

期权做市：金融和 商品期权市场交易与风险分析

**Option Market Making: Trading and Risk Analysis
for the Financial and Commodity Option Markets**

艾伦·扬·贝尔德 (Allen Jan Baird) 著
上海期货交易所 译

 中国金融出版社

责任编辑：童玮薇
责任校对：孙蕊
责任印制：丁淮宾

Title: Option Market Making by Allen Jan Baird, ISBN: 9780471578321.

Copyright© 1993 by Allen Jan Baird.

All Rights Reserved. This translation published under license. Authorized translation from the English language edition, published by John Wiley & Sons. No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder.

北京版权合同登记图字 01 - 2016 - 5808

《期权做市：金融和商品期权市场交易与风险分析》一书中文简体字版专有出版权属中国金融出版社所有，不得翻印。

图书在版编目 (CIP) 数据

期权做市：金融和商品期权市场交易与风险分析 / (美) 艾伦·扬·贝尔德 (Allen Jan Baird) 著；上海期货交易所译. —3 版.
—北京：中国金融出版社，2020. 5
ISBN 978 - 7 - 5220 - 0468 - 6

I. ①期… II. ①艾…②上… III. ①期权交易—研究
IV. ①F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2020) 第 029613 号

期权做市：金融和商品期权市场交易与风险分析

QIQUAN ZUOSHI; JINRNOG HE SHANGPIN QIQUAN SHICHANG JIAOYI YU
FENGXIAN FENXI

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)66024766, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>
(010)66024766, 63372837 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 13

字数 155 千

版次 2020 年 5 月第 1 版

印次 2020 年 5 月第 1 次印刷

定价 30.00 元

ISBN 978 - 7 - 5220 - 0468 - 6

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

致 谢

在此向那些在本书尚未成稿时向我提出重要建议并给予鼓励的人士致以谢意，是你们帮我提高了本书的价值：James Meisner、Deene Lindsay、Norman Barta、Gary Gastineau 和 Steve Weiss。我还要感谢纽约棉花交易所的专家 Tom Bertolini，他为本书提供了一些数据。如有任何失误或遗漏，完全是我个人的问题。

尤其感谢约翰·威立国际出版公司的编辑 Wendy Grau，他的编辑工作确保了本书质量，而且我还要感谢制作协调人 Peter Freely。感谢我的文字编辑 Marguerite Torrey，感谢她在写作风格、语言明确性以及其它许多方面令本书质量得到重大改善。

我最感谢的是我的妻子 Kathleen Hulser，她帮我对本书进行校对，她的耐心和理解使我能及时完成本书创作。

前 言

自 1974 年的股票期权交易和 1982 年的期货期权交易出现以来，美国场内外期权交易总量达到每日数十亿美元。期权交易是金融行业中规模最大、发展最迅速的领域之一。大约 10 年后，欧洲和亚洲的期权市场跟随美国的成长路径发展起来，这也意味着世界期权市场将成为 20 世纪 90 年代乃至 21 世纪全球金融业最重要的组成部分之一。

本书列举和评估了期权做市作为一项有利可图的业务的基本风险、策略和手段。它的目标是为在金融和商品期权市场中从事场内交易或国内外日益发展的场外期权交易的期权交易商、交易员和做市商提供理论和实践参考。

本书主要面向以下类型的期权做市商：银行和证券公司的交易商、期权交易所及场外市场的交易会员。保险和其他相关机构的利率管理人以及养老金、信托或基金公司投资经理和期权投机者也应了解做市技能，这有助于他们提高交易业绩或目标。

金融期权市场的成功需要许多不同类型交易员的参与，具体包括商业对冲者、投资基金、投机者和交易商或做市商。前三种参与者的职能众所周知，但是即使做市商的日常交易量约占所有期权交易的一半，期权交易商或做市商的角色还是没有得到研究者的广泛重视。关于期权交

易有许多不错的著作，但是市场上很少有专注于期权做市交易的书籍。^① 由于缺少关于做市的有价值的资料，期权做市商只能从雇主或合作伙伴那里学习交易技能（如果足够幸运的话），否则，他们就不得不在反复实践中学习，而这种学习过程通常伴随着经济损失。

为了帮助新进入市场的交易商尽可能以较小的代价掌握专业技巧，本书首次特别针对期权做市领域，为商品、债券、股票和外汇等期权市场做市提供了全面的参考，其中尤其关注期货期权市场。

做市商的职能是通过以指定价格自愿购买或出售一定数量的期权品种来提供即时性服务（service of immediacy）。因此，他们为期权市场提供了流动性和稳定性。作为提供流动性和稳定性的回报，做市商试图从交易买价和卖价之间的价差中赚取收益。在这方面，做市获得的利润与其他低买高卖的业务相似。但是做市也有其特定的风险。如果能确保较高的成交量和较低的或在可承受范围内的风险，成功的做市商可能会赚到占所投资本一定比例的较高收益。由于风险和收益密切相关，因此识别和管理这些期权风险是做市盈利和成功的核心。

