下载日志已记录，仅供内部参考

组合风控三部曲：风险对冲、风险规避和风险转嫁

报告发布日期 2026 年 07 月 29 日

证券分析师
郑月灵 执业证书编号：S0860525120003
zhengyueling@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人
周仕盈 执业证书编号：S0860125060012
zhoushiying@orientsec.com.cn
021-63326320
董翱翔 执业证书编号：S0860125030016
dongaoxiang@orientsec.com.cn
021-63326320
杨玮嘉 执业证书编号：S0860126040036
yangweijia@orientsec.com.cn
021-63326320

研究结论

- 谈及多资产配置，大家通常会想到“免费的午餐”，也即，利用资产之间的负相关性进行对冲。然而，负相关性常常在短期不见踪影。如何控制组合风险？我们提出风控三部曲：**长期风险对冲、中期风险规避和短期风险转嫁。**利用资产之间的负相关性是最常用但在短期最易失效的方式之一。因而短期可重点关注风险规避和风险转嫁。
- 风险规避：核心是择时。包括两个方面，事前风险择时和事中风险预警。前者以预期思维择主线，对驱动资产的风险因子做事前预判，如我们此前报告《 K 型短期扰动，配置暂且均衡——战术配置月报 202607》判断 7 月市场表现将趋于均衡。后者以交易思维控风险，捕捉微观交易结构恶化的信号，如 6 月底到 7 月上旬对科技板块提示风险。
- 风险转嫁：借助衍生品对特定场景下的资产风险进行转移。以期权为例，分别构建低波和中波衍生品增强策略。低波策略以 CPPI+期权的形式构建，以票息覆盖期权费，控制最大亏损。中波策略以期权直接替代现货，或在持有现货的基础上增加下跌保护。结果表明，期权能够起到组合收益增强或风险管理的效果。
- 期权并非正 carry 资产，实操中应有更灵活的处理。一方面，综合考虑五个希腊字母的影响，如 Delta 选择基于对收益和成本的权衡，Gamma/Vega 的选择基于对资产波动方向的预判，Theta 关注买卖期权展期的差异。另一方面，不同期权适配不同的市场环境。对于可能有暴跌风险的资产，买入虚值看跌期权构建保险策略。对于价格可能存在温和上涨的资产，买入牛市价差期权可放大收益。对于震荡行情，备兑策略因其负 Gamma 和负 Vega 特征受益。
- 总体而言，不确定性应对的三个思路中，风险对冲侧重长期，风险规避涉及中期预判和短期择时，风险转嫁则在短期灵活应用衍生工具。三者综合应用，组合风险收益特征将得以优化。

相关报告
K 型短期扰动，配置暂且均衡：战术配置月报 202607 2026-07-08
资产配置以交易思维控风险 2026-06-08
资产配置以预期思维择主线：——地缘扰动下的资产配置思路 2026-03-19

风险提示

1、极端风险事件，例如中美关系、全球地缘出现超预期大事件等，相应风险难以事前预判；
2、量化模型失效的风险，历史数据对未来的指引效果有限；报告所选指标可在一定程度上体现增长/利率/风险溢价等因子但存在局限性。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

一、风控三个思路：风险对冲、风险规避和风险转嫁 4

二、风险规避：事前和事中 4

（一）事前风险择时 4
（二）事中风险预警 5

三、风险转嫁：场内期权的应用 6

（一）低风偏策略：CPPI+期权 6
（二）中风偏策略 11

四、小结 14

风险提示 14

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：月度持有期：股债负相关性 50%左右 4
图 2：股债负相关性占比随持有时间增加而强化 4
图 3：7 月主线（风险因子）择时得以验证 5
图 4：风险预期差：科技在 3 月/6 月底提示预警信号 5
图 5：风险预期差：先进制造 1 月/3 月/5 月底提示预警信号 5
图 6：ES 剪刀差：科技在 3 月/6 月底提示预警信号 6
图 7：牛市价差示意图 7
图 8：CPPI+300ETF 牛差表现优于 CPPI+300ETF 8
图 9： CPPI+上证 50ETF 牛差表现优于 CPPI+上证 50ETF 9
图 10：期权备兑策略示意图 10
图 11：沪深 300 备兑策略较沪深 300ETF 有一定降波效果 11
图 12：今年以来科创 50 牛市价差表现优于科创 50ETF 12
图 13：期权保险策略示意图 12
图 14：3 月/7 月科创 50 下跌时保险策略有较好的扛跌效果 13

