

# 善用期權雙邊操作 降成本增贏面

## 看好後市走勢 選兩價外證先買後賣

### 悠閒理財

期權四式各有優點，也有不足之處，例如買入期權回報大、贏面低，賣出期權贏面高、風險大。因此，投資者使用兩張或更多期權合約，從而提高勝算，管理風險。

各項組合之中，根據芝加哥期權交易所統計，垂直價差策略 (Vertical Spread) 最受投資者歡迎。垂直價差策略主要分為四類，「牛市認購價差策略 (Bull Call Spread)」可說是入門式，其優點是成本低、打和點低，只是限制盈利空間。

大公報記者 劉鑽豪



▲期權買入策略潛在利潤可以十分驚人，回報數十倍，甚至數百倍，只是贏面低，類同購買彩票。

期權四式包含買入認購期權 (Long Call)、賣出認購期權 (Short Call)、買入認沽期權 (Long Put)、以及賣出認沽期權 (Short Put)。

買入策略潛在利潤可以十分驚人，回報高達數十倍，甚至數百倍，只是贏面低，類同購買彩票。賣出策略的贏面較高，坊間普遍認為勝算可以高達70%、80%，可惜一旦發生「黑天鵝」事件，有可能把過去的利潤「一鋪清袋」，甚至「輸身家」。

### 單邊操作 回報高風險亦高

經驗投資者較多採用期權組合，例如先買後賣，降低打和點，藉此提高獲利機會；或先賣後買，穩抓期權金的同時，購買「保險」，限定最大虧損。期權組合種類眾多，垂直價差策略則是較多投資者使用的組合。

垂直價差策略分為四種組合，牛市認購價差策略、牛市認沽價差策略 (Bull Put Spread)。若果投資者看好後市，只是潛在升幅未必太大，可以使用前述兩個組合。其他兩種組合為，熊市認沽價差策略 (Bear Put Spread)、熊市認購價差策略 (Bear Call Spread)。後面兩個策略適合看淡後市的投資者所採用。

在中文世界，上述四種組合的翻譯名稱存在差異，為免混淆，投資者適宜參考英文名稱為準。

今期將會介紹牛市認購價差策略 (以下統稱牛市價差)。牛市價差由兩張到期日相同的認購期權合約組成，首先買入行使價較低期權，然後賣出行使價較高期權。投資者取用比較多的做法是，買入及賣出兩個價外認購期權 (OTM) (OTM是指股價/指數<行使價)。

舉例說，恒指於1月5日收報26347點，投資者A因為看好恒指向上，所以買入1月份到期認購期權，行使價26400點，結算價為464點；然後賣出1月份到

期認購期權，行使價26600點，結算價為381點。(見圖一)

首先看交易成本。因為買入認購期權，投資者A付出464點，但賣出認購期權又帶來381點收入。一買一賣，這個牛市價差的成本為83點 (464-381未計交易佣金及費用)，若果單單買入認購期權，交易成本為464點。

### 毋須升至「打和點」也可獲利

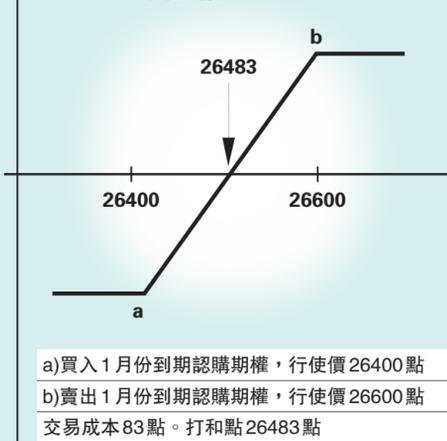
其次是打和點。這個牛市價差的打和點是26483點 (買入認購期權行使價的26400點，另加成本83點)，只要恒指升高於打和點，未計交易佣金及費用，投資者A便獲得利潤。倘若單單買入認購期權，打和點是26864點 (26400點+464點)。兩者差距甚大。然而，「打和點」只是一個理論值，有時候毋須升越「打和點」也可以獲利。

最後是潛在回報。由於賣出認購期權的行使價是26600點，所以即使指數升越26600點以上，投資者A都無法獲得更多利潤，反而會因時間值而耗損利潤。

恒指在1月6日上升363點，收報26710點。這個牛市價差的收益情況如何？行使價26400點結算價是671點，行使價26600點結算價是559點，若果投資者A成功了結這個牛市價差，將可收取112點 (671點-559點)，今次交易收益是29點 (112點-83點)，或回報率35%。如果單單買入認購期權，交易收益為207點，或回報率44%；如上所述，毋須升越「打和點」也可以獲利。

