

# 期海揚帆、權利在手

## 一期貨選擇權探索

華南期貨 羅長武

### 壹、前言

民國八十三年依據國外期貨交易法，台灣成立了本土期貨經紀商，八十七年七月二十一日臺灣期貨交易所推出第一個期貨商品--台灣證券交易所發行量加權股價指數期貨後，本土期貨市場正式誕生。週年後又推出電子及金融類股價指數，為我國股票市場兩大主流類股之投資人，提供良好的避險與套利之工具。其後陸續推出小型台指、股價指數選擇權、股票選擇權、台灣50期貨、三十天期利率期貨、十年期政府公債期貨、並於本年三月二十八日最新上市電子及金融類股價指數選擇權。

近年來網路品質日益改善，寬頻環境更提高電子交易之下單速度，再加上受韓國選擇權日成交量上千萬口之刺激，使得台灣期貨交易所之成交量、未平倉量屢創新高。

### 貳、期貨簡介

期貨契約 (Futures Contract) 是指當事人約定，於未來特定時間，依特定價格及數量等交易條件買賣約定標的物，或於到期前或到期時結算差價或以實物交割之契約。

#### 一、可供交易之期貨契約

六大類別：利率、外幣、股價指數、農產品、能源、金屬

國內目前開放全球四十個期貨商得從事期貨交易之期貨交易所，有二百一十三項期貨契約及二百四十三項選擇權契約可供交易。

## 二、功能

期貨的主要功能在避險，有避險工具就可以發揮穩定市場的作用，期貨和現貨兩者可以相輔相成。其次期貨具有價格發現的功能，因為買賣的是未來到期的商品，讓參與者運用期貨市場的效率，將對價格之預期規格化。另外期貨可供投機，是投機者的天堂，期貨是保證金交易，可短線操作或當日沖銷，波動大時也可能追繳保證金，甚至強制平倉。

## 三、操作指數期貨和現貨之差異

1. 交易標的：股票交易是個別上市、上櫃公司股票交易，在籌碼上限制於公司流通在外股票，加權指數期貨的交易代表投資人對整個股票市場的變動與預期，只要買賣雙方達成價格協議即完成交易，因此沒有籌碼的限制，交易量可以無限創造。
2. 交易目的：股票交易目的在於籌資、投資、與投機，加權指數期貨交易的目的則在於避險、套利、投機。
3. 財務槓桿：股票交易若採用現金交易則無財務槓桿效果，若採融資交易，其財務槓桿約為二.五倍，融券槓桿倍數則為一.一一倍。加權指數期貨交易不須繳交全部的契約金額，而是保證金的槓桿交易，目前期貨交易所規定台指期貨原始保證金為一口十萬五千元，即8%的保證金，維持保證金為八萬一千元，槓桿作用約為十三倍。
4. 到期限制：買進股票之後可以作長期投資，並無到期限制，若為融券放空，則有回補的期限與壓力；指數期貨交易有最後到期日限制，期約到期時契約必須以現金結算交易損益，或以換月交易將部位轉到下個交易月份。
5. 每日結算：股票交易不需作每日結算，但在交易第二日須款券交割；指數期貨交易每日由結算機構計算保證金淨值，交易人帳戶餘額須高於維持保證金，否則將會追繳保證金。
6. 交易成本：股票交易成本較高，約為千分之五點八五，台指期貨交易成本為千分之二點五。
7. 投資風險：股票交易須承擔整體股市之系統風險與個股個別之風險，無到期限制、可長期持有、槓桿倍數小。指數期貨交易則僅需承擔整體股市之

系統風險，槓桿倍數隨交易人投資金額與合約總值調整，雖然股價指數期貨波動較個股為低，但運用槓桿倍數，投資風險較高。

#### 四、期貨交易之特性

操作指數期貨是以小搏大的高槓桿操作方式，有以下幾項基本要點需注意：

##### 1. 風險控管機制

期貨交易係採保證金交易，交易人最好準備約二至三倍原始保證金的資金來交易，如此則較能忍受短期市場對自己部位不利的波動風險。且須注意權益數需高於維持保證金之標準，當期貨商發出追繳通知後，交易人未於約定時間內補足保證金，期貨商得逕自將部位了結，強制平倉後若有超額損失，交易人仍需負責補足，未補足者期貨公司會將名單上傳予台灣期貨交易所列入紀錄。

