

兴证期货·研发产品系列

变盘窗口中的期权保险策略

2021年11月10日 星期三

兴证期货·研发中心

内容提要

沪深 300 指数经过几个月的震荡行情，呈三角收敛形态，面临着方向的选择，宏观经济数据连续多个月下滑，通胀压力并存。沪深 300ETF 以及相关性较大的蓝筹股有破位下行风险。在技术面、政策面共振的变盘窗口，期权保险策略可以对冲大跌风险，花费小成本保护股票或者基金仓位。

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. 指数技术面表现情况.....	3
2. 经济基本面表现情况.....	4
3. 期权波动率结构.....	5
4. 对冲大跌风险的策略——期权保险.....	5
5. 要点总结.....	6

图表目录

图表 1: 沪深 300 指数日线走势.....	3
图表 2: 沪深 300ETF 周线走势.....	3
图表 3: CPI 与 PPI (单位: %)	4
图表 4: 工业增加值 (单位: %)	4
图表 5: 社会消费品零售总额同比 (单位: %)	4
图表 6: 制造业 PMI.....	4
图表 7: 沪深 300ETF 期权波动率期限结构.....	5
图表 8: 保险策略到期损益图.....	6
图表 9: 保险策略到期损益.....	6
图表 10: 保险策略对冲表现.....	6

1. 指数技术面表现情况

自 2021 年 7 月底大跌以来，沪深 300 指数缩量震荡，呈收敛三角形态。与沪深 300 指数高度相关的沪深 300ETF 面临着周线级别的破位风险（强支撑在 4.85 元至 4.9 元区间）。

图表 1：沪深 300 指数日线走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 2：沪深 300ETF 周线走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 经济基本面表现情况

2021年初至今，PPI连续上升，推动生产成本大涨，与CPI的剪刀差创下近几年的新高，社会消费品零售额同比增速低于疫情前的数据，工业增加值与制造业PMI处于连续下跌趋势。企业生产压力增大叠加居民消费力度疲软，近几个月经济数据缺乏弹性，数据曲线呈阴跌走势。在宏观经济不景气的背景下，消费、金融为主的蓝筹股盈利增速下降，股价走势偏弱，通胀压力下的货币政策空间受限，宽松流动性带来的边际效用下滑。当前基本面恐难以支撑部分价格处在近几年高位的蓝筹股，股票避险需求较大。