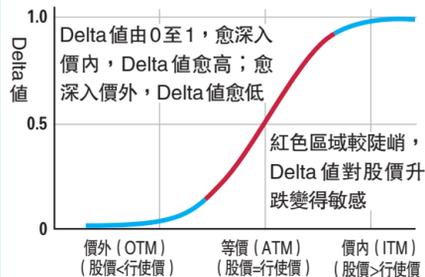
投資者可能有疑問：兩個認購期權的距離超過200點會有什麼效果？使用兩個價內認購期權 (ITM+ITM) (ITM是指股價/指數>行使價)，或者使用一個價內與一個價外認購期權 (ITM+OTM) 組合牛市價差，所得潛在回報如何？明瞭這些差異則要從「希臘字母」說起。另文會作討論。

### 圖一：牛市認購價差 (OTM+OTM)

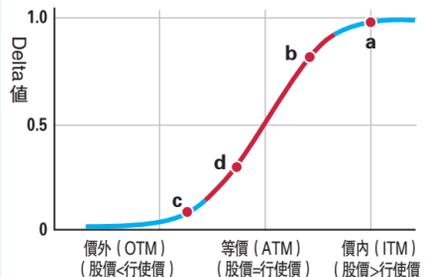


- a) 買入1月份到期認購期權，行使價26400點
  - b) 賣出1月份到期認購期權，行使價26600點
- 交易成本83點。打和點26483點

### 圖二：期權行使價影響Delta值



### 圖三：深度行使價令淨Delta值收縮



- a) 買入的價內認購期權 (ITM) 處於深度價內，Delta值上升速度減慢
- b) 賣出的ITM尚未進入深度價內，Delta值上升速度仍然較快，導致淨Delta值縮窄
- c) 賣出的價外認購期權 (OTM) 處於深度價外，Delta值下降速度減慢
- d) 買入的OTM尚未進入深度價外，Delta值下降速度仍然較快，導致淨Delta值縮窄

## Delta值愈高 股價影響期權價愈大

### 兩個情景

應用於期權交易的「希臘字母」分別為： $\Delta$  (Delta)、 $\Gamma$  (Gamma)、 $\Theta$  (Theta)、 $\nu$  (Vega) 及  $\rho$  (Rho)。本文將會探討「Delta」如何影響牛市認購價差的收益。

Delta的重要性在於，顯示期權價格對股價或指數升跌的敏感度。「買入」認購期權 (Long Call) 的Delta值為正數，數值介乎0至1，數值愈高，對股價敏感度就愈高。

舉例，騰訊 (00700) 認購期權的期權金為10元，Delta值為0.4。當騰訊股價每升1元，期權金便上升0.4元；股價每跌1元，期權金則下跌0.4元。如果Delta值為0.7，騰訊股價每升1元，期權金便上升0.7元；股價每跌1元，期權金則下跌0.7元。由此可見，Delta數值愈高，期權金對股價的敏感度也愈高。

從圖二可見，認購期權的行使價愈來愈深入價內 (行使價愈來愈低於股價)，Delta值就愈高，甚至達到1。相反，行使價愈深入價外 (行使價愈來愈高於股價)，Delta值就愈低，甚至達到0。若果行使價與股價相同，Delta值為0.5。引致Delta值變動因素眾多，包括期權行使價與正股股價的遠近距離。

至於Delta值對牛市認購價差交易的影響，無論是兩個價外期權的組合 (OTM+OTM)，抑或兩個價內期權的組合 (ITM+ITM)，「買入」認購期權的Delta值都相對較高，對股價升跌較為敏感；「賣出」認購期權的Delta值相對較低，對股價升跌的敏感度較低。

若果「買入」認購期權的Delta值為0.7，「賣出」認購期權的Delta值為0.4；這個組合的「淨Delta值」為0.3 (0.7-0.4)。當騰訊股價上升1元，前者期權價格升0.7元，後者期權價格升0.4元，結果這個組合的淨收益增加為0.3元。相反，當股價下跌1元，淨收益減少0.3元。補充一點，「賣出」認購期權 (Short Call) 的Delta值為負數。

以下有兩個情景值得注意。第一個情景：當股價不

斷上升，「買入」認購期權的行使價逐步走向深度價內，結果Delta值上升速度開始轉慢；另邊廂，「賣出」認購期權的行使價仍未明顯深入價內，Delta值的上升速度依然較快 (見圖三)。如此一來，「淨Delta值」縮窄，可能由0.3縮窄至0.2。當股價上升1元，這個組合的淨收益由增加0.3元降至0.2元。這個情景對牛市認購價差的收益是「不利」。

