

期权策略表现回顾与展望

财富管理委员会衍生品经纪业务部 李雪飞

2022年7月

目录

第一章 市场整体情况回顾

1

第二章 各类期权策略表现

5

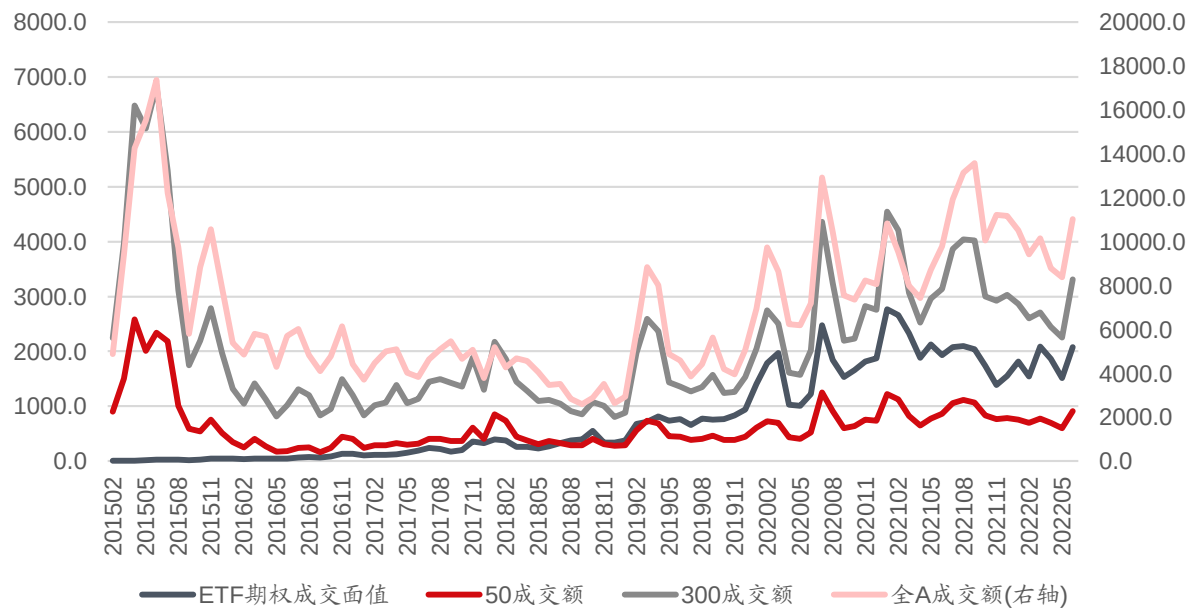
第三章 市场机会展望

16

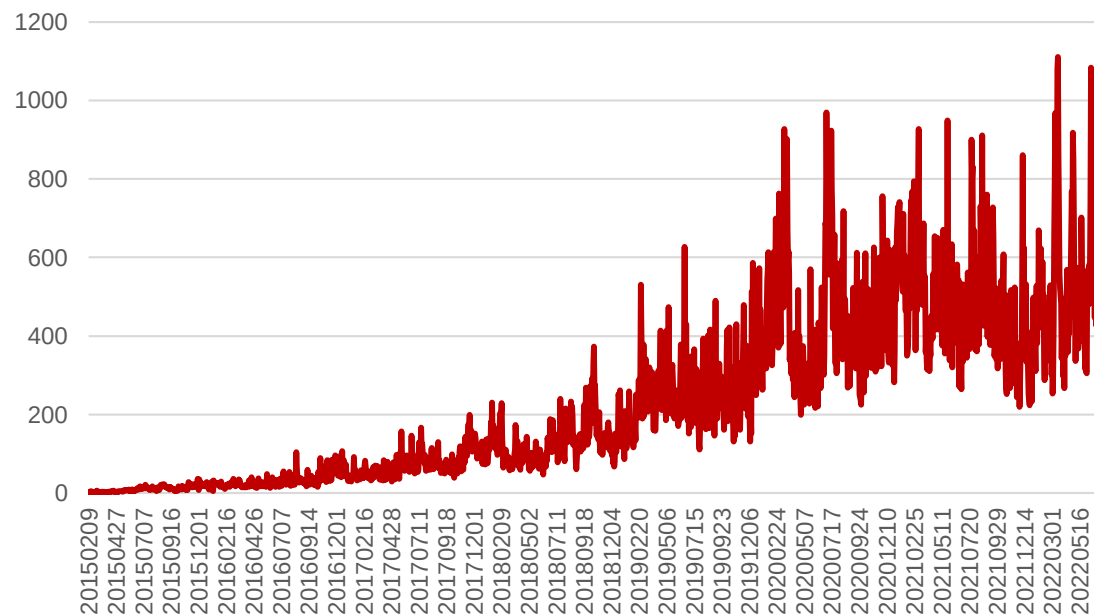
2022年上半年期权市场环境 —— 市场规模继续上升

- 市场规模不断创新高。投资者账户数**55.9万户**，同比上升**9%**。上半年ETF期权日均成交量**509万张**，**3.15、3.16、6.15**三天单日交易量突破千万张，其中**3月16日**峰值达到**1110万张**。
- 成交面值与股票市场成交额的比例，**2000亿左右**，约为**50成分股**的**2倍**，**300成分股**的**60%~70%**，**全A**的**20%**。
- **ETF期权**是市场上主流的期权品种。累计**24个**期权标的中，**3个ETF标的**的期权成交量占比**76%**，成交额占比**55%**。

ETF期权成交面值与股票成交额对比（亿元）



ETF期权成交量走势（万张）



数据来源：中信证券衍生品经纪业务部

2022年上半年期权市场环境 —— 隐含波动率三次快速升降

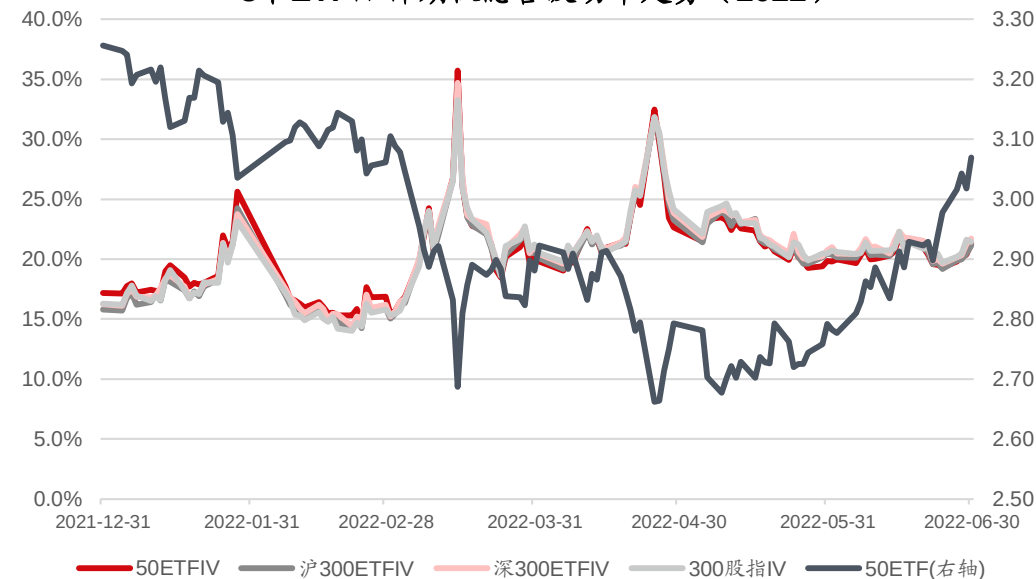
- 2022年以来，隐含波动率均值较2021年有所提升。
- 出现了三波隐含波动率快速上升又快速回落的走势，分别对应春节长假效应、3月市场快速下跌、4月创新低等几段行情。
- 隐含波动率极值差拉大，但75%-25%分位点差距创新低。意味着隐含波动率敞口上有机会（也意味着风险，风险与机遇并存）但捕捉难度大，导致机构业绩有所分化。

