

本直播内容为分析师个人观点，仅供参考，不作为投资依据



2024年波动率中枢或将回升

国联期货研究所

黎伟 从业资格证号：F0300172 交易咨询资格证号：Z0011568

期货交易咨询业务资格：证监许可[2011] 1773号

本直播内容为分析师个人观点，仅供参考，不作为投资依据



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



CONTENTS

目录

01

2023年国内金融期权市场运行情况及展望

04

02

2023年股指期权波动率情况及展望

08

03

期权策略回顾与推荐

13



CONTENTS

目录

01

2023年国内金融期权市场 运行情况及展望



2023年国内金融期权成交规模出现明显回落

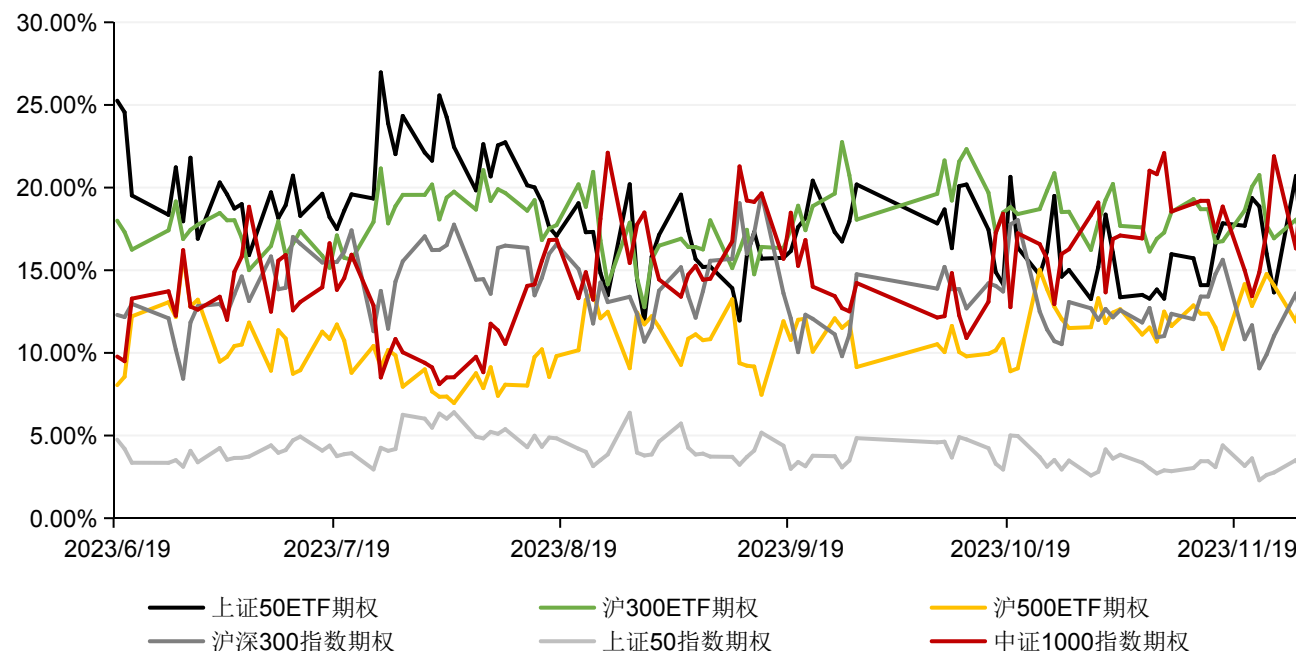
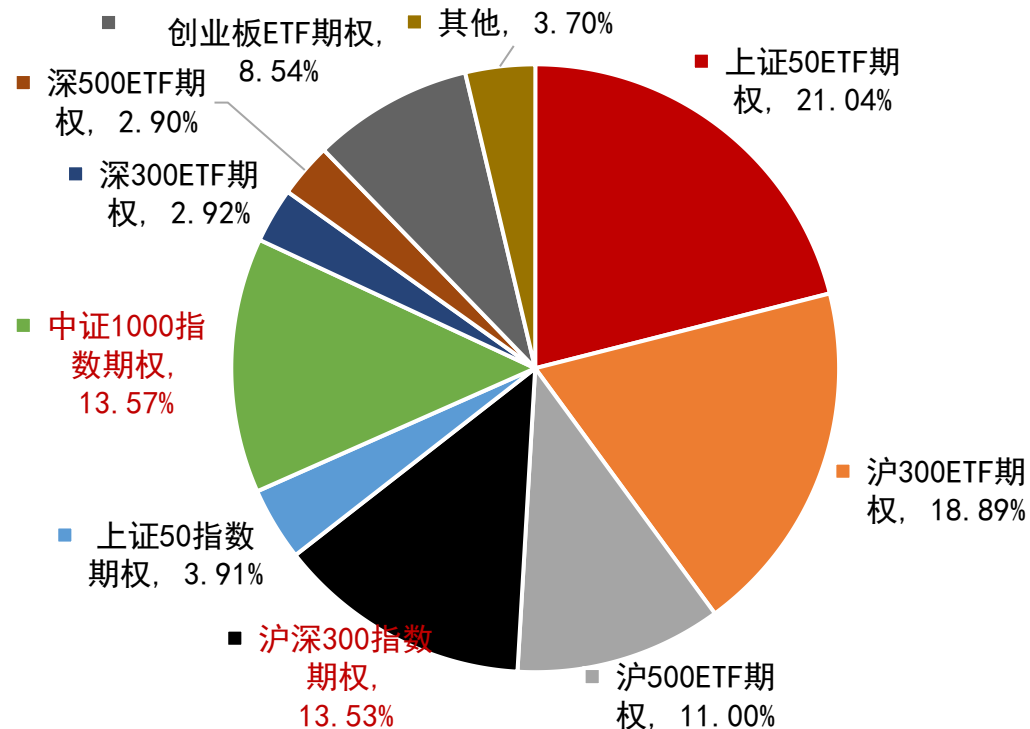
- 截至11.28，全部金融期权总成交量11.98亿张、日均成交量547.0万张，总成交额7680.73亿元，日均成交额35.07亿元，与2022年相比大幅回落24.2%左右；
- 从期权成交额与A股市场走势关系上观察，期权成交额的放大往往对应A股市场波动率的放大。

