

## 春节长假前期权策略思路

2024年2月5日 星期一

兴证期货·研究咨询部

### 内容提要

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

投资咨询编号: Z0018135

联系人: 周立朝

邮箱: zhoulc@xzfutures.com

2024年春节长假即将来临,长假期间多个重磅事件与数据将落地,届时或将扰动市场预期,从而造成潜在的波动风险,期权买入跨式策略适合长假期间可能出现的重大利好利空因素,但是除了方向,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,期权隐含波动率与历史波动率低,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,组合获利空间大。当前PTA期权、甲醇期权隐波低位,适合这种情况。二、如果节前市场情绪积压过浓,导致期权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。当前金融期权隐波高位,买入跨式面临较大的波动率溢价风险。三、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。

## 报告目录

1.春节长假宏观数据不确定性.....	3
2.波动率——布局长假策略的重要因素.....	4
3.商品期权波动率——以五个品种为例.....	4
4.金融期权高隐波高溢价.....	6
5.总结.....	8

## 图表目录

图表 1 2024 年春节期间重磅经济数据.....	3
图表 2 隐波与方向维度的买入跨式表现(不考虑时间影响).....	4
图表 3 商品期权平值合约隐含波动率走势 (%).....	5
图表 4 PTA 历史波动率锥.....	5
图表 5 甲醇历史波动率锥.....	5
图表 6 郑棉历史波动率锥.....	6
图表 7 白糖历史波动率锥.....	6
图表 8 纯碱历史波动率锥.....	6
图表 9 ETF 期权隐含波动率 (%).....	7
图表 10 股指期权隐含波动率 (%).....	7
图表 11 品种间隐波差 (%).....	8

## 1.春节长假宏观数据不确定性

2024 年春假长假即将来临，在超过一周时间的长假期中，多项宏观事件、重磅经济数据的不确定性或将形成情绪面积压，容易造成大宗商品或者金融指数在节后出现突破式行情。比如中国社融资、M2 等货币资金数据，美国通胀、零售等相关重磅数据也将在春节期间落地，届时对于美联储货币政策预期产生扰动。此外，朝鲜半岛与红海地区局势扑朔迷离，长假期间部分商品供需扰动，最终传导至证券市场、商品市场。由于长假期间市场不确定性以及投资者对于节后突破方向不明朗等因素，通常会采用买入跨式期权策略，在实际操作过程中，合约溢价问题成为影响长假前策略布局的重要因素。

图表 1 2024 年春节期间重磅经济数据

日期	时间	国家/地区	指标名称	前值
2024-02-09	待定	中国	1 月 M0:同比 (%)	8.30
	待定	中国	1 月 M1:同比 (%)	1.30
	待定	中国	1 月 M2:同比 (%)	9.70
	待定	中国	1 月社会融资规模:当月值(亿元)	19400.00
	待定	中国	1 月社会融资规模存量:同比	9.50
	待定	中国	1 月新增人民币贷款(亿元)	11700.00
	15:00	德国	1 月 CPI:环比 (%)	0.10
	15:00	德国	1 月 CPI:同比 (%)	3.70
2024-02-13	18:00	德国	2 月 ZEW 经济景气指数	15.20
	18:00	德国	2 月 ZEW 经济现状指数	-77.30
	18:00	欧盟	2 月欧元区:ZEW 经济景气指数	22.70
	21:30	美国	1 月 CPI:季调:环比 (%)	0.30
	21:30	美国	1 月 CPI:同比 (%)	3.40
	21:30	美国	1 月核心 CPI:季调:环比	0.30
2024-02-14	21:30	美国	1 月核心 CPI:同比 (%)	3.90
	15:00	英国	1 月 CPI:环比 (%)	0.40
2024-02-15	15:00	英国	1 月核心 CPI:环比 (%)	0.59
	07:50	日本	第四季度不变价 GDP(初值):季调:环比 (%)	-0.70
	07:50	日本	第四季度不变价 GDP(初值):同比 (%)	1.50
	07:50	日本	第四季度现价 GDP(初值)(十亿日元)	145049.50
	21:30	美国	1 月核心零售总额:季调:环比 (%)	0.42
	21:30	美国	1 月零售销售总额:季调:环比 (%)	0.55
	21:30	美国	1 月零售销售总额:季调:同比 (%)	5.59
2024-02-16	21:30	美国	2 月 10 日当周初次申请失业金人数:季调(人)	214000.00
	21:30	美国	1 月 PPI:最终需求:季调:环比 (%)	-0.10
	21:30	美国	1 月 PPI:最终需求:季调:同比 (%)	0.90

