上交所期权策略顾问培训

上海证券交易所

第四讲

组合策略入门

本节内容参见《3小时快学期权》

花剑式

目录

- 花剑式剑诀
- 基础组合策略一：牛/熊市价差策略
- 基础组合策略二：合成股票策略
- 基础组合策略三：跨式、勒式策略
- 组合策略保证金及其应用

目录

- 花剑式剑诀
- 基础组合策略一：牛/熊市价差策略
- 基础组合策略二：合成股票策略
- 基础组合策略三：跨式、勒式策略
- 组合策略保证金及其应用

花剑式剑诀

牛熊价差好东西，适度涨跌可获利。

领口策略保费低，合成股票最便宜。

涨跌难测波动大，跨式勒式快拿下。

股价盘整波动小，蝴蝶展翅真精巧。

上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

希望大家掌握：

- 牛市价差策略使用场景、构成、盈亏图
- 熊市价差策略使用场景、构成、盈亏图
- 合成股票多头/空头策略使用场景、构成、盈亏图
- 跨式、勒式策略使用场景、构成、盈亏图
- 组合策略保证金

目录

- 花剑式剑诀
- 基础组合策略一：牛/熊市价差策略
- 基础组合策略二：合成股票策略
- 基础组合策略三：跨式、勒式策略
- 组合策略保证金及其应用

牛市价差的使用场景

■ 10月某日，上证50ETF现价为3.014元，某投资者温和看涨，预计短期内不会下跌。他可以如何操作？

温和看涨 → 牛市价差策略

牛市价差的构成

➢ 牛市价差策略，是指投资者**买入较低行权价**的期权，同时**卖出**相同数量、相同类型（都为认购或认沽）、相同到期日、**较高行权价**的期权。

用认购期权构建

买低行权价认购期权 ＋ 卖高行权价认购期权 ＝ 牛市认购价差策略

买入50ETF购11月3000　　卖出50ETF购11月3100

用认沽期权构建

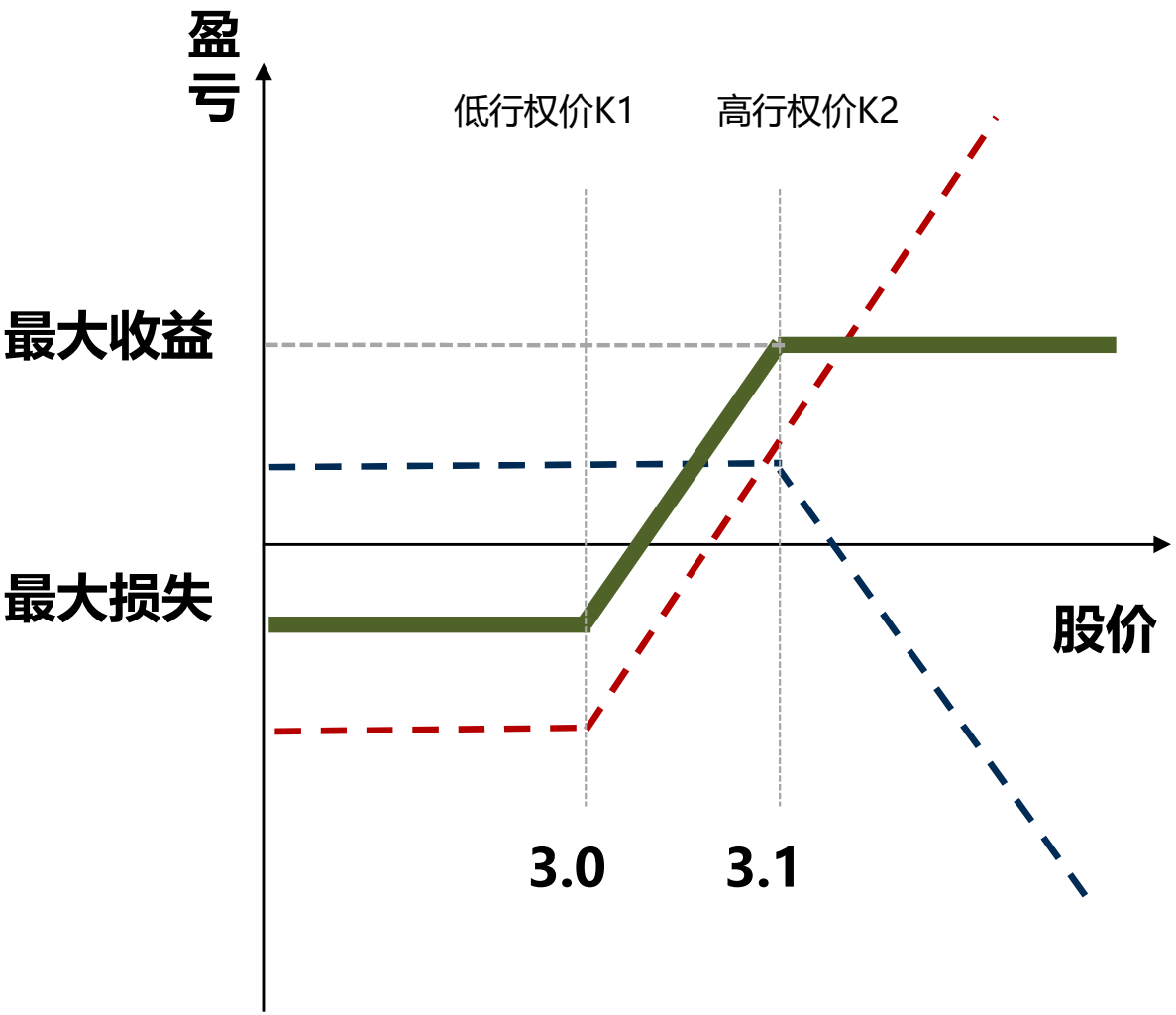
买低行权价认沽期权 ＋ 卖高行权价认沽期权 ＝ 牛市认沽价差策略

买入50ETF沽10月2900　　卖出50ETF沽10月3000

简单口诀：买低卖高！

上海證券交易所 SHANGHAI STOCK EXCHANGE

牛市认购价差的盈亏图



双限策略：

- 特点一：最大盈利有限
- 特点二：最大损失有限

策略构建成本：

=买入低行权价认购期权支付的权利金 - 卖出高行权价认购期权获得的权利金>0

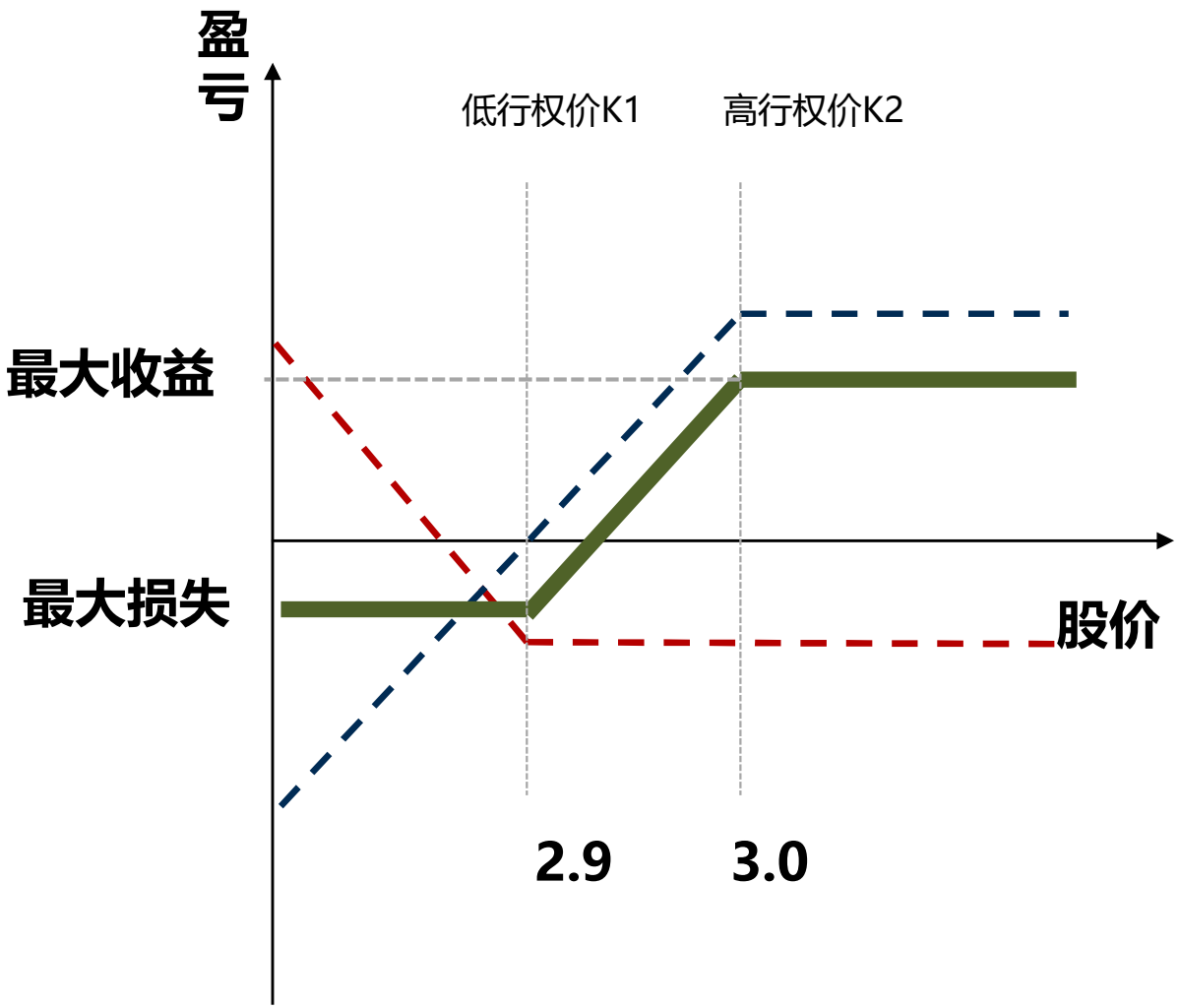
盈亏平衡点：

=低行权价+构建成本

买入认购期权盈亏　　卖出认购期权盈亏　　牛市认购价差策略盈亏

上海證券交易所 SHANGHAI STOCK EXCHANGE

牛市认沽价差的盈亏图



双限策略：

- 特点一：最大盈利有限
- 特点二：最大损失有限

策略构建收入：

=卖出高行权价认沽期权获得的权利金-买入低行权价认沽期权支付的权利金 >0

盈亏平衡点：

=高行权价-构建收入

买入认沽期权盈亏　　卖出认沽期权盈亏　　牛市认沽价差策略盈亏

上海證券交易所 SHANGHAI STOCK EXCHANGE

牛市价差小贴士

- 认为后市大概率上涨时，一般倾向于用认购期权构建牛市价差。该组合可以这么理解：认为后市将出现上涨时，先买入一个平值附近（平值、轻度实值或轻度虚值）的认购期权来做多，但为了降低成本和减少时间价值的损失，卖出一个高行权价的虚值认购期权来赚取时间价值。

- 认为后市横盘或不跌时，一般倾向于用认沽期权构建牛市价差。该组合可以这么理解：认为后市窄幅横盘或不跌时，先卖出一个平值附近（平值、轻度实值或轻度虚值）的认沽期权，为了减小裸卖风险，买入一个更低行权价的虚值认沽期权来保护。

	牛市认购价差	牛市认沽价差
特点	建仓时现金净支出，更像是买方策略	建仓时现金净流入，更像是卖方策略
适用场景	股价出现一定上涨，才能覆盖成本	横盘或不跌，获得权利金
收益	到期最大收益较高	到期最大收益较低
组合保证金	0	行权价之差×合约单位

上海證券交易所 SHANGHAI STOCK EXCHANGE

熊市价差使用场景

■ 10月某日50ETF现价3.014元，某投资者适度看跌。此时该投资者可以如何操作?

