

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

- 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

- 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

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。

希望大家掌握：

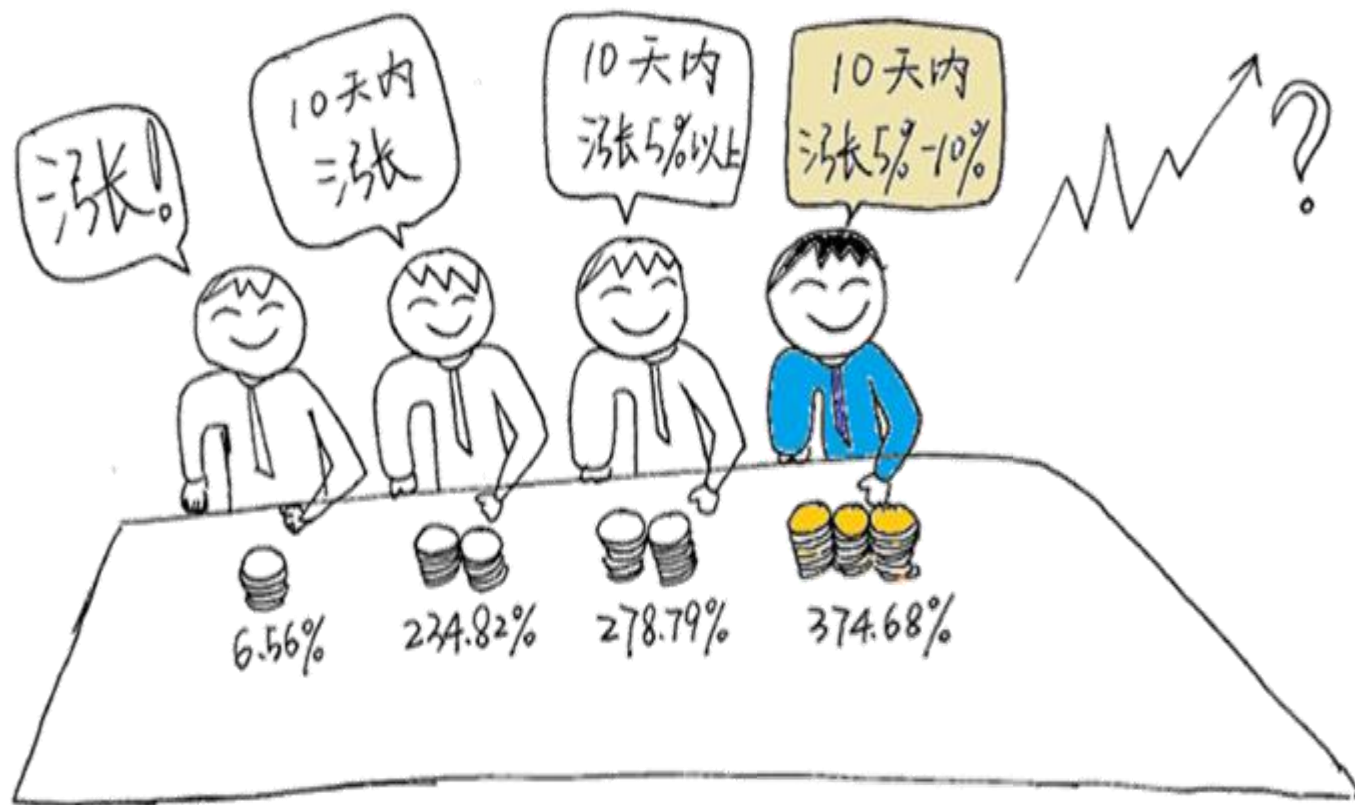
- 牛市价差策略使用场景、构成、盈亏图
- 熊市价差策略使用场景、构成、盈亏图
- 合成股票多头/空头策略使用场景、构成、盈亏图
- 跨式、勒式策略使用场景、构成、盈亏图



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

牛市价差的使用场景



牛市价差的使用场景

2017年6月21日，MSCI宣布A股纳入，当日开盘先跌后涨，但涨幅也不大。某投资者认为未来一周A股行情将温和上涨为主。

代码	名称	现价	涨跌	涨跌幅	今开	最高	最低	换手率	成交量	成交额	时间	
510050	50ETF	2.497	0.014	0.56%	2.498	2.505	2.476	0.00%	1.84亿	4.59亿	10:54	
认购							认沽					
最新价	涨跌幅	成交量	持仓量	隐含波动率	Delta	行权价	最新价	涨跌幅	成交量	持仓量	隐含波动率	Delta
▼ 2017年6月 (到期日 2017-06-28; 剩余8个自然日、6个交易日; 合约乘数 10000)												
0.2956	3.94%	1019	5471	0.00%	1.0000	2.200	0.0001	-50.00%	253	17656	32.81%	-
0.2460	4.95%	974	5345	0.00%	1.0000	2.250	0.0002	-33.33%	160	31361	27.34%	-
0.1969	7.60%	2701	12510	0.00%	1.0000	2.300	0.0002	-50.00%	3042	46894	23.63%	-
0.1465	7.72%	3155	17251	0.00%	0.9999	2.350	0.0004	-20.00%	5103	83394	18.95%	-0.0001
0.0977	13.21%	9980	24850	0.00%	0.9934	2.400	0.0010	-33.33%	6732	86244	16.02%	-0.0066
0.0507	18.46%	4.12万	64449	10.25%	0.8882	2.450	0.0040	-47.37%	2.09万	95588	13.33%	-0.1118
0.0168	12.00%	5.50万	105642	11.82%	0.4930	2.500	0.0208	-31.35%	4.66万	61961	13.71%	-0.5070
0.0053	-5.36%	2.23万	111196	14.77%	0.1097	2.550	0.0591	-15.93%	1.32万	21276	17.46%	-0.8903
0.0012	-29.41%	1.04万	54621	16.07%	0.0079	2.600	0.1044	-10.77%	2815	8179	20.87%	-0.9921
▼ 2017年7月 (到期日 2017-07-26; 剩余36个自然日、26个交易日; 合约乘数 10000)												
0.1993	4.84%	2314	9668	0.00%	0.9935	2.300	0.0014	-39.13%	1528	16724	14.94%	-0.0065
0.1508	5.75%	2611	11772	0.00%	0.9690	2.350	0.0028	-33.33%	5142	25281	13.43%	-0.0310
0.1069	7.44%	5254	12036	8.62%	0.8962	2.400	0.0086	-14.85%	7673	35850	13.61%	-0.1038
0.0686	8.54%	1.01万	24881	10.91%	0.7472	2.450	0.0205	-15.98%	1.27万	43785	13.84%	-0.2528
0.0408	10.57%	2.30万	60292	12.13%	0.5333	2.500	0.0418	-13.46%	1.50万	24934	14.37%	-0.4667
0.0233	9.39%	1.60万	45601	13.19%	0.3131	2.550	0.0740	-9.65%	5352	7300	15.54%	-0.6869
0.0129	7.50%	1.39万	55976	14.19%	0.1477	2.600	0.1137	-7.64%	5218	14703	17.28%	-0.8523



