

期权将收益最大化，卖出不可能变成可能

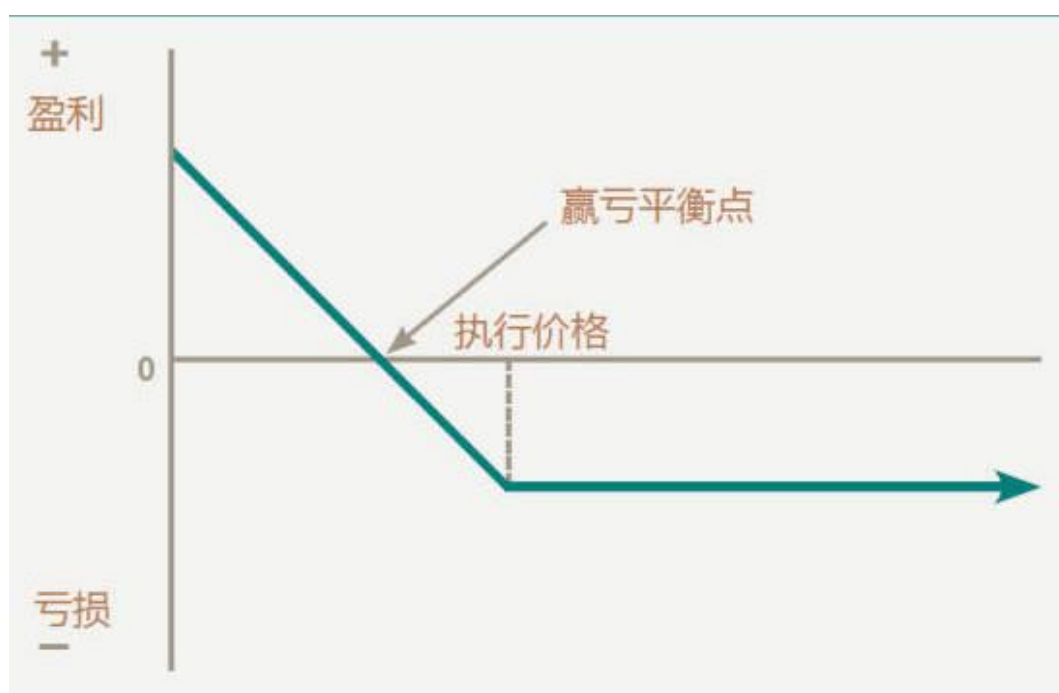
---善用期权应对白糖弱势行情

上周发文回顾了白糖最近 2 个月是如何一蹶不振，一路跌破 6000 元/吨整数关口的因果孽缘。白糖期权作为投资新工具，提供了收益最大化、卖出不可能、不涨不跌均可收益的投资新维度。那么我们简单回顾下如何运用期权工具应对此轮下跌，如何在看对行情的时候收益最大化，如何在不确定行情时依然将策略运用到极致。

一、买入看跌期权应对急速下跌：

先简单介绍下，什么是买入看跌期权策略。买入看跌期权是指，**投资者有权在约定时间按约定价格卖出该标的资产的权利**。买入看跌期权策略是一个**风险有限，收益无限**的策略。其盈亏平衡图如下图 1。

图 1：买入看跌期权盈亏平衡图



资料来源：wind

白糖 SR709 合约在 6 月 12 日在经过小幅平台震荡后，迅速进入快速下跌通道。如果此时投资者看空白糖主力合约，并认为其会持续下跌至 6200-6300 元/吨附近，以往操作即卖出 SR709 期货合约，并持有至目标区间。这其中会面临几个问题：第一，如果期货平台震荡时间过长，空单可能会面临提早离场观望的情况；第二，如果期货在此位置大幅度反弹后再进入下跌通道，空单则可能会面临追保或止损离场的情况。

但如果我们运用买入看跌期权，**则可在避免以上两种风险的基础上获得更高收益率**。回顾复盘，我们看到如果在 6 月 14 日，在基础判断白糖 SR709 会下跌至 6200 元/吨附近的前提下，买入 SR709P6200 虚值期权的价格为 13.5 元/吨，此时 SR709 合约约为 6598 元/吨收盘；在 7 月 5 日 SR709 期货合约跌破 6200 元/吨，可选择平仓期权合约，此时的收盘价为 165 元/吨。由此试算，每手期权合约最大亏损为 135 元，而最大收益为 1650 元，**收益率为 1222%**；而如果卖

