

经济“稳”为主，指数低波震荡

——金融期权 2022 年度报告

2021 年 12 月 23 日 星期四

兴证期货·研发中心

内容提要

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

期权标的指数经过 2019 年、2020 年的大涨行情，估值泡沫达到高位，2021 年开启了消化估值泡沫的周期，从当前估值空间来看，估值消化周期还将持续。在经济下行压力背景下，高层定调 2022 年以“稳”为主，以“宽货币+稳信用”的方式实现稳增长、保就业的经济任务。反映对地产、大金融板块的维稳决心。

期权市场成交量逐年增长，市场规模扩大。在 2021 年，期权隐含波动率呈下降趋势。当前期权隐含波动率维持在近两年低位，标的 120 日周期波动率下行趋势显著，对于 2022 年的预期为低波动率震荡，期间包含阶段性升波行情。期权策略宜以卖出期权为主，买入期权为辅，面对阶段升波行情，可以择时操作波动率交易。

报告目录

1. 期权标的行情.....	4
2. 指数估值.....	5
3. 期权市场.....	6
4. 波动率分析.....	8
5. 宏观面分析.....	11
6. 总结与展望.....	13

图表目录

1. 图 1：金融期权标的年度涨跌幅.....	4
2. 图 2：金融期权标的年度涨跌幅（%）.....	4
3. 图 3：金融期权标的月度振幅（%）.....	5
4. 图 4：上证 50 指数市盈率.....	5
5. 图 5：沪深 300 指数市盈率.....	6
6. 图 6：50ETF 期权成交量.....	6
7. 图 7：沪市 300ETF 期权成交量.....	6
8. 图 8：深市 300ETF 期权成交量.....	7
9. 图 9：沪深 300 指数期权成交量.....	7
10. 图 10：近两年金融期权成交张数统计.....	7
11. 图 11：2021 年 1 月-11 月金融期权成交占比.....	7
12. 图 12：50ETF 历史波动率走势.....	8
13. 图 13：沪市 300ETF 历史波动率走势.....	8
14. 图 14：深市 300ETF 历史波动率走势.....	9
15. 图 15：沪深 300 指数历史波动率走势.....	9
16. 图 16：上证 50ETF 历史波动率锥.....	9
17. 图 17：沪市 300ETF 历史波动率锥.....	10
18. 图 18：深市 300ETF 历史波动率锥.....	10
19. 图 19：沪深 300 历史波动率锥.....	10
20. 图 20：工业增加值同比（%）.....	11
21. 图 21：固定资产、房地产投资（%）.....	11
22. 图 22：社会消费品零售总额同比（%）.....	12

23. 图 23 : 官方制造业 PMI.....	12
24. 图 24 : M2 同比 (%)	12
25. 图 25 : 进出口当月值 (亿元)	12

1、期权标的行情

2019 年与 2020 年，两市各指数普涨，四个期权标的（上证 50ETF、沪市 300ETF、深市 300ETF、沪深 300 指数）累计涨幅接近或者超过 50%。连续大涨后，标的在 2021 年步入箱体震荡消化估值阶段，截止到 2021 年 12 月 16 日，标的年度下跌，沪深 300 指数与关联的 300ETF 跌幅相对小于上证 50ETF。

回顾近两年，2020 年 4 月至 7 月、2020 年 10 月至 2021 年 2 月出现了两波强劲的指数多头行情；2021 年 3 月、2021 年 7 月出现了两波指数大跌行情。

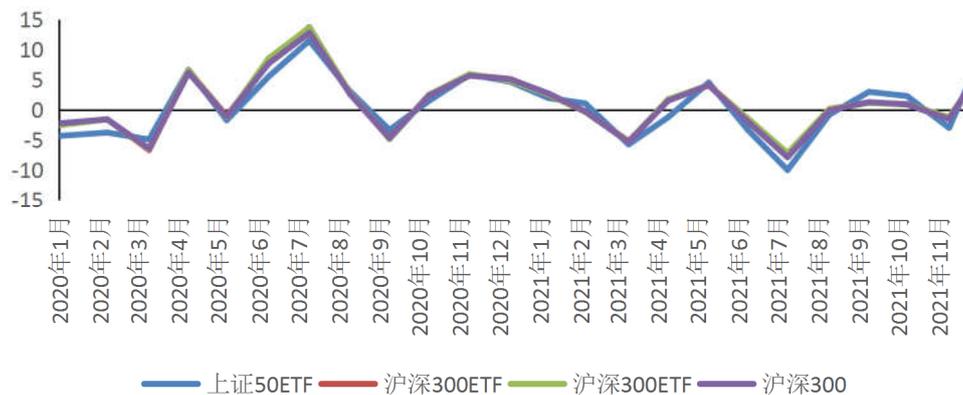
在 2020 年 3 月、2020 年 7 月份两个时间段，期权标的月度振幅超过 15%。在 2021 年 10 月至 11 月，标的指数波动率持续下降，创下近两年最低振幅。

