

# 实值期权的特征与应用

永安期货 王晓宝

期权，按照执行价格与标的资产价格划分，可以分为虚值、平值和实值三种状态。

表 1 虚值、平值、实值期权的划分

	看涨期权	看跌期权
虚值	执行价格 > 标的资产价格	执行价格 < 标的资产价格
平值	执行价格 = 标的资产价格	执行价格 = 标的资产价格
实值	执行价格 < 标的资产价格	执行价格 > 标的资产价格

从国外和国内上证 50ETF 期权成交状况来看，虚值和平值期权成交量往往会高于实值期权，这是由实值期权相关特征决定的。本文在简要介绍实值期权特征的基础上，对其在价值投资与风险管理中的应用做深入分析。

## 一、实值期权相关特征

实值期权的 delta 大于 0.5，表明这是一种具有较高获利概率的期权类型，除此之外，它还呈现如下特征。

### （一）权利金高

以郑商所正在模拟交易的白糖期权为例，当标的资产价格为 5000 元/吨时，利用二叉树模型计算一个月后到期的不同状态下的看涨期权权利金，结果如下表所示：

表 2 不同状态下看涨期权权利金

执行价格	内涵价值（元/吨）	时间价值（元/吨）	总权利金（元/吨）
4600（实值）	400	20	420

4800 (实值)	200	61	261
5000 (平值)	0	143	143
5200 (虚值)	0	67	67
5400 (虚值)	0	27	27

显然，就权利金构成而言，虚值和平值期权的权利金仅为时间价值，其内涵价值为 0，而实值期权权利金中除了时间价值，它的内涵价值也大于 0，这使得相同到期日的实值期权权利金明显高于虚值和平值期权权利金。

## (二) 实值与虚值的相互转化

前面提到，虚值和平值期权的成交量要高于实值期权，这除了和实值期权权利金高，投资者不轻易购买有关外，还涉及到实值与虚值的等价转换。由相等头寸概念可知：

看涨期权多头+标的资产空头=看跌期权多头

看跌期权多头+标的资产多头=看涨期权多头

看涨期权空头+标的资产多头=看跌期权空头

看跌期权空头+标的资产空头=看涨期权空头

更具体的，以上是关于实值与虚值期权的合成关系！例如，当白糖期货为 5000 点时，对于打算买入一个月后到期的实值 call@4600 的投资者来说，完全可以通过买入标的期货，同时买入一手执行价格为 4600 点的虚值看跌期权来进行合成构造，可见，通过相等头寸概念，实值和虚值具有等价性。最重要的是，第二种合成方式的权利金成本更加低廉，

这使得不得不用到实值期权的投资者也可能会通过合成的方式间接利用实值期权，从而令实值期权成交低迷。

## 二、实值期权的应用

合成关系说明，实值期权的功能可以由虚值期权来实现，然而在实际应用中，直接利用实值期权也许效果更好。

### （一）短线投机

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。

就短线交易的目的性而言，应该使用 delta 最高的工具，那就是标的资产，如果坚持使用期权，那就应该买进一个短期的实值期权，因为它的 delta 在所有的期权中最高，最好是 delta 接近 0.9 或者更高，这样的前期对标的资产的小幅运动也能有迅速的反应。

### （二）展期中的应用

基于实值期权权利金高的特点，实值期权在比率期权组合的展期操作中大有可为。

当白糖期货为 5000 点时，投资者买入 1 手一个月后到期的平值 call@5000，付出权利金 143 元/吨，同时卖出 3 手相同到期日的虚值 call@5300，得到权利金 48 元/吨，从而构成比率期权组合。后期持仓中，最大的风险来自于白糖期货价格短期内的暴涨，3 手虚值期权空头的亏损会大大超过 1 手平值期权的盈利。假设一星期后，白糖期货价格便涨至 5300 元/吨，此时 Call@5000 价格随之涨至 330 元/吨，而 Call@5300 价格变为 131 元/吨，比率组合浮亏 62 元/吨，若不及时进行风控，后期价格再次上涨，则会产生巨大亏损。

通常情况下，展期是最常见的风险管理方法，在同等价值原则下，有两种展期方式，一是降低比率，二是增加比率。降低比率原则是指，通过首先将期权空头平仓，然后卖出更多更高执行价格的虚值看涨期权。该例中，投资者先将 3 手 CALL@5300 平仓，然后卖出 7 手相同到期日的 call@5500，获得 57 元/吨的权利金。只要后期价格不超过 5500 元/吨的执行价格，投资者便无任何风险，还可获得不菲收益，若价格再次上涨，继续按照该方式向上展期即可，然而致命风险也在于此，不断展期带来的后果是期权空头数量不断增大，一旦遭遇暴涨行情，很可能因为保证金不足而导致爆仓。可

见，除非是资金雄厚或行情判断准确，否则要慎用降低比率的展期方法。

相反，若采用增加比率的展期，则可在风险与收益之间找到平衡。上例中，投资者浮亏 62 元/吨后，投资者可首先将 call@5300 平仓，然后卖出两手执行价格为 5150 元/吨的实值期权，获得权利金 218 元/吨，比率由 1:3 上涨为 1:2。这样做的好处在于，当价格下跌幅度较大时，不会有任何风险，而当价格上涨时，风险比第一种展期方式要小得多。

表 3 不同展期方式的对比

方式	操作	效果
降低比例	价格上涨时，卖空更多虚值期权	潜在收益高，但风险极大
增加比率	价格上涨时，卖空更少虚值期权，直到比率增至 1:1	潜在收益低，但风险收益均衡

总之，实值期权作为期权的一种类型，并非一无是处，理解并善用它，会为你带来更多投资机会。