



## 金融期权

## 宝城期货研究所

金融期货期权团队

龙奥明

longaoming@bcqhgs.com

期货从业资格证号:

F3035632

投资咨询资格证号:

Z0014648

## 股指预计偏强震荡，但反弹高度受限

## 摘要

1、单从持仓量 PCR 的特性来看，目前各期权的持仓量 PCR 均位于历史水平的较高位置，这说明市场乐观情绪较浓，但也意味着标的资产价格短线回调的风险增加。

2、目前 4 个期权品种的主力合约平值期权隐含波动率均位于 21% 以上，仍处于略微偏高位置，这与目前标的资产波动加剧的情况相吻合。

3、上证 50 以及沪深 300 指数的上半年行情可以简单地分为两部分：1 至 4 月份的下行行情以及 5 至 6 月份的反弹行情。在第一个阶段，市场的主要影响变量依次是海外货币加速收紧、俄乌地缘危机、国内爆发疫情等“灰犀牛”或“黑天鹅”风险因素，市场风险偏好持续回落，避险情绪占主导地位。在第二个阶段，以 4 月 29 日政治局会议为标志，市场的主要逻辑逐渐转变为稳增长政策的利好预期，稳增长政策密集出台，经济数据环比改善，市场风险偏好明显回升。

4、随着一揽子稳增长政策稳步推进，5 月经济数据呈现改善的迹象，市场风险偏好明显回升，目前市场情绪整体偏乐观。不过国内经济结构性问题仍存在，供应端面临原材料价格、物流成本上涨的成本压力，需求端面临海外滞胀背景下需求走弱以及国内实体部门需求复苏疲弱的隐忧，经济向上修复的空间或受限。

5、随着一揽子稳增长政策稳步推进，5 月经济数据呈现改善的迹象，市场风险偏好明显回升，目前市场情绪整体偏乐观。预计下半年市场风险偏好前高后低，整体上股指呈现偏强震荡的走势，不过反弹高度仍受限。

## 目录

<b>第 1 章 市场回顾</b> .....	4
1.1 标的资产行情回顾.....	4
1.2. 期权市场回顾.....	6
<b>第 2 章 期权分析指标</b> .....	8
2.1 PCR 指标 .....	8
2.2. 波动率指标.....	10
<b>第 3 章 标的资产基本面分析</b> .....	12
<b>第 4 章 期权交易策略</b> .....	14
分析师简介及免责声明.....	17

## 图表目录

图 1 上证 50ETF 收盘价与成交量历史走势图.....	4
图 2 上交所 300ETF 收盘价与成交量历史走势图.....	4
图 3 深交所 300ETF 收盘价与成交量历史走势图.....	5
图 4 沪深 300 指数收盘价与成交量历史走势图.....	5
图 5 上证 50ETF 期权日成交量与持仓量变化图.....	7
图 6 上交所 300ETF 期权日成交量与持仓量变化图.....	7
图 7 深交所 300ETF 期权日成交量与持仓量变化图.....	7
图 8 沪深 300 指数期权日成交量与持仓量变化图.....	8
图 9 上证 50ETF 期权日持仓量和日持仓量 PCR 变化图.....	9
图 10 上交所 300ETF 期权日持仓量和日持仓量 PCR 变化图.....	9
图 11 深交所 300ETF 期权日持仓量和日持仓量 PCR 变化图.....	9
图 12 沪深 300 指数期权日持仓量和日持仓量 PCR 变化图.....	10
图 13 上证 50ETF 期权的隐含波动率和标的历史波动率.....	11
图 14 上交所 300ETF 期权的隐含波动率和标的历史波动率.....	11
图 15 深交所 300ETF 期权的隐含波动率和标的历史波动率.....	11
图 16 沪深 300 指数期权的隐含波动率和标的历史波动率.....	12
图 17 期权组合策略的到期损益图及希腊字母.....	15

## 第 1 章 市场回顾

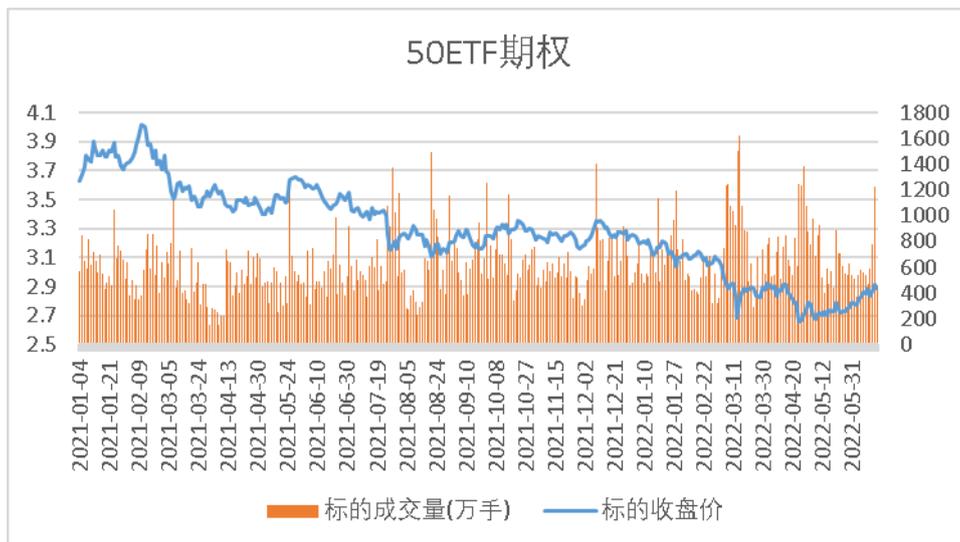
### 1.1 标的资产行情回顾

目前我国上市的金融期权有 4 个品种，分别是上交所的上证 50ETF 期权、沪深 300ETF 期权，深交所的沪深 300ETF 期权，中金所的沪深 300 指数期权。它们的标的分别是华夏上证 50ETF(510050)、华泰柏瑞沪深 300ETF(510300)、嘉实沪深 300ETF(159919) 和沪深 300 指数(000300)。这些期权标的分别与上证 50 指数或者沪深 300 指数密切相关。

2022 年初截至 6 月 16 日，上证综指收于 3285.38 点，下跌 9.74%；深证成指收于 12150.96 点，下跌 18.22%。上证 50 指数收于 2891.34 点，下跌 11.70%；沪深 300 指数收于 4250.06 点，下跌 13.97%。上证 50ETF 收于 2.913，下跌 10.53%；上交所的沪深 300ETF 收于 4.258，下跌 14.77%；深交所的沪深 300ETF 收于 4.260，下跌 13.70%。

