

悲观者正确，乐观者前行

国投安信期货 2024 年金融期权年度策略（策略篇）

SDIC ESSENCE FUTURES

目录

引言	3
1 市场现状分析	4
1.1 指数已经回到甚至低于疫情发生之前	4
1.2 从下跌的幅度和时间长度来看熊市已到相对极端的位置	5
1.3 指数估值水平也进入较低的底部区间	6
2 期权波动率分析	7
2.1 波动率是期权的估值指标，随市场情绪的变化而变化	7
2.2 金融期权 IV 运行区间较往年明显下降	7
2.3 投资者信心减弱，期权 IV 处于低位，有较大上升空间	9
3 期权策略分析	10
3.1 谨慎乐观，方向偏多	10
3.2 沪深 300、创业板指更具配置价值	10
3.3 合理控制仓位买入远月虚值看涨	11
3.4 持有现货同时买入远月虚值看跌	11
3.5 卖出期权低价接货或者备兑增强	11

沈卓飞

期权高级分析师

从业资格证号：F3035508

投资咨询证号：Z0014628

个人简介：

国投安信研究院期权组组长，高级分析师，悉尼大学金融学学士，新南威尔士大学金融学硕士，负责研究院场内期权研究工作。7 年商品、金融期权研究经验，多次受邀参与交易所举办的期权推广活动并在《期货日报》、《中国证券报》等主流财经媒体上发表评论文章，多次为国内外大型实体企业及金融机构进行期权业务培训，积累了丰富的服务经验。

曾获得 2017 年大连商品交易所首届“十大期货投研团队期权组”评选第一名，2021-22 年度郑商所期权高级分析师，期货日报第十五、十六届中国最佳期货分析师评选最佳期权分析师，最佳宏观金融研究团队成员，2021-22 年度上海能源中心优秀原油产业服务团队成员。

摘要

市场现状分析：指数进入周期底部，潜在机遇大于风险

从下跌的幅度和时间长度来看，熊市已运行到相对极端的位置。多数金融指数已经回到甚至低于疫情发生之前，指数的滚动市盈率也处于近年来较低的区间，目前的潜在投资机遇显著大于风险。

期权隐波分析：期权隐波处于较低区间，买期权性价比升高

由于市场持续阴跌，投资者信心不足，金融期权隐波运行区间较往年明显回落。目前期权隐波处于短周期较低的位置，期权价格溢价较低，属于买期权性价比较高的时点。一旦明年经济有所回暖，市场企稳回升，投资者信心恢复，期权 IV 的运行中枢理应有所上升。

期权策略分析：谨慎乐观，期权策略以多头方向为主

指数处于周期底部，期权隐波也较低，买看涨期权是一个合理的可选项，可以尽量选择期限较长、流动性尚可的远月浅虚值看涨期权。从风险偏好程度和资金体量出发，持有现货同时买入远月虚值看跌也是较好的选择。如果认为当前指数反弹难以一蹴而就，更多处于边震荡边上涨的态势，卖出期权低价接货或者备兑增强也是可选的期权策略之一。

引言

悲观者正确，乐观者前行。用这句话形容当下的市场情况再合适不过。无论是从时间跨度还是下跌幅度，A 股这轮熊市都给投资者留下了深刻的印象。沪深 300 指数自 2021 年初见顶以来，已经连续 3 年下跌。大量偏股基金产生巨额回撤，新能源、光伏、医药等往日明星板块风光不在。在悲观者眼中，国内经济面临增速下滑、地产暴雷、居民杠杆过高、人口老龄化等一系列难以解决的问题，市场下行风险依然巨大。而在乐观者看来，经济困难会逐步缓解，权益市场接近下跌周期的底部，指数估值已到极低水平，权益市场何时触底反弹很难说，但目前的投资机遇显著大于风险。

报告倾向于以一个乐观者的态度看待市场，相信市场依然会遵循周期变化的规律。因为本质上越多投资者暂时退出市场，代表市场下行的力量越来越弱，所以从战略上来讲当前是较好的底部多头配置窗口期，而在战术层面可以结合市场情况选择恰当的期权策略来布局。当国内经济企稳复苏，市场由熊转牛，积极乐观者会获得丰厚的回报。

