



预计标的震荡整理，可卖出宽跨式

姓名：龙奥明

宝城期货投资咨询部

从业资格证号：F3035632

投资咨询证号：Z0014648

电话：0571-87006873

邮箱：longaoming@bcqhgs.com

报告日期：2024 年 3 月 27 日

作者声明：本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，期货投资咨询资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

核心观点

金融期权：政策面稳定信心与预期，趋势反转信号仍不明

展望未来，流动性方面，政府工作报告提出稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。考虑到美联储降息预期降温，年内 2-3 次降息，最终利率中枢也上移。预计非美元资产的估值修复预计并不顺畅。业绩预期方面，国内房地产行业仍低迷，消费增速下行，内需相对偏弱。外需方面，1-2 月出口具有强韧性，主要来自于机电产品方面，新能源产业链的全球竞争力较强，但面临逆全球化的潜忧。总需求偏弱或抑制股票业绩修复预期。资金偏好方面，监管层不断完善股市制度建设，将增强投资者的中长期信心。同时对做空工具的规范也使得多空力量重新均衡，踏空资金纷纷补仓。目前各股指在 1-2 月的超跌已经基本得到回补，板块间资金轮动频繁，存量博弈特征凸显，近期北向资金和融资资金的净流入有所放缓，而新发股票基金份额仍位于低位，后续增量资金的流向仍存不确定性。

中长期来看，牛市的确立需要至少看到国内经济显著好转、海外降息预期大幅走强、股市增量资金大幅流入等因素之一。而目前这三方面的信号均不明朗，这意味着短期内股指预计保持震荡整理。

目前各期权品种的持仓量 PCR 与平值期权隐含波动率均回归至正常分位数区间。考虑到上证 50 与沪深 300 的业绩预期稳定，防御属性较强，大涨大跌的可能性相对有限，因此可以在对应的期权品种上构建卖出宽跨式策略。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

正文目录

1 市场回顾	5
1.1 一季度标的资产价格 V 型走势	5
1.2 期权成交量与持仓量稳步发展	7
2 期权分析指标	9
2.1 持仓量 PCR 指标低位回升，冲高回落	9
2.2 隐含波动率冲高回落	12
3 标的资产走势分析	14
4 期权交易策略	15
5 总结	16

图表目录

图 1 上证 50ETF 价格走势	6
图 2 上交所 300ETF 价格走势	6
图 3 深交所 300ETF 价格走势	6
图 4 沪深 300 指数价格走势	6
图 5 中证 1000 指数价格走势	6
图 6 上交所 500ETF 价格走势	6
图 7 深交所 500ETF 价格走势	6
图 8 创业板 ETF 价格走势	6
图 9 深证 100ETF 价格走势	7
图 10 上证 50 指数价格走势	7
图 11 科创 50ETF 价格走势	7
图 12 易方达科创 50ETF 价格走势	7
图 13 上证 50ETF 期权的成交量与持仓量	8
图 14 上交所 300ETF 期权的成交量与持仓量	8
图 15 深交所 300ETF 期权的成交量与持仓量	8
图 16 沪深 300 股指期权的成交量与持仓量	8
图 17 中证 1000 股指期权的成交量与持仓量	8
图 18 上交所 50ETF 期权的成交量与持仓量	8
图 19 深交所 500ETF 期权的成交量与持仓量	8
图 20 创业板 ETF 期权的成交量与持仓量	8
图 21 深证 100ETF 期权的成交量与持仓量	9
图 22 上证 50 股指期权的成交量与持仓量	9
图 23 科创 50ETF 期权的成交量与持仓量	9
图 24 易方达科创 50ETF 期权的成交量与持仓量	9
图 25 上证 50ETF 期权的持仓量 PCR	10
图 26 上交所 300ETF 期权的持仓量 PCR	10
图 27 深交所 300ETF 期权的持仓量 PCR	10
图 28 沪深 300 股指期权的持仓量 PCR	10
图 29 中证 1000 股指期权的持仓量 PCR	11
图 30 上交所 500ETF 期权的持仓量 PCR	11
图 31 深交所 500ETF 期权的持仓量 PCR	11
图 32 创业板 ETF 期权的持仓量 PCR	11
图 33 深证 100ETF 期权的持仓量 PCR	11
图 34 上证 50 股指期权的持仓量 PCR	11
图 35 科创 50ETF 期权的持仓量 PCR	11
图 36 易方达科创 50ETF 期权的持仓量 PCR	11
图 37 上证 50ETF 期权的波动率	12
图 38 上交所 300ETF 期权的波动率	12
图 39 深交所 300ETF 期权的波动率	13
图 40 沪深 300 股指期权的波动率	13

图 41 中证 1000 股指期权的波动率.....	13
图 42 上交所 500ETF 期权的波动率.....	13
图 43 深交所 500ETF 期权的波动率.....	13
图 44 创业板 ETF 期权的波动率.....	13
图 45 深证 100ETF 期权的波动率.....	13
图 46 上证 50 股指期权的波动率.....	13
图 47 科创 50ETF 期权的波动率.....	14
图 48 易方达科创 50ETF 期权的波动率.....	14
图 49 期权策略到期损益图	16

表 1 标的资产价格变化情况.....	5
---------------------	---

1 市场回顾

1.1 一季度标的资产价格V型走势

目前我国股指金融衍生品市场上市的金融期权已经扩充至 12 个品种，其中 9 个 ETF 期权和 3 个股指期权，分别是上交所的上证 50ETF 期权、沪深 300ETF 期权、中证 500ETF 期权、科创 50ETF 期权和易方达科创 50ETF 期权，深交所的沪深 300ETF 期权、创业板 ETF 期权、中证 500ETF 期权与深证 100ETF 期权，中金所的沪深 300 股指期权、中证 1000 股指期权与上证 50 股指期权。这些期权标的分别与上证 50 指数、沪深 300 指数、深证 100 指数、中证 500 指数、创业板指数、中证 1000 指数以及科创 50 指数密切相关，其中前 3 个指数成分股以价值股为主，后 4 个指数以成长股为主。创业板指数的成分股中新能源产业链相关股票的权重占比较高，科创 50 指数的成分股中电子产业链的股票权重较高，易分别受相应行业的影响。

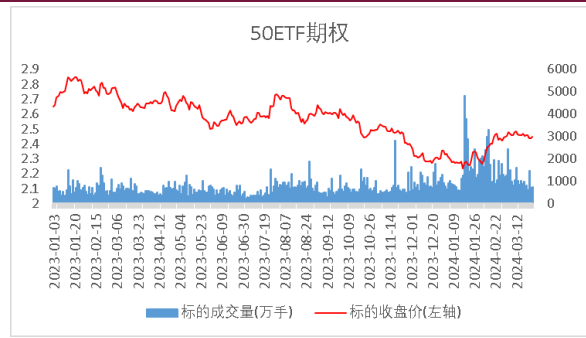
2024 年一季度标的资产价格走势均呈现 V 型走势，不过大盘股对应的指数超跌反弹超过 1 月初水平，而小盘股对应的指数未能修复 1 月初的跌幅。从 1 月初至 2 月初，各股指持续下跌，并且在 1 月底至 2 月初出现快速大幅回调，主要是因为公募解禁净卖出、雪球产品集中敲入、转融券、量化 DMA 策略等各种利空因素集中释放，市场情绪快速回落。2 月 5 日和 6 日之后，监管层发声规范市场，大资金入场增持宽基 ETF，两会政策预期发酵，各股指纷纷触底反弹，延续反弹态势至 3 月中旬，3 月下旬之后股指涨势放缓，步入阶段调整，小盘股再度回调。

