

趋势行情中的期权权利仓策略重点 ——以锰硅期权为例

2024年7月24日 星期三

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

邮箱: zhoulc@xzfutures.com

期权权利仓策略最大损失有限,潜在盈利空间大,在指数上涨与下跌同样数值的情况下,损益非对称,被广泛应用于趋势行情中。利用期权权利仓损益非对称的特征,既能捕捉趋势行情,又能减少回撤。例如投资者买入看涨期权后,标的持续大涨,虚值转化为实值,但如果期间标的价格回踩,对实值期权负面影响较大。因此,基于控制回撤的目的,可以采用同等数量移仓手法,当虚值期权变为实值期权时,止盈后再建立相同仓位的虚值期权,以此递推。随着标的价格趋势持续走强,需要反复递推多次,这个建仓与善后过程很大程度降低了回撤与潜在的权利金损失风险。综合风险与收益的角度来看,如果投资者预期某个品种会出现趋势行情,采用虚值权利仓移仓策略比较合适。

报告目录

1. 期权权利仓损益变化特征	3
2. 趋势行情中的锰硅期权策略	4
3. 实盘数据验证	5
4. 总结	6

图表目录

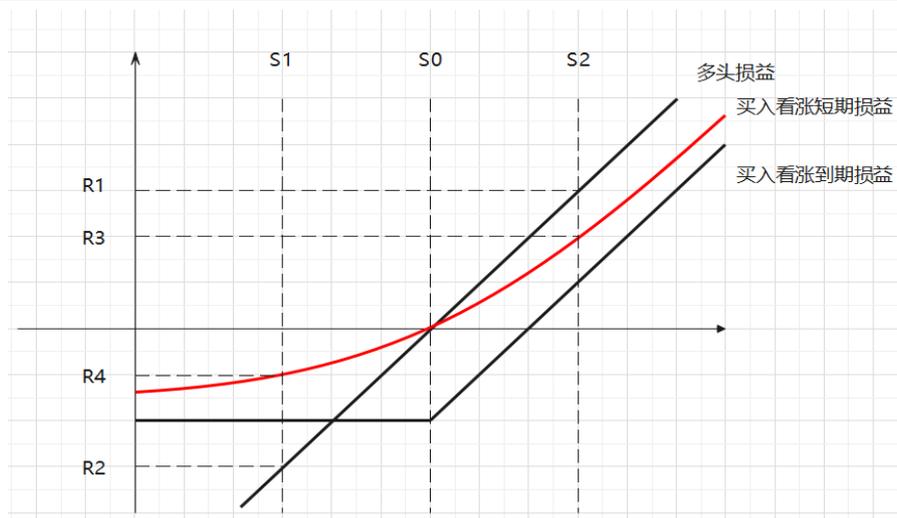
图表 1 买入看涨期权损益变化特征	3
图表 2 锰硅期货主力合约走势	4
图表 3 三种策略损益走势对比(元/吨)	5

1.期权权利仓损益变化特征

期权权利仓指期权买方，为买入看涨与买入看跌期权的统称。从基本原理角度来看，期权买方的优势在于策略最大损失仅为支出的权利金，且盈利空间巨大，杠杆倍数高。缺点在于胜率通常低于卖方策略，且存在时间价值损耗与高波动率溢价的不利情况。作为非线性损益工具，在趋势行情中，期权权利仓具有收益空间大，但最大损失有限的优点，相比于期货工具的盈亏对称特征，期权的这个优势更加显著。

首先，买入期权损益变化为典型的非线性特征，即标的指数变化一个点，带来的期权价格变动是介于-1至1之间，这可以通过期权合约的Delta值反映出来。以买入看涨期权为例，参考下图，买入看涨期权花费权利金成本C，到期最大收益空间理论上无限，取决于标的指数的涨幅，到期最大损失为权利金C。短期损益的变化为非线性曲线，参考下图中，假设标的指数初始价格为S0，后市出现两种情况，上涨至S2、下跌至S1，价格变化绝对值相等，即 $(S1+S2)/2=S0$ 。不考虑交易成本的情况下， $R1+R2=0$ ，指数多头的损益为线性变化，盈亏对称。但买入看涨期权在指数上涨与下跌同样数值的情况下，损益是非对称的，在图中可以看出 $R3+R4>0$ ，在指数上涨行情中，买入看涨期权的盈利速度逐渐趋于指数多头，但在下跌行情中，买入看涨期权亏损降速。因此，基于买入期权损失有限、盈亏非对称的优点，可以嵌入到产品中以达到增强收益的效果。

图表 1 买入看涨期权损益变化特征



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

2.趋势行情中的锰硅期权策略

今年4月中旬至5月底，锰硅期货出现了一波单边上涨的多头行情，从最低的6308元/吨到最高的10093元/吨。触顶后单边下跌至7100元/吨附近。三个月时间内，锰硅期货走出了两波单边行情，通常方向投资者偏好这种趋势行情，投资者通常会选择买入锰硅期货或者锰硅看涨期权。期货与期权权利仓的优缺点，上文已经阐明。在4月至5月的上涨趋势中，用买入看涨期权的优势更明显，一方面只需要付出权利金成本，不占用保证金，另一方面，即使期间出现巨幅震荡的行情，相比期货持仓，期权权利仓因最大损失有限，潜在风险较小。

