

期权双卖策略具体应用分析

进场前注意隐含波动率变化、进场后注意部位控管

■ 李立勤

期权多空双卖策略是常见的一种交易策略,只要部位不过度放大,把风险控制 在接受的范围内,长期来看实现获利的 概率就比较大。下文重点介绍期权双 卖策略的具体应用与注意事项。

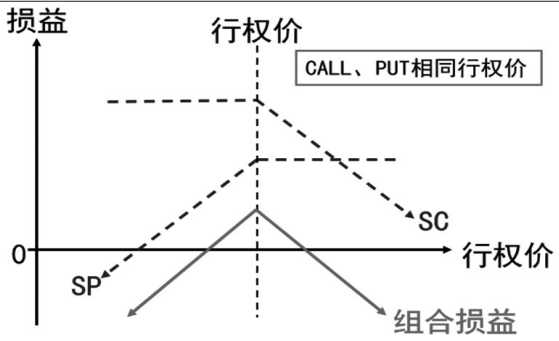
A

期权双卖策略的特点

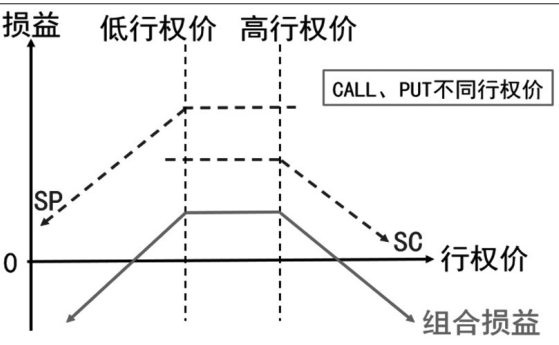
期权双卖策略就是在卖出一个看涨期权的同时卖 出一个看跌期权,同时持有多空双卖部位。若卖出的看 涨期权和看跌期权是同一个行权价,则称为卖出跨式策 略;若卖出的看涨期权和看跌期权是不同的行权价,则 称为卖出宽跨式(或卖出勒式)策略。

期权双卖策略有着双边权利金收入,相较于单卖方 策略,可以在行情不利时承担更多一点的价格变化幅 度,而在行情没有出现太大变化时,一般来说实现获利 的概率还是比较大的,其成为许多投资人的必备组合策 略之一。由于两边都是卖出部位,投资人对行情的预期 是不会出现太大波动,也希望后续波动率能下降,故此 策略也属于卖出波动率的策略组合。

虽然双卖策略有着双边权利金收入,但相较于单卖方 策略的只需要考虑单边风险,双卖策略则不论行情出现 大涨或大跌走势,都可能陷入损失,操作时需要更加注 意风险的控管。双卖策略的损益平衡点有两个,分别为 高行权价+权利金收入以及低行权价-权利金收入。不 过,这是到期的损益平衡点,实际操作过程中一旦出现 行情发展的预兆,就需要更加留意,有时也可以提前减 码部位,或是调整卖出行权价,避免损失过度放大。



图为卖出跨式组合损益



图为卖出宽跨式组合损益

B

期权双卖策略的进场

双卖行权价的选择上,分为跨式策略和勒式策略两 种。实际操作时,行权价通常是根据当时的标的物市 价、距离到期日远近、投资人的风险偏好、隐含波动率 以及对后市的展望来决定的。我们把这些选择分成以下 情形探讨:

第一种情形,进场时市价正好在行权价附近。

这时,一般可以选择卖在距离市价最近的那个行权 价(平值)上。如果不卖在平值点位,而是卖在虚值点位 上,那么收到的权利金就会少一些。

2022/01/19	收盘价	虚实值	2022/01/19	收盘价	虚实值
CU2202	70000	-	CU2203	70020	-
CU2202C70000	580	平值	CU2203C70000	1466	平值
CU2202C71000	232	虚值一档	CU2203C71000	1056	虚值一档
CU2202C72000	92	虚值二档	CU2203C72000	748	虚值二档
CU2202P70000	580	平值	CU2203P70000	1400	平值
CU2202P69000	240	虚值一档	CU2203P69000	960	虚值一档
CU2202P68000	94	虚值二档	CU2203P68000	614	虚值二档

表为2022年1月19日铜期货、期权价格

由于时间接近铜2202期权合约结算日(2022年1月 24日),我们把2202合约和2203合约一起比较。

月份	C点位	P点位	权利金合计	上方损平点	下方损平点	上方距离	下方距离
02	70000	70000	1160	71160	68840	1160	1160
	71000	69000	472	71472	68528	1472	1472
	72000	68000	186	72186	67814	2186	2186
	70000	69000	820	70820	68180	820	1820
03	71000	70000	812	71812	69188	1812	812
	70000	70000	2866	72866	67134	2866	2866
	71000	69000	2016	73016	66984	2996	3036
	72000	68000	1362	73362	66638	3342	3382
	70000	69000	2426	72426	66574	2406	3446
	71000	70000	2456	73456	67544	3436	2476