	21:30	美国	1月PPI:最终需求:剔除食品和能源:季调:环比(%)	0.00
	21:30	美国	1月PPI:最终需求:剔除食品和能源:季调:同比(%)	1.70
	21:30	美国	1月核心PPI:季调:环比(%)	0.00
	21:30	美国	1月核心PPI:季调:同比(%)	1.80
	21:30	美国	1月新屋开工:私人住宅(千套)	101.20

数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

## 2.波动率——布局长假策略的重要因素

回顾买入跨式、买入宽跨式策略,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。策略未到期时,买入跨式、买入宽跨式组合对于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。

图表2 隐波与方向维度的买入跨式表现(不考虑时间影响)

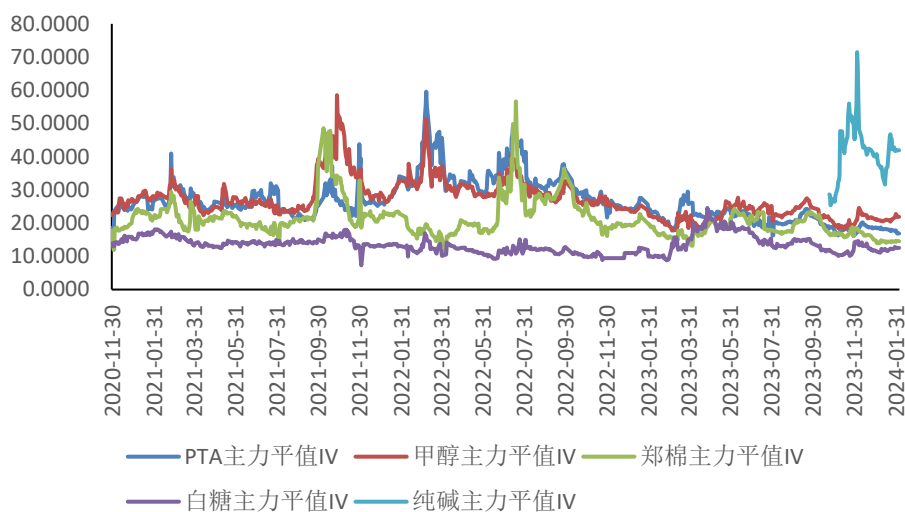
	指数上涨	指数不变	指数下跌
隐波上升	非常有利	有利	非常有利
隐波不变	有利	不变	有利
隐波下降	不确定	不利	不确定

## 3.商品期权波动率——以五个品种为例

为文章以PTA、甲醇、郑棉、白糖、纯碱五个品种为例。其中,纯碱期权隐含波动率与历史波动率偏高,其余四个品种波动率均处于偏低位置。隐含波动率方面,PTA、甲醇、郑棉、白糖期权平值隐波分别为16.93%、21.92%、14.6%、12.58%,处于自身低波区域,纯碱期权隐波数值为41.9%,处于偏高数值。历史波动率方面,PTA的20日、40日、60日、120日周期历史波动率分别为12.68%、15.35%、17.29%、18.27%,均低于该品种近五年期10%分位,波动率极低值。同样甲醇的20日、40日、60日、120日周期历史波动率分别为19.36%、17.57%、19.7%、

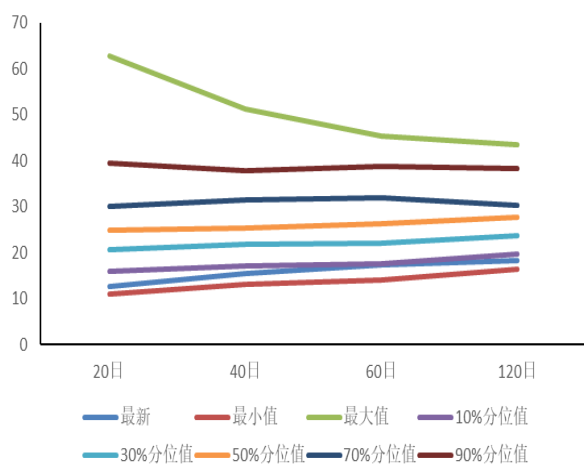
20.56%，也均低于该品种近五年期 10%分位。郑棉波动率普遍低于近五年 20%分位，白糖波动率低于近五年中位数，相比之下，纯碱当前的历史波动率偏高，位于近三年期 70%至 90%分位值。横向对比以上五个品种，PTA 与甲醇均处于该品种极低波动率状态，期权波动率定价低，买入跨式组合的构建成本低。特别是 PTA 期权，长假前低隐波、低历史波动率，如果在长假期间，宏观数据或者原油价格端的冲击可能造成长假后开盘的大起大落行情，收益成本比较高。反观纯碱期权，隐波数值较高，权利金偏贵，买入跨式组合构建成本高，收益成本比受到限制。

图表 3 商品期权平值合约隐含波动率走势 (%)

