

上交所期权策略顾问培训

上海证券交易所

第三讲

保险策略及备兑开仓

本节内容参见《3小时快学期权》

化剑式、重剑式

- 什么是保险策略
- 保险策略的使用场景及盈亏分析
- 保险策略要诀
- 什么是备兑开仓
- 备兑开仓的使用场景及盈亏分析
- 备兑开仓的优缺点与注意事项
- 备兑开仓的相关制度
- 买股票还是卖认沽：巴菲特的选择

- 什么是保险策略
- 保险策略的使用场景及盈亏分析
- 保险策略要诀
- 什么是备兑开仓
- 备兑开仓的使用场景及盈亏分析
- 备兑开仓的优缺点与注意事项
- 备兑开仓的相关制度
- 买股票还是卖认沽：巴菲特的选择

持股票，买认沽。

股票下跌保财富。

买认购，借股票。

卖空风险全送掉。

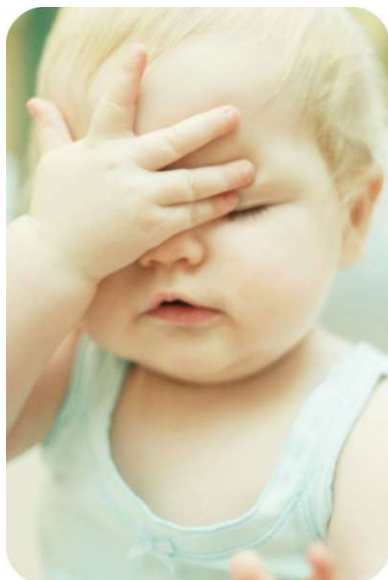
保险策略：期权的风险对冲策略

➤ 买入认沽期权为现货多头保险。



- 什么是保险策略
- 保险策略的使用场景及盈亏分析
- 保险策略要诀
- 什么是备兑开仓
- 备兑开仓的使用场景及盈亏分析
- 备兑开仓的优缺点与注意事项
- 备兑开仓的相关制度
- 买股票还是卖认沽：巴菲特的选择

你是否有过这样的烦恼？

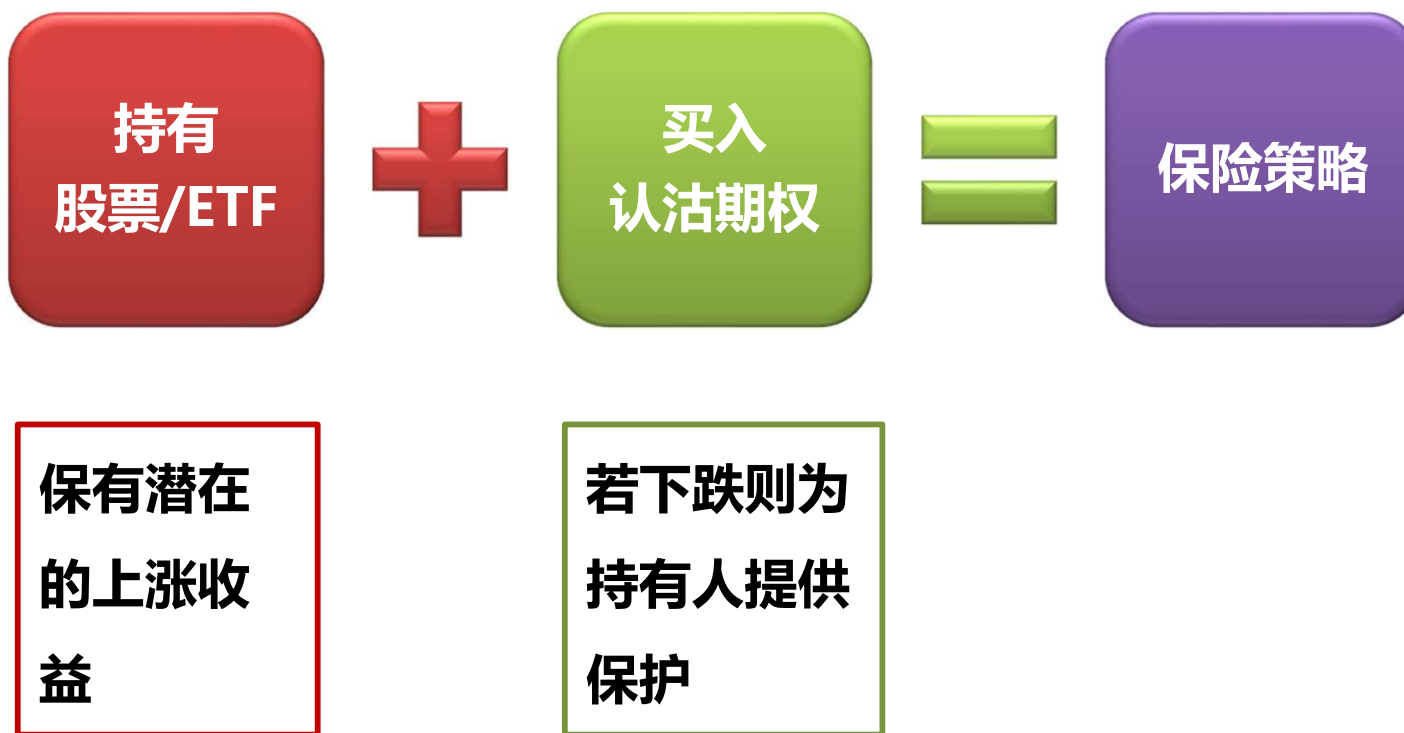


- ◆ 预期某只股票会上涨而想买入该只股票，但怕买了以后市场会下行。
- ◆ 预期市场下行，但股票正被质押中。
- ◆ 目前持有的股票已获得较好的收益，想在锁定已有收益的基础上保留上行收益的空间。

