2020 年 4 月 25 日

上证 50 备兑策略指数发布，有何特色？

期权每周点评

联系信息

陶勤英 分析师

SAC 证书编号：S0160517100002

taoqy@ctsec.com

熊晓湛 分析师

SAC 证书编号：S0160519120002

xiongxz@ctsec.com

相关报告

1 《期权每周点评：组合保证金制度助力期权市场》

2 《期权每周点评：三大沪深 300 期权将于 12 月 23 日同步上市》

投资要点：

- **陶金期权指数本期打分为 32/100**

财通金工利用期权市场的数据，构造了几个择时能力较强的因子。

通过计算这些因子在历史上所处的分位点，我们给出相应的择时打分，择时打分满分为 100 分。

本期综合打分为 32 分，显示情绪偏空。

- **本周市场震荡，波动指数微跌**

本周市场震荡下行，最终本周 50ETF、沪深 300、华泰柏瑞 300ETF、嘉实 300ETF 涨跌幅分别为-1.00%、-1.11%、-0.76%、-0.82%。

而波动指数由上周的 19.90 下跌到本周的 19.03。

- **上证 50 备兑策略指数与美国的备兑指数有何不同**

1) 标的指数权重上，上证 50 备兑指数投入 85%资金买入标的指数，而 BXMD 可以使用全部资金买入标的指数。
2) 指数调整上，上证 50 备兑指数会在 50 ETF 收盘价大于等于卖出的认购期权合约行权价时做出调整，而 BXMD 选择不做调整持有至到期。
3) 在滚动日计算时，上证 50 备兑指数采用了较为简单的计算方法，而 BXMD 使用了较为贴近实盘的三阶段计算方法。
4) 非一一对应，上证 50 备兑策略中，标的资产与期权的份数并不是一一对应的，而是根据 85%：15%的资金占用进行配比，这与传统的备兑策略有很大的不同。

- **风险提示：**本文所提供的数据仅供投资参考。

内容目录

1、 市场点评 3
1.1 上证 50 备兑策略指数将于 5 月 21 日发布 3
1.2 上证 50 备兑策略指数与美国的备兑指数有何不同 5
1.3 近期市场波动率较为稳定，情绪依然偏谨慎 8
2、 陶金期权指数显示情绪偏空 9
2.1 50ETF 9
2.2 300ETF 10
3、 波动率 11
3.1 当前期权市场波动率 11
3.2 上证 50 与沪深 300 期权隐含波动率 14
4、 成交持仓 PCR 数据 17
附录 1：陶金期权历史表现 19

图表目录

图 1：CBOE 期权组合策略中卖出 delta=0.3 认购期权的策略收益率最高 5
图 2：当前近月认购期权的 delta 值 6
图 3：华夏 50ETF 相关波动率变化 8
图 4：IH2005 年化贴水比例 8
图 5：陶金指数历史多空择时表现 9
图 6：300ETF 陶金指数历史多空择时表现 10
图 7：打分分组频数 19
图 8：分组平均收益率 19
图 9：分组胜率 20
图 10：分组盈亏比 21

表 1：备兑指数与美国 BXMD 差异 6
表 2：近期打分表现 9
表 3：300ETF 指数近期打分表现 10
表 4：华夏 50ETF 近十五日波动率 11
表 5：华泰柏瑞 300ETF 近十五日波动率 11
表 6：嘉实 300ETF 近十五日波动率 12
表 7：沪深 300 近十五日波动率 12
表 8：各期权品种波动率 13
表 9：市场活跃度 （单位：亿元） 13
表 10：华夏 50ETF 认购期权合约隐含波动率 14
表 11：华夏 50ETF 认沽期权合约隐含波动率 14
表 12：华泰柏瑞 300ETF 认购期权合约隐含波动率 15
表 13：华泰柏瑞 300ETF 认沽期权合约隐含波动率 15
表 14：嘉实 300ETF 认购期权合约隐含波动率 15
表 15：嘉实 300ETF 认沽期权合约隐含波动率 15
表 16：沪深 300 指数认购期权合约隐含波动率 16
表 17：沪深 300 指数认沽期权合约隐含波动率 16
表 18：华夏 50ETF 期权成交持仓 17
表 19：华泰柏瑞 300ETF 期权成交持仓 17
表 20：嘉实 300ETF 期权成交持仓 17
表 21：沪深 300 股指期权成交持仓 18
表 22：综合数据 21

1、 市场点评

1.1 上证 50 备兑策略指数将于 5 月 21 日发布

近日，中证指数公司在官网发布公告称，上海证券交易所和中证指数有限公司将于 2020 年 5 月 21 日正式发布上证 50 备兑策略指数。

上证 50 备兑策略指数通过持有上证 50 指数，并卖出上证 50ETF 价外 5%虚值认购期权来反映上证 50 指数相关备兑策略的表现。

上证 50 备兑策略指数的编制规则较为复杂：

1) 指数名称和代码

指数名称：上证 50 备兑策略指数

指数简称：50 备兑

英文名称：SSE 50 BuyWrite Index

英文简称：50 BuyWrite

指数代码：950187

2) 指数基日和基点

该指数以 2015 年 2 月 9 日为基日，以 1000 点为基点。

3) 指数中认购期权合约的确定

在指数调整时，根据上证 50 ETF 收盘价 1，按照价外 5%原则确定拟卖出 ETF 认购期权合约。具体为：首先选取与 1.05 倍上证 50ETF 收盘价距离最小的上证 50 ETF 期权行权价，若同时存在两个时，取较高行权价，然后以该行权价对应的认购期权合约作为拟卖出的认购期权合约。

4) 指数权重

上证 50 备兑策略指数初始权重设置为：85%分配在持有上证 50 指数，15% 分配在卖出 ETF 认购期权的保证金。

5) 指数计算

上证 50 备兑策略指数计算公式为：

$$I_t = I_{t_0} \times \left(W_{t_0} \times \left(\frac{SSE50_t}{SSE50_{t_0}} \right) + \left(1 - W_{t_0}\right) \times \left(1 + \frac{W_{t_0}}{\left(1 - W_{t_0}\right)} \times \frac{Size_{t_0} \times C_{t_0} - Size_t \times C_t}{50ETF_{t_0} \times Size_{t_0}} \right) \right)$$

其中，t0 为 t 日前最近的调整日，I_t 和 I_{t0} 分别为 t 日与 t0 日指数点位，W_{t0} 持有上证 50 指数的初始权重，$SSE50_t$ 和 $SSE50_{t0}$ 分别为上证 50 指数在 t

