

# 期权策略

## 欢迎

为了了解期权的基础知识，您需要学习看涨期权和看跌期权。本部分包括：

- 权利和义务是如何与期权相关的；
- 什么叫多头、空头；
- 核心期权策略：买入看涨期权，保护性看跌期权组合，买入看跌期权，卖出备兑看涨期权组合。

在本节的最后，将有一个小测试环节。  
本测试大约需要：**20 分钟**。

## 期权的使用

第一课我们介绍了期权是什么，但是您可能不太确定如何使用。下面我们就介绍几种**核心期权策略**，以及如何、何时使用它们。

## 权利与义务

		期权的种类	
		看涨期权	看跌期权
买入者	买入者	买入的权利， 但不一定行权	卖出的权利， 但不一定行权
	卖出者	潜在卖出的 义务	潜在买入 的义务

请记住，看涨期权给持有人买入的权利，但没有买入的义务，这种权利让期权持有人在特定时间或之前以特定价格买入一定数量的证券。

看跌期权给持有人卖出的权利，但没有卖出的义务，这种权利让期权持有人在特定时间或之前以特定价格卖出一定数量的证券。

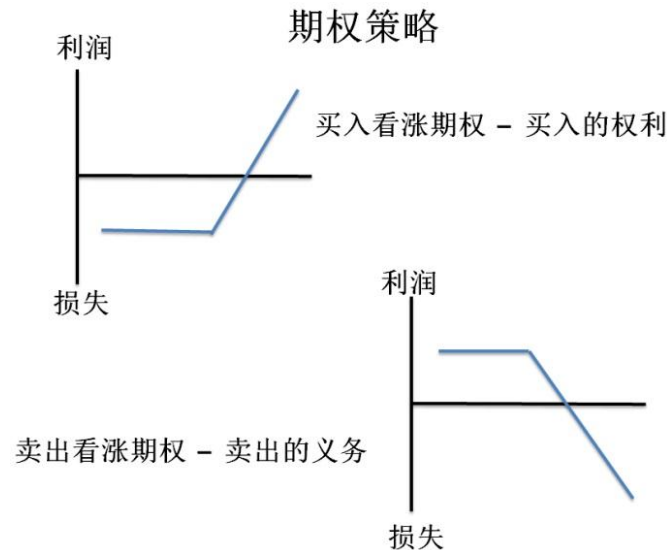
持有人 = 权利  
创造者 = 责任

在期权行权时，期权卖出者（创造者）需要卖出或买入标的证券，这取决于看涨期权

或看跌期权。

这里，期权卖出者就像保险公司，承受太多风险的期权卖出者可能承受巨大损失。这里，我们将介绍如何负责任地创造期权。

## 看涨期权的多头与空头

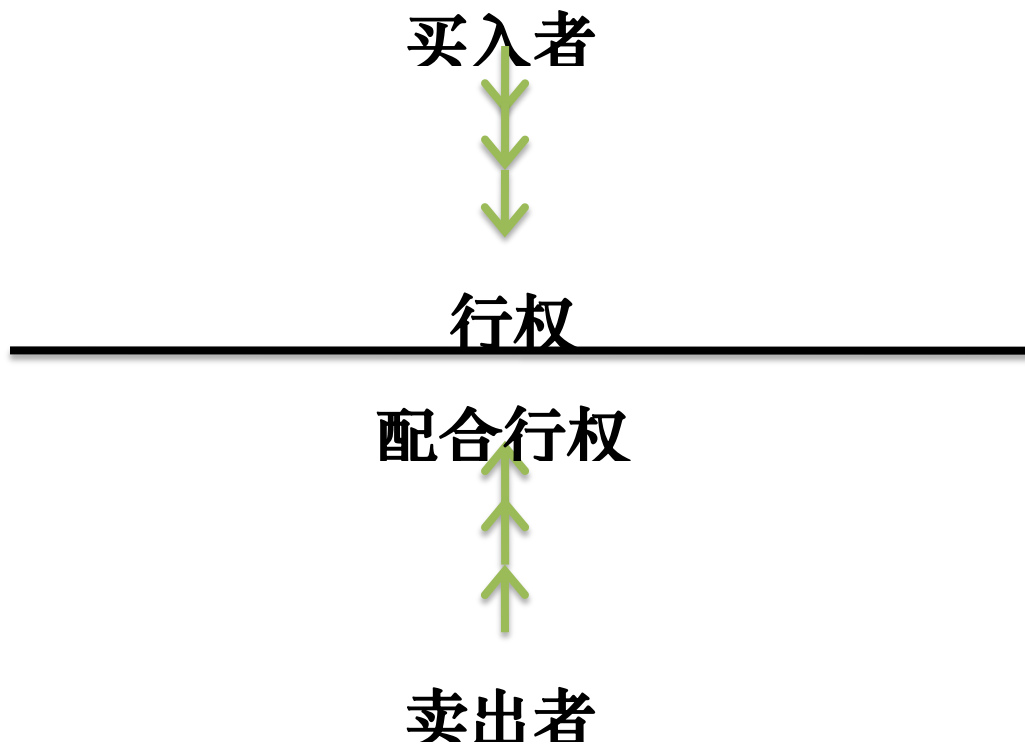


