

# 上交所期权系列培训

---

上海证券交易所

# 第八讲

# 花剑式

# 目录

- 花剑式剑诀
- 花剑式之一：牛市价差策略
- 花剑式之二：熊市价差策略
- 花剑式之三：合成股票策略
- 花剑式之四：跨式、勒式策略
- 花剑式之五：蝶式、日历策略

# 目录

- 花剑式剑诀
- 花剑式之一：牛市价差策略
- 花剑式之二：熊市价差策略
- 花剑式之三：合成股票策略
- 花剑式之四：跨式、勒式策略
- 花剑式之五：蝶式、日历策略

# 花剑式剑诀

---

牛熊价差好东西，适度涨跌可获利。  
领口策略保费低，合成股票最便宜。  
涨跌难测波动大，跨式勒式快拿下。  
股价盘整波动小，蝴蝶展翅真精巧。

10276 (0521173) www.cninfo.com.cn

18528800 (040770198) 021-201214040001/021-201214040002

# 希望大家掌握：

---

- 牛市价差策略使用场景、构成、盈亏图
- 熊市价差策略使用场景、构成、盈亏图
- 合成股票多头/空头策略使用场景、构成、盈亏图
- 跨式、勒式策略使用场景、构成、盈亏图
- 什么是蝶式策略



# 目录

- 花剑式剑诀
- 花剑式之一：牛市价差策略
- 花剑式之二：熊市价差策略
- 花剑式之三：合成股票策略
- 花剑式之四：跨式、勒式策略
- 花剑式之五：蝶式价差策略

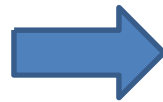


# 牛市价差的使用场景



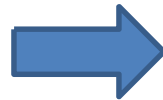
- 2014年11月20日至12月8日，沪指涨幅超过25%，在经历了12月9日的单日长阴后，沪指再度企稳攀升，此时你是下面的哪一种投资者？

