

期权系列专题三：保护性看跌期权策略介绍和运用

2020年8月2日

1、引言

骆奇泉

期权研究员

执业编号：F3063756

电话：0571-28132592

手机：13606578566（微信）

邮箱：luoqixiao@cindasc.com

目前我们已经介绍了买入看涨期权和卖出看涨期权策略，至于买入看跌期权和卖出看跌期权策略原理类似，故不再展开。既然我们对裸买和裸卖期权有了一定的了解，那么我们进一步加入标的头寸，介绍保护性期权策略的运用情况，主要讲保护性看跌期权策略（保护性看涨期权原理相似）。

2、概念介绍

陈敏华

投资咨询号：Z0012670

电话：0571-28132578

邮箱：chenminhua@cindasc.com

保护性看跌期权又叫保险性看跌期权策略，顾名思义主要是起保护和保险作用，当持有或者欲买入标的时，担心标的的价格下跌，因此买入相应数量的看跌期权，一定程度上对冲标的下跌的风险。（保护性看涨期权则是做空标的，买入看涨期权）。

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦

19-20层

全国统一服务电话：

4006-728-728

信达期货网址：www.cindaqh.com

期权系列专题：

1. 《期权系列专题一：买入看涨期权策略介绍和运用》

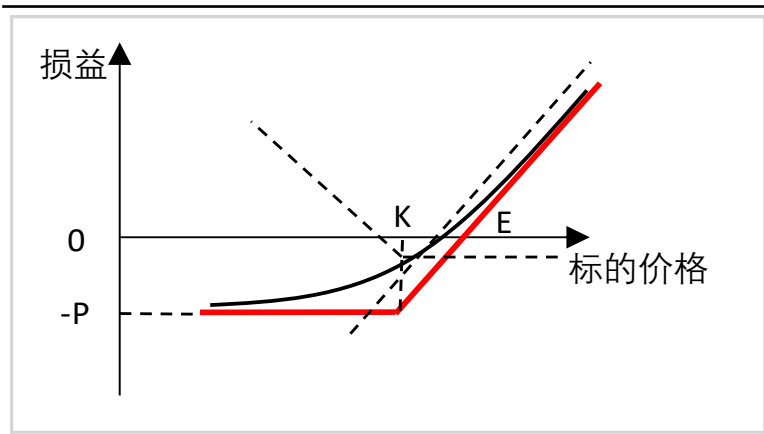
<http://www.cindaqh.com/a/20200720-33867.html>

2. 《期权系列专题二：卖出看涨期权策略介绍和运用》

<http://www.cindaqh.com/a/20200726-33976.html>

3、盈亏图

图表1：保护性看跌期权盈亏图



数据来源：信达期货研发中心

保护性看跌期权的盈亏图就是持有标的损益线和买入看跌期权的损益线相合成，若标的价格下跌超过买入看跌期权的行权价格的风险就被买入看跌期权所对冲；此外，由于你买入看跌期权需要支付权利金，因此等于说你持有标的的价格因支付权利金被抬高了，也就是你的盈亏平衡点是买入标的的价格再加上权利金之后的价格。当然，上图中红色的曲线不仅是行权交割的曲线，同时也是完全对冲下跌风险的曲线。实际当中以黑色曲线为主，并且跟随对冲程度会有不同的形态。（保护性看涨期权刚好相反）



4、保护性看跌期权特点比较与运用

(1) 保护性看跌期权特点比较

与买入看涨期权相比：其实我们可以发现保护性看跌期权的盈亏图大致形态和买入看涨期权类似，那么它们有什么区别呢？主要有以下几点：第一是保护性看跌期权相比较买入看涨期权可以达到合理避税，如持有股票价格下跌，看跌期权赚取收益的情况下；第二是如果看涨期权隐含波动率较高时，可以持有保护性看跌期权替代直接买入看涨期权；第三是，目的也不一样，保护性看跌期权的人一般时是想持有标的，而不是通过期权行权再去获取标的。

与期货套保的相比：以更小的成本达到一定程度的对冲风险作用；由于期权行权价格是覆盖了标的一定倍数的涨停板幅度对应的价格，因此其某一时点选择的余地更大；当然由于国内大多数期权的流动性较弱，保护性看跌期权的规模受到限制；此外，由于期货套期保值的锚在于基差运行情况，而保护性看跌期权的锚在于期货价格变动和众多期权价格的影响因素上。

(2) 保护性看跌期权的运用

结合买入和卖出期权的基本知识，从上文的保护性看跌期权的相关比较中其实已经包含保护性看跌期权的运用注意点，我们下面进一步阐述。

应用场景：保护性看跌期权其实目的非常明确，看好并持有标的，但是担心“黑天鹅”事件或者其他因素导致标的的价格大跌，通过买入看跌期权可以在一定程度上降低或者全部损失，甚至获得超额收益。具体来说主要应对两种局面，一是基本逻辑转变行情反转，保护性看跌期权因为在一定程度上保护了下跌风险，减少了损失；二是只是因为一些突发因素短时间下跌并带来扰动，保护性看跌期权可以帮助你抗住一些回撤，等待标的继续上涨。

举例：2020 春节前疫情已经在武汉传出确诊病例（只不过当时并未意识到其严重性），而你持有持有 100 万市值的一篮子股票，但担心疫情爆发造成巨大损失，因此买入沪深 300 股指期货构成保护性看跌期权组合，我们下面列举了买入不同行权价格看跌期权的组合损益情况并和卖出期货空头进行直观比较。可以直观看到持有保护性看跌期权可以以较小的资金成本保护下跌风险，甚至覆盖损失得到超额收益。