刚才说过，如果看涨期权的持有者（多头）行权，那么有权买入标的证券。当被配对<sup>1</sup>后，看涨期权创造者（卖出者，或空头）有义务配合行权，将标的证券卖给看涨期权行权人（持有人，或多头）。

当投资者通过购买看涨期权形成头寸后，他们是期权的多头（持有人）。当投资者卖出看涨期权后，他们是看涨期权的空头。

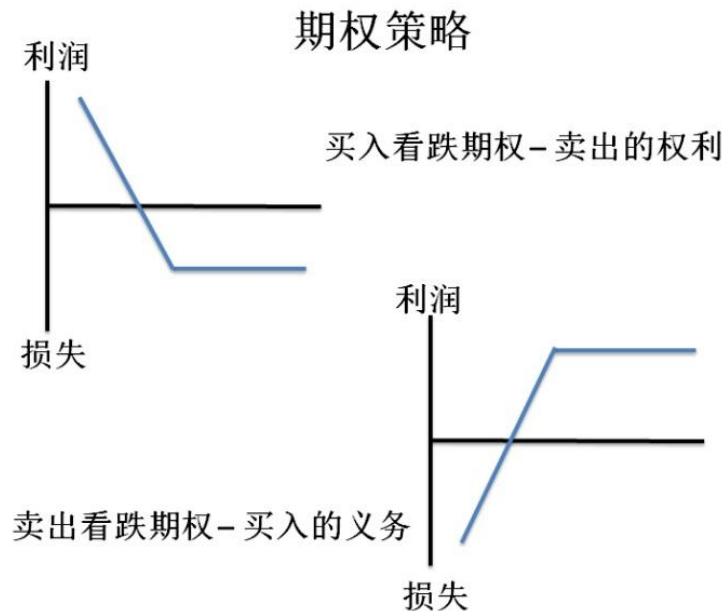
为了平掉头寸，购买者可以在市场中卖掉所持有的看涨期权，也可以买入看涨期权的空头来对冲。

<sup>1</sup> 现金交割的股指期货不存在配对的概念，只有实物交割才需要配对



另一种记住期权多头和空头的方式是：多头可以行权，空头有义务配合多头行权。

### 看跌期权的多头与空头



看跌期权与看涨期权的不同在于它允许拥有者卖出，而不是买入标的证券。

当投资者通过买入看跌期权建立头寸时，他们是看跌期权的多头（持有者，或买入者）。当投资者通过卖出看跌期权而建立头寸时，他们是看跌期权的空头（创造者，或卖出者）。

再次说明，期权的多头有权利，但没有义务来行权；当多头行权时，期权的空头有义务配合行权。

期权的头寸可在市场中通过交易而了结：多头通过卖出期权，空头通过买入期权。

### 使用股票指数看涨期权

看涨期权		
买入期权报价	行权价格	卖出期权报价
3.4	2250	3.8
9.2	2200	9.6
20.9	2150	21.3
41.3	2100	41.5
71.4	2050	71.8
110.3	2000	110.7
155.3	1950	155.7

