

# 期权投资策略

Options as a Strategic Investment 4th Edition

(原书第4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 译

十大  
不可不读的  
操盘圣经  
之一

Lawrence  
McMillan  
G.



机械工业出版社  
China Machine Press

麦克米伦的书是期权界的圣经。它是其他期权书的基准，且至今不可逾越。

——艾利克斯·雅各布森  
国际证券交易所副总裁

麦克米伦第4版《期权投资策略》是本必读书。这一经典的最新版本展现了他在期权方面的新思考。麦克米伦是期权领域的真正大师。

——约翰·墨菲  
著名技术分析大师

凭借此书将期权教育带进21世纪。他对交易的看法总能适合当下。在更新期权信息上，无人能比麦克米伦做得更出色。

——马克·库克  
美国最佳短线交易师

《期权投资策略》解决了很多难题，每个版本都针对新问题有新解答。我们办公室就采用它做期权参考书。

——约翰·布林格  
布林线创始人，美国最重要的证券分析专家之一，  
注册财务分析师(CFA)，注册市场技术师(CMT)

## Options as a Strategic Investment

期权产品是管理风险的首选工具，但是大部分业内人士都不了解，而个人投资者又认为它太复杂而尽量回避。麦克米伦不仅让这一风险管理工具变得简单易懂，而且让学的人也乐在其中。每个人都应该读一读这本书。

——托马斯·道奇  
道奇-怀特投资顾问公司总裁

客服热线：

(010) 88379210, 88361066

购书热线：

(010) 68326294, 88379649, 68995259

投稿热线：

(010) 88379007

读者信箱：

hzjg@hzbook.com



华章网站 <http://www.hzbook.com>

网上购书：[www.china-pub.com](http://www.china-pub.com)

上架指导：投资/证券/股票

ISBN 978-7-111-29194-7



9 787111 291947

定价：128.00元

F830.9

231

# 期权投资策略

Options as a Strategic Investment 4th Edition

(原书第4版)

华 章 经 典 · 金 融 投 资

L A W R E N C E G . M C M I L L A N

〔美〕劳伦斯 G. 麦克米伦 著

郑学勤 译



机械工业出版社  
China Machine Press

Lawrence G. McMillan. Options as a Strategic Investment, 4th edition.

Copyright © 2002 by Penguin Putnam Inc.

This translation published under license.

Simplified Chinese Translation Copyright © 2010 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Penguin Putnam Inc.通过Andrew Nurnberg Associates International Ltd.授权机械工业出版社在中华人民共和国境内独家出版发行。未经出版社预先书面许可,不得以任何方式复制或抄袭本书的任何部分。

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: 01-2008-0316

图书在版编目(CIP)数据

期权投资策略(原书第4版)/(美)麦克米伦(McMillan, L. G.)著;郑学勤译.—北京:机械工业出版社, 2010.1

(华章经典·金融投资)

书名原文: Options as a Strategic Investment

ISBN 978-7-111-29194-7

I. 期… II. ①麦… ②郑… 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219670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: 宁 珊 版式设计: 刘永青

三河市明辉印装有限公司印刷

2010年1月第1版第1次印刷

184mm×260mm·41.5印张

标准书号: ISBN 978-7-111-29194-7

定价: 128.00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) 88379210, 88361066

购书热线: (010) 68326294, 88379649, 68995259

投稿热线: (010) 88379007

读者信箱: hzjg@hzbook.com



# 译者序

*The Translator's Words*

你在草原上遇到一位美丽善良的姑娘，你想娶她为妻。她的父亲说，如果你为他工作7年，他就把女儿嫁给你。可是，你有你的顾虑：如果她变丑了，变得性情暴躁，或者爱上别人了呢？于是，你同意用7年的劳动，换得娶走这个姑娘的权利，但是不承担一定娶她的义务。换句话说，你花了一笔权利金（7年劳动），得到在一定时间内有效的权利（7年后娶她），但不承担任何义务（也可以不娶），这就是期权。这个故事来自《圣经》，是关于雅各布同拉结之间的爱情和婚姻。期权的概念显然并不只限于金融活动。罗伯特·惠利（Robert Whaley）教授在他的《衍生品》一书中认为，最早关于期权的书面记载，是巴比伦《汉谟拉比法典》（公元前1795~公元前1750年）中一条关于农夫与贷款人之间的债务协议。

