

股指期权之看跌期权单边策略

研究所 金融期货研究部

2020年8月18日

理性投资，风险自担

主要内容

● 看跌期权的基本原理

● 买入看跌期权

● 卖出看跌期权

● 长期期权策略

● 近期期权运行情况

看跌期权的原理

- 就其最简单的形式而言，在直接买入看跌期权时，交易者是希望标的下跌，从而他的看跌期权就会变得更值钱。如果标的下跌到看跌期权的行权价之下足够远的地方，看跌期权的持有者就会盈利。

例子

- 如果沪深300指数的点位是4700点，8月4900看跌期权就会至少价值200点，因为这个看跌期权赋予持有者按4900点卖出沪深300指数的权利，这个价格高于现有指数价格200点。
- 另一方面，指数价格在期权到期时高于这个期权的行权价，这手期权就会一文不值。从逻辑上说，如果可以在公开市场上以更高的价格卖出指数，没有人会想要将看跌期权行权-按比市场价更低的行权价来卖出标的。
- 实值看涨期权的内在价值就是行权价同股票价格之间的差价。因为看跌期权是一种（要卖出的）期权，在离到期日还有剩余时间的时候，它的售价一般要大于它的内在价值。这部分超出内在价值的价值被称作时间价值，这和看涨期权一样。

看涨期权的价格构成

- 时间价值（实值看涨期权）= 看跌期权价格 + 股票价格 - 行权价
- 如果这手看跌期权是虚值的，那么这个看跌期权的全部权利金都是由时间价值组成的，因为虚值期权的内在价值永远是零。看跌期权的时间价值在标的价格等于期权行权价时最大。随着期权变得深度实值或深度虚值，时间价值会显著减小。
- 决定看跌期权价格的因素：标的股票的价格、期权的行权价、离到期的时间、标的股票的波动率、标的股票的股息率，以及目前的无风险利率（例如，政府债券利率）。
- 市场在任何时候都有可能按比标的股票实际展现的波动率更高或更低的波动率来给期权定价。这叫做隐含波动率，它同实际波动率不同。看跌期权的价值通常在任何时候都至少等于它的内在价值。

股息对看跌期权权利金的效应

- 标的的股息对其看涨期权的价格是一个负面的因素。看跌期权的情况则恰恰相反。股息越大，看跌期权的价值就越大，因为除息会让标的价格减少同股息相同的金额。这就是说，股票价格会下跌，因此看跌期权就会变得更有价值。所以，看跌期权的买家就愿意为这个看跌期权付更高的价格，看跌期权的卖家也将要价更高。

例子

- 假设某只股票的售价是25美元，而且在将来的6个月内将支付1美元的股息。这样的话，无论任何其他同这个标的股票相关的因素是什么状况，一手6个月的行权价为25的看跌期权就会至少价值1美元。在以后的6个月里，这个股票价格会因为股息分发而下跌同股息数量相等的幅度，也就是1美元，如果其他条件保持不变，这时这个股票的价格就会是24美元。当股票价格为24美元时，这个看跌期权就会有1美元的实值，因此，它的价值就会至少是1个点的内在价值。**标的股票将要支付的这笔大额股息，会让该股票的看跌期权的价格提前上涨。**
- 在股票除息的前一天，实值看跌期权的时间价值至少应当同即将支付的现金股息一样大。也就是说，如果股票的价格为40，它将要支付50美分的股息，那么，股票看跌期权的售价就至少是10.50。之所以如此，是因为股票价格在除息当天将减少同它的股息相等的数量。

行权和指派

- 当看跌期权的持有者将他的期权行权时，他将按行权价卖出标的。
- 当看跌期权的持有者行使他的权利卖出标的的时候。首先，他可以卖出当前自己投资组合里持有的标的；其次，可以在公开市场里先买入标的，然后再通过行权来将它卖掉。
- 一种**套利**形式。对于只需要支付很少或无需付手续费的做市商或公司交易者可以通过按贴水价买入实值看跌期权，并按持平价行权的方法来盈利。

例子

- 假设标的价格是4700,8月4800的看跌期权售价是980点，离持平价有20点的贴水。套利者可通过下面的行动来利用这个机会。
- 1) 按980点买入8月4800的看跌期权；
- 2) 按4700买入标的；
- 3) 按4800将这个看跌期权行使，卖掉标的。
- 这个套利者在交易标的的部分可以得到100点，用4700买入标的，通过行权来按4800将它卖掉。他为这手看跌期权付了980点，在行权时全部亏损掉了。他的总盈利是20点，也就是最初相对于持平价的贴水。因为他的手续费成本很低，实际上能从这笔交易中获得净盈利。

