



股指期权长期多头应用之 备兑开仓

2023年3月16日

国联期货研究所

黎 伟 从业资格证号：F0300172

投资咨询证号：Z0011568

投资有风险 入市需谨慎

期货交易咨询业务资格：证监许可[2011] 1773号



CONTENTS

目录

01

指数长期多头的配置价值 03

02

备兑开仓基本原理 7

03

案例分析与操作技巧 10



CONTENTS

目录

01

指数长期多头的配置价值



主要指数长期表现



- A股长期处上涨趋势，与国内经济发展基本同步。



标的指数近期表现

- 去年11月以来反弹明显。

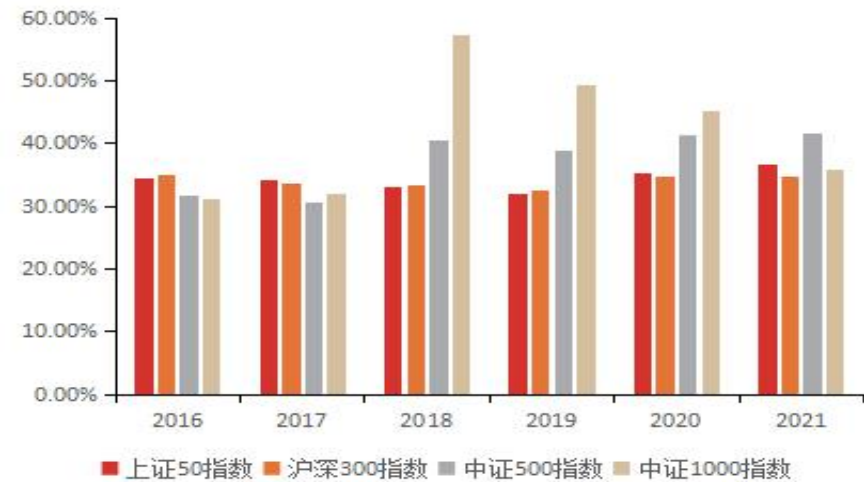
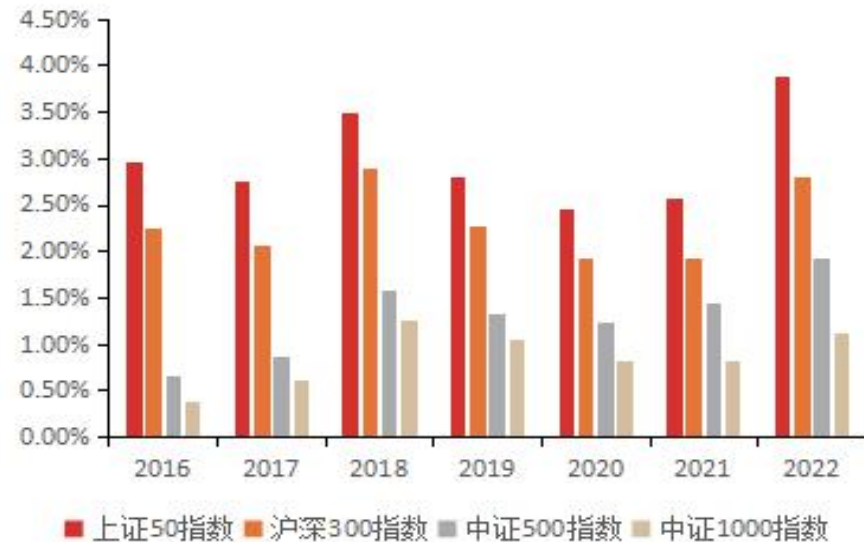
代码	指标	最新值	涨跌幅 (%)	今年以来涨 跌幅 (%)	近1个月涨 跌幅 (%)	近3个月涨 跌幅 (%)	近6个月涨 跌幅 (%)	市盈率	分位数 (5年, %)
主要现 货指数	上证指数	3285.10	-1.11	6.34	1.43	2.26	1.28	13.33	57.50
	深证成指	11608.58	-1.98	5.38	-2.55	1.84	-1.62	25.89	48.60
	创业板指	2383.73	-1.97	1.58	-6.30	-0.40	-6.18	36.67	10.30
	上证50	2713.17	-1.13	2.96	-0.80	1.05	-0.42	9.74	35.42
	沪深300	4048.85	-1.46	4.58	-0.93	2.03	-0.08	11.98	34.02
	中证500	6284.30	-1.73	7.16	-0.29	1.18	-0.12	24.29	53.38
	中证1000	6855.34	-2.03	9.13	-0.52	2.26	-0.93	30.69	29.74



标的指数估值水平

- 去年11月以来，尽管有明显反弹，但估值仍处历史中低水平。
- 过去十年，上证50股息率有三次触及3.5%以上（2013、2018、2022），前两次触及后一年市场均出现明显回升。

