

上交所期权策略顾问培训

上海证券交易所

第二讲

单腿期权策略

本节内容参见《3小时快学期权》

独剑式、长剑式、短剑式

- 单只期权投资策略
- 买入开仓交易
- 巧用认购期权
- 90/10策略
- 卖出开仓交易
- 保证金制度与强行平仓制度

■ 单只期权投资策略

■ 买入开仓交易

■ 巧用认购期权

■ 90/10策略

■ 卖出开仓交易

■ 保证金制度与强行平仓制度

买认购，盼股涨，下跌可能全亏光。

卖认购，怕股涨，风险无限细思量。

买认沽，盼股跌，上涨或许皆湮灭。

卖认沽，怕股跌，损失巨大空悲切。

什么是单腿策略？

➤ 只买入或卖出认购或是认沽的期权策略

- 分为以下四种情况：

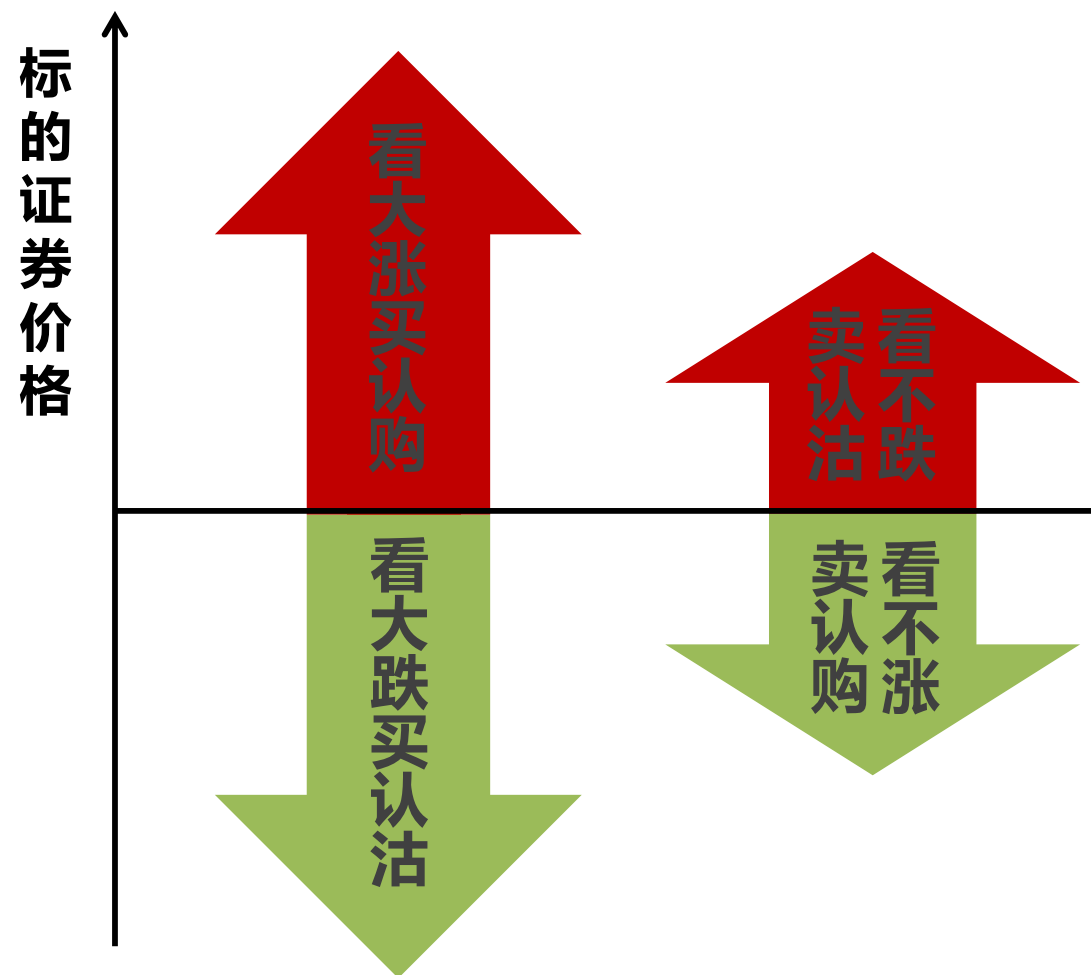
	买入开仓	卖出开仓
认购期权	买入认购	卖出认购
认沽期权	买入认沽	卖出认沽

期权投资四部曲



期权投资四部曲：判断趋势、确定策略

➤ 根据对趋势的判断与预期，确定单腿期权策略



看大涨买认购

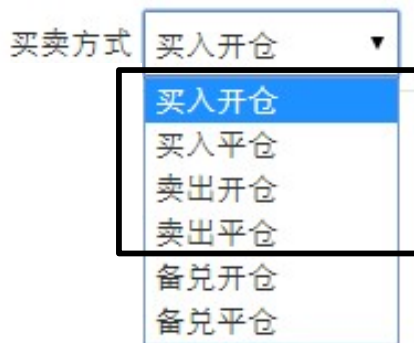
看大跌买认沽

看不涨卖认购

看不跌卖认沽

期权投资四部曲：开仓

客户端中
交易指令：



开仓



平仓



指**买入**期权合约
新建头寸，
成为期权买方

买入开仓



卖出平仓

了结买入头寸，
卖出平仓



指**卖出**期权合约
新建头寸，
成为期权卖方

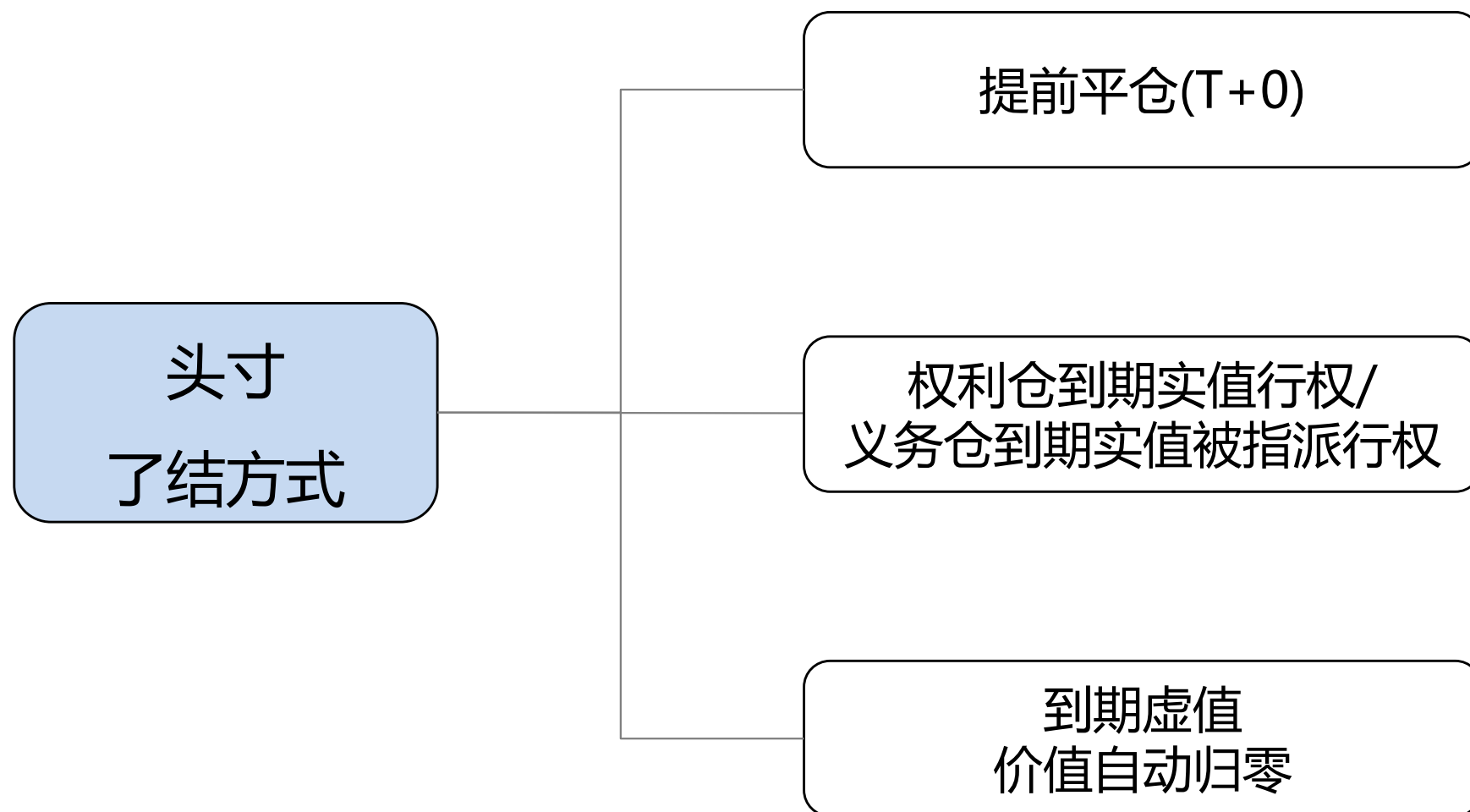
卖出开仓



买入平仓

了结卖出头寸，
买入平仓

期权投资四部曲：了结头寸



- 单只期权投资策略
- 买入开仓交易
 - 买入开仓的概念与使用场景
- 巧用认购期权
- 90/10策略
- 卖出开仓交易
- 保证金制度与强行平仓制度

买期权，易亏光，谨慎投资勿全上。
平价处，波动狂，股价跳动莫硬扛。
止盈止损都需要，贪婪犹豫徒悲伤。

买入开仓概念

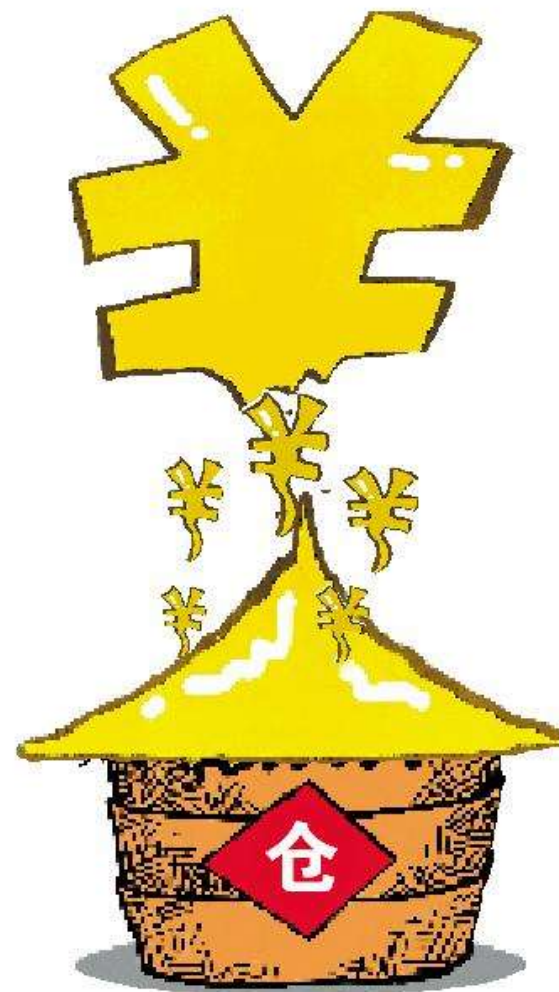
➤ 买入开仓：即买入期权合约新建立头寸

- 买入认购：

投资者先支付权利金，获得未来以约定价格（行权价）买入一定数量标的资产的权利。

- 买入认沽：

投资者先支付权利金，获得未来以约定价格（行权价）卖出一定数量标的资产的权利。



杠杆工具

- ✓ **花小钱办大事**：在对市场的未来方向有明确预期时，借助期权与生俱来的杠杆性实现成倍收益
 - 2012年，索罗斯认为安倍激进的货币政策会使日元进入大跌态势，利用外汇期权沽空日元，以3000万美元获得10亿美元的利润
 - 巴菲特在金融危机期间获得高盛行权价为115美元的认购期权，危机过后净赚40亿美元



如何选择买入开仓



买入认购期权

Vs.

