

期权与期货是金融衍生品市场的重要组成部分，但二者在诸多方面存在本质区别。期权买卖的是一种“权利”，具有交易双方权利义务不对等、损益结构非线性、仅卖方缴纳保证金、杠杆高且可变等特征；而期货签订的是一张“合同”，具有交易双方都是义务方、损益结构线性、双方均缴纳保证金、杠杆固定等特征。

前言

交易所	上海证券交易所	深圳证券交易所	中国金融期货交易所
合约标的	华泰柏瑞沪深300ETF	嘉实沪深300ETF	沪深300股票指数
合约乘数	10000份		每点人民币100元
最小变动价位	0.0001元		0.2点
合约月份	当月、下月及随后两个季月		当月、下2个月及随后3个季月
行权价格	以标的昨日收盘价为基准，按行权价格间距挂出4个实值、1个平值、4个虚值期权		行权价格覆盖沪深300指数上一交易日收盘价上下浮动10%对应的价格范围
行权方式	欧式		
履约方式	实物交割		买余在股周伯通

期权的定义

现代场内期权交易始于1973年美国芝加哥期权交易所（CBOE）。“期权”从其起源“Option”英文表述来看，意味着一种“未来的选择权”，从期权的收益曲线来看，相比单独持有股票、ETF等现货，期权给投资者带来了更多维度的选择。

期权的买方向卖方支付权利金，便拥有在约定时间以约定价格买入或卖出约定数量标的资产的权利，且在约定时间可选择行使或放弃该权利；若期权买方选择行权，期权卖方必须履行义务，卖方则需要交纳保证金确保义务的履行。

就股票股指期权而言，它包括ETF期权和个股期权，前者的标的资产为交易型开放式基金，简称ETF；后者的标的资产为单只股票，目前场内无挂牌上市的个股期权合约，个股期权可以通过场外（OTC）市场进行交易。下图为场外个股期权示例：



头条 @股疯周伯通

从产品定义上看，期权是指持有者有权在规定期限内按双方约定的价格（称为协议价格或执行价格）购买或出售一定数量的某种金融资产（称为标的资产）的合约。期货是指协议双方同意在约定的将来某个日期按约定的条件（包括价格、交割地点、交割方式）买入或卖出一定标准数量的某种金融资产的标准化合约。表面上看，期货和期权都可以实现在未来某个时间买入或卖出标的资产，但两者存在本质区别。期权买卖的是一种商品，该商品是一种权利；期货则是交易双方签订的一纸合同。

期权的英文单词是“Option”，本意是“选择权”。期权的买方通过向卖方支付一笔费用（称为“权利金”，或“期权费”），从而获得该权利，买方可以基于自身利益选择执行或者不执行该权利。如下图挂钩沪深300指数的平值看涨期权要素表所示，到期时若沪深300指数合约价格高于行权价格，该期权的买方则有权利行权获得赔付；到期时若沪深300指数合约价格低于行权价格，该期权的买方最大损失为全部期权费。

