

2020年5月4日

恒生指数、A50 期货下行预示下跌风险

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 75/100

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 75 分，显示情绪乐观。

● 本周市场小幅上涨，波动指数有所反弹

本周市场上涨，最终本周 50ETF、沪深 300、华泰柏瑞 300ETF、嘉实 300ETF 涨跌幅分别为 2.33%、2.16%、2.25%、2.27%。

而波动指数由上周的 19.38 上涨到本周的 21.37。

● 恒生指数、A50 期货下跌预示下跌风险

由于近期美国持续发表针对中国的消极言论，市场弥漫着对中美经济全面脱钩的担忧情绪。受此影响，到 5 月 4 日收盘，新加坡的 A50 期货与香港的恒生指数相对于 4 月 30 日都出现超过 4% 的下跌。

通过比较观察我们发现恒生指数和 A50 期货的涨跌通常对节假日上证指数开盘后的走势有一定的指示作用。由于市场对于下跌的一致性预期较为充分，我们预期上证指数可能在开盘就会出现 4% 左右的下跌。

● 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	4
1.1 近期波动率有所反弹	4
1.2 恒生指数与 A50 指数下跌预示风险	5
1.3 波动率有望冲高	6
2、 陶金期权指数显示情绪乐观	8
2.1 50ETF	8
2.2 300ETF	9
3、 波动率	10
3.1 当前期权市场波动率	10
3.2 上证 50 与沪深 300 期权隐含波动率	13
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：华夏 50ETF 期权与华泰柏瑞 300ETF 期权波动率指数变化	4
图 2：50ETF 各类波动率	4
图 3：A50 指数节假日期间涨跌幅与上证指数节假日后涨跌幅比较	5
图 4：恒生指数节假日期间涨跌幅与上证指数节假日后涨跌幅比较	5
图 5：2019 年 5 月情形	6
图 6：2020 年 2 月情形	7
图 7：2018 年 10 月情形	7
图 8：陶金指数历史多空择时表现	8
图 9：300ETF 陶金指数历史多空择时表现	9
图 10：打分分组频数	19
图 11：分组平均收益率	19
图 12：分组胜率	20
图 13：分组盈亏比	21

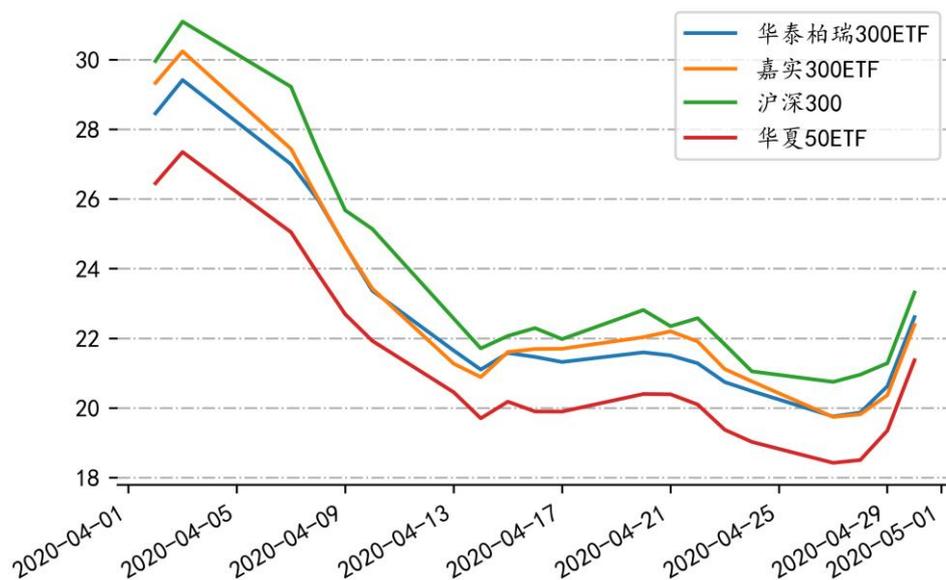
表 1：近期打分表现	8
表 2：300ETF 指数近期打分表现	9
表 3：华夏 50ETF 近十五日波动率	10
表 4：华泰柏瑞 300ETF 近十五日波动率	10
表 5：嘉实 300ETF 近十五日波动率	11
表 6：沪深 300 近十五日波动率	11
表 7：各期权品种波动率	12
表 8：市场活跃度（单位：亿元）	12
表 9：华夏 50ETF 认购期权合约隐含波动率	13
表 10：华夏 50ETF 认沽期权合约隐含波动率	13
表 11：华泰柏瑞 300ETF 认购期权合约隐含波动率	13
表 12：华泰柏瑞 300ETF 认沽期权合约隐含波动率	13
表 13：嘉实 300ETF 认购期权合约隐含波动率	15
表 14：嘉实 300ETF 认沽期权合约隐含波动率	15

表 15: 沪深 300 指数认购期权合约隐含波动率	15
表 16: 沪深 300 指数认沽期权合约隐含波动率	15
表 17: 华夏 50ETF 期权成交持仓	17
表 18: 华泰柏瑞 300ETF 期权成交持仓	17
表 19: 嘉实 300ETF 期权成交持仓	17
表 20: 沪深 300 股指期权成交持仓	18
表 21: 综合数据	21