主要内容

● 看跌期权的基本原理

● **买入看跌期权**

● 卖出看跌期权

● 长期期权策略

● 近期期权运行情况

买入看跌期权

- 在最简单的情况下，当投资者预期某标的价格会下跌时，他可以卖空标的，也可以买入该标的的看跌期权。

例子

- 假定标的的价格是4600,8月4600看跌期权的价格为100点。如果标的价格大幅下跌，看跌期权的买家就可以得到明显超出其最初投资的盈利。不过，如果标的价格大幅下跌，看跌期权的买家就可以得到明显超出其最初投资的盈利。
- 不过，如果标的价格上涨，看跌期权的买家只需承担有限的风险，他的最大亏损就是他最初买入这个看跌期权所付的钱。在这个例子中，这个看跌期权的买家不可能亏损到100点之上，这等于他全部的初始投资。
- 在对买入看跌期权和卖空标的进行比较时，需要注意的是标的的卖空者可能有义务为标的支付股息，而看跌期权的持有者就没有这样的义务。这是看跌期权持有者的一个优势。

选择要买的看跌期权

- 首先，在把买入看跌期权用作投机策略的时候，交易者投入到这个策略的资金不应当高于15%的风险资本。
- 有的投资者买入看跌期权，是为了给他们基本上以看多方向的标的增加一定数量的下行方向保护。
- 相对于实值看跌期权，虚值看跌期权的潜在收益更高，潜在风险也更大。如果标的大幅下跌，买入1手更便宜的虚值看跌期权所提供的的百分比收益就更大。不过，如果标的价格下跌幅度不大，那么实值看跌期权就常常是更好的选择。事实上，看跌期权在变为实值后时间价值往往失去得更为迅速，买入实值看跌期权甚至有更大的好处。
- 当交易者决定买入一手实值看跌期权时，如果短期看跌期权与长期期权的时间价值差异不大，那他应该考虑买入更长期的看跌期权。

后续行动

- 通过行权的方法来将期权平仓，很少能给期权买家带来好处，除非看涨期权的买家实际想要拥有股票，或者看跌期权买家实际想卖出股票。如果期权的持有者只是想要将他的头寸平仓，那么标的的手续费就会让行权的成本很高。
- 在标的股票向下运动，看跌期权买家有了大量的未兑现盈利之后，他也许应当考虑采取下面行动中的一种：
 - 1) 平仓：卖出看跌期权，将这个头寸平仓，提取盈利；
 - 2) 什么都不做：继续持有这个看跌期权；
 - 3) “向下挪仓”：卖掉实值看跌期权多头，用部分的收入买入多个虚值看跌期权；
 - 4) “价差”：就他目前持有的看跌期权而再卖出一手虚值看跌期权，以构造一手价差头寸；
 - 5) “组合”：再买入一手看涨期权来保护他的头寸。

在到期日，如果标的	最好的策略	最糟的策略
继续急剧下跌	“向下挪仓”	平仓
小幅度进一步下跌	什么都不做	组合
保持相对无变化	价差	组合或“向下挪仓”
小幅度上涨	平仓	“向下挪仓”或什么都不做
大幅度上涨	组合	什么都不做

止损行动：“向上挪仓”策略

- 期权的持有者面临未兑现的亏损时最简单的做法是将这手看跌期权卖掉，承担亏损。虽然在一定的情况下应当这样做，特别是当标的似乎已经显然要朝看多的方向继续运动下去的时候，不过，这并不总是最明智的做法。
- **向上挪仓的策略**
- 看跌期权的持有者在出现亏损时可以构造出一手在到期时可以让他按更有利的价格达到盈亏平衡的价差。这样的做法不可避免地会限制他的潜在盈利，但是一般而言，这样做能从完全无价值到期的看跌期权中拯救出某些价值，所以它是有用的。

