

演讲者：台湾期权专家，银河期货期权推广部总经理赖明潭先生

百度“期权论坛”下载万份期权资料

<http://www.optbbs.com>

中国金融期货交易所的各位领导，还有主办单位蓝鲸传媒，还有各位媒体记者朋友们，大家下午好！我先自我介绍一下，我从台湾过来的，今年3月份，因为知道期权要上，所以银河期货特别找了我，我就从台湾过来，所以现在长期呆在北京，未来如果大家有任何问题也可以直接跟我联系。我先自我介绍一下，其实我做期权非常久的时间了，3月份的时候19年，现在应该是20年了。

我一直在做期货交易，一开始我自己做期权交易的投机者，到了1998年的时候台湾期货交易所成立了，当时台湾没有期货交易所之前我就开始在做国外的期货，做到了1998年台湾期货交易所成立了，发行了第一个期货产品的时候，我进入到证券公司，担任证券公司期货部的推广，其实我后来一直跟这样的工作结下不解之缘。为什么一直做推广呢？一个是期货公司喜欢找有交易经验的人对投资者进行投资者教育，其实我做了很多投资者教育工作，几乎从1998年就一直做到现在。在2001年时候，我那时候担任一家证券公司的期货部的主管，总经理，当时台湾期权要上，当时我可能跟各位一样，虽然我做期货当时已经7年多了，我坐在底下听期权要上的时候，听了很多场期权，那时候交易所也派了很多，跟中国金融期货交易所一样，做的很多很多推广，其实我觉得大陆的金融期货交易所现在做的推广活动和准备工作远高于当时我们台湾做的。

当时听的感觉跟大家一样，感觉都是书上的东西，大家听很多期权的知识讲解，有没有觉得自己已经了解期权了？好像还是摸不着那个感觉。当时我也是一样，而且我那时候判断，这个产品、这样的东西上来一来没有什么人在做交易，为什么？我觉得我做7年够专业吧，我都不懂这些投资人怎么会懂呢，这些投资机构的人会比我们在业内的人懂吗，我认为他们不会懂，我自己也认为这个产品不看好。当时没有那么多统计数据，所以我当时跟我们老板，我们老板那时候是我们证券公司董事长，就问我，交易所要上期权了，问我说我们要不要第一时间跟进。因为当时是这样的，所有的证券公司、期货公司可以选择要不要跟进、要不要上期权这个产品，我就说，我们观察一下。结果我观察了一年半的时间，各位看一下，我被骂死了。

2002年的12月24日，台湾交易所正式把期权上市，因为2001年只有一个礼拜的时间，交易量小，不值得参考。大家看一下，到了2002年的时候期权交易是期货交易的30%，当时还有一点点萌芽的阶段，可是到了2003年、2004年、2005年他的交易量已经是期货交易量的10倍，这样的交易量让我自己都吓一跳，其实到第三年我就已经后悔了，我说我们必

须马上上，如果不上我们被淘汰了。后面我会讲到为什么期权为什么这么火、这么热，但是我还要讲一下衍生品市场，很多人都觉得衍生品市场有他积极的经济意义在，的确，如果没有这个在现在市场上就会有管理风险在，我要提出来管理风险的避险者或者是要保险的人把风险转嫁给要冒险的人，所以没有冒险的人要进行风险管理的避险者，有没有人可以去把他的风险对冲掉？没有。所以一个市场的积极意义是在于，既要有管理风险的工具，当然也要有推广市场的可能，不然这个市场没有推起来我们就不会有风险管理的工具存在。

把风险转嫁给谁？给要追逐风险的投机者，所以投机者参与这个市场也是非常重要的，但是期权这个商品，就像刚刚很多记者朋友已经在提问，到底风险怎么样，会不会造成很多人的伤害，会不会造成这些社会上，因为可能已经有权证的影响，会不会造成像权证一样，是一个可能对社会有负面的东西。我今天其实想讲的是，这些东西都不可能完全是零，但是我认为只要证券公司、期货公司或者交易所把投资者教育这件事情做的更完整，这个投资者自然能够在他自己能够理解这些风险的范围内做出他自己的选择。所以我今天会从投机者的角度来看这个市场，让大家更容易了解为什么这个市场为什么那么火红，这个市场之所以火红绝对是投资者参与度非常高的原因。

怎么样解释他，我们先观察一下投机者为什么要参与这个市场，我们就讲到其实所有的投机跟博弈很像。我要问在座的记者朋友们，你们觉得金融市场价格预测分析是一个随机事件还是可分析的，就是说我分析的到底有没有用，今天这个价格涨，透过我对经济市场的分析，或者是透过我对任何数据的分析，我有没有办法知道明天这只股票、明天指数上涨的可能比下跌的可能大，各位觉得有没有办法？没有肯定，可能很多人没有买过股票，也没有人做过预测，但是我告诉各位，这个其实是现在也没有解答的答案。但是如果你问我个人，我不能说我个人意见就是标准答案，我个人认为，从各种数据显示，是可以分析的，而且看到这么多成功的投机分子，或者是投资家，看你从什么角度看，比如说像巴非特算投机分子还是投资家？

