



股指期权：波动率重心或将逐步 抬升

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：2023 年 6 月 2 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。

当前市场核心驱动已由估值修复转向内需回升，货币政策“以我为主”，总量宽松必要性减弱。前期 A 股市场的不断下行已消化大部分悲观预期，后期继续下跌空间较为有限，但在人民币贬值、北向资金流入大幅放缓、国内经济复苏进程放缓等因素影响之下，短期以上证 50 和沪深 300 为代表的强宏观指数依旧面临较大的上行压力，更具成长性的中证 500 和中证 1000 指数或表现相对更优。预计沪深 300 指数下方强支撑在 3700 点至 3800 点区域，中证 1000 指数强支撑则在 6300 点至 6400 点区域。

期权方面，当前隐含波动率仍处上市以来较低水平，30 日历史波动率已高于 60 日历史波动率，短期波动率存在明显上升趋势，后期隐含波动率受此影响或将呈现震荡回升走势。

基于此：

（1）持有股票的投资者，仍可考虑择机卖出虚值看涨期权来增强收益（行权价上沪深 300 指数期权建议选择 3950 点以上合约，上证 50 指数期权建议选择 2650 点以上合约）。

（2）波动率交易者，在当前波动率上行周期中建议仍以逢低做多远月沪深 300 及上证 50 指数期权波动率交易为主。

（3）在未来中证 1000 指数或相对更强环境下可尝试买沪深 300 指数实值看跌期权，同时卖出等面值的中证 1000 指数实值看跌期权进行跨品种套利。

一、标的指数分析

5月以来各大指数整体呈现震荡回落走势，上证50和沪深300两大强宏观指数月度最大跌幅均超5%，或有以下几个方面的原因：

首先，4月经济金融数据整体不及预期。4月和5月制造业PMI指数分别仅有49.2%和48.8%，远低于预期；新增社融12200亿元，社融存量规模增速仅为10%，增速处于历史较低水平；新增人民币贷款7188亿元，低于市场预期的1.13万亿元，仅同比多增734亿元，处于近5年较低水平。分项来看，随着基建、制造业的持续发力，企业中长期贷款仍为主要新增贡献项，但居民短中长期新增贷款均再度转负，表明目前居民消费信心仍旧不足，住房销售改善持续性较差。一季度央行货币政策执行会议释放信号表明，“精准有力、总量适度、节奏平稳”仍将是主基调，近期市场利率不断下行，流动性环境较为平稳，预计短期央行将以存量政策管理为主，后续月份信贷投放节奏仍可能放缓。

其次，4月CPI和PPI增速亦低于预期。4月CPI增速同比仅增0.1%，PPI同比下降3.6%，在市场利率不断下行环境下表明当前需求复苏整体偏弱。从分项上看，结构相对分化，食品价格走弱，但服务价格维持同比增速上升趋势，说明目前国内经济内生动力整体不强但服务消费的需求处于持续修复状态。

最后，人民币兑美元汇率再度贬值，北向资金流入大幅放缓。随着国内经济复苏节奏的放缓，中美利差再度缩小，人民币兑美元汇率再度出现贬值现象，离岸人民币兑美元汇率由5月初6.9左右贬值至当前7.09左右，北向资金受此影响其流入A股速度亦大幅放缓，由一季度大幅净流入转换为净流出状态，4月以来累计净流出已超100亿元，存量博弈下国内A股市场风险偏好随之出现明显回落。

总体而言，我们认为前期A股市场的不断下行已消化大部分悲观预期，后期继续下跌空间较为有限，但在人民币贬值、北向资金流入大幅放缓、国内经济复苏进程放缓等因素影响之下，短期以上证50和沪深300为代表的强宏观指数依旧面临较大的上行压力，更具成长性的中证500和中证1000指数或表现相对更优；对于中长期而言，随着美联储加息的结束、国内经济复苏进程的持续，A股中长期呈现震荡上行的概率仍是较大的，预计沪深300指数下方强支撑在3700点至3800点区域，中证1000指数强支撑则在6300点至6400点区域。

二、股指期货成交持仓分析

2.1 上证50指数期权成交量PCR值上升明显

股指期货成交量PCR（看跌成交量与看涨成交量比值）与标的指数短期呈现略微负相关关系，该指标一般站在买方的角度进行观察，因其包含较多的日内交易，持仓时间相对较短，这较为符合期权买方的特征。

