

股票期权客户开发之实战篇

上海证券交易所

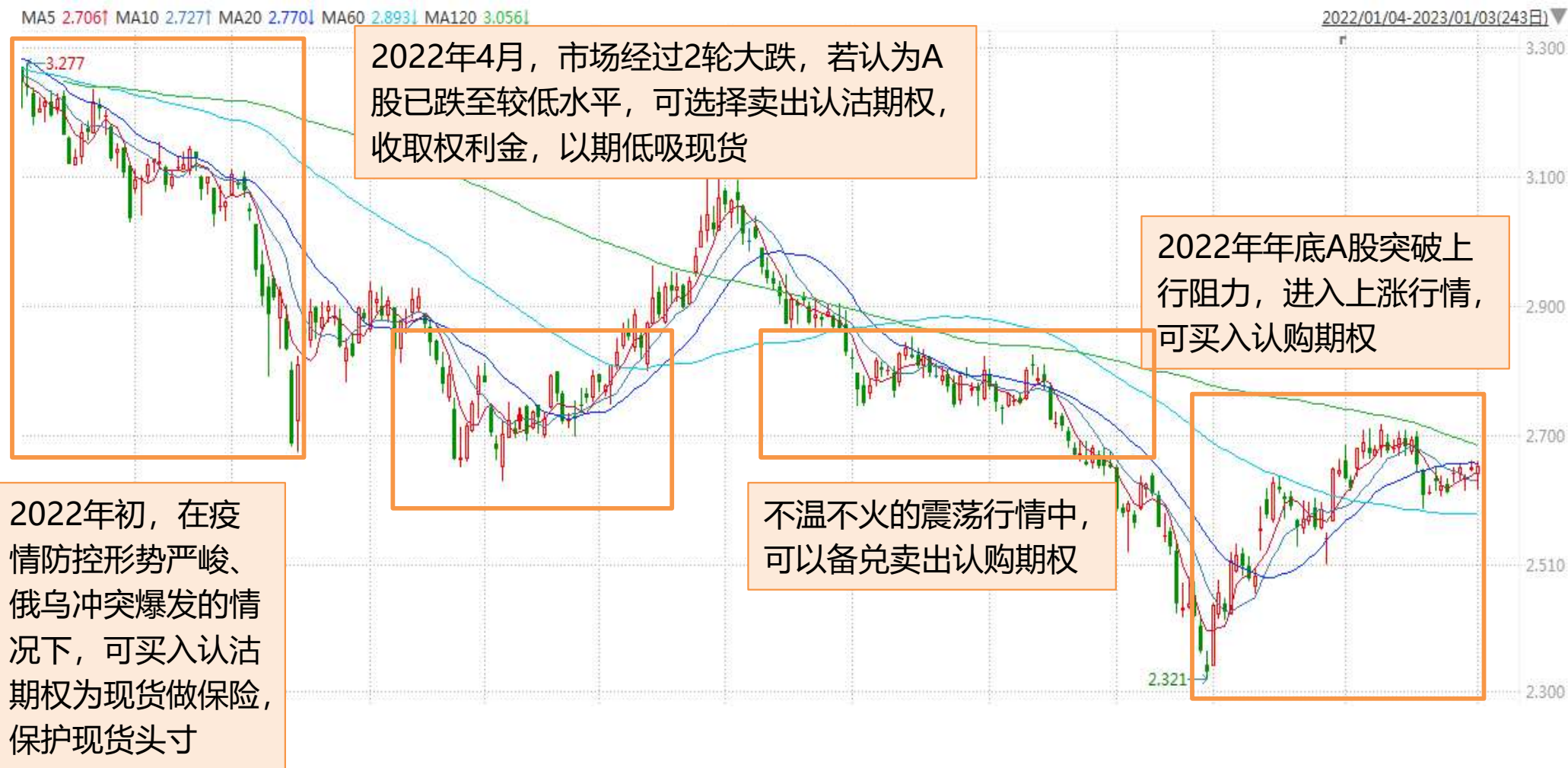
目录

■ 期权交易案例解析

第六讲

2022年行情复盘

2022年行情回顾



保险策略实例

2022年2月24日俄乌冲突爆发，投资者担心后期冲突加剧、疫情防控压力加剧。此时，50ETF沽3月2900的隐含波动率为19.5%左右。

于是投资者提前以资产净值的1.0%，买1个月后到期的轻度虚值期权以对现货进行对冲。



保险策略实例

保险前

以50ETF为例，投资者A持有50万份50ETF，2月24日俄乌冲突爆发，50ETF收盘价为3.043元，50ETF沽3月2900的报价为0.0160元。假设当天投资者A担心冲突加剧等不安定因素会影响现货价格，买入100张50ETF沽3月2900作保险，成本为：

