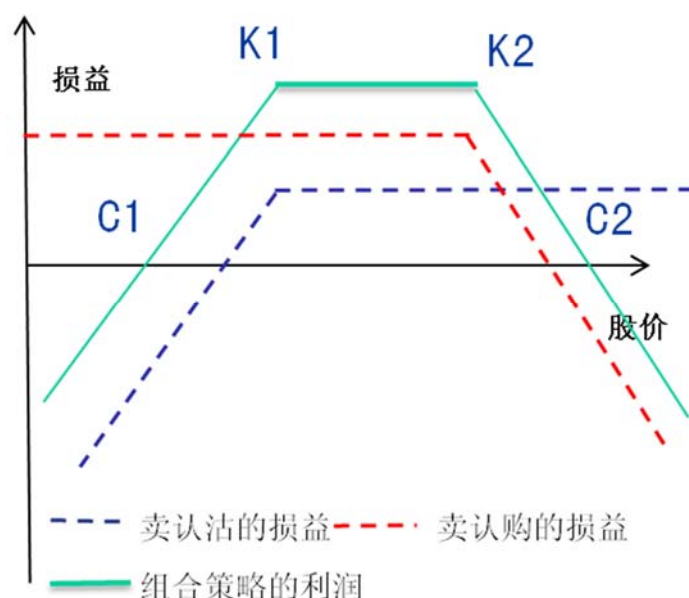


卖出宽跨式套利 ETF 期权交易策略

ETF 基金综合了封闭式与开放式基金的双重优点，投资者既可向参与券商通过一揽子股票申购或赎回基金份额，同时又可像封闭式基金一样，在证券市场上按市场价格买卖 ETF 份额。ETF 基金被认为是风险分散、较为稳健的品种。上交所推出标的为上证 50ETF、上证 180ETF 期权，丰富了 ETF 的交易策略，增加了管理 ETF 风险的工具。本文选取 ETF 交易策略之一：卖出宽跨式套利策略，详细地阐述了该策略的构建方法及损益情况，并说明它的适用范围和入场时机。

一、卖出宽跨式套利模型的构建

卖出一份较高行权价 K_2 的认购期权，同时再卖出一份具有相同到期日、较低行权价 K_1 的认沽期权。



该模型的主要运用在，预测标的物价格将在某区间范围变动，卖出宽跨式套利的成本比跨式套利低，因为两个执行价都处于虚值状态，而且其能够盈利的范围也较宽。但当标的物急剧上涨或者下跌时将亏损巨大，如果保证金不足有被证券公司强制平仓的风险。一般而言，当标的证券价格不如预期开始出现大幅上涨或者下跌时，可以通过买入相应的看涨期权或者看跌期权进行平仓来控制风险。

二、策略适用范围：

从国外经验来看，卖出宽跨式套利在波动率不大的情况下，可以获取相对稳定可观收益。其突出优势是要求保证金较低。由于该策略收益有限，风险无限的特点，要求投资者有较好的风险管理能力，一般被机构投资者所采纳。该策略一般适用以下情形：

- 1、价格将有变动，但无法确定其方向，卖出宽跨式套利的成本比跨式套利低，这是因为两个执行价格都处于较深的虚值状态；
- 2、市况日趋盘整，价位波幅收窄，图表上形成“楔形”、“三角形”或“矩形”形态走势；
- 3、市场剧烈波动一段时间后，预计波动率会开始下降；
- 4、到达损益平衡点较慢，因此适合长线的买卖策略。

损益平衡点：

向上盈亏平衡点（P2）=高执行价（K2）+ 权利金

向下盈亏平衡点（P1）=低执行价（K1）- 权利金

最大损失：

期货价格高于 P2 的风险=权利金- 标的物价格 + 高执行价（K2）

期货价格低于 P1 的风险=标的物价格 + 权利金 - 低执行价格（K1）

最大收益：收取的全部权利金（C1+C2）

三、策略的入场时机

任何期权策略运用获得成功都是基于对标的证券运动形式的正确判断，不管是方向性的还是波动性的。ETF 期权策略归纳起来可分为三类：

- 1、方向性策略，即建立在对市场未来走向正确判断之上的策略，如牛市套利（Bull Spread），熊市套利（Bear Spread）等；
- 2、波动性策略（也称为市场中性策略），即基于对市场波动率的变化来建立相应的策略，如跨式（Straddle）、宽跨式（Strangle）以及蝶式（Butterfly）等；
- 3、保险/避险性策略，即利用对持有的现货资产提供风险保护，如保险策略（Protective Put ,Covered Call 以及领口（Collar）策略等。

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，是指它的标的股票或期货是上涨的，而不是指期权自身价格是上涨的。

跨式套利或宽跨式套利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。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式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。

四、策略实例分析

2014 年 4 月上旬由于沪港通消息的公布，上证 180ETF 4 月 10 日最高冲至 2.02 元，接近年初的阻力位，短期波动率性偏高，预计波动性会下降。于是在 4 月 11 日客户使用卖出宽跨式套利策略，

卖出 10 万份 180ETF 购 6 月到期、行权价为 1.95 元，权利金价格为 0.107 元；同时卖出 10 万份 180ETF 沽 6 月到期、行权价为 1.90 元，权利金价格为 0.046 元。当日 180ETF 价格为 1.994，两份期权处于虚值状态，该投资者收益为权利金总和： $10\text{万} \times 0.107 + 10\text{万} \times 0.046 = 1.53$ 万元。

6 月 23 日为该合约到期交割，当天 180ETF 的价格为 1.918 元。行权价为 1.95 元的认购期权和行权价为 1.90 元的认沽期权都处于虚值状态，买方放弃行权。于是该投资者净获利 1.53 万元权利金收入。

客户及衍生品合约账户 陈明捷/A208766199888

指导方：广发证券韶关解放路营业部 汤明明