

# 2021 年 9 月期权市场报告 —— 十一将近, 注意期权的“长假效应”



## 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

## 相关研究

1. 2021 年 8 月期权市场报告——低隐波区间的历史特征与策略表现
1. 2021 年 7 月期权市场报告——轮动策略继续扩大优势
2. 2021 年 6 月期权市场报告——轮动策略全年表现保持最佳
3. 基于波动率的期权对冲策略——股指期货对冲的优质替代方案
4. 2021 年 4 月期权市场报告——认沽期权在“定投”中的应用
5. 期权系列专题研究——解码期权对冲: 以守为攻, 穿越牛熊
6. 2021 年 3 月期权市场报告——长假效应再现
7. 2021 年 1 月期权市场报告——2020 年各类期权策略表现回顾
8. 2020 年 12 月期权市场报告——买入认购和牛市价差在冲高、回落、反弹行情中的表现
9. 2020 年 11 月期权市场报告——期权备兑策略的调仓优化
10. 2020 年 10 月期权市场报告——期权长假效应详解
11. 2020 年 6 月期权市场报告——震荡行情中买期权的合约选择

## 摘要

- ◆ **8 月, 期权市场日均成交量小幅回升。**2021 年 8 月, ETF 期权全月日均成交量 520.9 万张、较前月上升 3.8%, 其中 50ETF 期权、沪 300ETF 期权、深 300ETF 期权的日均成交量分别为 278.2 万张、212.3 万张和 30.4 万张, 较前月分别变化 2.5%、6.6%和-2.6%。中金所沪深 300 股指期货期权日均成交量较前月上升 3.4%至 13.4 万张。商品期货期权方面, 20 个品种 8 月总日均成交量 83.8 万张, 较前月下降 19.7%; 总日均成交额 8.3 亿元, 较前月下降 5.8%。商品期货期权全品种的总成交额约为 ETF 期权的 23.6%。
- ◆ **期权隐含波动率震荡上行。**2021 年 8 月, 期权标的反弹后回落, 累计涨跌不大。期权标的 20 日历史波动率微降, 全月从 22.4%下降至 19.3% (此处及以下均以 50ETF 为例); 期权合约加权隐含波动率则继续震荡上行, 全月从 19.1%上升到 20.9%。50ETF 全月表现继续弱于 300ETF, 历史波动率和期权隐含波动率则继续保持高于 300ETF。从曲面 Skew 角度来看, 2021 年 8 月 Skew 在月初标的反弹的过程中快速下降转负、情绪变的微乐观; 此后随着标的回调, Skew 又再次上升转正、情绪又变的谨慎。
- ◆ **波动率上行导致买入期权占优, 买入认沽表现最佳。**配置策略方面, 2021 年 8 月上证 50 指数下跌 1.1%, 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-0.4%、-1.0%和-0.7%。轮动策略本月采用备兑策略, 最终全月收益为-0.4%。8 月期权标的下跌的行情中, 各配置策略均为负收益但跌幅均少于指数。趋势策略方面, 2021 年 8 月, 隐含波动率继续上升, 导致买入期权占优, 买跨式盈利, 卖跨式出现亏损。方向策略方面, 标的下行结合波动率上行, 导致买入认沽表现最佳。但是, 由于波动率和标的的全月累计变化均不大, 因此各策略的损益幅度也相对较小。
- ◆ **十一长假将近, 注意期权的“长假效应”。**9 月, 市场即将迎来“十一”长假。从历史情况来看, 长假前期权卖方往往会从避险的角度考虑降低仓位, 而部分期权买方也会在长假前买入期权布局长假后市场可能出现的波动, 两相影响下, 期权隐含波动率便往往会出现长假前上升、长假后下降的“长假效应”。长假效应带来了 1) 长假前提前布局隐含波动率上升; 2) 长假前最后一天布局节后标的波动; 3) 长假后布局隐含波动率下降等三类交易机会。从 2018 年以来的 7 次行情看, 三类交易机会均有利可图, 其中第一类交易机会在 7 段行情中全部获得正收益; 第二类交易机会平均收益为正但仅 2 段行情获利, 属于低胜率、高赔率的机会, 需控制仓位; 第三类交易机会则需注意在行情平稳后、选择隐含波动率仍有下降余地的月份合约进行操作。

## 目录

|                                         |   |
|-----------------------------------------|---|
| 8 月期权市场规模状况——日均成交量小幅回升.....             | 1 |
| ETF 期权定价情况——期权隐含波动率震荡上行.....            | 3 |
| 8 月期权策略表现——波动率上行导致买入期权占优，买入认沽表现最佳 ..... | 5 |
| 配置策略：各配置策略损失均小于标的，衣领策略相对最佳 .....        | 5 |
| 趋势策略：买入认沽表现最佳 .....                     | 6 |
| 9 月市场重点事项 —— 十一将近，注意期权的“长假效应” .....     | 9 |

## 插图目录

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 图 1：2018-2021，股票、股指期权日均成交量（万张） .....        | 1  |
| 图 2：2018-2021，股票、股指期权日均持仓量（万张） .....        | 1  |
| 图 3：2018-2021，商品期货期权日均成交量（万张） .....         | 1  |
| 图 4：2018-2021，商品期货期权日均持仓量（万张） .....         | 1  |
| 图 5：2021 年 8 月，场内期权日均成交量分布（万张） .....        | 2  |
| 图 6：2021 年 8 月，场内期权日均成交额分布（亿元） .....        | 2  |
| 图 7：2021 年 8 月，50ETF 价格与波动率走势 .....         | 3  |
| 图 8：2021 年 8 月，三个标的的价格走势（初值归一） .....        | 3  |
| 图 9：2021 年 7 月，三个标的的 20 日历史波动率走势 .....      | 3  |
| 图 10：2021 年 7 月，三个标的的期权隐含波动率走势 .....        | 3  |
| 图 11：2021 年 8 月，3 个 ETF 标的的 Skew 变化走势 ..... | 4  |
| 图 12：2015-2021，50ETF 期权各月 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 14：2021.1-2021.8，配置策略与 50 指数走势对比 .....    | 6  |
| 图 15：2015.3-2021.8，配置策略与 50ETF 走势对比 .....   | 6  |
| 图 16：2021 年 8 月，50ETF 与四种方向策略走势对比 .....     | 7  |
| 图 17：2021 年 8 月，50ETF 与买卖跨式组合策略走势对比 .....   | 7  |
| 图 18：2021 年 8 月，买入不同行权价认购期权对比 .....         | 8  |
| 图 19：2021 年 8 月，买入不同行权价认沽期权对比 .....         | 8  |
| 图 20：2021 年 8 月，卖出不同行权价认购期权对比 .....         | 8  |
| 图 21：2021 年 8 月，卖出不同行权价认沽期权对比 .....         | 8  |
| 图 22：2021 年 8 月，买入不同行权价跨式宽跨式对比 .....        | 8  |
| 图 23：2021 年 8 月，卖出不同行权价跨式宽跨式对比 .....        | 8  |
| 图 24：7 段长假行情中，节前五天到节前最后一天，宽跨式组合走势 .....     | 10 |
| 图 25：2020.10.9，当月次月平值合约隐含波动率走势 .....        | 11 |
| 图 26：2020.10.9，当月次月跨式组合价格走势 .....           | 11 |
| 图 34：2020.2.3，当月次月平值合约隐含波动率走势 .....         | 12 |
| 图 35：2020.2.3，当月次月跨式组合价格走势 .....            | 12 |