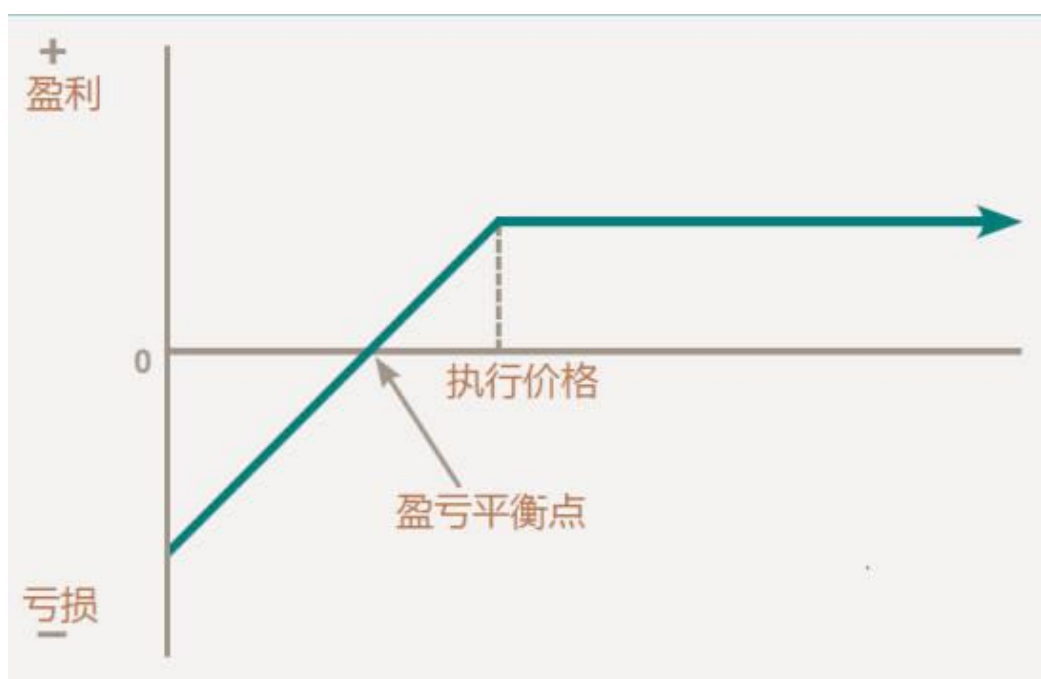
出一手期货合约，所需保证金为 4620 元（假设保证金为 7%），收益为每手 4240 元，收益率为 91.77%。

通过以上试算，我们可以发现，通过期权进行操作可以在损失有限（即全部权利金损失，135 元）的情况下，获得更高的收益率，上例中期权收益是期货的 13.4 倍，从而提供更大的盈利空间。在合约选择方面，虚值合约建仓成本低，并提供了更高的杠杆倍数，但如果标的资产小幅度下跌，则收益不如平值合约。投资者可根据对行情的判断及自身的风险偏好进行合理选择。

二、卖出看跌期权卖出不可能：

照例简单介绍下卖出期权策略。卖出看跌期权是指，投资者有义务在约定时间按照约定价格买入标的资产。卖出看跌期权最大潜在收益为全部权利金，也就是当合约无价值过期时获得，最大可能损失无限。

图 2：卖出看跌期权盈亏平衡图



资料来源：wind

比起做期权的买方，从个人角度来讲，更愿意做期权的卖方。一来，时间是你的朋友，每天都能获得时间价值。二来，从全球期权统计来看，超过 70% 的期权合约均无价值过期，单从概率角度来说，卖方就天然具有胜率。从中，我们也明白，想要卖出不可能，同时获得最大潜在收益，投资者最好选择购买虚值合约。那么在虚值合约中哪个合约的时间价值最大呢，期权既然是交易一种可能性，当然是最有可能变成实值期权的时间价值最大，一般来说通过卖出平值附近的虚值合约可以获得卖出虚值合约中最多的权利金。

同样，我们回到此轮白糖的行情。无论从供需分析的基本面情况，还是白糖的注册仓单现状，我们普遍认为 6000 元/吨附近将是白糖的大底。如果是期货操作，我们可以选择在 6000 元/吨附近抄底买入，但如果白糖价格只到达了 6010 元/吨，而并未触发你的抄底点位有可能会让你失去这一次机会。另一种可能是如果白糖期货在达到 6000 元/吨的情况下，继续下跌至 5900 元/吨，并缓慢反弹。在这样的情况下，持有期货头寸就会相对被动。如果换用期权操作，我们可根据行

