

# 从“五一”前后市场表现看50ETF期权交易机会

## 投资者可在隐含波动率偏高时构建宽跨式组合

■ 陈畅

作为衍生工具,期权特有的非线性损益结构及由此带来的策略多样性有助于推动交易向精细化、专业化、多维化转变,帮助投资者有效进行风险与财富管理。通常情况下,投资者在利用股指期货对冲股票价格的下行风险的同时,也失去了价格上行时所带来的收益,而期权的非线性损益结构使得这一难题迎刃而解。由于期货价格线性变化的局限性,使得其只能开展方向性交易,而无法对波动率进行有效管理,50ETF期权特有的波动率交易策略使得这一困扰不复存在。



回顾整个4月,市场的节奏不断受到宏观数据和货币政策的影响。由于4月30日是全部上市公司年报和一季报披露的最后关口,个股存在业绩地雷风险,加上货币宽松预期边际收紧,资金自然倾向于选择具有业绩确定性的大指数(如上证50)进行避险和防御。因此我们看到,自4月中下旬起,虽然A股市场持续振荡走弱,但上证50不断跑赢中小指数。尤其在4月的最后一周,“二八分化”异常显著:上证50当周上涨1.81%,中证500当周下跌1.86%,创业板指当周下跌2.05%。从波动率指数K线图中我们可以看到,虽然在4月22日至4月26日期间,50ETF最大回落幅度达5%左右,但是波动率却在不断降低,这就为卖出认购期权提供了良好的交易窗口。

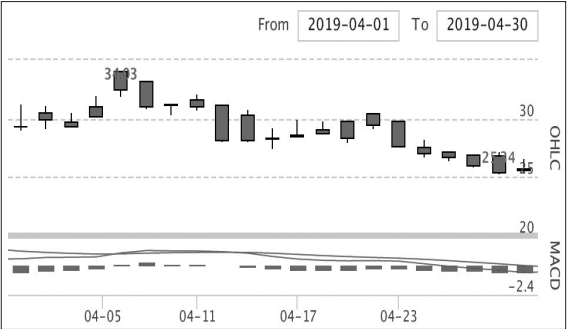


图1 50ETF波动率指数K线

如果我们仔细观察会发现,同样经历了标的物的下跌和波动率的降低,但是不同行权价的认购期权下跌的幅度是不同的。以50ETF期权5月认购合约为例,统计数据显示:行权价越高(越偏虚值)的认购期权下跌幅度越大,行权价越低(越偏实值)的认购期权下跌幅度越小。我们认为,这一方面与期权的杠杆性有关。一般情况下,虚值期权的杠杆较高,价格波动幅度更大。另一方面,我们也可以从delta值和隐含波动率两个维度进行解释。4月22日至4月26日期间,随着50ETF的下跌,其平值期权的行权价由3.0降低至2.85附近,由此导致行权价为2.8至3.2区间的认购期权delta值出现快速回落。同时,隐含波动率的降低也对行权价较高的认购期权价格的走低起到推波助澜的作用。

行权价	期权价格跌幅	delta下降幅度	隐含波动率下降幅度
2.5	-25.41%	0.0130	-7.63%
2.55	-28.57%	0.0246	-7.12%
2.6	-31.45%	0.0426	-0.18%
2.65	-35.27%	0.0681	-0.06%
2.7	-39.76%	0.1007	0.52%
2.75	-44.10%	0.1386	1.08%
2.8	-48.56%	0.1783	2.30%
2.85	-53.18%	0.2152	1.66%
2.9	-57.18%	0.2446	2.13%
2.95	-60.06%	0.2627	1.65%
3	-63.19%	0.2675	1.65%
3.1	-69.05%	0.2393	1.67%
3.2	-74.17%	0.1789	1.46%
3.3	-74.61%	0.1141	0.46%
3.4	-75.00%	0.0631	-0.32%

