

HZ BOOKS  
华章经管

WILEY

项怀诚推荐阅读

期权就是麦克米伦，麦克米伦就是期权



# 麦克米伦谈期权

McMillan on Options 2nd Edition

(原书第2版)

华章经典 · 金融投资

LAWRENCE G. McMILLAN

[美] 劳伦斯 G. 麦克米伦 著

郑学勤 朱玉辰 译

美国业内  
人人必读的  
期权经典

Lawrence G.  
McMillan



机械工业出版社  
China Machine Press



# 麦克米伦谈期权

McMillan on Options 2nd Edition  
(原书第2版)

华章经典 · 金融投资  
LAWRENCE G. McMILLAN

〔美〕劳伦斯 G. 麦克米伦 著  
郑学勤 朱玉辰 译



机械工业出版社  
China Machine Press

Lawrence G. McMillan. McMillan on Options, 2nd Edition.

Copyright ©2004 by Lawrence G. McMillan.

This translation published under license. Simplified Chinese translation copyright©2011 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由John Wiley & Sons公司授权机械工业出版社在中国大陆独家出版发行。

未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有John Wiley & Sons公司防伪标签，无标签者不得销售。

封底无防伪标均为盗版

版权所有，侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2011-4439

图书在版编目（CIP）数据

麦克米伦谈期权（珍藏版） / （美）麦克米伦（McMillan, L. G.）著；郑学勤，朱玉辰译. —北京：机械工业出版社，2011.9

（华章经典·金融投资）

书名原文：McMillan on Options

ISBN 978-7-111-35651-6

I. 麦… II. ①麦… ②郑… ③朱… III. 期权交易—基本知识 IV. F830.9

中国版本图书馆CIP数据核字（2011）第166358号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 100037）

责任编辑：黄姗姗 版式设计：刘永青

北京京北印刷有限公司印刷

2011年9月第1版第1次印刷

170mm×242mm·32.5印张

标准书号：ISBN 978-7-111-35651-6

定价：80.00元

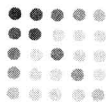
凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

客服热线：（010）68995261；88361066

购书热线：（010）68326294；88379649；68995259

投稿热线：（010）88379007

读者信箱：hzjg@hzbook.com



## 推荐序

Preface

学勤和玉辰翻译了麦克米伦的《麦克米伦谈期权》，要我为他们写一个序言，我答应了。这部书反复强调的一点我比较欣赏，那就是利用不同金融市场中可以利用的各种手段，保存住投资的既有赢利，同时也不放弃进一步获利的机会。

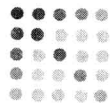
资本市场和金融衍生品市场在美国这样国家的经济和金融体制中，是一个有机的组成部分。我们看到过不少文章和著作从理论上论证它们的必要性和必然性，本书的作者从一个实践者的角度，身体力行地从内部揭示了各个市场之间在运作中如何相互关联的机制。“前车之辙，后车之鉴。”无论是到美国这样的市场中去寻找投资的机会，分散和平衡投资组合，还是在国内研究和开展自己的衍生品市场，看一看别人的经验都有好处，也有必要。在金融衍生品的使用方面，可以见仁见智。有人说它们扩大风险，有人说它们规避风险。无论我们的看法是什么，在世界许多国家的金融体系中，衍生品交易的迅猛发展是一个事实。重视它并对它进行研究，是一种负责的态度。

金融事业发展的枢纽是人才的培养和积累。为十几亿人民管好他们用“粒粒皆辛苦”的方法积累起来的财富，是我们一项不可推卸的责任。我们要管理好我们创造出的财富，是静态地管理还是动态地管理；是关起家门管理，还是同国际接轨管理；是固守我们已有的工具来管理，还是发展出新的工具来管理；是仅仅依靠政策调控来管理，还是借助市场调节来管理。上述这些都不仅是需要讨论的问题，而且是需要培养起大量人才进行实际操作的问题。就这一点来说，尽可能如实地在这方面介绍引进一些好

的和成熟的经验，对培养起我们自己的队伍来，无疑是一件好事。

我读翻译的金融书往往有一种不尽如人意的感觉。不是中文不够流畅，就是专业方面有明显的错误。这个译本给我的感觉则不一样，或许是因为两位翻译的人都是行家，再加上其中之一是学习文学出身，沾了先天之光吧。