第二個情景：當股價不斷下跌，「賣出」認購期權的行使價逐步走向深度價外，Delta值的下跌速度開始轉慢；另邊廂，「買入」認購期權的行使價未明顯深入價外，Delta值的下跌速度依然較快 (見圖三)。「淨Delta值」同樣縮窄，可能由0.1縮窄至0.05。在這個情景下，每1元股價下跌，這個組合的淨收益減少幅度，會由0.1元減少至0.05元。這個情景對牛市認購價差的收益是「正面」。

結論是，以Delta角度，持有深度價內是不利的，但持有深度價外期權是正面的。然而，實際上，當期權價跌至深度價外，投資者就可能選擇平倉，而未必是繼續持有。Delta對期權組合的影響不限於以上討論，日後會通過其他期權組合，再作介紹。



▲引致Delta值變動因素眾多，包括期權行使價與正股股價的遠近距離。

## 期權交易小知識

### 話你知道

富途證券首席分析師譚智樂表示，開始參與「牛市認購價差 (Bull Call Spread)」時，新手可以考慮採用「ATM+OTM」組合，即「買入」等價期權 (ATM)，同時「賣出」價外期權 (OTM)，但注意不適宜買賣過分價外的期權合約。舉例說，騰訊 (00700) 現價報626元，700元行使價的就是過分價外期權合約，合適價外幅度約630元、640元。

其次，期權合約到期日可以選擇2至4個月到期的，因為1個月或以內的期權，時間值消耗較大，風險較高。

第三，留意期權合約的引伸波幅。30%的引伸波幅是高或低？這要視乎歷史數據才能作出判斷。新手或者可以參考歷史波幅，比較現時引伸波幅與歷史波幅的距離。譚智樂提議，新手可以從Beta值1至1.5的大型股份開始期權交易。

## 及早灌輸財商教育 讓孩子理性規劃未來



林昶恆 (Alvin) 教與練 富足家庭

我們擔心孩子「輸在起跑線」，於是瘋狂投資各種課程，卻可能正陷入「三不」陷阱：不面對子女天生差異、不懂為孩子規劃未來、不教金錢價值觀。結果，耗盡家財心力，反而可能培養出「高技能、低財商」的下一代。  
**起跑線的迷思：你的賽道，適合孩子嗎？**  
每個孩子天賦不同，強行推入同一條「標準賽道」，猶如為越野車加注賽車油——無助發揮，更損引擎。

家庭理財第一步，應是「評估資源與認清天賦」。資源不只財務，更包括孩子的時間、精力與興趣。與其把高比例收入投入未必見效的培訓，不如及早與孩子探索熱情所在，將金錢策略性地配置在能激發潛能的領域。這是「針對性投資」，不是放棄投資。  
**未來規劃，不止於一個教育基金**  
許多家長以為替孩子規劃等於開設「教育基金」，定期存款。這固然重要，但真正的規劃是「價值觀傳遞與財務韌性培養」的系統工程，應包括：

- 1.階段性財務目標：從幼兒「零

食預算管理」、青少年「儲蓄購物」、到大學生「生活費規劃」，讓孩子在實踐中學習分配資源。  
**2.危機預案討論**：坦誠溝通若家庭主要收入中斷如何應對，讓孩子理解風險與責任。  
**3.傳承意願的傳達** (適當年齡)：讓孩子明白財富意義在傳承愛與責任，而非單純繼承數字。  
**培養抵禦物質誘惑**  
最核心的一課：建立家庭「金錢價值觀」  
孩子每日觀察我們如何消費、談論金錢、面對財務壓力。若父母以

「貴就是好」、「人有我有」為消費邏輯，孩子便難以建立健康價值判斷。  
我建議每個家庭建立「消費原則」，例如：「我們重視體驗多於物質，旅行預算優先於最新電子產品」、「我們支持可持續消費，衣物重實用耐穿，不追快時尚」、「我們將部分收入用於學習與慈善，投資知識與社會」。  
透過日常對話與決策內化這些價值觀，孩子才能培養抵禦物質誘惑、理性規劃未來的核心能力。這比任何補習課，更助他們遠離真正的「三低」——低財務智商、低風險抵抗

力、低生活滿足感。  
親子理財是家庭教育的一部分，應「早開始、有計劃、個人化」。早開始，讓財商教育自然融入成長；有計劃，避免隨波逐流浪費資源；個人化，尊重每個生命的獨特藍圖。  
孩子的未來，不應建立在父母焦慮的透支上。讓我們以清晰頭腦與溫暖溝通，為他們鋪設一條真正屬於自己、穩健而豐盛的財務人生之路。這份規劃，才是你能給予孩子最寶貴、最長久的禮物。  
(作者為家庭理財教育學會會長及認可理財教練，任何查詢可發電郵到 alvinlam@fpei.com.hk)