



## 瞭解選擇權

選擇權已經成為國內期貨市場最熱門的商品，也有愈來愈多的投資人開始接觸選擇權商品，以下藉由一些基本的觀念介紹，提供投資人一些入門的知識與技巧。

## 交易序列

選擇權在新的月份掛牌時會有價平以及價內、價外各三檔總共七個交易序列，之後隨著行情的波動便會加掛新的交易序列，近月份每隔 100 點就會有一個序列，所以動輒十幾個的交易序列是很常見的，投資人在選擇交易序列時有幾個依據可以參考：

首先是個人的判斷，例如張先生認為指數到期時將可以上漲到 6000 點以上，就可以買進 6000 點的買權；又如果陳小姐認為指數可以大漲到 6500 點以上，則可以買進 6500 點買權。其次是交易量的大小，選擇權各個序列的交易量都互有多寡，交易量較大的序列自然就比較容易成交，相當程度也反映市場對支撐或是壓力的看法，因此投資人也可以選擇交易量較大的序列來作交易。以國內的情況來說，通常交易量較大的約是價外兩、三檔左右的序列。另外投資人也可以參考各個序列的隱含波動率，隱含波動率較低的序列表示價格相對便宜，對買方有利，相反的，賣方則是選擇隱含波動較高的序列來作賣出。

## 權利金

選擇權的交易是以權利金為之，買方在支付權利金之後就享有履約的權利，相反的，賣方在收取權利金之後就要負擔履約的義務。權利金是以點數來作報價，實際的交易金額還要再乘以契約乘數每點新台幣 50 元；舉例來說，如果 6000 點買權的報價是 100 點，那麼實際的交易金額是  $100 \times 50 = 5,000$  元。

選擇權因為契約規格較小，每點只有 50 元，權利金的金額也不大，因此投資人很容易忽略它的潛在風險。就以這一檔報價 100 點的 6000 點買權為例，如果正好也是價平的選擇權，也就是說指數也收在 6000 點，那麼指數隔天的漲跌幅是 7%，也就是 420 點，亦即選擇權權利金的漲幅也可以有 420 點，所以同樣是漲停，對於指數來說是 7% 的幅度，但對於選擇權的權利金來說，卻有 4.2 倍的漲幅。

對於買方來說，這代表的是獲利的潛力，但對於賣方來說，這卻是不能忽視的潛在風險。

## 選擇權特性之一：風險有限

選擇權買方風險有限的特性是吸引投資人進場的一大誘因，因為買方的風險只在所支付的權利金，所以在最大風險已知的情況下，投資人可以依照自己的規劃來持有選擇權，對於盤中行情的震盪不一定需要特別在意，不像期指的操作很多時候要緊盯著行情看盤。

雖然風險有限，但是獲利卻不迷你。國內股市的波動其實是蠻大的，選擇權權利金每天的漲跌動輒是以倍數來計算，今年選後以來的行情那就更不用說了。以報價 100 點的選擇權來說，投資金額 5 千元，如果上漲一倍，獲利就是 5 千元。和一張市值 20 元的股票來作比較，投資金額需要 2 萬元，5 千元的獲利相當於 3-4 漲停板。

這樣一個低風險卻可能有高報酬的特性，使得選擇權的市場在推出之後迅速成長，未來在愈來愈多的投

資人接觸與了解選擇權之後，選擇權的市場勢必還會更進一步擴大。

### 選擇權特性之二：交易門檻低

台指選擇權是去年國內期貨市場的明星商品，交易量的成長超過 10 倍以上，當然主管機關以及業界的推廣，還有交易平台的建構等都居功厥偉；這其中也因為選擇權的交易門檻較低，特別可以吸引相對年輕的族群來加入選擇權市場。

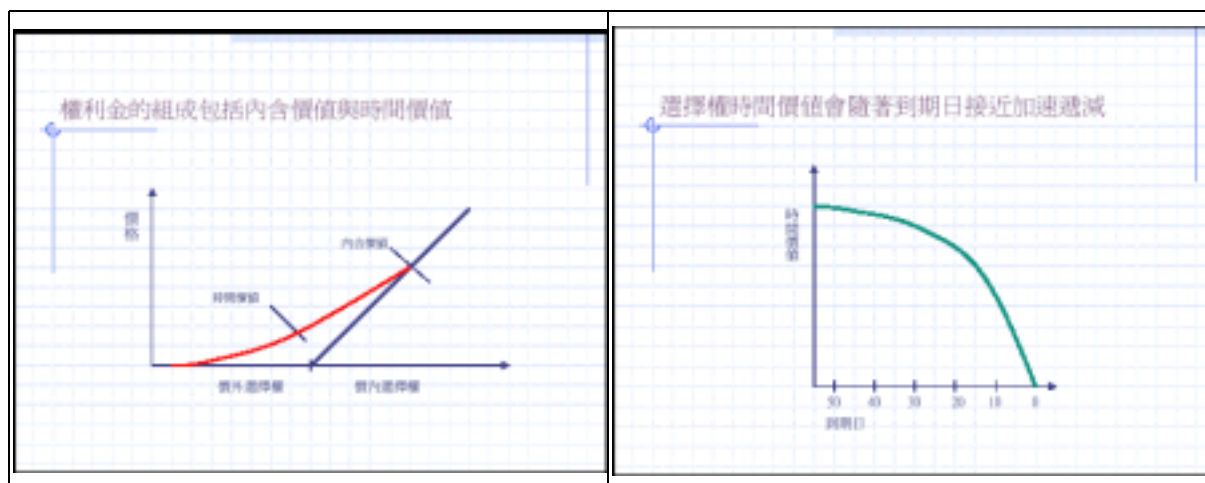
選擇權合約的規格相當於小台指，但由於買方只需支付權利金而無須保證金的特色，使得操作選擇權並不需要太大的資金，以報價 100 點的選擇權來說，買方所要支付的權利金也不過 5,000 元，而這 5,000 元同時也是買方最大的風險。

