



国联期货研究所

证监许可[2011]1773 号

分析师:

黎伟

从业资格号: F0300172

投资咨询号: Z0011568

相关研究报告:

低波不长久，期权应制宜

2024 上半年金融期权市场成交额出现明显上涨，但其增量主要集中在标的挂钩中小盘指数期权上。南方中证 500ETF 期权和中证 1000 指数期权增长最为明显，日均成交额分别大幅增长 144.5%和 198.98%，后者市场份额上升至金融期权第一位。看跌看涨期权持仓比低位震荡，中证 1000 指数期权更为明显，站在卖方角度市场对中小盘指数看涨信心依旧略显不足。

波动率上，上半年触及高位区域后明显回落，中小盘类中证 1000 指数期权隐波期限结构呈“近高远低”结构比例达 83.5%，明显高于大盘指数类期权，中小盘指数更易引起市场恐慌情绪，大盘指数市场情绪则较为平稳。

期权策略上，一方面持仓 PCR 值对标的指数方向仍具有一定指导意义，2016 年以来基于持仓 PCR 的期货择时系统年化收益率在 14.66%，最大回撤在-15.33%，2024 年上半年该策略绝对收益在 6.63%左右。另一方面，私募基金期权策略产品上半年净值遭遇了大幅波动，部分产品创出历史最大回撤，目前处于净值修复过程中。

常用策略上，牛市看涨价差策略和卖出看跌策略均有降低亏损、增厚收益的效果，但后者降低回撤的效果较为一般；备兑策略和领口策略均能明显增厚市场收益，且后者在市场大幅下行过程中能够更有效的限制最大回撤；波动率双卖策略在 IO 和 HO 期权上表现相对稳定，MO 期权双卖则在上半年中小盘指数的大幅下跌过程中回撤较大。

展望下半年，预计短期隐波或将维持低位震荡一段时间，从中期视角下半年隐波仍存在大幅升波风险，但波动率高点相比上半年或将有所下行。预计上证 50 和沪深 300 指数期权平值隐波波动区间在【12%-20%】之间，中证 1000 指数期权在【18%-35%】之间。基于此：

(1) 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。

(2) 波动率低位下做空波动率交易者建议暂时观望，同时以做空波动率为主的期权类策略产品配置需严格控制仓位。

(3) 方向性交易者，在当前估值整体不高，预计指数下行空间整体不大的大环境下，建议逢低 IO 和 HO 卖出虚值看跌以做战略性多头配置。

正文目录

一、2024 年上半年金融期权市场运行情况.....	5
1.1 中小盘期权市场成交额出现明显回升.....	5
1.2 中证 1000 指数期权成交额份额上升至第一位.....	6
1.3 持仓 PCR 值呈先扬后抑，依旧处于历史低位区域.....	8
1.4 机构投资者占比进一步增加.....	9
二、2024 年上半年股指期权市场波动率情况.....	10
2.1 标的波动率冲高回落.....	10
2.2 隐波与标的价格开始呈现一定负相关性.....	11
2.3 隐波溢价率触及历史极值后回归.....	13
2.4 剔除分红后看涨看跌隐波差及偏度触及低位后回升.....	14
2.5 中小盘类期权隐波“近高远低”比例大.....	15
2.6 对下半年市场波动率的看法.....	16
三、期权策略回顾与推荐.....	17
3.1 基于期权持仓 PCR 值的期货择时系统.....	17
3.2 2024 上半年私募基金期权类策略表现.....	19
3.3 期权经典策略绩效回顾.....	20
3.3.1 牛市价差策略.....	20
3.3.2 卖出看跌期权策略.....	22
3.3.3 备兑策略.....	23
3.3.4 领口策略.....	25
3.3.5 双卖策略.....	26
四、总结及展望.....	28
4.1 总结.....	28
4.2 展望.....	29
联系方式.....	30

图目录

图 1 : 国内金融期权成交额变动走势.....	- 6 -
图 2 : 2023 年国内各金融期权成交额份额情况.....	- 7 -
图 3 : 主要期权成交额份额变动情况.....	- 7 -
图 4 : 成交 PCR 值、持仓 PCR 值与标的滚动相关性.....	- 8 -
图 5 : 沪深 300 指数与 I0 持仓 PCR 值走势.....	- 9 -
图 6 : 中证 1000 指数与 M0 持仓 PCR 走势.....	- 9 -
图 7 : 上交所历年机构投资者和个人投资者成交占比情况.....	- 10 -
图 8 : 沪深 300 指数历史波动率走势.....	- 11 -
图 9 : 中证 1000 指数历史波动率走势.....	- 11 -
图 10 : 沪深 300 指数期权平值隐波均值历史走势.....	- 12 -
图 11 : 中证 1000 指数期权平值隐波均值历史走势.....	- 12 -
图 12 : 中证 1000 期权折溢价历史走势.....	- 13 -
图 13 : 沪深 300 指数期权折溢价历史走势.....	- 13 -
图 14 : I0 期权看涨看跌隐波差.....	- 15 -
图 15 : 华泰柏瑞 300ETF 期权看涨看跌隐波差.....	- 15 -
图 16 : I0 期权偏度走势.....	- 15 -
图 17 : 华泰柏瑞 300ETF 期权偏度走势.....	- 15 -
图 18 : 三大指数期权期限结构比例.....	- 16 -
图 19 : 基于持仓 PCR 值择时系统收益曲线及动态回撤.....	- 18 -
图 20 : 2022 年以来私募基金期权策略指数净值及动态回撤.....	- 19 -
图 21 : 2024 年以来 I0 期权牛市价差策略净值曲线.....	- 21 -
图 22 : 2024 年以来 H0 期权牛市价差策略净值曲线.....	- 21 -
图 23 : 2023 年以来 M0 期权牛市价差策略净值曲线.....	- 21 -
图 24 : 2024 年以来 M0 期权牛市价差策略净值曲线.....	- 21 -
图 25 : 2024 年以来 I0 期权卖出看跌策略净值曲线.....	- 22 -
图 26 : 2024 年以来 H0 期权卖出看跌策略净值曲线.....	- 22 -

图 27 : 2023 以来 M0 期权卖出看跌策略净值曲线.....	- 23 -
图 28 : 2024 年以来 M0 期权牛市价差策略净值曲线.....	- 23 -
图 29 : 2024 年以来 I0 期权备兑策略净值曲线.....	- 24 -
图 30 : 2024 年以来 H0 期权备兑策略净值曲线.....	- 24 -
图 31 : 2024 年以来 M0 期权备兑策略净值曲线.....	- 24 -
图 32 : 2023 年以来 H0 期权备兑策略净值曲线.....	- 24 -
图 33 : 2024 年以来 I0 期权领口策略净值曲线.....	- 26 -
图 34 : 2024 年以来 H0 期权领口策略净值曲线.....	- 26 -
图 35 : 2023 年以来 M0 期权领口策略净值曲线.....	- 26 -
图 36 : 2024 年以来 M0 期权领口策略净值曲线.....	- 26 -
图 37 : 2024 年以来 I0 期权双卖策略净值曲线.....	- 27 -
图 38 : 2024 年以来 H0 期权双卖策略净值曲线.....	- 27 -
图 39 : 2024 年以来 M0 期权双卖策略净值曲线.....	- 27 -
图 40 : 2023 年以来 H0 期权双卖策略净值曲线.....	- 27 -

表目录

表 1 : 国内金融期权市场成交持仓情况 (2024. 1. 1-2024. 6. 24)	- 5 -
表 2 : 基于 PCR 值的期货择时系统绩效指标.....	- 18 -
表 3 : 不同年度下策略收益率及最大回撤.....	- 19 -
表 4 : 近两年不同指数期权牛市价差策略表现.....	- 20 -
表 5 : 近两年不同指数期权卖出看跌策略表现.....	- 22 -
表 6 : 近两年不同指数期权备兑策略表现.....	- 23 -
表 7 : 近两年不同指数期权领口策略表现.....	- 25 -
表 8 : 近两年各指数期权双卖策略表现.....	- 27 -

一、2024 年上半年金融期权市场运行情况

1.1 中小盘期权市场成交额出现明显回升

当前国内期权市场已上市 12 个金融期权品种，其中上交所 5 个、深交所 4 个、中金所 3 个，其中中金所包含上证 50、沪深 300 和中证 1000 三大指数期权，其余两个交易所则全部为 ETF 期权。截至 6 月 24 日，上半年全部金融期权总成交量 7.51 亿张、日均成交量 658.77 万张，总成交额 5844.6 亿元，日均成交额 51.27 亿元，日均持仓量 832.174 万张，日均成交量、日均成交额及日均持仓量相比 2023 年分别大幅回升 19.75%、44.87%和 13.95%左右。

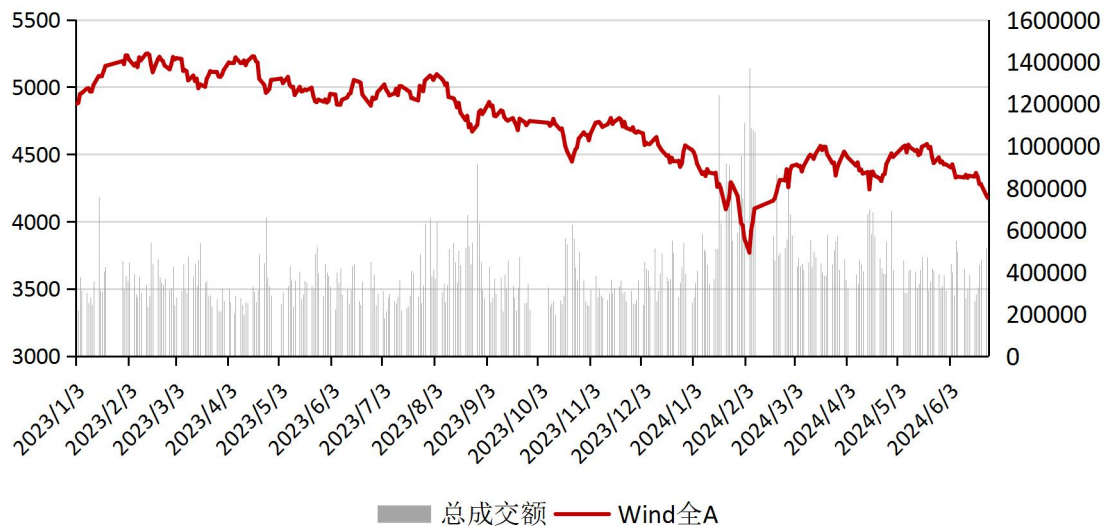
表 1：国内金融期权市场成交持仓情况（2024.1.1-2024.6.24）

	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
累计成交量(张)	164226883	140868022	130046386	11274632	4697902	18912098
日均成交量(张)	1440586.69	1235684.40	1140757.77	98900.28	41209.67	165895.60
日均成交 PCR	0.91	0.94	1.07	0.71	0.68	0.92
日均持仓量(张)	1832018.97	1453846.13	997133.62	169796.39	74498.96	199150.78
日均持仓 PCR	0.82	0.82	0.95	0.57	0.51	0.61
累计成交额(万元)	5985037.80	7164393.92	10903205.42	5168690.36	1376242.04	16728166.33
日均成交额(万元)	52500.33	62845.56	95642.15	45339.39	12072.30	146738.30
相比 2023 年	-28.08%	-5.35%	144.5%	-5.74%	-13.77%	198.98%
	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
累计成交量(张)	21655463	29313357	114092016	12322240	64143627	39446791
日均成交量(张)	189960.20	257134.71	1000807.16	108089.82	562663.39	346024.48
日均成交 PCR	0.91	1.03	0.92	0.94	0.75	0.86
日均持仓量(张)	267156.46	286751.83	1156657.79	150447.68	1168965.34	565316.12
日均持仓 PCR	0.81	0.90	0.73	0.81	0.54	0.60
累计成交额(万元)	1078285.88	2600896.30	4373931.81	502126.03	1613511.72	951487.15
日均成交额(万元)	9458.65	22814.88	38367.82	4404.61	14153.61	8346.38
相比 2023 年	-8.17%	119.37%	28.75%	10.12%	18.94%	85.48%