表为2202合约和2203合约期权价格选择

可以发现,2202合约由于时间接近结算日,平值合 约和虚值合约价格差距较大,双卖平值合约(70000C+ 70000P)权利金合计收入1160元/吨,而双卖虚值一档合 约(71000C+69000P)权利金只有472元/吨,差距在一倍 以上,虽然损益平衡点差距有300多元/吨(1472-1160= 312元/吨),但在收入差距过大的情形下,要使用哪个行 权价,就值得好好考虑了。

在2203合约部分,双卖平值合约(70000C+70000P) 权利金合计收入2866元/吨,而双卖虚值一档合约 (71000C+69000P)权利金为2016元/吨,差距达850 元/吨。不过,损益平衡点和双卖平值合约差距不大 (2996-2846=150元/吨),在这种情形下,双卖平值合约 更有利。

第二种情形,进场时市价在两行权价中间。

这时,没有平值点位可选,如果要选择卖在同一行 权价,那么只能选择在市价上方或下方的行权价,组合 损益情形就会出现偏多或一些或偏空一些的问题。投资 人本身对于盘势确实有着偏多或偏空的想法,就可以以 这样选择,而认为盘面维持小幅振荡格局的话,全部选择 卖在虚值一档是比较常见的做法。

2023/02/20	收盘价	虚实值	2023/02/20	收盘价	虚实值
CU2303	69400	-	CU2304	69500	-
cu2303C69000	612	实值一档	cu2304C69000	1640	实值一档
cu2303C70000	180	虚值一档	cu2304C70000	1176	虚值一档
cu2303P69000	202	实值一档	cu2304P69000	1138	实值一档
cu2303P70000	776	虚值一档	cu2304P70000	1682	虚值一档

表为2023年2月20日铜期货、期权价格

由于时间接近铜2303期权合约结算日(2023年2 月22日),我们同样把2303合约和2304合约放在一起 比较。

月份	C点位	P点位	权利金合计	上方损平点	下方损平点	上方距离	下方距离
03	70000	69000	382	70382	68618	982	782
	69000	69000	814	69814	68186	414	1214
	70000	70000	956	70956	69044	1556	356
04	70000	69000	2314	72314	66686	2814	2814
	69000	69000	2778	71778	66222	2278	3278
	70000	70000	2858	72858	67142	3358	2358

表为2303合约和2304合约期权价格选择

同样的,2303合约由于时间接近结算日,平值合 约和虚值合约价格差距较大,双卖虚值一档合约 (70000C+69000P)权利金合计仅382元/吨,而看涨实值 一档+看跌虚值一档合约(69000C+69000P)权利金收入 有814元/吨,看涨虚值一档+看跌实值一档合约 (70000C+70000P)权利金收入有956元/吨,权利金收入 都是双卖虚值合约的一倍以上。不过,随之而来的是上 方距离或下方距离少一点,假如使用一实一虚的行权 价,则需要有较强的盘势预期。

在2304合约部分,双卖虚值一档合约(70000C+ 69000P)权利金合计收入2314元/吨,而卖出看涨实值一 档+看跌虚值一档合约(69000C+69000P)权利金收入为 2778元/吨,看涨虚值一档+看跌实值一档合约 (70000C+70000P)权利金收入为2858元/吨,三者权利 金收入以及上下方距离存在些许差异,但收入差距不 算很大,且上下方距离至少都是2000元/吨,相对而言 在距离到期日较远的情形下,双卖虚值一档的优势就 没有那么大了。整体来看,在距离到期日较远的时候, 三者都可选,但随着时间的推移,越接近到期日,实值 和虚值的价值差异就越大,此时卖出越接近平值,效果 越好,如第一种情形。

第三种情形,进场时市价距离行权价有点距离,但 又不到中间点位。

这时,不论怎么选,一定会有一边距离平值较近、另 一边距离平值稍远的问题。因此,该情形下,也需对盘 式形成较强预期。

2023/04/20	收盘价	虚实值	2023/04/20	收盘价	虚实值
CU2305	69350	-	CU2306	69260	-
cu2305C69000	618	实值一档	cu2306C69000	1486	实值一档
cu2305C70000	202	虚值一档	cu2306C70000	1088	虚值一档
cu2305P69000	270	虚值一档	cu2306P69000	1274	虚值一档
cu2305P70000	840	实值一档	cu2306P70000	1788	实值一档