表1 50ETF期权5月认购合约4月22日至4月26日统计数据

历次长假前后50ETF期权隐含波动率统计数据显示,一般情况下,受长假期间消息面和海外市场波动影响,节后第一个交易日隐含波动率会高于节前最后一个交易日的隐含波动率。本次“五一”假期前后市场的表现恰好验证了我们的判断。5月6日,在消息面超预期作用下,A股各大指数跳空低开,当天上证50指数下跌4.76%,50ETF收跌4.82%,两者下方都面临60日均线的考验。与此同时,当天50ETF期权5月所有合约的隐含波动率均较4月30日出现大幅跃升。从下表可以看

出,绝大多数期权合约(尤其是认沽期权)隐含波动率涨幅都接近甚至超过5%,这给期权卖方造成了很大的负面影响。

行权价	认购期权IV上涨幅度	认沽期权IV上涨幅度
2.5	0.85%	5.71%
2.55	3.76%	3.93%
2.6	1.00%	4.99%
2.65	1.76%	4.91%
2.7	3.55%	4.58%
2.75	2.36%	5.29%
2.8	4.25%	5.43%
2.85	4.59%	5.26%
2.9	4.96%	5.30%
2.95	5.66%	6.11%
3	6.30%	8.43%
3.1	8.57%	8.19%
3.2	11.13%	18.45%
3.3	12.74%	数据缺失
3.4	14.68%	数据缺失

表2 50ETF期权5月合约隐含波动率上涨幅度(5月6日相对于4月30日)

此外,受5月6日50ETF大跌影响,从delta上利好认沽期权,不利于认购期权。因此可以看到当天认沽期权和认购期权分化非常显著。四个月份所有认沽期权合约全线飘红,认购期权合约则全部下跌。5月合约方面,虚值(特别是深度虚值)认沽期权涨幅较大,其中50ETF沽5月2.50合约大涨450%,50ETF沽5月2.60合约大涨495%,50ETF沽5月2.65合约大涨460%。究其原因,除了杠杆因素外,标的物大跌和隐含波动率的飙升也功不可没。

	50ETF沽5月2.50	50ETF沽5月2.60	50ETF沽5月2.65
4月30日delta	-0.0061	-0.0289	-0.0546
5月6日delta	-0.0263	-0.1043	-0.1771
delta变化幅度	-0.0202	-0.0754	-0.1225
4月30日IV	30.53%	26.20%	25%
5月6日IV	36.24%	31.19%	29.91%
IV变化幅度	5.71%	4.99%	4.91%

表3 5月6日当天涨幅超过400%期权合约统计数据

今年“五一”节后市场的大幅波动并不是个案。回首去年“十一”假期,在海外市场股债双杀的影响下,A股在长假之后同样也经历了剧烈的冲击。一旦冲击发生,如果事先不进行对冲,很容易对节前持仓的投资者(尤其是股指期货反向持仓者)造成伤害。为了避免长假期间不确定性的发生对节后行情造成的不利影响,同时兼顾对冲的成本,我们建议投资者可以视具体情况利用期权对持仓进行delta中性对冲。

假设一:如果投资者预期消息面突发不确定性概率较小,可以考虑卖出期权进行备兑。该方式的优点是既能对冲delta也能赚取部分时间价值;缺点是卖出期权需要占用保证金,资金成本相对较高,一旦小概率事件发生使得节后隐含波动率飙升,期权卖方可能会受到一定影响。

假设二:如果投资者预期消息面突发不确定性概率较大,可以考虑买入期权进行保护。该方式的优点是一旦不确定性发生,既能实现delta的对冲,同时波动率的跃升对期权买方相对有利。以“五一”前后的行情为例:如果4月30日当天,投资者在持有50ETF的同时买入认沽期权进行delta中性对冲,那么他不仅可以成功规避掉节后的“黑天鹅”,还有可能获得收益。但该方法的缺点是小概率事件没有发生,或者隐含波动率的上升不足以抵消时间价值的衰减,期权买方可能会受到一定影响。