仍激进看涨



直接买入认购期权

温和看涨



牛市价差策略



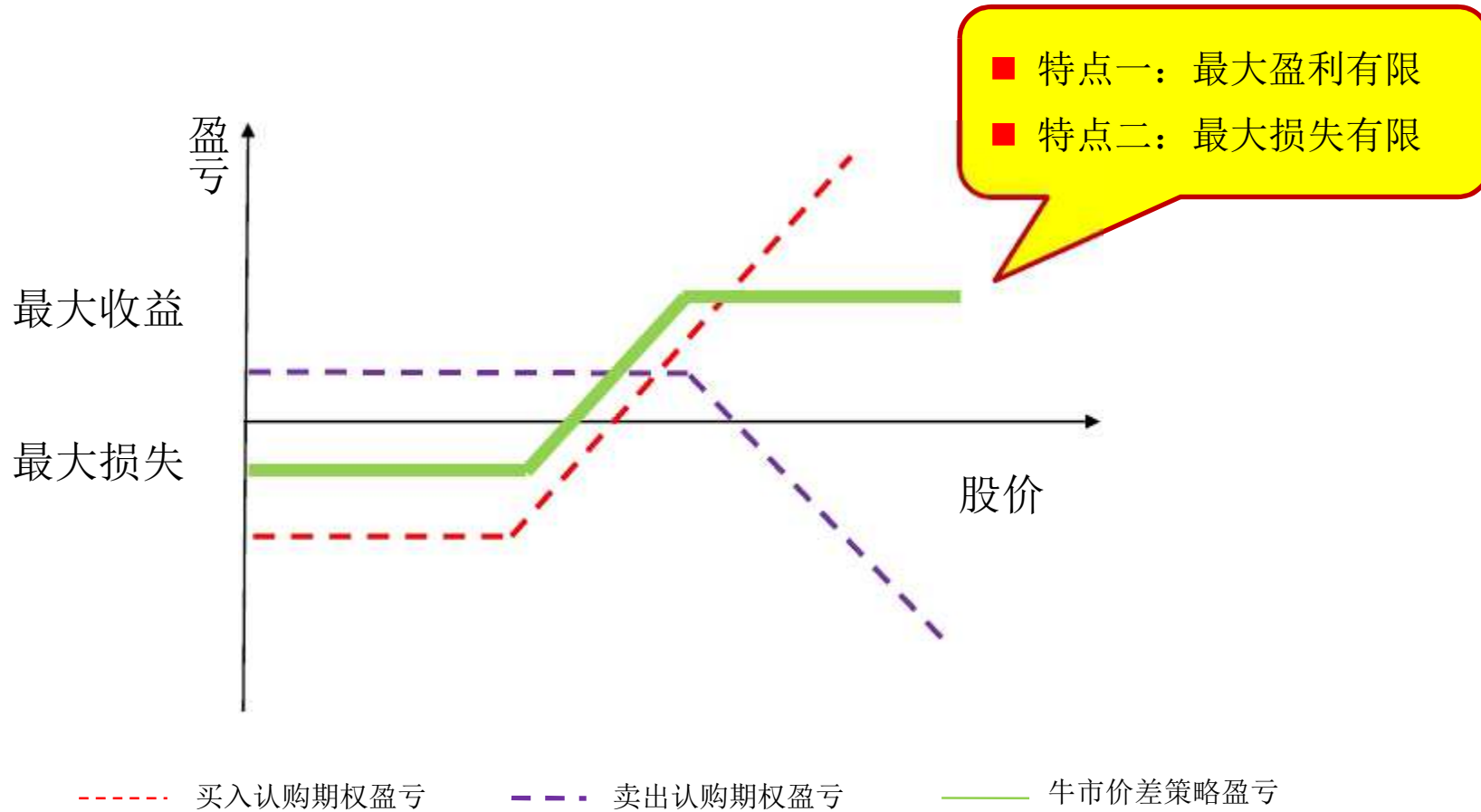
## 牛市价差的构成

- 牛市价差策略，是指投资者**买入较低行权价**的**认购**期权、同时**卖出相同数量较高行权价**的**同月认购**期权。

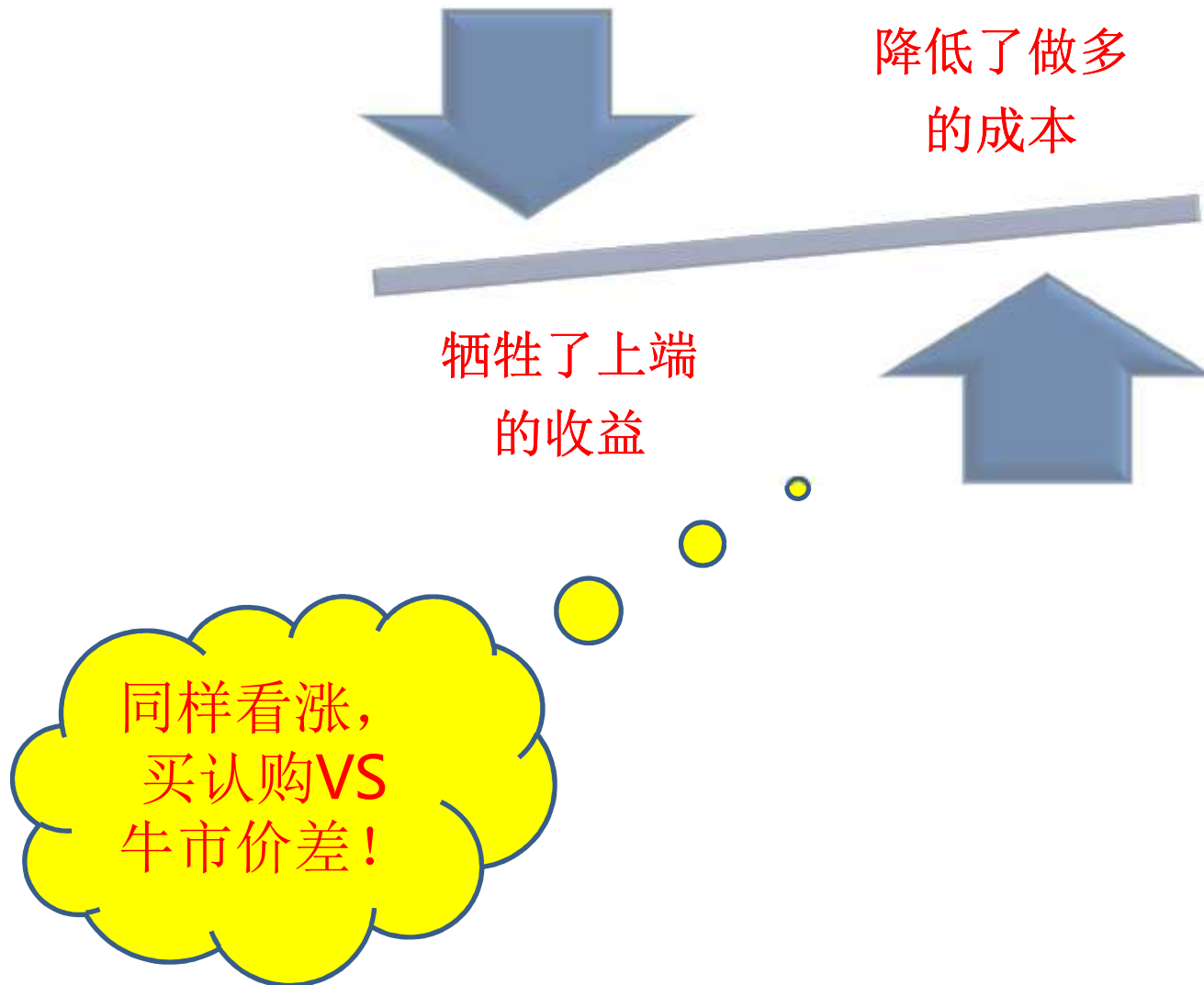


简单口诀：买低卖高！

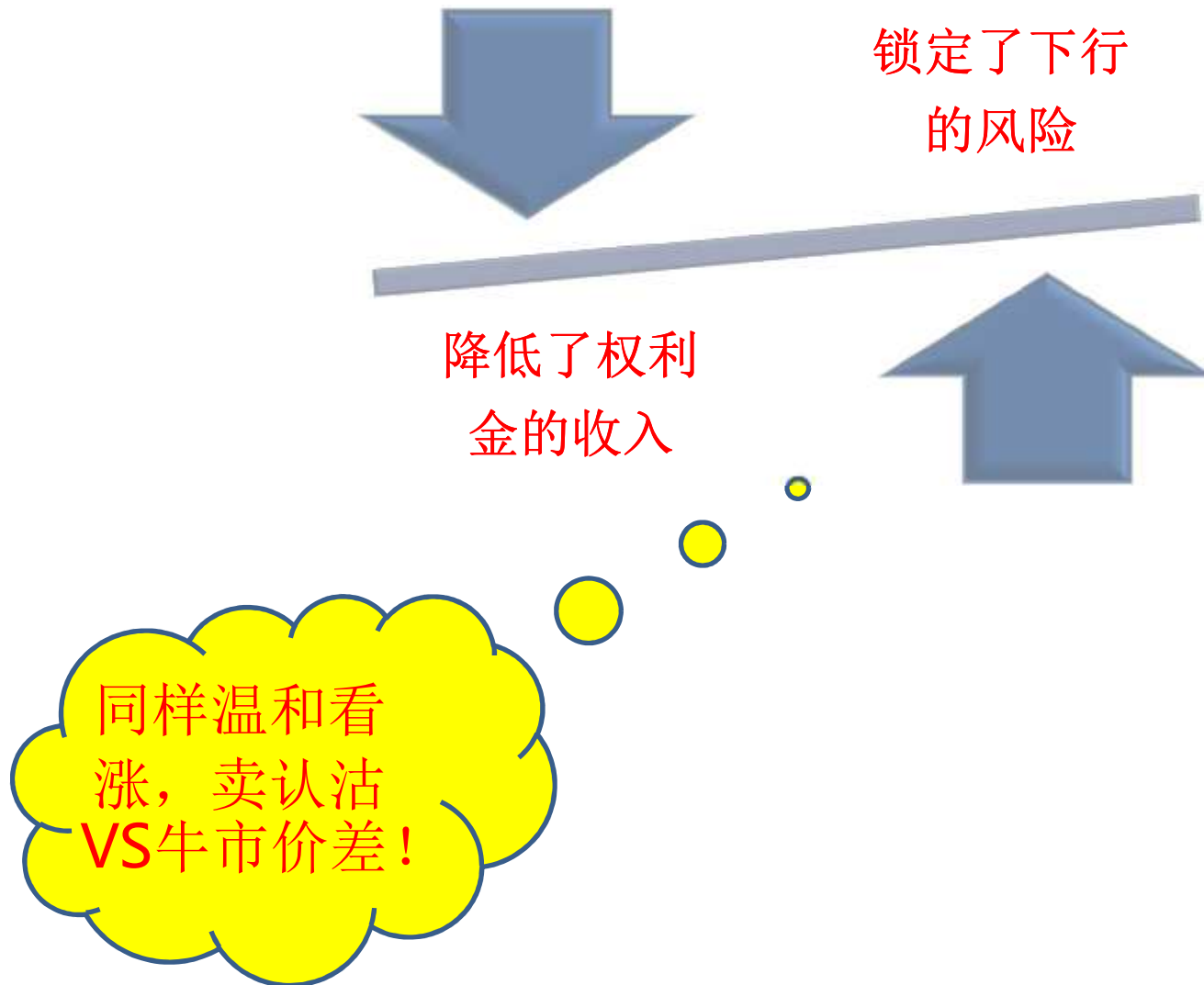
# 牛市价差的盈亏图



# 牛市价差的盈亏图



# 牛市价差的盈亏图



## 牛市价差案例分析

■ 例如：某机构温和看涨50ETF的走势，基于这一市场预期，该机构于期权上市首日2月9日早盘建立了牛市价差组合，当时的50ETF现价为2.360元。



期权合约	买价（元/股）	卖价（元/股）
50ETF购3月2350	0.1045	0.1062
50ETF购3月2400	0.0827	0.0851

## 牛市价差案例分析

- 盈亏分析（如果以市价委托买入开仓10张“50ETF购3月2350”，卖出开仓10张“50ETF购3月2400”）：



- 开仓时成本（不考虑交易成本）= 买入开仓的成本-卖出开仓的收入  
=（“50ETF购3月2350”的卖价-“50ETF购3月2400”的买价-）× 合约单位×张数  
=（0.1062-0.0827）× 10000 × 10 = 2350元。

## 牛市价差案例分析

- 了结头寸方式一：提前平仓。2月27日，50ETF以2.438元收盘，若该机构于3月2日盘中以市价委托的方式卖出平仓10张“50ETF购3月2350”，买入平仓仓10张“50ETF购3月2400”。