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
最大值	82.5%	42.0%	18.2%	39.6%	35.4%	39.7%	26.2%	35.7%
75%	44.4%	27.5%	14.6%	25.5%	23.5%	25.7%	21.4%	21.8%
中位数	36.2%	17.0%	12.3%	22.9%	19.8%	20.4%	18.6%	20.2%
25%	29.2%	15.1%	10.1%	20.2%	16.4%	17.6%	17.4%	18.0%
最小值	23.2%	11.4%	7.1%	13.7%	11.3%	14.3%	14.9%	14.5%
最大-最小	59.2%	30.5%	11.1%	25.8%	24.1%	25.4%	11.4%	21.3%
75%-25%	15.2%	12.5%	4.5%	5.2%	7.0%	8.1%	3.9%	3.8%

50ETF期权波动率走势（2020-2022）



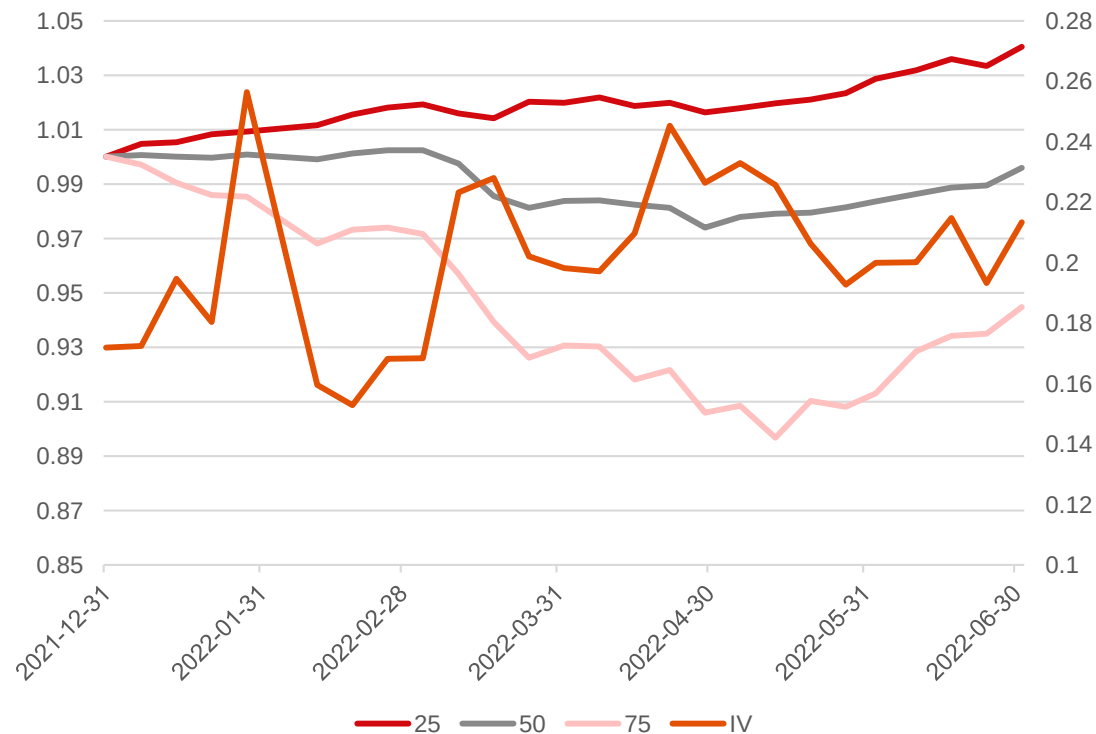
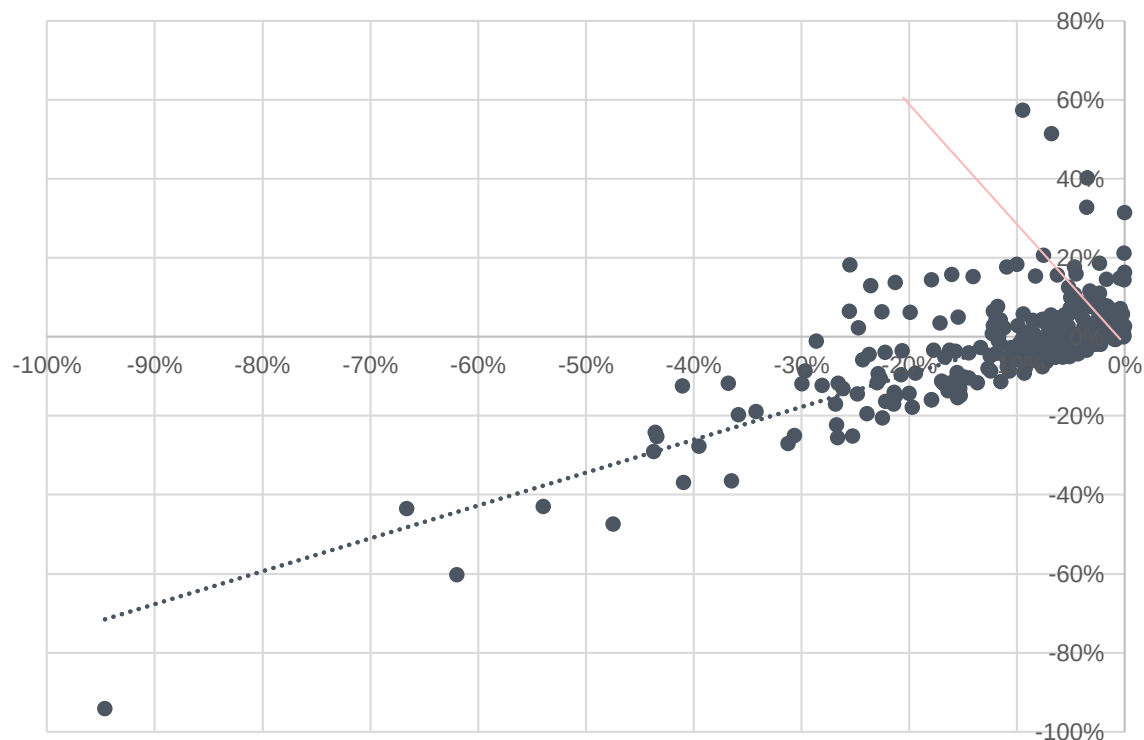
3个ETF品种期权隐含波动率走势（2022）



数据来源： 中信证券衍生品经纪业务部

2022年上半年期权市场环境 —— 样本期权产品表现

- 从期权产品表现情况来看，统计口径中大部分产品在春节长假前后控制住了风险，部分产品在其中有所获利。但是，大部分产品在3月、4月两次标的下跌、波动率上行的过程中表现欠佳。
- 纯从累计收益来排序，上半年中位数在0附近，前25%的分位点在4%附近，前1/3分位点在2.3%附近。
- 从风险收益比来看，10%左右能达到收益/回撤比3以上。