实际上,在期权交易中,delta中性对冲是一种较为

常见的交易策略。该策略不仅适用于风险对冲,还可用于波动率交易。所谓delta中性对冲是指投资者在持有期权头寸的情况下,通过增加或减少标的资产的头寸,使得整个组合的delta为0或近似为0,从而消除标的价格变动对组合的影响。进一步来讲,按照期权持仓过程中对正股是否调仓,可将delta中性对冲分为是静态对冲和动态对冲。静态对冲是指将初始头寸的delta调整为0后直到平仓,中间不再对标的资产头寸进行调整。动态对冲是指当组合偏离delta中性状态时,通过动态买卖标的资产实现总持仓delta保持为0或近似为0。在波动率交易中,由于期权组合的delta时刻变化,因此需要不断调整标的资产的头寸,来保持整个组合的delta中性。

投资组合所包含的头寸	持仓头寸的delta值	持仓对应的delta值大小(份)
买入标的资产	正	1
卖空标的资产	负	-1
买入认购期权	正	0-1
卖出认购期权	负	-1-0
买入认沽期权	负	-1-0
卖出认沽期权	正	0-1

图1 50ETF及50ETF期权delta值情况

就本周而言,虽然加征关税的靴子已经落地,但我们认为市场(尤其是50ETF)依然面临不确定性,这种不确定性主要来源于北上资金。众所周知,上周在事件冲击和人民币汇率贬值的影响下,北上资金大幅外流159.19亿元,为今年以来单周流出量最大。其中沪股通净流出142.57亿元,深股通净流出16.62亿元。在北上资金(尤其是沪股通)大幅外流的情况下,上证50指数不断走弱。除上周一(5月6日)外,在北上资金尚未休市的其余三个交易日中,上证50指数的表现均弱于其他指数。因此,根据实际情况决定是否采用delta中性对冲或者在delta中性背景下进行波动率交易似乎依然有迹可循。

日期	沪股通	深股通	北上资金合计
2019-05-06	-30.72	-21.16	-51.88
2019-05-07	-19.96	12.37	-7.59
2019-05-08	-50.31	4.12	-46.19
2019-05-09	-41.58	-11.95	-53.53
合计	-142.57	-16.62	-159.19

表4 5月6日至5月9日北上资金额度统计

因佛诞假期,港股于5月13日休市,沪深股通5月10日至13日暂停交易,之后恢复。

上周五(5月10日)早盘,50ETF在隔夜消息面利好的情况下跳空高开,涨幅一度接近3%。但午后随着关税靴子落地,50ETF涨幅迅速收窄,盘中一度翻绿。下午13:03开始,各大指数突然出现集体拉升。此后涨势汹涌,截至收盘50ETF收涨3.39%。对本周一(5月13日)来说,随着短期不确定性靴子落地,50ETF大概率将延续上周五的涨势,其间A股市场成交量是否放大决定了反弹的强度和持续性。从周二开始,北上资金恢复交易,需密切关注北上资金的动向及其对上证50指数可能造成的影响。从技术形态上看,我们认为2月25日的跳空缺口是检验上证50和50ETF短期成色的关键。若缺口支撑有效,则未来行情可期。若缺口支撑无效,则未来行情偏空。接下来,我们将根据上周五(5月10日)的市场情况,从成交持仓、波动率、行情推演、交易策略等多个维度,对50ETF期权状况进行分析。

截至上周五收盘,5月平值期权合成价(2.7754)相对50ETF(2.777)折价,同时IH1905基差与上周四收盘相比由正转负,幅度-8.76点。

50ETF	平值期权合成价格	合成价-ETF	上证50	IH1905	基差
2.777	2.7754	-0.0016	2793.76	2785	-8.7

表5 上证50指数衍生品数据行情统计(5月10日)

