



# 期权交易手册

## OPTIONS TRADING MANUAL



服务面向实体经济 创新紧跟市场需求

电话: (86) 400 861 8888

邮编: 116023

网址: www.dce.com.cn

地址: 辽宁省大连市沙河口区会展路129号



扫码关注大商所官方公众号



二〇二四年八月

# 目录

## CONTENTS



## 01 期权概念、相关术语及分类

(一) 期权概念及相关术语 .....	2
1. 期权 .....	2
2. 标的资产 .....	2
3. 行权价格 .....	2
4. 权利金 .....	2
5. 到期日 .....	3
6. 期权合约与期货合约对比 .....	3
(二) 期权的分类 .....	3
1. 按照期权买方的权利划分为看涨期权（Call Option）和看跌期权（Put Option） .....	3
2. 按照行权时间为欧式期权和美式期权 .....	5
3. 按照行权价格与标的资产市价的关系划分为实值期权、平值期权和虚值期权 .....	5

## 02 期权合约条款及说明

(一) 期权合约 .....	8
1. 豆粕期货期权合约（2017年3月31日上市交易） .....	8
2. 玉米期货期权合约（2019年1月28日上市交易） .....	10
3. 铁矿石期货期权合约（2019年12月9日上市交易） .....	12
4. 液化石油气期货期权合约（2020年3月31日上市交易） .....	14
5. 聚乙烯期货期权合约（2020年7月6日上市交易） .....	16

6. 聚氯乙烯期货期权合约（2020年7月6日上市交易）	18
7. 聚丙烯期货期权合约（2020年7月6日上市交易）	20
8. 棕榈油期货期权合约（2021年6月18日上市交易）	22
9. 黄大豆1号期货期权合约（2022年8月8日上市交易）	24
10. 黄大豆2号期货期权合约（2022年8月8日上市交易）	26
11. 豆油期货期权合约（2022年8月8日上市交易）	28
12. 乙二醇期货期权合约（2023年5月15日上市交易）	30
13. 苯乙烯期货期权合约（2023年5月15日上市交易）	32
14. 鸡蛋期货期权合约（2024年8月23日上市交易）	34
15. 玉米淀粉期货期权合约（2024年8月23日上市交易）	36
16. 生猪期货期权合约（2024年8月23日上市交易）	38
<b>(二) 合约条款及说明</b>	<b>40</b>
1. 合约标的物	40
2. 交易代码	40
3. 交易单位	40
4. 报价单位	40
5. 最小变动价位	40
6. 涨跌停板幅度	41
7. 合约月份	41
8. 交易时间	41
9. 最后交易日与到期日	41
10. 行权价格	41
11. 行权价格间距	42
12. 行权方式	42
<b>(三) 期权合约的T型报价</b>	<b>43</b>

## 03 期权交易规则

---

<b>(一) 交易账户与编码</b>	<b>45</b>
<b>(二) 交易指令</b>	<b>45</b>

<b>(三) 询价</b>	<b>45</b>
<b>(四) 合约挂盘与摘盘</b>	<b>45</b>
<b>(五) 期权结算价</b>	<b>46</b>
1. 期权结算价的特点	46
2. 期权结算价的作用	46
<b>(六) 期权头寸的了结</b>	<b>47</b>
<b>(七) 行权与履约流程总览</b>	<b>48</b>
<b>(八) 行权资金要求</b>	<b>48</b>
<b>(九) 自动行权</b>	<b>48</b>

## 04 交易风险管理

---

<b>(一) 保证金</b>	<b>50</b>
<b>(二) 涨跌停板</b>	<b>50</b>
<b>(三) 持仓限额</b>	<b>50</b>
<b>(四) 期权、期货风险制度对比</b>	<b>51</b>

## 05 期权交易者适当性规则

---

<b>(一) 总体要求</b>	<b>53</b>
<b>(二) 准入标准</b>	<b>53</b>

## 06 影响期权价格的因素

---

<b>(一) 标的期货合约当前价格</b>	<b>57</b>
<b>(二) 行权价格（执行价格）</b>	<b>57</b>
<b>(三) 到期日时间长短</b>	<b>57</b>
<b>(四) 无风险利率</b>	<b>57</b>
<b>(五) 标的期货价格的波动率</b>	<b>58</b>

## 07 期权交易策略应用

<b>(一) 单一期权策略</b>	<b>60</b>
1. 买入看涨期权	60
2. 卖出看涨期权	63
3. 买入看跌期权	66
4. 卖出看跌期权	69
<b>(二) 期权价差策略（价差策略）</b>	<b>72</b>
1. 牛市看涨期权价差策略	72
2. 牛市看跌期权价差策略	75
3. 熊市看跌期权价差策略	78
4. 熊市看涨期权价差策略	81
<b>(三) 波动率策略（震荡策略）</b>	<b>84</b>
1. 卖出跨式期权	84
2. 卖出宽跨式期权	86
<b>(四) 波动率策略（看突破策略）</b>	<b>89</b>
1. 买入跨式期权	89
2. 买入宽跨式期权	91

## 08 期权套保应用

<b>(一) 期权套期保值的定义和基本原理</b>	<b>96</b>
1. 定义	96
2. 基本原理	96
<b>(二) 期权套期保值的特点</b>	<b>96</b>
1. 资金占用少	96
2. 既能规避风险，又能保留获利机会	97
3. 方式多样，策略灵活	97
<b>(三) 保护性套期保值策略</b>	<b>98</b>

1. 策略及类型	98
2. 使用动机	98
3. 利弊分析	98
4. 买入看涨期权套期保值案例	98
5. 买入看跌期权套期保值案例	99
<b>(四) 抵补性期权保值策略</b>	<b>100</b>
1. 策略及类型	100
2. 使用动机	100
3. 利弊分析	101
4. 卖出看跌期权保值	101
5. 卖出看涨期权保值	102
<b>(五) 双限期权保值策略</b>	<b>103</b>
1. 策略及类型	103
2. 使用时机	103
3. 利弊分析	103
4. 空头双限保值	103
5. 多头双限保值	104
<b>(六) 期权套期保值注意事项</b>	<b>106</b>
1. 期权套保部位的了结	106
2. 期权套保月份与到期	106
3. 期权套保与行权价格	106
4. 期权套保与流动性	107
<b>附录1 期权定价方式</b>	<b>108</b>
<b>附录2 期权的希腊字母</b>	<b>112</b>



## 期权概念、 相关术语及分类



### (一) 期权概念及相关术语

#### 1. 期权

期权，也称为选择权，是指在未来一定时期内可以买卖的权利，是买方向卖方支付一定数量的金额（权利金）后拥有在未来一段时间内（指美式期权）或者未来某一特定日期（指欧式期权）以事先规定好的价格（指行权价格）向卖方购买或者出售一定数量的特定标的资产的权利，但不负有必须买进或者卖出的义务。当买方执行时，卖方有义务买入或卖出标的资产，即卖方有义务履约（只要未平仓）。

现实生活中类似期权的事例有：买房付订金；购买保险等。

#### 2. 标的资产

每一期权合约对应一个标的资产，标的资产可以是众多产品中的一种，如各种类型大宗商品、股票、股价指数、期货合约、债券、外汇等。豆粕期权、玉米期权、铁矿石期权均为商品期权，对应的标的资产分别为豆粕期货、玉米期货、铁矿石期货。

#### 3. 行权价格

行权价格是指由期权合约规定好的，买方有权在将来某一时间买入或者卖出标的期货合约的价格。不管将来期货价格涨跌多少，买方均有权利按照期权合约中已经约定好的价格（行权价格）来买入或卖出标的。

**例：**投资者买入了1手行权价格为3500元/吨的豆粕某期货合约的看涨期权，无论今后价格如何上涨或者下跌，只要该投资者愿意，均有权利仍以3500元/吨的价格买入1手该期货合约。当然有时会因为标的期货价格不涨反跌而导致行权不利，从而使该投资者选择放弃。

#### 4. 权利金

权利金即买卖期权的价格，是期权买方为获得期权行权权利所付给期权卖方的资金。期权交易做的就是权利金，由市场竞价决定。影响期权权利金高低的因素包括行权价格、标的期货的价格、到期日的长短、期货价格波动率、无风险利率以及市场供需力量。

## 5. 到期日

到期日就是期权生命中的最后一天。对于欧式期权而言是买方唯一可行使权利的一天；对于美式期权而言，则是买方可以行使权利的最后一天。到期日决定期权存续时间的长短，影响着期权的时间价值。无论看涨期权还是看跌期权，到期日越远，期货价格潜在上涨或下跌的机会便相对越大，期权的价值就越高。

## 6. 期权合约与期货合约对比

期权与期货的区别主要体现在标的资产、投资者权利与义务、履约保证金、盈亏特点、合约数量等方面。详见下方表格汇总：

图表1 期权合约与期货合约对比

	期权合约	期货合约
标的资产	商品现货、商品期货合约、金融产品、金融期货合约	商品现货、金融产品
投资者权利与义务	买方享有权利而无需承担责任，卖方有履约义务	买卖双方权利义务对等
履约保证金	买方无需支付履约保证金，仅卖方需缴纳	买卖双方均需缴纳
盈亏特点	非线性	线性
合约数额	合约数量众多，不但有合约月份的差异，还有行权价格、看涨、看跌的差异	数量固定有限，只有合约月份的差异

## (二) 期权的分类

按照不同的标准，期权分为以下三种类型。

### 1. 按照期权买方的权利划分为看涨期权（Call Option）和看跌期权（Put Option）

看涨期权（Call Option）是指期权的买方向期权的卖方支付一定数额的权利金后，即拥有在期权合约的有效期内，按照事先约定的价格（行权价格）向期权卖方买入一定数量的期权合约规定的特定商品的权利，但不负有必须买进的义务。而期权的卖方则有义务在期权规定的有效期内，应期权买方的要求，以期权合约事先规定的价格（行权价格）卖出期权合约规定的特定商品，即只要未平仓，卖方均有义务履约。



**例 1：**某投资者 A 买入了 1 手行权价格为 3500 元 / 吨的豆粕期货 B 合约的平值看涨期权合约，支付权利金 100 元 / 吨。无论今后标的期货 B 合约价格如何上涨，只要投资者 A 愿意，均有权仍以 3500 元 / 吨的价格买入 1 手标的期货合约。当然，如果标的期货价格下跌，投资者 A 可以放弃，最大损失为全部权利金。

**例 2：**某投资者 C 卖出了 1 手行权价格为 3600 元 / 吨的豆粕期货 D 合约的平值看涨期权合约，获得权利金 110 元 / 吨。当该豆粕期货 D 合约价格高于行权价格与权利金之和 3710 元 / 吨时，买方选择行权的可能性增加，而投资者 C 面临的履约风险也随之增加。若此时买方提出行权，投资者 C 将被迫履约，以行权价格 3600 元 / 吨的低价，获得 1 手标的期货 D 合约的空头，用权利金 110 元 / 吨抵补部分价差损失。当标的期货 D 合约价格低于行权价格 3600 元 / 吨时，投资者 C 的履约风险减小，获利机会增加，若到期日看涨期权仍为虚值，则投资者 C 将获得全部权利金。

看跌期权（Put Option）是指期权的买方向期权的卖方支付一定数额的权利金后，即拥有在期权合约的有效期内，按照事先约定的价格（行权价格）向期权的卖方卖出一定数量的期权合约规定的特定商品的权利，但不负有必须卖出的义务。而期权卖方有义务在期权规定的有效期内，应期权买方的要求，以期权合约事先规定的价格买入期权合约规定的特定商品。



**例 3：**某投资者 E 买入了 1 手行权价格为 3000 元 / 吨的豆粕期货 F 合约的平值看跌期权合约，支付权利金 110 元 / 吨。无论今后标的期货 F 合约的价格如何下跌，投资者 E 仍可以 3000 元 / 吨的价格卖出标的。当然，如果标的期货价格上涨，投资者 E 可以选择放弃，最大损失为权利金。

**例 4:** 某投资者 G 卖出了 1 手行权价格为 3100 元 / 吨的豆粕期货 H 合约的平值看跌期权合约，获得权利金 115 元 / 吨。当该豆粕期货 H 合约价格下跌至行权价格和权利金之差 2985 元 / 吨以下时，买方行权可能性增加，投资者 G 将被迫履约，以行权价格 3100 元 / 吨的高价，获得标的期货多头部位，以权利金 115 元 / 吨收入抵补部分价差损失。如果期货 H 合约价格上涨，买方到期放弃，则投资者 G 获得全部权利金。

## 2. 按照行权时间分为欧式期权和美式期权

欧式期权是指在期权合约规定的到期日方可行使权利，期权的买方在合约到期日之前不能行使权利，过了期限，合约自动作废。

美式期权则是指期权合约规定的有效期内任何时候都可以行使权利。美式期权比欧式期权更灵活，赋予买方更多的选择，而卖方则时刻面临着履约的风险。商品期权一般为美式期权。我所豆粕期权、玉米期权和铁矿石期权等，均为美式期权。

图表 2 欧式期权与美式期权对比



## 3. 按行权价格与标的资产市价的关系划分为实值期权、平值期权和虚值期权

从期权权利金的组成来看，主要包括两部分，一部分是内在价值，另一部分是时间价值。内在价值指的是期权买方立即行权时所能获得的收益，取决于期权行权价格与标的资产价格的差值，内在价值大于零的叫实值期权，内在价值等于零的可以是平值期权，也可以是虚值期权。判断一个期权价值的出发点是判断其为实值、平值还是虚值期权。

实值期权即期货价格高于行权价格的看涨期权以及期货价格低于行权价格的看跌期权，由于更低的买入行权价和更高的卖出行权价，这类期权本身就是有价值的。

平值期权是指期权行权价格等于标的资产价格的期权，无论看涨期权还是看跌期权。实践中，并不要求严格的相等，一般把行权价格与标的资产价格相差不大的期权也叫平值期权。

虚值期权是指期货价格低于行权价格的看涨期权以及行权价格低于期货价格的看跌期权，由于买入行权价高于现价或者卖出行权价低于现价，这类期权本身没有价值，其价值在于标的资产未来可能的波动空间，这个波动受到期时间、波动率等因素的影响。

**例：**某豆粕期货合约的成交价格为 3200 元 / 吨。

那么该合约行权价格为 3100 元 / 吨的看涨期权现在就是实值期权。行权价格为 3200 元 / 吨的看涨期权是平值期权。行权价格为 3300 元 / 吨的看涨期权为虚值期权。

如果是行权价格为 3100 元 / 吨的看跌期权，则为虚值期权。行权价格为 3200 元 / 吨的看跌期权为平值期权。行权价格 3300 元 / 吨的看跌期权为实值期权。

而时间价值又称外在价值，指的是期权买方所付出的权利金高出内在价值的部分，其数值上等于期权的权利金减去内在价值。

**期权内在价值与时间价值的计算举例说明如下：**同样假设目前某豆粕合约期货价格为 3200 元 / 吨。

那么该合约行权价格为 3100 元 / 吨的实值看涨期权的权利金为 210 元 / 吨，其中内在价值为期货价格与行权价格的差额，为  $3200-3100=100$  元 / 吨，而时间价值为权利金与内在价值的差额，为  $210-100=110$  元 / 吨。

那么该合约行权价格为 3300 元 / 吨的虚值看涨期权的权利金为 100 元 / 吨，其中内在价值为 0 元 / 吨，而时间价值为权利金与内在价值的差额，为 100 元 / 吨。



## 期权合约条款及说明



## 二、期权合约条款及说明

作为投资者，做交易之前首先要知悉所交易的对象期权合约及相应的交易规则。截止 2024 年 8 月份，我所共上市 16 个期权品种，各期权品种的期权合约条款及说明如下。

### (一) 期权合约

#### 1. 豆粕期货期权合约（2017 年 3 月 31 日上市交易）

图表 3 豆粕期货期权合约

合约标的物	豆粕期货合约
合约类型	看涨期权、看跌期权
交易单位	1 手（10 吨）豆粕期货合约
报价单位	元（人民币）/吨
最小变动价位	0.5 元 / 吨
涨跌停板幅度	与标的期货合约涨跌停板幅度相同
合约月份	1、3、5、7、8、9、11、12 月
交易时间	上午 9:00-11:30，下午 13:30-15:00，以及交易所规定的其他交易时间
最后交易日	标的期货合约交割月份前一个月的第 12 个交易日，交易所可以根据国家法定节假日调整最后交易日
到期日	同最后交易日

行权价格	行权价格覆盖标的期货合约上一交易日结算价上下浮动 1.5 倍当日涨跌停板幅度对应的价格范围。 最近六个自然月对应的期权合约：行权价格≤2000 元 / 吨，行权价格间距为 25 元 / 吨；2000 元 / 吨 < 行权价格≤5000 元 / 吨，行权价格间距为 50 元 / 吨；行权价格>5000 元 / 吨，行权价格间距为 100 元 / 吨。 第七个及随后自然月对应的期权合约：行权价格≤2000 元 / 吨，行权价格间距为 50 元 / 吨；2000 元 / 吨 < 行权价格≤5000 元 / 吨，行权价格间距为 100 元 / 吨；行权价格>5000 元 / 吨，行权价格间距为 200 元 / 吨。
行权方式	美式。买方可以在到期日之前任一交易日的交易时间，以及到期日 15:30 之前提出行权申请。
交易代码	看涨期权：M- 合约月份 -C- 行权价格 看跌期权：M- 合约月份 -P- 行权价格
上市交易所	大连商品交易所

## 2. 玉米期货期权合约（2019 年 1 月 28 日上市交易）

图表 4 玉米期货期权合约

合约标的物	玉米期货合约
合约类型	看涨期权、看跌期权
交易单位	1 手 (10 吨) 玉米期货合约
报价单位	元 (人民币) / 吨
最小变动价位	0.5 元 / 吨
涨跌停板幅度	与标的期货合约涨跌停板幅度相同
合约月份	1、3、5、7、9、11 月
交易时间	上午 9:00-11:30，下午 13:30-15:00，以及交易所规定的其他交易时间
最后交易日	标的期货合约交割月份前一个月的第 12 个交易日，交易所可以根据国家法定节假日调整最后交易日
到期日	同最后交易日

行权价格	行权价格覆盖标的期货合约上一交易日结算价上下浮动 1.5 倍当日涨跌停板幅度对应的价格范围。 最近六个自然月对应的期权合约：行权价格≤1000 元 / 吨，行权价格间距为 10 元 / 吨；1000 元 / 吨 < 行权价格≤3000 元 / 吨，行权价格间距为 20 元 / 吨；行权价格>3000 元 / 吨，行权价格间距为 40 元 / 吨。 第七个及随后自然月对应的期权合约：行权价格≤1000 元 / 吨，行权价格间距为 20 元 / 吨；1000 元 / 吨 < 行权价格≤3000 元 / 吨，行权价格间距为 40 元 / 吨；行权价格>3000 元 / 吨，行权价格间距为 80 元 / 吨。
行权方式	美式。买方可以在到期日之前任一交易日的交易时间，以及到期日 15:30 之前提出行权申请。
交易代码	看涨期权：C- 合约月份 -C- 行权价格 看跌期权：C- 合约月份 -P- 行权价格
上市交易所	大连商品交易所

### 3. 铁矿石期货期权合约（2019 年 12 月 9 日上市交易）

图表 5 铁矿石期货期权合约

合约标的物	铁矿石期货合约
合约类型	看涨期权、看跌期权
交易单位	1 手（100 吨）铁矿石期货合约
报价单位	元（人民币）/吨
最小变动价位	0.1 元 / 吨
涨跌停板幅度	与标的期货合约涨跌停板幅度相同
合约月份	1、2、3、4、5、6、7、8、9、10、11、12 月
交易时间	上午 9:00-11:30，下午 13:30-15:00，以及交易所规定的其他交易时间
最后交易日	标的期货合约交割月份前一个月的第 12 个交易日，交易所可以根据国家法定节假日调整最后交易日
到期日	同最后交易日

行权价格	行权价格覆盖标的期货合约上一交易日结算价上下浮动 1.5 倍当日涨跌停板幅度对应的价格范围。 最近六个自然月对应的期权合约：行权价格≤300 元 / 吨，行权价格间距为 5 元 / 吨；300 元 / 吨 < 行权价格≤1000 元 / 吨，行权价格间距为 10 元 / 吨；行权价格 >1000 元 / 吨，行权价格间距为 20 元 / 吨。 第七个及随后自然月对应的期权合约：行权价格≤300 元 / 吨，行权价格间距为 10 元 / 吨；300 元 / 吨 < 行权价格≤1000 元 / 吨，行权价格间距为 20 元 / 吨；行权价格 >1000 元 / 吨，行权价格间距为 40 元 / 吨。
行权方式	美式。买方可以在到期日之前任一交易日的交易时间，以及到期日 15:30 之前提出行权申请。
交易代码	看涨期权：I- 合约月份 -C- 行权价格 看跌期权：I- 合约月份 -P- 行权价格
上市交易所	大连商品交易所

## 4. 液化石油气期货期权合约（2020 年 3 月 31 日上市交易）

图表 6 液化石油气期货期权合约

合约标的物	液化石油气期货合约
合约类型	看涨期权、看跌期权
交易单位	1 手（20 吨）液化石油气期货合约
报价单位	元（人民币）/吨
最小变动价位	0.2 元 / 吨
涨跌停板幅度	与标的期货合约涨跌停板幅度相同
合约月份	1、2、3、4、5、6、7、8、9、10、11、12 月
交易时间	上午 9:00-11:30，下午 13:30-15:00，以及交易所规定的其他交易时间
最后交易日	标的期货合约交割月份前一个月的第 12 个交易日，交易所可以根据国家法定节假日调整最后交易日
到期日	同最后交易日

行权价格	行权价格覆盖标的期货合约上一交易日结算价上下浮动 1.5 倍当日涨跌停板幅度对应的价格范围。 最近六个自然月对应的期权合约：行权价格≤2000 元 / 吨，行权价格间距为 25 元 / 吨；2000 元 / 吨 < 行权价格≤6000 元 / 吨，行权价格间距为 50 元 / 吨；行权价格>6000 元 / 吨，行权价格间距为 100 元 / 吨。 第七个及随后自然月对应的期权合约：行权价格≤2000 元 / 吨，行权价格间距为 50 元 / 吨；2000 元 / 吨 < 行权价格≤6000 元 / 吨，行权价格间距为 100 元 / 吨；行权价格>6000 元 / 吨，行权价格间距为 200 元 / 吨。
行权方式	美式。买方可以在到期日之前任一交易日的交易时间，以及到期日 15:30 之前提出行权申请。
交易代码	看涨期权：PG- 合约月份 -C- 行权价格 看跌期权：PG- 合约月份 -P- 行权价格
上市交易所	大连商品交易所

