

# 场外期权 与风险管理模式探讨

申银万国智富投资公司  
2023.6.1





# 目录

**01** 期权的基础知识

**02** 期权的特征与定价

**03** 场外期权VS.场内期权

**04** 场外期权的基础策略

**05** 含权贸易

附：场外期权业务流程

**06** 期权经典案例



# 1

## 期权的基础知识

国内一流的风险管理和财富管理专家

## 1-1 期权的基础知识 – 什么是期权

期：未来

权：权利

### ■ 买方：投保人

买入期权时支付一笔权利金（保险费）给期权的卖方后，就获得了补偿未来标的价格变动损失的**权利**。

### ■ 卖方：保险公司

卖出期权时从期权的买方收到一笔权利金（保险费），同时需要承担配合期权买方行权的**义务**。

期权买卖双方的关系，就好比投保人与保险公司之间的关系

**期权的标的物**：选择购买或出售的资产

# 1-2 期权的基础知识 – 看涨期权与看跌期权

## ■ 看涨期权

拥有未来**买入**某个东西的权力，锁定买入价



看涨期权在现实中的例子：买方楼花

## ■ 看跌期权

拥有未来**卖出**某个东西的权力，锁定卖出价



看跌期权在现实中的例子：粮食最低的收购价

# 1-2期权的基础知识 – 欧式期权与美式期权

## ■ 欧式期权

只能在到期日当天行使权利



欧式期权的例子：电影票

## ■ 美式期权

一种到期前任何一天都可以行使权利的期权



美式期权的例子：月饼票

# 1-3期权的基础知识 – 期权的作用

## ■ 风险大转移：保险功能

通过买入期权对现货/期货进行保价

## ■ 花小钱办大事：杠杆作用

期权的初始保证金约占期货保证金的1/3—1/2

\*索罗斯旗下的量子基金动用了大约 3000万美元，买入了看涨美元、看跌日元的外汇期权，获利10亿美元。

## ■ 借风使力：增厚收益

借助期权的力量，通过卖出期权获得补贴

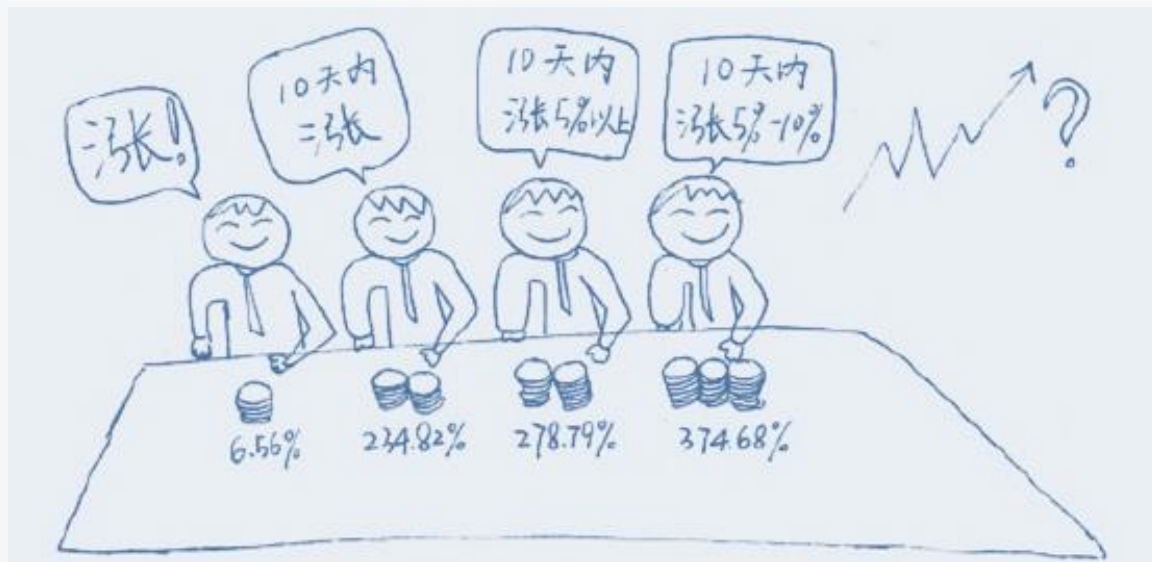
\*持房出租行为：在房价不温不火之际将房屋出租，每月赚取租金（租金就好像期权的权利金）以增加收入

