

《投资入门丛书》之三

米歇尔·C.托姆塞特 著
贺大勇 译

期权投资入门

GETTING STARTED IN OPTIONS

中国金融出版社

期权投资入门

米歇尔·C. 托姆塞特 著
贺大勇 译

中国金融出版社

责任编辑:赵天朗

封面设计:郑 超

责任校对:孙 蕊

责任印制:丁淮宾

Getting Started in Options by Michael C. Thomsett. Copyright © 1997 by Michael C. Thomsett. All Rights Reserved. Authorized Translation from the English Edition Published by John Wiley and Sons, Inc.

北京版权合同登记图字 01 - 2000 - 0416

图书在版编目(CIP)数据

期权投资入门/(美)米歇尔·C. 托姆塞特著;贺大勇译. —北京:中国金融出版社,2001.5

(投资入门丛书)

ISBN 7 - 5049 - 2366 - 4

I.期… II.①米… ②贺… III.股票 - 期货交易 - 研究 IV.F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 19136 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京广安门外小红庙南里 3 号

发行部:66081679 读者服务部:66070833 82672183

<http://www.chinafph.com>

邮码 100055

经销 新华书店

印刷 北京市宏文印刷厂

尺寸 140 毫米×203 毫米

印张 9.125

字数 234 千

版次 2001 年 9 月第 1 版

印次 2001 年 9 月第 1 次印刷

印数 1 - 3000

定价 24.00 元

如出现印装错误请与出版部调换

致 谢

在此,谨对阅读本书早期版本并提出宝贵意见和建议的读者表示感谢,这些意见使本书所阐述的一些例题、定义和说明更为明晰,并最终使所有的读者受益。

前 言

多样化的投资

许多人了解一些投资品种，例如股票、共同基金和房地产都是广受欢迎的投资方式，许多人参与了这种或那种形式的投资，因而较容易获得这方面的基础知识。这些投资品种被普遍认为是较好的投资方式，并给人以正统投资的感觉。当打算投资时，人们通常会进入股票市场，考虑直接购买股票或通过共同基金间接购买股票。一些新投资者认为股市可以理所当然的获取利润，没有认识到风险。不过，通过咨询股票经纪人或金融顾问，投资者是能够认识并控制这些风险的。

购房时，我们所购买的是安全保障和长期增殖。这也是一种投资方式。由于购房者直接深入购房程序之中——看现房、研究房源、与经纪人交谈——房主/投资者能够很好地理解并评估风险。正如初级股票投资者一样，初级房地产投资者也可以通过请教、阅读广泛的专业书籍、聘请经纪人等方式自我提高。

初级投资者学习研究投资市场和投资风险更容易获得成功。初学者很容易获得股票市场和房地产市场这些广泛流传的投资市场的相关信息，可以先进入这些相对较容易的市场。广为接受的市场使得信息较容易获得，而信息的易获得性又更易于新投资者加入该市场。这是一个导致市场迅速发展的良性循环。对于市场

而言，知道的人越多，就越有利于个人进行风险投资。

掌握充分信息的投资者使市场更健全并有利于该市场中的一个投资者，不掌握充分信息的投资者使市场不健全而具危险性。投资者不了解的市场是不会繁荣的。成功的市场最有赖于有学识、充分理解市场的投资者，他们认识到所面临的风险，能够理解不仅有盈利的可能，也会有亏损的可能。例如，明智的股市投资者会制定盈利目标，也会制定止损点（在该点他们将斩仓）。他们务实地判断可以承受的盈亏，并在确定可承受风险的基础上制定风险策略。他们投资于几种投资品种以分散风险，而不是将风险完全集中。他们通过阅读和知识更新而自我完善。

一些市场不适合大多数投资者进行投资，可能需要承担过高的风险、投入过多的资金或具备过强的专业知识。在这些市场中只有小部分专业投资者才能游刃有余。

还有一些市场处于这两种极端之间。这些市场不像股票或房地产市场那样广为人知，然而，具备一定的知识后，许多投资者是可以投资获利并控制风险的。通常，投资大众对这些市场了解较少。由于缺乏了解，市场风险会被夸大，复杂性会被高估，但事实上仅仅是一些术语迷惑或吓退了潜在的投资者。

