

# 期权交易中的陷阱

## ——方向型策略亏损之谜

### 一、 引言

方向型期权策略简单易学，投资者可以轻松的从期货交易切换到期权上。在期权上市初期这类策略最受欢迎，然而随着时间推移经历过不同行情，就常会收到这样的抱怨，“为什么我持有的看涨期权，在行情上涨时不赚钱？”，“为什么我的牛市垂差在上涨时亏钱？”。这些问题乍一看匪夷所思，但仔细研究后就会发现情有可原。如果你也曾有这样的疑惑，掉入过这些“陷阱”，那不妨跟随本文来一探究竟。

### 二、 价差陷阱

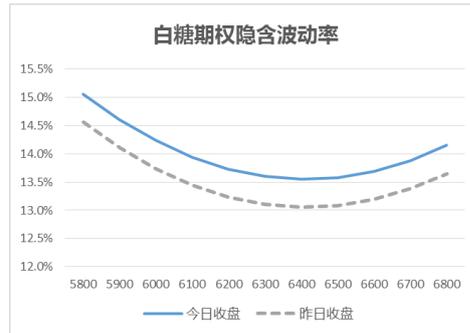
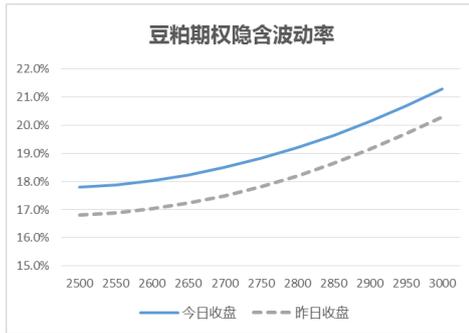
首先，大家最常掉入的就是“价差陷阱”。其实这一“陷阱”我们已经在上一篇《期权标的物价差对交易的影响》中有详细的介绍。我们再简单的回顾一下。

正如期货与标的物间存在基差一样，各月期权合约的实际标的物（合成期货）与其理论标的物间也存在一定的价差。举例：8月21日，白糖期货1801合约收盘中价6354.5，白糖期权1801合约合成期货收盘中价6352.75，合成期货与期货间存在逆价差，价差为-1.75。

价差的性质与基差基本相同，随着时间的推移会不断上下波动，直至到期归零。因此，当投资者在交易中只关注白糖期货的走势（理论标的物）而忽略了合成期货（实际标的物）的走势时，就很容易掉入“价差陷阱”。想象一种情况，1801白糖期货上涨5个大点，而1801合成期货的逆价差从-1.75扩大到-6.75，也就是说原地不动。只关注期货走势会让你产生标的上涨买Call必涨的错觉，而事实上Call的价格会追随合成期货走势波动，因此Call的价格在没有其他因素影响时也可以不涨。

### 三、 波动率陷阱

押注期货上涨，最简单的策略无非买Call、卖Put，或稍微复杂的多腿策略如买入牛市垂差。预测这些策略的盈亏情况，千万不要忽略一点，就是期权定价的独特维度——波动率。以上这些策略或多或少都暴露了波动率风险。回顾我们对对应策略的几篇文章，IV（隐含波动率）下降对买Call不利，IV上涨对卖Put不利，而买入牛市垂差要根据实虚值程度的不同来分别看待。即使是直接买入合成期货，表面上没有暴露波动率风险，但Call与Put的IV也会在某一时刻受流动性、市场情绪等等的影响异步变化，从而受到IV影响，但这不是本节重点，此处的IV变化主要指IV曲面的整体向上或向下平移。



如果你使用的期权策略不会持有至到期，同时也没有监测持有合约 IV 变化的软件或工具，则很容易忽略波动率变化对策略损益的影响，从而落入“波动率陷阱”。

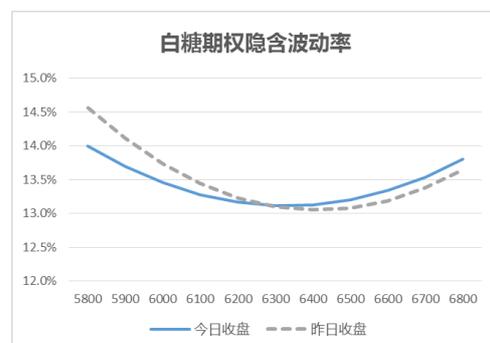
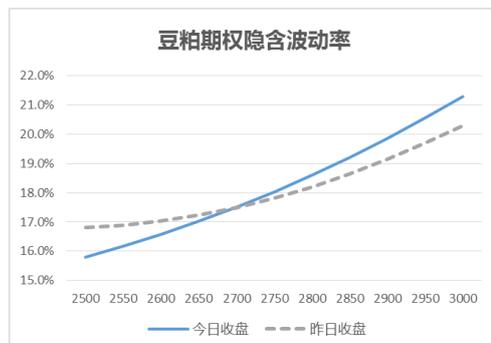
同样以白糖期权 1801 合约为例，8 月 21 日平值 6400 Call 收于 129.5（中价）。不考虑其他因素，合成期货由 6352.75 上涨 28 个大点，Call 价格约上涨 13；该合约 IV 下跌 1%，Call 价格约下跌 13。因此，当二者同时发生，即使合成期货上涨，买入 Call 也未必盈利，甚至在 IV 大幅下降时产生亏损。相反，如果在行情上涨时，IV 上涨，那么卖出 Put 的盈利也会不及预期甚至亏损。模拟损益情况见下表：

