

全球**NO.1**的期权图书作者倾力打造

Options Trading for the
Conservative Investor

保守型 Options

只提高收益，不提高风险

Increasing Profits, Without Increasing Your Risk

(美) 迈克尔 C. 托姆塞特 著
(Michael C. Thomsett)
张必珍 曹胜 钟金传 主译

投资者的 期权交易策略

在动荡不安的市场下跌周期里，
帮你有效保护头寸和账面利润！



劳伦斯 G. 麦克米伦 (Lawrence G. McMillan) 郑重推荐：

“每一位思想开明的保守型投资者都应该阅读这本书！”

机械工业出版社
China Machine Press

FT Press
FINANCIAL TIMES

www.ftpress.com | An imprint of Pearson Education

全球**NO.1**的期权图书作者倾力打造

保守型 Options

只提高收益，不提高风险

(美) 迈克尔 C. 汤姆塞特
(Michael C. Thomsett) 著

张必珍 曹胜 钟金传 主译

投资者的 期权交易策略

在动荡不安的市场下跌周期里，
帮你有效保护头寸和账面利润！

劳伦斯 G. 麦克米伦 (Lawrence G. McMillan) 郑重推荐：

“每一位思想开明的保守型投资者都应该阅读这本书！”



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

全球 NO. 1 期权作者——迈克尔 C. 托姆塞特教给您只提高收益、不提高风险的投资方法。这听起来有点儿像天方夜谭？不要着急下结论，看完本书后，您自会有分晓！本书是一本指导性图书，手把手地教您入门期权交易，没有教材的繁复，读来轻松易懂。本书更是一本实用的期权交易手册，其宗旨不在于完善地阐释期权原理，而在于教会您在实际投资中非常实用的期权交易策略。本书是保守型投资者的福音，如果您是追求暴利的激进型投资者，请远离本书，本书的策略不为您而设。同时本书要告诫那些激进型投资者，期权并不仅仅是获得暴利的工具，不要只关注它的杠杆效应。

本书适用于任何有经验的专业投资者，即使你毫无期权交易经验。本书将一步步引导你进入期权交易的殿堂！

Authorized translation from the English language edition, entitled OPTIONS TRADING FOR THE CONSERVATIVE INVESTOR: INCREASING PROFITS WITHOUT INCREASING YOUR RISK, 1st Edition, 0131497855 by THOMSETT, MICHAEL C., published by Pearson Education, Inc., publishing as Financial Times Prentice Hall, Copyright © 2005 Pearson Education, Inc.

All right reserved. 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 retrieval system, without permission from Pearson Education, Inc.

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by PEARSON EDUCATION ASIA LTD., and China Machine Press Copyright © 2009.

版权所有，侵权必究。

本书版权登记号：图字：01-2007-2275

图书在版编目（CIP）数据

保守型投资者的期权交易策略：只提高收益，不提高风险/（美）托姆塞特（Thomsett, M. C.）著；张必珍，曹胜，钟金传主译. —北京：机械工业出版社，2009. 3

ISBN 978-7-111-26502-3

I. 保… II. ①托…②张…③曹…④钟… III. 期货交易-基本知识
IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2009）第 034536 号

机械工业出版社（北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037）

策划编辑：王峰 侯振锋 责任编辑：隋兰兰 责任校对：侯灵

封面设计：任燕飞 责任印制：洪汉军

三河市国英印务有限公司印刷

2009 年 3 月第 1 版第 1 次印刷

170mm × 242mm · 13.5 印张 · 1 插页 · 215 千字

标准书号：ISBN 978-7-111-26502-3

定价：38.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

销售服务热线电话：(010)68326294

购书热线电话：(010)88379639 88379641 88379643

编辑热线电话：(010)88379001

封面防伪标均为盗版

推荐序

为《保守型投资者的期权交易策略》一书作序，我心欣然。该书译者在我国期货投资领域从业多年，选择在投资领域享有美誉的迈克尔 C. 托姆塞特（Michael C. Thomsett）的著述出版，可使其类“工程技术”的行业术语变为读者群可“啃啮”的“熟食”产品。相信读者能从作者和译者的共同贡献中获得“锁定风险式”的阅读报酬。

