



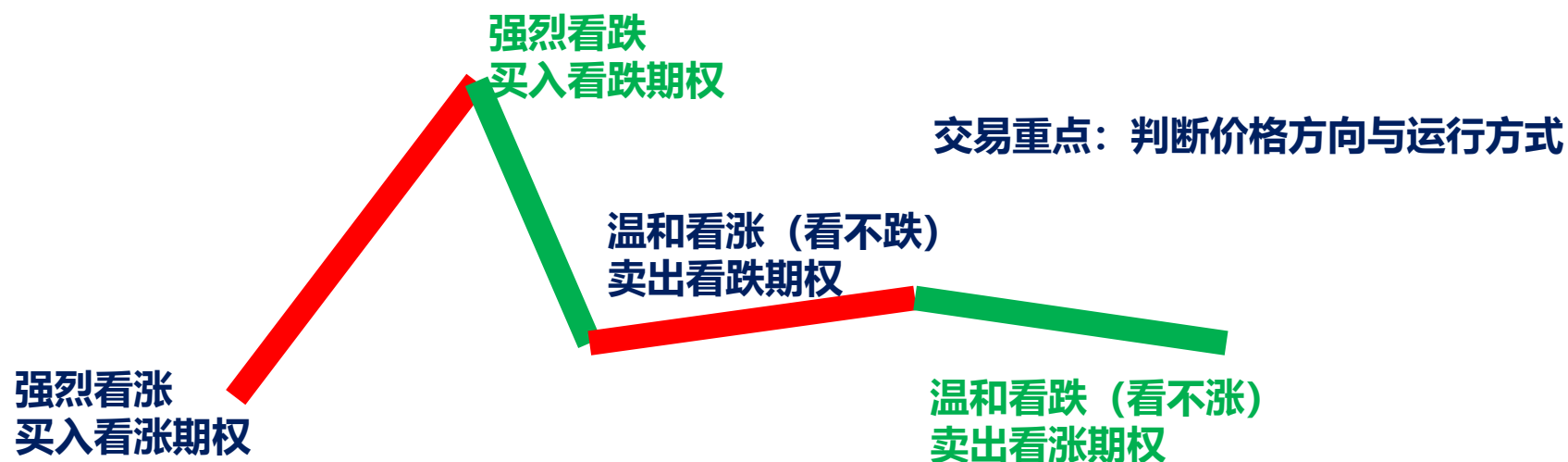
期权方向性策略、价差策略及案例

融升基金 侯茂林

内 容

- 1 | 期权方向性策略讲解
- 2 | 期权价差策略讲解
- 3 | 如何选择正确的操作策略

期权方向性策略讲解——四个方向策略简介



方向策略也称单期权策略，是指每次只交易一种期权，即买入看涨、卖出看涨、买入看跌以及卖出看跌。选择这四种策略的依据是对市场涨跌以及涨跌快慢的判断。需要考虑的因素包括：会涨还是会跌；涨跌的幅度有多少；确定工具——四大基本策略；选择行权价；判断价格（权利金）合不合理。

期权方向性策略讲解——买入认购期权策略介绍及实例

1.适用情况：投资者预计白糖期货合约价格将要较快上涨，但是又不希望承担下跌带来的损失；或者投资者希望通过期权的杠杆效应放大上涨所带来的收益，进行方向性投资。

2.盈亏平衡点：行权价格+权利金

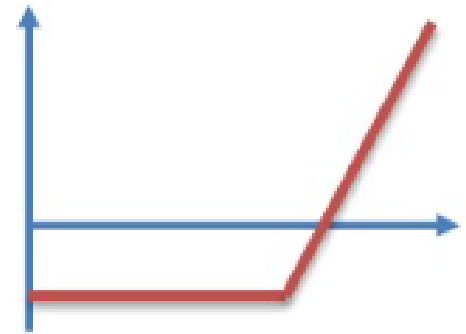
3.最大收益：无限

4.最大损失：权利金

5.到期损益： $\text{MAX}(0, \text{行权时白糖期货价格} - \text{行权价格}) - \text{权利金}$

支付一笔权利金 c ，买进一定行权价格 X 的白糖认购期权，便可享有在到期日之前买入或不买入白糖期货合约的权利。买入白糖认购期权属于损失有限，盈利无限的策略。

价内认购期权可看作短期风险管理技术，是与购买白糖期货和止损单不同的选择。

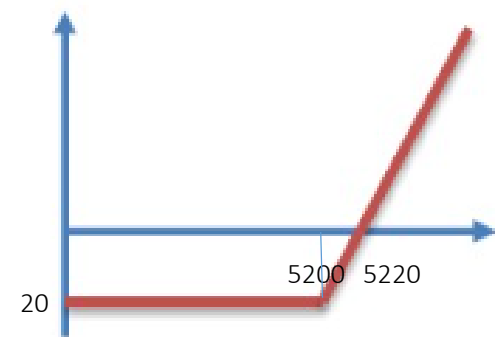


期权方向性策略讲解——买入认购期权策略介绍及实例

例：白糖期货1901合约正在以5100元每吨的价格交易，而执行价格是5200元每吨的认购期权价格为以20元每张。如果看多白糖要涨到高于5220，可以买入此认购期权。

