

聪明的 期权投资者



期权交易中的价值投资策略

[美]埃里克·所罗门 (Erik Kobayashi-Solomon) ◎著
贺 炜◎译

THE INTELLIGENT OPTION INVESTOR

APPLYING VALUE INVESTING
TO THE WORLD OF OPTIONS

一本系统、有效学习期权投资策略、完善投资逻辑、提高投资结果的实战指南书

晨星公司创始人、CEO倾情推荐

聪明的 期权投资者

期权交易中的价值投资策略

[美]埃里克·所罗门 (Erik Kobayashi-Solomon) 著
贺 炜 译



THE INTELLIGENT
OPTION INVESTOR

APPLYING VALUE INVESTING
TO THE WORLD OF OPTIONS

中国人民大学出版社

• 北京 •

图书在版编目 (CIP) 数据

聪明的期权投资者：期权交易中的价值投资策略 / (美) 埃里克·所罗门著；
贺炜译. — 北京：中国人民大学出版社，2019.1

书名原文：The Intelligent Option Investor: Applying Value Investing to the
World of Options

ISBN 978-7-300-26444-8

I . ① 聪… II . ① 埃… ② 贺… III . ① 期权交易—研究 IV . ① F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 265634 号

聪明的期权投资者：期权交易中的价值投资策略

[美] 埃里克·所罗门 著

贺炜 译

Congming De Qiquan Touzizhe : Qiquan Jiaoyi Zhong De Jiazhi Touzi Celüe

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511770 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 天津中印联印务有限公司

规 格 170mm×230mm 16 开本

版 次 2019 年 1 月第 1 版

印 张 17.25 插页 1

印 次 2019 年 1 月第 1 次印刷

字 数 296 000

定 价 75.00 元

版权所有

侵权必究

印装差错

负责调换

THE INTELLIGENT OPTION INVESTOR

APPLYING VALUE INVESTING

TO

THE WORLD OF OPTIONS

前言

比起算法交易模型、投资银行交易部门、对冲基金以及任何出现在有线商业新闻节目上的人或者关注此类节目的人，你都具备很大的优势。本书旨在为你揭示这种优势在哪里、如何利用它做出自信且成功的投资决策。在这个过程中，本书还向你解释了期权的运作方式以及市场对股票价值的估计。

即使你读完本书之后还是坚持做股票投资而不做任何期权交易，但是了解期权的运作方式也将为你带来巨大的好处。理由很简单：通过了解期权，你能够了解市场上其他人对于某只股票未来价格的预期。了解未来股票的价格是由市场决定的，就好像打牌时遇上一个总是把手放在桌子上的对手一样。这样，你就能够一边看着自己手里的牌，一边把它们与对手的牌进行比较。只有当你确定有把握赢牌时，才会出手开始这一局。

由于期权定价方式的特殊性，将期权纳入你的投资组合，你会享受到更大的好处。期权价格是由进行交易的市场参与者设定的，但是这些市场参与者都是基于相同的统计模型做出买卖决策的。这些模型很像香肠馅绞肉机，其中既无智慧，亦无洞察，只不过是参考几个简单的数据，用机械的方式把它们综合在一起，得出一个特定形式的期权价格。

期权模型不关注企业的运营细节，这种忽略可能导致某些情况似乎好得不够真实。例如，我曾经遇到这样的情况，投资者可以承诺以低于其实际持有现金的价格

购买一家有实力的盈利公司，也就是说，投资者只需花 0.9 美元就能获得 1 美元，外加公司未来利润的一部分！尽管这样的机会不是每天都有，但是对于那些有耐心、有远见的投资者来说，它们的确会出现。

这个例子揭示了智慧的期权投资的核心问题，以下包含三个步骤的过程可以解释该问题的本质：

1. 了解一只股票的价值；
2. 巧妙地将此估算值与期权市场隐含的、机械的估算值进行比较；
3. 将股票和期权组合投资于最佳机会，使风险-回报平衡向有利于自己的方向倾斜。

