

# 国庆长假期权策略推荐

唐粤川

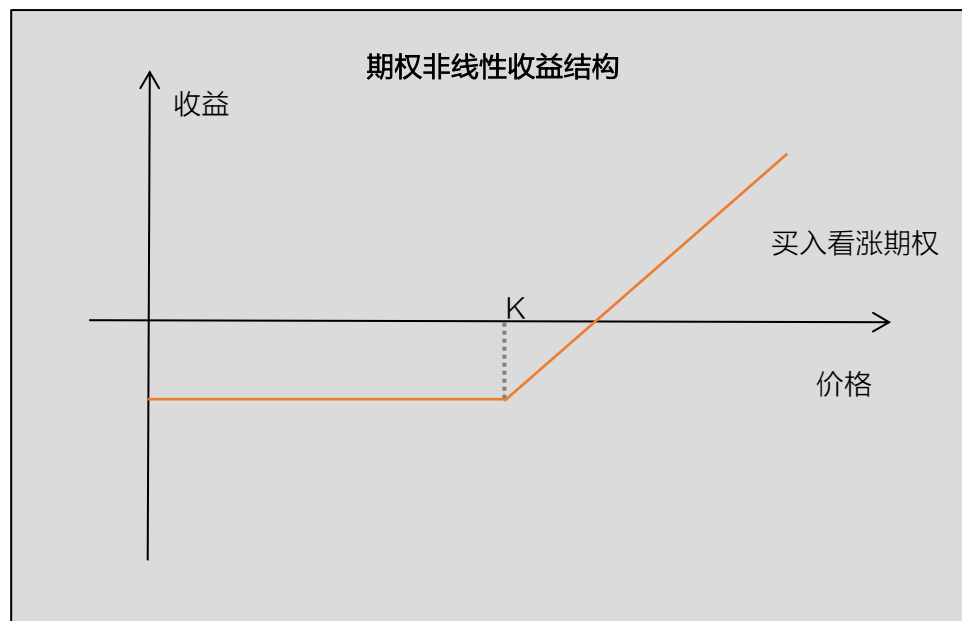
Z0015550

国庆长假将至，不知小伙伴们是否还对今年春节前后股市的走势心有余悸 – 由于春节期间疫情在国内的大面积爆发，A 股市场在开年回来的第一天大幅低开，上证 50 指数当天收跌 7%，沪深 300 指数跌幅达 7.88%，市场再现千股跌停。面对这种无法预料且难以提前预防的黑天鹅风险时，大多数人的唯一办法就是将仓位在节前全部清掉，空仓过节。不过也有不少人，通过灵活运用期权这种投资工具，不但大大减少了自己在长假期间暴露的风险，还取得了不菲的收益。今天，我们就来一起了解下，如何用期权在长假期间进行投资。

## 长假期权常用策略

长假来临时，由于市场长时间的休市，无法反映外盘的变化或新出现重大事件的影响，因此，休市回来后市场价格可能会较节前出现巨大的变化，这也是大部分投资者担心的一个价格跳空的风险。而由于期权本身的非线性收益结构，使得期权持有者能在价格出现有利变化时享受持续盈利，而在价格出现不利变化时损失有限，因此期权买方能很好的应对长假的这种价格大幅变动风险。

图 1：期权非线性收益结构



资料来源：国信期货

长假时常用的期权策略有以下四种：买入看涨期权、买入看跌期权、跨式多头组合、

**反日历价差组合。**单独买入看涨期权或看跌期权会带有一个方向性的判断，若投资者对未来价格朝某一方向上的突破较有信心时，可相应买入一定数量的看涨或看跌期权，若节后回来预期兑现，则可以获得非常可观的收益。该类策略的风险点在于，若价格变化没有达到预期或朝不利的方向变化，则投资者可能要损失部分甚至全部权利金。因此，建仓时应考虑个人的风险承受能力，选择合适的资金量进行操作是最佳的做法。