情演变在合约标的达到 6100 元/吨时提早建仓布局，此次行情我们认为 SR709 和 SR801 合约均有操作机会，且思路略有不同。

1、临近到期合约最优卖出时间点

首先先来讨论下即将到期的 SR709 期权合约策略，根据郑商所白糖期权合约细则规定，白糖期权会在白糖期货到期前两个月的倒数第 5 个交易日到期，意味着 2017 年 7 月 25 日是 SR709 期权合约的最后交易日。回顾 SR709 期货合约，我们发现在 7 月 7 日 SR709 合约跌破 6200 元/吨，并在之后几日小幅反弹，这个时候我们在即不认为白糖会在 2 周内跌破大底 6000 元/吨，又接近到期能快速获得时间价值的情况下，可选择卖出 6000 元/吨或 5900 元/吨的 SR709P6000 或 SR709P5900 的期权合约。

那么为什么说这个时间点是最优能快速获得时间价值并能降低 Vega 的影响的时间点呢，我们根据期权计算公式：

$$Theta = -S_0 N'(d_1) \sigma / 2\sqrt{T}$$

$$vega = S_0 \sqrt{T} N'(d_1)$$

$$\frac{Theta}{Vega} = \sigma / -2T$$

从这个关系式可以看出，波动率 (σ) 的数值除以 2 所得到的天数，就是 Vega 值等于 Theta 值的时间点，意味着从这一天起时间价值消失的速度会大于波动率变化的影响，因此在这一个关键时间点后，适合做适当的卖方头寸，收取权利金。

此时白糖 SR709 的隐含波动率为 21% 左右，则该关键时期为 $21/2=10.5$ 天，即合约到期日之前的 10 到 11 天是最适合做卖出看跌期权头寸的。因此我们可选择在 7 月 14 日以开盘价卖出 SR709P6000 合约，价格为 6 元/吨，保证金为 3202.2 元（假设保证金为 7%），持有到期，即 2017 年 7 月 25 日收盘，SR709 合约结算价为 6221 元/吨，SR709P6000 合约无价值过期，收入全部权利金 6 元/吨，年化收益率 5.9%。

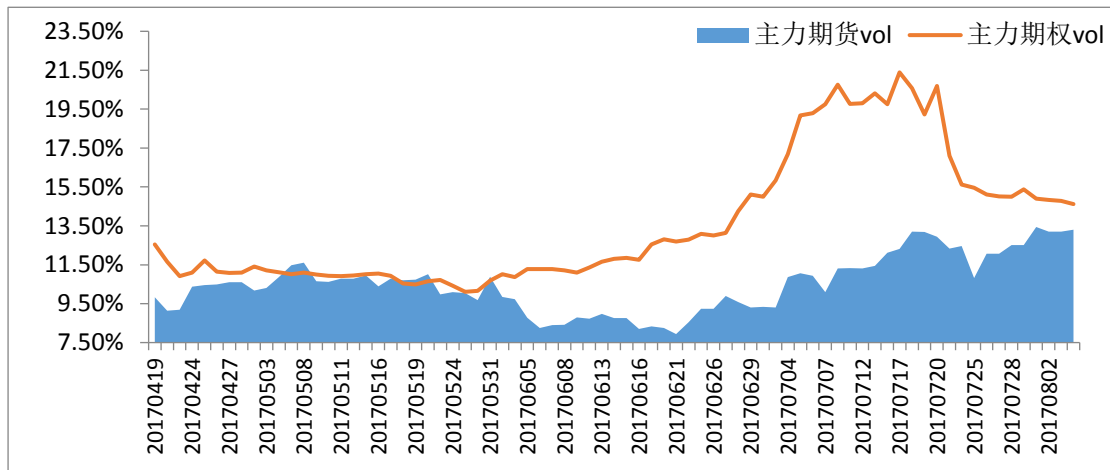
同样的投资者也可更保守的选择卖出 SR709P5900 合约，7 月 14 日开盘价为 3.5 元/吨，年化收益率为 4.08%。

当然，该策略仍会面临标的资产巨幅震荡所带来的亏损，临近到期时也可能面临大头针风险，需做好相应的风控或对冲策略。

2、远期合约抄底买方 OR 卖方？

其次，我们也可将卖出不可能策略运用在相对较远的 SR801 期权中，但不同的是我们在建仓时并不是考虑持有到期，毕竟该合约的存续期仍有 4 个月之久，因此我们更多的把该策略变成一个抄底策略，追求收益最大化。那么，投资者一定会有疑问我是选择买入看涨期权抄底好呢，还是选择卖出看跌期权好呢。这里我们需要考量两方面的内容，一方面是隐含波动率高低。隐含波动率是衡量期权相对价值的工具，我们从下图中可以发现从白糖期权上市以来，隐含波动率在低位运行长达 3 个月之久，而在 7 月上旬进入上升通道，而我们现阶段选择抄底的时机正是隐含波动率在相对高位的时候。因此从相对价值及隐含波动率的角度来看，相对于买方，此时我们更推荐做期权的卖方。

