



2023年1月15日

保护性看跌策略领跑期权策略

张雪慧

投资咨询从业资格号：Z0015363

zhangxuehui022447@gtjas.com

张银

投资咨询从业资格号：Z0018397

zhangyin023941@gtjas.com

报告导读：

本周沪深 300 股指期权策略表现中，**保护性看跌策略**领跑期权策略，本周录得 0.97% 的收益。

本周上证 50ETF 期权策略表现中，**保护性看跌策略**领跑期权策略，本周录得 1.15% 的收益。

本周中证 1000 股指期权策略表现中，**卖出看跌策略**领跑期权策略，本周录得 0.62% 的收益。

注释 1：累计收益为自 2022 年 1 月 1 日至今的表现；

注释 2：每个策略中的每份仓位本金均为 2022 年 1 月 1 日与基准等市值的金额，即所有策略都不加杠杆，也不考虑组合保证金。

目录

1. 本周行情回顾.....	3
1.1 沪深 300 股指期权策略回顾.....	3
1.2 上证 50ETF 期权策略.....	4
1.3 中证 1000 股指期权策略.....	5
2. 策略具体描述.....	6
2.1 备兑开仓策略.....	6
2.2 卖出看跌策略.....	7
2.3 保护性看跌策略.....	7
2.4 领口策略.....	8
2.5 跨式统计套利策略.....	9
2.6 卖跨式策略.....	11
2.7 卖出最大持仓位宽跨式策略.....	12
2.8 牛市看涨价差策略.....	13
3. 风险提示.....	14

(正文)

1. 本周行情回顾

1.1 沪深 300 股指期权策略回顾

以下策略基于沪深 300 股指、沪深 300 股指期货主力合约(IF.CFE)和沪深 300 股指期权，对基准（沪深 300 股指期货主力合约）用备兑开仓、卖出看跌、保护性看跌、领口、跨式统计套利、卖跨式、卖出最大持仓位宽跨式、牛市看涨价差这八个市场常用策略进行回测跟踪，回测结果如下表所示，关于策略描述请看后文介绍。

注释 1：其中累计收益为自 2022 年 1 月 1 日至今的表现；

注释 2：每个策略中的每份仓位本金均为 2022 年 1 月 1 日与基准等市值的金额，即所有策略都不加杠杆，也不考虑组合保证金。

表 1：期权策略在沪深 300 股指期权市场上的表现

策略类型_IF.CFE	本周收益	累计收益	最大回撤	收益波动率
基准	2.03%	-14.49%	25.68%	20.51%
备兑	0.9%	-4.64%	10.72%	8.5%
卖看跌	0.59%	-6.32%	15.21%	15.1%
保护性看跌	0.97%	-8.1%	11.72%	5.54%
领口	0.57%	-3.66%	6.4%	2.9%
跨式统计套利	0.1%	0.89%	1.08%	1.46%
卖跨式	0.02%	1.66%	2.41%	2.1%
卖出最大持仓位宽跨式	0.02%	0.32%	2.52%	2.42%
牛市看涨价差	0.6%	-2.05%	3.97%	1.76%

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

本周策略表现中，保护性看跌策略领跑期权策略，本周录得 0.97% 的收益。本周标的指数上涨，偏度为正，看跌期权的跌幅相对标的和看涨期权的涨幅均较小，去杠杆后保护性看跌策略表现最佳。

2022 年 1 月初至今，卖跨式表现最佳。回测结果显示，卖跨式录得 1.66% 收益，超过基准收益和跨式统计套利策略，但卖权策略相对跨式统计套利策略的回撤和波动较大。

从三个期权套保策略——备兑、保护性看跌、领口策略的最大回撤数据来看，基准的最大回撤为 25.68%，备兑策略的最大回撤为 10.72%，保护性看跌策略的最大回撤为 11.72%，领口策略的最大回撤为 6.4%，这三个期权套保策略均能有效降低基准的回撤。

从三个期权波动率交易策略来看，跨式统计套利和卖跨式策略以及卖出最大持仓位宽跨式策略由于在隐含波动率的群聚性维度额外增加了阈值限制，有效降低了策略的回撤，在累计收益上分别录得 0.89% 和 1.66% 以及 0.32% 的收益。

