



# 股指衍生品周刊

研究报告·热点周评

摘要

报告作者

王娜

从业资格号: F3055965

投资咨询号: Z0001999

黎伟

从业资格号: F0300172

投资咨询号: Z0011568

蔡家立

从业资格号: F3061147

投资咨询号: Z0016406

电话: (0510)85101580

E-mail: glqhtzxx@163.com

报告日期: 2022年7月22日

独立申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响,特此申明。

## 本期导读:

### ➤ 股指期货: 延续震荡, 关注风格切换

- 指数延续震荡, 中小盘相对占优, 中证 500、中证 1000 指数表现较强, 北向资金以净流出为主。
- 从基本面来看, 稳增长压力较大与增量政策预期收敛使得指数明显承压, 下周即将召开的政治局会议或成为市场风格演变的分水岭, 关注下半年宏观政策的定调与经济目标的确定。从技术面来看, 上证 50 与沪深 300 指数表现偏弱, 上证 50 指数 60 日均线支撑力度已略显不足, 而中小盘风格的中证 500 与中证 1000 指数相对较强, 市场风格切换迹象初现。从量能角度来看, 在中证 1000 指数衍生品推出的背景之下, 以中证 1000 指数为追踪标的的基金规模提升明显, 由此也能够带动相关板块的资金流入。
- 指数行至当前上方压力较大, 且近期基本面利空因素较多, 预计短期指数以震荡调整为主, 建议投资者观望, 关注下周政治局会议定调。

### ➤ 股指期权: 建议以备兑增收为主

- 主要逻辑: 技术上, 沪深 300 指数下方 60 日均线附近存较强支撑, 此波标的指数下行, 期权隐波整体呈现回落走势, 预计后期继续大幅回落概率整体较小; 建议持股投资者可考虑继续择机卖出行权价 4400 点之上虚值看涨期权增强收益。

## 股指期货：延续震荡，关注风格切换

### 一、市场表现

指数延续震荡，中小盘相对占优，中证 500、中证 1000 指数表现较强，北向资金以净流出为主。

### 二、影响因素及分析

下半年稳增长压力仍大，所以政策方面将保持连续性，不过近期关于增量政策的预期有所收敛。

1. 从 6 月数据来看，国内经济保持着复苏态势，但是斜率有所放缓，下半年稳增长压力仍然较大。生产端修复力度不及预期，与复工复产基本完成、疫后修复动力减弱有关，同时当前内需较为疲弱、外需也面临回落压力，预计后续产需背离的情况难以持续，工业生产的复苏斜率或延续放缓趋势。消费端的强劲复苏不排除疫后“报复性反弹”因素的存在，在居民收入受限、消费意愿不高的背景下，预计难以维持强劲态势。房地产开发投资继续回落，商品房销售虽有边际改善但整体仍在下滑，近期的停贷事件也将对销售造成进一步冲击，在房企信用风险未决且居民收入受限、加杠杆意愿较低背景下，房地产市场的低迷态势或将持续。基建投资累计增速继续回升，对经济的支撑作用明显，不过当前全国建筑施工领域的终端需求仍然偏弱，后续仍需持续观察基建投资向实物工作量的转变。

2. 近期国内全年经济发展目标有所弱化，关注 7 月底政治局会议关于经济目标与政策基调的表述。李克强总理近期在世界经济论坛全球企业家视频特别对话会上强调，我国稳增长政策会持续推进，但是不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来，争取全年经济发展达到较好水平。在全年经济发展目标有所弱化的背景下，关于下半年增量政策的预期将有所收敛，宏观政策或更加注重已出台政策的落实，更加关注就业和物价稳定。

海外方面，全球流动性持续收紧的格局仍在延续。虽然上周美国 CPI 公布之后美联储 7 月即将加息 100 个基点的预期在近期有所降温，但是美联储处于强硬加息周期的趋势没有发生改变。本周欧洲央行也时隔 11 年以来首次宣布加息 50 个基点，加息幅度超出市场预期，也显示了欧洲央行遏制通胀的决心。关注下周美联储议息会议，市场关注焦点在于美联储单次加息幅度是否会在 75 个基点见顶。

### 三、结论与操作建议

从基本面来看，稳增长压力较大与增量政策预期收敛使得指数明显承压，下周即将召开的政治局会议或成为市场风格演变的分水岭，关注下半年宏观政策的定调与经济目标的确定。从技术面来看，上证 50 与沪深 300 指数表现偏弱，上证 50 指数 60 日均线支撑力度已略显不足，而中小盘风格的中证 500 与中证 1000 指数相对较强，市场风格切换迹象初现。从量能角度来看，在中证 1000 指数衍生品推出的背景之下，以中证 1000 指数为追踪标的的基金规模提升明显，由此也能够带动相关板块的资金流入。总体来看，指数行至当前上方压力较大，且近期基本面利空因素较多，预计短期指数以震荡调整为主，建议投资者观望，关注下周政治局会议定调。

