

11月22日金融期权周报：构建日历价差组合，防患隐含波动率激增

2020年11月22日

研究员：吕洁

执业编号：F0269991

投资咨询号：Z0002739

研究助理：陈艺鑫

联系方式：0571-28132591

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市萧山区宁围街道利一路

188号天人大厦19-20层

全国统一服务电话：

4006-728-728

信达期货网址：

www.cindaqh.com

投资建议

1. 核心逻辑

随着我国四季度经济复苏的确定性，蓝筹股业绩超预期的概率较大，我们认为上证50和沪深300将会在11-12月份跑赢中证500。

因此，我们认为11-12月份上证50指数将在3300点附近形成强支撑，而沪深300则将大概率继续在4700点附近形成强支撑。

隐含波动率方面，虽然隐含波动率期限结构仍保持着“近月小于远月，看跌期权大于看涨期权”的格局，但是上周上证50和沪深300的先升后降使得隐含波动率大幅下滑，历史波动率的下降将会使得隐含波动率的下降空间加大，由于成交持仓比不足和市场情绪趋于稳定，隐含波动率大幅上涨的迹象仍然不明显。

策略跟踪方面，“卖出12月看涨期权”整体盈利5%；“牛市价差”组合因浮亏从3%下降至1%；上周新构建日历价差组合策略，目前浮盈0.5%，Delta风险几乎为0。

2. 操作建议

(1) 50ETF期权：从单边角度看，卖出12月到期、行权价为3.2的看跌期权；维持牛市价差组合：维持12月行权价为3.6看涨期权头寸基础上，卖出“12月到期、行权价为3.9”的看涨期权；日历价差组合：买入12月到期、行权价3.4的看跌期权，卖出3月到期、行权价为3.4的看跌期权。

(2) 沪深300股指期货：从单边角度看，卖出12月到期、行权价为4700的看跌期权；维持牛市价差组合：维持12月行权价为5200看涨期权头寸基础上，卖出“12月到期、行权价为5500”的看涨期权；日历价差组合：买入12月到期、行权价为4900的看跌期权，卖出1月到期、行权价为4900的看跌期权。

3. 风险提示

- (1) 特朗普在交接工作中采取发动战争等类似极端行为；
- (2) 周三ETF期权到期风险；
- (3) 上证50和沪深300快速拉升带动隐含波动率激增风险，注意卖出期权头寸及时平仓。

目录

1.上周行情回顾与展望.....	3
2. 波动率曲面分析.....	6
2.1. 历史波动率、隐含波动率期限结构.....	6
2.2. 隐含波动率微笑曲线分析.....	10
3. 平值合成期货.....	12

1. 上周行情回顾与展望

1.1. 行情回顾与展望

受到年底四季度业绩超预期的影响，本周蓝筹带动整个 A 股大幅上涨。总体来看，上证 50 跑赢沪深 300，上证 50 大幅上涨 2.27%，沪深 300 大幅上涨 1.78%，上周蓝筹股（银行、券商、保险、基建等板块）上涨的逻辑被持续验证。

截止到 2020 年 11 月 20 日收盘后，华夏上证 50ETF 本周收盘价为 3.47，大幅上涨 2.27%；华泰柏瑞沪深 300ETF 本周收盘价为 5.01，大幅上涨 1.91%；嘉实 300ETF 本周收盘价为 4.94，大幅上涨 1.86%。

