

瞭解選擇權的未平倉量以提昇判斷指數漲跌的勝率

I、前言

不論是期貨市場的交易人或是股票市場的投資人莫不希望利用各種指標、數據或資訊以期能提昇自己的操作績效，而問世僅兩年餘的台指選擇權似乎在近來成了一門顯學，不過仍有許多人在面對關於選擇權市場所提供的資訊，諸如隱含波動率、未平倉量的 Put/Call Ratio、成交量的 Put/Call Ratio 或是未平倉量的堆積情況等專有名詞卻常常是摸不著邊際，而失去了提昇判斷指數漲跌正確率的機會，本文因此試圖以平易近人的方式並配合實際例子，探討上述專有名詞的使用方法，期能為期貨與現貨市場的參與者提供更多判斷指數漲跌的參考依據。

II、未平倉量的堆積情況

A 定義

所謂未平倉量的堆積情況即是買權與賣權各序列的未平倉量分布情形。

B 背後隱藏涵義

未平倉量於各序列的堆積情況往往可以作為上下檔壓力支撐的參考價區。也就是說，當買權在某個序列的未平倉量相對較大時，表示交易人預期指數會上漲超過該序列處，縱使指數真的如他們預期地到達該價區，獲利了結的賣壓也會因此隨之出籠，也因此該價區反而成為壓力所在。相反地，如果賣權在某一個序列有相對較大的未平倉量，則暗示該價區可能是指數的支撐所在。所以，當選擇權的合約接近到期日時，觀察買賣權的未平倉量堆積情況，可以約略判斷出到期結算時加權指數可能的價格區域所在。

III、未平倉量的 Put/Call Ratio

A 定義

所謂未平倉量的 Put/Call Ratio 即是賣權的未平倉量除以買權的未平倉量所得之比值。舉例來說，如果今天的選擇權賣權未平倉量口數有 276,508 口，而買權的未平倉量口數有 294,957 口，那未平倉量的 Put/Call Ratio 則是 $0.94(276,508/294,957)$ 。

B 背後隱藏涵義

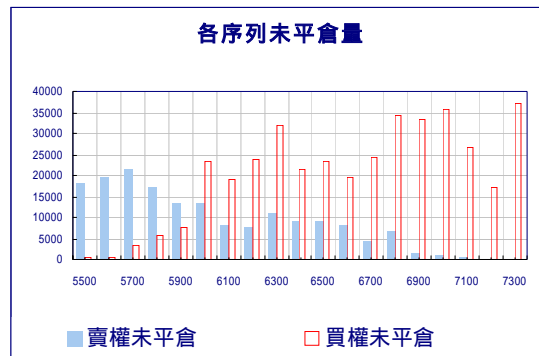
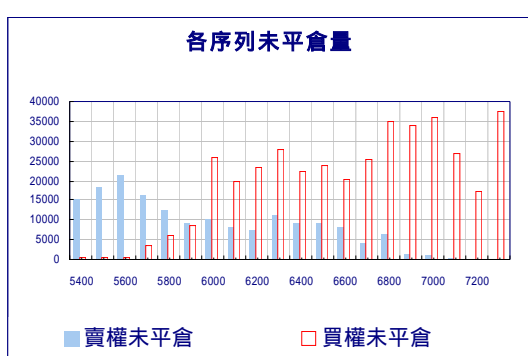
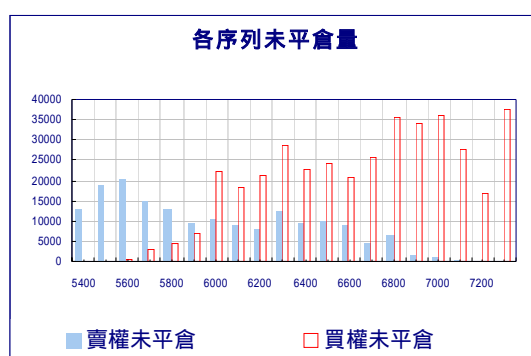
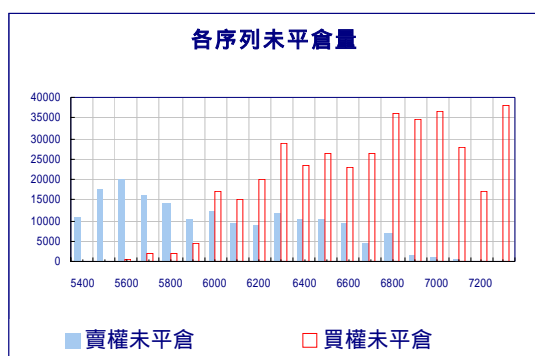
簡單地來說，我們可以用一個套牢的觀念來看待這個比值；也就是說，當買權的未平倉量不斷堆積並超過賣權的未平倉量堆積許多時，相當程度說

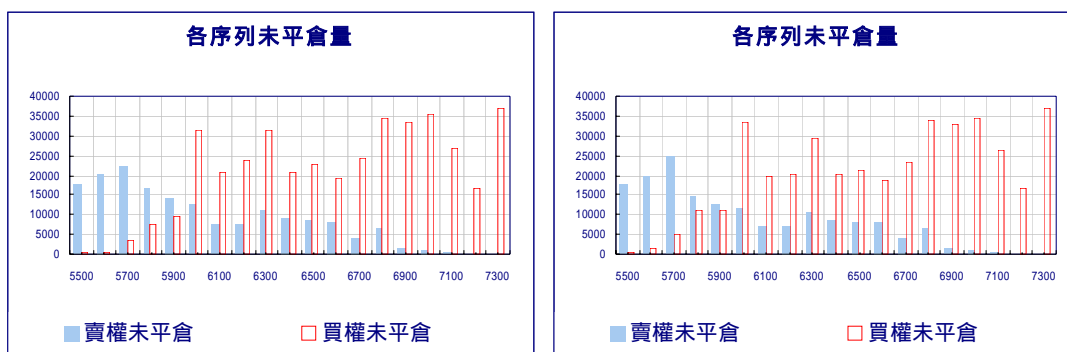
明了買權的買方不斷套牢而無法獲利了結的窘境，換句話說，指數的走勢與他們的預期恰巧相反。因此，當我們觀察到該比值不斷下降時，指數上漲的可能性相對較小，因為上方有許多等待解套的賣壓伺機而動。相反地，如果我們觀察到該數據有不斷上揚的跡象出現時，則表示指數向上攀升的可能性增加。

