

一种持续稳定盈利的白糖期权策略

摘要：白糖期权已经上市四个月了，是否存在可以持续稳定盈利的策略，是投资者非常关心的问题。本文提出一种新的能够持续稳定盈利的白糖期权策略，该策略提出了一种度量标的走势的基准，进而根据标的走势是趋势和震荡采用不同的策略。根据白糖期权近四个月的走势情况，统计了该策略的盈亏，实证出该策略具有相当的有效性。

1 引言

白糖期权上市四个月，标的物行情跌宕起伏，既有上涨的趋势行情，也有长达一个月的震荡行情，同时还经历了 1707 合约和 1709 合约的两次行权。为了寻找持续稳定盈利的策略，本文在之前研究的基础上，首先，验证了卖跨策略是否依然在白糖期权上具有优势。其次，说明卖跨策略为何会失效。进而，提出了一种改进的趋势策略，并验证了其有效性。最后，通过归因分析的方式，说明该策略为何会表现稳定，持续有效。

2 双卖策略在白糖期权上的表现

在白糖期权专题报告《上市一个月，白糖期权比豆粕期权更容易赚钱吗？》中，我们提出在白糖期权在上市一个月的时间内，双卖策略是最有效的策略。然而，目前白糖期权已经上市的 4 个月时间，双卖策略表现如何，是否依然有效，是广大交易者非常关心的问题。

图 1 展示了从白糖期权上市第一天起，以 10000 元人民币为本金，卖出虚值三档的跨式策略在过去四个月的净值曲线。以下实验都是采用 10000 元人民币本金的方式进行实验。

由图 1 可知，在过去四个月中，卖出跨式表现初始阶段表现比较理想，但是后期表现较差，自 6 月 26 号开始净值持续走低，最大回撤达到 30%。这主要是因为当时白糖期货由震荡转为趋势，同时隐含波动率处于一直上升的状态，最终使得卖跨策略在 Delta, Vega 和 Gamma 三方面都出现了巨大的亏损。

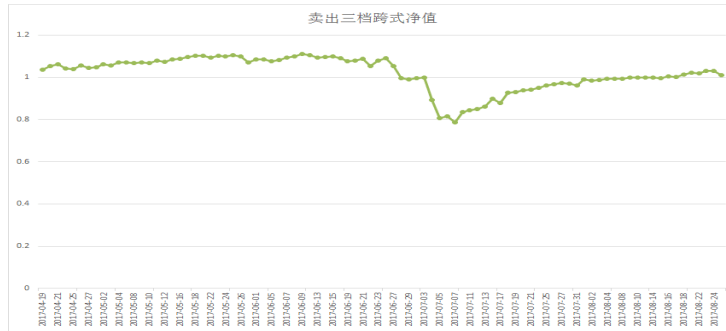


图1 卖出虚值三档跨式策略在白糖期权四个月净值 (10000元本金)