数据来源：中信证券衍生品经纪业务部

目录

第一章 市场整体情况回顾

1

第二章 各类期权策略表现

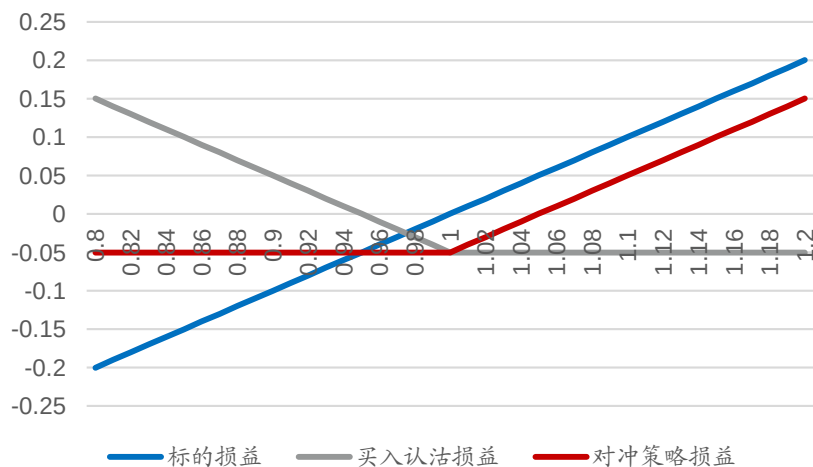
5

第三章 市场机会展望

16

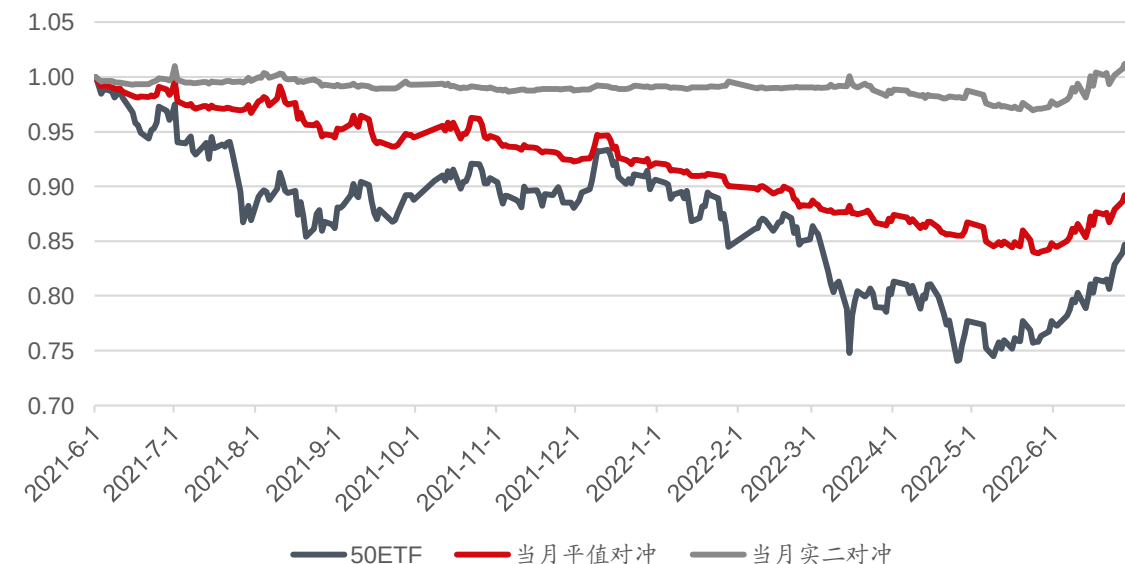
结合股票的策略（1）—— 对冲及其适用环境

- ▶ 重要节点使用期权对冲，有机会看涨的同时起到保护效果。但持续的简单买入认沽对冲，长期来看未必“划算”。长期使用需要考虑降低成本的方法。
- ▶ 实值合约对冲：有效降低波动，但注意在隐含波动率大幅上涨后合约变贵、继续使用容易导致损失。
- ▶ 平值（虚值）合约对冲：更好的保留了上涨时的潜在获利机会。能在大跌时起到保护效果，但不及时处理、后续对行情判断不正确，仍会出现较多损失。相当于在伴随上涨、控制风险的同时获得了一个滞后判断是否止损离场的机会。



■ 2022年2月22日，至3月15日

行权价	股票盈亏	2.22期权市值	3.15期权市值	结合持股总盈亏
2.8	-3940	35	1580	-2395
2.9	-3940	111	2424	-1627
3.0	-3940	252	3361	-831
3.1	-3940	600	4410	-130
3.2	-3940	1295	5399	164

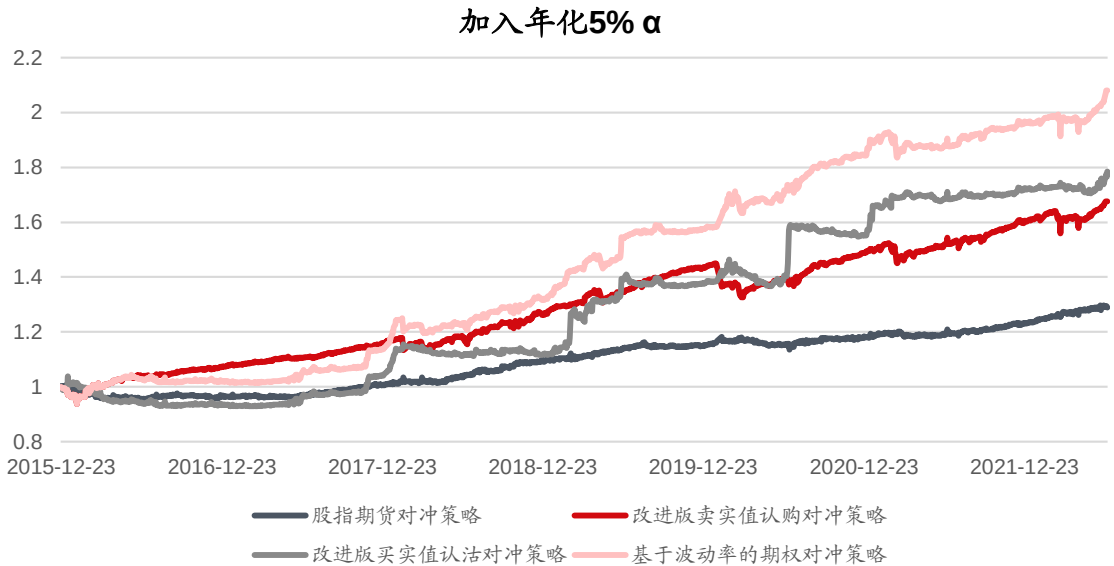
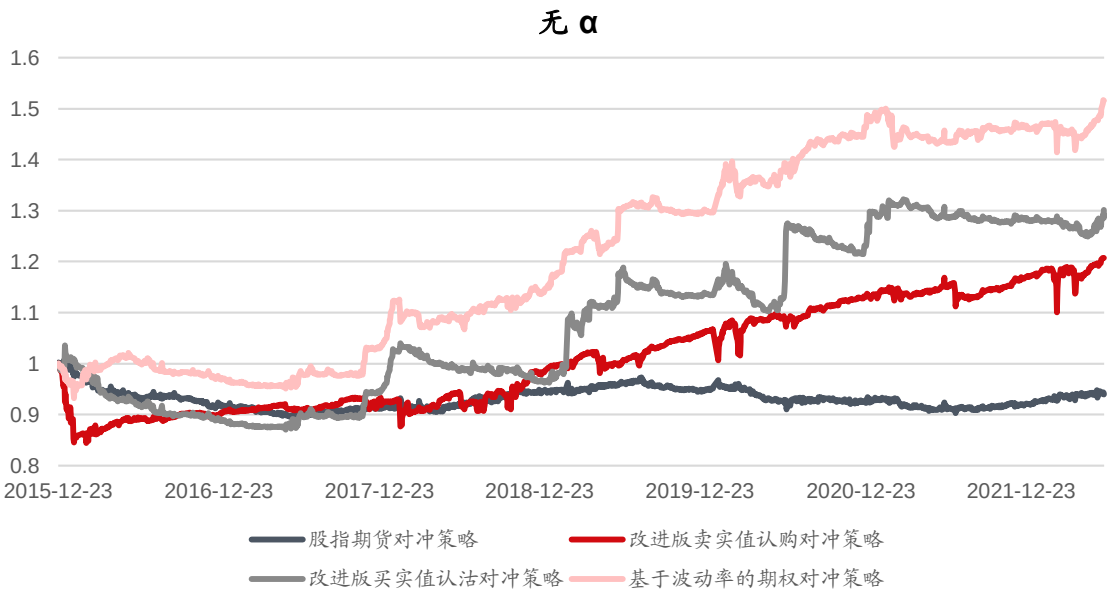


数据来源：中信证券衍生品经纪业务部

结合股票的策略（1）—— 利用实值认购、实值认沽进行“准”线性对冲

- 结合隐含波动率高低，利用卖出实值认购、买入实值认沽的“准”线性性质进行对冲
- 2015年以来的回测区间中，波动率与股指期货类似，最大回撤更低，收益更优
- 2022年上半年，3%的收益，同样优于期货对冲。