$$0.0160 \times 10000 \times 100 = 16000 \text{元}$$

$$\text{占资产净值: } 16000 / (3.043 \times 500000) = 1\%$$

保险后

至3月15日，冲突持续升级、疫情防控压力加剧，50ETF跌至2.687元，该投资者现货端损失为：

$$(3.043 - 2.687) \times 10000 \times 50 = 178000 \text{元}$$

与此同时，认沽期权大涨，3月15日收盘价为0.2436元，认沽期权端收益为：

$$(0.2436 - 0.0160) \times 10000 \times 100 = 227600 \text{元}$$

由于标的大幅下挫，波动率攀升，保险策略效果明显，完全覆盖现货损失。

卖出认沽实例

2022年4月29日，市场经过2轮大跌后出现连续三日大涨，投资者认为市场已经开始筑底，50ETF已经具备配置价值，如果现货价格低于2.7元便可买入。

于是投资者当日尾盘采取卖出认沽的策略，卖出50ETF沽5月2700，即卖出5月到期的行权价为2.7元的期权。



卖出认沽实例

5月

投资者4月29日卖出100张行权价为2.7的认沽期权，期权收入30500元。5月期权于5月25日到期，当日50ETF收盘2.725元，认沽期权不会被行权，故期权权利金全部被投资者收入囊中。投资者认为未来一个月下跌概率较小，于是继续卖出6月行权价为2.7元的认沽期权，即卖出100张50ETF沽6月2700，权利金收入47100元。

6月

6月期权到期日为6月22日，当日50ETF收盘价格为2.898，期权依旧不会被行权。通过两个月的卖出认沽，投资者实现收入77600元。如果在卖出认沽期间，现货价格下跌低于行权价，投资者则可通过行权实现低吸。

卖出认沽适用于小幅上涨的震荡市，即可增加收益，也可降低买入成本，但一定要注意**卖出认沽的风险**

备兑开仓实例

■ 2022年8月初，市场经过一个月的阴跌进入横盘整理阶段，某投资者持有10万份**50ETF (510050)**，看未来一段时间不温不火，打算备兑卖出认购期权增强收益。8月3日始，投资者卖出虚一档认购期权，并在下月期权到期时展仓，继续卖出虚一档认购期权。如果该策略执行至9月28日，对比现货收益为-3.6%（2.750至2.651），备兑开仓策略可增强收益至0.8%。

