

Хэджирование с помощью опционов

Выгузов Алексей — ЭКРмд-01-24

27 ноября 2025 г.

0. Банковский счёт, экспонента и интеграл

Что такое банковский счёт?

Определение

Банковский счёт (безрисковый актив) — это детерминированный процесс $\{B(t)\}_{t \geq 0}$, удовлетворяющий уравнению

$$\frac{dB(t)}{dt} = r(t) B(t), \quad r(t) \text{ — известная безрисковая ставка.}$$

Начальное условие принято задавать как $B(0) = 1$. Тогда решение имеет вид

$$B(t) = \exp\left(\int_0^t r(s) ds\right).$$

При постоянной ставке $r(t) \equiv r$ получаем классическую формулу:

$$B(t) = e^{rt}.$$

Банковский счёт (безрисковый актив) определяется как процесс $B(t)$, описывающий эволюцию капитала, размещённого под фиксированную и заранее известную процентную ставку r . Он обладает следующими свойствами:

- **Детерминированность** - все значения заранее известны
- **Отсутствие риска дефолта** - гарантированная выплата
- **Numeraire** — используется для оценки стоимости других активов

Что означает эта формула

Пусть промежуток времени $[0, T]$ разбит на равные отрезки длины Δt :

$$0, \Delta t, 2\Delta t, \dots, n\Delta t = T, \quad \Delta t = \frac{T}{n}.$$

Будем предполагать, что за один малый шаг времени капитал изменяется по правилу

$$B(t + \Delta t) = B(t)(1 + r\Delta t).$$

После n шагов имеем

$$B(T) = B(0)(1 + r\Delta t)^n.$$

Что означает эта формула

Переходя к пределу при $\Delta t \rightarrow 0$ (то есть при $n \rightarrow \infty$), получаем

$$\lim_{\Delta t \rightarrow 0} (1 + r\Delta t)^{T/\Delta t} = e^{rT}.$$

Таким образом, в пределе дискретная динамика переходит в дифференциальное уравнение

$$\frac{dB(t)}{dt} = \lim_{\Delta t \rightarrow 0} \frac{B(t + \Delta t) - B(t)}{\Delta t} = rB(t).$$

Пусть на банковском счёте лежит сумма $B(0) = 100\,000$ рублей, а годовая ставка равна ключевой ставке ЦБ РФ: $r = 16,5\% = 0.165$.

Рассчитаем рост капитала за один год ($T = 1$) при разных схемах начисления.

1. Капитализация 1 раз в год (линейная модель):

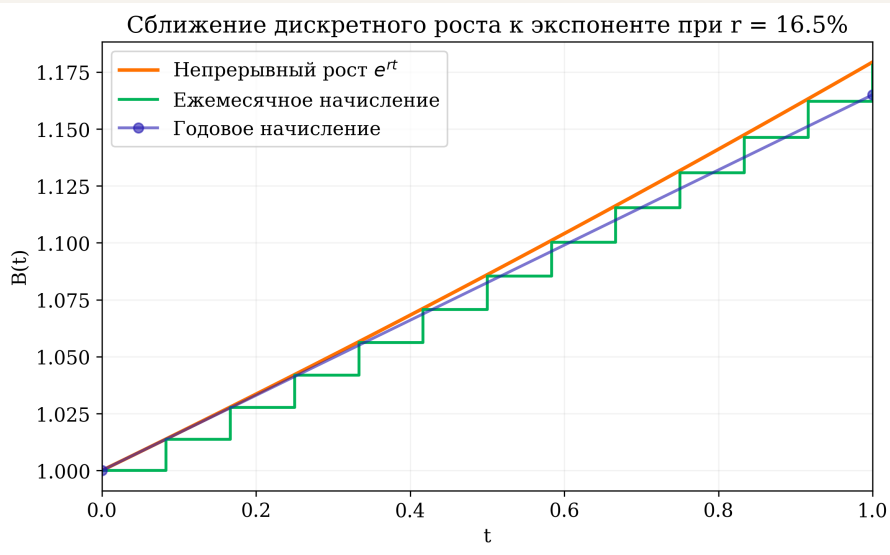
$$B_1(1) = 100\,000 \left(1 + \frac{0.16}{1}\right)^1 = 100\,000 \cdot 1.16 = \mathbf{116\,000} \text{ рублей.}$$

