

股指期货 “末日轮” 行情重演， 市场观察与启示

核心逻辑

在股指期货交割日，参与股指期货、期权交易的多空双方为了争取到对自己有利的交割结算价，可能会通过运用各种手段对期货乃至现货价格施加影响，尤其对于一些机构来说，更有持仓和资金实力去促成指数按照自己的合意水平去走，这也会放大股指期货交割日的市场波动。机构天然地具备卖权的优势，一是通过卖出虚值期权与现货持仓结合，丰富策略组合的同时实现收益增厚；二是卖出期权需要支付保证金，对于小资金的期货投资者来说投入产出比不高，潜在风险高，吸引力较弱，而机构的资金优势较为明显。

通过观察 2023 年 12 个月份股指期货交割结算日的市场表现，我们发现，在今年 A 股整体表现下行的背景下，交割日看涨期权卖方优势较大、看跌期权买方优势较大。今年除了 6 月，其余月份的交割日，股指早盘 11:00 到午后 14:00 多表现为下跌砸盘。比较经典的是 11 月 17 日交割日当天，股指开盘冲高，9:40 左右开始大幅回落，午后沪深 300 从当日高点下跌近 20 个指数点，并于 13:25 开始大幅反弹至收盘。由于股指期货最终交割价格，是由标的指数最后两个小时算术平均价计算出来的，因此临近收盘时的反弹，对于看涨期权的买方是特别不利的，因为交割结算价将被“平均”掉。

对于大部分投资者，尤其散户，在当前较为疲弱的市场环境下，通过裸多看涨期权代替多头配置以获取收益的难度较高，一是期权波动较大，期权价格会随着时间价值的衰减而下降，意味着投资者需要对点位、节奏有更精准的把握；二是当前市场整体表现不佳，“资产荒”背景下，机构倾向于通过卖权，获取期权时间价值回落带来的收益，以降低持仓组合的损失，如构建“备兑策略”，因此交割日当天股指交割价格下移可能更符合部分大资金、机构的利益，应尽量避免成为其对手盘。目前投资者可能更加适用以下两种策略，一是对于已有现货或期货多头持仓的投资者来说，可以考虑“备兑策略”，择机卖出深度虚值看涨期权以减少多头持仓损失，需要注意的是，该策略需要支付期权保证金，投资者需保留充足仓位；二是若股指交割日早盘股指冲高，虚一档期权价格已跌至低位，可适当做多，午后择机平仓或变成实值后等待行权，需要注意的是，该策略投机性较大，风险较高，轻仓操作为主。

