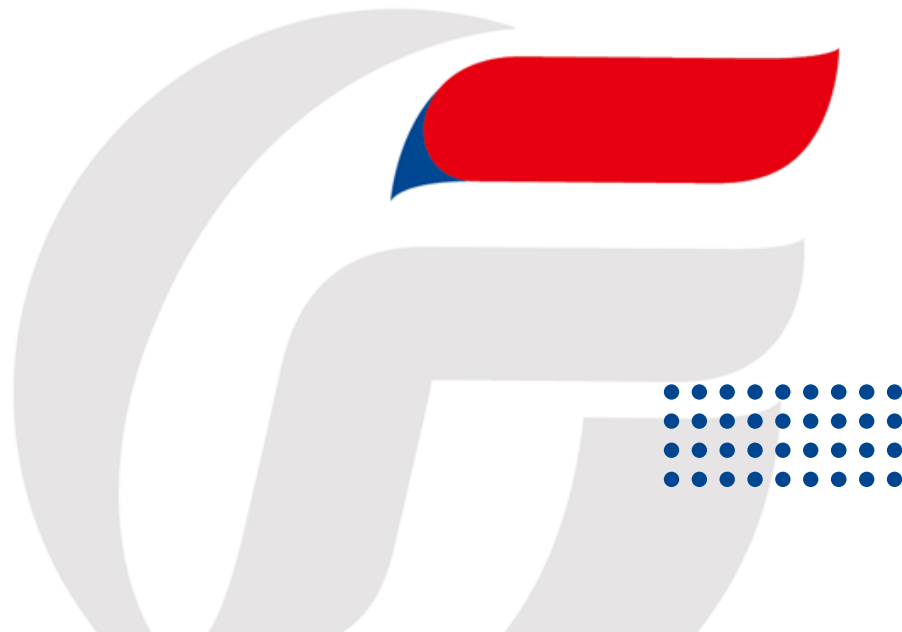
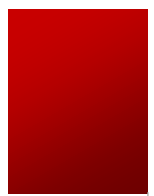
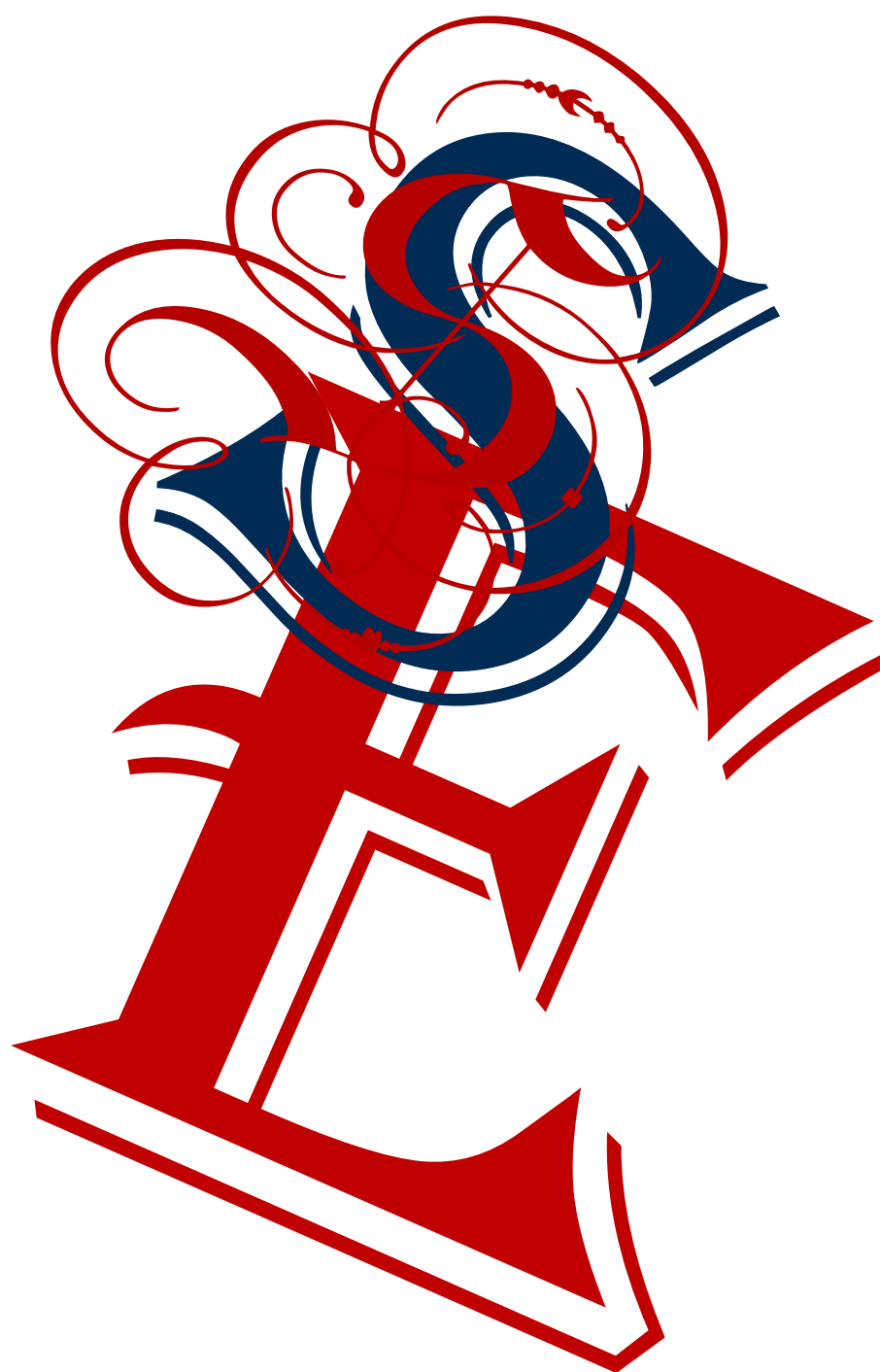




期权基本策略及实践应用





1. 单刀赴会——简单策略大有用处

2.

穿越牛熊——巧用期权实现预期

3.

