

舵手证券图书
www.zqbooks.com

黄栢中 ◎ 著

期权攻略

认清期权的性质、风险与回报，了解主要期权市场的运作
利用跨价期权组合降低风险，将市场风险转化为机会

- 十一天获利六倍的实例
- 短线期权套利法
- 二十种期权策略的盈亏分析表
- 期权组合盈亏状况一目了然



地震出版社
Seismological Press

期权攻略

黄栢中 著

 地震出版社
Seismological Press

图书在版编目(CIP)数据

期权攻略 / 黄栢中著. —北京: 地震出版社, 2015. 10

ISBN 978-7-5028-4609-1

I. ①期… II. ①黄… III. ①期权交易—基本知识 IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 077693 号

地震版 XM3496

著作权合同登记 图字:01-2014-5396

繁体字原版作者:黄栢中

Copyright © 2011 年 香港经济日报出版社

期权攻略

黄栢中 著

责任编辑:吴桂洪 薛广盈

责任校对:凌 樱

出版发行:地震出版社

北京市海淀区民族大学南路 9 号

邮编:100081

发行部:68423031 68467993

传真:88421706

门市部:68467991

传真:68467991

总编室:68462709 68423029

传真:68455221

证券图书事业部:68426052 68470332

<http://www.depress.com.cn>

E-mail: zqb68426052@163.com

经销:全国各地新华书店

印刷:三河市嵩川印装有限公司

版(印)次:2015 年 10 月第一版 2015 年 10 月第一次印刷

开本:787×1092 1/16

字数:271 千字

印张:19.5

书号:ISBN 978-7-5028-4609-1/F(5302)

定价:46.00 元

版权所有 翻印必究

(图书出现印装问题,本社负责调换)

序

在过往 10 年，投资市场的结构其实已经发生了质的变化，不少传统智慧在近年的投资市场都已失效；由于市场资讯传播愈来愈发达，市场的透明度亦愈来愈高，而投资知识亦日趋平民化，投资机会经常转瞬即逝。

事实上，投资机会来去匆匆，是现代投资市场的一大特征，或正确地说，投资的风险其实亦相应增加，入市太早或入市太迟，两者都令投资者身处市场风险之中。特别在资讯爆炸的时代，错误评估突如其来的消息或市场变化，投资风险的杀伤力可不能小觑。

上述风险对散户如此，对投资基金经理以至投机大户一样如此。投资专业人士较于散户的优胜之处是，专家对于风险有较大的警觉性，而专家亦有足够的财技去控制这些市场的风险。近年期权市场的成长，可说是对市场结构一大的改变，投资者只要能够掌握足够的期权知识，便可以根据其对市场风险的看法而利用期权作为投资、对冲或套利的策略性工具，从而使市场风险变为市场的机会。

有人会认为，期权及认股证的出现往往令市场更加投机，而让投机大户更易于造市，因而应该限制这些市场的发展。但笔者认为，这些衍生工具其实是一种风险管理的工具，有助现货市场的成长。既然衍生工具的发展已是世界潮流之所趋，最积极的做法应该是让投资大众都能够掌握风险管理的概念，并熟悉期权的运用，从而令大小户都可在公平的场地上竞赛。

事实上，若我们能够掌握到现货、期货与期权之间的关系，并在

投资策略上配合应用，我们往往可以减少投资风险，同时增进我们的投资回报。

这本书总结了笔者在过往数年对期权市场的研究及资料搜集，希望能够帮助读者以最快的速度掌握期权应用的技巧，从而使期权作为投资“攻守”的利器。

本书分为以下几个部分：

第一部分是介绍期权市场的发展、期权的概念，并且介绍现行市场用期权作为投资攻略的方法。

第二部分是介绍期权平价原理，与欧式及美式期权的理论定价模式，从而引申出的期权套利及对冲的方法，使投资者在利用期权投资之余，亦明白期权风险的管理方法。

第三部分是实战篇，笔者引用多个市场例子以说明期权投资的各种策略及窍门。

第四部分是介绍主要期权市场的运用，让读者对期权买卖的实务有更深入的认识。

最后，要感谢经济日报出版社同仁的协助，使这本书可以顺利出版，并送达读者手上。

黄栢中

1998年10月

再版序

《期权攻略》初版于 1998 年 10 月发行，至今已是 5 年前的事，其中市场变化甚大，期权市场的发展尤其显著。主要的变化包括：期权市场已大部分电子化，市场专业人士不少通过电脑程式进行计价、套利及主力活动，令期权买卖差价收窄，市场深度加强，而买卖执行速度加快。可以说，期权市场的快速交易已非肉眼可以掌握。相信随着网上期权交易进一步普及，期权市场将得到长足的发展。