温和看跌 → 熊市价差策略

熊市价差使用场景

➢ 熊市价差策略，是指投资者**买入较高行权价**的期权，同时**卖出**相同数量、相同类型（都为认购或认沽）、相同到期日、**较低行权价**的期权。

用**认沽**期权构建

买高行权价认沽期权 ＋ 卖低行权价认沽期权 ＝ 熊市认沽价差策略

买入50ETF沽11月3000　　卖出50ETF沽11月2900

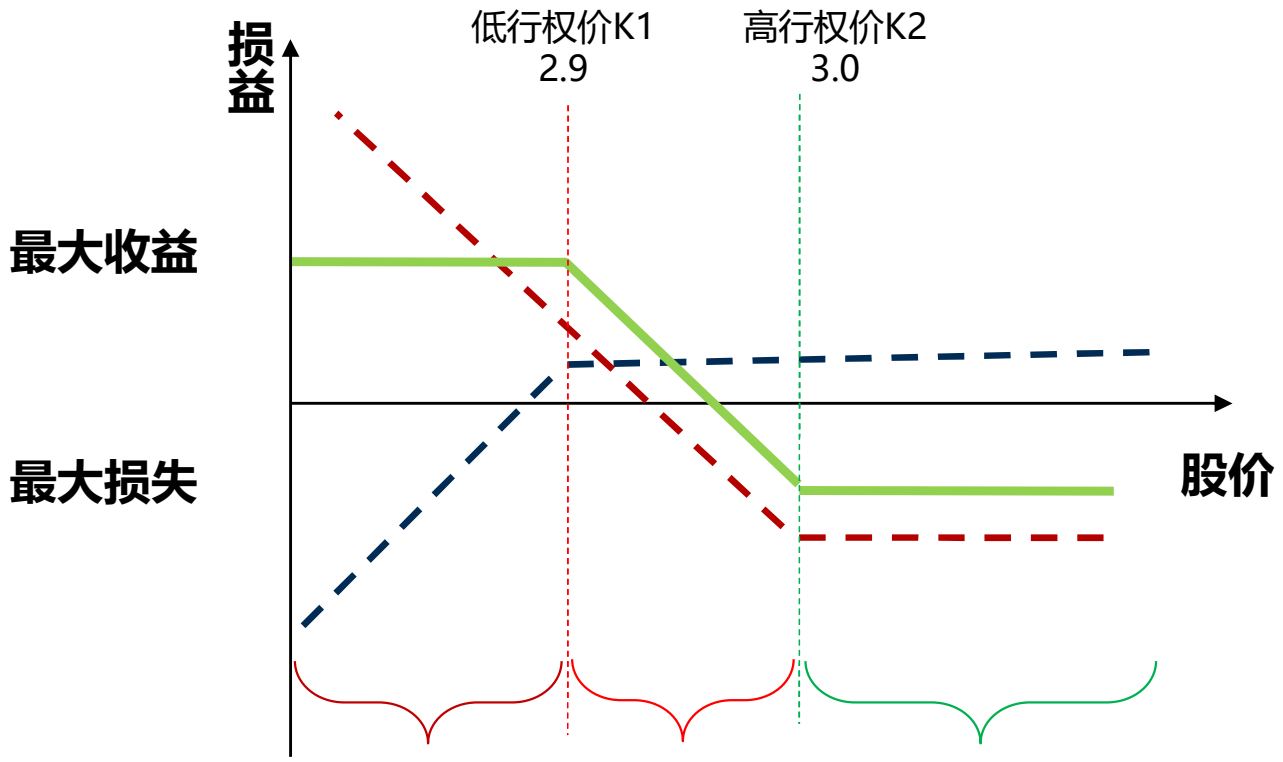
用**认购**期权构建

买高行权价认购期权 ＋ 卖低行权价认购期权 ＝ 熊市认购价差策略

买入50ETF购10月3100　　卖出50ETF购10月3000

简单口诀：买高卖低！

熊市认沽价差的盈亏图



恒定盈利区：当股价到期低于较低行权价K1时，则收益锁定

变化损益区：当股价到期介于K1与K2时，则收益随股价增加而减少

恒定损失区：当股价到期高于较高行权价K2时，则损失锁定

双限策略：

- 特点一：最大盈利有限
- 特点二：最大损失有限

策略构建成本：

=买入高行权价认沽期权支付的权利金－卖出低行权价认沽期权获得的权利金>0

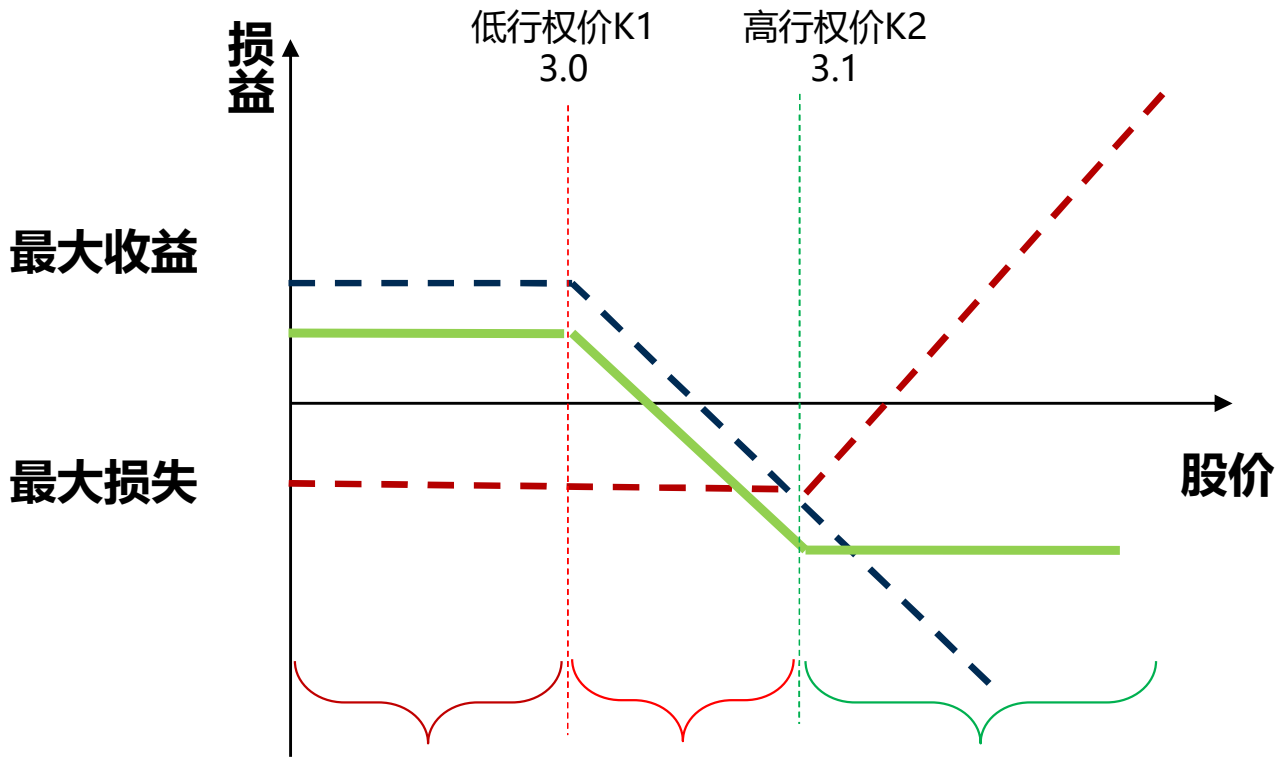
盈亏平衡点：

=高行权价-构建成本

买入认沽期权损益　　卖出认沽期权损益　　熊市认沽价差组合损益

上海證券交易所 SHANGHAI STOCK EXCHANGE

熊市认购价差的盈亏图



恒定盈利区：当股价到期低于较低行权价K1时，则收益锁定

变化损益区：当股价到期介于K1与K2时，则收益随股价增加而减少

恒定损失区：当股价到期高于较高行权价K2时，则损失锁定

双限策略：

- 特点一：最大盈利有限
- 特点二：最大损失有限

策略构建收入：

=卖出低行权价认购期权获得的权利金-买入高行权价认购期权支付的权利金>0

盈亏平衡点：

=低行权价+构建收入

买入认购期权损益　　卖出认购期权损益　　熊市认购价差组合损益

上海證券交易所 SHANGHAI STOCK EXCHANGE

熊市价差小贴士

- 认为后市大概率下跌时，一般倾向于用认沽期权构建熊市价差。该组合可以这么理解：认为后市将要下跌时，先买入一个平值附近（平值、轻度实值或轻度虚值）的认沽期权，为了降低成本和减少时间价值的损失，卖出一个低行权价的虚值认沽期权来赚取时间价值。

- 认为后市横盘或不涨时，一般倾向于用认购期权构建熊市价差。该组合可以这么理解：认为后市横盘时，先卖出一个平值附近（平值、轻度实值或轻度虚值）的认购期权，为了减小裸卖风险，买入一个更高行权价的虚值认购期权来保护。

	熊市认沽价差	熊市认购价差
特点	建仓时现金净支出，更像是买方策略	建仓时现金净流入，更像是卖方策略
适用场景	股价出现一定下跌	横盘或不涨
收益	到期最大收益较高	到期最大收益较低
组合保证金	0	行权价之差×合约单位

上海證券交易所 SHANGHAI STOCK EXCHANGE

目录

- 花剑式剑诀
- 基础组合策略一：牛/熊市价差策略
- **基础组合策略二：合成股票策略**
- 基础组合策略三：跨式、勒式策略
- 组合策略保证金及其应用

合成股票多头的动机

- 假设目前50ETF的每股为2.360元。

- 看多后市，想买入10万50ETF，可需要23.6万元的成本怎么办?