表 1 标的资产价格变化情况

简称	代码	收盘价	涨跌幅(%)
50ETF	510050.OF	2.446	3.86
300ETF(上)	510300.OF	3.531	0.91
300ETF(深)	159919.OF	3.673	3.17
沪深300指	000300.SH	3543.75	3.28
中证1000指	000852.SH	5447.75	-7.47
500ETF(上)	510500.OF	5.360	-2.88
500ETF(深)	159922.OF	5.474	-2.89
创业板ETF	159915.OF	1.792	-2.71
深证100ETF	159901.OF	2.474	1.27
上证50指数	000016.SH	2413.74	3.76
科创50ETF	588000.OF	0.810	-9.70
易方达科创	588080.OF	0.790	-9.40

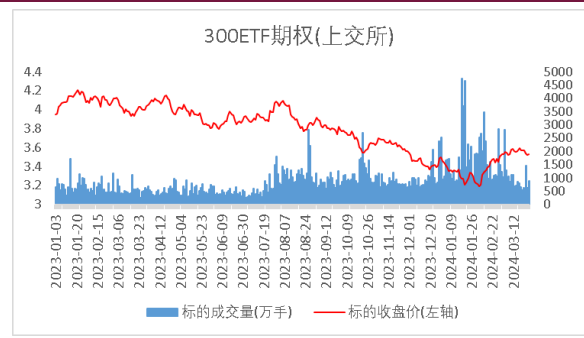
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 1 上证 50ETF 价格走势



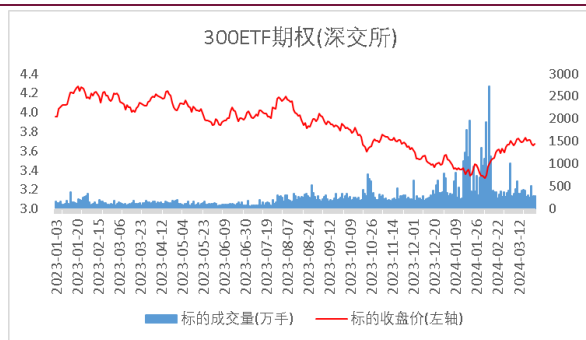
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 2 上交所 300ETF 价格走势



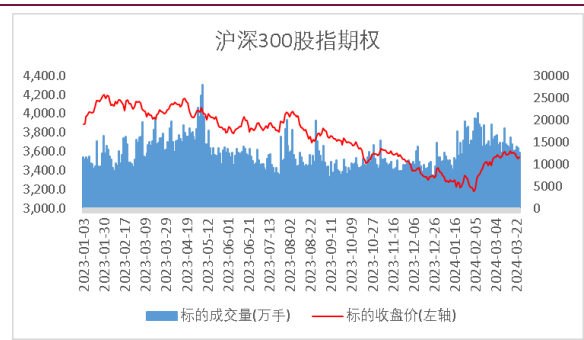
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 3 深交所 300ETF 价格走势



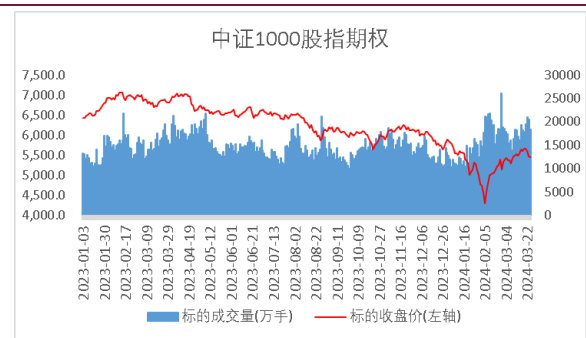
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 4 沪深 300 指数价格走势



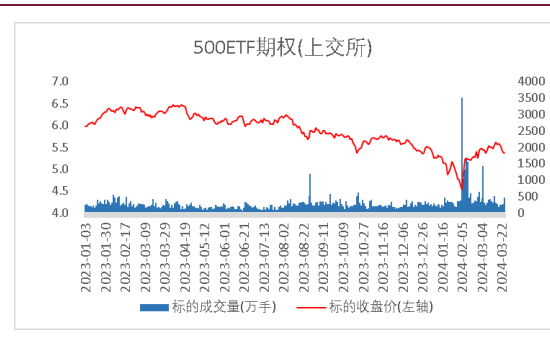
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 5 中证 1000 指数价格走势



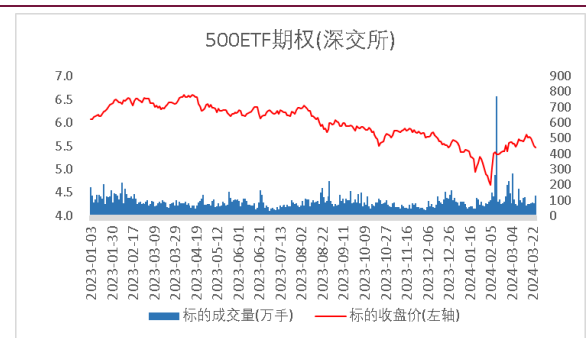
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 6 上交所 500ETF 价格走势



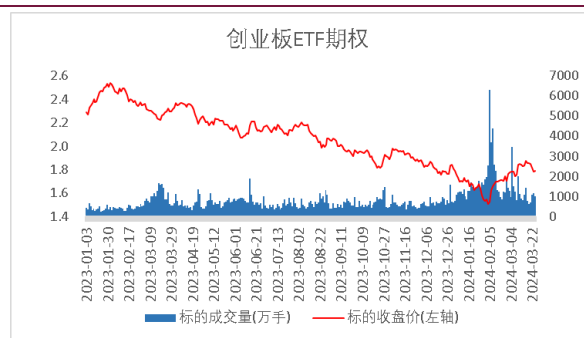
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 7 深交所 500ETF 价格走势



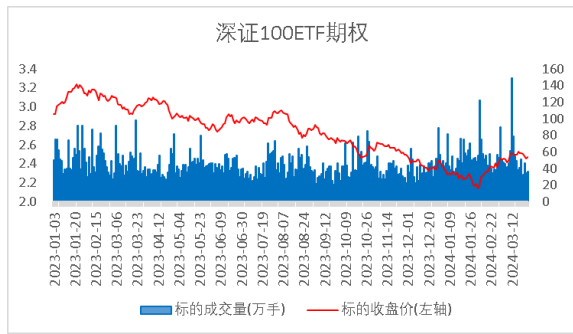
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 8 创业板 ETF 价格走势



