



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

隐波持续低位，期权买入为上

分析师：吴广奇（F3048078，Z0014024）

2023.7.10

主要内容

● 股指期货方向性策略分析

● 股指期货加速度策略分析

● 股指期货波动率策略分析

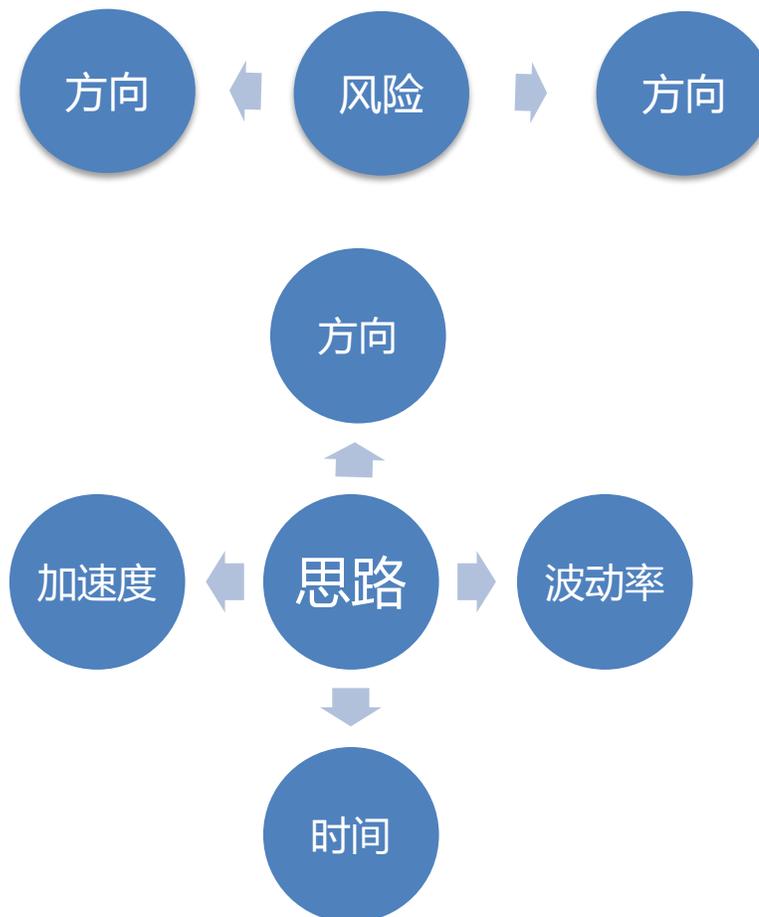
● 股指期货时间价值策略分析

一、股指期权方向性策略分析

1.1 期权策略思路

交易现货、期货

交易期权



一、股指期权方向性策略分析

1.2 基本面分析观点

中长期观点

- 1、基本面看多。
- 2、理由：国内经济复苏力度偏温和，稳增长政策预期升温，经济迈入高质量发展阶段，股指中长期配置性价比提升。

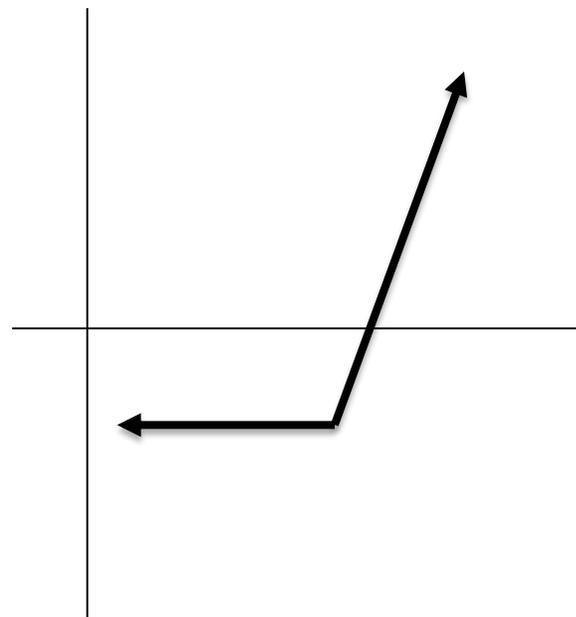
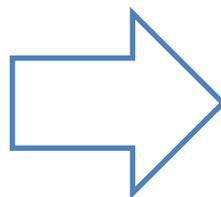
短期关注