表 1：CPPI+300ETF 牛差表现优于 CPPI+300ETF 8
表 2：CPPI+上证 50ETF 牛差表现优于 CPPI+上证 50ETF 9
表 3：2017/2020/2025 年等温和上涨年份牛市价差期战胜 ETF 10
表 4：沪深 300 备兑策略较沪深 300ETF 有一定降波效果 10
表 5：2021/2023/2026 等震荡年份备策略表现好于现货 11
表 6：今年以来科创 50 牛市价差表现优于科创 50ETF 12
表 7：科创 50 保险策略表现优于科创 50ETF 13

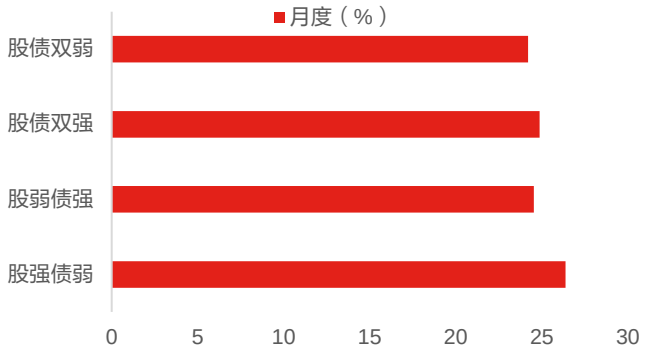
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

一、风控三个思路：风险对冲、风险规避和风险转嫁

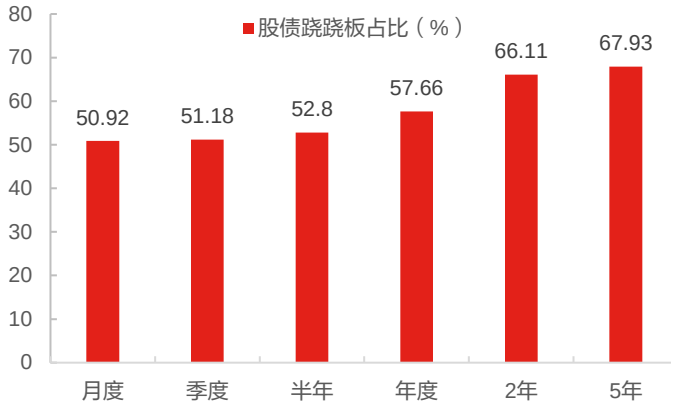
谈及多资产配置，大家通常会想到“免费的午餐”，也即，利用资产之间的负相关性进行对冲。然而，负相关性经常失效。我们曾在报告《股债跷跷板的成因、影响和策略应对》中统计，若短期持有，以月度持有周期为例，股债之间的负相关概率仅 50%左右。尽管随投资期限增加，负相关性会有所回归，但投资者对期限的要求不尽相同，并非所有资金都适配长期。那么除了鼓励投资者更长期持有，组合的不确定性在中短期还能如何应对？

图 1：月度持有期：股债负相关性 50%左右



数据来源：WIND，东方证券研究，统计区间 2010-2025.8

图 2：股债负相关性占比随持有时间增加而强化



数据来源：WIND，东方证券研究，统计区间 2010-2025.8

我们认为，应对不确定性无非三种思路，风险对冲、风险规避和风险转嫁。前述利用资产之间的负相关性，也即风险对冲，是最常用却也最易失效的方式之一。在此基础上，针对上述情况至少有两个途径：

（1）风险规避：风险规避的核心是择时。具体而言包括两个方面，事前风险择时和事中风险预警。从预期思维出发，我们在报告《资产配置以预期思维择主线》介绍了风险择时的方法。从交易思维出发，我们在《资产配置以交易思维控风险》介绍了风险预警的思路。

