

## 2020 年 10 月期权市场报告——期权长假效应详解

### 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 9 月期权市场报告——买入认购和牛市价差的权衡
2. 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
3. 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
4. 2020 年 6 月期权市场报告——震荡行情中买期权的合约选择
5. 2020 年 5 月期权市场报告——重视隐含波动率的均值回复特性
6. 期权波动率交易基本原理与分析方法 ..... 2020.4.21
7. 海外衍生品市场专题研究: 解析香港衍生品市场 ..... 2020.4.20
8. 海外保险公司使用期权对冲的策略与经验 ..... 2020.4.20
9. 市场参数变动对欧式期权杠杆率和保证金的影响 ..... 2020.4.13
10. 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
11. 沪深 300 期权上市规则与热点问题梳理 ..... 2019.12.24

### 摘要

- ◆ **9 月, 期权市场交易规模继续回落。**2020 年 9 月 ETF 期权全月日均成交量 372.1 万张、较 8 月下降 16.2%, 其中 50ETF 期权、沪 300ETF 期权、深 300ETF 期权的日均成交量分别为 164.4 万张、182.2 万张和 25.6 万张, 较 8 月分别下降 18.7%、13.9%和 15.7%。中金所沪深 300 股指期货日均成交量较 8 月下降 8.9%至 8.5 万张。持仓量方面, 9 月 ETF 期权日均持仓量 494.7 万张, 较 8 月下降 6.2%; 其中 50ETF 期权、沪 300ETF 期权、深 300ETF 期权日均持仓量为 248.7 万张、202.0 万张、43.9 万张, 分别较 8 月下降 5.9%、5.1%和 12.4%。中金所 300 股指期货日均持仓量较 8 月上升 9.1%至 14.0 万张。商品期货期权 18 个品种 9 月总日均成交量 50.3 万张, 较 8 月上升 41.4%; 规模总量仍然较小, 全品种的总成交额约为 ETF 期权的 15%。
- ◆ **期权隐含波动率微降, 曲面 Skew 变化不大。**9 月标的震荡微跌, 50ETF、沪 300ETF、深 300ETF 全月分别下跌 3.4%、4.7%和 4.9%。标的 20 日历史波动率从 17.5%下降至 17.2% (此处及以下均以 50ETF 为例)。在市场波动低迷的环境中, 期权合约加权隐含波动率受长假影响反而从 24.5%上升到了 29.7%。Skew 方面, 9 月 Skew 整体微负, 波动不大。
- ◆ **平淡行情延续, 衣领和卖出认购表现相对较好。**2020 年 9 月期权标的微跌, 以使用当月虚值二档合约构建的策略指数为例, 以使用当月虚值二档合约构建的策略指数为例, 备兑、对冲、衣领策略收益分别为 -2.0%、-2.9%和 -1.7%。轮动策略本月初采用了对冲策略, 9 月合约到期后转为了衣领策略, 最终全月收益为 -2.8%。本月因标的下行, 各期权配置策略均出现了损失, 但表现均优于 50ETF 标的本身。趋势策略方面, 市场波动较小、实际波动率均值低于隐含波动率对卖出期权有利; 隐含波动率小幅走高则对买入期权有利, 综合之下最终的表现结果是卖出期权在 9 月略为占优, 但收益率也并不突出。
- ◆ **长假对期权交易的影响。**期权隐含波动率在十一长假之前标的波动低迷的情况下持续上升, 长假结束后则大幅回落, 这一变化对期权交易造成了影响也带来了机会。本期月报中我们分析了长假效应的成因, 汇总了 2015 年以来长假前后标的、期权定价变化特征以及期权组合损益情况, 得到了如下结论: 1) 长假效应是典型的期权事件交易。2) 标的在长假过后可能会产生较大波动, 但集中体现于长假后的跳空高低开。3) 期权隐含波动率的变化体现出了长假效应的影响。2018 年春节起隐含波动率明显的体现出了长假前上升、长假后回落的特点。4) 长假效应带来了期权交易机会。买入跨式较稳妥的做法是节前 6~10 天建仓并在节前最后一天平仓, 持仓过节的历史平均收益为正但胜率不高, 更需考虑控制仓位且需注意在节后开盘阶段及时平仓。卖出跨式组合仅有的入场点为节后开盘, 需要投资者在较短时间内判定好市场风险并完成交易、要求相对较高。5) 轻度虚值合约受隐含波动率影响大, 因此用轻度虚值合约交易效果更好。

## 目录

9 月期权市场规模状况——期权市场交易规模继续回落	1
ETF 期权定价情况——期权隐含波动率微升，曲面 Skew 变化不大	3
9 月期权策略表现——总体平淡，衣领和卖出认购相对较好	4
配置策略：9 月衣领最佳，轮动策略累计优势明显	5
趋势策略：平淡延续，卖出认购最佳	6
专题研究——期权长假效应详解	9
长假效应的成因	9
长假效应的历史表现	10
长假效应的特征及机会小结	16

## 插图目录

图 1：2018-2020，股票、股指期权日均成交量（万张）	1
图 2：2018-2020，股票、股指期权日均持仓量（万张）	1
图 3：2018-2020，商品期货期权日均成交量（万张）	1
图 4：2018-2020，商品期货期权日均持仓量（万张）	1
图 5：2020 年 9 月，场内期权日均成交量分布（万张）	2
图 6：2020 年 9 月，场内期权日均成交额分布（亿元）	2
图 7：2020 年 9 月，50ETF 价格与波动率走势	3
图 8：2020 年 9 月，三个标的的价格走势（初值归一）	3
图 9：2020 年 9 月，三个标的的 20 日历史波动率走势	3
图 10：2020 年 9 月，三个标的的期权隐含波动率走势	3
图 11：2020 年 9 月，3 个 ETF 标的的 Skew 变化走势	4
图 12：2015-2020，50ETF 期权 Skew 走势	4
图 13：备兑、对冲、衣领策略持有到期收益与股票收益的对比	5
图 14：2020.1-9，配置策略与 50ETF 走势对比	6
图 15：2015.3-2020.9，配置策略与 50ETF 走势对比	6
图 16：2020 年 9 月，50ETF 与四种方向策略走势对比	7
图 17：2020 年 9 月，50ETF 与买卖跨式组合策略走势对比	7
图 18：2020 年 9 月，买入不同行权价认购期权对比	8
图 19：2020 年 9 月，买入不同行权价认沽期权对比	8
图 20：2020 年 9 月，卖出不同行权价认购期权对比	8
图 21：2020 年 9 月，卖出不同行权价认沽期权对比	8
图 22：2020 年 9 月，买入不同行权价跨式宽跨式对比	8
图 23：2020 年 9 月，卖出不同行权价跨式宽跨式对比	8
图 24：十一长假前后，期权隐含波动率先升后降	9
图 25：2020.10.8，50ETF 期权日内隐含波动率走势	9
图 26：不同剩余到期时间的合理隐含波动率	10
图 27：长假前后期权隐含波动率先升后降（同图 24）	10

图 28: 买入跨式组合在长假前后的表现 .....	12
图 29: 卖出跨式组合在长假前后的表现 .....	12
图 30: 不同虚值程度买入跨式在长假前后平均表现 .....	13
图 31: 不同虚值程度卖出跨式在长假前后平均表现 .....	13
图 32: 2019.10.8, 当月次月平值合约隐含波动率走势 .....	14
图 33: 2019.10.8, 当月次月跨式组合价格走势 .....	14
图 34: 2020.2.3, 当月次月平值合约隐含波动率走势 .....	15
图 35: 2020.2.3, 当月次月跨式组合价格走势 .....	15
图 36: 2020.10.9, 当月次月平值合约隐含波动率走势 .....	15
图 37: 2020.10.9, 当月次月跨式组合价格走势 .....	15

## 表格目录

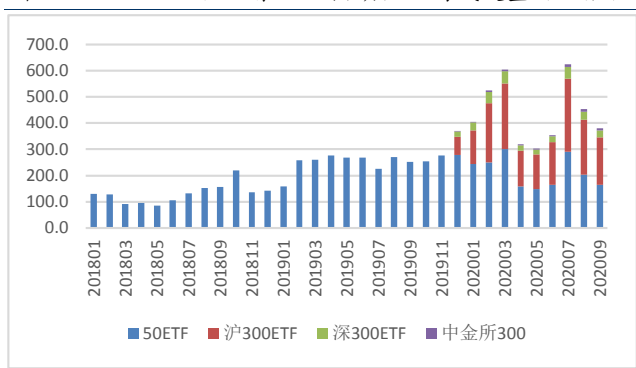
表 1: 2020 年 9 月, 场内期权品种规模对比 .....	2
表 2: 2020 年 9 月期权市场整体定价情况 .....	4
表 3: 期权配置策略收益情况 .....	5
表 4: 六种期权趋势策略表现情况 .....	6
表 5: 长假前后的 50ETF 表现 .....	10
表 6: 长假前后的期权隐含波动率变化情况 .....	11
表 7: 6 次长假前后的买入、卖出跨式组合各自收益情况 .....	12
表 8: 6 次长假前后买入、卖出不同行权价跨式、宽跨式组合平均收益 .....	13

## 9月期权市场规模状况——期权市场交易规模继续回落

2020年9月，期权标的震荡小跌，期权日均成交量继续回落，日均持仓量受9月合约到期影响同样出现回落。小幅上升。ETF期权全月日均成交量372.1万张、较8月下降16.2%，其中50ETF期权、沪300ETF期权、深300ETF期权的日均成交量分别为164.4万张、182.2万张和25.6万张，较8月分别下降18.7%、13.9%和15.7%。中金所沪深300股指期货期权日均成交量较8月下降8.9%至8.5万张。持仓量方面，9月ETF期权日均持仓量494.7万张，较8月下降6.2%；其中50ETF期权、沪300ETF期权、深300ETF期权日均持仓量为248.7万张、202.0万张、43.9万张，分别较8月下降5.9%、5.1%和12.4%。中金所300股指期货期权日均持仓量较8月上升9.1%至14.0万张。

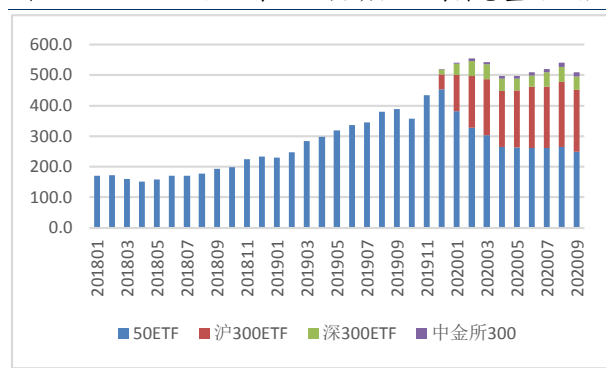
品种间对比来看，沪300ETF期权仍然为成交量最大的ETF期权品种，50ETF期权成交量约为沪300ETF期权的90%，深300ETF成交量约为沪300ETF的14%。高出38.4%。中金所沪深300股指期货期权成交量约为沪300ETF期权的5%。

