

# 构筑长期机会与短期风险的动态均衡

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

## 报告要点

雪球结构适用于中期修复但短期有所反复的行情，保护型对冲策略保留标的上涨收益，本文通过将两者设计组合方案，构筑长期机会与短期风险的动态均衡。

## 摘要：

**当前权益市场基本面观点？**长期来看，谨慎看好2023年行情，上半年应仅有结构牛，下半年关注EPS修复，全年关注制造业。但短期市场情绪和期权隐波均位于阶段中枢，市场震荡意味同样浓厚，反弹修复难以一簇而就，短期仍有反复风险。

**长期增厚方案，场外期权工具回测：**在标的选择上，为了和后文场内300股指期权的对冲效果进行横向对比，我们选择挂钩沪深300指数的雪球结构进行回测。挂钩不同标的雪球结构的核心区别主要在于票息高低，因此如果300雪球场外期权可以与股指期权对冲相结合，那么票息更高的1000雪球配置1000股指期权对冲的效果也会更佳。

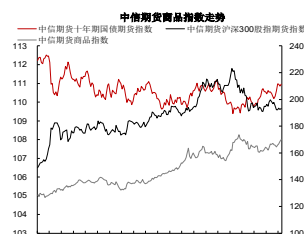
股债溢价进行择时的300雪球结构，年化收益4.97%，测算区间2020年1月2日-2022年11月18日，未发生回撤；根据波动率择时后的雪球结构年化收益13.51%。

**叠加短期对冲方案，保护型看跌策略：**首先根据本文回测表现，选取当月虚值2档到期换月的看跌股指期权对冲沪深300指数的效果最好。继而根据期权平价理论，我们把持有标的股票组合同时进行对冲的保护型看跌策略简化为买入虚值看涨期权；雪球结构简化为卖出虚值看跌期权。“买看涨+卖看跌”的组合方案既保留了长期大幅上涨所能提供的收益，也保留了中间价格的缓冲空间。虽然策略整体仍有下行风险，但结构亏损主要来源于雪球端敲入风险。在市场底部环境下，20%-30%的敲入水平已较为充分。

**为什么配置雪球+保护对冲策略，而不是直接使用场内组合？**直接买入场内虚值看涨期权，同时卖出虚值看跌期权确实可以达到类似效果，但本文设计组合方案的精妙之处在于我们对于策略的拆解。组合方案中，标的股票是真正需要长周期持有的底仓，投资者通过择时判断在市场下行压力的区间买入看跌期权对冲保护。将标的多头和看跌期权多头进行拆分，可根据行情适当调整对冲头寸，这是直接交易场内看涨期权难以替代的。而雪球结构在上述设计方案中更多展现的是通过获取票息长期增厚收益的效果。择时雪球+看跌保护的组合设计方案回测表现年化收益5.78%，最大回撤26.30%。组合在市场氛围偏暖环境下更加具有优势，同时也建议对看跌期权多头进行适当择时降低成本。随着1000股指期权平稳运行，后续组合转向挂钩1000指数，预计收益表现更佳。

**风险因子：**1) 雪球回测假定严苛，不具备强复制性；2) 设计结构仍存在敲入风险

**重要提示：**本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。



## 权益策略团队

姜沁  
021-60812986  
从业资格号 F3005640  
投资咨询号 Z0012407

康遵禹  
010-58135952  
kangzunyu@citicsf.com  
从业资格号 F03090802  
投资咨询号 Z0016853

## 目录

摘要：.....	1
一、新品种扩充，期权市场规模持续提升.....	4
1、2022 年期权市场流动性概述.....	4
2、期权市场成交规模的变化与成交额占比.....	5
3、期权新品种上市的重要意义.....	5
二、长期的修复与短期的反复.....	7
1、长期修复行情：全年谨慎乐观.....	7
2、短期或仍有反复：.....	7
三、长线增厚工具：场外雪球结构配置方案.....	8
1、雪球结构构建.....	8
2、雪球结构胜率较高.....	8
3、雪球标的选择：发行商关注高抛低吸、投资者关注票息.....	9
4、沪深 300 雪球结构回测：.....	11
5、沪深 300 雪球结构回测：加入 10%止损.....	12
6、雪球结构择时回测（一）：股债溢价择时.....	12
7、雪球结构择时回测（二）：隐含波动率择时.....	13
8、雪球结构策略点评.....	14
四、短线对冲工具：保护型看跌策略.....	15
1、保护型对冲策略构建.....	15
2、保护型对冲策略回测：买入虚值 2 档看跌期权效果最佳.....	15
3、保护型对冲策略回测：回测期间内，到期日换月效果最好.....	16
4、保护型对冲策略回测：回测期间内，当月合约对冲效果最好.....	16
五、构筑长期机会与短期风险的动态均衡.....	17
1、策略配置在理论上的可行性.....	17
2、为什么配置保护对冲策略，而不是直接使用看涨期权多头？.....	17
3、组合方案实际回测表现（一）.....	18
4、择时组合方案回测表现（二）.....	18
5、组合方案设计的点评与总结.....	19
免责声明.....	20

## 图目录

图表 1：国内股票股指期货市场概况（2022. 01. 04-2022. 11. 23）	4
图表 2：国内股票股指期货成交额占比	5
图表 3：国内股票股指期货成交额走势（亿元）	5
图表 4：沪市 500ETF 期权成交量按执行价分布	6
图表 5：深市创业板 ETF 期权成交量按执行价分布	6
图表 6：股票股指期货持仓量 PCR	7
图表 7：股票股指期货成交额 PCR/成交量 PCR	7
图表 8：期权加权隐含波动率	7
图表 9：22 年新品种期权加权隐含波动率	7
图表 10：雪球结构到期损益说明	8
图表 11：雪球结构胜率表现	8
图表 12：宽基指数历史波动率走势	9
图表 13：股指期货年化折溢价率	9
图表 14：宽基指数标的价格走势	9
图表 15：挂钩沪深 300 指数雪球产品回测净值	9
图表 16：挂钩中证 500 指数雪球产品回测净值	10
图表 17：挂钩中证 1000 指数雪球产品回测净值	10
图表 18：雪球结构回测路径	11
图表 19：挂钩沪深 300 指数的雪球结构净值表现	11
图表 20：加入止损后，雪球结构回测净值表现	12
图表 21：沪深 300 PE 倒数/10 年期国债收益率择时指标	12
图表 22：择时效果下的雪球结构回测净值表现	13
图表 23：股指期货隐含波动率择时指标	13
图表 24：择时下的雪球结构净值表现	14
图表 25：买入看跌期权对冲到期损益结构	15
图表 26：等价于买入看涨期权到期损益结构	15
图表 27：保护型对冲策略回测	15
图表 28：保护型对冲策略回测	16
图表 29：保护型对冲策略回测	16
图表 30：设计方案简化说明	17
图表 31：“买 call+卖 put 组合方案设计”	17
图表 32：组合方案净值表现（一）	18
图表 33：组合方案净值表现（二）	18

## 一、新品种扩充，期权市场规模持续提升

### 1、2022 年期权市场流动性概述

2022 年，国内股票股指期货期权品种数量总数达到 8 个，期权市场不断扩容，成交规模持续向暖。截至 11 月 23 日，国内期权市场总成交量累计达到 11.19 亿张，日均成交量 655.94 万张，累计成交额达到 8972.43 亿元，日均成交额 54.35 亿元，日均持仓量 657.02 万张。

