

期权备兑策略详解：使用备兑调仓策略，提升持股增收效果。



2020 年 11 月 18 日

李雪飞

电话：010-60833779

邮件：xfli@citics.com

S1010618120009

赵宇

电话：010-60833732

邮件：zhaoy@citics.com

S1010614070001

联系人：

李星一

电话：010-60836745

邮件：lixingyi@citics.com

相关研究

1. 2020 年 10 月期权市场报告——期权长假效应详解
2. 2020 年 9 月期权市场报告——买入认购和牛市价差的权衡
3. 2020 年 8 月期权市场报告——把握标的突破行情中的买入认购机会
4. 2020 年 7 月期权市场报告——标的价格、期权隐含波动率转为同向变化
5. 2020 年 6 月期权市场报告——震荡行情中买期权的合约选择
6. 2020 年 5 月期权市场报告——重视隐含波动率的均值回复特性
7. 期权波动率交易基本原理与分析方法 2020.4.21
8. 海外衍生品市场专题研究：解析香港衍生品市场 2020.4.20
9. 海外保险公司使用期权对冲的策略与经验 2020.4.20
10. 市场参数变动对欧式期权杠杆率和保证金的影响 2020.4.13
11. 股票期权市场 2019 年盘点：50 期权文中有进，300 期权促进市场立体化发展析 2020.2.12

摘要

- ◆ **备兑策略可作为持股投资者的资产配置手段。**备兑策略就是持有股票的同时卖出认购期权，是一种通过牺牲一部分大涨的上行收益，获得一定的回报增收的看涨策略。对持有期权标的 ETF 的投资者而言，可以选择备兑策略作为一种资产配置手段，长期来看具有提升收益、降低风险和回撤的效果。从行情角度来看，备兑策略在市场横盘、震荡、慢牛等行情中表现突出。
- ◆ **备兑策略应用场景广泛，在寻求解套或止盈场景下是比持仓不动更合理的方式。**备兑策略实际上是一种将“未来卖出”的计划转为了操作，并以此获得了额外的收益的策略。对于当前决定在某一价位解套或止盈的投资者，使用备兑策略是一种不论未来上涨、横盘或下跌，都优于“死扛”等待的方式。
- ◆ **作为长期配置手段，备兑策略选择当月虚值二档合约效果最佳。**备兑策略可以作为一种长期的配置手段，从历史表现来看，综合收益率、波动率、合约流动性几个角度，选择当月虚值二档的合约做备兑策略效果最好。在 2015.3-2020.9 期间备兑策略收益率达 35.2%，年化波动率为 19.6%，相对于上证 50 的收益率 20.3%，年化波动率 20.5%而言，收益更高、风险更低、回撤更小。
- ◆ **考虑调整仓位，备兑策略的增收效果更为明显。**如果更进一步，考虑“是否在合约到期前提前调整期权仓位？是否随行情变化调整期权仓位？”等操作关键点，备兑策略增强收益的效果更加显著。在 2015.3-2020.9 期间，提前换月调仓与价外调仓都能起到更进一步增强收益的效果。换月调仓中提前 5-6 天表现最佳，五年半时间的收益率可提高至 60%以上。价外 10%调仓表现最佳，可将收益率提高至 54%。提前换月调仓与价外调仓并不矛盾，二者结合能产生更好的效果，备兑调仓策略在五年半的回测时间内的收益率可达到超过 70%，其增强收益、降低风险的效果更加明显。
- ◆ **期权备兑调仓策略的增收效果对持有非 ETF 股票的投资者同样适用。**期权备兑调仓策略不仅仅只适用于持有标的资产的投资者，对于持有与标的相关性较高的股票或投资组合而言，也可以使用类似的方法起到类似的效果。这种做法需留出一部分资金缴纳期权保证金，无法全仓股票，但以 2015.3-2020.9 全仓持股收益率达到 189.7%的招商银行为例，结合备兑调仓策略的增收效果可以弥补这样的持仓差距，收益可提升至 217.3%，且同样表现出收益更高、风险更低、回撤更小的特点。而对于本就不打算全仓持股的投资者，选择类备兑调仓策略是一个更合适的选择。

目录

备兑策略简介	1
什么是备兑策略	1
备兑策略的应用场景	1
备兑策略的构建方法	3
期权合约的选择	3
行权价格对备兑策略的影响	3
合约到期月份对备兑策略的影响	4
调仓对备兑策略的影响	6
提前调仓	6
价外调仓	7
二者结合	9
持有其他股票	10
总结	11
注意事项	12
期权标的分红	12
持仓保证金	12

插图目录

图 1: 备兑策略合约到期时的损益示意	1
图 2: 备兑策略解套的应用场景	2
图 3: 备兑策略止盈的应用场景	2
图 4: 不同行权价合约构成的备兑策略到期损益示意	3
图 5: 提前 0-7 天调仓的备兑策略收益走势	6
图 6: 备兑策略提前 5 天调仓与不调仓走势对比	7
图 7: 价外 5%、10%、15%调仓备兑策略收益走势	8
图 8: 备兑策略价外调仓与不调仓走势对比	8
图 9: 备兑调仓策略收益走势	9
图 10: 招商银行与招商银行类备兑调仓策略收益走势	10

表格目录

表 1: 不同行权价备兑策略表现情况	4
表 2: 不同合约备兑策略表现情况	5
表 3: 提前 0-7 天调仓的备兑策略收益统计	6

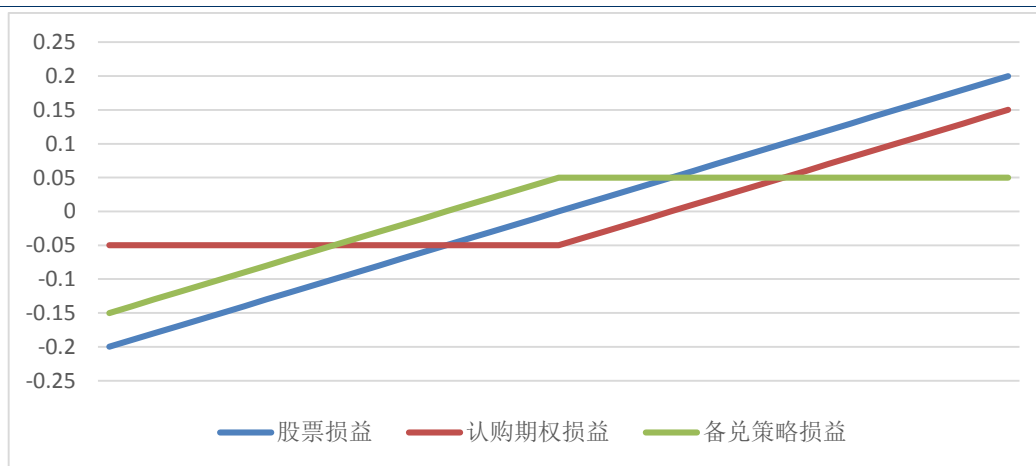
表 4：价外 5%、10%、15%调仓备兑策略收益统计	8
表 5：招商银行与招商银行类备兑调仓策略统计.....	11