在一般宏观意义上，投资报酬率高，收入增加速度快；收入增加速度越快，消费和储蓄的宏观需求管理越易于权衡；宏观需求管理回旋余地越大，经济增长的可能速度越快且可持续。但是，宏观意义上整体投资报酬率高必须与微观意义上不增加风险条件下增加收益的要求相契合，这似乎是一个“鱼与熊掌”都欲兼得的两难。期权及基于期权基础上的后续衍生产品及其相关市场群的发展为人类经济发展的上述难题解决提供了工具意义上的可操作流程，这是过去 20 年间泛金融产业群值得肯定的升级换代式进步（尽管最近的金融危机玷污了衍生产品作为工具的中性内涵）。

期权（option）是个生涩的舶来词，和 100 年前先贤将 chemistry 译为化学，将 physics 译为物理一样让当时的弟子们难以琢磨其含义。翻译本身是准确的。其实，超出行业术语，在经济哲学上，期权是个保险产品，一点不难理解。举一个日常生活中的例子，春节期间火车票需求猛增，火车票变得难买（供给不足），黑市上的火车票就可能涨价。这时，如果某个人及其朋友没有购票的门路，谁也不具备肯定买到车票的能力时，他们唯一的办法是多到

几个窗口去排队（前提是不能用手机联系）。但是，当他们在几个窗口同时为某个朋友买到一个偏远到站的车票时，实际上对该车票的需求只有那个朋友一人：需求是一张票。总量供给不足，但是局部或者某个具体产品过剩，该产品在当天可能一文不值。这对于早先估计失误的购买者来说是个浪费，对整个经济也是损失（有的票卖出去没人坐）。如果在买票经济中事先设计一种制度，当某人不知道自己能够买几张票的时候，先用很小的成本买一种出具权益的“保单”，当买到多张票时，可以退掉多余的票，节省一大笔钱；当买到一张票时，不退票，损失的仅仅是很小的保单费用。这个保单就是火车票经济的“期权”产品。当然我们知道简单的退票制度就可以解决这个问题。但是，在复杂的市场经济中，当市场中的所有人都不知道那个“退票制度”的真谛的话，期权就是具有操作意义的工具选择。

在经济技术意义上，期权以其交易策略众多、手段技巧灵活、杠杆作用明显而具有独特的魅力。作为一种金融衍生品、一种风险管理的工具，期权本身是中性的，使用得当可以事半功倍，使用不当可能会伤及自身，这同原子能技术的中性工具特征相似。由张必珍、曹胜、钟金传等人主译的《保守型投资者的期权交易策略》一书，系统介绍了适合保守型投资者的期权交易策略，通俗易懂，风险可控，非常实用，堪称保守型投资者的利器。期权自推出之日，就以其独特的魅力在国际市场上得到迅猛发展。自1973年全球第一个期权交易所——芝加哥期权交易所成立以来，在短短的30余年时间里，成为国际市场上发展最快的衍生产品。期权品种从股票期权发展到了债券期权、商品期权、能源期权、股票指数期权、掉期期权、信用期权等。期权成交量也逐年迅速增长。2007年，全球期权交易量达到82.17亿张，同比增长24.88%，与前两年相比（10.79%和10.53%），增速提升。其中，成交量居首位的韩国交易所的Kospi200股指期货期权成交量增长9.45%，达到2642.68百万张。

到目前为止，中国内地证券和期货市场仍无期权上市。在证券市场方面，为配合股改，2005年8月22日，宝钢权证在上海证券交易所挂牌上市，即受到投资者大力追捧。权证交易所具有的做空机制、T+0交易、做市商制度、到期履约等机制，基本具备了期权的特征。在某种意义上讲，权证就相当于证券现货市场的一只股票的期权。

在期货市场方面，大陆期货市场对期权研究已有10年的历史。早在1995

年，郑州商品交易所就加入国际期权市场协会，并开始着手期权研究、宣传和培训。大连商品交易所为推进大豆期权制度研究，已初步完成了期权合约、交易规则、交易系统等设计。上海期货交易所一套齐集世界 8 大衍生品交易所优点的新交易系统上线运行，为更丰富的衍生品交易提供技术支持。中国金融期货交易所计划在上市股指期货后不久，推出股票指数期权。