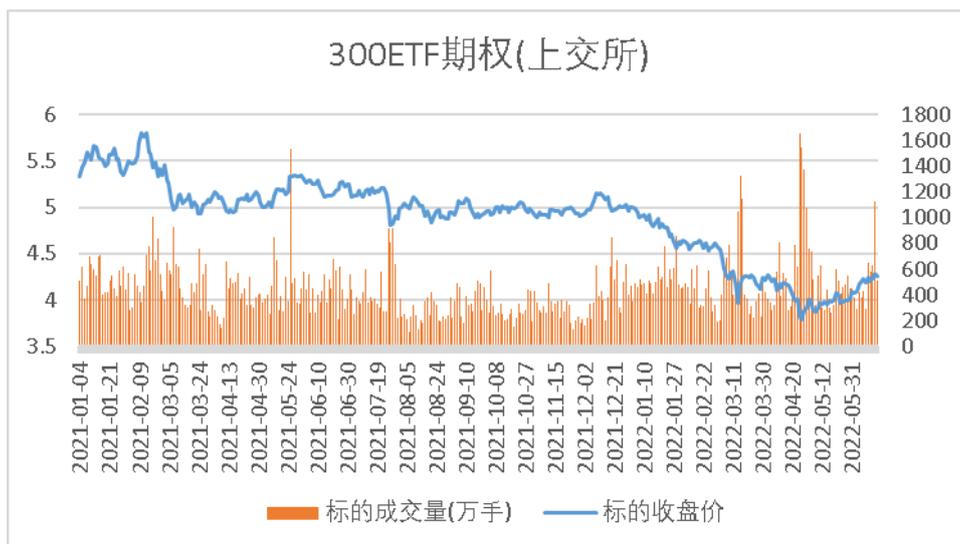
整体来看，主要指数 2022 年上半年的行情可以简单地分为两部分：1 至 4 月份的下行行情以及 5 至 6 月份的反弹行情。在第一个阶段，市场的主要影响变量依次是海外货币加速收紧、俄乌地缘危机、国内爆发疫情等“灰犀牛”或“黑天鹅”风险因素，市场风险偏好持续回落，避险情绪占主导地位。在第二个阶段，以 4 月 29 日政治局会议为标志，市场的主要逻辑逐渐转变为稳增长政策的利好预期，市场风险偏好显著回升，主要指数均呈现超跌反弹的走势。

图 1 上证 50ETF 收盘价与成交量历史走势图



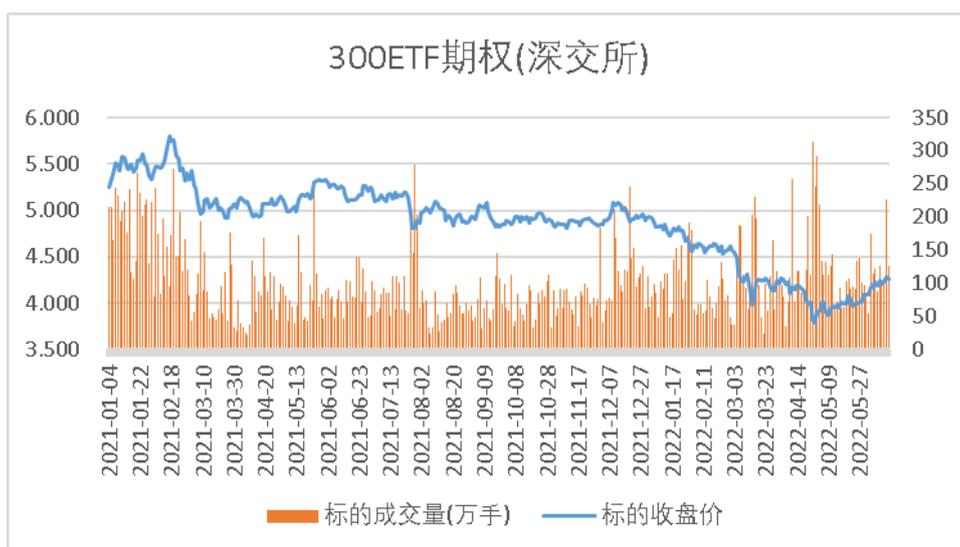
数据来源：iFinD、宝城期货

图 2 上交所 300ETF 收盘价与成交量历史走势图



数据来源：iFinD、宝城期货

图 3 深交所 300ETF 收盘价与成交量历史走势图



数据来源：iFinD、宝城期货

图 4 沪深 300 指数收盘价与成交量历史走势图



数据来源：iFinD、宝城期货

## 1.2. 期权市场回顾

一般而言，市场出现快速上涨或者快速下跌行情的时候，期权的避险需求会促使投资者利用期权工具进行风险管理，同时行情的火热也会使得期权的投机交易头寸上升从而进一步提升期权的成交量和持仓量。一般而言，期权的成交量在某些剧烈波动的日期会出现脉冲式的增加，期权的持仓量会随着当月合约系列的到期而出现周期性的回落，因为期权的成交量和持仓量一般是集中在当月合约系列上，换月将导致持仓量骤降。

2022年初截至6月16日，4个期权品种的日成交量均呈现集聚效应，即某些时间段期权的成交量会相对偏高，而该时间段恰恰是标的资产剧烈波动的时段。其中，挂钩上证50指数的50ETF期权的日均成交量相对2021年略有回落，而挂钩沪深300的其他3个期权品种的日均成交量则均有较为明显的增长。从持仓量的角度来看，4个期权品种的日均持仓量均保持相对稳定，说明利用期权管理风险与配置资产的功能得到充分发挥，期权市场平稳发展。

期间，50ETF期权的日均成交量为2510865张，其中认购期权的日均成交量为1309573张，认沽期权的日均成交量为1201293张；日均持仓量为2927055张，其中认购期权的日均持仓量为1709893张，认沽期权的日均持仓量为1217162张。

