



期权 操作

魏振祥 左宏亮 著

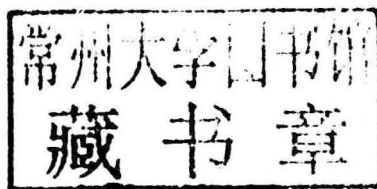


期权操作



OPTIONS OPERATION

魏振祥 左宏亮 著



 中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

期权操作/魏振祥, 左宏亮著. —北京: 中国财政经济出版社, 2012. 4
ISBN 978-7-5095-3435-9

I. ①期… II. ①魏…②左… III. ①期权交易 IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 032915 号

责任编辑: 樊 闽
封面设计: 汪俊宇

责任校对: 李 丽
版式设计: 兰 波

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

营销中心电话: 88190406 北京财经书店电话: 64033436 84041336

北京牛山世兴印刷厂印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 18.5 印张 370 000 字

2012 年 4 月第 1 版 2012 年 4 月北京第 1 次印刷

定价: 50.00 元

ISBN 978-7-5095-3435-9/F · 2907

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010-88190744

编纂委员会名单

主 任：张 凡

副主任：张邦辉 梅宏斌 张 静

委 员：张 凡 张邦辉 梅宏斌

邢汴光 张 静 巫克力

出版说明

郑州商品交易所（ZCE）是经国务院批准的国内首家期货市场试点单位。由远期现货交易起步，1993年5月28日正式推出标准化期货合约交易。

20年来，郑州商品交易所始终坚持“三公”原则和科学发展，不断创新实践，加强一线监管，防范市场风险，市场发展取得了令人可喜的成绩。初步形成了以关系国计民生大宗农产品为主，兼有工业品的期货品种体系，交易法规制度体系日趋完善，风险防范和化解能力日益增强，信息技术系统更加稳定高效，市场稳步健康发展，市场规模不断扩大。

由郑州商品交易所资助出版的“期货市场研究丛书”，旨在鼓励有志于期货市场研究的专家、学者多出书、出好书，以推动我国期货市场稳步健康发展，发挥期货市场服务国民经济的积极作用。

期货市场研究丛书编纂委员会

2011年6月

前 言

2005年郑州商品交易所（以下简称“郑商所”）与中国期货业协会联合举办了五期期权培训班，又邀请台湾专家于10月份到郑州作专题报告。期间，笔者在不同场合作了多次期权演讲，也聆听了不了专家的精彩报告，对期权有了更深入的认识。尤其是郑商所于2005年9月至12月举行了期权模拟大赛，笔者也参与了模拟交易，对期权有了更深切的体会。在期权讲课和与市场人士沟通的过程中，深感普及中国期权知识任重道远。学好期权不容易，讲好期权更不容易。“讲”期权容易，要让听众很明白地听懂不容易。在期权培训中听了台湾专家的讲课和阅读台湾的宣传材料后，深感要讲好期权理论和操作需要学习的东西还很多。笔者对台湾期权的发展和台湾投资者对期权的认识以及有关书籍的浅显易懂十分欣赏，于是阅读了很多书籍，反复研读，感觉台湾业界对期权的思维更符合我们的需要。但是，国内符合投资者需求的书并不多，尤其是操作方面的。

在郑商所期权模拟交易期间，《期货日报》开辟了“期权大讲堂”，笔者连续刊发了期权操作策略，深受投资者的喜爱。笔者从国内新品种期货上市初期市场人员满天飞去讲课感到，如果期权上市后市场需求很大，而培训讲课将成为开拓市场的重要工作。加之近几年期货品种上市步伐不断加快，期货公司不断扩容，且缺乏研发人才。想到这里，倍感任务艰巨。笔者想把对期权的认识通过书籍的形式更广泛地传播，把对期权的认识通过讲解的形式更直接地告诉大家。一旦期权上市需要培训，大家看书基本也是可以的，这样能加快期权培训的进度。