## 表格目录

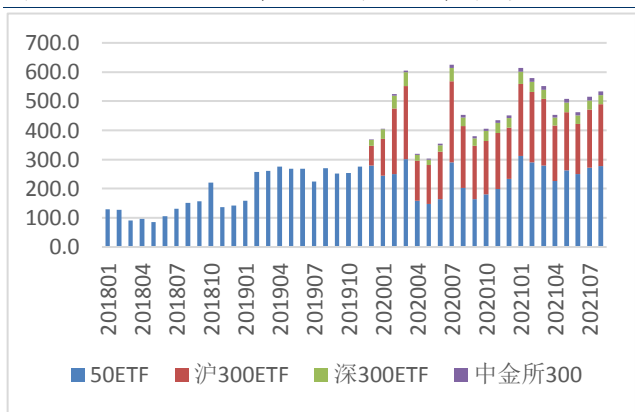
|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| 表 1: 2021 年 8 月, 场内期权品种规模对比 .....              | 2  |
| 表 2: 2021 年 8 月期权市场整体定价情况 .....                | 4  |
| 表 3: 期权配置策略收益情况 .....                          | 5  |
| 表 4: 六种期权趋势策略表现情况 .....                        | 7  |
| 表 5: 长假前后的期权隐含波动率变化情况 .....                    | 9  |
| 表 6: 7 段长假行情中, 节前五天到节前最后一天, 宽跨式组合净值 .....      | 10 |
| 表 7: 7 段长假行情中, 节前最后一天构建宽跨式组合, 至节后第一天收盘表现 ..... | 11 |

## 8月期权市场规模状况——日均成交量小幅回升

2021年8月，期权成交量微升，持仓量微降。ETF期权全月日均成交量520.9万张、较前月上升3.8%，其中50ETF期权、沪300ETF期权、深300ETF期权的日均成交量分别为278.2万张、212.3万张和30.4万张，较前月分别变化2.5%、6.6%和-2.6%。中金所沪深300股指期权日均成交量较前月上升3.4%至13.4万张。持仓量方面，8月ETF期权日均持仓量565.4万张，较前月下降3.9%；其中50ETF期权、沪300ETF期权、深300ETF期权日均持仓量分别为325.3万张、202.6万张、37.4万张，较前月变化-4.4%、-2.3%和-7.8%。300股指期权日均持仓量较前月上升2.5%至19.5万张。

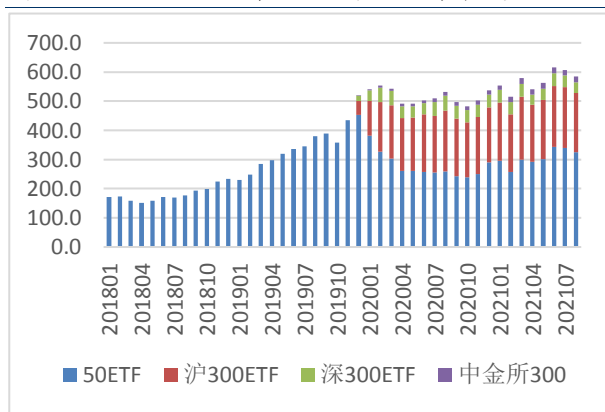
品种间对比来看，沪300ETF期权、50ETF期权规模接近（50ETF期权成交量更高，沪300ETF期权成交额更高），深300ETF成交量约为沪300ETF的14.3%。中金所沪深300股指期权成交量约为沪300ETF期权的6.3%。

图 1: 2018-2021, 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

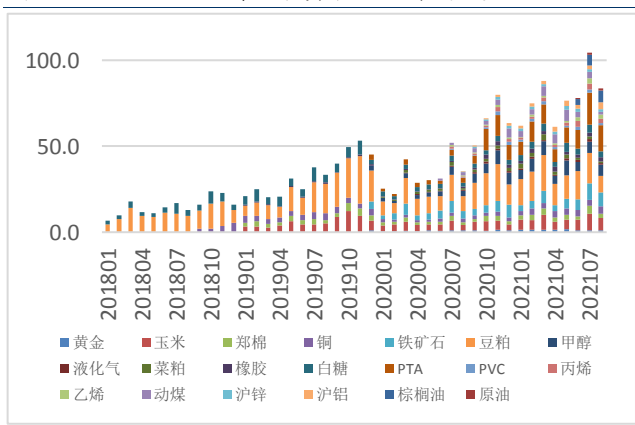
图 2: 2018-2021, 股票、股指期权日均持仓量 (万张)



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

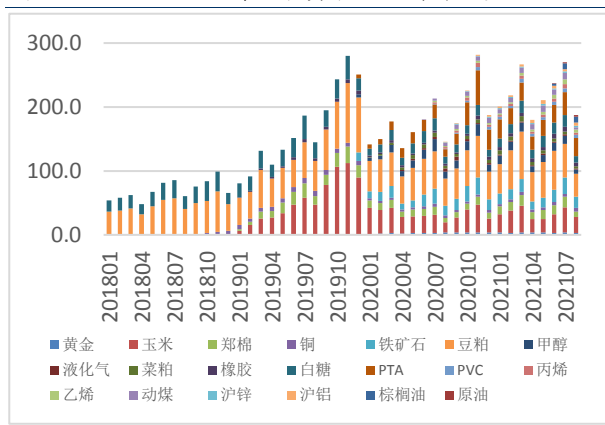
商品期货期权方面，20个品种8月总日均成交量83.8万张，较前月下降19.7%；总日均成交额8.3亿元，较前月下降5.8%。商品期货期权全品种的总成交额约为ETF期权的23.6%。从品种间成交额对比来看（商品期货期权面值差别较大，成交额是较好的横向衡量方法），8月铁矿石、铜期货期权日均权利金成交额超过1亿元，是商品期货期权中相对较大的品种。

图 3: 2018-2021, 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

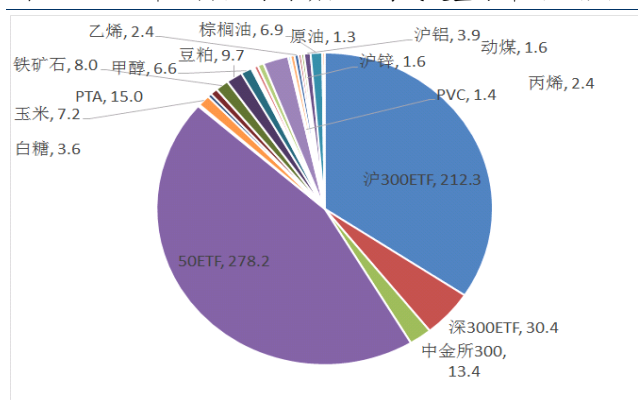
图 4: 2018-2021, 商品期货期权日均持仓量 (万张)



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

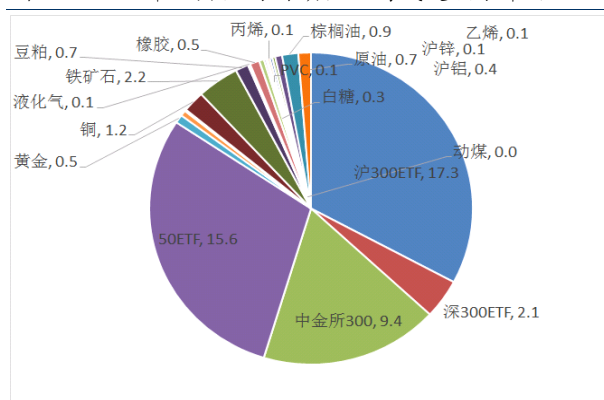
全品种对比，8月各类24个期权品种总计日均成交量618.1万张，日均权利金成交额52.8亿元。其中ETF期权日均成交量520.9万张、占比84.3%；日均权利金成交额35.1亿元、占比66.5%，规模占绝对优势。

