

股指期权之看跌期权价差策略

研究所 金融期货研究部

2020年8月24日

理性投资，风险自担

主要内容

- 股指期权合约规则介绍
- 买入看涨期权的同时买入看跌期权
- 卖出跨式价差策略

2019年12月23日上市挂钩沪深300的三个期权品种

- ❖ 2019年11月8日，经国务院同意，证监会正式启动扩大标的股指期货试点工作，按程序批准上交所、深交所上市沪深300ETF期权，中金所上市沪深300股指期货。归纳起来就是一个**沪深300**、**两类期权（股指和ETF）**、**三种合约（深、沪、中金所）**。
- ❖ 随着沪深300ETF期权和标的期权获批，意味机构资金在有了更好的对冲工具的情况下，可以从容进入A股，包括**社保基金、养老金、保险资金、公募、私募等上万亿资金**。

期权新品种

2015年

1个

上证50ETF期权

2016年

1个

2017年

3个

豆粕期权
白糖期权

2018年

4个

铜期权

2019年

14个

玉米期权、天胶期权、棉花期权、铁矿石期权、PTA期权、甲醇期权、黄金期权，以及沪深两市300ETF期权、中金所300股指期

权

发展历程

2015年2月9日，50ETF期权上市

2017年4月19日，白糖期权上市

2017年3月31日，第一只商品期权——豆粕期权上市

2018年9月21日，铜期权上市

2019年1月28日，玉米、棉花、天然橡胶期权上市

2019年12月9日，铁矿石期权上市

2019年12月16日，甲醇、PTA期权上市

2019年12月20日，黄金期权上市

2019年12月23日300ETF期权、300股指期权上市。

我国境内已上市的权益类期货和期权未进入全球前40

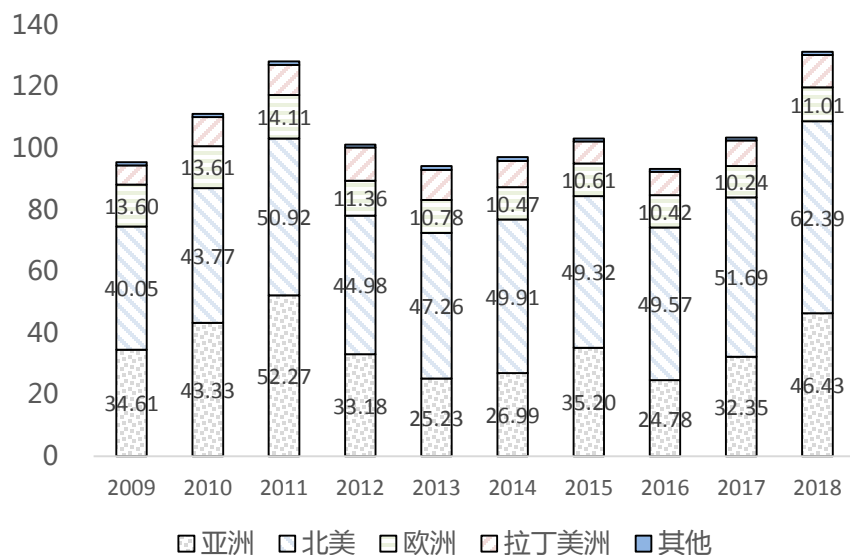
全球前30股指期货和期权合约

排名	衍生品合约	2018年成交量	2017年成交量	成交量同比变化(%)	2018年底持仓量	2017年底持仓量	持仓量同比变化(%)
1	银行指数期权, 印度国家证券交易所 (2018, #2)	1,587,426,222	800,401,601	98.33%	876,581	280,027	213.03%
2	SPDR标普500ETF期权	834,994,877	634,508,023	31.60%	21,073,952	22,442,302	-6.10%
3	迷你巴西指数期货, 巴西圣保罗证券交易所 (2018, #3)	706,224,217	290,827,570	142.83%	142,558	71,013	100.75%
4	韩国200股票指数期权, 韩国交易所 (2018, #9)	657,832,873	540,103,609	21.80%	2,685,934	2,583,267	3.97%
5	印度 CNX Nifty 指数期权, 印度国家证券交易所	622,118,790	562,315,794	10.64%	1,120,109	1,498,323	-25.24%
6	小型标普500期货, 芝加哥商业交易所	445,199,191	365,601,616	21.77%	2,694,397	3,014,101	-10.61%
7	标普500指数期权, 芝加哥期权交易所	371,345,596	292,029,953	27.16%	16,042,030	14,496,829	10.66%
8	欧洲斯托克50指数期货, 欧洲期货交易所	318,635,725	282,107,311	12.95%	3,747,864	3,454,398	8.50%
9	欧洲斯托克50指数期权, 欧洲期货交易所	273,634,066	263,152,091	3.98%	30,826,049	29,374,021	4.94%
10	小型日经225指数期货, 日本交易所	273,327,463	219,518,050	24.51%	1,279,710	683,633	87.19%