备兑策略简介

什么是备兑策略

备兑策略是一种股票结合期权的资产配置方式。简单来讲，备兑策略就是投资者在持有股票的同时卖出认购期权，通过牺牲了大幅上涨时的收益获得权利金，实现了持股增收的效果。备兑策略是一种看涨策略，当标的下跌时，备兑策略同样会出现较多损失，但损失低于简单持有标的；当标的横盘或小幅上涨时，备兑策略获得了优于直接持股的正收益；当标的大幅上涨时，备兑策略同样获得正收益，但一部分上涨收益被牺牲掉，表现不及标的。从行情角度来看，备兑策略在市场横盘、震荡、慢牛等行情中表现突出。

图 1：备兑策略合约到期时的损益示意



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

备兑策略的应用场景

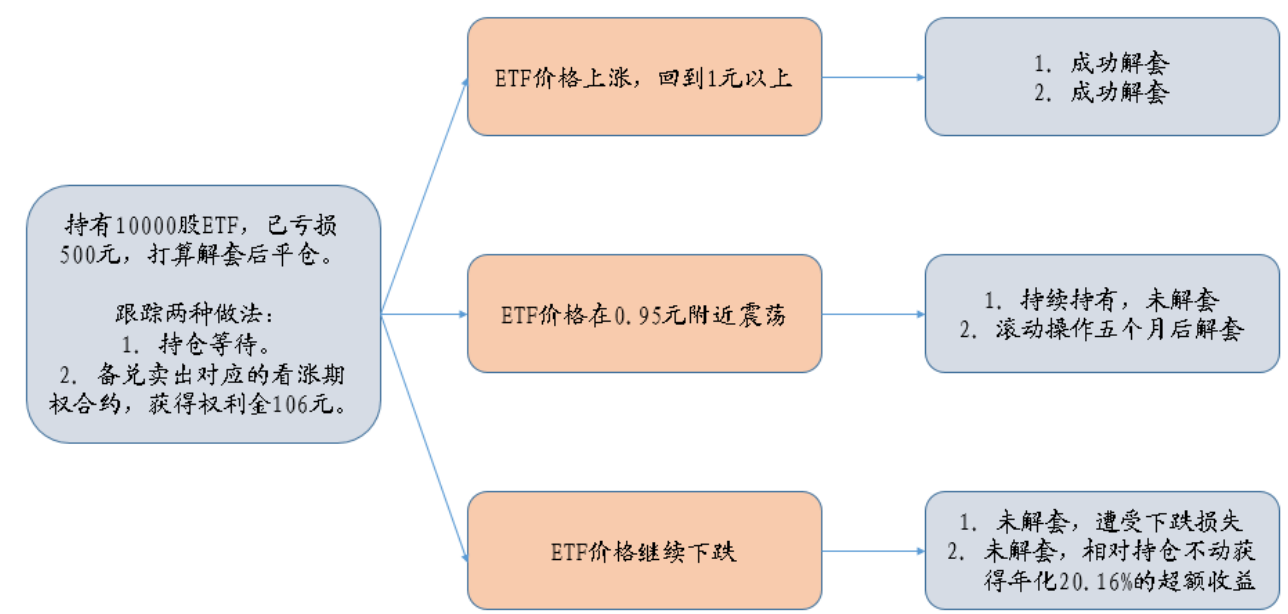
备兑策略的应用场景广泛。实际上备兑策略相当于将“未来卖出”的计划转为了操作，并以此获得了额外的收益。它尤其适用于以下三类场景。

1. 解套

假设有有一个投资者，以 1 元每股的价格买入了 10000 股的 ETF，且目前已经亏损了 500 元。该投资者决定一旦解套，即股价回到 1 元以上就将股票卖出。

图 2 跟踪了在市场上涨、横盘、下跌三种状态下使用备兑策略和持股不动各自的表现情况。（若他采用备兑策略，应卖出行权价为 1 元的认购期权合约，假设他获得权利金 106 元。）可以看到，在任何一种情况下，备兑策略相比于“死扛”不动等待股价回升而言都是一种更加优质的选择。

图 2：备兑策略解套的应用场景



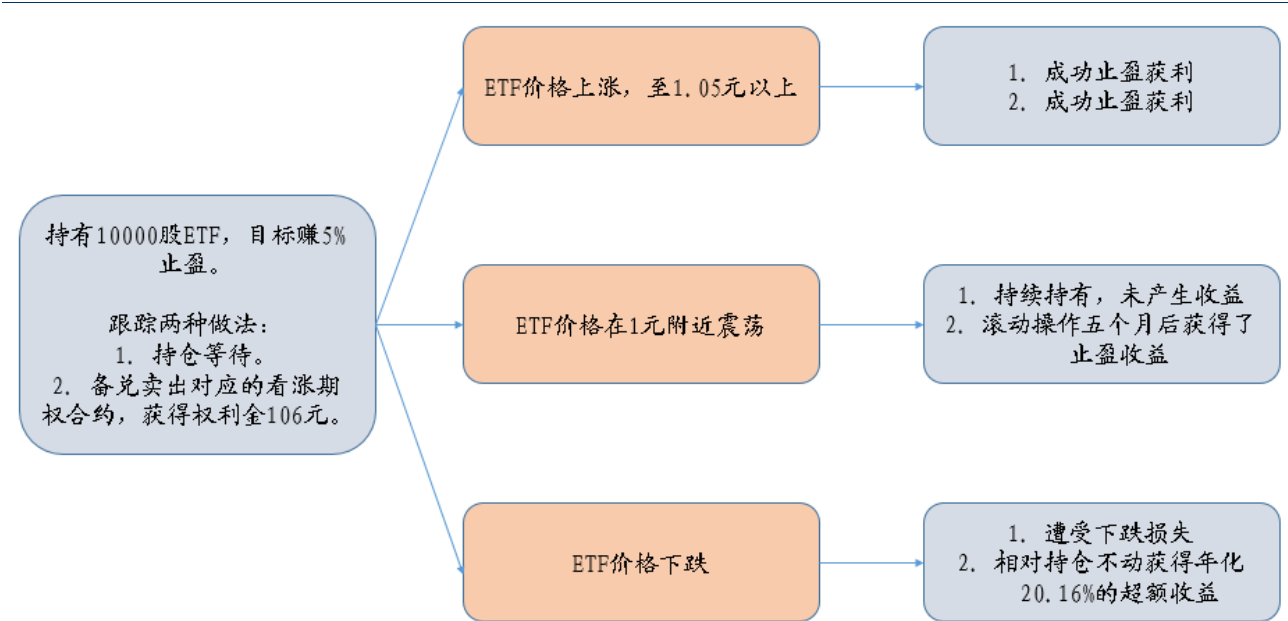
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