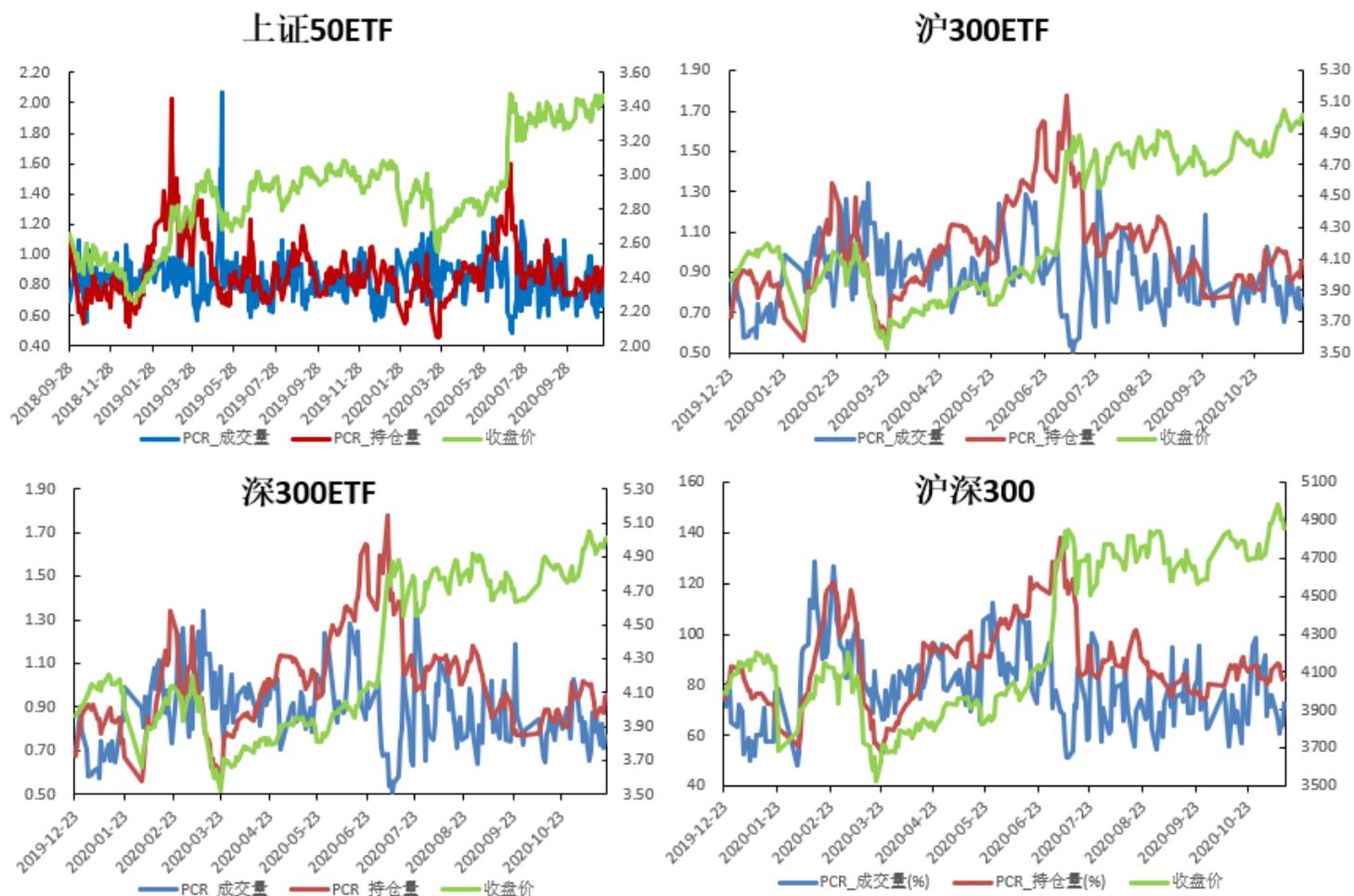
表 1：上周 4 种金融期权标的资产大涨

合约代码	合约简称	2020-11-13	2020-11-20	涨跌幅(%)
000300.SH	沪深300	4,856.85	4,943.29	1.78%
159919.SZ	300ETF	4.85	4.94	1.86%
510050.SH	上证50ETF	3.39	3.47	2.27%
510300.SH	沪深300ETF	4.92	5.01	1.91%

数据来源：Wind，信达期货研发中心

从成交量和成交结构的角度看，成交量 PCR 大幅下降，持仓量 PCR 大幅上升，成交量总体上较上周相比有所萎缩，多头逐渐占据主导。从市场情绪来看，上周一和周五华夏 50ETF 期权日成交持仓从 93% 下降至 57%，沪深 300 股指期权成交持仓比从 91% 下降至 68%，说明期权投机情绪大幅减弱，多方仅仅保持着微弱的优势，再加上 50ETF 期权和沪深 300 股指期权成交量相对萎缩。因此，我们认为虽然短期市场情绪趋于稳定，但是长期仍然存在一定的变数。

图 1：多方力量逐步走强，投机情绪减弱



数据来源：Wind，信达期货研发中心

1.2. 标的资产价格分析

从基本面的角度看，我们认为 11 月下旬至年底 1 个多月的时间内，伴随着蓝筹股的上涨将会带动期权标的指数和 ETF 的进一步上涨，主要原因是业绩兑现的确定性相对较高。海外方面，随着拜登锁定胜局，随着欧美疫情的反复，以及特朗普在交接工作前 2 个月带来的不确定性，仍然具有一定的变数，但是 1 个月以内人民币资产的坚挺暂时不会发生改变，对上证 50 和沪深 300 形成强有力的支撑，上证 50 跑赢沪深 300 的格局将会进一步延续。

