**期权策略之保护性认沽期权的构建与应用**

作为非线性衍生产品，期权最原始、最重要的功能在于避险。对国内大部分投资者而言，如果在期货交易中搭配期权工具进行适当避险，必能大幅提高交易绩效，保护性认沽期权便是典型的避险交易策略。

**保护性认沽期权的构建**

保护性认沽期权是买入标的期货的同时，买入等量的认沽期权。具体来说，投资者买入标的期货博取价格上涨收益，由于担心期货价格下跌造成亏损，于是买入认沽期权对价格下行风险进行规避。

事实上，对于标的期货来说，认沽期权产生了正反两方面的作用。一方面，规避了标的期货价格下行风险；另一方面，当标的期货价格上涨产生收益时，认沽期权的权利金会白白浪费，间接限制了标的期货的收益，只有标的期货价格涨幅较大时才有实际盈利。

下面以平值期权为例，来说明保护性认沽期权策略的风险收益状况。

|  |  |
| --- | --- |
| **构造方式** | 买入标的期货，同时买入等量认沽期权 |
| **风险** | 标的期货下跌或上涨幅度不及权利金成本时，均会产生亏损，最大亏损限于权利金成本 |
| **收益** | 标的期货价格上涨超过权利金成本时，有收益产生，随着价格的上涨，收益同比增长。 |
| **损益平衡点** | 期货合约约定价格 +权利金 |

由综合分析表和损益图可知，保护性认沽期权属于风险有限、潜在收益巨大的策略，其风险仅限于权利金成本。同时可以看到，保护性认沽期权和单独买入看涨期权的损益相同，由相等头寸概念可知，买入期货+买入认沽期权=买入看涨期权，这使得两个策略成为等价策略，但这里的等价仅指损益状况相同。

事实上，保护性认沽期权和单独买入看涨期权是有所区别的。

　　首先，从构造方式来说，保护性认沽期权涉及标的期货和认沽期权两个头寸，而买入看涨期权只涉及一个头寸；其次，从投资者角度来说，保护性认沽期权通常是期货交易者的首选，他们买入认沽期权多是为其标的期货多头头寸避险，交易重点在于标的期货，而职业期权交易者则侧重于买入看涨期权，持仓过程中更多关注期权本身的变化和交易机会，不直接涉及期货头寸；最后，从交易灵活性来看，保护性认沽期权更胜一筹，它涉及两个头寸，在持仓过程中，投资者可以根据行情判断对头寸进行变化。比如，标的期货上涨行情确立，投资者便可将认沽期权平仓，减少权利金损失。

　　期权分为实值、平值和虚值三种状态，它们都可用于构建保护性认沽期权策略，而选择哪一类期权构建保护性认沽期权策略，主要取决于投资者在风险和收益两方面的权衡。

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | 虚值 | 平值 | 实值 |
| 标的期货价格上涨 | 由于权利金低廉，所以组合头寸产生较大收益。 | 介于虚值和实值之间 | 由于权利金昂贵，所以组合头寸产生较小收益 |
| 标的期货价格下跌 | 期货价格跌幅较深时，期权才能产生避险效果，所以总体风险较大。 | 介于虚值和实值之间 | 随时为标的期货提供实质性保护，总体风险很小 |