

期 权

苏英姿 徐胜利 编著

期货经纪人丛书

乔 刚 主编

北京工业大学出版社



中财 B0080280

期货经纪人丛书

期 权

苏英姿 徐胜利 编著

CD17 9/09

中央财经大学图书馆藏书章

总号

451291

F830.9/2/2

北京工业大学出版社

(京)新登字 212 号

451291

• 期货经纪人丛书 •

期 权

苏英姿 徐胜利 编著

*

北京工业大学出版社出版发行

各地新华书店经销

秦皇岛市卢龙印刷厂印刷

*

1994 年 3 月第一版 1995 年 1 月第二次印刷

850×1168 毫米 32 开本 印张:6.538 字数:159 千字

印数:8001~13000 册

ISBN 7-5639-0357-7/F·44

定价:7.20 元

内 容 提 要

期权是金融领域中较复杂较微妙的一种工具。它可以用来保值也可以用来投机。交易者巧妙地使用它,在变幻不定的市场上达到趋利避害的目的。

《期权》一书较详细系统地介绍了期权的基本知识和操作方法。该书可分为两大部分。第一部分(1—4章)介绍期权的基础:期权的定义与分类、期权的定价、合成期权、合成期货和期权套利方式。第二部分(5—7章)介绍期权运用技巧:各种具体的期权保值、交易、套利战略,以及不同目的、不同条件、不同心理的交易者合理的选择。

此外,本书内还附有典型的期权示意图,更为清晰直观地反映了不同期权策略下的收益-损失情况。

期货经纪人丛书

主编：乔 刚

特邀编委：(以姓氏笔划为序)

王家瑞	杜 岩	陈宝瑛	吴 硕
杨庆文	赵凤梧	耿 亮	高铁生
贾履让			

编委：(以姓氏笔划为序)

于海莲	王文军	叶小叶	丛小路
左沃生	乔 刚	李 杰	李 革
李春生	许 勇	刘瑞中	来卫平
陈共炎	张建同	张承旭	张晋生
张卫平	邹德军	武小强	周奇凤
赵学军	谈志琦	梁燕成	黄耀华
廖 一	薛明明		

序 言

近几年来,期货交易在我国已成为继股票证券、房地产之后又一经济热点。自1990年我国第一个以发展期货交易为目标的郑州粮食批发市场成立之后,又陆续有一些重要的商品交易所纷纷在深圳、上海、北京等地设立。1992年下半年以来,期货经纪公司的组建急速发展,企业及居民个人参与期货交易的范围也日益明显扩大。但同时,在我国期货市场的发展过程中,也出现了一些令人担忧的问题。这些问题除了同我国目前正处于新旧体制转化、经济体制及经济政策还存在诸多不适应、期货交易管理机构和期货交易法规建设尚不健全之外,恐怕同我们目前还缺乏足够数量的、高素质的期货经纪人,也有着直接的关系。

众所周知,期货市场是通过交易所会员、期货经纪人而实现其交易活动、并面向全社会开放的。因此,全社会各个方面对于期货交易所的参与程度及状况如何,就同我们是否具有一批高素质的期货经纪人密切相关。期货交易是国际公认的高风险同时也是高智力行业,它不仅需要期货经纪人具有关于期货交易的专业知识,同时还要具备更为广泛的信息收集、整理和判断的能力。能否在我国尽快培养并发展一批高素质的期货经纪人,就成为关系到我国现有的商品交易所和整个中国期货市场能否健康发展的一个重要问题。正是由于如此,我们组织编写了这套以期货经纪人及其他相关读者为对象的期货经纪人丛书。

在我国,要成为一个合格的期货经纪人,首先就要从思想观念上彻底摆脱旧有的经济体制下所带来的习惯和影响,对市场经济的运行规律有一个基本的了解和把握,进而对期货市场的功能、期货交易的原理有一个基本的了解。实践中我们也可以经常发现,很多同志因为过去多年实行计划经济的影响,对现代期货交易不甚

了解,往往是带着现货交易的观念进入期货市场的,这对于他们正确运用期货市场和我国期货市场建设的健康发展,都形成了某种不利影响。所以,对于什么是期货及期货市场、期货交易的基本原理等,应有基本的了解和把握。

