

上交所期权系列培训

上海证券交易所

第七讲

重剑式

目录

- 重剑式剑诀
- 备兑开仓使用场景
- 备兑开仓的盈亏分析与收益指标
- 备兑开仓的优缺点与要诀
- 备兑开仓的相关制度
- 买股票还是卖认沽：巴菲特的选择

目录

- 重剑式剑诀
- 备兑开仓使用场景
- 备兑开仓的盈亏分析与收益指标
- 备兑开仓的优缺点与要诀
- 备兑开仓的相关制度
- 买股票还是卖认沽：巴菲特的选择

重剑：收益增强与成本降低策略

- 备兑期权。
- 锁定买入价。



目录

- 重剑式剑诀
- 备兑开仓的使用场景
- 备兑开仓的盈亏分析与收益指标
- 备兑开仓的优缺点与要诀
- 备兑开仓的相关制度
- 买股票还是卖认沽：巴菲特的选择

使用场景一——增强持股收益

所持**ETF**,不温不火
短期也火不了...



长期**被套**,不忍割肉
短期也涨上了...



备兑开仓



✓这种情况下,你想不想
降低成本或增强收益?

使用场景二——锁定卖出价位

很多情况下，投资者为了自己的心里价位迟迟不肯出货。



“在这个价格我还不
想出货，不过，
如果这个股票再涨
几个点……”

备兑开仓

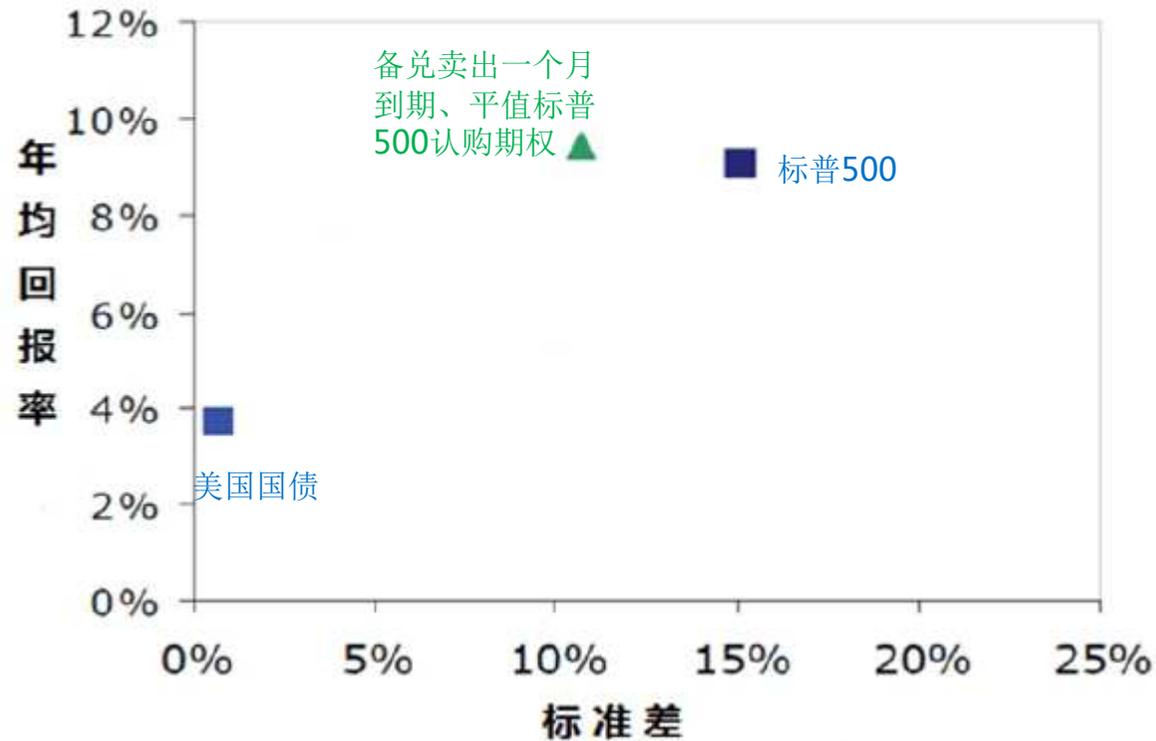
✓这种情况下,你想不想**锁定**
心中的卖出价位?