## 5. 聚乙烯期货期权合约（2020 年 7 月 6 日上市交易）

图表 7 线型低密度聚乙烯期货期权合约

合约标的物	线型低密度聚乙烯期货合约
合约类型	看涨期权、看跌期权
交易单位	1 手 (5 吨) 线型低密度聚乙烯期货合约
报价单位	元 (人民币) / 吨
最小变动价位	0.5 元 / 吨
涨跌停板幅度	与标的期货合约涨跌停板幅度相同
合约月份	1、2、3、4、5、6、7、8、9、10、11、12 月
交易时间	上午 9:00-11:30, 下午 13:30-15:00, 以及交易所规定的其他交易时间
最后交易日	标的期货合约交割月份前一个月的第 12 个交易日，交易所可以根据国家法定节假日调整最后交易日
到期日	同最后交易日

行权价格	行权价格覆盖标的期货合约上一交易日结算价上下浮动 1.5 倍当日涨跌停板幅度对应的价格范围。 最近六个自然月对应的期权合约：行权价格≤5000 元 / 吨，行权价格间距为 50 元 / 吨；5000 元 / 吨 < 行权价格≤10000 元 / 吨，行权价格间距为 100 元 / 吨；行权价格>10000 元 / 吨，行权价格间距为 200 元 / 吨。 第七个及随后自然月对应的期权合约：行权价格≤5000 元 / 吨，行权价格间距为 100 元 / 吨；5000 元 / 吨 < 行权价格≤10000 元 / 吨，行权价格间距为 200 元 / 吨；行权价格>10000 元 / 吨，行权价格间距为 400 元 / 吨。
行权方式	美式。买方可以在到期日之前任一交易日的交易时间，以及到期日 15:30 之前提出行权申请。
交易代码	看涨期权：L- 合约月份 -C- 行权价格 看跌期权：L- 合约月份 -P- 行权价格
上市交易所	大连商品交易所

## 6. 聚氯乙烯期货期权合约（2020 年 7 月 6 日上市交易）

图表 8 聚氯乙烯期货期权合约

合约标的物	聚氯乙烯期货合约
合约类型	看涨期权、看跌期权
交易单位	1 手（5 吨）聚氯乙烯期货合约
报价单位	元（人民币）/吨
最小变动价位	0.5 元 / 吨
涨跌停板幅度	与标的期货合约涨跌停板幅度相同
合约月份	1、2、3、4、5、6、7、8、9、10、11、12 月
交易时间	上午 9:00-11:30，下午 13:30-15:00，以及交易所规定的其他交易时间
最后交易日	标的期货合约交割月份前一个月的第 12 个交易日，交易所可以根据国家法定节假日调整最后交易日
到期日	同最后交易日

行权价格	行权价格覆盖标的期货合约上一交易日结算价上下浮动 1.5 倍当日涨跌停板幅度对应的价格范围。 最近六个自然月对应的期权合约：行权价格≤5000 元 / 吨，行权价格间距为 50 元 / 吨；5000 元 / 吨 < 行权价格≤10000 元 / 吨，行权价格间距为 100 元 / 吨；行权价格>10000 元 / 吨，行权价格间距为 200 元 / 吨。 第七个及随后自然月对应的期权合约：行权价格≤5000 元 / 吨，行权价格间距为 100 元 / 吨；5000 元 / 吨 < 行权价格≤10000 元 / 吨，行权价格间距为 200 元 / 吨；行权价格>10000 元 / 吨，行权价格间距为 400 元 / 吨。
行权方式	美式。买方可以在到期日之前任一交易日的交易时间，以及到期日 15:30 之前提出行权申请。
交易代码	看涨期权：V- 合约月份 -C- 行权价格 看跌期权：V- 合约月份 -P- 行权价格
上市交易所	大连商品交易所

## 7. 聚丙烯期货期权合约（2020 年 7 月 6 日上市交易）

图表 9 聚丙烯期货期权合约

合约标的物	聚丙烯期货合约
合约类型	看涨期权、看跌期权
交易单位	1 手（5 吨）聚丙烯期货合约
报价单位	元（人民币）/吨
最小变动价位	0.5 元 / 吨
涨跌停板幅度	与标的期货合约涨跌停板幅度相同
合约月份	1、2、3、4、5、6、7、8、9、10、11、12 月
交易时间	上午 9:00-11:30，下午 13:30-15:00，以及交易所规定的其他交易时间
最后交易日	标的期货合约交割月份前一个月的第 12 个交易日，交易所可以根据国家法定节假日调整最后交易日
到期日	同最后交易日

行权价格	行权价格覆盖标的期货合约上一交易日结算价上下浮动 1.5 倍当日涨跌停板幅度对应的价格范围。 最近六个自然月对应的期权合约：行权价格≤5000 元 / 吨，行权价格间距为 50 元 / 吨；5000 元 / 吨 < 行权价格≤10000 元 / 吨，行权价格间距为 100 元 / 吨；行权价格>10000 元 / 吨，行权价格间距为 200 元 / 吨。 第七个及随后自然月对应的期权合约：行权价格≤5000 元 / 吨，行权价格间距为 100 元 / 吨；5000 元 / 吨 < 行权价格≤10000 元 / 吨，行权价格间距为 200 元 / 吨；行权价格>10000 元 / 吨，行权价格间距为 400 元 / 吨。
行权方式	美式。买方可以在到期日之前任一交易日的交易时间，以及到期日 15:30 之前提出行权申请。
交易代码	看涨期权：PP- 合约月份 -C- 行权价格 看跌期权：PP- 合约月份 -P- 行权价格
上市交易所	大连商品交易所

## 8. 棕榈油期货期权合约（2021 年 6 月 18 日上市交易）

图表 10 棕榈油期货期权合约

合约标的物	棕榈油期货合约
合约类型	看涨期权、看跌期权
交易单位	1 手 (10 吨) 棕榈油期货合约
报价单位	元 (人民币) / 吨
最小变动价位	0.5 元 / 吨
涨跌停板幅度	与标的期货合约涨跌停板幅度相同
合约月份	1、2、3、4、5、6、7、8、9、10、11、12 月
交易时间	上午 9:00-11:30，下午 13:30-15:00，以及交易所规定的其他交易时间
最后交易日	标的期货合约交割月份前一个月的第 12 个交易日，交易所可以根据国家法定节假日调整最后交易日
到期日	同最后交易日

行权价格	行权价格覆盖标的期货合约上一交易日结算价上下浮动 1.5 倍当日涨跌停板幅度对应的价格范围。 最近六个自然月对应的期权合约：行权价格≤5000 元 / 吨，行权价格间距为 50 元 / 吨；5000 元 / 吨 < 行权价格≤10000 元 / 吨，行权价格间距为 100 元 / 吨；行权价格>10000 元 / 吨，行权价格间距为 200 元 / 吨。 第七个及随后自然月对应的期权合约：行权价格≤5000 元 / 吨，行权价格间距为 100 元 / 吨；5000 元 / 吨 < 行权价格≤10000 元 / 吨，行权价格间距为 200 元 / 吨；行权价格>10000 元 / 吨，行权价格间距为 400 元 / 吨。
行权方式	美式。买方可以在到期日之前任一交易日的交易时间，以及到期日 15:30 之前提出行权申请。
交易代码	看涨期权：P- 合约月份 -C- 行权价格 看跌期权：P- 合约月份 -P- 行权价格
上市交易所	大连商品交易所

### 9. 黄大豆 1 号期货期权合约（2022 年 8 月 8 日上市交易）

图表 11 黄大豆 1 号期货期权合约

合约标的物	黄大豆 1 号期货合约
合约类型	看涨期权、看跌期权
交易单位	1 手 (10 吨) 黄大豆 1 号期货合约
报价单位	元 (人民币) / 吨
最小变动价位	0.5 元 / 吨
涨跌停板幅度	与标的期货合约涨跌停板幅度相同
合约月份	1、3、5、7、9、11 月
交易时间	上午 9:00-11:30，下午 13:30-15:00，以及交易所规定的其他交易时间
最后交易日	标的期货合约交割月份前一个月的第 12 个交易日，交易所可以根据国家法定节假日调整最后交易日
到期日	同最后交易日

行权价格	行权价格覆盖标的期货合约上一交易日结算价上下浮动 1.5 倍当日涨跌停板幅度对应的价格范围。 最近六个自然月对应的期权合约：行权价格≤2500 元 / 吨，行权价格间距为 25 元 / 吨；2500 元 / 吨 < 行权价格≤5000 元 / 吨，行权价格间距为 50 元 / 吨；行权价格>5000 元 / 吨，行权价格间距为 100 元 / 吨。 第七个及随后自然月对应的期权合约：行权价格≤2500 元 / 吨，行权价格间距为 50 元 / 吨；2500 元 / 吨 < 行权价格≤5000 元 / 吨，行权价格间距为 100 元 / 吨；行权价格>5000 元 / 吨，行权价格间距为 200 元 / 吨。
行权方式	美式。买方可以在到期日之前任一交易日的交易时间，以及到期日 15:30 之前提出行权申请。
交易代码	看涨期权：A- 合约月份 -C- 行权价格 看跌期权：A- 合约月份 -P- 行权价格
上市交易所	大连商品交易所

## 10. 黄大豆 2 号期货期权合约（2022 年 8 月 8 日上市交易）

图表 12 黄大豆 2 号期货期权合约

合约标的物	黄大豆 2 号期货合约
合约类型	看涨期权、看跌期权
交易单位	1 手 (10 吨) 黄大豆 2 号期货合约
报价单位	元 (人民币) / 吨
最小变动价位	0.5 元 / 吨
涨跌停板幅度	与标的期货合约涨跌停板幅度相同
合约月份	1、2、3、4、5、6、7、8、9、10、11、12 月
交易时间	上午 9:00-11:30，下午 13:30-15:00，以及交易所规定的其他交易时间
最后交易日	标的期货合约交割月份前一个月的第 12 个交易日，交易所可以根据国家法定节假日调整最后交易日
到期日	同最后交易日

行权价格	行权价格覆盖标的期货合约上一交易日结算价上下浮动 1.5 倍当日涨跌停板幅度对应的价格范围。 最近六个自然月对应的期权合约：行权价格≤2500 元 / 吨，行权价格间距为 25 元 / 吨；2500 元 / 吨 < 行权价格≤5000 元 / 吨，行权价格间距为 50 元 / 吨；行权价格>5000 元 / 吨，行权价格间距为 100 元 / 吨。 第七个及随后自然月对应的期权合约：行权价格≤2500 元 / 吨，行权价格间距为 50 元 / 吨；2500 元 / 吨 < 行权价格≤5000 元 / 吨，行权价格间距为 100 元 / 吨；行权价格>5000 元 / 吨，行权价格间距为 200 元 / 吨。
行权方式	美式。买方可以在到期日之前任一交易日的交易时间，以及到期日 15:30 之前提出行权申请。
交易代码	看涨期权：B- 合约月份 -C- 行权价格 看跌期权：B- 合约月份 -P- 行权价格
上市交易所	大连商品交易所

### 11. 豆油期货期权合约（2022 年 8 月 8 日上市交易）

图表 13 豆油期货期权合约

合约标的物	豆油期货合约
合约类型	看涨期权、看跌期权
交易单位	1 手 (10 吨) 豆油期货合约
报价单位	元 (人民币) / 吨
最小变动价位	0.5 元 / 吨
涨跌停板幅度	与标的期货合约涨跌停板幅度相同
合约月份	1、3、5、7、8、9、11、12 月
交易时间	上午 9:00-11:30，下午 13:30-15:00，以及交易所规定的其他交易时间
最后交易日	标的期货合约交割月份前一个月的第 12 个交易日，交易所可以根据国家法定节假日调整最后交易日
到期日	同最后交易日

行权价格	行权价格覆盖标的期货合约上一交易日结算价上下浮动 1.5 倍当日涨跌停板幅度对应的价格范围。 最近六个自然月对应的期权合约：行权价格≤5000 元 / 吨，行权价格间距为 50 元 / 吨；5000 元 / 吨 < 行权价格≤10000 元 / 吨，行权价格间距为 100 元 / 吨；行权价格>10000 元 / 吨，行权价格间距为 200 元 / 吨。 第七个及随后自然月对应的期权合约：行权价格≤5000 元 / 吨，行权价格间距为 100 元 / 吨；5000 元 / 吨 < 行权价格≤10000 元 / 吨，行权价格间距为 200 元 / 吨；行权价格>10000 元 / 吨，行权价格间距为 400 元 / 吨。
行权方式	美式。买方可以在到期日之前任一交易日的交易时间，以及到期日 15:30 之前提出行权申请。
交易代码	看涨期权：Y- 合约月份 -C- 行权价格 看跌期权：Y- 合约月份 -P- 行权价格
上市交易所	大连商品交易所

## 12. 乙二醇期货期权合约（2023 年 5 月 15 日上市交易）

图表 14 乙二醇期货期权合约

合约标的物	乙二醇期货合约
合约类型	看涨期权、看跌期权
交易单位	1 手 (10 吨) 乙二醇期货合约
报价单位	元 (人民币) / 吨
最小变动价位	0.5 元 / 吨
涨跌停板幅度	与标的期货合约涨跌停板幅度相同
合约月份	1、2、3、4、5、6、7、8、9、10、11、12 月
交易时间	上午 9:00-11:30，下午 13:30-15:00，以及交易所规定的其他交易时间
最后交易日	标的期货合约交割月份前一个月的第 12 个交易日，交易所可以根据国家法定节假日调整最后交易日
到期日	同最后交易日

行权价格	行权价格覆盖标的期货合约上一交易日结算价上下浮动 1.5 倍当日涨跌停板幅度对应的价格范围。 最近六个自然月对应的期权合约：行权价格≤2500 元 / 吨，行权价格间距为 25 元 / 吨；2500 元 / 吨 < 行权价格≤5000 元 / 吨，行权价格间距为 50 元 / 吨；行权价格>5000 元 / 吨，行权价格间距为 100 元 / 吨。 第七个及随后自然月对应的期权合约：行权价格≤2500 元 / 吨，行权价格间距为 50 元 / 吨；2500 元 / 吨 < 行权价格≤5000 元 / 吨，行权价格间距为 100 元 / 吨；行权价格>5000 元 / 吨，行权价格间距为 200 元 / 吨。
行权方式	美式。买方可以在到期日之前任一交易日的交易时间，以及到期日 15:30 之前提出行权申请。
交易代码	看涨期权：EG- 合约月份 -C- 行权价格 看跌期权：EG- 合约月份 -P- 行权价格
上市交易所	大连商品交易所

### 13. 苯乙烯期货期权合约（2023 年 5 月 15 日上市交易）

图表 15 苯乙烯期货期权合约

合约标的物	苯乙烯期货合约
合约类型	看涨期权、看跌期权
交易单位	1 手（5 吨）苯乙烯期货合约
报价单位	元（人民币）/吨
最小变动价位	0.5 元 / 吨
涨跌停板幅度	与标的期货合约涨跌停板幅度相同
合约月份	1、2、3、4、5、6、7、8、9、10、11、12 月
交易时间	上午 9:00-11:30，下午 13:30-15:00，以及交易所规定的其他交易时间
最后交易日	标的期货合约交割月份前一个月的第 12 个交易日，交易所可以根据国家法定节假日调整最后交易日
到期日	同最后交易日

行权价格	行权价格覆盖标的期货合约上一交易日结算价上下浮动 1.5 倍当日涨跌停板幅度对应的价格范围。 最近六个自然月对应的期权合约：行权价格≤5000 元 / 吨，行权价格间距为 50 元 / 吨；5000 元 / 吨 < 行权价格 ≤10000 元 / 吨，行权价格间距为 100 元 / 吨；行权价格 >10000 元 / 吨，行权价格间距为 200 元 / 吨。 第七个及随后自然月对应的期权合约：行权价格≤5000 元 / 吨，行权价格间距为 100 元 / 吨；5000 元 / 吨 < 行权价格 ≤10000 元 / 吨，行权价格间距为 200 元 / 吨；行权价格 >10000 元 / 吨，行权价格间距为 400 元 / 吨。
行权方式	美式。买方可以在到期日之前任一交易日的交易时间，以及到期日 15:30 之前提出行权申请。
交易代码	看涨期权：EB- 合约月份 -C- 行权价格 看跌期权：EB- 合约月份 -P- 行权价格
上市交易所	大连商品交易所

#### 14. 鸡蛋期货期权合约（2024 年 8 月 23 日上市交易）

图表 16 鸡蛋期货期权合约

合约标的物	鸡蛋期货合约
合约类型	看涨期权、看跌期权
交易单位	1 手（5 吨）鸡蛋期货合约
报价单位	元（人民币）/500 千克
最小变动价位	0.5 元 /500 千克
涨跌停板幅度	与标的期货合约涨跌停板幅度相同
合约月份	1、2、3、4、5、6、7、8、9、10、11、12 月
交易时间	上午 9:00-11:30，下午 13:30-15:00，以及交易所规定的其他交易时间
最后交易日	标的期货合约交割月份前一个月的第 12 个交易日，交易所可以根据国家法定节假日调整最后交易日
到期日	同最后交易日

行权价格	行权价格覆盖标的期货合约上一交易日结算价上下浮动 1.5 倍当日涨跌停板幅度对应的价格范围。 最近六个自然月对应的期权合约：行权价格≤2000 元 /500 千克，行权价格间距为 25 元 /500 千克；2000 元 /500 千克 < 行权价格≤4000 元 /500 千克，行权价格间距为 50 元 /500 千克；行权价格 > 4000 元 /500 千克，行权价格间距为 100 元 /500 千克。 第七个及随后自然月对应的期权合约：行权价格≤2000 元 /500 千克，行权价格间距为 50 元 /500 千克；2000 元 /500 千克 < 行权价格≤4000 元 /500 千克，行权价格间距为 100 元 /500 千克；行权价格 > 4000 元 /500 千克，行权价格间距为 200 元 /500 千克
行权方式	美式。买方可以在到期日之前任一交易日的交易时间，以及到期日 15:30 之前提出行权申请
交易代码	看涨期权：JD- 合约月份 -C- 行权价格 看跌期权：JD- 合约月份 -P- 行权价格
上市交易所	大连商品交易所

## 15. 玉米淀粉期货期权合约（2024 年 8 月 23 日上市交易）

图表 17 玉米淀粉期货期权合约

合约标的物	玉米淀粉期货合约
合约类型	看涨期权、看跌期权
交易单位	1 手 (10 吨) 玉米淀粉期货合约
报价单位	元 (人民币) / 吨
最小变动价位	0.5 元 / 吨
涨跌停板幅度	与标的期货合约涨跌停板幅度相同
合约月份	1、3、5、7、9、11 月
交易时间	上午 9:00-11:30，下午 13:30-15:00，以及交易所规定的其他交易时间
最后交易日	标的期货合约交割月份前一个月的第 12 个交易日，交易所可以根据国家法定节假日调整最后交易日
到期日	同最后交易日

行权价格	行权价格覆盖标的期货合约上一交易日结算价上下浮动 1.5 倍当日涨跌停板幅度对应的价格范围。 最近六个自然月对应的期权合约：行权价格≤2000 元 / 吨，行权价格间距为 25 元 / 吨；2000 元 / 吨 < 行权价格 ≤ 4000 元 / 吨，行权价格间距为 50 元 / 吨；行权价格 > 4000 元 / 吨，行权价格间距为 100 元 / 吨。 第七个及随后自然月对应的期权合约：行权价格≤2000 元 / 吨，行权价格间距为 50 元 / 吨；2000 元 / 吨 < 行权价格 ≤ 4000 元 / 吨，行权价格间距为 100 元 / 吨；行权价格 > 4000 元 / 吨，行权价格间距为 200 元 / 吨
行权方式	美式。买方可以在到期日之前任一交易日的交易时间，以及到期日 15:30 之前提出行权申请
交易代码	看涨期权：CS- 合约月份 -C- 行权价格 看跌期权：CS- 合约月份 -P- 行权价格
上市交易所	大连商品交易所

### 16. 生猪期货期权合约（2024 年 8 月 23 日上市交易）

图表 18 生猪期货期权合约

合约标的物	生猪期货合约
合约类型	看涨期权、看跌期权
交易单位	1 手 (16 吨) 生猪期货合约
报价单位	元 (人民币) / 吨
最小变动价位	2.5 元 / 吨
涨跌停板幅度	与标的期货合约涨跌停板幅度相同
合约月份	1、3、5、7、9、11 月
交易时间	上午 9:00-11:30，下午 13:30-15:00，以及交易所规定的其他交易时间
最后交易日	标的期货合约交割月份前一个月的第 12 个交易日，交易所可以根据国家法定节假日调整最后交易日
到期日	同最后交易日

行权价格	行权价格覆盖标的期货合约上一交易日结算价上下浮动 1.5 倍当日涨跌停板幅度对应的价格范围。 最近六个自然月对应的期权合约：行权价格≤10000 元 / 吨，行权价格间距为 100 元 / 吨；10000 元 / 吨 < 行权价格≤20000 元 / 吨，行权价格间距为 200 元 / 吨；行权价格 > 20000 元 / 吨，行权价格间距为 400 元 / 吨。 第七个及随后自然月对应的期权合约：行权价格≤10000 元 / 吨，行权价格间距为 200 元 / 吨；10000 元 / 吨 < 行权价格≤20000 元 / 吨，行权价格间距为 400 元 / 吨；行权价格 > 20000 元 / 吨，行权价格间距为 800 元 / 吨
行权方式	美式。买方可以在到期日之前任一交易日的交易时间，以及到期日 15:30 之前提出行权申请
交易代码	看涨期权：LH- 合约月份 -C- 行权价格 看跌期权：LH- 合约月份 -P- 行权价格
上市交易所	大连商品交易所

## (二) 合约条款及说明

期权合约的主要条款包括：合约标的物、合约类型、交易代码、交易单位、报价单位、最小变动价位、涨跌停板幅度、合约月份、交易时间、最后交易日和到期日、行权价格、行权方式等。

### 1. 合约标的物

期权合约标的物是指期权合约买卖双方权利义务指向的对象。我所期权合约的标的物为上市交易的期货合约，如豆粕期权合约的标的物为豆粕期货合约。与现货相比，商品期货标准化程度高，价格公开、透明、连续，更适于作为期权的标的物。