我们在生活中常常会面临这样的选择，看我们是不是愿意用一小笔代价，来换取对某种可能出现的事情的权利。想要得到你这笔钱的人，为了减少你得到这种可能的权利的几率，把交易限定在一定的时段。买进股票其实也是为了获得可能出现的股息和股价增值部分的权利，只是在时间上没有限制而已。这里的关键自然是发现这笔权利的价格。

期权合约在交易所挂牌交易，是从芝加哥期权交易所（CBOE）引进单股期权开始的。这是在1973年。与此巧合的是，就在同一年，布莱克和斯科尔斯发表了他们的期权定价公式。挂牌交易和定价公式两者结合在一起，使得期权交易成为30多年来世界金融界中一颗灿烂的新星。世界上目前有50多家交易所交易期权，几乎所有主要资产类型上都有期权合约的交易。在美国，过去的10年里，光是在交易所交易的股票类的期权，每年的交易量都递增24%，目前每天的日均交易量是1 500万手左右。

除了远期合约和掉期合约之外，期货和期权是主要的两类金融衍生品。期权与期货的不同，主要在于期权的买方花了一定的权利金，从而有了按一定价格在一定的日期之前买进或卖出一定数量的某项资产的权利，但是不承担一定要买进或者卖出这项资产的义务。换句话说，由于这笔权利金，他把权利同义务分离开了。这种权利与义务的不对称，使

得投资者能够将风险和回报分离开来，在进入市场之前就对最大潜在亏损和最大潜在盈利有清楚的概念。

此外，同期货相比，期权是一种更为灵活的投资和交易工具。譬如，期货合约只有一个变量：到期月；而期权合约则有多种变量，包括看涨或是看跌、定价和到期月。一手期权有实值和虚值之分；每个期权头寸都可以用 $\Delta$ 等量标来界定各种风险暴露面。这些变量可以用不同的方式组合在一起，包括同标的工具组合在一起，创造出不同的策略，以满足不同的交易和投资目的的不同需要。

期权的权利和义务的不对称性以及它的灵活性，使得期权交易具有一种与其他工具的交易不同的特征，那就是策略交易。所谓策略交易，说的是在进行每一项交易之前，不管是单纯地买进或卖出一个期权合约还是交易一个套利头寸，交易者对进行这个交易的哲学（思路）、盈利目标、潜在亏损、风险敞口、在不同市场情况中的不同结果以及善后措施都有清醒的认识，而且可以同时结合使用其他策略来优化交易结果，减少潜在风险。经过30多年来的实践，人们对常用的一些期权策略有了成熟的认识。在我们交易所的交易系统里，成形的常用策略有100多种。成熟的期权交易一定是策略性的交易。于是，我们就有了本书的书名：《期权投资策略》。

麦克米伦的这本书绝对是期权交易中的经典。它是少数几本能够称得上“博大精深”的投资典籍之一。我同麦克米伦在一起的时候，总觉得他很谦虚。不过，我怀疑，今后是否还有人能够在期权交易方面再写出一本这样被人奉为圭臬的力作来。

期权并不神秘，但是，因为期权是策略性的交易，弄懂期权策略就成为期权交易的必要条件。在今天的世界金融市场里，无论是交易所的交易还是场外的OTC交易，无论是股票市场、货币市场还是石油市场，无论是相对简单的产品还是比较复杂的结构产品，期权策略往往都是一个关键的构成部分。掌握本书所阐述的这些期权策略的原理和运作，是把握和使用这些金融产品以及规避风险所必不可少的先决条件。

翻译期权书有时是件让人头疼的事，主要是因为在国内目前还没有期权交易，术语不规范。我们交易所的中文网站（[www.cboe.com/Chinese](http://www.cboe.com/Chinese)）是我在5年前建立的，当时就有这个问题。其间，我又翻译过《期权：基本概念和交易策略》、《麦克米伦谈期权》和《股市趋势技术分析》等，其中还是有无法定夺的情况。这一次，编辑建议在书后附一份不同译法的参考，这也许对读者不无裨益。

