

中信证券研究部

核心观点



马普凡

量化策略分析师

S1010520030001



赵文荣

首席量化与配置
分析师

S1010512070002



王兆宇

首席量化策略
分析师

S1010514080008



张依文

量化策略分析师

S1010517080004

2019 年底上市的沪市 300ETF 期权已超越 50ETF 期权成为市场上成交面值最大的品种，也相应带来整体成交面值的增长。2020 年市场大幅波动时，期权的对冲需求也出现增加，成交量提升。虽伴随隐含波动率的上升，但低于前期的峰值，整体情绪相对变化平稳，反映了期权投资者更趋于理性。现阶段期权机构投资者参与度依然有待提高，随着机构参与者的增加，沪深 300 系列期权重要性有望进一步提升。下降的隐含波动率也会带来更为合理的对冲成本。

■ **股票期权市场发展：品种丰富，投资者增长。**2019 年年底沪深 300 系列期权上市以来，我国场内期权市场得到了进一步完善，股票期权市场正式进入多标的运行时代。期权投资者数量稳步增长，2019 年期权市场交易目的仍以增强收益为主。

■ **成交与持仓：300 期权地位提升，持仓量 PCR 与市场走势高度一致。**(1) 2 月中至 3 月中期权交易活跃，日度成交面值最高达 3400 亿元，接近季度末时成交量有所收缩。(2) 一季度沪市 300ETF 期权的日均成交面值已超过 50ETF 期权，季末持仓金额也十分接近。(3) 认沽期权交易占比提升，持仓量 PCR 与市场走势高度同步，相关系数达 0.65。

■ **期权隐含波动率水平：隐含波动率升高后回落，但当前仍处于较高水平。**(1) 随海外疫情发酵、国内市场大幅波动，期权隐含波动率（VIX 算法）升至 40%左右，但仍低于 2015 年的最高值 60%；(2) 接近季度末时，隐含波动率有所下降，市场情绪有所缓解，但季末时隐含波动率仍处于较高水平，当月平值合约的隐含波动率水平仍然高于历史波动率的 75%分位数；(3) 由于 1 季度市场波动加剧，1 月至 2 月期间期权隐含波动率整体低于未来 30 日实现波动率，做空波动率的策略将面临较大回撤。

■ **期权策略表现：市场下跌行情中对冲策略表现最好。**(1) 受一季度市场下跌影响，50ETF 期权的备兑策略、对冲策略、领票策略均战胜 50ETF 本身。综合考虑收益率、波动率和最大回撤，期权对冲策略在 1 季度表现突出，50ETF 的当月平值对冲策略在 1 季度仅下跌 5.3%，年化波动率和最大回撤分别为 9.06%和 6.18%。(2) 虽然期权对冲策略在 1 季度表现突出，但当前波动率处于较高水平且认沽波动率高于认购波动率，认沽期权的价格较贵，在市场走势不确定的情况下，当前构建对冲策略需要着重考虑对冲成本的提升。

■ **股票期权市场展望：隐含波动率水平有望继续回落，期权对冲策略的对冲成本有望降低。**(1) 沪深 300 系列期权的地位或将进一步提升。(2) 如全球疫情得到平稳控制、经济逐步复苏，预计隐含波动率将从高位继续回落。随波动率逐渐回落，波动率曲线不再左偏，对冲成本将有所降低，当前对冲策略可考虑价格较为便宜的虚值认沽期权来提供大幅下跌保障。

■ **风险因素：**(1) 衍生品政策风险；(2) 市场投资者大幅变化风险。

目录

股票期权市场发展	1
沪市期权投资者数量稳步增长	1
2019 年期权市场回顾	1
成交与持仓	3
季末流动性收缩，沪深 300ETF 期权地位提升	3
持仓量 PCR 与市场走势高度同步	4
期权隐含波动率	5
隐含波动率走高后回落，当前仍处于高位	5
隐含波动率整体低于未来 30 日实现波动率	6
隐含波动率曲线变化：微笑变偏离	7
隐含波动率期限结构：slope 由负转正	8
期权策略表现：下跌行情中期权对冲策略表现突出	10
股票期权市场展望	11
风险因素	12

插图目录

图 1: 沪市期权投资者账户数量及单月增长量	1
图 2: 2019 年 50ETF 期权个人和机构投资者的成交量构成.....	2
图 3: 2019 年 50ETF 期权各交易类型中个人和机构投资者的占比.....	2
图 4: 50ETF 期权各季度的日均成交量和日均持仓量	4
图 5: 300 期权上市以来四类期成交面值走势	4
图 6: 300 期权上市以来四类期权持仓面值走势	4
图 7: 四类期权认沽认购持仓量比例（持仓量 PCR）	5
图 8: 四类期权认沽认购成交量比例（成交量 PCR）	5
图 9: 四类期权 2020 年 1 季度隐含波动率走势	6
图 10: 50ETF 期权历史波动率锥（2020-03-31）	6
图 11: 上交所 300ETF 期权历史波动率锥（2020-03-31）	6
图 12: 期权隐含波动率与历史 30 日实现波动率之差.....	7
图 13: 期权隐含波动率与未来 30 日实现波动率之差.....	7
图 14: 期权近月合约隐含波动率曲线（2020-01-02）	7
图 15: 期权近月合约隐含波动率曲线（2020-03-31）	7
图 16: 期权 4 月到期合约隐含波动率曲线（2020-03-31）	8
图 17: 期权 5 月到期合约隐含波动率曲线（2020-03-31）	8
图 18: 四类期权近月认购合约 skew 走势	8
图 19: 四类期权近月认沽合约 skew 走势	8
图 20: 期权隐含波动率期限结构（delta=0.5, 2019-01-02）	9
图 21: 期权隐含波动率期限结构（delta=0.5, 2020-03-31）	9
图 22: 四类期权当月次月平价期权隐含波动率的斜率	9
图 23: 期权策略组合和 50ETF 在 2020 年 1 季度走势（归一化净值）	10
图 24: 期权策略组合和 50ETF 在 2020 年 1 季度的年化收益、波动率及最大回撤.....	11