图 1：金融期权标的年度涨跌幅

	2019 年涨跌幅	2020 年涨跌幅	2021 年涨跌幅 (截至 12 月 16 日)
上证 50ETF	33.77%	18.84%	-9.03%
沪市 300ETF	33.9%	29.08%	-3.84%
深市 300ETF	24.64%	25.06%	-3.63%
沪深 300 指数	36.07%	27.21%	-3.93%

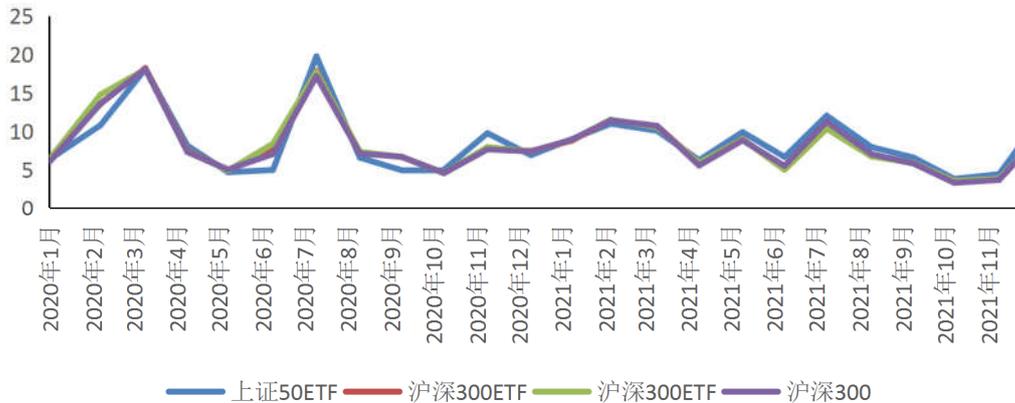
数据来源：wind，兴证期货研发中心

图 2：金融期权标的月度涨跌幅 (%)