2. Капитализация раз в месяц ($n = 12$):

$$B_{12}(1) = 100\,000 \left(1 + \frac{0.16}{12}\right)^{12} \approx 100\,000 \cdot 1.17180 \approx \mathbf{117\,180} \text{ рублей.}$$

3. Непрерывное начисление ($n \rightarrow \infty$):

$$B_{\text{cont}}(1) = 100\,000 e^{0.16} \approx 100\,000 \cdot 1.17351 \approx \mathbf{117\,351} \text{ рублей.}$$



$$\underbrace{B_1(1)}_{116\,000} < \underbrace{B_{12}(1)}_{117\,180} < \underbrace{B_{\text{cont}}(1)}_{117\,351}$$

- При простой схеме процент не капитализируется — итог меньше всех.
- Чем чаще происходит капитализация, тем выше итоговая сумма.
- Непрерывный рост даёт теоретический максимум: e^r .

Рост ускоряется со временем — экспоненциальный эффект.

1. Случайность и риск

Пример

Представим, что у нас есть акция, которая сегодня стоит 100 рублей.
Что будет с этой ценой завтра?

Пример

Представим, что у нас есть акция, которая сегодня стоит 100 рублей.
Что будет с этой ценой завтра?

На самом деле вариантов бесконечно много: 99, 101, 98.5, 105 — любое число, и заранее мы его не знаем.

Пример

Представим, что у нас есть акция, которая сегодня стоит 100 рублей.
Что будет с этой ценой завтра?

На самом деле вариантов бесконечно много: 99, 101, 98.5, 105 — любое число, и заранее мы его не знаем.

Цена актива — это случайная величина, а будущее рынка — это множество возможных исходов, которыми мы должны уметь работать.

- Финансовые решения принимаются **сегодня**, а результат проявляется в **будущем**.
- Завтрашняя цена неизвестна → каждое решение связано с неопределённостью.
- **Риск** возникает тогда, когда итог зависит от того, какой сценарий реализуется.
- Чтобы принимать осмысленные решения, нужно понимать:
 - какие исходы возможны;
 - каковы их вероятности;
 - какие убытки или прибыли они несут.
- Модели риска (в т.ч. биномиальная модель и дельта-хедж) — инструменты управления этой неопределённостью.

$$(\Omega, \mathcal{F}, \mathbb{P})$$

2. Теория вероятностей как язык

Определение

Вероятностное пространство — это тройка $(\Omega, \mathcal{F}, \mathbb{P})$, где

1. Ω — множество всех возможных исходов (пространство элементарных событий);
2. \mathcal{F} — σ -алгебра событий, то есть множество подмножеств Ω , для которых определены вероятности;
3. \mathbb{P} — функция вероятности, каждому событию $A \in \mathcal{F}$ ставит число $\mathbb{P}(A)$ в интервале $[0, 1]$ и удовлетворяет аксиомам вероятности.

Вероятностное пространство задаётся тремя объектами:

1. Множество исходов (возможные будущие состояния рынка):

$$\Omega = \{\text{up}, \text{down}, \text{flat}\}.$$

2. Система событий — все наблюдаемые комбинации исходов:

$$\mathcal{F} = \sigma(\{\text{up}\}, \{\text{down}\}, \{\text{flat}\}).$$

3. Вероятностная мера:

$$P(\text{up}) = 0.3, \quad P(\text{down}) = 0.4, \quad P(\text{flat}) = 0.3.$$

Получаем вероятностное пространство (Ω, \mathcal{F}, P) .