表格目录

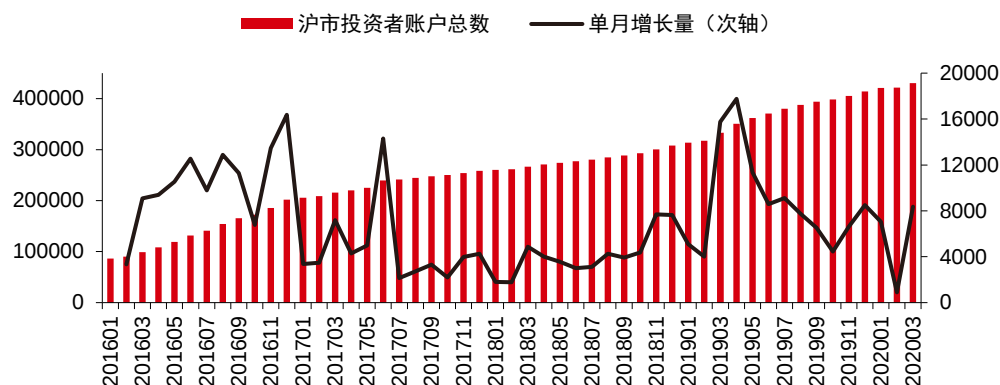
表 1: 股票期权市场 2019 年主要政策变化.....	2
表 2: 四类期权 2020 年 1 季度成交与持仓概览	3
表 3: 期权策略组合的 2020 年 1 季度绩效指标	11

股票期权市场发展

沪市期权投资者数量稳步增长

2020 年 1 季度上交所期权投资者数量稳步增长，截至 2020 年 3 月 31 日，沪市期权投资者账户数量为 43.01 万户，较 2019 年年末新增 1.63 万户。考虑到深交所期权账户数及中金所期权账户数并未统计在内，而 1 季度深交所和中金所的期权日均成交面值、日均持仓面值约占上交所期权市场的 20% 左右，因此全市场的新增开户数要更大。

图 1：沪市期权投资者账户数量及单月增长量



资料来源：上交所，中信证券研究部

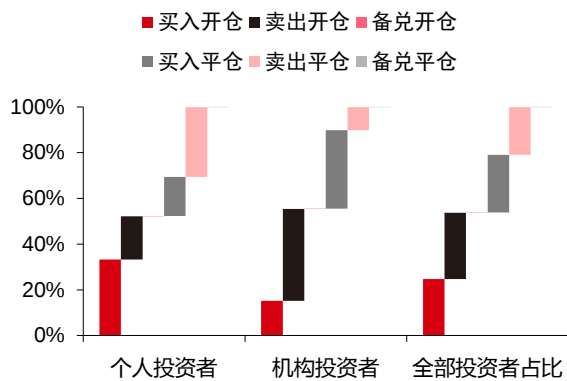
2019 年期权市场回顾

参考《上海证券交易所股票期权市场发展报告（2019）》对 2019 年的期权市场进行回顾。文中提到整体 2019 年上交所 ETF 市场的整体状况、投资参与者等详细信息。

从合约类型来看，全年认购期权交易量占总交易量的 54.91%，略高于认沽期权交易量。认购期权交易中，个人投资者交易量占比为 54.39%，多于机构投资者；认沽期权交易中，个人投资者交易量占比为 50.08%，与机构投资者基本持平。

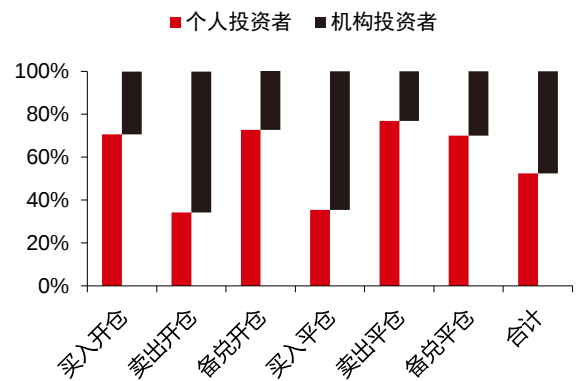
从期权买卖方向来看，个人投资者偏好买入开仓，占其所有开仓交易的 63.48%。机构投资者偏好卖出开仓（不含备兑开仓），占其所有开仓交易的 72.50%。个人投资者进行的备兑开仓交易占全部备兑开仓交易的 72.73%，个人投资者是备兑开仓交易的主要参与者，但备兑开仓占整体交易比例较低。

图 2：2019 年 50ETF 期权个人和机构投资者的成交量构成



资料来源：《上海证券交易所股票期权市场发展报告（2019）》，中信证券研究部

图 3：2019 年 50ETF 期权各交易类型中个人和机构投资者的占比



资料来源：《上海证券交易所股票期权市场发展报告（2019）》，中信证券研究部

从期权交易目的看，保险、增强收益、套利和方向性交易四类交易行为占比分别为 12.87%、43.77%、19.97%、23.39%，其中增强收益的占比较高。从投资者类别看，机构投资者主要以增强收益和套利交易为主，个人投资者则主要以增强收益和方向性交易为主。从期权经营机构 2019 年的成交量（包含 50ETF 期权和沪市 300ETF 期权，下同）来看，其经纪业务总成交量为 88190 万张（双向），占全市场总成交量的 70.80%，做市业务成交量 34456 万张（双向），占全市场总成交量的 27.66%，自营业务成交量 1918 万张（双向），仅占全市场总成交量的 1.54%。期权经营机构的自营业务成交占比较低，当前仍以经纪业务成交和做市业务成交为主。

从股票期权市场的发展与创新来看，随着沪深 300 系列期权的推出，2019 年市场规则主要出现了以下变化：（1）上交所和深交所分别推出期权组合策略业务，提升资金利用效率；（2）上交所对熔断机制进行优化，可有效减少不必要的交易中中断，提高交易的连续性；（3）上交所将限价订单单笔申报最大数量由 30 张调整为 50 张，单笔申报最大数量的提高有助于提升市场流动性，加大期权合约交易的盘口深度，同时，能够降低投资者开仓、平仓的时间成本；（4）上交所将纳入限开仓标准计算的期权合约范围由“单个合约品种相同到期月份的未平仓认购期权（含备兑开仓）”调整为“单个合约品种相同到期月份的非虚值未平仓认购期权”，进一步完善了期权管理。