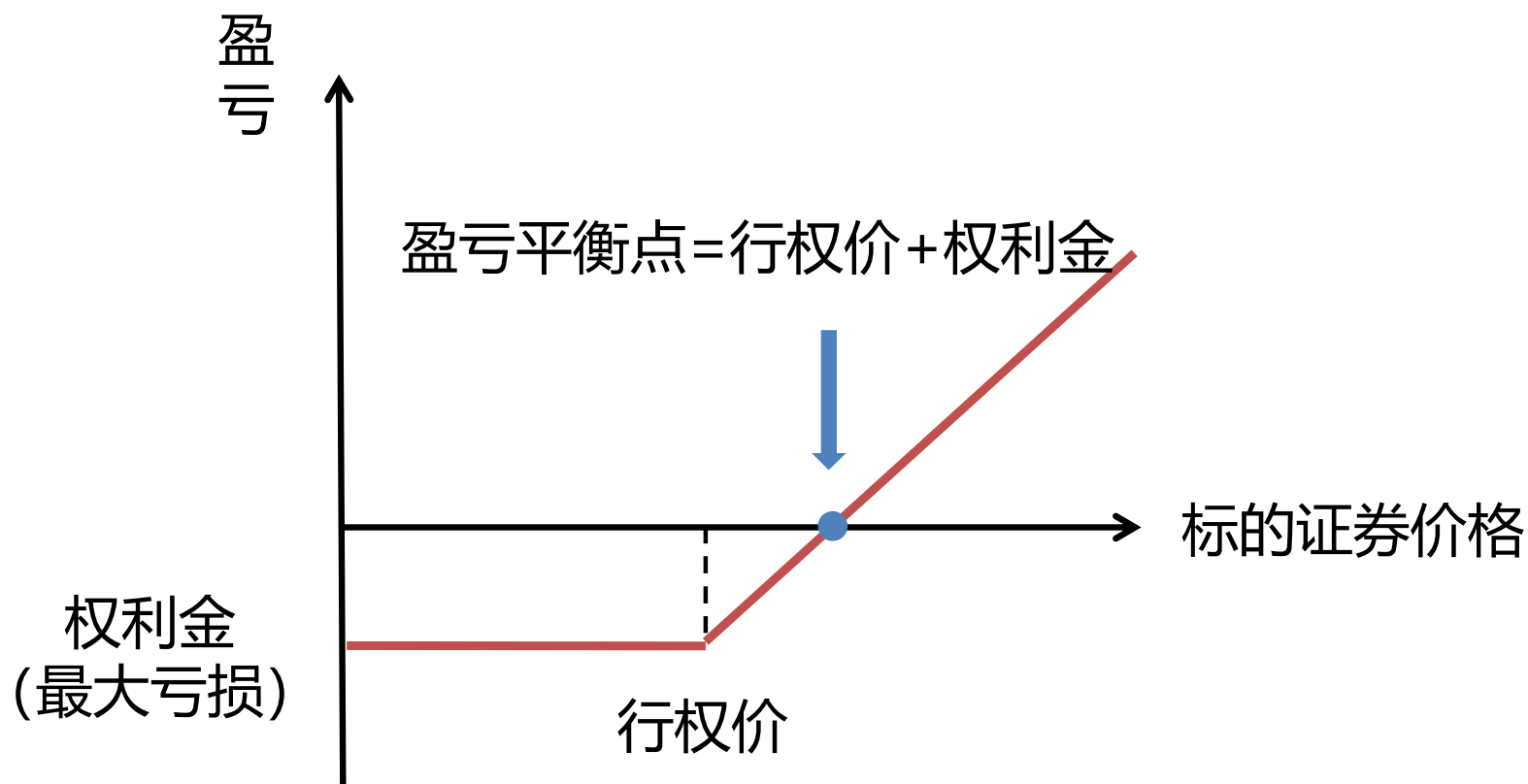


买入认沽期权

- 单只期权投资策略
- 买入开仓交易
 - 买入开仓到期盈亏分析
- 巧用认购期权
- 90/10策略
- 卖出开仓交易
- 保证金制度与强行平仓制度

买入认购期权到期盈亏分析

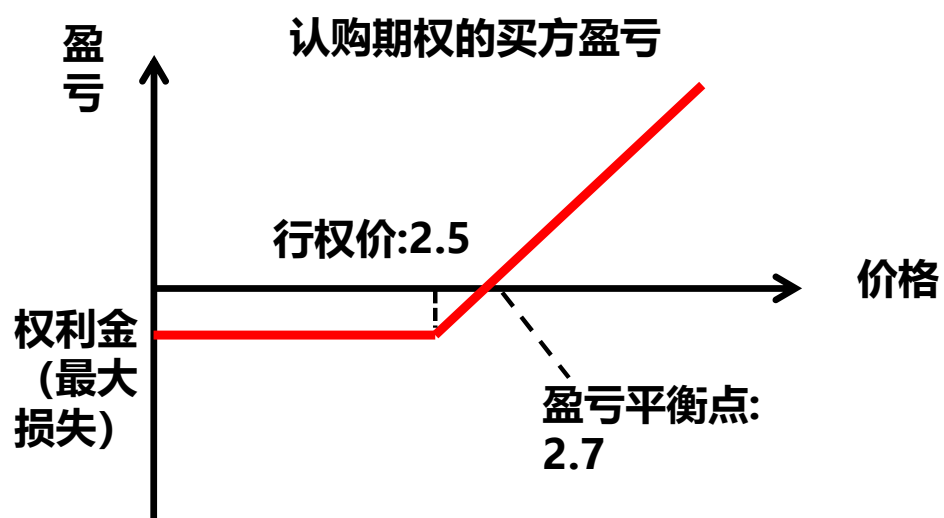
(一) 买入认购期权：强烈看多后市，获取上行收益



买入认购期权到期盈亏分析

➤ 某投资者买入了一张50ETF的近月认购期权，行权价为2.5元，权利金为0.2元/份。

➤ (图表中表示每份盈亏，单位：元)



到期时股价	行权盈亏	到期总盈亏
2.45	0	-0.2
2.5	0	-0.2
2.55	0.05	-0.15
2.6	0.1	-0.1
2.65	0.15	-0.05
2.7	$2.7 - 2.5 = 0.2$	$0.2 - 0.2 = 0$
2.75	0.25	0.05
2.8	0.3	0.1
2.85	0.35	0.15

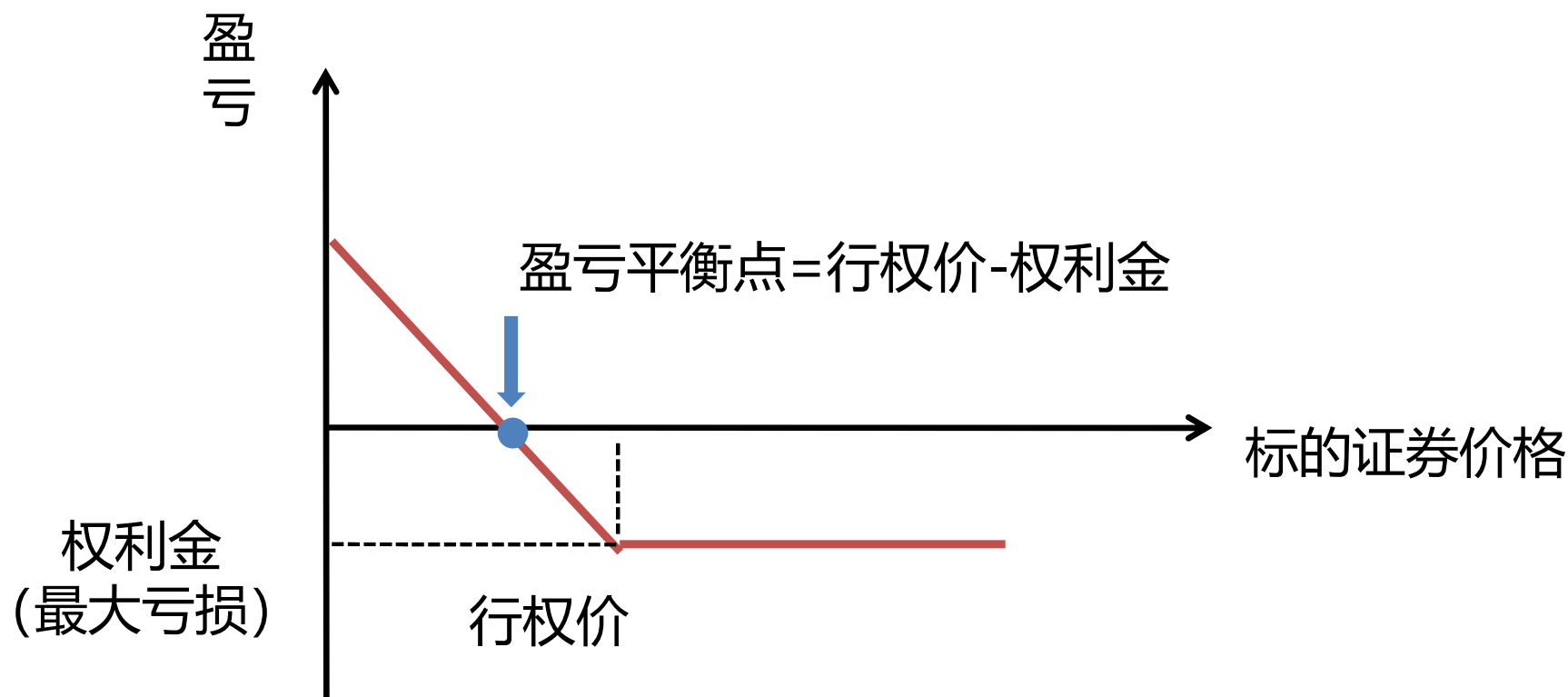
一张图看懂认购期权

(一) 买入认购期权

交易权限	市场预期	策略组成	潜在最大亏损	潜在最大收益
 二级投资者	 大涨	 买入认购期权	 亏损有限，最大 损失为权利金	 理论上为无限

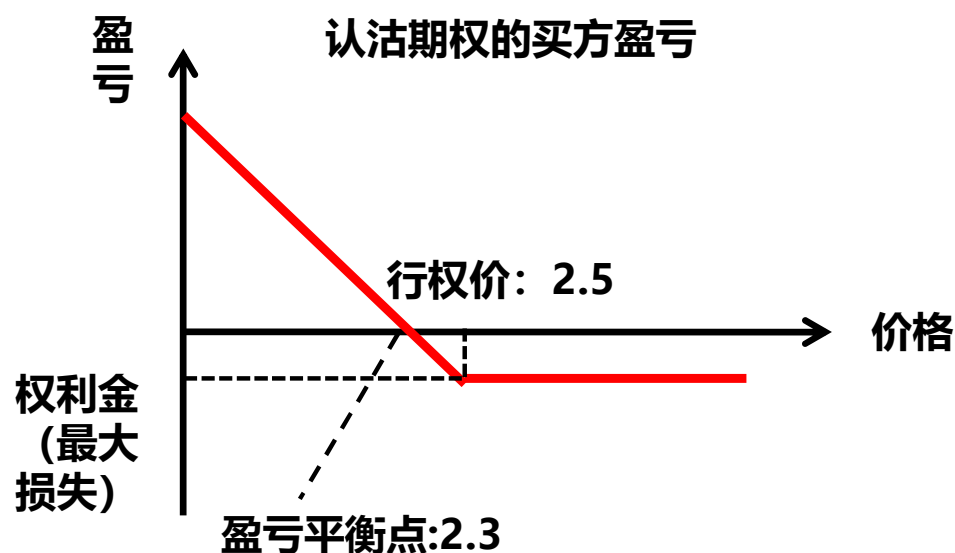
买入认沽期权到期盈亏分析

(二) 买入认沽期权：强烈看空后市，降低下行风险



买入认沽期权到期盈亏分析



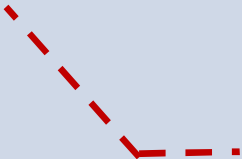


➤ 某投资者买入了一张50ETF的近月认沽期权，行权价为2.5元，权利金为0.2元/份。（图表中均为每份盈亏，单位：元）



到期时股价	行权盈亏	到期总盈亏
2.0	0.5	0.3
2.1	0.4	0.2
2.2	0.3	0.1
2.3	$2.5 - 2.3 = 0.2$	$0.2 - 0.2 = 0$
2.4	0.1	-0.1
2.5	0	-0.2
2.6	0	-0.2
2.7	0	-0.2
2.8	0	-0.2

