



## 从波动率角度看股指变盘窗口

2021年11月18日 星期四

兴证期货·研发中心

### 内容提要

2015年下半年至今，每年的春季时间窗口前后都出现了股指波动率上升的行情。当前指数波动率处在近几年的低位，临近低波行情末端与春季时间窗口，且期权隐含波动率连续一个月时间高于历史波动率，存在市场升波预期。当前低波动率行情下，裸卖期权收益低，当指数反方向变动且波动率大涨情况下，风险很大。减少裸卖出期权仓位，或者关注期权买方策略。

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

周立朝

从业资格编号：F03088989

联系人：周立朝

电话：0591-38117689

邮箱：zhoulc@xzfutures.com

## 报告目录

1. 指数月度振幅情况.....	3
2. 50ETF 波动率.....	4
3. 期权隐含波动率期限结构与波差.....	5
4. 要点总结.....	7

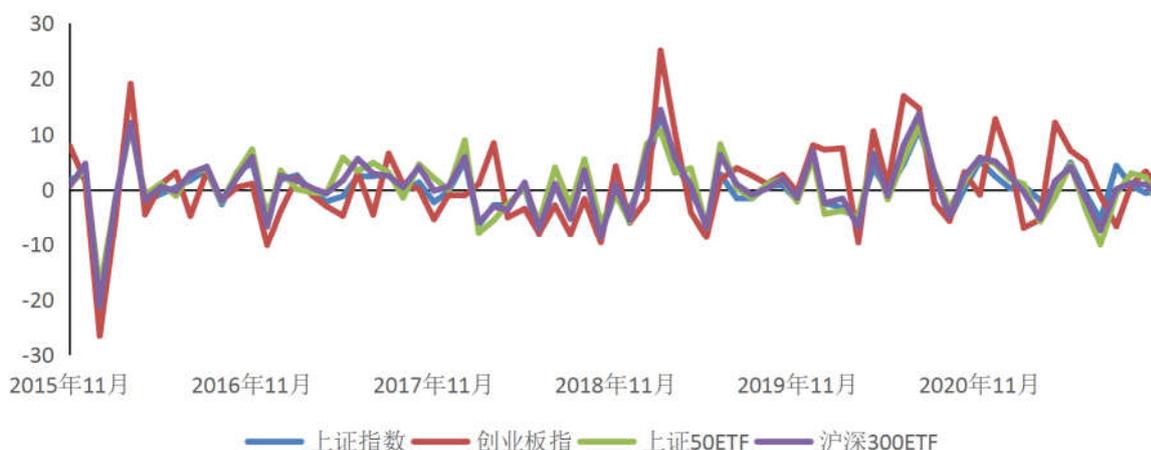
## 图表目录

图表 1: 指数月度涨跌幅.....	3
图表 2: 指数月度振幅.....	3
图表 3: 50ETF 历史波动率曲线.....	4
图表 4: 50ETF 历史波动率锥 (2015 年 11 月至 2021 年 11 月).....	4
图表 5: 50ETF 历史波动率锥 (2019 年 11 月至 2021 年 11 月).....	5
图表 6: 50ETF 期权波动率期限结构.....	6
图表 7: 50ETF 隐波与历史波动率波差.....	6

