



徽商期货
HUI SHANG FUTURES

徽商期货

如期而获



金融期权：隐波低位 关注跨品种套利机会

成文日期：2023 年 3 月 28 日

徽商期货有限责任公司
投资咨询业务资格：
皖证监函字【2013】280 号

徽商期货研究所
期权部

姓名 李红霞分析师
从业资格号：F0311151
投资咨询号：Z0011794

摘要

1. 2023 年一季度指数走势先扬后抑，从元旦后指数进入上涨阶段，并在春节后，因为外围市场硅谷等银行流动性风险冲击，指数震荡回落，并且指数走势分化。

2. 2022 年四季度我国股票期权和股指期货大扩容，现共有 10 个股票期权和股指期货品种，目前新合约平稳运行。截至 3 月 27 日，金融期权成交量、成交额和持仓量逐步提升，但季度同比大幅下滑，且成交不敌去年四季度，成交额和持仓量略减少。金融期权持仓量呈现越临近当月最后交易日时，持仓量逐步放大，成交活跃。金融期权成交、持仓集中在当月合约。

3. 在一季度，金融期权隐含波动率在低位运行，呈现降波状态，春节后和 3 月中下旬降波明显，标的历史波动率也持续走低，一季度标的历史波动率低于去年均值。标的波动率走低，可能会带来期权隐含波动率下降。从标的历史波动率季节性分析，预计二季度金融期权波动率重心会小幅抬升，其中创业板在 4-5 月有上涨动力，中证 1000 指数、中证 500 指数在 5 月份值得期待。

4. 建议构建垂直价差策略去博取方向性和波动率收益，同时针对指数走势分化的情况，建议关注中证 1000 股指期货和上证 50 股指期货跨品种套利机会，关注上交所中证 500ETF 期权和上证 50ETF 期权跨品种套利机会。

风险提示：外围市场流动性风险持续、A 股市场缺乏实质性利好

一、市场回顾及成交数据

（一）指数走势先扬后抑

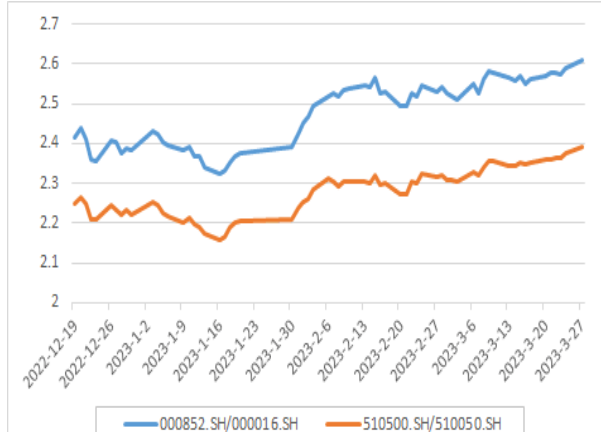
2023 年一季度指数走势先扬后抑，从元旦后指数进入上涨阶段，并在春节后，因为外围市场硅谷银行流动性风险冲击，指数震荡回落。

国内 A 股市场呈现小盘强势的结构化行情，指数走势分化：其中中证 1000 指数和中证 500 指数上扬后高位震荡；创业板和深圳 100ETF 波动区间较大，在吞没 1 月份上涨区间后，在 3 月下旬反弹；上证 50 指数较为弱势，季度里呈现震荡走弱态势。中证 1000 指数和上证 50 指数比值不断创新高。

图 1：指数走势



图 2：指数比值



数据来源：Wind、徽商期货研究所

（二）成交数据季度环比和同比大幅下滑

在 2022 年，我国股票期权和股指期权大扩容，尤其在四季度中金所上市了上证 50 股指期权，上交所上市了中证 500ETF 期权，深交所上市了中证 500ETF 期权，创业板 ETF 期权和深圳 100 股指期权，目前我国共有 10 个股票期权和股指期权品种。经历了超过 4 个月的时间，金融期权新品种发展良好。

