

## 隱含波動率的運用

### I、前言

為了提升判斷指數漲跌的勝率，市場的參與者窮極各種方式，網羅各種資訊，以期能增加操作獲勝的機率，而選擇權這個對台灣交易人來說尚屬新興的衍生商品，每每提及它時，總是不免談到 Black-Scholes 的選擇權評價模型，該模型中說明了影響權利金的五大因子，而隱含波動率，這個唯一的神秘未知因子，需要透過評價公式的反向推導方能取得，而它，究竟帶給我們什麼樣的訊息？我們又如何能在訊息爆炸的情境中擷取有用的部分呢？

老掉牙的話語，總是不斷地在選擇權的相關文章中出現：

- 『隱含波動率明顯高於歷史波動率，暗示權利金可能遭到高估』、
- 『隱含波動率明顯低於歷史波動率，暗示權利金可能遭到低估』、
- 『買權隱含波動率持續攀升，透露市場追逐買權的意願甚高』 .....

在判斷指數漲跌的時候，究竟如何運用隱含波動率提高勝率呢？這些老掉牙的話語，要如何轉換成實際的進場參考？

### II、高槓桿 = 高獲利 的迷思

高槓桿總是伴隨著高獲利，這個觀念似乎充斥於期貨市場，許多人總認為押對指數漲跌的方向就可以一夜致富；尤其在選擇權市場當中，更有不少人認為，當行情發動之前，率先於選擇權市場佈局，仗著買方風險有限獲利無限的專有特色，肯定可以在押對方向的時候大撈一筆，看錯方向也不過損失當初附的權利金罷了！的確，看錯方向只有有限損失，不過看對方向可不一定可以大撈一筆。

本文試圖在此打破這個迷思，確實喚醒交易人，縱使你看對方向，挑對時間進場佈局選擇權，你所獲取的報酬率未必比期貨來得高，這個報酬率是否可以因為選擇權買方進場門檻較低而獲得大幅的推升，其實還得看看「**隱含波動率**」的臉色！

以下分別舉兩個例子，以茲證明。期間為八月的漲勢以及五月的反彈，在相關條件不變下，報酬率卻有大幅差異。

#### A. 八月的漲勢

8/18 起的多頭漲勢著實驚人，假設我們於 8/19 確定這波漲勢啟動之後決定進場，因此以 8/20 開盤價(5542) 買進一口加權期指，同時也以開盤價買進一口 5600 點的買權 (110)，並於 9/15 分別將之反向平倉，個別損益結果請參考下表一。

#### 1. 資金放大效果比較

其中保證金比率係由當初原始保證金(\$120,000)除以整體操作部位(5542\*\$200)，亦即 $[\$120,000 / (5542 * \$200)]$ 。而權利金比率則為 $[(\$110 * 50) / (5600 * 50)]$ 。由此比率可以明顯看出期貨與選擇權兩者的資金放大倍數，前者放大約十倍，而後者則有將近 25 倍的效果。

## 2. 報酬率比較

當我們在 9/14 收盤發現該漲勢或無法持續之後，決定於 9/15 開盤將期貨與選擇全部位雙雙平倉，當日期貨與選擇權的開盤價位分別為 5850 以及 310，因此得之兩者的絕對獲利點數分別為 308 點以及 200 點，報酬率則為 51.33%  $[(308 * \$200) / \$120,000]$  以及 181.82%  $[(200 * \$50) / (110 * \$50)]$ 。

由這個例子可以得知，當掌握了波段起漲的時刻，分別以期貨與選擇權佈局，由於選擇權所需的資金門檻低，放大效果高，最後得到的報酬率遠高於期貨所創造的三倍以上。

期貨與選擇權損益比較			隱含波動率	
日期	期貨指數	5600 Call	買權	賣權
8/20	5542	110	22.92%	24.80%
9/15	5850	310	20.21%	21.72%
獲利點數	308	200		
報酬率	51.33%	181.82%		
保證金/權利金比率	10.83%	4.34%		

表一：八月份期貨與選擇權損益比較表

## B. 五月的反彈

在此介紹 520 的反彈例子，運用與上例完全相同的進場策略，但是報酬率的結果卻有大大不同。以五月份跌深反彈的例子來看，倘若在 5/21 分別以開盤價格買進加權期指(5734)與 5800 點的買權(243)，並於 6/1 分別將之平倉賣出。個別損益結果請參考下表二。

### 1. 資金放大效果比較

期貨部分所需保證金的比率為 10.46%  $[\$120,000 / (5734 * \$200)]$ ，

選擇權部分則為 4.19%  $[243 * \$50 / (5800 * \$50)]$

由此例可以看出資金放大的效果同樣為 10 倍以及 25 倍左右，與上例並無明顯不同。

### 2. 報酬率比較

當我們察覺此波反彈無法持續之時，決定於 6/1 以開盤價將期貨與選擇權部位雙雙平倉，當日期貨與選擇權的開盤價位分別為 5930 以及 266，以絕對獲利點數而言則分別為 196 點與 23 點，報酬率則為 32.67%  $[(196 * \$200) / \$120,000]$  以及 9.47%  $[(23 * \$50) / (243 * \$50)]$ 。

期貨與選擇權損益比較			隱含波動率	
日期	期貨指數	5800 Call	買權	賣權
5/21	5734	243	38.02%	44.30%
6/1	5930	266	33.55%	37.91%
獲利點數	196	23		
報酬率	<b>32.67%</b>	9.47%		
保證金/權利金比率	10.46%	4.19%		

表二：五月份期貨與選擇權損益比較表

### III、結論

觀察上述兩個例子，選擇權的部分同期貨一般，在波段啟動與結束時的進場點都一致，為何五月份的選擇權策略不能掌握更高的獲利呢？答案就在**選擇權隱含波動率**！不論是選擇權的操作老手或是入門者，必定聽過本文開頭的部分所提及的老掉牙話語：

- 『隱含波動率明顯高於歷史波動率，暗示權利金可能遭到高估』、
- 『隱含波動率明顯低於歷史波動率，暗示權利金可能遭到低估』、

不過老掉牙的話語也確實有它實質的意義：它充分說明了為何上述第二個例子中，選擇權未能掌握較高的報酬率，因為進場時買賣權的隱含波動率明顯高於歷史波動率許多，暗示價格或有遭到高估的可能，以致獲利平倉時的報酬不若想像的豐腴。因此在操作選擇權時，千萬別以為掌握了波段啟動與結束的時點，就可以把握大部分的報酬，關心一下隱含波動率的水位並將之與歷史波動率相比較，絕對是防止獲利遭到侵蝕的必要條件，特別是偏好在狹幅盤整期間率先佈局選擇權單邊策略的交易人，換句話說，樂於在盤整時押注單邊行情(買進買權或買進賣權)者，絕對要多看一眼隱含波動率的變化，以在平倉之前就能約略掌握可能獲得的報酬比率高低。