



信報 財經新聞  
專欄『期權教室』  
作者：杜嘯鴻

2023年11月17日



# 指數期權——大戶是我們的好朋友

「大戶是我們的好朋友」這句話是筆者的口頭禪，也是期權教室金句堂的內容，大戶更是本文要多謝的對象。

上篇文章提及收錄在期權書中的哲理文章〈博弈與邏輯（鷹鴿理論）運用在期權〉，今天重複這個觀點並用指數期權演繹。在筆者指數期權書中是這樣描述的：「做指數期權是：賺錢快！何為快。筆者對這種快的定義是：用小錢在較短的時間內賺到大錢。所以做指數期權的確可以令人着迷，因為獲利可以相當『快』（輸錢亦然）。」

早期在期權教室堂上講期權數據（Raw Data），曾經用過一張金融海嘯後期、即 2009 年 3 月的指數期權大戶下單後在交易軟件上的真實成交倉位圖（不是港交所的市場報告），開倉時間是 2 月 3 日，當時 3 月恒指期貨報 12907，該大戶是用 Short 兩頭跨價的策略，認為 2009 年 3 月恒指不會再次跌穿 2008 年 10 月份雷曼破產後出現的金融海嘯底，也就是當時的低點 10676 點。故此，筆者命名此圖為 10676，因為這就是大戶的跨價對沖策略，解釋該圖頗受學員們的認同，成為多年來的上堂圖。本欄出圖版位有限，筆者精簡該圖為：

Short Call 14000 收 545+Short Put 12000 收 743，各做 300 張。3 月結算時，Call 無升穿，Put 也不達，這位大戶人家全勝獲利：545+743=1,288 點，乘以 300 張再乘以一點\$50，即全收\$19,320,000。

期權教室一直建議用 Short Both ATM（Short 兩頭等價），Short Both Spread（Short 兩頭跨價），這種講法比較實戰，用傳統的英文 Straddle（同價），Strangle（跨價），形容得來太抽象。

今年 9 月 28 日，恒生指數收 17373 點，指數期權出現了超大倉（如圖），該大戶是做 17400 點的 ATM 等價策略，取其 Delta=0.5 時最豐厚的期權金，開 12 月倉，Call & Put 各 2,327 張，成為今年的最大倉位。

Hello evening		恒生指數期權		恒指收報17373		Trade Date:		28-Sep-2023		
C Month	Ex Pric	Open	High	Low	Close	IV	Volume	OI	OI Change	Capital
Dec-2023	17,400.00 C	0.00	0.00	0.00	850.00	22	2,327	2,327	2,327	\$98,897,500
P Month	Ex Pric	Open	High	Low	Close	IV	Volume	OI	OI Change	Capital
Dec-2023	17,400.00 P	729.00	729.00	720.00	744.00	22	2,350	2,978	2,327	\$86,564,400

能做如此大倉當然是超大戶人家，那對手是誰？是散戶嗎？不可能！港交所的市場報告已說明這是 Block Trade，也就是大戶與大戶的交易。

### Short 兩頭等價 按金要求高

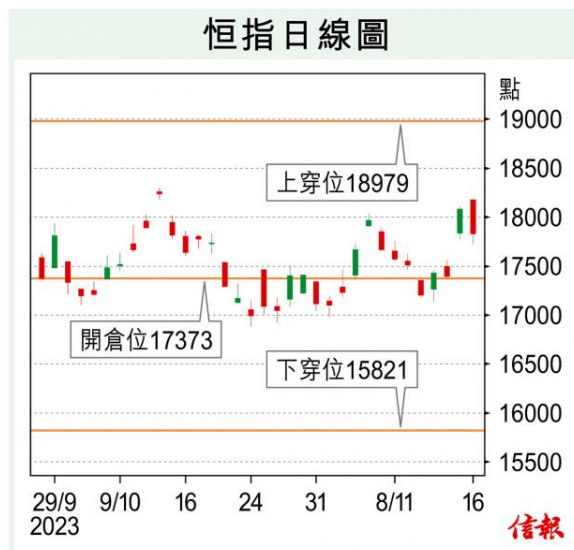
筆者一直觀察該倉位，因為這種大倉位有時會跟隨波幅出現平倉或減倉，倉位的變動是說明大戶的觀點在變。至走筆之時這個超大倉位還在（有興趣的讀者可以在教室網頁看到），時至今天 11 月 17 日，該倉位的時間已過半，正是好時機作具體分析。

