

2021年10月15日

中银国际期货研究部

姓名： 严彬

期货从业编号： F3071551

投资咨询编号： Z0015241

电话： 021-60816213

电子邮件：

bin.yan@bocichina.com

## 金融期权周报： 波动中枢下移

### 摘要

本周期权指标维持相对稳定，11月合约隐含波动率整体下移，10月波动率则维持相对稳定，波动率整体维持 contango 结构。本周三行情反弹，偏度指标修复，之间存在一定的延后。沪深300股指期权11月合约负偏低于300ETF期权，注意后期偏度收敛带来的套利机会。合成期货基差维持坚挺，11月合约存在升水。综合所有指标来看，市场买入波动率的积极性仍比较低，交易仍以配置为主。下周策略建议以卖出为主，收取时间价值。目前沪深300股指期权11月合约负偏程度较大，建议买入偏度。方向策略建议卖出虚值看跌期权，持有股票的交易者建议以备兑策略增厚收益。

策略建议：

	标的	策略简述	买入合约	卖出合约	风险提示
方向策略1	沪深300	行情维持相对强势，卖出虚值看跌期权。		IO2111P4800	如果指数加速下跌，波动率同时上涨，亏损加速。
波动率策略1	沪深300	卖出波动率，收取时间价值。		IO2111C4950 IO2111P4950	实际波动扩大，复制成本大幅增加。
波动率策略2	沪深300	11月合约偏度过低，买入偏度等待波动率结构回归。	IO2111C5100	IO2111P4750	如果指数快速下跌，对冲难度加大。

## 一、本周金融期权回顾

上周期权标的波动明显降低，从涨跌幅来看，华泰柏瑞 300ETF 和嘉实 300ETF 在本周五收盘价基本与上周五持平，沪深 300 指数则保持微幅上涨。从成交量上来看，沪深 300 股指期权本周 10 月合约到期，期权成交量要超过持仓量。而对于 ETF 期权来说，10 月合约将在 10 月 27 日到期，剩余 8 个交易日，ETF 期权成交量要低于持仓量。说明对于 ETF 期权来说，短线交易积极性偏低。后期随着到期日临近，ETF 期权成交量会逐步上升。

	本周涨跌	本周振幅	看涨平均成交	看跌平均成交	看涨期权持仓	看跌期权持仓
沪深 300 指数	0.04%	2.90%	78861.4	57270.6	60259.0	50495.0
50ETF	1.12%	2.49%	1237593.0	1094356.8	1394019.0	1458074.0
华泰柏瑞 300ETF	0.00%	2.94%	814833.2	746505.8	877712.0	961554.0
嘉实 300ETF	0.00%	2.86%	121411.2	130723.8	174480.0	203197.0

## 二、金融期权隐含波动率情况

图 2-1: 沪深 300 隐含波动率本周走势

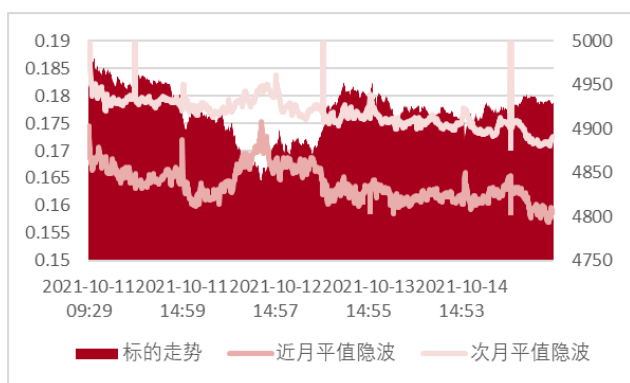
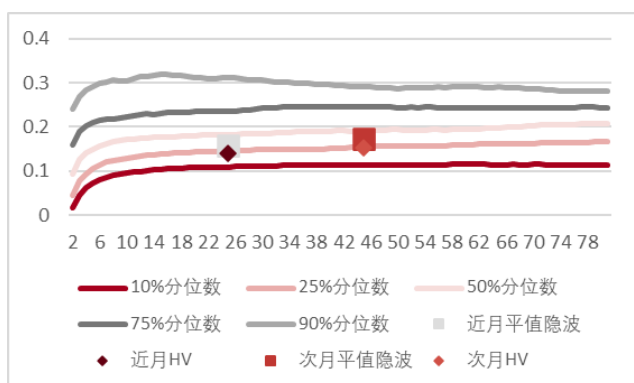


