

解析多头仓位+卖出期权组合策略

2023年11月17日 星期五

兴证期货·研究咨询部

内容提要

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

周立朝

从业资格编号: F03088989

投资咨询编号: Z0018135

联系人: 周立朝

电话: 0591-38117689

邮箱: zhoulc@xzfutures.com

在期权众多经典策略中, 备兑被投资者广为熟知, 在震荡行情可以发挥出收益增强的效果, 在上涨行情能够以目标价格卖出标的。相比之下, 在多头持仓基础上再配置卖出宽跨式策略, 可以在震荡行情收取看涨与看跌期权的双边权利金, 增收效果强于备兑, 既能够以较高的目标价格卖出标的, 也能够在大跌之后实现低价补仓, 从而降低多头成本。以上两种策略都是在初期建仓。相比之下, 触发目标式卖出期权建仓更具灵活性, 在初期设定目标价位, 等待标的涨跌触碰到目标价位后, 再以目标价位行权价卖出开仓, 具有较高权利金收益的优势。本文以 PTA 期权数据实证分析, 在上下均触碰目标价的宽幅震荡行情中, 触发目标式卖出期权的收益增强效果最好, 多头+卖出宽跨式策略增收效果次之, 备兑策略增收效果一般。

以上策略基于震荡行情的底层逻辑, 在单边式趋势行情中表现不佳, 投资者在构建策略时, 需要研判目标价位, 以优化行权价的选择, 当区间震荡的逻辑发生变化后, 需要对策略进行调整。

报告目录

1. 期权备兑策略——收权利金增强收益.....	3
2. 多头仓位+卖出宽跨式策略.....	4
3. 触发目标式期权卖方建仓策略.....	5
4. 实证分析.....	8
5. 总结.....	9

图表目录

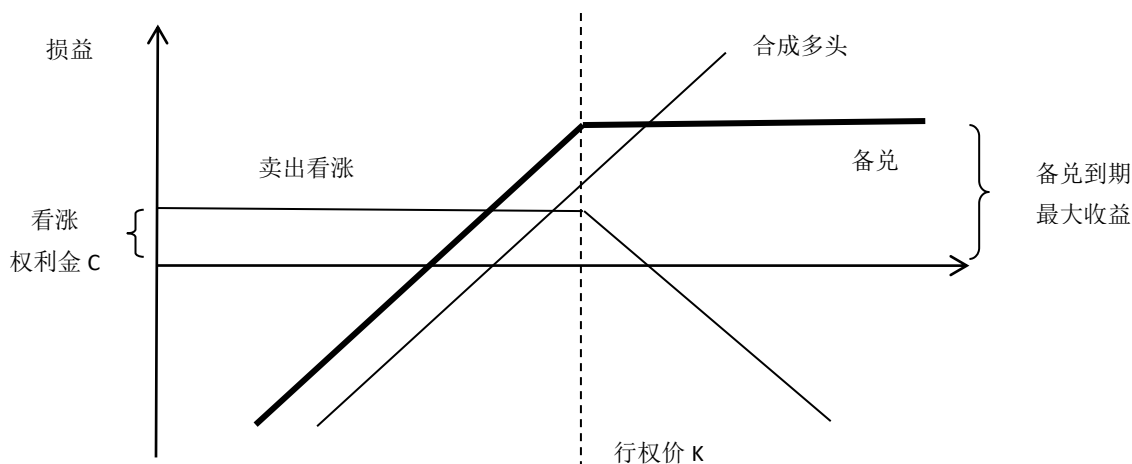
图表 1 期权备兑组合到期损益图.....	3
图表 2 多头仓位+卖出宽跨式的到期损益图.....	4
图表 3 期权标的运行轨迹(情形 1-1).....	5
图表 4 期权标的运行轨迹(情形 2-1).....	6
图表 5 期权标的运行轨迹(情形 2-2).....	6
图表 6 期权标的运行轨迹(情形 2-3).....	6
图表 7 期权标的运行轨迹(情形 2-4).....	7
图表 8 期权标的运行轨迹(情形 2-5).....	7
图表 9 策略实证效果对比.....	9