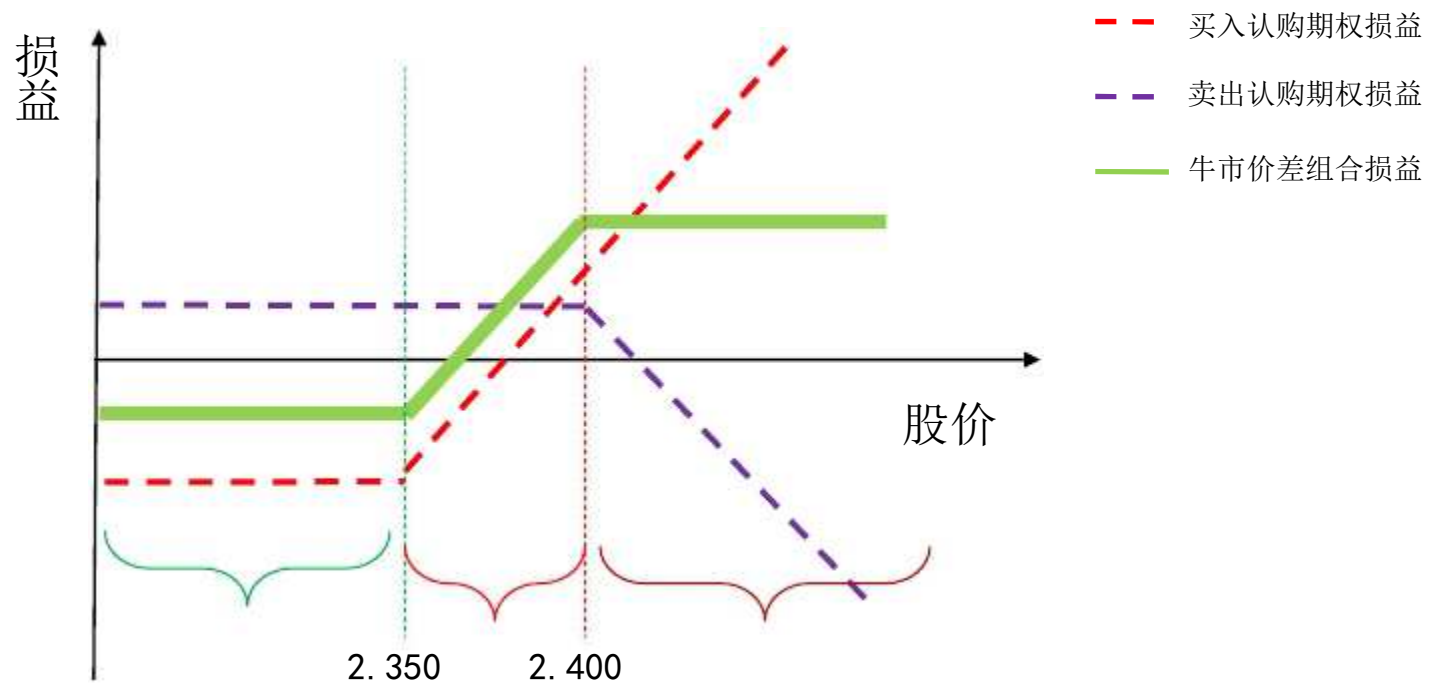
期权合约	买价（元/股）	卖价（元/股）
50ETF购3月2350	0.1228	0.1246
50ETF购3月2400	0.0903	0.0918

- 平仓时收入  
=（“50ETF购3月2350”的买价-“50ETF购3月2400”的卖价）× 合约单位×张数  
=（0.1228-0.0918）× 10000 × 10=3100元。
- 净盈利=平仓时收入-开仓时成本=3100-2350=750元。（不考虑交易成本）



# 牛市价差的案例分析

## ■ 了结头寸方式二：持有到期。



**恒定亏损区：**  
当股价到期  
低于2.350，  
则损失锁定

**变化损益区：**  
当股价到期  
介于2.350与  
2.400，则收  
益随股价增  
加而增加

**恒定盈利区：**  
当股价到期  
高于2.400，  
则收益锁定

# 牛市价差小贴士



- 牛市价差策略涉及一份权利仓与一份义务仓,目前该义务仓头寸需要投资者缴纳一定的保证金,今后推出组合保证金后投资者无需再增加额外的资金占用。



- 牛市价差策略既可以用两份认购期权来构成,也可以用两份认沽期权来构成。操作上,也是“买低卖高”,即买入较低行权价的认沽期权,同时卖出较高行权价的同月认沽期权。所不同的是,牛市认购价差策略是开仓时支付净权利金,平仓时净收入;而牛市认沽价差策略是开仓是获得净权利金收入,平仓时净支出。



# 牛市价差小贴士



- 当市场因定价不合理，出现较低行权价的认购期权卖价低于较高行权价认购期权买价（即价格与行权价发生倒挂时），且能覆盖交易成本时，建立牛市价差策略便构成了一个无风险套利策略。



- 由于牛市价差组合中两腿成交相距时间不宜过长。若投资者操作时义务仓一腿先成交，而另一腿未成交时，可及时以稍差的价位成交另一腿，以避免风险敞口的暴露。



# 股票修补策略

- 有时候，投资者只想“保本出局”。虽然最初是想要在投资上获利，但现在的目标却转为只要不亏损就可以。

“我真的不想再要任何额外的收入，  
只要让我跳出这个陷阱就行了”



- ✓ 方法一：等待价格涨回去
- ✓ 方法二：再买股票降低平均成本
- ✓ 方法三：是采用股票修补策略

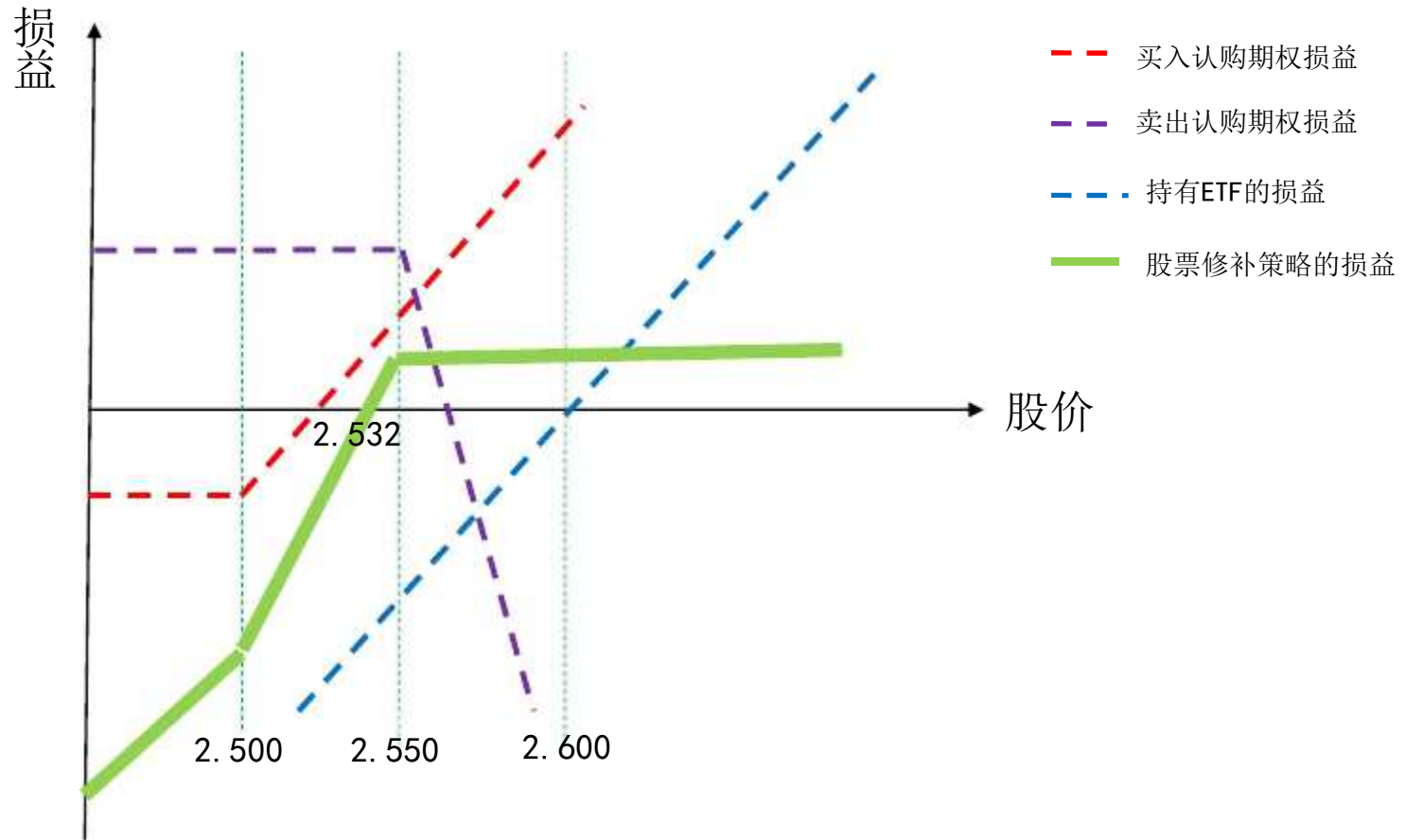
## 股票修补策略的构成

■ 例如：投资者潘先生两周前以2.600元的价格买入了10000份50ETF，可两周后50ETF已经下跌至2.500，此时他采取了“股票修补策略”：即买入一张行权价2.500的近月认购期权，卖出两张行权价为2.550的近月认购期权，获得净权利金收入180元。



