

1. 期权扩容，规模稳增

金融期权方面，50ETF 期权及沪深 300 系列期权运行平稳。截止至 11 月 30 日，自金融期权扩容以来，总体成交及持仓规模平稳上升，上证 50ETF 期权与华泰柏瑞 300ETF 期权在成交及持仓规模方面基本持平，嘉实 300ETF 期权市场参与度有待提升。值得注意的是，在股指期权进行两次交易限额调整之后，2020 年下半年股指期权成交量显著放大，持仓规模也屡次创下上市以来新高。

表 1：金融期权市场概况

	上证 50ETF 期权	华泰 300ETF 期权	嘉实 300ETF 期权	股指期权
累计成交(万张)	48397.48	42839.28	7272.72	1470.50
Call:	26826.98	22916.58	3902.01	837.43
Put:	21570.50	19922.70	3370.72	633.07
日均成交(万张)	213.20	188.72	32.04	6.48
Call:	118.18	100.95	17.19	3.69
Put:	95.02	87.77	14.85	2.79
日均持仓(万张)	245.15	188.72	32.04	6.48
Call:	150.12	100.95	17.19	3.69
Put:	95.02	87.77	14.85	2.79
日均成交额(亿元)	13.00	16.01	2.77	5.37
Call:	7.25	8.99	1.53	3.36
Put:	5.75	7.02	1.25	2.01

图 1：金融期权成交情况

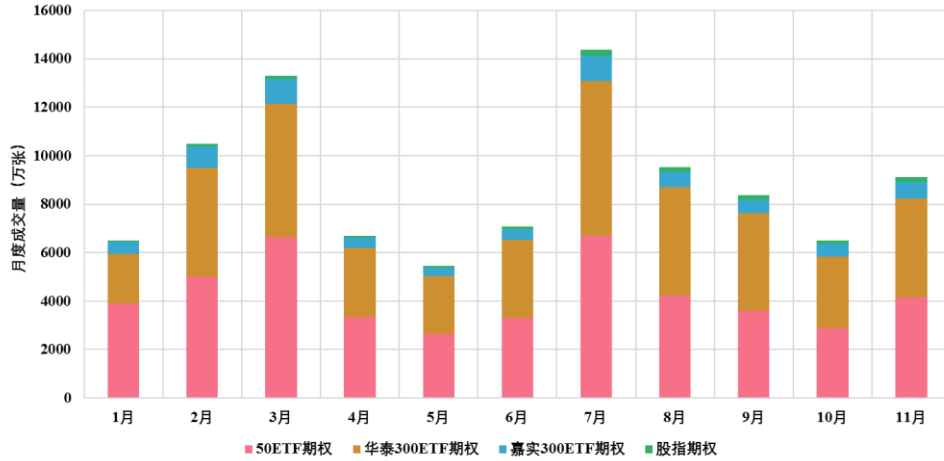
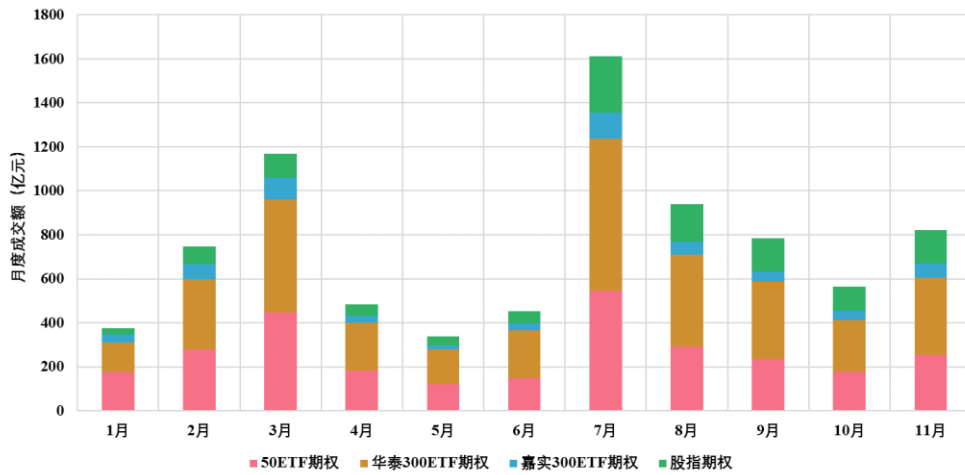
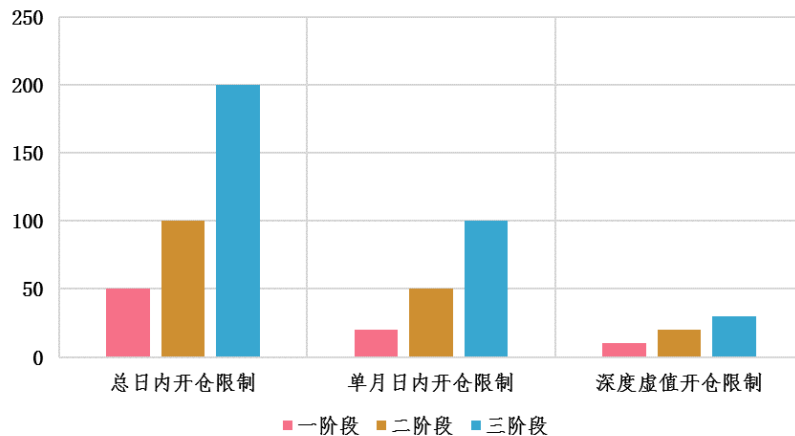