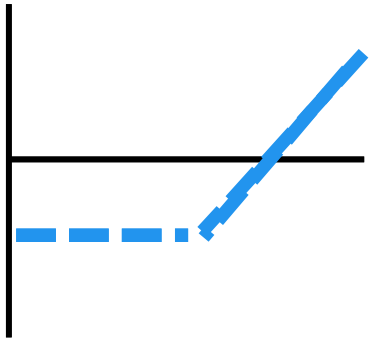
✓有没有一种办法,能让我降低做多成本，提高资金使用效率?

上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

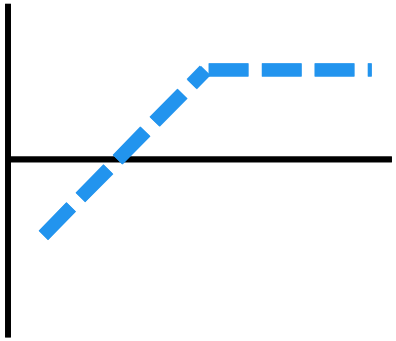
合成股票多头的盈亏图

■ 合成股票多头，实现低成本做多后市。

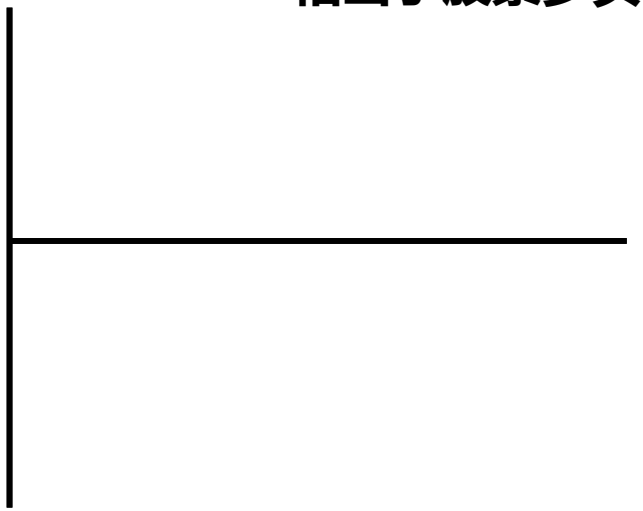
■买入认购期权



■ 卖出认沽期权



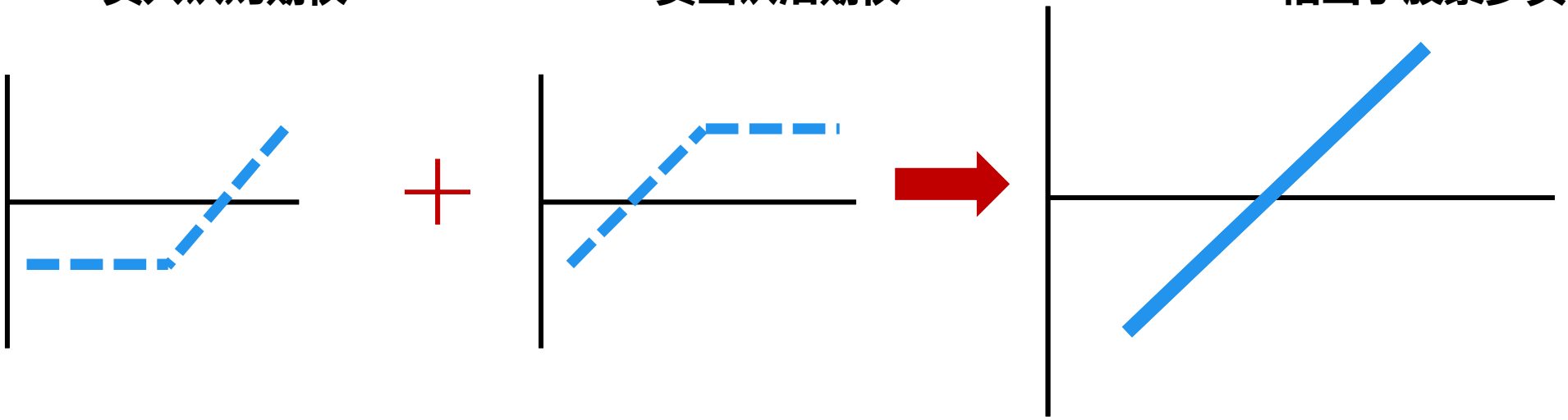
■ 相当于股票多头



合成股票多头的盈亏图

■ 合成股票多头，实现低成本做多后市。

■买入认购期权　　■ 卖出认沽期权　　■ 相当于股票多头



■ 优势：总成本=卖出认沽保证金成本+买入认购的权利金成本-卖出认沽的权利金收入，远低于直接买入的成本。

合成股票多头案例分析

- 例如：投资者刘女士长期看好50ETF的走势，欲买入10万份50ETF。当时50ETF股价为2.360元/股，基于这一市场预期，刘女士于3月3日午盘建立了合成股票多头。

买入10张“50ETF购3月2350” + 卖出10张“50ETF沽3月2350”