	上证50ETF期权	沪300ETF期权	沪500ETF期权	沪深300指数期权	上证50指数期权	中证1000指数期权
日均成交量（张）	1921674.94	1243525.92	538280.65	99351.15	44211.58	70240.26
日均持仓量（张）	2274944.30	1569222.47	710028.00	179233.37	74355.89	98028.05
日均成交额（万元）	73800.26	66254.81	38566.93	47461.54	13700.23	47584.42
	深300ETF期权	深500ETF期权	创业板ETF期权	深100ETF期权	华夏科创50ETF期权	易方达科创50ETF期权
日均成交量（张）	197186.65	129204.63	761202.97	93974.66	490101.45	192847.50
日均持仓量（张）	255770.43	179838.12	955667.69	125839.88	930280.86	352665.67
日均成交额（万元）	10244.42	10164.28	29961.97	3941.93	6630.01	2407.45



中证1000指数期权市场规模不断上升

- **上证50ETF期权成交额占比最高**，达到21.04%，华泰柏瑞300ETF期权次之，占比18.89%，中证1000指数期权和沪深300指数期权紧随其后，深市ETF期权及科创50ETF期权成交额份额最少，其占比均不足5%；
- **中证1000指数期权市场份额不断上升**，其高于沪深300指数期权已开始常态化，近一个月份额甚至高于上证50ETF期权和华泰柏瑞300ETF期权，表明投资者对成长性更强的中证1000指数期权兴趣更大。

