

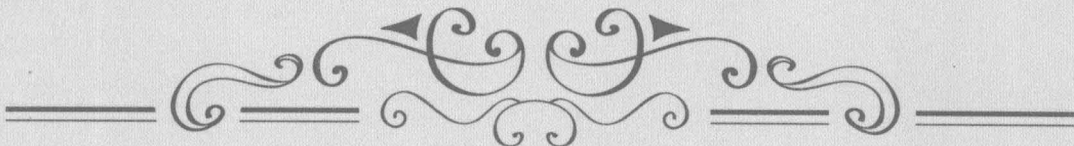
PEARSON

商品期权

COMMODITY OPTIONS

[美] 卡利·加纳 (Carley Garner) / 著
保罗·布里廷 (Paul Brittain)

赵 蓉 译
王成周 审



商品期权



COMMODITY OPTIONS

[美] 卡利·加纳 (Carley Garner) / 著
保罗·布里廷 (Paul Brittain)

赵 蓉 译
王成周 审

图书在版编目 (CIP) 数据

商品期权/ (美) 加纳 (Garner, C.), (美) 布里廷 (Brittain, P.) 著;
赵蓉译. —北京: 中国财政经济出版社, 2011. 8

(期货市场研究丛书)

书名原文: Commodity Options

ISBN 978 - 7 - 5095 - 3015 - 3

I. ①商 … II. ①加…②布…③赵… III. ①期货交易 - 研究
IV. ①F830. 9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 148361 号

著作权合同登记号: 图字 01 - 2011 - 4785

Carley Garner and Paul Brittain

Commodity Options

ISBN - 10: 0 - 13 - 714286 - 2

ISBN - 13: 978 - 0 - 13 - 714286 - 6

Copyright © 2009 by Pearson Education, Inc.

Original language published by Pearson Education, Inc. All rights 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 by any information storage retrieval system, without permission from Pearson Education, Inc.

Chinese Simplified language edition is published and distributed exclusively by China Financial & Economic Publishing House under the authorization by Pearson Education, Inc., within the territory of the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao and Taiwan.

本书中文简体字翻译版由培生教育出版公司授权中国财政经济出版社在中华人民共和国境内 (不包括香港、澳门特别行政区及台湾) 独家出版发行。未经出版者书面许可, 不得以任何形式复制或抄袭本书的任何部分。

本书封面贴有 Pearson Education (培生教育出版集团) 激光防伪标签。无标签者不得销售。

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京牛山世兴印刷厂印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 14.5 印张 245 000 字

2011 年 9 月第 1 版 2011 年 9 月北京第 1 次印刷

定价: 46.00 元

ISBN 978-7-5095-3015-3/F · 2554

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010-88190744

编纂委员会名单

主 任：张 凡

副主任：张邦辉 梅宏斌 张 静

委 员：张 凡 张邦辉 梅宏斌

邢汴光 张 静 巫克力

出版说明

郑州商品交易所（ZCE）是经国务院批准的国内首家期货市场试点单位。由远期现货交易起步，1993年5月28日正式推出标准化期货合约交易。

20年来，郑商所始终坚持“三公”原则和科学发展，不断创新实践，加强一线监管，防范市场风险，市场发展取得了令人可喜的成绩。初步形成了以关系国计民生大宗农产品为主，兼有工业品的期货品种体系，交易法规制度体系日趋完善，风险防范和化解能力日益增强，信息技术系统更加稳定高效，市场稳步健康发展，市场规模不断扩大。

由郑州商品交易所资助出版的“期货市场研究丛书”，旨在鼓励有志于期货市场研究的专家、学者多出书、出好书，以推动我国期货市场稳步健康发展，发挥期货市场服务国民经济的积极作用。

期货市场研究丛书编纂委员会

2011年6月

译者的话

2008年下半年金融危机爆发以来，场外衍生品市场不能进行中央结算、不能集中撮合交易、市场透明度较低等制度性缺陷凸显，因而交易所交易日益受到投资者的青睐。在交易所内开展的商品期权交易，风险比期货交易小，盈利机会大，杠杆效应明显，更加受到投资者的欢迎，因此，越来越多的投资者涌入期货期权市场。那么，交易所如何控制期货期权交易风险？哪些期货期权交易策略是有效和高效的、投资者如何管理和控制期货期权交易风险？这些问题成为业内人士高度关注的问题。