例子

- 一个投资者在标的为4600点时用100点买入了一张8月行权价为4600的看跌期权。但是，标的后来上涨到了4800点，最初用100点买入的看跌期权现在只值60点（虚值看跌期权在保存时间方面往往做的比较好）。
- 当标的为4800点时，8月行权价为4900的看跌期权价格可能是120点。看跌期权持有者通过卖出2手他现在持有的看跌期权（8月行权价为4600的看跌期权），收入为120点，用这笔收入去买入1手价格为120点的8月行权价为4900的看跌期权。这时收入和支出刚好抵消。
- 为了建立这个价差，除了手续费，投资者没花别的钱，也没有增加风险。这时投资者的净头寸为一手8月行权价4900看跌期权多头和一手8月行权价4600看跌期权空头。
- **效果：若不调仓，标的要跌至4500才能盈亏平衡，而当前标的只需在4800就可实现盈亏平衡。**

止损行动：跨期价差策略

- 如果该投资者持有的是中期或长期的看跌期权，他可以就目前持有的这手看跌期权卖出近期的看跌期权，从而构造一手跨期价差。

例子

- 一个投资者在标的为4600点时用200点买入了一张9月行权价为4600的看跌期权。但是，标的后来上涨到了4800点，该期权价值跌至140点。在这个时候，投资者可以考虑按50点卖出近期的9月行权价为4600的看跌期权。
 - 理想的情况是8月4600看跌期权无价值到期，从而他持有的看跌期权的成本就减少50点。这时，如果标的在9月份之前下跌到4600以下该投资者仍有获利可能。
 - 缺点：如果标的在近期的8月期权到期之前跌回4600点或者更低，那么就只有很少或者没有盈利可能。事实上，有相当大的可能会出现亏损。
-
- 这种价差没有“向上挪仓”那么有吸引力。在“向上挪仓”策略里，如果标的价差建立之后价格下跌，交易者并不会会有亏损，尽管他确实限制了他的盈利。即时标的下跌还会导致亏损这个事实使得跨期价差变得不那么受欢迎。

主要内容

● 看跌期权的基本原理

● 买入看跌期权

● **卖出看跌期权**

● 长期期权策略

● 近期期权运行情况

卖出裸看跌期权

- 因为看跌期权的买家有权利按照行权价卖出股票，看跌期权的卖出者就有义务按照行权价买入标的。通过承担了这样的义务，他可以收到看跌期权的权利金。
- 如果标的上涨，看跌期权无价值到期，卖出的看跌期权不会被指派，因此他可以得到最大的盈利。但投资者有很大的下行风险，因为标的有可能会大幅下跌，卖出的看跌期权因此会增值，导致大笔亏损。
- 更为激进的使用卖出看跌期权的方法是一开始就卖出实值看跌期权。实值看跌期权的卖出者在开始时就可以收到较大数量的权利金，如果标的股票上涨得足够高，他可以得到一大笔盈利。使用这种方法增加了潜在盈利，因此也承担了更大的风险。

对卖出裸看跌期权的评价

- 如果标的股票价格下跌，裸看跌期权的卖出者就应当采取保护性的后续行动。最简单的后续行动就是如果股票下跌，就承担少量亏损，将头寸平仓。
- 任何裸期权头寸都是要逐日盯市的。最保守的办法是在账户中放进足够的保证金，以防标的下跌导致追加保证金，用这种方法，裸看跌期权卖出者就不会因为没有满足保证金要求而被迫提前平仓。
- 收益率的计算：如果看跌期权是虚值的，无变化时收益就同最大潜在盈利相等。不过，如果看跌期权最初是实值的，对收益的计算就必须考虑到卖出者在看跌期权到期时为买回这个看跌期权所必须付多少钱。

例子

- 假设标的价格为4600,8月4800看跌期权售价是250点。如果标的在到期时价格无变化，就只有50点盈利，减去手续费，因为看跌期权到期时还需用200点将其买回。
- 收益最高的卖出看跌期权应当是较为激进名单的首选，在下行方向提供最高百分比保护的则应当成为较为保守的名单的首选。在最为严谨的意义上，应当正确地使用一个将标的的波动率结合在内的更为高级的技巧。

卖出裸看跌期权有时候可能是非常危险的：1) 如果标的暴跌，就有可能出现巨额的亏损；2) 因为保证金要求较低，所以有高度的杠杆效应。
在裸看跌期权的策略上，不管标的的“质量”如何，都不要在你的账户中过分地使用杠杆。