## 市场数据追踪

### 一、指数估值与资金流动

图 1：指数市盈率（倍）

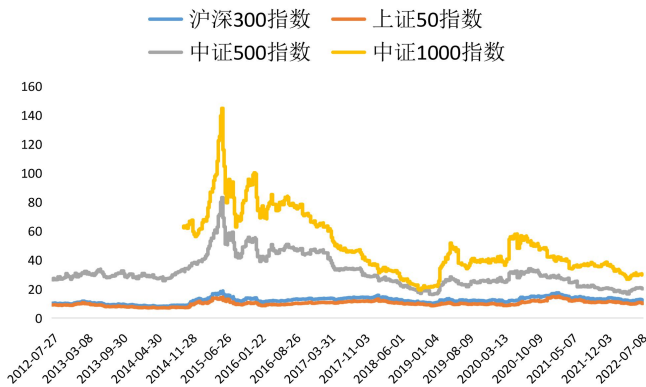


图 2：指数市盈率分位点（%）

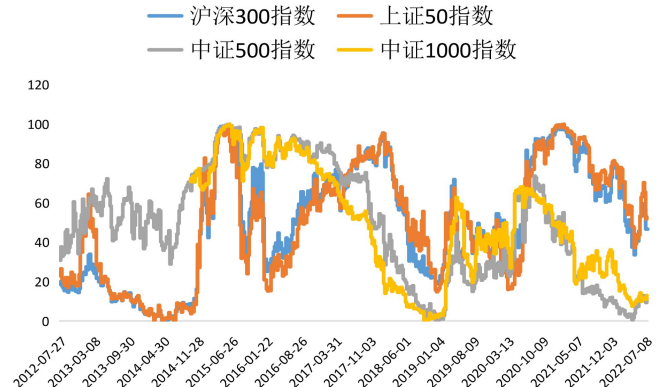


图 3：北向资金（亿元）

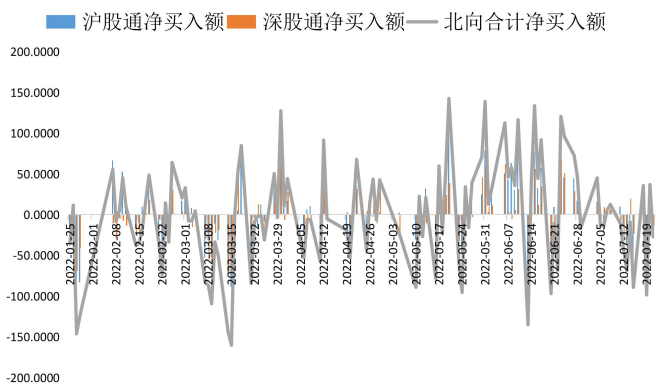
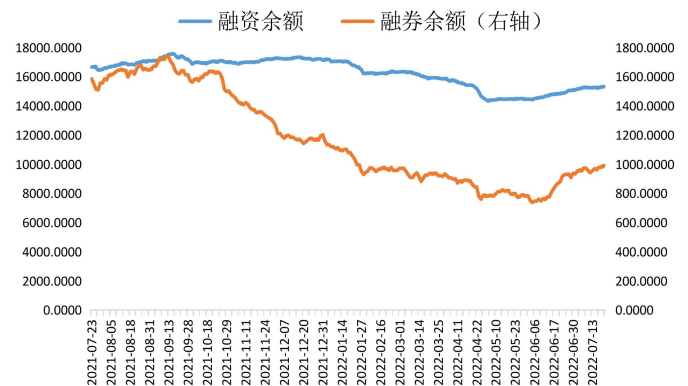


图 4：融资融券（亿元）



来源：同花顺 iFinD Wind 国联期货

本周（截至 7.21），小盘股指数表现较强，估值较上周有所上升，当前沪深 300 指数、上证 50 指数、中证 500 指数、中证 1000 指数市盈率分别为 12.27、10.11、20.72、30.64，分位点分别为 46.88%、52.93%、11.52%、13.07%。

从资金流动来看，本周（截至 7.21），北向资金以净流出为主，合计净流出 53.81 亿元；两融余额方面，融资融券余额均较上周回升。

## 二、货币市场动态

图 5：市场利率 (%)