对比两个做空波动率的策略，在波动率表现较为平稳的行情中，卖跨式策略相对卖出最大持仓位宽跨式策略有更大的 Theta 值，能获得更高收益。

从期权趋势策略上来看，牛市看涨价差策略收益强于基准，为 -2.05%，并且在最大回撤上也相对降低了 21.71%。因为牛市价差策略能规避尾部风险，在下跌行情中降低亏损。

1.2 上证 50ETF 期权策略

以下策略基于 50ETF 和 50ETF 期权，对基准（50ETF）用备兑开仓、卖出看跌、保护性看跌、领口、跨式统计套利、卖跨式、卖出最大持仓位宽跨式、牛市看涨价差这八个市场常用策略进行回测跟踪，具体回测结果如下表所示，关于策略描述请看后文介绍。

注释 1：其中累计收益为自 2022 年 1 月 1 日至今的表现；

注释 2：每个策略中的每份仓位本金均为 2022 年 1 月 1 日与基准等市值的金额，即所有策略都不加杠杆，也不考虑组合保证金。

表 2：期权策略在上证 50ETF 期权市场上的表现

策略类型_510050	本周收益	累计收益	最大回撤	收益波动率
基准	2.31%	-12.57%	28.15%	20.22%
备兑	1.13%	-5.47%	13.36%	8.95%
卖看跌	0.47%	-9.12%	17.03%	13.87%
保护性看跌	1.15%	-7.49%	14.67%	8.1%
领口	0.75%	-4.45%	9.3%	5.02%
跨式统计套利	0.1%	-1.54%	2.71%	2.03%
卖跨式	0.1%	0.79%	1.95%	2.17%
卖出最大持仓位宽跨式	-0.19%	1.41%	0.96%	1.76%
牛市看涨价差	0.88%	-2.26%	6.13%	4.1%

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

本周策略表现中，保护性看跌策略领跑期权策略，本周录得 1.15% 的收益。本周标的指数上涨，偏度为正，看跌期权的跌幅相对标的和看涨期权的涨幅均较小，去杠杆后保护性看跌策略表现最佳。

2022 年 1 月初至今，卖出最大持仓位宽跨式策略表现最佳。回测结果显示，卖出最大持仓位宽跨式策略录得 1.41% 收益，而作为基准的 50ETF 收益为 -12.57%。主要原因是 2022 年以来波动率相对较低，但又有事件型升波情况出现，所以存在一些卖波的建仓机会，且卖出最大持仓位宽跨式的回撤风险相对卖跨式较低，因此累积到更高收益。

从三个期权套保策略——备兑、保护性看跌、领口策略的最大回撤数据来看，基准的最大回撤为 28.15%，备兑策略的最大回撤为 13.36%，保护性看跌策略的最大回撤为 14.67%，领口策略的最大回撤为 9.3%，这三个期权套保策略均起到降低回撤的作用。

从三个期权统计套利策略来看，跨式统计套利和卖跨式策略以及卖出最大持仓位宽跨式策略由于在隐含波动率的群聚性维度额外增加了阈值限制，有效降低了策略的回撤，在累计收益上分别录得 -1.54% 和 0.79% 以及 1.41% 的收益。

对比两个做空波动率的策略，卖出最大持仓位宽跨式策略在 50ETF 期权上表现相对卖跨式策略较好，最大回撤也相对较小。

从期权趋势策略上来看，牛市看涨价差策略整体收益强于基准，为 -2.26%，最大回撤相对基准降低了 22.02%，原因是牛市价差策略能规避尾部风险，在下跌行情中降低亏损。

1.3 中证 1000 股指期权策略

以下策略基于中证 1000 股指、中证 1000 股指期货主力合约(IM.CFE)和中证 1000 股指期权，对基准（中证 1000 股指期货主力合约）用备兑开仓、卖出看跌、保护性看跌、领口、跨式统计套利、卖跨式、卖出最大持仓位宽跨式、牛市看涨价差这八个市场常用策略进行回测跟踪，回测结果如下表所示，策略具体参数设置与沪深 300 股指期权保持一致。

