

再谈跨式策略的出入场时机

兴证期货 鲍雪烨

期权波动率交易

根据期权的定义，期权权利金是期权价值的交易市场价格体现。期权的价值可以拆解为内在价值和时间价值两部分组成。期权的内在价值是指不考虑手续费和权利金等成本支出，当下行使该期权合约所赋予的交割标的的权利时，期权持有者所能获得的收益。期权的时间价值则是指购买者为了购买期权合约，实际付出的期权费中超过该期权内在价值的那部分金额，也可以理解为是投资者为了标的未来价格变动所支付的溢价水平。

时间价值是同时受多个要素所影响的，而其中最直接影响交易决策的指标是隐含波动率。隐含波动率是通过将市场上的期权交易价格反向代入期权理论定价模型，反推获得的波动率数值，它表示的是市场上对于标的资产未来波动情况的普遍情绪判断。当预期标的资产未来波动加剧，则隐含波动率上升；反之，则隐含波动率下降。因此相比期货投资只能交易标的的涨跌方向而言，期权投资者还可以通过波动率走势进行判断，不再依赖标的的涨跌的方向，而是从波动率中获得收益。

波动率交易主要分为做多波动率和做空波动率两种方式。做多波动率在希腊字母上是做多 Vega 的同时做空 Theta。即一段时间内，如若标的价格出现较大幅度的变化，投资者会获利，而如果标的价格变化不够大时，持仓在 Vega 上的收益未能冲抵时间价值上的损耗，组合总收益可能为负。反之，做空波动率在希腊字母上是做空 Vega、做多 Theta，即将时间变为了投资友方，如果一段时间内标的价格出现较大幅度的变化，投资者反而会面临风险，而若标的价格变化不大时，则投资者可稳定收割时间价值。

在波动率交易中，投资者一般会减少对标的的涨跌方向的依赖，即在做多 Vega 的同时，在 Delta 上尽量保持中性。最常见的做多波动率交易的手段是跨式策略，即投资人以相同的执行价格同时购买或卖出等量相同到期日、相同标的的资产的看涨期权和看跌期权。其中，当投资者预计波动率上升时，买入执行价相同的看涨和看跌（一般以平值期权为主）；当投资者预计波动率下降时，卖出执行价相同的看涨与看跌期权。

究竟是选择买入还是卖出跨式期权组合，需要投资者在时间价值和未来波动期望之间进行博弈。如果投资者认为未来波动上升的价值大于持有期间内时间价值的流逝，则可以建立买入跨式期权头寸。跨式期权主要用于事件交易中，除了可预期的如美国大选、美联储开会等重大事件的时间点以外，节假日就是跨式策略的主战场。由于停盘时间较长，节假日期间内发生能影响价格大幅波动的事件可能性显著提高，因此投资者可以考虑在节前买入跨式期权组合并持有至假期结束，利用跨式策略的正 Vega 来抓住标的的长假前后价格大幅波动的盈利机会。

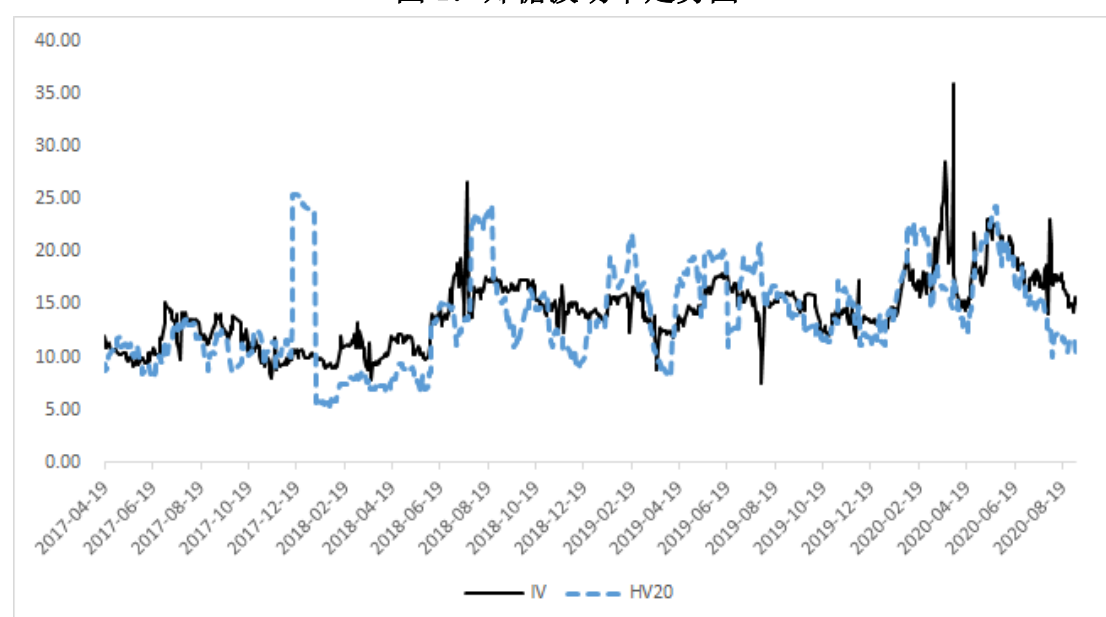
虽然一般标的资产的价格在节假日期间往往会出现较大幅度的变化，但由于节假日时间较长，负 Theta 所导致的时间价值的衰减也是不容忽视的。究竟在节

