

期权保险策略情景解析与策略要点

2025 年 5 月 13 日 星期三

兴证期货. 研究咨询部

内容提要

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

周立朝

从业资格编号: F03088989

投资咨询编号: Z0018135

联系人

周立朝

zhoulc@xzfutures.com

期权保险策略是一种常见的风险管理策略，对于持有多头资产或者商品库存的企业，可以通过购买看跌期权来保护资产，为现有的库存或产品提供价格保护。从期权保险策略的到期损益图来看，策略最大损失有限，最大盈利无上限。但在实际操作中，可能会陷入一些误区，包括保险策略的非线性对冲、权利金成本问题、行权价选择、时间价值衰退、市场流动性等因素。

本文展现了在四种不同情景中保险策略的表现：大涨大跌行情中，保险策略整体表现较好，大涨行情中，标的资产的收益远高于看跌权利金的支出，在大跌行情中，保险策略可以锁定最大损失，对冲极端风险。但在小涨小跌行情中，保险策略表现略显鸡肋，特别是在小幅下跌的行情中，如果标的价格未跌破行权价，到期可能出现标的与看跌期权双亏的不利情况。因此，从方向维度来看，小涨小跌的行情出现概率较大，保险策略不适合频繁使用。从波动率维度来看，隐含波动率直接影响期权的权利金成本和策略的有效性。保险策略需要避开期权高溢价情况，在期权隐波比较高的时间窗口，通常适合在买入看跌的同时再增加卖出看涨期权，以领口组合的方式降低权利金成本，通过卖出看涨收取的权利金冲抵买入看跌支出的权利金。

报告目录

1. 期权保险策略原理.....	3
2. 期权保险策略使用误区.....	3
3. 纯碱期权保险策略的应用情景.....	5
4. 期权保险策略与隐含波动率.....	11
5. 期权保险策略要点总结.....	13

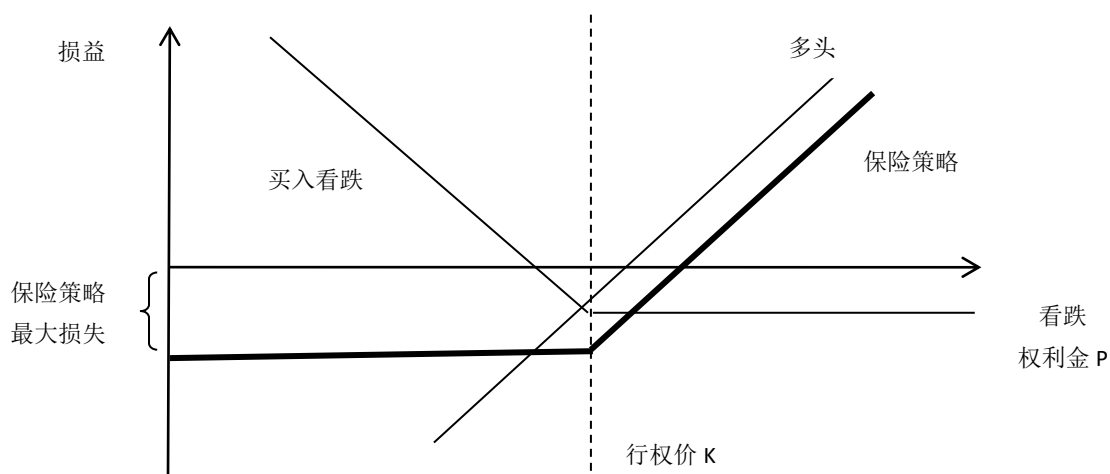
图表目录

图表 1 期权保险策略到期损益图.....	3
图表 2 纯碱大涨情景（2023 年 11 月至 12 月）.....	6
图表 3 大涨行情中的纯碱期权保险策略净值表现.....	6
图表 4 纯碱小涨情景（2025 年 1 月至 2 月）.....	7
图表 5 小涨行情中的纯碱期权保险策略净值表现（2025 年 1 月至 2 月）.....	7
图表 6 纯碱小涨情景（2024 年 12 月至 1 月）.....	8
图表 7 小涨行情中的纯碱期权保险策略净值表现（2024 年 12 月至 1 月）.....	8
图表 8 纯碱小幅下跌情景（2025 年 3 月）.....	9
图表 9 小幅下跌行情中的纯碱期权保险策略净值表现（2025 年 3 月）.....	9
图表 10 纯碱小幅下跌情景（2024 年 10 月至 12 月）.....	10
图表 11 小幅下跌行情中的纯碱期权保险策略净值表现（2024 年 10 月至 12 月）.....	10
图表 12 纯碱大幅下跌情景（2024 年 7 月至 8 月）.....	11
图表 13 大幅下跌行情中的纯碱期权保险策略净值表现（2024 年 7 月至 8 月）.....	11
图表 14 其它参数不变情况下隐波与保险策略关系.....	12
图表 15 平值美式看跌期权定价（期限与隐波）.....	12