日与 t0 日的收盘价，C_t 和 C_{t0} 分别为卖出的认购期权合约在 t 日与 t0 日的合约结算价。$Size_t$ 和 $Size_{t0}$ 分别为卖出的认购期权合约在 t 日与 t0 日的合约单位，$50ETF_{t0}$ 为上证 50 ETF 在 t0 日的收盘价。

6) 指数调整

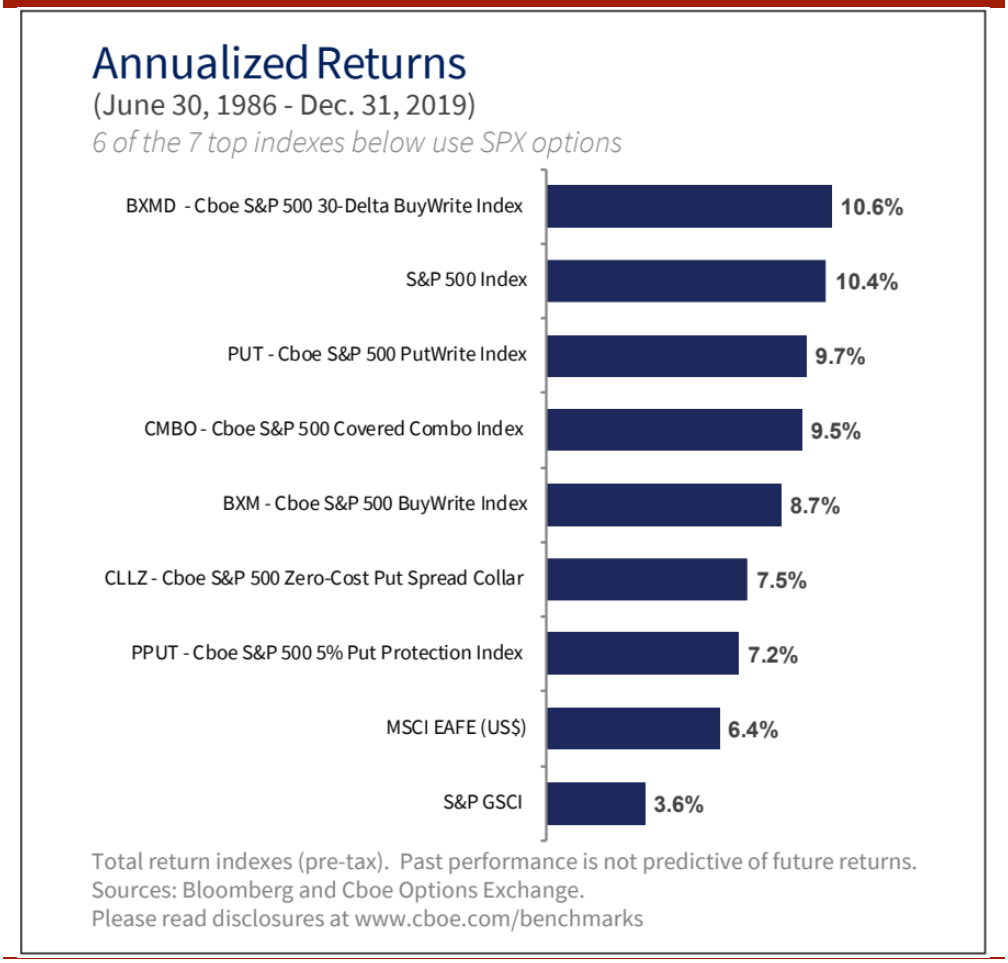
上证 50 备兑策略指数每月进行定期调整，定期调整日为上证 50ETF 期权当月合约最后交易日前第三个交易日。在定期调整日，将指数权重再平衡至初始权重，并根据指数中认购期权合约确定规则选取下月对应认购合约进行调整。在任一交易日，当上证 50 ETF 收盘价大于等于卖出的认购期权合约行权价时，对上证 50 备兑策略指数进行临时调整。在临时调整日，将指数权重再平衡至初始权重，并依据指数中认购期权合约确定规则，选取与原期权合约到期日相同的认购合约进行调整。当临时调整日与定期调整日重合时，选取下月合约进行调整。

当上海证券交易所调整上证 50ETF 认购期权合约保证金标准时，将根据实际情况适时调整指数权重设置规则。

1.2 上证 50 备兑策略指数与美国的备兑指数有何不同

备兑策略是市场上最为常见的一种期权组合策略，该策略在美国市场有着非常广泛的应用，跟踪该策略的 ETF 数量多，规模也较大。

图 1：CBOE 期权组合策略中卖出 delta=0.3 认购期权的策略收益率最高



数据来源：wind，财通证券研究所

CBOE 众多的期权组合策略中，BXMD(持有标普 500 指数并卖出 delta=0.3 的 30 天认购期权)策略有最好的表现。

图 2：当前近月认购期权的 delta 值

认购							全部
最新价	涨跌	涨跌幅	成交量	持仓量	IV	Delta	行权价
2020年05月(到期日2020-05-27;剩余32个自然日、20个交易日;合约乘数10000)							
0.3025	-0.0345	-10.24%	1746	4033	0.00%	0.9227	2.450
0.2532	-0.0338	-11.78%	1223	5450	0.00%	0.8840	2.500
0.2073	-0.0297	-12.53%	1750	3249	0.00%	0.8343	2.550
0.1628	-0.0242	-12.94%	8065	12115	0.00%	0.7739	2.600
0.1195	-0.0175	-12.77%	2.29万	18545	10.04%	0.7042	2.650
0.0862	-0.0086	-9.07%	5.64万	51541	13.36%	0.6275	2.700
0.0586	-0.0061	-9.43%	10.90万	84617	14.66%	0.5468	2.750
0.0362	-0.0060	-14.22%	9.85万	122422	15.00%	0.4657	2.800
0.0224	-0.0028	-11.11%	5.44万	93649	15.67%	0.3874	2.850
0.0130	-0.0027	-17.20%	3.43万	91940	16.23%	0.3146	2.900
0.0070	-0.0019	-21.35%	1.82万	67479	16.50%	0.2495	2.950
0.0040	-0.0010	-20.00%	9442	29930	17.16%	0.1933	3.000

数据来源：wind，财通证券研究所

从当前近月认购合约的 delta 值来看，行权价为 2.9 的认购期权合约 delta 值最接近 0.3，而行权价 2.9 是目前 50ETF 收盘价的 1.0488 倍，行权价 2.9 的期权恰好又是上证 50 备兑策略指数的价外 5%虚值认购期权。这可能是中证指数公司精心设计的巧合。