1. 期权备兑策略——收权利金增强收益

标准的期权备兑策略是指在持有期权标的的基础上，再卖出期权，通过收取期权权利金来增强收益。在商品期权领域，根据标的方向可以分位多头备兑与空头备兑，前者为多头持仓加上卖出看涨期权，后者为空头持仓加上卖出看跌期权，本文以多头备兑策略为例。

对于多头备兑策略，最大盈利有限，到期时当标的价格 S 在看涨期权行权价 K 之上时，备兑组合最大盈利恒为 $C+K-S$ ，其中 C 为看涨期权权利金。对于备兑策略的优缺点，投资者普遍耳熟能详，震荡行情中可以收取权利金增强收益，但是在大涨时限制住了收益空间，大跌时对冲效果弱。从数据统计角度来看，大部分时间为震荡行情，备兑策略收取权利金的概率较大。因此，多头备兑策略能否增收取决于标的指数的上涨幅度。

图表 1 期权备兑组合到期损益图



图表来源：兴证期货研究咨询部

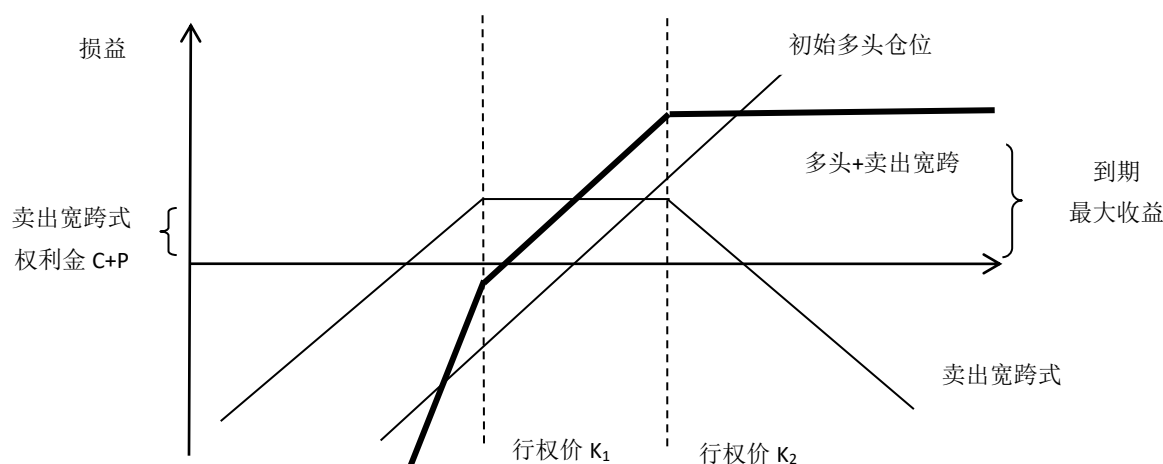
在大部分行情中，备兑策略可以满足投资者的收益增强需求，基于期权标的与资产组合相关性的角度，投资者可以复制为卖出看涨期权+现货、卖出看涨期权+期货多头的模式。但在连续大涨行情中，多头备兑策略收益空间受到限制，跑输单一持有多头仓位，因此，对于备兑策略如何优化，笔者曾在之前的期权视界一期中从 MACD 指标角度进行方向层面的优化实证，在实际操作中还可以进一步结合波动率与时间维度进行优化，比如当标的经过一波大跌后企稳震荡，隐含波动率居于高位，选择卖出次远月虚值看涨期权，因为隐波高位回落背景下，次远月虚值合约带来的波动率收益更加丰厚。

2. 多头仓位+卖出宽跨式策略

多头备兑策略在非大涨行情中可以有效增强多头持仓收益。在实际操作中，投资者或者企业主可能面临一个常见的问题：大跌破位后，有强烈补仓需求，怎么补或者什么时候补仓成为困扰投资者的重要问题。在收益增强与低价补仓的需求驱使下，多头仓位+卖出宽跨式策略比较契合。本节将介绍这个策略的使用方法。通常在原有多头仓位基础上加大买入，直接补仓可以摊低平均成本，但缺点也十分明显，一旦标的进一步下跌，则面临着亏损扩大的不利局面。部分投资者多头仓位被套住后，也会考虑采用备兑策略，通过收取权利金降低持仓成本，缺点是降成本幅度较小，且标的如果反转大涨突破行权价，收益空间受到限制，而且备兑策略中未加入补仓操作，难以满足投资者在某段行情中的补仓需求。