- 1、汇率影响
汇率影响到外部资金的流入流出。
- 2、产业政策引导
产业政策上半年影引导出数字经济、光模块、机器人等热点板块，间接影响到权益市场的风格转换。

一、股指期权方向性策略分析

1.3 方向性策略建议

2023年07月(到期日2023-07-21;剩余18个自然日、14个交易日;合约乘数100%)										F 3880.38	ATM IV 12.98%			
466.6	-7.4	-1.56%	0	54	0.9953	0.00%	3400.00	0.4	0.0	0.00%	9	626	-0.0060	21.86%
420.2	-4.0	-0.94%	4	56	0.9955	17.86%	3450.00	0.4	-0.2	-33.33%	16	1293	-0.0066	20.01%
370.4	-2.8	-0.75%	3	66	0.9960	15.28%	3500.00	0.6	0.0	0.00%	167	1984	-0.0100	18.89%
312.2	-11.4	-3.52%	0	47	0.7656	0.00%	3550.00	0.6	0.0	0.00%	97	1726	-0.0115	16.01%
274.8	-0.4	-0.15%	0	397	0.9858	0.00%	3600.00	0.8	0.0	0.00%	356	1547	-0.0163	14.66%
231.0	5.4	2.39%	20	391	0.9724	13.36%	3650.00	1.4	-0.4	-22.22%	181	1682	-0.0282	13.79%
183.4	3.0	1.66%	61	1406	0.9518	12.11%	3700.00	3.2	-0.8	-20.00%	662	3787	-0.0606	13.07%
138.0	4.0	2.99%	256	1567	0.8721	12.76%	3750.00	8.0	-1.2	-13.04%	950	3170	-0.1309	12.99%
97.2	4.2	4.52%	1269	4001	0.7617	12.62%	3800.00	17.2	-2.2	-11.34%	1708	5155	-0.2418	12.83%
64.0	2.6	4.23%	2600	6730	0.6081	12.81%	3850.00	33.4	-3.6	-9.73%	2705	5458	-0.3916	12.83%
39.0	0.8	2.09%	3574	9012	0.4422	12.99%	3900.00	59.0	-5.0	-7.81%	2338	5051	-0.5556	13.21%
22.2	0.0	0.00%	2275	7420	0.2928	13.24%	3950.00	92.2	-5.0	-5.14%	841	3325	-0.7022	13.51%
12.2	-0.4	-3.17%	1072	1.1万	0.1802	13.69%	4000.00	131.8	-5.6	-4.08%	193	2612	-0.8148	13.87%
6.2	-0.2	-3.13%	356	4312	0.1020	14.03%	4050.00	182.0	1.2	0.66%	31	978	-0.9024	14.17%
3.2	-0.2	-5.88%	184	4382	0.0564	14.58%	4100.00	229.0	0.4	0.17%	15	984	-0.9372	15.24%
1.6	-0.2	-11.11%	101	2201	0.0304	14.83%	4150.00	280.6	4.0	1.45%	2	302	-0.9698	15.16%
1.0	0.0	0.00%	34	2163	0.0188	16.01%	4200.00	320.0	-7.4	-2.26%	18	488	-0.9813	16.44%
0.6	0.0	0.00%	29	586	0.0114	16.70%	4250.00	378.8	1.8	0.48%	0	175	-0.6314	0.00%
0.4	0.0	0.00%	25	808	0.0076	17.62%	4300.00	420.6	-6.2	-1.45%	4	316	-0.9927	17.17%
0.4	0.0	0.00%	4	302	0.0069	19.35%	4350.00	471.0	-5.6	-1.17%	1	125	-0.9885	20.61%
0.4	0.0	0.00%	4	403	0.0064	21.09%	4400.00	518.0	-8.6	-1.63%	38	282	-0.9935	20.45%

