

---

# 期权跨式策略的实战应用

——百度“期权论坛”下载2万份期权资料

## 引言

2016年是股票期权上市的第二年，越来越多的投资者开始参与股票期权交易，期权的保险功能和灵活性得到了充分发挥。本文结合去年市场行情从实战角度对期权跨式策略进行分析，以便投资者在面对复杂的股市行情和管控交易风险时，有更多更灵活的选择。

### 三大因素影响期权价格

与股票和期货不同，期权价格除了受到标的资产价格影响外，还受到标的资产价格波动率和合约到期时间等因素影响，形成了期权价格的“非线性”和“带杠杆”。期权交易是权利的交易，一旦期权买方提出行使权利，期权卖方就有责任无条件履行相应的义务。因此期权买卖双方的权利和义务是不对等的，收益和风险也不对等。我们常说期权合约是一份保险，以下用汽车保险进行类比，探讨影响期权价格的三大主要因素：标的资产价格、合约到期时间、标的资产价格波动率。

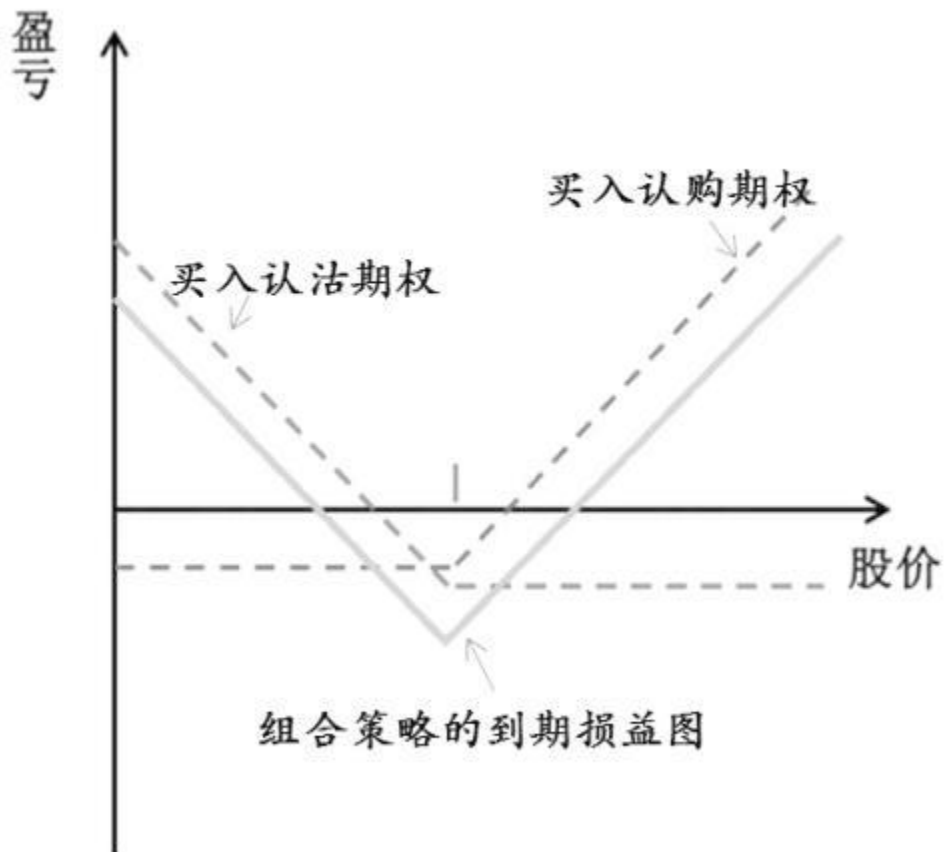
首先，期权标的资产相当于被保护的汽车资产。在其他因素相同时，价值100万元的汽车的保费肯定要高于价值10万元的汽车的保费。所以，当期权执行价格等因素相同时，股票价格为27元时的看涨期权权利金肯定高于股票价格为21元的看涨期权权利金。对于看涨期权，标的资产价格越高，期权价格越高；对于看跌期权，标的资产价格越低，期权价格越低。

其次，期权合约的到期时间相当于这份保险的到期时间。剩2个月到期的汽车保险一定比剩1个月到期的汽车保险价值更高，价格也更贵。因为保险时间越长，汽车发生风险的概率越大，同时意味着赋予了保险买方更多的权利。因此在其他因素相同的情况下，不论是认购期权还是认沽期权，随着时间流逝，时间价值都会减少。

