

## 提前布局期权 巧赚 Gamma 收益

2月3日，春节过后的第一个交易日，三千多只个股跌停，新冠疫情引发的恐慌情绪在资本市场得到极度宣泄。

上证指数 2716.70 -259.83 -8.73%	深证成指 9706.58 -975.32 -9.13%	沪深300 3639.91 -363.99 -9.09%
中小板指 6393.18 -647.18 -9.19%	创业板指 1769.16 -158.58 -8.23%	万得全A 3918.98 -386.60 -8.98%

当行情大起大落时，与其在朋友圈发各种段子以此苦中作乐，不妨跟我们一起静下心来做一次深入的复盘吧。在长假前或者可能出现某个剧烈影响市场行情的事件时，我们可以巧用期权策略进行提前布局。

在聊具体策略前，我们先来重温一下期权希腊字母的概念。我们常说的期权的希腊字母有5个，分别是 Delta、Gamma、Vega、Theta 及 Rho，揭示了影响期权价格变动的不同因素。详见下图。

指 标	风 险 来 源	公 式
<b>Delta</b>	标的物 <b>价格</b> 的变化	权利金变动 / 标的物 <b>价格</b> 的变动
<b>Gamma</b>	<b>Delta</b> 的变化	<b>Delta</b> 的变动 / 标的物 <b>价格</b> 的变动
<b>Vega</b>	标的物价格 <b>波动率</b> 的变动	权利金的变动 / <b>波动率</b> 的变动
<b>Theta</b>	距到期日 <b>时间</b> 的变动	权利金的变动 / 距到期日 <b>时间</b> 的变动
<b>Rho</b>	投资于标的物的资金的 <b>利率</b> 的变化	权利金的变动 / <b>利率</b> 变动

接下来，我们重点来聊聊 Gamma。期权价格变化对标的资产价格变化存在敏感程度，但敏感程度并非一成不变。Gamma 就是用来反映 Delta 对标的资产价格变动的敏感程度的指标，

即期权价格随着标的资产价格变化的加速度。如果 Gamma 较大，标的资产价格变动的时候会带动 Delta 的变化加快，进而导致期权价格的变化幅度增大。比如对于买入平值看涨期权，Delta 为 0.5，若 Gamma 为 0.1，那么标的资产价格上升 1 个单位，由于 Gamma 的影响，导致 Delta 增加 0.1，变成 0.6，说明期权价格对标的资产的变动更加敏感。平值期权的 Gamma 相对虚值和实值期权较大。

对于看涨和看跌期权的买方（权利方），标的资产上涨或者下跌会为投资者带来收益，所以对于任意行权价格的期权合约，它的 Gamma 都大于零。反之，对于看涨和看跌期权的卖方（义务方），对于任意行权价格的期权合约，它的 Gamma 都小于零。这意味着作为权利方希望标的价格出现大幅波动，而义务方则希望标的价格小幅振荡。

在长假或有大事件即将发生前，我们预期市场行情和波动率将发生大幅变动，我们可以构建排除方向性影响仅通过获取市场大幅波动带来盈利的期权策略，即构建一个 Delta 中性, long gamma 的策略。具体操作上，可以买入跨式或者买入宽跨式组合。

以今年春节后的行情来说，如果我们提前布局了 long gamma 的策略（正如我们在节前的报告中所推荐的），收益则相当可观。

举个简单的例子，春节前夕，在周一（1 月 20 日）投资者提早进场买沪深 300 股指期货平值跨式，即买入 2 月 4150 点的看涨期权和 2 月 4150 点的看跌期权。若以当日开盘价计算，每建立一组跨式，需支付权利金 155.8 点（95.8+60）。由于节后第一个交易日指数大跌，投资者若在开盘即平仓，可以获得 303.2 点/组（30320 元/组）的盈利（暂不考虑手续费和滑点因素）。

日期	收盘价		总盈亏
	2月4150C	2月4150P	
	开盘价 95.8	开盘价 60	
2020-01-20	104.6	48.4	-2.8
2020-01-21	69.6	91.2	5
2020-01-22	73.6	79.4	-2.8
2020-01-23	40.6	180.8	65.6
2020-02-03	开盘价 5	开盘价 454	303.2

并不是每次春节、国庆等长假过后都会出现大幅高开或低开的行情。因此，如果行情不温不火也不必懊恼，毕竟这就是一个“高胜率但低概率”的策略。如果行情未及预期，我们可以保留顺势单边仓位，待获利后出。

### 使用双买策略时需要注意两点：

第一，买入跨式策略不仅 long gamma，它还同时 long vega。如果隐含波动率发生大幅下降，那可能将发生虽然赚取了 Gamma 带来的收益，同时会受到 Vega 带来的亏损。

为了解决上述问题，在隐含波动率高位时，我们可以构建一个 Delta 近似中性，long gamma+short vega 的策略，例如买入一张近月的平值看涨期权，同时卖出一张相同行权价的远月看涨期权，构建一个反向日历价差组合。由于远月合约 Gamma 小于近月，而 Vega 大于近月，即使在隐含波动率高位，也可以放心做多 Gamma。比起双买策略，反向日历价差策略将有一腿卖方的仓位，因此要缴纳保证金，资金占用更多，需要注意资金管控。

第二，买入跨式策略是 short theta。如果 Gamma 和 Vega 收益为正，但时间价值衰减带来的亏损大于其在 Gamma 和 Vega 上的盈利（比如在期权合约临近到期前时间价值大幅衰减），则组合仍会亏损。我们要牢记，如果要赚 Gamma 的钱，就必然会损失时间价值（Gamma 和 Theta 天然反方向）。因此双买策略要和时间价值“赛跑”，需要方向上或者隐含波动率上的获利能弥补时间价值的损失。因此该策略要选准进场时机（需要静待“行情”或“事件”来趋动），并且及时出场（当市场冲击趋弱时，应选择及时平仓，不必持有到期），否则耗下去可能时间价值会拖累收益。

此外，在长假前有些投资者可能想做卖方，因为他们觉得既然“时间是卖方的朋友”，那何不趁着假期前卖出期权，坐收由于假期时间价值衰减带来的收益。但我们在构建策略时，不能单单只考虑某一个因素，容易顾此失彼。我们在赚取 Theta 收益时，要考虑波动率变化，否则一旦出现“黑天鹅”事件，容易出现 Theta 带来的正向收益远不足以抵消波动率带来的负向收益的情况。

刘瑾瑶，任职光大期货有限公司期权部，主要负责期权的研发工作。毕业于美国德雷克赛尔大学，获金融学硕士学位。在注重宏观分析和趋势判断的同时，致力于投资组合、期现套利等策略研究。获得上交所高级期权策略顾问资格和培训合作讲师资格、深交所股票期权讲师资格、中金所股指期货高级讲师资格、上期所衍生品讲师资格和郑商所商品期权培训师资格。2018年被评为上海证券交易所首届“全国十佳金牌期权投顾”。

期货从业资格号：F0281699

投资咨询从业证书号：Z0010806

**免责声明：**本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

**风险提示：**市场有风险 投资需谨慎