图表 1：国内股票股指期货期权市场概况（2022.01.04-2022.11.23）

品种	上证 50ETF 期权	沪市 300ETF 期权	深市 300ETF 期权	沪深 300 指数期权
累计成交量（万张）	50952.25	43576.10	6843.98	2891.90
日均成交量（万张）	236.99	202.68	31.83	13.45
认购日均成交	125.67	100.29	15.99	7.36
认沽日均成交	111.31	102.39	15.84	6.09
累计成交额（亿元）	2526.27	3138.50	444.01	1899.15
日均成交额（亿元）	11.75	14.60	2.07	8.83
认购日均	5.60	6.56	0.97	4.20
认沽日均	6.15	8.04	1.09	4.64
日均持仓量（万张）	273.66	205.64	33.02	18.88
认购日均持仓	159.39	106.61	17.89	10.80
认沽日均持仓	114.26	99.02	15.14	8.08
品种	中证 1000 指数期权	沪市 500ETF 期权	深市创业板 ETF 期权	深市 500ETF 期权
累计成交量（万张）	538.13	2945.38	3462.34	666.00
日均成交量（万张）	6.48	68.50	80.52	15.49
认购日均成交	3.26	35.87	41.76	7.85
认沽日均成交	3.22	32.63	38.76	7.63
累计成交额（亿元）	475.33	248.86	178.83	61.48
日均成交额（亿元）	5.73	5.79	4.16	1.43
认购日均	2.64	2.99	2.14	0.75
认沽日均	2.48	2.80	2.02	0.68
日均持仓量（万张）	5.09	53.28	51.60	15.86
认购日均持仓	2.72	25.98	26.09	7.90
认沽日均持仓	2.37	27.30	25.50	7.96

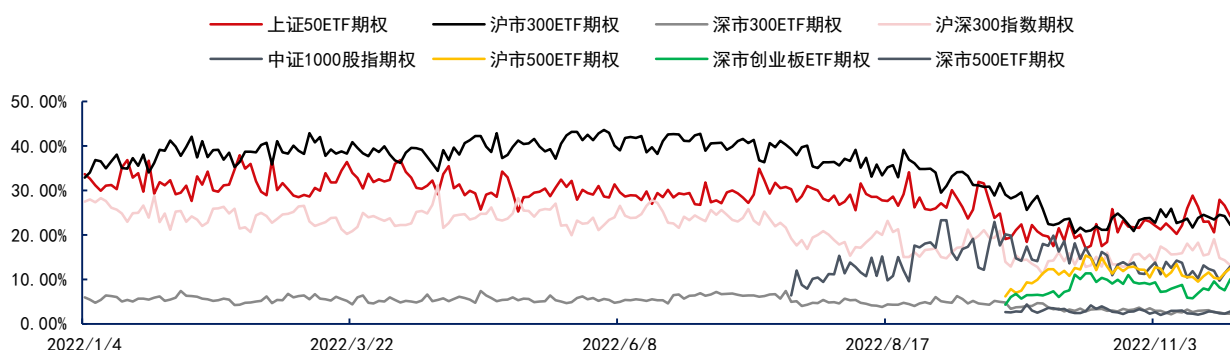
资料来源：Wind 中信期货研究所

## 2、期权市场成交规模的变化与成交额占比

1) 期权市场整体交易规模在 2022 年上半年出现数次高点，均对应着权益表的的大幅下行阶段，衍生品市场避险需求提升。6 月份期权市场成交规模的大幅升高和北向资金的积极入场同步，但自进入 8 月份以来，期权市场整体交投清淡。9-10 月份标的的下行刺激期权市场成交额提升，但随着 11 月行情企稳，交易流动性再度回落。

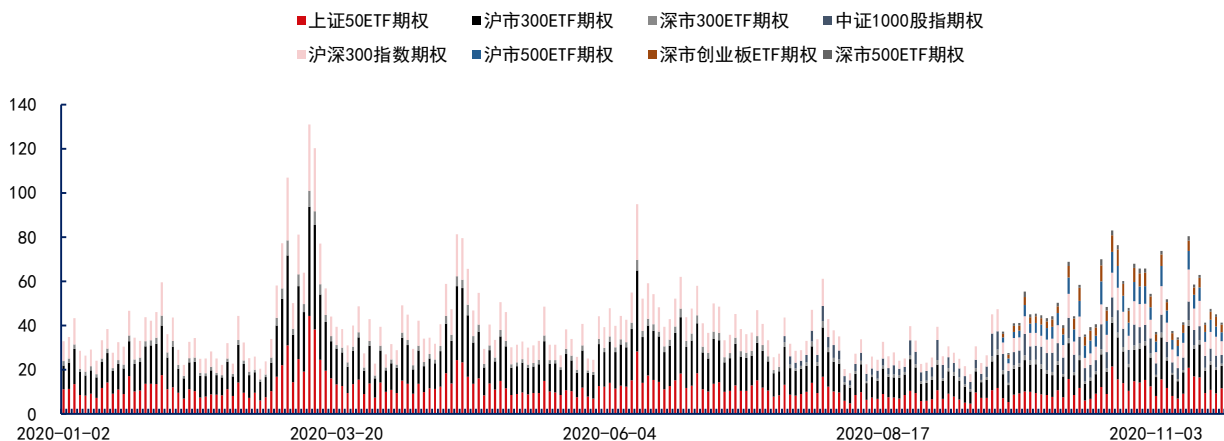
2) 11 月 1 日以来，沪市 300ETF 期权、上证 50ETF 期权、中金所 300 股指期权、中金所 1000 股指期权、沪市 500ETF 期权、沪市创业板 ETF 期权、沪市 500ETF 期权以及深市 300ETF 期权的成交额占比均值为 24%：24%：16%：12%：11%：8%：3%：3%。今年新上市的四个新期权品种成交额占比合计 34%。

图表 2：国内股票股指期权成交额占比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 3：国内股票股指期权成交额走势（亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 3、期权新品种上市的重要意义

2022 年，国内金融期权市场迎来了蓬勃发展的一年：7 月 22 日，中金所中证 1000 股指期权正式上市；9 月 19 日，上交所上市交易中证 500ETF 期权，深交所上市交易中证 500ETF 期权与创业板 ETF 期权，整体期权市场的品种数量迎来飞跃。2022 年新上市的期权品种目前均处于上市初期平稳运行阶段，未来随着交易规模的不断提升，

