

期权半年报

2022年7月1日

中银期货研究部

严彬

投资咨询号：Z0015241

从业资格号：F3071551

联系方式：021-60816213

偏度多歧路，波动有起伏

摘要：

金融期权方面，隐含波动率出现了三次快速上升，分别是2022年1月末、3月中旬和4月下旬。1月权益市场弱势，恰逢春节假期，避险情绪引导交易者主动买入看跌期权。3月中旬波动率上升对应标的局部低点，其驱动因素也在避险需求。4月下旬受到期权到期日存在差异的影响，金融期权波动率上升幅度存在差异。偏度指标在总体上与金融期权标的价格呈现正相关，但局部会出现一定程度的背离。若偏度指标与行情发生一定的背离，往往预示交易者方向观点发生转变。

商品期权方面，铜期权隐含波动率在大部分时间与铜期货价格呈现一定的反向关系，但在局部会出现比较明显的正相关；黄金期权波动率长期来看相对其他品种较低，但易出现突发的高波动；原油期权波动率与价格相关性中途变化较大。总体来看，商品期权波动率与实际波动率关系更加紧密，与标的价格之间的相关性则易出现变化。偏度指标方面，商品期权偏度指标与标的价格之间关系相对复杂，铜期权一度出现过相对明显的背离。

偏度指标自身的变化往往与交易相关。在低波动的震荡环境下，套利交易会驱动偏度指标向0靠拢。偏度指标而在趋势行情中，市场对虚值期权的需求增多导致偏度指标偏离幅度加大。总体来看，偏度指标对趋势交易有一定的指导作用，特别是在市场情绪与标的价格背离阶段。

后期策略建议维持波动率多头配置，配置顺序为原油>铜>黄金>金融。此外中证1000股指期权很可能在下半年上市，在增加对冲工具、丰富场外衍生品之外，该期权也为交易者提供了新的波动率交易工具。后续在配置波动率多头，建议优先买入中证1000相关期权。

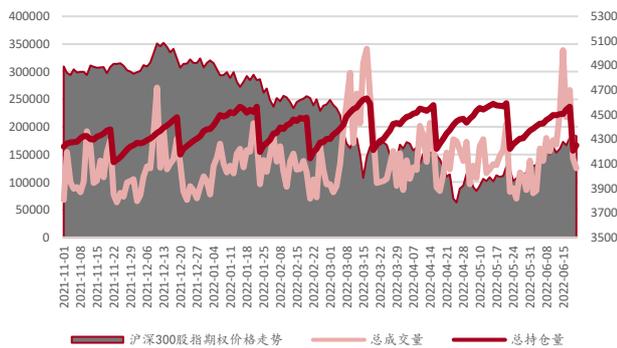
风险提示：外围经济稳定，波动持续下行

1. 2022 上半年金融期权市场表现

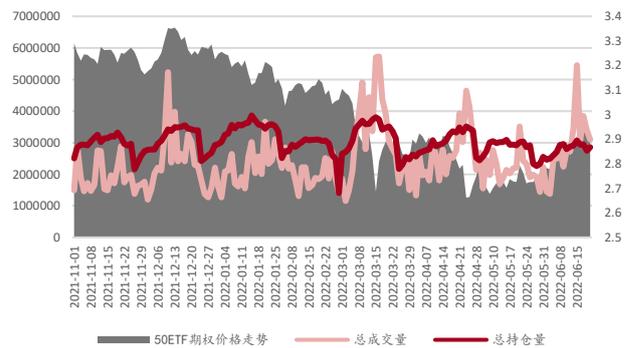
1.1 金融期权成交持仓情况

从 2022 年上半年情况来看，期权持仓量整体波动相对稳定。金融期权持仓一般集中在近月合约上。当近月期权到期后，期权持仓量一般会出现大幅的回落，持仓量曲线会展现出明显的波浪形态。

图表 1：沪深 300 股指期权成交持仓量

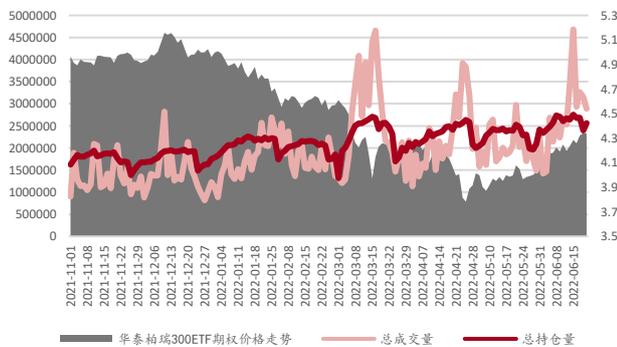


图表 2：50ETF 期权成交持仓量

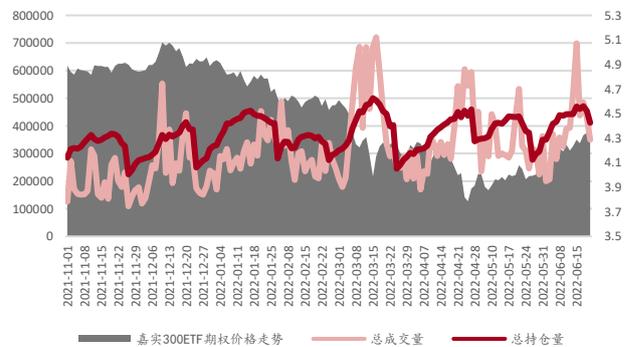


资料来源：WIND，中银期货

图表 3：华泰柏瑞 300ETF 期权成交持仓量



图表 4：嘉实 300ETF 期权成交持仓量



资料来源：WIND，中银期货

相比于持仓量，成交量更能反映交易者的情绪。这主要与期权的两大特性相关，即时间价值衰减和杠杆特性。在市场波动相对平稳的情况下，卖方交易因为能稳定收取时间价值，因此成为占优策略。而卖出策略收益上限为期权费，因此该策略先天容量有限。在卖出策略占优的阶段，成交量就会相对低迷。若市场波动上升，买入期权策略具有近似“收入有限，收益无限”的特征，此时主动买入期权会成为相对主流的交易。从成交量的变化，可以窥探市场波动情况以及交易者的情绪。

以沪深 300 股指期权为例，2022 年上半年成交量出现两次相对高峰，一次是在 3 月中旬，此时沪深 300 指数处于下跌加速的过程，主动买入看跌期权能够有效对冲权益市场大幅下跌的风险，因此成交量出现明显的抬升。另一次则是在 2022 年 6 月，权益市场反弹，恰逢 6 月合约即将到期，主动买入近月看涨期权的交易增加，带动成交量迅速抬升。ETF 期权成交量波动亦维持类似节奏。与沪深 300 股指期权不同的是，4 月下旬权益市场回调，ETF 期权成交量也出现明显上升。这是