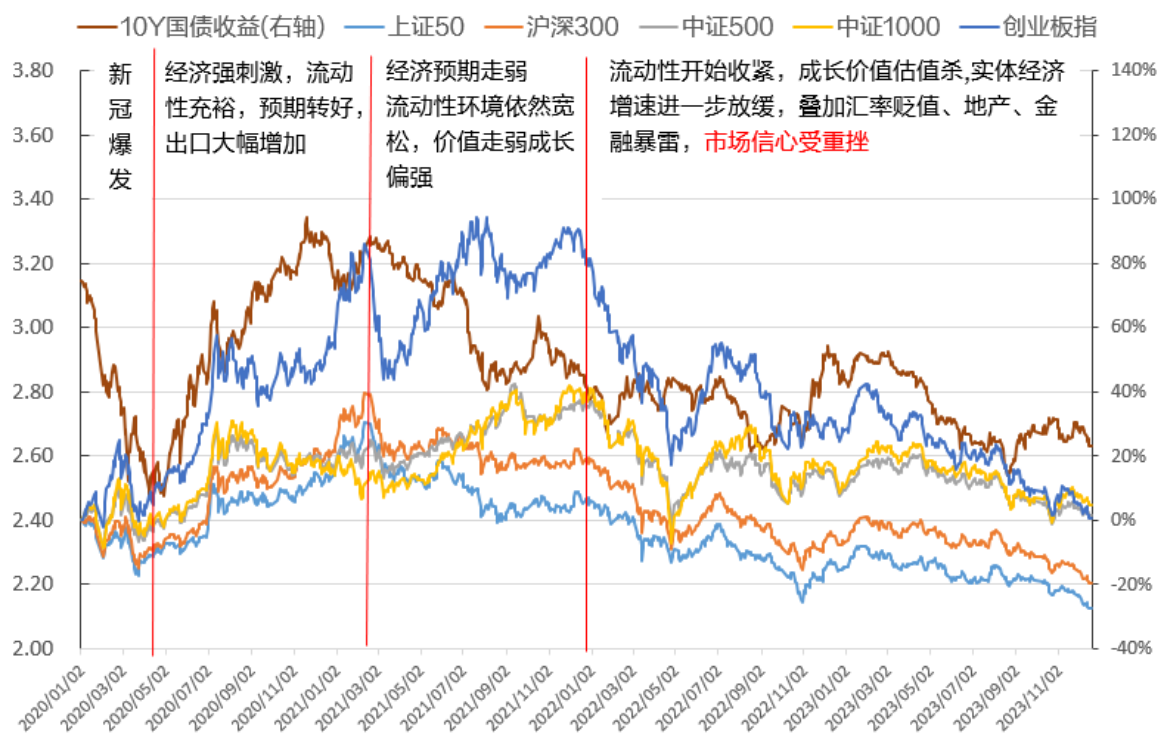
1 市场现状分析

1.1 指数已经回到甚至低于疫情发生之前

站在当下展望明年的金融期权投资策略，首先需要理清当前的市场情况，分析市场所处的位置，标的物的演化路径是期权策略能否成功的关键。目前场内挂牌的金融期权已经覆盖上证50、沪深300、中证500、中证1000、创业板指等众多宽基指数，市场环境的变化对指数的影响也不尽相同，梳理行情的演化能帮助我们更好的选择期权品种。

如果拉长视野，今年市场的表现仍属于后疫情时代的一种延伸。通过比较2020年以来不同指数的收益率变化，可以明显看出所列5个指数的收益率均回到甚至低于2020年疫情发生初期，沪深300和上证50指数的跌幅甚至超过20%。如果将近4年的行情看作一个涨跌的短周期，现在应该已到达周期的相对低点。