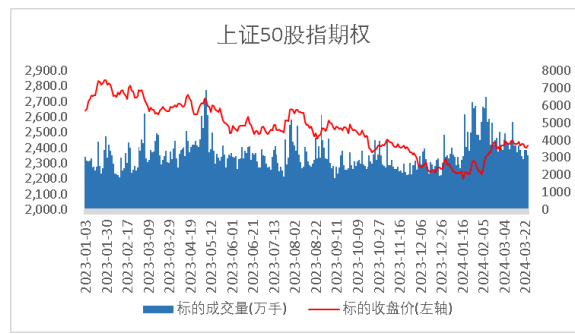
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 9 深证 100ETF 价格走势



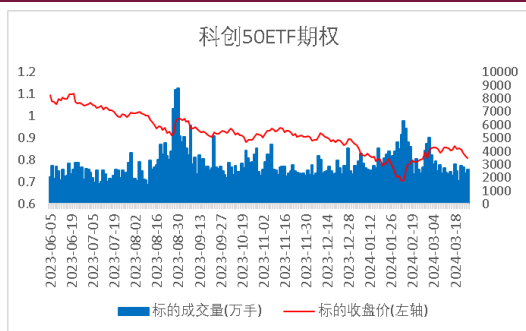
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 10 上证 50 指数价格走势



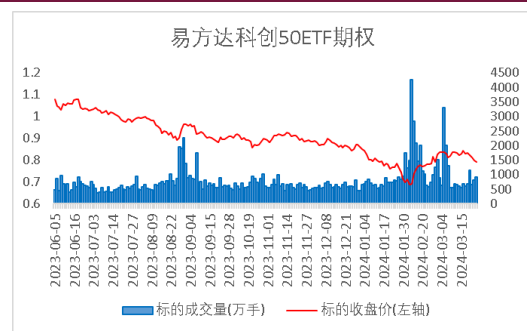
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 11 科创 50ETF 价格走势



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 12 易方达科创 50ETF 价格走势



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

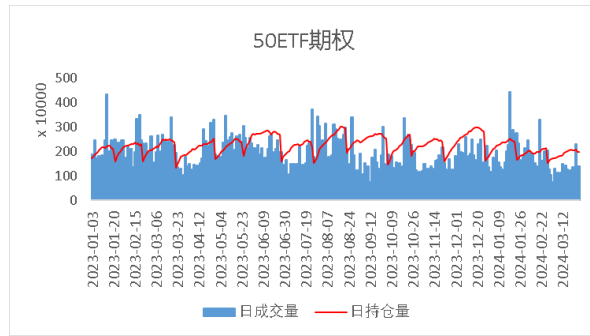
1.2 期权成交量与持仓量稳步发展

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。

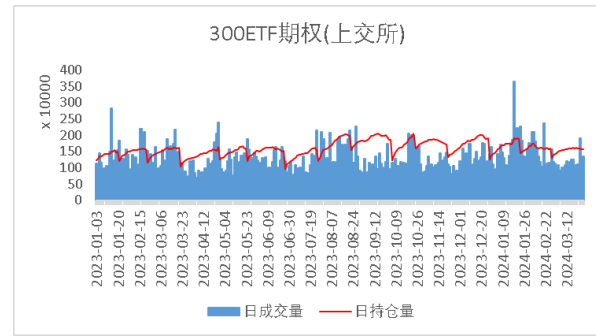
在标的资产价格波动最剧烈的时间段，特别是一些重大事件发生的时间点附近，各期权品种的成交量均会出现脉冲式上涨，说明期权的风险管理需求旺盛。1至2月，各品种的期权成交量均有显著增长，主要原因在于期间标的资产价格波动剧烈，金融期权的风险管理功能以及杠杆投资功能得到充分发挥。特别是在1月底之至2月初的股指快速回调阶段，投资者利用期权进行风险对冲非常普遍，这带动了期权成交量放量，也推升了期权的隐含波动率，另外避险需求也带动期权持仓量增加。又以期间回调显著的小盘股最为突出，中证500与中证1000对应的期权品种不止成交量放量，持仓量也出现同步增加。

图 13 上证 50ETF 期权的成交量与持仓量



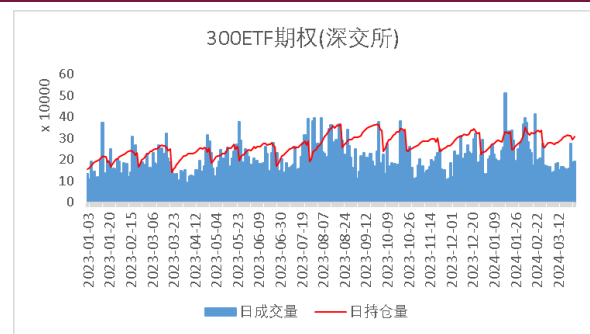
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 14 上交所 300ETF 期权的成交量与持仓量



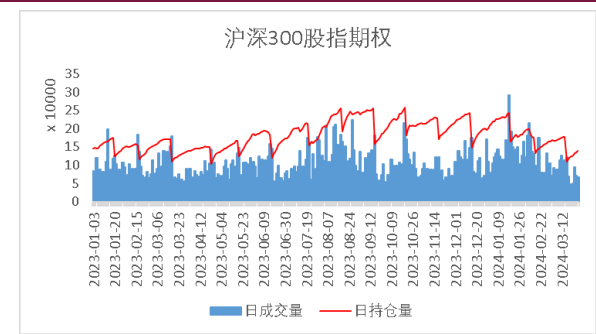
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 15 深交所 300ETF 期权的成交量与持仓量



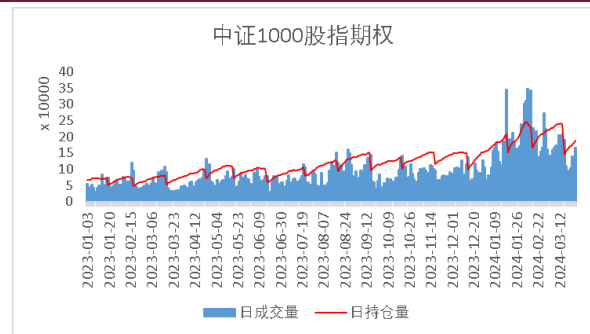
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 16 沪深 300 股指期权的成交量与持仓量



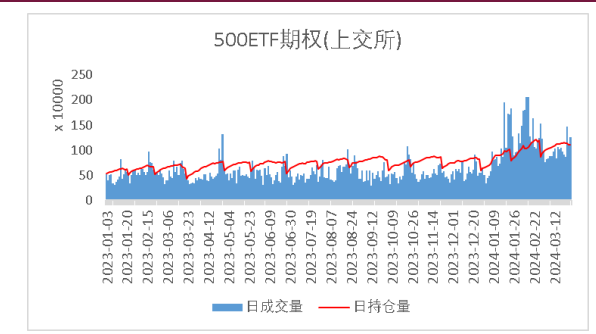
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 17 中证 1000 股指期权的成交量与持仓量



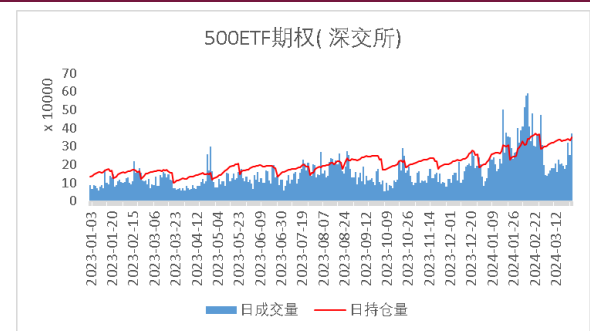
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 18 上交所 50ETF 期权的成交量与持仓量