有了这本书，国内在期权交易方面的参考书应当说已经相当全面了。我的翻译使命也就结束了。希望这几年来没有白费工夫，多少为普及期权知识起了一点作用。

同前几本书一样，本书篇幅浩大，图表众多。作为译者，我要感谢编辑的无名劳作。

郑学勤

# 前言

P r e f a c e

1973年4月，随着挂牌期权市场的产生，在广大投资者面前出现了一个全新的投资策略世界。期权条款的标准化和流动的二级市场的建立，创造出了一些新的投资工具，这些工具如果使用得当，对几乎所有的投资哲学，从保守的到投机的，都可以提供有益的帮助。本书讨论的就是这些策略，即在什么情况下使用什么策略，以及它们可以发挥作用的原因。

这些策略有的历来被认为相当复杂，不过，如果了解了它们据以运作的原则，大部分读者都可以掌握它们。虽然本书包括与期权有关的所有基本定义，但是基本没有花时间和篇幅来解释这些最基本的概念。譬如，读者应该已经知道什么是看涨期权 (call option)，什么是芝加哥期权交易所，以及怎样在报纸上找到和解读期权的报价。说到底，虽然本书包括入门者所需知道的知识，但是，书中的大部分讨论超出了初学者的水平。读者对技术分析也应该有大致的了解，至少应该懂得类似支撑 (support) 和阻力 (resistance) 这样的术语。

有的策略，譬如买进看涨期权 (call buying)，可以成为整本书讨论的主题，而且已经有人写过这样的书。在本书里，虽然对某些策略的讨论比对另一些的讨论更加详细，但是它并不意味着这是一本关于某一个或某两个策略的书。目前已出版的论述股票期权的著作一般对持保看涨期权的立权 (covered call writing) 都不做详细的讨论。不过，由于它是投资者使用最多的策略之一，在这里，持保看涨期权的立权就是讨论得最透彻的议题之一。本书中引用的关于买入看涨期权和看跌期权的资料都不是特别长，尽管大部分的讨论已经属于比较高深的阶段，特别是与买入波动率 (buying volatility) 有关的部分，不过，即使是对熟练的交易者来说，它们也应该有用处。在讨论每一个策略时，本书都特别强调，为何投资者一开始会想要实施这样一个策略，以及解释在什么样的市场条件下这个策略会发挥作用，在什么样的条件下它不发挥作用。对每一个策略我都将讨论它的所有细节，包括许多用图表表现的潜在盈利和亏损，保证金要求以及选择头寸的标准等。本书的很大一部分注意力放在善后行动上。决定建立一个头寸往往比采取善后行动以限制亏损或提取盈利要容易。因此，在需要

采取善后行动的情况下，本书详细勾画出了若干合理的可选方案，并且提供了例证。书中也对相似的策略进行了比较。例如，一个看多的投资者可能想要实施各种不同的策略。对相似策略的优点和缺点的比较可以帮助这个投资者确定哪一个策略在具体情况下对他更合适。书中同时也指出了应该避免的潜在危险。在这些例子里，我没有使用真实的股票名称，而是用了一个虚构的XYZ股票来说明问题。许多例子用的是实际存在的现实价格。不过，如果我们在例子中使用了Bally的股票，它当时的价格是60，到了读者要考察这个例子时，它的价格就非常有可能是20或者200，这样的真实股票的例子显然没有多大意义。提供例子的目的是说明概念，而不是记录历史。XYZ很合适这个目的，因为它是万能的。根据需要，它可以低定价或高定价，可以高波动或无波动，也可以随意改变价格，这就便于用来说明善后行动的策略。