图 5: 2021 年 8 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: 2021 年 8 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: 2021 年 8 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   | 212.3      | 17.3            | 202.6      |
|          | 深 300ETF   | 30.4       | 2.1             | 37.4       |
|          | 50ETF      | 278.2      | 15.6            | 325.3      |
|          | 股票 ETF 类合计 | 520.9      | 35.1            | 565.4      |
| 股指类      | 300 股指     | 13.4       | 9.4             | 19.5       |
| 商品期货类    | 黄金         | 1.1        | 0.5             | 2.9        |
|          | 玉米         | 7.2        | 0.3             | 25.0       |
|          | 郑棉         | 2.4        | 0.1             | 8.9        |
|          | 铜          | 4.3        | 1.2             | 5.1        |
|          | 铁矿石        | 8.0        | 2.2             | 17.8       |
|          | 豆粕         | 9.7        | 0.7             | 35.6       |
|          | 甲醇         | 6.6        | 0.0             | 7.0        |
|          | 液化气        | 0.9        | 0.1             | 2.1        |
|          | 菜粕         | 1.0        | 0.0             | 2.7        |
|          | 橡胶         | 2.3        | 0.5             | 6.2        |
|          | 白糖         | 3.6        | 0.3             | 9.8        |
|          | PTA        | 15.0       | 0.1             | 28.9       |
|          | PVC        | 1.4        | 0.1             | 4.2        |
|          | 丙烯         | 2.4        | 0.1             | 4.1        |
|          | 乙烯         | 2.4        | 0.1             | 4.6        |
|          | 动煤         | 1.6        | 0.0             | 3.5        |
|          | 沪锌         | 1.6        | 0.1             | 1.9        |
|          | 沪铝         | 3.9        | 0.4             | 5.4        |
|          | 棕榈油        | 6.9        | 0.9             | 9.6        |
|          | 原油         | 1.3        | 0.7             | 1.8        |
|          | 商品期货类合计    | 83.8       | 8.3             | 187.1      |
|          | 全部合计       | 618.1      | 52.8            | 772.0      |

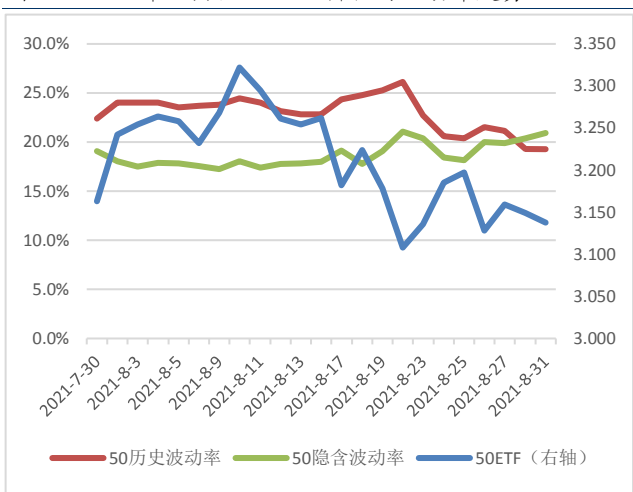
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

## ETF 期权定价情况——期权隐含波动率震荡上行

2021 年 8 月，期权标的反弹后回落，累计涨跌不大。期权标的 20 日历史波动率微降，全月从 22.4% 下降至 19.3%（此处及以下均以 50ETF 为例）；期权合约加权隐含波动率则继续震荡上行，全月从 19.1% 上升到 20.9%。

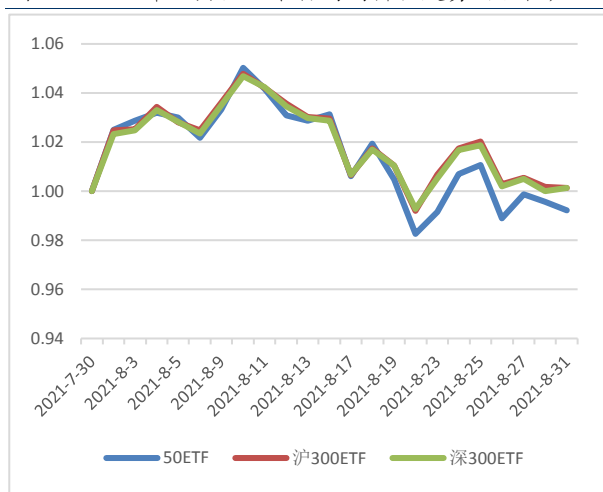
分标的来看，继 6、7 月 50ETF 表现弱于 300ETF 后，8 月 50ETF 表现继续弱于 300ETF。两个 300ETF 标的走势基本一致。50ETF、沪 300ETF、深 300ETF 全月涨跌分别为 -0.8%、0.1% 和 0.1%。其中中上旬 50ETF、300ETF 表现较为接近，下旬标的回调的过程中 50ETF 跑输 300ETF。波动率方面，与过去几个月的情况类似，50ETF 的 20 日历史波动率、期权隐含波动率均高于 300ETF。

图 7：2021 年 8 月，50ETF 价格与波动率走势



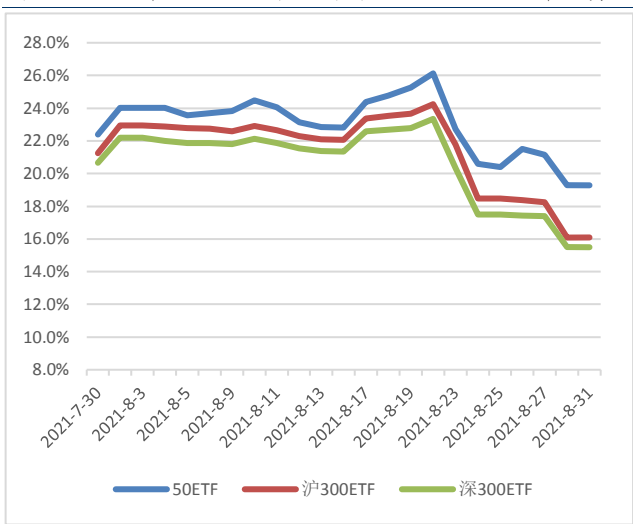
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 8：2021 年 8 月，三个标的的价格走势（初值归一）



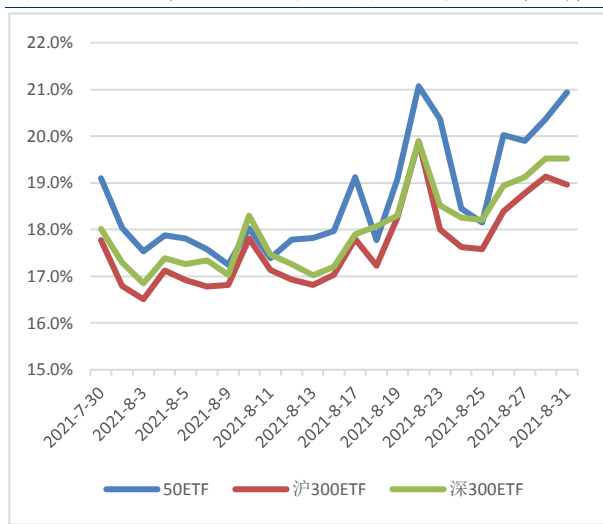
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 9：2021 年 7 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 10：2021 年 7 月，三个标的的期权隐含波动率走势