股指 · 专题报告

2023 年 12 月 18 日 星期一

国贸期货 · 研究院
宏观金融研究中心

郑雨婷

从业资格号：F3074875

投资咨询号：Z0017779

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

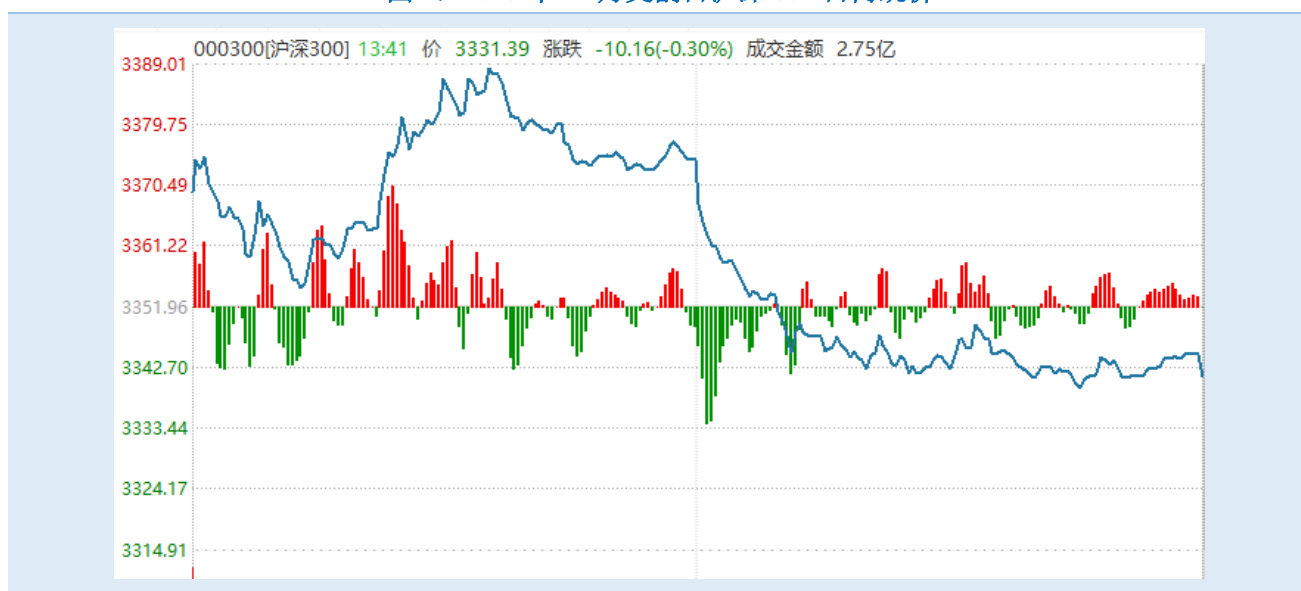


一、股指期货交割日，“末日轮”行情回顾

上周五股指期货和股指期权主力合约到期交割，尽管宏观层面利好驱动，北上深地产政策松绑、保利公告股票回购、美联储超预期放“鸽”、隔夜美股新高，股指迎来高开，截至午盘收盘仍然涨势良好。但是，午后开盘，股指倒头向下（见图1），股指期权表现“跌宕起伏”。

以沪深300股指看涨期权(H02312-C-3350)为例，沪深300当日午盘收于3375.3350行权价的H02312-C-3350仍然为实值，早盘最高冲至42元，午盘收于27元，午后随着股指下跌，价格迅速下跌归零。再看看跌期权I02312-P-3350，早上呈现虚值状态，午盘收于0.8元，午后迅速拉涨，最高冲至9元，涨幅超10倍。

图1：2023年12月交割日沪深300日内跳价



数据来源：wind

图2：I02312-C-3350 最后交割日走势



图3：I02312-P-3350 最后交割日走势



数据来源：wind

二、策略启发与总结

通过观察盘面表现，引出如下思考：为何股指期货、期权交割日，市场波动如此之大？认购认沽期权该如何操作？

在 A 股熊市或者震荡时期时，通过卖出虚值看涨期权，从而获得部分增强收益的策略，逐渐得到市场青睐，如目前广泛运用的“备兑策略”；而卖权需要支付一定比例的保证金，具有资金需求，对于机构投资者来讲更具优势。由于在交割日，参与股指期货、期权交易的多空双方为了争取到对自己有利的交割结算价，可能会通过运用各种手段对期货乃至现货价格施加影响，尤其对于一些机构来说，更有持仓和资金实力去促成指数按照自己的合意水平去走，这也会放大股指期货交割日的市场波动。

我们统计了 2023 年 1 月到 11 月股指期货交割日的市场表现，可以发现，除了 6 月，当时市场情绪整体较强，大盘延续反弹走势，其余月份的交割日，股指早盘 11:00 到午后 14:00 多表现为下跌砸盘。比较经典的是 11 月交割日当天，当天市场表现出明显的看涨期权“收租”行情：股指开盘冲高，9:40 左右开始大幅回落，到了午后 13:25 从高点下跌近 20 个指数点，并于 13:25 开始大幅反弹至收盘。由于股指期货最终交割价格，是由标的指数最后两个小时算术平均价计算出来的，因此临近收盘时的反弹，对于看涨期权的买方是特别不利的，因为交割结算价将被“平均”掉。

图 4：2023 年 11 月交割日沪深 300 日内跳价

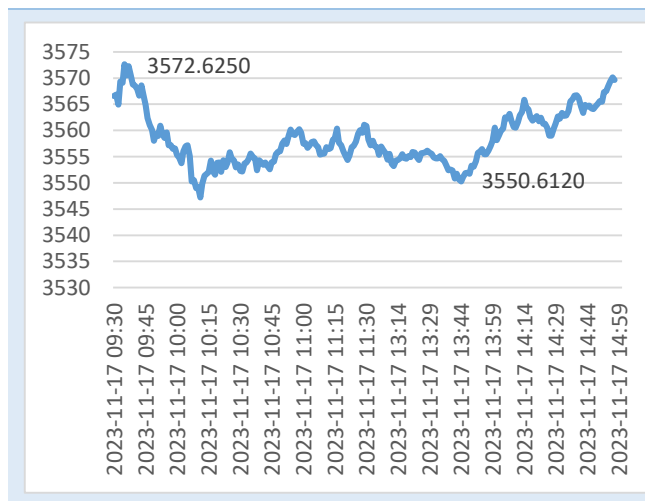
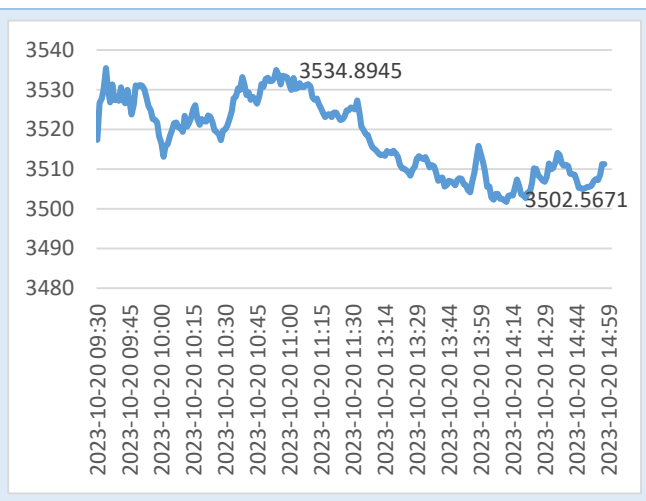