### 2. 交易代码

期权合约交易代码由标的期货合约交易代码、合约月份、看涨（跌）期权代码和行权价格组成。看涨期权采用“标的期货合约交易代码 - 合约月份 - C - 行权价格”的格式，看跌期权采用“标的期货合约交易代码 - 合约月份 - P - 行权价格”的格式，C 和 P 分别代表看涨期权和看跌期权的合约类型代码。如 M-2409-C-3500，代表标的为 2024 年 9 月交割的豆粕期货、行权价格为 3500 元 / 吨的看涨期权。

### 3. 交易单位

期权合约交易单位为“手”，是指 1 手期权合约对应标的期货合约的数量。不同品种每手合约标的期货数量在该品种的期权合约中载明，如 1 手豆粕期权对应 1 手（10 吨）豆粕期货合约。

### 4. 报价单位

期权合约报价单位与标的期货合约的报价单位相同。如豆粕期权报价单位与豆粕期货合约一致，为元（人民币）/吨。

### 5. 最小变动价位

最小变动价位是指期权合约单位价格涨跌变动的最小值。从已上市期权品种运行情况来看，通常浅虚值期权合约较为活跃，其价格波动小于标的期货的 1/2，设置

较小的最小变动价位，有利于提高报价精度，使期权价格能够及时、有效反映标的期货价格的变动。因此，我所期权最小变动价位设置为不超过标的期货最小变动价位的1/2，如豆粕期权最小变动价位设置为0.5元/吨，与标的豆粕期货最小变动价位的比例不超过1/2。

## 6. 涨跌停板幅度

涨跌停板幅度是指期权合约在一个交易日中上涨或下跌的最大值。我所期权合约涨跌停板幅度与标的期货合约涨跌停板幅度相同。当期权价格小于停板幅度时，跌停板价格取期权合约的最小变动价位。

## 7. 合约月份

合约月份是指期权合约对应的标的期货合约的交割月份。我所期权合约的月份与标的期货合约月份一致，如豆粕期权合约的月份1、3、5、7、8、9、11、12月，与标的豆粕期货合约月份一致。期货合约的所有月份均有对应的期权合约，便于每一期货合约都有可选择的期权合约进行套期保值和策略组合。

## 8. 交易时间

我所期权合约交易时间与标的期货一致。

## 9. 最后交易日与到期日

最后交易日是指期权合约可以进行交易的最后一个交易日，到期日是指期权合约买方能够行使权利的最后一个交易日，到期日同最后交易日。为保证期权买方（卖方）在最后交易日能够顺利行权（履约），同时保证到期日后有充裕的时间对行权（履约）获得的期货持仓进行了结，我所于2023年11月17日调整了期权合约最后交易日，对于标的期货2412及之前对应的13个已上市期权合约最后交易日设定为各标的期货合约交割月份前一个月的第5个交易日，对于标的期货2501及之后对应的13个已上市期权合约最后交易日设定为各标的期货合约交割月份前一个月的第12个交易日。

## 10. 行权价格

期权行权价格是指由期权合约规定的，买方有权在将来某一时间买入或卖出标的

期货合约的价格。期权行权价格覆盖的范围应该适当宽泛，即便在期货价格波动较大时，仍然能够满足投资者对平值、实值、虚值期权的避险需求。在一定范围内，期权的行权价格数量应当适量，数量过多会分散单一期权合约的流动性，过少则可能导致缺乏相应合约构建策略组合。

随着期货价格的变动，到期日前的每一个交易日我所将根据上一交易日标的期货结算价上下浮动1.5倍当日涨跌停板幅度对应的价格范围，增挂新行权价格的期权合约，满足投资者多样化避险需求。

## 11. 行权价格间距

行权价格间距是指相邻两个行权价格之间的差，行权价格是行权价格间距的整数倍。我所采用分段式行权价格间距的方式，并根据“近密远疏”原则挂牌期权合约，即近月月份按照较窄的行权价格间距挂牌期权合约，远月月份按照较宽的行权价格间距挂牌期权合约。

以豆粕为例，豆粕期货的历史价格主要在2000元/吨至5000元/吨区间内波动，则对于近六个自然月对应的豆粕期权合约，豆粕期权行权价格小于等于2000元/吨时，行权价格间距为25元/吨；行权价格大于2000元/吨且小于等于5000元/吨时，行权价格间距为50元/吨；行权价格大于5000元/吨时，行权价格间距均为100元/吨。对于第七个及随后自然月对应的期权合约，行权价格间距为上述各段间距的2倍。

**注：**我所于2024年6月21日发布了关于修改期权合约行权价格等条款的公告，明确自2024年8月2日结算时起，修改后的期权合约挂牌规则正式施行，相关规则修改后，期权合约将按照“近密远疏”原则挂牌。对近6个自然月（含）以内新增挂的期权合约，仍按照现行的行权价格间距挂牌合约；对第7个自然月（含）之后新增挂的期权合约，按照2倍于原行权价格间距挂牌合约。修改后的期权合约挂牌规则从新挂牌期权合约开始施行，2024年8月2日之前已挂牌的期权合约继续交易。

## 12. 行权方式

我所期权均是美式期权，买方在合约到期日及其之前任一交易日均可行使权利。

美式期权行权灵活便利，可以降低期权集中到期行权对标的市场运行的影响，是国际市场商品期货期权的主流行权方式。

### (三) 期权合约的 T型报价

以下为豆粕期权合约展示，带领初涉期权交易的投资者看懂期权特有的T型报价，其他期权报价界面与此类似。

图表 15 豆粕期权 T型报价界面

基所价	涨跌	涨跌幅	成交量	持仓量	认购				认沽				M2409 3484 ATM IV 17.84%	
					IV	MIV	IV涨跌幅	行权价	最新价	涨跌	涨跌幅	成交量	持仓量	
<small>2024年09月(到期日2024-08-07,剩余57个自然日,41个交易日;合约乘数10)</small>														
-	0.0	0.00%	0	27	-	27.47%	0.00%	2700	2.0	1.5	300.00%	5	6787	28.48%
-	0.0	0.00%	0	42	-	27.47%	0.00%	2750	-	0.0	0.00%	0	1427	-
-	0.0	0.00%	0	5	-	27.87%	0.00%	2800	-	0.0	0.00%	0	2879	-
619.0	-20.0	-3.13%	2	38	25.54%	26.16%	-	2850	-	0.0	0.00%	0	2443	-
-	0.0	0.00%	0	102	-	24.20%	0.00%	2900	4.0	3.0	300.00%	64	1.09万	24.23%
-	0.0	0.00%	0	179	-	22.48%	0.00%	2950	4.5	2.5	125.00%	28	5223	22.39%
-	0.0	0.00%	0	150	-	19.74%	0.00%	3000	5.5	1.5	37.50%	219	1.74万	21.67%
437.5	-7.0	-1.57%	1	380	21.38%	19.94%	0.09%	3050	6.0	-0.5	-7.69%	103	6081	20.32%
398.0	-0.5	-0.13%	6	740	19.88%	21.30%	-2.04%	3100	8.5	-1.5	-15.00%	247	1.28万	19.70%
-	0.0	0.00%	0	273	-	19.51%	0.00%	3150	11.0	-4.5	-29.03%	719	1.04万	18.85%
-	0.0	0.00%	0	2769	-	16.85%	0.00%	3200	15.5	-7.0	-31.11%	1069	1.55万	18.08%
-	0.0	0.00%	0	2120	-	17.32%	0.00%	3250	20.5	-11.5	-35.94%	1631	3.73万	17.29%
222.5	-10.0	-4.30%	186	145万	17.93%	16.46%	-1.29%	3300	30.5	-13.5	-30.68%	1930	2.00万	17.28%
180.0	-17.5	-8.86%	396	3192	17.45%	20.14%	-4.73%	3350	44.5	-14.5	-24.58%	1901	1.90万	17.38%
146.5	-19.5	-11.75%	618	7050	17.72%	17.16%	-0.13%	3400	61.0	-16.0	-20.78%	2314	2.64万	17.35%
117.0	-20.5	-14.91%	680	5335	17.49%	19.40%	-3.17%	3450	82.0	-16.5	-16.75%	2137	2.06万	17.38%
96.0	-16.5	-14.67%	3876	1.72万	18.10%	18.05%	-2.05%	3500	110.0	-13.5	-10.93%	796	1.15万	17.93%
77.0	-13.5	-14.92%	1125	7821	18.56%	19.10%	-1.12%	3550	141.5	-10.0	-6.60%	214	3269	18.32%
63.0	-9.0	-12.50%	5466	7.58万	19.25%	19.25%	-1.19%	3600	173.0	-10.0	-5.46%	215	4489	19.02%
49.5	-7.0	-12.39%	1197	3.31万	19.49%	19.94%	-0.34%	3650	209.0	-8.5	-3.91%	116	2367	19.66%
40.0	-4.0	-9.09%	5473	7.87万	20.00%	20.26%	-0.83%	3700	257.0	2.5	0.98%	47	4856	20.21%
33.5	0.0	0.00%	1391	4.48万	20.88%	22.01%	-0.72%	3750	301.5	7.5	2.55%	14	597	20.73%
30.0	5.0	20.00%	1907	2.20万	22.16%	22.40%	-1.29%	3800	-	0.0	0.00%	0	627	-
27.5	9.0	48.65%	620	2.04万	23.46%	23.63%	-0.74%	3850	393.5	14.5	3.83%	1	259	22.75%
<small>2024年09月(到期日2024-08-07,剩余57个自然日,41个交易日;合约乘数10)</small>														

与股票 / 期货行情的显示界面不同，期权并非一只股票 / 合约一行，为便于投资者快速查找目的合约，大都采用 T型报价界面。

T型报价行情界面第一栏横向为交易指标名称，中间纵向为行权价格序列，形状为T字，故称为T型报价。T型报价包含某一品种、某一到期月份、不同行权价格的所有看跌和看涨期权的行情信息，此外还包含买卖申报量、成交量、持仓量及波动率、风险指标等。

上表是一个以豆粕期货为标的资产的期权 T型报价表，左侧为看涨期权，右侧为看跌期权，中间按照期权合约行权价格由小到大排列（也可以逆向排列）。该截图仅是一个月份，还可选择查看其他月份期权合约。



期权交易规则



## (一) 交易账户与编码

期权交易与期货交易使用相同的交易编码，期权交易权限根据交易者适当性规则另行开通。

## (二) 交易指令

期权的限价指令与期货相同，对期权合约提供限价指令和限价止损（盈）等指令。限价指令可以附加立即全部成交否则自动撤销（FOK）和立即成交剩余指令自动撤销（FAK）两种指令属性。为防范错单风险，我所豆粕、棕榈油、铁矿石等期权上市初期暂不提供市价交易指令。

## (三) 询价

交易者可以向做市商询价，对于活跃的合约，做市商将持续报价，对于不活跃的合约，做市商回应询价。



## (四) 合约挂盘与摘盘

**挂盘：**新上市期货合约成交后，相应期权合约于下一交易日上市交易。期权合约上市交易后，我所将在每个交易日闭市后，根据其标的期货合约的结算价格和涨跌停板幅度，按照期权合约行权价格间距的规定，挂盘新行权价格的期权合约，到期日前一交易日闭市后不再挂盘新行权价格的期权合约。

**摘盘：**我所可以对无成交、无持仓的上市期权合约摘盘。

## (五) 期权结算价

期权结算价是根据隐含波动率确定各期权合约的理论价。在非最后交易日：某月份期权合约有成交：隐含波动率加权平均确定结算价；若某月份所有期权合约均无成交：选取临近有成交系列的隐含波动率（优先取前月）来确定结算价；若某品种所有月份期权合约当日均无成交：选取前一交易日隐含波动率或选取历史波动率来确定结算价。

在最后交易日：

$$\text{看涨期权结算价} = \text{Max}(\text{标的期货合约结算价} - \text{行权价格}, \text{tick})$$

$$\text{看跌期权结算价} = \text{Max}(\text{行权价格} - \text{标的期货合约结算价}, \text{tick})$$

### 1. 期权结算价的特点

期权系列合约存在价格的约束关系，不能简单加权平均。影响期权价格的主要影响因素是波动率，因此需要用隐含波动率定价。

### 2. 期权结算价的作用

收取卖方保证金的依据，以及确定下一交易日合约涨停板的依据。每日交易结束后，我所将按照当日结算价，结算所有合约的盈亏、交易保证金及手续费等费用，实行款项的净额划转。

图表 17 期货、期权结算价对比

	期货	期权
盯市特点	逐日盯市	盈亏不逐日盯市
盈亏特点	持仓盈亏 + 平仓盈亏	权利金收支差额
保证金	买方 + 卖方	卖方
结算价	加权平均	理论模型 (B-S、二叉树、BAW 等)
持仓了结	平仓 + 交割	平仓 + 行权 / 履约 + 放弃

## (六) 期权头寸的了结

市场上许多投资者交易期权不完全是为了行权获得标的期货合约，而是为了获取权利金的价差。商品期权合约处理方式分为平仓、行权和放弃三种。

平仓是指投资者买入或者卖出与其所持有期权合约的品种、数量、月份、类型和行权价格相同，但交易方向相反的期权合约，以了结期权持仓的方式。

行权是指期权买方行使权利，从而使期权合约转换为期货合约的了结方式。

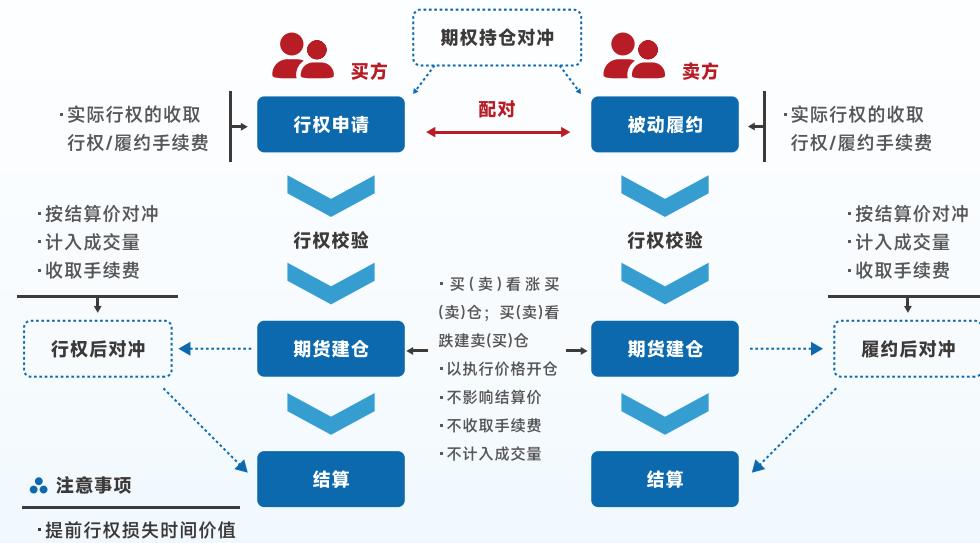
放弃是指期权合约到期，对没有内在价值或者内在价值不足以抵补交易成本的，买方未申请行使权利的期权合约了结方式。放弃不收取手续费，但是损失全部权利金。

图表 18 期权头寸的了结

了结方式	期权
平仓	买入或卖出与持有期权方向相反、数量相等的一个期权；与期货平仓一致。
行权	买方行使权利，从而使期权合约转换为标的期货合约；期权买卖双方持有的期权合约相应减少，转化为相对应的期货合约持仓；买卖双方因期权交易而产生的权利和义务关系也被解除。
放弃	对没有内在价值、或其内在价值不足以抵补交易成本的，买方可以持有至到期日放弃；通过放弃了结，不收取手续费；放弃意味着买方付出的权利金完全损失，也是买方的最大损失。

## (七) 行权与履约流程总览

图表 19 行权与履约流程总览



## (八) 行权资金要求

**注意：**买方资金不足可能导致行权失败。

期权买方行权时，其资金余额应当满足期货交易保证金要求。买方客户资金不足的，可能导致行权失败。

## (九) 自动行权

根据规则，到期日闭市后，实值期权将自动行权。

需要注意的是自动行权本质是自动申请（全部持仓）；取消到期自动行权后仍可申请行权；自动行权参与校验，投资者需要预留充足资金。



我所风险管理实行保证金、涨跌停板、持仓限额、强行平仓、大户报告、风险警示等制度。

### (一) 保证金

1. 交易所实行保证金制度。在期权交易中，只有卖方缴纳保证金。
2. 卖方单腿保证金 = Max
  - (1) 权利金 + 期货交易保证金  $-1/2^* \text{ 期权虚值额}$ ;
  - (2) 权利金  $+1/2^* \text{ 期货交易保证金}$ 。

单腿期权合约保证金标准应覆盖卖方次日最大损失的风险。卖方主要风险是平仓付出权利金的风险，即权利金次日最大波动；或者是保证行权履约的风险。包括两部分：①权利金前结算价（权利金部分）②次日权利金的最大波动。

图表 20 期权保证金

	虚值额	期权保证金
深实值	0	权利金 + 期货保证金
浅实值	0	权利金 + 期货保证金
平值	0	权利金 + 期货保证金
浅虚值	虚值额 < 期权保证金	权利金 + 期货保证金 $-1/2^* \text{ 期权虚值额}$
深虚值	虚值额 > 期权保证金	权利金 $+1/2^* \text{ 期货保证金}$

注：虚值额以期货结算价和期权行权价格计算，权利金计算采取的是权利金结算价。

### (二) 涨跌停板

期权合约涨跌停板幅度与标的期货合约涨跌停板幅度相同。期货合约涨停板幅度详见我所网站(首页→业务 / 服务→交易参数→日交易参数)。

### (三) 持仓限额

## 1. 限仓方式：期货、期权分开限仓，不合并限仓。

**买方向 = 买看涨 + 卖看跌**

**卖方向 = 买看跌 + 卖看涨**

期权持仓限额是指交易所规定非期货公司会员和客户可以持有的，按某月份（期权系列）单边计算的期权合约持仓的最大数量。期权合约在其交易过程中不同阶段分别适用不同持仓限额，该阶段的时间划分与标的期货合约相同。

期权单独分开实行持仓限额不影响期货，有利于控制期货市场持仓规模，便于对期货、期权市场有针对性地实施风控措施，对期货和期权合并持仓进行监控。

## 2. 限仓标准

不得超过同阶段标的期货合约的单边持仓限额，交易所可根据市场情况进行调整，具体参见我所网站（首页→业务 / 服务→交易参数→日交易参数）。

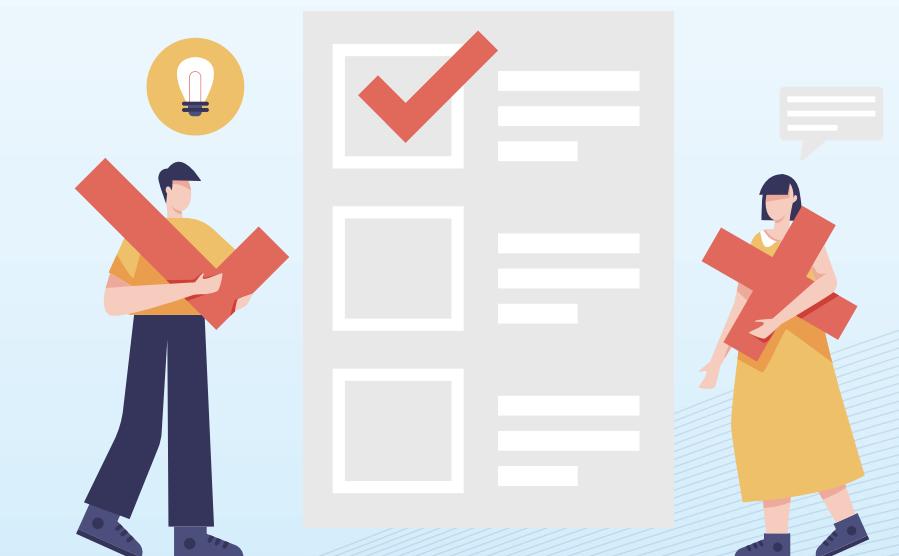
## （四）期权、期货风险制度对比

图表 21 期权、期货风险制度对比

	期货	期权
保证金	买方 + 卖方	卖方
涨跌停板	按照期货结算价 一定比例计算的幅度	按照标的期货结算价 一定比例计算的幅度
持仓限额	一般月份、临近交割月份和交割月份适用不同限仓标准	期权进行固定值持仓限额
强行平仓	客户超仓、会员资金不足和其他违规	客户超仓、会员资金不足和其他违规
强制减仓	期货三个同方向停板下， 交易所有权决定是否强制减仓	期权三个同方向停板下， 交易所有权决定是否强制减仓
大户报告	投机限仓标准的 80%	投机限仓标准的 80%



## 期权交易者 适当性规则



## (一) 总体要求

交易所期权合约实行交易者适当性制度。

交易者应当根据适当性制度的要求，全面评估自身市场及产品认知能力、风险控制与承受能力和经济实力，审慎决定是否参与期权交易。

期货公司会员应当评估客户对期权交易的认知水平和风险承受能力，充分揭示风险，将适当的产品提供给适合的客户。

交易者可以根据《大连商品交易所期货交易者适当性管理办法》向期货公司会员申请开通期权交易权限，期权交易权限不区分品种，已经开通我所期权交易权限的交易者可以直接参与我所豆粕等期权交易。

## (二) 准入标准

期货公司会员为单位客户开通期权交易权限时，单位客户应当符合以下标准：

1. 相关业务人员具备期货交易基础知识，了解相关业务规则；
2. 具有累计不少于 10 个交易日且 20 笔及以上的境内交易场所的期货合约或者期权合约仿真交易成交记录；或者近三年内具有 10 笔及以上的境内交易场所的期货合约、期权合约或者集中清算的其他衍生品交易成交记录；或者近三年内具有 10 笔及以上的在与中国证券监督管理委员会签署监管合作谅解备忘录的国家（地区）期货监管机构监管的境外交易场所的期货合约、期权合约或者集中清算的其他衍生品交易成交记录（以下简称认可境外成交记录）；
3. 申请开通交易权限前连续 5 个交易日保证金账户可用资金余额均不低于人民币 10 万元或者等值外币；
4. 具有健全的内部控制、风险管理等期货交易管理相关制度；
5. 不存在严重不良诚信记录、被有权监管机关宣布为期货市场禁止进入者和法律、法规、规章、交易所业务规则禁止或者限制从事期货交易的情形；
6. 交易所要求的其他条件。

