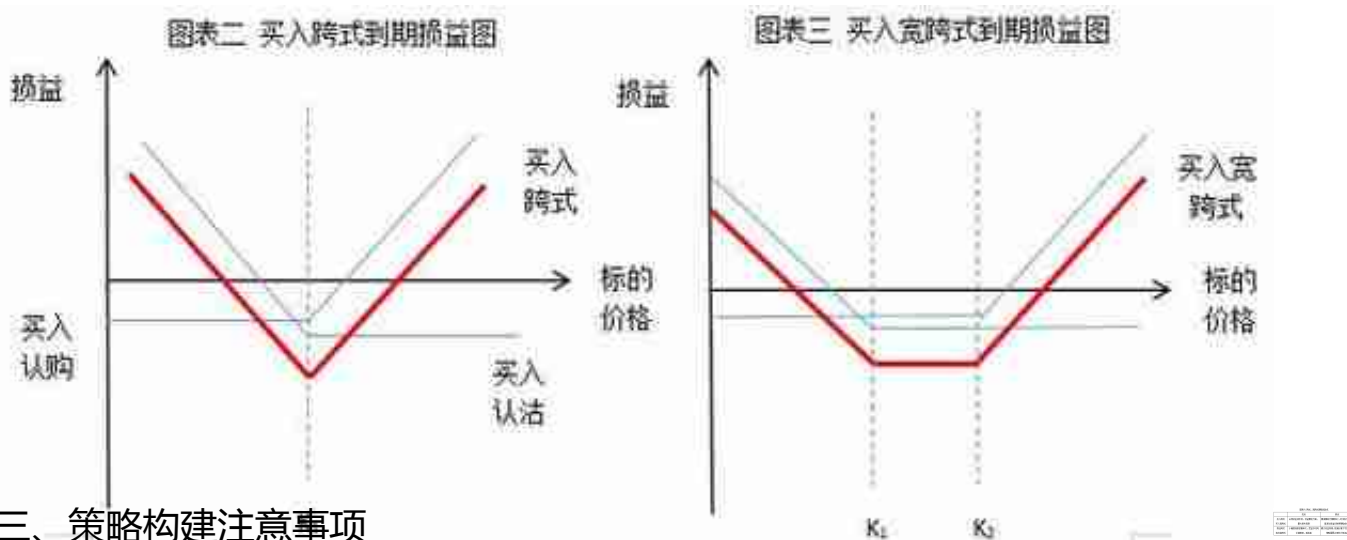


一、跨式、宽跨式策略

期权策略除了多空方向之外，还具有波动率、时间价值两个维度。当投资者无法预测未来涨跌方向，但是可以判断未来是窄幅波动还是大幅上涨/下跌，则可以选择卖出/买入跨式、宽跨式策略。其中，跨式、宽跨式策略是比较经典的波动率策略，买入跨式、买入宽跨式策略预期未来期权标的指数会出现大涨大跌的升波行情；反之，卖出跨式、卖出宽跨式策略预期未来标的指数波动率下降，出现区间震荡行情。跨式、宽跨式策略要点与损益情况见图表一至图表五，其中K1与K2为期权行权价。



三、策略构建注意事项

1.波动率因素

波动率与期权合约价格成正比关系，是期权价格的重要影响因素。在考虑是否构建跨式策略时，需了解期权标的波动率情况，当波动率水平较低时，合约价格便宜，买入方的成本优势较大；当波动率水平较高时，合约价格偏贵，卖出方优势较大。波动率符合均值回归特征，无论出现了极高还是极低波动率数值，其回归历史均值的需求较大。因此，跨式、宽跨式策略被波动率策略交易者所偏好。

2.时间价值的影响

无论是双买还是双卖策略，时间价值是方向、波动率因素之外的重要影响因子。对于买入跨式、买入宽跨式策略，即双边权利仓对于时间价值的衰退非常敏感，投资者抱着长期持有买入跨式、买入宽跨式策略的思维不太合理，这种方式仅能在少数连续大涨大跌的单边行情中才比较有利。对于卖出跨式、卖出宽跨式策略，受益于时间价值的衰退，

3.事件驱动与长假影响

少部分突发事件会对行情产生较大扰动，例如2016年美国大选事件，重大事件是刺激期权隐含波动率上涨的催化剂，而事件落地后，隐含波动率高位回落，情绪面缓和。这一过程中，存在着做多波动率与做空波动率两个步骤。除了事件驱动之外，投资者在长假前也比较热衷于构建买入跨式、买入宽跨式策略，基于长假国内外市场的不确定性。但并不是指数大涨大跌之后，买入跨式、买入宽跨式策略就会盈利，如果建仓时，期权合约隐含波动率较高，后市即使指数涨跌幅尚可，但如果隐含波动率大跌，也会出现盈利不佳甚至浮亏的情况。

综合来看，投资者有构建买入跨式、买入宽跨式策略的想法是基于预期未来标的指数波动幅度加大，但具体的涨跌方向并不明朗。反之卖出跨式、卖出宽跨式策略则是预期后市箱体震荡波动率下降。无论是双买还是双卖策略，波动率、时间价值是两个重要的影响因子。

四、希腊字母在策略中的应用

以买入跨式组合为例，根据标准的策略定义，标的指数大涨大跌均能获得收益，然而在实际操作中并不一定如此，通过期权希腊字母可以更好的解释这一情况。

在实盘行情中，买入跨式组合往往很难做到组合delta值为0，即认购与认沽的delta值之和很难等于0（少数理想情况下才会出现），这就意味着组合构建后会带有正、负delta敞口，即带有一定程度的单边方向性。以图表七的数据为例，如果采用买入认购9月2750+买入认沽9月2750的组合，该组合delta为0.224（ $0.612-0.388$ ），如果标的指数短促下跌，组合面临着浮亏增加的不利局面，不一定会出现理论上买跨式大涨大跌都能盈利的情况。因此，在策略构建前，为了提高组合的准确度，需要了解组合内不同合约的delta甚至是vega情况。

图表八 买入跨式短线损益变动