这里需要注意的是：

- (1) 买认购期权要损失时间价值部分。
- (2) 通过认购期权做多杠杆可以更高但损失概率大。



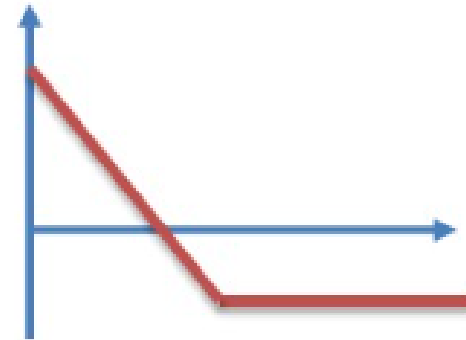
期权方向性策略讲解——买入认购期权策略适用的情况



期权方向性策略讲解——买入认沽期权策略介绍及实例

- 1.适用情况：投资者预计白糖期货价格下跌幅度可能会比较大。如果白糖期货价格上涨，投资者也不愿意承担过高的风险。
- 2.盈亏平衡点：行权价格-权利金
- 3.最大收益：行权价差-权利金
- 4.最大损失：权利金
- 5.到期损益： $\text{MAX}(\text{行权价格}-\text{行权时白糖期货价格}, 0)-\text{权利金}$

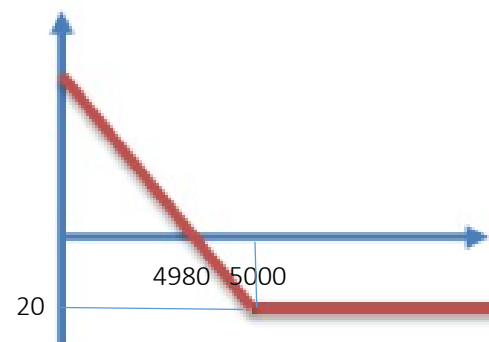
支付一笔权利金 p ，买进一定行权价格 X 的白糖认沽期权，便可享有在到期日之前卖出或不卖出白糖期货的权利。买入白糖认沽期权理论上属于损失有限，盈利有限的策略。



期权方向性策略讲解——买入认沽期权策略介绍及实例

例：白糖期货1901合约正在以5100元每吨的价格交易，而执行价格是5000元每吨的认购期权价格为20元每张。如果看多白糖要跌到低于4980，可以买入此认沽期权。

适用情况与买入认购相反。



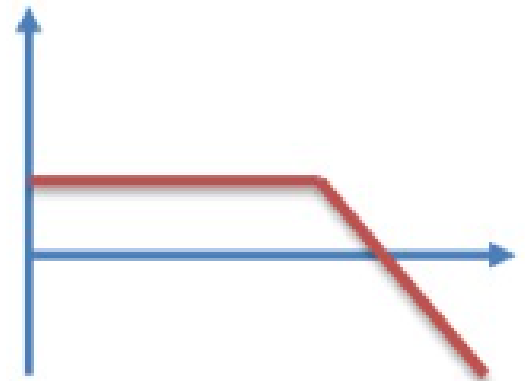
期权方向性策略讲解——买入认沽期权策略适用的情况



期权方向性策略讲解——卖出认购期权策略介绍及实例

- 1.适用情况：投资者预计白糖期货的价格可能要略微下降，也可能在近期维持现在价格水平。
- 2.盈亏平衡点：行权价格+权利金
- 3.最大收益：权利金
- 4.最大损失：无限
- 5.到期损益：权利金- $\text{MAX}(\text{行权时白糖期货价格}-\text{行权价格}, 0)$

以一定的行权价格 X 卖出白糖认购期权，得到权利金 c ，卖出白糖认购期权得到的是义务，不是权利。如果白糖认购期权的买方要求执行期权，那么白糖认购期权的卖方只有履行卖出的义务。卖出白糖认购期权属于盈利有限，损失无限的策略。