截至 3 月 31 日，金融期权共成交 30042 万张(手)，认购成交 15557 万张(手)，认沽成交 14485 万张(手)，日均持仓量 558 万张(手)，累计成交额为 2055.4 亿元，日均成交额为 34.8 亿元。

图 3：股票期权及股指期权成交数据（时间：2023.1.1-2023.3.31）

	中金所			上交所			深交所			
品种	000300.SH	000852.SH	000016.SH	510050.SH	510300.SH	510500.SH	159919.SZ	159915.SZ	159922.SZ	159901.SZ
日成交量(张/手)	5518538	3293598	2047853	121520694	77281223	30790751	10388949	38605830	6326083	4649452
日认购成交量(张/手)	3049055	1721411	1187329	62023731	40127822	15506847	5202561	21096078	3198219	2458727
日认沽成交量(张/手)	2469483	1572187	860524	59496963	37153401	15283904	5186388	17509752	3127864	2190725
日持仓量(张/手)	8687576	4012221	2529185	123472300	84449199	36220238	12483437	42516404	8931200	6045691
日认购持仓量(张/手)	4390580	2137314	1505304	63552569	41362400	17286623	5965759	23899849	4554966	3285189
日认沽持仓量(张/手)	4296996	1874907	1023881	59919731	43086799	18933615	6517678	18616555	4376234	2760502
日成交额(万元)	2796451.568	2385452.37	672630.52	5039204.95	4335443.4	2326110	577425.85	1687688.6	530263.02	203684.22
日认购成交额(万元)	1580339.424	1311023.654	398042.676	2701744.06	2368080.5	1232245.9	304516.73	894432.37	279843.08	109230.79
日认沽成交额(万元)	1216112.144	1074428.716	274587.844	2337460.9	1967362.9	1093864.2	272909.12	793256.2	250419.94	94453.424

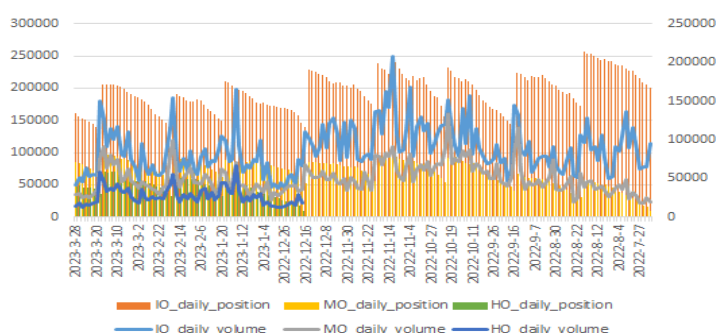
数据来源: wind、徽商期货研究所

金融期权成交量、成交额和持仓量逐步提升,主要是1月份人民币持续贬值,北向资金持续流入,指数上涨;2月份市场布局春节行情,一方面利用期权市场杠杆性投资,另一方面利用期权工具积极收获大盘结构化行情;3月份市场担心两会利好支撑减弱,并且受外围硅谷银行等流动性风险事件影响,市场避险情绪增加。

金融期权季度同比数据大幅下滑。截至到3月27日,跟去年一季度相比,中金所沪深300股指期权成交量、持仓量、成交额减幅分别为39.21%、29.30%和54.76%;上交所上证50ETF期权成交量、持仓量、成交额减幅分别为20.6%、34.28%和37.56%;上交所沪深300ETF期权成交量、持仓量、成交额减幅分别为39.06%、34.37%和55.70%;深交所沪深300ETF期权成交量、持仓量、成交额减幅分别为50.01%、40.95%和59.93%。

一季度金融期权成交不敌去年四季度,成交额和持仓量略减少。其中,由于上证50股指期权和深圳100ETF期权在2022年12月份才上市,季度环比数据不具有研究性;截至到3月27日,沪深300股指期权、中证1000股指期权成交量减幅达26.89%和25.11%。