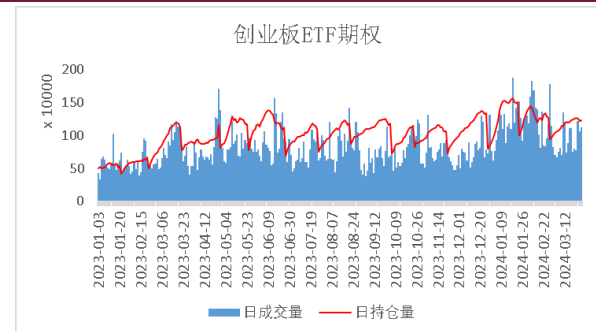
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 19 深交所 500ETF 期权的成交量与持仓量



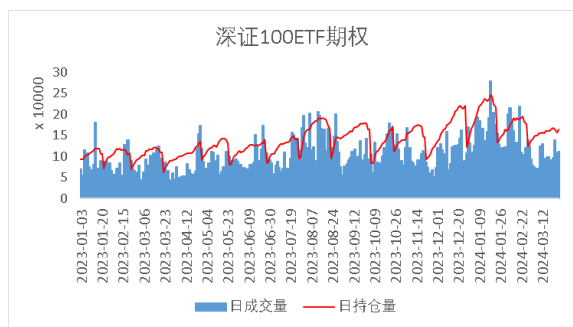
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 20 创业板 ETF 期权的成交量与持仓量



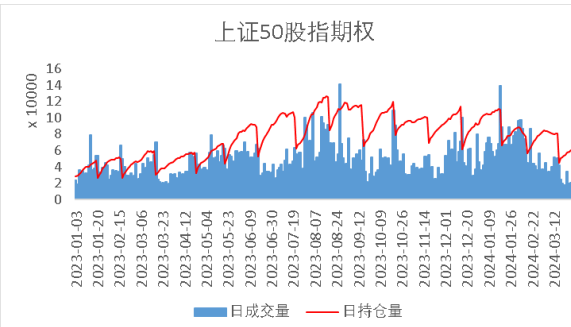
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 21 深证 100ETF 期权的成交量与持仓量



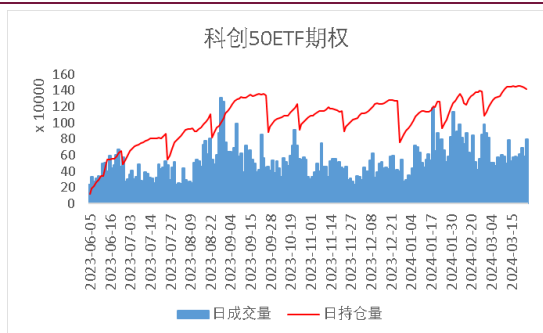
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 22 上证 50 股指期权的成交量与持仓量



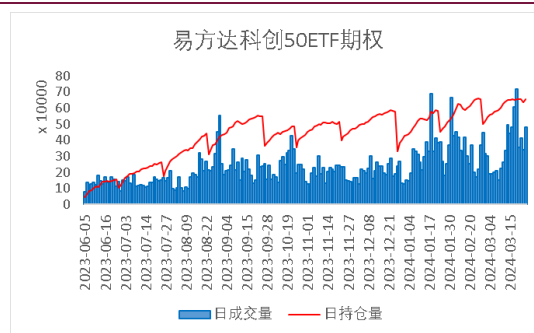
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 23 科创 50ETF 期权的成交量与持仓量



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 24 易方达科创 50ETF 期权的成交量与持仓量



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

2 期权分析指标

2.1 持仓量 PCR 指标低位回升，冲高回落

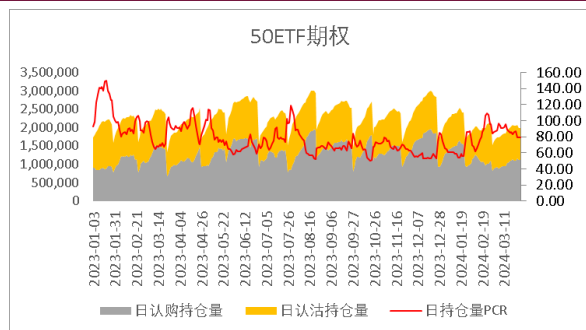
我们一般用期权市场的 Put-Call-Ratio（简称 PCR）指标常用来衡量市场的多空状态。PCR 指标是认沽期权成交量（或持仓量）与认购期权成交量（或持仓量）的比值。一般而言偏离日常水平较大的成交量 PCR 能反映投资者的情绪面的剧烈变化，而持仓量 PCR 能够反映同时期市场的多空双方情绪对比。持仓量 PCR 与市场情绪一般呈正相关关系，这是因为期权卖方一般是比较专业的投资者，卖出认沽期权说明其对后市行情是看涨的或者说不是看跌的。

截至 3 月 26 日，上证 50ETF 期权成交量 PCR 为 99.71，上一交易日成交量 PCR 为 110.85；持仓量 PCR 为 79.36，上一交易日持仓量 PCR 为 79.12。上交所 300ETF 期权成交量 PCR 为 110.86，上一交易日成交量 PCR 为 119.90；持仓量 PCR 为 85.39，上一交易日持仓量 PCR 为 83.40。深交所 300ETF 期权成交量 PCR 为 108.35，上一交易日成交量 PCR 为 107.45；持仓量 PCR 为 84.08，上一交易日持仓量 PCR 为 86.31。沪深 300 指数期权成交量 PCR 为 94.74，上一交易日成交量 PCR 为 86.89；持仓量 PCR 为 61.92，上一交易日持仓量 PCR 为 62.11。中证 1000 指数期权成交量 PCR 为 106.63，上一交易日成交量 PCR 为 103.46；持仓量 PCR 为 62.86，上一交易日持仓量 PCR 为 65.54。上交所中证 500ETF 期权成交量 PCR 为 135.84，上一交易日成交量 PCR 为 138.90；持仓量 PCR 为 91.94，上一交

易日持仓量 PCR 为 96.87。深交所中证 500ETF 期权成交量 PCR 为 108.11, 上一交易日成交量 PCR 为 115.79; 持仓量 PCR 为 81.54, 上一交易日持仓量 PCR 为 84.25。创业板 ETF 期权成交量 PCR 为 101.86, 上一交易日成交量 PCR 为 101.42; 持仓量 PCR 为 83.55, 上一交易日持仓量 PCR 为 83.05。深证 100ETF 期权成交量 PCR 为 102.42, 上一交易日成交量 PCR 为 88.53; 持仓量 PCR 为 89.87, 上一交易日持仓量 PCR 为 88.56。上证 50 股指期货期权成交量 PCR 为 72.67, 上一交易日成交量 PCR 为 73.08; 持仓量 PCR 为 56.34, 上一交易日持仓量 PCR 为 56.57。科创 50ETF 期权成交量 PCR 为 109.29, 上一交易日成交量 PCR 为 91.65; 持仓量 PCR 为 54.48, 上一交易日持仓量 PCR 为 61.87。易方达科创 50ETF 期权成交量 PCR 为 86.40, 上一交易日成交量 PCR 为 111.12; 持仓量 PCR 为 53.76, 上一交易日持仓量 PCR 为 59.22。