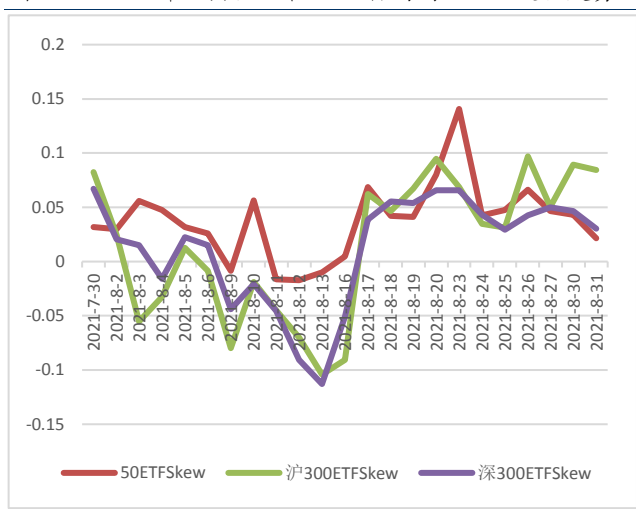
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

从曲面 Skew 角度来看，2021 年 8 月 Skew 在月初标的反弹的过程中快速下降转负、情绪变的微乐观；此后随着标的回调，Skew 又再次上升转正、情绪又变的谨慎。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。从 2021 年过去的各月来看，1 月，

随着期权标的上行，期权市场保持乐观情绪，skew 显著为负，1 月底至 2 月中旬，skew 有所上升但仍保持在 0 以下。3 月，期权标的震荡走低，谨慎情绪上升，skew 由 2 月中旬为负位置上升至 3 月初 0 附近，至 3 月底已显著偏正。4 月，Skew 有所震荡，但整体仍然保持微正的水平。5 月，Skew 前期在 0 附近震荡，月末随着标的上涨 Skew 转为负值。6 月 Skew 基本维持在负值。7 月，Skew 整体上持续上行，全月由负转正，体现出了市场的谨慎情绪随着标的下跌而持续增加。

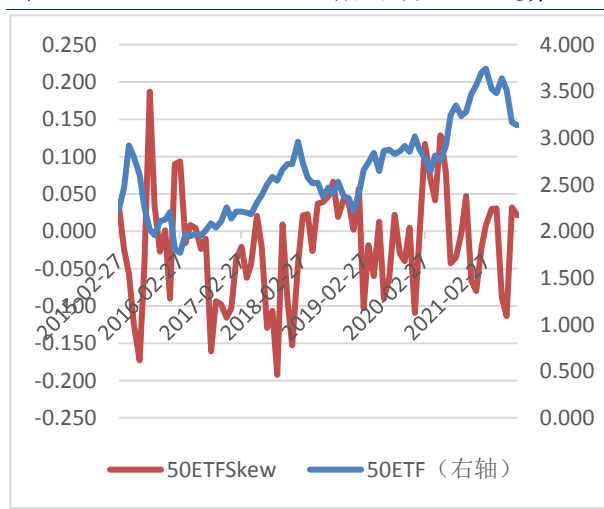
从 2015-2021 年的长期行情来看 Skew 和标的的关系，可以看到整体上体现出了标的上行时市场情绪乐观、Skew 偏负；标的下跌时市场情绪谨慎、Skew 偏正的特点。

图 11: 2021 年 8 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: 2015-2021，50ETF 期权各月 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: 2021 年 8 月期权市场整体定价情况

|           | 50ETF | 沪 300ETF | 深 300ETF |
|-----------|-------|----------|----------|
| 上月末隐含波动率  | 19.1% | 17.8%    | 18.0%    |
| 本月末隐含波动率  | 20.9% | 19.0%    | 19.5%    |
| 上月末历史波动率  | 22.4% | 21.2%    | 20.7%    |
| 本月末历史波动率  | 19.3% | 16.1%    | 15.5%    |
| 月隐含波动率最大值 | 21.1% | 19.9%    | 19.9%    |
| 月隐含波动率最小值 | 17.3% | 16.5%    | 16.9%    |
| 月历史波动率最大值 | 26.1% | 24.2%    | 23.3%    |
| 月历史波动率最小值 | 19.3% | 16.1%    | 15.5%    |
| 月隐含波动率均值  | 18.7% | 17.6%    | 18.0%    |
| 月历史波动率均值  | 23.0% | 21.4%    | 20.6%    |
| 上月末 Skew  | 3.2%  | 8.3%     | 6.7%     |
| 本月末 Skew  | 2.1%  | 8.4%     | 3.1%     |
| 月 Skew 均值 | 3.8%  | 1.2%     | 1.0%     |

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

## 8 月期权策略表现——波动率上行导致买入期权占优，买入认沽表现最佳

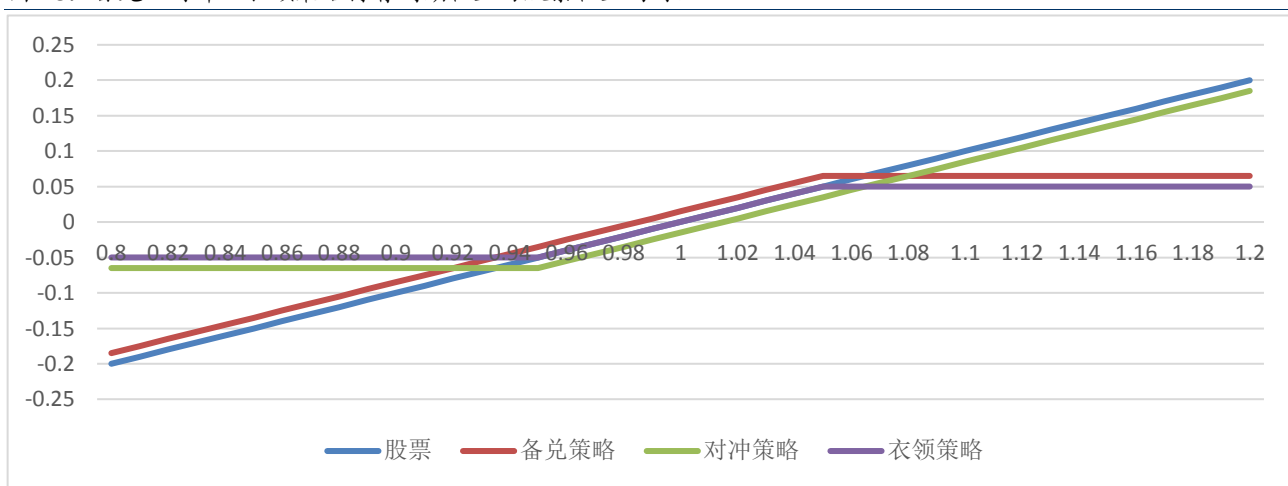
期权策略主要分为三大类，第一类是配置策略，其中包含备兑、对冲、衣领等；第二类是趋势策略，其中最基本的是买入认购、买入认沽、卖出认购、卖出认沽、买入跨式、卖出跨式等六类；第三类是中性产品策略，如做市、波动率曲面套利、无风险套利、实际波动率与隐含波动率之间套利等。