我们回顾第一讲中有关沪深 300 指数的期权，当前指数为 2100 点，我们买入价格为 41.5 点，行权价格为 2100 点的看涨期权，而并不是买入指数。

这种头寸赋予我们在 10 月行权日以 2100 点的价格进行现金交割的权利，这种权利使得投资者在到期日有权以 2100 点价格“买入”<sup>2</sup>1 份沪深 300 指数。为了这个权利，我们首先支出 4150 元。

注意：沪深 300 指数期权的合约乘数是 100 元。

### 看涨期权的价值

利润/损失表 - 看涨期权多头（单位：点）

到期日沪深 300 指数 点位	期权价 值	权利金	净利润（净损失）
2200	100	41.5	58.5
2141.5	41.5	41.5	0
2100	0	41.5	-41.5

<sup>2</sup>在现金交割下，看涨期权“买入”指数权利的含义为：投资者在期权到期时，有权获得（指数结算价格-行权价格）×合约乘数的收益；看跌期权“卖出”指数权利的含义为：投资者在期权到期时，有权获得（行权价格-指数结算价格）×合约乘数的收益。

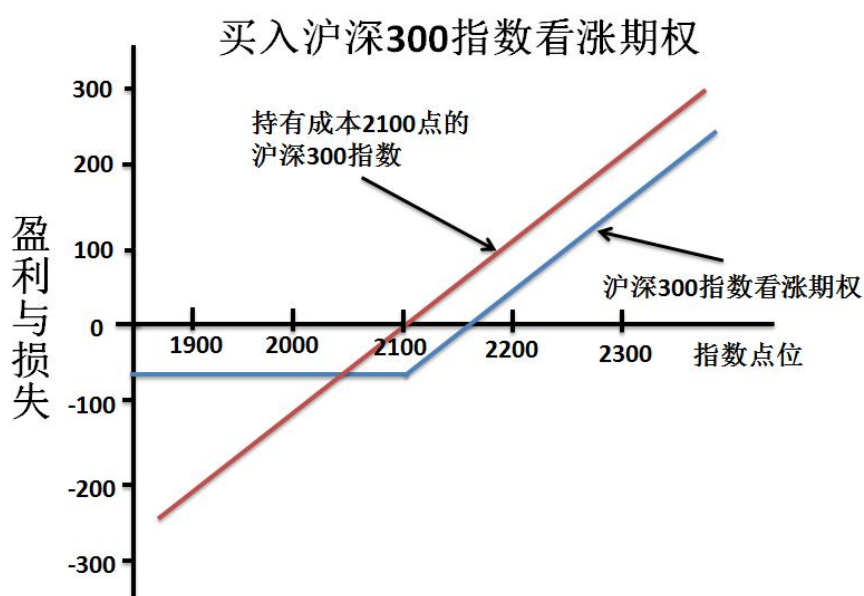
2000	0	41.5	-41.5
1900	0	41.5	-41.5

如果在到期日的星期五，沪深 300 指数运行到 2200 点，理性的投资者会选择行权，沪深 300 指数期权的交割方式仅限现金交割。此时现金交割的盈利相当于以 2100 点的价格买入 1 份沪深 300 指数，并马上以 2200 点的价格将其卖出。

每份指数盈利 100 点（2200 点 - 2100 点 = 100 点），合约乘数 100，一共获利 10000 元。由于我们的看涨期权权利金是 4150 元，那么我们的净利润为 5850 元。

