

巧用期权过节假日

2021年9月24日 星期五

兴证期货·研发中心

内容提要

国庆节将至，往年长假期间，内外市场消息、外盘表现、重大政策等集中发酵。节后首个交易日，长假期间所积压的情绪在A股市场集中释放，指数大幅波动成常态。在期权市场中，节前买入跨式、买入宽跨式策略成为投资者看突破行情的常用选择。在策略的决策、构建与善后过程中，隐含波动率至关重要。本文结合策略理论与实盘表现，分析节假日前买入跨式策略需要注意的要点。

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

周立朝

从业资格编号：F03088989

联系人：周立朝

电话：0591-38117689

邮箱：zhoulc@xzfutures.com

报告目录

1. 长假期后的指数行情回顾.....	3
2. 期权突破策略.....	3
3. 买入跨式实盘数据表现.....	5
4. 买入跨式策略总结.....	6

图表目录

图表 1: 50ETF 在长假后的表现	3
图表 2: 买跨式到期损益	3
图表 3: 买入跨式短线损益.....	4
图表 4: 不同情况下买入跨式短线表现.....	4
图表 5: 买入跨式表现（2020 年春节）	5
图表 6: 买入跨式表现（2018 年国庆节）	5
图表 7: 买入跨式表现（2020 年国庆节）	5

1. 长假期后的指数行情回顾

2021年国庆节假即将来临，在长达一周的时间内，国内外政策、外盘市场变化牵动着A股投资者的情绪，节后首个交易日成为节假日期间所积累情绪的宣泄窗口，指数大幅高开或者低开对于投资者已经司空见惯。下面图表为近几年春节、国庆长假后首个交易日市场的表现，以上证50ETF为例。

图表1 50ETF在长假后的表现

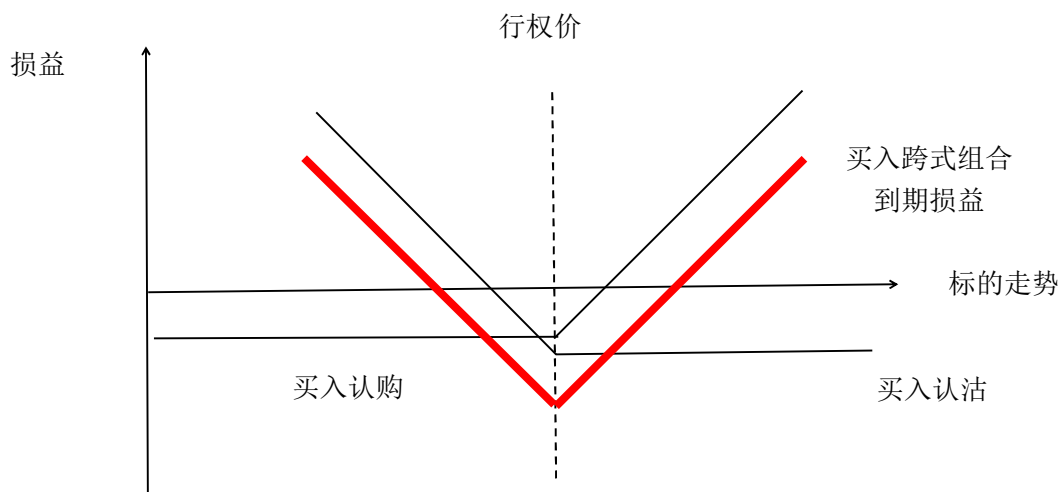
	春节后首个交易日		国庆后首个交易日	
	开盘涨跌幅	收盘涨跌幅	开盘涨跌幅	收盘涨跌幅
2016	-2.13%	-1.11%	+0.76%	+1.36%
2017	0.08%	-1.11%	+2.31%	+0.95%
2018	+1.54%	+2.17%	-2.18%	-5.02%
2019	-0.48%	+1%	+0.1%	+0.81%
2020	-7.62%	-7.59%	+1.62%	+1.73%
2021	+1.99%	-0.12%		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