图 2：金融期权持仓情况



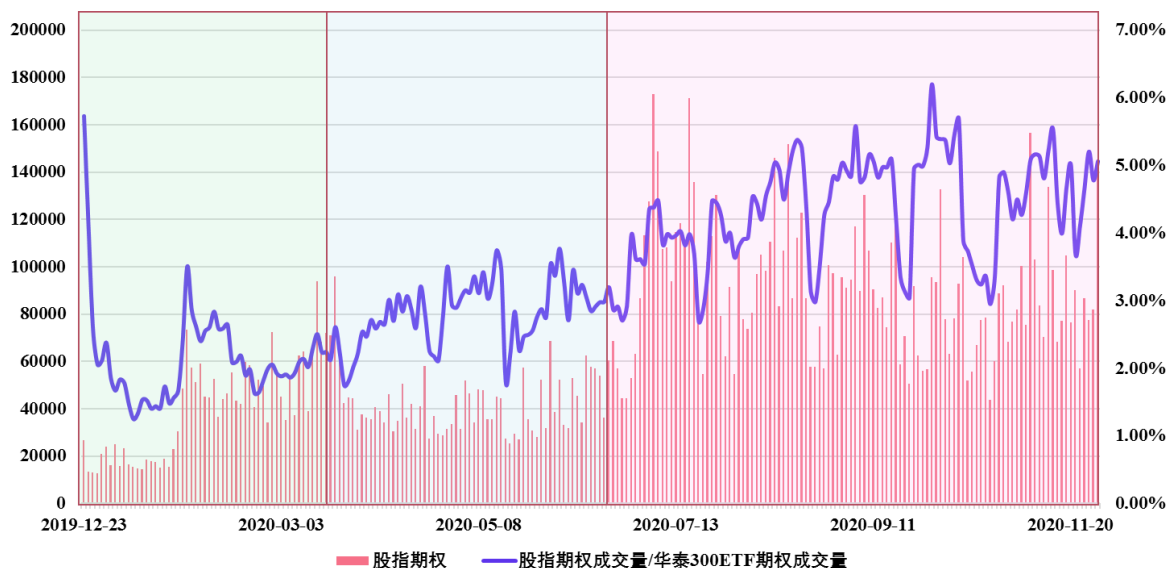
值得注意的是，中金所于 2020 年 3 月 23 日及 2020 年 6 月 22 日两次对沪深 300 股指期货日内交易限额进行了松绑调整，日内总开仓限额、单月日内开仓限额及深度虚值开仓限额分别上调至 200 手、100 手及 30 手。

图 3：股指期货交易限额调整对比



上半年股指期权交易限额连续两次进行松绑，股指期权成交量显著放大。同时，以华泰柏瑞 300ETF 期权成交量为标准，观察股指期权自上市以来的（股指期权日成交量/HT300ETF 期权日成交量）这一数值，该指标自股指期权限额调整之后同上市初期相比亦有明显提升。

