

买入跨式期权的构建与风险管理

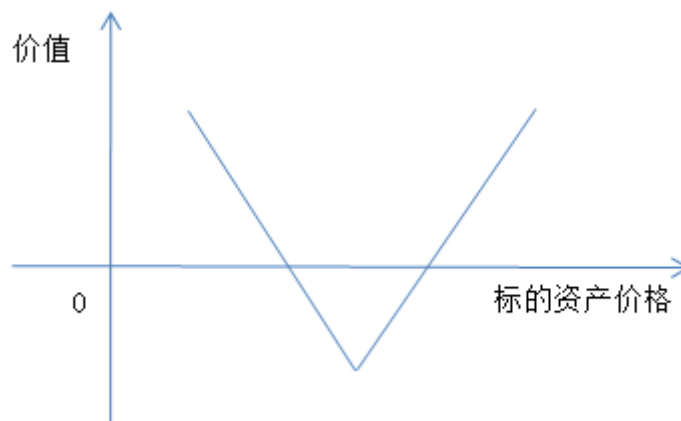
永安期货 王晓宝

买入跨式期权，是指同时买入相同执行价格，相同到期日的看涨与看跌期权的交易策略。该策略只需付出有限权利金，潜在收益却可能巨大，通常被认为是一类保守型策略。

表 1 买入跨式期权综合分析表

| | |
|-------|----------------------------------|
| 构造方式 | 同时买入相同数量、相同执行价格、相同到期日的看涨与看跌期权的 |
| 风险 | 标的价格盘整时，产生亏损，最大亏损为全部权利金 |
| 收益 | 标的价格大幅波动时，产生收益，价格向同一方向波动越大，收益越大 |
| 损益平衡点 | 上方平衡点：执行价格+权利金 下方平衡点：执行价格-权利金 |

图 1 买入跨式期权损益图



一、买入跨式期权的困惑

买入跨式期权包括同时买入看涨和看跌期权，基于买入期权风险有限，收益无限的基本特征，买入跨式期权在上下两个方向均具有潜在巨大收益，无需对方向有精准判断，而代价只是付出权利金，因此对于投资者来说具有相当大的吸引力。然而获利绝非易事，组合随时面临时间价值衰减的负面影响，若价格波动幅度不及时间价值衰减，则组合依然无法获利。显然，买入跨式期权的盈亏取决于时间价值衰减与波动率的较量。

此外，买入跨式期权也常常使投资者陷入选择困境，例如，投资者同时买入执行价格为 3 元/份的一个月期上证 50ETF 认购和认沽期权各一手，权利金均为 0.13 元/份。两周后，上证 50ETF 价格上涨至 3.2 元/份，认购与认沽期权价格分别变为 0.22 元/份和 0.02 元/份，组合浮亏 0.02 元/份。投资者是否应该以 0.2 元/份的亏损平仓，还是继续持有下去，寄希望于在剩下的两周內标的资产价格出现上升呢？这是一面双刃剑。如果及时平仓，那么损失是确定的；如果等待下去，而标的资产的价格并没有出现足够的上涨，仍然会遭受损失。假如继续持有一周，在剩下來的最后一周内，标的资产价格也朝有利的方向上涨，但随着到期日的临近，期权的时间价值会迅速消失，这抵消了标的资产价格上涨所带来的收益。尽管接近了盈利，一旦市场出现了逆转，期权价值就会很快蒸发，最终导致亏损。

二、买入跨式期权的风险管理

大多数买入跨式期权持有者在组合稍有利润出现时，便选择获利平仓，落袋为安，然而这并不一定是最好的选择，因为它放弃了潜在的更大利润。事实上，还有一种风控方式，在锁定既得利润的同时，保留获取更多利润的可能性。

（一）“锁定”盈利

假设当上证 50ETF 价格为 3 元/份时，投资者同时买入一个月期的平值认购和认沽期权各一手，分别付出权利金 0.13 元/份，从而构成买入跨式组合。假设两周后，上证 50ETF 价格上涨至 3.5 元/份，组合浮盈 0.247 元/份，此时若投资者买入两周后到期，执行价格为 3.5 元/份的认沽期权，除了付出权利金 0.09 元/份外，该认沽期权将对价格下行风险提供保护，而不对上行收益有任何限制。若价格上行则亏损有限，不妨碍跨式组合的获利。

表 2 不同市况下的风险管理方式对比

| 市场状况 | 平仓 | 买入认沽期权 |
|------|--------------|------------------------------------|
| 上涨 | 获利 0.247 元/份 | 除付出权利金 0.09 元/份外，随着标的物价格的上涨，收益不断增加 |
| 不变 | | 除付出权利金 0.09 元/份外，锁定盈利 0.247 元/份 |
| 下跌 | | 除付出权利金 0.09 元/份外，最少锁定盈利 0.247 元/份 |

由上表可知，买入跨式组合在具有一定盈利的前提下，通过付出部分收益买入认沽期权，不仅能够“锁定”例如按，更保留了进一步获利的空间。

这种风控模式需要具有一定的浮动盈利，而在窄幅震荡行情中，这通常是无法完成的，不仅没有利润产生，还要亏损时间价值，令投资者心理压力很大，此时利用 Delta 对冲，也许是最好选择。

（二）Delta 对冲

所谓 Delta，是衡量期权价格相对标的资产价格变动的敏感性参数，当组合 delta 为 0 时，组合价值不受标的资产价格的微小波动影响，只受波动率、时间变化所影响，这便是 delta 对冲的理论基础，该方法避免了对标的行情的预测，只依靠波动率和时间变化获利。就买入跨式而言，随着标的价格的波动，不断买入或卖出标的资产，使得总体 delta 为零，便实现了 delta 对冲交易。

接上例，当上证 50ETF 价格为 3 元/份时，投资者同时买入一个月期的平值认购和认沽期权各一手，从而构成买入跨式期权，初始组合 delta 为 0，不需任何防控措施，随着价格的波动，假设上证 50ETF 价格向上涨至 3.2 元/份，总 delta 变为 0.3，为使 delta 归零，只需在 3.2 元/份价格处卖出 3000 份上证 50ETF。后期持仓中，若标的价格上涨 3.4 元/份，总 delta 再次变为 0.3，那么在 3.4 元/份价格处卖出 3000 份上证 50ETF，使得总持仓重新归零，而在这上涨过程当中，跨式期权组合是不断获利的，所以该操作可看做是对买入跨式组合的逐步锁定盈利过程；若标的价格下跌至 3 元/份，此时总持仓为 -0.3，则通过买入平仓 3000

份上证 50ETF，使 delta 归零，该操作获得的利润可作为对时间价值耗损的补偿。尤其盘整行情中，delta 对冲可以有效防止组合出到大额亏损。

表 3 不同市场状况下的操作方式及风控原理

| 市场状况 | 操作 | 获利原理 |
|------|----------------------|----------------------------------|
| 上涨 | 不断卖出标的物，使 delta 归零 | 以 delta 归零方式，通过卖出标的物来锁定盈利 |
| 下跌 | 通过获利平仓标的物，使 delta 归零 | 以 delta 归零方式，通过平仓标的物的获利来补偿时间价值耗损 |

总之，买入跨式期权的盈亏取决于时间价值衰减和波动状况的较量，而风险管理的核心便在于依据波动状况，做出合理交易设置，抵消时间价值的衰减，最终确保获利。