当然,对有些关于期货交易的概念,理论上也并没有完全一致的说法。比如,对于什么是期货交易?它与现货交易是怎样一种关系?事实上就存在各种各样的解释。依照我的理解,所谓期货交易是同现货交易相对应的,现货交易一般是指交易双方成交之后当即钱物两清(或在较短时间内进行实物交割),双方实现所有权转移。而期货交易从其最一般的意义来讲,就是指买卖双方成交后在约定的未来的一个时间里进行交割的一种交易方式。但在社会经济实践过程中,期货交易实际上是在上述涵义基础上逐步分化为两种类型:一种是指买卖双方以实物交割为目的而签订的远期合约;另一种则是在高度组织化的交易场所买卖由交易所统一制定的关于某种商品或金融工具的标准化合约。目前,人们通常称前者为远期合约交易(FORWARD TRADE);而称后者为期货交易(FUTURES TRADE)。

还有,对于什么是套期保值?其功能是什么?实际上也存在不同的说法。对于这些概念内涵的解释,本世纪的四五十年代之间也发生了一些变化,著名的经济学大家如凯恩斯、希克斯、卡尔多等,也都曾不同程度地参与过这一讨论。对于套期保值的内涵,他们中间有的讲是“排除”了风险,使套期保值者可以从事“没有风险的经营”;而有的人强调,套期保值只是“减少”了风险而不是“避免”或“消除”了风险。早期对套期保值的解释,一般是指它使套期保值的状况稳定,其目标是确定性;而后来则普遍认为,套期保值者并未能使其状况稳定,而只是实现了不同类型风险的替代。对于套期保值中是否含有投机成分,更是仁者见仁,智者见智。当然,对于广大期货经纪人来说,并不需要陷入这种纯理论概念之争,但若对有关

期货交易的概念没有一定的了解,其从事期货交易的实践也难免会陷入一种盲目性。

作为合格的期货经纪人,除了要对期货市场、期货交易的基本原理有所把握之外,还需掌握能够得以熟练运用的期货交易技巧。我们都知道,在期货交易技巧中,基本上可划分为两大派别,即所谓技术分析派和基本因素派。尽管这些不同的分析方法和派别都有不同的体系和内容,但在实际操作当中,我们不难发现,成功的交易者往往都是将它们兼收并蓄、综合加以运用。期货交易市场往往是一个瞬息万变的市場。任何变化均可给市场参与者带来损失或盈利。因此,在期货交易技巧上,要求期货经纪人必须根据自身的条件和市场的实际状况,将不同的理论和方法加以综合运用,而不是拘泥于某种固定的理论和公式。实践中成功的期货经纪人,都是通过长期的理论学习和实践经验的积累,注意审时度势、灵活运用,摸索和创造出适合自身特点并行之有效的交易技巧和交易方法。如在入市时机、指令的选择、资金的运用、品种的分布、合约期限的长短等各方面作出精心的筹划,以使自身在多变的市场环境中保持相对有利的地位和优势。只有那些在以上诸方面下得苦功、且注意积累成功经验的人,才会以出色的交易技巧提高自身代客交易的成功比例,使其业绩为社会公众及客户所敬佩,也可成为令同行所折服的佼佼者或排头兵。

作为期货经纪人要实现其交易行为,事实上总是要进入某个或某些交易场所。然而,要使其能够成功地参与那里的期货交易,就要求他们对其将要进入的市场的条件与情况,有一个比较好的了解和把握。从国际上来看,虽然不同的期货交易市场在基本规则上都是相通的,如都是实行公开、公平、公正原则,采用会员制、保证金制度等,但在具体的组织方式、上市品种、结算办法等方面,还存在诸多的差别。从我们国内交易所的设置来看,就可区分为由政府出面组办的和由企业自发联合创办的;在组织形式上有的是采