（记者：投资家）

为什么他就是投资家不是投机分子？巴非特做很多期权，事实上期权是所有投资工具的一部分，等一下我再讲，如果有机会给大家介绍其实巴非特也用期权投资股票。

跟任何的博弈游戏一样都是需要分析，我们来看一下，我简单举个例子，你们会不会玩Black jack？至少知道规则的请举手，2个。我觉得有隐藏，没有关系，我跟大家解释规则，很简单，发两张牌给你，KQJ10 都算 10 点，23456789 就是按照数字，A 算 11 点，也可以算 1 点，所以 A 有两个身份，可以算 1 点，也可以算 11 点，其他的 10、11、12、13，就是 KQJ10，都是的 10 点。规则非常简单，庄家会各发两张牌，一张牌藏起来。举个例子，现在一张 K、

一张6，是16点，20点是满分，超过21点就输了。所以当拿到16点的时候就可以选择继续要一张牌还是不要了，如果你选择了要一张牌，就把那个点数再加上去，如果超过21点，你就当场输钱。但是如果你要到这个点数往上加，你的盈面就增加了。这个牌怎么玩，看庄家的牌，如果现在看到庄家是3点，你手上16点，你觉得要还是不要？

（记者：不要）

不要了，你会觉得赢面很大了，因为对方是3点。再来，如果是这样呢？这是几点？18点，庄家是10点，你觉得应该选择要还是不要？

（记者：不要）

所以你们两个都选择不要，其实这是有数学概率的，所以我之前我2000年的时候常常到比如说像澳洲、澳门的赌场玩，我多会带这张表，这张表都会告诉我哪个概率高一点，其实你们答对了一个、答错了一个。

这个表怎么看呢？你是刚刚是16点，庄家是3点，所以你是S，站着不动，就是不应该要牌。刚刚是A、7，庄家是10点，H就表示你要牌，概率来说你是正确的。所以这是根据数学概率所算出来的，就是说我用概率算，其实你要牌未来赢的概率比输的概率高，所以你看，不是所有的博弈游戏都不能够分析的，连博弈游戏都可以分析，我们何尝不能说股市的走势不能分析呢，都可以分析。所以既然我们有分析，我们就对未来有预期。

这是一个电影，电影有很多有关于概率的游戏，其实概率游戏在本质上跟我们分析经济市场、分析指数、分析股票很有相关性。

讲到期权的报价跟交易。因为大家都从一个角度去解释，从正向角度去解释，大家有时候听一听觉得，实在有点难以理解，我现在从另外一个角度跟大家讲。我们有见过这个吧？都有见过吧？这是一个色子，我们可不可以跟别人玩色子，应该都有玩过吧，总算大家都玩过了。如果两颗色子跟别人玩，你可以玩大小，很简单的游戏。你要做庄家还是做闲家，其实做庄家和做闲家的概率差不多，其实概率一样的。

你说只有这种玩法吗？其实不会，我们都知道要玩多复杂就可以多复杂，假设我们把每个点数都分开来押，我就押8点，这个时候问各位你想当专家还是闲家？其实没回答是对的，因为我还没有讲赔率是多少，假设赔率100倍，你要玩庄家还是闲家？应该玩闲家。很明显嘛，得到8的概率绝对不是100倍的概率，不是1/100。

这跟期权有什么关系？跟期货有什么关系？我们来看一下，其实期货、股票、债券等等，或者说价格会波动的，是不是现在的状况就是你只能做多或者做空，只能买进或者卖出，只能看涨跟看跌，至少那个点上你在做这样的选择。期权如果从这个角度去解释他的话我们可以看到，其实期权如果我们把中国金融期货交易所类别一下，我们把中国金融期货交易所的股指期货合约类比成这个样子，大家可以看一下，假设我们买了一个看涨期权 2200，代表我们对未来预期这个指数会涨到 2200 以上，假设我们买了一个 2400 的看涨期权，表示你可以把他理解为表示我觉得这个指数以未来结算的那天、到期的那天会在 2400 点以上。

如果我们换过来，假设你现在觉得会跌，怎么办？不是说会跌还可以再精准一点，如果我觉得他会跌到 2200 以下，我应该买个看跌期权，行权价价格在 2200 的。其实你们都要理解一点，到底你们买入一个 2400 的看涨期权是什么意思？表示在到期的那天你可以有权利拥有一个，像期权来讲，你有一个做多在 2400 点的权利，就是到期的时候如果是 2500，你立马决定要行权，可以得到一个 2400 做多权利，等于你做多买在 2400，到期的时候是 2500，你当天可以获得 100 点的利益，因为他是你拥有一个可以做多在 2400 的权益。用指数比较难解释，用股票比较好解释，假设[中国平安](#)执行价格 50，表示你有权利到期以 50 元的价格买进中国平安的股票，假设那天中国平安价格 55，你马上赚 5 块。指数叫做多，股票叫买进。

未来你们会常常看到这个报价，这是 T 字报价，这是不完全的 T 字报价，但是我可以讲，未来会常常用这个报价，报价左边是看涨期权，右边是看跌期权，中间是行权价或者执行价格，这样的报价会常常见，所以我们从这个报价会看到什么东西？第一个，1900 点，这是某一天的报价，1900 点的报价是 235.3，2000 的看涨期权报价是 138.3，我有一个疑问，为什么 1900 点的看涨期权报价会比 2000 点的看涨期权报价来的高？如果现在我送你一个股票，给你两个权利，一个是让你股票买在 30 块，一个股票让你买在 40 块，你要选哪个？

