

编者按：2022年12月12日，深证100ETF期权

（标的为深证100ETF，代码159901）上市交易，目前深市共有4只ETF期权产品。

为帮助投资者系统了解期权

产品特征、理性参与期权交易、有效提升风险管理能力，深交所联合市场机构推出

“期权入市手册”系列连载文章。今天是第十四期，让我们学习期权的常用交易策略——领口策略和合成策略吧！

1.什么是领口策略？

（1）领口策略运用场景

当市场波动

较大，变动方向不明朗，可构建领口策略，低成本锁定标的持仓的风险和收益。

（2）领口策略构建

持有标的+卖出虚值认购期权+买入虚值认沽期权

【小贴士】

我们可以借助前面学习的保险策略及备兑策略帮助理解领口策略：

在保险策略基础上降低成本：通过卖出虚值认购期权获得权利金，降低保险成本。

在备兑策略基础上锁定风险：通过买入认沽期权锁定备兑策略的下行风险。

（3）举例说明策略损益情况

假设期初标的价格 $S_0=4$ 元、行权价

$K_1=3.8$ 元的近月认沽期权价格 $P_0=0.02$ 元，行权价 $K_2=4.2$ 元的近月认购期权价格 $C_0=0.02$ 元。可以通过持有标的+卖出认购期权+买入认沽期权构建领口策略。

情况一：若到期时，标的价格高于行权价 $K_2=4.2$ 元，卖出的认购期权将有行权价值，投资者有义务将持有的标的按认购期权行权价 $K_2=4.2$ 元卖出，正常获得权利金 $C_0=0.02$ 元，卖出认购期权和标的持仓的合计损益为 $K_2-S_0+C_0=4.2-4+0.02=0.22$ 元；买入的认沽期权将没有行权价值， $P_1=0$ 元，到期损益为期初的权利金成本 $P_1-P_0=0-0.02=-0.02$ 元。此时，领口策略的到期损益为 $K_2-S_0+C_0+P_1-P_0=4.2-4+0.02+0-0.02=0.2$ 元。随着标的的上涨，卖出的认购期权始终具有行权价值，投资者

有义务将标的按低于标的的市场价格的行权价 K_2 卖出，持有标的在行权价 K_2 以上的潜在收益都无法获得；买入的认沽期权始终没有行权价值，价格归零，此时领口策略的损益为 $K_2 - S_0 + C_0 + P_1 - P_0$ 。

情况二：若到期时，标的价格高于行权价 $K_1 = 3.8$ 且低于行权价 $K_2 = 4.2$ 元，卖出的认购期权将不具有行权价值， $C_1 = 0$ 元，到期损益为 $C_0 - C_1 = 0.02 - 0 = 0.02$ 元；买入的认沽期权也将不具有行权价值， $P_1 = 0$ 元，到期损益为期初的权利金成本 $P_1 - P_0 = 0 - 0.02 = -0.02$ 元；假设 $S_1 = 4.1$ 元，标的持仓损益为 $S_1 - S_0 = 4.1 - 4 = 0.1$ 元。此时，领口策略的到期损益为 $S_1 - S_0 + C_0 - C_1 + P_1 - P_0 = 4.1 - 4 + 0.02 - 0 + 0 - 0.02 = 0.1$ 元。到期时标的价格介于 K_1 与 K_2 之间时，两份期权合约均为虚值合约，到期价值均归零，此时领口策略的损益为 $S_1 - S_0 + C_0 - C_1 + P_1 - P_0$ 。

情况三：若到期时，标的价格低于行权价 $K_1 = 3.8$ 元，卖出的认购期权将没有行权价值， $C_1 = 0$ 元，到期损益为 $C_0 - C_1 = 0.02 - 0 = 0.02$ 元；买入的认沽期权具有行权价值，投资者可以按照行权价 $K_1 = 3.8$ 元将标的卖出，买入认沽期权和标的持仓合计损益为 $K_1 - S_0 - P_0 = 3.8 - 4 - 0.02 = -0.22$ 元；此时，领口策略的到期损益为 $K_1 - S_0 - P_0 + C_0 - C_1 = 3.8 - 4 - 0.02 + 0.02 - 0 = -0.2$ 元。随着标的下跌，卖出的认购期权始终没有行权价值，获得全部权利金 C_0 ；买入的认沽期权则有行权价值，投资者始终可将标的按行权价 $K_1 = 3.8$ 元卖出，此时，领口策略的到期损益为 $K_1 - S_0 - P_0 + C_0 - C_1$ 。