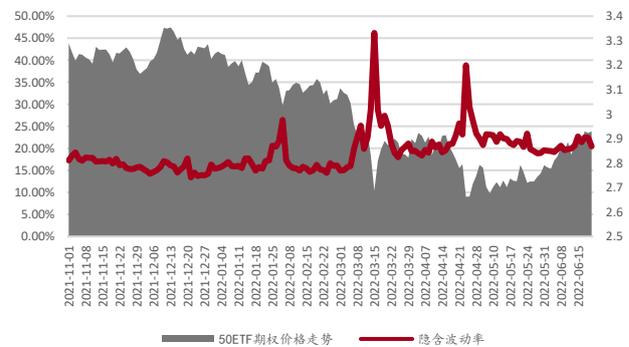
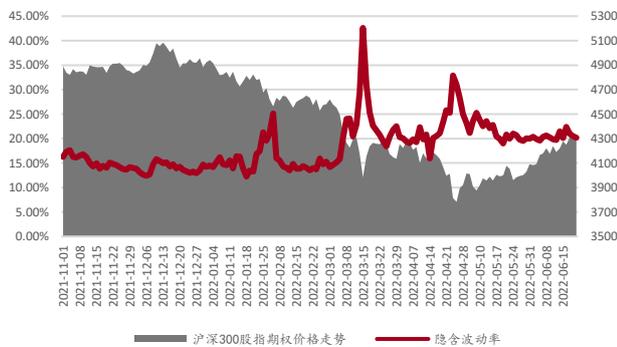
因为此时沪深 300 股指期权 4 月合约已到期，而 ETF 期权 4 月合约还在交易。ETF 期权 4 月合约到期时间相对较短，自身对于市场波动也更加敏感，因此也更受交易者的欢迎。

1.2 波动率指标情况

隐含波动率是通过期权定价模型，利用期权市场价格反推出的波动率。金融期权的隐含波动率反映交易者对权益市场未来波动的预期，也可以视为期权的抽象价格。这是因为期权本身价格受到多重因素影响，因此不同时间的期权价格无法直接比较。隐含波动率剥离标的价格、到期时间等因素对于期权价格的影响，推导出更“纯粹”的期权价格。因此隐含波动率也可以用来比较不同时间的期权价格。

图表 5：沪深 300 股指期权隐含波动率走势

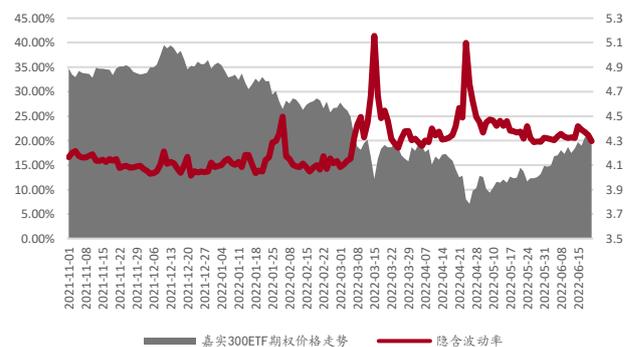
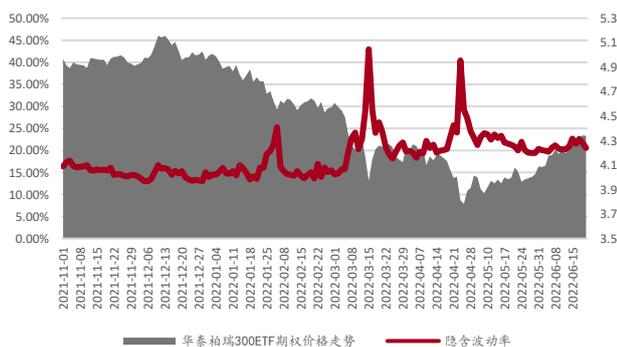
图表 6：50ETF 期权隐含波动率走势



资料来源：WIND，中银期货

图表 7：华泰柏瑞 300ETF 期权隐含波动率走势

图表 8：嘉实 300ETF 期权隐含波动率走势



资料来源：WIND，中银期货

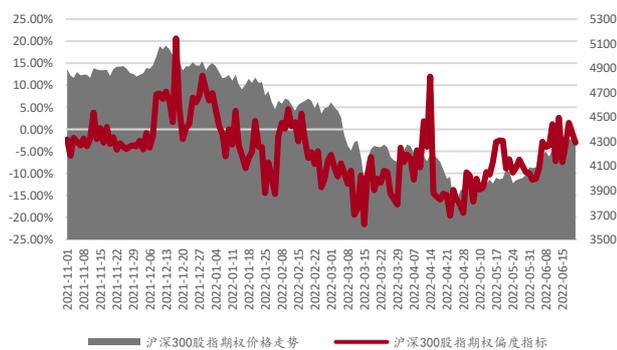
图表 5-8 为金融期权的隐含波动率与其标的走势对比。在 2022 年上半年，隐含波动率出现了三次快速上升，分别是 2022 年 1 月末、3 月中旬和 4 月下旬。1 月权益市场弱势，恰逢春节假期，避险情绪引导交易者主动买入看跌期权。3 月中旬波动率上升对应标的局部低点，其驱动因素也在避险需求。与 1 月份波动率上行略有不同，1 月份的驱动因素更多是利用期权预防未知的风险事件，3 月中旬的波动率上升更多是对冲实际波动的快速上升，是应对即时的风险，因此 3 月中旬波动率上升幅度和速度要快于 1 月中下旬。第三次波动率上升是在 4 月下旬，这次沪深 300 股指期权波动率上升程度要弱于 ETF 期权。其主要原因是近月期权的到期时间存在差异，这一阶段隐含波动率最高的时间是 4 月 25 日，此时沪深 300 股指期权 4 月合约已到期，ETF 期权 4 月合约还在交易。由于到期时间短的期权对于波动更加敏感，因此交易者首选交易 50ETF 和

300ETF 期权，这就导致 ETF 隐含波动率上升的幅度明显高于沪深 300 股指期权。

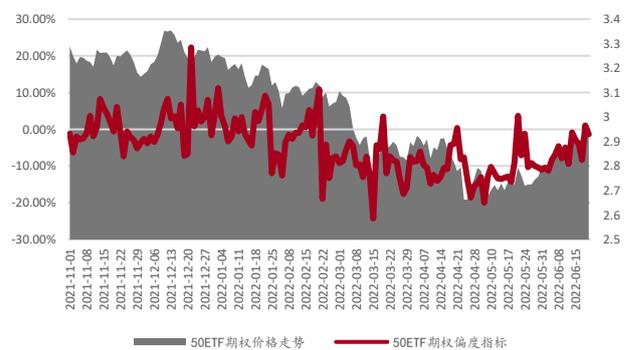
1.3 偏度指标情况

如果说隐含波动率用来衡量期权整体价格水平，那么通过偏度指标，就可以观察虚值看涨期权的相对价格。偏度指标为正，虚值看涨期权价格就高于虚值看跌期权，反之虚值看跌期权的价格就高于虚值看涨期权。偏度指标绝对值越大，说明虚值期权之间价格就越不均衡。从定义上来说，偏度指标可以用来判断市场交易者的情绪。