表为2023年4月20日铜期货、期权价格

同样的,时间接近铜2305期权合约结算日(2023年4 月24日),我们把2305合约和2306合约放在一起比较。



月份	C点位	P点位	权利金合计	上方损平点	下方损平点	上方距离	下方距离
05	70000	69000	472	70472	68528	1122	822
	69000	69000	888	69888	68112	538	1238
	70000	70000	1042	71042	68958	1692	392
06	70000	69000	2362	72362	66638	3102	2622
	69000	69000	2760	71760	66240	2500	3020
	70000	70000	2876	72876	67124	3616	2136

表为2305合约和2306合约期权价格选择

2305合约在时间已经接近结算日的情形下,平值合 约和虚值合约价格差距较大,双卖虚值一档合约 (70000C+69000P)权利金合计只有472元/吨,而看涨实 值一档+看跌虚值一档合约(69000C+69000P)权利金收 入有888元/吨,看涨虚值一档+看跌实值一档合约 (70000C+70000P)权利金收入有1042元/吨,是双卖虚 值合约的近一倍甚至一倍多的权利金收入,但一实一虚 的行权价,相较于第二种情形,差距更大,需要对盘势的 看法更加明确。

在2306合约部分,双卖虚值一档合约(70000C+ 69000P)权利金合计收入2362元/吨,而卖出看涨实值一 档+看跌虚值一档合约(69000C+69000P)权利金收入有 2760元/吨,看涨虚值一档+看跌实值一档合约 (70000C+70000P)权利金收入有2876元/吨,三者的权 利金收入差距不大,且上下方距离至少都是2000元/吨, 整体来看和第二种情形类似,在距离到期日较远时三者 都可选,但随着时间越来越接近到期日,实值和虚值的 价值差异就越来越大。

在上面三种情形下,远月合约因为收取权利金较高 的缘故,上下两边的损平点距离较大,不论卖在平值或 是虚值一档的权利金收入及损平点差距都不大。随着 时间越来越接近到期日,平值或虚值的权利金差异就会 越来越大,损平点差距也会越来越大,此时就以尽量选 择平值附近点位较佳。如果一边或两边选择了虚值点 位,那么会导致上下两边的损平点距离差异较大,整体 组合会呈现一个偏多或偏空的状态,这时就需要投资人 对盘势有较明确的想法,才能让盘势预期符合部位组 合,或者是两边卖出不同数量的部位,以达到效益(或风 险)接近的目的。不过,由于两边的数量不同,更需要注 意风险控制,经常性调整部位。

C

期权双卖策略的出场

出场情形也分两种,止盈出场和止损出场。止盈 出场较好理解,当获利已经达到预期,就可以考虑止盈 出场了。由于卖方策略风险较高,一般不建议一直放 到结算。如果获利已经达到一定程度(比如进场权利 金的60%—70%),那么就可以准备平仓换新仓了。由 于最后几天平值附近的Gamma会快速增加,行情对 平值附近的期权价影响将明显加大,故建议陆续获利 了结。

止损出场也有两种情形,价格出场和点位出场。 价格出场就指当损失达到一定程度,比如卖出其中 的一边权利金已经膨胀到两倍价格,或是两边权利金 加总已经膨胀到原本的1.5倍价格等,就止损出场。这 样操作没有问题,因为卖方风险较大,把亏损部位留 着,风险非常大,一旦亏损达到预计数量就出场,才是 正常的选择。

不过,又有一个小问题,当损失达到一定程度出场, 是单边平仓好,还是双边平仓好呢?

多空双卖情形下,一边亏损通常意味着另一边是获 利的(少部分由于隐含波动率上升导致一边获利一边持 平),但两边部位损益合计都已达到止损条件就代表一 边的获利没办法支撑另一边的亏损了,才会导致亏损扩 大。也就是说,随着行情的持续推进,获利越来越少,亏 损却越来越大。此外,获利部位一直留着其实风险还是 比较大的,建议双边平仓,并且重新建仓。

随着时间的推移,没有到达止损金额,但标的物价 格已经偏离进场点位一段距离了,这时该怎么处理呢? 是否继续把部位放着,等到亏损到达原本设定的金额才 出场呢?