不过，跟不上科技发展的可能仍然是一般投资者对期权这种投资工具的认知。至今笔者仍然听到有人认为期权是风险极高的投资产品，殊不知他们却乐于买卖认股证(窝轮)、高息票据、股票挂钩产品或外汇宝等投资产品。事实上，这些近年流行的投资产品其实就是期权产品。

事实上，期权是一种十分灵活的投资工具，透过不同的期权组合，投资者可进行低风险或高风险的策略，以达到不同的投资目标。

再者，掌握期权概念对于现代投资市场而言已愈来愈重要，甚至到了不可或缺的阶段，愈来愈多给予一般投资者的投资产品已带有期权因素；不了解期权的概念而参与现代投资产品的投资者，难免失之交臂。

在第二版中，笔者主要修订了“主要期权市场的运作”一章，以反映期权市场运作及规则上的最新情况。

黄栢中

2003 年 12 月

第三版序

《期权攻略》进入第三版，要感谢读者及经济日报出版社同仁的支持。

笔者亦趁此机会为本书做出以下的修订，在新修订版中，笔者主要修订了以下部分。

第一章：由于读者未必有兴趣的部分期权市场的统计数字，本版予以删除；

第三章：让读者较容易理解不同期权组合的风险与回报，笔者在本章中为二十种不同的期权策略逐一增补了盈亏分析表，并更新部分公式及实例，期权策略的盈亏状况更容易掌握，一目了然。

黄栢中

2004年11月

目 录

序	1
再版序	3
第三版序	4
第一章 期权市场的发展	1
第二章 期权的投资概念	5
第三章 期权攻略的组合	21
第四章 波幅率的买卖	101
第五章 认沽—认购期权：平价原理与套戥策略	119
第六章 期权定价模式	135
第七章 期权风险管理与对冲策略	165
第八章 期权攻略研究(一)	191
第九章 期权攻略研究(二)	233
第十章 主要期权市场的运作	269
附录 1 如何比较期权及认股权证	298
附录 2 如何比较股票挂钩票据与股票期权	300
附录 3 拆解累计股票期权产品	302

第一章

期权市场的发展

期权攻略

对于大部分亚洲投资者来说，期权(Options)可说是一种新生的投资工具，由于其中的理念较为复杂，不少投资者都对期权比较顾忌，不敢沾手。

另外，由于围绕着期权市场亦有不少的误解及传闻，令一般投资者都误以为期权是一种高风险的投机工具，会捣乱市场的供求关系，引致市价大幅波动，甚至令市场出现危机。

其实，只要投资者能正确了解期权的原理及其风险与回报的来由，投资者将会发现，期权是一种百变的投资利器；投资者既可应用期权作为高杠杆率的投资工具，亦可用期权作为低杠杆率的投资。此外，期权亦是一种对于现货及期货的有效工具，可为投资者减低市场风险。最后，透过现货与期货、现货与期权及期货与期权的互动与套利，市场将趋向更有效率，而现货市场将更能反映其合理价值。

事实上，期权在西方投资市场早已是耳熟能详的东西，伦敦的证券期权买卖可追溯到 1690 年，而美国的证券期权买卖亦可追溯至 1790 年。在 20 世纪初，美国的股票及期货经纪在认购期权(Call)及认沽期权(Put)方面的买卖已十分活跃，这些期权合约往往由股票交易所会员所保证，有一定的认受性。

不过，西方期权市场的发展亦非一帆风顺，其中，在 20 世纪 30 年代西方经济大萧条期间，以及二次世界大战后的一段时间，期权市场均曾受到英、美政府所干预而禁止买卖。不过，期权买卖实际上从未停止过。

期权市场真正能长足发展者，应首推 1973 年美国芝加哥期权交易所(Chicago Board Options Exchange, CBOE)的成立。此交易所最初只买卖十多种股票认购期权合约，而认沽期权则在 1977 年才开始买卖。

