

## 已过冬疑剩，将来暖欲饶

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

### 报告要点

本篇报告对金融期权市场成交流动性表现、波动率、期权情绪指标均进行了系统性梳理和分析，并以上述指标为锚，刻画当前期权市场特征，并构建看涨期权日历价差策略。

### 摘要：

#### （一）市场特征刻画

**结论一：方向短空长多。**短期，根据指标所处偏低分位等多项指引，推测市场短期震荡偏弱概率更高；但中期（3个月左右）跟随指标低位拉升，期权端仍有情绪回暖空间。

**结论二：品种强弱角度，中证1000指数配置性价比更高。**M0持仓量PCR偏弱——看涨期权持仓量高——但并非传统意义上的卖方卖call力量主导（原因在于中证1000股指期货PCR择时胜率弱于沪深300股指期货）——而是中期的买call在中证1000股指期货市场上发出更多声音。因此从期权视角看，预计中期中证1000指数更加强势。

**结论三：隐含波动率处于回落周期。**形态方面，隐含波动率目前仍在回落趋势当中；隐含波动率和历史波动率的隐波差高位、历史波动率低位，推测隐波回落仍有空间。

#### （二）策略推荐：看涨期权日历价差策略

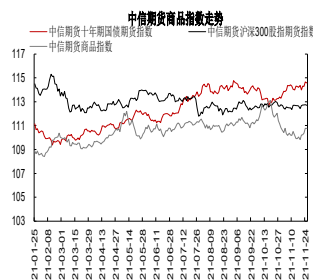
根据市场环境，**通过做空当月看涨期权合约+同时做多远月看涨期权合约，构建滚动看涨期权日历价差策略。**回测周期20年7月1日至23年10月31日。**策略年化收益率9.65%，最大回撤21.49%**；同期沪深300指数年化收益率-4.91%，最大回撤40.18%。

本质上看，策略承担了Vega端的隐波回落压力，主要收益贡献来源包括Delta端的方向性收益和Theta时间价值。做空当月看涨期权在震荡偏弱的市场环境下表现优异；在指数上行阶段，买入季月看涨期权表现更加亮眼。两者比例可根据行情判断适当调配。

**引入跨品种进一步优化策略，做空10当月看涨期权合约+同时做多M0远月看涨期权合约，策略长期表现均衡，在1000偏强的市场环境下有明显超额。**回测周期22年7月22日至23年10月31日。**跨品种看涨期权日历价差策略年化收益7.67%，最大回撤13.84%。**

**风险因子：**1) 市场交易量能持续萎缩；2) 季月合约流动性受限

**重要提示：**本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、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。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。



### 权益及期权策略组

研究员：  
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、 金融期权市场流动性介绍	4
(一) 2023 年期权市场整体成交规模清淡	4
(二) 期权市场成交额年内变化	5
(三) 期权品种成交额占比	6
(四) 期权合约月份占比情况	7
二、 当前期权市场环境的深入刻画	8
(一) 刻画期权隐含波动率特征	8
1. 隐含波动率处于低位	8
2. 未来隐含波动率怎么走？——形态分析	9
3. 未来隐含波动率怎么走？——历史波动率分析	10
(二) 刻画期权情绪指标特征	11
1. 基于持仓量 PCR 指标高位择时	11
(三) 当前期权市场环境刻画总结	13
三、 期权策略推荐——滚动看涨期权日历价差策略	14
(一) 策略构建思路及逻辑	14
(二) 策略收益表现归因分析	15
1. 隐波、希腊字母、与传统日历价差的差异	15
2. 对照组分析——近远月合约比例调整	16
3. 进一步加入跨品种优化	17
免责声明	19

## 图目录

图表 1: 国内股票股指期权市场概况 (2023. 01. 03-2023. 11. 10)	4
图表 2: 国内期权市场整体成交额变化 (亿元)	5
图表 3: 国内股票股指期权成交额占比情况	6
图表 4: 中证 1000 股指期权成交额占比近期表现亮眼	6
图表 5: 2023 年沪深 300 股指期权成交量按月份分布	7
图表 6: 2023 年沪深 300 股指期权持仓量按月份分布	7
图表 7: 沪深 300 股指期权加权隐含波动率历史走势	8
图表 8: 中证 1000 股指期权加权隐含波动率历史走势	8
图表 9: 沪深 300 股指期权加权隐含波动率月度均值呈现聚集性特征	9
图表 10: 根据每轮隐波高低点, 判断本轮隐波低点	9
图表 11: 中证 1000 股指期权隐含波动率聚集性特征	9

## 中信期货权益及期权策略年度策略报告（金融期权）

图表 12: I0 加权隐含波动率与标的 20 交易日历史波动率.....	10
图表 13: M0 加权隐含波动率与标的 20 日历史波动率.....	10
图表 14: 沪深 300 指数和中证 1000 指数历史波动率差异 .....	10
图表 15: 可归因为行业权重不同 .....	10
图表 16: I0 持仓成交比与期权隐含波动率.....	11
图表 17: M0 持仓成交比与期权隐含波动率.....	11
图表 18: 基于持仓量 PCR 指标高位择时构建多空策略 .....	11
图表 19: I0 不同年份下的策略胜率及赔率.....	12
图表 20: 沪深 300 股指期货持仓量 PCR 目前处于低位 .....	12
图表 21: 但月度反转效应同样需要关注 .....	12
图表 22: M0 不同年份下的策略胜率及赔率.....	13
图表 23: M0 持仓量 PCR 与指数走势.....	13
图表 24: 同样具有低位反转可能 .....	13
图表 25: 滚动看涨期权日历价差策略净值表现 .....	14
图表 26: 策略在前两轮季月周期下的表现 .....	15
图表 27: 季月期权价格跟随指数价格上涨 .....	15
图表 28: 前两轮季月合约周期下的希腊字母表现 .....	16
图表 29: 做空 1 张近月合约+做多 0 张远月合约 .....	16
图表 30: 做空 0 张近月合约+做多 1 张远月合约 .....	16
图表 31: 做空 2 张近月合约+做多 1 张远月合约 .....	17
图表 32: 做空 1 张近月合约+做多 2 张远月合约 .....	17
图表 33: 优化后的跨品种滚动看涨期权日历价差策略 .....	18
图表 34: 在成长风格偏强的市场环境下, 跨品种策略跑赢单品种策略 .....	18

## 一、金融期权市场流动性介绍

### （一）2023 年期权市场整体成交规模清淡

截至 11 月 10 日，2023 年国内金融期权市场已上市 12 个品种的总成交量累计达到 11.37 亿张，日均成交量 582.38 万张，2023 年期权品种累计成交额达到 7312.52 亿元，**日均成交额 36.14 亿元**。对比来看，2022 年全年的期权市场日均成交额为 51.90 亿元，2023 年期权市场整体成交规模清淡。