牛市价差的使用场景

1

买入上证50ETF现货

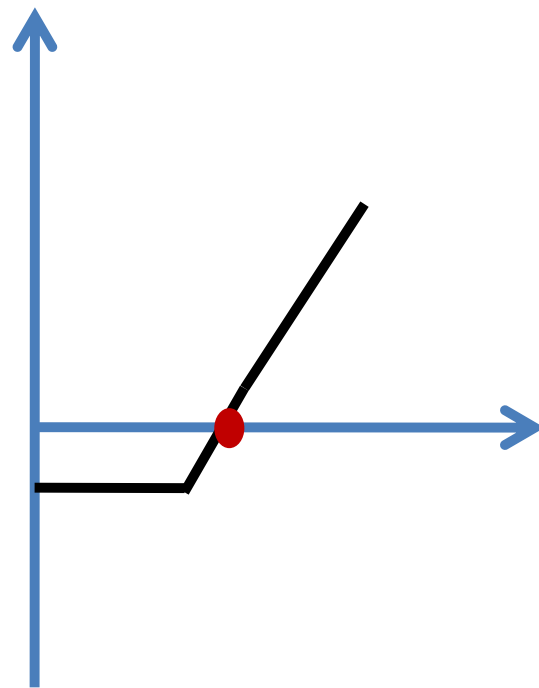
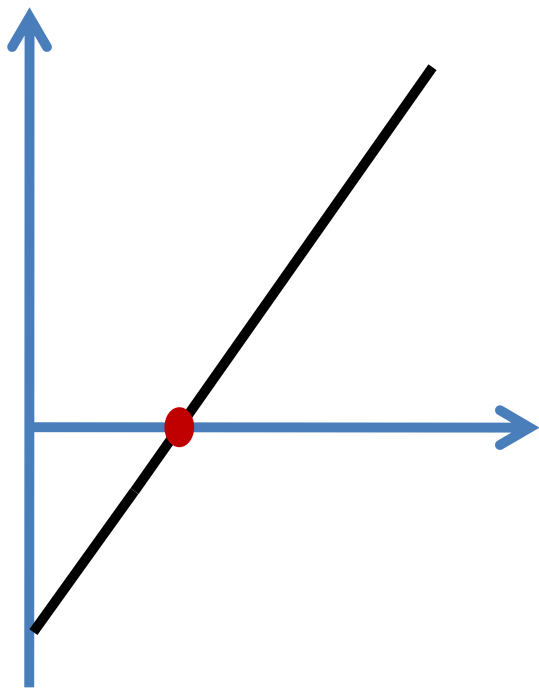
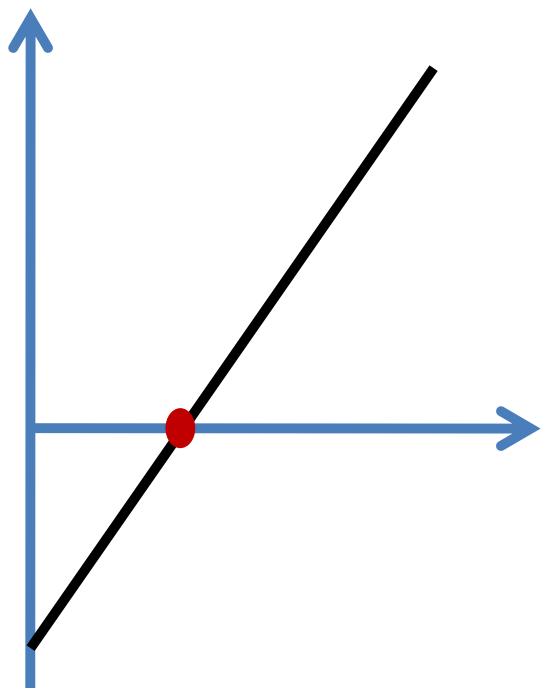
2

买入50ETF购7月2500

3

买入50ETF购6月2500

卖出50ETF购6月2550



牛市价差的使用场景

2017年6月28日，上证50ETF收于2.548元。

代码	名称	现价	涨跌	涨跌幅	今开	最高	最低	换手率	成交量	成交额	时间	
510050	50ETF	2.548	-0.016	-0.62%	2.558	2.570	2.547	0.00%	2.59亿	6.62亿	15:00	
认购						认沽						
最新价	涨跌幅	成交量	持仓量	隐含波动率	Delta	行权价	最新价	涨跌幅	成交量	持仓量	隐含波动率	Delta
▼ 2017年6月 (到期日 2017-06-28; 剩余1个自然日、1个交易日; 合约乘数 10000)												
0.3494	-4.01%	2265	3382	0.00%	1.0000	2.200	0.0001	0.00%	277	18756	100.00%	-
0.2925	-6.85%	2107	2751	92.19%	1.0000	2.250	0.0001	0.00%	116	30445	87.50%	-
0.2470	-6.44%	4473	3253	84.77%	1.0000	2.300	0.0001	0.00%	143	42269	72.66%	-
0.1977	-7.62%	4422	4682	68.75%	1.0000	2.350	0.0001	0.00%	248	74111	59.38%	-
0.1463	-10.79%	7780	1791	57.03%	1.0000	2.400	0.0001	0.00%	3254	62651	45.31%	-
0.0960	-15.79%	1.36万	2925	0.00%	1.0000	2.450	0.0001	0.00%	6895	63426	31.25%	-
0.0528	-17.50%	3.11万	4990	34.72%	0.9994	2.500	0.0001	-50.00%	7400	42842	16.41%	-0.0006
0.0003	-97.96%	7.97万	9990	1.61%	0.4543	2.550	0.0007	-76.67%	4.68万	7245	0.00%	-0.5457
0.0001	-83.33%	1.05万	43854	17.19%	0.0003	2.600	0.0470	28.77%	1.42万	4791	0.00%	-0.9997
0.0001	-50.00%	512	3029	30.47%	-	2.650	0.0988	13.43%	1044	1014	0.00%	-1.0000
▼ 2017年7月 (到期日 2017-07-26; 剩余29个自然日、21个交易日; 合约乘数 10000)												
0.2488	-5.76%	5419	13451	0.00%	0.9996	2.300	0.0009	-10.00%	943	16606	18.26%	-0.0004
0.1988	-7.10%	4681	13402	0.00%	0.9962	2.350	0.0015	15.38%	3907	25219	16.07%	-0.0038
0.1525	-8.13%	8862	16470	0.00%	0.9772	2.400	0.0030	11.11%	9672	47411	14.84%	-0.0228
0.1070	-10.08%	1.55万	27432	10.24%	0.9107	2.450	0.0090	21.62%	2.73万	77426	15.02%	-0.0893
0.0681	-15.93%	4.52万	58291	11.92%	0.7596	2.500	0.0231	24.19%	3.94万	84595	15.98%	-0.2404
0.0405	-17.35%	7.78万	83221	13.28%	0.5310	2.550	0.0445	18.98%	5.65万	53020	16.42%	-0.4690
0.0227	-17.75%	6.41万	99079	14.28%	0.2955	2.600	0.0754	16.54%	2.75万	25603	17.24%	-0.7045
0.0116	-18.31%	4.17万	46170	14.89%	0.1270	2.650	0.1145	12.14%	1.51万	9952	18.78%	-0.8730