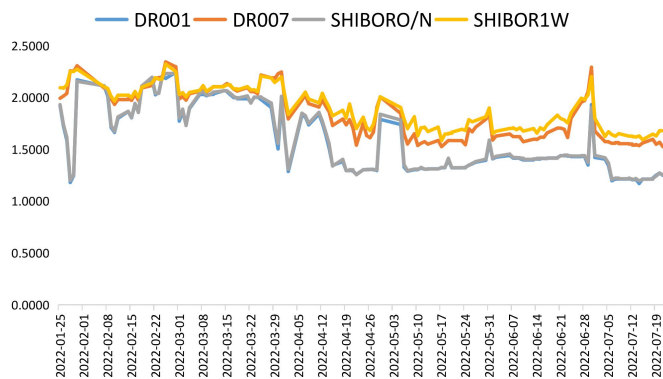
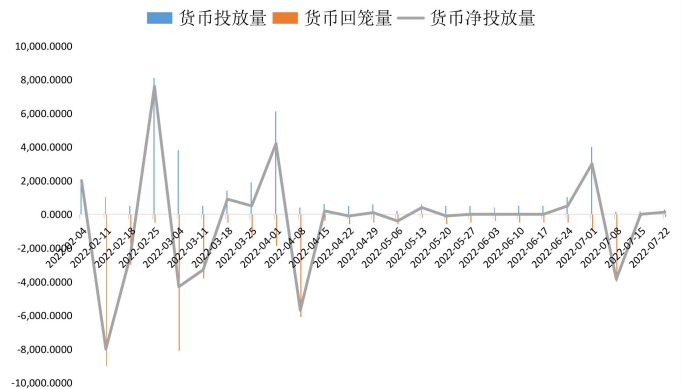


图 6：货币投放与回笼 (亿元)



来源：同花顺 iFinD Wind 国联期货

本周（截至 7.22），公开市场共有 150 亿元逆回购到期，央行共进行了 280 亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场净投放 130 亿元。

资金面方面，银行间资金面保持充裕，主要回购拆借利率仍处低位，稳增长任务下货币政策大概率将保持稳健，政策利率、市场利率比公开市场操作数量更能够代表货币政策方向，资金充裕的格局料将延续。

## 三、成交持仓动态

图 7：主力合约持仓量 (手)

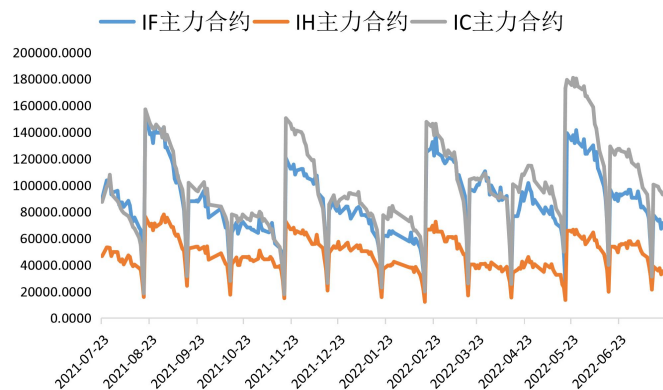
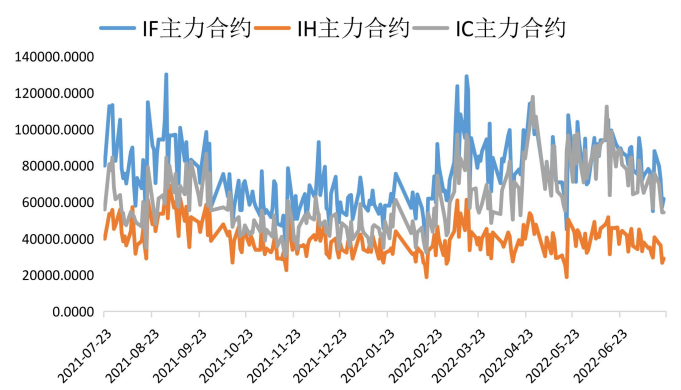


图 8：主力合约成交量 (手)