1、市场点评

1.1 近期波动率有所反弹

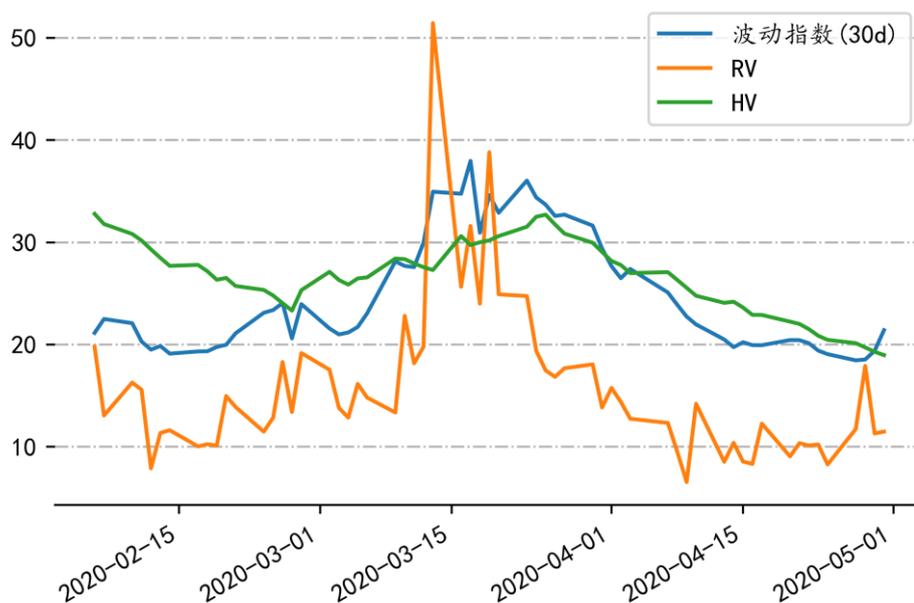
图 1：华夏 50ETF 期权与华泰柏瑞 300ETF 期权波动率指数变化



数据来源：wind，财通证券研究所

最近，波动率指数在连续低位运行后开始出现小幅反弹，50ETF 期权波动指数由上周的 19.38 上涨到本周的 21.37。

图 2：50ETF 各类波动率



数据来源：wind，财通证券研究所

从 50ETF 各类波动率来看，标的的波动率并未出现明显上升，不过波动指数的趋势性变化仍然值得关注。

1.2 恒生指数与 A50 指数下跌预示风险
图 3：A50 指数节假日期间涨跌幅与上证指数节假日后涨跌幅比较

	A50涨跌幅	上证指数开盘涨跌幅	上证指数收盘涨跌幅
20150217~20150225	0.00%	0.29%	-0.56%
20150403~20150407	0.33%	0.92%	2.52%
20150619~20150623	0.36%	-0.15%	2.19%
20150902~20150907	0.41%	-0.34%	-2.52%
20160401~20160405	0.55%	-0.29%	1.45%
20160608~20160613	0.13%	-1.02%	-3.21%
20160914~20160919	0.55%	0.08%	0.77%
20160930~20161010	1.28%	0.52%	1.45%
20170126~20170203	0.19%	0.03%	-0.60%
20170324~20170327	0.00%	-0.02%	-0.08%
20170331~20170405	0.33%	0.41%	1.48%
20170526~20170531	0.20%	0.49%	0.23%
20170929~20171009	2.85%	1.62%	0.76%
20180214~20180222	2.51%	1.20%	2.17%
20180404~20180409	1.66%	-0.18%	0.23%
20180427~20180502	0.47%	0.17%	-0.03%
20180615~20180619	-0.76%	-1.30%	-3.78%
20180921~20180925	-1.06%	-0.80%	-0.58%
20180928~20181008	-4.11%	-1.88%	-3.72%
20181228~20190102	0.70%	0.16%	-1.15%
20190201~20190211	-0.93%	-0.19%	1.36%
20190404~20190408	1.12%	0.76%	-0.05%
20190430~20190506	0.18%	-3.04%	-5.58%
20190606~20190610	0.26%	0.18%	0.86%
20190912~20190916	0.20%	0.35%	-0.02%
20190930~20191008	-0.86%	0.02%	0.29%
20200123~20200203	-7.04%	-8.73%	-7.72%
20200403~20200407	1.48%	1.56%	2.05%
20200430~20200506	-4.67%		