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：各配置策略损失均小于标的，衣领策略相对最佳

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

2021 年 8 月上证 50 指数下跌 1.1%，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-0.4%、-1.0%和-0.7%。轮动策略本月采用备兑策略，最终全月收益为-0.4%。8 月期权标的下跌的行情中，各配置策略均为负收益但跌幅均少于指数。

2015 年至 2021 年 8 月，对冲、衣领、备兑等策略均获得了正收益且波动率明显低于上证 50 指数，最大回撤也明显低于上证 50 指数；轮动策略更是整体上收益更优、波动更小。

表 3：期权配置策略收益情况

|        | 上证 50 | 备兑    | 对冲    | 衣领    | 轮动策略  |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 8 月收益率 | -1.1% | -0.4% | -1.0% | -0.7% | -0.4% |
| 8 月波动率 | 20.9% | 19.6% | 17.5% | 16.5% | 19.6% |

|                     |        |        |        |        |        |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2021.1-2021.8 收益率   | -14.9% | -11.4% | -9.3%  | -7.3%  | -9.1%  |
| 2021.1-2021.8 波动率   | 20.9%  | 18.4%  | 16.0%  | 13.5%  | 17.7%  |
| 2015.3-2021.8 收益率   | 15.2%  | 35.9%  | 46.2%  | 49.5%  | 119.9% |
| 2015.3-2021.8 年化收益率 | 2.2%   | 4.9%   | 6.1%   | 6.5%   | 13.0%  |
| 2015.3-2021.8 波动率   | 23.0%  | 19.3%  | 14.9%  | 10.6%  | 14.8%  |
| 2015.3-2021.8 最大回撤  | -44.7% | -38.6% | -24.2% | -15.9% | -17.5% |

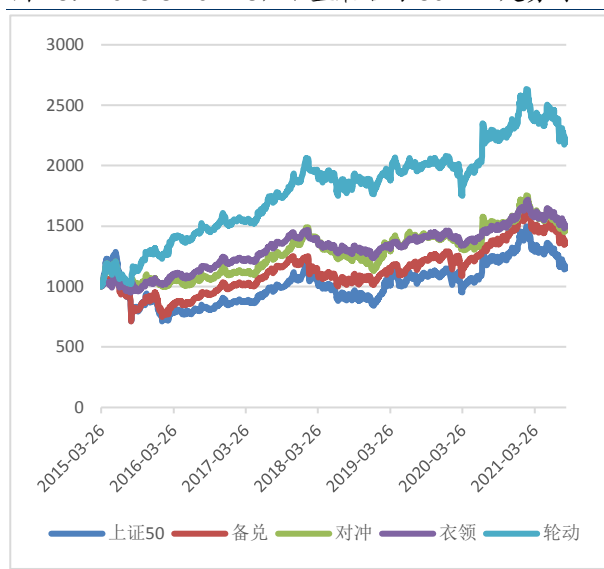
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部，表中备兑、对冲、衣领均为使用当月虚值二档合约构建的策略指数

图 14：2021.1-2021.8，配置策略与 50 指数走势对比



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 15：2015.3-2021.8，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作为持股的替代，同时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。从过去的长期历史数据中看，股票和期权结合的配置策略确实获得了优于单纯持股的效果，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：买入认沽表现最佳

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。

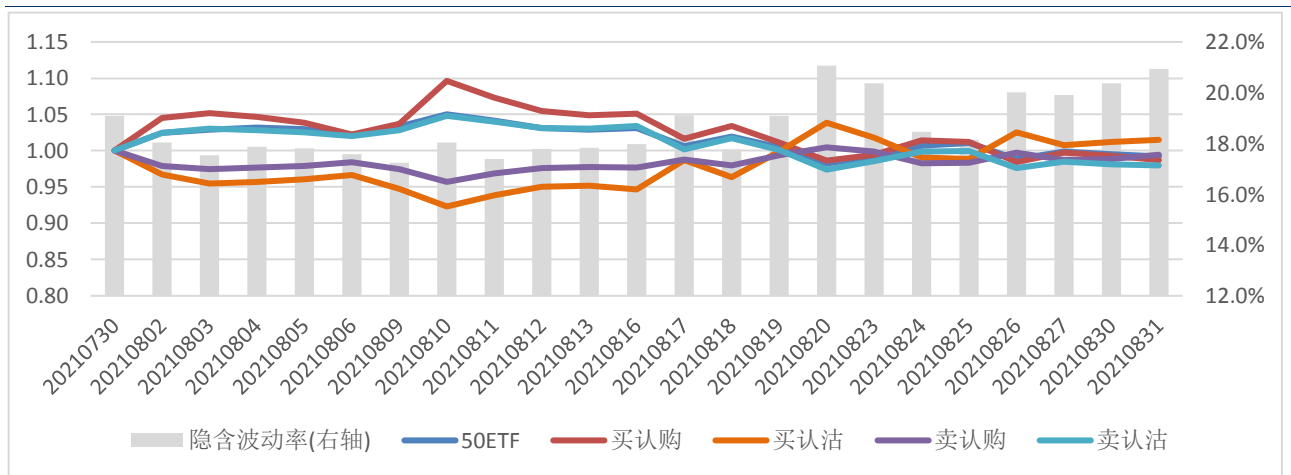
2021 年 8 月，隐含波动率继续上升，导致买入期权占优，买跨式盈利，卖跨式出现亏损。方向策略方面，标的下行结合波动率上行，导致买入认沽表现最佳。但是，由于波动率和标的的全月累计变化均不大，因此各策略的损益幅度也相对较小。

表 4: 六种期权趋势策略表现情况

|                     | 上证 50  | 买认购    | 买认沽    | 卖认购    | 卖认沽    | 买跨式    | 卖跨式    |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 8 月收益率              | -1.1%  | -1.3%  | 1.5%   | -0.6%  | -2.0%  | 0.6%   | -2.3%  |
| 8 月波动率              | 21.0%  | 35.2%  | 35.7%  | 16.2%  | 22.8%  | 8.2%   | 10.4%  |
| 2021.1-2021.8 收益率   | -14.9% | -23.1% | 29.2%  | 11.9%  | -13.2% | 3.6%   | -0.5%  |
| 2021.1-2021.8 波动率   | 21.0%  | 35.0%  | 36.7%  | 20.1%  | 21.6%  | 10.2%  | 12.0%  |
| 2015.2-2021.8 收益率   | 30.9%  | 307.4% | -85.7% | -44.4% | 50.5%  | 7.6%   | 14.9%  |
| 2015.2-2021.8 年化收益率 | 4.2%   | 24.0%  | -25.7% | -8.6%  | 6.5%   | 1.1%   | 2.1%   |
| 2015.2-2021.8 波动率   | 23.1%  | 35.0%  | 36.6%  | 23.4%  | 27.7%  | 13.6%  | 19.2%  |
| 2015.2-2021.8 最大回撤  | -44.7% | -37.8% | -91.7% | -56.3% | -56.8% | -26.6% | -37.6% |