来源：同花顺 iFinD Wind 国联期货

本周（截至 7.21），三大主力合约成交持仓均有一定回落，IM 合约上市之后或有一定分流效应。

#### 四、期指价差

图 9：IF 基差（点）

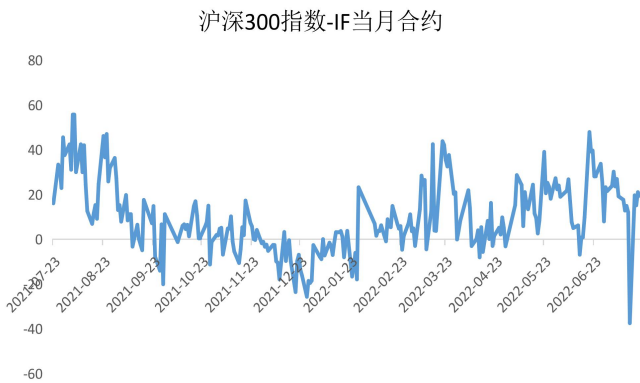


图 10：IH 基差（点）

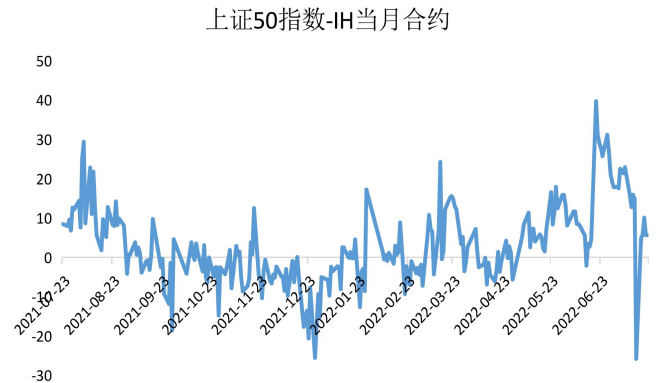


图 11：IC 基差（点）

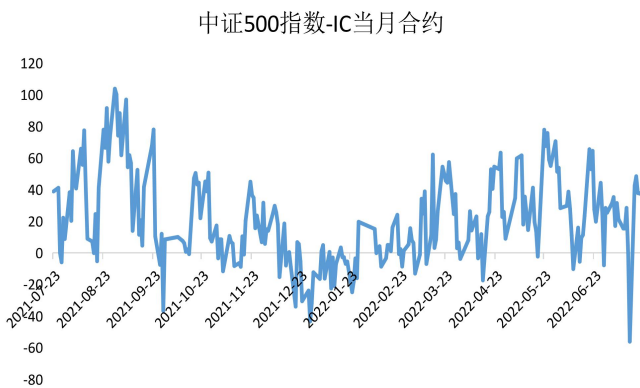


图 12：IF 跨期价差（点）

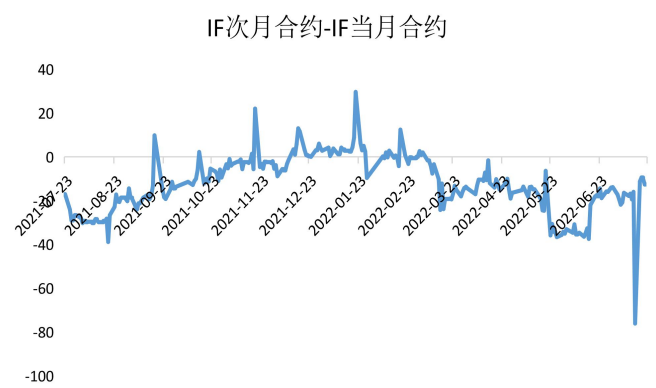
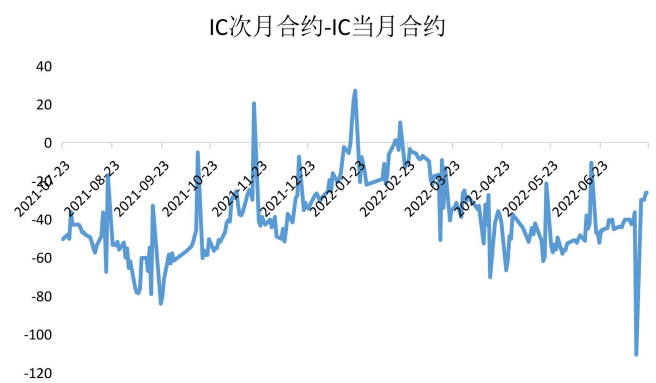


图 13：IH 跨期价差（点）



图 14：IC 跨期价差（点）



来源：同花顺 iFinD Wind 国联期货

本周（截至 7.21），基差方面，三大主力合约均呈贴水态势，IF、IC 合约贴水幅度较上周有所加深；跨期价差方面，三大合约跨期价差均有所收敛，远期贴水幅度明显收窄。IM 合约上市首日，基差与跨期价差也呈贴水态势，贴水幅度较深。

## 股指期货：建议以备兑增收为主

主要逻辑：技术上，沪深 300 指数下方 60 日均线附近存较强支撑，此波标的指数下行，期权隐波整体呈现回落走势，预计后期继续大幅回落概率整体较小；建议持股投资者可考虑继续择机卖出行权价 4400 点之上虚值看涨期权增强收益。