数据来源：WIND、国联期货研究所

从总成交额变动趋势上看，最高成交额集中在今年1月中下旬至2月的高波动时期，日均成交额达到近100亿元，其余多数时间处于30亿元至60亿元之间。

图 1：国内金融期权成交额变动走势



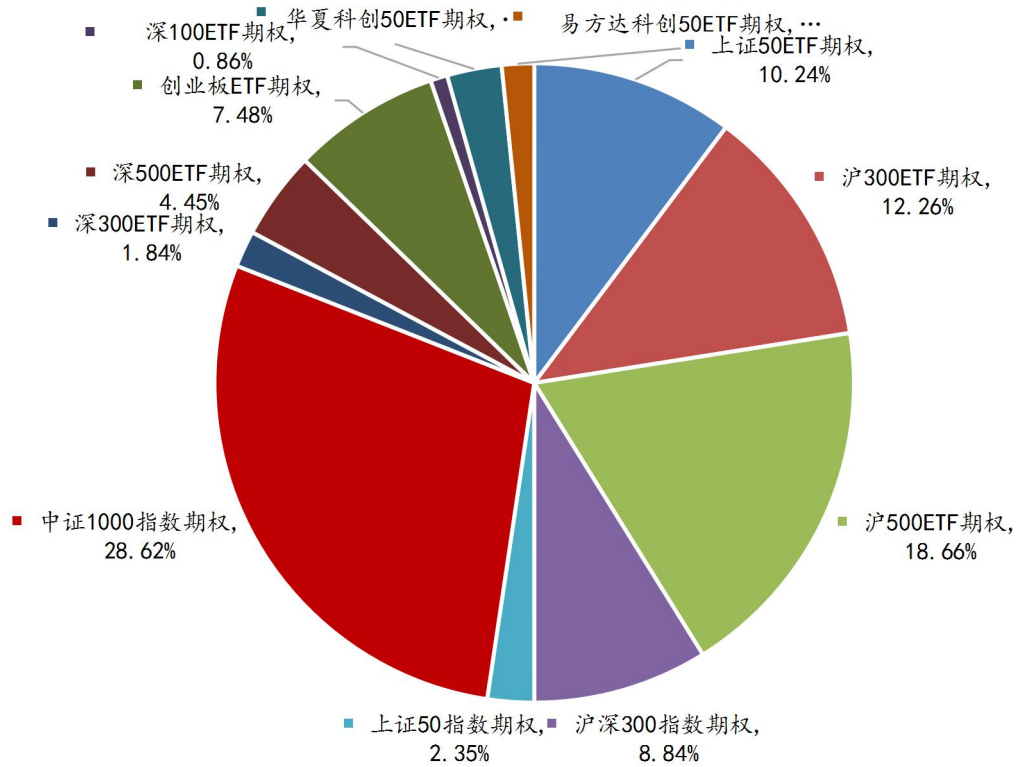
数据来源：WIND、国联期货研究所

分品种上看，代表中小盘的南方中证 500ETF 期权和中证 1000 指数期权成交额在绝对数和百分比上增长均最为明显，日均成交额分别大幅增长 144.5%和 198.98%，代表大盘指数的上证 50ETF 期权、上证 50 指数期权、300ETF 期权和 300 指数期权成交额均有所回落，且上证 50ETF 期权成交额回落最为明显，日均成交额相比 2023 年大幅下降 28.08%。

1.2 中证 1000 指数期权成交额份额上升至第一位

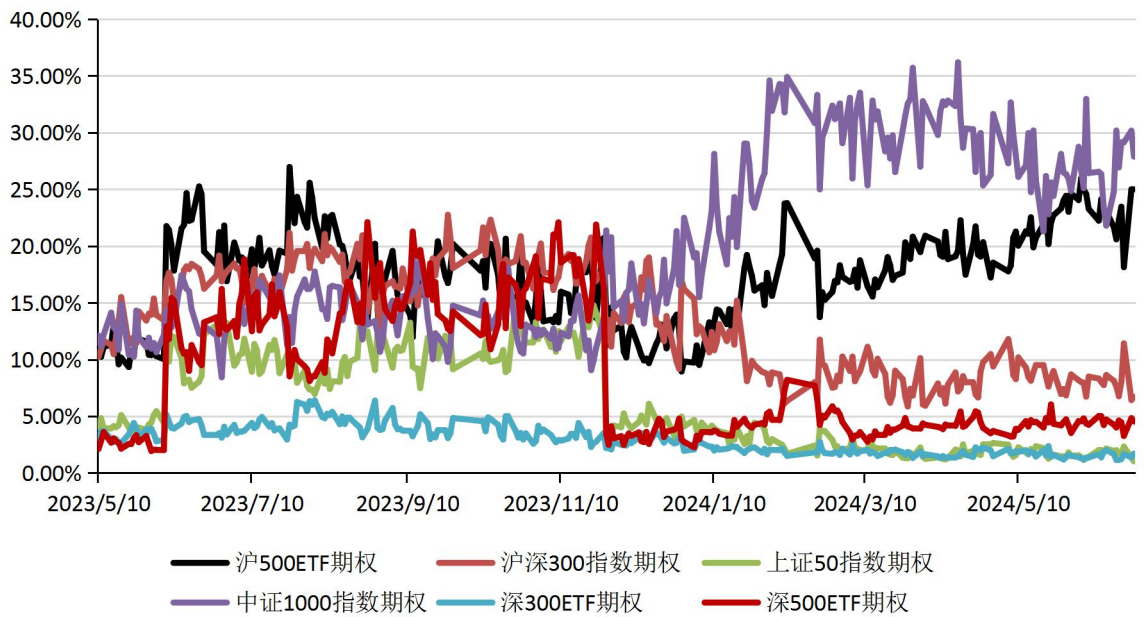
因指数期权和 ETF 期权面额不同，成交量无法真实反应市场份额情况，这里主要以日均成交额观察各期权品种份额的变动趋势。中证 1000 指数期权尽管上市时间不长，但其成交额市场份额提升极快，当前占比已达 28.62%，相比 2023 年年末大幅提升 15 个百分点；南方中证 500ETF 期权次之，占比 18.66%；华泰柏瑞 300ETF 期权排名第三，占比 12.26%；上证 50ETF 期权份额则由第一下降至第四，占比仅有 10.24%；深市 ETF 期权和上证 50 指数期权市场成交份额整体偏低。投资者交易偏好整体由市场波动较小的大盘指数或 ETF 期权转向成长性、波动性更高的中小盘指数或 ETF 期权。另一侧面亦说明市场的投机氛围相比 2023 年有所增强。

图 2：2023 年国内各金融期权成交额份额情况



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 3：主要期权成交额份额变动情况

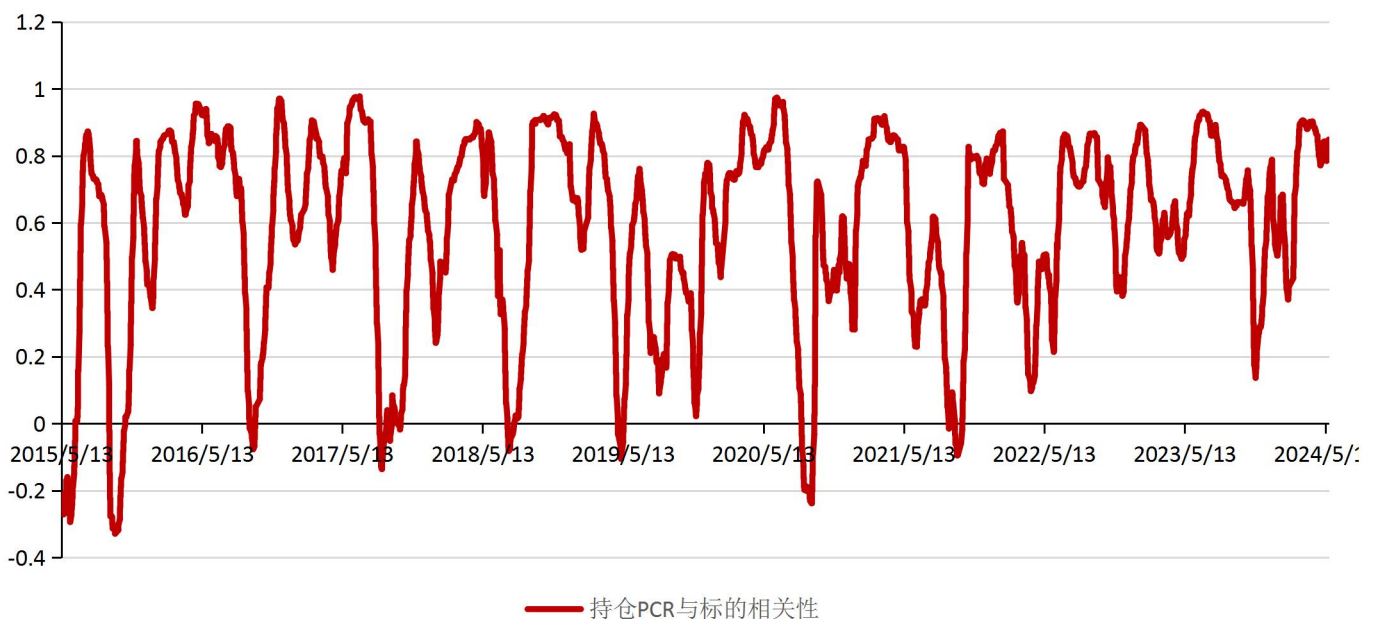


数据来源：WIND、国联期货研究所

1.3 持仓 PCR 值呈先扬后抑，依旧处于历史低位区域

持仓 PCR 值即看跌期权持仓量与看涨期权持仓量比值，长期看与标的指数有明显正相关性。即标的市场行情向好时，看跌期权的持仓量往往会有明显增仓趋势，反之则看涨期权持仓量将具有明显增仓趋势。以沪深 300 指数期权为例，通过计算过去 60 日持仓 PCR 值与标的滚动相关性，可以发现持仓 PCR 值在超过 90% 的时间与标的价格均存在明显的正相关性，两者 60 日滚动相关系数均值在 0.6 左右。

