

原文第三版

選擇權 賣方完全指南

打造穩定收益策略，從基礎到進階全面掌握

THE COMPLETE GUIDE TO OPTION SELLING

How Selling Options Can Lead to
Stellar Returns in Bull and Bear Markets,
3rd Edition

JAMES CORDIER **MICHAEL GROSS**

詹姆士·柯迪爾

—— 著 ——

麥可·葛羅斯

陳季伶

譯

目錄

CONTENTS

致謝

007

前言 |

008

PART 1

賣出選擇權：賣方的理由與實務程序

Chapter 1 | 選擇權賣方的祕密 016

——世界上表現最出色，卻鮮為人知的投資策略

Chapter 2 | 「誰」在賣出選擇權？ 030

——30 年選擇權市場中得到的啟示

Chapter 3 | 為何賣出選擇權？ 038

——選擇權賣方的 7 個主要優勢

Chapter 4 | 選擇權買方與選擇權賣方策略 063

——誰會勝出？

Chapter 5 | 極具優勢的選擇權賣方交易 089

——介紹期貨選擇權

Chapter 6 SPAN 保證金	115
——獲得高報酬的關鍵	

PART 2

選擇權賣方策略和風險控制

Chapter 7 如何正確賣出選擇權？	130
——4 步驟×3 技巧計畫賣出選擇權	
Chapter 8 價差策略的使用和濫用	168
——如何避免別人賺走你的錢？	
Chapter 9 我們推薦的價差交易策略	199
——真正適合個人投資者的價差交易策略	
Chapter 10 有史以來最好的賣出選擇權策略	227
——比率貸方價差交易策略	
Chapter 11 賣出選擇權的機制	242
——有關流動性、時機、下單、指派、停板等的快速提示	
Chapter 12 管理賣出選擇權的風險	257
——做好防守，方能制勝	

PART 3

市場分析與選擇權賣方交易

- Chapter 13 | 基本面概念 286
——關於商品市場中賺錢的真相
- Chapter 14 | 特定市場的關鍵基本面因素 308
——要觀察哪些面向，以及如何尋找資訊
- Chapter 15 | 季節性趨勢在選擇權交易中的應用 335
——最強大的獲利法則
- Chapter 16 | 最適合賣出季節性選擇權的市場 357
——季節性新手入門指南
- Chapter 17 | 簡化波動率 390
——最常被誤解的選擇權要素
- Chapter 18 | 如何建構選擇權賣方投資組合 403
——關於建立權利金階梯的建議

PART 4

開始實踐

- Chapter 19 | 選擇權賣方新手常見的 6 個錯誤 418
——如何節省你的時間、金錢和煩惱
- Chapter 20 | 尋找一位好的經紀人或資金經理人 432
——選擇合適的專業人士，是最好的交易決策
- Chapter 21 | 將賣出選擇權作為投資 449
——常見問題清單

——快速回顧全書章節重點

致謝

參考資料及來源 ACKNOWLEDGEMENTS

476

特別感謝我們在摩爾研究中心 (Moore Research Center)、ivolatility.com、The HighTower Report 和 CQG, Inc. 的朋友，為本書所提供的圖表、圖形和資料。他們是這個業界最出色的人才。

還要特別感謝我們的同事大衛·梅沃利 (David Mevoli)。感謝他尋找、蒐集和研究事實、圖表、圖形，以及其他我們有需要的地方提供協助。他是一位真正的專家。

最要感謝的是我們的客戶，在過去、現在和未來，如果沒有他們，這一切都不可能實現。他們是世界上最敏銳、最頂尖的投資者，我們很榮幸能夠為他們服務。



致謝

ACKNOWLEDGEMENTS

特別感謝我們在摩爾研究中心（Moore Research Center）、ivolatility.com、The Hightower Report 和 CQG, Inc.的朋友，為本書所提供的圖表、圖形和資料。他們是這個業界最出色的人才。

