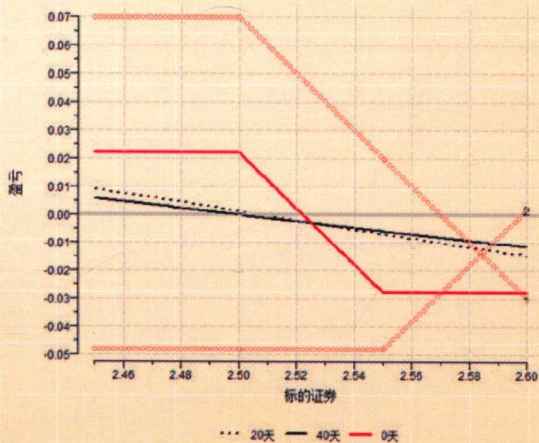


股票期权实战系列丛书

刘仲元 主编

# 股票期权 交易策略集锦

聂珺 著

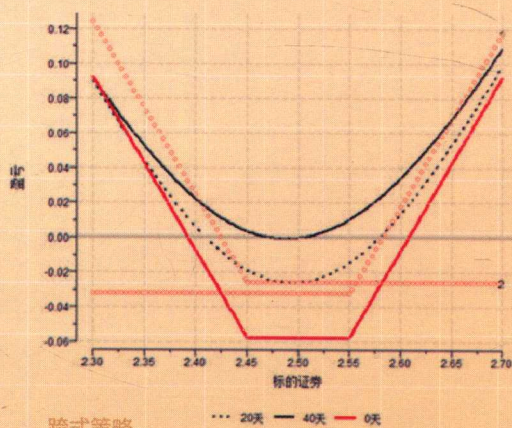


蝶式策略

飞鹰式策略

垂直价差策略

宽跨式策略



跨式策略

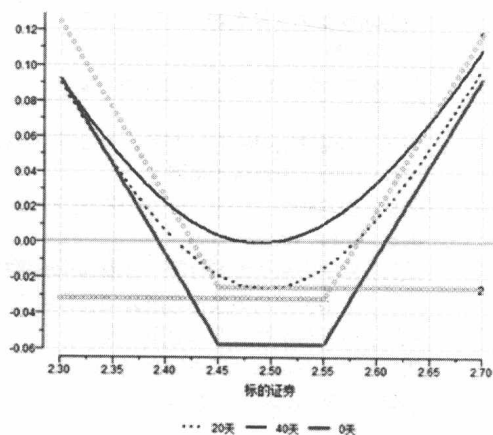
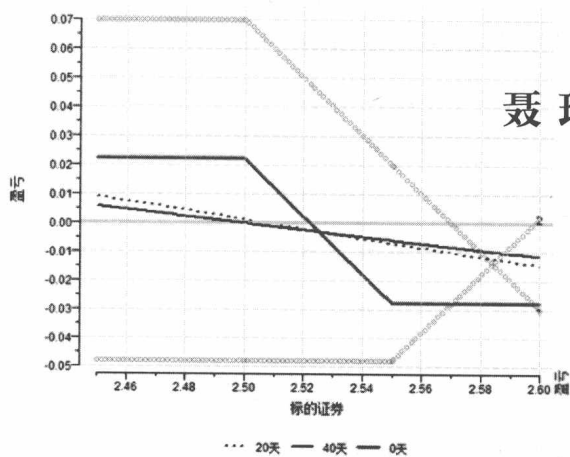
上海遠東出版社

# 股票期权实战系列丛书

刘仲元 主编

## 股票期权 交易策略集锦

聂珺 著



上海远东出版社

**图书在版编目(CIP)数据**

股票期权交易策略集锦/聂珺著. —上海:上海远东出版社,2015  
(股票期权实战系列丛书)

ISBN 978-7-5476-0972-9

I. ①股… II. ①聂… III. ①股票—指数—期货交易—研究  
IV. ①F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 061261 号

**股票期权交易策略集锦**

聂珺 著

责任编辑/李英 封面设计/李廉

出版:上海世纪出版股份有限公司远东出版社

地址:中国上海市钦州南路 81 号

邮编:200235

网址:www.ydbook.com

发行:新华书店上海发行所 上海远东出版社

上海世纪出版股份有限公司发行中心

制版:南京前锦排版服务有限公司

印刷:上海市印刷二厂有限公司

装订:上海市印刷二厂有限公司

开本:710×1000 1/16 印张:12.5 字数:211 千字

2015 年 5 月第 1 版 2015 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5476-0972-9/F·542

