



徽商期货
HUISHANG FUTURES

徽商期货

如期而获



股指期权年报：步步登高 权时制宜

成文日期：2023 年 12 月 27 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

李红霞 期权分析师
从业资格号：F0311151
投资咨询号：Z0011794

摘要

1.2023 年，国内金融期权数量增加至 12 个。股指期权活跃度超过股指期货，A 股市场呈现结构化行情。股指期权波动率长期处于历史低位运行。

2.展望 2024 年，中金所有望推出深证 100 股指期权等特色新品种，股指期权市场成交、持仓仍会高于股指期货市场。股指期权市场跟股指期货市场存在无风险套利空间，机构投资者可以利用转换套利和反转套利策略寻找对应的套利机会；利用日历价差和多日历价差策略可以构建股指期权跨期套利策略；最后，由于 A 股市场存在结构化行情，可以利用股指期权构建跨品种套利策略。

风险提示：海外宏观超出预期

一、年内股指期权品种维持 3 个

指数期权是指以指数为标的金融期权，目前国内主要有中国金融期货交易所（以下简称“中金所”）股指期权、上海证券交易所（以下简称“上交所”）和深圳证券交易所（以下简称“深交所”）上市的 ETF 期权。在 2023 年 6 月 2 日，上海证券交易所新增 2 个期权品种，均为科创 50ETF 期权合约品种，分别为华夏科创 50ETF 期权合约（简称“科创 50”）和易方达科创 50ETF 期权合约（简称“科创板 50”），上交所 ETF 期权品种由 3 个增加至 5 个，深交所 ETF 期权品种维持为 4 个。在 2023 年 8 月 18 日，中金所发出《关于深证 100 股指期货和股指期权合约及相关规则向社会征求意见的通知》，全年中金所维持 3 个期权品种。

截至 2023 年底，中国共有 12 个金融期权品种，其中股指期权 3 个，股票期权 9 个。目前我国具有 2 个完备的指数产品，分别是上证 50 指数和沪深 300 指数，待深证 100 股指期货和股指期权上市后，我国具有 3 个完成的指数产品。

二、股指期权交易数据高于对应指数股指期货

图 1：2023 年和 2022 年金融期权交易数据

期权品种	2023 年（截至 12.22）			2022 年		
	成交量（手/张）	持仓量（手/张）	成交额（万元）	成交量（手/张）	持仓量（手/张）	成交额（万元）
沪深 300 股指期权	23,725,812	43,032,519	11,392,442	31,553,468	44,893,292	20,550,589
中证 1000 股指期权	17,055,118	23,960,158	11,501,513	6,797,463	5,945,021	5,803,433
上证 50 股指期权	10,673,125	17,943,306	3,308,417	200,627	195,968	79,076
上证 50ETF 期权	453,607,310	546,299,630	17,337,376	565,813,308	652,245,485	27,908,541
沪深 300ETF 期权	295,301,499	376,398,255	15,726,562	467,039,921	486,113,625	33,323,070
中证 500ETF 期权	128,266,225	169,764,133	9,229,992	42,200,346	38,614,533	3,520,574
科创 50ETF 期权	26,725,976	51,515,272	614,083	-	-	-
科创板 50ETF 期权	66,159,163	132,049,884	1,639,079	-	-	-
深证 300ETF 期权	46,998,528	61,529,439	2,442,395	72,364,471	76,543,435	4,669,689
深证 500ETF 期权	31,186,223	43,558,620	2,457,370	9,429,068	11,574,296	861,036
创业板 ETF 期权	180,354,623	230,357,019	7,050,421	48,095,834	39,373,744	2,436,784
深证 100ETF 期权	22,565,338	30,728,125	948,112	863,700	982,033	42,684

数据来源：Wind 徽商期货研究所

截至 2023 年底，中国共有 12 个金融期权品种。截至到 2023 年 12 月 22 日，2023 年全年金融期权市场日均成交量和日均持仓量较 2022 年有所下降，但 2022 年新上品种中证

1000 股指期权、上证 50 股指期权、创业板 ETF 期权逐步发展起来。

全年来看，上证 50ETF 期权仍是流动性充足的金融品种，其次是上交所的沪深 300ETF 期权，深交所的创业板期权流动性排名第三，上交所中证 500ETF 期权流动性排名第四，科创板 50ETF 期权流动性排名第五。中金所的股指期权由于对应的合约份额较大，成交相对较弱。

金融期权的成交量和持仓量可以侧面反馈金融市场的结构化行情和指数走势的强弱关系，猜测机构投资者在交易相关指数时，已有利用金融期权做好风险管理的意识，并且机构倾向投资上证 50ETF 和沪深 300ETF 期权，可能是因为这两个 ETF 期权市场时间较早，积累更多的投资者。

图 2：2023 年和 2022 年金融期权日交易数据

期权品种	2023 年（截至 12.22）			2022 年		
	日均成交量 (手/张)	日均持仓量 (手/张)	日均成交额 (万元)	成交量 (手/张)	持仓量 (手/张)	日均成交额 (万元)
沪深 300 股指期权	100,109	181,572	48,069	130,386	185,509	84,920
中证 1000 股指期权	71,963	101,098	48,530	61,795	54,046	52,758
上证 50 股指期权	45,034	75,710	13,960	20,063	19,597	7,908
上证 50ETF 期权	1,913,955	2,305,062	73,153	2,338,072	2,695,229	115,325
沪深 300ETF 期权	1,245,998	1,588,178	66,357	1,970,633	2,051,112	140,604
中证 500ETF 期权	541,208	716,304	38,945	602,862	551,636	50,294
科创 50ETF 期权	195,080	376,024	4,482	-	-	-
科创板 50ETF 期权	482,914	963,868	11,964	-	-	-
深证 300ETF 期权	198,306	259,618	10,305	305,335	322,968	19,703
深证 500ETF 期权	131,587	183,792	10,369	134,701	165,347	12,301
创业板 ETF 期权	760,990	971,971	29,749	687,083	562,482	34,811
深证 100ETF 期权	95,212	129,655	4,000	123,386	140,290	6,098

