# 【期权市场行情分析】

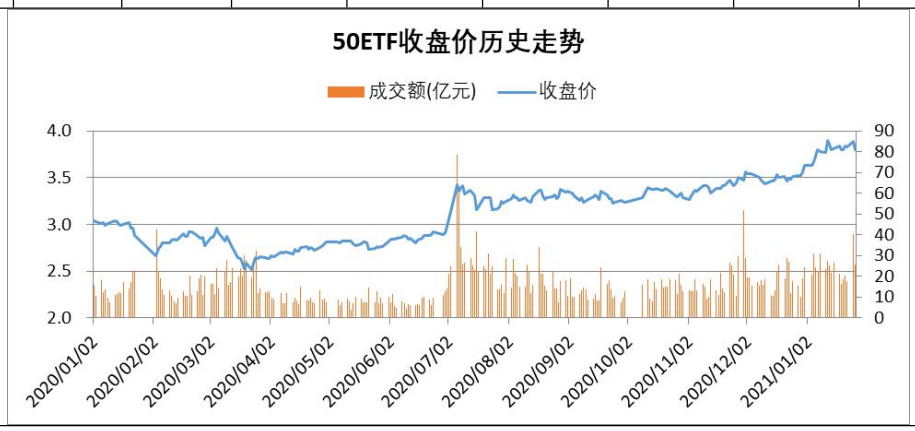
## 1. 50ETF 期权市场行情分析

### 1.1 标的 50ETF 行情回顾

表 1：标的 50ETF 近 3 日行情回顾（代码：510050）

| 日期 | 收盘价 | 均价 | 涨跌幅 | 净主动买入额（亿元） | 主动买入额(亿元) | 主动卖出额(亿元) | 成交额（亿元） | 成交额变化 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021-01-22 | 3.833 | 3.831 | -0.18% | -0.554 | 8.55 | 9.10 | 17.72 | -13.2% |
| 2021-01-25 | 3.890 | 3.859 | 1.49% | -14.236 | 13.02 | 27.25 | 40.47 | 128.4% |
| 2021-01-26 | 3.800 | 3.827 | -2.31% | 4.194 | 14.75 | 10.56 | 25.44 | -37.1% |