本书的第一部分展示的是看涨期权策略，后面的章节将讨论看跌期权策略。虽然这样的安排可能会打断纯策略性的思路，譬如，我在第一部分将讨论使用看涨期权的熊市套利，而在后面的部分将讨论使用看跌期权的熊市套利，但是使用这样布局的目的是为了对看涨期权比看跌期权更熟悉的入门级和中级水平的期权投资者提供帮助。大多数期权投资者都对看涨期权比较熟悉，也比较容易理解在这样的环境中发展出的策略。在这个基础上再把相同的概念应用到看跌期权上，就会比较容易理解。不过，我并没有忽略看跌期权策略。策略家如果想要充分利用其手中策略的功能，就必须使用看跌期权，因此，看跌期权策略在本书中占了相当的篇幅。本书也讨论了一些特殊的议题，例如计算机模式及其应用，如何在套利（arbitraging）中使用期权，以及做市商（market-makers）和套利者（arbitrageurs）的所作所为对公众期权投资者有什么影响，等等。

## ► 第2版

第2版中所增加的材料很大一部分与指数期权和期货期权有关。用于描述股票期权策略的相同概念也用在描述为指数期权和期货期权所设计的策略上。这种方法在某些情况中有必要做些修正。我引进了围绕这些期权的一般概念，而且给出了许多例证。这些例子提供了许多流行的期货和期权合约的细节。

股票期权交易者所使用的策略中有许多同样适用于指数期权。本书的前30章运用股票期权说明了这些策略。在大多数情况下，读者只须改换术语即可。例如，在使用标的股票（underlying stock）的地方换上标的工具（underlying instrument）就可以了。这样的工具可以是期货合约、债券、货币或者指数。

第2版的很大一部分注意力放在使用指数期货和期权为股票投资组合套保上。书中讨论的技术对从个体到大型机构的任何拥有股票的投资者都适用。书中也讨论了基本套保策略的一些变形，这些变形自成一体，使得策略家能够从期货或者期权的价格差异中获利。此外，书中还描述了那些投资者用来从某一组股票在市场上的运动中得到好处的策略。第2版还详细讨论了不同股票指数之间的套利。

第2版修订了讨论税收的那一章，以反映税法中的变化。这些变化使得报税变得更为困难，特



别是对持保看涨期权的立权者来说更是如此。有的税收策略不再适用，特别是那些可以将收益滚动到下一年的策略。另外，合乎长期收益标准的持有期限标准的变化改变了期权的某些与税收相关的内容。非股票期权所使用的税率不同于股票期权的税率。书中也讨论了这种税率的区别。

最初的28章各有一些补充和修改。最大的扩充之一是对风险套利 (risk arbitrage) 的讨论。在最近几年，由于有人对风险套利者获得盈利大加宣扬，许多人把注意力都集中在这个议题上。新补充的材料强调了在风险套利的情况下可以使用期权来减小风险。另一个扩充的章节是讨论均衡套利 (equivalence arbitrage) ——反向套利 (reversals)、转换套利 (conversions) 和盒式套利 (boxes) 的那一节。我更多地讨论了涉及这些流行套利形式的概念。此外，对这些策略的风险也进行了更全面的阐述。

其他章节也有所修改。譬如，持仓限额 (position limit) 与原先不同了。同时，第2版用了更大的篇幅来讨论使用相等头寸 (equivalent stock position, ESP) 的方法来分析善后行动中的中性头寸 (neutral position)。这一方法对大多数比率立权策略 (ratio writing strategy)、跨式套利出售 (straddle write) 和组合套利 (combination) 等都适用。讨论日历套利 (calendar spread) 的两章，也就是看涨期权和看跌期权，被扩充为对日历套利的更为充分的讨论，使用实值期权 (in-the-money) 建立的日历套利是一种可以限制风险的中性策略。讨论数学的那一章增加了一个详细的布莱克-斯科尔斯 (Black-Scholes) 的计算公式的例子。多年来在使用这个公式进行计算方面我遇到过大量问题，这是对这些问题的回答。最后，我对如何在善后行动中使用计算机这个工具也提出一些补充建议，包括一个对善后行动高阶分析的例子。

## ► 第3版

第3版新增加了6章。这些新的章节讨论了长期期权 (LEAPS)、可转调优先股 (CAPS) 和优先兑现积累股 (PERCS)。在当时，这些都是新推出的期权或与期权相关的产品。