一张图看懂认沽期权

(二) 买入认沽期权

交易权限	市场预期	策略组成	潜在最大亏损	潜在最大收益
 二级投资者	 大跌	 买入认沽期权	 亏损有限,最大 损失为权利金	 最大利润=行 权价-权利金

- 单只期权投资策略
- 买入开仓交易
 - 买入开仓到期前平仓的盈亏分析
- 巧用认购期权
- 90/10策略
- 卖出开仓交易
- 保证金制度与强行平仓制度

买方合约到期前平仓的盈亏分析

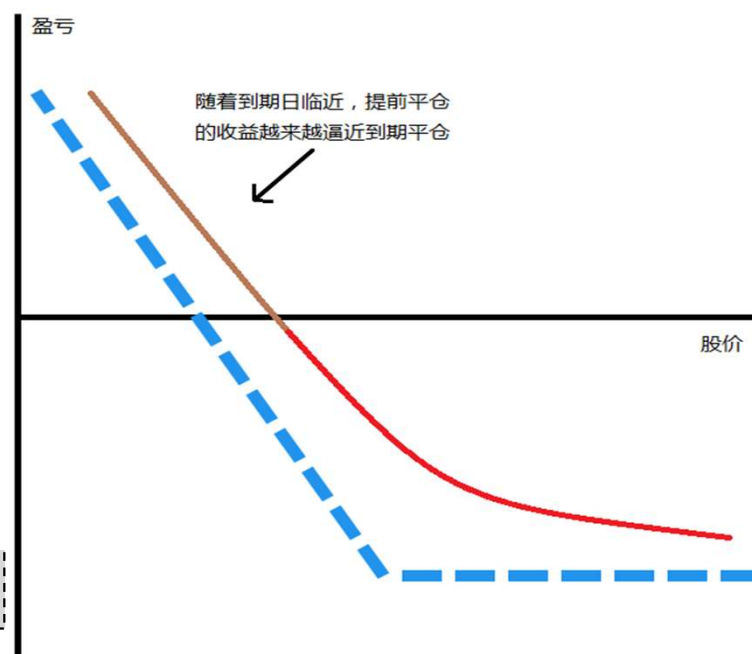
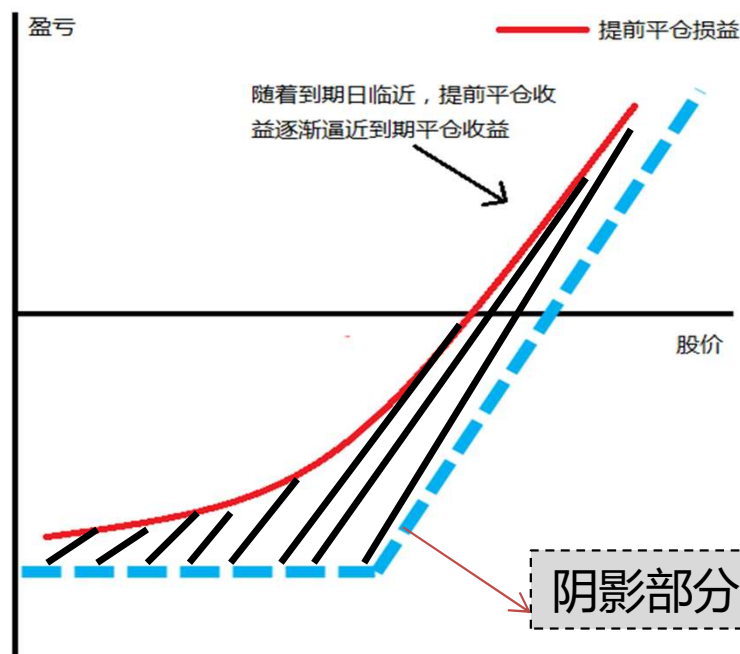


我要提前平仓!

- ◆ 以上所示都是期权到期日当天的盈亏图。
如果投资者提前平仓，投资盈亏可就不一样咯!

认购期权多头

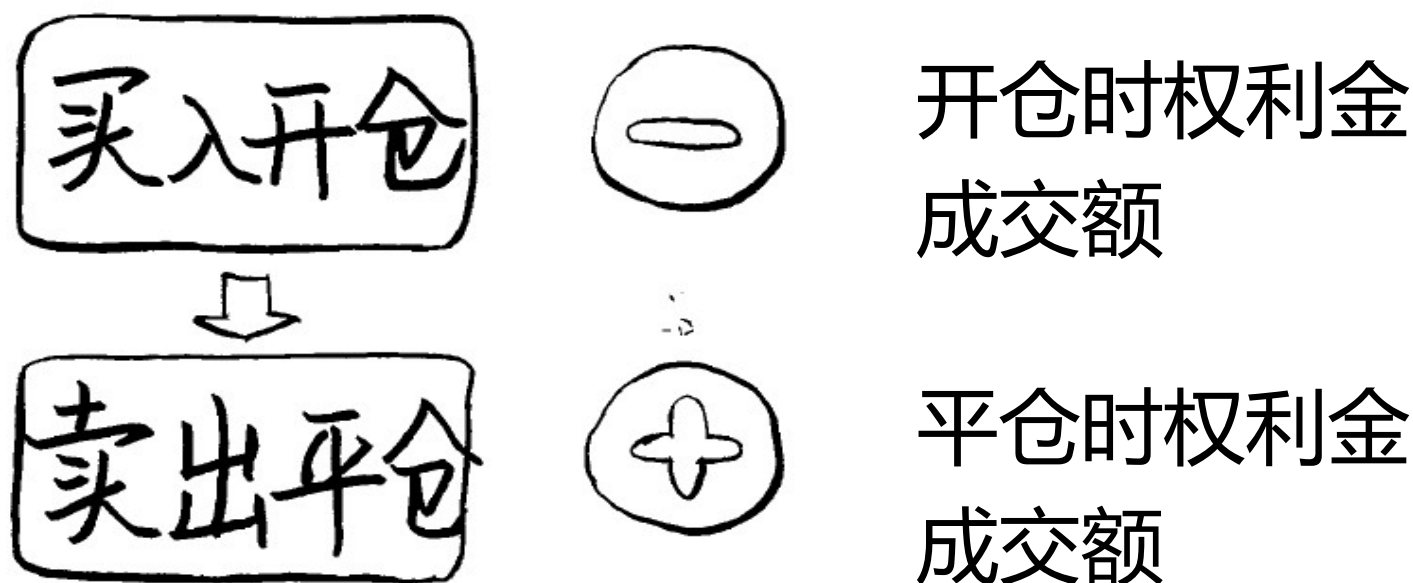
认沽期权多头



时间价值!

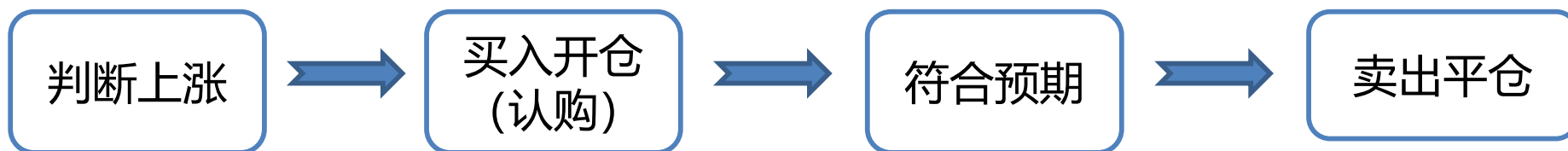
买方合约到期前平仓的盈亏计算

买方盈亏 = 平仓时权利金成交额 - 开仓时权利金成交额



买方合约到期前平仓的盈亏示例

- ◆ **例：**某日，投资者王女士强烈看好大盘，于是选择买入认购期权。当日分别以0.1582元的价格买入开仓了10张实值认购合约“50ETF购4月2250”，总支出共计15820元。一周后，大盘果然大幅上涨，王女士再分别以0.3158元的价格分批卖出平仓了10张该合约，收益共计15760元，收益率达到99.62%