## 1. 指数月度振幅情况

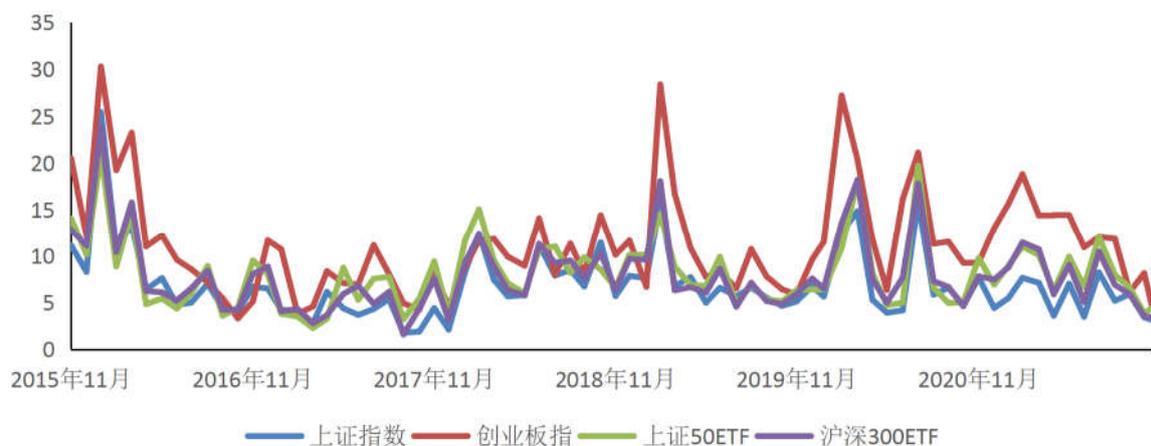
“春季行情”是A股市场常见的术语，意指每年一季度前后的窗口期大概率有一波指数与个股大幅波动的行情，称为“春季波动行情”更为恰当。把时间窗口拉长至前一年的12月份，在2016年1月份、2016年12月份、2018年1-2月份、2019年2-3月份、2020年2-3月份、2021年1-3月份都发生了指数波动幅度增大的行情。通常“春季行情”并非一定是多头行情，但是波动率大幅拉升是近6年以来春季窗口所共有的现象。截止到2021年11月中旬，以上证指数、创业板指、上证50ETF、沪深300ETF为例，月度振幅处在2018年以来的新低，临近春季窗口，或将再现变盘行情。