11	纳斯达克100指数ETF期权	249,302,751	160,178,790	55.64%	6,773,151	6,805,110	-0.47%
12	台湾加权指数期权, 台湾期货交易所	194,438,947	186,410,859	4.31%	565,920	1,191,910	-52.52%
13	CBOE恐慌指数期权, 芝加哥期权交易所	167,470,555	181,311,346	-7.63%	7,041,911	9,885,104	-28.76%
14	小型纳斯达克100指数期货, 芝加哥商业交易所	124,195,504	69,559,095	78.55%	208,461	280,720	-25.74%
15	俄罗斯交易系统指数, 莫斯科交易所	118,174,805	134,467,991	-12.12%	206,738	346,932	-40.41%
16	罗素2000指数ETF期权	116,080,195	127,378,520	-8.87%	4,193,390	6,566,819	-36.14%
17	MSCI新兴市场指数ETF期权	115,724,766	75,607,260	53.06%	8,375,129	7,163,584	16.91%
18	新华富时A50指数期货, 新加坡交易所	88,028,881	67,407,030	30.59%	878,618	699,621	25.58%
19	跟踪标普500恐慌指数的短期交易所买卖票据期权	80,171,824	76,890,416	4.27%	2,678,053	3,308,180	-19.05%
20	CBOE恐慌指数期货, 芝加哥期权交易所期货交易分所	74,318,415	73,858,885	0.62%	368,393	551,703	-33.23%
21	欧洲斯托克银行期货, 欧洲期货交易所	73,510,289	55,560,883	32.31%	1,875,799	1,455,666	28.86%
22	小型标普500指数期权, 芝加哥商业交易所	73,364,734	51,055,524	43.70%	1,551,300	1,436,232	8.01%
23	韩国综合200指数期货, 韩国交易所	64,338,721	48,617,581	32.34%	353,786	321,556	10.02%
24	小型道琼斯指数期货, 芝加哥商品交易所	60,324,164	32,866,342	83.54%	73,850	146,087	-49.45%
25	恒生指数期货, 香港交易所	57,668,346	31,486,965	83.15%	133,924	144,659	-7.42%
26	土耳其30指数期货, 伊斯坦布尔交易所	55,181,858	43,851,583	25.84%	409,899	449,750	-8.86%
27	台湾加权指数期货, 台湾期货交易所	46,946,307	34,014,500	38.02%	98,665	108,069	-8.70%
28	欧洲斯托克银行期权, 欧洲期货交易所	46,613,902	33,944,306	37.32%	7,154,637	2,468,541	189.83%
29	精选金融行业SPDR ETF期权	45,317,267	53,054,015	-14.58%	3,546,421	4,384,471	-19.11%
30	小型标普500指数期货, 芝加哥商业交易所	43,285,692	39,320,303	10.08%	1,099,896	1,319,864	-16.67%

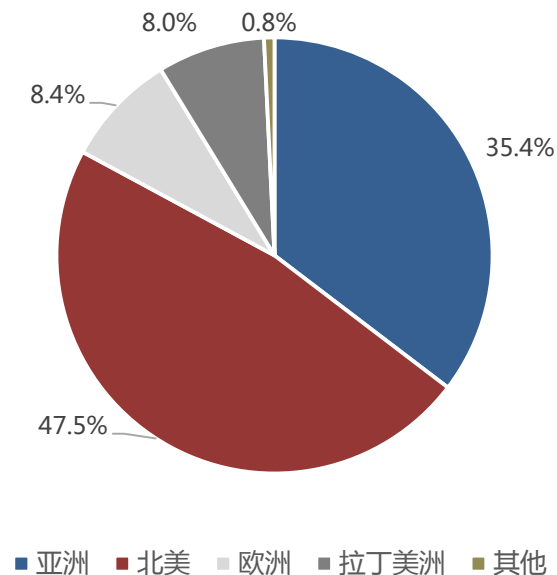
北美是全球期权交易最活跃的地区

- 2018年期权成交量占了全球衍生品成交量的43.36%，其中亚洲、欧洲、拉丁美洲和其他地区期货占比低于50%，唯有北美地区期货成交占比高于50%，即期权成交高于期货；
- 北美地区期权成交量占了全球期权成交量的47.5%，占比最大。

2009-2018年全球期权按地区年成交量
(单位：亿张)