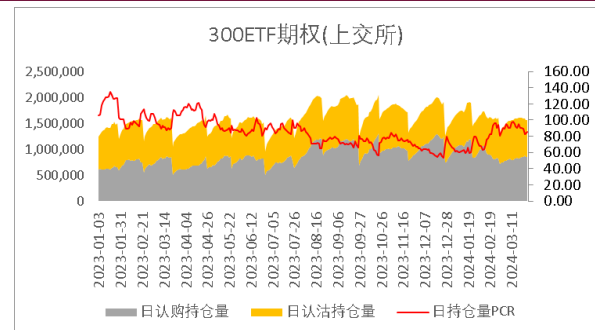
我们可以看出持仓量 PCR 的走势与标的资产价格走势的相关度较高, 在标的资产价格的拐点附近期权的持仓量 PCR 基本上会同步地发生反转, 两者玩玩呈现正相关的关系。在 2 月之前, 持仓量 PCR 指标一直处于极低的分位数水平, 说明市场情绪极度悲观。2 月 5 日、6 日之后, 持仓量 PCR 快速上升, 说明市场情绪快速回升。3 月下旬以来, 期权持仓量 PCR 冲高回落, 目前回落至正常的分位数区间, 市场情绪偏向中性。

图 25 上证 50ETF 期权的持仓量 PCR



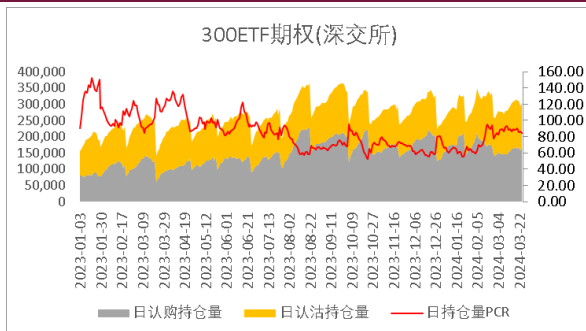
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 26 上交所 300ETF 期权的持仓量 PCR



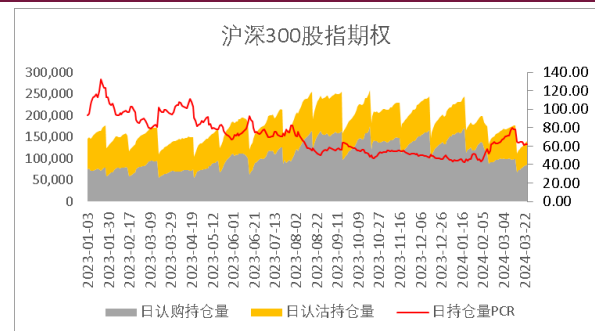
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 27 深交所 300ETF 期权的持仓量 PCR



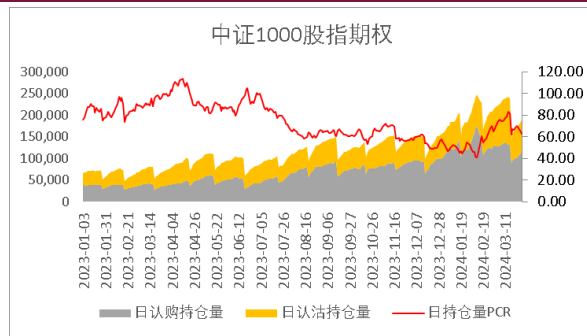
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 28 沪深 300 股指期权的持仓量 PCR



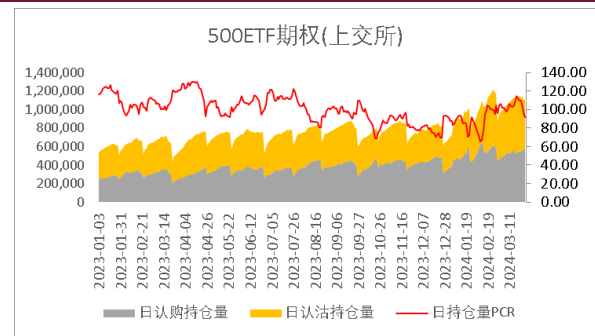
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 29 中证 1000 股指期权的持仓量 PCR



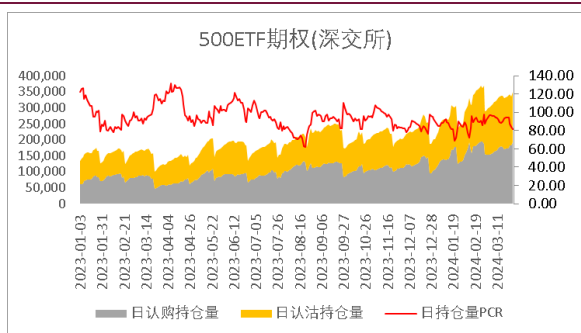
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 30 上交所 500ETF 期权的持仓量 PCR



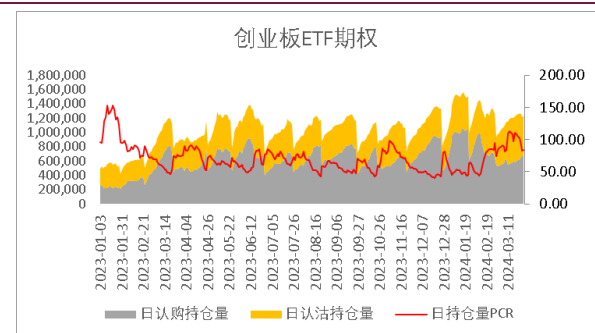
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 31 深交所 500ETF 期权的持仓量 PCR



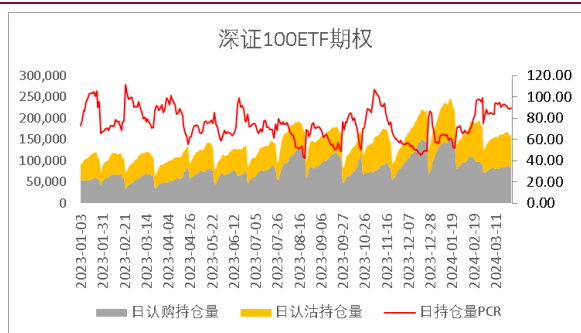
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 32 创业板 ETF 期权的持仓量 PCR



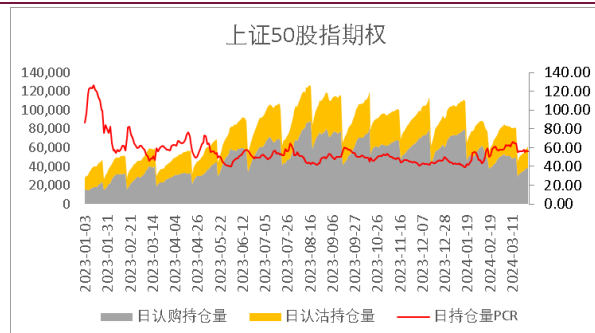
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 33 深证 100ETF 期权的持仓量 PCR