注释 1：其中累计收益为自 2022 年 7 月 22 日至今的表现；

注释 2：每个策略中的每份仓位本金均为 2022 年 7 月 22 日与基准等市值的金额，即所有策略都不加杠杆，也不考虑组合保证金。

表 3：期权策略在中证 1000 股指期权市场上的表现

策略类型_IF.CFE	本周收益	累计收益	最大回撤	收益波动率
基准	0.53%	-2.36%	16.22%	20.4%
备兑	0.28%	0.32%	7.7%	9.02%
卖看跌	0.62%	-0.96%	14.96%	15.61%
保护性看跌	0.16%	-1.31%	4.51%	5.87%
领口	0.12%	0.13%	2.01%	3.05%
跨式统计套利	0.0%	0.97%	0.76%	1.49%
卖跨式	0.27%	1.67%	1.99%	2.8%
卖出最大持仓位宽跨式	0.14%	1.03%	2.49%	3.15%
牛市看涨价差	-0.06%	0.28%	1.29%	2.27%

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

本周策略表现中，卖出看跌策略领跑期权策略，本周录得 0.62% 的收益。本周标的指数震荡小幅收涨，偏度由负转正，卖看跌策略表现最佳。

上市至今，卖跨式策略表现最佳，录得 1.67% 收益，超过基准收益，但回撤与波动相对跨式统计套利策略较高。

从三个期权套保策略——备兑、保护性看跌、领口策略的最大回撤数据来看，基准的最大回撤为 16.22%，备兑策略的最大回撤为 7.7%，保护性看跌策略的最大回撤为 4.51%，领口策略的最大回撤为 2.01%，这三个期权套保策略均能有效降低基准的回撤。

从三个期权波动率交易策略来看，跨式统计套利和卖跨式策略以及卖出最大持仓位宽跨式策略由于在隐含波动率的群聚性维度额外增加了阈值限制，有效降低了策略的回撤，在累计收益上分别录得 0.97% 和 1.67% 以及 1.03% 的收益。

对比两个做空波动率的策略，中证 1000 股指期权的卖出宽跨式策略收益波动更大，说明该品种上最大持仓位的支撑阻力作用不明显。

从期权趋势策略上来看，牛市看涨价差策略收益强于基准，为 0.28%，并且在最大回撤上也相对降低了 14.93%。因为牛市价差策略能规避尾部风险，在下跌行情中降低亏损。

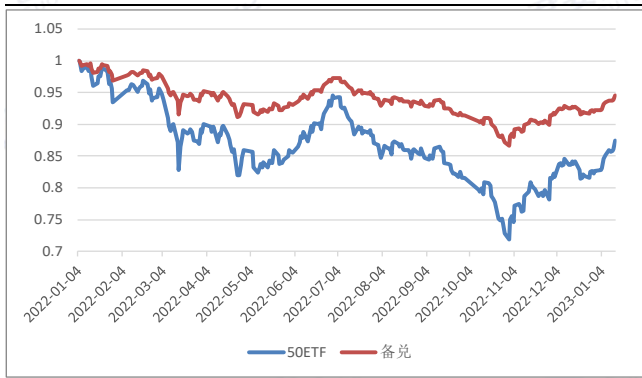
2. 策略具体描述

2.1 备兑开仓策略

策略简介：备兑开仓策略通常是为了增强收益，为海外共同基金常用的经典交易策略。该交易策略中卖出看涨期权的增益主要体现在标的资产处于震荡或是下跌行情当中。根据海外市场经验来看，该策略长期具有一定的增益效果，最为突出的是 CBOE 推出的标普 500 股指期货构建的 BXM 指数。投资者在持有现货，预期未来标的处于小涨或不涨的格局时，通过备兑开仓策略来降低持仓成本，增强持股收益。由于备兑开仓策略使用全额标的证券做担保，因此无需缴纳额外资金作为保证金。

策略构建：备兑看涨策略构成是买入 1 份 50ETF 的同时，卖出 1 份 10%虚值最近一档行权价的标准看涨期权(合约乘数为 10000)，约虚值 3 档，期权的手续费加滑点设置为 5 元/张，期权到期日前 1 天进行策略换月操作。

图 1：上证 50ETF 期权备兑开仓策略回测净值



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

表 4：上证 50ETF 期权备兑开仓策略表现

策略类型	基准	备兑开仓
上周收益	2.31%	1.13%
累计收益	-12.57%	-5.47%
最大回撤	28.15%	13.36%
收益波动率	20.22%	8.95%

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

策略构建：备兑看涨策略构成是买入 1 份沪深 300 股指期货主力合约的同时，卖出 3 份 4%虚值最近一档行权价的看涨期权，约虚值 3 档，期权的手续费加滑点设置为 35 元/手，期权到期日前 1 天进行策略换月操作。