《商品期权》是一本关于期货期权市场操作实务的专业书籍，书中讲述了美国期货期权市场的运行机制和运作原理、股票期权交易和期货期权交易的本质区别、交易所如何进行限仓和控制风险等。作者运用实际操作的案例，介绍了交易者每天都在使用且有效的期货期权交易策略；分析了交易者使用这些期货期权交易策略时如何管理和控制风险，特别是如何控制卖出期权风险等业内人士经常探讨的问题。

该书对于期货期权市场管理者、研究者、交易新手和具有一定期货期权交易经验的投资者等都具有较高的参考价值，对于期权研究和培训更具有重要的现实意义，是业内人士一本难得的案头工具书。英文版《商品期权》一书被评为2009年美国金融、投资、交易类十大畅销书。

译者从2002年开始从事期权研究，多年来一直追踪国外期权研究的最新发展动态。鉴于《商品期权》一书的实用价值，特翻译此书以飨读者，希望广大读者朋友对本书提出宝贵的意见和建议。

译者

2011年4月于郑州

目 录

作者介绍	(1)
引言：违反常规、但有效的期权交易方法	(3)
第1章 期权基本知识：期权交易原理速成	(7)
什么是期权?	(7)
敲定价格	(8)
内涵价值和外延价值：期权价格的组成部分	(8)
内涵价值	(9)
外延价值	(11)
时间价值	(12)
波动率	(12)
需 求	(12)
期权交易的技巧	(13)
第2章 不同标的资产的期权一样吗?	(15)
期货期权又称为商品期权	(16)
标的资产的不同	(16)
期权市场的不同之处	(25)
税务处理的不同	(28)
监管机构不同	(29)
交易工具不同	(30)
结 论	(34)
第3章 买入期权策略	(37)
为什么买入期权策略并不总是一个很好的选择?	(37)
何时使用买入期权策略	(39)
买入期权策略的其他用途	(39)

将佣金纳入成本	(40)
买入看涨期权	(41)
买入看跌期权	(42)
中性买入期权策略	(43)
买入跨式期权	(44)
买入宽跨式期权	(48)
买入期权策略的总结	(51)
第4章 卖出期权策略	(53)
为什么要卖出期权?	(53)
理论上卖出期权风险无限: 卖出期权可能会危及你的 财富	(54)
卖出期权基本原理	(55)
技术与卖出期权	(57)
调整期权交易策略的技巧	(60)
卖出看涨期权	(62)
卖出看跌期权	(66)
卖出跨式期权	(69)
卖出宽跨式期权	(73)
第5章 贷方价差交易	(77)
收取权利金, 承担有限风险	(77)
对市场行情看涨还是看跌	(78)
为了承担有限的风险, 丧失了机会成本, 值得吗?	(78)
贷方价差交易的缺陷	(79)
熊市看涨期权价差交易	(80)
牛市看跌期权价差交易	(83)
铁鹰式价差交易	(86)
第6章 风险有限的期权价差交易	(91)
牛市看涨期权价差交易	(91)
熊市看跌期权价差交易	(96)
第7章 合成波动性交易	(99)
为什么利用期权价差交易进行波动性交易?	(100)

从事裸露头寸交易（并非你想象的那样）	(101)
了解风险和如何应对	(102)
附加一个裸露头寸的牛市看涨期权价差交易	(102)
附加一个裸露头寸的熊市看跌期权价差交易	(108)
看涨期权比率价差交易	(112)
看跌期权比率价差交易	(117)
第8章 其他的比率价差交易	(123)
看涨期权逆比率价差交易	(123)
看跌期权逆比率价差交易	(126)
第9章 风险有限的区间交易	(131)
为什么使用钻石蝶式价差交易？	(132)
买入看涨期权铁蝴蝶价差交易	(135)
买入看跌期权铁蝴蝶价差交易	(138)
第10章 合成买入期权策略	(143)
为什么使用合成头寸？	(143)
买入的期权要便宜	(144)
合成买入看涨期权	(144)
合成买入看跌期权	(148)
第11章 期权交易全攻略	(155)
识别机会	(155)
第12章 概率交易高手：在现实世界中使用期权交易策略	(171)
调整获利几率	(172)
第13章 保证金和期权交易	(181)
如何确定保证金需求	(182)
如果我收到追加保证金通知，怎么办？	(182)
一旦收到追加保证金通知，调整保证金	(183)
第14章 商品交易观点	(187)
期权交易赚钱很容易	(187)