期权方向性策略讲解——卖出认购期权策略介绍及实例

例：投资者卖出白糖期货1901合约的认购期权，当前最新价为5100元每吨，行权价格为5200元每吨，期权成交价为40元。

情形1：期权到期前某一时刻，白糖期货1901合约价格为5300元每吨，期权将被购买者执行，因此投资者必须以5200元每吨的行权价格进行白糖期货合约的交割，并承受潜在的损失。损益为 $40 - (5300 - 5200) = -60$ ，即卖出白糖认购期权的投资者损失60元每吨。承受期货合约价格上涨风险，潜在损失没有上限。

情形2：期权到期前，白糖期货1901合约的价格一直低于5200元每吨，则期权购买者将不会执行期权，投资者收益为40元，收益全部权利金。收益为权利金，收益有上限。



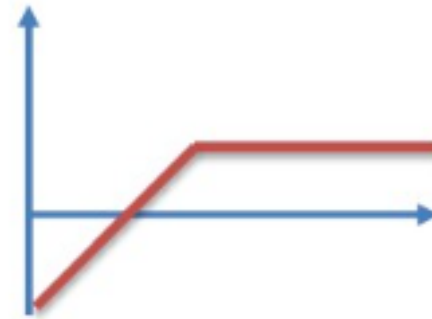
期权方向性策略讲解——卖出认购期权策略适用的情况



期权方向性策略讲解——卖出认沽期权策略介绍及实例

- 1.适用情况：投资者预计白糖期货合约短期内会小幅上涨或者维持现有水平。
- 2.盈亏平衡点：行权价格-权利金
- 3.最大收益：权利金
- 4.最大损失：行权价差-权利金
- 5.到期损益：权利金-MAX（行权价格-行权时白糖期货价格，0）

以一定的行权价格 X 卖出白糖认沽期权，得到权利金 p ，卖出白糖认沽期权得到的是义务，不是权利。如果白糖认沽期权的买方要求执行期权，那么白糖认沽期权的卖方只有履行义务。卖出白糖认沽期权属于盈利有限，损失有限（但可能会很大）的策略。

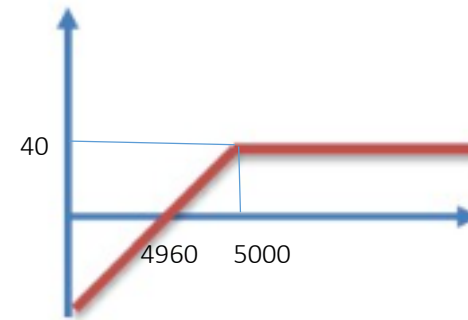


期权方向性策略讲解——卖出认沽期权策略介绍及实例

例：投资者卖出白糖期货1901合约的认沽期权，当前最新价为5100元每吨，行权价格为5000元每吨，期权成交价为40元。

情形1：期权到期前某一时刻，白糖期货1901合约价格为4900元每吨，期权将被购买者执行，因此投资者必须以5000元每吨的行权价格进行白糖期货合约的交割，并承受潜在的损失。损益为 $40 - (5000 - 4900) = -60$ ，即卖出白糖认沽期权的投资者损失60元每吨。承受期货合约价格下跌风险，潜在损失可能很大。

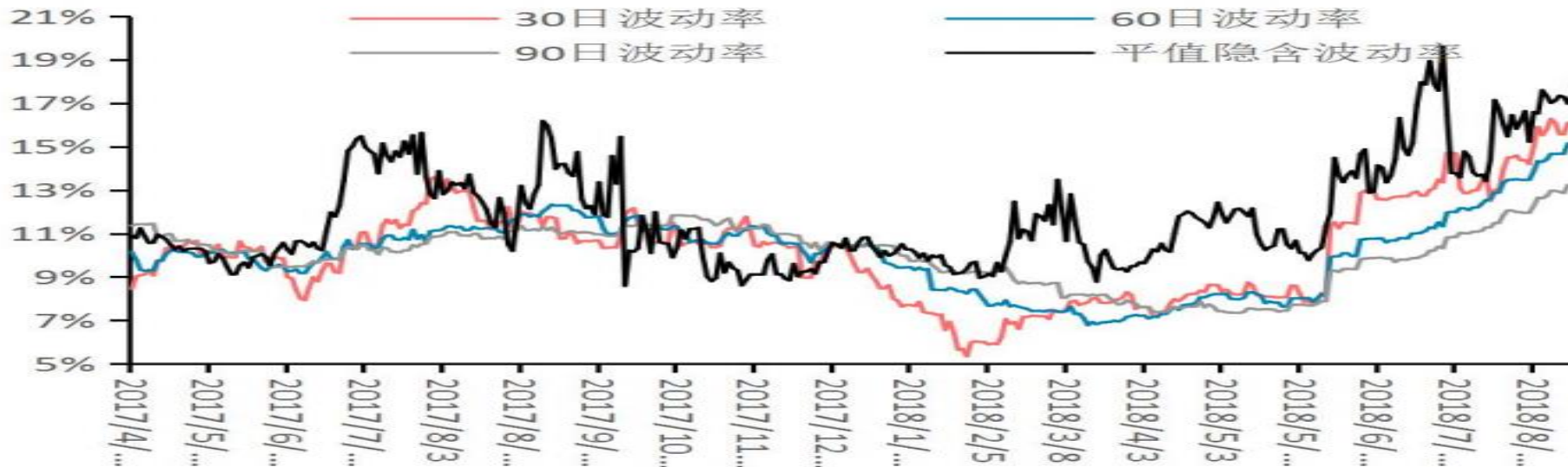
情形2：期权到期前，白糖期货1901合约的价格一直高于5000元每吨，则期权购买者将不会执行期权，投资者收益为40元，收益全部权利金。收益为权利金，收益有上限。