表 1：备兑指数与美国 BXMD 差异

	上证 50 备兑指数	美国 BXMD
指数权重	85%	100%
指数调整	1. 最后交易日前第三个交易日为定期调整日 2. 在任一交易日，当上证 50 ETF 收盘价大于等于卖出的认购期权合约行权价时，对上证 50 备兑策略指数进行临时调整	持有至到期日，在到期日再做调整
滚动日计算	收盘价与结算价计算，计算较为简单	分为 3 个阶段计算，计算较为复杂
标的资产与期权数量比例	不为 1:1，85%分配在持有上证 50 指数，15% 分配在卖出 ETF 认购期权的保证金。	数量为 1:1

数据来源：财通证券研究所

备兑指数与美国相关指数差异较大，例如在标的指数权重上，上证 50 备兑指数投入 85%资金买入标的指数，而 BXMD 可以使用全部资金买入标的指数。指数调整上，上证 50 备兑指数会在 50 ETF 收盘价大于等于卖出的认购期权合约行

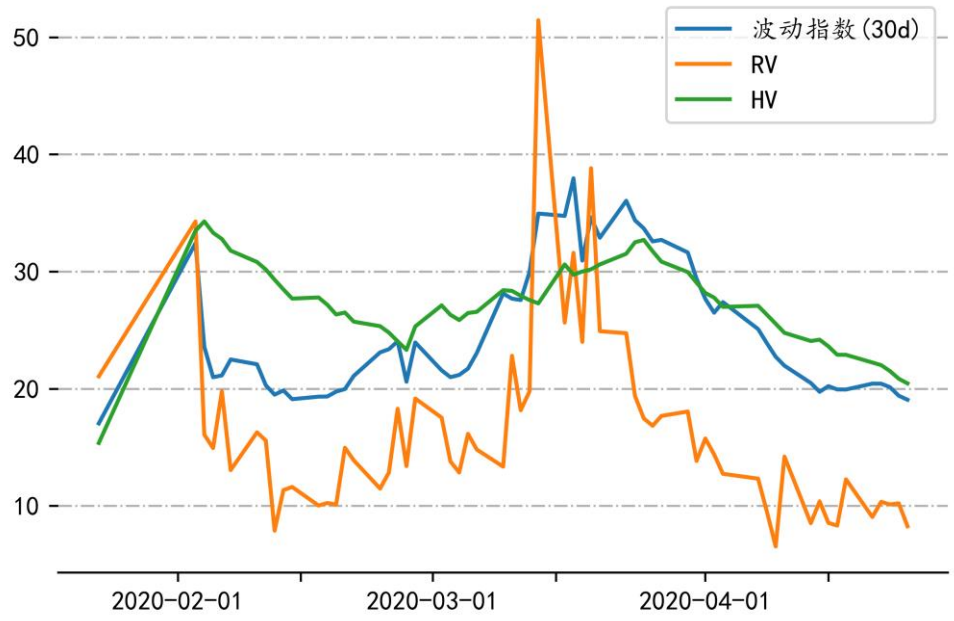
权价时做出调整，而 BXMD 选择不做调整持有至到期。在滚动日计算时，上证 50 备兑指数采用了较为简单的计算方法，而 BXMD 使用了较为贴近实盘的三阶段计算方法。另外一个比较大的不同是，上证 50 备兑策略中，标的资产与期权的份数并不是一一对应的，而是根据 85%：15%的资金占用进行配比，这与传统的备兑策略有很大的不同。

我们认为影响策略收益最重要的一个设计在于，当上证 50 ETF 收盘价大于等于卖出的认购期权合约行权价时，对上证 50 备兑策略指数进行临时调整这一规则。这一调整方法可以避免在上证 50 出现大幅上涨时，由于卖出实值认购期权带来的巨额损失，相对于单纯的持有到到期，策略收益会有所提升。

另外一点值得注意的是，本次上证 50 备兑策略指数使用的是上证 50 作为标的资产计算，而上证 50 指数成分股分红时指数点位会自然回落。所以在实际交易中，使用上证 50 备兑策略指数的策略，并持有一揽子股票交易的投资者，实际交易的表现应该会好于指数。

1.3 近期市场波动率较为稳定，情绪依然偏谨慎

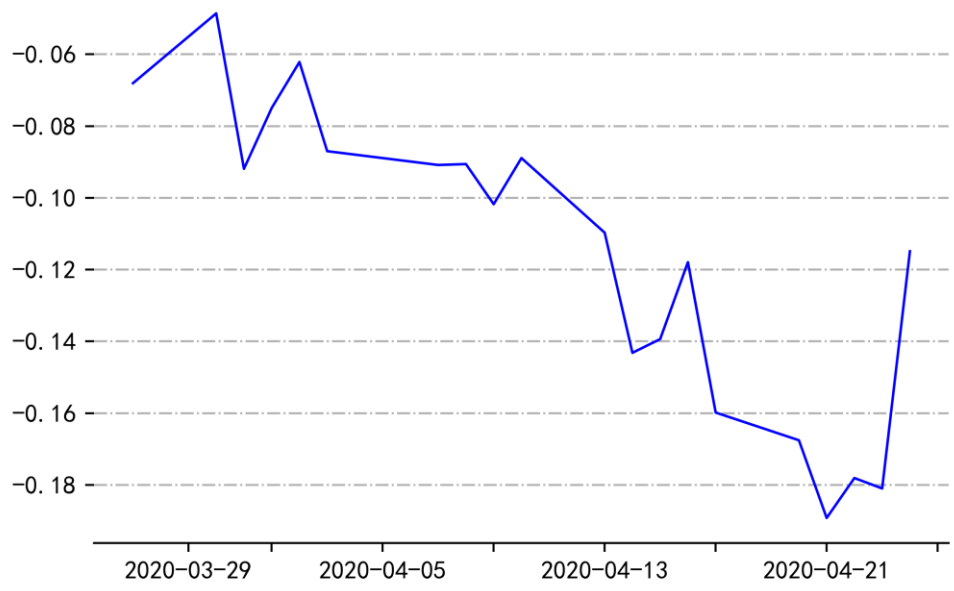
图 3：华夏 50ETF 相关波动率变化



数据来源：wind，财通证券研究所

本周波动率处于较为稳定水平，日涨跌幅度均有限，最终波动率指数有不到 1 个点的下跌。当前市场波动动能不足，RV 长期处于低位，预计之后也将稳定在目前水平，小幅震荡或者小幅下跌。