对于多头仓位+卖出宽跨式组合，其中有卖出虚值看涨期权与卖出虚值看跌期权两个合约。随着期权标的指数的变动，未来存在三种可能性：第一，当到期时标的价格处在 K_1 与 K_2 之间时，看涨期权与看跌期权均不会被行权，此时，多头+卖出宽跨式组合可以同时获得双边权利金 $C+P$ ，比备兑策略的单边权利金 C 更高，增收效果更好。第二，当到期时标的价格进一步下跌，且跌破了 K_1 行权价时，到期触发了看跌期权义务仓被行权，投资者相当于以 K_1 价格买入对应数量的标的，此时投资者即获得了 $C+P$ 的权利金收入，也实现了以 K_1 低价格补仓的需求，对比此前直接以 S 的现价直接补仓，前者更具优势（因为 $K_1 < S$ ）。第三，当到期时标的价格反弹上涨并且突破 K_2 行权价时，触发了看涨期权义务仓被行权，投资者以 K_2 的价格卖出对应数量的标的，同样获得了 $C+P$ 的双边权利金收入。只要标的指数未发生反转式的连续大涨行情，这种组合策略的优势非常明显，既可以获得双边权利金收入，也能够以低价补仓，并且在预期的出货价格 K_2 卖出标的。

图表 2 多头仓位+卖出宽跨式的到期损益图



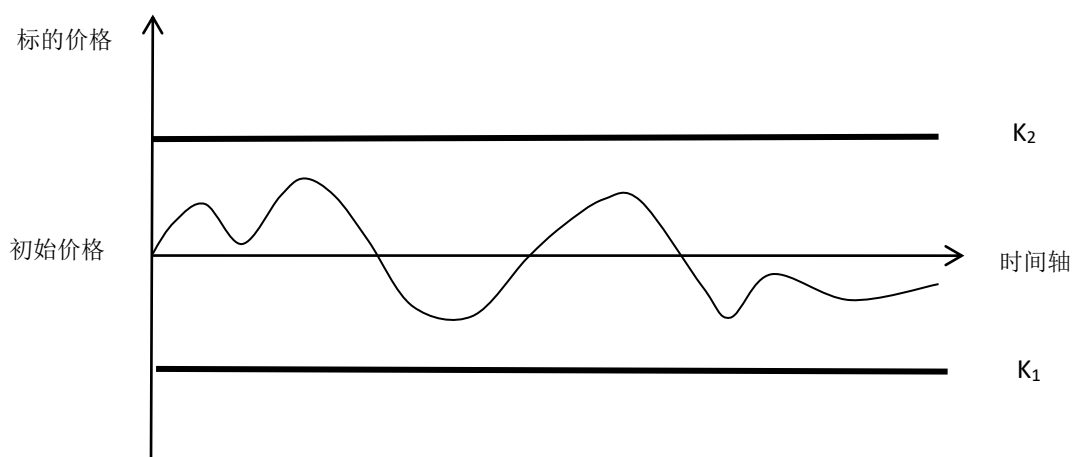
图表来源：兴证期货研究咨询部

3. 触发目标式期权卖方建仓策略

本文前两节分别介绍了经典的备兑策略以及多头+卖出宽跨式组合策略，这两种策略在预判心里价位时，就建仓锁定到期时的卖出价格或者补仓价格，比如当前价格为 S ，预计到期上涨的目标价格为 K_2 ，则当前构建行权价为 K_2 的备兑策略，同理，向下也可设定补仓的预期价位 K_1 ，构建多头+卖出宽跨式组合。在建仓时，虚值看涨期权与看跌期权权利金不高，特别是低隐波背景下的行情中，虚值期权权利金折价。因此，本文第三节将介绍在触发目标价位后建仓的期权卖方策略。具体操作模式如下：当前标的价格为 S ，投资者预期后市标的上方阻力较大，在持有标的的同时有增收或者下跌补仓需求。设定未来卖出标的的卖出价格 K_2 ，以及未来补仓买入标的的买入价格 K_1 。

