

金融期权月报

2022年8月30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

期权指标分化，实际波动偏低

摘要：

8月市场表现存在分化，但整体实际波动仍处于偏低状态，卖出策略成为占优策略后，交易者主动买入期权的积极性被压制，因此期权成交量也处于偏弱的水平。50ETF期权日成交量最低跌破100万张，沪深300股指期权最低也接近5万手。中证1000股指期权成交量随标的价格上升而上升，其市场接受程度也有一定程度的提高。

目前整体权益市场处于波动偏低的状态。尽管在8月初受台海局势影响，近月波动率拉升后整体IV期限结构变为back状态，但长期波动率仍然处于contango状态，伴随波动率重心逐渐降低。同时可以观察到隐含波动率相对于实际波动率处于稳定升水状态，这也从理论上解释了为何卖出波动率成为占优的交易，以及隐含波动率为何持续下行。

8月以来偏度指标呈现明显的震荡走势。不同期权偏度走势在8月末也存在一定程度分化，中证1000期权偏度指标最弱，其次是沪深300股指期权，50ETF期权偏度指标最强。合成期货基差也存在一定差异，50ETF期权做强，其次是沪深300股指期权和300ETF期权，中证1000期权表现最弱。

在目前低波动状态下，短期卖出波动率仍然是占优策略。从期权指标的计算方式来看，也反映出相对于中证1000，交易者对50ETF走势更加乐观。交易可多配50ETF合成期货，空配中证1000合成期货。

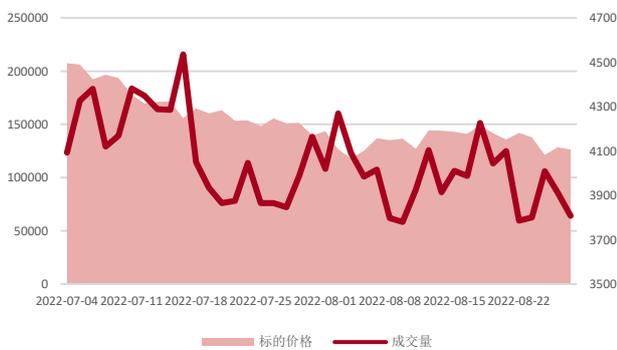
风险提示： 疫情演绎，实际波动扩大

1. 市场回顾

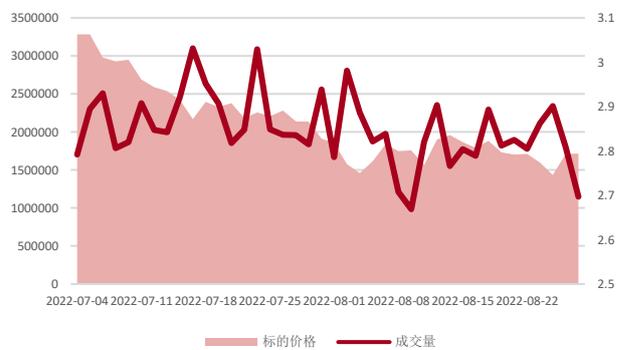
1.1 期权成交持仓情况

8月市场表现存在分化，中证1000指数相对偏强，50ETF、300ETF与沪深300指数维持震荡偏弱的走势。因此期权成交量表现有所分化。50ETF、300ETF和沪深300股指期权整体成交量逐渐降低，沪深300股指期权日成交最低在5万手左右，50ETF期权成交量最低也跌破100万张。这说明在实际波动整体偏低的背景下，卖出策略成为占优策略后，交易者主动买入期权的积极性被压制，因此期权成交量也处于偏弱的水平。