期权合约	价格（元/股）
50ETF购3月2350	0.0764
50ETF沽3月2350	0.0530

上海證券交易所 SHANGHAI STOCK EXCHANGE

合成股票多头案例分析

■ **成本对比（标的前收盘价2.441，认沽前结算价0.0301）**

若直接买入50ETF → 所需成本236000元

若合成股票多头 → 所需成本33642元

■ 若直接买入10万份50ETF，则初始成本为2.360*100000=236000元

■ 若合成股票多头，所需成本=卖出开仓保证金-卖出认沽的权利金收入+买入认购的权利金支出=31302-5300+7640=33642元。

■ 合成股票策略所需成本仅为直接买入的14.26%，共节省202358元的资金，在确保保证金足额的前提下，刘女士可把剩余的资金作再投资获取收益。

合成股票策略小贴士

- 合成股票策略具有三大优势：
  复制资产功能、现金替代功能、套利功能

- 相比于“直接买入股票”，“合成股票多头”能满足投资者杠杆性做多的需求。

- 相比于“买入认购期权”，“合成股票多头”降低了权利金的成本，但承担了更大的下行风险。

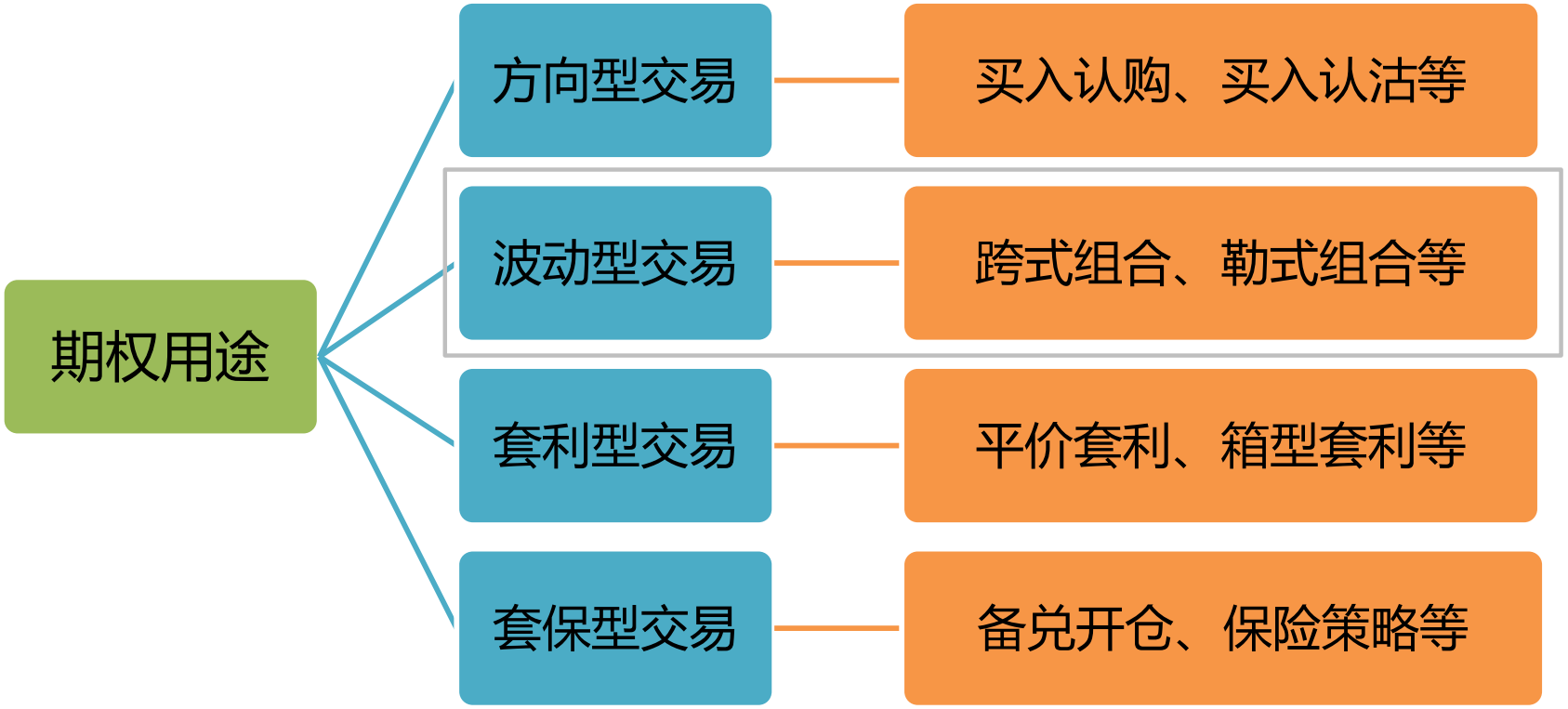
上海证券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