数据来源：wind，财通证券研究所

图 4：恒生指数节假日期间涨跌幅与上证指数节假日后涨跌幅比较

	恒生涨跌幅	上证指数开盘涨跌幅	上证指数收盘涨跌幅
20150217~20150225	-0.14%	0.29%	-0.56%
20150619~20150623	1.20%	-0.15%	2.19%
20150902~20150907	-0.45%	-0.34%	-2.52%
20150930~20151008	8.01%	3.38%	2.97%
20160205~20160215	-5.02%	-2.84%	-0.63%
20160608~20160613	-1.20%	-1.02%	-3.21%
20160914~20160919	0.63%	0.08%	0.77%
20160930~20161010	2.38%	0.52%	1.45%
20170126~20170203	-0.81%	0.03%	-0.60%
20170331~20170405	0.62%	0.41%	1.48%
20170526~20170531	0.24%	0.49%	0.23%
20170929~20171009	3.28%	1.62%	0.76%
20180214~20180222	3.00%	1.20%	2.17%
20180404~20180409	1.11%	-0.18%	0.23%
20180427~20180502	1.74%	0.17%	-0.03%
20180921~20180925	-1.62%	-0.80%	-0.58%
20180928~20181008	-4.38%	-1.88%	-3.72%
20181228~20190102	1.34%	0.16%	-1.15%
20190201~20190211	0.06%	-0.19%	1.36%
20190430~20190506	1.29%	-3.04%	-5.58%
20190912~20190916	0.98%	0.35%	-0.02%
20190930~20191008	-1.04%	0.02%	0.29%
20200123~20200203	-5.72%	-8.73%	-7.72%
20200403~20200407	2.21%	1.56%	2.05%
20200430~20200506	-4.18%		

数据来源：wind，财通证券研究所

由于近期美国持续发表针对中国应对疫情承担相应责任，进行赔偿的消极言论，市场弥漫着对中美经济全面脱钩的担忧情绪。受此影响，到5月4日收盘，新加坡的A50期货与香港的恒生指数相对于4月30日都出现超过4%的下跌。

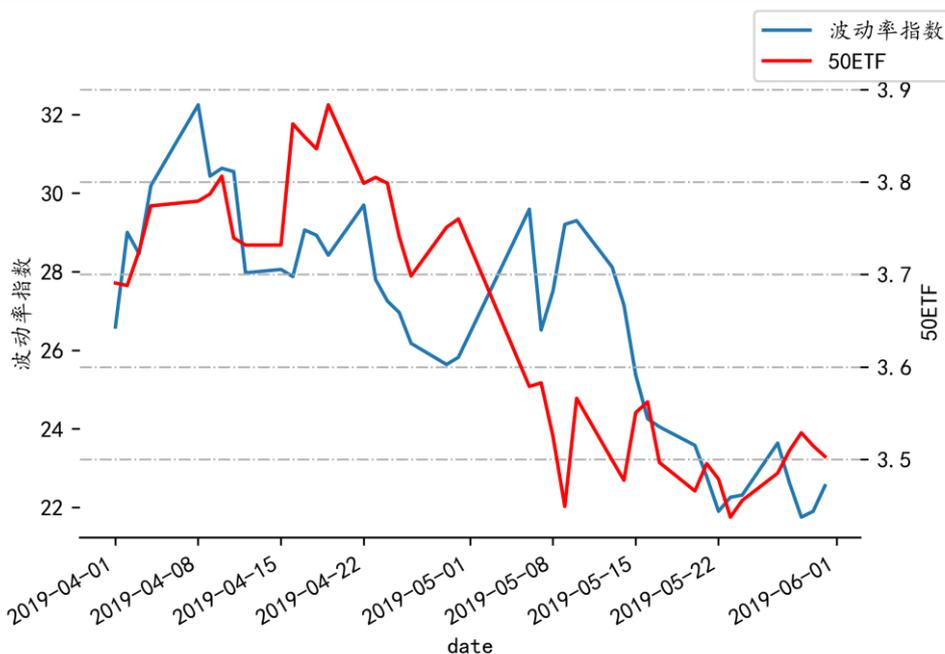
通过比较观察节假日期间恒生指数和A50期货涨跌幅与节假日之后首个交易日上证指数的涨跌幅，我们发现恒生指数和A50期货的涨跌通常对节假日上证指数开盘后的走势有一定的指示作用。