图表 9：沪深 300 股指期权偏度走势

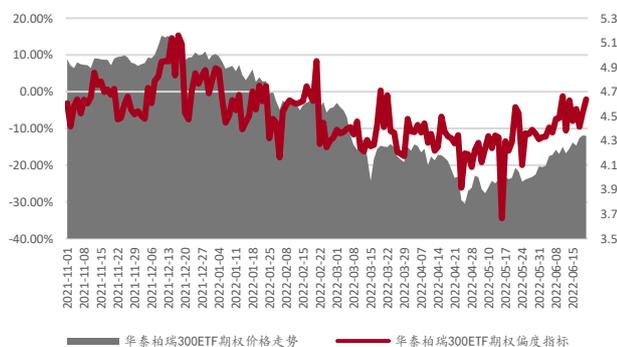


图表 10：50ETF 期权偏度走势

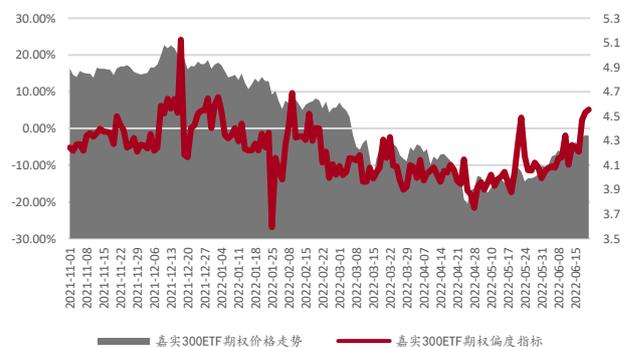


资料来源：WIND，中银期货

图表 11：华泰柏瑞 300ETF 期权偏度走势



图表 12：嘉实 300ETF 期权偏度走势



资料来源：WIND，中银期货

从图表 9-12 中可以发现，2022 年上半年偏度指标整体与标的价格走势呈现出明显的正相关走势。这是与期权的特性相关。一方面，期权具有时间价值衰减特性，虚值期权体现尤为明显。在标的价格维持窄幅区间运行的过程中，虚值期权价值在到期时大概率归零，因此在震荡行情中，偏度指标大概率维持窄幅区间运行。这是因为如果虚值看涨/看跌期权波动率水平偏高，套利交易者就会介入，主动买入低估期权，并卖出高估期权。这种交易行为一方面会压低高估期权的波动率，另一方面也会抬高低估期权的波动率，最后使偏度指标出现回归。这一点在 2021 年 11 月-12 月间体现比较明显。

另一方面，虚值期权也具有较强的杠杆性。在趋势行情中，特别是标的价格运行加速的阶段，虚值期权变成实值期权的概率会大大提高，借助于虚值期权的方向性交易会成为主流。因此偏度指标会出现较大程度的偏斜。

以沪深300股指期权为例，2021年11、12月期间沪深300指数维持窄幅震荡，偏度指标维持小幅负偏。说明此时虚值期权的偏度交易相对占优，方向性交易数量偏少，导致指标呈现震荡。

在2022年1月至4月，权益市场整体下行，偏度指标也从左右平衡逐渐向负偏转化。主要原因是在权益市场持续下行期间，买入看跌期权能够有效对冲标的继续下跌风险。看跌期权一方面可以截断尾部风险，另一方面对于资金的要求也比较低，因此在权益市场持续下行阶段，衍生品交易者对虚值看跌期权的需求也在逐步上升，其表现就是偏度指标向深度负偏转化。沪深300股指期权负偏指标一度超过-20%。2022年5月后，权益市场反弹，偏度指标也从负偏逐渐修复。该现象反映交易者在逐步调低看跌期权的相对估值，调高看涨期权的相对估值。

2022年上半年偏度指标在总体上与金融期权标的价格呈现正相关，但在局部情况出现背离。以沪深300股指期权为例，偏度指标在3月中旬首先探底，4月末偏度指标第二次回落，但负偏程度低于上次，也就是说偏度指标与市场出现了一定程度的背离。这一点在50ETF期权上体现也比较明显。该现象说明在4月末，衍生品交易者对于未来的预期已经出现了转向，因此主动买入虚值看跌期权的交易在逐步减少。

1.4 合成期货基差情况

合成期货是这样的组合，交易者买入看涨/看跌期权，并同时卖出同一行权价的看跌/看涨期权。如果买入看涨并卖出看跌期权，组合将具有买入期货的性质，因此该组合被称为买入合成期货。反之就是卖出合成期货。

图表 13: 沪深300 股指期权近月合成期货基差



图表 14: 50ETF 期权近月合成期货基差



资料来源: WIND, 中银期货

图表 15: 华泰柏瑞 300ETF 期权近月合成期货基差



图表 16: 嘉实 300ETF 期权近月合成期货基差



资料来源: WIND, 中银期货

合成期货在金融期权中应用相对广泛，主要用途是进行 Delta 对冲。商品期权中相对较少，因为

金融期权标的的交易成本相对较高，尤其是做空交易。而商品期货本身是保证金交易，做空成本相比较低，在对冲商品期权组合的 Delta 时，直接采用标的期货成本更低。

合成期货基差与金融期货基差类似，是采用合成期货-标的价格得出。对于金融期权来说，合成期货基差可以看作用期权对冲权益组合的成本。若交易者风险对冲需求上升，那么主动买入看跌期权的交易增多，必然导致看跌期权价格上升，因此合成期货会出现下降。表现在合成期货基差升水减少，或者贴水加深。若市场风险偏好修复，对于看跌期权的需求减少，那么合成期货基差会表现为贴水降低或升水抬高。

2022 年以来合成期货基差变动可划分为三个极端，第一个阶段是 2022 年 1 月至 2022 年 3 月初，期间权益市场小幅回落合成期货基差整体维持小幅升水。这一阶段合成期货基差升水逐渐降低，反映随着权益市场走弱，交易者风险对冲需求有所上升。

第二阶段是 2022 年 3 月初至 2022 年 4 月中旬，这一阶段权一级市场下行加速，合成期货基差转为深度贴水，反映交易者风险对冲需求出现明显上升，主动买入看跌期权交易增多。