表 1：股票期权市场 2019 年主要政策变化

日期	细则
2019 年 11 月 15 日	上交所联合中国证券登记结算有限责任公司发布《股票期权组合策略业务指引》，规定了六类组合策略的类型，组合策略的提出可提高资金使用效率并降低期权交易成本。
2019 年 12 月 7 日	深交所发布《股票期权组合策略业务指引》，内容同上交所。
2019 年 12 月 19 日	上交所调整股票期权交易熔断标准，新熔断标准为合约盘中交易价格较最近参考价格上涨、下跌达到或者超过 50%，且价格涨跌绝对值达到或者超过该合约最小报价单位 10 倍（调整前为 5 倍）。
2019 年 12 月 19 日	上交所调整股票期权单笔申报最大数量，其中限价申报的单笔申报最大数量为 50 张（调整前为 30 张），市价申报的单笔申报最大数量为 10 张。
2019 年 12 月 19 日	上交所调整 ETF 期权持仓限额，单个合约品种权利仓持仓限额为 5000 张、总持仓限额为 10000 张、单日买入开仓限额为 10000 张。

资料来源：上交所，深交所，中信证券研究部

■ 成交与持仓

季末流动性收缩，沪深 300ETF 期权地位提升

2020 年一季度，50ETF 期权、沪市 300ETF 期权的日均成交面值分别为 752 亿元和 803 亿元，沪市 300ETF 期权已超越 50ETF 期权成为市场上成交面值最大的期权品种。从持仓合约价值来看，50ETF 期权的日均持仓面值虽高于沪市 300ETF 期权，但后者的持仓量在一季度稳步提升，季末时二者的持仓面值已相当接近，分别为 673 亿元和 619 亿元。

深市 300ETF 期权和中金所 300 股指期权的流动性较上交所的两类期权有一定差距，其日均成交面值分别为 166 亿元和 169 亿元，二者较为接近。持仓量方面，沪深 300 股指期权有更丰富的行权价和更多的合约到期月份，所以其持仓面值要高出深市 300ETF 期权一倍左右，总体而言沪深 300 股指期权的换手率比沪市 300ETF 期权更低。

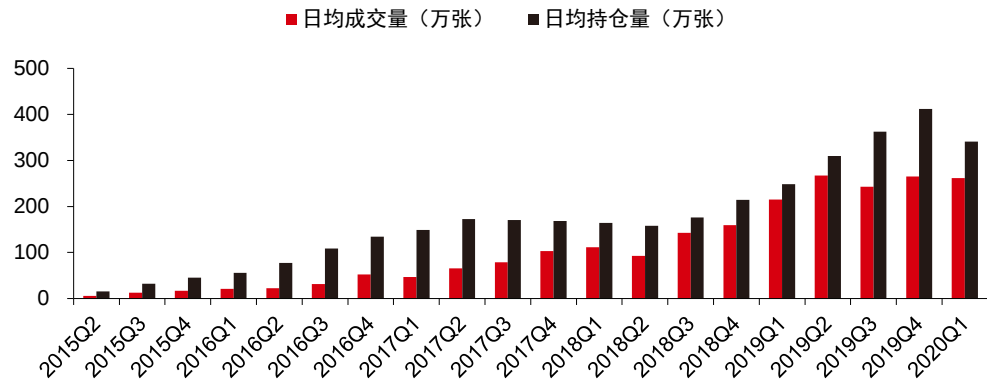
表 2：四类期权 2020 年 1 季度成交与持仓概览

		成交面值(亿元)		持仓面值(亿元)		成交量(万张/万手)	
		总成交	日均成交	期末持仓	日均持仓	总成交	日均成交
50ETF 期权	认购	23451.51	404.34	405.09	561.34	8186.04	141.14
	认沽	20157.20	347.54	267.73	421.99	7048.91	121.53
	合计	43608.71	751.87	672.82	983.33	15234.96	262.67
沪市 300ETF 期权	认购	24180.22	416.90	350.44	348.57	6124.95	105.60
	认沽	22408.11	386.35	268.94	305.86	5692.82	98.15
	合计	46588.33	803.25	619.39	654.43	11817.77	203.75
深市 300ETF 期权	认购	4974.82	85.77	84.60	88.94	1238.39	21.35
	认沽	4672.11	80.55	63.05	82.76	1164.80	20.08
	合计	9646.93	166.33	147.65	171.70	2403.19	41.43
中金所 300 股指 期权	认购	5345.70	92.17	168.76	142.25	136.21	2.35
	认沽	4466.28	77.00	107.30	116.82	113.39	1.96
	合计	9811.98	169.17	276.06	259.07	249.60	4.30

资料来源：Wind，中信证券研究部

沪深两市 300ETF 期权地位的提升对 50ETF 期权带来了明显冲击，虽然 50ETF 期权 2020 年 1 季度的日均成交量与上一季度相比基本持平，但 50ETF 期权本季度的日均持仓量要明显低于上一季度，降低了 17%。

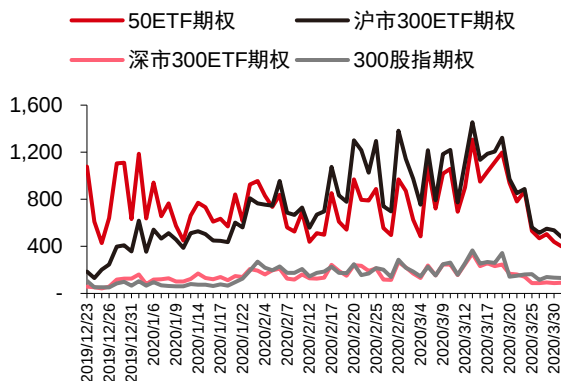
图 4：50ETF 期权各季度的日均成交量和日均持仓量（单位：万张）



资料来源：Wind，中信证券研究部

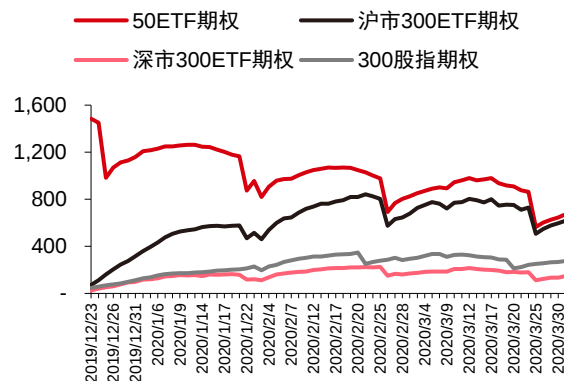
期权市场的整体流动性在 2 月中旬到 3 月中旬期间较高，最高日度成交面值达 3467 亿元（四类期权合计），接近季末时成交量由于避险需求的下降恢复平稳，流动性缩减，四类期权在 3 月 31 日的总成交面值仅 1099 亿元。