图表 1：指数月度涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 2：指数月度振幅

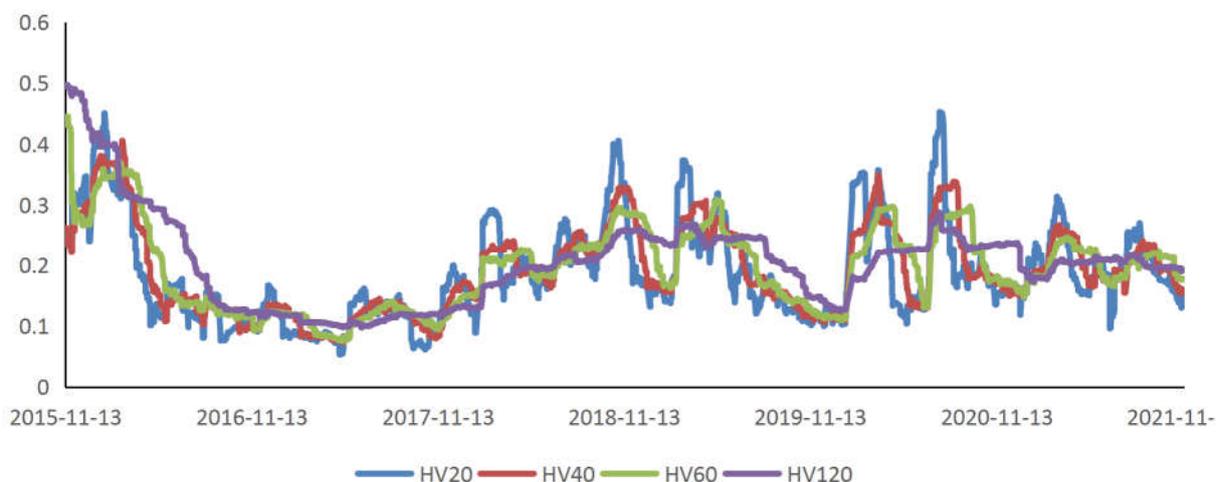


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2. 50ETF 波动率

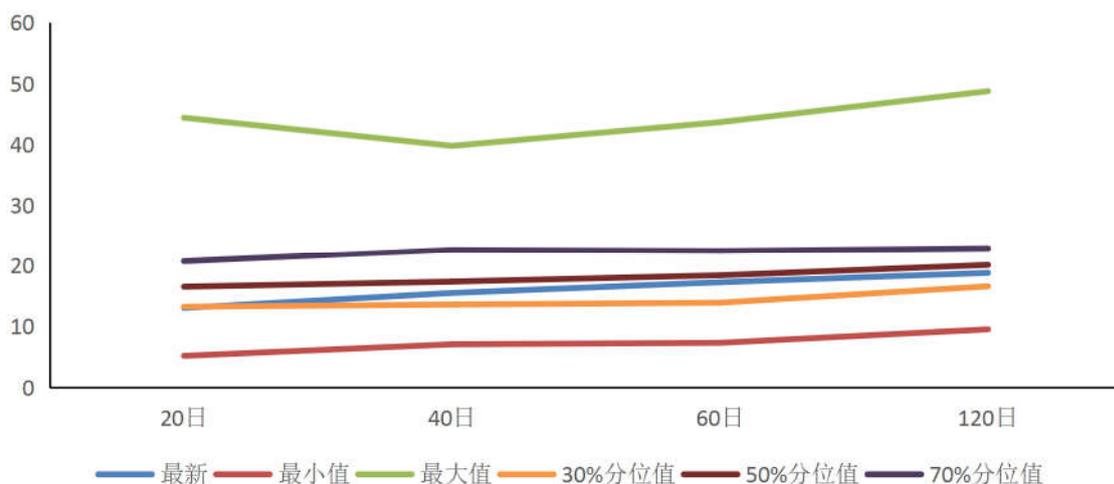
从图表 3 中可以直观看出近六年时间内各个变盘升波窗口，每个阶段的波动率曲线通常呈脉冲式形态，即短促大幅升波后，会有一个相对较长时间的降波周期，20 日短周期历史波动率曲线的脉冲式特点更显著。近六年时间内，20 日周期历史波动率中位数为 16.52，当前 20 日历史波动率数值为 12.76，低于六年周期中 30%分位数；处在两年周期中 20%分位之下，波动率数值处在偏低位置，低波行情末端容易出现波动率拐头升波行情。

图表 3：50ETF 历史波动率曲线



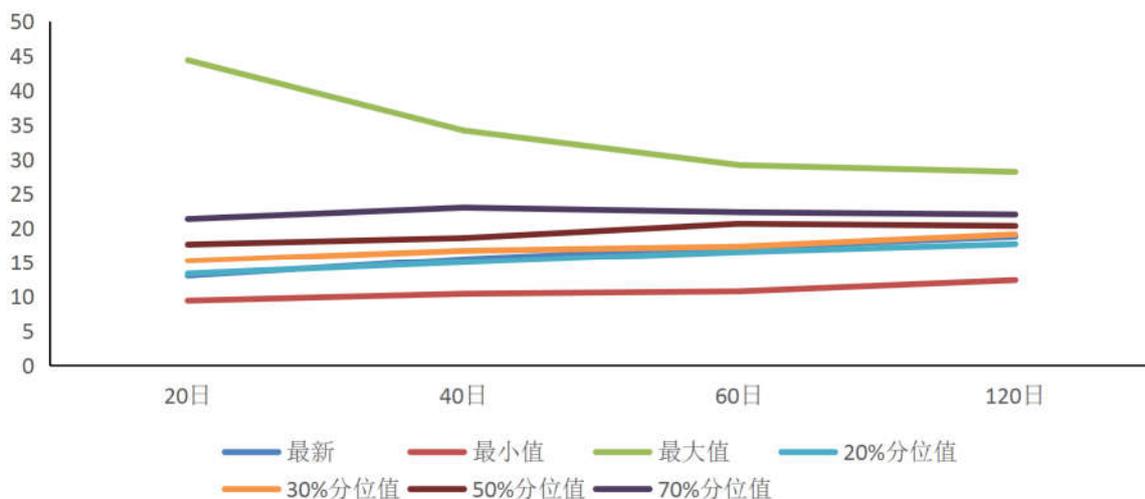
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 4：50ETF 历史波动率锥（2015 年 11 月至 2021 年 11 月）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 5：50ETF 历史波动率锥（2019 年 11 月至 2021 年 11 月）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3. 期权隐含波动率期限结构与波差

