

“末日轮”交易中的买方止盈策略

——以近期多晶硅、PTA 等行情为例

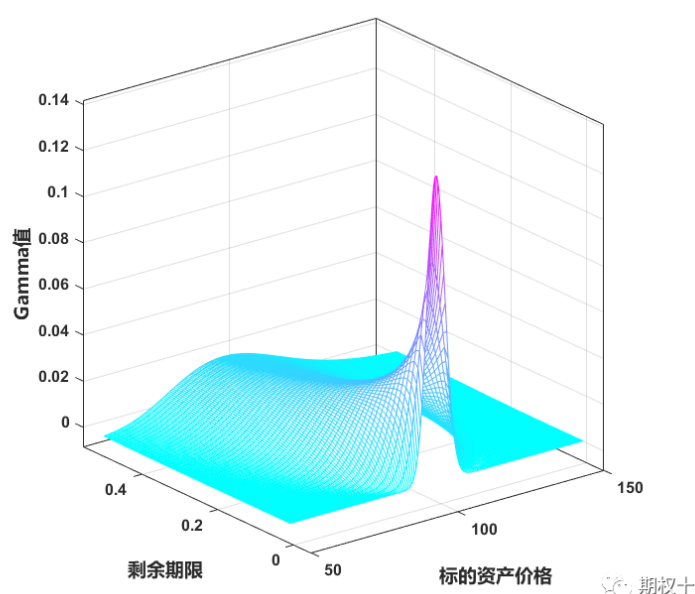
曹柏杨 /F3012907、Z0012931/

上周跌跌不休的多晶硅走出了一波反弹的行情，这两日 PTA 也在原油反弹的过程中创出了清明节以来的新高，而恰好这两个品种的近月期权合约临近到期(PS2506 系列期权 5 月 12 日到期、PTA2506 系列期权 5 月 13 日到期)，不少的投资者也参与到了这两个品种的“末日轮”交易中。本文主要讨论期权买方在“末日轮”交易中的常见止盈操作有哪些。

一、“末日轮”到底在交易什么？

1，什么是“末日轮”？

有些期权在到期日当天动辄价值翻倍或者数倍，被称为期权的“末日轮”行情。“末日轮”行情出现的原因是，相比于股票或者期货而言，期权是一个非线性衍生品，在期权到期的时候，实值期权的买方可以去行使权力，而虚值期权的价值则会归零。因此，在期权到期的时候，平值附近的期权价格会随着标的资产的价格变化产生较大的波动。而之所以会产生这种现象，主要是由于临近到期的期权具有非常大的 Gamma 值，当标的资产价格发生波动时，平值附近的期权巨大的 Gamma 会导致期权价格发生巨大的波动。



基于上述的期权市场表现，众多投资者钟情于“末日轮”交易策略，但很多时候，最后交易日平淡的行情往往使得投资者竹篮打水一场空。

2, 买方视角下的“末日轮”——Long Gamma

正如上文所述,“末日轮”行情下的期权价格波动,重要的推手是期权的 Gamma。从期权买方视角来看,参与“末日轮”交易的本质即是 Long Gamma:使得自己的持仓具有正凸性,在期待的行情到来的一刻享受加速的盈利。而相应的成本,即是期权的 Theta,也就是期权的时间价值。因此,期权买方在“末日轮”行情中的止盈操作,可以考虑将 Gamma 作为持仓调整的一个参考指标。

二、买方盈利的后续操作有什么?

在期权的“末日轮”交易中,由于期权临近到期,期权的时间价值加速衰减(但要说的-一点是,时间价值的加速衰减实际上描述的是平值附近的期权合约,其 Theta 效应显著。但对于深度虚值的期权合约,其时间价值的加速衰减,实际上是发生在到期之前的一段时间,往往临近到期时以及价值归零),此时止盈策略需要兼顾锁定当前收益和保留潜在上行空间,以下是一些可考虑的操作方法:

1, 阶梯式部分止盈(针对深虚值的合约)

- 操作:将持仓分为多个比例(如 50%、30%、20%),在价格达到预设目标时或期权持仓收益达到预设目标后分批平仓。
- 逻辑:锁定部分利润降低风险敞口,同时保留剩余仓位博弈更高收益。

假设投资者于 5 月 8 日 PS2506 合约大跌过程中买入 PS2506C37000 看涨合约博取反弹行情,期权收益达到预设目标后,可平仓 50%,若继续上涨则再平 30%,留 20%押注极端行情。

