

兴证期货·研发产品系列

风格切换背景下的期权策略

2022 年 1 月 7 日 星期五

兴证期货·研发中心

内容提要

2021 年底至 2022 年初，两市风格发生了显著的变化，蓝筹股反弹，成长股连续大跌刺激市场短空效应。指数波动率增大，单一的方向策略的潜在风险上升。文章基于当前行情背景下，介绍了一种“比较确定”的高胜率策略——卖出虚值认购策略。

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

周立朝

从业资格编号：F03088989

联系人：周立朝

电话：0591-38117689

邮箱：zhoulc@xzfutures.com

报告目录

1. 风格切换背景下各指数表现.....	3
2. 指数相关性分析.....	4
3. 不确定背景下的“比较确定”策略.....	5
4. 总结.....	6

图表目录

图表 1: 近期各指数表现(2021-12-1 至 2022-1-5).....	3
图表 2: 50ETF 期权波动率期限结构.....	3
图表 3: 沪市 300ETF 期权波动率期限结构.....	4
图表 4: 指数相关性分析 (2017.1 至 2021.12)	4
图表 5: 卖出虚值认购损益图.....	5
图表 6: 卖出虚值认购损益情景.....	5

1. 风格切换背景下各指数表现

2021年12月份两市发生了显著的风格转换行情，从年初调整至四季度的一部分蓝筹股反弹上涨，前期估值泡沫得到充分消化是这部分蓝筹股反弹的前提条件，地产、银行、保险板块在政策维稳预期与资金避险需求的加持下，表现好于同期大盘指数。相比之下，前期估值泡沫较大的成长类板块在12月份跌幅普遍较大，最有代表性的是新能源板块，近一个多月的板块跌幅达到13.46%。岁末年初时窗口是主力资金腾挪换仓比较频繁的阶段，蓝筹与成长之间的风格切换加剧了各类指数的波动幅度。

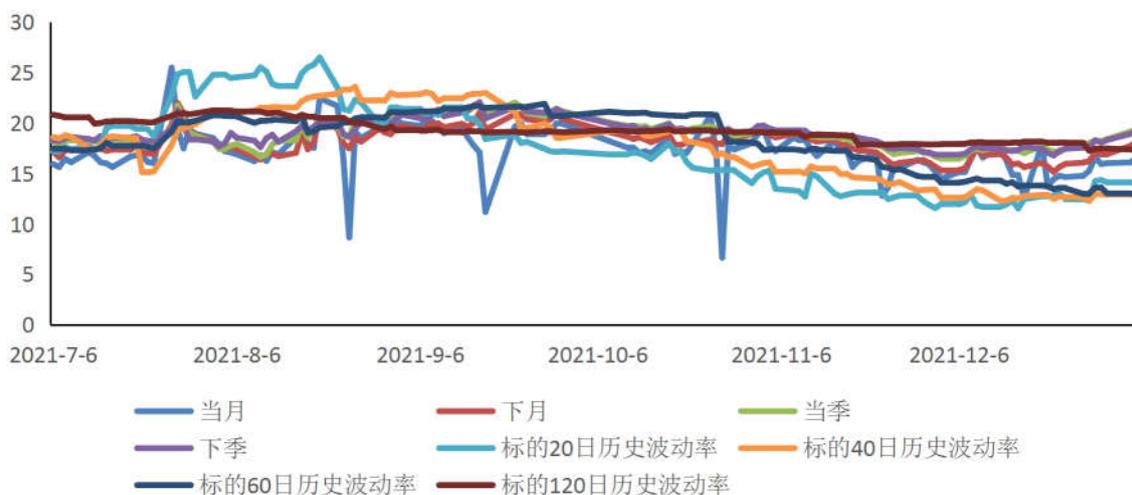
以50ETF与沪市300ETF为例，二者的波动率从9月份开始处在降波趋势中，在11月份处在波动率低值水平，12月初出现波动率拐点，走升波趋势。波动率上升的主要原因为两市风格切换加剧各类指数的涨跌幅度。往年的岁末年初时间窗口出现升波行情的概率非常大。