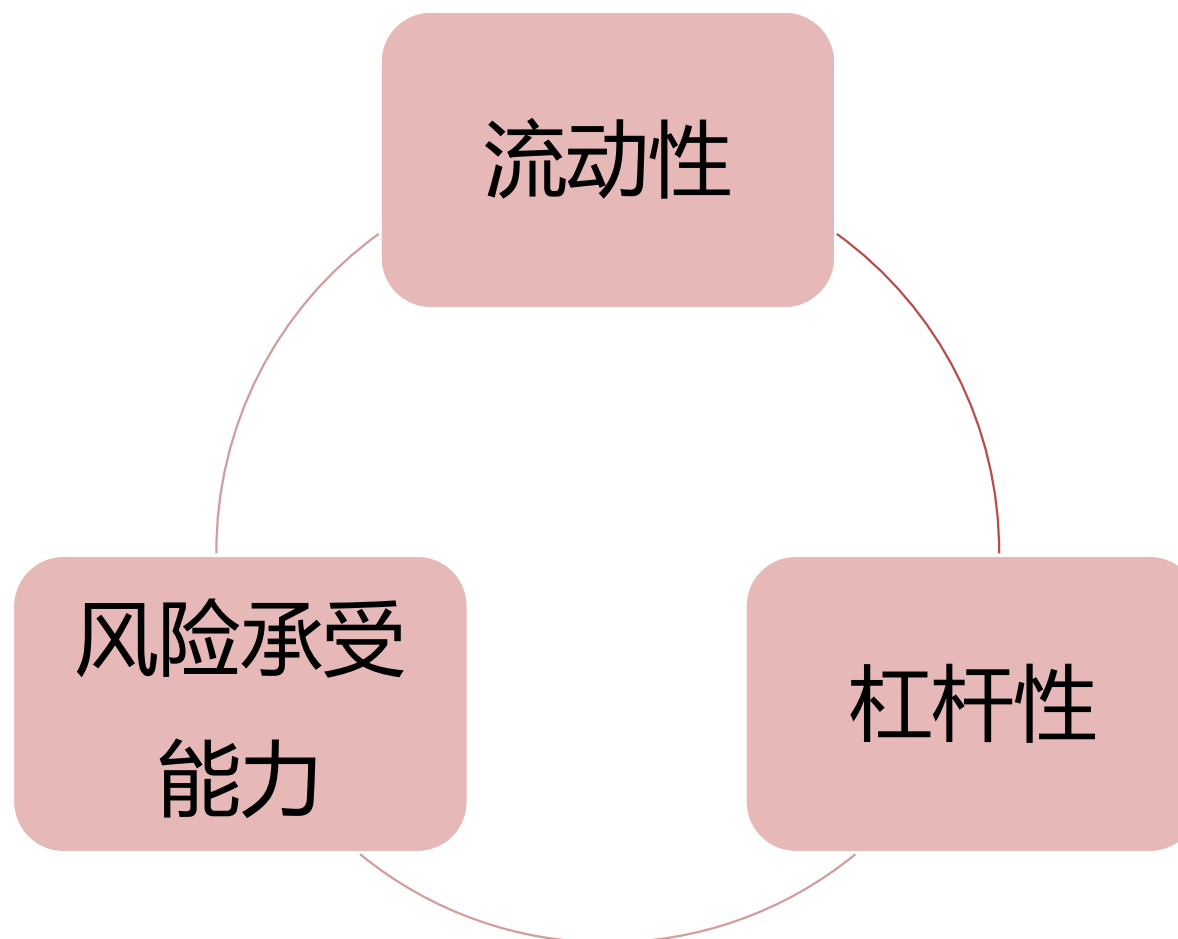
盈利 = (卖出平仓价格 - 买入开仓价格) × 合约张数 × 合约单位

$$15760 = (0.3158 - 0.1582) \times 10 \times 10000$$

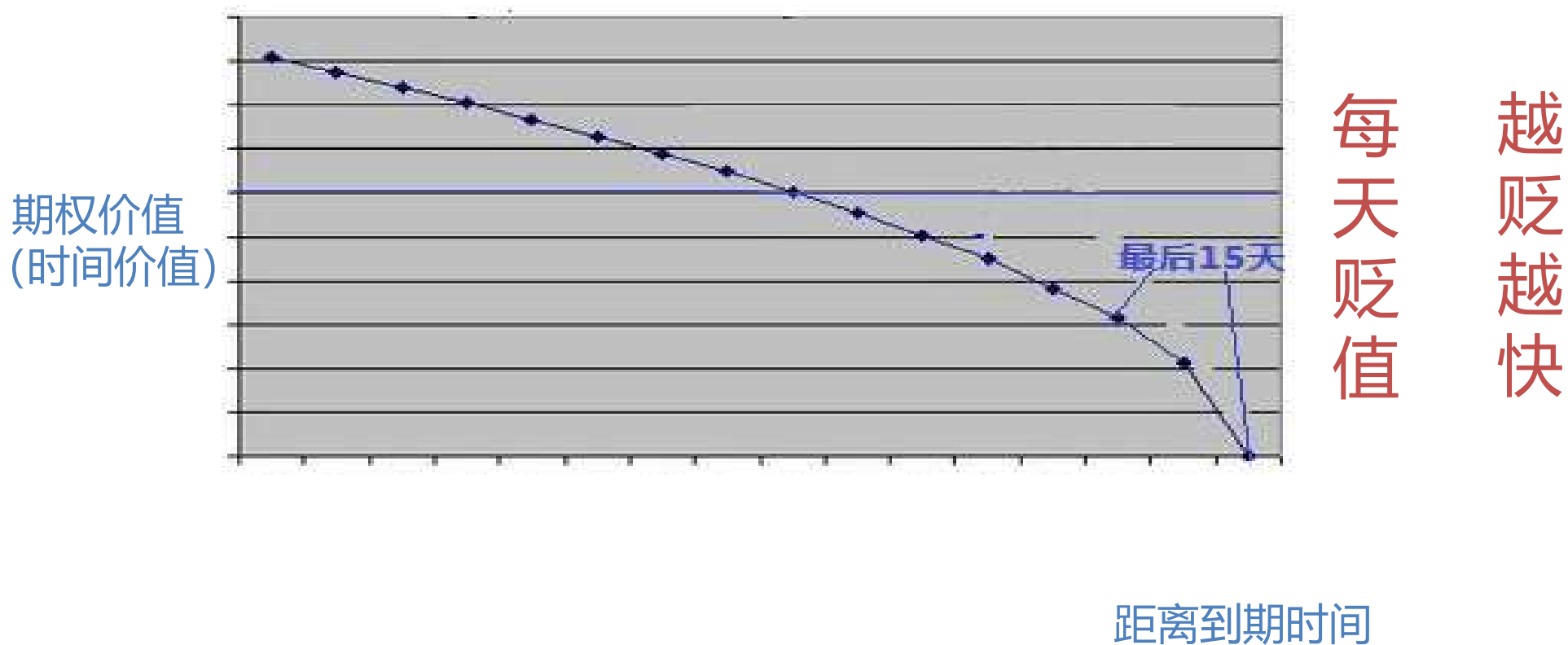
- 单只期权投资策略
- 买入开仓交易
 - 买方交易心法
- 巧用认购期权
- 90/10策略
- 卖出开仓交易
- 保证金制度与强行平仓制度

从少量买入试水





第一、慎买临近到期的期权



第二、慎买深度虚值的期权



- 单只期权投资策略
- 买入开仓交易
 - 期权买方的风险
- 巧用认购期权
- 90/10策略
- 卖出开仓交易
- 保证金制度与强行平仓制度

买入开仓的风险

- 有人说：买入开仓最多损失“权利金”
- 有人说：买入开仓风险很小”。



当期权价格被严重高估时，投资者切记不能有股票“追涨杀跌”的思维，不要跟风炒作买入开仓

当到期日期权合约处于虚值状态时，投资者将面临**全部权利金的损失**

对于深度虚值的期权应注意临近到期日，**无法平仓**的流动性风险



实值期权的持有方**切记勿忘行权**（勿忘自己的利益）；如行权则还会承担**隔夜风险**

目录

- 单只期权投资策略
- 买入开仓交易
- 巧用认购期权
- 90/10策略
- 卖出开仓交易
- 保证金制度与强行平仓制度

利用认购期权避免踏空

- 是否有遇到过以下场景：
- 经历一段较大跌幅后反弹看多，但又担心看错亏损过多，想控制在一定比例。
- 持有一定资金，想以某个价位入场并且准备持股看多后市，但希望一段时间内一旦跌破目标价又能减少损失。



利用认购期权避免踏空

■ 2022年12月30日，中证500ETF结束了前期的震荡下行，投资者老郑预计在1月份会有一波上涨行情，老郑想借此机会以当前价格长期持有中证500ETF，假如不如预期也想把损失控制在2%以内，老郑如何通过ETF期权来实现投资目标？

2022年12月30日
中证500ETF价格
5.887元/份



利用认购期权避免踏空

510500.SH[中证500ETF] 2022/12/30 收 5.887 幅 0.10%(0.006) 开 5.898 高 5.903 低 5.863 均 5.882 量 156万 额 9.19亿
MA5 5.882 MA10 5.877 MA20 6.024 MA60 6.034 MA120 6.403 2022/12/15-2023/02/16(40日) ▼



2022.12.30

■ 策略：买入认购

■ 如何选取行权价？

■ 对策：

购买1张行权价为**6.00元**的
2023年1月的平值认购期权

■ 权利金： 0.0570元

■ 成本价：

$1 \times 0.0570 \times 10000 = 570$ (元)

利用认购期权避免踏空

	2022.12.30		2023.1.20		2023.1.30 (到期日)	
中证500ETF	5.887	→	6.277	→	6.298	↑ 6.98%
行权价4.20 认购期权	0.0570	→	0.2585	→	0.2894	↑ 507.71%

✓ 受春节影响，2023年1月的行权日延期至1月30日。

✓ 若在春节前最后一个交易日1月20日**平仓**1张认购期权：

盈利 $2585 - 570 = 2015$ 元（不考虑交易费用）

✓ 若在2023年1月30日（行权日）以6.0元/份**行权**买入10000份中证500ETF：

中证500ETF在1月份震荡上行，1月30日中证500ETF报收6.298元，避免踏空

✓ **最大损失**：若1月份没有上涨行情或是到期遇上大跌、甚至跌破了行权价6.0元，

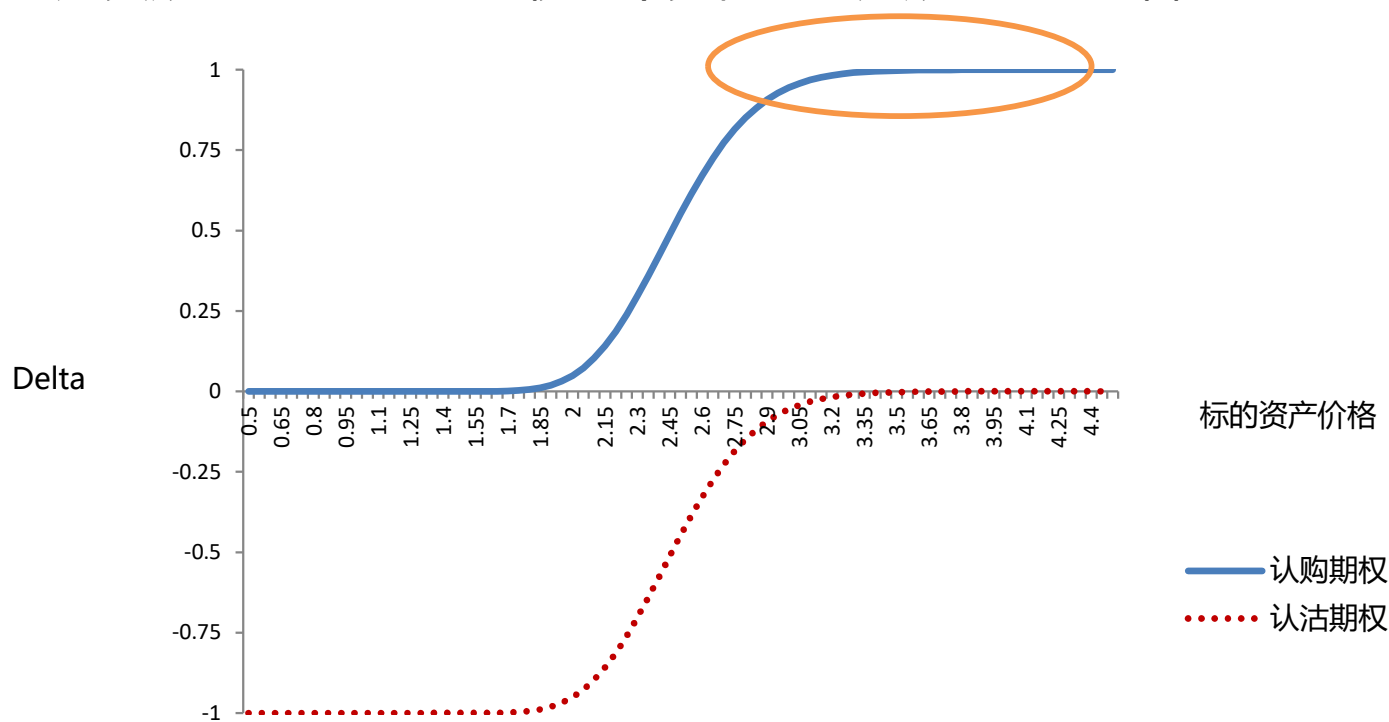
老郑至多损失了期权权利金570元 $< 1177.4 = 5.887 * 10000 * 2\%$ （直接买入ETF后
下跌2%的亏损）

控制损失，避免踏空

买入深度实值认购期权替代股票

- 买入深度实值认购期权替代股票的原理：

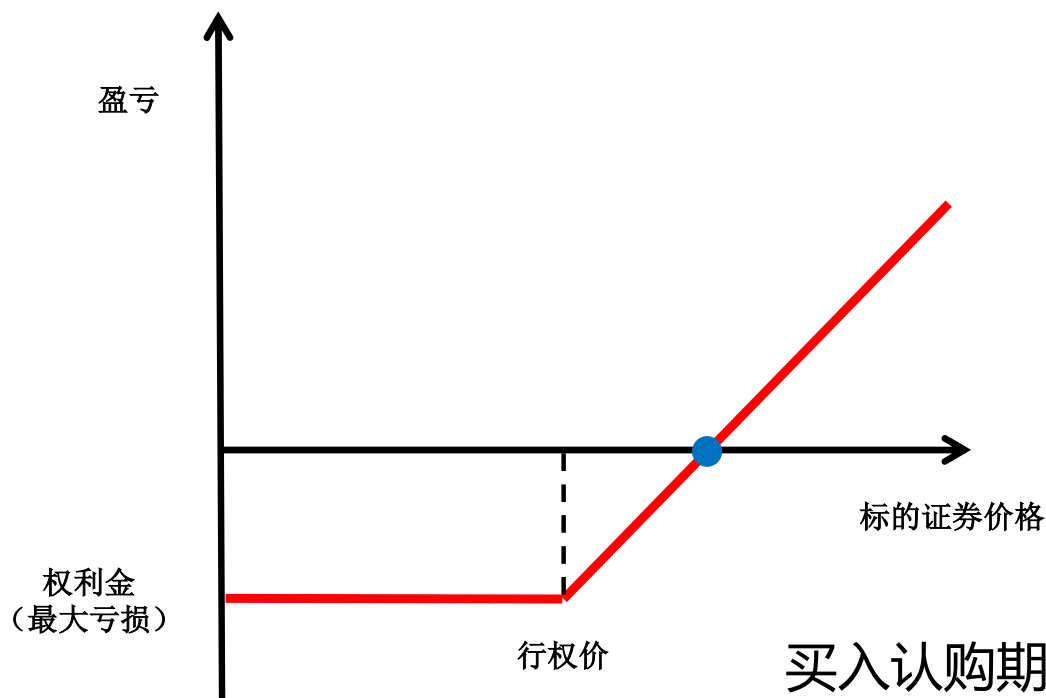
认购期权的Delta在0到1之间，**深度实值的认购期权Delta收敛于1**，期权的变动幅度与标的证券的变动幅度几乎保持同步，但是期权的权利金相比直接购买股票的成本而言要便宜不少，可作为股票的可行替代品。