图 2：沪深 300 股指期货期权备兑开仓策略回测净值



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

表 5：沪深 300 股指期货期权备兑开仓策略表现

策略类型	基准	备兑开仓
上周收益	2.03%	0.9%
累计收益	-14.49%	-4.64%
最大回撤	25.68%	10.72%
收益波动率	20.51%	8.5%

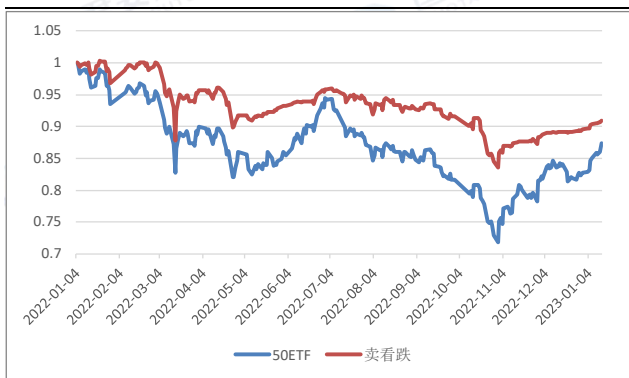
资料来源：Wind、国泰君安期货研究

2.2 卖出看跌策略

策略简介：卖出看跌期权策略是一个单方向的卖方策略，会受到行情下跌和波动率上涨的两个维度的干扰。该交易策略中卖出看跌期权的增益主要体现在标的资产处于震荡或是上涨行情当中。投资者一般是在行情平稳或不会大跌的情况下，通过卖出看跌期权获取权利金收入，用于投资货币市场。例如海外的 CBOE S&P 500 Put Write 指数，就是卖出一个月到期的 S&P 500 指数平值认沽期权，再将现金投资于一个月和三个月短期国债（货币市场），卖出认沽的数量根据实际情况会有所调整。作为期权卖方单腿策略，卖出看跌期权需要缴纳一定比例的保证金。

策略构建：卖出看跌期权策略的构成是卖空平值标准看跌期权（合约乘数为 10000），期权的手续费加滑点设置为 5 元/张，期权到期日前 1 天进行策略换月操作。

图 3：上证 50ETF 期权卖出看跌策略回测净值



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

表 6：上证 50ETF 期权卖出看跌策略表现

策略类型	基准	卖出看跌
上周收益	2.31%	0.47%
累计收益	-12.57%	-9.12%
最大回撤	28.15%	17.03%
收益波动率	20.22%	13.87%

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

策略构建：卖出看跌期权策略的构成是卖空平值看跌期权，期权的手续费加滑点设置为 35 元/手，期权到期日前 1 天进行策略换月操作。

图 4：沪深 300 股指期货期权卖出看跌策略回测净值



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

表 7：沪深 300 股指期货期权卖出看跌策略表现

策略类型	基准	卖出看跌
上周收益	2.03%	0.59%
累计收益	-14.49%	-6.32%
最大回撤	25.68%	15.21%
收益波动率	20.51%	15.1%

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

2.3 保护性看跌策略

策略简介：期权保护性看跌策略是属于保护型对冲策略，投资者预期标的资产会上涨想买入持有，或是在已经持有标的 ETF 现货想保留上行收益，又担心买了之后市场下行，就可构建保护性看跌策略。该策略的特点是在市场下行时为投资者对冲风险，市场上行时候投资者仍能享受部分收益。使用该策略时，投

投资者需要在保险效用与保险成本之间做相应的权衡，同时还需要考虑市场趋势及购买保险的目的进行选择合适的行权价位。

策略构建：保护性看跌策略的构成是在投资者购买 1 份 50ETF 的同时，买入 1 份 10% 虚值最近一档行权价的标准看跌期权(合约乘数为 10000)，约虚值 3 档，期权的手续费加滑点设置为 5 元/张，期权到期日前 1 天进行策略换月操作。

图 5：上证 50ETF 期权保护性看跌策略回测净值



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

表 8：上证 50ETF 期权保护性看跌策略表现

策略类型	基准	保护性看跌
上周收益	2.31%	1.15%
累计收益	-12.57%	-7.49%
最大回撤	28.15%	14.67%
收益波动率	20.22%	8.1%