从成交情况来看,5月认购期权和认沽期权的成交分布较为均匀,主要集中在平值附近;6月认购虚值期权成交量依然较大。持仓方面,5月认购期权在3.0至3.4的虚值行权价处积累了大量持仓;6月期权方面无论是认购还是认沽,均在虚值行权价处(甚至是深度虚值行权价)积累了大量持仓。由于上周一(5月6日)和上周三(5月8日)认购期权合约数量均超过50ETF流通总量的75%,上海证券交易所上周先后两次对50ETF认购期权开仓(备兑开仓除外)进行限制。受此影响,认购期权流动性急剧降低。以5月6日第一次限制开仓为例,当天盘中做市商被迫扩大5月认购期权买卖价差,甚至停止对实值认购期权的双边报价,改为单边平仓报价。数据显示当天10:52,5月2.6认购期权买卖价差约为225元,而6月的价差仅为14元,投资者平仓成本大幅增加。目前距离5月合约到期仅剩8个交易日,建议投资者在认购期权的交易中,密切监视各月认购期权持仓量。一旦临近触发认购限开仓制度时,应当及时启动滚动操作,合理管理仓位,避免此类现象再次发生可能造成的损失。

从50ETF波动率角度来看,上周五5日历史波动率与前一交易日相比涨幅较大,但30日、60日和90日历史波动率与前一交易日相比变动较小。5月平值期权隐含波动率上升,一定程度上对期权卖方造成不利。

	5日历史波动率	30日历史波动率	60日历史波动率	90日历史波动率	5月平值IV
5月9日	29.89%	27.17%	29.05%	25.29%	0.2731
5月10日	43.32%	27.74%	29.73%	25.70%	0.2861

表6 50ETF历史波动率及5月平值IV

就5月剩余交易日来说,在经历一系列的冲击后,投资者开始重新期待货币政策的边际改变,周一央行发布结构性降准通知的发布似乎意味着货币的边际宽松初现端倪。我们认为,未来的货币政策会更倾向于结构化和定向化,宽信用依然在路上。在宽货币向宽信用转换的背景下,叠加科创板的示范效应,预计未来一段时间的市场风格将再度表现为成长相对于价值占优,中小市值相对大市值占优,上证50指数可能会阶段性跑输中小指数。就本周末来说,随着短期不确定性靴子落地,周一市场大概率将延续上周五的涨势,其间A股市场成交量是否放大决定了反弹的强度和持续性。从周二开始,北上资金恢复交易,需密切关注北上资金的动向及其对上证50指数可能造成的影响。如果人民币汇率不稳,北上资金继续大幅外流,则需警惕其对50ETF造成的负面冲击。从技术形态上看,我们认为2月25日的跳空缺口是检验各大指数和50ETF短期成色的关键;若缺口支撑有效,则未来行情可期;若缺口支撑无效,则未来行情偏空。因此策略方面,我们建议投资者采取以下措施:

股指期货组合上,择机进行多IC空IH跨品种操作,关注各大指数2月25日跳空缺口支撑,一旦盘面有变立刻止损。

期权交易上,周一开盘建议投资者卖出平值或浅实值的看跌期权博取50ETF短线上涨的收益,视反弹的力度和波动率的变化情况见好就收,一旦盘面有变立刻止损。周二开始需关注北上资金动向及人民币汇率波动情况对50ETF可能造成的影响。

期货/期权组合上,截至上周五收盘,我们发现IH1905出现负基差。由于1905合约将于本周五(5月17日)到期,投资者可利用50ETF期权合成现货空头头寸,在IH1905贴水较大时进行反向套利。待IH1905基差趋于收敛甚至转为升水时,反套策略可在此阶段进行双边平仓。

目前距离上证50ETF的5月合约到期仅剩8个交易日,如果没有突发性事件的影响,预计隐含波动率大概率在22%至30%波动。考虑到时间价值的衰减,投资者可在隐含波动率偏高时构建宽跨式组合做空波动率。

(作者单位:一德期货)