2. 止盈

假设有一个投资者，以1元每股的价格买入了10000股的ETF。该投资者决定一旦股价涨到1.05元以上就平仓止盈。

图3跟踪了在市场上涨、横盘、下跌三种状态下使用备兑策略和持股不动各自的表现情况。（如果此时他采用备兑策略，应卖出行权价为1.05元的认购期权合约，假设他获得权利金106元。）可以看到，此法与解套的逻辑高度相似，备兑策略同样是优于持仓等待的一种交易方式。

图 3：备兑策略止盈的应用场景



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

3. 长期配置

除以上两种作用之外，备兑策略其实更重要的是作为一种长期资产配置的手段。若投资者打算长期持有股票，结合期权构成备兑策略能够起到增强收益、降低风险和回撤的作用。这也是我们本文讨论的重点。

备兑策略的构建方法

标准期权合约乘数为 10000，因此期权备兑策略需要投资者每持有 10000 股的 ETF，就卖出 1 份以该 ETF 为标的的认购期权。例如，2020 年 9 月 1 日，投资者持有 50000 股 50ETF，每股 3.385 元，他决定采用备兑策略。他应选择备兑开仓 5 张 50ETF 认购期权。

但期权合约有很多种，就行权价而言，有 3.0、3.1、3.2、3.3、3.4、3.5、3.6 等不同行权价的认购期权合约；就合约月份而言，有 9 月合约、10 月合约、12 月合约和 3 月合约。选择当月到期的平值合约是最简单的方法，即他可以选择备兑开仓 5 张 50ETF 购 9 月 3400。但这种构建方式未必就是效果最好的。

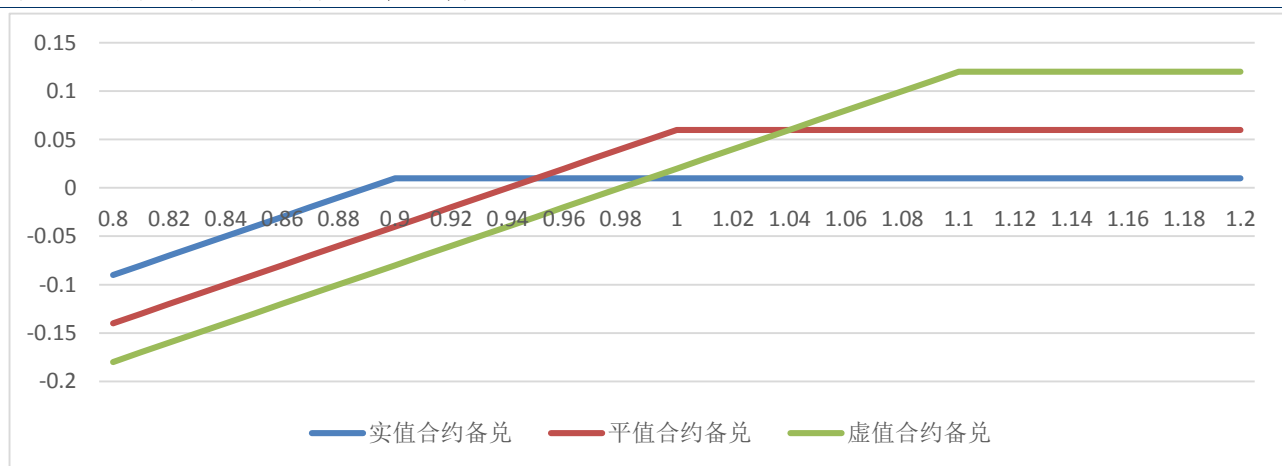
事实上，我们在具体执行过程中，会面临许多诸如“如何选择期权合约？是否在合约到期前提前调整期权仓位？是否随行情变化调整期权仓位？”等需要注意的关键点。下文我们就将详细讨论这些问题。

期权合约的选择

行权价格对备兑策略的影响

从理论上来看，选择不同行权价做备兑，对我们的收益结构会产生什么样的影响呢？图 4 展示了使用实值、平值、虚值三类认购期权合约做备兑，其收益结构之间的差异。

图 4：不同行权价合约构成的备兑策略到期损益示意



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

可以看到，使用越是实值的期权合约，其收益结构就越平缓，股票带来的线性收益部分就越少，确定性的收益部分就越多；而使用越是虚值的期权合约，其收益结构就越与股票收益相近，能获得的潜在最高收益就越高。

从这一点出发，如果投资者希望获得股票上行收益，使用期权来进行额外增收，应该使用较为虚值的期权合约；如果希望通过期权降低投资风险，以求获得稳健正回报，应该使用较为实值的期权合约。此外，我们上一节提到的利用备兑策略进行止盈或止损的投资者，应该根据自身的止盈点或止损点，来选择期权合约的行权价。

那么有没有一个定量的统计，来判断虚值合约的备兑策略和实值合约的备兑策略哪个更好呢？

我们进行了这样的测算，假设投资者从 2015 年 3 月开始，一直持有 50ETF，此外，每个月分别卖出当月虚值二档、当月虚值一档、当月平值、当月实值一档、当月实值二档的认购期权进行备兑增收，并一直持有至合约到期日平仓，随后再备兑开仓新的当月认购期权合约。（深度实值及深度虚值合约流动性较差，实盘交易时会存在额外的流动性损失，不建议投资者使用）。

如果采用这样的交易方式做到 2020 年 9 月，使用不同行权价合约的备兑策略及上证 50 指数的收益、波动、夏普比对比如表 1 所示。

表 1：不同行权价备兑策略表现情况

	当月平值备兑	当月实一备兑	当月实二备兑	当月虚一备兑	当月虚二备兑	上证50指数
收益率	10.1%	-3.5%	-6.4%	20.3%	35.2%	20.3%
年化收益率	1.8%	-0.6%	-1.2%	3.4%	5.6%	3.4%
年化波动率	16.4%	14.7%	13.3%	18.1%	19.6%	23.5%
夏普比	0.11	-0.04	-0.09	0.19	0.29	0.14
最大回撤	-36.2%	-35.8%	-34.9%	-36.7%	-38.6%	-44.7%