定价:35.00 元

版权所有 盗版必究(举报电话:62347733)

如发生质量问题,读者可向工厂调换。

零售、邮购电话:021-62347733-8538

## 丛书前言

2015年2月9日,这是个值得纪念的日子。50ETF期权正式在上海证券交易所开始交易,拉开了国内期权交易的序幕,投资者期盼多年的期权元年终于来临。

都知道期权是个好东西。作为股市衍生产品的股票期权,不仅给股民提供了对冲股票风险的工具和众多的套利机会,还提供了无成本融资和无成本融券的机会。投机的机会更多了,投机效率也得以提高。除此以外,期权交易中的组合策略犹如八阵图一样,变化无穷,更是玩家们的钟爱。

东西虽好,但烦恼事也不少。打开任何一本期权的图书,立马就会发现一串串的新名词、新术语,大致数一数,就有100多个。证券交易所规定,投资者在开设股票期权账户之前,必须通过相应的考试,考试不及格不能开账户。

从股票期权实战的要求看,考试内容实际上是非常初级的,即使如此,一些考试者还是觉得难度很大,有的甚至考了几次才通过。一些过关者自嘲,考前拼命看书和背书,过关后隔几天看看又糊涂了,留下的唯一印象就是一个“烦”。

有些股民可能会想:既然又烦又难,不参与也罢,老老实实做股票,凭借着以往多年的经验,不照样可以赚钱吗?何必这样劳心劳神!

此言差矣！要知道，当股票期权推出后，尽管股市看上去还是那个股市，但竞争格局和生态都因此而发生嬗变。股票交易是长矛大刀，属于冷兵器，股票期权更像洋枪洋炮，属于热兵器。不难明白，当战场上的一方逐步使用热兵器后，使用冷兵器的一方即使已达炉火纯青阶段，也难以改变自己的劣势地位了。同样道理，股票期权推出后，当大多数交易者特别是机构将股票和股票期权结合在一起玩时，整个市场竞争方式和竞争策略都将发生巨变。抱残守缺，寄望于冷兵器时代的老经验，岂不危哉！

有些股民看了期权仿真交易后说，不就是当年的权证吗？将当初的炒作经验搬过来就是了。殊不知，这又是一个危险的想法。

权证与股票期权的确有类似之处，但两者之间的差异更大。权证与股票相同，由第三方发行，再在二级市场上流通买卖，国内一度流行的权证属于股改权证，是有关上市公司大股东在股改中派发给有关流通股股东的。权证发行量决定了权证的流通数量。当初的炒家之所以敢于无视权证的价值进行爆炒，实际上是利用权证数量有限的特点进行博傻游戏。后来，交易所为了打击这种非理性的恶炒风气而让券商突击创设，导致权证价格暴跌，也因此引起了很大的争议。由此可见，权证交易与股票交易一样，仅仅是转手交易，不存在真正的空头，真正的空头是权证的发行者。而股票期权则相反，不存在也无需发行者，股票期权中的空头相当于发行者，每一个交易者都可以充当发行者。仅仅这一点就决定了股票期权的博弈模式与股票交易有着重大差异，如果还想照搬权证中的博傻经验，还不如早早离场，免遭涂炭。

“人间正道是沧桑。”面对市场的挑战，回避不是办法。“天行健，君子以自强不息”，只有迎难而上，才能与时俱进。

股票期权比股票复杂，难度更大，这是客观事实，然而，也并非复杂到无法掌握的程度。尽管新名词、新术语很多，但每一个名词都有它的道理，每一个术语背后也都有其来由。当你知道这些名词术语的来龙去脉后，自会豁然开通，根本无需刻意背诵。不求甚解的死记硬背方式只能应付考试，无法内化为自己的理性知识。