图 2-2: 沪深 300 波动率锥



资料来源: Wind; 中银期货

波动率具体走势需要分情况进行讨论。对于沪深 300 股指期权来说，由于 10 月合约已经到期，目前主力合约转移到 11 月，次月合约变成了 12 月。对于其他 ETF 期权来说，主力合约还维持在 10 月，次主力合约是 11 月合约。从波动率结构上来看，目前所有期权均维持 contango 结构，近月期权隐含波动率要低于次月合约。但从具体的期权来看，沪深 300 股指期权 contango 结构更深，近月合约明显低于次月期权隐含波动率。

从波动率具体走势来看，10 月合约整体相对稳定，50ETF 期权隐含波动率维持在 17% 上下波动，300ETF 期权隐含波动率则在 16% 附近波动。11 月合约重心则出现一定下移。以沪深 300 股指期权为例，本周一开盘 11 月合约在 17% 左右，周五收盘时降低到 16% 左右的水位。近月期权波动率相对坚挺，主要原因在于期权标的实际波动仍然维持较高水平。尽管从本周涨跌幅上看，300 指数和相关 ETF 期权没有呈现太大波动，但周内振幅接近 3%。实际波动扩大，近月期权受影响要明显大于远月期权，买入波动率交易也更倾向于交易近月期权。因此近月波动率要更加坚挺。而远月波动率存在一定程度的升水，随时间推移升水会逐渐消退，因此出现重心下移的情况。

从波动率锥上观察，目前隐含波动率在 50%分位数左右，处于历史一般水平。同期历史波动率略高于 25%分位数。隐含波动率还维持一定程度的升水，建议以卖出波动率交易为主。

图 2-3: 50ETF 隐含波动率本周走势

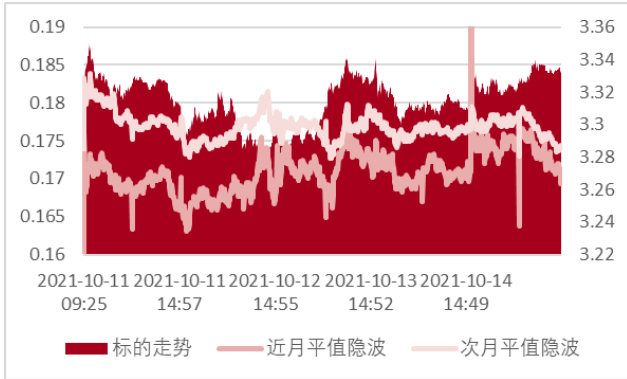
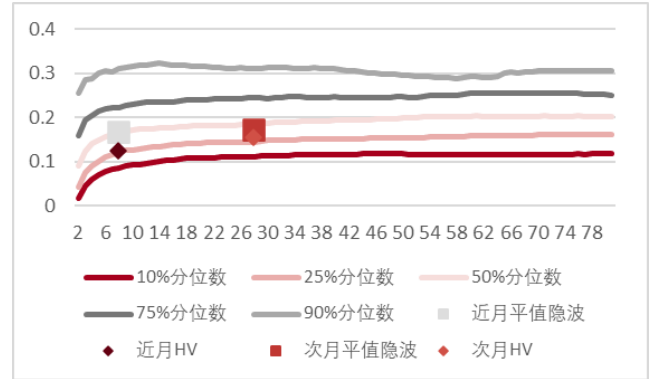


