

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 劉鑛豪

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%。

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，在股市大跌喘定後，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。使用兩個價內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。當日期權結算日為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。在當日期權合約到期日，指數高於兩張合約行使價，前期權金報價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。

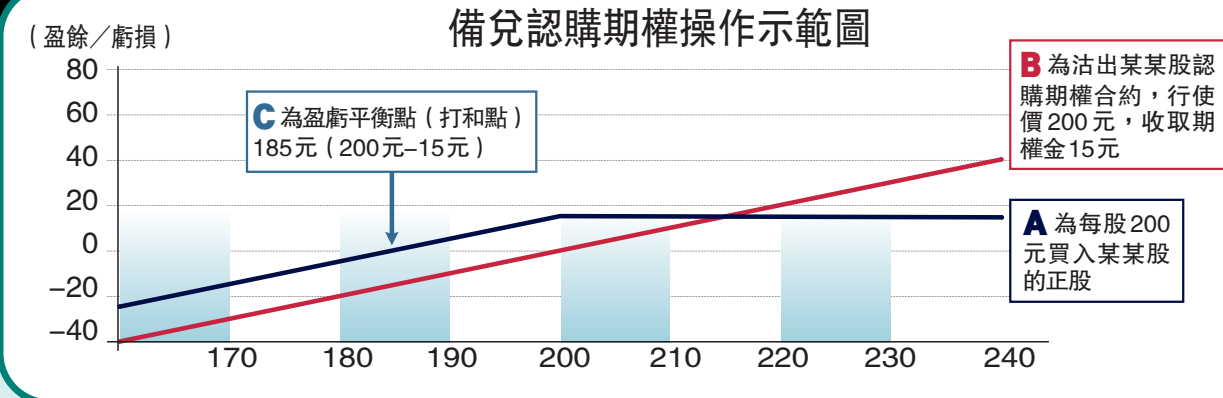
總結：不管是由價內期權組成，或價外期權組成的牛市認購價差策略，各有優劣。水無常形，投資者因應市況變化，口袋多一樣工具，增加應付市場變化的靈活度。

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」，在低息年代吸引不少捧場客。近期科技股炒得火熱，或許可以小試牛刀。



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

策略投資

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，2026年1月份

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（即是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-599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，每股期權金130.41元，合約總支付13041元。同時，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。

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 Cal損失會更大。當然，投資者繼續持有騰訊正股，股價假如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。】

認清「賣出認購期權」責任

話知



「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

如證券行）」，要求對方履行合約責任。該證券行再用隨機分配方法，抽取客戶中的認購期權賣家，履行合約責任。

由於屬於隨機抽取，所以股票期權賣方隨時要預備股票或買入股票所需資金。如股票期權被行使時，由證券行替客戶補貨，證券行會視作客戶使用電話買賣股票，收取費用高於網上買賣股票的佣金。

值得注意的是，投資者持有正股的話，必須預先通知證券行使用Covered Call策略。

送舊迎新大掃除 檢視財務正當時



林鉅恆 (Alvin)

富足家庭 教與練

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，洗邋邋」，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重整。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，在新的一年里奔騰向前，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@ffe.com.hk）