

年末低波动率背景下的期权策略

2021年12月7日 星期二

兴证期货·研发中心

内容提要

2008年至2020年期间，年末与春季时间窗口大概率出现一波多头行情，但行情启动与结束时间点不一样。当前步入年末窗口，春季窗口亦近在咫尺，上证50指数、沪深300指数经过四个月的震荡走势，波动率接近两年新低。长期低波行情末端，容易出现指数突破升波行情。期权策略方面，用买入实值认购复制指数多头，再买入虚值认沽，达到保留大涨收益空间以及对冲大跌风险的效果。

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. 岁末年初窗口的行情表现.....	3
2. 2021 经济数据表现与展望.....	4
3. 波动率分析.....	5
4. 当前行情背景下的期权策略.....	6

图表目录

图表 1: 2008 至 2020 年末行情表现.....	3
图表 2: 沪深 300ETF 近期表现.....	3
图表 3: M2 增速 (单位: %)	4
图表 4: 固定资产完成额同比 (单位: %)	4
图表 5: 官方制造业 PMI.....	4
图表 6: CPI 与 PPI 同比 (单位: %)	4
图表 7: 沪深 300ETF 历史波动率锥 (近两年).....	5
图表 8: 汇点 300ETF 加权波指.....	5
图表 9: 期权策略特点.....	6

1. 岁末年初窗口的行情表现

自 2008 年以来，年末与春季的时间窗口大概率出现一波多头行情，08 年、14 年、18 年的年末至次年初出现了涨幅超过 30% 的大行情，沪深 300 指数涨幅的中位数为 17.78%。回顾今年沪深 300ETF 的表现，从今年 2 月份高位开启了阶梯式下跌形态，跌幅较大的两个时间段分别在 2 月底、3 月初与 7 月底，更多的时间处在箱体震荡局面。当前沪深 300ETF 震荡四个月时间，通常长震荡周期末端容易出现突破箱体的行情，叠加岁末年初时间窗口的因素，突破箱体的概率比较大。最大的难点是行情的具体启动时间节点，近几年行情中，2017 年末至 2018 年初、2019 年末至 2020 春季、2021 年春季均出现了大涨转向大跌的情况，指数波动率飙升。

图表 1：2008 至 2020 年末行情表现

年份	起始日	结束日	持续交易日	万得全 A 涨跌幅 (%)	沪深 300 涨跌幅 (%)	创业板指 涨跌幅 (%)
2020 年	2020/11/2	2021/2/18	73	12.98	22.85	25.01
2019 年	2019/12/2	2020/1/14	31	11.63	9.43	15.48
2018 年	2019/1/4	2019/4/8	61	39.21	36.84	43.24
2017 年	2017/12/7	2018/1/29	37	3.92	7.13	0.87
2016 年	2017/1/6	2017/4/7	59	2.51	4.44	-1.91
2015 年	2016/1/29	2016/4/15	50	21.94	14.66	21.15
2014 年	2014/11/20	2015/3/31	87	54.83	59.67	55.10
2013 年	2013/12/5	2014/2/18	48	1.13	-7.79	24.60
2012 年	2012/12/3	2013/3/6	60	22.76	23.86	48.81
2011 年	2012/1/6	2012/3/13	43	16.38	17.78	18.81
2010 年	2011/1/26	2011/4/18	52	14.32	14.32	2.48
2009 年	2009/9/30	2010/1/19	73	23.03	18.01	-
2008 年	2008/11/5	2009/2/16	67	62.10	51.27	-
	平均数		57	22.06	20.96	23.06
	中位数		59	16.38	17.78	21.15

数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 2：沪深 300ETF 近期表现

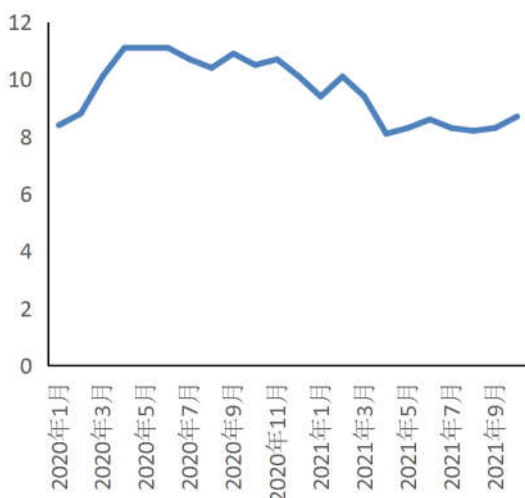


数据来源：Wind，兴证期货研发部

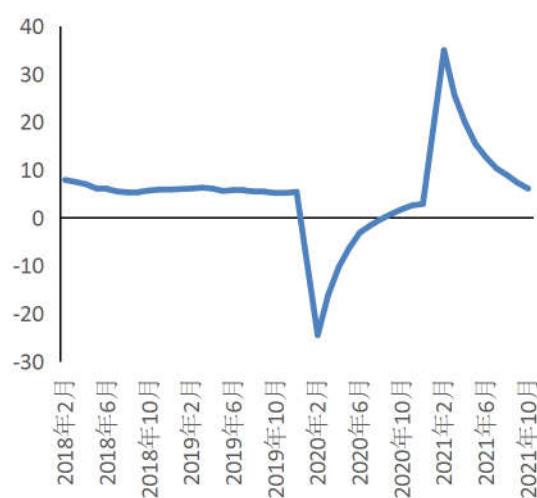
2. 2021 年经济数据表现与展望

2021 年主要月度经济数据下行压力较大，PPI 与 CPI 的剪刀差达到极值，基本面走弱催生政策面的利好，市场对于地产松绑宽松预期强烈，M2 同比增速与官方制造业 PMI 走势现拐头向上迹象，对于后市基本面的展望：市场长期保持降准宽松预期，监管部门维稳地产，CPI 与 PPI 之间剪刀差减小，企业成本端压力减小。后市指数在政策面、资金面偏利好。