市面上有关期权的图书并不少，大致可分三类。第一类从金融工程角

度介绍期权,大量运用高等数学工具,很像数学书籍,对大多数股民并不适用。事实上,对期权操作者而言,这些东西也并非必备知识。

第二类通常以通俗面目出现,内容包括所有品种的期权,内容既涉及商品也涉及金融;既有欧式期权,也有美式期权;既介绍现金交割,又介绍实物交割。看上去包罗万象,但加重了初入门者的学习难度,因为必须在学习过程中时刻惦记着哪些是适用的哪些是不适用的,稍有疏忽,就会引发张冠李戴式的错误。

第三类是针对某一交易品种专题介绍的图书,比如商品期权、股票期权、股指期货、外汇期权等。做什么品种看什么书,针对性特强,可以避免眉毛胡子一把抓的烦恼,效果最佳。

美国是最早推出股票期权且持续时间最长的国家。在美国,股票期权可谓根深叶茂,在全球具有无可辩驳的影响力,其他国家或地区后来推出的股票期权基本上都是师法美国。美国的股票期权交易规模占全球的比例最高,据美国期货工业协会(FIA)统计,2013年全球股票期权(包括股票ETF期权)的交易量为53.48亿张,美国的交易量为37.26亿张,所占比例差不多要达到70%。在美国,与股票期权有关的书籍可谓汗牛充栋,其中有一小部分被译成中文。

按常理想象,找一本美国的股票期权图书来看,应该是很对路的,类似的图书在我国香港、台湾地区也有。遗憾的是这些看似针对性很强的图书仍存在脱节或不一致的地方,差异主要来自交易制度的设计上。美国、中国香港的股票期权采用美式期权,国内的股票期权与日本、韩国、中国台湾都采用欧式期权。拿一本美国的股票期权图书与国内的股票期权对照,难免有些地方会对不起来。比如,欧式期权和美式期权的定价模型就不一样,前者采用B-S模型,后者运用二叉树模型;交易执行中也有差异,比如,卖出美式期权,有可能被提前指派进行交割,而欧式期权不存在这种担心。除此之外,当股票除权时期权的调整方式以及期权保证金的收取方式等交易制度,各交易所之间也有较大差异。还有,期权的名称术语翻译也是个问题,比如,国内证券交易所将“call”和“put”译作“认购期权”和“认沽期权”,这种译法基本上取自我国香港地区,而台湾地区分别译为“买权”和

“卖权”，国内更普遍的翻译则称为“看涨期权”和“看跌期权”。

考虑到相关图书的这些“问题”，“股票期权实战系列丛书”在规划、写作和修改时明确将“针对性”“通俗性”和“系统性”作为三条基本原则，避免“隔靴搔痒”，力求“一语破的”。

“股票期权实战系列丛书”的第一个特点是具有极强的针对性和实用性，丛书紧扣国内股票期权的制度规定进行演绎讲解，对国内股票期权不涉及的概念不再枝引蔓延，方便读者迅速进入角色，最大限度减轻初学者的负担。

丛书第二个特点是通俗性。鉴于期权本身就比较复杂，新名词、新术语众多，如果仅仅列出一大堆抽象的定义和规则，读者很难真正理解。本丛书的通俗不仅体现在语言上，更重要的是大量使用读者容易接受的类比法来解读股票期权中的难点和重点。尽管期权中不乏高等数学的内容，但阅读本丛书只需具有初中数学水平就够了。

丛书第三个特点是系统性。与股票交易相比，股票期权的复杂性不仅体现在交易规则上，更重要的是可以形成变化无穷的交易策略。从实战运用的角度来看，理解并搞清楚交易规则只是第一步，对交易策略的全面了解和熟悉是紧接而来的第二步，更重要的第三步是融会贯通后具有灵活运用能力。股票期权的交易策略可以分为单一期权交易、合成策略、组合策略、无风险套利策略、对冲或套期保值交易策略几大类，从系统性角度来看，任何一部分的内容都是不可缺的。

“股票期权实战系列丛书”由四个分册组成。

第一册《股票期权的魅力与交易规则》对股票期权的原理、交易规则以及必须掌握的重要概念进行了解读，对投资者而言，这些知识都是必须掌握的入门知识，是股票期权入门的第一个台阶。