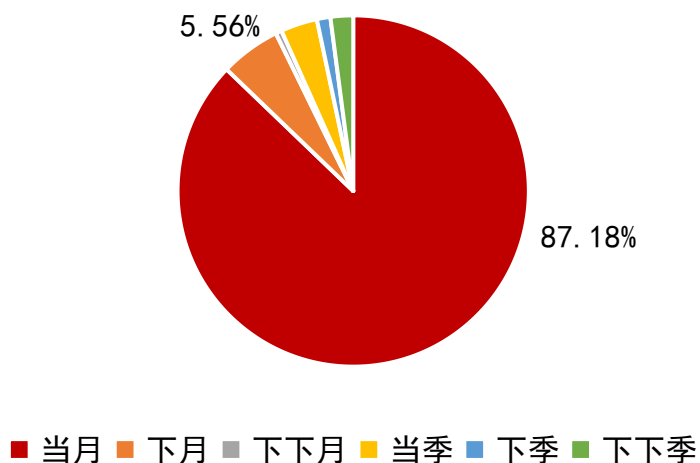




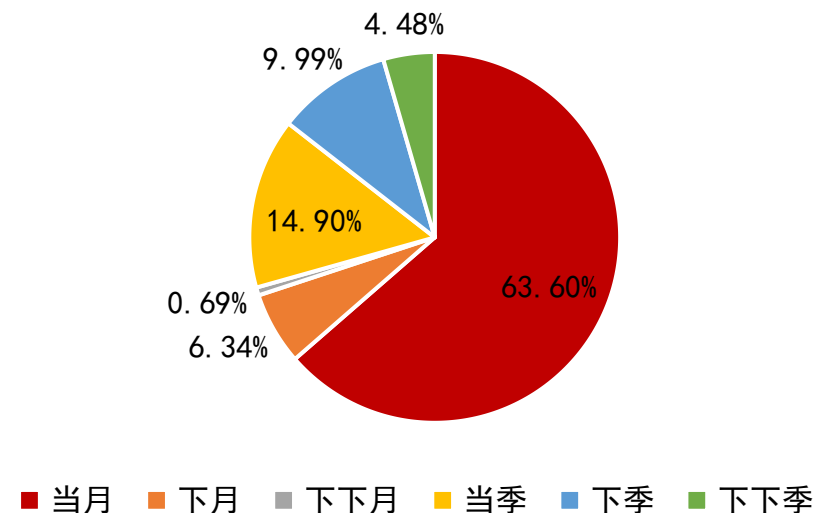
投资者偏向交易近月合约

- 近月成交量占比高达80%以上；
- 持仓量分布则更为均衡，当月持仓占比在64%左右，持仓时间更长的投资者在当月和季月合约均有所分布。
- 因2023年A股市场整体以震荡偏弱行情为主，金融期权各品种成交规模相对往年均有所回落，但标的成长性更强的中证1000指数期权成交额份额有不断攀升之势。对于2024年，在指数中长期风格偏向成长环境下，我们预计中证1000指数期权份额仍有继续提升空间。

各月份成交量占比



各月份持仓量占比





CONTENTS

目录

02

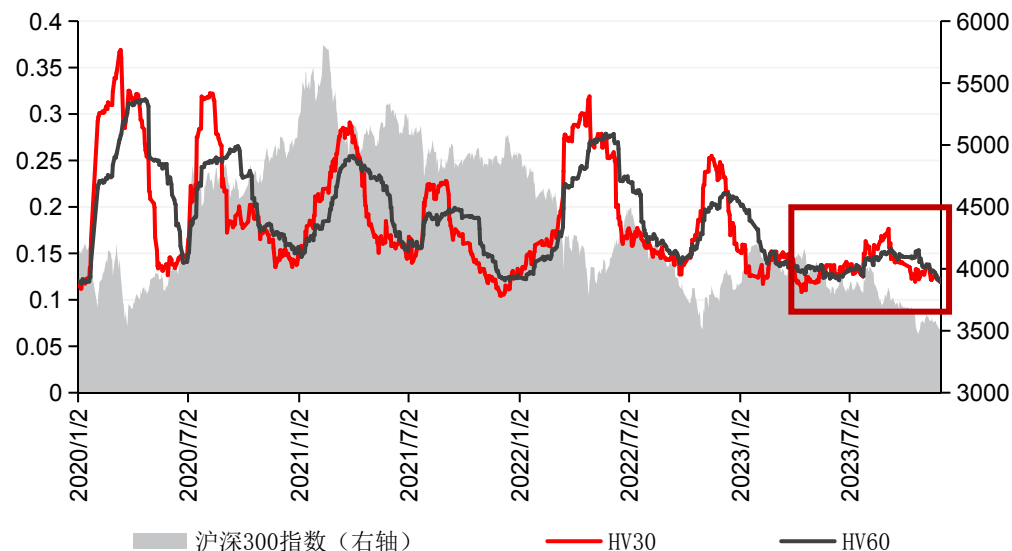
2023年股指期权波动率情况 及展望



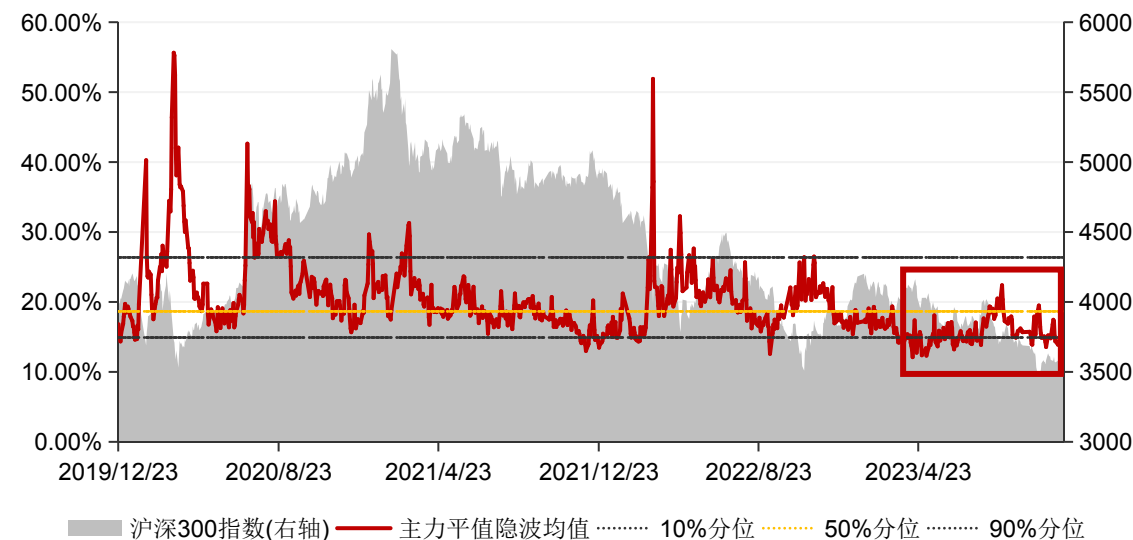
波动率特征之一：隐波全年处于低位震荡之中

- **标的历史波动率持续低位震荡。** 沪深300指数30日历史波动率震荡区间在【10.9%-17.6%】，60日历史波动率在【12.11%-20.24%】；
- 10期权主力平值隐波均值除在8月底短暂触及20%左右的局部高位外，其余绝大多数时间处于18%以下，最低触及12%左右的历史最低水平，**全年隐波均值亦是其上市以来最低的年份。**