但是，今年下半年以来，美国因次贷问题而暴发了金融危机，进而引发了全球经济危机，由此，金融衍生品的功能遭到了强烈质疑。近年来，不少著名国企在国际金融衍生品交易中遭受重创的案例，更增添了对衍生品市场和结构性期权交易的疑问。不过，有研究表明，大到此次金融危机的暴发，小至上述企业的亏损，都是起因于不受监管的场外金融衍生品业务（主要是 OTC 产品）。次贷问题的重要原因包括对场外金融衍生品市场缺乏有效监管和实时集中清算，以及过度杠杆化交易。

场外金融衍生品（OTC）是指在交易所以外交易的金融衍生品，其交易不通过期货交易所进行交易，不通过清算所进行合约清算。场内市场与场外市场最大的区别在于，场内市场是有标准的合约并被监管，而场外交易往往是交易双方私下的协定。在此次暴发的金融危机中，包括期权在内的场内交易的金融衍生品，为投资者规避风险发挥了重要作用。

本书作者迈克尔 C. 托姆塞特用简单通俗的语言和真实的案例系统介绍了适合保守型投资者的期权交易策略，包括：卖出精选股票的有保护性看涨期权策略（covered call writing on carefully selected stocks）；替代买入策略（contingent purchase strategies）；通过产生现金流而增加当前收入的组合策略（powerful combination strategies），等等。

本书介绍，期权可以强化投资策略保守性，可让保守型投资者无需抛售股票而保护或兑现股票账面盈利，提供了代替直接买入股票的另一种选择。例如，当一支股票价格短期大幅飙升，远离正常交易区间，预期短期将有回调。此时，可以卖出有保护看涨期权。如果股价确实回落，如果卖出的有保护看涨期权的敲定价格远高于市场预期的水平，那么即使履约，保守型投资者也能获得不错的股票投资收益。同样，保守型投资者可以买入看跌期权以保护股票头寸，实现账面盈利。另外，股价急剧下跌是买入良机，传统办法是买入更多的股票，不过在市场价格下跌之后，不能确定股价短期内会如何波动、是否会继续下跌

等，因此很难下决心买入股票。替代的方法就是买入看涨期权，或者，更保险的办法就是卖出虚值看跌期权。不管采用哪种办法，都能使投资者以更低的价格买入股票，摊低买入股票平均成本，而且并不增加保守型投资者的资金风险。

本书认为，在能够降低市场风险的期权组合中，最为常见的两个投资策略就是卖出期权组合或卖出跨式期权组合，这些组合即使面临股价大幅下跌，也有措施帮助投资者脱离困境，从而降低保守型投资者面临的市场风险。利用本书介绍期权交易策略，保守型投资者可为资产组合系统地降低不必要的风险，能够大幅提升盈利水平、保护持有的股票并安然度过市场的下跌周期。虽然本书中“投资组合模型”的部分样本股票选有房利美公司（Fannie Mae）、华盛顿互惠银行（Washington Mutual）等上市公司，它们受此轮金融危机影响，已经申请破产保护或者被国有化，但本书所强调的、依靠公司基本面挑选股票，并设计期权交易策略等理论和方法仍有借鉴意义。

在某种意义上讲，套期保值者可划归为保守型投资者。国内几家大型企业在“石油期权合约导致巨亏”的案例至少说明以下几点：

- （1）国内需要期权等衍生品，以降低套期保值风险或增加套期保值收益；
- （2）国内企业缺乏期权等衍生品的专业知识和专业人才，在期权理论和交易技巧需要学习提高；

（3）相对于国际金融衍生品市场的过度虚拟化，中国的金融衍生品市场发展却远远不足；

（4）次贷危机引发的金融危机对中国来说不仅仅是危险的警示，更是发展的机遇和动力，中国的金融衍生品市场应该利用国际金融市场格局重新布局的难得机遇后来居上、急起直追。

机遇只留给有准备的人。《保守型投资者的期权交易策略》一书的翻译出版有助于保守型投资者，也有助于套期保值者学习期权理论和技巧，为资产管理、财富增值和企业避险提供有利工具。