50ETF 历史行情




50ETF 分时图

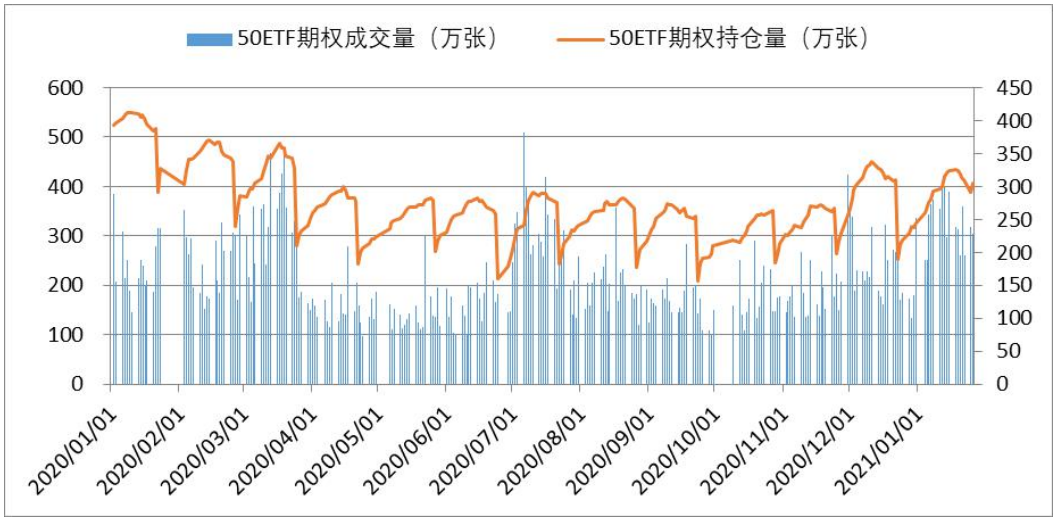



资料来源：东莞证券研究所，wind 数据

### 1.2 50ETF 期权成交持仓情况分析

表 2：50ETF 期权近 3 日总成交持仓情况

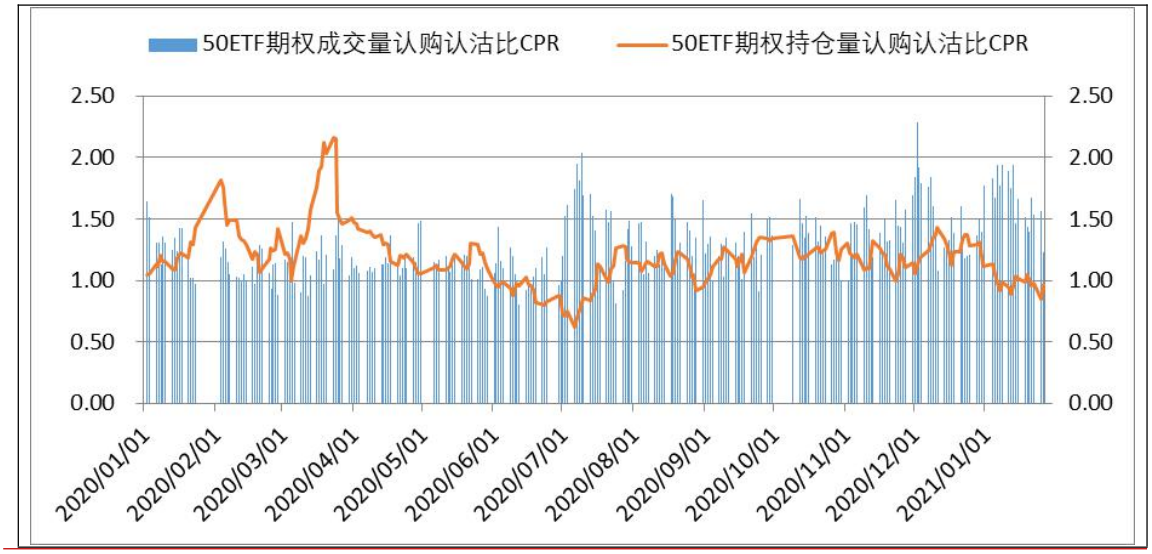
| 日期 | 期权成交量（万张） | 认购成交量（万张） | 认沽成交量（万张） | 期权持仓量（万张） | 认购持仓量（万张） | 认沽持仓量（万张） | 期权成交量变化 | 期权持仓量变化 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021/01/22 | 260.0 | 157.3 | 102.7 | 310.0 | 152.9 | 157.1 | -27.7% | -1.0% |
| 2021/01/25 | 317.5 | 193.5 | 124.0 | 291.3 | 133.7 | 157.6 | 22.1% | -6.0% |
| 2021/01/26 | 303.2 | 167.3 | 135.9 | 305.3 | 149.9 | 155.3 | -4.5% | 4.8% |




资料来源：东莞证券研究所，wind 数据

表 3：50ETF 期权近 3 日认购与认沽成交持仓和 CPR 变化情况

| 日期 | 认购期权成交量变化 | 认沽期权成交量变化 | 认购持仓量变化 | 认沽持仓量变化 | 期权成交量认购认沽比 CPR | 期权持仓量认购认沽比 CPR | 成交量 CPR 变化 | 持仓量 CPR 变化 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021/01/22 | -30.1% | -23.5% | -0.1% | -1.8% | 1.53 | **0.97** | -8.7% | 1.7% |
| 2021/01/25 | 23.0% | 20.7% | -12.6% | 0.3% | 1.56 | **0.85** | 1.9% | -12.9% |
| 2021/01/26 | -13.5% | 9.6% | 12.1% | -1.5% | 1.23 | **0.97** | -21.1% | 13.8% |




资料来源：东莞证券研究所，wind 数据

**值得注意的是**，根据历史数据统计，当期权持仓量 CPR 值处于其历史 10%分位数以下时，标的大概率将冲高回落；反之，当处于 90%分位数以上时，标的大概率将触底反弹。（下面的表 4 是 50ETF 期权持仓量 CPR 历史各分位数参考值）