3. Почему банкам нужно хеджирование

Почему банкам нужно хеджирование

- Банк подвержен рыночным рискам:
 - процентным,
 - валютным,
 - фондовым.
- Проданные клиентам опционы создают **нелинейный P&L**.
- Малые изменения цены базового актива могут вызывать крупные колебания результата.
- Хеджирование — инструмент стабилизации P&L в условиях рыночной неопределённости.

- **Хеджирование** — снижение риска за счёт корректирующей позиции.
- Не цель заработка, а цель — **стабилизация P&L**.
- Компенсация чувствительности портфеля к изменениям цены.
- Основная идея: нейтрализовать влияние случайных движений рынка.

4. Опционы

Что такое опцион?

Определение

Опцион — это финансовый контракт, который даёт его владельцу **право**, но не обязанность, совершить определённое действие в будущем.

- либо **купить** базовый актив по фиксированной цене,
- либо **продать** базовый актив по фиксированной цене.

Это ключевая характеристика:

- Покупатель опциона принимает решение *после того, как узнает рыночную цену*.
- Продавец опциона, наоборот, берёт на себя **обязательство** выполнить решение покупателя.

Поэтому покупатель всегда платит премию, а продавец её получает.

- **Страйк (K)** — это заранее установленная цена сделки, по которой действует право опциона

- **Страйк (K)** — это заранее установленная цена сделки, по которой действует право опциона
- **Экспирация (T)** — момент времени, когда право может быть использовано (европейский стиль). В момент T определяется конечная выплата опциона.

- **Страйк (K)** — это заранее установленная цена сделки, по которой действует право опциона
- **Экспирация (T)** — момент времени, когда право может быть использовано (европейский стиль). В момент T определяется конечная выплата опциона.

Определение(Формальное)

Опцион — это право совершить операцию по цене K в момент времени T , когда уже известно фактическое значение цены S_T .

Call-опцион — право *купить* актив по цене K .

- выгоден, если $S_T > K$;
- не нужен, если $S_T \leq K$.

Put-опцион — право *продать* актив по цене K .

- выгоден, если $S_T < K$;
- не используется, если $S_T \geq K$.

- **Long Call:** вы покупаете право купить. Платите премию.
- **Short Call:** вы продаёте право купить. Получаете премию.
- **Long Put:** вы покупаете право продать. Платите премию.
- **Short Put:** вы продаёте право продать. Получаете премию.

(!!!) Здесь важно не перепутать: long и short в опционах — это не владение активом, а владение **правом** или **обязательством**.

- **Long Call:** вы покупаете право купить. Платите премию.
- **Short Call:** вы продаёте право купить. Получаете премию.
- **Long Put:** вы покупаете право продать. Платите премию.
- **Short Put:** вы продаёте право продать. Получаете премию.

(!!!) Здесь важно не перепутать: long и short в опционах — это не владение активом, а владение **правом** или **обязательством**.

- Покупатель (long) имеет право и ограниченный риск.
- Продавец (short) имеет обязательство и потенциально неограниченный риск.

Немного формализма...
(выводим формулки наглядно)

Держатель call-опциона имеет право купить актив по K . Рассмотрим возможные действия в зависимости от цены S_T :

$$\begin{cases} \text{если } S_T \leq K, \text{ право не нужно} \Rightarrow \text{выплата } 0, \\ \text{если } S_T > K, \text{ покупаем по } K \text{ и продаём по } S_T \Rightarrow S_T - K. \end{cases}$$

Это кусочная функция, которую компактно записывают как

$$\text{Payoff}_{\text{call}} = \max(S_T - K, 0).$$

Держатель put имеет право продать по K :

$$\begin{cases} \text{если } S_T \geq K, \text{ право не нужно} \Rightarrow \text{выплата } 0, \\ \text{если } S_T < K, \text{ продаём по } K \text{ то, что стоит } S_T \Rightarrow K - S_T. \end{cases}$$