2, 挪仓止盈(针对浅虚值合约)

- 操作:随着行情的上涨,在虚值合约接近或成为平值合约后,将合约平仓并在更高的期权价格上等量建立新的仓位。
- 逻辑:如上文所言,“末日轮”中买方的本质是 Long Gamma,因此可以将如何使得头寸具有较大凸性作为调仓标准,将变为平值的合约向上挪仓后,若行情进一步上涨,可以使得持仓的 Gamma 进一步走高扩大盈利,若行情下行,相比于原有头寸可减少利润的回吐(凸性的意义:涨多跌少)。

假设投资者于 5 月 8 日 PS2506 合约大跌过程中买入 PS2506C36000 看涨合约博取反弹行情,PS2506 合约价格反弹至 36000 附近可以考虑将期权仓位挪至 PS2506C37000 合约,进一步的,在行情进一步上涨至 37000 时,可将仓位挪至 PS2506C38000 合约上。在这一过程中,持仓的 Gamma 始终保持较高正值,在行情上行中扩大利润,并在行情下行中逐步降低损

失。

3，价差组合对冲

- 操作：随着行情的上涨，在原阶梯式止盈的策略上，将部分仓位止盈平仓的操作转为卖出更高行权价看涨期权的操作。
- 逻辑：通过卖出更高行权价的看涨期权合约，可以降低头寸的 **Delta** 值（但仍为正值），若行情进一步上涨，则保留了利润进一步扩大的机会；同时若行情回落，则卖出的看涨期权又可以抵补部分回吐的利润，尤其若卖出的看涨合约价格高于期初买入的期权成本，则可以一定程度上保留最低收益。

假设投资者持有 PTA2506C4700 看涨合约博取上涨行情，PTA2506 合约价格反弹至 4700 附近可以考虑将期权仓位挪至 PTA4800 合约，进一步的，可以考虑再卖出 PTA2506C4900 合约（将潜在利润空间锁定在 4800 至 4900 之间）。但需要注意的事，是否卖出更高行权价的合约进行对冲，一定程度上取决于投资者短期的观点以及对应的期权合约的权利金水平，若投资者认为行情有较大概率突破 5000，那卖出 Call@4900 则是牺牲了潜在的收益，但由于 Call@5000 权利金水平极低，则挪仓即可，卖出看涨对冲可在行情进一步上涨后考虑实施。

同时需要说明的一点是，卖出期权构建价差组合后，若行情回落投资者止盈离场，此时卖出的看涨期权或许权利金已经接近归零。这种情况下，部分朋友可能会保留该仓位至到期，但建议大家仓位同步离场，规避“大头针”风险。

三、总结

上述操作仅是为大家提供一些可行的操作思路，在实际的操作中，行情的变动往往是快速的，所以有些时候少看两眼行情，自己的持仓没来得及止盈反而盈利扩大了，但有些时候也会错失止盈的好窗口。因此，在较大的行情波动之下，做市商等群体的报价都将趋于谨慎（短时间内不报价或者提供较宽的卖价盘口），投资者在做止盈等操作时，可以根据当前的波动率水平以及预期的标的行情走势，预估持仓的期权合约、挪仓的期权合约或者对冲的期权合约的估计价格，并基于自己的收益预期等进行适当调整后挂出限价单。这样可以尽可能在行情快速变动中完成止盈或挪仓的操作，往往还可以在市场情绪过度的情况下获得流动性溢价的收益。同时，上述的止盈操作也是可以相互组合的，比如看涨期权在挪仓后也可以考虑进一步卖出更高行权价的看涨进行对冲，在行情上冲乏力逐步回落的过程中分批止盈平仓等。

从某种角度来讲，“末日轮”的交易更多是一种短线的投机交易，基本面等信息往往很难给出行情涨跌点位的准确指引，尤其在期权端，大波动下合约的涨跌可能更多是来自于

“上头的买方”和“没钱的卖方”，在 Gamma 的反馈之下推动行情一步步演绎。因此，买方头寸的止盈往往是具有较强的路径依赖特征，短时间内价格的无序变动很难说哪种止盈策略是最优的。所以换个角度来看，只要是盈利的单子，如何处理或许都是好的，或许难就难在如何盈利。但话说回来，“末日轮”行情的参与中，不考虑止盈的话很多时候可能结果真的是竹篮打水一场空的。

最后，祝大家交易顺利！