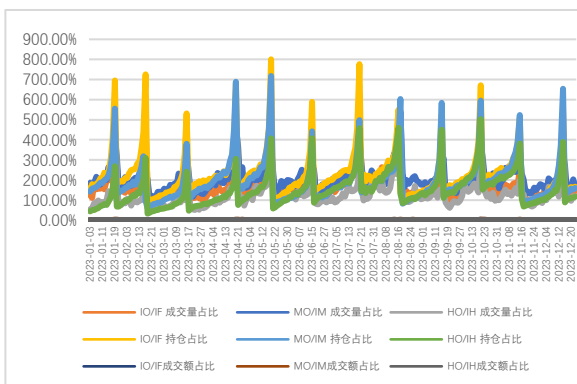
数据来源：Wind 徽商期货研究所

由于目前股指期权作为指数期权，有一定的优势，下面年报将更加倾向于分析 3 个股指期权的情况。

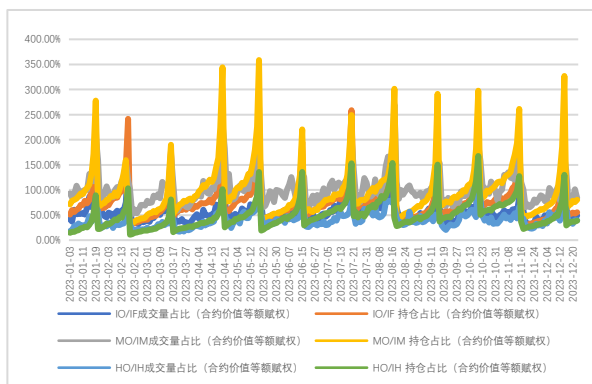
将股指期权的数据跟对应指数的股指期货对比，发现股指期权的成交量和持仓量已远高于对应指数的股指期货，其中沪深 300 股指期权的日成交量最大是沪深 300 股指期货的 4.64 倍，期权日均持仓量最大能为期货的 8 倍；中证 1000 股指期权的日成交量最大是中证 1000 股指期货的 5.4 倍，期权日均持仓量最大能为期货的 7.17 倍；

上证 50 股指期权的日成交量最大是上证 50 股指期货的日成交量的 3.38 倍，期权日均持仓量最大能为期货的 5.02 倍。考虑到股指期权和对应股指期货合约乘数不对等，因此将合约乘数配比相等后，在越临近股指期权和股指期货最后交易日时，期权成交量和持仓量仍相对于股指逐步增大。

图表 3: 股指期权和股指期货数据对比



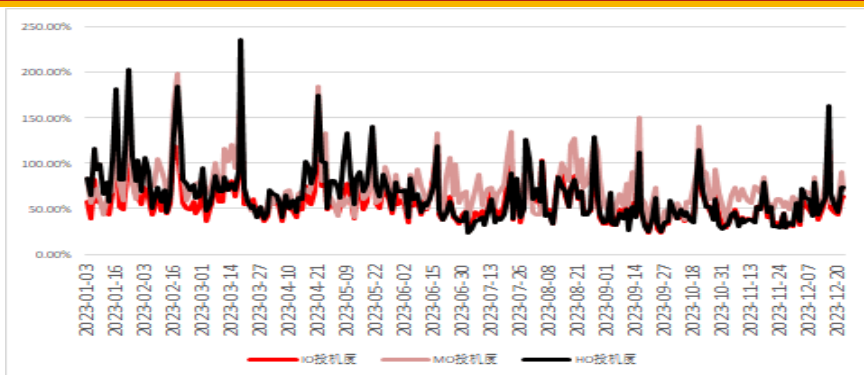
图表 4: 合约等值股指期权和股指期货数据对比



数据来源: Wind、徽商期货研究所

定义股指期权成交持仓比为对应时间的股指期权成交量除以持仓量，市场称为指数期权投机度。在 2023 年，股指期权的市场投机度日均值一直维持在 0.5 以上，沪深 300 股指期权的投机度最高达 1.64；中证 1000 股指期权的投机度最高达 1.98；上证 50 股指期权的投机度最高达 2.35。股指期权的交易频率稳定。

图 5: 股指期权投机度



数据来源: Wind 徽商期货研究所

三、股指期权成交和持仓 PCR 与市场行情相关性较弱

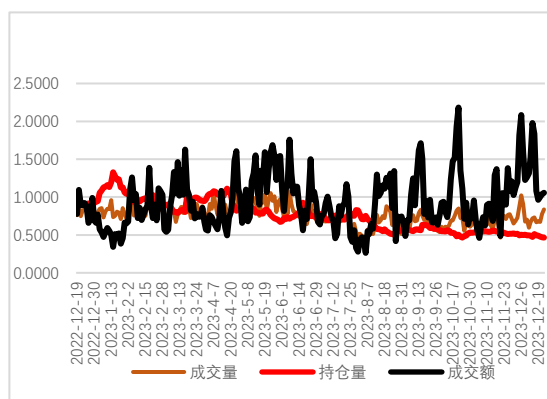
我们将三大股指期权的看跌期权的成交量、持仓量和成交额分别跟看涨期权的成交量、持仓量和成交额相除，得到投资者的看涨看跌偏好指标成交量 PCR、持仓量 PCR 和成交额

PCR。一般来说，期权持仓量 PCR 与市场行情走势正相关，成交量 PCR 与行情走势的相关性走势负相关。

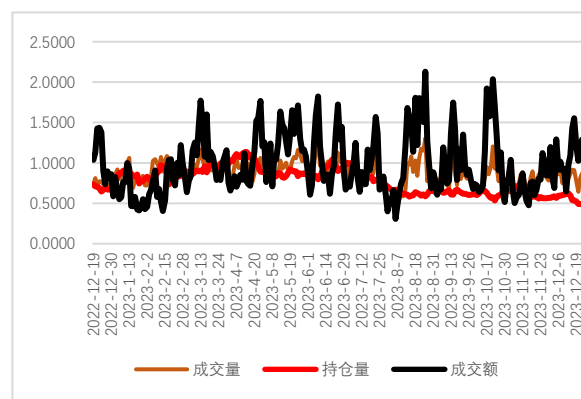
具体数据来看，沪深 300 股指期权的成交量 PCR 相对稳定，没有呈现明显的趋势，围绕 1 值上下波动；持仓量 PCR 呈现一定的下降态势，并在 1 季度和 2 季度初维持在 1 上方运行，其他时间维持在 1 以下；成交额 PCR 波动较大。沪深 300 股指期权成交量 PCR 跟对应指数走势无明显的相关性，持仓量 PCR 跟对应指数走势有较弱的正相关。

中证 1000 股指期权成交量 PCR 波动比沪深 300 股指期权的成交量 PCR 略大，围绕 1 值上下波动，并在 3 季度和 4 季度出现阶段性在 1 上方运行；持仓量 PCR 呈现一定的下降趋势，仅在 2 季度内在 1 上方运行；成交额 PCR 波动较大。中证 1000 股指期权成交量 PCR 跟对应走势呈现明显的负相关性，持仓量 PCR 跟对应指数走势有较弱的正相关。