還要特別感謝我們的同事大衛·梅沃利（David Mevoli）。感謝他尋找、蒐集和研究事實、圖表、圖形，以及其他我們需要的地方提供協助。他是一位真正的專家。

最要感謝的是我們的客戶，在過去、現在和未來，如果沒有他們，這一切都不可能實現。他們是最敏銳、最頂尖的投資者，我們很榮幸能夠為他們服務。

前言

INTRODUCTION

恭喜！你購買了一本將徹底改變你投資看法的好書。雖然許多書都曾經做過相同的承諾，但真正能做到的卻寥寥無幾。你將會發現，這本書真的做到了。

過去幾年，讓財富自動成長，變得越來越複雜和困難。幾十年來，我們所熟知的世界正在快速演變，甚至在某些情況下，快到讓我們難以招架。股票、債券和房地產等傳統投資工具和標的，要麼停滯不前，要麼如同戰鬥機墜毀的速度般劇烈漲跌。政客和官僚們現在插手干預，想要影響原本應該存在、也曾經存在的自由市場。經濟在同樣的壓力下時而搖擺不定、時而停滯不前。現在市場所進行的許多事情，似乎都是人為操控的。關於市場新聞，我們觀看公共事務衛星有線電視網（C-Span），以了解政府內部辯論如何影響市場，和觀看全國廣播公司商業頻道（CNBC）等商業新聞的頻率不相上下。

身為投資者的你，在努力工作多年之後，希望讓你的資金為你賺錢，但是卻因為各種不確定因素，讓你的投資選擇變得比以往困難。即使景氣好轉，投資者也會對接下來將發生的事情，保持謹慎態度。沒有穩定可言、沒有什麼能夠掌控，沒有什麼能讓你對未來充滿信心。唯一不變的就是，情況隨時都在改變。

我認識許多投資者，能夠獲利就已經相當滿足，根本不敢想有兩位數的報酬。而對大多數人來說，每年有 20%、30%、40% 甚至 50% 的投資報酬率，聽起來就像天方夜譚般難以達成。對你來說也是這樣嗎？

你是否對現代投資「買進然後祈禱上漲」的方式感到筋疲力盡？你是否厭倦了你的錢被股票或其他資產的走勢綁架？你是否感到無力抵抗政府、媒體、經濟或地緣政治的力量？

如果你擁有一個投資方案，可以不受世界、股市、政府或中央銀行局勢的影響，而且每年都能獲利，你會不會因此感到自由和富足呢？如果你有信心你的投資幾乎在任何市場都能表現出色，那又會是什麼樣的感受呢？

如果你真的希望你的投資可以穩定地獲得報酬，而不受市場波動的影響，那麼你即將聽到一些好消息。

有一種方法可以讓你在投資中獲勝。賭場和保險公司都知道這個方法，每年都藉此賺取大量財富——賭場提供 21 點遊戲，保險公司賣出保單以收取保費，他們所玩的遊戲，本質上都是相同的，那就是利用機率來賺取利潤，也就是說，賭場和保險公司掌握著機率優勢，並從中獲利。

你可以和利潤驚人的賭場及保險公司，採用相同的策略來投資。這個策略就是——賣出選擇權（selling options），這是一種相對不太為人所知、且尚未被廣泛宣傳的投資方式。

當你使用這種方式進行投資時，市場條件、政治環境或季節變化，都不會對你的投資產生太大影響。這種投資方式完全獨立

於傳統的股票、債券或房地產之外。

最棒的是什麼呢？即使是那些熟悉買進或賣出選擇權的人，也很少有個人投資者知道以下你即將要學習的概念。

警告：如果你想靠一筆小錢一夜致富，那麼這本書可能不適合你，請你選擇下一本選擇權書籍。如果你正在尋找以教科書形式編寫的「1001 種交易選擇權方法」，那麼也請你繼續尋找別本。如果你喜歡聽華而不實的電視節目或網路上的選擇權大師（他們一生中從未管理過資金）告訴你，只要你掌握了他們的「選擇權知識」，就能輕鬆致富，那麼你也來錯地方了。