5月以来上证50指数期权日均成交量5.23万张，日均成交额14470万元，相比前一月分别上升

40.4%和19.83%；沪深300指数期权日均成交量9.52万张，日均成交额40474.4万元，相比前一月分别上涨14.46%和3.93%。中证1000指数期权日均成交量6.54万张，日均成交额39736.9万元，相比前一月分别下降0.9%和18.24%。随着标的指数市场波动的放大，上证50和沪深300指数期权成交量和成交额均有明显回升，中证1000指数期权则有一定下降。从成交PCR值上看，5月以来上证50指数期权成交PCR均值在81.86%，沪深300指数期权在89.28%，中证1000指数期权在91.67%附近，分别环比上升13.5个百分点、1.5个百分点和下降0.9个百分点左右。上证50指数期权震荡重心上升明显，中证1000指数期权和沪深300指数期权则变化不大，表明投资者对沪深300指数和中证1000指数情绪相对更平稳，但对上证50指数避险情绪整体上升明显，日内买入看跌期权博取指数下行的投资者比例有明显增多。

2.2 从持仓PCR值上看沪深300和上证50市场情绪有明显转弱

股指期货上市以来，持仓量PCR值（看跌期权持仓量与看涨期权持仓量比值）与标的指数整体呈现相对明显的正相关性，该指标一般站在期权卖方的角度进行分析，因卖方持仓时间相对更长，且占用资金更大。

5月以来上证50、沪深300和中证1000指数期权日均持仓量分别在5.9万张、14.92万张和10.15万张，环比分别上涨20%、7.1%和25.01%，相对成交量的上涨，前两大指数期权持仓量的上涨明显更为克制，其市场投机氛围有明显提升，这或与标的市场波动放大有关。从持仓PCR值上看，沪深300指数期权持仓PCR值自4月18日再度触及111%的高位后呈现明显震荡回落走势，当前再度回落至68%左右，卖出看跌期权的投资者比例有明显下降，上证50指数期权持仓PCR值亦表现出类似的回落特征。从历史数据上看，当其持仓PCR值自100%以上高位明显转向时，沪深300指数震荡调整的时间往往在1至3个月之间，本次再度转向截至目前调整时间在1.5个月左右，从时间上看当前震荡调整时间处于历史中位数附近水平，从该角度上看目前沪深300指数依旧不具有大幅反弹的条件。

图1: 期权持仓PCR值(%)



数据来源: Wind 国联期货

2.3 持仓分布显示，上证 50 和沪深 300 上方压力依旧较大

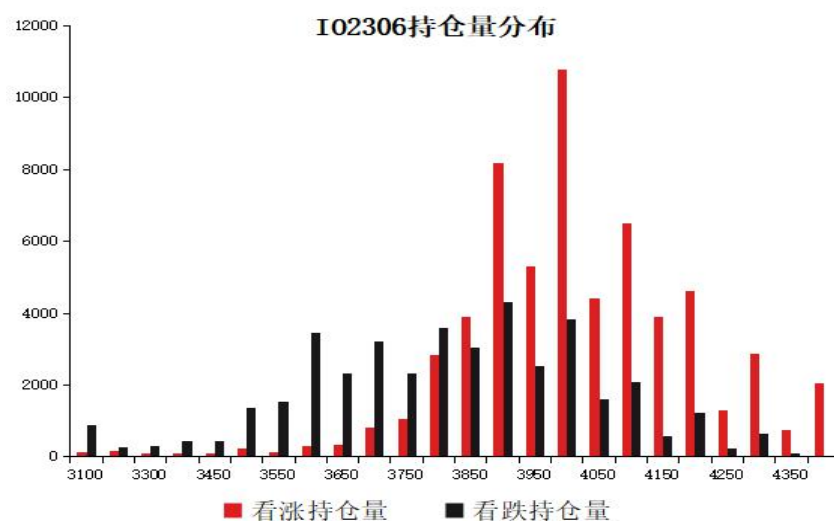
期权持仓量的分布能够一定程度上代表主力机构对后市标的期货的看法，如看跌期权某一行权价格的持仓量高，代表在该行权价处标的期货价格具有较强的支撑。因期权卖方资金量较大，市场的走势一般掌握在他们手中。

一方面，5 月以来看涨期权增仓尤其明显，沪深 300 指数期权 6 月看涨合约持仓量在行权价 3900 点和 4000 点处存在明显高点，后者持仓已超 10000 手。表明在这两个行权价卖出看涨期权的投资者是极多的，沪深 300 指数短期上方强压力区已下移至 3900 点至 4000 点区域。

另一方面，同时从看跌期权持仓分布上看，在当前沪深 300 指数下方具有明显持仓高点的合约为行权价为 3700 点的 9 月合约，已经超 4500 手，为在所有远期合约中持仓量最高的合约，表明对于更远期的市场而言，沪深 300 指数在 3700 点附近的支撑更具有确定性。

同理，上证 50 指数期权看涨合约在行权价 2650 和 2700 点处持仓有明显高点，持仓均超 5000 手，上证 50 指数在 2650 点之上短期压力亦是较大的；而在当前上证 50 指数下方的虚值看跌期权持仓高点在行权价 2450 点和 2500 点区域，预计上证 50 指数在该区域具有较强的支撑。