数据来源：wind，兴证期货研发中心

图 3：金融期权标的月度振幅（%）

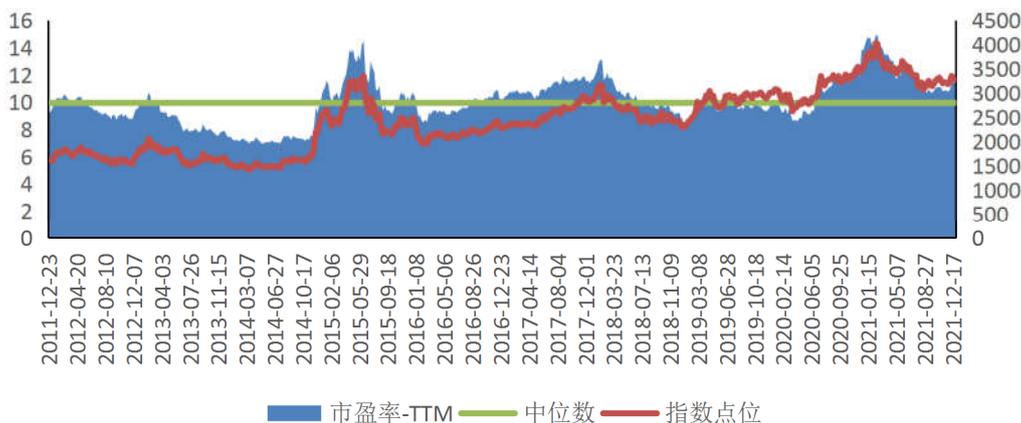


数据来源：wind，兴证期货研发中心

二、指数估值

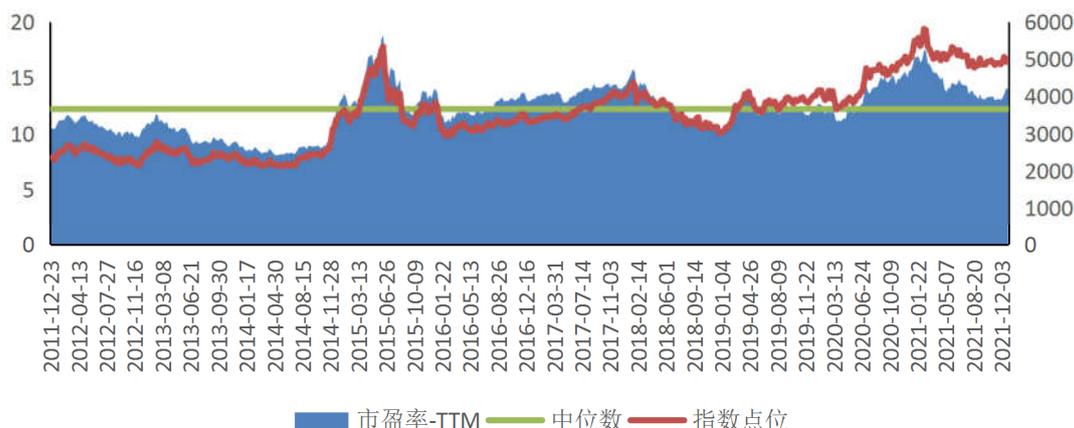
2020 年与 2021 年分别走出了估值泡沫增大周期与估值泡沫消化周期，两年时间呈冰火两重天局面。2021 年 1-2 月份，上证 50 指数与沪深 300 指数的市盈率达到历史级别的高位，一部分金融股、消费股、科技股价格创下历史新高。此后一直到 2021 年末，前期估值泡沫较大的高价股普遍下跌或者宽幅震荡消化估值。截至 2021 年 12 月份，二者的市盈率仍然处在近十年 80%分位数附近。上证 50 指数与沪深 300 指数在 2019 年与 2020 年的涨幅累计超过 50%，后市消化估值还需时间与空间。

图 4：上证 50 指数市盈率



数据来源：wind，兴证期货研发中心

图 5：沪深 300 指数市盈率



数据来源：wind，兴证期货研发中心

三、期权市场

2021 年度期权成交总量上超过 2020 年度，期权市场体量增大，市场活跃度更加成熟。今年上证 50ETF 期权成交量达到 5.76 亿张（1-11 月份），在金融期权市场总成交中占比超过 50%，其次是沪市 300ETF 期权，占比近 40%。期权 PCR 值（认沽成交量/认购成交量）在 2020 年 7 月、2021 年 1 月、2021 年 5-6 月居于相对低值区域。PCR 值通常存在着均值回归现象，即每当 PCR 极低或者极高值之后，就可能出现行情的拐点促使 PCR 由极值向均值位置回归。以 2021 年 1 月为例，在当时多头情绪高度亢奋情况下，认购合约成交活跃，PCR 值极低，直到 2 月份指数反转大跌，认沽成交量上升，PCR 值完成极值回归均值。当前 PCR 值处在中位数位置，情绪偏中性，关注后市 PCR 值数值运行方向。