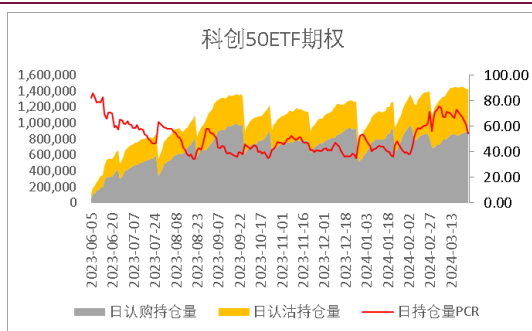
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 34 上证 50 股指期权的持仓量 PCR



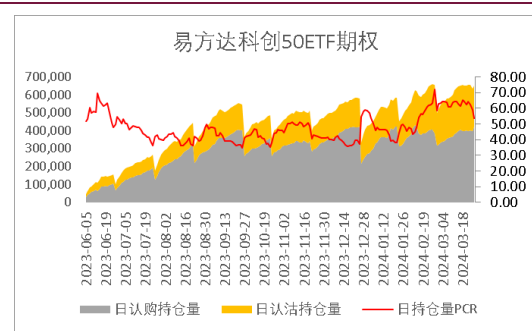
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 35 科创 50ETF 期权的持仓量 PCR



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 36 易方达科创 50ETF 期权的持仓量 PCR



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

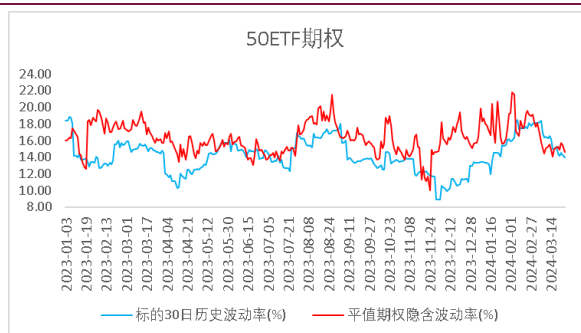
2.2 隐含波动率冲高回落

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。

截至 3 月 26 日，上证 50ETF 期权 2024 年 04 月平值期权隐含波动率为 14.65%，标的 30 交易日历史波动率为 13.96%。上交所 300ETF 期权 2024 年 04 月平值期权隐含波动率为 15.02%，标的 30 交易日历史波动率为 15.53%。深交所 300ETF 期权 2024 年 04 月平值期权隐含波动率为 15.40%，标的 30 交易日历史波动率为 15.57%。沪深 300 指数期权 2024 年 04 月平值期权隐含波动率为 15.48%，标的 30 交易日历史波动率为 15.60%。中证 1000 指数期权 2024 年 04 月平值期权隐含波动率为 27.55%，标的 30 交易日历史波动率为 33.76%。上交所中证 500ETF 期权 2024 年 04 月平值期权隐含波动率为 20.71%，标的 30 交易日历史波动率为 32.38%。深交所中证 500ETF 期权 2024 年 04 月平值期权隐含波动率为 20.37%，标的 30 交易日历史波动率为 32.47%。创业板 ETF 期权 2024 年 04 月平值期权隐含波动率为 24.23%，标的 30 交易日历史波动率为 30.36%。深证 100ETF 期权 2024 年 04 月平值期权隐含波动率为 18.47%，标的 30 交易日历史波动率为 20.65%。上证 50 股指期货期权 2024 年 04 月平值期权隐含波动率为 15.07%，标的 30 交易日历史波动率为 13.99%。科创 50ETF 期权 2024 年 04 月平值期权隐含波动率为 25.87%，标的 30 交易日历史波动率为 32.58%。易方达科创 50ETF 期权 2024 年 04 月平值期权隐含波动率为 26.27%，标的 30 交易日历史波动率为 32.44%。

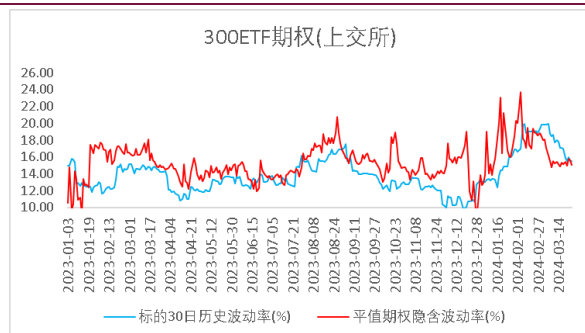
2024 年一季度，各品种的平值期权的隐含波动率均呈现冲高回落的走势，在 1 月下旬至 2 月初，标的价格快速下跌，市场恐慌情绪飙升，期权隐含波动率迅速攀升至高位。之后随着政策面稳信心，期权隐含波动率有所回落，目前期权隐含波动率处于相对正常的历史分位数水平，位于略大于 0.5 的分位数水平。从期权隐含波动率与期权价格的关系来看，隐含波动率越高卖出期权的性价比越有利；隐含波动率越低买入期权所需成本越低。

图 37 上证 50ETF 期权的波动率



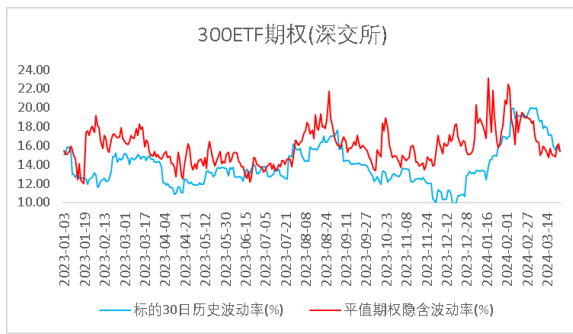
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 38 上交所 300ETF 期权的波动率



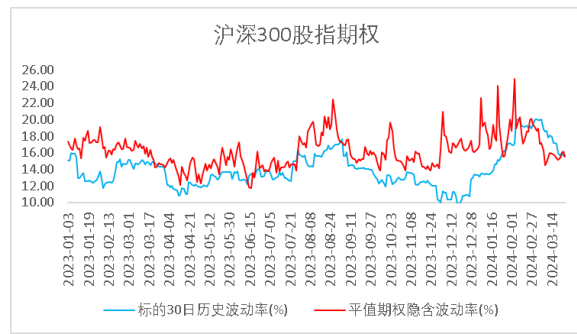
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 39 深交所 300ETF 期权的波动率



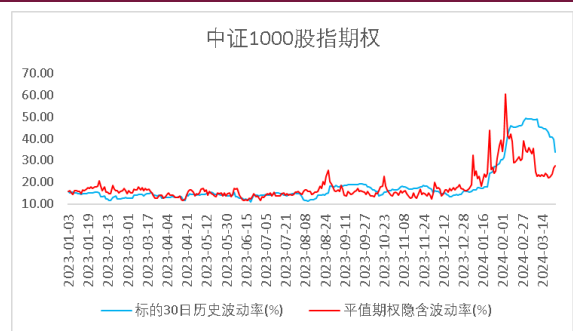
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 40 沪深 300 股指期权的波动率