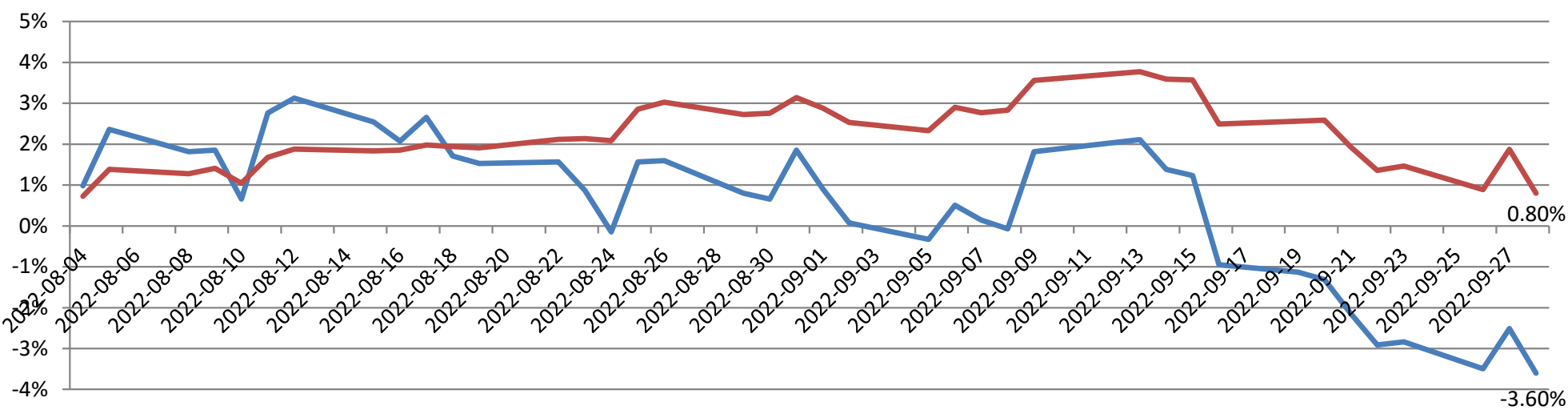


备注：上证50ETF产品为华夏上证50ETF(510050)，数据来源Wind，时间区间为：2022.7-2022.9

备兑开仓实例

■ 投资者在2022年8月3日至9月28日期间进行**备兑开仓**的策略操作，以收盘价**卖出当月平值认购期权**，则到9月28日，备兑开仓期间收益率将会扭亏为盈至**0.8%**。

日期	50ETF收盘价	期权简称	期权代码	行权日期	行权价	行权目标的价格	权利金收入
8/3	2.750	50ETF购8月2750	10004342	8/24	2.75 (平值)	2.746	0.0614
8/24	2.746	50ETF购9月2750	10004081	9/28	2.75 (平值)	2.651	0.0596



备注：上表为根据2022年真实期权合约情况的模拟，数据来源：Wind

— ETF收益率

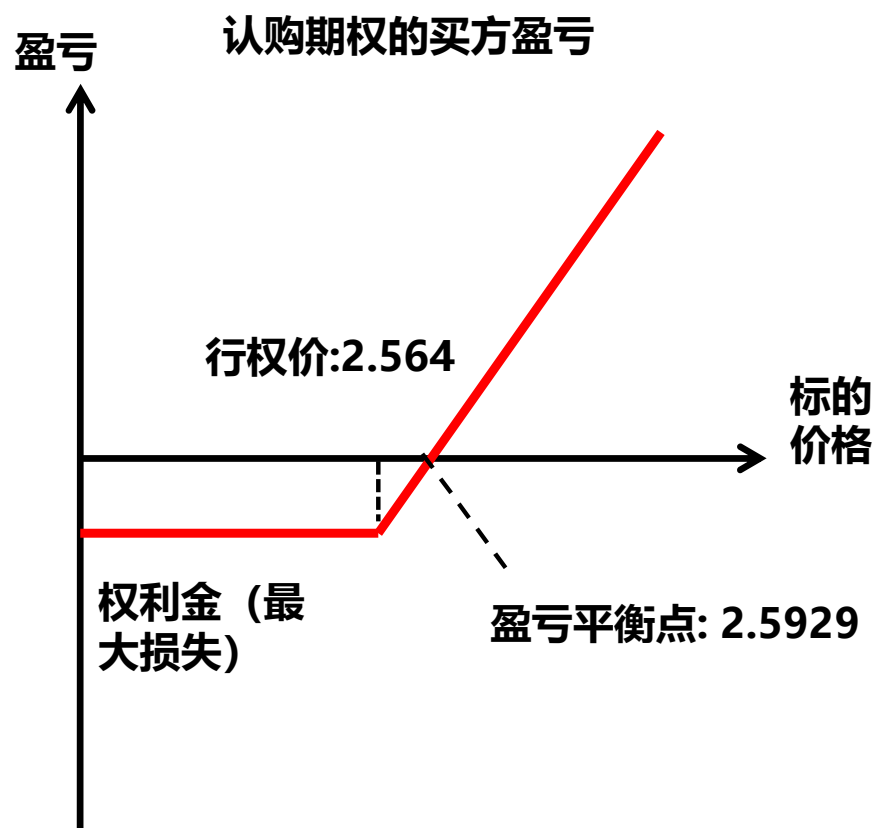
— 备兑开仓收益率

买入认购实例

经过1个半月的持续下跌，11月1日，50ETF拉出大阳线，收于2.436元，投资者认为行情即将反转，强烈看好大盘会继续上涨，于是选择买入认购期权。



买入认购实例



➤ 投资者于11月1日尾盘买入100张50ETF购12月2564A，价值28900元。经过一段时间的加速上涨，投资者出于安全考虑，决定在11月29日50ETF大幅上涨至2.648元当日平仓，尾盘平仓价格为99900元，获利达71000元。

交易案例解析五

除了标的上涨和下跌带来的价格影响（Delta），期权还有重要的价格影响因素——时间价值，
时间价值不仅关乎时间的流逝，更关乎波动率的变化（隐含波动率/已实现波动率）



怎么办! ?