本书旨在立足以上三个步骤，为你提供成为一位聪明的期权投资者所需要的知识。

本书包含了大量的信息，但也剔除了很多信息。我不打算写一本关于期权的大百科全书、一本名字很炫的期权策略手册或者一篇关于财务报表分析的专著。与其他关于期权的学术类著作的封面不同，比如约翰·赫尔（John C. Hull）的《期权、期货和其他衍生产品》（*Options, Futures, and Other Derivatives*）^①，你在本书封面上看不到一个完整的符号或者数学证明。了解期权如何定价是成为一位聪明的期权投资者的重要一步，而做偏微分方程或者数学证明题是不行的。

不同于为专业人士编写的期权书籍，比如谢尔登·纳坦恩伯格（Sheldon Natenberg）的《期权波动率与定价：高级交易策略与技巧》（*Option Volatility and Pricing*）^②，你在本书中既找不到对于复杂策略的解释，也找不到关于“希腊人”^③在不同条件下如何变化的图表。场内交易员需要知道这些事情，但是那些对企业的财务成果进行长期投资的期权投资者与场内交易员在动机、资源和时间观念方面有很大的差异。事实证明，聪明的期权投资者做得更好，他们不用担心场内交易员每天必须考虑的大多数事情。

① 该书被称为期权学术研究的圣经。

② 该书被称为专业期权交易商的圣经。

③ “希腊人”是交易员用来管理期权组合风险的期权敏感性指标。它们是以布莱克-斯科尔斯-默顿期权定价模型（Black-Scholes-Merton Option Pricing Model）中使用的希腊符号来命名的。

不同于有关期权日内交易的指南书，本书没有一字谈及图表模式、市场时机、快速致富计划或者其他流行的虚假说教。做出明智决策是成为聪明的期权投资者的一个重要组成部分，狂热、随意和未经考虑的交易必须被摒弃。

不同于证券分析类书籍，你在本书中找不到对财务报表每类科目的详细讨论。成为聪明的期权投资者的一个重要步骤是，了解一家企业如何为其所有者创造价值以及如何衡量这种价值；而卖弄晦涩的会计惯例则不然。

巴菲特曾说：“成功投资不需要极高的智商、不同寻常的商业洞察力或者内部消息，而是需要在一个健全的思维框架下做出决策以及不被情绪左右的能力。”为了诠释该观点，本书旨在为你提供一种可靠且健全的框架，这种框架能够评估企业价值，并且有助于你对如何借助期权市场来投资企业做出理性的、基于事实的决策。

本书分为三个部分。

- 第一部分解释了什么是期权、期权如何定价以及它们能够告诉你市场对某只股票未来价格的想法。这部分内容对应前面列举的期权投资的第二个步骤。
- 第二部分不仅提出了一个基于少数动因来确定公司价值的模型，还讨论了一些影响投资者情绪的行为和结构陷阱以及如何避免它们，从而成为更好、更理性的投资者。这部分内容对应前面列举的期权投资的第一个步骤。
- 第三部分将理论应用于实践：介绍如何面对屏幕上的期权定价，看懂必要信息；讲解如何在包含现金、股票和期权的投资组合中衡量和管理杠杆；深入详解聪明的期权投资者需要了解的一些期权策略，以产生收入、促进增长并保护期权投资组合的收益。这部分内容对应前面列举的期权投资的第三个步骤。

本书没有假设任何关于期权或者股票估值的先备知识。也就是说，这不是一本“期权入门读物”或者“我的第一本估值读物”。

投资菜鸟们将学到所有的技能，他们需要成功、自信地投资股票和期权市场。在期权方面有些经验或用过持保看涨期权（covered call option）、保护性看跌期权（protective puts）和类似方法的人，将能了解如何从这些投资中改善其投资结果以及如何以其他方式使用期权。专业的基金经理和分析师将可以全面了解如何有效地将期权投资纳入他们的组合策略，并且可能会被鼓励从新的角度考虑估值和行为偏差的问题。

本书用既独特又简单易记且生动活泼的方式对估值和期权进行了极为有效的讲解。过去，你经常读到一些充斥着无用图表和无关公式的期权书籍，从中你可能学不到任何东西。但是现在，无论你是投资新人，还是经验丰富的对冲基金经理，我相信你读完本书后会从一个新的角度看待股权投资。