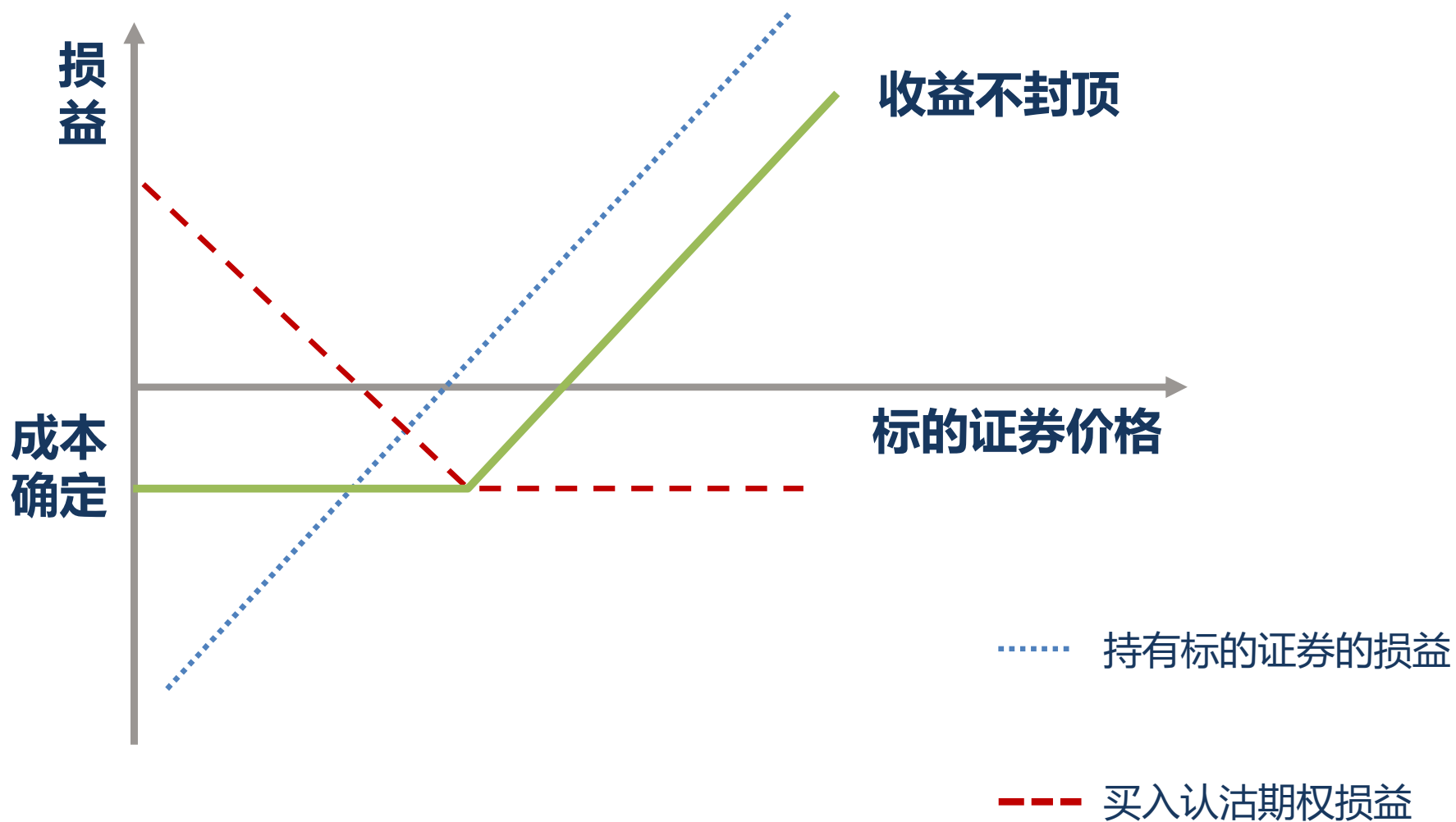
在这种困境下，有没有一种办法，
可以既**保留ETF的上行收益，同时又防范未来的下行风险**呢？

如何用期权实现保险

➤ 期权保险策略，也称**保护性买入认沽策略**，是指投资者在已经拥有标的证券、或者买入标的证券的同时，买入相应数量的认沽期权。



保险策略损益图



一个例子

- 王先生以每份4.78元的价格买入了10000份沪深300ETF，同时买入了一张沪深300ETF的当月认沽期权（行权价为4.80元/份，权利金为每份0.1353元）