内外兼修——期权交易思维构建



单腿策略回顾

期权的单腿策略是最基础的策略，是指只买入或卖出认购或认沽期权的策略。

期权类型

认购期权

认沽期权

买卖方向

买入开仓

卖出开仓

买入认购

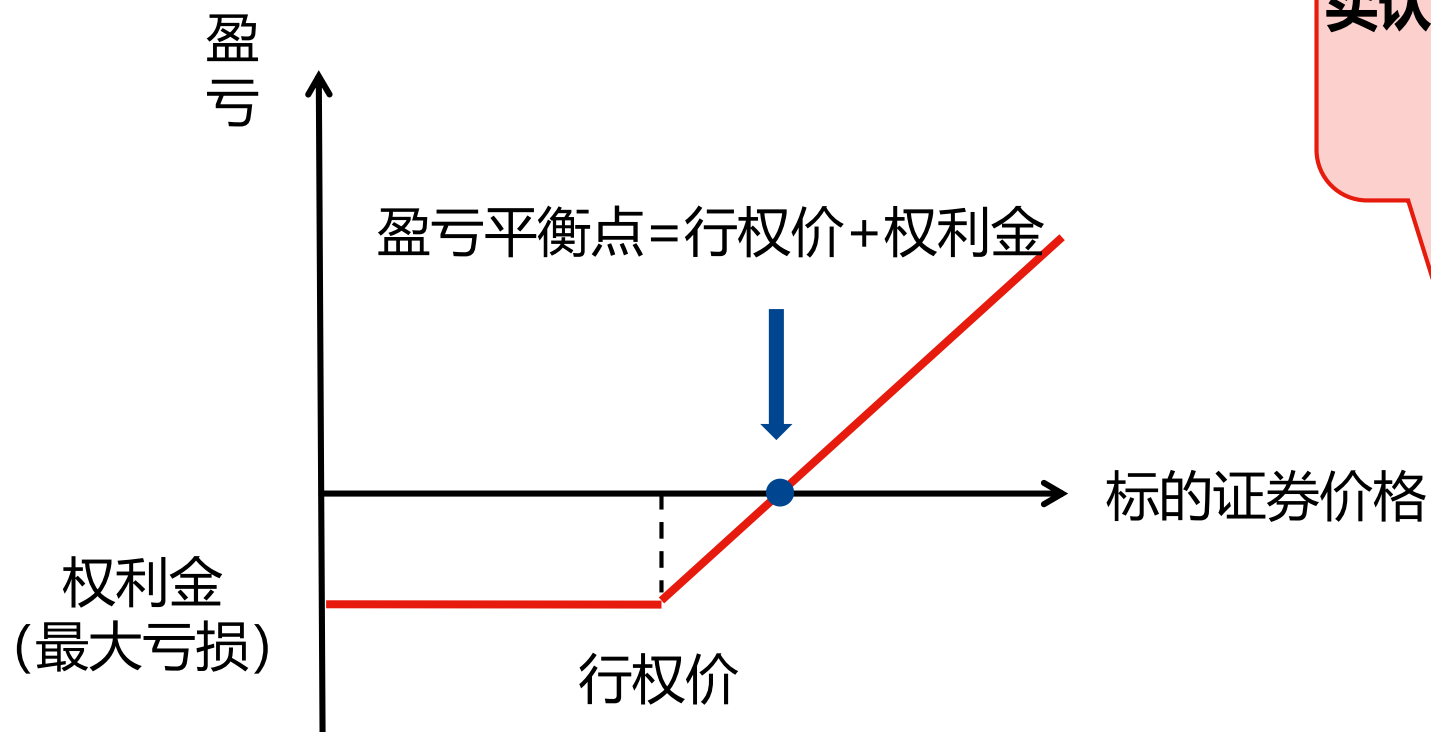
卖出认购

买入认沽

卖出认沽

买入认购期权

使用场景：强烈看多后市，获取上行收益

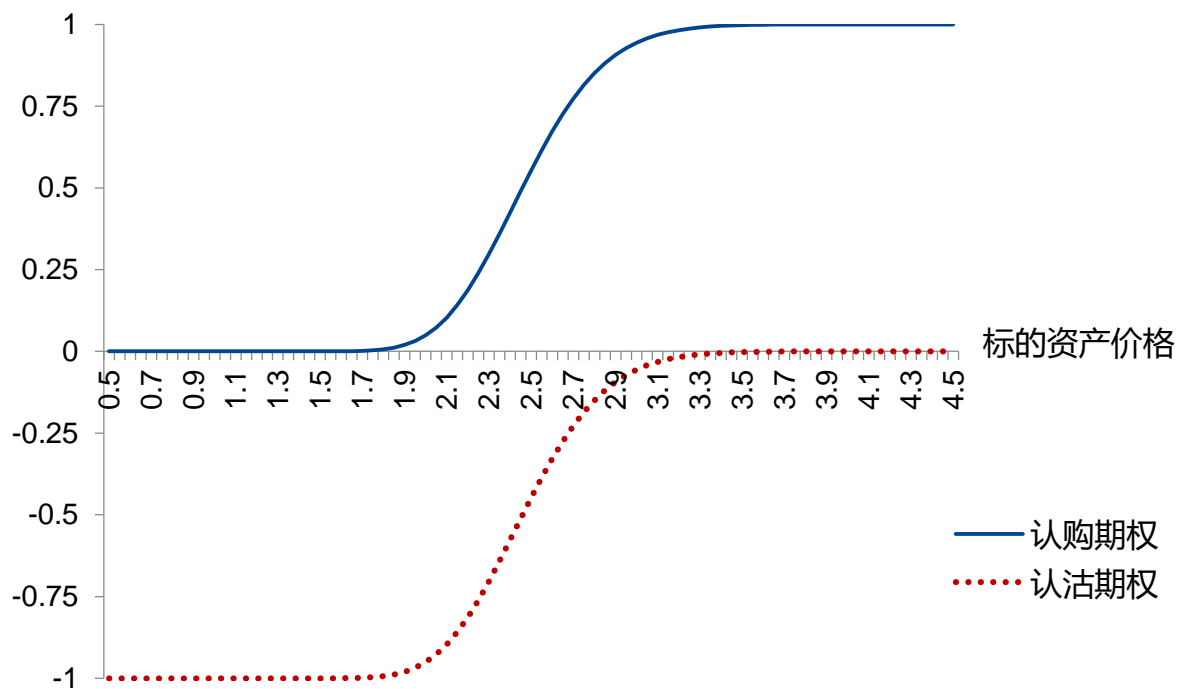


买认购还有其他妙用，
你知道吗？

现货替代：买入深度实值认购

• 买入深度实值认购期权替代股票的原理：

认购期权的Delta在0到1之间，**深度实值的认购期权Delta收敛于1**，期权变动幅度与标的证券的变动幅度几乎同步，但是期权权利金相比直接买股票的成本要便宜不少，可作为股票的可行替代品。



TIPS

Q: 什么是实值?

A: **期权价格=内在价值+时间价值**

有内在价值，期权买方若立即行权有盈利的期权合约就是实值期权。

例：当前标的价格为5元，则行权价为3元的认购期权为实值。若立刻行权，可获得2元内在价值。

与之对应的，是平值期权（标的价格=行权价）和虚值期权（若行权，会遭受损失）。

Q: 什么是Delta?

A: Delta表示标的证券价格增加1个单位，期权价格的改变量。深度实值认购delta趋近1，意味着标的的增加1个单位，认购价格也增加1个单位。

现货替代：买入深度实值认购

$$\text{期权的杠杆} = \frac{\text{标的证券价格}}{\text{期权价格}} \times \text{Delta}$$

- 以认购期权为例，通常认购期权越实值，Delta越趋近于1，杠杆越小。认购期权越虚值，杠杆越大。
- 买入深度实值认购期权是一个长期策略，适用于长期看好或打算持股的长线投资者。在投资时一定要注意以下风险：

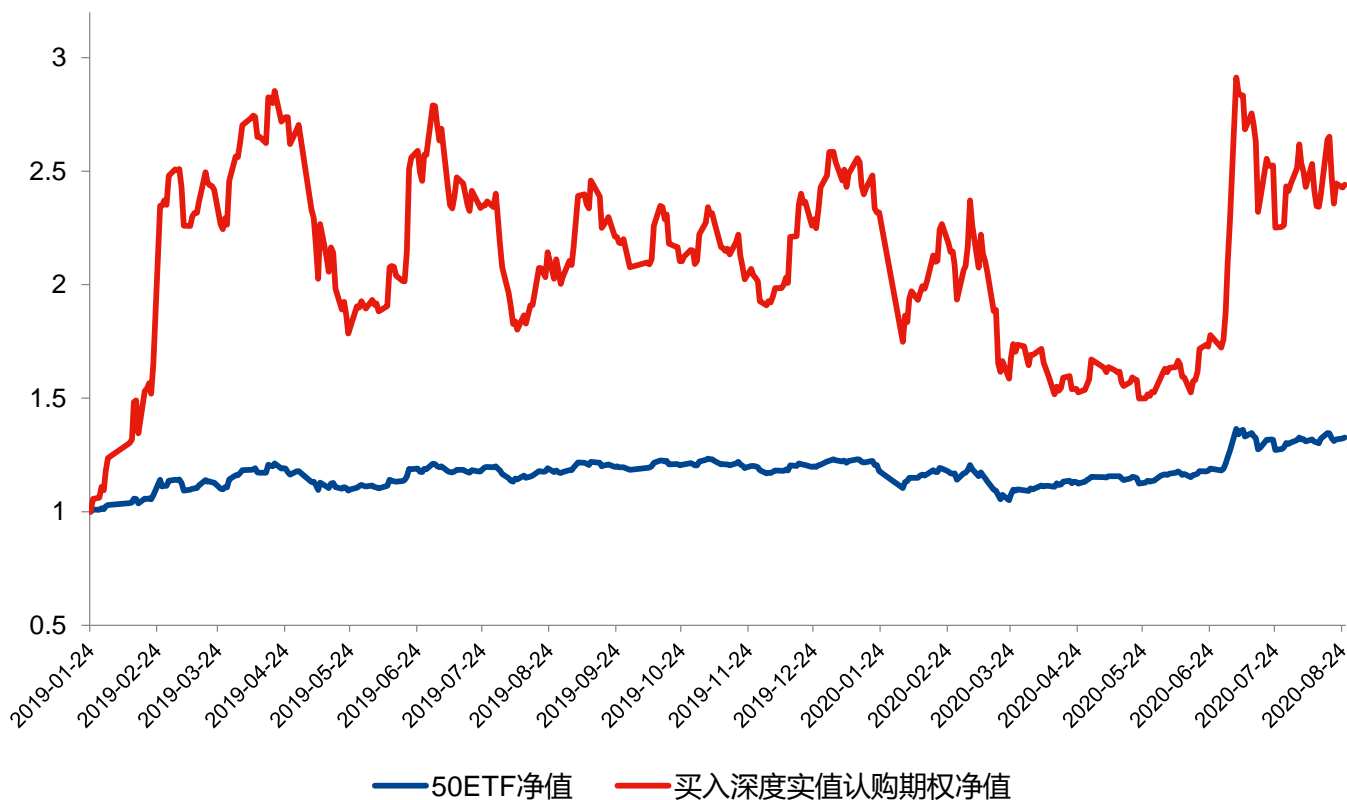
- 权利金亏损风险
- 流动性风险
- 时间价值损耗

认购						全部月份的期权合
实际杠杆	Delta	持仓量	成交量	涨幅%	现价	行权价
3.40	1.000	3917	76	-2.76	0.9826	2.3500
3.59	1.000	734	58	-3.27	0.9281	2.4000
3.74	1.000	484	18	-2.14	0.8914	2.4500
3.96	1.000	1309	41	-2.17	0.8421	2.5000
4.26	1.000	1015	41	-3.52	0.7821	2.5500
4.39	0.999	911	35	-0.34	0.7594	2.6000
4.83	0.999	864	51	-3.20	0.6892	2.6500
5.23	0.997	1883	240	-3.94	0.6360	2.7000
5.64	0.995	1513	81	-4.03	0.5879	2.7500
6.14	0.990	3395	601	-4.29	0.5381	2.8000
6.68	0.982	5094	770	-4.61	0.4903	2.8500
7.34	0.970	3650	555	-4.96	0.4410	2.9000
8.06	0.951	4054	610	-5.22	0.3940	2.9500
8.93	0.925	7260	1298	-5.73	0.3458	3.0000
11.04	0.846	13209	4962	-7.59	0.2557	3.1000
13.73	0.730	36944	21733	-8.88	0.1775	3.2000
17.17	0.587	79999	66795	-11.08	0.1140	3.3000
20.96	0.435	149582	117816	-12.29	0.0692	3.4000
24.68	0.296	113988	69815	-13.04	0.0400	3.5000

现货替代：买入深度实值认购



举例说明：从2019年1月至今，50ETF上涨39.78%。若某投资者买入最远月最实值一档的认购期权，每季度调仓一次。当认购期权市值达到2倍以上时，将本金取出，剩余资金按照策略规则继续买入深度实值认购¹。该策略与持有现货的收益对比如下：



从图中可以看出：

- 期权策略期末净值为2.44，在标的震荡上行的行情中，能够取得较好的收益，说明期权具有一定的**杠杆性**。
- 在放大收益的同时，期权价格波动十分剧烈，投资者需要特别注意**投资风险**。
- 选择远月实值认购的原因在于：1、远月合约时间价值损耗相对近月更小；2、为模拟长期持股，选择远月合约可尽量减少调仓频率。