图 4：IH2005 年化贴水比例



数据来源：wind，财通证券研究所

从股指期权贴水比例看，IH2005 年化贴水比例在持续扩大之后终于有所收窄，不过年化贴水比例超过 10%，期权认沽认购价差持续稳定在 6%-9%，当前衍生品市场情绪依然偏谨慎。

2、 陶金期权指数显示情绪偏空

陶金期权指数是财通金工的市场择时打分系统。财通金工利用期权市场的数据，构造了几个择时能力较强的因子。通过计算这些因子在历史上所处的分位点，我们给出相应的择时打分，满分为 100 分。我们会每天发布财通金工的期权择时观点。本期综合打分为 32 分，情绪偏空。

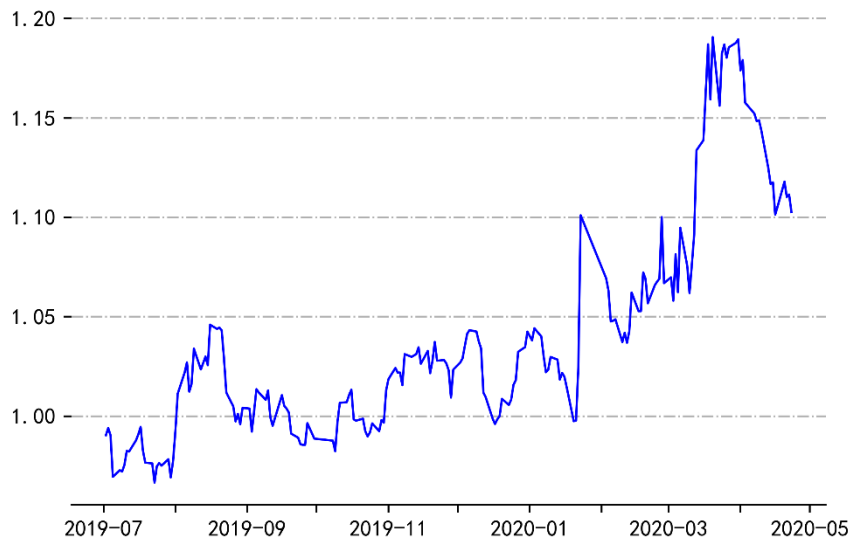
2.1 50ETF

表 2：近期打分表现

目标日期	打分	涨跌幅
2020-04-07	39	1.82%
2020-04-08	60	-0.47%
2020-04-09	31	0.33%
2020-04-10	47	-0.04%
2020-04-13	57	-0.44%
2020-04-14	26	1.65%
2020-04-15	76	-0.72%
2020-04-16	52	0.07%
2020-04-17	49	1.45%
2020-04-20	92	0.36%
2020-04-21	35	-1.14%
2020-04-22	19	0.69%
2020-04-23	50	-0.11%
2020-04-24	61	-0.79%
2020-04-27	32	

数据来源：财通证券研究所

图 5：陶金指数历史多空择时表现



数据来源：财通证券研究所

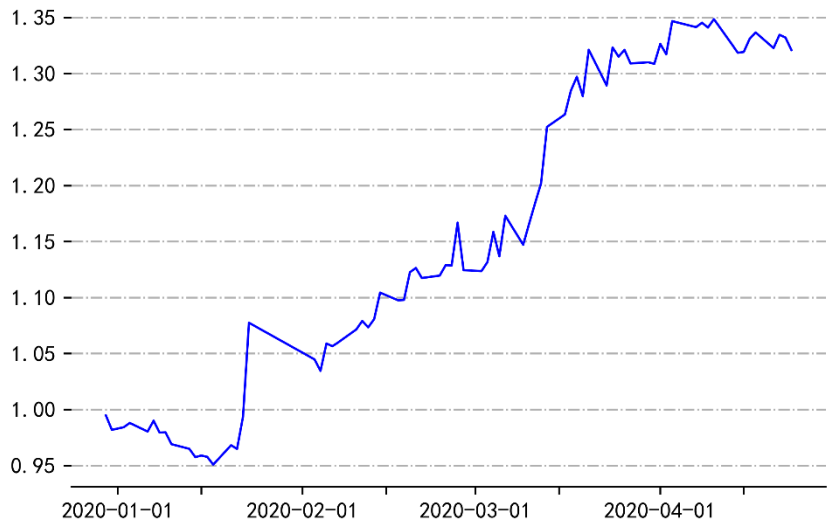
2.2 300ETF

表 3：300ETF 指数近期打分表现

目标日期	打分	涨跌幅
2020-04-07	62	2.25%
2020-04-08	66	-0.40%
2020-04-09	60	0.29%
2020-04-10	61	-0.32%
2020-04-13	44	-0.56%
2020-04-14	43	1.66%
2020-04-15	62	-0.58%
2020-04-16	52	0.05%
2020-04-17	55	0.90%
2020-04-20	73	0.42%
2020-04-21	79	-1.04%
2020-04-22	53	0.90%
2020-04-23	84	-0.18%
2020-04-24	58	-0.84%
2020-04-27	39	

数据来源：财通证券研究所

图 6：300ETF 陶金指数历史多空择时表现



数据来源：财通证券研究所

3、 波动率

3.1 当前期权市场波动率

表4：华夏50ETF近十五日波动率

日期	波动指数(30d)	RV	HV
2020-04-03	27.40	12.74	26.99
2020-04-07	25.10	12.33	27.09
2020-04-08	23.89	9.52	26.32
2020-04-09	22.74	6.55	25.55
2020-04-10	21.97	14.21	24.78
2020-04-13	20.50	8.53	24.08
2020-04-14	19.75	10.39	24.19
2020-04-15	20.23	8.56	23.62
2020-04-16	19.95	8.32	22.91
2020-04-17	19.94	12.27	22.90
2020-04-20	20.44	9.06	22.25
2020-04-21	20.44	10.36	22.02
2020-04-22	20.14	10.13	21.51
2020-04-23	19.41	10.23	20.86
2020-04-24	19.07	8.27	20.46

