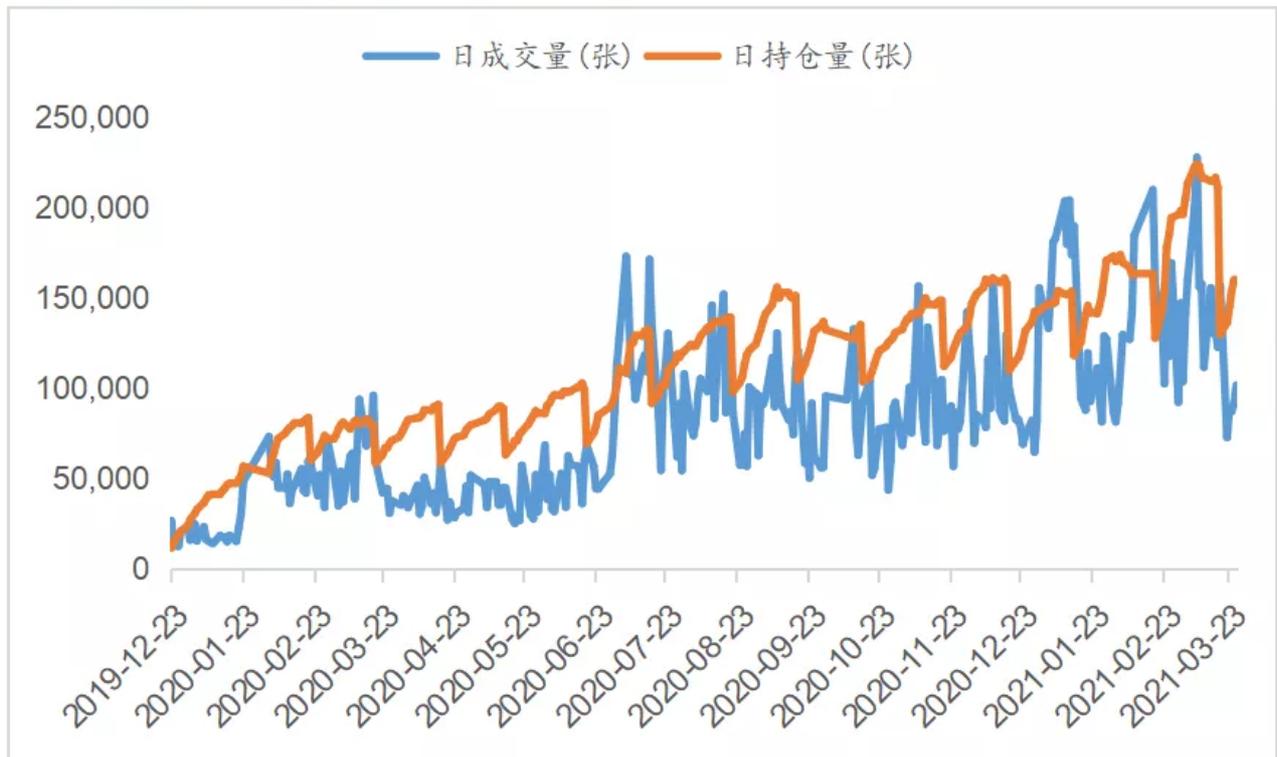


那些藏在沪深300股指期权里的“秘密”

原创 于虎山 期货日报 4月1日

沪深300股指期权自2019年上市以来已经超过300个交易日，总成交量与成交额、日成交量与日持仓量均稳步提升。（如图1和表1所示）

图 1： 沪深 300 股指期权上市以来运行情况



资料来源：Wind，招商期货

表 1：沪深 300 股指期权上市以来交易限额变化情况

项目	2019/12/23-2020/3/20	2020/3/23-2020/6/19	2020/6/22-至今
品种日内开仓交易的最大数量	50 手	100 手	200 手
单个月份期权合约日内开仓交易的最大数量	20 手	50 手	100 手
深度虚值合约日内开仓交易的最大数量	10 手	20 手	30 手