跨式多头组合和反日历价差组合都属于期权组合策略，它们的特点是收益来源不需要方向上的判断，而是来自于价格的大幅偏移。换句话说，当价格出现大涨或大跌时，该类策略均能从中获得不错的收益，而当价格横盘震荡或位移较小时，该类策略会出现损失。跨式多头组合由买入一手近月平值看涨期权+买入一手近月平值看跌期权组成，反日历价差组合由买入一手近月平值看涨/看跌期权+卖出一手远月平值看涨/看跌期权组成，两者的到期收益结构类似，但在到期前表现却常有较大的差异，这其中的关键原因在于两个组合对波动率变化的反应不同。跨式组合由两手期权买权构成，因此组合价值会从期权隐含波动率的上涨中获益；反日历价差组合里买权卖权各占一手，但远月卖权对隐含波动率变化的敏感度更高，因此组合价值反而会在隐含波动率出现下降时上升。那么到底这两个组合在实际表现中孰优孰劣呢？我们接下来将对两者的历史表现进行比较。

图 2：跨式多头组合到期盈亏图

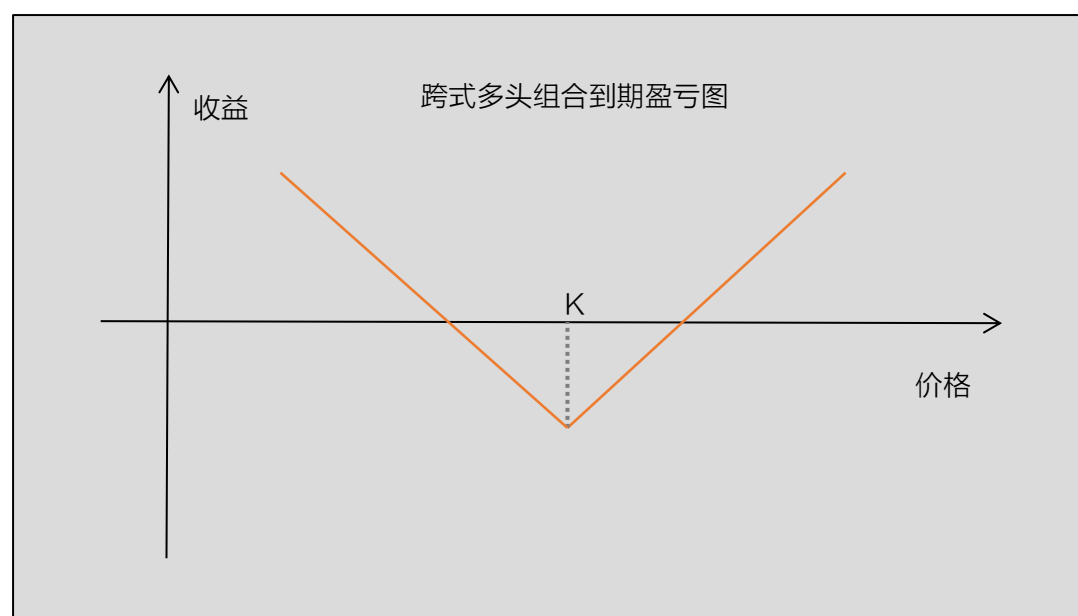
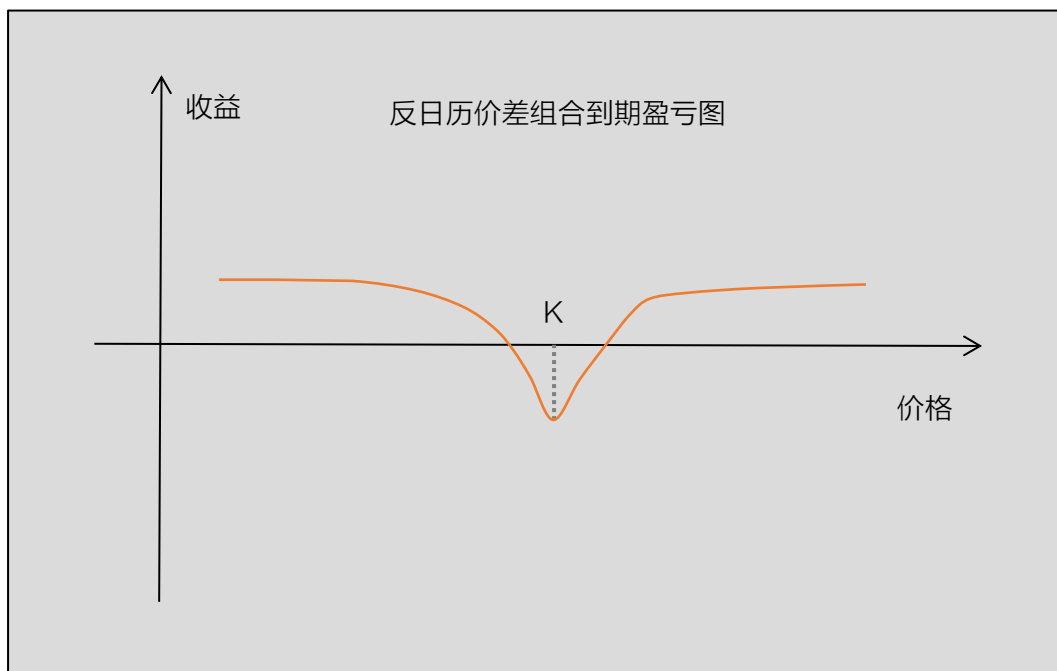