图 1: 2018-2020, 股票、股指期权日均成交量 (万张)



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

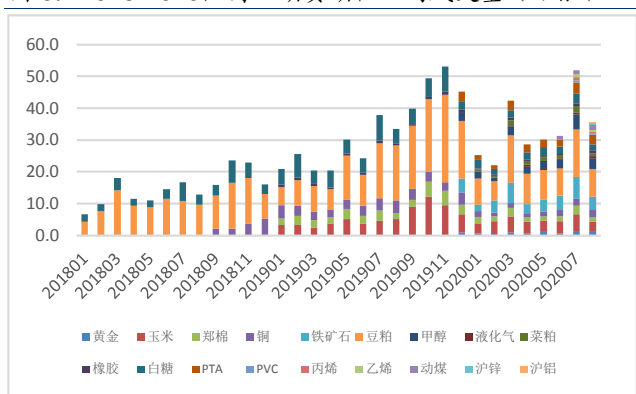
图 2: 2018-2020, 股票、股指期权日均持仓量 (万张)



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

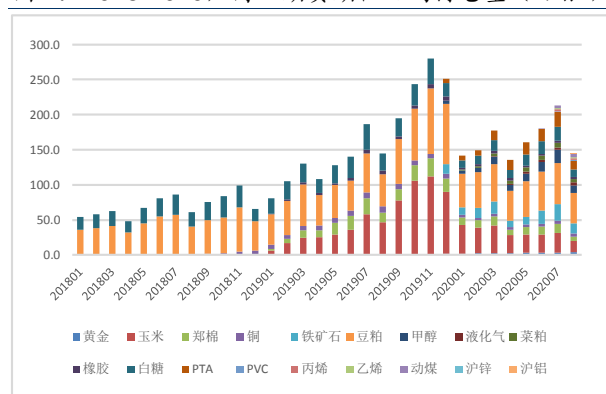
商品期货期权18个品种9月总日均成交量50.3万张，较8月上升41.4%；总日均成交额4.3亿元，较8月上升14.0%。目前商品期货期权的规模总量仍然较小，全品种的总成交额约为ETF期权的15%。从品种间成交额对比来看（商品期货期权面值差别较大，成交额是较好的横向衡量方法），9月豆粕期货期权是规模最大的商品期货期权品种、日均权利金成交额超过1亿，铁矿石、黄金日均0.94亿、0.61亿，铜、橡胶、玉米日均规模在0.2~0.5亿，其余品种日均权利金成交规模在0.2亿以下。

图 3: 2018-2020, 商品期货期权日均成交量 (万张)



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

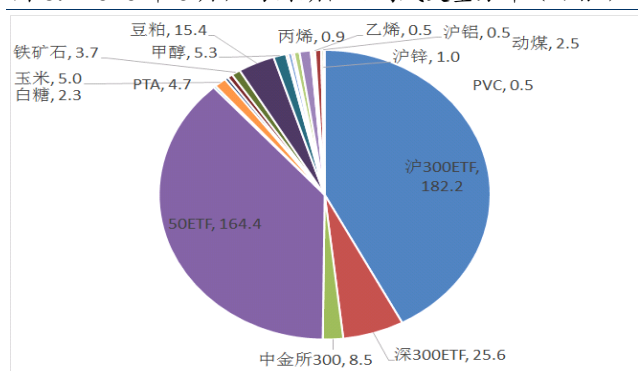
图 4: 2018-2020, 商品期货期权日均持仓量 (万张)



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

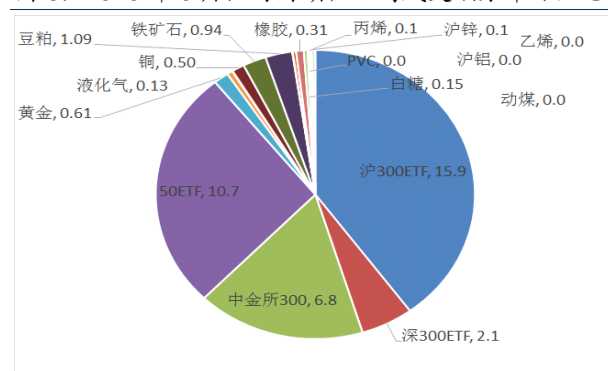
全品种对比来看, 2020 年 9 月各类 22 个期权品种总计日均成交量 683.7 万张, 日均权利金成交额 39.9 亿元。其中 ETF 期权日均成交量 494.7 万张、占比 72.4%, 日均权利金成交额 28.8 亿元、占比 72.1%, 规模占绝对优势。

图 5: 2020 年 9 月, 场内期权日均成交量分布 (万张)



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 6: 2020 年 9 月, 场内期权日均成交额分布 (亿元)



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

表 1: 2020 年 9 月, 场内期权品种规模对比

	标的	日均成交量 (万张)	日均成交额 (权利金, 亿元)	日均持仓量 (万张)
股票 ETF 类	沪 300ETF	182.2	15.9	202.0
	深 300ETF	25.6	2.1	43.9
	50ETF	164.4	10.7	248.7
	股票 ETF 类合计	372.1	28.8	494.7
股指类	300 股指	8.5	6.8	14.0
商品期货类	黄金	1.0	0.6	4.2
	玉米	5.0	0.2	22.8
	郑棉	1.4	0.0	8.2
	铜	2.2	0.5	3.7
	铁矿石	3.7	0.9	17.2
	豆粕	15.4	1.1	48.1
	甲醇	5.3	0.0	12.6
	液化气	0.9	0.1	5.3
	菜粕	1.5	0.0	4.8
	橡胶	0.9	0.3	2.3
	白糖	2.3	0.2	11.9
	PTA	4.7	0.0	17.0
	PVC	0.5	0.0	1.9
	丙烯	0.9	0.1	3.4
	乙烯	0.5	0.0	2.1
	沪锌	2.5	0.0	6.9
	沪铝	1.0	0.1	1.3
	动煤	0.5	0.0	1.2
	商品期货类合计	50.3	4.3	174.9
全部合计		431.0	39.9	683.7

资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

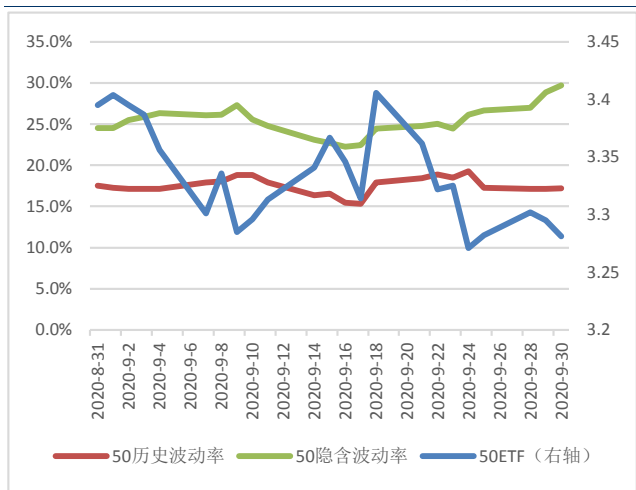


## ETF 期权定价情况——期权隐含波动率微升，曲面 Skew 变化不大

2020 年 9 月，50ETF、300ETF 震荡微跌，标的 20 日历史波动率从 17.5%下降至 17.2%（此处及以下均以 50ETF 为例）。在市场波动低迷的环境中，期权合约加权隐含波动率受长假影响，反而从 24.5%上升到了 29.7%，这一点的原因及影响将在本期月报专题部分中加以阐述。

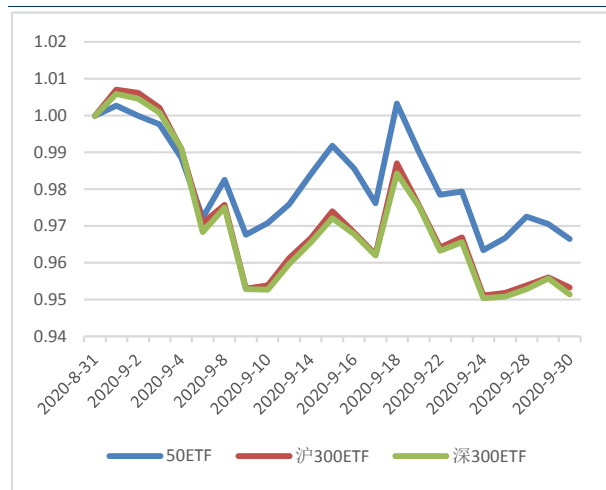
分标的来看，9 月上交所、深交所 300ETF 走势基本一致；50ETF 在 9 月上半月下跌中跌幅小于 300ETF，最终累计跌幅也小于 300ETF。50ETF、沪 300ETF、深 300ETF 全月最终分别下跌 3.4%、4.7%和 4.9%。历史波动率和期权合约加权隐含波动率均值整体上来看均是 50ETF 略低于上交所、深交所 300ETF，但三者差别不大。

图 7：2020 年 9 月，50ETF 价格与波动率走势



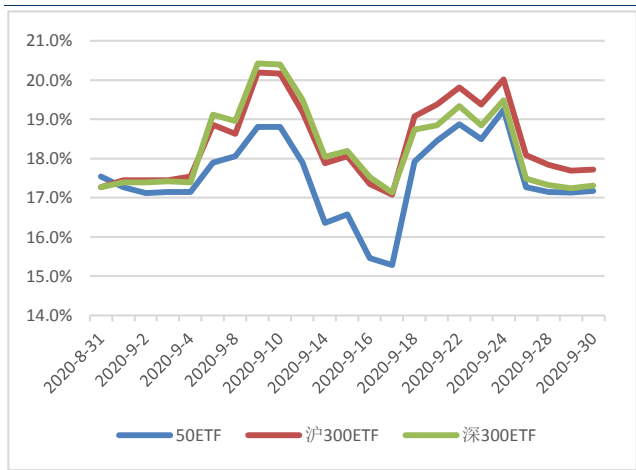
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 8：2020 年 9 月，三个标的的价格走势（初值归一）