沪深300指数历史波动率走势



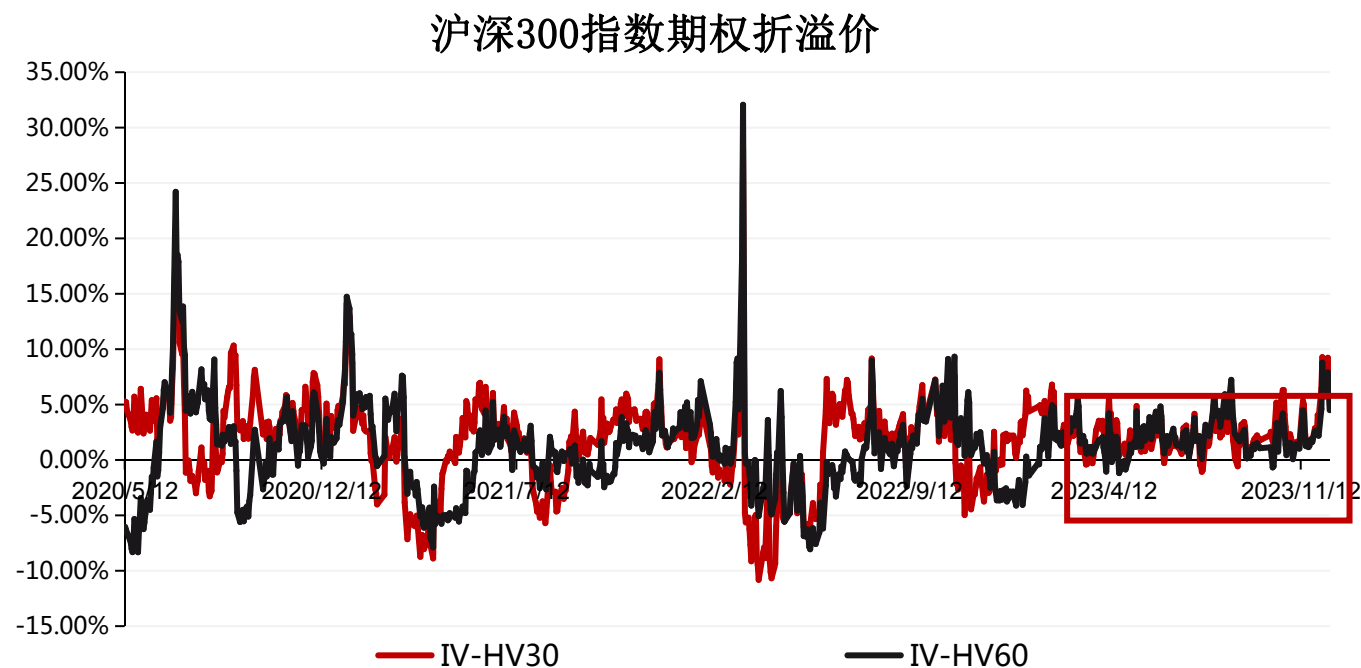
沪深300指数隐含波动率走势





波动率特征之二：期权隐波溢价波动空间收窄

- 与往年相比，2023全年沪深300指数期权**隐含波动率高于标的指数历史波动率的时间明显更为频繁**，其与30日历史波动率之差全年均值在2.3%左右，明显高于往年1%至2%的区间水平，这有利于期权卖方；
- 2023年折溢价空间相对往年有明显收窄**，其波动空间绝大多数在【-1%，5%】之间，往年折价溢价最高均可高达10%以上；
- 11月底12月初期权隐波溢价出现少有了9个百分点左右**，此为2023年初以来的首次（最近一次2022.8月初、10月底）。