北京大学经济学院 曹和平

2009年1月4日于北京大学蔚秀园南畔

译者序

随着中国股票市场、期货市场的不断发展，以股指期货为标志的中国金融衍生品市场的新时代即将到来，面对着波澜壮阔的金融市场，广大股民、期民和金融机构在博取市场利润的同时都希望寻找一种风险更低的投资工具。在国外已经发展多年并日趋成熟的期权交易自然而然将会成为市场下一个关注的热点。

虽然，以美国次贷危机为导火索的美国金融衍生品风暴对美国乃至全球经济产生了巨大的冲击，但是，期权作为衍生工具中比较成熟的品种，作为场内清算比较完善的交易和结算模式，已经成为其他衍生品，尤其是场外 OTC 衍生产品走向规范运作和集中清算的监管方向和风险控制的典范。因此，我们认为有必要积极推广期权交易模式在中国的发展，先期引进国外关于期权的经典著作，作为投资者教育的重要内容，预先学习和掌握有关期权的理论和操作技巧。

我们有理由相信，有了期权交易的中国股票市场，一定比仅有几支权证的股票市场更加稳定和风险控制，市场规模一定会比目前已经十分活跃的权证交易更加可观。有了股指期货和期权的保驾护航，股市泡沫和恐慌暴跌的价值偏离幅度一定会得到有效控制。

在机械工业出版社的大力支持下，经过几个月的分工协作和辛勤翻译，迈克尔 C. 托姆塞特的《保守型投资者的期权交易策略》一书终于面世，感谢经易期货研究中心的同仁们和中国农业大学 MBA 教育中心、首都经贸大学经济学院期货方向的研究生们，是他们的共同努力和默契配合，使得此书按期翻译完稿。本书译稿最后

由曹胜、钟金传、王峰和邱菡仪统一审订。主译人员包括：张必珍、曹胜和钟金传。参与翻译的人员还有：刘馨琰、田紫陌、邹谋杰、张盈盈、王峰、陈禹光、张建国、丁国凯、霍飞飞、李鹏、李靖等。

由于时间和能力所限，译文中仍难免存在纰漏和不当之处，诚请读者不吝指正。

难以实现的投资目标：低风险、高收益

真的存在低风险、高收益的组合吗？厌恶风险的投资者可以用多种方法实现投资收益超过市场平均水平，但很多专家对此表示质疑。然而，保守型投资者确实可以利用有限的几种交易策略，大幅度增加投资收益，同时把风险控制在自己设定的范围内。

对于某些保守型投资者来说，期权太复杂、风险太大。如果投资策略过于复杂，存在太多困惑，是不值得采纳的。但是，我们假设保守型投资者愿意接受清晰易懂、经过选择的投资策略。保守型投资者并不是拒绝尝试新的投资理念，不接受扩大资产组合或者不愿意承担风险。他们只是对投机或者高风险没有兴趣而已。

某些投资者往往只看到某种投资策略高收益的潜力，却忽略了通常伴随着的、难以避免的高风险。这就是缺乏经验的投资者在市场中经常遭受损失的原因。由于缺乏经验，投资新手从事期权投机或参与其他高风险投资活动时，往往遭遇失败。当我们回顾数字网络（Dotcom）年代，不难看到很多刚入市的投资者迅速赚取账面利润，但在市场逆转时盈利又迅速损失殆尽。然而，保守型投资者清楚地知道把所有资本都投入到某个产业是不明智的，尤其是如果所挑选的公司从未盈利，或者该公司股票在几个月内上涨了 200 美元，或者该公司核心业务概念模糊。

基于以上考虑，保守型投资者通常寻求投资目标具体化的解决方法。

- (1) 在通货膨胀和赋税之后，保存资本购买力。
- (2) 避免参与非主流市场，避免流动性和多样化风险。
- (3) 在不减持投资头寸的情况下，盈利得到保护。

上述目标是保守型投资者通常追求的典型目标，也是中等风险型投资者追求的典型目标。他们都关注避免损失的方法。作为一个保守型投资者，你厌恶任何形式的风险，事实上，你也不喜欢任何意料之外的结果。这或许是你与其他类型投资者的最大区别。大多数投资新手在投资失败的时候会觉得意外，但回顾一下投资过程，他们应该觉得意外么？大多数情况下，投资新手基于潜在利润假设进行操作，但没有认识到其中的风险或者风险程度。不然，投资者的投资决策可能会有所不同。