由于市场对于下跌的一致性预期较为充分，我们预期上证指数可能在开盘就会出现4%左右的下跌。

1.3 波动率有望冲高

如果市场在节假日之后出现突然的大幅下跌，期权市场的波动率指数往往会出现大幅上升行情。而一旦市场逐步调整到位，企稳进入小幅震荡行情，波动率也会逐渐下跌至低位。

图5：2019年5月情形



数据来源：财通证券研究所

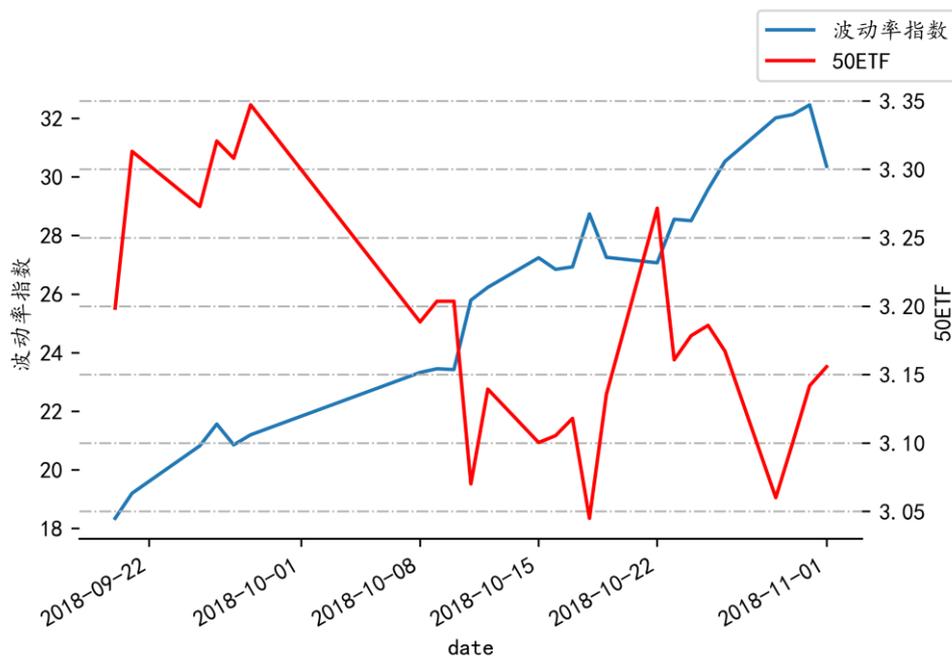
图 6：2020 年 2 月情形



数据来源：财通证券研究所

不过，如果后市波动加剧，波动率指数也有持续上升的可能。

图 7：2018 年 10 月情形



数据来源：财通证券研究所

2、陶金期权指数显示情绪乐观

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 75 分，情绪乐观。

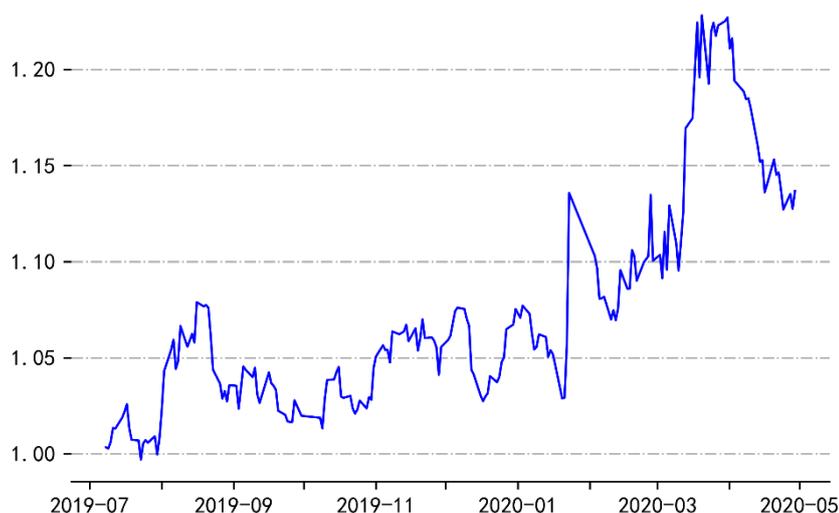
2.1 50ETF

表 1：近期打分表现

目标日期	打分	涨跌幅
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	0.90%
2020-04-28	59	0.72%
2020-04-29	48	0.68%
2020-04-30	62	0.81%
2020-05-06	75	

数据来源：财通证券研究所

图 8：陶金指数历史多空择时表现



数据来源：财通证券研究所

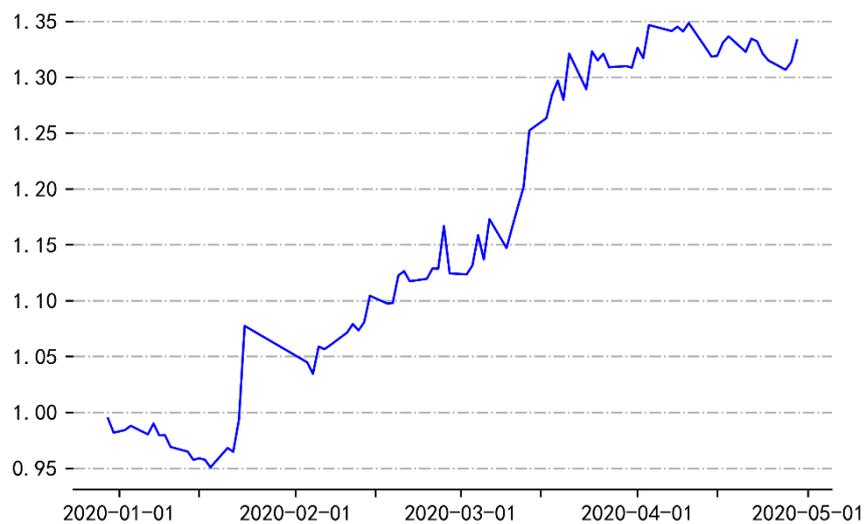
2.2 300ETF

表 2：300ETF 指数近期打分表现

目标日期	打分	涨跌幅
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	0.45%
2020-04-28	50	0.63%
2020-04-29	68	0.52%
2020-04-30	77	1.48%
2020-05-06	74	

数据来源：财通证券研究所

图 9：300ETF 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3：华夏50ETF近十五日波动率

日期	波动指数(30d)	RV	HV
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
2020-04-27	18.46	11.74	20.14
2020-04-28	18.54	17.92	19.72
2020-04-29	19.39	11.31	19.30
2020-04-30	21.41	11.49	18.97