1.期权保险策略原理

期权保险策略是一种经典的风险管理策略，企业可以通过保险策略对冲极端风险下的商品价格风险。策略通过购买期权来为现有的库存或产品提供价格保护，类似于购买价格保险来防止潜在的损失。虽然这种策略可以降低风险，但也需要支付一定的期权权利金成本。企业在使用期权保险策略时，应综合考虑市场情况和个人风险承受能力，合理选择期权的行权价和到期日。保险策略的构建原理比较简单，策略最大损失有限，到期时当标的价格低于看跌期权行权价 K 时，策略最大损失恒为 $S-K+P$ ，其中 P 为看跌期权权利金， S 为标的价格。策略最大盈利理论上无限。

图表 1 期权保险策略到期损益图



图表来源：兴证期货研究咨询部

2.期权保险策略使用误区

期权保险策略是一种常见的风险管理手段，尤其适用于持有标的资产的投资者，通过购买期权来保护自己免受市场不利变动的影响。从期权保险策略的到期损益图来看，策略最大损失有限，最大盈利无上限。然而，在实际操作中，很多投资者可能会陷入一些误区，这些误区不仅不能达到预期的保护效果，反而可能增加额外的风险。以下是几个常见的期权保险策略误区及其解析：

（1）认为保险策略可以完全消除风险

保险策略并不能完全消除风险，而是将风险转移给期权卖方。通过购买看跌期权，投资者可以在一定程度上锁定最大亏损，但这并不意味着投资组合完全没有风险。例如，如果市场大

幅下跌，虽然看跌期权可以提供保护，但如果标的资产价格低于看跌期权的行权价，投资者仍然会遭受一定幅度的损失，只是损失被限制在一定的范围内。

（2）忽视期权“保险”成本

购买看跌期权需要支付权利金，这部分成本会减少投资组合的整体收益。如果市场没有出现预期的不利变动，保险策略可能会导致净亏损。因此，投资者在选择保险策略时，需要权衡保险成本与潜在的保护效果。长期来看，频繁使用保险策略可能会显著降低投资组合的总回报。

（3）行权价的选择问题

行权价的选择对保险策略的效果至关重要。如果行权价过高，保险策略可能无法提供足够的保护；如果行权价过低，虽然保护效果更好，但保险成本也会相应增加。投资者需要根据自身的风险承受能力和市场预期，选择合适的行权价。一般来说，选择接近当前市场价格的行权价是一个较为平衡的选择。

（4）忽略到期时间与时间价值的影响

期权有固定的到期日，到期后如果没有行权，期权将失去价值。因此，投资者在构建保险策略时，需要选择与标的资产持有时间相匹配的期权到期日。如果持有时间较长，可以选择较长期限的期权；如果持有时间较短，可以选择较短期限的期权。不匹配的到期时间可能会导致保险策略失效或增加额外的成本。

（5）过度依赖历史数据

历史数据可以提供一定的参考，但市场环境是不断变化的。投资者在构建保险策略时，不应过度依赖历史数据，而应结合当前的市场状况和未来预期。例如，市场波动率的变化、宏观经济因素、政策变化等都可能影响期权的价格和保险策略的效果。

（6）忽视市场流动性

期权市场的流动性对保险策略的执行效果有很大影响。如果市场流动性不足，可能会导致买卖价差较大，增加交易成本。此外，流动性不足还可能导致无法及时平仓或调整策略，从而增加风险。因此，投资者在选择期权合约时，应优先考虑流动性较好的合约。