期权方向性策略讲解——卖出认沽期权策略适用的情况



期权方向性策略讲解——结合隐含波动率水平选择买入和卖出策略



期权方向性策略讲解——结合隐含波动率水平选择买入和卖出策略

波动率是一项衡量目标物市场波动速度的指针，当目标物价格快速上下波动时，波动率将呈现上升的态势，而当市场进入盘整期间时，波动率就会下降。

隐含波动率高时候期权价格贵，隐含波动率由高变低的时候卖方获利较容易。特别是快速上涨或快速下跌后的震荡过程可卖出期权做空波动率。

隐含波动率低时候期权价格便宜，相对利于买方。长期窄幅震荡要突破时适合买入期权，既可获得方向的利润又可获得隐含波动率上涨的利润。

- 1、长假前保证金会大幅提高，卖方注意控制仓位，防止被强制平仓。
- 2、方向交易注意设好止盈止损，否则盈亏容易大幅波动。
- 3、各策略没有好坏之分，结合个人操作习惯和行情状态选择合适的策略。

操作中不同行权价合约选择方法

·买方策略价格选择

- 1、根据杠杆率选择，越实值合约杠杆率越低越虚值杠杆率越高，但杠杆率越高盈利概率越小，根据自身盈利目标合理选择。
- 2、根据目标价选择合约，可选择目标价内一两档的合约买入。
- 3、没有具体目标的可直接买入平值期权。

·卖方策略价格选择

- 1、选择到达概率很小的价格合约卖出。
- 2、选择最虚值一档价格卖出。

垂直价差策略也称垂直价差套利、执行价差套利，可以将风险和收益限定在一定范围内。

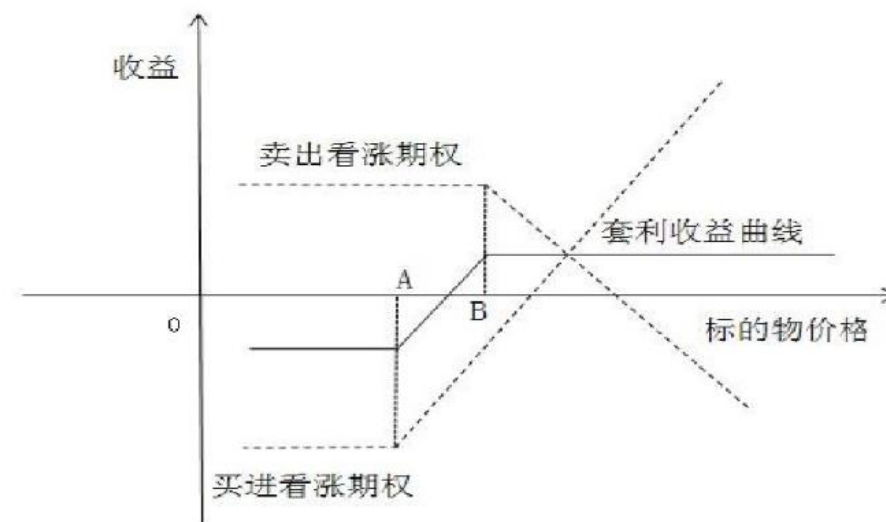
交易方式表现为按照不同的执行价格同时买进和卖出同一合约月份的看涨期权或看跌期权。