	我的模拟交易盈利了，所以我参与市场交易也会盈利	
		(188)
	如果是电视或报纸上的新闻，一定是真实的	(189)
	如果我听从专家的建议，我怎么会做错呢？	(190)
附录一	期货合约规格	(193)
附录二	常用术语解释	(197)

作者介绍

卡利·加纳 (Carley Garner)：高级市场分析师、经纪人、股票和商品杂志专栏作家、行业教育家

卡利·加纳是位于拉斯维加斯的内华达大学的优等成绩毕业生，获得金融学和会计学双学士学位。

完成学业后，卡利·加纳全身心地投入期货和期权行业，迅速得到业内人士的认可。步入期货和期权行业短短几个月内，她就在全美发行的期刊上发表了她的第一篇文章。卡利·加纳是《股票和商品》、《期货》、《活跃的交易者》、《期权交易者》和《你的交易优势》等杂志的主要作者，路透社 (Reuters) 和道·琼斯通讯社 (Dow Jones Newswire) 经常采访她，《投资者商业日报》 (Investor's Business Daily) 和《华尔街日报》 (The Wall Street Journal) 都引用她的话。卡利·加纳由于参加电台访谈节目而被人们熟识。她的简报广为流传，简报内容主要关注股指和国债期货。卡利·加纳的忠诚追随者不断增加，她也在积极地致力于提供免费的教育培训。若需了解卡利·加纳的详细情况，请访问网站：[www. CarleyGarnerTrading. com](http://www.CarleyGarnerTrading.com)。

保罗·布里廷 (Paul Brittain)：商品经纪人、资深交易员

保罗·布里廷于1983年进入期货业，拥有丰富的期货交易经验。他与其他市场专业人士经过多年努力，研发出了适于交易员、个人和商业人士等几乎各类交易者使用的期权和期货交易方法。自从美国的交易所开展期权交易以来，保罗·布里廷就一直在美国的交易所从事期权交易，被认为是期权领域的专家。

保罗·布里廷认为，具有丰富的专业知识的交易者是快乐和更成功的交易者。他专注于客户培训，与大家分享他的交易经验，分享他在漫长的职业生涯中研发出的交易方法。保罗·布里廷是研讨会的重要演讲者，经常受到国家级出版物的邀请在专家小组会议上发言。他是《期货》等几家业内杂志的主要作者，《交易者月报》(2005年6/7月)发表了他对自己的交易经验进行概括总结的文章。另外，他还致力于免费在线交易者教育工作，并撰写和发表了三份简报。若需了解作者的其他信息，请访问网站：[www. CommodityOptionsthe- Book. com](http://www.CommodityOptionstheBook.com)。

引言

违反常规、但有效的期权交易方法

关于期货期权的书籍很多，不幸的是，我们发现其中不少要么自相矛盾，要么仅仅是对交易所的研究报告和资料略加改动。我们认为，阅读了现有的大部分期货期权书籍之后，会比你阅读之前更迷惑，我们希望本书能够对这种状况有所改变。

一些作者犯的最大错误就是将股票期权理论应用于期货期权，认为所有的期权都一样是一个错误的观念。尽管不同标的资产的期权都是期权，但它们不具有可比性。标的资产性质的巨大差异，使不同的标的资产呈现出完全不同的特点。尽管每个人都同意股票交易不同于期货交易，那么为什么人们认为股票期权交易与期货期权交易一样呢？据我们观察，一些作者可能只是希望通过股票期权理论的再利用销售书籍和课程。

20 世纪 80 年代初，期权业被只允许买入期权的经纪公司所支配。当时美国还没有期货期权，卖出的期权是经批准的经营商的贵金属期权。在期权合约达成时，期权卖方都拥有贵金属现货。