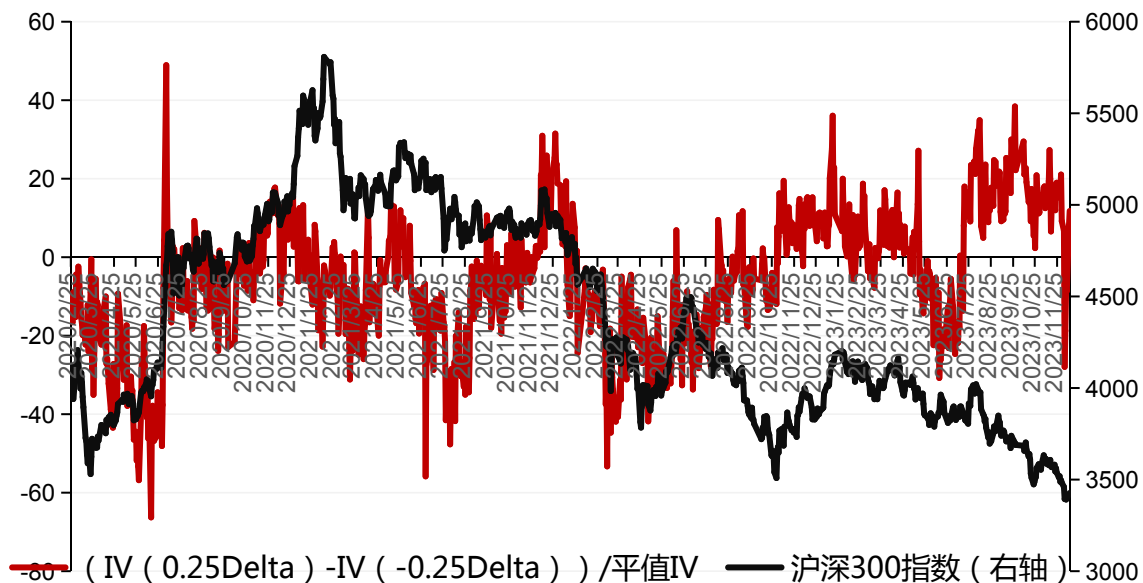




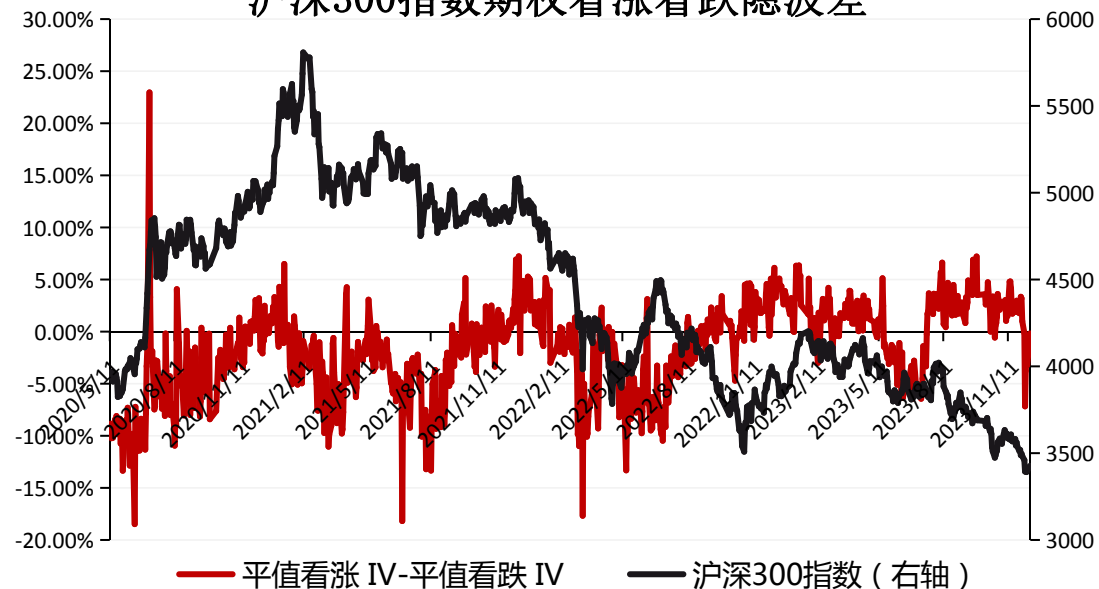
波动率特征之三：看涨看跌隐波差及期权偏度相对往年存在一定上行

- 2023年市场三大指数期权无论看涨看跌隐波差还是偏度相对往年均有明显上行，除去6月和7月的成分股分红高峰外，今年其余时间当月10看涨期权隐波普遍高于看跌期权隐波，全年价差均值在1.2个百分点，环比2022年上涨近3个百分点。
- 11月底至12月初，看涨看跌隐波差及偏度出现反季节性回落，看跌隐波开始低于看涨隐波，且最低达到-5个百分点左右；上一次在非分红高峰期出现该情形还是2022年3月，从该角度市场情绪或已触及局部低点，我们需重点关注指数逐步企稳甚至出现市场底的可能。

沪深300指数期权偏度走势



沪深300指数期权看涨看跌隐波差



— 平值看涨 IV - 平值看跌 IV

— 沪深300指数 (右轴)



对未来市场波动率的想法

- **I0和H0期权隐含波动率短期仍旧具有回落空间，但从2024年全年来看，三大指数期权波动率变动重心回升的概率相对较大；**
- **过去八年中其绝对大小亦仅略高于2017年，处于历史极低水平。**从2023全年来看，三大标的指数市场平均波动率相比往年有明显回落，上证50指数、沪深300指数和中证1000指数平均波动率分别仅有14.12%、13.56%和15.11%，环比2022年均大幅回落7个百分点以上。
- **I0和H0期权隐波普遍高于30日历史波动率5至6个百分点，**溢价程度处于历史较高水平，短期溢价有明显缩窄空间，在目前标的指数上有压力下亦有支撑的震荡格局之下，溢价程度的回归更可能通过期权隐含波动率的下降来实现。
- 季节性规律上，1季度和3季度是一年中波动率易升的季节，二季度和四季度波动率大幅回升概率低。