数据来源：wind，财通证券研究所

表4：华泰柏瑞300ETF近十五日波动率

日期	VIX	HV	RV
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
2020-04-27	19.76	20.60	14.13
2020-04-28	19.87	20.12	21.41
2020-04-29	20.63	19.61	9.44
2020-04-30	22.61	19.85	10.67

数据来源：wind，财通证券研究所

表5：嘉实300ETF近十五日波动率

日期	VIX	HV	RV
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
2020-04-27	19.74	20.32	11.76
2020-04-28	19.82	19.91	20.94
2020-04-29	20.37	19.34	9.45
2020-04-30	22.39	19.63	10.70

数据来源：wind，财通证券研究所

表6：沪深300近十五日波动率

日期	VIX	HV	RV
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
2020-04-27	20.75	21.52	13.33
2020-04-28	20.96	21.04	21.74
2020-04-29	21.29	20.47	9.76
2020-04-30	23.32	20.36	10.63

数据来源：wind，财通证券研究所

表 7：各期权品种波动率

日期	华泰柏瑞 300ETF	嘉实 300ETF	沪深 300	华夏 50ETF
2020-04-17	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	20.40
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
2020-04-27	19.76	19.74	20.75	18.43
2020-04-28	19.87	19.82	20.96	18.51
2020-04-29	20.63	20.37	21.29	19.35
2020-04-30	22.61	22.39	23.32	21.37

数据来源：财通证券研究所

表 8：市场活跃度（单位：亿元）

	上周	本周	涨跌幅
沪深 300	1576.53	1643.99	4.28%
上证 50	460.61	442.81	-3.86%
华泰柏瑞 300ETF	13.69	14.17	3.54%
华泰柏瑞 300ETF 期权	10.45	10.36	-0.80%
华夏 50ETF	9.61	9.12	-5.08%
50ETF 期权	9.56	8.58	-10.31%
嘉实 300ETF	5.16	5.14	-0.37%
嘉实 300ETF 期权	2.63	2.43	-7.68%
沪深 300 股指期权	1.38	1.30	-5.92%

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 9：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%	11.00%	13.23%
2.60	0.00%	0.00%	14.26%	15.71%
2.65	0.00%	13.33%	15.27%	15.47%
2.70	0.00%	15.04%	16.27%	16.15%
2.71	0.00%	13.97%	0.00%	0.00%
2.75	13.91%	16.17%	16.66%	16.66%
2.75	0.00%	16.51%	0.00%	0.00%
2.80	15.80%	16.96%	17.07%	17.15%
2.80	0.00%	16.96%	0.00%	0.00%
2.85	16.55%	17.62%	17.37%	17.28%
2.85	0.00%	17.57%	0.00%	0.00%
2.90	17.36%	17.97%	17.75%	17.61%
2.90	0.00%	18.04%	0.00%	0.00%
2.95	17.71%	18.45%	18.08%	17.92%
2.95	0.00%	18.46%	0.00%	0.00%
3.00	18.59%	19.00%	18.36%	18.14%
3.05	0.00%	19.21%	0.00%	0.00%
3.10	20.88%	19.74%	18.93%	18.37%
3.15	0.00%	20.48%	0.00%	0.00%
3.20	0.00%	21.06%	19.33%	0.00%
3.25	0.00%	21.65%	0.00%	0.00%
3.30	0.00%	22.65%	20.01%	0.00%
3.35	0.00%	23.32%	0.00%	0.00%
3.40	0.00%	24.70%	20.70%	0.00%
3.44	0.00%	25.46%	0.00%	0.00%
3.50	0.00%	26.56%	0.00%	0.00%

数据来源：wind，财通证券研究所

表 10：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%	29.02%	26.25%	0.00%
2.40	0.00%	27.87%	25.63%	0.00%
2.45	30.66%	26.52%	25.16%	0.00%
2.50	28.37%	25.90%	24.86%	0.00%
2.55	26.73%	24.69%	24.34%	24.02%
2.60	25.43%	24.10%	24.18%	23.61%
2.65	23.87%	23.62%	24.06%	23.93%
2.70	23.01%	23.07%	23.89%	23.92%
2.71	0.00%	23.32%	0.00%	0.00%
2.75	22.55%	23.04%	23.88%	23.91%
2.75	0.00%	23.13%	0.00%	0.00%
2.80	22.31%	23.29%	23.77%	24.14%
2.80	0.00%	23.40%	0.00%	0.00%
2.85	22.93%	23.45%	24.00%	24.06%
2.85	0.00%	23.67%	0.00%	0.00%
2.90	22.61%	23.74%	24.25%	24.41%
2.90	0.00%	23.91%	0.00%	0.00%
2.95	24.48%	24.65%	24.68%	24.73%
2.95	0.00%	24.86%	0.00%	0.00%
3.00	26.03%	25.36%	24.90%	24.88%
3.05	0.00%	26.76%	0.00%	0.00%
3.10	32.19%	27.95%	25.83%	25.26%
3.15	0.00%	28.16%	0.00%	0.00%
3.20	0.00%	30.94%	26.70%	0.00%
3.25	0.00%	32.31%	0.00%	0.00%
3.30	0.00%	34.70%	29.33%	0.00%
3.35	0.00%	36.88%	0.00%	0.00%
3.40	0.00%	38.65%	29.45%	0.00%
3.44	0.00%	41.34%	0.00%	0.00%
3.50	0.00%	44.06%	0.00%	0.00%

