期权策略复杂度与投资效率的关系研究

永安期货　　王晓宝

期权以策略众多著称，对行情的任何看法，都可以通过不止一种期权组合来实现。以盘整行情为例，至少有“卖出（宽）跨式期权组合”、“日历期权组合”、“卖空蝶式期权组合”、“卖空鹰式期权组合”、“比率期权组合”五类策略可供选择，到底该选择哪一个呢？对于这个问题，一方面要依据如盘整区间范围、时间跨度、波动状况等行情因素；另一方面，则要分析各个备选策略的投资效率问题，这包括构造成本、后期头寸调整方式等内容，它们同样是重要的甄选标准。

本文主要就期权策略中头寸数量与投资效率的关系做简单分析，为方便讨论，将多于 3 个头寸的组合策略称之为复杂期权策略，少于等于 3 个头寸的策略称之为简单期权策略。

一、复杂期权策略与简单期权策略的相互转化

复杂期权策略常常给期权交易者（尤其是初学者）一种安全感，认为复杂策略结构严密，能够更好的抵御风险，提高获胜概率，投资者也往往愿意构造这样的复杂策略，而事实并非如此，期权“相等头寸”概念表明，多头寸复杂期权策略本质上和少头寸简单期权策略是可以相互转化的。

举个例子，假设有这样一组投资组合：2 手平值看跌期权多头，3 手平值看涨期权空头以及 3 手标的期货多头，乍一看，该投资组合涉及看涨、看跌期权，标的期货三类共 8 个头寸，一时很难厘清总体损益状况，但通过相等头寸概念，可将头寸组合逐步简化：

2 手平值看跌期权多头+2 手平值看涨期权空头=2 手标的期货空头；合成的 2 手标的期货空头与 2 手期货多头对冲掉；目前只剩下 1 手平值看涨期权空头和 1 手标的期货多头，而二者又合成了 1 手看跌期权空头头寸。

可见，通过相等头寸概念，该 8 头寸投资组合被简化为单头寸策略！

表 1　　常见相等头寸

策略组合	相等头寸组合
买入看涨期权	买入标的物，买进看跌期权
买进看跌期权	卖空标的物，买进看涨期权
买进标的物	买进看涨期权，卖出看跌期权
卖空标的物	买进看跌期权，卖出看涨期权
卖空看涨期权	卖空标的物，卖出看跌期权
卖空看跌期权	买进标的物，卖空看涨期权

可见，许多看似给投资者安全感的复杂策略实际效果只是个简单期权策略。

二、复杂期权策略的损益替代性

除了通过相等头寸概念将复杂策略简化为简单策略，从而得到一致的到期损益外，一些复杂期权策略也能够找到相

应简单期权策略组合，使得二者损益结构类似，典型示例如蝶式组合策略与日历期权组合策略。

蝶式策略：共 4 个头寸，包括卖空 2 手中间执行价格看涨期权，同时买入两端执行价格看涨期权各一手；

日历策略：共 2 个头寸，包括卖出 1 手短期平值看涨期权，买入 1 手长期平值看涨期权。

二者策略损益结构对比如下：

图 1 蝶式组合损益图

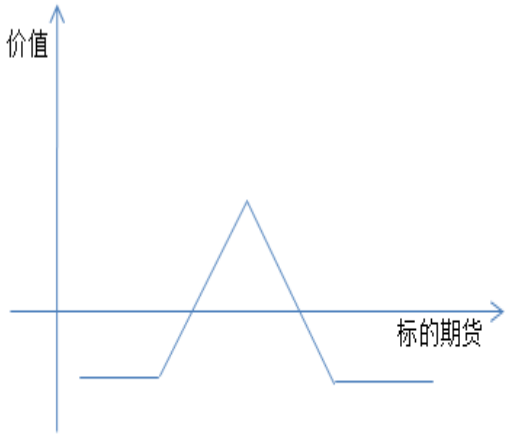
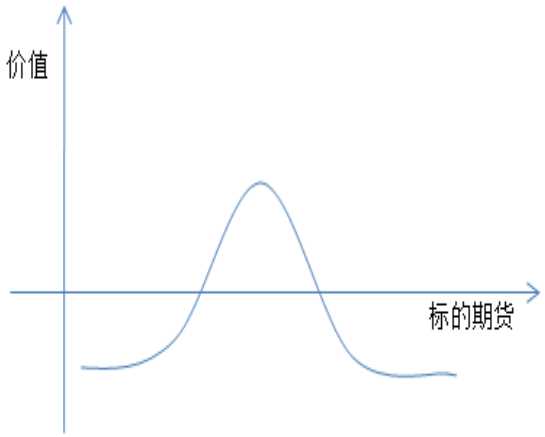


图 2 日历组合损益图



由对比图可知，两个策略损益结构类似，都属于风险收益有限的区间内盈利，区间外亏损结构，不同点在于蝶式组合到期损益图最大风险、收益，损益平衡点更加明确，而日历组合策略的这些特征则依据波动率、长期期权头寸的时间价值衰减程度而定，总体来说，二者具有替代性。

类似的还有正（反）向比率期权组合和卖出（买入）跨式组合，虽然它们的损益结构无法做到精确对等，但这并不重要，从实现投资目的来说，二者是相同的，事实上，具有

替代性的策略组合还有很多，需要在实际交易当中慢慢摸索，在此不做过多讨论。

三、简单策略的比较优势

期权交易获胜关键往往在于后期调整，应该承认，复杂策略头寸多，后期调整的范围和方式更加灵活，但对于期权高手来说，复杂策略的任何后期调整效果，简单策略同样可以实现，即复杂策略较简单策略在后期调整方面不具备明显优势。此外，从获利角度讲，简单策略和复杂策略都能够实现对行情的预期，不存在孰好孰坏之分。但简单策略在以下三方面优于复杂策略。

（一）具有成本优势

成本优势是不证自明的。交易手续费、买卖点差需要实实在在付出，保证金也是要被占用的，不能挪作它用，简单策略涉及头寸数量少，这些费用当然较复杂策略低廉。在实现投资者交易目的同时，简单策略能够减少成本付出，提高资金利用效率。

（二）保持交易账户干净、整洁

所谓交易账户干净、整洁，是指交易账户中的头寸关系明朗，方向明确，令交易者对持仓一目了然，这对交易的成功与否至关重要。与期货交易不同，期权往往是策略性对冲交易，组合中既包括看多头寸，也包括看空头寸，交易者很难快速看清头寸总体是什么损益结构，采用复杂策略只能加

重投资者分析难度，简单策略则恰恰相反，分析起来得心应手。

（三）有利于期权交易思维的培养

上证 50ETF 期权的上市，标志着我国衍生品市场已经进入期权时代，它带来的不仅仅是机遇，更是挑战。期权交易思维要求投资者更多关注除市场行情外的波动率、时间价值，期权间对冲关系等多重因素，实际交易中，当投资者根据市场预期确定期权策略时，有意识的去思考、对比多个可以实现投资目的的备选策略时，能够迫使投资者通过波动率、到期时间、流动性等多个维度来熟悉期权，理解期权，并最终掌握期权，而这正是培养期权交易思维所必须的。

由以上分析可知，简单策略在多个方面优于复杂策略，大道至简，期权交易也不例外，越是简单的策略，可能越是好的策略，交易本就是快乐的，何必搞的那么复杂呢？！