



CONQUERING
CHINA'S
OPTION
MARKETS

期权实战 一本通

决战中国期权

投机获利 · 风险管理 · 实战必备

张嘉成 周博/等著



机械工业出版社
China Machine Press



期权实战

一本通

决战**中国期权**

张嘉成 周博/等著



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

期权实战一本通：决战中国期权 / 张嘉成等著. —北京：机械工业出版社，2013. 10
ISBN 978-7-111-44295-0

I. 期… II. 张… III. 期货交易—基本知识 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 234922 号

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

期权对中国而言属于新的金融衍生工具，几乎所有投资者都没有实际操作经验，同时相关知识较为艰涩难懂，本书期望以务实的思路，贴近实战的角度，让投资者先从应用的方式入门，逐步认识工具特性，逐步累积堆迭知识，搭配实际案例，协助投资者深刻地理解期权功能，了解期权适用时机、套期保值、套利操作以及各种交易策略的相关用法。期望投资者能借由此书的引导，找到一个比较有效率的期权学习路径，顺利在实盘交易中实践，并取得一定的成果。

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：蒋桂霞 版式设计：刘永青

中国电影出版社印刷厂印刷

2013 年 10 月第 1 版第 1 次印刷

170mm × 242mm · 18.25 印张

标准书号：ISBN 978-7-111-44295-0

定 价：69.00 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) 68995261 88361066

投稿热线：(010) 88379007

购书热线：(010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱：hzjg@hzbook.com

主 编：

张嘉成 永安期货金融机构业务总部总监

参编人员：

- 周 博 永安期货北京研究院金融期货部部长
王晓宝 永安期货北京研究院金融期货部期权分析师
刘 骏 永安期货上海营业部副总经理
单 珊 永安期货沈阳营业部国际业务部经理、金属事业部副经理
费 兴 永安期货沈阳营业部客服部主管
田迪龙 永安期货沈阳营业部资深客服经理
于兴海 永安期货沈阳营业部钢铁事业部主管
盖有东 永安期货商品事业部分析师
何蓝波 永安期货长沙营业部研发岗
张水兰 永安期货南昌营业部信息研究部
黄克显 永安期货瑞安营业部投资咨询部经理

推荐序

期权和期货是两大基础性风险管理工具。我国期货市场经过多年发展，商品期货已成为全球主要的市场之一，股指期货和国债期货也已上市交易。期货市场在国民经济发展中的积极作用越来越显著。我国广大投资者对期货已经比较熟悉，而对期权的了解较为陌生。

期权是最古老的风险管理工具。《汉谟拉比法典》、《圣经》中都有期权雏形的影子。公元前 14、15 世纪，腓尼基人和罗马人在船运中运用类似期权的合约管理风险。近代期权市场起源于 1531 年成立的新安特卫普交易所，其“权利金交易”是场内交易期权合约的原型。此后，阿姆斯特丹、伦敦等地也开始交易期权。

早期的期权都在场外交易，成交并不活跃，交易规模增长缓慢，直至场内期权市场的建立。1973 年 4 月，芝加哥期权交易所（CBOE）正式上市交易股票期权，掀起了期权市场快速发展的序幕。自诞生之日起，场内期权一直保持着强大的发展力，市场规模持续增加，创新层出不穷。品种从股权类拓展至利率类、汇率类和商品类，市场从美国蔓延至全球其他成熟市场、新兴市场。2000 年，全球场内期权成交总量首次超过了期货。目前，全球成熟市场和主要的新兴市场都有期权产品，期权已经是一个种类繁多、功能强大、应用广泛的风险管理工具，和期货一起成为现代金融体系的有机组成部分。

经过 20 多年的探索和实践，我国资本市场不断发展壮大、走向成熟，正在经济发展中发挥着重要作用。目前我国资本市场仍处在新兴加转轨的阶段，市场情况比较复杂。面对日趋复杂的国内外不确定的因素，规避风险的市场需求愈加强烈。健全风险管理市场是我国资本市场发展面临的一项重要任务。风险管理市场是个庞大的市场，市场要健康发展，仅仅依赖期货是不够的，必须要有期权的同时存在。期权和期货构