主要内容

● 看跌期权的基本原理

● 买入看跌期权

● 卖出看跌期权

● **长期期权策略**

● 近期期权运行情况

长期期权策略

- 长期期权策略同短期期权策略没有实质的区别。不过，这些期权有很长存续期的事实似乎对买家有利而对卖家不利。这是长期期权如此流行的原因之一。
- 作为策略家，投资者知道一个策略是否合理并不取决于期权中剩余存续期的长短。在策略中起决定作用的是期权的相对价值。如果一个期权定价过高，它就是一个可选的卖出对象，不管它的剩余存续期是两年还是两个月。
- 1) 长期期权的定价曲线要比其他曲线平坦得多。标的价格即时只有25%实值或者虚值，依然还有较多的时间价值。
- 2) 因时减值不是线性的。对于平值期权，例如2年期长期期权的卖价比3个月期权的卖价高出4倍多一些，而不是8倍。
- 3) 决定期权价格的其他因素中最重要的是标的的波动率。所有期权的价格都在很大程度上受到波动率变化的影响，对长期期权来说更是如此。只要波动率有一点变化，长期期权的价格就会大幅波动。
- 4) 利率在长时间内积累起来，对期权的绝对价值会有放大的影响。对短期期权来说，利率对期权价格的影响相对较小。

长期期权和短期期权的比较

		期权价格的变化					
		20%虚值		平值		20%实值	
变量	间距	3个月	2年	3个月	2年	3个月	2年
标的价格	+1点	0.03	0.41	0.54	0.70	0.97	0.89
波动率	+1%	0.01	0.27	0.08	0.55	0.14	0.72
利率	+1/2%	0	-0.62	-0.08	-1.18	-0.14	-1.50

作为一般规则，投资者应当在利率低的时候和市场隐含波动率低的时候买入长期期权，如果出现相反的情况（高利率和高波动率），他就应当倾向于使用卖出长期期权的策略。

卖出长期期权策略

- 卖出长期期权策略同卖出短期期权策略没有显著的不同，但要注意两个主要区别。
- 一是，长期期权的较慢的因时减值的速度，意味着那些习惯于坐在一边，看着卖出的期权的时间价值被消耗掉的短期期权的卖出者，在长期期权上不会经历同样的效果。
- 二是，卖出策略的后续行动往往取决于是否能够在卖出的期权只有很少或者没有时间价值剩下来的时候将它们买回来。因为长期期权即使为大量实值或虚值的情况下仍然保留了时间价值，长期期权使用的后续行动就会涉及重新买回大量时间价值。
- 使用卖出备兑的递增收益概念的策略家也许会发现卖出长期看涨期权相当有吸引力。这是一个他可以找到更高的目标价位的策略，在这个价位上他愿意卖掉他的普通股股票，而且，他可以顺便卖出看涨期权，赚得递增的收益。

备兑开仓策略

指投资者在持有或买入标的资产的同时，以该资产为担保，卖出相应数量的认购期权，未来有义务在权利方行权时以约定的价格卖出标的资产。该策略使用100%现券作为担保，理论上不需要额外缴纳现金保证金。

例如：

投资者持有1份沪深300指数，现价4800元，为了在标的下跌时弥补损失或者在标的横盘时增进收益，以权利金每份100点卖出行权价5000元、下月到期的认购期权，其成本及期权到期时盈亏表如图所示。

优劣：

备兑开仓通过卖出期权、收取权利金增强了持有标的资产的收益；但在标的大幅上涨时，可能应期权买方行权而卖出标的，从而限制了原本可从标的本身获取的更大收益。

	卖出认购期权
现价	4800元
行权价	5000元
收取权利金（每点100元）	$100 \times 100 = 10,000$ 元
若指数价格维持于行权价以下（4700-5000）	额外赚取权利金共1,000元
若指数价格大幅下跌（<4700）	权利金10,000元可弥补ETF价格下跌的部分损失
若指数价格上涨高于行权价（>5000）	指数端赚取 $(5000 - 4800) \times 100$ 份 = 20,000元，另已收取权利金10,000元。 收益上限被锁定。

行权价格选择及行情走势影响备兑效果

我国的50ETF期权从2015年推出，通过对2016年、2017年、2018年数据分析发现看涨期权行权价格的选择对备兑策略的收益影响较大。**从历年数据来看，备兑策略都能一定程度上降低组合的波动，能一定程度上平衡收益。**

2016年	持有期收益率	标准差	夏普比率	索提诺比率	最大回撤比率	Beta
备兑看涨 (平值)	17.97%	9.57%	1.5	13.48%	-5.51%	0.5756
备兑看涨 (30%Delta)	27.07%	11.55%	1.9	18.07%	-5.44%	0.7363
50ETF	24.73%	14.81%	1.4	13.82%	-6.87%	1