我们还可以选择不执行期权，而将期权在市场中卖掉，并直接获利。注意：沪深 300 指数的行权日仅限交易所规定的行权日，即“欧式期权”。

注意：大多数的期权并未被行权，期权持有人通过交易期权直接获利。



如果我们关于沪深 300 指数的预测错误，它下跌到 2100 点一下，我们的损失仅仅是那 4150 元权利金（每份 41.5 点，合约乘数 100 元）。

### 保护性看跌期权组合

看跌期权		
买入期权报价	行权价格	卖出期权报价
148.4	2250	148.8
103.2	2200	103.6

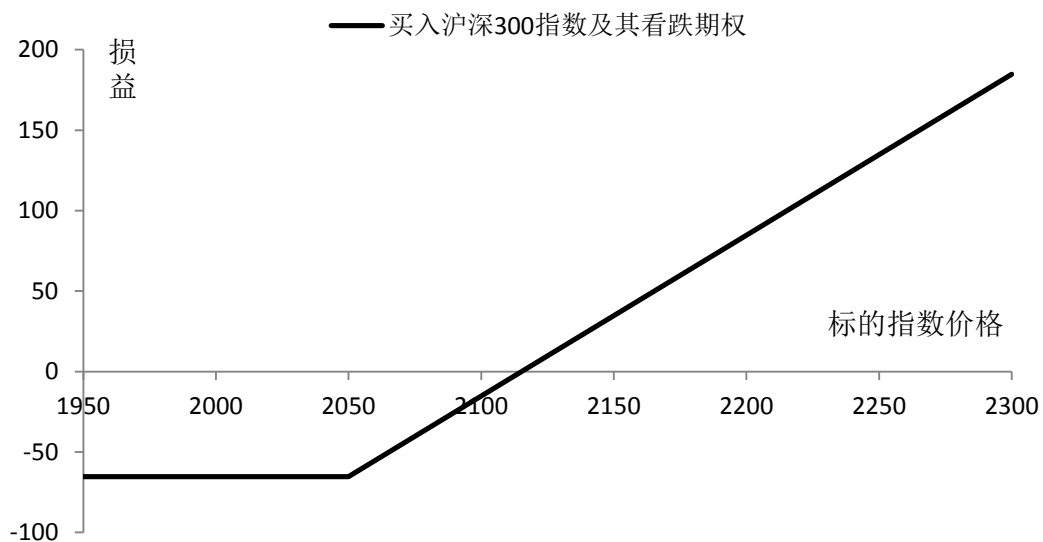
64.0	2150	64.4
40.0	2100	40.5
14.8	2050	15.3
5.0	2000	5.4
1.1	1950	1.5

在我们的例子中，我们买了一些沪深 300 指数，成本对应与 2100 点，假设目前该指数位于 2100 点。

但是，我们担心市场向不利于我们的方向运行，而给我们的投资造成损失，因此我们买入了 10 月行权价 2050 点的看跌期权，价格为 15.3 点。

从而，我们获得了相当于在期权到期日以 2050 点每份的价格卖出沪深 300 指数的权利，这可以充分对冲当指数跌到 2050 点以下的风险。因为合约乘数是 100，因此对于每手期权，我们需要支付 1530 元。

### 保护性看跌期权组合的价值



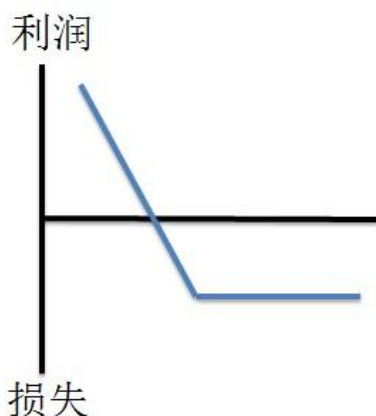
如果我们买入了一份沪深 300 指数（现货或期货），和对应的行权时间为 2013 年 10 月的行权价 2050 点的看跌期权。这些期权赋予我们现金结算的权利，这种权利相当于先以结算价格点位买入一份沪深 300 指数，再以 2050 点的点位将这些沪深 300 指数卖出的权利，无论到期时沪深 300 指数如何波动。考虑到已经拥有股票组合，这些期权将锁定股票组合下跌的风险，而部分降低股票组合上涨的收益。