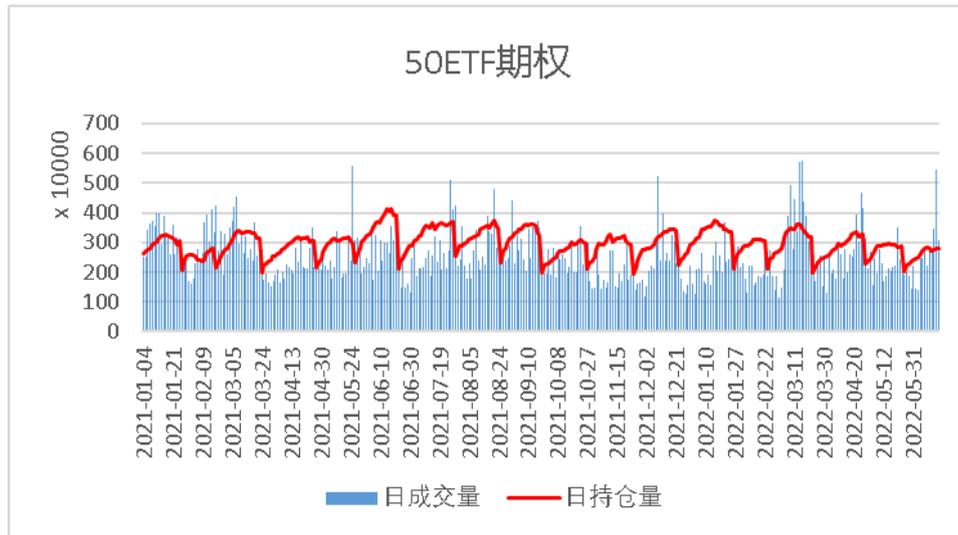
上交所300ETF期权的日均成交量为2169697张，其中认购期权的日均成交量为1056031张，认沽期权的日均成交量为1113666张；日均持仓量为2178754张，其中认购期权的日均持仓量为1139621张，认沽期权的日均持仓量为1039134张。

深交所300ETF期权的日均成交量为349295张，其中认购期权的日均成交量为172314张，认沽期权的日均成交量为176981张；日均持仓量为348470

张,其中认购期权的日均持仓量为 188210 张,认沽期权的日均持仓量为 160259 张。

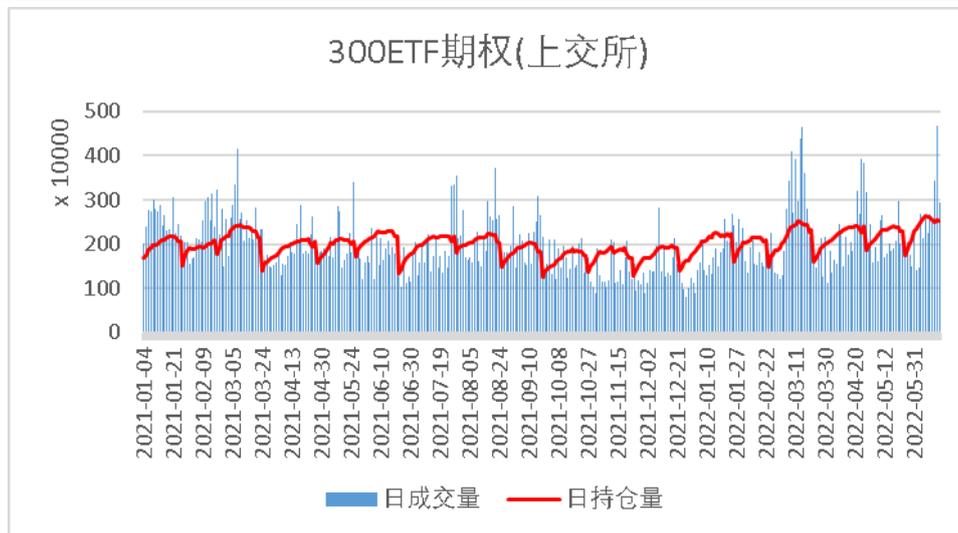
沪深 300 指数期权的日均成交量为 147115 张,其中认购期权的日均成交量为 79380 张,认沽期权的日均成交量为 67735 张;日均持仓量为 202107 张,其中认购期权的日均持仓量为 115605 张,认沽期权的日均持仓量为 86503 张。

