



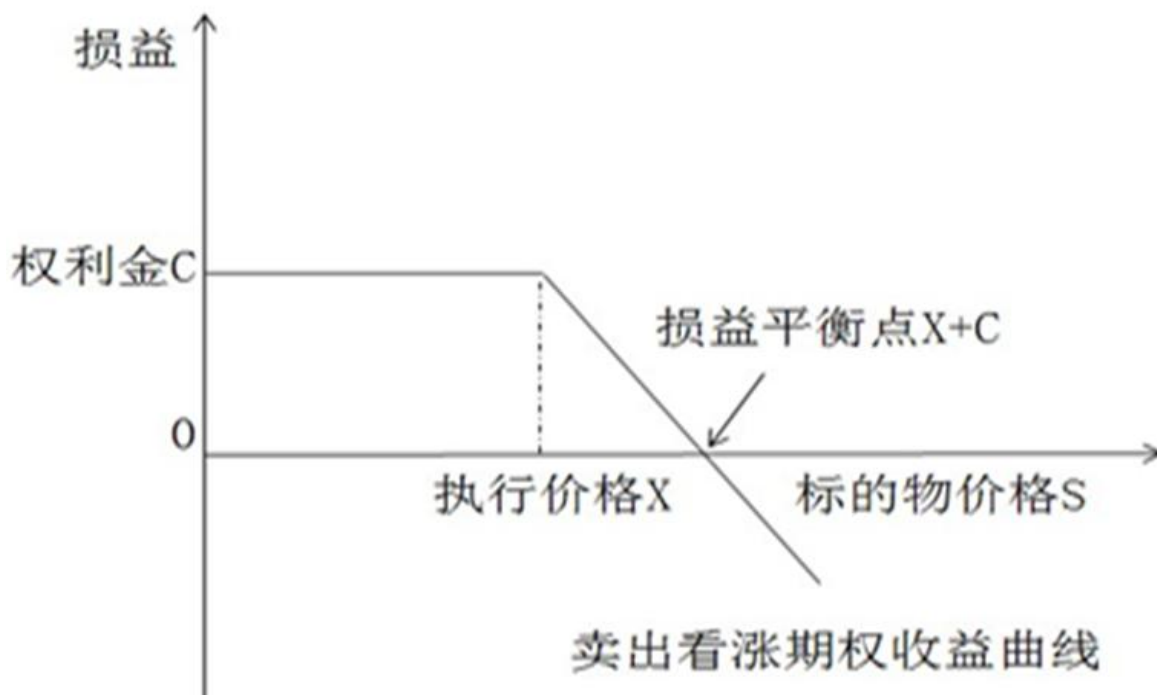
铁矿石期权专题----如何做时间的朋友

方正中期期货 梁海宽

从我们的上一篇专题《铁矿石期权半年纪——论波动率的重要性》可以看出，作为期权单边策略的买方来说，要想取得预期的效果，不但要对标的价格的变化方向有准确的判断，同时还要对其价格变化背后的驱动逻辑有深刻的理解，对当时的市场情绪有较好的把握。因为无论是单边买入看涨期权还是单边买入看跌期权，除了交易标的价格的变动外还在同时交易隐含波动率的变动。标的价格的变动带来的是期权内在价值的变化，而隐含波动率的变化带来的是期权时间价值的变化。对于期权买方来说，当隐含波动率出现下降时，其所持有期权的时间价值会流失，即便内在价值增加，期权总价值仍有下降的可能。这也是为什么在期权交易中经常会出现看对标的价格方向而仍然无法盈利的主要原因。这对期权单边策略的买方提出了较高的要求，同时也是期权买方在多数情况下较难取得收益的主要原因。相对于期权的买方来说，期权的卖方通常有着更高的胜率，主要是因为时间的流逝是期权交易中最大的确定性，对于期权卖方来说由时间流逝导致的时间价值的下降是可以预见的确定性收益。在构建期权策略时，期权的到期时间可以成为除了标的价格与波动率之外的另一个交易维度。下文将通过复盘铁矿石期权上市以来较为成功的几次卖出期权策略的实例，更为直观地展示期权卖方是如何通过做时间的朋友来获取稳定的收益。