	上证50	沪深300	中证500	中证1000
指数市盈率	9.69	12	24.32	30.71
成分股市盈率中位数	15.67	19.32	21.48	26.84
2022年股息率	3.95%	2.83%	1.87%	1.18%
2016年以来均值	2.99%	2.31%	1.29%	0.86%
2021年股息支付率	36.73%	34.71%	41.51%	35.92%
2016年以来均值	34.29%	33.99%	37.39%	41.79%



02

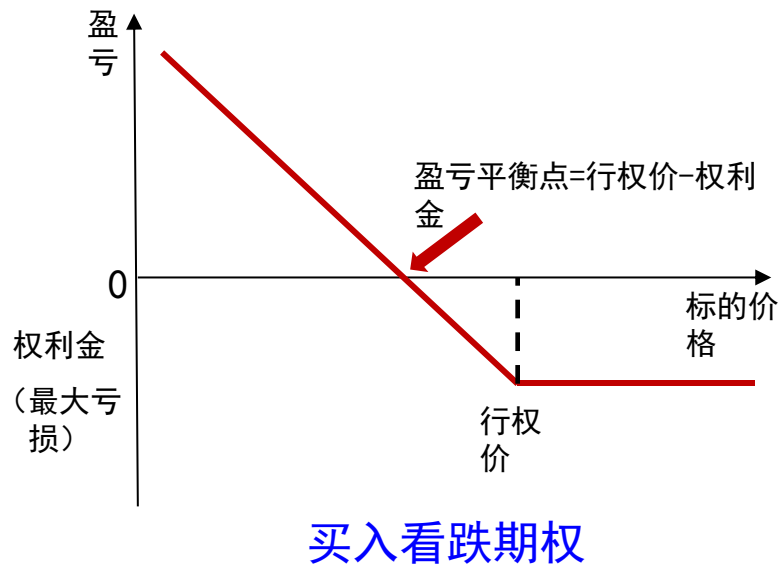
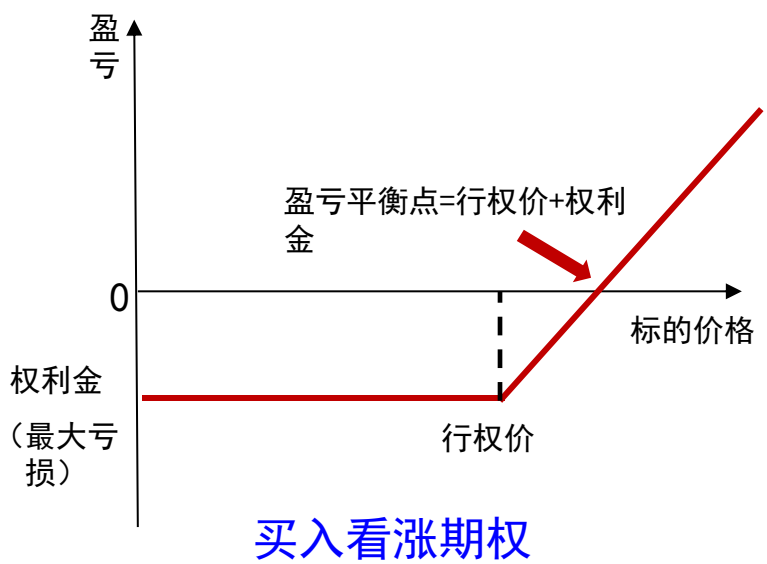
备兑开仓基本原理