牛市价差的使用场景

1 买入上证50ETF现货

2 买入50ETF购7月2500

3 买入50ETF购6月2500
卖出50ETF购6月2550

现货	6.21	6.28
50ETF	2.497	2.548

2.497 → 2.55

收益率 2%

期权合约	6.21	6.28
50ETF购7月2500	0.0408	0.0681

0.0408 → 0.0681

收益率 67%

期权合约	6.21	6.28
50ETF购6月2500	0.0168	0.0528
50ETF购6月2550	0.0053	0.0003
价差	0.0115	0.0525

收益率 356%

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6月**2500**

卖出50ETF购6月**2550**

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

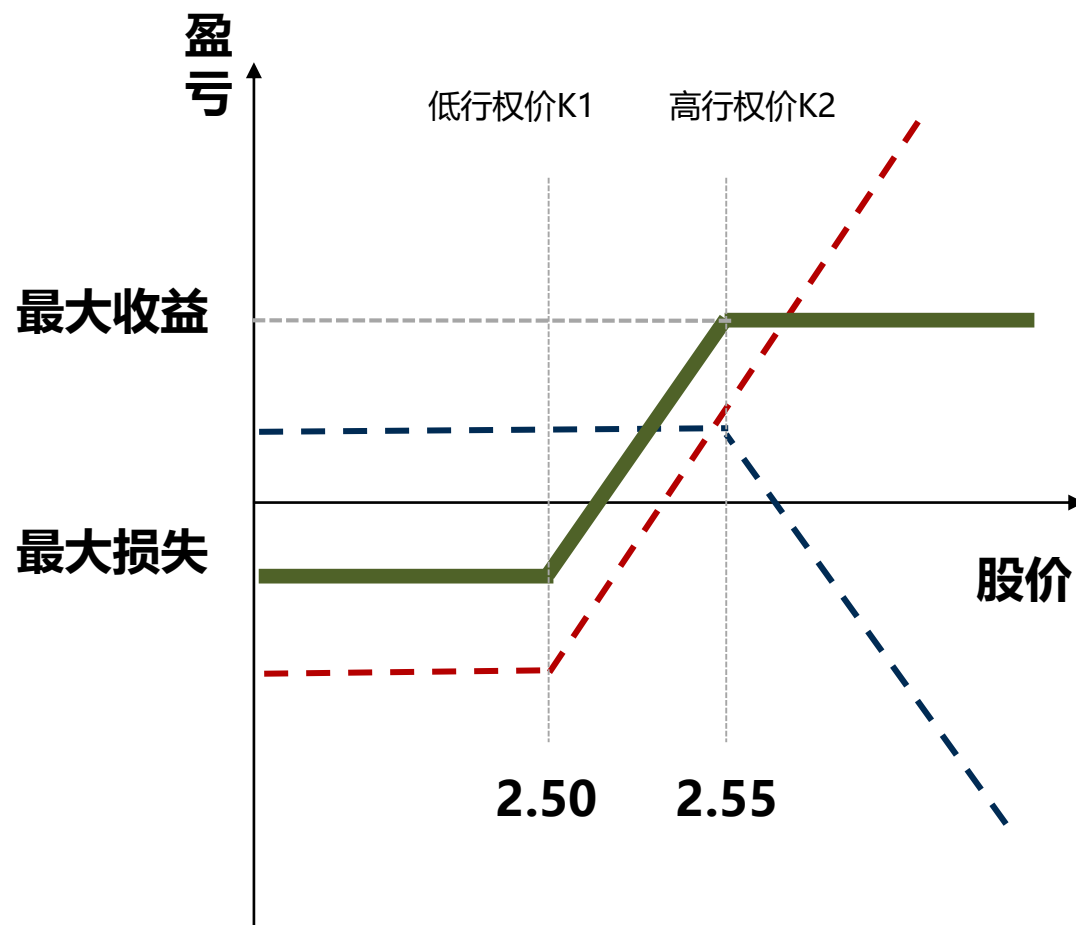
买入50ETF沽6月**2500**

卖出50ETF沽6月**2550**



简单口诀：买低卖高！

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:

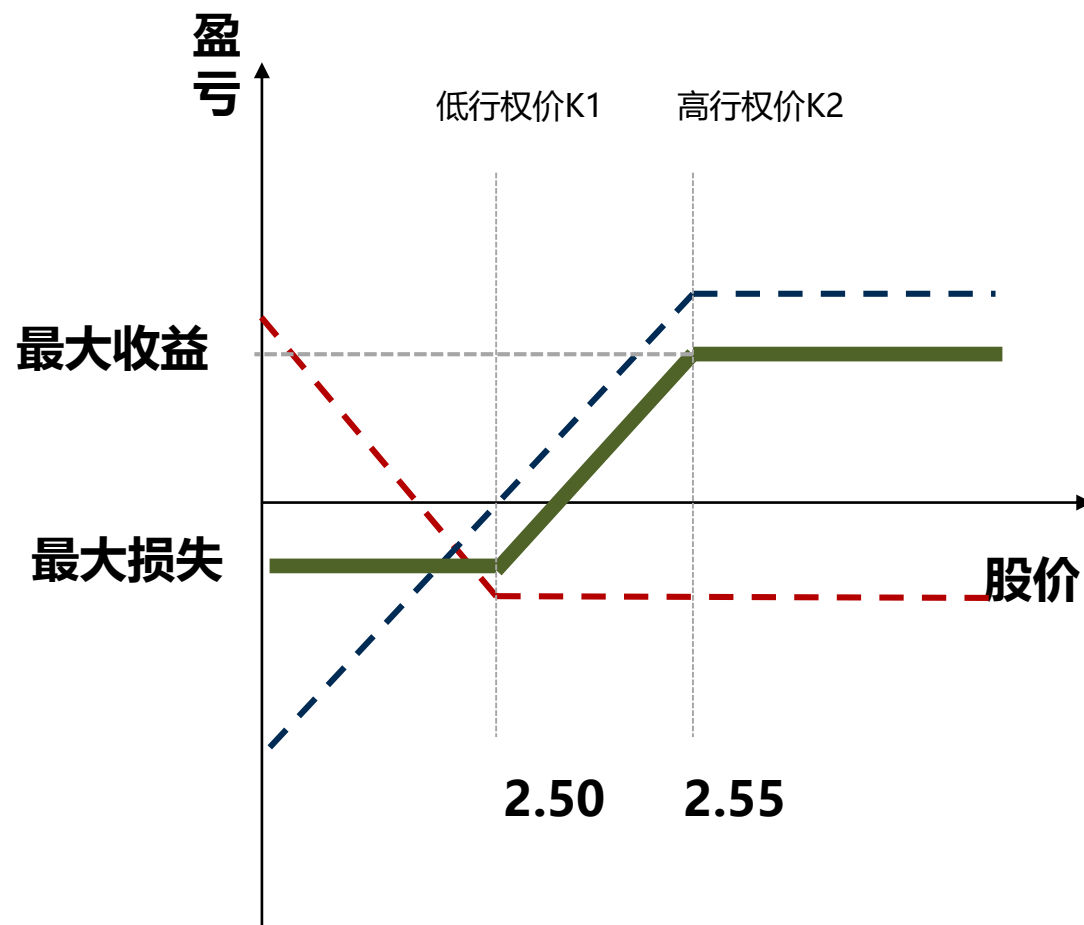
= 买入低行权价认购期权支付的权利金 - 卖出高行权价认购期权获得的权利金 > 0