（2）风险转嫁：资产配置最大的优势之一在于资产类型的多元化。各类资产各司其职。其中，借助衍生品，在特定场景下可实现风险的转嫁。本篇报告主要侧重场内期权的应用。

二、风险规避：事前和事中

（一）事前风险择时

在报告《资产配置以预期思维择主线》中，我们提出大类资产主线的择时，本质上是对驱动大类资产背后的风险因子进行择时。具体而言，大类资产共同的风险因子有三：增长预期、利率预期和风险溢价。我们结合当前产业升级转型、配置全球化和地缘扰动频发的背景，进一步拓展至六因子，示意如下：

V≈经济预期+利率预期+风险溢价

≈（传统经济预期+新兴增长预期）

+（境内利率预期+境外利率预期）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

+（境内风险溢价+境外风险溢价）

我们在之前的报告中得到了上述六个因子和各类资产在历史上的映射关系，资产类型覆盖 A 股、中债、黄金 ETF、有色 ETF、能化 ETF、纳指 ETF 等，其中 A 股又进一步细分为金融地产、周期、消费、科技、先进制造、医药医疗等。与此同时，我们在报告中提出大类资产的风险因子有一定的持续性，风险因子的择时相比收益择时在理论上有更高的胜率（波动发生突变的概率更低）。具体而言，我们观察上述六个风险因子（各因子取代表性指标）每个因子在过去 1 期的变化，变化越大我们认为越有可能成为当前驱动大类资产的风险因子。

此前我们在报告《K 型短期扰动，配置暂且均衡——战术配置月报 202607》判断 7 月境内风险因子在传统增长和新兴增长，7 月 K 型预期有短期收敛的可能，在科技之外可适当配置低相关性资产进行防御。截至当前，7 月均衡配置的思路得以验证。

图 3：7 月主线（风险因子）择时得以验证

（1）3 月配置主线：境外利率、境内/境外风险溢价

（2）4 月配置主线：境外利率、境内风险溢价、境内增长、境内利率（相对均衡）

（3）5 月配置主线：境内风险偏好/风险评价，境外风险偏好

（4）6 月配置主线：境内风险偏好/风险评价，境外风险评价

（5）7 月配置主线：境内增长、境外利率

数据来源：《K 型短期扰动，配置暂且均衡——战术配置月报 202607》，东方证券研究

（二）事中风险预警

在报告《资产配置以交易思维控风险》中，我们提出事中风险很多时候来自投资者的交易习惯。我们提出的指标包括风险预期差、ES 剪刀差等。

1、风险预期差

风险预期差，也即投资者预期风险和实际风险的差异。当微观交易结构开始恶化，投资者往往会有线性外推的惯性，也即倾向于相信资产价格的涨势还能持续。而如果资产价格在短期确实呈现了线性外推的效果，则投资者往往会低估资产的风险，从而出现风险预期差。此时资产价格由最乐观的人定价，也即筹码在逐渐集中到最乐观的人手中。

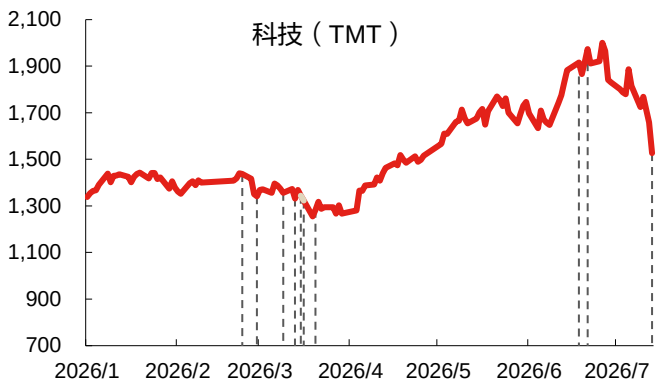
通过风险预期差指标对各资产和股票板块进行风险预警，在 5 月底对先进制造提示预警信号，在 6 月底对科技板块提示预警信号，都得到了验证。