期货公司会员为个人客户开通期权交易权限时，个人客户应当符合以下标准：

1. 具备完全民事行为能力；
2. 具备期货交易基础知识，了解相关业务规则；
3. 具有累计不少于 10 个交易日且 20 笔及以上的境内交易场所的期货合约或者期权合约仿真交易成交记录；或者近三年内具有 10 笔及以上的境内交易场所的期货合约、期权合约或者集中清算的其他衍生品交易成交记录；或者近三年内具有 10 笔及以上的认可境外成交记录；
4. 申请开通交易权限前连续 5 个交易日保证金账户可用资金余额均不低于人民币 10 万元或者等值外币；
5. 不存在严重不良诚信记录、被有权监管机关宣布为期货市场禁止进入者和法律、法规、规章、交易所业务规则禁止或者限制从事期货交易的情形；
6. 交易所要求的其他条件。

具有境内交易场所实行适当性制度的其他上市品种交易权限的客户，申请开立我所期权交易权限的，期货公司会员可以不对其进行基础知识、交易经历评估；前述品种的资金要求不低于我所规定的可用资金余额要求，期货公司会员可以不再对其进行资金评估。

期货公司会员应当充分使用已了解信息和已有评估结果，已通过适当性评估获得我所某上市品种交易权限的客户，在同一期货公司会员可以自动获得我所其他上市品种交易权限，可以不对其进行适当性评估。

除法律、法规、规章以上中国证监会另有规定外，期货公司会员为以下客户开通期权交易权限的，可以不对其进行我所适当性规则规定的基础知识、交易经历、可用资金评估：

1. 符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者；
2. 已开通我所期权交易权限，再通过其他期货公司会员开通我所期权交易权限的。

客户：

3. 近一年内具有累计不少于 50 个交易日境内交易场所的期货合约、期权合约或者集中清算的其他衍生品交易成交记录的客户；
4. 做市商、特殊单位客户等交易所认可的其他交易者。



期权定价 Black-Scholes 模型（BS 公式）将五个参数（要素）带入到公式中，可以计算期权的价格（权利金）。这五个参数分别是标的期货合约当前价格、行权价格、到期日时间长短、无风险利率、标的期货价格的波动性（波动率）。

## （一）标的期货合约当前价格

在其他变量相同的情况下，标的期货合约价格上涨，则看涨期权价格上涨，而看跌期权价格下跌；期货合约价格下跌，则看涨期权价格下跌，而看跌期权价格上涨。

## （二）行权价格（执行价格）

对于看涨期权，行权价格越高，期权价格就越低；对于看跌期权，行权价格越高，期权价格就越高。行权价格和标的期货价格的关系，不仅决定了期权有无内在价值及内在价值的大小，而且还决定了时间价值的有无和大小。一般而言，期货价格与行权价格间的差距越大，时间价值越小；反之，则时间价值越大。这是因为时间价值是市场参与者因预期标的期货价格变动引起其内在价值变动而愿意付出的代价。当一种期权处于深实值或深虚值时，市场价格变动的空间已很小。只有在行权价格和市场价格非常接近或为平值期权时，市场价格的变动才有可能增加期权的内在价值，从而使时间价值随之增大。

## （三）到期日时间长短

一方面，随着到期日的临近，期货合约活跃度一般会下降进而会降低期权价值。另一方面，到期日时间长短本身也直接影响期权价值，因为一般而言，在其他条件不变的情况下，期权期间越长，期货价格波动的空间幅度就会越大，潜在的可能获利也就越大，期权时间价值越高；反之，离到期日时间越近，期货价格越接近于现货价格，价格波动所受到的制约越多，波动的可能空间越小，其时间价值也就越小，期权价格越低。

## （四）无风险利率

在其他变量相同的情况下，利率越高，看涨期权的价格就越高，看跌期权的价格就越低；利率越低，看涨期权的价格就越低，看跌期权的价格就越高。利率的变化对期权价格影响的大小，与期权到期剩余时间的长短正相关。

## （五）标的期货价格的波动率

标的期货价格的波动性越大，期权价格越高；波动性越小，期权价格越低。这是因为，期货价格波动性越大，则在期权到期时，虚值期权转变为实值期权的可能性越大。因此，期权的时间价值，乃至期权价格，都将随期货价格波动的增大而提高，随期货价格波动的缩小而降低。

图表 22 影响期权价格的因素

	影响因素		看涨期权价值	看跌期权价值
期货合约价格	上升	增加	减少	
	下降	减少	增加	
行权价格	上升	减少	增加	
	下降	增加	减少	
期权有效期	上升	增加	增加	
	下降	减少	减少	
期货合约价格的波动性	上升	增加	增加	
	下降	减少	减少	
无风险利率	上升	增加	减少	
	下降	减少	增加	



## 期权交易 策略应用



期权交易策略灵活多样。投资者可以利用不同的期权组合，构造出不同的投资策略，来达到投资目的。期权策略包括单一期权策略、价差策略、波动率策略等。下面对各种策略及其使用场景进行简单介绍。下文所涉及的期权均为美式期权，并假设当其中一种变量发生变化时，其余变量均为定值。

### (一) 单一期权策略

期权基本类型可分为看涨期权和看跌期权，基本交易方向分为买和卖两种，与其对应的基本期权交易策略有：买入看涨期权、卖出看涨期权、买入看跌期权和卖出看跌期权四种。这四种交易策略是普通投资者最常用的策略，往往用于实现增加投机杠杆和降低交易成本的投资目的。

#### 1. 买入看涨期权

##### (1) 基本构建原理

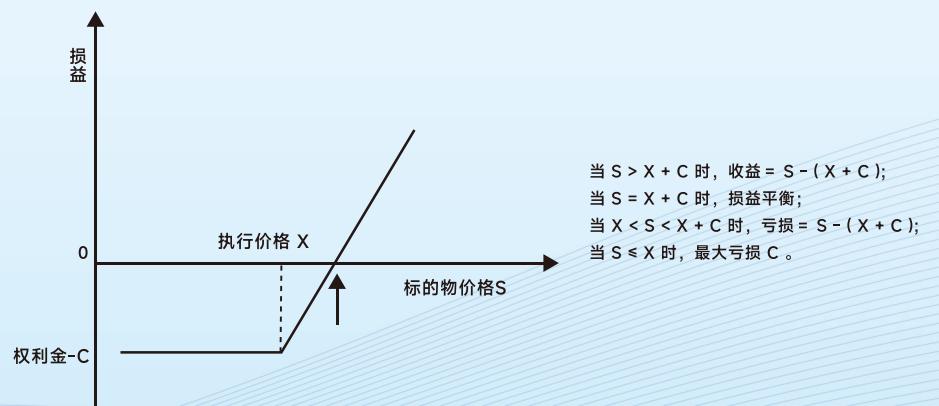
投资者支付一笔权利金  $C$ ，买入一定行权价格  $X$  的看涨期权，便可享有在到期日之前买入或不买入标的期货的权利。若标的期货价格  $S$  上涨，投资者可以行权或平仓，获得价格上涨的收益。若价格不涨反跌，则除了平仓止损外，还可以选择放弃。

##### (2) 使用动机

投资者预期标的期货价格将出现快速大幅上涨。

##### (3) 损益图示说明

图表 23 买入看涨期权损益图



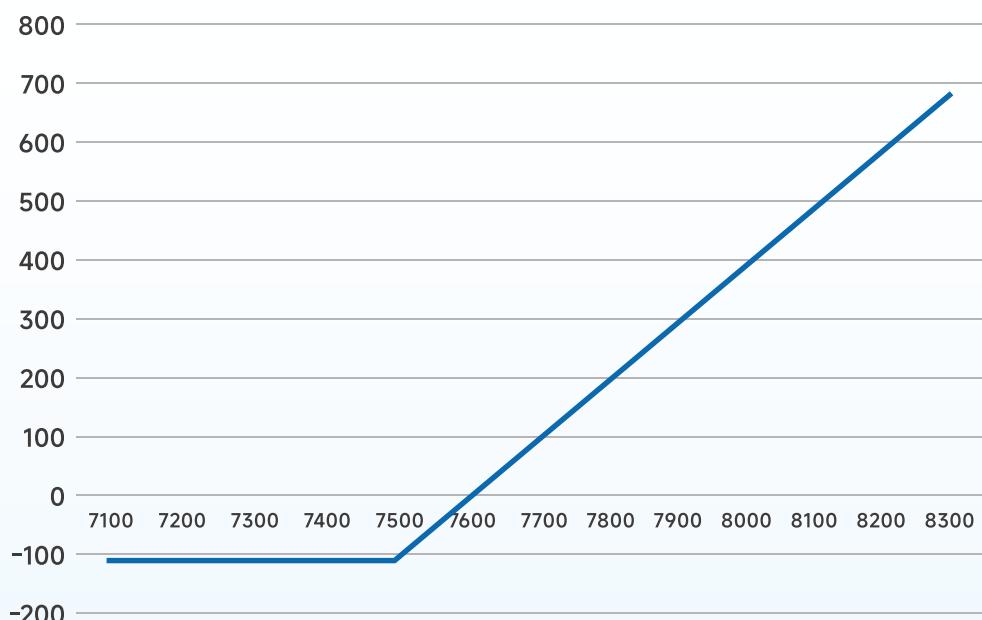
期权到期时，市场价格上涨超过盈亏平衡点越多，期权买方的收益越大。买入看涨期权属于损失有限、收益无限的策略。

**例：**投资者买入1手行权价格为7500元/吨的棕榈油某期货平值看涨期权，3个月后到期，支付权利金117元/吨。若3个月后，棕榈油期货价格上涨至8200元/吨，投资者行权。行权盈亏 = 期货价格 - 行权价格 = 8200-7500=700元/吨。净盈亏 = 行权盈亏 - 权利金支出 = 700-117=583元/吨。盈亏平衡点 = 行权价格 + 权利金支出 = 7500+117=7617元/吨，即当棕榈油期货价格高于7617元/吨时，买入看涨期权产生收益；低于7617元/吨时，买入看涨期权亏损。当标的期货价格跌到行权价格7500元/吨以下时，期权已经没有价值，选择放弃，损失全部权利金。

图表 24 到期对应不同期货价格的买入看涨期权策略盈亏（1）

标的期货	行权价格	行权盈亏	权利金支出	净盈亏
7100	7500	0 放弃	117	-117
7200	7500	0 放弃	117	-117
7300	7500	0 放弃	117	-117
7400	7500	0 放弃	117	-117
7500	7500	0 放弃	117	-117
7600	7500	100 行权	117	-17
7700	7500	200 行权	117	83
7800	7500	300 行权	117	183
7900	7500	400 行权	117	283
8000	7500	500 行权	117	383
8100	7500	600 行权	117	483
8200	7500	700 行权	117	583
8300	7500	800 行权	117	683

图表 25 到期对应不同期货价格的买入看涨期权策略盈亏（2）



#### (4) 优点与缺点

**优点：**理论上潜在收益无限，风险有限。

**缺点：**看涨期权为“递耗资产”。当标的期货价格不断下跌时，看涨期权的时间价值逐日衰减，可能会亏损全部权利金。

因获利机会相对较少，买入看涨期权策略不一定为看涨后市的最佳选择。只有出现快速拉涨的行情，买入看涨期权才有较好的收益。根据芝加哥商品交易所的调研数据：“买入期权到期失效的概率大约是75%”。

#### (5) 时机与方法

在标的期货价格低位、波动率低位、预计后市将出现大涨时为看涨期权的最佳买点。选择流动性充足的平值、浅实值、浅虚值期权合约，更有利于达成交易。距离到期日还有40-60天的看涨期权的权利金相对较低。对标的期货价格预期上涨的幅度越大，买入看涨期权虚值程度应越深。

## 2. 卖出看涨期权

### (1) 基本构建原理

投资者以一定的行权价格  $X$  卖出看涨期权，获得权利金  $C$ 。卖出看涨期权得到的是义务而不是权利。如果买方要求行权，那么投资者必须履行义务。

通常情况下，当标的期货价格大于行权价格与权利金之和时，买方选择行权的可能性增加，而投资者面临的履约风险增加。若此时买方提出行权，投资者将被迫接受期权履约，以行权价格获得标的期货合约的空头，用权利金抵补部分价差损失。当标的期货价格小于行权价格，投资者的履约风险减小，获利机会增加，若到期日看涨期权仍为虚值，则投资者将获得全部权利金。

投资者还有另一种操作方式，即如果发现情况不乐观，可以在期权买方并未提出行权之前，将看涨期权平仓，从而获得权利金价差收入或损失。

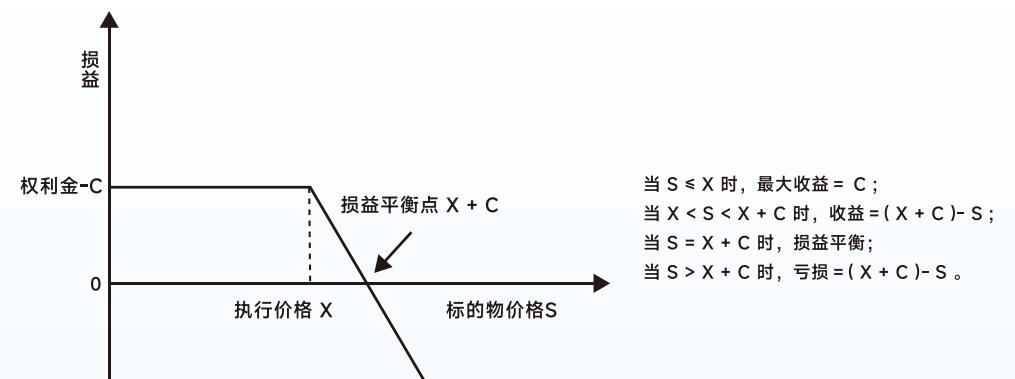
### (2) 使用动机

卖出看涨期权的使用动机取决于投资者对风险和收益的权衡。卖出看涨期权收取了权利金，当标的期货价格上涨，卖出看涨期权与卖出期货合约的损失相同，但权利金收入可以抵补部分价格上涨的损失。当标的期货价格下跌，卖出看涨期权最大收益为权利金。

当投资者预期标的期货价格不涨（下跌或上涨幅度不大）时，卖出看涨期权较为适宜。

### (3) 损益图示说明

图表 26 卖出看涨期权损益图



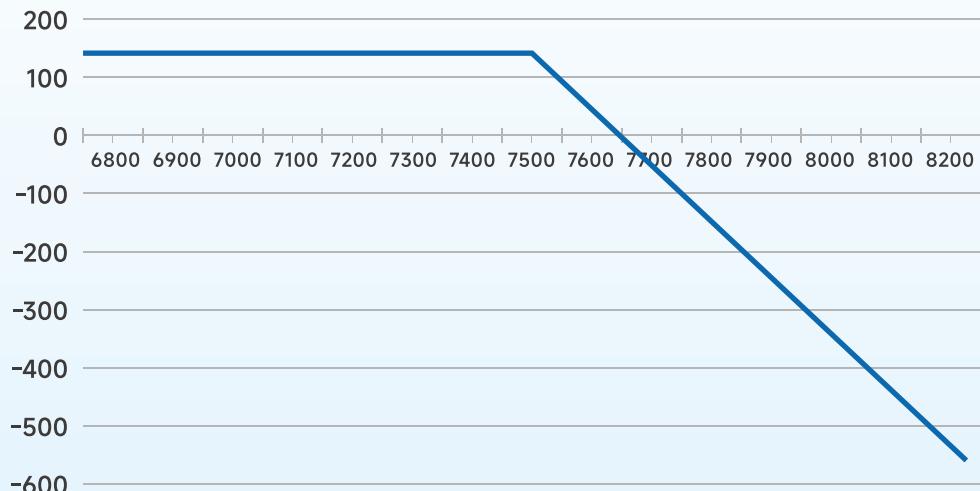
**例：**投资者卖出行权价格为 7500 元 / 吨的棕榈油某期货平值看涨期权，3 个月后到期，收取权利金 139 元 / 吨。到期时，标的期货价格涨到 8300 元 / 吨，投资者履约。履约盈亏 = 行权价格 - 期货价格 =  $7500 - 8300 = -800$  元 / 吨。净盈亏 = 权利金收入 + 履约盈亏 =  $139 - 800 = -661$  元 / 吨。盈亏平衡点 = 行权价格 + 权利金收入 =  $7500 + 139 = 7639$  元 / 吨，即当标的期货价格低于 7639 元 / 吨时，卖出看涨期权产生收益；高于 7639 元 / 吨时，卖出看涨期权亏损。

图表 27 到期对应不同期货价格的卖出看涨期权盈亏 (1)

标的期货价格	行权价格	履约盈亏	权利金收入	净盈亏
6800	7500	0 未履约	139	139
6900	7500	0 未履约	139	139
7000	7500	0 未履约	139	139
7100	7500	0 未履约	139	139
7200	7500	0 未履约	139	139
7300	7500	0 未履约	139	139
7400	7500	0 未履约	139	139

7500	7500	0 未履约	139	139
7600	7500	-100 履约	139	39
7700	7500	-200 履约	139	-61
7800	7500	-300 履约	139	-161
7900	7500	-400 履约	139	-261
8000	7500	-500 履约	139	-361
8100	7500	-600 履约	139	-461
8200	7500	-700 履约	139	-561

图表 28 到期对应不同期货价格的卖出看涨期权盈亏 (2)



#### (4) 优点与缺点

**优点：**在标的期货价格盘整或波动不大的情况下，可获得收益。

**缺点：**如果标的期货价格大幅上涨，投资者将面临风险。

#### (5) 时机与方法

根据经验，一般在标的期货价格波动率较高、绝对价格上行至重要技术压力位、期权距到期时间较短时，可选择卖出看涨期权。

当标的期货价格前期的价格波动较大，推高了权利金，投资者预期后期波动幅度可能发生逆转（或者预期波动率会降低）时，可卖出看涨期权。投资者预期标的期货价格将处于压力位以下运行时，可卖出看涨期权。即使期货价格穿透压力位，仍可能会拖延一段时间，这时卖出看涨期权也可以获得一定时间价值。期权价值一般在到期前30天加速贬值，此时卖出看涨期权也很有利。

卖出看涨期权时，可根据标的期货价格变动幅度的预期，以及看涨期权履约的可能性，选择具有充足流动性、距离到期日较近的平值、虚值期权合约。

### 3. 买入看跌期权

#### (1) 基本构建原理

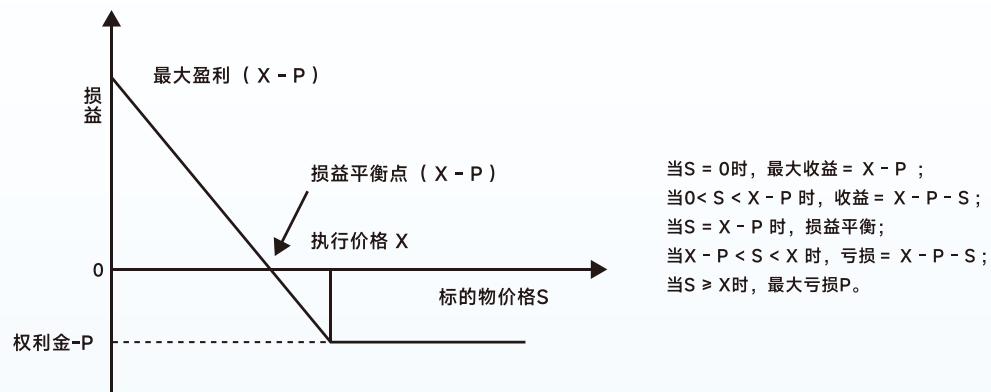
投资者支付一笔权利金P，买进一定行权价格X的看跌期权，便可享有在到期日之前，卖出或不卖出标的期货的权利。当标的期货价格下跌至行权价格以下时，投资者可以行权，以高价获得标的期货空头部位，然后按下跌后的价格平仓，获得价差收益，在抵补权利金支出后还有盈余。当价格下跌时也可以卖出期权平仓，从而获得权利金价差收益。如果价格不跌反涨，除了平仓止损外，还可以放弃。

#### (2) 使用动机

当投资者预期市场价格将快速下跌时，可以买入看跌期权。买入看跌期权而不是卖出标的期货，目的是为了防止价格上涨，损失扩大，同时可以用较少的资金获得价格下跌时的收益。

## (3) 损益图示说明

图表 29 买入看跌期权损益图



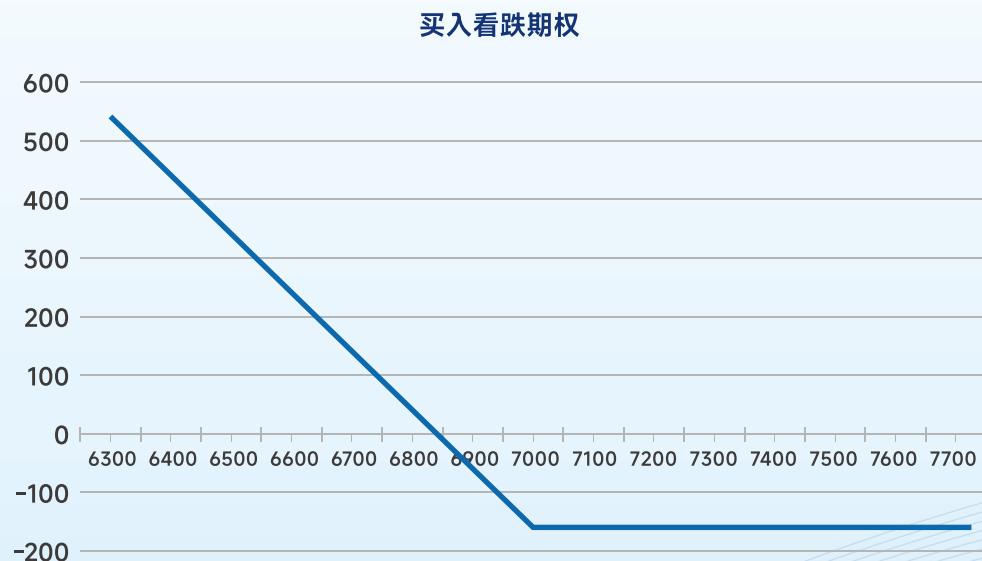
**例：**投资者买入行权价格为 7000 元 / 吨的棕榈油某期货平值看跌期权，3 个月后到期，支付权利金 151 元 / 吨。到期时，标的期货价格跌至 6500 元 / 吨，投资者行权。履约盈亏 = 行权价格 - 期货价格 =  $7000 - 6500 = 500$  元 / 吨。净盈亏 = 履约盈亏 - 权利金支出 =  $500 - 151 = 349$  元 / 吨。盈亏平衡点 = 行权价格 - 权利金支出 =  $7000 - 151 = 6849$  元 / 吨，即标的期货价格低于 6849 元 / 吨时，买入看跌期权产生收益；高于 6849 元 / 吨时，买入看跌期权亏损。