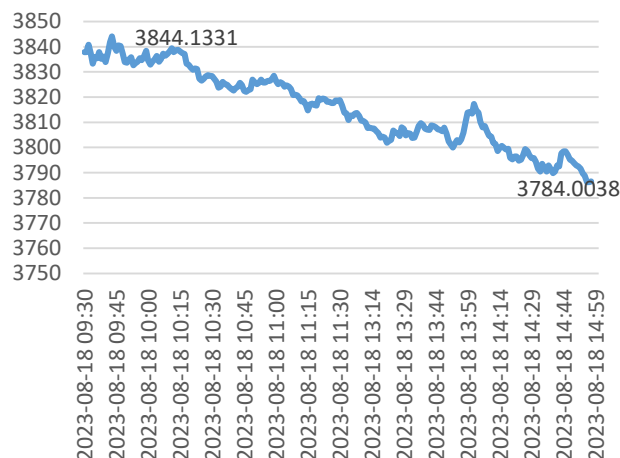
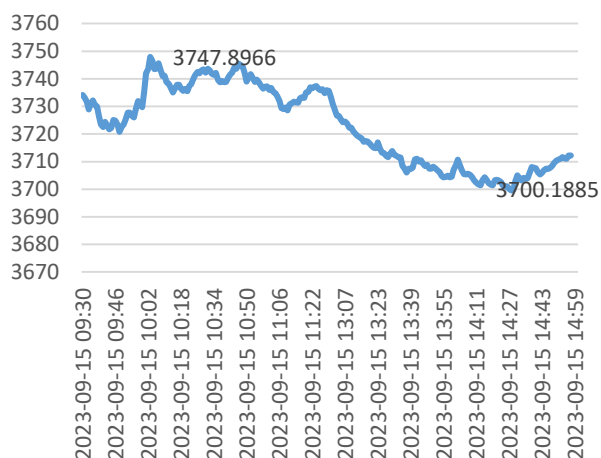
图 5：2023 年 10 月交割日沪深 300 日内跳价