目录

- 重剑式剑诀
- 备兑开仓使用场景
- 备兑开仓的盈亏分析与收益指标
- 备兑开仓的优缺点与要诀
- 备兑开仓的相关制度
- 买股票还是卖认沽：巴菲特的选择

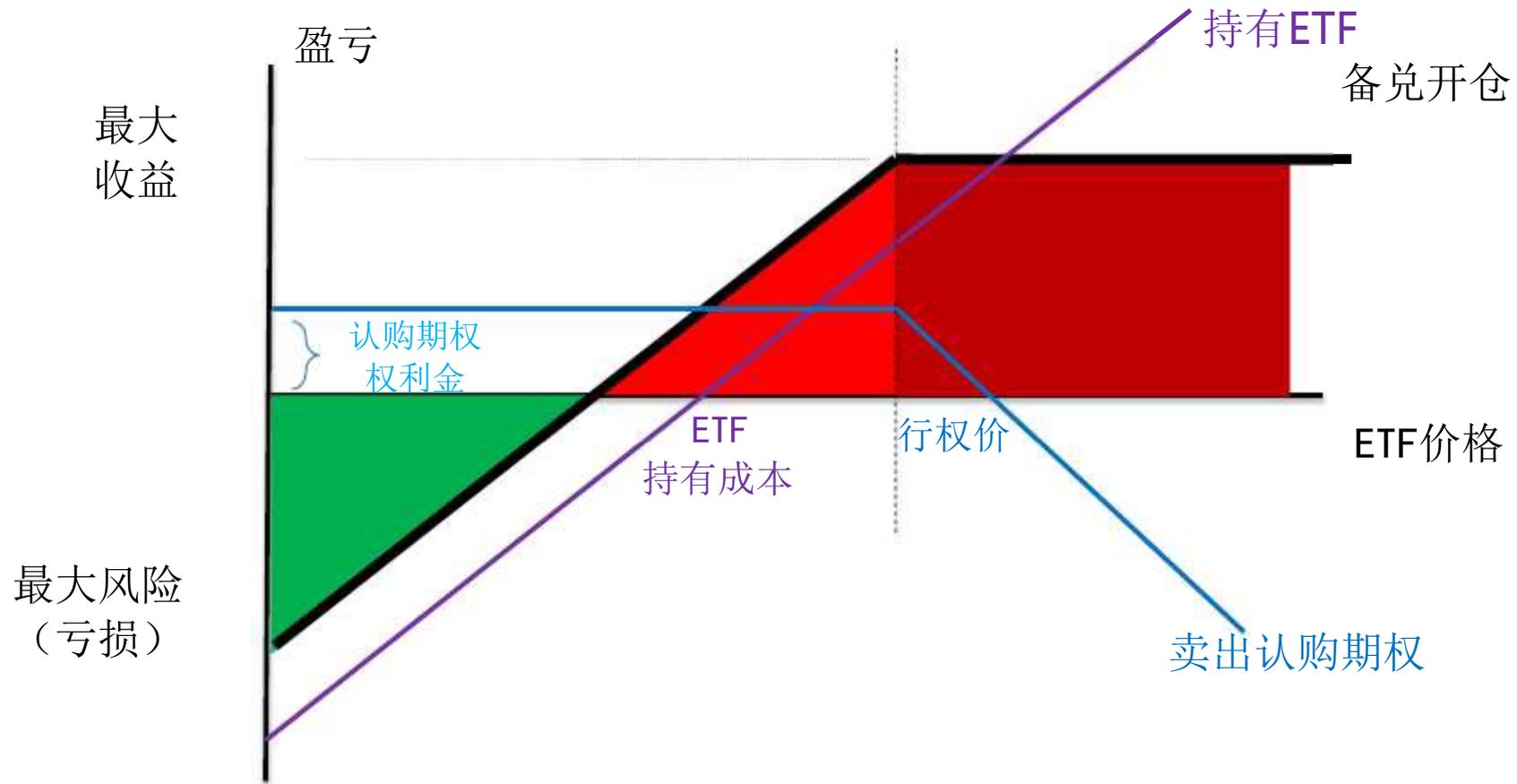
备兑开仓增强收益的效果

备兑开仓策略收益对比(1988年6月30日-2011年12月31日)