备注：1、该策略计算未考虑交易手续费。2、假设初始本金为3万元。3、当最远月认购挂牌上市时，以收盘价平仓原期权并买入开仓更远月期权。

买入认购的另一个妙用：90/10策略

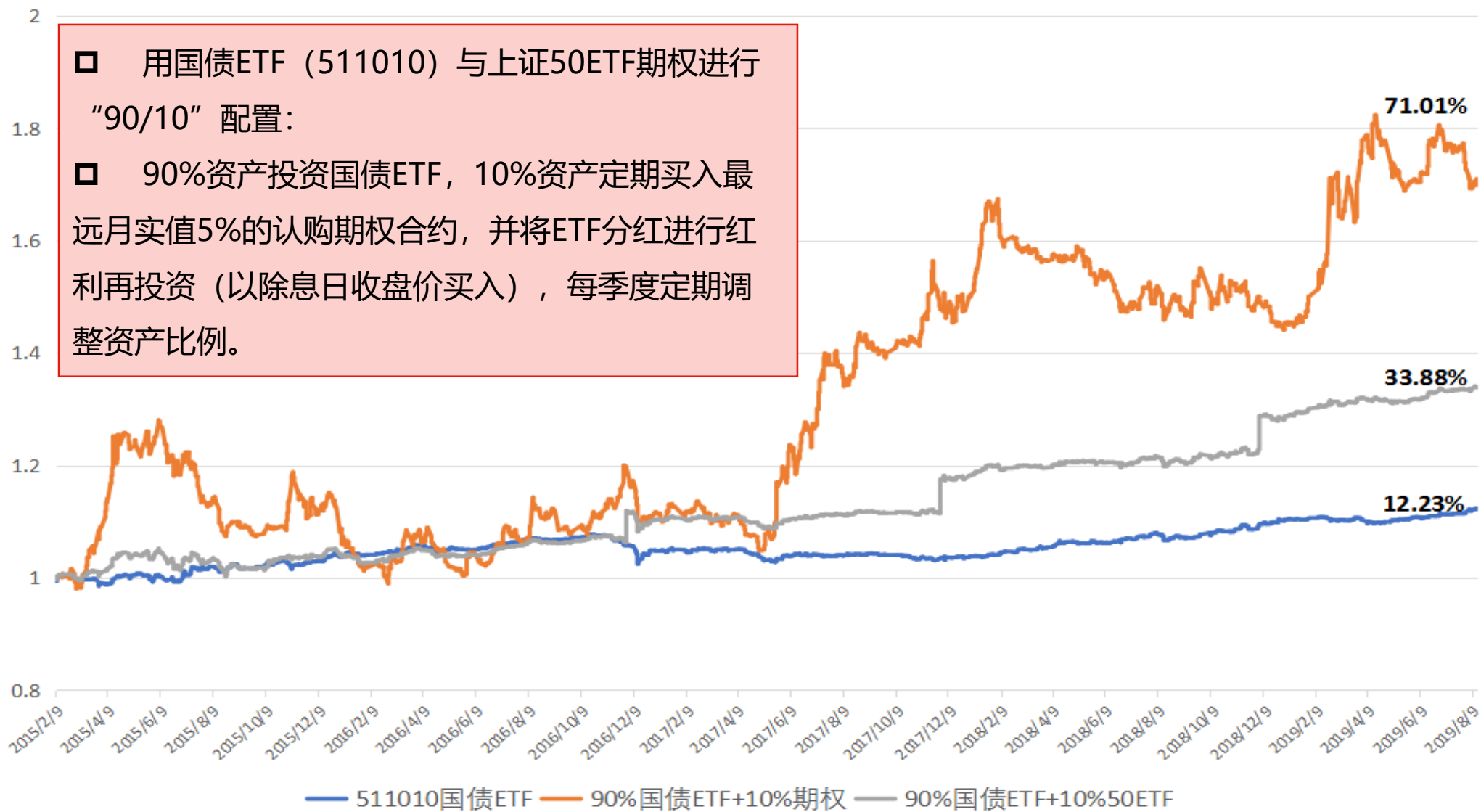
90%投资
低风险产品



10%投资
期权



买入认购的另一个妙用：90/10策略



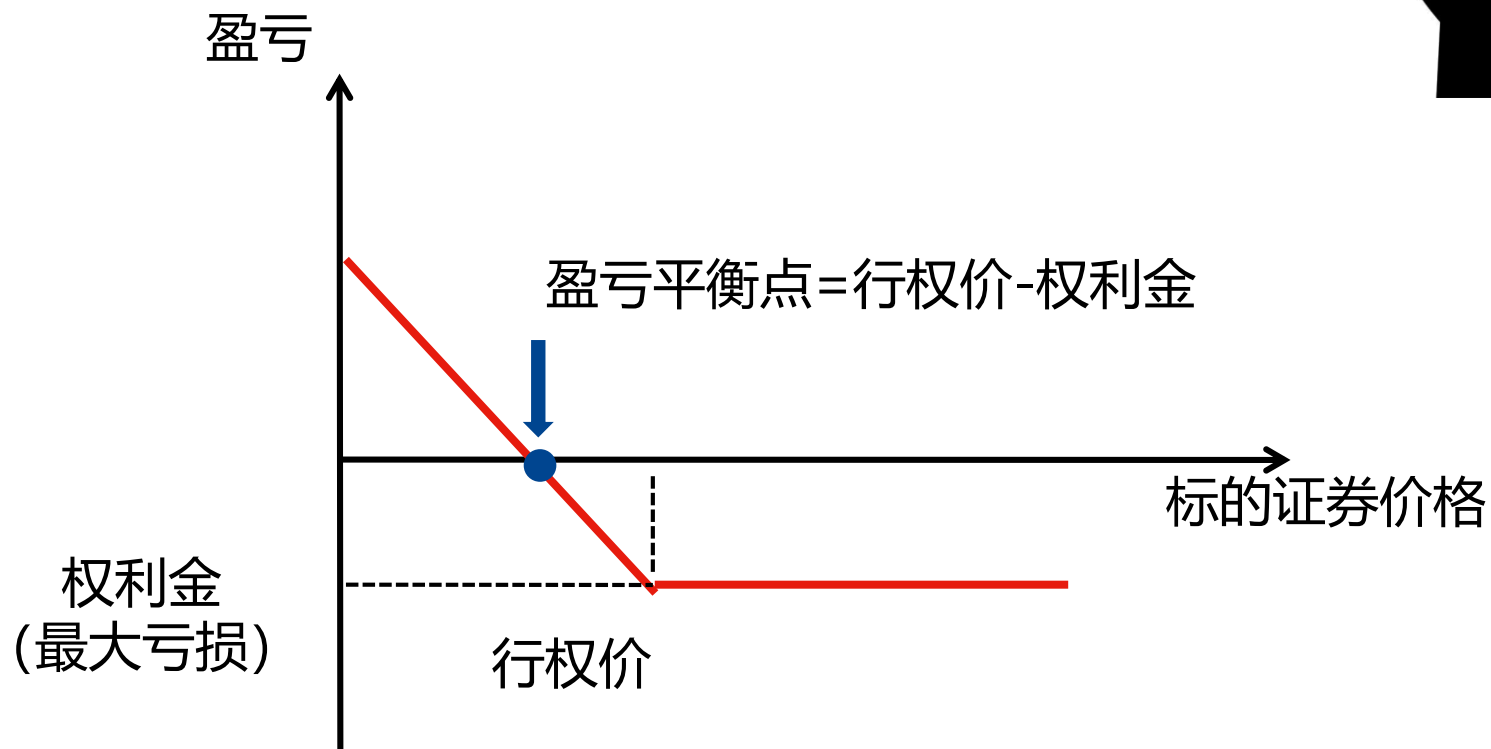
图：用国债ETF和上证50ETF期权模拟“90/10”策略的净值表现；数据来源：wind，回测区间为2015年2月9日至2019年8月15日

买入认沽期权

使用场景：强烈看空后市，降低下行风险



我知道可以用认沽期权做保险，可是我还有许多疑问：



保险成本是多少？

保险选近月合约还是远月合约？

保险策略效果究竟如何？

2020年1月23日当日，投资者担心后期疫情加剧，且年前认沽期权的隐含波动率为较低水平，50ETF沽3月2900的隐含波动率为13-15%左右，此时买入认沽相对“便宜”。

于是投资者提前以资产净值的2%，买3个月后到期的平值期权以对现货进行等量对冲。





春节前

以50ETF为例，投资者A持有50万份50ETF，1月23日节前最后交易日，50ETF收盘价为2.9250，50ETF沽3月2900的报价为0.0621。假设当天投资者A担心春节期间疫情等不确定性，决定买入50张50ETF沽3月2900认沽期权保险，成本为：

$$0.0621 \times 10000 \times 50 = 31050 \text{元}$$

春节后

节后2月3日开盘，50ETF收盘价为2.7070，当日跌幅7.45%，投资者A的期间损失为：

$$(2.9250 - 2.7070) \times 10000 \times 50 = 109000 \text{元}$$

与此同时，当天认沽期权大涨，2月3日收盘价为0.2948，认沽期权端收益为：

$$(0.2948 - 0.0621) \times 10000 \times 50 = 116350 \text{元}$$

基本对冲了保险成本与期间损失！

保险策略：保险成本与保险效果估算

情景分析：不同到期日和行权价的认沽期权合约

合约	成本比例	现货单日跌幅7.45% ¹		
		期权涨幅	保险策略盈亏	
2月合约 剩余34天	50ETF沽2月2900	1.36%	589%	0.59%
	50ETF沽2月2950	2.22%	384%	1.05%
	50ETF沽2月3000	3.26%	279%	1.66%
3月合约 剩余62天	50ETF沽3月2900	2.12%	375%	0.51%
	50ETF沽3月2950	3.01%	286%	1.13%
	50ETF沽3月3000	4.00%	220%	1.34%



结论：

- 从成本角度看：虚值合约相比实值成本低，近月合约相比远月成本低
- 从保险效果看，实值合约对冲效果更好，远月合约保护周期更长
- 标的大涨时，该策略依旧有收益，但收益会被保险成本摊薄。