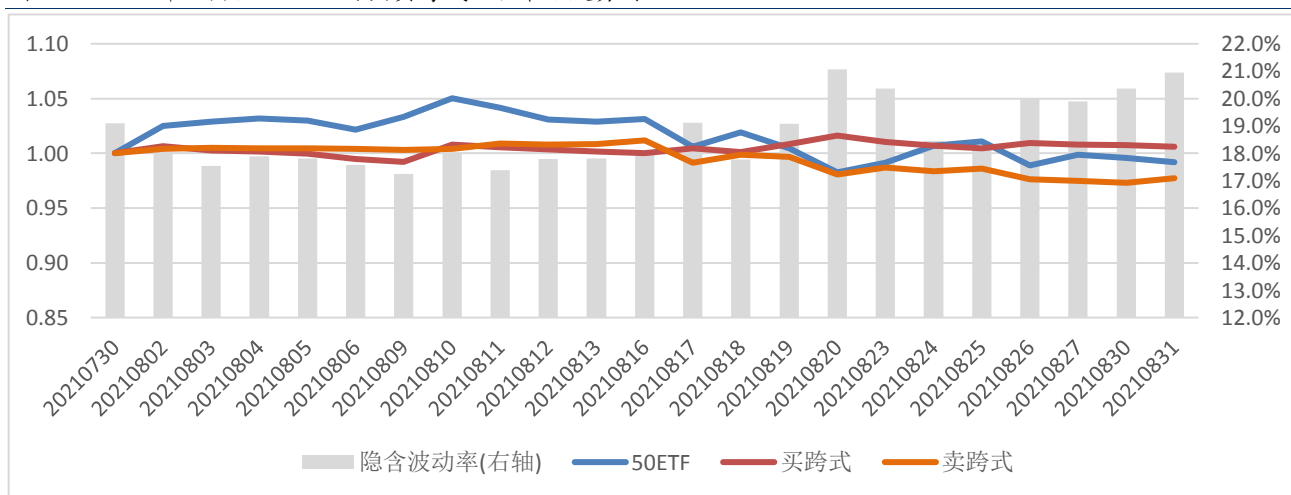
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部, 表中期权组合使用平值合约构建, 每日按预设规则调整

图 16: 2021 年 8 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

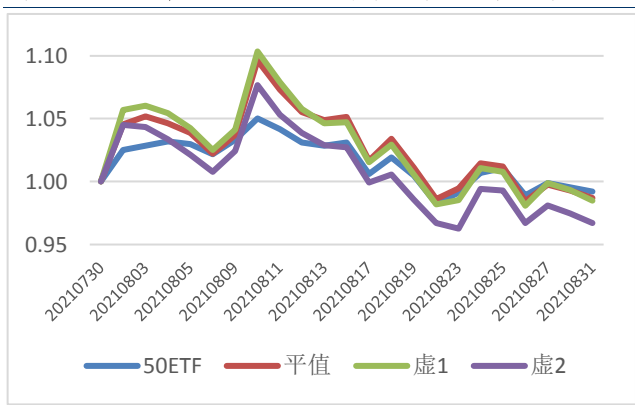
图 17: 2021 年 8 月, 50ETF 与买卖跨式组合策略走势对比



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

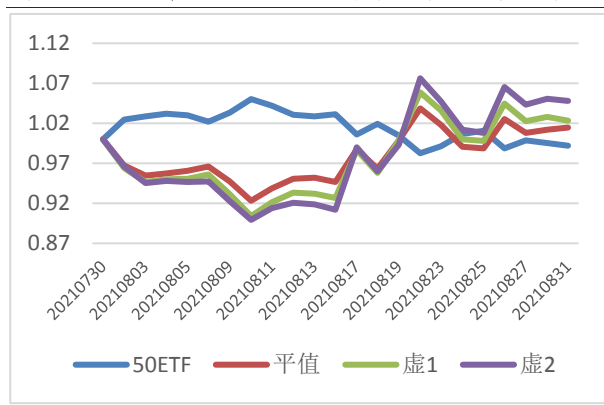
上文中的数据均是使用平值合约的结果，下面 6 幅图是各类期权基本策略受不同行权价合约的影响结果。其中，各行权价的买入期权均是按 7% 权利金比例等资金买入，卖出期权则是按二倍面值比例等张数卖出（详见先前报告）。

图 18: 2021 年 8 月，买入不同行权价认购期权对比



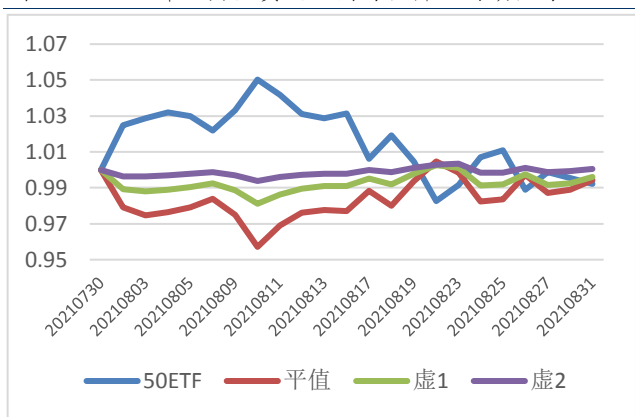
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 19: 2021 年 8 月，买入不同行权价认沽期权对比



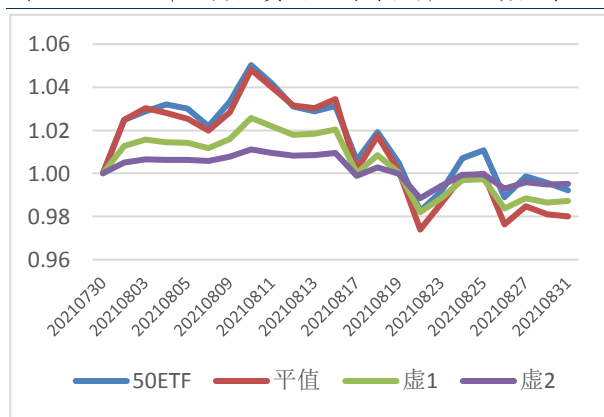
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 20: 2021 年 8 月，卖出不同行权价认购期权对比



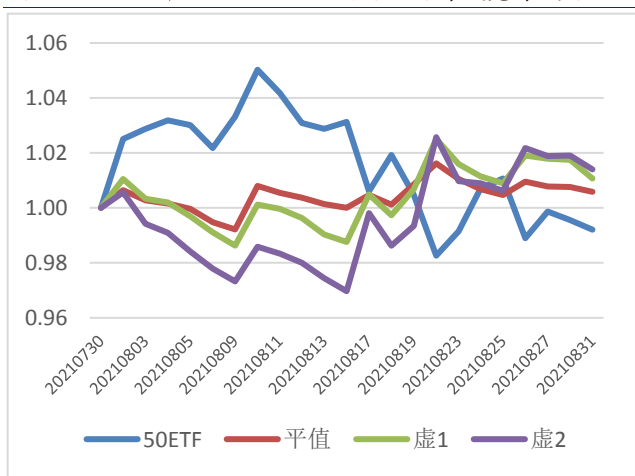
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 21: 2021 年 8 月，卖出不同行权价认沽期权对比



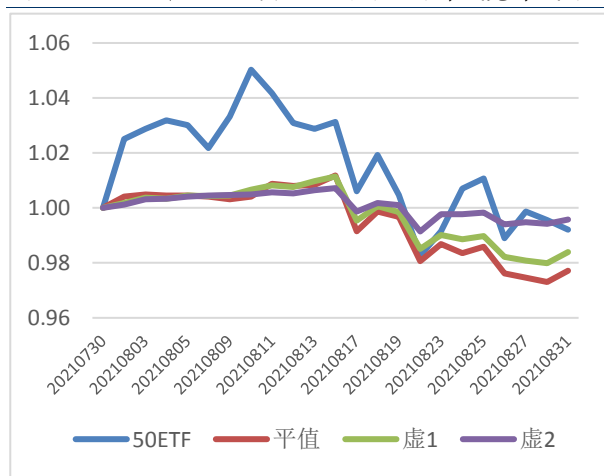
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 22: 2021 年 8 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: 2021 年 8 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