THE INTELLIGENT OPTION INVESTOR

APPLYING VALUE INVESTING

TO

THE WORLD OF OPTIONS

目 录

第一部分

聪明的投资者的期权 // 1

第 1 章 关于期权的基础知识 // 3

期权的特征及其历史 // 4

方向性 // 8

灵活性 // 19

第 2 章 BSM 模型 // 28

BSM 模型的主要任务在于预测股价 // 29

BSM 模型无法胜任其主要任务 // 38

第 3 章 聪明的投资者的期权定价指南 // 45

期权如何定价 // 46

时间价值与内在价值 // 52

市场条件的不断变化如何影响期权价格 // 55

一套合理且灵活的价值评估体系 // 71

第 4 章 估值的黄金法则 // 73

资产的价值 // 74

以所有者名义产生的现金流 // 76

企业的经济生命 // 78

货币的时间价值：汇总随时间产生的现金流 // 81

第 5 章 价值的四大驱动因素 // 85

估值过程概览 // 85

详细了解价值的驱动因素 // 90

第 6 章 了解并克服投资陷阱 // 105

行为偏差 // 106

结构性障碍 // 120

聪明的期权投资 // 129

第 7 章 寻找错误定价的期权 // 131

期权报价 // 132

Δ ：最有用的希腊字母 // 138

聪明的估值区间与 BSM 模型估值区间的比较 // 143

创建一个 BSM 模型锥 // 143

第 8 章 理解并管理杠杆 // 150

投资杠杆 // 151

衡量期权投资杠杆的简单方法 // 155

了解杠杆对投资组合的作用 // 159

管理杠杆 // 168

第 9 章 获得敞口 // 170

买入看涨期权 // 171

买入看跌期权 // 182

宽跨式 // 185

跨式策略 // 187

第 10 章 接受敞口 // 189

看跌期权 // 190

看涨期权与看涨期权价差 // 197

卖出跨式和卖出宽跨式 // 206

第 11 章 混合敞口 // 208

长对角线策略 // 209

短对角线策略 // 212

持保看涨期权 // 215

保护性看跌期权策略 // 221

领子期权策略 // 229

第 12 章 期权风险与聪明的投资者 // 234

市场风险 // 234

估值风险 // 236

聪明的期权投资 // 238

附录 A 明智迎战 // 239

模型最佳之处 // 239

BSM 模型的最糟糕之处 // 243

附录 B 杠杆作用的多重面孔 // 251

经营杠杆作用 // 251

财务杠杆作用 // 253

附录 C 买卖权等价 // 256

股息套利与买卖权等价 // 257

译者后记 // 263

THE

INTELLIGENT

APPLYING
VALUE INVESTING
TO THE
WORLD OF
OPTIONS

OPTION INVESTOR

第一部分

聪明的投资者的期权

不要相信你听到或者读过的任何有关期权的东西。

如果你听了媒体的报道就会知道，期权是现代金融创新的产物，它是如此复杂，以至于只有那些拿到了数学高等学位的人才能正确地理解它们。

以上陈述中的每个论点都是错误的。

如果你听到权威人士和交易员在有线电视商业频道上喋喋不休，你就会认为除非你明白什么是认沽期权反向比率价差（put backspreads）和铁鹰套利（iron condors）以及其他数不清的期权策略，否则你永远无法玩转期权。你还将了解到期权是一种短期交易工具，你必须成为一位敏锐的能够“读懂图表”的“技术分析师”，而且为了保证不失手，还要每周几次（如果不是一天几次）在多头和空头之间来回转换。

以上这段话的每个论点都错得离谱，相信这些话可能会让你住进贫民窟。

真实的情况是，期权是一种简单且有方向性的工具，我们在日常生活中通过无数次的使用早已对其很熟悉了。期权是人类已知的第二个古老的金融工具，它们不仅可用，而且还应当用于长期策略，而且大多数期权应当尽可能地保持交易的稳定性。

本书的第一部分将帮助你充分了解期权是什么、它们是如何定价的以及这些价格是如何基于市场条件的变化而波动的。

全面了解这一理论背景的理由很充分：期权市场用于确定期权价格的框架是基于可证明的错误前提，虽然在某些情况下“大致正确”，但是在其他情况下却是可笑的错误。聪明、有耐心的投资者会利用这些缺陷，他们懂得应当避免哪些情况，也知道应当寻找哪些情况。

