

长假后情绪宣泄窗口的波动率交易机会

2022年10月12日 星期三

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

2022年国庆长假与前后时间段的窗口中,国内外重要经济数据与重大事件接踵而来。国内面临着宽松政策传导效果不理想、地产行业持续不振、经济复苏疲软等问题。美国就业数据超预期表现刺激11月加息75个BP的预期走强,俄乌战争与欧洲能源危机恶化,全球市场避险情绪上扬。内外利空因素共振,对国内股市压制效果强烈。

长假前至今,国内市场期权隐含波动率走高,IO与MO期权隐含波动率波差扩大至历史高值,波差极值回归需求较大,空MO波动率+多IO波动率的套利组合比较适合波差回归过程。在IO隐波期限结构中,近月隐波低于远月隐波,呈正斜率分布特征;MO近月隐波高于远月隐波,呈负斜率特征,通过卖出MO近月合约+买入MO同一行权价的远月合约,构建日历价差组合,可以获得近月合约波动率溢价收益与部分时间价值收益。IO与MO的隐波微笑曲线结构均呈现出低行权价隐波高于平值、高行权价合约隐波,后市择机卖出虚值认沽期权,既可获得波动率溢价,策略也具有行权价至标的现价之间的安全缓冲空间。

报告目录

1. 国庆假期窗口重要事件及数据回顾.....	3
2. 国内市场情绪面表现.....	4
3. 波动率策略机会.....	6
4. 总结.....	7

图表目录

图表 1: 中国制造业 PMI 与服务业 PMI.....	3
图表 2: 主要大城市商品房成交情况.....	3
图表 3: 美国新增非农就业人数.....	4
图表 4: 美国失业率.....	4
图表 5: 美国市场风险情绪指标.....	4
图表 6: 美元兑人民币.....	4
图表 7: 沪深 300 期权成交与 PCR 值.....	5
图表 8: 中证 1000 期权成交与 PCR 值.....	5
图表 9: 沪深 300 期权波动率走势.....	5
图表 10: 中证 1000 期权波动率走势.....	5
图表 11: 沪深 300 期权与中证 1000 期权隐波差.....	6
图表 12: 波动率期限结构对比.....	7
图表 13: 沪深 300 期权波动率微笑结构.....	7
图表 14: 中证 1000 波动率微笑结构.....	7

1. 国庆假期窗口重要事件及数据回顾

国庆长假前后窗口中，中美经济数据公布，其中，国内地产行业疲软，经济景气度恢复缓慢。美国就业数据超预期表现，加剧了美联储紧缩预期，此外，俄乌战争局势恶化，多因素共振，国庆后国内股市连续下挫，长假窗口积聚的空头情绪宣泄。

一、9月制造业、非制造业 PMI 景气指数分别为 50.10、48.90，制造业 PMI 环比小幅上升，重回荣枯线之上，非制造业 PMI 环比下降，或因9月份全国多地疫情负面影响有关，总体来看，景气度复苏速度偏慢。

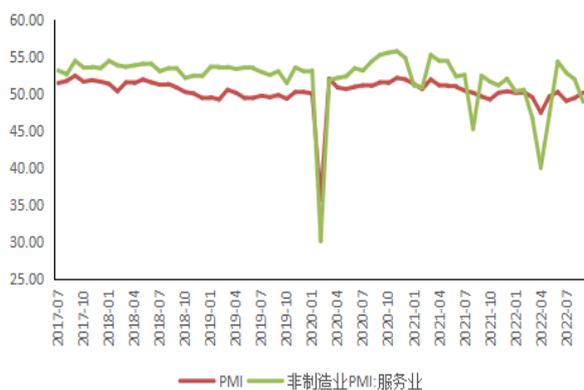
二、商品房销售数据大幅下跌，“金九银十”证伪，地产宽松政策并不支持地产投机性需求，利好政策的传导效果有限，地产行业整体来看仍然偏弱，内需、外需不济拖累经济复苏。