### 一、成交持仓情况

图 1：各品种期权日持仓量

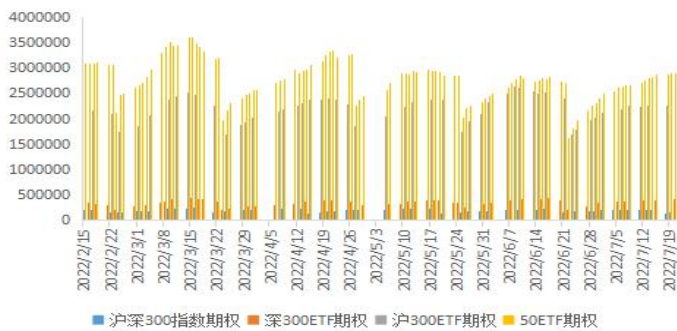


图 2：沪深 300 指数期权持仓量行权价分布

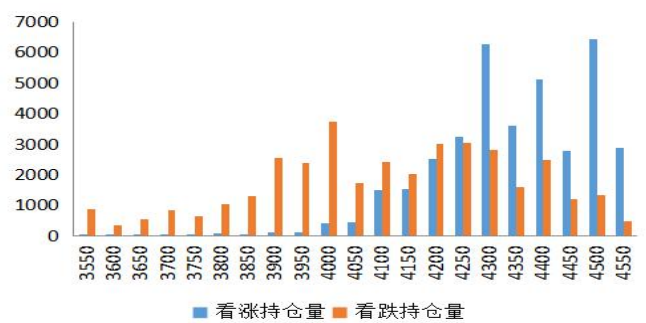


图 3：沪 300ETF 期权持仓量行权价分布

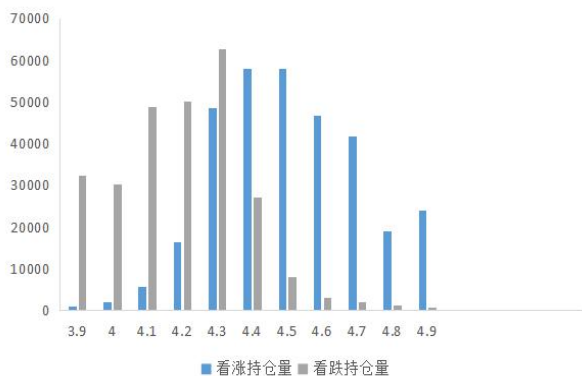


图 4：50ETF 期权持仓量行权价分布

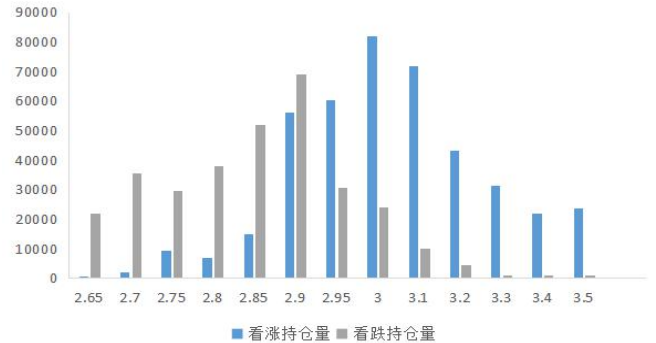


图 5：各品种期权成交量 PCR (%)

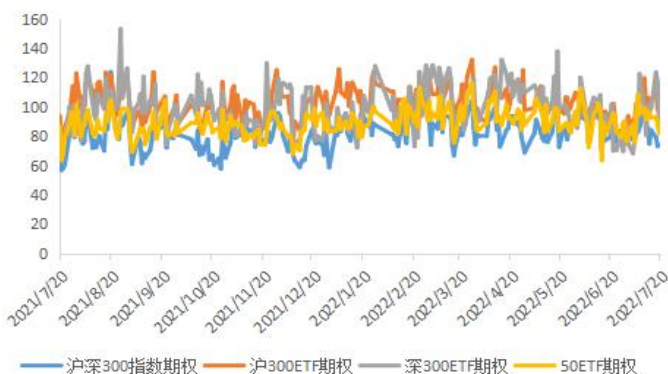


图 6：各品种期权持仓量 PCR (%)



来源：Wind 国联期货

本周沪深 300 指数期权由于 7 月合约的到期持仓量有明显回落，三大 ETF 期权持仓量则整体表现为震荡走势。当前沪深 300 指数期权总持仓在 16 万张左右，上证 50ETF 期权总持仓在 290 万张左右。从持仓 PCR 值上看，本周继续回落，当前沪深 300 指数期权在 75%左右，当前数值整体处于近一年 35%分位左右的中等偏低水平，主力机构情绪整体较为谨慎。

从持仓分布上看，I02208 系列看涨期权其上方行权价 4300 点之上持仓整体较高，表明短期上方压力依旧较强；对于看跌期权，一方面其下方持仓量最高处为行权价 4000 点区域，该价位附近支撑极强，另一方面，最高持仓行权价距离当前标的指数价格较远，表明卖方近期对卖出看跌期权整体仍较为谨慎。

## 二、波动率水平

**表 1：沪深 300 指数历史波动率锥**

	最小值	10%分位	50%分位	90%分位	最大值	最新值	8 月平值隐含波动率 (20 个交易日)
5 日	4.79%	10.54%	15.74%	28.14%	58.08%	17.51%	19%
30 日	10.46%	12.24%	16.92%	27.58%	31.89%	17.12%	
60 日	12.09%	12.44%	18.81%	26.88%	27.87%	21.32%	
90 日	12.81%	13.76%	18.07%	24.58%	24.86%	23.97%	
120 日	14.04%	14.65%	18.08%	22.56%	23.03%	22.94%	