保护性看跌期权组合就像指数的保险策略，将在股指跌到 2050 点以下的时候，它能保护我们。

由于我们是期权持有者，我们并不一定要行权。

## 买入看跌期权

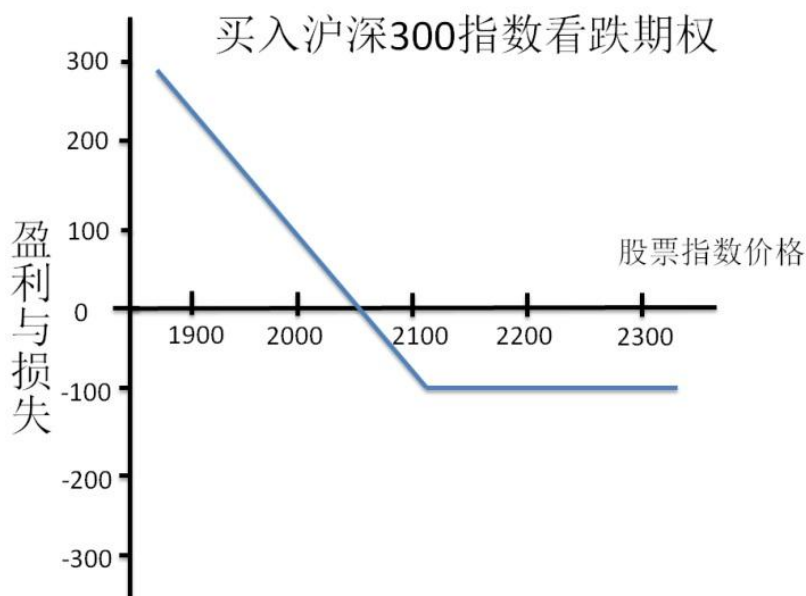
### 买入看跌期权 - 熊市



我们已经说明了在牛市中如何使用看涨期权，以及如何使用保护性看跌期权组合。

假设您预测标的证券将要下跌，有什么方法可以利用这种波动而获利么？有的。

记住，看跌期权是在固定价格卖出证券的权利，因此，随着证券价格下跌，他们的价值增加。因此，如果您只买入看跌期权，而不是保护性看跌期权组合，您可以通过证券价格下跌而获利。



在 2013 年 9 月 9 日，假设沪深 300 指数处于 2100 点时，如果您认为指数将下跌，比如，到 10 月份期权到期时最少下跌到 2000 点，那么根据您的这种预测，您可以买入沪深 300 指数 10 月到期行权价格为 2100 点的看跌期权，总花费 4050 元（每份 40.5 点，合约乘数 100）。如果指数下跌，您可以通过所持有看跌期权的价值上涨而获利。

到期日看跌期权的净利润（损失）表（单位：点）

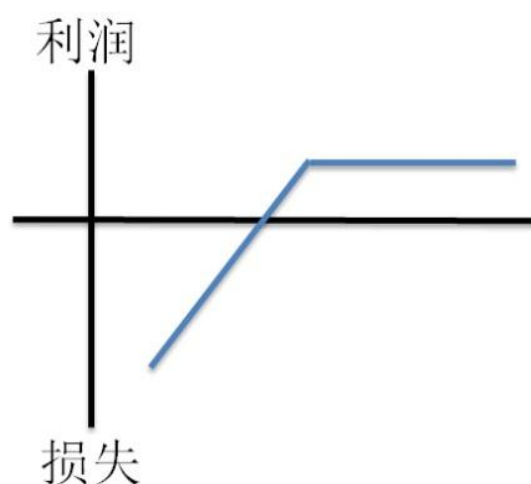
到期日指数价格	期权价值	权利金	净利润（净损失）
2200	0	-40.5	-40.5
2100	0	-40.5	-40.5
2059.5	40.5	-40.5	0.0
2000	100	-40.5	59.5
1900	200	-40.5	159.5

假设您的想法正确，在期权到期日，沪深 300 指数的价格是 2000 点，那么理性的投资者应该会行权，沪深 300 指数期权仅提供现金交割的交割方式，其效果相当于以 2000 点买入沪深 300 指数，并马上以 2100 点的点位卖出。您也可以在到期日之前的交易时间将期权在市场中对冲掉。