由本部分的讨论可以得到如下结论。卖出虚值三档的跨式策略在趋势行情来临时，表现不佳会出现较大回撤。

3 一种改进的白糖期权交易策略的定义

3.1.趋势震荡定义

趋势震荡判断主要以布林通道为素材，利用收盘价与布林通道上下轨以及中轨之间的关系作为判断依据，判断目前行情处于震荡还是趋势。

趋势行情：当N日收盘价下穿下轨（上穿上轨）时，则认为出现下跌（上涨）趋势。

震荡行情：当收盘价突破中轨时，则认为趋势结束，标的步入震荡行情。

这种利用布林线的上下轨和中轨进行趋势判断是量化交易过程中最常见的一种趋势震荡判断方法，对于趋势性比较强的品种比较有效。

3.2 获利保护

若建仓之后，资金曲线从最高点回撤总资金的4%，则平仓。4%的设置是为了捕获大的行情，具体设置是基于实验的结果。

这种技术常被用于程序化交易中，目的是控制回撤，保护浮盈。由于本文策略在趋势行情中，容易出现浮盈回吐的现象，因此采用该技术预防这种现象发生。

3.3 止损

若建仓之后，资金曲线出现2%的亏损，则平仓。

止损是一种最常见的防止破产的技术。本文利用总资金的2%作为止损，这是参考海龟交易法的资金管理方法。

3.4 交易策略的基本思路

本交易策略的核心思想是为了改进双卖策略在趋势行情中的巨幅亏损。基本思路是在趋势行情中，选择单边卖出策略；在震荡行情中，选择双边卖出策略。

3.5 交易策略的流程图

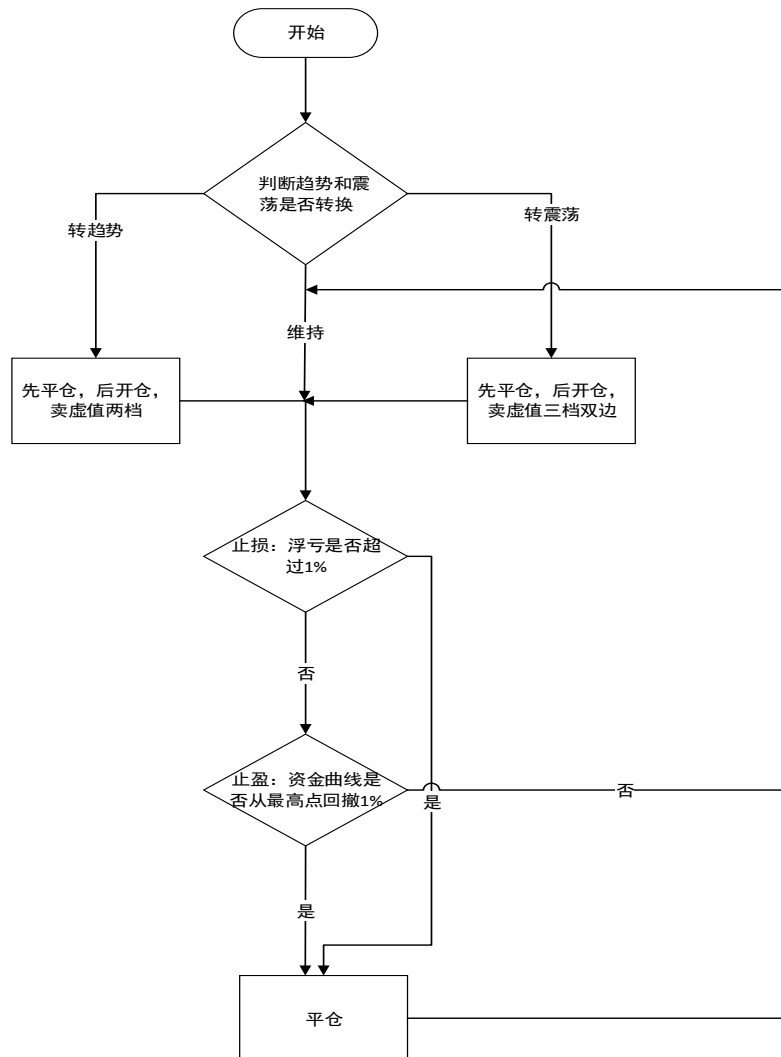


图 2 趋势策略流程图

本文策略主要包含三个阶段。

阶段 1，行情判断，判断趋势震荡行情是否还在延续中，若是，则进入下一个阶段，若否，则平仓，进而按照趋势进行单卖策略，震荡进行双卖策略的思路建仓，随后进入下一个阶段。