##### 2. 順勢交易

不管是利用基本分析或技術分析，順勢操作是策略成功的重要因素。若交易人在多頭市場中，進場追價買到短期的高點，在往後的走勢中很容易就能解套並進而獲利；在空頭市場中若殺低賣到短期的低點，在短軋之後仍能獲利。為了能忍受短期的市場波動，資金風險管理非常重要。

##### 3. 善設停損

指數期貨交易固然是為了獲取利潤，交易人在進場後可能已先行設定獲利出場的價位，但在下單買進或賣出期貨合約之後，最重要的是必須馬上設定停損的價位，最好能將此停損單下到交易場中。但因台灣股價指數期貨交易方式為電腦集中競價撮合方式進行，交易方式僅有限價單與市價單兩種方式，無法執行停損單（STOP ORDER），所以需隨時監控行情。

### 參、選擇權概念

#### 一、選擇權定義

1. 選擇權如同期貨是一種定型化的契約，除價格外皆依契約規格進行交

易，契約內容為一種「權利」，於交易時，買方(Buyer)支付一定金額(權利金)，取得契約所載之權利(但是沒有義務)，而賣方(Seller或Writer)收取權利金，但需於買方要求執行契約所載權利時履行義務。選擇權買方所取得之權利，係在未來約定的到期日(Expiration Date)或之前，根據議定價格(履約價，Strike Price或Exercise Price)，數量及規格，買進或賣出特定標的商品(Underlying)。

2. 選擇權具投資槓桿效益，投資成本遠較直接購買或融資融券買賣現股之成本小，可達降低資金成本，獲取穩定報酬之目的。

## 二、選擇權種類

### 1. 依標的資產區分

選擇權依其標的資產類型之不同，可分為現貨及期貨選擇權。現貨選擇權標的包括股票、股價指數、外幣、利率相關證券以及各種商品等；期貨選擇權之標的則為期貨契約。

### 2. 依履約時點區分

選擇權依履約時點之不同，可分為歐式及美式選擇權兩種。美式選擇權係指到期日前任何時間內，買方皆可要求執行權利之選擇權契約，而歐式選擇權則僅能於到期日才可以執行。

### 3. 依權利類型區分

選擇權依其權利種類，可分為買權(Call Option)及賣權(Put Option)兩種。

甲、買權：買權的買方有權利在到期日或到期日之前，以約定之履約價格、數量、規格，買進標的商品，而買權的賣方則有義務依約賣出該標的資產。

乙、賣權：賣權的買方有權利在到期日或到期日之前，以約定之履約價格、數量、規格，賣出標的商品，而賣權的賣方則有義務依約買進該標的資產。

## 三、履約價格

1. 選擇權於履約時，交割標的資產之價格稱為履約價，此一價格係由交易所訂定。交易所根據一定的原則與程序訂定履約價，通常在新契約掛牌時，

會以標的資產當時的價格為基準，推出一個與標的資產價格相同的履約價格，同時再依一定的間距，往上與往下推出一至二個履約價格。

## 2. 權利金與保證金

對買方而言，選擇權既為一種權利而非義務，為取得此權利，自然必須付出代價。賣方提供義務，當然要收取一定的代價，此代價便是選擇權的價值，也就是權利金(Premium)。而隨市場各種資訊之影響，選擇權的價格也就隨之波動。

選擇權買方繳交權利金之後，便無任何義務與風險，可持有權利一直到期限屆滿，期間不須支付其他金額；而賣方取得權利金之後，便背負履約義務，為保證到期能履行義務，賣方必須支付一定金額，稱為保證金(margin)。交易所會訂定保證金的最低限額，通常以涵蓋一日可能損失的最大額度為準，加上逐日結算的動作，使違約風險得以控制，而所繳的保證金因只涵蓋一天的損失，故額度亦很低，使交易人資金運用更具效率。

## 四、權利期間

除了對標的資產之描述及履約價格外，選擇權契約必須訂出該契約權利存續的最後一天，即所謂到期日(或失效日expiration date)，再依據該選擇權為歐式或美式，決定買方可行使權利之時點。