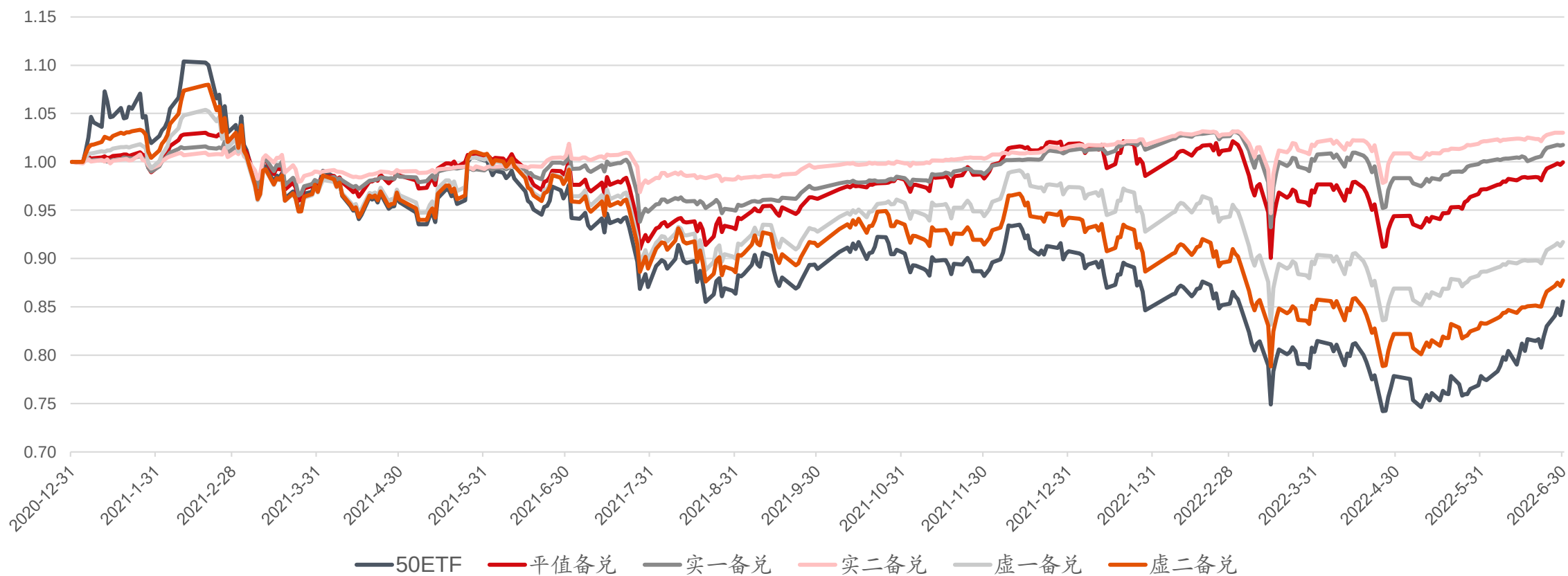
	股指期货对冲策略	综合对冲策略
收益率	-6.1%	46.5%
年化收益率（对冲成本）	-1.0%	7.9%
波动率	5.5%	6.5%
最大回撤	-11.1%	-6.9%
整体相关性	25.0%	59.9%
上涨相关性	14.6%	45.4%
下跌相关性	18.8%	45.3%
单日最大涨幅	2.4%	3.3%
单日最大跌幅	-2.9%	-2.5%



数据来源： 中信证券衍生品经纪业务部

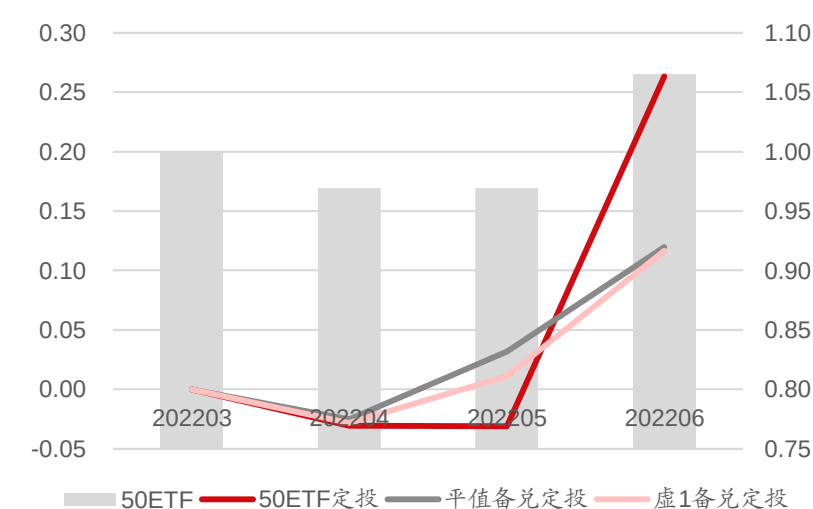
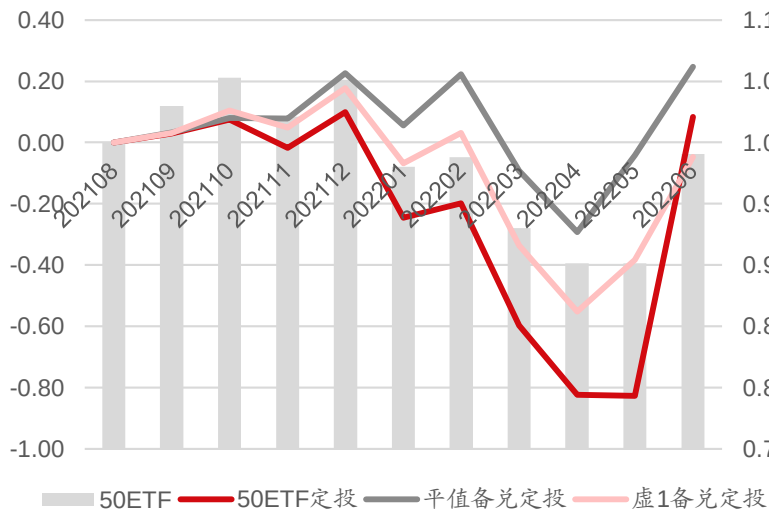
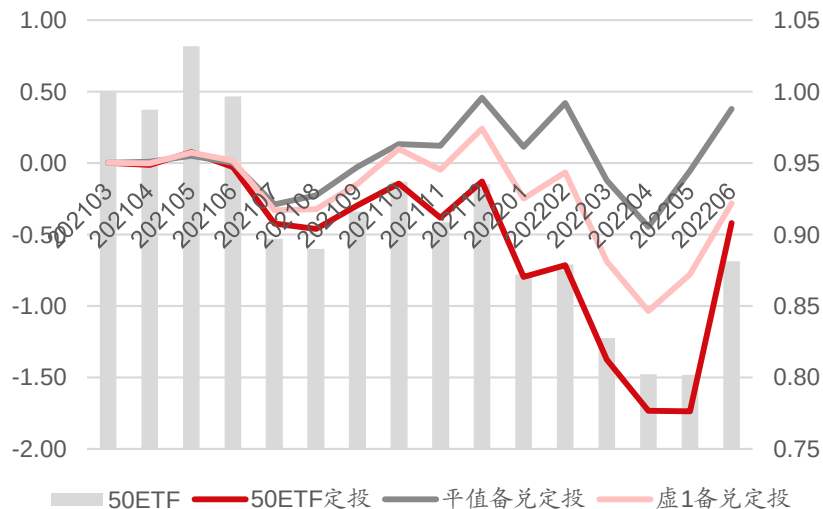
结合股票的策略（2）—— 备兑