最后，标的资产价格的波动率相当于被保汽车可能发生的风险。驾驶者驾龄越短，汽车可能发生风险的概率越大，汽车保险越贵。在其他因素相同的情况下，标的资产价格波动率越大，期权价格越高。

### 买入跨式策略的入场时机和风险控制

期权合约的价格与标的资产价格波动率正相关，而跨式策略的关键就在于掌控波动率。买入跨式策略的本质是做多波动率，当预计标的资产价格会出现大的波动，但又不确定其变动方向时，期权投资者可以通过买入跨式来取得收益。卖出跨式策略的本质是做空波动率，当预计标的资产价格将会盘整一段时间时，则可以构建卖出跨式来取得收益。



构建买入跨式策略，需要同时买入相同数量、相同到期日、相同执行价的认购和认沽期权。就好比同时买入了价格上涨保险和价格下跌保险，不论价格大涨还是大跌，只要保险单边获得的收益可以超过所支出的所有保费，就可以盈利。策略到期损益如上图所示，横轴之上是盈利，之下是亏损。从图中可以看出，策略的收益无限，而风险有限。举个例子：某股票现价 100 元，此时买入 2 月到期的执行价为 100 元的跨式策略，认购期权价格为 5 元，认沽期权价格为 4 元，那么策略成本就等于  $4+5=9$  元。当合约到期时，如果股票价格上涨高于 109 元，或者下跌低于 91 元，策略就有正的收益。

#### 入场时机

一是预计未来将发生影响较大的不确定性事件时入场。例如，去年 6 月份是黑天鹅事件高发期，14 日、15 日美联储议息会议召开；15 日明晟公司就 A 股是否纳入 MSCI 做出评定；23 日、24 日英国脱欧公投。这些消息都可能变成利好或者利空。在这种情况下，投资者既想规避风险，又不想踏空，左右为难。此时，期权市场中的买入跨式策略的优势就显现出来，投资者可以在这些事件发生前夕布局买入跨式期权，然后只需等待大波动的到来即可。

二是市场价格长期窄幅波动，无法辨明后市方向，但预计将发生大幅涨跌时入场。当技术分析面临较大的不确定时，也可以采用买入跨式策略。如去年 5 月 6 日和 7 日股市连续两天破位下跌，使得投资者人心涣散，随后的 15 个交易日都在箱体小幅度震荡盘整。增量资金入市犹豫，成交量明显趋于萎缩，并且连续出现地量。投资热点平淡，投资者观望情绪浓厚。一系列特征都显示市场正在筑底修复，可能迎来大涨，但不排除会出现 4 月底的“盘久必跌”行情。由于波动率持续下跌，期权价格相对便宜，可以择机买入跨式。50ETF 在 5 月

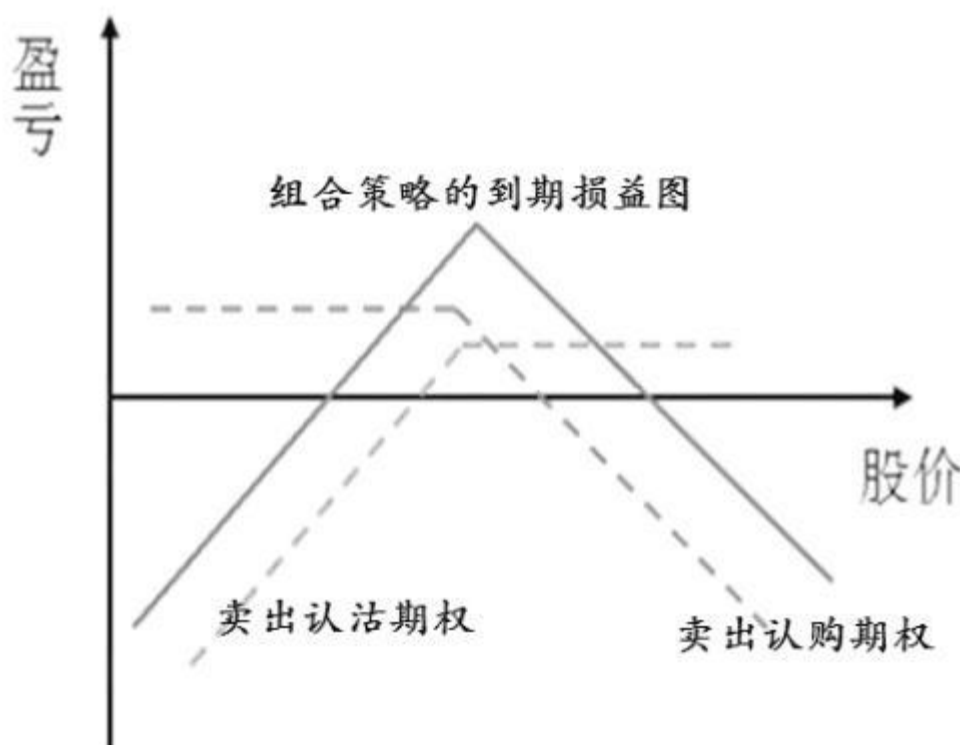
31日放量向上突破大涨3.4%，6月平值认购期权大涨逾300%，6月虚值认购期权则大涨逾500%。而认沽期权下跌最多的合约仅下跌60%，跨式策略获利丰厚。例如，5月25日买入6月2050跨式，截至5月31日收盘时策略收益如下表（不考虑手续费）：