项怀诚



## 译者序

For word

这本书是我们一起翻译的。朱玉辰是中国金融期货交易所的总经理，郑学勤是芝加哥期权交易所的一名执行总监。工作是一起做的，译者序自然也一起写了。

麦克米伦是国际期权界的泰斗，他被公认为是衍生品交易中的一位奇才。他的第一本经典之作《期权：策略性的投资》是期权交易策略大全，光在美国就卖出了25万册。本书是他的第二部著作，跟第一本不同，这本书被视为一部奇书。在美国，如果你自诩在股票、期货和期权界的圈子里混事儿，可是从来没有听说过或是读过这本书，那么别人多半会用奇怪的眼光看着你，怀疑你的雇主是否将工资发错了人。换句话说，能否在你的藏书中找到这本书，是衡量你在衍生品研究和交易领域里涉水深浅的一个标志。

说这是一部奇书，不仅因为它博大精深，还因为很难将它归类。它是一本期权书，可是又用大量的篇幅讨论期货交易；它是一本交易实践指南，从技术分析的角度提供了大量的短线交易例证，可是理论色彩又很浓，特别是在对波动率的分析方面；它是关于衍生品的一本书，但是对股票等标的物的交易有许多基于亲身经验的真知灼见，甚至告诉你应当怎样利用季节性趋势，在什么时候买进股票，什么时候卖出股票；它介绍的是交易和投资的策略，但是又手把手地告诉你应当在什么情况下，用什么办法，利用什么样的指标来交易黄金、大豆或者标普指数这些标的工具以及它们的期货和期权；它是一本投资手册，可是又教你许多投机交易的策略；它是一部经典，然而在第2版中又收入了许多新

出现的投资哲学和交易策略。即使在美国，像麦克米伦这样30多年不但始终活跃在交易场内，而且在理论追求方面孜孜不倦，不但精于期权策略，而且在几乎所有的交易市场上纵横捭阖的佼佼者，也是不多的。麦克米伦用自己的经历，将不同层次的金融市场以及同一市场的不同领域串通起来，以他的投资和交易哲学为焦点，将这样一个经验同市场的综合体展现在读者面前。

如果你去过中医诊所，多半见过墙上挂着一幅人体图，图上画着按照中医理论在人体中应当有的经络和穴位，这些经络和穴位的定位是以积累千年的中医经验为依据的，不是一把手术刀所能揭示得了的。如果你把美国的金融市场看做是这样一个布满经络和穴位的人体，把麦克米伦的经验和学识看做是中医的实践经验，把书中所揭示的市场趋势、投资理论、交易体系、运作策略和哲学看做是体内的经络，把他所讨论的各种方法看做是联络和控制这些经络运转的穴位，那么你对这本书的理解可能会更贴切一些。

对国内的读者来说，这本书还有两点特别有意义的地方。首先，麦克米伦的这本书清楚地阐述了投机交易同投资交易之间的关系和不同，显示了朝以投资者为主体市场的发展是市场健康发展的必然结果。其次，麦克米伦以实际的例子，说明了一个多层次的市场对交易者和投资者的重要性。用他自己的话说，要在所有的市场中交易，因为不同的市场提供了不同的套利机会和边际优势。

虽然麦克米伦在这本书里大量谈到了股票、指数和商品期货的交易，但这本书的书名仍然叫做《麦克米伦谈期权》，这是因为他是以期权策略的交易为中心来组织这本书的，也因为期权是一个能够贯通各个市场的重要工具，期货同期权各有各的功用。到今天，重要的金融资产之上不但有期货的交易，而且有期权的交易。由于期权有较多的变量（看涨、看跌、定价和到期日），它有较强的灵活性。由于期权是一项只携带权利而不承担义务的工具，它不但可以用来作为保险，而且同定价相结合，它成了量化交易和投资的一个要素。此外，由于它在处理波动率方面独特的能力，所以同只是依靠市场运动方向预测的其他工具不同，它是一个多维的载体。此外，由于卖出期权有权利金的收入，许多投资策略依靠这笔收入来增进自身的表现。麦克米伦在这本书里，透彻淋漓地演示了如何通过期权策略将股票、商品、股指、期货、期权等各个层次的资本市场中相关的活动结合在一起。