Компактная запись:

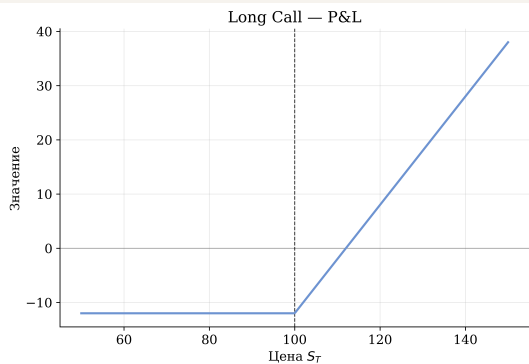
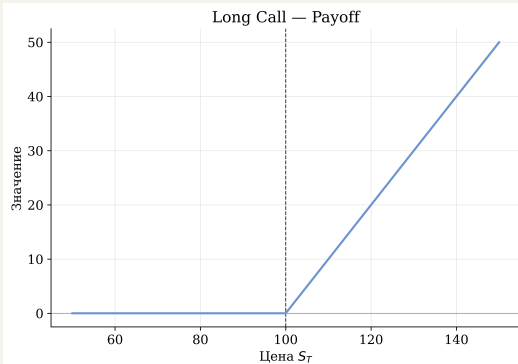
$$\text{Payoff}_{\text{put}} = \max(K - S_T, 0).$$

Теперь запишем четыре фундаментальные позиции:

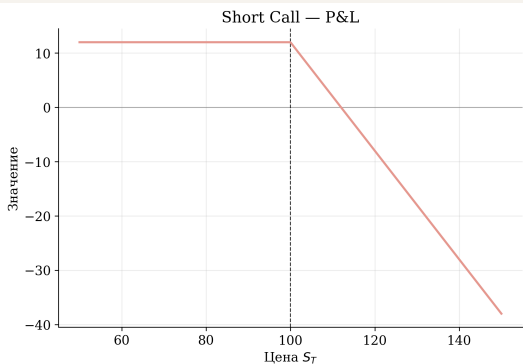
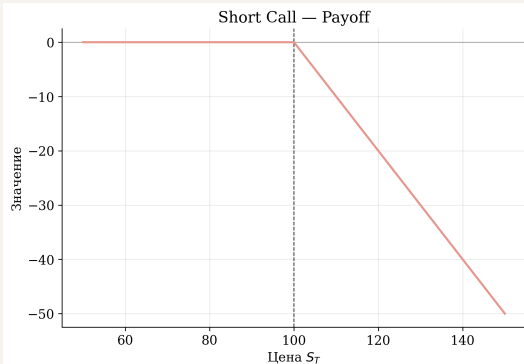
$$\left\{ \begin{array}{ll} \text{Payoff}_{\text{Long Call}} &= \max(S_T - K, 0), \\ \text{Payoff}_{\text{Short Call}} &= -\max(S_T - K, 0), \\ \text{Payoff}_{\text{Long Put}} &= \max(K - S_T, 0), \\ \text{Payoff}_{\text{Short Put}} &= -\max(K - S_T, 0). \end{array} \right.$$

Минус означает обязательство выплатить то, что получает покупатель.

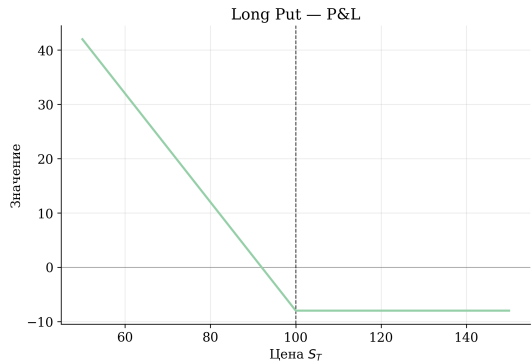
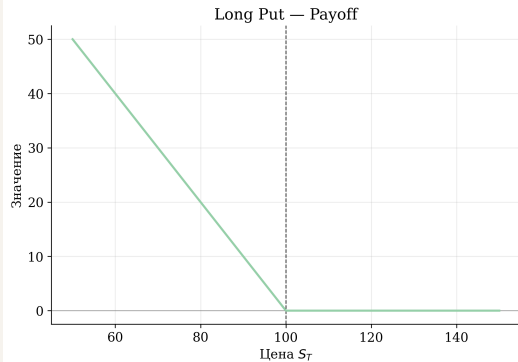
Payoff - Long Call $\max(S_T - K, 0)$