图表 1：沪深 300 股指期权成交量

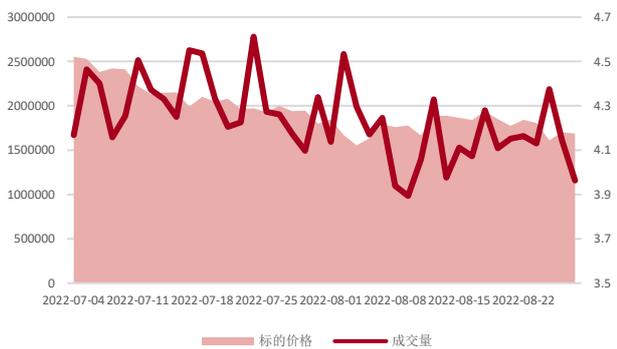


图表 2：50ETF 期权成交量

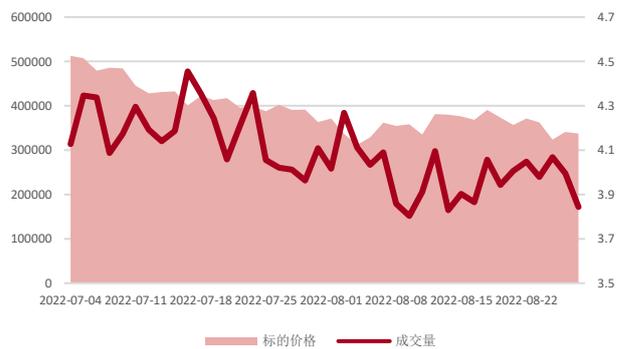


资料来源：Wind，中银期货

图表 3：华泰柏瑞 300ETF 期权成交量



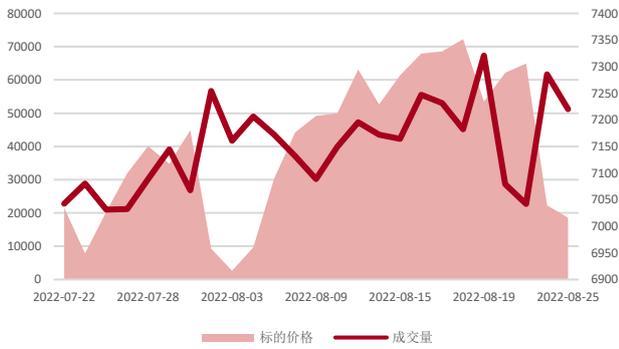
图表 4：嘉实 300ETF 期权成交量



资料来源：Wind，中银期货

中证1000股指期权成交量表现出明显的上升，从上市初期的日成交2000手增长至8月平均44000手左右。说明在整体中证1000波动较大、趋势偏强的情况下，交易者有主动买入期权的意愿，因此中证1000股指期权的成交量相比上市初期有明显的上升。

