

善用期權雙邊操作 提高勝率控風險

大市走勢偏軟 價內期權表現跑贏價外組合

悠閒理財

牛市認購價差策略 (Bull Call Spread) 廣受期權投資者採用，普遍做法是同時買入及賣出「價外期權」(OTM, Out-of-the-Money)。對於保守投資者而言，「價內期權」(ITM, In-the-Money) 是另一個選項，皆因保障更廣，贏面更高，其缺點則是成本較多，最大損失也較多。在這個策略的基礎上，投資者使用「深度價內期權」(DITM, Deep In-The-Money) 及價外期權，也就是變為「合成備兌認購權」(Covered Call)。這類合成策略優點是成本低，鎖定最大損失，只是期權有到期日，正股則可以無限期持有，股價即使顯著回調，也有「返家鄉」的機會。

大公報記者 劉鑑豪

牛市認購價差策略的運用場景是，投資者估計指數／股價在未來一段時間向好，惟升幅有限。坊間較常用價外期權組成牛市認購價差。舉例說，恒指在2025年12月31日收報25630點，投資者A買入2026年1月份到期的恒指價外期權小型合約，行使價25800點，支付394點；另賣出1月份到期、行使價26200點，收取255點；淨支付139點(394點-255點)。

價外組合打和點較高

恒指1月份大漲。投資者A的期權合約收益如下：到1月29日期權結算日，行使價25800點合約報2018點，行使價26200點合約報1617點，淨收益401點(2018點-1617點)。淨收益401點扣減淨支付139點，今次交易獲利262點(見附表一)。以小型期權合約每點10元計，獲利2620元。交易回報率達到88%。由於這個組合的打和點是25939點(25800點+139點)，倘若恒指不漲、微漲、小跌，交易就會蒙受損失。

倘若投資者A使用深度價內期權的合約的結果如何呢？(見附表二) 2025年12月31日買入1月份到期合約，行使價24000點期權合約，支付1719點；賣出行使價24400點合約，收取1358點；淨支付361點(1719-1358)。組合打和點24361點(24000+361)。換言之，除非大市回吐超過1269點，組合才會出現虧損。

在期權結算日，行使價24000點期權合約報3817點；行使價24400點合約報3417點，淨收益為400點(3817-3417點)。淨收益400點扣減淨支付361點，今次交易獲利39點，以小型期權合約每點10元計，獲利390元。交易回報率10%。

認清「賣出認購期權」責任



「備兌認購期權」(Covered Call) 或「合成備兌認購權」(Synthetic Covered Call) 都需要「賣出認購期權」(Short Call) 合約。由於港交所掛牌的股票期權屬於「美式」合約，買入認購期權的投資者可以隨時行使權利，要求賣出認購期權的投資者賣出股票。

一般情況，投資者要求「行使認購期權」(Long Call) 行使時，結算所就會在短倉名單中，隨機抽取持有認購期權短倉的「期權交易所參與者」(例如

雖然深度價內期權的保護能力較佳，可是在這個例子中，回報率偏低10%。根據坊間建議，在股市大跌後，採用深度價內期權的牛市認購價差策略，才具值博空間。

跌穿行使費 合約價值即歸零

若果大市偏軟，牛市認購價差策略的表現如何？舉例再看，恒指去年12月份下跌228點，全月高低波幅約1100點。恒指在12月2日收報26095點。使用兩個價外認購期權組成牛市價差：投資者B買入12月到期合約，行使價26200點的價外期權，支付408點；賣出12月到期合約，行使價26800點，收取200點；淨支付208點。當月期權結算日為12月29日，指數報25635點，價外合約變成廢紙，交易虧損208點，損失全數成本。

使用兩個價內期權組成的話：在12月2日買入行使價24600點價內期權合約，支付1572點；賣出行使價25000點價內期權合約，收取1217點；淨支付355點。在當月期權合約到期日，指數高於兩張合約行使價，前者期權金報價1037點，後者期權金報價642點，淨收益395點，扣除成本355點，這宗交易能夠獲利40點，回報率11%。由此見到，若果指數小幅偏軟，由價內期權組成的策略，不單保住成本，還有利可圖。