## ■ 立体化作战

无论行情大涨大跌，还是横盘震荡，均能实现收益

## ■ 精准打击

对市场的看法越精确越透彻，通过期权所赚的钱就越多



期权精准化投资的例子



## 2

# 期权的特征与定价

国内一流的风险管理和财富管理专家

## 2-1期权的特征与定价- 期权的定价要素

### ■ 标的价格（被保资产）

- 标的商品价格一路上涨，看涨期权普遍大涨，看跌期权普遍大跌。

\*大众polo和保时捷的保险哪份贵？

### ■ 执行价格

- 在其他因素不变的情况下，看涨期权的执行价格越高，则转向实值期权的可能性就越小，权利金就相应降低；

- 看跌期权的行权价格越高，转向实值期权的可能性越大，权利金就会相应提高。

### ■ 无风险利率

- 在其他因素不变的情况下，无风险利率上升，看涨期权价值会上升，看跌期权价值会下降。

### ■ 到期时间

在其他因素不变的情况下，距离到期时间越短，期权价值越低。

\*一年期和两年期的保险哪份贵？

### ■ 波动率（被保资产的风险）

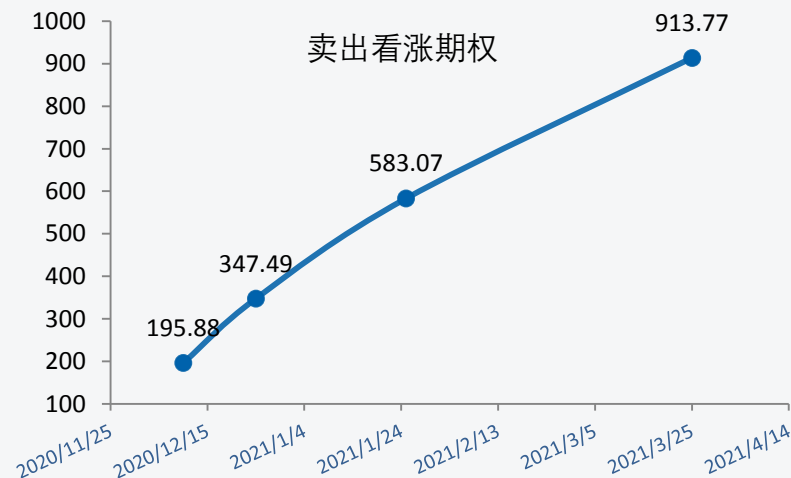
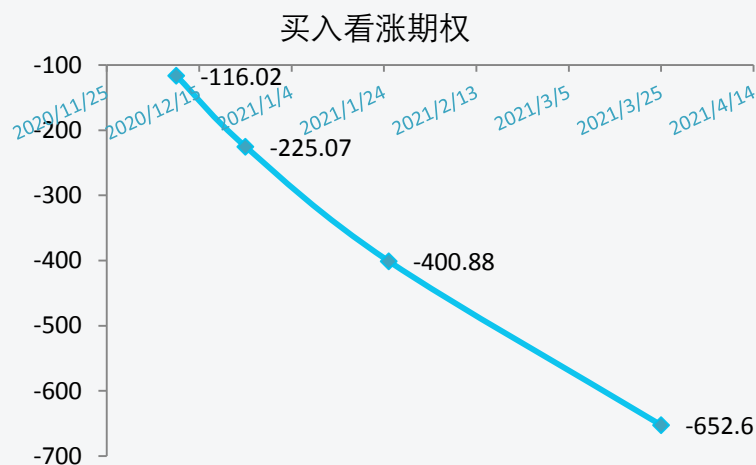
在其他因素不变的情况下，价格波动幅度越大，期权价格越高

\*如果有地震险，上海的地震险和四川比，谁更贵？

	看涨期权价格	看跌期权价格
市场价格	+	-
执行价格	-	+
存续时间	+	+
市场利率	+	-
波动率	+	+

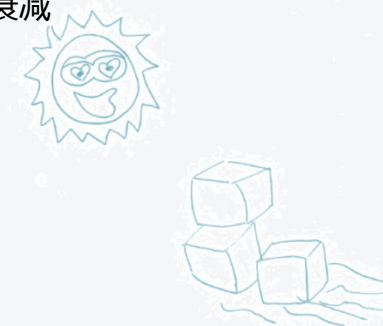
## 2-2期权的特征与定价- 期权的定价要素（时间维度）

RU2105	入场价格	15410	执行价格	16000
开始日	到期日			
2020/11/26	2020/12/10	2020/12/25	2021/1/25	2021/3/25
期权期限	2周	1个月	2个月	4个月
买入看涨期权价格	-116.02	-225.07	-400.88	-652.6
卖出看涨期权价格	195.88	347.49	583.07	913.77