之所以被称为“垂直套利”，是因为本策略除执行价格，其余都是相同的，而执行价格和对应的权利金在期权行情表上是垂直排列的。

垂直套利主要有四种形式：牛市看涨、牛市看跌、熊市看涨、熊市看跌。

期权价差策略讲解——牛市看涨期权垂直价差策略简介及实例

- 1.策略：买1份低执行价格看涨期权，卖1份高执行价格看涨期权。
- 2.适用范围：预测价格将上涨到一定水平。买方希望从后市波动中受益，但又缺乏明显信心，所以买进看涨期权，同时又通过卖出看涨期权来降低权利金成本。如果标的物价格下跌，后者将限制损失；如果标的物价格上涨，后者将又限制受益。
- 3.最大风险：净权利金（收取的权利金-支出的权利金）
- 4.最大收益：（高执行价格-低执行价格）-最大风险
- 5.损益平衡点：低执行价格+最大风险；高执行价格-净权利金

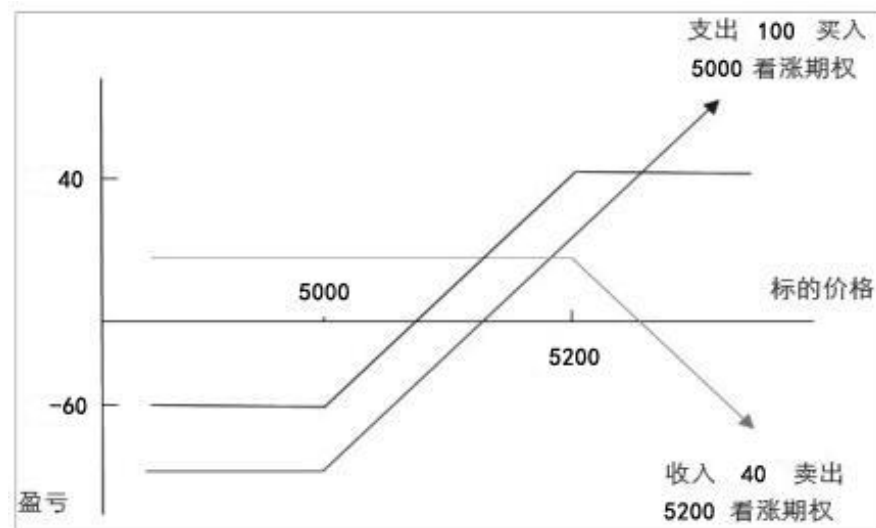


期权价差策略讲解——牛市看涨期权垂直价差策略简介及实例

例：当白糖1901合约价格为5000元时，可以考虑买入一个行权价为5000元、权利金为100元的看涨期权，同时卖出一个行权价为5200元、权利金为40元的看涨期权。

这个期权组合的到期损益如图所示。

到期时白糖1901合约价格低于5000元时达到最大亏损60元，白糖1901合约价格高于5200元时获得最大收益40元。



图为牛市CALL垂直价差

期权价差策略讲解——牛市看跌期权垂直价差策略简介及实例

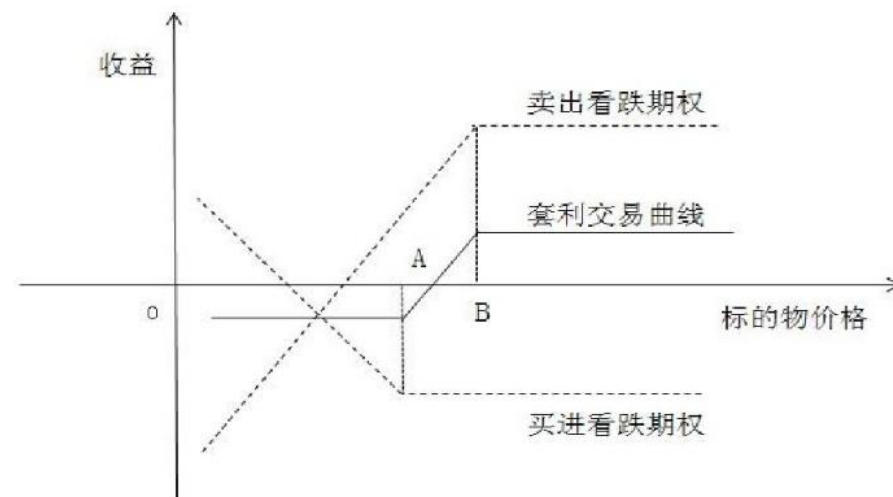
1.策略：买1份低执行价格看跌期权，卖1份高执行价格看跌期权。

2.适用范围：预测行情看涨，投资者看好后市，希望卖出看跌期权以赚取权利金。他认为市价会逐步上升，而卖出期权是收取权利金的。而买入的低执行价格的看跌期权以控制价格可能下跌出现的风险。