图表 5: 中证 1000 股指期权成交量

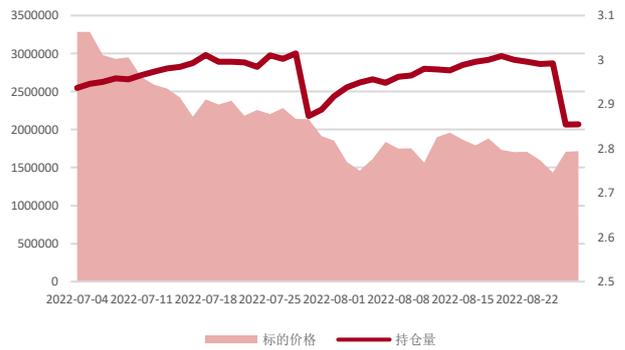


资料来源: Wind, 中银期货

图表 6: 沪深 300 股指期权持仓量

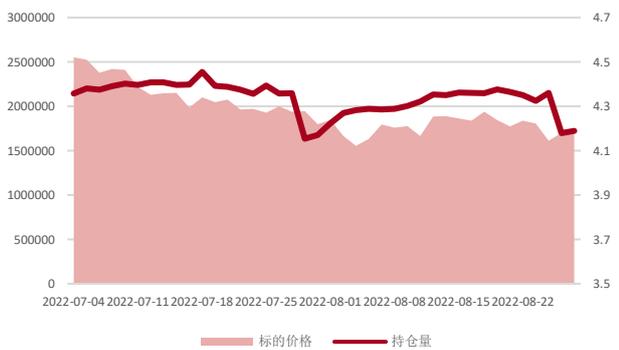


图表 7: 50ETF 期权持仓量

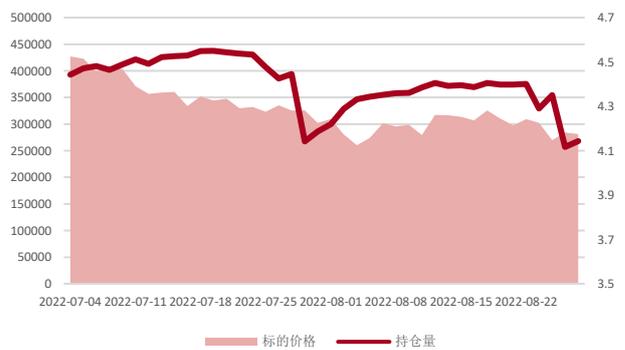


资料来源: Wind, 中银期货

图表 8: 华泰柏瑞 300ETF 期权持仓量



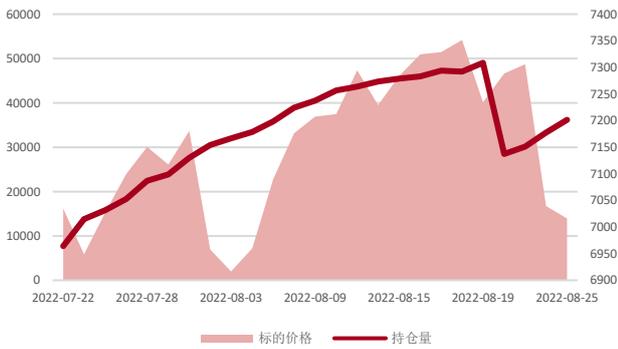
图表 9: 嘉实 300ETF 期权持仓量



资料来源: Wind, 中银期货

期权持仓量重心出现一定程度下行，反映在低波动状态下市场主动交易意愿有所减弱。中证 1000 持仓量上升明显，后续还需要进一步观察。

图表 10：中证 1000 股指期权持仓量



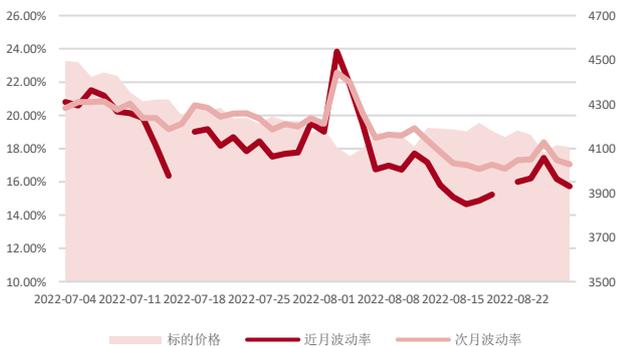
资料来源：Wind，中银期货

1.2 期权指标情况

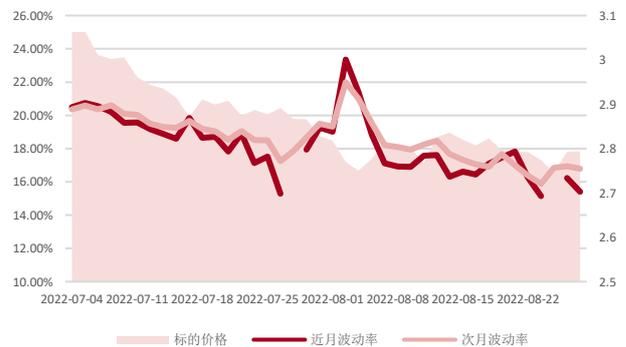
1.2.1 波动率指标情况

8 月以来整体权益市场处于波动偏低的状态。尽管在 8 月初受台海局势影响，近月波动率拉升后整体 IV 期限结构变为 back 状态，长长期来看波动率处于 contango 结构。这一现象说明交易者预期未来实际波动大概率将会降低，因此卖出波动率成为占优策略。而这一举动又会进一步压低隐含波动率。

图表 11：沪深 300 股指期权隐含波动率



图表 12：50ETF 期权隐含波动率

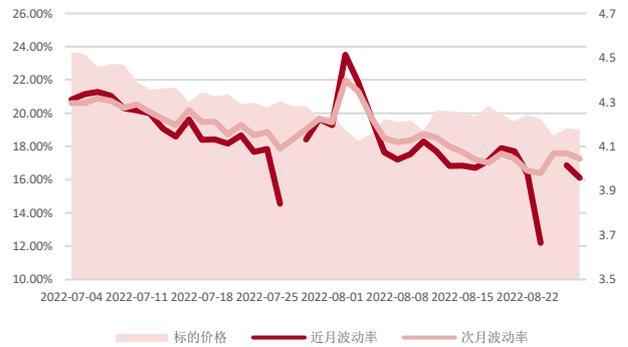


资料来源：Wind，中银期货

图表 13: 华泰柏瑞 300ETF 期权隐含波动率



图表 14: 嘉实 300ETF 期权隐含波动率



资料来源: Wind, 中银期货

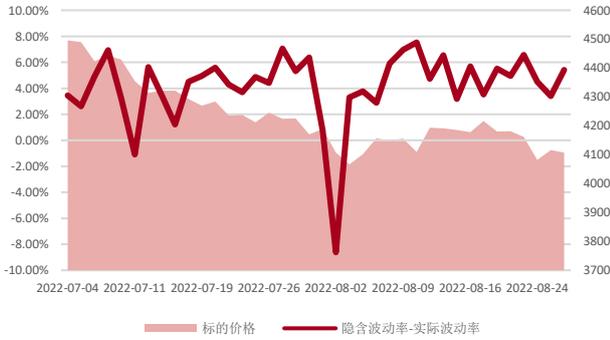
图表 15: 中证 1000 股指期权隐含波动率



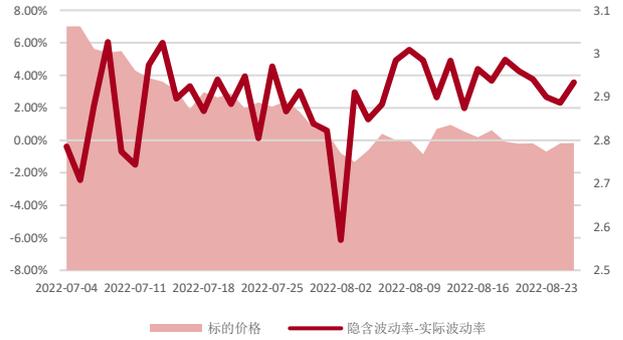
资料来源: Wind, 中银期货

除 8 月初台海局势紧张引发市场出现回调以外, 8 月隐含波动率仍然维持相对实际波动率的升水, 结合波动率走势来看, 目前实际波动率相比于隐含波动率处于相对偏低的水平。从期权定价公式中我们可以推导出, 卖出波动率策略的收益与隐含波动率与实际波动率的差值有关。隐含波动率相对实际波动率升水越高, 卖出波动率的净收益越相对越丰厚。实际波动率偏低, 继而也导致主动卖出波动交易的增多。而该策略先天就存在容量上限, 因此在低波动状态下, 期权成交持仓都会受到一定程度的限制。