图 4：成交 PCR 值、持仓 PCR 值与标的滚动相关性



数据来源：WIND、国联期货研究所

究其原因，可以从如下几方面进行解释：当标的上涨趋势加强时，平值附近的看涨期权将逐渐变为实值，此时该类期权的卖方往往存在明显的平仓趋向，部分投资者亦会移仓至更虚值的看涨期权以获取更大的安全垫，该种行为往往会导致看涨持仓量存在小幅缩小而总成交量则有明显放大；对于看跌期权则刚好相反，此时因对未来市场行情的看好，卖出看跌期权的投资者比例往往会逐步增大。

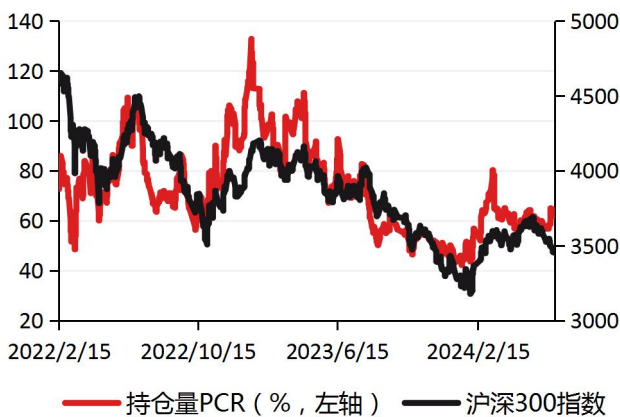
2024 年上半年各大金融期权持仓 PCR 值跟随标的指数呈现明显先扬后抑走势，但整体依旧处于历史低位区域。如对于沪深 300 指数期权而言，其持仓 PCR 值在 1 月 8 日至 2 月 5 日持续处于 42% 至 45% 的历史极低水平，其后随着市场的大幅反弹卖出看跌期权的投资者比例逐步提升，3 月 12 日达到了 80% 左右的局部高点。

需要重点关注的是，在 3 月 12 日至 5 月 21 日沪深 300 指数市场震荡上行行情之

中，10 期权持仓 PCR 值不仅没有出现继续上行趋势，相反还出现逆势回落，由 80% 的局部高点回落至 61% 左右的低位区域，表明此段时间市场不敢再继续卖出看跌期权，对后市继续上涨信心不足，其后沪深 300 指数的震荡回落印证了期权市场的正确性。

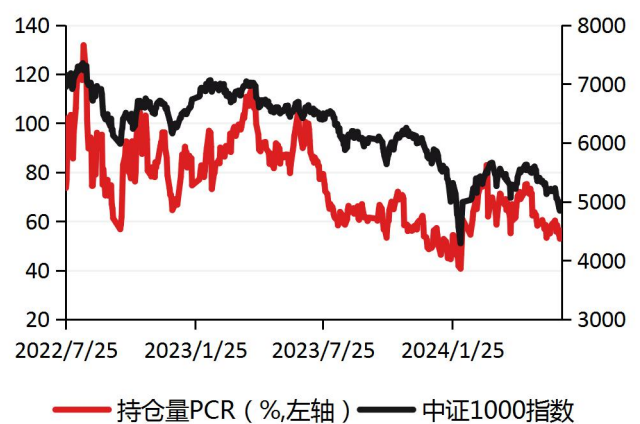
同样对于当前，尽管 6 月以来沪深 300 指数产生了一波明显的调整，但 10 持仓 PCR 值并未随之出现明显回落，相反整月仍有小幅提升，由 58% 小幅上涨至 62% 左右，表明卖出看涨期权投资者比例并未因为沪深 300 指数的回落而出现增大，期权市场对未来沪深 300 指数亦不悲观，预计其继续回落空间亦十分有限。

图 5：沪深 300 指数与 10 持仓 PCR 值走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 6：中证 1000 指数与 M0 持仓 PCR 走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

中证 1000 指数期权市场则略微有所不同，其 M0 持仓 PCR 值与标的指数基本同向波动，上半年最高触及了 80% 左右，该值处于上市以来中位数附近水平，近一个月因指数的大幅回落，持仓 PCR 值由 70% 的局部高点大幅回落至 54% 左右，该值处于上市以来 10% 分位以下的低位水平，卖出看跌期权的投资者比例偏低，投资者对后市看涨信心依旧不足。

1.4 机构投资者占比进一步增加

这里以上交所公布的 2023 年股票期权市场发展报告为例，目前股票期权市场个人投资者和机构投资者成交占比分别为 31.23% 和 68.77%，机构投资者市场份额连续 4 年提升，相比 2022 年大幅提升 6.3 个百分点。机构投资者中绝大部分为做市商交易，占全市场比例为 46.65%，其他机构投资者占比 22.12%。

从交易目的上看，绝大部分交易为增强收益。具体而言，保险、增强收益、套利、方向性投机四类交易行为分别占比 8.72%、57.79%、18.2% 和 15.29%，从投资者类型

上看，机构投资者偏好增强收益和套利交易、个人投资者偏好增强收益和方向性交易。

图 7：上交所历年机构投资者和个人投资者成交占比情况

	个人投资者	机构投资者
2016 年	43.29%	56.71%
2017 年	37.13%	62.87%
2018 年	39.19%	60.81%
2019 年	52.44%	47.56%
2020 年	44.18%	55.82%
2021 年	39.32%	60.68%
2022 年	37.53%	62.47%
2023 年	31.23%	68.77%

数据来源：上交所、国联期货研究所

二、2024 年上半年股指期权市场波动率情况

2.1 标的波动率冲高回落

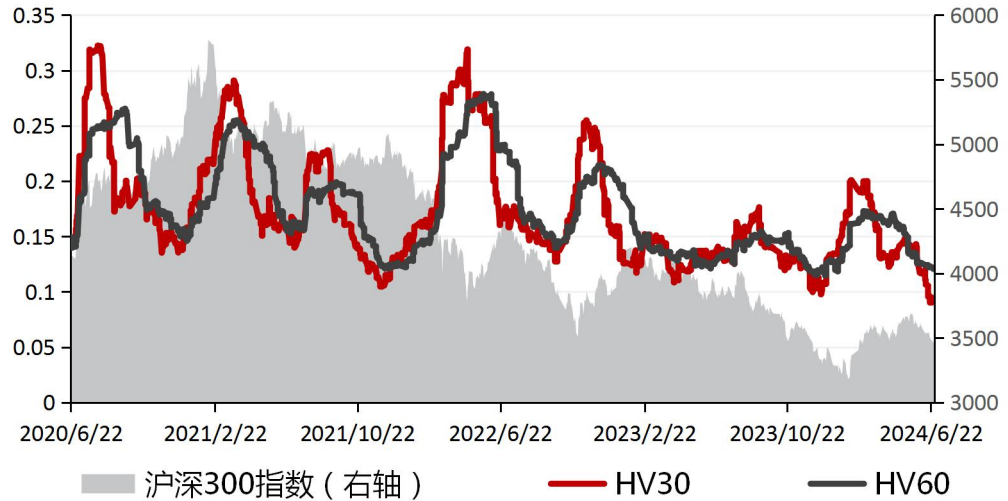
2024 年上半年三大指数期权标的波动率呈现明显冲高回落走势。沪深 300 指数 30 日历史波动率震荡区间在【9%-22%】，60 日历史波动率在【12%-17%】；上证 50 指数 30 日历史波动率在【8%-19%】，60 日历史波动率在【10%-17%】；中证 1000 指数 30 日历史波动率在【16%-50%】，60 日历史波动率在【16.5%-40%】，中证 1000 指数波动率最大创出了近 4 年新高。具体而言分为如下两个阶段：

2024 年初至 2 月底：在雪球集体敲入、中小盘流动危机集中爆发等因素影响之下，市场经历了先大跌后大涨的“V”型走势，在此期间上证 50 和沪深 300 指数在以中央汇金为代表的神秘资金影响下韧性更强，波动率回升整体较为克制，两者 30 日历史波动率最高分别上冲至 19%和 22%左右；中证 1000 指数在中小票流动性危机影响下波动率出现爆发式上涨，30 日历史波动率最高上冲至 50%的近 4 年新高。

3 月初至 6 月底：随着雪球、DMA 等杠杆资金的逐步出清，市场情绪进入爆发后的逐步平稳阶段，市场波动率开始逐步回落，上证 50 和沪深 300 指数 30 日历史波动率再度分别回落至 9%至 10%的历史较低水平，中证 1000 指数 30 日历史波动率亦由

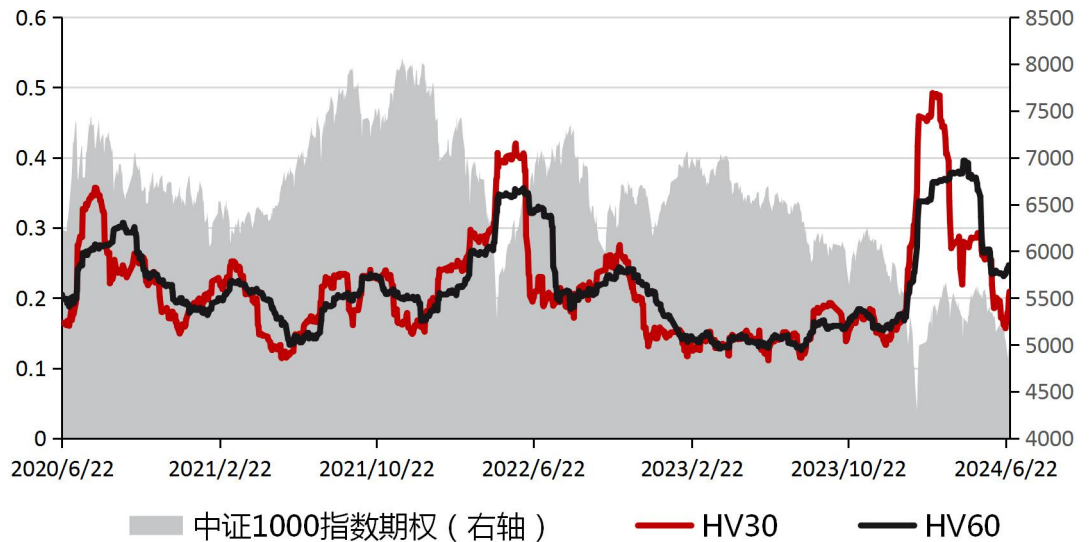
50%大幅回落至 20%附近。

图 8：沪深 300 指数历史波动率走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 9：中证 1000 指数历史波动率走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