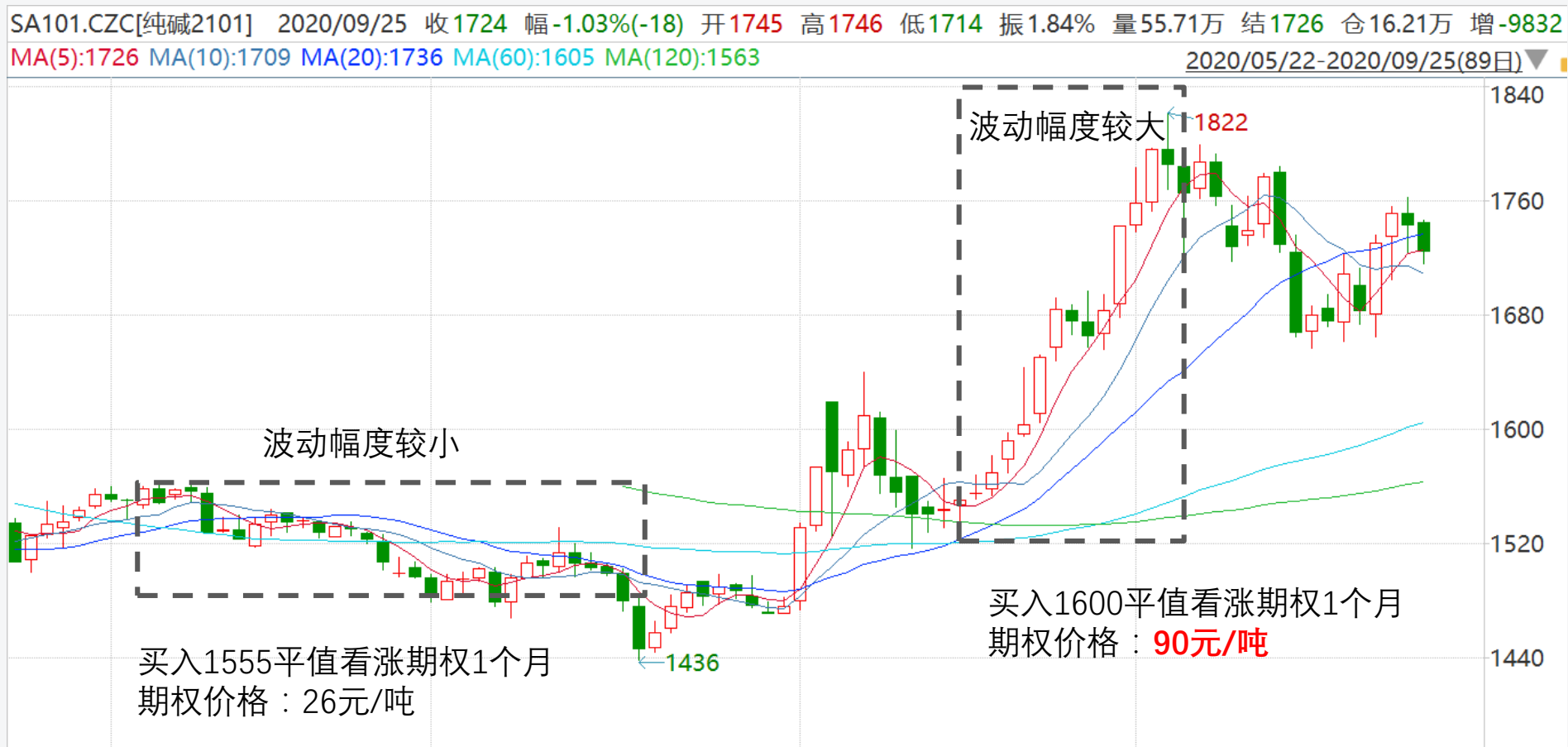
- **期权的价格对到期时间很敏感**  
远期期权的时间价值比短期期权的时间价值高。
- **期限越长的期权等于给了期权买方越长的保护期限**，所以，应该收取更高的费用。
- **期权的卖方总是希望时间快快过去，让自己卖出的期权不断贬值。**