图表 1：国内股票股指期权市场概况（2023.01.03-2023.11.10）

品种	上证 50ETF 期权	沪市 300ETF 期权	深市 300ETF 期权	沪深 300 指数期权	中证 1000 指数期权	沪市 500ETF 期权
累计成交量（万张）	40279.25	25868.70	4111.14	2072.47	1436.38	11133.49
日均成交量（万张）	194.59	124.97	19.86	10.01	6.94	53.78
认购日均成交	103.09	65.91	10.44	5.74	3.69	26.64
认沽日均成交	91.50	59.06	9.42	4.27	3.25	27.15
累计成交额（亿元）	1554.66	1383.62	215.09	994.91	976.36	797.30
日均成交额（亿元）	7.51	6.68	1.04	4.81	4.72	3.85
认购日均	3.96	3.45	0.54	2.60	2.38	1.82
认沽日均	3.55	3.24	0.50	2.20	2.34	2.03
日均持仓量（万张）	227.91	156.54	25.48	17.78	9.58	70.56
认购日均持仓	127.93	83.15	13.60	10.27	5.41	34.72
认沽日均持仓	99.98	73.38	11.88	7.52	4.18	35.84
品种	深市创业板 ETF 期权	深市 500ETF 期权	深市 100ETF 期权	上证 50 股指期权	华夏科创 50ETF 期权	易方达科创 50ETF 期权
累计成交量（万张）	15809.87	2677.74	1960.91	923.83	5325.11	2056.24
日均成交量（万张）	76.38	12.94	9.47	4.46	49.77	19.22
认购日均成交	41.62	6.57	4.98	2.66	30.00	11.35
认沽日均成交	34.76	6.37	4.49	1.80	19.77	7.86
累计成交额（亿元）	627.33	210.88	83.06	288.48	133.36	47.46
日均成交额（亿元）	3.03	1.02	0.40	1.39	1.25	0.44
认购日均	1.53	0.50	0.20	0.82	0.65	0.22
认沽日均	1.50	0.52	0.20	0.58	0.59	0.22
日均持仓量（万张）	95.33	17.79	12.51	7.36	91.31	33.89
认购日均持仓	56.94	9.11	7.22	4.78	61.77	23.67
认沽日均持仓	38.38	8.68	5.29	2.59	29.53	10.22

资料来源：Wind 中信期货研究所

### 形成这一现象的主要原因在于标的市场环境变化：

首先，在 2022 年指数价格走势波动剧烈，期权端有充分的避险以及趋势跟踪需求，而 2023 年指数价格虽有起伏，但整体呈现宽幅震荡格局。因此截至目前，2023 年期权市场整体成交规模低于 2022 年全年均值水平。

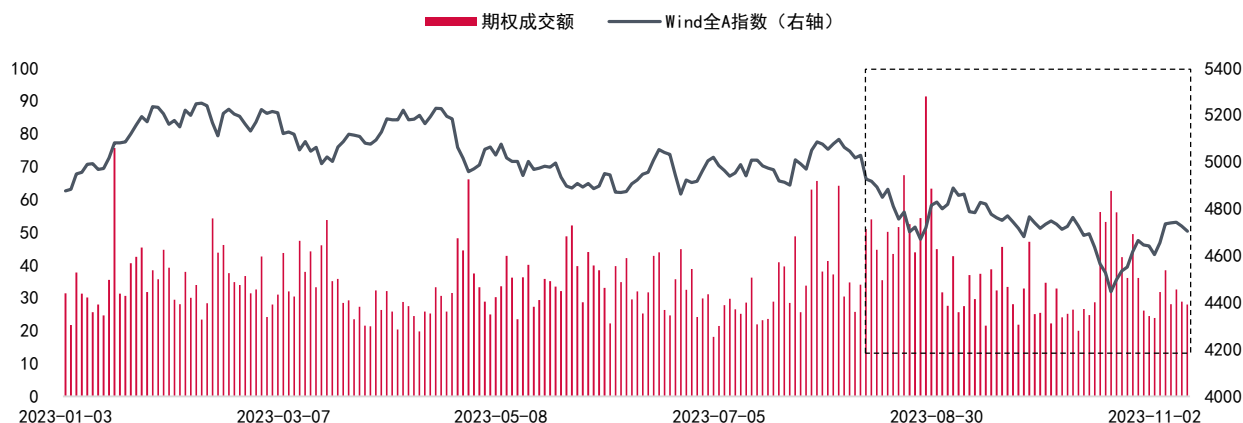
## （二） 期权市场成交额年内变化

进入 2023 年以来，月度视角下的指数行情走势波折：1 月由于北向资金在春节前持续大额流入，权益市场整体交投情绪活跃，期权端短暂迎来成交规模高点；2-3 月行情呈现区间内震荡偏弱态势，期权市场成交额回落；4 月下旬沪指逼近 3400 点之后高位回落，前期强势的科创 50 指数重挫，市场风险偏好下修，体现出一定的避险需求。5 月以来，成长板块具备配置性价比，但在 5 月末由于经济数据偏弱、以及信用事件等原因催化下，在市场又一轮的调整中，期权市场成交额再度提升。6-7 月份标的走势进入窄幅震荡区间，交投量能持续走弱。

在 7 月末 8 月初，重要政策定调和海外加息放缓预期提振市场情绪；但当政策主线出现过热以及头部房企出现信用风险事件后，随之而来的预期现实差导致行情高位回落，期权成交额冲高。直到 8 月下旬，利好政策密集出台，市场再度企稳回升。虽然有经济数据回暖、二季报业绩支撑、量化新规、降准等利多因素，但北向资金的持续外流仍然使得资金面偏紧成为了交易主线，期权市场流动性的走弱一直延续到 9 月。

10 月以来，地缘冲突升级，流动性和投资者信心对市场形成双重约束，沪指一度跌破 3000 点，避险需求再度推升期权市场成交额。而当本轮利空出尽，美联储加息放缓，市场回归修复阶段，期权成交额再度趋于平淡。

图表 2：国内期权市场整体成交额变化(亿元)



资料来源：Wind 中信期货研究所

另外我们在三季度也曾提及，目前期权市场成交额和 Wind 全 A 指数的走势关联明显（跟随趋势、或者避险），这说明了期权市场的交易关注度和影响力均在提升。

从另一个角度来看，期权品种已经对宽基指数标的有了全面覆盖，如果指数之间走势分化明显，期权市场成交额在各个品种间此消彼长，整体波动幅度理应有限。而当前期权市场成交额波动明显，表明股票市场的承压更多来源于系统性扰动。