成了完整的场内交易风险管理市场的产品体系。这如同股票多层次市场体系的构成，经济发展的需要和投融资的需求决定了股票市场既要有主板也要有创业板市场。

从期权产品特性来看，期权具有独特的功能与作用。风险收益的非对称、权利和义务的分离，是期权与股票、期货等其他金融工具最大的不同。期权是一种更为精细的风险管理工具，不仅能提供简便易行的“保险”功能，还可以使投资者在管理风险时不放弃获得收益的机会。期权能够有效度量和管理市场波动的风险，是管理波动风险最有效的工具。

风险收益的非对称性、交易的灵活性使得期权成为激发市场创新的最常用的基础工具。期权大量应用于产品构建，成为各种保本和高收益等结构化产品的基本构成要件，以及发行备兑权证等产品的风险对冲工具。

从期权与期货的关系看，期权的推出能够有效推动期货市场的发展，从而完善整体风险管理市场。首先，期权和期货功能有某些相似之处，但两者产品性质不同，市场定位不同，投资者结构也不尽相同，是两类完全不同的产品。其次，两者发展相互促进。期权和期货能够互为风险对冲工具。持有期货头寸的投资者往往使用期权管理风险。期权的做市商有时也使用期货对冲持有期权头寸的风险。再次，期货、期权和标的资产的价格之间存在关联性，能够相互制衡，避免价格出现严重不合理的情形，有利于各个子市场的理性运行。

从期权与现货市场关系看，大多数研究结论认为期权有利于推动现货市场的发展。期权对标的现货市场有什么样的影响，是社会各界都非常关注的问题，并进行了大量实证研究。研究并没有统一结论，大多数研究认为期权能够改善投资者交易行为，有效降低现货市场波动性，提高现货市场流动性，增加现货市场成交量和提高现货市场资产的成交价格，对标的现货市场产生积极正反馈效应。

对我国资本市场来说，期权是新的产品，绝大多数投资者都不了解期权的特性和风险状况，投资者教育是重中之重。充分、深入地进行投资者教育，有效避免投资者盲目入市、过度交易，是期权市场功能有效发挥的保障。《期权实战一本通》一书浅显易懂，循序渐进，贴近实务，内容全面，对基础知识的介绍和实战策略的描述都很到位，相信会对期权投资者大有裨益。

胡政

中国金融期货交易所党委副书记、董事、副总经理

2013年9月

序言

“元年”这两个字狭义的解释是第一年，而广义的解释则是开始的意思。中国期货市场无疑即将迎接第一个期权标的的挂牌，这是中国期权元年，但我更希望大家把这个“元年”当成中国期权时代的开始。我们何其有幸能刚好碰到期权市场的到来，踩在中国期货市场大发展的浪头上。我也非常荣幸能组织永安期货的同仁们，为出版中国第一本实务角度的期权工具书而共同努力。我们期望本书的内容与编排能让投资人找到比较有效的学习期权的方法，最后顺畅地运用在实务交易上，也希望投资人能把本书当成接触中国期权的入门书籍。

期权知识是多维度的组合，既宽又广，不但有深度，而且绵密，让投资人学习或认识期权有较高的门槛。有些原本兴趣浓厚的投资人，因为学习顺序安排不当，造成吸收不易、进展缓慢，最后干脆放弃的结果。期权是个金融工具，是用于交易的。除了本身是期权领域的专长或者操作单位之外，大部分投资人的学习顺序应该是从简单的应用开始，让自己先学会期权工具的实务应用。一段时间之后，对期权有了初步的了解后，再进一步学习深奥的公式与模型，可能就会比较容易了。实务应用与理论研究相互交错，产生正向循环才是一个比较好的学习轨迹。

本书定位于工具辅助与入门引导，目的是在大家读完之后，不是希冀完全把期权熟透，而是当以后在实务交易上遇到任何问题时，大家有能力知道问题在哪里，知道去哪里找数据，知道去哪里找答案，听得懂别人的解答，看得懂解答的材料，最后顺利解决自己的疑问。