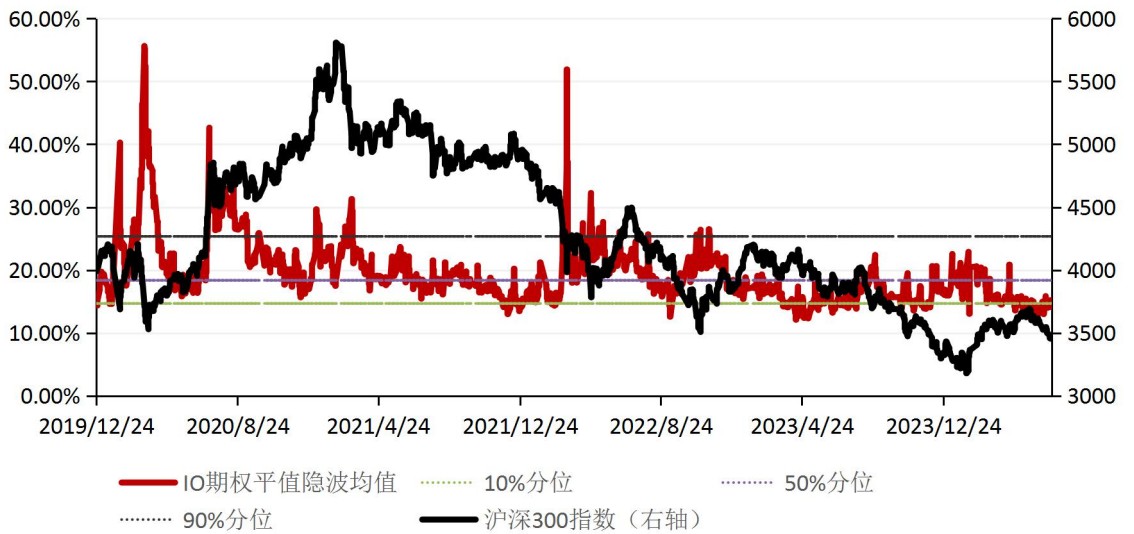
2.2 隐波与标的价格开始呈现一定负相关性

2024 年上半年各期权隐含波动率与标的指数整体呈现一定的负相关关系，在春节前因指数的大幅下行，市场恐慌情绪出现明显上涨，隐含波动率亦随之出现大幅上涨，10、H0 及 M0 期权平值隐波均值分别最高上冲至 22.88%、22%和 52.96%，其后尽

管标的指数开始出现大幅反弹，但隐含波动率却逐步回落，这与市场对后市不看大涨有关。同样，在5月中下旬至6月底标的市场回落过程中，10期权隐波整体变化不大，但MO期权隐波有小幅回升，经历前期杠杆资金的逐步出清后，市场亦不看好沪深300下跌的加速。

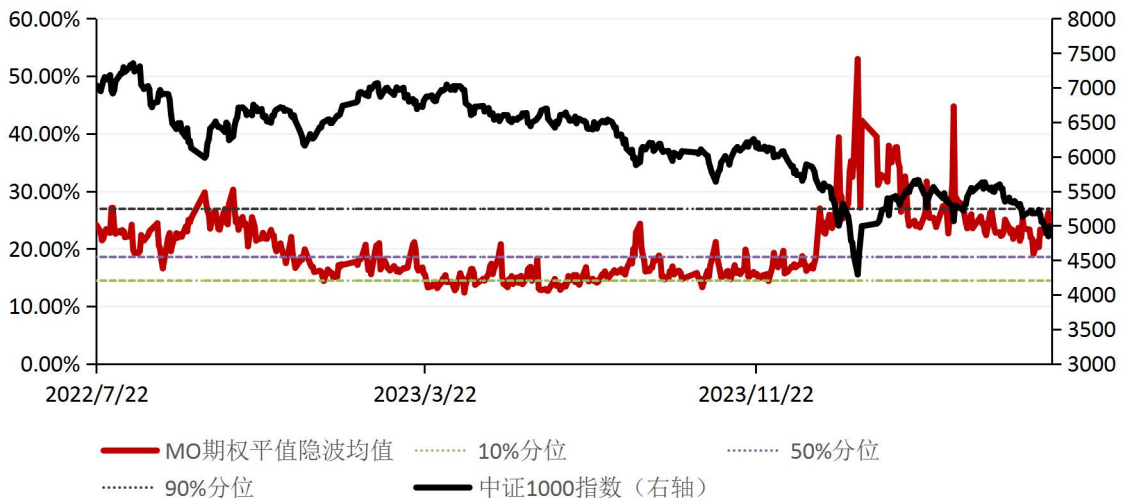
具体数据上，沪深300指数期权和中证1000指数期权平值隐波与标的指数相关系数分别在-0.64和-0.57左右。

图 10：沪深 300 指数期权平值隐波均值历史走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 11：中证 1000 指数期权平值隐波均值历史走势



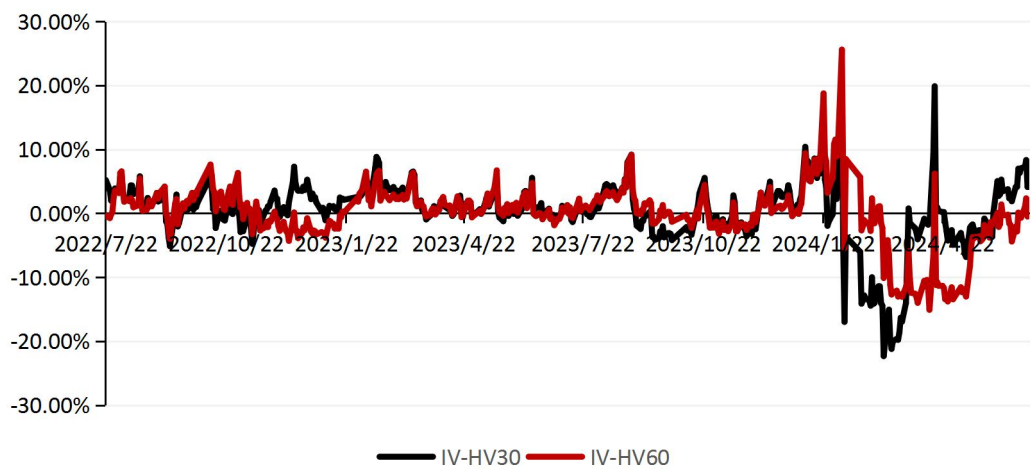
数据来源：WIND、国联期货研究所

2.3 隐波溢价率触及历史极值后回归

期权折溢价：即期权隐波与标的价格历史波动率之差。

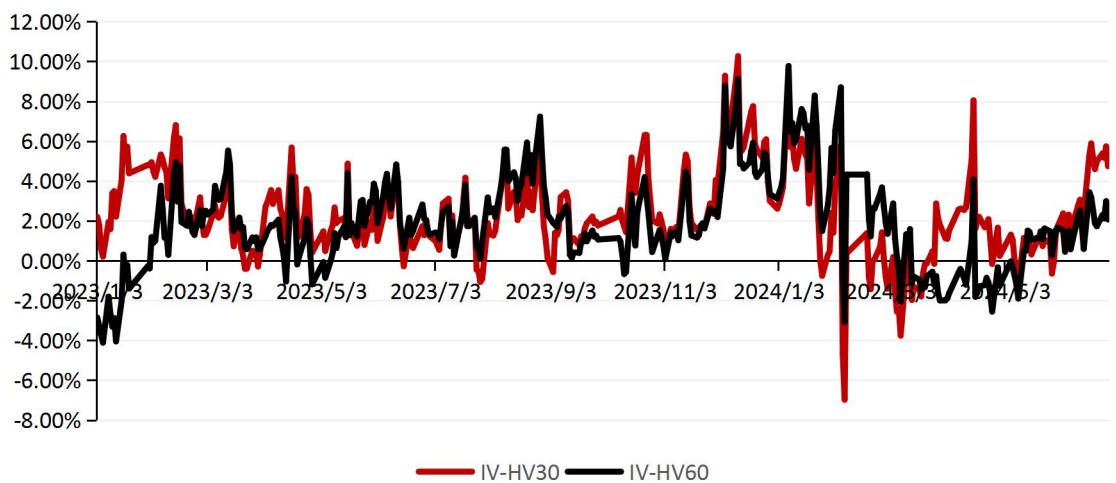
从隐含波动率与标的历史波动率对比上看，因标的市场的大幅波动，2024 年上半年各指数期权折溢价相对 2023 年变动范围明显更宽，溢价少有的再度出现触及历史极高水平的情形。10 期权平值隐波与 30 日历史波动率之差波动范围在【-6%，10%】之间；M0 期权平值隐波与 30 日历史波动率之差波动范围在【-23%，25.6%】之间。

图 12：中证 1000 期权折溢价历史走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 13：沪深 300 指数期权折溢价历史走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

需要关注的是，10 期权和 MO 期权溢价触及最大值的时间点略微不一致，前者其在 1 月 8 日触及了 10% 的最大值，且在 2 月 5 日触及了 8.7% 的次高点；而后者期权溢价最大值发生时间点为 2 月 5 日，高达 25.6%，基本为其上市以来最高水平。其主要原因在于，中证 1000 指数在该时间点前夕遭遇了较为严重的流动性危机，加之春节长假的临近更是加重了市场的恐慌情绪，导致其隐波出现爆发式增长，MO 期权溢价随之触及历史高位。另一方面，由于中央汇金等“神秘资金”在该时间段大量介入沪深 300 等大盘宽基指数 ETF，导致沪深 300 指数市场恐慌情绪在 2 月 5 日并未再创新高。

2.4 剔除分红后看涨看跌隐波差及偏度触及低位后回升

下文中偏度是指：

$$\text{偏度} = (\text{IV}(0.25\text{Delta}) - \text{IV}(-0.25\text{Delta})) / \text{平值 IV}$$

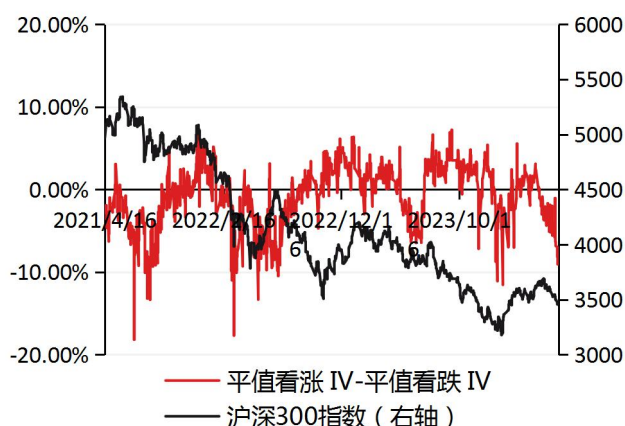
从历史走势上看，看涨看跌隐波差与偏度走势在大方向上存在较为明显的一致性。2024 年上半年，各指数期权看涨看跌隐波差及偏度均存在明显的倒“N”型走势，其主要原因在于：

(1) 2 月 5 日之前的大幅下跌主要源于市场的恐慌情绪导致主动买入看跌期权的动能触及历史极值，10 和 MO 看涨期权隐波分别大幅低于看跌隐波 11 个百分点和 36 个百分点；