--- 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

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

策略构建成本：

= 买入低行权价认沽期权支付的
权利金 - 卖出高行权价
认沽期权获得的权利金 < 0

--- 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

牛市价差后续仓位管理

■ 仓位管理

以牛市认购价差策略为例，建仓完成后，要持续跟踪市场变化，根据市场走势及时调整策略。

50ETF温和上涨：

投资者可以持有到期，也可以适时选择提前获利平仓了结。

50ETF大涨：

若50ETF大大涨过了较高的行权价，牛市认购价差策略会受限于最大盈利的约束，此时应将卖出开仓的那条腿平掉，改为只持有认购期权，或者将牛市认购价差平仓，重新购买一个认购期权，享受股价上涨的杠杆收益。

50ETF下跌：

应及时平仓，根据新的市场预期调整策略。

熊市价差使用场景



2017年4月中旬，某投资者认为50ETF未来几日将有小幅下跌，基于这一市场预期，于2017年4月12日早盘建立了熊市认沽价差组合，当时的50ETF现价为2.380元。一周后，2017年4月19日，50ETF报收于2.338元。

买入“50ETF沽
5月2400”



卖出“50ETF沽5
月2350”

熊市价差案例分析

期权合约	4.12成交价格	4.19成交价格
50ETF沽5月2400	0.0423	0.0841
50ETF沽5月2350	0.0174	0.0225
价差	0.0249	0.0616