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

策略构建：保护性看跌策略的构成是在投资者购买 1 份沪深 300 股指期货主力合约的同时，买入 3 份 4% 虚值最近一档行权价的看跌期权，约虚值 3 档，期权的手续费加滑点设置为 35 元/手，期权到期日前 1 天进行策略换月操作。

图 6：沪深 300 股指期货期权保护性看跌策略回测净值



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

表 9：沪深 300 股指期货期权保护性看跌策略表现

策略类型	基准	保护性看跌
上周收益	2.03%	0.97%
累计收益	-14.49%	-8.1%
最大回撤	25.68%	11.72%
收益波动率	20.51%	5.54%

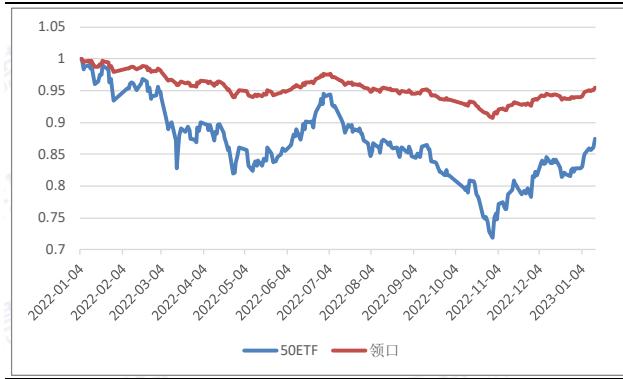
资料来源：Wind、国泰君安期货研究

2.4 领口策略

策略简介：领口策略属于偏中性策略，是备兑策略和保护性看跌策略的结合，该策略为海外基金常用的期权套保策略之一，买入看跌期权在一定程度上可以为投资者提供尾部风险管理保护，但是套保成本整体偏高，卖出看涨则通过损失部分上行收益来达到降低套保成本的目的。

策略构建：领口策略的构成是持有 1 份 50ETF 并且同时买入 1 份 10% 虚值最近一档行权价的标准看跌期权(合约乘数为 10000)和卖出 1 份 10% 虚值最近一档行权价的标准看涨期权(合约乘数为 10000)，约虚值 3 档，每张期权的手续费加滑点设置为 5，提前 1 天换月。其中买入看跌期权为股票下行提供保护，而卖出看涨期权则收取权利金从而降低该策略的成本。

图 7：上证 50ETF 期权领口策略回测净值



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

表 10：上证 50ETF 期权领口策略表现

策略类型	基准	领口
上周收益	2.31%	0.75%
累计收益	-12.57%	-4.45%
最大回撤	28.15%	9.3%
收益波动率	20.22%	5.02%

资料来源：国泰君安期货研究

策略构建：领口策略的构成是持有 1 份沪深 300 股指期货主力合约并且同时买入 3 份 4%虚值最近一档行权价的看跌期权和卖出 3 份 4%虚值最近一档行权价的看涨期权，约虚值 3 档，每张期权的手续费加滑点设置为 35 元/手，提前 1 天换月。其中买入看跌期权为标的下行提供保护，而卖出看涨期权则收取权利金从而降低该策略的成本。

图 8：沪深 300 股指期货领口策略回测净值



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

表 11：沪深 300 股指期货领口策略表现

策略类型	基准	领口
上周收益	2.03%	0.57%
累计收益	-14.49%	-3.66%
最大回撤	25.68%	6.4%
收益波动率	20.51%	2.9%

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

2.5 跨式统计套利策略

策略简介：隐含波动率与历史波动率之间有着相互回归的关系，它们的差值也是存在均值回归的特性的，因此可以通过参考两者之间的差值来判断隐含波动率未来的走势。当两者差值（隐含波动率减去历史波动率）过大时，未来可能会面临隐含波动率的回落，也可能面临历史波动率的上升，因此还需要判断两种情况出现的概率。由于隐含波动率还具有群聚性，因此当隐含波动率处于快速上升趋势中，在未来一段时间仍然可能维持这一能量冲击继续上升。因此在这种情况下，未来更可能是历史波动率向隐含波动率靠拢，此时需要避免进行做空隐含波动率的操作进行风险控制。

