

上交所期权系列培训

上海证券交易所

第六讲

化剑式

目录

- 化剑式剑诀
- 保险策略的使用场景
- 保险策略的盈亏分析
- 保险策略之融资融券客户
- 保险策略要诀
- 五种投资组合保险策略的对比

目录

- 化剑式剑诀
- 保险策略的使用场景
- 保险策略的盈亏分析
- 保险策略之融资融券客户
- 保险策略要诀
- 五种投资组合保险策略的对比

化剑：期权的风险对冲策略

- 买入认沽期权为现货多头保险。
- 买入认购期权对冲现货空头风险。



目录

- 化剑式剑诀
- 保险策略的使用场景
- 保险策略的盈亏分析
- 保险策略之融资融券客户
- 保险策略要诀
- 五种投资组合保险策略的对比

你是否有过这样的烦恼？



- ◆ 预期某只股票会上涨而想买入该只股票，但怕买了以后市场会下行。
- ◆ 预期市场下行，但股票正被质押中。
- ◆ 目前持有的股票已获得较好的收益，想在锁定已有收益的基础上保留上行收益的空间。

那么，这种困境下，有没有一种办法，可以既**保留ETF的上行收益**，同时又**防范未来的下行风险**呢？



如何用期权实现保险

- 期权保险策略，也称**保护性买入认沽策略**，是指投资者在已经拥有标的证券、或者买入标的证券的同时，买入相应数量的认沽期权。



一个例子

王先生以每股**11.5元**的价格买入了**5000股**上汽集团，同时买入一张上汽集团的当月认沽期权（行权价为**11元/股**，权利金为**0.4元**每股，合约单位为**5000**）



若到期日股票上涨

- 认沽期权到期失效
- 享受股票上涨收益即可

若到期日股票大跌

- 仍可以每股**11元**、高于市价的价格卖出手中的股票
- 避免股票下跌的损失

期权与生活中的保险

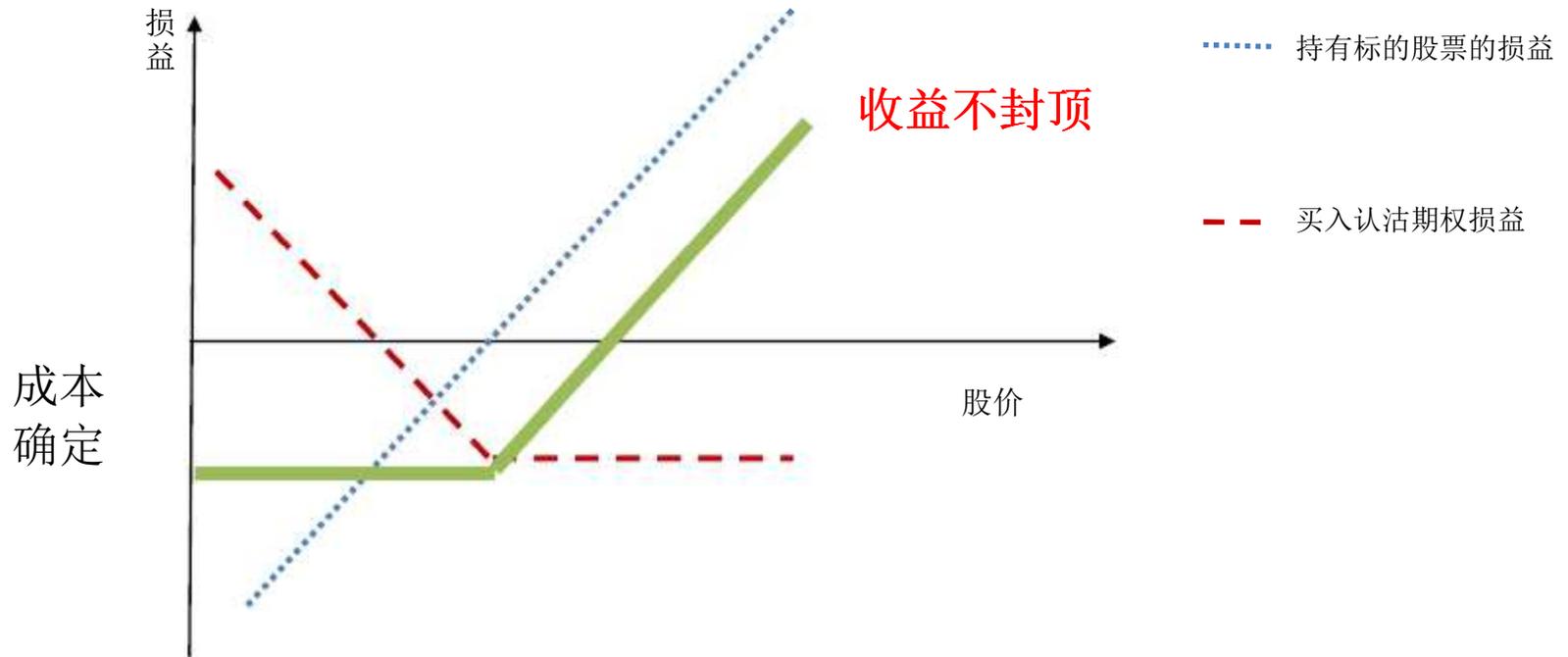
保险（保险费）	期权（权利金）
投保人支付	买方支付
保险人收取	卖方收取
保险人不能拒绝投保人的合理索赔要求	买方提出行权，卖方有义务执行
资产价值 （+，所保资产价值越大，保费越高）	标的价格 （标的价格越高，权利金越 高 ）
保险时间（+）	期权期限（ + ）
资产风险（ + ）	股票或 ETF 的波动率（ + ）