	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年
上证50指数	14.12%	21.07%	19.47%	22.25%	19.37%	22.19%	11.25%	20.55%
沪深300指数	13.56%	20.60%	18.78%	23.08%	19.97%	21.64%	10.23%	22.68%
中证1000指数	15.11%	25.67%	19.31%	27.89%	25.25%	25.38%	16.59%	33.76%



CONTENTS

目录

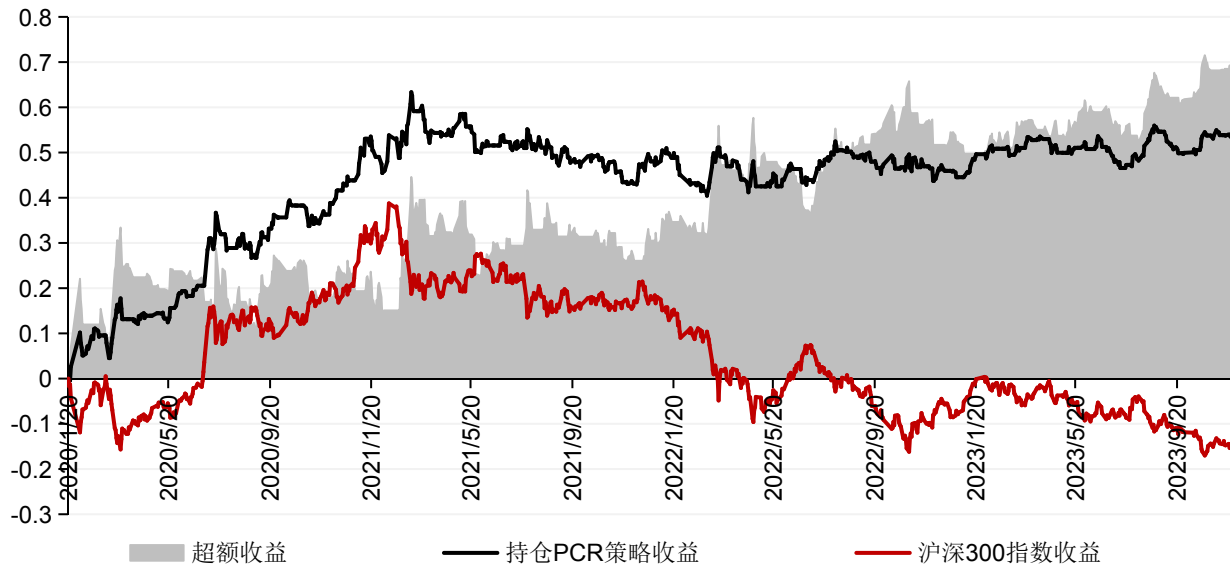
03

期权策略回顾与推荐

基于期权持仓PCR值的择时系统

- 期权持仓PCR值即看跌期权持仓量与看涨期权持仓量的比值，**长期看其与标的指数存在明显正相关性，但其亦有一定的均值回归特性**；从卖方视角看，标的指数上行带动看跌期权卖方持仓比例增加，持仓PCR值进而出现上行，反之类似。
- **做多信号**：持仓PCR值高于N天前数值，昨日持仓PCR值高于2*N天前数值，且持仓PCR值高于过去M个交易日均值；
- **平多信号**：持仓PCR值低于2*N天前数值；做空信号类似。
- 历史回测年化收益率在14.03%，最大回撤在-14.5%，同期沪深300指数收益率-16.66%，最大回撤-40.18%。