（记者：30 个）

如果让你今天选择做多在 1900，还是 2000，你选在哪个？

（记者：1900）

这个就是这样子嘛，你如果真正深刻懂得中国金融期货交易所这个股指期货的意思，你就应该知道 1900 的看涨期权绝对会高于 2000 的看涨期权，也绝对会高于 2100 的看涨期权。所以看期权谁比较贵？放空越高的越贵，有权利放在 2700，563 点，2150 只剩 48 点，这样你们看得懂报价了吗？看得懂报价的第一步就要懂他的基础意义。

这是昨天的状况，现在离到期有 15 个交易日，可以当成沪深 300 现在是 2343.6，大家有没有在注意沪深 300 指数的变化，或者对未来的股指期货有没有什么预期？你们没有说在

报道同时自己心里面猜一下，有预期吗？我单纯问一下好了，你们觉得股市未来 15 天内会上涨的举手？2 个。会下跌的举手，2 个。非常好，除了这 4 个之外每个都可以做期权，等一下我告诉你为什么可以做？其实这 4 个也能做，其实所有人都能做。

各位，假设有 2 张看涨，我们问一下 2 位看涨的，看涨的两位你们想要选哪一个行权价？现在是 2343，这下麻烦了，因为之前做期货、做股票只要选择买进或者卖出，不必选他的位置，就好象押点数一样，怎么办，我们怎么选择这个点数？其实看你未来预期是在哪里。假设你预期他会涨的很多，应该选哪一个？

（记者：2350）

你预期不多呢！

（记者：2300）

这两个对我们有什么区别？

（记者：成本）

我买 2300 什么意思？表示我可以做多在 2300 点。先看一下，2300 的看涨期权，权利金 80.9，表示我们要买的价格，这个价格其中有一个水分是 43.6，现在已经是 2343.6，但是有人卖权利给你说，我让你可以做多 2300，事实上现在比 2300 高了，所以里面有一个水分是 43.6，是已经含了那个价值在里面。现在股票 45 块，我说让你买 40 块，等于现在送你 5 块，这不能叫算，这叫内含的价值在里面。所以我们说权利金的价值里面有一个内涵价值，事实上你未来可以做多在 2300，可是事实上现在已经 2343.6，所以他不等于送你 43 点内含价值在里面嘛。可是不止这个价值，还有时间价值，大家不觉得奇怪吗？为什么叫时间价值，现在再给大家一个例子，中国平安大家都知道吧，现在如果给你们一个买的权利，我说假设现在中国平安涨到 40 块，我让你可以未来用 42 块钱买中国平安，要不要做？

（记者：要）

为什么，现在 40 块到市场上买不是更好，为什么要买？你要去买一个权利，这个权利是你未来可以用 42 块买中国平安，你愿意不愿意买这样一个权利？

（记者：愿意）

你为什么愿意买？在市场上用 40 块买不是更好吗，何必去买一个未来要用 42 块买的权利呢？你是觉得权利本身会涨，你觉得交易权利不慎，交易中国平安，等一下我会讲。

第一个观点是什么，我买中国平安必须掏 40 块出来，我买一个权利可能只要掏 3 块钱出来，我用 3 块钱就可以买到一个看涨的机会，比我用全额去买钱来的少，所以我愿意，这是第一个观点。第二个观点，我掏了这 3 块钱处理买这个权利，因为是权利嘛，最多可以放弃 3 块，为什么这个权利金有价值，是因为第一个可以用少的钱买对这个市场分析看法的权

利，投入他，第二个是你用一个风险有限的角度去买到一个机会，这就是期权的一些本质的东西。为什么他受欢迎？你们可以开始感受一下。风险有限，所以你得到两个好处，出更少的钱，这个观点就是让这个期权你愿意去投入，虽然他执行价格在 42 块，比现在还高，我愿意。

但是为什么跟时间价值有关？假设我刚才告诉你，其实刚才少问了一个关键问题，这个群体是有期限的，假设我跟你讲我卖这个权利明天就到期，你愿意不愿意付 3 块钱，哇塞，明天涨到 43 块的该没有问题嘛，所以权利时间有价值。如果跟你讲，这个权利给你 2 年，你绝对买，2 年才值 3 块的权利，还有 2 年的机会，既然时间有价值，就表示每流失一分一秒，其实期权的权利金都应该下跌，因为他离到期的时间就少了一秒钟、一分钟，所以为什么期权的权益金叫时间价值，现在大家可以理解了吗？如果理解了，大家就会很清楚了。我买他干吗，可能标的物会上涨。所有期权的权利金都跟时间有关系，你要问他到期日是多少，1 天的权利跟 2 年的权利绝对不能相比。