2018年全球期权地区成交量占比 (%)

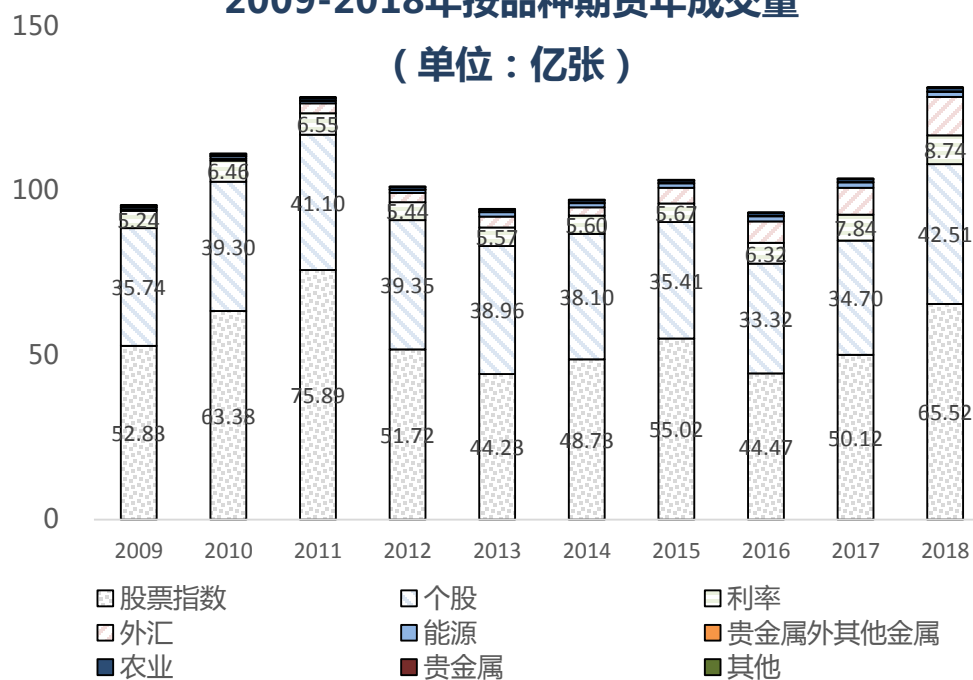


股指期货是最活跃的期权品种

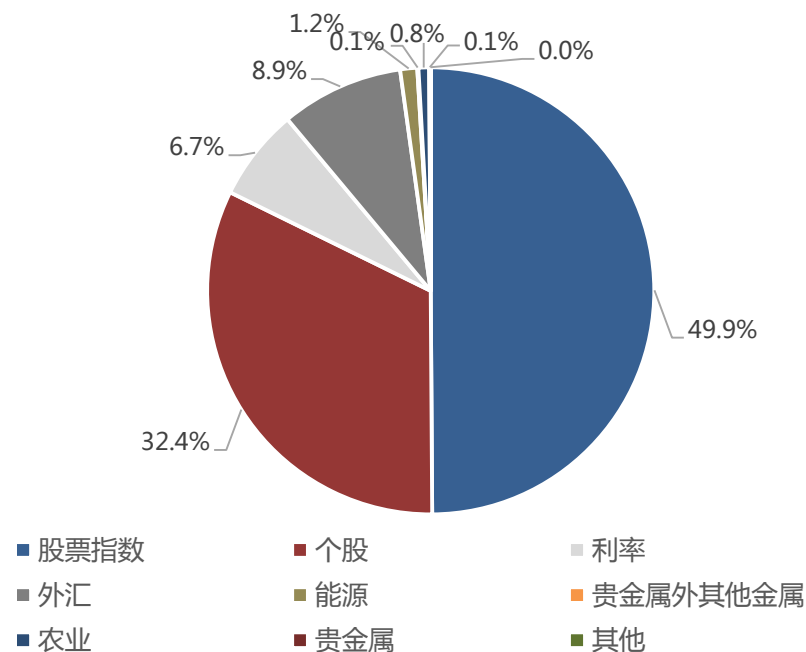
- 2018年期权成交量占了全球衍生品成交量的43.36%，其中利率、外汇、能源、贵金属外其他金属、农业、贵金属和其他品种中期权占比低于50%，而标的指数和个股两个品种期权成交占比高于50%，即期权成交高于期货；
- 股指期货成交量占了全球期权成交量的49.9%，占比最大。

2009-2018年按品种期货年成交量

(单位：亿张)



2018年按品种期货成交量占比 (%)