直接买入认沽

1 买入50ETF沽5月2400

0.0423 → 0.0841

收益率 **98%**

构建熊市价差

2 { 买入50ETF沽5月2400
卖出50ETF沽5月2350 }

0.0249 → 0.0616

收益率 **147%**

熊市价差的构成

- 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5月**2400**

卖出50ETF沽5月**2350**

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

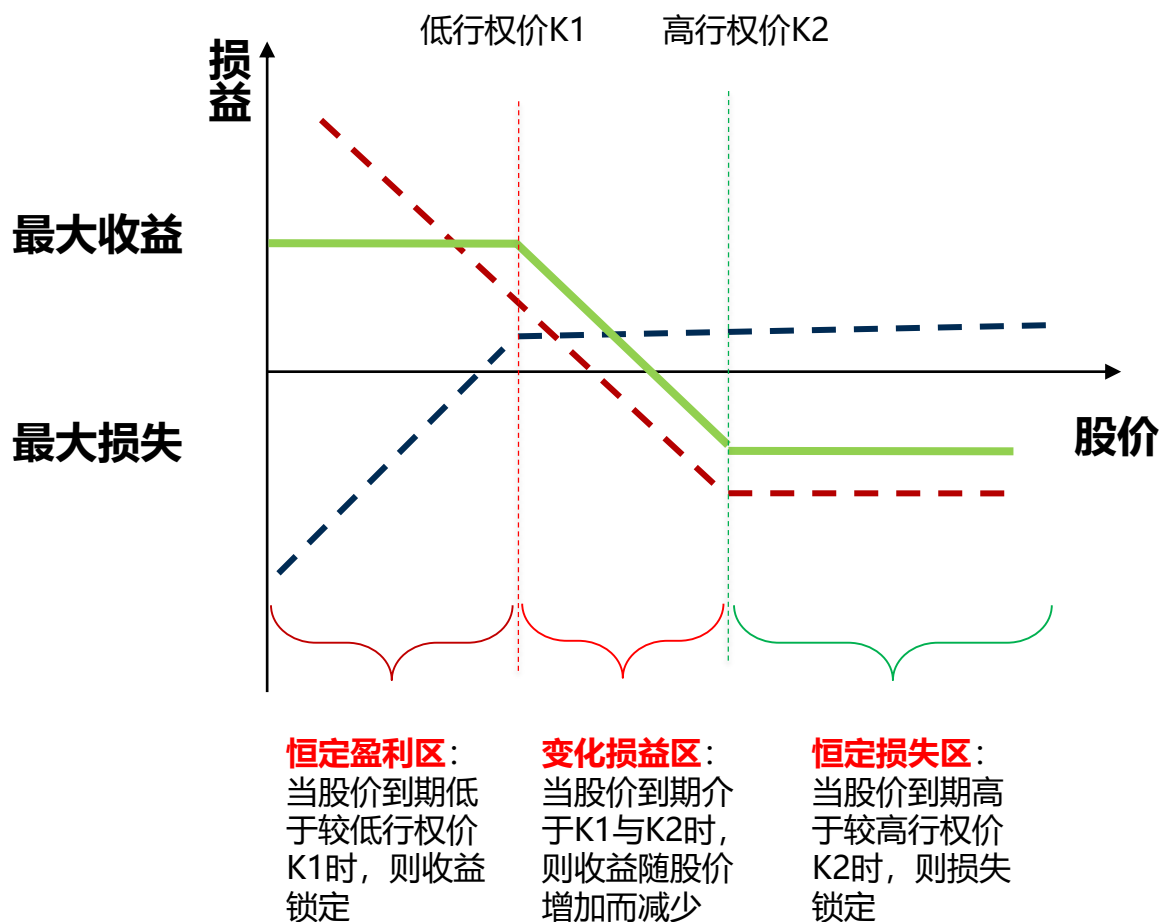
买入50ETF购5月**2400**

卖出50ETF购5月**2350**



简单口诀：买高卖低！

熊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：

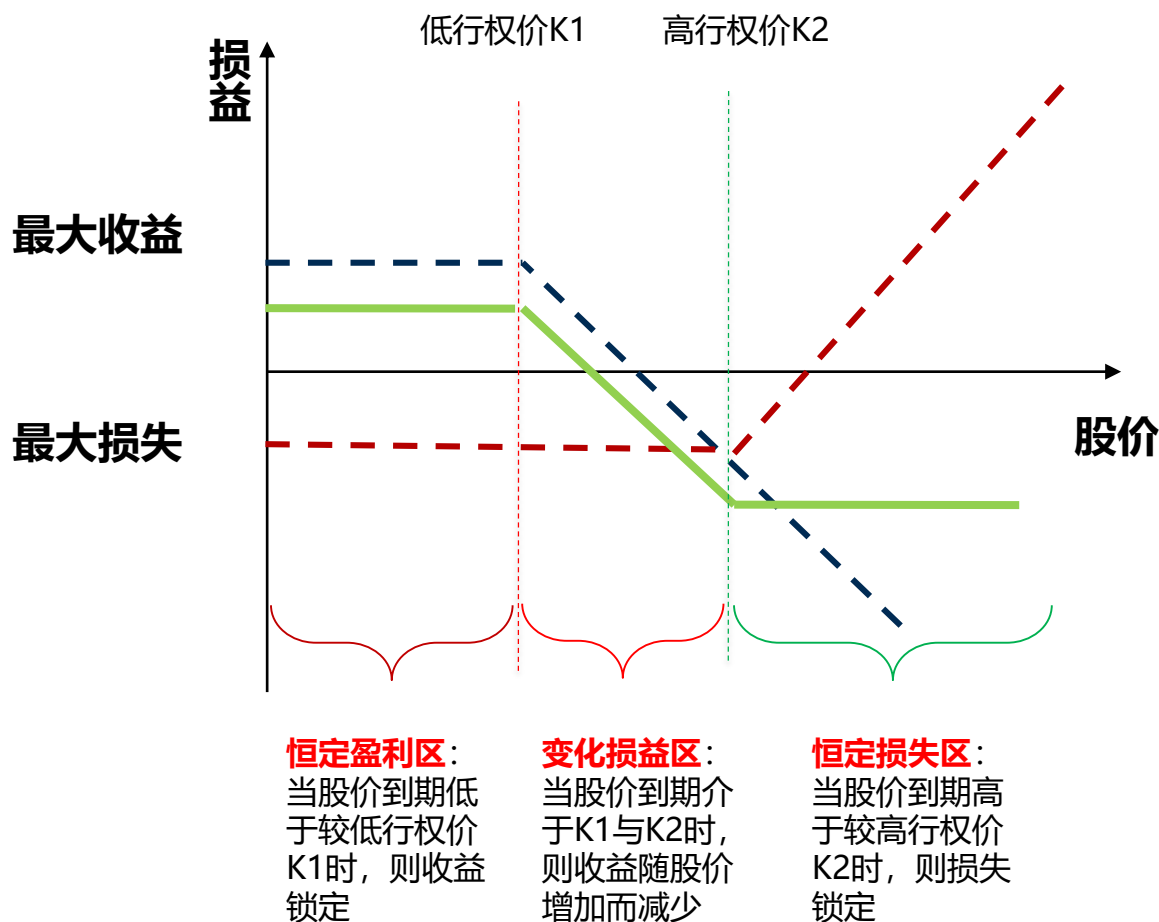
= 买入高行权价认沽期权支付的权利金 - 卖出低行权价认沽期权获得的权利金 > 0

..... 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

熊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：

= 买入高行权价认购期权支付的权利金 - 卖出低行权价认购期权获得的权利金 < 0

..... 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

牛市价差小贴士



- 认为后市上涨幅度较大时，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：认为后市上涨幅度较大时，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，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。



- 认为后市上涨幅度较小或不跌时，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：认为后市上涨幅度较小或不跌时，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
适用场景	温和上涨行情中，涨幅相对较大	温和上涨行情中，涨幅相对较小或不跌
适用方法	买入平值附近的认购期权、 卖出行权价更高的虚值认购期权	卖出平值附近的认沽期权、 买入行权价更低的虚值认沽期权
收益	到期最大收益较高	到期最大收益较低
风险	较小	较大

熊市价差小贴士



- 认为后市下跌幅度较大时，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：认为后市下跌幅度较大时，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。



- 认为后市下跌幅度较小时，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：认为后市下跌幅度较小时，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
适用场景	温和下跌行情中，跌幅相对较大	温和下跌行情中，跌幅相对较小或不涨
适用方法	买入平值附近的认沽期权、 卖出行权价更低的虚值认沽期权	卖出平值附近的认购期权、 买入行权价更高的虚值认购期权
收益	到期最大收益较高	到期最大收益较低
风险	较小	较大

注意事项



- ✓ 价差组合中**两腿成交相距时间不宜过长**。若投资者操作时义务仓一腿先成交，而另一腿未成交时，可及时以稍差的价位成交另一腿，以避免风险敞口的暴露！

- ✓ 卖出期权合约需缴纳保证金，保证金随标的价格和期权价格每天调整，需随时留意市场价格**以防保证金不足被强行平仓**。

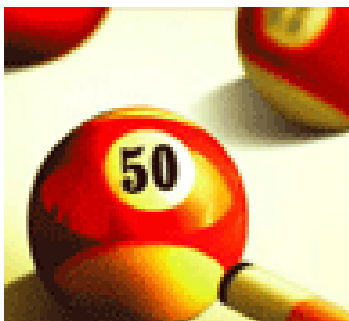


目录

- 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

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？

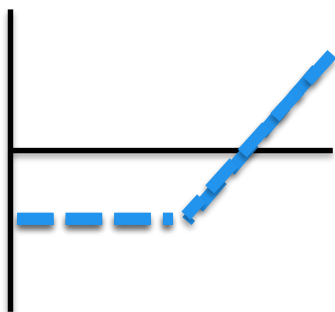
✓ 有没有一种办法,能让我降低做多成本, 提高资金使用效率?