在布局期权权利仓时，合约行权价与期限的选择比较重要，与期货不一样，不同行权价、不同期限的期权合约价格变化敏感性不一样。在趋势行情中，投资者偏好平值或者虚值权利仓，权利金成本较低，顺应方向时，虚值期权的delta绝对值从低于0.5增大至0.5至1区间，转化为实值期权，获得盈利。本文的重点在于如何利用期权权利仓的这一特征，既能捕捉趋势行情，又能减少回撤。

如果投资者买入看涨期权后，标的持续大涨，虚值转化为实值，但如果期间标的价格回踩，对实值期权负面影响较大。因此，基于控制回撤的目的，可以采用等仓位移仓手法，当虚值期权变为实值期权时，止盈后再建立相同仓位的虚值期权，以此递推。随着标的价格趋势持续走强，需要反复递推多次，这个建仓与善后过程很大程度降低了回撤与潜在的权利金损失风险。

图表2 锰硅期货主力合约走势



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

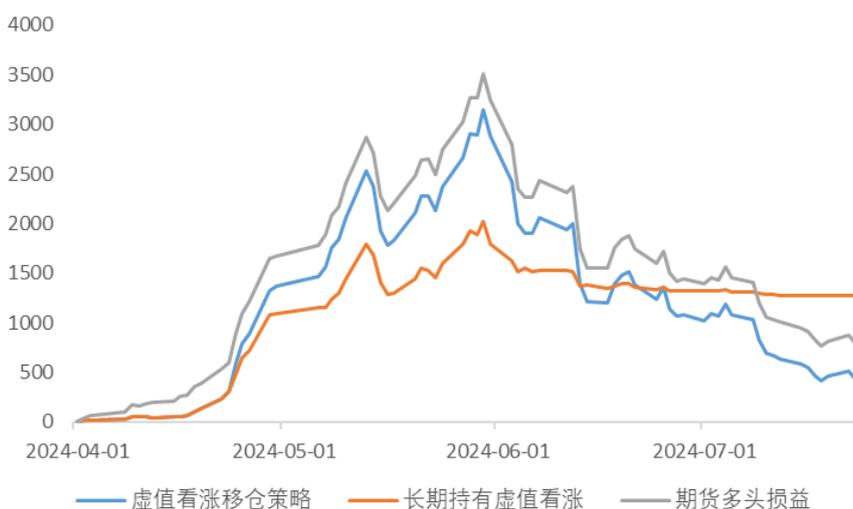
3. 实盘数据验证

本文采用锰硅期权实盘数据作策略回撤，均采用相同名义价值手法，即1手期货对应1手期权。长期持有虚值看涨策略，是指初期买入虚值看涨期权后，就持有不动；虚值看涨移仓策略是指当虚值期权转变为实值后，先平仓止盈，同时再建立新的虚值期权仓位，以此递推下去，直到最终标的到顶回落。本文策略以4月1日为建仓初期，选取的虚值看涨期权行权价为虚值300元幅度，比如建仓初期平值行权价为6100元，那么虚值300元幅度为6400元的行权价。待虚值300元转变为实值300元时，止盈换仓。

从下图的三个策略对比可以看出，在今年4月至5月的单边多头趋势行情中，持有期货多头的收益空间最大，但是面临的回撤与波动也最大。期间最高盈利为3508元/吨，但随着后市锰硅价格连续回落，截止到7月23日，浮盈仅为788元/吨；长期持续看涨期权期间最高浮盈为3142元/吨，截止到7月23日，浮盈为428元/吨。相比之下，虚值看涨期间最高盈利2024元/吨，截止到7月23日，浮盈为1270元/吨，浮盈波动小，期间移仓很大程度上降低了仓位潜在风险。而且从策略占用资金成本来看，期货多头需要占用较多的保证金，但是虚值看涨期权移仓手法可以在每个移仓阶段释放出浮盈资金，并且较大程度降低权利金成本。

综合风险与收益的角度来看，如果投资者预期某个品种会出现趋势行情，采用虚值权利仓移仓策略比较合适。

图表3 三种策略损益走势对比（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

4.总结

期权权利仓策略最大损失有限，潜在盈利空间大，在指数上涨与下跌同样数值的情况下，损益非对称，被广泛应用于趋势行情中。利用期权权利仓损益非对称的特征，既能捕捉趋势行情，又能减少回撤。如果投资者买入看涨期权后，标的持续大涨，虚值转化为实值，但如果期间标的价格回踩，对实值期权负面影响较大。因此，基于控制回撤的目的，可以采用等仓位移仓手法，当虚值期权变为实值期权时，止盈后再建立相同仓位的虚值期权，以此递推。随着标的价格趋势持续走强，需要反复递推多次，这个建仓与善后过程很大程度降低了回撤与潜在的权利金损失风险。综合风险与收益的角度来看，如果投资者预期某个品种会出现趋势行情，采用虚值权利仓移仓策略比较合适。

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。