图 5：300 期权上市以来四类期成交面值走势（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：300 期权上市以来四类期权持仓面值走势（单位：亿元）

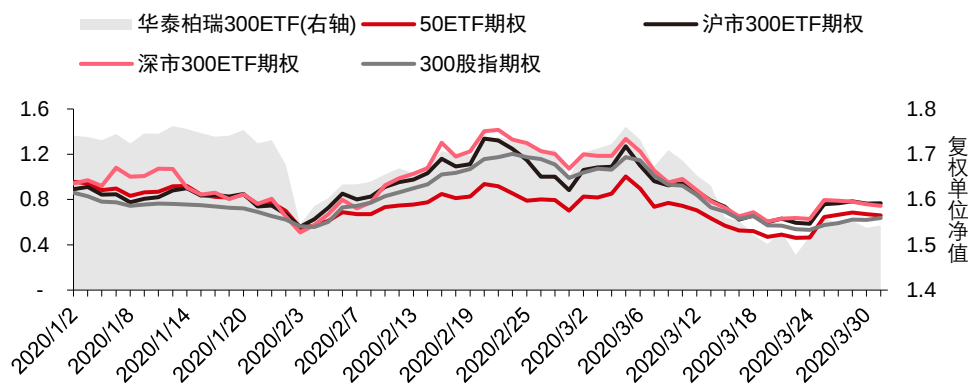


资料来源：Wind，中信证券研究部

持仓量 PCR 与市场走势高度同步

认购期权与认沽期权的持仓量比值（简称持仓量 PCR）与市场走势高度同步。2020 年 1 季度，沪市 300ETF 期权持仓量 PCR 和华泰柏瑞 300ETF 净值的日度相关性高达 0.65，反映了投资者逆市配置的行为。春节之后，持仓量 PCR 随市场一同上涨，300 系列期权的持仓量 PCR 从最低处的 0.6 迅速升至 1 以上，最高值超过 1.2，在此轮上涨行情中投资者逐渐增加对认沽期权的持仓比例；随着海外疫情发酵，市场开始大幅下跌，持仓量 PCR 又逐渐回落，认购期权持仓占比有所提升，这可能是由于在市场下跌时存在投资者买入认购期权来从市场反弹中博取收益。不同期权品种对比来看，自春节之后，300 系列期权的持仓量 PCR 要高于 50ETF 期权，沪市 300ETF 期权的持仓量 PCR 最多比 50ETF 期权高出 0.4，1 季度平均高出 0.13，在接近季末时二者差值又逐渐缩小。

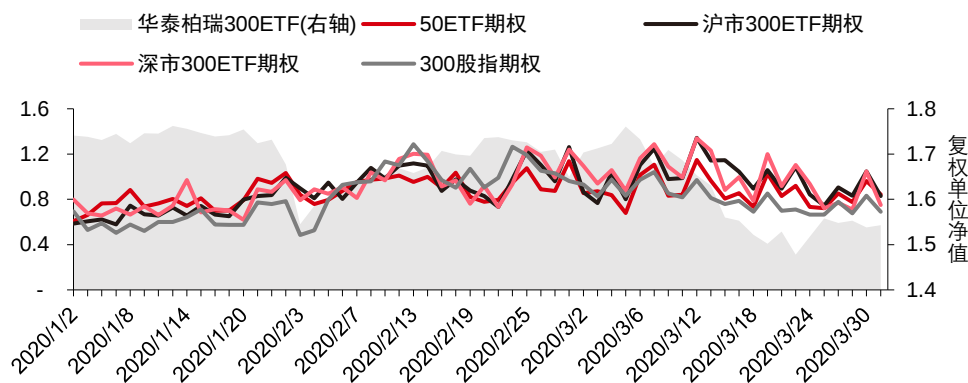
图 7：四类期权认沽认购持仓量比例（持仓量 PCR）



资料来源：Wind，中信证券研究部

认沽期权和认购期权的成交量比值（简称成交量 PCR）自年初以来有所上升，2 月以来成交量 PCR 在 1 附近震荡，市场中认沽期权的交易占比相对春节前有所提升。

图 8：四类期权认沽认购成交量比例（成交量 PCR）



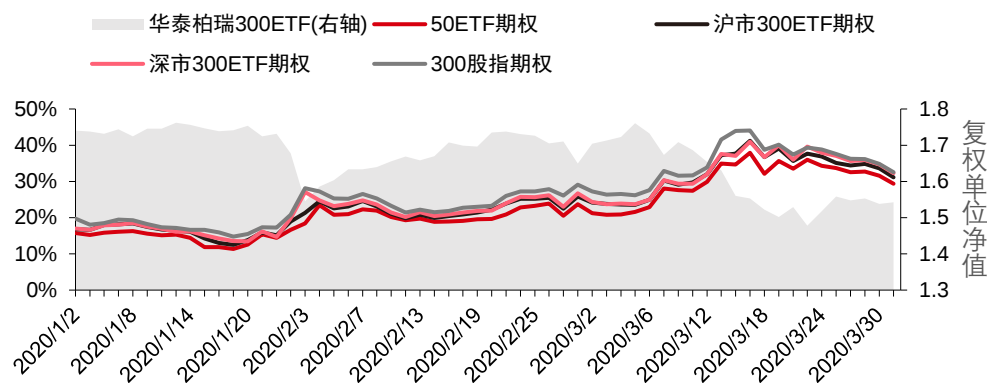
资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 期权隐含波动率