操作台期指需要 12 萬元的保證金，買一張市價 20 元的股票也需要投資 2 萬元，所以選擇權可能幾千元就可以開始交易的特性是相當吸引人的，也是選擇權市場能夠快速擴張的原因之一。事實上在市場當中已經可以發現，很多的大學生也以選擇權來作為自己累積投資理財經驗的第一個試金石。

### 時間價值

選擇權的權利金可以分成兩個部分，一部份是內含價值，另外一部份就是時間價值。對於價內的選擇權來說，扣掉內含價值的部分就是時間價值，而價外的選擇權因為不具有內含價值，所以就只有時間價值。舉例來說，當加權指數在 6 千點的時候，5900 點的買權就具有 100 點的內含價值，如果這時候的成交價在 150 點，那麼另外的 50 點就是它的時間價值。同樣的，5900 點的賣權在此時是沒有內含價值的，如果它的報價在 60 點，那麼這 60 點就完全是時間價值。

一般來說，價平的選擇權具有最多的時間價值，而愈是價外或者是深度價內的選擇權，時間價值也都會愈少。時間價值是會一天天遞減的，舉例來說，一檔報價 150 點的價外買權，如果剩下 15 個交易日，那麼平均每天都會減少 10 點的時間價值；當然實際的市場情況不會這麼平均，時間價值在接近到期日的時候會加速遞減，主要是因為選擇權具有履約價值的機會會愈來愈少。





## Delta

Delta 是用來表示標的價格的變動對於權利金價格變動的影響，舉例來說，一檔 Delta 值為 0.5 的買權，代表著當指數上漲 100 點時，權利金的價格將會上漲 50 點。也因此 Delta 被稱為避險比率，如果投資人放空一口小台指，並且想要用一檔 Delta 值為 0.5 的買權來規避風險，那麼就必須要買進兩口買權才行。買權的 Delta 是正值，反映買權權利金的漲跌和指數是正相關；相反的，賣權的 Delta 則是負值。一般來說，價平選擇權的 Delta 值約是接近 0.5 或是 -0.5。不過 Delta 並非一成不變，隨著行情的漲跌，Delta 也會每天變化。

Delta 可以用來評量複雜的選擇權部位，假設投資人買進 2 口買權，Delta 為分別為 0.2 與 0.4，並且買進一口賣權，Delta 為 -0.5，那麼整個投資組合的 Delta 值為  $0.2+0.4-0.5=0.1$ ，是略為偏多的一個組合。

## 賣方策略

就權利金來說，選擇權的買方要支付權利金，而選擇權的賣方則是收取權利金，所以操作選擇權的賣方策略，在進場時會先有一筆權利金的收入。就權利義務來說，買方有選擇履約或者不履約的權利，但賣方卻是有履行合約的義務，所以當方向不對的時候，買方可以選擇不履約而只損失權利金，而賣方因為負擔履約的義務，就必須要承受相對較大的風險。

賣方承受較大風險的代價就是買方時間價值的流失，而時間價值是每天都在流失的。以前面提到的例子來說，一檔價外的選擇權如果報價 150 點，在剩下 15 個交易日的情況下，平均每天都會流失 10 點的時間價值。所以時間是站在賣方這一邊，行情才是站在買方那一邊，如果行情不動，權利金的價值就一天一天流到賣方的手裡了。另外一個角度來說，即使行情朝有利於賣方的方向移動，賣方也不會因此而賺大錢，賣方的獲利僅止於買方已經支出的權利金金額。

這種只賺取權利金或者說是時間價值的策略，可以說是選擇權賣方的一大特色，投資人在股票或者是期指的操作當中，想要賺取價差的那一些分析工具，是沒有辦法完全套用在選擇權的賣方策略當中的。換句話講，假設投資人對於技術指標的運用相當熟悉，對於股票的價量分析很有心得，甚至可能在股票或期指的投資上面累積了不錯的獲利，都不能夠保證他能夠很得心應手的來操作選擇權的賣方策略。想要做好選擇權的賣方，就必須要對選擇權的商品特性有更深一層的了解才行。