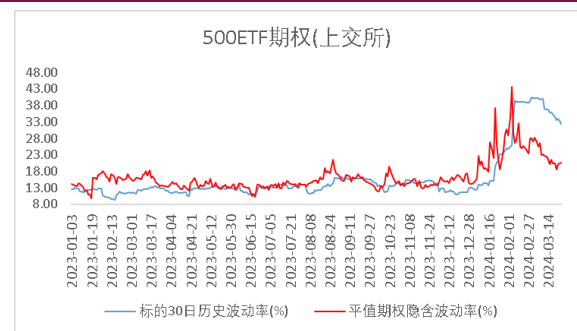
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 41 中证 1000 股指期权的波动率



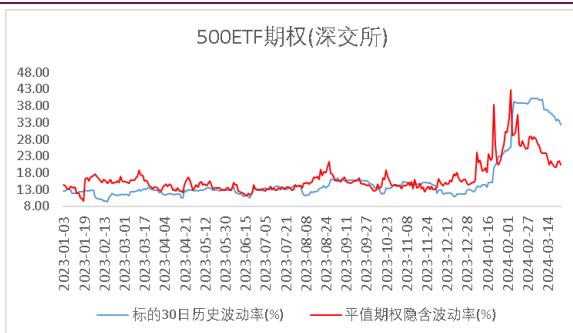
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 42 上交所 500ETF 期权的波动率



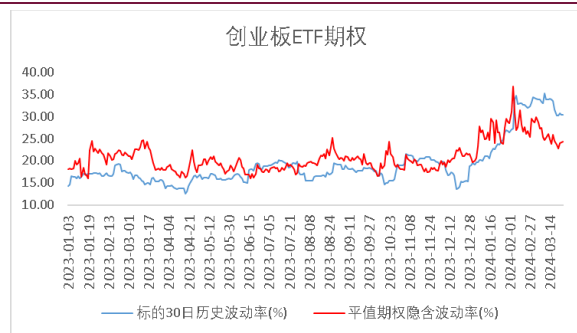
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 43 深交所 500ETF 期权的波动率



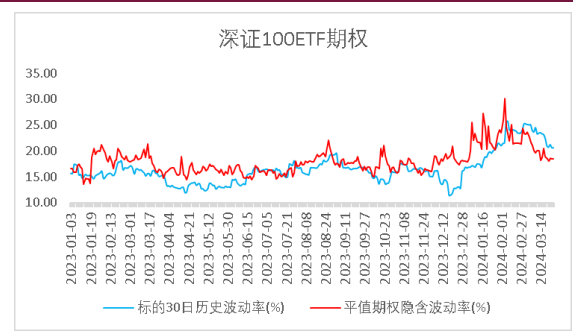
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 44 创业板 ETF 期权的波动率



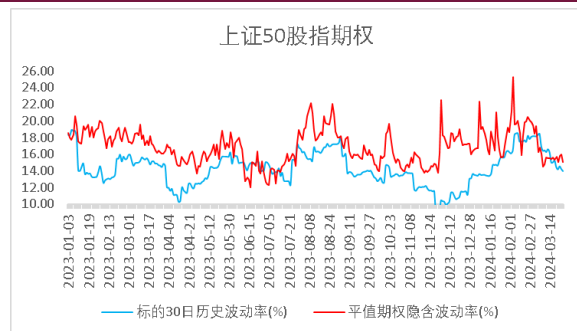
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 45 深证 100ETF 期权的波动率



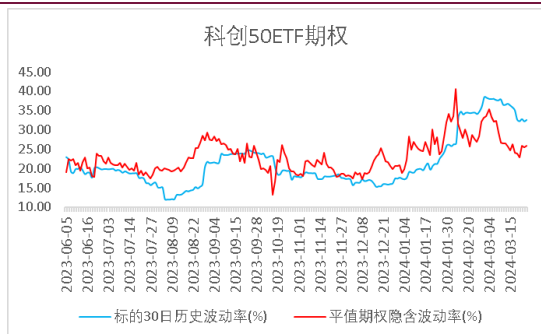
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 46 上证 50 股指期权的波动率



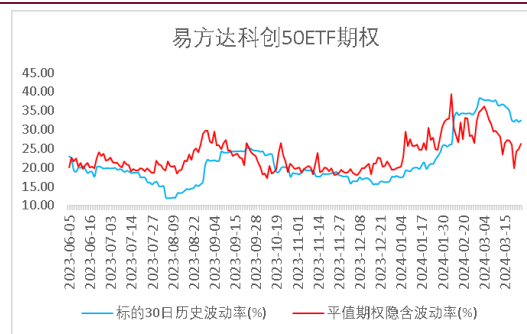
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 47 科创 50ETF 期权的波动率



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 48 易方达科创 50ETF 期权的波动率



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

3 标的资产走势分析

目前 ETF 期权以及股指期权的标的资产基本都是挂钩于上证 50 指数、沪深 300 指数、中证 500 指数、中证 1000 指数、深证 100 指数以及创业板指数、科创 50 指数，因此要分析期权的标的资产走势等价于分析上述股指的走势。创业板指数的成分股中新能源产业链相关股票的权重占比较高，科创 50 指数的成分股中电子产业链的股票权重较高，均易受相应行业的影响。下文所说的股指主要指前 5 个宽基指数。

1 月以来，受到公募解禁卖出传闻、雪球产品集中敲入、股票质押风险、公募转融券等消息面负面影响，多头信心较弱。加上美国经济数据表现偏强打压美联储降息预期，此前乐观的美联储降息预期不断修正，压制资金风险偏好。特别是 1 月底至 2 月初，股市成交清淡，微盘股流动性缺乏，在缺乏买盘的情况下抛压显著，引发微盘股的全面下跌，中证 1000 与中证 500 指数跌幅明显。

2 月 6 日之后，股市全面反弹，主要是以下几方面因素的影响：首先，监管层接连出台政策，稳定了市场信心。针对投资者关切的问题，证监会发布决定：暂停新增转融券规模，以现转融券余额为上限，依法暂停新增证券公司转融券规模，存量逐步了结。同时，证监会还要求证券公司加强对客户交易行为的管理，严禁向利用融券实施日内回转交易（变相 T+0 交易）的投资者提供融券。其次，大资金入市提振投资者信心。中央汇金公司增持宽基 ETF，包括上证 50ETF、沪深 300ETF、中证 500ETF、中证 1000ETF 等品种。再次，政策面不断出台降准、降息等政策，叠加两会政策预期，市场对未来宏观经济的预期企稳回升。最后，2 月 5 日大跌之后股指的估值水平处于历史偏低分位数，吸引中长线的价值投资者入场布局。

3 月以来，国内外宏观因素落地，较为符合市场预期，股指上行动能有所减弱。两会政府工作报告符合市场预期，总量上仍以稳为主，结构上发展新质生产力，这意味着房地产与基建对经济贡献的增量仍有限，经济预计弱复苏为主。3 月美联储议息会议靴子落地，年内开启降息，次数为 2-3 次，符合市场预期，不过美联储降息时点后延，最终利率中枢也上移，美元强势对非美资产估值构成压制。