张嘉成

编委会

推荐序 (中国金融期货交易所 胡政)

序言

引导篇

迎接中国期权时代，你准备好了吗

第一章 迎接中国期权元年 / 2

第一节 期权于中国期货市场的重要性 / 2

第二节 期权在日常生活中的应用 / 3

第三节 期权交易的重要性与必要性 / 5

第二章 期权的历史回顾与未来 / 7

第一节 期权的发展历史 / 7

第二节 全球期权成交状况 / 10

第三节 中国期权准备状况 / 20

第四节 中国期权发展的愿景 / 22

第三章 认识期权合约 / 26

第一节 商品期货期权合约解说 / 26

第二节 金融期权合约解说 / 34

第三节 期权合约种类说明 / 39

第四节 三种状态合约图解 / 43

第四章 认识期权价格——权利金 / 45

第一节 权利金的组成 / 45

第二节 影响期权价格的因素 / 51

第三节 敏感性参数解说 / 54

第五章 期权的定价 / 59

第一节 看涨期权与看跌期权的平价理论 / 59

第二节 看涨期权与看跌期权的上下界 / 62

第三节 定价模型介绍 / 65

第四节 定价模型的应用 / 70



观念篇

期权重要观念

第六章 期权的基本操作法 / 76

第一节 买入看涨期权 / 76

第二节 卖出看涨期权 / 78

第三节 买入看跌期权 / 79

第四节 卖出看跌期权 / 81

第七章 买方与卖方的观念 / 84

第一节 买方代表的意义 / 84

第二节 卖方代表的意义 / 85

第三节 买方与卖方的优劣比较 / 86

第八章 期权的功能 / 89

第一节 风险管理工具 / 89

第二节 套利工具 / 92

第三节 投机操作工具 / 100

第九章 使用期权套期保值的观念 / 108

第一节 套期保值的基本观念 / 108

第二节 交割的套期保值观念 / 111

第三节 不交割的套期保值观念 / 111

第十章 商品（实体）资产的套期保值 / 113

第一节 商品的风险来源 / 113

第二节 产业上下游分别的套期保值需求 / 118

第三节 套期保值流程与步骤 / 120

第四节 套期保值案例分析 / 123

第十一章 金融（虚拟）资产的套期保值 / 131

第一节 各种机构客户的风险敞口日趋增加 / 131

第二节 期权套保特征与主要策略介绍 / 133

第三节 套期保值案例分析 / 145



操作篇

期权的投机操作

第十二章 期权投机操作的决策流程 / 156

第一节 期权投机操作的基本意义 / 156

第二节 投机操作决策流程图 / 158

第三节 投机操作步骤解说 / 159

第四节 方向的评估 / 162

第五节 速度的评估 / 163

第十三章 执行价格的选择与权利金的衡量 / 172

第一节 三种状态的合约 / 172

第二节 几个执行价格的选择 / 173

第三节 历史波动率与隐含波动率的思考 / 175

第四节 时间价值的思考 / 179

第十四章 期权的特殊指标 / 181

第一节 期权未平仓量的意义 / 181

第二节 总未平仓量与个别未平仓量的观察 / 182

第三节 成交量之卖权/买权比 / 185

第四节 未平仓量之卖权/买权比 / 186

进阶篇

期权的进阶策略

第十五章 期权复式策略 / 190

- 第一节 风险有限收益无限的交易策略 / 190
- 第二节 风险无限收益有限的交易策略 / 192
- 第三节 风险有限收益有限的交易策略 / 194
- 第四节 保护式看涨期权与掩护式看跌期权 / 200
- 第五节 多部位组合策略 / 202

第十六章 做市商策略与运作介绍 / 209

- 第一节 套利策略 / 209
- 第二节 价格错估的监控策略 / 223
- 第三节 波动率交易 / 224
- 第四节 做市商的一天 / 230

风险篇

期权的风险管理

第十七章 期权的风险管理方法 / 236

- 第一节 Δ 风险值与 Δ 中性 / 236
- 第二节 Γ 、 Θ 的管理 / 238
- 第三节 敏感性参数中性综合管理 / 241
- 第四节 VaR 与情景分析 / 244