(2) 春节后的逐步回升主要在于恐慌情绪释放后市场情绪逐渐转向平稳，买入看涨期权动能逐步增强；

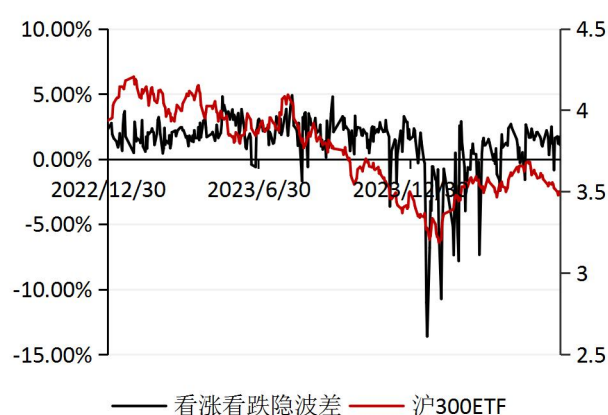
(3) 而 5 月至 6 月的再度下行主要原因则在于指数成分股的分红预期所产生的季节性回落，这点从华泰柏瑞 300ETF 期权偏度走势便可直接看出，在指数期权偏度第二次回落过程中，该 300ETF 期权偏度值并未随之出现明显下行，看涨隐波依旧明显高于看跌隐波，表明尽管 5 月至 6 月 A 股市场出现明显调整，但市场恐慌情绪并未出现明显放大。

图 14：10 期权看涨看跌隐波差



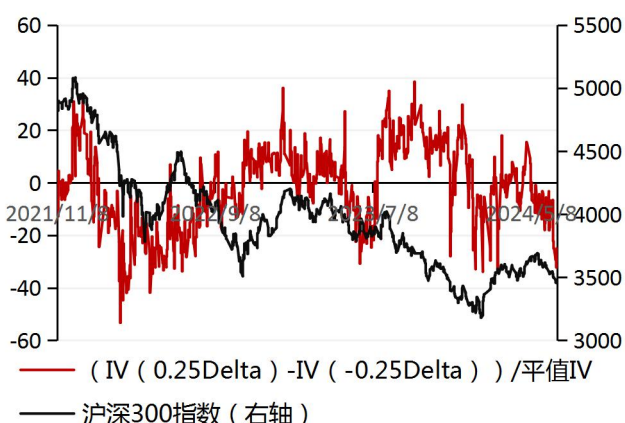
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 15：华泰柏瑞 300ETF 期权看涨看跌隐波差



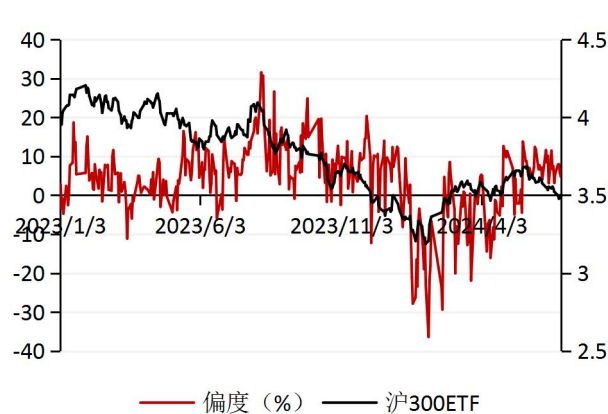
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 16：10 期权偏度走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 17：华泰柏瑞 300ETF 期权偏度走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

对于当前而言，剔除分红之后的 10 看涨期权隐波依旧略微高于看跌期权隐波，期权市场依旧更愿意定价沪深 300 指数向上波动的放大，其对指数未来并不悲观。

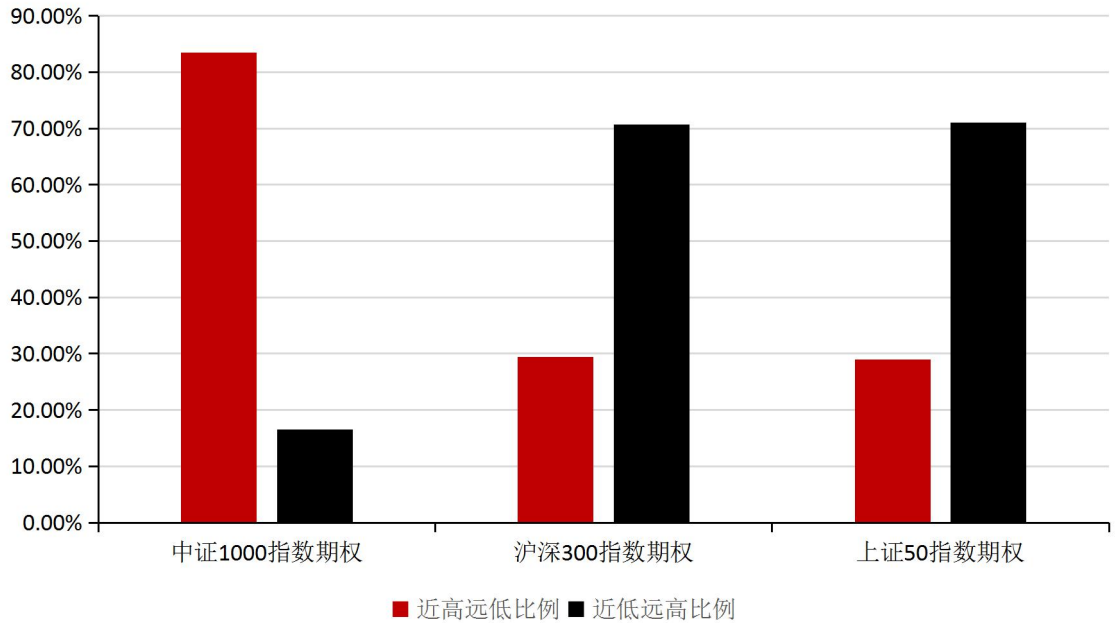
2.5 中小盘类期权隐波“近高远低”比例大

从各品种隐波对比上看，大盘指数类的期权隐波明显低于中小盘类的期权隐波。2024 年上半年上证 50 和沪深 300 指数期权隐波均值分别在 16% 和 16.3% 左右，远远低于中证 1000 指数期权隐波均值 26.9% 的水平。

期权期限结构一般呈现“近高远低”和“近低远高”两种结构，前者表示期权市场整体定价短期标的市场波动率有放大预期，市场情绪偏向恐慌；后者则预示着短期

市场情绪相对平稳，期权市场更愿意将波动率的放大定价到远月合约。

图 18：三大指数期权期限结构比例



数据来源：WIND、国联期货研究所

从各指数期权期限结构上看，上半年中小盘类中证 1000 指数期权各月份隐含波动率呈现“近高远低”结构的比例高达 83.5%，明显高于大盘指数类上证 50 和沪深 300 指数期权，后两者“近高远低”比例不足 40%，表明当前环境下中小盘类指数更容易引起市场恐慌情绪，大盘指数类市场情绪则较为平稳。

2.6 对下半年市场波动率的看法

展望下半年，我们认为短期隐波或将维持低位震荡一段时间，但从中期视角下半年隐波仍存在大幅升波风险，但波动率高点相比上半年或将有所下行。预计上证 50 和沪深 300 指数期权平值隐含波动率波动区间在【12%-20%】之间，中证 1000 指数期权在【18%-35%】之间。主要理由如下：

首先，从绝对数值上看，当前上证 50 和沪深 300 指数 30 日历史波动率分别仅有 9.34%和 9.4%左右，均处于近三年 0.5%分位左右历史极低水平，对应 H0 和 I0 期权平值隐波亦仅有 14%左右，该值亦处于近三年 10%分位以下的历史低位区，较低的波动率决定了隐波继续下探空间是十分有限的，均值回归效应下中期存在波动率重心上移的动能。

其次，从期权隐波溢价幅度上看，三大指数期权隐波均仍高于标的 30 日历史波动率 3 至 5 个百分点，该溢价水平处于历史较高水平，较高的溢价并不利于期权隐含波动率的回升。同时考虑到当前标的短期 30 日历史波动率依旧明显低于 60 日历史波动率，技术上波动率亦缺乏大幅回升动能。因此，短期隐波更大可能是继续呈现低位震荡格局。

最后，1 月至 2 月市场的大幅升波是在中小盘流动性危机、雪球集中敲入等诸多事件共振下的结果，下半年随着新国九条的不断落地、监管制度的趋严，市场再度出现如此高的波动率难度相对较大，因此下半年的波动率高点大概率低于上半年。

三、期权策略回顾与推荐

3.1 基于期权持仓 PCR 值的期货择时系统

期权 PCR 是 Put-Call-Ratio 的简称，PCR 就是指看跌期权与看涨期权之间的比值。一般而言我们常见到的 PCR 指标有两个：成交量的 PCR 值和持仓量的 PCR 值。成交量 PCR 值，它衡量了过去某段时间不同类型合约的交易活跃程度；持仓量 PCR 值，它则代表了过去某段时间不同类型合约的持仓力量。在前期报告中我们采用经典海龟趋势类策略交易系统思路构建了基于持仓 PCR 值的期货择时策略。

基本逻辑如下：

- (1) 计算过去 N 天期权持仓 PCR 值的均值、最大值和最小值；
- (2) 期权持仓 PCR 值突破过去 N 天最高值，则按第二天开盘价开立多单；期权持仓 PCR 值突破过去 N 天最低值，则按第二天开盘价开立空单；
- (3) 期权持仓 PCR 值回落至过去 N 天均值之下，则第二天开盘价平多单；上穿至过去 N 天均值之上，则第二天开盘价平空单。
- (4) 风控设置：初始止损为期货价格的 X%；当盈利达到一定幅度 Y% 后，启动跟踪止损；

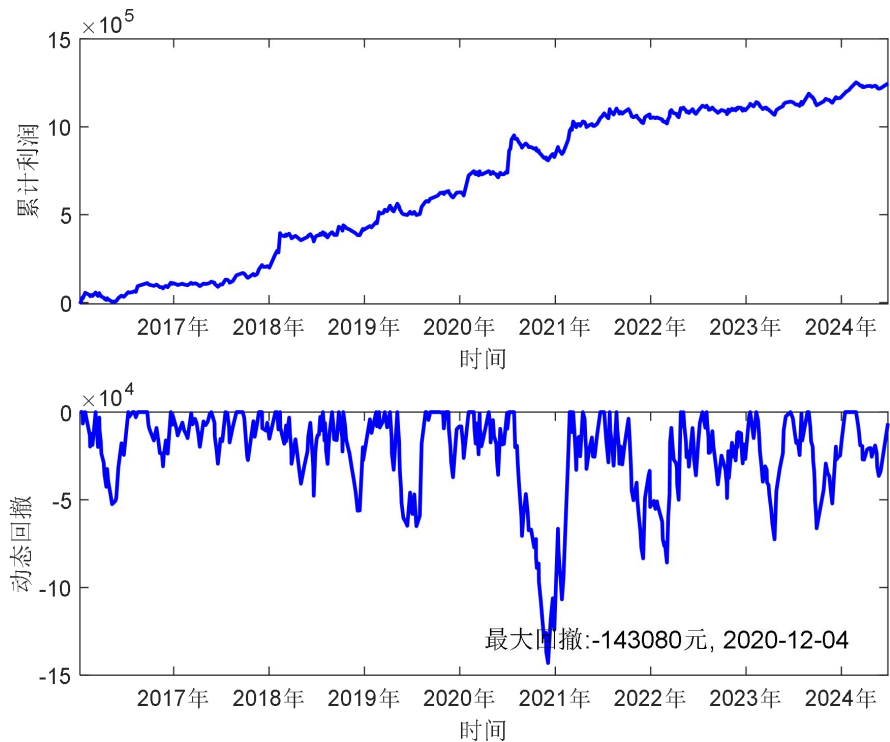
假设每年初投入初始资金均为 100 万元，交易 1 手上证 50 指数期货 2016 年至 2024 年 6 月底绩效如下：

