

選擇權賣方交易策略

THE COMPLETE GUIDE TO OPTION SELLING

James Cordier & Michael Gross 著

黃嘉斌 譯

寰宇出版股份有限公司



Education

US

Boston, Burr Ridge IL, Dubuque IA, Madison WI, New York,
San Francisco, St Louis

International

Bangkok, Bogota, Caracas, Kuala Lumpur, Lisbon, London,
Madrid, Mexico City, Milan, Montreal, New Delhi, Santiago,
Seoul, Singapore, Sydney, Taipei, Toronto

選擇權賣方交易策略

THE COMPLETE GUIDE TO OPTION SELLING

James Cordier & Michael Gross 著

黃嘉豪 譯

寰宇出版股份有限公司

Education



Boston, Burr Ridge IL, Dubuque IA, Madison WI, New York,
San Francisco, St. Louis
Bangkok, Bogota, Caracas, Kuala Lumpur, Lisbon, London,
Madrid, Mexico City, Milan, Montreal, New Delhi, Santiago,
Seoul, Singapore, Sydney, Taipei, Toronto

US

International



導論	5
----	---

第 I 篇 動機與原理	11
-------------	----

第 1 章 選擇權賣方交易的動機	12
第 2 章 期貨交易簡介	34
第 3 章 買入選擇權 VS. 賣出選擇權	46
第 4 章 SPAN保證金制度：創造高報酬的關鍵	66

第 II 篇 選擇權賣方交易與風險控制	81
---------------------	----

第 5 章 如何挑選履約價格與時間？	82
第 6 章 價差交易的運用與濫用	112
第 7 章 建議採用的價差交易策略	138
第 8 章 市場流動性、下單程序、指派與停板 走勢	164
第 9 章 選擇權賣方交易的風險管理	178

第Ⅲ篇 選擇權賣方交易與行情分析 203

第 10 章	基本分析vs.技術分析	204
第 11 章	特定市場的關鍵基本面	221
第 12 章	季節性分析	238
第 13 章	最適合選擇權賣方交易的季節性趨勢市場	258

第Ⅳ篇 投資人如何開始操作？ 289

第 14 章	初學者常犯的錯誤	290
第 15 章	尋找優秀經紀人或資金經理人	305
第 16 章	選擇權 Q&A	321
第 17 章	總論	337

附錄 348

導 論

你有沒有聽說過，絕大部分選擇權最後都過期而沒有絲毫價值？

根據估計，持有至到期日的選擇權，大約有75~80%是沒有價值的。此外，在全部發行的選擇權之中，大約只有不到10%會執行。若是如此，為什麼沒有更多投資人來運用這些驚人的統計數據呢？一般投資人為什麼要絞盡腦汁研究共同基金的績效表現？或是辛苦計算個別股票的本益比，而不在選擇權各種履約價格之間挖寶呢？絕大部分期貨交易者寧可去猜測行情頭部或底部的買賣點，結果年復一年地發生虧損，更有甚者，交易者寧可購入價外的買權或賣權，博取非常渺茫的獲利機會，卻讓一些幾乎是「手到擒來」的意外之財擦身而過。

答案很簡單：就是「對於未知的恐懼」，因為不瞭解而造成的恐懼。

當投資人提到選擇權賣方交易策略的問題時，大多數經紀人或投資顧問的回答都很制式：「最好不要碰這些東西，

風險太高了。」如果你要進一步追問這種方法的細節，恐怕很少人可以提供令人滿意的答案。如果投資產業內的所謂專家們都不能說出個所以然，那麼如何期待一般投資人能夠瞭解呢？投資人大多只曉得「選擇權賣方存在無限風險」。可是，單是「無限風險」就足以讓多數投資人略過這種投資可能性而不做更深入的研究。

選擇權賣方交易策略之所以不討喜，因為速度緩慢，獲利潛能「有限」。多數選擇權賣方承擔「無限風險」而追求「有限獲利」，這似乎違反最根本的投資原則。大部分交易者（尤其是期貨交易者）都被灌輸一種觀念，認為賺錢的基本模式是：藉由一系列小額虧損來換取一次重大獲利。這種博取重大獲利的機會，正是讓交易者與賭徒們不斷回鍋的最大誘因，也因此不斷發生損失。事實上，這套方法很不容易成功，甚至對於最有經驗的投資人也是如此。原因何在？因為違背人性。在投資領域內，「期待」是一種人性情緒。投資人總是期待失敗部位能夠轉虧為盈，以此做為藉口而在市場多停留一天，可是，當投資人握著獲利部位時，卻又迫不及待地想要出場。