持仓PCR策略收益率

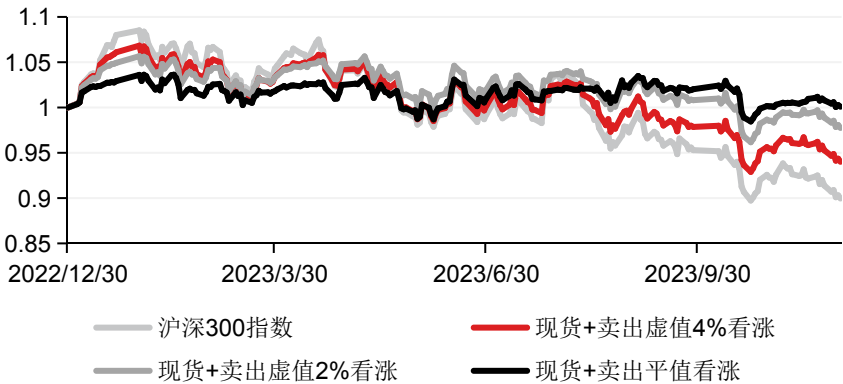


经典策略绩效回顾——备兑

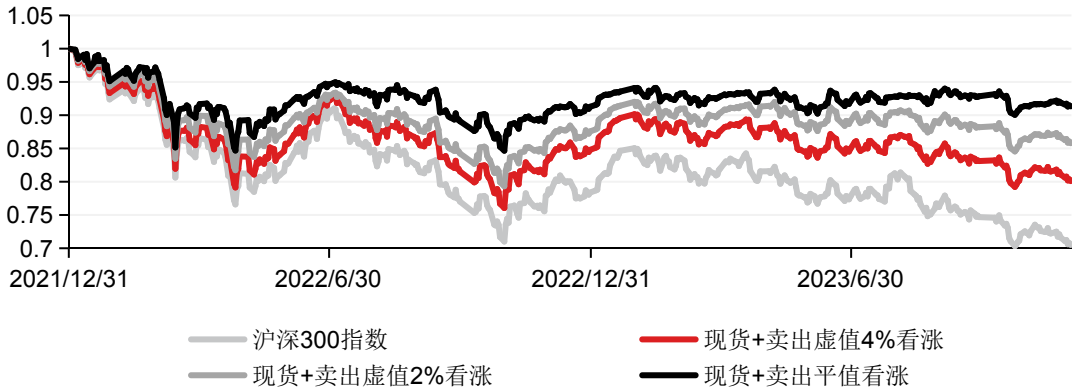
- 策略构建：持有沪深300指数现货，同时卖出不同行权价当月虚值看涨期权，持有到期后自动换月。

策略类型	现货+卖出平值	现货+卖出虚值2%	现货+卖出虚值4%	基准
2022. 01. 01-2023. 12. 1 累计收益	-8. 67%	-14. 21%	-19. 9%	-29. 5%
最大回撤	-15. 31%	-20. 66%	-23. 94%	-29. 68%
2023. 01. 01-2023. 12. 1 累计收益	0. 09%	-2. 25%	-6%	-10. 04%
最大回撤	-6. 12%	-8. 99%	-13. 04%	-17. 3%

2023年以来备兑策略绩效



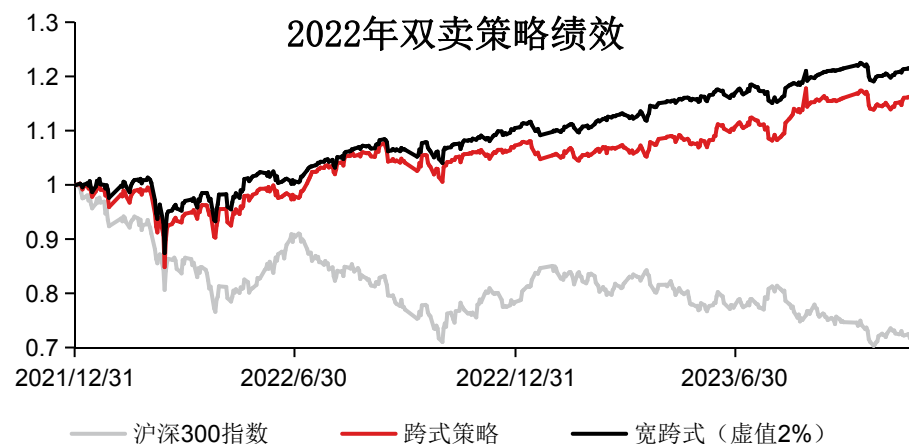
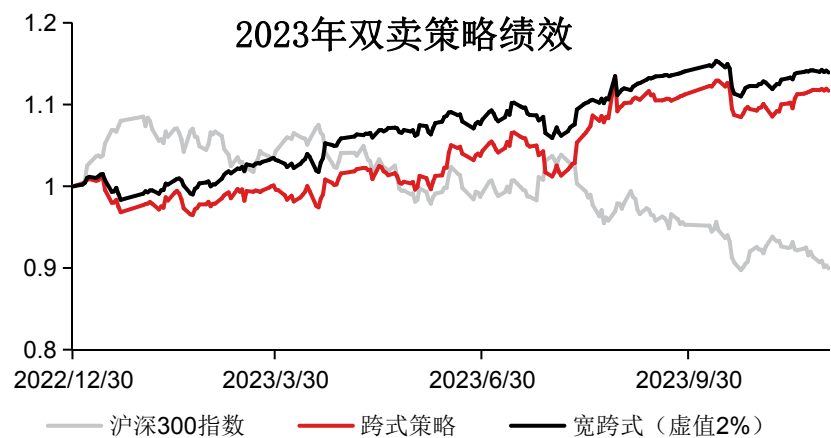
2022年以来备兑策略绩效