图1：2020年以来不同指数收益率变化



资料来源：Wind，国投安信期货

1.2 从下跌的幅度和时间长度来看熊市已到相对极端的位置

在这个周期中，20 至 21 年属于上涨阶段，发达经济体为了应对疫情的影响纷纷开启天量量化宽松，国内疫情迅速得到控制，出口大幅增加，经济快速恢复，估值扩张预期和资产盈利改善预期双双大幅上升，宽基指数收益率在 20 年均大幅上涨。触底反弹的 10 年期国债收益率也从侧面印证了经济增长预期较强的现象。21 年后经济快速增长的预期开始减弱，总市值占比更大的上证 50、沪深 300 开始走弱，而成长性预期更强，受估值扩张影响更大的创业板指、中证 500、1000 指数表现依然较强势。

权益市场在 21 年见顶，随后美联储开始急速加息，国内疫情复燃到后续的动态清零，实体经济增速进一步下滑，宏观流动性预期也同步收紧，市场开启全面下跌。22 年底随着疫情防控全面放开，市场预期改善，指数快速反弹，但反弹的脚步刚刚进入 23 年一季度就戛然而止。三年防控使国内经济的潜在问题加速暴露，地产、金融理财暴雷，企业收入锐减，内需大幅减弱，青年失业率快速上升，市场信心受重挫，股市延续下跌至今。虽然进入下半年出台多项支持政策，但政策是否产生效果还需要时间验证。以下跌时间来看，上证 50、沪深 300 指数此次下跌周期已接近 3 年。即便从 22 年初计算，各指数的下跌幅度也超过 25%，创业板指跌幅达到 44%。无论从各指数的下跌幅度还是下跌时间长度来看，本轮熊市已经走到相对极端的程度。

表 1：近 2 年以来不同指数下跌程度

项目	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000	创业板指
2022 年 1 月 1 日	3264	4918	7354	7983	3250
2023 年 12 月 15 日	2251	3329	5385	5857	1820
收益率	-31.0%	-32.3%	-26.8%	-26.6%	-44.0%