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

可以看到，对于选择不同期权合约的备兑策略，经过 5 年半的时间，其各自的收益率的确存在不小的差异，这也说明了选择合适的期权合约，长时间来看对投资收益会产生一定的影响。2015.3-2020.9，实值二档备兑、实值一档备兑、平值备兑、虚值一档备兑、虚值二档备兑的收益率分别为-6.4%、-3.5%、10.1%、20.3%、35.2%，波动率分别为 13.3%、14.7%、16.4%、18.1%、19.6%。也就是说，从历史表现来看，选择虚值二档备兑的收益率最高，而实值二档备兑的波动率最低。若将各备兑策略与上证 50 进行对比，可以发现备兑策略的波动率和最大回撤均低于上证 50 指数，虚值二档备兑的收益率高于上证 50 指数。

合约到期月份对备兑策略的影响

在上面的分析中，我们只考虑了选择当月不同行权价的合约进行备兑开仓的效果。如果再将不同到期日的期权合约考虑在内，效果会是什么样的呢？

从理论上讲，相同行权价、不同到期期限的备兑策略的到期收益结构是相同的。但期间的标的走势路径会造成这二者收益率之间的差异。我们假设有两个投资者，其一选择当月虚 5% 备兑，得到相当于总资金 2% 的权利金；其二选择次月虚 5% 备兑，得到相当于总资金 3% 的权利金。考虑在三种情景下二者的

差异:

情景一: 标的连续两个月横盘

当月备兑: 第一个月获利 2% (股票 0%+期权权利金 2%), 第二个月持仓获利 2%。两个月共获利 4%

次月备兑: 两个月共获利 3% (股票 0%+期权权利金 3%)

情景二: 标的第一个月涨 10%, 第二个月跌 10%。

当月备兑: 第一个月获利 7% (股票上涨 5%以上的部分被卖出的认购期权抵消, 加 2%权利金), 第二个月亏损 8% (股票-10%+期权权利金 2%), 两个月共亏损 1%

次月备兑: 两个月共获利 3% (股票 0%+期权权利金 3%)

情景三: 标的连续两个月均上涨 10%

当月备兑: 第一个月获利 7% (股票 5%+期权权利金 2%), 第二个月获利 7%, 两个月共 14%

次月备兑: 两个月共获利 8% (股票上涨 5%以上的部分被卖出的认购期权抵消, 加 3%权利金)

从上述分析中可以看到, 标的不同走势会导致使用不同月份合约构建的备兑策略收益产生差异: 情形一中, 到期前标的未出现超过合约虚值程度的上涨, 此时选择不同月份的合约均起到了增收的效果, 通常来说卖出 N 次当月合约所收取的权利金要略高于卖出 1 次还有 N 月到期合约的权利金, 使得卖出当月合约的备兑策略效果更好; 情形二中, 标的出现超过合约虚值程度的上涨后又出现回落, 当月备兑在此过程中的调仓带来了损失, 使用远月合约的备兑策略表现更好; 情形三中, 标的持续出现超过合约虚值程度的上涨, 此时使用当月合约的备兑策略在调仓中放大了上行获利空间, 最终表现优于次月。

下面, 我们按照在上一节所说的方法, 将使用次月合约的备兑策略在 2015.3 至 2020.9 的表现统计如下。为便于比较, 我们将表 1 的结果一并附上。表 2 中, “当月平值备兑” 是使用当月平值认购期权构建备兑策略, 持有到期时再转为新的当月平值认购期权; “次月平值备兑” 是使用次月平值认购期权构建备兑策略, 当该月合约到期 (此时持有的次月合约会变为当月合约) 时转为新的次月平值认购期权合约。

表 2: 不同合约备兑策略表现情况

	当月平 值备兑	当月实 一备兑	当月实 二备兑	当月虚 一备兑	当月虚 二备兑	次月平 值备兑	次月实 一备兑	次月实 二备兑	次月虚 一备兑	次月虚 二备兑
收益率	10.1%	-3.5%	-6.4%	20.3%	35.2%	20.7%	12.0%	3.5%	29.9%	31.4%
年化收益率	1.8%	-0.6%	-1.2%	3.4%	5.6%	3.5%	2.1%	0.6%	4.8%	5.1%
年化波动率	16.4%	14.7%	13.3%	18.1%	19.6%	15.2%	14.2%	13.2%	16.4%	17.6%
夏普比	0.11	-0.04	-0.09	0.19	0.29	0.23	0.15	0.05	0.29	0.29
最大回撤	-36.2%	-35.8%	-34.9%	-36.7%	-38.6%	-30.1%	-29.4%	-28.6%	-31.8%	-33.4%

资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

从表中可以看到, 从收益和夏普比角度来看, 在历史区间中虚值二档备兑策略表现较优, 同时当月虚二表现较次月虚二更高; 实值二档备兑的波动最小, 当月和次月的情况类似。数据结论和我们先前基于备兑策略本身特征的分析一致。如果综合收益率、波动率、合约流动性几个角度, 从该段历史区间表现来看, 可以认为选择虚值二档的合约做备兑策略效果最好。