**参考案例：**

（1）2020 年 3 月 23 号，50ETF 期权持仓量 CPR 涨至 2.17，处于历史 90%分位数以上，次日标的 50ETF 见底大反弹；

（2）2020 年 7 月 6 号，50ETF 期权持仓量 CPR 跌至 0.62，处于历史 10%分位数以下，次日标的 50ETF 见顶大回调。

表 4：50ETF 期权持仓量 CPR 各分位数取值（用于判断标的价格顶部或底部转折点）

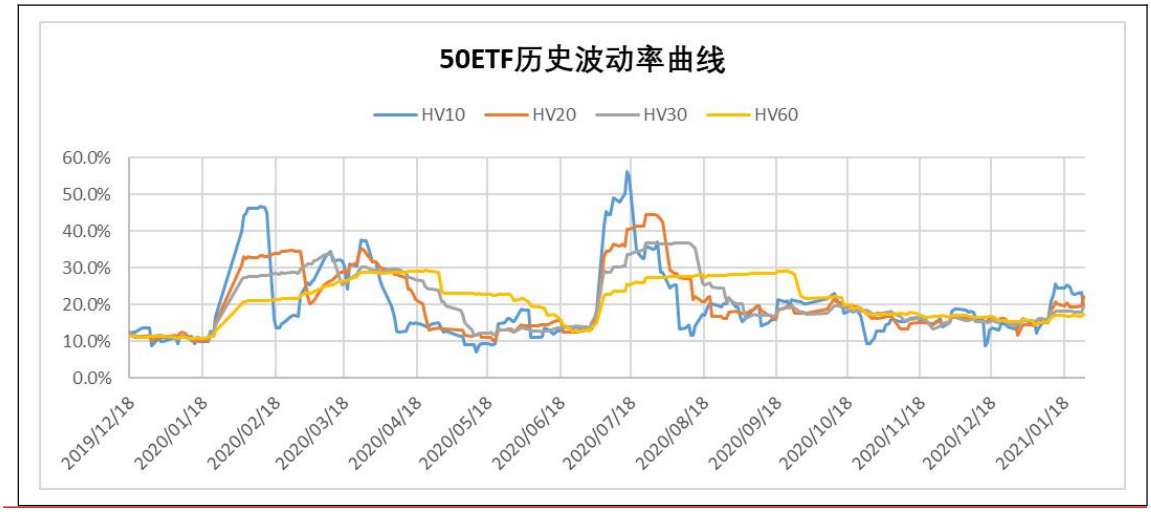
| 5% | 10% | 20% | 30% | 40% | 50% | 60% | 70% | 80% | 90% | 95% |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 0.83 | 0.92 | 1.03 | 1.11 | 1.16 | 1.22 | 1.29 | 1.37 | 1.47 | 1.65 | 1.90 |

资料来源：东莞证券研究所，wind 数据

## 1.3 50ETF 期权波动率分析

表 5：50ETF 近 3 日历史波动率情况

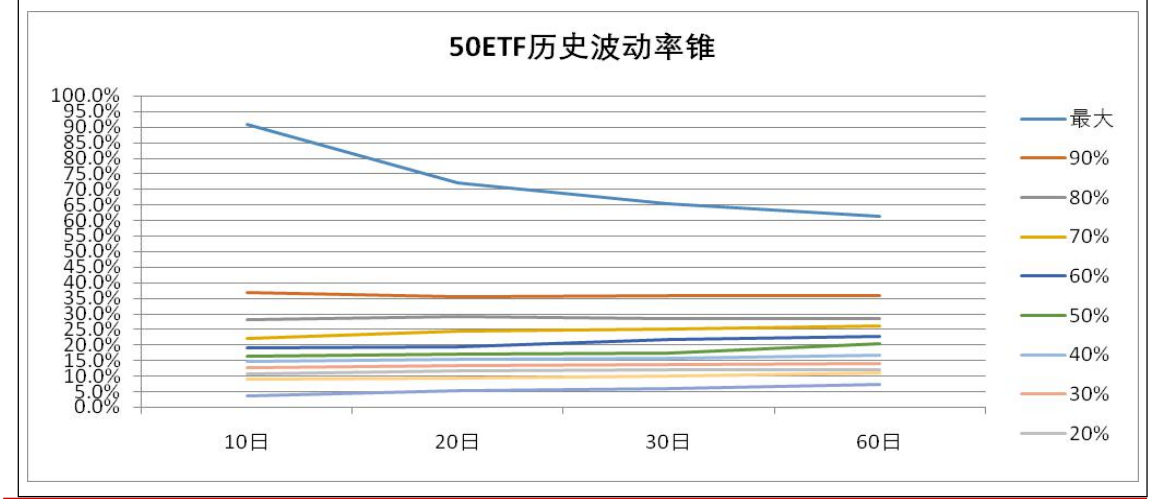
| 日期 | 10 日历史波动率 | 20 日历史波动率 | 30 日历史波动率 | 60 日历史波动率 | 10 日历史波动率变化 | 20 日历史波动率变化 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021/01/22 | 22.8% | 19.5% | 18.0% | 17.0% | -0.9% | 0.0% |
| 2021/01/25 | 23.5% | 19.8% | 18.0% | 16.7% | 3.1% | 1.5% |
| 2021/01/26 | 19.3% | 22.2% | 19.6% | 17.5% | -17.9% | 12.1% |