1

对长期看好的标的进行保险：合理评估期权费用

选择等量对冲还是中性对冲？

2

□ 确保到期日证券的最低卖出价格选择等量对冲；

□ 确保短期完全对冲下行风险则应选择中性对冲，对应张数为**等量张数/delta绝对值**

3

选择合适的行权价：综合成本与保险效果

到期时间要匹配：

4

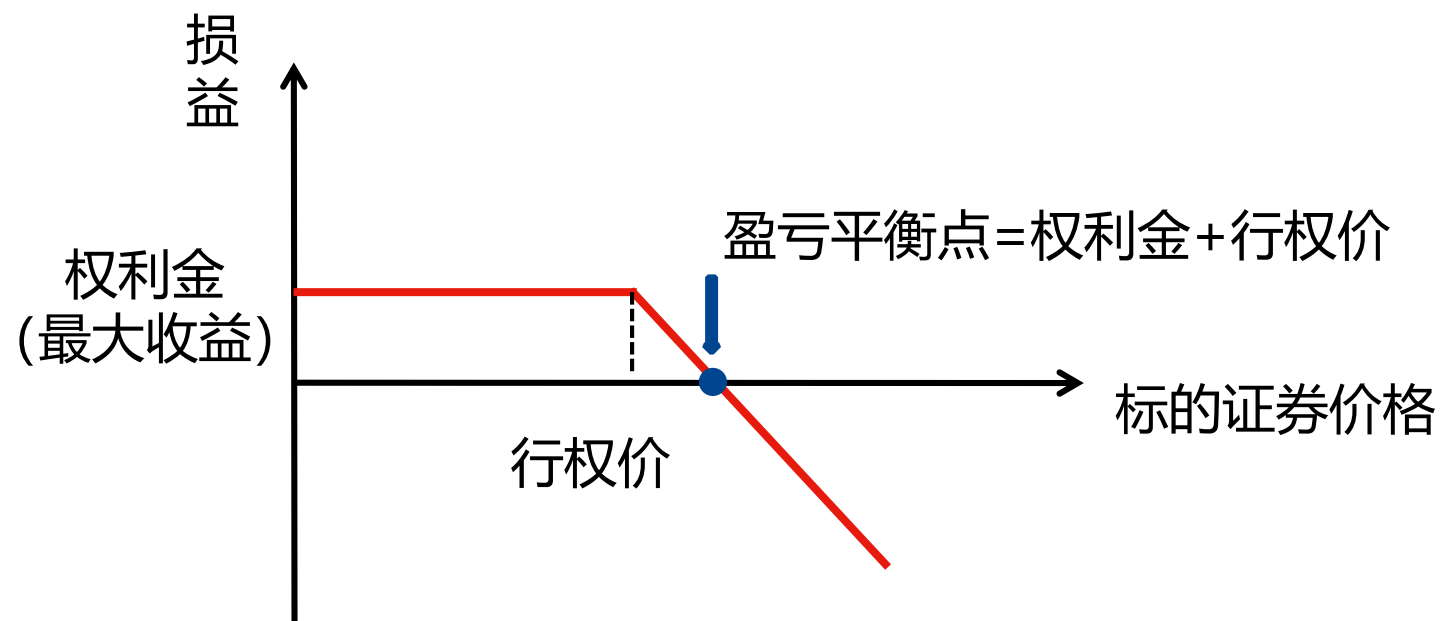
买入认沽期权的期限应与计划持股时间匹配；若无明确的持有时间计划，可以先买入短期合约，再视持股情况选择是否展期操作，但要注意在期权时间价值上损失过大

5

利用领口策略降低保险成本：卖出虚值认购期权摊平成本

卖出认购期权

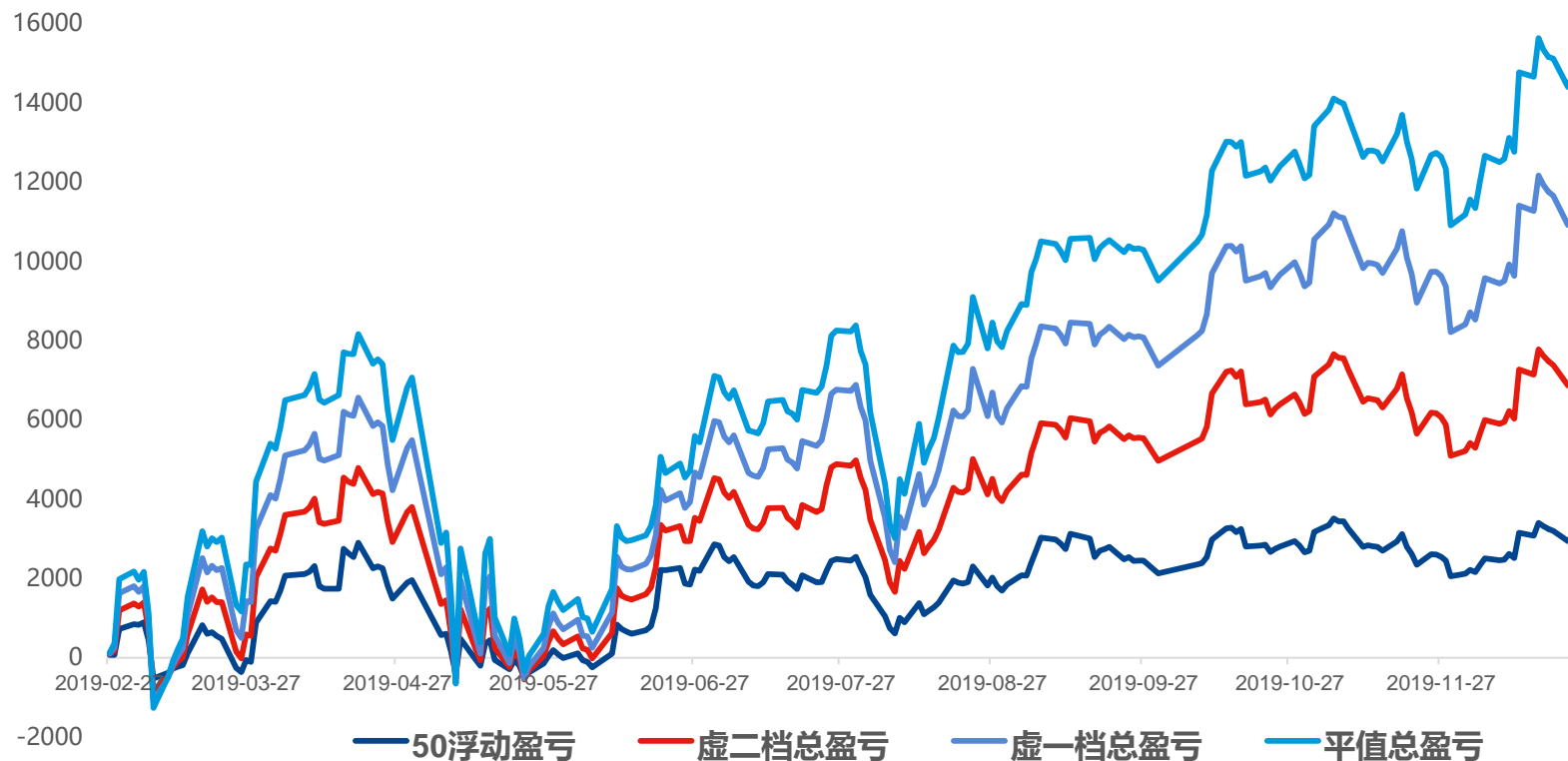
使用场景：温和看空后市，希望增强收益



慢牛行情：卖认购

- 长期持有ETF现货的前提下，每个月滚动卖出认购期权合约。由于“备兑开仓”无需另外缴纳保证金，相当于利用手头的ETF每个月获得一笔“租金”
- 2019年2月后，经过前期的上涨，预计未来标的会有震荡，因此投资者选择每月滚动备兑开仓

持仓浮亏 (元)



回测期间：2019.2.27-12.25，回测标的：上证50ETF

思考：

- 1、哪些月份备兑开仓策略盈利最为明显？
- 2、卖出哪一行权价的认购盈利情况最好？

备兑开仓的优缺点：



优点

- 定期（如每月）获得收入
- 比直接拥有ETF风险更低
- 该策略使用现券担保，不需额外缴纳现金保证金，因此通常情况下无须每日盯市，无强平风险。

缺点

- ETF价格持续上涨时，该策略向上收益具有上限。
- ETF价格持续下跌，该策略下行风险较大。

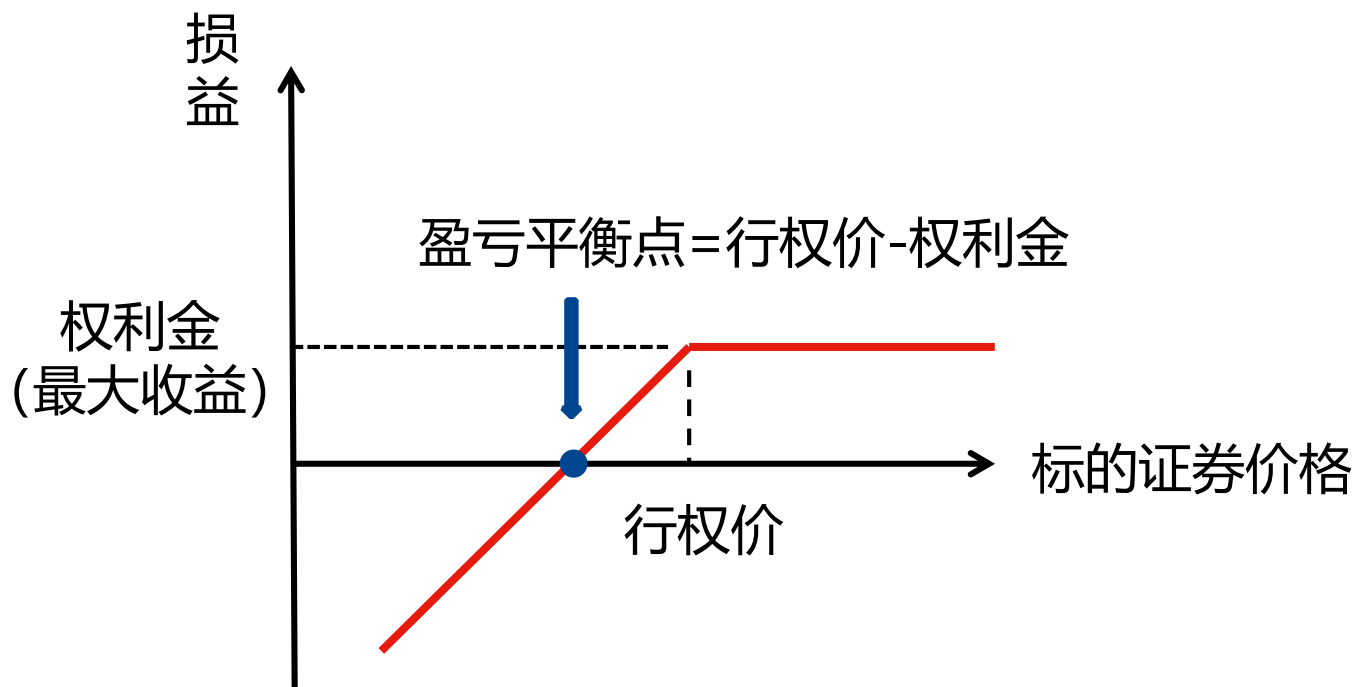


贴心提示：

备兑开仓的使用场景：预期未来不涨或者小涨
卖出认购的虚值程度：对未来上行空间的判断

卖出认沽期权

使用场景：温和看多后市，降低买入成本



“我确实喜欢这只股票，但我不想按现在的价格买，我要等它跌一些再买”