取会员制的事业法人,有的则是具备会员制形式的有限责任公司;在成交方式上,有的采取公开叫价,更多的则采用计算机撮合,有的实现了交易、结算的全自动化,而有的则停留在手工结算的阶段;有的交易所的全部上市品种都是现货或远期合约,有的仅对部分上市品种采用了标准化合约,有的则全部实行的是标准化期货合约;有的交易所尚属于单品种的专业交易所,而有的则成为多品种、多交易池的综合性交易所。如果就交易规则、结算规则等方面来看,各个交易所更是千差万别。这就要求期货经纪人必须深入细致地了解其所要进入的期货市场的具体情况,这样才有可能使其在参与交易过程中,尽量减少一些不应有的失误。

要成为一个成功的期货经纪人,除了应具备以上几个方面的素质外,恐怕还有十分重要的一点,就是要培养一种良好的敬业精神和职业道德。期货交易是高风险行业,同时也可能会带来高收益,所以作为经纪人,在从事期货交易中,就常常会在种种市场机会面前,面临着一种严格的职业道德考验。瞬间的高额收入,常常会使某些意志薄弱者利令智昏,丢掉职业道德,损害客户利益,以牟取个人私利,这也是期货行业纠纷、诉讼繁多的一个重要原因。所谓经纪人的职业道德,恐怕最为重要的就是对客户的忠诚,信奉客户第一、客户至上的原则。这就要求他们在从事期货经纪活动中必须如实地向客户揭示进入市场的风险,及时准确地为客户提供信息,作好客户投资的参谋,竭诚地为客户进行服务,忠诚地捍卫和保护客户的利益等。所以,作为高素质的期货经纪人,除了要熟悉期货交易的基本原理和善于熟练运用期货交易技巧之外,更重要的是能够信守期货行业的职业道德,正确处理自身与交易所、同其他经纪人,特别是与客户之间的关系,凭借着为客户提供优质服务来发展自己的业务和开展同行之间的竞争。也只有那些具备良好职业道德的期货经纪人,才会在激烈的市场竞争中,处于较为有利的地位。同时,良好的职业道德,也是增加自己的客户,壮大自身

在交易所中的市场地位和实力的重要的基础和条件。

显然,在我国期货市场建设刚刚起步,期货交易刚刚有所发展的情况下,要在短时期内尽快培养起一批高素质的期货经纪人,任务是相当艰巨的。然而,正是因为其艰巨而同时对于我国期货市场建设的发展又关系重大,才需要我们为此作出不懈的努力。正是出于这样一种考虑,我们推出了这套有关期货经纪人的系列丛书。这套丛书从理论探讨和实务操作两个方面,以分专题的方式就期货市场、期货交易的一些基本问题进行了阐述,主要内容包括:经纪人,交易所、经纪公司与期货市场,交易所组织与管理,金融期货,期权,期货经纪公司的组织运作与管理,期货合约设计,期货价格分析,期货交易技巧,期货交易的结算与风险管理,期货交易中的计算机操作与管理等。这套丛书主要是以北京商品交易所的高级管理人员为主,同时聘请了部分高校和科研院所的研究人员参加了编写。我衷心地希望这套系列丛书能够对我国期货经纪人队伍的培养和成长有所帮助,也希望它能够对那些对期货交易有兴趣的各类相关人员提供参考。

我国市场经济新体制的建立,呼唤着期货市场,而期货市场的发展与完善,又迫切需要有一支具备足够数量的高素质的期货经纪人队伍。这需要我们社会各界为之共同努力。我相信,经过我们大家的共同奋斗,在中华大地上,一定会迅速崛起一支充满活力的高素质的期货经纪人队伍。他们将会以其优异的业绩,在国际期货行业中扮演重要角色,拥有举足轻重的地位和作用!

乔 刚

1993年12月于北京

序

早在 19 世纪中叶即已出现有组织的农产品期货市场,而现代化的金融期货市场开业到现在刚好是 20 个年头。

战后建立的布雷顿森林国际货币制度到了 60 年代末与 70 年代初期,终因发生几次美元危机而告崩溃。浮动汇率制取代了固定汇率制,也因此国际间汇率和利率的变动幅度远较战后以来的任何时期为严重。这种情况增加了金融市场与国际贸易方面的风险。基于客观形势的要求,美国芝加哥商品交易所(Chicago Mercantile Exchange)所属的国际货币市场部(International Monetary Market division)于 1972 年率先推出外汇期货交易,对金融风险提供了一种抵销手段。