图 4：股指期权交易限额调整前后成交对比



2. 风起云涌，波动为王

回顾 2020，新冠疫情的爆发给世界经济带来了巨大的影响，各国纷纷推出相应的刺激政策来应对疫情给经济带来的冲击。就 A 股而言，2020 年的市场节奏和市场风格很大程度上取决于国内政策面宽松的力度和盈利改善的幅度。

整体来看，2020 年的 A 股市场经历了从赚流动性到赚盈利增长的转变。上半年在国内外宽松流动性环境的推动下，市场出现了较为明显的贝塔性机会。受益于宽松的货币信用环境，科技、消费、医药等板块相对占优，中小指数明显跑赢大指数。下半年随着国内经济持续复苏，政策由“宽货币、宽信用”逐渐转向“稳货币、稳信用”，支撑成长股估值修复的宏观因素发生改变，顺周期板块性价比提升。

具体而言，自 2019 年 7 月起，以半导体为代表的科技板块在经济结构转型的推动下，景气度出现回升，成为 2019 年末至 2020 年春季攻势的市

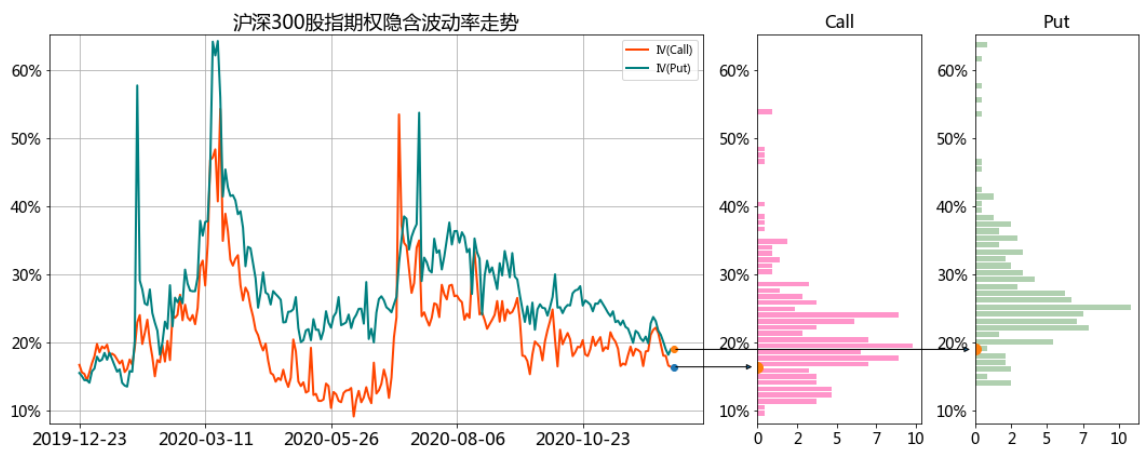
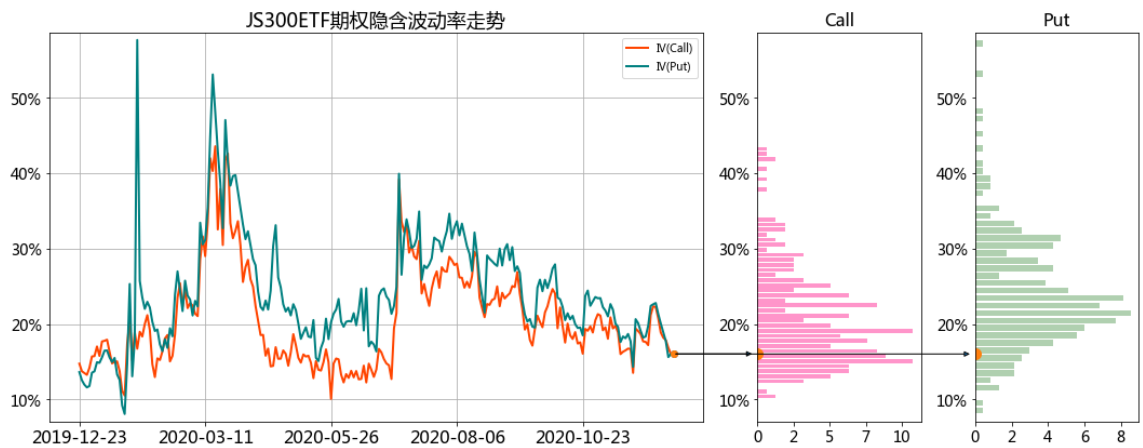