期权概念简要回顾

□ **期权**：一种代表权利的合约，赋予**买方**在将来某一确定时间以特定价格**买入或者卖出**某种资产的**权利**。

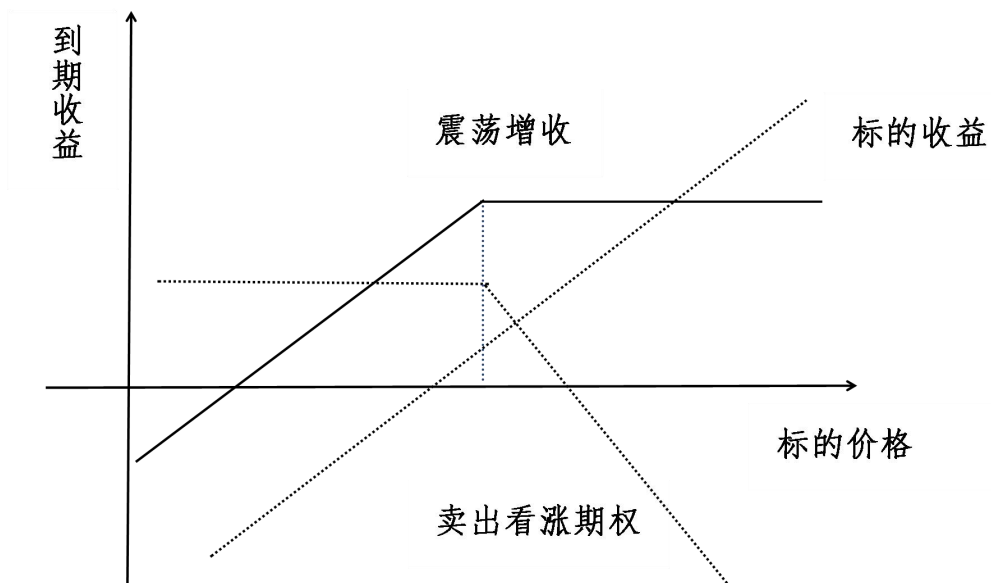
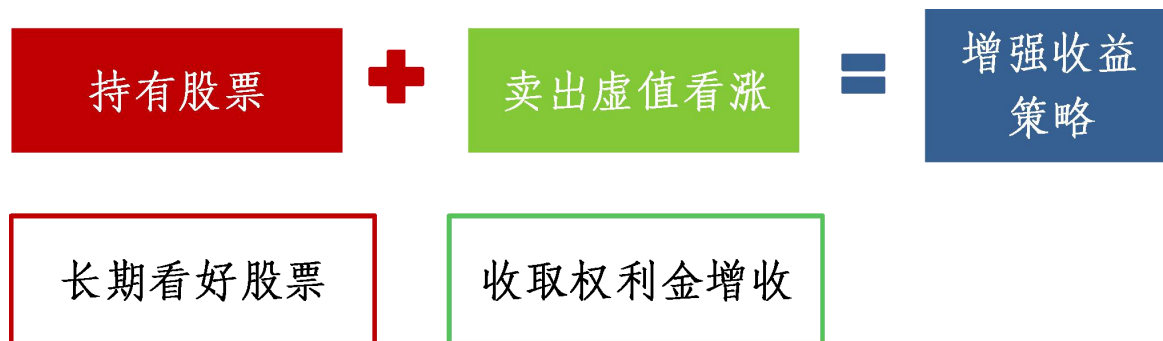
- **看涨期权 (Call)**：期权买方拥有在将来某一时间内以特定价格**买入**标的资产的权利，也称买权、认购期权。
- **看跌期权 (Put)**：期权买方拥有在将来某一时间内以特定价格**卖出**标的资产的权利，也称卖权、认沽期权。





备兑策略基本原理

备兑策略是指：在持有大盘股票或ETF时，认为短期市场只能小涨或震荡，通过卖出虚值看涨期权增强收益。



03

案例分析与操作技巧



一个案例

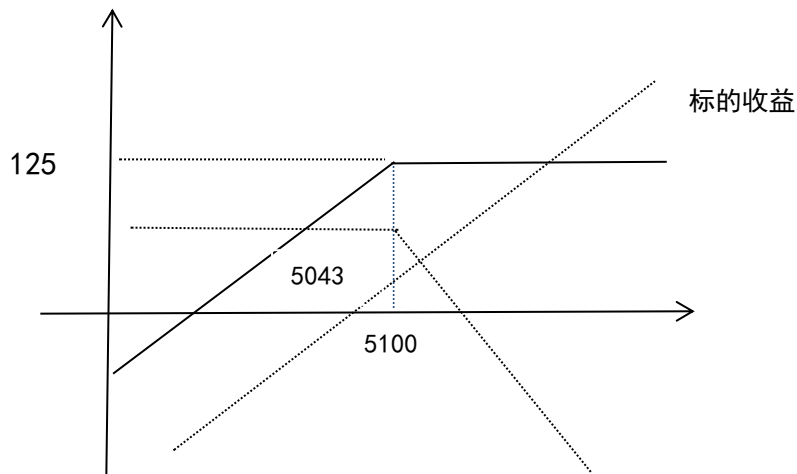
■ **场景：**2021年8月初，国内经济下行压力不断加大，沪深300指数在7月底破位下跌后触底回升，触及5050点附近的年线位置。某投资者长期看好A股行情，持有大盘股票，但认为短期较难突破5050点年线重要压力位，短期或将继续震荡整理，考虑利用期权增强收益。





一个案例

应用策略：8月10日，沪深300指数5043点，该投资者卖出行权价为5100点的9月看涨期权，权利金68点，到期收益图：



- 若到期日处行权价5100点之下，则将获得全部权利金，降低了持仓成本；
- 若指数出现大幅下跌，该策略因持有现货股票而出现亏损，但能通过每日收取一定权利金来抵消一定的下行风险；
- 若指数出现快速上涨，则期权卖方将会产生亏损，但现货股票盈利能够有效弥补期权头寸损失。