- ◆ 有时候，现货看上去很有吸引力，但现有的价格不尽人意。
- ◆ 可当你在等待现货价格回调后再买的时候，却可能在等待过程中白白失去了机会收益。

那么面对这样的情况，我们来看看投资大师巴菲特是怎样操作的。

1993年4月

1993年12月17日

- ▶ 巴菲特希望增持可口可乐，但此时可口可乐的市价是**40美元**左右
- ▶ 巴菲特以**1.5美元**的权利金卖出**500万份**到期日为**1993年12月17日**、行权价为**35美元**的认沽期权

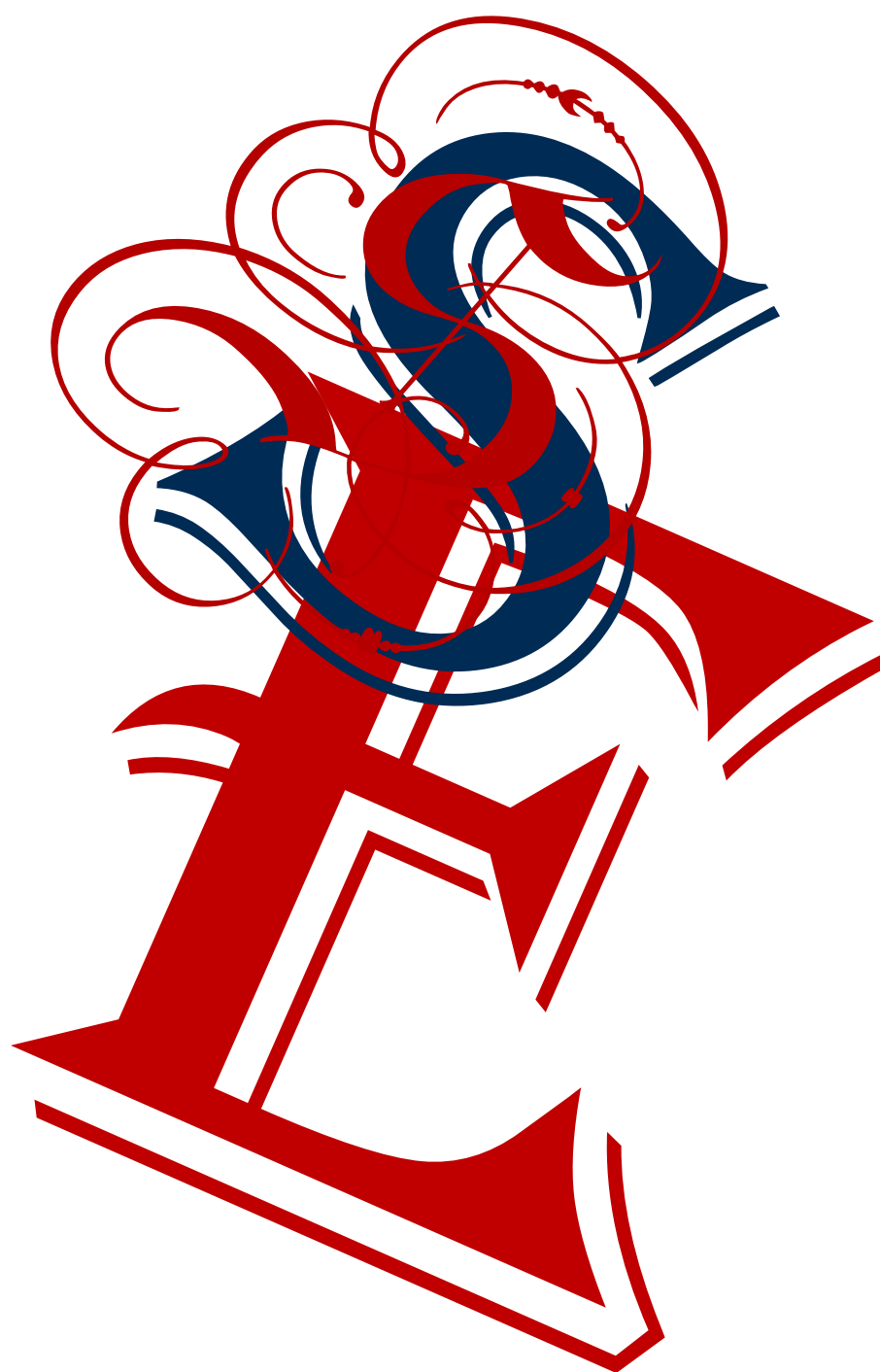


若市价超过35美元：到期后，该期权为虚值期权，不会被行权
巴菲特获得 $1.5\text{美元} \times 500\text{万份} = 750\text{万美元}$ 的权利金



若市价低于35美元：此时，该期权为实值期权，买方会要求巴菲特买入股票。巴菲特刚好按**35美元**买入**500万股**可口可乐股票，加上收取了每股**1.5美元**权利金，所以巴菲特购入可口可乐的实际成本为每股**33.5美元**

您的看法	期权操作
看大涨	买认购
看大跌	买认沽
看不涨	卖认购
看不跌	卖认沽



1.

单刀赴会——简单策略大有用处

2.

穿越牛熊——巧用期权实现预期

3.

内外兼修——期权交易思维构建



期权组合策略千变万化，种类繁多的策略能够适用于各种各样的市场行情，可以帮助投资者更加精准地表达对市场的看法，更加精确地根据预期进行交易。

股票未来
上涨!



股票未来十
天会上涨!



股票未来十天
会上涨且涨幅
超过6个点!



股票未来十
天会上涨，
涨幅在6-10
个点之间。



购买股票		
	投资策略	10日期间的收益率
A	股票	6.56%
B	股票	6.56%
C	股票	6.56%
D	股票	6.56%



购买期权		
	投资策略	10日期间的收益率
A	股票	6.56%
B	近月认购期权	234.82%
C	近月轻度虚值期权	278.79%
D	牛市价差组合	294.68%

牛市价差代替单腿买购

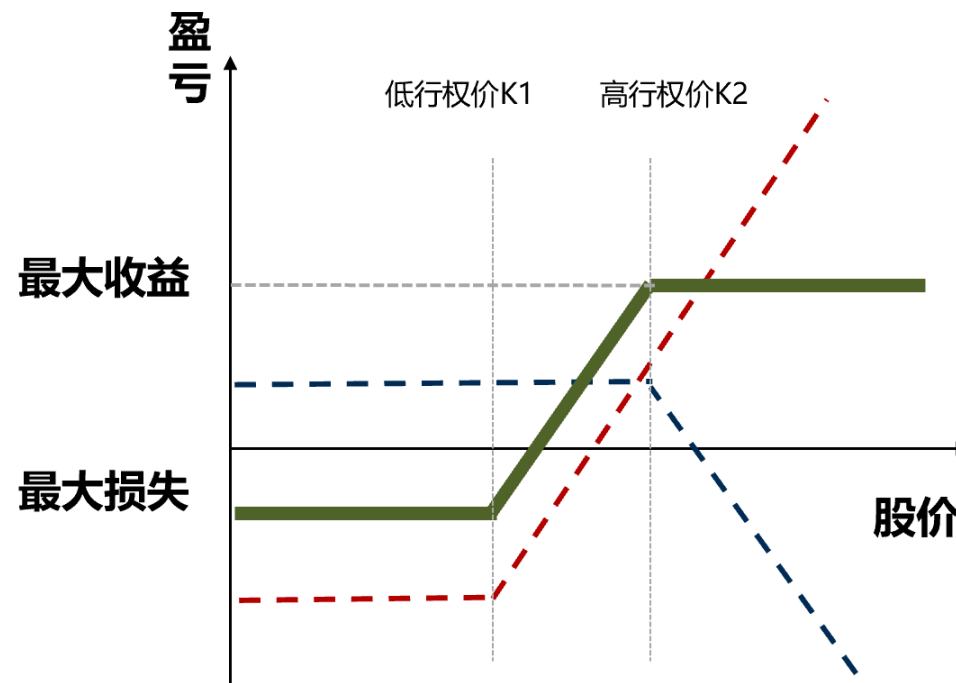
★ 场景：2020年4月1日，投资者认为经过前期的“深V回弹”，未来市场会缓慢上涨，考虑看多。

★ 现货多头资金占用太多？
 单边买入认购成本太高？
 单边卖出认购风险敞口太大？





牛市认购价差的到期盈亏损益图



2020.4.1当日上证50ETF收盘2.671元:

买入认购

牛市认购
价差

构成

买5月认购2700
一张

买5月购2700
卖5月购2800
(买低卖高)