期权市场就是一个这样的市场，并非广为人知，大多数听说过期权的投资者都认为该市场是高风险和危险的。缺乏了解导致恐惧，了解越少，恐惧越深。作者将以下的投资基本原则作为本书的大前提：

在对某个市场的风险、机会、交易规则和术语有相当的了解之前，不要投资于该市场。

投资顾问所遵守的一个原则叫做“了解你的客户”。股票经纪人和顾问应了解客户的支付能力，客户所愿意并能够承受的风险程度。相同的理论也适用于客户，在投资之前“了解你的投资”。如果聘用股票经纪人或其他金融顾问，也应“了解你的顾

问”，确认顾问在给出建议之前对市场有较深入的理解。

让我们从“了解你的投资”这一原则入手。当听到期权这个词时你有什么反应？有些人将期权和复杂性与风险等同起来，拒绝投资于该市场，认为期权只适合于愿意承担高风险的投机者。这种认识并不正确。期权投资有可能投机性很高，也可能非常保守，这有赖于你所采取的策略。期权市场有多种投资方式，也包含多种不同的策略。期权可用于对其他投资头寸做套期保值，或作为减少可能损失的保护策略。通过学习期权的投资范围，你将克服对期权的疑惧。对市场全面的判断产生于对市场的研究。

如果通过学习，你发现期权市场不适合你，这将是一个全面的判断而不仅仅是片面的看法。不先研究风险和收益的可能性就拒绝一个投资市场，可能意味着机会的损失。任何市场都可能使你获利，不研究怎会知道呢？

期权于 1973 年开始公开交易。当时股票市场已经发展了几个世纪，股票交易的规则已在漫长的岁月中修改完善。相对而言，期权市场的交易和操作历史就短得多。这一不对等性使得很难将期权与股票市场进行比较。人们可能会问：“如果期权不像我所听说的那样具有风险性，为什么进行期权交易的人不多呢？”答案有两点。第一，期权市场发展时间较短，人们还不太了解。第二，尽管期权交易中所涉及的各种投资策略技巧并不像人们所想像地那样复杂，期权的语言是高度专业化的。多数人会因为语言的过度专业化产生疑惧感，不幸的是，期权市场的术语就属于此类。本书的一大主要特点就是，尽力通过例题与说明清楚地阐述术语之后的思维。

由于期权市场相对较新，我们不可能看到在 1929 年股市大崩溃时期权投资的表现，也不可能知道在 20 世纪 50 年代的牛市期权投资者的盈利状况。我们只能将对期权的理解应用于现今市场，大多数投资者也会这样联系。如果你的父母投资于股票，你

可能会对股票市场有较深入的了解，可能会依据父母在股市的经验而对其风险有所评价。但是你的父母不太可能曾经投资于期权市场多年。

今天，期权可投资于多种不同的用途。本书着重于介绍公开交易（即在公开交易所交易）的股票期权的投资策略，或者用于投机，或者用于许多人已经知道的较保守、风险较小的投资。用于投机时，期权是纯粹的风险性投资，一种打赌股票价格的未来移动趋势的方式。在极端保守的投资中，期权可为头寸做套期保值，用于防范股票投资中的亏损。在这两种极端策略之间，还存在着多种可能的投资策略的组合。为确定在投资组合中如何最优化使用期权投资——或先确定期权投资是否适合于你现有的资产——你需要分四个步骤进行评估：

1. 掌握这一高度专业化市场的术语。记住，使新投资者难于理解的不是投资的复杂性，而是语言的复杂性。即使是老练的股票市场投资者对期权的语言也不甚了解，因为股票市场中并没有采用期权市场的许多思维。期权交易员和专家开发了一种自用的速记语言以便相互之间的快速沟通。

2. 从风险角度研究期权市场。按照你所愿意并有能力承受的风险水平分析各种投资思路和策略。不要奢望有一种方法能适合所有人，你的情形与任何其他人都不同，所以一种适合别的投资者的策略不一定适合你。许多投资者和投机者的投资组合中包含期权，他们采用了一系列的投资策略且不尽相同。由于期权有多种可能的投资方式，一个投资者可能同时采用期权的不同策略，甚至是反向策略。例如，由于在股票市场可以拥有反向头寸，因此有需要采用反向期权策略的现实可能性。