目录

- 化剑式剑诀
- 保险策略的使用场景
- 保险策略的盈亏分析
- 保险策略之融资融券客户
- 保险策略要诀
- 五种投资组合保险策略的对比

保险策略损益图



目录

- 化剑式剑诀
- 保险策略的使用场景
- 保险策略的盈亏分析
- 保险策略之融资融券客户
- 保险策略要诀
- 五种投资组合保险策略的对比

融资客户尤其需要保险策略

融资业务放大了**杠杆**，但是却有**新**
烦恼：

怎么办？

参加融资业务后，
担心融资买入的股票大跌！

参加融资业务后，
股票已经质押无法
卖出，但是担心质
押期内下跌？

别着急！

买入认沽期权来
保护！



一个例子

王先生参与了融资业务，并将融入的资金全部用于买入10000份180ETF，当初买入价格为1.910元/份，通过融资放大了杠杆，可是王先生担心180ETF的价格会出现下跌。

对策：
保护性买入认沽策略

假设市场上有一份行权价为1.900元/份的近月认沽期权，权利金约为0.037元/份，10000。王先生的操作：以370元的成本买入一张“180ETF沽10月1900”合约。

融券客户同样需要保险——认购期权

怎么办？

参加融券业务后，
担心所融股票大幅
上涨？

别着急！

买入认购期权来
保护！

融券业务投资者卖空股票，
若股票大涨则面临巨大亏损。

如果买入认购期权，则可用
收益弥补亏损，得到保护。



目录

- 化剑式剑诀
- 保险策略的使用场景
- 保险策略的盈亏分析
- 保险策略之融资融券客户
- 保险策略要诀
- 五种投资组合保险策略的对比

要诀一：选择长期看好的证券

- 买入认沽期权相当于给股票保险，需要支付权利金，即保险费用。

保险有费用



- 如果股票的未来收益一般，那么扣除保险成本后，收益也会较差。