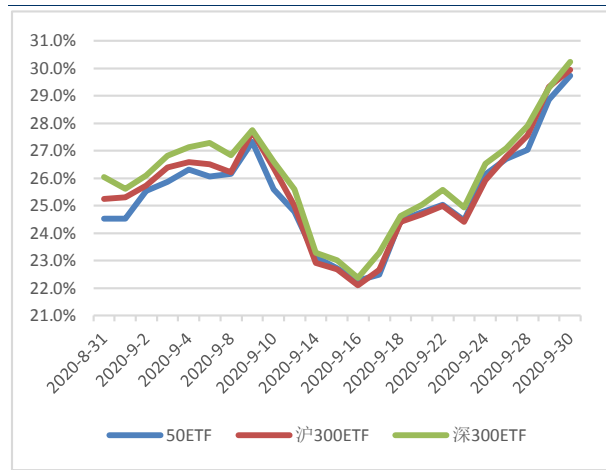
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 9：2020 年 9 月，三个标的的 20 日历史波动率走势



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 10：2020 年 9 月，三个标的的期权隐含波动率走势



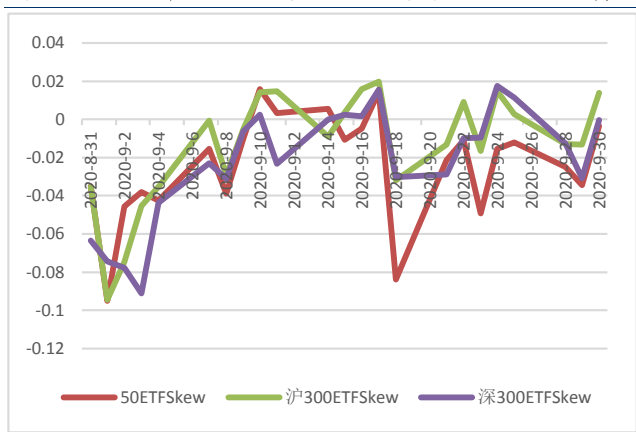
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

从曲面 Skew 角度来看，2020 年 9 月 Skew 整体微负，波动不大。我们使用“（虚值认沽期权隐含波动率-虚值认购期权隐含波动率）/平值合约隐含波动率”的方式来计算 Skew，Skew 越大说明虚值认沽期权相对越贵、投资者情绪相对谨慎；Skew 越小说明虚值认购期权相对越贵、投资者情绪相对乐观。2020 年 1 月 Skew 微负，投资者情绪微乐观；2 月初标的下跌后，Skew 快速翻正，投资者情绪转为谨慎；此后 Skew 一直在偏正的方向震荡，情绪维持谨慎。4 月，Skew 均值在 8%-9%，但 4 月 30 日三个标的的 Skew 均大幅下降，导致全月 Skew 值有所回落。5 月，在 5.22 大跌后市场谨慎情绪大幅增加，Skew 迅速上升至先前高位水平，此后

尽管市场止跌但 Skew 并未回落、仍维持在高位。6 月，随着标的震荡上行，Skew 回落至 5 月底的一半左右，市场谨慎情绪下降。7 月，Skew 在标的创新高的过程中由正转负、期权市场情绪转为乐观；此后随着标的回调，Skew 转为 0 附近，期权市场情绪转为中性。8 月市场波动较小，Skew 维持在微负附近，整体变化不大；9 月，市场整体波动依然较小，Skew 依然维持在微负附近。

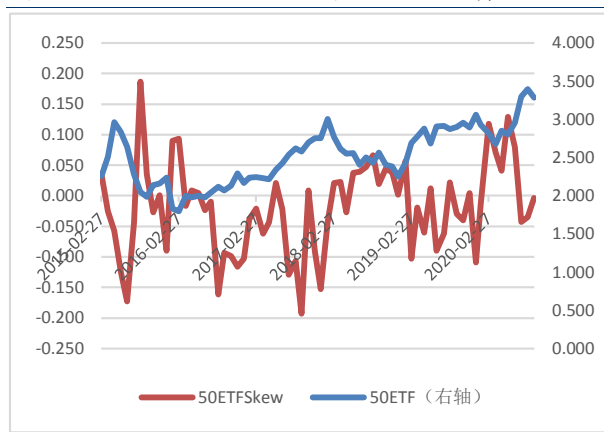
从 2015-2020 年的长期行情来看 Skew 和标的的关系，可以看到整体上体现出了标的上行时市场情绪乐观、Skew 偏负；标的下跌时市场情绪谨慎、Skew 偏正的特点。

图 11: 2020 年 9 月，3 个 ETF 标的的 Skew 变化走势



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 12: 2015-2020，50ETF 期权 Skew 走势



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

上月 ETF 期权市场整体定价情况相关数据如下表所示。

表 2: 2020 年 9 月期权市场整体定价情况

	50ETF	沪 300ETF	深 300ETF
上月末 IV	24.5%	25.2%	26.0%
本月末 IV	29.7%	30.0%	30.2%
上月末 HV	17.5%	17.3%	17.3%
本月末 HV	17.2%	17.7%	17.3%
月 IV 最大值	29.7%	30.0%	30.2%
月 IV 最小值	22.3%	22.1%	22.4%
月 HV 最大值	19.2%	20.2%	20.4%
月 HV 最小值	15.3%	17.1%	17.1%
月 IV 均值	25.5%	25.6%	26.0%
月 HV 均值	17.5%	18.5%	18.3%
上月末 Skew	-3.5%	-3.5%	-6.4%
本月末 Skew	-0.3%	1.4%	0.0%
月 Skew 均值	-2.4%	-1.2%	-2.0%

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部，IV 指加权隐含波动率，HV 指 20 日历史波动率

## 9 月期权策略表现——总体平淡，衣领和卖出认购相对较好

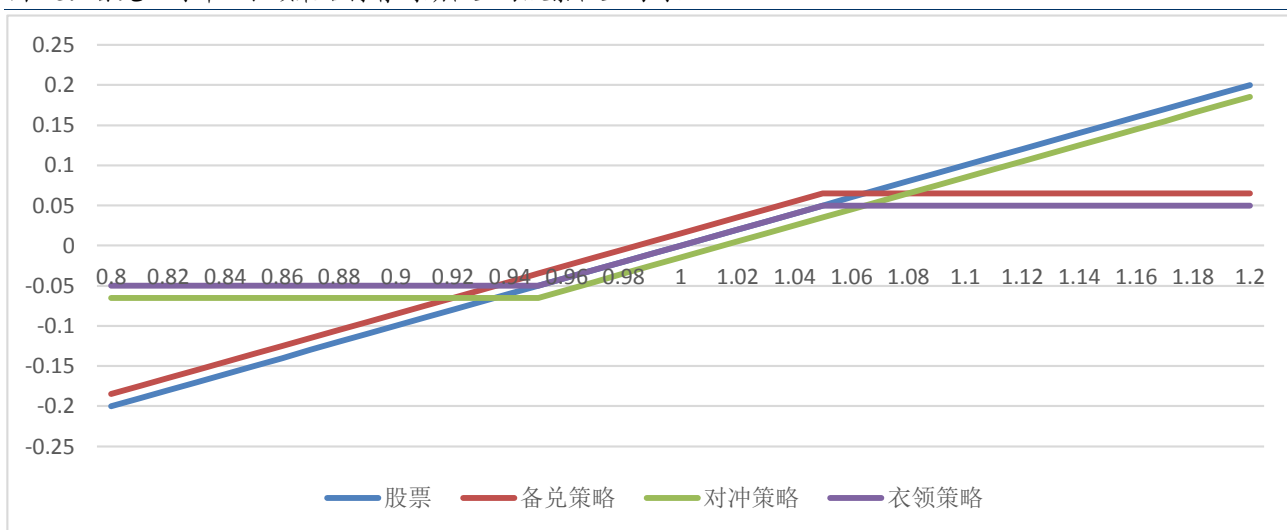
期权策略主要分为三大类，第一类是配置策略，其中包含备兑、对冲、衣领等；第二类是趋势策略，其中最基本的是买入认购、买入认沽、卖出认购、卖出认沽、买入跨式、卖出跨式等六类；第三类是中性产品策略，如做市、波动率曲面套利、无风险套利、实际波动率与隐含波动率之间套利等。

本文将从市场的角度，阐述前两大类的表现情况。中性产品策略表现更多的是受管理人投资能力、交易系统开发能力等因素影响，本文暂不展开。

## 配置策略：9月衣领最佳，轮动策略累计优势明显

备兑、对冲、衣领是三种最常见的期权与现货的配置策略，长期来看可以起到替代股票现货持仓的效果。2019年5月，中信证券推出了基于50ETF的期权策略指数，旨在跟踪采用备兑、对冲、衣领三种期权和现货组合的投资策略的收益情况，并在备兑、对冲、衣领三种期权配置策略的基础上提出了根据不同市场行情选择不同的期权配置策略的期权轮动配置策略方法。（详情请参考《指数研究与指数化投资系列一期权策略指数编制方案与应用分析》及《构建期权轮动策略，提升长期持股收益》两篇报告）

图 13：备兑、对冲、衣领策略持有到期收益与股票收益的对比



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

2020年9月50ETF下跌3.4%，以使用当月虚值二档合约构建的策略指数为例，备兑、对冲、衣领策略收益分别为-2.0%、-2.9%和-1.7%。轮动策略本月初采用了对冲策略，9月合约到期后转为了衣领策略，最终全月收益为-2.8%。本月因标的下行，各期权配置策略均出现了损失，但表现均优于50ETF标的本身。

2020年前9个月（图14），备兑、对冲、衣领策略均获得了正收益且波动率明显低于50ETF，但收益也略逊于50ETF；轮动策略与50ETF相比收益接近、波动更小。从2015年至今来看，持续做备兑策略的收益与50ETF接近，对冲和衣领策略的累计收益接近且高于备兑、其中衣领策略稳定性更强；轮动策略累计收益最高。

表 3：期权配置策略收益情况

	50ETF	备兑	对冲	衣领	轮动策略
9月收益率	-3.4%	-2.0%	-2.9%	-1.7%	-2.8%
9月波动率	16.6%	14.7%	14.0%	12.3%	13.8%
2020.1-9收益率	7.3%	5.5%	2.8%	1.2%	6.9%
2020.1-9波动率	24.3%	18.2%	17.2%	9.8%	19.3%



2015.3-2020.9 收益率	34.0%	35.2%	48.3%	47.1%	118.5%
2015.3-2020.9 年化收益率	5.4%	5.6%	7.4%	7.2%	15.2%
2015.3-2020.9 波动率	23.9%	19.6%	14.9%	10.1%	14.5%
2015.3-2020.9 最大回撤	-45.0%	-38.6%	-24.2%	-15.9%	-16.5%