三、美国9月失业率录得3.5%，预期3.7%，前值3.7%。美国9月季调后非农就业人口增26.3万人，预期增25万人，前值增31.5万人。美就业情况超预期。11月加息预期走强，联邦基金利率显示，11月美联储加息75个基点的可能性为92%，高于9月非农就业报告公布之前的85.5%。美联储加息预期走强，美元指数、美债收益率、VIX波动指数走高。美股受阻回落连续下跌。

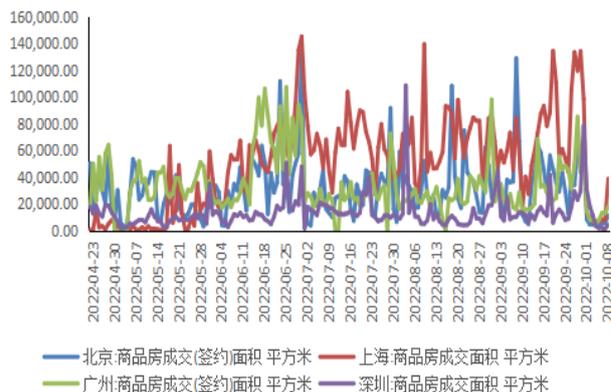
四，俄乌局势恶化，能源危机再起风云。克里米亚大桥被炸，另一方面，乌克兰首都与部分城市遭到导弹轰炸，局势恶化，加剧了全球市场避险情绪。