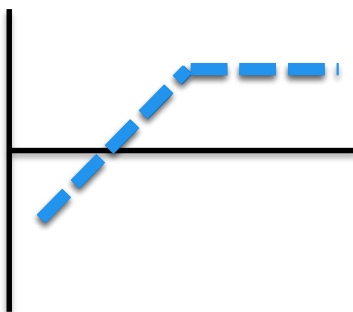
合成股票多头的盈亏图

- 合成股票多头，实现低成本做多后市。

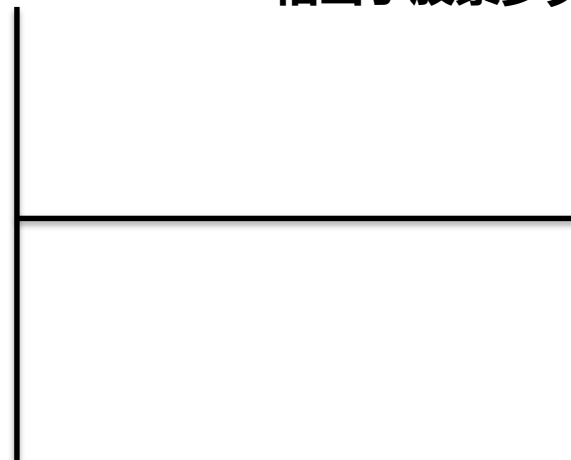
■ 买入认购期权



■ 卖出认沽期权

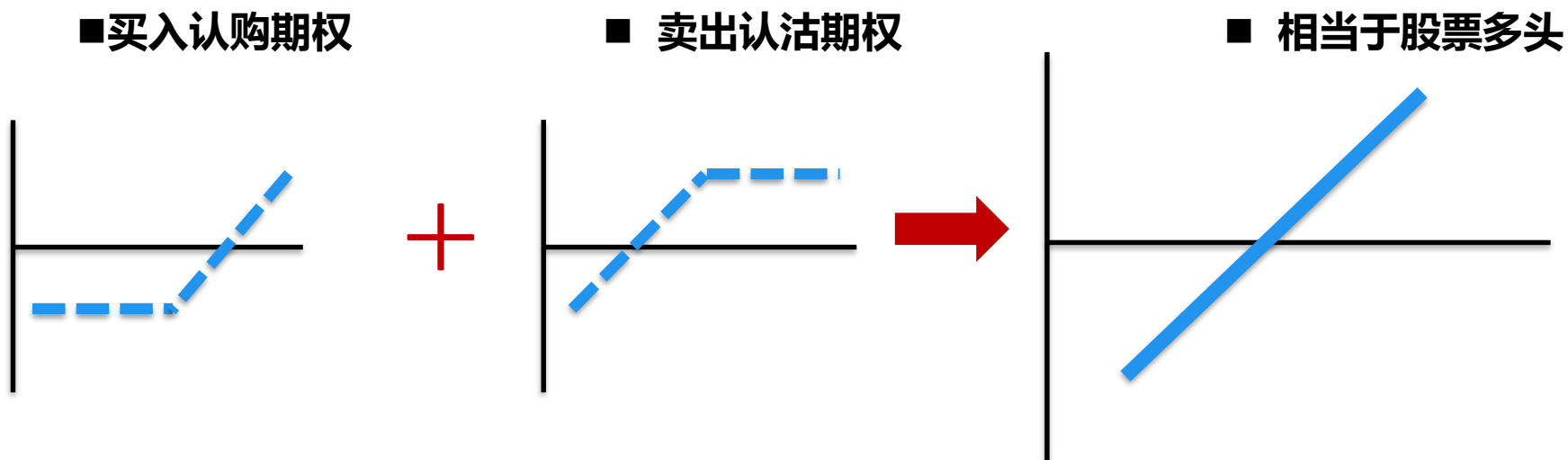


■ 相当于股票多头



合成股票多头的盈亏图

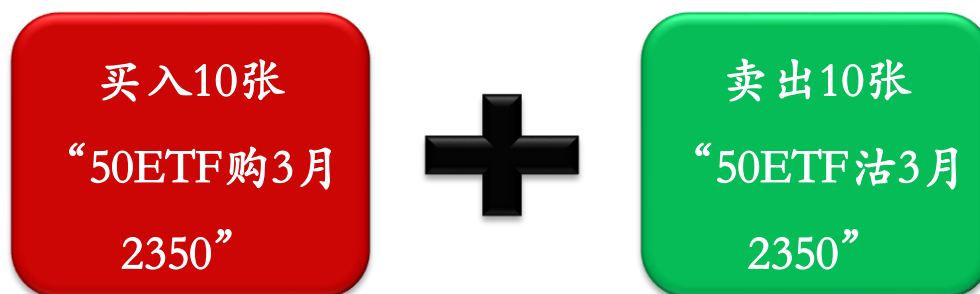
- 合成股票多头，实现低成本做多后市。



- 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

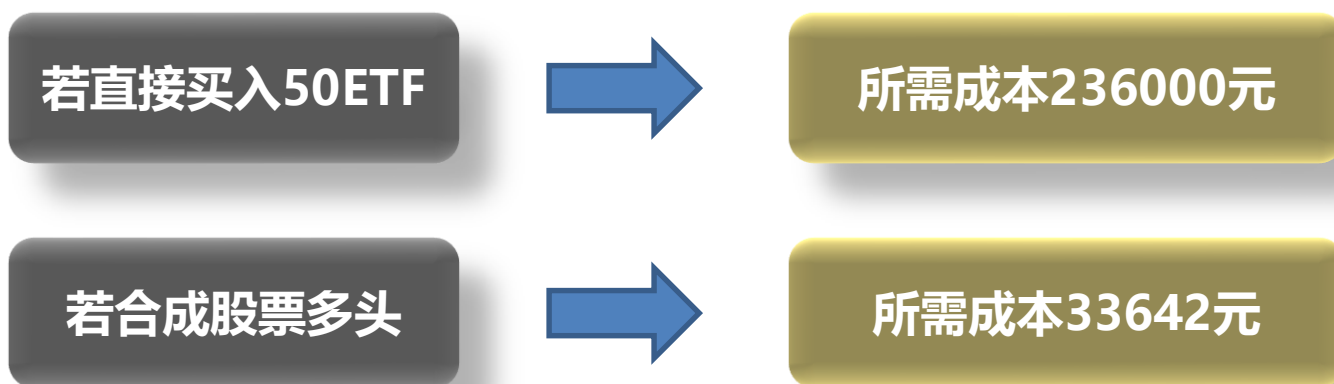
■ 例如：投资者刘女士长期看好50ETF的走势，欲买入10万份50ETF。当时50ETF股价为2.360元/股，基于这一市场预期，刘女士于3月3日午盘建立了合成股票多头。



期权合约	买价 (元/股)	卖价 (元/股)
50ETF购3月2350	0.0755	0.0764
50ETF沽3月2350	0.0530	0.0535

合成股票多头案例分析

■ 成本对比（标的的前收盘价2.441，认沽前结算价0.0301）



■ 若直接买入10万份50ETF，则初始成本为 $2.360 \times 100000 = 236000$ 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。
- 未来如果可用证券替代现金保证金，那么“合成股票策略”的资金成本将更低，杠杆性将更强。