本书第一章由魏振祥执笔，第二章由左宏亮执笔。写完后，我们又交换修改，其目的有二：一是对各自所写的内容有所了解；二是从写作风格上保持一致。第一章多是在期权宣讲中的体会和前期的积淀，也是第一次系统介绍，阅读后能够使您对期权产生兴趣，并减少对期权复杂性的恐惧，真正认为期权是非常有潜力的投资工具。笔者一贯主张：没有不好的学生，只有不好的老师。因此，不同投资群体对期权应该有不同认识、不同的使用方法，期权上市将给期货公司带来新的希望，对中国期货市场带来新的起点。本章为您做好参与期权交易的思想准备。第二章是基本的游戏规则，从交易、结算、执行以

及做市商的角度，对期权交易规则作了深入浅出的分析，为您进行期权交易做好规则准备。

第三章由左宏亮执笔，第四章由魏振祥执笔。第三章从投资者做期货交易前对后市的常规分析思路入手，具体分为对后市看涨、看跌、盘整、方向不明等方面，然后告诉大家如何使用期权，可以说为大家指明了方向，运用起来非常简单。第三章告诉大家后市判断后怎么做期权。第四章是分析入市后如果行情发生大涨、大跌、盘整等情况，或与先前判断的方向一致或稍有出入、或完全相反、或盈利或亏损，面对这种种市场情况又该怎么办？可以说，大家在期权交易中，对号入座就可以了。看完这些内容，大家会知道期权复杂的、众多的交易策略，其实在交易中并不是都要运用，完全是根据自己对期权的需要决定的。

第五章由左宏亮执笔，第六章由魏振祥执笔。虽然笔者介绍得很好，您也很感兴趣，但世界上没有一个没有风险的投资工具。第五章就告诉大家如何控制期权风险，即便风险既定的买方也要控制风险。投资者要控制风险，期货公司要控制风险，交易所也要控制风险，这些是第五章介绍的内容。第六章介绍了国外市场的现状，介绍了大家感兴趣的韩国市场，介绍了风险事件的教训和可资借鉴的经验，而且通过波动率的介绍使大家开阔眼界。

本书动笔于2005年，初稿于2006年，完善于2007年，终稿于2011年。如果有什么意见建议请与我们联系：zxwei@czce.com.cn；hlzuo@czce.com.cn。

期权可写的内容很多，但是大众投资者使用的并不是太多。本书《期权操作》相当于中级读本，魏振祥写的另一本书《期权投资》（中国财政经济出版社2003年出版）是初级读本。如果大家感兴趣，两本书可以结合阅读，因为本书对交易策略没有进行单独介绍，直接讲述操作，而《期权投资》则对每一个策略都有详尽的介绍。

如果广大期权爱好者和期权投资者读完本书能有进一步的提高，对自己的期权交易有所指导，笔者就心满意足了。也希望本书能成为您交易时的案头工具。更希望感兴趣的读者对本书策略进行程序设计，这样大家操作起来更会得心应手！

感谢您对本书的阅读！

笔者

2011年10月于郑州

目 录

第一章 认识期权——掌握新工具，拥抱新机会	(1)
第一节 认识期权交易	(1)
一、打破神秘，走近期权	(1)
二、撩开面纱，把握期权	(6)
三、解读图表，剖析期权	(11)
第二节 了解期权的优势	(14)
一、期货公司新的增长点	(14)
二、投机者的乐园	(21)
三、套保者的希望	(26)
附 1：套期保值案例分析	(29)
附 2：期权——增强中国订单农业持久力	(33)
第三节 期权交易成功守则	(36)
一、耐心	(36)
二、毅力	(36)
三、知识	(37)
四、诚实	(37)
五、规划	(37)
附：关于损益平衡点	(38)
六、纪律	(39)
第二章 弄清期权游戏规则——赢在起跑点	(41)
第一节 认识期权合约	(41)
一、期权合约文本式样	(41)
二、期权合约术语	(42)
第二节 期权交易流程	(45)
一、开户	(45)
二、了解期权交易指令	(45)
三、下达期权交易指令	(48)
四、成交	(49)