本书作者是一家期货期权交易所的专业期权做市商。本书内容主要来源于作者的专业经验。专业场内交易商一般更喜欢交易，而不是写作。事实上，公开交易秘密可能是一件吃力不讨好的事。本书中可能会披露一些真相。但无论如何，公开交易秘密不太可能像人们想象的那样会大幅改变期权做市基本利润率很高的事实。毕竟，商场上很少有永久的秘密。

^① 虽然此前没有任何一本书专门介绍期权做市，但是近年来有几篇文章或一些书中的章节出现了这方面的简要介绍（CBOE, 1990；Colburn, 1990；Silber, 1988）。

本书结构

第一章和第二章对做市经济学进行了概述，并回顾了期权基础原理和相关术语。尽管读者可能读过期权入门书籍，但这两章仍对期权的基本定义和理论进行了回顾，包括公允价值模型、波动率（volatility）和一些商品、债券、外汇和股票期权市场之间的重要差异。

第三章正式提出期权风险及风险衡量问题。期权交易所涉及的风险远远大于其他投资，而且承担的风险也更复杂。所有期权交易商必须警惕日常交易中各种风险。本章对这些风险进行了定义和汇总。

第四章探讨了各种可能的期权策略和单月期权交易的各种风险。我们必须时刻了解任何期权持仓的风险情况，这样才能分辨哪些是可能面临灾难性金融风险的期权，哪些是安全可靠、有利可图的期权。忽视风险将导致交易和做市失败，乃至破产。

第五章从合成期权（synthetic option）交易的角度对期权做市进行了探讨。这种做市形式实质上没有风险，并体现了期权套利交易的核心。掌握合成价格关系是顺利赚取投机利润的关键。

第六章系统地阐述了日历价差（calendar spread）的风险和相关交易策略。为了避免做市商或公开交易资本面临灾难性损失，需要理解期权中的时间风险。做市交易策略核心的出发点是理解如何在高效利用跨期市场（time market）的同时控制跨期价差风险。

第七章从多个角度讨论了非合成做市（nonsynthetic market making）的整体策略。本章内容包括 Delta 中性、跨期价差中性（neutral time spreading）、经纪商订单流、净供需、交易壁垒（trading fences）和期权周期到期日管理，尤其探讨了不同市场条件下的蝶式/比率跨期价差策略（butterfly/ratio time spread strategy）。

第八章提出在活跃的交易环境下进行期权做市的一些实际问题和策略。本章内容涉及价差做市（making a spread market）、风险调整、Gamma 交易、隐含波动率、偏斜、跟踪交易、财务业绩评价和如何避免失误。

第九章是作者基于个人的行业和社会经验，提供的一些关于场内交易的个人见解。

目 录

第一章 期权做市经济学	1
第二章 期权	8
第一节 什么是期权?	8
第二节 期权公允价值	12
第三节 期权定价模型	17
第四节 波动率	24
第五节 金融和期货期权	31
第三章 期权风险的初步介绍	36
第一节 Delta (Δ) 风险	37
第二节 Gamma (Γ) 和 Lambda (Λ) 风险	40
第三节 Theta (θ) 风险	42
第四节 Kappa (K) /Vega 风险	43
第五节 Rho (P) 风险	45
第六节 偏度风险	47

第七节 跨期价差风险	49
第八节 市场外风险	50
 第四章 期权持仓基本组合	52
第一节 持仓风险预测	57
第二节 有限和无限风险分析	60
第三节 风险估算	66
附件 持仓风险介绍——特定单月持仓	69
 第五章 合成期权做市	84
第一节 简介	84
第二节 转换套利和反转套利	86
第三节 利率对合成交易的影响	94
第四节 盒式套利	97
第五节 “大头针” 风险	99
第六节 无效市场风险	102
 第六章 日历价差组合风险	105
第一节 介绍	105
第二节 时间 Delta (Δ) 风险	107
第三节 时间 Kappa/Vega 风险	109
第四节 有限与无限日历风险	112
第五节 时间蝶式套利	114
 第七章 做市策略	117
第一节 简介	117
第二节 Delta (Δ) 中性	119

第三节	核心策略	123
第四节	跨期价差	128
第五节	经纪商订单流和持仓量分析	132
第六节	交易围墙式策略	138
第七节	高波动率时的交易策略	142
第八节	到期日风险	148
第八章	做市技巧	153
第一节	介绍	153
第二节	价差做市	155
第三节	时间价差做市	160
第四节	持仓 Delta 调整	164
第五节	Gamma 交易	167
第六节	Theta/Kappa/Vega 值的调整	171
第七节	监测隐含波动率	174
第八节	检测偏度风险	176
第九节	追踪交易结果	182
第十节	常见错误	185
第九章	场内观察	190
	参考文献	192
	后记	196