合成股票的延伸套利策略

■ 当合成的股票空头（多头）与股票多头（空头）的总盈亏始终大于0，且能覆盖交易成本时，就构成了**无风险套利**策略，这就是**期权平价套利**。

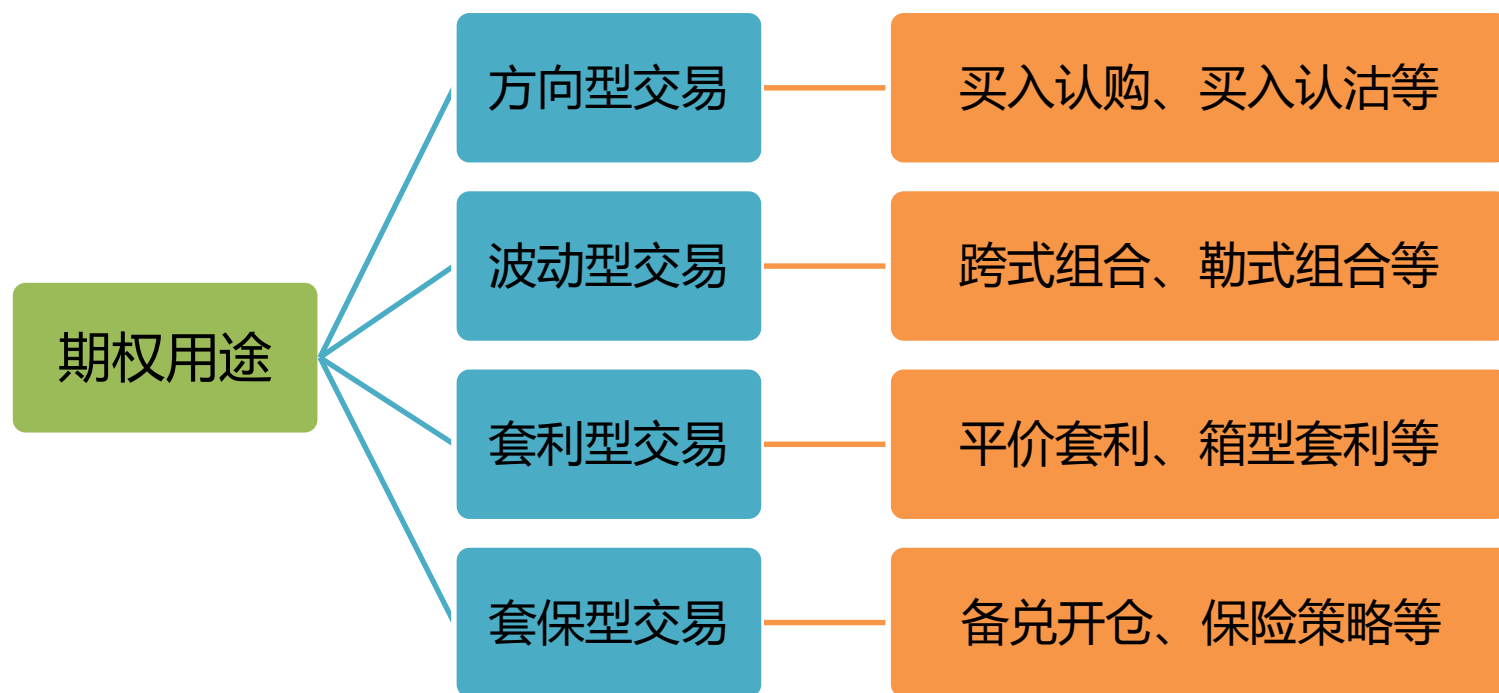
■ 当合成股票多头与合成股票空头的总盈亏始终大于0，且能覆盖交易成本时，就构成了**无风险套利**策略，这就是**期权箱体套利**。

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

期权策略的多样性

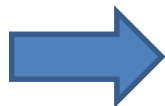
- ✓ 期权给予了投资者**全方位**的交易机会，期权策略的多样性决定了期权用途的多样性：



跨式、勒式的使用场景

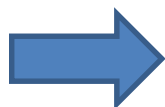
■ **跨式（勒式）策略**分为**买入跨式（勒式）**；**卖出跨式（勒式）**

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

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

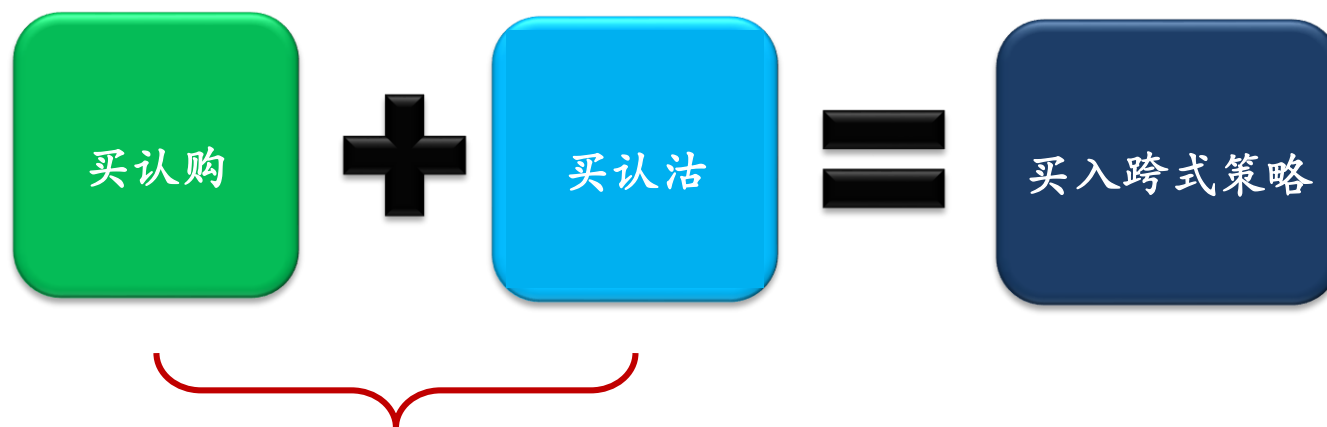


- 常规的不确定性窗口



跨式策略的构成

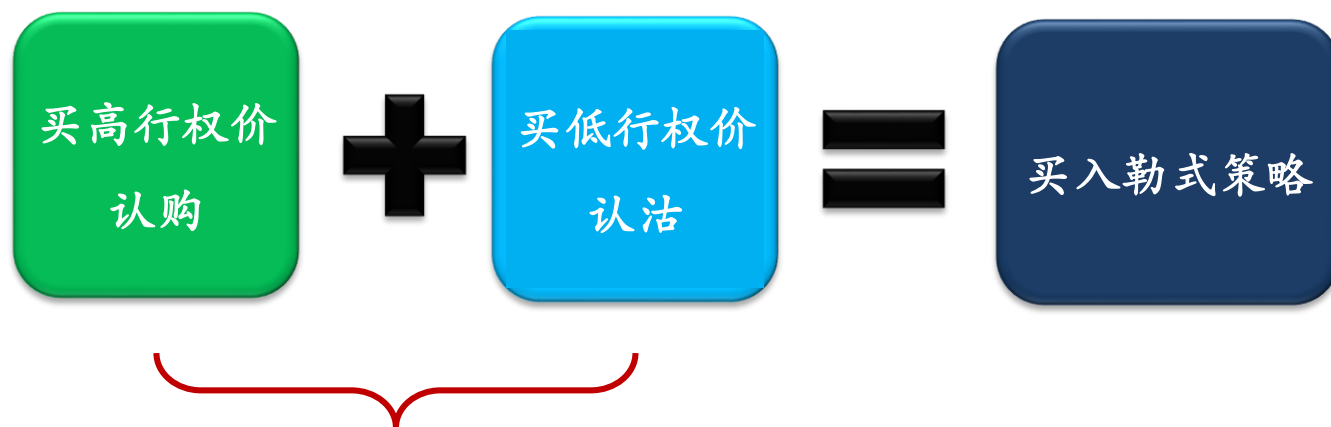
- 买入跨式策略，是指**买入相同数量、相同行权价**的同月**认购和认沽**期权