正如你所想像的，这就意味着更多种类的风险。股票市场中的传统投资者买入股份，持有，最后出售。然而，一些投资者“做空”，这表示他们出售他们尚未购买的股份。在这种情况下，

就需要承受一种不同类型的风险。做空者可以采用一定的期权投资策略获益。股票投资策略越广，相应的期权投资策略就越广。该论述也适合于风险，如果扩展了你的股票市场投资策略，风险也将相应扩大。

你需要确认自己是一个愿意承担高风险的极度冒险型投资者，还是一个希望避免任何不确定事件的极度保守型投资者。最大可能性是介于这两者之间。正如你按照可接受的风险谨慎地确定买入或卖出股票一样，你也需要对期权使用相同的风险界定。

3. 观察市场。理解报纸上的期权交易数据和股票交易数据。跟踪一段时间内期权价格的涨跌，关注期权价格与资产市场中的价量关系变动的联系。除股票价格之外还有哪些因素影响期权价值？什么时候期权未到期时对价格有正面影响，什么时候有反面影响？明确了影响期权价格的重要因素，你就能够评估各种期权投资策略并选择适合于自己的策略。

4. 设定自己的风险标准。这是在任何投资中最关键的一步。应设定一个特定的目标，因为没有目标你就不知道应该何时买入或卖出，为什么做这种投资，甚至于具体到一种特定的策略是否合适。目标决定了采用的策略及合适的时机。你所做的决策及其是否适用于你的标准和目标，最终决定了你作为一个投资者是否成功。

这一包含四个步骤的评估过程适用于各种投资形式，而不仅仅适用于期权市场。购买股票时，这四个步骤也是有重要作用的。成功的投资有赖于透彻地理解市场的运作方式和风险程度。确定风险之后，跟踪市场，根据市场变化调整投资策略以达到个人目标，这就是成功的投资者与仅仅靠运气的投资者之间的差别。

相对于 20 世纪 70 年代中期的期权投资者和投机者而言，我们已经具有了很大的优势。现在，相对便宜的计算机程序和广泛

使用的上网交易使得期权投资变得迅速、简单，并且大大降低了交易成本。现在你可以获取一度只有经纪人才能获取的信息，可以全天候下单，随时跟踪你的期权投资，享有一度只有主要交易所的交易室中的少数人才能享有的“特权”。

就在不久之前，股票市场的投资方式仍然并不方便，从下达交易指令到指令的执行之间有 15 分钟至 1 小时的延迟是很通常的事情。投资数量有赖于有限的经纪人执行指令的有限能力。现在，尽管我们已拥有了 20 年前不敢想像的电脑化执行与进入能力，也直到近期才有少数专家可以远程监控期权市场。今天，计算机和自动化使得越来越多的投资者可以进入期权市场，这一市场也越来越受到欢迎。随着市场越来越普及，机会也越来越多。

仅有先进方便的技术手段还不够。你的经纪人应该是期权交易方面的专家，能够指引你采用符合投资目标的投资策略。如果你对市场充分了解，可以自己独立作出决策，你还可以通过柜台经纪人直接交易，这样可以节省大笔费用。记住，经纪人是靠收取佣金为生的，他们也许不能完全达到你的期望，因此，当你多次进行交易后，水平可能会高于经纪人，这就是你开始独立决策的时候了。在这个高度专业化的市场中，你应该为作出独立的决策而承担责任。当你聘请经纪人时，所投资的也是你的资金，最终应由你决定如何投资。

本书旨在介绍期权这个高度专业化的市场，指出如何抓住最佳投资机会，帮助制定个人投资目标。本书并不建议采取任何一种行为，甚至不建议你成为一个期权投资者。每个人都是不同的，做一个广泛的假设和一个单一的建议，将违背了创作本书的初衷。本书试图全面细致地讲述期权的术语，解释期权投资，推出实战策略。本书每个章节围绕中心内容循序渐进，将术语与实例相结合，帮助你切实理解每种特定的策略可能产生的结果及风险。风险代表了每种策略的潜在的最大收益和亏损，定义为“利