1975 年，美国股票交易所(American Stock Exchange, AMEX)及费城股票交易所(Philadelphia Stock Exchange, PHLX)亦开始买卖股票期权，令场内期权市场更具规模。到 1982 年，另一个发展又在酝酿之中。

由于美国芝加哥商业交易所 (Chicago Merchantile Exchange, CME) 在该年推出标准普尔 500 指数期货买卖 (Standard and Poor' s 500 Index Futures, S&P 500 Futures), 交投畅旺, 遂带动了 1983 年各种股票指数期权合约亦纷纷在芝加哥期权交易所 (CBOE)、美国股票交易所 (AMEX) 及纽约证券交易所 (NYSE) 买卖。在期货市场, 股票指数期货的期权合约亦应运而生。到 1985 年, 外汇期权亦开始在芝加哥及费城买卖。在 20 世纪 80 年代, 债券、农产品及原油期货的期权合约亦相继面世, 带来一片百花齐放的景象。

(注: 有兴趣进一步了解衍生工具市场发展的读者, 可参考 Don M. Chance 在《Derivatives Quarterly》1995 年冬季发表的 A Chronology of Derivatives 一文。)

其实, 从 20 世纪 80 年代起, 世界各地的场内期权市场都如雨后春笋一样纷纷出现, 令世界期权市场进一步壮大。

香港期权市场发展

香港场内期权市场在 20 世纪 90 年代开始起步, 在 1993 年 3 月 5 日香港期货交易所推出了生指数期权合约。于 2004 年 6 月, 则推出 A 股指数期权。

股票期权方面, 香港联合交易所亦于 1995 年 9 月开始买卖股票期权, 至今已有超过 40 双蓝筹、国企及红筹股供选择。

尽管香港场内期权市场起步较迟, 但其成交量的增长速度亦相当快, 表 1.1 为恒指期权、H 股期权及股票期权的每天成交量及年尾平仓合约数字。

表 1.1 恒指期权、H 股期权及股票期权每天成交量及年尾未平仓合约

产品(合约数目)	1995	2000	2005
恒指期权每天平均成交量	2.614	2.203	12.462
恒指期权年尾未平仓合约	20.175	10.519	192.069
H 股指数期权每天平均成交量	—	—	1.044
H 股指数期权年尾未平仓合约	—	—	32.599
股票期权每天平均成交量	4.769	16.958	35.385
股票期权年尾未平仓合约	44.578	462.494	1021.913

第二章

期权的投资概念

期权攻略

期权投资对于入门者而言，无疑是较为复杂，除了因为期权有多种不同的投资组合外，期权市场上亦有颇多相关术语，概念不清楚的话，入门者便往往会迷失方向，难以对期权合约贯彻了解。

其实，投资者只要能够掌握期权分析的窍门，一切问题便可迎刃而解。首先，投资者必须掌握期权的性质及风险与回报的形式；其次，投资者必须要清晰分辨各种期权专有名词的意义；最后，投资者若能领悟期权金受哪几种市场因素所影响，则期权投资的学问便大致上在其里面，万变不难其宗。

在本章中，我们会从最基础的期权概念入手，从而解释各种名词的意义。

期权的意义

期权 (Option) 基本上分为两种，包括认购期权 (Call) 及认沽期权 (Put)。

期权如期货合约一样，既可买入，亦可沽空，即既可作长仓 (Long)，亦可作短仓 (Short)。

A. 买入期权

1. 买入认购期权

投资者付出期权金买入认购期权，表示持有者有权在到期日或之前，以期权合约所定的行使价买入合约所制定的资产。

如果指定资产的市价在到期日仍未高于行使价，在市场购买指定资产尚较行使期权所购得的便宜，则认购期权的价值便消失，而投资者最大的损失便是所付出的期权金。

相反，如果在期权到期前，指定资产的市价高于行使价，投资者可以较低的行使价买入指定资产，并在市场以较高价沽出，投资者行使期

权便可赚取指定资产市价与行使价之间的差价，从而获利。上述差价愈大，获利将愈丰。

因此，理论上，以买入认购期权作为看好市况的投资工具，是以有限风险(期权金)，换取无限制回报的可能(市价与行使价之间的差价)的“刀子锯大树”投资策略(图 2.1)。

