

其實，賣出賣權是個理想的操作策略。因為當股票價值上升時，投資人將會獲利；但即使如此，此項策略還是很容易被遺忘，因為多數投資人所注意的焦點仍在於買權的操作。選擇權交易的操作有項驚人的特性，即在於可設計出符合任何市場情況與風險水準的策略。對於賣權的獲利潛力予以評估後，並將賣出賣權所承受的風險與買進買權的風險加以比較，可以發現兩者的風險非常不同。

比較賣出賣權與買進買權，僅是所有值得比較的策略之一。投資人或許可察覺到賣出買權所涉及的風險，抑或是將賣出賣權的風險和此列為相同的級別，但持如此看法則是錯誤的。因為當投資人賣出買權時，標的股票可能會無限制地上漲，故在理論上其所具有的風險亦是無限的。即使當投資人賣出掩護型買權，仍然可能面臨未來發生損失的風險；因為履約價格使得買權賣方在合約被執行時，必須以固定價格賣出股票。

當投資人賣出賣權時，情況則完全不同。賣權與買權是相對的，故身為賣權賣方，則會希望標的股票的價值上升；當股票上漲，賣權價值下降，此時即有利潤產生。投資人亦面臨股票市場價值下跌的風險，此時則會產生損失部位；然而，此部分的損失是有限的，理論上的最大可能損失為 0。但是，一般股票不太可能有如此劇烈的跌幅，因為一檔經過仔細篩選的公司股票，其市價則可能會在有限的區間變動。例如，當市場價值跌落至該公司有形資產的每股帳面價值之下時，市場則並不認為其價值會再持續下跌。

即使股票市場暴跌，賣出賣權的損失仍有一定限度。實際上，損失的風險被限制在介於履約價格與帳面價值之價格區間內，此亦為最低的合理價格水準。然而，市場並不保證此情形必然會發生，因為市場具有時間性，且很明顯地，股票價格水準與其內含價值相對上較無關聯。換句話說，基本分析可作為分析公司長期成長潛力的有效方式，而短期價格變動則並不可靠；就未來幾個月股價走勢的觀點而言，基本分析並無太大意義；而對於任何分析而言，短期

指標皆為不穩定的。故透過這些分析，雖可看到股價的長期趨勢，但是短期趨勢卻仍是高度混亂與不確定，而此即為選擇權之風險。

**價值投資 (value investing)**

是一種根據公司的真實價值
挑選股票的方式，而不是依據價格。

每股有形資產帳面價值——帳面價值減去所有的無形資產（例如商譽），是一個評價股票的基礎。此代表股票目

前在財務上的價值，但不包含任何未來成長的展望。有一種受歡迎的投資概念——價值投資法 (value investing)，即依據上述觀念而來。投資人買進股票最好是根據公司具有的價值，而不是股價的因素。所以當分析師公布一檔股票股價的目標區間，投資人此時應提出合理的懷疑：(1) 要如何達到股價目標區間；(2) 訂定股價目標是否根據公司基本面；(3) 股價如何與公司的長期投資價值產生關聯。

持價值投資觀點的投資人，應該要問：「若現在於市場上賣出這家公司，它的價值為何？」，另一個問題或許是：「若我擁有這家公司，則每股的價值大約為何？」。而在分析之後，投資人得到此公司的合理價值，並與其股票的市場價值加以比較，即可察覺到該公司股價是否被低估或高估。

假設每股帳面價值為股價的公平市價支撐水準，則賣出賣權者所持有的應為合理的部位，且股票價格不太可能跌落此水準。所以當每股帳面價值為 20 美元，而目前的股票售價為 50 美元，則其最大風險的評估值為 30 美元。

賣權是一種權利，持有者可在未來特定日期以固定的價格賣出 100 股標的股票。所以當投資人賣出賣權，即給予買方一項權利來以履約價格「賣出」100 股的標的股票給賣方。當賣出交易成交時，投資人可收取一筆權利金，此時則必須接受執行選擇權時的風險。身為賣出賣權者，投資人願意買 100 股標的股票，即使在執行選擇權當下，標的股票的市場價格低於固定的履約價格。