第二册《股票期权交易策略集锦》对股票期权中的单一期权交易策略、合成策略及各种组合策略进行介绍。

第三册《股票期权的套利与套期保值》对股票期权的无风险套利策略和对冲或套期保值交易策略进行介绍。

第四册为《巧学活用股票期权获利制胜》。兵法曰：“夫兵形如水，……”

故兵无常势，水无常形。能因敌变化而取胜者，谓之神。”股票期权的实战同样如此，不同的时间段，股票价格的走势是不一样的，粗略的划分就有大涨、小涨、盘整、震荡、小跌和大跌六种。不同情势下，不同的股票期权策略运用效果迥然不同。合势的策略可以大赚其钱，不合势的策略不仅不能得其利反将遭受损失。正因为股票期权的策略众多，如何选择自然是实战中最大的难题。如果将从书第二、三册介绍的各种交易策略看作是期权实战中的第二个台阶的话，那么第四册就是第三个台阶，目的是探讨如何活用策略，实现“因敌变化”。在第四册中，尽管很多策略在前面曾经出现过，但整体论述的角度已完全不同。现在是以股票的行情走势为经，以策略为纬，目的是对不同情势下不同策略进行比较研究。除此之外，第四册还对股票期权中的一些另类运用作了介绍，比如，怎样利用 P/C 比，利用波动率指数这些辅助指标对未来行情进行研判等。

丛书由笔者规划并提出编写提纲，第一、四两册由笔者撰写，第二册由光大证券的聂珺撰写，第三册由上海衍金投资公司的刘和鑫撰写。为了丛书体例风格一致，最后由笔者进行了统一修订。

鉴于笔者水平和能力有限，丛书中难免存在各种舛误，还望读者能够不吝指正。

刘仲元

lzy83000@163.com

2015年1月



初次接触期权策略，难免有“乱花渐欲迷人眼”的感受。之所以如此，不仅因为期权策略众多，更是因为策略之间具有太多的似是而非的相似性。比如，两个构建方式上看起来差别并不大的策略，有时只是一字之差，但实质效果完全不同。又如，有些策略，构建方式看上去差别很大，实质效果却完全一样，但由于构建方式不同，给出的名称也不同，再加上通常存在多个不同的名称以及中文翻译中的一词多译，初学者不被搞迷糊才是怪事。

有没有捷径可走？大家都在探索。比如，出于循序渐进的目的，有的图书将期权策略分作初级、中级、高级和专家级。但这种分类有一个弊端，因为在实际运用中，策略之间只有适用与不适用的区别，并无高下低劣之分。如仔细辨识其中的归类，不难发现一些所谓的专家级策略不过是初级或中级策略的变脸而已，换一件马甲就成为高级或专家级策略。对初学者而言，只会起到治丝益棼的效果，徒增困扰。

对初学者而言，能否抓住策略分类上的“牛鼻子”非常关键，抓住了“牛鼻子”，策略虽多也能做到门儿清；抓不住“牛鼻子”，犹如误入祝家庄的盘陀路，即使一条道走到黑还是跳不出这个迷魂阵。

“牛鼻子”就是期权策略的构建方式。从期权策略

的构建方式看,除了单一期权(本书第一章的内容)外,所有的组合方式不外乎以下四种类型:

第一种为认购期权和认沽期权的交错买卖(本书第二章的内容),即买进认购(认沽)的同时卖出认沽(认购)。当行权价相同时,就是合成证券策略,变形则为合成期权策略;当行权价不同时即为综合式。

第二种为认购期权和认沽期权的同向买卖(本书第三章的内容),即买进(卖出)认购(认沽)的同时买进(卖出)认沽(认购),当行权价相同时,就是跨式策略,如果多买一个认购或认沽,则称为修正式;当行权价不同时,即为宽跨式或飞蝶式。

第三种为针对矩阵式行情中同一列的期权进行一买一卖,这就是第四章的垂直价差策略。当买卖的数量不是1比1时称为比率式或梯式。而第五章的内容则是两个垂直价差的合成,所谓的蝶式、铁蝶式、修正蝶式、飞鹰式或铁鹰式,仅仅是行权价不同产生的变脸结果。