欧式认购期权和认沽期权的Delta（行权价格=2.5）

买入深度实值认购期权替代股票

- 选择深度实值的认购期权替代股票的好处在于：
 - 第一，相比于直接购买股票，期权所占用的资金较少；当股票价格上行时，认购期权同样可以让投资者享受到股价上涨带来的盈利。
 - 第二，认购期权买方最大损失是有限的，在市场下行的情况下最多亏光全部权利金。
 - 第三，深度实值期权的Theta（绝对值）较平值期权更小，即相较于平值期权，深度实值期权因时间价值衰减而造成的损失更小。



买入认购期权的到期盈亏图

目录

- 单只期权投资策略
- 买入开仓交易
- 巧用认购期权
- 90/10策略
- 卖出开仓交易
- 保证金制度与强行平仓制度

90/10策略

90%投资
低风险产品



10%投资
期权



90/10策略 期权投资 VS 融资融券

某日，50ETF收盘价格2.789元。假设某投资者账户资金100万：

90万现金+10万买入50ETF期权

若9月27日收盘时

假设买入50ETF购9月2800，权利金0.0445元

50ETF累计上涨10%

90万现金+60万期权=150万 

50ETF购9月2800到期价格0.2679元

50ETF累计下跌10%

90万现金+0万期权=90万 

50ETF购9月2800到期价格虚值价值为零

融资融券满仓

杠杆倍数约为1.8，忽略融资利息

198万股票-80万融资负债=118万

180万*1.1=198万

162万股票-80万融资负债=82万

180万*0.9=162万

投入资金少

不存在爆仓风险

投入资金较多

下跌时需要补足保证金

90/10策略在ETF投资中的应用

用国债ETF和上证50ETF期权模拟“90/10”策略的净值表现



图：用国债ETF和上证50ETF期权模拟“90/10”策略的净值表现，数据来源：Wind，回测区间为2015/2/9-2023/1/31

- 单只期权投资策略
 - 买入开仓交易
 - 巧用认购期权
 - 90/10策略
 - 卖出开仓交易
 - 卖出开仓的概念与使用场景
- 保证金制度与强行平仓制度

卖期权，开短仓，卖方风险要加强。

保证金，备余量，每日结算要补上。

不赌博，重止损，风险对冲不能忘。

期权卖方在市场中的角色

- ◆ 期权的卖方**相当于**保险公司，获得的是期权买方（投保人）支付的权利金（保险费），承担的是义务。
- ◆ 期权的**卖方**只有义务、没有权利，因此缴纳**保证金**。



- ✓ 什么时候“卖保险”？
- ◆ 认购期权：
买方看涨——卖方看“不”涨
- ◆ 认沽期权：
买方看跌——卖方看“不”跌

卖出开仓使用场景

预期后市
不会大跌



预期后市
不会大涨



希望降低
买入成本



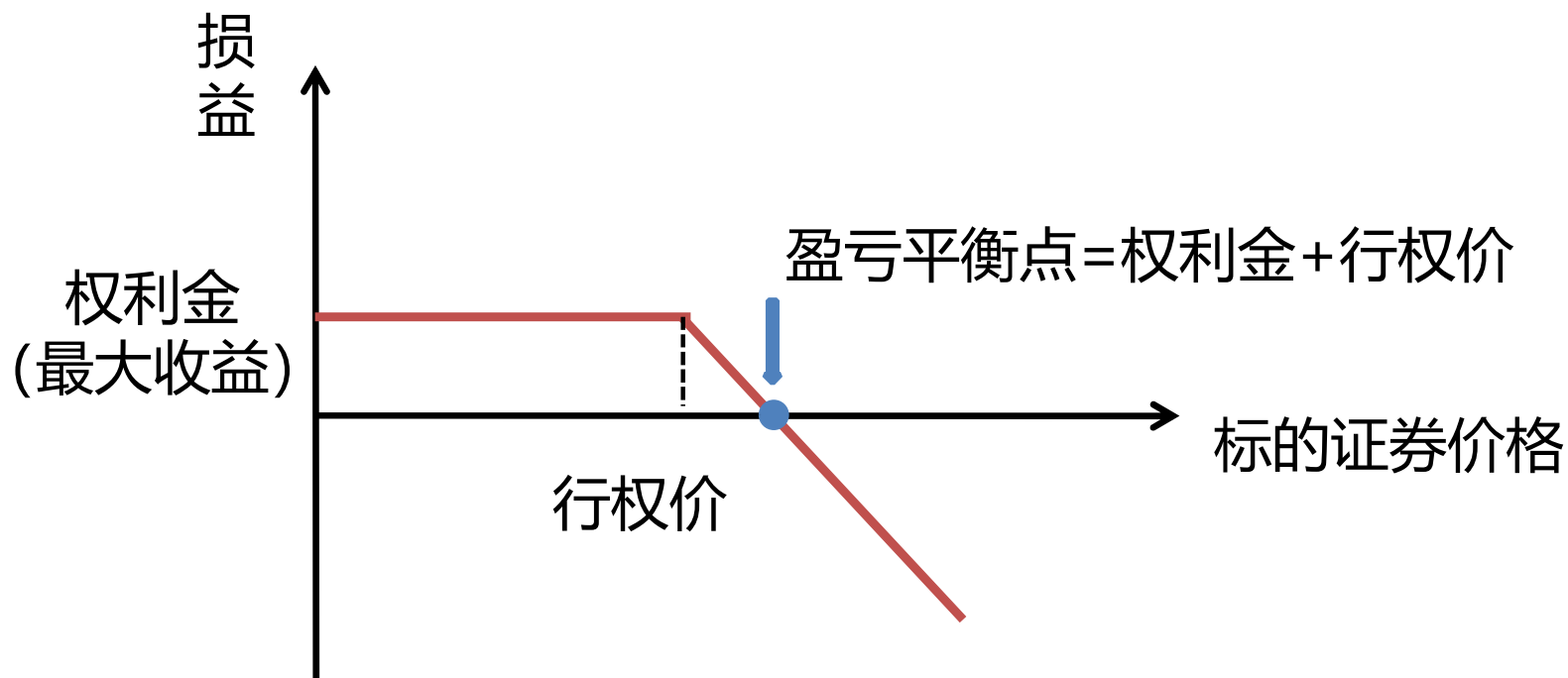
发现某张
期权的价
值被高估



- 单只期权投资策略
 - 买入开仓交易
 - 巧用认购期权
 - 90/10策略
 - 卖出开仓交易
 - 卖出开仓到期盈亏分析
- 保证金制度与强行平仓制度

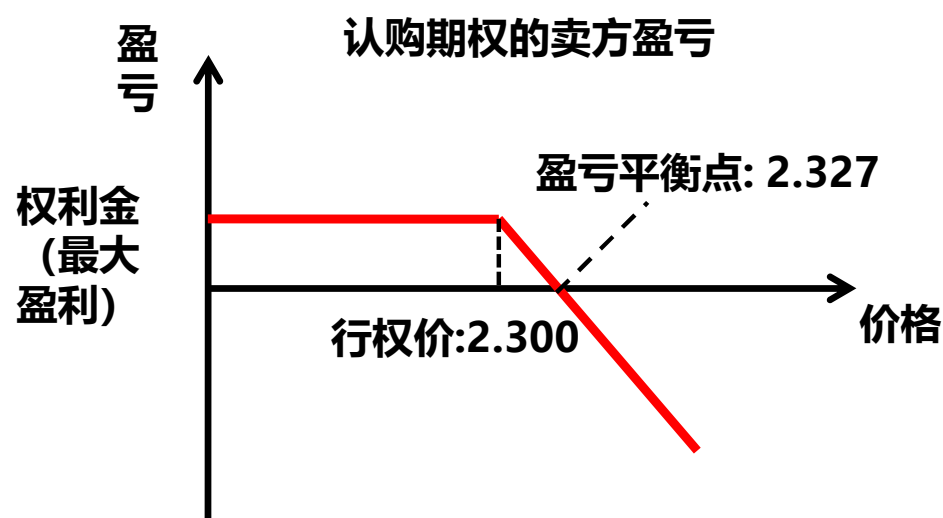
卖出认购期权到期盈亏分析

(一) 卖出认购期权：温和看空后市，希望增强收益



卖出认购期权到期盈亏分析

◆ 例：某日，50ETF市价为2.100元。某投资者以每份0.0270元的价格卖出了1张行权价为2.300元的近月虚值认购合约。



到期时股价	被行权盈亏	到期总盈亏
2.200	0	+0.027
2.250	0	+0.027
2.300	0	+0.027
2.327	-0.027	0
2.350	-0.05	-0.023
2.400	-0.1	-0.073

