

盈利状态下的期权价差组合风险管理

永安期货 王晓宝

期权价差组合，是指相同到期日，不同执行价格期权构成的一类策略组合，包括牛市看涨（跌）价差和熊市看涨（跌）价差组合两大类。价差组合具有收益风险均有限的损益特征，通常理解为一种保守交易方式。本文以牛市看涨价差期权为例，说明在盈利状态下，如何在降低风险的同时，尽可能大的锁定利润。

一、牛市看涨价差期权组合的构建

牛市看涨价差期权组合，是指买入一手看涨期权，同时卖出一手相同到期日，更高执行价格看涨期权的交易策略。该组合具有收益风险均有限的损益特征，通常理解为一种保守交易方法，买入一手看涨期权，是为了博取价格上涨收益，但权利金成本较高，于是卖出一手更高执行价格的看涨期权来降低权利金成本，其代价是限制了价格上行收益。

表 1 牛市看涨期权价差组合综合分析表

构造方式	买入一手看涨期权，同时卖出一手相同到期日，更高执行价格的看涨期权
收益	随着标的资产价格的上涨，收益不断增大，到期时标的资产价格超过高执行价格，便可获得最大收益。 最大收益=高执行价格-低执行价格-净权利金付出
风险	随着标的资产价格的下跌，组合出现亏损，到期时标的资产价格位于低执行价格以下时，出现最大亏损。 最大亏损=净权利金付出

损益平衡点	低执行价格+净权利金付出
-------	--------------

二、盈利状态下的困惑与应对

牛市看涨价差组合要想获得最大收益，需要满足两个条件，一是标的资产价格上涨并超过高执行价格，这保证了组合有正收益出现；二是持有组合到期，为什么非要持有到期才能获得最高收益呢？这是因为组合利润中包含期权空头的的时间耗损，必须要等到期权到期才能获得全部时间价值。可见，牛市看涨期权价差组合的获利除了准确的判断力，耐心也同样重要。

然而，耐心持仓是件很痛苦的事情。试想，若投资者构造的牛市看涨价差组合处于浮盈状态，但距离到期还有很长时间，这期间若市场行情转向，则可能由盈转亏，心理压力较大。以上证50ETF期权为例，当上证50ETF价格为3元/份时，投资者买入一手二个月后到期的CALL@3(执行价格为3元/份的认购期权)，付出权利金0.13元/份，同时卖出一手相同到期日的CALL@3.3，得到权利金0.03元/份。

表2 组合损益状况

最大收益	最大风险	损益平衡点
0.2元/份	0.1元/份	3.1元/份

假设一个月后上证50ETF价格涨至3.8元/份，CALL@3和CALL@3.3均变为深度实值期权，其报价分别为0.8元/份和0.52元/份，此时投资者会陷入两难境地，若选择将组合平仓，获利0.18元/份，但平仓也许并不是最好选择，目前价格是3.8元/份，一个月后位于3.3元/份之上的可能性很大，也就是有很高

概率获得最高收益 0.2 元/份，因此坚持持有到期看起来会更好，当然，在这一个月中，同样有可能价格大幅下跌，导致收益消失，甚至产生亏损，得不偿失。有没有一种方法，在限制下跌风险的前提下，尽可能多的锁定利润呢？

假设此时一个月后到期的 PUT@3.3 价格为 0.003 元/份，不妨买入该期权，付出 0.003 元/份的成本，对上证 50ETF 价格下行风险进行保值操作。后期持仓中，若上证 50ETF 价格保持在 3.3 元/份之上，那么最终获利为 1.97 元/份，若价格大幅下跌至 3.3 元/份之下，那么 PUT@3.3 多头的获利将抵补价差组合的亏损，最终总体盈利，显然，买入一手 PUT@3.3 锁定了期权组合盈利。

表 3 不同市场状况下的情景分析

	平仓	保持仓位不变，持有到期	买入 PUT@3.3，持有到期
上涨至 4 元/份	盈利 0.18 元/份	盈利 0.2 元/份	盈利 0.197 元/份
保持 3.8 元/份	盈利 0.18 元/份	盈利 0.2 元/份	盈利 0.197 元/份
下跌至 2.8 元/份	盈利 0.18 元/份	亏损 0.1 元/份	盈利 0.397 元/份

由上表可知，无论行情如何变动，买入虚值看跌期权都能带来较好的保值效果，尤其是在大幅下跌行情中，还可能获得额外收益。

三、盈利风险管理的进一步讨论

事实上，除了牛市看涨价差组合，其他几类价差组合也可使用该方法锁定盈利，减轻持仓压力。以牛市看跌价差组合为例，

它是指卖出一手看跌期权，同时买入一手相同到期日，更低执行价格看跌期权的策略组合。需要说明的是，牛市看跌价差组合盈利原理在于时间价值衰减，而前面提到的牛市看涨价差组合赚取的是行情利润，这是二者最主要区别，但从到期损益来看，二者几乎一致，在盈利状态下，牛市看跌价差组合同样必须持有到期才能获得最大收益，此时便可依照前面所提方式，直接买入虚值看跌期权锁定盈利，改善持仓，在此不再赘述。

总之，在实战中，只有不断总结，才能真正发挥期权妙用，大幅提高交易绩效。