数据来源：wind，财通证券研究所

表 11：华泰柏瑞 300ETF 认购期权合约隐含波动率
表 12：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%	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%	0.00%	13.08%
3.50	0.00%	0.00%	14.42%	15.23%
3.60	0.00%	13.63%	16.38%	16.58%
3.70	13.10%	17.17%	17.73%	17.19%
3.80	16.18%	18.02%	18.03%	17.92%
3.90	17.39%	18.63%	18.66%	18.40%
4.00	18.53%	19.09%	18.93%	18.66%
4.10	19.47%	19.53%	19.25%	19.05%
4.20	20.61%	20.21%	19.48%	19.26%
4.30	22.21%	20.51%	19.79%	19.47%
4.40	0.00%	21.63%	20.02%	0.00%
4.50	0.00%	22.77%	20.40%	0.00%
4.60	0.00%	23.22%	20.90%	0.00%

数据来源: wind, 财通证券研究所

	2020-05-27	2020-06-24	2020-09-23	2020-12-23
3.10	0.00%	33.74%	27.30%	0.00%
3.20	0.00%	30.81%	26.44%	0.00%
3.30	32.82%	28.61%	25.95%	0.00%
3.40	30.21%	27.02%	25.39%	25.19%
3.50	27.60%	25.74%	25.03%	24.82%
3.60	25.14%	24.78%	24.77%	24.64%
3.70	24.02%	24.28%	24.50%	24.68%
3.80	23.28%	24.12%	24.42%	24.55%
3.90	23.37%	23.94%	24.50%	24.68%
4.00	24.56%	24.67%	24.78%	25.10%
4.10	25.04%	26.15%	25.40%	25.53%
4.20	29.93%	27.51%	25.82%	25.84%
4.30	34.13%	29.06%	26.63%	26.13%
4.40	0.00%	31.26%	27.54%	0.00%
4.50	0.00%	34.27%	28.51%	0.00%
4.60	0.00%	36.22%	29.63%	0.00%

数据来源: wind, 财通证券研究所

表 13: 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%	14.88%	14.67%
3.60	0.00%	0.00%	16.84%	16.50%
3.70	0.00%	18.21%	17.49%	17.25%
3.80	17.30%	18.68%	18.00%	17.62%
3.90	18.35%	19.15%	18.41%	18.07%
4.00	18.67%	19.59%	19.22%	18.73%
4.10	19.52%	19.79%	19.40%	19.20%
4.20	20.10%	20.24%	19.45%	19.19%
4.30	20.63%	20.80%	19.81%	19.74%
4.40	0.00%	21.13%	19.88%	0.00%
4.50	0.00%	21.66%	20.35%	0.00%
4.60	0.00%	22.73%	20.47%	0.00%
4.70	0.00%	23.36%	20.72%	0.00%

数据来源: wind, 财通证券研究所

表 14: 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%	30.33%	26.36%	0.00%
3.30	31.76%	28.66%	25.73%	0.00%
3.40	29.68%	27.22%	25.38%	0.00%
3.50	27.73%	26.16%	24.77%	24.14%
3.60	25.86%	25.04%	24.45%	24.15%
3.70	24.37%	24.11%	24.20%	24.22%
3.80	23.12%	23.97%	23.85%	24.18%
3.90	22.60%	23.80%	23.88%	23.97%
4.00	22.64%	23.77%	24.34%	24.14%
4.10	24.00%	24.27%	24.35%	24.98%
4.20	25.90%	25.62%	25.72%	25.13%
4.30	29.51%	25.90%	25.64%	25.29%
4.40	0.00%	28.80%	26.69%	0.00%
4.50	0.00%	30.31%	26.54%	0.00%
4.60	0.00%	32.29%	26.75%	0.00%
4.70	0.00%	33.26%	29.20%	0.00%

数据来源: wind, 财通证券研究所

表 15: 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%	0.00%
3650	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
3700	0.00%	12.86%	8.68%	11.27%
3750	17.62%	13.82%	11.59%	0.00%
3800	19.19%	16.10%	14.00%	13.54%
3850	20.37%	17.10%	15.02%	0.00%
3900	20.37%	17.66%	15.34%	15.18%
3950	20.85%	18.36%	16.18%	0.00%
4000	21.40%	18.75%	16.73%	15.90%
4050	21.94%	18.95%	17.13%	0.00%
4100	22.52%	19.20%	17.83%	16.73%
4150	23.25%	19.67%	17.87%	0.00%
4200	23.91%	20.27%	18.21%	17.50%