策略构建：跨式策略是用于交易波动率最常用的策略，因此我们利用跨式做多或做空隐含波动率。由于平值跨式策略同时买入或卖出相同行权价位的标准看涨(合约乘数为 10000)和标准看跌期权(合约乘数为 10000)，因此在方向上进行了中性对冲，能够尽可能减小行情趋势变动上对策略的影响。通过对比平值期权隐含波动率和历史波动率的大小，根据差值预判合约整体的隐含波动率走势，当隐含波动率减去历史波动率的差大于 1.5%时，预期期权的隐含波动会下降，此时做空波动率；当隐含波动率减去历史波动率的差小于 -1.5%时，预期期权的隐含波动会上升，此时做多波动率。期权的手续费加滑点设置为 5 元/

张，期权到期日前 1 天进行策略换月操作。考虑到隐含波动率的群聚性，因此如果当天的隐含波动率相对前一交易日的变化率大于 10% 时，预计下一交易日隐含波动率可能继续走高，此时平仓。

图 9：上证 50ETF 期权跨式统计套利策略回测净值



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

表 12：上证 50ETF 期权跨式统计套利策略表现

策略类型	基准	跨式统计套利
上周收益	2.31%	0.1%
累计收益	-12.57%	-1.54%
最大回撤	28.15%	2.71%
收益波动率	20.22%	2.03%

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

策略构建：跨式策略是用于交易波动率最常用的策略，因此我们利用跨式做多或做空隐含波动率。由于平值跨式策略同时买入或卖出相同行权价位的看涨和看跌期权，因此在方向上进行了中性对冲，能够尽可能减小行情趋势变动上对策略的影响。通过对比平值期权隐含波动率和历史波动率的大小，根据差值预判合约整体的隐含波动率走势，当隐含波动率减去历史波动率的差大于 3% 时，预期期权的隐含波动会下降，此时做空波动率；当隐含波动率减去历史波动率的差小于 -3% 时，预期期权的隐含波动会上升，此时做多波动率。期权的手续费加滑点设置为 35 元/手，期权到期日前 1 天进行策略换月操作。考虑到隐含波动率的群聚性，因此如果当天的隐含波动率相对前一交易日的变化率大于 10% 时，预计下一交易日隐含波动率可能继续走高，此时平仓。

图 10：沪深 300 股指期权跨式统计套利策略回测净值



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

表 13：沪深 300 股指期权跨式统计套利策略表现

策略类型	基准	跨式统计套利
上周收益	2.03%	0.1%
累计收益	-14.49%	0.89%
最大回撤	25.68%	1.08%
收益波动率	20.51%	1.46%

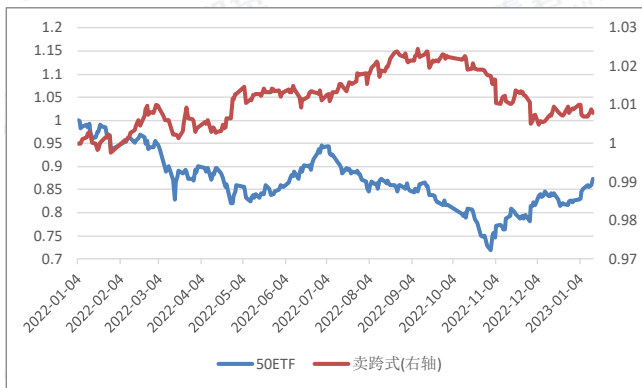
资料来源：Wind、国泰君安期货研究

2.6 卖跨式策略

策略简介：卖跨式策略是一个做空波动率的策略。卖跨式策略在构建时是风险中性的策略，通过同时卖出相同月份相同数量的平值看涨期权和平值看跌期权保持 Delta 值为 0。另外，因为平值期权合约的 Vega 值最大，所以当波动率下行时，卖出平值跨式期权能够获得最大的收益。但是随着标的价格的变动，卖跨式组合的 Delta 值发生变化，并且由于持有的是负 Gamma 值，所以标的价格的变动会导致相应的损失。

策略构建：卖出平值看涨期权(合约乘数为 10000)，同时卖出同一月份的平值看跌期权(合约乘数为 10000)构建卖跨式组合，期权的手续费加滑点设置为 5 元/张，期权到期日前 1 天进行策略换月操作。由于平值价位会随着市场情绪的改变而改变，因此在平值价位改变时需要进行换仓操作。除此之外，当期权主力合约变化时，需要换仓到新的主力合约。考虑到隐含波动率的群聚性，因此如果当天的隐含波动率相对前一交易日的变化率大于 10%时，预计下一交易日隐含波动率可能继续走高，此时平仓。