图 6：50ETF 期权成交量

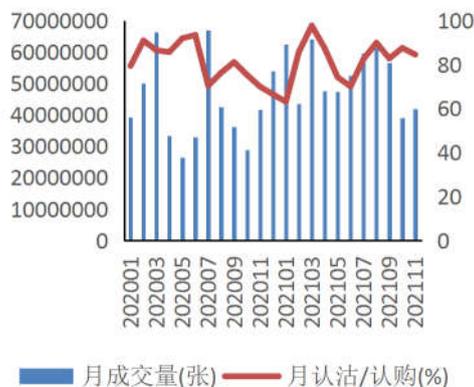


图 7：沪市 300ETF 期权成交量



数据来源：wind，兴证期货研发中心

图 8：深市 300ETF 期权成交量

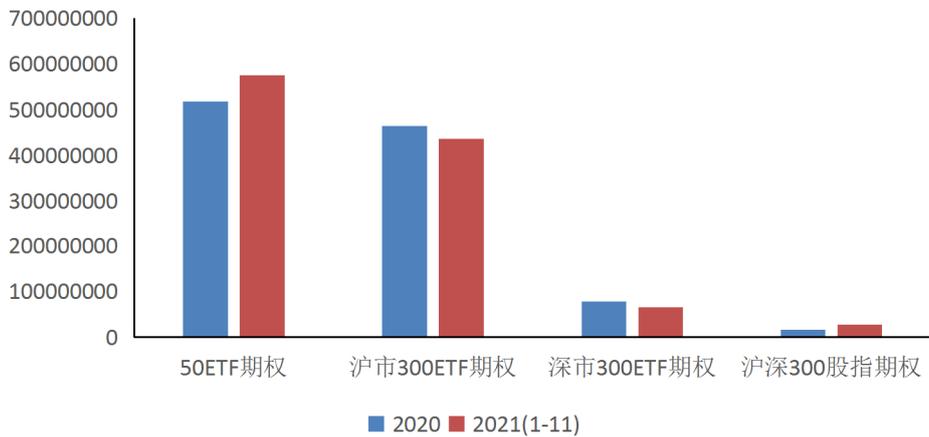


图 9：沪深 300 指数期权成交量



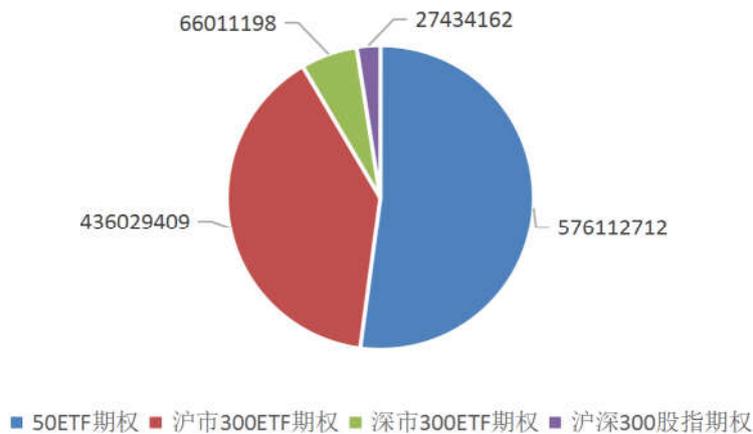
数据来源：wind，兴证期货研发中心

图 10：近两年金融期权成交张数统计



数据来源：wind，兴证期货研发中心

图 11：2021 年 1 月-11 月金融期权成交占比



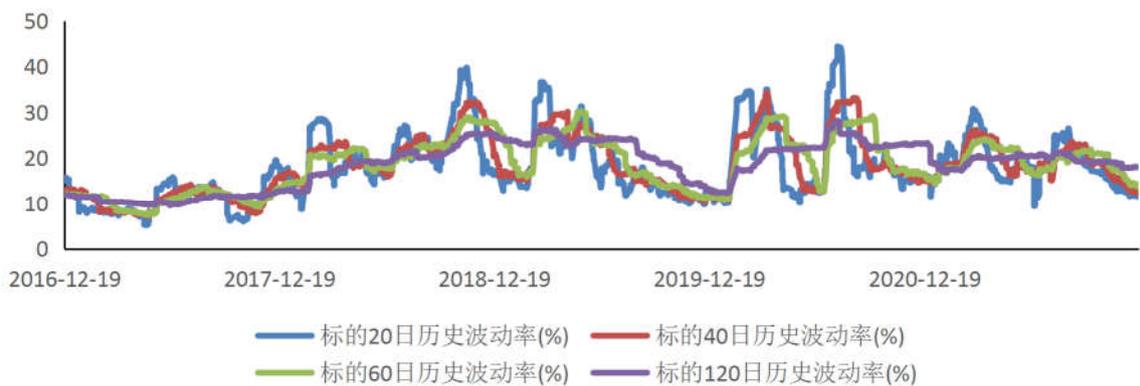
数据来源：wind，兴证期货研发中心

四、波动率分析

从近五年时间标的历史波动率走势可以看出，波动率走势也具有均值回归现象，低波动率窗口末端容易出现波动率飙升的巨震行情，例如，2017年初至2018年初、2019年下半年处于低波动率窗口，后市都出现了巨幅波动的升波行情。此外，短周期波动率曲线通常向长周期波动率曲线靠拢回归。