可能降收益



- 如果并不看好股票，则最好卖出股票，而不是买入认沽期权保险。

合理选择



要选择长期看好的证券

要诀二：选择合适的行权价

行权价不同，保险效用大不同~

- 行权价越低，“保险系数”越低；行权价越高，“保险系数”越高



投资者需要在保险效用和保险成本间作相应的权衡，根据自己的风险承受能力，通常可以选择买入轻度虚值、平值或轻度实值的认沽期权对所持的股票进行保护。

要诀三：选择与持股时间相匹配的期限

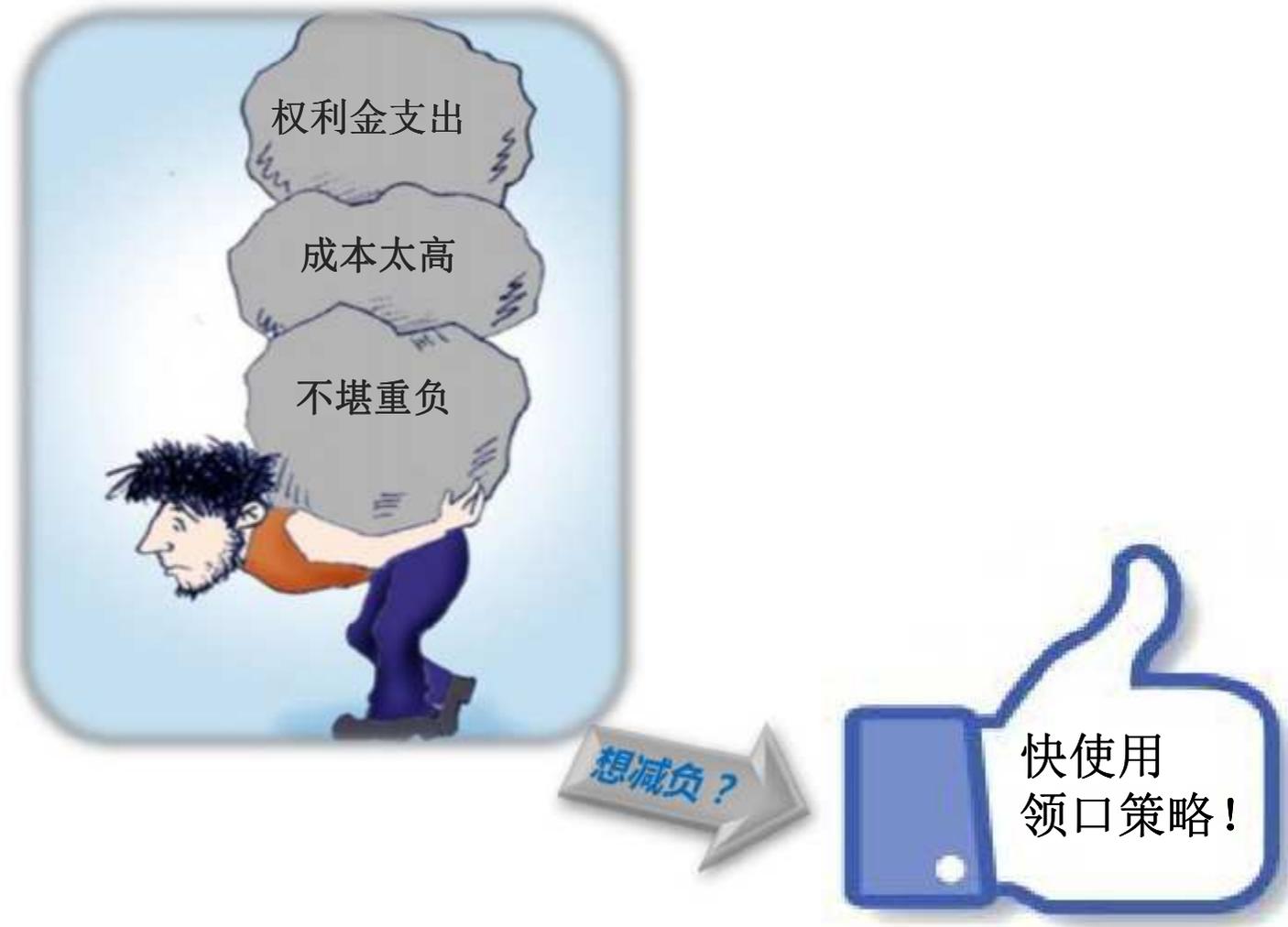
买入认沽期权的期限应与计划的持股时间相匹配。



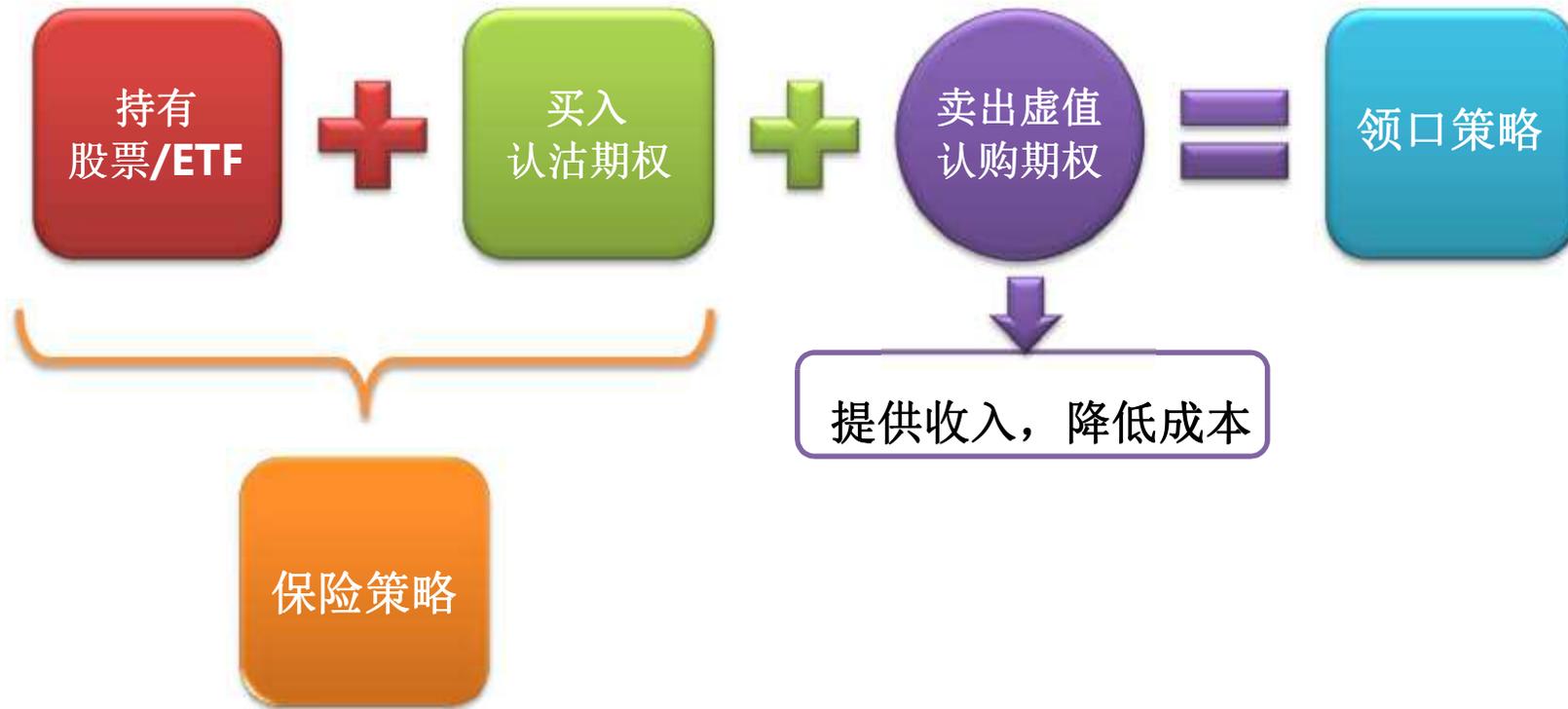
如果没有明确的持股时间怎么办？

如果没有明确的持有时间计划，最好买入期限较长的认沽期权。

