

# 最新衍生性金融商品

## 個股選擇權交易實務

永昌期貨 許人祥副總經理

個股選擇權終於轟動上市了！期交所於股票選擇權契約初次上市第一波，先行推出5支重量級證券標的，選取之標的股票，係考量市值、流動性、股價波動程度及產業配置平衡性，以初次上市五支標的建構之投資組合，與證交所發行量加權股價指數及臺灣50指數之相關係數分別達0.93與0.96以上，產業則涵蓋電子業、金融業、鋼鐵與塑膠業，分配比例亦大致與證交所發行量加權股價指數及之臺灣50指數產業分配相當。因此，此5檔個股選擇權之發行，應該可以讓投資人更多樣化的搭配台灣股市現貨股票，而利用其投資組合來增加獲利機會。

可是，如何才能利用個股選擇權的特性來產生獲利，甚至真正賺到錢？相信是大多數投資人心中的疑問。

今年1/20日上市的五檔台灣個股選擇權，台積電（2330）、聯電（2303）、中鋼（2002）、南亞（1303）、富邦金（2881），因為都是大摩股與台灣50指數成分股，且原本就是三大法人進出的熱門標的，因此大多數投資人應對其股票交易並不陌生。但是如果投資此5檔標的股之選擇權，那就完全是另外一回事了。

股票選擇權是股票的一種衍生性金融商品，它的價值與其相對應的股票價格波動直接相關。我們買賣交易台灣股票選擇權時，要知道它其實是一種合約，買方向賣方支付一筆權利金後，代表買方在合約到期時，有權利依履約價格向賣方要求買進或賣出特定股票。當然，選擇權的買方也有權利在合約到期時，選擇不向賣方買進或賣出特定股票，即放棄其權利。

整體來說，與之前投資人熟習的個股認購權證交易不同的是，投資人在看空股價表現時，仍可以透過買進股票選擇權之賣權PUT，來進行避險，可規避台灣股票現貨市場目前平盤以下不得放空的限制；而更大的市場潛力其實來自法人，如發行權證之券商，也可以透過股票選擇權，進行套利交易。股票選擇權具有鎖定風險、利潤、設定買賣點特性，有助於增加交易人交易意願、促使現貨交易量放大及降低交易成本，在可預見的將來，股票選擇權交易對市場效率性的提昇和成交量的放大，都將會有相當可觀的助益。

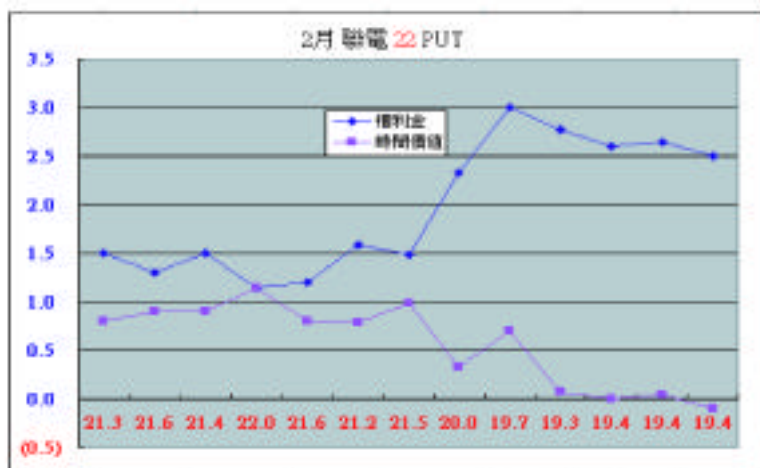
下例為利用聯電之賣權來規避聯電股票之下跌風險之實例：(實際收盤權利金、時間價值及其走勢，請見下圖)

假設投資人預期1/20掛牌日，聯電將由21.3下跌，而目標價位至20元以下。則操作策略可為：1/20日當日買進二月聯電(代號ACO)履約價格22之賣權PUT，其權利金1.5點(每點1000元)，共買進一百張，總計\$150,000元。而此操作意義為 表示該投資人可以在2/20(三)結算日，以每張22元(即\$22,000元)放空100張聯電，只要每張支付權利金\$1,500元，即可取得這項放空的權利。而只要聯電開始下跌，權利金上漲就會賺錢；但如果聯電上漲，權利金下跌就會有損失，然而最大可能之損失就僅為\$150,000元進場資金，倒不必擔心會有追繳保證金之風險。

結果在二週後 2/7日聯電股價跌至19.7元，投資人於權利金漲至3.0點時賣出，則期貨帳戶匯回保證金\$300,000元，獲利\$150,000，獲利一倍。

由上例，投資人也可看出，規劃個股選擇權之操作，仍然是與現貨股票之走勢息息相關，但是也要注意時間價值(例圖之紅色曲線走勢)之衰退速度，將造成獲利縮水之情況，尤其是選擇權契約接近交割前兩週之內，時間價值之衰退速度將加快，因此如果預期行情不致有太大變動，選擇權之買方，倒是可以考慮先將獲利部位平倉，落袋為安。