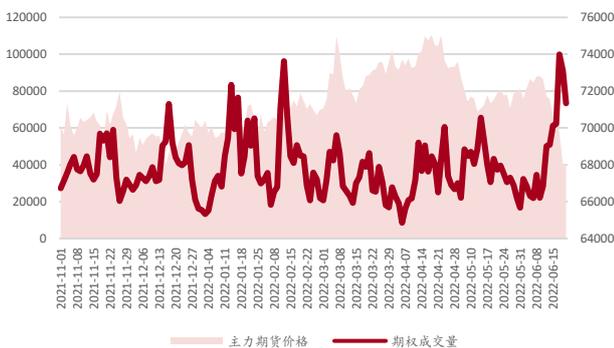
第三阶段则是在 2022 年 4 月中下旬至 2022 年 6 月，此时合成期货基差尽管仍出现负基差，但贴水情况较前期修复。值得注意的是在 4 月末期权标的达到半年来最低点，但合成期货基差与行情出现背离，从另一个角度验证衍生品交易者对于风险的预期出现改观。

2. 2022 上半年商品期权市场表现

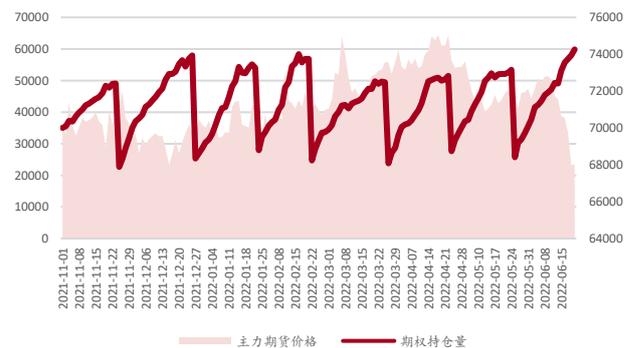
2.1 铜期权市场回顾

一般来说，商品期权特征与金融期权有所差异，一般集中在活跃合约中到期时间最短的。如果某些品种近月期货合约交易相对不频繁，那么其期权持仓量也比较小。从期权持仓的转换速度，可以判断哪些月份交易者相对集中。铜期权明显表现出近月合约持仓量占主导低位的特征，这一点和铜期货相对类似。

图表 17: 铜期权成交量



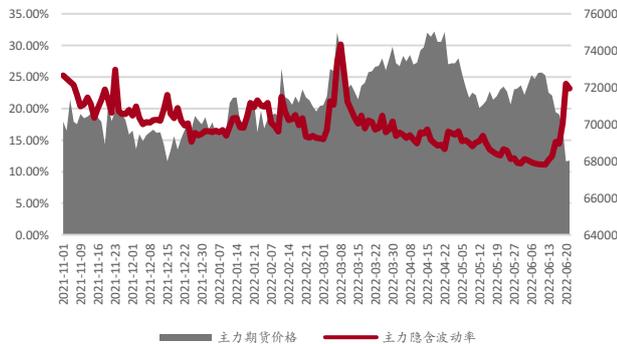
图表 18: 铜期权持仓量



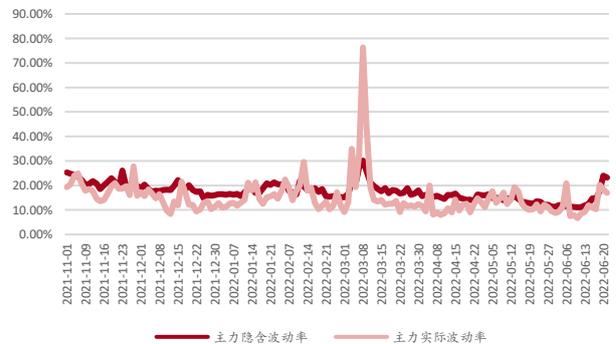
资料来源: WIND, 中银期货

铜期权持仓量波动相对较大，2022 年上半年期权成交量的中位数在 3.5 万手左右，但铜期权成交峰值在 10 万手左右。2022 年上半年铜期权成交超过 8 万手的脉冲式尖峰出现 3 次，分别是 2022 年 1 月中旬、2 月中旬和 6 月下旬。

图表 19：铜期权隐含波动率走势



图表 20：铜期权隐含波动率与实际波动率对比

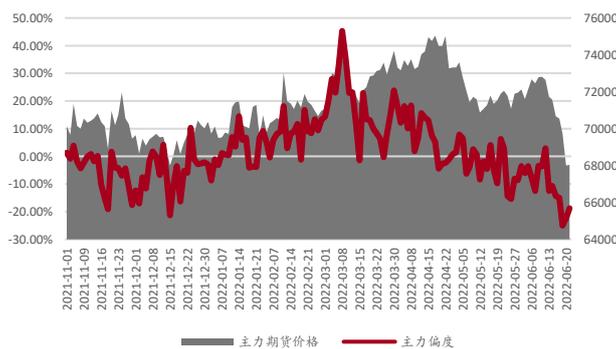


资料来源：WIND，中银期货

铜期权隐含波动率在大部分时间与铜期货价格呈现一定的反向关系，但在局部会出现比较明显的正相关。2022年3月上旬铜期货价格初步达到74000元/吨上方，隐含波动率也从15%上升至30%。而在6月中下旬，铜价与波动率呈现出明显的反向相关。因此铜期权的隐含波动率变化不能单纯从价格与波动率相关性角度来解释。

隐含波动率与实际波动率维持比较紧密的关系。实际波动率是采用期货高频数据计算得出。该指标越高，说明标的日内波动幅度越大，同时卖出波动率对冲的难度也比较大；反之则有利于卖出波动率交易。图表20为铜期权隐含波动率与实际波动的对比，一般情况下隐含波动率相对实际波动率存在一个溢价，但短期实际波动率也容易超过隐含波动率。3月处隐含波动率上升是由实际波动率驱动，同样情况也大胜在6月下旬。因此从实际波动率出发，更容易解释隐含波动率的变动。

图表 21：铜期权偏度走势



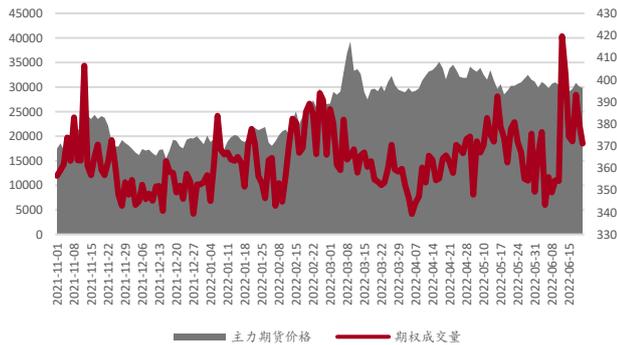
资料来源：WIND，中银期货

铜期权偏度指标计算方法与金融期权类似。铜期权实际波动率可以看出，在2022年3月前铜期权偏度指标基本与铜价呈现正相关关系。3月中旬之后，偏度指标先于铜价下降。4月中旬铜价再次突破74000，但偏度指标已经从前期正偏转为负偏，说明衍生品交易者对于虚值看涨期权的相对估值有所调低。这与3月中上旬铜价首次突破该价位时有明显差距，彼时偏度指标突破40%。这一点与金融期权情况类似，如果偏度指标与行情形成背离，说明衍生品参与者的预期有所扭转，交易者需要注意趋势反转的风险。