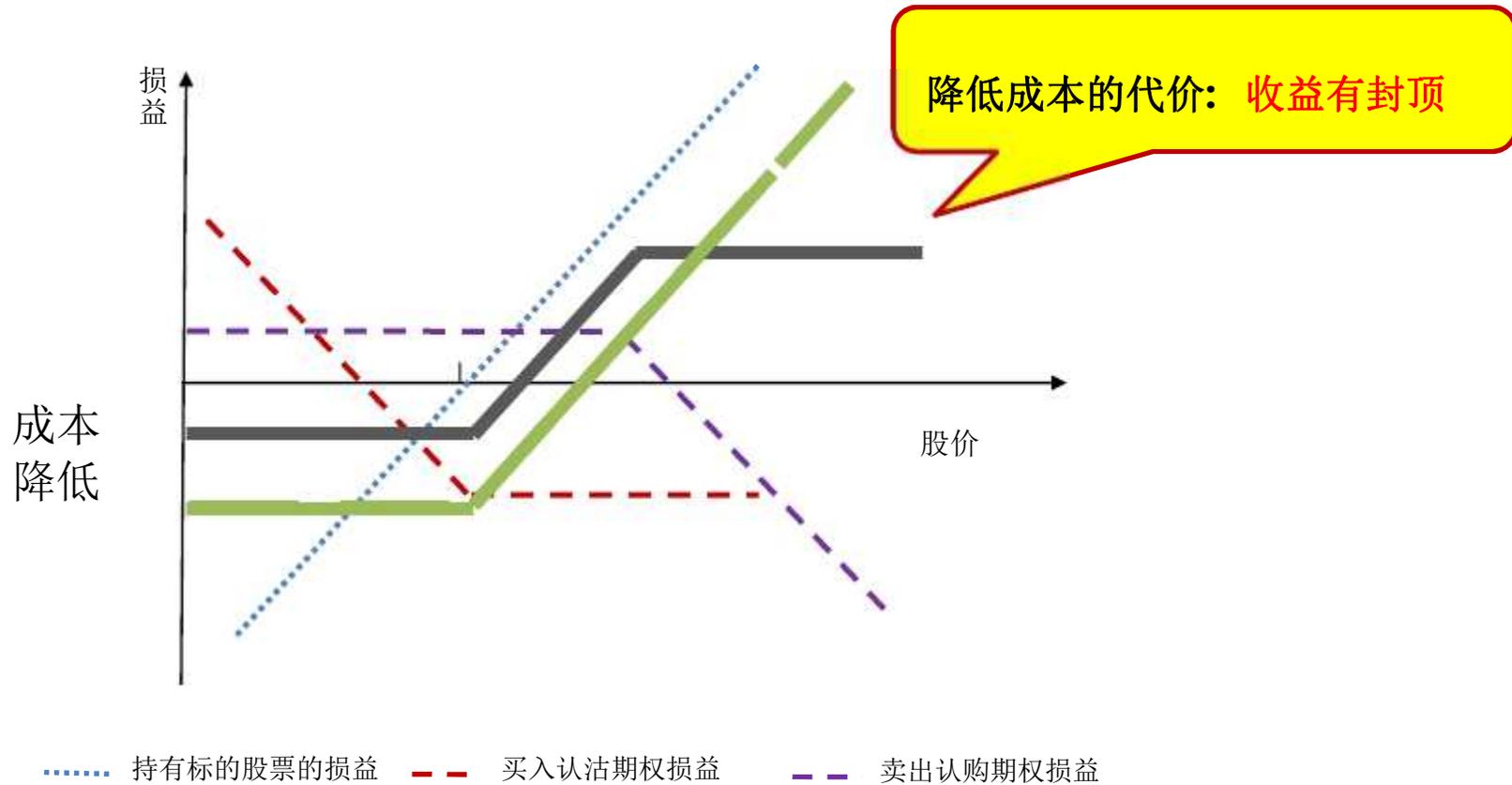
要诀四：利用领口策略降低保险成本



如何降低保险策略的成本——领口策略



领口策略的损益图



目录

- 化剑式剑诀
- 保险策略的使用场景
- 保险策略的盈亏分析
- 保险策略之融资融券客户
- 保险策略要诀
- 五种投资组合保险策略的对比

投资组合的5种保险策略

- 假设某投资经理，在3月某日持有价值1000万的上证50成分股投资组合（假设与上证50指数的Beta系数为1），希望能保值3个月。为了给该投资组合保险，该投资经理的可选策略包括：
 - ✓ 策略一：把投资组合卖掉
 - ✓ 策略二：卖空股指期货
 - ✓ 策略三：买入同投资组合等量的平值认沽期权
 - ✓ 策略四：买入同投资组合等量的虚值认沽期权
 - ✓ 策略五：买入比投资组合多量的虚值认沽期权