目录

- 花剑式剑诀
- 基础组合策略一：牛/熊市价差策略
- 基础组合策略二：合成股票策略
- **基础组合策略三：跨式、勒式策略**
- 组合策略保证金及其应用

期权策略的多样性

✓ 期权给予了投资者**全方位**的交易机会，期权策略的多样性决定了期权用途的多样性：



上海證券交易所 SHANGHAI STOCK EXCHANGE

跨式、勒式的使用场景

■ **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（做多波动率）

卖出跨式（勒式） → 小幅盘整的后市（做空波动率）

大幅震荡买跨式，小幅盘整卖跨式

上海證券交易所 SHANGHAI STOCK EXCHANGE

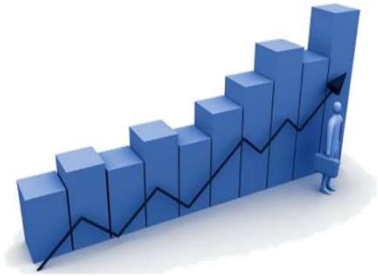
做多波动率的事件场景

- **当出现可能剧烈影响市场行情的事件，但又不知其对行情的发展利多还是利空时，就可以利用期权做多波动率，对此，我们总结了四种类型：**

  - 国内外重大突发事件

  - 国内外重大财政货币政策的调整

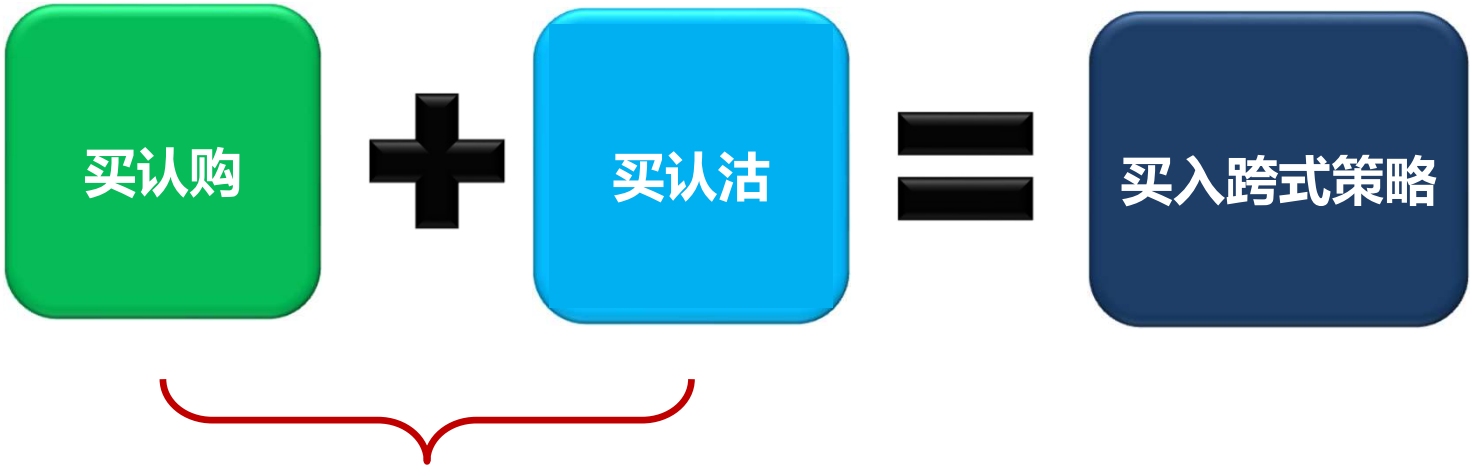
  - 公司发布财务报告



  - 常规的不确定性窗口

跨式策略的构成

- 买入跨式策略，是指**买入相同数量、相同行权价**的**同月认购和认沽**期权