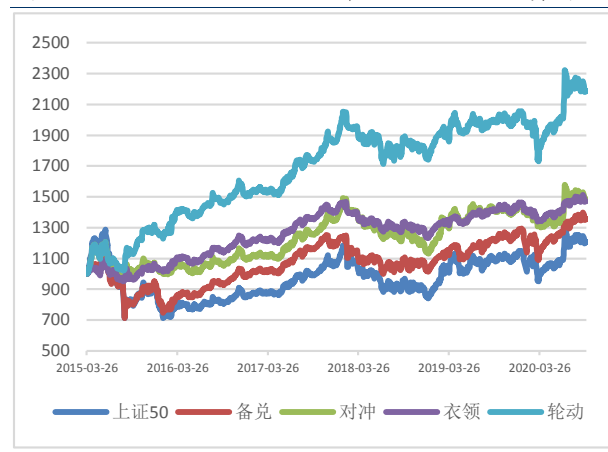
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部，表中备兑、对冲、衣领均为使用当月虚值二档合约构建的策略指数

图 14：2020.1-9，配置策略与 50ETF 走势对比



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 15：2015.3-2020.9，配置策略与 50ETF 走势对比



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

需要说明的是，期权的备兑、对冲、衣领策略使用期权对持股收益的结构进行了调整，可以在极端下跌行情中控制住损失、降低组合波动，但是本质上仍需通过股票上涨行情获利。因此，三类组合策略更多的是可以作为单纯持股的替代，而在股票持续小幅下跌的行情中三类组合也会出现损失（但损失会小于单纯全仓股票），这也是我们把这三类策略称为配置类策略的原因。另一方面，从过去的历史数据中看，股票和期权结合的配置策略确实获得了优于单纯持股效果，阶段性调整配置方法的轮动策略更是有机会更胜一筹。

## 趋势策略：平淡延续，卖出认购最佳

我们将持续的买入认购、买入认沽、卖出认购、卖出认沽、买入跨式、卖出跨式作为六种趋势策略，通过跟踪策略各自的收益走势来了解一定时期内期权交易的表现。策略收益指数的构建上，我们按照 7% 的权利金比例、使用当月和次月的平值合约构建买入期权指数，按照认购、认沽各 7% 的权利金比例构建买入跨式组合；按照两倍净资产的面值、使用当月和次月的平值合约构建卖出期权指数，按照认购认沽各 2 倍净资产的面值构建卖出跨式指数。买入指数具体的细节可以参考我们之前的《期权指数研究：买入期权指数的编制、特征及意义》、《期权指数研究：买入期权策略的构建与分析》两篇报告，卖出指数的情况与之类似。此处以 50ETF 期权的表现为例，300ETF 期权的情况类似。

2020 年 9 月，市场波动较小、实际波动率均值低于隐含波动率对卖出期权有利；隐含波动率小幅走高则对买入期权有利（如前文所述，以 50ETF 期权合约为例，全月隐含波动率、历史波动率均值分别为 26.5% 和 21.6%，加权隐含波动率全月从 24.5% 上升 29.7%）。综合之下，最终的表现结果是卖出期权在 9 月略为占优，但收益率也并不突出。方向策略方面，买入认购受到波动率、方向的双重不利影响表现最差；卖出认购表现最佳。

9 月受标的横盘震荡影响，各策略的整体表现均较为平淡，这一点与 8 月的情况类似。与 8 月的区别是 8 月期权标的小幅上涨，导致卖出认沽表现最佳；而 9 月标的小幅回落，卖出认购便成为了最佳策略。

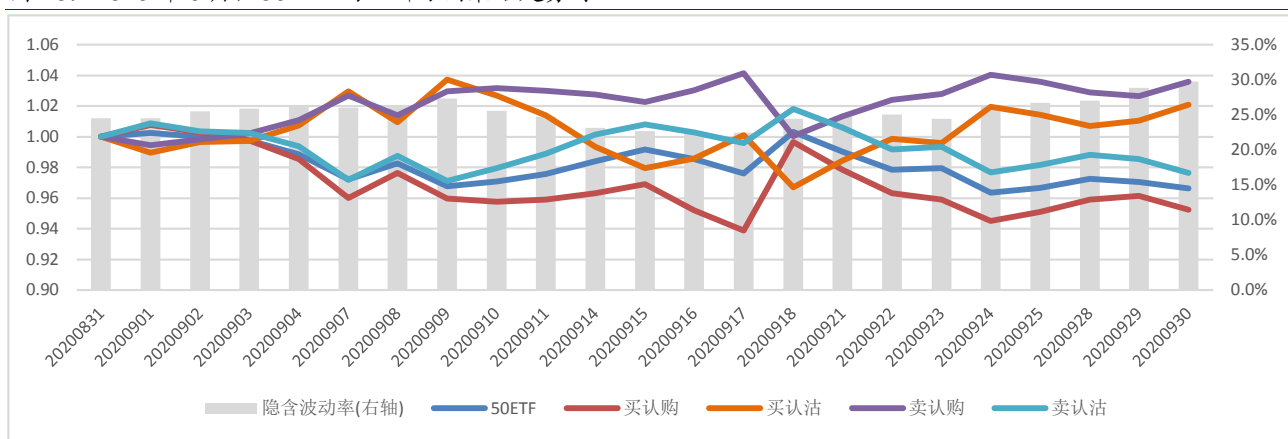
表 4：六种期权趋势策略表现情况

50ETF	买认购	买认沽	卖认购	卖认沽	买跨式	卖跨式
-------	-----	-----	-----	-----	-----	-----

9月收益率	-3.4%	-4.8%	2.1%	3.6%	-2.4%	-1.1%	1.4%
9月波动率	16.7%	28.2%	25.3%	18.9%	18.5%	7.2%	9.5%
2020.1-9收益率	7.3%	39.5%	3.0%	-18.4%	-1.6%	27.9%	-15.9%
2020.1-9波动率	24.4%	45.0%	57.4%	29.3%	31.5%	25.6%	26.0%
2015.2-2020.9收益率	40.8%	335.6%	-84.7%	-50.5%	50.2%	9.7%	-0.9%
2015.2-2020.9年化收益率	6.3%	29.9%	-28.3%	-11.7%	7.5%	1.7%	-0.2%
2015.2-2020.9波动率	24.0%	35.1%	37.0%	24.0%	28.8%	14.1%	20.1%
2015.2-2020.9最大回撤	-45.0%	-37.8%	-87.1%	-54.9%	-56.8%	-26.7%	-38.8%

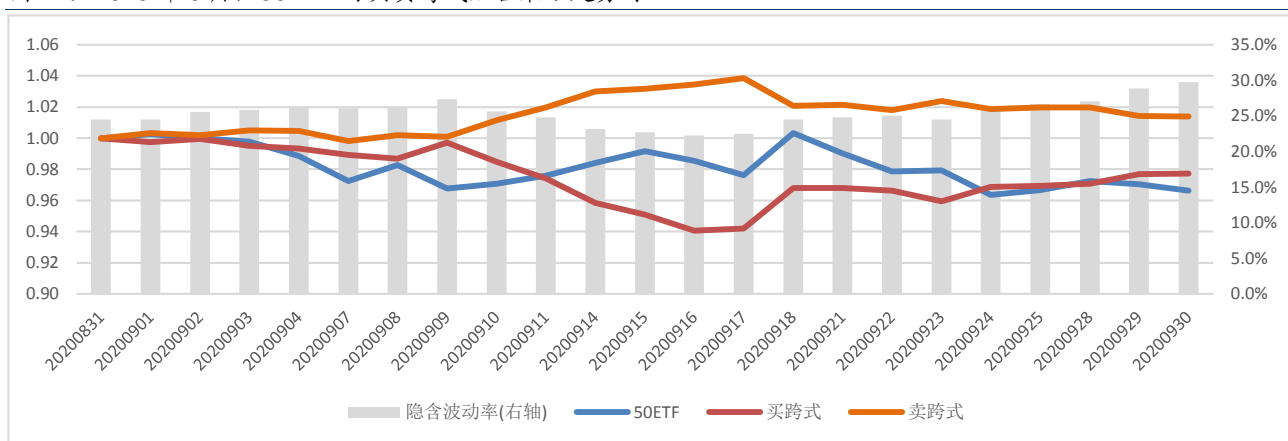
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部，表中期权组合使用平值合约构建，每日按预设规则调整

图 16: 2020 年 9 月，50ETF 与四种方向策略走势对比



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 17: 2020 年 9 月，50ETF 与买卖跨式组合策略走势对比

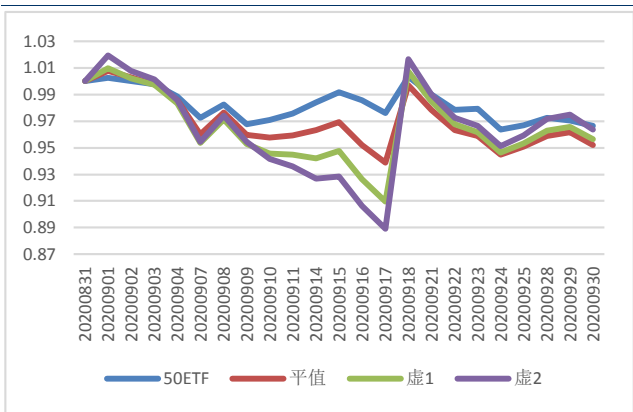


资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

细分交易日来看，9月上半月和下半月的策略特征有所区别。上半月，期权隐含波动率下行，实际波动率低于隐含波动率，卖出策略明显占优；下半月，期权隐含波动率上行，买入策略占据优势。

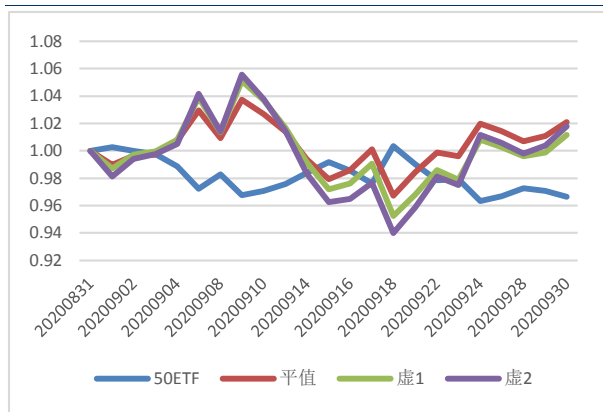
上文中的数据均是使用平值合约的结果，下面 6 幅图是各类期权基本策略受不同行权价合约的影响结果。其中，各行权价的买入期权均是按 7% 权利金比例等资金买入，卖出期权则是按二倍面值比例等张数卖出（详见先前报告）。从图中走势可以看出，9 月受平淡行情影响，选用不同行权价档位合约构建期权策略差别不大。