	五、期权部位了结方式	(49)
第三节	期权保证金	(52)
	一、单一部位保证金收取办法	(53)
	二、组合部位保证金收取方式	(54)
第四节	期权结算流程	(58)
	一、期权多头结算流程	(58)
	二、期权空头结算流程	(60)
	三、期权与期货每日结算的区别	(61)
第五节	期权限仓	(61)
	一、期权限仓的方式	(62)
	二、期权限仓的特点	(63)
第六节	期权做市商	(64)
	一、什么是期权做市商	(64)
	二、引入做市商的原因	(65)
	三、投资者如何询价	(65)
	四、做市商报价要求	(66)
	五、做市商风险规避	(66)
	六、国外做市商制度	(67)
第三章	入市前行情分析与交易策略运用	(71)
第一节	牛市期权交易策略	(71)
	第一招：即将大涨，买入看涨期权赚取数倍利润	(71)
	第二招：看不跌，卖出看跌期权赚取权利金	(75)
	第三招：强烈看多，建立合成期货多头	(78)
	第四招：小幅上涨，买入看涨期权，垂直套利稳稳赚	(80)
第二节	熊市期权交易策略	(83)
	第一招：即将大跌，买入看跌期权赚钱最快	(83)
	第二招：看不涨，卖出看涨期权赚取权利金	(87)
	第三招：强烈看空，建立合成期货空头	(90)
	第四招：下跌有限，买入看跌期权，垂直套利风险小	(91)
第三节	盘整行情中的期权交易策略	(94)
	第一招：卖出跨式，盘整时候赚最多	(95)
	第二招：卖出宽跨式，获利区间更大	(97)
	第三招：买入蝶式套利，稳扎稳打	(100)

第三节	买进看涨期权交易策略运用	(158)
	第一招：出现急涨，明显获利，卖出平值看涨期权 锁利	(160)
	第二招：出现急涨，明显获利，卖出期货锁利	(162)
	第三招：期货价格缓涨，处于小赚小赔，卖出看涨期权 增利	(164)
	第四招：期货价格缓跌，出现亏损，卖出低执行价格看 涨期权反败为胜	(166)
	第五招：期货价格急跌，明显亏损，卖出期货反败为胜	(169)
第四节	买进看跌期权交易策略运用	(171)
	第一招：急跌，明显获利，卖出平值看跌期权锁利	(172)
	第二招：急跌，明显获利，买进期货锁利	(175)
	第三招：期货价格缓跌，处于小赚小赔，卖出看跌期权 获利	(176)
	第四招：缓涨，出现亏损，卖出高执行价格看跌期权反 败为胜	(178)
	第五招：期货价格急涨，明显亏损，买入期货反败为胜	(180)
第五节	卖出看涨期权交易策略运用	(183)
	第一招：期货价格急跌，用买进看跌期权提高获利	(184)
	第二招：期货价格缓跌，用卖出不同执行价格看跌期权 提高获利	(187)
	第三招：期货价格缓跌，用卖出相同执行价格看跌期权 提高获利	(189)
	第四招：期货价格缓涨，用买进看涨期权避险	(192)
	第五招：期货价格上涨，用买进期货避险	(194)
第六节	卖出看跌期权交易策略运用	(197)
	第一招：期货价格急涨，用买进看涨期权提高获利	(198)
	第二招：期货价格缓涨，用卖出不同执行价格看涨期权 提高获利	(200)
	第三招：期货价格缓涨，用卖出相同执行价格看涨期权 提高获利	(203)

第四招：期货价格缓跌，用买进看跌期权避险	(205)
第五招：期货价格下跌，用卖出期货避险	(207)
第五章 期权交易风险衡量与管理	(211)
第一节 认识期权风险指标	(211)
一、Delta (δ , Δ)	(211)
二、Gamma (γ)	(213)
三、Theta (θ)	(213)
四、Vega (v)	(214)
五、Rho (ρ)	(215)
第二节 识别部位风险	(215)
一、期权多头部位的风险参数	(215)
二、期权空头部位风险参数	(216)
三、组合部位的风险参数	(217)
第三节 管理部位风险	(219)
一、中性对冲原理	(219)
二、Delta 中性对冲	(220)
第四节 期权交易的风险	(223)
一、期权交易风险的特点	(223)
二、如何认识期权交易的风险	(225)
三、不同参与者的风险与管理	(228)
第六章 期权大观园	(239)
第一节 世界期权市场	(239)
一、世界期权市场发展现状	(239)
二、韩国期权为何如此火爆	(247)
第二节 期权风险研究	(255)
一、期权交易风险事件分析	(255)
二、期货与期权，谁能操纵谁	(264)
第三节 期权定价及隐含波动率	(267)
一、期权定价	(267)
二、隐含波动率	(270)
三、多空心态分析——PCR	(278)
主要参考书目	(283)

