

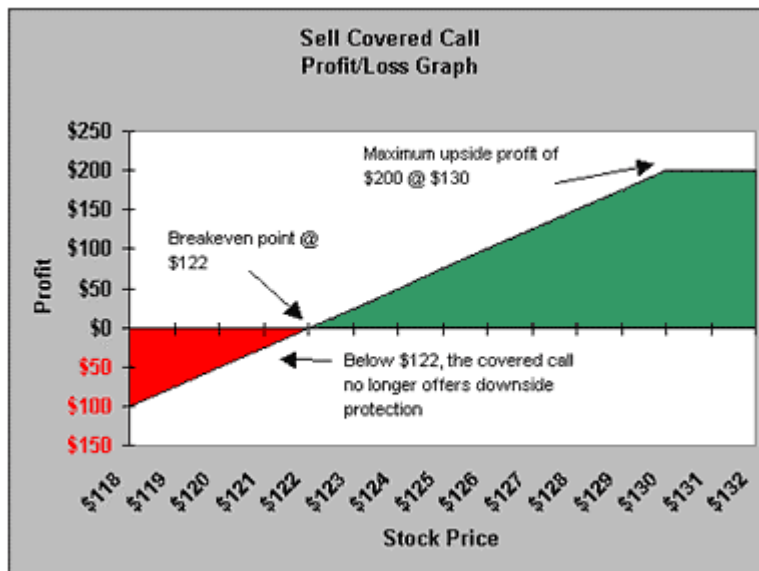
最流行的選擇權交易策略

美國股市在 2007 年十月創下 14198 近二年新高點之後，市況已持續低迷一段時間，在多頭盛況短線將暫時不再回來的市場中，有效的利用選擇權已經成為共同基金業者增加基金獲利的方法。基金經理人最常運用的選擇權交易策略，就是經理人根據手中握有的股票賣出股票選擇權收取權利金，即"保護性買權銷售"(write covered calls)，基金經理人表示，這樣的作法在市況不上不下時，可以降低手中持股的風險，讓基金的收益增加，淨值波動變小。

一個實際的例子

若投資者持有 100 股的蘋果電腦股票，假設目前市價 124，他可能會賣出 21 天後到期、履約價 130 的買權，買權當時權利金為 200 元美金，這樣就完成一個保護性買權銷售的策略；在到期時，投資者可能的損益如下：

	股價	股價+/-	買權價格	買權+/-	合計
股票賺錢，買權虧損	138	+14	8	+6	+8
股票賺錢，買權虧損	134	+10	4	+2	+8
股票賺錢，買權賺錢	130	+6	0	-2	+6
股票賺錢，買權賺錢	126	+2	0	-2	+4
股票虧錢，買權賺錢	122	-2	0	-2	0
整體部位產生虧損	118	-6	0	-2	-4



從上表中可以發現，股票上漲至買權履約價 130 以上時，股價每漲一元的獲利都被賣出買權的損失所抵銷，最大獲利是 800 元美金，由兩部分所組成，一部份是是股價上漲的獲利，另一部份是賣出買權的價值；圖形上來看好像是將原本股票作多的 45 度直線在履約價這個點折下來。對投資者而言，如果他原本打算在 130 元賣出蘋果股票，賣出履約價 130 買權所得到的 200 元權利金可以增進整體投資績效。另一方面，如果股票在 122 和 130 間盤整，整體策略的績效也優於單純持有股票。

### 另外以台指期為例

若 2008.08.28 王先生以 7050 持有一口大台指多單，他可以如法泡製賣出履約價 7300 的買權四口，買權權利金為 94，這樣就已完成一個保護性買權銷售的策略；在到期時，王先生可能的損益如下：

	指數	期貨+/-	買權+/-	合計
期貨賺錢，買權虧損	7500	+90,000	-21,200	+68,800
期貨賺錢，買權虧損	7400	+70,000	-1,200	+68,800
期貨賺錢，買權賺錢	7300	+50,000	+18,800	+68,800
期貨賺錢，買權賺錢	7200	+30,000	+18,800	+48,800
期貨賺錢，買權賺錢	7100	+10,000	+18,800	+28,800
期貨虧損，買權賺錢	7000	-10,000	+18,800	+8,800
整體部位產生虧損	6900	-30,000	+18,800	-11,200
整體部位產生虧損	6800	-50,000	+18,800	-31,200

由上表可以明顯的看出，最大的獲利已鎖住在 68,800，因此若王先生是看持續上漲一大波段的，則並不適合這樣的操作策略。

### 保護性買權銷售的動機

從上面的例子可以發現，已經持有多頭股票部位的投資者可能會因為下列原因使用保護性買權銷售策略：

1. 對股票或期貨的後市看法保守，在預期報酬率較低的情況下，投資者持有股票但想增進投資報酬率。
2. 投資者已設定好在目前市價之上的一個獲利目標價，希望能在預期獲利目標價賣出持股。
3. 投資者對股票或期貨的後市看法保守，希望有一些下跌的保護。

但投資者也要特別注意，在下列情況下使用保護性買權銷售策略要特別注意：

1. 由於賣出了一個買權，代表已經放棄在履約價以上的所有獲利空間，在股價大幅上漲至履約價以上時，投資者將損失股價大幅上漲的獲利機會
2. 投資者如果看空股票後市，保護性買權銷售只能提供有限的下檔保護，當預期股票將大幅下跌時，最好還是直接賣出持股。

### 保護性買權銷售的時機

理論上只要投資者對股票或期貨的後市看法保守，任何時刻都可以進行保護性買權銷售，但重點是何時是獲利最好、機會成本相對較小的時機呢，以下提供幾個適合進行保護性買權銷售的情形：

1. 選擇權的隱含波動率處於高檔，代表選擇權的價格可能被高估，賣出買權的報酬率會較佳。在實務上通常會將選擇權的隱含波動率和其歷史波動率拿來比較，如果隱含波動率較高，通常表示選擇權的隱含波動率處於高檔。
2. 最好在持有的股票或期貨已經有一段漲幅時賣出價外的買權，假如之後股票或期貨處於整理走勢，保護性買權銷售可以產生不錯的績效。

### 結論

保護性買權銷售策略對投資組合管理提供了一個新的思考方向，基金經理人或一般投資者可以透過此一策略增進投資組合績效、降低投組的波動性；大盤自前波 9300 直線修正至 6700 左右，行情波動過後通常會整理一段時間，因此目前十分適合已持有多頭部位的投資者作賣出保護性買權，增加自身的投資報酬率。