图 18: 2020 年 9 月，买入不同行权价认购期权对比



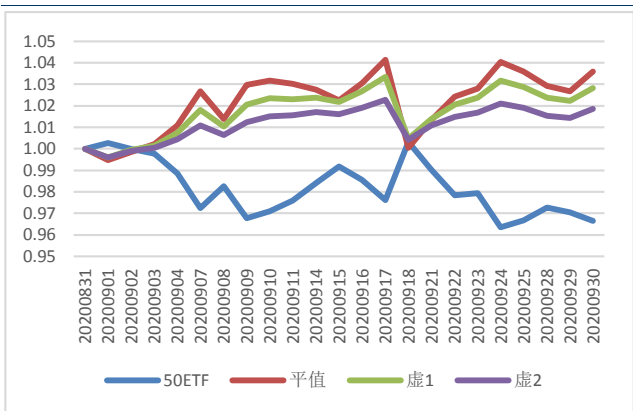
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 19: 2020 年 9 月，买入不同行权价认沽期权对比



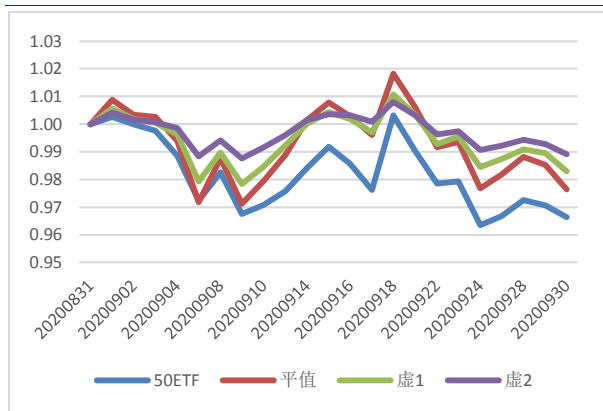
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 20: 2020 年 9 月，卖出不同行权价认购期权对比



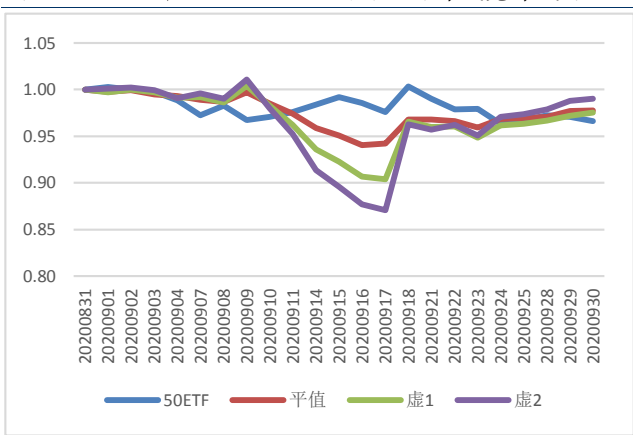
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 21: 2020 年 9 月，卖出不同行权价认沽期权对比



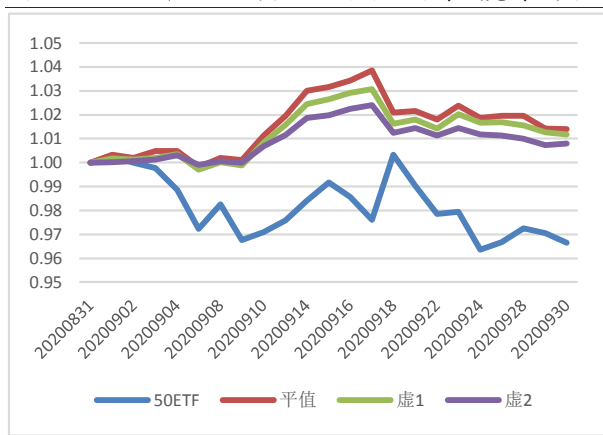
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 22: 2020 年 9 月，买入不同行权价跨式宽跨式对比



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 23: 2020 年 9 月，卖出不同行权价跨式宽跨式对比

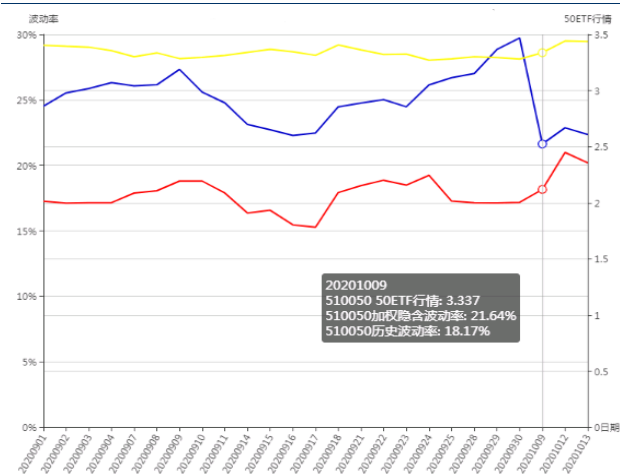


资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

## 专题研究——期权长假效应详解

如前文所述，9 月在实际波动率低迷的环境下，期权合约加权隐含波动率在下半月受临近十一长假影响出现了持续上行，买入期权策略相对占优；而在十一长假之后的第一个交易日（10.9）期权隐含波动率大幅走低，当月合约隐含波动率下降 6% 以上、远月合约下降 3% 以上（如下图 24、25 所示），买入期权策略损失惨重。长假对期权隐含波动率产生了影响，并进一步影响了期权策略的收益。

图 24：十一长假前后，期权隐含波动率先升后降



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 25：2020.10.9，50ETF 期权日内隐含波动率走势



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

本部分中，我们将通过三个方面的内容探讨长假对期权交易的影响：首先，我们将分析为什么长假会对期权波动率产生影响；其次，我们将 2015 至今历次春节、十一长假前后市场、期权加权隐含波动率的变化情况，以及对策略收益的影响进行汇总；最后，基于历史数据，我们给出若干针对于长假期权交易的建议。

### 长假效应的成因

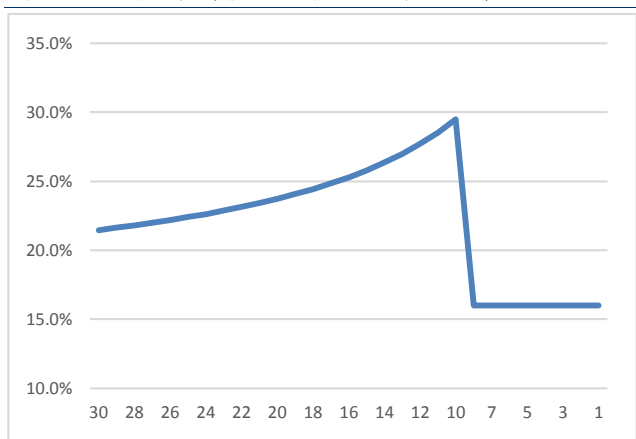
长假前后，期权合约隐含波动率往往会呈现出节前缓慢上升、节后快速下降的变化特点，这与重大事件对期权隐含波动率期限结构的影响一致。下面我们首先举一个例子，说明重大事件对期权隐含波动率的影响。

期权隐含波动率反映了市场投资者对未来一段时间标的波动的预期。我们考虑一个特殊的情况：市场共识未来很长一段时间标的每天的波动均为正态分布且分布一致、且波动率将维持在 16%，那么此时期权隐含波动率将始终保持为 16%；在上述基础上，市场预期第 21 个交易日将出现一个重大事件，该交易日的波动率将升高为 80%，那么一个剩余 30 个交易日到期的期权隐含波动率将如何变化？

1. 当前，剩余 30 个交易日到期。那么该期权剩余的 30 个交易日中，有 29 个交易日波动率为 16%、1 个交易日波动率为 80%，因此合理的隐含波动率应该为  $\sqrt{((29 * 0.16^2 + 1 * 0.8^2) / 30)} = 21.5\%$
2. 10 天后，剩余 20 个交易日到期。该期权剩余的 20 个交易日中，有 19 个交易日波动率为 16%、1 个交易日波动率为 80%，因此合理的隐含波动率应该为  $\sqrt{((19 * 0.16^2 + 1 * 0.8^2) / 20)} = 23.7\%$
3. 18 天后，剩余 12 个交易日到期，该期权剩余的 12 个交易日中，有 11 个交易日波动率为 16%、1 个交易日波动率为 80%，因此合理的隐含波动率应该为  $\sqrt{((11 * 0.16^2 + 1 * 0.8^2) / 12)} = 27.7\%$
4. 20 天后，剩余 10 个交易日到期，该期权剩余的 10 个交易日中，有 9 个交易日波动率为 16%、1 个交易日波动率为 80%，因此合理的隐含波动率应该为  $\sqrt{((9 * 0.16^2 + 1 * 0.8^2) / 10)} = 29.5\%$
5. 21 天后，剩余 9 个交易日到期，该期权剩余的 9 个交易日波动率均为 16%，合理的隐含波动率 16%。

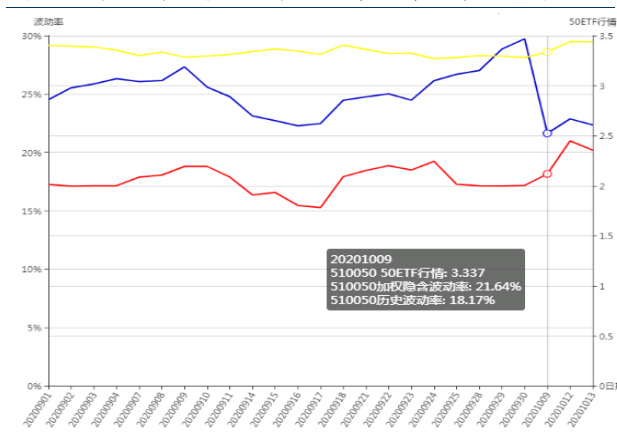
依次类推，我们将不同剩余到期时间的该期权合约合理隐含波动率绘制如下图 26 所示。我们将图 24 的十一长假前后期权隐含波动率走势重新置于下图 27 处以便于观察，左右对比便可发现二者隐含波动率在事件（长假）前缓慢上升、事件（长假）后快速下降的特征高度一致。

