

卖出期权宽跨式+多头组合策略

2024年8月15日 星期四

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

在众多期权组合中,有经典的期权+期现货策略,比如备兑、保险、领口,除了这些经典策略之外,还可以根据预期与风险偏好构建一些非标准策略,在特定行情中更好实现收益增强效果。在多头持仓的基础上再卖出宽跨式也可以实现增收效果。结合组合损益图与数据回测来看,多头+卖出宽跨式在箱体震荡、震荡偏多的行情中比较有利,增收效果强于备兑,但在连续大跌行情中,风险敞口会加大。因此,对于投资者或企业主,对于标的价格支撑位的研判很重要,特别是在标的价格高位时,如果投资者预期标的价格有大跌风险,则不宜采取多头+卖出宽跨式策略,应该转化为领口或者保险策略。

报告目录

1. 卖出宽跨式+多头组合原理.....	3
2. 多头+甲醇期权卖出宽跨式策略回测.....	4
3. 多头+卖出宽跨式与备兑策略.....	5
4. 总结.....	7

图表目录

图表 1 多头仓位+卖出宽跨式的到期损益图.....	4
图表 2 多头+卖出宽跨式组合策略回测.....	5
图表 3 多头+卖出宽跨式组合策略损益数据.....	5
图表 4 虚二档多头+卖出宽跨式组合与备兑.....	6
图表 5 虚二档多头+卖出宽跨式组合与备兑策略数据.....	6

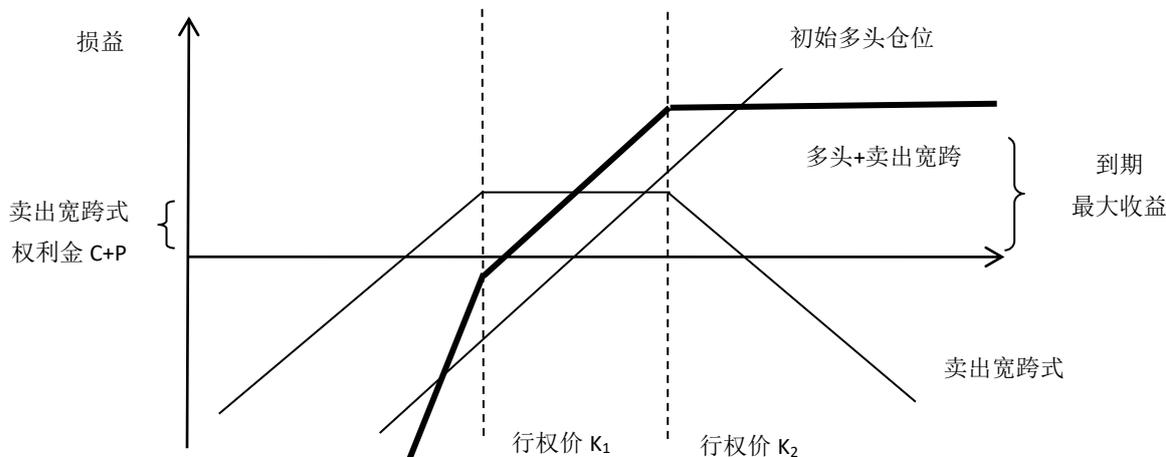
1. 卖出宽跨式+多头组合原理

在期权策略组合中，有很多经典的期权+期现货策略模式，比如备兑、保险、领口，除了这些经典策略之外，还可以根据预期与风险偏好构建一些非标准策略，可以在特定行情中更好实现收益增强效果。在多头持仓的基础上再卖出宽跨式也可以实现增收效果。本文对该策略进行详细剖析，并通过回测验证策略的优缺点。

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：首先会有支撑与阻力位的预期，当下跌到支撑位时，有补仓需求，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，但缺点是一旦标的进一步下跌，则面临着亏损扩大的不利局面。

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 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。从组合损益图来看，多头+卖出宽跨式在箱体震荡、震荡偏多的行情中比较有利，在连续大跌行情中，风险敞口会加大。因此，对于投资者或企业主，对于标的价格支撑位的研判很重要，特别是在价格高位时，要关注看跌义务仓的风险敞口。

图表 1 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

2.多头+甲醇期权卖出宽跨式策略回测

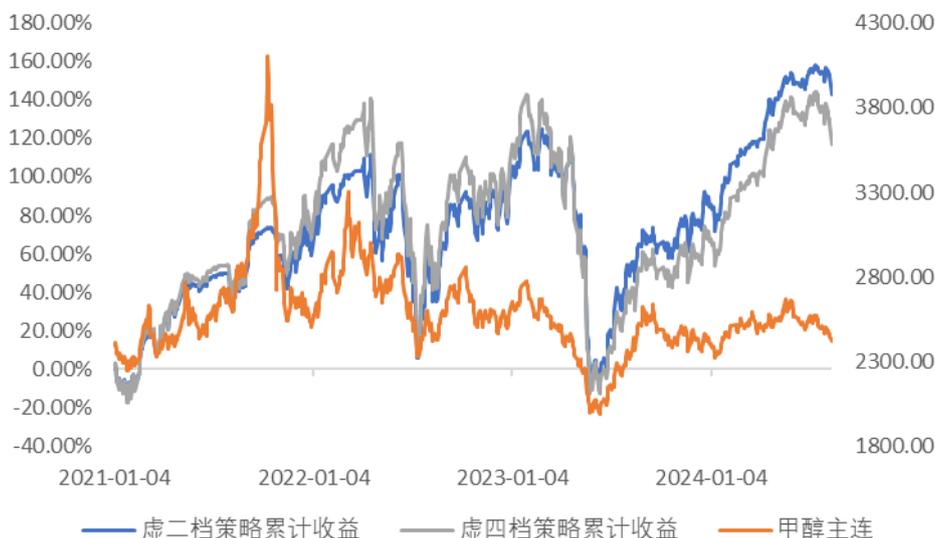
本章节选用甲醇期权数据回测，时间周期为 2021 年 1 月至 2024 年 8 月 12 日，起始模拟资金为 100 万元，期货期权满足剩余到期 3 个交易日，展期至下个活跃标的期权；开仓资金使用率账户净资产 70%；持仓风险度控制账户持仓风险度达到 100%，基于开仓资金使用率调仓。