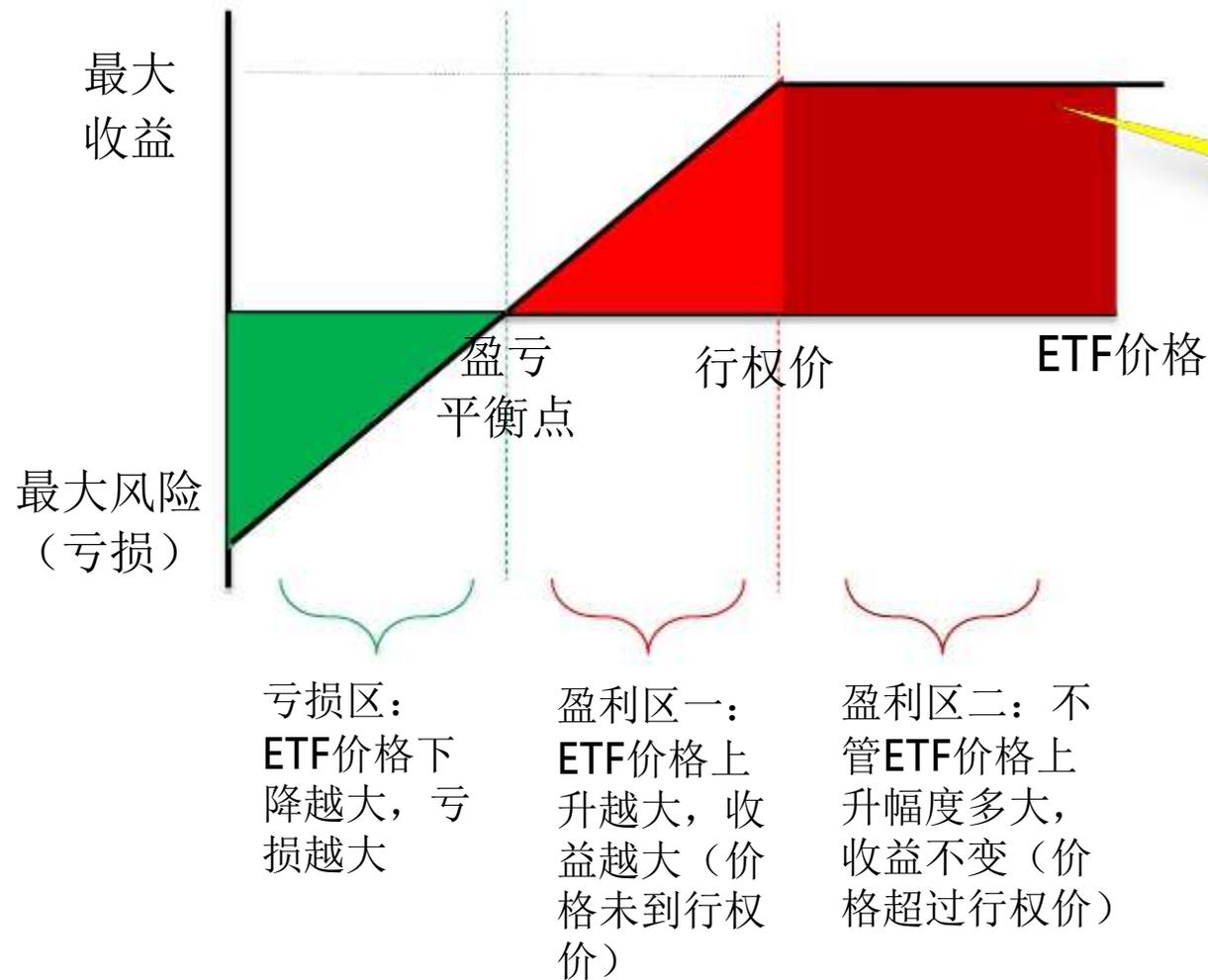
资料来源：芝加哥期权交易所

备兑开仓的收益与风险



- **最大亏损：** ETF的持有成本-收取的认购期权权利金
- **最大收益：** 收取的认购期权权利金+认购期权行权价-ETF的持有成本

备兑开仓的收益与风险



为什么标的证券价格超过行权价以后，收益封顶？

到期日，所卖出的认购期权处于**实值**状态。备兑开仓的投资者将被指派行权，即**期权买方将以行权价买走标的证券**。

备兑开仓的收益指标

（一）静态回报率

- 所谓静态回报率，是指假设在期权到期日时股票的价格没有发生变化，整个组合的收益率。具体等于**收入/净成本（非年化）**
- 假设王先生以每股**14元**的成本购买了上汽集团，行权价为**15元**的上汽集团近月认购期权权利金为**0.81元**，于是王先生的净成本= $14-0.81=13.19$ 元。
- 若到期日股价不发生变动，则王先生的收入即为权利金**0.81元**（假如期权存续期间没有股利）。
- 因此，王先生备兑开仓的静态回报率是 $0.81/13.19=6.14\%$ 。