翻译在很大程度上是一件吃力不讨好的事。我们之所以在这方面下了些功夫，主要是因为国外衍生品市场相对成熟，有许多可以借鉴的经验。这是我们两个人

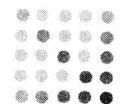
合作翻译的若干本著作中的一本。正本清源，准确地向国内市场介绍一些国外为人公认的衍生品方面的权威著作，这是我们翻译这些书的宗旨。对这些金融著作，忠实于原文是我们首先想实现的。在风格和文笔上，也希望我们的译文能够帮助内容的流传。

关于翻译术语，有一个词儿我们想做一点说明，也就是“striking price”。这个词儿在一些中文书中被翻译为“履约价”，即“exercising price”。在英文著作中，有时这两个词也通用，原因是场内交易的期权都是按期权的定约价履约的，但是这两个术语所代表的是不同的概念，而且在场外交易的期权中，履约价未必一定是定约价，所以我们就使用了“定约价”一词，以反映这个价格是期权合约成交时所协定的履约价格，以示同实际的履约价格在概念上的区别。

作为译者，我们能够体会到将一本这样篇幅的衍生品著作翻译成中文的艰巨，也能体会到做这样一本书的编辑之艰辛，谢谢编辑的贡献，没有她的努力，中文版的问世是不可能的。

朱玉辰 郑学勤





## 前言

### Preface

听说我写了一本新书，人们通常问我两个问题：“这是你另一本书的新版吗？”或者“这本书同前一本书有什么区别？”首先，这肯定不是我的另一本书《期权：策略性的投资》(*Options as a Strategic Investment, OSI*) 的新版，这是一本完全不同的独立的书，它通过实际例子来讲述期权。这本书同OSI之间有实质的区别，OSI是一本参考书，而这本书的内容是将期权运用到实际交易中。书中有许多实际交易的例子，其中有不少是我自己的交易经验，另外，也有一些故事，有的很好笑，有的则有悲剧色彩，它们说明了交易中，特别是期权交易中的回报和挫折。此外，这本书包括了一般期权书所不包括的内容，我们在后面将讨论这个内容。

本书用很大篇幅讨论了期货交易以及股票和指数交易。对期权交易和策略来说，期货市场提供了许多有趣的情景。在这方面，第1章讨论了期货期权的基本定义以及它们同股票期权的相同和不同之处。

虽然这本书并不是为入门者写的，它还是包含了所有必要的定义，因此认真的交易者很快就能跟上。事实上，要懂得许多在这本书中描写的技巧，你并不一定非要熟悉期权策略。在这里，我们没有深入讨论基本的期权策略，因为我的目的是要描写实际的运用。譬如，我的动机不是要具体阐述如何计算这些策略的收支平衡点，或者解释这些策略的善后行动。如果读者感到有必要更好地理解这些基本的东西，就应当去读我的另一本书，OSI，它相当细致地描述了几乎所有的策略。

至于内容，这本书基本上分成5个主要部分，分布在相当长的7章里。第1部分（第1章和第2章）阐述了定义，复习了期权策略，为在以后的章节中理解和使用这些定义和策略奠定了基础。即使是老练的专业人员也会喜欢阅读这些导言性的章节，因为许多策略伴随有交易故事，这些故事会在他们之间引起共鸣。书中用了不少的图和表，事情通过图比通过表看得更清楚，这本书用了120多幅的图和表。

下面的3章（第3章到第5章）集中讨论了某些非常重要的基于期权的交易技术。不过，它们还是就基本性质而言的，并不要求对期权交易做理论探讨。股票交易者和期货交易者应当能够相当快地吸收这些信息，即使他们根本不知道期权的delta是什么。不要把我的意思搞错了，我鼓励每一个期权交易者都通过电脑程序使用期权模式，从而在实际买进或者卖出期权之前，对期权做一评价。不过，阅读这些章节，并不需要更深的理论知识。