图表 6：沪深 300 股指期权 PCR



图表 7：中证 1000 股指期权 PCR

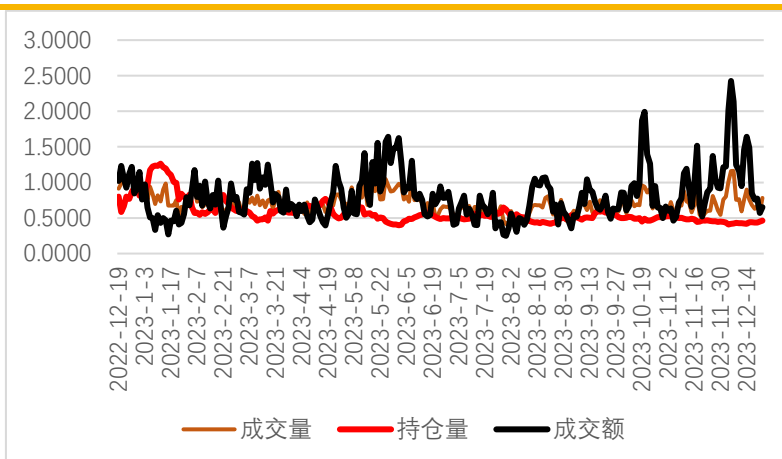


数据来源：Wind、徽商期货研究所

上证 50 股指期权成交量 PCR 基本围绕 1 值上下波动，在每个季度均有阶段性在 1 上方运行周期；持仓量 PCR 呈现一定的下降趋势，仅在 1 季度内在 1 上方运行；成交额 PCR 波动较沪深 300 和中证 1000 均频繁。上证 50 股指期权成交量 PCR 跟对应指数走势无明显的相关，持仓量 PCR 跟对应指数走势有较弱的正相关。

2023 年度股指期权市场上的 PCR 走势显示了，利用期权来进行投机和套保操作的机构相对操作并不稳定，所以 PCR 的参考性减弱。

图表 8：上证 50 股指期权 PCR



数据来源：Wind 徽商期货研究所

四、股指期权市场跟股指期货市场存在无风险套利机会

期权作为风险管理工具，有助于机构长期持仓，因此机构积极利用期权做套期保值。在此先阐述股指基差定义，在给出股指期权市场跟指数市场之间的升贴水。

通常意义下，股指期货基差等于标的指数价格减去股指期货价格。以上等式又可以转换出一下等式：

股指期货基差=(标的指数价格—股指期货理论价格)+(股指期货理论价格—股指期货价格)。

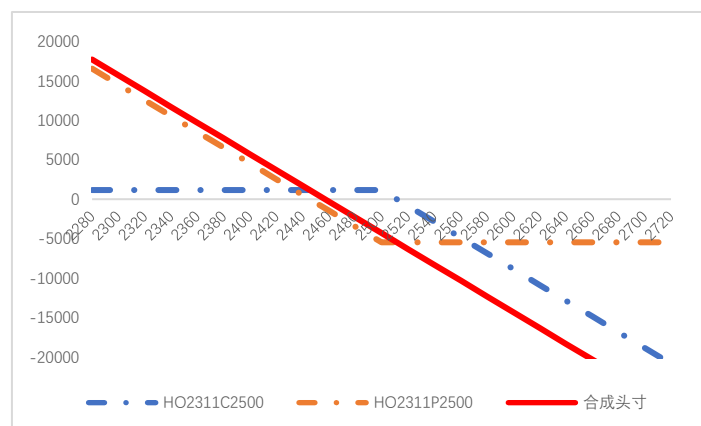
其中前一部分指数价格减去股指期货理论价格是股指期货的理论基差，主要是在融资成本、指数分红、时间价值等因素带来的基差；后一部分股指期货理论价格减去股指期货价格是投资者对股指期货走势希望导致的高估或者低估的基差，又称为价值基差。

投资者可以参照股指期货市场，刻画股指期权市场和指数期货市场之间的升贴水。一般情况下，主要是利用期权市场的合成期货策略：即买入看涨期权，加上卖出同一月份、同一行权价看跌期权合成期货多头头寸；或者利用买入看跌期权，加上卖出同一月份、同一行权价看涨期权合成期货空头头寸。

例如：按照 54.6 元/点买入 1 手行权价为 2500 元/点的 11 月份上证 50 看跌股指期权（HO2311P2500）；按照 11.6 元/点卖出 1 手行权价为 2500 元/点的 11 月份上证 50 看涨股指期权（HO2311C2500），可以构造合成期货空头，空头头寸的成本为 $2500 - 54.6 + 11.6 = 2457$ 元/点。当指数大于 2500 元/点时，买入看跌期权亏损有限，但卖出看涨期权盈亏跟随指数

波动；当指数小于 2500 元/吨时，买入看跌期权跟随指数波动，卖出看涨期权盈利有限。因此，可以画出合成期货头寸的盈亏图如下所示。

图表 9：合成期货盈亏



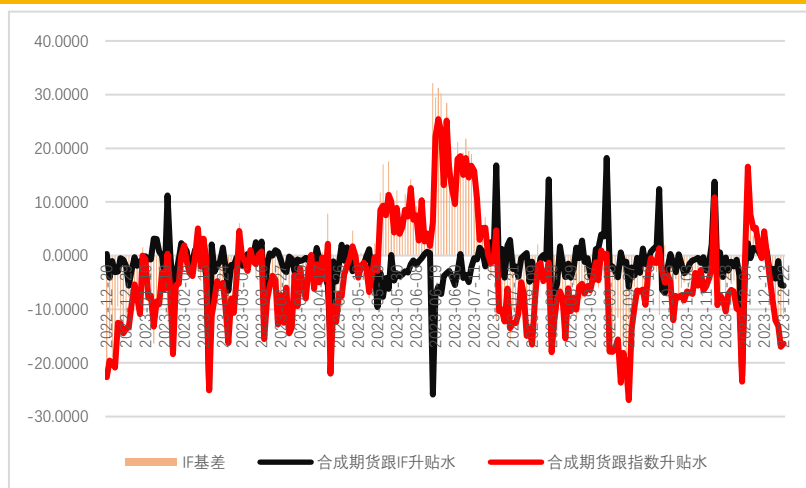
数据来源：徽商期货研究所

选择股指期货近月合约平值合约数据，可以计算出股指期货上的合成期货头寸跟指数升贴水。参考股指期货的基差，定义合成期货头寸跟指数升贴水=标的指数价格-合成期货头寸成本。

观察可以得到，沪深 300 股指期货合成期货头寸跟指数升贴水走势与沪深 300 股指期货市场跟指数市场基差波动大体一致，在 2023 年，股指期货合成市场和股指期货市场频繁在升水和贴水状态相互转换，同时股指期货基差波动要大于股指期货合成市场的升贴水，整体维持在【-30，30】之间。

引人注意的是，在 2 季度沪深 300 股指期货呈现较为熟悉的深度贴水状态，不仅给与滚贴水指数很好的进场点，同时也给予雪球期权高票息；在 3 季度和四季度沪深 300 股指期货呈现深度升水状态，市场中性策略能够有较好的收益。