第一章

认识期权——掌握新工具，拥抱新机会

期权，是一个很多人向往已久的投资工具。学过期权的人，一般会认为期权太复杂；没学过的，又听说期权买方风险既定、收益可观，因而心向往之。其实，期权的难易、复杂或简单，完全因人而异。有些交易者认为期权很简单，有些交易者认为期权很复杂；到底是简单还是复杂，全在于交易者如何运用期权了。本章告诉大家应该如何认识期权。其实，期权没那么神秘，我们完全可以一步步把它弄清楚。相信读过本章，交易者将会对期权更感兴趣。

第一节

认识期权交易

一、打破神秘，走近期权

在台湾，有人形容“期权是穷人的期货”，因为它资金成本低、风险也低，但仍与期货一样，享有高获利的机会，所以资金雄厚的人做期货，资金不足的人做期权。

在韩国，连家庭主妇都做期权，普及率非常高，期权并不神秘。

在一些人的认识中，期权就是和复杂联系在一起的。例如，权利金计算模型、德尔塔（Delta）、伽玛（Gamma）、执行价格、交易策略等等，这些内容都使投资者迷惑，但事实上并非如此。

期权，可以满足所有人的需要：钱不多的可以买期权；钱多的买卖都行，而且想怎么玩都行。不懂的或懂得少的，可以做简单的买卖，因为风险既定；懂得多的，期权更是一个发挥才智的地方，可以要多复杂有多复杂，因为的确有很多策略可以利用。总之，期权知识的了解可浅可深，只要了解了期权是

期权给了更多的
选择机会。

个什么东西，就可以简单地玩儿它！要想发挥聪明才智巧赚钱，更可以去深入地研究和掌握它！

1. 一般散户如何认识期权

如果投资者对股票的投资报酬没有太大兴趣，但又觉得做期货的风险太大，那么期权是可以考虑的投资工具。套用一句广告词，期权是“有风险，但风险又不会太大”。

以大家都比较熟悉的彩票为例，绝大多数人都是没有中过奖的，但是，很多没有中过奖的人也并不在意购买彩票的成本。事实上，期权和彩票的道理一样，交易者拿出少量的钱买个期权，对交易者有利就赚了，不利就亏了，最多也就亏掉了交易者投入的那么多既定的本钱，亏损绝对不会增加。

具体来说，当您对其品种比如小麦期货后市看涨，您就可以付出权利金（相当于现实生活中的定金，或者相当于您买彩票的钱）买个看涨期权获得将来上涨的获利机会；如果您认为未来期货价格会下跌，则可以付出权利金买个看跌期权，来获取将来价格下跌的收益。

简单地说，您认为未来价格会上涨，就买进看涨期权；认为未来价格会下跌，就买进看跌期权，就这么简单。在台湾，看涨期权（Call）被形象地比喻为“可乐”，买个看涨期权就说是买个“可乐”，价格涨了，交易者就会很高兴，因为赚钱了。买个看跌期权（Put）被比喻为“葡萄”，因为葡萄长在藤上是向下的，所以价格跌了，就赚了。

至于买期权时，选什么执行价格，交易者不用花费太多思考，哪个活跃就买哪个。

至于出多少钱（权利金）买，以看涨期权为例，可以考虑两点：（1）如果您认为价格会涨，按市价买就可以了；（2）可考虑“执行价格 + 市价”是否低于您预期的期货价格。比如，执行价格为 1 700，权利金为 30，如果您认为在到期日之前期货价格会超过 1 730 就可以买。

至于是否一开始就卖出期权，我们认为还是等您学会了再说，初期还是以买为主。

至于复杂的期权策略，交易者也不用考虑，应该光从简单的策略着手，然后从简单到复杂，逐渐学习和掌握了期权交易的各种策略后，再考虑复杂的交易策略。

- 初期不要建议客户选择太复杂的交易策略。
- 全世界的所有期权市场，一般投资人刚入市场时均偏向买方。
- 风险既定、希望无穷是期权市场吸引一般投资人的最重要原因。
- 新手操作六式：