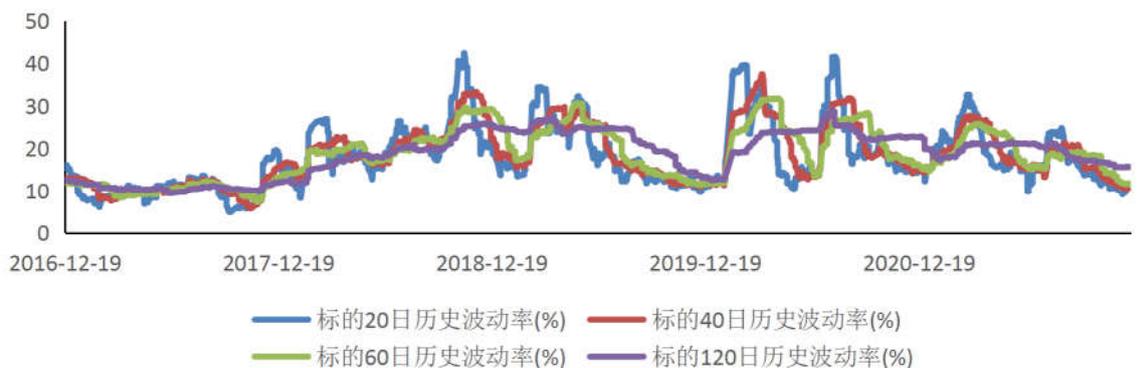
2021 标的波动率总体上小于 2020 年，去年受全球突发疫情影响出现了大跌行情，以及宽松政策之后的连续大涨行情。今年 A 股整体上处在估值修复阶段，特别是大金融、大消费板块的下跌带动上证 50 指数与沪深 300 指数的整体调整。标的指数以震荡降波的形式修复估值。因此，2021 年 8 月份开始，波动率指数持续下行，40 日、60 日历史波动率数值创下近两年新低，长久低波行情需要注意可能出现短促升波行情。临近岁末年初时间窗口，在低波动率背景下，后市容易出现阶段性升波行情，但从 120 日周期历史波动率来看，长周期上，期权标的在 2022 年度大概率维持震荡走势。

图表 12：50ETF 历史波动率走势



数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 13：沪市 300ETF 历史波动率走势



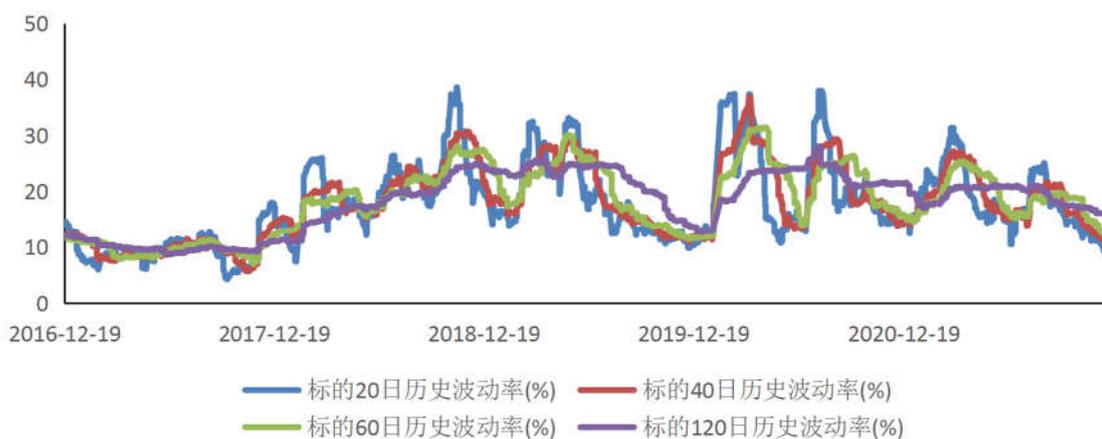
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 14：深市 300ETF 历史波动率走势