第一种情形，如果标的价格没有突破 K_2 或者跌破 K_1 ，投资者仍然仅仅持有标的，不做期权策略（设为情形 1-1）；

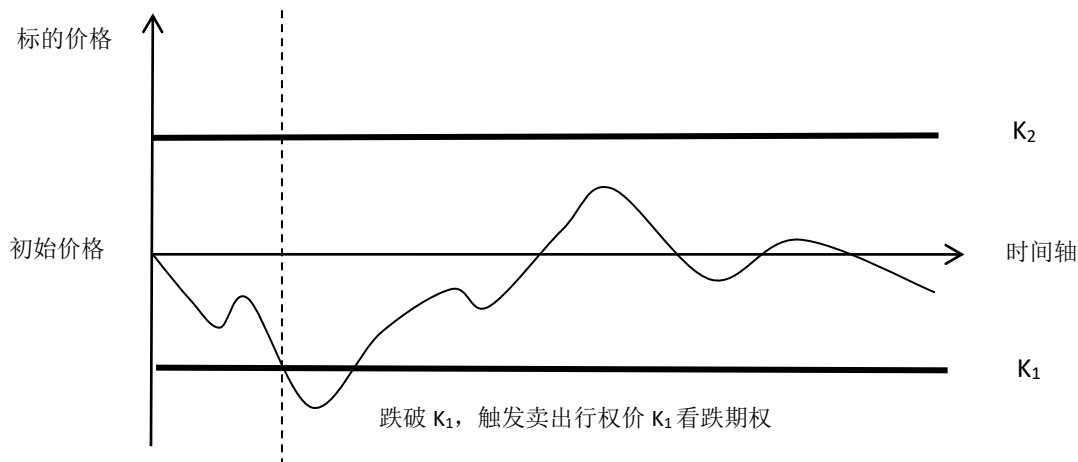
图表 3 期权标的运行轨迹（情形 1-1）



图表来源：兴证期货研究咨询部

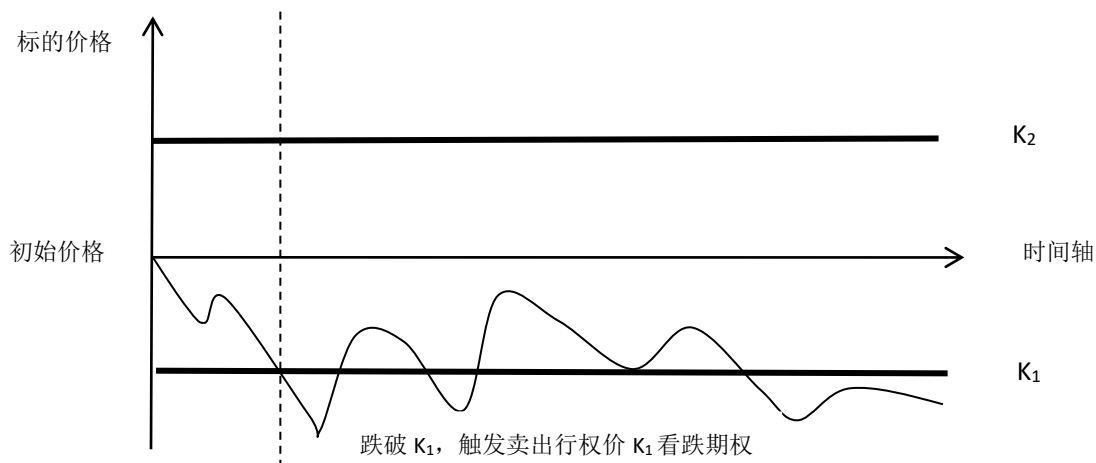
第二种情形，如果标的价格先跌破了 K_1 行权价，此时在原有多头仓位的基础上再卖出行权价为 K_1 的看跌期权，此时该看跌期权已经为平值期权（需要注意合约到期月份的选择），权利金比虚值期权更加丰厚。如果期间标的价格均维持在 K_1 与 K_2 之间，且到期未突破 K_2 价格，则可以获得权利金收入（设为情形 2-1）；如果到期时标的价格在 K_1 以下，则以 K_1 价格被行权买入标的的补仓，获得了看跌期权权利金 P （情形 2-2）；如果先跌破 K_1 ，后市再上涨突破 K_2 ，再触发卖出行权价 K_2 看涨期权入场信号，到期时，获得 $C+P$ 权利金收入，如果到期大于 K_2 ，则以 K_2 价格卖出标的（情形 2-3）；若到期时介于 K_1 与 K_2 之间，获得双边权利金收入（情形 2-4）；如果先跌破 K_1 ，再突破 K_2 ，随后再度下跌，到期时收于 K_1 以下（情形 2-5）。