五、OPEC+联合部长级监督委员会（JMMC）提议减产200万桶/日，推动国际油价连续上涨，欧美经济体衰退预期与欧洲能源危机并存。

图表 1 中国制造业 PMI 与服务业 PMI



图表 2 主要大城市商品房成交情况

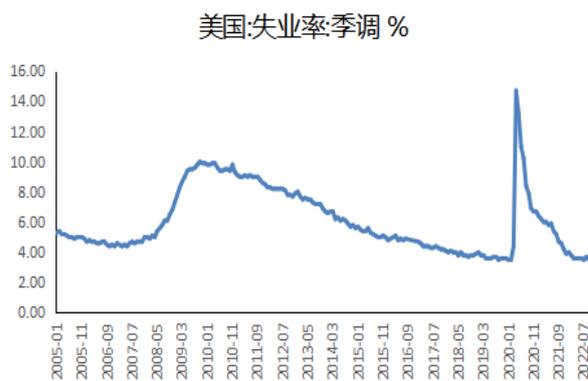


数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 3 美国新增非农就业人数

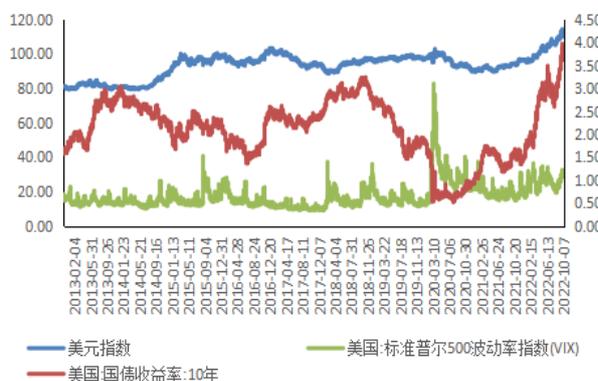


图表 4 美国失业率



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 5 美国市场风险情绪指标



图表 6 美元兑人民币



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 国内期权市场情绪面表现

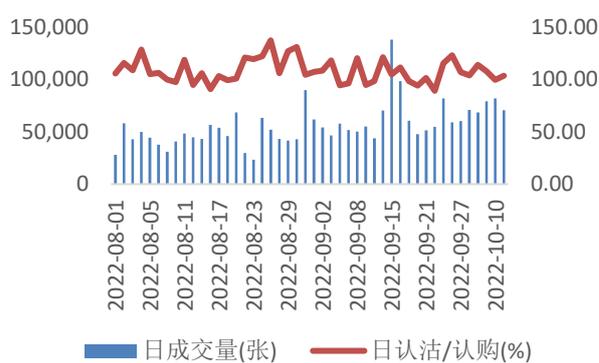
在国庆节前的一段时间窗口中, 中证 1000 指数期权 (MO) 的 PCR 值 (认沽/认购) 普遍居于 100% 以上, 高于前期常态水平, 与此同时沪深 300 指数期权 (IO) 的 PCR 值居于 80% 至 90% 区间。横向比较之下, 代表中小盘股的中证 1000 指数在节前的避险情绪高于沪深 300 指数; 从纵向角度来看, 整个市场的避险情绪受到长假因素影响走高。国庆节后首个交易日, 金融指数下跌, 市场成交量环比放大, 长假期间积聚的空头情绪集中释放, 但是 PCR 值变化不大, 后市情绪面的延伸影响力度有限。

从波动率角度看, 节前 IO 与 MO 期权隐含波动率与历史波动率波差达到阶段峰值 (见图表 9 与图表 10), 隐波溢价率较高; 长假后隐波与历史波动率波差收窄, 后市标的指数的降波预期增强。

图表 7 沪深 300 期权成交与 PCR 值

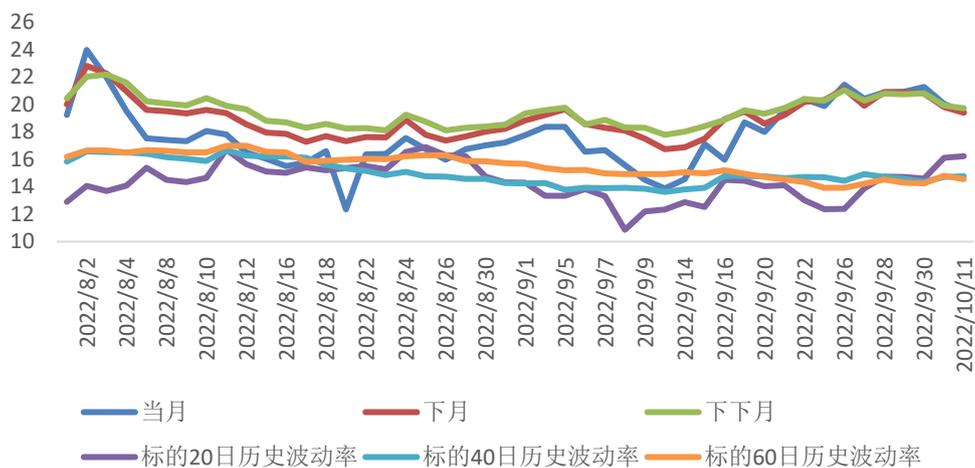


图表 8 中证 1000 期权成交与 PCR 值



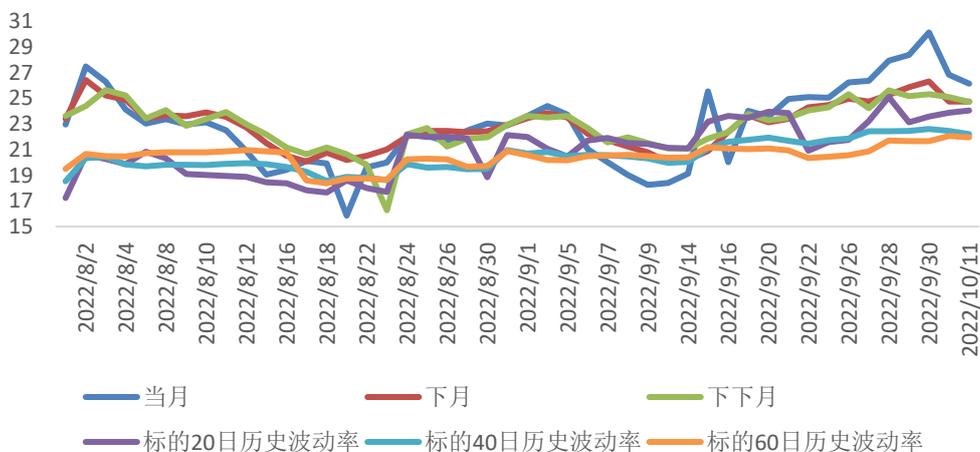
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 9 沪深 300 期权波动率走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 10 中证 1000 期权波动率走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