图表 3：CPI 与 PPI（单位：%）

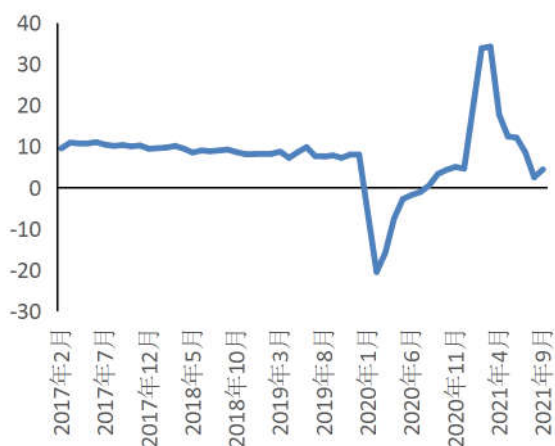


图表 4：工业增加值（单位：%）

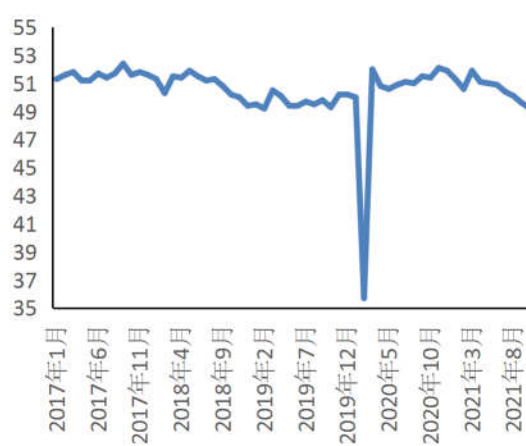


数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 5：社会消费品零售总额同比（单位：%）



图表 6：制造业 PMI

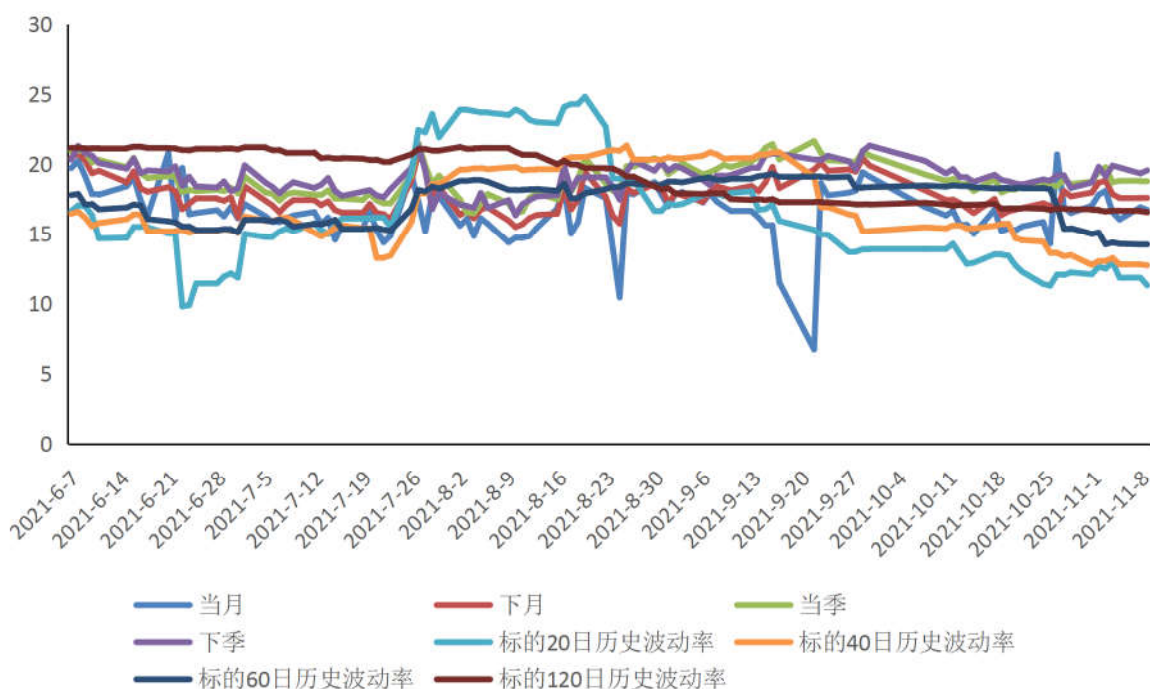


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 期权波动率结构

通过观察沪深 300ETF 期权的波动率期限结构，标的历史波动率与期权隐含波动率的波差达到近半年的新高，其中历史波动率居于低位，这种波动率结构通常反映标的当前波动不大，但是市场对于后市升波的预期非常强烈，结合期权标的技术形态与宏观经济的分析，后市期权标的沪深 300ETF 有大跌升波的风险。

