

50ETF 期权之备兑开仓策略

——期权新品种上市报告系列之九

2020 年 2 月 6 日

摘要：

宏观及金融研究团队

分析师：汪洋

从业资格号：F0306430

投资咨询号：Z0002320

电话：021-50588972

邮箱：wangyang@sywgqh.com.cn

分析师：吴广奇

从业资格号：F3048078

投资咨询号：Z0014024

电话：021-50586261

邮箱：wugq@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号

宝安大厦 7、8、10 楼

邮编：200122

电话：021 5058 8811

传真：021 5058 8822

网址：www.sywgqh.com.cn

- 对于本身持有股票的投资者而言，通过卖出某个行权价格的看涨期权，即备兑开仓，在标的价格不超过行权价格时可以既享受现货上涨带来的收益又可以获得卖出看涨期权的权利金。
- 从 50ETF 期权备兑策略的回测数据来看，备兑策略能很好起到降低头寸风险，提高头寸收益的效果，从年化收益对比来看，备兑策略大致有 5% 的超额收益，尤其在下跌的行情中，超额收益更加明显。从不同虚值的表现来看，随着虚值程度的加深，最大回撤、年化波动率、胜率等风险指标有明显变差趋势，年化收益有先升后降的趋势，这主要是因为过度虚值大幅提高了组合的盈亏平衡点，组合较难获取高收益。
- 2019 年 A 股经过触底反弹，当前位置已一定程度上反映了内外环境的不确定。展望 2020 年，我们看好股指后续的上涨空间，但过程不会是一帆风顺，更大概率有望迎来较长时间的震荡上涨期，且预计结构性机会优于整体表现。在这种背景下，长远角度在持有标的资产的同时做备兑开仓是一个很好的增强收益的策略。



申银万国期货
宏观金融研究



申银万国期货研究

一、期权备兑策略背景

期权备兑开仓指投资者在持有或买入标的资产的同时，以该资产为担保，卖出相应数量的认购期权，未来有义务在权利方行权时以约定的价格卖出标的资产。该策略使用 100% 现券作为担保，理论上不需要额外缴纳现金保证金，但实践中仍需按照交易所的规定。

对于本身持有股票的投资者而言，通过卖出某个行权价格的看涨期权，即备兑开仓，在标的价格不超过行权价格时可以既享受现货上涨带来的收益又可以获得卖出看涨期权的权利金。

对于使用备兑策略，有它的优势也有劣势。备兑开仓通过卖出看涨期权收取权利金增强了持有标的资产的收益，但在标的大幅上涨变成实值期权时，可能被期权买方行权而按照较低的行权价格卖出标的，从而放弃了原本可从标的本身获取的更大收益。

根据海外基金发展经验，备兑看涨策略是公募基金使用最多的一个策略，占比达到 31%。从长周期角度看，这一策略也是能经得住时间的考验的。我们用美国标普 500 指数从 1988 年 6 月开始到 2019 年 12 月长达 31 年的时间里的收益数据进行分析，发现投资周期越长，备兑策略给整个组合带来的收益就会积累得越来越多，越到后面两者的收益差距就越来越大。

图 1：标普 500 和增加备兑开仓后收益比较



资料来源：CBQE，申万期货研究所

二、50ETF 期权备兑策略回测

按备兑策略的思想，我们对上市时间较久的 50ETF 期权进行回测，备兑开仓策略一般是在持有现货的情况下，采用卖出看涨期权的策略（即 Covered Call 组合策略）。由于期权数据维度较多，在做备兑时，需要进行期限和执行价方面的选择，选择规则如下：

期限选择：期权期限选择参考 IH 期货主力月份，新的远期 IH 成为主力合约时，平掉原有期权合约，以新 IH 的主力合约月份进行期权合约开仓。卖出期权头寸不考虑持有到期参与行权等情形，策略在期权到期前提前进行平仓。

执行价选择：在每次开仓时，分别选取平值、二档虚值、四档虚值进行回测。期权开仓后，行情即使有波动也不进行执行价的调整，一直持有到下次期限调整，由此可见，此策略为被动持有策略。

按上述策略构建方法，我们从 2015 年 4 月份至今开始进行数据的回测，分别测试平值、二档虚值、四档虚值备兑策略收益情况。在回测过程中，暂不考虑期权保证金、交易成本、流动性等因素的影响，数据结果供投资者参考。