调仓对备兑策略的影响

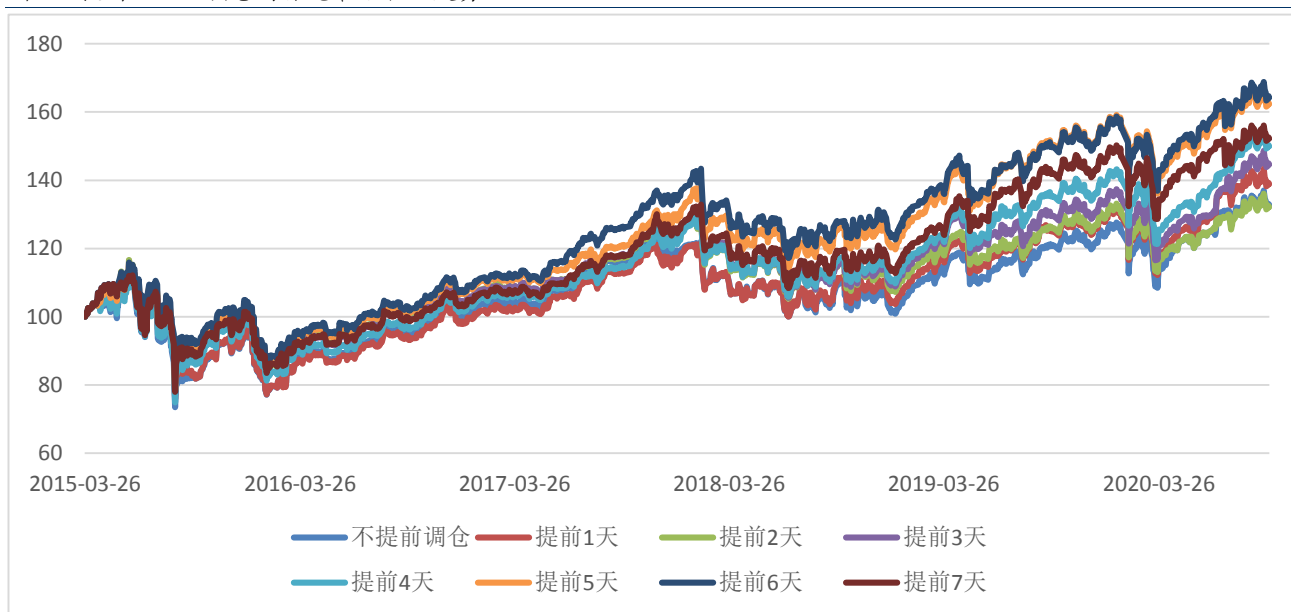
提前调仓

前述的备兑策略回测结果，是基于建完仓后不做任何调整，持有至各月期权合约到期日平仓再开仓新月份的期权合约构建新的备兑策略的做法。实际的备兑策略使用中，投资者可以通过在到期日之前调仓，或随着标的行情变化调仓等方法来提前调仓，并以此进一步优化备兑策略。

首先考虑到到期日之前调仓。期权合约（尤其是虚值、实值程度较高的合约）临近到期时剩余的时间价值相对较低，期权合约持有至到期日平仓再开仓新月份合约的方法在换仓前最后几个交易日留存的潜在最大收益可能已经所剩无几、增收效果有限，这与做备兑策略提高收益、降低风险的初衷是不符的，在到期日之前调仓有机会改善这个问题。

我们沿用之前表现最好的当月虚值二档合约做备兑，考察提前 0 天至提前 7 天换月调仓对收益造成的差异。（提前 N 天换月调仓指持有合约至到期日前 N 天时平仓，并买入次月虚值二档期权合约，再持有新的合约至到期日前 N 天，以此类推。）收益曲线如图 5 所示：

图 5：提前 0-7 天调仓的备兑策略收益走势



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

表 3：提前 0-7 天调仓的备兑策略收益统计

提前调仓时间（天）	0	1	2	3	4	5	6	7
总收益率	35.2%	38.5%	31.8%	44.2%	49.6%	61.9%	63.8%	51.8%

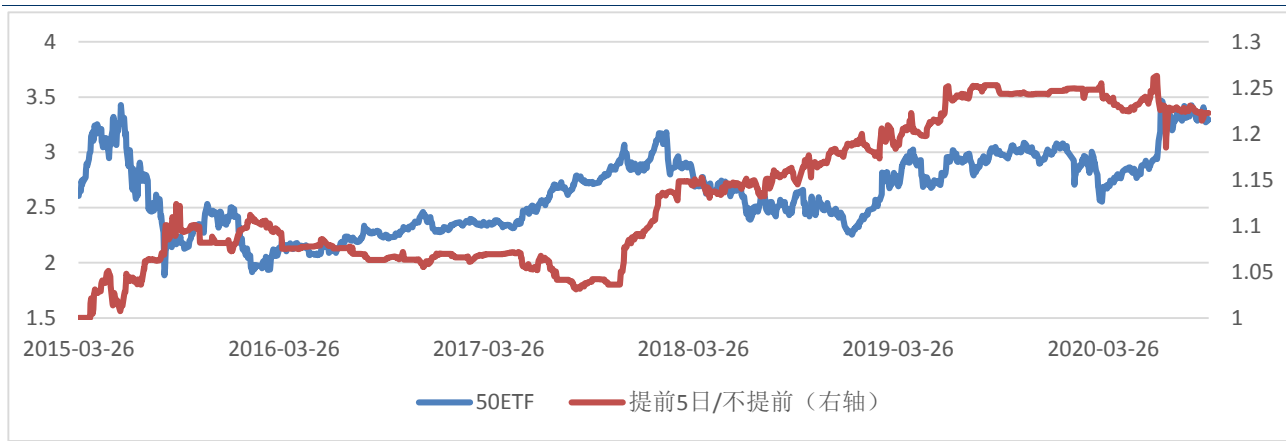
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

从图表中可以看到，提前调仓与否并不影响备兑策略的整体趋势，提前调仓不同天数的净值走势整体高相关。但每个月换仓时的微小差异长期累计之后仍然导致了明显的收益差：整体来看，在提前一周以内的参数区间内，随着提前调仓天数的增加备兑策略的累计收益率也出现了上升；提前 6 天调仓

的收益与提前 5 天相近，提前 7 天的收益则出现了下降。

那么提前调仓相对于不提前调仓，其超额收益来源于哪里呢。我们将表现突出的提前 5 日换月调仓的当月虚二备兑策略与不调仓的当月虚二备兑策略的净值相除，并与标的 50ETF 走势放在一起进行比较，就可以看出不同时间段提前调仓的效果。其结果如图 6 所示。

图 6：备兑策略提前 5 天调仓与不调仓走势对比



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

可以看到，当市场处于大涨或大跌等波动较大的情况，提前调仓的收益高于不调仓、二者比值上升，原因是市场大幅波动时原先开仓的期权合约就会变成深度虚值或深度实值合约，临近到期时时间价值接近于零，备兑策略的增收意义已经消失。