表 2：基于 PCR 值的期货择时系统绩效指标

统计指标	全部交易	多头	空头
累计收益率	124.66%	61.61%	63.05%
年化收益率	14.66%	7.25%	7.42%
交易次数	459	213	246
胜率	40.96%	43.19%	39.02%
盈亏比	2.30	2.17	2.42
最大回撤	-14.3%		

数据来源：WIND、国联期货研究所

图 19：基于持仓 PCR 值择时系统收益曲线及动态回撤



数据来源：WIND、国联期货研究所

从结果可知，基于持仓 PCR 值的择时系统能够取得明显正收益，资金曲线相对平滑 2016 年以来策略年化收益率在 14.66%，最大回撤在-15.33%，近三年策略收益有放缓迹象，2024 年上半年该策略绝对收益在 6.63%左右，这与市场波动率持续下行，CTA 类策略整体表现不佳有关，若后期市场波动率再度抬升，策略绩效或将逐步回暖。

表 3: 不同年度下策略收益率及最大回撤

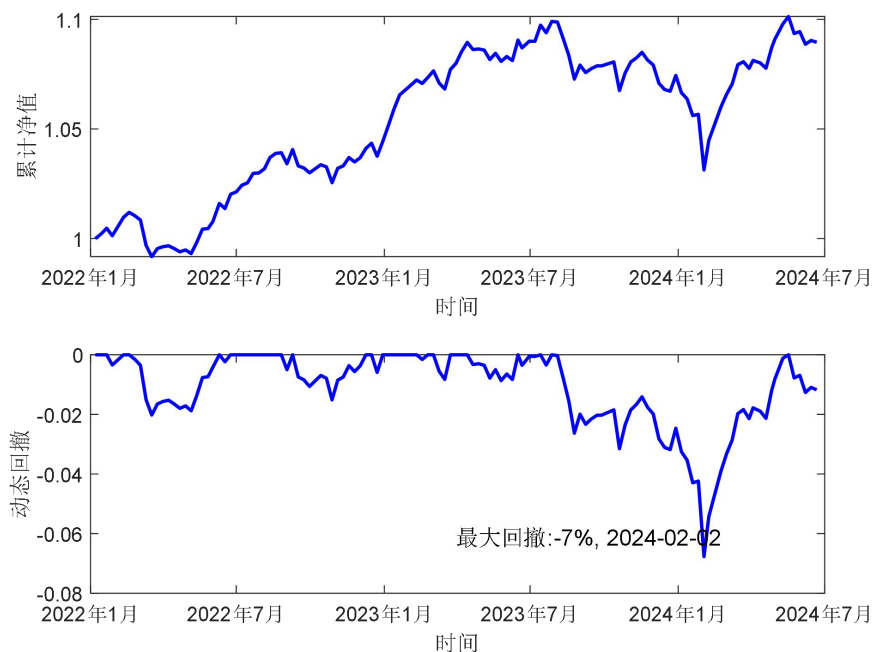
2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 (至 6.30)	年化收 益率	历史最 大回撤
11.13%	10.28%	19.83%	21.81%	21.55%	20.43%	4.37%	8.63%	6.63%	14.66%	-14.3%

数据来源: WIND、国联期货研究所

3.2 2024 上半年私募基金期权类策略表现

我们以排排网中期权策略指数为例进行分析,该指数主要通过选取市面上具有代表性的私募基金期权策略产品加权而言,基本能代表整个私募基金期权策略类产品市场平均表现。

图 20: 2022 年以来私募基金期权策略指数净值及动态回撤



数据来源: WIND、国联期货研究所

今年上半年私募基金期权策略类产品净值出现大幅波动,部分产品创出了近几年历史最大回撤。具体而言:

2022 年至今期权策略产品指数累计收益率 9%, 最大回撤 7%, 其中 2024 上半年期权策略指数累计收益率 1.41%, 其创出最大回撤时间在 2 月 2 日当周。其主要原因在于 A 股市场的大幅回落导致波动率急剧放大, 而期权策略产品一般主要以做空波动率、收取时间价值等卖方策略为主, 波动率的快速放大对该类策略及其不利。春节

后期权波动率整体处于爆发后的回落趋势之中，期权策略产品净值亦开始不断修复，截至 6 月底其基本已经修复上半年的大幅回撤。

对于下半年，在新国九条及监管趋严的大环境下，预计多数时间市场波动率都将处于震荡走势之中，但仍需防范波动率持续处于历史低位后大幅回升可能。期权类策略产品配置需严格控制仓位。

3.3 期权经典策略绩效回顾

本节我们主要对期权常用的牛市价差、卖出看跌、备兑、领口及双卖策略进行测试。其中牛市价差和卖出看跌可以作为标的指数多头替代类策略，备兑和领口可以作为指数对冲类策略，双卖策略可以作为波动率策略类的参考。为便于与基准指数进行对比，下文中绩效均为不加杠杆后的绩效，其初始资金与标的指数现货相同。

3.3.1 牛市价差策略

我们做如下构建：买入深度实值 5% 当月看涨期权，同时卖出虚值 2% 看涨期权，持有到期后自动换月，其中手续费+滑点取 0.55 点/手，以此作为标的指数多头替代方式，观察其长期效果。

从三大指数期权牛市价差策略历史绩效上看，长期相对标的指数均能够降低亏损增强收益，但中证 1000 指数期权更为明显，2024 年以来其相对标的指数超额收益高达 7.72%，最大回撤亦由 27.08% 大幅下降至 9.61%。主要原因在于上半年中证 1000 指数大幅下行，看涨期权买方由于其最大亏损仅为权利金，其在指数大幅下行过程中有效降低了亏损。

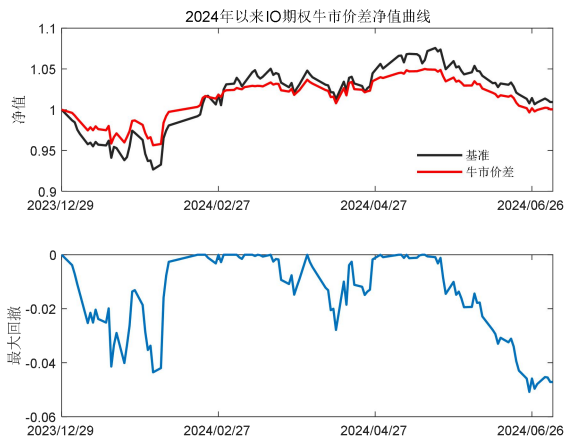
表 4：近两年不同指数期权牛市价差策略表现

	标的指数	上证 50	沪深 300	中证 1000
2024.1.1-2024.7.3	基准收益	3.81%	0.94%	-17.33%
	牛市价差收益	4.38%	0.05%	-9.61%
	基准最大回撤	-5.70%	-6.64%	-27.08%
	牛市价差最大回撤	-4.27%	-0.58%	-9.61%
	超额收益	0.57%	-0.89%	7.72%
2023.1.1-2024.7.3	基准收益	-8.36%	-10.54%	-22.52%

牛市价差收益	-3.5%	-7.20%	-12.65%
基准最大回撤	-22.54%	-24.22%	-39.22%
牛市价差最大回撤	-14.03%	-14.96%	-20.28%
超额收益	4.86%	3.34%	9.87%

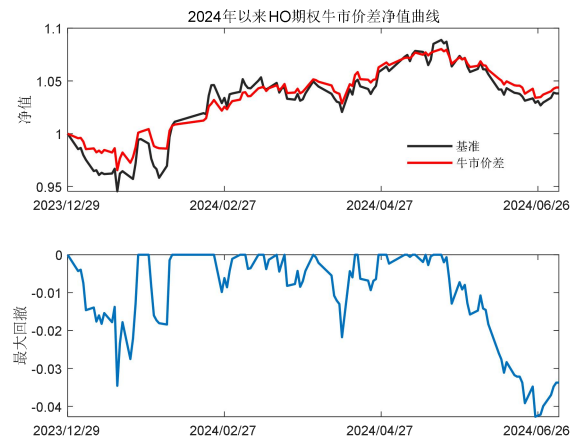
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 21：2024 年以来 10 期权牛市价差策略净值曲线



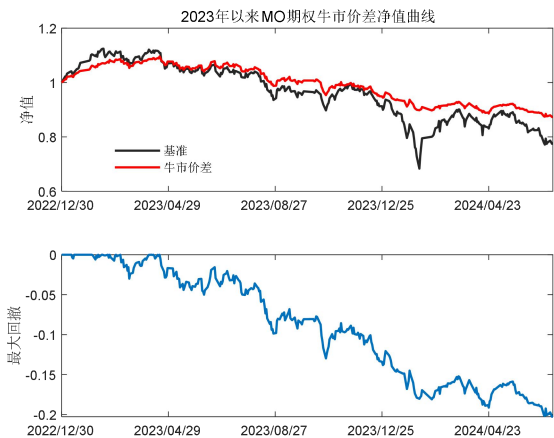
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 22：2024 年以来 H0 期权牛市价差策略净值曲线



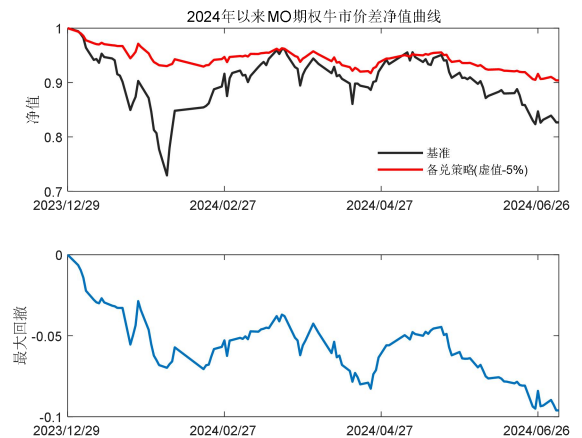
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 23：2023 年以来 M0 期权牛市价差策略净值曲线



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 24：2024 年以来 M0 期权牛市价差策略净值曲线