第3章包括了对所有的交易者都很重要的内容，对股票交易者特别如此，不过，期货交易者也可以从中得到好处。按照我的想法，这一章是要说明期权的多种用途，它们并不只是投机的工具。要理解这个概念，就需要懂得对于许多实际运作来说，使用期权来构建同拥有股票或者期货合约对等的头寸是必不可少的。譬如，这样的对等头寸可以使得期货交易者从一个头寸中解脱出来，即使这个头寸把他锁定于他不利的停板价格上。

在这一章的后面，我们非常仔细地讨论了期权和期货的到期日是如何影响股票市场的。我们勾画了若干交易体系，这些体系有很好的交易记录，它们可以一个月份接一个月份地用下去。最后，我们也相当仔细地讨论了如何使用期权或者期货来保护一个股票投资组合。如果我们再遇到一个熊市，这些策略无疑会变得非常流行。

第4章是我的偏好：“期权的预测力”。因为期权提供了杠杆力，对各类投机者来说，它们都是流行的交易工具。通过观察期权的价格和期权的交易量，在股票和期货的未来方向上，你可以得出许多重要的结论。这一章的很大一部分是描写如何使用期权交易量，在类似兼并和出乎意料的收益报告这样重大公司新闻公布之前购买股票（或者，有的时候是出售股票）。我们还花了不少篇幅来讨论看跌-看涨比率，这是一个反向指标，观察它是如何被用在各种各样的指数和期货里。在技术分析的编年史里，我相信期货的看跌-看涨比率可以独占一页，因为这个技术在各种各样的期货市场里都能得到运用和评级。

第5章讨论了若干交易体系，从当日交易到季节模式。这些交易体系都有赢利

的纪录。许多交易者，即使是那些侧重技术分析的交易者，常常忽视了季节性的力量。此外，我们也解释了如何在不同市场间的套利中使用期权。遵循书中所说的方法，市场间的套利者可以利用期权得到额外的赚钱机会。

对那些更喜欢理论探讨的人来说，第6章也许是他们最喜欢的。我们讨论了如何使用中性的期权策略，特别是在预测和交易波动率方面。“中性”这个术语被人滥用，这是我最讨厌的事情之一，有人甚至常常把它用到实际上是有风险的头寸上。第6章的动机不仅是要纠正这个错误，而是要说明，虽然中性交易无疑可以获得赢利，但是它并不像某些倡导者所鼓吹的是一种无须花费功夫，可以轻轻松松赢钱的技术。常常有人问我，我是根据什么条件来决定是否要持有头寸，或者将一个头寸挪仓，等等，因此我在第6章就提供了一个反向套利的例子，这个例子几乎就是一部日记，它记录了在6个月的时间里，我对这个头寸是怎样想的和如何交易的。

在结束之前，本书还讨论了资金管理、交易哲学和某些交易指南，这些都包括在第7章里。在这一章里我还讲了一些我喜欢的交易故事和逸闻，希望你也会喜欢它们。

我的希望是，这本书会将更多的交易者带进期权市场，帮助他们认识到，在发挥期权的作用方面，有各种各样的方式可以使用。期权不应当只被看做是投机的工具。事实上，即使你只是一个股票或期货交易员，你还是可以发现期权能够为你提供有价值的买进或者卖出的信号。如果你在理论探讨方面有兴趣，你将发现波动率交易同样也是激动人心的。

## 第2版

经过了7年，我感到本书有必要出版第2版，因为衍生品行业发生的实质性变化，使我觉得重写这本书，增删一些部分，是合乎需要的。例如，在讨论定义的第1章里，现在包括了交易所交易基金（ETF）、电子交易、单只股票期货和波动率期货。第2版的主要目的是去掉那些不再有用的材料，不管是因为产品被摘牌或者失去流动性，还是因为这些策略不再有效，同时也将我在自己的交易和分析中使用的新的技巧和策略包括进来。

第3章是讨论各种期权的特殊运用的，现在它包括了描写股票如何在到期日可以“钉在”定价上的讨论：它是怎样引起的，为什么会发生以及什么时候会发

生。此外，由于期权作为套保工具在股票拥有者，特别是专业的股票持有者之间日渐流行，于是就有了新的策略，它们也被包括在这个新版里。其中之一是使用不久前挂牌的波动率期货，另一个是使用挂牌期权来扩展对“领圈”策略的使用。新的例子也被包括进来，以描写这两种运用。