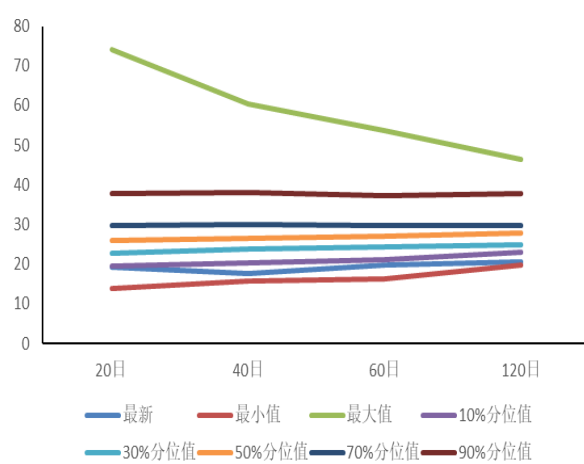


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 4 PTA 历史波动率锥

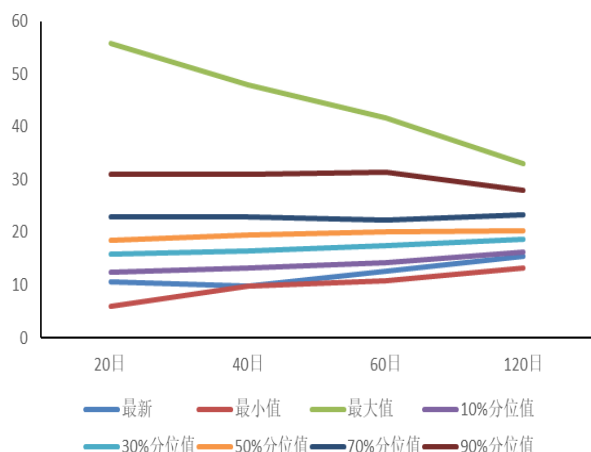


图表 5 甲醇历史波动率锥

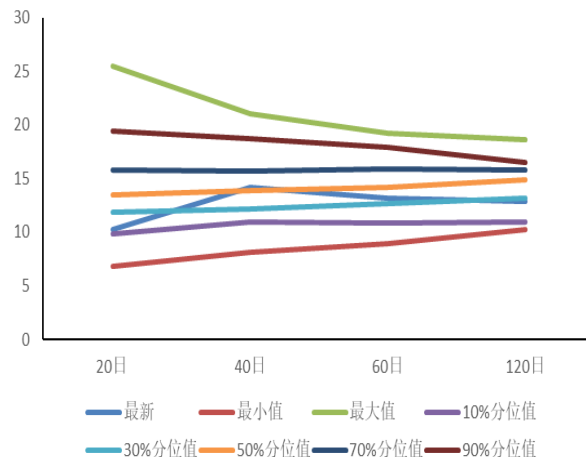


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 6 郑棉历史波动率锥

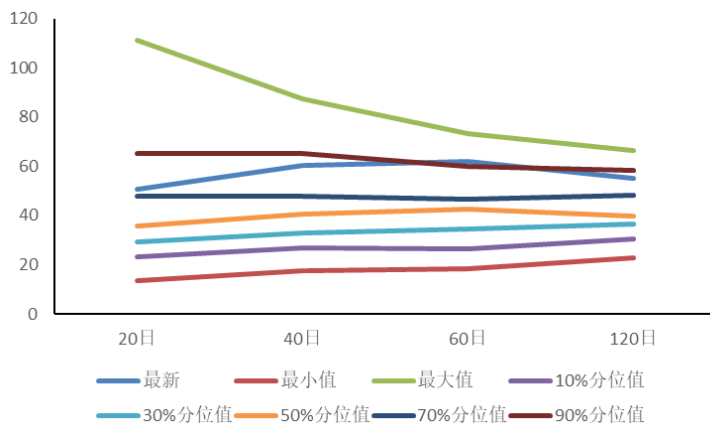


图表 7 白糖历史波动率锥



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

图表 8 纯碱历史波动率锥



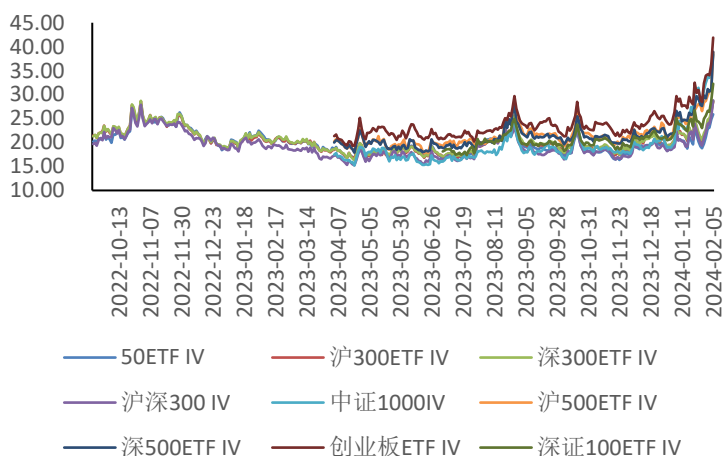
数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