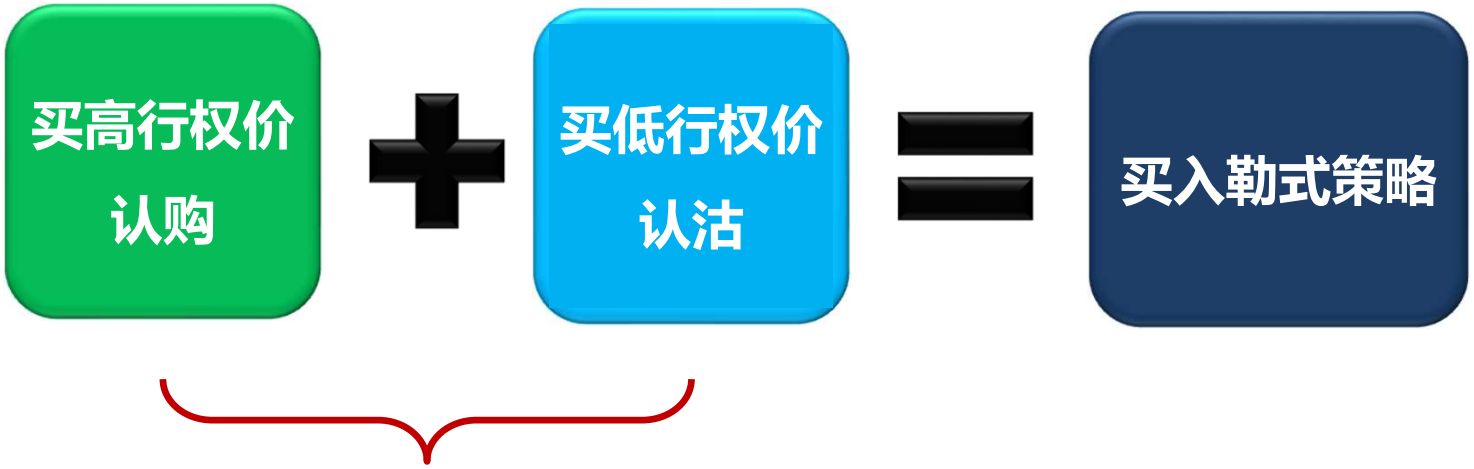


三相同：数量相同、行权价相同、到期日相同

上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

勒式策略的构成

➢ 买入勒式策略，是指**买入相同数量、低行权价**的**认沽**期权，同时买入**高行权价**的**认购**期权

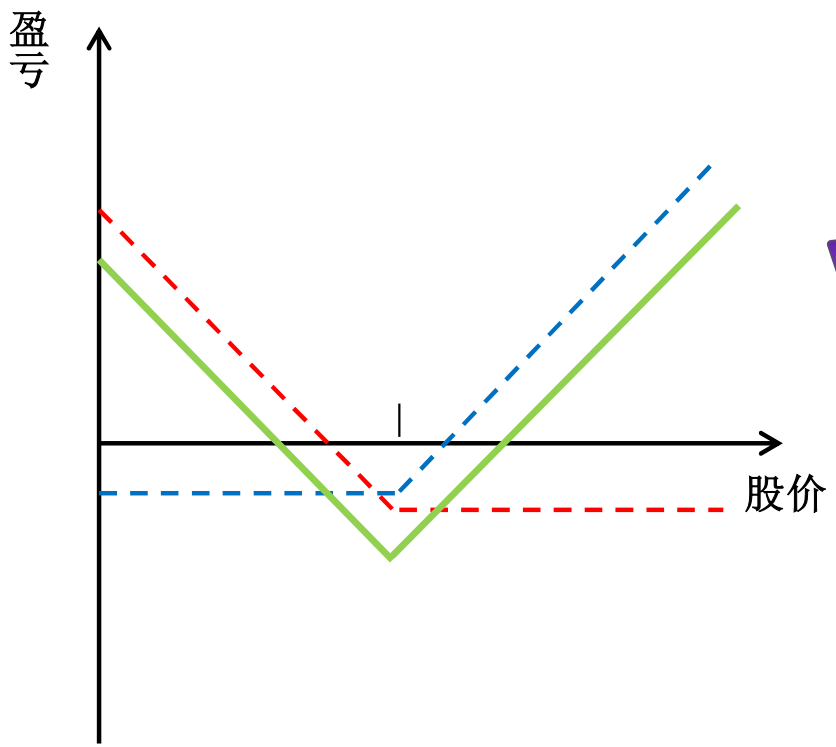


两相同：数量相同、到期日相同
一不同：行权价不同

上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

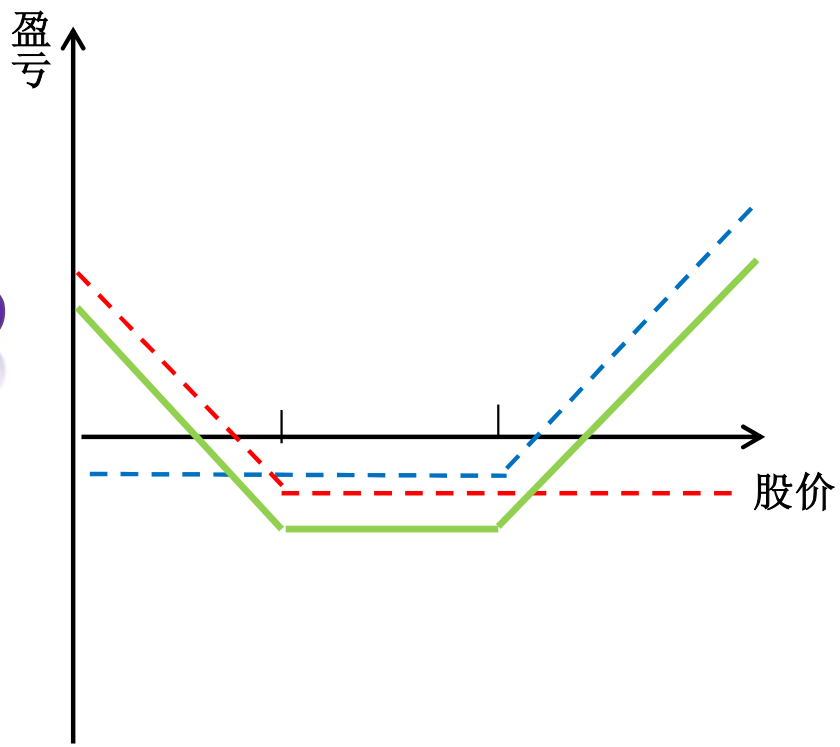
买入跨式、勒式策略的盈亏图

买入跨式盈亏图



VS

买入勒式盈亏图



- 与买入跨式相比，买入勒式策略的成本更低，但需要后市更大的波动才能最终盈利。
- 跨式策略盈亏平衡点=行权价±权利金支出

上海證券交易所 SHANGHAI STOCK EXCHANGE

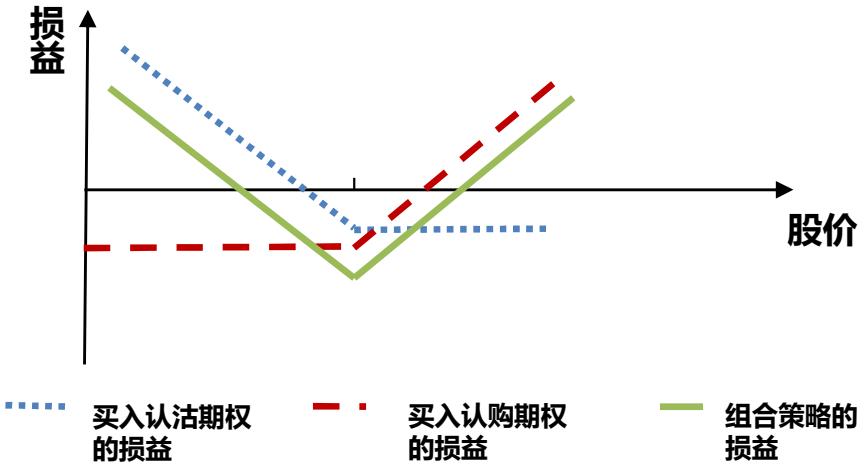
跨式策略的应用案例——消息面的不确定性

✓场景：如果看多后市大幅波动,则买入跨式(同时买入认购和认沽)