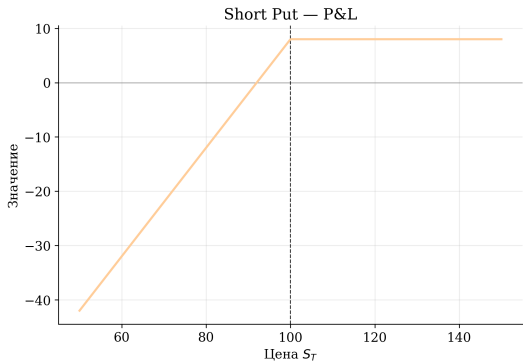
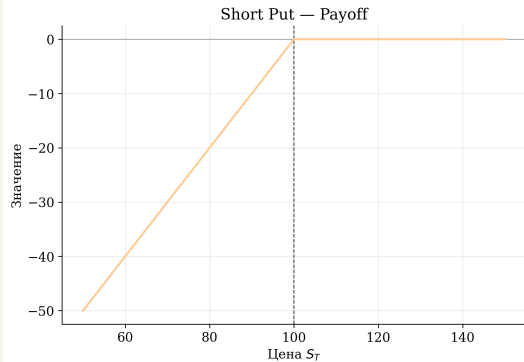
Payoff - Short Call – $\max(S_T - K, 0)$



Payoff - Long Put $\max(K - S_T, 0)$



Payoff - Short Put — $\max(K - S_T, 0)$



Пусть базовый актив имеет возможные цены на экспирации:

$$S_T \in \{80, 100, 130\}.$$

Возьмём страйк $K = 100$. Тогда для каждого сценария вычислим выплаты:
Теперь для каждого S_T вычислим выплаты по четырём фундаментальным позициям:

Long Call (LC), Short Call (SC), Long Put (LP), Short Put (SP).

1. Long Call по определению:

$$\text{Payoff}_{LC}(S_T) = \max(S_T - K, 0).$$

$$S_T = 80 : \quad \max(80 - 100, 0) = 0,$$

$$S_T = 100 : \quad \max(100 - 100, 0) = 0,$$

$$S_T = 130 : \quad \max(130 - 100, 0) = 30.$$

2. Short Call - продавец call обязуется выплатить покупателю противоположный результат:

$$\text{Payoff}_{SC}(S_T) = -\max(S_T - K, 0).$$

$$S_T = 80 : \quad 0,$$

$$S_T = 100 : \quad 0,$$

$$S_T = 130 : \quad -30.$$

3. Long Put - по определению:

$$\text{Payoff}_{LP}(S_T) = \max(K - S_T, 0).$$

$$S_T = 80 : \quad \max(100 - 80, 0) = 20,$$

$$S_T = 100 : \quad \max(100 - 100, 0) = 0,$$

$$S_T = 130 : \quad \max(100 - 130, 0) = 0.$$

4. Short Put - по определению продавец put получает результат со знаком «минус»:

$$\text{Payoff}_{SP}(S_T) = -\max(K - S_T, 0).$$

$$S_T = 80 : \quad -20,$$

$$S_T = 100 : \quad 0,$$

$$S_T = 130 : \quad 0.$$

S_T	LC	SC	LP	SP
80	0	0	20	-20
100	0	0	0	0
130	30	-30	0	0

- При низкой цене ($S_T = 80$) ценность имеет только put: право продать по 100 приносит 20.
- Вблизи страйка ($S_T = 100$) все опционы на границе — payoff равен нулю.
- При высокой цене ($S_T = 130$) ценность имеет только call: право купить за 100 и продать за 130 даёт 30.