图 26：不同剩余到期时间的合理隐含波动率



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 27：长假前后期权隐含波动率先升后降（同图 24）



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

由上可知，长假效应的成因，是市场将长假视为一个会导致市场产生大幅波动的事件。随着长假临近，预期高波动的交易日在未来一段时间中的占比增加、期权隐含波动率上行；而当长假结束、可能出现高波动的交易日过去了之后，期权隐含波动率迅速下降。

## 长假效应的历史表现

接下来，我们从标的在长假前后的表现情况、期权隐含波动率在长假前后的表现情况、期权策略在长假前后的表现情况等三个方面来回顾一下长假效应的历史表现。长假的选择上，我们选择 2015 年 2 月之后的各年十一、春节等两个节日，共计 12 个时间段进行统计。

表 5：长假前后的 50ETF 表现

	长假 天数	节前 十天 波动率	节前十天日 涨跌幅绝对 值均值	节后第一 天开盘 涨跌幅	节后第一天 开盘 涨跌幅绝对值	节后第 一天 涨跌幅	节后第一 天涨跌幅 绝对值	节后第 二天涨 跌幅	节后第二 天涨跌幅 绝对值
2015-2-25	7	16.38%	0.84%	0.00%	0.00%	-1.70%	1.70%	-0.49%	0.49%
2015-10-8	7	21.12%	1.06%	4.38%	4.38%	2.28%	2.28%	3.02%	3.02%
2016-2-15	9	36.05%	1.69%	-2.18%	2.18%	-0.97%	0.97%	0.60%	0.60%
2016-10-10	9	8.68%	0.44%	0.49%	0.49%	1.21%	1.21%	-0.35%	0.35%
2017-2-3	7	8.16%	0.48%	0.04%	0.04%	-1.01%	1.01%	-0.34%	0.34%
2017-10-9	9	5.41%	0.25%	2.27%	2.27%	0.88%	0.88%	0.58%	0.58%
2018-2-22	7	33.15%	1.70%	1.43%	1.43%	2.06%	2.06%	0.34%	0.34%
2018-10-8	9	23.45%	1.27%	-2.22%	2.22%	-4.74%	4.74%	0.00%	0.00%
2019-2-11	9	12.70%	0.72%	-0.40%	0.40%	0.96%	0.96%	1.86%	1.86%
2019-10-8	7	10.90%	0.52%	0.00%	0.00%	0.78%	0.78%	0.54%	0.54%



2020-2-3	10	16.42%	0.73%	-7.86%	7.86%	-7.45%	7.45%	0.57%	0.57%
2020-10-9	8	19.97%	0.95%	1.40%	1.40%	1.71%	1.71%	-0.15%	0.15%
平均		17.70%	0.89%	-0.22%	1.89%	-0.50%	2.15%	0.52%	0.74%

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

首先从表 5 中看长假前后的 50ETF 表现情况。12 次长假的节前 10 天标的波动率最低为 5.4%，最高为 33.1%；对应的节前 10 天每日涨跌幅绝对值的平均值最低为 0.2%，最高为 1.7%。

12 次长假前 10 天，每天涨跌幅绝对值均值的平均值为 0.9%。节后第一天标的涨跌幅绝对值的平均值为 2.1%，略高于节前平均值的 2 倍、明显超出节前正常水平。更细来看，12 个时间段中，仅有 2016 年 2 月春节后标的涨跌幅绝对值低于节前平均水平（0.97%、1.69%），其余 11 个时间段中节后首日标的涨跌幅绝对值均高于节前平均水平。由此，我们可以知道将长假视为一个会导致市场产生大幅波动的事件的逻辑是合理的。

更进一步来看，节后第二天标的涨跌幅绝对值均值仅为 0.7%，大幅下降至节前（甚至略低于节前的水平）。此外，如果关注节后第一天开盘的涨跌幅即可看到如下三点特征：1）节后第一天开盘涨跌幅绝对值均值达到了 1.89%，而全天的涨跌幅绝对值均值仅为 2.15%；2）12 段行情中全天涨跌幅绝对值高于开盘的共有 8 段、低于开盘的共有 4 段；3）全天累计涨跌方向与开盘一致。从这三点特征中我们可以看到节后的大幅波动绝大部分通过跳空开盘便体现了出来，后续的日内行情仍能产生一定波动但占比已经不大。

表 6：长假前后的期权隐含波动率变化情况

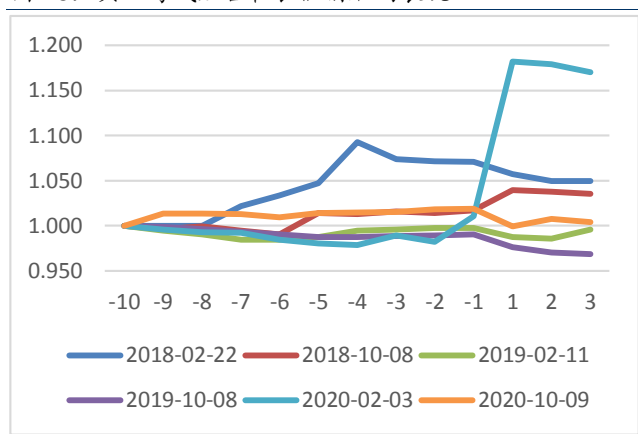
	长假天数	节前五天 隐含波动率	节前一天 隐含波动率	节后开盘 涨跌幅绝对值	节后第一天 隐含波动率	节后第二天 隐含波动率
2015-2-25	7	30%	25%	0.00%	24%	26%
2015-10-8	7	39%	30%	4.38%	30%	30%
2016-2-15	9	38%	37%	2.18%	34%	31%
2016-10-10	9	15%	15%	0.49%	14%	13%
2017-2-3	7	13%	12%	0.04%	12%	11%
2017-10-9	9	14%	12%	2.27%	11%	11%
2018-2-22	7	26%	29%	1.43%	24%	22%
2018-10-8	9	22%	23%	2.22%	24%	24%
2019-2-11	9	18%	20%	0.40%	18%	19%
2019-10-8	7	17%	19%	0.00%	15%	15%
2020-2-3	10	15%	18%	7.86%	29%	19%
2020-10-9	8	26%	30%	1.40%	22%	22%

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

从表 6 中的隐含波动率变化情况来看，其特征可以把 2018 年春节当做节点，分为前后两个区间。2015-2018 的时间段中，期权市场刚刚出现、规模不大、市场定价不够成熟，长假前后的期权隐含波动率基本上秉承类似的变化特征，变化中明显没有体现出长假这个因素。2018 年春节起，随着市场发展、定价机制完善，隐含波动率明显的体现出了长假前上升、长假后回落的特点，其中 2020 年春节受标的大幅下跌影响、隐含波动率被飙升的实际波动率带动上升，但在节后第二个交易日标的反弹的过程中隐含波动率同样出现了快速回落。

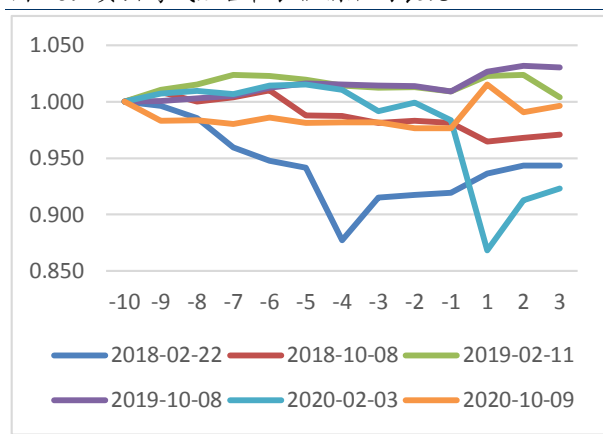
接下来，我们考虑后面 6 个时间段中，买入、卖出跨式及宽跨式组合的表现情况。此处的买入、卖出组合构建方法与前文一致，即各行权价的买入期权均是按 7% 权利金比例等资金买入，卖出期权则是按二倍面值比例等张数卖出，每日调整。其中，各组合均按节前十天为初始日进行了初值归一化处理。

图 28: 买入跨式组合在长假前后的表现



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 29: 卖出跨式组合在长假前后的表现



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

表 7: 6 次长假前后的买入、卖出跨式组合各自收益情况

买入跨式	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	1	2	3
2018-02-22	1.000	1.000	1.000	1.022	1.034	1.047	1.093	1.074	1.072	1.071	1.057	1.050	1.049
2018-10-08	1.000	0.996	0.999	0.995	0.990	1.014	1.013	1.016	1.014	1.017	1.040	1.038	1.035
2019-02-11	1.000	0.995	0.991	0.985	0.984	0.987	0.994	0.996	0.997	0.998	0.987	0.986	0.996
2019-10-08	1.000	0.999	0.996	0.994	0.990	0.987	0.988	0.989	0.989	0.991	0.976	0.970	0.969
2020-02-03	1.000	0.996	0.993	0.992	0.985	0.980	0.979	0.989	0.982	1.010	1.182	1.179	1.170
2020-10-09	1.000	1.014	1.014	1.013	1.009	1.014	1.015	1.015	1.019	1.019	0.999	1.008	1.004
平均值	1.000	1.000	0.999	1.000	0.999	1.005	1.013	1.013	1.012	1.018	1.040	1.038	1.037
剔除 2020.2 平均值	1.000	1.001	1.000	1.002	1.002	1.010	1.020	1.018	1.018	1.019	1.012	1.010	1.011
卖出跨式	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	1	2	3
2018-02-22	1.000	0.996	0.985	0.959	0.948	0.941	0.877	0.915	0.917	0.919	0.936	0.943	0.943
2018-10-08	1.000	1.009	1.000	1.004	1.010	0.988	0.988	0.981	0.983	0.981	0.964	0.968	0.971
2019-02-11	1.000	1.010	1.015	1.024	1.023	1.019	1.014	1.013	1.013	1.009	1.023	1.024	1.004
2019-10-08	1.000	1.001	1.003	1.005	1.012	1.016	1.015	1.014	1.014	1.009	1.026	1.032	1.030
2020-02-03	1.000	1.007	1.010	1.007	1.014	1.015	1.010	0.992	0.999	0.984	0.868	0.913	0.923
2020-10-09	1.000	0.983	0.984	0.980	0.986	0.981	0.982	0.982	0.977	0.976	1.015	0.991	0.996
平均值	1.000	1.001	0.999	0.997	0.999	0.993	0.981	0.983	0.984	0.980	0.972	0.978	0.978
剔除 2020.2 平均值	1.000	1.000	0.997	0.995	0.996	0.989	0.975	0.981	0.981	0.979	0.993	0.992	0.989