数据来源：wind

图 6：2023 年 9 月交割日沪深 300 日内跳价

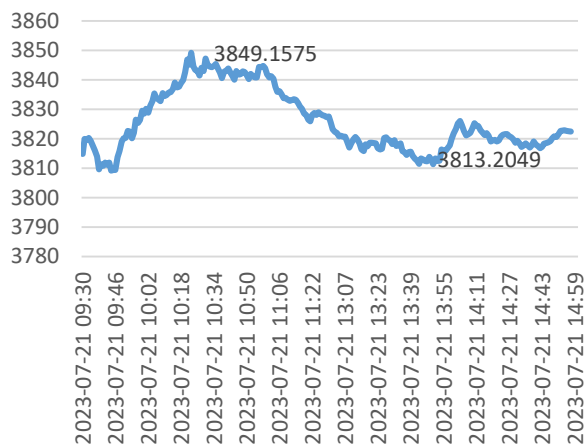
图 7：2023 年 8 月交割日沪深 300 日内跳价



数据来源: wind

图 8: 2023 年 7 月交割日沪深 300 日内跳价

图 9: 2023 年 6 月交割日沪深 300 日内跳价



数据来源: wind

图 10: 2023 年 5 月交割日沪深 300 日内跳价

图 11: 2023 年 4 月交割日沪深 300 日内跳价

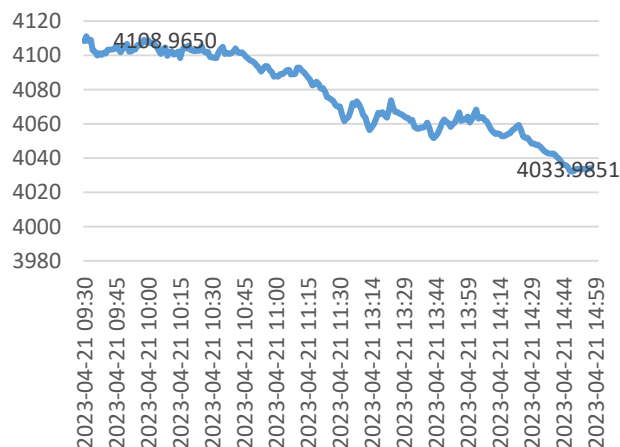
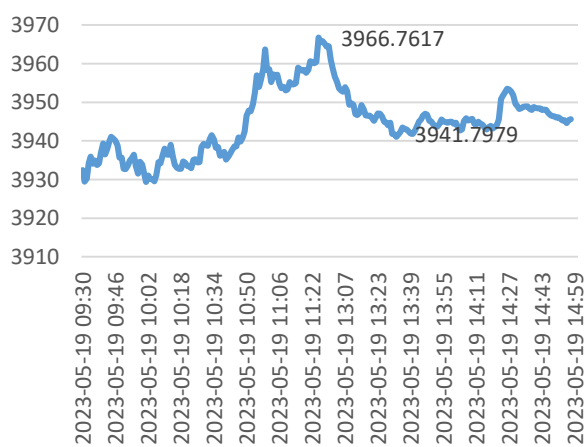


图 12：2023 年 3 月交割日沪深 300 日内跳价

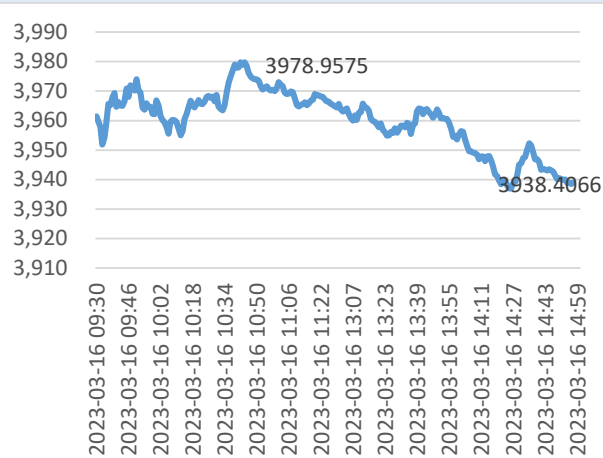
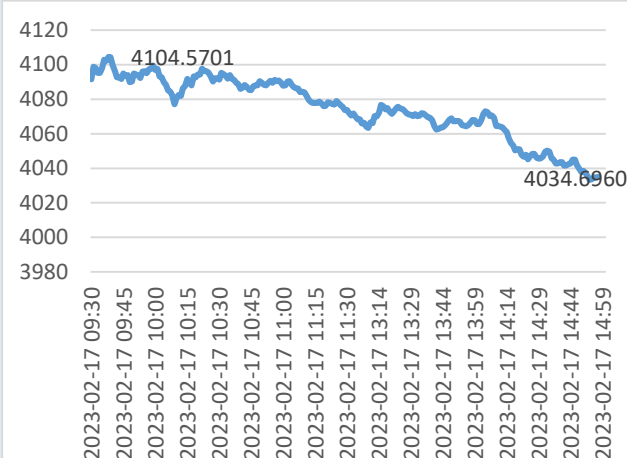


图 13：2023 年 2 月交割日沪深 300 日内跳价



数据来源：wind

图 14：2023 年 1 月交割日沪深 300 日内跳价



数据来源：wind

结论：对于大部分投资者，尤其是散户来说，在熊市或震荡市，通过裸多看涨期权代替多头配置的难度较高，一是期权波动较大，期权价格会随着时间的价值的衰减而下降，意味着投资者需要对点位、节奏有更精准的把握；二是交割日股指交割价格下移可能更符合部分大资金、机构的利益，应尽量避免成为其对手盘。

投资者可能更加适用以下两种策略，一是“备兑策略”，卖出虚值看涨期权以减少持仓损失，需要注意的是，该策略需要支付期权保证金，投资者需保留充足仓位；二是若股指交割日早盘股指冲高，虚一档期权若价格已跌至低位，可适当做多，午后择机平仓或变成实值后等待行权。此外，以上策略更多适用于熊市或震荡市情况，应综合考量市场情况。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料, 国贸期货力求准确可靠, 但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议, 也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要, 投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 据此投资, 责任自负。

本报告未经国贸期货授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权, 我司将视情况追究法律责任。

期市有风险, 入市需谨慎