期权保险策略是一种有效的风险管理工具，但企业在使用时需要注意避免上述误区。综合考虑保险成本、行权价选择、到期时间匹配、市场流动性和当前市场状况，合理构建保险策略，以达到最佳的保护效果。同时，企业应定期评估和调整策略，以应对市场变化。

3. 纯碱期权保险策略的应用情景

本文以纯碱期权为例，分别采用大幅上涨、小幅上涨、小幅下跌、大幅下跌四个情景案例，分析不同情景下保险策略的表现及优劣。

（一）上涨趋势中的保险策略情景

在大涨行情中，投资者可能会考虑使用期权保险策略来保护自己的投资组合免受潜在的市场高位回调风险。这样即使市场出现大跌，投资者也能通过看跌期权的盈利来对冲现货市场的损失。在大涨行情中，期权保险策略仍然具有其必要性，尽管市场整体趋势向上，但并不意味着投资者可以忽视潜在的风险。以下是关于在大涨行情中使用期权保险策略的几个关键点：

（1）保护现有收益，应对不确定性

即使在上漲期間，股價也可能出現短期回調。通過購買看跌期權，投資者可以在股價下跌時保護已有的收益，避免因市場波動而遭受損失。即使在連續上漲行情中，往往伴隨著不確定性和波動性。例如，政策變化、基本面變動、宏觀經濟數據、國際局勢等因素都可能引起價格拐頭向下的風險，但是通過使用期權保險策略，投資者可以更好地應對這些不確定性，減少潛在的損失。

（2）調整風險敞口

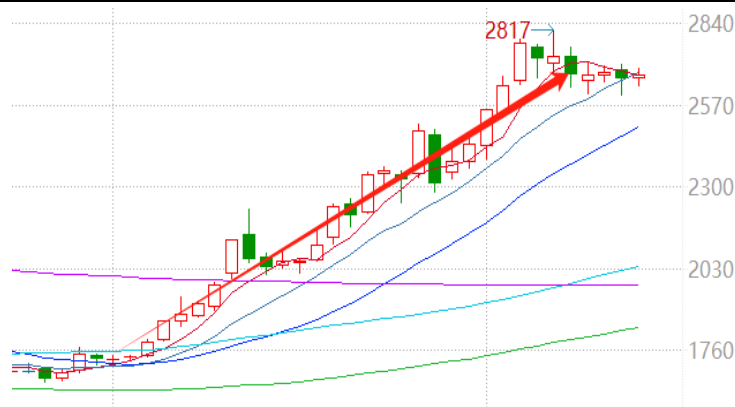
市場上漲時，投資者可能會因為貪婪而增加倉位，從而增加風險敞口。通過使用期權保險策略，可以在保持一定收益的同時，限制潛在的損失。

（3）心理層面

即使在上漲時，投資者也可能因為擔心市場回調而感到不安。期權保險策略可以提供心理上的安慰，使投資者更加安心地持有現貨，避免因情緒波動而做出不理性的決策。

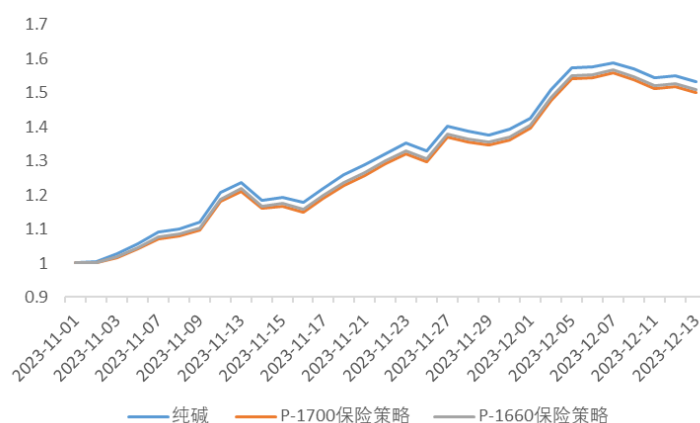
從下圖中可以看出，上升行情中的純鹼期權保險策略淨值與純鹼本身的漲跌變化相差不大，從2023年11月1日至12月13日期間，為了便於對比，經過淨值化處理，純鹼淨值從1上漲到1.53，即漲幅53%，屬於單邊強勢多頭行情。相比之下，採用行權價1700、行權價1660看跌期權保險策略淨值分別為1.5、1.51，其中的差異僅為看跌期權權利金的損耗。所以在單邊式大漲行情中，看跌期權的權利金支出占比微小。