若到期日ETF上涨

- 认沽期权到期失效
- 享受股票上涨收益即可

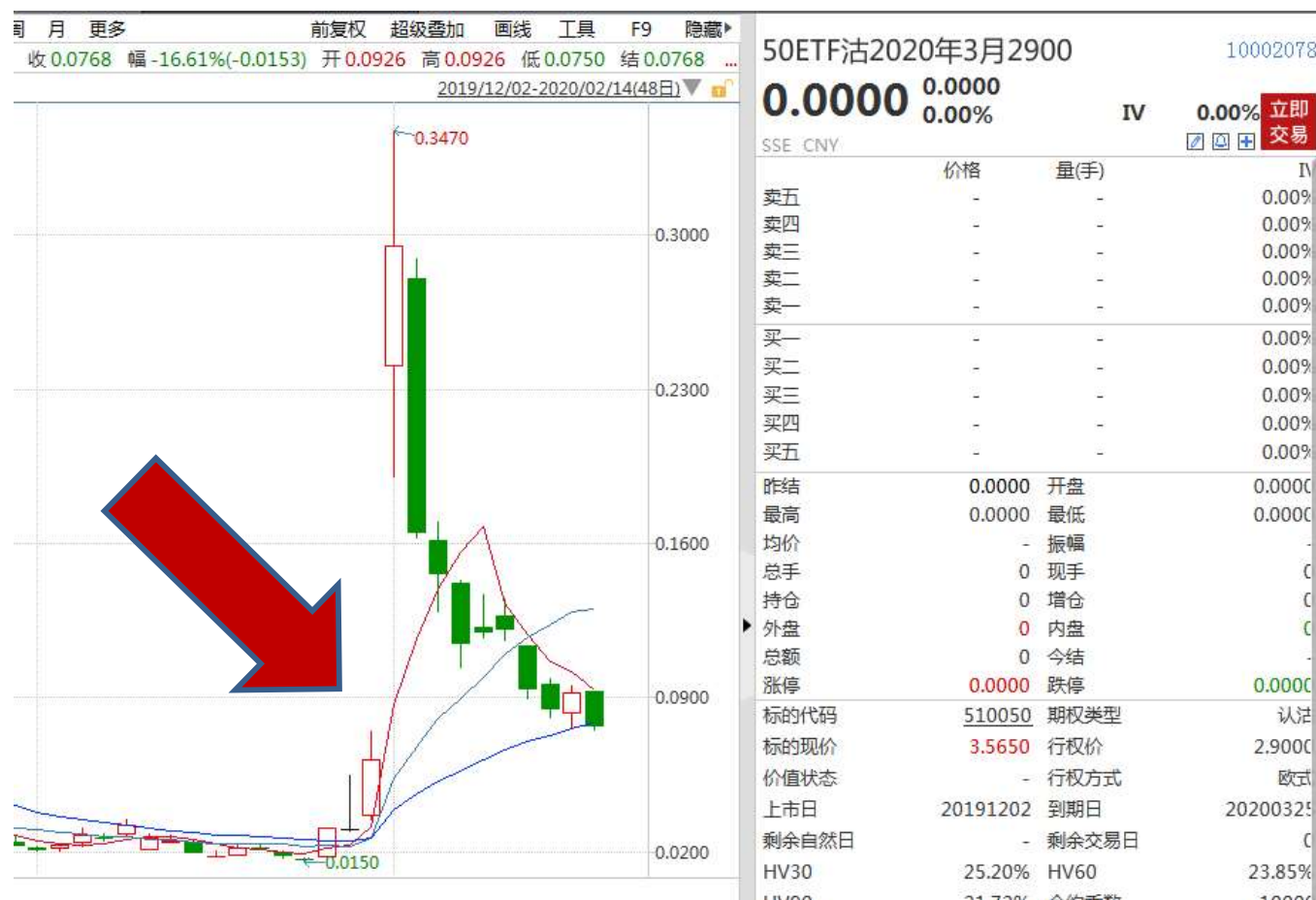
若到期日ETF大跌

- 仍可以每份4.80元、高于市价的价格卖出手中的沪深300ETF份额
- 避免现货大幅下跌的损失

保险策略防范下行风险实例

2020年1月23日当日，投资者担心后期疫情加剧，且年前认沽期权的隐含波动率为较低水平，50ETF沽3月2900的隐含波动率为13-15%左右，此时买入认沽相对“便宜”。

于是投资者提前以资产净值的2%，买3个月后到期的平值期权以对现货进行等量对冲。



保险策略防范下行风险实例

春节前

以50ETF为例，投资者A持有50万份50ETF，1月23日节前最后交易日，50ETF收盘价为2.9250，50ETF沽3月2900的报价为0.0621。假设当天投资者A担心春节期间疫情等不安定因素会影响现货价格，买入50张50ETF沽3月2900作保险，成本为：

$$0.0621 \times 10000 \times 50 = 31050 \text{元}$$

春节后

节后2月3日开盘，50ETF跌至2.7070，当日跌幅7.45%，该投资者现货端损失为：

$$(2.9250 - 2.7070) \times 10000 \times 50 \\ = 109000 \text{元}$$

与此同时，当天认沽期权大涨，2月3日收盘价为0.2948，认沽期权端收益为：

$$(0.2948 - 0.0621) \times 10000 \times 50 \\ = 116350 \text{元}$$

由于**标的大幅下挫，波动率攀升**，保险策略效果明显，基本覆盖现货损失。

期权与生活中的保险

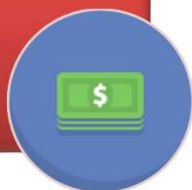
保险（保险费）	期权（权利金）
投保人 支付	买方 支付
保险人 收取	卖方 收取
保险人不能拒绝投保人的合理索赔要求	买方提出行权，卖方有义务执行
保险时间（+）	期权期限（+）
资产风险（+）	股票或ETF的波动率（+）

- 什么是保险策略
- 保险策略的使用场景及盈亏分析
- 保险策略要诀
- 什么是备兑开仓
- 备兑开仓的使用场景及盈亏分析
- 备兑开仓的优缺点与注意事项
- 备兑开仓的相关制度
- 买股票还是卖认沽：巴菲特的选择

要诀一：对长期看好的标的进行保险

- 买入认沽期权相当于给股票保险，需要支付权利金，即保险费用。

保险有费用



- 如果股票的未来收益一般，那么扣除保险成本后，收益也会较差。

可能降收益



- 如果并不看好股票，则最好卖出股票，而不是买入认沽期权保险。

合理选择



要选择长期看好的证券！

要诀二：选择等量对冲还是中性对冲

**确保到期日证券的
最低卖出价格**



等量对冲
(1张对应单位数量标的证券)

例如：投资者持有10000份沪深300ETF，则可买入1张认沽期权进行等量对冲。

**短期完全对冲
下行风险**



中性对冲
(等量张数/delta绝对值)

例如：投资者持有10000份沪深300ETF，且想利用平值认沽期权（ $\text{delta} = -0.5$ ）进行保险，则需买入2张平值认沽期权。

要诀三：选择合适的行权价

行权价不同，保险效用大不同~

- 等量对冲下：行权价越低，“保险系数”越低，但成本也低；
行权价越高，“保险系数”越高，但成本也高
- 中性对冲下：行权价越低（越虚值），所需对冲张数越多；
行权价越高（越实值），所需对冲张数越少