图表 2： 2020 年 1 月 23 日持有保护性看跌期权至春节后第一天损益

持有股票亏损	$100 \times 7.88\% = 7.9$ 万元	
持有期货空头收益	$100 \times 10\% = 10$ 万元	能够完全套保，获净收益 2.01 万元 但是资金占用大（保证金 15 万元）
花 1 万元买 I02002P3850	$1 \times 909\% = 9.09$ 万元	以 1% 的资金就能实现套期保值，并 获得 1.1 万元 净收益
花 1 万元买 I02002P3800	$1 \times 1357\% = 13.57$ 万元	以 1% 的资金就能实现套期保值，并 获得 5.58 万元 净收益
花 1 万元买 I02002P3750	$1 \times 1871\% = 18.71$ 万元	以 1% 的资金就能实现套期保值，并 获得 10.72 万元 净收益
花 1 万元买 I02002P3700	$1 \times 2434\% = 24.34$ 万元	以 1% 的资金就能实现套期保值，并 获得 16.35 万元 净收益
花 1 万元买 I02002P3650	$1 \times 3375\% = 33.75$ 万元	以 1% 的资金就能实现套期保值，并 获得 25.76 万元 净收益
花 1 万元买 I02002P3600	$1 \times 4333\% = 43.33$ 万元	以 1% 的资金就能实现套期保值，并 获得 35.34 万元 净收益
花 1 万元买 I02002P3550	$1 \times 5833\% = 58.33$ 万元	以 1% 的资金就能实现套期保值，并 获得 50.34 万元 净收益

数据来源：信达期货研发中心

看跌期权的合约选择

看跌期权主要保护较大幅度的下跌风险，因此从实际交易情况看，一般建议买入近月看跌期权合约，其对标的的保护作用更加充分，并且视行情再展期买远月看跌期权；此外，如果你拥有的标的提量较大，特别是商品现货而言，那么建议买入远月的看跌期权。当然我们也需要充分考虑近远月的流动性风险，根据具体情况选择的保护性看跌期权的近月合约或者远月合约。

行权价格的选择

这个结合保护性看跌期权的目的和看跌期权的特性（具体不深入讲解，可以参考买入期权的文章），就可以情况较好的选择。第一保护性看跌期权还是保护较大幅度的下跌风险为目标，因此建议购买较为虚值的看跌期权，并且根据自己对风险的承受能力以及对下跌幅度的判断选择不同程度的虚值看跌期权。

如图表 2 所示，当我们预判某一个潜在“黑天鹅”事件一旦发生跌幅较大时，就要选择较为深度虚值的看跌期权，可以获取较高的收益对冲掉标的下跌的损失，甚至是扭亏为盈；此外，如果标的价格实际是小幅下跌或者是横盘，那么买入较为虚值的看跌期权，也可以节约资金成本。



买入看跌期权的数量

买入看跌期权数量是保护性看跌期权进行风险对冲的一个重要问题，主要有等量对冲、等市值对冲和 Delta 中性对冲。

等量对冲，顾名思义就是买入看跌期权数量所对应的标的数量和持有标的的数量相等。

等市值对冲，顾名思义就是买入看跌期权的市值等于买入看跌期权的市值。

Delta 中性对冲，此对冲方法相对于上面两种要求更加严格，理论上需要不断改变期权头寸，以时刻保证买入看跌期权数量=持有标的数量/（买入看跌期权 Delta×合约乘数），从而使看跌期权的损益完全等于持有标的的损益。

注意：保护性看跌期权需要注意的是还是成本问题，由于“黑天鹅”事件或者系统性风险本来就是小概率的事件，需要根据具体情况具体分析，不然买入看跌期权就将成为你的成本选项。

此外以上三种对冲方法确定的看跌期权数量，也是需要根据自己对行情的判断以及风险承受能力而定，不然最终保护性看跌期权组合策略的最终亏损将超过单纯持有标的的亏损。



【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378，由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司全新改版后的新网站 www.cindaqh.com 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您提供最优的服务。公司总部设在杭州，下设 19 家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建 6 家分公司以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳、宁波、临安、萧山 12 家营业部，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

【雄厚金融央企背景】



信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。



【全国分支机构】

分公司	金华	浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810	0579-82300876
	台州	台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室	0576-82921160
	深圳	深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A	0755-83739066
	苏州	苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室	0512-62732060
	四川	成都市青羊区横小南街 8 号 1 栋 1 单元 15 层 21 号、22 号、23 号	028-85597078
	福建	厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元	0592-5150160
营业部	北京	北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室	010-64101771
	上海	上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座	021-58307723
	广州	广州市天河区体育西路 189 号 20A2	020-89814589
	沈阳	沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层	024-31061955
	哈尔滨	黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号	0451-87222486
	石家庄	河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层	0311-89691960
	大连	辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座 2408 房间	0411-84807776
	乐清	温州市乐清市双雁路 432 号七楼	0577-27868777
	富阳	浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室	0571-23255888
	宁波	宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室	0574-28839988
	临安	浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼	0571-63708180
	萧山	浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室	0571-82752636

【重要声明】

- 报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。期市有风险，入市需谨慎。
- 未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。