在新版的第4章里，一个主要的增补部分是包括了单个股票的看跌-看涨比率图表和理论。在第1版里，我感到在股票中有太多的内部知情者交易，这样的活动扭曲了看跌-看涨比率在单个股票中的有用性，但是随着时间的推移，我开始觉得那些资本化完善的大股票不那么容易受到操纵或者是内部知情人交易的影响，它们的看跌-看涨比率确实可以为交易者提供另一个很好的以情绪为基础的指标。在这一版里包括的看跌-看涨比率的另一个主要的方面是加权的看跌-看涨比率。把这个方法同对期权的价格和它的交易量的观察结合起来，可以高度有效地改进把看跌-看涨比率用做指标的基本理论。这些年来，我们对另一个相关的议题也就是使用波动率指数作为市场的预言者，进行了大量的研究，其中的很大一部分现在包括在第4章里。这个研究不但包括对VIX图表自身的高峰和低谷的分析，而且显示了隐含波动率同历史波动率的比较是如何成为一个重要指标的。

第5章讨论的仍然是交易体系和策略。近年来市场中发生的一个主要变化是纽约股票交易所（NYSE）的涨价股-跌价股的数字失去了它们的有效性，这在很大程度上是因为采取十进位制造成的。于是，我们采取了另一种方法来观察宽幅，也就是“纯股票”的方法。这样的转变被用到我们的一些体系上，由此而来的改进是实质性的。论述市场间套利的那一节也做了更新。对某些套利来说，只是将图表的数据更新到新的日期，对另一些来说，特别是1月效应套利，套利的模式发生了实质性的变化；交易这个套利的策略也有必要有所改进，这也包括市场间套利的实施方式。我们对ETF的依赖增加了，对期货的依赖减小了。现在ETF比第1版出版的时候要普及得多。最后，交易季节性的体系也得到了更新，并且加进了一个新的体系：1月下旬的季节性买点。在这一章中所展现的这些体系仍然是一些我喜欢的投机的交易工具；结合了这些最新的信息，对所有的读者来说，它们都将被证明是有用的。

第6章所讨论的还是更为高级的期权交易方法。这一版包括了许多的新信息，大部分是在统计学和概率的领域里，也就是说，将统计数字用到交易的决定中。我们解释和说明了预期回报的概念，也解释和说明了蒙特卡罗（Monte Carlo）概率模拟的概念。这些概念和工具使得基于理论方法的交易者在进入市场时更加训

练有素，可以将注意力集中在期权价格有偏差的情况中（譬如说，波动率斜率），相信只要恪守持续投资于预期回报高于平均数的头寸这样的做法，最后投资者的回报终归会高于平均数。

现代期权交易者必不可少的数据和工具，许多可以在互联网上找到。第7章讨论了到哪里去寻找这些数据和工具。当然，我很愿意读者访问我们的网站，[www.optionstrategist.com](http://www.optionstrategist.com)，在那里有许多免费的信息。我们还有一个订阅者的区域，也就是“策略园地”（The Strategy Zone），那里有进一步的数据和报告，还有每天的市场评论。

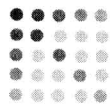
毋庸置疑，在投资这个领域里，期权和其他衍生品现在占有一个重要的地位，不过看到有那么多的人仍然对期权所知甚少，实在让人难堪。事实上，一旦出现问题，他们很快就怪罪衍生品。只有通过传播类似这本书所传播的信息，我们才有可能克服这样的负面和缺乏教育的态度。当我们再面临一个熊市的时候，期权交易者也许可以干得很好，无论他们是使用期权作为保护的手段，还是作为投机的工具。有人甚至预测说，那些不懂衍生品的愤怒的投资者会试图将熊市以及相随的亏损归咎于期权和其他的衍生品。当然，这是荒谬的，不过如果我们可以使得越来越多的人相信期权交易的生命力，那么将来再出现这类贴标签式的指责，就不那么容易为人接受了。