1、平值期权

图 2：平值期权备兑策略净值



资料来源：Wind，申万期货研究所

策略的回测绩效为：

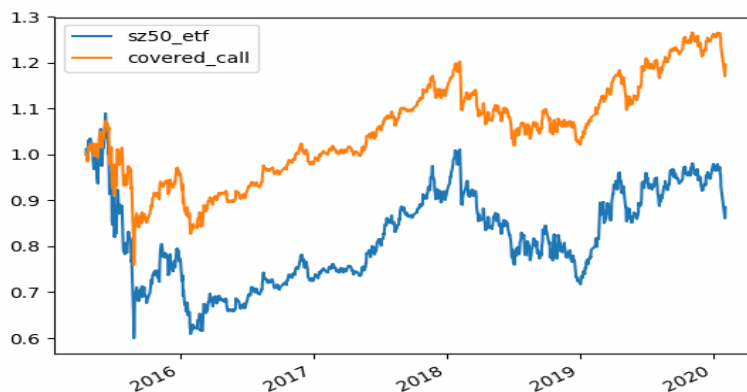
表 1：平值期权备兑策略绩效

	50etf	covered_call
累计收益	-11.45%	10.52%
年化收益	-2.48%	2.09%
胜率	50.44%	55.43%
盈亏比	0.9759	1.0392
最大回撤	44.97%	26.66%
年化波动率	23.78%	13.82%
年化下侧波动率	19.74%	13.58%
夏普比率	-0.2306	-0.0658
索提诺比率	-0.2778	-0.067
Calmar 比率	-0.0552	0.0784

资料来源：Wind，申万期货研究所

2、二档虚值期权

图 3：二档虚值期权备兑策略净值



资料来源：Wind，申万期货研究所

策略的回测绩效为：

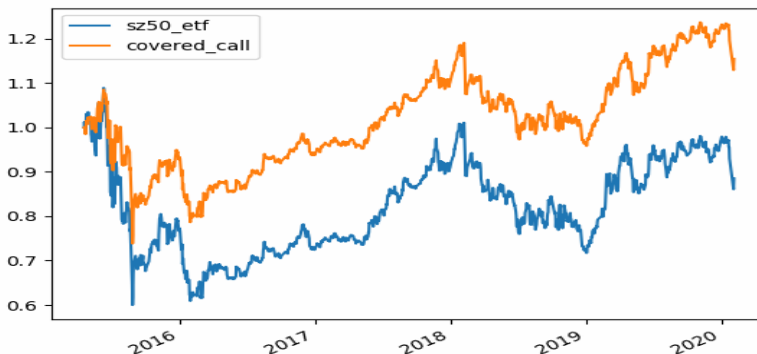
表 2：二档虚值期权备兑策略绩效

	sz50_etf	covered_call
累计收益	-11.45%	19.64%
年化收益	-2.48%	3.78%
胜率	50.44%	53.34%
盈亏比	0.9759	1.0571
最大回撤	44.97%	29.25%
年化波动率	23.78%	15.51%
年化下侧波动率	19.74%	14.19%
夏普比率	-0.2306	0.0503
索提诺比率	-0.2778	0.0549
Calmar 比率	-0.0552	0.1292

资料来源：Wind，申万期货研究所

3、四档虚值期权

图 4：四档虚值期权备兑策略净值



资料来源：Wind，申万期货研究所

策略的回测绩效为：

表 3：四档虚值期权备兑策略绩效

	sz50_etf	covered_call
累计收益	-11.45%	15.51%
年化收益	-2.48%	3.03%
胜率	50.44%	52.53%
盈亏比	0.9759	1.0397
最大回撤	44.97%	31.99%
年化波动率	23.78%	17.29%
年化下侧波动率	19.74%	15.29%
夏普比率	-0.2306	0.0015
索提诺比率	-0.2778	0.0017
Calmar 比率	-0.0552	0.0946

资料来源：Wind，申万期货研究所

从 50ETF 期权备兑策略的回测数据来看，备兑策略能很好起到降低 50ETF 头寸风险，提高头寸收益的效果，从年化收益来看，备兑策略大致有 5% 的超额收益，尤其在下跌的行情中，超额收益更加明显。

从不同虚值的表现来看，随着虚值程度的加深，最大回撤、年化波动率、胜率等风险指标有明显变差趋势，收益有先上升后下降的趋势，这主要是因为过度虚值大幅提高了组合的盈亏平衡点，组合较难获取高收益。

三、期权备兑策略展望

从长远来看，A 股具有不错的配置价值。首先，中美贸易谈判取得阶段性成果，但是贸易摩擦因素对 A 股影响已经逐渐减弱。其次，我国经济仍承受着较大的下行压力，肺炎疫情影响下又会造成短期经济阵痛造成资产价格下跌，随着疫情后续得到控制，各行业走向正轨，经济回归到原来的发展轨道上来，股指有望受基本面回暖刺激而上涨。在这个过程中，备兑策略就能很好地弥补短期现货下跌带来的损失。此外，从资金面而言，2020 年境内外各类机构资金将持续进入 A 股，且随着房地产进入下行周期，财富的配置会逐渐从不动产转移至权益类资产。与此同时，中国经济增速仍高于大多数国家和地区，而在全球众多股指中 A 股的估值水平较低，具有较好有不错的投资价值。

展望 2020 年，我们看好股指后续的上涨空间，但过程不会是一帆风顺，更大概率有望迎来较长时间的震荡上涨期，且预计结构性机会优于整体表现。

在这种背景下，长远角度在持有标的资产的同时做备兑开仓是一个很好的增强收益的策略。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本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。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，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，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。