本書的宗旨，是把選擇權賣方交易觀念介紹給一般個人投資者。我們相信，個人投資者不只在選擇權賣方交易方面被剝奪了一項有效資源，而且也沒有機會充分認識選擇權賣方交易的具體方法。對於專業交易者或投資機構，為了賺取權利金而賣出選擇權，是一種行之有年的成功策略。我們看

到，投資大眾對於買入選擇權似乎總是貪得無厭，但這些選擇權畢竟都是由「某些人」所賣出的。事實上，這些賣方往往才是真正的賺錢者。

很多人踏進期貨市場的第一筆交易，往往就是買入選擇權，因為經紀人告訴他們，這是最「安全」的交易方式之一。這種交易方式所承諾的是「有限風險」。確實沒錯，買入選擇權所承擔的風險，只侷限在你所投入的資金。不幸地，最後結局通常也是如此：買入選擇權經常會發生完全損失。換言之，買入選擇權的勝算非常渺茫。一般人所買入的選擇權，過期而沒有價值的可能性很高。當然，偶爾也會賺錢。可是，一般人都會把獲利又用來買新的選擇權，而這些選擇權仍然很可能過期而沒有價值。即使你能夠獲利一陣子，但運氣終有用盡的時候。這些選擇權一旦到期，損失就實現了。可是，這些選擇權還是讓某些人賺錢（除了你的經紀人之外）。所謂的某些人，就是把選擇權賣給你的人，也就是你當初支付的權利金跑到他們帳戶裡的那些人。

假定你曾經因為買入選擇權而發生虧損，建議你不妨思考以下問題：對於你曾經持有的過期無價值選擇權，如果你當初是賺取權利金的賣方，現在是否處於獲利狀態？

做為選擇權賣方交易者，你不用擔心行情的漲跌方向，也不用考慮何時應該獲利了結？你絕不會由於時間流失而感受壓力，因為你希望時間趕快流失。

本書將提供給投資人如何從事選擇權賣方交易策略的運作，以及關於如何操作選擇權以賺取權利金、如何控制風險等。我們將採用簡單的觀念來說明，而不是運用那些讓人望之生怯的術語。我們也希望藉此機會，破除選擇權賣方交易方面的迷思。

選擇權賣方交易策略是一項愈來愈普及的交易操作，但仍然是金融交易圈子內最少人瞭解的領域。本書會仔細剖析何謂「無限風險」。瞭解相關事實之後，「無限風險」聽起來就不會那麼可怕了。

本書避免談論一些陳腔濫調的交易哲學，也不準備討論最流行的技術指標，我們只準備探討最單純而沒有受到充分重視的領域。另外，我們也會避免提出一些枯燥而複雜的選擇權理論或晦澀術語，避免將選擇權交易神話帶領到凡間。我們將講解一般普通投資人能夠瞭解的賺錢方法。如果各位想要尋找那些談論delta gammas的複雜分析，本書顯然不適合。我們不準備告訴各位如何設計電腦程式來分析選擇權理論價值、甘氏線或艾略特波浪計數。總之，本書內容並不是建構在「數學」理論基礎上，因為我們不想引領各位做學問。

撰寫本書時，我們都是期貨經紀人，均從事個人期貨交易共超過28年的經驗。我們想把實際發生的情況告訴各位：誰真的賺錢？誰賠錢？為什麼？我們又怎麼知道？因為我們都看見了。我們曾經與贏家共飲香檳慶祝，也曾經協助安撫