總結：不管是價內期權組成，或價外期權組成的牛市認購價差策略，各有優劣。水無常形，投資者因應市況變化，口袋多一樣工具，增加應付市場變化的靈活度。

另文介紹合成備兌認購權的操作方法。

【備註：以上收益及支出皆未計任何交易費用。】



備兌認購期權主打每月向投資者派發「股息」，吸引不少捧場客。近期科技股炒得火熱，或許可以在低息年代小試牛刀。

(盈餘/虧損)

C為盈虧平衡點(打和點)
185元(200元-15元)

備兌認購期權操作示範圖

B為沽出某某股認購期權合約，行使價200元，收取期權金15元
A為每股200元買入某某股的正股

牛市認購價差操作概要 [附表一]

12月31日開倉	買入	賣出	成本
行使價	25800點	26200點	—
期權金	付394點	收255點	淨支付139點
1月29日平倉	賣出	買入	收益
行使價	25800點	26200點	—
期權金	收2018點	付1617點	淨收益401點

註：打和點為25939點

牛市認購價差操作概要 [附表二]

12月31日開倉	買入	賣出	成本
行使價	24000點	24400點	—
期權金	付1719點	收1358點	淨支付361點
1月29日平倉	賣出	買入	收益
行使價	24000點	24400點	—
期權金	收3817點	付3417點	淨收益400點

註：打和點為24361點

合成備兌認購期權 以小博大

備兌認購期權 (Covered Call) ETF 近年大賣旺場。這類產品主打每月向投資者派發「股息」，在低息年代自然吸引不少捧場客。當然，投資者可以直接打造 Covered Call 組合，舉例說明之，買入騰訊 (00700) 正股，賣出騰訊相關認購期權合約，不假人手，直接收取期權金，又或者「合成備兌認購權」(Synthetic Covered Call)。

「合成備兌認購權」做法簡單：買入 Delta 值 (或稱對沖值) 接近1的價內認購期權，賣出價外認購期權。這種合成做法的優點是入場門檻低，潛在回報率較高，最大損失金額被鎖定，減少持有正股股價大跌的風險，缺點是沒有如正股長期持有享受股息。

舉例說明之，投資者C在去年12月31日以每股599元買入100股騰訊股份，成本59900元。他希望打造 Covered Call 組合，所以賣出價外認購期權合約，行使價630元，收取425元(2725/59472)。

使用「合成備兌認購權」的績效如何呢？投資者D在去年12月31日買入深度價內 (DITM) 認購期權，合約2026年1月份到期，行使價470元，每股市期權金130.41元，合約總支付13041元。同時間，賣出1月份到期的價外認購期權合約，行使價630元，收取425元(2725/59472)。

這次交易總成本12616元(13041元-425元)。

到期，行使價630元，每股收取4.25元，1張合約100股，所以收取425元期權金。

今次成交總成本59472元(即59900元-425元)。

在期權合約到期日(1月29日)，騰訊股價收報622元，投資者C持有正股的賬面收益2300元((622元-590元)×100股)；價外認購期權合約失去價值，今次交易總收益為2725元(2300元+425元)，回報率則為4.58%(2725/59472)。

使用「合成備兌認購權」的績效如何呢？投資者D在去年12月31日買入深度價內 (DITM) 認購期權，合約2026年1月份到期，行使價470元，每股市期權金130.41元，合約總支付13041元。同時間，賣出1月份到期的價外認購期權合約，行使價630元，收取425元(2725/59472)。

這次交易總成本12616元(13041元-425元)。

在期權合約到期日，行使價

470元的 DITM 認購期權報價152元，每張合約收益2159元((152元-130.41元)×100股)。賣出價外認購期權合約失去價值，今次交易總收益為2159元，回報率17.11% (2159/12616)。