隐含波动率走高后回落，当前仍处于高位

四类期权的无模型隐含波动率（VIX 算法）年初以来持续上涨，在三月中旬海外疫情持续发酵、市场大幅下跌时，隐含波动率升至 40%左右，但仍低于 2015 年时达到的最高水平 60%。三月下旬以来，隐含波动率缓慢降低，市场情绪有所缓和。

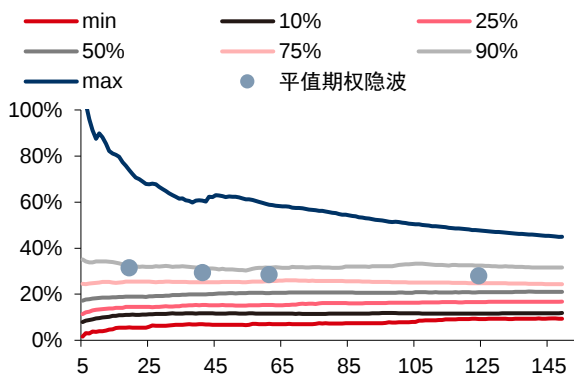
图 9：四类期权 2020 年 1 季度隐含波动率走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

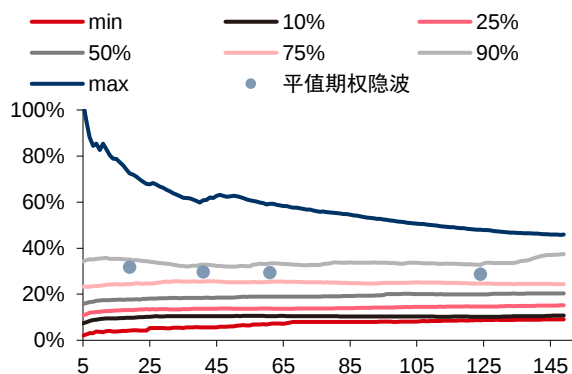
从 50ETF 期权和上交所 300ETF 期权的历史波动率锥中可以发现，季末时当月平值合约的隐含波动率仍处于较高水平，高于历史波动率的 75% 分位数。

图 10：50ETF 期权历史波动率锥（2020-03-31）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 11：上交所 300ETF 期权历史波动率锥（2020-03-31）

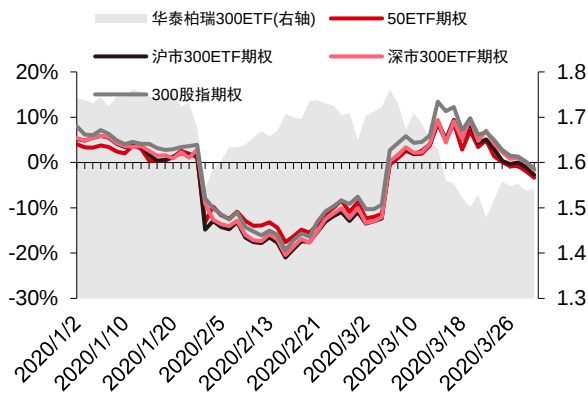


资料来源：Wind，中信证券研究部

隐含波动率整体低于未来 30 日实现波动率

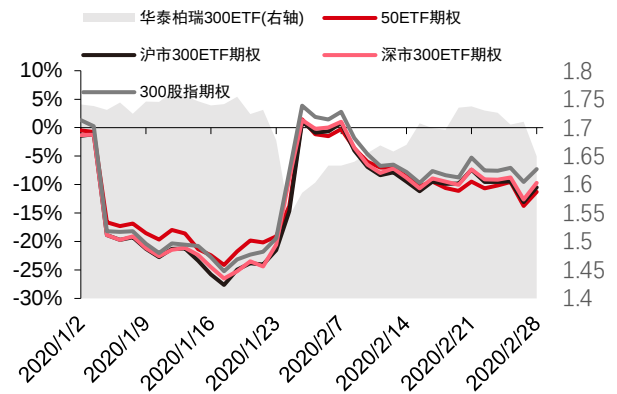
自年初至 3 月初，期权的隐含波动率整体低于未来 30 日的实现波动率，对于做空波动率的策略，将面临较大回撤。而期权隐含波动率与历史 30 日实现波动率的差值在春节过后出现大幅下降，这是因为春节后开盘首日的极端收益率值大大拉升了历史 30 日实现波动率的大小，随着时间推移，当该日极端的收益率不再被用于计算历史 30 日实现波动率时，期权的隐含波动率重新高于历史 30 日实现波动率，但接近季末时，该差值又重新跌至 0 以下。