Модели ценообразования

Биномиальная модель

ОФФ-ТОП. Что такое бином
Ньютона?

Офтоп: что такое бином Ньютона (интуитивно)

Бином Ньютона — это формула, которая описывает разложение выражения $(a + b)^n$.

- при раскрытии скобок мы выбираем n раз — берём a или b ;
- каждая комбинация даёт одно слагаемое вида $a^k b^{n-k}$;
- количество таких комбинаций определяется тем, *сколько способов выбрать k раз a среди n шагов*;
- поэтому в формуле появляются биномиальные коэффициенты $\binom{n}{k}$.

Главная идея: $(a + b)^n$ — это сумма всех возможных комбинаций выбора a и b по n раз.

Формула бинома Ньютона:

$$(a + b)^n = \sum_{k=0}^n \binom{n}{k} a^{n-k} b^k.$$

Биномиальный коэффициент:

$$\binom{n}{k} = \frac{n!}{k! (n - k)!}.$$

Интуиция случайности: монетка

Самый простой случайный объект — обычная монета. Каждый подброс даёт один из двух исходов:

$$\Omega = \{\text{орёл, решка}\}.$$

Каждый исход сам по себе не особенно интересен. Но если подбросить монету много раз, начинаются закономерности.

- при 10 бросках мы ожидаем примерно 5 орлов;
- при 1000 бросках — около 500;
- но каждый конкретный эксперимент даёт немного другое число.

Отдельный исход непредсказуем, но совокупное поведение имеет структуру.

Что такое случайная величина (формально)

Случайная величина — это не «случайное число». Это *функция*, которая каждому исходу ставит в соответствие число:

$$\xi : \Omega \rightarrow \mathbb{R}.$$

Каждый исход $\omega \in \Omega$ отображается в значение $\xi(\omega)$. Примеры:

- Подбрасываем монету 5 раз: исход — последовательность из Н/Т. Случайная величина:

$$X(\omega) = \text{число орлов в исходе } \omega.$$

- В финансах S_T — тоже случайная величина:

$$S_T(\omega) = \text{цена актива в момент } T.$$

Случайная величина — это правило, которое превращает исходы в числа.

Что такое распределение случайной величины

Интуитивно: распределение — это закон того, *как часто* случайная величина принимает различные значения.

Формально: распределение — это мера на \mathbb{R} , индуцированная отображением ξ :

$$P_\xi(A) = P(\xi^{-1}(A)).$$

- Чтобы узнать вероятность того, что $\xi \in A$, надо взять все исходы ω , которые приводят к этому событию.
- Распределение описывает структуру случайной величины то есть какие значения и с какими вероятностями она может принимать.

Задача. Какова вероятность того, что при 5 подбрасываниях монеты ровно 3 раза выпадет орёл? Определим параметры:

- число испытаний: $n = 5$;
- число «успехов»: $k = 3$;
- вероятность успеха: $p = \frac{1}{2}$;
- вероятность неуспеха: $q = 1 - p = \frac{1}{2}$.

Общая формула биномиального распределения:

$$P(X = k) = \binom{n}{k} p^k q^{n-k}.$$

В нашем случае:

$$P(X = 3) = \binom{5}{3} \left(\frac{1}{2}\right)^3 \left(\frac{1}{2}\right)^2.$$

Биномиальное распределение: решение

Вычислим биномиальный коэффициент:

$$\binom{5}{3} = \frac{5!}{3!2!} = \frac{5 \cdot 4 \cdot 3 \cdot 2 \cdot 1}{(3 \cdot 2 \cdot 1)(2 \cdot 1)} = 10.$$

Тогда вероятность равна:

$$P(X = 3) = 10 \cdot \left(\frac{1}{2}\right)^3 \left(\frac{1}{2}\right)^2 = 10 \cdot \frac{1}{8} \cdot \frac{1}{4} = \frac{10}{32} = \frac{5}{16}.$$

Ответ: $\frac{5}{16}$.