所以我把时间价值+未来上涨机会成本，所以时间越多未来要付出的代价就越大。

这个是沪深 300，假设这是某一天的价格变化，执行价是这样子，权利金我把分成时间价值、内含价值算出来，可以看到很多内含价值是 0，刚刚举的例子内含价值也是 0，现在 40 块，为例买 42 块，没有水分给你，内含价值是 0，但是时间价值是有的。为什么把这张图告诉各位，我们把时间价值单独列出来，因为单独看权利金不知道贵还是便宜，要知道你花了多少时间价值嘛，所以把时间价值提炼出来画成一个图会发现，这是平直，中心点价格是 2150，你会发现 2150 的时间价值是最大的，他会呈现两端往下退的情况，有人问我说为什么这样？因为大家学过例子叫乱数的理论，从这边出发，最后回到原点的概率是最大的。既然回到原点的该最大，所以在原点的时间价值也是也是最高的，这个把他跟正态分布比起来，正态分布就是用一般的该，他往上涨和往下跌画出来的跟时间概率很接近，但是不完全一样，不完全一样就是这个市场可分析的地方。假设我们画这个图跟正态分布概率一样，就可以放心一点，以后就不要去找那个分析师了，不用费心分析了，我丢色子跟你一样准。但是你们不要笑，真的有丢色子做交易的，以前芝加哥交易所有一个神奇的交易员，他发现他每天分析市场但是每天都赔钱，后来他火大了，就开始丢铜板，正面买进、反面卖出，自从他开始这么做以后，连续赚钱好长时间。所以他每天早上来第一件事，就不再分析，直接丢进通盘，就买进。结果他有一天买进之后就跑出去喝咖啡，结果就破产了，因为他没有设止损。

这个证明了一点，其实在一个微观层面，再一个宏观角度来讲，其实市场的走势跟随机有一点点那么像，但是即使有那么一点点像，只要有一点点不同，都是可以分析的部分。

最后跟各位讲一下这部分，中间我们会介绍报价。我们刚刚看一下，假设我们刚刚是比较保守的做法，我刚刚请大家选择，是要看涨、看跌，大家都没有关系，没有关系，有2位看涨的，有的认为他就会涨，但是不知道涨多少，就可以设在2300，至少2300可以收回来，如果我买2300的看涨期权，花89的权利金，结果一天结算价是2600点，就是说最后一天沪深300结算的时候是2600，请问我那天可以拿回多少？你买了一个2300的看涨期权，最后是2600，请问当天你的户头应该多多少钱？不了解，不会算，我随便问一个。

（记者：219.1）

从赚的角度是对，但是从账户的部分是不对的。其实2300点你当天会拿回300点，乘以100，所以户头会进来3万块钱，扣掉成本，现在不计算成本的情况下，正常会进来3万块钱。你说不对啊，83、80.9，80.9是你当天买时候已经付出的钱，你现在进了一批货付了人家80.9，在某一天你卖了得了300块，请问那天卖的时候拿回多少钱？他说我先跟你算，80.9之前就花掉了嘛，那天钱就已经给人家了，只有两条收回的路，第二天看会不会赚，还有再把它卖给别人，所以我们叫公开市场，这个是集中市场交易，什么叫集中市场，这个权利的好处跟场外期权不一样，场外不知道卖给谁，你权利买了以后只能等到最后一天，或者跟卖方协议看看能不能提早。但是这个集中市场好处是，你权利买了下一秒钟你就可以卖了。

可是如果你当时是买2500点行权价的人，你最后结算可以拿回多少？如果是这个情况，当时你的选择应该是哪一个会赚的比较多？2300赚的比较多。我这样讲，换个角度你们可能会比较理解，假设你在那一天就已经预知了未来要结算在2600，你会买哪一个行权价？大家还是不太了解我的意思，如果你有100万，你会选择买哪一个行权价？把它全部买完？你有100万你可以买好多手，他的获利率是几倍？809，赚的8倍多，100万进去会多少钱出来？900万，其实赚8倍是900万出来。上面那个100万进去呢？371万回来，就是赚271万。你会选择选择哪一个？大家数学可能要再学习一下，我的意思就是这个意思。一定是买最下面那个嘛，如果大家太诚实了，以后发财机会给各位，各位还赚不到大钱，真的太可惜了。

大家有没有那种感觉，概率越低的，因为涨到2600概率高不高？相对你会觉得低，有人觉得相对高，他就去买，就好像我们去外面赌场，大家好像比较不受投机，但是是不是有概率不同的问题，彩票大家玩过吗？不要说彩票，世界杯大家赌球吗？有概率问题吗？有吧，7：1有人赢到吗？如果赢到了你觉得会几倍，是不是很多。

所以 8% 赚 8 倍多，这个不是说我要把这个投机的成份提高，只是凸显了一件事情，就是他跟概率有关，其实越远概率越小，这就是市场为什么愿意疯狂的原因之一，就是赚 89 块除以 11。