輸家。讓我們與各位分享這方面的知識。

本書雖然是以期貨選擇權做為討論主題，但所有的策略幾乎都同樣適用於股票選擇權。我們會仔細說明兩者之間的差異，方便於股票選擇權的運用。

撰寫本書，並非主張選擇權賣方交易是商品市場能夠賺錢的唯一方法，也不認為選擇權賣方交易適合每位投資人，我們也不想讓讀者誤以為選擇權賣方交易不會發生虧損。我們只是想透過本書而把多年來在這個領域內征戰的經驗傳達給讀者，我們看過各種技術分析與基本分析，包括逆向的雙重蝶式價差交易（backwards double-butterfly spreads）、巴西凍結部位（Brazilian freeze）、密西西比洪水（Mississippi floods）與「瘋狂母牛」（mad cows），而發現選擇權賣方交易是期貨市場最穩定的賺錢方法。

本書內容分為四大部分，每部分包括四章或五章。第I篇，解釋選擇權賣方交易為何是一種有效策略，談論選擇權賣方交易的一些基本性質，選擇權究竟是如何運作的？以及一些經常被誤解的選擇權賣方交易保證金問題。第II篇，探討我們建議採用的選擇權賣方交易方法，提出一些選擇權賣方交易技巧的迷思，探討選擇權賣方交易的重要考量，以及最重要的風險控制問題。第III篇，分析與篩選最適合選擇權賣方交易的市場。我們發現，這方面的觀察與分析，是決定選擇權賣方交易策略成敗的關鍵。第IV篇，如何開始著手選擇權賣方交易工作？以及如何尋找適當的經紀人？並回答有

關賣出時間權利金的一些常見問題，並協助各位避開一些常見的陷阱。

選擇權賣方交易策略或許不是期貨交易聖杯，但我們相信這是最佳的選擇。我們編寫這本書的目的是幫助投資人賺錢，如果能夠達到這個目的，我們就算成功了。

詹姆士·卡迪爾

麥可·葛羅斯

於2004年6月14日

第 I 篇

動機與原理



選擇權賣方交易的動機

很多投資人都知道，絕大部分選擇權最後的下場是過期而沒有價值。可是，很少人知道這些選擇權為何會過期沒有價值？更不清楚選擇權賣方交易之所以優於選擇權買方交易或優於期貨交易的理由。雖然有少數人採用選擇權賣方交易策略，但大部分人都被「獲利有限而風險無限」的說法給嚇著了。對於選擇權交易者來說，這確實是好現象，因為你需要很多人購買你所賣出的選擇權，以協助你籌措退休基金。

如果你的年度報酬率目標設定為穩定的 30%、50% 或 70%，那麼選擇權賣方交易（尤其是期貨選擇權）可能就適合你。反之，如果你的目標是每年賺取 200%、300% 或 1000%，就如同很多期貨交易系統廣告所強調的，我們勸各位放下這本書，把資金拿去買彩券或到賭城拉斯維加斯。就長期而論，勝算大概差不多。

本章列舉選擇權賣方交易策略的優點與缺點。在各位知道「如何」之前，最好先瞭解「為何」。這方面的優點很多，應該能夠給各位足夠的動機開始閱讀。

效益 #1：勝算站在你這邊

事實上絕大部分的選擇權都是過期而沒有價值，這是一個經由統計數據證實的現象。可是，讓我們對這些統計數據稍做釐清。實際的情況是：大部分持有至到期日的選擇權，都沒有執行的價值。因此，當我們談論過期沒有價值選擇權的百分率，是指到期日當時的狀況。一份研究報告顯示，所有選擇權部位之中，大約有60%是在到期之前結束部位，所有選擇權之中，大約只有10%會被執行。對於交易者來說，這些事實有什麼意義呢？那就是，持有選擇權空頭部位的時間愈久，勝算也就愈大。

選擇權屬於消耗性資產。換言之，選擇權價值會因為時間經過而價值愈來愈低。這意味著，隨著時間經過，根本期貨契約或股票需要出現更大的走勢，選擇權對於買方才會產生更大價值。這也是為什麼大部分選擇權會在到期之前結束部位的理由。買方知道自己持有選擇權的時間愈久，選擇權價值耗損愈多，選擇權變成沒有價值的可能性也愈高。另外，選擇權愈接近到期日，其價格愈難以上漲，買方也愈難以取得獲利。不論獲利了結或認賠出場，買方都會儘可能在到期日之前結束部位。身為選擇權賣方，便能夠享受選擇權時間耗損的優勢，而靜待這種勢必發生的性質。這些年來，金融交易市場雖然出現了很多巧妙的操作手法，但還沒有人可以讓時間停止前進。