图 4：风险预期差：科技在 3 月/6 月底提示预警信号

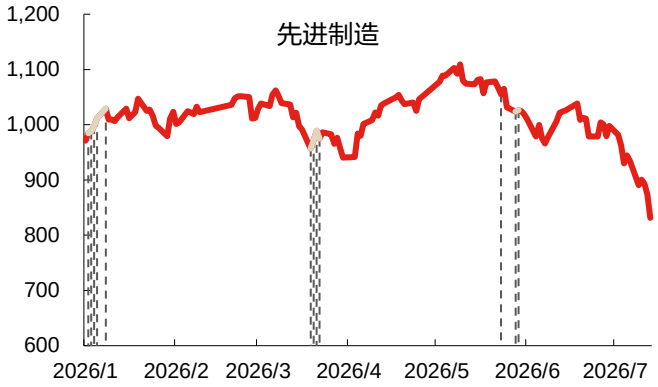
图 5：风险预期差：先进制造 1 月/3 月/5 月底提示预警信号

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：WIND，东方证券研究

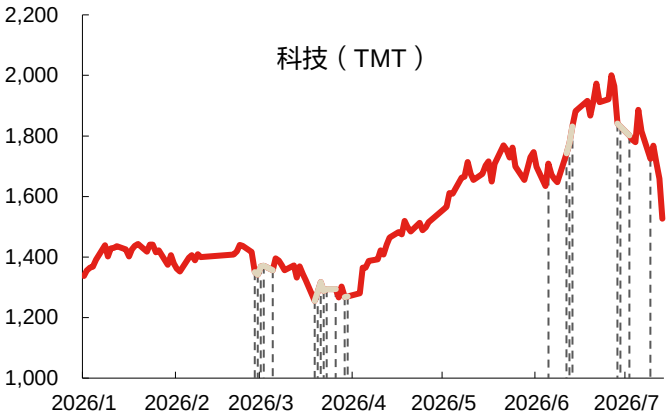


数据来源：WIND，东方证券研究

2、ES 剪刀差

ES 剪刀差刻画组合联合收益分布出现异常的情况。组合收益分布的常见异常包括两类，尖峰厚尾和资产之间相关性的异常。前者我们用 t 分布衡量，后者用 Copula 函数衡量。在此基础上构建 Copula-t 分布下的 ES，和正态分布 ES 之间的差异也即 ES 剪刀差（详见《资产配置以交易思维控风险》）。通过 ES 剪刀差对科技板块预警，从 6 月下旬开始多次提示信号，最近的信号在 7 月 6 日、13 日，事后也得到验证。

图 6：ES 剪刀差：科技在 3 月/6 月底提示预警信号



数据来源：WIND，东方证券研究

三、风险转嫁：场内期权的应用

资产风险的转嫁需要借助其他工具。好在资产配置天然是多资产的概念，在琳琅满目的工具货架中，能用来转嫁风险的工具通常离不开衍生品。本文聚焦场内期权，借助期权风险收益不对称的特点进行风险转嫁。

期权分买方和卖方。买方支付期权费，收获上行弹性或下跌保护。卖方收取期权费，承担价格反向波动的风险。没有任何一个期权能用之四海，就好像没有任何策略能穿越牛熊。每一类期权策略，或买方或卖方，都有其适用的场景。本文从资产配置的角度进行展开。

（一）低风偏策略：CPPI+期权

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

众所周知资产配置千人千面，对于不同风险偏好的投资者，可选的配置思路也存在一定差异。低风偏投资者常用的典型策略是 CPPI，也是国内做类“保本”产品常用的思路：用固收类资产积累安全垫，安全垫可用于风险资产投资。目前银行理财发行的结构性理财产品，很大程度上也是这一思路的延续。然而结构性理财的期权是场外期权，尽管有其估值、定制化等优势但对许多投资者而言有一定准入门槛和流动性的让渡。本节重点讲述如何通过交易所交易的场内期权，构造适配低风险偏好投资者的资产配置策略。

CPPI 的经典公式为：风险资产仓位 = 风险乘数 × (当前总资产 - 最低保本底线)，也即收益目标（如保本）折现后的现值，与本金之间的差额形成安全垫。安全垫可用于买风险资产，如 ETF 或期权。结合当前低利率的时代特征，我们以 98%的名义本金配置固收资产，2%配置风险资产。

期权不同于现货，每一个指数或 ETF 对应了不同的期权合约，主要包括不同行权价和不同到期日。如何选择恰当的合约，关键在于结合期权希腊字母和对市场的预判进行综合考量。