**表 2：华泰柏瑞 300ETF 历史波动率锥**

	最小值	10%分位	50%分位	90%分位	最大值	最新值	8 月平值隐含波动率 (23 个交易日)
5 日	5.89%	9.50%	15.15%	28.59%	59.97%	16.33%	19.1%
30 日	10.02%	11.73%	16.44%	27.54%	31.76%	16.13%	
60 日	11.57%	11.85%	18.38%	26.86%	27.89%	20.67%	
90 日	12.22%	13.46%	17.70%	24.48%	24.69%	23.74%	
120 日	13.75%	14.37%	18.00%	22.51%	22.95%	22.65%	

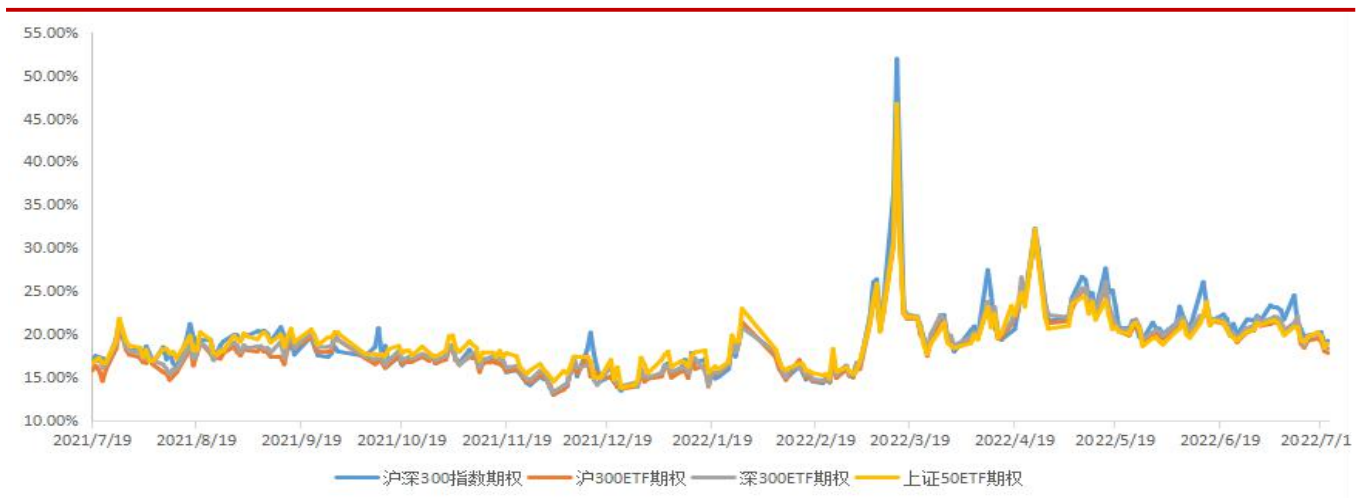
**表 3：嘉实 300ETF 历史波动率锥**

	最小值	10%分位	50%分位	90%分位	最大值	最新值	8 月平值隐含波动率 (23 个交易日)
5 日	4.83%	9.82%	15.11%	27.51%	56.46%	15.69%	19.2%
30 日	9.96%	11.84%	16.25%	26.80%	30.47%	16.18%	
60 日	11.65%	12.38%	18.08%	26.00%	27.05%	20.53%	
90 日	12.71%	13.36%	17.45%	23.85%	24.11%	23.04%	
120 日	13.83%	14.25%	17.48%	21.90%	22.32%	22.18%	

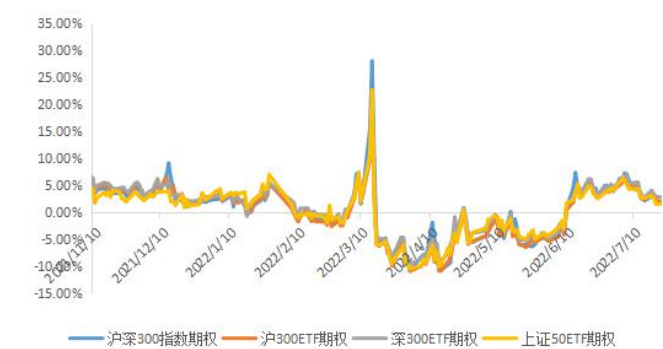
**表 4：上证 50ETF 历史波动率锥**

	最小值	10%分位	50%分位	90%分位	最大值	最新值	8 月平值隐含波动率 (23 个交易日)
5 日	4.10%	10.47%	16.55%	28.14%	62.18%	9.58%	18.9%
30 日	12.34%	13.48%	17.22%	27.39%	31.73%	16.45%	
60 日	12.82%	14.04%	20.27%	25.98%	26.82%	20.26%	
90 日	14.28%	14.69%	19.64%	23.70%	23.95%	23.71%	
120 日	15.13%	16.10%	19.26%	21.70%	22.33%	22.25%	