投资者需要在保险效用和保险成本间作相应的权衡，同时还需要考虑市场趋势及购买保险的目的进行选择。

要诀四：到期时间要匹配

使用**等量对冲**时，买入认沽期权的期限应与计划的持股时间相匹配。



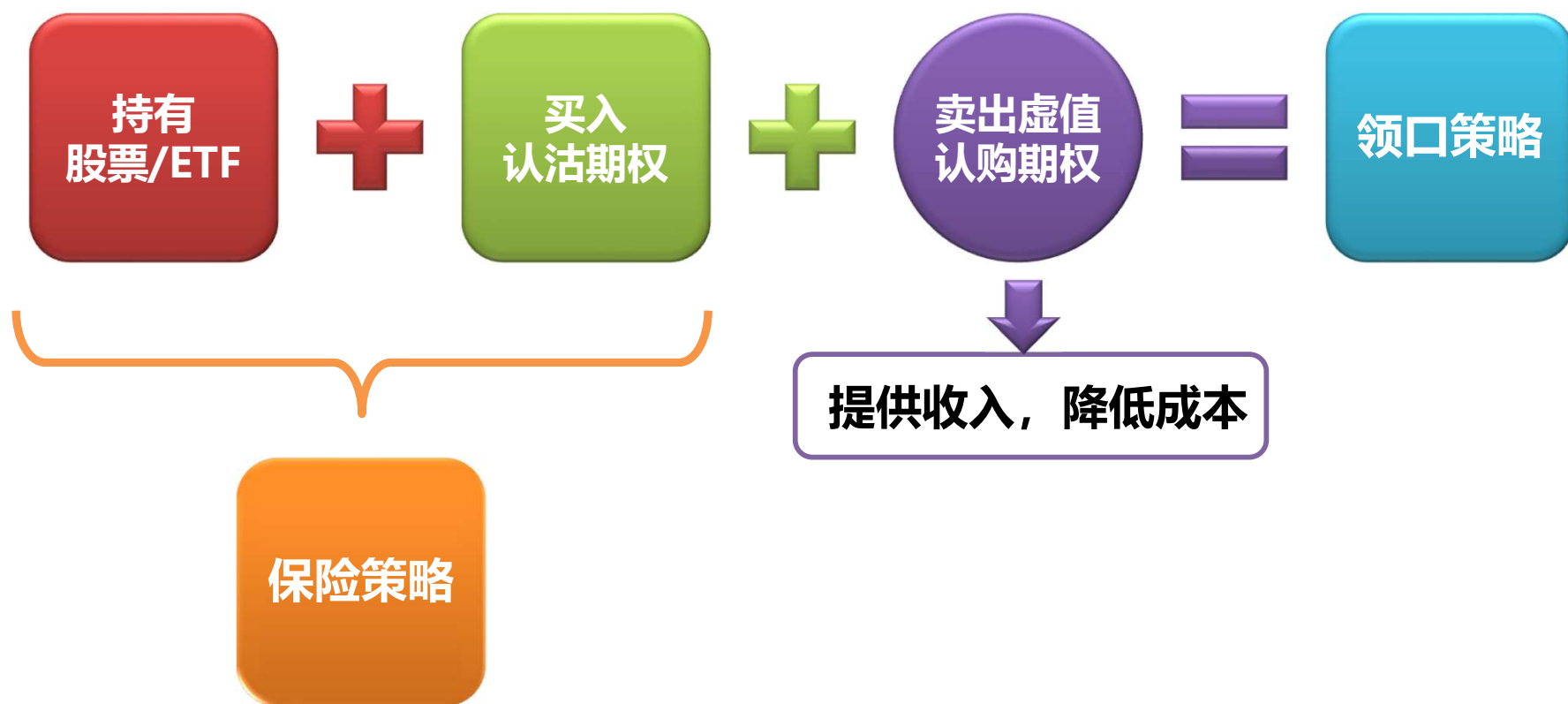
如果没有明确的持股时间怎么办？

如果没有明确的持有时间计划，最好先买入短期的合约，再视持股情况选择是否展期操作。

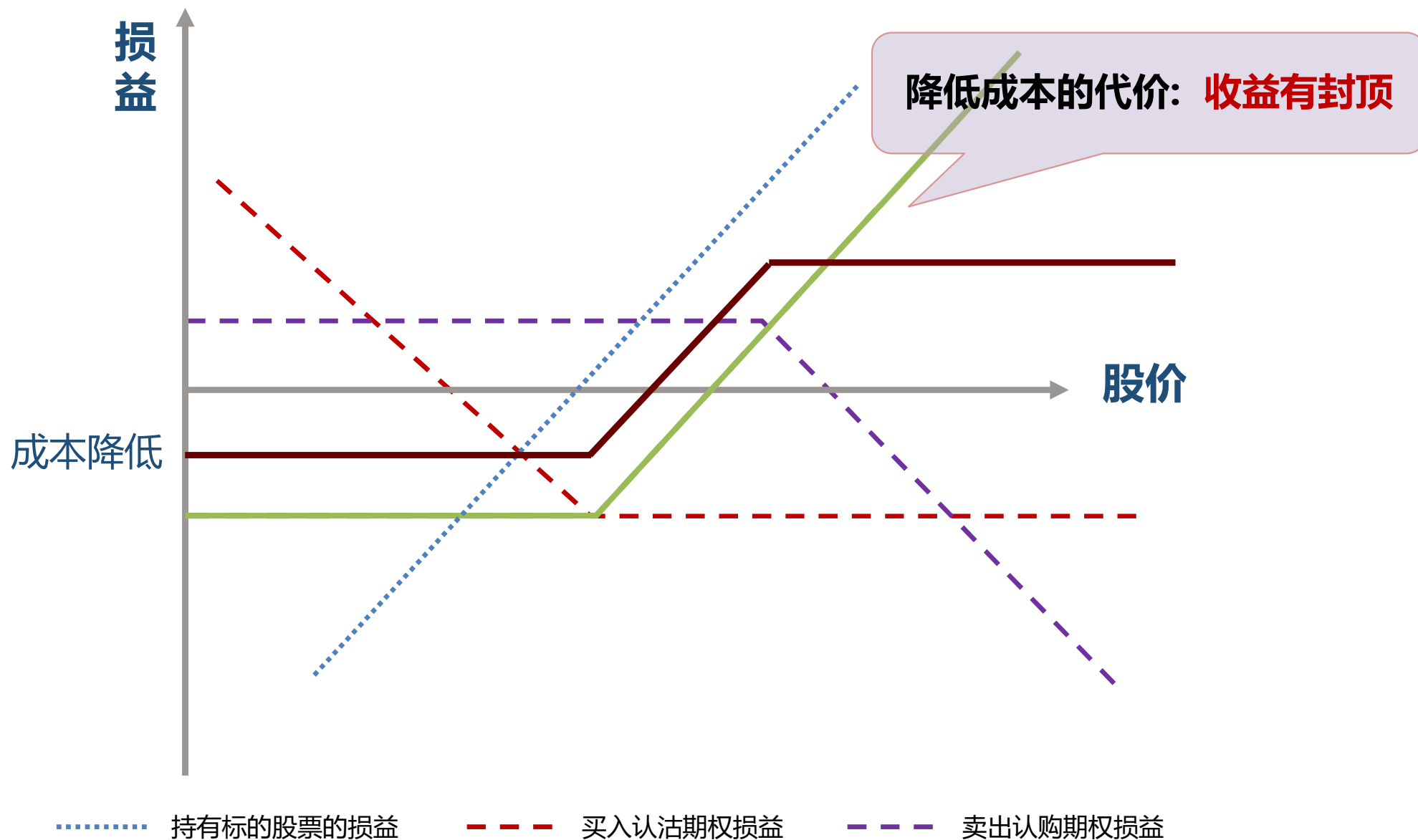
要诀五：利用领口策略降低保险成本



如何降低保险策略的成本——领口策略



领口策略的损益图



领口策略分析

■领口策略的实际作用是用等量的认沽期权锁定手中标的股票的下跌风险，同时卖出的认购期权进一步降低成本，所以说，领口策略是保险策略的一个延伸，即是保险策略和备兑开仓的合体。因此，领口策略兼有**对冲股票下行风险**和**增强收益**的双重功能。