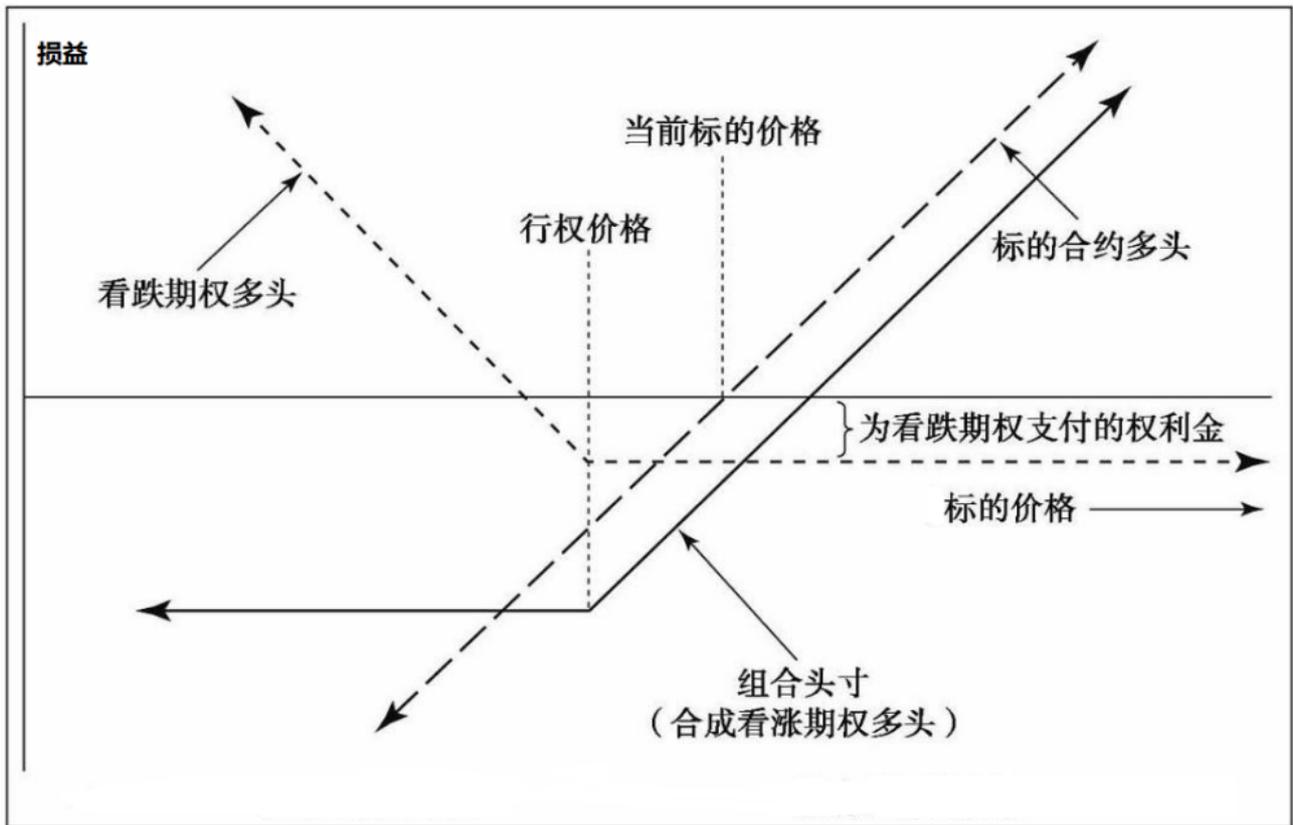
数据来源：中金所，招商期货

沪深300股指期权不仅是创新性的衍生品，更是衍生品“王冠”上的明珠。越来越多的投资者学习并参与到期权交易中，但真正能够弄懂沪深300股指期权并领悟其真谛的人少之又少。这主要是因为期权执行价格众多、期限不同、数量及方向组合而成的策略差异大等特点。但值得注意的是，任何衍生品都离不开标的资产，任何在期权上建立的投资策略都是在对标的资产有良好的预期或服务于标的资产，否则再好的策略也无法取得成功。本文将重点介绍与标的资产相关的期权策略，即与标的资产相结合的期权策略。

保护型看跌策略

利用期权对标的资产进行保护最简单的方法就是买入一份看跌期权保护多头资产。如果市场发生不利情况，大幅下跌，交易者能够避免价格超过看跌期权执行价格的损失。执行价格与标的资产当前价格之差类似于保险公司保单额的免赔额部分，看跌期权价格类似于购买保单的费用。

图 2：保护型看跌策略损益图



资料来源：招商期货

沪深300股指期货标的为现货指数，目前主要可以通过三种方式来跟踪沪深300指数的运行情况，分别是通过按照沪深300指数编制方式直接配置对应样本股、配置沪深300ETF方式、配置沪深300股指期货方式。这三种方式各自存在一定的优缺点，结合沪深300股指期货，情况如下：