比如：

●医药公司A将于下周公布新药试验结果，至今情况不明，如果试验结果良好，A股价必定大涨；如果试验结果不尽人意，A股价必定大跌。

●此时，投资者可以买入一份A公司认购期权，同时买入一份具有一份具有相同到期日、相同行权价的A公司认沽期权。



- 无论股价大涨还是大跌，投资者都可以获利！
- 但切记不要忽视买入跨式的成本！

上海證券交易所 SHANGHAI STOCK EXCHANGE

2020美国大选跨式策略实例——美国

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 %**

2020美国大选跨式策略实例——中国

中国市场

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：

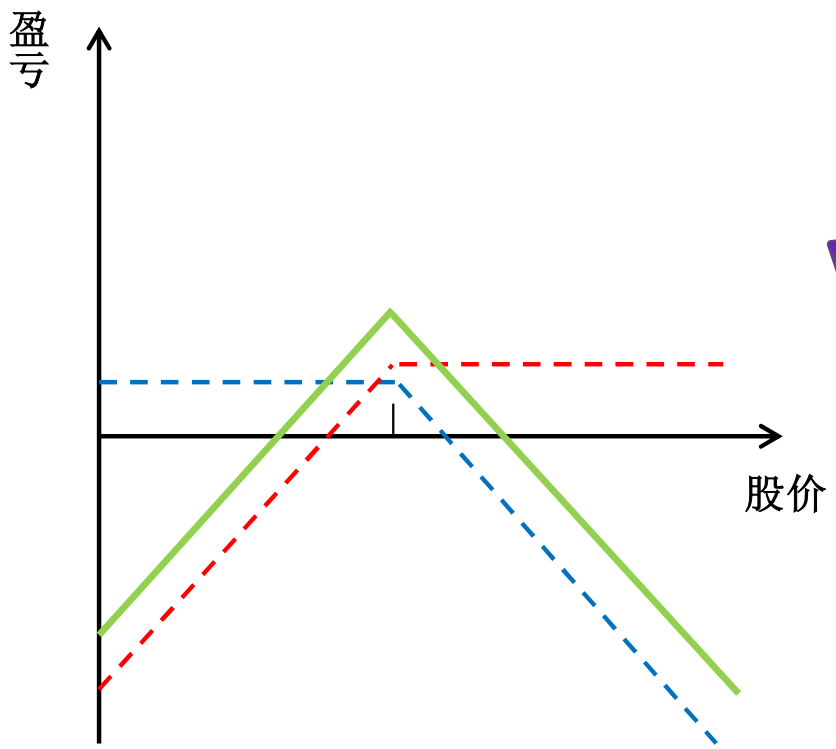
上证50ETF期权买入跨式策略收益			
1张认购+1张认沽	50ETF购11月3400	50ETF沽11月3400	合计
11月3日	0.0545	0.0973	0.1518
11月6日	0.0638	0.0550	0.1188
期间收益率	17.1%	-43.5%	-21.7%

请思考：为什么中美两个市场做跨式策略会有不同的效果？

交易所 EXCHANGE

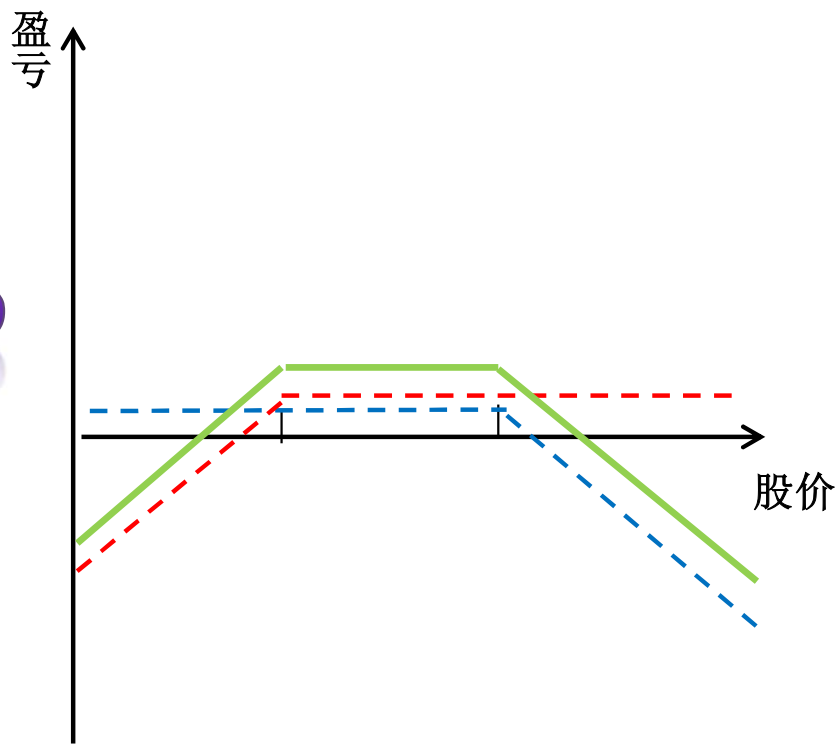
卖出跨式、勒式策略的盈亏图

卖出跨式盈亏图



VS

卖出勒式盈亏图



- 卖出跨式、勒式策略是做空波动率策略，适用于预计标的证券在未来小幅盘整，振幅很小的情形。

上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

跨式、勒式策略小贴士

- 尽管“买入跨式组合”建仓者的最大亏损是有限的，等于两份权利金支出之和，潜在的盈利却是无限的，但“跨式组合”付出了双重的权利金，成本一般是比较高的，因此建立跨式组合前需要对后市波动幅度有比较大的把握方可操作。

- 对于卖出跨式、勒式策略，由于同时卖出认购期权和认沽期权，且没有相应的保护措施，因此当标的证券大幅上涨或大幅下跌时，双卖策略风险很大，理论上损失没有上限。所以投资者一定要做好风控措施，关注波动率的变化，防范爆仓、强平风险。

上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

目录

- 花剑式剑诀
- 基础组合策略一：牛/熊市价差策略
- 基础组合策略二：合成股票策略
- 基础组合策略三：跨式、勒式策略
- **组合策略保证金及其应用**

上交所组合策略业务

组合策略业务

一般情况下，卖出期权开仓需要缴纳现金保证金以保证卖方义务的履行。当投资者持有某些特定组合时，可以申请构建组合策略，冲减现金保证金，从而提高投资者资金使用效率，降低成本。

适用策略

- ✓ 认购牛市价差策略
- ✓ 认购熊市价差策略
- ✓ 认沽牛市价差策略
- ✓ 认沽熊市价差策略
- ✓ 跨式空头策略
- ✓ 宽跨式（勒式）空头策略

组合策略保证金收取

策略	保证金计收
认购牛市价差 认沽熊市价差	无
认购熊市价差 认沽牛市价差	行权价之差×合约单位
跨式空头 宽跨式空头	max(认购期权开仓保证金，认沽期权开仓保证金) + 保证金较低方合约的前结算价*合约单位
认购期权保证金开仓转备兑开仓	无（百分之百证券担保）
认购期权备兑开仓转保证金开仓（暂不实施）	该合约当日开仓保证金

组合策略保证金应用实例：牛市认购

实例：

2020年10月12日，沪深300ETF（510300）当日大涨，收盘价为4.887元/份，如果投资者考虑后市有一个月左右的震荡行情且整体向上，如何使用期权实现投资预期？

期权策略	开仓时资金占用	回撤可能
买入近月认购	权利金	较大
牛市认购价差不提交组合策略保证金	权利金+保证金	一般
牛市认购价差且提交组合策略保证金	权利金	一般