资料来源：东莞证券研究所，wind 数据

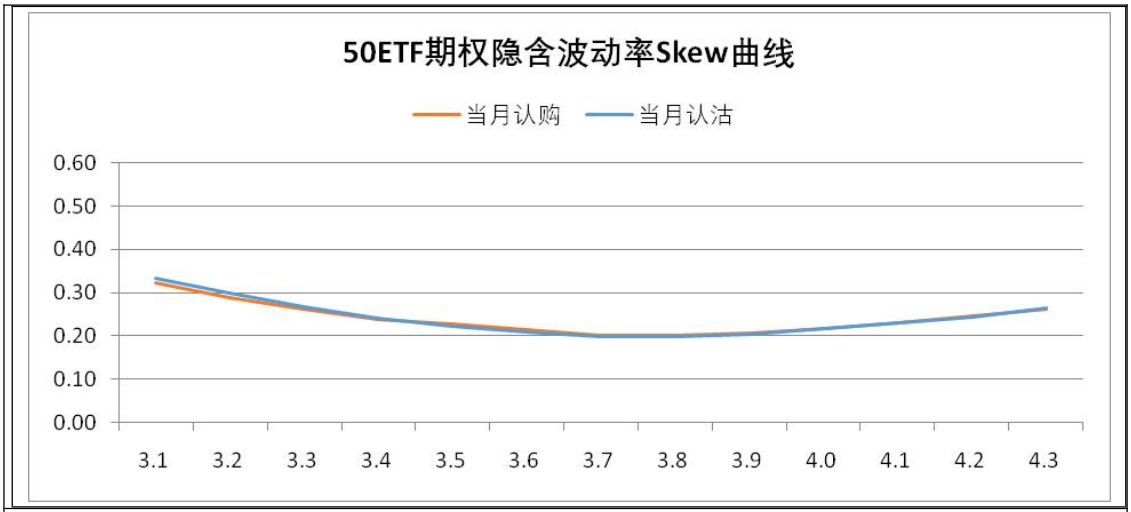
表 6：50ETF 历史波动率锥（用于判断当前历史波动率大小所处历史位置）

| 各分位数值 / N 日历史波动率 | 最大 | 90% | 80% | 70% | 60% | 50% | 40% | 30% | 20% | 10% | 最小 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 10 | 90.8% | 37.0% | 28.0% | 22.0% | 19.0% | 16.5% | 14.6% | 12.6% | 10.6% | 8.9% | 3.7% |
| 20 | 71.9% | 35.4% | 29.1% | 24.4% | 19.5% | 16.9% | 15.3% | 13.3% | 11.6% | 9.3% | 5.2% |
| 30 | 65.4% | 35.8% | 28.6% | 25.0% | 21.6% | 17.3% | 15.6% | 13.7% | 12.1% | 10.0% | 6.1% |
| 60 | 61.5% | 35.8% | 28.5% | 26.2% | 22.8% | 20.4% | 16.8% | 13.8% | 12.0% | 11.1% | 7.3% |




资料来源：东莞证券研究所，wind 数据

表 7：50ETF 期权隐含波动率 Skew 曲线（用于判断期权价格高估或低估程度）




上图中 50ETF 期权隐含波动率 Skew 曲线表示上周末当月认购认沽期权隐含波动率随行权价的变化情况。由图可知，当月认购期权合约呈现微笑形态，说明深度实值和深度虚值的认购期权的价格被低估；当月认沽期权合约呈现微笑形态，说明深度虚值和深度实值的认沽期权的价格被低估。