从技术面的角度看，上证 50 和沪深 300 短期多头强势的格局已经进一步显现，我们认为 11-12 月份

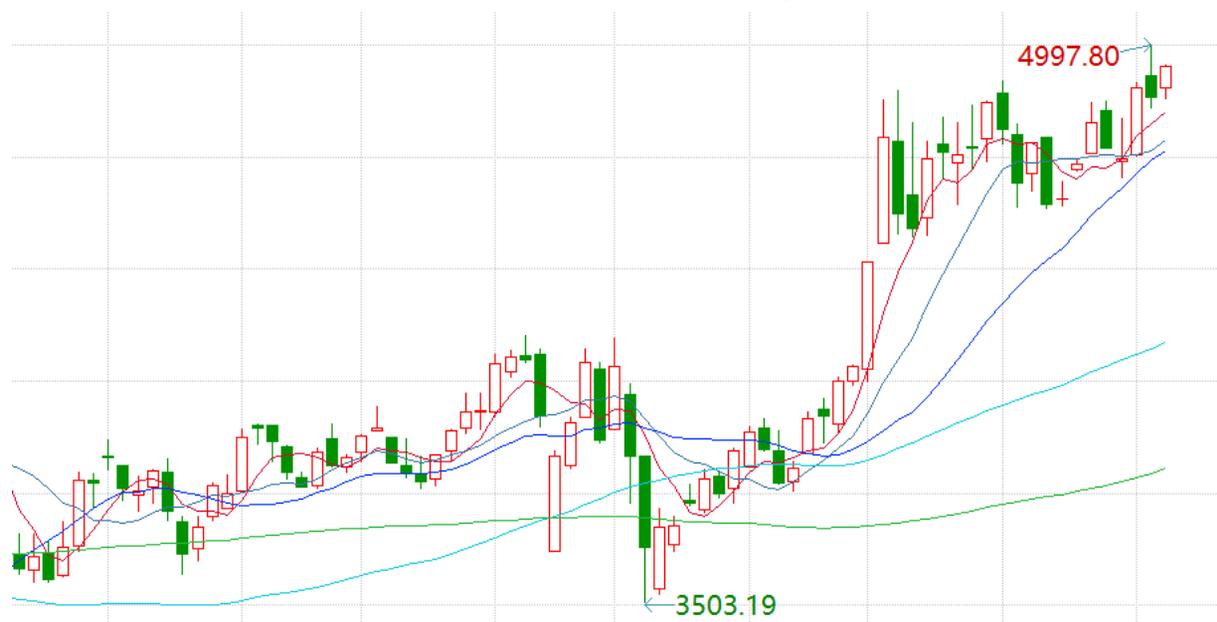
大概率将会持续上涨。

图 2：上证 50 上涨格局奠定



数据来源：Wind，信达期货研发中心

图 3：沪深 300 上涨格局奠定



数据来源：Wind，信达期货研发中心

2. 波动率曲面分析

2.1. 历史波动率、隐含波动率期限结构

上周隐含波动率在小幅反弹后进一步大幅下降，4种金融期权当月和下月隐含波动率下降至均值以下，由于11月期权即将到期，当月隐含波动率大幅下滑。上周4种金融期权的隐含波动率出现大幅下降，并且进一步向历史波动率逼近。截止2020年11月20日，历史波动率仍低于隐含波动率，但是二者之间的差距大幅缩小，隐含波动率大概率在11月份持续下降，同时在12月份很可能出现反转，对上周提出的跨期看涨策略组合形成更强的逻辑支撑。

同时也伴随着平值看跌期权的隐含波动率高于平值看涨期权的隐含波动率，由于隐含波动率的下跌仍将在11月份持续，看跌期权的隐含波动率的下降幅度将会大于看涨期权隐含波动率的下降幅度。