股票修补策略=备兑开仓+牛市价差

# 股票修补策略的盈亏



✓ 股票修补策略：把保本价从2.6降至2.532

## 股票修补策略的盈亏

到期  
股价  
情况

股价 < 2.500

- 认购期权全部到期失效，股票持仓成本降低至每股2.582元。

股价 > 2.500，  
但 < 2.550

- 认购期权权利仓可以行权获利，ETF的保本价变为2.532元，比原来的2.600降低了0.068元。

股价 > 2.550

- 认购权利仓行权，义务仓被行权，获得恒定的净权利金收入。

✓ 股票修补策略：把保本价从2.6降至2.532



# 股票修补策略的心理准备

- 建立该组合前，你需要问一下自己：
  - ✓ 你是否理解如果股票持续下跌，股票修补策略对你没有帮助（但不会危害你）？
  - ✓ 你对“保本出局”是否满意？最好的情况仅仅是把你的钱拿回来。
  - ✓ 修补策略不存在许诺：为了使你达到收支平衡，股票将必须上涨到较高行权价之上。如果它做不到，你可能把你的部分钱拿回来，但是没有保本的保证。

股市是人性弱点的检阅场。  
莫忘初心，就不会失望！



# 目录

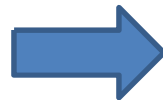
- 花剑式剑诀
- 花剑式之一：牛市价差策略
- 花剑式之二：熊市价差策略
- 花剑式之三：合成股票策略
- 花剑式之四：跨式、勒式策略
- 花剑式之五：蝶式、日历价差策略

## 熊市价差的使用场景



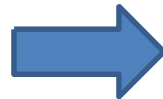
- 2014年年初，市场重心不断下移，沪指在1月的跌幅达到了6.11%，此时如果你是一个继续的看空后市的投资者，你会怎么做呢？

仍大幅看跌



直接买入认沽期权

温和看跌



熊市价差策略

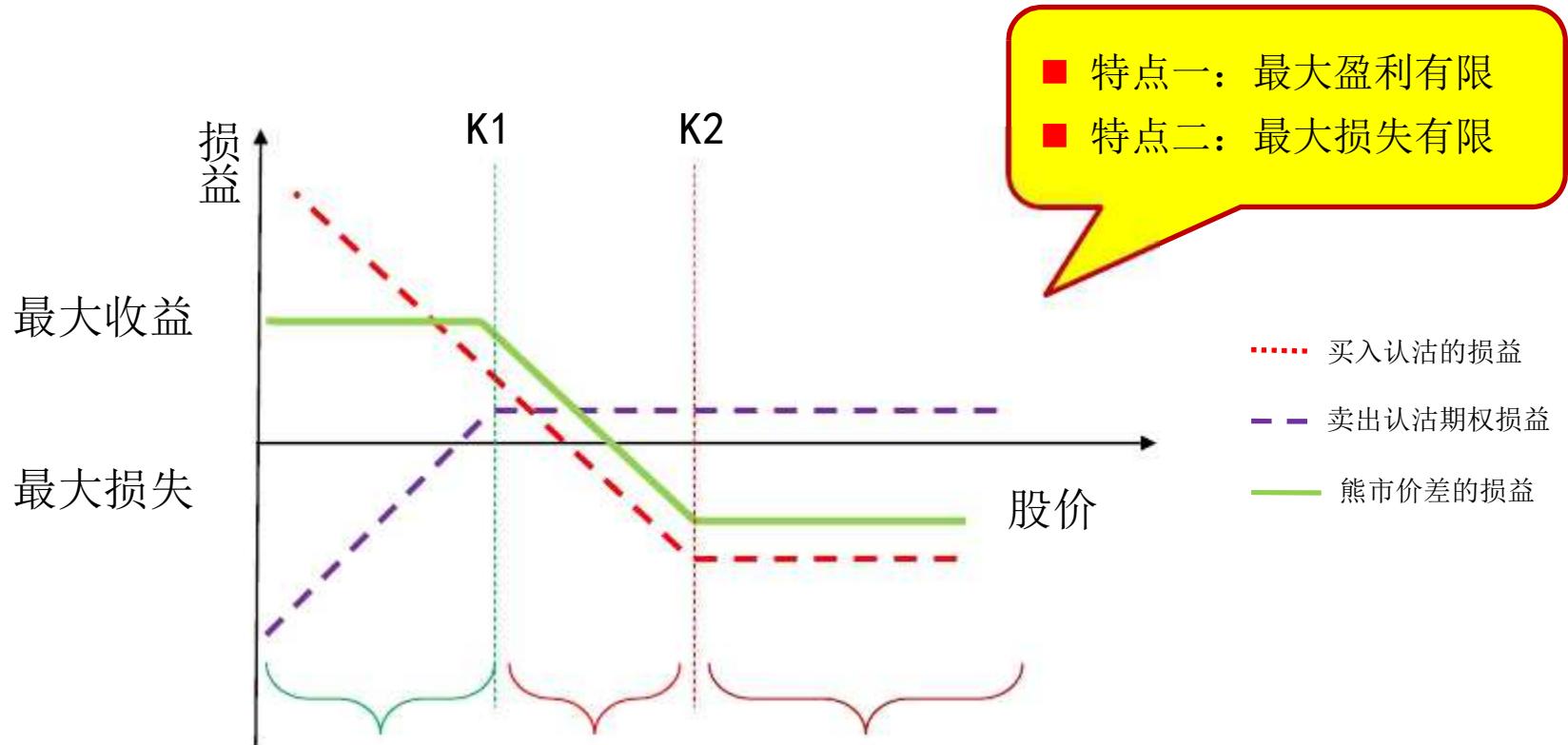
## 熊市价差的构成

- 熊市价差策略，是指投资者**买入较高行权价**的**认沽期权**、同时**卖出相同数量较低行权价**的**同月认沽期权**。



简单口诀：买高卖低！

# 熊市价差的盈亏图



**恒定盈利区：**  
当股价到期  
低于较低行  
权价K1时，  
则损失盈利

**变化损益区：**  
当股价到期  
介于K1与K2  
时，则收益  
随股价增加  
而减少

**恒定损失区：**  
当股价到期  
高于较高行  
权价K2时，  
则损失锁定

# 熊市价差小贴士



- 熊市价差策略涉及一份权利仓与一份义务仓,目前该义务仓头寸需要投资者缴纳一定的保证金,未来推出组合保证金后,投资者将不必再占用额外的资金。



- 熊市价差策略既可以用两份认沽期权来构成,也可以用两份认购期权来构成。操作上,也是“买高卖低”,即买入较高行权价的认购期权,同时卖出较低行权价的同月认购期权。所不同的是,熊市认沽价差策略是开仓时支付净权利金,平仓时净收入;而熊市认购价差策略是开仓是获得净权利金收入,平仓时净支出。



## 熊市价差小贴士



- 当市场因定价不合理，出现较高行权价的认沽期权卖价低于较低行权价认沽期权买价（即价格与行权价发生倒挂时），且能覆盖交易成本时，建立熊市价差策略便构成了一个无风险套利策略。



- 熊市价差组合中两腿成交相距时间不宜过长。若投资者操作时义务仓一腿先成交，而另一腿未成交时，可及时以稍差的价位成交另一腿，以避免风险敞口的暴露。





# 目录

- 花剑式剑诀
- 花剑式之一：牛市价差策略
- 花剑式之二：熊市价差策略
- 花剑式之三：合成股票策略
- 花剑式之四：跨式、勒式策略
- 花剑式之五：蝶式、日历价差策略