资料来源：东莞证券研究所，wind 数据

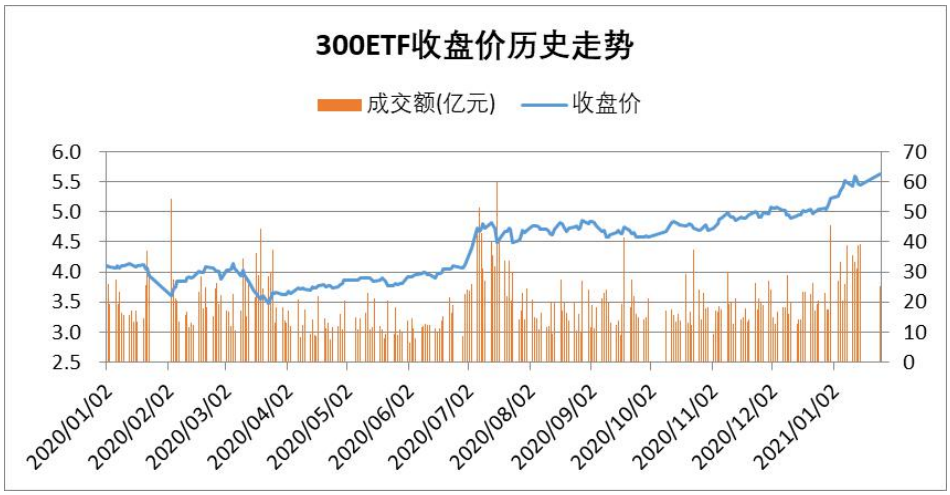
## 2. 300ETF 期权市场行情分析

### 2.1 标的 300ETF 行情回顾

表 8：标的 300ETF 近 3 日行情回顾（代码：510300）

| 日期 | 收盘价 | 均价 | 涨跌幅 | 净主动买入额（亿元） | 主动买入额(亿元) | 主动卖出额(亿元) | 成交额(亿元) | 成交额变化 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021-01-22 | 5.565 | 5.547 | 0.05% | -4.608 | 12.94 | 17.55 | 30.74 | 8.5% |
| 2021-01-25 | 5.631 | 5.595 | 1.19% | -1.798 | 11.59 | 13.38 | 25.19 | -18.1% |
| 2021-01-26 | 5.511 | 5.540 | -2.13% | -0.774 | 10.43 | 11.21 | 21.76 | -13.6% |

300 ETF 历史行情



| | |
|---|---|
| 300 ETF 分时图 |  |

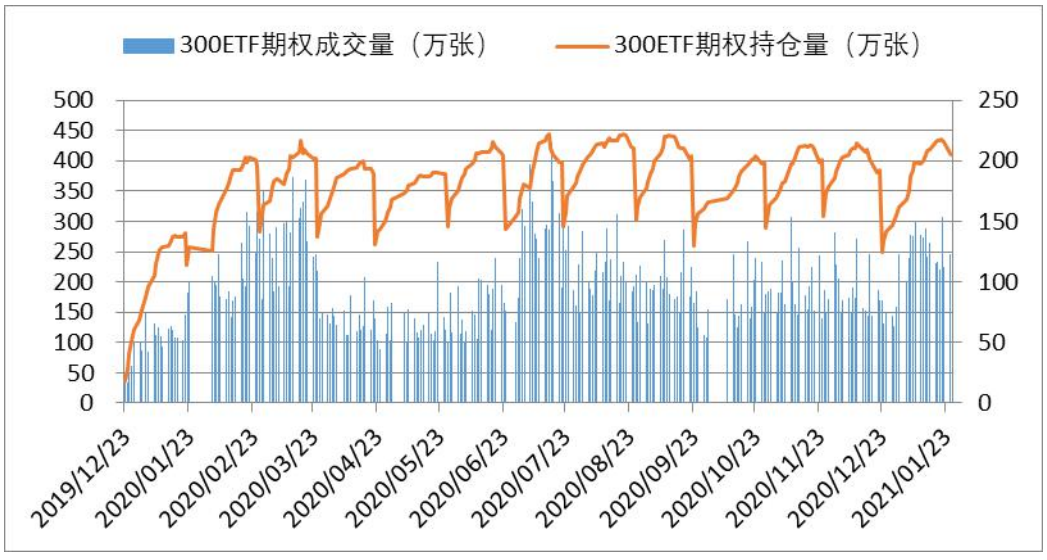


资料来源：东莞证券研究所，wind 数据

## 2.2 300ETF 期权成交持仓情况分析

表 9：300ETF 期权近 3 日总成交持仓情况

| 日期 | 期权成交量（万张） | 认购成交量（万张） | 认沽成交量（万张） | 期权持仓量（万张） | 认购持仓量（万张） | 认沽持仓量（万张） | 期权成交量变化 | 期权持仓量变化 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021/01/22 | 223.8 | 135.6 | 88.2 | 215.4 | 106.0 | 109.4 | -27.0% | -1.1% |
| 2021/01/25 | 246.1 | 149.8 | 96.3 | 205.8 | 96.2 | 109.7 | 10.0% | -4.4% |
| 2021/01/26 | 219.4 | 121.6 | 97.8 | 204.9 | 98.5 | 106.3 | -10.8% | -0.5% |