当时的利率变动也影响了有价证券的价格。此外,多年来美国企业对经营管理有成绩的经理往往赠予优先购买股票的权利。战后这种奖励方式已扩大范围,也将该项购买权赠予工作突出的职工并推行职工购买股票计划。这时为了减轻股票价格变动风险,芝加哥交易所(Chicago Board of Trade)筹建了芝加哥期权交易所(Chicago Board Options Exchange),于 1973 年开始对主要交易所上市股票,有选择地开办期权交易。1982 年在英国建立伦敦国际金融期货交易所(London International Financial Future Exchange)从事期货与期权交易。其他工业先进国家也相继开展金融期货与期权业务。

由于期货与期权有一些共同性,一般都是相提并论。两者的主要区别是:期权交易是给予买者或卖者有权在规定时期内,按约定价格买进或卖出有价证券或其他金融资产的一种契约,到期时买

者或卖者并无义务必须履行契约规定的条款。期货契约规定买者或卖者虽有权进行买卖,但到期必须履约。

20 年来金融期货业务发展迅速。就期权而论,目前各种金融资产如股票、股票市场指数、国库债券、金边债券、美元、英镑、马克与日元等汇率均有期权交易。除上面涉及的交易所外,纽约证券交易所、美国证券交易所和芝加哥交易所等均开展期货与期权业务。根据伦敦国际金融期货交易所的统计,该所 1987 年订立的期权契约已超过一百万份。

被国际清算银行被誉为金融创新手段的期权,国内一般人士尚知之甚少。为了配合我国金融改革的需要,北京大学经济学院徐胜利、苏英姿二位同志结合教学工作,参考国外最新著作,撰写了《期权》一书。全书分为七章,比较详细地论述了期权的分类、定价、风险、套利方式、保值、交易和套利战略等七个方面,既有理论分析,又有实际的运用,是国内首次系统地论述期权理论与实务的著作,内容新颖、文笔谨严。通过本书,读者能够获得对期权交易比较全面的了解。本书为我国今后的金融改革提供了颇有价值的参考文献。因此,该书的及时出版是值得我们庆贺的。

范家骧

于北大燕东园竹林深处之家

1993 年 7 月 2 日

目 录

第一章 期权交易的基本知识·····	(1)
第一节 期权的定义和分类·····	(1)
第二节 期权的收益与损失·····	(8)
第二章 期权的定价·····	(14)
第一节 影响期权价格的基本因素·····	(14)
第二节 期权的定价·····	(19)
第三节 市场易变性·····	(31)
第三章 风险与可能性·····	(36)
第一节 期权市场的风险·····	(36)
第二节 可能性的测定·····	(36)
第三节 合成期权与合成期货·····	(40)
第四章 期权套利方式·····	(59)
第一节 垂直套利·····	(59)
第二节 水平套利·····	(89)
第三节 对角套利·····	(98)
第四节 运用期权套利策略需注意的问题·····	(108)
第五章 保值篇·····	(112)
第一节 保值的含义·····	(112)
第二节 蝶他保值·····	(118)
第三节 外汇期权与保值·····	(122)
附录 1 利率期权与保值·····	(130)
附录 2 债券期权与保值·····	(131)
附录 3 保证金制度下的期权交易·····	(133)

第四节	交叉保值·····	(134)
第五节	篱笆战略·····	(140)
第六节	动态买方期权空头保值·····	(145)
第七节	两种零成本期权·····	(147)
第六章	交易篇 ·····	(153)
第一节	基本原则·····	(153)
第二节	价格的决定因素·····	(157)
第三节	时间价值与期权交易·····	(162)
第四节	易变性交易·····	(166)
附 录	几个常用的参数·····	(184)
第七章	套利战略篇 ·····	(187)
第一节	转换战略·····	(187)
第二节	逆转换战略·····	(190)
第三节	应用实例:合成期货与合成期权·····	(193)
第四节	盒式套利战略·····	(198)
第五节	一些难点·····	(206)