图 2-4: 50ETF 波动率锥



资料来源: Wind; 中银期货

图 2-5: 华泰柏瑞 300ETF 隐含波动率本周走势

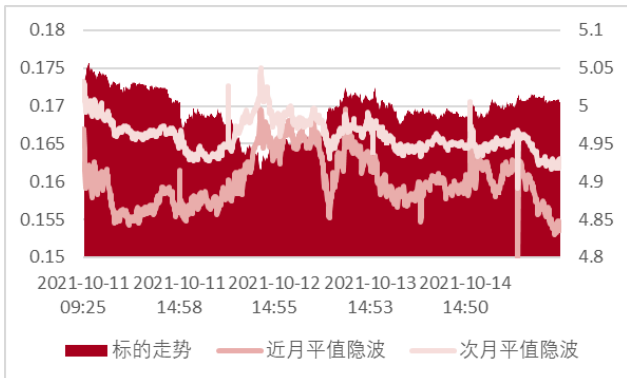
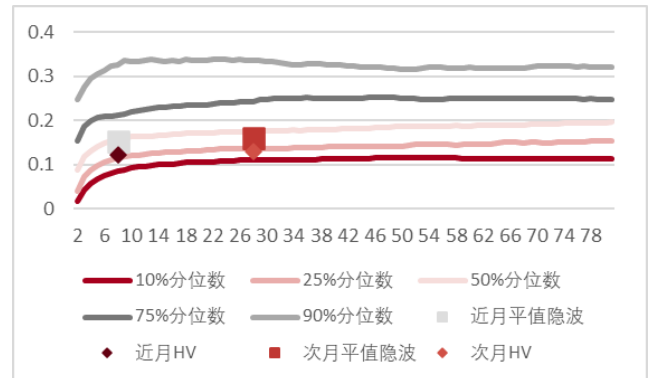


图 2-6: 华泰柏瑞 300ETF 波动率锥



资料来源: Wind; 中银期货

图 2-6: 嘉实 300ETF 隐含波动率本周走势

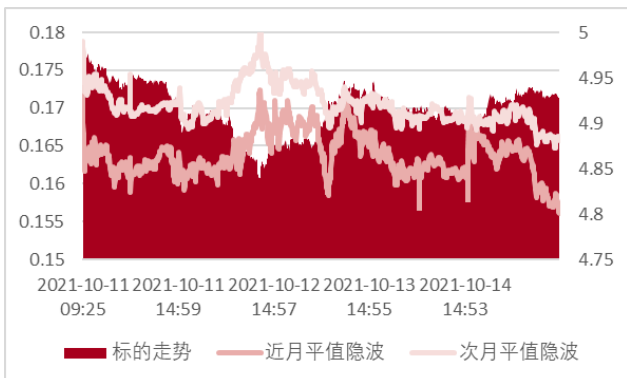
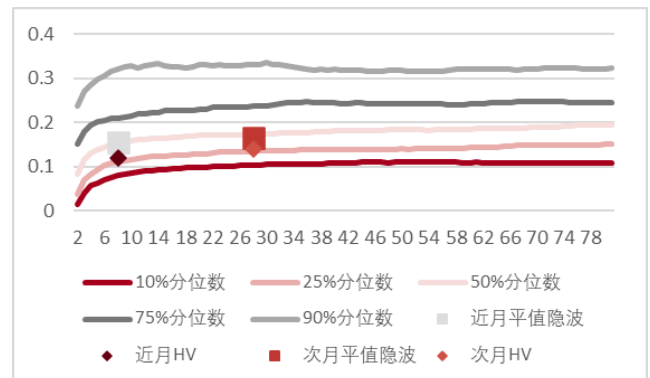


图 2-8: 嘉实 300ETF 波动率锥



资料来源: Wind; 中银期货

### 三、金融期权偏度情况

目前金融期权近月和次月合约依然维持负偏，与行情走势维持一定的独立性。本周三行情反弹，300 指数相关期权的 11 月偏度指标也出现一定程度的修

复。尽管沪深 300 股指期权和 300ETF 期权偏度走势存在一定的相似性，但在具体数值上存在明显差距。整体来看，沪深 300 股指期权的偏度要比 300ETF 期权偏度低 3%-4% 左右。沪深 300 股指期权 11 月合约交易日之比 300ETF 少 3 天，期限相对匹配，关注后期跨品种偏度套利机会。