中金所沪深300股指期权合约规则

沪深300股指期权合约	
合约标的物	沪深300指数
合约乘数	每点人民币100元
合约类型	看涨期权、看跌期权
报价单位	指数点
最小变动价位	0.2点
每日价格最大波动限制	<p>上一交易日沪深300指数收盘价的±10%</p> <p>上市首日的涨（跌）停板价格为挂牌基准价加上（减去）上一交易日标的指数收盘价的10%；</p> <p>非上市首日的涨（跌）停板价格为上一交易日结算价加上（减去）上一交易日标的指数收盘价的10%；</p> <p>前款计算结果小于最小变动价位的，以最小变动价位为跌停板价格。</p>
合约月份	当月、下2个月及随后3个季月，季月是指3月、6月、9月、12月。
行权价格及行权间距	<p>行权价格覆盖沪深300指数上一交易日收盘价上下浮动10%对应的价格范围</p> <p>对当月与下两个月合约：行权价格≤2500点时，行权价格间距为25点；2500点<行权价格≤5000点时，行权价格间距为50点；5000点<行权价格≤10000点时，行权价格间距为100点；行权价格>10000点时，行权价格间距为200点</p> <p>对随后3个季月合约：行权价格≤2500点时，行权价格间距为50点；2500点<行权价格≤5000点时，行权价格间距为100点；5000点<行权价格≤10000点时，行权价格间距为200点；行权价格>10000点时，行权价格间距为400点</p>
行权方式	欧式，买方只可在期权合约到期日当天行使权利。
交易时间	<p>9:25-9:30：开盘集合竞价时间，其中9:25-9:29为指令申报时间，9:29-9:30为指令撮合时间；</p> <p>9:30-11:30：上午连续竞价时间；</p> <p>13:00-14:57：下午连续竞价时间；</p> <p>14:57-15:00：收盘集合竞价时间；</p>
最后交易日	合约到期月份的第三个星期五，遇国家法定假日顺延
到期日	同最后交易日
交收日	无
行权日	最后交易日
交割方式	现金交割
上市交易所	中国金融期货交易所