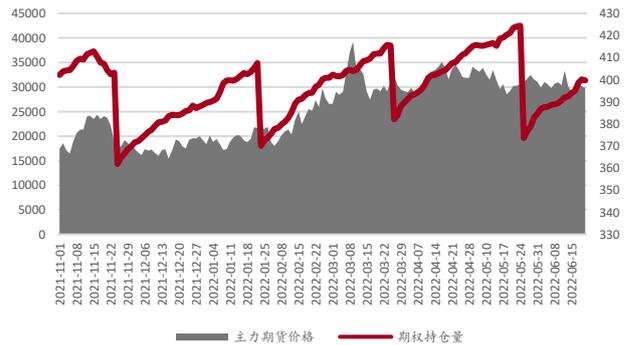
2.2 黄金期权回顾

与铜期权不同，2022 年黄金期权持仓量回落的时间分别是在 1 月、3 月和 5 月的下旬，对应分别是 2 月、4 月和 6 月合约的到期日。也就是说，交易者主要交易黄金偶数月份的期权。黄金期权成交量整体波动较大，2022 年上半年黄金期权成交量中位数在 1.6 万手左右，整体相对偏低。

图表 22：黄金期权成交量



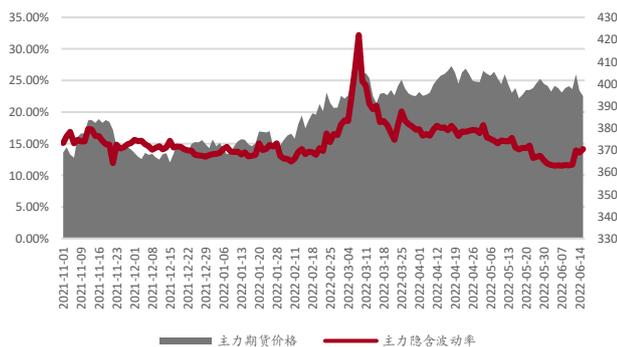
图表 23：黄金期权持仓量



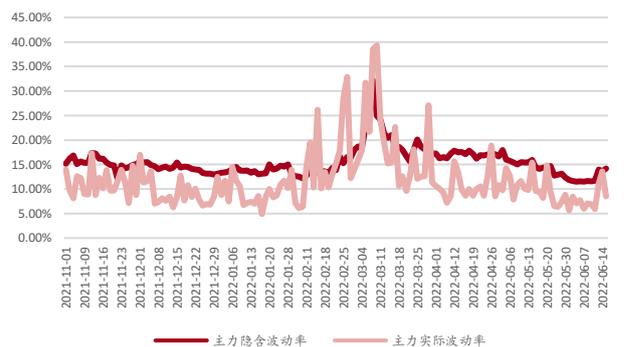
资料来源：WIND，中银期货

相比于期货价格，黄金期权隐含波动率对实际波动率的关系更加紧密。图表 25 是黄金期权隐含波动率与实际波动率的关系更加稳定。绝大部分时间黄金期权隐含波动率保持对实际波动率的升水。2 月份黄金价格呈现快速上升的局面，实际波动率快速上升，短期从 10%-15% 左右上升至 40%。期权隐含波动率也上升至 30% 左右。后期黄金期货价格维持窄幅震荡，实际波动率逐步下调，隐含波动率也进入下降通道之中。

图表 24：黄金期权隐含波动率走势



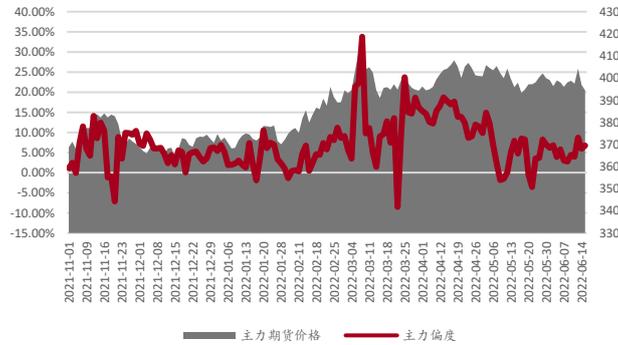
图表 25：黄金期权隐含波动率与实际波动率对比



资料来源：WIND，中银期货

黄金期权偏度指标走势可粗略划分为 2 个阶段。第一阶段是 2022 年初到 3 月中上旬，偏度指标基本与行情呈现出一定的正相关关系。3 月上旬黄金价格上升的最后阶段，偏度指标从 5% 左右迅速上升至 30%，说明主动买入虚值看涨期权的交易在逐步增加。3 月中旬后，黄金价格维持区间运行，偏度指标则向 0 附近靠拢。主要驱动因素是在实际波动降低的过程中，虚值看涨期权过高的定价难以长久维持，波动率结构交易者会主动卖出定价过高的虚值看涨期权，驱动导致偏度指标持续回归。

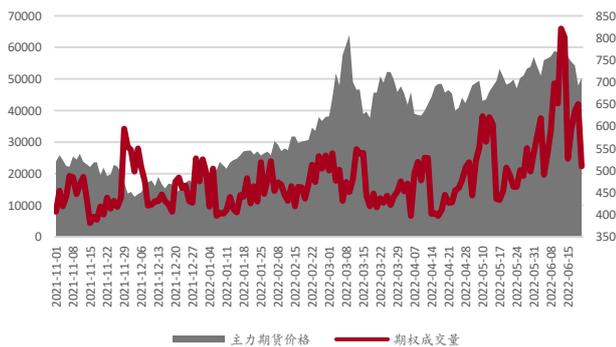
图表 26：黄金期权偏度走势



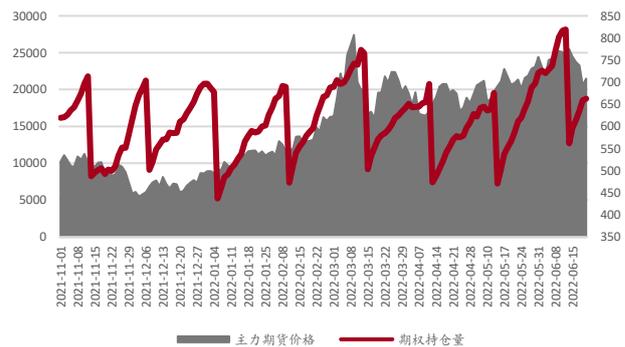
资料来源：WIND，中银期货

2.3 原油期货回顾

图表 27：原油期货成交量



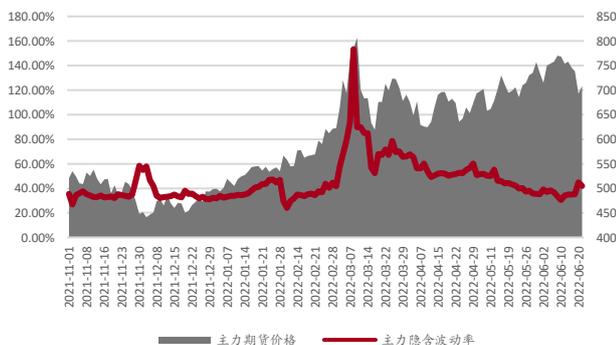
图表 28：原油期货持仓量



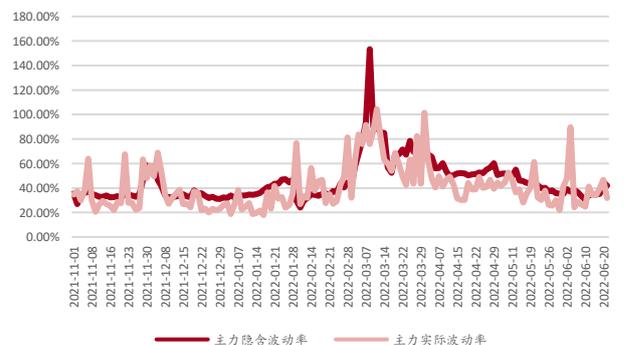
资料来源：WIND，中银期货

原油期货持仓量集中在近月合约，这点与铜期权类似。成交量方面，原油期货在 2022 年一季度维持相对稳定，二季度成交量逐步上升。

图表 29：原油期货隐含波动率走势



图表 30：原油期货隐含波动率与实际波动率对比

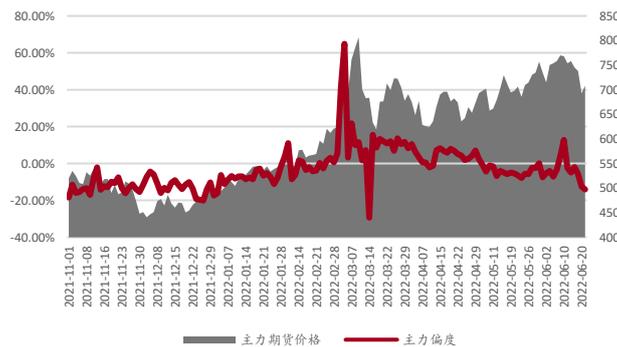


资料来源：WIND，中银期货

原油期货一季度隐含波动率基本与行情呈现出正向相关，二季度则向下回归，与原油期货价格转

为负向相关。图表 30 显示原油期货隐含波动率与实际波动率之间维持相对紧密的关系。需要注意的是，3 月中上旬原油期货呈现加速上升的走势，实际波动率明显扩大，但隐含波动率上升幅度要远大于实际波动率。该现象反映出原油期货出现了过度反应。其主要原因还在于此时期权成交量相对低迷，市场流动性还有待改善。若外界市场出现突发性的冲击，会造成隐含波动率短期出现极端值。

图表 31：原油期货偏度走势



资料来源：WIND，中银期货

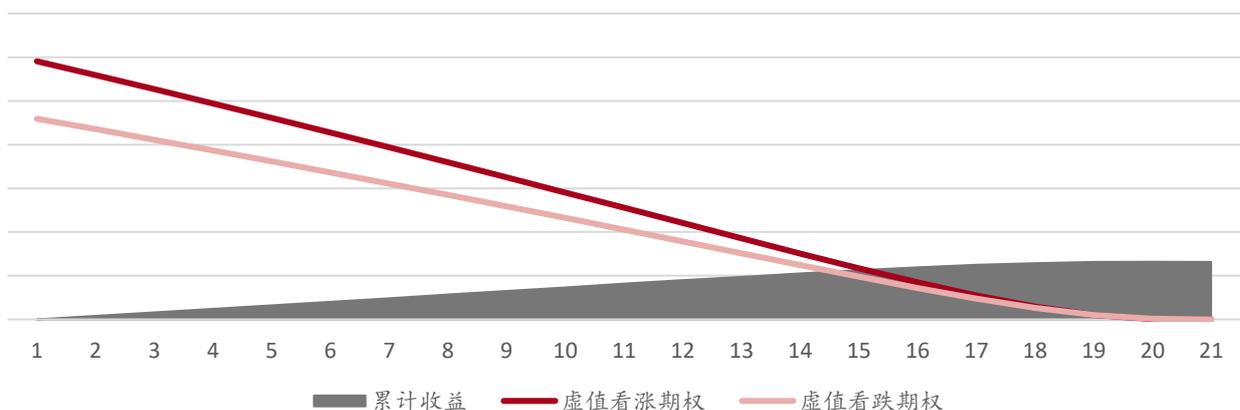
偏度指标也出现了类似波动率的极端值情况。3 月上旬偏度指标先于主力合约价格见顶，达到 60% 左右的极端值。在 3 月中旬的回调中，原油期货偏度指标又转为 -30%。该现象也印证了在低成交量低流动性的环境下，原油期货波动率易出现了极端值的情况。随着未来商品期权成交量逐步提高，商品期权波动率出现极端值的概率会逐步降低。

3. 偏度指标变化的驱动因素

3.1 偏度交易与偏度指标回归

偏度指标的变化，本质上还是与交易行为有关。偏度指标反映的虚值看涨期权与虚值看跌期权相对价格。理论上来说，如果标的价格维持稳定，那么虚值期权价值最终会归为 0。若交易者卖出高估期权，买入低估期权，理论上收益等于两个期权价格的差值。

图表 32：偏度交易收益说明



资料来源：WIND，中银期货

图表 32 为偏度交易收益的简单介绍。由于虚值看涨期权价格相对偏高，此时交易者卖出虚值看涨期权，买入虚值看跌期权。理论上来说该策略收益比较稳定，即使到期虚值看涨期权相对价格维持偏高，即偏度指标不回归，交易者也能获得比较稳定的收益，因为期权费之差会以时间价值的形式转换为盈利。从这个角度来说，理论上偏度指标不会出现过度的偏离，因为套利力量会趋势虚值期权相对价格回到平衡状态。

3.2 偏度指标持续偏离的原理

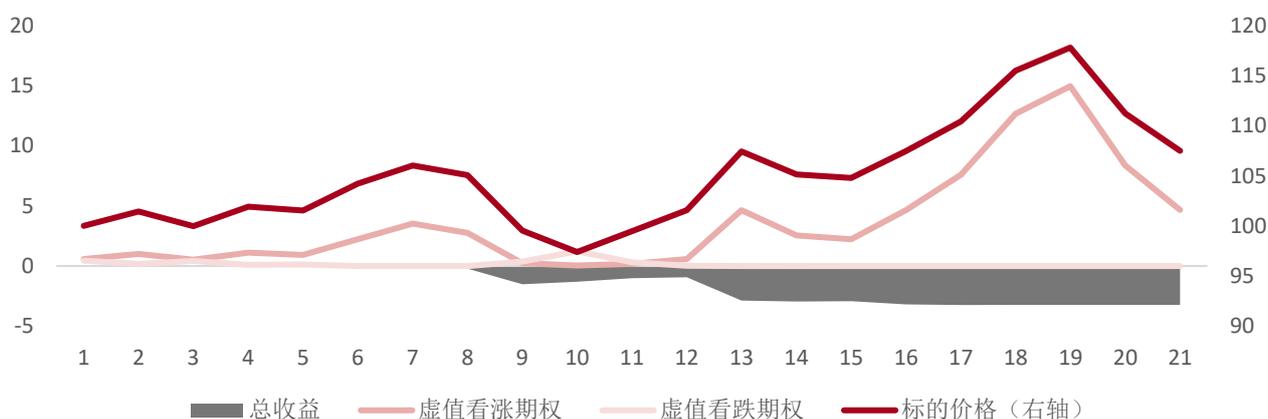
尽管偏度指标先天有回归的需求，但在实际行情中偏度指标可能会长期持续大幅度正偏或负偏。主要原因有以下两点：

第一，持续大幅度偏离，表现为虚值看涨/看跌期权价格持续高估，主要驱动原因在于交易者主动买入看涨/看跌期权，导致这类期权隐含波动率相比于看跌/看涨期权偏高。

虚值期权具有高杠杆的特性，虽然在标的价格处于低波动状态下到期时其价值大概率归零。但在趋势行情中，虚值期权一旦变为实值，其价格就会出现大幅的增长。因此趋势行情持续时间越长，趋势力量越明显，偏度指标也会呈现出持续的大幅度正偏/负偏。

第二，在趋势行情中，偏度回归交易难度增大。假设目前在上涨行情中偏度指标呈现了明显正偏，若交易者认为偏度即将回归，会卖出虚值看涨期权，同时买入虚值看跌期权。在上涨行情进一步持续的情况下，交易者会从前期的 Gamma 中性转为负 Gamma 头寸，这是因为买入的看跌期权虚值程度增加，Gamma 向 0 靠拢；而卖出的看涨期权 Gamma 绝对值在不断上升。这提升对冲交易的难度。

图表 33：模拟上涨趋势中卖出偏度交易



资料来源：WIND，中银期货

图表 33 是在上涨趋势中卖出偏度交易的模拟情况。可以看出随着标的价格的持续上升，卖出偏度交易的亏损逐渐扩大。持续下跌环境下买入偏度交易也是同理。若交易者判断趋势仍将持续，会减少介入偏度套利交易。从另外一个方面来说，如果偏度指标与标的价格走势显示出较强的一致性，则说明交易者形成一致性预期，未来趋势大概率将继续维持。

3.3 偏度指标与标的价格背离所揭示的信息

在实际交易中，偏度指标并不一定与标的价格呈现一致性走势，也会与价格呈现一定程度的背离。比较明显的是沪深 300 股指期权和铜期权 4 月中下旬的表现。当标的价格出现新高/新低，但偏

度指标明显弱于前期时，尤其是偏度指标向 0 回归，说明主动买入虚值期权进行趋势跟随的交易在逐步减少；与此同时主动布局用于风险对冲的期权头寸。以上交易行为都容易导致偏度指标与标的价格出现背离。

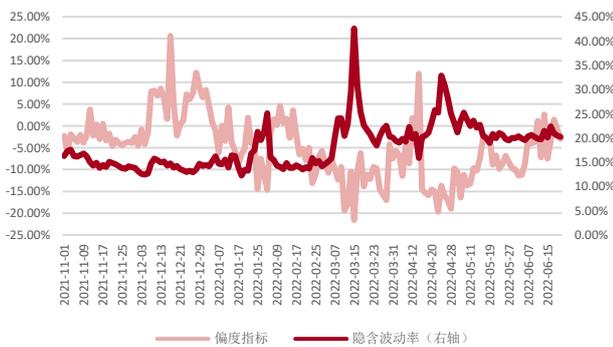
期权偏度指标与标的价格形成背离，背后最主要的原因在于交易者预期发生变化，借助虚值期权进行布局和风险对冲。之所以交易虚值期权，是因为交易过程中投入资金相对较少，同时虚值期权杠杆率高，有利于中长期的布局交易。偏度指标发生明显背离，说明交易者一致性预期已经形成，一般情况下需要联系基本面及其他方面的因素，来判断目前趋势是否出现改变。

4. 偏度指标与波动率的联动

隐含波动率反映交易者对于未来波动的预期，可以看做期权的抽象价格，反映期权的供需情况。而偏度指标是虚值期权的相对比价，在一定程度上反映交易者对于趋势的观点。

图表 34：沪深 300 股指期权隐含波动率与偏度指标

图表 35：铜期权隐含波动率与偏度指标



资料来源：WIND，中银期货

图表 36：黄金期权隐含波动率与偏度指标

图表 37：原油期货隐含波动率与偏度指标



资料来源：WIND，中银期货

图表 34-37 为主要金融期权和商品期权的波动率与偏度对比。从中可以发现，一般情况下如果波动率快速上升，偏度指标也容易向明显的正偏或负偏转化。当波动率出现峰值后，偏度指标往往也会向 0 附近转化。从具体走势来看，黄金和原油期权波动率与偏度呈现明显的走势一致性，沪深 300 股指期权的隐含波动率与偏度指标之间呈现出一定的反向相关性。铜期权在二季度早期偏度指标与隐含波动率表现出一定的一致性，但是在 6 月中下旬偏度指标与波动率出现一定的分歧。

之所以偏度指标会与隐含波动率出现比较强的相关性，主要原因还是与期权的杠杆性相关。从前文中我们可以发现，尤其是商品期权隐含波动率与实际波动率之间关系相对密切。在实际波动扩大的阶段，交易者对于期权的需求是上升的。对于波动率交易者来说，可以通过买入平值期权的方式做多波动率。买入虚值期权可投入少量资金即可对冲尾部风险。因此隐含波动率整体水平会上升，波动率曲面会出现相应的偏移，偏度指标也会出现大幅度的偏离。