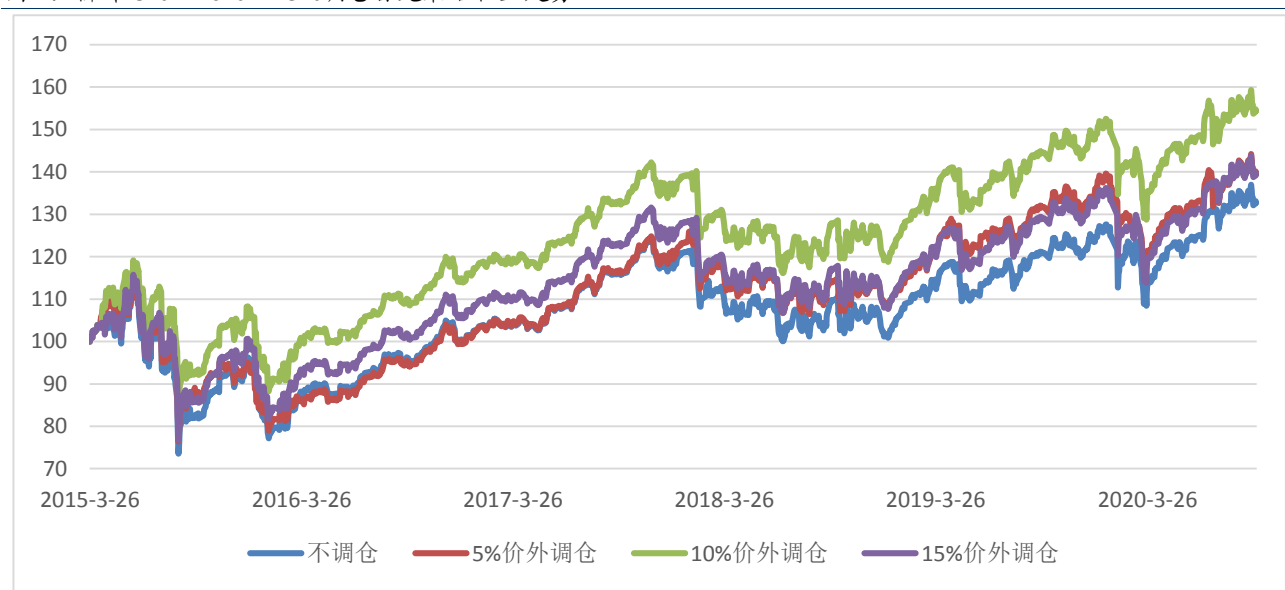
当市场处于缓涨或震荡行情时，提前调仓与否的影响不大，这是因为平值附近的合约时间价值流逝在临近到期前加快，不提前调仓在不确定性风险增加的同时也有机会获取更高的回报，此时提前调仓未必能获得高于不调仓的收益。

价外调仓

另一种调仓的逻辑是价外调仓。我们仍以使用当月虚值二档合约进行备兑操作为例，当标的大幅波动后，持有的合约不再是当月虚值二档，此时将其平仓并重新开仓新的虚值二档期权合约。此处 2015.3-2020.9 的区间上，按标的价格偏离期权行权价 5%、10%、15%调仓的模式分别进行测算。

例如 5%调仓的模式是指，当标的价格与当前持有的期权合约行权价之差大于行权价的 5%时，就重新以当前标的价格构建虚值二档备兑策略，如果未出现上述情况就将合约持有到期并转为新的虚值二档合约。回测结果如图 7 所示。

图 7：价外 5%、10%、15%调仓备兑策略收益走势



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

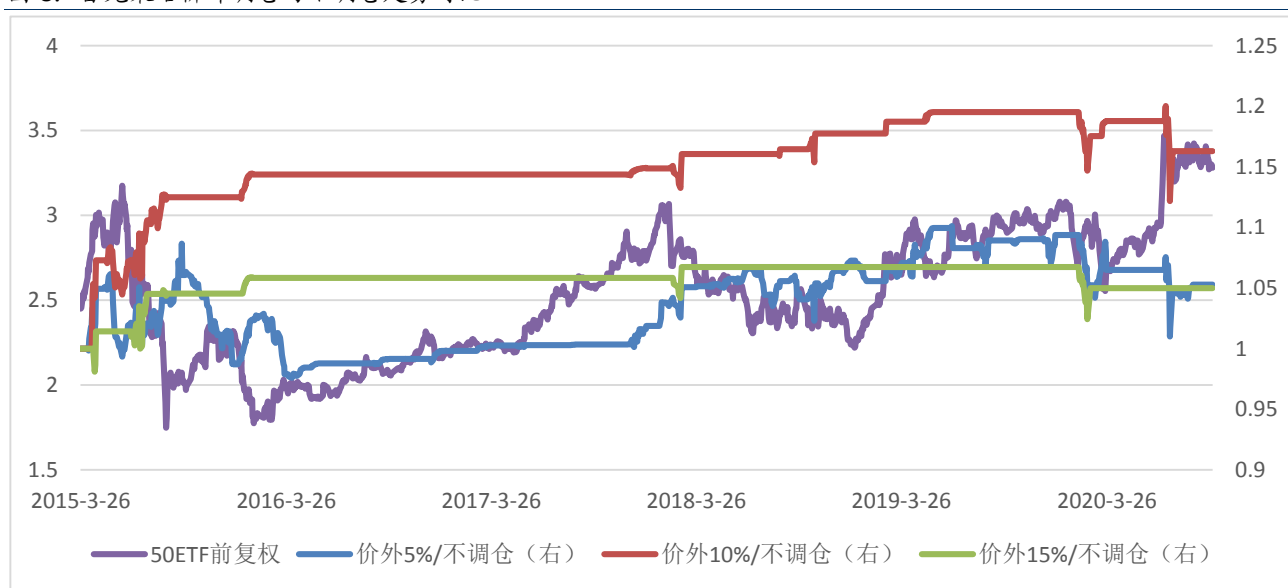
表 4：价外 5%、10%、15%调仓备兑策略收益统计

价外调仓比例	不调仓	5%调仓	10%调仓	15%调仓
总收益率	35.2%	39.4%	54.0%	39.0%

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

可以看到，在 2015.3-2020.9，价外 5%调仓、价外 10%调仓、价外 15%调仓的收益率分别为 39.4%、54.0%、39.0%，都优于不调仓的备兑策略。类似地，为了方便观察价外调仓相较于不调仓到底好在了哪里，我们将净值相除，并与标的 50ETF 走势放在一起进行比较，结果如图 8 所示。

图 8：备兑策略价外调仓与不调仓走势对比



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

在五年半的时间内，总的来说价外调仓会在市场大幅波动时表现出与不调仓不一致的特点，在市场持续向上或向下突破的行情中表现更好，体现在曲线上二者比值上升，而在市场大幅反转走势中（大幅上涨后又快速回落，或大幅下跌后又迅速反弹）表现不佳。

分调仓阈值来看，价外 5%调仓的调仓频率最为频繁，虽然能够在市场单边行情出现时能及时做出反应，但也意味着更容易受到市场反转的影响。价外 10%调仓相对而言调仓频率有所减少，累计收益表现最好。价外 15%调仓的调仓频率最低，在五年半的时间内总共调仓次数不到十次，与不调仓的备兑策略差距不大。

