

期 权 交 易 (下)

王 琪 英

三、期权交易的风险和收益

期权交易的买卖双方在做空头(看跌)和多头(看涨)时的风险和收益是非对称性的,总是一方有限,另一方无限。假定一笔黄金欧式期权,权价为每盎司 40 美元,成交价每盎司 600 美元,如果交割时的黄金价为每盎司 640 美元,那么,多头期权的买方的亏损仅限于权价费,而其收益可以是无限的。相对而言,该笔期权的沽家正好与买家的情形相反,其风险收益的情况形成一种“镜象效应”。换言之,沽家在这笔交易中所得的收益是有限的,即仅限于期权费,而他的风险则是无限的。对于一笔空头(看跌)期权,它的买家和沽家的风险与收益的关系,正好与多头期权的情形相反。空头期权的买家在期货价格下降时盈利,这种盈利可以是无限的,而风险则是有限的,仅限于损失期权费;沽家则在价格保持不变或上升时盈利,但这种盈利是有限的,仅限于期权费,而其亏损的风险则是无限的。

从以上分析中,可以看出期权交易在风险和收益的关系上优于期货交易。那么,这是否意味着投资者应完全投资于期权业务,而放弃期货的交易呢?对此,可作如下探讨。

(1) 假定投资者非常确信今后的价格走势将上升(或下降),那么,他应该选择期货交易方式,而不应做期权交易。因为他既然已很肯定价格的走势,却又谨慎地选择期权交易的话,那么,他为防范价格走势相反的风险而付出期权费的决定就完全是一种失策。

(2) 假定投资者非常肯定价格将完全不会变动或变化很小,则最佳决策方案是卖出期权。因为这种选择是在价格完全不波动时从一个市场上能获得盈利的唯一可选方案。

(3) 假定投资者有理由肯定价格将会上涨,但同时又担心价格会下降的话,最佳决策是购买一笔多头期权,这与投保自然灾害险别(如火灾、洪水、地震等)很相似。我们虽有理由肯定这些灾害不太可能发生,但是为了防备万一,还是应该去做类似的保险。所以,该投资者所付出的期权费还是值得的。

(4) 假定投资者有理由肯定价格会下跌,但同时又担心价格会上涨,则最佳决策方案是购买空头期权。

(5) 相信价格将大幅度波动,但却不知道将会上升还是下降,则应购买一笔双向期权。这是一种针对可能的变化而做的交易,盈与亏的风险是一样的,只是要付出两种期权费。

基于上述分析,可以得出结论:期货合约的一个极端形式,是一笔成交价为零的多头期权。

四、期权套期保值

交易者试图利用买进的期权锁住买进或销售商品价格的水平,或用来对冲手中的空头或多头期货也就是期权的套期保值。

1. 买进看涨期权保值

例如,某投资公司预计,在今后晚些时候会有一笔款项用来购买政府公债券。该投资公司担心的是,在其实购入该债券之前,市场利率可能会下跌,从而导致债券价格上涨。因此,需采取临时性保险措施以防止债券价格突然上涨所引起的债券购买费用增加,同时又不想放弃一旦债券价格下跌时带来的债券购买费用减少的好处。在这种情况下,他决定买进看涨期权。

现假定5月份的某一现货债券价格水平为90—00,该投资公司财务主任决定以2,500美元的权利金价格买进一张敲定价格为86—00的9月份到期的看涨期权合约,及至8月份,利率果然下跌,相关现货债券价格上涨到96—00,敲定价格为86—00的9月份到期的看涨期权权利金价格水平为10000美元,于是该财务主任决定卖出9月份到期、敲定价格为86—00的看涨期权,以对冲其手中的期权部位。通过这一买卖活动,该投资公司在期权交易中获利7,500美元,用这笔款项最大限度地弥补了他们在现货市场上实际购入债券时因价格上涨所引起的购买费用增加。

