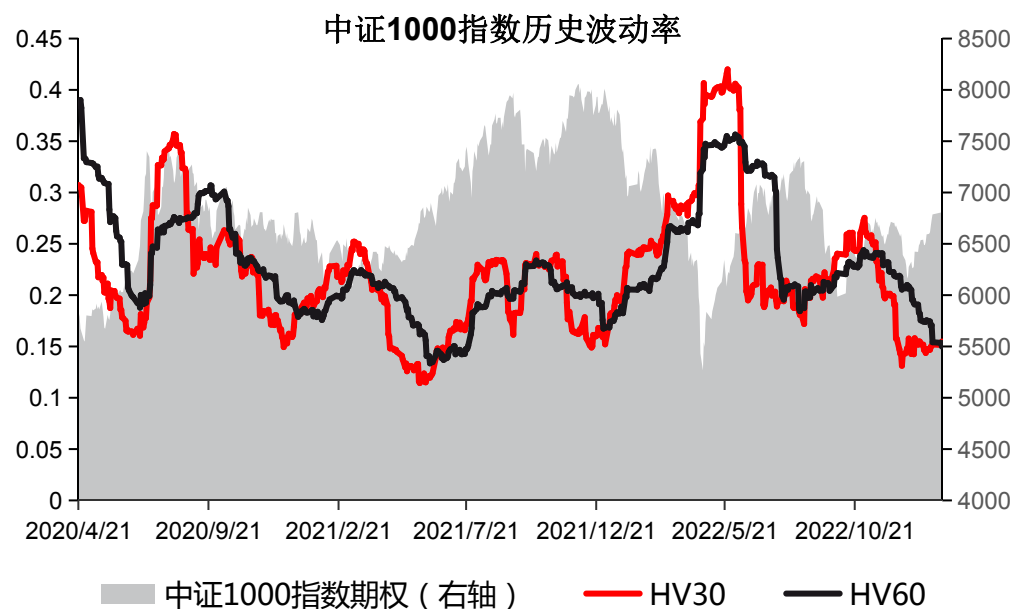
## I0和H0隐含波动率仍将呈现震荡走势

- 上证50指数和沪深300指数30日和60日历史波动率自11月下旬便开始回归下跌趋势，当前沪深300指数两大历史波动率分别在12.39%和17.57%左右，上证50指数则分别在13.22%和20.09%左右。尽管30日历史波动率均已触及近一年5%分位以下极低水平，但中期60日历史波动率距离历史低位仍有明显距离，**在低位聚集特性下，波动率短期反弹空间仍较为有限，呈现低位震荡概率更大。**
- 从时间上看，波动率大幅上升前夕，30日和60日历史波动率两者差值往往处1-2个百分点之间，**当前两者6个百分点左右的差值仍旧是偏高的，从时间上看其低位持续时间整体不足，期权隐波受此影响预计反弹空间有限，呈震荡走势概率更大。**



