**初涉期权市场？教你五招玩转期权交易**

初涉期权市场的投资者容易患上合约恐惧症。以目前上证50ETF期权为例，合约数量达到六十个以上，并随着指数价格变化，新合约又会源源不断上市。那么期权交易的首要问题就是如何从纷繁复杂的合约中发现获利机会。这是一个循序渐进的过程，新晋期权投资者可以首先简单地买卖单个期权，然后进行组合期权交易，逐渐培养期权的交易逻辑，从而发现获利机会，最后才能开展涉及多个期权合约的复杂策略。

       不同的交易目的，无论是为了增强或者保护投资组合的收益，在市场的变化中获利，还是利用期权的定价错误和时间价值套利，都可以配合期权组合得以实现，而重要的交易思想能够在一些基础策略中初见端倪。

**收入策略：增强和保护投资组合收益**

       在持有股票的同时卖出标的股票看涨期权，期权交易的术语称为备兑看涨期权组合，它作为最为常见收入策略，CBOE特为此编制了备兑看涨期权组合策略（Buy-Write）指数BXM和BXY，两者分别为卖出平值看涨期权和2%虚值程度看涨期权的备兑策略指数，且在10年追溯过程中，收益和波动率表现皆优于标普500指数。本策略的优点是通过卖出期权增加持有股票的绝对收益，同时增加安全余裕。

       在风险收益方面，当股价低于看涨期权行权价格，组合收益相当于持有股票，不同之处是盈亏平衡点下降；当股价高于行权价格，组合的收益被锁定，最大的收益即位于行权价格。可见备兑看涨期权组合是通过放弃一定的上方获利潜力来得到股票投资的安全垫。所以适用于短期窗口（一般为1个月），在股价不变或者中性偏多的行情中股票持有者可获得滚动的投机收益。行权价格越高，备兑看涨期权组合的上方获利空间越大，但是由于虚值程度提高降低权利金收入，从而减少对股票收益的保护，对于看涨期权行权价格的选择需要风险收益的权衡。

**方向性策略：构建牛市和熊市价差**

       运用现货期权平价思想，备兑看涨期权组合其实就是复制了看跌期权空头。卖出虚值看跌期权作为另一种收入策略同样需要积极管理头寸。但如果在卖出看涨期权的基础上购买较低行权价格的看涨期权称为垂直价差套利，由于两个部位对冲去除了下行风险无限的后顾之忧，该策略建立在投资者对于市场未来趋势的预测之上。

       看涨期权牛市价差策略指买入一份看涨期权，同时卖出一份较高行权价格相同到期月份的看涨期权。投资者一般认为市场会一定程度上升或者上升的概率大于下降的概率，即温和牛市的观点。该策略相当于买入股票，不同之处是上方获利和下方损失都被锁定，到期最大收益位于行权价格，最大损失就是权利金的支出。选择卖出的行权价格越高，策略则越激进。通过不同行权价格看涨期权建立的牛市价差组合整体为买入期权，是一种净支出的策略，所以为避免临近到期日时间价值快速损耗，它适用较长的时间窗口。如果要对短期偏多行情套利，可以通过不同行权价格看跌期权建立牛市价差组合，它作为一种净收入策略，整体上为卖出期权。

       看跌期权熊市价差策略指买入一份看跌期权，同时卖出一份较低行权价格相同到期月份的看跌期权，该策略基于对下跌行情的判断。

**波动性策略：建立波动率头寸**

       依靠市场波动率变化建立的策略包括跨式、宽跨式、蝶式和铁秃鹰价差组合等，由于跨式和宽跨式组合的空头具有很高风险，蝶式或者铁秃鹰价差组合策略适用于初学者，它们实际是一种中性套利，头寸暴露于波动率风险。

       以铁秃鹰套利为例，分别卖出一手虚值牛市套利和一手虚值熊市套利的组合，即建立波动率的空头。它是较保险的套利方式，一般认为股价净上涨或净下跌都不会太大，在股价的两个方向上都有较大的安全余裕。该套利一般只需小额投资（有时小额收入），而且风险有限。虽然它的盈利有限，但是它的潜在盈利要大于潜在风险。基于这个原因，铁秃鹰套利和蝶式套利都是有活力的策略。

**Delta中性策略：像做市商一样思考**

       Delta表示单位股价变动导致衍生期权价格变动的幅度，衡量期权对于市场价格的敏感性。通过买入一份看涨期权或者卖出一份看跌期权，同时卖出Delta份股票就构成了一个Delta中性的组合，建立之初一般认为市场价格对于该组合没有影响。

       做市商在管理头寸时，为了去除方向性风险，往往应用Delta中性策略对冲。事实上，期权的经典定价模型BS模型正是基于Delta中性的无风险套利原理，所以通过动态Delta对冲可以实现对期权市场定价偏差的纠正。做市商在报价这个看似被动的过程中，其实是主动发现并利用期权理论价值和市场价值的边际优势，开展风险管理，再发现边际优势的反复循环。举例来说，投资者认为目前隐含波动率过低，这可能是期权定价错误，或者对未来新闻事件的预期，可以买入看涨期权，同时卖出一定数量股票进行Delta对冲，并按照Delta的变动调整股票头寸以保持中性，如果隐含波动率按照预期上升，则不论股价下跌或上涨，投资者都可获得收益。

**日历价差策略：赚取期权时间价值**

       日历价差策略也称为时间套利，它同时买入和卖出一手期权，两者的行权价格和类型相同，但是剩余期限不同。本策略的关键是时间价值在临近到期日损耗速度加快，当投资者卖出短期期权，其时间价值的蒸发快于买入的长期期权，因此投资者希望股价在短期期权到期时位于行权价格附近成为平值期权，这种情况下时间价值占比较大，投资者可以通过价差扩大获得稳定收益。因为一般长期期权较贵，买入长期期权，卖出短期期权的日历价差组合是净支出，称为买入日历价差，而反之得到净收入，称为卖出日历价差。

       相比中性的日历价差组合，买入看多的日历价差组合由于选择虚值的看涨期权就比较激进，投资者是想通过卖出短期的看涨期权得到信用，以减少买入长期期权的净成本。这种看多期权需要短期期权无价值的过期（现货波动率下降），而标的股票在此后上涨（隐含波动率上升）。

**(资料来源：中国证券报)**