作為賣出賣權者，可以選擇某一限定價格範圍的股票以降低暴

露的風險。例如，投資人賣出賣權且履約價格為 50 美元或低於 50 美元，其最大的損失便為 50 點，或是 5,000 美元；當然，此情形只會發生於選擇權到期，而股票變得一文不值時。若投資人賣出賣權且履約價格為 25 美元或低於 25 美元，則每合約最大的損失便只有一半，為 2,500 美元。然而，實際判斷最大風險的方法是確認每股帳面價值與履約價格的差異，而此段差距則代表可能的風險，並未將股票目前的市價納入考慮。



投資小錦囊

只要投資人相信履約價格是該公司股票合理價值，賣出賣權即是一件合理的事情。

分析股票價值

若投資人考慮 100 股標的股票的履約價格為合理且公平的，則賣出賣權具有兩種優勢：

1. 當投資人賣出賣權時，即會收到現金。
2. 當選擇權執行時，當初收到的權利金可視為購買股票成本之折抵。

若投資人願意以履約價格購買股票，此時賣出賣權則為一種聰明的策略。投資人甚至會主張該策略並無實際的風險，因為其相信股票價格是合理的。就另一種觀點而言，假設投資人買進 100 股股票，則需支付目前的市價，但不會像賣出賣權可收到權利金；而市場價值很有可能下跌，正如同投資人真的賣出賣權一般。

若投資人計劃保留股票作為長期投資，並考慮 (a) 賣出買權帶來的折抵效應；(b) 賣出賣權而不被執行的機率所產生利潤，則

以高於市場價值的價格購買股票或許是可行的作法。若履約價格與目前市場價格間的價差，在執行選擇權時大於投資人收到的權利金，在當下投資人會有未實現的損失。在此種結果下，投資人需要等待讓股票價格反彈，直至重新賺取之前的損失。若投資人是因此策略而買進股票，則可以試著賣出掩護型買權以彌補這些損失。

投資人若透過賣出賣權以獲得股票時，則必須參考股票的價值。請記住，「價值」並非指目前的市場價值，而是指投資人願意對每一股支付多少金額來買進。賣出賣權者正如同賣出買權者，通常則會設法避免選擇權被執行，所以其會使用轉倉技術來延緩執行或降低最終的履約價格。一旦投資人確認執行選擇權所涉及的風險，則需要將其與所收的權利金加以比較，來決定是否值得暴露於賣方部位的風險。若投資人開始進行賣出賣權，則將需要適當的資本以購買股票，此為相當重要的因素，因為其會限制投資人所能承受的風險程度。事實上，投資人會被要求在其股票帳戶存入適當的資金。若投資人的賣權被大量執行，則會用盡可用的資金，且其投資組合將均是以高於市場價值買進的股票。故投資人自然需要限制賣出某些標的股票賣權數量，而投資人亦想持有這些股票，無論其是否賣出賣權。

► 釋例

計算賣權的優勢 (Calculating the Put Advantage) :

投資人在賣出 1 口賣權、履約價格為 55 美元且收到 6 點的權利金 (每股價的淨成本為 49 美元)。投資人認為每股 49 美元為合理的價位。到期前，股票價格下跌至 48 美元，故賣權被執行。

在此交易下，有兩項觀察重點需要留意：

1. 只要投資人相信每股 49 美元為此股票的合理價格，則此結果即可被接受，而其亦相信目前的市價 (只有

比投資人的履約價格低一點)有可能在未來反彈。若投資人的假設是正確的，這些損失僅是未實現損失，其將會成為有價值的投資。

2. 若股票市場價值上升，則可從賣出賣權中產生獲利。選擇權合約將不會被執行，且到期時價值為 0；或時間價值會消失，使投資人買回部位予以平倉而產生利潤。在此種結果下，所有的賣權權利金即為利潤。故在股價上升的市場，當投資人不願意以資金買進 100 股股票時，即可以賣出賣權來產生利潤；此種方法可使投資人只暴露在有限的風險中。

僅透過賣出賣權從權利金來賺取所得的投資人，需要挑選其認為未來股價會上升的股票。在賣出賣權時，權利金價值的高低僅是其考量因素的一部分，而另一部分則需小心地挑選股票。作為賣出賣權者，投資人必須願意在每一筆合約中買進 100 股股票。而若所需承擔的風險太大，或是投資人不想取得股票，則此策略即不適用於投資人。