## 9月市场重点事项 —— 十一将近，注意期权的“长假效应”

9月，市场即将迎来“十一”长假。从历史情况来看，春节、十一等长假往往会带来期权的“长假效应”，即期权隐含波动率在长假之前上升，在长假结束后下降。

为什么期权会有“长假效应”？长假类似于一个可能会令市场产生跳跃波动的事件。因为长假期间市场存在不确定性，且长假期间出现可能对市场产生重大影响的事件时无法及时对冲调仓，长假前期权卖方往往会从避险的角度考虑降低仓位，而部分期权买方也会在长假前买入期权布局长假后市场可能出现的波动。两相影响下，期权隐含波动率便往往会在长假前上升。而待长假结束后，期权卖方避险情绪消除、布局市场波动的期权买方平仓，期权隐含波动率则出现下降。

下表是2018年以来，春节、十一长假前后的50ETF期权合约加权隐含波动率变化情况。可以看到，平均意义上，节前期权隐含波动率呈上升趋势。7段行情中，节前十天到节前五天的区间中有2段隐含波动率上升、5段隐含波动率下降，但从节前五天到节前最后一个交易日的区间中7段行情全部出现了隐含波动率上升走势。节后首日，2018.10、2020.2两次行情中实际波动率超过了期权隐含波动率，期权隐含波动率也进一步走高；另外的5段行情中，节后标的实际波动低于期权隐含波动率，期权隐含波动率快速回落到节前隐含波动率上升之前的水平。

表5：长假前后的期权隐含波动率变化情况

|           | 长假<br>天数 | 节前十天<br>隐含波动率 | 节前五天<br>隐含波动率 | 节前一天<br>隐含波动率 | 节后开盘<br>涨跌幅 | 节后首日<br>涨跌幅 | 节后首日隐<br>含波动率 |
|-----------|----------|---------------|---------------|---------------|-------------|-------------|---------------|
| 2018-2-22 | 7        | 18%           | 26%           | 29%           | 1.4%        | 2.1%        | 24%           |
| 2018-10-8 | 9        | 24%           | 22%           | 23%           | -2.2%       | -4.7%       | 24%           |
| 2019-2-11 | 9        | 20%           | 18%           | 20%           | -0.4%       | 1.0%        | 18%           |
| 2019-10-8 | 7        | 18%           | 17%           | 19%           | 0.0%        | 0.8%        | 15%           |
| 2020-2-3  | 10       | 16%           | 15%           | 18%           | -7.9%       | -7.5%       | 29%           |
| 2020-10-9 | 8        | 22%           | 26%           | 30%           | 1.4%        | 1.7%        | 22%           |
| 2021-2-10 | 7        | 25%           | 24%           | 26%           | 1.9%        | -0.1%       | 22%           |
| 平均        |          | 20%           | 21%           | 24%           |             |             | 22%           |

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

从策略角度来看，围绕着期权长假效应，可以考虑三方面的期权策略：

1. 长假之前五天，提前布局期权隐含波动率上升，并在长假前最后一天平仓。
2. 长假之前最后一天，买入跨式组合布局长假后市场大幅波动，并在长假结束后平仓。
3. 长假后首日，卖出期权布局期权隐含波动率下降。

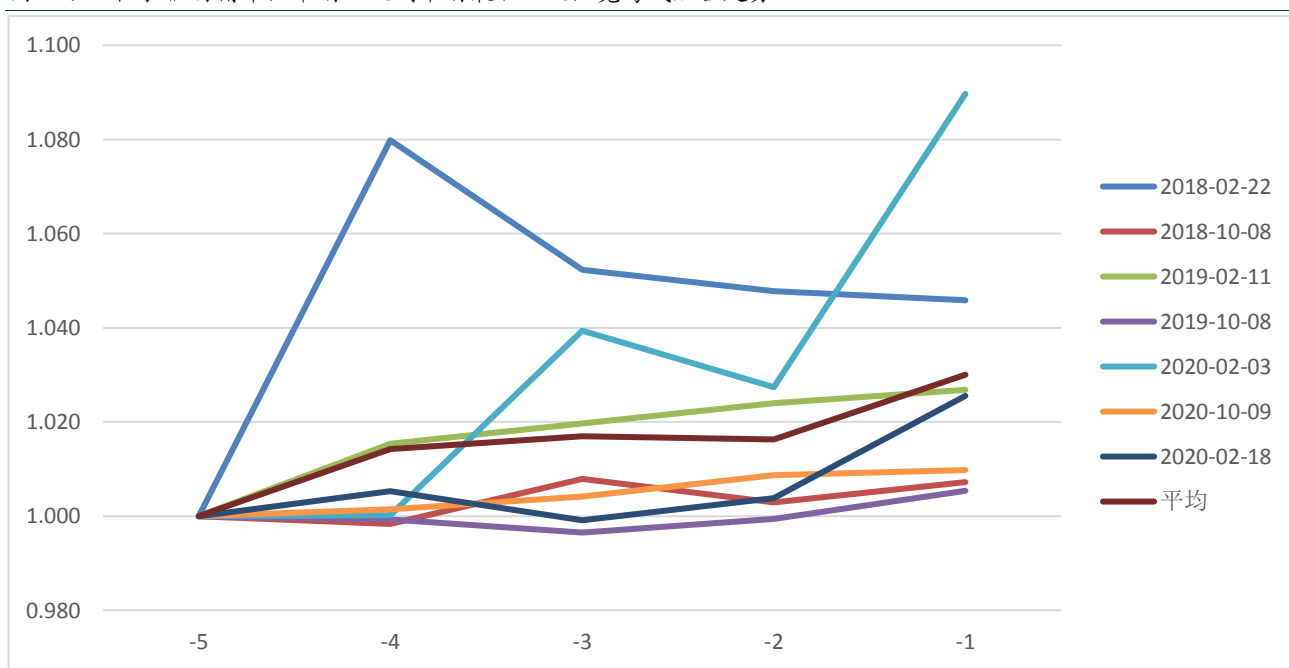
分别来看上述三方面策略，首先是长假前五天的策略，提前布局期权隐含波动率上升，并在长假前最后一天平仓。我们考虑买入宽跨式组合的方式进行布局，具体的做法上，按照7%的权利金买入当月、次月（平滑换月，剩余时间越接近1个月权重越大）虚值二档的认购、认沽期权并每日调平仓位的方式构建组合。

表 6: 7 段长假行情中, 节前五天到节前最后一天, 宽跨式组合净值

| 行情段       | -5    | -4    | -3    | -2    | -1    |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2018-2-22 | 1.000 | 1.080 | 1.052 | 1.048 | 1.046 |
| 2018-10-8 | 1.000 | 0.998 | 1.008 | 1.003 | 1.007 |
| 2019-2-11 | 1.000 | 1.015 | 1.020 | 1.024 | 1.027 |
| 2019-10-8 | 1.000 | 0.999 | 0.997 | 0.999 | 1.005 |
| 2020-2-3  | 1.000 | 1.000 | 1.039 | 1.027 | 1.090 |
| 2020-10-9 | 1.000 | 1.001 | 1.004 | 1.009 | 1.010 |
| 2021-2-10 | 1.000 | 1.005 | 0.999 | 1.004 | 1.026 |
| 平均        | 1.000 | 1.014 | 1.017 | 1.016 | 1.030 |