Представим теперь не монетку, а цену актива.

Сегодня цена равна S_0 . Завтра будет один из двух сценариев:

S_T чуть выше, или S_T чуть ниже

в каждый маленький промежуток времени цена может сделать один из нескольких типичных шагов.

Монетка — это аналогия:

- орёл \iff цена выросла;
- решка \iff цена упала.

Пусть акция стоит 100 сегодня.

Завтра она:

- либо *чуть подрастёт* — например, до 102;
- либо *чуть просядет* — например, до 98.

Мы не знаем, какой сценарий произойдёт. Но важно другое: **нам известны возможные варианты, и каждый из них имеет вероятность.**

Это позволяет:

- строить сценарии будущего,
- оценивать риск,
- моделировать выплаты опционов,
- и — главное — строить хедж.

Почему двух сценариев достаточно?

На очень маленьком промежутке времени поведение цены похоже на подброс монетки:

- цена делает **маленький стандартный шаг вверх** (реакция на новости, ликвидность, дисбаланс ордеров);
- или **маленький стандартный шаг вниз**.

Это не означает, что цена *реально* может принимать только два значения. Это означает, что для моделирования одного короткого шага двух вариантов достаточно.

Что такое арбитраж в одном шаге

Арбитраж — это стратегия без начальных затрат, которая гарантированно приносит прибыль. В одном шаге модели:

$$S_0 \rightarrow \begin{cases} uS_0 & (\text{рост}) \\ dS_0 & (\text{падение}) \end{cases}$$

Банковский счёт:

$$B_1 = B_0(1 + r\Delta t)$$

Арбитраж появляется, если можно:

- составить портфель из S и B ,
- не вложив ни копейки,
- и получить прибыль в обоих состояниях.

Когда возникает арбитраж

Рассмотрим отношение доходности актива и банка.

Если:

$$u \leq 1 + r\Delta t$$

то актив растёт медленнее банка \rightarrow выгодно занять актив и держать банк.

Если:

$$d \geq 1 + r\Delta t$$

то актив не падает \rightarrow выгодно занять деньги под r и купить актив.

В обоих случаях можно получить гарантированную прибыль.

Чтобы ни одна арбитражная стратегия не существовала, требуется:

$$d < 1 + r\Delta t < u.$$

Это означает:

- рост актива быстрее роста банка,
- падение актива слабее падения банка.

Только в этом случае модель консистентна.

Чтобы не было арбитража, средняя цена под правильной вероятностью должна равняться росту банка:

$$\mathbb{E}^{\mathbb{Q}}[S_1] = S_0(1 + r\Delta t).$$

$$q = \frac{(1 + r\Delta t) - d}{u - d}.$$

Это единственная вероятность, у которой нет арбитража.

Что такое риск-нейтральная вероятность

Риск-нейтральная вероятность:

$$q = \frac{(1 + r\Delta t) - d}{u - d}$$

- не реальная вероятность;
- не ожидание рынка;
- техника для устранения арбитража;
- обеспечивает, что дисконтированная цена актива — мартингал.

$$C_u = \max(uS_0 - K, 0), \quad C_d = \max(dS_0 - K, 0).$$

$$C_0 = \frac{1}{1 + r\Delta t} (qC_u + (1 - q)C_d) .$$

$$S_0 \rightarrow \begin{cases} uS_0 & (C_u) \\ dS_0 & (C_d) \end{cases}$$
$$C_0 = \frac{qC_u + (1 - q)C_d}{1 + r\Delta t}$$