1.按照沪深300指数编制方式直接配置对应样本股+沪深300股指看跌期权多头组合模式。优点是完全按照沪深300指数编制方式直接配置对应样本股，跟踪的沪深300指数误差较小，能够较好地反映沪深300指数真实的运行情况；缺点是现货交易费用较高，仍需考虑现货市场流动性以及样本股停牌复牌等因素。

2.配置沪深300ETF+沪深300股指看跌期权多头组合模式。该组合优点是在市场直接购买沪深300ETF相比购买样本股较为方便，且交易场内ETF费用相对较低，此外沪深300ETF与沪深300股指期货按市值换算为10万份：1份，实际组合配置为1000手（1手=100份）沪深300ETF：1手沪深300股指期货，换算简单；缺点是ETF指数基金一般用95%的金额跟踪沪深300指数，5%作为现金或者购买一年期以内的政府债券以应对流动性需求，因此存在一定的跟踪误差。

3.配置沪深300股指期货+沪深300股指看跌期权多头组合模式。该组合优点是沪深300股指期货交易费用低、效率高，方便大资金进出，且沪深300股指期货与沪深300股指期货按市值换

算为1:3, 实际组合配置为1手沪深300股指期货: 3手沪深300股指看跌期权; 缺点是在极端情况下, 由于基差变化, 期货出现大幅贴水所造成的额外损失。

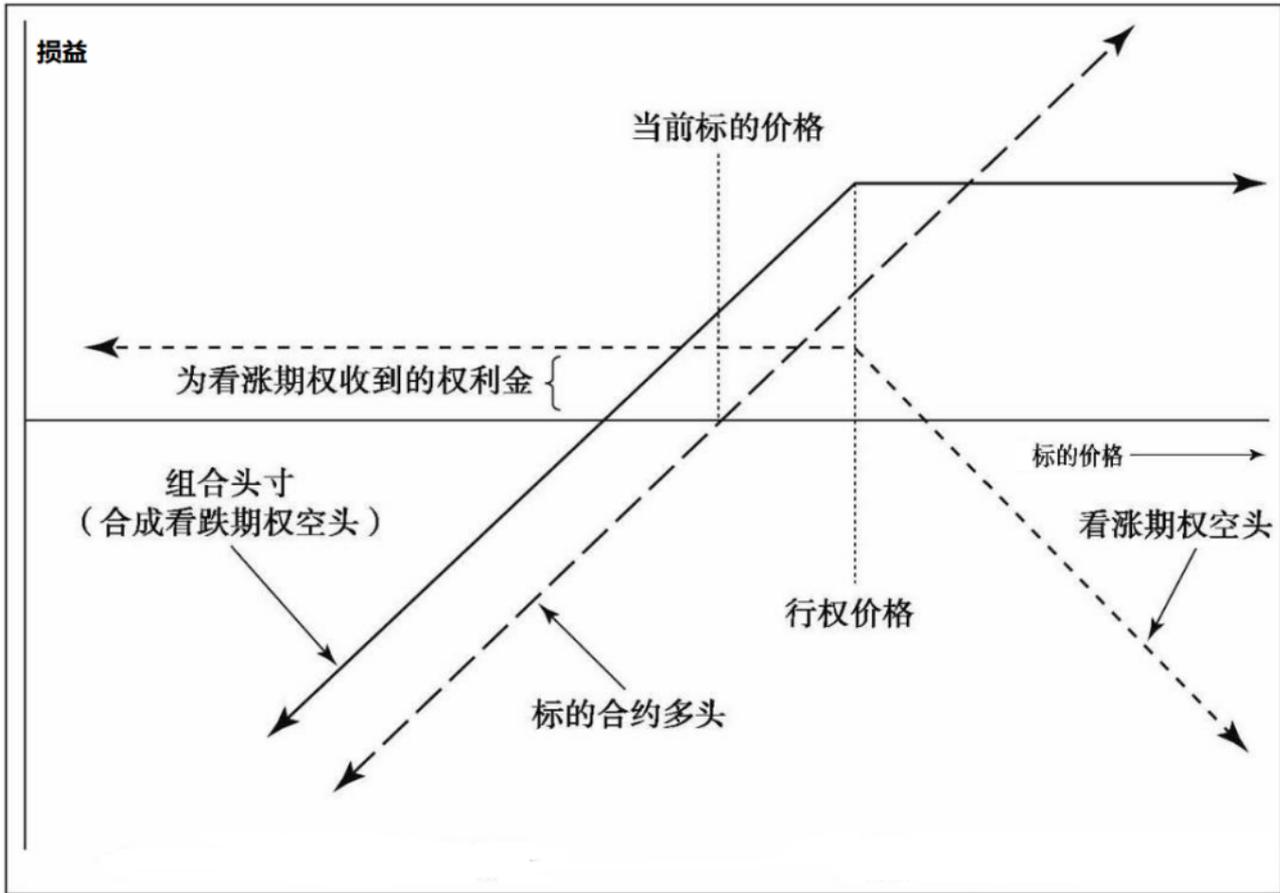
总体而言, 无论采用哪种方式, 买入沪深300股指看跌期权, 在市场大幅下跌的情况下均能对现货进行较好的保护。从图2可以看出, 该组合实际构造的是一个看涨期权的多头, 即在不放弃组合整体上涨收益的情况下, 避免了市场大幅下跌造成的超额损失。