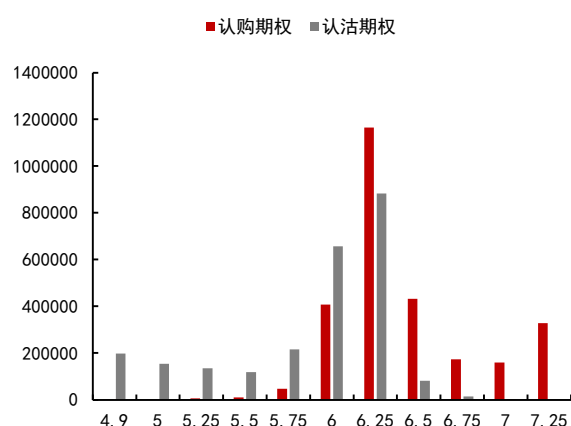
国内金融期权市场交易规模也预计将迎来大幅扩容。

股指期权、ETF 期权等四个新品种的上市填补了市场在 500、1000 以及创业板指数相关标的期权对冲工具的空白。期权新品种上市预计会极大提升国内期权市场的整体规模，有助于提升资本市场的定价效率。另一方面，以 ETF 期权为例，标的 ETF 基金的规模以及流动性也有望得到进一步提升。

丰富的新品种期权交易策略会提高市场定价效率。一方面，期权的平价套利将校准期货以及现货 ETF 价格；另一方面，期权新品种上市之后，也将会形成指数、ETF、期货、期权协同一体的产品框架，关联产品上市有助于建立更为有效的定价体系。

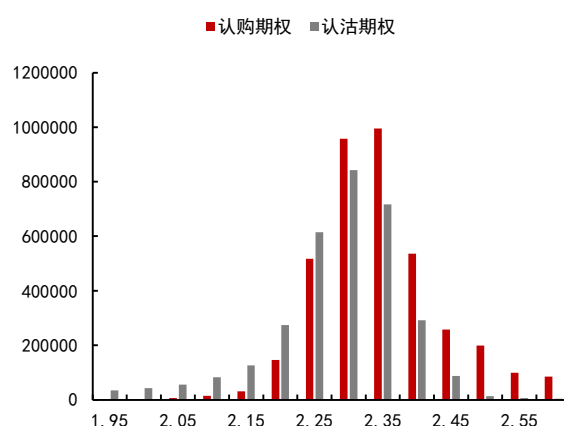
最后，丰富的新品种期权交易策略也会发挥吸引市场长期资金的正向功能。我国场内金融期权经过七年多的快速发展，市场规模稳中有升，定价效率逐渐提高，产品功能日益发挥。新上市期权品种，对丰富股票市场风险管理工具、完善我国资本市场产品结构和功能、提升服务实体经济能力具有重要意义。关于期权新品种的更多解读，可关注我们近期发布的“期权新品种上市点评及策略推荐”、“期权新品种运行异常现象解读”等报告内容。

图表 4：沪市 500ETF 期权成交量按执行价分布



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 5：深市创业板 ETF 期权成交量按执行价分布



资料来源：Wind 中信期货研究所



## 二、长期的修复与短期的反复

### 1、长期修复行情：全年谨慎乐观

上半年聚焦稳增长，政策托底方向占优，关注信贷支持的先进制造领域，风格偏向 IM；下半年 EPS 修复启动，关注弱势行业反转，地产链（偏后周期）、出口链存在布局机会，风格预计均衡，消费强度需结合防疫政策，略偏向 IF。以上是我们对 2023 年行情走势做出展望，详尽逻辑可关注权益策略（股指）年报内容。

### 2、短期或仍有反复：

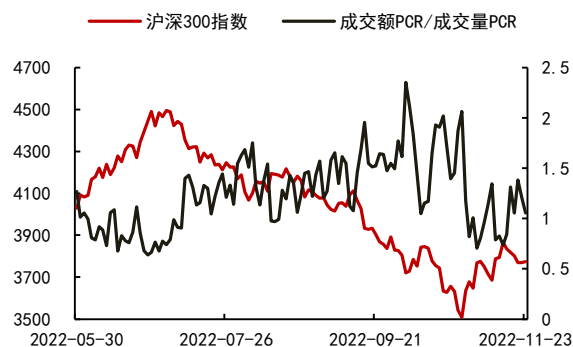
观测期权市场情绪指标持仓量 PCR 指标已处于中枢偏高位置，需谨防情绪回落；成交额 PCR 与成交量 PCR 的比值指标也正位于中枢部位，该指标的拐点往往也对应着标的走势的拐点。期权成交量近期有所回落，市场磨底意味浓厚，反弹修复难以一簇而就，短期仍有反复风险。

图表 6：股票股指期权持仓量 PCR



资料来源：Wind 中信期货研究所

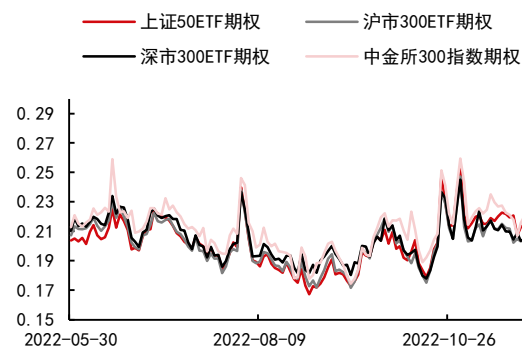
图表 7：股票股指期权成交额 PCR/成交量 PCR



资料来源：Wind 中信期货研究所

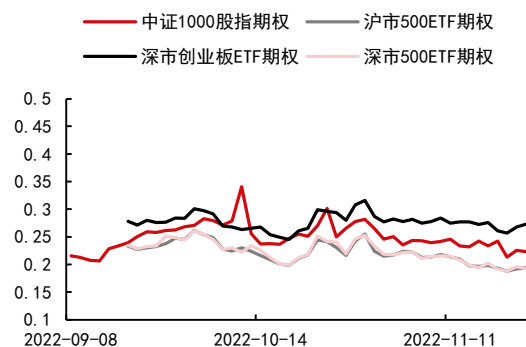
期权隐含波动率走势同样“纠结”，进入 11 月以来，各品种期权隐含波动率维持在 20%左右的中枢区间，上下方均有充足空间。近期隐波基本维持窄幅震荡走势，市场交易的分歧度高企与大小盘的风格快速切换为隐波提供支撑，短期不排除受系统性风险影响，市场情绪激荡导致隐波快速拉升的可能性。