在持续震荡的环境中，期权买方面临最大的敌人——时间，随着时间的流逝，隐含波动率的下降，期权买方面临“涨也亏钱，跌也亏钱，不涨不跌还是亏钱”

交易案例解析五——波动率交易

		300ETF购3月5000		300ETF沽3月5000	510300
日期	收盘价	期权隐含波动率	收盘价	期权隐含波动率	收盘价
2021-03-05	0.2933	21.91%	0.0340	26.39%	5.266
2021-03-08	0.1510	23.56%	0.0852	28.58%	5.080
2021-03-09	0.0953	24.68%	0.1200	26.92%	4.979
2021-03-10	0.0934	22.42%	0.1015	25.81%	5.000
2021-03-11	0.1574	18.00%	0.0393	23.05%	5.129
2021-03-12	0.1550	13.21%	0.0310	22.28%	5.142
2021-03-15	0.0866	18.77%	0.0522	21.72%	5.040
2021-03-16	0.0987	16.47%	0.0366	21.56%	5.073
2021-03-17	0.1088	14.09%	0.0299	22.93%	5.096
2021-03-18	0.1400	11.62%	0.0123	20.15%	5.136
2021-03-19	0.0447	17.61%	0.0426	16.48%	4.997
2021-03-22	0.0568	9.08%	0.0165	20.85%	5.054

降波

买方苦苦支撑



2021年3月，300ETF（510300）进入了震荡整理行情，由于隐含波动率的下降（Vega），加之时间的流逝（Theta），虽然标的较前一日微涨，平值认购期权的价格却下降了

交易案例解析五——波动率交易

■ 跨式（勒式）策略分为买入跨式（勒式）；卖出跨式（勒式）

买入跨式
(勒式)



大幅震荡的后市
(看多波动率)

卖出跨式
(勒式)



小幅盘整的后市
(看空波动率)

□ 若行权价相同，则为**跨式**；
若行权价不同，则为**勒式**

□ 卖出勒式策略，是指卖出**相同数量、低行权价的认沽期权**，
同时卖出**高行权价的认购期权**



大幅震荡买跨式，小幅盘整卖跨式

交易案例解析五——卖出勒式实例



2021年8月23日，沪深300ETF

(510300) 当日收盘价为4.905元/份。

考虑到复苏行情基本结束以及A股市场刚经历了回调，投资者预计8-9月的300ETF现货持续小幅震荡，于是决定通过卖出300ETF沽9月4800和300ETF购9月5000来构建卖出勒式策略（双卖策略）。

策略实施	保证金支出情况
卖出勒式且不提交组合策略保证金	认购保证金+认沽保证金
卖出勒式且提交组合策略保证金	$\text{MAX}(\text{认购期权开仓保证金}, \text{认沽期权开仓保证金}) + \text{保证金较低方合约的前结算价} \times \text{合约单位}$

交易案例解析五——波动率交易

构建过程：

一、投资者在盘中（9:30-11:30、13:00-15:00）卖出等量的平值认购和平值认沽

<input checked="" type="checkbox"/>	名称	备兑	类别	条件	FOK	价格	数量	买/卖	隐波%	买一里	卖一里	Delta
<input checked="" type="checkbox"/>	沪深300...11月 5.000		认购	对手价		0.0358	1	买 卖	16.20	12	3	-0.4381
<input checked="" type="checkbox"/>	沪深300...11月 5.000		认沽	对手价		0.0587	1	买 卖	17.71	47	54	0.5559

二、头寸建立后，投资者在盘中或盘后（9:30-11:30、13:00-15:15）构建组合策略指令，组合申报完成，系统确认后，保证金会实时返还投资者账户

<input checked="" type="checkbox"/>	名称	备兑	类别	条件	FOK	价格	数量	买/卖	隐波%	买一里	卖一里	Delta
<input checked="" type="checkbox"/>	沪深300...11月 5.000		认购	对手价						128	6	-0.4341
<input checked="" type="checkbox"/>	沪深300...11月 5.000		认沽	对手价						47	1	0.5552
<input checked="" type="checkbox"/>	沪深300...11月 5.000		认沽	对手价						47	1	0.5552
<input checked="" type="checkbox"/>	沪深300...11月 5.000		认购	对手价						128	6	-0.4341