### （三） 期权品种成交额占比

国内期权市场各个交易品种的成交额占比有所不同，从 2023 年均值的角度看，上市时间长、运行成熟的上证 50ETF 期权的成交额占比仍居首；紧随其后的则是在上交所上市的沪深 300ETF 期权以及中金所上市的沪深 300 股指期权和中证 1000 股指期权。紧接着是上交所上市的中证 500ETF 期权以及在深交所上市的创业板 ETF 期权。

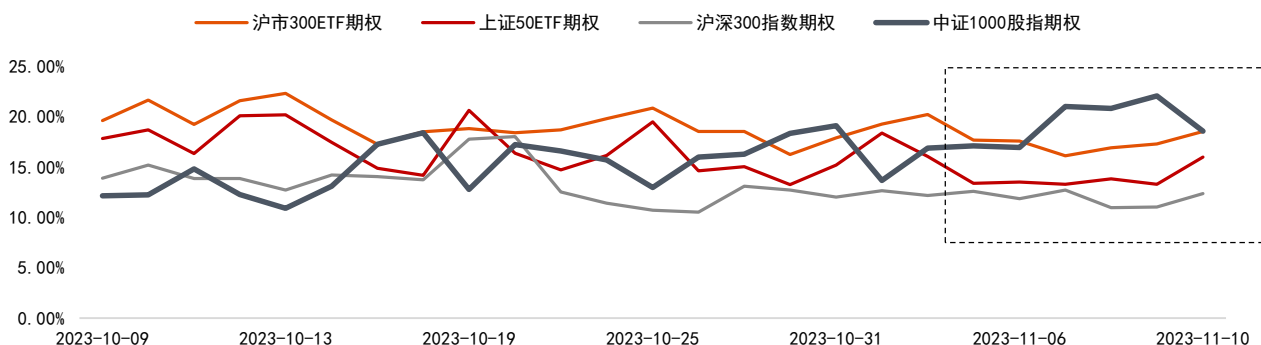
图表 3：国内股票股指期权成交额占比情况

品种	上市时间	2023 年成交额占比均值
华夏上证 50ETF 期权	2015/02/09	21.26%
华泰柏瑞沪深 300ETF 期权	2019/12/23	18.86%
中金所沪深 300 股指期权	2019/12/23	13.50%
中金所中证 1000 股指期权	2022/07/22	13.36%
南方中证 500ETF 期权	2022/09/19	10.97%
易方达创业板 ETF 期权	2022/09/19	8.78%
中金所上证 50 股指期权	2022/12/19	3.88%
嘉实沪深 300ETF 期权	2019/12/23	2.92%
嘉实中证 500ETF 期权	2022/09/19	2.84%
华夏科创 50ETF 期权	2023/06/05	1.85%
易方达深证 100ETF 期权	2022/12/12	1.13%
易方达科创 50ETF 期权	2023/06/05	0.66%

资料来源：Wind 中信期货研究所

一个有趣的现象是：虽然前文指出市场面临系统性扰动，但在不同风格切换下，投资者对 M0 中证 1000 股指期权更加关注——目前中证 1000 股指期权的交易份额不断攀升——这也印证我们在股指端的观点，中美利差上行、工业利润增速上行对成长配置有利，建议风格上超配成长，因此 **M0 预计后续也将更加活跃**。

图表 4：中证 1000 股指期权成交额占比近期表现亮眼



资料来源：Wind 中信期货研究所



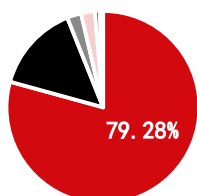
#### （四） 期权合约月份占比情况

在期权合约的成交量按月份分布中，近月（当月）合约的成交量平均占比接近 80%，这表面期权市场的投资者更加倾向于交易当月合约。当月合约价格敏感度高，合约波动较大，适合于短线交易。

而从持仓分布的月份占比中，我们看到远月合约也占据了一定的持仓比例。例如下图中 2023 年沪深 300 股指期权的季月合约平均持仓占比高达 12.89%，远月长期对冲的投资者偏向于选择季月合约。

图表 5：2023 年沪深 300 股指期权成交量按月份分布

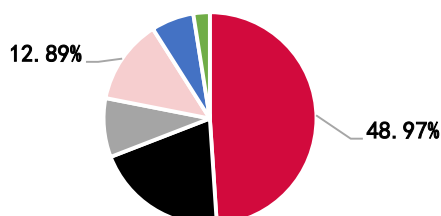
近月 次月 次次月  
随后第一个季月 随后第三个季月 随后第二个季月



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 6：2023 年沪深 300 股指期权持仓量按月份分布

近月 次月 次次月  
随后第一个季月 随后第三个季月 随后第二个季月



资料来源：Wind 中信期货研究所

我们在这里具体计算季月合约的交易限额，稍后在第三章节便不再赘述。

以 2023 年沪深 300 股指期权为例：

从市场流动性角度，当季合约平均持仓量 22917 张，其中看涨期权 13299 张，看跌期权 9618 张。指数全年均值 3901.93 点，当季看涨期权合约持仓名义本金规模 51.89 亿元。以 11 月 10 日为例，平值及虚实一档期权合约占当季看涨期权占比为 79.65%。当季看涨期权平值附近合约持仓名义本金规模 41.33 亿元。**对于移仓频率比较低的长期策略而言，可以根据 5%的比例计算策略容量约两亿左右。**

从交易规则角度，持仓限额影响不大：以中金所沪深 300 股指期权为例，持仓限额 5000 手，以标的指数约 4000 点的价格，持仓名义规模限额约 20 亿。

但交易限额影响较大：以中金所沪深 300 股指期权为例，单个月份期权合约日内开仓交易限额为 100 手。以标的指数约 4000 点的价格，**名义本金规模日度交易限制为 4000 万。**（品种日内开仓交易限额 200 手，单个月份期权合约日内开仓交易 100 手，深度虚值合约日内开仓交易限制为 30 手）。交易限额会在移仓换月时出现显著影响，需要分散化移仓处理，可能过程中会有响应滑点出现。未来交易所在交易限额、持仓限额等方面的放开，也值得我们关注和期待。

## 二、当前期权市场环境的深入刻画

### （一）刻画期权隐含波动率特征

#### 1. 隐含波动率处于低位

**当前隐波处于“历史绝对分位”的较低水平。**回测时间周期为 2019 年 12 月 23 日至 2023 年 10 月 30 日。以沪深 300 股指期权为例，其加权隐含波动率进入 2023 年以来，在历史 10%分位（隐波约 15.9%）至 50%分位（隐波约 20.5%）之间震荡为主。