第四种为时间价差,这是针对类型相同但到期月份不同的期权合约进行一买一卖。如将行权价相同的组合称为基本策略,则行权价不同的就是对角线策略。

从构造原理上对组合策略分类,简单清晰。有助于真正把握策略的含义,有助于进行策略之间的比较。抓住了这个“牛鼻子”,即使策略繁多,频换马甲,称谓不一,也能一目了然。

对期权策略的利弊得失分析,通常借助于静态分析和动态分析手段。

静态分析即期权策略的到期日分析。由于在到期日,影响期权价格的波动率、无风险利率和剩余期限都已失效,只剩下标的证券价格与行权价之间的关系以及买卖期权时产生的权利金,因此静态分析比较简单。如果交易者准备进行实物交割,静态分析当然是合适的。但从成本效率比较,进行实物交割并没有优势,因此在实际交易中,进入实物交割的期权少之又少。动态分析相对复杂一些,常用的工具是本系列丛书第一册《股票期权的魅力与交易规则》中介绍的希腊字母。由于动态分析更符合交易者的交易习惯,因此更受重视。

在学习本书时,学会使用“股票期权计算器”非常重要。本系列丛书提

供了一个按 B-S 模型制作的股票期权计算器,读者可以在上海远东出版社的网站([www.ydbook.com](http://www.ydbook.com))上免费下载。股票期权计算器将静态分析和动态分析结合在一起,其图形展示使得期权策略具有直观性。借助于计算器,不仅可以收到事半功倍的学习效果,还可以进行各种无成本的思想实验,进一步加深对期权策略的理解。

本书在解说各种期权策略的原理和特性时运用了大量例子,但举例中基本没有涉及交易费用。在实务应用中,应该将这一因素加进去。

# 目录

<b>导读</b> .....	1
<b>第一章 单一期权交易策略</b> .....	1
<b>第一节 买进认购期权策略</b> / 1	
一、认购期权多头的静态和动态分析 / 1	
二、买进认购期权的动机或原因 / 5	
三、买进认购期权的行权价比较 / 7	
<b>第二节 卖出认购期权策略</b> / 11	
一、认购期权空头的静态和动态分析 / 11	
二、卖出认购期权的动机或原因 / 15	
三、卖出认购期权的行权价比较 / 17	
<b>第三节 买进认沽期权策略</b> / 21	
一、认沽期权多头的静态和动态分析 / 21	
二、买进认沽期权的动机或原因 / 24	
三、买进认沽期权的行权价比较 / 25	
<b>第四节 卖出认沽期权策略</b> / 28	
一、认沽期权空头的静态和动态分析 / 28	
二、卖出认沽期权的动机或原因 / 32	
三、卖出认沽期权的行权价比较 / 34	
附：股票期权基本策略一览表 / 38	
<b>第二章 合成式交易策略</b> .....	39
<b>第一节 合成标的证券策略</b> / 39	
一、合成标的证券多头 / 39	
二、合成标的证券空头 / 42	
<b>第二节 合成认购期权策略</b> / 46	

	一、合成认购期权多头 / 46	
	二、合成认购期权空头 / 48	
第三节	合成认沽期权策略 / 51	
	一、合成认沽期权多头 / 51	
	二、合成认沽期权空头(备兑认购期权) / 53	
第四节	异价合成证券(综合期权策略) / 56	
	一、综合期权多头策略 / 56	
	二、综合期权空头策略 / 59	
	附: 合成交易策略一览表 / 62	
<b>第三章</b>	<b>跨式和宽跨式交易策略</b> .....	67
第一节	买进跨式(long straddle)交易策略 / 67	
	一、买进跨式交易策略的到期分析 / 67	
	二、买进跨式组合的图形分析 / 69	
	三、买进跨式组合的风险指标分析 / 70	
第二节	买进宽跨式(long strangle)交易策略 / 72	
	一、买进宽跨式组合的到期分析 / 72	
	二、买进宽跨式组合的图形分析 / 74	
	三、买进宽跨式组合的风险指标分析 / 75	
	四、宽跨式多头与跨式多头的比较 / 76	
第三节	卖出跨式(宽跨式)交易策略 / 77	
	一、卖出跨式(short straddle)交易策略 / 77	
	二、卖出宽跨式(short strangle)交易策略 / 80	
	三、宽跨式空头与跨式空头的比较 / 82	
第四节	跨式(宽跨式)策略的另类构造 / 83	
	一、飞碟式交易策略(用实值期权构建宽跨式) / 83	
	二、合成跨式交易策略 / 88	
第五节	跨式策略的修正——偏涨式和偏跌式 / 91	
	一、偏涨跨式/带式(strap)期权策略 / 91	
	二、偏跌跨式/条式(strip)期权策略 / 94	
	附: 跨式(宽跨式)策略一览表 / 98	
<b>第四章</b>	<b>垂直价差(vertical spreads)策略</b> .....	103
第一节	牛市认购和熊市认购 / 104	