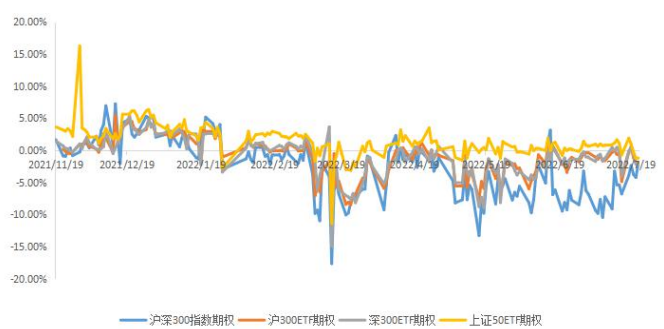
**图 7：各品种期权主力平值隐含波动率走势**



**图 8：各品种期权隐含波动率折溢价**



**图 9：各品种期权平值看涨看跌隐含波动率价差**



来源：Wind 国联期货

本周隐含波动率整体继续小幅回落，当前 I02208 系列平值看涨看跌隐波均值在 19%左右，其中平值看涨隐波在 18%左右，平值看跌隐波在 20%左右，与 30 日历史波动率相比溢价 2 个百分点左右，溢价水平小幅收窄，期权估值水平整体较为合理。

从看涨看跌隐波差值上看，尽管本周标的市场继续回落，但两者差值已开始有所回升，当前处于 -2%左右，环比大幅回升近 4 个百分点，表明经过标的市场的连续回落，当前投资者情绪已没有前两周那么悲观。



时间上，沪深 300 指数期权 8 月合约剩余 20 个交易日，后期时间价值衰减将逐渐加快。

### 三、曲面结构

图 10：沪深 300 股指期权隐含波动率微笑（8 月） 图 11：沪 300ETF 期权隐含波动率微笑（8 月）

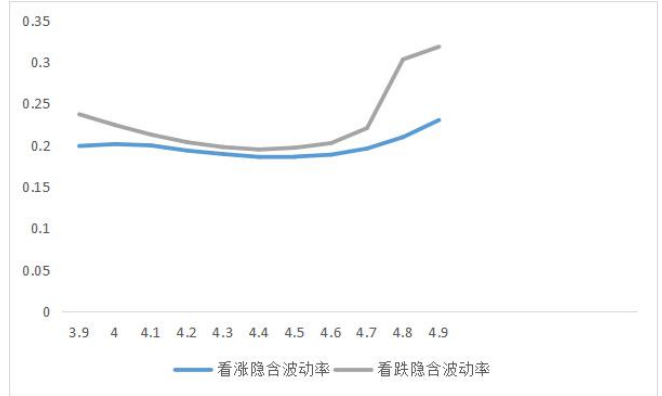
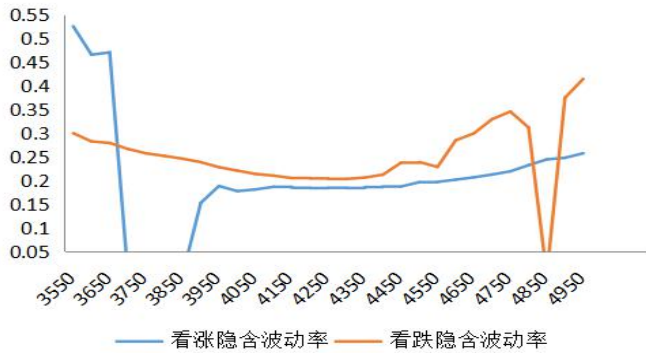