期货卖方



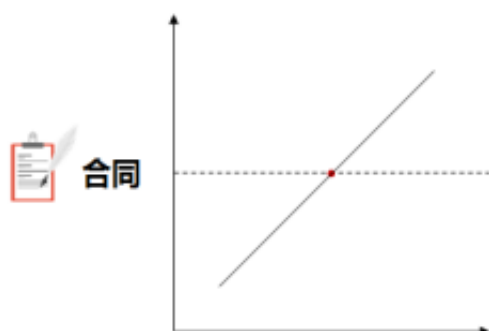
交易双方都有义务性
必须保证合同在规定时间内按协议价格执行

期货买方



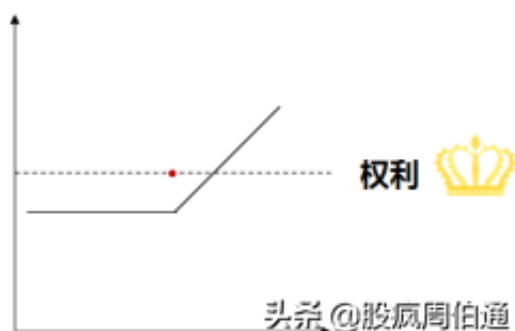
头条@股疯周伯通

期货的线性损益结构



VS

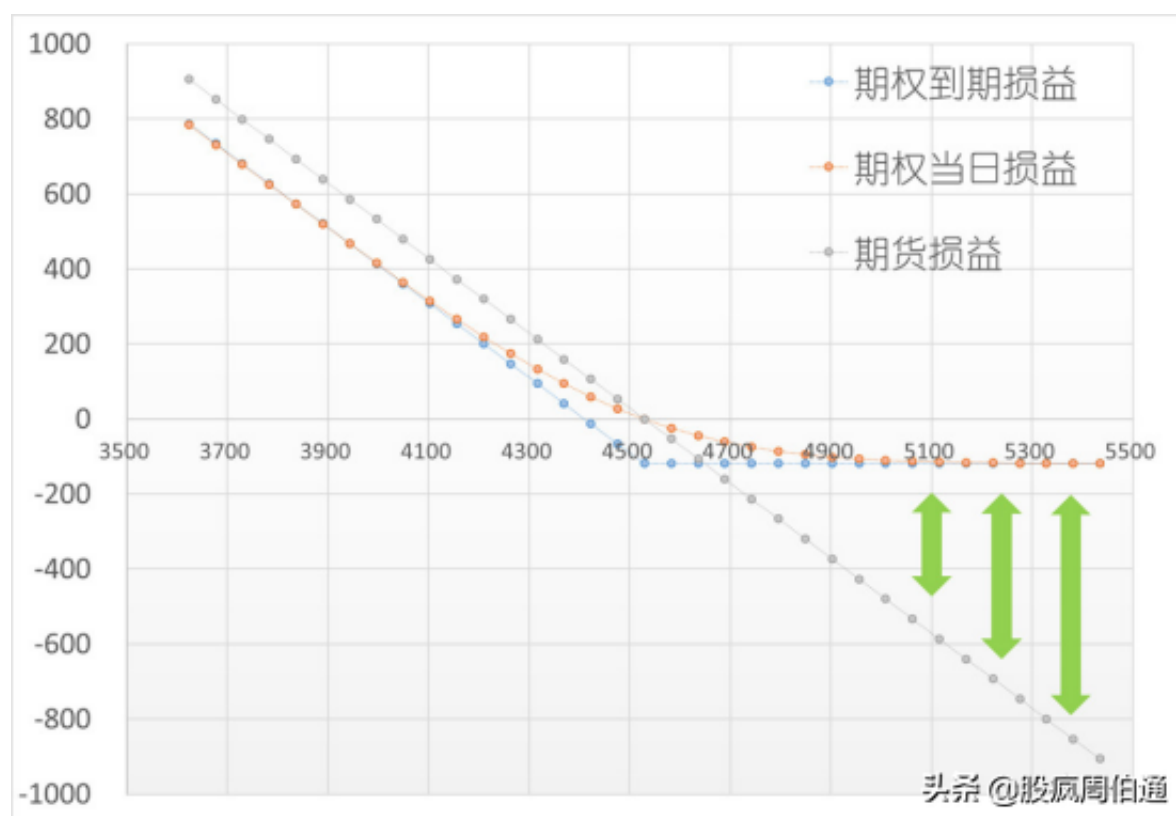
期权的非线性损益结构



头条@股疯周伯通

期货合约买卖双方的收益结构是线性的，只是两者的方向相反，一方亏损必然另一方盈利，但是双方都有无限亏损的可能。

期权交易中，买卖双方盈利与亏损的最大程度上是不对称的，损益结构呈非线性特征。对于权利的买入方，无论是看涨还是看跌，最大损失均为有限（最多为期权费），而最大盈利无限。对于权利的卖出方则相反，盈利都是有限的（最多为期权费），而要承担无限亏损的可能，因此对期权卖方的交易技术和风险承受能力有了更高的要求。