组合申报

市场 上证

策略 跨式空头策略

合约一 300ETF购11月5000 卖认购

合约二 300ETF沽11月5000 卖认沽

组合数量 1 ≤ 1

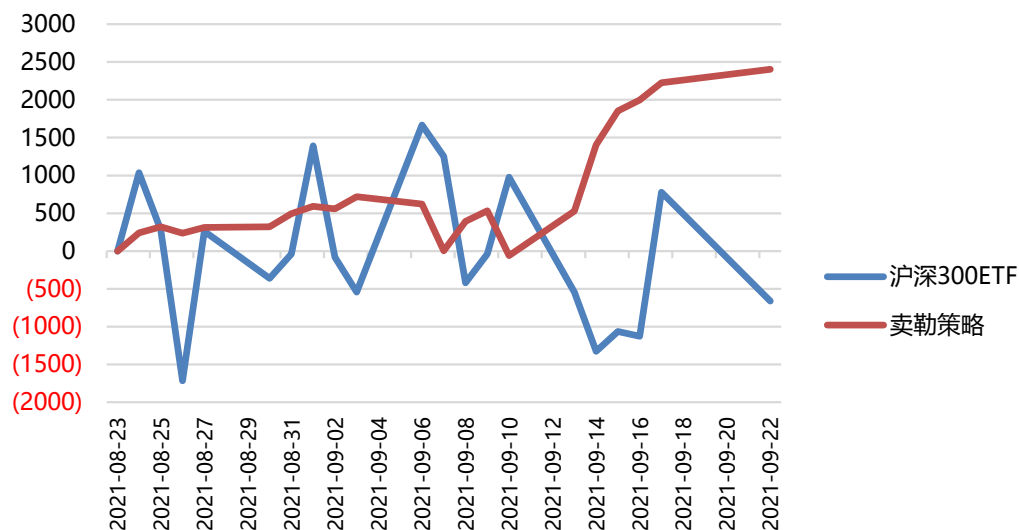
申报 清空合约

清空 加入标的 保存策略 组合申报 勾选全平 自动净仓

持仓 资金 成交 委托 可撤委托 共4笔 全选 重置 刷新 输出 038980 测试1901

交易案例解析五——卖出勒式实例

沪深300ETF和卖勒策略损益图



数据来源: wind

回测区间: 2021.8.23-2021.9.22

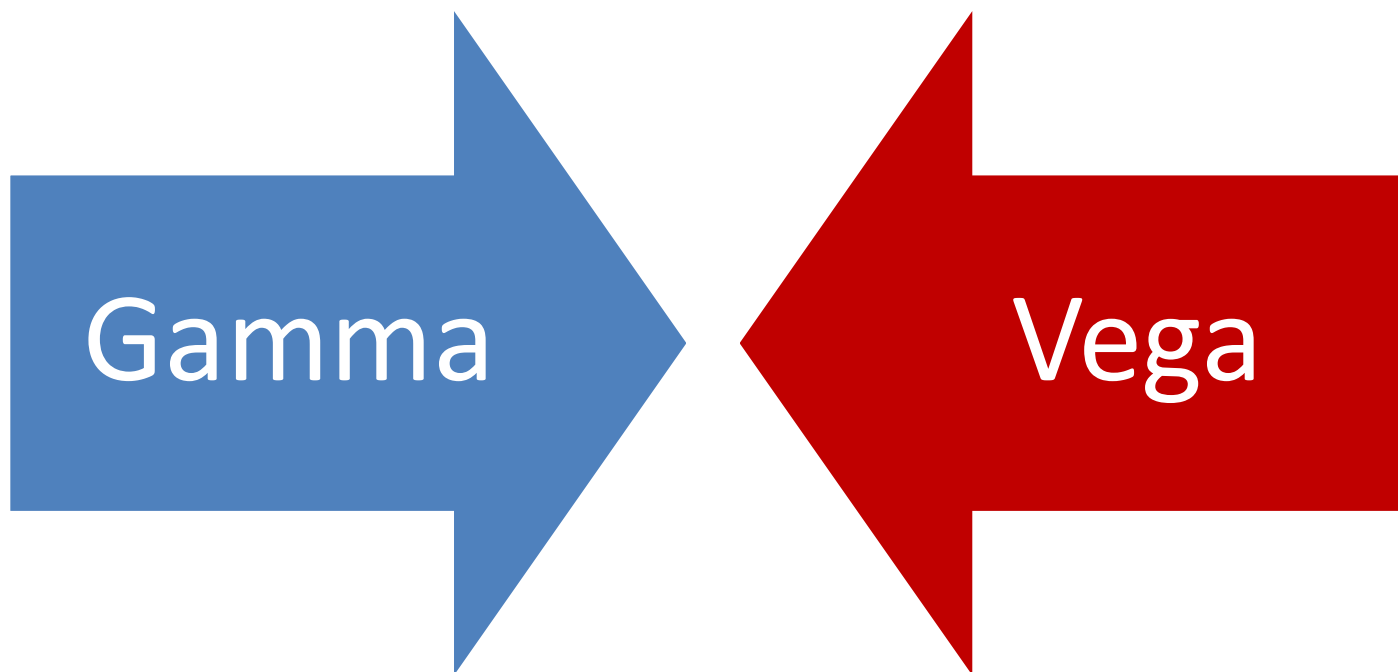
8月23日, 投资者选择卖出300ETF沽9月4800和300ETF购9月5000合约各两张, 获得权利金**2410**元。9月22日, 沪深300ETF收盘价为4.895元, 两份合约都未被行权, 投资者将权利金全部收入囊中。