图 12：深 300ETF 期权隐含波动率微笑（8 月）

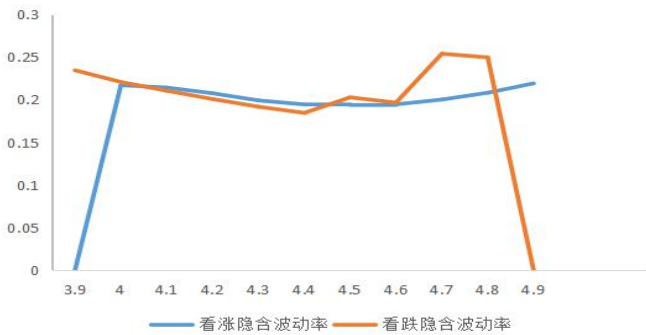


图 13：上证 50ETF 期权隐含波动率微笑（8 月）

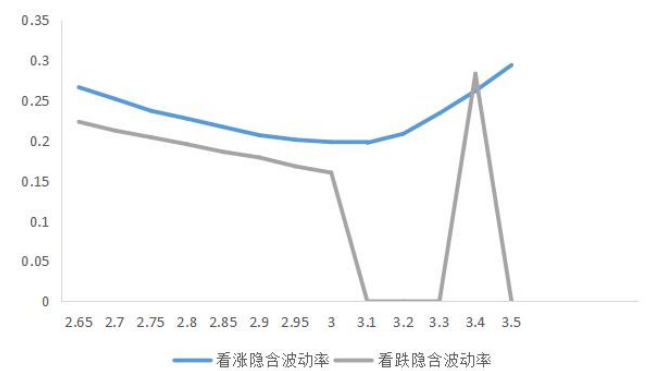
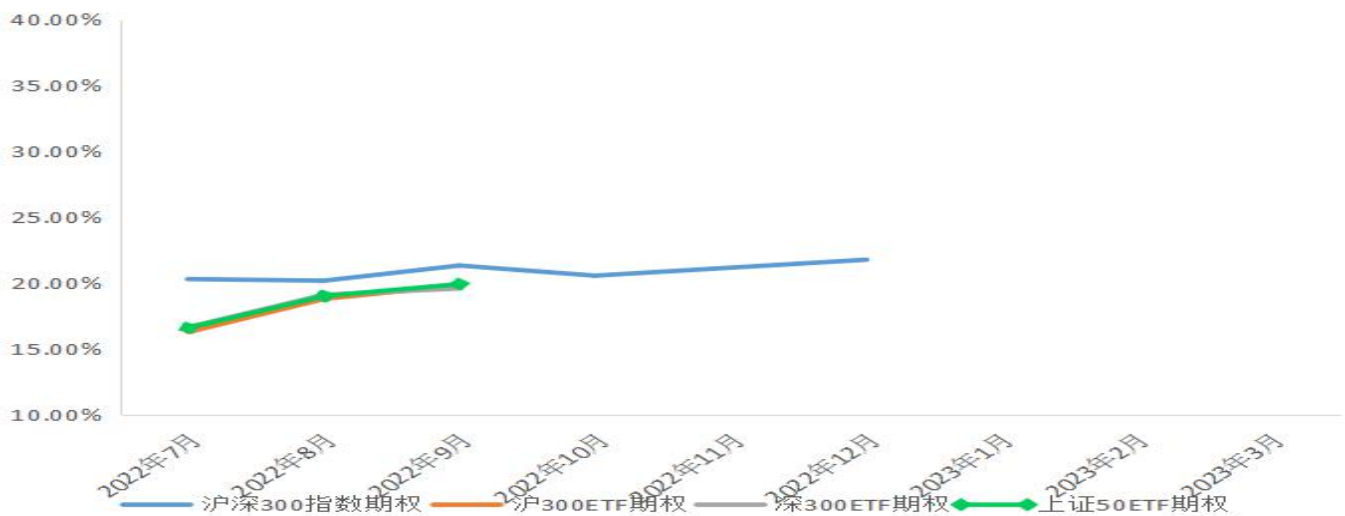


图 14：各品种期权隐含波动率期限结构



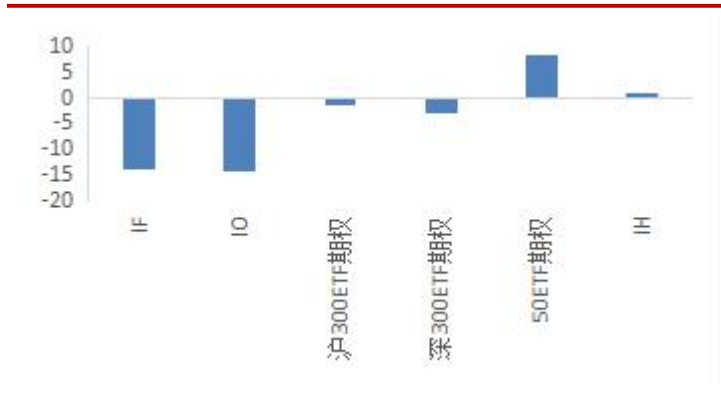
来源：Wind 国联期货

沪深 300 指数期权 8 月隐含波动率呈现略微的微笑结构，虚值看涨期权隐波相对虚值看跌期权隐波有明显回升，表明投资者主动买入看跌期权进行避险的动能在逐渐减小，市场悲观情绪正在逐渐好转。

期限结构上看，整体呈现略微“近低远高”倾斜结构，短期市场存略微波动率放大预期。

#### 四、套利分析

**图 15：各品种期货/期权平值合约合成升贴水**



来源：Wind 国联期货

目前沪深 300 股指期权 8 月平值合约合成标的呈现贴水形态，其中截至周五收盘平值期权合成标的贴水 14.43 点，IF2208 合约亦贴水 14.03 个点，两者间没有无风险套利机会。

## 国联期货金融衍生品研究团队

地 址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）  
电 话：（0510）85101580  
邮 箱：glqhtzxx@163.com

### 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**