润区间”和“亏损区间”。

许多案例中考虑了期权的成本、售价和利润，但没有计算经纪人佣金和交易成本。每次买卖期权时，就如同买卖股票一样，需交纳一笔交易费。例题中未考虑该因素有两个原因：第一，每家经纪人收费费率不同；第二，佣金率随交易量变动。例如，通常一笔单个期权交易的佣金会高于5个、10个或20个期权同时交易的平均佣金。作为普遍规律，交易数量或交易金额越大，费率越低。当你比较本书的案例与自有头寸时，请注意在估算利润或亏损区间时考虑经纪人佣金。

你所采取的任何策略都应该是适当的、有利的和可以承担的。没有适用于所有投资者的策略，期权也是如此。不管一种投资策略看起来多么简单、可行、无懈可击，不管在纸面上实行多么成功，都必须经过实践检验。许多投资者往往将决策建立在其他人的建议之上——朋友、家庭成员、经纪人或书本——而没有实地考察。他们忽视了进行实际考察并将信息与现实情势相结合，使用现实的资金，承担现实的风险的重要性。没有实践的分析是不够成熟的，没有分析的实践也是计划不充分的。

收集足够的事实和信息，作出明智的决定，你就可能获得成功。如果你损失了心灵的平静和个人的满足，获得的只有利润，这种努力是不值得的。投资市场的成功应该是个人的成就感与经济利益相结合。部分成就感来自于在一定程度上驾驭一个难于掌握的变幻莫测的市場所带来的满足感。通过将信息、理论与实际相结合，你将走上一条通向成功的光辉之路。

目 录

前 言 多样化的投资.....	(1)
第一章 看涨期权和看跌期权.....	(1)
第二章 期权合约的开立、轧平与跟踪.....	(39)
第三章 买入看涨期权.....	(72)
第四章 购买看跌期权.....	(93)
第五章 出售看涨期权.....	(114)
第六章 选择正确的股票.....	(146)
第七章 出售看跌期权.....	(181)
第八章 组合技巧.....	(197)
第九章 选择自己的策略.....	(245)
词汇表	(262)

第一章

看涨期权和看跌期权

投资方式总的来说只有两种——权益投资和债权投资。权益投资是指购买公司的部分所有权。最典型的权益投资方式是通过股票市场购买股票，每一股份代表公司的部分资产或所有权。债权投资又称为债务“工具”。债权投资是提供给公司的一种贷款，最典型的投资工具是债券。公司、州、市和联邦政府均通过发行债券来进行融资，债券投资者即借款人。



权益投资——一种投资于部分所有权的投资形式，例如购买公司股票。

当你购买了 100 股份时，你可以完全掌握该投资。你可以确定持有该股份多长时间，或何时出售。股票具有实际的价值，因为代表着公司的部分所有权。持有股票你可以收取股息，并且可以参加股东大会进行投票表决。如果股票升值，你

可以获利。你可以依照意愿持有股票多年，甚或一生。股票由于具有实际的价值，可用于交易或用作借款抵押物。



股份——单位公司资产所有权。

当持有债券时，作为借款人也持有实际的价值。你和发行人之间签署了协议，根据该协议发行人承诺支付利息并在特定的到期日支付本金。与股票相同，债券可交易或作为抵押物。债券价值的变动有赖于债券利率相对于市场利率的变动。



债权投资——一种投资形式，贷款以获取利息，例如购买债券。

以上简单的介绍的目的是想引入第三种投资方式。大多数投资者比较喜欢股票和债券是因为它们具有实际的价值，并具有一些实际的特点。投资于股票或债券可获得股息或利息，并且不会有过期失效的危险。对大多数投资者而言，将资金投入一种没有实际价值、过期便无效的投资是不可思议的。设想有一种投资，在一年之内就会变得毫无价值。更有意思的是，这种投资随时间的流逝而贬值。

这些是本书的主题——期权投资的一些特点。尽管乍一看会觉得像期权这样的不具实际价值的投资风险过大且价值太不确定，但是请继续读下去。本书阐述了期权的一系列非常有趣的用法。并不是所有的期权投资方式都像你所想像的那样具有较大的