我在这一行里干得太久了，能到今天这一步，坦率地说，有数百人我需要对他们的帮助表示感谢。由于时间和篇幅的缘故，这里我仅将那些特别对这本书以及书中的概念起到帮助作用的人表示我的敬意：**Shelley Kaufman**为整本书制了图，并且是所有问题上的宝贵的朋友；**Peter Bricken**首先提出了监视期权交易量，将它作为公司新闻的先行者的想法；**Van Hemphill**、**Mike Gallagher**和**Jeff Kaufman**提供了独特的到期日活动的信息，还帮助我理清了同到期日有关的策略方面的思路；**Chris Myers**劝我写了这本书；**Peter Kopple**不断地同我交换看法；**Art Kaufman**使我相信我有能力拥有自己的事业。最后，我要特别感谢我的妻子，她对我这种疯狂的时间安排容忍已久，我还要感谢我的孩子**Karen**和**Glenn**。

劳伦斯 G. 麦克米伦

2004年8月

于新泽西州兰道夫



# 目 录

Contents

推荐序 (项怀诚)

译者序

前言

## 第 1 章 期权的历史、定义和术语/1

标的工具/1

期权术语/2

期权的成本/4

挂牌期权的历史/5

期权交易的程序/10

电子交易/12

履约和指派/13

期货和期货期权/20

影响期权价格的因素/26

DELTA/30

技术分析/35

## 第 2 章 期权策略概述/37

赢利图/37

直接买进期权/38

用买进期权来保护股票/42

买进一手看跌期权和一手看涨期权/46

卖出期权/48

套利/62

比率策略/74

小结/84

### 第3章 多种用途的期权/85

期权作为标的物的直接替代/85

期权作为标的物的代理/94

股指期货对股票市场的影响/97

指数期货和指数期权到期日对股票市场的影响/105

期权作为保险/129

领圈套利/137

使用场外期权套保/142

使用波动率期货作为投资组合的保险/144

小结/151

### 第4章 期权的预测力/152

将股票期权交易量用做指标/152

将期权价格用做指标/189

隐含波动率可以用来预测走向的变动/204

看跌一看涨比率/225

期货期权交易量/269

论移动平均值/270

小结/277

### 第5章 交易体系和策略/278

把期货的合理价格结合到你的交易里/278

日间交易的工具/279

TICKI日间交易体系/282

一个短线交易体系/290

市场间套利/300

其他季节性趋向/337

小结/348

## 第6章 交易波动率以及其他的理论方法/350

波动率/351

Delta中性交易/353

预测波动率/361

历史波动率同隐含波动率的比较/363

交易隐含波动率/366

“希腊文”/383

交易波动率斜率/409

激进的日历套利/440

在波动率交易中使用概率和统计法/443

预期回报/447

小结/450

## 第7章 其他重要的考虑/451

后台活动/451

交易的方法和哲学/463

期权交易的哲学/484

小结/490

## 附录A 挂牌的指数和部门期权/491

## 附录B 期货期权的条款和到期日/495

## 附录C 期权模型/498



# 期权的历史、定义和术语

今天，有许多多种挂牌期权在交易：股票期权、指数期权和期货期权是其中的主要类型。本书的目的是要从期权的多种用途中选出一些进行探讨，并且通过一些实际的演示来帮助读者赢利。

期权在范围广阔的实际应用中都可以起到作用，它们可以用来建立光是使用期权的策略，也可以用来取代其他的工具，它们还可以用来增强和保护投资者在标的工具中的头寸，无论这个标的工具是股票、指数还是期货合约。通过本书，读者可以发现，期权在实际应用中的用途要远远比他想象的多得多。就像前言中所说的，本书不是为新入门的投资者所写的，不过它提供的平台，为进一步的讨论提供了所有必要的定义。

## 标的工具

让我们从最简单的术语的定义开始，以此来建立进一步讨论的基石。在谈到什么是期权（option）之前，我们对期权是以什么东西为基础的应当有一些概念。作为各种挂牌衍生证券（期权、权证等）之基础的标的工具（underlying instruments）究竟是什么呢？普通股股票是最简单的标的工具。股票期权（stock options 或者 equity options）是赋予投资者以买进或卖出普通股股票之权利的期权。

另一种非常流行的标的工具是指数（index）。创造指数的方法是將一组例如股票这样的金融工具组合在一起，并且按某种方式将它们“平均化”，使得由此产生