买“低”300ETF购11月4900+卖“高”300ETF购11月5000 = 牛市认购价差策略

组合策略保证金应用实例：牛市认购

构建过程：

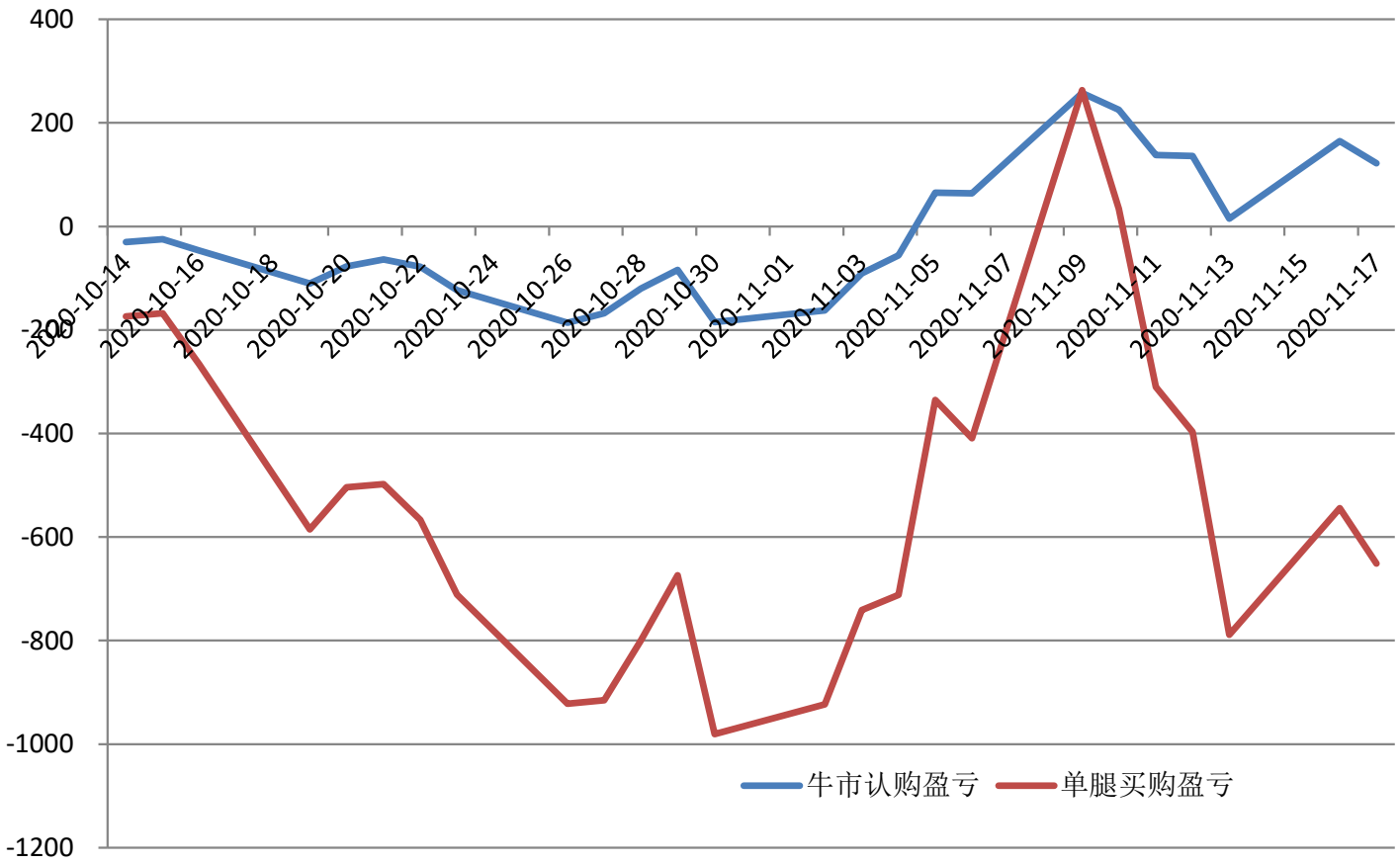
一、投资者在盘中（9:30-11:30、13:00-15:00）买入低行权价认购、卖出等量高行权价认购

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

组合策略保证金应用实例：牛市认购

相较于单边买入认购，牛市认购价差策略回撤更低，受时间价值衰减影响更小，在震荡行情中大显身手！

提交组合策略保证金后，牛市认购价差和单边买入认购开仓时资金一致，节省了保证金支出，极大地提高了资金利用效率！



图：11月到期的沪深300ETF期权购4900和购5000的买入认购和牛市认购策略回测对比
数据来源：wind数据客户端，回测区间：2020.10.12-2020.11.17

组合策略保证金应用实例：牛市认购小贴士

小贴士:

1、牛市认购、熊市认沽、牛市认沽、熊市认购这四个垂直价差策略于其成分合约到期日前第二个交易日（E-2）日终自动解除；

2、受时间价值的影响，牛市认购价差策略的盈利没必要“吃到最后一口”，不建议持有到期，在接近最大盈利点（行权价之差 – 权利金）时可以平仓获利了结；

3、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；

4、结算参与人可用于扣减的保证金日间余额不足，或者申报解除的组合策略不符合规定的，解除组合策略申报无效。

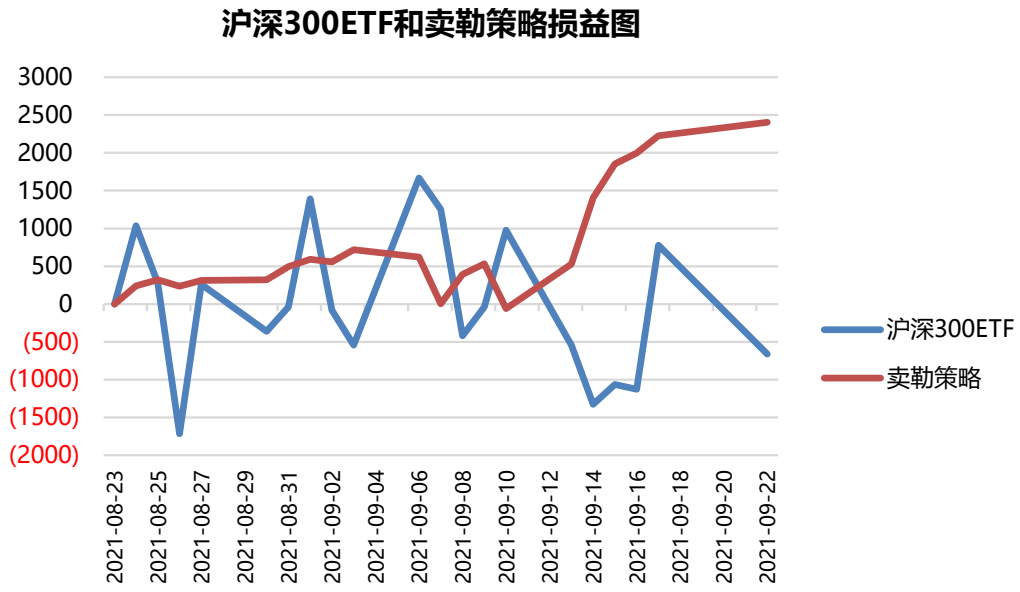
5、无论是自行解除组合策略还是到期解除，组合策略解除都会导致头寸的保证金增加，解除组合策略前需要时刻关注保证金，避免违约风险。

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	MAX(认购期权开仓保证金，认沽期权开仓保证金) +保证金较低方合约的前结算价*合约单位

卖出勒式实例



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，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。

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！

上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE