

賣出認購期權值博 做好風險管理

到期日低於行使價即獲利 時間值損耗增勝算

悠閒理財

四式期權中，賣出策略屬於「收入有限，風險無限」，與買入策略「收入無限，風險有限」相反，但前者贏面遠高於買入策略，所以投資者比較喜歡執行賣出策略。賣出策略成功獲利有賴於期權價格下跌，而這主要在三個情境下發生，首先是標的價格表現與期權策略一致，其次是期權的時間值因合約到期日而歸零，最後是偏高的波動率均值回歸。進取投資者「裸賣」合約賺盡期權金。為管理風險，投資者執行保護性策略，以鎖定最大損失金額。

大公報記者 劉鑑豪

在期權世界中，買入策略是先付期權金，換取未可知的回報。由於買入策略的回報率可能數以倍計，甚至數以十倍計，所以被喻為刀仔鋸大樹。賣出策略即通過賣出期權合約，收取期權金。當期權金下跌，甚至歸零，令到期權合約再沒有價值，在這個情境下，對賣方就有利，把期權金袋平安。

分清認購與認沽期權

賣出策略可以分為賣出認購 (Short Call) 期權、賣出認沽 (Short Put) 期權。賣出策略如何運作？以賣出認購期權合約為例。投資者陳先生在10月8日賣出行使價112.5元的滙控 (00005) 認購期權，當天每股期權收報1.7元，一份合約400股，共收取680元，合約10月30日到期。滙控當天正股收報110.6元，這份合約屬於價外期權。

收取期權金後，陳先生需要付出什麼代價呢？他有義務在10月30日或以前，向期權合約買方按每股112.5元，沽出400股滙控股份。如果滙控股價在10月底收低於112.5元，買方都不會行使合約價，陳先生便可以保留部分或全部期權金。結果，滙控在10月30日收報108元，陳先生收取的期權金就可以袋袋平安。

賣出認沽期權合約情況則剛好相反。如果陳先生賣出行使價640元的騰訊 (00700) 認沽期權，合約10月30日到期。騰訊股價在10月底收報高於

640元，陳先生便可以保留持有的期權金。相反，騰訊股價收報低於640元，例如收報600元，屆時陳先生便有義務按每股640元，向買入認沽期權合約的投資者，買入騰訊股份，按每張合約100股，賬面虧損4000元。

三種情況下賺取收益

從以上例子可以見到，期權合約賣方成功保留收益的三個來源。第一個來源是標的價格表現與期權策略一致。陳先生賣出滙控認購期權合約，就是估計滙控股價不會大升；當滙控股價窄幅橫行，微升不高於行使價，或下跌，陳先生便成功保留收益。

第二個來源是期權合約愈趨近到期日，時間值就趨近零，即使在標的價值不變，期權價格也會下跌，對賣方有利。舉例說，陳先生今次賣出的是滙控外認沽期權合約，只有時間值沒有內在值。如果滙控股價在合約到期時收報113元，高於行使價112.5元，因他已收取1.7元時間值，這宗交易仍會有利潤。

第三個來源是偏高的波動率回歸。引申波幅 (IV) 愈高，期權價格就愈高。引申波幅 (IV) 愈低，期權價格就愈低。投資者趁引申波幅飆高時，賣出期權合約，收取較高期權金，等待引申波幅回落，低價平倉套利。有關這個套利策略，日後進一步討論。

至於「裸賣」合約的潛在風險、風險管理方法，以至遇到虧損的補救措施，將會另文再介紹。

裸賣「馬鞍式策略」(Short Straddle) 操作方法及潛在盈虧概要

操作方法：沽出「ABC六月200元認購」，收取10元，同時沽出「ABC六月200元認沽」，收取15元

期權金收益：10元+15元=25元

打和點：較低打和點：200元-25元=175元；較高打和點：200元+25元=225元

潛在盈利：25元

潛在虧損：正股價跌破175元，虧損為：175元-正股股價；正股價升穿225元，虧損為：正股股價-225元

資料來源：港交所網頁

倉位一旦出現虧損 就要平倉止蝕

勿博
反彈

期權賣出策略一旦倉位出現虧損，最佳救援的方法，就是平倉止蝕出局，切忌抱着「博反彈」心態，因為後果可能非常嚴重。如果投資者非常相信後市出現反轉行情，應該先行平倉，另開一份行使價更高或更低的新期權合約。

舉例說，陳先生看好騰訊 (00700) 股價向上，早前賣出認沽 (Short Put) 期權合約，行使價640

元，當時正股報價650元。然而，正股跌至640元，陳先生可以先平倉止蝕，後再賣出一張行使價630元的認沽合約。

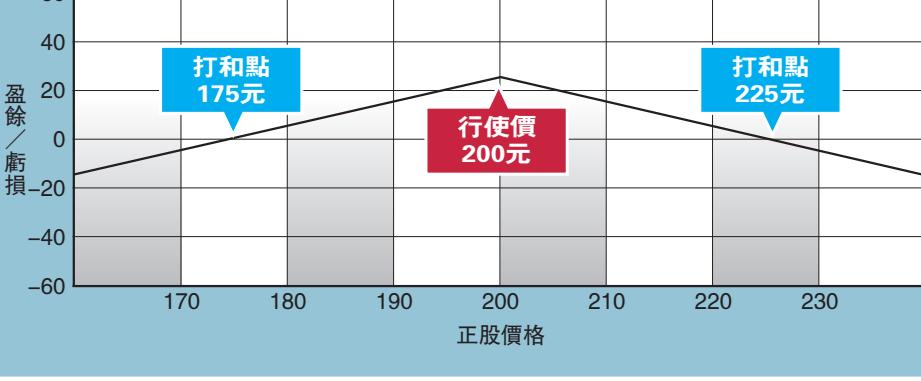
若果陳先生暫時未決定後續部署方法，個別專家建議買入一張認沽期權合約，行使價可能是630元，目的是鎖定最大虧損金額，換取時間研究處理方法。實際上，由於賣出期權合約風險實在太大，陳先生在賣出期權合約前，應該訂出止蝕安排。



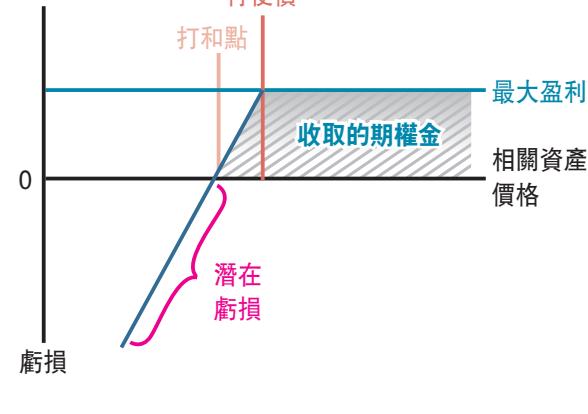
期權賣出策略投資要點

- 在牛市中賣出看漲期權，熊市中賣出看跌期權，贏面不大，潛在風險卻很大
- 價格大上大落的股票或指數，權利金較高，風險也愈大
- 價格波幅愈慢的股票（例如本地公用股），權利金較低，風險也較低
- 引申波動率偏高時，賣出期權獲得收益較多
- 股價或指數價格變動愈趨緩慢，對期權賣方愈有利
- 合約到期日愈近，期權時間價值衰減速度愈快（深度價外期權例外），對期權賣方有利

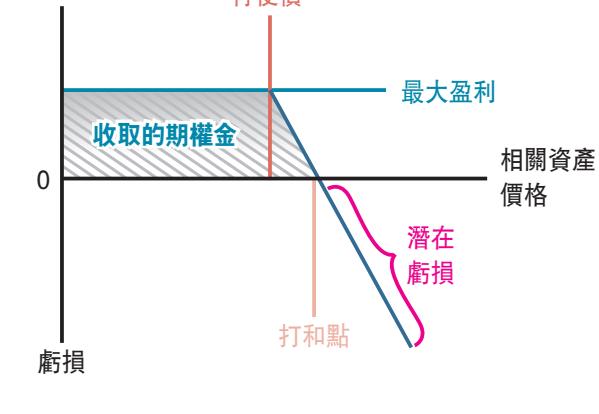
▲在期權世界，賣出策略贏面遠高於買入策略，成功獲利有賴於期權價格下跌。但賣出策略屬「收入有限，風險無限」，為管理風險，投資者需執行保護性策略以鎖定最大損失金額。



賣出認沽期權盈虧示意圖



賣出認購期權盈虧示意圖



控制潛在虧損 宜同步做好對沖

風險
管理

賣出策略屬於「收入有限，風險無限」，最經典的例子是前霸菱銀行交易員Nick Leeson，因為交易虧損，導致霸菱銀行倒閉。

曾被媒體喻為神童的Leeson採用裸賣「馬鞍式策略 (Short Straddle)」，即在相同一個行使價，賣出日經225指數的認購期權，及賣出日經225指數的認沽期權。當時 (1995年1月) 日經225指數處於19000點水平，只要指數在18500點至19500點區間，Leeson的裸賣「馬鞍式策略」便可以把期權金袋袋平安。事件詳情可以網上查閱，而重點是Leeson的交易導致霸菱銀行蒙受接近14億美元虧損，最終倒閉。倒閉後，霸菱以1英鎊的象徵價格賣給荷蘭的ING集團。

同樣因為裸賣「馬鞍式策略」而蒙受巨額損失的，還有台灣島內的知名投資者杜總輝。2011年台灣加權指數在8300點至9200點區間上落。杜總輝裸賣「馬鞍式策略」，交易原本是一帆風順，期權金源源不絕進入口袋。然而，台股在8月份連日插水下跌，導致杜總輝蒙受近6億新台幣虧