策略一：把投资组合卖掉

- 假设当时50ETF的价格为2.600元，市场无风险利率为5%。若该经理把投资组合卖掉，转而投资于无风险利率产品。不论后市涨跌如何，他都将获得无风险利息。

标的到期价格	标的变动百分比	投资组合价值(万元)	投资组合价值变动百分比
2.200	-15.38%	1012.5	1.25%
2.300	-11.54%	1012.5	1.25%
2.400	-7.69%	1012.5	1.25%
2.500	-3.85%	1012.5	1.25%
2.600	0.00%	1012.5	1.25%
2.700	3.85%	1012.5	1.25%
2.800	7.69%	1012.5	1.25%

策略二：卖空股指期货

- 从理论上说，期货的价格与现货价格之差等于现货价格在无风险利率下的本利和，所以若该经理卖空股指期货，则他也都将获得无风险利息。

标的到期价格	标的变动百分比	投资组合价值(万元)	投资组合价值变动百分比
2.200	-15.38%	1012.5	1.25%
2.300	-11.54%	1012.5	1.25%
2.400	-7.69%	1012.5	1.25%
2.500	-3.85%	1012.5	1.25%
2.600	0.00%	1012.5	1.25%
2.700	3.85%	1012.5	1.25%
2.800	7.69%	1012.5	1.25%

策略三：买入同投资组合等量平值认沽期权

- 假设上证50ETF价格为**2.600**元，若该经理以每份**0.1339**元买入了**384**张

(**1000万/2.600/10000**) 行权价为**2.600**、距离到期日还有**3个月**的平值认

沽合约作保险。

标的到期价格	标的变动百分比	股票投资组合价值 (万元)	认沽期权价值 (万元)	投资组合到期总价值 (万元)	投资组合总价值变动百分比
1.9	-26.92%	730.77	268.8	999.57	-4.93%
2	-23.08%	769.23	230.4	999.63	-4.93%
2.1	-19.23%	807.69	192	999.69	-4.92%
2.2	-15.38%	846.15	153.6	999.75	-4.91%
2.3	-11.54%	884.62	115.2	999.82	-4.91%
2.4	-7.69%	923.08	76.8	999.88	-4.90%
2.5	-3.85%	961.54	38.4	999.94	-4.90%
2.6	0.00%	1000.00	0	1000.00	-4.89%
2.7	3.85%	1038.46	0	1038.46	-1.23%
2.8	7.69%	1076.92	0	1076.92	2.43%
2.9	11.54%	1115.38	0	1115.38	6.08%
3	15.38%	1153.85	0	1153.85	9.74%

策略四：买入同投资组合等量虚值认沽期权

- 若保持保险张数不变，该经理以每份**0.0915**元买入了**384**张（**1000万**

/2.600/10000）行权价为**2.500**、距离到期日还有**3个月**的虚值认沽合约作

标的到期价格	标的变动百分比	股票投资组合价值（万元）	认沽期权价值（万元）	投资组合到期总价值（万元）	投资组合总价值变动百分比
1.9	-26.92%	730.77	230.4	961.17	-7.15%
2	-23.08%	769.23	192	961.23	-7.14%
2.1	-19.23%	807.69	153.6	961.29	-7.13%
2.2	-15.38%	846.15	115.2	961.35	-7.13%
2.3	-11.54%	884.62	76.8	961.42	-7.12%
2.4	-7.69%	923.08	38.4	961.48	-7.12%
2.5	-3.85%	961.54	0	961.54	-7.11%
2.6	0.00%	1000.00	0	1000.00	-3.39%
2.7	3.85%	1038.46	0	1038.46	0.32%
2.8	7.69%	1076.92	0	1076.92	4.04%
2.9	11.54%	1115.38	0	1115.38	7.75%
3	15.38%	1153.85	0	1153.85	11.47%