IV、 實例

A 未平倉量的堆積情況

以五月份合約為例，5/19 為該月份合約的最後交易日，我們觀察最後交易日前的六個交易日買賣權各序列的未平倉量堆積情況可以發現，買賣權最接近價平序列的未平倉量分布情況均落在 6000 點以及 5700 點處；換句話說，上檔壓力的參考區域在 6000 點處，而下檔支撐參考區域則在 5700 點處，因此我們可以概略推斷，5/20 週四到期結算時的行情應不至於脫離這個區間範圍。





以上列出的六個未平倉量堆積的柱狀圖是五月份合約到期之前六個交易日的分布情況，而表一所列的則是 5/10-5/19 該期間的加權指數行情。上述提及，我們利用未平倉量的堆積情況推斷結算時指數應位於 5700-6000 的區間之內，因此在 5/17 時指數重挫超過 5% 並使其跌落至 5700 點下方，我們應該對於指數繼續下挫的看法有所保留，而事實上也證明，五月份到期結算時，結算價位回升至 5700 點上方而為 5815.33 點，正是落在 5700-6000 的區間之內。

{ 表一 }

日期	5/10	5/11	5/12	5/13	5/14	5/17	5/18	5/19	5/20
指數	5825.05	5886.36	5958.79	5918.09	5777.32	5482.96	5557.68	5860.58	5815.33

B 未平倉量的 Put/Call Ratio

上面曾經提到，未平倉量的 Put/Call Ratio 該比值可以作為判斷指數漲跌的一個依據；而其參考方式則為：比值上升時指數上漲機率較大，反之則是下跌機率較大，下列則分別舉出該比值上漲時買進買權以及該比值下跌時買進賣權的實際操作策略，以期能提供市場參與者作為佈局期貨市場的參考。

(a) 買進買權策略

[表二]

日期	加權指數	六月期貨	OI Put/Call Ratio	5700call
5/19	5860.58	5831	0.50	368
5/20	5815.33	5685	0.85	272
5/21	5964.94	5840	0.91	321
5/24	5942.08	5871	0.91	303
5/25	5958.38	5841	0.92	288
5/26	6027.27	5990	0.93	363
5/27	6033.05	6001	0.95	376
5/28	6137.26	6043	1.00	420

表二為 5/19-5/28 加權指數、六月份期貨、六月份 5700 點買權權利金以及未平倉量的 Put/Call Ratio 資料。由於 5/20 時我們觀察到未平倉量的 Put/Call Ratio 有大幅揚升的情況出現，暗示指數有上漲的可能，因此我們於當日收盤時付出權利金 272 點($272 * \$50 = \text{NT\$}13,600$)買進 5700 點的買權，而接下來六天的未平倉量 Put/Call Ratio 仍舊持續上升，因此並不平倉，直至 5/28 時，未平倉量的 Put/Call Ratio 攀升至 1.00，為一個月以來的高點，暗示指數上漲的空間或將有限，因此當日以收盤價 420 點平倉。此一為期七天的買進買權策略總共獲利 148 點，也就是 NT\$7,400。

(b) 買進賣權策略

[表三]

日期	加權指數	三月份期貨	OI Put/Call Ratio	6900put
3/1	6888.43	6968	1.99	81
3/2	6975.26	7055	1.98	62
3/3	6932.17	7012	1.83	77
3/4	7034.1	7150	1.79	36
3/5	6943.68	7075	1.57	67
3/8	6901.48	6979	1.42	75
3/9	6973.9	7051	1.32	40
3/10	6874.91	6930	1.22	87
3/11	6879.11	6922	1.17	78
3/12	6800.24	6807	1.17	128
3/15	6635.98	6563	1.14	370

表三為 3/1 至 3/15 的加權指數、三月份期貨、三月份 6900 賣權權利金以及未平倉量的 Put/Call Ratio 資料。我們於 3/1 觀察到未平倉量的 Put/Call Ratio 高達 1.99，以歷史資料來看，該數值超過 2 的天數僅有兩天，因此判斷指數下跌的可能性甚高，所以在 3/1 收盤時付出權利金 81 點(NT\$4,050)買進 6900 點的賣權，而觀察此一期間，指數雖曾上漲至 7000 點上方，不過未平倉量的 Put/Call Ratio 非但沒有跟著上漲反而持續滑落，因此我們並沒有平倉的策略，直至 3/15 時，由於該數值下跌的力道似乎趨緩，暗示指數續挫空間或許有限，因此決定以 3/15 的收盤價 370 將上述部位平倉。由此觀察，為期 11 天的交易日我們共賺進 281 點，也就是 NT\$14,050。

V、 結論

選擇權的未平倉量數據是一個相當容易取得的資料，我們可以透過期交所網站或是各類報紙得知；而以上述的實例來看，參考選擇權的未平倉量所提供的各種數據的確對於判斷指數的漲跌有所助益，因此若能輔以該資訊進行期貨或是選擇權的進場及出場策略的擬定，相信是一個十分符合成本效益的下單方式。