图 5 上证 50ETF 期权日成交量与持仓量变化图



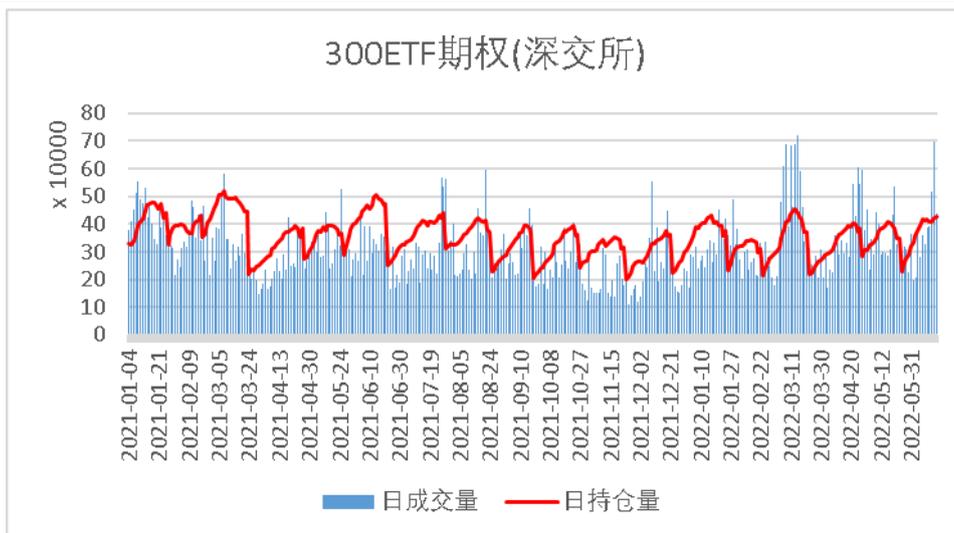
数据来源: iFinD、宝城期货

图 6 上交所 300ETF 期权日成交量与持仓量变化图



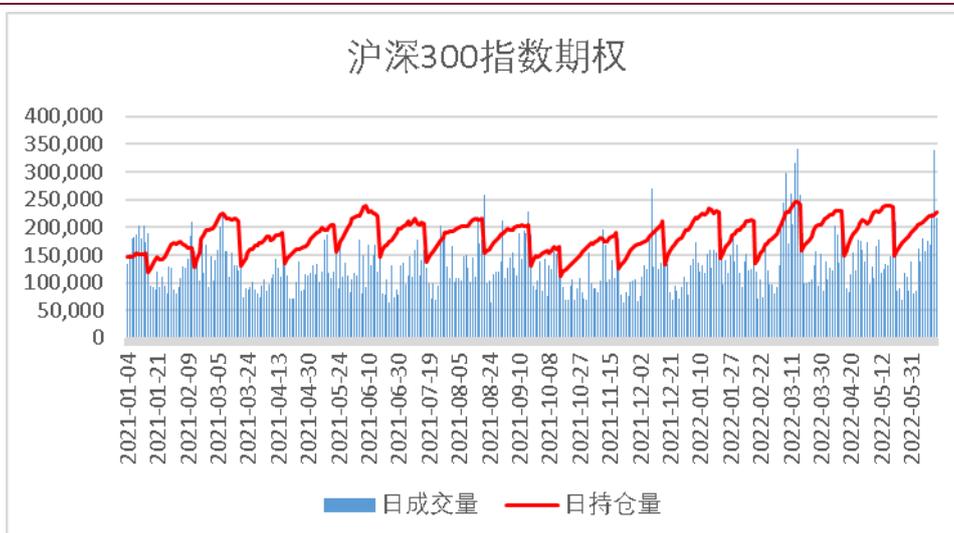
数据来源: iFinD、宝城期货

图 7 深交所 300ETF 期权日成交量与持仓量变化图



数据来源：iFinD、宝城期货

图 8 沪深 300 指数期权日成交量与持仓量变化图



数据来源：iFinD、宝城期货

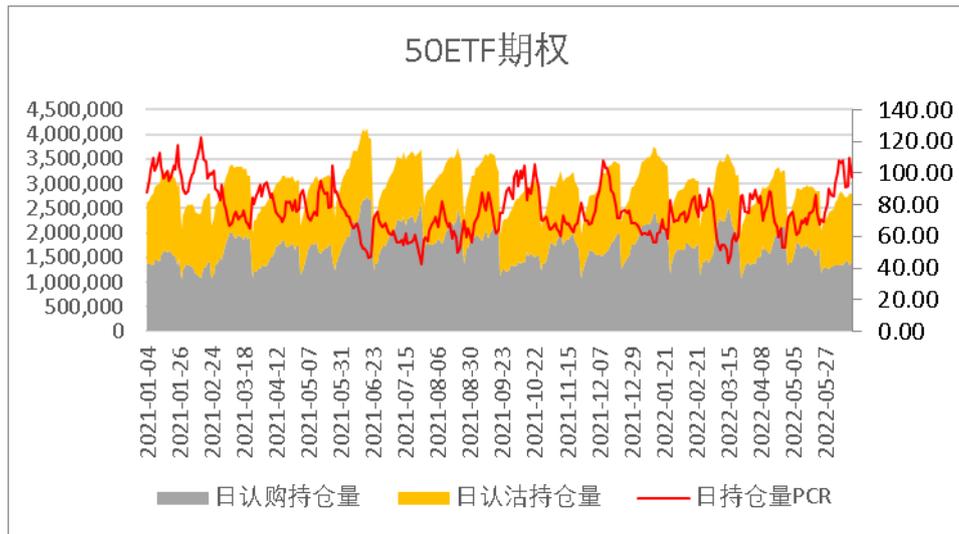
## 第 2 章 期权分析指标

### 2.1 PCR 指标

我们一般用期权市场的 Put-Call-Ratio（简称 PCR）指标常用来衡量市场的多空状态。PCR 指标是认沽期权成交量（或持仓量）与认购期权成交量（或持仓量）的比值。一般而言偏离日常水平较大的成交量 PCR 能反映投资者的情绪面的剧烈变化。而持仓量 PCR 能够反映同时期市场的多空双方情绪对比，这是因为期权卖方一般是比较专业的投资者，卖出认沽期权说明其对后市行情是看涨的或者说不是看跌的，所以持仓量 PCR 的变动趋势与同时期的市场情绪变动一般呈正相关关系。

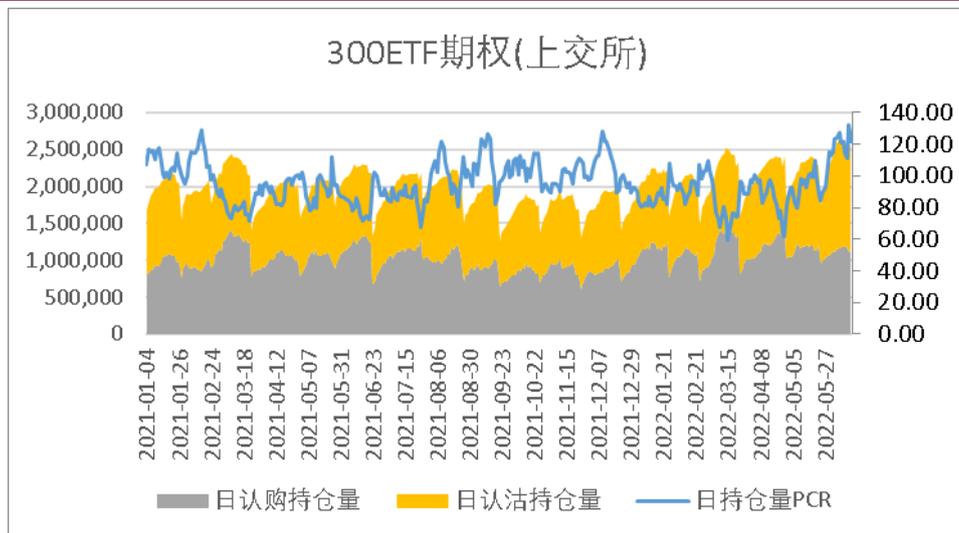
截至6月16日，上证50ETF期权、上交所沪深300ETF期权、深交所沪深300ETF期权、沪深300指数期权的持仓量PCR分别为97.81、121.65、117.50和101.81，所处的历史分位数水平分别为88.6%、95.4%、95.4%和98.8%，均接近历史高分位数水平，单纯从持仓量PCR指标的角度来看，持仓量PCR高位回落的可能性较大。单从持仓量PCR的特性来看，目前各期权的持仓量PCR均位于历史水平的较高位置，这说明市场乐观情绪较浓，但也意味着标的资产价格短线回调的风险增加。

