

期权交易思维与系统的构建

永安期货 王晓宝

随着上证 50ETF 期权的成功上市，国内投资者对期权衍生品愈加熟悉，乐于尝试用期权进行投资或避险，这从不断攀升的期权成交量可窥见一斑。然而总体来说，期权对大多数投资者来说，依然是个新鲜事物，从成交状况来看，也出现了一些不成熟的特征，例如成交集中在短期期权、定价偏高、无风险套利机会频现等，说明投资者对期权从理论到应用等多方面的理解并不十分透彻。

毫无疑问，期权时代的来临，对投资者来说既是机遇也是风险，只有深刻理解期权，才能使其为我们服务，带来更多的投资机会。

本文以期权思维的培养为基础，总结了成功期权交易系统应具备的特点，并分别从基础策略选择、资金管理、风险管理三个方面论述建立成功期权交易系统的核心要点。

期权思维的培养

战略决定战术，一项成功的期权投资离不开投资理念，这里便涉及期权思维的养成。与期货不同，期权作为非线性衍生产品，需要区别于我们一向熟悉的期货思维方式。

1. 多维度定价思维

观察上证 50ETF 期权报价，可发现，当标的上证 50ETF 价格下跌时，理论上相应认购期权价格是下跌的，可事实上部分认购期权价格不跌反涨，这便是多维度定价的结果。标的物价格、执行价格、波动率、到期时间、无风险利率是影响期权价格的五个因素，其中执行价格、无风险利率可以认为是固定不变的，无需过多分析，而习惯了期货交易思维的投资者往往只注重标的物价格对期权的影响，忽略了波动率和时间的重要性。

由期权定价公式可知，6 个月期的上证 50ETF 平值认购期权，其 $Vega=0.0082$ ， $Theta=-0.0014$ ，表明对于一手该期权，波动率每增加（减少）1%，期权价格增值 $0.0082 \times 10000=82$ 元，每过一天，期权价格贬值 $0.0014 \times 10000=14$ 元，从绝对值来看并不大，但不要忘记这是每变化 1%、每度过一天的量，时间累计起来又是如何呢？可见，波动率和时间对期权价格影响甚深。

多个定价因素的客观事实，要求投资者不能仅仅分析标的物价格，更要意识到波动率与时间价值的重要性，从某种程度上讲，即使无法准确判断标的物走势，单纯通过波动率与时间的分析，期权交易同样可以获利。delta 对冲交易便是通过 delta 配比，利用标的期货消除标的物价格风险的同时，单纯利用波动率和时间获利的一种经典期权交易法。

总之，意识到多维定价事实，是建立期权交易思维的基础。

2. 多样化获利方式

在单纯期货市场，无论是长线、短线亦或是套利交易，其本质都是以预测价差为核心的，而投资中最难判断的便是准确预测价格，这也是导致大多数投资者认为期货交易难的根本原因，获利概率低，心理压力。期权市场则不同，摒弃固有的单纯判断行情变化，转而投入更多精力去思考波动率和时间价值，会产生很多区别于期货的独特获利方式，波动率价差组合与日历组合便是最具代表性的策略。

波动率价差组合是通过某种期权组合，在消除标的价格影响的同时，仅仅依靠波动率变化而获利，类似于前面提到的 delta 对冲交易；而日历组合则主要依靠时间价值衰减速率的差异获利。每一大类策略中又可通过各种不同的组合方式完成，据不完全统计，经常被使用的成熟期权组合方式共有 58 种。

最重要的是，相对于标的物行情的判断，波动率和时间价值更容易把握，这是因为理论和实践都证明，波动率具有均值回复特性，即无论波动率大小，均有很高概率向其均值回归的趋势。时间价值变化规律性更强，随着到期日的邻近，期权一定是贬值的，其时间衰减速率也逐渐加大。在到期日，时间价值贬值为 0，这是确定性的。

换句话说，相对于期货，我们容易找到期权中所蕴含的确定性因素，从而有助于构建投资组合，提高获胜概率。

3. 摒弃短线交易，确立正确交易思路

短线交易，是期货市场常见的交易方法，通过快进快出的方式赚取微薄利润，最终积少成多。然而在期权市场，这是行不通的。首先，期权的流动性不及期货，期权合约众多，对某一具体合约来说，其交易量远远低于相应期货，这在一定程度上限制了短线交易的规模；其次，期权的交易成本较高，尤其是在流动性差的情况下，做市商往往会抬高买卖价差，进而减少短线交易的利润；最后，由期权定价理论可知，期货每变动一个单位价格，相应期权的变动一定是小于一个单位的，这在无形中加大了短线交易的难度。

什么才是正确的期权交易思路呢？罗伯特·汤普金斯 (Robert Tompkins) 在其著作《解读期权》(《Options Explained》) 中，对期权交易和期货短线交易的对比做了经典阐述。

罗伯特·汤普金斯写道：“期权交易与标的期货交易(或是现货市场)的主要区别是，标的市场的交易更像是游击战，你快速地买入和卖出，在游击战中，你有时打败敌人，有时也被敌人打败。期权交易更像是一个好的军事战略思想，你制订了一项作战计划，决定你要做什么以及何时进行，然后你将决定如何更好地达到你的目标(这个目标是你从影响市场的要素所持的观点中确定的)，并制订应急计划以便在事情出乎你的预料之时，可以重新修订你的策略。一旦你建立起交易策略，你就可以不去管它，而坐下来休息一下。这些策略将随着时间衰减、波动率的变动和价差的变化而发挥作用。一旦市场发生了变动，你还可以做一个