這本書介紹的，是一種簡單的投資策略，適用於某種被低估的資產類別，如果你能夠掌握這種策略的規則，你就可以有效獲利（**提示：**但大多數人都不了解）。

說實話，那些承諾教你「關於選擇權的所有知識」的大師、書籍和課程，都只是在胡說八道。即使像我這樣從事選擇權交易長達 30 年的老手，也只是初步了解「關於選擇權的所有知識」罷了，而那些做出這種承諾的選擇權書籍，大多數都只是在重複相同的基本常識。它們告訴你該做什麼，卻沒有告訴你實際上應該怎麼做。

這是因為大多數寫這些書籍、教這些課程，以及主持相關電視節目的主持人，都不是專業的資金管理者。坦白說，如果他們真的是相當傑出的選擇權交易者，早就成為專業的交易員了。那裡才有錢賺，才會吸引最優秀的人才。世界上最優秀的選擇權交易員，可能都是你未曾聽說過的人。

我毫不諱言，我正是以管理資產謀生，而且報酬豐厚。我也毫不掩飾地說，我撰寫這本書的部分動機，是為了吸引新的投資者或客戶。然而，閱讀這本書的大多數人並不會成為我的客戶，因為大多數人沒有足夠的資金，或是不符合成為我公司客戶的條件。然而，對於那些資本較少、想自己進行投資、或只想透過兼職與半被動方式來增加收入或財富的人來說，這本書非常適合你。這些知識不該只為有錢的投資者保留，而且我分享這些知識並不會造成任何損失。事實上，我認為分享這些知識是我的責任。

自 2009 年以來，隨著選擇權在主流投資者中越來越受歡迎，市場上也出現越來越多的選擇權資訊。雖然有一些資訊是好的，但對於想要增加淨資產的個人投資者來說，大多數的資訊卻毫無用處。

你花錢買了這本書，就應該得到一些實用的賺錢知識和技巧。即使我們今後可能不再有交集，我也真誠地希望這本書能為你帶來實在的幫助。

此外，我還希望你能把這本書單獨擺放，遠離其他的選擇權書籍，以免被其他資訊干擾。

我不像大多數宣傳自身選擇權知識的大師，沒有要向你推銷課程、研討會或整套 CD，因此你可以放心，你在這裡獲得的知識，是來自一位已經執行這些策略數千次的專業投資組合經理人。這裡傳遞的是真實的資訊，雖然不一定像教科書上那樣整齊美觀，但是直截了當、不加修飾，而且有效。你可以將你從這本

書中獲得的知識，實際應用在你的投資組合當中。當你找到一個持續有效的方法時，就不需要再去尋找其他 1001 種方法了。

大多數投資或交易書籍，都希望教你如何提高成效（例如買對股票、更精準地抓住交易時機、看懂不同的趨勢等），但這本書要介紹的是一種全然不同的賺錢方式，這個方式存在於主流投資市場外的另一個平行世界。你會發現，這個賺錢方式的參與者，主要是高資產投資者、對沖基金經理人和運用私人資金的投資者。

我們認為有必要讓你知道這種賺錢方式的存在。

我們是怎麼知道的呢？因為在過去 15 年裡，我們一直和執行這種策略的人們共事。當麥格羅—希爾（McGraw-Hill）邀請我們撰寫這本書的第三版時，我們認為不能錯過這個機會，因為可以幫助投資大眾掌握財務主導權。

在這本書當中，你將會接觸一個可能一開始會讓你感到陌生的資產類別。但請耐心看下去，我向你保證，它並不會像你想像中那麼困難或嚇人，只是以前沒有人正確地向你解釋過。

如果你是專注於股票選擇權的人，並認為自己只對賣出股票選擇權感興趣，我勸你先不要放下這本書，因為你將會學到一些東西，為你打開一個全新的世界。我承諾要改變投資大眾對投資的看法，當然也包含股票選擇權交易者。

