

买入期权风险管理方法解析

永安期货研究院 王晓宝

对大多数投资者来说，期权是个新鲜玩意，最常听到的关于期权的描述就是买入期权风险有限，收益无限。的确，买入期权最大的损失就是权利金，而一旦盈利，可能赚取大额利润。这样的描述给人的感觉是只要坚持买入期权，短时间的亏损不是问题，长期一定能盈利。可以想象，国内期权一旦上市，买入期权交易会是最常用到的一个交易策略，国外期权市场经验也印证了这一点。然而，买入期权真的这么具有吸引力吗？

一、有限亏损假象

买入期权亏损有限，收益无限的特性使投资者陷入了最终会赚钱的心理暗示当中，这是一种暗含杀机的交易。

临近到期，期权时间价值衰减加速，尤其是对于虚值期权，越接近到期，越没有可能从平仓或行权中获利，即使到期为实值，也需要实值额超过时间价值损失才可以获利。深度虚值期权权利金低，常常吸引投资者购买，事实上这类期权获利概率很低，需要注意未来损失权利金的可能性，大量购买此类期权，打算利用杠杆效应赚取大额利润的投资者更应特别小心。此外，买入期权后也常常使投资者陷入选择困境，例如，投资者以 50 点的价格购买了一个月期的沪深 300 股指看涨期权，两周后，如果期权的价值跌为 20 点，那么他是否应该以 30 美分的亏损将其平仓，还是继续持有下去，寄希望于在剩下的两周内标的资产价格出现上升呢？这是一面双刃剑。如果及时平仓，那么损失是确定的；如果等待下去，而标的资产的价格并没有出现足够的上涨，仍然会遭受损失。假如我们继续持有一周，在剩下来的最后一周内，标的资产价格也朝有利的方向上涨，但随着到期日的临近，期权的时间价值会迅速消失，这抵消了标的资产价格上涨所带来的收益。尽管接近了盈利，一旦市场出现了逆转，期权的价值就会很快蒸发，最终导致亏损。

买入期权后，投资者必须长期忍受痛苦的煎熬，梦想某一天挣大钱，利润大大超过前期的多次小额损失。忍受这种煎熬对于大多数新入市的投资者可能不算什么。但是他们大多数并没有认识到尽管一次买入期权的损失是有限的，而发生

亏损的交易次数则可能是无限的。这就是所谓的有限亏损假象。事实上，无数次有限的亏损可以给我们带来巨大的损失。

如果没有很好地制定交易计划，购买看涨或看跌期权可以给投资者带来巨大的心理压力和损失，以至于很多人无法忍受。

当然，这并不是说要坚决避免买入期权，而是买入期权后应当制定好合理风险控制方案，规避时间价值贬值的危害。下面利用实例介绍几种风险管理模式。

二、买入期权风险管理

买入看涨期权风险管理分为下跌亏损管理和上涨盈利管理，对于买入看跌期权，则分为下跌盈利管理和上涨亏损管理。下面只对买入看涨期权进行讨论，买入看跌期权风控可同理反推而得，在此不再赘述。

（一）行情下跌亏损风险管理

标的资产价格下跌导致看涨期权亏损后，大多数投资者会选择继续持有头寸，反正最大的亏损就是全部权利金，但投资者应当意识到在头寸已经亏损的状况下，除非后期价格大幅上涨，否则还将以亏损告终，这种方式类似于赌博，在不对行情强烈看涨的判断下，不提倡继续持有。

事实上，通过将单一期权多头头寸转换为垂直价差套利组合，能够在保持投资成本不变的情况下，降低盈亏平衡点，提高获胜概率。

以买入沪深 300 股指看涨期权为例说明调整方式。6 月份，当沪深 300 指数为 2150 点时，买入一手执行价格为 2150 点的 8 月份到期的沪深 300 股指看涨期权（为叙述方便，以 Call-I0-2150 表示），付出权利金 80 点，该策略的损益平衡点为 2230 点。如果运气相当差，买入期权后，沪深 300 指数马上下跌到 2050 点，期权价格随之变为 40 点，浮亏 40 点。

为变换为垂直价差组合，卖出 2 手 8 月份到期的 Call-I0-2150，得到权利金 80 点，同时买入 1 手 8 月份到期的 Call-I0-2050，付出权利金 80 点。算上最初的期权多头头寸，构造该组合的成本为付出权利金 80 点，而此时组合净头寸变为卖空 1 手 Call-I0-2150，买入 1 手 Call-I0-2050，即构成垂直价差组合头寸，该组合的盈亏平衡点为 2130 点，较 2230 点的单一看涨期权多头头寸盈亏平衡点下降 100 点，其代价是最高收益被限制为 20 点。

表 1 调整前后风险指标对比

	构造成本（点）	盈亏平衡点（点）	最高收益（点）
买入看涨期权（调整前）	80	2230	无上限
垂直价差组合（调整后）	80	2130	20

由上表可知，经过调整，在构造成本不变的情况下，调整后组合头寸盈亏平衡点大幅下降，但其代价是最高收益受限。当然，在浮亏出现的情况下，避免损失比赚钱利润更加重要。

这种调整方式可以循环使用，即当调整完成后，若价格继续下跌，则投资者依然可以对期权多头头寸进行相同操作，将盈亏平衡点不断降低，增加获胜概率，当然这样会累积大量空头头寸，需要根据行情和权利金的变化择时平仓处理。