简单的交易并进一步将其发展为其他的策略形式。所以，游击战与长期的军事战略的区别是基本原理上的以及学科规律上的区别。期权交易，可以使你最大限度地利用这些优点。”

成功期权交易系统的特点

任何成功的期权交易系统，即使形式千差万别，其内在一定具有某些共性。

1. 策略的可执行性

首先要承认，并不是每个设计的策略都能如愿构造。以上证50ETF期权为例，当行情一路上涨时，投资者打算构造深度虚值认购日历期权组合，但受制于上交所期权挂牌规则，并没有深度虚值认购期权挂牌，何来构造组合？此外，类似于（反）转换这样的无风险套利，通常需要利用程序化交易来识别套利机会、执行套利指令，否则很容易锁定亏损，造成很高的操作风险。可见，一个无法执行的交易系统，理论上再美，也只是空中楼阁，毫无意义。

2. 风险的可控性

任何交易系统，风险控制都应当是重中之重，一个风险不可控的交易系统，即使风险出现概率极低，也应当慎重考虑。以卖空虚值看涨期权为例，只要标的物价格不超过执行价格，坚持持有到期，便可获得全部权利金，这说明在下跌、震荡行情下，该策略都可获利，获利概率可谓相当之高。然而若卖出看涨期权后，不采取任何的风控措施，一旦出现开盘即涨停或短时大幅单边上

涨行情，其风险难以控制，一次亏损可能吞噬前期多次盈利。从风控角度看，简单卖空期权交易系统是不可取的。若对卖空期权做适当风险控制，即有保护的卖空期权策略是值得尝试的，备兑看涨期权组合便是这样的经典交易系统。

3. 交易的适应性

构造交易组合后，很可能随着行情、波动率等市场状况的变化，初始交易组合已不具获利能力，甚至蕴含巨大的风险。能够通过头寸的拆分、转换，快速适应新的市场状况，此即交易的适应性。这点特征并非必须，但如果一个交易系统具备极强适应性，它一定是值得反复研究的。

构建成功交易系统的步骤

一项成功的期权交易，通常是这样的：投资者首先构建一个交易组合，可以称之为基础策略。随着行情、波动率、时间等市场状况的变化，投资者适时调整头寸，最终实现盈利。

通常，成功交易系统的构建，都至少要经过基础策略选择、资金管理和风险管理三个步骤。

1. 基础策略选择

作为交易系统的基础，基础策略选择尤为重要，资金管理、风险管理都要围绕它展开。期权策略有多种分类方法，但大致可分为：价格上涨行情下的牛市策略、下跌行情下的熊市策略、盘整情形下的收入策略、还有无法确定涨跌情形下的波动率和时间交易策略。

一个成功的基础策略选择，首先，要对市场做出全面的评估，对标的物价格走势、波动率以及时间变化等诸多方面进行综合评判，进而框选出几种可行的交易组合；其次，对比分析各个组合的构造成本和执行难易程度，一个通常的原则是，尽量选择简单易行的交易组合；最后，可能也是最重要的，策略选择要与投资者个性相匹配，激进型还是保守型？一个让你彻夜难眠的基础策略无论看起来多么完美，也不可轻易选择。

2. 资金管理

下面分别从期权买方和卖方两个角度阐述资金管理的要旨。这里的买(卖)方是指以买入(卖出)为主的交易组合，并非单一的买入或卖出期权。

针对买方而言，风险仅限权利金，而收益可能无限大是对其最为精准的描述。换句话说，买入期权本身就是一种资金管理方式，但必须注意避免陷入有限亏损的假象。

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的损失才可以获利。深度虚值期权的权利金低，常常吸引投资者购买，事实上这类期权获利的概率很低，损失权利金的可能性很大，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。

针对卖方而言，收益仅限于权利金，而风险可能是无限大的。最可怕的是，随着风险的增大，卖方保证金也会相应提高，因此

可用于风险管理的资金越来越少，以至于根本没机会进行风险管理，巴林银行倒闭、中航油事件等重大金融惨案都和卖空期权有关。

由以上分析可知，合理的资金管理要求避免一次性投入大量百分比资金用于构建基础策略，务必预留出足够的资金用于后期的调整，这也是最为重要的风险管理。

3. 风险管理

对于期权交易来说，风险管理关乎最终盈亏，毫不夸张地讲，即使基础策略选择失误，资金管理不合理，只要风控及时有效，也有很大可能会化险为夷。风险管理通常可分为事前和事后风险管理。事前风险管理是指策略本身具备风险管理功能，所有风险有限的交易策略都属于事前风控，这类策略通常不需要过多地后期调整，就算是市场状况不利于持仓，亏损也是有限的。事后风险管理是指随着行情的变化，投资者通过调整头寸不断化解风险的过程，所有理论上风险无限的策略都需要事后风险管理。

以卖空看涨期权为例，一旦价格大幅上涨，看涨期权空头头寸将损失严重，此时至少有三种方法可以缓解风险：1. 平仓，承认亏损，这是最简单但也可能最为有效的方法；2. 买入虚值看涨期权为空头套保，将头寸转化垂直价差组合；3. 对期权空头进行展期，以时间和概率博取最终盈利，赌博理论中著名的倍赌策略便是这样的操作思路。

作为投资者，要想构建坚实的风控系统，最重要的是要熟练掌握例如展期、delta 对冲、相等头寸替换等基本风险管理技巧，并在实践中慢慢熟悉理解，这样才能做到有的放矢，临危不惧。

必须强调的是，无论是事前风控，还是事后风控，都需要在构建交易系统之前设计好，正所谓“计划你的交易，交易你的计划”，此言不虚。