长期期权，简单地说，就是到期期限更长的期权。不过，由于到期期限更长，对它们就有必要持有与普通短期期权不同的视角。例如，短期利率对长期期权的影响比对短期期权的影响要重要得多。我讨论了使用长期期权来代替持有股票的策略，也讨论了将长期期权用做一般策略的策略。

优先兑现积累股实际上是一种将兑现机制构建在内的优先股票。相比一般的普通股，它们所支付的股息要大得多。兑现的特征使得优先兑现积累股变得与持保看涨期权立权没有什么两样。因此，若干适用于优先兑现积累股的策略也同样适用于持保立权。第3版还进一步提供了对优先兑现积累股进行套保的建议。在第4版里，讨论优先兑现积累股的这一章被并入另一章。

为第2版所写的讨论期货和其他非股票期权的章节被删去了。取而代之的是全新的用来讨论期货期权的两章。策略家应该熟悉期货期权，因为在这个领域里存在许多盈利机会。因此，尽管许多顾客和交易股票的经纪人对期货交易可能并不熟悉，但是认真的策略家还是应该学会期货期权。在讨论期货期权的两章中，有一章集中在定义、定价和期货期权所特有的那些策略上；另一章集

中在套利策略中使用期货期权上。这些套利策略不同于本书第一部分中所描述的那些套利策略，尽管日历套利看上去相似，但是它们实际上并不相同。期货交易者和策略家花了许多时间研究期货的套利，在这一章里所展示的期权策略，旨在帮助增加这类交易的盈利性。

在接近本书结尾的地方新增加了一章，以讨论高级的数学概念。随着期权交易日趋成熟，计算机越来越成为监视和评估头寸的一个不可分割的组成部分，更为先进的技术被引入，用来监控风险。这一章所描述的是6种主要的衡量期权或投资组合风险的方法。我讨论了如何使用这些衡量方法来启动双重或三重的中性头寸。另外，我还用计算机对某个头寸在未来某一时刻的结果和“形状”进行了预测。

第3版对指数期权的章节也有实质性的修订。修订的部分理由是在写第2版时这些产品相对来说还很年轻，由于这个原因，这些产品本身有了许多改进：指数产品有些被摘牌，有些则新挂牌。而且，在1987年的市场崩溃之后，对指数期权的使用也发生了变化（譬如，引进了“熔断闸”这样的停市机制）。

## ► 第4版

与第3版的情况一样，在变化不止的期权和衍生品世界里，我们又一次面临着新引进的产品和新出现的交易概念。与此同时，有些产品被摘了牌，有些交易观念失去了追随者。第4版新增加了5章，其中4章讨论的是当今期权交易中最重要方法：波动率交易（volatility trading）。

论述可转调优先股的那一章被删掉了，因为期权交易所不再交易这个产品。另外，讨论优先兑现积累股的一章被并入了更长、更全面的一章里，这一章讨论的是另一个相对较新的交易工具：结构产品（structured products）。结构产品包括范围相当广泛的证券，其中有许多在主要股票交易所挂牌。这些用途多样的产品发挥了许多有吸引力的、以衍生品为基础的运作功用，譬如，那些在下行方向风险有限的指数基金。许多机敏的投资者正在用其退休金账户买进结构产品。

波动率交易成为交易期权最精密的方法之一。新增加的4章事实上组成了新的第六部分：衡量和交易波动率。本书在这个新的部分中深入讨论了为何应该交易波动率（预测波动率比预测股票价格要容易）、波动率如何影响普通的期权策略（对一般的期权交易者来说有时这种影响的方式并不明显）、股票价格如何分布（这是波动率交易“发挥作用”的理由之一），以及如何构建和监视波动率交易等。这些章节介绍了若干与衡量和预测波动率相关的较新技术。就我个人来看，我认为，一般来说，对于所有交易者，不管是初学者还是专家，股票期权的波动率买进都是最有用的策略。如果构建得当，这个策略不但有很高的成功率，而且，一旦头寸建立，就不需要花多大的精力去监视它。这就是说，波动率买家不需要整天盯住数字跳跃的计算机屏幕，他可以有自己的“生活”。