表 16: 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%	28.36%
3150	42.78%	29.71%	0.00%	0.00%
3200	39.99%	28.86%	0.00%	28.10%
3250	35.56%	28.01%	0.00%	0.00%
3300	35.71%	26.96%	0.00%	27.53%
3350	34.71%	26.85%	0.00%	0.00%
3400	33.15%	26.40%	26.39%	27.41%
3450	30.72%	25.88%	26.04%	0.00%
3500	29.43%	25.62%	26.27%	27.14%
3550	28.75%	25.27%	26.25%	0.00%
3600	27.40%	25.06%	26.47%	27.52%
3650	26.35%	25.05%	26.54%	0.00%
3700	25.64%	24.97%	27.60%	27.92%
3750	24.60%	25.18%	27.89%	0.00%
3800	24.41%	25.58%	26.99%	28.31%
3850	24.52%	25.75%	27.39%	0.00%
3900	24.82%	26.27%	28.35%	28.85%
3950	24.84%	26.92%	29.11%	0.00%
4000	25.92%	27.59%	29.77%	29.42%
4050	27.99%	40.90%	39.21%	0.00%
4100	27.29%	27.81%	31.30%	31.54%
4150	30.27%	29.22%	32.19%	0.00%
4200	33.29%	30.02%	43.36%	32.84%
4250	37.15%	50.23%	44.87%	0.00%

4250	24.60%	20.47%	18.84%	0.00%
4300	25.66%	20.57%	19.33%	18.11%
4350	26.35%	0.00%	0.00%	0.00%
4400	26.62%	21.56%	0.00%	18.63%
4450	27.28%	0.00%	0.00%	0.00%
4500	29.33%	23.11%	0.00%	19.57%
4550	30.26%	0.00%	0.00%	0.00%
4600	30.74%	24.23%	0.00%	19.90%
4650	32.56%	0.00%	0.00%	0.00%
4700	0.00%	25.32%	0.00%	20.56%

数据来源: wind, 财通证券研究所

4300	39.11%	33.33%	42.39%	34.15%
4350	42.93%	0.00%	0.00%	0.00%
4400	43.86%	51.22%	0.00%	43.57%
4450	51.15%	0.00%	0.00%	0.00%
4500	98.34%	40.40%	0.00%	37.70%
4550	107.00%	0.00%	0.00%	0.00%
4600	119.57%	60.67%	0.00%	45.49%
4650	60.64%	0.00%	0.00%	0.00%
4700	0.00%	51.53%	0.00%	47.69%

数据来源: wind, 财通证券研究所

4、成交持仓 PCR 数据

表 17：华夏 50ETF 期权成交持仓

日期	pcr 成交量	pcr 成交额	pcr 持仓量
2020-04-17	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
2020-04-27	0.84	0.78	0.87
2020-04-28	0.87	0.82	0.91
2020-04-29	0.68	0.61	0.95
2020-04-30	0.67	0.50	0.95

数据来源：WIND, 财通证券研究所

表 18：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
2020-04-17	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
2020-04-27	0.98	0.94	1.03
2020-04-28	1.03	1.01	1.09
2020-04-29	0.88	0.78	1.12
2020-04-30	0.71	0.53	1.13

数据来源：WIND, 财通证券研究所

表 19：嘉实 300ETF 期权成交持仓

日期	pcr 成交量	pcr 成交额	pcr 持仓量
2020-04-17	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	1.08
2020-04-27	1.08	0.87	1.10
2020-04-28	1.04	1.08	1.11
2020-04-29	0.77	0.69	1.10
2020-04-30	0.75	0.58	1.08

数据来源：财通证券研究所

表 20：沪深 300 股指期权成交持仓

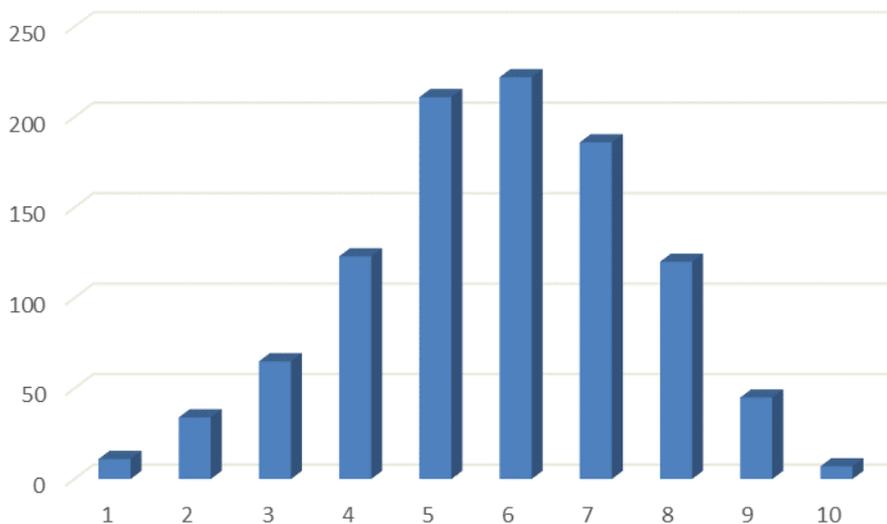
日期	pcr 成交量	pcr 成交额	pcr 持仓量
2020-04-17	0.79	0.64	0.96
2020-04-20	0.89	0.81	0.94
2020-04-21	0.96	1.05	0.92
2020-04-22	0.97	1.04	0.96
2020-04-23	0.96	0.95	0.95
2020-04-24	0.93	0.91	0.95
2020-04-27	0.90	0.79	0.93
2020-04-28	0.96	0.93	0.93
2020-04-29	0.78	0.69	0.95
2020-04-30	0.78	0.53	0.95