标的股票 小幅上涨

若没有突破认购期权的行权价，则卖出的认购期权到期虚值归零，获得权利金，此时你可以再卖出下一期的认购期权

标的股票 大幅上涨

认购期权的义务仓被行权，相当于高价卖出了股票，该组合整体还是有收益的。被行权后，领口策略又可以重新构建

标的股票 不涨反跌

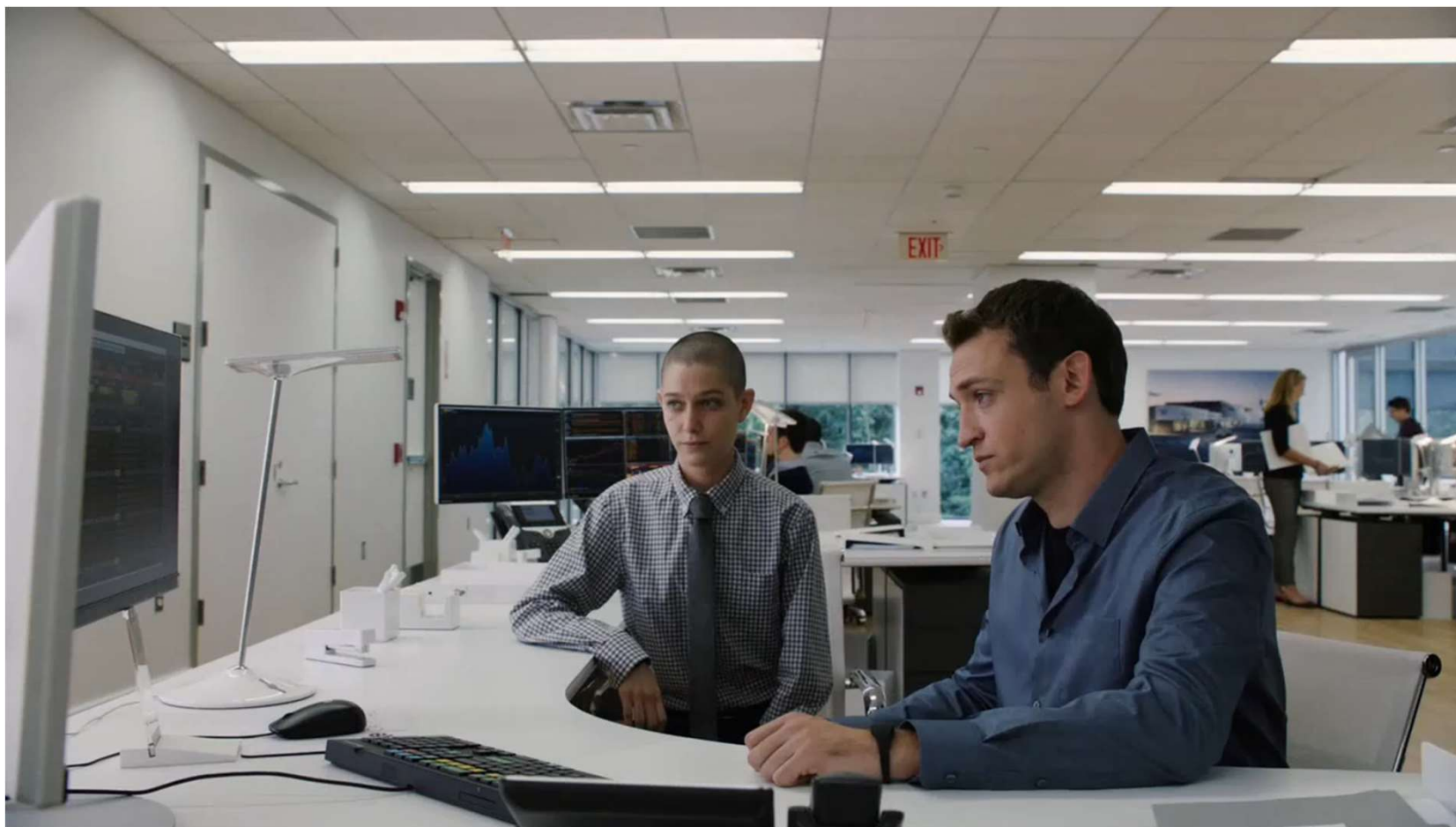
由于认沽期权锁定下行风险，而卖出的认购期权可以更早归零，你可以不断平仓再卖出新的认购期权合约

■领口策略vs牛市价差：到期盈亏图和牛市价差，但是两者的意图截然不同

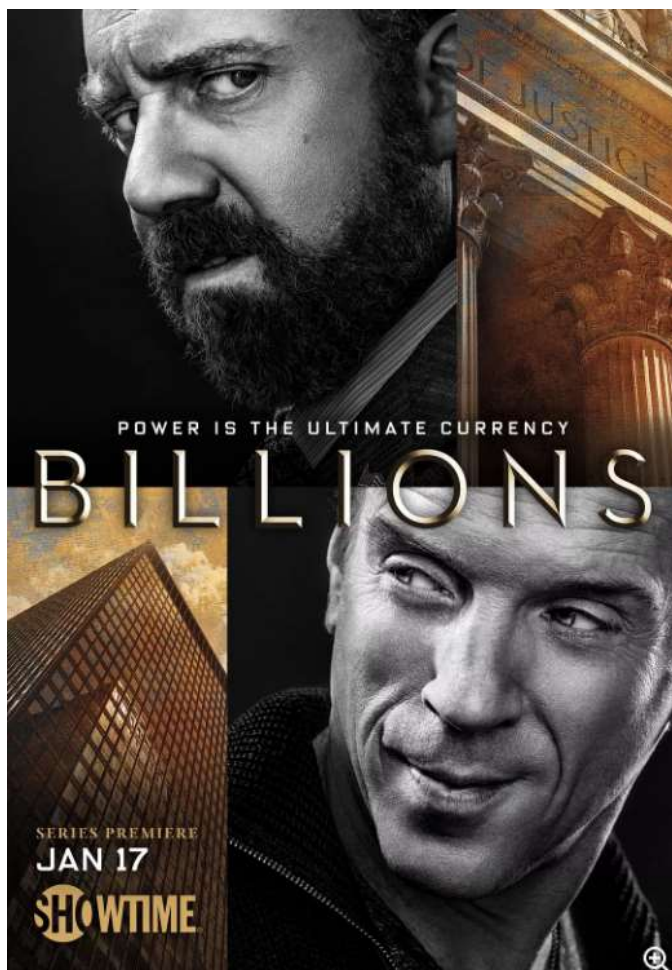
- ✓ 牛市价差是对后市温和看涨的组合期权策略
- ✓ 领口策略则是股票和期权结合在一起操作，其本意是为了对冲股票下行风险的同时运用卖出认购期权抵消部分对冲成本。

领口策略实例——亿万

美剧亿万视频



领口策略实例——亿万



因为市场的利空影响，A交易员必须以40美元的价格卖掉500万股布鲁赫恩钢铁，但是这笔卖出的头寸实在是太大了，以至于A认为，直接卖出会严重地影响市场价格。

背景

领口策略实例——亿万

B交易员则觉得这种抛售股票的方式也并不高效。她认为可以构造一个**零成本的领口策略组合**，来保护手中的股票头寸：

在持有500万股布鲁赫恩钢铁的基础上，买入行权价为40美元的认沽期权，同时备兑卖出行权价为45美元的认购期权来抵充认沽期权的建仓成本。

这样即使利空因素发酵，股价下跌，A仍能通过行权以40美元的价格卖出手中的股票。

解
决
方
案

领口策略实例——亿万



持有500
万股股票



买入
K=40的
认沽



卖出
K=45
的认购



零成本
领口策略

领口策略实例——吉利收购戴姆勒

2018年2月23日，戴姆勒官网文件显示，中国吉利集团在二级市场通过旗下海外企业主体以约90亿美元的价格收购了戴姆勒9.69%的具有表决权的股份。吉利入股戴姆勒使用了一定的杠杆资金，为了控制所持正股的风险，因此采用了**领口期权进行风险管理**。