图 3：反日历价差组合到期盈亏图



资料来源：国信期货

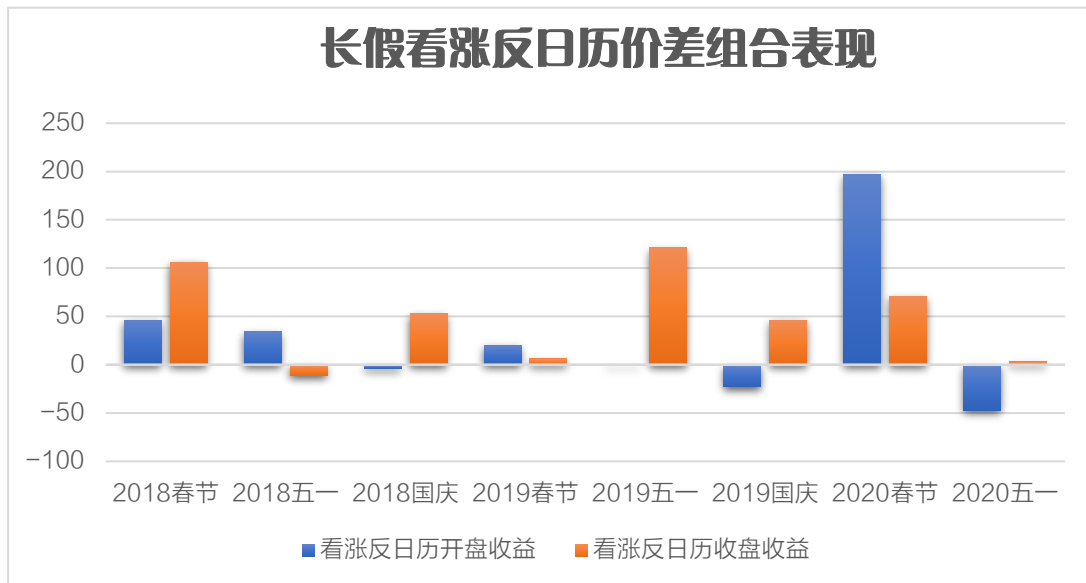
#### 组合策略历史回溯

我们用 50ETF 期权作为我们的测试品种（其他品种上市时间不够长），选取过去三年内的所有春节、五一、及国庆长假，分别用跨式多头组合和反日历价差组合进行回溯。开仓价格选择假期前最后一个交易日的收盘价，平仓价则选择假期后第一个交易日的开盘价及收盘价，以此来比较不同时期平仓的策略效果。对于反日历价差组合，我们分别测试了看涨反日历组合及看跌反日历组合的策略效果。回溯表现如下：

