



寰宇財金 120

選擇權自修課程

OPTIONS

A Personal Seminar

Scott H. Fullman 著

寰宇證券投資顧問公司 譯



NEW YORK INSTITUTE OF FINANCE
New York, NY 10270-0003

A Simon & Schuster Company



Options: A Personal Seminar

OPTIONS

A Personal Seminar

Options: A Personal Seminar

© 1999 Chinese translation copyright

by International Publishing Co. and New York Institute of Finance

Authorized translation from the English language edition published by Prentice-Hall, Inc.

Copyright © 1992 by NYIF Corp

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 and retrieval system, without permission in writing from the Publisher.

目錄

謝辭	ix
前言	xi
第一章 選擇權：導論	1
何謂選擇權？	3
選擇權的代碼	7
選擇權訂價	10
時間有何價值？	18
選擇權的交易指令	20
選擇權的適用性	22
第二章 購買選擇權	23
對於股票行情持有偏多的看法	24
對於股票行情持有偏空的看法	30
總結	38
第三章 銷售買進選擇權	41
裸露銷售 call	42
抵補銷售 call	47
總結	53
第四章 銷售賣出選擇權	59
裸露銷售 put	59
銷售保護性的 put	64
總結	67

第五章	保護性 puts 與 calls	71
	透過 put 保護股票多頭部位的四種策略	71
	結婚的 put	72
	利用 put 保障既有的股票多頭部位	74
	股價已經下跌的保護性 put	75
	保護股票多頭部位的既有獲利	76
	透過 call 保護股票空頭部位	78
	總結	83
第六章	基本的價差交易技巧	87
	call 的多頭價差交易	88
	put 的空頭價差交易	92
	put 的多頭價差交易	96
	call 的空頭價差交易	101
	總結	105
第七章	時間的價差交易	111
	水平的時間價差交易	112
	對角時間價差交易	117
	反向的水平時間價差交易	122
	反向的對角價差交易	125
	總結	127
第八章	結合 puts 與 calls	129
	購買跨形交易	129
	購買混合交易	132
	銷售跨形交易	137
	銷售混合交易	139
	混合交易、跨形交易與根本股票	143
	總結	149
第九章	折價混合交易	157

	購買折價的混合交易	157	
	銷售折價的混合交易	161	
	總結	164	
第十章	比率價差交易		167
	何謂比率價差交易？	167	
	最大的獲利 / 損失	168	
	複雜的比率價差交易	171	
	買進選擇權	175	
	賣出選擇權	179	
	總結	179	
第十一章	蝶式價差交易		185
	總結	193	
第十二章	建立各種的部位		195
	運用選擇權合成股票多頭部位	196	
	運用選擇權合成股票空頭部位	198	
	合成 call 的多頭部位	200	
	合成 put 的多頭部位	200	
	合成 call 的空頭部位	202	
	合成 put 的空頭部位	203	
	總結	206	
第十三章	選擇權套利		211
	順向的轉換套利	212	
	利息的相關計算	214	
	轉換套利的相關計算	215	
	反轉套利	216	
	反轉套利的相關計算	217	
	提昇選擇權市場的效率	222	

第十四章	混合策略	227
	抵補的混合交易	227
	股票空頭部位與銷售混合交易	230
	股票多頭部位與買進混合交易	234
	根本股票與跨形交易	235
	抵補銷售 call 與購買保護性 put	240
	其他的策略	243
	總結	243
第十五章	指數選擇權：整體市場的投資	249
	投資的新方法：買賣股價指數	249
	兩種類型的股價指數選擇權	250
	指數選擇權的價值	253
	美國式選擇權與歐洲式選擇權的比較	254
	指數的相關性	255
	將選擇權視為市場指標	256
	類股指數	258
	利率	258
	總結	259
第十六章	指數選擇權：保障投資組合	261
	股票投資組合的避險	261
	需要多少契約？	262
	應該採用哪一種選擇權？	264
	評估契約的價值	266
	建議的操作準則	267
	另一種方法	267
	總結	268
第十七章	指數期貨簡介	271
	合理價值	280
	電腦程式交易	281
	一致性	285

各種期貨契約之間的差異	286
後記	288
總結	288

第十八章 長期選擇權 291

長期選擇權的偏空部位	294
保護股票多頭部位	295
長期的價差交易	297
不確定的方向走勢	298
裸露銷售 put	301
抵補銷售 call	302
股票、put 與 call 的結合部位	304
維修策略	304
合成的部位	305
LEAPS 的其他運用	307
總結	309

第十九章 修護策略 311

修護股票的多頭部位	313
修護股票的空頭部位	318
修護 call 的多頭部位	323
修護 call 的空頭部位	328
修護 put 的多頭部位	330
修護 put 的空頭部位	335
修護價差交易	336
總結	339