图表 1：近期各指数表现（2021-12-1 至 2022-1-5）

蓝筹类涨跌幅		成长类涨跌幅	
房地产	+8.49%	新能源汽车	-13.46%
银行	+2.13%	半导体	-8.41%
保险	+4.59%	芯片	-4.87%
消费100	-0.98%	光伏	-6.71%
上证50指数	+2.83%	科创50	-9.89%
沪深300指数	+0.78%	创业板指	-9.8%

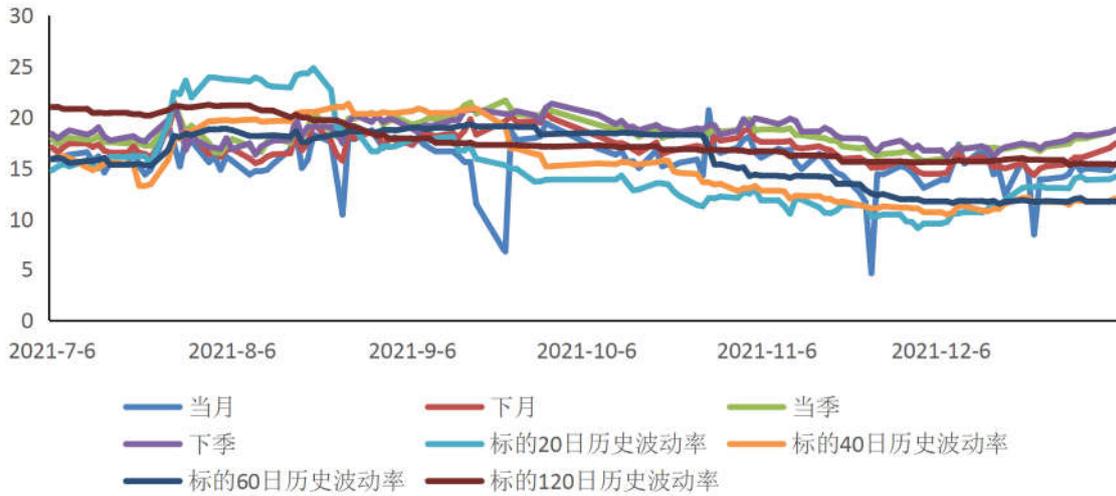
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 2：50ETF 期权波动率期限结构



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 3：沪市 300ETF 期权波动率期限结构



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 指数相关性分析

上证 50ETF 与价值风格类股票、基金的相关性更大，相关系数达到 0.926，因为上证 50 指数中，以大金融、大消费股为主；沪市 300ETF 与成长、平衡、价值三种风格的相关系数均在 0.9 以上，且与创业板指的相关性也达到 0.925，全面高于上证 50ETF。近期新能源为首的成长股连续大跌，沪市 300ETF 走势弱于上证 50ETF，地产、金融板块充当维稳指数的角色。

两市大小风格已然发生切换，成长股步入估值消化窗口期，与 2021 年蓝筹股的境遇类似，后市成长股短时间内反转难度很大，大强小弱将成为近期的主旋律，因此，在布局期权策略时，诸如卖出认购或者买入认沽的策略可以偏向 300ETF 期权作为选择。

图表 4：指数相关性分析（2017.1 至 2021.12）

	上证 50ETF	沪市 300ETF	中证 500ETF	成长风格型基金指数	平衡风格型基金指数	价值风格型基金指数	创业板指
上证 50ETF	1						
沪市 300ETF	0.97	1					
中证 500ETF	0.611	0.771	1				
成长风格型基金指数	0.875	0.954	0.827	1			
平衡风格型基金指数	0.902	0.967	0.804	0.996	1		
价值风格型基金指数	0.926	0.973	0.771	0.983	0.994	1	
创业板指	0.82	0.925	0.879	0.989	0.976	0.952	1