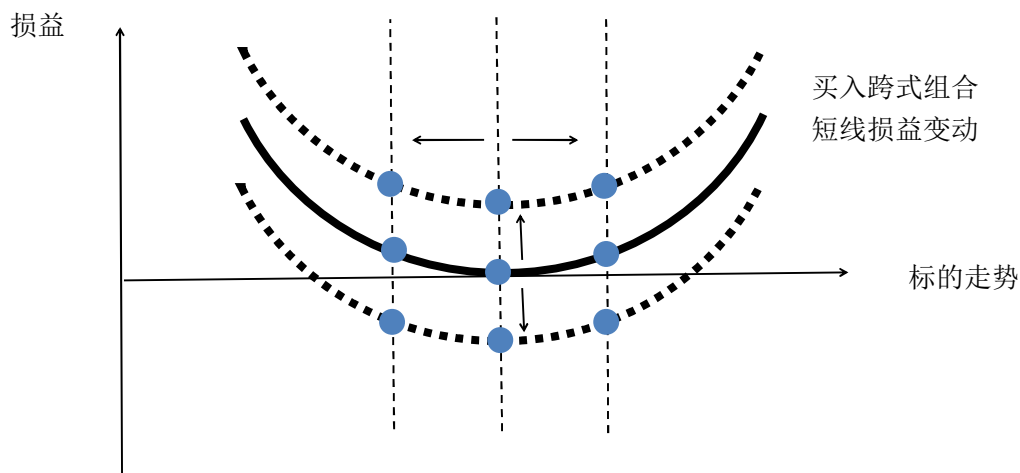
2. 期权突破策略

买入跨式（Long Straddle）、买入宽跨式（Long Strangle）是经典的期权突破策略，前者由买入同一月份、同一行权价的认购与认沽组成，后者由买入同一月份、不同行权价的认购与认沽组成。二者构建成本为买入期权花费的权利金，最大损失为权利金，最大收益理论上无限大。

图表2 买入跨式到期损益



图表 3 买入跨式短线损益



图表 4 不同情况下买入跨式短线表现

	指数上涨	指数不变	指数下跌
隐波上升	非常有利	有利	非常有利
隐波不变	有利	不变	有利
隐波下降	不确定	不利	不确定

买入认购(Long Call)策略中的 Delta、Gamma、Vega 值均为正数,下文记为 Δ_{ac} 、 Γ_{ac} 、 Veg_{ac} ; 买入认沽(Long Put)策略中的 Delta 为负, Gamma、Vega 为正数,下文记为 $-\Delta_{ap}$ 、 Γ_{ap} 、 Veg_{ap} 。标的价格上涨记为 ΔS , 下跌记为 $-\Delta S$, 买入跨式组合(Long Straddle)损益记为 $\Delta L_{Straddle}$ 。IV 为合约隐含波动率, ΔIV_C 为认购隐波上升差额, ΔIV_P 为认沽隐波上升差额。下文以差分方法估算近似盈亏, ΔS 越小, 估算值越精确。

指数上涨隐波上升情况下, 不考虑时间价值衰退, 买入跨式组合损益近似值如下:

$$\Delta L_{Straddle} \approx \Delta S * (\Delta_{ac} + \Delta S * \Gamma_{ac}) + Veg_{ac} * \Delta IV_C + \Delta S * (-\Delta_{ap} + \Delta S * \Gamma_{ap}) + Veg_{ap} * \Delta IV_P$$

指数下跌隐波上升情况下, 不考虑时间价值衰退, 买入跨式组合损益近似值如下:

$$\Delta L_{Straddle} \approx -\Delta S * (\Delta_{ac} - \Delta S * \Gamma_{ac}) + Veg_{ac} * \Delta IV_C - \Delta S * (-\Delta_{ap} - \Delta S * \Gamma_{ap}) + Veg_{ap} * \Delta IV_P$$

在公式中, $0 < (\Delta_{ac} + \Delta S * \Gamma_{ac}) < 1$, 即随着合约越来越实值, 其 Gamma 对 Delta 加速的边际作用衰减, Gamma 逐渐变小, $\Delta_{ac} + \Delta S * \Gamma_{ac}$ 不会超过 1, 同理, $-\Delta_{ap} - \Delta S * \Gamma_{ap}$ 也不会低于 -1。