经典策略绩效回顾——双卖策略

- 策略构建：同时卖出等量当月虚值看涨和看跌期权，持有到期后自动换月。

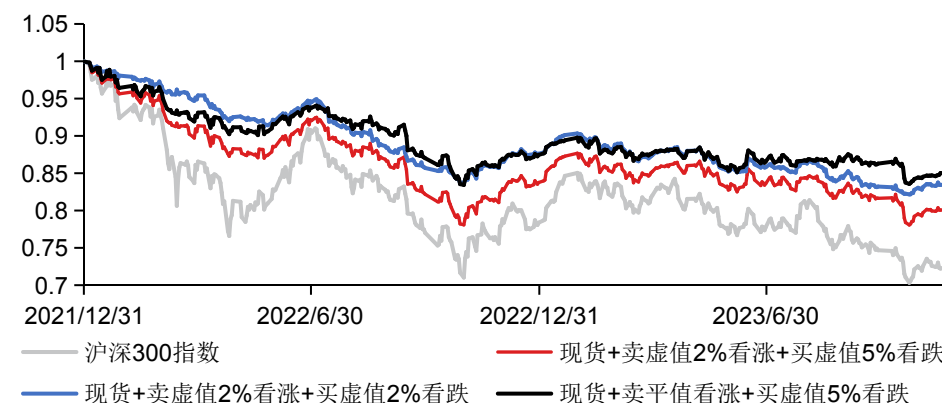
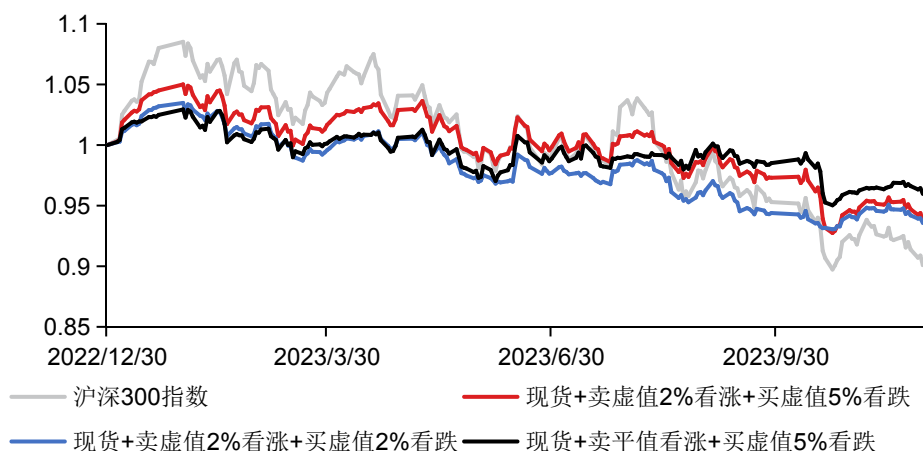
策略类型	跨式	宽跨式（虚值2%）	基准
2022.01.01– 2023.12.1 累计收益	16.4%	21.38%	-29.5%
最大回撤	-15.44%	-11.04%	-29.68%
2023.01.01– 2023.12.1 累计收益	11.69%	13.92%	-10.04%
最大回撤	-5.05%	-3.91%	-17.3%



经典策略绩效回顾——领口

- 策略构建：持有沪深300指数现货，卖出当月虚值看涨，同时买入等量当月虚值看跌期权，持有到期后自动换月。

策略类型	现货+卖虚值2% 看涨+买虚值5% 看跌	现货+卖虚值2%看 涨+买虚值2%看跌	现货+卖平值看涨 +买虚值5%看跌	基准
2022. 01. 01-2023. 12. 1 累计收益	-21. 21%	-17. 44%	-15. 67%	-29. 5%
最大回撤	-21. 89%	-17. 8%	-16. 53%	-29. 68%
2023. 01. 01-2023. 12. 1 累计收益	-6. 34%	-6. 45%	-3. 99%	-10. 04%
最大回撤	-11. 68%	-10. 07%	-7. 68%	-17. 3%





2024年策略展望

- **A股市场估值整体处于历史较低水平**，海外美联储加息大概率已经结束，十年期美债收益率顶部或已显现，国内经济整体处于弱复苏进程之中，**技术上上证指数亦触及长期上升趋势线下沿附近**，**预计明年的A股市场值得期待**，但在目前增量资金仍旧略显不足的大环境下，**指数出现快速回升的难度亦相对较大**。
- 波动率上，10和H0期权隐含波动率短期仍旧具有回落空间，但**从2024年全年来看，三大指数期权波动率变动重心回升的概率相对较大**。
- **备兑及领口类策略有望继续跑赢标的指数**，持股投资者可关注其指数增强机会。
- 波动率交易者，一方面在当前隐波溢价仍略显偏高的情形下，未来一个月仍可关注逢高做空波动率机会；另一方面，明年一季度和三季度隐波若有季节性升高，亦或是逢高做空波动率的布局期。
- 方向性交易者，**在当前估值整体偏低，且看涨看跌隐波差处于历史低位**，**预计指数下行空间整体不大的大环境下**，**建议以逢低卖出虚值看跌期权以做战略性多头配置**。

本直播内容为分析师个人观点，仅供参考，不作为投资依据

感谢观看

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