股指期货允许进行限价指令交易

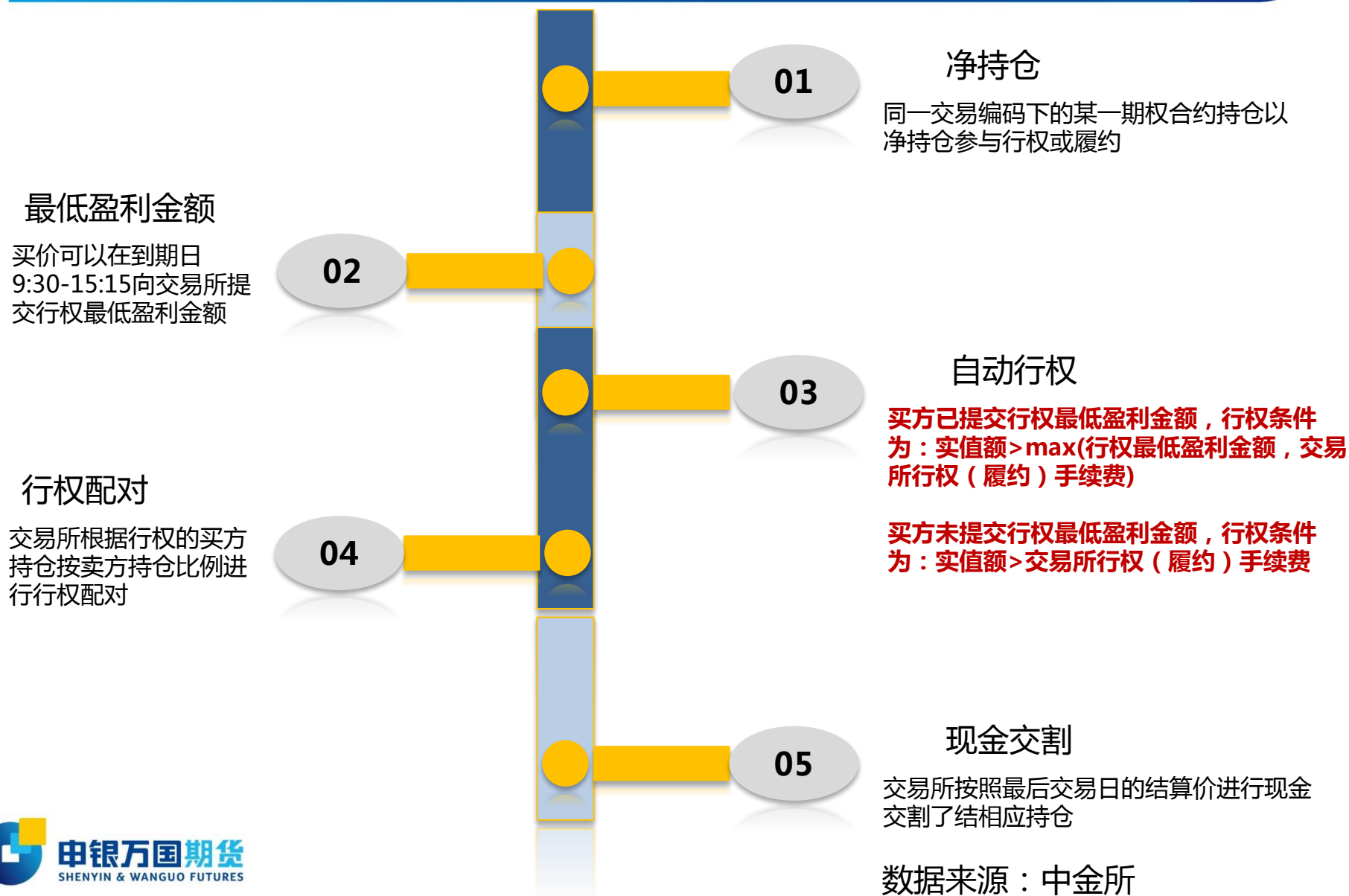
❖ 限价指令的每次最大下单数量为20手。

交易指令	股指期货合约交易指令为 限价指令 和交易所规定的 其他指令 。
限价指令	限价指令可以附加即时全部成交或撤销和即时成交剩余撤销两种指令属性。
即时全部成交或撤销	即时全部成交或撤销指令属性是指限价指令中所有数量必须同时成交，否则该指令自动撤销。
即时成交剩余撤销	即时成交剩余撤销指令属性是指限价指令中无法立即成交部分自动撤销。 即时成交剩余撤销属性可以指定最小成交数量。当该指令成交数量大于或等于指定最小成交数量时，未成交部分自动撤销。若该指定可成交数量小于指定最小成交数量时，该指令全部数量自动撤销。
市价指令	市价指令是指不限定价格、按照当时市场上可执行的报价成交的指令，市价指令只能和限价指令撮合成交。
市价指令类型	<p>（一）最有一档即时成交剩余撤销指令 指不限定价格，以对手方实时最优一档价格为成交价格成交，未成交部分自动撤销的指令。</p> <p>（二）最优一档即时成交剩余转限价指令 指不限定价格，以对手方实时最优一档价格为成交价格成交，未成交部分自动撤销的指令。</p> <p>（三）最优五档即时成交剩余撤销指令 指不限定价格，在对手方实时最优五个价位内以对手方价格为成交价格依次成交，未成交部分自动撤销的指令。</p> <p>（四）最优五档即时成交剩余转限价指令 指不限定价格，在对手方实时最优五个价位内以对手方价格为成交价格依次成交，未成交部分自动转为以最新成交价为委托价格的限价指令。</p> <p>若当日无成交，最优一档即时成交剩余转限价指令、最优五档即时成交剩余转限价指令未成交部分自动转为以上一交易日结算价为委托价的限价指令。</p> <p>市价指令未成交部分转为限价指令时，不附加即时全部成交或撤销和即时成交剩余撤销属性。</p>

股指期权和标的期权成交和持仓限额对比

期权类型	期权品种	客户群体	持仓限额	交易限额
ETF期权	上交所上证50ETF期权 上交所沪深300ETF期权 深交所沪深300ETF期权	(一) 新开合约账户	权利仓持仓限额为100张 总持仓限额为200张	单日买入开仓限额为400张
		(二) 经期权经营机构评估认为风险承受能力较强、开户满10个交易日、期权合约成交量达到100张且具备三级交易权限的客户	权利仓持仓限额1000张 总持仓限额2000张	单日买入开仓限额4000张
		(三) 经期权经营机构评估认为风险承受能力较强、开户满10个交易日、期权合约成交量达到500张、自有资产余额超过100万元且具备三级交易权限的客户	权利仓持仓限额2000张 总持仓限额4000张	单日买入开仓限额8000张
		(四) 经期权经营机构评估认为风险承受能力较强、开户满10个交易日、期权合约成交量达到1000张、自有资产余额超过300万元且具备三级交易权限的客户	权利仓持仓限额5000张 总持仓限额10000张	单日买入开仓限额10000张
股指期权	中金所沪深300股指期权	股指期权合约持仓限额是指交易所规定的会员或者客户对某一月份期权合约单边持仓的最大数量。同一客户某一月份沪深300股指期权合约单边持仓限额为5000手(在不同会员处持仓合并计算)。		单边持仓数量按买入看涨期权与卖出看跌期权持仓量之和、卖出看涨期权与买入看跌期权持仓量之和分别计算。 自2020年3月的第4个星期一（2020年3月23日）至6月的第3个星期五（2020年6月19日），客户该品种日内开仓交易的最大数量为100手，单个月份期权合约日内开仓交易的最大数量为50手，深度虚值合约日内开仓交易的最大数量为20手。