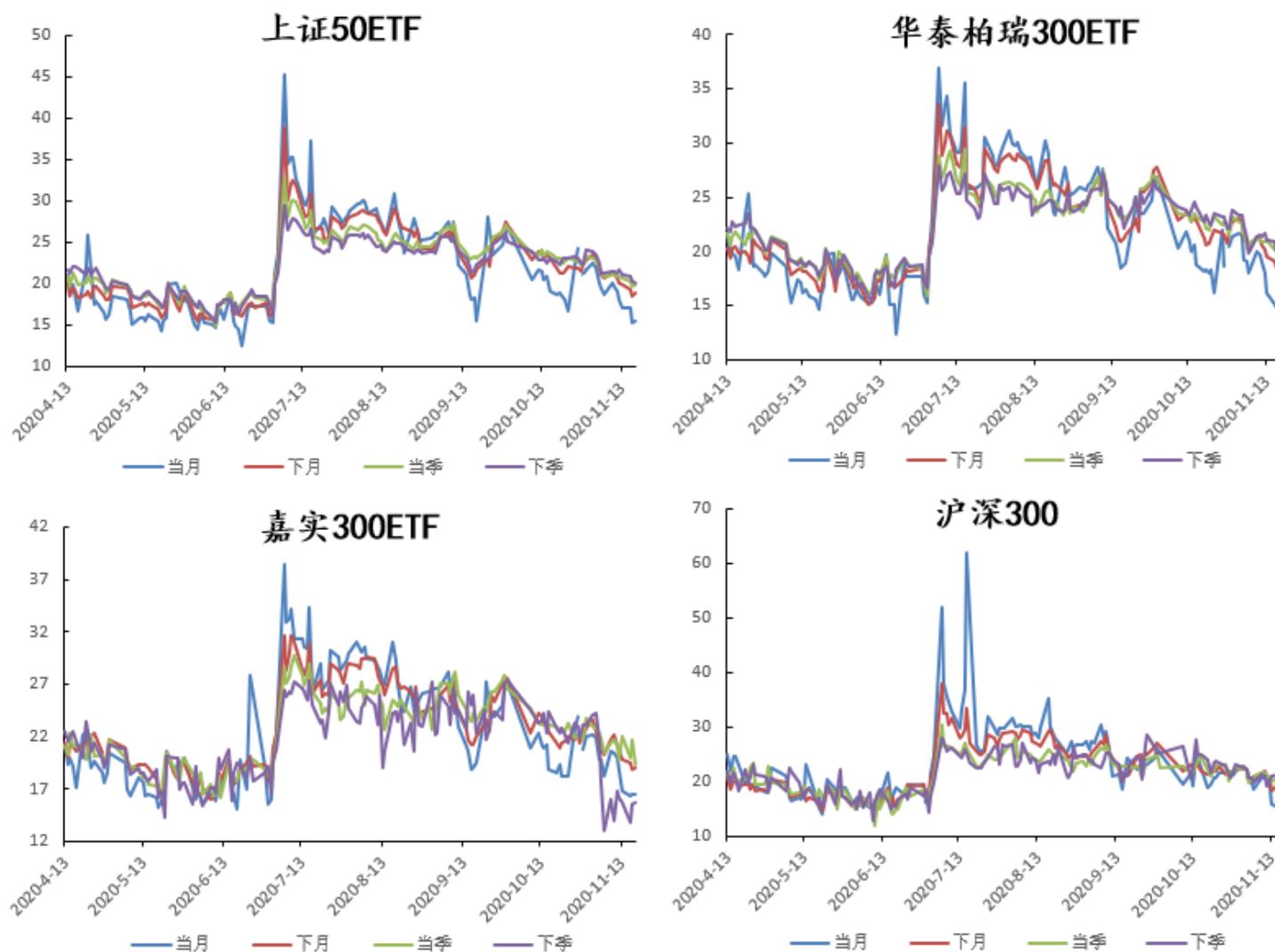
表 2: 历史波动率和隐含波动率变化

合约代码	合约简称	2020-11-13	2020-11-20	涨跌幅(%)
000300.SH	沪深300	4,856.85	4,943.29	1.78%
159919.SZ	300ETF	4.85	4.94	1.86%
510050.SH	上证50ETF	3.39	3.47	2.27%
510300.SH	沪深300ETF	4.92	5.01	1.91%
合约简称	指标名称	2020-11-13	2020-11-20	变动幅度
上证50ETF (510050.SH)	20日历史波动率(%)	13.35	15.07	1.72
	40日历史波动率(%)	16.53	16.93	0.40
	60日历史波动率(%)	17.43	16.46	-0.97
沪深300ETF (510300.SH)	20日历史波动率(%)	15.09	15.02	-0.07
	40日历史波动率(%)	16.92	17.08	0.16
	60日历史波动率(%)	18.26	17.24	-1.02
300ETF (159919.SZ)	20日历史波动率(%)	15.21	15.34	0.13
	40日历史波动率(%)	16.73	16.89	0.16
	60日历史波动率(%)	18.23	17.13	-1.10
沪深300 (000300.SH)	20日历史波动率(%)	14.7	14.25	-0.45
	40日历史波动率(%)	16.62	16.66	0.04
	60日历史波动率(%)	17.98	16.9	-1.08
合约简称	隐含波动率(%)	2020-11-13	2020-11-20	变动幅度
上证50ETF (510050.SH)	当月	17.99	13.87	-4.12
	下月	20.14	18.4	-1.74
	当季	20.83	19.89	-0.94
	下季	21.62	20.3	-1.32
沪深300ETF (510300.SH)	当月	17.78	13.03	-4.75
	下月	20.39	18.58	-1.81
	当季	20.57	20.39	-0.18
	下季	21.44	20.52	-0.92
300ETF (159919.SZ)	当月	18.88	13.53	-5.35
	下月	20.78	19.07	-1.71
	当季	19.89	20.2	0.31
	下季	16.17	15.32	-0.85
沪深300 (000300.SH)	当月	18.87	6.54	-12.33
	下月	20.63	18.84	-1.79
	当季	20.34	20.19	-0.15
	下季	20.23	21.14	0.91