一个案例

实际效果：在8月10日至9月17日期权到期期间，沪深300指数整体在4750点至5100点区间震荡，最终收于4855.94点，投资者获得了全部的权利金。



- 备兑组合能够完全跑赢沪深300指数。在实际投资过程中，投资者可以在持有到期和到期前平仓两种方式中灵活选择。

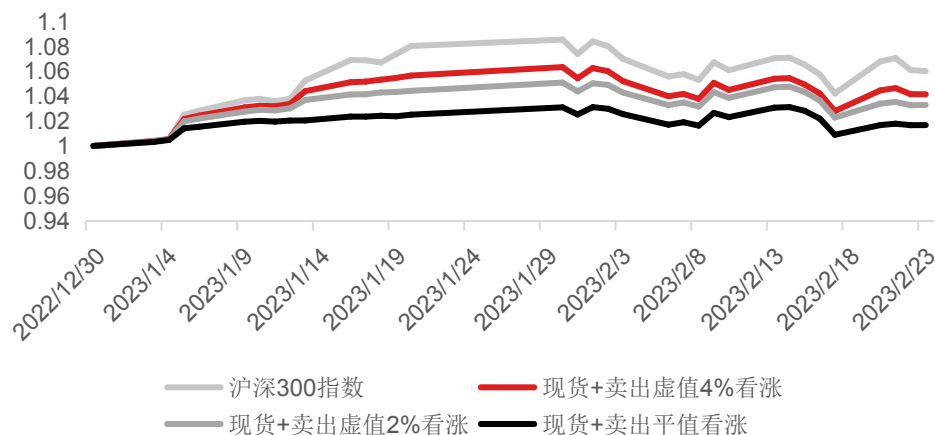


长期绩效

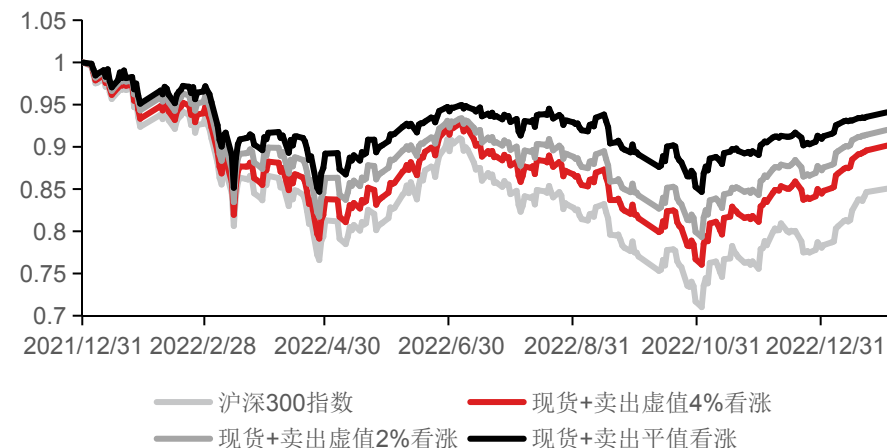
- **策略构建：**持有沪深300指数现货，同时卖出当月虚值看涨期权，持有到期后自动换月，手续费+滑点取0.55点/手。

策略类型	现货+卖出平值	现货+卖出虚值2%	现货+卖出虚值4%	基准
累计收益 (2022. 01. 01-2023. 2. 23)	-7. 21%	-9. 57%	-11. 7%	-16. 94%
最大回撤	-15. 31%	-20. 66%	-23. 93%	-28. 98%
累计收益 (2023. 1. 1-2023. 2. 23)	1. 67%	3. 28%	4. 14%	5. 99%
最大回撤	-2. 14%	-2. 66%	-3. 31%	-3. 97%

2023年以来备兑策略净值曲线



2022年以来备兑策略净值曲线





实际操作中所面临的问题：

实际操作中所面临的几个问题：

- 标的指数如何替代？——股票组合？ETF？股指期货？Or 期权？
- 如何开仓？——哪个月份？哪个行权价？
- 后续调整？——行情上涨/下跌怎么办？



不同期权备兑差别

如何选择行权价和合约？——近月 or 远月、平值 or 虚值

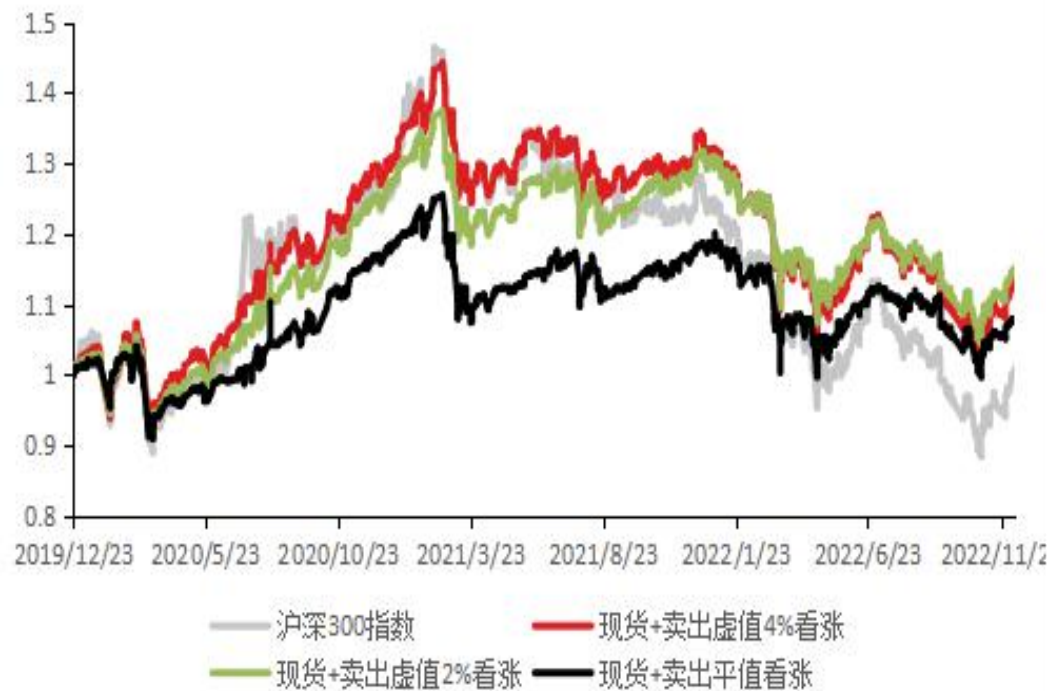
- 期权越虚值，超额收益越少，但潜在最高收益越大；
- 期权越实值，能获得更多超额收益，但限制了最大可能的盈利；