2018年第四季度，受到美股系统性大跌的影响，戴姆勒股价也有所下跌，但认沽期权价格上涨，而且虚值认购期权也不会被行权。吉利可以获利平仓认沽期权，加上认购期权权利金，就可以一定程度抵消股价的浮亏，而且还能够保有戴姆勒大股东的身份。领口策略就起到保护吉利头寸的目的。

期权产品的保险功能及期权策略的灵活性、多样性，保证了整个并购过程平稳顺畅。并购期内，戴姆勒股价上下振幅超过20%，如若不使用期权，势必导致并购行为亏损。通过使用并不复杂的期权策略，吉利集团有效地**控制了股价波动风险，保障了长达一年多的股权收购计划平稳落地**。

- 什么是保险策略
- 保险策略的使用场景及盈亏分析
- 保险策略要诀
- 什么是备兑开仓
- 备兑开仓的使用场景及盈亏分析
- 备兑开仓的优缺点与注意事项
- 备兑开仓的相关制度
- 买股票还是卖认沽：巴菲特的选择

持股票，卖认购。

股票不涨收益厚。

欲持股，卖认沽。

降低成本把券入。

收益增强与成本降低策略

- 增强收益、高抛现货：备兑开仓
- 低吸现货：卖出认沽



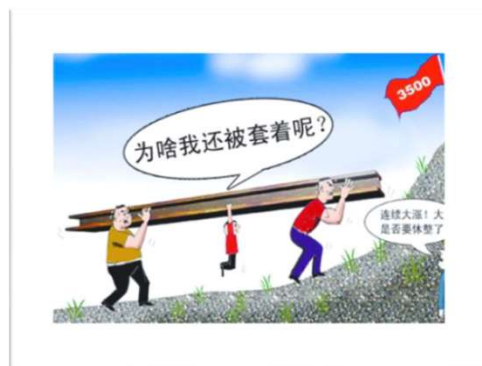
- 什么是保险策略
- 保险策略的使用场景及盈亏分析
- 保险策略要诀
- 什么是备兑开仓
- 备兑开仓的使用场景及盈亏分析
- 备兑开仓的优缺点与注意事项
- 备兑开仓的相关制度
- 买股票还是卖认沽：巴菲特的选择

使用场景——增强持股收益

所持**ETF**,不**温**不**火**
短期也火不了...



长期**被套**,不忍**割肉**
短期也涨不上...



备兑开仓



✓这种情况下,你想不想
降低成本或增强收益?

使用场景二——锁定卖出价位

很多情况下，投资者为了自己的心里价位迟迟不肯出货。



“在这个价格我还不
想出货，不过，
如果这个股票再涨
几个点……”

备兑开仓

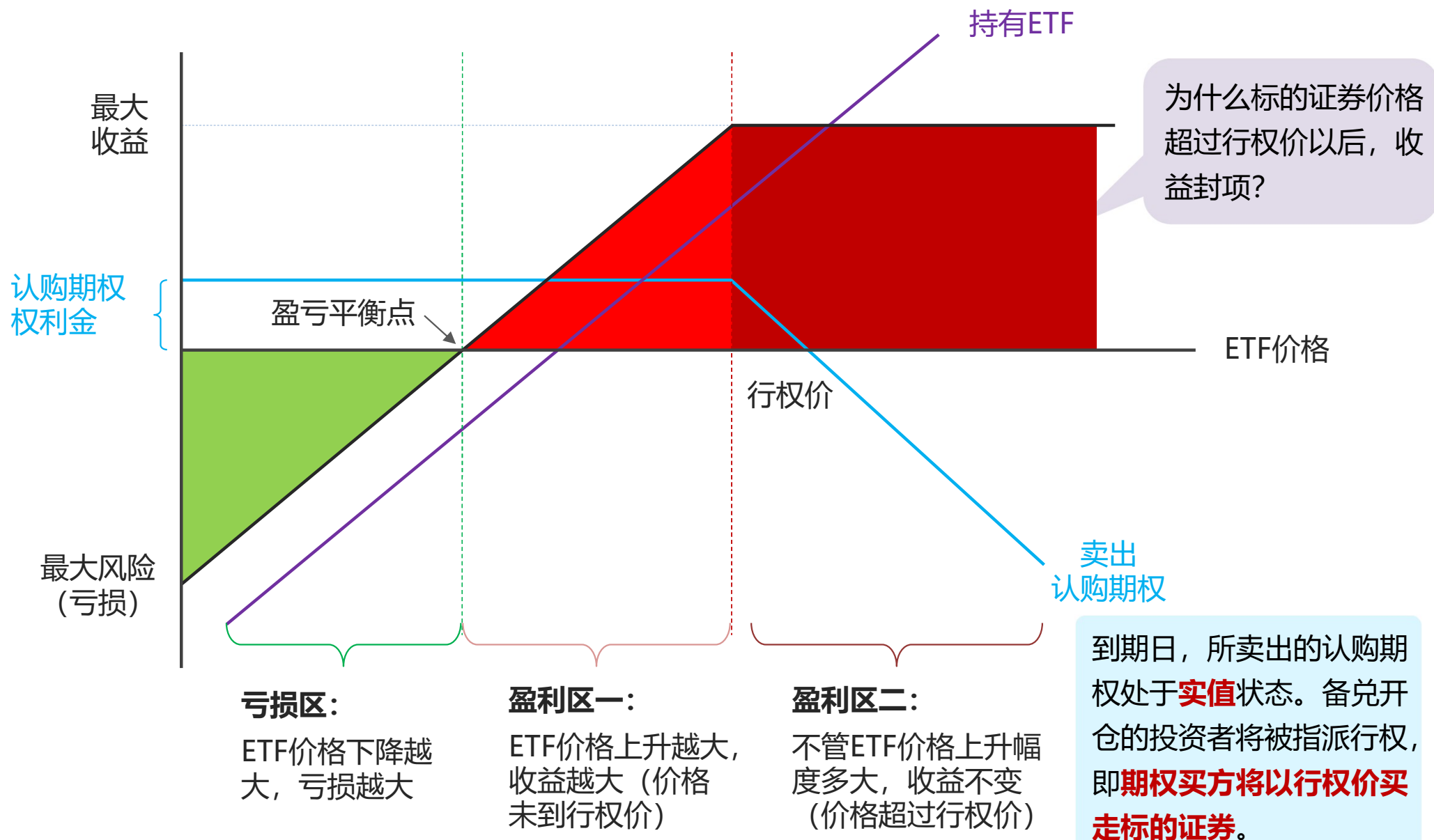
✓这种情况下,你想不想**锁定**
心中的卖出价位?