20 世纪 80 年代中期，各家交易所开始推出期货期权，交易所推出的期货期权被称为交易所交易期权（Exchange Traded Options, ETOs）。这种新的交易工具以非常惊人的速度激增。基于经验以及通过与业内其他人士交谈得知，当时许多散户仍局限于只能使用买入期权交易策略。我们发现这些散户或是被经纪公司劝阻不使用卖出期权交易策略，或是被经纪公司断然拒绝使用卖出期权交易策略。经纪公司给出了好几个理由，但在我们看来，这些理由是片面的和没有说服力的。最常见的不允许大众卖出期权的理由是存在知觉风险（perceived risk，依据对产品的实际价值的猜测作出的交易决定不一定可靠，消费者感觉到作出的交易决定存在风险，这种风险是一种知觉风险，不一定是真实风险），然而我们认为无论从数学统计上还是从实践上看，都不应该持有这种观点。卖出期权肯定没有期货交易的风险大，因为卖出期权者事先获得了权利金。但业内人士却通过向散户卖出期权，赚了很多钱，他们希望继续卖出期权获利。

事实上，卖出期权非常像金融业创造的新词——现金母牛（cash cow），

“现金母牛”是指一项交易能够带来稳健的收入，与获得的收入相比，用来从事此项交易所需占用的资金却很少。业内人士将卖出期权称为期货市场的现金母牛。然而，我们必须指出，在卖出期权交易以及类似的交易中，都存在固有的风险，而且可能是巨大的风险，特别是从事商品交易时，尤其如此。

幸运的是，经过这些年，情况已经发生了改变。现在，任何交易者只要愿意，都可以很容易地卖出期权，这种状况对于市场参与者来说似乎更为公平。

通过这些年采用受到大家欢迎的期权交易大师们的交易策略和建议，我们发现单纯的买入期权交易策略的表现令人失望。由于时间损耗和市场总是窄幅震荡，采用买入期权交易策略只能偶尔获得极少的利润。尽管买入期权交易策略是业内所谓的专家建议的交易策略，但至少到目前为止，我们看到买入期权交易策略并没有产生比较好的收益。

上述状况使我们感到失望，我们决定通过研究、开发和执行既可以利用买入期权交易策略的优点，又可以利用买入期权交易策略的缺点的期权交易方法，掌控我们以及我们客户的命运。为了做到这一点，我们必须不理睬灌输到我们许多人头脑中的买入期权交易策略，而只考虑真实的东西。

本书所描述的期权交易方法都很容易理解，更重要的是，很容易使用。由于本书中所讲述的期权交易策略都是有效和高效的期权交易策略，因而是我们和我们的客户每天都在使用的交易策略。事实上，我们对我们所使用的期权交易策略的表现非常满意，从长期来看，这些都是可行的期权交易策略。因此，我们选择在因特网上公布我们的交易策略，甚至在我们执行这些交易策略之前就通过发电子邮件的方式向大家公开这些交易策略。我们将这种做法称为“好的、坏的和丑的”，因为我们向大家展示的期权交易策略没有任何过滤，我们坚信一句简单的话——“眼见为实”。

开阔思路，考虑既买入期权又卖出期权的可能性

商品期货和期权交易者可以通过下达任何指令从事买入或卖出交易，而不会面临股票期权交易者可能面临的额外负担。

如果你在2003年的春季和夏季或2005年的夏季买入了大豆期权合约，你也许经历了采用买入期权交易策略所带来的风险。一旦市场开始大幅波动，期权的外延价值就会成倍地增加，这使买入期权的成本很高。考虑到买入期权的成本，你应该意识到要想买入期权获利会很困难。假如你不够幸运，是在市场波动率突然增加之后买入了期权，一旦市场波动率下降，你会很快开始亏损。在不考虑市场方向的

情况下，当市场波动率下降时，买入期权交易者亏损是很常见的。设想一下，市场方向判断正确，但仍没有盈利，是一件多么沮丧的事情。不幸的是，这种情况很常见。

有人说，期货交易是一种零和游戏。换句话说，市场上只有一个赢家和一个输家。鉴于经纪公司总是会获得交易者支付的交易成本收入，认为市场上只有一个赢家和一个输家的说法是不完全正确的，当然，除非经纪公司错误地执行了交易。从本质上说，交易者向经纪公司支付佣金是为了确保交易得到有效和高效地执行。交易者支付的佣金数额由好几个因素决定，诸如你所选择的经纪公司、你要求的服务水平、你的账户的资金数额以及你的交易量。不管你的交易是赢是亏，经纪公司都会因为替你执行交易而获得佣金收入。