可是你真的要去买 2500 点的看涨期权吗？你必须考虑到其实常常是这样子，他其实是这样的，如果到期的时候如果最后行权价是刚刚这样的算，他是可以计算到期价差的，事实上我们在做交易的时候是什么，是像这样子，比如我们剩 7 天，到 2450，各位看一下，剩 7 天的时候可能是这个样子，这个时候你可不可以把你的权利卖掉？可以，随时都可以把你的权利卖掉。所以这时候你看，11 现在到 20.9，19.9 到 40.7，各位看时间价值的变化，如果到 7 天，现在是 2450，上涨 20 点，各位有没有发现前面蓝色的部分其实都在赚钱，可是后面的会怎么样？会开始往下掉了，为什么？因为离到期越来越近，时间的压力就越来越大，虽然市场在继续往上涨，可是你的期权却未必开始往上涨，假设最后一天，他就停在 2470，那么你的 2500 的 44.6 会全部变 0，因为如果到期的时候是 2470，你买 2500 点的看涨期权，是一点价值没有，因为市场 2470，没有一个人会买一个权利我买进，越到期的时候，立现在比较远的行权价就快速的衰退，到期，如果真的没有到达你的行权价之上，会一点价值都没有，所以你买越远的行权价就越有机会变成 0。所以刚刚看起来大家很兴奋，哇，8 倍、7 倍、6 倍，但是我要告诉各位，70% 的期权合约大部分都会变成 0，为什么？因为事实上市场不会一味的往上涨、也不会一味的往下跌，常常是平衡的部分。

我再回应刚刚有一个，就是大家都没有选择的是这个，刚刚很多人做不出选择，因为觉得不会涨、也不会跌，我换一个问题问大家，刚才问觉得会涨的举手、觉得会跌的举手，大家不知道。我再问一个问题，觉得未来 15 天之内指数会到达 2500 点的请举手，有没有？15 天两三个礼拜就到了，涨不了那么多，所以你会不会买 2500 的期权？

（记者：不会）

我可以跟你买权利，你卖我，你愿意卖，因为你觉得不会涨嘛，所以我给你 1100 块人民币你把权利卖给我，你们就可以拿权利金，拿 1100 块人民币，只要 15 天之后指数真没涨到 2500 点，这些钱都是你的，请问刚刚这种生意要做的人请举手，多了。各位，这跟权证不一样了，你们现在可以开保险公司，你们把我去买的，相当于跟你买一个保险，相当于跟你买一个权利，大家好像对做庄跟卖权利比较感兴趣，我等一下会讲一个这方面的大例子。

的确，刚开始在台湾的投资者都是做买的，因为买的刚刚讲很棒，买的有什么好处？第一个，我用少的钱就可以买到一个上涨或者下跌的权利。第二个，我的风险有限，尤其是很多刚开始不懂真实的期权的人，或者是证券公司，都会说期权的买方风险有没有限？我跟你们担保，风险绝对有限，因为你只付了权利金，最多就是放弃他，你可以放弃，不行权嘛，



权利给人家了，到最后你没有给人家要权利，没有要求他执行，所以你的权利金都付给人家了，但是你买了权利，但是你觉得到期对你有利，你会不会执行它？会执行。如果觉得到期对你不利，比如你买了 2600 点的看涨期权，结果到期的时候市场才 2400，说我坚持要执行，我要跟你买，我要买到 2600，有没有人那么笨？没有嘛，一定会放弃，放弃损失的就是权利金，放弃了权利金，所以风险很有限。所以大家觉得这个东西太好了，都要当买方，风险有限，而且刚刚你看到获利有好几倍，于是很多投资者听到以后，风险有限，于是他就存了 100 万进来，然后买了期权，到期的时候跟他讲，你的期权现在都没有了，是 0。你不是风险有限吗？是风险有限，风险是设定在你所有付出权利金的范围内。

这有点像你们去看世界杯下一点注，会不会把所有的财产拿去押，不要说所有财产，我估计连 1/10 都不会拿去押，期权也是这样子，或者做分析也是一样，没有一件事情一定发生，尤其买越远概率越低的，当然要谨慎。

当然台湾有很多例子是这样的例子，比如当时我有一个朋友他有一个客户是出租车司机，他就觉得期权这个东西是他一个发财的工具，于是他开出租车几个月以后赚了一点钱，就把那点钱全部买了期权，连续买了十几个月，没有一个月赚钱，而且全部都变零，因为他每次都买非常便宜，概率很低的，大家都劝他不要卖买。但是有一次，他输光钱以后再去开出租车，然后又赚了一点钱再跑来买，那一年是 2006 年的端午节前期，价值一点的期权，台币是 50 块，很便宜，他用 10 万块台币去买，买了 2 千手，期权很容易变成大户，1 千手、2 千手，但是奇迹发生了，2 天之后结算他 1 点的权利金结算在 200 点。但是这个例子是我认识的 1 千个投资者中可能不到 1% 的例子，而且大部分投资者是这样子，是他用 100 万变成 500 万，他会把他 500 万拿去变成 2500 万，这个过程中间他常常 100 万变 500 万，觉得太神了，就把 500 万拿去变成 2500，2500 太神了，再把 2500 押上去，结果变成 0，很多这样的客户。

但是期权跟期货比起来相对有一个好的地方是，他真的风险有限，他没有追缴问题，我讲买方没有这个问题。刚刚很多人喜欢当卖方，卖方问题就大了。这样子大家知道这种感觉，很多投机者会用期权来做，当然也有很多不理性的，当然我们期货公司跟交易所都会用合理的角度去分析他，会跟他们讲。经过多年来说，其实台湾的投资者我们统计了，当买方跟卖方刚刚好都是各 50%，就是说这个投资的理性程度越来越高，当然这个是跟市场不断运行有关。