- 赚时间价值策略
- 时间价值如同阳光下的冰，到期前加速衰减



## 2-2期权的特征与定价 – 期权的定价要素（波动维度）

### 期权价格的波动大小



## 2-3期权的特征与定价 – 期权的虚实值

执行价格与当前价格的关系：

当下立即行权，是否有价值？

平值期权：转折点

(At the Money)

虚值期权：行权无收益

(Out of the Money)

实值期权：行权马上有收益

(In the Money)

看涨期权：



看跌期权：



## 2-4期权的特征与定价 – 期权的定价公式

### 期权产品定价

#### ——Black-Scholes 期权定价模型

##### ■ 标的价格（被保资产）

##### ■ 执行价格

##### ■ 无风险利率

##### ■ 到期时间

##### ■ 波动率（被保资产的风险）

$$c = S_0 N(d_1) - Xe^{-rT} N(d_2)$$

$c$  : 看涨期权的合理价格

$$p = Xe^{-rT} N(-d_2) - S_0 N(-d_1)$$

$p$  : 看跌期权的合理价格

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S_0}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$d_2 = \frac{\ln\left(\frac{S_0}{X}\right) + \left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}} = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

$X$  : 执行价格

$S$  : 标的商品的现货价格

$T$  : 期权的有效期限，  
即期权有效天数与一年365天的比值

$r$  : （连续复利的）无风险利率

$\sigma^2$  : 年化方差

$N()$  : 正态分布变量的累积概率分布函数

$$\left( \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \int_{-\infty}^{d_n} e^{-\frac{x^2}{2}} dx \right)$$



3

## 场外期权 VS. 场内期权

国内一流的风险管理和财富管理专家

### 3-1场外期权 VS. 场内期权— 特征比较

	场外期权	场内期权
合约	条款可定制、合约要素可协商： <ul style="list-style-type: none"><li>■ 到期日：2/1，3/18，4/27，10/12</li><li>■ 入场价格/执行价格：3895，3920，4010</li></ul>	合约要素不可改变 <ul style="list-style-type: none"><li>■ 到期日：4/26</li><li>■ 执行价格：3800，3900，4000（价差固定）</li></ul>
交易品种	全品种	<ul style="list-style-type: none"><li>• 主要对应主力合约</li><li>• 场内商品类18种，指数类4种</li><li>• 场内期权活跃品种：玉米、豆粕、铁矿石、黄金，其他品种不太活跃</li></ul>
交易对手	交易对手主要是机构投资者 交易形式通常是机构对机构、个人对机构	交易对手没有区分 各种投资者都有
流动性	挂钩期货合约，到点成交，流动性更好	流动性较差，挂单不一定成交
期权杠杆性	<ul style="list-style-type: none"><li>• 场外期权通常半个月或1个月收益率达50倍</li><li>• 除了内在价值，<b>期权的价格仅包含对应期限的时间价值，收益比更高</b></li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 标准化的合约</li><li>• 除了内在价值，期权时间价值占比较大，收益比较低</li></ul>

## 3-2场外期权 VS. 场内期权– 情景分析1

### ■ 情景分析1

2020年11月26日，橡胶RU2101合约价格14575元/吨，某产业客户预期价格将上涨。

	策略A：买入场外看涨期权	策略B：买入场内看涨期权
入场点位	14500	14500
执行价格	16000	16000
期权价格	124	123
到期日	可以买1个月	场内到期日（2020/12/25）
3周后提前平仓 情景分析		
上涨至16000	看涨期权的价格 528 卖出看涨期权平仓 收益率= $(528-124)/124=325.81\%$	看涨期权的价格 526 卖出看涨期权平仓 收益率= $(526-123)/123=327.64\%$
上涨至17000	看涨期权的价格1260 卖出看涨期权平仓 收益率= $(1260-124)/124=916.13\%$	看涨期权的价格 1255 卖出看涨期权平仓 收益率= $(1255-123)/123=920.32\%$