图 11：上证 50ETF 期权卖跨式策略回测净值



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

表 14：上证 50ETF 期权卖跨式策略表现

策略类型	基准	卖跨式
上周收益	2.31%	0.1%
累计收益	-12.57%	0.79%
最大回撤	28.15%	1.95%
收益波动率	20.22%	2.17%

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

策略构建：卖出平值看涨期权，同时卖出同一月份的平值看跌期权构建卖跨式组合，期权的手续费加滑点设置为 35 元/手，期权到期日前 1 天进行策略换月操作。由于平值价位会随着市场情绪的改变而改变，因此在平值价位改变时需要进行换仓操作。除此之外，当期权主力合约变化时，需要换仓到新的主力合约。考虑到隐含波动率的群聚性，因此如果当天的隐含波动率相对前一交易日的变化率大于 10%时，预计下一交易日隐含波动率可能继续走高，此时平仓。

图 12：沪深 300 股指期货期权卖跨式策略回测净值



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

表 15：沪深 300 股指期货期权卖跨式策略表现

策略类型	基准	卖跨式
上周收益	2.03%	0.02%
累计收益	-14.49%	1.66%
最大回撤	25.68%	2.41%
收益波动率	20.51%	2.1%

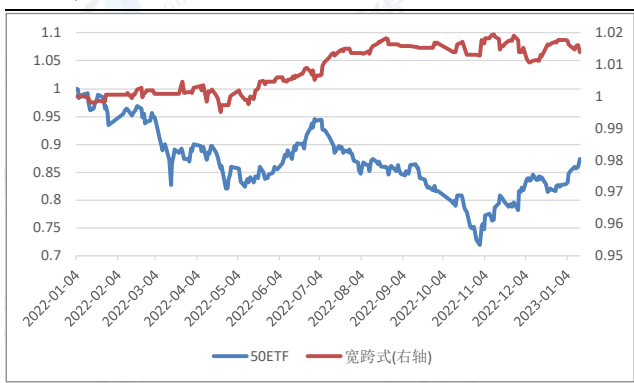
资料来源：Wind、国泰君安期货研究

2.7 卖出最大持仓位宽跨式策略

策略简介：由于期权卖方需要更大的资金规模与更强的风险管理能力，所以相较于期权买方来说，期权的卖方更可能是专业能力更强的机构投资者。因此，站在期权卖方的角度来理解的话，如果大部分投资者愿意卖出并持有某个价位的看涨或看跌期权，那么这些投资者应该认为标的资产很难突破这个价位，作为期权卖方就可以比较稳定的获取时间流逝带来的价值收益。当标的价格在最大持仓价位之间时，可以把看涨期权最大持仓量所在的行权价位看作大部分期权投资者认为的标的资产压力位，把看跌期权的最大持仓量所在的行权价位看作大部分期权投资者认为的标的资产支撑位，以此为策略点位的判定方法，构造相对应的卖出宽跨式期权组合。

策略构建：卖出最大持仓价位的标准看涨期权(合约乘数为 10000)，同时卖出同一月份的最大持仓价位的标准看跌期权(合约乘数为 10000)构建卖出宽跨式组合，期权的手续费加滑点设置为 5 元/张，期权到期日前 1 天进行策略换月操作。由于最大持仓价位会随着市场情绪的改变而改变，因此在最大持仓位改变时需要进行换仓操作。例如，2020 年 7 月 9 日，上证 50ETF 看跌期权的最大持仓价位从 3.0 转移到 2.9，意味着投资者对支撑位进一步看低。为了匹配市场情绪，当最大持仓价位变化时，在期权策略上也需要做出仓位调整，需要调整相对应那条腿的行权价位，即把原本持有的行权价为 3.0 的看跌期权平仓，更换成卖出行权价为 2.9 的看跌期权，另一条腿卖出行权价为 3.5 的看涨期权维持不变。除此之外，当期权主力合约变化时，需要换仓到新的主力合约。考虑到隐含波动率的群聚性，因此如果当天的隐含波动率相对前一交易日的变化率大于 10% 时，预计下一交易日隐含波动率可能继续走高，此时平仓。

图 13: 上证 50ETF 期权卖出最大持仓位宽跨式策略回测净值



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

表 16: 上证 50ETF 期权卖出最大持仓位宽跨式策略表现

策略类型	基准	卖出最大持仓位宽跨式
上周收益	2.31%	-0.19%
累计收益	-12.57%	1.41%
最大回撤	28.15%	0.96%
收益波动率	20.22%	1.76%