日期	6月认购2050	6月认沽2050	跨式多头
2016.5.25	0.0413	0.0291	0.0704
2016.5.31	0.1109	0.0084	0.1193
50ETF 上涨约4.1%			
策略收益率为 $(0.1193 - 0.0704) / 0.0704 \times 100\% = 69\%$			

### 风控措施

在实际操作中，尽管买入跨式策略最大亏损有限，但策略成本较高，如果没有出现大的波动，或者标的资产到期时的价格仍在亏损区间内，买入跨式策略还会随着时间价值的流逝和波动率减小而亏损，最后可能丢掉全部权利金，且百分之百的亏损也是非常大，在这种情况下，投资者可以平仓以减少损失。而当标的资产价格突破了盈亏平衡点，投资者可以根据自己的风险偏好选择提前平仓或者继续持有到期。提前平仓锁定了收益但是放弃了未来潜在的更大收益，继续持有到期追求了更高的收益但是也承担了更多的风险。

### 卖出跨式策略的入场时机和风险控制



构建卖出跨式策略，需要同时卖出相同数量、相同到期日、相同执行价的认购和认沽期权。投资者此时变成了保险公司，从认购期权和认沽期权的买方收取双份保险费，如果保险到期时没有触发赔偿条件，那么投资者就赚取了这些保费。由上图可见，策略的收益有限，

为两份权利金收入之和。而由于期权的高杠杆性，当股价发生大涨或大跌行情时，策略损失则是无限的。

#### 入场时机

卖出跨式策略原理与买入跨式策略相反，该策略一般适用于以下情景：

市场剧烈波动一段时间后，预计波动率将会下降，或者市场日趋盘整，价格波动收窄。比较典型的是股票行情中的“箱体”“三角形”或“楔形”形态。以上文提到的5月份盘整行情为例，如果我们在急跌之后的5月10日卖出6月2050跨式，持有至5月30日，可以获得的收益如下表（保证金约为6000元，不考虑手续费）：

日期	6月认购2050	6月认沽2050	跨式空头
2016.5.10	0.0549	0.0572	0.1121
2016.5.30	0.0471	0.0186	0.0657
50ETF 上涨约0.8%			
策略收益为 $(0.1121 - 0.0657) \times 10000 \times 100\% / 6000 = 8\%$			

#### 风控措施

卖出跨式策略的优点在于做空波动率的同时，可以获得时间价值，横盘也能盈利，这些是股票交易做不到的。但是，一旦出现较大波动，比如5月31日的大涨，就会使得策略前期的收入回撤，甚至出现较大亏损。因此，使用卖出跨式策略应格外谨慎，要求投资者对股价的波动率有较为精准的把握。如果想控制风险，保守型投资者可以在卖出跨式的同时，买入执行价更高的认购期权和执行价更低的认沽期权进行保护，但是，收入的权利金和支出的权利金相抵消一部分，策略最大收益将会减少。

总之，跨式策略是由同时买入或卖出不同方向的两张期权组成，投资者不需要对市场涨跌方向做出准确判断。波动率偏低时，使用买入跨式策略；波动率偏高时，使用卖出跨式策略。巧妙运用组合策略比单纯预测涨跌要安全可靠得多。