实际上，在到期日此期权价值 10000 元（100 点乘以合约乘数 100 元）。由于为了购买它花了 4050 元（权利金 40.5 点，合约乘数 100），因此净利润 5950 元（ $10000 - 4050 = 5950$ ）。在本例中您并没有额外创建头寸，比如卖空股票，没有其他支出。

### 备兑看涨期权组合

#### 备兑看涨期权组合 - 中性



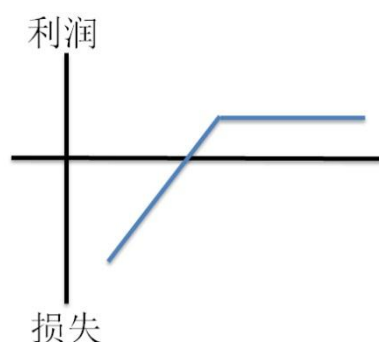
我们已经介绍了如何在牛市中使用看涨期权，也介绍了如何在熊市中使用看跌期权。

但是如果您认为沪深 300 指数将横盘，即小幅波动，该采取什么策略呢？

这种情况下往往令人头疼，但此时您可以买入沪深 300 指数（期货或现货），并卖出其股指看涨期权，只不过期权的行权价要略高于市价，这种策略称之为**备兑看涨期权组合**，通常用以博取潜在收益。



### 备兑看涨期权组合 - 中性



备兑看涨期权组合指的是同时拥有标的证券的多头和其看涨期权空头，且期权行权价格略高于市价。

如果您已经拥有了标的证券，那么您可以卖出备兑看涨期权。如果此时标的证券价格上涨，超过了看涨期权行权价格，看涨期权被行权，您不得不将您拥有的标的证券支付给他<sup>3</sup>，您所损失的是看涨期权行权价与期权行权时标的证券价格之间的价差。

如果您卖出“无备兑的看涨期权”，即仅仅卖出看涨期权，却并不拥有标的证券，那么您的潜在风险是无限的。

看涨期权		
买入期权报价	行权价格	卖出期权报价
3.1	2200	3.5
8.6	2150	9.0
21.0	2100	21.4
40.3	2050	40.7
70.5	2000	70.9
109.7	1950	110.1
155.0	1900	155.4

下面介绍卖出“备兑的看涨期权”的情况：

假设您持有一手沪深 300 指数对应的 10 月到期的股指期货（合约乘数为 300），成本

<sup>3</sup> 现金交割下，仅需损失结算价格与执行价格的差价；仅实物交割下，才需要交付标的

价即为指数目前价格 2050 点，根据您的判断该指数在目前情况下持续窄幅震荡直到 10 月的期权行权日结束。您可以卖出 3 份（ $300/100=3$ ）沪深 300 指数 10 月行权价 2100 点的看涨期权，每份价格 21 点。

这就意味着您可以马上收到 6300 元的“收入”（相应需纳入缴纳的保证金）。如果该指数上涨超过 2100 点，并且看涨期权持有人行权，你有义务配合现金交割，单纯考虑期权方面，这可能会产生一笔相当大的现金损失，其效果等效于您先以市价点位买入 3 份沪深 300 指数，再将这沪深 300 指数以 2100 点的价格卖给看涨期权行权人。但既然您已经拥有 1 份沪深 300 指数股指期货，期权现金交割的损失可通过期货头寸的收益来抵消，最终的净收益为期权权利金收入+期货头寸在 2050 点至 2100 点之间的盈利。这种策略剥夺了投资者在标的价格大幅上涨情况下的潜在巨大收益。