备兑策略

与买入保护型看跌策略需付出期权费相比, 若投资者判断行情出现大幅下跌的概率较低, 并且以振荡上行为主, 那么可以考虑采用备兑策略, 即持有标的资产多头的同时卖出看涨期权。该组合的特点是, 不会像买入保护型看跌期权那样提供有限的风险, 但由于是卖出看涨期权, 将为组合带来一定的现金收入, 而这种现金收入将对标的资产的下跌仅提供有限保护。此外, 同样是因为持有卖出看涨期权, 需要考虑支付保证金的机会成本以及标的资产大幅上涨所放弃的超过执行价格部分的收益。因此, 配置备兑策略的要点在于除了判断标的资产价格不大幅下跌外, 对于看涨期权执行价格的选择至关重要, 若选择的看涨期权执行价格太高(虚值度太大), 则权利金太少, 性价比不高; 若选择的看涨期权执行价格较低(虚值度较小甚至是接近平值期权)。尽管收取的权利金较多, 但被行权的概率较大, 从而丧失了标的资产大幅上涨的收益。

从图3可以看出, 备兑策略实际构造的是看跌期权的空头, 即收益有限, 而下方存在较大的风险。结合沪深300股指期货, 因标的资产主要通过上述三种方式构造, 所以在实际交易中不存在真正的备兑行权问题, 可以通过择时平仓或到期现金交割的方式进行期权端仓位了结。