- **1) 当指数以上行趋势运行的情况下，采用平值看涨期权对整个组合收益起到反作用。**
- 例如2016年，上证50以较为震荡的走势上行，若采用30%Delta的看涨期权建仓，整体收益能达到27.07%，比50ETF本身的24.73%高出2.34%；但若采用平值看涨期权建仓，整体收益从24.73%下降到17.97%。

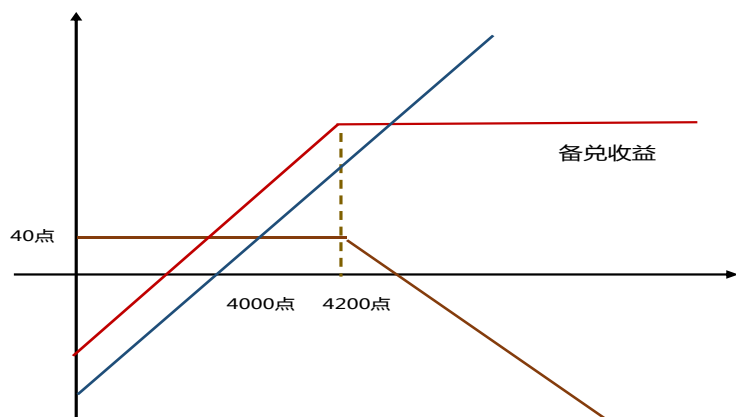
2017年	持有期收益率	标准差	夏普比率	索提诺比率	最大回撤比率	Beta
备兑看涨 (平值)	6.58%	7.96%	0.46	3.88%	-7.32%	0.5434
备兑看涨 (30%Delta)	9.50%	9.54%	0.67	5.89%	-7.22%	0.6852
50ETF	26.52%	12.60%	1.7	16.34%	-7.58%	1

- **2) 当指数以较为陡峭的趋势上行时，采用备兑策略对整个组合收益都起到反作用。**
- 例如2017年，上证50ETF虽然上涨的幅度和2016年相差不多，但是上涨的斜率更大，即使是30%Delta的看涨期权都有很大概率变成实值期权而造成亏损。从数据测算来看，2017年采用30%Delta的看涨期权建仓的整体收益下降到9.50%，而采用平值看涨期权建仓的整体收益下降到6.58%。

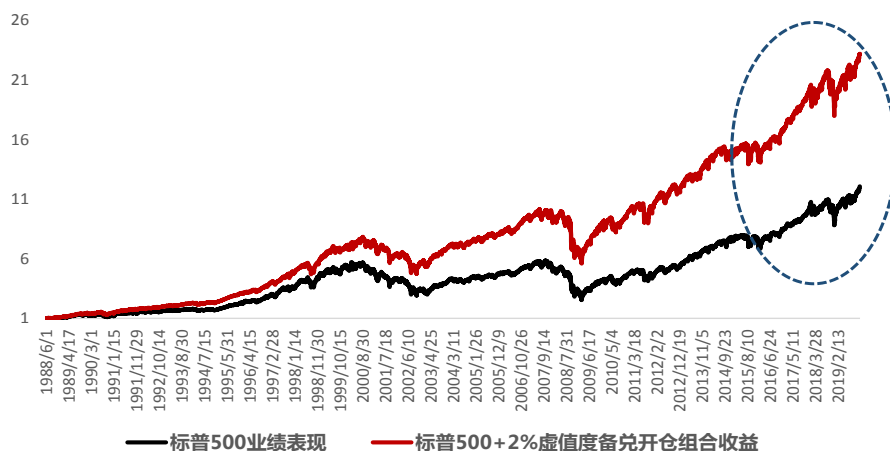
2018年	持有期收益率	标准差	夏普比率	索提诺比率	最大回撤比率	Beta
备兑看涨 (平值)	2.75%	15.83%	0.06	0.55%	-10.99%	0.6976
备兑看涨 (30%Delta)	-1.17%	18.56%	-0.13	-1.19%	-13.77%	0.8556
50ETF	-11.04%	21.27%	-0.6	-5.20%	-22.44%	1

- **3) 在指数下跌趋势中，备兑能够带来正向作用的概率是最大的，虽然跟其他趋势相比不一定能带来最大的正向作用。**
- 2018年，上证50下跌了11.04%，若采用30%Delta的看涨期权建仓，整体收益仅下跌了1.17%，而采用平值看涨期权建仓，整体收益回升到2.75%。