## 中证1000波动率低位回升概率更大

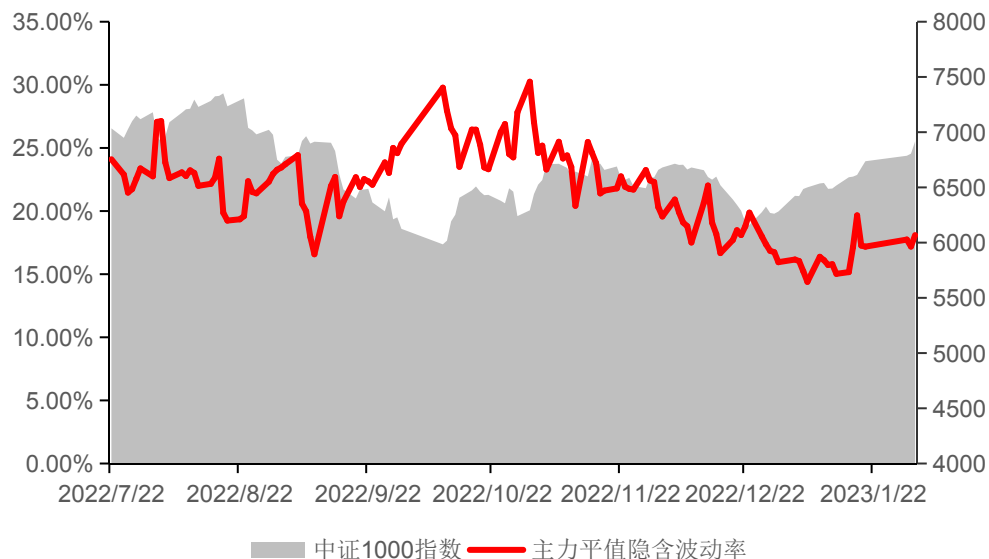
- 此轮中证1000指数波动率下行始于11月初，当前30日和60日历史波动率分别在15.48%和14.99%，分别处**近一年10%分位和0.01%分位极低水平**，且**当前30日历史波动率已再度上穿60日历史波动率**，后期波动率回升概率较大。
- 从与沪深300指数和上证50指数历史波动率差值上看，中证1000指数波动率绝大多数时间均高于两者，继去年11月中旬差值出现负值后，当前已回归零轴之上，从历史数据上看，**短期差值为正的情形有望持续**。



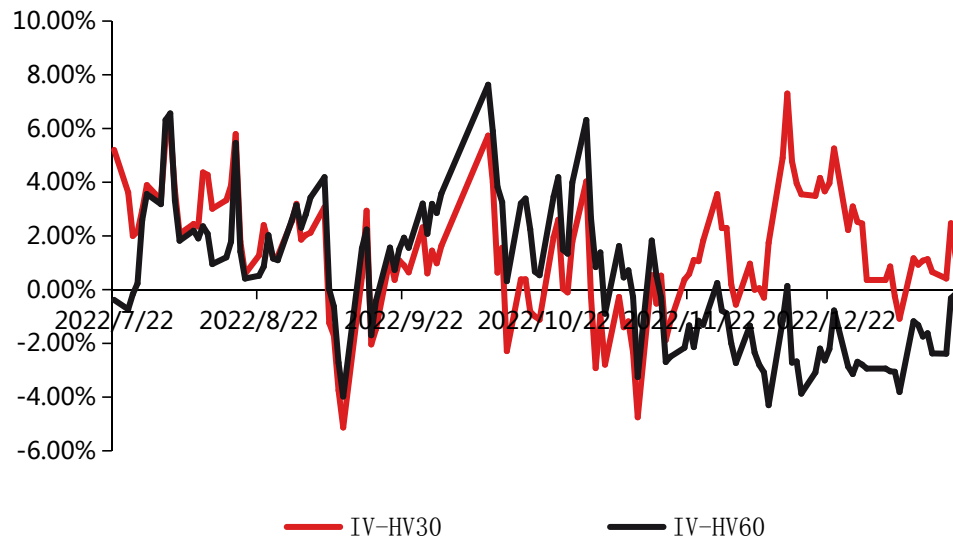
## M0-I0与M0-H0隐波差值有望回升

- 中证1000指数期权2月平值隐波在17.5%，与30日历史波动率相比溢价2.5个百分点，溢价水平相对适中；绝对数值上看，该数值处上市以来13%分位左右较低水平，**期权估值整体偏低。**
- 当前中证1000指数30日历史波动率已高于上证50和沪深300指数，且历史上出现该种情形持续时间往往较长，但**目前M0期权隐波与I0和H0隐波相差不大，后期价差有回升可能。**

中证1000指数期权主力平值隐波走势



中证1000隐含波动率与历史波动率之差







## 未来展望

- 市场风格切换，短期成长占优，但中期趋势依旧向好；
- 一方面建议持股投资者可考虑择机卖出IO和H0虚值看涨备兑增收（IO建议行权价4300点以上合约，H0建议行权价2900点以上合约）；
- 另一方面可关注M0与IO或M0与H0跨品种套利机会（如买M0平值看涨，同时卖等市值H0平值看涨等）；
- 此外，波动率交易者关注择机做多中证1000指数期权波动率机会。





# Thanks 感谢观看

## 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**