

50ETF 日历价差合约案例解析

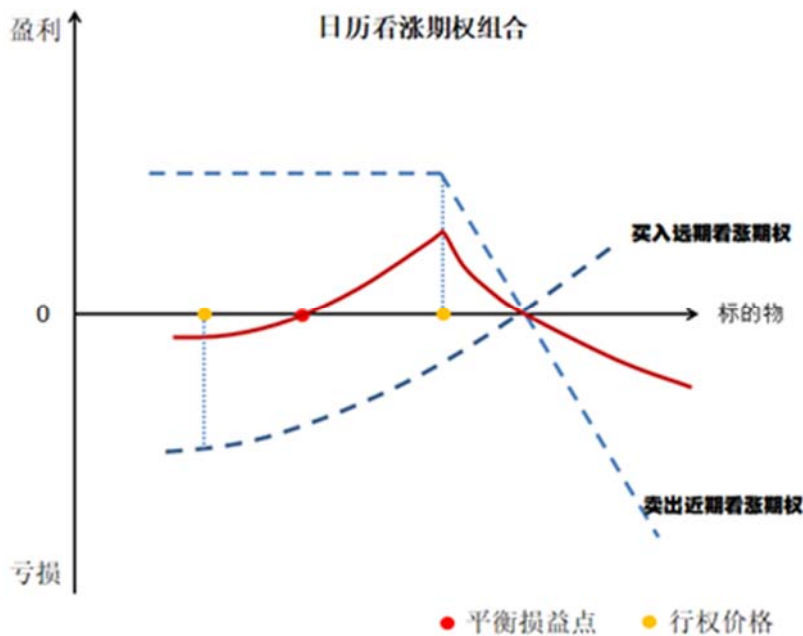
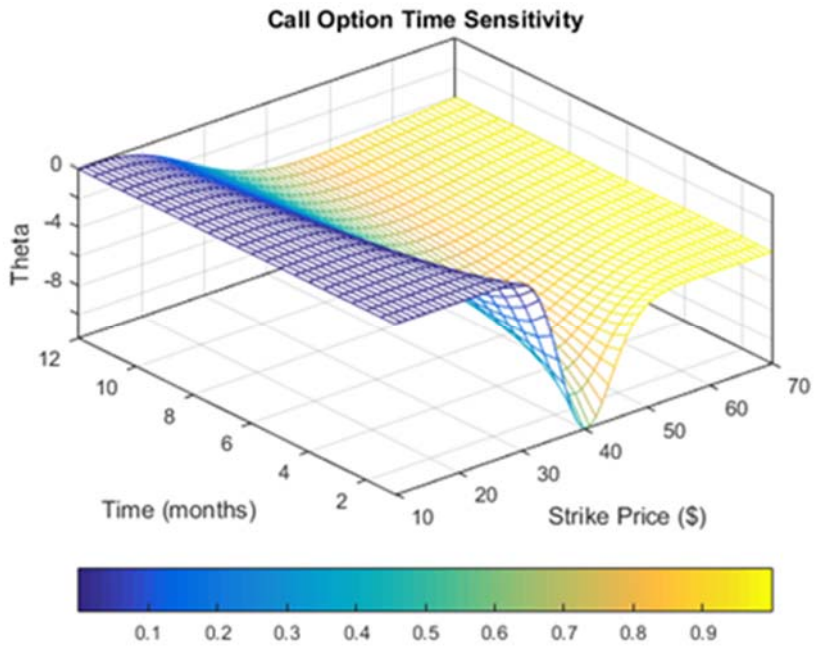
一、策略简介

日历价差期权策略 (Calendar Spread) 通常被分为买入日历价差策略和卖出日历价差策略。其中买入日历价差策略是期权交易者常用的获取时间价值的价差策略，其通过卖出到期日较近期权合约同时买入到期日相对较远行权价相同的期权合约的多头头寸组成。而卖出日历价差合约通常由买入到期日相对较近的期权合约于卖出远期的对应行权价期权合约构成，通过卖出日历价差组合，如果远期合约波动下降而近期合约波动上涨，而若波动变化带来的收益超过时间损耗，则能获得收益。

二、策略原理

买入日历价差原理：

买入日历价差组合作为一种以收取时间价值为主要目的期权组合。其的原理是收取由期权希腊字母 Theta 的变化带来的收益，当期权合约临近到期时，期权合约的 Theta 绝对值急剧变大，代表期权的时间价值加速损耗，而远期合约的 Theta 值变动较小，时间损耗变动较为均匀。从概率角度说，当期权临近到期日时，对应标的交易时间不断减少，其获取更高收益的可能性急剧下降，因而对于期权买方来说时间损耗不断提升，而对于离到期日较远的合约，每日变动对其获得更高收益的影响较小，其时间损耗也就相对较小而且较为均匀。