## 合成股票多头的动机

- 假设目前**50ETF**的每股为**2.500**元。



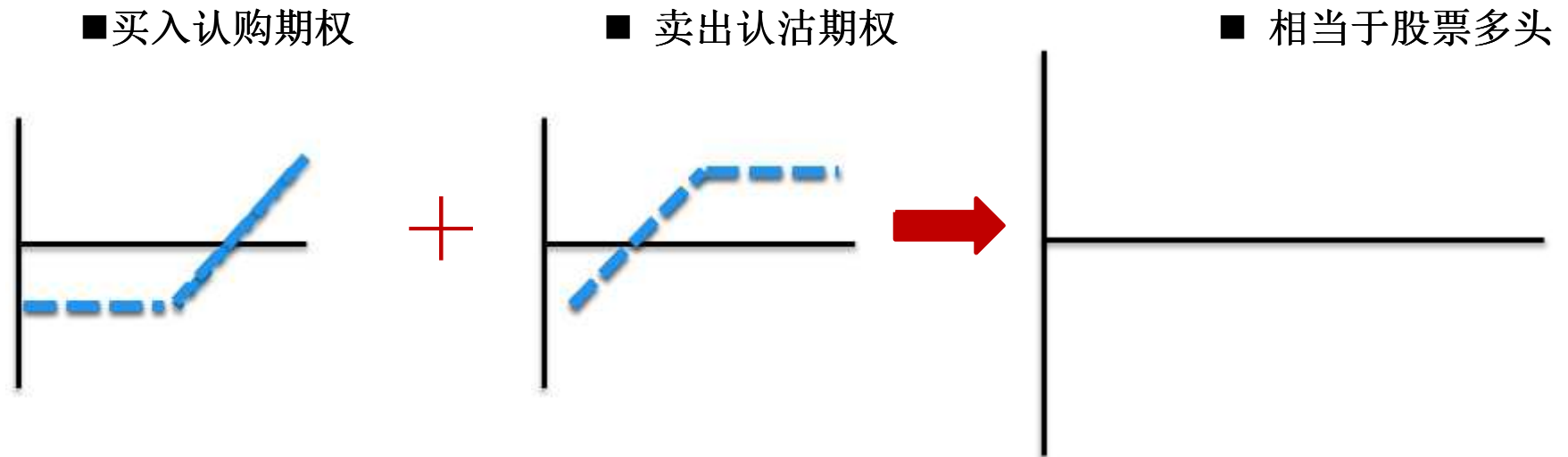
- 看多后市，想买入**10万50ETF**，可需要**25万元**的成本怎么办？

✓ 有没有一种办法，能让我降低做多成本，提高资金使用效率？



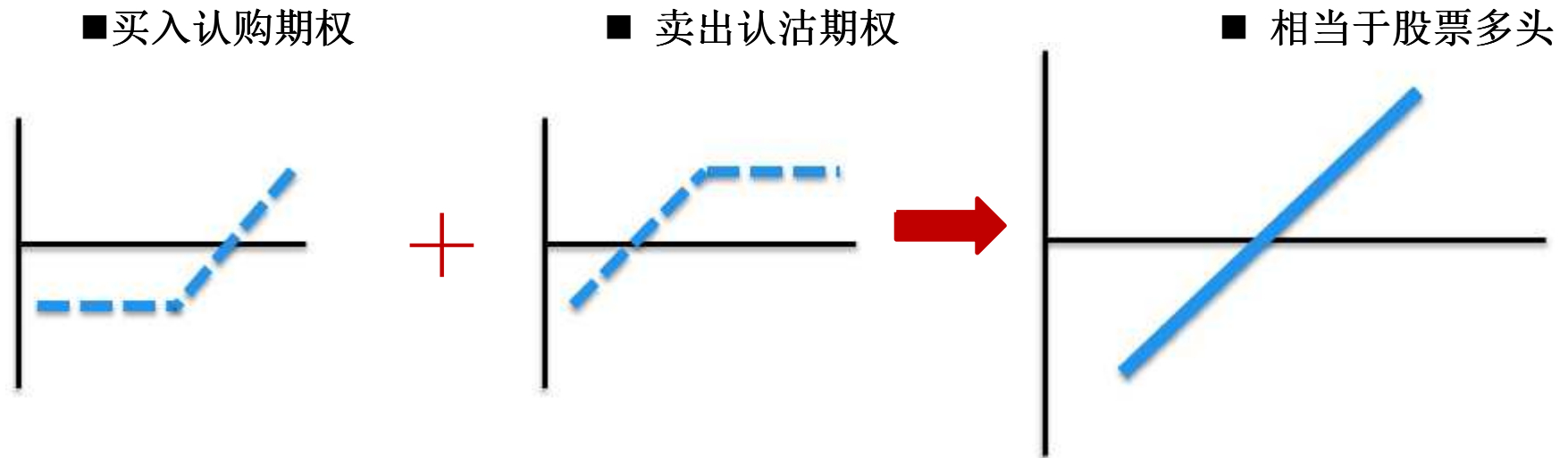
## 合成股票多头的盈亏图

- 合成股票多头，实现低成本做多后市。



# 合成股票多头的盈亏图

- 合成股票多头，实现低成本做多后市。



- 优势：总成本=卖出认沽保证金成本+买入认购的权利金成本-卖出认沽的权利金收入，远低于直接买入的成本。

## 合成股票多头案例分析

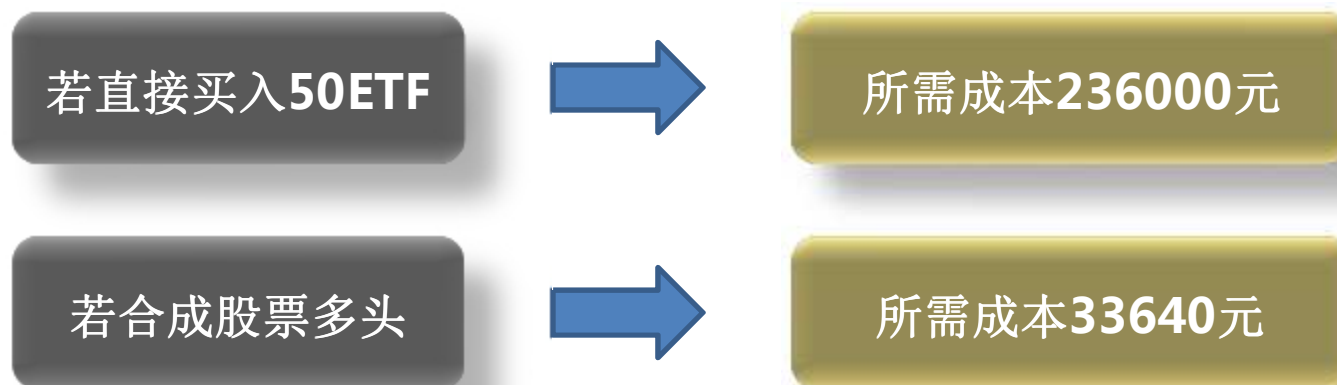
- 例如：投资者刘女士长期看好50ETF的走势，欲买入10万份50ETF。当时50ETF股价为2.360元/股，基于这一市场预期，刘女士于3月3日午盘建立了合成股票多头。



期权合约	买价（元/股）	卖价（元/股）
50ETF购3月2350	0.0755	0.0764
50ETF沽3月2350	0.0530	0.0535

## 合成股票多头案例分析

- 成本对比（标的的前收盘价**2.441**，认沽前结算价**0.0301**）



- 若直接买入10万份50ETF，则初始成本为 $2.360 \times 100000 = 236000$ 元
- 若合成股票多头，所需成本=卖出开仓保证金-卖出认沽的权利金收入+买入认购的权利金支出= $31300 - 5300 + 7640 = 33640$ 元。
- 合成股票策略所需成本仅为直接买入的14.25%，共节省202360元的资金，在确保保证金足额的前提下，刘女士可把剩余的资金作再投资获取收益。