1、期权的希腊字母

期权价格核心受到五个希腊字母的影响，其中影响最大的包括 Delta、Gamma、Vega 和 Theta，无风险利率 Rho 在短期的影响有限。

Delta：方向敏感性，决定了对现货价格走势的敞口暴露。对于看涨期权而言，平值 0.5，深度实值 1，深度虚值 0。买权通常需要能够跟上正股的变化，所以 Delta 不能太低，通常用轻度实值，Delta 绝对值在 0.25-0.4 之间。

Gamma：Delta 加速度，衡量 Delta 稳定性，Gamma 越大，Delta 变化越大，需要快速调整头寸。平值附近 Gamma 最大，深度实值虚值 Gamma 小，越临近到期平值 Gamma 越大。买权 Gamma 为正受益于价格变化，卖权 Gamma 为负则不喜波动。

Theta：时间价值，临近到期衰减速度加快。所以买权通常应选到期日（DTE）相对长一点的合约，如到期日 30-60 天合约。考虑到时间价值在前期衰减慢，后期衰减快，可以临近到期日 10-15 天展期。

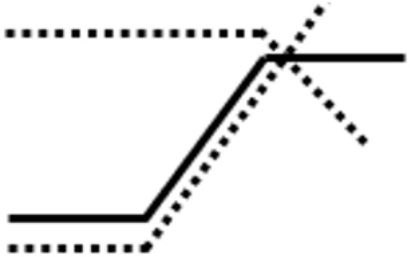
Vega：隐波对期权价格的影响，离到期日越远 Vega 越大。行情波动剧烈时，Vega 对期权的影响会超过 Delta。买权选隐波小的合约，在隐波迅速升高的时候应该卖出调仓。卖权相反。

2、CPPI+牛市价差：沪深 300

本节我们用期权替代 ETF 构建 CPPI 策略。直接用看涨期权不可取，期权费太高。可以用牛市价差，也即买入看涨期权的同时卖出行权价更高的看涨期权。从而卖出期权的收益可以部分抵扣买入期权的部分成本。牛市价差的图示如下：

图 7：牛市价差示意图

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：东方证券研究绘制

本节用 2%的名义本金全部买轻度实值看涨期权，然后卖出轻度虚值看涨期权（卖出期权的保证金可用利率债进行抵扣）。轻度实值看涨期权对现货涨幅敏感性较高，能够跟上现货涨幅。卖出虚值看涨在锁定收益上限的同时，能够提供额外的权利金，降低买入期权的建仓成本。

具体操作有两种方式：1、盈余再投资：定期（如每月）重置仓位，将上一期盈余用做下一期风险资产仓位（经典 CPPI）；2、盈余留存：考虑期权单次盈余可能在杠杆作用下成倍增长，为减少下一期风险暴露，定期重置仓位，将盈余留存，固定风险资产仓位。我们结合低风偏客户的产品定位选择后者。

表 1：CPPI+300ETF 牛差表现优于 CPPI+300ETF

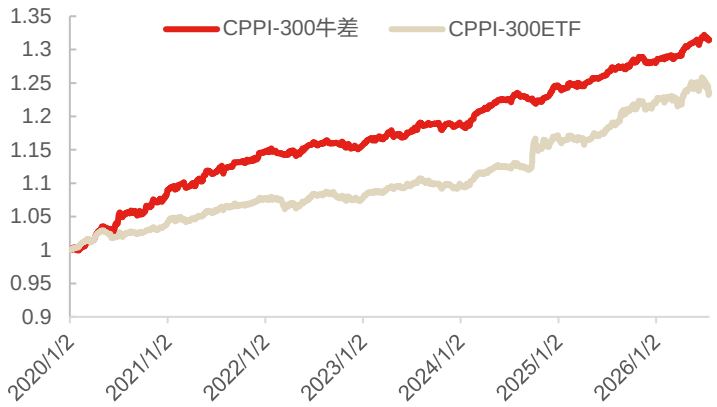
策略	CPPI-300 牛差	CPPI-300ETF
样本区间	2020-2026.7.17	
年化收益	4.2%	3.2%
标准差	1.7%	2.2%
下行波动	1.5%	2.1%
最大回撤	-1.4%	-2.1%
最大回撤日期	2024/10/9	2026/7/17
夏普比	2.40	1.49
索提纳比	2.88	1.56
卡玛比	3.09	1.53
滚动持有一年中位数	3.5%	2.9%
滚动持有一年 10 分位数	1.9%	1.3%
滚动持有一年 90 分位数	6.7%	5.8%
风险调整收益	2.03	1.34