3.最大风险：（高执行价格-低执行价格）-最大收益

4.最大收益：净权利金

5.损益平衡点：低执行价格+最大风险；高执行价格-最大收益

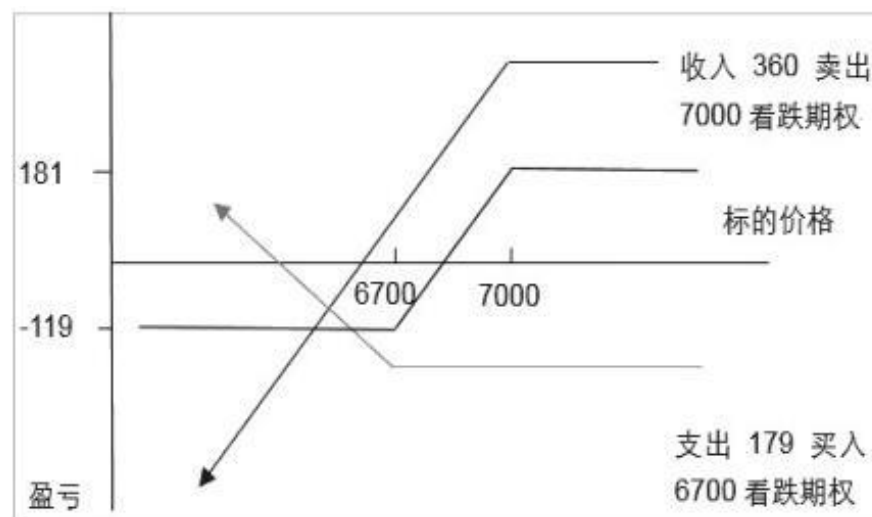


期权价差策略讲解——牛市看跌期权垂直价差策略简介及实例

例：当白糖1705合约价格为6700元时，可以考虑卖出一个行权价为7000元，权利金为360元的看跌期权，同时买入一个行权价为6700元，权利金为179元的看跌期权。

这个期权组合的到期损益如图所示。

到期时白糖1705合约价格高于7000元时获得最大收益181元，白糖1705合约价格低于6700元时达到最大亏损119元。



图为牛市PUT垂直价差

期权价差策略讲解——牛市价差策略适用的情况



期权价差策略讲解——熊市看涨期权垂直价差策略简介及实例

1.策略：卖1份低执行价格看涨期权，买1份高执行价格看涨期权。

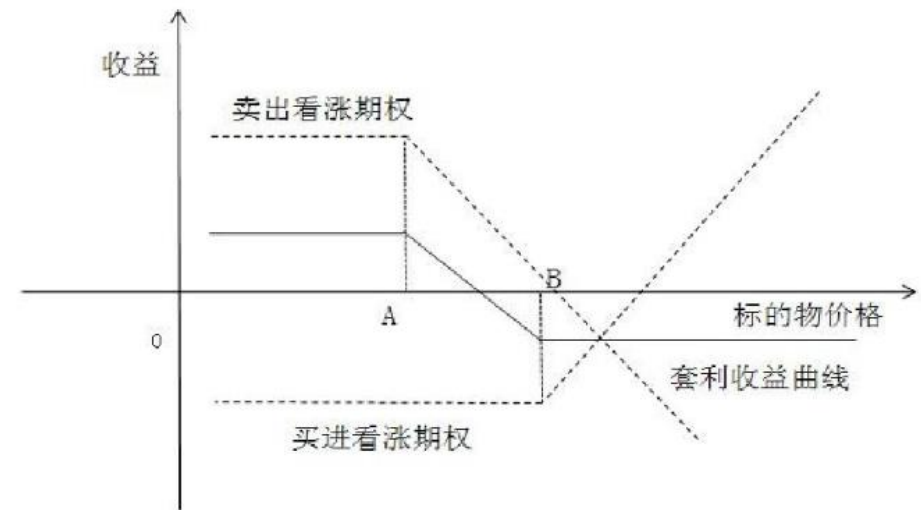
2.适用范围：预测行情看跌。卖方希望从熊市中收益，于是卖出看涨期权，但又通过买进看涨期权来降低风险。如果标的物价格上涨，后者将限制损失；如果标的物价格下跌，后者将会限制收益，但总体风险是有限的。