不同期权备兑差别——哪个行权价

历史回测：2019.12.23日至2022.12.30，投资者持续卖出不同行权价虚值看涨期权增收

相关参数：假设长期持有沪深300指数成分股；买入当月看涨期权，持有到期后自动换月；手续费取15元/手，滑点取2跳。

- 长期来看卖出平值看涨期权由于更大程度的限制了标的指数上行方向的收益，其长期绩效表现较为一般；
- 选择卖出虚值2%左右的行权价（指距离标的价格*1.02最近行权价）的看涨期权，不仅能够大幅降低其回撤，亦能够最大限度的进行增收，其收益风险比更优，这对于长期指数型交易者是一种更优的选择。



不同期权备兑差别——哪个月份

历史回测：2019. 12. 23日至2022. 6. 10，投资者持续卖出月份虚值看涨期权增收

相关参数：假设长期持有沪深300指数成分股；买入不同月份看涨期权，持有到期后自动换月；手续费取15元/手，滑点取2跳。

- 当月合约构建备兑策略相对远月合约更优。





其他行权价的选择方式

- 技术方法
- 统计方法
- 期权合约持仓量



行情	指标	风险	信息	合约选择	10	2304(36天)	标的	000300	最新	3939.151	涨跌	-47.751	幅度%	-1.20	成交金额	2462.64亿
溢价率%	杠杆比率	持仓量	时间价值	最新	幅度%	隐含波动率%	delta	仓差	购<行权价格>沽	仓差	delta	隐含波动率%	幅度%	最新	时间价值	持仓量
-9.77	0.0906	22	45.8	435.0	-1.89	37.45	0.9885	4	3550.000	163	-0.0087	21.67	60.87	7.4	7.4	638
-8.52	0.1111	78	15.4	354.6	-10.90	23.81	0.9776	9	3600.000	287	-0.0196	20.82	56.25	10.0	10.0	1561
-7.26	0.1223	36	32.8	322.0	-8.05	27.06	0.9572	5	3650.000	258	-0.0401	19.74	47.73	13.0	13.0	1402
-6.01	0.1515	105	20.8	260.0	-13.51	20.23	0.9226	8	3700.000	253	-0.0747	19.17	61.40	18.4	18.4	2203
-4.75	0.1800	85	29.6	218.8	-14.93	19.85	0.8697	43	3750.000	57	-0.1276	18.06	50.00	24.0	24.0	1258
-3.49	0.2213	250	38.8	178.0	-16.20	18.87	0.7963	68	3800.000	214	-0.2009	17.49	50.00	33.6	33.6	1748
-2.23	0.2798	254	51.6	140.8	-18.42	18.11	0.7036	122	3850.000	464	-0.2936	16.95	46.54	46.6	46.6	1967
-0.97	0.3695	843	67.4	106.6	-21.15	17.25	0.5964	621	3900.000	450	-0.4009	16.54	40.35	64.0	64.0	2972
0.30	0.5024	719	78.4	78.4	-25.05	16.76	0.4826	411	3950.000	719	-0.5146	15.78	37.46	84.4	73.6	2310
1.56	0.6984	1779	56.4	56.4	-25.20	16.57	0.3716	584	4000.000	375	-0.6257	15.32	31.13	111.2	50.4	3267
2.82	1.0049	1491	39.2	39.2	-26.04	16.41	0.2714	396	4050.000	194	-0.7258	14.94	30.36	143.4	32.6	2129
4.09	1.5151	3403	26.0	26.0	-30.48	16.22	0.1878	1042	4100.000	109	-0.8095	14.81	24.97	181.2	20.4	1608
5.36	2.2382	3110	17.6	17.6	-31.78	16.41	0.1230	743	4150.000	306	-0.8743	14.24	20.17	221.6	10.8	802
6.63	3.2826	3134	12.0	12.0	-30.23	16.73	0.0762	425	4200.000	152	-0.9211	13.42	19.24	265.2	4.4	524
7.89	5.0502	1172	7.8	7.8	-30.36	16.87	0.0447	256	4250.000	91	-0.9526	11.45	16.48	311.0	0.2	269
9.16	6.7916	1703	5.8	5.8	-19.44	17.60	0.0248	164	4300.000	5	-0.9725	10.23	14.29	360.0	—	243
10.43	10.3662	903	3.8	3.8	-24.00	17.82	0.0130	-11	4350.000	8	-0.9842	0.02	10.35	401.0	—	105
11.70	13.1305	1118	3.0	3.0	-11.76	18.66	0.0065	128	4400.000	68	-0.9907	0.02	8.85	447.8	—	165