到期收
益率

-4.84%

16.2%

最大
回撤

-31.5%

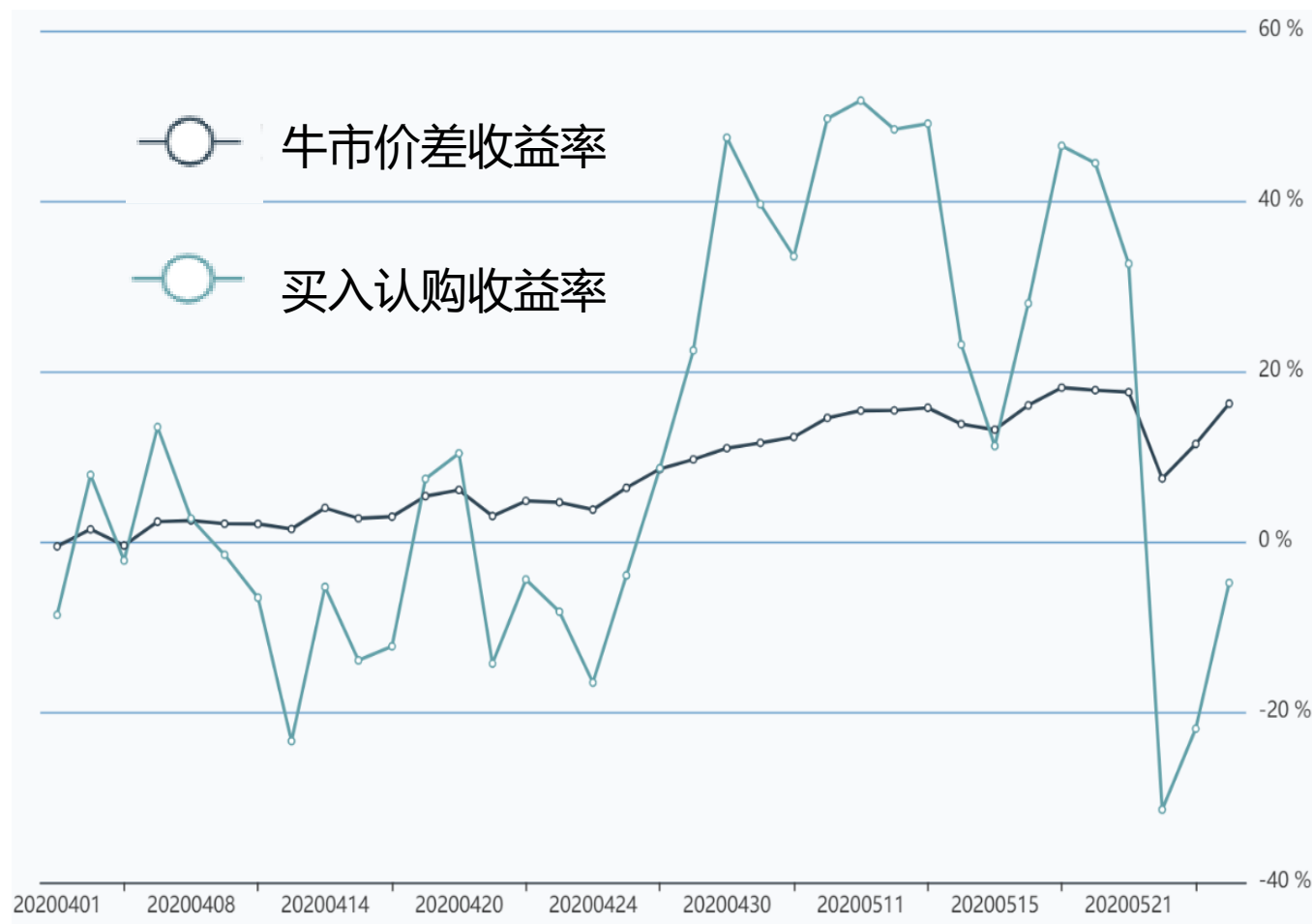
-0.6%

策略
优势

1、杠杆收益
2、比直接买现
货占用更少资金

1、收益平稳
2、可调整为单腿
认购, 享受杠杆
3、通过组合策
略, 可减免保证金

回测区间: 2020.4.1-5.27, 牛市价差策略vs.买入认购



行情趋稳：卖出勒式

2020年7月中旬，经过前期的调整后市场进入震荡.....

- ? 直接持有现货，短期难以盈利
- ? 备兑开仓，收入有限
- ? 卖出跨式，保证金高，风险大



有什么方法实现看空波动率且占用较少资金成本？



■ 跨式（勒式）策略分为买入跨式（勒式）； 卖出跨式（勒式）

买入跨式（勒式）



大幅震荡的后市
(看多波动率)

卖出跨式（勒式）



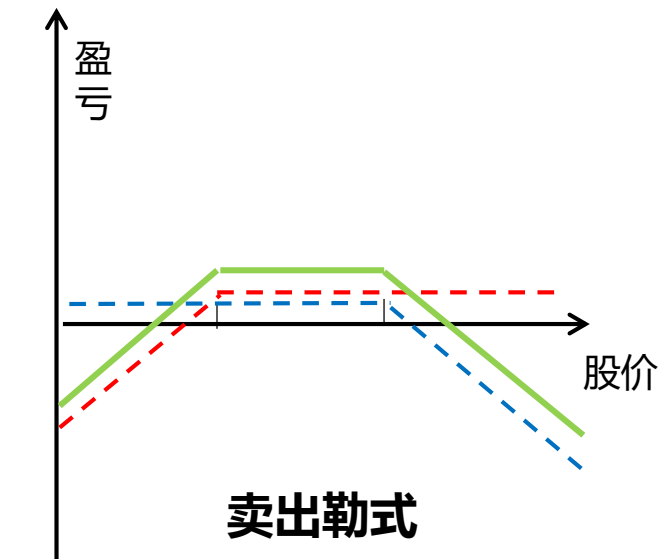
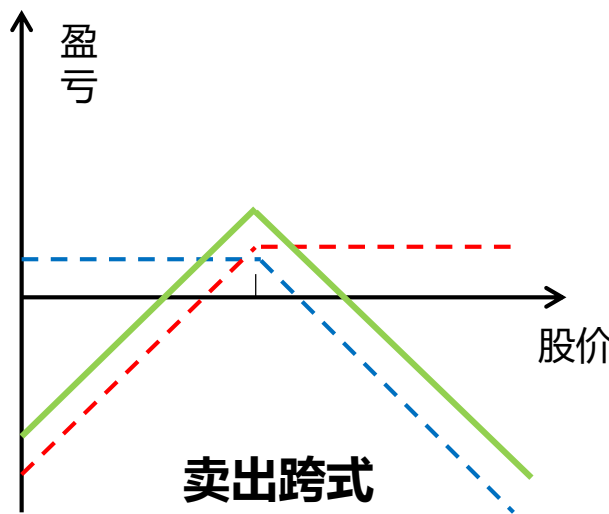
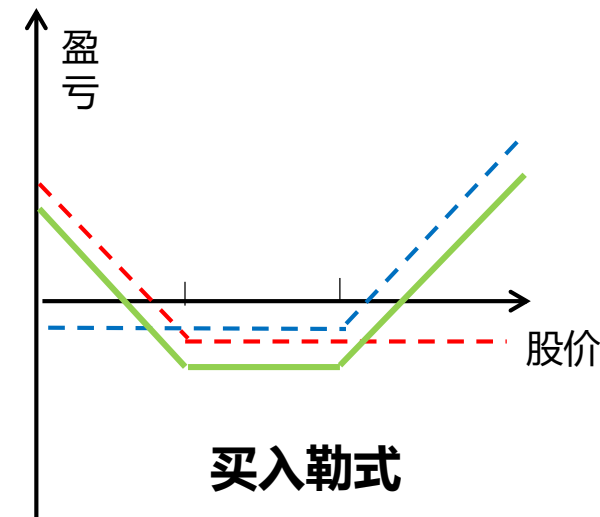
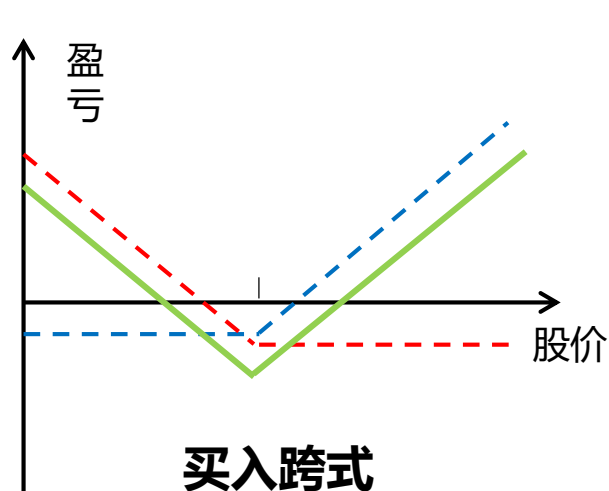
小幅盘整的后市
(看空波动率)

- 若行权价相同，则为跨式；若行权价不同，则为勒式
- 卖出勒式策略，是指卖出相同数量、低行权价的认沽期权，同时卖出高行权价的认购期权



大幅震荡买跨式， 小幅盘整卖跨式

行情趋稳：卖出勒式



策略构成	策略盈亏	资金成本
卖50ETF购 8月3400 一张	最大浮盈1222 (到期收益率22.73%)	可提交组合 策略保证金 减免保证金, 减免后的保 证金为 5374.56
卖50ETF沽 8月3200 一张		