阶段 2，止损，判断目前的持仓是否浮亏总资金的 2%，若是，则止损，若否，则进入下一个阶段。

阶段 3，止赢，判断目前的资金曲线是否从本次建仓的最高点位置回撤总资金的 4%，若是，则平仓，若否，则继续进入第一阶段。

4 改进白糖期权策略的业绩展示和归因分析

4.1 标的物行情阶段划分

根据 3.1 部分的趋势和震荡判断标准，自白糖期权上市至今，标的物的行情走势可以划分为五个阶段。

第一阶段:4.19-5.31 白糖处于震荡态势中，建议卖出虚值三档跨式策略；

第二阶段: 6.1-6.9 白糖出现下跌趋势，建议持有卖出虚值两档认购策略；

第三阶段: 6.12-6.22 白糖由趋势转为震荡，建议持有卖出虚值三档跨式策略；

第四阶段 1: 6.23-7.18 白糖由震荡转为下跌趋势，建议持有卖出虚值两档认购策略；

第四阶段 2: 7.19-8.7 白糖在下跌态势中，由于临近 1709 到期日，提前一个星期平仓，将仓位移到 1801 合约。

第五阶段: 8.8-现在 白糖为震荡态势，建议持有卖出虚值三档跨式策略。

4.2 白糖期权交易策略业绩展示

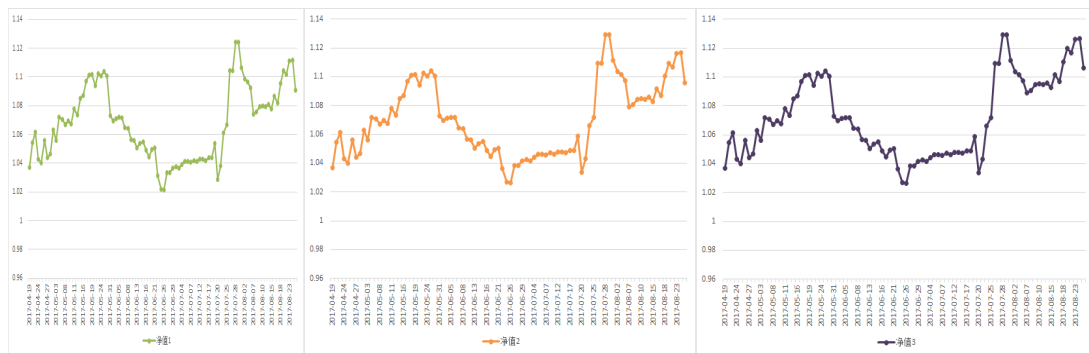


图 3 改进白糖期权策略的净值图

图 3 中共有三个图，净值 1 表示只有趋势震荡判断的净值情况，净值 2 表示趋势震荡判断+止损的净值情况，净值 3 表示趋势震荡判断+止损+止盈的净值情况。这三条资金曲线都进行了六笔交易，开仓点完全相同，但是平仓点并不相同，净值 2 比净值 1 曲线多了一个止损，净值 3 比净值 2 曲线多了一个止盈。

图 3 中表现较好的是净值 3 的资金曲线，也就是本文推荐的算法，它最后盈利达到了 10.6%，最大回撤 8%。表现较差的是净值 1 的资金曲线，最后盈利 9.1%，最大回撤达到了 8.3%。这表示，增加了止盈和止损之后，策略的表现更稳定。

4.3 归因分析

归因分析主要是从希腊字母角度解释本文策略的盈亏情况。改进的期权策略交易经历了五个阶段，第一阶段和第三阶段和第五阶段是震荡行情阶段，第二阶段和第四阶段是趋势行情阶段。

可以看出整个阶段 Theta 上的盈利为正，Gamma 上的盈利为负，这是因为我们做期权卖方。Theta 上没有太多盈利是因为商品期货合约到期日较长，因此做卖方在时间价值上并没有太多的优势。

表 1 各阶段归因分析

	Delta	Vega	Theta	Gamma	无法解释
第一阶段	-5	45	5	-3	31
第二阶段	8	3	0.3	-3.9	-24.1
第三阶段	-10	-24	3	-1.2	7
第四阶段（一）	74	-53	6	-2	-12
第四阶段（二）	-5	8	2	-1	-16
第五阶段	-2	10	1.5	-0.1	8

五个阶段的不同之处是 Delta 和 Vega 上盈利不固定。

Delta 方面的盈利与行情的类型相关。在趋势行情中，策略均有盈利，第四阶段趋势判断正确，故盈利较大；第二阶段虽然趋势判断有误，但是依然保持盈利，说明卖虚值两档的策略在趋势行情中有优势。在震荡行情中，Delta 上普遍出现亏损，但是没有出现大亏。这个现象也是合理的，因为本文策略存在趋势和震荡判断，震荡转趋势过程中，即将出现大亏时，本文策略已经转趋势策略。

Vega 方面的盈亏与隐含波动率（IV）的方向有关。在第一阶段 Vega 出现大赚，这是因为期权上市初期，做市商对于期权价格 IV 定义较高，随着 IV 的下降，所以在 Vega 上出现了较大的盈利。在第三阶段，Vega 出现了大亏，这是因为当时趋势行情到来，IV 出现了快速上升。

5 分阶段的参数敏感性分析

本文的参数敏感性分析针对标的物行情的不同阶段，讨论不同虚值程度对策略净值的
影响。期望找出不同行情下，最稳定的盈利策略。

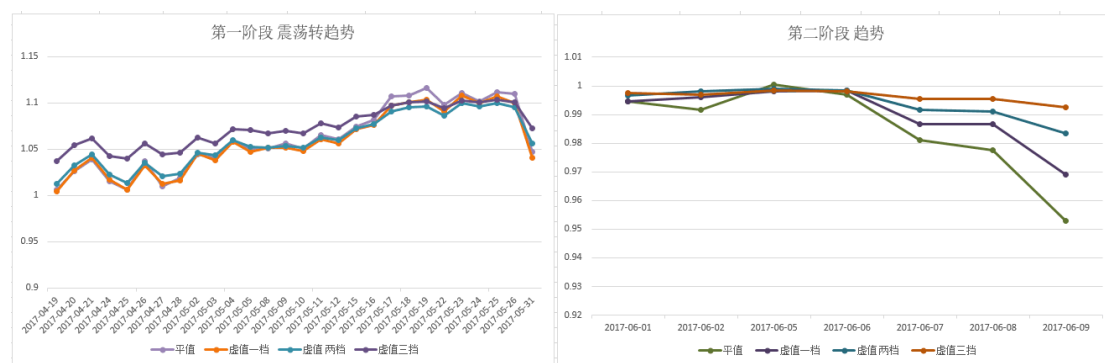


图 4 第一、二两个阶段不同策略及虚值程度之间的净值对比

第一阶段是震荡态势的中后期，持续了 28 个交易日，这个阶段持有卖出跨式策略。由图 4 可知，卖出虚值三档的宽跨式策略在震荡态势中表现还是最好。这主要是因为白糖期权上市初期，隐含波动率定价较高，且白糖期权的偏度定价较高。