从本例看,买进看涨期权的套期保值交易策略的主要作用在于有效地防止可能出现的利率下跌所引起的债券购买费用的增加。假如利率未下降,反而上升,该投资公司则可以用较低的价格买进现货债券,而任其买进的看涨期权作废,或将该看涨期权卖出,获取剩余时间价值。其代价也不过为权利金。

2. 买进看跌期权保值

买进看跌期权保值是交易者通过买进看跌期权为其日后将要卖出的现货商品确立一个价格下限或用于对冲其多头期货地位,以防止相关市场价格下跌引起巨大的损失。

某大豆加工商认为大豆价格会涨,因此在第二季度初签订一个季度所需的全部大豆的合约。在其后为期不长的一段时间内,价格果然上扬。然而好景不长,有迹象表明价格可能大幅度下跌。该大豆加工商担心同行业竞争对手可能会利用大豆价格下跌之机降价促销,扩大市场份额。于是决定买进一张7月期、敲定价160美元/吨的大豆看跌期权合约,支付每吨4.50美元的期权权利金。及至6月中旬,大豆价格已跌至155美元/吨,于是该大豆加工商卖出的期权权利金为10.5美元/吨,从而每吨获利6美元(10.5—4.50)。他可利用此看跌期权获利有效地与其对手竞争。

3. 卖出看涨与看跌期权保值

对于卖出看涨期权与看跌期权来说,卖出期权的目的仅有一个:赚取期权权利金。

一般来说,交易商在预计期权价格波动幅度较少或略有下跌的情况下才愿卖出看涨期权,而此时的购买者却认为相关期货价格会大幅度上涨;相反交易者在预计相关期货价格波动较

小或略有上涨的情况下才愿卖出看跌期权,而此时的购买者却认为相关期货价格会下滑,因此买卖成交。所以买卖双方对相关期货市场的预测是:

	看涨期权	看跌期权
买方	看涨	看跌
卖方	持稳或略有下跌	持稳或略有上涨

对于卖出期权者而言,在卖出期权时最好是手头上握有相关期权合约下的资产,以防止价格违己所愿地反向而行,买进期权者履行期权权利时能够从容地应付不利情况的发生。

对卖出期权者来说,为避免或减少履约形成的风险,也可通过套期保值方法来达到。

例一:对卖出看涨期权而言,假定某交易商拥有一笔 10 万美元的债券,3 月份时的现货价格为 90—00(90,000 美元),期货市场价格 88—00(88,000 美元)。该交易商预计 3 个月后期货价格将有所下跌,于是在期货市场上卖出一张 9 月到期面值为 10 万美元的看涨期权合约,且假定敲定价格与期货价格相等,也为 88—00(即这张期权合约为两平看涨期权合约),获得 2,000 美元的权利金。时至 6 月,期货市场价格果然有所下跌,且期货价格为 88—00,现货价格也有所下跌,为 85—00,卖出看涨期权的该交易者为了回避到期前价格可能会有所上涨而形成履约之风险,决定在此时买进一张 9 月到期的看涨期权,支付权利金 1,000 美元(由于随着期权到期日的临近,期权的权利金价值相对减少。权利金价格相对降低,所以假定为 1,000 美元,比 3 月份的低)。这样该交易者通过期权的一卖一买,不但净获利 1,000 美元,而且通过这一对冲活动消除了期权履约的任何可能性。

例二:对卖出看跌期权而言,假定某饲料加工商在 3 月份预计小麦价格可能会在当时每吨 150 美元价格水平上略有波动,出于想防止价格上涨的原因,该加工商卖出一张 9 月到期敲定价格为 140 美元/吨的小麦看跌期权合约,收入权利金 10 美元/吨。市场在春、夏季无多大变化。到 8 月中旬现货价格上涨到 155 美元/吨,此时该加工商在期货市场上以 8 美元/吨的权利金价格买回一张 9 月到期敲定价格为 140 美元/吨的小麦看跌期权合约,结果,通过一卖一买看跌期权,每吨净获权利金利润 2 美元,而且消除了履约的风险。

(作者单位:上海外贸学院)

