

期权系列专题五：领口期权策略介绍和运用

2020年8月24日

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

张秀峰

投资咨询号：Z0011152

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. 《期权系列专题三：保护性看跌期权策略介绍和运用》

<http://www.cindaqh.com/a/20200802-34115.html>

4. 《期权系列专题四：备兑看涨期权策略介绍和运用》

<http://www.cindaqh.com/a/20200809-34257.html>

1、引言

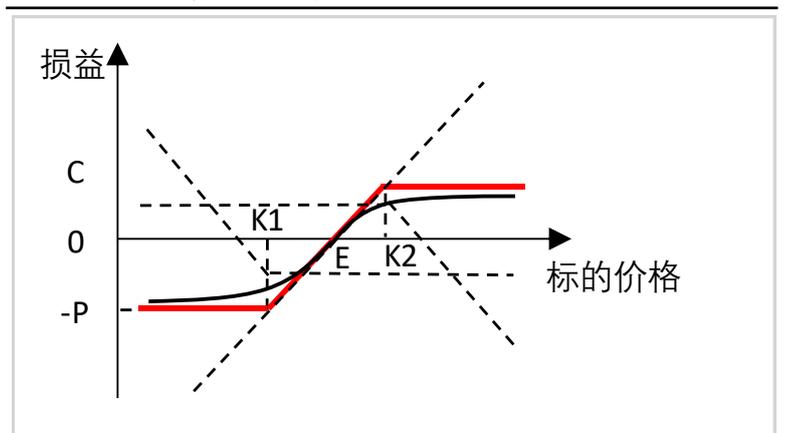
我们最近两个专题讲的是保护性看跌期权和备兑看涨期权，而今天要阐述的领口期权策略近似于两者的结合，当然实质上也是保护性看跌期权的延伸和扩展。

2、概念介绍

领口期权策略是三腿的期权组合策略，第一腿是持有标的，第二腿是买入看跌期权对持有标的的下跌风险进行保险，第三腿是卖出上方看涨期权降低保护性看跌期权的持仓成本。

3、盈亏图

图表 1：领口期权盈亏图



数据来源：信达期货研发中心

领口期权的盈亏图和接下来要讲的牛市价差期权盈亏图是相近的。从形态上可以直观看出，领口期权是保护性看跌期权加上卖出看涨期权的结合，因此领口期权把上方和下方的大部分盈亏空间给锁定。领口期权的盈亏平衡点=标的价格-看跌期权权利金+看涨期权权利金；而当标的价格上涨到卖出看涨期权的行权价格 K2 时，获得最大收益=卖出看涨期权行权价格-标的买入价格+卖出看涨期权的权利金-买入看跌期权权利金；最后如果标的价格下跌超过买入看跌期权的行权价格时，最大亏损=买入看跌期权行权价格-标的买入价格+卖出看涨期权权利金-买入看跌期权权利金。

4、领口期权特点比较与运用

(1) 领口期权特点比较

与牛市价差期权相比：领口期权与牛市价差的盈亏曲线类似，但两者的区别有以下几点：

第一是牛市价差期权是没有持有标的的，那么在此情况下买入行权价格较低的看涨期权，卖出行权价格较高的看涨期权即可锁住上方和下方的损益；但领口期权是持有标的的，买入看跌期权锁住标的下跌的风险敞口。

第二是，牛市价差期权组合是一种偏短期的期权策略，主要是赚取标的小幅上涨的收益；而领口期权是一种偏中长期的策略，主要是中长期看好标的走势并持有，在保护性看跌期权的基础之上卖出看涨期权减少持仓成本。

(2) 领口期权的运用

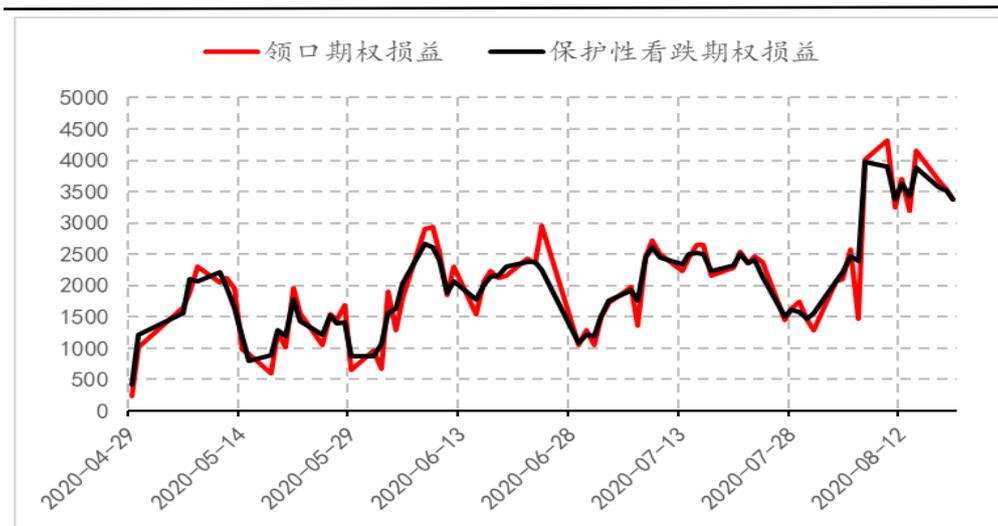
结合保护性看跌期权和卖出看涨期权的基本知识，我们下面进一步阐述领口期权的运用情况。