图 3：白糖主力期货与期权波动率变化



资料来源：wind

第二方面，时间价值损耗的考虑。抄底策略可能会面临底部来回震荡的可能，买入策略更适合于短时间操作，尽量降低时间价值的损耗，尤其是对于我们需要操作的虚值期权而言。我们列出了一张选择买方和卖方的简单图表可供参考。综合以上原因，此次策略我更推荐卖出 SR801P5800 合约，标的资产 SR801 合约在 2017 年 7 月 28 日跌破 6100 元/吨，收于 6046 元/吨，此时 SR801P5800 合约收盘价为 95 元/吨，所需保证金为 3952.2 元/吨（假设保证金为 7%）。截至 2017 年 8 月 8 日收盘，该策略可获利 46 元/吨。同时，我们认为根据现阶段行情该策略可继续持有一周至 8 月中旬。

图 4：买方 OR 卖方的困惑？

买方	卖方
➤ 胜率低	➤ 胜率高
➤ 获利无限，风险报酬比高	➤ 获利有限，风险报酬比低
➤ 操作周期短	➤ 操作周期短
波动率的判断：	
✧ 波动率上升趋势时应该做买方。	
✧ 波动率下降趋势时应该做卖方。	

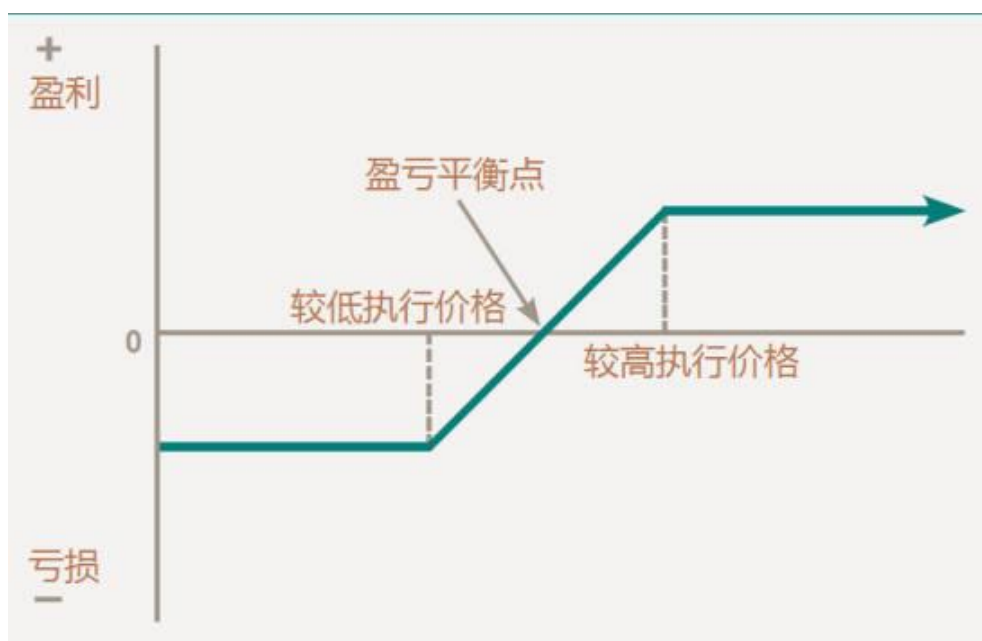
资料来源：

三、构建牛市价差应对底部盘整：

下一阶段白糖进入阶段整理的可能性增大，预期在 6100-6300 元/吨震荡。对于这样的预判，从期货端来讲操作难度是非常巨大的，很难控制好合理的进场与出场点位，而在运用期权这一工具能够合理的构建出价差策略应对震荡行情。

依然先简单回顾下牛市价差。牛市价差是指买入一个低行权价期权的同时卖出一个高行权价的期权。这个期权可以是看涨期权也可以是看跌期权，投资者只需要记住，牛市价差低买高卖。该价差策略，最大亏损与最大收益均有限，盈亏平衡图如图 5。

图 5：牛市价差盈亏平衡图



资料来源：wind

牛市价差如何运用到下一阶段白糖震荡行情中呢。我们会建议在白糖 SR801 期货合约跌至 6150 元/吨附近，构建 SR801C6000 与 SR801C6300 牛市价差策略。

综合以上几个策略对行情的回顾与展望，我们发现期权既可以在损失有限的情况下收益更大化，也可以作为抄底的新工具非精确性抄底，卖出一种不可能。同时，在面临 80%以上震荡势的情况下，构建价差策略，获得潜在收益。