一、牛市认购期权价差(bull call spreads) / 104	
二、熊市认购期权价差(bear call spreads) / 106	
第二节 牛市认沽和熊市认沽 / 108	
一、牛市认沽期权价差(bull put spreads) / 108	
二、熊市认沽期权价差(bear put spread) / 110	
第三节 垂直价差交易注意事项 / 112	
一、垂直价差策略的特点及运用场合 / 112	
二、垂直价差交易中行权价的选择 / 115	
三、合成垂直价差中的领口(collar)策略 / 116	
第四节 认购期权比率价差(ratio call spread) / 117	
一、认购期权正向比率价差(call frontspread) / 117	
二、认购期权反向比率价差(call backspread) / 121	
第五节 认沽期权的比率价差(ratio put spread) / 122	
一、认沽期权正向比率价差(put frontspread) / 122	
二、认沽期权反向比率价差(put backspread) / 125	
第六节 认购和认沽梯式策略 / 127	
一、牛市认购梯式策略及同类策略比较 / 127	
二、熊市认购梯式策略及同类策略比较 / 130	
三、牛市认沽梯式策略及同类策略比较 / 133	
四、熊市认沽梯式策略及同类策略比较 / 136	
<b>第五章 蝶式价差和飞鹰式价差</b> ..... 141	
第一节 蝶式价差(butterfly spread) / 141	
一、认购期权蝶式价差 / 141	
二、修正认购蝶式价差 / 145	
三、认沽期权蝶式价差 / 147	
四、修正认沽蝶式价差 / 148	
第二节 铁蝶式价差(iron butterfly spread) / 150	
一、铁蝶式价差空头 / 150	
二、铁蝶式价差多头 / 153	
第三节 飞鹰式价差(condor spread) / 153	
一、认购期权飞鹰式价差 / 153	
二、认沽期权飞鹰式价差 / 157	

第四节	铁鹰式价差(iron condor spread) / 158	
一、	铁鹰式价差空头 / 159	
二、	铁鹰式价差多头 / 160	
第五节	蝶式、飞鹰式运用中的注意事项 / 160	
一、	蝶式、飞鹰式策略的特点 / 160	
二、	运用中的注意事项 / 162	
附：	蝶式、飞鹰式策略一览表 / 166	
<b>第六章</b>	<b>水平价差与对角价差</b> .....	173
第一节	水平价差(horizontal spreads) / 173	
一、	买进日历价差 / 174	
二、	卖出日历价差 / 177	
第二节	对角价差(diagonal spreads) / 177	
一、	买进对角线价差(实值) / 178	
二、	买进对角线价差(虚值) / 180	

# 第一章 单一期权交易策略

单一期权,不仅本身就是重要的期权策略,同时也是各种期权组合策略中的基础原材料,其重要性不言而喻。单一期权策略共有四种,分别为:买进认购期权、卖出认购期权、买进认沽期权和卖出认沽期权。

## 第一节 买进认购期权策略

### 一、认购期权多头的静态和动态分析

#### 【例 1-1】

目前 50ETF 为 2.000 元,行权价 2.000 的 50ETF 认购期权还有 30 天到期,假定期权的波动率为 25%、无风险利率为 3%时,可计算出权利金为 0.059 6 元,某交易者按此价格买进 1 张合约。

#### 1. 静态分析

在到期日,当 50ETF 小于等于行权价 2.000 元时,认购期权作废,亏损权利金 0.059 6 元(1 张合约亏损 596 元);

