备兑期权策略知多少

永安期货 王晓宝

2015年2月9日,上证50ETF期权在上海证券交易所正式上市,目前已平稳运行整整三月有余,作为国内第一个场内期权衍生品,它的上市必将推动金融市场发展创新,优化市场结构,与此同时,期权较为复杂的非线性特征,也是对投资者交易思维和方式的一次变革。

期权在国内属于新兴衍生产品,证监会、交易所、证券公司、期货公司对此十分重视,组织进行了大量的投资者期权教育培训。尽管如此,为防止上市初期发生风险事件,上交所依然从制度上对个人投资者、普通机构投资者和专业机构投资者分别设置了较高准入门槛,这其中最重要的属分级管理制度,即通过综合评估和知识测试将投资者分为一、二、三级,不同级别对应不同的交易权限。

期权以投资策略丰富著称,然而在限制交易权限的前提下,投资者交易受到限制,但值得注意的是,无论哪类客户,都可以采用备兑期权策略,由此可见,备兑期权策略是交易所认可的期权交易方法,它是指在持有期权合约标的物同时,卖出相应数量的看涨期权。若后期 50ETF 下跌,卖出的 50ETF 认购期权到期作废,赚取期权权利金,弥补 50ETF 损失,相当于摊低 50ETF 持有成本;若后期 50ETF 上涨,虽然卖出的认购期权限制上方盈利空间,但到期依然能够赚取时间价值

权利金,可见,备兑认购期权策略平衡了单独买入 50ETF 的 高风险高收益状况。

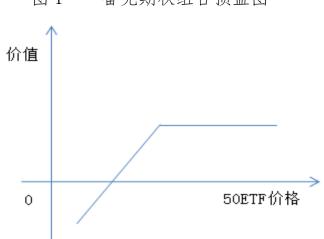


图 1 备兑期权组合损益图

举例:某投资者于价位 2.4 元/份购入 10000 份上证 50ETF,同时卖出一手执行价格为 2.4 元/份的一个月后到期 的认购期权,价格 0.1 元,从而构造备兑认购期权组合。下表总结了 50ETF 价格到期时分别上涨到 3 元/份和下跌到 2 元/份时的盈亏状况。

	单独持有 ETF 份额	备兑组合
上涨至3元	盈利 0.6 元/份	盈利 0.1 元/份
下跌至2元	亏损 0.4 元/份	亏损 0.3 元/份

表 1 策略损益对比

由上表可知,在上涨行情下,单独持有ETF份额盈利能力超越备兑组合,但在下跌行情下,由于时间价值权利金的获得,备兑组合亏损较单独持有ETF份额要小,相当于降低了ETF的持有成本。

下面以上证 50ETF 期权为例,从备兑期权策略的构造方式,风险管理方法和分散化投资技巧三方面对该策略做全面解析。

一、备兑期权的构造方式

备兑期权组合是指,在拥有 50ETF 份额的同时,卖出相应数量认购期权,根据 50ETF 期权合约条款,每拥有 10000份 50ETF 份额,可卖出一手 50ETF 认购期权合约。

根据执行价格划分,期权可分为实值,平值和虚值三类; 在拥有 ETF 现货的同时,搭配三种期权状态,通常有三 大类构造备兑期权的方式:

(一) 虚值备兑期权组合

指在拥有 10000 份 50ETF 的同时,卖出一手虚值认购期权。虚值备兑期权组合优势在于最大程度保留上方盈利空间, 其代价是价格下行保护低,风险较大。

(二) 实值备兑期权组合

指在拥有 10000 份 50ETF 的同时,卖出一手实值认购期权。实值备兑期权组合优势在于最大程度保护下行风险,其代价是价格上涨盈利非常有限,仅限时间价值权利金。

(三) 平值备兑期权组合

指在拥有 10000 份 50ETF 的同时,卖出一手平值认购期权。相对虚值和实值备兑组合,这种构造方式在上行收益和下行风险间做出了平衡。

根据上证 50ETF 期权合约条款,到期月分为当月,近月和随后两个季月。因此以上每种构造方式均可以采用不同到期期限,其中期权到期时间越长,上方盈利空间越大,下方风险防范程度越高,其代价是需要更多的时间来持有组合。