图 12: 期权隐含波动率与历史 30 日实现波动率之差



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 13: 期权隐含波动率与未来 30 日实现波动率之差

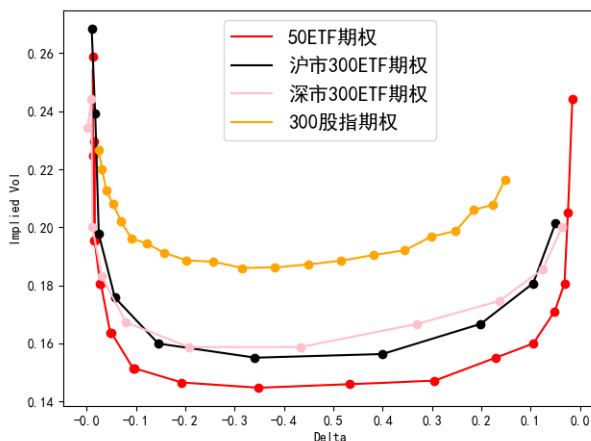


资料来源: Wind, 中信证券研究部

隐含波动率曲线变化：微笑变偏离

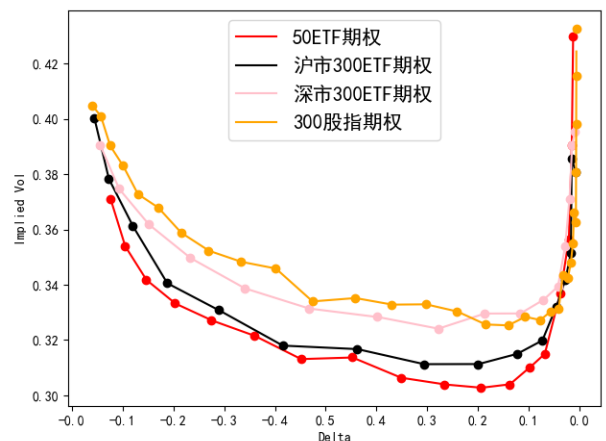
期权近月合约的隐含波动率曲线自年初至 1 季度末发生了较大的改变。首先，波动率曲线的整体水平有所提升，平值及浅虚期权的隐含波动率从 20% 以下升高至 30% 以上。其次，波动率曲线的形态从微笑变为偏离，年初期权近月合约的隐含波动率曲线呈现出较为典型的微笑形态，而到 1 季度末时，虚值看跌期权的波动率要高于平值及对应的虚值看涨期权，说明投资者对后市仍然存在一定悲观情绪。看跌期权波动率的提升也意味着对于购入看跌期权用于保护下跌的投资者而言，对冲成本大幅提升。

图 14: 期权近月合约隐含波动率曲线（2020-01-02）



资料来源: Wind, 中信证券研究部

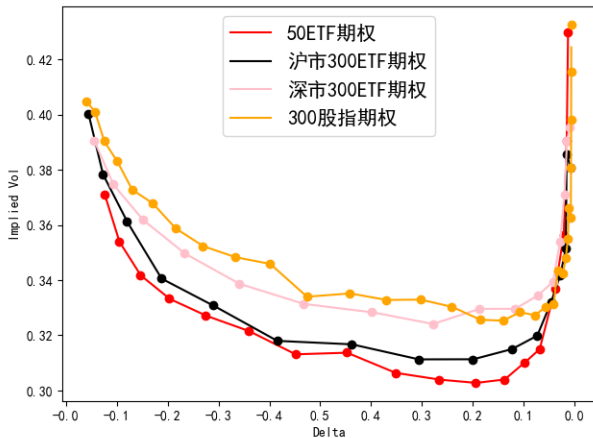
图 15: 期权近月合约隐含波动率曲线（2020-03-31）



资料来源: Wind, 中信证券研究部

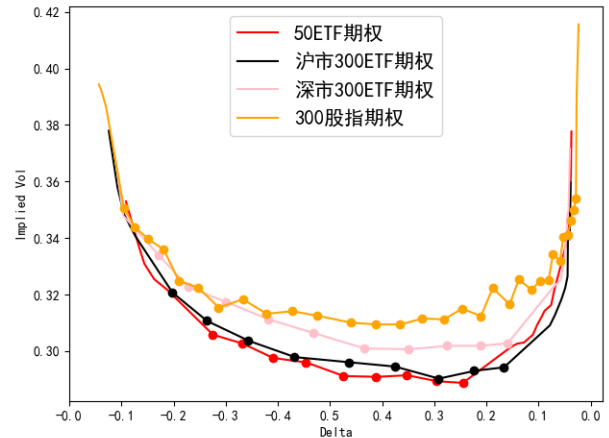
对比 1 季度结束时近月合约（4 月到期）和次近月合约（5 月到期）的隐含波动率曲线，5 月到期合约隐含波动率曲线整体水平略低 2 个百分点，同时 5 月到期合约的隐含波动率曲线又恢复了一定的微笑形态，表明投资者对市场次近月（5 月）的看跌预期有所下降。

图 16: 期权 4 月到期合约隐含波动率曲线 (2020-03-31)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 17: 期权 5 月到期合约隐含波动率曲线 (2020-03-31)



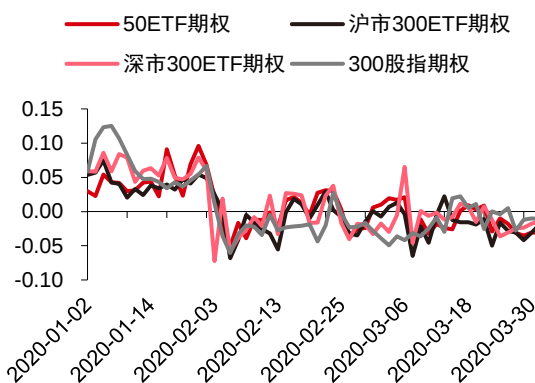
资料来源: Wind, 中信证券研究部

定义认购期权和认沽期权 Skew 如下:

$$\text{认购 Skew} = \frac{IV_{\Delta=25\%}}{IV_{\Delta=50\%}} - 1 \quad \text{认沽 Skew} = \frac{IV_{\Delta=-25\%}}{IV_{\Delta=-50\%}} - 1$$

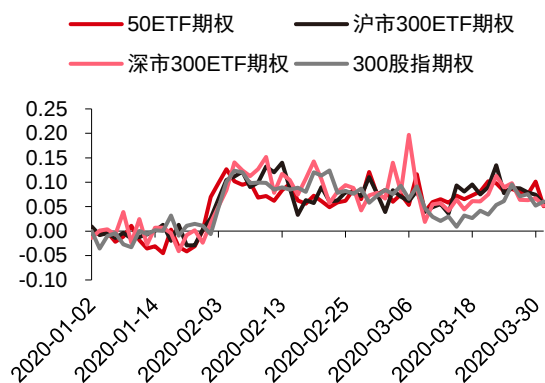
四类期权近月合约认购 skew 和认沽 skew 的走势如下图所示。春节过后, 近月认购合约的 skew 由正变负, 当前在 0 以下震荡, 说明虚值认购期权 (delta=0.25) 的隐含波动率当前低于平值认购期权。相反的, 近月合约认沽 skew 在春节过后由 0 处震荡变为 0.05 处震荡, 当前虚值认沽期权 (delta=-0.25) 的隐含波动率明显高于平值认沽期权。

