

## 如何灵活运用备兑期权交易策略

投资者可以考虑选择卖出近月合约来提高整个备兑策略的组合收益

### ■ 张雁婷

2020年5月21日,上海证券交易所和中证指数有限公司正式发布上证50备兑策略指数,该指数是国内首只基于期权组合策略的指数,用来帮助投资者跟踪上证50指数相关备兑策略的表现。



### 备兑策略的条件和优势

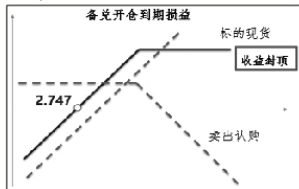
备兑策略是目前常用的一种期权套保型策略,又称备兑开仓策略。投资者在持有现货、预期标的证券未来一段时间内温和上涨时,可以通过卖出开仓策略获取卖出实权的权利金收入来增强收益,降低组合持仓成本。实际操作中,以上证50ETF期权为例,投资者若想进行备兑开仓,需要先买入持有10000份上证50ETF现货,接着锁定持仓的现货,才能备兑开仓卖出1张50ETF认购期权合约。由于备兑开仓策略使用全额的权利金做担保,因此无需交纳额外资金作为开仓保证金,一定程度上可以优化资金使用。

以上证 50ETF 为例, 2020 年 5 月 22 日, 50ETF 收盘价格为 2.76 元, 投资者持有 10000 份 50ETF 基金, 并以 0.026 元的价格卖出至 6 月到期, 行权价为 2.85 元的认购期权, 收入权利金 260 元。

投资者持有到期, 如果市场处于熊市, 50ETF 跌超过 2.742 元(盈亏平衡点), 此时组合收益为负, 但由于投资者卖出期权有权利金收入, 因此亏损和仅持有 50ETF 相比减少 260 元。

若到期时 50ETF 处于振荡行情或温和的牛市中, 标的证券价格在现货价格附近小幅波动, 组合收益为正, 且随着标的证券价格的上涨, 备兑策略相比仅持有现货多头获得了更高的收益。

如果卖出认购期权后 50ETP 在到期时处于牛市,那么虚管标的的证券价格将大幅度的上涨,当组合收益达到最大收益 1080 元后,便不再随着标的的证券价格上涨而发生变化。也就是当标的的证券到期时价格高于 2.876 元(认购期权的行权价与权利金之和),该组合的收益是低于仅持有标的的现货的,因为标的的证券大幅上涨会导致卖出的认购期权处于实值状态,买方若行权则开仓获得需按 2.8 元(卖出认购期权的行权价)卖出,最终盈亏则开仓获得理论最大收益 1080 元(履约后收益 820 元+卖认购期权权利金收入 260 元)。



图为备兑开仓到期损益:

兑开仓策略虽然向上收益有限,且无法捕捉现货持续上涨的盈利,仍属承担标的期货价格下行风险,但若卖出认购的行权价格选择合适,可定期赚取利息收入,同时降低组合盈亏平衡点,承受相对更大的标的证券价格下行风险。需要注意的是,兑开策略无法对现货的持续下跌进行保护,如果现货价格持续下跌,整个组合策略可能会因为现货端的损失(被行权)而处于亏损状态。另外,标的现货分派等因素也可能导致组合现货数量不足,被强制平仓或转替合约冬令而增加风险敞口。

### 备兑策略小技巧

首先,合约选择的部分,建议选择平值或轻度虚值的合约。因为期权合约实值程度越高,在到期时被行权的可能性越大,并且深度实值的期权时间价值亦相对较小。而深度虚值的期权,权利金一般较低,且流动性也较低,这都会导致套兑开仓策略的组合收益相对较小。

在合约月份的选择上,越靠近到期日,期权时间价值衰减越快,因此作为期权卖方,投资者可以考虑选择卖出近月合约来提高整个套息策略的组合收益。

其次,作为期权卖方,投资者持有到期有可能会面临被行权的风险,因此在执行备兑开仓策略时,需要调整心态,并积极应对卖出合约被要求履约的可能。实际操作中,投资者在卖出认购期权时,也可以考虑将期权的行权价选在愿意售卖出标的的价格附近,这样即到期时因为标的现货超过行权价,并且被指派时,也能将标的现货按预期目标价卖出。因此,备兑开仓策略也可以视为高抛现货的替代。