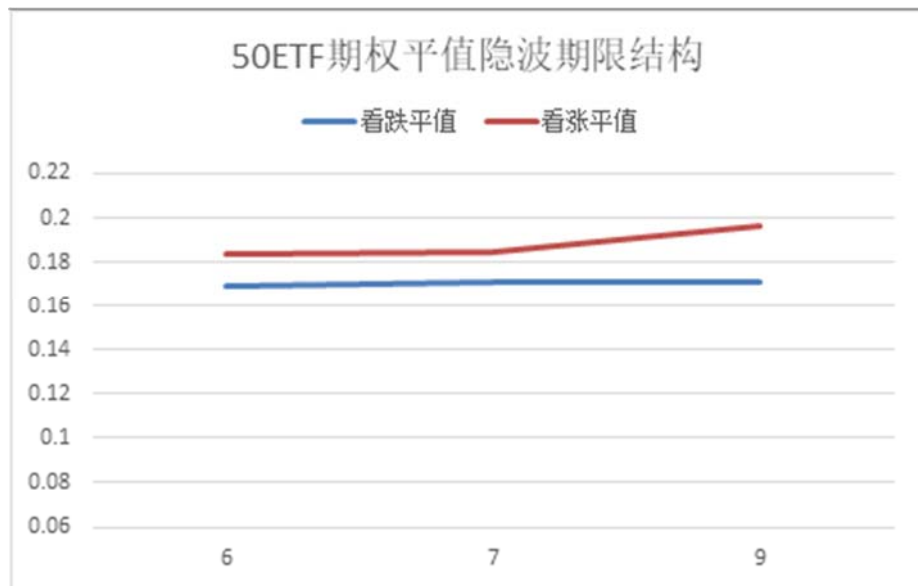


综上所述，在其他条件不变的情况下，买入日历价差策略通过利用近期合约时间价值加速衰减，通过做空近期合约做多远月合约的方法获取时间价值变动差额带来的收益。

然而该期权策略组合会受到其对应标的变化的影响，在刨除 Vega 项影响的前提下，如果标的波动上升，由于组合 Gamma 为负值，则整个组合可能产生亏损。因而整个买入价差策略的前提是要确定短期内标的波动不会上升。而若远期合约隐含波动下降，Vega 项也同样会带来损失。

三、实际案例

本周由于 50ETF5 月合约的到期，近月合约时间损耗急剧加速，结合目前的持续震荡行情和隐含波动率远期升水同时近期波动率不断降的情况下，买入日历价差合约能够通过享受 Theta 收益的同时获得波动率期限结构转变带来的



Vega 收益。

假设在周一以开盘价卖出行权价为 2.65 的看涨合约，价格为 0.1033 元/份标的，在乘以合约乘数后，每份合约收取权力金 1033 元，以开盘价买入同样行权价为 2.65 的看涨期权，价格为 0.1357/份标的，每份交付权力金 1357 元。

而在 5 月合约到期时，行权价 2.65 的 5 月合约价值变为 0.01 元，对应的行权价为 2.65 的 6 月合约收盘价格为 0.0775 元，整体期权组合期间收益为 0.0351 元/份标的，乘以对应的合约乘数，每份合约所能收到的收益达到 351 元。其中 5 月合约由于临近到期，整体的时间价值急速下降，而 6 月合约由于离到期日较远，Theta 造成的影响较小，整体上说 Theta 项上给投资组合带来了主要的收益。加上由于近期 50 标的指数呈现震荡走势，整体上日历价差组合在 Gamma 项上的暴露头寸带来的损失有限，而 Vega 项也获得了由于隐含波动率期限结构向远期升水的结构修复所带来的收益，因而整体组合在运行的期限内获得了正收益。

合约名称	50ETF 18年5月购 2.65	50ETF 18年6月购 2.65
头寸方向	卖出	买入
初始价格	0.1033 元	0.1357 元
最终价格	0.01 元	0.0775 元
盈亏	0.0933 元	-0.0582 元
合约乘数	10000	
总盈亏	351 元	

四、总结

买入日历价差组合作为期权投资策略的一种，其在运用过程中所要考虑的因素不仅仅局限于直接收取时间价值差额收益，Gamma 项和 Vega 项在持有组合期间都会对整体组合收益带来影响，通过上述分析我们可以发现，在标的期权的隐含波动率处于由远期波动率贴水向远期波动率升水结构变化的过程中才能够由较大的概率获得正收益，Theta 项结合 Vega 项带来的收益能够有较大的概率来覆盖 Gamma 项可能的损失，因而在投资交易场内期权时，运用日历价差合约不仅要考虑时间价值影响，隐含波动率的期限结构及其变化也是一项重要的考量因素。

新湖研究所期权小组

撰写日期：2018 年 5 月 24 日

免责声明：

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。