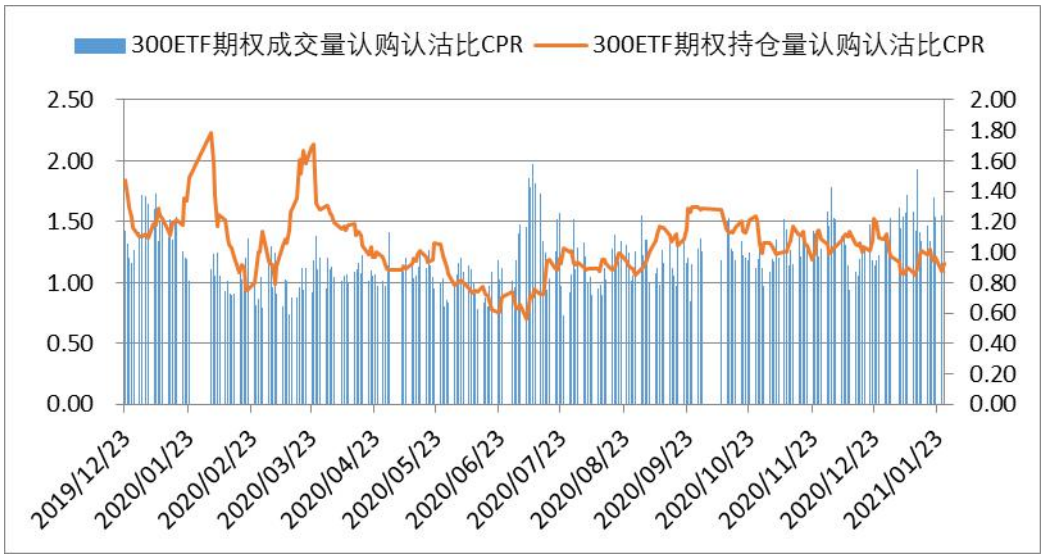




资料来源：东莞证券研究所，wind 数据

表 10：300ETF 期权近 3 日认购与认沽成交持仓和 CPR 变化情况

| 日期 | 认购期权成交量变化 | 认沽期权成交量变化 | 认购持仓量变化 | 认沽持仓量变化 | 期权成交量认购认沽比 CPR | 期权持仓量认购认沽比 CPR | 成交量 CPR 变化 | 持仓量 CPR 变化 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021/01/22 | -29.6% | -22.4% | 0.1% | -2.2% | 1.54 | 0.97 | -9.3% | 2.4% |
| 2021/01/25 | 10.5% | 9.1% | -9.2% | 0.2% | 1.56 | 0.88 | 1.2% | -9.4% |
| 2021/01/26 | -18.8% | 1.6% | 2.5% | -3.0% | 1.24 | 0.93 | -20.1% | 5.7% |




资料来源：东莞证券研究所，wind 数据

**值得注意的是**，根据历史数据统计，当期权持仓量 CPR 值处于其历史 10%分位数以下时，标的大概率将冲高回落；反之，当处于 90%分位数以上时，标的大概率将触底反弹。（下面的表 11 是 300ETF 期权持仓量 CPR 历史各分位数参考值）

**参考案例：**

（1）2020 年 3 月 23 号，300ETF 期权持仓量 CPR 涨至 1.68，处于历史 90%分位数以上，次日标的 300ETF 见底大反弹；

（2）2020 年 7 月 6 号，300ETF 期权持仓量 CPR 跌至 0.56，处于历史 10%分位数以下，次日标的 300ETF 见顶大回调。

表 11：300ETF 期权持仓量 CPR 各分位数取值（用于判断标的价格顶部或底部转折点）

| 5% | 10% | 20% | 30% | 40% | 50% | 60% | 70% | 80% | 90% | 95% |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 0.72 | 0.77 | 0.89 | 0.93 | 0.97 | 1.02 | 1.08 | 1.12 | 1.17 | 1.28 | 1.35 |