图9 上证50ETF期权日持仓量和日持仓量PCR变化图



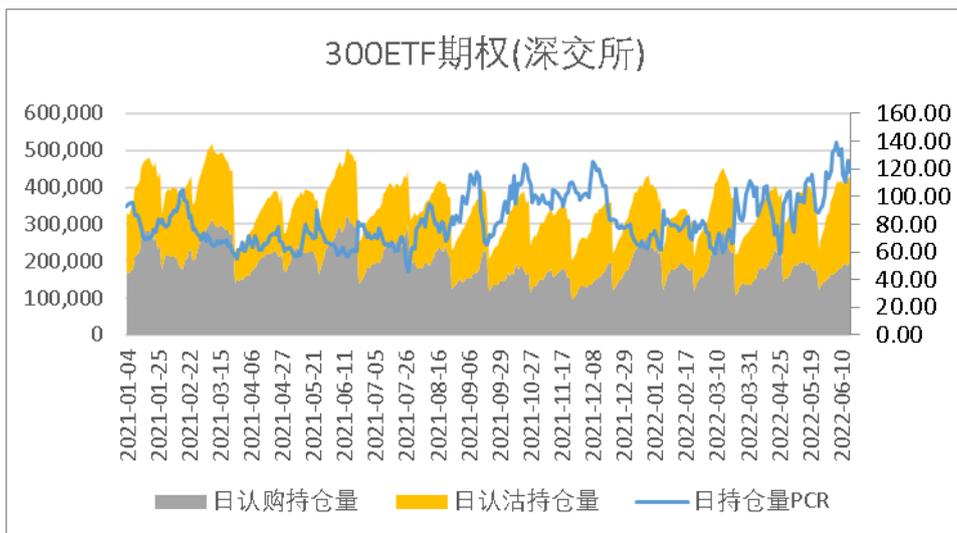
数据来源：iFinD、宝城期货

图10 上交所300ETF期权日持仓量和日持仓量PCR变化图



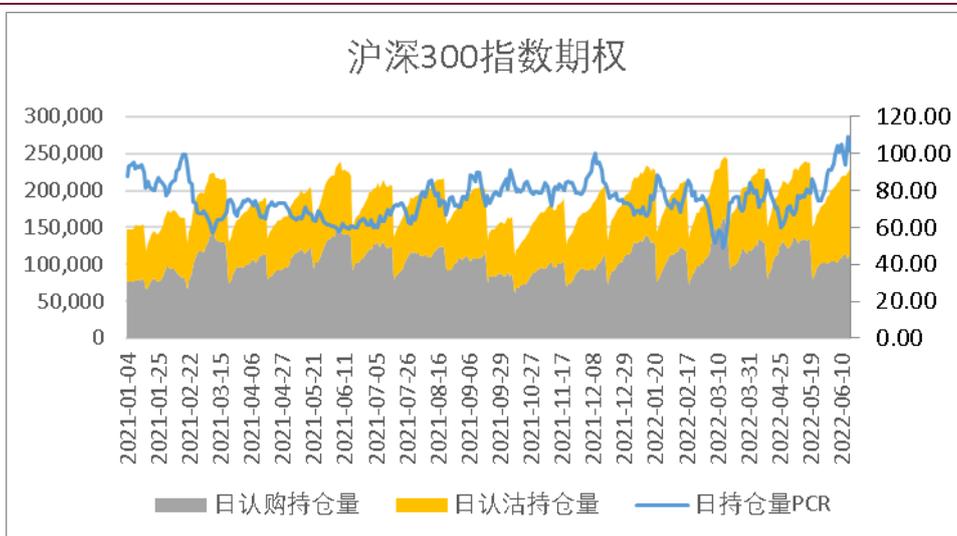
数据来源：iFinD、宝城期货

图11 深交所300ETF期权日持仓量和日持仓量PCR变化图



数据来源：iFinD、宝城期货

图 12 沪深 300 指数期权日持仓量和日持仓量 PCR 变化图



数据来源：iFinD、宝城期货

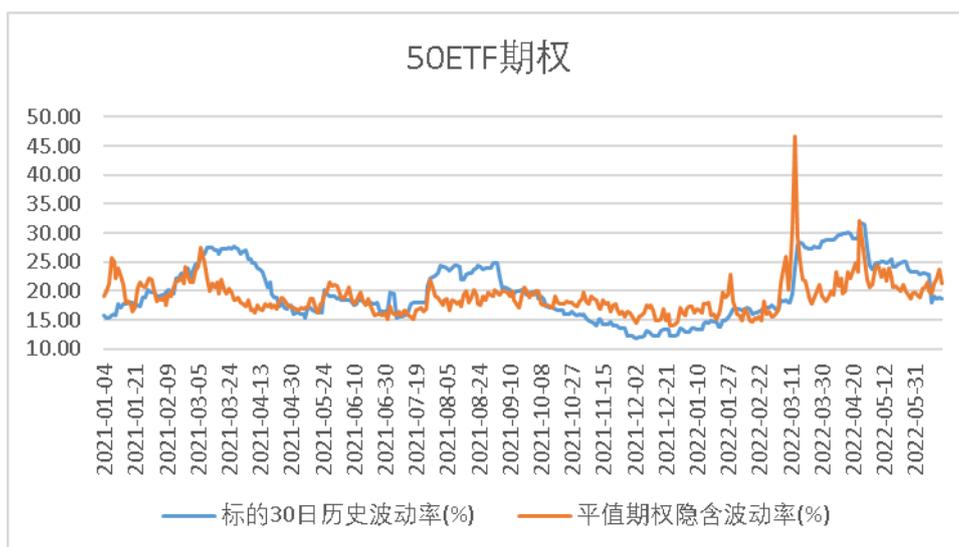
## 2.2. 波动率指标

波动率是期权定价和交易的关键性因素，隐含波动率是指根据期权价格和期权定价公式反推计算出来的波动率数值，一般我们可以把平值期权的隐含波动率作为整体波动率水平的参考。从隐含波动率的相对高低可以看出投资者对波动率的未来预期，从而选择合适的波动率进行入场与出场。

2022年初截至6月16日，4个期权品种的主力月份平值期权隐含波动率受到黑天鹅事件的影响较为明显，在3月、4月分别受到俄乌地缘危机以及国内上海疫情的影响，分别出现了隐含波动率短期飙升的情景。目前4个期权品种的主力合约平值期权隐含波动率均位于21%以上，仍处于略微偏高位置，这与目前标的资产波动加剧的情况相吻合。下半年，国内重要会议、海外美联储加息、美国中期选举、俄乌局势变化等事件影响较大，预计会对隐含波动率造成较明显的脉冲式影响。