图表 2 纯碱大涨情景（2023 年 11 月至 12 月）



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 3 大涨行情中的纯碱期权保险策略净值表现



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

（二）小幅上涨趋势中的保险策略情景

在小幅上涨行情中，期权保险策略仍要面临看跌期权权利金的损耗，由于标的价格小幅上涨带来的收益较小，这个过程中，看跌期权权利金的损耗会冲抵掉很大一部分收益，甚至可能出现小幅亏损的情况，即标的盈利不足以覆盖看跌期权权利金的支出。在小幅上涨的行情中，期权保险策略优势不明显，通常投资者会更加偏好卖出虚值看涨期权构建备兑组合。

从下图纯碱 2025 年 1 月至 2 月的震荡上涨行情中可以看出，纯碱净值上涨至 1.11，两个月时间涨幅大约 11%，采用行权价 1380、行权价 1360 看跌期权保险策略净值分别为 1.066、1.071，净值涨幅分别为 6.6%、7.1%。在原本仅有的 11% 收益中，磨损了一部分看跌权利金，显得此刻保险策略的优势不明显。

另一种不利的情况为纯碱价格的涨幅还无法覆盖看跌期权权利金的支出。在 2024 年 12 月 16 日至 2025 年 1 月 27 日的窗口中，纯碱 2503 合约从 1422 元震荡上涨至 1445 元，如果仅持有纯碱 2503 多头，该时间窗口获得小幅盈利，但加入保险策略后，则出现亏损，以净值折算后，

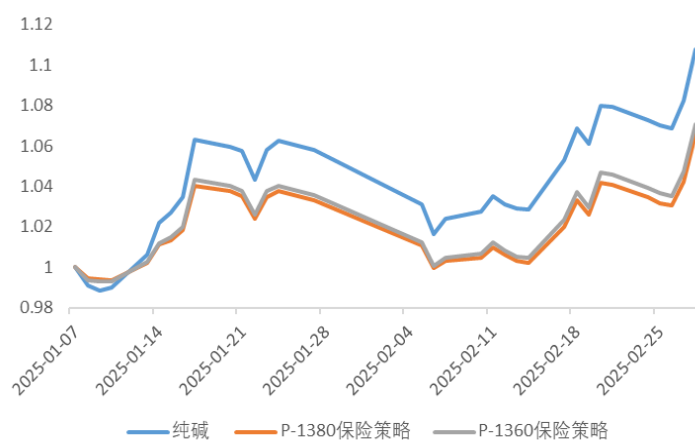
纯碱 2503 多头为 1.016，涨幅 1.6%；行权价为 1400 与 1380 看跌期权构建的保险策略净值分别为 0.991、0.994，分别变化了-0.9%、-0.6%。纯碱价格的涨幅未能覆盖看跌期权的权利金支出，因此，综合来看，震荡上涨行情中的期权保险策略优势不明显，特别是当期权隐含波动率处于高位时，看跌期权隐波溢价与权利金支出成本高，更要慎重考虑看跌权利金成本。

图表 4 纯碱小涨情景（2025 年 1 月至 2 月）



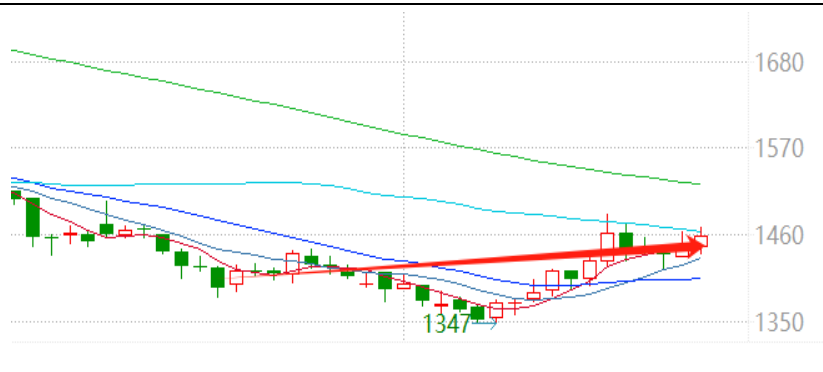
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 5 小涨行情中的纯碱期权保险策略净值表现（2025 年 1 月至 2 月）