如何用期权备兑开仓

➤ 期权备兑开仓策略，是指投资者在已经拥有标的证券、或者买入标的证券的同时，卖出相应数量的认购期权。

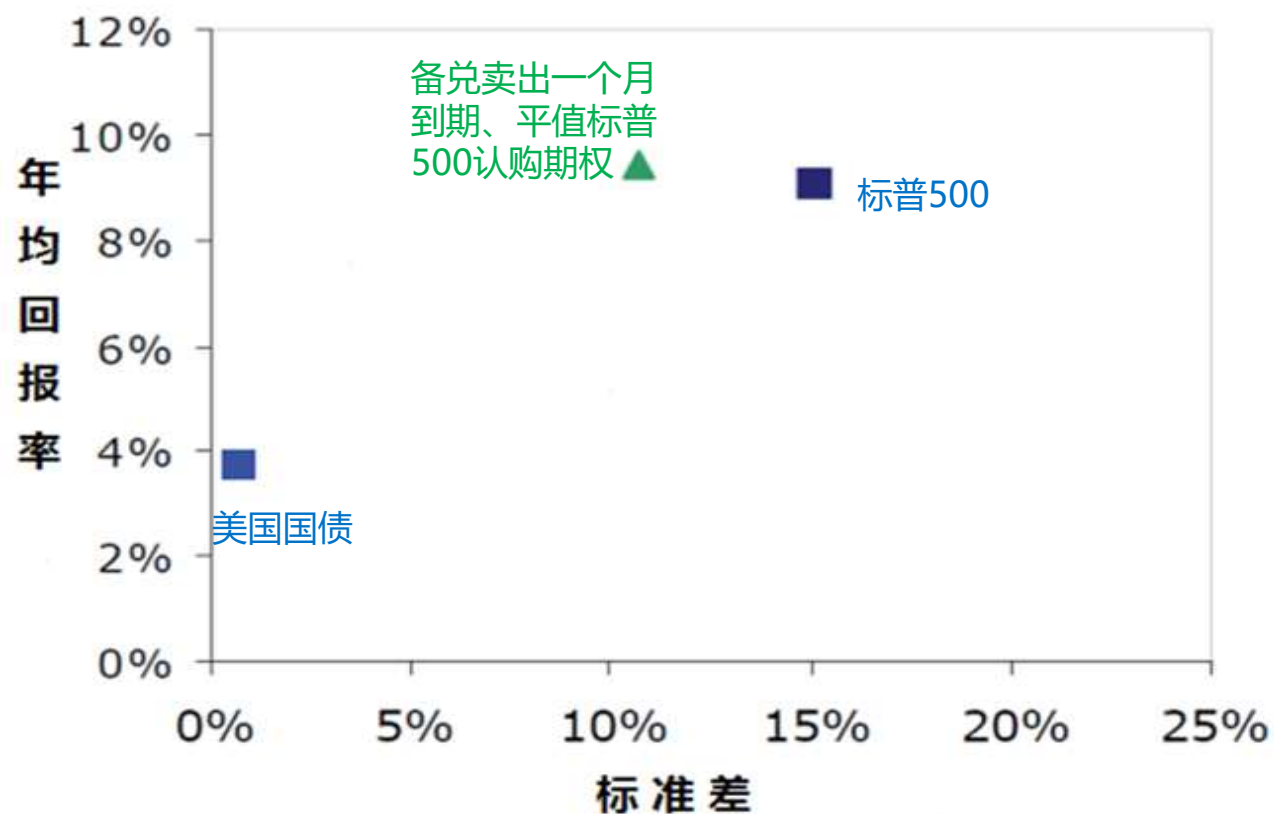


备兑开仓的收益与风险



备兑开仓增强收益的效果

备兑开仓策略收益对比(1988年6月30日-2011年12月31日)



资料来源：芝加哥期权交易所

（一）静态回报率

- 所谓静态回报率，是指假设在期权到期日时股票的价格没有发生变化，整个组合的收益率。具体等于**收入/成本**
- 假设王先生以每股14元的成本购买了上汽集团，则王先生的策略成本为14元。
- 王先生为增强收益，卖出了行权价为15元的上汽集团近月认购期权，权利金为0.81元。若到期日股价不发生变动，则王先生的收入即为权利金0.81元（假如期权存续期间没有股利）。
- 因此，王先生备兑开仓的静态回报率是 $0.81/14=5.79\%$ 。

(二) 或有行权回报率

- 第二个标准的基准指标是或有行权回报率。所谓或有行权回报率，是指假设到期日股价达到或者超过了卖出的认购期权的行权价，并且股票被指派以行权价卖出，整个组合的收益率。具体等于
(权利金收入+股票价差收入) / 成本
- 在这种情况下，权利金收入跟前述一样是0.81元，股票价差收入是行权价与股票购买价格之差，即为1元（15元 - 14元 = 1元）；策略成本与静态回报的一样都是14元。
- 因此，王先生备兑卖出认购期权的或有行权回报率是
 $1.81/14=12.93\%$ 。

(三) 指标说明

- 静态和或有行权收益率的计算并不是绝对收益的测量，他们只是
一些客观的计算，能够帮助投资者比较不同的备兑开仓策略。
- 这里列出静态和或有行权收益率，并不意味着投资者进行备兑开
仓策略时，一定能够获得这么诱人的收益率。如果股价并没有出
现投资者原先预期的小幅上涨，而是出现下跌，投资者也将面临
亏损。

- 什么是保险策略
- 保险策略的使用场景及盈亏分析
- 保险策略要诀
- 什么是备兑开仓
- 备兑开仓的使用场景及盈亏分析
- 备兑开仓的优缺点与注意事项
- 备兑开仓的相关制度
- 买股票还是卖认沽：巴菲特的选择