图表 16: 沪深 300 股指期权波动率差

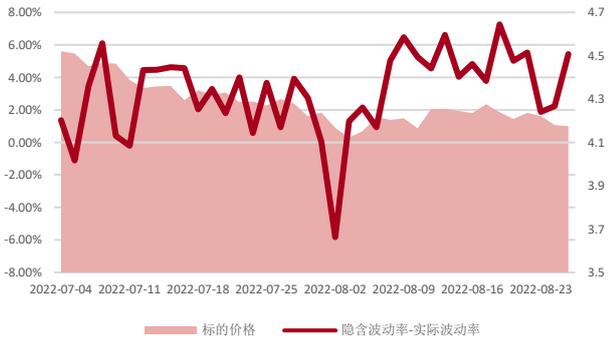


图表 17: 50ETF 期权波动率差

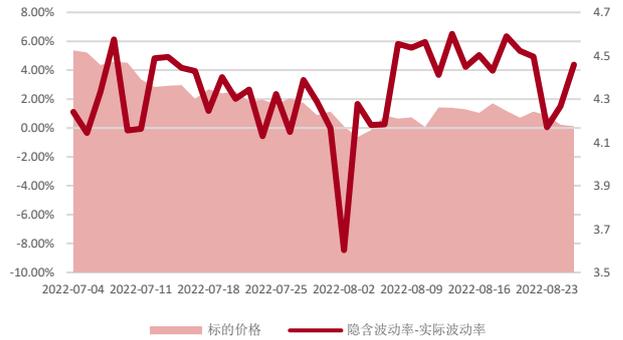


资料来源: Wind, 中银期货

图表 18: 华泰柏瑞 300ETF 期权波动率差

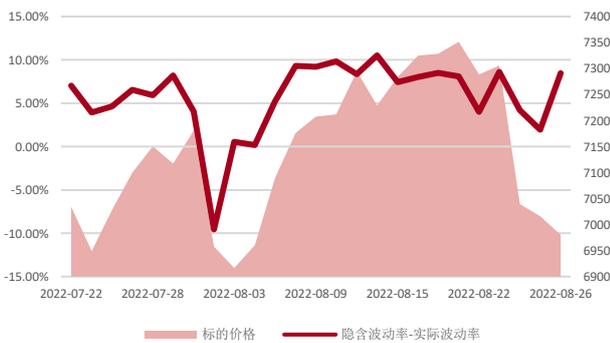


图表 19: 嘉实 300ETF 期权波动率差



资料来源: Wind, 中银期货

图表 20: 中证 1000 股指期权波动率差



资料来源: Wind, 中银期货

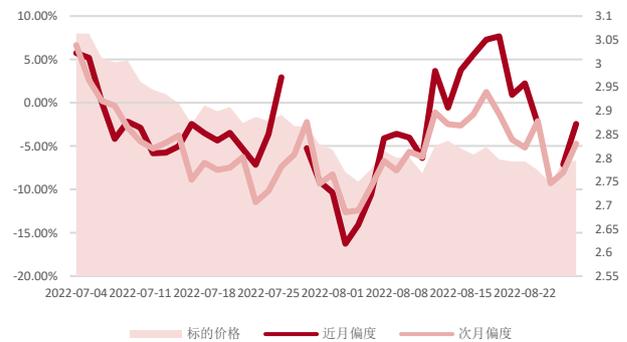
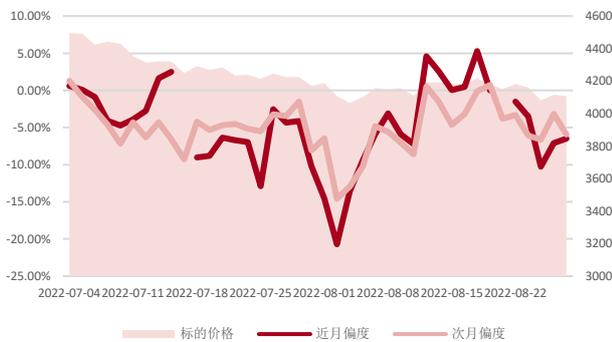
1.2.2 偏度指标情况

8月以来偏度指标呈现明显的震荡走势。8月初台海局势紧张跌幅阶段，沪深300股指期权出现-20%以上的负偏。但后期偏度指标逐步修复，沪深300股指期权和50ETF期权还曾一度出现过小幅正偏。

后期权益市场维持低波动震荡，偏度指标逐步下行。目前沪深300股指期权维持-5%左右负偏，50ETF期权负偏程度相对较浅，中证1000期权负偏程度最深。偏度指标的差异也在一定程度上可以反映交易者对于权益市场相对强弱的观点。

图表 21：沪深 300 股指期权偏度指标

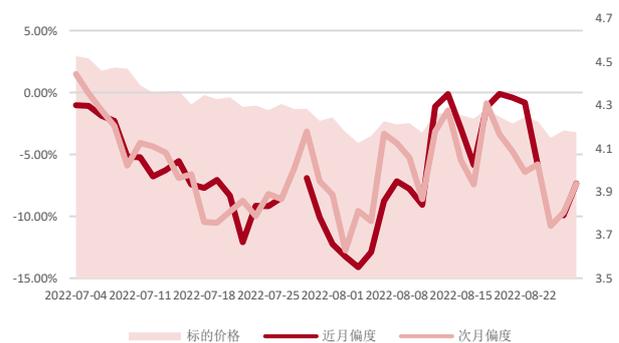
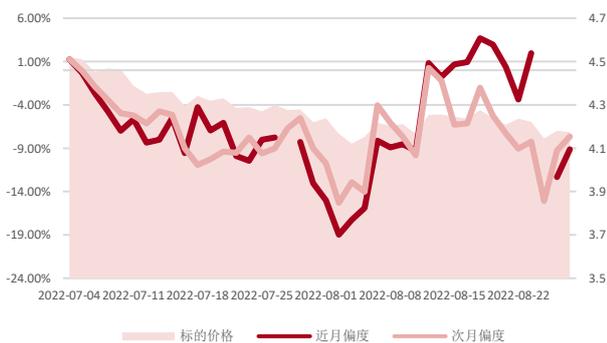
图表 22：50ETF 期权偏度指标