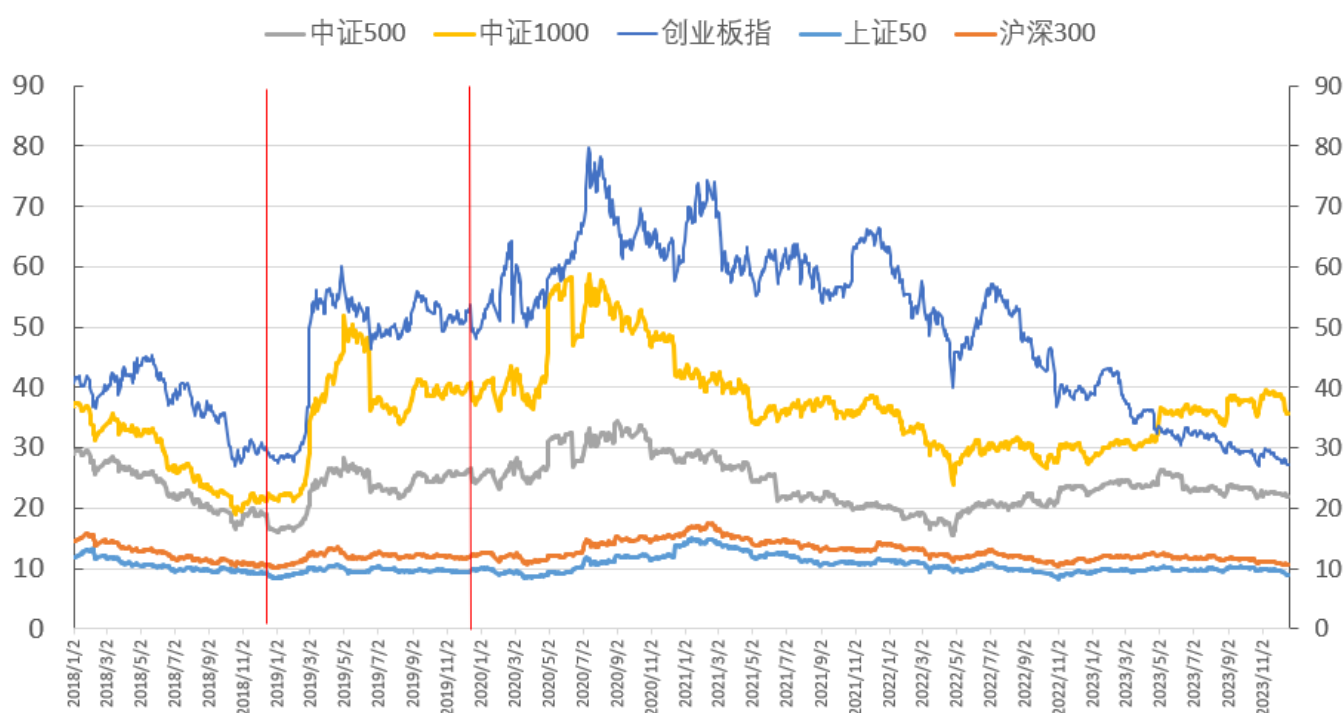
资料来源：Wind，国投安信期货

1.3 指数估值水平也进入较低的底部区间

底部周期何时结束很难预测，但较低的入场点位能保证有相应的安全边际，降低大幅亏损的概率。市盈率指标可以更清晰的展示市场目前的估值情况。通过 Wind 市盈率 TTM 观察，各指数的市盈率指标在 21 年前后达到最高点，随后持续下降与之前观察的指数走势大体一致。目前的估值水平基本回到或低于 2020 年初疫情爆发之前，甚至接近 2018 年底的情况。而 2018 年底是上一次权益市场的低点，从这个角度来看指数已处于较低的估值区间。

值得注意的是创业板指的市盈率指标大幅低于 2020 年初，因为今年创业板指下跌超 20%，是宽基指数中表现最差的。可能也和创业板指中第一大权重股（占比 15.75%）宁德时代的市盈率大幅缩水有关，在 2020 年 2 月宁德时代的市盈率接近 70 倍，而目前该指标只有 14.7。

图 2：2018 年以来指数市盈率 TTM 变化



资料来源：Wind，国投安信期货

表 2：指数市盈率 TTM 阶段变化

日期	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000	创业板指
2018 年 12 月 28 日	8.52	10.23	16.24	21.43	27.92
2020 年 2 月 3 日	8.89	11.21	23.08	36.23	50.96
2023 年 12 月 15 日	8.92	10.56	21.95	35.59	27.25