第二阶段是趋势阶段，持续了 7 个交易日，属于一个失败的趋势行情，这个阶段持有卖出单边策略。由图 4 可知，在这种比较小的趋势行情下，虚值程度越深，亏损越小。因此选择卖出虚值两档或者三档会是一个比较稳定的策略。

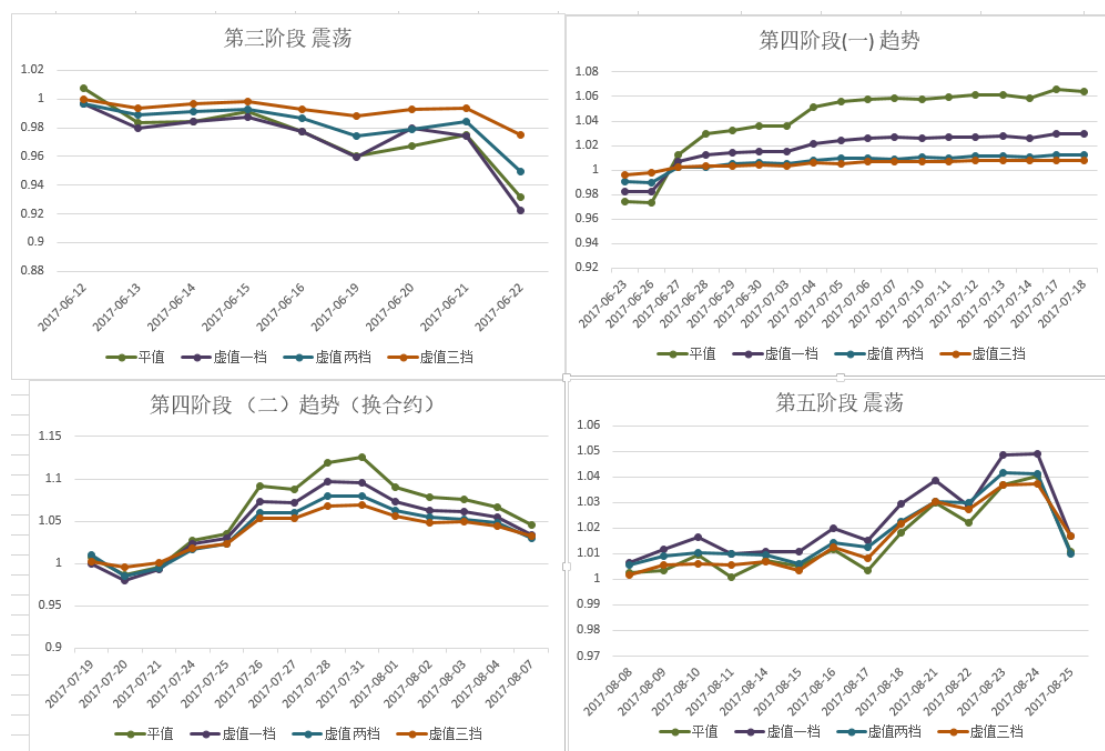


图 5 第三到五阶段不同策略及虚值程度之间的对比

第三阶段是一个失败的震荡过程，整个阶段持续 9 天。从图 5 可以看出，虚值三档在整个阶段表现较为平稳。

第四阶段是一个完整的下跌阶段，同时考虑了移仓换月。由图 5 可以在趋势行情中，快速下跌主要是在 Δ 上获取盈利，平值处的 Δ 最大，故平值处策略表现最好，但是在趋势过程中会有较大的回撤。

第五阶段也是一个失败的震荡阶段。由图 5 可以在趋势行情中，虚值三档在整个阶段表现较为平稳。

6 结论

本文设计了一种基于趋势震荡判断的期权策略，并将其应用到白糖期权中，进而，利用实验和归因分析的方式，证明了该策略在白糖期权交易中的有效性，并得到了以下结论。

结论 1，在白糖期权交易中，卖出虚值三档的宽跨式策略在趋势行情来临时，表现不佳会出现较大回撤，在震荡行情时表现一般，不会有较大亏损但也不会有较大的盈利，在趋势转震荡的过程中有较好的表现。

结论 2：在白糖期权交易中，趋势震荡行情判断的加入会改进期权交易策略的有效性，止盈和止损的加入，也会进一步提升策略的有效性。