考虑到这些，我们对保守型投资者提出一个更实际的定义：有足够经验知晓风险和收益，并据此作出相应的决策的人。保守型投资者在市场投资失败时不会像其他投资者一样感到意外。另一方面，这个定义的外延把对待风险的认识态度与采用创新性、可选性策略的意愿进行了区分。保守型投资者并不代表思想保守，不会仅因为名义上的高风险而拒绝期权这样的新型投资工具。相反地，见闻广博的保守型投资者往往会以开放性思维研究具有潜在高收益的投资建议。他们也许会质疑，但同时也愿意听取至少可行的资产组合建议。事实上，少数投资策略确实适用于保守型投资者，并且满足保守型投资者的三个目标：保本、避免不可接受的风险和保护账面利润。我们在本书中总结了在风险水平方面适用于保守型投资者的 12 个投资策略（参见附录）。

本书并不是建议投资者必须成为一个见多识广的期权投资策略专家，而是为保守型投资者提供适用的、有限的几种期权投资策略。本书尊重保守投资策略的风险有限的原则，同时说明了有经验的股票投资者如何能够做到大幅提升盈利水平，保护持有的股票并安然度过市场的下跌周期。



目 录

推荐序

译者序

前言

第 1 章 确定基本规则	1
1.1 基本规则	1
1.2 一个投资组合模型	3
第 2 章 期权基础知识	5
2.1 期权合约的条款	5
2.1.1 期权属性决定其价值	6
2.1.2 内涵价值和时间的权利金	6
2.1.3 长期股票期权及其优势	7
2.1.4 期权的敲定价格	8
2.1.5 期权卖方的时间优势	8
2.2 多头和空头	9
2.2.1 没有卖出股票而兑现盈利	10
2.2.2 期权买方和卖方的比较	10
2.2.3 了解卖方风险	12
2.3 看涨期权和看涨期权策略	12
2.3.1 交易策略是否合适	13
2.3.2 期权合约的条款及其含义	13
2.3.3 交易成本	14
2.3.4 实值、平值和虚值期权	15
2.4 看跌期权和看跌期权交易策略	16

2.4.1	被忽视的看跌期权的价值	17
2.4.2	看跌期权的保险成本	18
2.4.3	保守型的交易建议：卖出看跌期权	19
2.4.4	看跌期权作为替代买入的形式	20
2.5	上市期权和长期股票期权	20
2.5.1	在波动的市场中买入看涨期权	21
2.5.2	在有保护条件下的运用长期股票看跌期权	23
2.6	交易策略与投资组合目标相协调	24
2.7	期权和股票的波动率：风险的核心要素	26
2.7.1	波动率的批判性分析	27
2.7.2	免费的20分钟延时报价	27
2.7.3	布莱克—斯克尔斯定价模型	28
2.7.4	发现你的市场机会	29
2.7.5	限制你的交易策略为保守型	32
2.7.6	鉴别收益的质量	33
2.8	期权交易成本分析	33
2.9	期权税负原则：综述	34
2.10	专业顾问和税收规划的重要性	35
第3章	期权的应用	37
3.1	风险和回报的实质	37
3.1.1	使用波动率作为测量风险的主要指标	38
3.1.2	期权用于降低股票投资风险	39
3.1.3	另一种波动率	41
3.1.4	丧失机会的风险与期权	42
3.2	关于期权的观点	43
3.2.1	找到期权交易的保守型背景	44
3.2.2	策略时效和短期价格波动	44
3.3	空头头寸：裸露的或者有保护的	45
3.3.1	无保护看涨期权——通常是保守型理念的叛逆	46