若在此期间仅持有沪深300ETF, 现货价格经历盘整并小幅下挫, 投资者面临一定亏损。

小贴士:

- 1、作为期权的卖方, 在**隐含波动率被高估时**卖出合约更有优势;
- 2、临近到期的平值期权Gamma效应很大, 卖出跨式策略要**小心“大头针风险”**, 出现止盈情形时要**及时平仓止盈**;
- 3、即使申报了组合策略, “双卖”需要时刻关注保证金水平, **防范“爆仓”**;
- 4、卖出跨式、卖出勒式提交组合策略, 于其成分合约到期日**日终自动解除**。
- 5、目前单边平仓功能没有上线, 需要先解除组合策略再对合约进行平仓操作。

交易案例解析六——Gamma vs Vega



都说期权可以做多（空）波动率

有没有人告诉你

到底是做多（空）实际波动率，还是做多（空）隐含波动率

交易案例解析六——Gamma vs Vega

Gamma:

衡量Delta变化引起期权价格的变化
——衡量短期内标的价格的改变

Gamma:

标的价格的位移



Vega:

衡量波动率变化引起的期权价格的变化
——衡量市场情绪对短期内标的价格
改变的大小预期

Vega:

标的价格位移带来的路程

交易案例解析六——Gamma vs Vega

一个典型反例：做跨式为什么没赚钱

美国市场



美国大选期间，美股持续攀升。11月2日收盘至5日收盘，标普500指数上涨6.05%。某投资者通过跨式策略做多股价波动，在11月2日收盘时买入330认购期权和330认沽期权，策略损益如下：

标普500期权买入跨式策略收益

1张认购+ 1张认沽	11月330C	11月330P	合计
11月2日	10.9	10.9	21.8
11月5日	23.18	1.99	25.17
期间收益率	112.7%	-81.7%	15.5%

交易案例解析六——Gamma vs Vega

一个典型反例：做跨式为什么没赚钱



美国大选期间，A股小幅上涨。11月3日收盘至6日收盘，50ETF上涨1.58%。某投资者通过跨式策略做多股价波动，在11月3日收盘时买入3400认购期权和3400认沽期权，策略损益如下：

上证50ETF期权买入跨式策略收益

1张认购+ 1张认沽	50ETF购 11月3400	50ETF沽 11月3400	合计
11月3日	0.0545	0.0973	0.1518
11月6日	0.0638	0.0550	0.1188
期间收益率	17.1%	-43.5%	-21.7%



请思考：为什么两个不同的标的做跨式策略会有不同的效果？

免责声明

本资料介绍期权知识及策略应用，仅为投资者教育之目的，不构成对投资者的任何投资建议。投资者不当以该等信息取代其独立判断或仅依据该等信息做出投资决策。对于投资者依据本资料进行投资所造成的一切损失，上海证券交易所不承担任何责任。

谢 谢!