## 3-2场外期权 VS. 场内期权– 情景分析2

### ■ 情景分析2

2020年11月26日，橡胶RU2105合约价格15480元/吨，某产业客户预期价格将上涨。

	策略A：买入场外看涨期权	策略B：买入场内看涨期权
入场点位	15480	15480
执行价格	16000	16000
期权价格	182	617
到期日	可以买1个月	场内到期日（2021/4/26）
3周后提前平仓 情景分析		
上涨至16000	看涨期权的价格 395 卖出看涨期权平仓 收益率= $(395-182)/182=+117.03\%$	看涨期权的价格 860 卖出看涨期权平仓 收益率= $(860-617)/617=+39.38\%$
上涨至17000	看涨期权的价格1085 卖出看涨期权平仓 收益率= $(1085-182)/182=+496.15\%$	看涨期权的价格 1460 卖出看涨期权平仓 收益率= $(1460-617)/617=+136.63\%$

## 3-3场外期权 VS. 场内期权 – 场外期权的优势

### ■ 情景分析1结论

如果场内和场外期权期限、结构相似，在不考虑无法建仓的情况下，差异不大。

### ■ 情景分析2结论

如果拥有少量资金（3-5万），可以考虑场内/场外期权；

如果资金投入较多（10-20万），场内各合约价差很大，比较难挂单——考虑场外期权。

**场内期权条款标准化：**行权价、期限、结算方式、类型

**场外期权的非标准化条款可以实现个性化定制**

**行权价格：**可以自由选择行权价

更加贴合观点判断或匹配贸易需求

**合约期限：**可以自由选择开始和结束的具体日期（合约存续期限）

精准匹配套保期限

**结算方式：**可以自由设计结算条款

灵活便捷

**行权类型：**可以选择美/欧/亚式/指定日期等方式→精准匹配行情和时机

精准匹配行情和时机



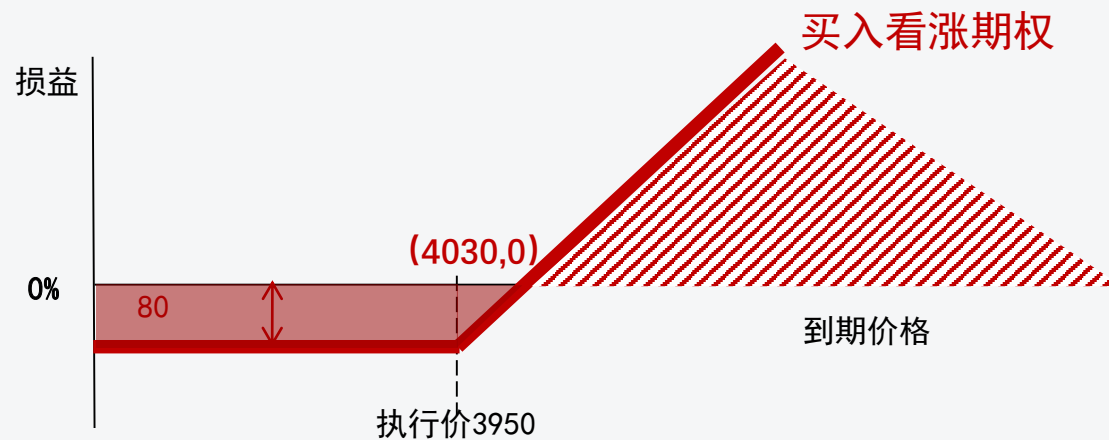


# 4

## 场外期权的基础策略

国内一流的风险管理和财富管理专家

## 4-1场外期权的单腿策略 – 买入期权（以看涨期权为例）



- 期初成本：权利金支出，80元/吨
- 盈亏平衡点 (4030,0)
- 到期盈亏分析：
  - 如果价格上涨超过盈亏平衡点 (4030,0)，价格涨幅>权利金，期权盈利
  - 如果价格位于盈亏平衡点以下，价格涨幅<权利金，期权亏损
  - 如果价格位于执行价格和盈亏平衡点之间时，轻微亏损
- 到期价格不上涨（到期价格<执行价格）：看错方向，损失权利金
- 买权交易，即使方向看对，也可能亏钱