注：11月期权即将到期，当月隐含波动率骤减不做参考

数据来源：Wind，信达期货研发中心

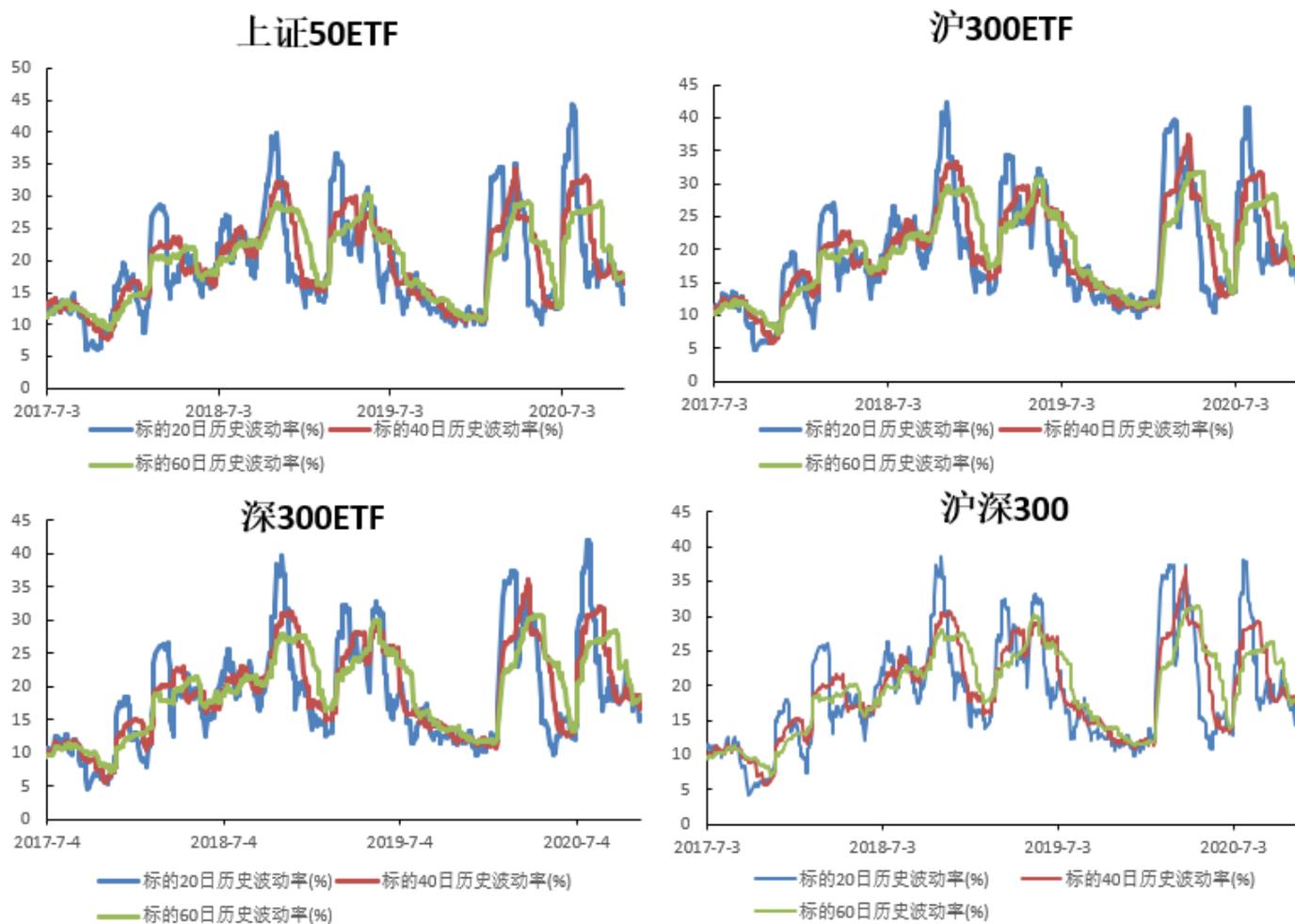
图 4：隐含波动率均值回复加速



数据来源：Wind，信达期货研发中心