资料来源: Wind、国泰君安期货研究

策略构建：卖出最大持仓价位的看涨期权，同时卖出同一月份的最大持仓价位的看跌期权构建卖出宽跨式组合，期权的手续费加滑点设置为 35 元/手，期权到期日前 1 天进行策略换月操作。由于最大持仓价位会随着市场情绪的改变而改变，因此在最大持仓位改变时需要进行换仓操作。例如，2020 年 2 月 20 日，沪深 300 股指看跌期权的最大持仓价位从 3800 转移到 3600，意味着投资者对支撑位进一步看低。为了匹配市场情绪，当最大持仓价位变化时，在期权策略上也需要做出仓位调整，需要调整相对应那条腿的行权价位，即把原本持有的行权价为 3800 的看跌期权平仓，更换成卖出行权价为 3600 的看跌期权，另一条腿卖出行权价为 4200 的看涨期权维持不变。除此之外，当期权主力合约变化时，需要换仓到新的主力合约。考虑到隐含波动率的群聚性，因此如果当天的隐含波动率相对前一交易日的变化率大于 10% 时，预计下一交易日隐含波动率可能继续走高，此时平仓。

图 14: 沪深 300 股指期货期权卖出最大持仓位宽跨式策略回测净值



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

表 17: 沪深 300 股指期货期权卖出最大持仓位宽跨式策略表现

策略类型	基准	卖出最大持仓位宽跨式
上周收益	2.03%	0.02%
累计收益	-14.49%	0.32%
最大回撤	25.68%	2.52%
收益波动率	20.51%	2.42%

资料来源: Wind、国泰君安期货研究

2.8 牛市看涨价差策略

策略简介: 牛市看涨价差策略, 是在买入低行权价格的看涨期权的基础上, 为了降低买入成本和盈亏平衡点, 再卖出高行权价格的看涨期权构成的, 本质上是一个低成本的买入看涨策略。牛市看涨期权价差主要运用在: 预测标的价格将在短期内温和上涨且隐含波动率处于低位时。由于头寸在 Vega 上正向暴露, 因此适合在波动率处于低位且预期要上涨时。

策略构建: 牛市看涨期权价差策略的构建是买入平值看涨期权, 并卖出 10%虚值最近一档行权价的标准看涨期权(合约乘数为 10000), 约虚值 3 档, 期权的手续费加滑点设置为 5 元/张, 期权到期日前 1 天进行策略换月操作。

图 15: 上证 50ETF 期权牛市看涨价差策略回测净值



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

表 18: 上证 50ETF 期权牛市看涨价差策略表现

策略类型	基准	牛市看涨价差
上周收益	2.31%	0.88%
累计收益	-12.57%	-2.26%
最大回撤	28.15%	6.13%
收益波动率	20.22%	4.1%

资料来源: Wind、国泰君安期货研究

策略构建: 牛市看涨期权价差策略的构建是买入平值看涨期权, 并卖出 4%虚值最近一档行权价的看涨期权, 约虚值 3 档, 期权的手续费加滑点设置为 35 元/手, 期权到期日前 1 天进行策略换月操作。

图 16: 沪深 300 股指期权牛市看涨价差策略回测净值



资料来源: 国泰君安期货研究

表 19: 沪深 300 股指期权牛市看涨价差策略表现

策略类型	基准	牛市看涨价差
上周收益	2.03%	0.6%
累计收益	14.49%	-2.05%
最大回撤	25.68%	3.97%
收益波动率	20.51%	1.76%

资料来源: 国泰君安期货研究

3. 风险提示

1. 关于期权策略操作, 我们提示投资者需要注意的风险要点如下:
2. 针对买入期权多头实现以小博大的投资者, 须注意时机对于买入期权的重要性, 最大亏损为全部权利金, 切不可满仓买入。
3. 针对卖出期权热衷于“薅羊毛”的投资者, 须注意当行情走势和预期不符背离时及时止损, 切不可无止损。
4. 无论是买入期权还是卖出期权, 投资者需要注意做好资金管控, 防止方向看对但是小范围的剧烈波动导致爆仓带来的亏损。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为“国泰君安期货研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038635 传真：021-33038762

国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

国泰君安期货客户服务电话 95521