- ▶ 2021年以来，备兑策略表现明显优于标的
- ▶ 选择实值一点的合约，在下跌过程中保护更好；选择虚一点的合约，在上涨过程中弹性更大



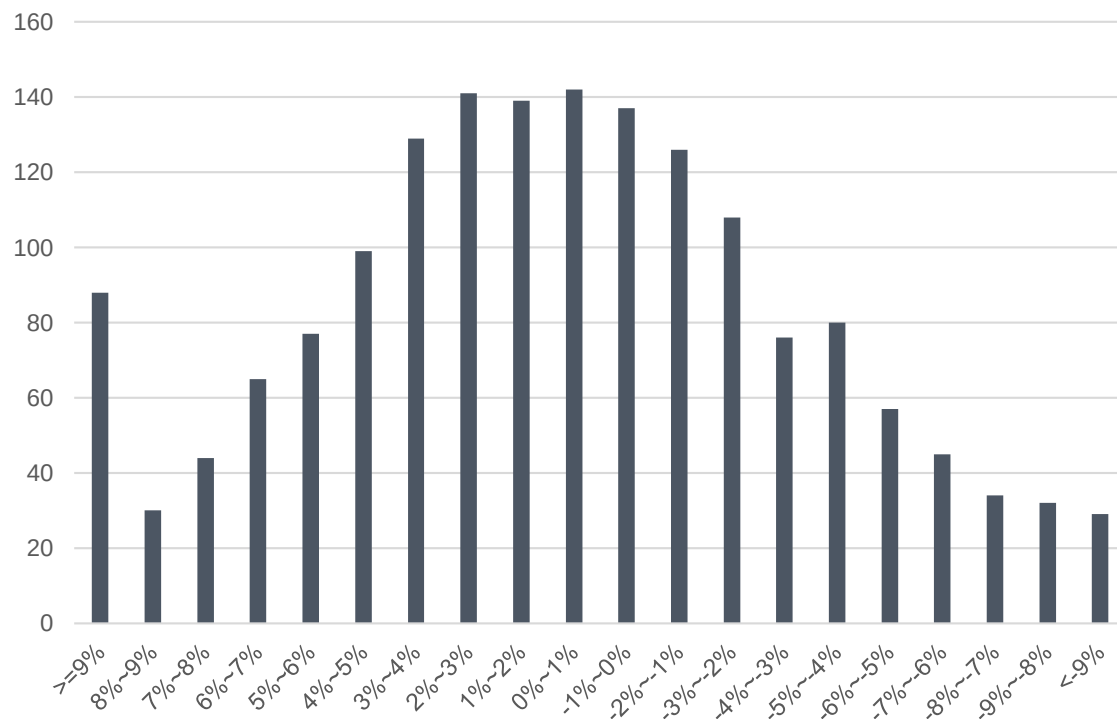
结合股票的策略（2）—— 备兑和“分步建仓”、“定投”

- ▶ 备兑策略在“磨底”环境中表现最佳，和“分步建仓”、“定投”的适合时间段具备一定的重叠。
- ▶ 考虑三个下跌后的节点，2021.3、2021.8、2022.3，以月末开始“定投”。至2022.5，三个时间段使用备兑定投的累计表现均明显优于50ETF上的定投；而在2022.6的标的持续上涨中，备兑收益逊于标的——在探底、磨底环境中，使用备兑分布建仓具备一定的优势，但需注意在标的上涨、策略获利后及时调整策略。
- ▶ 如果备兑的单份定投的资金占用过高，也可以考虑使用不加杠杆的卖出认沽期权进行代替。



结合股票的策略（3）——不同标的涨跌环境的影响及轮动配置

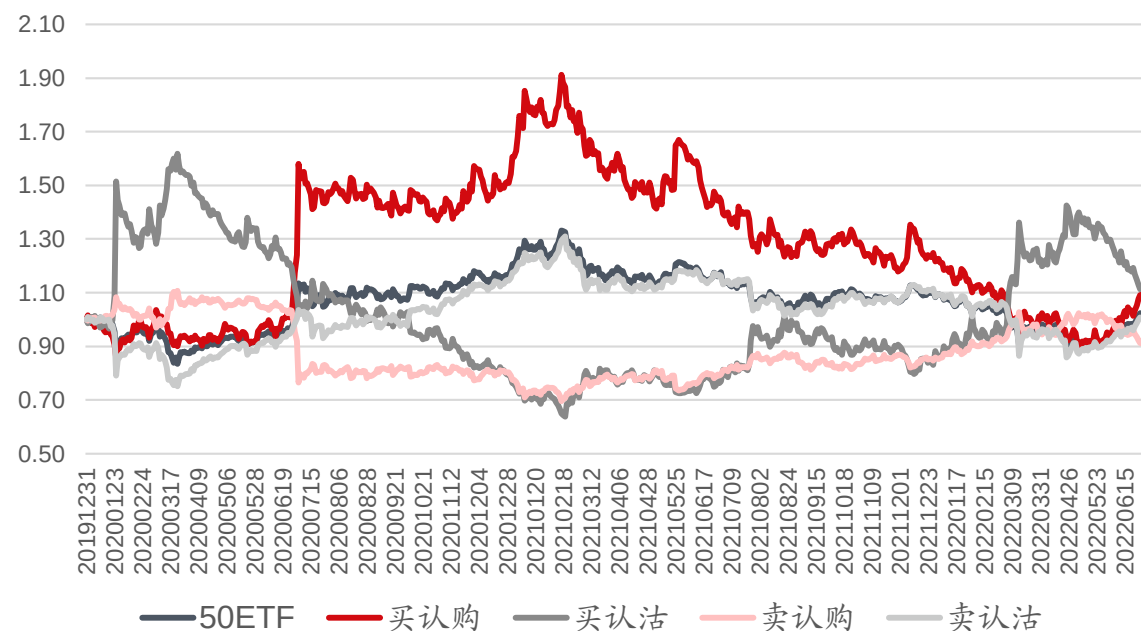
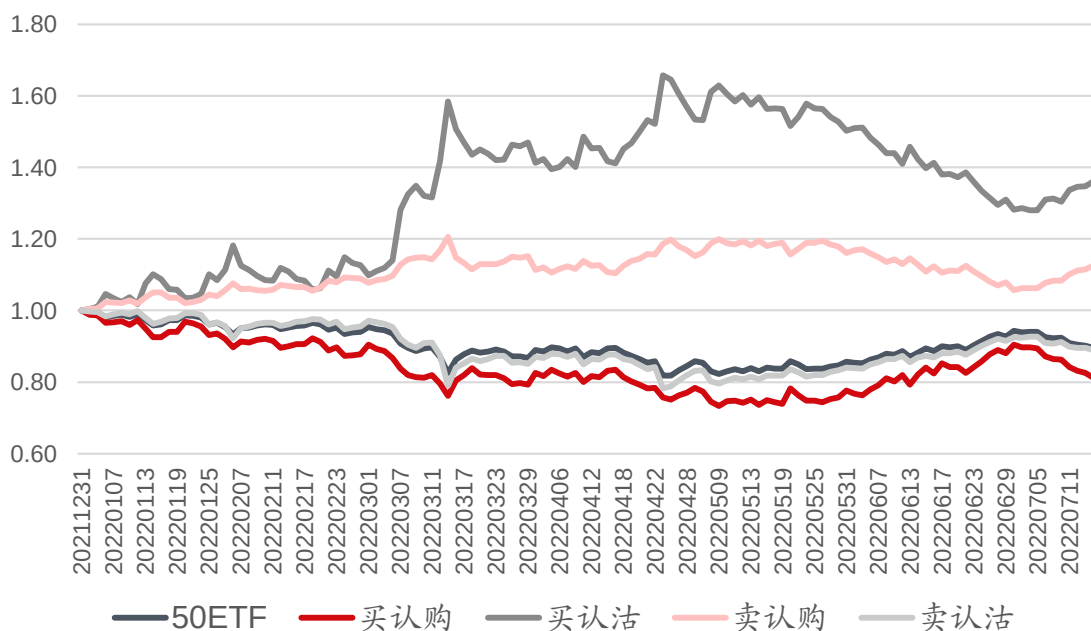
- ▶ 2015~2022, 50ETF 20日累计涨跌幅分布，尖峰厚尾，超额上涨侧偏。
- ▶ 基于期权策略特点，进行轮动配置：近期涨幅较大后，使用对冲策略；近期跌幅较大，使用备兑；其余时间，使用衣领。
- ▶ 2015年以来，较全仓持有50ETF有明显优势；2022上半年，基本0盈亏，优于50ETF自身的-5.7%。



数据来源：中信证券衍生品经纪业务部

方向策略 —— 四种基本方向策略

- 买入按7%权利金仓位计算仓位，卖出按二倍资金的面值计算仓位。
- 隐含波动率几次在标的下跌的过程中大幅上升，认沽期权获利丰厚。其他时间段损失，但累计下来2022年上半年仍是买入认沽最佳。
- 2020年以来，50ETF先升后降累计变化不大，四种基本方向策略累计表现也接近 —— 没有单一的优势策略，需要根据市场环境，对策略进行适当的调整。