假日期间，是组合的时间价值衰退更多，还是标的波动上升带来的增值更大，本文将用白糖期权的历史表现，来分析探讨买入跨式组合的出入场时机选择和相应的收益情况。

白糖期权市场基础

白糖期权作为首批上市的商品期权之一，自 2017 年 4 月 19 日于郑商所挂牌上市以来，流动性持续提高，市场结构不断完善，投资者对期权的理解和接受程度也越来越高，期权成交量和持仓量呈现稳步上升。自 2020 年以来，白糖期权合约的日均成交量已上升至约 2.5 万手，日均权利金成交额超过 1.9 万元人民币，且日均持仓量高达 14.1 万手。

图 1：郑糖波动率走势图



随着白糖期权市场的日益成熟，白糖期权的波动率交易活跃度也在稳步增长。但通过白糖上市以来的波动率走势我们不难发现，IV 的变化幅度大且速度极快，虽有一定均值回归的特性，但不存在明显的周期性，因此很难进行预判。而 IV 由于更多依赖于市场多空博弈的情绪变化，历史波动幅度从最低 7.6 可达最高 35.97，预判走势的难度性就变得更高。因此波动率交易除了依赖对均值回归的预期以外，最常见的策略应用是针对国内长假休市时段，利用大概率发生的风险事件所导致节前节后的价格大幅跳跃来做多波动率。

策略出入场时机探讨

为考察跨式策略在节假日期间的表现情况，我们利用白糖期权的历史交易数据，分别考虑投资者在节假日前最后一个交易日，以收盘价买入平值跨式期权组合，并在节假日后首个交易日以收盘价卖出期权了结头寸（策略一）；在节假日前一周，以收盘价买入平值跨式期权组合，并在节假日后首个交易日以收盘价平

仓了结头寸（策略二）；在节假日前一周，以收盘价买入平值跨式期权组合，并在以节假日前最后一个交易日的收盘价卖出期权了结头寸（策略三）的收益情况。通过回测白糖期权自 2017 年 4 月上市以来，9 个包含春节、五一和国庆假期期间内，比较不同开仓平仓时机下的三种策略的收益情况。

（1）策略一：简单跨节

表 1：策略一收益情况（节前末日开仓-节后首日平仓）

策略周期	标的变化	Δ内在价值	Δ时间价值	组合收益
17/9/29-17/10/9	-1.36%	49	-82	-33
18/2/14-18/2/22	-0.17%	10	-15.5	-5.5
18/4/27-18/5/2	-0.63%	-34	31.5	-2.5
18/9/28-18/10/8	2.72%	136	-126	10
19/2/1-19/2/11	2.49%	30	-31.5	-1.5
19/4/30-19/5/6	-0.59%	-14	-2.5	-16.5
19/9/30-19/10/8	0.98%	54	-70	-16
20/1/23-20/2/3	-2.51%	97	-6.5	90.5
20/4/30-20/5/6	0.24%	12	-6	6
均值	(绝对值)1.3%	37.78	-34.28	3.50