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 10：打分分组频数

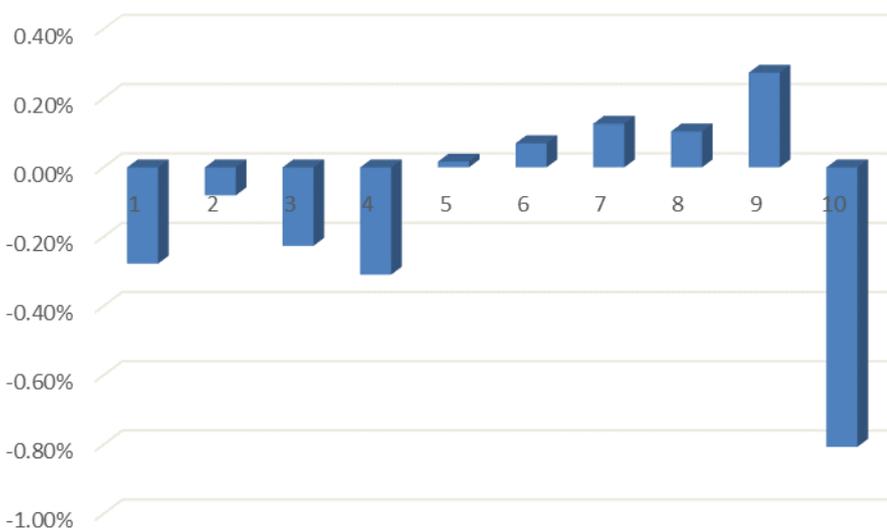


资料来源：WIND，财通证券研究所

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。

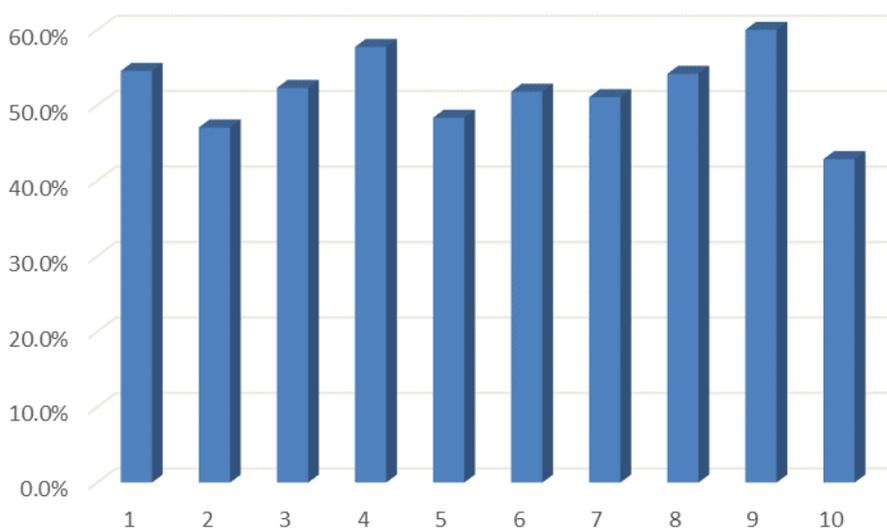
图 11：分组平均收益率



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。

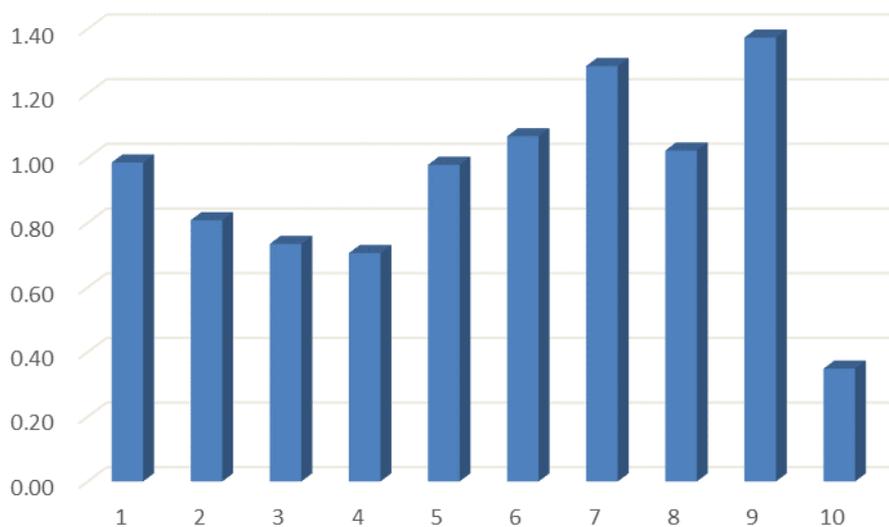
图 12：分组胜率



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 13: 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 21: 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。