損金額。由此可見，賣出策略能夠讓投資者一鋪清袋。

為解決「風險無限」問題，專家經常提醒投資者在賣出一張期權合約的同時，應買入另一張期權合約。

具體而言，延伸上文的例子。投資者陳先生賣出10月到期，行使價112.5元的滙控 (00005) 認購期權。如果滙控股價在10月底或以前升抵130元，期權合約買方要求執行合約，以每股112.5元，買入400股滙控股份。這個時候，陳先生需要在市場上按130元買入400股股份，涉及支出5.2萬元。然後按每股112.5元向期權合約買方出售400股股份，收回4.5萬元。一買一賣下，陳先生在這宗交易蒙受7000元虧損 (未計交易費用)。他為了僅僅680元的期權金，卻要付出7000元代價。

若果陳先生在賣出該期權合約時，另邊廂買入10月到期、行使價120元的滙控認購期權合約。如果滙控股價升抵130元，陳先生只需按每股120元購入滙控股份，未計購入認購期權的成本，這宗交易的虧損金額便會由7000元降至3000元，成功做到風險管理。

人民幣升值A股衝高 港股後市料追落後

滄海
桑田
倪相仁

今年的聖誕鐘聲對中資股還算比較友好，首先是人民幣兌美元匯率時隔近16個月之後，升破7算，大大提振中資股吸引力；其次是中美在中國晶片出口關稅上達成延後協議，兩國經貿關係進一步趨向穩定。港股因周三下午開始休市，無緣享受這兩天的美好時光。反而A股跨年行情趁勢而起，重上4000點指日可待，板塊方面以商業航太、機器人、鋰電等輪流上行，期待周一港股復市後奮起直追，為2025年的牛市畫上句號。

隨着地緣政治風險逐漸受控，新的一年中資股估值大概率會繼續修復，其中在中美兩國均受到重視的行

業，最有可能受益。從市場表現看，這些共震的行業包括：商業航太，美國是以SpaceX上市、中國以藍劍上市為標誌，均屬於事件性驅動的提升估值行情；AI硬體，包括受谷歌增量帶動的液冷、光模塊等；還有機器人、無人駕駛等。上述行業中，航太、AI硬體板塊已炒作了一段時間，未進場的投資者宜耐心等待回落，預計在事件未落實前相關板塊會反覆上升從而推高估值。

人民幣匯率持續走強，兌美元自10月初以來升值超過1.3%，不過中資股並未同步，尤其是對匯率更敏感的港股市場，跌幅更大過A股。以恒生科指為例，10月初高位至今已下跌了15%。根據以往經驗，股市和匯率

存在正相關的關係，匯率強往往意味著外資流入和中國基本面好，對港股而言還有人民幣升值帶來的港幣計價EPS額外增厚等。

人民幣上一輪升值周期，是2022年11月至2023年1月中旬，疫情開放後經濟重啟驅動的人民幣兌美元匯率從7.3跳升至6.71 (升值8.8%)，但由於是事件性驅動，持續性不強。之後的兩年時間 (至2025年初)，人民幣震盪為主，直到今年5月以來，人民幣才出現持續性升浪。

近期人民幣升值速度加快，主要受益於多項周期性因素：一是美聯儲再度降息，美中短端利差收窄，且聯儲下任主席謎底即將揭曉，市場開始

憧憬明年美元繼續回落；二是春節前結匯推動。歷史上匯升跌很少見，只有兩次 (2013年3月至6月、2021年7月至2022年10月)，最後的結果要麼是股市補漲，要麼是匯率補跌，重點在於政策是否發力。這次匯強股弱，中金認為其原因不是外資流入，也並非基本面改善和政策加持，主要還是美元弱和結匯需求季節性因素。

未來如何演變，要看基本面走向。如果財政大舉發力，尤其是在擴大內需上，那可能促成二者走向統一，有利於負債在海外的行業。

商業航太迎規模元年

行業方面，商業航太被市場熱捧

為控制潛在虧損，宜同步做好對沖。中美國的政策共震，是市場追捧的行業敘事之一。上周星鏈 (Starlink) 宣布，其用戶數量突破900萬，這意味著其在今年下半年新增超200萬用戶，用戶數量增長進一步加速，衛星互聯網的商業邏輯得到進一步強化。另外，商業航太行業是大國競爭的重點產業之一，SpaceX計劃明年啟動IPO，有望為市場重點關注。我們國家主導的衛星互聯網建設亦進入快車道，現時國內衛星互聯網產業正處於加速成長的初期。展望2026年及整個「十五五」，國內衛星互聯網將正式邁入商業化階段並參與全球競爭，相關建設為產業端帶來數以十倍的需求彈性釋放，並推動行業在2026年真正進入規模化元年。