由於倉位超大，我們先看按金，因為筆者認為是 Short Both ATM 即 Short 兩頭等價，按金要求較高，按港交所 9 月 28 日的報價大約每套要 \$138,718（\$76,275 Short Call+\$62,443 Short Put），開 2,327 套，需按金 \$322,796,786，開 Short Both（兩頭）會減免多少，但也不多。不過，約 45 天過後，此刻的按金要求已降至：\$109,285（\$65,236 Short Call+\$44,049 Short Put），按 2,327 套計，需按金 \$254,306,195。

在當時付出按金的條件下，收取的期權金為：850 點 Call+729 點 Put=1,579 點，乘以一點\$50 就是\$78,950，再乘 2,327 套，即總共 \$183,716,650。若可以如上文提及的 10676 個案一樣全數成功收取，這 3 個月的資本回報率會高達 56.9%，非常誇張，但絕無可能！

這位大戶人家不可能全收是因為 Short Both 等價策略，12 月的恒指期貨收市不可能精準地收在 17400 點，假如收在 17900 點，即升穿 Short Both 等價 500 點，獲利就會是 1,579-500 點=1,079 點，乘以 2,327 套再乘以一點\$50，即收\$125,541,650，倘收在 16900 點，即跌穿 Short Both 等價 500 點，亦然。

如果 12 月恒指期貨收在 18979 (17400+1579) 點之上或 15821 點 (17400-1579) 之下，這個倉位就會出現與收市價每升穿或跌穿 1 點會帶來 1 點的虧損。所以，12 月的恒指期貨收市價越是靠近 17400 點，這位大戶的收成就越有保障 (讀者若有不明可以來函)。



筆者始終相信：觀察大戶人家的倉位遠比打聽各路人家的評論有價值，可以說是觀其行遠勝聽其言。我們研究大戶的行為不是要跟隨大戶做，而是要明白大戶具體倉位背後的動機，在大戶的博弈中找到自己能獲利的空間。這就是筆者在「鷹鴿理論」中提及的，鴿子並非與鷹爭吃，而是尋找鷹與鷹相爭中吃剩的食物，足矣。

筆者 10 月開始小注進場，當然不可能做 Short Both 等價，但做跨價，令風險下降的同時，回報當然亦會降低，還要保持動態操作，10 月開始有獲利，11 月此刻看獲利明顯 (已開始平倉獲利)，若大戶的觀點對，12 月都會是豐收，在此要對大戶講聲多謝！

在大學聽教授講期權是學習期權的原理及結構，在現實生活中上聽實戰操作者講解期權是要學會如何運用期權賺錢。落場前看書及上堂是必要的，有了基礎知識才開始這份 life time 的 part time job. 筆者正是由於有了這份 part time job, 所以本人正如上篇文章的結尾所描述：The older I get the longer I play。

香港證監會持牌人

[tosiuhungfreeman@hkoptionclass.com.hk](mailto:tosiuhungfreeman@hkoptionclass.com.hk)

筆者為香港證監會 1, 2, 4, 5 號業務持牌人

香港期權教室諮詢電話：  
Frandidx Chan (陳俊謙) 5646-8836  
Richmond Lai 阿藝(黎智藝) 5322-0580

今期附言：

### 新課程最後召集!

新課程「**股票期權入門講座 / Stock Option Introduction**」將於明天 11 月 18 日（週六）舉辦，上半場介紹期權知識，下半場以實戰個案講解股票期權操作，簡單易明，有別於傳統期權招式的教授方法，非常適合期權初哥。

學員推薦親友報讀本課程，可獲贈 1 堂每月策略堂/MS（價值 HKD 1,200），可自由選擇參與現場或網上課程，了解杜 Sir 對今後市況的期權策略。

如有查詢，請致電 俊謙 Frandidx Chan (5646-8836) / 阿藝 Richmond Lai (5322-0580)

報名及詳情請見：<https://www.hkoptionclass.com.hk/soi>

### 每月策略堂 Monthly Strategy

本月策略堂 MS 將於 11 月 25 日（下週六）舉行，內容精彩，建議各位參加 Live 課程，現場交流。歡迎學員提問點唱，杜 Sir 會仔細備課並於堂上回答，請於下週三前報名並提交問題。

**主要內容：**

地緣政治的長期性  
倉位分析要學習  
繼續在波幅中覓機會

**個股分析：**

9988 阿里 / 16 新鴻基 / 388 港交所

報名及詳情請見：<https://www.hkoptionclass.com.hk/>