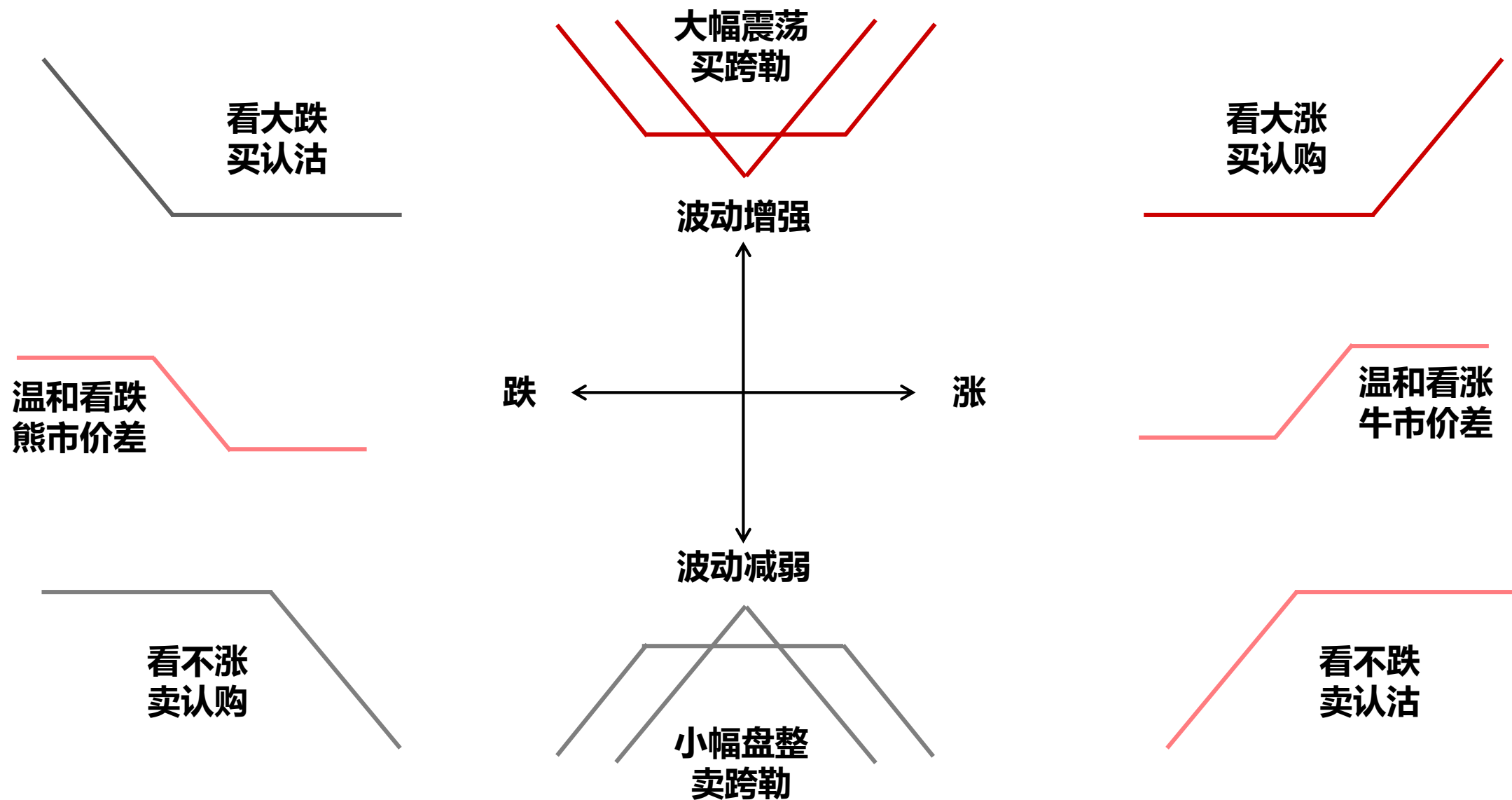
同期现货表现	区间最高收益率	到期收益率	资金成本
7.20日收盘3.26	8.5%	-1.5%	32600

策略口诀：小幅盘整卖勒式



卖出勒式的收益率
回测期间：2020.7.20-2020.8.21

期权策略总览



利用期权实现现货的低吸高抛

对现货的支撑线和阻力线有一定看法，在已经持有该现货的前提下，投资者在股价回调到支撑线附近时加仓，在到达阻力线时减仓？



- 某年3月29日，上证50ETF价格为2.70。小张持有10万份上证50ETF，他预期经过最近两周的调整，50ETF在未来1个月涨回到2.8元以上。在当前的价位，小张不想补仓也不想斩仓。
- 如果50ETF的价格跌至2.6元，小张愿意加仓一倍（买入10万份）；
- 如果50ETF的价格涨至2.9元，小张愿意减仓一半（卖出5万份）。

当年4月到期合约盘中行情如下：

代码	名称	现价	涨跌	涨跌幅	今开	最高	最低	换手率	成交量	成交额	时间			
510050	50ETF	2.700	0.012	0.45%	2.692	2.701	2.651	0.00%	3.15亿	8.41亿	10:54			
认购							认沽							
最新价	涨跌幅	成交量	持仓量	隐含波动	Delta	Gamma	行权价	最新价	涨跌幅	成交量	持仓量	隐含波动	Delta	Gamma
▼ 2018年4月(到期日 2018-04-25; 剩余28个自然日、18个交易日; 合约乘数 10000)														
0.2111	6.72%	2818	1665	20.28%	0.9207	0.9550	2.500	0.0147	-32.57%	3.21万	14592	27.19%	-0.0793	0.9550
0.1673	9.20%	3942	6545	21.29%	0.8564	1.4643	2.550	0.0224	-32.73%	2.75万	27524	26.28%	-0.1436	1.4643
0.1304	10.70%	1.15万	12476	21.71%	0.7658	1.9829	2.600	0.0336	-27.11%	2.81万	23365	25.65%	-0.2342	1.9829
0.0963	11.98%	2.93万	27456	22.00%	0.6528	2.3878	2.650	0.0504	-27.90%	4.33万	38490	25.34%	-0.3472	2.3878
0.0694	12.12%	4.17万	34504	22.23%	0.5266	2.5736	2.700	0.0728	-19.20%	4.41万	39685	25.43%	-0.4734	2.5736
0.0483	13.38%	3.56万	46094	22.71%	0.3999	2.4978	2.750	0.1011	-16.10%	2.55万	32549	25.68%	-0.6001	2.4978
0.0329	12.67%	2.36万	57135	23.11%	0.2850	2.1951	2.800	0.1359	-12.72%	1.37万	25882	26.49%	-0.7150	2.1951
0.0221	12.18%	2.27万	61886	23.62%	0.1903	1.7561	2.850	0.1755	-11.68%	6110	24604	27.46%	-0.8097	1.7561
0.0147	10.53%	2.07万	67414	24.27%	0.1189	1.2853	2.900	0.2163	-10.14%	6543	19826	28.85%	-0.8811	1.2853
0.0102	7.37%	1.35万	33925	25.16%	0.0696	0.8645	2.950	0.2614	-7.73%	1776	8303	30.57%	-0.9304	0.8645
0.0073	1.39%	1.32万	37074	26.25%	0.0382	0.5367	3.000	0.3079	-7.92%	924	5295	32.62%	-0.9618	0.5367
0.0040	0.00%	1.03万	41996	28.64%	0.0095	0.1653	3.100	0.4048	-6.04%	1122	12732	37.72%	-0.9905	0.1653
0.0028	-3.45%	1.06万	35366	31.64%	0.0019	0.0387	3.200	0.5029	-5.17%	856	11787	42.77%	-0.9981	0.0387

- 卖出10张认沽期权, ----→买入10万份
- 卖出5张认购期权, -----→卖出5万份

认购期权	行权价	认沽期权
0.0963	2.65	0.0504
0.0694	2.70	0.0728
0.0483	2.75	0.1011

应该选择什么行权价呢?

- 卖出10张4月到期, 行权价为2.70元的认沽期权
- 卖出5张4月到期, 行权价为2.70元的认购期权
- 如果到期标的价格低于2.70元, 认沽期权实值被行权 (买入标的), 认购期权虚值价值归零,
有效买入价格= $2.70 - 0.0728 - 0.0347 = 2.5925 < 2.60$
- 如果到期标的价格高于2.70元, 认购期权实值被行权 (卖出标的), 认沽期权虚值价值归零,
有效卖出价格= $2.70 + 0.0694 + 0.0728 * 2 = 2.915 > 2.90$



1.

单刀赴会——简单策略大有用处

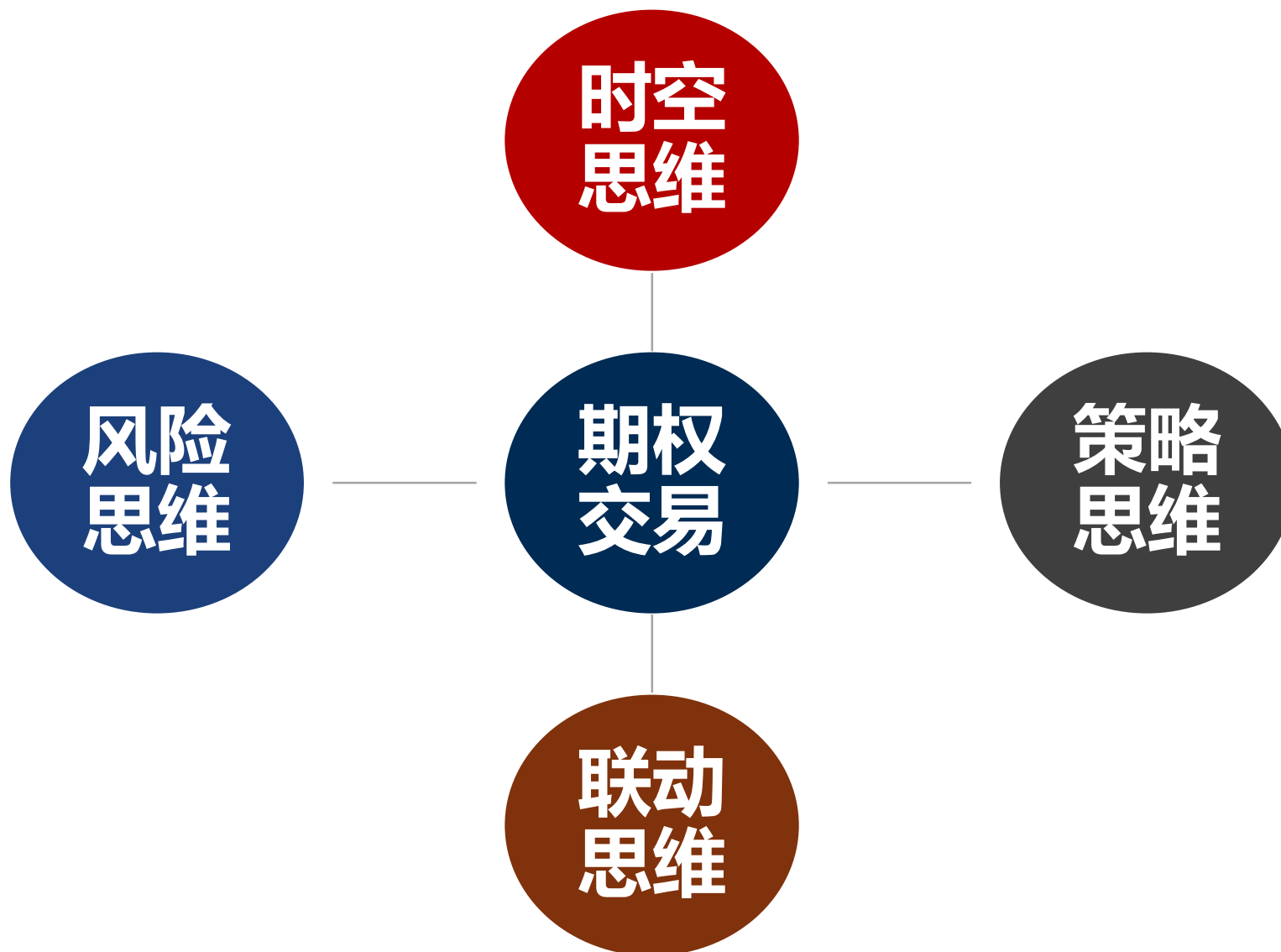
2.