一、卖出看涨期权（备兑开仓）

当预期标的物价格后续上涨幅度有限时，可选择卖出看涨期权，该策略的优点是即便标的价格后续维持盘整或波动较小，仍可以获得由时间价值流失所带来的收益。缺点是一旦标的物价格出现大涨，期权卖方将面临被行权的风险，损失理论上是无限的。故通常选择标的物价格上方较为明显的压力的位置作为所卖出期权的行权价。卖出期权策略中当前应用最为广泛的是备兑开仓策略，备兑开仓策略本质上是在持有标的现货的情况下通过卖出相应的看涨期权以获取部分权利金的收入。在标的现货价格波动较小的情况下，可以有效地帮助期权卖方降低持仓成本，增强收益。



图：卖出看涨期权策略盈亏图

资料来源：方正中期研究院

对于铁矿石期权来，卖出看涨策略较为成功的一次应用出现在 6 月。6 月 7 日淡水河谷官方正式确认已于 6 月 5 日暂停了伊塔比拉三个矿区的业务活动。市场对巴西矿发运能力的担忧情绪再度升级，盘面随之出现大涨，一度上探至 800 关口附近，再度刷新年初以来的高点。而后市场情绪逐步平复，盘面开始出现高位盘整。考虑到淡水河谷之前将年度发运目标下调至 3.1-3.3 亿吨时就已经考虑到了疫情可能对全年发运造成的冲击，加之巴西矿供应偏紧的预期近期也已经充分反映到了盘面的走势上，故可以认为本轮受消息层面推动的短期上涨行情已暂告一段落。从铁矿石当时的供需来看，6 月通常是澳矿冲年报的时点，后续主流矿的发运将有增量，而铁水产量当时已处于高位水平，在终端需求逐步转入淡季后进一步提涨的空间已相对有限，可以说 6 月铁矿的供需并不具备驱动价格继续上行的条件。800 作为整数关口，在当时供需仍相对偏紧，且有消息层面的推动下仍未被突破，可以仍为是铁矿短期价格的强压力位置。基于此预期在 6 月初卖出行权价为 800 的看涨期权。



图：卖出看涨策略开启时点

资料来源：Wind 方正中期研究院

而后铁矿行情的走势与预期相符，短期内并未有效突破 800 附近的压制，维持在高位盘整。6 月 8 日的结算价为 777.5，到 6 月 18 日收盘在 765，盘面 10 天的累计跌幅仅为 1.6%，对所卖出期权内在价值的影响并不明显。而同期标的期货的波动率也基本维持稳定，仅从 37.74% 回落至 37.19%，对所卖出期权时间价值的影响也较为有限。而同期 I2009-C-800 价格从 46.4 元大幅回落至 27.7 元，卖出看涨策略的收益达到了惊人的 67.51%，主要是因为时间流失导致所卖出期权的时间价值大幅下降。本次操作本质上是在交易期权合约的到期时间。

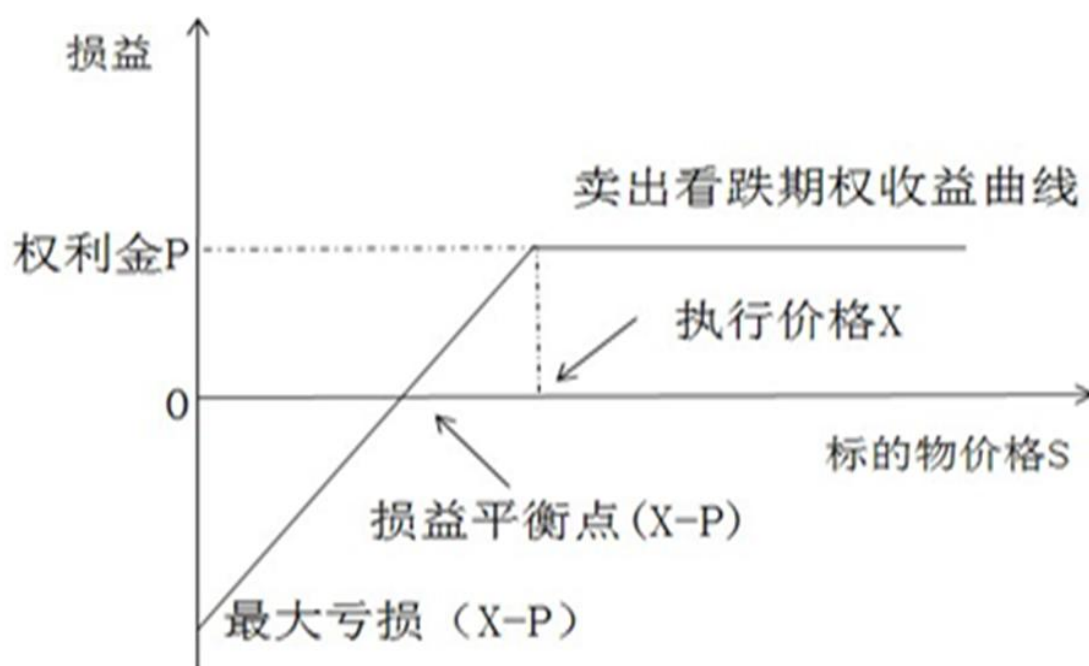
	6 月 8 日结算价	6 月 18 日收盘价格	收益
做多期货主力合约	777.5	765	-1.6%
卖出 I2009-C-800	46.4	27.7	67.51%
隐含波动率	37.74%	37.19%	1.46%