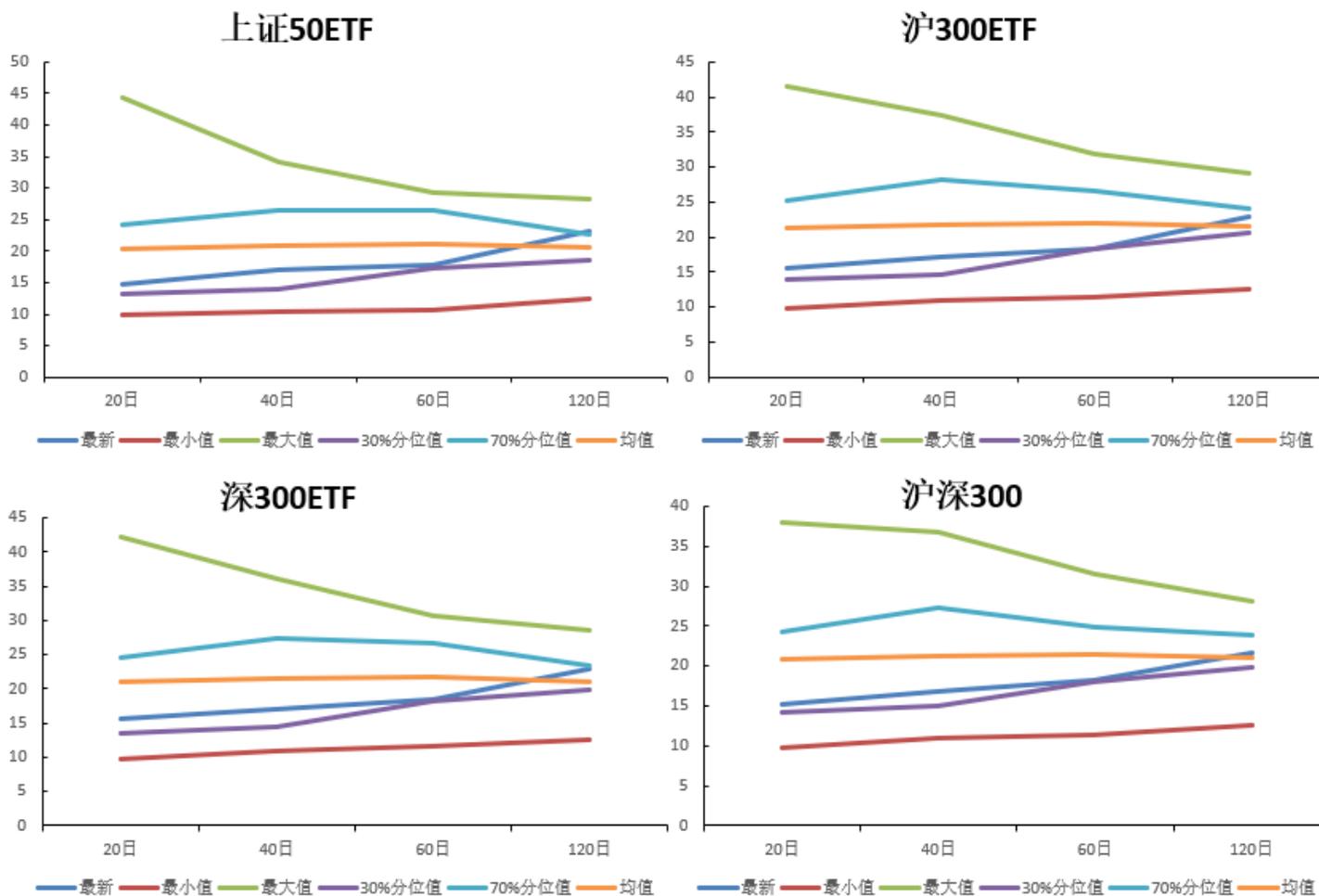
对于 4 种金融期权，历史波动率锥结构尚未发生明显改变，但是历史波动率的进一步下降使得隐含波动率下降的空间进一步上升。上周隐含波动率进一步大幅下降，成交量与上周大致持平，进一步验证了上周我们判断隐含波动率将会进一步下降的判断。