3.最大风险：（高执行价格-低执行价格）-最大收益

4.最大收益：净权利金

5.损益平衡点：低执行价格+最大收益；高执行价格-最大风险

6.履约后头寸：看涨期权多头转换为标的物多头，看涨期权空头转换为标的物空头

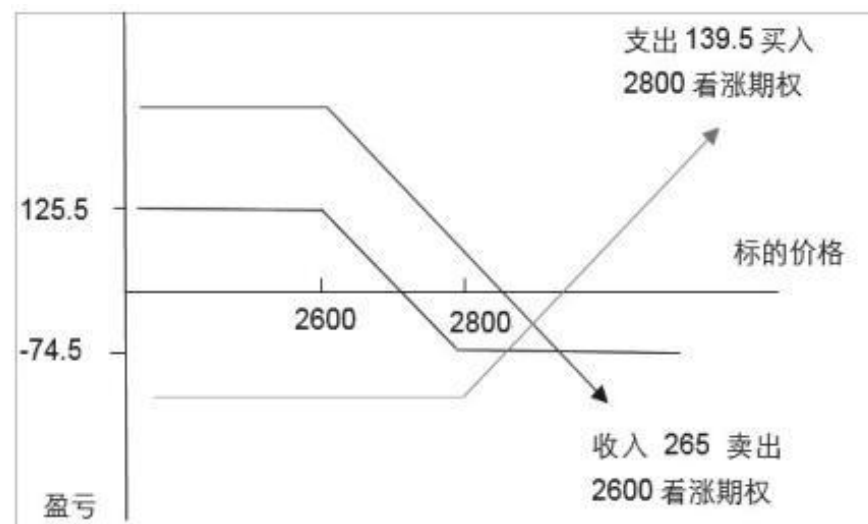


期权价差策略讲解——熊市看涨期权垂直价差策略简介及实例

例：当白糖合约价格为2800元时，可以考虑卖出一个行权价为2600元，权利金为265元的看涨期权，同时买入一个行权价为2800元，权利金为139.5元的看涨期权。

这个期权组合的到期损益如图所示。

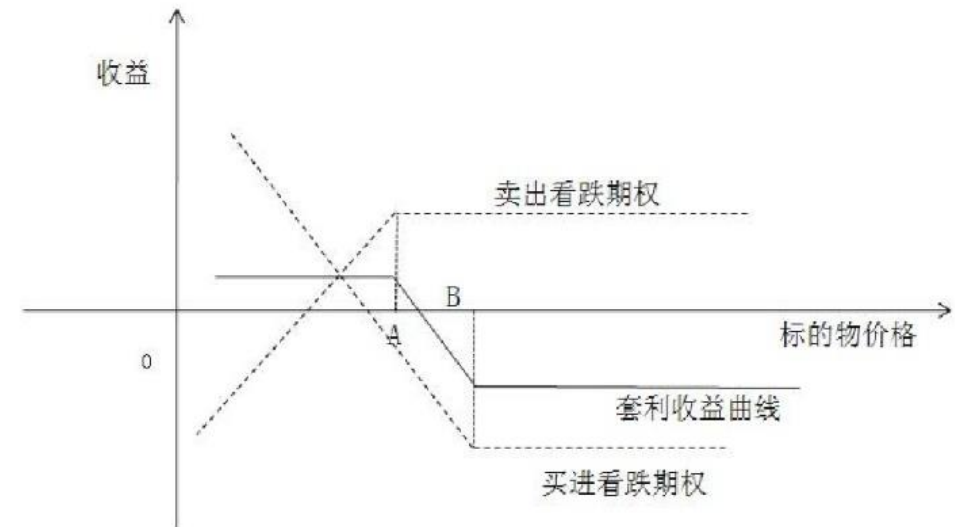
到期时白糖1705合约价格低于2600元时获得最大收益125.5元，白糖1705合约价格高于2800元时达到最大亏损74.5元。与单纯卖出看涨期权相比，如果行情判断失误，标的物价格大幅上涨，则该组合的赔付将会被限制在74.5元，而不是无限。



图为熊市CALL垂直价差

期权价差策略讲解——熊市看跌期权垂直价差策略简介及实例

- 1.策略：卖1份低执行价格看跌期权，买1份高执行价格看跌期权。
- 2.适用范围：预期市场价格下跌到一定水平，买方希望从熊市中收益，但是通过卖出看跌期权来降低权利金成本。在标的物价格上涨时降低损失，在标的物价格下跌时限制收益。
- 3.最大风险：净权利金
- 4.最大收益： $(\text{高执行价格} - \text{低执行价格}) - \text{净权利金}$
- 5.损益平衡点：低执行价格 + 最大收益；高执行价格 - 最大风险
- 6.履约后头寸：看跌期权多头转换为标的物空头，看跌期权空头转换为标的物多头