展望未来，流动性方面，政府工作报告提出稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。考虑到美联储降息预期降温，年内 2-3 次降息，最终利率中枢也上移。预计非美元资产的估值修复预计并不顺畅。业绩预期方面，国内房地产行业仍低迷，消费增速下行，内需相对偏弱。外需方面，1-2 月出口具有强韧性，主要来自于机电产品方面，新能源产业链的全球竞争力较强，但面临逆全球化的潜忧。总需求偏弱或抑制股票业绩修复预期。资金偏好方面，监管层不断完善股市制度建设，将增强投资者的中长期信心。同时对做空工具的规范也使得多空力量重新均衡，踏空资金纷纷补仓。目前各股指在 1-2 月的超跌已经基本得到回补，板块间资金轮动频繁，存量博弈特征凸显，近期北向资金和融资资金的净流入有所放缓，而新发股票基金份额仍位于低位，后续增量资金的流向仍存不确定性。

中长期来看，牛市的确立需要至少看到国内经济显著好转、海外降息预期大幅走强、股市增量资金大幅流入等因素之一。而目前这三方面的信号均不明朗，这意味着短期内股指预计保持震荡整理。

4 期权交易策略

基于上述分析，短期内预计股指保持震荡整理，因此可以选择卖出宽跨式策略赚钱时间流逝的价值。考虑到上证 50 与沪深 300 的业绩预期稳定，防御属性较强，大涨大跌的可能性相对有限，因此可以在对应的期权品种上构建卖出宽跨式策略。

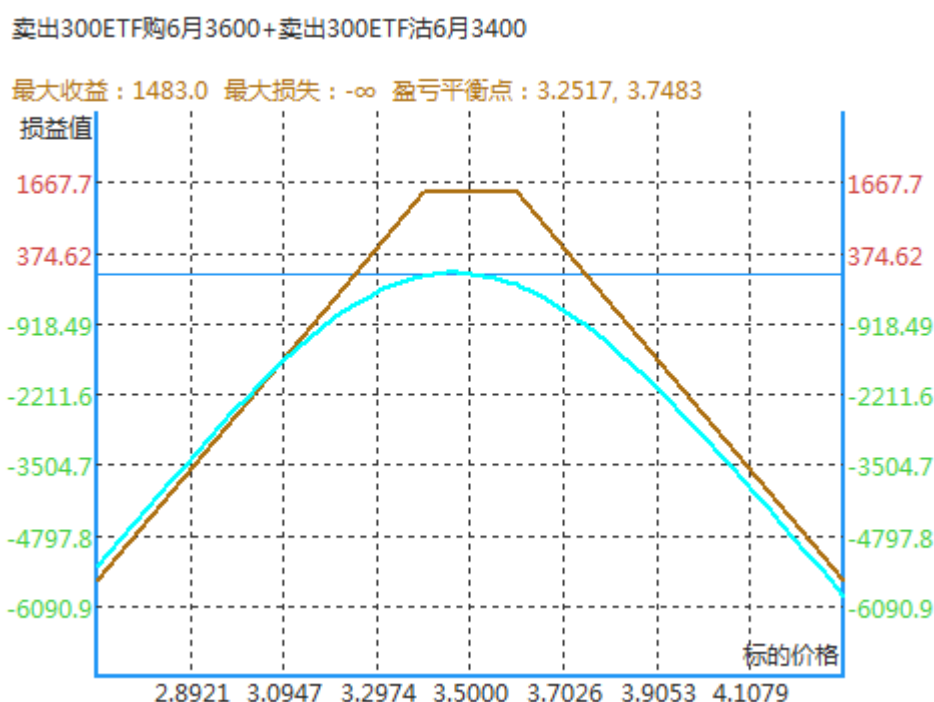
卖出宽跨式策略是指卖出一个认沽期权同时卖出一个相同的到期时间和更高行权价的认购期权。到期时，当标的资产价格位于两个盈亏平衡点之间时可以获得收益，反之需要承担亏损。当标的资产价格位于两个期权的行权价之间时获得的收益最大；当标的资产价格位于两个盈亏平衡点之外时，随着标的资产价格距离盈亏平衡点的间距越远，亏损越大，最大亏损理论上负无穷。

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的时候，可以通过买入对应执行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。

由于目前股指的估值水平较低，因此若用远月合约构建卖出宽跨式策略，右腿应预留一定上行空间的容错，以确保盈亏平衡点位置更为有利。例如以 2024 年 6 月系列的上交所 300ETF 期权为例，以 3 月 27 日的盘中数据为例，卖出一手行权价为 3.60 的认购期权，同时卖出一手行权价为 3.40 的认沽期权，构成卖出宽跨式策略。该策略收取权利金 1483.0 元，需要保证金 5500 元左右

（上交所有期权组合策略保证金优惠），到期时最大收益 1483.0 元，最大亏损负无穷元，盈亏平衡点为 3.2517 和 3.7483。当到期时标的价格上涨超过 3.7483 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 3.2517 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 3.2517 和 3.7483 时，该策略的收益为正；当到期时标的价格位于 3.40~3.60 之间时，该策略获得最大盈利 1483.0 元。在该例中，卖出行权价为 3.60 的认购期权的隐含波动率为 16.49%，卖出行权价为 3.4 的认沽期权时的隐含波动率为 17.00%，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 49 期权策略到期损益图



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

5 总结

金融期权：政策面稳定信心与预期，趋势反转信号仍不明

展望未来，流动性方面，政府工作报告提出稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。考虑到美联储降息预期降温，年内 2-3 次降息，最终利率中枢也上移。预计非美元资产的估值修复预计并不顺畅。业绩预期方面，国内房地产行业仍低迷，消费增速下行，内需相对偏弱。外需方面，1-2 月出口具有强韧性，主要来自于机电产品方面，新能源产业链的全球竞争力较强，但面临逆全球化的潜忧。总需求偏弱或抑制股票业绩修复预期。资金偏好方面，监管层不断完善股市制度建设，将增强投资者的中长期信心。同时对做空工具的规范也使得多空力量重新均衡，踏空资金纷纷补仓。目前各股指在 1-2 月的超跌已经基本

得到回补，板块间资金轮动频繁，存量博弈特征凸显，近期北向资金和融资资金的净流入有所放缓，而新发股票基金份额仍位于低位，后续增量资金的流向仍存不确定性。

中长期来看，牛市的确立需要至少看到国内经济显著好转、海外降息预期大幅走强、股市增量资金大幅流入等因素之一。而目前这三方面的信号均不明朗，这意味着短期内股指预计保持震荡整理。

目前各期权品种的持仓量 PCR 与平值期权隐含波动率均回归至正常分位数区间。考虑到上证 50 与沪深 300 的业绩预期稳定，防御属性较强，大涨大跌的可能性相对有限，因此可以在对应的期权品种上构建卖出宽跨式策略。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

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

免责声明

除非另有说明，宝城期货有限责任公司（以下简称“宝城期货”）拥有本报告的版权。未经宝城期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告的全部或部分内容。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。宝城期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是宝城期货在最初发表本报告日期当日的判断，宝城期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但宝城期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。宝城期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

宝城期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

宝城期货版权所有并保留一切权利。