图 2: 期权持仓量分布



数据来源: Wind 国联期货

三、股指期权波动率分析

3.1 标的指数历史波动率步入上行趋势

5 月以来沪深 300 和上证 50 指数历史波动率在触及历史极低区域后整体处于震荡回升趋势之中，当前沪深 300 指数 30 日和 60 日历史波动率分别在 13.69% 和 12.8% 左右，上证 50 指数则分别在 15.28% 和 13.47% 左右，其在低位区域持续时间已达 3 月有余，当前短期 30 日历史波动率已全线高于 60 日

历史波动率，从技术上看波动率已处于上行趋势之中。从季节性规律上看，6月和7月是一年当中波动率易于放大的月份，在今年前4月市场波动率整体处于偏低条件下，后期在均值回归叠加季节性效应下波动率出现震荡上升预计将是较大概率的事件。

表 1: 沪深 300 指数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	5.36%	8.23%	14.08%	23.63%	36.82%	14.52%	I02306 隐含波动率
30 日	10.86%	12.18%	15.08%	23.99%	27.39%	13.69%	
60 日	12.29%	13.33%	16.35%	22.78%	27.87%	12.80%	
90 日	12.78%	13.36%	18.54%	24.58%	24.86%	13.16%	
120 日	13.24%	15.85%	18.19%	22.76%	23.03%	13.37%	15%

数据来源: Wind 国联期货

图 3: 沪深 300 指数历史波动率走势



数据来源: Wind 国联期货

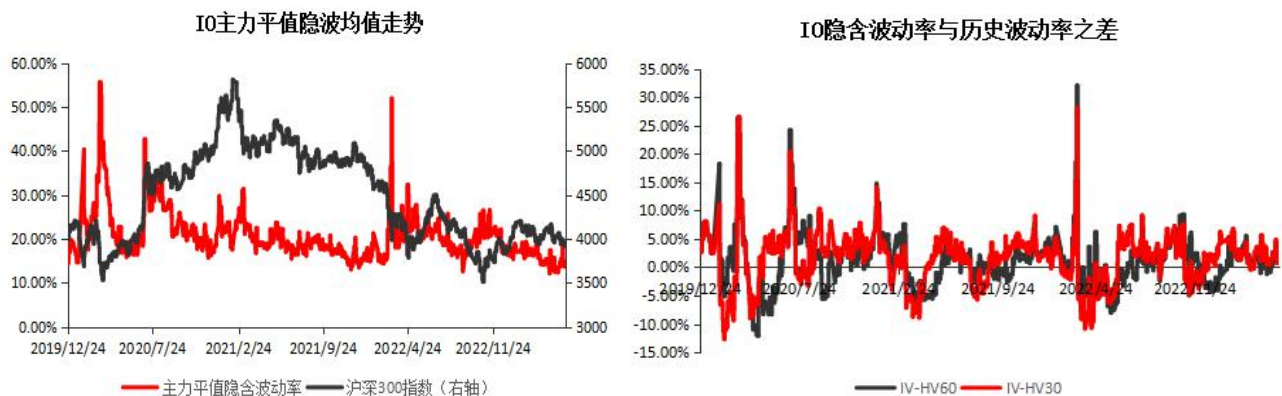
3.2 隐含波动率或将震荡回升

5月以来三大指数期权隐含波动率整体依旧表现为震荡走势，但重心存在明显上移，沪深300指数期权主力平值隐含波动率均值最高触及近18%的相对高位，当前小幅回落至16%左右，与30日历史波动率相比溢价2个百分点左右；上证50和中证1000指数期权6月平值隐含波动率均值分别在17%和15.5%左右，与30日历史波动率相比分别溢价2.5个和1.2个百分点左右。从绝对数值上看，尽管近期各期权隐含波动率有所回升，但当前仍处于近一年10%分位以下低位水平，且在标的指数历史波动率同步回升影响下，当前溢价水平亦是不高的。当前隐波在低位震荡时间已达三月有余，其低位持续时间完全足够，预计在标的波动率的带动之下，未来两个月隐含波动率震荡上行的概率仍是较大。

的。

从隐含波动率与标的价格走势关系上看，近期上证 50 和沪深 300 指数期权市场整体表现出标的的价格下行但隐含波动率同步上行的情形，表明投资者对标的价格下行仍旧较为担忧，在恐慌情绪触及历史极值前我们仍需对未来指数仍需保持一定警惕。