	SynF 上涨	策略损益	IV 变化
买入 1801C6400	0.42%	-5.3	-1%
卖出 1801P6400	0.47%	-5.5	+1%

由于牛市价差策略由买入期权与卖出期权两部分组成，通过两方抵消，受 IV 平移的影响较小，对其影响更多的是 IV 曲面的扭转，会在后面部分详细讲解。

#### 四、波动率偏态陷阱

对于涉及不同行权价两条腿以上的期权策略，IV 曲面的扭转即 IV 曲面偏态的变化也是策略损益的重要影响因素。如果对整个 IV 曲面的实时变化没有很好的监控，就无法分析出这部分损益的来源，从而产生行情如预期变动，策略却没有获利的疑惑。通过之前的学习，大家对 IV 曲面也就是隐含波动率微笑应该比较熟悉了，隐含波动率的偏态指的就是 IV 曲面两翼的倾斜程度。



通常当右侧即虚值 Call 的 IV 曲线倾斜度加强，我们会称之为 IV 曲面正偏增大，反之在

左侧即虚值 Put 的 IV 曲线倾斜度加强时称之为 IV 曲面负偏增大。选择某两个虚值程度的 Call/Put 将其 IV 相减后进行一定标准化，就可以量化正偏和负偏的程度。在不同时点市场的情绪的改变会导致投资者避险需求的变化，从而使得正偏或负偏有所改变。偏度变化最直观的表现就是不同行权价的 IV 上涨或下跌的幅度不同，甚至有的上涨有的下跌。这种情况下即使有些策略表面上看在波动率方面没有暴露什么风险，事实上也会受到波动率偏态的影响。

正如上文提到的牛市价差，假设买入虚值牛市看涨价差，其他条件不变，卖出的行权价 IV 上涨，买入的行权价 IV 下降也就是 IV 曲面正偏增强，由于波动率偏态改变产生的亏损就会侵蚀行情上涨带来的获利，从而造成上涨时牛市价差没有明显获利的假象。

下面以豆粕期权为例进行模拟分析：

	SynF 上涨	策略损益	IV 变化
买入 1801C2750	2.04%	+305	+1.5%
卖出 1801C2800	2.04%	-307	+3.0%
买入牛市看涨价差	2.04%	-2(-1.5%)	IV 差值:+1.5%

由于正偏上涨，抵消掉了的方向上的损益，从而造成亏损。

## 五、 总结

方向性策略的应用中还有很多类似的“陷阱”等着我们发现，追本溯源这些“陷阱”都源自于对策略的不熟悉，从根本上讲就是对期权定价模型了解的还不够透彻。

想要有效规避这些“陷阱”至少要做到以下几个方面：

- 1、对期权定价模型中的自变量也就是影响期权价格的因素有全面而详细的理解。
- 2、明确各个期权策略的整体以及局部风险暴露，最直接的方法就是学习期权各个风险值也就是常说的“希腊值”（Greeks）。
- 3、购买或自行建立能够正确记录以及实时显示各种期权相关数据的软件或工具。这些数据包括并不限于历史及实时的各月合约的合成期货价格、各合约的 HV 与 IV、各月 IV 曲线、当前 IV 水位、及 IV 偏态。
- 4、能够及时对持有策略进行损益分析。这又包括对预期损益的动态分析以及实现损益的来源分析。

当你能够轻松识别这些“陷阱”后，就可以加以利用使之成为赚钱利器。

正如上文所述，很多方向型策略都会暴露波动率风险。如果在预测上涨的同时也能对 IV 变化有所判断，那么除了在方向上的损益外还可能会获得波动率损益的加持。例如 50ETF 期权当月合约的 IV 通常会在标的突破某一压力位后上涨，如果你认为突破上涨的可能性很大，

就可以提前买入 Call 进行押注，一旦行情如预期发展，就可以在方向与波动率方面均有获利。

	<b>SynF 上涨</b>	<b>策略损益</b>	<b>IV 变化</b>
<b>买入 1801C6400</b>	<b>0.42%</b>	<b>+289.3</b>	<b>+1%</b>
<b>卖出 1801P6400</b>	<b>0.47%</b>	<b>+289.1</b>	<b>-1%</b>

也就是说，只要你有明确得看法，行情的方向、速度、幅度任何微小的变化都可以用期权组合精妙的捕捉到，这也正是期权交易的趣味所在。

一句老话说的好“失败乃成功之母”，也只有不断的从这些“陷阱”中爬出来，你才能真正体会到期权交易的乐趣。