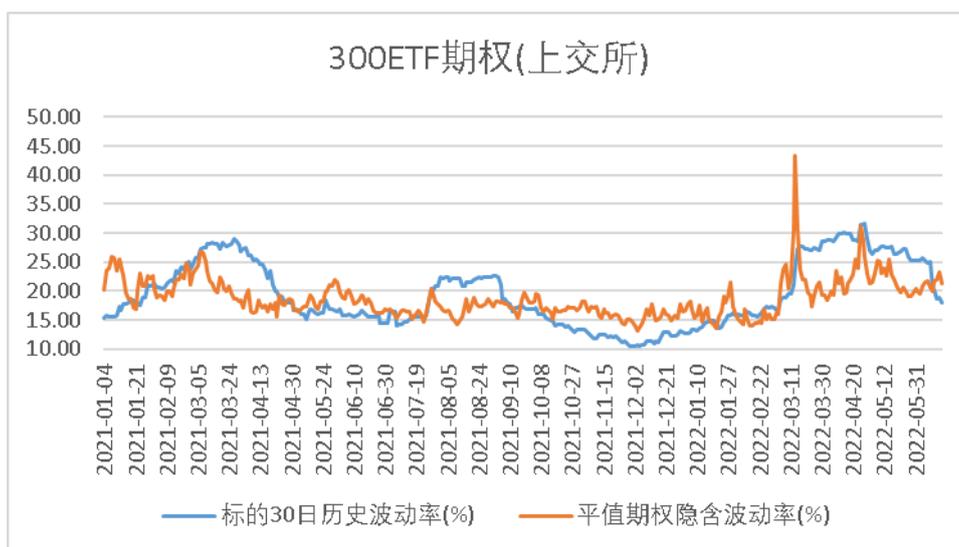
截至 6 月 16 日，上证 50ETF 期权 2022 年 06 月平值期权隐含波动率为 21.38%，标的 30 交易日历史波动率为 18.72%。上交所 300ETF 期权 2022 年 06 月平值期权隐含波动率为 21.26%，标的 30 交易日历史波动率为 18.01%。深交所 300ETF 期权 2022 年 06 月平值期权隐含波动率为 21.88%，标的 30 交易日历史波动率为 18.04%。中金所沪深 300 指数期权 2022 年 07 月平值期权隐含波动率为 21.71%，标的 30 交易日历史波动率为 18.07%。

图 13 上证 50ETF 期权的隐含波动率和标的历史波动率



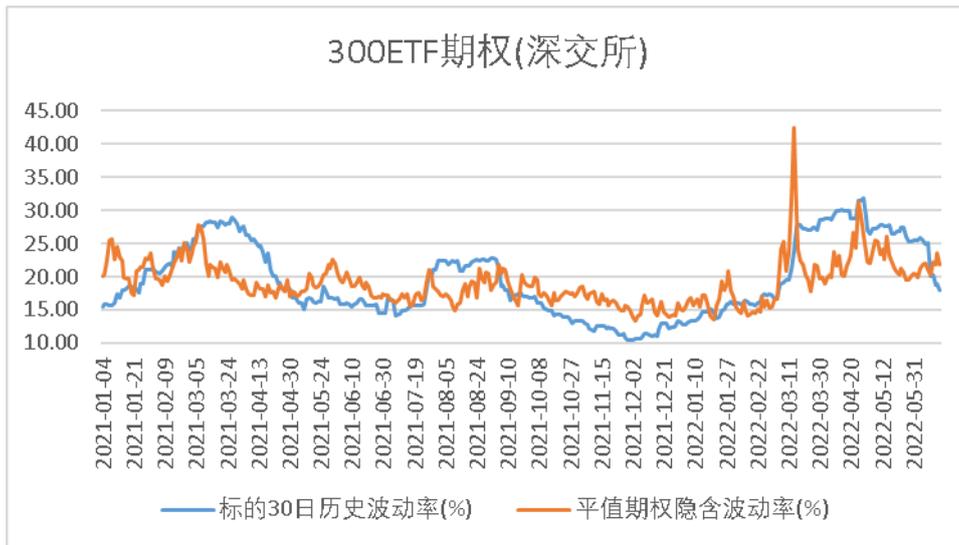
数据来源：iFinD、宝城期货

图 14 上交所 300ETF 期权的隐含波动率和标的历史波动率



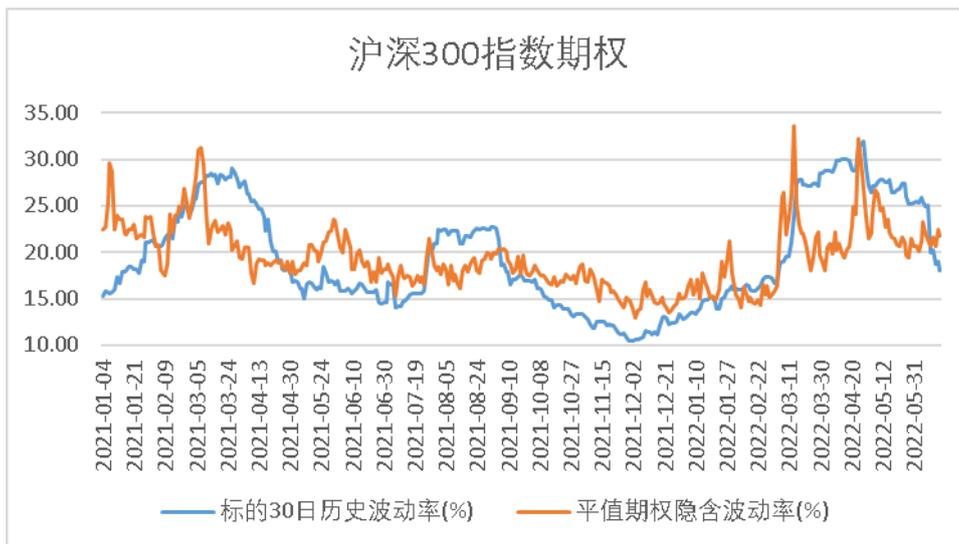
数据来源：iFinD、宝城期货

图 15 深交所 300ETF 期权的隐含波动率和标的历史波动率



数据来源：iFinD、宝城期货

图 16 沪深 300 指数期权的隐含波动率和标的历史波动率



数据来源：iFinD、宝城期货

### 第 3 章 标的资产基本面分析

4 个期权品种的标的资产分别是挂钩上证 50 指数的华夏上证 50ETF，挂钩沪深 300 指数的华泰柏瑞沪深 300ETF、嘉实沪深 300ETF 以及沪深 300 指数。由于被动指数基金与挂钩指数的走势趋同，因此我们需要分析上证 50 指数与沪深 300 指数的行情走势。