图表 3：M2 增速（单位：%）



图表 4：固定资产完成额同比（单位：%）

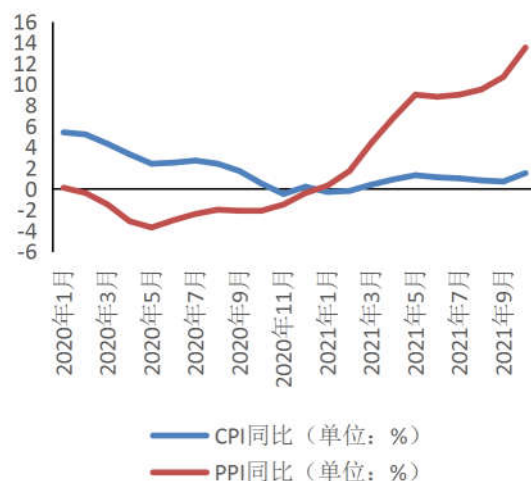


数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 5：官方制造业 PMI



图表 6：CPI 与 PPI 同比（单位：%）

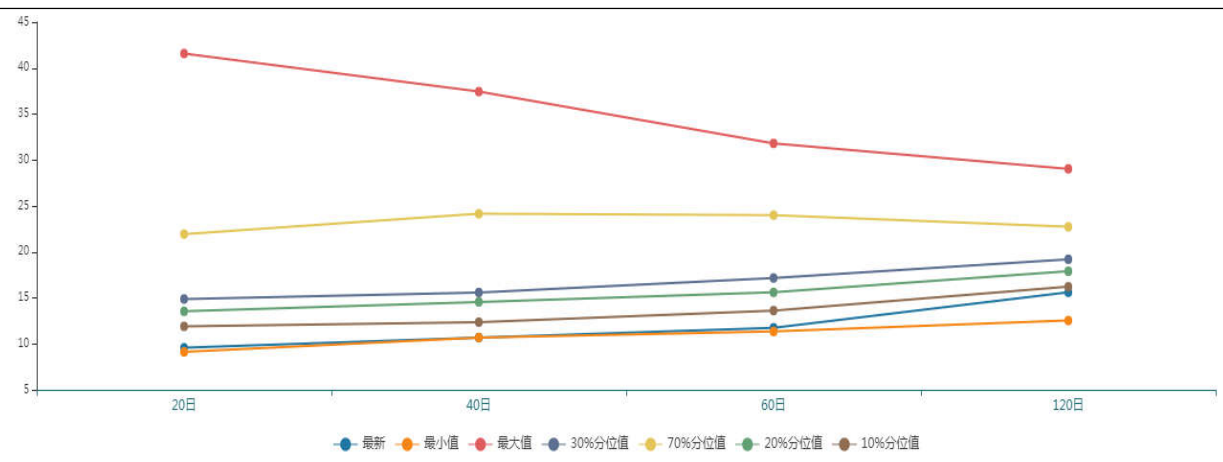


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 波动率分析

文章分别取用来自 wind 与汇点期权端的数据，在沪深 300ETF 历史波动率锥中，20 日、40 日、60 日周期的历史波动率数值处在近两年周期的最低值附近，120 日周期波动率数值处在 20% 分位附近；汇点 300ETF 加权波指临近 2019 年 12 月份的低值。沪深 300ETF 与期权隐波数值处在低波状态，通常在长期低波行情的末端，容易出现升波突破行情，从今年 8 月份至今，沪深 300ETF 走出了长达四个月的震荡降波行情，叠加岁末年初的时间窗口，指数升波的概率大增。

图表 7：沪深 300ETF 历史波动率锥（近两年）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 8：汇点 300ETF 加权波指



数据来源：汇点期权 PC 端，兴证期货研发部

4. 当前行情背景下的期权策略

在历年的岁末年初窗口中，指数波动变大，也出现过像 2017 年末至 2018 年初、2019 年末至 2020 春季、2021 年春季窗口中，指数大涨转向大跌的情况。当前临近年末与春季窗口，沪深 300ETF 与期权隐含波动率都在近两年最低位，具备波动率上升的空间。低波行情下，卖出期权方收取的权利金少，当方向朝不利方向变动以及波动率上升时，面临着方向与波动率的双重不利情况。

图表 9：期权策略特点

期权策略	策略特点	
期权卖出方	适合震荡行情	低波行情下，权利金收益少，当方向不利，波动率上升时非常不利
单边买涨	成本小，潜在收益大	震荡行情或者大跌行情，面临着权利金全部损失风险
买入跨式、宽跨式	适合突破升波行情	震荡行情下，面临着权利金全部损失风险
买入实值认购+买入虚值认沽	适合上涨行情，即使发生大跌，风险有限	进可攻，退可守，实值认购复制指数多头，花费小部分认沽权利金作为保费

通常在低波动行情末端，期权合约价格比较便宜，投资者偏好买入跨式、买入宽跨式或者单边买涨买跌，但是存在着继续横盘震荡导致权利金损失的风险。相比之下，复制保险策略比较稳健，首先买入深度实值认购合约，复制指数多头，再买入虚值认沽，类似于保险策略组合：上涨行情中可以获得多头收益；大跌行情中，认沽发挥对冲作用；震荡行情中，实值认购时间价值较少，策略仅需要面对认沽期权时间价值衰退的影响。

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。