## 4-1场外期权的单腿策略 – 买入期权，需要考虑什么？

### ■ 是否有大行情？

- 什么是大行情？——10%以上价格波动

### ■ 经验主义

- 如果买入期权，权利金约占标的商品价格的3%，所以行情至少需要上涨3%，才能回本。

### ■ 买期权适用频率

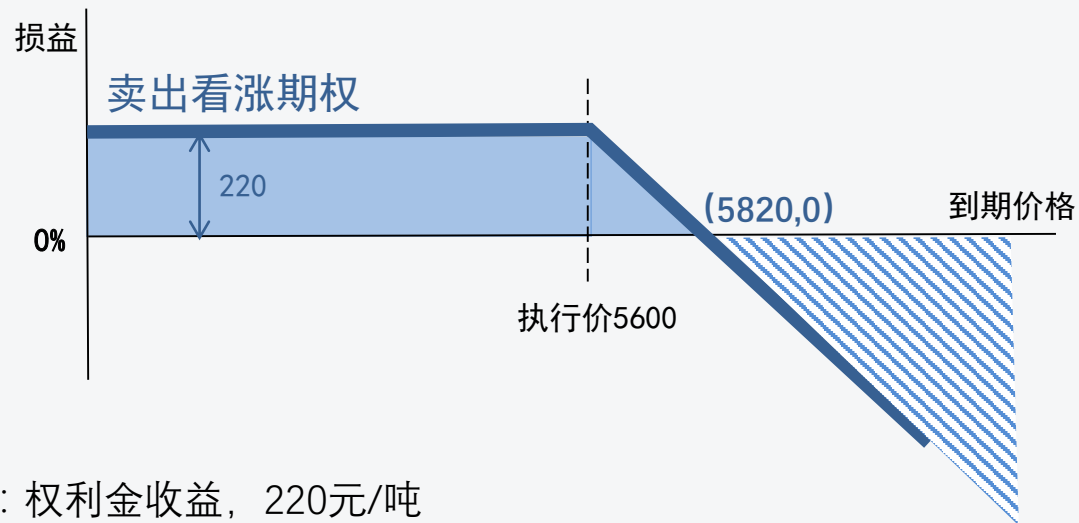
- 1个品种一年1-2次的大行情
- 善于运用期权杠杆，往往有意想不到的收益
- 期货的杠杆约为10倍，普通期权的杠杆可以达到30-50倍



- 期权期限：1个月（2020/11/10—2020/12/10）
- 入场点位：750点，买入平值看涨期权
- 期初成本：支付权利金30元/吨

- 到期点位：950点
- 期权收益 =  $(950 - 750) - 30 = 170$ 元/吨
- 到期收益率 =  $170 / 30 = 566.67\%$

## 4-2场外期权的单腿策略 – 卖出期权（以看涨期权为例）



- 期初收入：权利金收益，220元/吨
- 盈亏平衡点 (5820,0)
- 到期盈亏分析：
  - 如果价格低于盈亏平衡点 (5820,0)，期权盈利
  - 如果价格位于执行价格和盈亏平衡点之间，权利金发生轻微损失，仍然盈利
  - 如果价格高于盈亏平衡点，期权亏损
- 到期价格不上涨（到期价格 < 执行价格）：看对方向，权利金收益
- 价格轻微上涨，卖出期权仍然可能获利