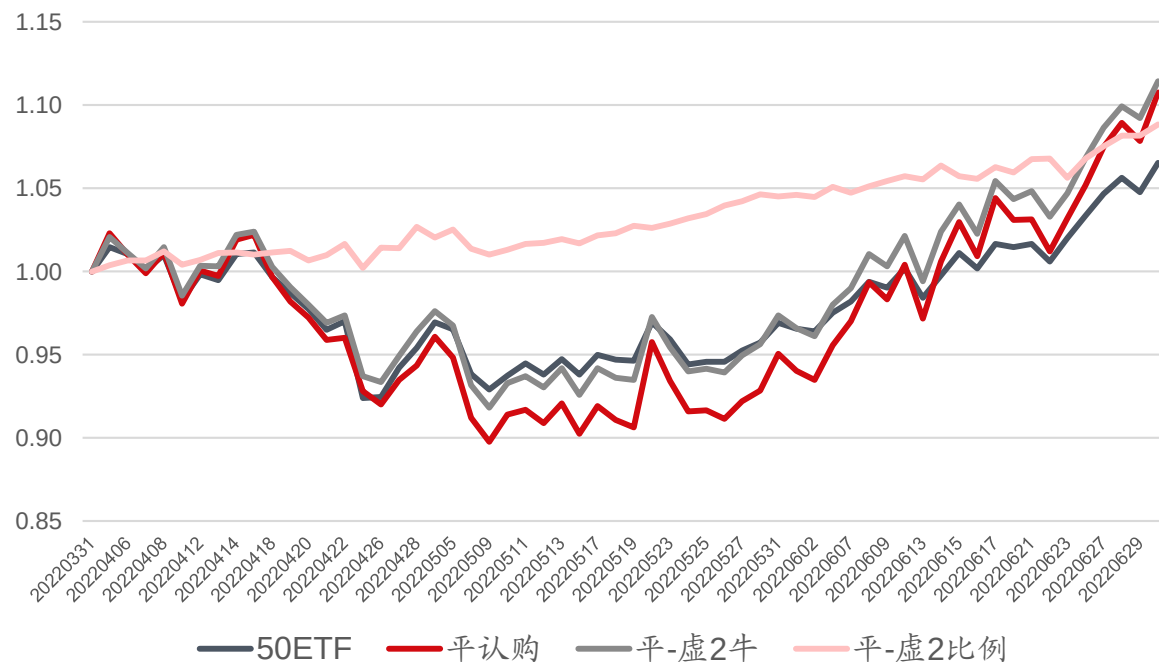


数据来源： 中信证券衍生品经纪业务部

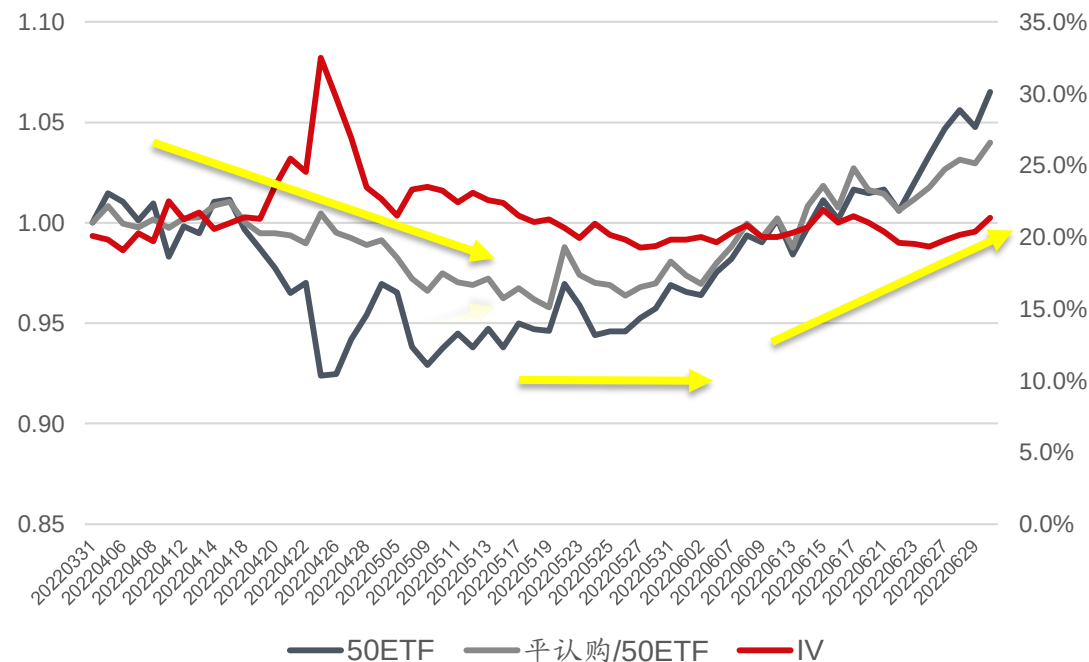
方向策略 —— 几类阶段性做多的方法回顾

- 5月的论坛会议中，探讨了期权做多的方法、影响因素和适用场景
- 5月至6月末的市场上行过程中，再次较好的体现了其中的结论
- 考虑三个阶段“下跌-反弹”，“震荡、IV回落”，“标的开始创新高”买入认购和50ETF的相对表现对比，再次验证以往结论

二季度，几种做多方法表现对比



买入认购与50ETF相对强度对比

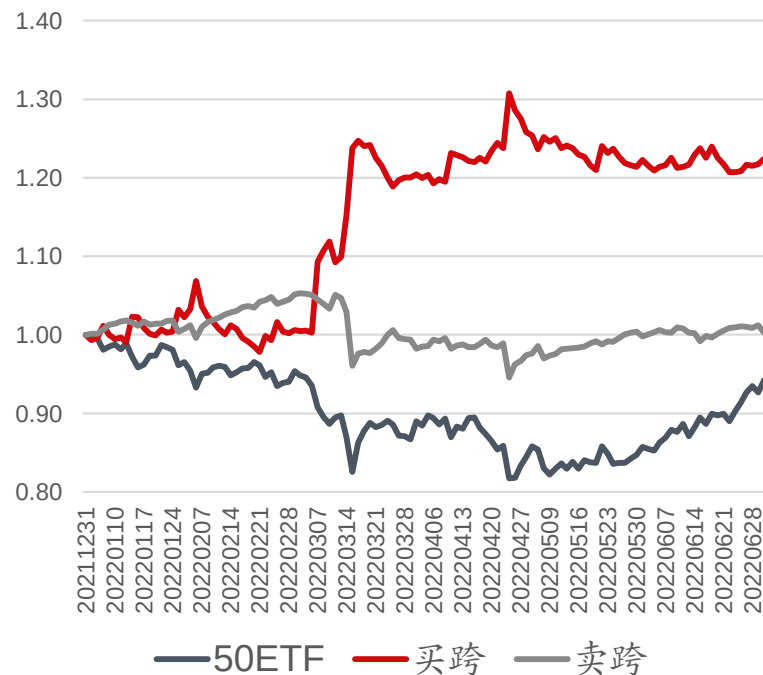


数据来源：中信证券衍生品经纪业务部

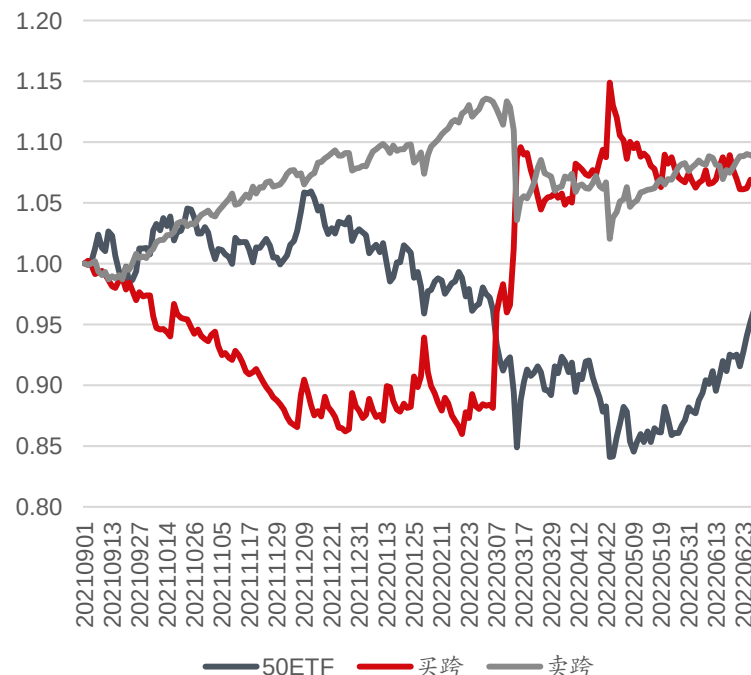
波动率策略 —— 持续买入和持续卖出跨式组合

- 2022年上半年，波动率上行导致买跨获利，但卖跨也逐步追回了损失。
- 放到更长的时间来看，2021.9-2022.6，二者累计接近。
- 凸显时机选择和仓位控制的重要性