资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 24: 7 段长假行情中, 节前五天到节前最后一天, 宽跨式组合走势



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

从图表中可以看到, 在不考虑交易成本的情况下, 过去 7 段长假行情中按 7% 的资金比例配置宽跨式组合在节前五个交易日中均获得了正收益, 平均收益为 3%。其中, 2020.2 的行情中宽跨式组合表现最佳, 收益达到了 9%; 2019.10 的行情中则表现最弱, 收益不足 1%。

第二种长假策略是长假前最后一个交易日买入跨式、宽跨式组合, 布局长假后期权标的大幅波动。我们同样按 7% 的权利金买入当月、次月虚值二档的认购、认沽来构建组合。按节前最后一天和节后最后一天的价格来计算收益率。7 段行情中的相应表现如下表所示:

表 7: 7 段长假行情中, 节前最后一天构建宽跨式组合, 至节后第一天收盘表现

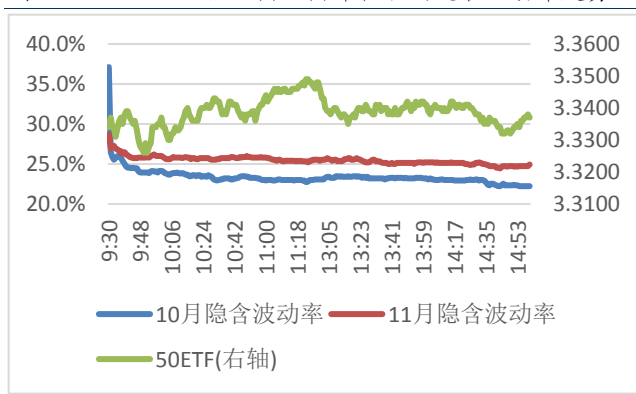
| 收益         |        | 收益         |        |
|------------|--------|------------|--------|
| 2018-02-22 | -1.90% | 2020-02-03 | 33.12% |
| 2018-10-08 | 3.77%  | 2020-10-09 | -4.10% |
| 2019-02-11 | -2.15% | 2020-02-18 | -2.59% |
| 2019-10-08 | -3.67% | 平均         | 3.21%  |

资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

从表格中可以看到, 7 段行情中, 节前布局节后期权标的大幅波动的策略平均能获得正收益, 但仅是 2018.10、2020.2 两次行情中获利, 另外 5 段行情中损失。平均收益为正的原因是 2020.2 的单次行情中获利较高所导致。因此从历史行情来看这一策略属于低胜率、高赔率的策略, 使用时需考虑控制仓位。

第三种长假策略是长假后, 待市场开盘后卖出期权布局波动率下降。此处我们考虑两段行情, 第一段是去年十一的行情。2020 年十一长假后的 10 月 9 日, 50ETF 高开 1.40%, 至收盘累计上涨 1.71%。当月、次月的平值合约在该交易日日内的隐含波动率走势如下左图所示, 认购、认沽各买一张构成的跨式组合的价格走势如下右图所示。两张图中同样也放了 50ETF 日内的走势以作对比。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%。开盘后, 当月、次月期权隐含波动率骤降, 下降 15 分钟后降速缓和但全天期权隐含波动率仍以下降走势为主, 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 25: 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 26: 2020.10.9, 当月次月跨式组合价格走势

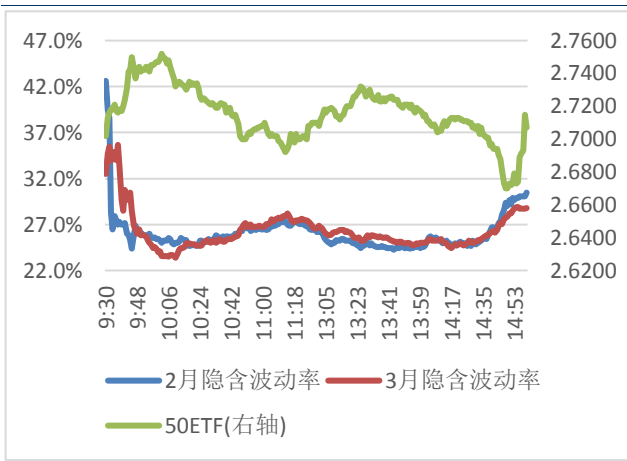


资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

再考虑一个标的大幅波动的行情例子。2020 年春节, 2 月 3 日 50ETF 低开 7.86%, 至收盘累计下跌 7.45%。当月、次月的平值合约在该交易日日内的隐含波动率走势如下左图所示, 认购、认沽各买一张构成的跨式组合的价格走势如下右图所示。长假前最后一个交易日当月、次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飙升至 3427 和 3467, 分别上涨 195.4% 和 105.9%。开盘 5 分钟后, 当月期权隐含波动率骤降并在开盘 15 分钟左右回落至全日最低点; 次月期权隐含波动率则在 30 分钟左右回落至全日最低点。在上述时间内跨式组合的收益同样出现了巨幅回吐, 当月跨式价格回落至 2000 左右, 次月跨式价格回落至 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, 最终当月、次月跨式分别收于 2889 和 3318, 较前一交易日分别上涨 149.1% 和 97.0%。

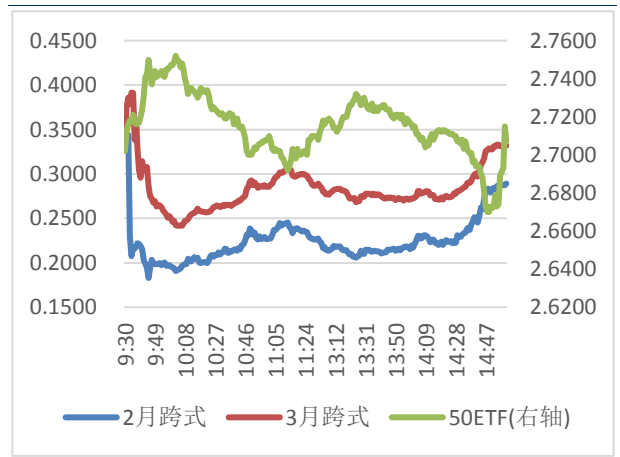
需要注意的是, 50ETF 在下午 14:48 创出了日内新低, 但市场恐慌情绪较开盘时已经出现了大幅下降, 因此当月、次月跨式组合的收益此时仍远不及开盘时的情况。

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

从上述两个行情中可以看到, 在节后无行情的情况中(2020.10, 第一段行情), 跨式组合的价格将出现大幅下降; 而在节后跳开的情况中(2020.2, 第二段行情), 尾盘的跨式组合同样有很大可能低于开盘价格。因此, 节后通过卖出期权布局隐含波动率回落也同样是一种有利可图的策略, 但需注意两点: 1) 如果节后行情还处在继续发酵的过程中, 例如标的高开后继续高走, 此时卖出期权需要慎重, 待行情平稳后再操作才更有把握; 2) 卖出期权时需要注意隐含波动率变化, 如果隐含波动率已经大幅降低至无利可图的水平, 再卖出则意义不大。例如上述第二段行情, 开盘 5 分钟后 2 月合约隐含波动率已经飞速下降, 此时再卖出 2 月的期权合约从波动率角度已经意义不大, 最终全日在标的继续下挫的过程中反而导致了亏损。

## 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 2021 版权所有。保留一切权利。**