## 4-2场外期权的单腿策略 – 什么时候合适卖期权？

### ■ 价格波动5%以内

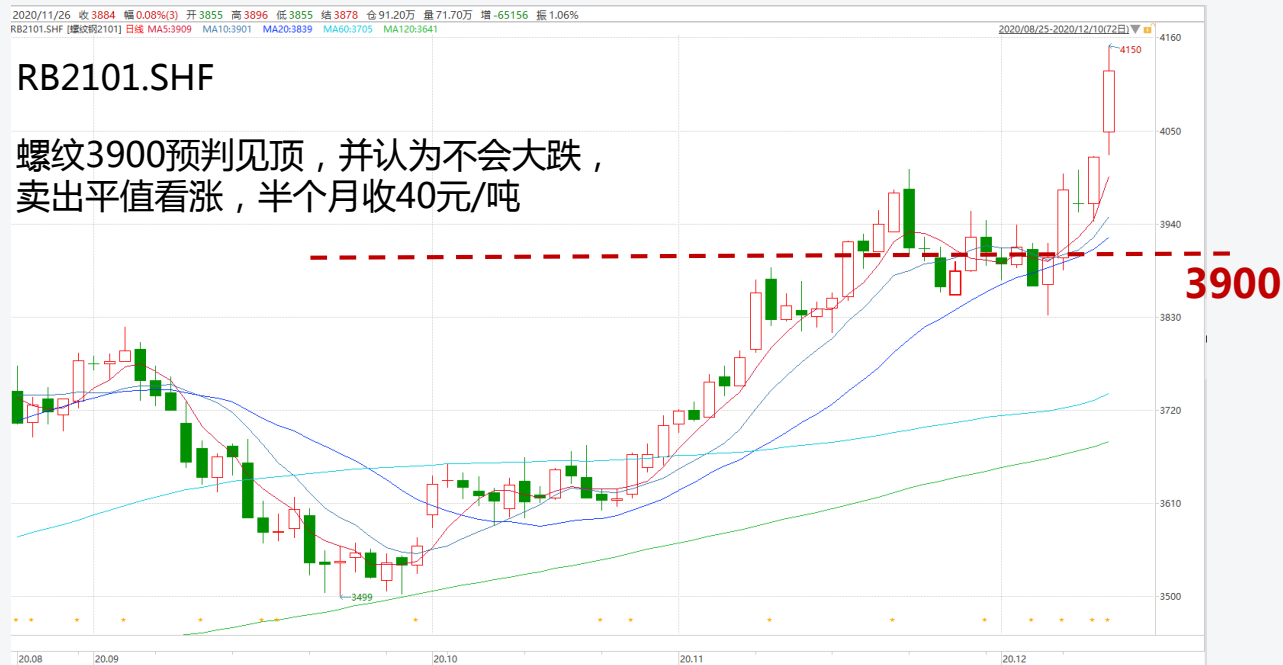
- 如果价格上涨5%以内，考虑卖出虚值5%的看涨期权或者卖出平值看跌期权

### ■ 卖看涨期权的风险

- 价格上涨且涨破安全边际（执行价格-入场价格），面临被行权的风险
- 手上有现货备兑，高价出售

### ■ 卖看跌期权的风险

- 若价格回落，需要追保，待价格反弹进行平仓
- 最大追保金额：类似于期货交易



- 期权到期价格反弹，需要追保。
- 价格上涨到4000，客户不认亏，将期权转成远期（期货）空单，待螺纹下跌到3900平仓，获得40元/吨收益

**最大风险：基本面发生根本性改变，需要及时平仓离场。**

## 4-3场外期权的双腿策略—降低权利金的策略

### ■ 强烈预期价格上涨，但是不愿意支付太多权利金，怎么办？

- 买入（虚值）看涨+卖出（虚值）看跌 期权组合（领子策略）

### ■ 适用行情

- 筑底行情，回调幅度不大，上涨概率大
- 基本面发生根本性改变

### ■ 策略优势

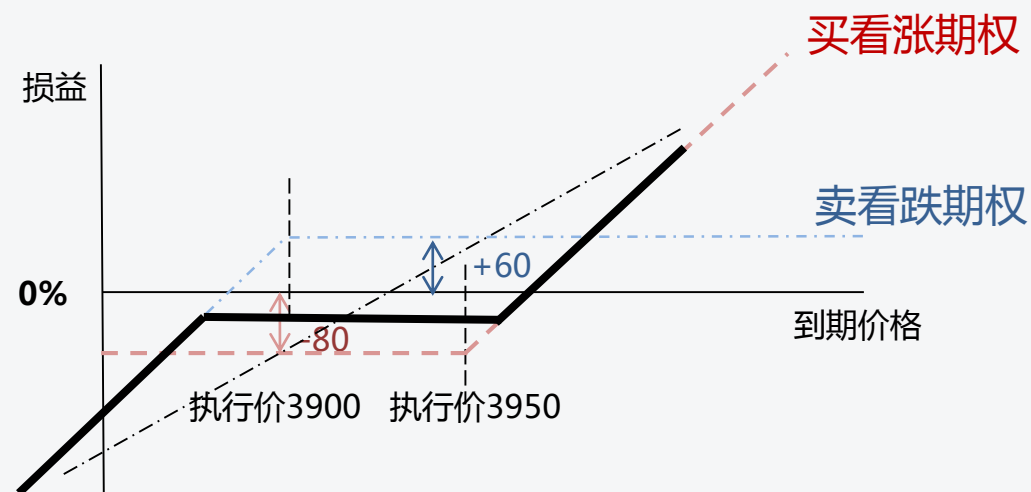
- 相比单腿买入期权，通过卖出期权降低成本

### ■ 策略风险

- 价格跌破执行价格，相当于做多期货，会产生实际亏损