你會發現這本書避免了大多數選擇權書籍中，那些老套的交易哲學、複雜的數字分析以及難懂的希臘字母。賣出選擇權並不困難，你將會發現這本書非常簡單、非常容易理解，只需要一點

常識，不需要花俏的希臘字母算式。

此外，本書所介紹的內容和概念，並非從教室或大學圖書館「理論化」或推導出來的，而是從交易市場的實戰磨練得到的珍貴知識。作者在期貨和選擇權行業已經有總計超過 46 年的經驗，也閱讀了所有過去的選擇權書籍。我們發現，當你把這些理論應用到現實世界時，許多資訊都是不切實際、甚至完全無用的。相較之下，本書只提供真正奏效、有價值的知識和實用技巧，並將其濃縮成簡明易懂的文字，提供讀者成功所需的必要知識，不浪費時間或篇幅談論不必要的內容。

誰真的在選擇權交易中賺到錢，而誰又在這當中賠了錢，為什麼？誰不希望你了解這些真相？他們究竟是怎麼做到的？最重要的是，本書是一種知識的轉移，你現在就可以輕鬆有效地學到這一切。

即使本書已經因應現代市場環境全面更新，但第三版的核心仍然保持不變。這裡要介紹的策略是有效的，不會因為改版而有任何改變。因此，不論你是在 2015 年還是 2030 年閱讀這本書，學到的內容都是永恆的，並且將有助於你未來數十年的投資。

我們撰寫這本書的目的，並不是要宣揚賣出選擇權是唯一的投資方式，我們也不認為賣出選擇權適合每個投資者。我們更不打算誤導讀者，相信賣出選擇權完全不會虧損。只是從我們多年的經驗中，見過無數選擇權大師、市場先知、反向雙蝶價差（backwards double butterfly spread）、市場崩盤、戰爭、量化寬鬆、信貸緊縮、政府停擺和貨幣操縱之後，我們深信，賣出選擇

權是唯一能夠在這個動盪、不確定且非理性的市場中穩定獲利的方法。我們認為分享它是我們的責任。

我們最初撰寫這本書是為了幫助你賺錢，而這個經過修訂、全面更新與現代化的版本，則是為了幫助你賺更多錢而推出。如果能達到這個目的，那我們就成功了。

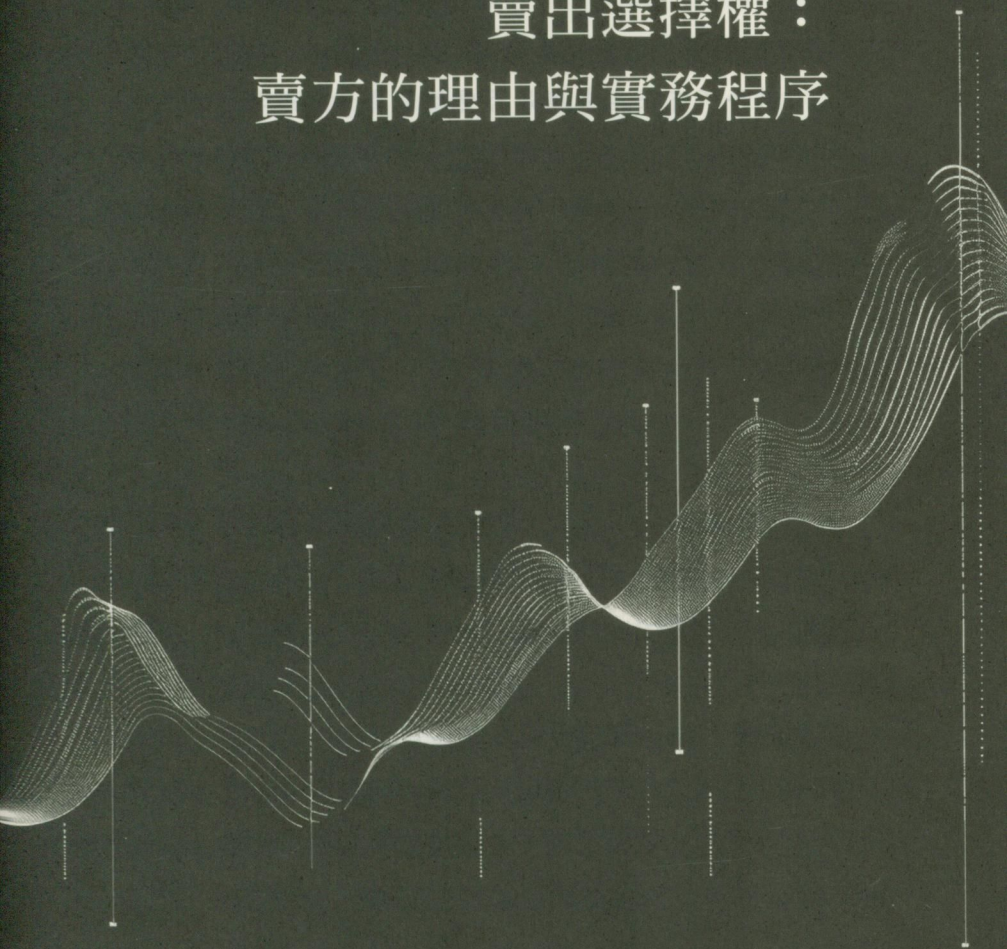
詹姆士·柯迪爾 (James Cordier)