备兑开仓的收益指标

（二）或有行权回报率

- 第二个标准的基准指标是或有行权回报率。所谓或有行权回报率，是指假设到期日股价达到或者超过了卖出的认购期权的行权价，并且股票被指派以行权价卖出，整个组合的收益率。具体等于 **（权利金收入+股票价差收入）/净成本（非年化）**
- 在这种情况下，权利金收入跟前述一样是**0.81**元，股票价差收入是行权价与股票购买价格之差，即为**1元（15元-14元=1元）**；净成本与静态回报一样都是**13.19**元。
- 因此，王先生备兑卖出认购期权的或有行权回报率是 **$1.81/13.19=13.72\%$** 。

备兑开仓的收益指标

（三）指标说明

- 静态和或有行权收益率的计算并不是绝对收益的测量，他们只是
一些客观的计算，能够帮助投资者比较不同的备兑开仓策略。
- 这里列出静态和或有行权收益率，并不意味着投资者进行备兑开
仓策略时，一定能够获得这么诱人的收益率。如果股价并没有出
现投资者原先预期的小幅上涨，而是出现下跌，投资者也将面临
亏损。

目录

- 重剑式剑诀
- 备兑开仓的使用场景
- 备兑开仓的盈亏分析与收益指标
- 备兑开仓的优缺点与要诀
- 备兑开仓的相关制度
- 买股票还是卖认沽：巴菲特的选择

备兑开仓的优缺点

优点



- 定期（如每月）获得收入
- 比直接拥有**ETF**风险更低
- 该策略使用现券担保，不需额外缴纳现金保证金，因此通常情况下无须每日盯市，无强平风险。

缺点

- **ETF**价格持续上涨时，该策略向上收益具有上限。
- **ETF**价格持续下跌，该策略下行风险较大。



备兑开仓的使用前提：
预期未来**不涨或者小涨**。

备兑开仓的心理准备



- 拥有这只股票会让你夜不能寐吗？你认为静止回报对你持有股票承担的风险做了公平的补偿吗？
- 你对这只股票的预测是不是中性或小幅看多的？
- 你是不是知道在这个策略中你能获取的最多收益是或有行权收益？如果股票暴涨，你有按行权价卖出该股票的义务。
- 你对出售的价格（行权价+权利金）是否是满意的？
- 你是否知道如果股价上涨，你要在合约到期前卖出你的股票，你必须买回已经认购期权，这将会导致权利金的损失。

要诀一：选择近月平值或轻度虚值的期权合约

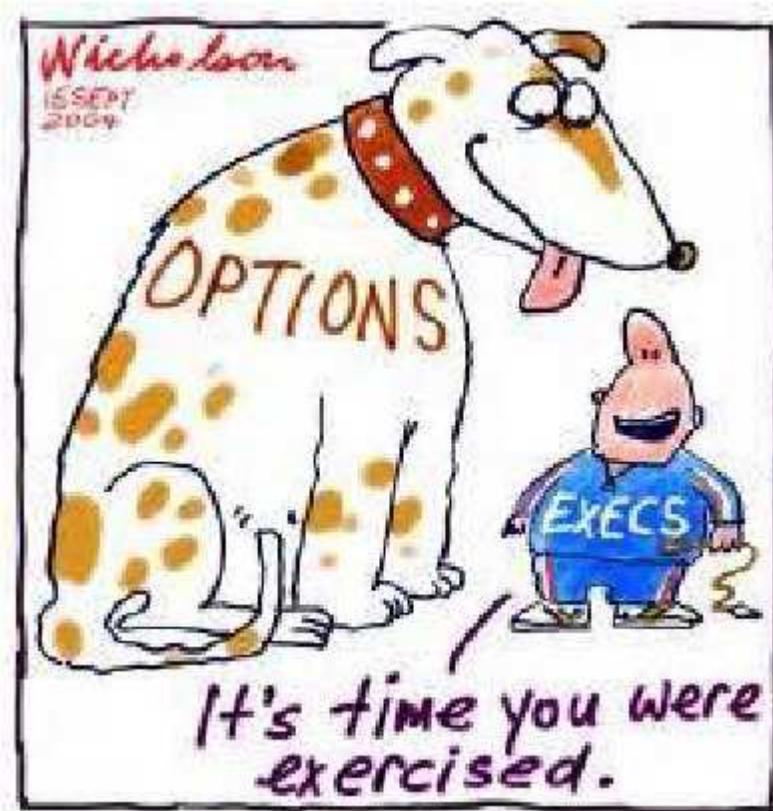
➤深度实值的期权，期权的时间价值较小，备兑收益也相对较小；深度虚值的期权的权利金则较小。