图表 10：沪深 300 股指期货和股指期货基差/升贴水

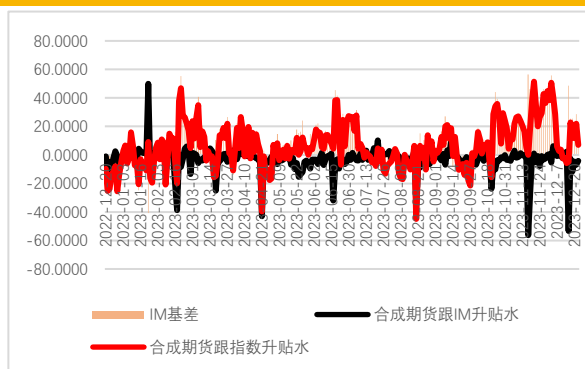
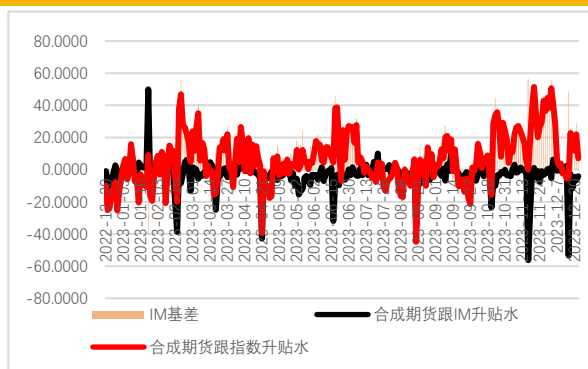


数据来源：Wind 徽商期货研究所

中证 1000 股指期权合成期货升贴水和中证 1000 股指期货基差、上证 50 股指期权合成期货升贴水和上证 50 股指期货基差存在着像沪深 300 股指期权合成期货升贴水和沪深 300 股指期货基差一样的规律，即期权升贴水跟期货基差走势大体类似。不同的是，在 2023 年中证 1000 股指期权和上证 50 股指期权市场大部分时间处于深度贴水状态，且中证 1000 股指期权和股指期货、上证 50 股指期权和股指期货的贴水幅度略大于沪深 300 股指期权和股指期货，机构可以利用中证 1000、上证 50 股指期权或者股指期货替代股票多头策略。

图表 11：IM 和 MO 基差/升贴水

图表 12：IH 和 HO 基差和升贴水



数据来源：Wind、徽商期货研究所

在考察股指期权升贴水和股指期货基差的过程中，存在股指期货和股指期权的无风险套利空间。即赚取股指期货多头跟股指期权合成期货空头之间的价差，又称为转换套利；赚取股指期货空头跟股指期权合成期货多头之间的价差，又称为反转套利。就是因为机构去获取股指期权和股指期货的转换套利和反转套利无风险套利机会，使得股指期权市场的

升贴水跟股指期货市场的基差波动大体类似，并且这无风险套利机会就像是两个市场之间的扰动因素，一旦出现，就立刻被机构去捕捉到。目前沪深 300 股指期权和股指期货之间无风险套利区间逐步收窄，中证 1000 股指期权和股指期货之间的无风险套利区间相对较大。

股指期权和股指期货之间可以进行转换套利和反转套利的前期条件有：1.同月份的股指期货和股指期权在同一天到期；2.股指期权和股指期货设置相同的交割结算价，并按照现金交割；3.股指期权为欧式期权。考虑到沪深 300、中证 1000、上证 50 股指期权合约乘数为 100，对应指数股指期货合约乘数分别为 300、200 和 100。因此投资者可以按照如下 1:3 比例构建沪深 300、上证 50 股指期货和股指期权转换套利和反转套利策略，按照 1:2 的比例构建中证 1000 股指期货和股指期权的转换套利和反转套利策略。

由于转换套利和反转需要在相对较短的时间内成交 3 腿合约，对合约流动性和硬件要求相对较高。建议投资者利用股指期货和股指期权的开盘集合竞价期间，按照最大报单量等成交模式，存在构造套利可能性。

假设转换套利中，上证 50 股指期货开仓点位为 F，买入行权价为 K 看跌期权花费支出权利金单价 P，卖出同样行权价的看涨期权收到权利金单价 C，不论上证 50 指数交割价 S 处于什么点位，在不考虑交易成本情况下，持有股指期货和期权到期，转换套利收益为： $300(C+K-P-F)$ 。

因为假设交割价 $S \geq K$ ，股指期货盈亏为 $(S-F) \times 300$ ；看涨期权实值到期，前期得到权利金 $C \times 300$ ，按照持仓成本 K 卖出上证 50 指数对应的一揽子股票，现以 S 现金结算，盈亏为 $300(S-K)$ ，看涨期权整体盈亏为 $(C+K-S) \times 300$ ；看跌期权无价值到期，支付权利金 $P \times 300$ ；整体收益为 $(C+K-P-F) \times 300$ 。

假设交割价 $S < K$ ，股指期货盈亏为 $(S-F) \times 300$ ；看涨期权无价值到期，得到权利金 $C \times 300$ ；看跌期权实值到期，前期支付权利金 $P \times 300$ ，假设以行权价 K 卖出上证 50 指数对应的一揽子股票，以交割价 S 结算轧差盈亏为 $(K-S) \times 300$ ，看跌期权盈亏为 $(K-S-P) \times 300$ ；因此转换策略整体收益为 $(C+K-P-F) \times 300$ 。

图表 13：沪深 300、上证 50 股指期货和股指期权转换套利盈亏函数

预估交割价	股指期货盈亏	买入看跌期权盈亏	卖出看涨期权盈亏	套利盈亏
-------	--------	----------	----------	------

$S \geq K$	$300(S-F)$	$-300P$ (期权无价值)	$300(C+K-S)$ (期权实值)	$300(C+K-P-F)$
$S < K$	$300(S-F)$	$300(K-S-P)$ (期权实值)	$300C$ (期权无价值)	$300(C+K-P-F)$