## 合成股票空头的动机



- 看空后市，想融券卖出**10万50ETF**，可融券成本过高让我望而却步？

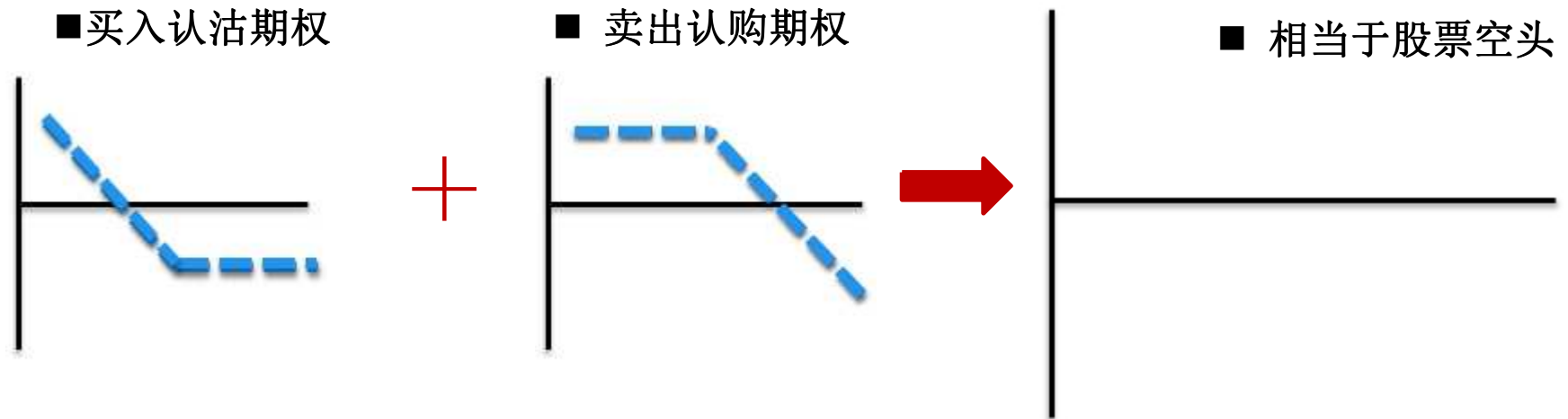
✓ 有没有一种办法，能让我**复制股票空头**，降低做空成本？





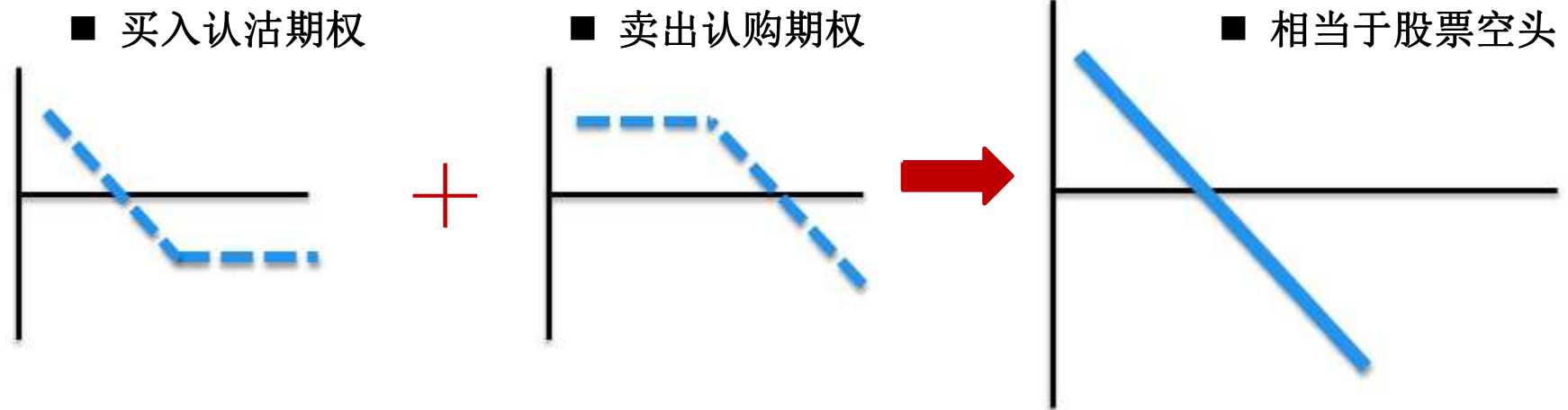
# 合成股票空头盈亏图

■例：合成股票空头



# 合成股票空头盈亏图

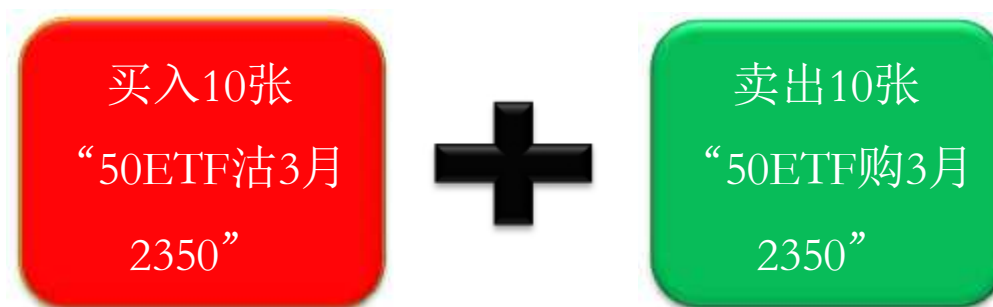
■例：合成股票空头，对冲股票多头风险。



■ 优势：一是在某些标的既不是融券标的，也不是期货标的时，这一合成头寸相当与做空了该标的；二是总成本=卖出认购的保证金成本+买入认沽的权利金成本-卖出认购的权利金收入，远低于融券成本（融券利息成本）。

## 合成股票空头案例分析

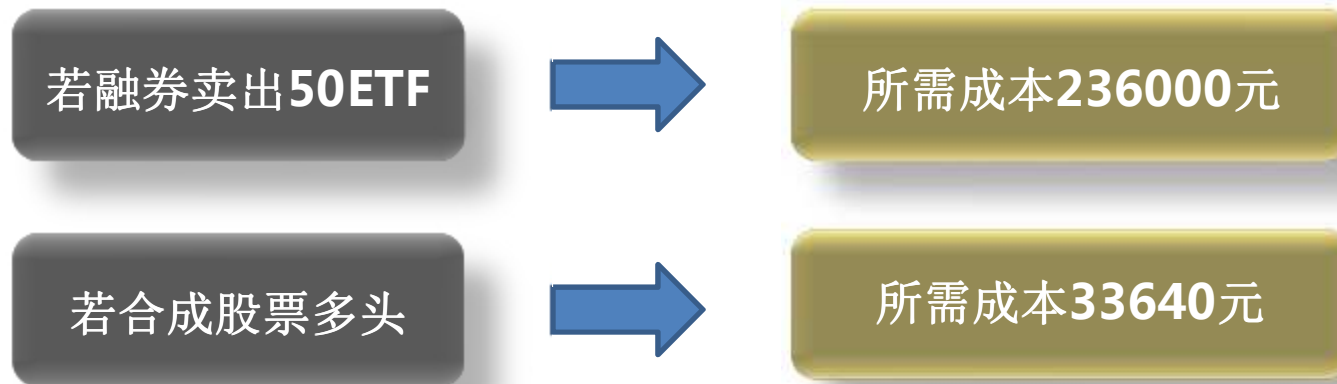
■ 例如：投资者丁先生短期看空50ETF的走势，欲做空10万份50ETF。  
当时50ETF股价为2.340元/股，基于这一市场预期，丁先生于3月4日早盘建立了合成股票空头。