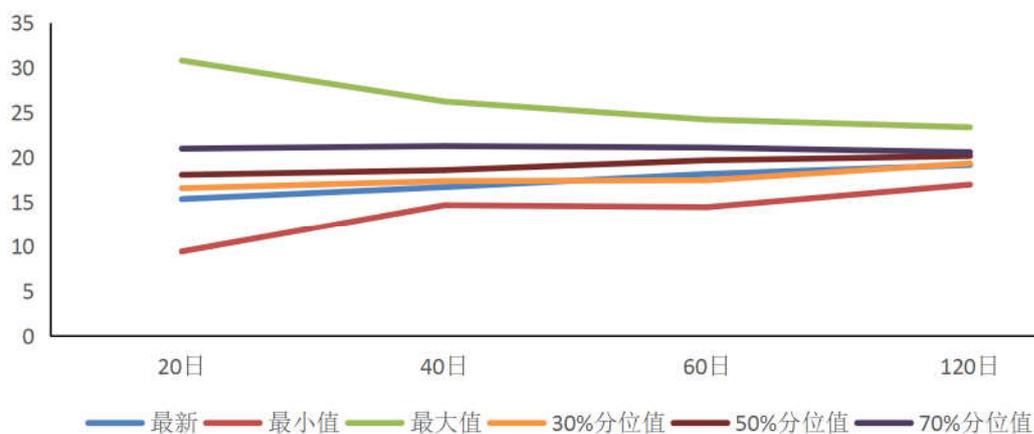
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 15：沪深 300 指数历史波动率走势



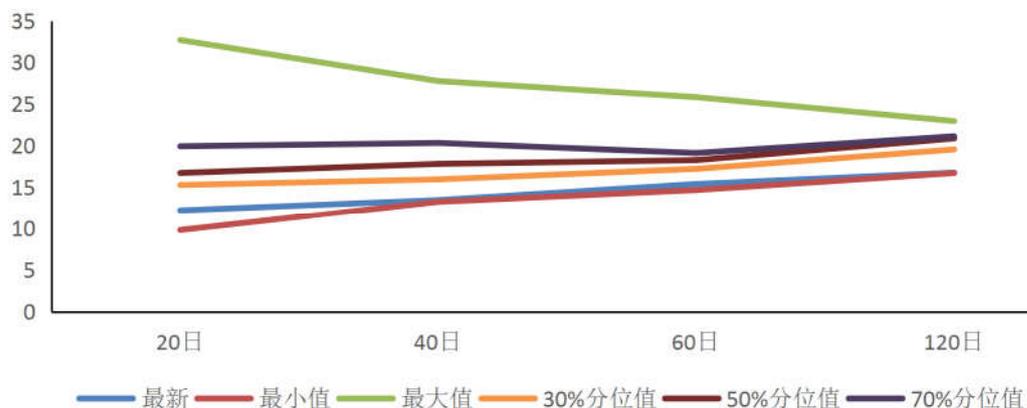
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 16：上证 50ETF 历史波动率锥



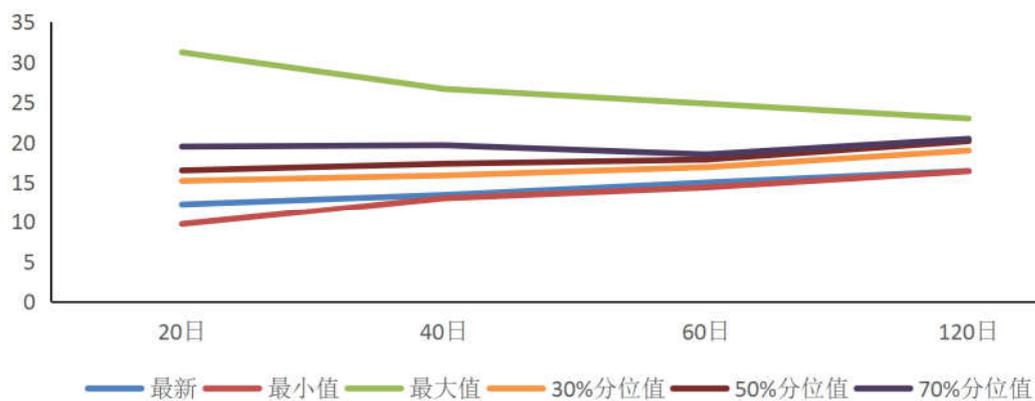
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 17：沪市 300ETF 历史波动率锥