图表 4 期权标的运行轨迹（情形 2-1）



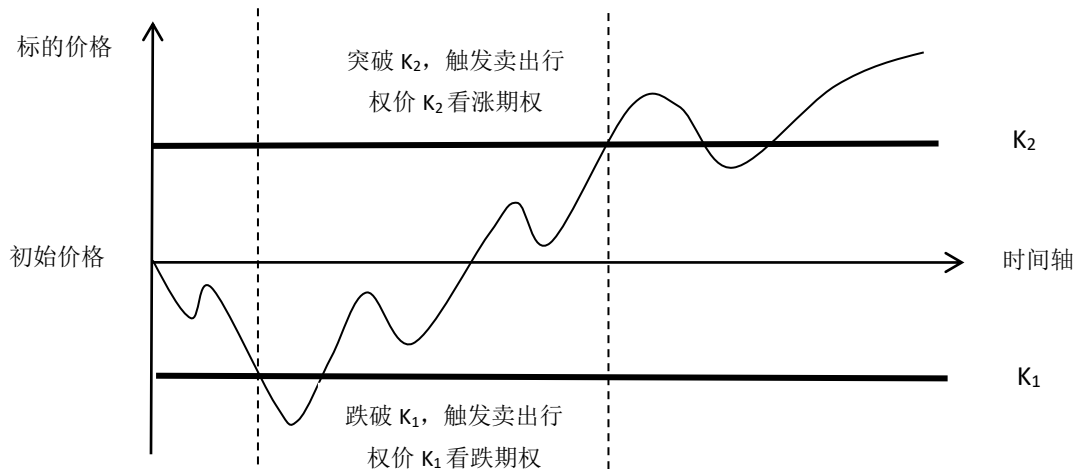
图表来源：兴证期货研究咨询部

图表 5 期权标的运行轨迹（情形 2-2）



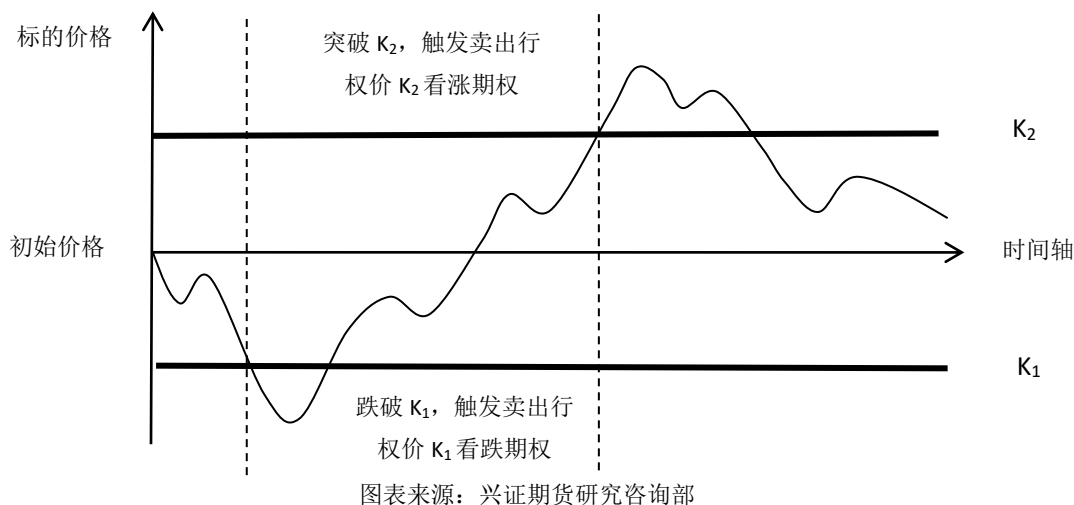
图表来源：兴证期货研究咨询部

图表 6 期权标的运行轨迹（情形 2-3）

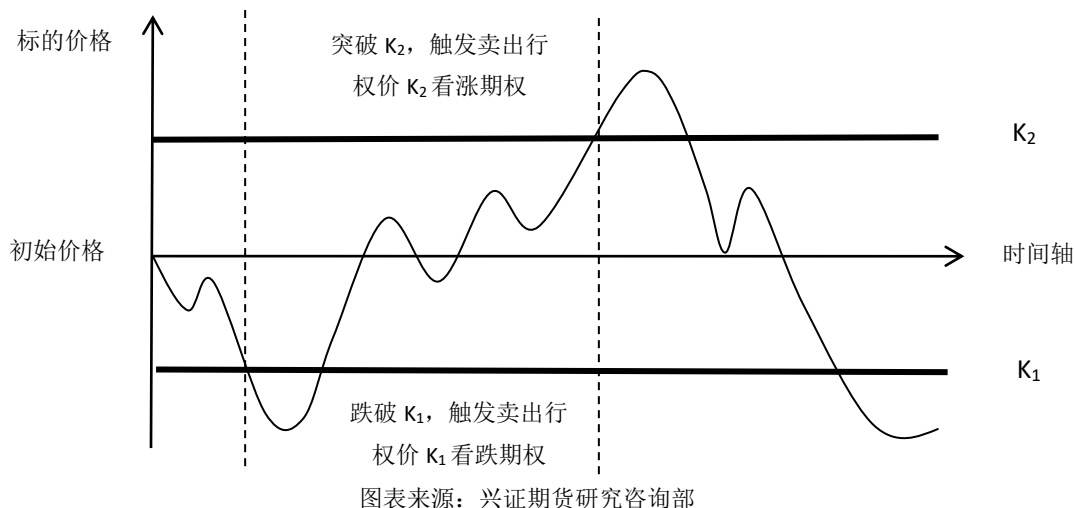


图表来源：兴证期货研究咨询部

图表 7 期权标的运行轨迹（情形 2-4）



图表 8 期权标的运行轨迹（情形 2-5）



第三种情形，如果标的价格先突破了 K_2 行权价，后续会出现以下情况：第一，期间不跌破 K_1 ，到期时价格高于 K_2 ；第二，期间不跌破 K_1 ，期时价格居于 K_1 与 K_2 之间；第三，期间跌破 K_1 ，到期时价格居于 K_1 以下，第四，期间跌破 K_1 ，到期时价格位于 K_1 与 K_2 之间；第五，期间跌破 K_1 ，到期时价格位于 K_2 以上。其操作原理可参照前文的第二种情形。

总体来看，触发目标式期权卖方建仓策略根据标的价格动态变化而决策，而经典备兑与多头+卖出宽跨式通常在初期就构建好策略。触发目标式建仓，可以满足投资者对于标的未来的强烈预期，比如投资者预期某期权标的整体呈现震荡走势，会先跌破某个价位，再反弹涨过某个价位，基于这种预期，采用触发目标式卖出期权非常合适，若行情符合预期，该策略获得的权利金收益高于期初建仓的方式。

4. 实证分析

前文分别解析了备兑策略、多头+卖出宽跨式组合以及触发目标式期权卖方策略，三种策略均在持有多头的基础上配置期权卖方，目的为收取权利金增强收益，并且提高卖出标的价格或者降低买入标的成本。本节将以 PTA 期权实盘数据测算三种策略的效果。