数据来源：WIND、国联期货研究所

3.3.2 卖出看跌期权策略

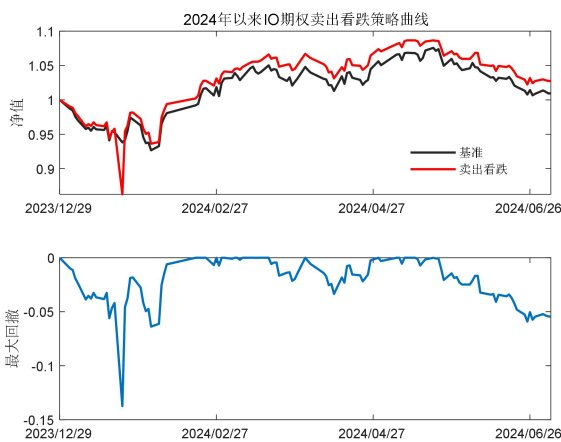
我们做如下构建：卖出实值 5% 当月看跌期权，持有到期后自动换月，其中手续费+滑点取 0.55 点/手，以此作为标的指数多头替代方式，观察其长期效果。

表 5：近两年不同指数期权卖出看跌策略表现

	标的指数	上证 50	沪深 300	中证 1000
2024.1.1-2024.7.3	基准收益	3.81%	0.94%	-17.33%
	卖出看跌收益	5.47%	2.75%	-12.41%
	基准最大回撤	-5.70%	-6.64%	-27.08%
	卖出看跌最大回撤	-5.22%	-13.73%	-25.77%
	超额收益	1.66%	1.81%	4.92%
2023.1.1-2024.7.3	基准收益	-8.36%	-10.54%	-22.52%
	卖出看跌收益	-5.96%	-6.91%	-12.22%
	基准最大回撤	-22.54%	-24.22%	-39.22%
	卖出看跌最大回撤	-18.29%	-26.94%	-33.48%
	超额收益	2.40%	3.63%	10.30%

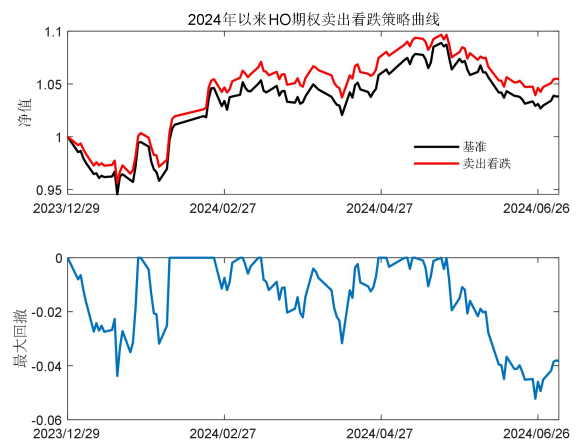
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 25：2024 年以来 10 期权卖出看跌策略净值曲线



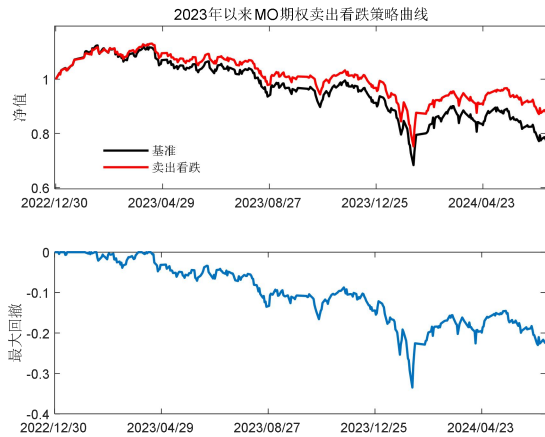
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 26：2024 年以来 H0 期权卖出看跌策略净值曲线



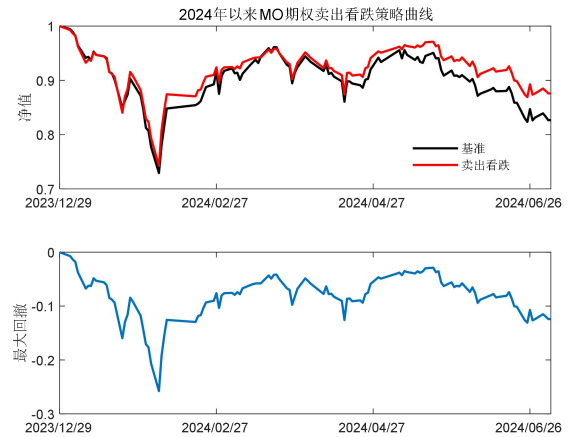
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 27：2023 年以来 M0 期权卖出看跌策略净值曲线



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 28：2024 年以来 M0 期权牛市价差策略净值曲线



数据来源：WIND、国联期货研究所

从三大指数期权单一卖出实值看跌策略历史绩效上看，长期相对标的指数能够获取一定超额收益，其在指数上行过程中基本能够完全跟踪指数，在其下行时因有部分时间价值的补偿，其回落幅度相对标的指数往往更小。但需要注意的是，其仍不能规避标的指数在大幅回落过程中所产生的大幅回撤。

3.3.3 备兑策略

策略构建：持有标的指数现货，同时卖出虚值 2% 看涨期权，持有到期后自动换月，其中手续费+滑点取 0.55 点/手。

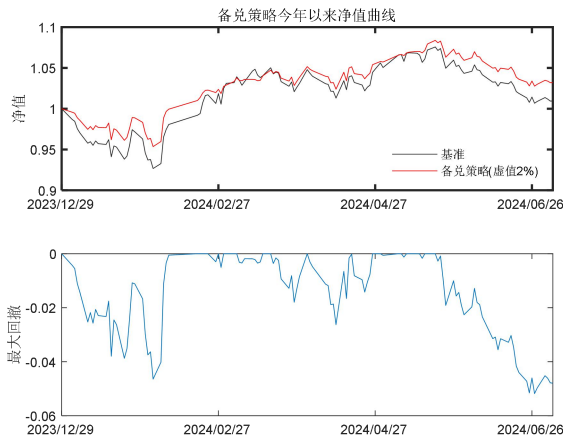
表 6：近两年不同指数期权备兑策略表现

	标的指数	上证 50	沪深 300	中证 1000
2024.1.1-2024.7.3	基准收益	3.81%	0.94%	-17.33%
	备兑收益	7.72%	3.19%	-16.98%
	基准最大回撤	-5.70%	-6.64%	-27.08%
	备兑最大回撤	-4.24%	-5.18%	-25.39%
2023.1.1-2024.7.3	超额收益	3.91%	2.25%	0.35%
	基准收益	-8.36%	-10.54%	-22.52%
	备兑收益	2.25%	-1.38%	-17.74%
	基准最大回撤	-22.54%	-24.22%	-39.22%

备兑最大回撤	-10.89%	-13.24%	-33.18%
超额收益	10.62%	9.16%	4.78%

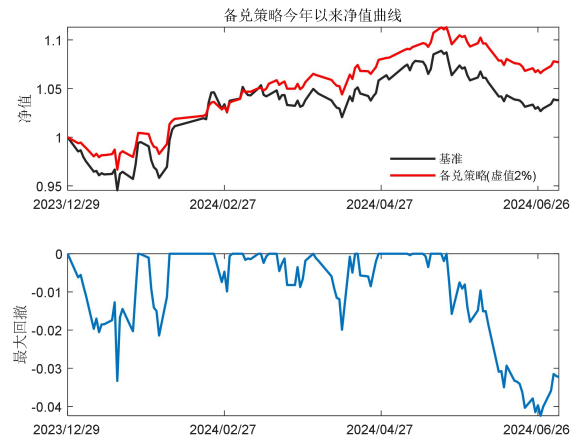
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 29：2024 年以来 10 期权备兑策略净值曲线



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 30：2024 年以来 H0 期权备兑策略净值曲线



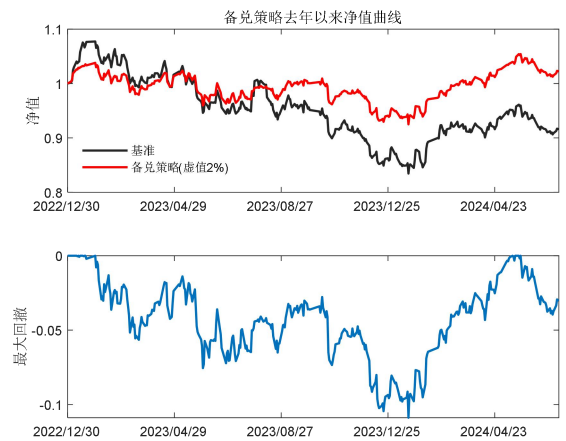
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 31：2024 年以来 M0 期权备兑策略净值曲线



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 32：2023 年以来 H0 期权备兑策略净值曲线



数据来源：WIND、国联期货研究所

从三大指数期权备兑策略历史绩效上看，备兑策略均能够起到降低回撤增厚收益的效果，其中上证 50 和沪深 300 指数期权效果相对最好，2024 年上半年分别能够增厚收益 3.91% 和 2.25%，中证 1000 指数期权备兑策略整体效果相对一般，超额收益仅有 0.35%，主要原因在于中证 1000 指数上半年市场波动较大，大涨大跌行情整体较多，虚值 2% 的看涨期权被行权的概率相对较高，同时，在标的市场大幅下跌行情

中保护的效果亦相对有限。

3.3.4 领口策略

策略构建：持有标的指数现货，卖出当月虚值 2% 看涨期权，同时买入等量当月虚值 2% 看跌期权，持有到期后自动换月，其中手续费+滑点取 0.55 点/手。从领口策略的构建方式上可知，其可以理解为传统备兑策略与看跌期权买方的组合，以看跌期权买方来防范标的指数可能产生的灾难性风险。

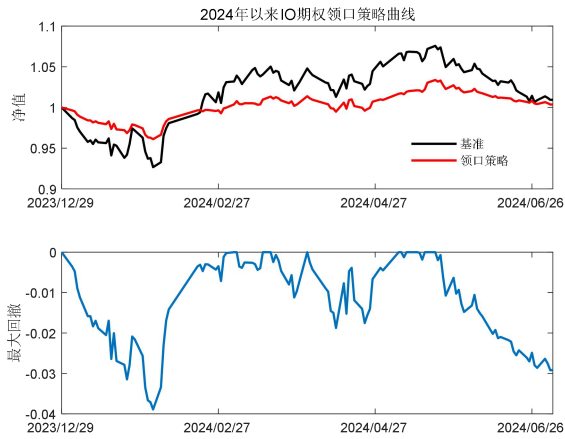
从各指数期权领口策略效果上看，利用领口策略对冲后资金曲线明显更加平滑，近两年其在降低回撤上具有明显效果，同时亦具有明显超额收益，尤其对于中证 1000 指数期权。2024 年以来 MO 期权超额收益为 9.78%，同时最大回撤仅有 7.55%，相对基准指数 27.08% 的回撤下降明显。同时需要注意的是因卖出了一定数量的看涨期权，领口策略限制了标的指数上行方向的最大收益，在对标的指数不看大涨时该策略是很好的替代指数多头的方式。