第二十章 選擇權訂價 349

避險比率	350
選擇權價值的比較	352
根本股價變動的影響	353
時間經過的影響	356
利率變動的影響	360

	價格波動率的影響 363	
	股利變動的影響 367	
	綜合影響 369	
	選擇權的其他風險衡量 371	
	選擇權風險衡量值的運用 373	
	總結 375	
第二十一章	電腦與選擇權	377
	其他功能 380	
	整體搜尋 387	
	收集資訊 391	
	總結 392	
第二十二章	投資組合管理	393
	分散投資 394	
	無限風險 395	
	最佳策略? 396	
	管理股票多頭部位 400	
	管理股票空頭部位 401	
	管理選擇權多頭部位 403	
	管理選擇權空頭部位 408	
	抵補銷售 call 與結婚 put 的管理 410	
	總結 411	
第二十三章	合併與購併	413
	兩階段的購併 414	
	一階段的購併 415	
	應該避免的行為 416	
	總結 417	
第二十四章	其他的選擇權產品	419
	利率的交易工具 419	
	外匯選擇權 421	

CAPS 422

店頭市場的選擇權契約 423

我永遠感謝下列這些人們與機構對本書的協助：

- All-Quotes, Inc 提供股價與選擇權的資料。本書的附錄與圖形都採用這些價格資料。All-Quotes 是股票與選擇權的資料供應商，並且支援「選擇權最佳策略系統」(Best Options Strategy System) 的電腦軟體。All-Quotes 的聯絡電話與地址為：212-425-5030 / 40 Exchange Place, New York, N. Y. 10005。
- Harrison Roth 是 Cowen & Co. 的資深策略家。關於本書的內容，Harry 提供許多寶貴的意見與觀察角度。他也建議一些選擇權的策略，包括策略網站在內。
- Joseph Dunn 與 Al Napolitano 都是 Cowen & Co. 的交易員。Joe 與 Al 都是不可多得的工作夥伴，展現最佳的專業知識與技巧。
- 紐約金融機構 NYIF 的 Paul McQuarrie。Paul 讓我有機會在 NYIF 為投資選擇權策略的課程。另外，本書也是在 Paul 的鼓勵下完成。
- Sheek Cho (Simon & Schuster)。Sheek 對於本書的貢獻很大。我希望感謝他的耐心與協助。
- Ed Herbst 與 Cowen & Co. 的合夥人提供許多關於選擇權運用策略的資訊。

謝辭

我希望感謝下列這些人們與機構對本書的協助：

- ◆ All-Quotes, Inc.提供股票與選擇權的資料。本書的策略與圖形都採用這些價格資料。All-Quotes 是股票與選擇權的資料供應商，並且支援「選擇權最佳策略系統」(Best Options Strategy System) 的電腦軟體。All-Quotes 的聯絡電話與地址為：212-425-5030，40 Exchange Place, New York, N. Y. 10005。
- ◆ Harrison Roth 是 Cowen & Co.的資深策略家。關於本書的內容，Harry 提供許多寶貴的意見與觀察角度。他也建議一些選擇權的策略，包括修復策略在內。
- ◆ Joseph Dunn 與 Al Napolitano 都是 Cowen & Co.的交易員。Joe 與 Al 都是不可多得的工作夥伴，展現最佳的專業知識與技巧。
- ◆ 紐約金融機構(NYIF)的 Paul McQuarrie。Paul 讓我有機會在 NYIF 講授選擇權策略的課程。另外，本書也是在 Paul 的鼓勵下完成。
- ◆ Sheck Cho (Simon & Schuster)。Sheck 對於本書的貢獻很大。我希望感謝他的耐心與協助。
- ◆ Ed Herbst 與 Cowen & Co.的合夥人提供許多關於選擇權運用策略的資訊。

前言

《選擇權自修課程》的主要對象是個人投資者，但內容的適用性不侷限於個人投資者。本書的重點在於發展各種的策略，強調最大獲利而降低潛在的風險。透過 puts 與 calls 而比較各種的策略，使讀者得以瞭解適當策略的篩選過程。本書也提供各種策略的操作準則、工作底稿與圖形說明。

本書討論的所有策略未必適用於每位投資人。書中的某些策略僅是希望讀者瞭解選擇權專業交易員的運作方式，以及這些策略對於市場效率與選擇權價格的影響。

選擇權策略是透過架構而形成，本書就是由建構積木的角度說明選擇權策略。由最單純的選擇權契約開始，最後討論套利的策略，《選擇權自修課程》由淺入深的解釋各種選擇權策略，說明這些策略如何達成既定的目標。

同時，本書也說明如何透過選擇權來修護既有的股票或選擇權部位。第十九章專門介紹專業交易員採用的修護策略，藉以降低既有部位的損失或改善損益兩平點。

由於科技的發展，電腦的運用已經逐漸普及，本書第二十一章將討論電腦套裝軟體的運用，藉以評估與尋找適當的選擇權策略。我們也列舉一些分析結果的樣本，讓讀者瞭解電腦

軟體提供的資料。

除了 puts 與 calls 的運用之外，本書還討論長期選擇權 LEAPS（第十八章）與 CAPS（第二十四章）。我們也由期貨契約與股票之間的套利行為解釋電腦程式交易。第二十二章討論選擇權在投資組合管理中的運用。