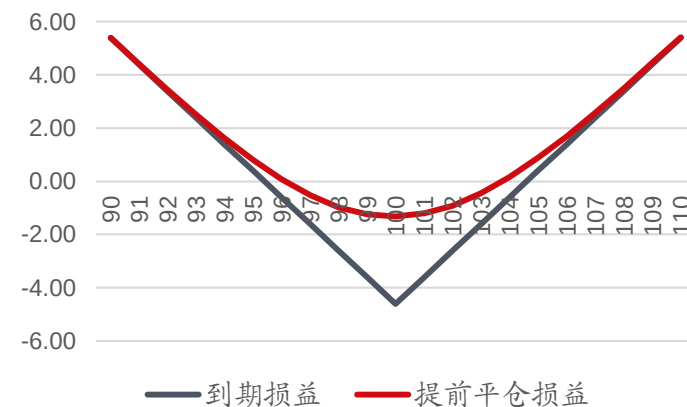
2022上半年，买入及卖出跨式组合



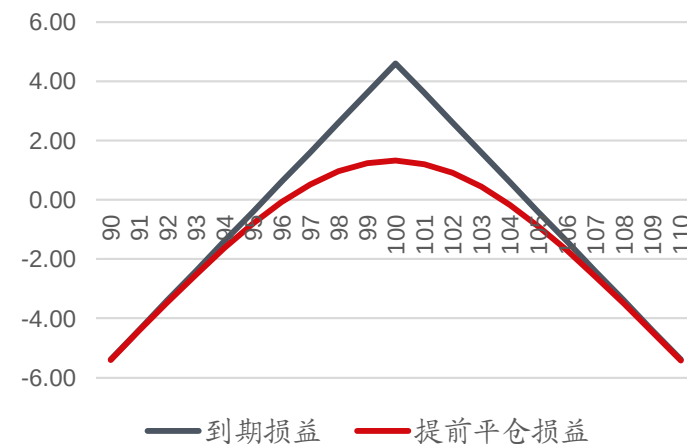
2021.9-2022.6，买入及卖出跨式组合



买入跨式组合示意

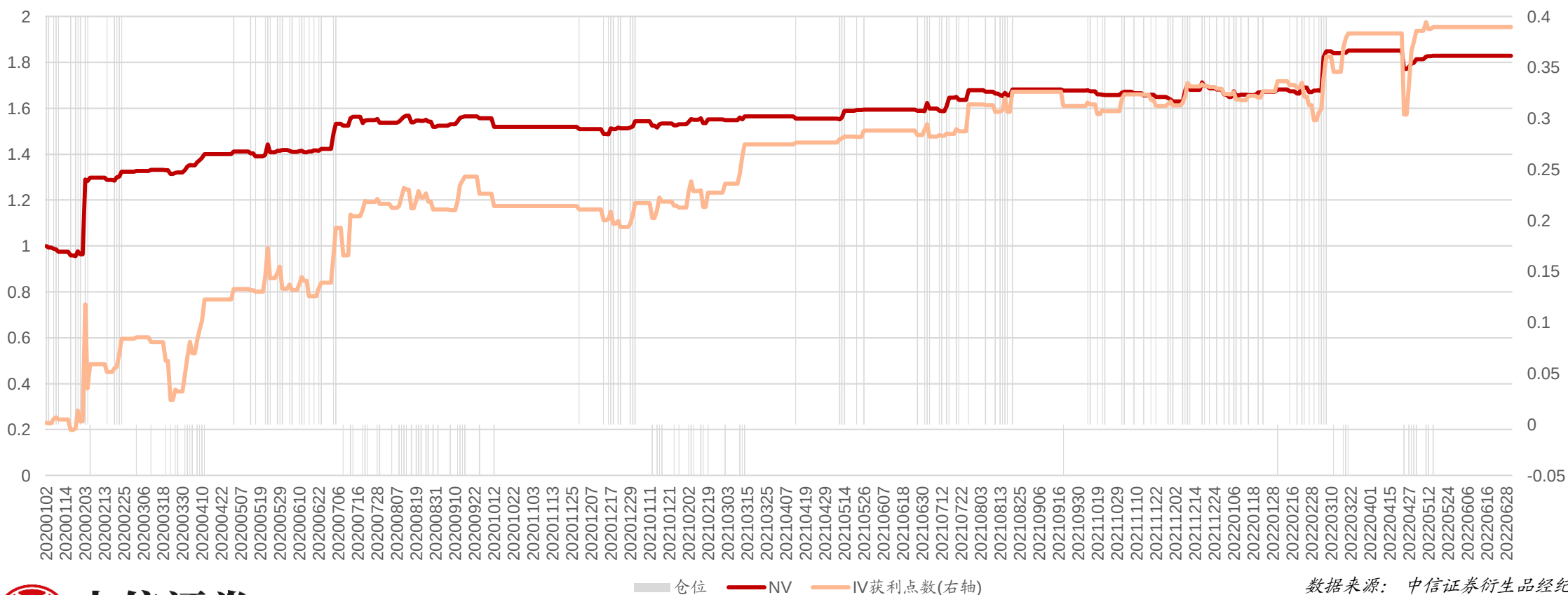


卖出跨式组合示意



波动率策略 —— 布局IV中性回归

- 隐含波动率具备均值回复特征，但也有趋势性特征。考虑二者的综合效用，在偏高且IV下降时布局其继续回落，偏低且IV上升时布局其上升。
- 从下图中可以看到，简单的布局逻辑也有机会获得IV上的优势，通过基本的跨式组合也有正收益效果。

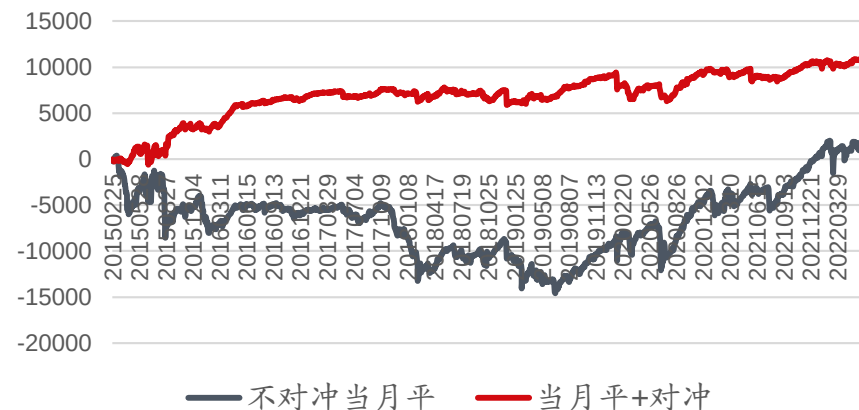


数据来源： 中信证券衍生品经纪业务部

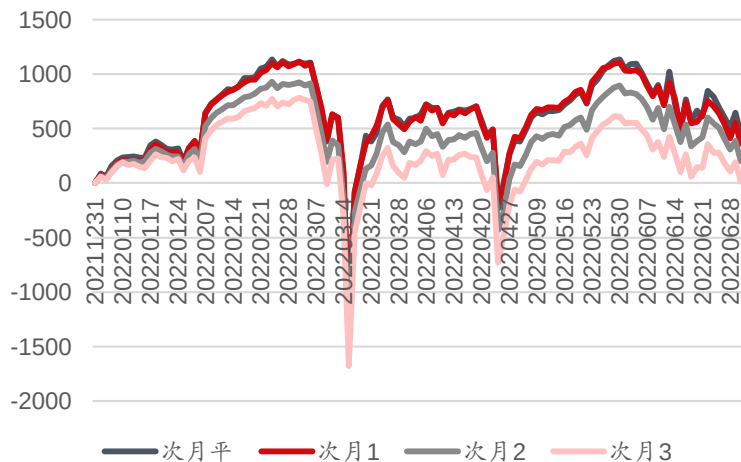
波动率策略 —— 卖出期权策略，对冲与不对冲的对比

- 2022年，卖出期权策略的情况，按按月卖出一组跨式组合的方式来看，上半年总体也已获得正收益。
- 3月、4月各出现了一次较大的回撤，这也是期权卖出策略产品两个主要回撤时间点。春节之前隐含波动率上行段，近月表现优于Vega敞口更大的远月。
- 对冲后的组合，在今年实际波动率上行的环节也未取得明显优势：波动更低，累计收益并不占优。但放到更长的时间窗口中来看（主要是2019年之前的时间段），控制尾部风险仍具备重要意义。

