



# 股指期权：择机备兑增收为主

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 8 月 4 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前期“弱预期、弱现实”逐步转化为“强预期、弱现实”。随着国内政策不断发力，后期市场情绪仍旧具有回升空间，但当前市场增量资金依旧不足，以两融为代表的杠杆资金依旧谨慎，带领此波行情的非银金融、地产板块在量能上已达到历史极值，存量博弈下后期继续放量上行的难度加大，且技术上沪深 300 指数中长期 20 日均线仍处于下行趋势之中，中期 4100 点之上依旧存在明显压力，我们判断当前市场依旧处于区间震荡的大格局之中，但震荡重心或将逐步上行。

期权方面，当前隐含波动率仍处上市以来中等偏低水平，且 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 4100 点以上合约，上证 50 指数期权建议选择 2700 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。

## 一、标的指数分析

受7月政治局会议中“适时放宽房地产政策、活跃资本市场”等利好因素影响，7月下旬以来A股市场情绪回升明显，与国内宏观环境密切相关的上证50和沪深300两大指数出现大幅上行，月度收益率分别达到6.47%和4.48%。市场的交易逻辑亦由前期的“弱预期、弱现实”逐步转化为“强预期、弱现实”。后市行情将如何演变，下面我们进行一一分析。

首先，当前市场依旧处于存量博弈格局，增量资金整体略显不足。一方面今年以来证券新增开户数同比增速持续处于负值区间，公募偏股型基金发行份额亦大幅回落，其占全市场基金比例已与去年11月和12月水平相当。另一方面，以融资余额为代表的杠杆资金自4月以来亦持续下降，即使在7月底市场的大涨中两融资金亦表现较为谨慎。

其次，从成交额与换手率上看前期悲观情绪定价整体较为充分。在前期7月中上旬市场的震荡盘整行情中，两市日成交额不断回落，最低触及6600亿左右，该值几乎触及了近一年7%分位左右极低水平，存量博弈格局中交易量的触底往往预示着市场的暂时出清。同时，两市市值换手率在7月市场震荡之中最低触及了1.77%左右的低位，2020年以来市值换手率仅有3次跌破了1.8%，其中有两处在之后的一至二个月沪深300指数市场均出现了明显的回升。从这个角度上看7月市场的低点或将是未来一至两个月的低点。

最后，当前各指数估值依旧偏低。沪深300指数、中证500指数和中证1000指数市盈率分别处于近五年35%分位、49%分位和46%分位左右的中等偏低水平，沪深300指数股债性价比自5月底以来持续处于历史一倍标准差至两倍标准差之间，尽管7月底市场经历了明显的反弹，但目前依旧处于历史高位区域。从该角度上看，A股市场中长期依旧具有较优的投资价值。

此外，从板块上看，此波上证50和沪深300指数的大幅上行，主要源于非银金融和地产的带动，从量能上看，当前这两个板块周度成交量已经触及历史95%分位以上极高区域，存量博弈下后期继续放量上行的难度加大，受此影响短期指数继续上行空间亦将较为有限。

综合而言，前期市场悲观情绪定价较为充分，随着国内政策不断发力，经济复苏预期再度加强，后期市场情绪仍旧具有回升空间，但当前市场增量资金依旧不足，以两融为代表的杠杆资金依旧谨慎，且技术上沪深300指数中长期20日均线仍处于下行趋势之中，中期4100点之上依旧存在明显压力，我们判断当前市场依旧处于区间震荡的大格局之中，但震荡重心或将逐步上行。