买入跨式组合对于 Gamma 值 Vega 值的变动非常敏感, 属于做多 Gamma 与做多 Vega 策略。当标的指数大涨大跌且伴随着隐含波动率上升的情况是最有利的; 当标的指数横盘且隐含波动率下跌的情况不利。该策略由买入认购与买入认沽两个权利仓构成, 也受制于时间价值的衰退。

3. 买入跨式实盘数据表现

从上文图表一可以看出，近几年春节国庆长假之后，上证 50 指数以及上证 50ETF 涨跌幅普遍高于 1%。买入跨式组合基于标的指数大涨大跌的预期，除此之外，在实盘过程中还要考虑到后市隐含波动率的变化，即使在大涨大跌情况下，买入跨式并不一定是稳赢的。

图表 5 买入跨式表现（2020 年春节）

	2020-1-23 收盘	2020-2-3 收盘	变化额度	买入跨式表现
50ETF 购 2020 年 2 月 2950	0.0504	0.0102	- 0.0402	每个组合成本 1152 元，盈利 2085 元，收益率 181%
购 2 月 2950 隐波	16.63%	26.84%	+10.21%	
50ETF 沽 2020 年 2 月 2950	0.0648	0.3135	+ 0.2487	
沽 2 月 2950 隐波	26.22%	58.01%	+31.79%	

数据来源：Wind，兴证期货研发部

在图表 5 中，2020 年春节受疫情影响，节后首日两市暴跌，上证 50ETF 单日收盘跌幅为 -7.59%，期权市场认沽合约大涨，沽购隐含波动率齐飙升，买入跨式组合获利丰厚。

图表 6 买入跨式表现（2018 年国庆节）

	2018-9-28 收盘	2018-10-8 收盘	变化额度	买入跨式表现
50ETF 购 2018 年 10 月 2650	0.0690	0.0201	- 0.0489	每个组合成本 1202 元，盈利 258 元，收益率 21.5%
购 10 月 2650 隐波	21.28%	27.27%	+5.99%	
50ETF 沽 2018 年 10 月 2650	0.0512	0.1259	+0.0747	
沽 10 月 2650 隐波	20.3%	22.39%	+2.09%	

数据来源：Wind，兴证期货研发部

在图表 6 中，2018 年国庆节后首日，上证 50ETF 跌幅为 -5.02%，且沽购合约隐含波动率上涨，节前构建买入跨式组合获利。

图表 7 买入跨式表现（2020 年国庆节）

	2020-9-30 收盘	2020-10-9 收盘	变化额度	买入跨式表现
50ETF 购 2020 年 10 月 3300	0.0820	0.0800	-0.0020	每个组合成本 1697 元，亏损 271 元，亏损率 15.9%
购 10 月 3300 隐波	23.81%	17.8%	-5.01%	
50ETF 沽 2018 年 10 月 3300	0.0877	0.0626	-0.0251	
沽 10 月 3300 隐波	28.17%	19.94%	-8.23%	

数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 7 中，2020 年国庆节前，两市多空分歧情绪连续上升，沽购隐波连续上升，节前一周，认购 10 月 3300 隐波从 18.74% 上升至 23.81%，认沽 10 月 3300 隐波从 23.35% 上升至 28.17%。国庆节过后，前期积压的情绪大幅回落，隐波下跌，即使当天 50ETF 上涨 1.73%，买入跨式组合却受到了损失。

4. 买入跨式策略要点总结

每逢长假前，期权市场充斥着买入跨式或者买入宽跨式组合的声音，两个策略针对长假期间可能出现的重大利好利空，除了方向，期权隐含波动率也是一个重要参照。以下几点需要注意：

一、如果节前市场情绪平淡，认购认沽隐含波动率甚至低于历史波动率，则买入跨式成本低，节后出现突破行情叠加隐波上升的情况下，组合获利。

二、如果节前市场情绪积压过浓，导致认购认沽隐波大幅高于历史波动率，买入跨式构建成本增加，节后情绪回落造成隐波大跌，这种情况下即使是出现大涨大跌行情，买入跨式组合也可能出现亏损。

三、买入跨式组合内认购认沽行权价宜靠近期权标的 ETF 的市场价格，将做多 Gamma 与做多 Vega 的作用最大化。

四、节前如果构建了买入跨式，那么节后首个交易日宜离场，长期持有该策略容易受到隐波回落、时间价值衰退的不利影响。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。