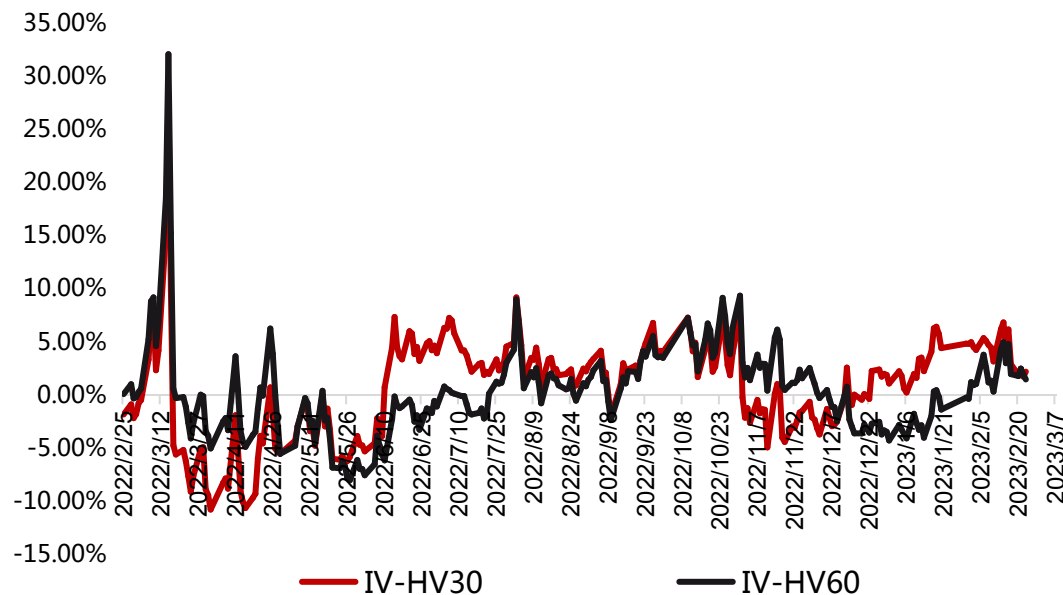


其他技巧

□ 尽量在期权价格较贵时建仓——从隐含波动率入手

方法：如隐含波动率(IV)与历史波动率差处高位区域，或隐含波动率处历史较高分位水平。

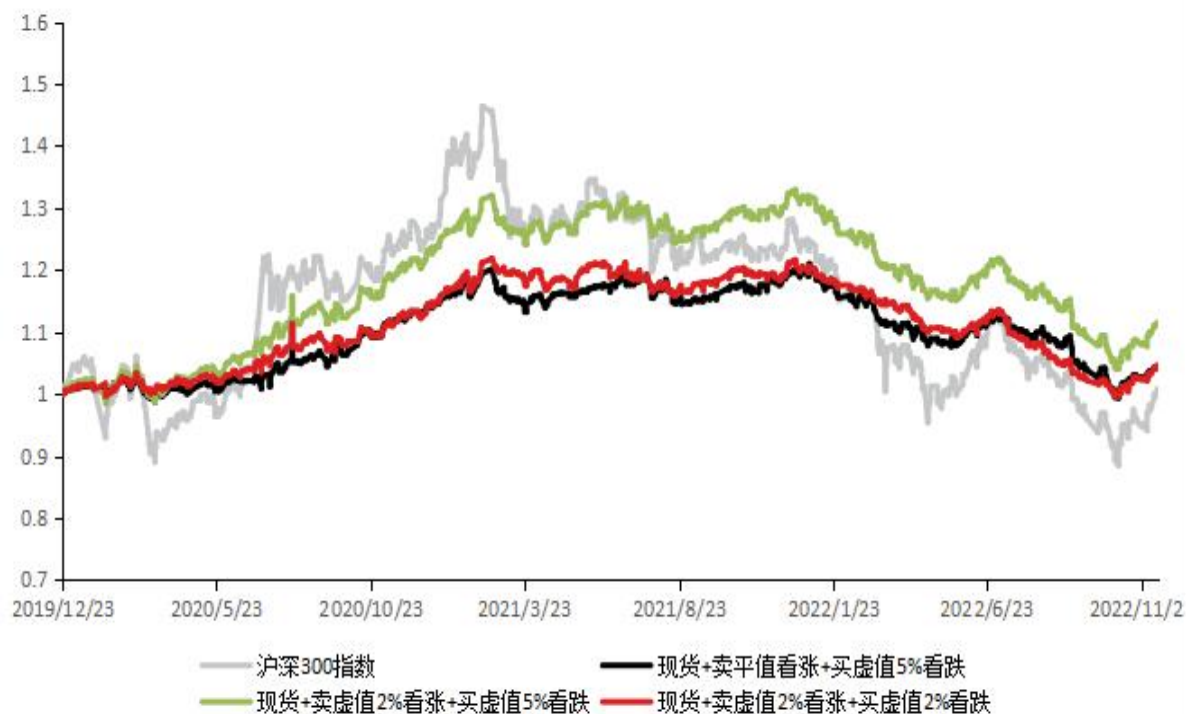
隐含波动率：根据期权价格经由期权定价模型(BS模型)倒推的波动率，可以由期权交易客户端查看