除此之外，第3版的大部分章节都得到了扩充，以吸收最新的技术和发展。例如，鉴于过去几年股市中的动荡，第1章（定义）里的整个期权代码学这一部分都有所扩充。同时，使用保证金来融资的规则在2000年也修订过了，这些变化也在书中体现出来。

那些讨论出售期权特别是未持保期权 (naked option) 的章节也得到了扩充，它们更多地讨论了股票的行为，以及股票行为如何给期权出售者带来麻烦和增加机会。例如，讨论反向套利的那一章详细描述了反向日历套利 (reverse calendar spread)，因为 (在一个高波动率的环境里) 这个策略变得更有生命力了。

另一个扩充讨论的策略是“领圈套利” (collar)，即针对就一个标的工具在买入一手看跌期权的同时售出一手看涨期权。事实上，单纯买进期权的交易者也可以使用一种相似的策略，只需稍做些改变 (参见讨论看涨期权和看跌期权组合套利的那一章)。

本书的大部分读者一定想知道什么是“最好的”期权策略。本书专门有一章是讨论这个问题的，不过，不存在绝对“最好的”策略。对某个投资者是最适宜的策略，对其他投资者来说并不一定是最好的。职业的期权交易者有时间密切监视他的头寸，从而有可能使用一系列特定策略，但一个要在其他行业全天上班的公众顾客则不可能如此兢兢业业地观察他的头寸，因此，职业交易者所用的这些策略对他很可能就不适用。此外，每个人都有自己的投资哲学，这样的投资哲学在确定什么策略对他来说是最好的策略方面无疑起着举足轻重的作用。那些不愿意承受风险或者除了持有股票不愿意承担任何风险的人，都会偏向于出售持保看涨期权。更具投机性的策略则可能会觉得低成本、高潜在回报的情况对他们来说更合适。

每个投资者在交易挂牌期权以前都必须阅读《期权清算公司声明书》 (Options Clearing Corporation Prospectus)。期权并不适合所有的投资者，所有的投资都有风险，有的期权策略涉及高风险。每个读者都必须对自己的经济情况和投资目标是否与这里所描述的策略相符合做出判断。对一个投资者来说，只有掌握了交易方面的知识，才能判断自己的交易决定是否合理。

几年前，我曾经写过，“无论从哪方面看，期权市场都显示出将成为投资领域里一支劲旅的迹象。谁懂得期权，谁就可以从中获得最大的利益。”这种看法直到今天仍然没有错。事实上，事情在今天可以说是更加如此。譬如，现在，每当联邦储备银行要做出决定时，它们就会更经常地注意到衍生品将如何影响市场。这就说明了衍生品已经变得多么重要。本书的目的就是要帮助读者了解期权。

在这里，要对帮助我完成本书的人表示感谢。他们是：Ron Dilks和Howard Whitman，他们把我带进了经纪行业；Art Kaufman，他在期权方面的丰富知识帮助我理清了许多策略上的思路；Peter Kopple，他审阅了论述套利的那一章；Shelley Kaufman，他为第3版和第4版设计了图表，还不辞辛苦地承担了校阅和编辑的工作；Ben Russell和Fred Dahl，他们对本书的最初版式和布局提出过建议；还有Jim Dalton (时任芝加哥期权交易所主席)，感谢在1977年纽约金融学院请他推荐一个作者写一本论述期权的新书时，他推荐了一个不出名的期权策略家。我特别要感谢Bruce Nemirow的无偿帮助，尤其感谢他阅读了最初的书稿，并且提出了批评意见。我最感谢的是我的妻子Janet，她将最初的书稿打印出来，以及我们的孩子Karen和Glenn，为了完成本书所花费的数不清的时间，无疑打断了我应该与妻子和孩子共享的家庭生活。没有他们的宽容谅解，本书是不可能问世的。