图表 30 到期对应不同期货价格的买入看跌期权盈亏 (1)

标的的价格	行权价格	行权盈亏	权利金支出	净盈亏
6300	7000	700 行权	151	549
6400	7000	600 行权	151	449
6500	7000	500 行权	151	349
6600	7000	400 行权	151	249
6700	7000	300 行权	151	149
6800	7000	200 行权	151	49

6900	7000	100 行权	151	-51
7000	7000	0 行权	151	-151
7100	7000	0 放弃	151	-151
7200	7000	0 放弃	151	-151
7300	7000	0 放弃	151	-151
7400	7000	0 放弃	151	-151
7500	7000	0 放弃	151	-151
7600	7000	0 放弃	151	-151
7700	7000	0 放弃	151	-151

图表 31 到期对应不同期货价格的买入看跌期权盈亏 (2)



## (4) 优点与缺点

**优点：**理论上潜在收益巨大，风险有限。

**缺点：**和看涨期权一样，看跌期权也是“递耗资产”。当标的期货价格不断上涨时，看跌期权的时间价值逐日衰减，可能亏损全部权利金。

## (5) 时机与方法

在标的期货价格处于高位、波动率处于低位、预计后市将出现大跌时为看跌期权的最佳买点。选择流动性充足的平值、浅实值、浅虚值期权合约，更有利于达成交易。距离到期日还有 40-60 天的看跌期权的权利金相对较低。对标的期货价格预期的下跌幅度越大，买入看跌期权虚值程度应越深。

### 4. 卖出看跌期权

#### (1) 基本构建原理

投资者以一定的行权价格  $X$  卖出看跌期权，得到权利金  $P$ 。卖出看跌期权得到的是义务而不是权利。当标的期货价格下跌至行权价格以下时，买方行权可能性增加，投资者将被迫履约，以行权价格获得标的期货多头部位，以权利金收入抵补平仓后的价差损失。在买方提出履约前，投资者可以随时将看跌期权平仓，获得价差收益或损失。如果买方到期放弃，则投资者获得全部权利金。

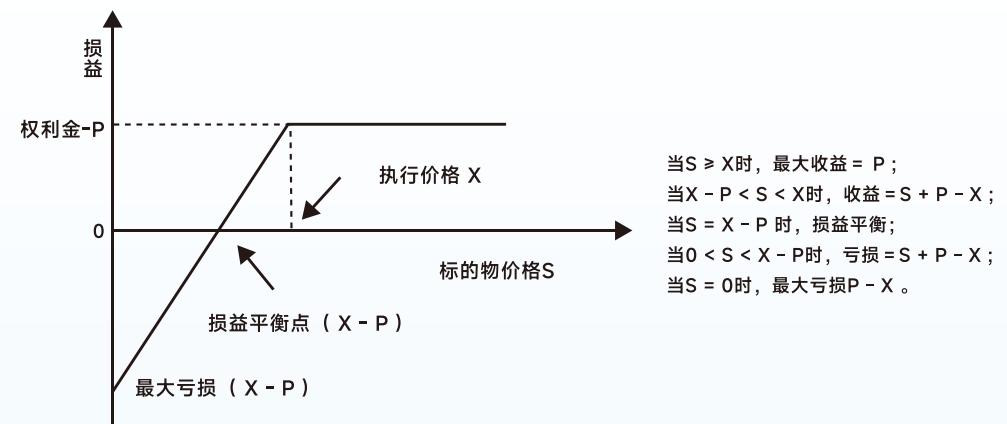
#### (2) 使用动机

卖出看跌期权的使用取决于投资者对于风险和收益策略的权衡。卖出看跌期权收取了权利金，当标的期货价格下跌时，卖出看跌期权与买入期货合约的损失相同，但权利金收入可以抵补部分损失。当标的期货价格上涨时，卖出看跌期权最大收益为权利金。

当投资者预期标的期货价格不跌（或上涨但幅度不大）时，卖出看跌期权较适宜。

## (3) 损益图示说明

图表 32 卖出看跌期权损益图



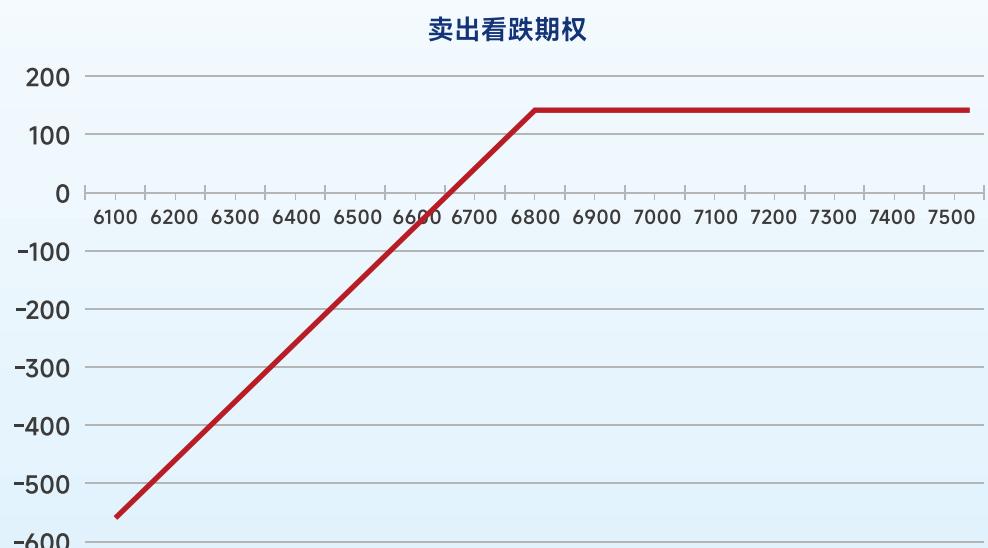
**例：**投资者卖出行权价格为 6800 元 / 吨的棕榈油某期货平值看跌期权，3 个月后到期，收取权利金 145 元 / 吨。若到期时，标的期货价格跌至 6500 元 / 吨，投资者履约。履约盈亏 = 期货价格 - 行权价格 = 6500-6800=-300 元 / 吨。净盈亏 = 权利金收入 + 履约盈亏 = 145-300 元 / 吨 = -155 元 / 吨。盈亏平衡点 = 行权价格 - 权利金收入 = 6800-145=6655 元 / 吨，即当标的期货价格高于 6655 元 / 吨时，卖出看跌期权产生收益；低于 6655 元 / 吨时，卖出看跌期权亏损。

图表 33 到期对应不同期货价格的卖出看跌期权盈亏 (1)

标的的价格	行权价格	履约盈亏	权利金收入	净盈亏
6100	6800	-700 履约	145	-555
6200	6800	-600 履约	145	-455
6300	6800	-500 履约	145	-355
6400	6800	-400 履约	145	-255
6500	6800	-300 履约	145	-155
6600	6800	-200 履约	145	-55

6700	6800	-100 履约	145	45
6800	6800	0 未履约	145	145
6900	6800	0 未履约	145	145
7000	6800	0 未履约	145	145
7100	6800	0 未履约	145	145
7200	6800	0 未履约	145	145
7300	6800	0 未履约	145	145
7400	6800	0 未履约	145	145
7500	6800	0 未履约	145	145

图表 34 到期对应不同期货价格的卖出看跌期权盈亏 (2)



#### (4) 优点与缺点

**优点：**在标的期货价格盘整或波动不大的情况下，仍可获得收益。

**缺点：**如果标的期货价格大幅下跌，投资者将面临风险。

#### (5) 时机与方法

根据经验，一般在标的期货价格波动率较高、绝对价格下行至重要技术支撑位、期权距到期时间较短时，可选择卖出看跌期权。

当标的期货前期的价格波动较大，推高了权利金，投资者预期后期波动幅度可能发生逆转（或者预期波动率会降低）时，可以卖出看跌期权。投资者预期标的期货价格将处于支撑位以上运行时，仍可卖出看跌期权。即使期货价格跌穿支撑位，也可能会拖延一段时间，这时卖出看跌期权也可以获得一定时间价值。期权价值一般在到期前30天加速贬值，此时卖出看跌期权也很有利。

卖出看跌期权时，可根据标的期货价格变动幅度的预期，以及看跌期权履约的可能性，选择具有充足流动性、距离到期日较近的平值、虚值期权合约。

### (二) 期权价差策略（价差策略）

这里主要介绍垂直价差策略。该策略以不同的行权价格，同时买进和卖出同一合约月份的看涨期权或看跌期权。之所以被称为“垂直价差”，是因为本策略除行权价格不同外，其余要素都是相同的，而行权价格和对应的权利金在期权T型报价行情界面上是垂直排列的。垂直价差套利策略主要有四种形式：牛市看涨期权价差、牛市看跌期权价差、熊市看涨期权价差、熊市看跌期权价差。

#### 1. 牛市看涨期权价差策略

牛市价差策略是期权价差策略中比较常用的一种。投资者预期标的期货价格在未来会以一定幅度上涨，并力求稳中求胜。这时投资者可以选择较低成本的牛市价差期权，在标的期货价格上涨至一定幅度以后，发挥止盈止损的功效。投资者要实现该种策略的做法有两种，可以分别运用看涨期权和看跌期权构造。其中，牛市看涨期权价差策略是运用看涨期权来构造的。

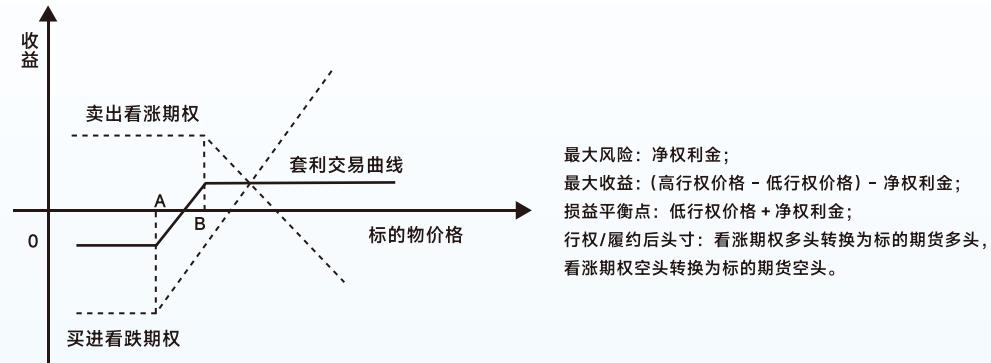
#### (1) 基本构建原理

牛市看涨期权价差策略由买入一手平值或虚值看涨期权，并卖出一手虚值程度更深（行权价格更高）的看涨期权组成。由于买入看涨期权的权利金高于卖出看涨期权的权利金，所以投资者通常要净支出权利金。

## (2) 使用动机

投资者预期市场价格上涨，但上涨幅度有限，或者投资者想减少买入看涨期权所支付的权利金成本，可使用牛市看涨期权价差策略。

图表 35 牛市看涨期权价差策略损益图



**例：**假设当前棕榈油某期货合约价格为 7300 元 / 吨，投资者预计价格很有可能温和走高，以 89 元 / 吨买入 1 手行权价格为 7300 元 / 吨的该棕榈油期货平值看涨期权，同时以 20 元 / 吨卖出 1 手行权价格为 7500 元 / 吨的看涨期权，两个期权的存续期都剩 1 个月。那么，投资者在期权到期日的损益情况如下：

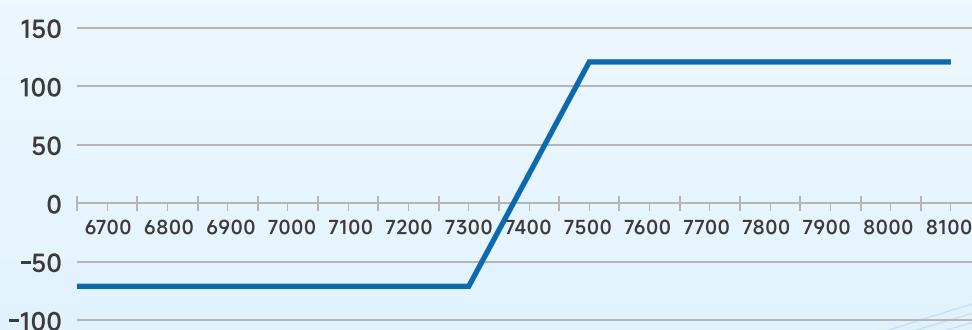
图表 36 到期对应不同期货价格的牛市看涨期权价差盈亏 (1)

期货价格	买入行权价格	行权盈亏	买入盈亏	卖出行权价格	履约盈亏	卖出盈亏	净盈亏
6700	7300	0 放弃	-89	7500	0 未履约	20	-69
6800	7300	0 放弃	-89	7500	0 未履约	20	-69
6900	7300	0 放弃	-89	7500	0 未履约	20	-69
7000	7300	0 放弃	-89	7500	0 未履约	20	-69
7100	7300	0 放弃	-89	7500	0 未履约	20	-69

7200	7300	0 放弃	-89	7500	0 未履约	20	-69
7300	7300	0 放弃	-89	7500	0 未履约	20	-69
7400	7300	100 行权	11	7500	0 未履约	20	31
7500	7300	200 行权	111	7500	0 未履约	20	131
7600	7300	300 行权	211	7500	-100 履约	-80	131
7700	7300	400 行权	311	7500	-200 履约	-180	131
7800	7300	500 行权	411	7500	-300 履约	-280	131
7900	7300	600 行权	511	7500	-400 履约	-380	131
8000	7300	700 行权	611	7500	-500 履约	-480	131
8100	7300	800 行权	711	7500	-600 履约	-580	131

## (3) 损益图示说明

图表 37 到期对应不同期货价格的牛市看涨期权价差盈亏 (2)



若 1 个月后，标的期货价格上涨至 7500 元 / 吨，价格达到止盈点，就算期货价格继续上涨，该投资者也只能获得 131 元 / 吨的收益。若标的期货价格下跌到 7300 元 / 吨，价格达到止损点，就算期货价格继续下跌，该投资者的损失只有 69 元 / 吨。所以，该策略十分适合想捕捉期货合约温和上涨，而又不想承担太多下行风险的投资者。

#### (4) 优点与缺点

**优点：**在买入看涨期权后，卖出看涨期权，减少了权利金成本，从而降低了损益平衡点。此外，该策略最大风险确定，为权利金净支出。

**缺点：**采用此交易策略，限定了最大收益，无法获得市场价格上涨超过卖出看涨期权行权价格所带来的更大收益。

#### (5) 时机与方法

投资者预期市场价格将上涨但涨幅有限，或是买入看涨期权看涨后市，并希望降低权利金支出。该策略为中长期交易策略，短线投资者不适合采用该策略。使用该策略时，应买入平值或虚值看涨期权，卖出虚值或深虚值看涨期权。

### 2. 牛市看跌期权价差策略

#### (1) 基本构建原理

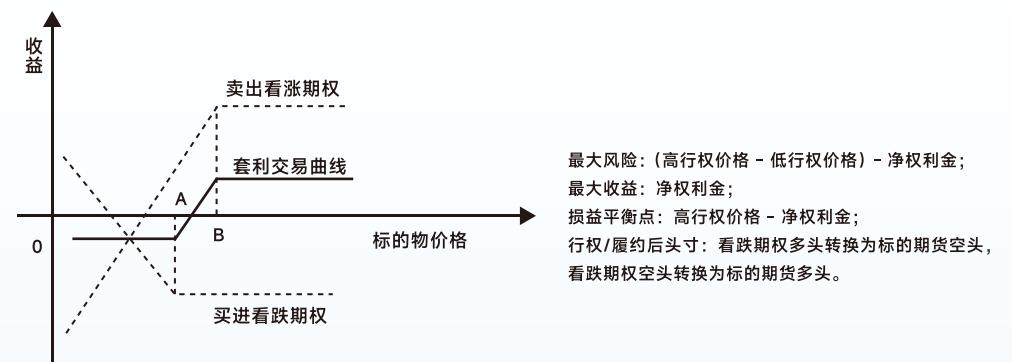
牛市看跌期权价差策略由卖出一手平值或虚值的看跌期权，并买入一手虚值程度更深（行权价格更低）的看跌期权组成。由于卖出看跌期权的权利金高于买入看跌期权的权利金，所以投资者通常会净收入权利金。

#### (2) 使用动机

投资者预期市场价格上涨，但上涨幅度有限，或者投资者不愿承受卖出看跌期权最大亏损 X-P 的风险，可使用牛市看跌期权价差策略。

#### (3) 损益图示说明

图表 38 牛市看跌期权价差策略损益图



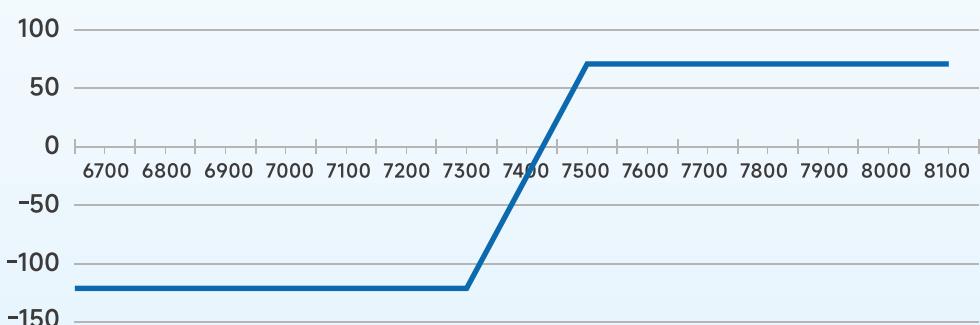
**例：**假设当前棕榈油某期货合约价格为 7500 元 / 吨，投资者预计价格不会大跌，且波动率处于较高水平，便以 20 元 / 吨买入 1 手行权价格为 7300 元 / 吨的该棕榈油期货虚值看跌期权，同时以 84 元 / 吨卖出 1 手行权价格为 7500 元 / 吨的平值看跌期权，两个期权的存续期都剩 1 个月。那么，投资者在期权到期日的损益情况如下：

图表 39 到期对应不同期货价格的牛市看跌期权价差盈亏 (1)

期货价格	买入行权价格	行权盈亏	买入盈亏	卖出行权价格	履约盈亏	卖出盈亏	净盈亏
6700	7300	600 行权	580	7500	-800 履约	-716	-136
6800	7300	500 行权	480	7500	-700 履约	-616	-136
6900	7300	400 行权	380	7500	-600 履约	-516	-136
7000	7300	300 行权	280	7500	-500 履约	-416	-136
7100	7300	200 行权	180	7500	-400 履约	-316	-136
7200	7300	100 行权	80	7500	-300 履约	-216	-136
7300	7300	0 放弃	-20	7500	-200 履约	-116	-136

7400	7300	0 放弃	-20	7500	-100 履约	-16	-36
7500	7300	0 放弃	-20	7500	0 未履约	84	64
7600	7300	0 放弃	-20	7500	0 未履约	84	64
7700	7300	0 放弃	-20	7500	0 未履约	84	64
7800	7300	0 放弃	-20	7500	0 未履约	84	64
7900	7300	0 放弃	-20	7500	0 未履约	84	64
8000	7300	0 放弃	-20	7500	0 未履约	84	64
8100	7300	0 放弃	-20	7500	0 未履约	84	64

图表 40 到期对应不同期货价格的牛市看涨期权价差盈亏 (2)



若1个月后，该标的期货价格上涨至7500元/吨，达到止盈点，就算价格继续上涨，投资者也只能获得64元/吨的收益。若标的期货价格下跌至7300元/吨，达到止损点，就算价格继续下跌，投资者的损失只有136元/吨。所以，该策略适合预期价格不会出现大跌的投资者。

#### (4) 优点与缺点

**优点：**该策略的优点与牛市看涨期权价差策略相同，最大风险确定。

**缺点：**采用此交易策略，限定了最大收益，无法获得市场价格上涨超过卖出看跌期权行权价格所带来的更大收益。

#### (5) 时机与方法

投资者预期市场价格将上涨但涨幅有限，或是买入看涨期权看涨后市，并希望降低权利金支出。该策略为中长期交易策略，短线投资者不适合采用该策略。使用该策略时，应卖出平值或虚值看跌期权，买入虚值或更虚值的看涨期权。

### 3. 熊市看跌期权价差策略

#### (1) 基本构建原理

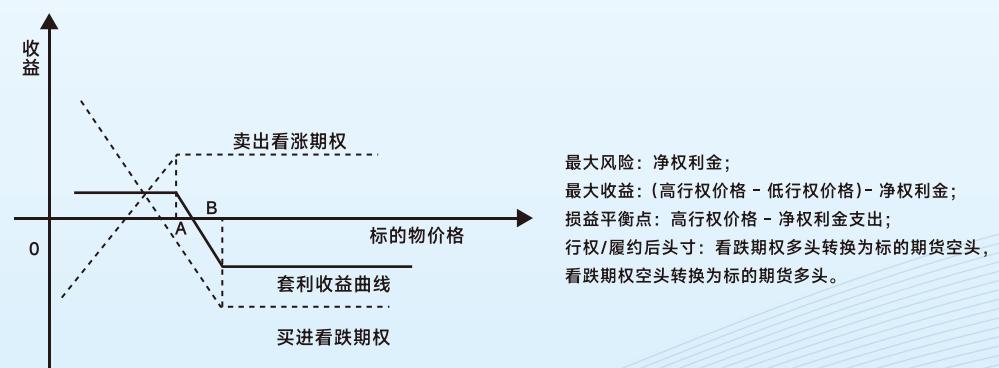
牛市看跌期权价差策略由买入一手平值或虚值的看跌期权，并卖出一手虚值程度更深（行权价更低）的看跌期权组成。由于买入看跌期权的权利金高于卖出看跌期权的权利金，所以投资者通常要净支出权利金。