数据来源：WIND，东方证券研究

图 8：CPPI+300ETF 牛差表现优于 CPPI+300ETF

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：WIND，东方证券研究

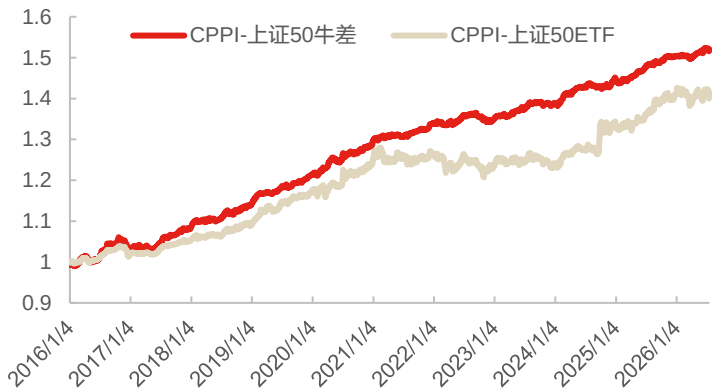
3、CPPI+牛市价差：上证 50ETF

表 2：CPPI+上证 50ETF 牛差表现优于 CPPI+上证 50ETF

策略	CPPI-上证 50ETF 牛差	CPPI-上证 50ETF
样本区间	2016-2026.7.17	
年化收益	4.0%	3.2%
标准差	1.7%	3.3%
下行波动	1.4%	3.2%
最大回撤	-3.4%	-5.6%
夏普比	2.38	0.97
索提纳比	2.76	1.02
卡玛比	1.16	0.57
滚动持有一年中位数	4.0%	3.5%
滚动持有一年 10 分位数	2.0%	-0.4%
滚动持有一年 90 分位数	6.3%	6.9%
风险调整收益	2.40	1.04

数据来源：WIND，东方证券研究

图 9： CPPI+上证 50ETF 牛差表现优于 CPPI+上证 50ETF



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

数据来源：WIND，东方证券研究

牛市价差适配的环境是温和上涨，在大幅波动和阴跌的行情下都难有超额，同时还有期权费的损失。以上证 50ETF 为例，在温和上涨的 2017、2020、2025 等年份牛市价差期权显著战胜 ETF。

表 3：2017/2020/2025 年等温和上涨年份牛市价差期战胜 ETF

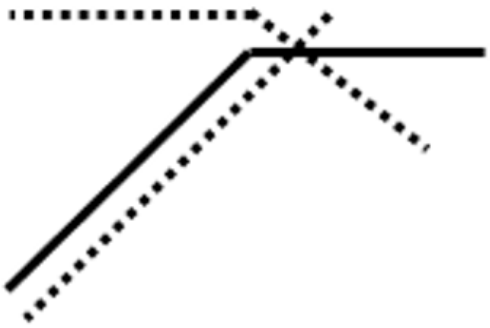
	牛差-上证 50ETF 期权	牛差-上证 50ETF 华夏
2016	73%	-3%
2017	82%	27%
2018	-7%	-18%
2019	42%	36%
2020	57%	21%
2021	-6%	-9%
2022	-16%	-17%
2023	-7%	-10%
2024	-4%	19%
2025	45%	16%
2026	-5%	-3%

数据来源：WIND，东方证券研究

4、CPPI+备兑策略：沪深 300ETF

备兑策略在持有现货的基础上，通过卖出行权价高于当前价格的看涨期权，收取期权费的同时加入止盈规则。图示如下：

图 10：期权备兑策略示意图



数据来源：东方证券研究绘制

具体而言，以现货或利率债做抵押卖出看涨期权，和牛市价差上端类似，轻度虚值，触及执行价 95%或离到期日 15 天的时候展期。以沪深 300 为例，仍然基于 CPPI 的框架，以债券票息买风险资产（如 2%），与此同时卖出和 2%风险资产等名义本金的沪深 300 看涨期权。