股指期权行权和履约制度



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。
- 标的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。

主要内容

- 股指期货合约规则介绍
- **买入看涨期权的同时买入看跌期权**
- 卖出跨式价差策略

宽跨式价差

- 宽跨式价差，一个由不同条款的看涨期权和看跌期权组成的头寸。

例子

- 投资者一开始按70点买入沪深300指数的9月5000看涨期权，当时指数的价位是4800点。过了一段时间，标的上涨到5800点，这个看涨期权价值810点。如果这个时候投资者再用250点买入9月6000点看跌期权，就可以锁住投资者的盈利。他的头寸就会是：
 - 按70点买入1手9月5000看涨期权
 - 按250点买入1手9月6000看跌期权
 - 净成本320点
 - 这个投资组合至少值1000点
 - 1) 如果标的在到期时价格在5000-6000之间，那么，这个组合的价值就刚好是1000点。例如，如果沪深300在期权到期时价格为5200点，那么看涨期权就价值200点，看跌期权就价值800点。
 - 2) 如果沪深300在到期时高于6000点，这个组合的价值就是其中看涨期权的价值，因为看跌期权会无价值到期。在这种情况下，看涨期权价值会超过1000点。
 - 3) 如果沪深300在到期时低于5000点，那这个组合的价值就是其中看跌期权的价值，因为看涨期权会无价值到期。在这种情况下，看跌期权价值会超过1000点。
- 因此，投资者就构造了一个不会输钱的头寸，无论发生什么事情，这个组合都至少价值1000点，而他的成本是320点，锁定了680点收益。但谁都不可能一开始就建立起这样的头寸，之所以会有这种情况出现，是因为在买入看跌期权以前这手看涨期权已经积累起了相当数量的盈利。

买入宽跨式价差策略

- 如果标的在期权到期之前有大幅运动，潜在盈利的数量就会相当大。
- 同跨式价差相比，宽跨式价差出现最大亏损的价格范围要更大一些。跨式价差只有在标的在到期时刚好等于期权的行权价时才会出现最大亏损。在宽跨式价差的情况中，只要标的在到期日时在两个行权价之间，就会出现它的最大亏损。宽跨式价差的实际亏损额要小一些，这是一种补偿。两种策略的潜在盈利都相当大。

例子

- 交易者买入1手沪深300指数9月4600看跌期权和1手沪深300指数9月5000看涨期权，从而构成宽跨式价差。
- 标的沪深300指数：价格为4800点
- 9月4600看跌期权：价格为70点
- 9月5000看涨期权：价格为60点
- 虚值宽跨式价差有可能看上去很便宜，在接近到期日的时候，两手期权的价格都不到1个点。但是，在使用宽跨式价差的时候，出现等于交易者最初投资的最大亏损的概率相当高。这同买入跨式价差显然不同，在跨式价差中，损失全部投资的概率很小。
- 激进的投机者不应当使用大笔资金来买入虚值宽跨式价差。实值宽跨式价差的百分比亏损更小一些，它等于最初为期权所付的时间价值。
- 无论哪种情况，买家想要盈利，标的就需要有相对大幅度的运动。

买入跨式价差

- 一个买入跨式价差的策略包括买入条款相同的一手看跌期权和一手看涨期权，也就是说，它们有相同的标的、行权价和到期日。通过买入跨式价差，无论标的朝哪个方向运动，只要运动得足够远，买家都有大量的潜在盈利。最大的亏损是事先确定的，它等于买家最初投资的金额。

例子

- 沪深300指数4800点；
 - 买入1手9月行权价为4800的看跌期权，价格为100点；
 - 买入1手9月行权价为4800的看涨期权，价格为90点；
 - 如果到期时沪深300指数高于4990点，那么这个跨式价差就能盈利。
-
- 一般而言，交易者应选择波动率大的标的进行跨式价差套利，这样的标的在所设定的时间内有可能出现幅度大到足以使得这个跨式价差盈利的运动。
 - 这个策略在期权权利金较低的时候特别有吸引力，因为低权利金意味着这个跨式价差的成本更低。
 - 虽然这个价差一直持有至到期日按百分比计算的亏损可能相对较大，事实上，交易者将整个投资全部亏损的概率是很小的。