✓最好选择平值或轻度虚值的合约

➤近月合约的时间价值流逝最快。

✓选择近月合约的收益也相对较高

要诀二：积极看待“被行权”这件事



- 投资者在做备兑开仓时就要意识到自己是愿意以行权价来卖出标的。
- “高抛现货”的替代。

要诀三：及时调整

- ✓ 备兑开仓的预期前提是：不涨或小幅上涨。
- ✓ 如果市场预期变了，要及时作出调整！

如果**ETF**价格升至行权价以上，且预期仍将上涨？

如果**ETF**价格快速下跌，且预期仍将下跌？



预期变了,怎么办?

如果**ETF**价格升至行权价以上，且预期仍将上涨？



缺点

- ETF价格持续上涨时，该策略向上收益具有上限

- 建议一：了结头寸，即了结原有的认购期权，备兑平仓，继续持有**ETF**。
- 建议二：向上转仓，即备兑平仓后卖出更高行权价的认购期权。
- 建议三：转换策略，即根据调整后市场预期，选择新的策略。

向上转仓案例分析

张女士是一名工程师，平时比较关心上汽集团的走势，经过一段时间的观察，她认为上汽集团将会小幅上涨，但涨幅不会很大，因此她在3月27日对上汽集团进行了备兑开仓。当时，上汽集团股价12.8元，张女士认为如果涨到14元，她就愿意卖出，因此，她对上汽集团进行了备兑开仓，买入了5000股股票，同时以1元/股的价格卖出了一张6月到期行权价为14元的认购期权。

过了几天，上汽集团股价受到提振，涨到了14.1元，这超出了张女士的预期。这时张女士认为上汽集团预期发生了变化，认为股价应该能涨到16元以上。同时，6月到期行权价为14元的认购期权涨到了2元，也间接地印证了她的判断。她觉得应该做些调整，以提升之前备兑开仓策略的盈利潜力。

因此，张女士以2元/股的价格对原来卖出的6月到期行权价为14元的认购期权进行了平仓。与此同时，以1.1元/股的价格卖出了6月到期行权价为16元的认购期权，通过这种操作实现了向上转仓。

向上转仓调整前后比较

	调整前 备兑开仓	调整后 备兑开仓	调整对投资者的意义
盈亏平衡点	11.8	12.7	表明对股价下行的保护能力变弱
卖出价格（或有行权）	14	16	表明被指派行权从而卖出股票的股票价位提升
最大盈利潜力	2.2	3.3	表明最大盈利潜力提升
当到期目标的证券上涨至16元，策略的总收益	2.2	3.3	
当到期目标的证券价格为14元，策略总收益	2.2	1.3	
当到期目标的证券下跌至12元，策略总收益	0.2	-0.7	

预期变了,怎么办?

➤建议一：向下转仓，即备兑平仓后卖出更低行权价的认购期权。

➤建议二：转换策略，即根据调整后市场预期，选择新的策略。



如果**ETF**价格快速下跌，且预期仍将下跌？

缺点

- ETF价格持续下跌，该策略下行风险较大。

向下转仓案例分析

王先生是一名销售经理，平时比较关心50ETF的走势，经过一段时间的观察，他认为50ETF将会小幅上涨，但涨幅不会很大，因此她在2月20日对50ETF进行了备兑开仓，当时王先生以1.53元的价格买入10000份50ETF，并以0.07元/份的价格卖出6月到期行权价为1.6元的认购期权。

过了一段时间，市场发生了一些调整，到4月3日的时候，50ETF的价格为1.46元。王先生有点懊恼，因为这时这一策略非但没有出现收益，而且已经接近亏损。经过进一步的分析，他认为后期50ETF不太可能反弹，价格可能会在1.5元左右徘徊。与此同时，6月到期行权价为1.6元的认购期权价格也出现下降，目前仅为0.03元/份，也间接印证了王先生对50ETF走势的判断。王先生认为，基于他目前的最新判断，他应该对原有的备兑开仓进行适当调整。