可以发现，策略一从胜率角度来看，表现其实并未达到我们的预期，在 9 次交易中仅有 3 次盈利，胜率仅为 33.33%。但在盈亏比上，该策略表现较为优异，最大盈利为 90.5 元/吨，平均盈利为 35.5 元/吨，最大亏损为 33 元/吨，平均亏损为 12.5 元/吨，盈亏比为 2.84。该组合在时间价值上普遍出现了比较大的损失，虽然长假前后相隔只有一个交易日，但平仓时的组合时间价值较开仓平均衰退了 34.28 元/吨。组合的盈利主要来源于标的期货合约的价格变化，在节假日期间，白糖出现较大幅度的价格变化的情况还是比较常见的，在持有组合的期间，只要市场行情出现较大幅度变化时，例如 2020 年春节，无论行情上涨还是下跌，跨式期权组合的收益都非常可观。而其中，内在价值上的收益显著大于时间价值的衰减，充分体现了期权的杠杆性特征。然而，当市场行情变化不大时，策略表现一般，但亏损也较为有限，损失的也主要是时间价值，策略整体风险相对较小，这也是组合盈亏比较高的原因。

综合 9 次交易结果来看，总计盈利 31.5 元/吨，由于买入跨式交易无需保证金，计算收益时，资金占用仅需考虑初始投入的期权费（且不考虑手续费，后同），按持有周期 7 天来看，年化收益率约为 66.58%，长期来看，在节假日期间买入并持有跨式期权组合，也能获得一个不错的收益。

虽然节假日前买入跨式期权组合的策略长期可能会盈利，但是策略的胜率相对较差，需要靠盈亏比来实现收益，策略中期还可能会面临较大幅度的回撤。其中一种可能的原因是当临近节假日时，市场对波动率对冲的需求会显著提升，此时期权的 Vega 一般会被高估，在该时刻建立买入跨式期权组合的成本可能相对较高。为此，我们尝试在假期前一周提前构建买入跨式期权组合，降低构建成本，并持有至假期结束，即策略二。

（2）策略二：提前开仓

表 2：策略二收益情况（节前一周开仓-节后首日平仓）

策略周期	标的变化	Δ内在价值	Δ时间价值	组合收益
17/9/22-17/10/9	-1.97%	121	-95	26
18/2/7-18/2/22	-0.19%	11	-4	7
18/4/20-18/5/2	-1.76%	97	-93	4
18/9/21-18/10/8	4.20%	207	-147	60
19/1/25-19/2/11	2.88%	145	-122	23
19/4/23-19/5/6	-4.70%	165	-109	56
19/9/23-19/10/8	2.91%	157	-143	14
20/1/16-20/2/3	-6.47%	379	-162.5	216.5
20/4/23-20/5/6	-2.63%	136	-98.5	37.5
均值	(绝对值)3.08%	157.56	-108.22	49.33

策略二的收益表现较策略一有了较大的提高，从胜率角度来看，每次交易都取得了盈利，盈利率达到了 100%，解决了原有策略中需要行情大幅波动配合的情况，最大盈利为 216.5 元/吨，保留了原有策略在行情大幅波动时收益较高的特点，平均盈利为 49.33/吨。9 次交易结果综合来看，总计盈利 444 元/吨，按持有周期 14 天来看，年化收益率约为 473.74%，收益率十分可观。

在节假日前，提前一周买入平值跨式期权组合进行建仓的效果要明显优于在节假日前建仓，通过提前建仓的方式，虽然持有时间上有所增加，组合在时间价值上的损失有所增加，但单个交易日的时间价值损失却相对较少。平仓时的时间价值较开仓前衰退了 108.22，单个交易日的平均衰退时间价值仅为 18.04，约为节前末日建仓策略的一半，单个交易日时间价值上付出的成本显著降低，提高了组合的收益，即使未来行情变化不大时，组合依然能够盈利。因此组合的收益表现十分稳定，无论行情波动是否出现较大波动，策略都取得了正的收益，解决了原有策略胜率不稳定的缺点。并且在出现较大波动时，策略的收益还优于节前末日建仓的情况，这似乎证明了节假日前，期权价格的确存在部分被高估的情况，因此，我们考虑评估在节假日的前一周买入平值跨式期权组合进行建仓，在节假日前的最后一个交易日进行平仓，从而获得该部分期权价格被高估的收益情况。