第一章 期权交易的基本知识

期权是一种非常微妙的金融手段,几十年来人们一直使用着这种方式为自己的交易活动避免风险或投机获利。近年来,期权交易的发展尤其引人注目,广泛地应用于谷物、资本等实物、股票、利率等金融资产的交易当中,在国内、国际金融市场上都占有相当的地位。

本章将着重介绍期权交易的有关概念、术语和市场的基本机制。

第一节 期权的定义和分类

一、期权的定义

期权是指期权的购买者拥有的一种权利,而非一种义务;在一个预先规定的时间或在这个时间之前,以一个预先规定的价格进行买或卖。为了取得这一权利,期权的购买者需在购买期权时向卖方付出一定数量的保险金。其中预先规定的时间叫做期权的到期日;预先规定的价格叫做期权的执行价格,它是与当时市场上的现行价格相对应的。保险金则是期权的价格。

从上述定义中,我们可以看出:期权的购买者不必到期一定按执行价格进行买卖,因为期权不是义务。因此,如果期权的购买者认为现行的市场价格比协议中的执行价格对他更有利,他便会放弃对期权的执行。

二、期权的分类

期权的分类标准有许多种。按不同的标准可以将期权分为以下几类：

- (1)按期权所赋予的权利不同,可分为买方期权和卖方期权。
- (2)按交易环境的不同,可分为交易所交易期权和柜台式期权。
- (3)按期权的金融载体不同,可分为实物期权、股票期权、外汇期权、利率期权、期货期权等。
- (4)按期权的执行时间不同,可分为欧洲式期权和美国式期权。

下面我们详细地介绍各类期权。

1. 买方期权与卖方期权(Call and Put)

这一对期权是最基本的期权分类。买方期权是指期权的购买者拥有一种权利,而非义务,在预先规定的时间以执行价格从期权出卖者手中买入一定数量的金融工具。为取得这种权利,期权的购买者需在购买期权时付给期权出卖者一定数量的保险金。

卖方期权是指期权的购买者拥有一种权利而非义务,在预先规定的时间以执行价格向期权出卖者卖出规定的金融工具。为取得这种卖的权利,期权购买者需在购买期权时付给期权出卖者一定数量的保险金。

按照惯例,所有的买方期权属于同一大“类”,所有的卖方期权属于同一大“类”。买方期权中或卖方期权中具有同一到期日的属于同一“属”。例如:关于欧洲美元期货的买方期权中所有同时在1987年11月到期的,叫做同一“属”。当达到到期日时,期权所赋予的所有权利都失去了。因此,期权的到期日是期权有效生命的结束。

期权的到期日须同期权的执行日相区分。期权的执行日是期

权实际实行的那一天,即在那一天期权的购买者实际进行买或卖。期权的到期日是期权所赋予的买或卖的权利可能被实施的最后一天。

在同一属的期权中,还可按期权的执行价格的不同分为不同的“种”。例如:1987 年 12 月到期的欧洲美元期货买方期权,执行价格为 90、92、94、96 的,分别属于不同的“种”。

从下表中可以清楚地看出期权的类、属、种的概念的内涵及相互联系。

表 1.1 期权的类、属、种

	类	属	种
卖方或买方期权	买方期权 (call)		
到期日		1987 年 12 月到期的买方期权 (Dec. '87call)	
执行价格			1987 年 12 月到期的执行 价格为 86 的买方期权 (86Dec. '87call)

2. 交易所交易期权与柜台式期权

交易所交易期权是一种标准化的期权,它有正式规定的数量,在交易所大厅中以正规的方式进行交易。例如,IMM12 月的 1.80 远期外汇买方期权合同表示,在 12 月的第三个星期五或在此之前,于芝加哥商品交易所大厅,以 1.80 的汇率买进 62 500 英镑。

柜台式期权是期权的出卖者为满足某一购买者特定的需求而产生的,它并不在交易所大厅中交易。例如,一个英镑买方期权可以是在 4 月 23 日到期的,以汇率 1.810 7 进行交易,交易量也不是标准化的,可以为 207 501 英镑。

交易所交易期权与柜台式期权之间有许多差异,两者也各有优势。

从市场种类看:交易所交易期权是在交易所大厅公开喊价,有的市场有专家组织,有的是依赖市场创造者。柜台式期权则是由交