因此，王先生决定，以0.03元/份对行权价为1.6元的认购期权进行平仓，同时以0.06元/份的价格卖出行权价为1.5元的认购期权。这就完成了向下转仓的操作。

向下转仓调整前后比较

	调整前 备兑开仓	调整后 备兑开仓	调整对投资者的意义
盈亏平衡点	1.46	1.43	表明对股价下行的保护能力变强
卖出价格（或有行权）	1.6	1.5	表明被指派行权从而卖出股票的股票价位降低
最大盈利潜力	0.14	0.07	表明最大盈利潜力下降
如果到期日ETF每份为1.4元，策略的总收益	-0.06	-0.03	
如果到期日ETF每份为1.5元，策略的总收益	0.04	0.07	
如果到期日ETF每份为1.6元，策略的总收益	0.14	0.07	

目录

- 重剑式剑诀
- 备兑开仓的使用场景
- 备兑开仓的盈亏分析与收益指标
- 备兑开仓的优缺点与要诀
- 备兑开仓的相关制度
- 买股票还是卖认沽：巴菲特的选择

备兑开仓的相关制度

1、证券锁定和证券解锁

- 投资者需申请将已持有的标的证券（含当日买入）锁定并作为备兑开仓担保物的指令。
- 锁定指令当天有效，已锁定的当日未用于备兑开仓的，交易结束后，自动解锁。

2、合约调整对备兑开仓的影响

- 合约调整通常会导致合约单位增加，投资者需按照新的合约单位补足标的证券数量。
- 如果未在规定时间内补足或自行平仓，将导致投资者被强行平仓。

目录

- 重剑式剑诀
- 备兑开仓的使用场景
- 备兑开仓的盈亏分析与收益指标
- 备兑开仓的优缺点与要诀
- 备兑开仓的相关制度
- 买股票还是卖认沽：巴菲特的选择

与投资者的心灵交流

“我确实喜欢这只股票，但我不想按现在的价格买，我要等它跌一些再买”



- ◆ 有时候，一只股票看上去很有吸引力，但现有的价格不尽人意。
- ◆ 可当你在等待一只股票价格回调后再买的时候，却可能在等待过程中白白失去了机会收益。

那么面对这样的情况，我们来看看投资大师巴菲特是怎样操作的。



买股票还是卖认沽：巴菲特的选择

1993年4月



1993年12月
17日

- 巴菲特希望增持可口可乐，但此时可口可乐的市价是40美元左右
- 巴菲特以1.5美元的权利金卖出500万份到期日为1993年12月17日、行权价为35美元的认沽期权



到期后，该期权为虚值期权，不会被行权，巴菲特获得1.5美元×500万份=750万美元的权利金

- 此时，该期权为实值期权，买方会要求巴菲特买入股票
- 巴菲特刚好按35美元买入500万股可口可乐股票
- 因为之前收取了每股1.5美元权利金，所以巴菲特购入可口可乐的实际成本为每股33.5美元

买股票不如 卖认沽期权



- ◆ 卖出认沽:获得收益,但承担在到期日以行权价格买入股票的义务
- ◆ 行权价格,相当于“低吸”价位
 - ✓ 股票未跌:获得权利金收入
 - ✓ 股票下跌:被指派行权,以“行权价”买入股票,扣除权利金收入,持股成本更低.

必须长期看好这只股票

卖认沽：投资经理的视角

- 一个投资经理卖认沽，首先他完全准备好接受一些交割给他的股票。卖出认沽的指派，对他而言不是错了，而是以更好的价格买进一些好的股票。
- 对于投资经理，卖认沽的两种结果他都会满意：收取权利金或接受股票的交割。
- 卖认沽给他带来的风险其实就是失去市场大涨的机会风险。

	投资经理	投机者
是否愿意买入标的	是	否
对标的走势预期	短期看空、长期看多	温和看多
风险的认识	暂时失去上涨收益	到期股价下跌至行权价以下

投资者卖出认沽前的心理准备



- 你在经济和心理上是否有能力买该股票？你有没有该股票的购买力？被行权买入该股票后会不会让你夜不能寐？
- 该股票的购买成本（行权价-权利金）是不是你心中的买入点位？
- 你是否意识到如果卖认沽后股价开始上涨，你最大收益最多为全部权利金？
- 你是否知道你被行权后依然承担着一般股票持有者的所有风险？

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！