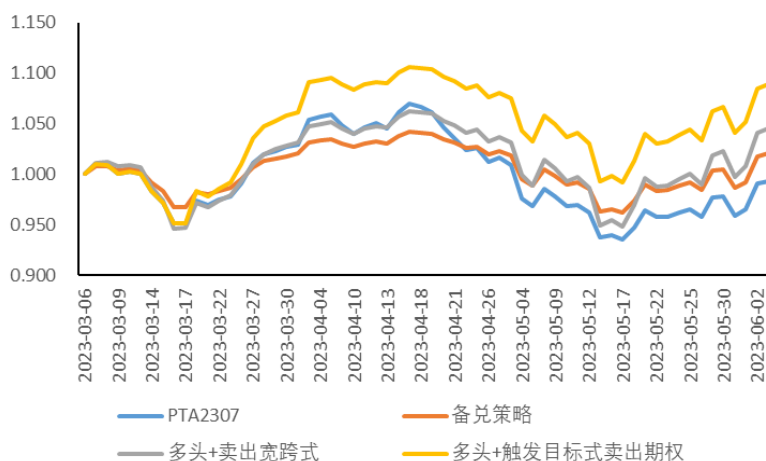
在 2023 年 3 月至 6 月期间，PTA2307 合约整体在 5400 元至 6200 元区间震荡。3 月初，合约价格在 5700 元附近，上方与下方均设定 200 元间距，即预期 5900 元位置的阻力以及 5500 元附近的支撑。由此对应的备兑策略为持有 PTA2307+卖出 PTA2307-C-5900，即卖出行权价为 5900 的看涨期权，建仓初期看涨期权权利金为 158 元/吨。多头+卖出宽跨式组合为持有 PTA2307+卖出 PTA2307-C-5900+卖出 PTA2307-P-5500，看涨与看跌期权建仓初期价格分别为 158 元/吨、142 元/吨。对于触发目标式卖出期权策略，在 3 月至 6 月初期间，先后触发了卖出看跌期权和卖出看涨期权的建仓信号，PTA2307 先跌破了 5500 元（3 月 16 日，卖出行权价 5500 的看跌期权，建仓价格为 262 元/吨），此后上涨突破了 5900 元（4 月 3 日，卖出行权价 5900 的看涨期权，建仓价格为 287 元/吨）。

截止到期，PTA2307 合约收于 5664 元，三个策略均赚取全部权利金。为了便于对比，本文通过净值折算的方式，以 3 月 6 日作为对比基期，到期时 PTA2307 净值变为 0.993，相比之下，收益增强效果最好的是触发目标式卖出期权策略，净值为 1.089，多头+卖出宽跨式组合的净值为 1.045，增收效果最小的是传统的备兑策略，净值为 1.020。

在这个过程中，触发式建仓模式可以实现平值附近卖出开仓，建仓价格优于其它两个策略。除了建仓价格优势之外，此外还有一个优点：在市场低波动率震荡行情中，期权合约价格便宜，如果立刻建立备兑或者卖出宽跨式仓位，作为卖出方，价格不利。但初期按兵不动，先设立上下目标价位，一旦指数短线大涨或者大跌突破目标价位，此刻期权隐含波动率有可能随着标的价格的涨跌而出现升波，以有利的价格与有利的隐波条件建仓，这是前两个策略所不具备的优势点。如果标的价格持续不触碰上下目标价位，则无法触发建仓信号，会错过收取权利金的机会，因此，上下目标价位设置不宜过大，考验投资者对于后市阻力价位、支撑价位的预判，方法之一是可以结合基本面再根据正态分布置信区间来衡量

以上策略均是基于震荡预期的底层逻辑，在看到策略优点的同时，也需要注意到策略的缺陷，三个策略在主升浪大涨行情中，收益均受到极大限制；在连续大跌破位的行情中，对冲效果有限，弱于期权保险策略与领口策略等权利仓对冲模式。一旦震荡预期的底层逻辑发生变化，则应该调整策略。

图表 9 策略实证效果对比



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

5. 总结

在期权众多经典策略中，备兑被投资者广为熟知，在震荡行情中，可以发挥出收益增强的效果，在上涨行情中，能够以目标价格卖出标的。相比之下，在多头持仓基础上再配置卖出宽跨式策略，可以在震荡行情中收取看涨与看跌期权的双边权利金，增收效果强于备兑，既能够以较高的目标价格卖出标的，也能够在大跌之后实现低价补仓，从而降低多头成本。以上两种策略都是在初期建仓。相比之下，触发目标式卖出期权建仓更具灵活性，在初期设定目标价位，等待标的涨跌触碰到目标价位后，再以目标价位行权价卖出建仓，具有较高权利金收益的优势。本文以 PTA 期权数据实证分析，在上下均触碰目标价的宽幅震荡行情中，触发目标式卖出期权的收益增强效果最好，多头+卖出宽跨式策略增收效果次之，备兑策略增收效果一般。

以上策略基于震荡行情的底层逻辑，在单边式趋势行情中表现不佳，投资者在构建策略时，需要研判目标价位，以优化行权价的选择，当区间震荡的逻辑发生变化后，需要对策略进行调整。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。