期权备兑策略是增强收益的良方



备兑开仓长期能有效增强组合收益



- 根据海外基金发展经验，备兑看涨策略是公募基金使用最多的一个策略，占比达到31%。从长周期角度看，这一策略也是能经得住时间的考验的。
- 如果长期做备兑策略，可以达到一个怎样的效果？我们用美国标普500指数从1988年6月开始到2019年12月长达31年的时间里的收益数据进行分析，发现时间是站在备兑策略这一边，投资周期越长，备兑策略给整个组合带来的收益就会积累得越来越多，越到后面两者的收益差距就越来越大。
- 适合普通投资者和机构投资者。

时间	标普500业绩表现	标普500+2%虚值度备兑开仓组合收益	累计/每期收益差(%)
1988/6/1	1.000	1.000	0.00%
同比业绩变化(%)	0.0%	0.0%	0.00%
1990/12/31	1.238	1.483	24.51%
同比业绩变化(%)	23.8%	48.3%	24.51%
1995/12/29	2.310	3.132	82.26%
同比业绩变化(%)	86.5%	111.2%	24.64%
2000/12/29	4.951	7.205	225.39%
同比业绩变化(%)	114.4%	130.0%	15.67%
2005/12/30	4.681	8.015	333.44%
同比业绩变化(%)	-5.5%	11.3%	16.70%
2010/12/31	4.716	9.937	522.13%
同比业绩变化(%)	0.7%	24.0%	23.23%
2015/12/31	7.664	15.379	771.53%
同比业绩变化(%)	62.5%	54.8%	-7.75%
2019/12/20	12.079	23.143	1106.43%
同比业绩变化(%)	57.6%	50.5%	-7.12%