我这边就讲到有关于报价跟感觉的介绍，我想大家对期权应该有比较清楚的认识。

接下来我来介绍一下台湾的部分。台湾的经验是什么呢？第一个，期权成交量会很快大幅的超过期货，从刚刚你们的反应我有一个感觉，中国的期权很快会大幅度超过期货，因为

本来对市场涨跌没有很大看法的人听我刚刚那样分析都想卖出期权，所以所有的市场其实都一样。第一个就是期权成交量会大幅超过期货。

这是台湾的数据，期权很快的超过了期货，但是期货的市场同样也被期权市场带起来了，当期权的成交者越多的时候，期货市场就会越好，为什么？因为期货有他灵活度的优点，有他简单的优点，有他可以对冲期权风险的优点，所以期权跟期货市场是相辅相依的，或者现货跟期权市场是相辅相成的，或者有人说股票期权会不会产生资金分流的问题，我常常说不会，因为从这两个例子看来，这两个市场彼此相依相伴。当期权的成绩量变大了，更需要更多的现货来做对冲保护，或者你买越多的股票、越多的现货期货，就需要期权来做对冲保护或者做投机，所以这样的情况是台湾的情况。

刚刚有提到各大交易所，以成交所数来讲台湾是前 5 名。

这是全球衍生品市场，期权总共占了衍生品市场 59%，就是他超过期货，这里还包括很多市场没有期权的。

各位看一下，这个是股指期货，刚刚也介绍了，股指期货有很多好处，不容易被操控的好处，要操控一个股票相对简单，要有内幕效益相对简单，但是股指来说相对来说是难以被操控的，所以在全球的衍生品发展中，股指期货未来势必有一个发展，有这么多的优势。

第二个，期货业排名会有大变化，或者说期权证券业市场排名会大变化，因为期权作为衍生商品来说，其实是复杂的。我经历了十几年才慢慢知道从哪个角度跟大家讲这个事情，刚开始的时候不管怎么讲大家都不太理解，台湾为什么那么爆发？反正自己进来这个市场之后就很容易懂了，其实这个市场大家做了就容易懂了。但是毕竟他懂了、他知道了可是他做的好、做的稳健基本上需要投资者教育，需要期货公司、证券公司给予投资人更多的关注，或者是这家证券公司是不是做最好的服务给投资者。

我们来看一下台湾的排名，台湾有三家公司，我们注意后面两家，在 2001 年的时候台湾的期货成交量排名第一个是一家叫元富期货，他当时是第 1 名，第二年变第 2 名，他对期权是不太重视的。各位看一下永丰期货，2001 年排名是 16 名，这家期货公司 2000 年的时候请我去当营业部的总经理我都不去，因为排名太靠后了，我真的不想去。然后再 2002 年的时候永丰成立了期权推广部，他开始努力的把期权这项品种推介给投资者，并且设立了很多不同的策略和方法，协助投资人更多清楚的了解了期权投资是什么，经过两年的努力就进步到前三名。到 2008 年金融海啸，第一次跃成第一，出去你对投资者教育越深的你的投资者损害会越小，就是你的投资者收获越高，所以他到那年达到了顶峰，他期权变成第 1 名，他期货变成前三名。而且这个是有迹可循的，因为那时候我加入永丰。你应该做什么样的策

略，给交易的分析指导和他的课程安排，这样的结果我们知道到最后会开花结果就是当金融市场大幅变化的时候，我们投资者相对的受伤程度就会低很多。后面为什么掉下去？因为后来产生各式各样的合并，证券公司、期货公司的合并，合并以后就开始往下掉了。

到今年统计为止，我虽然已经离开 5 年了，但是我跟里面的很多同仁都很熟，当年的小朋友都成现在的主管了。排名有点下移，但是超过其他很多，平均每个点的业绩还是最好的，一直维持在顶峰。期权的产品对期货业的排名，因为证券如果未来有 ETF 期权，也会产生重大的排名变化。

我来到银河期货以后也做投资者教育，因为我们做了很多年，我们就成立了全银河的品牌，积极参加中国金融期货交易所的活动，我们之前是金融期货方面是落后的，我们来了以后我们的老总带着我们一起做，所以我们办了所有期货公司最多的巡讲，因为我们知道做好投资者教育要让大家知道什么是期权，也参加了仿真比赛，我们也参加了做市商比赛，我们也积极的做投教产品，我们得了很多奖项。这就是我们现在银河期货对于整个投资者教育的努力，我们的目标很简单，就是让期权变成一个风险管理工具，也变成一个适当的投资工具，这是非常重要的。我们也要成立一个财富俱乐部，作为网络课程、专家在线、研究报告等等，我们也在积极努力，就等市场开跑了。