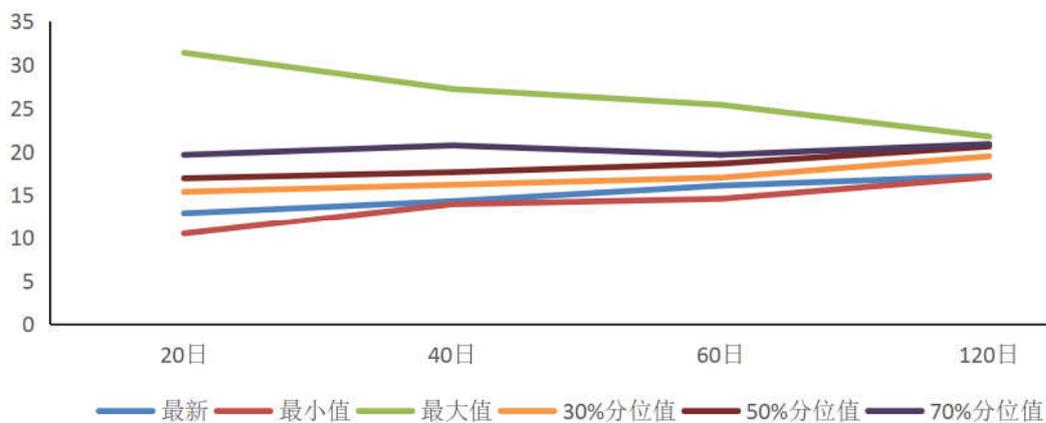
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 18：深市 300ETF 历史波动率锥



数据来源：wind，兴证期货研发部

图 19：沪深 300 历史波动率锥



数据来源：wind，兴证期货研发部

五、宏观面分析

2020年2月、3月受疫情因素扰动，国内各项经济数据断崖式下跌，在宽松政策刺激下，经济回暖修复，投资与消费数据增速提升。由于国外疫情失控对于当地生产造成冲击，客观上加大了国外市场对国内生产端的需求，出口贸易连续攀升。相比之下，2021年主要经济数据增速下滑明显。从一季度开始，工业增加值同比、固定资产投资同比、房地产投资同比、社会消费品零售总额同比、制造业PMI呈下滑趋势。

(1) 货币政策方面，今年M2增速下滑比较明显，月度同比数据普遍居于8%至9%之间。中央政治局会议研究2022年经济工作，定调经济政策。会议以“稳”为主线，明确指出“稳字当头，稳中求进”，预示了货币信用组合将从“稳货币+结构性宽信用”向“宽货币+稳信用”转换，政府加强针对性与有效性，实施稳健的货币政策，保持流动性充裕。

(2) 地产方面，2021年下半年，房地产债务风险成为影响宏观经济与证券市场的重要因素。个别地产公司负债高筑，面临违约风险，在上游端牵涉到钢材、水泥、建筑、装修等行业，下游端涉及到家电、装饰等行业，而且地产与金融板块息息相关，影响整个A股市场的表现。高层对于地产“支柱产业”与“房住不炒”双定调，政策面角度上，地产上有压制，下有强支撑，2021年地产行业大概率维持震荡局面，下行空间有限。

(3) 工业生产方面，高层持续对中小微企业、新能源企业释放定向流动性，给予政策、资金、税收方面的优惠，管控上游端大宗商品价格，保障生产与就业。

(4) 消费方面，受经济下行压力的环境影响，叠加大宗商品价格大涨对社会消费的挤压，造成今年社会消费数据表现不理想。前期居高的PPI开始向CPI传导，对消费有一定的刺激效应，但总体上消费受制于宏观经济下行压力，很难再现2020年度的主升浪行情，后市震荡为主。