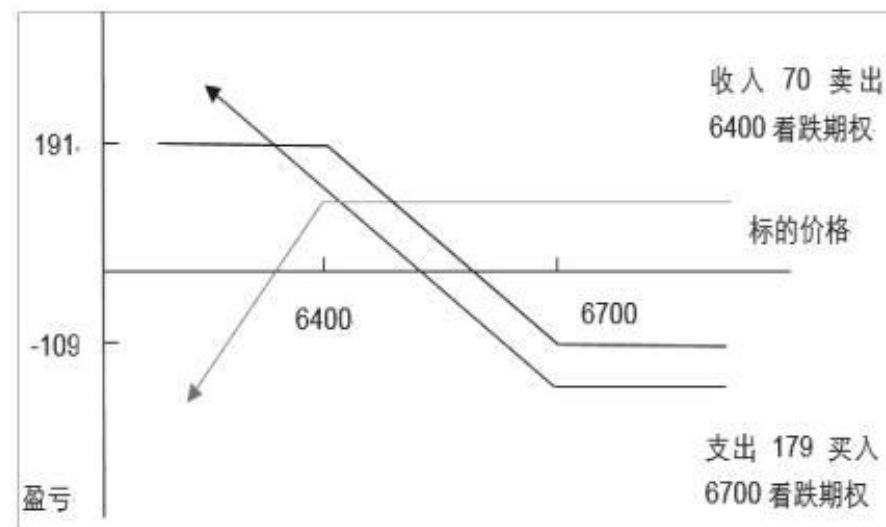


期权价差策略讲解——熊市看跌期权垂直价差策略简介及实例

例：当白糖1705合约价格为6700元时，可以考虑买入一个行权价为6700，权利金为179的看跌期权，同时卖出一个行权价为6400元，权利金为70元的看跌期权。

这个期权组合的到期损益如图所示。

到期时白糖1705合约价格低于6400元时获得最大收益191元，白糖1705合约价格高于6700元时达到最大亏损109元。



图为熊市PUT垂直价差

期权价差策略讲解——熊市价差策略适用的情况



- 1、组合为同一日期同一方向的不同行权价买卖组合
- 2、开仓时即可确定盈亏范围，可观察价差大小选择合适开仓时机。
- 3、本质是两个方向性策略的组合，可根据买方策略和卖出策略分别确定开仓时机与价格



3 如何选择正确的操作策略

各因素对期权价值的影响汇总

影响期权价值的四个因素：标的资产价格、波动率、剩余期限、利率，作用关系汇总如下：

影响因素	买入认购	买入认沽	卖出认购	卖出认沽	对应希腊字母
标的价格	正	负	负	正	Delta
波动率	正	正	负	负	Vega
剩余期限	负	通常为负	正	通常为正	Theta
利率	正	负	负	正	Rho
标的价格对Delta的影响	正	正	负	负	Gamma

白糖的基本面影响因素

1.宏观

- 经济发展周期与白糖消费量
- 人口结构与消费习惯

2.中观

- 供需关系，供——生产、进口；需——消费、出口
- 行业周期，原料生产周期、产品消费周期、生产企业发展周期
- 产业政策，收放储、进口配额、收购价
- 经济政策，货币财政
- 其他因素，全球风险资产表现情况、资金流动，期现跨期价差追踪市场转折

3.微观

- 各项跟踪数据指标

白糖产业概况——供给与需求

·供给方面我国白糖一直以来延续国产为主、进口补充的格局（过去20年平均进口比例低于15%），这种格局在近两三年发生变化，目前进口糖数量占国产糖比重达到三成以上。

·走私糖也对国内糖价影响较大

·农产品的需求相对稳定，主要看替代品替代比例，2010-11年高价位时代促进了淀粉糖的扩大发展，早年的糖精目前国内已经基本没有了。整体看需求增长潜力不大。

·消费旺季为元旦春节及国庆中秋两个节假群的前一个月的备货时间。

1.中国糖业协会：糖业权威机构

- 统领各地糖协，信息强，威信高

- 信息经常不以自身网站公布，而需要在广西糖网、中国食糖网、云南糖网等网站获取

- 每年定期和不定期会议传达预期和导向（11月前后的全国食糖产销工作会议、4月份的食糖形势分析会议），有可能导致巨幅波动行情

- 每月月初（通常为第4个工作日）公布的国内产量数据及海关公布进口数据（通常为每月21-24日）对市场心理影响较大

2.对价格影响较大的重要信息包括

- 国内产量（每月月初产销进度数据）

- 进口（海关数据）

- 国储政策导向（开会等）

- 此外，主产区广西云南糖料收购指导价出台前后需密切关注

实战案例



- 17年全国期货大赛通过卖出白糖认购期权获得较大收益，主要原因如下：
 - 1、国内白糖价格处于高位而国际糖价已经大幅下跌价差一倍以上。
 - 2、国内价格虽然高但出于保护甘蔗产区农民收入原因限制原糖进口不想价格下跌较快。
 - 3、期货价格低于现货，直接做空不确定性较大。
 - 4、白糖期权新上市隐含波动率较高适合卖方。

所以选择现货价附近或比现货价略高行权价认购期权卖出。

THANKS