雖然本書已經儘可能詳細解釋各種的選擇權策略，但絕對無法涵蓋每種策略可能遭遇的情況，所以使用者必須自行評估每種策略的可能風險。對於任何的新策略，使用者必須深入研究風險／報酬的結構，然後少量操作，直到非常熟悉該種策略為止。

不論是個人投資者或專業交易員，都可以透過本書的操作準則、說明範例與工作底稿而瞭解選擇權的策略。幾乎每份工作底稿的最上端都提供一個資訊方塊，其中顯示股票名稱、等級、殖利率、到期日期、利息費用與其他的資料。

另外，本書以一整章的篇幅討論選擇權的後續調整策略。獲利策略的相關調整雖然很重要，但虧損策略的後續調整更重要。投資人或交易者最好每天都重新評估既有的部位，進行必要的調整。某些策略的風險程度雖然不高，但定期評估與調整還是有所助益，可以鎖定既有的獲利、獲利了結或認賠出場。選擇權的部位最好在到期之前結束，不要拖延到最後一分鐘。選擇權即將到期之前，價格波動非常劇烈，既有的獲利可能瞬間之內就轉為虧損。及時結束部位可以避免到期之前的緊張與壓力，不要讓部位承受沒有必要的風險。

第一章

選擇權：導論

任何的投資決策都存在某種程度的風險。儲貸機構與某些銀行的倒閉，就足以證明不論你把辛苦賺來的錢擺在那裡，總是可能出差錯，讓你捧著一個袋子——空空的袋子。我們雖然不能排除虧損的可能性，但不會每家銀行都倒閉。許多人投資房地產，買進中古屋或商業辦公室，這些投資也未必會按照預期的情況發展。另一些人決定把資金投入「高風險 / 高報酬」的垃圾債券。不幸地，其中某些人發現風險遠高於報酬而蒙受嚴重的損失，因為「某些絕對不可能發生的事情」發生了。

股票市場當然也有一些陷阱。1987 年的崩盤期間，許多小散戶與大玩家都受到嚴重的傷害，他們在股價觸底的時候恐慌性的賣出。由於擔心股票進一步下挫，許多人都紛紛棄船，空手望著行情回升。由於資本的損失而造成投資人多年之內無法回到市場。另一次崩盤的恐懼，使得很多人不敢踏入華爾街，那些回到市場的人也抱著高度的戒心。

長久以來，投資人與交易者透過選擇權契約而得以降低部位的風險，或是同時提高風險與潛在報酬。選擇權專業交易員採用各種策略來沖銷、侷限或降低持股的相關風險。運用選擇權，投資人可以規避部位的風險，或建立風險更低而獲利潛能更高的類似部位。選擇權策略的結構可能很單純或很精密，藉以達成各種目的——減少資本支出，降低金額風險，提高報酬。另外，透過特定的策略，交易者可以因為根本股票價格在特定期間內維持穩定而獲利。另一些策略則可以因為股價重大變動——不論上漲或下跌——而獲利。

深入討論選擇權的各種交易策略之前，我們必須先瞭解選擇權的基本知識與背景資料。

選擇權交易已經有長久的歷史，但 1973 年才成立專門從事選擇權交易的集中市場。芝加哥選擇權交易所 (Chicago Board Options Exchange, CBOE) 是由芝加哥商業交易所 (Chicago Mercantile Exchange, CME) 與芝加哥期貨交易所 (Chicago Board of Trade, CBOT) 的會員共同組成。CME 與 CBOT 的許多交易員都成為 CBOE 的造市者 (market-makers)，建立標準契約規格的掛牌選擇權。隨著選擇權市場的發展，另外四家交易所也開始提供選擇權的掛牌交易。

美國證券交易所 (American Stock Exchange)

費城證券交易所 (Philadelphia Stock Exchange)

太平洋海岸選擇權交易所 (Pacific Coast Options Exchange)

紐約證券交易所 (New York Stock Exchange)

自從個別股票的選擇權掛牌交易之後，新的標準規格選擇權契約也陸續發展，例如：股價指數、利率、商品與公債的選擇權，以及長期的股票選擇權。另外，電腦科技與套裝軟體的普遍化，這是造成選擇權蓬勃發展的原因之一。除此之外，股票交易量的增加與股票造市功能的改善，對於選擇權的普及也具有重大的貢獻。

何謂選擇權？

下列五個交易所採用標準規格的選擇權契約：

美國證券交易所（ASE）

芝加哥選擇權交易所（CBOE）

紐約證券交易所（NYSE）

太平洋證券交易所（PSE）

費城證券交易所（PHLX）

對於選擇權的交易，這五個交易所共同組成選擇權清算公司（Options Clearing Corporation, OCC），分別都是清算公司的會員。OCC 有責任擔保掛牌選擇權的價值與交易程序。

選擇權契約實際上涉及三個當事人——買方、賣方與 OCC。選擇權的買方支付費用而取得權利，他可以在某特定日期之前，根據固定的價格，採取某種行動，但他沒有義務採取該行動。賣方（又稱為銷售者[writer]）同意在契約到期之