其他技巧

择机买入虚值看跌期权，防范标的价格大幅下跌风险

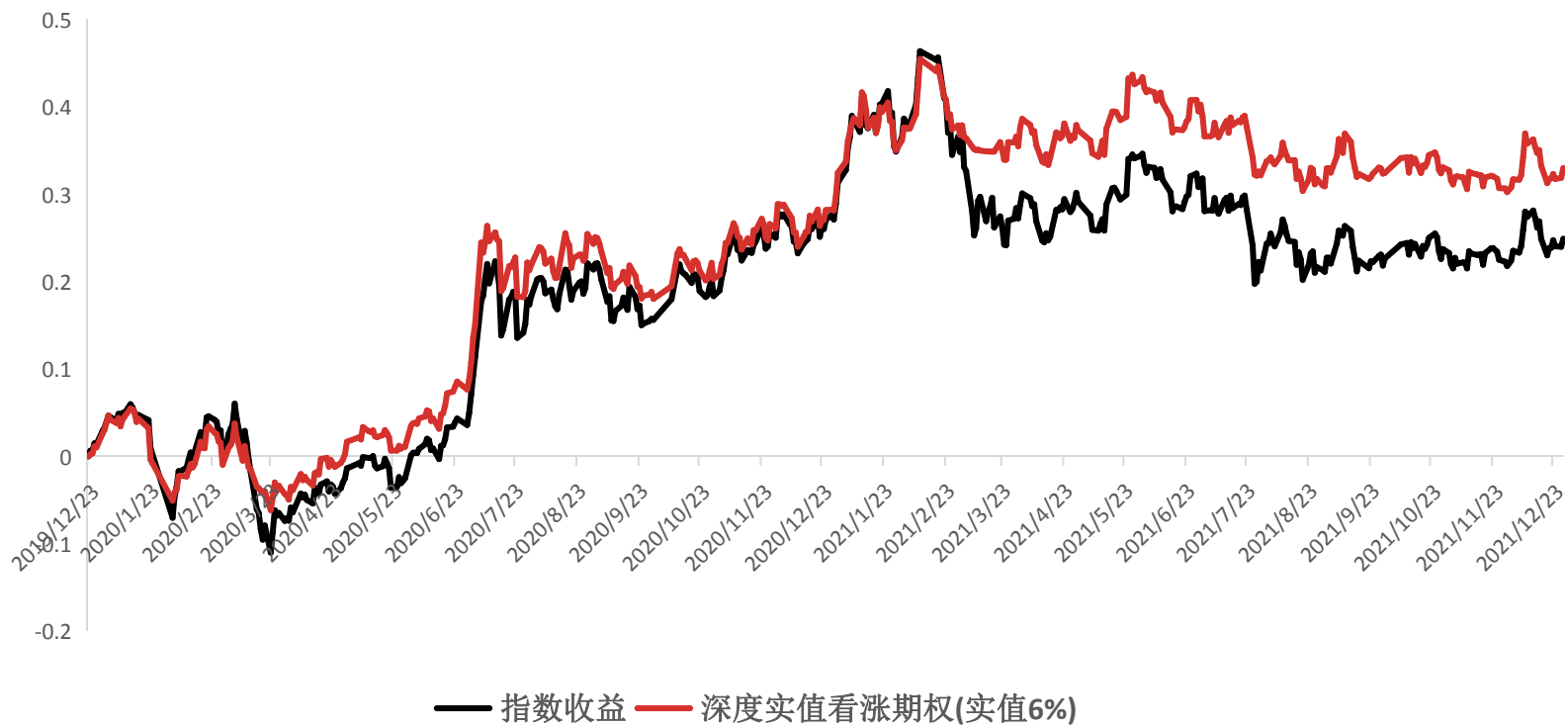


- 为便于比较，图中收益为盈亏点数占面额百分比；
- 相比单纯的备兑策略，最大回撤往往更低。



其他技巧

□ 利用近月深度实值看涨期权多头代替持有现货——时间价值为负时





其他技巧——标的指数一些替代方法

- ❑ 期货升水、时间价值为正，怎么办？
- ❑ 可考虑以深度实值看跌期权（有时间价值时）空头代替持有现货
 - 期权存在一定时间价值，利用卖出实值看跌期权来代替标的多头，相比直接做多标的，只要到期标的价格在行权价之下，则将会多一份时间价值收入。
 - 缺点在于若到期标的指数上涨超过了行权价，则最大盈利依旧只有期初权利金。