雖然大部分投資朋友已經有在台指選擇權交易或研究之經驗，但在投資個股選擇權之實



| 股價收  | 日期      | 日期     | 日期 | 履約價 | 收盤價  | 時間價值 | 結算價  |
|------|---------|--------|----|-----|------|------|------|
| 21.3 | 03/1/20 | 2003/2 | 22 | 賣權  | 1.50 | 0.80 | 1.50 |
| 21.6 | 03/1/21 | 2003/2 | 22 | 賣權  | 1.30 | 0.90 | 1.46 |
| 21.4 | 03/1/22 | 2003/2 | 22 | 賣權  | 1.50 | 0.90 | 1.73 |
| 22   | 03/1/23 | 2003/2 | 22 | 賣權  | 1.15 | 1.15 | 1.16 |
| 21.6 | 03/1/24 | 2003/2 | 22 | 賣權  | 1.20 | 0.80 | 1.47 |
| 21.2 | 03/1/27 | 2003/2 | 22 | 賣權  | 1.58 | 0.78 | 1.58 |
| 21.5 | 03/1/28 | 2003/2 | 22 | 賣權  | 1.49 | 0.99 | 1.52 |
| 20   | 03/2/6  | 2003/2 | 22 | 賣權  | 2.33 | 0.33 | 2.33 |
| 19.7 | 03/2/7  | 2003/2 | 22 | 賣權  | 3.00 | 0.70 | 2.49 |
| 19.3 | 03/2/10 | 2003/2 | 22 | 賣權  | 2.77 | 0.07 | 2.77 |
| 19.4 | 03/2/11 | 2003/2 | 22 | 賣權  | 2.60 | 0.00 | 2.67 |
| 19.4 | 03/2/12 | 2003/2 | 22 | 賣權  | 2.65 | 0.05 | 2.65 |
| 19.4 | 03/2/13 | 2003/2 | 22 | 賣權  | 2.50 | 0.10 | 2.63 |

務上，仍有需要特別加以注意之處：

1. 股票選擇權之規劃，與臺指選擇權不同之處，在於股票選擇權原則上採取實物交割之履約作業方式，個別股票只要符合股票選擇權之選股標準，都可發展其衍生之股票選擇權。因此，股票選擇權契約數量未來增加速度會較快。一般來說，股票選擇權之交易撮合及委託方式，與台指選擇權差異不大。但是股票選擇權是臺灣期貨交易所，第一個採取實物交割的商品，結算作業與履約交割作業較現行制度複雜許多，但也因交割作業規劃與現貨市場合一，即以集保劃撥交割方式處理，對交易人較為便捷。

2. 目前成交量很小，市場主要交易者為自營商(造市者)，一般散戶投資人掛單時應注意價位，勿動輒以市價單買進，如果可以，要請交易員多跟造市者詢價。

3. 買權CALL及賣權PUT之買方，如果進入價內者，必須提出申請履約，並且準備購買股票或是融券之資金，否則即使有獲利，亦將變成放棄其權利，造成原來賺錢會變成最後賠錢之情況，因此嫌麻煩及資金較少之投資人，應注意於最後交易日之前先行將部位平倉，又由於結算當日怕會有眾多投資人欲獲利了結之情形，結算當日才要平倉，恐有流動性不足之風險。

4. 由於採實物交割，因此如果有在交易時，面臨必須進行交割之投資人，需特別注意集保戶頭內股票準備之時間因素，按目前結算交割之規定，買權CALL賣方若進入價內，被指定要交付股票者，結算當日戶頭中要有股票，否則以現金結算需付110%之價金，要多支出相當於標的股收盤價值10%之罰款，如此將蒙受極大損失。因此必須在T-2日，即週一收盤前即要先買進股票。例如當週週三預期進入價內結算台積電買權之賣方，必須於週一收盤前即先行於市場買進台積電現股，如此週三(即T+2日)他的集保戶頭才会有台積電的現貨部位應付交割義務，否則如果交割日戶頭沒有台積電股票，他會被罰以當日台積電收盤價之110%之交割股款來支付。因此未來如果現貨股票行情急漲一段，投資人應注意，會有所謂的結算買盤回補之續軋空行情在週一出現。但是週三以後，又會有套現獲利了結之賣壓出現，因此可能會容易出現在結算當週，週一大漲，週三又大跌之有趣現象。

5. 個股選擇權之波動率，一般較指數選擇權高出一倍以上，由於台指選擇權目前波動率經驗值為25%-30%，因此目前假設之股票波動可先定為50%-60%左右。

在此略作總結，由於個股選擇權為國內首次採用實物交割制度之衍生性金融商品，諸多事項仍待主管機關及業界宣導及協調，以克服投資人對於新商品之疑慮及生疏感，加強一般投資人及法人對選擇權市場之參與度，我們期待台灣選擇權市場，也將會有如南韓一般蓬勃發展、開花結果的一天。