图表 8：期权加权隐含波动率



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 9：22 年新品种期权加权隐含波动率



资料来源：Wind 中信期货研究所

### 三、长线增厚工具：场外雪球结构配置方案

#### 1、雪球结构构建

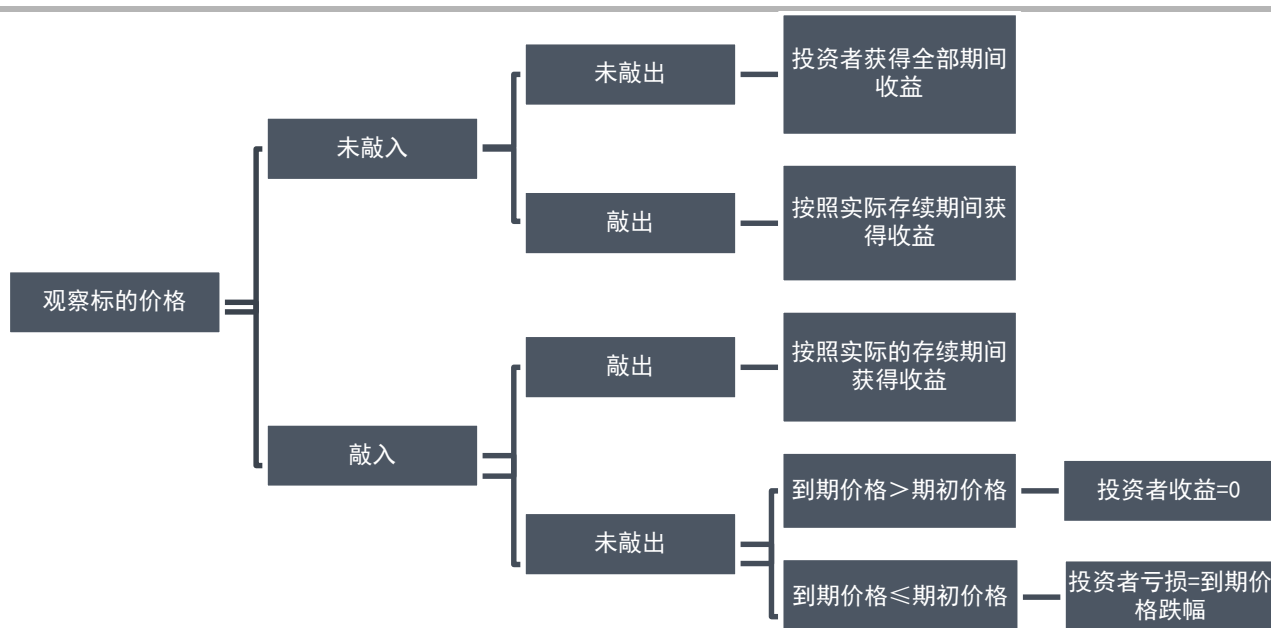
期权费：0，雪球结构的本质是投资者卖出带触发器的看跌期权，不需要期权费，但需要缴纳保证金，一般为 100% 本金。

敲入条件：敲入价格假设为标的期初价格的 80%。每日观察敲入。

敲出条件：敲出价格假设为标的期初价格的 103%。每月观察敲出。

雪球结构的收益模式相较复杂，我们尽可能通过下面一张图进行说明，关于雪球结构的介绍不作为我们本部分的重点。

图表 10：雪球结构到期损益说明



资料来源：Wind 中信期货研究所

#### 2、雪球结构胜率较高

雪球结构参数假设：产品存续期一年，每日观察敲入，敲入线 80%；每月观察敲出，敲出线 103%。保证金 100% 暨不加入杠杆。回测周期 2011 年 1 月 1 日-2022 年 11 月 18 日。标的为中证 500 指数。

雪球整体胜率回测：总计样本交易日天数 2887 天，长周期下雪球总计获得票息胜率为 78.52%（包括敲出场景 69.80% 和未敲入未敲出场景 8.73%）

图表 11：雪球结构胜率表现

	敲入	未敲入	合计
敲出	1.87%	67.93%	69.80%
未敲出	21.48%	8.73%	30.20%
合计	23.35%	76.65%	100%

资料来源：Wind 中信期货研究所

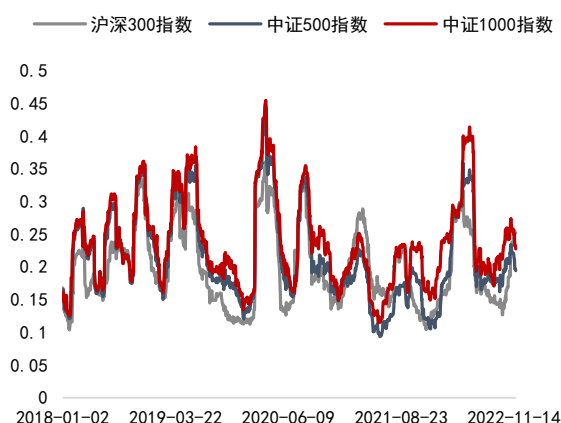


### 3、雪球标的选择：发行商关注高抛低吸、投资者关注票息

雪球发行商通过卖出雪球结构产品的同时进行 delta 对冲，获取正 gamma 提供的高抛低吸收益。对比宽基指数历史波动率发现，中证 1000 指数历史波动率高于中证 500 指数，中证 500 指数历史波动率高于沪深 300 指数历史波动率。长期波动率高低的排序，与挂钩对应指数的雪球产品所提供的票息高低也是一致的。

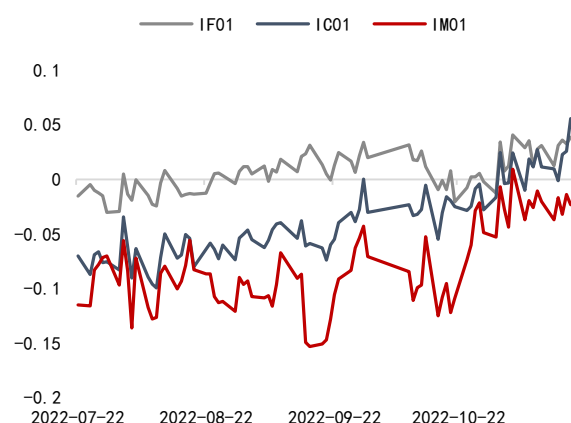
另外，发行商在对冲过程中理论上需要买入指数对应的股票组合，一个更高效的替代方式是通过买入股指期货多头进行对冲。一方面可以节省对冲资金，另一方面也能获取升贴水收敛提供的收益。对比 3 个股指期货合约的年化折溢价率情况可以看到，中证 1000 股指期货 IM 的年化贴水明显较高，对冲时贴水收益也更多，中证 500 股指期货 IC 其次。但 IM 上市时间较短，因此目前市场主流雪球产品仍以挂钩中证 500 指数为主。

图表 12：宽基指数历史波动率走势



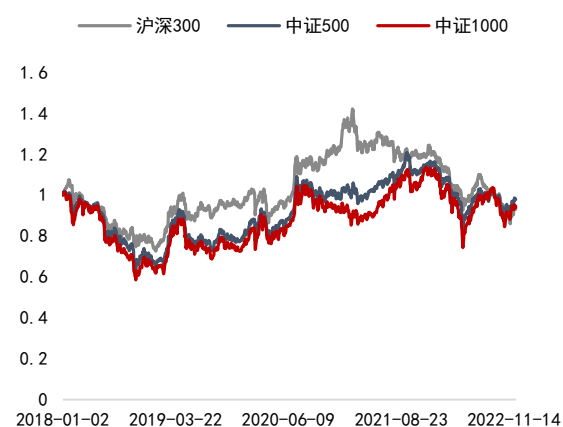
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 13：股指期货年化折溢价率



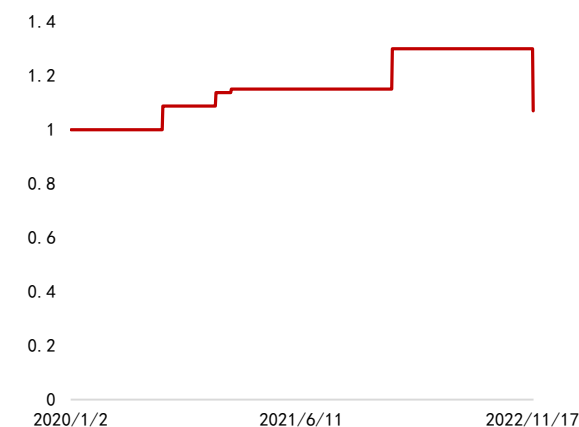
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 14：宽基指数标的价格走势