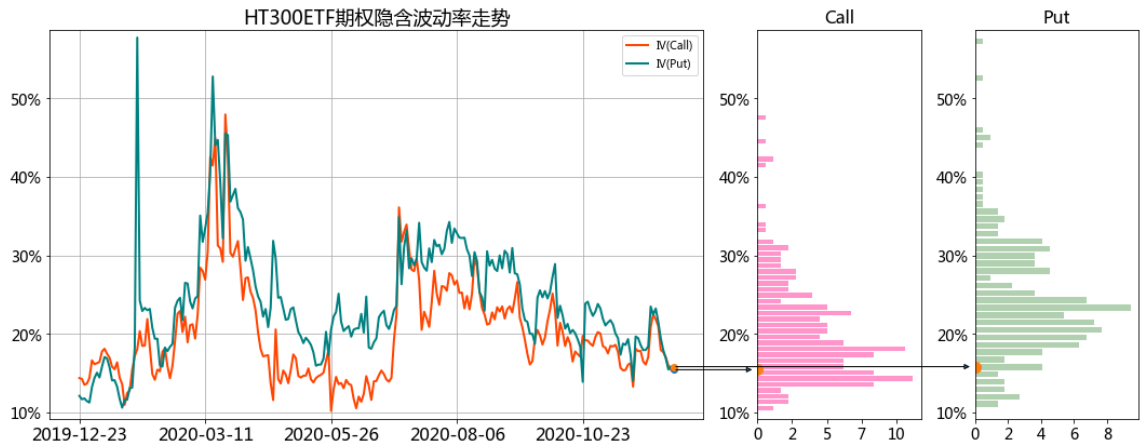
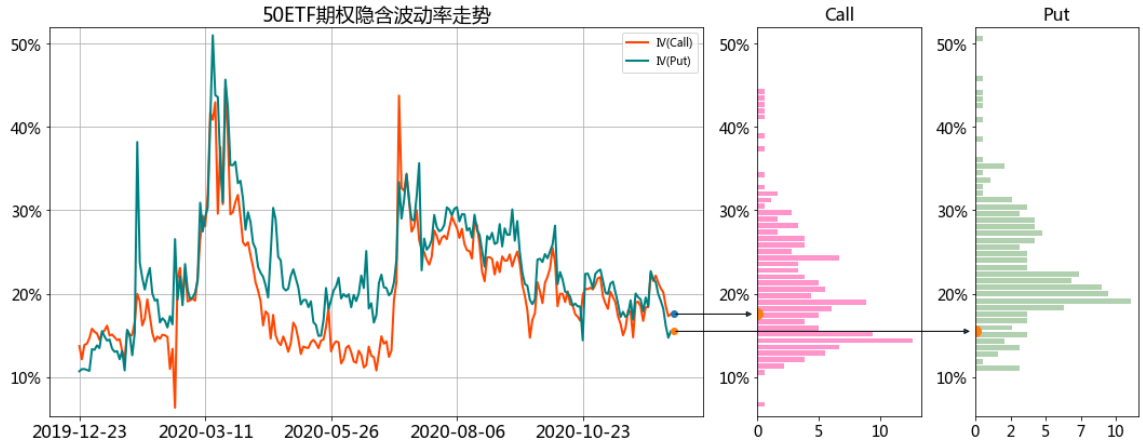
场主线。一月末疫情爆发后，在宏观流动性宽松的推动下，股票资产的估值得到系统性的抬升。但与金融、消费、地产、周期等行业相比，科技板块所受的冲击相对较小，并且与经济周期相关性较弱。在产业周期向上、流动性宽松以及再融资新规提振风险偏好等多重利好作用下，以科技为代表的成长板块表现突出，由此使得中小指数大幅跑赢以沪深 300 和上证 50 为代表的大指数。然而八月以来，随着经济数据的持续改善，宏观流动性边际趋紧的状况愈发明显，这使得利率下行带来的资产荒逻辑逐渐被打破，成长股估值继续修复的动力不足，而周期类公司的利润受益于经济复苏存在上修空间。加上当时板块间估值分化较大，强周期属性的金融地产板块估值较低，而医药、消费、科技等板块的部分个股估值过高，导致增量资金很难从这些板块中获得投资价值，更多的是一种博弈价值。在此背景下，顺周期板块脱颖而出，带动上证 50 和沪深 300 迭创新高，而中小指数则始终未能突破七月高点。