表 7：近两年不同指数期权领口策略表现

	标的指数	上证 50	沪深 300	中证 1000
2024.1.1-2024.7.3	基准收益	3.81%	0.94%	-17.33%
	领口策略收益	4.91%	0.36%	-7.55%
	基准最大回撤	-5.70%	-6.64%	-27.08%
	领口策略最大回撤	-2.67%	-3.89%	-7.55%
	超额收益	1.10%	-0.58%	9.78%
2023.1.1-2024.7.3	基准收益	-8.36%	-10.54%	-22.52%
	领口策略收益	-1.59%	-5.33%	-13.55%
	基准最大回撤	-22.54%	-24.22%	-39.22%
	领口策略最大回撤	-10.61%	-12.20%	-18.85%
	超额收益	6.77%	5.21%	8.97%

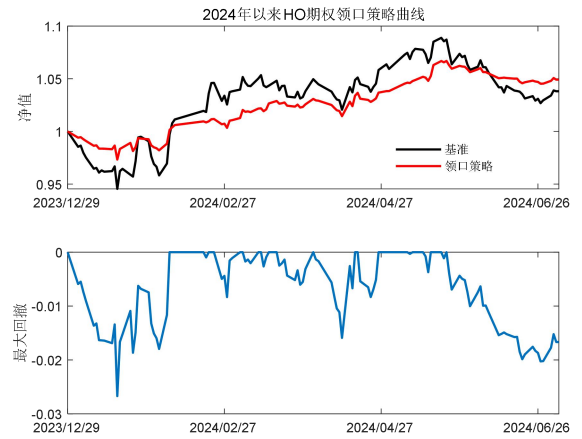
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 33: 2024 年以来 IO 期权领口策略净值曲线



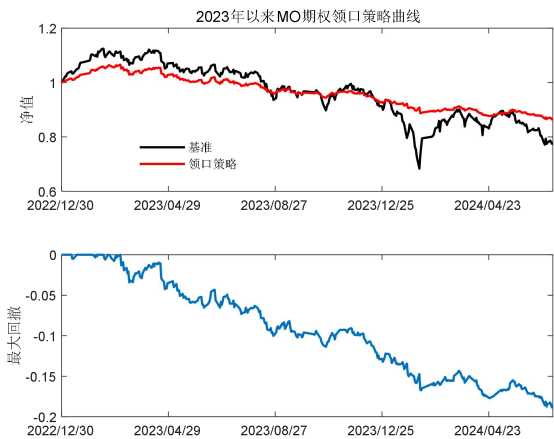
数据来源: WIND、国联期货研究所

图 34: 2024 年以来 HO 期权领口策略净值曲线



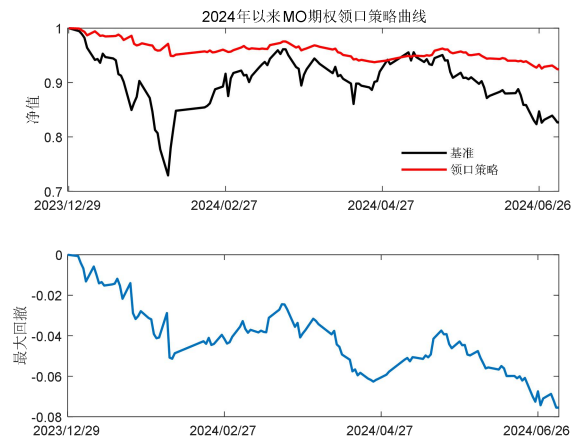
数据来源: WIND、国联期货研究所

图 35: 2023 年以来 MO 期权领口策略净值曲线



数据来源: WIND、国联期货研究所

图 36: 2024 年以来 MO 期权领口策略净值曲线



数据来源: WIND、国联期货研究所

3.3.5 双卖策略

策略构建: 同时卖出等量当月虚值 2% 的看涨和看跌期权, 持有到期后自动换月, 其中手续费+滑点取 0.55 点/手。

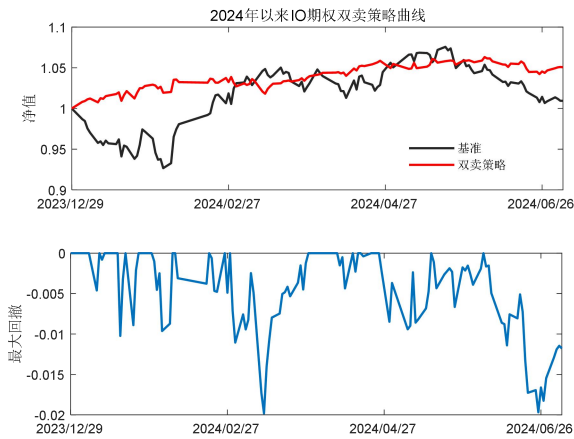
从各指数期权波动率类交易策略绩效上看, 在春季前中小微盘股的大跌行情中, 中小盘指数类 MO 期权双卖策略出现了大幅回撤, 其最大回撤高达近 21%, 年后尽管净值有所修复, 但依旧波动较大, 截至 7 月 3 日, 上半年累计收益仅有 -9.08%。

表 8：近两年各指数期权双卖策略表现

	标的指数	上证 50	沪深 300	中证 1000
2024.1.1-2024.7.3	双卖策略收益	6.71%	5.07%	-9.08%
	双卖策略最大回撤	-1.84%	-1.98%	-20.82%
2023.1.1-2024.7.3	双卖策略收益	14.46%	13.11%	0.60%
	双卖策略最大回撤	-4.66%	-3.43%	-21.41%

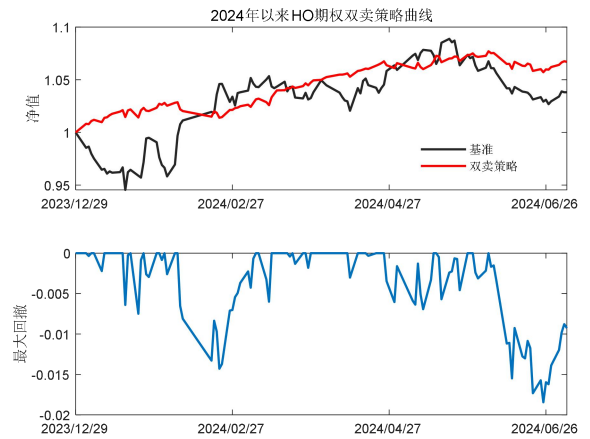
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 37：2024 年以来 IO 期权双卖策略净值曲线



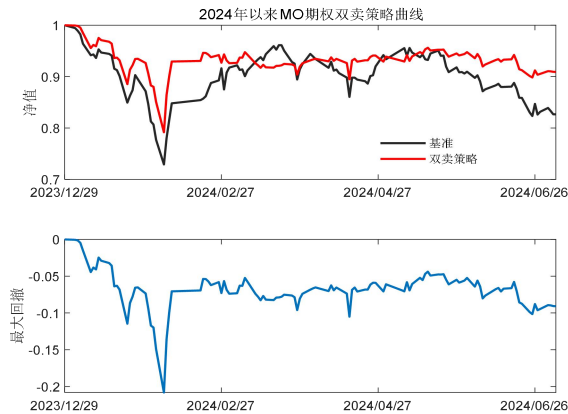
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 38：2024 年以来 HO 期权双卖策略净值曲线



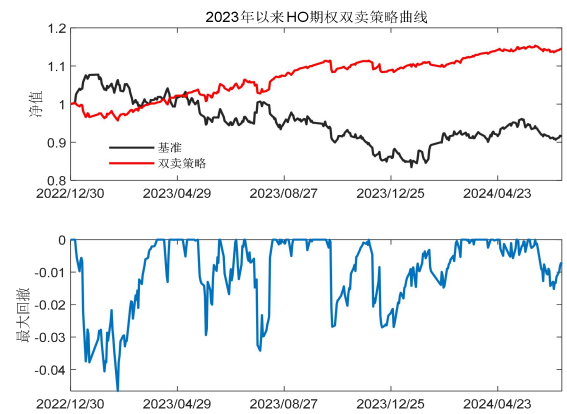
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 39：2024 年以来 MO 期权双卖策略净值曲线



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 40：2023 年以来 HO 期权双卖策略净值曲线



数据来源：WIND、国联期货研究所

大盘指数类 IO 和 HO 期权双卖策略则在此次大幅波动行情中表现更为稳定，其上半年最大回撤不足 2%，累计正收益亦分别有 5.07% 和 6.71%。

主要原因在于在中小微盘指数的大幅回落过程中市场恐慌情绪明显放大，IO 和 HO 期权隐波相对现实波动率溢价明显，而其标的上涨 50 和沪深 300 指数在以中央汇金为代表的“神秘资金”作用下真实波动明显更缓，快速大涨大跌行情亦相对更少，双卖策略更容易获取稳定收益。

四、总结及展望

4.1 总结

2024 上半年金融期权市场成交额出现明显上涨，但其增量主要集中在标的挂钩中小盘指数的期权上。其中南方中证 500ETF 期权和中证 1000 指数期权成交额在绝对数和百分比上增长均最为明显，日均成交额分别大幅增长 144.5% 和 198.98%，后者市场份额上升至金融期权第一位。看跌看涨期权持仓比低位震荡，中证 1000 指数期权更为明显，站在卖方角度市场对中小盘指数看涨信心依旧略显不足。

波动率上，上半年触及高位区域后明显回落，中小盘类中证 1000 指数期权隐波期限结构呈“近高远低”结构比例高达 83.5%，明显高于大盘指数类期权，当前环境下中小盘类指数更易引起市场恐慌情绪，大盘指数类市场情绪则较为平稳。

期权策略上，一方面持仓 PCR 值对标的指数方向仍具有一定指导意义，2016 年以来基于持仓 PCR 的期货择时系统年化收益率在 14.66%，最大回撤在 -15.33%，2024 年上半年该策略绝对收益在 6.63% 左右。另一方面，私募基金期权策略产品上半年净值遭遇了大幅波动，部分产品创出历史最大回撤，目前处于净值修复过程中。

期权常用策略上，牛市看涨价差策略和卖出看跌策略均有降低亏损、增厚收益的效果，但后者降低回撤的效果较为一般；备兑策略和领口策略均能明显增厚市场收益，且后者在市场大幅下行过程中能够更有效的限制最大回撤；波动率双卖策略在 IO 和 HO 期权上表现相对稳定，MO 期权双卖则在上半年中小盘指数的大幅下跌过程中回撤较大。

4.2 展望

展望下半年，预计短期隐波或将维持低位震荡一段时间，从中期视角下半年隐波仍存在大幅升波风险，但波动率高点相比上半年或将有所下行。预计上证50和沪深300指数期权平值隐波波动区间在【12%-20%】之间，中证1000指数期权在【18%-35%】之间。基于此：

(1) 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。

(2) 波动率低位下做空波动率交易者建议暂时观望，同时以做空波动率为主的期权类策略产品配置需严格控制仓位。

(3) 方向性交易者，在当前估值整体不高，预计指数下行空间整体不大的大环境下，建议以逢低卖出IO和HO虚值看跌期权以做战略性多头配置。

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

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600