风险,有一些甚至非常保守。可能你以后会用到期权,期权的多种投资策略显然使投资变得更为有趣。

一份期权合约赋予你执行一项股票交易的权利,即在未来的某个特定的日期或之前,以特定的固定价格买入或卖出 100 股份。当持有一份期权合约时,你并未持有任何股票或是债务头寸,你只享有买入或卖出某个公司的 100 股份的契约权利。由于你随时可以买卖 100 股份,你可能会问:“为什么我需要购买期权合约以获取该权利呢?”答案是期权合约固定了该 100 股份的价格,这就是关键。价格是不断变化的,有时涨跌幅度很大。期权固定了交易价格,因此,不管股票价格如何变动,作为一个期权买方,你已固定了买(卖)的价格。随着时间的流逝,该固定价格就决定了期权的价值。



期权——又称选择权,在未来某个特定的日期或之前,以特定的固定价格购买或出售 100 股份的权利。

期权条款中存在着一些限制。该种权利不是无限期的,只存在于几个月之内。过了到期日之后,期权就没有价值了,因此期权的价值随着到期日的临近而消逝。同时,每一笔期权合约只适用于 100 股份。一笔股票交易的股份数通常是 100 的整数倍,100 也就成为公开交易股份的标准化、可接受的交易单位。投资者有权在市场中购买任何数量的股份,但是购买少于 100 的股份会支付相对较高的佣金。

期权分为两类,一类是看涨期权,又称买入期权(CALL OPTION),期权持有者有权购买 100 股特定公司的股份。每一份期权合约都是与一个特定公司的股票及其每股价格相联系的。购买一个期权,就仿佛有人对你说,“我允许你在从现在开始到

未来某个日期为止的任何时间里，以特定的价格，购买这个公司的 100 股份。为获得该权利，你需要先付给我一定的费用。”



看涨期权——又称买入期权，期权售出者赋予期权购买者的在特定时间内以固定价格购买 100 股份的选择权。

购买期权的费用（期权费）是由合约条款确定的。如果期权合约中确定的每股股份价格优于当前股票市价，期权费将会高一些。期权固定价格越优惠，期权费越高。期权的价值随股票价格的变化而变化。如果股价上升，看涨期权的价值也会上升。如果股价下跌，看涨期权的价值也会下跌。如果投资者购买了一份看涨期权，购买后股票的市场价格上升，投资者会由于期权价值上升而获利。期权价值与特定股票的价值直接相关。

第二类期权是看跌期权，又称卖出期权（PUT OPTION）。该种契约赋予其持有者在未来出售特定公司的 100 股份的权利。买入看跌期权，就仿佛有人对你说，“我允许你在从现在开始到未来某个日期为止的任何时间内，以特定的价格，出售这个公司的 100 股份。为获得该权利，你需要先付给我一定的费用。”



看跌期权——又称卖出期权，期权售出者赋予期权购买者的在特定时间内以固定价格出售 100 股份的选择权。

记住，看涨期权买方希望股票价格上涨，以使看涨期权升

值。看跌期权买方的希望与此相反，他们期望股票价格下跌使得看跌期权升值。看涨期权与看跌期权方向相反，其投资者对股票价格的未来走势亦有相反的预测。

如果期权的买方——不论买入看涨期权或是看跌期权——正确预测了股票的市场价格走势，就可以获利。但是，对于期权还请记住，股票市场价格的该种变动应发生在期权的到期日之前。换句话说，你可能正确地预测了股价的长期走势，但期权仅与股票的短期价格相联系。关键在于期权是有时间期限的，不像股票可以长期持有，债券到期时偿还本金，期权在短期到期日之后就完全失去价值了。由于期权的有效期只有几个月，时间就成为期权购买者能否获得利润或亏损的关键因素。



市场价格——在给定时间或日期的投资的价格。买方愿意付出该价格以获得投资，卖方也愿意收取该价格转移该项投资。

期权的市场价格为什么会随着股票价格的变化而变化呢？关键原因在于，期权仅仅是一项权利，本身并没有实际价值。该权利是与有限时间内的特定股票与特定价格相联系的。因此，如果购买该期权的时机不合适——意味着股票价格的有利变动未能发生在到期日之前——看涨期权或看跌期权的买方将不能获利。

购买一份看涨期权，就仿佛说：“我愿意支付所要求的价格来获取一项合约权利。该权利使我能够在从现在起至特定到期日，以特定的价格购买 100 股特定的股份。”如果股票市价升至期权合约规定的固定交割价格以上，看涨期权价值上升。假设你购买了一份看涨期权，有权以每股 \$80 的价格购买 100 股份。到期日