跨式价差的后续行动

- 许多时候，在买入一个跨式价差之后，标的开始强势运动，使得这个跨式价差看上去马上就要盈利了。但是，正在事情朝好的方向发展的时候，标的反转过来，改变了方向，也许迅速下跌以至于让这个跨式在另一边出现盈利。但是，这些高波动的标的运动常常产生不了多大的净价格变化，在到期日时，跨式价差的买家有可能面临亏损。
- 交易者也许会认为他可以在市场迅速向上，看涨期权出现盈利的时候从看涨期权的一侧提走盈利，然后希望价格反向运动，然后他再从看跌期权的一侧得到盈利。不过，提取小笔盈利是一种糟糕的策略。
- 但是这在理论上说起来容易，但实践执行起来就不那么简单。看着跨式价差在短期内赚了2或3点，紧接着却因为标的没有坚持下去而亏的更多，从情感上来讲是令人沮丧的。
- 总的来说，如果标的向上运动到下一个行权价，跨式价差买家就应当考虑将他的看跌期权向上挪仓，卖掉他现在持有的看跌期权，买入另一手行权价高出一级的看跌期权。反过来说，如果标的一开始就下跌，他应当考虑将看涨期权向下挪仓，卖掉他现在持有的看涨期权，买入另一手行权价更低一级的看涨期权。在这两种情况里，他都减小了他的风险暴露而没有限制他的潜在盈利，这正是跨式价差买家应当采取的后续行动。

主要内容

- 股指期货合约规则介绍
- 买入看涨期权的同时买入看跌期权
- **卖出跨式价差策略**

卖出备兑跨式价差

- 在这种策略里，交易者在持有标的的同时卖出一手这个标的上的跨式价差。
- 在现实中，这个头寸并不是完全备兑的，只有卖出的看涨期权部分才为持有的标的所保护。卖出的看跌期权是未备兑的。
- 不过，“备兑跨式价差”的名字一般用在这类头寸上，以便将它同卖出未备兑跨式价差进行区分。

例子

- 持有沪深300指数；
 - 卖出1手9月行权价为4800的看跌期权，价格为100点；
 - 卖出1手9月行权价为4800的看涨期权，价格为90点；
-
- 卖出备兑跨式价差实际上是一手卖出备兑和一手裸看跌期权组合而成的。事实上，一手卖出备兑看涨期权的所有盈亏特征都与卖出备兑跨式价差是相同的。在上行方向潜在盈利有限，在下行方向潜在风险巨大。
 - $\text{最大盈利} = \text{跨式价差权利金} + \text{行权价} - \text{最初标的价格}$
 - $\text{盈亏平衡价格} = (\text{标的价格} + \text{行权价} - \text{跨式价差权利金}) / 2$

卖出无备兑跨式价差

- 在一个卖出无备兑策略中，交易者在没有持有标的的情况下卖出跨式价差。从广义上说，这是一个潜在盈利有限但潜在风险巨大的中性策略。不过，获得盈利的概率相当大，而且可以采用一定的方法来减小这个策略的风险。
- 因为交易者在这个策略中是在卖出一手看跌期权和一手看涨期权，他一开始得到大量的时间价值。如果标的价格在到期日相对没有变化，跨式价差的卖出者就可以获得盈利。

例子

- 沪深300指数当前为4800点；
 - 卖出1手9月行权价为4800的看跌期权，价格为100点；
 - 卖出1手9月行权价为4800的看涨期权，价格为90点；
 - 一个跨式价差卖出190点，如果标的价格在到期日高于4610点或低于4990点，这个跨式价差的卖出者就会盈利。
-
- 对于卖出无备兑跨式价差，如果标的价格运动得过远，在两个方向上都会出现大量的潜在亏损。
 - 跨式价差的卖出者应当准备足够的质押物，这样，无论是采取什么样的他认为是必要的后续行动，都不至于有追加保证金的要求。如果他想在标的上涨到盈亏平衡点（比如4990点）时将这个跨式价差平仓，那么他就需要有足够的保证金保证他在标的价格为4990时仍能持有这个头寸。

如何选择跨式价差

- 理想情况下，交易者想要从卖出跨式价差中得到一笔权利金，它可以产生一个盈利范围，其宽度同标的的波动率有关。
- 可以根据一些简单公式来构造一个简单的、对跨式价差进行排序的跨式价差卖出者指数，这在某种程度上是一种主观的衡量：
- $\text{跨式价差卖出者指数} = \text{跨式价差的时间价值} / (\text{标的价格} * \text{波动率})$
- 这个指数必须年化，这样才能够对不同到期日的跨式价差进行比较。
- 其他一些指标：
 - 1) 排除所有价值不到标的价格的一个固定百分比（例如10%）的跨式价差；
 - 2) 排除一些期现过短的跨式价差；
 - 3) 一般应当在下行盈亏平衡点或是它的上方有一定的技术支撑，在上行盈亏平衡点或是它的下方有一定的技术阻力。