数据来源: Wind 徽商期货研究所

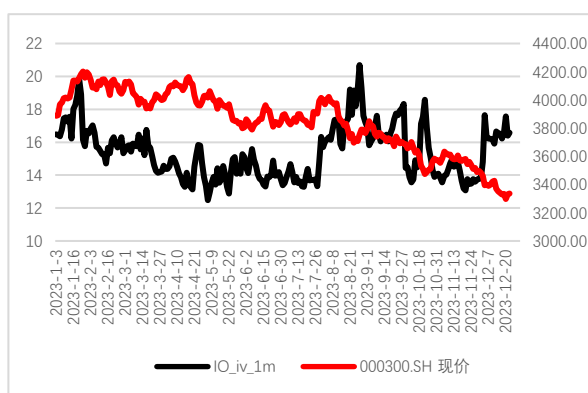
转换套利和反转套利盈亏互为相反数, 能够立刻得到反转套利的盈亏函数。

五、股指期权波动率上半年长期低位, 下半年波动范围低于预期

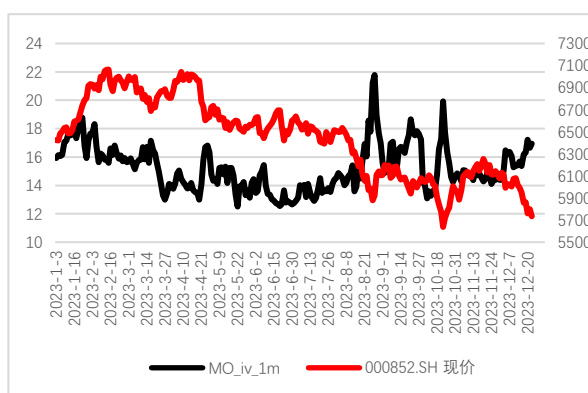
2023 年股指期权主力平值隐含波动率跟对应指数走势呈现较弱的负相关性, 上半年隐波与指数涨跌同步涨跌, 处于历史较低分位区间运行, 直到 3 季度股指期权的隐波才逐步走高。在下半年的时间内各指数隐波波动范围低于预期, 全年沪深 300 股指期权隐波波动范围为【12, 20】, 中证 1000 股指期权隐波波动范围为【12, 22】, 上证 50 股指期权隐波波动范围为【13, 20】。

全年股指期权隐波有 3 次较为明显的冲高, 第 1 次是在 7 月份, 隐波冲高幅度较大, 但维持时间较短, 各指数均走高; 第 2 次是在 10 月份, 隐波冲高幅度不及第 1 次, 且冲高时间相对较短, 各指数在关键关口争夺; 第 3 次是在 11 月底到年底, 隐波波峰继续收窄, 市场避险情绪减弱, 但同时交投情绪转弱。

图表 14: 沪深 300 的 iv 跟指数走势



图表 15: 中证 1000 的 IV 跟指数走势

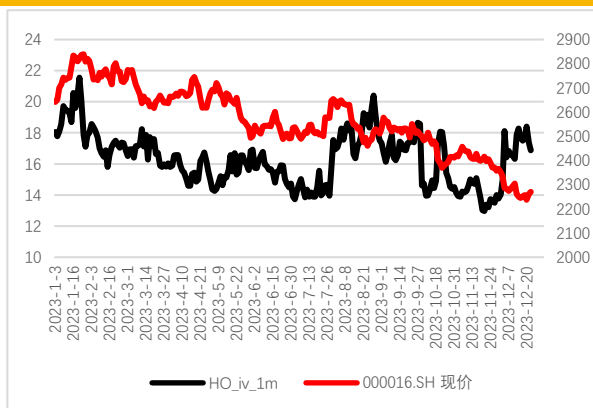


数据来源: Wind、徽商期货研究所

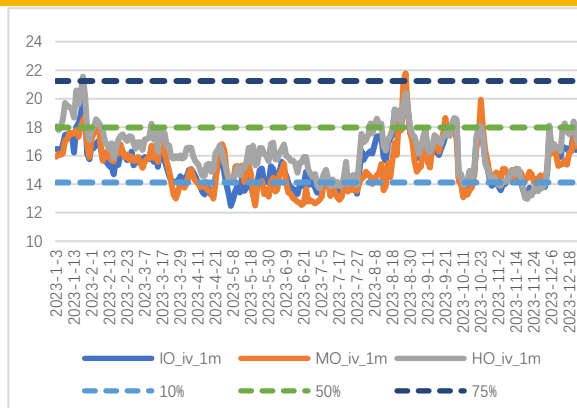
因为仅有沪深 300 股指期权存续时间较长, 观察沪深 300 股指期权主力隐含波动率 2023 年走势在近三年分位数位置, 可以看出在 2023 年度沪深 300 股指期权波动范围覆盖在 10 至 75 分位之间, 并存在长期低于 10 分位的历史低位的情况。同时把中证 1000 股指

期权比沪深 300 品种隐波略高，尽管上证 50 股指期权上市时间不长，跟沪深 300 隐波处于同一水平。

图表 16：上证 50 的 iv 跟指数走势



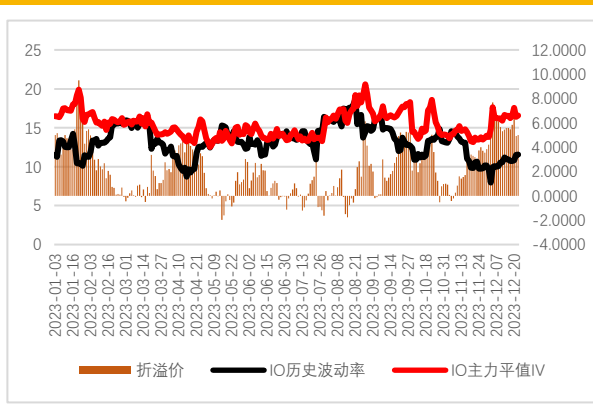
图表 17：股指期权对比



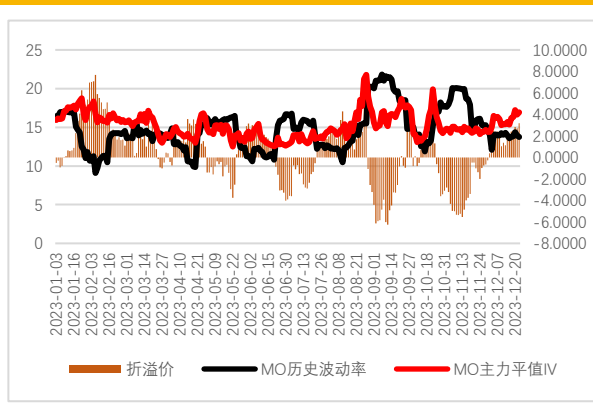
数据来源：Wind、徽商期货研究所

通过隐含波动率与历史波动率之间的差值来观察隐含波动率的折溢价水平。股指期权隐含波动率通常比历史波动率略高，呈现溢价状态，2023 年沪深 300 股指溢价水平随隐波波动率的上升而增大；当隐波冲高后回落时，隐含波动率通常会出现折价情况，原因是隐波往往随着事件的结束投资者情绪消散较快，而历史波动率存在滞后性，其数值回落较慢。