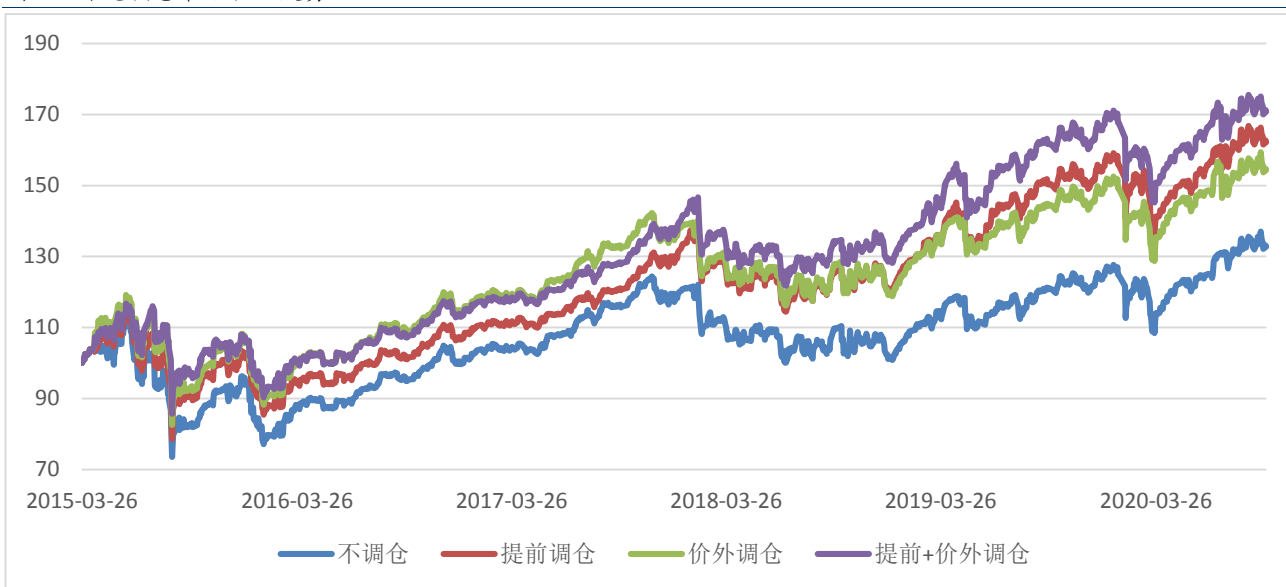
二者结合

其实，从上面的分析我们可以看出，提前调仓和价外调仓均能获得优于不调仓的效果，但二者的逻辑并不矛盾。提前调仓是以合约临近到期，备兑效果不好为出发点；而价外调仓是以合约变为深度实值或深度虚值，备兑效果不好为出发点，二者其实有共通之处。这就和投资期权需要注意谨慎使用深实、深虚以及临近到期的合约是一个道理。那么我们如果将提前调仓与价外调仓相结合，能否获得更好的效果呢？

我们沿用当月虚值二档备兑策略，并结合表现较好的提前 5 天换月调仓与价外 10%调仓两种调仓方式。具体做法为，选择当月虚值二档合约，每月合约到期前 5 天调仓至下月；如果标的价格偏离行权价 10%，且此时正好又处在当月合约 5 天之内即将到期的时间段，则重新建仓次月虚值二档期权合约；如果标的价格偏离行权价 10%，但并未处在当月合约 5 天之内即将到期的时间段，则重新建仓当月虚值二档期权合约。

采用这种提前调仓与价外调仓相结合的策略在 2015.3-2020.9 表现如图 9 所示，我们将其与不调仓、只提前调仓、只价外调仓的走势放在一起以作对比：

图 9：备兑调仓策略收益走势



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

从图 9 我们可以看出，四种备兑策略在 2015.3-2020.9 区间上的收益率分别为 35.2%、61.9%、54.0%、70.4%。两种方式结合的调仓方法进一步体现出了优势。因此，我们有理由认为，提前调仓与价外调仓并不矛盾，均是提升备兑策略收益的不错的方式。

在下面的文章中，我们将提前调仓与价外调仓相结合的策略简称为备兑调仓策略。

持有其他股票

标准的备兑策略构建需要持有标的 ETF（例如 50ETF 期权备兑策略需要持有 50ETF）。持有非标的 ETF 股票的投资者也可以采用类似的方式去寻求备兑策略的效果，但需要注意此时卖出的认购期权需要占用保证金，投资者需要留出现金部分并注意持仓保证金风险。

持有 ETF 的备兑策略构建方式：上文我们提到，投资者每持有 10000 股 ETF，即 $10000 \times \text{ETF 价格}$ 市值的标的，就应备兑开仓 1 张期权合约。也就是说，如果投资者打算投入 100 万买 ETF 并采用备兑策略，假设 ETF 价格为 2 元 1 股，他就应买入 5000 手 ETF，同时备兑开仓 50 张当月虚值二档认购期权。

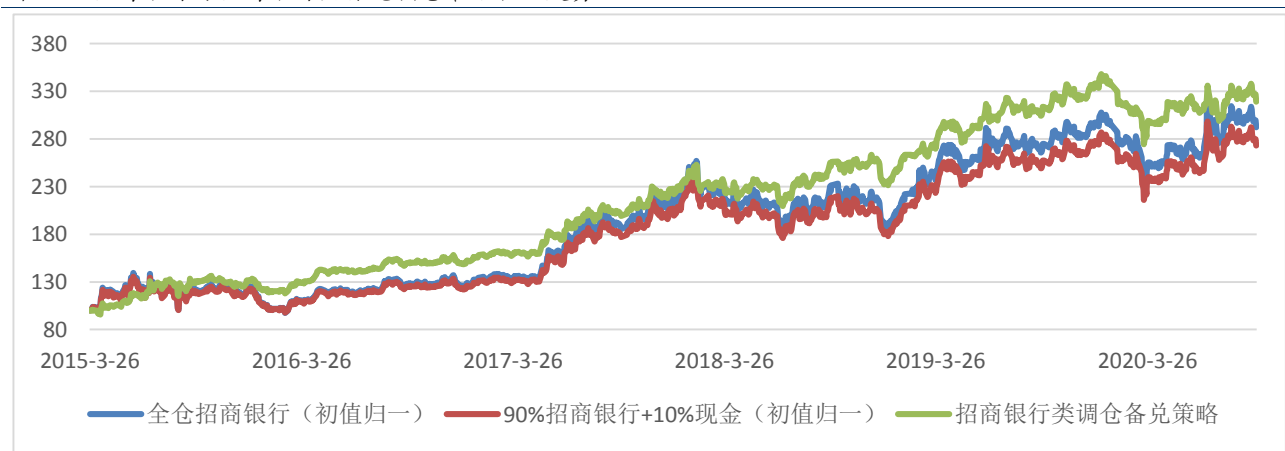
持有其他股票的类备兑策略构建方式（以招商银行为例）：假设投资者打算买入招商银行，并采用类备兑策略提升持股收益。可以选择使用总资金的 90% 持有招商银行，备兑开仓对应张数的期权合约，10% 资金用于期权合约的保证金。例如，投资者打算投入 100 万元，招商银行股价为 40 元/股，标的 ETF 股价为 2 元/股，投资者应使用 90 万元买入 225 手招商银行，同时卖出开仓 $900000/2/10000=45$ 张当月虚值二档认购期权。剩余的 10 万元用做期权卖出开仓的保证金。