劳伦斯 G. 麦克米伦

# 目 录

Contents

译者序

前言

## 第一部分

### 股票期权的基本特性

第1章 定义 / 2

## 第二部分

### 看涨期权策略

第2章 持保看涨期权立权 / 24

第3章 买进看涨期权 / 60

第4章 其他买进看涨期权的策略 / 75

第5章 未持保看涨期权立权 / 85

第6章 比率看涨期权立权 / 94

第7章 牛市套利 / 111

第8章 使用看涨期权的熊市套利 / 120

第9章 日历套利 / 124

第10章 蝶式套利 / 130

第11章 比率套利 / 137

第12章 日历套利与比率套利的组合 / 145

第13章 反向套利 / 150

第14章 将套利对角化 / 155

## 第三部分

### 看跌期权策略

第15章 看跌期权基本原理 / 162

第16章 买进看跌期权 / 169



- 第17章 拥有股票同时买进看跌期权 / 179
- 第18章 买进看涨期权同时买进看跌期权 / 187
- 第19章 出售看跌期权 / 195
- 第20章 出售跨式套利 / 202
- 第21章 看跌期权和看涨期权创造的合成股票头寸 / 215
- 第22章 基本看跌期权套利 / 221
- 第23章 组合看涨期权和看跌期权的套利 / 226
- 第24章 使用看跌期权的比率套利 / 240
- 第25章 长期期权 / 246

## 第四部分 其他考虑

- 第26章 买进期权和政府债券 / 278
- 第27章 套利 / 284
- 第28章 数学应用 / 307

## 第五部分 指数期权和期货

- 第29章 指数期权和期货产品概述 / 330
- 第30章 股票指数套保策略 / 355
- 第31章 指数套利 / 385
- 第32章 结构产品 / 392
- 第33章 对指数产品的数学考虑 / 427
- 第34章 期货和期货期权 / 434
- 第35章 期货套利的期货期权策略 / 462

## 第六部分 衡量和交易波动率

- 第36章 波动率交易的基本原理 / 482
- 第37章 波动率对流行策略的影响 / 497
- 第38章 股票价格的分布 / 520
- 第39章 波动率交易技巧 / 539



- 第40章 高级概念 / 560
- 第41章 税务 / 601
- 第42章 什么是最好的策略 / 617
- 后记 / 621

## 第七部分

### 附录

- 附录A 策略总结 / 624
- 附录B 相等头寸 / 626
- 附录C 公式 / 628
- 附录D 图像 / 635
- 附录E 合格的持保看涨期权 / 638
- 术语表 / 640
- 跋 / 651



# 股票期权的基本特性

## 引言

本书的每一章都是按逻辑顺序展开的。不少章节是建立在前一章节所提供的信息基础上。因此，读者可以流畅地从头读到尾而不必常常翻到术语表里去寻求帮助。不过，如果把本书用做参考书，也就是说，也许只是检索书后面的某一章，读者也许会发现某些术语的定义是在前面的章节里所讨论的。在这种情况下，在本书的结尾部分添加一份包含广泛的术语表自然是相当有用的。例如，买进看涨期权最初是在第3章里讨论的，在第28章里，讨论购入看涨期权中的数学应用时，又提及了买进看涨期权。而且后面章节里所讨论的问题比在前面章节里更复杂。

# 定 义

要成功地实施各种投资策略，就有必要充分掌握期权和期权交易的基本原理。期权策略家必须熟悉股票期权的各个基本内容——期权价格在一定条件下如何变动，或者市场如何运作。有了对基本要素和各种策略的充分理解，一个不熟悉期权的投资者也可以决定是否想要运用一个策略，而且，更重要的是，他可以决定该策略是否与其相适宜。对股票市场的投资者来说，相宜性不是一个新问题，因为股票本身也适合所有的投资者。例如，如果投资者的主要目的是获得收益和保住本金，那么，对他来说债券比股票更合适。衡量期权的相宜性尤其重要：期权的买方可以在短期内失去他们所有的投资，未持保期权的卖方则可能面临高度的金融风险。尽管善后方法是设计来限制风险的，但每个投资者都必须决定，就自己的经济情况和投资目的来说，期权交易对他是否适合。