2022 年初截至 6 月 16 日，上证 50 以及沪深 300 指数的行情可以简单地分为两部分：1 至 4 月份的下跌行情以及 5 至 6 月份的反弹行情。在第一个阶段，市场的主要影响变量依次是海外货币加速收紧、俄乌地缘危机、国内爆发疫情

等“灰犀牛”或“黑天鹅”风险因素，市场风险偏好持续回落，避险情绪占主导地位。在第二个阶段，以4月29日政治局会议为标志，市场的主要逻辑逐渐转变为稳增长政策的利好预期，稳增长政策密集出台，经济数据环比改善，市场风险偏好明显回升。

在第一个阶段，年初至春节前股市主要风险因素是海外高通胀环境下欧美等经济体收紧货币的预期升温。海外流动性环境收紧对外资的风险偏好造成显著影响，全球股市普遍回调。其实在海外高通胀的背景下，海外收紧货币是一个“灰犀牛事件”，造成的影响将是长期的，并且收紧货币的节奏与预期变化将持续地影响市场情绪面。春节之后，股市平稳运行了一段时间，直到2022年第一个“黑天鹅事件”——俄乌危机爆发。俄乌两国在全球能源市场、粮食市场都具有重要地位，从2月24日开始至今的俄乌危机对全球的供应链稳定造成极大挑战，造成能源与农产品价格上涨，进一步推升了欧美等国家地区的通胀。俄乌危机持续事件越长，对全球通胀水平以及经济增长前景的影响越明显，因此在2月底至3月份，俄乌局势的变化牵动这资本市场的市场情绪，进入4月之后由于市场关于俄乌局势趋于长期化的共识基本确定，因此其边际影响逐渐减弱。另外2022年的第二个“黑天鹅事件”——上海疫情爆发，由此引发的长达两个月的上海全域静态管理对国内经济造成较为严重的消极影响。疫情封控一刀切的举措导致4月份经济数据全面下滑，制造业产需两端双双走弱，供应链和物流链问题严重，居民消费受到明显抑制，服务业受到明显重创，在此影响下由此4月份股指快速破位下跌。

在第二个阶段，以4月29日政治局会议为标志，政策面稳经济的预期逐渐升温，带动市场风险偏好回暖。政治局会议强调疫情要防住、经济要稳住、发展要安全。会议要求，要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间。针对该目标提出，要采取退税减税降费、用好各类货币政策工具、全面加强基础设施建设、对受疫情严重冲击的行业和企业实施一揽子纾困帮扶政策、发挥消费对经济循环的牵引带动作用、支持各地从当地实际出发完善房地产政策、出台支持平台经济规范健康发展等相应措施。5月23日，国常会召开，决定实施6方面33项措施，努力推动经济回归正常轨道、确保运行在合理区间。其中积极财政政策具体措施包括减税、退税、延缓缴费、专项债券、融资担保等，从供给、需求、消费、投资等多方面发力，大力纾解企业特别是小微企业的困难，着力稳市场主体、稳就业。随着后续相关部门不断落实落细国常会的政策安排，多方面政策协同发力，后期政策面的预期较为充足。市场情绪明显回暖，股指出现明显反弹。

随着疫情基本得到控制，复工复产有序推进，5月经济数据有所回暖，工业生产和基建投资恢复较快，但房地产投资延续下跌趋势，消费依旧疲软。进出口增速双双反弹，但全球经济增速下行，外需增长放缓，此外随着东南亚国家生产恢复，部分订单转移至国外，下半年出口仍将面临下行压力。从金融数据来看，5月新增人民币贷款和社融大幅回升，表明在降准、降息等政策引导下，社会融资需求回暖，但政府债券贡献占比较大，居民部门贷款意愿不足，企业

票据融资居多，结构性问题仍需改善。在二、三季度地方政府专项债投放加速，可以起到经济稳定器的作用，进入四季度专项债的支撑作用将有所减弱。后期居民部门融资需求以及实体企业中长期融资需求能否出现明显修复仍需持续观察。5月消费数据相对4月有所改善，但仍然同比负增长，在居民收入预期下滑的背景下后续消费能否持续复苏还有待政策引导。

6月美联储加息75个基点，为1994年以来首次，显示货币紧缩的急迫性。在美国通胀持续高企而潜在经济增速走弱的背景下，美国经济陷入“滞胀”困局。美联储将抗通胀视为最重要的任务，市场担心美联储持续的紧缩引发经济衰退，并以此为代价换取物价稳定，而这将加剧市场波动。从中美利差的角度来讲，美联储激进加息缩表，中美利差的空间逐渐收窄，外资对人民币资产的风险偏好将有所减弱，也对国内货币政策的宽松空间有一定的隐性制约。不过从另一个角度来看，在海外流动性收紧，股市波动加剧的同时，国内流动性足够充裕，且估值水平处于较低位置，或成为资金的“避风港”。从6月初截止至16日，北向资金净买入A股495亿元，说明北向资金仍然看好A股。

从4月底至今，上证50指数与沪深300指数累计涨幅均超过10%，且自6月10日起沪深两市成交金额突破万亿元，换手率与振幅均明显抬升，说明短期市场交易存在过热的迹象。目前各主要指数均反弹至3月份国内疫情爆发前的平台区域上沿附近，获利了结的意愿将有所升温。目前市场风险偏好整体仍偏乐观，不过技术上来讲，在当前位置股指可能面临一定反复。而且若股指后续反弹至2月份俄乌冲突爆发前的平台区域，则可能将遭受密集成交盘的抛压。

随着一揽子稳增长政策稳步推进，5月经济数据呈现改善的迹象，市场风险偏好明显回升，目前市场情绪整体偏乐观。不过国内经济结构性问题仍存在，供应端面临原材料价格、物流成本上涨的成本压力，需求端面临海外滞胀背景下需求走弱以及国内实体部门需求复苏疲弱的隐忧，经济向上修复的空间或受限。分阶段来看，下半年经济基本面预计呈现前高后低的状态，在接下来的7、8月份，稳增长政策的边际效应仍较强，外需仍存韧性，经济数据维持修复状态。后续随着稳增长政策边际效应减弱，以及海外经济衰退风险增加，经济基本面压力增大。总的来说，预计下半年市场风险偏好前高后低，整体上股指呈现偏强震荡的走势，不过反弹高度仍受限。