三相同：数量相同、行权价相同、到期日相同

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**

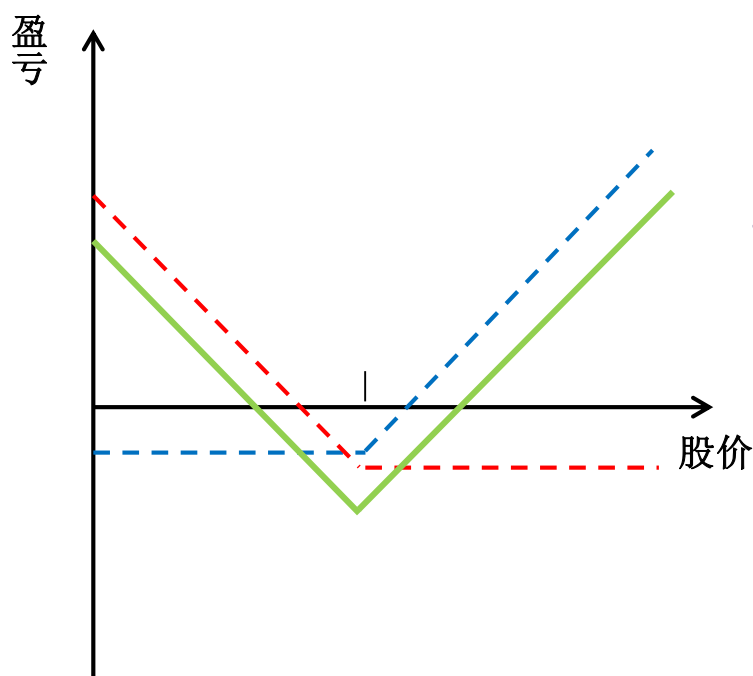


两相同：数量相同、到期日相同
一不同：行权价不同

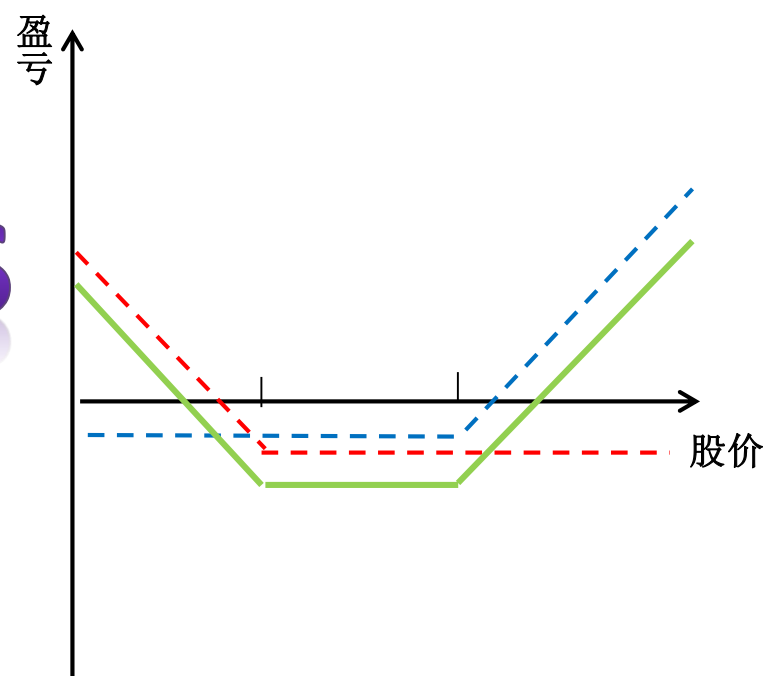
跨式、勒式策略的盈亏图

买入跨式盈亏图

买入勒式盈亏图



VS



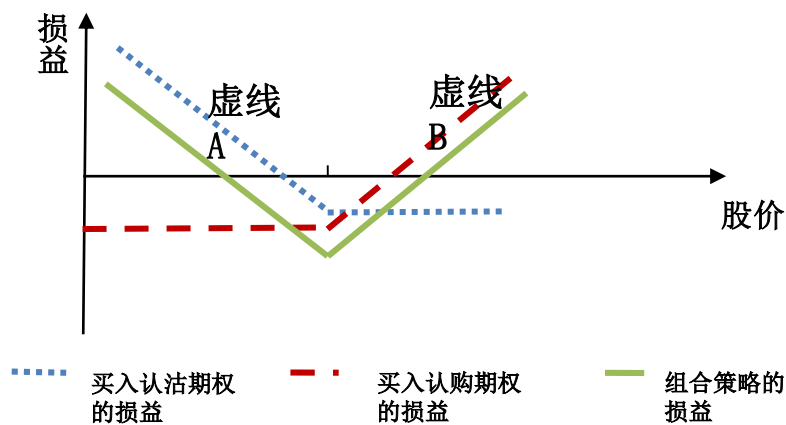
- 与买入跨式相比，买入勒式策略的成本更低，但需要后市更大的波动才能最终盈利。

跨式策略的应用案例1

✓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！

波动率交易工具案例

美国大选情节跌宕起伏，不到最后一刻，没有谁能够预知谁最终将入主白宫。但期权交易员们都知道，无论谁入主白宫，都将引起市场剧烈反应，做多波动率策略是最好选择。

亚盘开启

- 日经225指数10点起至收盘暴跌5%以上；
- 香港恒生9:30起一路下挫，最低跌至4.12%；
- 上证指数开盘后连续跳水，上午收盘下跌1.32%

50ETF期权策略当日收益

做多波动率	买入11月合约
11.8 15:00市值	590
11.9 11:30市值	729
期间收益率	23.56%

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。



- 在实际操作中，当标的价格突破了盈亏平衡点，处于了盈利区域时，投资者可根据自身的投资哲学与风险偏好，选择提前平仓或继续持有到期。**两者各有千秋**：提前平仓的投资者虽获得小额盈利，但放弃了股价更大波动的可能性；而持有到期的投资者则在追逐更高盈利的同时承担了后市变化的风险。



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!