2 期权波动率分析

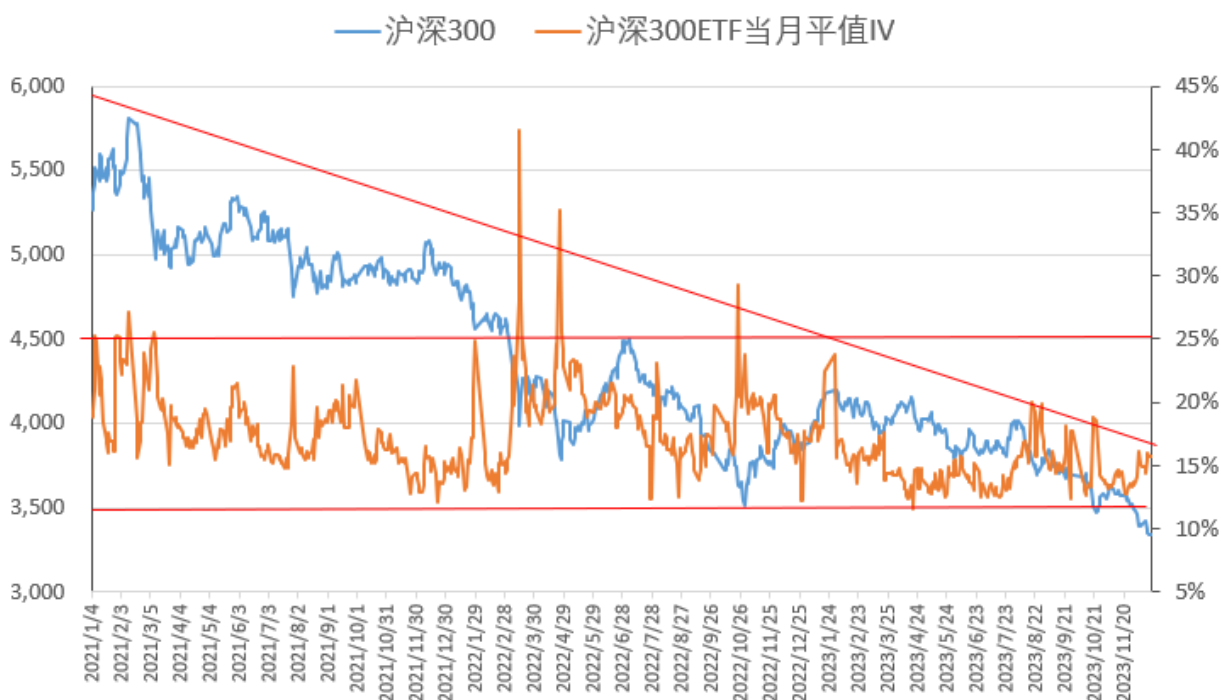
2.1 波动率是期权的估值指标，随市场情绪的变化而变化

制定期权策略时，对期权隐含波动率（下文以 IV 代指）的分析是十分必要的。期权 IV 相当于是期权的估值指标，IV 越高期权的价格相对越贵，代表买期权的投资者对后市的波动预期越大，愿意支付更多的溢价。期权 IV 也通过期权市场的供需情况，具象化反映当时的市场情绪，除了对期权的价格有很大的影响之外，对市场的走势有一定前瞻性的引领作用。例如当期权 IV 快速上升代表短期市场情绪出现恐慌或者亢奋。当期权 IV 过高时，如果投资者买入期权所承担的风险就更大，相对的当期权 IV 较低时，如果控制好仓位，即便看错所付出的代价也有限。

2.2 金融期权 IV 运行区间较往年明显下降

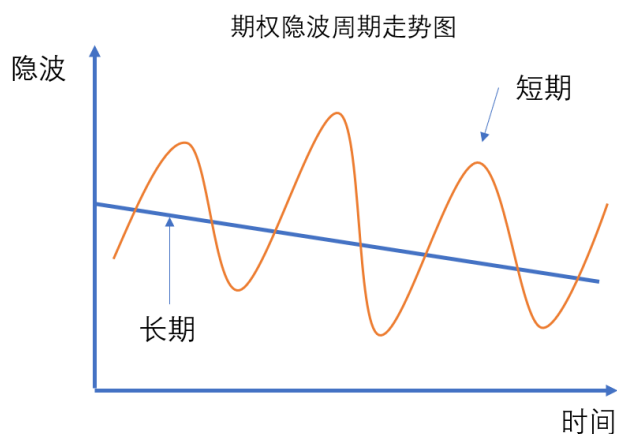
从整体市场来看，今年各金融期权的主力平值合约 IV 较 2021-2022 年有明显下降。以总市值占比较大，成交量较多的沪深 300ETF 期权为例，期权主力平值 IV 的振幅相较于前 2 年有明显下降。IV 均值和中位数从前 2 年的 17%-18%下降至 14%-15%左右，期权的日均成交量也从前 2 年的接近 200 万张下降至 124 万张左右。期权 IV 振幅较小的现象在 23 年上半年更为明显，而进入下半年由于出台的刺激政策越来越多，虽然没有扭转指数的走势，但是市场情绪有阶段性的变化，期权 IV 的振幅有所扩大。

图 3：沪深 300 指数与期权 IV 走势



资料来源：Wind，国投安信期货

图 4：期权隐波周期运行走势图



资料来源：Wind，国投安信期货

表 3：近 4 年沪深 300 期权 IV 与成交量变化

年份	IV 均值	IV 中位数	日均成交量 (万手)
2020	17.27%	16.87%	179.59
2021	17.76%	17.08%	192.61
2022	18.54%	18.58%	192.99
2023	14.94%	14.56%	124.15