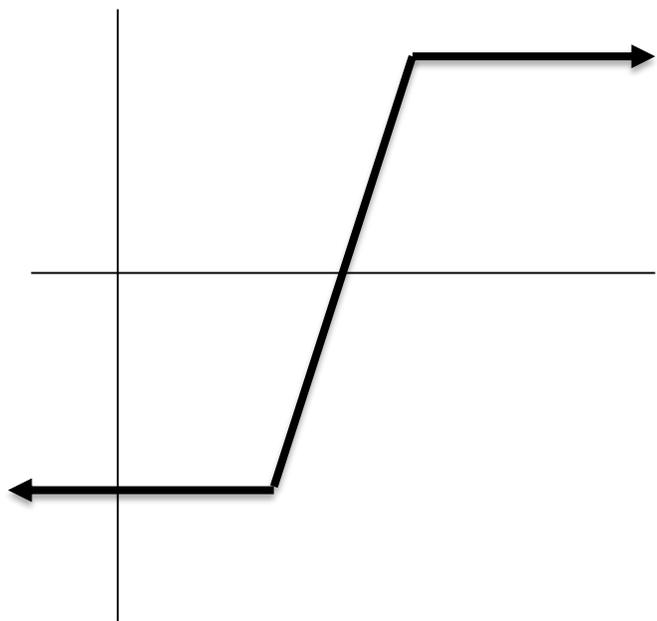


由于多数期权隐含波动率偏低，期权价值存在低估的可能性更大，因此建议直接买入看涨期权，而不是去卖出看跌期权更为稳妥。

当然，若有突发事件造成期权高估，也可以去卖出期权。

一、股指期权方向性策略分析

1.4 方向性策略其他选择



牛市价差组合



相对于直接买入平值的看涨期权，牛市价差组合近期在30点左右波动，相对来说较为稳健。

主要内容

● 股指期货方向性策略分析

● 股指期货加速度策略分析

● 股指期货波动率策略分析

● 股指期货时间价值策略分析

二、股指期权加速度策略分析

2.1 指数波动统计



2023年上半年，以HS300指数为例，从日收益率来看最大值为2.45%，最小值为-1.96%，可以看出整体波动较小。

趋势的加速都为市场提供了做多gamma收益的机会，目前还未形成较为大级别的趋势行情，在各类期权策略中gamma贡献值较小。

二、股指期权加速度策略分析

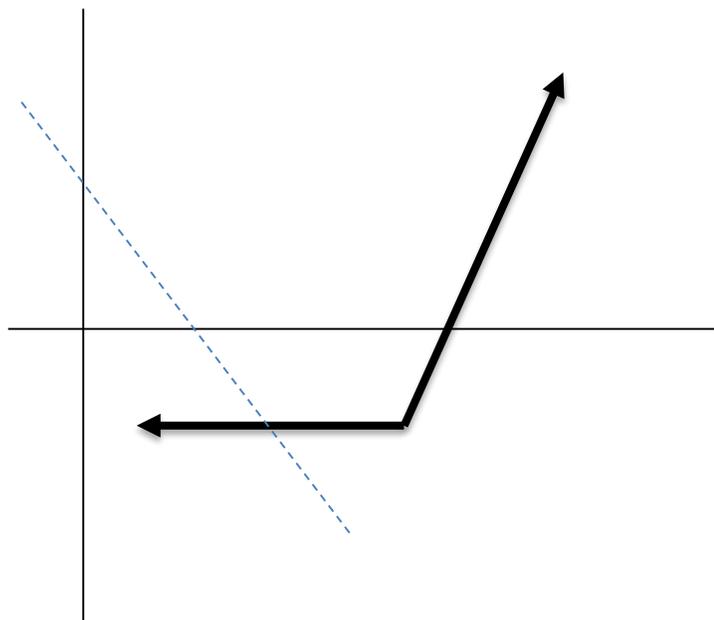
2.2 指数运行节奏切换



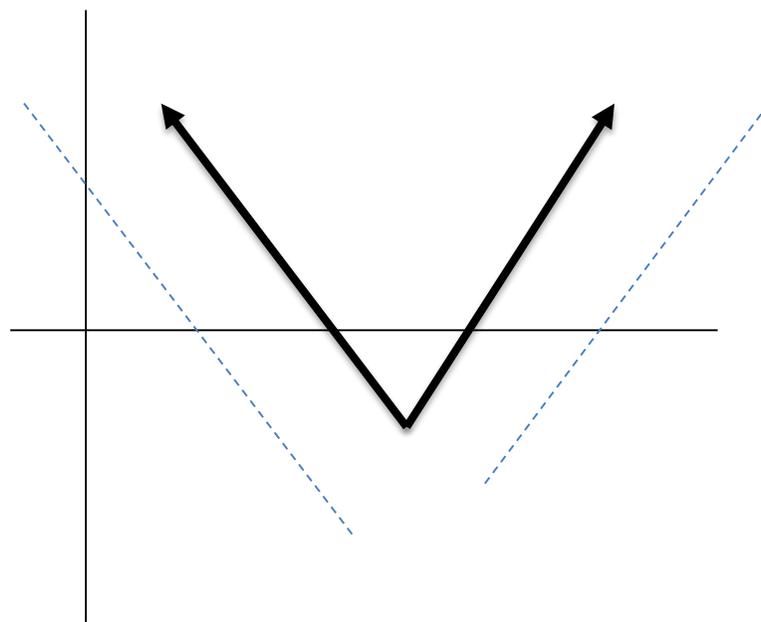
从加速度的角度来看，短期市场内在震荡和趋势行情中切换，重点把握趋势行情发动的机会，由于行情日线级别的整体行情较小，操作层面，在小K线级别上，Gamma期权策略建议投资者快进快出，短期博弈为主。

二、股指期权加速度策略分析