数据来源：wind，财通证券研究所

表5：华泰柏瑞300ETF近十五日波动率

日期	VIX	HV	RV
2020-04-03	29.42	28.26	15.51
2020-04-07	27.00	28.72	14.77
2020-04-08	25.98	27.88	10.77
2020-04-09	24.65	27.06	8.13
2020-04-10	23.37	26.26	15.05
2020-04-13	21.65	25.56	8.02
2020-04-14	21.10	25.58	10.14
2020-04-15	21.58	24.90	9.63
2020-04-16	21.47	24.15	10.03
2020-04-17	21.32	23.66	10.87
2020-04-20	21.60	23.00	9.25
2020-04-21	21.51	22.67	9.26
2020-04-22	21.29	22.25	10.02
2020-04-23	20.75	21.58	9.76
2020-04-24	20.49	21.17	9.14

数据来源：wind，财通证券研究所

表6：嘉实300ETF近十五日波动率

日期	VIX	HV	RV
2020-04-03	30.24	28.25	13.74
2020-04-07	27.44	28.63	12.95
2020-04-08	26.02	27.80	9.34
2020-04-09	24.64	27.01	8.06
2020-04-10	23.43	26.26	13.19
2020-04-13	21.28	25.55	7.84
2020-04-14	20.89	25.57	10.64
2020-04-15	21.61	24.86	8.88
2020-04-16	21.70	24.10	10.17
2020-04-17	21.70	23.59	11.43
2020-04-20	22.03	22.93	7.64
2020-04-21	22.20	22.52	11.19
2020-04-22	21.91	22.00	8.79
2020-04-23	21.12	21.37	10.05
2020-04-24	20.76	20.90	9.02

数据来源：wind，财通证券研究所

表7：沪深300近十五日波动率

日期	VIX	HV	RV
2020-04-03	31.10	29.05	14.69
2020-04-07	29.23	29.49	12.02
2020-04-08	27.36	28.65	10.20
2020-04-09	25.68	27.81	7.80
2020-04-10	25.14	27.07	13.64
2020-04-13	22.57	26.29	8.76
2020-04-14	21.71	26.55	9.96
2020-04-15	22.36	25.90	9.54
2020-04-16	22.30	25.12	9.09
2020-04-17	21.98	24.64	10.99
2020-04-20	22.82	23.93	40.98
2020-04-21	22.35	23.65	11.53
2020-04-22	22.58	23.15	9.24
2020-04-23	21.83	22.46	10.44
2020-04-24	21.05	22.03	9.69

数据来源：wind，财通证券研究所

表 8：各期权品种波动率

日期	华泰柏瑞 300ETF	嘉实 300ETF	沪深 300	华夏 50ETF
2020-04-13	21.65	21.28	22.57	20.46
2020-04-14	21.10	20.89	21.71	19.71
2020-04-15	21.58	21.61	22.36	20.18
2020-04-16	21.47	21.70	22.30	19.90
2020-04-17	21.32	21.70	21.98	19.90
2020-04-20	21.60	22.03	22.82	20.40
2020-04-21	21.51	22.20	22.35	20.39
2020-04-22	21.29	21.91	22.58	20.10
2020-04-23	20.75	21.12	21.83	19.38
2020-04-24	20.49	20.76	21.05	19.03

数据来源：财通证券研究所

表 9：市场活跃度 （单位：亿元）

	上周	本周	涨跌幅
沪深 300	1621.89	1447.27	-10.77%
上证 50	451.06	407.48	-9.66%
华泰柏瑞 300ETF	12.60	11.64	-7.61%
华泰柏瑞 300ETF 期权	9.31	9.41	1.10%
华夏 50ETF	9.27	8.07	-12.95%
50ETF 期权	8.34	7.95	-4.66%
嘉实 300ETF	4.55	5.52	21.38%
嘉实 300ETF 期权	2.45	2.29	-6.25%
沪深 300 股指期权	1.38	1.24	-10.31%

数据来源：财通证券研究所

3.2 上证 50 与沪深 300 期权隐含波动率

表 10：华夏 50ETF 认购期权合约隐含波动率

	2020-05-27	2020-06-24	2020-09-23	2020-12-23
2.35	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2.40	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2.45	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2.50	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2.55	0.00%	0.00%	12.20%	0.00%
2.60	0.00%	9.56%	14.11%	14.71%
2.65	9.14%	13.15%	15.13%	15.14%
2.70	13.53%	14.76%	16.15%	15.73%
2.71	0.00%	14.78%	0.00%	0.00%
2.75	14.88%	15.21%	16.39%	16.24%
2.75	0.00%	15.60%	0.00%	0.00%
2.80	15.19%	16.08%	16.82%	16.65%
2.80	0.00%	16.28%	0.00%	0.00%
2.85	15.98%	16.49%	17.18%	16.96%
2.85	0.00%	16.80%	0.00%	0.00%
2.90	16.46%	17.03%	17.50%	17.20%
2.90	0.00%	17.14%	0.00%	0.00%
2.95	16.73%	17.56%	17.82%	17.52%
2.95	0.00%	17.68%	0.00%	0.00%
3.00	17.37%	18.14%	18.35%	18.09%
3.05	0.00%	18.79%	0.00%	0.00%
3.10	0.00%	19.30%	18.94%	0.00%
3.15	0.00%	19.97%	0.00%	0.00%
3.20	0.00%	20.66%	19.32%	0.00%
3.25	0.00%	21.61%	0.00%	0.00%
3.30	0.00%	22.93%	19.96%	0.00%
3.35	0.00%	23.31%	0.00%	0.00%
3.40	0.00%	25.11%	20.85%	0.00%
3.44	0.00%	25.24%	0.00%	0.00%
3.50	0.00%	27.17%	0.00%	0.00%

数据来源：wind，财通证券研究所

表 11：华夏 50ETF 认沽期权合约隐含波动率

	2020-05-27	2020-06-24	2020-09-23	2020-12-23
2.35	0.00%	26.31%	25.14%	0.00%
2.40	0.00%	25.34%	24.71%	0.00%
2.45	25.11%	24.74%	24.76%	0.00%
2.50	23.92%	24.23%	24.46%	0.00%
2.55	22.48%	23.77%	24.35%	0.00%
2.60	21.73%	23.53%	24.45%	25.10%
2.65	21.36%	23.40%	24.21%	25.04%
2.70	21.15%	23.51%	24.71%	25.21%
2.71	0.00%	23.56%	0.00%	0.00%
2.75	20.73%	23.96%	25.10%	25.42%
2.75	0.00%	23.58%	0.00%	0.00%
2.80	21.22%	24.05%	25.07%	25.66%
2.80	0.00%	23.88%	0.00%	0.00%
2.85	22.59%	24.66%	25.33%	25.88%
2.85	0.00%	24.64%	0.00%	0.00%
2.90	24.99%	25.84%	25.72%	26.24%
2.90	0.00%	25.66%	0.00%	0.00%
2.95	25.47%	26.93%	26.11%	26.59%
2.95	0.00%	27.09%	0.00%	0.00%
3.00	28.97%	28.90%	27.28%	27.03%
3.05	0.00%	30.21%	0.00%	0.00%
3.10	0.00%	31.89%	28.37%	0.00%
3.15	0.00%	33.12%	0.00%	0.00%
3.20	0.00%	35.24%	30.05%	0.00%
3.25	0.00%	37.00%	0.00%	0.00%
3.30	0.00%	39.00%	31.92%	0.00%
3.35	0.00%	41.76%	0.00%	0.00%
3.40	0.00%	43.18%	35.02%	0.00%
3.44	0.00%	44.50%	0.00%	0.00%
3.50	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源：wind，财通证券研究所