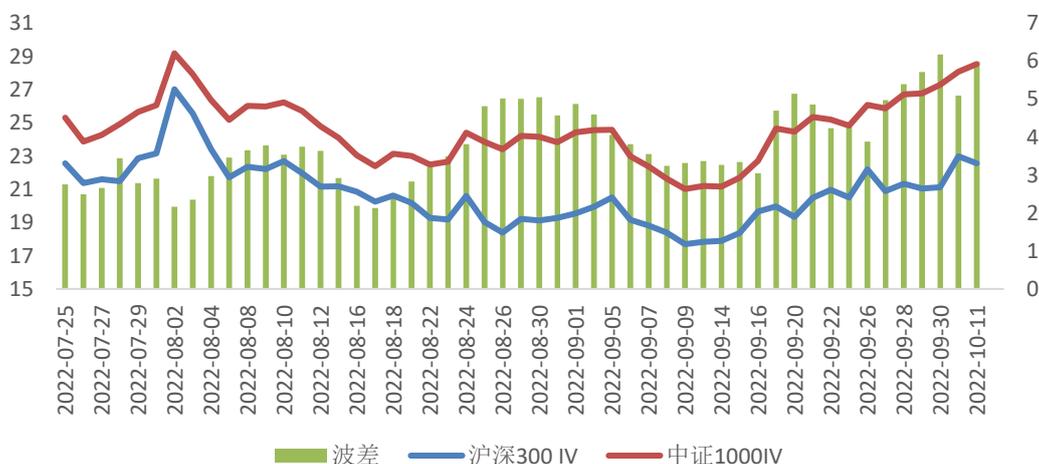
3. 波动率策略机会

通过对比 IO 与 MO 期权波动率可以发现，受长假期与事件驱动影响，此前二者隐波差逐渐走阔，最大值一度超过 6 个百分点（MO 隐波减去 IO 隐波），创下 MO 期权上市以来的最高值。波动率差通常出现均值回归特征，即当波差出现极大值时，后市往均值附近回归的概率较大，在这个回归过程中，适合做多 IO 期权波动率的同时再做空 MO 期权波动率策略。

在波动率期限结构方面，IO 期权呈现出近月隐波低于远月隐波的正斜率偏斜特征，而 MO 期权呈现出近月合约隐波高于远月合约隐波的负斜率偏斜特征。同为两个期权的标的同为沪深两市的宽基指数，但波动率期限结构的偏斜却呈现出截然相反分布特征，其中存在着一定的波动率套利空间。根据 IO、MO 期权的隐含波动率期限结构特征，空近月 MO 期权的同时再多同一行权价的远月 MO 期权，构建日历价差组合，套取近月合约波动率溢价与时间价值。