（二）价格上涨盈利风险管理

标的资产价格上涨使看涨期权盈利后，在兴奋之余，投资者往往会陷入平仓提取利润或继续持有头寸以待更多利润的两难当中，选择平仓提取利润，会错失赚取更多利润的机会，而选择继续持有头寸，虽然保留了赚取更大利润的可能性，但一旦价格下跌或上涨力度不够，最初利润也将消失殆尽。

事实上，除此之外，还有另外两种调整方式能够在避免亏损和保留潜在利润之间寻找平衡。

接上例，6月份，当沪深300指数为2150点时，买入一手执行价格为2150点的8月份到期的沪深300股指看涨期权Call-I0-2150，付出权利金80点，该策略的损益平衡点为2230点。假设一个月后，沪深300指数上涨到2250点，此时期权价格随之变为125点，浮盈45点。

此时，投资者可以采取以下几种调整方式：

1、平仓，提取利润

本例中，选择平仓可获得利润45点，该方法的优势在于简单方便，虽然没能赚取更多利润，但也杜绝了亏损的后果。

2、什么都不做，继续持有以待更多利润

这种方法的最大吸引力在于保留了赚取更大利润的潜在盈利性，然而一旦价格下跌，浮盈消失，甚至会产生亏损。

3、向上移仓。平仓提取利润，利用盈利买入虚值看涨期权

这是指首先平仓赚取 45 点利润，然后买入 8 月份到期的 Call-I0-2350, 付出权利金 30 点，在价格大幅上涨下，还可以赚取额外利润，即使没能上涨甚至下跌，也最少锁定 15 点利润。

4、转换为套利组合。卖出平值期权，构成垂直价差策略，锁定部分盈利。

该方法是指期权多头在具有一定浮盈（本例为 45 点）后，卖空 8 月份到期的 Call-I0-2250, 得到权利金 50 点，由此构成垂直价差套利策略，一旦价格继续上涨超过 2250 点，可以稳定赚取 100 点行情利润和 50 点权利金利润，而价格下跌，则最多损失 30 点。

在不同的标的资产价格变化下，每种调整方式会产生不同的效果。

表 2 不同状况下的调整方式比较

标的资产价格变化	最佳策略	最差策略
快速大幅上升	向上移仓或什么都不做	平仓
缓慢上涨	什么都不做	向上移仓
盘整	价差套利	向上移仓
下跌	平仓	什么都不做

很明显，向上移仓或构造套利组合有效限制了亏损，同时保留了进一步赚取更多利润的可能性。

此外，在任何状况下，将期权多头头寸转换为套利组合，都不会是最差策略，这主要是因为卖空的期权头寸会带来时间价值，而时间价值的获得和价格涨跌无关。

三、对风控方式的进一步讨论

以上讨论了几种买入期权的风险管理方法，任何一种方法都有利有弊，这需要投资者在实战交易中根据自己的交易理念，结合行情判断做出决定，当然，善用一些风险管理小技巧，在任何情况下都是可以提升交易绩效的。

（一）分批逐次完成风控布局

这是针对大交易量而言的，是指随着标的资产的变化分批逐次进行风控布局。以套利风控方式为例（上涨风险管理方法），如果买入 5 手 8 月份到期的 Call-I0-2150, 随后标的资产价格上涨，可以选择每隔一定点数卖空一手平值看涨期权，以 50 点为例，一旦标的资产持续上涨 250 点，那么当价格上涨到 2200、2250、2300、2350、2400 点时分别卖出 1 手平值看涨期权，即使后期沪深 300 指数继续上涨到 2400 点上方，该组合也不会有任何风险（因为没有裸卖空期权

头寸)，在赚取 700 点的行情利润之余，还能得到 5 手平值看涨期权的权利金！即使后期价格下跌，最少也有权利金收入，大大降低了风险。

同理，如果沪深 300 指数价格下跌，保持一部分仓位不变，另一部分做套利变换，完成下跌过程的逐次分批布局，则在降低风险的同时，保留了价格反弹上涨带来的潜在大额利润。

分批逐次布局仓位在其它风控措施中同样适用，它的优势在于使仓位在执行价格和时间两方面进行了分散，虽然不及一直持有期权头寸的潜在利润丰厚，但它是风险与收益的动态平衡过程，提高了胜率，稳固了利润。

（二）几种风控方式的结合使用

这同样是针对大交易量而言的，指随着标的资产的变化，同时采用不同的风控方式。以买入 5 手 8 月份到期的 Call-I0-2150 为例，沪深 300 指数上涨一段距离后，投资出现浮盈，此时可同时使用“什么都不做”、“平仓提取利润”、“向上展期”、“套利”四种方式，即平仓两手看涨期权，买入一手虚值看涨期权，卖出一手平值看涨期权。价格继续上涨的话，则再做这样类似的交易即可，如此布局 and 分批逐次布局产生的效果类似，提高胜率，稳固利润。

对于交易量大的投资者来说，这是实现进可攻，退可守战法的两种交易技巧，当然，只有在交易实战中合理利用，不断积累经验，才能发挥它们的最大效力！