Идея: построить портфель, который копирует опцион

Хотим построить портфель:

$$\Pi = \Delta S_0 - B_0,$$

который через один шаг даёт те же выплаты, что и опцион:

$$\Pi_u = \Delta uS_0 - B_0(1 + r\Delta t), \quad \Pi_d = \Delta dS_0 - B_0(1 + r\Delta t).$$

Требуем репликацию:

$$\Pi_u = C_u, \quad \Pi_d = C_d.$$

Это приводит к системе из двух уравнений с двумя неизвестными:

$$(\Delta, B_0).$$

Записываем явно:

$$\Delta u S_0 - B_0(1 + r\Delta t) = C_u,$$

$$\Delta d S_0 - B_0(1 + r\Delta t) = C_d.$$

Это — две прямые зависимости между Δ и B_0 .

Шаг 2: вычитаем уравнения

Вычитаем второе уравнение из первого:

$$(\Delta u S_0 - B_0(1 + r\Delta t)) - (\Delta d S_0 - B_0(1 + r\Delta t)) = C_u - C_d.$$

Все B_0 сокращаются:

$$\Delta S_0(u - d) = C_u - C_d.$$

Находим:

$$\Delta = \frac{C_u - C_d}{(u - d)S_0}.$$

Шаг 3: определяем B_0

Подставляем найденную

$$\Delta = \frac{C_u - C_d}{(u - d)S_0}$$

в любое из уравнений, например в верхнее:

$$\Delta u S_0 - B_0(1 + r\Delta t) = C_u.$$

Тогда:

$$B_0(1 + r\Delta t) = \Delta u S_0 - C_u.$$

То есть:

$$B_0 = \frac{\Delta u S_0 - C_u}{1 + r\Delta t}.$$

Шаг 4: стоимость портфеля сегодня

Стоимость портфеля (в момент $t = 0$):

$$\Pi_0 = \Delta S_0 - B_0.$$

Так как портфель реплицирует опцион, то:

$$C_0 = \Pi_0.$$

Значит:

$$C_0 = \Delta S_0 - B_0.$$

Шаг 5: подстановка

Подставляем:

$$\Delta S_0 = \frac{C_u - C_d}{u - d},$$

$$B_0 = \frac{\Delta u S_0 - C_u}{1 + r\Delta t}.$$

Получаем:

$$C_0 = \frac{C_u - C_d}{u - d} - \frac{\Delta u S_0 - C_u}{1 + r\Delta t}.$$

Шаг 6: алгебра и общий знаменатель

Подставим $\Delta S_0 = \frac{C_u - C_d}{u - d}$ внутрь:

$$\Delta u S_0 = u \cdot \frac{C_u - C_d}{u - d}.$$

Тогда:

$$C_0 = \frac{C_u - C_d}{u - d} - \frac{u(C_u - C_d)/(u - d) - C_u}{1 + r\Delta t}.$$

Теперь приводим обе части к знаменателю $(u - d)(1 + r\Delta t)$.

После упрощения выходит:

$$C_0 = \frac{1}{1 + r\Delta t} \left[\frac{(1 + r\Delta t) - d}{u - d} C_u + \frac{u - (1 + r\Delta t)}{u - d} C_d \right].$$

Шаг 7: вводим риск-нейтральную вероятность

Обозначаем:

$$q = \frac{(1 + r\Delta t) - d}{u - d}, \quad 1 - q = \frac{u - (1 + r\Delta t)}{u - d}.$$

Получаем красивую формулу:

$$C_0 = \frac{qC_u + (1 - q)C_d}{1 + r\Delta t}$$

Это и есть цена европейского call в одном шаге биномиальной модели.

Формула

$$C_0 = \frac{qC_u + (1 - q)C_d}{1 + r\Delta t}$$

означает:

- q — не реальная вероятность роста;
- это вероятность, возникающая из требования отсутствия арбитража;
- под мерой q дисконтированная цена акции — мартингал;
- цена опциона = дисконтированное математическое ожидание payoff.

Это основа всей современной теории деривативов.