表：卖出看涨策略收益

资料来源：wind，方正中期研究院

二. 卖出看跌期权

与卖出看涨期权相类似，卖出看跌期权策略是基于标的价格下方有支撑的预期而构建。看跌期权的卖方通常处于两个目的，一个是收取权利金，另一个是想以较低的价格买入标的资产。对于以获取权利金为目的的卖方来说，只要后续标的价格走势不跌破下方的支撑位，上涨或震荡走势均会帮助其收获所卖出期权的时间价值。缺点是一旦标的价格跌破预期支撑位，作为期权的卖方将面临被行权的风险，最大损失理论上是无限的。实际操作中通常将标的价格下方相对较强的支撑位作为所卖出看跌期权的行权价格。



图：卖出看跌期权策略盈亏图

资料来源：方正中期研究院

对于卖出跨式策略来说，5月是较好的操作时点。彼时铁矿2009合约已完成春节后二次探底，图形上走出了明显的W走势，570一线基本确定为技术面的底部区域。从供需的角度来看，4月的铁水产量迎来井喷，已经恢复到去年5月的历史单月最高水平，铁矿需求端坍塌的预期被彻底证伪，铁矿现货价格有明显支撑。虽然盘面短期上行趋势尚不明朗，但570一线短期已较难跌破，基于此预期在5月初卖出行权价为570的看跌期权。



图：卖出看跌策略开启时点

资料来源：wind，方正中期研究院

从5月6日到6月18日，I2009-P-570 期权价格从27.6元大幅下降至2.2元，卖出看跌期权策略实现了1155%的收益。由于所卖出的期权为虚值期权，所以其自身并不具备内在价值，标的价格的上涨使得其虚值程度更高，故该时间段内该期权的内在价值并无增加。其价格的大幅下降应注意来自于其时间价值的大幅萎缩。而同期标的期货的隐含波动率从37.24%上升至47.29%，大幅增加了所卖出期权的时间价值，在这种情况下该期权价格仍出现大幅下降主要是由于其到期日逐步临近，时间的流失使得其时间价值加速流失。相比于上一个例子，本例中时间对期权价格的影响更为明显。

	5月6日结算价	6月18日收盘价格	收益
卖出 I2009-P-570	27.6	2.2	1155%
隐含波动率	37.24%	47.29%	-21.25%

表：卖出看跌策略收益

资料来源：wind，方正中期研究院

期权卖方的收益仅限于买方交付的权利金，但同时承担着被买方行权的风险。从表面上看，期权卖方的收益有限而风险无限，主动权不如卖方大，但对于期权的卖方来说，从卖出期权的那一刻起便有了一个忠诚的朋友即时间。任何交易策略的构建本质上都是基于某种确定性，而期权市场上最大的确定性就是时间会流逝，期权的时间价值会因此而下降。从这个角度来看，期权卖方相较于买方具有天然的优势。故成熟期权市场的机构投资者通常选择做期权的卖方以稳定地获取权利金，从而达到增强收益的目的。从上文所举的例子可以看出，期权的到期时间可以构成除标的价格与波动率之外的另一个交易维度，在行情出现短期明显的压力位和支撑位时，可以尝试在上方压力位附近卖出看涨期权或在下方支撑位附近卖出看跌期权，用以规避所卖出期权内在价值变动的风险，进而将期权的时间价值头寸剥离出来，随着期权合约的到期日逐步临近，期权卖方的收益将逐步增加。

行方正以致远

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

联系方式:

方正中期期货研究院

地址：北京市西城区展览路新联写字楼 4 层 方正中期期货研究院

北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层

电话：010-68578010、68578867、85881117

传真：010-68578687

邮编：100037