期权合约	买价（元/股）	卖价（元/股）
50ETF购3月2350	0.0476	0.0488
50ETF沽3月2350	0.0623	0.0627

# 合成股票空头案例分析

- 成本对比（标的的前收盘价**2.362**，认购前结算价**0.0686**，融券保证金比例**50%**，融券费率**8%**）



- 若融券卖出10万份50ETF，1个月后还券，则所需成本=融券保证金成本+融券费用成本  
 $=2.340 \times 100000 \times 50\% + 2.340 \times 100000 \times 8\% / 12 = 118560$ 元
- 若合成股票空头，所需成本=卖出开仓保证金-卖出认沽的权利金收入+买入认购的权利金支出= $34204 - 4760 + 6270 = 35714$ 元。
- 合成股票空头策略所需成本仅为融券卖出的30.12%。

# 合成股票的延伸套利策略

---

- 当合成的股票空头（多头）与股票多头（空头）的总盈亏始终大于**0**，且能覆盖交易成本时，就构成了**无风险套利**策略，这就是**期权平价套利**。
- 当合成股票多头与合成股票空头的总盈亏始终大于**0**，且能覆盖交易成本时，就构成了**无风险套利**策略，这就是**期权箱体套利**。

# 合成股票策略小贴士

- 合成股票策略具有三大优势：  
复制资产功能、现金替代功能、套利功能
- 相比于“直接买入股票”，“合成股票多头”能满足投资者杠杆性做多的需求。相比于“买入认购期权”，“合成股票多头”降低了权利金的成本，但承担了更大的下行风险。
- 未来如果可用证券替代现金保证金，那么“合成股票策略”的资金成本将更低，杠杆性将更强。



# 目录

- 花剑式剑诀
- 花剑式之一：牛市价差策略
- 花剑式之二：熊市价差策略
- 花剑式之三：合成股票策略
- 花剑式之四：跨式、勒式策略
- 花剑式之五：蝶式、日历策略

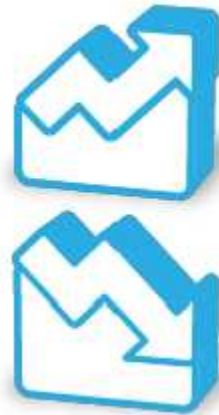
# 期权策略的多样性

股票



通常只能做多，  
上涨才能获取收益

期货



除了做多还能做空，  
上涨下跌都能获取  
收益

期权



除了做多、做空，还能运用  
组合策略，即使**不涨不跌**或  
**大涨大跌**也有可能获取收益



## 跨式、勒式的使用场景

■ 跨式（勒式）策略分为买入跨式（勒式）；卖出跨式（勒式）

买入跨式（勒式）



大幅震荡的后市  
（做多波动率）

卖出跨式（勒式）



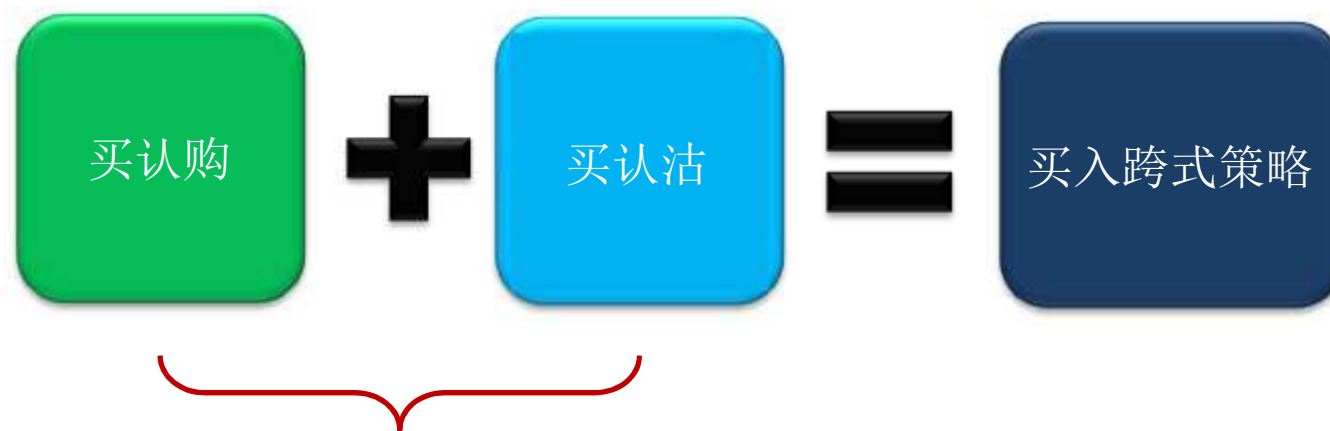
小幅盘整的后市  
（做空波动率）



大幅震荡买跨式，小幅盘整卖跨式

## 跨式策略的构成

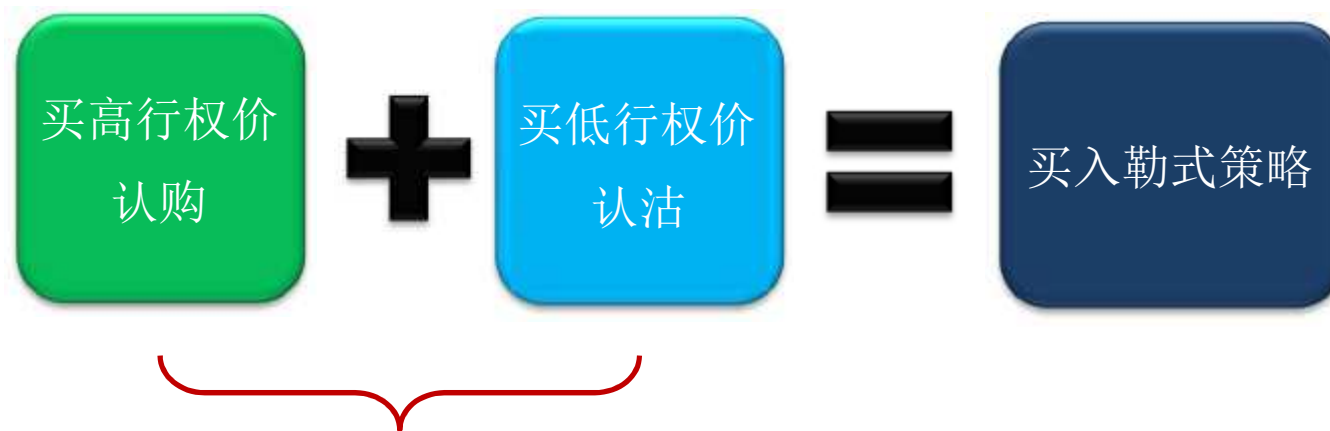
- 买入跨式策略，是指**买入相同数量、相同行权价**的同月**认购和认沽**期权