## 二、股指期货成交持仓分析

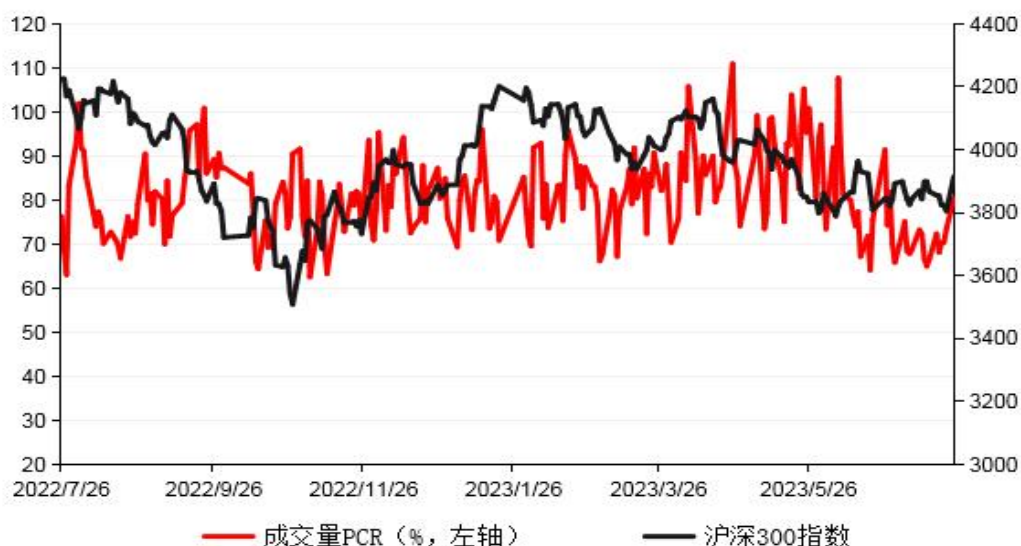
### 2.1 成交量PCR值显示投资者对标的指数偏乐观

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。

7月以来上证50指数期权日均成交量4.67万张，日均成交额14476万元，相比前一月分别上升6.05%和6.04%；沪深300指数期权日均成交量10.43万张，日均成交额48761.9万元，相比前一月分别上涨16.29%和12.6%。中证1000指数期权日均成交量6.6万张，日均成交额42095.2万元，相比前一月分别上涨9.26%和7.86%。随着标的指数市场波动的放大，三大指数期权成交量和成交额均有明显回升。从成交PCR值上看，上证50指数期权7月以来成交PCR均值在62.23%，沪深300指数期权在70.72%，中证1000指数期权在87.28%，分别环比回落7.9个百分点和8个百分点和10个百分点左右。日内买入看跌期权进行避险的投资者比例有明显下降，投资者对未来三大指数表现整体偏乐观。

图1: 期权成交量PCR值(%)



数据来源: Wind 国联期货

## 2.2 从持仓PCR值看，市场情绪触底回升

股指期权上市以来，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。

7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9.72万张、19.22万张和9.3万张，环比分别上涨19.06%、11.97%和6.1%，上证50指数期权持仓量依旧处于明显上升趋势之中，且持仓时间更长的机构资金入市相对更快。从持仓PCR值上看，沪深300指数期权持仓PCR值呈明显呈现明显触底回升走势，其最低在69%左右，最高回升至82%左右，卖出看跌期权投资者比例有明显上涨。此轮持仓PCR值的震荡回落起始于4月中旬左右，至今已3月有余，从历史统计数据上看此波持仓PCR值回落时间已基本足够，从该角度看当前沪深300指数具备震荡回升的基本条件，未来一至

两个月指数再度出现大幅回落的概率整体较低。

图 2: 期权持仓 PCR 值 (%)



数据来源: Wind 国联期货

### 2.3 持仓分布显示, 下方支撑较为明显

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。

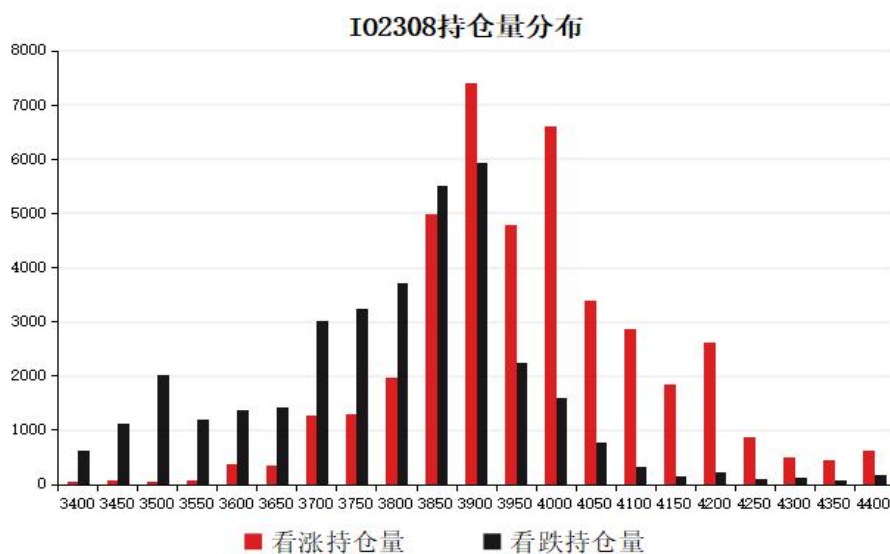
一方面, 沪深 300 指数期权 8 月看涨期权持仓最高合约集中在行权价 4000 点和 4100 点处, 且在标的指数的反弹过程中, 后者呈现出明显的单边增仓趋势, 卖出该合约投资者明显增多, 预计短期沪深 300 指数上破 4100 点的概率整体较小。