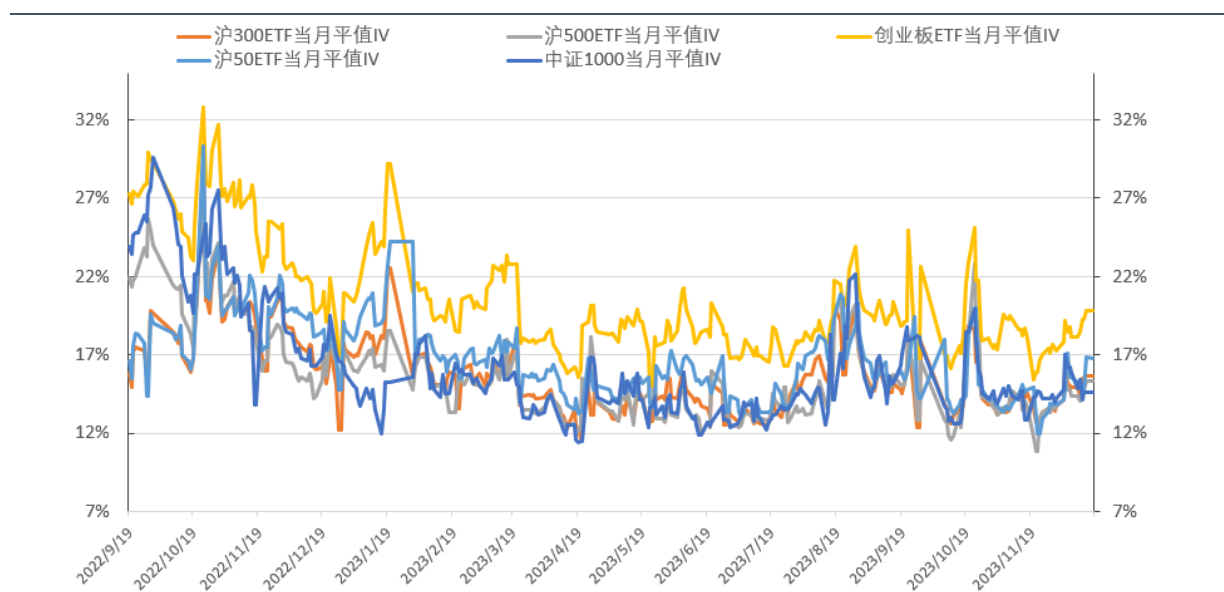
资料来源：Wind，国投安信期货

2.3 投资者信心减弱，期权 IV 处于低位，有较大上升空间

分析期权 IV 整体下降的原因，一方面由于疫情冲击和美联储加息的影响逐渐减弱，市场出现快速大涨大跌的现象减少。另一方面随着市场持续阴跌，投资者参与期权市场的热情有所减弱，部分投资者亏损出场后短期不再参与，买期权的需求边际减弱，迫使期权做市商竞争越发激烈只能不断降低期权报价。当然随着期权品种越来越多，可能也有一定的资金分流现象。如果从周期的角度思考期权 IV 运行的趋势，因为市场优胜劣汰的机制，期权 IV 运行的长期趋势应该是缓慢向下的，而短周期变化会随着投资者情绪的变化出现较大的波动。从目前的情况看，由于市场整体偏弱，投资者信心不足，期权成交量锐减，目前期权 IV 应该处于短周期较低的位置，期权报价的溢价较低，属于买期权性价比较高的时点。一旦明年经济有所回暖，市场企稳回升，投资者信心逐渐恢复，期权 IV 的运行中枢应该有所上升。

如果把观察的目标扩大到其余上市时间较长的指数期权，可以发现指数期权的 IV 走势有趋同的现象，整体变化的趋势比较一致，可能适用逻辑相似的策略。

图 5：金融指数期权 IV 变化趋同



资料来源：Wind，国投安信期货

3 期权策略分析

3.1 谨慎乐观，方向偏多

前文已经论述了无论是从下跌时间长度还是估值水平来看，目前的金融指数大概率是处于周期的底部区域，虽然指数何时触底反弹很难说，但目前的投资机遇显著大于风险。报告倾向于以乐观者的态度看待市场，相信市场依然会遵循周期变化的规律，认为目前是较好的底部多头配置窗口期，那么在选择期权策略时主要以不同种类的多头策略为主。报告将简要分析几种期权做多策略适用的场景和优缺点。