调仓方式：与备兑调仓策略相同，每月合约到期前 5 天调仓至下月。如果标的价格偏离行权价 10%，就重新建仓新的对应月虚值二档期权合约。一旦进行调仓，就重新计算当前总资金并调整股票份额使得股票面值等于总资金的 90%。

其他事项：因市场行情变化，导致保证金不足，则平仓期权合约至保证金充足为止，不改变股票市值；若股票分红，则再买回股票（即分红再投资）。

采用招商银行的类备兑调仓策略在 2015.3-2020.9 表现如下所示。鉴于我们类备兑调仓策略的股票份额仅为 90%，因此我们将其与全仓招商银行、90% 仓位招商银行+10% 仓位现金的净值走势也放在图 10 中一起进行比较。

图 10：招商银行与招商银行类备兑调仓策略收益走势



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

表 5: 招商银行与招商银行类备兑调仓策略统计

	全仓招商银行	90%招商银行+10%现金	招商银行类备兑调仓策略
累计收益	189.7%	170.8%	217.3%
年化收益	21.2%	19.7%	23.2%
波动率	28.9%	26.0%	19.6%
夏普比	0.73	0.76	1.19
最大回撤	-30.0%	-27.0%	-21.1%

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

可以看到，在 2015.3-2020.9，招商银行作为一只整体持续上行的股票在此期间获得了累计 189.7% 的收益，远超 50ETF。而即便是此类大牛股，在加上类备兑调仓策略之后，仍然可以提高持股收益，同时降低持股风险。招商银行类备兑策略的收益率为 217.3%，波动率为 19.6%，最大回撤 21.1%。相较于全仓持股，收益更高、风险更低、回撤更小。另一方面，我们注意到我们的类备兑调仓策略持股比例为 90%，在股票为大牛股时，相比于全仓股票，缺失的 10% 仓位本来对总收益而言不利，但通过备兑增收将这一部分差距补了回来，而且获得了更多的超额收益。如果与持有 90% 股票+10% 的现金相比，类备兑调仓策略的优势则更加明显。这也表明，如果投资者较为保守，本就不打算全仓持股，那么将一部分资金用做期权保证金，选择类备兑调仓策略是一个更合适的选择。

总结

1. 备兑策略就是持有股票的同时卖出认购期权，是一种将“未来卖出”的计划转为了操作，并以此获得了额外的收益的看涨策略。对于当前决定在某一价位解套或止盈的投资者，使用备兑策略是在各种行情下都优于“死扛”等待的一种方式。
2. 对于持股投资者而言，备兑策略也可以作为一种长期的配置手段。从历史情况来看，选择当月虚值二档合约做备兑表现最好，在 2015.3-2020.9 期间（下同）收益率达 35.2%，年化波动率为 19.6%，相对于上证 50 的收益率 20.3%，年化波动率 20.5% 而言，收益更高、风险更低、回撤更小。
3. 如果更进一步考虑调仓，备兑策略增收效果更为明显。提前换月调仓与价外调仓两种调仓思路都能起到更进一步增强收益的效果。从历史表现来看，在换月调仓中提前 5-6 天表现最佳，五年半时间的收益率可提高至 60% 以上。价外 10% 调仓表现最佳，收益率提高至 54%。
4. 提前换月调仓与价外调仓并不矛盾，二者结合能产生更好的效果，备兑调仓策略在五年半的回测时间内的收益率超过 70%，其增强收益、降低风险的效果更加明显。
5. 期权备兑调仓策略不仅仅只针对于持有标的资产的投资者，对于持有与标的相关性较高的股票或投资组合而言，也可以使用类似的方法起到类似的效果。这种做法需缴纳期权保证金，无法全仓股票，但以五年半涨幅 189.7% 的招商银行为例，备兑的增收效果可以弥补这样的持仓差距，招商银行的类备兑调仓策略收益可达 217.3%。而对于本就不打算全仓持股的投资者，选择类备兑调仓策略是一个更合适的选择。

注意事项

期权标的分红

当期权标的进行分红时，期权合约会进行相应调整，合约乘数、行权价格等合约要素都会发生相应变化，但期权的价值不变，交易所也会在除权除息日当日加挂新的标准合约。届时，使用备兑策略的投资者可能会面临备兑证券不足的情况。因此长期配置备兑策略时，如遇标的证券分红，可以选择换仓至标准合约。此举也能避免因非标准合约流动性逐渐降低而造成的额外损失。

持仓保证金

对于持有标的证券并做备兑开仓的投资者而言，无需缴纳保证金。而对于持有非标的证券并进行类似于备兑操作的投资者而言，期权的持仓保证金则也是一个需要考虑的因素。持有非 ETF 股票并打算采用类备兑策略的投资者建议留出一部分资金用于期权持仓保证金，否则市场上涨容易导致期权保证金增加，届时会面临保证金不足的风险。

风险提示

上述结论均基于历史数据得到，不代表对未来市场行情的预测。

免责声明

本报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券，未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人本人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只能提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售，购买或认购证券、基金或其他金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告只供一般参考之用，并未在任何司法管辖区交付登记，其内容亦未经任何司法管辖区的任何监管机构审核。本报告所载资料不构成：（1）具有约束力的法律协议；（2）法律、监管、税务、会计或其他建议；（3）买卖任何基金份额或与中信证券管理或建议的投资组合挂钩或其所包含的任何证券、商品、金融票据或衍生品的要约、推荐或招揽；或（4）订立任何其他交易的要约。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。