## 五、內含價值與時間價值

選擇權的價值可分為兩部分：一是內含價值；二是時間價值。所謂的內含價值，就是價內選擇權立即履約所獲得之利潤。

而時間價值就是買方對價平或價外選擇權進入價內或已為價內但更深入價內的一種期望，所願意支付的權利金，這種期望會隨著時間的消逝而機會愈來愈少，直至到期日為零，所以稱作時間價值。

## 六、價內、價平、價外

價內選擇權指買方在此時要求履約即可獲利。因此價內買權，必是當目前價格高於履約價格，買方可要求履約以低價買進，旋即以較高的市價賣出；而一價內賣權，則必是目前市價低於履約價格，買方可以高價賣出，而

以較低的市價買回。若市價等於履約價，稱作價平選擇權。

若買方在此時履約得不到任何好處反而有損失，則稱作價外選擇權，即當市價低於履約價的買權和市價高於履約價的賣權。

## 七、選擇權之效能

### 1. 提供多元化管理管道，滿足不同風險偏好者之需求

選擇權具非線性之報酬型態，透過買、賣權及不同履約價格及到期日，可搭配出多種組合，形成不同償付型態，可適合不同風險偏好之需求。選擇權之交易策略，除單一部位之買、賣外，還包含複式價差交易策略 (spread)、組合交易策略 (combination)、避險交易策略 (hedge)、合成交易策略 (synthetic)、及防禦策略 (fence) 等。交易人可視行情、資金多寡，及風險承擔程度，選擇適合自己的交易策略。此外，利用不同之策略，交易人可以設計各式各樣之獲利模式，以因應不同市場狀況。

### 2. 提昇資金運用效率

選擇權與期貨一樣具有高財務槓桿之特性，買進選擇權所支付之權利金依其履約價格及到期日而有所不同，愈是價外的選擇權、距到期日愈接近者，其價格愈便宜，財務槓桿越大，當然，可能履約的機率也越小。然而當標的物價格波動率增加，使價外契約成為價內契約時，其所產生之報酬率便相當可觀；另一方面，賣出選擇權所繳存的保證金通常僅佔履約價值的一小部份，故資金運用的效率均較買賣現貨更高，交易人可依其資金狀況及所能承擔之風險，選擇適當之選擇權契約從事各種交易策略。

### 3. 可搭配現貨、期貨或其他選擇權進行交易，增加標的物流動性

利用選擇權來實現投資者獲利以創造現金流量，或利用其限制市場變動之風險，以確保實現之利潤。另亦可依不同的投資目標，利用數個選擇權契約創造價差或組合部位，創造各式報酬與風險型態之部位。

交易人可藉由選擇權更多元化之操作策略，使其經濟功能得以充分發揮，為現貨市場提供另一避險管道，亦可為期貨市場帶來更多可以運用之操作策略。

## 八、操作策略

| 對市場的預期              | 運用策略   |
|---------------------|--|
| 看多後市                | 1. 買進買權(buy Call)<br>2. 賣出賣權(sell Put)<br>3. 買權多頭價差(Bull Call Spread)<br>4. 賣權多頭價差(Bull Put Spread)<br>5. 逆轉組合(Reversals)  |
| 看空後市                | 1. 買進賣權(buy Put)<br>2. 賣出買權(sell Call)<br>3. 買權空頭價差(Bear Call Spread)<br>4. 賣權空頭價差(Bear Put Spread)<br>5. 轉換組合(Conversion) |
| 預期價格持平，狹幅震盪         | 1. 時間價差(Time Spread)<br>2. 賣出跨式組合(sell Straddles)<br>3. 賣出勒式組合(sell Strangles)   |
| 預期價格可能有大變化，但不確定是漲或跌 | 1. 買進跨式組合(buy Straddles)<br>2. 買進勒式組合(buy Strangles)   |

## 九、台灣期貨交易所之交易實務

- 委託單進入交易系統後即進行撮合。撮合原則係：
  - 價格優先、時間優先。亦即價格較優之委託優先於價格較差之委託；如價格相同，則輸入系統時間較早者，優先執行。
  - 市價委託優於限價委託與報價委託。報價委託於委託簿中之排序與其他之限價委託相同。市價單撮合時並無檔數限制。
  - 組合式委託中之各選擇權序列須同時成交，該筆委託始成交。
  - 委託單之委託數量如減少時，原委託之時間順序仍然不變；如果價格變更或增加委託數量時，則視同重新委託。
- 撮合方式係開、收盤時採集合競價方式，交易時間採逐筆撮合方式。
- 在組合式委託單之交易撮合方面，由於開盤前系統不接受委託輸入。