表 12：华泰柏瑞 300ETF 认购期权合约隐含波动率

	2020-05-27	2020-06-24	2020-09-23	2020-12-23
3.10	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
3.20	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
3.30	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
3.40	0.00%	0.00%	10.60%	13.07%
3.50	0.00%	0.00%	14.67%	15.16%
3.60	0.00%	13.59%	15.89%	16.28%
3.70	13.85%	15.65%	16.98%	17.13%
3.80	15.35%	16.70%	17.60%	17.56%
3.90	16.09%	17.29%	18.02%	18.05%
4.00	16.82%	17.82%	18.74%	18.27%
4.10	17.42%	18.31%	18.79%	18.68%
4.20	18.21%	18.87%	19.29%	18.83%
4.30	0.00%	19.40%	19.38%	0.00%
4.40	0.00%	20.56%	19.82%	0.00%
4.50	0.00%	21.89%	20.22%	0.00%
4.60	0.00%	22.52%	20.70%	0.00%

数据来源：wind，财通证券研究所

表 13：华泰柏瑞 300ETF 认沽期权合约隐含波动率

	2020-05-27	2020-06-24	2020-09-23	2020-12-23
3.10	0.00%	30.56%	26.89%	0.00%
3.20	0.00%	28.37%	26.35%	0.00%
3.30	27.49%	26.75%	25.86%	0.00%
3.40	25.54%	25.73%	25.38%	25.55%
3.50	23.87%	24.70%	25.17%	25.55%
3.60	23.15%	24.36%	25.08%	25.64%
3.70	22.56%	24.24%	25.39%	25.82%
3.80	23.24%	24.52%	25.39%	26.06%
3.90	24.91%	25.73%	25.91%	26.30%
4.00	27.46%	26.99%	26.40%	26.69%
4.10	30.92%	28.83%	27.74%	27.24%
4.20	35.05%	33.09%	28.30%	27.73%
4.30	0.00%	34.30%	29.10%	0.00%
4.40	0.00%	38.26%	29.18%	0.00%
4.50	0.00%	41.43%	31.93%	0.00%
4.60	0.00%	45.18%	33.84%	0.00%

数据来源：wind，财通证券研究所

表 14：嘉实 300ETF 认购期权合约隐含波动率

	2020-05-27	2020-06-24	2020-09-23	2020-12-23
3.20	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
3.30	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
3.40	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
3.50	0.00%	0.00%	12.53%	14.15%
3.60	0.00%	8.77%	14.69%	15.71%
3.70	13.53%	14.62%	16.12%	16.46%
3.80	15.84%	16.38%	17.16%	17.09%
3.90	16.51%	17.17%	17.74%	17.79%
4.00	17.11%	18.04%	18.20%	18.30%
4.10	17.39%	17.99%	18.47%	18.78%
4.20	17.78%	18.62%	19.00%	18.92%
4.30	18.73%	19.44%	19.52%	19.45%
4.40	0.00%	20.03%	19.75%	0.00%
4.50	0.00%	20.90%	20.01%	0.00%
4.60	0.00%	21.95%	20.36%	0.00%
4.70	0.00%	22.97%	20.78%	0.00%

数据来源：wind，财通证券研究所

表 15：嘉实 300ETF 认沽期权合约隐含波动率

	2020-05-27	2020-06-24	2020-09-23	2020-12-23
3.20	0.00%	28.75%	26.30%	0.00%
3.30	27.90%	26.84%	25.94%	0.00%
3.40	25.82%	25.79%	25.57%	0.00%
3.50	24.48%	25.08%	25.01%	25.35%
3.60	23.25%	24.81%	25.16%	25.68%
3.70	22.81%	24.34%	25.38%	25.77%
3.80	22.67%	24.45%	25.74%	25.93%
3.90	22.63%	25.00%	25.94%	26.26%
4.00	24.63%	26.15%	25.62%	0.00%
4.10	27.32%	27.85%	26.35%	27.19%
4.20	30.85%	29.78%	0.00%	27.50%
4.30	36.61%	33.22%	29.22%	27.96%
4.40	0.00%	36.02%	29.73%	0.00%
4.50	0.00%	38.62%	31.47%	0.00%
4.60	0.00%	41.55%	32.96%	0.00%
4.70	0.00%	44.44%	33.33%	0.00%

数据来源：wind，财通证券研究所

表 16：沪深 300 指数认购期权合约隐含波动率

	2020-05-15	2020-06-19	2020-07-17	2020-09-18
3100	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
3150	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
3200	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
3250	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
3300	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
3350	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
3400	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
3450	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
3500	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
3550	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
3600	0.00%	0.00%	0.00%	8.17%
3650	9.40%	10.67%	9.43%	0.00%
3700	13.63%	12.59%	10.99%	11.72%
3750	15.12%	13.66%	13.34%	0.00%
3800	15.93%	14.71%	13.11%	13.43%
3850	16.32%	15.33%	15.14%	0.00%
3900	16.68%	16.01%	15.69%	14.89%
3950	17.10%	16.45%	15.59%	0.00%
4000	17.33%	16.99%	15.60%	15.64%
4050	17.68%	17.20%	16.13%	0.00%
4100	18.17%	17.34%	16.33%	16.47%
4150	18.23%	17.95%	16.94%	0.00%
4200	19.31%	18.01%	17.52%	17.16%
4250	20.61%	18.74%	17.45%	0.00%
4300	21.65%	18.99%	0.00%	17.58%
4350	22.32%	0.00%	0.00%	0.00%
4400	23.97%	19.89%	0.00%	18.35%
4450	23.82%	0.00%	0.00%	0.00%
4500	27.18%	20.80%	0.00%	18.75%
4550	30.06%	0.00%	0.00%	0.00%
4600	30.28%	22.13%	0.00%	19.18%
4650	33.22%	0.00%	0.00%	0.00%
4700	0.00%	23.45%	0.00%	19.94%