举例:某投资者于价位 2.4 元/份购入 10000 份上证 50ETF,以卖出一个月期限认购期权为例,他可构造如下三种备兑期权组合:

卖出一手执行价格为 2.5 元/份的虚值认购期权,价格 0.04元/份;

卖出一手执行价格为 2.3 元/份的实值认购期权,价格 0.14元/份;

卖出一手执行价格为 2.4 元/份的平值认购期权,价格 0.08 元/份;

	损益平衡点	最大收益	风险
虚值备兑	2. 36	0. 14	价格下跌,风险不断增大
平值备兑	2. 32	0.08	价格下跌,风险不断增大
实值备兑	2. 26	0.04	价格下跌,风险不断增大

表 2 三种备兑开仓方式的比较

由上表可知,期权实值程度越深,下行保护程度越高(损益平衡点低),其代价是上行收益受限。

通常情况下,投资者要结合行情判断来选择具体构造方式,看涨预期越强,越可以选择潜在收益较大的虚值备兑组合。

二、备兑期权的风险管理方式

在长期看好股市的前提下,可将备兑认购期权作为一种 长期交易策略运作,定期(如每月)卖出认购期权,这样做 具有如下几个优点:

- 1、定期(如每月)获得收入
- 2、比直接拥有 ETF 风险更低
- 3、该策略使用现券担保,不需额外缴纳现金保证金, 因此通常无须每日盯市,无强平风险。

2015年1月,芝加哥期权交易所发布了一份调查报告,这份报告调查了目前在美国证监会注册的,以期权为主要投资交易产品的对冲基金,并对其从2000年至2014年的策略、回报、风险等进行了分类研究。研究结果表明,当把时间跨度拉长为从1988年至2014年,卖出备兑认购期权策略的基金能获得超越标普指数的回报,同时波动更低。

然而,备兑认购期权并非完美,其缺点在于ETF价格持续上涨时,该策略向上收益具有上限,而ETF价格持续下跌,该策略下行风险较大。

当不利局面出现时,应积极调整仓位适应行情变化,通 常以下方法能够改善持仓。

(一) 50ETF 价格上涨

如果 ETF 价格升至执行价格以上,且预期仍将上涨,此时:

建议一:了结头寸,即平仓原有认购期权,继续持有 ETF。

建议二: 向上移仓,即平仓原有认购期权后卖出更高执行价格的认购期权。

建议三:转换策略,即根据市场预期,退出备兑组合,选择新策略。

(二) 50ETF 价格下跌

如果 ETF 价格快速下跌,且预期跌势持续,可采取如下 防护措施:

建议一: 向下移仓,即备兑平仓后卖出更低执行价格的认购期权。

建议二:转换策略,即根据市场预期,退出备兑组合后,选择新的策略。

三、备兑期权分散化投资技巧

备兑认购期权是值得采用的一种保守型策略,在降低下行风险的同时,保留上方盈利空间。然而在价格大幅下跌发生时,即使采用上面提及的风控措施,依然难免出现较大亏损。

期权合约种类繁多,灵活性强的特点,下面介绍几种分散风险的投资小技巧。

(一) 按不同执行价格备兑开仓

虚值、实值和平值备兑开仓,各有利弊,可以按照不同执行价格卖出认购期权是个不错的选择,例如投资者拥有

60000 份 50ETF, 他可以分别卖出 2 手虚值、实值和平值认购期权, 从而在上行收益和下行风险中寻找平衡。

(二) 按不同到期时间备兑开仓

和按照不同执行价格备兑开仓类似,当月、近月和远月备兑开仓,各有利弊,按照不同到期月份卖出认购期权可以有效分散风险,例如投资者拥有60000份50ETF,他可以分别卖出2手当月、近月和季月认购期权,从而在上行收益和下行风险中寻找平衡。

(三) 部分头寸做备兑开仓

备兑期权组合的潜在收益有限,一旦 50ETF 价格大幅上涨,投资者无法获取超额利润,因此可以考虑对一部分头寸做备兑开仓,保留另一部分裸露头寸,以博取价格上涨的大额利润。例如投资者拥有 60000 份 50ETF,他可以仅仅卖出4手认购期权,保留 20000 份 ETF 份额,从而避免在价格上涨时收益受限。

对于交易量大的投资者来说,以上实现进可攻,退可守 状态的两种交易技巧,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!