表 4：沪深 300 备兑策略较沪深 300ETF 有一定降波效果

策略	CPPI-300 备兑	CPPI-300ETF
样本区间	2020-2026.6	

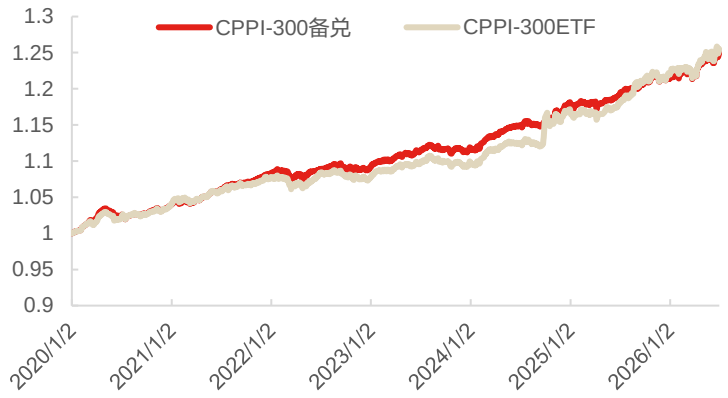
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

年化收益	3.4%	3.5%
标准差	1.5%	2.1%
下行波动	1.4%	2.0%
最大回撤	-1.6%	-1.8%
夏普比	2.23	1.66
索提纳比	2.40	1.79
卡玛比	2.14	1.99
滚动持有一年中位数	3.2%	2.9%
滚动持有一年 10 分位数	1.8%	1.3%
滚动持有一年 90 分位数	4.6%	5.8%
风险调整收益	2.05	1.36

数据来源：WIND，东方证券研究

图 11：沪深 300 备兑策略较沪深 300ETF 有一定降波效果



数据来源：WIND，东方证券研究

卖出期权实际是负 Gamma，在市场震荡的时候，负 Gamma 获益。而市场大幅波动时受损。以沪深 300 为例，21、23、26 年备兑较现货表现较好。

表 5：2021/2023/2026 等震荡年份备策略表现好于现货

	备兑-沪深 300ETF 期权	沪深 300ETF 华泰柏瑞
2021	3%	-4%
2022	-12%	-20%
2023	-5%	-10%
2024	11%	17%
2025	12%	21%
2026	3%	0%

数据来源：WIND，东方证券研究

（二）中风偏策略

1、牛市价差：科创 50

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

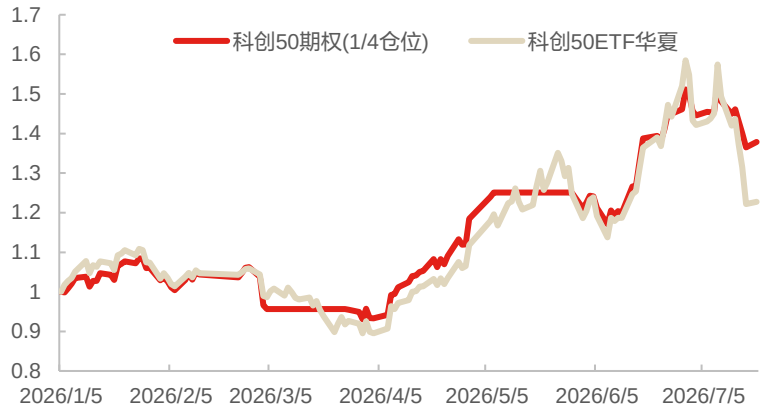
牛市价差天然带 4 倍左右的杠杆，我们用四分之一的仓位买科创 50ETF 期权构建牛市价差，相比基准回撤下降约 50%

表 6：今年以来科创 50 牛市价差表现优于科创 50ETF

策略	科创 50ETF 期权 (1/4 仓位)	科创 50ETF 华夏	科创 50ETF 期权
样本区间	2026-2026.7.17		
年化收益	47%	46%	188%
标准差	59%	44%	117%
下行波动	54%	43%	108%
最大回撤	-12%	-23%	-49%
最大回撤日期	2026/3/31	2026/7/17	2026/3/31
夏普比	0.80	1.05	1.61
索提纳比	0.87	1.09	1.75
卡玛比	3.83	2.02	3.83