这是我们现在的努力，咱新的交易观念要讲的是，在这样一个交易里面期权有别于期货，产生了很多不同形态的交易。首先大家会问到，期权假设从投资角度赚什么钱，其实赚三个钱，就是方向，市场要涨还是要跌，第二个，时间的价值，刚刚有人提到愿意卖出，假设大家刚刚卖了 2500 点的期权给我，结果市场停留在这里一动也不动，请问你有没有赚到钱，因为他不会超过 2500，所以他每过一天你就赚一点钱，你是卖权利给别人，就可以获得，因为你等于赚时间的钱。

刚刚我们也提到很多有关于市场波动率的事情，波动率实际就是市场情绪，大家可能不能理解，等一下有一个例子可以讲，当市场变得波动很剧烈的时候，大家为了要保护自己的部位做出一些投机，不管怎么样，都会花更多的钱去买期权，所以一样本来值 10 块的东西可能变值 30 块，用 30 这个角度去回算市场我们会得出一个叫波动率，所以我们才会说我们交易波动率是这样的意思，事实上不是交易波动率，是交易市场人的情绪。

波动力指数看一下，其实就是 VIX 恐慌指数，这是台湾记者最喜欢报道的现象。其实我大学的时候第一志愿是要去做记者，所以我记得我那时候去一个记者实习的时候，一个台湾记者是上面报纸的总编，说真不想这句，有时候真得提，因为记者有时候有一种不太好的心态，就是唯恐天下不乱，VIX 就有点像唯恐天下不乱，天下越乱他数值越高、越大，为什么？因为市场恐慌了。为什么他可以代表恐慌呢？因为当市场恐慌的时候大家就会用更高的代价

去买进期权，期权的价格反推回来的 VIX 就会显示越高的价格，所以 VIX 消失不是恐慌而是期权的价格，所以 VIX 是代表期权所回退出来的价格。

不管是次贷危机、迪拜违约等等，都是 VIX 的状况，着是 VIX 的恐慌指数，跟期权息息相关，完全是用期权价格回推算出来的指数。

传统的交易，不管股票、债券、期货、商品都有一个最大的问题，就是刚刚我们所讲到的，大家对未来其实常常没有什么太的，他会大涨、他会大跌，其实我自己交易期货，台湾是可以自己交易期货的，我不是违规交易，台湾是可以自己交易期货的，我其实一直在交易期货，但是我到 2005 年的时候发现一件事情，我发现我赚不到钱了，其实我之前交易的绩效还不错，其实我的薪水只占我收入的一小部分，收入大部分来自于去做投机效益。但是我 2005 年的时候遇到一个困扰，发现期货赚不到钱，期权上我一直不擅长做期权，2005 年的时候我发现期货赚不到了，因为那一年台湾的股票市场陷入低波动的情况，就是他波动越来越小，波动越小的市场你有没有办法获利？没有办法赚钱，他根本不动，有时候还赔钱。但是我后来想到，期权可以获利，为什么？不动也能赚钱，什么叫不动？我觉得这个市场未来不会涨超过 2500，我卖一个期权，我觉得市场也不会跌破 2200，我再卖一个期权，我两边权利金收一收，结果市场真没动在这个附近跑，是不是拿到一笔钱。

你也不要小看他，我当时有统计过，因为当时台湾的股市波动很大，2001 年到 2004 年波动都非常大，我当时每年的平均报酬我自己估算大概在 30 个百分点左右，还不错，到了 2005 年的上半年还倒赔了几个百分点，我从 2005 年的 5 月做到 2006 年的 3 月，我就是卖期权，各位知道我获利多少吗？150%，这是很可怕的数字，但是等一下再讲，这是需要付出代价的，其实 150%再下一个个月的时候就亏掉了一部分，赚的 150 块里面亏掉了 1/3，这是我个人的，我先讲讲大的事情，但是毕竟那个时候我是获利的。

所以你看期权可以应付很多，未来如果你觉得市场会振荡剧烈，他可以做波动率的交易，就是你预估期权会上涨，平均他的水分会上涨你觉得未来如果是区间里，可以赚，上涨有压力，像刚刚你觉得 2500 不过，可以赚，你觉得中央信息要公布，不知道利多还是利空，会赚，不知道利空和利多就两边都买，等一下我举例，两边都买也有利可赚，一边赔的有限，一边赚的无限，这样就会有利。如果你知道这个信息公布，不是大涨就是大跌，就可以用这个角度出发，你说如果我出来以后不涨不跌可以马上把权利卖掉，没关系，赔的也不多，可能赔掉一两天的时间价值。再来就是即将突破可以赚，不管什么情况都可以设定不同的交易策略。

一个例子是欧债危机，欧债危机是 2011 年的 8 月份，在 6 月底开始一连串的新闻事件就出来了，你们仔细看一下当时的行情，事实上市场受到影响又拉上，只有一个东西有明显

的变化，就是波动力指数 VIX 慢慢的上扬。当时虽然市场波动，看一下台湾的市场波动，在整个 6、7 月份的时候，6 月底的时候爆发，结果希腊宣布一大堆事情的时候他还往上弹，其实他是跟着国际市场在变化的，都没有什么改变，就是说虽然坏消息一直来，可是因为前面的时候，因为这个事情不是第一次，大家有一点点说，这个事情好像已经有过了，但是其实不太一样，最后爆发点是 7 月 27 日标普下调希腊的国债评级到垃圾债券，就是跟垃圾一样，这个时候才真是引爆这个情况。台湾股市在两天之内下跌了超过了 10 个百分点，大家看一下期权很可怕的地方在于，如果当时你买的是 7.4 的看跌期权，如果你成功的觉得这个事情终将影响股市，你买 7.4 的期权最大的时候涨到 1 千点，盈利倍数是 13 倍，非常可怕。所以有人说期权具有高杠杆，不是高杠杆，而是他买的价格很低，当一个概率很低的时候，你是花一点点钱去买这个期权，从那个一点点钱的角度看你是一个高杠杆。