当然，经纪公司也不是没有风险。交易者在向经纪公司支付佣金使经纪公司替自己执行交易的同时，也把错误下单的风险转移给了经纪公司。经纪人也是人，也有犯错的时候。如果经纪人在执行交易时犯错，他将对由于错误下单所造成的损失负有法律责任，必须补偿所造成的损失。经纪公司向网上交易者实行折扣佣金率，对网上交易者的双边交易收取的佣金较少，网上交易者自己下单，如果是自己下单错误，网上交易者自负责任。

然而，为了我们讲解方便，我们假设市场交易是零和游戏。依据这个假设，你应当很清楚，期权交易是赔率和概率的游戏。

如果交易很容易，我们就都辞职，去加勒比海度假了。

“有回报就有风险。其实，还有一些不被人们熟知的交易策略。”——阿尔·戈尔

仅仅只是进行研究、看图表和选择正确的市场方向还不足以成为一名获利的交易者。要想成为获利的交易者，你必须努力使获利的几率对你有利。有一个方法可以使获利的几率对你有利，就是组合使用买入期权和卖出期权。记住，获利的几率对你有利并不能确保在短期内你会盈利，但要在长期内获利，获利的几率对你有利是必须的。

在你达成交易之后，市场价格可能是上涨、下跌和盘整，你选择了正确的市场方向的可能性是33%。如果你是买入期权交易者，你选择了正确的市场方向的可能性会大大减少，因为市场价格只有在严格的期限内上涨、下跌和盘整，你才会获利。如果市场价格出现上涨、下跌和盘整中的两种情况，你均会获利岂不更好？更好的是，不论市场方向如何你都会获利。全面掌握了期权理论及其相互之间的关系之后，你就能够做到这一点。这并不是说存在套利机会或做到这一点很容易。不存在套利关系，做到这一点也不容易。有回报的地方都有风险。但只要掌握了交易技巧，你就可以极大地改善获利的几率。

我们希望阅读本书后，你能够较好地掌握组合使用买入期权和卖出期权的

技巧，能够增加你在变化莫测的市场中获利的可能性，本书将深入讨论如何做
到这一点。更重要的是，我们希望我们能够利用我们向你提供的在商品市场中使
用的金融工具获利。

第1章

期权基本知识：期权交易原理速成

期权的概念在很早以前就有了。古罗马人、希腊人和腓尼基人交易的期权以从他们本地海港运出去的货物作为标的资产。当作为金融工具的衍生品使用时，期权一般被定义为买卖双方之间达成的合约，该合约规定买方有权利而非义务以指定的敲定价格买入或卖出标的资产。在金融工具交易领域，衍生品（derivative）被定义为资产价值衍生自其他资产价值的资产。同样，决定衍生品价值的资产就是标的资产（underlying asset）。

什么是期权？

期权有看涨期权（call）和看跌期权（put）两种类型，了解每一种期权类型是什么以及它们的交易原理，将有助于你决定何时以及如何使用它们。期权买方期权卖方支付权利金，购买交割标的期货合约的权利而非义务。权利金对期权买方来说被视为一种资产，尽管这种资产会损耗；对期权卖方来说被视为一种义务。

每一笔期权交易都由买卖双方达成，愿意承担大量风险的交易者，可以利用大部分期权到期失效这一众所周知的观点卖出期权，收取权利金。在期权卖方买回期权对冲交易或期权到期失效之前，期权卖方收取的权利金被视为一种义务。

- **看涨期权（Call options）**——买方有权利而不是义务在特定的期限内，按规定的价格买入标的资产。相反，如果买方选择执行期权，卖方有义务按规定的敲定价格交割一个标的期货合约多头部位。从本质上说，这意味着卖方必须在期货市场承担空头部位，卖出标的期货合约。

- **看跌期权（Put options）**——买方有权利而不是义务在特定的期限内，按规定的敲定价格卖出标的资产。如果买方选择执行期权，卖方有义务按规定的敲定价格交割一个空头部位（卖方在期货市场承担多头部位）。记住，交割空头期货合约意味着按规定的敲定价格在期货市场承担多头部位，买入标的期货合约。