期权隐含波动率代表市场对未来一段时间的波动率预期，大部分行情下，隐含波动率的走势拐点会比历史波动率曲线更为敏感多变。例如，在 2020 年 3 月份连续大跌行情末端，即使指数在某个交易日再度大跌，但是隐含波动率已经滞涨拐头转而下降，预期后市连续大跌的空间与概率不大了，指数即将企稳降波。

在图表 6 中，自今年国庆节后，期权标的 50ETF 的历史波动率曲线逐步走低，接近年内新低位置，但是期权隐含波动率下降幅度不明显，历史波动率与隐含波动率之间的波差居于近期偏高程度。图表 7 中，不同周期的波差数值居高不下，一方面是日常波动逐渐减小的期权标的，另一方面是市场连续保持着升波预期。

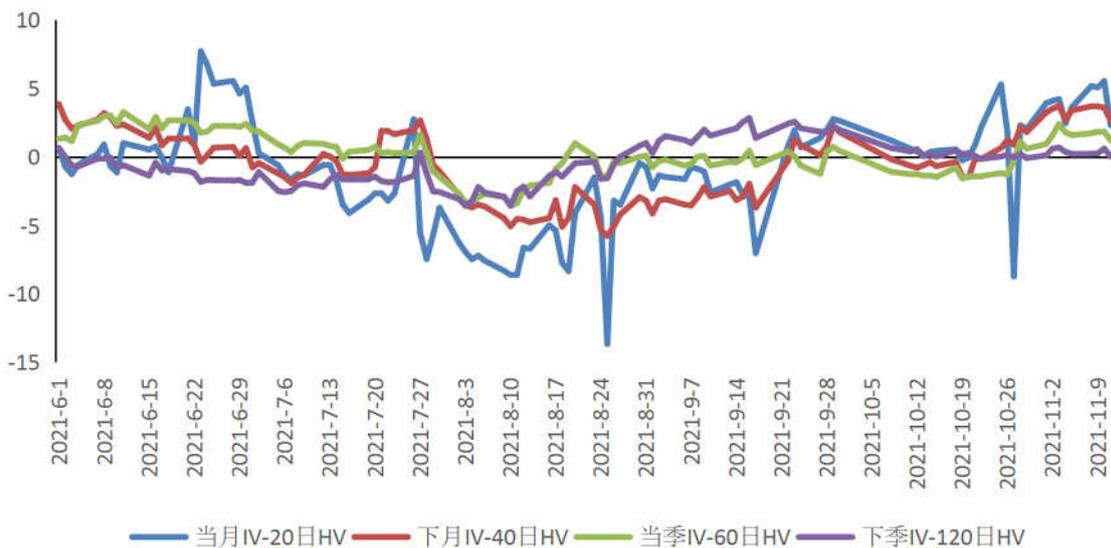
2021 年 7 月份，两市主要指数大跌，期权隐波与标的历史波动率大涨，从波动率期限结构来看，隐含波动率只是短暂几日的大涨，历史波动率相对比较钝化，连续近一个月高位运行，隐波大幅低于历史波动率，市场对于后市降波预期比较强烈，后市行情得到验证，自 7 月底以来，期权标的 50ETF 实际波动逐渐缩小。截止到 11 月 16 日，期权隐波持续高于历史波动率达到一个月时间，后市升波的预期比较强烈。

图表 6: 50ETF 期权波动率期限结构



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 7: 50ETF 隐波与历史波动率波差



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 4. 要点总结

在近六年春季前后的时间窗口中，股指涨跌幅与振幅增大，甚至出现过极端大涨大跌的行情。自 2021 年 7 月份指数大跌以来，波动率持续回落，历史波动率数值位于近六年周期内 30% 分位以下，且位于近两年周期内 20% 分位以下，经历近四个月的降波周期，当前临近低波动行情末端与春季变盘窗口，两个因素共振，期权隐含波动率数值持续一个月时间高于历史波动率，波差居高不下，市场升波预期强烈。低波行情下，裸卖期权的性价比很低，一旦遇到指数反方向变动且波动率大涨的情况，风险很大。因此，适当降低卖出期权的仓位，或者可以关注买方策略。

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它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映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。