数据来源：wind，财通证券研究所

表 17：沪深 300 指数认沽期权合约隐含波动率

	2020-05-15	2020-06-19	2020-07-17	2020-09-18
3100	0.00%	0.00%	0.00%	28.27%
3150	32.91%	28.31%	0.00%	0.00%
3200	32.09%	27.48%	0.00%	27.98%
3250	29.54%	26.90%	0.00%	0.00%
3300	29.12%	26.86%	0.00%	27.83%
3350	27.24%	26.21%	0.00%	0.00%
3400	26.07%	26.13%	26.96%	28.51%
3450	24.64%	26.11%	27.41%	0.00%
3500	24.11%	25.74%	27.40%	28.12%
3550	23.45%	25.65%	27.75%	0.00%
3600	22.94%	25.71%	27.52%	28.60%
3650	22.63%	25.69%	28.42%	0.00%
3700	22.33%	27.07%	28.08%	29.38%
3750	22.36%	26.33%	28.63%	0.00%
3800	22.88%	27.12%	29.22%	30.86%
3850	24.19%	27.92%	30.65%	0.00%
3900	25.16%	28.64%	30.55%	31.58%
3950	26.83%	29.81%	31.07%	0.00%
4000	29.70%	31.58%	32.54%	33.45%
4050	33.21%	32.97%	28.37%	0.00%
4100	35.40%	34.31%	33.43%	34.98%
4150	37.87%	36.14%	35.78%	0.00%
4200	35.14%	35.75%	30.69%	37.00%
4250	45.80%	35.57%	31.61%	0.00%
4300	50.46%	41.46%	0.00%	35.25%
4350	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
4400	56.77%	43.97%	0.00%	38.19%
4450	21.35%	0.00%	0.00%	0.00%
4500	0.00%	47.99%	0.00%	42.33%
4550	51.83%	0.00%	0.00%	0.00%
4600	77.10%	41.59%	0.00%	44.36%
4650	68.31%	0.00%	0.00%	0.00%
4700	0.00%	54.61%	0.00%	45.24%

数据来源：wind，财通证券研究所

4、 成交持仓 PCR 数据

表 18：华夏 50ETF 期权成交持仓

日期	pcr 成交量	pcr 成交额	pcr 持仓量
2020-04-13	0.89	1.15	0.73
2020-04-14	0.89	0.77	0.78
2020-04-15	0.84	0.79	0.77
2020-04-16	0.88	0.98	0.78
2020-04-17	0.73	0.54	0.87
2020-04-20	0.87	0.78	0.89
2020-04-21	0.96	1.14	0.83
2020-04-22	1.96	1.74	0.84
2020-04-23	0.82	0.89	0.84
2020-04-24	0.91	1.14	0.82

数据来源：WIND,财通证券研究所

表 19：华泰柏瑞 300ETF 期权成交持仓

日期	pcr 成交量	pcr 成交额	pcr 持仓量
2020-04-13	0.92	1.33	0.84
2020-04-14	0.91	0.87	0.90
2020-04-15	0.86	0.77	0.88
2020-04-16	0.92	0.93	0.90
2020-04-17	0.81	0.68	0.96
2020-04-20	0.99	0.94	1.01
2020-04-21	0.91	1.16	0.97
2020-04-22	0.94	1.07	1.03
2020-04-23	0.94	0.99	1.03
2020-04-24	1.02	1.17	1.00

数据来源：WIND,财通证券研究所

表 20：嘉实 300ETF 期权成交持仓

日期	pcr 成交量	pcr 成交额	pcr 持仓量
2020-04-13	1.02	1.54	0.91
2020-04-14	0.86	0.80	0.93
2020-04-15	0.95	0.81	0.96
2020-04-16	0.95	1.11	0.98
2020-04-17	0.77	0.59	0.96
2020-04-20	1.11	0.85	1.00
2020-04-21	1.18	1.29	1.01
2020-04-22	1.05	1.34	1.05
2020-04-23	0.87	0.88	1.07
2020-04-24	1.09	1.14	1.06

数据来源：财通证券研究所

表 21：沪深 300 股指期权成交持仓

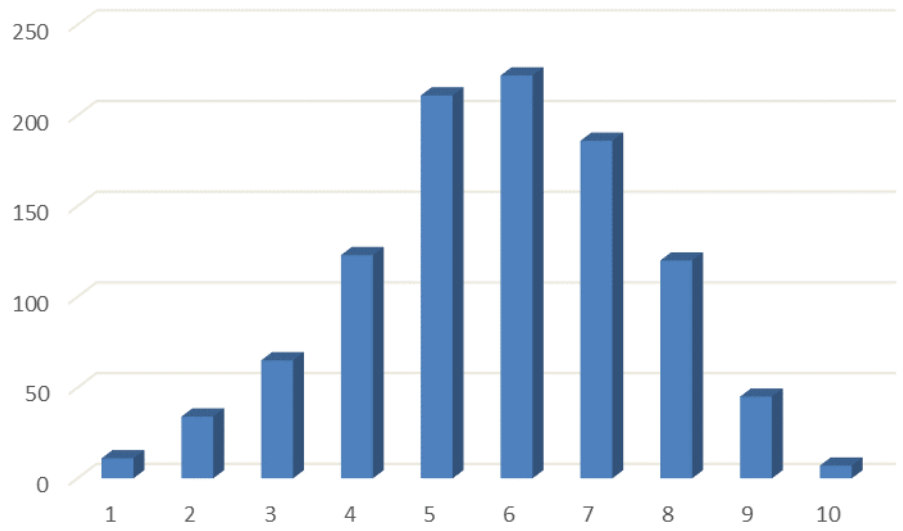
日期	pcr 成交量	pcr 成交额	pcr 持仓量
2020-04-13	0.87	0.83	0.77
2020-04-14	0.88	0.76	0.80
2020-04-15	0.74	0.72	0.82
2020-04-16	0.82	0.79	0.81
2020-04-17	0.79	0.64	0.96
2020-04-20	0.89	0.81	0.94
2020-04-21	0.96	1.05	0.92
2020-04-22	0.97	1.04	0.96
2020-04-23	0.96	0.95	0.95
2020-04-24	0.93	0.91	0.95