图表 18：沪深 300 股指期权 hv 折溢价



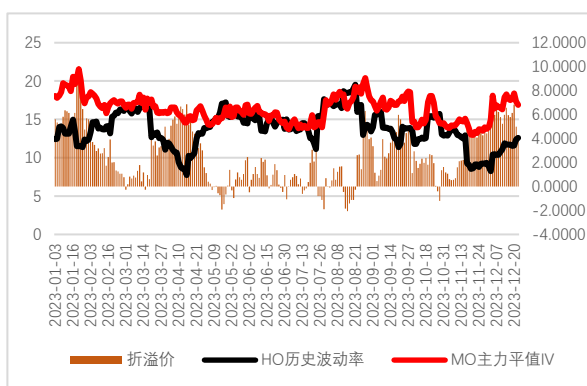
图表 19：中证 1000 股指期权 hv 折溢价



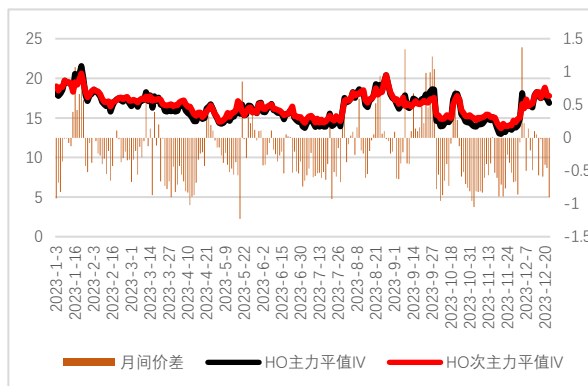
数据来源：Wind、徽商期货研究所

对比 3 个股指期权，沪深 300 股指期权隐波长期处于溢价状态，中证 1000 股指期权隐波频繁出现从溢价到折价的状态变化，目前处于溢价状态中；上证 50 股指期权隐波折价状态要多于沪深 300 股指期权，但低于中证 1000 股指期权。本年度，仅在中证 1000 股指上存在隐波和历史波动率套利机会。

图表 20：上证 50 股指期权 hv 折溢价



图表 21：上证 50 股指期权期限结构

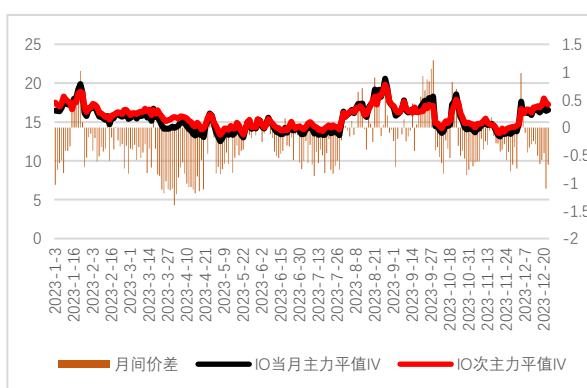


数据来源：Wind、徽商期货研究所

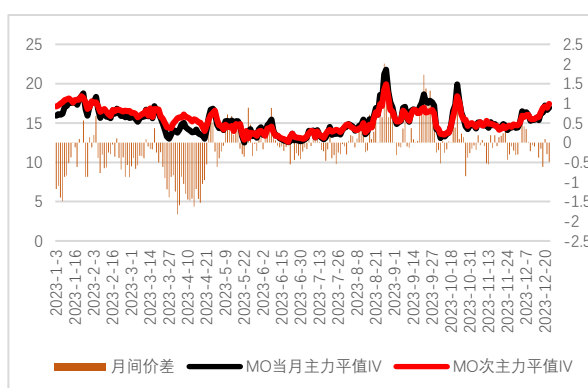
六、股指期权期限结构变化步调相对一致

沪深 300 股指期权、中证 1000 股指期权和上证 50 股指期权期限结构变化步调相对一致，股指期权隐含波动率大部分时间均处于近低远高状态，在 3 季度出现了长期近高远低的状态，在中证 1000 上持续时间长，主要是近月合约波动率对市场的敏感性较强，资金存在抄底或看好后市的情绪，存在期限倒挂的状态。

图表 22：沪深 300 股指期权期限结构



图表 23：中证 1000 股指期权期限结构



数据来源：Wind、徽商期货研究所

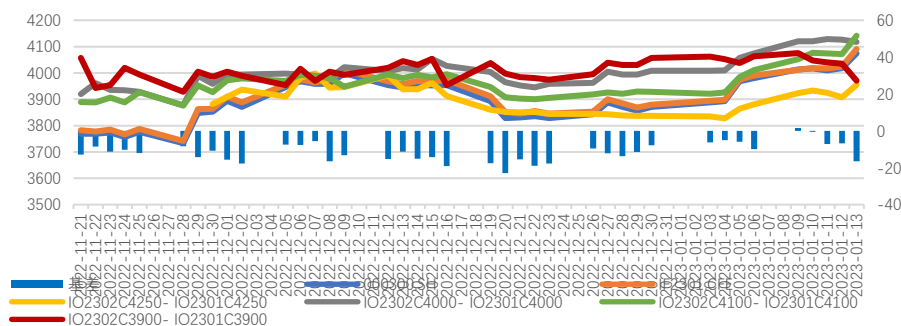
期权普通的跨期套利一般有如下四种：买进看涨日历价差、卖出看涨日历价差、买进看跌日历价差、卖出看跌日历价差。其中，买进看涨日历价差为卖出到期日较近的看涨期权，同时买入相同数量、相同行权价，但到期日较远的看涨期权，即用看涨期权构造了“卖近买远”；卖出看涨日历价差为买入到期日较近的看涨期权，同时卖出相同数量、相同行权价，但到期日较远的看涨期权，即用看涨期权构造了“买近卖远”；买进看跌日历价差为卖

出到期日较近的看跌期权，同时买入相同数量、相同行权价，但到期日较远的看跌期权，即用看跌期权构造了“卖近买远”；卖出看跌日历价差为买入到期日较近的看跌期权，同时卖出相同数量、相同行权价，但到期日较远的看跌期权，即用看跌期权构造了“买近卖远”。使用看涨期权和看跌期权构造日历价差主要在于对后市的判断有差别。买进看涨日历价差是判断标的物近月合约可能会保持较平稳的状态，但之后可能上涨的行情，也被称为“先盘后涨”行情。因为标的物行情变动不大，就可以获得近月合约到期的时间价值消耗带来的收益，以后还有机会从到期日较远的看涨期权中进一步获取标的物上涨带来的收益。卖出看涨日历价差则是判断标的物近期会上涨，但是之后会回落或会平稳运行，也被称为“先涨后盘”行情。同理，买进看跌日历价差是判断标的物近月合约可能会保持较平稳的状态，但之后可能下跌的行情，被称为“先盘后跌”行情。最后，卖出看跌日历价差是判断标的物近期会下跌，但之后会回落会平稳运行，被称为“先跌后盘”行情。