图 18: 四类期权近月认购合约 skew 走势



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 19: 四类期权近月认沽合约 skew 走势

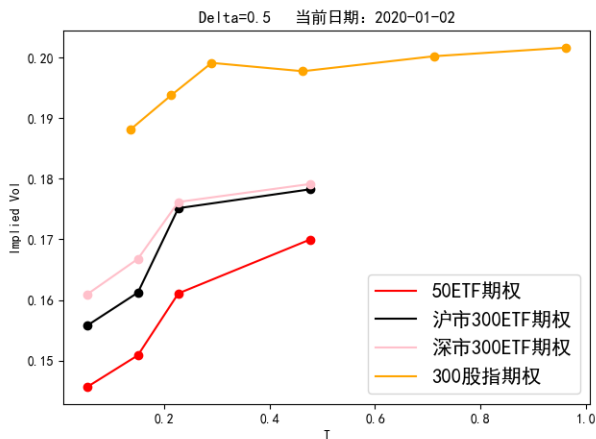


资料来源: Wind, 中信证券研究部

隐含波动率期限结构: slope 由负转正

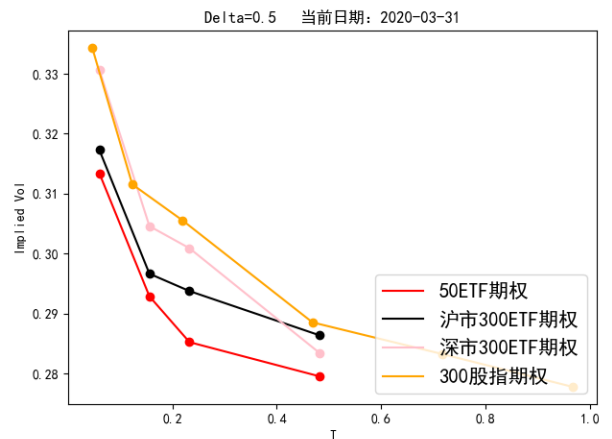
从期权隐含波动率期限结构来看, 年初时, 四类期权平值合约的隐含波动率期限结构呈上扬状态, 隐含波动率随期限增加而上升, 反映了年初时市场仍存在一定慢牛预期; 到 1 季度末, 隐含波动率期限结构变为下行状态, 期限越长, 隐含波动率越低。反映出当前市场处于波动较大的时期。

图 20: 期权隐含波动率期限结构 (delta=0.5, 2019-01-02)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 21: 期权隐含波动率期限结构 (delta=0.5, 2020-03-31)

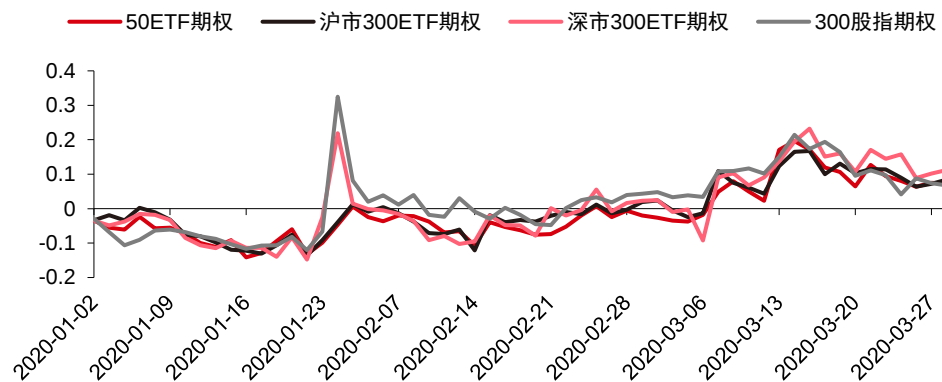


资料来源: Wind, 中信证券研究部

定义隐含波动率期限结构的斜率为: $Slope = \frac{IV_{\Delta=50\%, \text{当月}}}{IV_{\Delta=50\%, \text{次月}}} - 1$ 。

隐含波动率期限结构的斜率值自春节以后在 0 处附近震荡, 3 月以来有所上升, 斜率值最高达 0.2 左右, 接近季末时, 次月隐含波动率已明显低于近月隐含波动率。在三月中旬斜率高达 0.2 时, 存在构建日历价差组合的交易机会, 即卖出近月平值期权, 同时买入次月平值期权, 该组合将从斜率值的降低中获利。

图 22: 四类期权当月次月平值期权隐含波动率的斜率

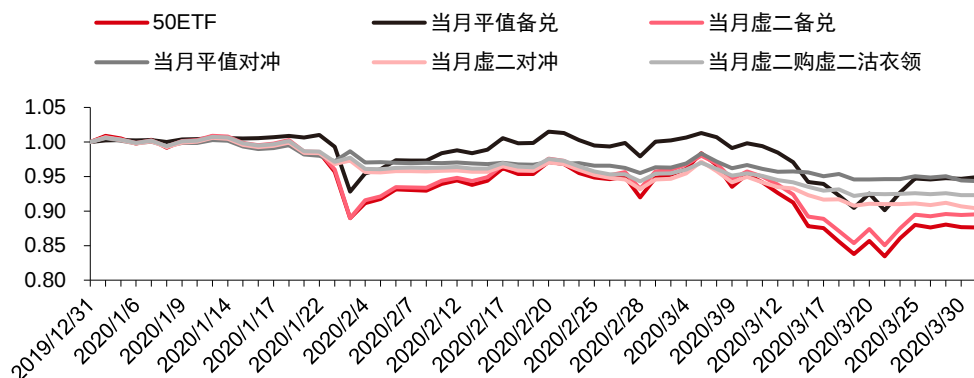


资料来源: Wind, 中信证券研究部

■ 期权策略表现：下跌行情中期权对冲策略表现突出

2020 年 1 季度，市场出现较大跌幅，50ETF 下跌 12.52%。受市场大幅下跌影响，50ETF 的期权备兑策略、对冲策略及衣领策略表现都要强于标的本身。对冲策略通过购入认沽期权来抵御下跌风险，在大幅下跌行情中表现优异，50ETF 期权的当月平值对冲策略在 1 季度仅下跌 5.3%。备兑策略通过卖出认购期权获得权利金，由于 1 季度波动率水平整体上升，认购期权受波动率上升影响价格更贵，带来的权利金收益更多，加之市场下跌，认购期权价值降低，除深度实值认购期权外，大部分期权到期时不具有价值，因此备兑策略的表现也要强于标的本身，50ETF 期权的当月平值备兑策略在 1 季度仅下跌 5.1%。衣领策略在 1 季度表现同样强于 50ETF 本身，在市场大幅下跌行情中，衣领策略组合中的虚值认沽期权多头将对组合提供保护，50ETF 期权的当月虚二购虚二沽衣领在 1 季度仅下跌 7.71%。