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 15：挂钩沪深 300 指数雪球产品回测净值



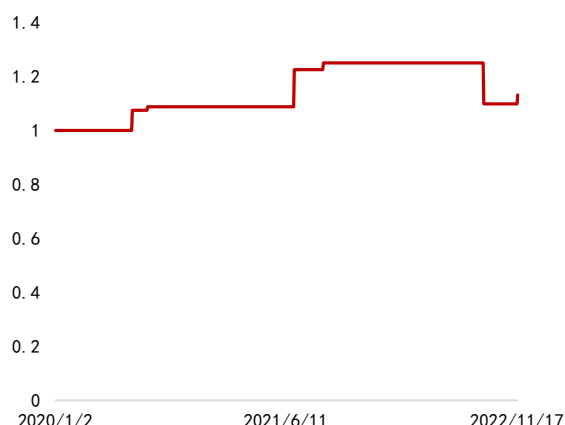
资料来源：Wind 中信期货研究所

而如果站在投资者的角度对比挂钩不同标的指数的雪球产品，票息则是重要选择因素。从指数价格走势来看，虽然不同指数的收益表现会在特定时间段出现背离，但从一年以上的周期维度看，A 股市场的宏观方向仍保持一致。

我们回测了挂钩不同品种的雪球结构，敲入线 80%，敲出线 103%。回测周期 2020 年 1 月 1 日-2022 年 11 月 18 日。年化票息收入按固定 15% 计。我们发现不同雪球结构的敲入、敲出时间点的同性较强，且净值曲线的走势一致性较强。

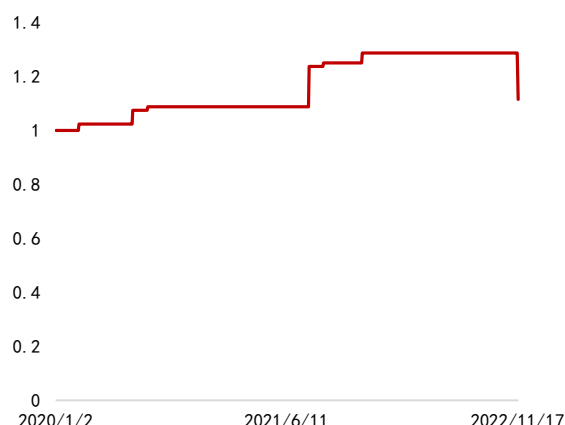
因此我们推测，指数风格切换并不是投资者选择标的的主因，票息影响占比更大。

图表 16：挂钩中证 500 指数雪球产品回测净值



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 17：挂钩中证 1000 指数雪球产品回测净值



资料来源：Wind 中信期货研究所

基于以上原因，为了和后文场内 300 股指期权的对冲效果进行横向对比，我们在本文后续的测算中并不会选择市场上更加主流的 500 雪球或者 1000 雪球，而是选择挂钩沪深 300 指数的雪球结构。由于挂钩不同指数雪球结构的核心区别仅存在于票息高低，那么如果 300 雪球场外期权可以与股指期权对冲有效结合，那么票息更高的 1000 雪球配置 1000 股指期权对冲的效果也会更佳。

#### 4、沪深 300 雪球结构回测：

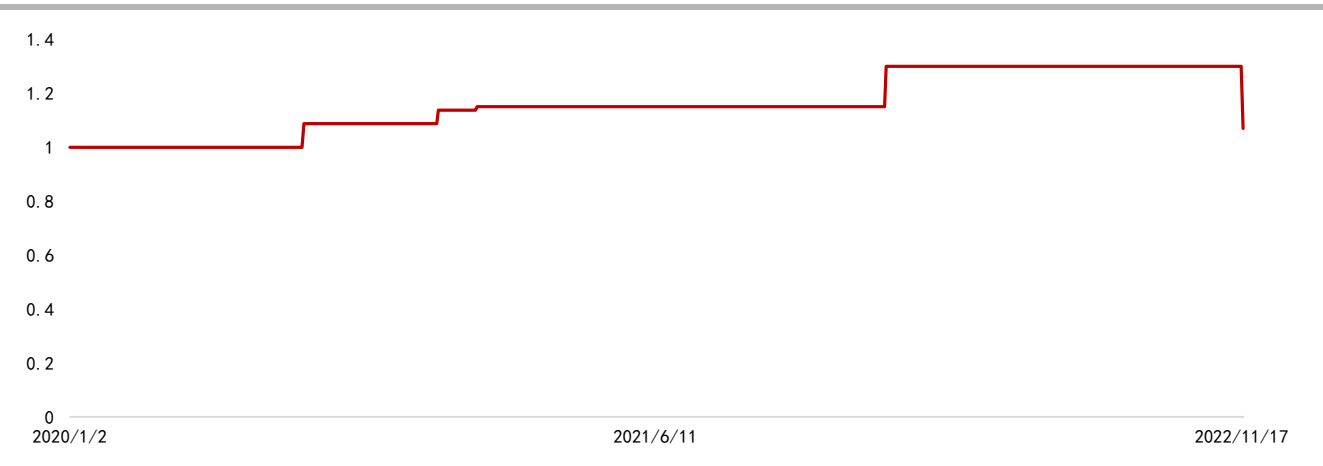
雪球结构参数假设：产品存续期一年，每日观察敲入，敲入线 80%；每月观察敲出，敲出线 103%。保证金 100%暨不加入杠杆。回测周期 2020 年 1 月 2 日-2022 年 11 月 18 日。标的为沪深 300 指数。

图表 18：雪球结构回测路径

时间	沪深 300 指数	路径状态
2020/1/2	4152.2408	2020/7/31 敲出
2020/7/31	4695.0462	合约结束，敲出收益 8.70%，续作下一期 2020/11/30 敲出
2020/11/30	4960.2519	合约结束，敲出收益 5.03%，续作下一期 2020/12/31 敲出
2020/12/31	5211.2885	合约结束，敲出收益 1.27%，续作下一期未敲入，未敲出
2021/12/31	4940.3733	合约结束，完整票息收益 15%，续作下一期 2022/4/25 敲入
2022/11/18	3801.5686	合约尚未结束，暂计亏损 23.05%

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 19：挂钩沪深 300 指数的雪球结构净值表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