图4: 股指期权成交持仓量(时间: 2022.7.22-2023.3.28)



数据来源: wind、徽商期货研究所(注: daily position 表示日持仓量, daily volume 表示日成交量)

上图显示,金融期权持仓量呈现越临近当月最后交易日时,持仓量逐步放大,成交活跃。主要是机构投资者看重了期权临近到期时间价值衰退的收益,还有一些投资者想要赚

得期权末日轮的收益。随着合约摘牌，期权成交量和持仓量会急速降低。

金融期权成交、持仓集中在当月合约，带来当月合约流动性充足。数据显示，3月17日，沪深300股指期货当月2303合约成交占比达58%，次月2304合约占比仅为37%。3月16日，沪深300股指期货当月2303持仓量占比43%，次月2304合约占比28%。在中证1000和上证50股指期货上，当月合约成交、持仓占比更大。3月17日中证1000股指期货当月合约成交占比达65%，次月合约占比30%。3月16日，中证1000股指期货当月的持仓量占比46%，次月合约占比26%。

图 5：沪深 300 股指期权成交占比（2023.3.17）

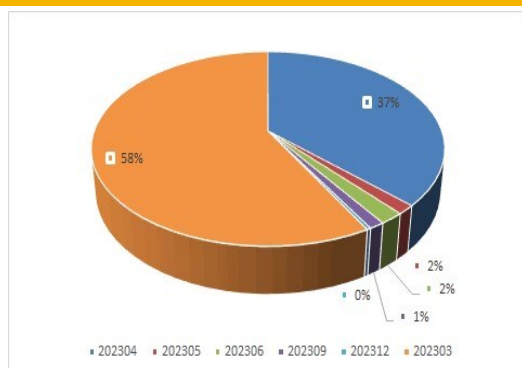
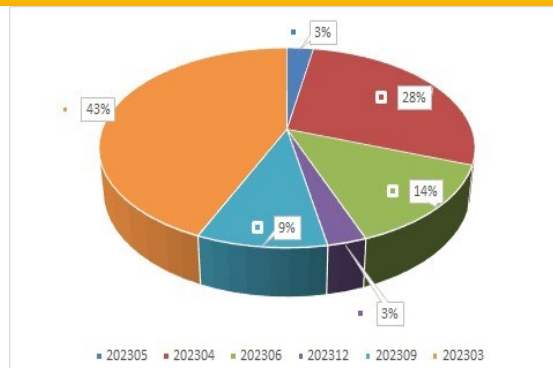


图 6：沪深 300 股指期权持仓占比（2023.3.16）



数据来源：Wind、徽商期货研究所

图 7：中证 1000 股指期权成交占比（2023.3.17）

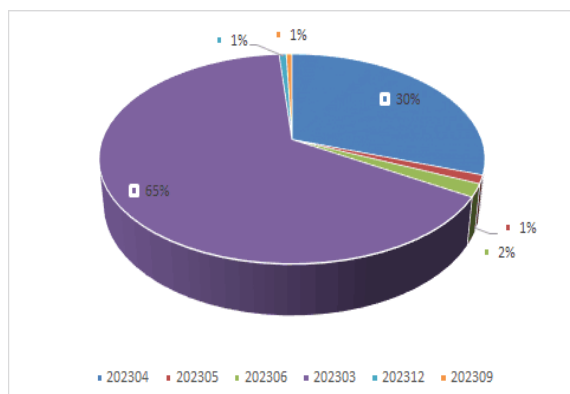
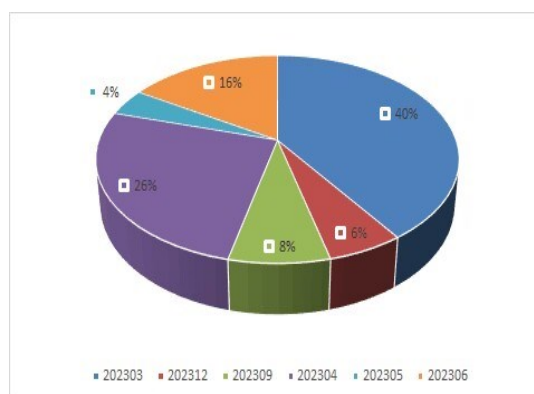


