

# 豆粕期权的跨式套利核心

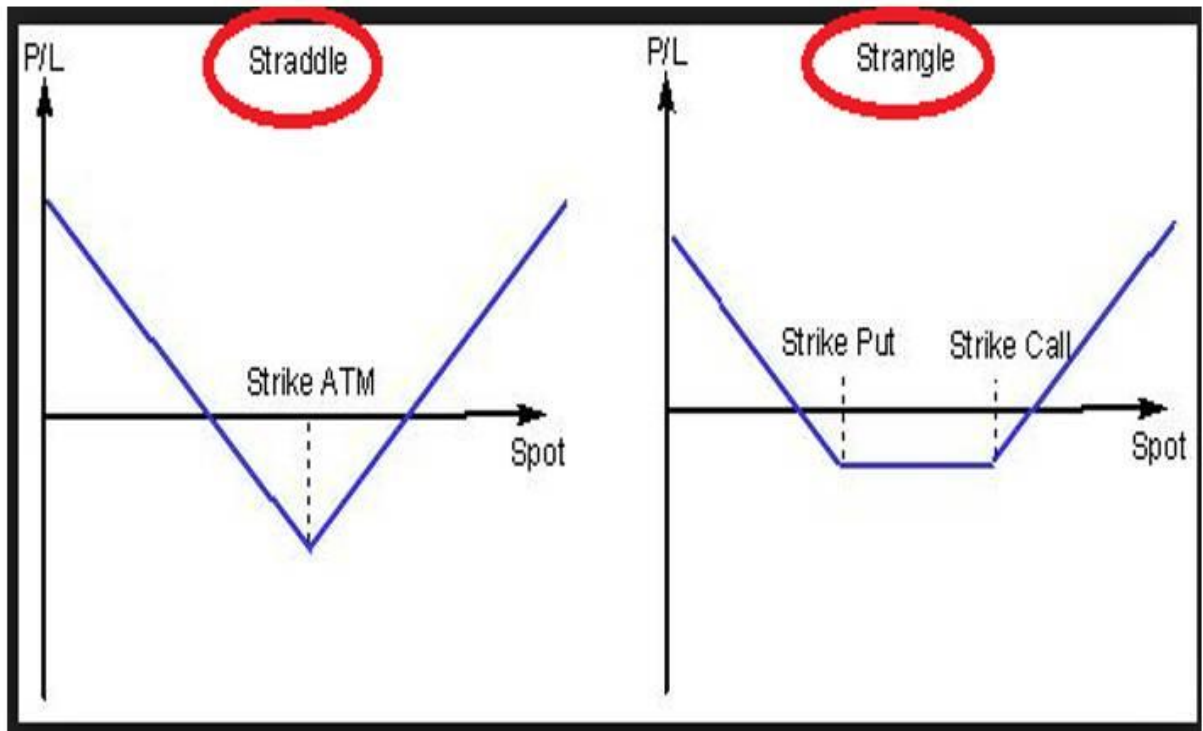
——百度期权论坛下载 2 万份期权资料

作者：芝商所特约评论员寇健

在期权市场，市场中性的策略之中，跨式套利(Straddle) 和宽跨套利(Strangle) 是经常被人们使用的。

选择期权交易策略，主要是关注市场的方向和波动性。按预期方向划分，市场可以分为上涨的市场、下跌的市场和中性的市场。按波动性划分，可分为波动性偏低、适中和偏高的市场。需要说明的是，这里的市场是指期权的标的物，而不是指期权。例如一个期权处于上涨的市场中，是指它的标的期货是上涨的，而不是指期权自身价格是上涨的。

跨式套利(Straddle)或宽跨套利(Strangle)都是由同时买入或卖出不同方向的两张期权组成，不具有明确的方向，因此适合中性的市场。特别说明的是，投资者最好在波动性低时做买入跨式套利或宽跨式套利策略，这样成本更少，也有机会赚取一些波动率升高时，期权价格自身上涨形成的利润。(请看下面的图)



在价格长期窄幅波动、无法辨明市场未来方向但预期突破后会有大幅涨跌时，使用买入跨式套利或宽跨式套利最有可能形成可观的收益。在价格经过大幅波动后，预期股价会进入震荡整理、窄幅波动时，使用卖出跨式套利或者宽跨套利将会获得比较稳定的收益。

总之，在中性的市场中，当波动性偏低时，使用买入跨式套利或宽跨式套利策略，而当波动性偏高时，使用卖出跨式套利或宽跨式套利的策略。

虽然跨式套利或宽跨套利都是市场中性的策略，但是二者之间有没有关键性的差别？差别在哪里？

个人的看法是：二者之间是有差别的，从风险管理的角度来说差别而且是很大的。

现在，用芝加哥商品交易所豆粕期权(OZS)作为例子。看二者之间的差别。（请看下面的图）

DESCRIPTION STRIKE	PUTS				
	BID x ASK	LAST	CHANGEIMPLD V...	DELTA	GAMMA
▼ MAY / NOV (32 DAYS)					
920	1 1/2 x 1 7/8	c2 3/4	12.6%	-0.095	0.471
930	2 1/2 x 2 7/8	c4 1/4	12.2%	-0.145	0.660
940	4 1/8 x 4 5/8	4 3/4	-1 7/8	11.9%	-0.218
950	7 x 7 1/2	7 1/2	-2 5/8	11.9%	-0.316
960	10 7/8 x 11 1/2	11 1/8	-3 7/8	12%	-0.429
970	16 1/8 x 17	c21	12.3%	-0.544	1.150
980	22 1/2 x 23 3/8	c28	12.6%	-0.650	1.052
990	29 7/8 x 31	c35 7/8	13%	-0.738	0.896
1000	38 x 39 3/8	c44 3/8	13.6%	-0.806	0.729
1010	46 7/8 x 48 1/4	c53 3/8	14.2%	-0.857	0.579