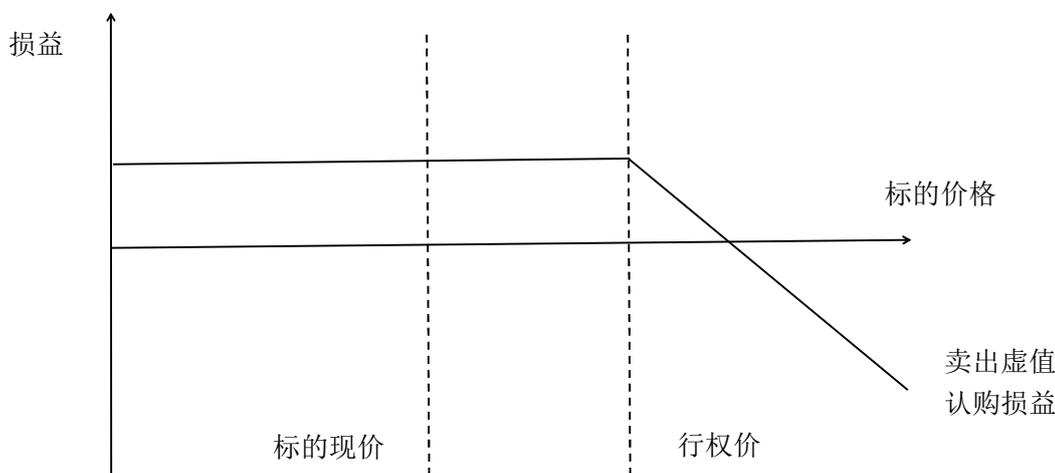
数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 不确定背景下的“比较确定”策略

自 2021 年 12 月份一波大涨转向连续下跌的行情之后，期权波动率相比 10 月、11 月时期上行，期权隐含波动率上行，指数升波预期强烈，市场参与者对于后市预期的不确定性加剧，主力资金调仓换股进一步加大了指数的波动。

在指数宽幅波动的行情中，风险与收益随着指数波动扩大而上升，单一的方向策略损益波动大。量化对冲策略对于广大个人投资者而言比较复杂。期权众多策略中，有一种胜率比较高的策略适合当前的行情——卖出虚值认购策略，即不看张策略，当到期时，期权标的价格没有突破虚值认购的行权价，可以获得权利金收益，或者尚未到期，也可止盈离场。

图表 5：卖出虚值认购损益图



图表 6：卖出虚值认购损益情景

卖出虚值认购	波动率上涨	波动率不变	波动率下跌
300ETF 上涨	很不利	不利	视标的涨幅而定
300ETF 不变	不利	不变	有利
300ETF 下跌	视波动率涨幅而定	有利	很有利

如果不考虑时间价值的影响，当标的下跌且波动率下跌时的情况，最有利于卖出虚值认购；反之，在指数大涨且波动率上涨的情况下，卖出虚值看涨期权最不利。通常在实盘行情中，时间价值也是一个重要的影响因子，时间价值的流失有利于卖出期权这一方。

卖出虚值认购最大的优势在于胜率高，在标的现价与行权价之间的间距就像是安全垫，在行权价之下，策略的安全系数较高。平值认购期权的 Delta 值接近 0.5，不考虑时间价值衰退的情况下，策略胜负各半，而虚值认购期权的 Delta 值小于 0.5，深度虚值的认购合约 Delta 值甚至低于 0.1，卖出深度虚值期权的胜率达到 90%以上（1-Delta 可以理解为不考虑时间价值前提下卖出虚值认购的胜率）。

当前大小风格行情发生了切换，地产联动大金融股表现优于成长股，受此影响，沪深 300ETF 连续下跌，期权隐含波动率一度大涨，技术形态上看，上方阻力大，适合以阻力价位作为卖出认购行权价的选择。指数空头主导隐含波动率的节奏，指数下跌隐波上升，指数反弹隐波下跌，因此，在现在这种不确定性较大的行情中，卖出虚值认购是一种胜率高的“比较确定”的策略。

4. 总结

2021 年底至 2022 年初，两市发生了显著的风格转换行情，地产、金融为首的蓝筹股反弹，新能源为首的成长股大跌，资金更加偏好具有安全边际的蓝筹股。由于主力资金腾挪换仓，加剧了指数的波动率，短线空头情绪上扬，50ETF 与 300ETF 连续走弱，期权隐含波动率一度大涨。基于标的弱势，空头主导隐波背景下，卖出虚值认购策略的最大优势为高胜率，此外，还受益于波动率回落与时间价值衰退，是一种“不确定行情”情况下的“比较确定策略”。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。