3.3.2	股票的最低理论价格水平	47
3.3.3	卖出看跌期权的风险——并不像卖出看涨期权的 风险一样高	48
3.4	保证金管理和交易限制	49
3.5	回报率计算——寻求有效的比较	50
3.5.1	期权履约下的回报率	54
3.5.2	期权到期的回报率	56
3.6	长期目标作为方向	58
3.7	按需要的结果履约	60
第4章	管理盈利和亏损	63
4.1	保守型投资者的困境	64
4.2	利用期权管理盈利	65
4.2.1	基于基本面作出决策	65
4.2.2	实际风险	67
4.3	解决获利回吐的问题	68
4.3.1	不抛售股票而兑现盈利	68
4.3.2	进一步确定个人的投资标准	69
4.3.3	何时适用拯救策略	71
4.3.4	回到第二种策略	72
4.4	处理惯性问题	74
4.5	税收与利润	76
第5章	期权用作现金流生成器	80
5.1	有保护看涨期权的概念	80
5.2	举例：10支股票及其有保护看涨期权	82
5.2.1	满足预先确定的标准才有效	83
5.2.2	盈利计算比较	85
5.3	精明的保守型基本原则	87
5.4	一种保守型方法	91

5.5	有保护看涨期权的税收结果	94
5.6	向前和向上展期策略——避免期权履约的方法	98
5.7	接受期权履约策略	100
第6章	购买股票的另一种方式	102
6.1	杠杆与期权	102
6.2	买入看涨期权的替代买入策略	105
6.2.1	运用多种股票分散头寸	105
6.2.2	降低替代买入的风险	108
6.3	买入有保护看涨期权	108
6.3.1	推断未来的敲定价格	109
6.3.2	有效利用向前展期策略	111
6.4	卖出看跌期权与替代买入	113
6.4.1	卖出看跌期权的价值	113
6.4.2	缩短到期日的价值	115
6.5	利用看涨期权的拯救策略	116
6.5.1	基于精明选择股票的拯救策略	116
6.5.2	规划盈利结果	118
6.5.3	比率卖出期权——调整成为保守策略之前	119
6.5.4	将比率卖出期权转换成保守投资策略	119
6.5.5	比率卖出期权用于拯救策略和提高当前回报	121
6.6	利用看跌期权的拯救策略	121
6.7	有保护看涨期权用于替代卖出	122
第7章	下跌市场中的期权策略	125
7.1	离开市场去思考	125
7.1.1	牢记基本面因素	126
7.1.2	牢记保守与投机的区别	127
7.2	买入看跌期权：被忽视的期权	127
7.2.1	当股票价格上升时	128

7.2.2	当股票价格下跌时	131
7.3	卖出看跌期权：各种策略	131
7.3.1	卖出看跌期权的保守型基本规则	132
7.3.2	不同敲定价格下回报率比较	134
7.3.3	三种类型的拯救策略	136
7.4	在下跌市场中利用看涨期权	137
7.5	评估你的股票头寸	140
7.5.1	拯救策略与市场机会	140
7.5.2	查找价格波动的原因	141
7.5.3	决定什么时候抛售与替换股票	142
7.6	股票头寸与风险评估	143
7.6.1	股票的安全性与期权之间的关系	144
7.6.2	检查你的风险状况	144
7.7	期权与下跌的风险	145
7.8	利用结转亏损的期权计划	147
第8章	组合保守型策略	150
8.1	套利技巧	150
8.2	跨式套利策略	152
8.3	多头或空头头寸	153
8.4	理论与实践的差别	155
8.4.1	简化操作	155
8.4.2	预期结果的最大风险分析	156
8.5	期权组合策略面临的税收问题	157
8.6	赢取高收益的投资策略	158
8.7	实际操作举例	160
8.7.1	确定投资组合	160
8.7.2	选择到期日	160
8.7.3	评估交易区间趋势	160
8.7.4	寻找合适的期权及敲定价格	161

8.7.5	比较收益率	164
8.7.6	为卖出组合策略选择股票	165
8.8	组合策略操作结果分析	167
8.9	增强策略——空头跨式套利	169
8.9.1	为什么只关注权利金的高低会被误导	172
8.9.2	组合策略的最大优势：大幅度降低持股成本	173
8.10	拯救策略	174
第9章	股票选择与期权合约	177
9.1	首先牢记自己是保守型投资者	178
9.2	运用期权的风险和陷阱	178
9.2.1	风险偏好与资产分配	179
9.2.2	运用期权降低市场风险	180
9.3	选择波动率大的股票的诱惑	181
9.4	设定有效的保守型投资标准	182
9.5	持续透析股票的基本面	185
9.6	期权交易中税收的重要性	187
9.7	运用期权的波动率评估股票	188
附录：	期权交易策略	191
词汇表	193