如果不了解市场用于评估期权价值的框架以及该框架何处无效，我们就无法利用这些缺陷。简单地说，本书第一部分就是要帮助你了解市场用于评估期权价值的框架。

本书采用了大量图表对期权理论、定价和投资策略进行解读。这样做是为了更有效地将期权可视化。

THE INTELLIGENT OPTION INVESTOR

APPLYING VALUE INVESTING

TO 第1章

THE WORLD OF OPTIONS

关于期权的基础知识

本章介绍了什么是期权以及如何以一种明智的方式看待期权，同时还说明了有效使用期权能给投资者带来巨大的灵活性和力量。

本章分为以下三个部分。

1. 期权概述：期权的特征、日常生活中的期权和期权简史。
2. 期权方向性：探讨股票和期权之间的异同。这个部分还介绍了本书将期权可视化的独特方法、期权行业的术语以及一些聪明的期权投资者经常使用的专用术语。
3. 期权灵活性：解释了期权比股票对投资者更有益的原因，列举了聪明的期权投资者最常用的几种策略。

即使你对期权有所了解，也应当至少阅读本章的最后一部分。你会发现聪明的期权投资者几乎没有使用其他书籍中介绍的典型的曲棍球棍图。本书采用的是敞口区间（range of exposure）的概念，书中其他部分（比如对期权定价、公司估值和期权策略等的讨论）都建立在敞口区间的概念之上，因此跳过这个概念可能会导致后续的混乱。

本章是成为聪明的期权投资者重要的第一步。有的人虽然知道期权如何运作，却没有资格成为聪明的期权投资者。当然，不了解这些基本事实的人就无法成为聪明的期权投资者。我们将在本书后面的章节中对以下讨论的概念进行更细致、更深

人的介绍。就目前而言，了解期权是什么、如何看待期权以及为什么期权可能是有用的投资工具就足够了。

期权的特征及其历史

在本节的最后，你应当了解期权的四个特征，能够说出日常生活中常见的几种期权的名字，并且了解一些期权作为一种金融产品的悠久历史以及现代期权市场是如何运作的。

本节中介绍的术语如下所示。

布莱克-斯科尔斯-默顿模型 (Black-Scholes-Merton, BSM)

罗列近似项

中央对手方 (Central Counter-Party, CCP)

期权的特征

我并不是要给期权下定义，而是将列出所有期权都具有的四个最重要的特征，并提供一些常见的例子。一旦你明白了期权的基本特征，看过一些例子，并且花些时间思考，你就会发现在生活中，几乎每个场景中都有期权元素。

期权：

1. 是一项合约权利；
2. 在特定时间内有效；
3. 允许投资者从另一项资产的价值变动中获利；
4. 只要它有效，它就价值。

这个定义很宽泛，适用于各类期权，比如芝加哥期权交易所 (Chicago Board Options Exchange, CBOE) 以及那些我们熟悉的期权。

日常生活中的期权

生活在发达国家的人们最熟悉的期权类型是保险合约。假设你想为自己价值三万美元的汽车投保。你与保险公司签署了一份合约 (期权特征 1)，有效期为一个

具体的时间段（期权特征2），假设有效期为一年。如果你的车在此期间报废了，那么保险公司就会以三万美元的价格买下这辆车的残骸（价值0美元或者接近0美元），这样你就可以买一辆相同的车。当这一切发生的时候，你作为车主（或者实际资产投资人）会根据受损车辆的市场价值获利三万美元（期权特征3）。很显然，在整个合约期内，保险公司有义务履行其承诺，赔偿你的损失，而事实上，你有权以你所付的价格把一辆毫无价值的车卖给你的保险公司，这意味着保险在整个有效期内都有价值（期权特征4）。