资料来源：东莞证券研究所，wind 数据

## 2.3 300ETF 期权波动率分析

表 12：300ETF 近 3 日历史波动率情况

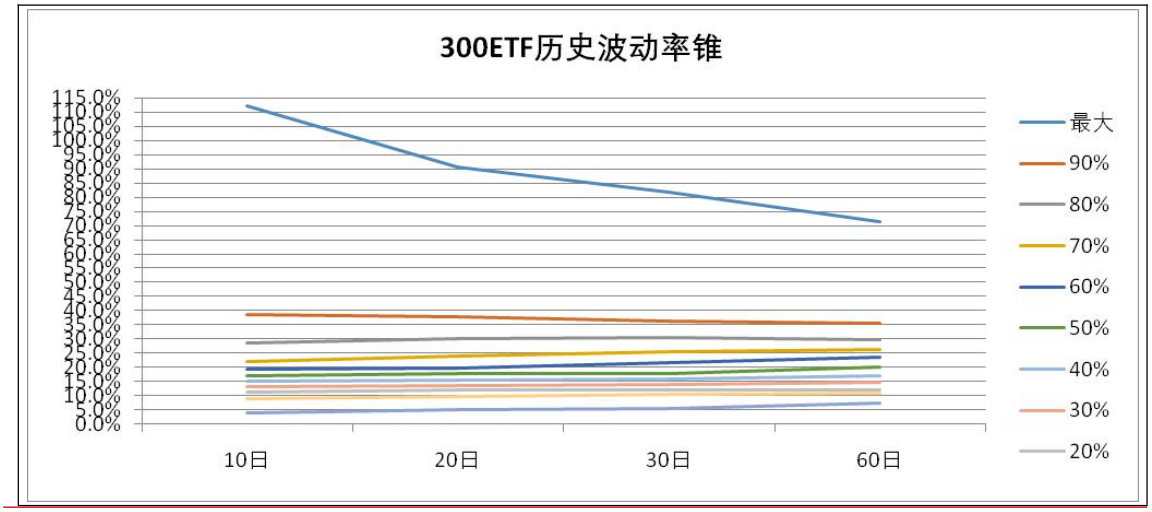
| 日期 | 10 日历史波动率 | 20 日历史波动率 | 30 日历史波动率 | 60 日历史波动率 | 10 日历史波动率变化 | 20 日历史波动率变化 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021/01/22 | 23.2% | 20.0% | 18.5% | 17.2% | -0.9% | 0.0% |
| 2021/01/25 | 22.6% | 20.1% | 18.0% | 16.7% | -2.6% | 0.5% |
| 2021/01/26 | 21.0% | 22.3% | 19.5% | 17.4% | -7.1% | 10.9% |




资料来源：东莞证券研究所，wind 数据

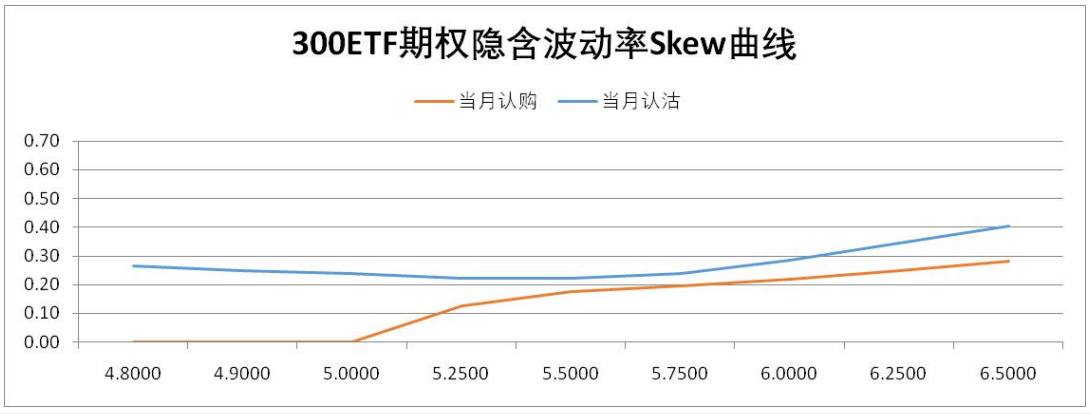
表 13：300ETF 历史波动率锥（用于判断当前历史波动率大小所处历史位置）

| 各分位数值 / N 日历史波动率 | 最大 | 90% | 80% | 70% | 60% | 50% | 40% | 30% | 20% | 10% | 最小 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 10 | 112% | 38.6% | 28.4% | 22.0% | 19.2% | 17.0% | 14.9% | 12.9% | 11.1% | 8.8% | 3.7% |
| 20 | 90.7% | 37.7% | 30.1% | 24.0% | 19.8% | 17.6% | 15.5% | 13.5% | 12.0% | 9.8% | 4.9% |
| 30 | 81.6% | 36.1% | 30.5% | 25.3% | 21.4% | 17.9% | 15.7% | 13.9% | 12.1% | 10.2% | 5.5% |
| 60 | 71.2% | 35.3% | 29.8% | 26.0% | 23.7% | 19.9% | 17.1% | 14.5% | 12.0% | 10.8% | 7.3% |