图 5：20 日和 40 日历史波动率大幅下降



数据来源：Wind，信达期货研发中心

图 6：20 日和 40 日历史波动率仍处于均值以下



数据来源：Wind，信达期货研发中心

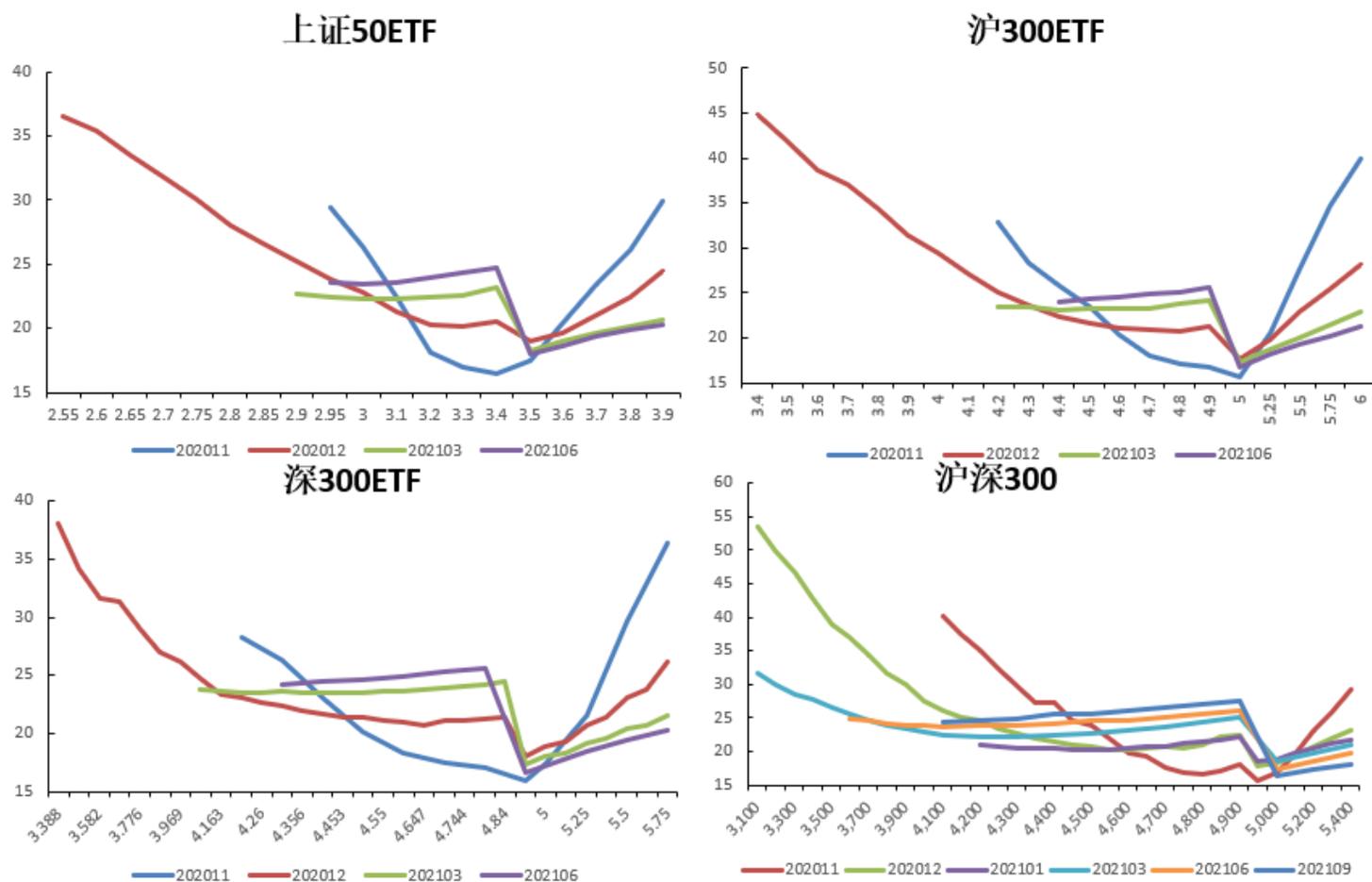
2.2. 隐含波动率微笑曲线分析

从2020年11月16日至2020年11月20日，在偏离平值相同的情况下，12月价外看跌期权的隐含波动率仍高于价外看涨期权的隐含波动率，但是平值看涨期权的隐含波动率之差从4%缩小到2%，看跌期权隐含波动率仍然具有较大的下降空间，说明上周二至周五蓝筹股的上涨使得12月看涨期权隐含波动率大幅反弹。结合2.1节中所述，随着隐含波动率进入加速均值回归的下降通道，我们可以采取卖出