3.2 沪深 300、创业板指更具配置价值

选定了方向之后，就要选择期权的品种。在表 2 中，报告分别摘取了各指数不同日期的市盈率 TTM 指标。从这个指标来看上证 50、沪深 300、创业板指最新的市盈率 TTM 更接近 2018 年的时候，估值水平相对较低，而中证 500 和 1000 的情况更接近 2020 年 2 月的情况。与上证 50 金融股占比较高不同，沪深 300 涵盖的实体行业更多，更能反映真实的经济情况。所以品种上相对更加倾向于沪深 300 和创业板指，仓位可以对半分，覆盖的风格更广。当然从年初至今的表现来看，中证 500 和 1000 跌幅相对较小，不排除当下的市场环境在短期相对更青睐中小市值成分更高的中证 500 和 1000，也可选择一个进行布局。

表 2：指数市盈率 TTM 阶段变化

日期	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000	创业板指
2018 年 12 月 28 日	8.52	10.23	16.24	21.43	27.92
2020 年 2 月 3 日	8.89	11.21	23.08	36.23	50.96
2023 年 12 月 15 日	8.92	10.56	21.95	35.59	27.25

资料来源：Wind，国投安信期货

3.3 合理控制仓位买入远月虚值看涨

前面已分析目前期权 IV 应该处于短周期较低的位置，期权报价的溢价较低，属于买期权性价比较高的时点，而方向选择上主要以多头策略为主，买看涨期权是一个合理的可选项。虽然我们对明年指数的行情持乐观态度，但是明确的反弹时点和反弹幅度难以确定，而期权又属于消耗性金融工具，可以尽量选择期限较长、流动性尚可的远月浅虚值看涨期权。

目前创业板指 ETF 期权挂牌最远的月份是 24 年 6 月合约，期权 IV 在 20% 左右，浅虚值看涨期权价格在 600–1000 元左右，而沪深 300 可以选择有更远挂牌月份的沪深 300 股指期权，最远可以选择 24 年 9 月或 12 月的合约。对于买期权的建议是要控制好仓位，尽量选择一个即便看错损失也可接受的比例，例如 5%–10%。买期权属于价格波动比较大的操作，一旦遇到行情大幅上涨，同时期权 IV 快速上升的情况，也可将买看涨转为看涨价差策略。

3.4 持有现货同时买入远月虚值看跌

如果投资者风险偏好要求较高，不想承受较大的净值波动风险，也可以在配置创业板 ETF 和沪深 300ETF 现货的基础上，按照名义面值买入较远月份的浅虚值看跌期权。因为目前期权 IV 较低，最远月份的浅虚值看跌期权成本也就在 4%–5% 左右，并不是不可接受。这种方式适合资金体量较大，ETF 现货配置较多的投资者，如果是少量资金与买入虚值看涨区别不大。

3.5 卖出期权低价接货或者备兑增强

同样都是看多指数，另外一种流行的观点认为当前指数即便反弹也难以一蹴而就，更多处于边震荡边上涨的态势，可以配置沪深 300ETF 和创业板 ETF 现货并按月滚动卖出虚值 1–3 档的看涨期权做备兑策略，除了指数本身的上涨之外，每月有 1.5%–2.5% 的增强收益。如

果指数在短期反复磨底，相当于买了一个按月分红，不断降低持有成本的指数基金。不过这种策略一旦遇到指数快速反弹，将错失较多的潜在利润，尤其在牛短熊长的 A 股市场。可以分阶段使用，不过择时难度较大。

其次也可以按月卖出创业板 ETF 或沪深 300ETF 期权的浅虚值看跌期权，如果行情下跌可以直接考虑接 ETF 现货，相当于打折买现货。不过目前指数期权 IV 较低，卖出虚值看跌期权获得权利金较少，与备兑看涨一样，一旦指数快速反弹卖出期权获利有限，将错失较多的潜在利润。

【免责声明】

国投安信期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。

本报告仅供国投安信期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投安信期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

国投安信期货研究院

北京市

地 址：北京市西城区广安门外南滨河路 1 号高新大厦 12 层

上海市

地 址：上海市虹口区杨树浦路 168 号 17 楼

公共邮箱：gtaxinstitute@essence.com.cn

国投安信期货官方微信



国投安信期货 APP