2.3 Gamma策略的构建



“期权+期货” 模式



“期权+期权” 模式

二、股指期权加速度策略分析

2.4 Gamma策略注意事项

- 1、构建策略时要尽量选取波动率相对较低的位置建仓, 或者通过远期期权合约将其对冲掉。
- 2、在构建期权做多gamma时, 买入期权将面临theta对期权价值消耗的风险, 由于期权到期时间越短, 期权theta越大, 时间价值衰减得越快, 所以在关注vega的同时, 要尽量选取剩余期限较长的期权。
- 3、在商品期货期权的实盘操作中, 期权的流动性相对于其标的主力期货合约而言, 流动性较差, 若市场波动加剧, 为保持delta中性需频繁调仓, 这会产生较大的交易成本。为避免此类问题, 可以固定期权的头寸, 在组合中加入标的期货并适时调整其头寸以维持delta中性。
- 4、实施期权Gamma Scalping策略还需考虑标的期货行情, 分析其行情基本面影响因素, 对其未来一段时间的价格走势进行判断

主要内容

● 股指期货方向性策略分析

● 股指期货加速度策略分析

● 股指期货波动率策略分析

● 股指期货时间价值策略分析

三、股指期权波动率策略分析

3.1 期权隐含波动率走势

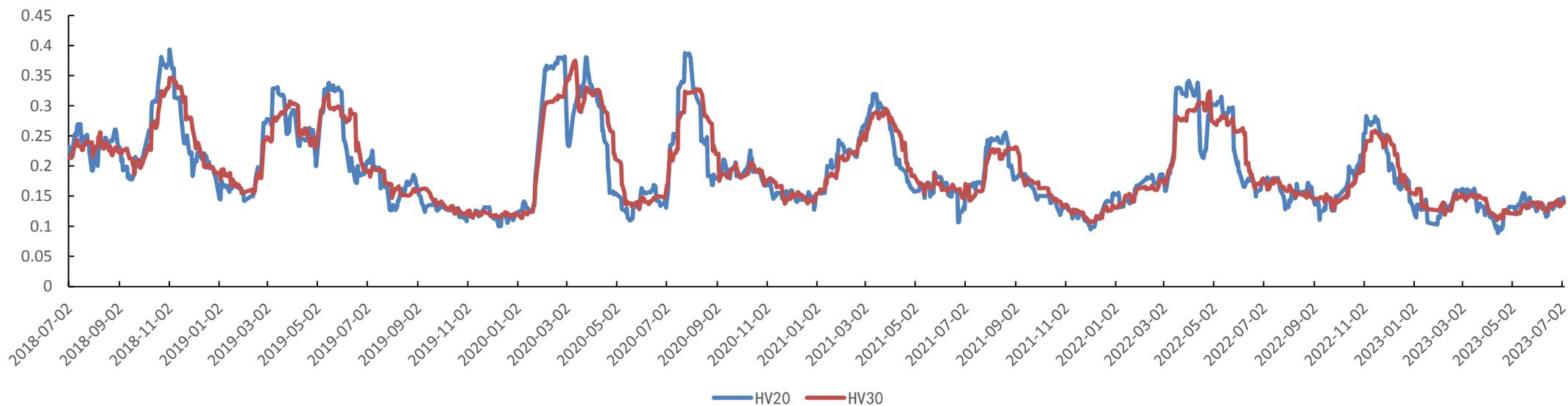


从波动率来看呢，平值期权隐含波动了长期在15%以下，这在历史上处于较低水平，虽有下跌的行情波动，但隐含波动率并没有太大的波动，说明近期弱势行情中，期权投资态度较为理性，并未表现出情绪的极端化。