看跌期权的策略。

再结合 1.2 节技术分析的趋势来看，我们认为华夏上证 50ETF 将会维持在 3.3-3.7 的范围内震荡，因此可以卖出行权价为 3.3 的看跌期权。

图 7：当月、下月和当季月的看涨期权的隐含波动率小于看跌期权的隐含波动率

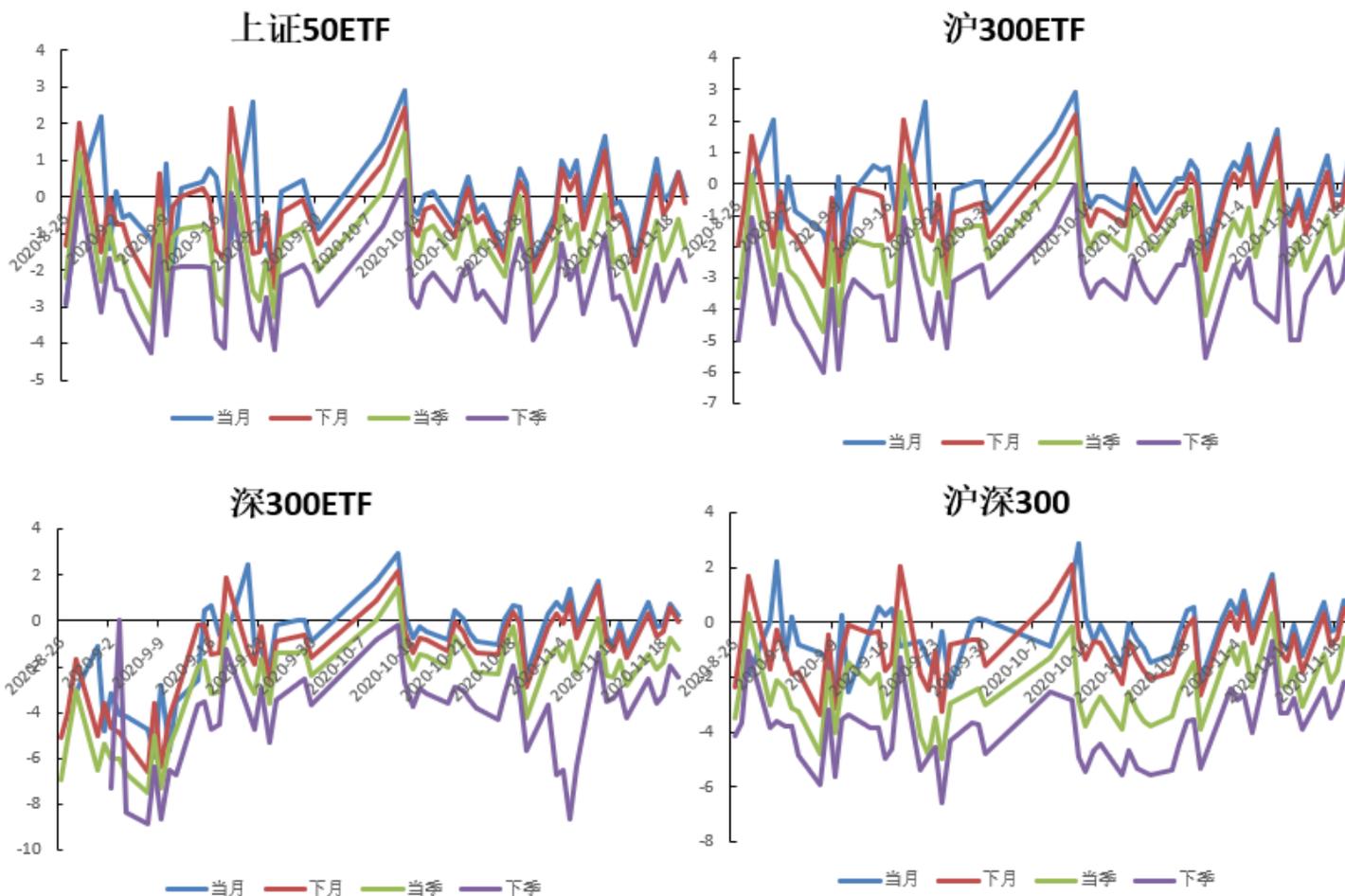


数据来源：Wind，信达期货研发中心

3. 平值合成期货

上周当月平值合成期货合约从贴水变为小幅升水，主要原因是本周上证 50 和沪深 300 指数的大幅上涨所致，但是远月平值合成期权合约仍然处于贴水状态。

图 8：平值合成期货小幅贴水



数据来源：Wind，信达期货研发中心

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378，由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司全新改版后的新网站 www.cindaqh.com 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您提供最优的服务。公司总部设在杭州，下设 17 家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建、宁波 7 家分公司以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳、萧山 10 家营业部，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

【雄厚金融央企背景】

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

【全国分支机构】

分	金华	浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810	0579-82300876
---	----	---------------------------------	---------------



公司	台州	浙江省台州市路桥区路北街道双水路 669 号华能国际 10-2 室	0576-82921160
	深圳	深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A	0755-83739066
	苏州	苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室	0512-62732060
	四川	成都市青羊区横小南街 8 号 1 栋 1 单元 15 层 21 号、22 号、23 号	028-85597078
	福建	厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元	0592-5150160
	宁波	浙江省宁波市鄞州区姚隘路 796 号 9 楼 9-3-2、9-4 室	0574-28839988
营业部	北京	北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室	010-64101771
	上海	上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座	021-58307723
	广州	广州市天河区体育西路 189 号 20A2	020-89814589
	沈阳	沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层	024-31061955
	哈尔滨	黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号	0451-87222486
	石家庄	河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层	0311-89691960
	大连	辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座 2408 房间	0411-84807776
	乐清	浙江省温州市乐清市城东街道旭阳路 6688 号总部经济园 2 幢 803-1 室	0577-27868777
	富阳	浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室	0571-23255888
	萧山	浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室	0571-82752636

【重要声明】

- 报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。期市有风险，入市需谨慎。
- 未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。