这个危机造成了台湾的一个事件，叫台湾市场的最大违约案。这个人也是后来才出名的，他本来是证券的前董事长，退休了，为什么退休？因为他连续 7 年利用期权获利好几亿台币，所以他一直在赚这个钱，但是在那一次他惨赔 6 亿元，而且这 6 亿元他自己赔 3 亿，另外 3 亿是期货公司赔的，因为他违约了，他里面存的保证金只有 2 亿 8 千万，最后需要拿 6 亿出来，因为风险是无限的，这个时候 3 亿 2 千万是期货公司赔的。这个问题不是出在市场机制，其实市场机制还是非常健康，但是期货公司本身的风险管理出了问题，因为他是期货公司里面最大户，所以最大户而且连续 7 年，连 2008 年的金融风暴都没有打倒他，所以大家认为他实在太牛了，这样牛的人再遇到另一次事件的时候，期货公司的风管，我那时候打电话问，你们怎么都没有处理呢？说他是我们最大的客户，我们要处理，万一他没事我们后面就不就失去他嘛，于是他们就没有强制性的强平，没有强平的结果就是最后违约了，期货公司有没有付出代价？有，到最后要对他追加。

市场机制是很清楚的，当客户如果期权的卖方最后输的钱比他的保证金还要多，怎么办？他不拿钱出来就违约了，期货公司赔，因为其实交易所对的不是交易员，其实对的期货公司，所以名义上期货公司要跟它讲，跟交易所没有关系？没有关系。有人问，如果期货公司也倒了呢？在全球的期货市场的经验里面，有没有期货公司倒？有，但都不是因为市场波动倒的，都是因为期货公司拿钱去投资别的东西出问题的，为什么？因为这是一个非常健康的。我说 OTC 像我们看到的雷曼兄弟有没有倒？因为他是发行场外的 OTC 产品，而期货市场是一个非常光明现实的，好像每一手期货都要提列一个保护基金准备金，所以这方面都非常健康。所以这件事情当时是台湾期货最大的违约案，是期权产生的，证明了一点，不管再大的违约案期货市场都能很稳当的承受下来，而且金额其实对这个期货市场、期货公司也是小金额，不大。

有很多交易理念，比如说会产生很多不同交易风格的交易行为，比如像这个做波动率交易的中立交易，他不看方向，只看时间。

另外一个影响就是，有人在问这个期权会不会造成市场下跌？我不知道，我没有严谨的科学分析，但是我的感觉是，一旦期权加入这个市场，我觉得是波动越来越小，这个市场波动回趋于稳定，波动大是常态还是非常态？是非常态，大家也都知道这个情况，所以当波动大的时候有人会去卖期权，卖期权就希望市场更稳定下来，其实就是做一个安全垫的感觉。所以我们稍微统计了一下，期权成交量跟股市波动率的相关系数，基本上发达国家、非发达国家都是负相关，当你期权成交量越大的时候其实市场波动相对比较稳定，这也是期权还满正面的，但是这是我们私底下角度，不是严谨的角度，只是个人感觉现在呈现的情况是这个样子。

最后一个叫做市商的崛起，也就是刚刚提到的，做市商在台湾的期货期权市场来说是非常非常重要的，这是台湾期货的部分，你可以看到橘色的线是自营，做市比例只有 20%、25%，一旦期权市场，他占的比例是 67%以上，到最后仍然有 43%，台湾的期权做市商起到一个价格稳定，并且让这个市场流动性得以持续，从来没有听说做市商因此得到暴利的效益，我觉得在这点上做市商我个人可以给予非常大的肯定。

这些就是台湾期权的一些分析，做市商我们有做市商交易的集中度分析。

简单来讲，这五个台湾的经验，我认为未来有很大部分可能也会在我们大陆的市场上也能够有这样一个影响，第一个，叫期权成交量大幅超过期货，第二个，期权业的排名甚至证券业的排名一定会有大的变化。第三个，会带来崭新的交易观念和崭新的交易方式，而且会比期权市场的交易人还要再更大，期权绝对不是只有期货市场现在交易者，他的参与者远比期货交易更多。第四个，市场波动，个人认为至少在台湾的影响市场波动是往下掉的。最后，做市商将在这个市场上起到非常大的作用，会成交量很大，可是他的作用是一个稳定的效果，因为市场是买跟卖都可以做的，不可能抬高价格，因为抬高价格对方可以卖，他压低价格对方可以买，因为对方要买、要卖都是投资者自己可以决定的。所以这五点我相信应该是台湾经验的一个展现，我认为会在我们大陆市场上一样会出现这样的一个情况。

这就是我今天的报告。