我們提到賣方策略並不是依靠行情的波動來賺錢，反而是行情不動的時候可以賺取時間價值的流失，所以運用賣方策略的第一個時機就是走勢陷入整理的時候。走勢陷入整理的時候不管是作多或作空可能都沒辦法賺取到明顯的價差，但是賣方卻可以穩定的賺取時間價值的流失，但這只是第一種時機。

其次是隱含波動率過高的時候，影響選擇權價格很大的一個因素就是隱含波動率，隱含波動率過高也就代表了選擇權價格的被高估，當然賣方就可以在這個時候進場。至於隱含波動率要多少才算是過高，有兩個角度可以切入，如果是單一序列，那麼個別的差異就很大，有時候可能 50% 或 60% 以上都未必是過高，這要更細緻的來分析。這裡提供波動率指數的看法，也就是買權和賣權各序列加總的平均隱含波動率，波動率指數在 45% 以上就是屬於較高的水準，可以作為賣方是否進場的一個觀察指標。

除了行情整理以及隱含波動率過高之外，選擇權賣方另外一個進場的時機是到期日將屆的時候，因為權利金的時間價值在愈接近到期日時會加速遞減，這是因為當到期日愈來愈接近的時候，選擇權成為價內



的機會也就愈少，也就是喪失了履約的價值，這種情況下時間價值便會加速遞減。所以到期日接近的時候，也是可以考慮操作選擇權賣方策略的一個時機。

因此投資人可以發現，操作選擇權的賣方策略，除了要觀察行情是不是陷入整理之外，還要對於選擇權的隱含波動率以及時間價值等特性進行了解，才可以充分掌握賣方策略的精隨。

## 價差策略

選擇權的操作有相當多的策略可供運用，價差策略就是其中之一，價差策略指的是同時買賣不同履約價的買權或者是賣權，投資人的部位當中同時存在著買方以及賣方。舉例來說，陳先生買進 6000 點買權並且賣出 6500 點買權，這樣便構成一個買權的多頭價差部位；如果是買進 6000 點賣權並且賣出 5500 點賣權，這樣就是一個賣權的空頭價差部位。

價差部位也有多空的操作，這是從履約價來作區分，簡單的講，買低賣高是多頭價差，買高賣低則是空頭價差。以前面提到的 buy 6000 call + sell 6500 call 是買權的多頭價差，反過來說，如果是 sell 6000 call + buy 6500 call 便成為買權的空頭價差。

我們可以藉由兩位看法不同的投資人的角度，來了解為什麼要操作選擇權的價差策略。假設指數在六千點，陳先生與林小姐，一位是看法偏多，一位則是偏空：陳先生看多，所以想要買進 6000 點買權，買方雖然是風險有限，可是要承受時間價值的損失，如果指數上漲的力道不足，無法彌補時間價值的流失，則單獨的買進買權因為要支付較多的權利金，可能無法達成有效的獲利；加上陳先生也不認為指數會一路大漲，可能在 6300 點就會有壓力出現，因此陳先生在買進 6000 點買權的同時也賣出 6300 點買權。這樣一來，賣出買權的權利金收入可以彌補買進買權的權利金支出，使得進場的成本降低，如此既可以滿足作多的需求，又可以將進場成本降低，對陳先生而言是較為有利的策略。

林小姐則是和陳先生的看法相反，對於指數的表現較為悲觀，因此考慮賣出 6000 點買權，但是賣出買權是屬於風險較大的策略，如果指數真的上漲，則林小姐的損失可能會超出預期，為了有效控制風險，林小姐在賣出 6000 點買權的同時也買進 6300 點買權，成為一個買權的空頭價差。林小姐的買權空頭價差策略，雖然使得她所收取的權利金收入減少，不過卻可以有效地將風險控制在 300 點以內，事實上，林小姐的最大損失是 300 點減去進場時的權利金收入，假設林小姐進場時有 100 點的權利金收入，則最大損失僅為 200 點。如此便滿足了林小姐作空的需求，同時也可以將操作的風險控制在預期當中。

對於買方來說，操作價差策略可以減少進場時所支付的權利金成本，當然這是有代價的，代價便是價差策略放棄了更進一步的獲利空間，因此當行情並非一路的上漲或是下跌，而是屬於緩步攻堅或者是緩步探底的走勢時，價差策略的操作是相當適合的。因為這時候指數漲跌的空間不大，價差策略減少進場成本的優點，高過於它放棄了大漲或大跌行情的缺點。

同樣的，對於賣方來說，價差策略將風險控制在可以預期的範圍之內，缺點則是減少了所能夠收取的權利金，因此是屬於一個比較折衷的策略。透過買權價差策略到期損益圖的表示，可以更清楚的看出，價差策略是一個獲利有限，風險也有限的中間策略，除了可以運用在指數小漲小跌的行情當中，也相當適合比較保守操作的投資人。