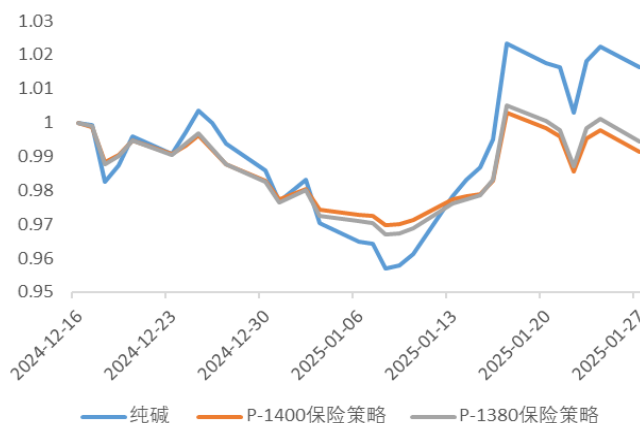
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 6 纯碱小涨情景（2024 年 12 月至 1 月）



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 7 小涨行情中的纯碱期权保险策略净值表现（2024 年 12 月至 1 月）



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

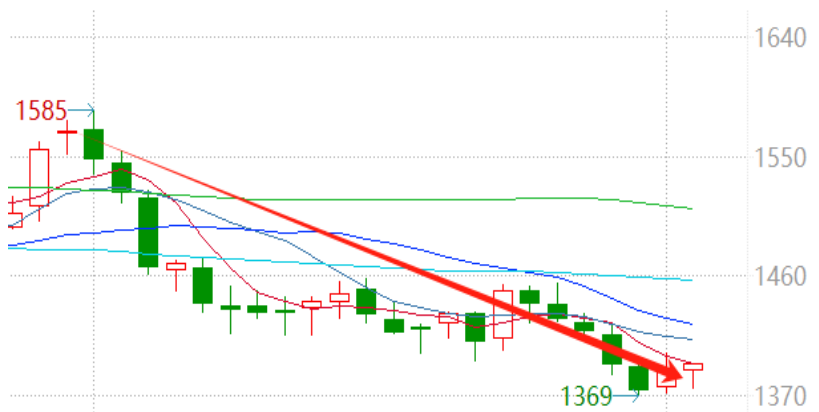
（三）小幅下跌趋势中的保险策略情景

前文第二章关于保险策略误区的描述中，提到了保险策略并不能完全消除风险，本节将通过实盘情景展示这一特征。在小幅下跌行情中，期权标的纯碱多头处于亏损状态，此时保险策略中的看跌期权表现决定了该策略的综合表现，保险策略能够发挥一定幅度的对冲效果，以 2025 年 3 月份行情为例，纯碱 2505 在 3 月 3 日至 31 日期间，净值折算后变为 0.89，期间震荡下跌 11%；采用行权价 1500 和 1400 看跌期权构建的保险策略净值分别为 0.946、0.913。在本轮下跌行情中，保险策略发挥了一定的对冲效果，由于 3 月 3 日当天纯碱 2505 结算价为 1556，因此，对于用行权价 1500 的看跌期权构建的保险策略，到期不但要损耗时间价值，还要损失纯碱价格与行权价之间的差值，如果换成行权价 1400 的看跌期权，对冲效果较弱。

另一种不利的情况是在下跌行情中，保险策略不但未发挥对冲效果，反而损失了权利金，这种情况是由于纯碱价格下跌，但未跌破行权价，导致看跌期权价格到期归零。以 2024 年 10 月 15 日至 12 月 11 日纯碱期权为例，期间纯碱 2501 合约从 1558 元/吨阴跌至 1438 元/吨（折