这时,一般也是建议重新调整部位。价格偏离代表 着多空双方部位的Delta值发生改变,此时重新调整部 位,把多空双方的风险修正一下,对后续的交易是比较 好的。比如,一开始铜期货市价是70000元/吨,而卖出 部位的其中一边是卖出71000元/吨看涨期权,当行情上 涨到70500元/吨(原本市价和卖出行权价间隔的一半), 就要持续观察行情,一旦来到71000元/吨(卖出的行权

价),就要进行部位调整了。

双卖策略的出场设定,除了止盈出场外,价格止损 出场也是必定要执行的,因为这对于整体损益来说至关 重要。此外,价格偏离一旦达到一定程度,就要持续关 注并调整部位,才能让策略组合的风险不至于过大。

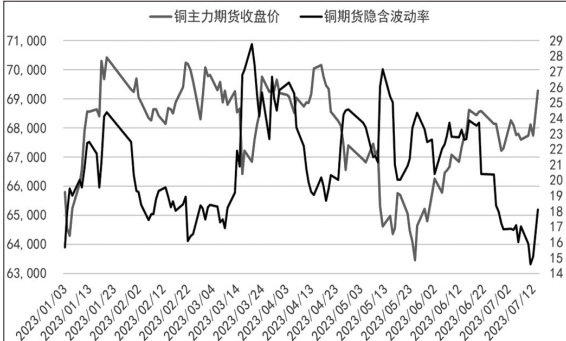
D

期权双卖策略的风险控制

对于卖方策略来说,投资人最担心的就是出现超出 预期的损失。因此,风险控制是非常重要的。定额损失 出场、标的物价格点位调整及出场,都是进场后的调整 方式,而在进场之前,需要注意隐含波动率的影响。

隐含波动率的高低和期权权利金的多寡直接相关, 隐含波动率处于较低位阶时,等于卖出期权的权利金收 入较低,此时对于卖方来说是较为不利的,不宜持仓太 多部位。

那么,如何判定隐含波动率处于何种位阶呢? 隐含 波动率有着回归均值的特性,通过观看隐含波动率长期 走势图,就可以观察到目前处于何种位阶了。在较低位 阶或处于上升阶段时,最好做减码,因为此时双卖策略 不太容易获利。



图为铜期货收盘价与隐含波动率

一旦行情出现短期内的较大波动,隐含波动率就会 迅速向上,在这个时候双卖策略是很容易出现亏损的,原 因就是卖出部位一边亏损了,另一边隐含波动率隐随快 速上升,这时就不是双卖策略的进场时机了。比较好的 选择是等上几天,待隐含波动率开始回归均值再进场,可 以获得时间价值以及隐含波动率回落的双重优势。

当然,在风险的控制上,还有一种方式,就是调整卖 出部位两边的Delta值,达到风险中性的效果。不过,需 要注意,投资人运用Delta中性的交易方式,往往会导 致两边卖出部位数量不同,这时一旦行情出现波动,就 需要更加注意Delta变化对整体策略组合的影响,也需 要更加频繁地调整部位,达到原本预期的Delta中性效果。

另外,投资人最担心的就是跳空的影响。开盘跳空 是不可控的风险,我们选取跳空幅度比较大的情形,展 示跳空对双卖策略带来的影响。

商品	收盘价 (权利金合计)	开盘日	开盘价 (权利金合计)	价格 变化
cu2212	64250		65500	+1250
cu2212C65000+cu2212P64000	1912	2022/11/04	1614	+298
cu2212C66000+cu2212P63000	1230		1338	-108
cu2304	69270		67780	-1490
cu2304C70000+cu2304P69000	1418	2023/03/14	1974	-556
cu2304C71000+cu2304P68000	788		974	-186
cu2304	66640		67130	-1530
cu2304C69000+cu2304P68000	1220	2023/03/16	1300	-80
cu2304C70000+cu2304P67000	670		850	-180
cu2306	68080		66850	-1230
cu2306C68000+cu2306P68000	2610		2796	-186
cu2306C69000+cu2306P67000	1730	2023/04/26	1902	-172
cu2306C70000+cu2306P66000	1174		1248	-74

表为铜期货第二日开盘跳空的双卖策略损益

上表中是双卖平值到虚值一两档点位,第一日以收 盘价进场,第二日开盘跳空。由此可见,在铜期货开盘 价跳空超过千元每吨的情形下,期权多空双卖策略的价 格变化并没有想象中那么大,主因是多空两边的损益会 部分抵消。所以,其实投资人可以不用过度担心跳空的 风险,只要开盘之后,风险就是可控的了,风险控制的真 正重点在于部位不要过度放大。在适当的部位下,绝大 多数情形的风险都是可控的。

综上所述,在风险控制的情形下,双卖策略确实能 为投资组合带来不错的绩效,且由于双卖策略的泛用性 较高,在多数情形下都能运用。只要进场前注意隐含波 动率的变化、进场后注意部位控管,并时常关注权利金 变化,双卖策略就可以为投资人带来一定的报酬率。

(作者单位:五矿期货)