图 20：工业增加值同比（%）

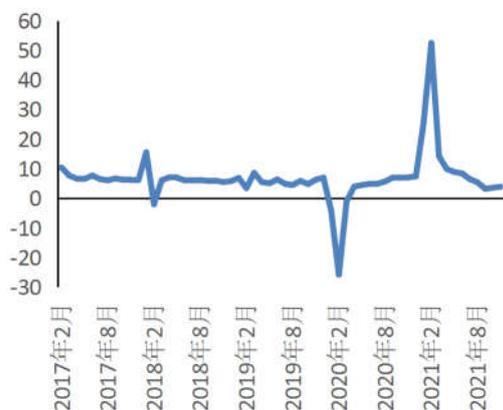
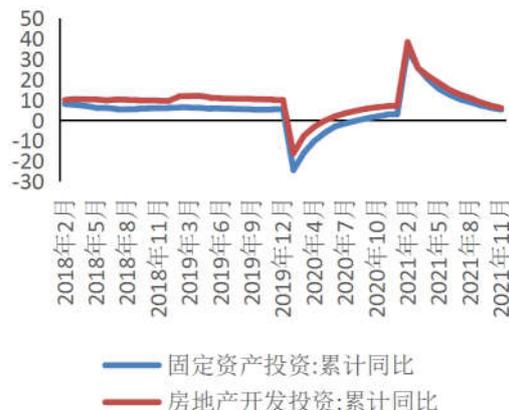


图 21：固定资产、房地产投资（%）



数据来源：wind，兴证期货研发中心

图 22：社会消费品零售总额同比（%）



图 23：官方制造业 PMI



数据来源：wind，兴证期货研发中心

图 24：M2 同比（%）

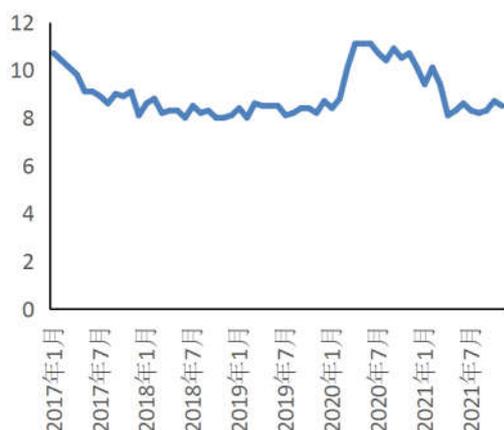


图 25：进出口当月值（亿元）



数据来源：wind，兴证期货研发中心

六、总结与展望

(1) 期权标的方面，上证 50ETF、沪市 300ETF、深市 300ETF 与沪深 300 指数经历 2019 年与 2020 年连续两年大涨后，自 2021 年一季度末开始了调整周期，估值修复是主旋律。结合上证 50 指数与沪深 300 指数市盈率，当前调整时间与空间尚未到位，2022 年度指数大概率延续震荡消化估值走势。

(2) 期权市场日益成熟完善，参与主体多元化，成交张数逐年增长，期权策略可多可空可盘整，创越牛熊，在 A 股“慢牛”、“结构牛”的背景下，期权可以满足投资者方向投资、套保对冲、中性套利等多种投资需求。后市交易所或将陆续推出多个期权品种，未来期权市场成交量稳步增长。

(3) 波动率角度，回顾 2021 年度，标的 120 日长周期历史波动率走低，临近年末时段，20 日、40 日短周期历史波动率数值创下近两年新低。震荡行情下，低波动率是常态，短周期波动率曲线围绕长周期波动率曲线运行，预期 2022 年期权标的波动率整体上维持偏低数值，义务仓即卖出期权策略为主，期间会出现短促升波窗口，届时可关注短促升波下的波动率交易机会。

(4) 宏观经济方面，2021 年度经济数据总体上表现不佳，一定程度拖累了整个大盘，在稳增长、保就业的经济任务下，政策利好频出，“稳”字将成为 2022 年主基调，预期 2022 年流动性环境更加宽松，高层定调“宽货币+稳信用”政策，近二十月首次下调 LPR 利率，中期货币宽松空间预期打开。在政策利好与偏宽松流动性的护航下，工业、地产、金融、消费行业相关经济数据增速下滑空间不大。

因此，2022 年度期权策略宜以卖出方策略为主，收取权利金收益，买入方策略为辅，在少部分升波窗口配合使用买入期权策略，结合隐含波动率变化优化期权策略。

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。