期权时间价值衰退具有临近到期时急速衰退的性质，离到期日越近，期权的时间价值越小，在到期日时，期权的价值就只有内在价值了，因此买进看涨期权和买进看跌日历价差主要是赚取期权的时间价值。

以 2022 年 12 月底为例，基于疫情后经济复苏和政策频出，沪深 300 指数一路上行，可以构建如下 4 个日历价差策略。

图表 24：沪深 300 股指期货期权看涨日历价差走势



数据来源：wind 徽商期货研究所

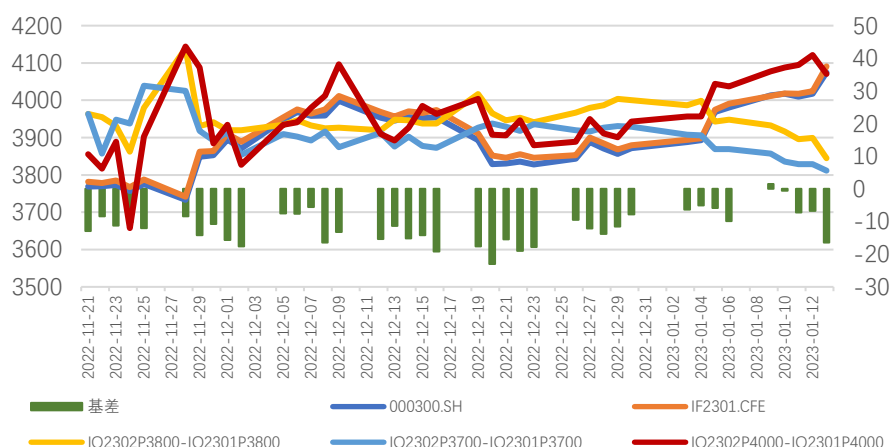
从四个曲线图可以看出，自 2023 年元旦后四个日历价差均呈现拉大趋势，即买进该四个看涨期权日历价差策略均出现正收益，但在沪深 300 现货指数超过 4000 点重要关口后，IO2302C3900-IO2301C3900 价差走低，假设最终交割价大于行权价 3900 点，卖出 IO2302C3900 期权出现行权亏损。同时 IO2302C4250 合约在 11 月 30 日挂牌，因此在 11 月

30 日之前，投资者无法建立卖 IO2301C4250 买 IO2302C4250 跨期套利组合。并且可以得到

(1) 在趋势上涨行情中，买进看涨日历价差应选择较高行权价的期权合约。(2) 股指期货远月合约行权价挂牌间距跟近月合约行权价挂牌间距不一致，尽量选择近远月合约均有挂牌交易期权。(3) 如果在判断后市会温和上涨，在近月合约到期后，可以对买进看涨日历价差策略进行后续操作。

在同等情形下，观察卖出看跌日历价差策略中买 IO2301P4000 卖 IO2302P4000、买 IO2301P3800 卖 IO2302P3800、买 IO2301P3700 卖 IO2302P3700 的盈亏情况。

图表 25：沪深 300 股指期货看跌日历价差走势



数据来源：wind 徽商期货研究所

在沪深 300 指数上涨时，IO2302P3800- IO2301P3800 和 IO2302P3700- IO2301P3700 价差出现回落趋势，但 IO2302P4000- IO2301P4000 价差同步出现上涨，随着沪深 300 指数价格超过行权价 4000 点时，即 IO2301P4000 转为虚值期权时价差回落。整体看，买 IO2301P4000 卖 IO2302P4000 和买 IO2301P3800 卖 IO2302P3800 出现盈利，但买 IO2301P4000 卖 IO2302P4000 亏损。在趋势上涨行情中，卖出看跌日历价差应该选择较低行权价的期权合约，因为卖出看跌期权实际上是认为行情下方支撑强烈。卖出看跌日历价差主要从卖出远月看跌期权合约的方向性收益，但同时到期日较近的合约到期时，如果标的偏离行权价较大，近月合约风险较少。最后，在趋势上涨行情中，卖出看跌日历价差收益低于买进看涨日历价差。

七、利用股指期货进行跨品种套利

2023 年 A 股市场呈现结构化行情，以中证 1000 指数为代表的小盘股走势明显优于以上证 50 指数为代表的大盘股，在上半年和下半年存在二者比价一路上行的态势。投资者既可利用股指期货赚取跨品种套利收益，又可利用股指期权赚取跨品种套利收益。

股指期货跨品种套利是市场常见的套利策略，构造股指期货跨品种套利主要考虑两者之间的相关性，比如资金流入题材不同市场带来的走势强弱不一致，利用统计套利思想或者价差趋势追踪思路挣得收益。具体就是通过买入/卖出一个股指期货合约的同时卖出/买入另一个股指期货合约，并在未来某一时间同时将两个股指期货合约对冲平仓。

在时间结构上，股指期货跨品种套利涉及的期货合约月份基本上是相同的，即为同期的期货合约，而跨期套利涉及的期货合约月份具有时间上的不同性。

在风险与收益上，股指期货跨品种套利收益比跨期套利收益大一些。因为跨品种套利涉及的多个品种具有各自的特点，其价差波动较大。

从统计套利思路来看，跨品种套利需要构建价差的无套利空间，并且检验价差走势是否存在均值回归性。统计套利的思路是当价差处于套利价差的上边界时，价差后期有回落到无套利空间的机会，而当价差处于套利价差的下边界时，价差有走高至无套利空间的可能性。

市场也存在价差趋势追踪者，即利用基本面或者量化系统预测价差后期走势。从近 6 年中证 1000 指数和上证 50 指数比价的季节性走势可以看出，2 月指数比价均出现上涨态势，这可能和 2 月一般是年报前的业绩真空期有关，中小盘风格下具有业绩确定性的景气主题具有更多的投资机会。因此，价差趋势追踪者可以尝试获取二者价差拉大的收益。

针对股指期货上存在中证 1000 指数强于上证 50 指数对冲套利机会，在期权市场上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，共有四种套利策略。具体策略如下表所示：

图表 26：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

除了选择好策略外，投资者需要对期权集中度、期限结构等进行分析，从而选择好期权行权价和期权月份。

从期权集中度上看，在统计期间，MO 认购期权的持仓量集中在行权价 7200 点、7000 点、6800 点和 6600 点，并且随着行情逐步上涨，虚值认购期权（行权价 7200 点、7400 点、8200 点）的持仓量增幅明显；认沽期权的持仓量集中在行权价 6200 点、6400 点、6600 点、6700 点、6800 点，下方支撑点位逐步抬升。HO 认购期权的持仓量主要集中在行权价 2800 点、2850 点和 3000 点；认沽期权的持仓量集中在现在 2700 点和 2600 点，预计 HO 底部有支撑，上方存在压力。

