

# 比率看涨期权组合的对角化转换

永安期货 王晓宝

比率看涨期权组合，作为一类最常见的价差期权组合，是指买入 N 手低执行价格看涨期权，同时卖出 M (M>N) 手相同到期日，更高执行价格看涨期权的期权组合，该策略通常要求做到零成本构造，即卖出期权的权利金收入弥补买入期权的权利金损失。

表 1 比率看涨期权组合分析表

策略名称	比率期权组合
构造方式	买入 N 手看涨期权，同时卖出 M 手 (M>N) 相同到期日，更高执行价格的看涨期权
构造原理	投资者买入看涨期权博取价格上行收益，通过卖出期权降低权利金购入成本，但同时加大了价格上行风险
最大收益	高执行价格-低执行价格+净权利金收入
最大风险	随着价格的上涨，风险不断加大

由上表可知，比率期权组合是一类收益有限，但风险可能巨大的交易策略，其风险源自期权空头数量大于期权多头数量，在标的物价格暴涨行情下，多手裸期权产生的亏损要远远高于期权多头盈利，而之所以冒险卖出更多期权，完全是为了弥补买入期权的权利金损失。例如，当沪深 300 股指价格为 3500 点时，投资者买入一手一个月后到期的 CALL-IO-3500，付出权利金 108 点，同时卖出 6 手相同到期日的 CALL-IO-3800，每手权利金为 20 点，共得到权利金 120 点，此即构成标准的比率看涨期权组合，然而一旦价格暴涨，投资组合亏损巨大。

事实上，通过将期权组合对角化，在减少卖空期权数量的同时，能够弥补买入期权的权利金损失。对角化，依据的是“到期时间越长，时间价值越高”的权利金基本原理，是指在比率期权组合中，在买入一手低执行价格看涨期权的前提下，并不卖出多手高执行价格看涨期权，取而代之的是卖出一手更高执行价格，更长到期日的看涨期权，依然采用零成本原则，即卖出期权权利金大于等于买入期权权利金。

前面例子中，当沪深 300 股指价格为 3500 点时，投资者买入一手一个月后到期的 CALL-IO-3500 后，并不卖出 6 手 CALL-IO-3800，取而代之的是卖出一手四个月后到期的 CALL-IO-3800，得到权利金 110 点，这便对比率组合进行了对角化转换，它同样弥补了买入期权的权利金损失，但上行风险则大大降低。

持仓过程中，若价格大幅下跌，则长期期权的权利金收入足以弥补短期期权权利金损失，若价格大幅上涨，短期期权盈利也会超过长期期权亏损，最初获得盈利。对角化转换的劣势在于盘整行情，当买入的短期期权到期后，长期期权仍在有效期内，且时间价值衰减速度远远低于短期期权，从而有可能造成亏损，但与标准比率期权组合的潜在巨大亏损相比，这样的转换还是值得的。

**表 2 不同市况下的策略对比**

	比率看涨期权组合	牛市看涨对角价差期权
上涨	随着价格的上涨，收益在高执	随着价格的上涨，开始产生盈利，

	行价格出达到峰值, 随后收益不断减小直至产生亏损	最大收益为高执行价格-低执行价格+净权利金收入
盘整	小幅盈利	小幅盈利或亏损
下跌	获得净权利金	随着价格的下跌, 最多获得净权利金