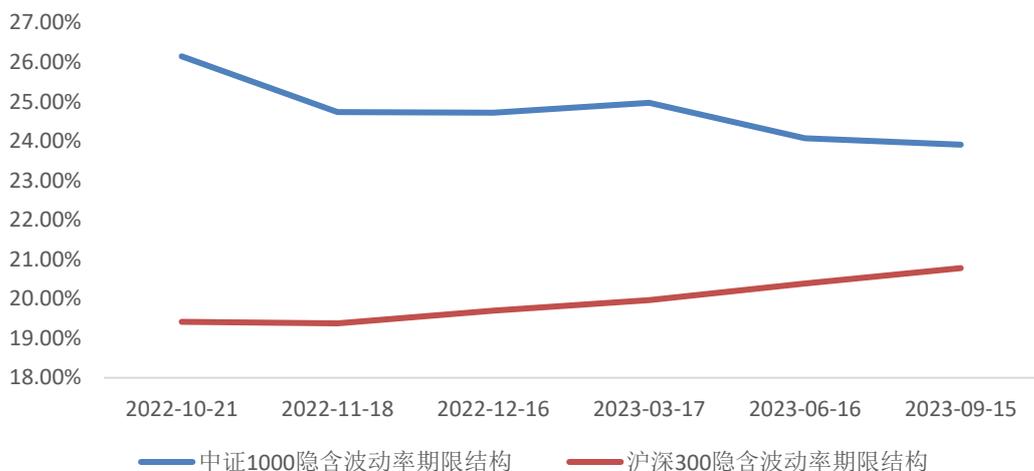
在 IO、MO 期权波动率微笑结构方面，低行权价合约隐波高于平值与高行权价合约的隐波，部分原因受到近期市场避险情绪的影响，虚值认沽隐波与合约价格的溢价走高。截止 10 月 12 日盘中数据，上证 50 指数已经创下近三年多的新低，沪深 300 指数同时也接近两年新低，风险得到进一步释放，估值的安全边际强化，因此，后市择机卖出虚值认沽期权，既可获得波动率溢价，也具有行权价至标的现价之间的安全缓冲空间。

图表 11 沪深 300 期权与中证 1000 期权隐波差



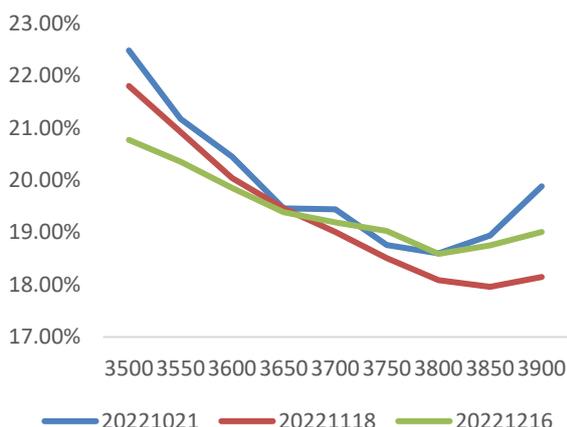
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 12 波动率期限结构对比



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 13 沪深 300 期权波动率微笑结构



图表 14 中证 1000 波动率微笑结构



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4. 总结

2022 年国庆长假与前后时间段的窗口中, 国内外重要经济数据与重大事件接踵而来: 包括中国 PMI 数据、近期国内商品房的销售数据、美国失业就业数据、俄乌战争恶化等。客观反映了国内宽松政策传导效果不理想, 地产行业持续不振, 经济复苏疲软等问题。美国就业数据超预期表现刺激 11 月加息 75 个 BP 的预期走强, 叠加俄乌战争与欧洲能源危机恶化, 全球市场避险情绪上扬, 欧美股市受阻连续下挫。内外利空因素共振, 对国内股市压制效果强烈。

长假前至今，国内市场期权隐含波动率走高，IO 与 MO 期权隐含波动率波差扩大至历史高位，波差极值回归需求较大，空 MO 波动率+多 IO 波动率的套利组合比较适合波差回归过程。IO 隐波期限结构中，近月隐波低于远月隐波，呈正斜率分布特征；MO 近月隐波高于远月隐波，呈负斜率特征，通过卖出 MO 近月合约+买入 MO 同一行权价的远月合约，构建日历价差组合，可以获得近月合约波动率溢价收益与部分时间价值收益（近月合约 Theta 绝对值较大，时间价值衰退速度快，卖出近月合约可以享受到时间价值衰退带来的收益）。IO 与 MO 隐波微笑结构中均呈现出低行权价隐波高于平值、高行权价合约隐波，后市择机卖出虚值认沽期权，既可获得波动率溢价，策略也具有行权价至标的现价之间的安全缓冲空间。

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。本报告清晰准确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。