资料来源：Wind，中银期货

图表 23：华泰柏瑞 300ETF 期权偏度指标

图表 24：嘉实 300ETF 期权偏度指标



资料来源：Wind，中银期货

图表 25: 中证 1000 期权偏度指标



资料来源: Wind, 中银期货

1.2.2 合成期货基差情况

合成期货基差往往用来衡量套期保值的成本, 一般来说基差贴水越深, 套期保值的成本也就越高。8 月以来合成期货基差整体偏强, 但是在期权近月合约换月后表现有所分化。沪深 300 股指期权和 50ETF 期权整体维持偏强, 但中证 1000 股指期权偏度有所走弱, 目前处于上市初期的低位。

图表 26: 沪深 300 股指期权合成期货基差

图表 27: 50ETF 期权合成期货基差



资料来源: Wind, 中银期货

图表 28: 华泰柏瑞 300ETF 期权合成期货基差



图表 29: 嘉实 300ETF 期权合成期货基差



资料来源: Wind, 中银期货

图表 30: 中证 1000 股指期货合成期货基差



资料来源: Wind, 中银期货

2. 逻辑分析

期权指标一定程度上可以反映交易者对于风险的预期, 以及原以为保值和风险对冲支付的成本。常用的观测指标为偏度指标和合成期货基差。偏度指标为虚值看涨期权和看跌期权的相对比价, 看涨期权价格偏高时, 偏度指标为正, 反之为负。偏度指标绝对值越大, 说明隐含波动率微笑偏斜程度越大。一般来说, 当交易者预期未来指数上行概率较高时, 会主动买入虚值看涨期权, 导致偏度指标上升; 反之当交易者预期下行风险加大时, 会主动买入虚值看跌期权对冲尾部风险, 因此会导致偏度指标快速下降。

合成期货基差概念与股指期货的基差类似, 是用合成期货减去标的价格得出。合成期货基差可以用来衡量套期保值的成本。当交易者预期下行风险概率上升, 会主动卖出合成期货, 导致合成期货贴水加大。反之合成期货基差会发生一定程度的修复。

如果以上期权指标出现明显共振的情况, 可以判断交易者情绪出现一定程度的变化。尤其是在期权深度负偏, 叠加合成期货贴水加大的情况, 说明交易者预期相对悲观, 在主动买入看跌期权进

行避险操作。

从期权指标表现来看，目前合成期货基差处于相对稳定的状态，但偏度指标仍处于相对负偏的状态，可以推断衍生品交易者风险偏好并未出现完全的修复，短期交易不建议采用买入看涨期权的策略。

目前不同期权间的期权指标也存在一定程度的分化，从偏度指标来看，50ETF 期权季月偏度最强，300ETF 和沪深 300 股指期权居次，中证 1000 股指期权负偏程度最深。从合成期货基差的角度来看，50ETF 期权维持升水，沪深 300 股指期权和 300ETF 期权维持相对平水，但中证 1000 期权合成期货基差贴水为上市以来最低。可以看出在所有金融期权交易者中，中证 1000 期权交易者愿意支付的成本最高。

3. 行情前瞻

整体来看权益市场仍处于低波动状态，一方面对于期权交易者来说卖出波动率仍然是最占优的策略，另一方面在缺乏增量资金入场的背景下，不同指数之间轮动效应或更加明显。期权指标差异已经有所体现。综合来看，总体维持低波动预期的观点，未来策略建议以卖出策略为主。

4. 策略建议

波动率策略：建议卖出平值跨式组合，每日维持 Delta 中性。

套保策略：建议持有股票的投资者卖出虚值看涨期权，形成备兑组合。

5. 风险提示

疫情演绎，实际波动扩大

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