资料来源：东莞证券研究所，wind 数据

表 14：300ETF 期权隐含波动率 Skew 曲线（用于判断期权价格高估或低估程度）




上图中 300ETF 期权隐含波动率 Skew 曲线表示上周末当月认购认沽期权隐含波动率随行权价的变化情况。由图可知，当月认购期权合约呈现右偏形态，说明深度虚值的认购期权的价格被低估；当月认沽期权合约呈现右偏形态，说明深度实值的认沽期权的价格被低估。

资料来源：东莞证券研究所，wind 数据

# 【期权操作建议】

1. **激进型策略：**

继续持有 1 月 25 号的合成期货空头策略，即买入开仓 1 份沪深 300ETF 沽 2 月 6000 合约（10003158），同时卖出开仓 1 份沪深 300ETF 购 2 月 5000 合约（10003145），仓位按 3 成设置，止损线设为 6%。

2. **稳健型策略：**

继续持有 1 月 12 日的认购比率价差策略，数量 2:1，即买入开仓 1 份沪深 300ETF 购 2 月 5250 合约（10003068），同时卖出开仓 2 份沪深 300ETF 购 2 月 5500 合约（10003069），即仓位按 3 成设置，止损线设为 3%。

**3. 套保对冲策略：**

继续持有 1 月 11 日的 ETF 现货与看跌期权的保险策略，等量对冲比例 10000:1，即买入 10000 份沪深 300ETF 现货（510300），同时买入 1 张实值 2 档的次月看跌期权合约沪深 300ETF 沽 2 月 6000（10003080）。

# 【期权策略绩效跟踪】

**表 15. 期权策略 1 绩效跟踪**

| | 1.25 日开盘价 | 1.26 日收盘价 |
|---|---|---|
| 买入沪深 300ETF 沽 2 月 6000（10003158） | 0.4864 | 0.511 |
| 单边浮动盈亏（1 张） | | 246 |
| 卖出沪深 300ETF 购 2 月 5000（10003145） | 0.5515 | 0.5125 |
| 单边浮动盈亏（1 张） | | 390 |
| 组合浮动盈亏（元） | | 636 |
| 组合收益率（按 3 成仓位计算） | | 1.67% |

数据来源：东莞证券研究所，wind

**表 16. 期权策略 2 绩效跟踪**

| 持仓结构 | 1.12 日开盘价 | 1.26 日收盘价 |
|---|---|---|
| 买入 300ETF 购 2 月 5182A 合约（10003068） | 0.32 | 0.3478 |
| 单边浮动盈亏（1 张） | | 278.00 |
| 卖出 300ETF 购 2 月 5428A 合约（10003069） | 0.1628 | 0.1678 |
| 单边浮动盈亏（2 张） | | -100 |
| 组合浮动盈亏（元） | | 178 |
| 组合收益率（按 3 成仓位计算） | | 0.33% |

数据来源：东莞证券研究所，wind

**表 17. 期权策略 3 绩效跟踪**

| 持仓结构 | 1.11 日开盘价 | 1.26 日收盘价 |
|---|---|---|
| 沪深 300ETF 现货（510300） | 5.496 | 5.511 |
| 单边浮动盈亏（10000 份） | | 150.00 |

| | | |
|---|---|---|
| 买入沪深 300ETF 沽 2 月 5922A（10003080） | 0.5444 | 0.4419 |
| 单边浮动盈亏（1 张） | | -1025 |
| 组合浮动盈亏（元） | | -875 |
| 组合收益率（相对账户初始建仓资金） | | -1.45% |

数据来源：东莞证券研究所，wind

**东莞证券宏观策略研究团队：**

**费小平**
SAC 执业证书编号：S0340518010002
电话：0769-22111089
邮箱：fxp@dgzq.com.cn

**岳佳杰**
SAC 执业证书编号：S0340518110001
电话：0769-22118627
邮箱：yuejiajie@dgzq.com.cn

**包冬青**
SAC 执业证书编号：S0340520010001
电话：0769-22115843
邮箱：baodongqing@dgzq.com.cn

**东莞证券投资评级体系：**

| 公司投资评级 | |
|---|---|
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上 |
| **行业投资评级** | |
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上 |
| **风险等级评级** | |
| 低风险 | 宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告 |
| 中低风险 | 债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告 |
| 中风险 | 可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告 |
| 中高风险 | 科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告 |
| 高风险 | 期货、期权等衍生品方面的研究报告 |

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**
广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22119430
传真:（0769）22119430
网址：www.dgzq.com.cn