麥可·葛羅斯 (Michael Gross)

2014 年 11 月

PART 1

賣出選擇權： 賣方的理由與實務程序



Chapter 1

選擇權賣方的祕密

——世界上表現最出色，卻鮮為人知的投資策略

：選擇權出賣

對於所有正在考慮是否要轉為賣方的選擇權買方，讓我問你們一個問題：你買了多少次選擇權，但到期時卻一文不值？如果你能把曾經買進的每一個選擇權都轉為賣出，你的財務狀況會比現在好嗎？（低沉的笑聲和點頭）。那麼問題是什麼呢？

——詹姆士·柯迪爾，拉斯維加斯交易博覽會

（Las Vegas Traders Expo），2006 年

你有沒有聽說過，絕大多數選擇權最終都會變得毫無價值？據專家估計，在持有到期的所有選擇權當中，有 75% 到 80% 確實會變得一文不值。此外，實際上只有 10% 或更少的選擇權會被執行。

既然如此，為什麼沒有更多的投資者利用這一驚人的統計數據呢？為什麼大部分的投資者只選擇傳統的投資方式，被無法掌控的世界因素左右價格波動，並滿足於所謂的「正常」投資報酬率呢？

為什麼坐在家裡的投資者不去分析履約價格（strike price）？為什麼他們不尋找最具潛力的價值衰減投資機會，而是只查看那永無止盡的共同基金績效表或股票的本益比（P/E）等表面指標？為什麼他們願意被自己所購買的資產綁住，每天祈禱它上漲？為什麼大多數非專業交易者，都企圖預測股票或期貨合約的高點或低點，而年復一年地虧錢？

更糟糕的是，為什麼一些「投資者」會買進獲利機會微乎其微的價外賣權或買權呢？

為什麼大多數人都不賣出選擇權呢？有可能是他們不知道或不了解這個投資策略，或者害怕風險，或者根本不感興趣。我個人的經驗是，那些認為自己屬於後兩種情況的投資者，實際上可能是屬於前兩種情況當中的一種。

如果這也是你的情況，那不是你的錯，因為賣出選擇權的概念，與我們一直以來所學的投資觀念背道而馳。

主流投資產業的迷思

從我們閱讀的第一本投資書籍開始，我們就被灌輸了這個投資「常識」：低買高賣。買進一定比例的股票和債券並長期持有。主流投資媒體每天都在強化這些觀念，主要原因是它們背後有數兆美元的投資產業支援：共同基金、股票經紀商、財務規劃產業、個人退休帳戶（IRA）、401K 退休福利計畫、顧問、作家等等皆然。

當然，這些投資方式有它們的優點，但是也有一個根本缺