当 50ETF 等于  $2.000 + 0.059 6 = 2.059 6$  元时,正好不输不赢,也即 2.059 6 元为该期权的盈亏平衡点<sup>①</sup>;

当 50ETF 在 2.000 至 2.059 6 元之间时,尽管已经成为实值期权,因为实值部分不足以覆盖权利金成本,因此仍有亏损,亏损 = 2.059 6 元 - 50ETF 价格。比如,50ETF 价格为 2.029 6 元,则亏损  $2.059 6 - 2.029 6 = 0.03$  元(1 张

---

<sup>①</sup> 严格来说,由于 ETF 的最小跳动点为 0.001 元,因此盈亏平衡点 2.059 6 元在交易行情中是不可能出现的,但并不妨碍我们在理论上进行推演。



合约亏损 300 元)；

当 50ETF 高于 2.059 6 元时,该期权有净利润,净利润=到期 50ETF 价格-2.059 6。比如,50ETF 价格为 2.200 元,则净利润 = 2.200 - 2.059 6 = 0.140 4 元(1 张合约净利 1 404 元)。

由于 50ETF 越高,净利润越大,而理论上不知道 50ETF 的上限在哪里,因此潜在收益极大。人们将买进认购期权称为“风险有限、利润无限”。

## 2. 期权计算器界面显示

图 1-1 为计算器显示的买进认购期权界面。图 1-1 中的下部为认购期权多头的图示。

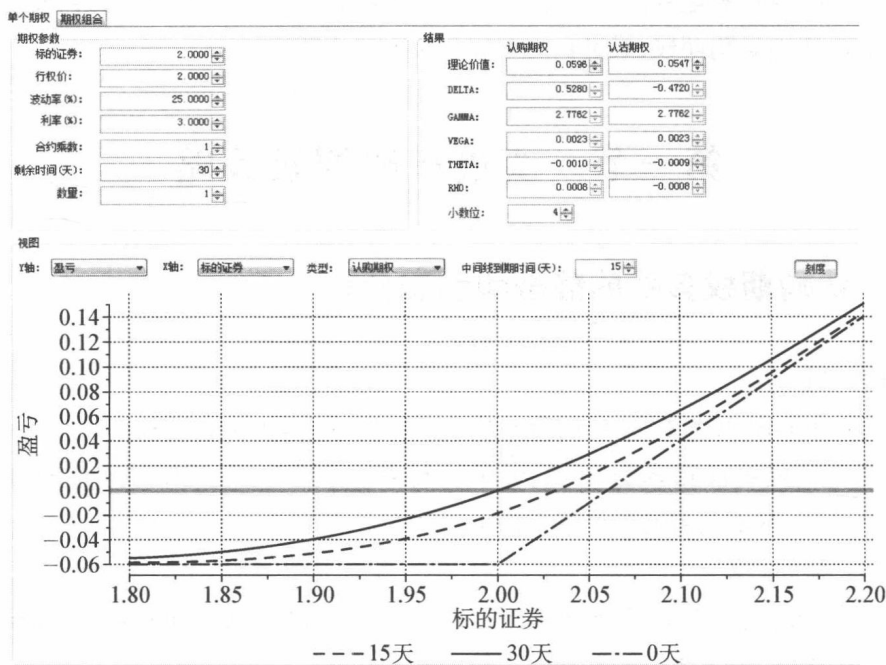


图 1-1 期权计算器显示的买进认购期权的界面

视图中的 X 轴为标的证券价, Y 轴为期权的盈亏。最下面一条线由两段直线段连接而成,该折线实际上就是静态分析中的到期日盈亏线。从图中可见,转折点在 2.00,在 2.00 左面,该期权的盈亏值都是一 0.059 6 元,即都是 1 张合约亏损 596 元。在转折点右面,盈亏值随着标的证券价格的的增长而上升,当标的证券价增长至 2.059 6 时,该期权的盈亏线正好与盈亏值的零线相交,意味着盈亏值为 0,表明 2.059 6 就是盈亏平衡点。一旦标的证券价增长超过盈亏平衡点,该期权的盈亏值就进入盈利区,标的证券价增长越大,盈利就