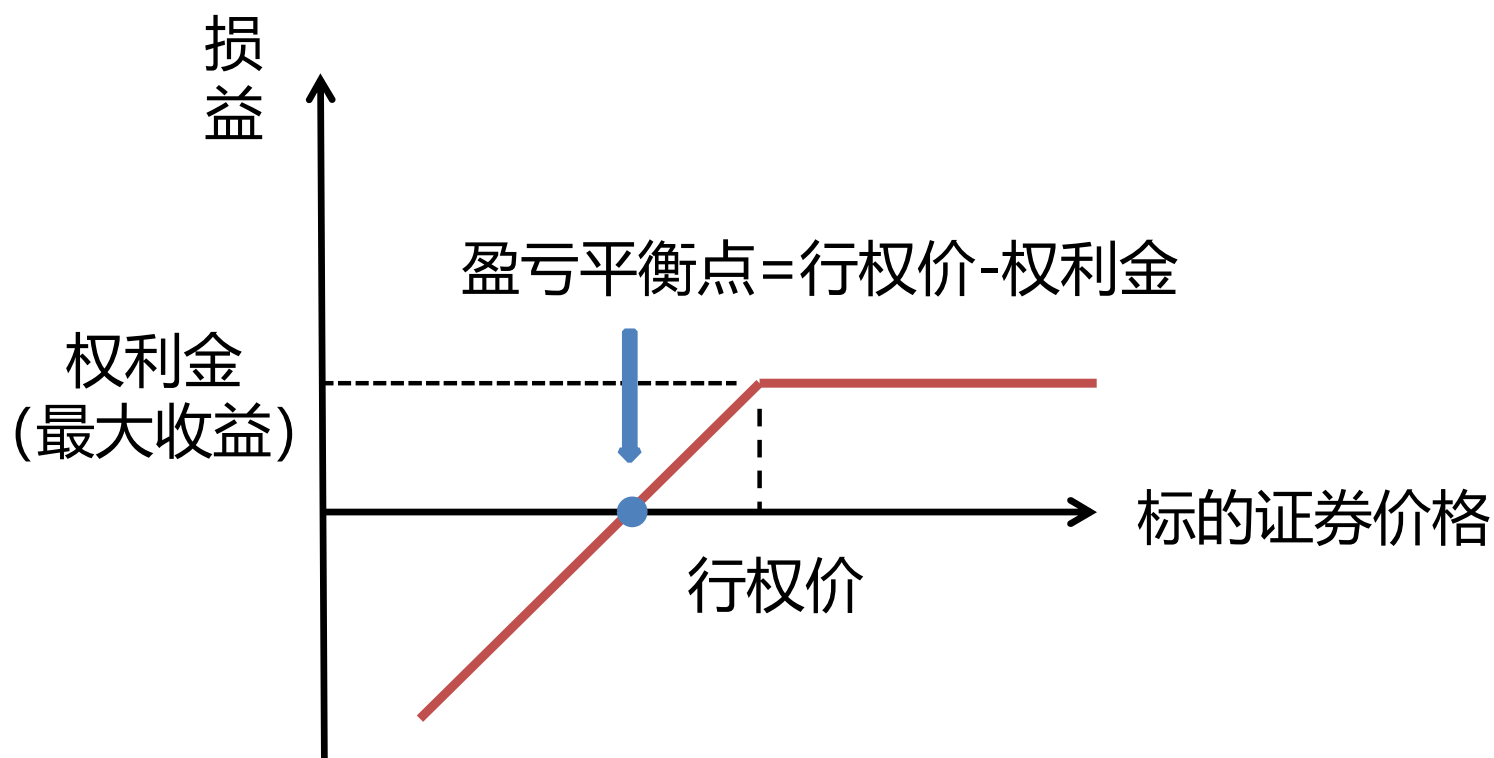
一张图看懂卖出认购期权

(一) 卖出认购期权

适用人群	预期方向	最大盈利	最大亏损	盈亏平衡点	策略类型
 三级投资者	 预期不会大涨	 有限	 无限	 行权价+权利金	 增强收益

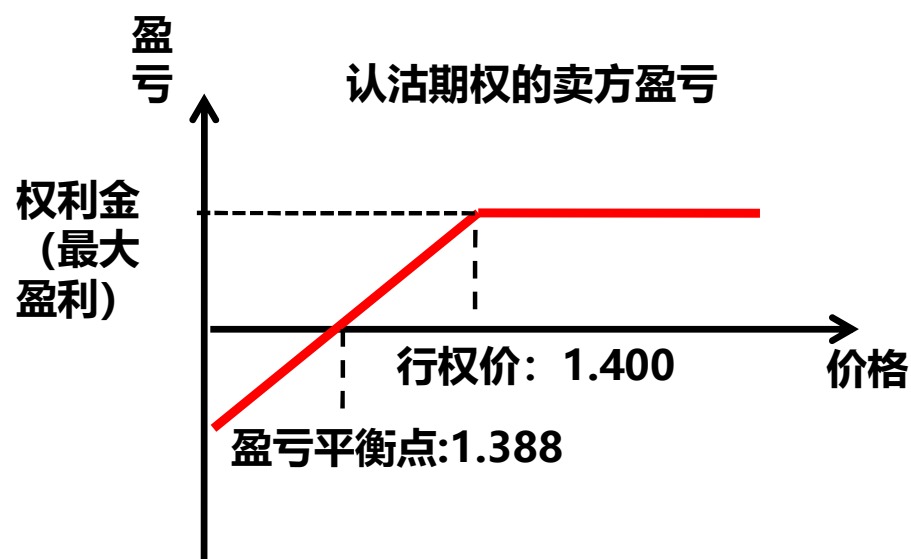
卖出认沽期权到期盈亏分析

(二) 卖出认沽期权：温和看多后市，降低买入成本



卖出认沽期权到期盈亏分析

◆ 例：某日，50ETF价格为1.486元，某投资者温和看涨后市，于是以每份0.0120元权利金卖出了1张行权价为1.400元的近月虚值认沽期权。



到期时股价	被行权盈亏	到期总盈亏
1.300	-0.1	-0.088
1.350	-0.05	-0.038
1.388	-0.012	0
1.400	0	+0.012
1.450	0	+0.012
1.500	0	+0.012

一张图看懂卖出认沽期权

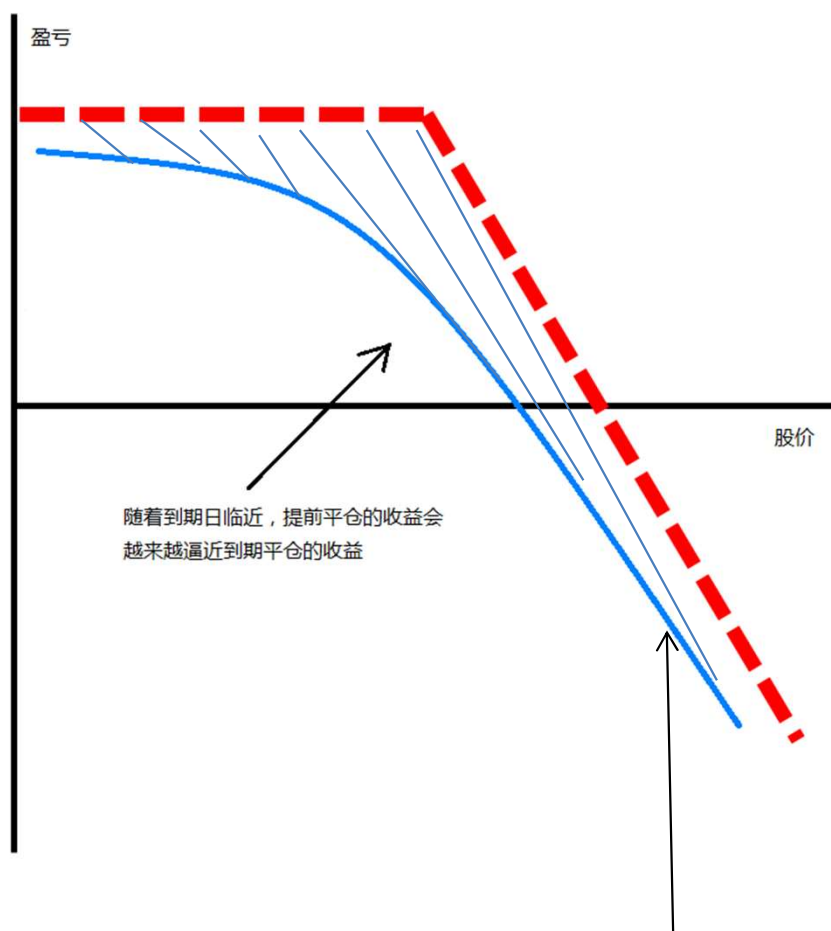
(二) 卖出认沽期权

适用人群	预期方向	最大盈利	最大亏损	盈亏平衡点	策略类型
 三级投资者	 预期不会大跌	 有限	 当标的价格接近0时	 行权价-权利金	 降低标的证券买入成本

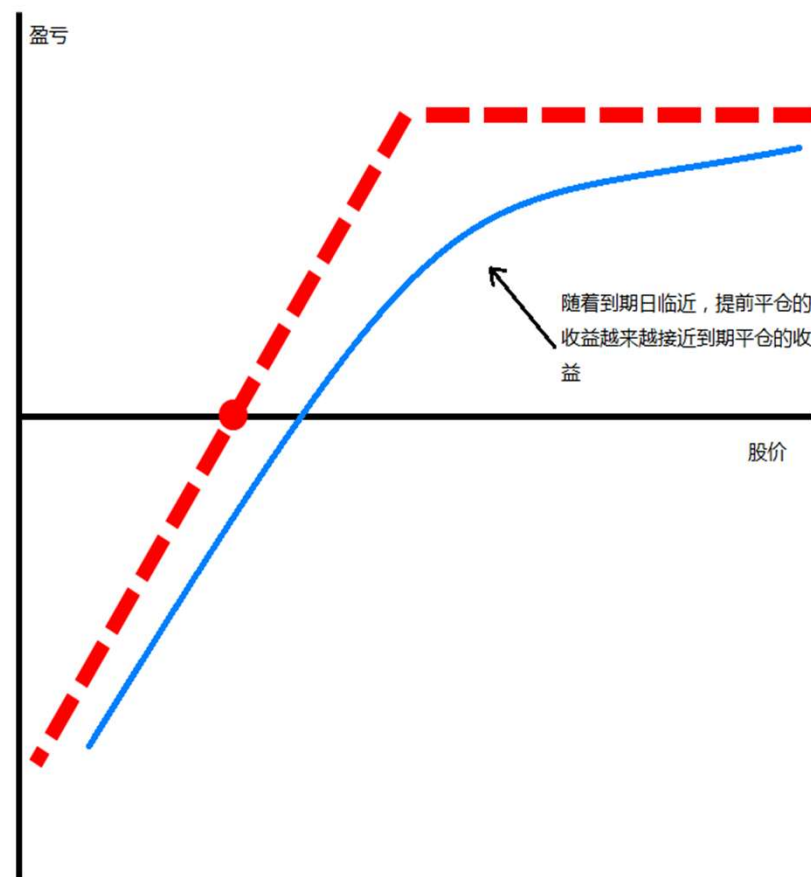
- 单只期权投资策略
 - 买入开仓交易
 - 巧用认购期权
 - 90/10策略
 - 卖出开仓交易
 - 卖出开仓到期前平仓的盈亏分析
- 保证金制度与强行平仓制度

卖方合约到期前平仓的盈亏分析

认购期权空头



认沽期权空头



始终牢记期权有时间价值!

卖方合约到期前平仓的盈亏计算

卖方盈亏 = 开仓时权利金成交额 - 平仓时权利金成交额

卖出开仓



买入平仓



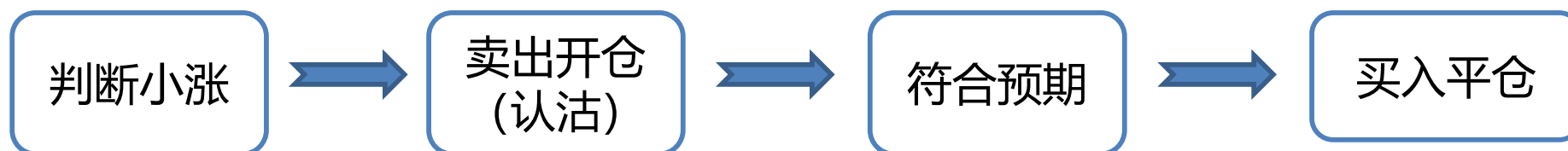
开仓时权利金
成交额



平仓时权利金
成交额

实例：卖方合约到期前平仓的盈亏计算

- ◆ **例2：**某日盘中，投资者老张认为大盘会小幅上扬，于是选择卖出认沽期权获得温和上涨收益。当日以每份0.0615元权利金卖出了10张虚值认沽期权“50ETF沽3月2400”，获得6150元的权利金收入。一周后，大盘如其所料上行，老张提前以0.0306元的价格买入平仓，在不计交易费用的情况下，获利3090元。