**三相同：**数量相同、行权价相同、到期日相同

## 勒式策略的构成

- 买入勒式策略，是指**买入相同数量、低行权价的认沽**期权，同时买入**高行权价的认购**期权

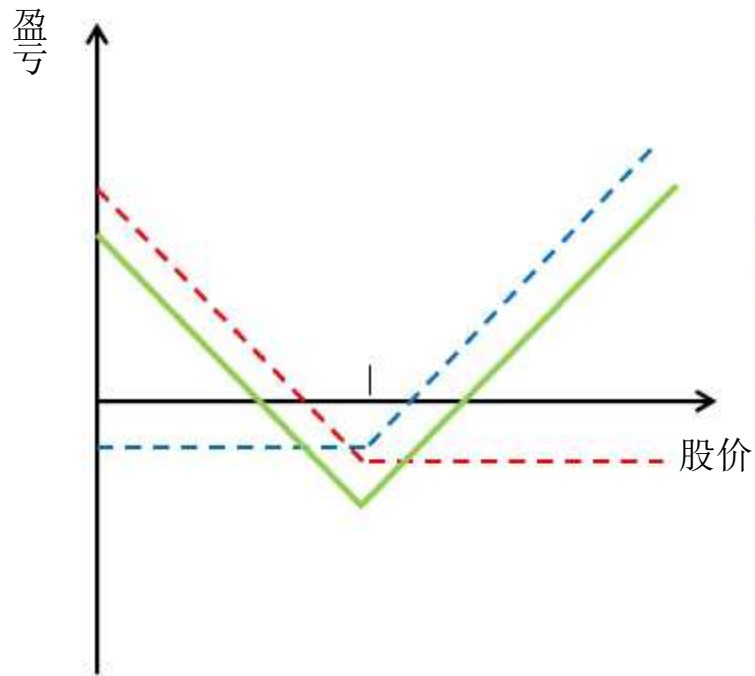


**两相同：**数量相同、到期日相同

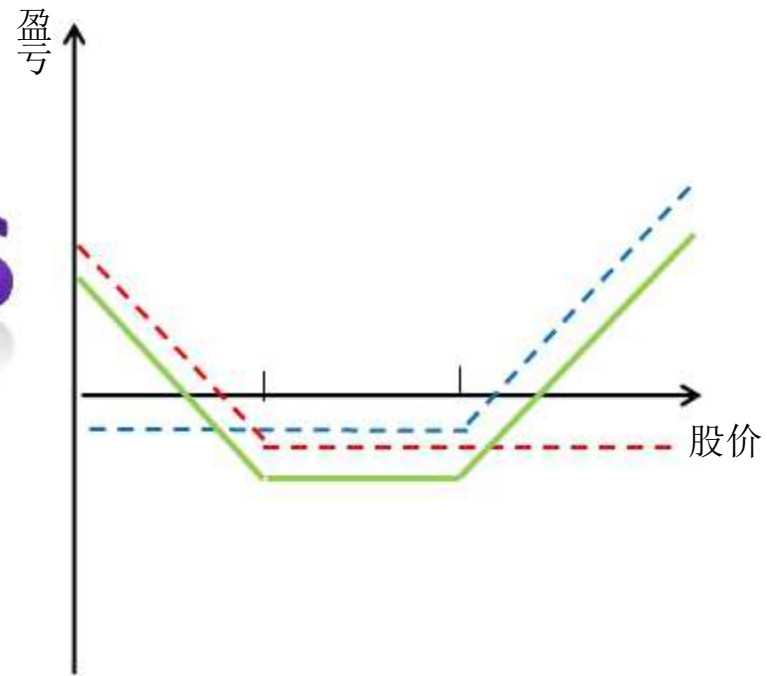
**一不同：**行权价不同

# 跨式、勒式策略的盈亏图

## 买入跨式盈亏图



## 买入勒式盈亏图



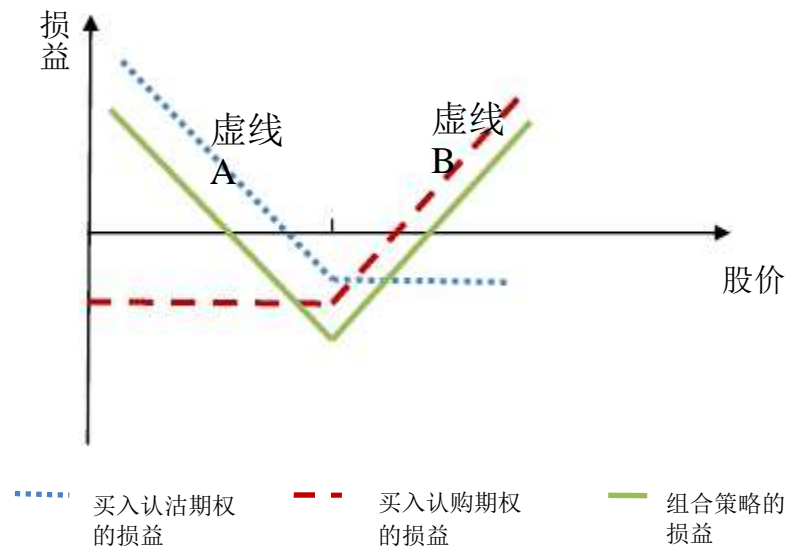
VS

- 与买入跨式相比，买入勒式策略的成本更低，但需要后市更大的波动才能最终盈利。

## 跨式策略的应用案例

✓场景：如果看多后市大幅波动,则买入跨式。

- 医药公司A将于下周公布新药试验结果，至今情况不明，如果试验结果良好，A股价必定大涨；如果试验结果不尽人意，A股价必定大跌。
- 此时，投资者可以买入一份A公司认购期权，同时买入一份具有一份具有相同到期日、**相同行权价**的A公司认沽期权。



● 无论股价大涨还是大跌，投资者都可以获利！

不要忽视买入跨式的成本

## 跨式、勒式策略小贴士



- 尽管“买入跨式组合”建仓者的最大亏损是有限的，等于两份权利金支出之和，潜在的盈利却是无限的，但“跨式组合”付出了双重的权利金，**成本**一般是比较**高**的，因此建立跨式组合前需要对后市波动幅度有比较大的把握方可操作。



- 在实际操作中，当标的价格突破了盈亏平衡点，处于了盈利区域时，投资者可根据自身的投资哲学与风险偏好，选择提前平仓或继续持有到期。**两者各有千秋**：提前平仓的投资者虽获得小额盈利，但放弃了股价更大波动的可能性；而持有到期的投资者则在追逐更高盈利的同时承担了后市变化的风险。



# 目录

- 花剑式剑诀
- 花剑式之一：牛市价差策略
- 花剑式之二：熊市价差策略
- 花剑式之三：合成股票策略
- 花剑式之四：跨式、勒式策略
- 花剑式之五：蝶式、日历策略

## 蝶式、日历策略的使用场景



- ✓ “蝶式组合”和“日历组合”是一种波动预期型，而非方向预期型的组合，和跨式策略类似，它打破了我国投资者必须要对后市方向有所判断的“固有”观念。
- ✓ 在某些情况下，投资者无法准确判断后市到底是涨是跌，但他们会基于较为稳定的宏观面、资金面状况预期大盘小幅盘整一段时间。此时，期权的“蝶式组合”便可成为此类投资者的福音，帮助他们在牛皮震荡市下获得盈利，这一优点是股票、期货等传统品种所无法企及的。



## 蝶式策略的构成



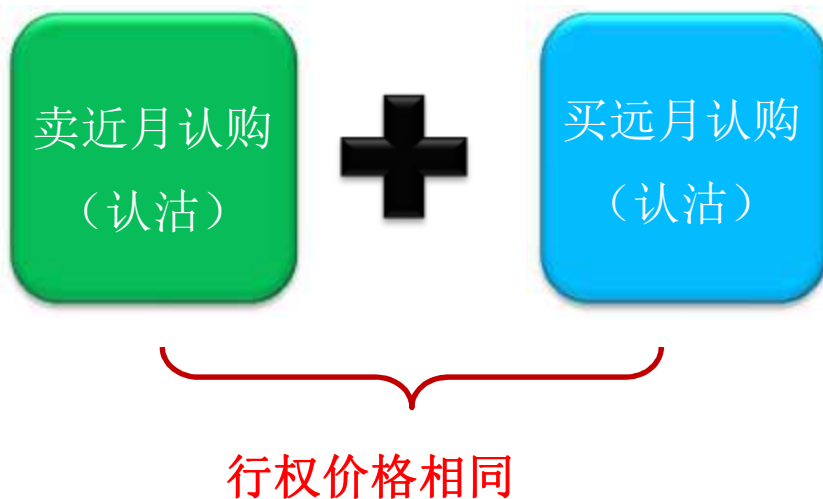
- **蝶式策略**因其盈亏图形似蝴蝶翅膀，故而得名。



## 日历策略的构成



- **日历策略**因其盈亏图形似一本翻开后、封面朝上的日历，故而得名。



- ✓ 日历策略主要是利用市场波动不大时，近月合约时间价值衰减大于同行权价远月合约。

## 蝶式与日历策略的比较

	蝶式策略	日历策略
市场预期	做空波动率	做空波动率
“腿数”	三腿	两腿
交易成本	较高	较低
各期权合约关系	相同到期日、不同行权价	相同行权价、不同到期日
到期盈亏	到期潜在盈亏可确定	到期潜在盈亏只能估计

## 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。投资者不应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！