評估風險

將賣出買權與賣出賣權的策略予以比較時，投資人更能仔細地洞察其風險。賣出買權者在選擇股票時，則包含特定的風險，而波動性高的股票則具較吸引人的權利金價值，故掩護型買權的賣方或許會因為高於平均水準的時間價值，而傾向選擇高風險的股票。

賣權的賣出者亦面臨相同的情況。投資人希望賣出時間價值較高的賣權，但此類股票的價格波動性亦偏高。雖然股價理想走勢的方向並不同，但此類股票的風險性質還是相同的。就賣權而言，投資人的風險是股價下跌；跌幅愈大，損失亦愈大。賣出賣權者不

可僅考慮收取賣權的權利金，還必須有意願買進標的股票，此點與買權的賣出者稍有不同。若僅依照權利金價值做決定時，投資人亦有可能會被欺騙。例如，1 口目前股價 30 美元、履約價格 30 美元、權利金 4 點的賣權，可以提供 4 點的下檔保護，當選擇權執行時，投資人有 13.3% 的報酬率。而 1 口股價 90 美元、履約價格 90 美元、權利金 8 點的賣權，在選擇權被執行時的報酬率則為 8.9%。在第一個例子中，當執行選擇權時，投資人被要求支付 30 美元購買標的股票，而第二例子中卻要支付 90 美元。故投資人的執行成本會有三倍的差距，但是其報酬率卻大約只有三分之二。此代表僅依靠權利金金額作為判斷依據時，投資人可能會被蒙蔽；其需要進行真實的風險評估，才能做出合理的決定。

所以，對於賣出賣權與賣出買權，兩者的風險是不同的。賣權賣出者的選股策略亦需要採用基本分析與技術分析，此點與賣出買權者相同。然而，賣出掩護買權者已經持有股票，而賣權的賣出者則是願意在賣權被執行的情況下持有股票。投資人的風險則受限於其願意在空頭部位中所承擔的風險程度——當然還需要經紀商允許投資人承擔此種風險。此類的空頭部位永遠有風險，因為股價隨時可能突然下跌，而投資人的空頭部位有可能在短時間內被執行。

假設投資人可以較目前市價稍低的價格取得股票時，此時賣出賣權會如何呢？在上述的例子中，賣出賣權的執行結果是投資人在市價為 48 美元時，以每股 49 美元的淨成本買進股票。然而，請記住選擇權被執行只是一種可能的結果。賣出賣權者應該要高興可以 49 美元購入股票，因為依據公司公開的資訊，每股 49 美元應為相當好的價格。若股價上升時，賣權賣出者亦可獲利。若發生此情形時，賣權的價值可能會因到期失效使得價值變為 0，或賣方可將賣權買回以獲利了結。故相較於單純的買進股票（較大的資金風險），賣出賣權者有兩種不同的策略。若執行選擇權時，則買進股票的淨成本為一公平的價值，雖然目前市價有可能更低。但若賣權

價值的下跌乃由於股票的市場價值上升，則賣出賣權便可以獲利。以槓桿原則觀之，賣出賣權所產生的利潤來自於市場的波動，且投資人不必要真的買進 100 股的股票。

賣權的策略

一般在賣出賣權時，有五種常見的策略目標，包括：提供短期收益、運用交易帳戶中的閒置資金、買進股票、保護放空股票的部位或創造可用以節稅的賣權。

策略目標 1：提供收益

賣出賣權最常見的理由是可提供短期權利金收益。在最理想的情況下，投資人高價賣出賣權，然後低價回補以實現獲利。此項時間因素有利於賣方，若投資人出售時間價值極高的賣權，即可以提高獲利的潛能，但風險亦相對提高。

► 釋例

賺取賣權時間價值之策略 (The Put Time Strategy)：
投資人在 1 月賣出 1 口 6 月 45 美元的賣權，權利金是 4 點。當時，標的股價是 46 美元，由於股價高於履約價格，所以權利金完全由時間價值組成。(請留意，對賣權而言，價內的定義與買權相反。)若股票價格繼續維持在 45 美元以上，賣權最後到期將不具價值；投資人可以實現權利金的收益 400 美元，此亦為最大的獲利潛能。若選擇權被執行時，股價介於 41 美元與 45 美元之間，投資人可以實現一部分獲利或持平，其中 41 美元為損益平衡價位 (尚未扣除交易成本)。