三、股指期权波动率策略分析

3.2 历史波动率走势

HS300历史波动率（近5年）



标的历史波动率也表现出在持续时间上的特殊性，以HS300指数为例，在近五年的数据中，波动率打出低点后很少在底部停留太长时间，一般在2个月以内，会出现较为明显的反弹，但今年波动率不同的是，从今年2月，波动率持续底部震荡，一直持续到现在，所以上半年的跟波动率相关跨式组合策略或宽跨式策略并不好做。

关注注册制全面实施后，股市生态的改变。

三、股指期权波动率策略分析

3.3 表现较差的跨式组合



以 IO2307-C-3800 与 IO2307-P-3800 组成的跨式期权组合为例，隐波持续低位，跨式组合处于持续亏损状态，预计在没有大幅波动的行情下，接近到期日时，会有加速回落的态势。

主要内容

● 股指期货方向性策略分析

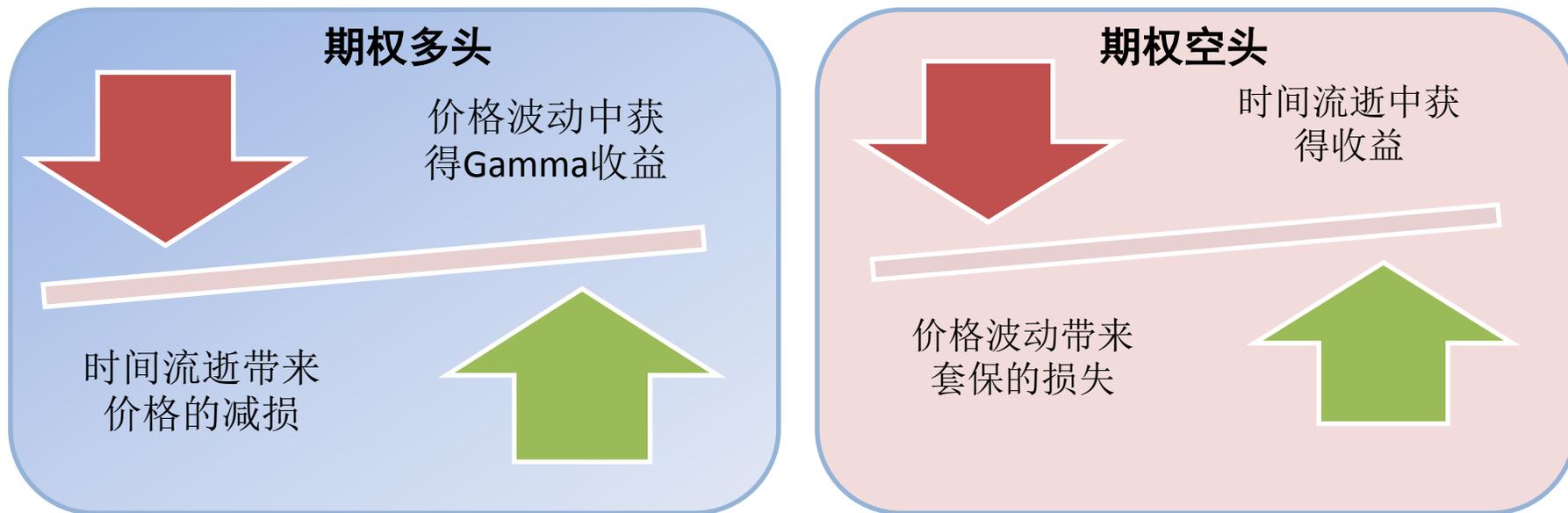
● 股指期货加速度策略分析

● 股指期货波动率策略分析

● 股指期货时间价值策略分析

四、股指期权时间价值策略分析

4.1 Gamma收入 vs Theta 衰减



希望市场波涛汹涌！

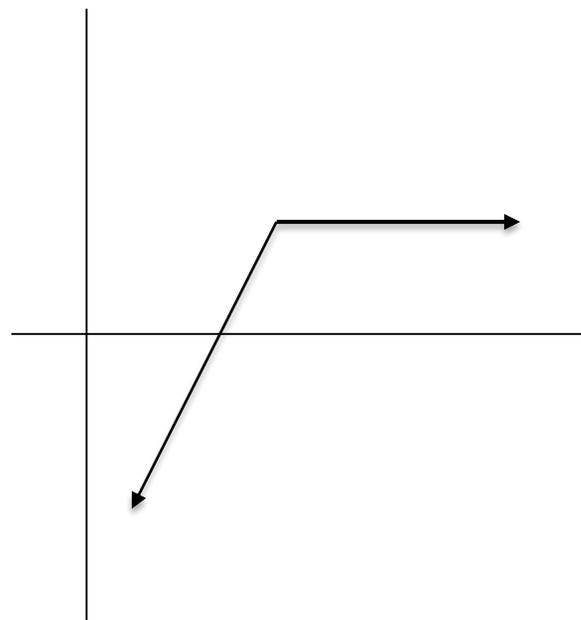
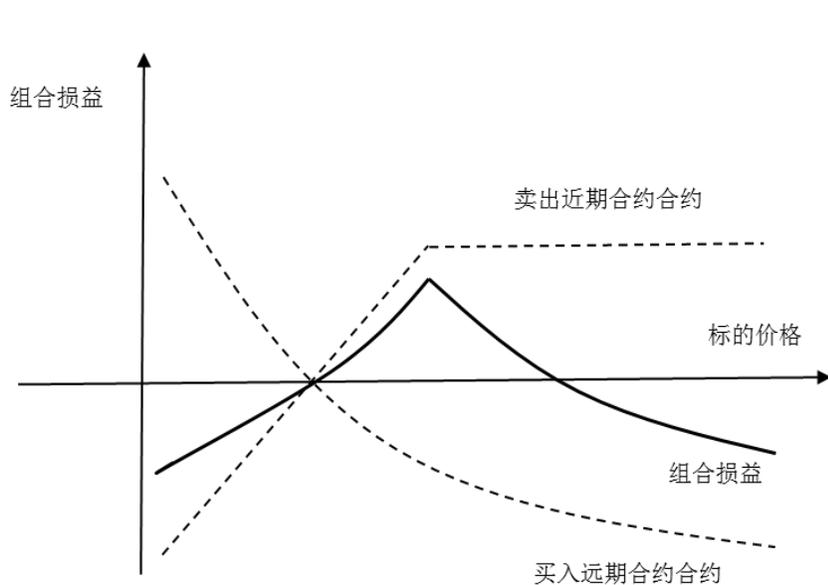
希望市场风平浪静！

有时用Gamma/Theta比率衡量Gamma多头的成本，它受到以下两个因素的影响：

- 波动率（波动率越高，Gamma将会带来越高的收益）
- 标的价格（标的价格越高，Gamma也会越值钱）

四、股指期权时间价值策略分析

4.2 卖出期权策略分析



从时间价值来看，它相关策略一般要卖出期权，不管是直接卖出期权还是做日历价差，我个人觉得在隐含波动率较低时卖出期权并不明智，即使在临近到期日的一周时间内，交易时机要观察波动率曲线的偏度情况，最好在虚值期权隐波相对偏高时进行卖出，尽量避免卖出平值或实值期权，胜率较低不划算，风险也较大。

股指期权策略总结

各维度策略总结

方向策略：建议直接买入看涨期权做多

波动率策略：波动率虽然目前较低，但是否均值回归仍值得观察，不要贸然做多。

加速度策略：短期趋势级别不大，加速度对期权策略贡献不大，Gamma策略关注行情风格转换的时机。

时间价值：波动率低位的环境下，谨慎获取时间价值。操作层面，目前局势下，期权策略建议投资者快进快出，短期博弈为主。

免责声明

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（核准文号 证监许可[2011]1284号）

研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

分析师声明

作者具有期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者及利益相关方不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的利益。

免责声明

本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。