图表 7：沪深 300 股指期权加权隐含波动率历史走势

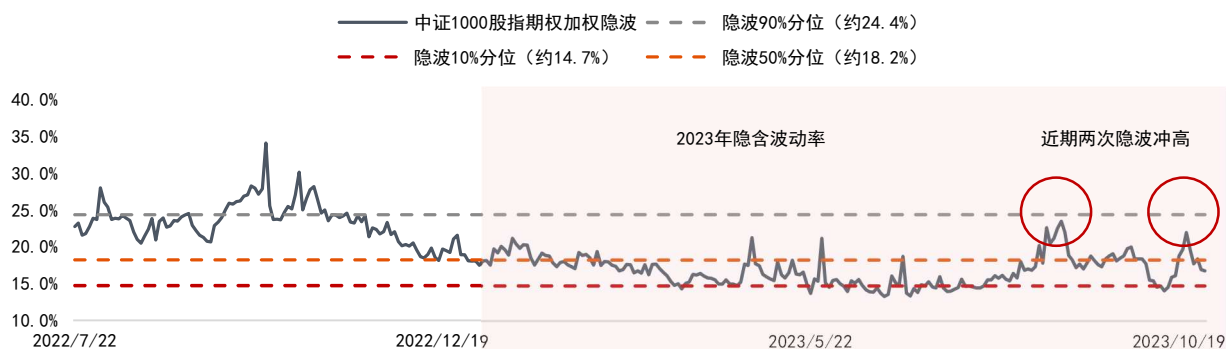


资料来源：Wind 中信期货研究所

**当前隐波处于“历史滚动分位”的较低水平。**以沪深 300 股指期权为例，2023 年 10 月 30 日的隐含波动率处于历史滚动百日的 37%低分位；另外考虑到单日的隐波分位起伏较大，计算 2023 年 10 月的隐波月度均值，处于历史滚动百日的 50.7%分位。

**中证 1000 股指期权隐含波动呈现类似特征：**除去 8 月 28 日和 10 月 23 日两轮行情刺激下的隐含波动率冲高以外，隐波长期处于偏弱区间运行。2023 年 10 月的隐含波动率均值，处于历史滚动百日的 59%分位。

图表 8：中证 1000 股指期权加权隐含波动率历史走势



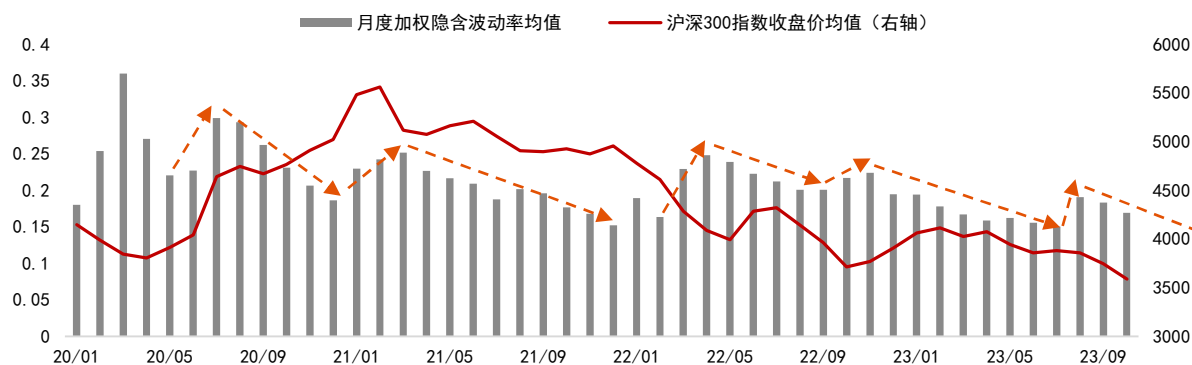
资料来源：Wind 中信期货研究所



## 2. 未来隐含波动率怎么走？——形态分析

为了简化展示隐含波动率的趋势性变化，我们对隐含波动率进行月化处理从而辨识其形态特征。暂不考虑 10 上市初期出现的波动率剧烈波动。

图表 9：沪深 300 股指期权加权隐含波动率月度均值呈现聚集性特征



资料来源：Wind 中信期货研究所

第一轮：20/05-20/07 隐波上涨（市场一致性反弹）；20/07-20/12 隐波回落。

第二轮：20/12-21/03 隐波上涨（指数冲高后走跌）；21/03-21/12 隐波回落。

第三轮：22/01-22/04 隐波上涨（俄乌冲突、疫情、人民币贬值，市场缺乏交易主线）；22/04-22/08 隐波回落。

第四轮：22/09-22/11 隐波再次上涨（22 年四季度市场 2 次探底，疫情、出口滑坡消费不振、海外地缘风险、能源危机等等）；22/11-23/07 隐波回落。

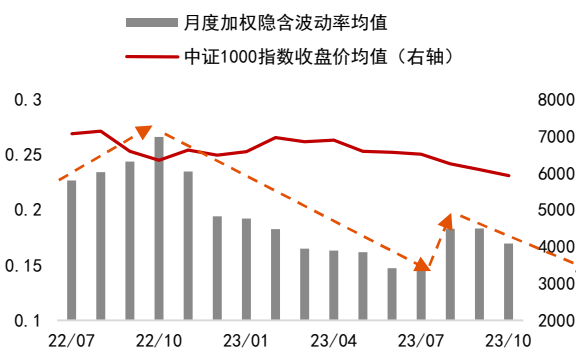
第五轮：23 年 8 月 28 日隐波单日冲高（活跃市场政策落地，指数高开低走）；23 年 10 月 23 日隐波单日冲高（市场探底，沪深 300 指数创 2020 年以来新低）。当前隐波正处于回落周期，对比前四轮隐波降幅，预计本轮 10 隐波最低点可能在 14% 以下。

图表 10：根据每轮隐波高低点，判断本轮隐波低点

	最高点	最低点
第一轮	37.96%	16.82%
第二轮	28.30%	13.97%
第三轮	33.90%	17.76%
第四轮	25.94%	14.18%
第五轮	08/28 隐波高点 21.97%	本轮低点或低于 14%