跨式价差策略的后续行动

- 跨式价差所涉及的风险有可能非常大。
- 当市场条件有利时，即使使用严格的选择标准，并为了防止不利的标的运动而预留了额外的质押价值，策略家还是可以得到相当可观的盈利。
- 不过，在一个极度波动的市场里，特别是在牛市中，它有可能很快就会出现亏损，因而必须采取后续行动。
- 因为看跌期权的时间价值在它变成实值时趋于缩减，所以，下行方向的风险实际上要比上行方向稍小一些。在一个极度牛市的市場里，看涨期权的时间价值几乎没有什么缩减，甚至还可能增加。这就迫使跨式价差卖出者在把跨式价差买回来时必须支付更多的时间价值，特别是当这种情况出现在离到期日相当远的时候。
- 后续行动的最简单形式是在标的价格达到盈亏平衡点的时候将这个跨式价差买回来。如果在跨式价差中时间所剩无几，那么，这种类型的买回策略会有最好的效果。在这样的情况里，这些期权确实会接近持平价，这个跨式价差就可以在标的到达盈亏平衡点时用接近初始价值的价格买回来。
- 另一种可以使用的后续行动同前面一种相似，但有所改进。它的做法是，在一手实值期权的价格等于这个跨式价差的初始价格时，只买回这手实值的期权。

跨式价差策略：一开始就设定保护

- 在某些情况下，跨式价差的卖出者有可能在一开始就建立一个在一个方向上没有风险的头寸。他可以在建立跨式价差的同时买入一手虚值的看跌期权或看涨期权。这就可以实现之前后续行动中所要达到的目的，而保护性期权则更便宜，因为在买入时它是虚值的。当然，从一开始就在跨式价差中加进一手虚值期权头寸，有好处也有坏处。
- 一开始就买入保护的一个好处是，如果标的跳空或者交易暂时中止，交易者就可以得到保护。在这个保护的情况下，如果受保护的方向出现这样的运动，它所能造成的后果就很小。
- 这个头寸的总潜在盈利比正常的跨式价差要小，因为，如果标的在到期日低于提供保护的期权的行权价，为买入的看涨期权所付的权利金就会亏损掉。不过，这手看涨期权的自动限制风险的特性提供的好处也许大于减少的潜在盈利。
- 跨式价差卖出者在下行方向也可以通过相同的方式而得到保护，他可以一开始就买入一手虚值的看跌期权。
- 如果可能的话，这种完全受保护的策略是非常吸引人的。

卖出宽跨式价差策略（组合价差）

- 对于宽跨式价差，看跌期权和看涨期权有相同的到期日，但是行权价不同。卖出宽跨式价差通常是通过卖出一手虚值看跌期权和一手虚值看涨期权来建立的，头寸建立时标的价格大约在这两个期权的不同的行权价的中点。这样，即使标的价格与行权价有一定距离，裸期权的卖出者还是能够对标的的走向保持中性。
- 这个策略和卖出跨式价差相似，不同的是卖出宽跨式价差的最大盈利区域要比跨式价差大得多。在这个策略或是裸卖出策略中，策略家可以赚到的大部分钱都来自于收入的权利金。
- 跨式价差卖出者只有很小的机会得到相当于全部价差权利金的盈利，因为只有当标的价格在到期日刚好等于行权价时，卖出的看跌期权和看涨期权才会都无价值到期。宽跨式价差卖出者则不同，只要标的在到期日时价格在两个行权价之间，他就可以得到最大潜在盈利，因为在这种情况下这两手期权都会无价值到期。

例子

- 沪深300指数当前为4700点；
- 卖出1手9月行权价为4500的看跌期权，价格为70点；
- 卖出1手9月行权价为4900的看涨期权，价格为65点；
- 1) 如果到期时沪深300指数在4500-4900之间，则这两手期权都会无价值到期。价差的卖出者就会有135点的盈利，等于其最初得到的收入。
- 2) 如果到期时沪深300指数为5035点，则交易者就必须用135点买回看涨期权，因此造成一个盈亏平衡的情况。
- 3) 如果到期时沪深300指数为4365点，则交易者就必须用135点买回看跌期权，因此造成了一个下行方向的盈亏平衡点。

资料来源：Wind，申万期货研究所

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。