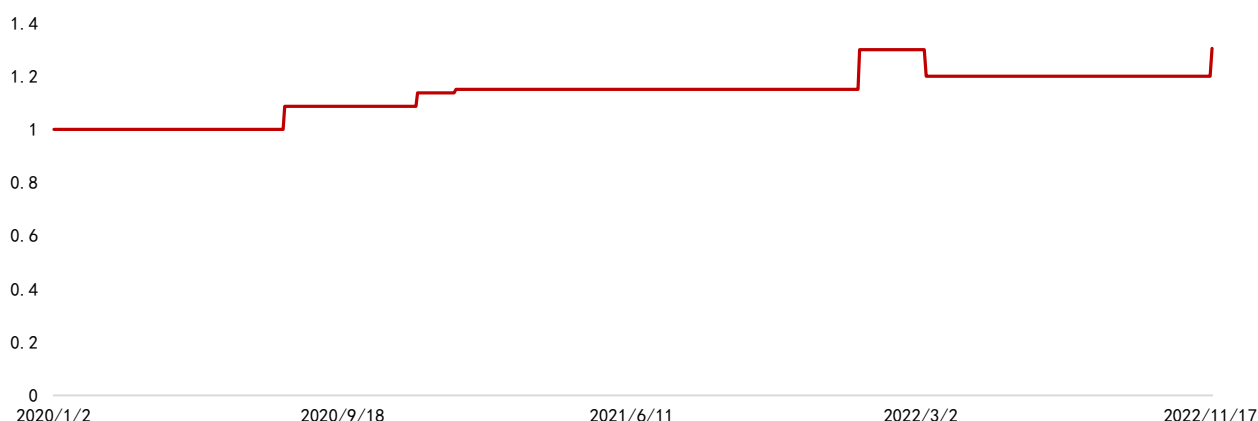
回测表现为年化收益 2.49%，最大回撤 17.73%，Calmar 比率 0.14。

我们注意到，最大回撤发生的主要原因在于 2021 年四季度进场续作的雪球产品在 2022 年后 4 月 25 日出现敲入，且由于 2022 年标的走势偏弱，因此截至 22 年 11 月 18 日计价较大亏损。

## 5、沪深 300 雪球结构回测：加入 10%止损

理论上讲，场外结构均可以通过交易台报价反向结构的方式进行平仓止损，但不同到期时间、不同标的当前价格所对应止损价格也有所不同。因此，我们需要在这里再引入一个严格假设：暨观察标的每日收盘价（暂不考虑盘中止损）价格下跌 10% 时止损，我们认为场外结构平仓亏损同样为 10%（考虑  $\Delta$  变化以及平仓报价所带来的交易成本磨损）。止损结束后，再下一日继续滚动续作雪球。

图表 20：加入止损后，雪球结构回测净值表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

回测表现为年化收益 10.93%，最大回撤 7.69%，Calmar 比率 1.42。止损对沪深 300 雪球结构产品净值有明显提升。

## 6、雪球结构择时回测（一）：股债溢价择时

除了止损平仓外，我们在交易场外期权的过程中也可以通过择时指标选择合适的进场时机。第一个选择的择时信号为“沪深 300 PE 倒数/10 年期国债收益率”比值的百分位数指标，指标走势与标的反向，指标的高位往往对应着大盘指数的走低。

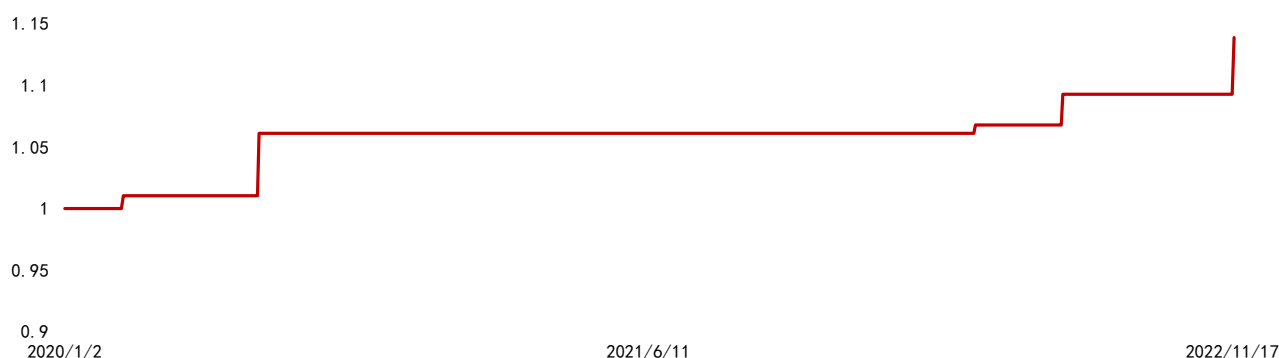
图表 21：沪深 300 PE 倒数/10 年期国债收益率择时指标



资料来源：Wind 中信期货研究所

回测参数：当择时指标高于 0.9 时，可以进场参与交易场外雪球结构。结构续作时同理，等待指标高于 0.9 后，方可展期续作。该方式择时会导致触发信号较少。

图表 22：择时效果下的雪球结构回测净值表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

回测表现为年化收益 4.97%，最大回撤明显降低。

## 7、雪球结构择时回测（二）：隐含波动率择时

另一个择时方案是根据期权隐含波动率对指数进行择时。随着期权市场的逐步发展与平稳运行，隐含波动率对标的风险的提示作用更加明显。因此当隐含波动率高位时，我们认为市场处于阶段底部，适合参与雪球结构。

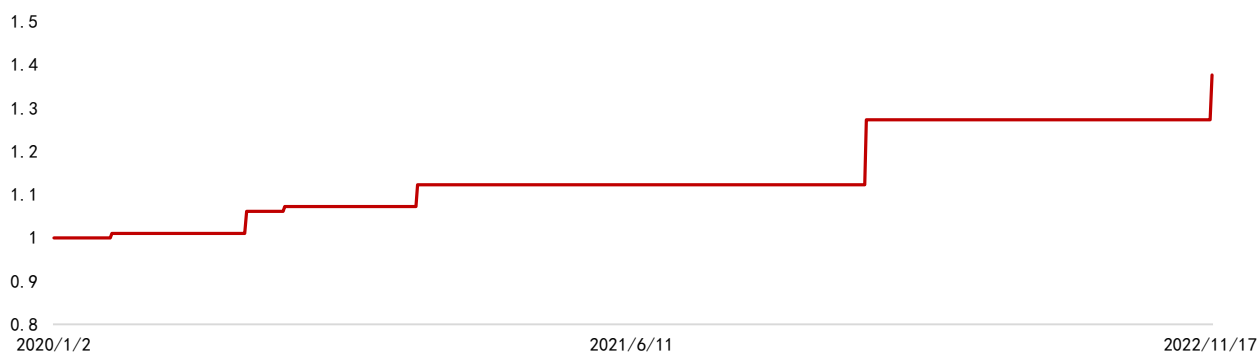
图表 23：股指期权隐含波动率择时指标



资料来源：Wind 中信期货研究所

回测参数：当隐含波动指标高于 0.24（回测周期内 75%分位数）时，可以进场参与交易场外雪球结构。结构续作时同理，等待指标高于 0.24 后，方可展期续作

图表 24：择时下的雪球结构净值表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

择时后的雪球结构年化收益 13.51%，无最大回撤。

## 8、雪球结构策略点评

雪球结构及其优化策略整体表现较好，对此我们做出几点说明：

- 第一，雪球结构本身回撤的原因在于 2022 年 4 月敲入后，2022 年标的走势偏弱。但通过止损或择时等方式，规避了 2021 年四季度的雪球结构开仓，由此成功降低回撤。
- 第二，场外结构止损的问题会产生成本损耗，需要提前与交易商沟通平仓可行性。择时方案表现优于止损方案，但雪球择时势必会损失部分交易信号。
- 第三，雪球产品由于存续期较长，因此策略净值表现存在跃迁跳点，并难以对短线行情做出及时反应。