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

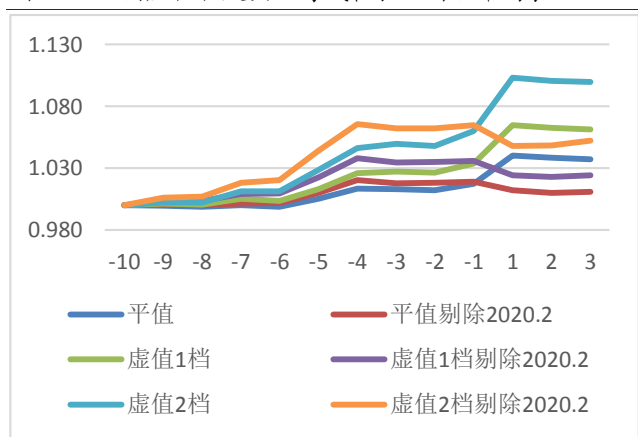
图 28、29 分别是买入和卖出跨式组合在 6 个长假前后的表现。其中，“-10”代表长假前 10 天，“-9”代表长假前 9 天，……，“1”代表长假后 1 天，“2”代表长假后 2 天，其余类似。从图表中可以看到，持有买入跨式过节的平均收益为正，但主要原因是 2020 年春节长假后的市场 7 个点以上的大幅波动导致该时间段中买入跨式获利极高，剔除这一时间段后其他时间段的持有买入跨式过节、至节后收盘的整体收益为负。而对于卖出跨式来说，2020.2 的时间段节后损失惨重，而即便剔除 2020.2 区间段，卖出跨式在整个长假前后十几个交易日的区间上平均仍无法获得正收益。

因此，从前述图表中可以看到，对于买入、卖出跨式策略，长假前后参与的性价比不同：

- 1) 对于买入跨式而言,节前6~10天建仓、节前最后一天平仓是一个可以考虑的做法。按7%的仓位比例,6次行情中平均有接近2%的收益。最不利的2019.10的行情中损失也不足1%。按历史数据来看,属于获利概率较大、平均收益为正、不利环境中损失也不大的较好机会。
- 2) 对于买入跨式而言,是否要持仓过节值得商榷。6段行情中持有跨式过节的平均收益为正,但正收益主要是2020.2一次行情贡献,剔除后持仓过节收益为负。因此,持跨式过节属于小胜率、大收益的投机型交易,参与需要考虑控制仓位。
- 3) 对于卖出跨式而言,节前6~10天建仓并持有,不论是节前平仓还是节后平仓的平均收益均为负。节前平仓的最佳时间段为2019.2和2019.10,但所得收益仅约2018.2不利环境中损失的10%;节后平仓最佳的时间段2019.10,所得收益仅约2020.2不利环境中损失的20%。因此,从历史数据中看,节前6~10天开始参与卖出跨式,属于低胜率、高风险、平均收益为负的不利做法。
- 4) 节前1天开始参与卖出跨式并持仓过节,整个6段行情中略为亏损。剔除2020.2的最不利环境后平均收益为正,但平均收益仅约2020.2持仓过节损失的12%。属于胜率一般、高风险、平均收益为负的不利做法。
- 5) 节后首日收盘参与卖出跨式的平均收益为正,但其中收获最多的是前期损失最重的2020.2的行情,此时参与卖出跨式是一种在风险事件中“接飞刀”的高风险行为。剔除这次行情后,从节后第一个交易日收盘再往后的卖出跨式实际上平均来看也无利可图。此外,由于隐含波动率在节后一两个交易日内便完成回落,此后是否还能继续获利已经与长假无关、更多的是由后续市场变化而决定。

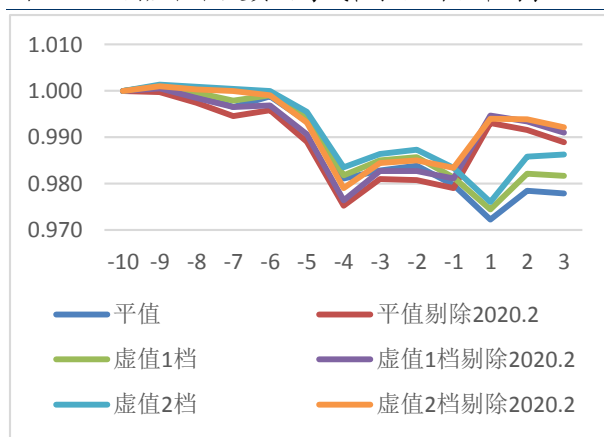
接下来,我们按上述方法,考虑买入及卖出虚值1档、虚值2档宽跨式组合的情况。为便利起见,此处仅给出长假前后13个交易日中的平均值、以及剔除2020.2行情后的平均值走势。

图 30: 不同虚值程度买入跨式在长假前后平均表现



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 31: 不同虚值程度卖出跨式在长假前后平均表现



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

表 8: 6次长假前后买入、卖出不同行权价跨式、宽跨式组合平均收益

买入跨式宽跨式	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	1	2	3
平值	1.000	1.000	0.999	1.000	0.999	1.005	1.013	1.013	1.012	1.018	1.040	1.038	1.037
虚值1档	1.000	1.001	1.000	1.005	1.004	1.013	1.026	1.027	1.026	1.034	1.065	1.063	1.061
虚值2档	1.000	1.002	1.002	1.011	1.011	1.028	1.046	1.050	1.048	1.060	1.103	1.101	1.100
平值剔除2020.2	1.000	1.001	1.000	1.002	1.002	1.010	1.020	1.018	1.018	1.019	1.012	1.010	1.011
虚值1档剔除2020.2	1.000	1.003	1.004	1.009	1.010	1.023	1.038	1.034	1.035	1.036	1.024	1.023	1.024
虚值2档剔除2020.2	1.000	1.006	1.007	1.018	1.020	1.044	1.066	1.062	1.062	1.065	1.048	1.048	1.052
卖出跨式宽跨式	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	1	2	3
平值	1.000	1.001	0.999	0.997	0.999	0.993	0.981	0.983	0.984	0.980	0.972	0.978	0.978

虚值 1 档	1.000	1.001	1.000	0.998	0.999	0.994	0.982	0.985	0.986	0.981	0.974	0.982	0.982
虚值 2 档	1.000	1.001	1.001	1.000	1.000	0.995	0.983	0.986	0.987	0.983	0.976	0.986	0.986
平值剔除 2020.2	1.000	1.000	0.997	0.995	0.996	0.989	0.975	0.981	0.981	0.979	0.993	0.992	0.989
虚值 1 档剔除 2020.2	1.000	1.001	0.998	0.996	0.997	0.991	0.976	0.983	0.983	0.981	0.995	0.993	0.991
虚值 2 档剔除 2020.2	1.000	1.001	1.000	1.000	0.999	0.993	0.979	0.984	0.985	0.983	0.994	0.994	0.992

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

如图 30、31 和表 8，考虑不同的行权价之后可以看到，但使用轻度虚值合约的效果要优于平值合约，但整体的结论仍与前文类似：

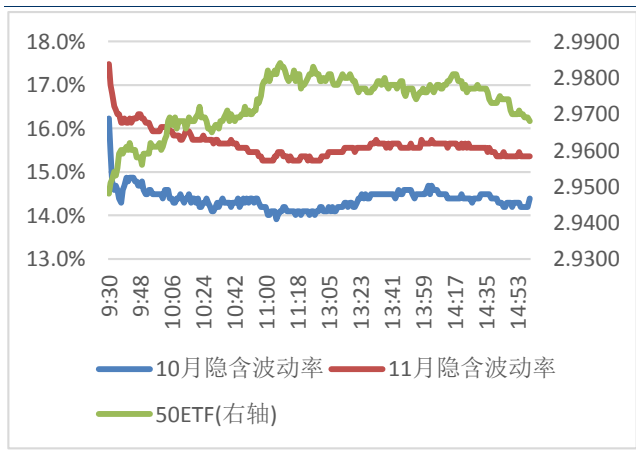
- 1) 买入跨式宽跨式方面，由于长假影响的主要是隐含波动率，而相同资金买入期权时，买虚值合约整体仓位受隐含波动率的影响会更大，因此买入跨式获利的几种情况里使用轻度虚值合约的效果都优于平值合约。
- 2) 卖出跨式宽跨式方面，与卖出平值合约不同，节前最后 1 个交易日卖出轻度虚值合约在仓位适当、保证金能“抗住”的情况下持有至节后几个交易日的平均收益也转为了正值，但考虑到不利情况下的巨幅回撤，仍属于一种“正收益但性价比不高”的策略。

我们前文中提到了标的在长假中的波动大部分在节后第一天开盘时便已体现，而期权隐含波动率在节后第一天开盘后的日内也常常开始快速下降。因此最后我们再将 2019.10、2020.2、2020.10 三段长假行情后第一个交易日的日内期权行情展开略作分析，这三段长假行情节后分别是无波动、巨幅波动、略大幅波动，因此具有很好的代表性。

2019 年十一长假，10 月 8 日 50ETF 平开，至收盘累计上涨 0.78%。我们考察当月、次月平值合约（行权价 2.95），在该交易日日内的隐含波动率走势以及认购、认沽各买一张构成的跨式组合的价格走势，以及与 50ETF 走势的对比分别如下图 32、33 所示。长假前最后一个交易日 10 月、11 月跨式组合的收盘价分别为 968 和 1701，长假后第一个交易日开盘市场无波动、两个跨式组合的价格分别下跌至 849 和 1606，分别下跌 12.3% 和 5.6%。此后，当月跨式组合在开盘五分钟时间内便再次快速下跌 100 元至 750 左右，后续日内以震荡为主并最终收于 738，总计跌幅 24%；次月跨式组合则在开盘五分钟后快速下挫 100 元至 1500 左右，并在后续整个交易日中又逐渐下跌 100 元，最终收于 1404，总计跌幅 18%。