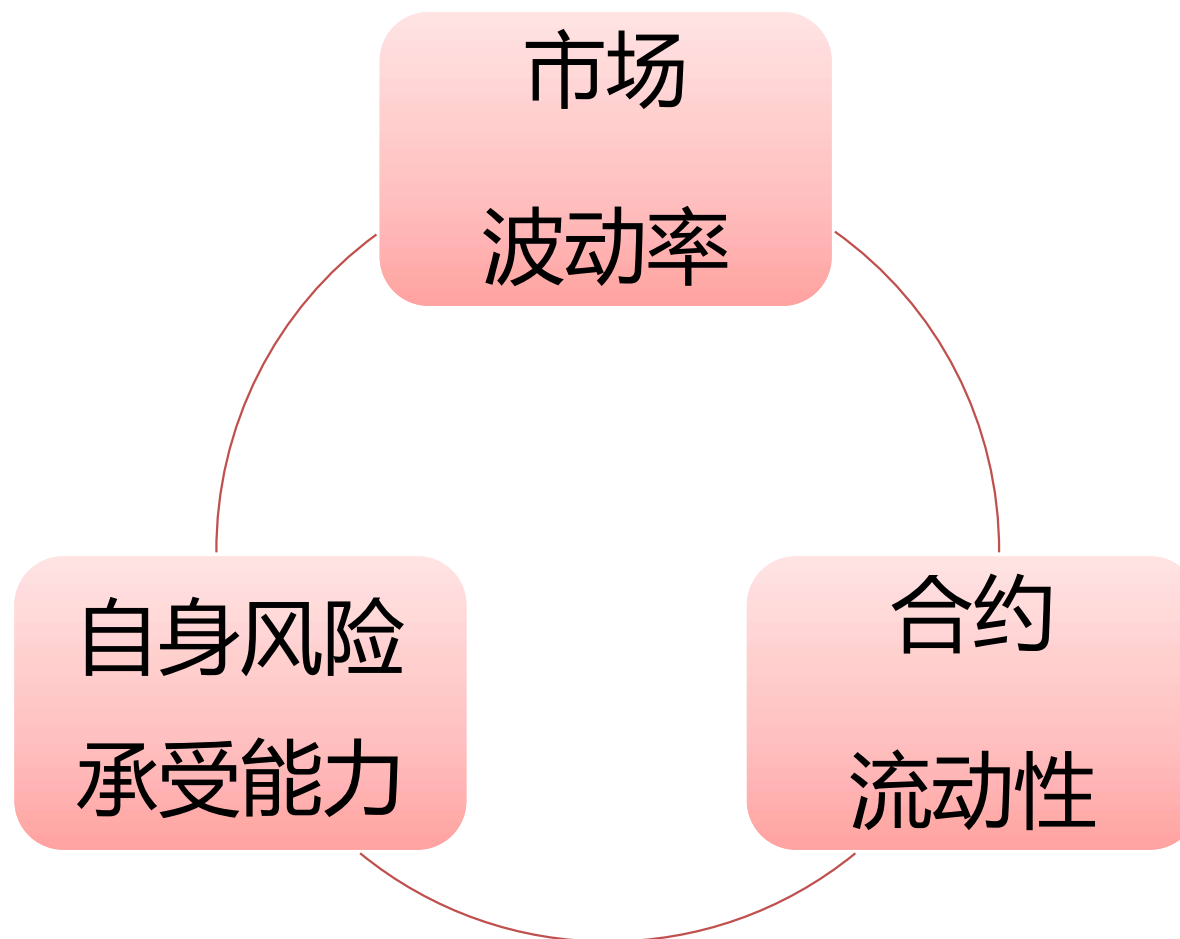


盈利 = (卖出开仓价格 - 买入平仓价格) × 合约张数 × 合约单位

$$3090 = (0.0615 - 0.0306) \times 10 \times 10000$$

目录

- 单只期权投资策略
 - 买入开仓交易
 - 巧用认购期权
 - 90/10策略
- 卖出开仓交易
 - 卖方交易心法
- 保证金制度与强行平仓制度



第一条 画好止损线

- ◆ 期权卖方的收益有限但损失无限，
不争一朝一夕，只求长存于市场。
- ◆ 止损的方法有很多
固定价位止损
技术指标止损
心理价位止损
固定资金比率止损.....



止损线

第二条 避免仓位过重

- ◆ 作为期权卖方，仓位控制是必修课，因为卖出开仓需要缴纳**足额保证金**，一旦持仓过重，即使大方向看对了，也可能因市场临时波动导致保证金不足而被强行平仓。
- ◆ 对卖方而言，始终要把保障资金安全作为投资的核心纪律，切不能仓位过重。



第三条 顺势而为

- ◆ 期权卖方的风险理论上无限的。因此，在缺乏有效风险对冲的情况下，判断市场方向对于期权卖方至关重要。
- ◆ 对于期权卖方而言，所谓顺势而为就是熊市卖认购，牛市卖认沽。



趋势是卖方的朋友，
谨记不可逆势而行

第四条 高度重视波动率

- ◆ 成功的期权卖方总是敏锐地寻找那些被“高估”的期权。



- ◆ 卖出开仓后，高度关注现货价格的波动
——现货价格波动直接影响期权到期是否会被行权。

第五条 多卖虚值期权

- ◆ 当期权合约不存在严重低估的情况下，卖方应首选没有内在价值、只有时间价值的期权。
- ◆ 相较于平值或实值期权，虚值期权被行权的可能性较低，而这种低概率正是期权卖方的优势所在。

注意：做好卖方的风险控制，设定止盈止损线，小心合约临到期时现货的大幅波动



第六条 盯市、盯市、再盯市！

- ◆ 卖出期权风险较高，必须紧盯市场走势，留意市场冲击。此外，期权卖方应该时刻关注自己账户中的保证金情况，并且密切关注标的的除权除息、配股和分红等情况，提前做好补足保证金的准备。

- 每日日终关注保证金账户中的可用余额是否足够



- 单只期权投资策略
 - 买入开仓交易
 - 巧用认购期权
 - 90/10策略
- 卖出开仓交易
 - 期权卖方的风险
- 保证金制度与强行平仓制度

期权卖方的四大风险点

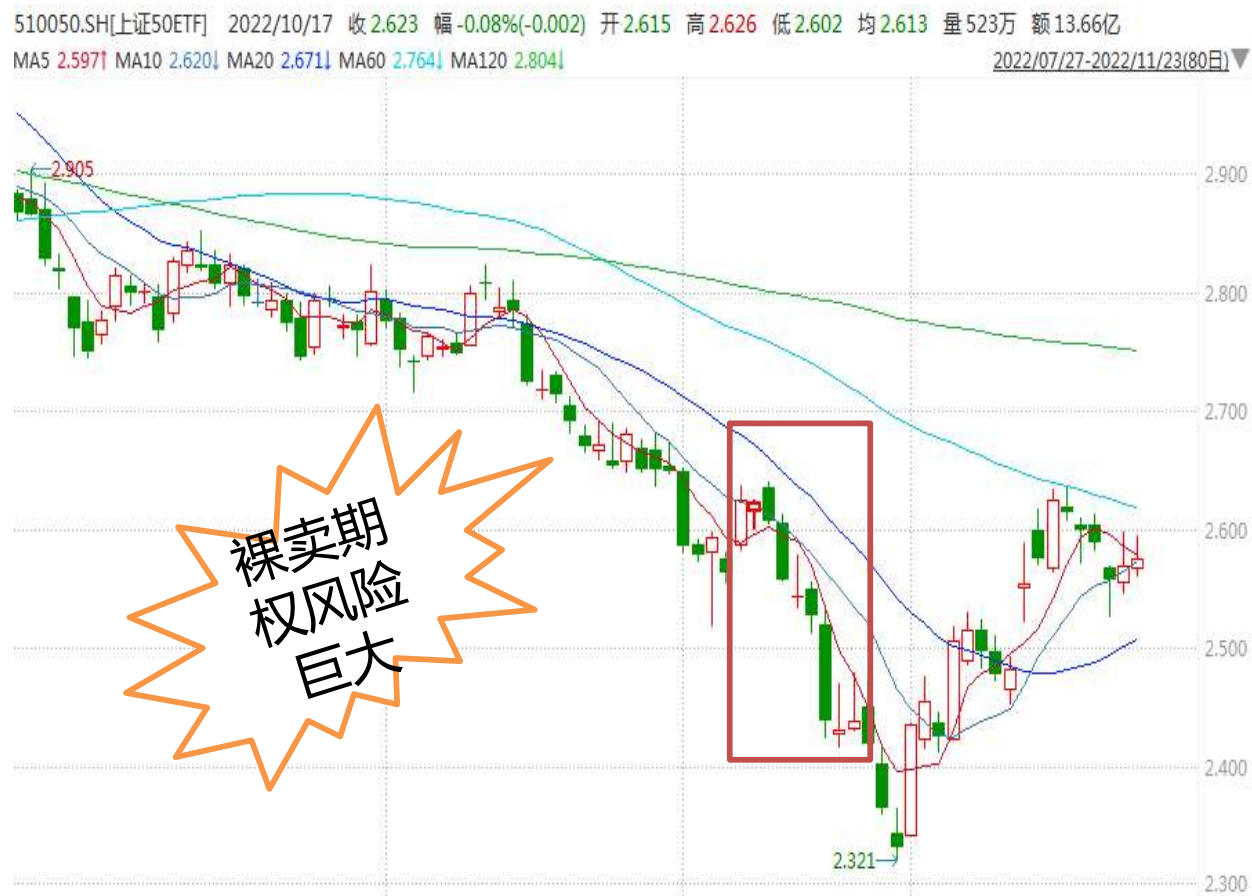
- 期权卖方可能被要求提高保证金数额，若无法按时补交，会被强行平仓
- 卖出开仓某些远月或深度实值的期权，投资者可能面临无法及时买入平仓的风险



- 标的价格波动、方向完全和预期相反，有可能造成期权卖方出现巨额亏损
- 期权的卖方存在交割违约风险，即无法在规定的时限内备齐足额的现金、现券，导致交割违约

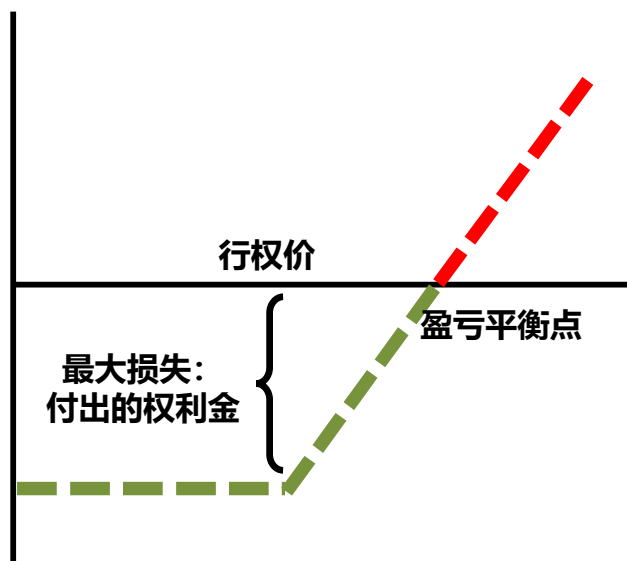
举例：期权卖方的风险

2022年10月17日，上证50ETF经历连续下挫后收于2.623元。某投资者认为上证50ETF价格在未来一周不会跌过2.5元/份，为赚取最后一周的时间价值，临收盘时投资者以0.0027元/张卖出“上证50ETF沽10月2500”。然而，10月18日至24日五个交易日，上证50ETF大跌，24日收于2.439元，“上证50ETF沽10月2500”合约三日涨幅为2548%，现货的大幅变动导致该期权卖方出现大量浮亏。