备兑开仓的优缺点

优点



- 定期（如每月）获得收入
- 比直接拥有ETF风险更低
- 该策略使用现券担保，不需额外缴纳现金保证金，因此通常情况下无须每日盯市，无强平风险。

缺点

- ETF价格持续上涨时，该策略向上收益具有上限。
- ETF价格持续下跌，该策略下行风险较大。



备兑开仓的使用前提：

预期未来不涨或者小涨

注意事项一：合约选择

还有16天到期的当月认购期权合约

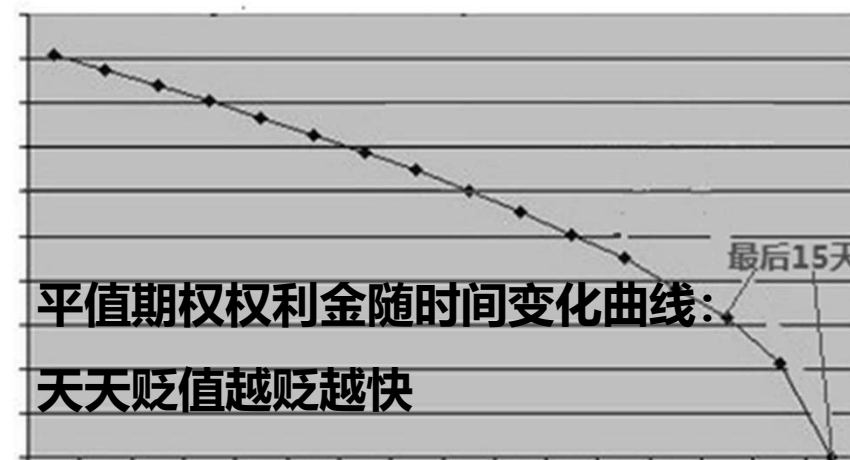
深度 实值	价值分析									全部月份的期权合约
	合约代码	时间价	波动溢价	虚实度%	溢价%	内在价	涨跌	现价	行权价	
	10002604	-0.0212	-99.96	22.59	-0.44	0.8810	-0.0052	0.8598	3.9000	
	10002605	-0.0172	-99.96	19.53	-0.36	0.7810	-0.0012	0.7638	4.0000	
	10002606	-0.0222	-99.96	16.61	-0.46	0.6810	-0.0062	0.6588	4.1000	
	10002607	-0.0233	-99.96	13.83	-0.49	0.5810	-0.0073	0.5577	4.2000	
	10002608	-0.0110	-99.96	11.19	-0.23	0.4810	0.0050	0.4700	4.3000	
	10002609	-0.0078	-99.96	8.66	-0.16	0.3810	0.0082	0.3732	4.4000	
	10002610	0.0045	-99.96	6.24	0.09	0.2810	0.0052	0.2855	4.5000	
	10002611	0.0263	-26.48	3.93	0.55	0.1810	0.0014	0.2073	4.6000	
	10002631	0.0648	-13.01	1.72	1.36	0.0810	-0.0049	0.1458	4.7000	
	10002647	0.0949	-8.75	-0.40	2.38	--	-0.0016	0.0949	4.8000	
	10002663	0.0595	-4.65	-2.43	3.73	--	-0.0032	0.0595	4.9000	
	10002699	0.0369	0.09	-4.38	5.35	--	-0.0024	0.0369	5.0000	
	10002700	0.0111	12.10	-8.93	10.04	--	-0.0021	0.0111	5.2500	
	10002701	0.0047	29.79	-13.07	15.14	--	-0.0012	0.0047	5.5000	
深度 虚值	10002719	0.0027	49.82	-16.85	20.32	--	-0.0005	0.0027	5.7500	

➤深度实值的期权，期权的时间价值较小，备兑收益也相对较小；深度虚值的期权的权利金则较小。

✓最好选择平值或轻度虚值的合约

➤近月合约的时间价值流逝最快。

✓选择近月合约的收益也相对较高



注意事项二：心理准备



- 投资者需积极看待“被行权”这件事
- 在备兑开仓时就要意识到将来被要求行权，需要以行权价卖出标的证券
- “高抛现货”的替代

注意事项三：及时调整

- ✓备兑开仓的预期前提是：不涨或小幅上涨。
- ✓如果市场预期变了，要及时作出调整！

如果ETF价格升至行权价以上，且预期仍将上涨？

- 建议一：**了结头寸**，即了结原有的认购期权，备兑平仓，继续持有ETF。
- 建议二：**向上转仓**，即备兑平仓后卖出更高行权价的认购期权。
- 建议三：**转换策略**，即根据调整后市场预期，选择新的策略。



如果ETF价格快速下跌，且预期仍将下跌？

- 建议一：**向下转仓**，即备兑平仓后卖出更低行权价的认购期权。
- 建议二：**转换策略**，即根据调整后市场预期，选择新的策略。

- 什么是保险策略
- 保险策略的使用场景及盈亏分析
- 保险策略要诀
- 什么是备兑开仓
- 备兑开仓的使用场景及盈亏分析
- 备兑开仓的优缺点与注意事项
- 备兑开仓的相关制度
- 买股票还是卖认沽：巴菲特的选择

备兑开仓的相关制度

1、证券锁定和证券解锁

- 投资者需申请将已持有的标的证券（含当日买入）锁定并作为备兑开仓担保物的指令。
- 锁定指令当天有效，已锁定的当日未用于备兑开仓的，交易结束后，自动解锁。

2、合约调整对备兑开仓的影响

- 合约调整通常会导致合约单位增加，投资者需按照新的合约单位补足标的证券数量。
- 如果未在规定时间内补足或自行平仓，将导致投资者被强行平仓。

如何进行备兑开仓——三步曲

第一步:购买ETF/持有ETF **STEP 1:买ETF**

第二步:锁定住持有的标的 **STEP 2:锁券**

第三步:卖出认购期权 **STEP 3:卖认购**

- 什么是保险策略
- 保险策略的使用场景及盈亏分析
- 保险策略要诀
- 什么是备兑开仓
- 备兑开仓的使用场景及盈亏分析
- 备兑开仓的优缺点与注意事项
- 备兑开仓的相关制度
- 买股票还是卖认沽：巴菲特的选择

“我确实喜欢这只股票，但我不想按现在的价格买，我要等它跌一些再买”



- ◆ 有时候，一只股票看上去很有吸引力，但现有的价格不尽人意。
- ◆ 可当你在等待一只股票价格回调后再买的时候，却可能在等待过程中白白失去了机会收益。

那么面对这样的情况，我们来看看投资大师巴菲特是怎样操作的。



买股票还是卖认沽：巴菲特的选择

1993年4月

1993年12月17日

- ▶ 巴菲特希望增持可口可乐，但此时可口可乐的市价是**40美元**左右
- ▶ 巴菲特以**1.5美元**的权利金卖出**500万份**到期日为**1993年12月17日**、行权价为**35美元**的认沽期权



买股票还是卖认沽：巴菲特的选择

1993年4月

1993年12月17日

市
价
超
过
\$35

到期后，该期权为虚值期权，不会被行权
巴菲特获得 $1.5\text{美元} \times 500\text{万份} = 750\text{万美元}$ 的权利金



市
价
低
于
\$35

- ▶ 此时，该期权为实值期权，买方会要求巴菲特买入股票
- ▶ 巴菲特刚好按**35美元**买入**500万股**可口可乐股票
- ▶ 因为之前收取了每股**1.5美元**权利金，所以巴菲特购入可口可乐的实际成本为每股**33.5美元**

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!