## 十、台指選擇權交易成本

權利金市值 - 選擇權市價x契約乘數(新台幣50元)。該選擇權契約有最後成

交價時以最後成交價為市價，若無則以前日結算價計算市價。

風險保證金 - 選擇權空方收取權利金的同時須繳交風險保證金，用以確保到期的履約交割。當選擇權之價值為價外時，風險保證金(以TXO\_A表示，簡稱A值)跟者價外值減少，減少仍有限度，最低仍需繳交風險保證金最小值(以TXO\_B表示，簡稱B值)。目前台灣期交所公告的風險保證金(A值)為新台幣23,000，風險保證金最低值(B值)為新台幣12,000。

風險保證金公式  $\text{Max} [ \text{TXO\_A} - \text{價外值}, \text{TXO\_B} ]$

交易稅 - 選擇權到期履約採現金交割，以履約價與現金交割價計算差額，現金交割時用期貨交易稅計算。選擇權交易稅率為0.125%，期貨交易稅率為0.025%。

選擇權買方(Long Position) -

成交時付出權利金。交易成本為權利金、手續費與選擇權交易稅。

成交後部位有三種可能處置方式：(1)到期前平倉(2)到期履約(3)到期放棄，分別會有不同的交易成本發生。

(1)到期前平倉 - 交易成本為手續費與選擇權交易稅

(2)到期履約 - 交易成本為手續費與期貨交易稅

(3)到期放棄 - 交易成本為0

選擇權賣方(Short Position) -

成交時收取權利金，繳交風險保證金，權利金逐日洗價(Mark to Market)。

交易成本為：

風險保證金、權利金市值高出成交時收取的權利金、手續費與選擇權交易稅。

成交後部位有三種可能處置方式：(1)到期前平倉(2)到期履約(3)到期放棄，分別會有不同的交易成本發生。

(1)到期前平倉 - 交易成本為手續費與選擇權交易稅

(2)到期履約或指派 - 交易成本為手續費與期貨交易稅

(3)到期棄權或未指派 - 交易成本為0

## 肆、期貨家族介紹

台灣期貨業務主要可分成期貨經紀公司及期貨經理公司兩種，經紀公司又可分專業期貨商、兼營期貨商及期貨自營商。專營期貨商並可委任證券商擔任證券商期貨交易輔助人（IB），期貨結算會員可以接受IB，IB也能接受客戶的下單委託，再轉單至期貨經紀公司。期貨經紀公司可申請設立期貨顧問事業部，此與證券投顧業需單獨設立公司不同，期貨自營商並可擔任市場造市者（MARKET MAKER）之角色。

期貨經理公司於去年開始核准設立，主要營業項目為代客全權委託期貨交易為主，目前之標準已由新台幣五百萬降為二百五十萬元。

從業人員資格依期貨交易法之規定，需經專業考試通過並經職前訓練取得證照後始能執行業務，目前與期貨相關之證照計有期貨業務員-委託買賣、期貨業務員-建議招攬出版講習、期貨分析人員。執業後每兩年尚需參加期貨公會舉辦之在職訓練。

## 伍、結語

近年程式交易興起，財務工程加上寬頻網路使得期貨市場倍數成長，以華南期貨之網路下單即有傳統網頁、財神爺證期權版及最新版的華南贏家三種客製化選擇，方便客戶取得資訊及交易。

本土期貨市場在外資、金融機構、期經等法人加入後，結構趨於完整，資產配置與動態分析將為投資機構不可或缺之操作。而金控又提供共同行銷之通路，更可為完整之金融商品，提供交叉行銷一次購足服務。

目前，本土期交稅率為契約價金的萬分之五，而新加坡摩根台股指數的成本只有手續費，做一口本土台指期貨的交易成本足以交易兩口新加坡摩根台指，且國際間大多數國家都不徵收期交稅，展望未來，若立法院同意調降期貨交易稅後，可望對活絡期貨市場發揮更大的效果。

## 參考文獻

電子金融選擇權操作實戰手冊，台灣期貨交易所，2005.03。

股票選擇權規劃書，台灣期貨交易所，91年6月。