由此可见，领口策略将行权价 K_2 上方的潜在收益转化为权利金，作为增厚收益，利用增厚收益买入行权价为 K_1 的认沽期权，锁定下行风险，对标的持仓实现了低成本的风险管理。

（4）领口策略注意事项

①合约数量关系（以沪深300ETF为例）：10000份沪深300ETF对应一张认购期权和一张认沽期权。

②行权价选择：一般选择虚值程度相当的认购期权和认沽期权，此时，卖出认购期权获得的权利金与买入认沽期权花费的权利金相近，领口策略的权利金能大致抵消，净权利金成本较低。

③合约期限选择：考虑期权合约的流动性情况，一般交易当月或者下月合约。

2.什么是合成策略？

（1）合成策略运用场景

①利用期权低成本做多标的或者做空标的。

②利用期权合成现货多头或者空头，进行跨市场套利。

（2）合成策略构建

①合成多头：买入认购+卖出认沽（到期时间、数量、行权价相同）

②合成空头：买入认沽+卖出认购（到期时间、数量、行权价相同）

（3）举例说明策略损益情况（以合成多头为例）

假设期初标的价格 $S_0=4$ 元，行权价 $K_1=4$ 元的近月认购期权价格 $C_0=0.1$ 元，行权价 $K_2=4$ 元的近月认沽期权价格 $P_0=0.1$ 元。通过买入认购和卖出认沽可构建合成多头策略。

情况一：若到期时，标的价格高于行权价 $K_1=4$ 元，假设到期标的价格 $S_1=4.2$ 元，卖出的认沽期权没有行权价值， $P_1=0$ 元，到期损益为 $P_0-P_1=0.1-0=0.1$ 元；买入认购期权具有行权价值，投资者可按 $K_1=4$ 元买入标的，到期损益为 $S_1-K_1-C_0=4.2-4-0.1=0.1$ 元。此时，合成多头策略相当于持有了买入成本为 $K_1=4$ 元的标的，因此合成多头策略的到期损益为 $S_1-K_1-C_0+P_0-P_1=4.2-4-0.1+0.1-0=0.2$ 元。随着标的的上涨，投资者始终能以 $K_1=4$ 元的价格买入标的，向上的盈利空间为 $S_1-K_1-C_0+P_0-P_1$ 元。

情况二：若到期时，标的价格低于行权价 $K_1=4$ 元，假设到期标的价格 $S_1=3.8$ 元，卖出的认沽期权具有行权价值，投资者有义务按 $K_2=4$ 元的价格履约买入标的，到期损益为 $S_1-K_2+P_0=3.8-4+0.1=-0.1$ 元；买入认购期权不具有行权价值， $C_1=0$ 元，到期损益为期初的权利金成本 $C_1-C_0=0-0.1=-0.1$ 元。此时，合成多头策略相当于持有了买入成本为 $K_2=4$ 元的标的。因此，合成多头策略的到期损益为 $S_1-K_2+P_0+C_1-C_0=3.8-4+0.1+0-0.1=-0.2$ 元。随着标的的下跌，买入的认购期权行权价值始终为0；卖出的认沽期权始终具有行权价值，投资者都会被行权，有义务按 $K_2=4$ 元的价格履约买入标的，到期损益为 $S_1-K_2+P_0+C_1-C_0$ 。

综上，无论标的价格在到期前如何波动，合成多头策略在到期时都可以按 $K_1=K_2=4$ 元的成本买入标的，相当在合约期限内持有了价格为4元的现货多头持仓。

（4）合成策略注意事项

①合约数量关系：一张认购期权对应一张认沽期权。

②行权价的选择：认购合约与认沽合约选择相同的行权价，一般选择平值附近的合约为宜，若选择实值或者虚值程度较深的合约，流动性带来成交价差的影响不利于准确复制现货持仓。

③合约期限选择：选择同月份的认购期权和认沽期权合约。考虑期权合约的流动性情况，一般选择当月或者下月合约。

④低成本特性：利用平值合约构建合成策略时，合成策略买卖期权的权利金可以大致抵消，净权利金几乎为0元，但持仓中有义务仓，故需要冻结保证金。假设沪深300ETF为4元，直接买入10000份沪深300ETF成本为4万元，平值合约义务仓的保证金约为5500元，合成多头策略成本相对较低。

⑤保证金风险：合成策略中有义务仓持仓，若持续亏损，义务仓需缴纳的保证金会逐步提高，因此，合成策略交易过程中还应注意因保证金不足而被强制平仓的风险。

。

[“期权入市手册” 系列文章支持单位：广发证券、国泰君安证券、华泰证券、嘉实基金、易方达基金、招商证券、中信建投证券 (按音序排列，排名不分先后)]