主要内容

● 看跌期权的基本原理

● 买入看跌期权

● 卖出看跌期权

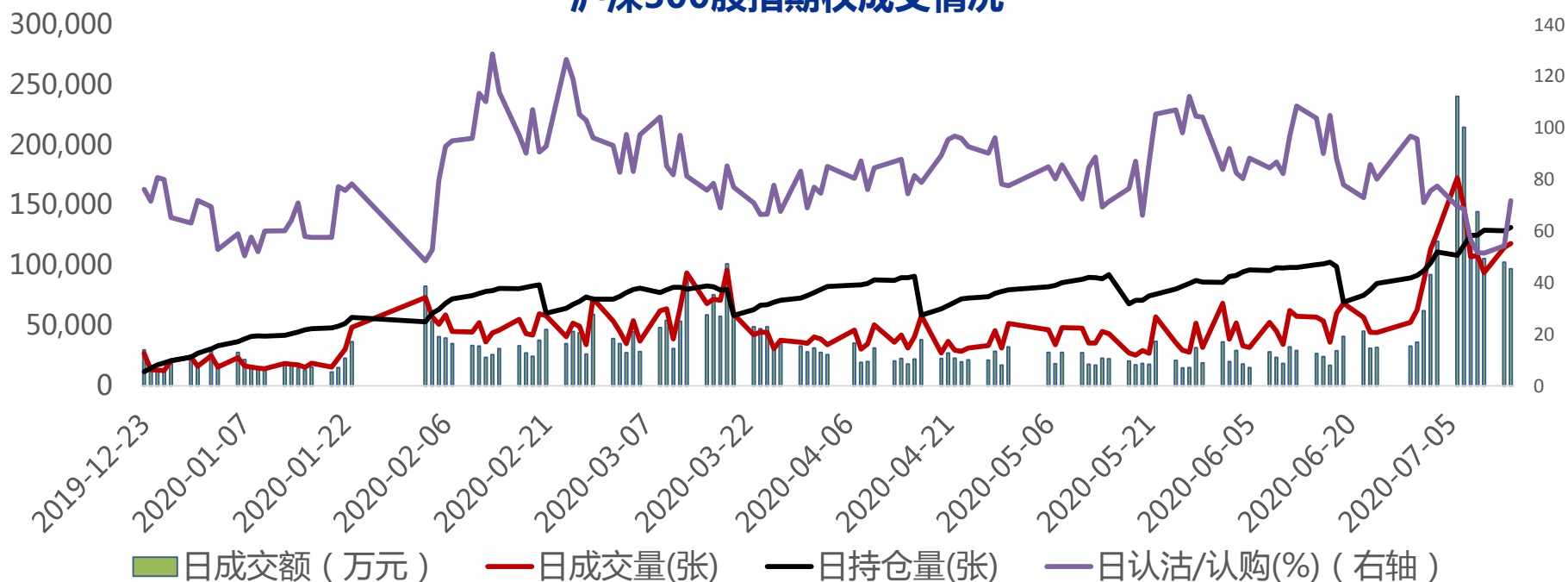
● 长期期权策略

● 近期期权运行情况

受行情影响认购期权成交量大幅上升

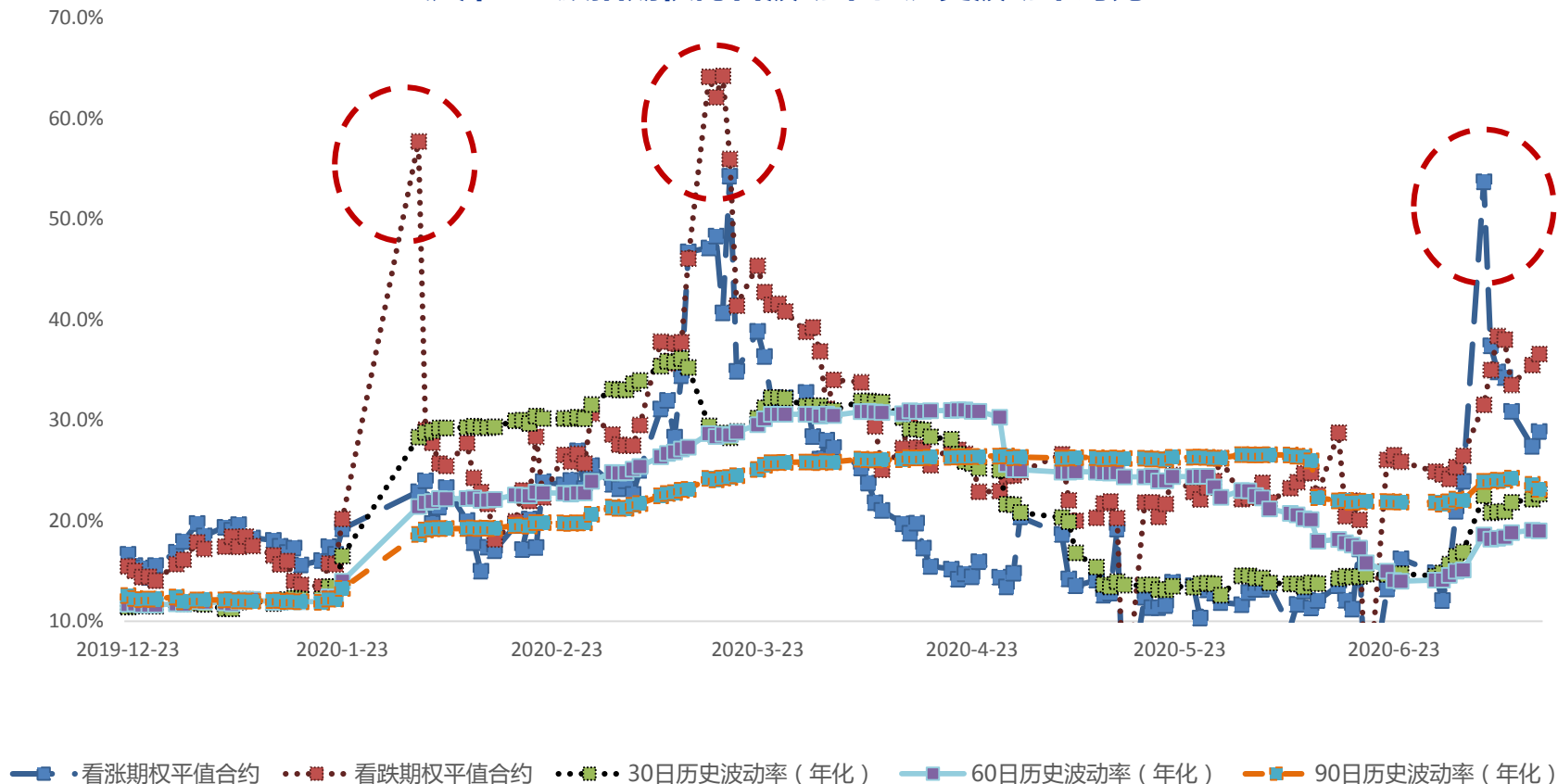
截至7月14日，7月份中金所上市的沪深300股指期权日均成交量达到119,206张，日均持仓量达到117,355张，日均成交额达到13.02亿元。而6月，沪深300股指期权日均成交量、日均持仓量和日均成交额分别为：50,797张、92,143张、2.84亿元。