图 4：沪深 300 指数期权隐含波动率与标的价格关系 图 5：沪深 300 指数期权隐含波动率与历史波动率之差



数据来源：Wind 国联期货

从看涨看跌期权隐含波动率差值上看，自 5 月以来随着标的指数的震荡回落，沪深 300 及上证 50 指数期权看涨看跌隐波差均呈现出震荡回落走势，当前两者 6 月合约平值看涨看跌隐波差值分别在-3%和-5%左右，已再度转负，表明主动买入看跌期权进行避险的动能在逐步增强，市场情绪转弱。与之对应的是，中证 1000 指数期权看涨看跌隐波差值则整体变化不大，期权市场并未因前期市场的回落而对中证 1000 指数产生明显恐慌情绪，对其未来依旧相对看好。

后期标的市场是否真正企稳与否，我们认为可以关注如下几个方面：（1）隐含波动率是否触及历史高位区域（一般在 28%以上），此时市场往往存在过度恐慌的可能；（2）看涨看跌隐含波动率差值是否触及-10%以下，此时往往代表买入看跌期权的动能过足，市场亦存在过于悲观的情形；（3）北向资金重回持续净流入，看跌隐含波动率重新进入下行周期，此时表明市场恐慌情绪有明显好转，标的市场亦有逐步企稳回升可能。

3.3 从偏度上看避险情绪有所增强

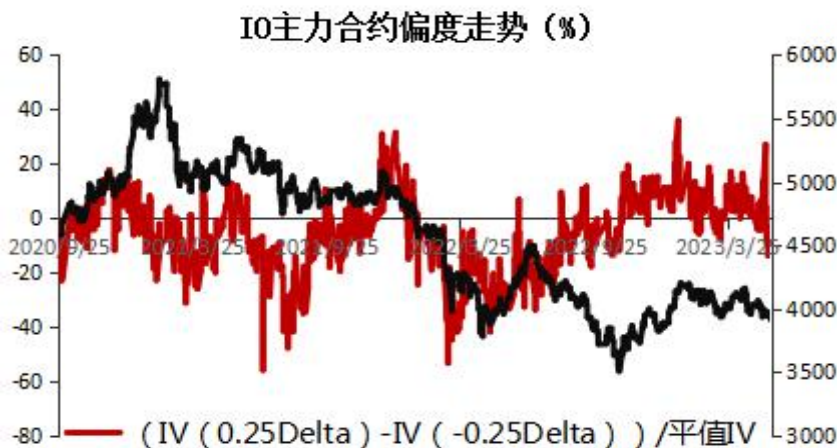
我们定义如下偏度指标：

$$\text{偏度} = (IV(0.25\Delta) - IV(-0.25\Delta)) / \text{平值 IV}$$

该指标可以代表虚值看涨相对虚值看跌期权的变动情况，一方面该值越大往往代表对未来标的市场越乐观，另一方面该值亦具有一定的均值回归特征，触及历史极高或极低区域后往往会往相反的方向运行，这与市场情绪的周期性循环有关。自去年 11 月以来，沪深 300 指数期权主力合约偏度绝大多数时间均处于零轴之上震荡，最高达到 30%左右，最低在-5%左右，然而自 5 月中下旬以来，该值

便出现明显震荡回落走势，当前在-11%左右，表明相对买入虚值看涨期权，利用虚值看跌期权防范标的指数下行的动能更强。

图 6：沪深 300 指数期权偏度走势



数据来源：Wind 国联期货

四、结论及建议

当前市场核心驱动已由估值修复转向内需回升，货币政策“以我为主”，总量宽松必要性减弱。前期 A 股市场的不断下行已消化大部分悲观预期，后期继续下跌空间较为有限，但在人民币贬值、北向资金流入大幅放缓、国内经济复苏进程放缓等因素影响之下，短期以上证 50 和沪深 300 为代表的强宏观指数依旧面临较大的上行压力，更具成长性的中证 500 和中证 1000 指数或表现相对更优。预计沪深 300 指数下方强支撑在 3700 点至 3800 点区域，中证 1000 指数强支撑则在 6300 点至 6400 点区域。

期权方面，当前隐含波动率仍处上市以来较低水平，30 日历史波动率已高于 60 日历史波动率，短期波动率存在明显上升趋势，后期隐含波动率受此影响或将呈现震荡回升走势。

基于此：

(1) 持有股票的投资者，仍可考虑择机卖出虚值看涨期权来增强收益（行权价上沪深 300 指数期权建议选择 3950 点以上合约，上证 50 指数期权建议选择 2650 点以上合约）。

(2) 波动率交易者，在当前波动率上行周期中建议仍以逢低做多远月沪深 300 及上证 50 指数期权波动率交易为主。

(3) 在未来中证 1000 指数或相对更强环境下可尝试买沪深 300 指数实值看跌期权，同时卖出等面值的中证 1000 指数实值看跌期权进行跨品种套利。

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