假設騰訊股價在期權合約到期日回落至470元，「合成備兌認購權」的 DITM 認購期權及價外認購期權都歸於零，損失為12616元。至於 Covered Call，正股每股賬面損失129元(599元-470元)，一手100股合計賬面損失12900元，扣除已收取425元期權金，這宗交易賬面虧損12475元。

風險大於直接買股

以上述分析，兩者做法所得結果相若，只是騰訊股價跌低於470元，Covered Call 損失會更大。當然，投資者繼續持有騰訊正股，股價假以時日應該可以返回「家鄉」。

【備註：以上所有成本、收益皆未計交易費用。】

送舊迎新大掃除 檢視財務正當時



農曆新年將至，馬年奔騰的氣息已在空氣中瀰漫。按照傳統，「年廿八，洗邋遢」，家家戶戶都會在這段時間進行大掃除。這個習俗背後，蘊含着「送舊迎新」的深層智慧——唯有捨棄陳舊，才能為新生騰出空間。將這個概念延伸至財務策劃，我們的財務狀況同樣需要一年一度的檢視與調整。馬年到來之際，正是最佳時機，讓我們一起為自己的財務來一次大掃除。

日常生活中，我們的財務往往在

不經意間變得雜亂無章：閒置的銀行存款、忘記管理的MPF，及不必要的支出等……這些財務「雜物」堆積起來，不但消耗時間資源，更可能阻礙財富增長。

清理財務「雜物」釋放增長潛能

就像家中雜物會影響生活品質，財務混亂也會影響我們的理財效能。

財務大掃除：五個必須檢視的領域。

1.收入結構檢視：檢視你的工作收入與被動收入的比例。不妨思考如何優化收入結構，增加多元化收入來

源，降低單一收入來源的風險。

2.支出模式分析：當了解了日常的每一筆開支後，你可能會發現，那些「微不足道」的日常開支，例如每日一杯咖啡、頻繁的外賣、或不同的會籍，累積起來支出可能相當可觀。將支出分類為「必要」、「需要」與「想要」，你會清楚看見哪些可以優化，哪些應該捨棄。

3.債務狀況盤點：消費有關的債務，就像家中堆積的雜物，若不及時處理，只會愈積愈多，需要更大的力氣才能處理。所以將所有債務列出，例如信用卡餘額、私人貸款及按揭等，記錄每項債務的利率、每月

還款額及剩餘期限。優先處理高利率債務，正如先處理家中最雜亂的角落。

4.投資組合檢視：投資組合需要定期檢視。各項投資表現如何？配置比例是否符合你的風險承受能力？投資目標是否仍然適用？投資市場的波動已習以為常，但也需要保持警覺，適時調整策略。

5.保障規劃評估：保險是財務安全的防護網，但隨着人生階段轉變，保障需求也會改變。檢視現有保單是否仍然合適：保額是否足夠？保障範圍是否全面？有否重複投保的情況？保險保障強調合適及足夠。

在新年將至的時候，讓我們不只為家居大掃除，更為未來財務自由來一次徹底的整理。當你清楚掌握自己的財務狀況，捨棄不必要的負擔，你就能輕裝上陣，在新的一年奔騰向前，邁向更豐盛的財富人生。

財務大掃除不是一次性的活動，而是持續的習慣。正如我們會定期整理家居，財務規劃也需要定期檢視與調整。讓我們今日開始，建立良好的理財習慣，為財富增長騰出空間，迎接更豐盛的人生。

(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@feei.com.hk)



農曆新年將至，馬年奔騰的氣息已在空氣中瀰漫。按照傳統，「年廿八，洗邋遢」，家家戶戶都會在這段時間進行大掃除。這個習俗背後，蘊含着「送舊迎新」的深層智慧——唯有捨棄陳舊，才能為新生騰出空間。將這個概念延伸至財務策劃，我們的財務狀況同樣需要一年一度的檢視與調整。馬年到來之際，正是最佳時機，讓我們一起為自己的財務來一次大掃除。

日常生活中，我們的財務往往在

責任編輯：邱家華