穿越牛熊——巧用期权实现预期

3.

内外兼修——期权交易思维构建

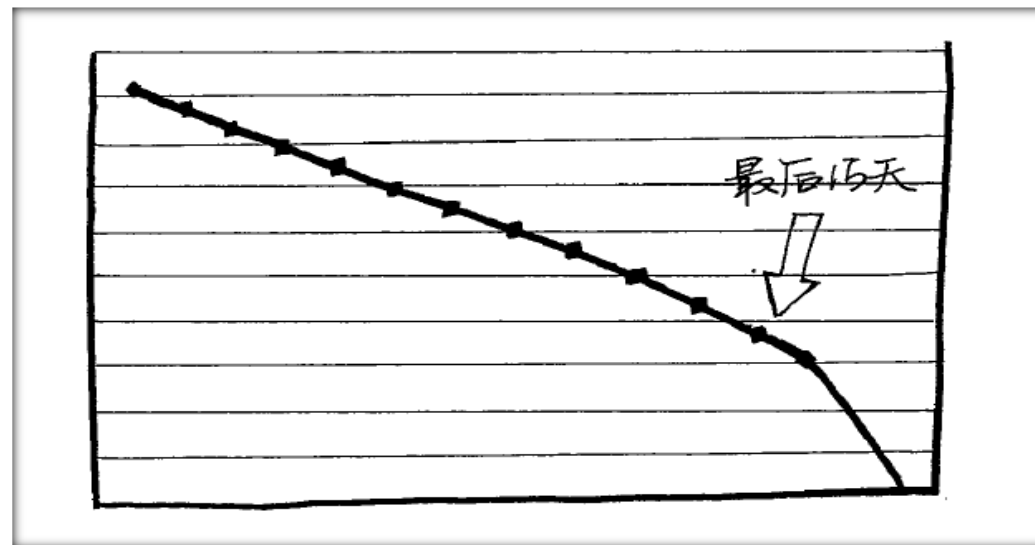




时间



因为股票是没有到期日的,很多股票投资者坚信,只要持有的股票一直存在且持有的时间足够长,就可以保证股票投资获利。“长期投资”运用在期权上可就行不通了。期权就像是“阳光下的冰”,其时间价值呈抛物线加速衰减



2020年8月到期的沪深300ETF期权合约，到期日为2020年8月27日。8月24日下午盘中，沪深300ETF现货上涨0.67%，但是轻度虚值和深度虚值的8月认购期权合约价格都出现了下跌。

期权价格 = 内在价值 + 时间价值

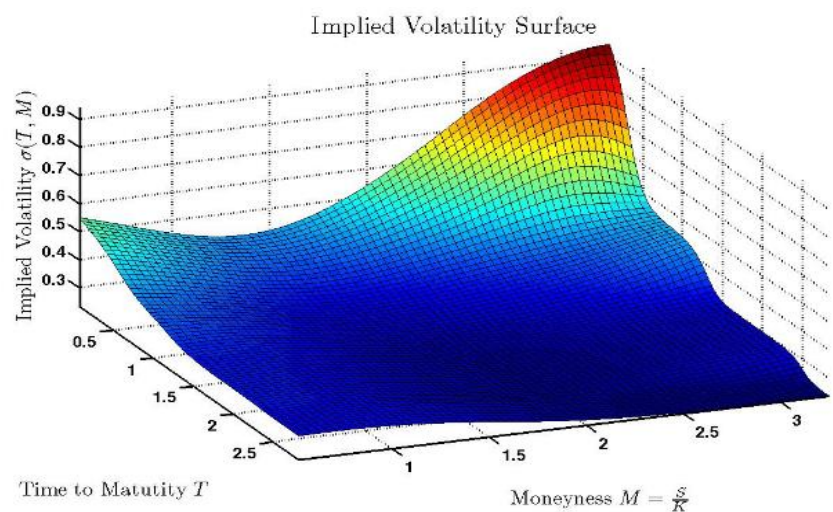


受时间影响

代码	名称	现价	涨跌	涨跌幅	今开	最高	最低
510300	沪深300ETF	4.815	0.032	0.67%	4.805	4.831	4.778
认购							
成交量	现手	现价	买量	买价	卖价	卖量	行权价
223	5	0.8108	10	0.8090	0.8125	5	3.900
448	2	0.7111	25	0.7093	0.7126	5	4.000
300	2	0.6115	25	0.6095	0.6131	1	4.100
0.1万	12	0.5139	16	0.5086	0.5130	15	4.200
0.2万	10	0.4117	10	0.4099	0.4138	10	4.300
0.8万	15	0.3112	15	0.3114	0.3132	2	4.400
3.1万	7	0.2126	20	0.2127	0.2145	10	4.500
9.4万	1	0.1179	30	0.1178	0.1187	2	4.600
24万	30	0.0436	40	0.0441	0.0443	10	4.700
15万	26	0.0101	25	0.0101	0.0102	57	4.800
4.3万	16	0.0016	92	0.0016	0.0017	154	4.900
1.5万	3	0.0004	67	0.0003	0.0004	731	5.000
0.3万	20	0.0001	9630	0.0001	0.0002	122	5.250
0.2万	21	0.0001	2302	0.0001	0.0002	673	5.500

空间

从空间上看，如果单纯的股票市场是一条直线的一维市场，有了股指期货的市场是由线及面的一个二维市场。有了期权之后，标的股票的行情变化将不会是你唯一的判断依据，不但市场涨跌有机会获利，即使市场不涨不跌，甚至市场涨跌不明确时，通过判断波动率的变化，投资者也可以借助期权从中获利



股票



期货



期权



在股票市场，大多数投资者已经习惯于低买高卖这种“简单粗暴”的交易方式，但这种方式显然无法精准地表达不同投资者对市场的看法，无法体现不同投资者的交易水平。



进入期权时代后，一千种市场观点就有一千种期权策略。你可以持有不同比例的股票，持有不同比例的股票期权，持有不同的价位的股指期货的多仓或者空仓，你可以在不同的行权价、不同的合约月份、持有不同方向的期权。学会策略思维，善用各种策略，将使你在期权时代如鱼得水。

期权是一种衍生品，帮助投资者做好**风险管理**是期权这一工具诞生时的最原始述求。
期权与其标的资产的结合运用可以达到降低风险、增强收益的目的。

① 期权

投资期权时应当考虑现货的变化，注重联动思维

① 现货

持有现货时应与期权搭配组合使用，形成各类组合策略



○ 买入认沽为现货多头保险
有助于长期持有

对于期权交易来说，**风险管理关乎最终盈亏**，毫不夸张地讲，即使基础策略选择失误，资金管理不合理，只要风控及时有效，也有很大可能会化险为夷。风险管理通常可分为事前和事后风险管理。

➤ **事前风险管理**是指**策略本身具备风险管理功能**，所有风险有限的交易策略都属于事前风控，这类策略通常不需要过多地后期调整，就算是市场状况不利于持仓，亏损也是有限的。

➤ **事后风险管理**是指随着行情的变化，投资者通过**调整头寸**不断化解风险的过程，所有理论上风险无限的策略都需要事后风险管理。

- 移仓
- 止损
- 止盈



风险思维

2020年7月15日，沪深300ETF收于4.784元，某投资者认为沪深300ETF价格在未来一周不会跌过4.6元/份，为赚取最后一周的时间价值，临收盘时投资者以0.0169元/张卖出“沪深300ETF沽7月4600”。然而，7月16日，沪深300ETF大跌，当日收于4.556元，“沪深300ETF沽7月4600”合约两日涨幅为515%，现货的大幅变动导致该期权卖方出现大量浮亏。



涨幅大并不是赚得多

2018年2月9日的行情一片惨淡，有部分客户是在周五当天匆匆进场买的期权，结果收盘发现，虽然认沽期权普遍大涨，自己却还是亏了钱。

50ETF沽2月2.65		10001159
0.0550	+0.0516 +1517.65%	隐含波动率 46.30%
昨结	0.0034	开盘 0.0082
最高	0.0800	最低 0.0082
均价	0.0440	振幅 2111.76%
总手	8.67万	现手 1149
持仓	25550	增仓 +15248
外盘	42826	内盘 43897
总额	3815.30万	今结 0.0530
涨停	0.2395	跌停 0.0001

涨幅大并不是赚得多

这只合约当天涨幅达到1517.65%，这是与昨天的结算价0.0034元比的，当天购买这只合约正常能赚到多少钱，你得看均价。当天的成交均价是0.0440元，也就是说有一半的人其实是以高于0.0440元的价格在当天买入这只合约的，买入这只合约时，合约的涨幅已经高达1194%。





感谢聆听