图表 7：沪市 300ETF 期权波动率期限结构

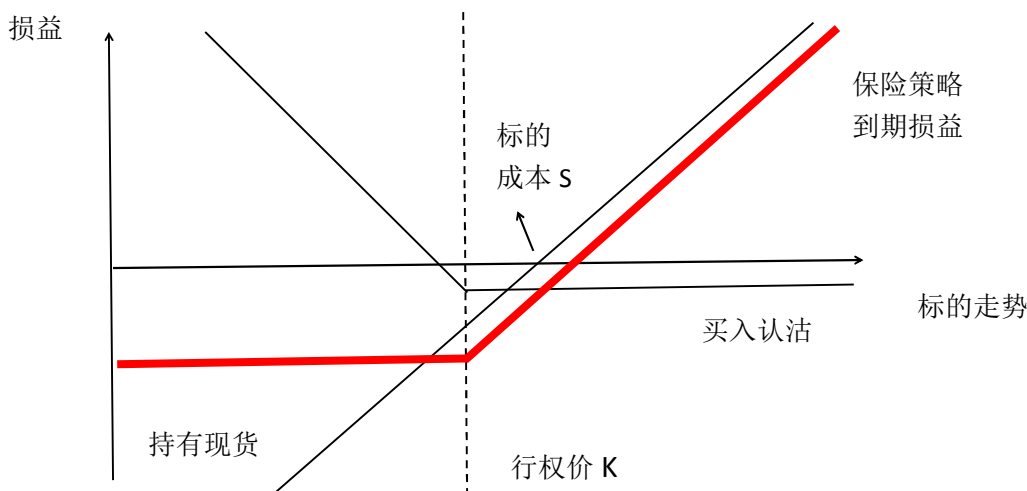


数据来源：Wind，兴证期货研发部

4. 对冲大跌风险的策略——期权保险

买入认沽期权保护股票或者基金是期权比较经典的对冲策略，即保险策略。如果出现大跌行情，期权标的亏损，而买入认沽的仓位则会盈利，就像为股票基金买了一份保险。假设期权标的股票市场价格为 S ，认沽行权价为 K ，权利金为 P 。保险策略的最大损失有限（为 $S-K+P$ ），最大盈利无上限。

图表 8：保险策略到期损益图



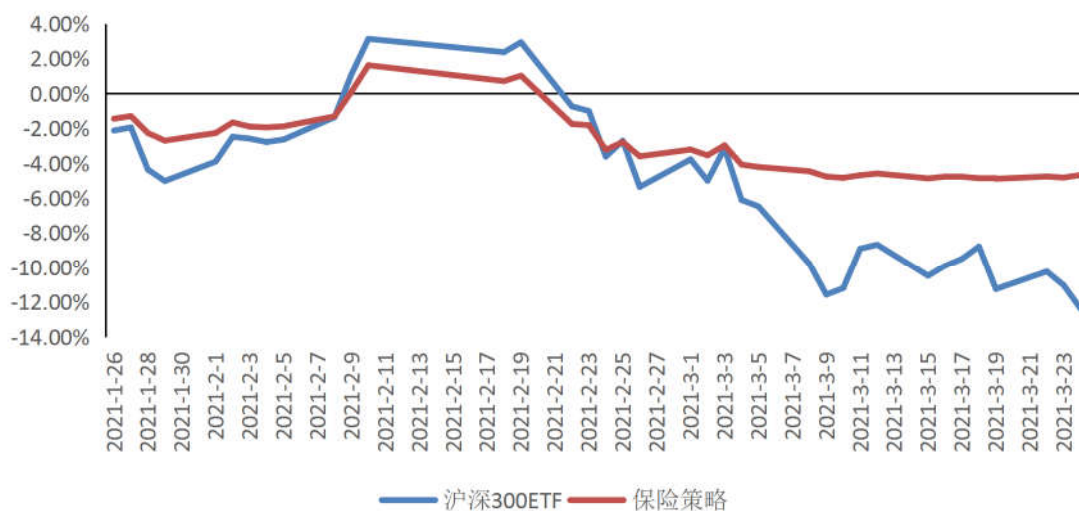
图表 9：保险策略到期损益

	最大盈利	最大损失
损益表现	无上限	$S-K+P$

5. 期权保险策略案例

从 2021 年 1 月 26 日至 3 月 24 日，沪深 300ETF 标的累计下跌 12.4%。如果采用了期权保险策略，损失则为 4.68%，且策略存续期间，持仓净值曲线比不做对冲的曲线更平滑，回撤更小。

图表 10：保险策略对冲表现



数据来源：Wind，兴证期货研发部

6. 要点总结

构建保险策略的出发点是长期看好某个股票或者基金，买入认沽对冲潜在的风险，二者不矛盾，不论是股价连创新高的走势，还是有破位下跌的风险，保险策略都能发挥作用，档标的股价上涨时，策略付出的是买入认沽所花费的成本。构建保险策略需要主要以下要点：

一、保险策略中的认沽行权价略低于当前标的价格，即为浅度虚值认沽，权利金比实值认沽便宜，对冲成本低。

二、保险策略是否长期持有取决于投资者的对冲需求，当投资者对后市标的股价心存担忧时，可以用保险策略对冲潜在风险，花钱买一个心安。

三、注意高溢价情况，如果期权隐含波动率大涨，认沽合约溢价率上升，买入认沽花费的成本更高。通常指数连续大跌隐波飙升之后，是认沽期权止盈离场，转而进行备兑策略的时机。

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。