这是上个星期二芝商所豆粕期权市场的价格截屏，左边 970 是当时的市场价格。请注意右边的期权 Gamma 数值。

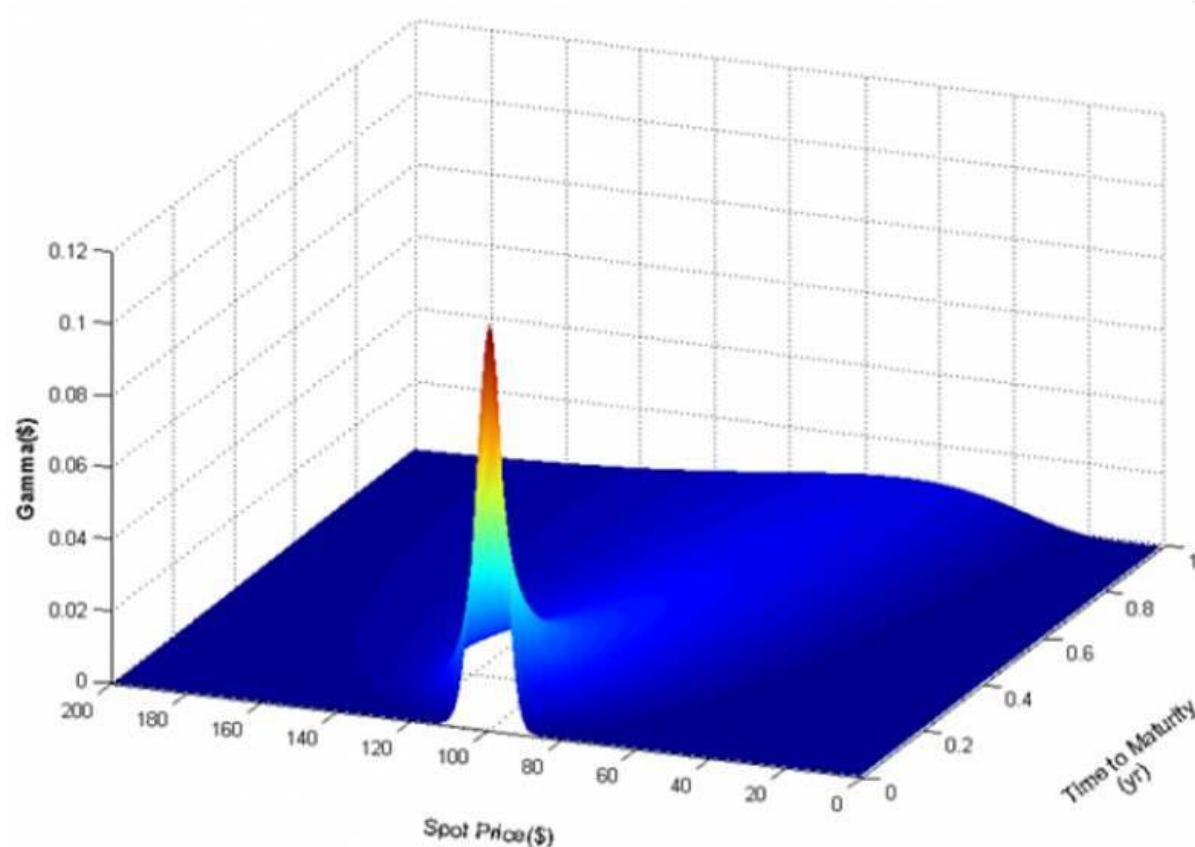
970 协定价格的期权是平值期权。在右边显示平值期权的 Gamma 值，与虚值期权和实值期权相比，960-970 期权的 Gamma 值是最大的。

所以，如果我们卖出豆粕期权跨式套利，我们已经卖出了最大的 Gamma 风险值。期权头寸的 Gamma 不会因为标的产品的价格移动而增加。（当然，随着时间的流逝，平值期权的 Gamma 值会不断地增加，虚值期权和实值期权的 Gamma 只会不断地减少。如同下面的图）

但是如果我们卖出一个宽跨套利，我们没有卖出最大的 Gamma 风险，这就存在一种可能性：我们的 Gamma 风险会随着标的产品的移动而增加。

所以个人的结论是：跨式套利和宽跨套利关键性的差别是二者之间的 **Gamma** 风险是不一样的。从风险管理的角度来说，同样是市场中性的策略，假定其他条件都相等，如果个人是卖出波动率，个人宁可卖出跨式套利，而不去卖出宽跨套利。这是因为波动率空头的期权头寸 **Delta** 对冲是一笔相当大的费用。

随着时间的流逝，平值期权的 **Gamma** 值会不断地增加。



关于作者：

寇健先生，任职于硅谷衍生品学院，为资深的交易员和基金经理，曾任职于摩根士丹利、花旗及新加坡大华银行，拥有逾 30 年期货和期权交易往绩，以沉着判断的套利交易策略著称。