另一方面, 下方看跌期权持仓高点则在行权价 3900 点和 3850 点处, 预计指数在该区域亦存在明显支撑。从更远期的 9 月合约持仓分布上看, 行权价为 3700 点 10 看跌期权持仓极高, 且该种现象已持续两月有余, 对于中远期而言卖方认为沪深 300 指数在 3700 点之下支撑极强。同时, 在行权价 4100 点和 4200 点区域看涨期权持仓亦极高, 表明指数中期上方依旧压力重重。

同理, 上证 50 指数期权看涨合约在行权价 2700 点处持仓有明显高点, 持仓均超 8000 手, 上证 50 指数在 2700 点之上短期压力亦是较大的; 而其虚值看跌期权持仓高点在行权价 2600 点和 2550 点区域, 预计上证 50 指数在该区域具有较强的支撑。



图 3: I02308 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 各标的指数历史波动率开始触底回升

7月以来沪深300和上证50指数历史波动率呈现明显的先抑后扬走势,且前期在低位震荡时间已3月有余。当前沪深300指数30日和60日历史波动率分别在15.72%和14.36%左右,上证50指数则分别在16.29%和15.29%左右,两个指数的30日和60日历史波动率有明显触底回升迹象,技术上短期30日历史波动率亦持续高于60日历史波动率。此轮历史波动率低点已基本显现,且前期在低波区域持续震荡较长时间环境下,后期期权中性卖方仍需警惕波动率的放大。

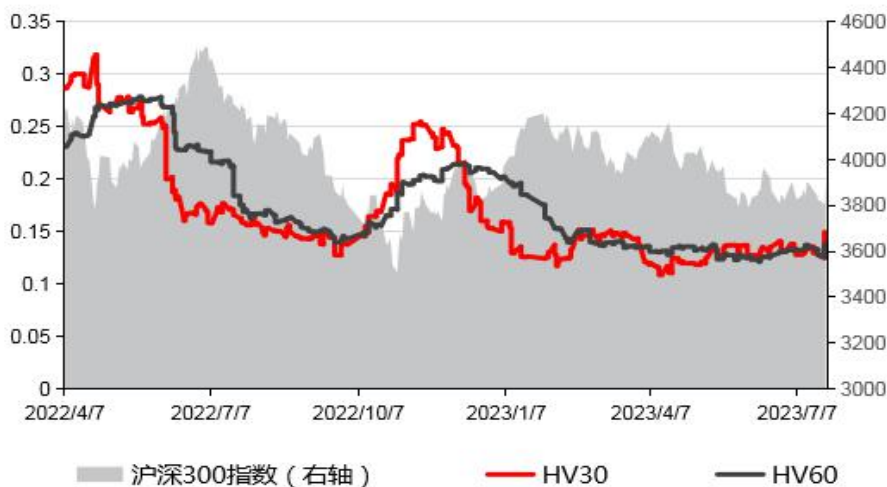
与上证50和沪深300指数不同的是,中证1000指数历史波动率仍旧持续处于低位震荡之中,当前30日和60日历史波动率分别在14.67%和12.95%左右,分别处于近三年20%和0.66%分位低位水平,后期在整个A股市场波动有所放大情形下,预计未来一个月波动率将是易涨难跌的。

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	I02308 隐含波动率
5日	4.24%	7.83%	13.78%	23.28%	36.82%	18.85%	
30日	10.86%	12.18%	14.50%	22.38%	25.49%	15.72%	
60日	12.11%	12.79%	14.98%	20.41%	21.46%	14.36%	
90日	12.44%	13.09%	16.55%	19.65%	23.97%	13.59%	
120日	12.97%	13.29%	17.82%	22.54%	22.94%	13.87%	17.5%