#### (2) 使用动机

投资者预期市场价格下跌但跌幅有限，或者投资者想减少买入看跌期权所支付的权利金成本，可使用牛市看跌期权价差策略。

#### (3) 损益图示说明

图表 41 熊市看跌期权价差策略损益图



**例：**假设当前棕榈油某期货合约价格为7100元/吨，投资者预计期货合约会温和下跌，他以77元/吨买入1手行权价格为7400元/吨的该棕榈油期货看跌期权，同时以18元/吨卖出1手行权价格为7100元/吨的该棕榈油期货看跌期权，两个期

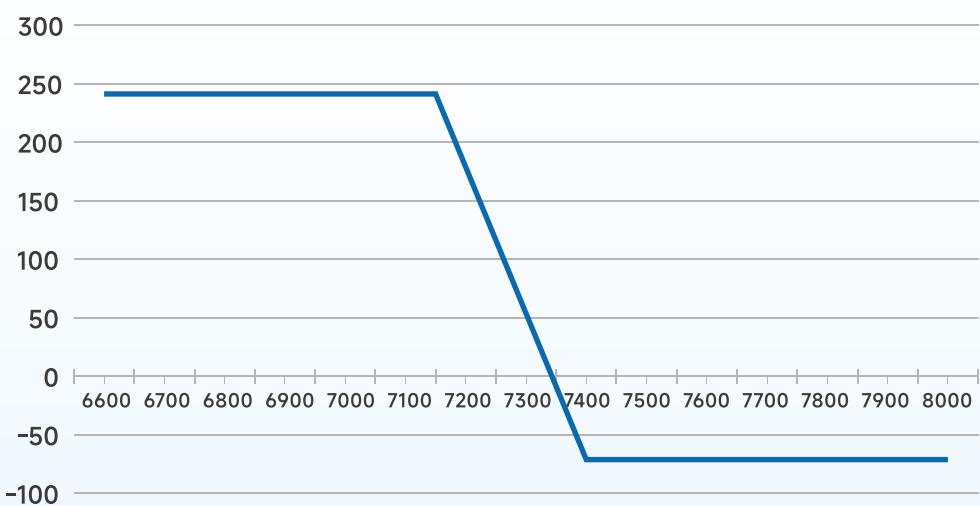
权的存续期都仅剩1个月。在1个月后，投资者在期权到期日的损益情况如下：

图表 42 到期对应不同期货价格的熊市看跌期权价差盈亏 (1)

期货 价格	买入 行权 价格	行权 盈亏	买入 盈亏	卖出 行权 价格	履约 盈亏	卖出 盈亏	净盈 亏
6600	7400	800 行权	723	7100	-500 履约	-482	241
6700	7400	700 行权	623	7100	-400 履约	-382	241
6800	7400	600 行权	523	7100	-300 履约	-282	241
6900	7400	500 行权	423	7100	-200 履约	-182	241
7000	7400	400 行权	323	7100	-100 履约	-82	241
7100	7400	300 行权	223	7100	0 未履约	18	241
7200	7400	200 行权	123	7100	0 未履约	18	141
7300	7400	100 行权	23	7100	0 未履约	18	41
7400	7400	0 放弃	-77	7100	0 未履约	18	-59
7500	7400	0 放弃	-77	7100	0 未履约	18	-59
7600	7400	0 放弃	-77	7100	0 未履约	18	-59
7700	7400	0 放弃	-77	7100	0 未履约	18	-59
7800	7400	0 放弃	-77	7100	0 未履约	18	-59
7900	7400	0 放弃	-77	7100	0 未履约	18	-59

8000	7400	0 放弃	-77	7100	0 未履约	18	-59
------	------	------	-----	------	-------	----	-----

图表 43 到期对应不同期货价格的熊市看跌期权价差盈亏 (2)



若标的期货价格在1个月后达到7400元/吨，便触及了止损点，就算价格继续上涨，投资者也最多损失59元/吨。若标的期货价格下跌到7100元/吨，便触及了止盈点，即获利241元/吨，即使价格继续下跌，策略收益也不会变化。所以，该策略十分适合想捕捉期货价格温和下跌，而又不想承担太多上行风险的投资者。

#### (4) 优点与缺点

**优点：**在买入看跌期权后，再卖出看跌期权，减少了权利金成本，从而降低了损益平衡点。此外，该策略最大风险是权利金净支出。

**缺点：**采用此交易策略，限定了最大收益，即无法获得市场价格大幅下跌时买入看跌期权所带来的更大收益。

#### (5) 时机与方法

当投资者预期市场价格将下跌但跌幅有限，或是买入看跌期权看空后市，并希望

降低权利金支出。该策略是中长期交易策略，短线投资者不适宜采用该策略。使用该策略，应买入平值或虚值的看跌期权，卖出深虚值的看跌期权。

#### 4. 熊市看涨期权价差策略

##### (1) 基本构建原理

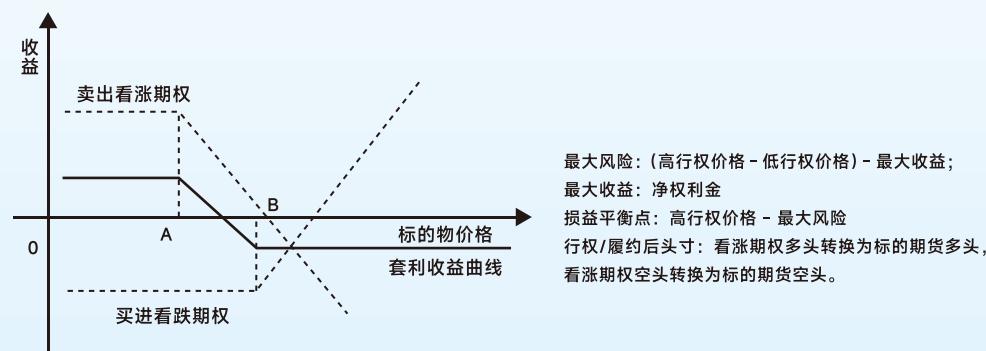
牛市看涨期权价差策略由卖出一手平值或虚值的看涨期权，并买入一手虚值程度更深的看涨期权组成。由于卖出看涨期权的权利金高于买入看涨期权的权利金，所以投资者通常会净收入权利金。

##### (2) 使用动机

投资者预期市场价格下跌但跌幅有限，或者投资者想减少卖出看涨期权的无限风险，可使用牛市看涨期权价差策略。

##### (3) 损益图示说明

图表 44 熊市看涨期权价差策略损益图

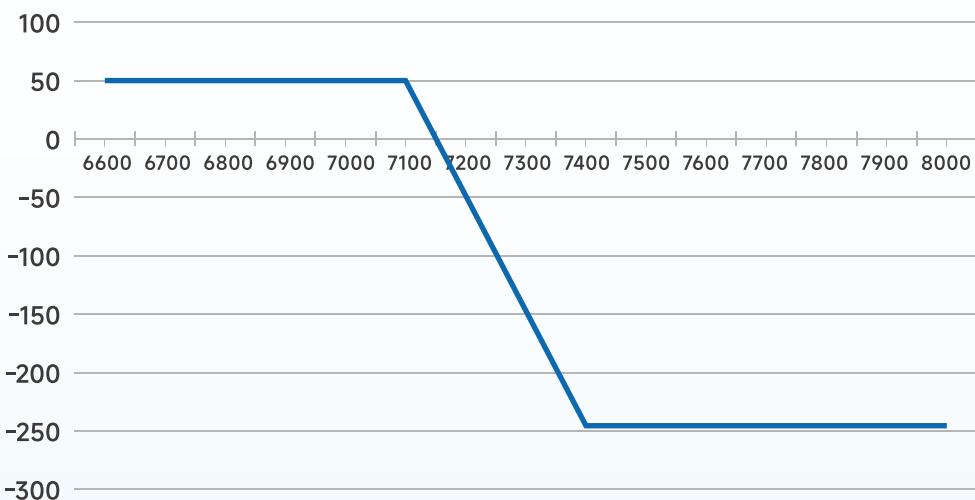


**例：**假设当前棕榈油某期货合约价格为 7100 元 / 吨，投资者预计期货合约不会大涨，他可以 86 元 / 吨卖出 1 手行权价格为 7100 元 / 吨的该棕榈油期货平值看涨期权，同时以 31 元 / 吨买入 1 手行权价格为 7400 元 / 吨的该棕榈油期货看涨期权，两个期权的存续期都仅剩 1 个月。在 1 个月后，投资者在期权到期日的损益情况如下：

图表 45 到期对应不同期货价格的熊市看涨期权价差盈亏 (1)

期货价格	卖出行权价格	履约盈亏	卖出收益	买入行权价格	行权盈亏	买入收益	净盈亏
6600	7100	0 未履约	86	7400	0 放弃	-31	55
6700	7100	0 未履约	86	7400	0 放弃	-31	55
6800	7100	0 未履约	86	7400	0 放弃	-31	55
6900	7100	0 未履约	86	7400	0 放弃	-31	55
7000	7100	0 未履约	86	7400	0 放弃	-31	55
7100	7100	0 未履约	86	7400	0 放弃	-31	55
7200	7100	-100 履约	-14	7400	0 放弃	-31	-45
7300	7100	-200 履约	-114	7400	0 放弃	-31	-145
7400	7100	-300 履约	-214	7400	0 放弃	-31	-245
7500	7100	-400 履约	-314	7400	100 行权	69	-245
7600	7100	-500 履约	-414	7400	200 行权	169	-245
7700	7100	-600 履约	-514	7400	300 行权	269	-245
7800	7100	-700 履约	-614	7400	400 行权	369	-245
7900	7100	-800 履约	-714	7400	500 行权	469	-245
8000	7100	-900 履约	-814	7400	600 行权	569	-245

图表 46 到期对应不同期货价格的熊市看涨期权价差盈亏 (2)



若标的期货合约价格 1 个月后达到 7400 元 / 吨，便触及了止损点，就算价格继续上涨，投资者也最多损失 245 元 / 吨。若期货价格下跌到 7100 元 / 吨，便触及了止盈点，即获利 55 元 / 吨，即使价格继续下跌，策略收益也不会变化。所以，该策略适合对后市不看涨的投资者。

#### (4) 优点与缺点

**优点：**先卖出平值附近看涨期权，再买入更虚值的看涨期权，若遇到大涨情况，为卖出的平值看涨期权降低风险。此外，此策略的最大风险是：(高行权价格 - 低行权价格) - 最大收益。

**缺点：**采用此交易策略，限定了最大收益，即无法获得市场价格大幅下跌时只卖出平值看涨期权所带来的更大收益。

#### (5) 时机与方法

当投资者预期市场价格将下跌但跌幅有限，使用看涨期权熊市价差策略，并获得策略初始建仓净收入。该策略是中长期交易策略，短线投资者不适宜采用该策略。使用该策略，卖出平值或虚值的看涨期权，买入深虚值的看涨期权。

### (三) 波动率策略（震荡策略）

震荡策略是预期标的期货价格不会大幅涨跌时使用的期权策略，主要包括卖出跨式期权、卖出宽跨式期权策略。

#### 1. 卖出跨式期权

##### (1) 基本构建原理

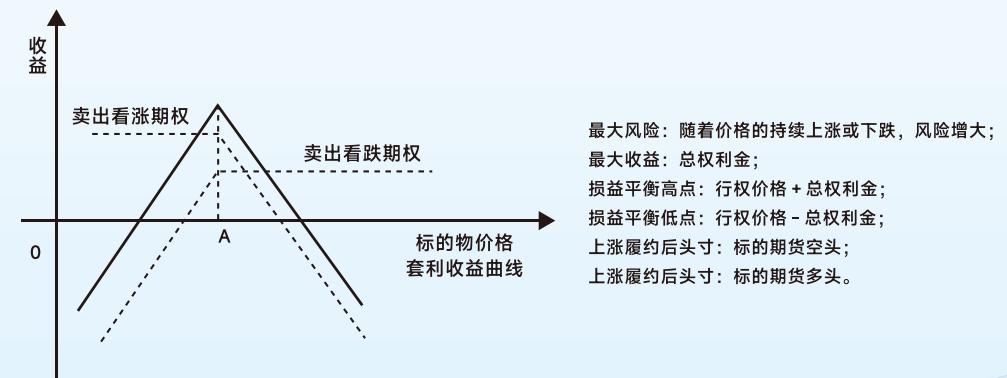
卖出跨式期权策略由卖出一手平值看涨，并卖出一手平值看跌期权组成。

##### (2) 使用动机

当投资者预期市场价格在到期前不会剧烈涨跌时，可以卖出跨式期权，从价格波动不大的市场中获利。

##### (3) 损益图示说明

图表 47 卖出跨式期权损益图

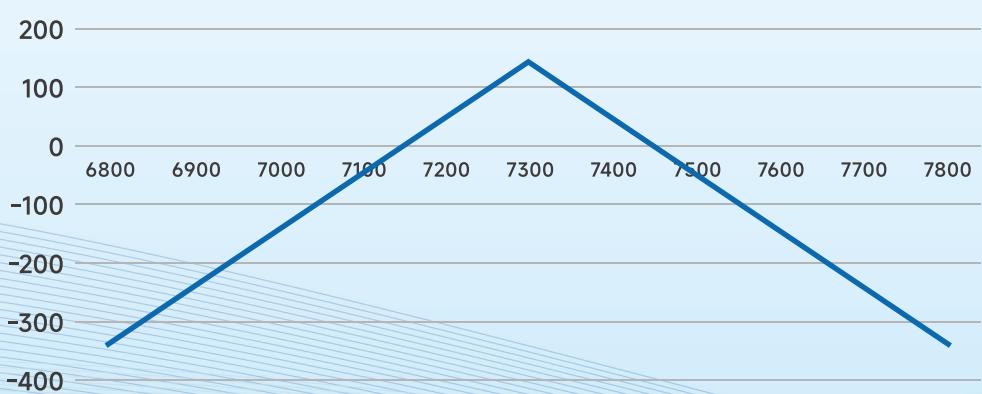


**例：**假设棕榈油期货合约当前的价格为 7300 元 / 吨，1 个月后到期，行权价格为 7300 元 / 吨的棕榈油看涨期权的权利金是 80 元 / 吨，相应的看跌期权价格是 80 元 / 吨。投资者卖出以上看涨期权和看跌期权各 1 手，收取权利金 160 元 / 吨，则在到期日该策略的损益曲线如下图：

图表 48 到期对应不同期货价格的卖出跨式期权策略盈亏 (1)

期货价格	行权价格	看涨期权履约	卖出盈亏	看跌期权履约	卖出盈亏	净盈亏
6800	7300	0 未履约	80	-500 履约	-420	-340
6900	7300	0 未履约	80	-400 履约	-320	-240
7000	7300	0 未履约	80	-300 履约	-220	-140
7100	7300	0 未履约	80	-200 履约	-120	-40
7200	7300	0 未履约	80	-100 履约	-20	60
7300	7300	0 未履约	80	0 未履约	80	160
7400	7300	-100 履约	-20	0 未履约	80	60
7500	7300	-200 履约	-120	0 未履约	80	-40
7600	7300	-300 履约	-220	0 未履约	80	-140
7700	7300	-400 履约	-320	0 未履约	80	-240
7800	7300	-500 履约	-420	0 未履约	80	-340

图表 49 到期对应不同期货价格的卖出跨式期权策略盈亏 (2)



当标的期货价格在1个月后高于7300元/吨，看涨期权履约产生亏损，看跌期权无需履约，只有当价格高于7460元/吨，亏损才会超过权利金收入；当标的期货价格在1个月后低于7300元/吨，看跌期权履约产生亏损，看涨期权无需履约，只有当价格低于7140元/吨时，亏损才会超过权利金收入。

#### (4) 优点与缺点

**优点：**无论市场价格涨跌，只要涨幅或跌幅不超过损益平衡的高低点，投资者都可获利。

**缺点：**到期时，看涨和看跌一般总有一个是实值期权。而当市场价格上涨或下跌超过了损益平衡高低点，投资者将面临风险。相对卖出单一期权，无论市场涨跌，卖出跨式期权的潜在风险都很大，而收益有限。

#### (5) 时机与方法

当市场价格刚刚经历了大幅波动，投资者预期在近一段时间内将不会出现大幅涨跌，可以卖出跨式期权。使用该策略时，一般卖出平值看涨和看跌期权，组成卖出跨式期权策略。卖出跨式期权是比较激进的策略，投资者要密切关注持仓风险。

### 2. 卖出宽跨式期权

#### (1) 基本构建原理

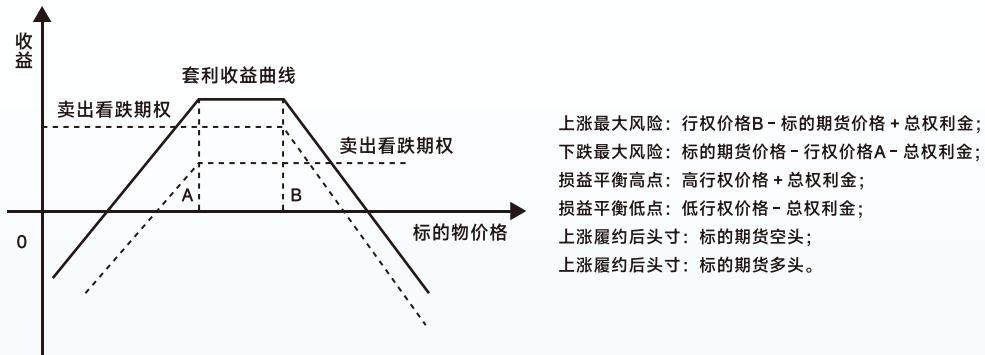
卖出宽跨式期权策略由卖出一手虚值看涨期权，并卖出一手虚值看跌期权组成。宽跨式期权合约都是虚值期权，投资者收取的权利金比跨式期权少。

#### (2) 使用动机

投资者预期市场到期前一段时间不会剧烈波动，价格变动很小或没有变动，市场波动率下跌，市况日趋盘整，价位波幅收窄，只是进行窄幅的价格调整，可以使用卖出宽跨式期权获取权利金收入。

## (3) 损益图示说明

图表 50 卖出宽跨式期权损益图



**例：**假设棕榈油某期货合约当前的价格为 7300 元 / 吨，1 个月后到期，行权价格为 7500 元 / 吨的看涨期权的权利金是 29 元 / 吨，行权价格为 7100 元 / 吨的看跌期权的权利金是 19 元 / 吨。投资者卖出以上看涨期权和看跌期权各 1 手，收取权利金 48 元 / 吨，则在到期日该策略的损益曲线如下图：

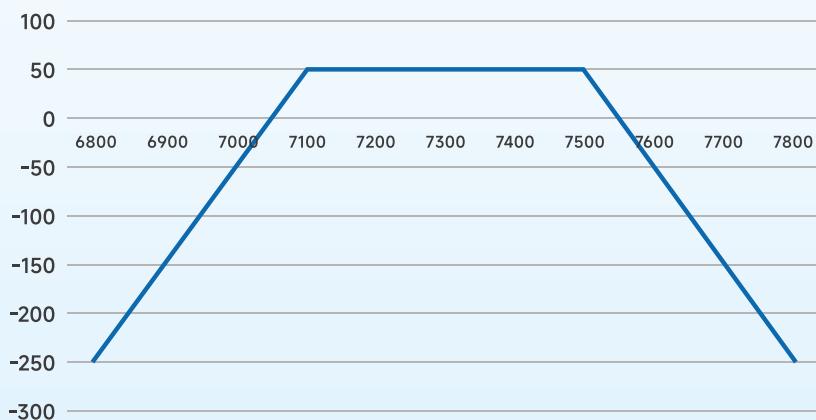
图表 51 到期对应不同期货价格的卖出宽跨式期权策略盈亏 (1)

期货价格	看涨行权价	看涨履约	看涨盈亏	看跌履约	看跌盈亏	净盈亏
6800	7500	0 未履约	29	-300 履约	-281	-252
6900	7500	0 未履约	29	-200 履约	-181	-152
7000	7500	0 未履约	29	-100 履约	-81	-52
7100	7500	0 未履约	29	0 未履约	19	48
7200	7500	0 未履约	29	0 未履约	19	48

7300	7500	0 未履约	29	0 未履约	19	48
7400	7500	0 未履约	29	0 未履约	19	48
7500	7500	0 未履约	29	0 未履约	19	48
7600	7500	-100 履约	-71	0 未履约	19	-52
7700	7500	-200 履约	-171	0 未履约	19	-152
7800	7500	-300 履约	-271	0 未履约	19	-252

图表 52 到期对应不同期货价格的卖出宽跨式期权策略盈亏 (2)

## 卖出宽跨式期权策略



当标的期货价格在 1 个月后上涨至 7500 元 / 吨，看涨期权履约产生亏损，看跌期权无需履约，只有当价格高于 7548 元 / 吨，亏损才会超过权利金收入；当标的期货价格在 1 个月后下跌至 7100 元 / 吨，看跌期权履约产生亏损，看涨期权无需履约，只有当价格低于 7052 元 / 吨时，亏损才会超过权利金收入。

## (4) 优点与缺点

**优点：**无论市场价格如何涨跌，只要涨幅或跌幅不超过损益平衡的高低点，投资

者都可收益。

**缺点：**当市场价格上涨或下跌超过了损益平衡高低点，投资者将面临风险。相对卖出单一期权，无论市场涨跌，卖出跨式期权的潜在风险都很大，但收益有限。

### (5) 时机与方法

当市场价格刚刚经历了大幅波动，投资者预期在近一段时间内将不会出现大幅涨跌，可以卖出宽跨式期权。卖出宽跨式期权策略较卖出跨式期权策略稳健，但仍面临潜在的双向市场风险，投资者要密切关注持仓风险。

## (四) 波动率策略（看突破策略）

### 1. 买入跨式期权

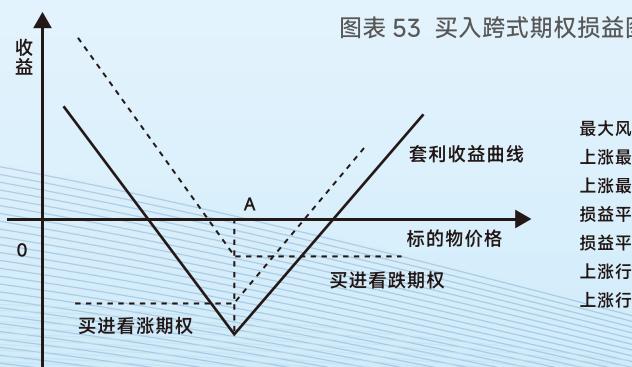
#### (1) 基本构建原理

买入跨式期权策略由买入一手平值看涨期权，同时买入一手平值看跌期权组成。

#### (2) 使用动机

投资者预期市场将会出现大幅波动，但不确定波动的方向，可以使用买入跨式期权，从价格突破性波动中获利。波动性越大，对期权头寸越有利。只要预计价格波动会超过损益平衡的高低点，即可获利。采用这种策略的投资者希望会有消息刺激导致价格大幅波动。