图 3-1: 沪深 300 期权本周偏度走势

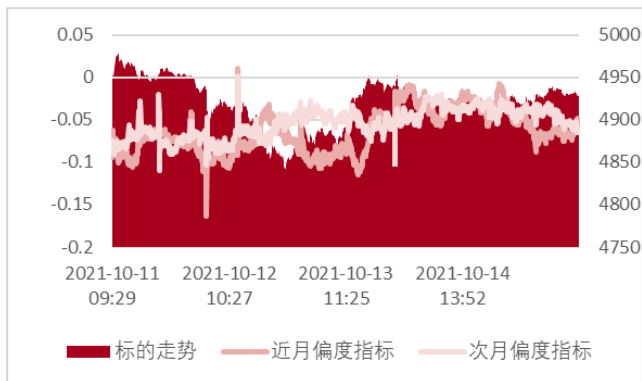
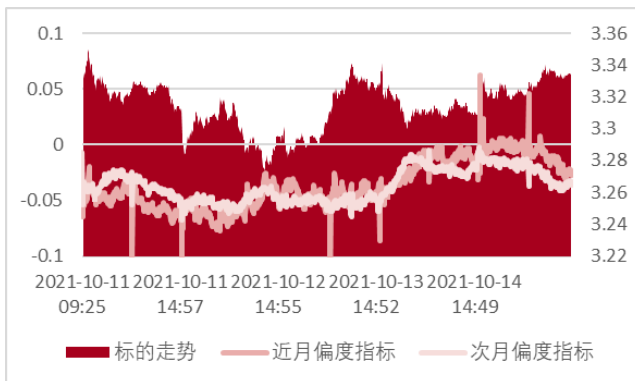


图 3-2: 50ETF 期权本周偏度走势



资料来源: Wind; 中银期货

图 3-3: 华泰柏瑞 300ETF 期权本周偏度走势

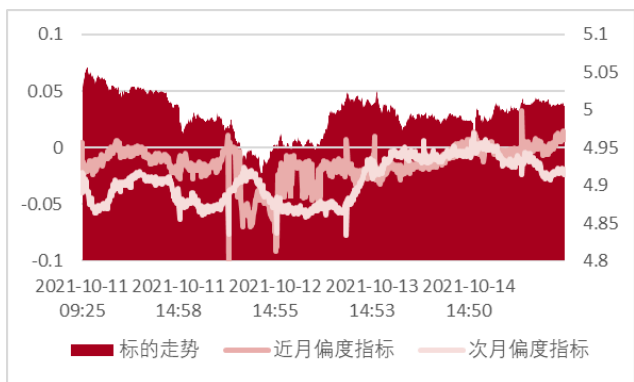
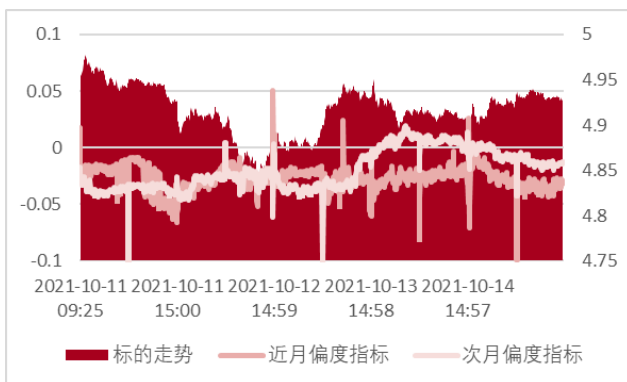


图 3-4: 嘉实 300ETF 期权本周偏度走势



资料来源: Wind; 中银期货

#### 四、合成期货基差情况

图 4-1: 沪深 300 期权合成期货基差走势

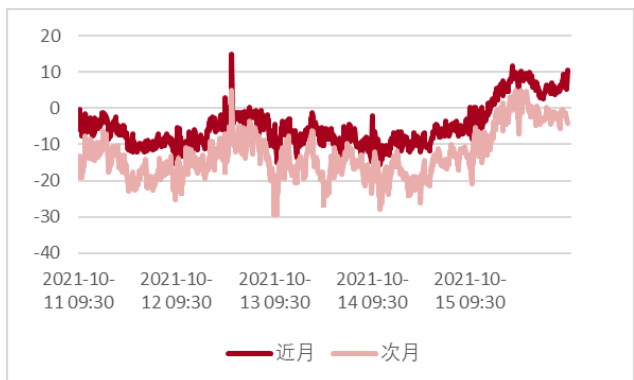
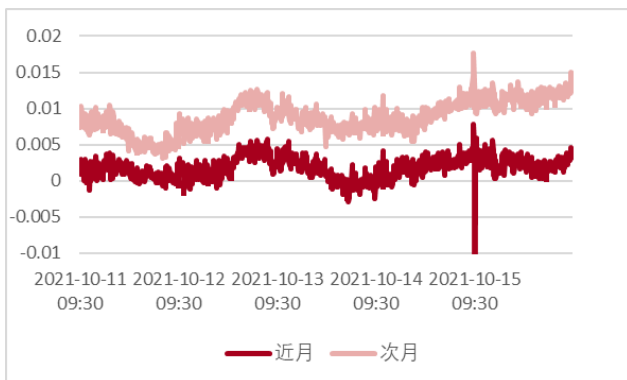