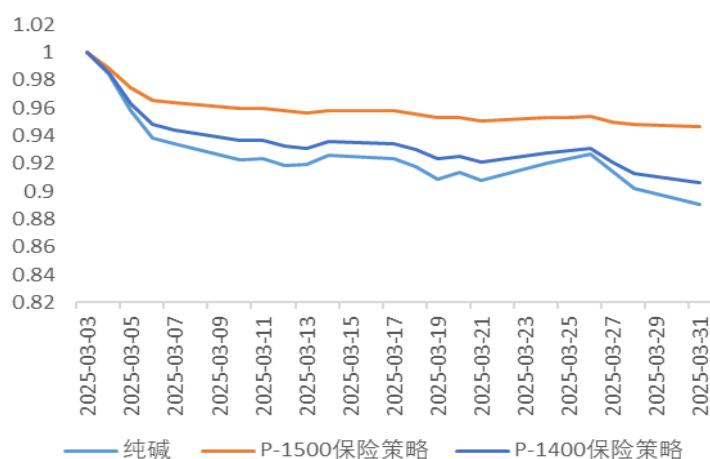
算净值 0.923)，但如果采用行权价 1420 与 1400 的看跌期权构建保险策略，到期时不但面临纯碱价格的亏损，还要额外亏损看跌期权权利金，二者净值分别为 0.9、0.893。因此，正如本文第二章所描述的保险策略误区一样，无论是行情的预判，还是行权价的选择都很重要。

图表 8 纯碱小幅下跌情景（2025 年 3 月）



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 9 小幅下跌行情中的纯碱期权保险策略净值表现（2025 年 3 月）



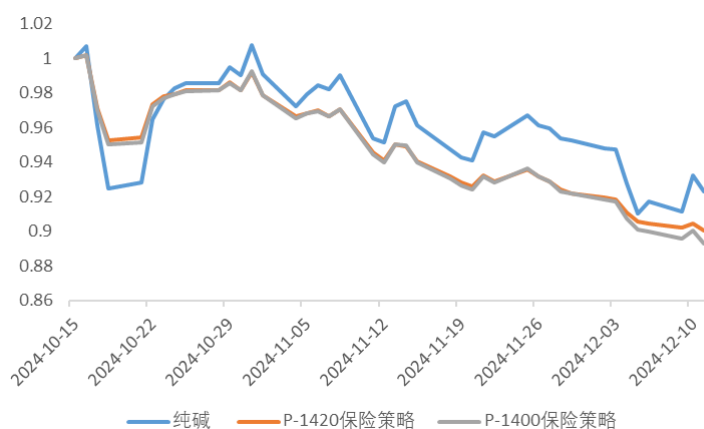
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 10 纯碱小幅下跌情景（2024 年 10 月至 12 月）



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 11 小幅下跌行情中的纯碱期权保险策略净值表现（2024 年 10 月至 12 月）



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

（四）大幅下跌趋势中的保险策略情景

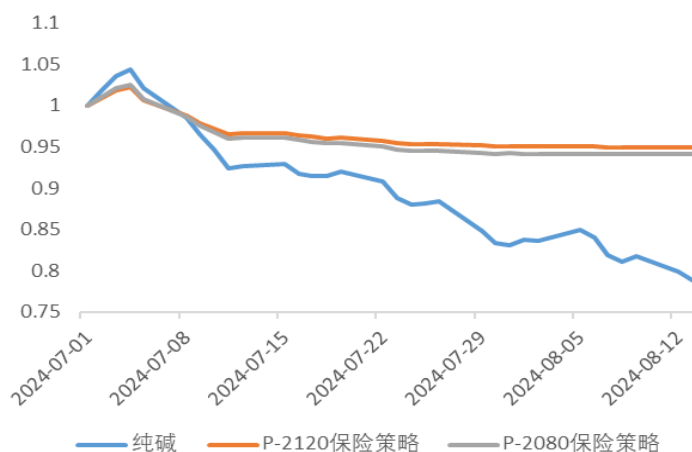
期权保险策略在连续大跌的行情中发挥出强力的对冲效果，结合前文保险策略到期损益图的走势可以看出，大跌行情中，保险策略可以锁定住组合最大损失。以 2024 年 7 月 1 日至 8 月 13 日的行情为例，纯碱 2409 从 2115 元/吨下跌至 1666 元/吨，折算净值为 0.787；采用买入行权价 2120、2080 看跌期权的保险策略折算净值分别为 0.95、0.941，对冲效果强。

图表 12 纯碱大幅下跌情景（2024 年 7 月至 8 月）



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 13 大幅下跌行情中的纯碱期权保险策略净值表现（2024 年 7 月至 8 月）