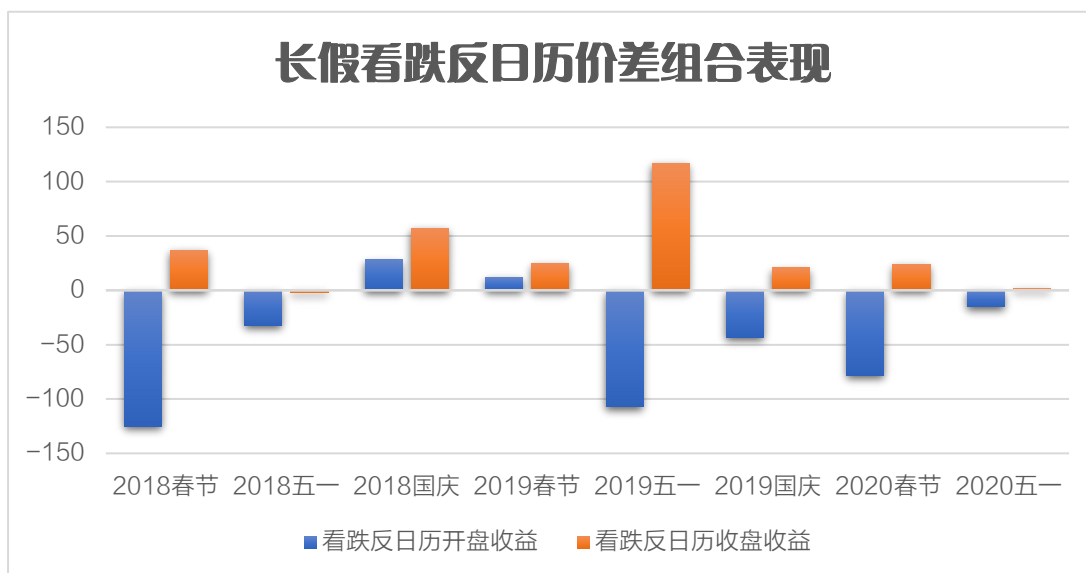
图 4-6：期权组合策略历史表现



资料来源：Wind 国信期货



资料来源：Wind 国信期货



资料来源：Wind 国信期货

对于跨式多头组合来说，三年来在共 8 次的长假布局中一共只有 3 次最终获得了盈利，并且这 3 次盈利中每一次的盈利幅度差异较大，只有当出现像今年 2 月份这种价格大跌、波动率大涨的极端行情，组合才取得了惊人的收益（超过 100%，一手跨式成本在 1000-1200 元左右），其余时间由于行情并无太大波动产生亏损（权利金的 10%-20% 左右）。值得注意的是，当用收盘价平仓来计算收益时，会让原来本是赚钱的头寸赚得更多，或是让原来亏钱的头寸亏得更多，这可能是因为在赚钱时价格已偏离节前位置较多，市场因恐慌情绪使得隐含波动率出现上涨，让组合盈利持续上升；而亏钱的时候价格并未出现太

大变化，因此期权买方日内纷纷平仓出场，进一步降低隐波水平，从而扩大组合亏损。

反日历价差组合的历史表现呈现了完全不同的特点。看涨反日历价差组合在几乎所有的假期上以收盘价平仓都能获取正收益，且每次的收益幅度都较为稳定（包括今年2月份的大跌）。看跌反日历组合虽然在用开盘价平仓时常有亏损，但是若持有到收盘，往往也能因日内隐波的下滑让收益重新转正。这也体现出节后若价格的位移没能显著扩大，节前因赌行情而引起的高隐含波动率很容易出现下降。

整体来看，反日历价差组合的整体胜率更高，而跨式多头组合能获得更大的绝对收益。从具体分项上看，反日历价差组合用收盘价来平仓的收益要明显好于用开盘价平仓的收益，而对跨式多头组合而言，用收盘价平仓能放大用开盘价平仓的损益幅度。此外，看涨反日历价差组合的表现要显著优于看跌反日历价差组合。

### 国庆长假期权策略推荐

综上所述，面对即将到来的十一长假，对期权策略的选择最终取决于个人对市场方向和波动率的看法。如果在方向上把握较大，可直接用看涨或看跌期权买权进行布局，待国庆节后回来平仓。如果在方向上没有或不想下判断，则可通过对波动率的走势判断用跨式多头组合或看涨反日历组合进行布局。对波动率有大涨预期时，跨式多头组合效果最优，其余时候使用反日历价差组合是更好的选择。从50ETF期权的历史表现上看，过去三年里只有在2019年五一和今年春节两个假期上跨式组合取得了不错的收益，其他时间上反日历价差组合表现更好。

对于我们都比较熟悉的股市来说，当前波动率水平如何呢？从下图沪深300指数的VIX图中可以看到，近两周指数波动率再次出现明显下滑，当前水平重新回到了今年4-6月份的位置，属于今年以来较低的水平，因此，当前买入跨式组合进行长假布局会有不错的性价比。从技术图形上看，指数点位已处于近三个月震荡区间的下沿位置，有向下突破的压力。外围的股市及商品市场因为流动性衰竭的预期也已出现不同程度的下跌，十一回来后市场发生大变的概率并不低，用虚值看跌期权和跨式组合进行布局会是两种不错的选择。

图7：沪深300指数VIX



资料来源: Wind 国信期货