例：沪深300指数4030点，102204-P-4300、102204-P-4200报价280点和194点，其中时间价值分别为24点和10点。

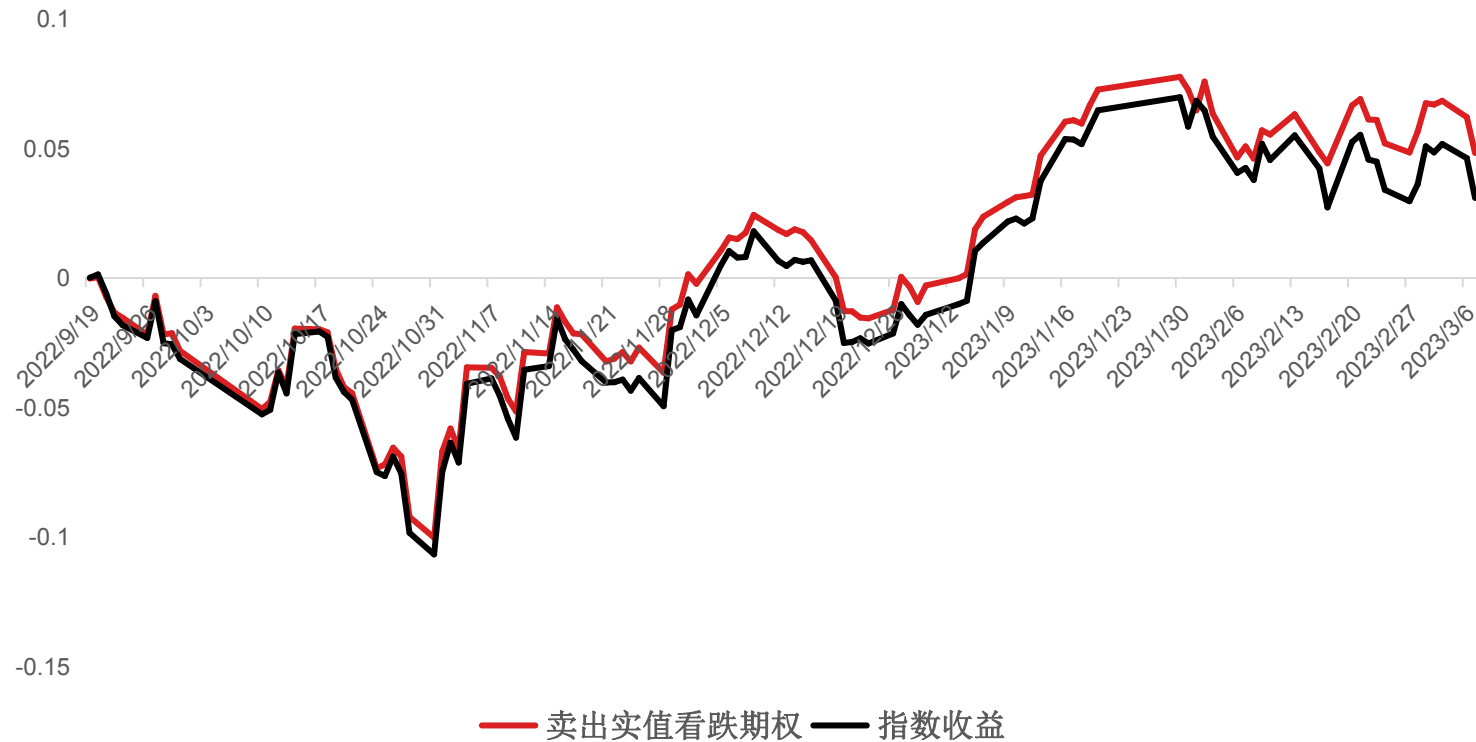
分别卖出该实值看跌期权进行做多，若到期指数上涨至4200点（上涨170点），则将会分别获得利润280点和194点，比单纯做多指数多了24点和10点时间价值收入。

- ✓ 认为到期前标的指数会涨，但价格不会超过某个价位时可以利用此种方式代替指数进行做多。



其他技巧——标的指数一些替代方法

□ 以当月实值6%看跌期权为例



✓ 2022. 9. 19至2023. 3. 7，超额收益1. 8%，即使从11. 1至2023. 3. 7，亦有1. 1%左右超额



风险防控

大幅上涨：

- 什么都不做，以事先设定的目标价止盈
- 平仓期权头寸
- 卖出行权价更高的看涨期权，向上挪仓/向后挪仓

大幅下跌：

- 什么都不做，利用期权降低了持仓成本
- 卖出行权价更低的看涨期权，向下挪仓
- 买虚值看跌防范大跌风险



Thanks 感谢观看

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