备战篇

面对期权，你该准备什么

第十八章 各种身份的准备 / 250

第一节 期货商的准备 / 250

第二节 产业客户的准备 / 254

第三节 金融机构的准备 / 255

第四节 资产管理单位的准备 / 257

第五节 一般投资人的准备 / 259

第六节 研究员的准备 / 261

附录 名词解释 / 262

参考文献 / 268

后记 / 269



引导篇

迎接中国期权时代， 你准备好了吗

中国即将迎来风险管理领域中极为重要的工具，那就是“期权”。国际成熟市场已经向我们展示与参考了期权的发展路径与方法，市场规模已经超过期货，个别品种期权交易量更达期货的十数倍，以中国历经20个年头的努力而创下的期货市场荣景，毋庸置疑，期权在中国的未来肯定有着无法想象的发展空间，当然也意味着当代的中国期货人即将肩负起期权发展的重任，所以大家都得做好万全准备，共同迎接中国期权时代的来临。

迎接中国期权元年

历史都是得从元年开始写起，时值 2013 年的中国期货市场，中国的期权历史即将翻开正式的第一页，这是一件值得庆祝且兴奋的事情，但高兴之余，总得知道期权这个工具在中国的重要性以及该怎么运用，才能取得较好的起步。

第一节 期权于中国期货市场的重要性

2010 年中国已经正式超过日本成为全球第二大经济体，整体规模在世界的供给与需求的环节里扮演着至关重要的角色，但国际经济环境日渐成熟，金融交易日趋科技化，造成各种金融商品价格波动越来越激烈，而规避价格波动的基础衍生工具中，期权是唯一一个非线性的工具。期权的推出除了提供给中国市场一个稳定生产与销售价格的利器，也可说是间接为了稳定全球市场而推出，其重要性不言而喻。

一、实体企业需求庞大

2013 年，中国仅有 31 个商品期货，一个股指期货，一个国债期货，没有期权，却具有全球第二大股票市场、第五大债券市场，且连续三年成为第一大进口国与第二大出口国，实体企业的需求不仅庞大，还在增加中。风险对冲工具的完善与知识的普及显然是迫切且重要的课题，但目前仍有许多实体企业没有管理价格风险的意识，借着期权的上市或许能让企业有新的思考与作为，因

为价格风险的管理对企业而言刻不容缓，没有逃避的理由。

二、风险管理体系的完整化

一个完整的风险管理体系包括场内市场与场外市场，场外市场需要很多中介机构提供风险管理的服务，2013年期货公司成立的风险管理子公司就是这种中介机构之一。而风险管理则包括期货、远期合约、期权、掉期（互换）等四种基础衍生工具，目前中国仅有前两项，期权与掉期则尚未上市，而期权显然比掉期重要，因为目前许多掉期合约已经标准化，在集中市场交易，功能性跟期货差不多，同时期权又是唯一一个非线性的工具。对于完整风险管理体系而言，期权的上市无疑是重要的。

三、取得战略品种价格的话语权

中国许多原材料的生产量、消费量、进口量、出口量都占据全球前几位，但中国对大部分原材料都仅是价格的接受者，话语权的力量很小，其中一个原因就是风险管理的工具与体系不完整，期权还没上市代表着风险管理的手段受限制，另一方面也代表着风险管理人才与技术都缺乏。在这样的情况下，中国当然对这些重要的原材料价格不会也不可能拥有话语权，所以借着最近几年金融创新步调加快的情况，赶快完整风险管理体系，赶紧完善基础衍生工具，才能具备取得战略品种价格话语权的条件与实力。

第二节 期权在日常生活中的应用

期权这个金融工具是20世纪金融创新的产物，它极大地丰富了风险管理领域的功能，但正因为如此，投资大众普遍都被这个金融创新的大帽子震慑住了，认为金融创新的工具肯定困难且复杂，但其实有很多观念在日常生活的买卖行为中已经存在许久，投资人或许早已接触类似的交易，本节将以几个日常的交易行为说明期权的观念。