头条 @股疯周伯通

注：图例中期货损益不包含交易手续费

义务方必须缴纳保证金

保证金制度是在衍生品交易中为了防止义务方违约而设立的制度，因此凡是义务方都必须缴纳保证金。如上文所述，期货的交易双方都是义务方，因此双方都必须缴纳保证金。而期权的买入方为权利方，只有卖方是义务方，因此仅需对卖方征收保证金。

而且，期权卖方的保证金按照合约的虚实呈非线性变化。实值期权的保证金约为平值期权保证金+期权的内在价值；而当执行价格超过标的资产价格，成为虚值期权时，执行价格越高（即期权虚值的程度越深），保证金虽然会降低，但降低的程度逐渐减小。其大致变化趋势如下图所示：

类型	特征	计算公式
初始保证金	初始保证金是交易者新开仓时所需缴纳的资金	初始保证金=交易额x保证金比率
维持保证金	保证金账户中必须维持的最低余额	维持保证金=结算价x持仓量x保证金比率
追加保证金	当保证金账面余额低于维持保证金时，交易者必须在规定时间内补充保证金，使保证金账户的余额大于等于维持保证金。这部分需要新补充的保证金即为追加保证金	追加保证金=维持保证金-账户余额

头条 @股疯周伯通

期货和期权在执行保证金制度时都要求逐日盯市，即每日的收益和损失都在投资者的保证金账户中进行结算，因此都具有期间现金流。如果投资者持有头寸发生较大亏损使得保证金低于标准，投资者会被通知追加保证金；若投资者未能在规定时间内补足保证金，投资者会面临被强制平仓的情况。

期货的固定杠杆vs.期权的变动杠杆

期货的杠杆为保证金比例的倒数，例如某期货保证金比例为20%，则该期货具备5倍杠杆。在保证金比例一定时，期货的杠杆率是固定的，不会随着标的价格的变化而变化。期权杠杆率等于期权价格变化百分比与标的资产价格变化百分比的比值，其公式如下：

期权类型		实值期权	平值期权	虚值期权
执行价格		2650元	2700元	2750元
当期	期权价格	70元	60元	42元
	现货价格	2700元	2700元	2700元
到期	期权价格	300元	270元	220元
	现货价格	2970元	2970元	2970元
期权价格涨幅		329%	450%	523%
现货价格涨幅		10%	10%	10%
期权杠杆率		32.9	45	头条@股疯周伯通

小结

期权与期货是投资者运用最广泛的衍生工具，两者既存在相似性，又有诸多不同，期权买卖的是一种“权利”，期货签订的则是一张“合同”。期货的交易双方都是义务方，因此买卖双方都必须缴纳保证金。而期权具有非对称性，期权买方只享有权利而不承担义务，期权卖方则只承担义务不享有权利，因此仅需对卖方征收保证金，并且期权卖方的保证金按照合约的虚实呈非线性变化。

另一方面，期货买卖双方的损益结构是线性的，一方亏损另一方必然盈利，且双方都有无限亏损的可能。而期权的损益结构是非线性的，期权买方的最大损失为期权费而盈利无限，期权卖方的盈利最多为期权费但损失可能无限。

此外，期权和期货虽然都是杠杆产品，但杠杆倍数不同。期货的杠杆为保证金比例的倒数，在保证金比例一定时期货具有固定的杠杆倍数。期权的杠杆率等于期权价格变化百分比与标的资产价格变化百分比的比值，通常期权的价格都要远低于期货的价格，因而期权具备更高的杠杆属性。

文 | 张依文 沈淼 肖璋瑜

内容来源： 中信中证资本，本文部分内容引用自中信证券研究部报告，版权归原作者所有，如有异议，请联系！