第一式：大盘看涨，就买看涨期权（见第三章第一节第一招）。

第二式：大盘看跌，就买看跌期权（见第三章第二节第一招）。

第三式：涨跌方向不明，但判断会有大行情，则同时买入看涨期权和看跌期权（见第四章第一节第一招）。

第四式：买近月份期权，流动性大，进出灵活。

第五式：买近月份且虚值一、二档期权，成本较低。

第六式：买进期权策略，风险既定，不想平仓，可一直持有。如果是判断错了，可以平仓再弥补些权利金。

2. 套期保值者如何认识期权

做过期货套期保值的人恐怕没被套过的很少，有时保证金追加不足还会被强行平仓。

而期权可以避免“套保变套牢”的状况。买期保值，就买看涨期权；卖期保值，就买看跌期权。永远没有被套，也没人让您追加保证金。期权交易就是这样轻松和简单！

至于执行价格怎么选，权利金怎么出？
原则是：（1）“看涨期权执行价格 + 权利金”
比如“1 700 + 30”，只要符合您的购买成本，或您认为将来会大于这个价，就可以买。
（2）“看跌期权执行价格 - 权利金”比如
“1 740 - 40”，只要符合您的卖价，或您认为未来期货价格或现货价格会下跌，就可以买。记住：买看跌期权，将来是按执行价格卖现货或期货。

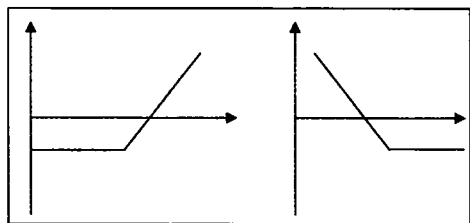


图 1.1 买入看涨和看跌期权损益图

从图 1.1 您可以看出，左图是买进看涨期权的盈亏情况，期货价格上涨您赚钱，下跌对您不利但损失固定，这就不需要担心了。右图是买进看跌期权的盈亏图，期货价格下跌您赚钱，上涨对您不利但是亏损固定，这也同样不需要担心。

买期权就好比买（汽车）保险，以买看涨期权对比为例。如果汽车不出事故（期货价格下跌了），您的保险费就全归保险公司了（看涨期权权利金亏了）；如果汽车出事故了（期货价格上涨了），则保险公司陪您损失（看涨期权赚了）。

具体内容请阅读本章下文介绍。

3. 机构投资者如何认识期权

在国内期货市场中，机构投资者作为市场的中坚明显力量不足。机构不像散户一

样，船小好掉头，机构追求的是稳定获利。因此，就提出了这样一个问题：在波澜壮阔的商品行情中，机构投资者只能进行多或空的方向性交易，做错方向的风险如何规避？除此之外，市场还有无其他赢利模式？这对于机构投资者来说，是不容回避的问题。而有了期权，这些问题都将在一定程度上得到解决。风险规避的手段有了，市场的赢利模式更多了，套利机会更多了。

机构投资者如果对期权不是很熟悉，可以简单地大量单向买、卖期权，就像买、卖期货一样。

机构投资者如果对期权熟悉，可以简单地单向买、卖期权，也可以多向（买看涨期权、买看跌期权、卖看涨期权、卖看跌期权）买、卖期权，还可以将期权与期货结合使用，或做各种各样的套利，或单纯投机，可以运用很多的交易策略。

期权市场的熟练操作者，会随市场多空的变化选择适当的交易策略。

但是，策略越多越复杂，风险控制也比较难。有时策略多了，交易者自己都不知道风险有多大，这要比期货复杂。毕竟，期权的风险包括期货和权利金。因此，策略用得多了，您就得考虑期权敏感性指标：德尔塔（Delta, Δ ）、伽玛（Gamma, γ ）、西塔（Theta, θ ）、维嘎（Vega）等。

同时卖出看涨期权与看跌期权，并以期货作动态避险，是大户很好的理财方法。

具体的风险控制，见本书第五章。

机构投资者进行期权交易要注意资金运用：

- 期权的价值（无论是看涨或看跌期权）一定会随着到期日的迫近而耗损，所以期权多头不适宜以长线累积持有的态度入市；尤其是在逆势时，加仓的风险相当高；逆势时，期权多头宜尽快离场。