数据来源: Wind 国联期货

图 4：沪深 300 指数历史波动率走势



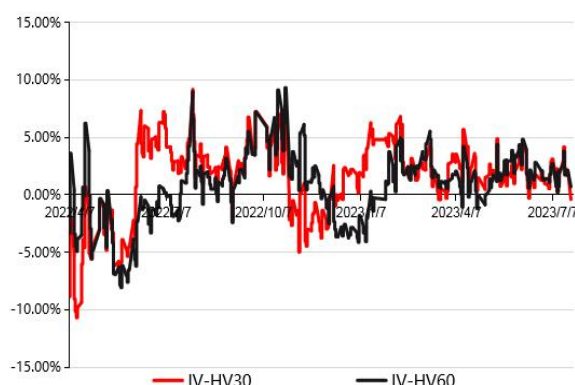
数据来源：Wind 国联期货

### 3.2 隐含波动率或将震荡回升

7 月以来三大指数期权隐含波动率呈现明显震荡回升走势，沪深 300 指数期权主力平值隐含波动率均值由最低 14.5% 回升至最高近 18% 左右，当前小幅回落至 17.5%，与 30 日历史波动率相比溢价 1.8 个百分点左右；上证 50 和中证 1000 指数期权 8 月平值隐含波动率均值分别在 18.5% 和 15.5% 左右，与 30 日历史波动率相比分别溢价 1.5 个和 0.8 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，但当前仍处于近三年 37% 分位左右中等偏低水平，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，如此情况下我们预计在动量效应的作用下后期期权隐含波动率仍旧具有回升空间。

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 指数期权市场隐含波动率与标的价格呈现出一定正相关性，即标的价格上涨时期权隐含波动率上升，但标的价格回落时隐含波动率同步回落。表明目前期权市场整体更愿意定价标的价格上方波动率的放大，市场情绪依旧偏乐观。

图 5：沪深 300 指数期权隐含波动率与标的价格关系 图 6：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

从看涨看跌隐波差值上看，自7月中下旬以来上证50和沪深300指数期权主力平值看涨看跌隐波差值便开始呈现出震荡回升走势，当前两者8月合约平值看涨看跌隐波差值分别在2.3%和3.1%左右，已再度回升至历史偏高区域，这里面有沪深300指数成分股分红已接近尾声的原因，但即使与去年同期相比亦有明显上涨，买入看涨期权的动能有明显回升，期权市场投资者对未来沪深300指数整体表现为偏向乐观。

相比沪深300指数期权，中证1000指数期权看涨看跌隐波差值回升明显更为克制，甚至有所回落，表明相对中证1000指数投资者更看好上证50和沪深300指数表现。

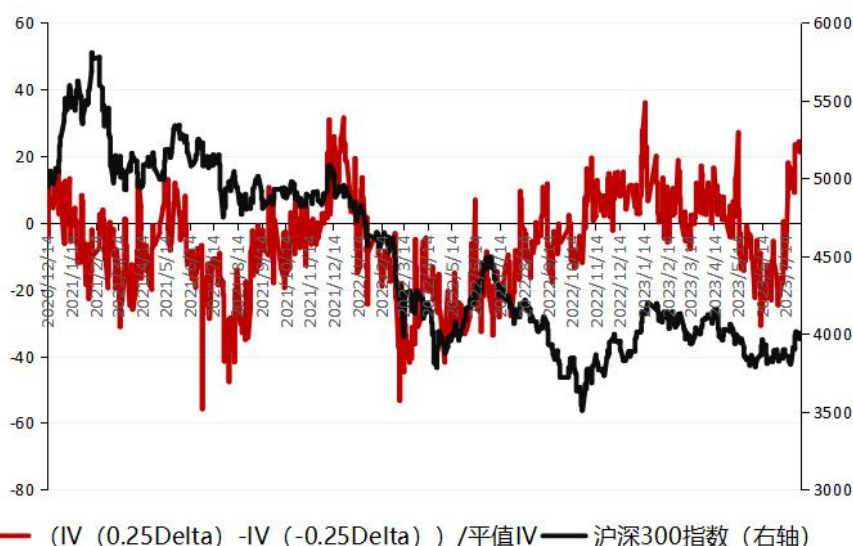
### 3.3 从偏度上短期乐观情绪得到较大释放

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。5月中下旬至7月中旬，该指标持续处于零轴之下震荡，然而自7月中下旬以来呈现出明显震荡回升走势，当前在21%左右，整体处于历史95%分位以上较高水平，主动买入虚值看涨期权博取上涨的投资者动能触及极端情况，短期乐观情绪得到较大释放，在市场情绪的周期性作用下沪深300指数短期继续上行空间或较为有限。

图7：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前期“弱预期、弱现实”逐步转化为“强预期、弱现实”。随着国内政策

不断发力，后期市场情绪仍旧具有回升空间，但当前市场增量资金依旧不足，以两融为代表的杠杆资金依旧谨慎，带领此波行情的非银金融、地产板块在量能上已达到历史极值，存量博弈下后期继续放量上行的难度加大，且技术上沪深 300 指数中长期 20 月均线仍处于下行趋势之中，中期 4100 点之上依旧存在明显压力，我们判断当前市场依旧处于区间震荡的大格局之中，但震荡重心或将逐步上行。

期权方面，当前隐含波动率仍处上市以来中等偏低水平，且 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 4100 点以上合约，上证 50 指数期权建议选择 2700 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。



## 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**