最后,前面提到过,货币汇率策略的使用前提是预期期的,而汇率波动,或者小幅上涨,如果市场预期行情朝不利方向变动,或者和预期不一致,此时货币及时进行调整。譬如持有期间,货币汇率上落达到卖出认购的行使价格以上,并且持有者预期标的仍会持续上涨到一定点位,则可以选择行权头寸,转换股票;或者进行向上平仓操作。所谓的向上转换即等于认购的行使价格以上,选择相同到期日但汇率较低的认股权证卖出平仓。如果标的现货价格在买入平仓卖出后迅速下跌,并且且没有看涨预期,持有持续下跌的趋势,则一样可以进行平仓调整,如平仓出场,转换股票或者进行向下平仓。在预期下跌趋势较大概率持续到预期到期日的情况下,如果继续持有到期头寸可能产生较大亏损,此时持有者可以选择提前卖出未平仓的认股权证进行平仓,再选择有一个相同到期日,但较低行使价格的认股权证进行卖出平仓,这就是所谓的向下转换。

### 应用分析

以去年12月挂牌交易的沪深300ETF期权为例,假设投资者A持有10000份300ETF基金,经分析观察,他认为300ETF走势将会于小幅上涨,但涨幅不会很大,因此于今年年初1月2日进行备兑开仓,以4.149元的价格买入10000份300ETF,同时,投资者A想透过备兑开仓策略来增强收益,降低持仓成本。因此,他以0.0179元/份的价格卖出2月到期的行权价为4.3元的认购期权合约1张(300ETF期权合约乘数为10000)。

经过一段时间,市场和预期不同发生了变化。1月21日,300ETF下跌1.82%,1月23日300ETF低开4.081,盘中一度下跌到3.956,由于标的300ETF走势不如预期,投资者A决定向下转仓进行调整。

投资者 A 以 0.0145 元/份的价格, 对行权价为 4.3 元的认购期权(原持仓)进行买入平仓。同时, 他以 0.0473 元/份的价格, 备兑开仓卖出行权价为 4.1 元的 2 月份认购期权, 完成了向下转仓的操作。向下转仓后, 投资者 A 持有的认购期权合约行权价由 4.3 调整至 4.1。

	调整前各笔开仓	调整后各笔开仓盈亏平衡点
(标的现货成本-股利+金收益)	$4.149 - 0.019 = 4.131$	$4.149 - 0.0473 (-0.0179 - 0.0145) = 4.0983$
卖出点价(或有行权价)	4.3	4.1
极大盈利潜力(理论最大收益)	0.1689	0.0017
到期日标的价格为4.5元, 第0笔总收益	0.1689	0.0017
到期日标的价格为4.1元, 第0笔总收益	-0.0311	0.0017
到期日标的价格为4元, 第0笔总收益	-0.1311	-0.0983

相比原来的持仓,调整后备兑开仓盈亏平衡点左移,表示对标的现货的保护能力增强,但是却牺牲了未来一段时间可能的更大盈利,即最大盈利潜力下降(最大盈利潜力=权利金+认购期权行权价-标的现货买入成本)。原先的备兑开仓最大盈利是0.1689元,即权利

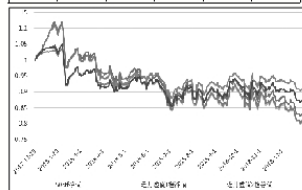
## 备兑策略回测

金收入0.0179元+300ETF现货最大所得0.151元;调整后备兑开仓的最大盈利为0.0017元,即新权利金收入0.0473元+新300ETF最大所得-0.049元+对原有卖出认购期权平仓的净收益0.0034元(卖出开仓时获利0.0179元,但买入平仓时成本为0.0145元)。

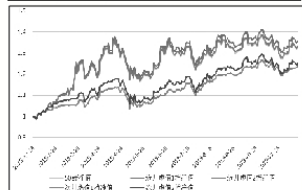
到期日, 若 300ETF 价格高于原赎回认购期期权行权价 4, 则原策略收益较好; 若行情朝赎回后预期方向变化, 300ETF 价格低于向下转仓后认购期期权行权价 4.1, 则向下转仓后收益较好。2 月 26 日, 2 月份期权系列合约到期日, 300ETF 价格在 4.070, 低于向下转仓后的认购期期权行权价 4.1。如果按收盘价计算的话, 调整后收益 -0.0611, 调整收益率为 -0.0283, 降低了约 50% 亏损。总的来说, 提前开仓后标的现货走势不如预期该如何调整, 还是取决于投资者自身对行情点位的判断及风险偏好, 在收益与风险之间进行取舍。