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 11：中证 1000 股指期权隐含波动率聚集性特征



资料来源：Wind 中信期货研究所

中证 1000 股指期权隐含波动率同样处于回落区间。

### 3. 未来隐含波动率怎么走？——历史波动率分析

期权隐含波动率和标的历史波动率两者相互影响，相互锚定，且存在一定领先滞后关系。通过滚动 20 交易日的标的价格收益率计算历史波动率后得到以下结论：

图表 12：IO 加权隐含波动率与标的 20 交易日历史波动率



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 13：MO 加权隐含波动率与标的 20 日历史波动率

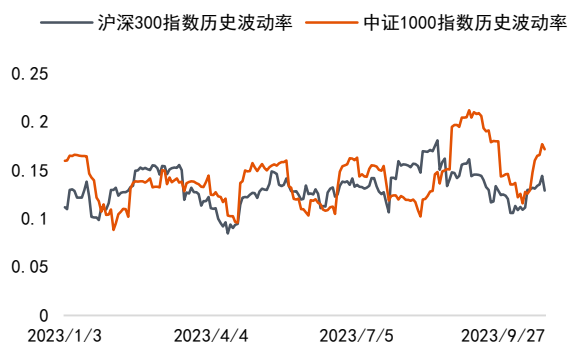


资料来源：Wind 中信期货研究所

（1）以沪深 300 股指期权为例，标的指数隐含波动率和历史波动率的隐波差呈均值回复特征，目前隐波差处于高位——2023 年 10 月的“隐波差”月度均值，处于历史滚动百日的 77%分位高位，历史波动率本身的 10 月均值（12.17%）处于历史滚动百日的 16.5 低分位。**隐波差高位、历史波动低位，推测隐波回落仍有空间。**

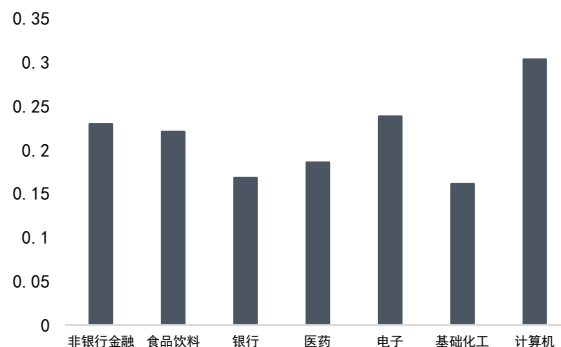
（2）但在中证 1000 股指期权上，“隐波差”暂未处于显著高位，2023 年 10 月的 MO “隐波差”月度均值，处于历史滚动百日的 53.8%分位的中枢水平。

图表 14：沪深 300 指数和中证 1000 指数历史波动率差异



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 15：可归因为行业权重不同



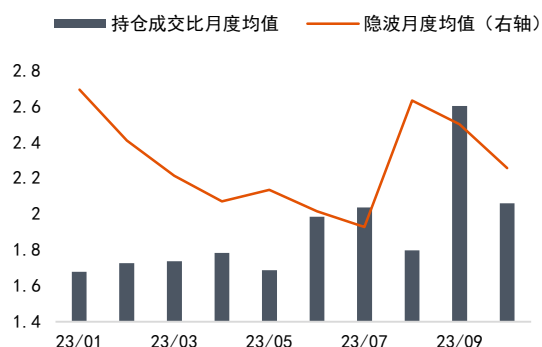
资料来源：Wind 中信期货研究所

（3）不同指数历史波动率差异可归因为指数在行业权重上的差异。

沪深 300 指数权重排名前三的行业为食品饮料（占比 12.45%）、银行 11.47%）以及非银金融（10.31%），以上三个行业之间的收益率相关系数均值为 58.56%；而中证 1000 指数中权重排名前三的行业为医药（占比 13.96%）、电子（9.88%）以及基础化工（9.03%），以上三个行业之间的收益率相关系数均值为 46.80%。

除形态分析和历史波动率分析外，判断隐含波动率未向走向还可以通过计算期权持仓成交比，从而反映期权卖方力量的强弱。长期来看，持仓成交比指标与期权隐含波动率呈现反向关系。但是在 10 月中下旬出现例外，彼时市场行情激荡，期权成交量大幅提升，持仓盈亏比走弱；但高波动率仅维持一周左右时间，10 月其余时间隐波偏弱回落，因此 10 月隐波均值同样走弱。持仓成交比指标存在失效风险。

图表 16：IO 持仓成交比与期权隐含波动率



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 17：MO 持仓成交比与期权隐含波动率



资料来源：Wind 中信期货研究所

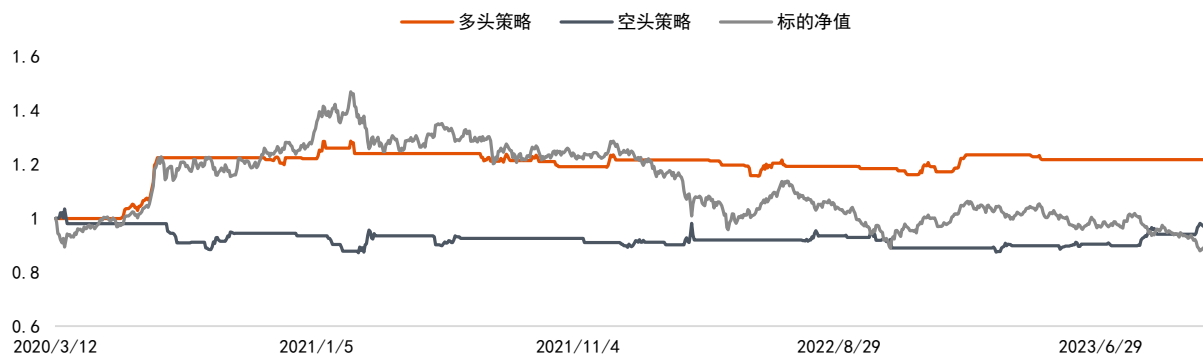
## （二）刻画期权情绪指标特征

持仓量 PCR 指标是基于期权市场流动性数据构建的、非常经典的判断市场情绪的指标。指标从卖方视角出发，和标的指数行情呈现同方向变化。

### 1. 基于持仓量 PCR 指标高位择时

多头信号：当持仓量 PCR 指标高于滚动 50 个交易日 90%分位时，T+1 日做多标的；  
空头信号：当持仓量 PCR 指标低于滚动 50 个交易日 10%分位时，T+1 日做空标的。回溯周期 2020/3/12 至 2023/10/30，标的沪深 300 指数。

图表 18：基于持仓量 PCR 指标高位择时构建多空策略



资料来源：Wind 中信期货研究所

多头策略年化收益 6.18%，最大回撤-10.18%；空头策略年化收益-1.21%，最大回撤-15.72%；标的指数年化收益-2.63%，最大回撤-40.18%。具体分年度表现如下：

图表 19：IO 不同年份下的策略胜率及赔率

年份	多头信号 出现次数	有效次数	胜率	区间超额	空头信号 出现次数	有效次数	胜率	区间超额
2020	36	24	66.67%	-9.83%	31	11	35.48%	-38.40%
2021	40	17	42.50%	5.88%	45	15	33.33%	1.82%
2022	37	15	40.54%	17.68%	41	20	48.78%	20.28%
2023	16	9	56.25%	11.68%	52	29	55.77%	15.49%