图 4-2: 50ETF 期权合成期货基差走势



资料来源: Wind; 中银期货

本周合成期货基差相对稳定。沪深 300 股指期权关注 11 月指标，ETF 期

权则需要关注 10 月份指标。由于 ETF 期权 10 月合约还有 8 个交易日，目前仍是主要交易的合约，其偏度指标维持在 0 附近波动。11 月合成期货基差则明显走强，目前 50ETF 期权 11 月合成期货升水在 0.4% 左右，300 期权合成期货基差在持续走强。合成期货基差可以视为利用期权套利保值的成本，合成期货基差升水，说明采用期权套利保值的成本相对偏低，甚至存在期现套利的空间。

图 4-3: 华泰柏瑞 300ETF 期权合成期货基差走势

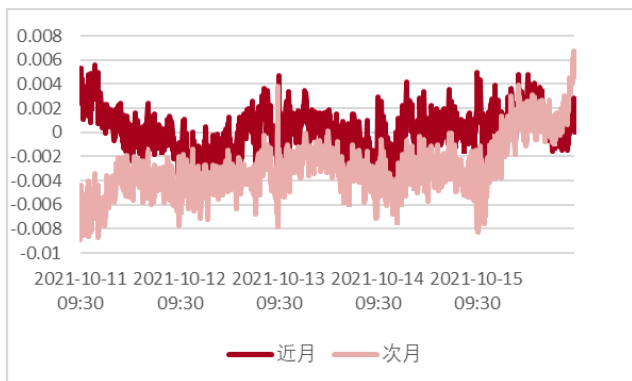
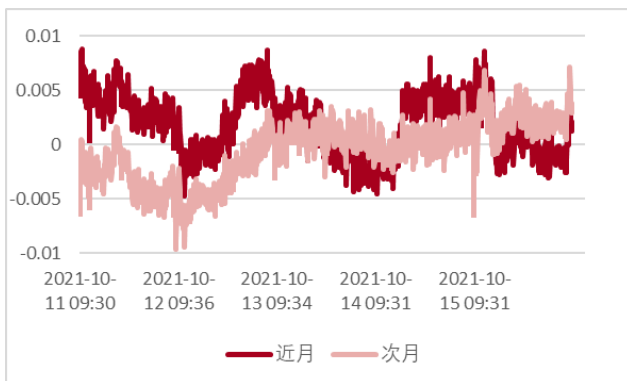


图 4-4: 嘉实 300ETF 期权合成期货基差走势



资料来源: Wind; 中银期货

## 五、下周策略建议

本周波动率维持相对低迷，偏度指标较节前出现一定程度的修复，同时合成期货基差维持相对强势。期权指标整体相对稳定，说明市场情绪相对积极稳定。交易策略建议卖出为主，因为尽管日内标的会存在相对大幅的波动，但从中长期来看标的波动仍然相对低迷，日内波动与中长期波动存在一定程度的背离。主要期权交易仍以配置为主，反映在交易上就是本周日均成交量低于持仓量。根据波动率聚集特性，短期波动率仍然大概率维持相对低迷。建议波动率策略以卖出为主，持有卖出平值跨式组合，每日控制 Delta 敞口；波动率结构策略持有买入偏度的头寸。持有股票的投资者，建议采用备兑策略增厚收益；方向策略也可卖出虚值看跌期权。

## 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的主观与公正，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，也不保证我司作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“中银国际期货有限责任公司”。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国际期货有限责任公司，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。

中银国际期货有限责任公司版权所有。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: 61 088 088  
传真: 61 088 066  
客服热线: 400 820 8899

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