- 顺势时，期权多头最简单直接的做法，就是继续持仓，让利润滚存，等候及捕捉平仓获利的时候。投机性较大者，可利用虚盈利润加仓买入虚值期权。由于买卖期权有时平仓较难、成本较高，故在加仓前，要先确认单边市况是否仍将持续。

- 期权空头的最大风险就是遇到单边市况。由于期权空头的风险是随市场的不利变化而增加的，因而在逆势时绝不宜加仓，期权空头组合可能会在被追加保证金时被迫离场。对于期权空头，在资金管理方面，较期权多头要更为严谨；更重要的是要通过其他期权或期货部位进行风险对冲。

有了上述的认识，机构投资者是不是都做期权而不做期货了呢？这也不是绝对的，要具体问题具体分析。可能有些投资者还是愿意做期货而不做期权，因为期货每涨10个点就赚10个点，而在期货涨10个点时，平值期权理论上只涨5个点，虚值更少。虽然期权盈利率会比期货高，但有的投资者更愿意计算绝对盈利数。对资金实力大、又希望绝对数增大的投资者来说，可能还是愿意做期货。虽然我们说做期权可以通过计算德尔塔（Delta）把头寸搞得与做期货一样大，但毕竟德尔塔变化之后风险计算还有点麻烦，所以会有机构投资者一开始仍偏爱期货。不过，我们认为，从长

远角度、从利益稳定角度看，即便做期货也要考虑使用期权。毕竟，期权是期货的避险工具。

4. 做市商如何认识期权

做市商首先要知道自己的职责是双边报价，一旦有一边成交而另一边没有成交，则必须用期货或期权做策略避险。期权需要做市商，其出发点是市场不活跃或流动性不足，但是不至于所有执行价格都不活跃，您报价的执行价格可能不活跃，但其他执行价格会活跃或能成交；您报价的看跌期权不活跃，但看涨期权会活跃，或期货也可以成交。总之，一旦一边成交，就要立即考虑避险。如果不避险，就变成投机了。

但是，怎么避险？面对各种报价，风险怎么控制？这就需要对各种交易策略或常用的策略比较熟悉，而交易者即便对期权熟悉了，如何能够运用自如地进行交易，仍旧是一个问题。因此，在国外，做市商都有自己的一套软件，或自动报价，或策略提示。但不管计算机如何提示，前提是您对各种策略的风险收益情况要比较熟悉。具体策略运用请阅读各有关书籍，或参考《期权投资》（魏振祥著，中国财政经济出版社2003年版）。本书介绍的策略，已经是运用阶段，而不是选择阶段，因此我们没有单独介绍每个策略的具体情况。

做市商只要每笔单子成交后都做了避险策略，理论上是不会有大风险的。国外也有做市商由于没有做好避险而损失严重的，但是还没有听说做市商操纵市场的。因此，也希望做市商做好避险交易，好好锻炼自己。可以说，做市商是对各种策略运用最熟的，只要能完成好义务，做好避险策略，期权的其他交易运用就更简单了。

做市商除了通过报价来赚取价差收益，在套利方面也具有优势。做市商完成交易所规定的义务后，可以享受手续费方面的优惠。这样，在一些情况下，别人眼中不存在的套利机会，而做市商由于费用低，却可以套取利润。尽管利润很小，但却没有风险。这就是做市商的以量取胜之道。

5. 研究者如何认识期权

有不少人员尤其是期货公司的研发人员对期权有一定的研究，那么在指导客户时如何把握、如何指导呢？我们认为，即便研究得再深，一开始也不应该向客户介绍太多，要让客户循序渐进。期权是期货市场的高级形式，手段多样，也相当复杂。向客户介绍投资工具的真实情况是期货公司的职责，但是期权的真实情况也是多样的。做简单的策略就是简单的真实，做复杂的策略就是复杂的真实。我国的期权市场需要一个培育过程，不管是投机还是套保，抑或对做市商的指导，都需要一个过程，投资者在交易的过程中随着盘感、培训、学习的持续进行，会逐步由简单到复杂。作为研究