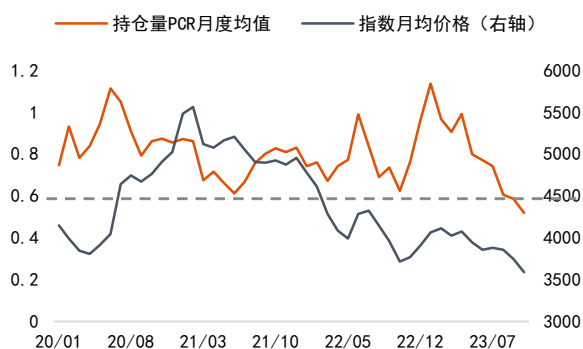
资料来源：Wind 中信期货研究所

对上述表格我们进行说明：

首先，期权情绪指标择时本质上减少了标的在存续周期内的持仓时间。在市场走势偏强时（例如 2020 年），超额（赔率）较低；在市场下行阶段（21 年-23 年），区间超额（赔率）基本为正。因此需理性看待 2023 年策略区间超额为正值。

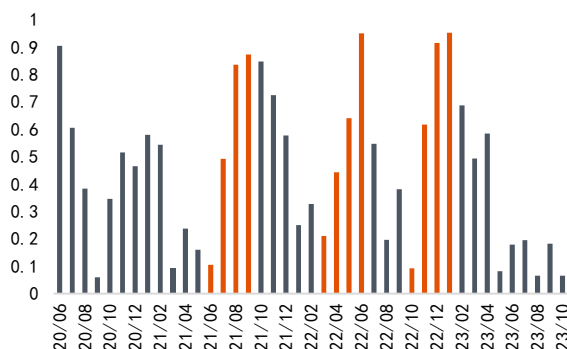
其次，择时“胜率”在 2023 年的表现相对有效。计算 2023 年 10 月，沪深 300 股指期货持仓量 PCR 均值发现两点特征：1、统计 10 月持仓量 PCR 均值，位于滚动历史百日的 0.098 低分位，根据指标所处分位，得到市场短期震荡偏弱概率更高的推测。2、但中期来看，也需要关注情绪指标的反转效应。计算持仓量 PCR 百日分位并进行月度均值处理。回顾历史同期表现，极致压缩的持仓量 PCR 月度均值往往在 3-4 个月后再度回升，这为多头进场提供情绪指引。

图表 20：沪深 300 股指期货持仓量 PCR 目前处于低位



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 21：但月度反转效应同样需要关注



资料来源：Wind 中信期货研究所

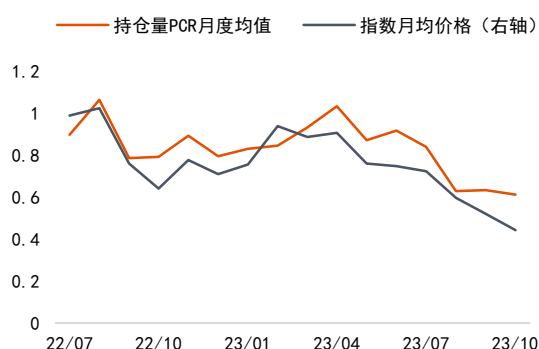
为了验证在中证 1000 股指期货上情绪指标同样具备有效性，横向对比如下。中证 1000 股指期货持仓量 PCR 指标择时同样表征短期偏弱，但中期有回暖趋势的特征。

图表 22：MO 不同年份下的策略胜率及赔率

年份	多头信号 出现次数	有效次数	胜率	区间超额	空头信号 出现次数	有效次数	胜率	区间超额
2022	4	2	50.00%	-5.17%	11	6	54.55%	-2.73%
2023	25	12	48.00%	3.28%	39	21	53.85%	11.02%

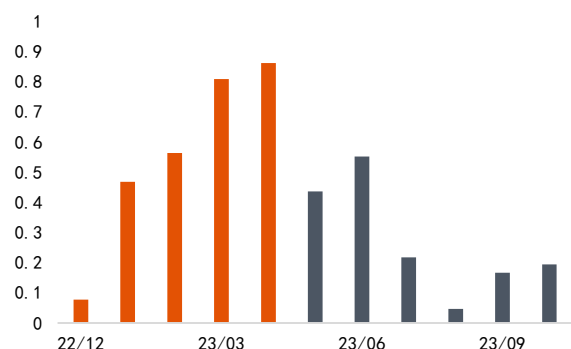
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 23：MO 持仓量 PCR 与指数走势



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 24：同样具有低位反转可能



资料来源：Wind 中信期货研究所

### （三）当前期权市场环境刻画总结

由于上市时间更长，沪深 300 股指期货的信号多于中证 1000 股指期货，但不论择时信号选择（1）指标滚动高分位（2）指标一阶差分高位（3）指标一阶差分的趋势上涨，整体来看，两个品种持仓量 PCR 指标表现特征较为接近。

**结论一：方向上。**短期根据指标所处分位等多项指引，得到市场短期震荡偏弱概率更高的推测；但中期（3 个月左右）跟随指标低位回升，期权端仍有情绪回暖空间。

**结论二：品种强弱角度。**2023 年市场呈现下行走势，但中证 1000 股指期货持仓量 PCR 指标在空头策略上的指引胜率相较于沪深 300 股指期货偏弱。

推测逻辑链为：持仓量 PCR 偏弱——看涨期权持仓量偏高——但并非是传统意义上的卖方卖 call 力量主导（因为此时胜率偏低）——而是中期的买 call 在中证 1000 股指期货上发出更多声音。从期权视角看，**预计中期中证 1000 指数更加强势。**

**结论三：隐含波动率角度。**形态方面，隐含波动率目前仍在回落趋势当中；对比历史波动率，隐波差高位、历史波动低位，推测隐波回落仍有空间。

### 三、期权策略推荐——滚动看涨期权日历价差策略

#### （一）策略构建思路及逻辑

首先在基本面观点中，我们认为短期市场或有二次探底可能性；但中期（两会前）宽财政难以证伪，市场有修复反弹迹象。期权情绪指标印证比对，短期推测市场短期震荡偏弱概率更高；但中期（3个月左右）跟随指标低位回升，情绪有回暖空间。

基于上述“短空长多”的观点，一个符合直觉的思路是——在期限结构的长两端分别对期权头寸进行布局。在否定“买入近月看跌期权+同时买入远月看涨期权”（时间成本过高）和否定“卖出近月看涨期权+同时卖出远月看跌期权”（一旦上涨行情启动，远端收益难以弥补近端亏损）之后，合理的策略构建方式为：