反之，当交易者预期趋势缺乏进一步驱动因素时，隐含波动率与偏度指标均会出现回落。由于前期隐含波动率已经上升到较高水位，主动买入期权的性价比变低。因此在市场一致性预期发生变化时，卖出期权成为相对占优的策略。因此前期高估的虚值期权有相对价格回归的需求，隐含波动率与偏度指标也会出现较大程度的回归。

5. 后市交易策略展望

5.1 波动起伏加剧，偏度出现分歧

总体来看，2022年1季度期权市场波动率出现较大的起伏，金融期权波动率多次到达30%以上的水位，黄金和铜期权波动率也到达过35%以上的高位，原油期权的波动率最高更是突破100%，是原油期权上市以来的最高值。2季度波动率水平逐渐回归，沪深300股指期权波动率中枢回到20%左右，黄金波动率回到15%，原油的波动率回到40%，均回归到历史一般的水平。

2022年上半年偏度指标风格出现较大的分歧，原油期权与黄金期权呈现出与行情正相关，沪深300股指期权整体是负相关，而铜期权相关性则并非固定。这种差异性是由品种的波动特性所决定的。上半年黄金与原油在价格上涨阶段出现波动扩大，沪深300指数则是在价格下跌阶段伴随波动扩大。铜波动率表现相对复杂，在上涨与下跌阶段均伴随波动扩大的情况。

后续交易中，建议交易者结合偏度与波动率共同进行相应判断，特别需要注意偏度与标的价格相关性。若偏度指标与标的价格形成背离，则说明衍生品交易者预期发生改变，因此需要从其他方面来验证趋势驱动因素是否已发生改变。

5.2 维持买入波动率策略

在2021年年报《宏观事件频发，期权作用凸显》中我们建议整体期权维持买入波动率为主，整体建议维持波动率多头配置，顺序为原油>铜>黄金>金融。在下半年建议继续维持该配置顺序，主要原因如下：

1. 下半年波动加大，建议维持做多波动率。目前海外环境通胀持续创下新高，在美联储持续加息的背景下，市场会加大对于经济衰退的计价。在全球经济增速乏力的背景下，商品易受如供给冲击、地缘政治等多重因素，商品自身波动或会进一步加剧。经济周期下行，叠加资金流动性趋近，权益资产波动率仍有继续扩大的可能。因此在下半年建议维持波动率多头策略。

2. 商品波动整体高于金融。目前金融期权交易标的主要以指数或指数衍生ETF，而指数的波动率先天低于个股，原因在于指数由个股加权平均后得出，其波动率先天就低于个股的波动。而商品自身波动又会受到供给、宏观、交易博弈等多重因素影响，其波动性一般要高于金融指数。在上半年波动率情况对比中，原油的波动性明显高于其他标的，因此波动率多头配置建议增加买入原油波动率的头寸。虽然金融标的2022年上半年波动性要高于往年，但整体要弱于商品，因此金融期权波动率多头配置顺序处于最后。

5.3 金融期权再添新丁

2022年6月22日中金所发布《关于中证1000股指期货与股指期权合约及相关规则向社会征求意见的通知》（以下简称《通知》），向社会征求相关意见。若中证1000股指期权能够顺利推出，意味着国内金融期权品类将进一步拓展，市场参与者可选择的风险管理工具品类将得到进一步拓展。

拟上市的中证1000股指期权大部分条款与沪深300股指期权相同，表明国内金融期权设计存在一定的持续性。从期权标的自身特性来看，中证1000累计收益率波动最大，局部走势也与沪深300指数及50ETF存在一定差异。从波动率锥上来看，沪深300整体波动性要低于中证1000指数。虽然沪深300指数短期波动率所处的相对位置要高于中证1000指数，但中证1000指数中长期波动率，无论是相对水平、还是绝对水位都要明显高于沪深300指数。由于短期波动率目前低于中长期波动率，料后期无论是中证1000还是沪深300，股指整体波动都有望继续处于偏低水平，但中证1000整体的波动仍将略高于沪深300。中证1000股指期权一旦上市，其隐含波动率水平也将大概率高于沪深300股指期权。

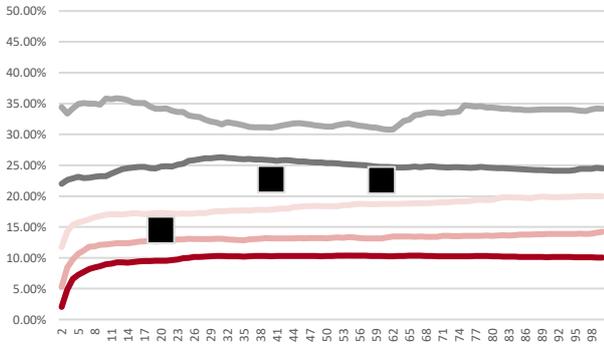
图表 38：期权标的 2015 年以来累计收益率对比



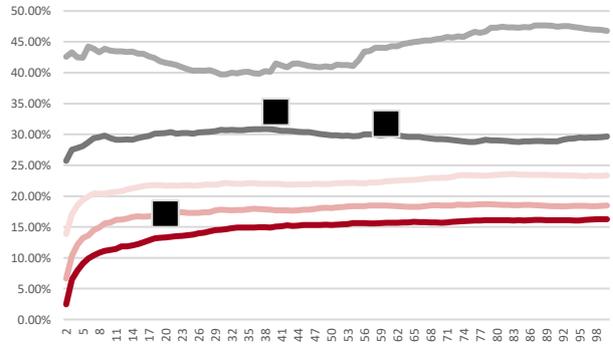
资料来源：WIND，中银期货

若中证1000股指期权后期顺利推出，金融期权门类会进一步扩大。一方面市场可选择的对冲工具品类增多，另一方面权益市场场外衍生品种类和规模都会得到进一步的扩充。此外，在波动率交易方面，由于中证1000相比沪深300指数波动率偏高，权益波动率多头建议优先配置中证1000股指期权。

图表 39: 沪深 300 波动率锥



图表 40: 中证 1000 波动率锥



资料来源: Wind, 中银期货

风险提示: 外围经济稳定, 波动持续下行

免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归我司所有，未获得我司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得我司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“中银期货”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

我司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中银期货，或任何其附属或联营公司的立场。我司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

中银期货版权所有。保留一切权利。

中银国际期货有限责任公司

中国上海浦东
世纪大道 1589 号
长泰国际金融大厦 901 室
邮编 200122
电话: 61088088
传真: 61088066
客服热线: 400 8208899

相关关联机构:

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200120
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

中银国际证券有限公司

中国香港
花园道 1 号
中银大厦 20 楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513