沪深300股指期权成交情况



看涨期权隐含波动率有明显提升

沪深300股指期权隐含波动率和历史波动率对比



期权在美国公募基金中的应用

基金类型	期权策略	策略占比 (%)
股票对冲	Mixed Spreads (混合价差)	28%
	Collar (领子期权)	18%
	Long Puts (买入看跌期权)	4%
期权收入	Covered Calls (备兑看涨期权)	19%
	Strangle (宽跨式套利)	9%
	Short Puts (卖出看跌期权)	5%
	Condors/Flys (鹰式或蝶式)	5%
	Calendar Spreads (日历价差)	4%
阿尔法	Mixed Strategies (混合期权策略)	9%

买卖方向	占比 (%)
净卖出	61%
净买入	21%
中性	18%

- 在美国市场，不同基金类型选择的期权策略也有差异。
- 股票对冲型基金采用期权策略占比最大，达到了50%，其中混合价差策略、领子期权策略、买入看跌期权策略占比分别达28%、18%、4%。
- 而将期权作为收入来源的基金，最常用策略是占比达19%的备兑策略，其次是占比为9%的宽跨式套利策略，然后是都占5%的卖出看跌期权策略和鹰式/蝶式策略。
- 另一种以获取阿尔法收益为目的的基金则采用混合期权策略。
- 若按照投资者买卖方向去统计，61%的投资者采用的是净卖出期权，即大部分人选择做空波动率；而21%投资者采用的是净买入期权；剩下的18%投资者保持中性。

各策略具体操作方法及适用情形

策略	具体操作	适用情形
Long Straddle (买入跨式套利)	投资者同时买入相同执行价格的买权与卖权	适用于对后市方向判断不明确、但认为会有显著波动的情况。
Short Straddle (卖出跨式套利)	投资者通过同时卖出执行价相同的买权与卖权，获得初始的两笔权利金收入，并从股指的窄幅波动中稳固期初盈利。	卖出跨式套利是一种卖出市场波动的行为，在市场波动率平稳时有利可图。
Long Butterfly (买入蝶式)	卖出较高行使价认沽期权，买入2张中间行使价认沽期权，沽出较低行使价认沽期权； 卖出较高行使价认购期权，买入2张中间行使价认购期权，沽出较低行使价认购期权；	预计后市波幅增加
Short Butterfly (卖出蝶式)	买入1张较高行使价的认沽期权，沽出2张中间行使价的认沽期权，买入1张较低行使价的认沽期权。 买入1张较高行使价的认购期权，沽出2张中间行使价的认购期权，买入1张较低行使价的认购期权。	预计后市波幅收窄
Put Spread Collar (领子期权)	买入1张较高行使价的认沽期权，卖出1张较低行使价的认沽期权，卖出1张认购期权，使得卖出认购期权权利金=买入认沽价差期权权利金。	预计后市小幅下跌
Call Spread Collar (领子期权)	买入1张较低行使价的认购期权，卖出1张较高行使价的认购期权，卖出1张认沽期权，使得卖出认沽期权权利金=买入认购价差期权权利金。	预计后市小幅上涨
Call Ratio Spread (看涨期权比率价差)	买入1张较低行使价的认购期权，卖出2张或以上的较高行使价的认购期权。	使用者预期市场会小幅下跌至温和上扬，但预计会出现潜在抛售。最常见的期权价差套利之一，由于具有上涨风险，比例极少超过1:3 (两个过量卖空)。
Put Ratio Spread (看跌期权比率价差)	买入1张较高行使价的认沽期权，卖出2张或以上的较低行使价的认沽期权。	使用者预期市场会小幅上涨至温和下跌，但预计会出现潜在抄底。最常见的期权价差套利之一，由于具有下跌风险，比例极少超过1:3 (两个过量做多)。

每一种策略都有各自最适合的运用场景，并没有绝对好坏之分。投资者实际操作时的难点就在于对未来行情走势的未知，而其中一个依据就是各自对风险和收益的平衡，是否愿意为了一定收益去承担一定的风险，或者说风险收益的性价比是否足够高到可以建仓。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本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买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。