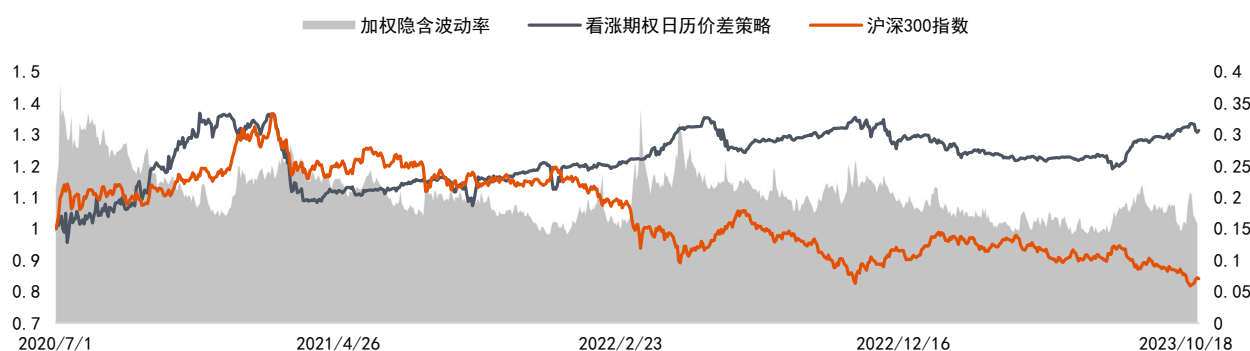
**卖出近月看涨期权+同时买入远月看涨期权构建滚动日历价差策略。**

具体策略构建：初始名义本金 100 万元，50%资金占用杠杆用于近月买权权利金及远月卖权保证金，近远月期权份数比例 1: 1，均选择平值看涨期权。近月期权每月到期后滚动换月，远月期权选择当季合约，合约到期换月。暂不考虑交易滑点及手续费。

回测周期选择为 2020 年 7 月 1 日至 2023 年 10 月 31 日。起点选择原因有二，（1）2019 年 12 月 23 日沪深 300 股指期货上市交易，但距离最近的合约 102002 合约，因此等待第一个季月 2206 合约结束；（2）2020 年 6 月 22 起沪深 300 股指期货品种日内开仓交易的最大数量调整为 200 手，单个月份期权合约日内开仓交易的最大数量调整为 100 手，单个深度虚值合约日内开仓交易的最大数量调整为 30 手。调整后 2020 年 7 月 1 日作为起点。

**策略表现：看涨期权日历价差策略年化收益率 9.65%，最大回撤 21.49%；沪深 300 指数在回测期间年化收益率-4.91%，最大回撤 40.18%。**

图表 25：滚动看涨期权日历价差策略净值表现



资料来源：Wind 中信期货研究所



## （二）策略收益表现归因分析

### 1. 隐波、希腊字母、与传统日历价差的差异

首先再次回到期权隐含波动率的视角，推测后续隐波回落仍有空间。

但是面对这一结论，如果仅从 Vega 视角来看，与我们构建的日历价差组合有相悖之处：近月平值 Vega 较低，远月 Vega 较高；日历价差策略做空近月做多远月期权，暴露正 Vega，因此在隐波下行环境面临亏损。

对此我们有两点解释：

第一，上述**策略在方向上的收益远超 Vega 端的或有亏损**。当指数呈现月度上涨走势，近月看涨期权空头出现浮亏。但是随着每月合约到期后，期权跟随指数行情在高位重新进场开仓，会在月线维度下呈现“卖出看涨期权不断向更高执行价格移仓”的效果，卖出看涨一侧亏损有限。

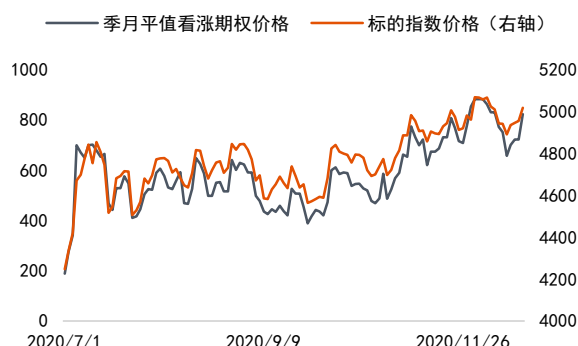
而买入远月看涨期权，虽然 Gamma 较低，追涨效率不如当月期权，但在月度趋势上涨环境下，也会累积出超越 Vega 亏损的可观收益。策略在 2020 年 7 月 1 日至 2020 年 12 月 18 日市场上涨期间的回测表现也佐证了上述论点。

图表 26：策略在前两轮季月周期下的表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 27：季月期权价格跟随指数价格上涨



资料来源：Wind 中信期货研究所

第二，滚动看涨期权日历价差策略回测和传统日历价差有本质不同之处。传统日历价差在近月合约到期后，会同时平仓近远月合约，主要收益来源在于隐波下降和赚取时间价值；而滚动看涨期权日历价差策略需要长期持有季月合约赚取趋势上涨带来的收益。在持续持有季月合约的过程中——随着合约到期日临近——季月 Vega 边际下降——组合 Vega 下降，隐波回落带来的影响趋缓。

下图为实际交易中的希腊字母表现，滚动买入当月看涨期权策略在季月合约的存续期间，Gamma 内部冲抵，Theta 稳定为正值获取时间价值，Vega 影响边际放缓。

另外，虽然目前市场处于降波周期，但也不能排除隐波短期冲高的可能性，因此即使 Vega 为正，也并非一定面临降波带来的亏损。

图表 28：前两轮季月合约周期下的希腊字母表现

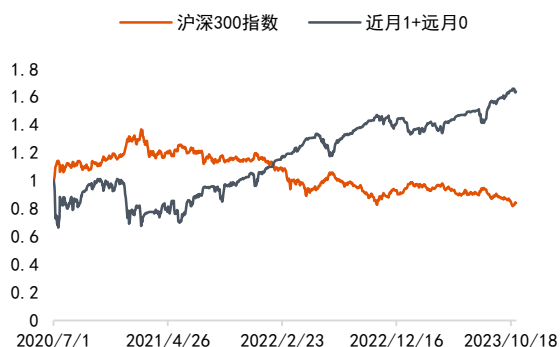
进场时间				
日期	合约	Gamma	Vega	Theta
2020/7/1	102007-C-4250	0.0031	3.6555	-1.632
	102012-C-4200	0.0009	11.1872	-0.5961
	组合	-0.0022	7.5317	1.0359
第一次当月合约到期				
日期	合约	Gamma	Vega	Theta
2020/7/17	102008-C-4550	0.0013	5.6872	-1.8594
	102012-C-4200	0.0005	9.3047	-0.833
	组合	-0.0008	3.6175	1.0264
第二次当月合约到期，组合 Vega 下降明显				
日期	合约	Gamma	Vega	Theta
2020/8/21	102009-C-4700	0.0012	5.2687	-2.442
	102012-C-4200	0.0004	6.9573	-0.9461
	组合	-0.0008	1.6886	1.4959