(2) 策略三：提前平仓

表 3：策略三收益情况（节前一周开仓-节前末日平仓）

策略周期	标的变化	Δ内在价值	Δ时间价值	组合收益
17/9/22-17/9/29	-0.62%	38	-5.5	32.5
18/2/7-18/2/14	-0.02%	1	11.5	12.5
18/4/20-18/4/27	-1.15%	63	-61	2
18/9/21-18/9/28	1.44%	71	-55.5	15.5
19/1/25-19/2/1	0.38%	19	-33	-14
19/4/23-19/4/30	-4.14%	135	-87	48
19/9/23-19/9/30	1.91%	103	-89	14
20/1/16-20/1/23	-4.06%	238	-158	80
20/4/23-20/4/30	-2.87%	148	-88	60
均值	(绝对值)1.84%	90.67	-62.83	27.83

策略三的胜率较策略一也有了较大幅度的提高，9 次交易中，有 8 次盈利，胜率为 88.89%。在盈亏比上，该策略表现也十分优异，最大盈利为 80 元/吨，平均盈利为 33.06 元/吨，最大亏损为 14 元/吨，平均亏损为 14 元/吨，盈亏比为 2.36。与策略二相似，策略三在时间价值上的损失较策略一有所增加，但日均时间价值损失却相对较少，平仓时的时间价值较开仓前衰退了 62.83 元/吨，日均的时间价值衰退为 12.57，单个交易日的衰退的时间价值进一步减少。不过，由于组合策略并没有持有至假期结束，标的合约的价格波动幅度相对策略二有所减少，但即使在这种情况下，组合依然也有着不错的表现。9 次交易结果综合来看，总计盈利 250.5 元/吨，按持有周期 7 天计算，年化收益率约为 534.55%，无论是胜率还是盈亏比，该策略的表现都十分突出。

通过三种策略的对比，我们不难发现，在临近节假日，期权价格一般都有被高估的风险，因此在节假日前构建跨式策略，由于市场需求等原因，组合的时间价值成本会大幅上升。因此在大多数情况下，单纯跨节的策略表现可能一般，需要行情出现较大幅度的变化配合，组合才有可能盈利。但通过提前建仓的方式，无论是在假期前提前平仓，还是持有至假期结束，时间价值的成本都有了较好的改善，持有期间内时间价值的成本约为第一种策略的一半。时间价值成本上的下降，使得投资效果都有了很大幅度的改善，即使行情变化较小时，组合依然可以稳定盈利。

中秋国庆组合来临

受原油下跌和美糖回调等因素影响，郑糖主力合约近期价格回调压力较为明显，9 月 4 日盘中更是一度连续跌破了 10 日和 20 日均线。从基本面来看，8 月份广西单月销糖 57.2 万吨，同比增加 5.6 万吨；截至 8 月 31 日，广西方面累计销糖 520.7 万吨，同比减少 23.1 万吨；产销率 86.78%，同比提高 1.18 个百分点；工业库存 79.3 万吨，同比减少 10.9 万吨。云南方面，8 月云南销售食糖 28.81 万吨，同比增加 13.17 万吨，截至 8 月底工业库存 43.16 万吨，同比增加 8.6 万吨。进入消费旺季后，国产糖销量有所回暖，广西库存同比减少，糖厂挺价意愿较强。但是今年消费整体较弱叠加替代糖源冲击，消费能否持续放量仍存有疑问。长期来看，如果进口政策没有放开的话，糖价的底部区域已经出现，不过还需要等待供给端的利多驱动。

截至 9 月 4 日，白糖期权 IV 为 15.03%，位于历史中位附近，后市走势较难判断。而白糖主连 20 日 HV 目前为 10.15%，位于历史 20 百分位水平以下，为历史较低水平，后续有较大的反弹空间，存在做多波动率的空间。

目前，即将迎来中秋国庆双节合一的大长假，如果投资者有意在假期前建立买入跨式期权组合做多波动率，建议投资者考虑提前一周左右建仓，无论假期前是否平仓，都能很好地避免期权价格高估的情况出现，提高组合策略的投资收益。