图 3：备兑策略损益图

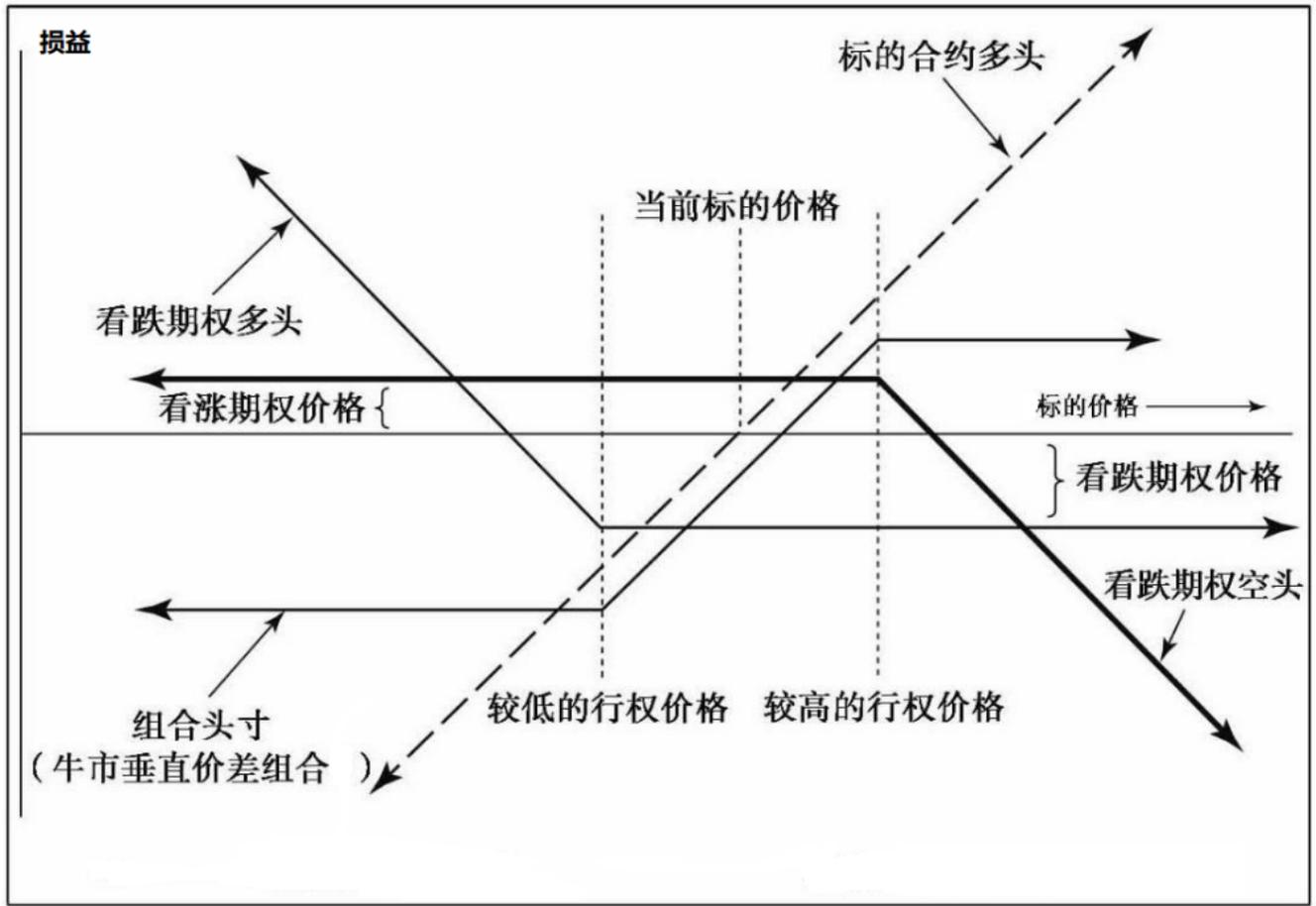


资料来源：招商期货

领口策略

如果将买入保护型看跌策略与备兑策略相结合，则构造出另外一个非常重要和流行的策略——领口策略。即持有标的资产的同时，买入看跌期权和卖出看涨期权来对标的资产进行保护。若投资者判断市场将振荡上行并且想防止大幅下跌的情况下，可采用领口策略。该策略的特点是，通过卖出看涨期权收取权利金，部分弥补了买入看跌期权所支付的权利金，从而降低了整个期权组合的成本。此外，正是因为买入看跌期权与卖出看涨期权的行为，使得整个组合上有顶下有底，也称为双限策略。从图4可以看出，领口策略损益图实际上类似于牛市价差的组合结构，在标的资产小幅上行的情况下，领口策略将有不俗的表现，若标的资产价格大幅回落，下方损失亦有限。沪深300股指期货方面，可以结合所跟踪标的资产的现货市值，等比例的买入虚值沪深300股指看跌期权与卖出虚值沪深300股指看涨期权，从而达到构建领口策略的目的。（作者单位：招商期货）

图 4：领口策略损益图



资料来源：招商期货

本文内容仅供参考，据此入市风险自担

END

责任编辑：赵彬 主管：宋世安

推荐阅读：

[风暴突袭？拜登又将放出基建“大礼包”，一系列救助计划或超4万亿美元！世卫组织发布新冠病毒溯源报告，外盘棕榈油、美豆油期货跌超4%](#)

[豪掷100亿美元！雷军亲自带队小米造车，相关专利有211项，你会买吗？](#)

[全国碳市场建设提速，碳排放权交易管理暂行条例要来了！将不再建设地方碳排放权交易市场](#)



准确 全面 客观 权威



ID:qhrb168

期货日报微信公众平台是期货市场权威媒体《期货日报》旗下新媒体，期货日报对该平台所刊载的原创内容享有著作权，未经授权禁止转载，否则将追究相应法律责任。

欢迎广大读者来稿：qhrb1234@163.com

喜欢此内容的人还喜欢

国务院：发现违规倒卖大宗商品等问题线索，成立调查组一查到底！阿联酋否认增产，油价盘中大跌，鲍威尔最新表态来了

期货日报

盗墓笔记 万山极夜 第四十八章 不可能发生的事情是什么

南派三叔盗墓笔记

如何科学鉴赏名画？三幅画让人给你打18w求你别说

毕导