资料来源：Wind 中信期货研究所

## 2. 对照组分析——近远月合约比例调整

在滚动看涨日历价差策略中，我们设定近远月期权份数比例为 1：1。我们通过调整比例来进行对照组实验，从而更好地说明近远月合约在策略中的适用环境。（规则命名方式为，“近月 1+远月 2”指做空一张当月看涨期权+做多两张远月看涨期权。）

图表 29：做空 1 张近月合约+做多 0 张远月合约



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 30：做空 0 张近月合约+做多 1 张远月合约



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 31：做空 2 张近月合约+做多 1 张远月合约



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 32：做空 1 张近月合约+做多 2 张远月合约



资料来源：Wind 中信期货研究所

通过对照组分析，我们得出几点结论：

- （1）图一滚动**做空当月看涨期权在 2021 年至 2023 年震荡偏弱的市场环境下表现优异，超额增厚较为明显**；但在 2020 年市场上行阶段，卖出看涨期权表现不佳。
- （2）图二滚动**做多季月看涨期权则正好相反。在 2020 年市场上行阶段看涨期权表现亮眼**，但随后持续时间价值成本使得净值持续走弱。
- （3）图三图四对比例进行调整，核心特征与图一图二类似，以“比例日历价差”的形式进一步放大近远月期权的市场环境适用性。长期回测来看，1：1 的比例配比较为均衡，投资者也可以根据行情判断自行选择比例。

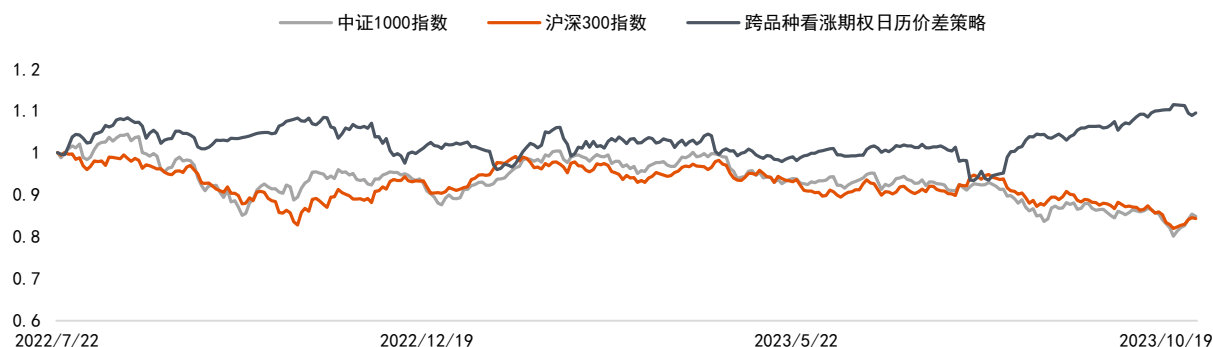
### 3. 进一步加入跨品种优化

在上一章节刻画市场特征中，我们根据情绪指标的“短空长多”信号构建滚动看涨期权日历价差策略，也结合波动率走势做出相应分析。此外，从期权视角看，预计中期中证 1000 指数在现阶段更加强势。我们接下来就基于这一点进行策略优化。

策略优化构建：做空当月平值沪深 300 看涨股指期货+同时做多季月中证 1000 看涨股指期货。回测周期 2022 年 7 月 22 日至 2023 年 10 月 31 日。需要注意，此时近远月比例按照 7 月 22 日的沪深 300 指数与中证 1000 指数价格近似调整为 1：0.6，从而满足两份期权名义本金规模配比为 1：1。

回测期间，跨品种日历价差策略年化收益 7.67%，最大回撤 13.84%。沪深 300 指数年化收益率-12.71%，最大回撤 18.18%；中证 1000 指数年化收益率-12.25%，最大回撤 23.31%。

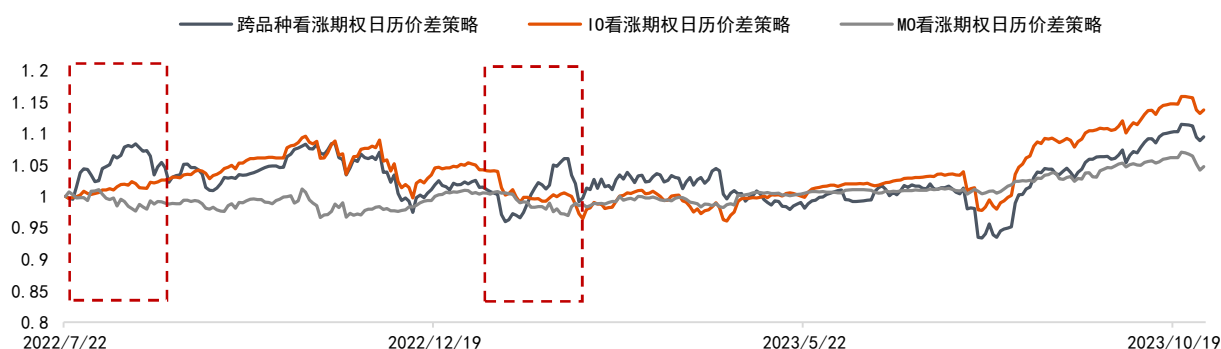
图表 33：优化后的跨品种滚动看涨期权日历价差策略



资料来源：Wind 中信期货研究所

继续加入对照组。将跨品种与单一品种的日历价差策略对比，为突出对比效果，单一品种的近远月比例同样设置为 1：0.6。

图表 34：在成长风格偏强的市场环境下，跨品种策略跑赢单品种策略



资料来源：Wind 中信期货研究所

对比单一品种，跨品种日历价差年化收益表现相对均衡，并且在中证 1000 指数偏强的市场环境下，呈现明显超额。例如 2023 年 1 月 13 日-2 月 13 日，沪深 300 指数上涨 1.70%，中证 1000 指数上涨 8.20%。此时 10 日历价差策略净值下跌 1.02%，60 日历价差策略净值下跌 3.27%，跨品种看涨期权日历价差策略区间收益上涨 8.62%。由此线性外推，在后续偏向成长风格的市场环境下，建议通过跨品种方式对策略进行进一步的调整和优化。

## 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。

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

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>