数据来源：财通证券研究所

附录 1：陶金期权历史表现

整体来看，财通金工编制的陶金期权指数有一定的择时能力。

图 7：打分分组频数

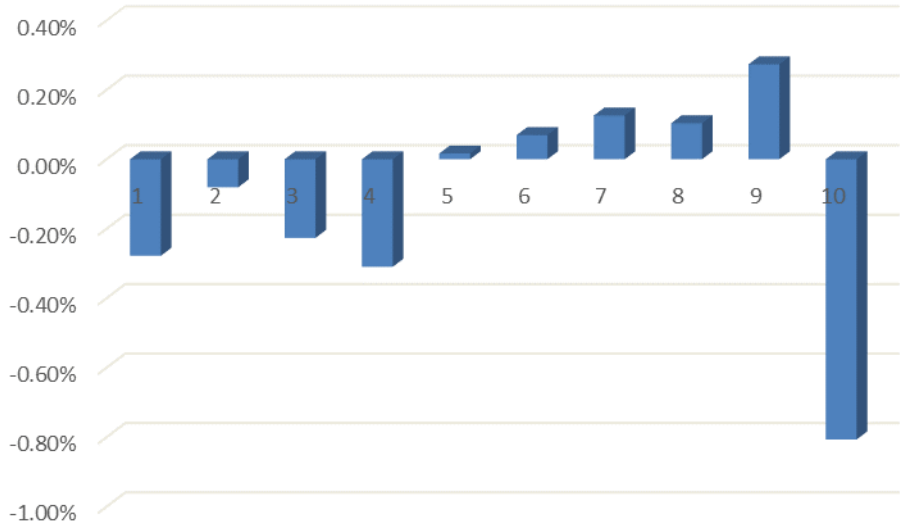


资料来源：WIND，财通证券研究所

我们把打分分为 10 组，0～10 分分为第一组，11～20 分分为第二组，91～100 分分为第十组。

我们发现第六组、第五组和第七组出现的频数最高，而第一组、第十组出现频率低。

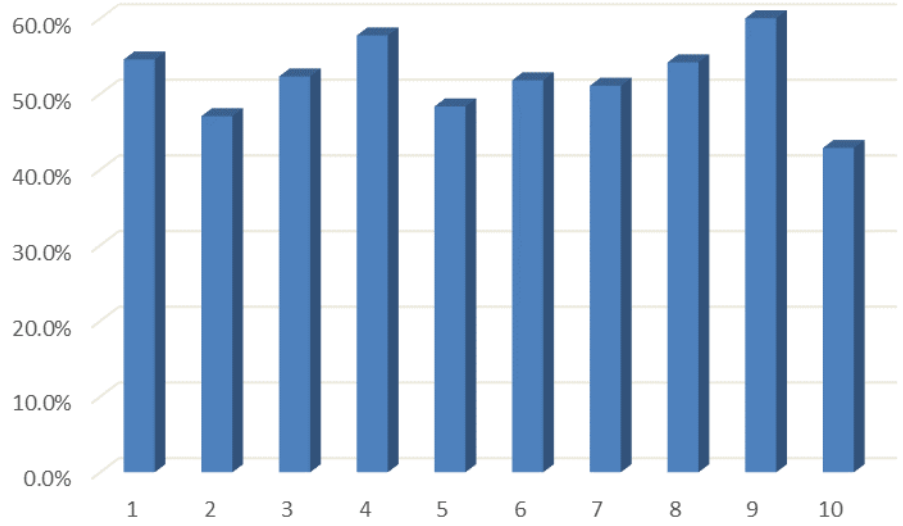
图 8：分组平均收益率



资料来源：WIND，财通证券研究所

从分组的平均收益率来看，打分高于 50 分的情况下标的在下一天一般具有正收益，且平均收益对于打分有一定单调性，打分越高收益越高，当打分超过 90 分情况下第二天平均收益为负，不过历史上打分超过 90 分的次数极少，打分低于 40 分的情况下标的在下一天一般具有负收益，在 0～40 分各个分组上平均收益都为负。

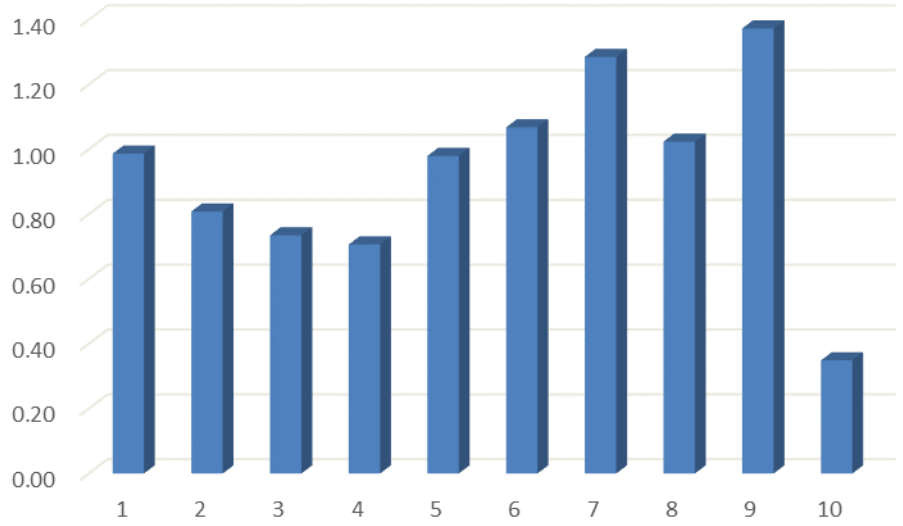
图 9：分组胜率



资料来源：WIND，财通证券研究所

从分组的平均胜率来看，除了第二组、第五组、第十组之外，其他各组的预测胜率都超过了 50%。

图 10：分组盈亏比



资料来源：WIND，财通证券研究所

从分组的盈亏比来看，一般来讲，打分越高，盈亏比越高。

表 22：综合数据

	频数	分组胜率	分组收益率	盈亏比
1	11	54.55%	-0.28%	0.99
2	34	47.06%	-0.08%	0.81
3	65	52.31%	-0.23%	0.73
4	123	57.72%	-0.31%	0.71
5	211	48.34%	0.02%	0.98
6	222	51.80%	0.07%	1.07
7	186	51.08%	0.13%	1.28
8	120	54.17%	0.10%	1.02
9	45	60.00%	0.27%	1.37
10	7	42.86%	-0.81%	0.35

数据来源：财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。