## 第4章 期权交易策略

基于上述分析，随着一揽子稳增长政策稳步推进，5月经济数据呈现改善的迹象，市场风险偏好明显回升，目前市场情绪整体偏乐观。预计下半年市场风险偏好前高后低，整体上股指呈现偏强震荡的走势，不过反弹高度仍受限。当前隐含波动率略偏高，因此可以选择构建9月合约的卖出宽跨式策略。

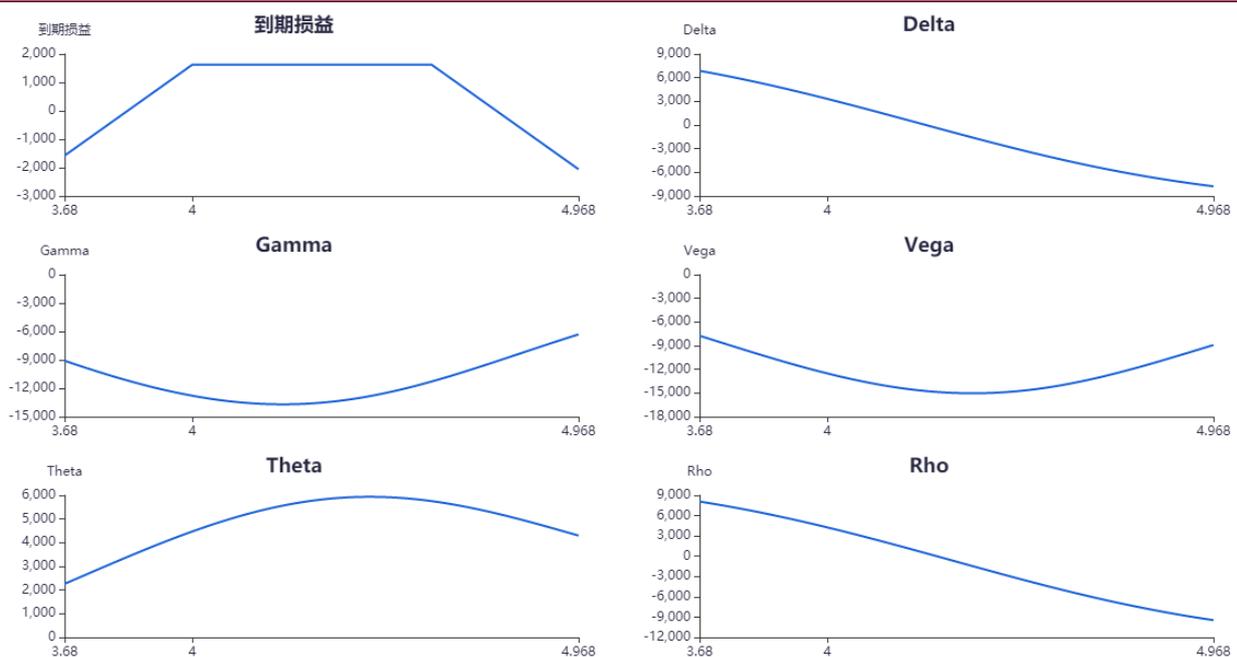
卖出宽跨式策略是指卖出一个认沽期权同时卖出一个相同的到期时间和更高行权价的认购期权。到期时，当标的资产价格位于两个盈亏平衡点之间时可

以获得收益，反之需要承担亏损。当标的资产价格位于两个期权的行权价之间时获得的收益最大；当标的资产价格位于两个盈亏平衡点之外时，随着标的资产价格距离盈亏平衡点的间距越远，亏损越大，最大亏损理论上负无穷。

卖出宽跨式策略适用于标的短期内处于震荡行情的情况，通过卖出期权可以收取权利金，以应对在震荡市场中进行现货择时交易的困难。从结构上来说，时间对卖出宽跨式策略是友好的，隐含波动率回落也有利于卖出宽跨式策略。由于卖出宽跨式策略有最大收益，因此在持仓浮盈接近最大收益时，则可以选择平仓兑现收益。标的资产价格大涨或大跌会给卖出宽跨式策略带来风险，因此在发生突发风险事件，标的价格大涨或者大跌突破到盈亏平衡点之外的時候，可以通过买入对应行权价的价外期权进行风险对冲。期权隐含波动率上升也会给卖出宽跨式策略带来短线浮亏的风险，不过并不影响策略的到期收益。

例如以 2022 年 9 月系列的上交所的 300ETF 期权为例，以 6 月 17 日的收盘数据为例，卖出 1 手 9 月份行权价为 4.000 的认沽期权，同时卖出 1 手 9 月份行权价为 4.600 的认购期权，构成卖出宽跨式策略。该策略收取权利金 1722 元，需要保证金 3757 元左右（上交所实行期权组合策略保证金优惠），到期时最大收益 1722 元，最大亏损负无穷元，盈亏平衡点为 3.8278 和 4.7722。当到期时标的价格上涨超过 4.7722 时，该策略的收益为负，且亏损随着继续上涨不断扩大；当到期时标的价格低于 3.8278 时，该策略的收益为负，且亏损随着继续下跌不断扩大；当到期时标的价格位于 3.8278 和 4.7722 时，该策略的收益为正；当到期时标的价格位于 4.000~4.600 之间时，该策略获得最大盈利 1722 元。在该例中，卖出 9 月份行权价为 4.600 的认购期权的隐含波动率为 20.70%，卖出 9 月份执行价为 4.000 的认沽期权时的隐含波动率为 23.22%，选择在隐含波动率更高的时候卖出期权可以获得更佳的收益风险结构。

图 17 期权组合策略的到期损益图及希腊字母



数据来源：iFind、宝城期货



## 分析师简介及免责声明



龙奥明

BAOCHENG FUTURES <<<  
金融期货期权团队·分析师

中国科学技术大学概率论与数理统计硕士，擅长数学建模和数据分析。2017年加入宝城期货，主要研究股指期货、ETF期权和股指期货等品种。

### 获取每日期货策略推送

服务国家  
知行合一

走向世界  
专业敬业



诚信至上  
严谨管理

合规经营  
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信·期货咨询尽在掌握

#### 免责条款

客户不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。