图 23：期权策略组合和 50ETF 在 2020 年 1 季度走势（归一化净值）

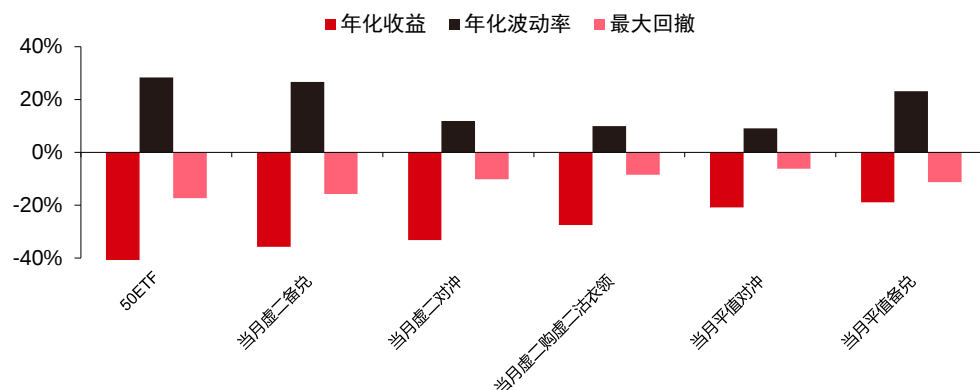


资料来源：Wind，中信证券研究部

根据下图对比期权策略组合与 50ETF 在 1 季度的年化收益和波动率可以发现：（1）平值备兑策略和平值对冲策略的收益较高，而虚值备兑和虚值对冲策略的收益相对较低，但也高于 50ETF 本身；（2）对冲策略和衣领策略的波动率较低，当月平值策略在 1 季度的年化波动率仅为 9.06%，而当月平值备兑策略和 50ETF 的年化波动率分别高达 23.11% 和 28.31%；（3）对冲策略和衣领策略的最大回撤低于备兑策略和 50ETF 本身。综合收益指标和风险指标，当月平值对冲策略在 1 季度的表现最好，跌幅较小且在波动率指标和最大回撤指标上具有明显优势。

虽然期权对冲策略在市场大幅下跌行情中表现较好，但当前期权隐含波动率仍处于历史较高水平，且隐含波动率曲线呈左偏形态，认沽期权隐含波动率更高，这意味着认沽期权的价格也更高，在市场未来走势具有不确定性的情况下，当前构建对冲策略需要着重考虑对冲成本的提升。

图 24：期权策略组合和 50ETF 在 2020 年 1 季度的年化收益、波动率及最大回撤



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 3：期权策略组合的 2020 年 1 季度绩效指标

期权策略组合		年化收益	年化波动率	最大回撤
备兑策略	当月平值备兑	-18.91%	23.11%	-11.21%
	当月实二备兑	-4.75%	18.47%	-8.24%
	当月虚二备兑	-35.71%	26.67%	-15.70%
对冲策略	当月平值对冲	-20.79%	9.06%	-6.18%
	当月实二对冲	-4.56%	6.93%	-3.11%
	当月虚二对冲	-33.22%	11.94%	-10.19%
衣领策略	当月虚一购虚一沽衣领	-15.25%	7.37%	-4.96%
	当月虚二购虚二沽衣领	-27.45%	9.93%	-8.48%
50ETF	50ETF	-41.02%	28.31%	-17.28%

资料来源：中信证券研究部

股票期权市场展望

2020 年 1 季度股票期权市场平稳发展，沪深 300 系列期权的地位有所提升，隐含波动率水平在三月恐慌情绪最严重时超过 40%，邻近季末时情绪已有所缓和。展望后市，主要有以下几点需要关注：

(1) 沪深 300 系列期权的地位或将进一步提升。在沪深 300 系列期权上市三个月内，沪市 300ETF 期权的成交面值和持仓面值已基本赶上了 50ETF 期权，如公募、保险等机构在未来得以突破能够参与期权市场，这些机构对沪深 300 指数的偏好将使沪深 300 系列期权的市场占比进一步提升。

(2) 隐含波动率的走势反映出市场的恐慌情绪已有所缓和，但当前波动率水平仍处于相对较高位置，预计隐含波动率将从高位继续回落，做空波动率的投资者或将收益，但仍需谨防黑天鹅事件带来波动率的暴涨。

(3) 当前波动率水平处于高位，且认沽期权隐含波动率高于认购期权隐含波动率，认沽期权的价格较高，因此当前时点构建期权对冲策略的成本较高。随波动率逐渐回落，

波动率曲线不再左偏，对冲成本将有所降低，当前对冲策略可考虑价格较为便宜的虚值认沽期权来提供大幅下跌保障。

■ 风险因素

(1) 衍生品政策风险；(2) 市场投资者大幅变化风险。

■ 相关研究

期权系列专题研究--海外保险公司使用期权对冲的策略与经验（第二版）	（2020-04-20）
海外衍生品市场专题研究--解析香港衍生品市场	（2020-04-20）
期权系列专题研究--市场参数变动对欧式期权杠杆率和保证金的影响	（2020-04-13）
股票期权市场 2019 年度盘点--50 期权稳中有进，300 期权促进市场立体化发展	（2020-02-12）
市场热点量化解析系列第 24 期—沪深 300 系列期权上市首周运行盘点	（2019-12-30）
市场热点量化解析系列第 23 期--沪深 300 期权上市相关规则与热点问题梳理	（2019-12-24）
市场热点量化解析系列第 22 期—期权扩容的市场影响及相关情况分析	（2019-11-10）
指数研究与指数化投资系列—期权策略指数编制方案与应用分析	（2019-05-31）

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。