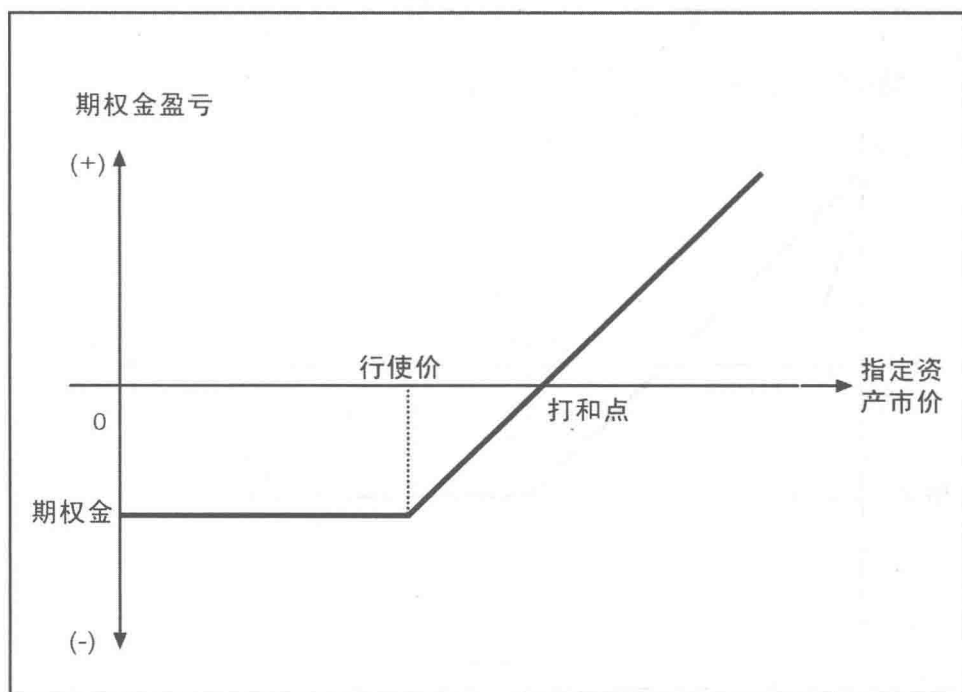


图 2.1 买入认购期权盈亏图

2. 买入认沽期权

投资者付出期权金买入认沽期权，表示持有者有权在到期日或之前，以期权合约所定的行使价沽出合约所指定的资产。

如果指定资产的市价在到期日高于认沽期权的行使价，将表示行使认沽期权并无利可图，期权价值亦因而消失。相反，如果指定资产的市价低于行使价，将表示认沽期权的持有者可以在较高价的行使价沽出资