图 8：中证 1000 股指期权持仓占比（2023.3.16）

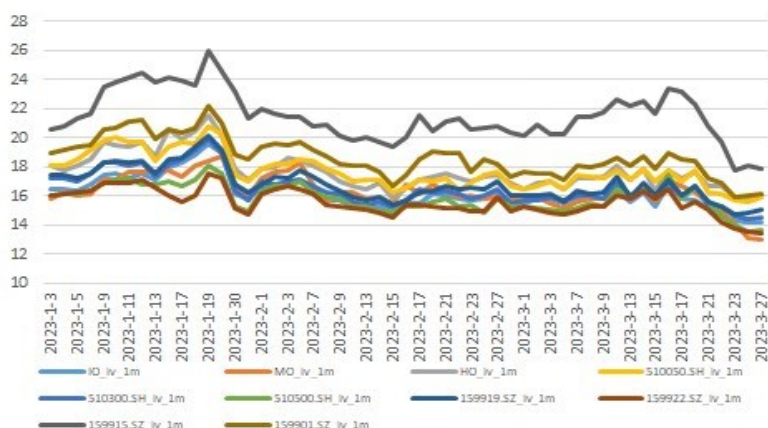


数据来源：Wind、徽商期货研究所

二、金融期权隐含波动率走势

在一季度，金融期权隐含波动率在低位运行，呈现降波状态，春节后和 3 月中下旬降波明显。从品种上看，当前创业板期权隐波相对最高，深证 100ETF 期权、中证 1000 股指期权、上证 50 股指期权隐波依次往下排列，中证 500ETF 期权隐波相对最低。一些机构定义当前市场为低波动率环境。

图 9：股票期权及股指期货隐含波动率走势（时间：2023.1.1-2023.3.27）



数据来源：wind、徽商期货研究所

从标的指数的历史波动率来看，标的波动率也走低，一季度标的波动率低于去年均值。标的波动率走低，可能会带来期权隐含波动率下降。

图 10：指数及 ETF 历史波动率走势（时间：2022.1.1-2023.3.27）



数据来源：wind、徽商期货研究所

三、金融期权 PCR 指标运行情况

期权 PCR 指标是看涨期权与看跌期权之间的比值，常见有成交量 PCR、持仓量 PCR 和成交额 PCR，根据前期数据显示，成交量 PCR、持仓量 PCR 跟标的价格呈现负相关性，持仓量 PCR 跟标的价格呈现正相关性。在一季度中证 1000 股指期货成交额 PCR 和沪深 300 股指期货表现突出。在 12 月 23 日，中证 1000 股指期货成交额 PCR 上升最高到 137.68%，对应中证 1000 指数的低点。但在 3 月份中证 1000 股指期货成交额 PCR 上升最高至 177.02%，中证 1000 指数延迟 3 个交易日从阶段性低点回升。在 2023 年金融期权 PCR 指标可能指示