## 四、短线对冲工具：保护型看跌策略

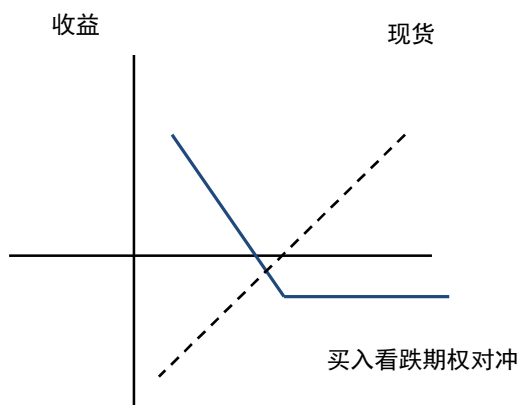
### 1、保护型对冲策略构建

构建方式：保护型对冲策略是指在持有现货（股票组合或标的 ETF）多头的基础上，买入看跌期权。举例可买入 M02212-P-6800 期权合约，假设初始权利金 100 点。

模拟策略效果：当标的指数价格下跌时，组合亏损有限，当标的指数价格上涨时，组合会有持续的收益。假设一个月后合约到期，中证 1000 指数价格跌至 6200 点，如果未进行对冲保护，则亏损约 800 点，对冲保护后，最大亏损控制在 300 点（包含 100 点权利金成本）。反观如果一个月后，中证 1000 指数价格涨至 7800 点，则股指期货保护型对冲策略组合收益可获得 700 点收益（仅需要付出 100 点成本）。

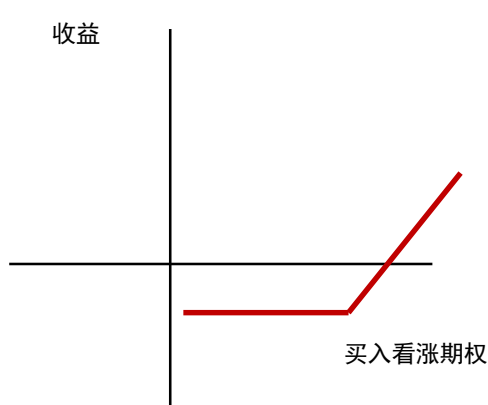
另外，根据期权平价理论，持有标的+买入看跌期权的整体收益结构与买入看涨期权等价，关于这个结论我们会在后文再次展开。

图表 25：买入看跌期权对冲到期损益结构



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 26：等价于买入看涨期权到期损益结构

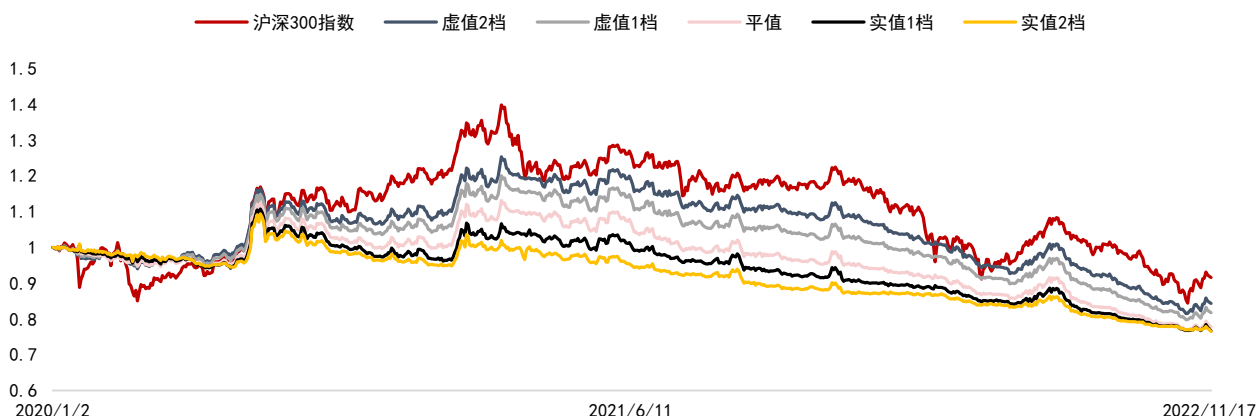


资料来源：Wind 中信期货研究所

### 2、保护型对冲策略回测：买入虚值 2 档看跌期权效果最佳

策略构建：买入看跌期权对冲保护，当月合约，到期日换月，回测周期 2020 年 1 月 2 日-2022 年 11 月 18 日，初始金额 5 万元（买权资金占用水平较低）。

图表 27：保护型对冲策略回测

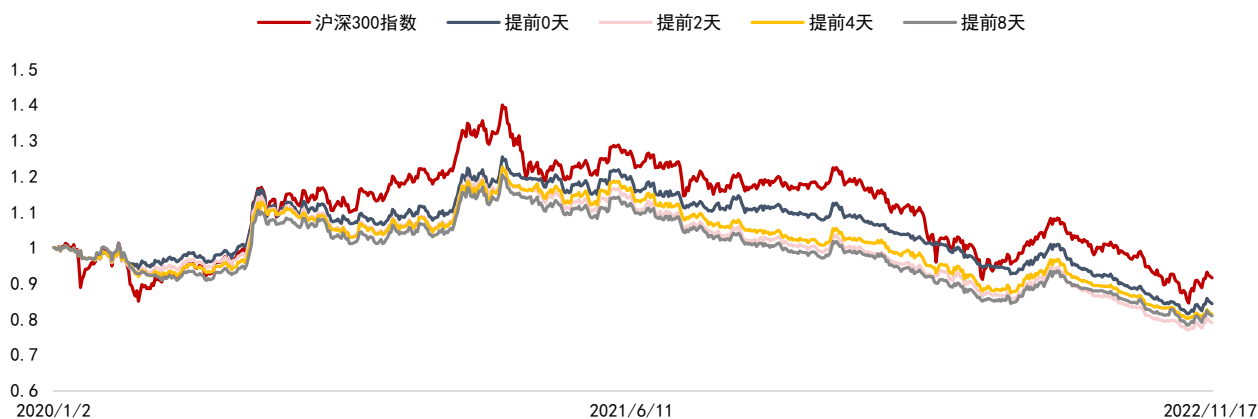


资料来源：Wind 中信期货研究所

### 3、保护型对冲策略回测：回测期间内，到期日换月效果最好

策略构建：买入看跌期权对冲保护，当月合约，虚值 2 档，回测周期 2020 年 1 月 2 日-2022 年 11 月 18 日，初始金额 5 万元（买权资金占用水平较低）。