应用场景：领口期权的应用主要还是以保护性看跌期权的应用场景为主。保护性看跌期权和领口期权都是看好标的价格上涨，但担心标的价格下跌买入看跌期权，而不同点就是卖出看涨期权来降低买入看跌期权的成本。但要注意一点是正是因为卖出看涨期权对冲了成本，但是也锁住了上方的收益，因此做领口期权的时候需要及时判断标的行情的走势，若认为短期会出现趋势性上涨的行情，只不过担心黑天鹅或者其他事件的扰动，才买入看跌期权进行保护，那么就不建议采用领口期权策略，采用保护性看跌期权策略即可。

此外，领口期权在持有标的的情况下，在看涨期权隐含波动率大于看跌期权隐含波动率时，也是可以以投机为目的持有领口期权。

举例：2020年4月28日白糖2101合约大跌位于近2年的低位，此时客户认为白糖由于基本面较差不会趋势性上涨而中长期还是会逐步抬升的，但是当时又担心价格会因为疫情的不可确定性继续大跌，因此构建了领口期权。具体头寸如下：持有1手SR2101合约（4700元/吨），买入1手行权价格为4500的看跌期权（权利金为184元/吨），卖出1手行权价格为5000的看涨期权（权利金为192元/吨），构成领口期权，其持有至8月19日的损益如下图表2所示，并且和保护性看跌期权的头寸收益相比较。

图表 2：白糖领口期权和保护性看跌期权收益对比



数据来源：信达期货研发中心

由于上一专题已经讲过保护性看跌期权的内容，而领口期权就是保护性看跌期权的外延，因此领口期权具体运用方面不再讲保护性看跌期权的头寸，结合以上例子主要还是讲卖出看涨期权的选择以及需要注意的点。

期权的合约选择

领口期权的合约选择，主要还是根据标的合约为主，期权合约与标的合约一致，一般标的主力合约的期权流通性相对也较好，这样也有利于更好保护下方的下跌的空间，也有利于更好协同三条腿（现货、看跌期权、看涨期权）的运作，如上例都选择 2101 合约。当然，也可以根据特殊情况，将期权头寸分布在近远月，这样的操作难度更高。

卖出看涨期权行权价格的选择

领口期权中卖出看涨期权的行权价格选择，因为做领口期权，一旦保护性看跌期权部分确定，那么你就可以根据标的价格的预期上涨的幅度以及上涨的时间，选择卖出相应行权价格的看涨期权，一般还是建议选择虚几档的看涨期权，第一是预期标的价格上涨的，一旦出现标的价格大幅上涨的情况卖出看涨期权的亏损会较大（一般不进行交割为前提）；第二是行权价格偏向平值看涨期权，会锁定标的上涨带来的收益空间，且如果想平掉看涨期权也会有较大亏损。至于具体卖出多少程度的虚值看涨期权，还是根据你预期标的价格在一定期间的上涨幅度来确定，如上例根据基本面认为短期内白糖突破 5000 的可能性较小，因此选择了卖出行权价格为 5000 的看涨期权。

当然，可以根据标的价格的判断，可以在合适的时机平仓卖出看涨期权，再选择相应的行权价格的看涨期权构建新的领口期权（如适用）。



卖出看涨期权的数量

对于领口期权而言，卖出看涨期权数量是与标的和看跌期权数量是一致的，比如一手标的，一手看跌期权和一手看涨期权，只有这样才能锁定上下的风险和收益。一旦，看涨期权、看跌期权和标的数量不一样，那么风险敞口就不一样了，损益曲线也成为有裸露头寸的收益曲线，亏损和收益都有可能放大，并不是标准的领口期权了。

【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 18 家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建、宁波 7 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、临安、萧山 11 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	浙江省台州市路桥区路北街道双水路 669 号华能国际 10-2 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
	宁波	浙江省宁波市鄞州区姚隘路 796 号 9 楼 9-3-2、9-4 室	0574-28839988
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	黑龙江省哈尔滨市南岗集中区长江路 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	浙江省温州市乐清市城东街道旭阳路 6688 号总部经济园 2 幢 803-1 室	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
	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、财政状况或需要。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。