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

4.期权保险策略与隐含波动率

对于大部分投资者或者企业，保险策略的初衷为对冲大跌行情的风险，但从概率角度来看，大部分行情处于小涨小跌的行情中。频繁的使用保险策略效果不理想，会陷入反复损失权利金的不利境况。在保险策略构建之前，未来行情预判与权利金成本是保险策略的两个比较重要的因素。隐含波动率在期权保险策略中扮演着重要角色，因为它反映了市场对未来价格波动的预期，直接影响期权的权利金成本和策略的有效性。

当隐含波动率上升，市场预期未来价格波动会加大，期权价格上升，这意味着保险策略的成本增加。然而，这也可能意味着市场对风险的定价更高，即波动上升的预期。当隐含波动率下降，市场预期未来价格波动较小，期权价格下降，保险策略的成本降低。如果隐含波动率下降，可能意味着市场对风险的定价下降，后续可能进入震荡局面。

图 15 为不同到期日、不同隐含波动率情况下的美式平值期权价格，以二叉树方式计算，通过百分比方式呈现。比如还有 60 天到期，隐波为 30%的定价为 5.15%，隐波为 20%的定价为 3.46%。保险策略需要避开高隐波溢价风险，即隐波高位建仓，随后隐波回落，相当于在看跌期权高溢价的时候买入，此时保险策略的效果降低，再叠加时间价值衰退的因素，保险策略会遭遇“隐波回落+时间衰退”的双重负面影响。

综合考虑隐含波动率的影响，在构建保险策略时，需要重点关注该期权品种的隐含波动率分布情况，在一定数据样本中，不同分位值的隐含波动率数值分布。例如，当某个期权品种的隐波处于近三年 90%分位的高溢价区域，此时构建保险策略的成本溢价很高，通常适合在买入看跌的同时再增加卖出看涨期权，以领口组合的方式降低权利金成本，因为在高溢价情况下，卖出看涨收取的权利金可以冲抵买入看跌支出的权利金。

图表 14 其它参数不变情况下隐波与保险策略关系

隐含波动率变化	期权价格变化	保险策略成本变化	市场情绪
上升	上涨	成本增加	恐慌或不确定性增加
下降	下跌	成本减少	市场趋于平稳

资料来源：兴证期货研究咨询部

图表 15 平值美式看跌期权定价（期限与隐波）

剩余时间	90 天	60 天	30 天	10 天
IV30%	6.45%	5.15%	3.59%	2.07%
IV28%	5.91%	4.79%	3.35%	1.91%
IV26%	5.53%	4.43%	3.11%	1.78%
IV24%	5.14%	4.09%	2.89%	1.66%
IV22%	4.73%	3.77%	2.66%	1.52%
IV20%	4.31%	3.46%	2.42%	1.38%
IV18%	3.89%	3.13%	2.19%	1.25%
IV16%	3.52%	2.82%	1.97%	1.13%
IV14%	3.11%	2.51%	1.73%	0.97%
IV12%	2.69%	2.17%	1.49%	0.83%
IV10%	2.28%	1.83%	1.25%	0.69%

数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

5.期权保险策略要点总结

期权保险策略是一种常见的风险管理策略，对于持有多头资产或者商品库存的企业，可以通过购买看跌期权来保护资产，为现有的库存或产品提供价格保护。从期权保险策略的到期损益图来看，策略最大损失有限，最大盈利无上限。但在实际操作中，可能会陷入一些误区，包括保险策略的非线性对冲、权利金成本问题、行权价选择、时间价值衰退、市场流动性等因素。

本文展现了在四种不同情景中保险策略的表现：大涨大跌行情中，保险策略整体表现较好，大涨行情中，标的资产的收益远高于看跌权利金的支出，在大跌行情中，保险策略可以锁定最大损失，对冲极端风险。但在小涨小跌行情中，保险策略表现略显鸡肋，特别是在小幅下跌的行情中，如果标的价格未跌破行权价，到期可能出现标的与看跌期权双亏的不利情况。因此，从方向维度来看，小涨小跌的行情出现概率较大，保险策略不适合频繁使用。从波动率维度来看，隐含波动率直接影响期权的权利金成本和策略的有效性。保险策略需要避开期权高溢价情况，在期权隐波比较高的时间窗口，通常适合在买入看跌的同时再增加卖出看涨期权，以领口组合的方式降低权利金成本，通过卖出看涨收取的权利金冲抵买入看跌支出的权利金。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，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，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。