中证 1000 和上证 50 指数在春节前后波动率走势分化，并且上证 50 股指期权隐波节前呈现近高远低结构，节后近月合约和远月合约维持低波运行，中证 1000 股指期权隐波在节后有再次呈现近高远低结构，但整体仍呈现低波运行状态，因此从波动率角度看，上述策略中涉及到买方期权存在一定压力，并且选择远月期权合约。从当时市场看，适合选择 2303 合约。

优于股指期权合约乘数均相等，尽管合约乘数并不一致，但仍可以采取手数为 1:1 进行股指期权跨品种套利。

因此，投资者可以构造如下策略：

一是同时买入看涨期权和看跌期权，具体选择合约月份为 2303，MO 选择行权价为 7000 点，HO 选择行权价为 2700 点，该组合主要从看涨期权和看跌期权权利金上涨得收益，MO2303C7000+HO2303P2700 组合赚取权利金上涨的收益。

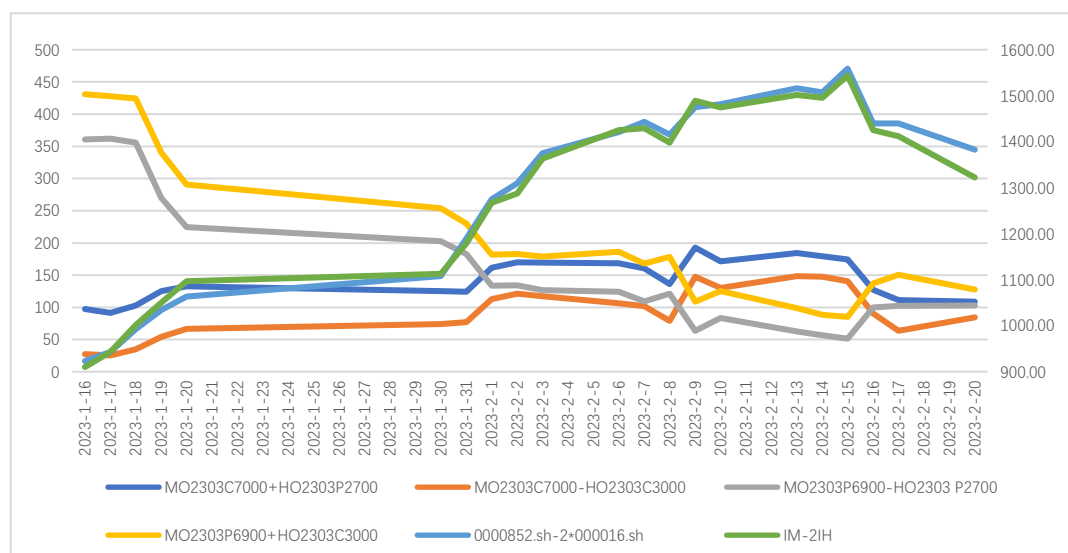
二是买入看涨期权和卖出看涨期权，具体选择合约月份为 2303，MO 选择行权价为 7000 点，HO 选择行权价为 3000 点。主要挣得买入看涨期权权利金上涨收益和卖出看涨期权权利金下跌的收益，MO2303C7000-HO2303C3000 组合赚取权利金上涨收益。

三是卖出看跌期权和买入看跌期权，具体选择合约月份为 2303，MO 选择行权价为 6900 点，HO 选择行权价为 2700 点。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，MO2303P6900-HO2303P2700 组合赚取权利金走跌收益。

四是卖出看跌期权和卖出看涨期权，具体选择合约月份为 2303,MO 选择行权价为 6900 点，HO 选择行权价为 3000 点。同时争取卖出看跌期权和看涨期权权利金走跌收益，MO2303P6900+HO2303C3000 组合赚取权利金下跌收益。

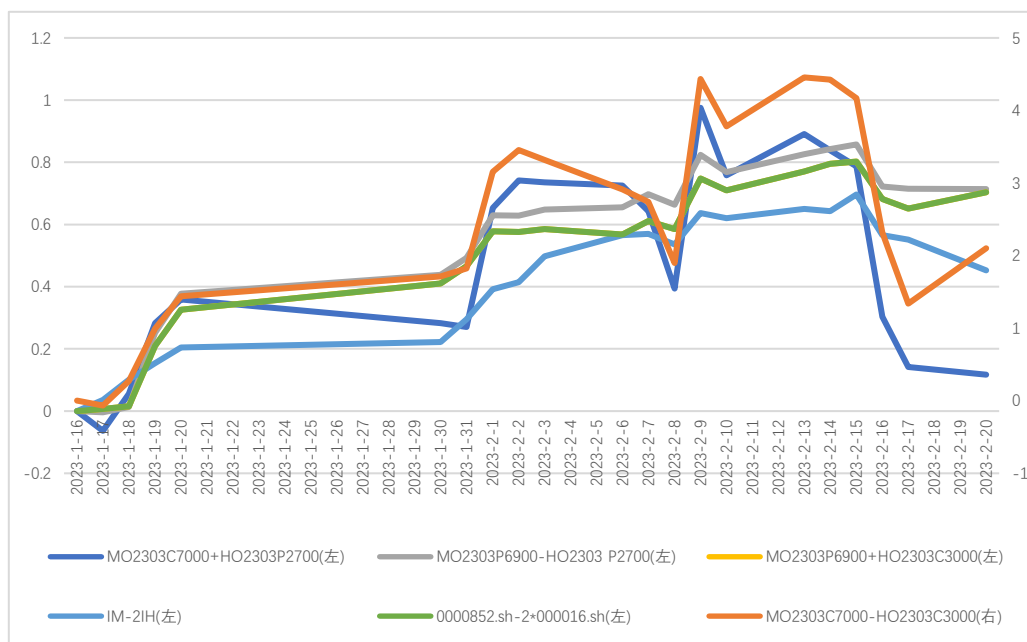
图表 27：策略走势图（收盘价）



数据来源：徽商期货研究所 wind

四个策略进行综合对比，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 4 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，策略累计收益率为 2.1 倍，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，累计收益率分别为 71%和 70%。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 28：策略收益率（2023.1.16-2023.2.20）



数据来源：徽商期货研究所 wind

八、市场展望

展望 2024 年，中金所有望推出深证 100 股指期权得特色新品种，股指期权成交、持仓维持远高于股指期货。股指期权市场跟股指期货市场存在无风险套利空间，机构投资者可以利用转换套利和反转套利策略寻找对应的套利机会；利用日历价差策略和多日历价差策略可以获得股指期权跨期套利空间；由于 A 股市场存在结构化行情，可以利用股指期权构建跨品种套利策略。

【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。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

【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。

徽商期货研究所以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 and 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