## ► 1.1 基本定义

股票期权是一项在一段有限的时间内按一定价格买进或者卖出一只具体股票的权利。这里所说的股票叫做**标的证券** (underlying security)。一手**看涨期权** (call) 赋予拥有者 (或者说持有者) 以买进标的证券的权利，一手**看跌期权** (put) 赋予持有者以出售标的证券的权利。用以买进或卖出股票的价格叫做**履约价** (exercise price)，也叫**定约价** (striking price)。(在挂牌期权市场里，“履约价”和“定约价”是同义词。) 股票期权所给予的买进或卖出的权利只限于一段有限的时间，因此，每个期权都有一个**到期日** (expiration date)。本书里我们所说的期权始终是指挂牌期权，即在有二级市场存在的全国交易所交易的期权。除了特别提及，本书所讨论的期权不包括**场外期权** (over-the-counter option)。



### 1.1.1 期权的描述

每个期权合约都有4个与其他期权区分开来的特性：

1. 类型（看涨期权或者看跌期权）；
2. 标的股票的名字；
3. 到期日；
4. 定约价。

举一个例子，一个叫做“XYZ7月50看涨期权”的期权是一个以每股50美元的价格买进（看涨期权）100股（正常情况下）标的XYZ股票的期权。该期权在7月到期。挂牌期权是以每股为单位报价的，不管用该期权买入的是多少股股票。因此，如果XYZ7月50看涨期权的报价是5美元，买进该期权一般就要花费500美元（5美元×100股），再加上手续费。

### 1.1.2 期权的价值

一手期权是一项“消耗性”资产，也就是说，它只有一个初始的、随着时间消逝而减低（或者说“消耗掉”）的价值。它甚至会无价值的过期，或者它的持有者也许不得不在到期前将它履约，以挽回某些价值。当然，它的持有者也可以在到期前将它挂牌期权的市场上卖掉。

一手期权自身也是一种证券，但是，它是一种衍生的证券。一手期权与标的股票的联系是无法改变的：股票的价格上下波动，它的价格也起伏动荡。标的股票的拆股和股息会影响到挂牌期权的条款，不过现金股息可没有这样的影响。看涨期权的持有者得不到标的股票所支付的任何现金股息。

### 1.1.3 标准化

挂牌期权交易所将期权合约的条款标准化了。一个期权的条款构成了包括该期权4个描述性特征的集合性名称。期权的类型（看涨还是看跌）以及标的股票，这是不需要解释就很明了的，但对定约价和到期日则需要做一些说明。

**定约价。**股票期权的定约价之间一般间隔5点，不过，在股票价格更为昂贵的情况下，定约价之间的间隔可能会是10点。例如，一只35美元的股票可以有30、35和40的定约价，而一只255美元的股票则可能有一个定约价是250，而另一个定约价是260。更进一步说，有些股票定约价之间的间隔会是 $2\frac{1}{2}$ 点，一般只是那些每股销售价在35美元以下的股票。这就是说，一只17美元的股票定约价很可能是15、 $17\frac{1}{2}$ 和20。

但是，这些定约价的指导方针并非一成不变。交易所的官员可能改变定约价间隔以改善交易的深度和流动性，他们也许会把波动不大的股票的定约价间隔定为5点，即使该股票的交易价高于100美元。例如，如果一只155美元的股票虽然交易频繁但是波幅不大，那么，很可能在150与160之间加上一个155的定约价。

**到期日。**期权的到期日有以下3种固定的周期：

1. 1月/4月/7月/10月周期；
2. 2月/5月/8月/11月周期；
3. 3月/6月/9月/12月周期。

除这些周期之外，近期的2个月也有期权挂牌交易。不过，在任何一个既定的时期，最长的到期日一般不超过9个月。有些股票可以有长期期权（见第25章）。因此，在任何周期里，期权都可以在4个主要月份中的3个主要月份（系列）过期，再加上2个近期月。例如，在任何一年的2月1日，XYZ的期权可以在2月、3月、4月、7月和10月到期，但不是1月。2月期权（最近