数据来源：WIND，东方证券研究

图 12：今年以来科创 50 牛市价差表现优于科创 50ETF



数据来源：WIND，东方证券研究

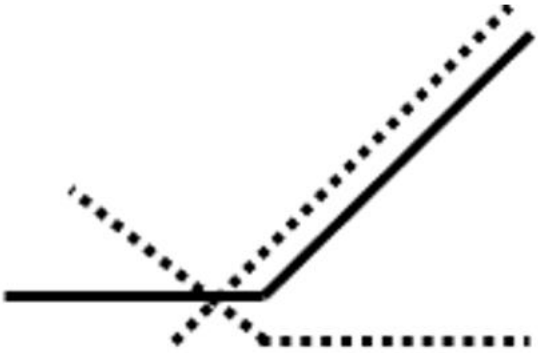
2、保险策略：科创 50

保险策略在持有现货的基础上买入行权价低于当前价格的看跌策略，支付期权费的同时得到下跌保护。示意图如下

图 13：期权保险策略示意图

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：东方证券研究绘制

买入期权需要有资本金占用。考虑轻度虚值看跌期权的杠杆在 10 倍左右，用风险资产名义本金的 10%购买看跌期权（例如 2%风险资产则配置 0.2%的看跌期权进行下跌保护）。轻度实值，考虑到买入期权时间价值逐渐衰减，在到日期 30 天左右展期到次月合约。

策略适配资产价格存在大跌风险的情形，因此我们用波动更大的科创 50ETF 为例。在科创 50ETF 的基础上买入 10%put 下跌保护，今年以来的业绩较现货本身有收益增强和降低波动的效果。

表 7：科创 50 保险策略表现优于科创 50ETF

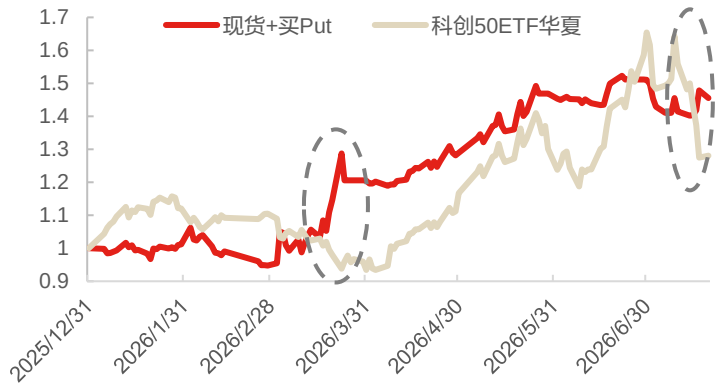
策略	现货+买 Put	科创 50ETF 华夏
样本区间	2026-2026.7.17	
年化收益	70%	46%
标准差	36%	44%
下行波动	27%	43%
最大回撤	-11%	-23%
最大回撤日期	2026/2/27	2026/7/17
夏普比	1.94	1.05
索提纳比	2.59	1.09
卡玛比	6.51	2.02

数据来源：WIND，东方证券研究

图 14：3 月/7 月科创 50 下跌时保险策略有较好的扛跌效果

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：WIND，东方证券研究

如图，今年 3 月和 7 月科创 50 迅速下跌的过程中，因为期权隐波放大，保险策略受益于看跌期权内在价值抬升获得收益的增强。

四、小结

本文提出组合风控三部曲：长期风险对冲、中期风险规避和短期风险转嫁。风险对冲需要对资产之间的相关性有所判断。风险规避需要对风险产生的原因、微观交易结构的变化有所识别。风险转嫁可借助衍生品，但需要对未来资产价格的波动有所预判。

在此前系列报告《资产配置以预期思维择主线》、《资产配置以交易思维控风险》我们针对上述第二个思路，分别做了事前风险择时和事中极端风险预警。本文针对上述第三个思路，重点探讨了如何通过衍生品转嫁部分风险。

具体而言，不同的期权策略适配不同的应用场景。对于可能有暴跌风险的资产，买入虚值看跌期权构建保险策略。对于价格可能存在温和上涨的资产，买入牛市价差期权可以放大收益。对于震荡行情，备兑策略因其负 Gamma 和负 Vega 的特征受益。

风险提示

1、极端风险事件，例如中美关系、全球地缘出现超预期大事件等，相应风险难以事前预判；

2、量化模型失效的风险，历史数据对未来的指引效果有限；报告所选指标可在一定程度上体现增长/利率/风险溢价等因子但存在局限性。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。