看涨期权的净利润（损失）表（单位：元）

到期日指数价格	指数期货盈利/损失	3 份期权盈利/损失	净利润（净损失）
2200	$150 \times 300 = 45000$	$-79 \times 100 \times 3 = 23700$	21300
2121	$71 \times 300 = 21300$	0	21300
2100	$50 \times 300 = 15000$	$21 \times 100 \times 3 = 6300$	21300
2050	0	$21 \times 100 \times 3 = 6300$	21300
2029	$-21 \times 300 = -6300$	$21 \times 100 \times 3 = 6300$	0
1950	$-100 \times 300 = -30000$	$21 \times 100 \times 3 = 6300$	-23700
1900	$-150 \times 300 = -45000$	$21 \times 100 \times 3 = 6300$	-38700

当沪深 300 指数上涨到 2100 点时，考虑到您已经收入 6300 元的看涨期权权利金，又在沪深 300 股指期货头寸上盈利 15000 元（ $50 \text{ 点} \times 300 \text{ 元/点} = 15000 \text{ 元}$ ），那么您的总盈利为 21300 元。

如果标的指数结算价直到期权到期日也不涨不跌，保持在 2050 点，您将可以获得 6300 元的利润。这就是备兑看涨期权组合的策略。

注意：由于您是沪深 300 股指期货多头持有人，当沪深 300 指数下跌时，您仍将在期货头寸上面临损失风险。（尽管卖出看涨期权能带来 6300 元的收益，但下跌损失很可能将超出这部分收益）备兑看涨期权组合并不是保护性的策略。

## 小测试

下面每个选择题都将测试您对于本部分的理解程度。

### 期权策略介绍 第 1 题：

在保护性看跌期权策略中，投资者买入一份看跌期权并同时作为\_\_\_\_\_的多头。

- 1、 看涨期权
- 2、 标的证券

(答案: 2)

**期权策略介绍 第 2 题:**

卖出备兑看涨期权意味着投资者卖出一份看涨期权同时作为\_\_\_\_\_的多头

- 1、 看跌期权
- 2、 标的证券

(答案: 2)

**期权策略介绍 第 3 题:**

如果您买入某一标的证券的看跌期权,但并不持有标的证券,这最可能是\_\_\_\_\_策略。

- 1、 牛市
- 2、 熊市
- 3、 中性

(答案: 2)

**期权策略介绍 第 4 题:**

当卖出备兑看涨期权时候,若您持有一份沪深 300 股指期货多头头寸,股指期货合约乘数为 300,此时您应卖出的对应沪深 300 股指期权的份数是\_\_\_\_\_

- 1、 3
- 2、 2
- 3、 1
- 4、 100

(答案: 1)

**期权策略介绍 第 5 题:**

作为期权的多头,您有\_\_\_\_\_的权利。

- 1、 获得股票股利
- 2、 行权
- 3、 投票权

(答案: 2)

## 总结

**通过学习本部分，您应该了解了如下内容：**

期权中所涉及的权利和义务；

多头和空头的含义；

核心期权策略：持有看涨期权，保护性看跌期权组合和备兑看涨期权组合。

## 免责声明

本文字材料仅供学习交流所用，仅为提供信息而发布，概不构成任何广告、业务内容和投资建议。

本文字材料的信息来源为已公开的资料，中国金融期货交易所对本文字材料及内容的准确性、完整性或者可靠性不做任何保证。

任何机构、个人根据本文字材料或所载相关内容所做的一切行为，其风险责任自负，所引起的任何直接或间接损失（包括但不限于因有关内容不准确、不完整而导致的损失），中国金融期货交易所不承担任何责任。

中国金融期货交易所保留对本声明的修改、解释权。

## 版权声明

本文字材料来源自 CBOE 官网，由中国金融期货交易所修改整理发布，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式转载、翻版、复制、发表、翻译、引用或者以其它方式使用本文字材料。如取得中国金融期货交易所书面授权使用本文字材料，需在授权范围内使用并在明显位置注明出处为“中国金融期货交易所”，且不得对本文字材料进行任何有悖原意的引用、删减和修改。对于未获书面授权使用或不当使用等引起的民事纷争、行政处理或其他损失，中国金融期货交易所不承担任何责任。

违反上述声明者，中国金融期货交易所将追究其相关法律责任。

中国金融期货交易所保留对本声明的修改、解释权。