本次兑认购策略则采用近3年50ETF期权相关数据(2017年1月3日至2019年12月27日),在区间内一直持有10000份50ETF基金进行等手数的兑认购仓策略。分别对不同期限(近月、次月)、不同行权价(虚值1档、虚值2档)的认购期权进行兑认购策略。近月合约到期前不进行行权,近月合约到期日的下一交易日开盘进行平仓,即平仓卖出下一个近月、次月的虚值1档、2档认购合约。保证金方面,兑认购仓位无需保证金支付。手续费按分钟分秒计,卖出平仓平仓费则按分钟计算。

2017 年	50ETF	近月虛值 1 檔	近月虛值 2 檔	次月虛值 1 檔	次月虛值 2 檔
收益率	27.16%	28.65%	27.22%	16.13%	23.14%
最大回撻	-10.60%	-10.60%	-10.60%	-8.87%	-9.83%



2018年		2019年度			
50ETF	近月虛值 1檔	近月虛值 2檔	次月虛值 1檔	次月虛值 2檔	
收益率	-19.77%	-17.17%	-19.29%	-9.16%	-12.75%
最大回澀	-28.52%	-26.43%	-28.09	-15.14%	-18.75%



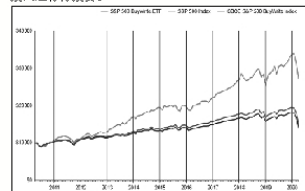
2017 年	SOETF	近月盛值 1 档	近月盛值 2 档	次月盛值 1 档	次月盛值 2 档
收益率	31.85%	34.97%	32.32%	24.64%	24.52%
最大回测	-14.53%	-14.27%	-14.50%	-8.80%	-10.10%

从上面图表中可以看出,即使在不同行情下,备兑卖出次月虚值一档的最大回撤都是最小的,特别是2016

## 海外备兑策略指数

备兑策略指数在海外屡见不鲜,其中较典型的就是 CBOE于2002年在《The Journal of derivatives》发布的 Buy/Write Monthly Index,一个买入 S&P500 成分股同时卖出该认购权证的月度指数,后来改称 CBOE S&P500 Buy/Write 指数,简称 BXM。在 BXM 指数中,卖出的 S&P500 认购期权为一个月后到期,轻度虚值的 S&P500 指数认购期权。该认购期权一直持有至到期日,不会提前平仓。到期时以现金结算即进行换仓,即卖出一个下月到期,轻度虚值的认购期权。

以 Invesco 的 S&P 500 Buy Write ETF 为例,虽然牛市中备兑策略指数明显跑输 S&P 500 指数,但在下跌行情,如今年一季度熊市的情况下,备兑指数亏损相对较小,基金净值曲线整体较为平缓。需要注意的是,指数不能直接投资的,指数收益不代表基金收益,在计算基金收益时需要考虑管理费、手续费等其他费用支出。下图基金中持有的成分股分红与期权权利金收入都是全部投入进行再投资。



除了BXM指数外,CBOE还发布了其他基于期权组合策略的指数,如名为兑英镑指数策略的BXY、BXM,保护性认沽策略指数PPUT、领口策略指数CLU等,帮助投资者跟踪格式期权指数增强策略的表现。1986年至2018年,BXM(CBOE S&P 500 30-Delta BuyWrite Index)表现最好,年化收益约10.2%,且波动明显小于指数本身,标准差只有12.8%。BXM为买入S&P500股票指数组合的同时,卖出S&P500 delta=0.3的看跌认沽期权。

### 上证50备兑策略指数

根据最新发布的上证 50 备兑策略(简称 50 备兑)指数编制方案,该指数是通过持有上证 50 指数,并卖出上证 50ETF 价外 5% 虚值认购期权来反映上证 50 指数相关备兑策略的表现。所谓价外 5% 虚值认购期权是指根据上证 50ETF 收盘价,选取与 1.05 倍上证 50ETF 收盘价距离最小的上证 50ETF 期权行权价作为拟卖出认购的期权合约。如 50ETF 收盘价格为 2.768 元,此时该指数卖出开仓行权价为 2.9 元的认购期权。

与BXM指数不同的是,除了当月最后交易日前第三个交易日进行定期调整外,在任一交易日,当上证50ETF收盘价大于等于卖出的认购期权合约行权价时,亦会对上证50备兑策略进行临时调整。最后,上证50备兑策略初始权重设置为:85%持有上证50指数,15%分配在卖出ETF认购期权的保证金。这和实务操作中若使用50ETF进行备兑开仓无需开仓保证金在资金使用上略有不同。

(作者单位:银河期货)