

从2019年开始，国内期货市场经历了非常高速增长，保证金规模从5000亿左右增长到现在1.3万亿左右，期货市场包括经纪业务、风险管理业务、资产管理业务都得到了长足的进步。截至2021年末，期货公司及其资管子公司整体管理规模3500多亿。虽然在整个财富管理的版图里，期货资管还是非常小众的一部分，但同2020年相比，期货资管规模已经增长了60%以上。

而期货资管通过波动率要收益方面，可以从以下方面探究：

首先是海外的指数挂钩金融产品市场布局。

海外结构化产品，指数挂钩金融产品非常发达，大致分为底层指数、上层构造两个部分。其中，底层指数这几年趋于稳定，但上层构造的挂钩产品发生了非常大的变化，最早的ETF/ETN到期货、期权，再到其它衍生品、结构化产品，上层结构变得越来越复杂。

全球期货和期权市场名义合约金额增速非常快。2021年规模分别达到34万亿美元和45万亿美元，同比增速分别为13%和7%。但其中指数和期货期权增速分别达到了19%和70%，均超过了期货与场内期权增速，同时股指类产品占比最高，达到85%以上。以美国这类成熟市场为例，2021年权益指数构造的场内衍生品主要是以标普500为基准的宽基指数为主，而纳斯达克100和罗素2000挂钩的衍生品年复合增速最高，显著高于美国市场总体11%的年复合增长率。

其次是国内宽基指数的估值和波动水平

国内期货市场已经有了94个期货期权品种，商品期货品种相对比较成熟。金融类的衍生品发展较慢，目前指数类产品只有3只股指期货和1只股指期权。国内金融衍生品成交规模从2015年股灾以后下降得很快，近三年有逐渐放开的趋势，目前国内挂钩场内衍生品的都是宽基指数，占比最高的是中证500，近年来主要原因还是受到政策的影响。

关于宽基指数的估值，市场有很多不同的分析。从过去十年、包括中证500上市以来这些年估值的情况看，即便剔除成分股调整的影响，目前的估值分位水平都不算高。我们分析指数的出发点，是看后面挂钩的一些衍生产品对标的基础资产的估值水平大概如何。总体来说，中证500的成分股会有一个估值纠偏的机制，可以自动把一些估值比较高、比较热门的赛道股输送到沪深300，业绩比较差的股票又会从指数成分里剔除。所以中证500相对来说有长期投资的价值。

回到我们的主题——波动生息策略

，其实就是向波动要收益，实现的方法有很多种。比如过去两年的雪球产品，就

是通过操作配合期权对冲策略及其他增厚收益工具，以达到收益目标。以指数为挂钩标的的波动策略主要依赖于指数波动，适合震荡行情，只要不是极端下跌行情，整体亏损概率较低。

此外，从期货资管的角度，除了管理期货类策略外，还可以通过一些策略和方式来进行资产配置。

银河期货从2014年从台北引进了期权团队，到现在已经深耕期权市场七八年时间，从2015年50ETF期权在上交所上市以来，一直深耕场内期权市场，关于场内期权波动率套利策略，银河期货已有长期的研究。场内期权波动率套利策略的核心，就是波动率曲面量化统计套利，里面包括均值回归、线性套利等等。具体来说，是通过波动率回归和趋势做方向性的考虑，同时还可以通过偏态统计和平移做偏态套利，还有事件驱动交易以及波动率方向套利。

这类交易策略的主要收益来源是从各个风险敞口间的互相影响中产生的交易机会。一般来说，当波动率较高时，收益增长也会比较明显，波动率较低时，收益相对增长平缓。

当前市场环境下，可以从两个角度看此类交易策略机会：从长期看，波动率存在一定的周期性，也可以叫统计学意义上的均值回归的特点，当前波动率水平比较低的情况下，策略的总体成本相对较低，因此选择波动率资产作为配置相对可以取得较大概率的确定性收益；另外年初以来权益市场震荡下行，短期不确定性加大，在方向性机会比较难以把握的前提下，场内期权波动率策略和主流市场的资产相关性较低，较适合投资者在这个时点进行差异化配置。

同时，银河期货还会通过软件开发实现快速精准定价，通过对冲技术降低风险暴露，通过标的资产和波动率关系进一步挖掘更丰富的套利维度，最后通过情景分析布局确定性收益的头寸，从而达到获利效果。

另一个和场外期权相关的策略，我们把它定义为区间波动率指数增强策略。这个策略的逻辑，就是根据宏观经济、权益市场、资金需求等情况，通过长期跟踪挂钩标的指数隐含波动率的方式，利用金融工程模型动态调整头寸，力争在标的指数温和上涨和震荡行情中获得收益。这种策略优势为指数投资增加了一层缓冲空间，更适合温和上涨行情或是震荡行情，同时对一定程度的下跌能够起到保护作用，投资者可以通过标的波动生息，通过波动率获益。

这类交易策略特征主要有四个方面：一是模拟持有障碍期权多头对未来波动率持看涨态度；二是采用蒙特卡洛或偏微分方程对障碍期权进行合理定价，实时监控策略的风险敞口；三是在行情下跌时可以通过买入股指期货对冲模拟期权的风险

敞口；四是在实际对冲操作中，会随股指期货升贴水的幅度调整对冲点位，使得收益变得更加稳健。

区间波动率指数增强策略有三大特点：一个是区间指数增强。通过挂钩宽基指数向波动率要收益，这和传统市场中比较主流的风险敞口暴露向方向性要收益的主要策略形成互补；二是弱化择时判断。当前的市场方向性比较难以把握，波动增大的情况下，可以通过淡化择时投资，在市场行情不明朗的时候通过波动率的交易策略获得较好收益。三是平衡收益属性，我们在设计策略的时候可以在交易结构、产品设计层面进行非常多的量身定制，这样可以体现出比较好的灵活的风险收益的特征。