#### (3) 损益图示说明

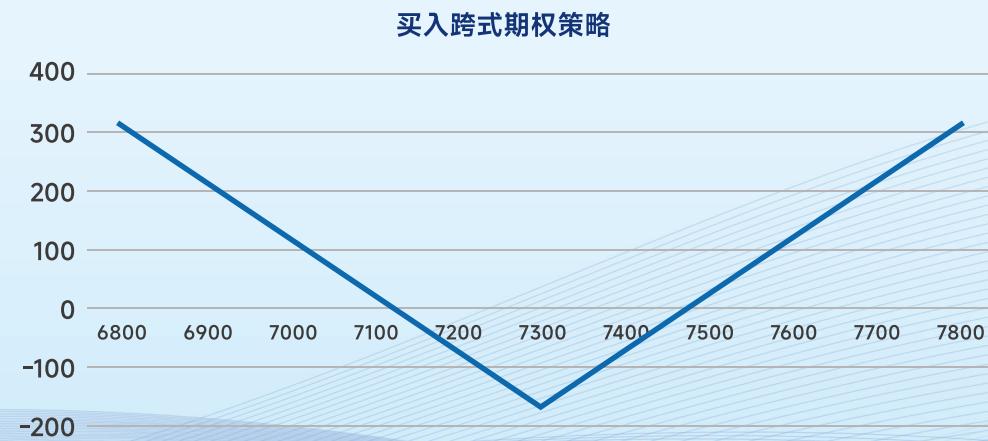


**例：**假设棕榈油某期货合约当前的价格为 7300 元 / 吨，1 个月后到期，行权价格为 7300 元 / 吨的看涨期权的权利金是 84 元 / 吨，相应的看跌期权价格是 84 元 / 吨，支付权利金 168 元 / 吨，则在到期日该策略的损益曲线如下图：

图表 54 到期对应不同期货价格的买入跨式期权策略盈亏 (1)

期货价格	行权价	看涨期权	看涨盈亏	看跌履约	看跌盈亏	净盈亏
6800	7300	0 放弃	-84	500 行权	416	332
6900	7300	0 放弃	-84	400 行权	316	232
7000	7300	0 放弃	-84	300 行权	216	132
7100	7300	0 放弃	-84	200 行权	116	32
7200	7300	0 放弃	-84	100 行权	16	-68
7300	7300	0 放弃	-84	0 放弃	-84	-168
7400	7300	100 行权	16	0 放弃	-84	-68
7500	7300	200 行权	116	0 放弃	-84	32
7600	7300	300 行权	216	0 放弃	-84	132
7700	7300	400 行权	316	0 放弃	-84	232
7800	7300	500 行权	416	0 放弃	-84	332

图表 55 到期对应不同期货价格的买入跨式期权策略盈亏 (2)



当标的期货价格在1个月后高于7300元/吨，看涨期权行权，看跌期权放弃并损失权利金，只有当标的期货合约价格高于7468元/吨，看涨期权的收益才能完全覆盖两个期权的权利金；当标的期货价格在1个月后低于7300元/吨，看跌期权行权，看涨期权放弃并损失权利金，只有当价格低于7132元/吨时，看跌期权的收益才能完全覆盖两个期权的权利金支出。

#### (4) 优点与缺点

**优点：**无论任何方向的价格波动增大时，期权变为实值的可能性都很大；买入跨式期权的风险有限，潜在收益无限。

**缺点：**与单边买入期权相比，如果市场价格波动较小，投资者权利金亏损可能性较大。

#### (5) 时机与方法

当预期市场将会出现波动增大或突破，但又不能确定突破的方向时，可以使用买入跨式期权策略。该策略是高波动交易，当市场波动较小时，并不适用此策略。

## 2. 买入宽跨式期权

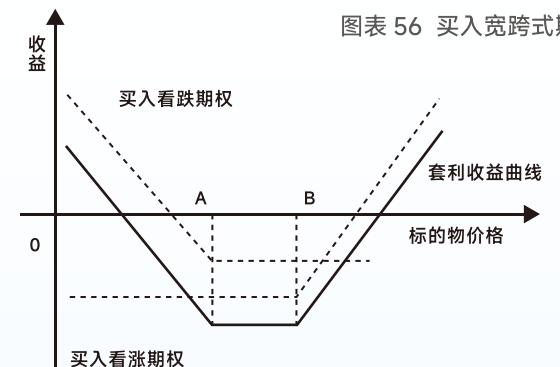
### (1) 基本构建原理

买入宽跨式期权策略由买入一手虚值看涨期权，同时买入一手虚值看跌期权组成。投资者的权利金支出比跨式期权少。

### (2) 使用动机

投资者预期市场将出现大幅剧烈波动，但不确定波动的方向，可以使用买入宽跨式期权策略。

### (3) 损益图示说明



图表 56 买入宽跨式期权损益图

最大风险：总权利金；  
上涨最大收益：标的期货价格-行权价格B-总权利金；  
下跌最大收益：行权价格A-标的期货价格-总权利金；  
损益平衡高点：行权价格B+总权利金；  
损益平衡低点：行权价格A-总权利金；  
上继行权后头寸：标的期货多头；  
下跌行权后头寸：标的期货空头。

**例：**投资者预计未来1个月末棕榈油某期货合约的价格会有较大波动，该期货合约的最新价格为7300元/吨，1个月后到期，行权价格为7400元/吨的棕榈油期货的看涨期权的权利金为30元/吨，相同标的、1个月后到期、行权价格为7200元/吨的看跌期权的权利金为20元/吨。投资者同时买入上述看涨期权和看跌期权各1手，共支付权利金50元/吨。

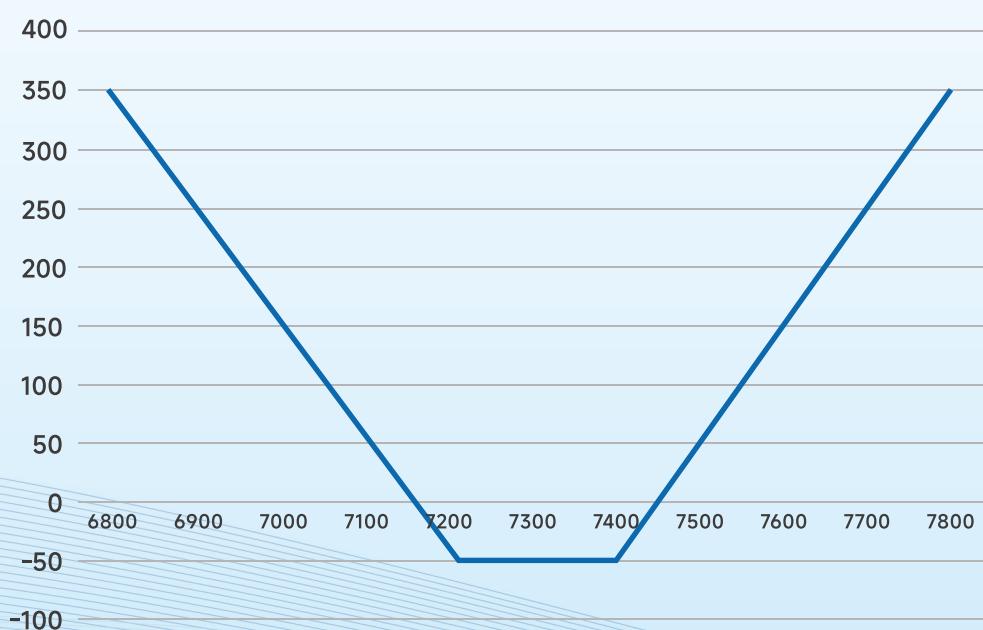
图表 57 到期对应不同期货价格的买入宽跨式期权策略盈亏 (1)

期货价 格	看跌行 权价	看跌行 权	买入 7200 看跌	看涨行 权价	买入 7400 看涨	净盈亏
6800	7200	400 行权	380	7400	0 放弃	350
6900	7200	300 行权	280	7400	0 放弃	250
7000	7200	200 行权	180	7400	0 放弃	150
7100	7200	100 行权	80	7400	0 放弃	50

7200	7200	0 放弃	-20	7400	0 放弃	-50
7300	7200	0 放弃	-20	7400	0 放弃	-50
7400	7200	0 放弃	-20	7400	0 放弃	-50
7500	7200	0 放弃	-20	7400	100 行权	50
7600	7200	0 放弃	-20	7400	200 行权	150
7700	7200	0 放弃	-20	7400	300 行权	250
7800	7200	0 放弃	-20	7400	400 行权	350

图表 58 到期对应不同期货价格的买入宽跨式期权策略盈亏 (2)

### 买入宽跨式期权策略



当标的期货价格在1个月后高于7400元/吨，看涨期权行权，看跌期权放弃并损失权利金，只有当价格高于7450元/吨，看涨期权的收益才能完全覆盖两个期权的权利金支出；当标的期货价格在1个月后低于7200元/吨，看跌期权行权，看涨期权放弃并损失权利金，只有当价格低于7150元/吨时，看跌期权的收益才能完全覆盖两个期权的权利金支出。

### (4) 优点与缺点

**优点：**买入宽跨式期权比买入跨式期权策略所支付的权利金少。不管市场在哪个方向出现大幅波动，期权买方都会盈利。投资者的风险有限，潜在收益无限。

**缺点：**市场价格波动幅度超过损益平衡高低点的几率较小，投资者面临亏损可能性较大。

### (5) 时机与方法

当前市场窄幅波动，投资者预期将来市场将会发生向上或向下突破，但又不能确定突破的涨跌方向时，可以使用买入宽跨式期权策略。买入宽跨式期权策略是高波动率交易，不适于市场波动率较小时。



## 期权套保应用



期权套期保值策略包括了保护性（买入期权）保值策略、抵补性（卖出期权）保值策略和双限性（买卖期权）保值策略。对于商品贸易双方来说，商品买方需要对冲商品上涨风险，商品卖方需要对冲商品下跌风险。

图表 59 商品期权套期保值策略

	商品买方 / 现货空头	期权保证金
期货保值策略	买入期货	卖出期货
保护性套期保值策略	买入看涨期权	买入看跌期权
抵补性套期保值策略	卖出看跌期权	卖出看涨期权
双限期权保值策略	买入看涨期权、并卖出看跌期权	买入看跌期权、并卖出看涨期权

### (一) 期权套期保值的定义和基本原理

#### 1. 定义

期权套期保值是指配合期货或者现货的头寸，用建立的期权部位的收益，抵补期货或者现货部位可能出现的损失，以达到锁定或者降低价格风险的目的。

#### 2. 基本原理

期货是现货的衍生品，而期权又以期货为标的，是衍生产品的衍生品。同种商品的现货、期货与期权价格之间存在相关性。因此，期权不但可以为现货保值，还可以用来为期货部位进行保值，从而有效规避交易者期货部位的风险。

在期权交易中，不能简单地以期权的买卖方向来操作，还要考虑买卖的是看涨期权还是看跌期权。如买进看涨期权与卖出看跌期权，行权后的部位是期货多头，所以类似于买入期货保值；买入看跌期权与卖出看涨期权，行权后的部位是期货空头，所以类似于卖出期货保值。

### (二) 期权套期保值的特点

#### 1. 资金占用少

期权具有较强的杠杆作用，特别是虚值期权，其价值很低。与期货交易相比，可以用更少的资金控制相同数量的期货合约。从资金成本来说，期权能够为保值者提供更多的选择。对看涨期权来说，行权价格选择得越高，权利金越低；看跌期权，行权价格选择得越低，权利金越低。

运用期货为现货保值的过程中，如果期货部位亏损，就要追加交易保证金。而利用期权进行套期保值时，买方支付权利金，无需缴纳保证金。因此，不存在资金不足无法实现套保计划的问题，资金管理也更加便利。

## 2. 既能规避风险，又能保留获利机会

这是期权套期保值效果的独特之处。期货套期保值原理在于利用期货与现货部位相反，价格变化方向相同，从而达到规避风险、锁定成本的目的。随着价格的变化，一个部位盈利，另一个部位肯定亏损。这样在规避风险的同时，投资者也失去价格有利变化情况下降低成本的能力，在规避了风险的同时，也丧失了收益。

利用期权，可以为现货和期货进行套期保值，如果现货（期货）部位亏损，则期权部位盈利。这种情况下，利用期权与期货进行保值的效果基本相同，均可以规避价格不利变化时的风险。如果现货（期货）部位盈利，则期权部位亏损，但不论价格变化有多大，期权的亏损仅限于保值之初所支付的权利金。期货或现货部位的盈利却可以随着价格有利的变化而不断扩大。但是如果投资者运用期货为现货保值，现货部位在价格发生有利变化时，其获取更多利润的机会将会被期货部位的亏损所抵消。

因此买入期权，等于为保值企业的生产经营买了“保险”。

## 3. 方式多样，策略灵活

在期货保值策略中，为对冲价格上涨或下跌的风险，只能买入或卖出期货。利用期权保值时，可以有更多的策略选择，如买入看涨期权或卖出看跌期权可以规避价格上涨的风险，买入看跌期权或卖出看涨期权可以规避价格下跌的风险。可以使用不同行权价格、不同到期月份期权合约套保，在包含买入和卖出期权的套保策略组合中，保值者卖出期权获得的权利金可以抵补买入期权的权利金支出。因此，利用期权保值，方式多样、策略灵活，可以满足企业不同成本和效果的保值需求。

## （三）保护性套期保值策略

### 1. 策略及类型

保护性套期保值策略是指通过买入期权，为现货（期货）部位进行保值的策略。该策略是最基本的期权保值策略，可以有效地保护现货（期货）部位的风险，最大损失是确定的。

### 2. 使用动机

如果预期价格大幅变动，投资者想利用期权套期保值，在锁定损失的同时，拥有收益的可能，那么保护性套期保值策略是最优的选择。

### 3. 利弊分析

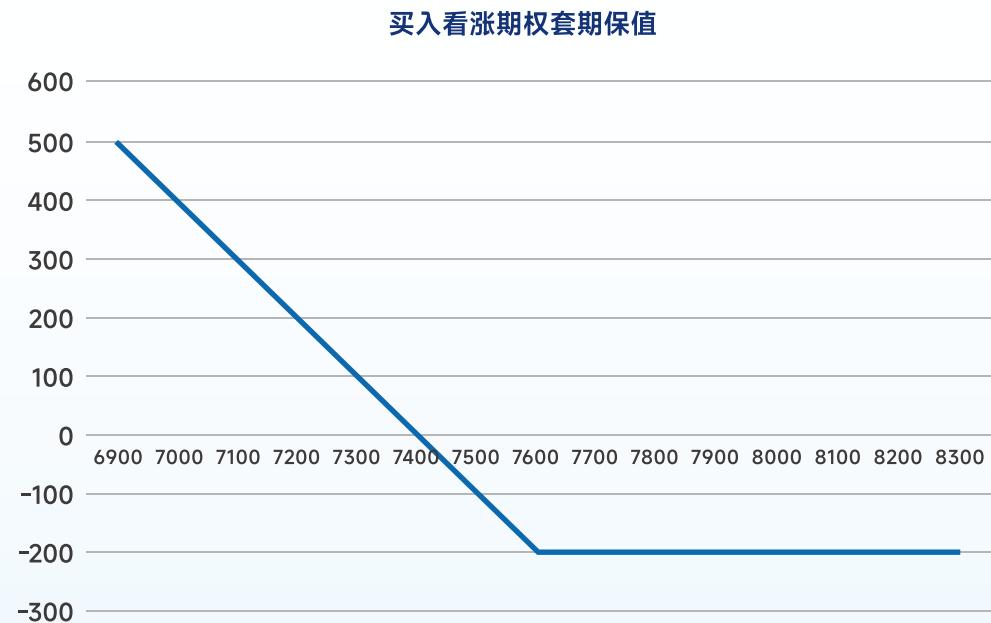
保护性套期保值策略最大优势是保值的同时拥有增值的可能。如果价格朝着有利的方向变动，那么现货或者期货部位会出现盈利。缺点是需要付出权利金作为保值成本。

### 4. 买入看涨期权套期保值案例

买入看涨期权策略，主要适用于需要购买现货的企业。只要净库存为负，均有价格上涨的担忧，为了防止采购价格上涨增加采购成本，可采取买入看涨期权套期保值策略。

**例：**某贸易商与客户签订了一批棕榈油销售订单，单价为 7550 元 / 吨，3 个月后交货。同期，棕榈油某期货合约报收 7600 元 / 吨。为了防止价格上涨给采购带来压力，该贸易商选择买入相同数量的看涨期权进行套期保值，执行价格为 7700 元 / 吨，3 个月到期，权利金为 89 元 / 吨。

图表 60 买入看涨期权套期保值损益图



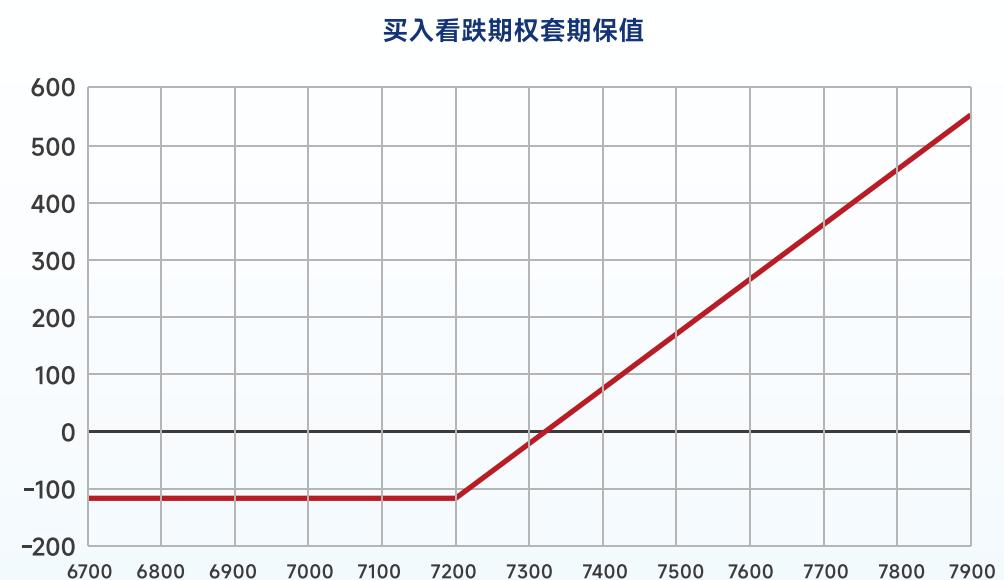
假设期现基差不变，该贸易商便以 89 元 / 吨的成本，锁定了最大亏损为 189 元 / 吨。若 3 个月后，现货价格上涨至 7950 元 / 吨，标的期货相应上涨至 8000 元 / 吨。该贸易商在现货端亏损 400 元 / 吨，买入看涨期权行权获利 300 元 / 吨，扣除 89 元 / 吨权利金支出，净亏损 -189 元 / 吨；若 3 个月后现货价格下跌至 7250 元 / 吨，标的期货下跌至 7300 元 / 吨，则该贸易商在现货端获利 300 元 / 吨，买入看涨期权放弃，扣除 89 元 / 吨权利金支出，合计获利 211 元 / 吨。

## 5. 买入看跌期权套期保值案例

买入看跌期权的保护性套期保值策略，主要适用于持有现货多头部位的企业。

**例：**投资者持有棕榈油某期货合约 7300 元 / 吨的多单。为防止价格下跌造成亏损，买入相同数量的，行权价格为 7200 元 / 吨，1 个月后到期的看跌期权，支付权利金 35 元 / 吨。

图表 61 买入看跌期权套期保值损益图



该投资者以 35 元 / 吨的成本，锁定了最大亏损为 135 元 / 吨。若 1 个月后，期货价格上涨至 7700 元 / 吨。该贸易商在期货端获利 400 元 / 吨，买入看跌期权放弃，扣除 35 元 / 吨权利金支出，净收益 365 元 / 吨；若 1 个月后价格下跌至 6800 元 / 吨，其期货端亏损 500 元 / 吨，买入看跌期权行权获利 400 元 / 吨，扣除 35 元 / 吨权利金支出，共亏损 135 元 / 吨，比不做套保少亏损了 365 元 / 吨。

## (四) 抵补性期权保值策略

### 1. 策略及类型

抵补性保值策略是指通过卖出期权获得权利金，抵补现货价格不利变动的损失，获得成本降低或销售收入增加的期权套期保值策略。该策略可在市场价格有利变动，或不利变动较小时获利。

### 2. 使用动机

认为未来不会出现大涨或大跌的行情，想获得现货成本降低及销售收入增加的机会。愿意承担价格波动较大的风险。

### 3. 利弊分析

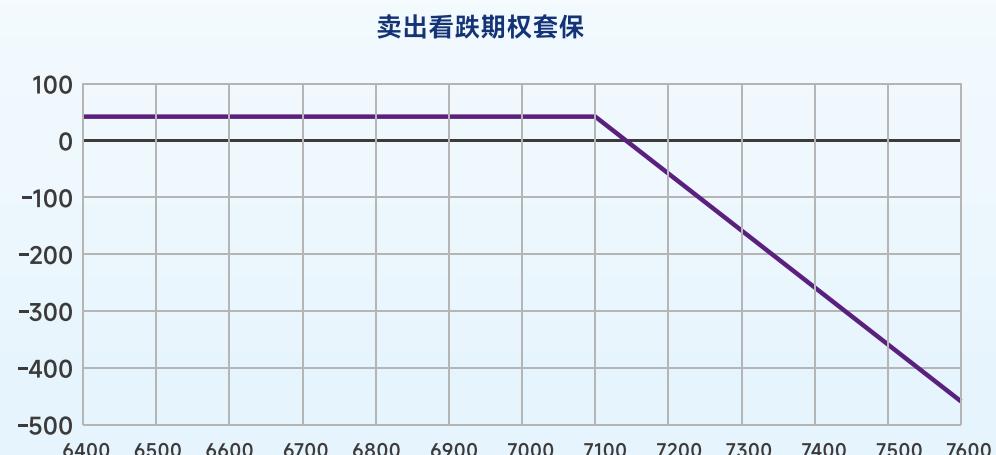
最大优势是在于获得权利金，进而降低采购成本或增加销售收入。但缺点是现货价格朝不利方向变动较大时，抵补性保值策略不足以弥补现货的大部分亏损。