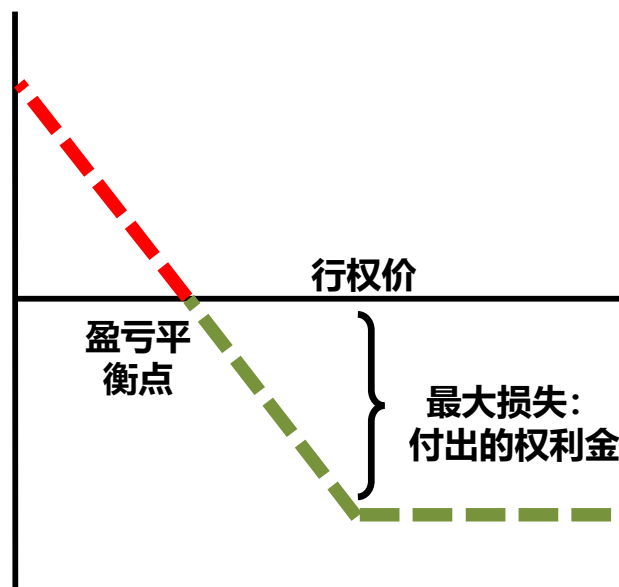


单腿策略总结：四个方向的到期盈亏图

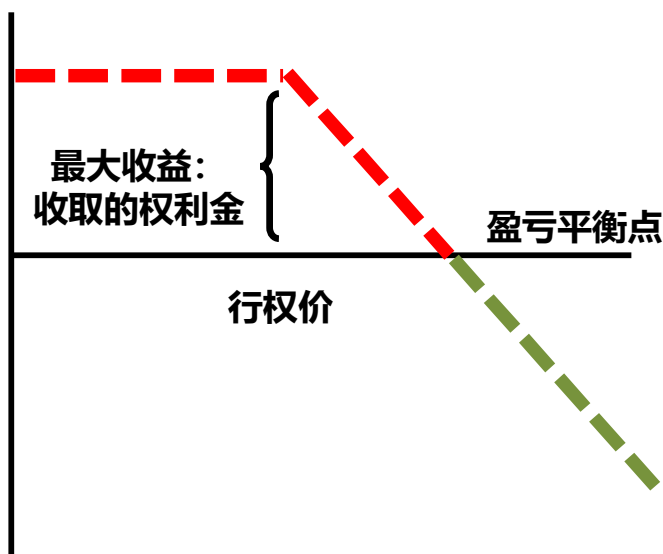
看买
大认
涨购



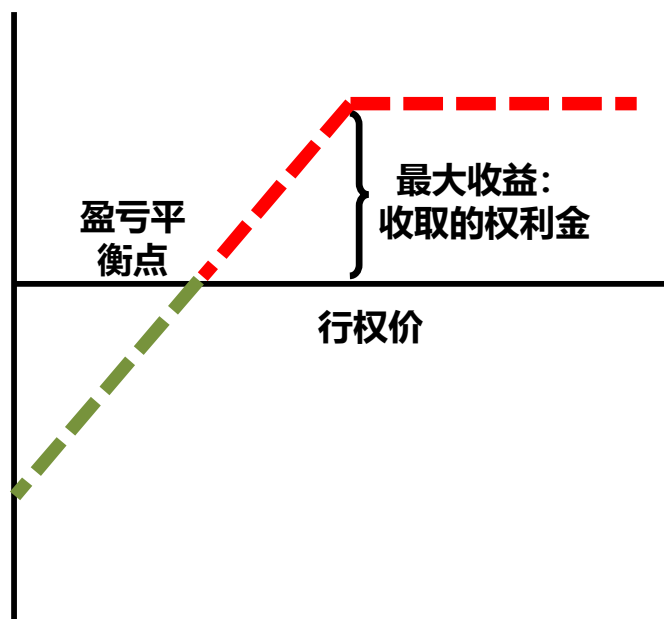
看买
大认
跌沽



看卖
不认
涨购



看卖
不认
跌沽



目录

- 单只期权投资策略
- 买入开仓交易
- 巧用认购期权
- 90/10策略
- 卖出开仓交易
- 保证金制度与强行平仓制度

◆ 初期较为严格的保证金制度



1. 开仓保证金

为了保证卖方履约，在卖出期权、收取权利金的同时，卖方需要交纳开仓保证金进行履约担保。

◆ 认购期权备兑开仓需要足额合约标的进行担保

ETF期权合约开仓保证金最低标准

- ◆ 认购期权义务仓开仓保证金 =
[合约前结算价 + Max (12% × 合约标的的前收盘价 - 认购期权虚值,
7% × 合约标的的前收盘价)] × 合约单位
- ◆ 认沽期权义务仓开仓保证金 =
Min[合约前结算价 + Max (12% × 合约标的的前收盘价 - 认沽期权
虚值, 7% × 行权价格) , 行权价格] × 合约单位

◆ 初期较为严格的保证金制度



2. 维持保证金

收盘后，根据风险和头寸改为缴纳维持保证金，维持保证金通常每日计算一次。

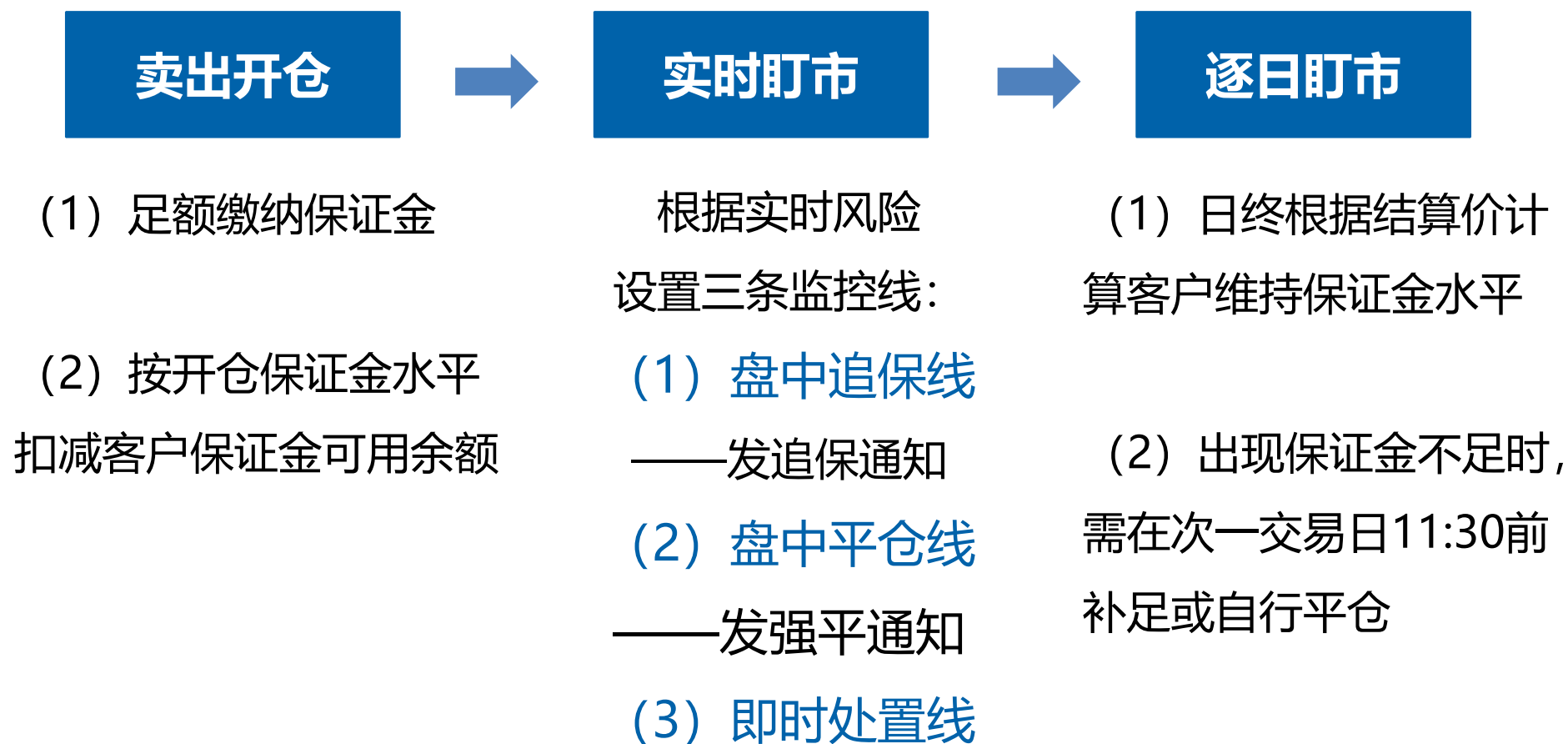
- ◆ 逐日盯市——保证收取的维持保证金能够覆盖次日交易日的价格波动风险
- ◆ 由于市场价格波动导致维持保证金不足，投资者应于T+1日8:30至9:00补足

ETF期权合约维持保证金计算公式

- ◆ 认购期权义务仓维持保证金 =
[合约结算价 + Max (12% × 合约标的收盘价 - 认购期权虚值,
7% × 合约标的收盘价)] × 合约单位
- ◆ 认沽期权义务仓维持保证金 =
Min[合约结算价 + Max (12% × 合约标的收盘价 - 认沽期权虚值,
7% × 行权价格) , 行权价格] × 合约单位

保证金收取采用动态非线性形式

◆ 保证金收取和监控




组合策略保证金制度


- 组合策略业务是指投资者为了减免保证金，根据自身持仓，通过期权经营机构向上海证券交易所交易系统申请构建组合策略或解除组合策略的业务。
- 投资者进行开仓时，仍然以单一合约的保证金模式进行收取。构建组合策略需要投资者提交组合策略构建指令，交易所确认后根据组合策略保证金标准对收取的开仓保证金/维持保证金进行实时部分或全部返还。

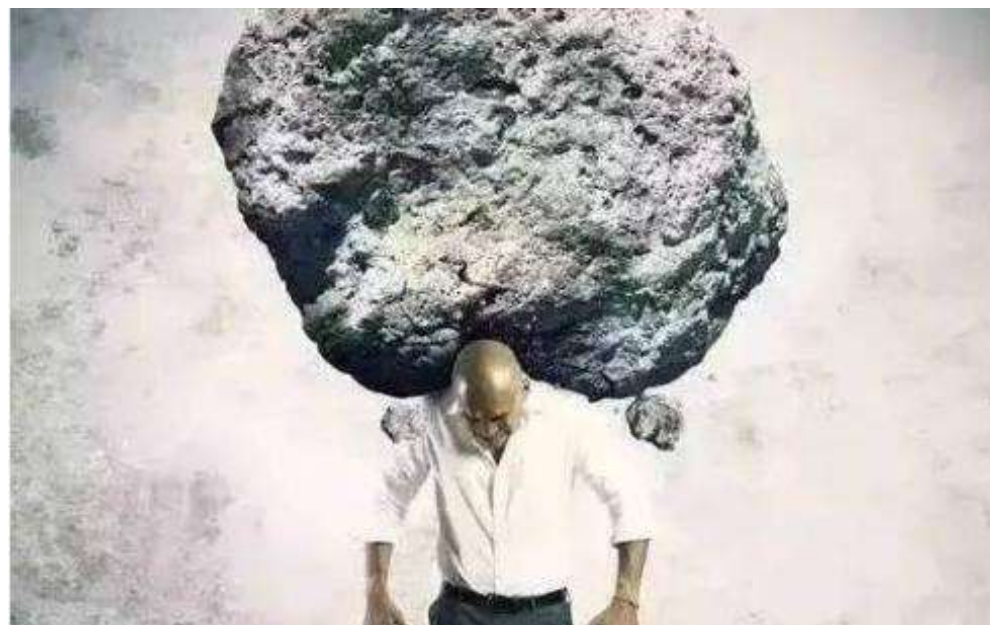
策略代码	策略名称	成分合约 1			成分合约 2			自动解除
		方向	数量	行权价	方向	数量	行权价	
CNSJC	认购牛市价差策略	认购期权权利仓	1	较低	认购期权义务仓	1	较高	E-2 日日终
PXSJC	认沽熊市价差策略	认沽期权权利仓	1	较高	认沽期权义务仓	1	较低	E-2 日日终
PNSJC	认沽牛市价差策略	认沽期权权利仓	1	较低	认沽期权义务仓	1	较高	E-2 日日终
CXSJC	认购熊市价差策略	认购期权权利仓	1	较高	认购期权义务仓	1	较低	E-2 日日终
KS	跨式空头	认购期权义务仓	1	相同	认沽期权义务仓	1	相同	E 日日终
KKS	宽跨式空头	认购期权义务仓	1	较高	认沽期权义务仓	1	较低	E 日日终
ZBD	认购期权保证金开仓转备兑开仓	认购期权义务仓	1	-	需锁定相应数量的标的证券			不自动解除

表：组合策略构成及自动解除一览

◆ 强行平仓情形：

 衍生品保证金账户内结算准备金小于零，且未能在规定时间内（次一交易日11:30前）补足或自行平仓

 备兑证券不足，且未能在规定时间内（次一交易日11:30前）补足或自行平仓



版权声明

本作品系上海证券交易所（以下简称“本所”）合法拥有版权或有权使用的作品。未经本所书面授权，任何人不得转载、摘编或利用其它方式使用上述作品。已经本所授权使用作品的，应在授权范围内使用，并注明“来源：上海证券交易所”。

违反上述声明者，本所有权追究其相关法律责任。

免责声明

本作品介绍ETF等相关知识，仅为投资者教育之目的，不构成对投资者的任何投资建议。投资者不应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!