## 4. 金融期权高隐波高溢价

受近期股市加速下跌行情影响，金融期权各品种隐波出现不同程度拉升。本轮行情升波幅度创下近几年新高，中小创系列期权隐波均创下品种上市以来的极高值，截止到 2 月 5 日收盘，中证 500ETF 期权、中证 1000 指数期权、创业板 ETF 期权加权隐波数值分别达到 38.81%、38.32%、41.89%。去年 12 月份这些品种的隐含波动率普遍在 20% 附近。品种之间隐波差也出现较大分化，自中小创系列期权上市以来，中证 500ETF 期权、创业板 ETF 期权、中证 1000 期权隐波与上证 50 隐波差大部分时间维持在 5 个百分点以内。本轮中小创主导下跌的行情中，与上证 50 期权的隐波差达到 10 个百分点以上，2 月 5 日收盘，创业板 ETF 期权与上证 50ETF 期权隐波差为 16 个百分点，且在盘中一度达到 20 个百分点以上。当前金融期权市场处于高隐波高溢价局面，

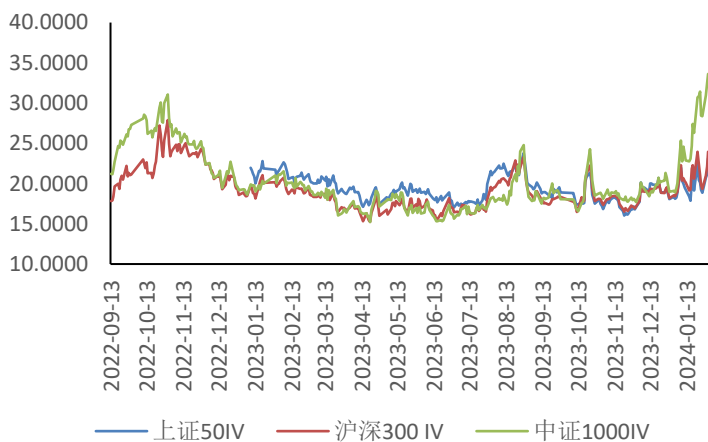
且大小盘风格期权隐波差也达到历史极高值。通常隐波与隐波差服从均值回归特征，按照历史统计数据来看，如此高位的隐波与隐波差难以长期维持。临近春假长假，对于想依惯例买跨式过长假的投资者，本次春节前面临着极高的波动率溢价，一旦节后指数常态震荡，隐含波动率则会大幅回落，指数涨跌带来的 Gamma 收益无法覆盖隐波大跌带来的损失。此前可以关注中小创系列期权与上证 50 期权之间的隐波差套利机会，即多 50ETF 期权 vega 叠加空 500ETF 期权 vega。

图表 9 ETF 期权隐含波动率 (%)



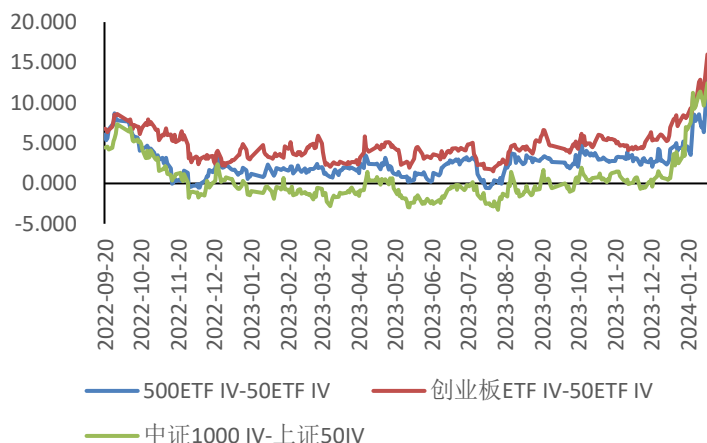
数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 10 股指期权隐含波动率 (%)



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 11 品种间隐波差 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

## 5.总结

2024 年春节长假即将来临, 长假期间多个重磅事件与数据将落地, 届时或将扰动市场预期, 从而造成潜在的波动风险, 期权买入跨式策略适合长假期间可能出现的重大利好利空因素, 但是除了方向, 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, 期权隐含波动率与历史波动率低, 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, 组合获利空间大。当前 PTA 期权、甲醇期权隐波低位, 适合这种情况。二、如果节前市场情绪积压过浓, 导致期权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。当前金融期权隐波高位, 买入跨式面临较大的波动率溢价风险。三、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，兴证期货研究咨询部不承担责任。

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咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。