2021 年以来，甲醇走出三段行情：第一段，2021 年初至 2021 年 9 月份为上涨周期，在后期加速大涨；第二段，2021 年 10 月至 2023 年 6 月为下跌周期，期间出现三波快速下跌行情；第三段，2023 年 7 月至当前，为震荡上涨周期。上文根据原理分析，区间震荡、震荡偏涨行情中，组合收益表现较好，在大跌行情中，组合风险敞口较大。

从回测的收益曲线走势来看，在第一段上涨周期中，收益整体上行，需要注意的是，在 2021 年 8 月至 10 月期间，甲醇价格走势呈倒 V 型走势，但是卖出宽跨式+多头组合的收益曲线表现反而比较平稳，其原因在于当甲醇价格持续大涨时，卖出看涨与多头处于最大收益恒定状态，而卖出看跌期权获得小幅度权利金收益；当甲醇价格转向大跌时，之前的卖出看涨与多头二者仍然处于恒定状态，总的来看，由于这一波急涨急跌行情持续周期较短，组合持有期间 delta 敞口不大，所以损益变化小。第二段行情中，损益出现两波大幅回落的情况，2022 年 6 月至 7 月、2023 年 4 月至 6 月，期间由于按照规则进行了移仓，导致组合 delta 敞口出现，因此在这两波甲醇价格下跌的行情中，出现了较大回撤。第三段行情中，由于甲醇走出了震荡上涨的行情，期间策略不仅获得甲醇价格上涨带来的收益，且可获得看涨与看跌期权双边权利金的收益。在

该段行情中，卖出宽跨式+多头的组合策略表现最优，无论是虚二档还是虚四档构建的组合，收益高回撤小，卡尔玛比率高。

图表 2 多头+卖出宽跨式组合策略回测



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 3 多头+卖出宽跨式组合策略损益数据

回测策略名称	甲醇+卖出宽跨式_虚二档	甲醇+卖出宽跨式_虚四档
回测起止时间	2021/01/01-2024/08/12	2021/01/01-2024/08/12
测试天数（交易日）	875	875
初始资金	1000000	1000000
开仓资金使用率	70.0%	70.0%
回测区间最大权益	2577785	2440985
回测区间最小权益	845125	824320
最终权益	2428880	2170840
策略收益	1428880	1170840
策略收益率	142.89%	117.08%
策略年化收益率	27.82%	23.91%
夏普比率	0.616670268	0.466092936

数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

3. 多头+卖出宽跨式与备兑策略

备兑策略在震荡行情中，也能发挥收益增强的效果，但收益增强效果弱于卖出宽跨式+多头，策略回测结果显示，2021年1月至今，备兑策略累计收益78.73%，而卖出宽跨式+多头组合的累计收益为142.89%，在震荡上涨行情中，后者可以多收取卖出看跌期权的权利金，在连续下

跌行情中，后者的风险敞口大于备兑策略，但是如果在阴跌行情中，只要标的价格未跌破虚值看跌期权行权价，那么卖出宽跨式+多头组合的增收效果依然强于备兑策略。通过对比两种策略以及适应的行情，如果投资者预期震荡缓涨，那么卖出宽跨式+多头比备兑策略更优，如果投资者预期标的价格有大跌风险，则不宜采取该策略，应该转化为领口策略或者保险策略。

图表 4 虚二档多头+卖出宽跨式组合与备兑



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 5 虚二档多头+卖出宽跨式组合与备兑策略数据

回测策略名称	甲醇+卖出宽跨式_虚二档	甲醇备兑_虚二档
回测起止时间	2021/01/01-2024/08/12	2021/01/01-2024/08/12
测试天数（交易日）	875	875
初始资金	1000000	1000000
开仓资金使用率	70.00%	70.00%
回测区间最大权益	2577785	1928195
回测区间最小权益	845125	603455
最终权益	2428880	1787285
策略收益	1428880	787285
策略收益率	142.89%	78.73%
策略年化收益率	27.82%	17.42%
夏普比率	0.616670268	0.320069492

数据来源：Wind，兴证期货研究咨询

4.总结

在期权策略组合中，有很多经典的期权+期现货策略模式，比如备兑、保险、领口，除了这些经典策略之外，还可以根据预期与风险偏好构建一些非标准策略，可以在特定行情中更好实现收益增强效果。在多头持仓的基础上再卖出宽跨式也可以实现增收效果。结合组合损益图与数据回测来看，多头+卖出宽跨式在箱体震荡、震荡偏多的行情中比较有利，增收效果强于备兑，但在连续大跌行情中，风险敞口会加大。因此，对于投资者或企业主，对于标的价格支撑位的研判很重要，特别是在标的价格高位时，如果投资者预期标的价格有大跌风险，则不宜采取多头+卖出宽跨式策略，应该转化为领口或者保险策略。

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。