从波动率方面来看，国内金融期权市场波动率也在不同阶段呈现出不同走势。具体统计数据如见表 2，图 4 为金融期权四品种在上述时间段内的波动率走势及分布情况。

表 2：金融期权波动率数据统计

品种		min	25%	50%	75%	max	平均值
上证 50ETF 期权	Call	6.34%	14.82%	19.02%	24.18%	44.65%	20.15%
	Put	10.70%	18.84%	21.44%	26.96%	50.99%	22.78%
华泰 300ETF 期权	Call	10.20%	15.41%	18.48%	23.11%	47.93%	20.07%
	Put	10.61%	19.37%	22.95%	28.49%	57.72%	23.97%
嘉实 300ETF 期权	Call	10.09%	15.79%	19.18%	24.09%	43.57%	20.69%
	Put	8.08%	19.52%	22.65%	28.06%	57.66%	24.12%
股指期权	Call	9.06%	16.65%	19.70%	24.01%	54.28%	21.17%
	Put	13.44%	22.29%	25.51%	30.57%	64.25%	27.15%

图 5：金融期权波动率走势



回顾 2020 年 1-11 月金融期权隐含波动率走势情况，波动率的变动呈现出阶段性行情，波动率运行分季度总结如下：

1，一季度：自金融期权扩容至 2020 年 1 月底，金融期权四品种隐含波动率基本处于 10%至 20%之间，整体处于历史地位运行。春节假期期间，受疫情影响，全球市场出现不同幅度的下跌，在此背景下，2 月 3 日国内市场开盘，各指数跳空 7%以上，金融期权隐含波动率大幅高开，其中看跌期权隐含波动率达 40%以上，看涨期权隐含波动率达 20%以上。至 2 月底，随着市场的逐步回暖，隐含波动率逐渐走低，整体处于 20%附近。在此阶段，国外疫情处于起步阶段，参考 VIX 指数，在国内市场大幅波动的情况下，VIX 指数相对平稳。三月初至三月末，在国外疫情全面爆发，原油市场大幅波动，以及美元流动性危机的多因素叠加下，海外市场出现剧烈波动，VIX 指数快速走高，3 月 18 日最高触及 85.47，仅次于 2008 年金融危机时的 89.53。国内市场方面，在全球恐慌的背景下，市场连续下探，金融期权隐含波动率长时间处于 30%至 50%之间高位运行。

2，二季度：四月初至五月中旬，在全球疫情边际影响递减的背景下，金融期权隐含波动率从 30%左右逐步回落至历史均值水平，至五月中旬，金融期权隐含波动率处于 15%附近，该阶段期权卖方市场迎来狂欢时刻。五月以来，在指数成分股分红预期的影响下，金融期权各品种看涨期权隐含波动率与看跌期权隐含波动率出现较大的分化，认沽期权的隐含波动率要明显高于认购，期权合成贴水幅度较大，且出现众多“负时间价值”期权合约。

3，三季度：六月底至七月上旬，在 A 股市场波动加剧的背景下，金融期权波动率出现急剧上涨，最高升至 40%+，后逐步回落，但七月中旬至九月上旬一直维持在【25%，30%】区间运行，九月中上旬，波动率再次回落至 20%以下。

4，四季度：十月以来，金融期权近月平值合约隐含波动率处于 15%至 25%区间内变动，具体表现为阶段性降波。同时，看涨期权与看跌期权隐含波动率差值逐步修复，由近 10%左右的差值逐步修复至 0 附近。此外，四季度期权波动率受市场上涨刺激较为明显，与海外期权市场形成鲜明对比。