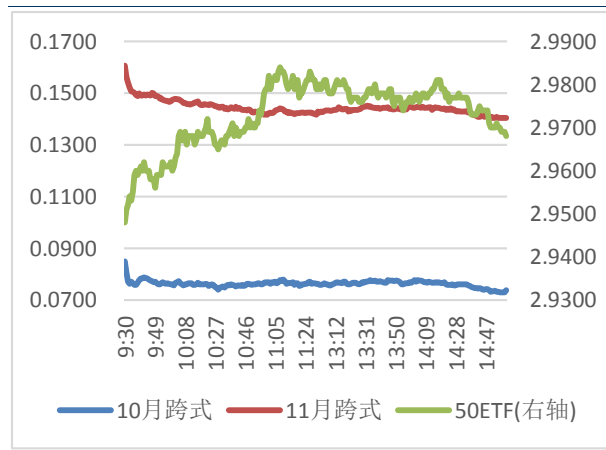
由此我们可以看到，对于节后无波动的行情，节前买入跨式的投资者开盘就可能出现亏损，且亏损可能会在开盘后进一步加剧：其中，当月跨式组合的损失可能在开盘后很短时间内快速体现，远月跨式组合损失的速度相对更慢、但持续时间会更久。

图 32：2019.10.8，当月次月平值合约隐含波动率走势



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 33：2019.10.8，当月次月跨式组合价格走势



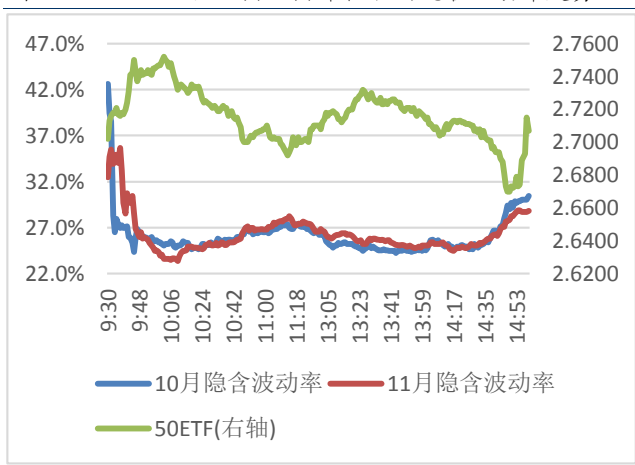
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部



2020年春节,2月3日50ETF低开7.86%,至收盘累计下跌7.45%,属于大幅波动行情。当月、次月平值合约(行权价2.90),在该交易日日内的隐含波动率走势以及认购、认沽各买一张构成的跨式组合的价格走势,以及与50ETF走势的对比分别如下图34、35所示。长假前最后一个交易日10月、11月跨式组合的收盘价分别为1160和1684,长假后第一个交易日开盘市场大跌、两个跨式组合的价格分别飙升至3427和3467,分别上涨195.4%和105.9%。此后,当月期权隐含波动率在开盘后5分钟时间内就出现了骤降,并在15分钟左右回落至了全日最低点;次月期权隐含波动率则在30分钟左右回落至了全日最低点。在上述时间内跨式组合的收益同样出现了巨幅回吐,10月跨式价格回落至2000左右,11月跨式价格回落至2500左右。此后,随着50ETF的进一步下跌,跨式组合的收益出现了回升,最终10月、11月跨式分别收于2889和3318,较前一交易日分别上涨149.1%和97.0%。

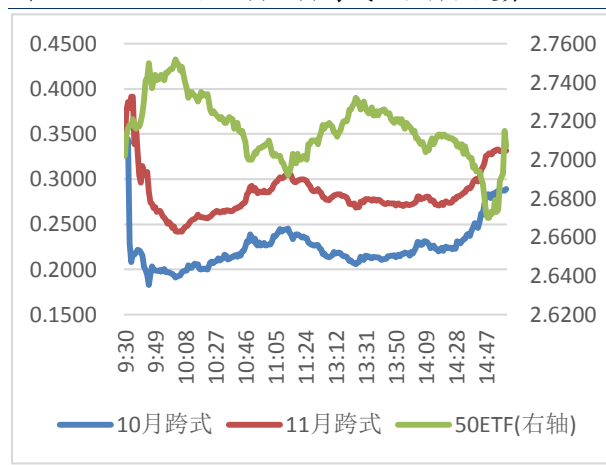
需要注意的是,50ETF在下午14:48创出了日内新低,但市场恐慌情绪较开盘时已经出现了大幅下降,因此10月、11月跨式组合的收益此时仍远不及开盘时的情况。因此,对于持有开盘已经获利的跨式组合的投资者来说,投资者如果认为市场有可能进一步波动并继续持有该跨式组合,在市场确实进一步波动但未导致市场情绪二次恐慌的情况下,收益反而可能不如开盘后及时止盈平仓。

图 34: 2020.2.3, 当月次月平值合约隐含波动率走势



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

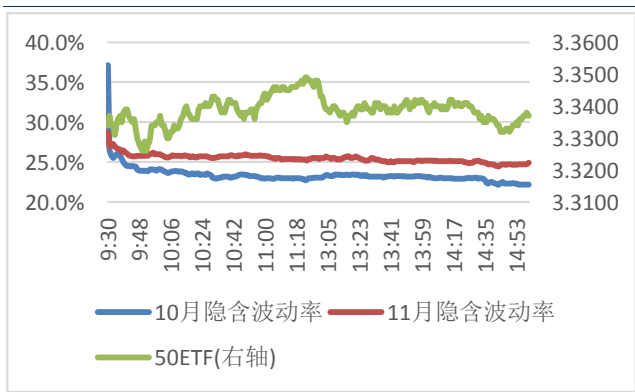
图 35: 2020.2.3, 当月次月跨式组合价格走势



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

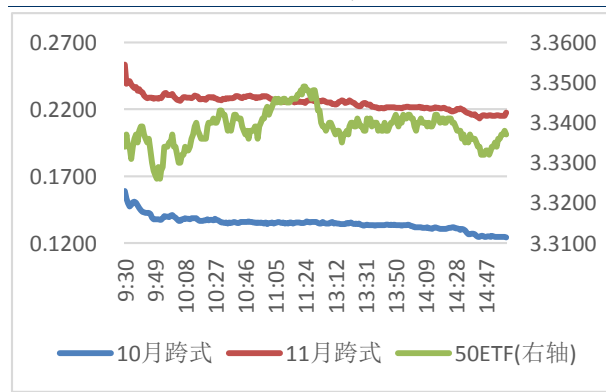
2020年十一,10月9日50ETF高开1.40%,至收盘累计上涨1.71%。当月、次月平值合约(行权价3.30),在该交易日日内的隐含波动率走势以及认购、认沽各买一张构成的跨式组合的价格走势,以及与50ETF走势的对比分别如下图36、37所示。长假前最后一个交易日10月、11月跨式组合的收盘价分别为1920和2768,长假后第一个交易日开盘市场小幅上涨、两个跨式组合的价格分别降至1588和2532,分别下跌17.4%和8.5%。此后,当月、次月期权隐含波动率在开盘后骤降,下降15分钟后降速稍缓但全天期权隐含波动率均以下降走势为主,跨式组合价格也全天下跌并最终收于1245和2174,分别下跌35.2%和21.5%。

图 36: 2020.10.9, 当月次月平值合约隐含波动率走势



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 37: 2020.10.9, 当月次月跨式组合价格走势



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部



## 长假效应的特征及机会小结

我们在前两部分中将长假效应的成因，标的在长假前后的表现、期权隐含波动率在长假前后的变化以及期权策略的收益情况进行了统计及分析。得到的结论小结如下：

- 1) 长假效应是一种典型的期权事件交易。当市场共识某一重大事件有可能造成标的大幅波动时，在期权定价中就会体现出临近长假时期期权隐含波动率上升，长假结束后期权隐含波动率快速下降的特点；这一特点与长假前后的期权定价表现一致。
- 2) 市场对标的在长假过后可能会产生较大波动的预期具备合理性，但标的大幅波动集中体现于长假后的跳空高低开。统计的 12 次长假，节后第一天标的涨跌幅绝对值的均值为 2.1%，明显高于长假前 10 天每天 50ETF 涨跌幅绝对值均值的平均值 0.9% 的水平；节后第一天开盘标的涨跌幅绝对值的均值便达到了 1.9%；节后第二天标的涨跌幅绝对值均值仅为 0.7%，大幅下降至节前（甚至略低于节前）的水平。
- 3) 期权隐含波动率的变化体现出了长假效应的影响。2015-2018 的时间段中，期权市场刚刚出现、规模不大、市场定价不够成熟，长假前后的期权隐含波动率基本上秉承类似的变化特征，变化中明显没有体现出长假因素。2018 年春节起，随着市场发展、定价机制完善，隐含波动率明显的体现出了长假前上升、长假后回落的特点，其中 2020 年春节受标的大幅下跌影响、隐含波动率被飙升的实际波动率带动上升，但在节后第二个交易日的反弹的过程中隐含波动率同样出现了快速回落。
- 4) 长假效应带来了期权交易机会。从历史数据来看，通过买入跨式参与长假事件是可行的交易，较稳妥的做法是节前 6~10 天建仓，节前最后一天平仓；买入跨式并持有过节的历史平均收益为正但胜率不高，收益主要来源于 2020 年 2 月单次行情贡献，参与小胜率交易更需要考虑控制仓位。卖出跨式参与长假事件整体性价比不高，节前提前建仓平均收益为负；节后首个交易日当天开盘建仓获利最丰厚的时机是市场发生风险事件并立刻平息、属于风险事件中“接飞刀”的高风险行为，波动较低的节后环境中卖出期权获利需要开盘后快速建仓，因此需要投资者在开盘后较短的时间内（5 到 15 分钟内）能够迅速判断市场环境并完成交易；节后首个交易日之后卖出期权能否获得收益已经与长假无关。
- 5) 轻度虚值合约在参与长假效应的交易中表现更好。长假效应中期权隐含波动率会有明显的变化特征，等资金构建的期权跨式组合，使用轻度虚值合约受隐含波动率的影响大于使用平值合约，最终收益效果也更好。
- 6) 长假过后买入跨式组合的持仓需注意及时平仓。长假过后，市场情绪集中于开盘附近爆发，此后往往趋于缓和、期权隐含波动率也会下降，导致跨式组合收益回吐。因此，对于跨式组合过节的投资者来说，从历史情况来看节后无论获利与否均应考虑尽早平仓或调仓：已获利的环境下如果认为市场有可能进一步波动并继续持有该跨式组合，在市场确实进一步波动但未导致市场情绪二次恐慌的情况下，收益反而可能不如开盘后及时止盈平仓；无波动的环境下跨式组合的损失在日内则有可能进一步加剧。

风险提示：需要注意的是，上述结论均基于历史数据得到，如果未来市场行情、结构产生大幅度变化，导致期权定价逻辑改变，结论也有可能出现变化。此外，节后开盘时段流动性可能不足，持仓过节的投资者如果需要在开盘时段交易，还需要注意流动性风险，以免造成额外损失。

## 免责声明

本报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、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。**