作用减弱，受期权隐含波动率处于低位影响。

图 11：中金所股指期权 PCR

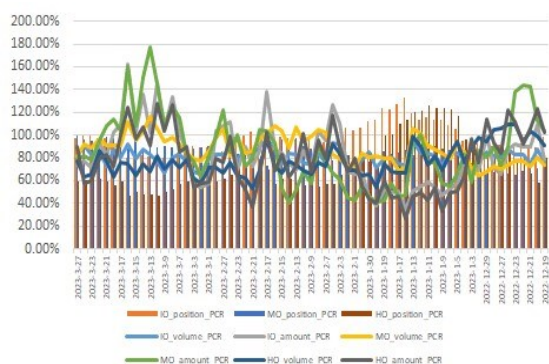
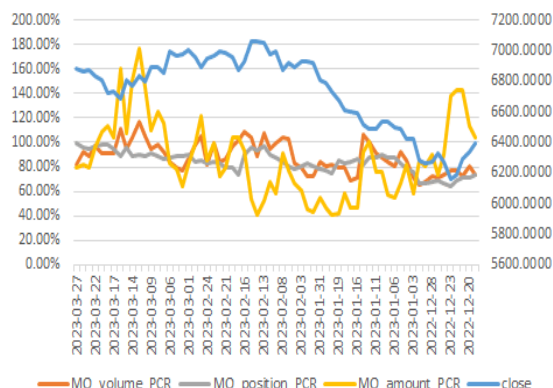


图 12：中证 1000 股指期权收盘价跟 PCR

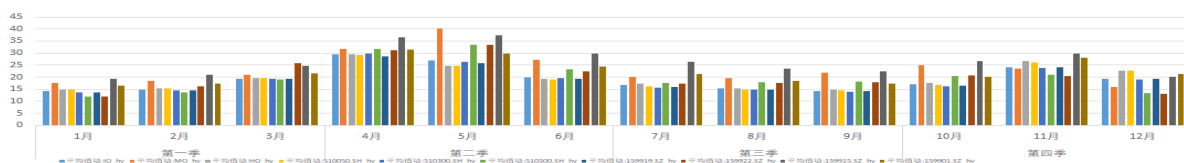


数据来源：Wind、徽商期货研究所（注：position 持仓量，volume 成交量 amount 成交额）

四、 期权策略推荐

根据 2022 年指数历史波动率季节性统计，预计二季度金融期权波动率重心会小幅抬升，其中创业板在 4-5 月有上涨动力，中证 1000 指数、中证 500 指数在 5 月份值得期待。当然目前市场波动率在低位，在 A 股市场年报发布季，波动率下行空间有限。

图 13：金融期权标的历史波动率月度统计



数据来源：wind、徽商期货研究所

投资者可以构建垂直价差策略去博取方向性和波动率收益，同时针对二季度指数走势维持分化的情况，建议投资者可以关注中证 1000 股指期权和上证 50 股指期权跨品种套利机会，关注上交所中证 500ETF 期权和上证 50ETF 期权跨品种套利机会。

投资者可以使用期权单买策略和期权单卖策略来组合构造对冲套利，即一共有四种套利策略。具体策略如下表所示：

图表 14：跨品种套利期权策略组合汇总

	中证 1000 指数多头	上证 50 指数空头
策略组合 1	买入看涨期权	买入看跌期权
策略组合 2	买入看涨期权	卖出看涨期权
策略组合 3	卖出看跌期权	买入看跌期权
策略组合 4	卖出看跌期权	卖出看涨期权

数据来源：徽商期货研究所

策略组合 1 是同时买入看涨期权和看跌期权，该组合主要从看涨期权和看跌期权权利金上涨得收益。策略组合 2 是买入看涨期权和卖出看涨期权，主要挣得买入看涨期权权利金上涨收益和卖出看涨期权权利金下跌的收益。策略组合 3 是卖出看跌期权和买入看跌期权，主要挣得卖出看跌期权权利金走跌收益和买入看跌期权权利金上涨的收益。策略组合 4 是卖出看跌期权和卖出看涨期权，同时挣得看跌期权和看涨期权权利金走跌收益。