图表 28：保护型对冲策略回测

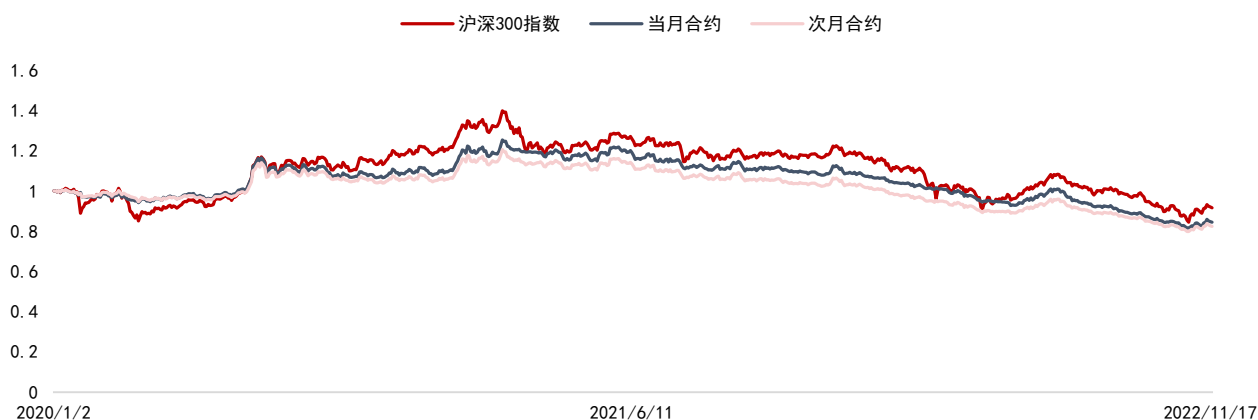


资料来源：Wind 中信期货研究所

### 4、保护型对冲策略回测：回测期间内，当月合约对冲效果最好

策略构建：买入看跌期权对冲保护，虚值 2 档期权，到期日换月，回测周期 2020 年 1 月 2 日-2022 年 11 月 18 日，初始金额 5 万元（买权资金占用水平较低）。

图表 29：保护型对冲策略回测



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 五、 构筑长期机会与短期风险的动态均衡

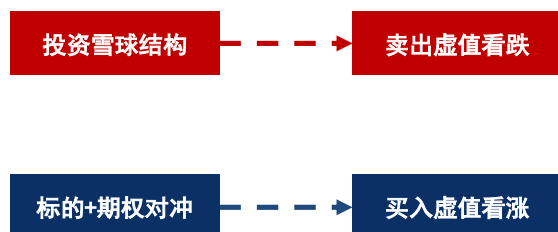
### 1、策略配置在理论上的可行性

目前 A 股阶段底部基本确认，2022 年四季度市场持续处于磨底阶段，2023 年市场行情预计复苏修复为主，23Q2 启动的概率较大。基于以上市场判断，我们会面临长期看好的上涨机会与短期仍存的外围风险压力，如何平衡长期机会与短期风险，将成为投资者的重要考量因素。

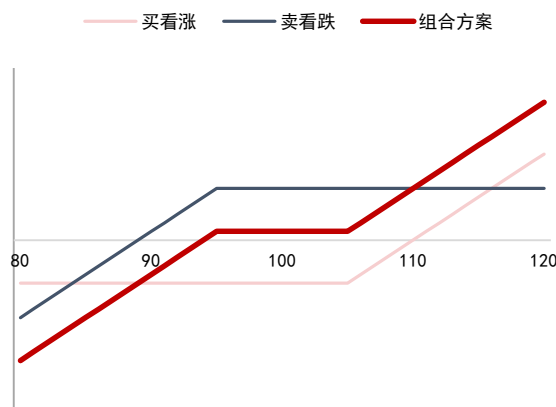
对此，我们提出将场外雪球结构与场内对冲策略相结合的方案，实现交易目标。

首先，我们对本文提出的配置方案进行理论说明：投资者参与场外雪球结构本质是卖出带障碍的看跌期权，后面为方便说明，我们简化为卖出虚值看跌期权（行权价为标的价格的 80%）。而在上文中我们提及，根据期权平价理论，持有标的+买入看跌期权的整体收益结构与买入看涨期权等价，因此我们把持有标的股票组合同时进行对冲的保护型看跌策略在后文简化为买入虚值看涨期权。

图表 30：设计方案简化说明



图表 31：“买 call+卖 put 组合方案设计”



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

组合方案既保留了长期大幅上涨所能提供的收益，也保留了中间价格的缓冲空间。虽然策略整体仍有下行风险，但结构亏损主要来源于雪球端敲入风险。回归基本面视角，在市场底部环境下，20%-30%的敲入水平已较为充分。

### 2、为什么配置保护对冲策略，而不是直接使用看涨期权多头？

诚然，我们本可以直接买入场内虚值看涨期权，同时卖出虚值看跌期权达到类似效果，但上述组合的精妙之处恰恰在于我们对于策略的拆解。

在我们设计的组合方案中，标的股票是真正需要长周期持有的底仓，在交易实践中考虑到时间价值所带来的成本损耗，长期持有看跌期权多头对冲并非最优选项。实践可能出现的对冲叙事，是持有股票组合的投资者，通过择时判断在市场有下行压力的区间买入看跌期权进行保护。因此，将标的多头和看跌期权多头进行拆分，可根据行情适当调整对冲头寸，真正发挥看跌期权防范短期风险的功能与作用，这一点是直接交易场内看涨期权难以替代的。而雪球结构在上述设计方案中更多展现的是通过获取票息增厚收益的效果，20%左右的票息基本可以覆盖全年的期权对冲成本。

### 3、组合方案实际回测表现（一）

方案构建：结构 A，挂钩沪深 300 指数的雪球产品，含 10%止损。

结构 B，持有指数股票组合同时，买入虚值 2 档当月看跌期权对冲。

图表 32：组合方案净值表现（一）



资料来源：Wind 中信期货研究所

组合方案表现：方案年化收益 3.60%，最大回撤 32.16%，数据表现虽然没有非常亮眼，根据净值表现我们可以观察到：

第一，组合方案相比于雪球产品结构，在 2020 年市场上涨环境下，由“看涨期权”（暨标的股票+看跌期权对冲）提供了明显的收益提升。

第二，组合方案相比于保护型看跌策略，在市场震荡或下跌环境下，由雪球产品结构提供了票息上的增厚收益。

### 4、择时组合方案回测表现（二）

方案构建：结构 A，挂钩沪深 300 指数的雪球产品，波动率择时。

结构 B，持有指数股票组合同时，买入虚值 2 档当月看跌期权对冲。

图表 33：组合方案净值表现（二）



资料来源：Wind 中信期货研究所

组合方案表现：方案年化收益 5.78%，最大回撤 26.30%，收益表现有所提升，但整体走势与止损组合方案表现相似。

## 5、组合方案设计的点评与总结

场内期权交易更加灵活，可观测市场规模、每日净值等数据，止损平仓等处理方式交易损耗较小。但如果通过持有标的同时买入看跌期权或者直接运用看涨期权多头布局牛市行情，会在长周期持有过程中产生时间价值损耗，因此交易实践中建议择时优化。但即便如此，期权多头的成本仍稍显偏高。因此在我们的组合设计方案中，通过加入场外雪球结构增厚收益。

场外期权的策略适用环境和标的选择相比于场内期权更加精准，不论是雪球结构还是其他诸如安全气囊结构，都适用于中期修复但短期有所反复的行情，但在上涨环境下，票息的绝对收益偏低，也需要场内期权的定向配置把握修复行情并且降低净值跃迁频率。

最后，本文所选用的标的主要为挂钩沪深 300 指数的雪球结构以及沪深 300 股指期权。随着中证 1000 指数期货及期权的上市平稳运行，相信在未来挂钩中证 1000 指数的雪球产品的票息会高，也更加适用于本文介绍的组合方案。

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

## 深圳总部

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826