还有一类期权，或许它在日常生活中并不那么常见，却很容易被识别出来。假设你是一位还在奋斗的作家，刚刚完成你的第一部小说。这部小说反响平平，但是某一天，你接到一位电影制片人的电话，他要用五万美元买下小说的剧本改编权。这笔钱将赋予制片人将小说拍成电影的独家权利（期权特征1），以及在未来特定时期内（期权特征2）获得该电影所有收益的权利，我们假设为10年。在这段时间结束后，你作为作者就可以自行重新签订另一份合约了。作为一位毫无成就感、日复一日苦苦挣扎的艺术家，你欣然同意了这笔交易。三周后，一位当红的日间脱口秀节目主持人在其节目中介绍了你的小说，一夜之间，你就成了《纽约时报》的畅销书作者。你的作品在一周之内就从微不足道变得炙手可热。现在电影制片人请科恩兄弟（Cohen brothers）把你的电影搬上了银幕，并邀请乔治·克鲁尼、马特·达蒙和朱莉亚·罗伯茨担任主演。电影上映后打破了票房纪录。制片人付给你多少钱？一分钱都没有。根据合约，制片人有权从根据你的作品改编的电影剧本中获利。当制片人买下这项权利时，你的作品并不值多少钱；突然之间，该作品身价倍增，制片人拥有你的作品增值所带来的上涨潜力（期权特征3）。显然，文学作品的权利在整个合约期限内的价值不可小觑（期权特征4）。

请牢记这些特征，我们将在本章中继续探讨这些重要因素是如何在金融市场显露头角的。既然你已经对期权有了一个初步了解，那现在我们来简要回顾一下这些金融工具的历史。

期权简史

很多人认为期权是一项新的金融发明，但事实上，人们在2000多年前就已经开始使用期权了。历史上，最早被证实使用了期权的人士中，有一位生活在古希腊、名叫米利都（Miletus）的苏格拉底哲学家。米利都被其同胞指责为无用之人，因为

他把时间用于思考哲学问题（当时也包括研究自然现象），而不是用于埋头苦干或者编织渔网之类的事情。

米利都告诉人们，他的知识并非无用，而是能够应用于人们关心的事情，他只不过没有这样做而已。为了证明自己所言不虚，当他通过研究天气发现该地区即将迎来橄榄大丰收时，他找到了所有橄榄油压榨作坊的主人，并向他们支付了一笔钱，预定了收获季节（这样，合约有了预设的生命期，即期权特征 2）的压榨业务（他签订了合约，即期权特征 1）。

的确，米利都的预测都是正确的，当季橄榄获得了大丰收。由于供应量猛增，橄榄的价格必然会下跌，而橄榄压榨的需求量却激增（因为将橄榄榨成油可以储存更长时间）。由于米利都垄断了橄榄油压榨市场，他能够获得巨额利润，把低价值的橄榄转化为高价值的橄榄油（他从标的资产的价值变化中获了利，即期权特征 3）。米利都对橄榄榨油的权利终止于丰收之后，而不是在其依靠研究哲学而发家致富之前（其合约权利在有效期内是有价值的，即期权特征 4）。

这只是一个古老的期权交易的例子（比第一只原始普通股早几千年出现），但是只要有保险公司，期权合约就一直是一种很好理解且被广泛应用的金融工具。你能想象如果买方和卖方不能把运输货物的风险转移给第三方（比如保险公司），跨境贸易的规模有多么小吗？例如，在大航海时代，会有多少船只驶向香料群岛？的确，我们很难想象如果买方和卖方都无法减轻与不确定投资相关的风险，如今贸易会变成什么样子。

几百年来，作为一种私人合约，期权明确了一定数量的某种商品在一定时期内所具经济风险的权利。通常，这些合约是在商品生产商和销售商以及批发采购商之间签订的。双方都对该商品存在敞口（生产商想把产品卖出去，而批发采购商想购买产品），而且双方都想确保自己不受相关商品暂时的价格波动的影响。

但是，这个体系存在一个问题。假设你是文艺复兴时期的一名商人，想给你从印度运往欧洲的香料买份保险，于是你与保险公司签订了一份协议。保险公司要求你预付一定数额的保费，对你的货物进行保值。装有货物的船离开了印度的果阿（Goa），却在马达加斯加失踪，你所有的投资资本都随着船沉入了印度洋海底。然而，当你试图找到你的期权交易对手，也就是你的保险公司时，它似乎已经卷走了你的保费，正在另一个国家过着逍遥自在、夜夜笙歌的日子。用现代金融市场的话