### 4. 卖出看跌期权保值

对于想要购买现货的企业，需要降低未来现货价格上涨的风险。若预计现货价格可能保持相对稳定，或预计价格下跌幅度很小时，可执行此策略。

**例：**某贸易商需在未来1个月购进一定数量的棕榈油，预计价格将保持稳定。当前现货价格为6950元/吨，棕榈油某期货合约报收7000元/吨。该贸易商卖出相同数量的、行权价格为7100元/吨的看跌期权，1个月到期，收取权利金137元/吨。

图表 62 卖出看跌期权套期保值损益图



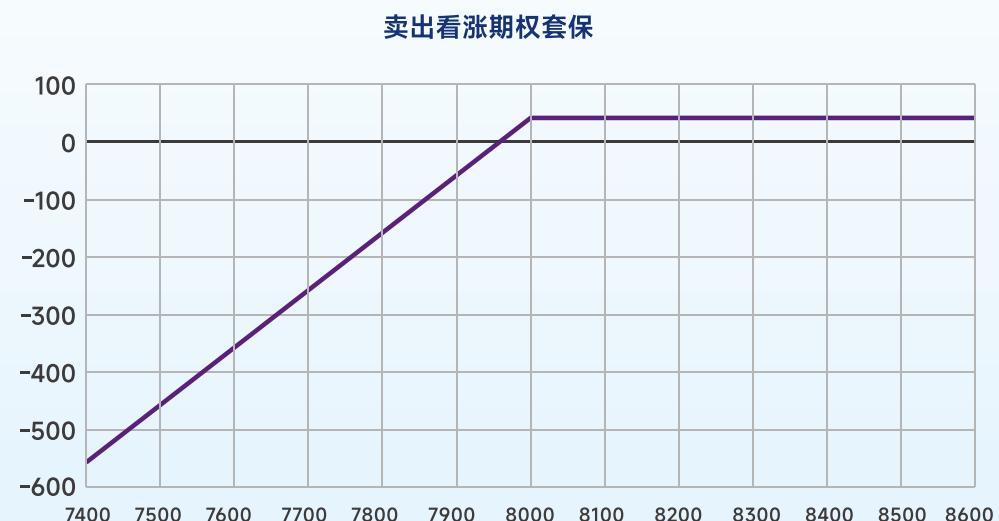
在基差不变的情况下，该贸易商实则通过暴露标的期货价格上涨超过7100元/吨的风险，以换取利润增厚37元/吨。若1个月后，现货价格小涨至7050元/吨，期货价格相应上涨至7100元/吨。该贸易商现货端亏损100元/吨，卖出看跌期权无需履约，收取的权利金抵扣现货端亏损后，净收益37元/吨；若1个月后，现货价格上涨至7250元/吨，期货价格相应上涨至7300元/吨，该贸易商现货端亏损300元/吨，卖出看跌期权无需履约，但收取的权利金不足以抵扣现货端亏损，净亏损163元/吨。故需要注意的是，该策略没有为现货端提供止损。

### 5. 卖出看涨期权保值

对于拥有现货的企业，需要规避未来现货价格下跌的风险。当预计未来相关商品价格有可能保持相对稳定，或预测价格下跌幅度很小时，持有现货多头的相关企业可以通过卖出看涨期权，从买方收取权利金。但在期货价格涨至行权价格之上时，会面临期权买方要求行权的风险。

**例：**某贸易商持有一定数量的棕榈油现货，预计价格将保持稳定。当前现货价格为7950元/吨，棕榈油某期货合约报收8000元/吨。该贸易商卖出相同数量的、行权价格为7900元/吨的看涨期权，1个月到期，收取权利金137元/吨。

图表 63 卖出看涨期权套期保值损益图



在基差不变的情况下，该贸易商实则通过暴露标的期货价格跌破7900元/吨的风险，以换取利润增厚37元/吨。若1个月后，现货价格小跌至7850元/吨，该贸易商现货端亏损100元/吨，期货价格相应下跌至7900元/吨，卖出看涨期权无需履约，收取的权利金抵扣现货端亏损后，净收益37元/吨；若1个月后，现货价格大幅下跌至7550元/吨，该贸易商现货亏损400元/吨，期货价格相应下跌至7600元/吨，卖出看涨期权无需履约，但收取的权利金不足以抵扣现货端亏损，盈利37元/吨。故需要注意的是，该策略没有为现货端提供止损。

## (五) 双限期权保值策略

### 1. 策略及类型

在保护性保值策略与抵补性保值策略的介绍中，我们总面临风险与支付权利金两相矛盾的烦恼。要么规避了风险，但是需要付出权利金成本；要么没有成本，但风险不能完全规避。于是我们很自然地想到，把两种策略结合起来，是否可以满足保值者更多的要求，获得更好的效果呢？

双限期权策略（Collar）又叫零成本保值策略、篱笆墙策略（Fence）等。投资者在建立一个现货（期货）多头（空头）部位后，采取的保值行动包括：支付权利金，买入一个虚值的看跌期权（看涨期权），来保护期货部位。为了降低权利金成本，再抵补卖出一个虚值的看涨期权（看跌期权），获得权利金收入。这样，投资者可以避免价格不利方向变化所带来的风险，并且不需要付出权利金。如果卖出的期权价格高于买入的期权，还可以收到权利金。

保值者需要找出两个具有相等价格（或大致相等）的看涨期权和看跌期权。双限期权保值策略经常被机构投资者使用，对于一个没有保险费的“保险”，如果不考虑预期外的盈利空间的话，更受到务实保值者的青睐。

### 2. 使用时机

需要较低的成本建立一个套期保值组合，不需要预期外的收益。

### 3. 利弊分析

双限期权保值策略的成本低，既能规避价格不利变化的风险，又能保留一定的获利机会，但放弃了超过预期盈利的机会。最大损失与盈利都是确定的，或者说盈亏均被限定，是谓双限期权保值策略。

### 4. 空头双限保值

空头双限保值策略与买入看涨期权的适用对象相同。即一般适用于需要购买原材料的企业，如棕榈油贸易商。

与买入保护性看涨期权的适用对象不同，采用空头双限策略的目的是保护现货（期货）空头部位，锁定价格大幅上涨的亏损或采购成本增加的风险，同时保持价格下跌所带来的一定收益或采购成本降低的机会，降低保值成本（权利金）的支出。

空头双限保值策略 = 现货（期货）部位空头 + 买入虚值看涨期权 + 卖出虚值看跌期权

**例：**投资者持有 10 手棕榈油某期货合约 7300 元 / 吨的空单。为锁定未来 1 个月价格大幅上涨的亏损，同时保持价格下跌带来的一定收益，该投资者选择空头双限保值策略，买入 10 手行权价格为 7400 元 / 吨的看涨期权，支付权利金 28 元 / 吨，卖出 6 手 7100 元 / 吨的看跌期权收取权利金 34 元 / 吨，卖出 4 手 7000 元 / 吨的看跌期权，收取权利金 19 元 / 吨。以上期权均为 1 个月到期，权利金收支相抵。

图表 64 空头双限保值策略损益图

### 空头双限保值策略



该投资者实则通过放弃期货价格在 7000 元 / 吨至 7100 元 / 吨的部分收益，以及继续跌破 7000 元 / 吨的全部收益，平抑了期货价格上涨突破 7400 元 / 吨的风险。

### 5. 多头双限保值

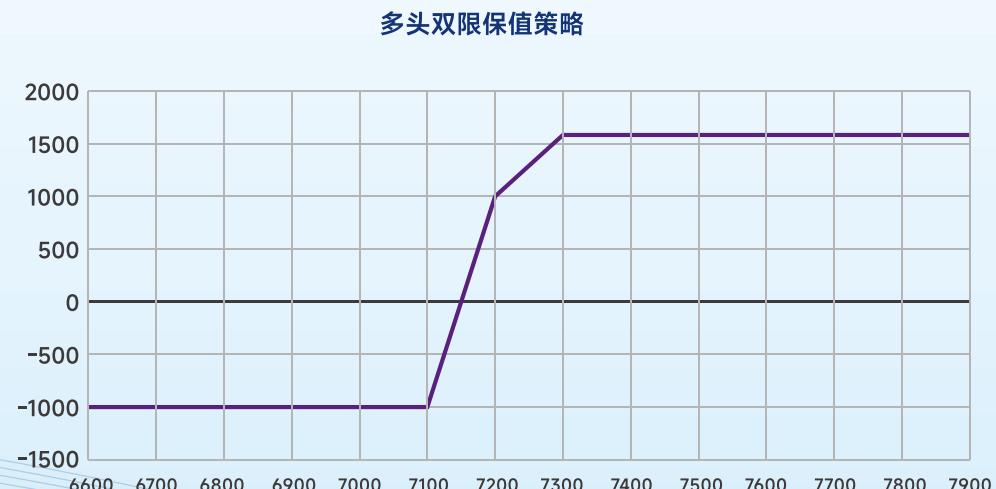
多头双限保值策略与买入看跌期权的适用对象相同。即未来需要出售现货的生产企业或贸易商。

与买入保护性看跌期权的适用企业不同，多头双限保值策略的目的除了防止棕榈油价格大幅下跌外，保护现货（期货）多头部位，同时保留价格上涨所带来的一定收益的机会，降低保值成本。

多头双限保值策略 = 现货（期货）部位多头 + 买入虚值看跌期权 + 卖出虚值看涨期权

**例：**投资者持有10手棕榈油某期货合约7200元/吨的多单。为锁定未来3个月价格大幅下跌的风险，同时保留价格上涨带来的一定收益的机会，该投资者选择多头双限保值策略，买入10手行权价格为7100元/吨的看跌期权，支付权利金83元/吨，卖出4手行权价格为7300元/吨的看涨期权，收取权利金98元/吨，卖出6手行权价格为7400元/吨的看涨期权，收取权利金73元/吨。以上期权均为3个月后到期，权利金收支相抵。

图表 65 多头双限保值策略损益图



该投资者实则通过放弃了期货价格在7300元/吨至7400元/吨的部分收益，以及继续突破7400元/吨的全部收益，平抑了期货价格跌破7100元/吨的风险。

## (六) 期权套期保值注意事项

### 1. 期权套保部位的了结

保值者利用期权进行套期保值交易，可以采取平仓、行权和放弃进行了结。

对于保护性策略，买入期权后，平仓了结优于放弃。期权的价值包括内在价值与时间价值两部分。期权的权利金大于其内在价值，就是因为时间价值的存在。买方提出行权后获得期货部位，只获得了内在价值，而放弃了时间价值。所以，如果市场流动性较好，平仓为最优选择。保值者可以通过期权的盈利来抵补现货（期货）的损失，或者减少期权部位的亏损。如果保值者想进行实物交割，可以考虑行权。保值者在买入期权后，不会面临缴纳及追加保证金的风险。但如果保值者根据市场情况，选择通过实物交割的方式来完成保值交易，就需要先提出行权，以获得期货部位。需要注意的是，进入交割月前一个月，交易保证金逐步提高，保值者要预先安排好资金，确保套期保值计划顺利进行。

对于抵补性策略，卖出期权后，卖方有义务而无权利，对于持仓了结的方式处于被动地位。最有利的方式是买方到期放弃，卖方可以获取全部的权利金收益。如果买方提出行权，卖方需要履约，这时一般对卖方情况不利，会打乱保值者的交易计划。

### 2. 期权套保月份与到期

商品期权的到期一般要提前合约月份一段时间。根据套期保值月份相近的操作原则，应注意与其现货（期货）经营计划的时限相匹配。

### 3. 期权套保与行权价格

保值者可以根据自己的成本预算及套保效果，选择合适的期权行权价格。对于炼厂或贸易商来说，为了获得较好的卖价，买入的看跌期权行权价格越高，收益越高，但权利金成本也越高；看跌期权的行权价格越低，其锁定的卖出价越低，但权利金成本也越低。对于终端用户或贸易商来说，买入的看涨期权行权价格低，可以保持较低的生产成本，但其权利金成本相应较高；看涨期权的行权价格高，意味着将来的买价高，但权利金成本相对较低。

#### 4. 期权套保与流动性

期权合约众多，成交相对分散，保值者在建立期权部位后，随着期货价格的波动，期权可能成为深实值或深虚值状态，成交变得清淡。这时，保值者可以向做市商询价，避免无法平仓了结的风险，但需要付出一定的买卖价差成本。因此，保值者与其他投资者一样，要根据流动性选择交易合约。

#### 附录 1

## 期权定价方式

### (一) 期权定价的作用

期权定价的过程，是根据影响期权价格的因素，通过适当的数学模型，去分析模拟期权价格的市场变动情况，最后获得合理理论价格的过程。由于期权交易中期权市场价格有时会偏离公允价格，无论是一般投资者还是做市商，都需要有自己的判断，利用模型获得较为合理的定价。

### (二) 影响期权定价的因素

影响期权定价的因素，同时也是期权定价模型需要的主要参数，主要有以下五种：标的资产价格、行权价格、标的资产价格波动率、期权合约到期剩余时间、无风险利率。

#### 1. 标的资产价格

在行权价格固定的情况下，标的资产市场价格的变化会引起期权内在价值的变化，从而影响到期权价格的变化。当标的资产市场价格上涨时，看涨期权的内在价值随之增加，看跌期权的内在价值减少，期权的价格也随之增加或减少；当标的资产市场价格下跌时，看涨期权的内在价值随之减少，而看跌期权的内在价值增加，期权价格也随之减少或增加。

#### 2. 行权价格

在期权标的资产市场价格及其他影响因素固定的情况下，行权价格的变化会引起期权内在价值的变化，从而影响到期权价格的变化。当行权价格增加时，看涨期权的内在价值随之减少，看跌期权的内在价值增加，期权的价格也随之减少或增加；当行权价格下跌时，看涨期权的内在价值随之增加，而看跌期权的内在价值减少，期权价格也随之增加或减少。

#### 3. 标的资产价格波动率

当波动率增大时，标的资产价格上升到一定程度或者下降到一定程度的机会将会

增大，对于看涨期权持有者可以从标的资产价格的上升中获利，标的资产价格下跌时，最大损失也只是权利金，所以期权持有者损失有限。类似的，看跌期权的持有者可以从价格下跌中获利，损失有限。所以随着波动率的增加，看涨期权和看跌期权的价格都会增加。

#### 4. 期权到期剩余时间

美式期权距离到期剩余的时间越长，可以行使期权的机会就越多，因此其价格也会比短期限的期权价格要高。到期剩余时间的增加通过时间价值的增加使得美式看涨期权和看跌期权的价格上升。通常来说这点对于欧式期权也成立。

#### 5. 无风险利率

利率对于期权价格的影响并不是很明显。当利率提高时，期货的现值折价增加，从而看涨期权的内在价值增加，看跌期权的内在价值减少，而期权总的时间价值降低导致的综合结果是看涨期权价格增加，看跌期权价格减少。

### (三) 期权权利金变动范围

看涨期权的持有者有权限以行权价格买入标的资产，那么在任何情况下，期权的真正价值为标的资产现价与行权价格折现价的差值，故期权权利金不应超过标的资产现价。看跌期权的持有者有权限以行权价格卖出标的资产，在任何情况下，期权的真正价值为行权价格折现价与标的资产现价的差值，故期权权利金不应超过标的资产行权价格的折现值。而期权权利金不应低于内在价值，否则该期权存在无风险套利的机会，投资者可以以低于内在价值的价格买入期权后执行，获得标的资产后了结头寸，获得内在价值与期权权利金的价差收益。因此标的资产的价格是看涨期权权利金的上限，行权价格是看跌期权权利金的上限，下限均为内在价值。

### (四) 期权定价的基本模型

期权常用的定价模型使用解析法的 BS 模型，有使用数值模拟方法的二叉树法蒙特卡洛模拟法，还有在解析法基础上解决了美式期权定价无确定公式解问题的近似解析法，其中以 BAW 定价模型较为公众接受。目前我所即采用 BAW 定价方法进行美式期权定价。

#### 1. Black-Scholes 定价模型及优缺点

布莱克、斯科尔斯和莫顿同时推导出了无红利支付股票的任何衍生产品的价格必须满足的微分方程，并成功地得出了欧式看涨期权和看跌期权定价的精确公式，使期权和其他衍生品的定价理论获得了突破性的进展，极大地推动了金融衍生产品的定价及广泛应用，开辟了金融投资的全新领域。以研究者的首字母来命名该定价模型，称为 B-S 模型或 B-S-M 模型。

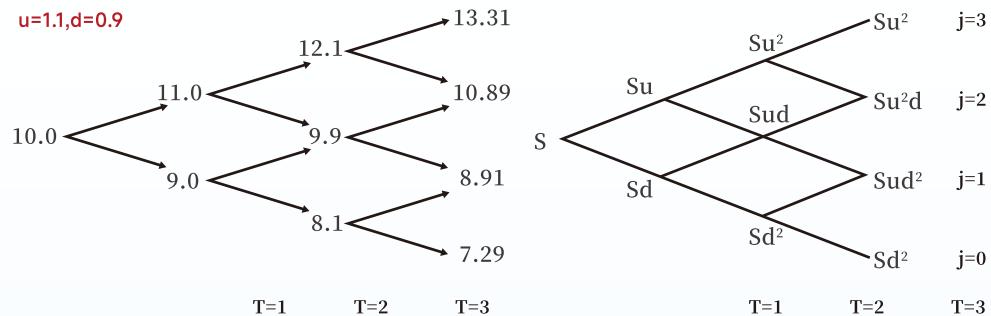
模型的主要假设条件：1、股票价格服从对数正态概率分布，股票预期收益率与价格波动率为常数；2、无风险利率是已知的并且保持不变；3、期权有效期内没有红利支付；4、不存在无风险套利机会；5、证券交易为连续进行；6、投资者能够以同样的无风险利率借入和借出资金；7、没有交易成本和税收，所有证券均完全可分割。

B-S 模型公式较简单，计算期权价格时较迅速，能满足大多数情况下的期权定价，尤其是欧式期权。但 B-S 模型也有一些缺点，现实情况复杂多变，B-S 模型要求的前提条件不一定被满足，会影响定价的准确性，而且此模型只适用于欧式期权的定价，对其他类型的期权不适用。

#### 2. 二叉树定价模型及优缺点

在金融市场上，股票价格、股票指数、外汇汇率、利率等均可理解为随机变量。二叉树期权定价模型是常用的期权定价模型。1979 年，考克斯、鲁普斯、马克鲁宾斯坦和夏普等人提出用二叉树模型对典型的不支付红利的欧式期权公平定价，在此基础上，也可将此模型修改后，对美式期权及支付红利的期权定价。二叉树模型的假设条件较多，其中最重要的假设是市场不存在套利机会。这种情况下，可以构造一个无风险证券组合，经过时间 T 后，该组合可用无风险利率贴现求得该组合值，从而可以得到期权在初始时刻的价值。

附图表1 二叉树模型



二叉树模型算法思想比较简单易懂，即用大量离散的小幅度二值（上升、下降）运动来模拟连续的资产价格运动。即使是在二叉树步数较大时，仍可以精确地获得理论价格，且对于美式欧式期权均适用。二叉树模型也有一些不足之处，如在步数较少时，只能对理论价格求得近似解，精确度不佳，而在步数过大时，计算复杂度较高，且同样不适用于其他类型的期权。

### 3. BAW 定价模型及优缺点

BAW 定价模型由 Barone-Adesi、Whaley 于 1987 年提出。通过推导 B-S 的微分方程，获得最佳边界的超越方程，再由牛顿迭代法去近似求解超越方程，最后获得期权价格的模型。BAW 模型是 B-S 定价模型的推广，解决了美式期权定价的近似解析方法。

BAW 模型公式明晰，定价的效率较高，在大多数情况下都能做到准确地定价，适用于美式期权的定价。但是此模型理论较为复杂，且仍然是基于 B-S 模型的一系列假设，与现实场景仍不完全贴合，且不能用于其他类型的期权定价。

附录 2

## 期权的希腊字母

希腊字母度量期权的风险，用于期权头寸的风险管理，被期权做市商和期权交易员所使用。期权价值的决定因素包括：标的物价格、距离到期日时间、标的资产波动率、无风险利率以及行权价格。其中易变的因素有四个：标的物价格（Delta, Gamma）、标的资产价格波动率（Vega）、距离到期日时间（Theta）、无风险利率（Rho）。

Delta ( $\Delta$ ) 形容的是期权价格变化与标的资产价格变化的比率，度量了期权价值对标的资产价格变化的敏感。因为期权跨度囊括了不同的资产类别，这里形容的可以是股票、利率、债券、商品、货币、期货的价格变化。如对豆粕期权而言，标的资产价格变化就是豆粕期货价格变化。

Gamma ( $\Gamma$ ) 形容的是标的资产价格的变化造成期权的 Delta 值的变化，或是被称为价格变化的二阶导。这也非常重要，因为标的资产每个变化造成的期权价值的变化很可能不会是一个线性的变化率，需要引入 Gamma 来更精确地描述。

Vega ( $\nu$ ) 形容的是期权价格变化与标的资产波动率变化的比率，度量了期权价值对标的资产波动率的敏感性。标的资产的波动率越大，期权价值就越高，因为价格变化越大，期权进入实值的概率越高。

Theta ( $\theta$ ) 度量了期权价值随时间衰减的速度。与标的价格呈随机波动不同，距离到期的时间是一个完全确定的量，无需进行对冲。但在交易中由于 Theta 值的大小反映了期权购买者随时间推移而损失的价值，也就是期权卖方随时间增加的价值，因此对投资者而言 Theta 是一个非常敏感的指标。

Rho ( $\rho$ ) 是期权价值对无风险利率的偏导数，度量了期权价值对利率变化的敏感性。

## 免责声明

本交易手册内容仅为投资者教育之用，不作为投资者交易决策的依据，交易者不应以本材料内容取代其独立判断或仅根据本材料内容做出决策。我们力求本材料信息准确可靠，但对这些信息的准确性或完整性不做保证，任何依据本材料内容进行决策造成的损失，大连商品交易所不承担任何责任。相关内容以交易所最新发布的规则、信息为准，如需了解最新情况，请咨询大连商品交易所相关部门或通过官方网站查询。