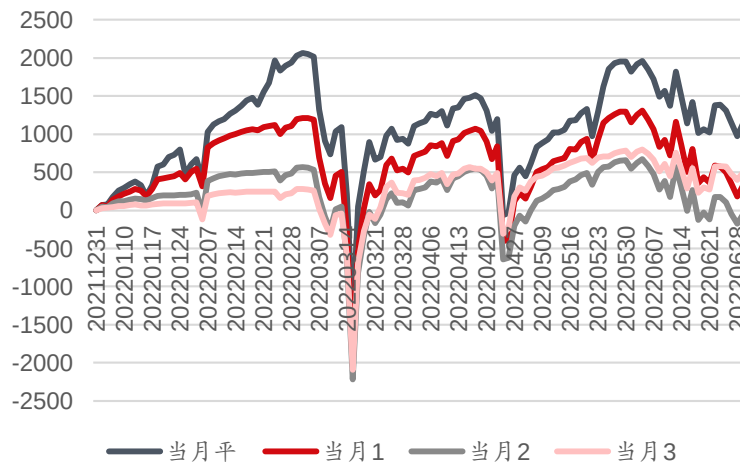
2015-2022，卖出一组当月跨式，对冲与不对冲



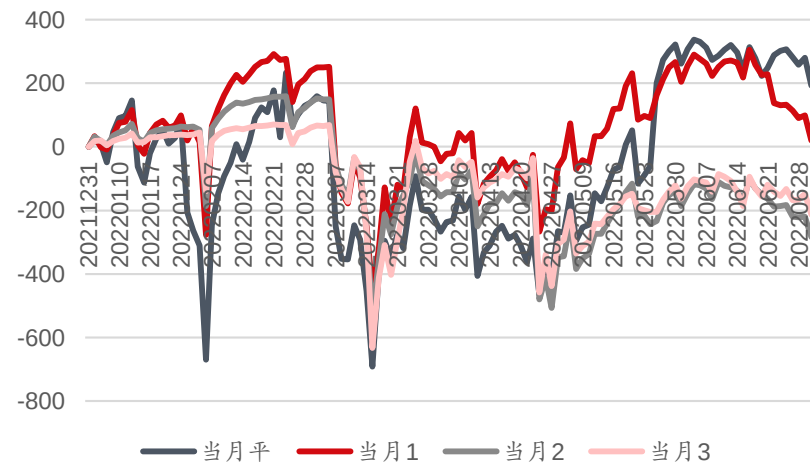
2022上半年，按月卖出一组次月跨式组合



2022上半年，按月卖出一组当月跨式组合



2022上半年，按月卖出一组次月跨式组合+对冲



数据来源：中信证券衍生品经纪业务部

目录

第一章 市场整体情况回顾

1

第二章 各类期权策略表现

5

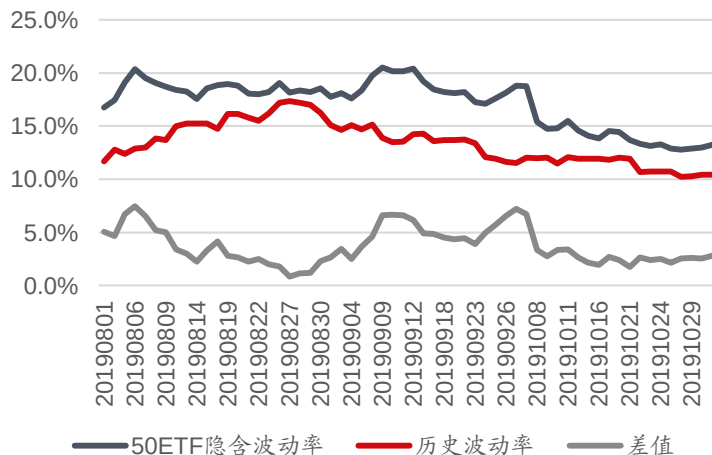
第三章 市场机会展望

16

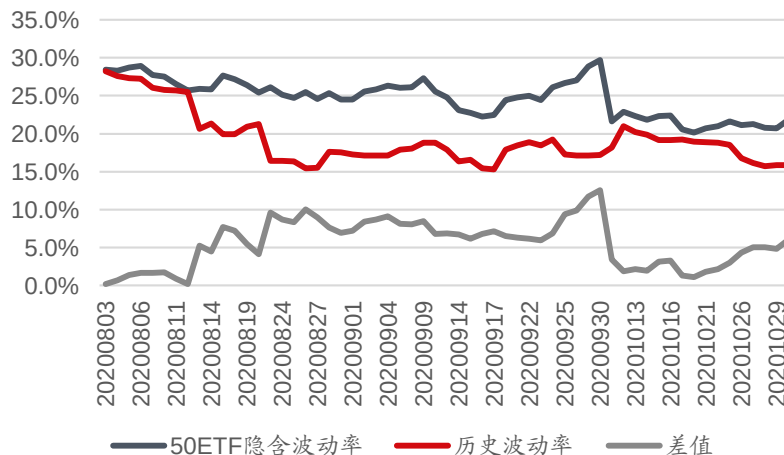
近期市场机会展望及注意事项

- 除前述各类可持续跟踪的内容外，近期可考虑几类机会及注意事项：
 - 市场回调后，隐含波动率和标的变化呈负相关。此时如果使用期权布局反弹，需注意深度虚值认购期权可能在反弹中不涨反跌。
 - 如果新标的上线，可能带来较好的对冲做法及套利机会。
 - 长假效应：过去三年，普遍从8月底、9月初开始出现了隐含波动率上行，10月长假后隐含波动率快速回落。2019、2020 IV呈现下行趋势，2021 IV呈横盘趋势。期间的IV上升、回落变化未影响整体趋势。从9月初计算到10月初：2019，IV 17.8%→20.5%→15.4%；2020，IV 24.5%→29.7%→21.6%；2021，IV 20.4%→23.8%→18.3%。考虑到其他因素不变的情况下，IV与平值合约价格基本成正比，可考虑对冲方向风险后捕捉其中的波动率收益机会。

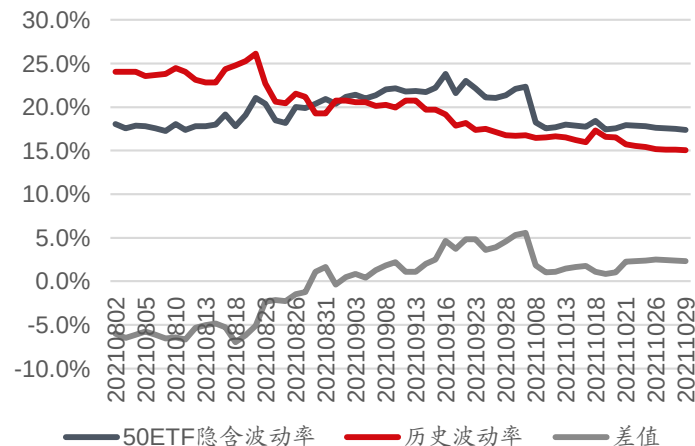
2019，8-10月波动率走势



2020，8-10月波动率走势



2021，8-10月波动率走势



数据来源：中信证券衍生品经纪业务部



了解更多期权交易服务
敬请关注中信证券【爱期权】微信公众号

致謝