期权攻略

产，并在市场以较低价买回资产，投资者亦有利可图。行使价与当时市价之间的差价愈大，认沽期权持有者的利润将愈丰。

由此可见，以买入认沽期权作为看淡市况的投资工具，是以有限风险(期权金)，换取无限制回报的可能(指定资产市价与行使价之间的差价)的投资策略(图 2.2)。

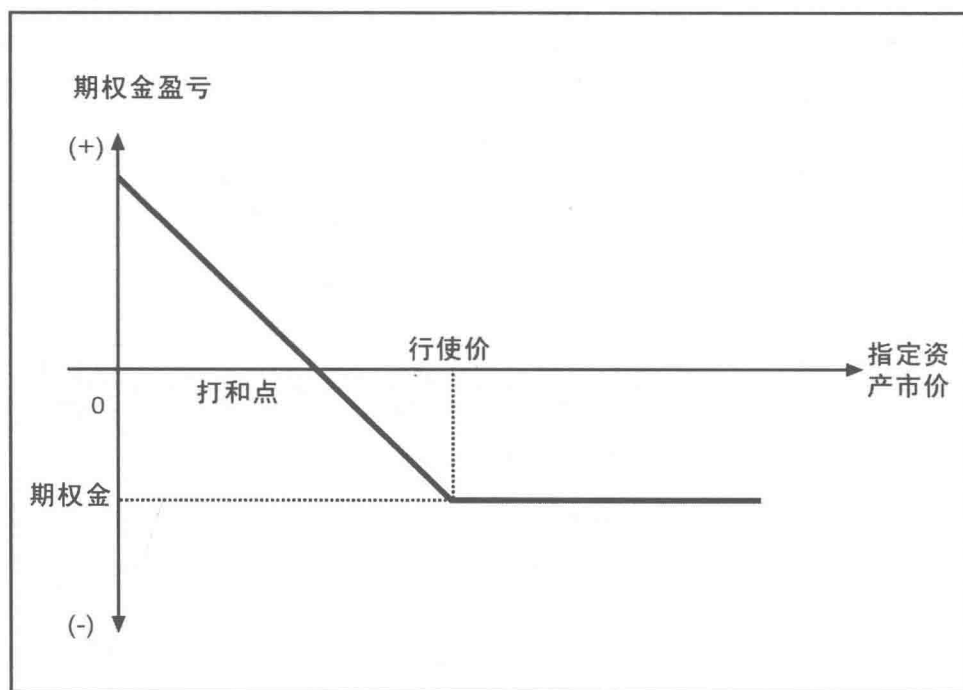


图 2.2 买入认沽期权盈亏图

B. 沽空期权

在期权市场中，有买必有卖，沽空期权在英文既可称为 Short，亦称作 Write。

1. 沽空认购期权

对于沽空认购期权，沽空者收取期权金，有义务在到期前，当期权

被行使时，必须按合约订明的行使价将指定资产沽予期权持有者。

若指定的资产市价在到期时仍在行使价之下，表示行使期权无利可图，沽空者可以赚取期权金。相反，若所指定的资产市价在行使价之上，期权行使后将有利可图，沽空者须以行使价沽出指定资产，所损失的是行使价与指定资产市价之间的差价。换言之，沽空者最大的利润是期权金，而风险则并无限制(图 2.3)。

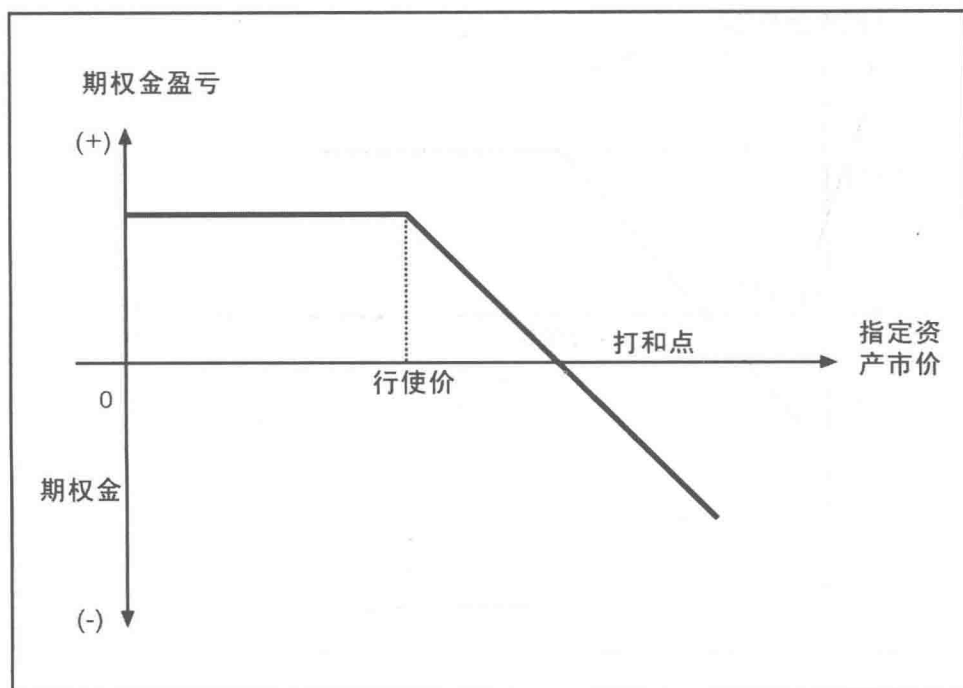


图 2.3 沽空认购期权盈亏图

2. 沽空认沽期权

对于沽空认沽期权，沽空者收取期权金，有义务在到期前，当期权被行使时，必须按合约订明的行使价，向认沽期权持有者买入指定的资产。

若指定资产市价在行使价之上，认沽期权失去价值，沽空者可赚取