本文选取 1 月 17 日至 2 月 20 日 MO2303C7000、MO2303P6900、HO2303C3000、HO2303P2700 做策略回测，以每日收盘价差计算收益率，发现买入看涨期权和卖出看涨期权组合策略收益最高，在运行期间累计收益率超 5 倍，主要是发挥了看涨期权的杠杆性，但同时该策略稳定性不如其他策略，在回测统计末期，策略累计收益率为 3.1 倍，策略最大回撤为 85.86%。卖出看跌期权和买入看跌期权策略组合，同时卖出看跌和看涨期权策略组合收益较优，累计收益率为分别为 171%和 170%。并且稳定性也较优，最大回撤分别为 14.31%和 12.02%，回撤主要发生在 2023 年 2 月 16 日。建议投资者可以考虑该两个策略，从使用资金角度看，构建卖出看跌期权和买入看跌期权策略成本低于同时卖出看跌和看涨期权。买入看涨期权和买入看跌期权在行情波动较低并且相对指数隐波并不呈现上涨的走势下，收益和稳定性均不占优。

图表 15：四种策略收益图（2023. 1. 16–2023. 2. 20）

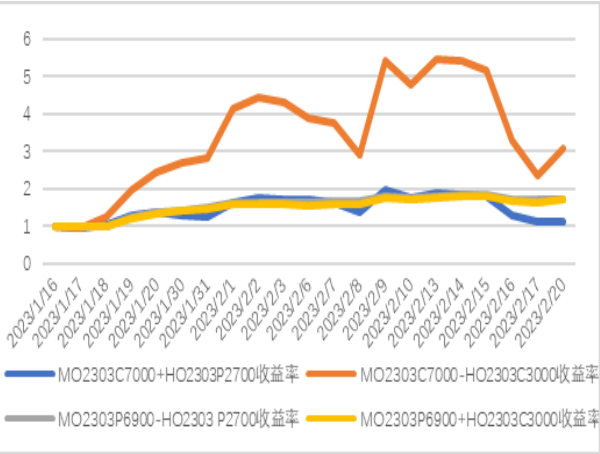


图 16：回撤及收益率对比

	MO2303C7000 +HO2303P2700	MO2303C7000 -HO2303C3000	MO2303P6900 -HO2303P2700	MO2303P6900 +HO2303C3000
累计收益率	111.68%	310.29%	171.44%	170.39%
最大回撤	85.86%	185.29%	14.31%	12.02%

数据来源：Wind、徽商期货研究所

【免责声明】

本报告所载信息我们认为是由可靠来源取得或编制，徽商期货并不保证报告所载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本报告观点不应视为对任何期货、期权商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本报告内容全部或部分发布、复制。

【团队介绍】

徽商期货研究所成立于 2009 年，历时十多年发展，已成为公司重要的研发中心和人才培育中心。作为公司的核心部门之一，大部分研究员具有硕士以上学历，多年从业经验，是一支专业、勤勉、充满活力的研发团队。

徽商期货研究所长期专注基础理论研究、宏观和行业研究、量化研究三大研究方向，形成了从宏观经济形势、中观产业运行到微观交易行为，从事件推导、产业驱动、估值衡量到量化分析的研究体系。

围绕公司改革发展与战略规划，打造“期货投资管家、风险管理专家、财富管理专家”品牌，研究所在客户服务方面深耕细作，推出了众多特色服务和产品，形成了多项客户服务项目。

以行情分析、交易策略和风险管理为核心，输出徽商头条、徽眼看期、徽商研究日报、周报、月刊，投资论坛、期权论坛、程序化论坛、产业会议等高质量的资讯、直播视频产品，提供多终端程序化策略编写服务以及个性化的投资咨询产品设计方案。研究所推出了徽商之星实盘大赛、期货云投研小程序、交易诊断等特色服务方式，已打造三大平台、四类培训、五种资讯服务体系和投研交互模式，通过研究所的各类研发成果服务公司客户。



感恩 · 合作 · 共赢 · 使命

徽商期货有限责任公司
HUISHANG FUTURES CO., LTD.

地址：安徽省合肥市芜湖路 258 号 邮编：230061

电话：0551-62865913 传真：0551-62865899

网址：www.hsqh.net

全国统一客服电话：400-8878-707

扫一扫



期货云投研小程序



徽商期货官方微博



徽商期货官方微信