策略五：买入比投资组合多量虚值认沽期权

- 若保持保险成本不变，该经理以每份**0.0915**元买入了**560**张（**0.1339 ***

384/0.0915）行权价为**2.500**、距离到期日还有**3个月**的虚值认沽合约作保

标的到期价格	标的变动百分比	股票投资组合价值（万元）	认沽期权价值（万元）	投资组合到期总价值（万元）	投资组合总价值变动百分比
1.9	-26.92%	730.77	336	1066.77	1.46%
2	-23.08%	769.23	280	1049.23	-0.21%
2.1	-19.23%	807.69	224	1031.69	-1.88%
2.2	-15.38%	846.15	168	1014.15	-3.54%
2.3	-11.54%	884.62	112	996.62	-5.21%
2.4	-7.69%	923.08	56	979.08	-6.88%
2.5	-3.85%	961.54	0	961.54	-8.55%
2.6	0.00%	1000.00	0	1000.00	-4.89%
2.7	3.85%	1038.46	0	1038.46	-1.23%
2.8	7.69%	1076.92	0	1076.92	2.43%
2.9	11.54%	1115.38	0	1115.38	6.08%
3	15.38%	1153.85	0	1153.85	9.74%

五个保险策略收益率对比

标的到期价格	标的变动百分比	策略一百分比变动	策略二百分比变动	策略三百分比变动	策略四百分比变动	策略五百分比变动
1.9	-26.92%	1.25%	1.25%	-4.93%	-7.15%	1.46%
2	-23.08%	1.25%	1.25%	-4.93%	-7.14%	-0.21%
2.1	-19.23%	1.25%	1.25%	-4.92%	-7.13%	-1.88%
2.2	-15.38%	1.25%	1.25%	-4.91%	-7.13%	-3.54%
2.3	-11.54%	1.25%	1.25%	-4.91%	-7.12%	-5.21%
2.4	-7.69%	1.25%	1.25%	-4.90%	-7.12%	-6.88%
2.5	-3.85%	1.25%	1.25%	-4.90%	-7.11%	-8.55%
2.6	0.00%	1.25%	1.25%	-4.89%	-3.39%	-4.89%
2.7	3.85%	1.25%	1.25%	-1.23%	0.32%	-1.23%
2.8	7.69%	1.25%	1.25%	2.43%	4.04%	2.43%
2.9	11.54%	1.25%	1.25%	6.08%	7.75%	6.08%
3	15.38%	1.25%	1.25%	9.74%	11.47%	9.74%

- 策略三与策略五所花费的保险成本时相同的，区别在于策略三购买了平值合约，策略五购买了虚值合约；策略四与策略五选择了相同的虚值合约，但策略五的数量更多，因此花费的成本也更大。

五个保险策略的对比

■ 策略一~五的对比

	策略一	策略二	策略三	策略四	策略五
市场预期	长期熊市	短期熊市	长期看多、短期看空	看多，但担心“灾难”发生	市场大幅波动
成本	手续费、冲击成本	手续费	认沽权利金	认沽权利金，比策略三少	认沽权利金，与策略三相同
风险	错过市场上涨的机会	错过市场上涨的机会	最大损失4.9%左右	最大损失7.1%左右	最大损失8.5%左右
收益	恒定为无风险利息	理论上恒定	保留上行收益	灾难性保险，继续享有上涨收益	市场深度下跌时还有杠杆性收益
隐含波动率	/	/	应该在隐含波动率低时买	相对不重要	隐含波动率越低，可买进

免责声明

本资料介绍期权知识及策略应用，仅为投资者教育之目的，不构成对投资者的任何投资建议。投资者不当以该等信息取代其独立判断或仅依据该等信息做出投资决策。对于投资者依据本资料进行投资所造成的一切损失，上海证券交易所不承担任何责任。

谢 谢！