### ■ 杠杆性

- 100-200倍（白银案例）



## 4-3场外期权的双腿策略- 降低权利金的策略案例



## 4-4场外期权的双腿策略-价格区间波动策略1

### ■ 强烈价格区间波动，又希望降低权利金，怎么办？

- 买入低（执行价格）看涨+卖出高（执行价格）看涨（**牛市价差**）
- 买入高（执行价格）看跌+卖出低（执行价格）看跌（**熊市价差**）

### ■ 适用行情

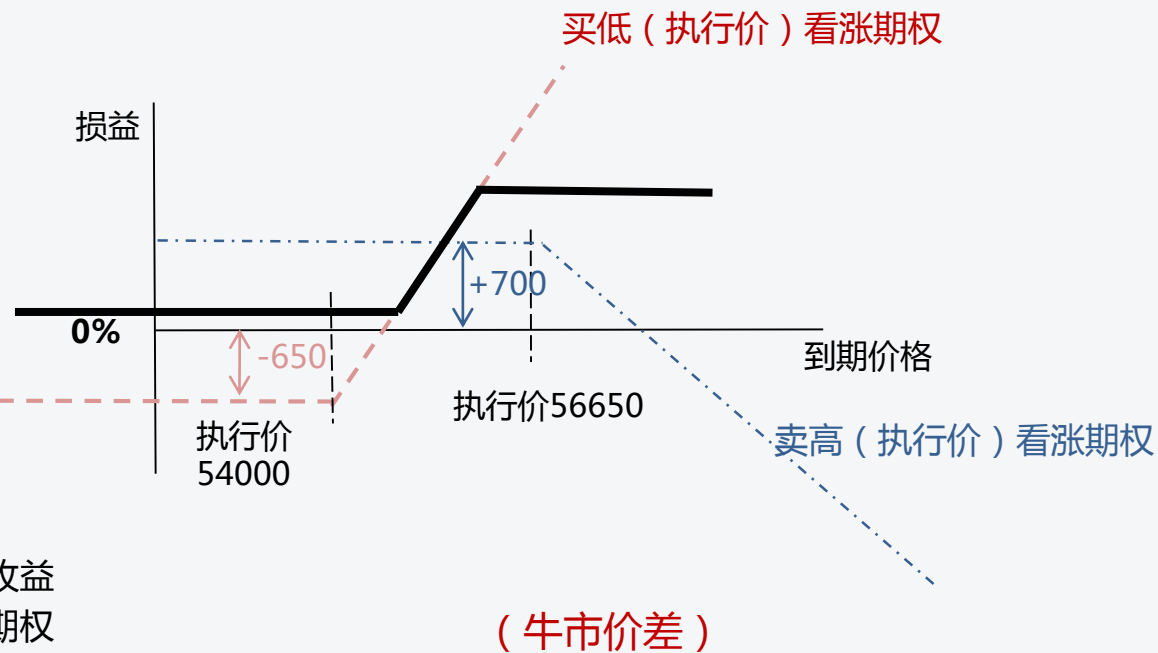
- 预期价格区间波动
- 降低权利金支出（主要动机）

### ■ 策略优势

- 相比单腿策略，行情看涨，买入看涨期权起到杠杆作用，再卖出另一腿看跌期权降低权利金成本并增加了杠杆作用

### ■ 策略风险

- 放弃了价格继续往上涨（牛市）或价格继续往下跌（熊市）的收益
- 价格位于两个期权的执行价格区间内，一边期权盈利，另一边期权亏损
- 如果价格下跌选择提前平仓，需要买卖相同执行价格但是方向相反的期权，平仓时的权利金支出可能会大于期初的成本



# 4-4场外期权的双腿策略-价格区间波动策略1案例



## 4-5场外期权的双腿策略-价格区间波动策略2

### ■ 强烈价格区间波动，又希望多收权利金，怎么办？

- 卖出虚值看涨 + 卖出虚值看跌（宽跨式期权组合）

### ■ 适用行情

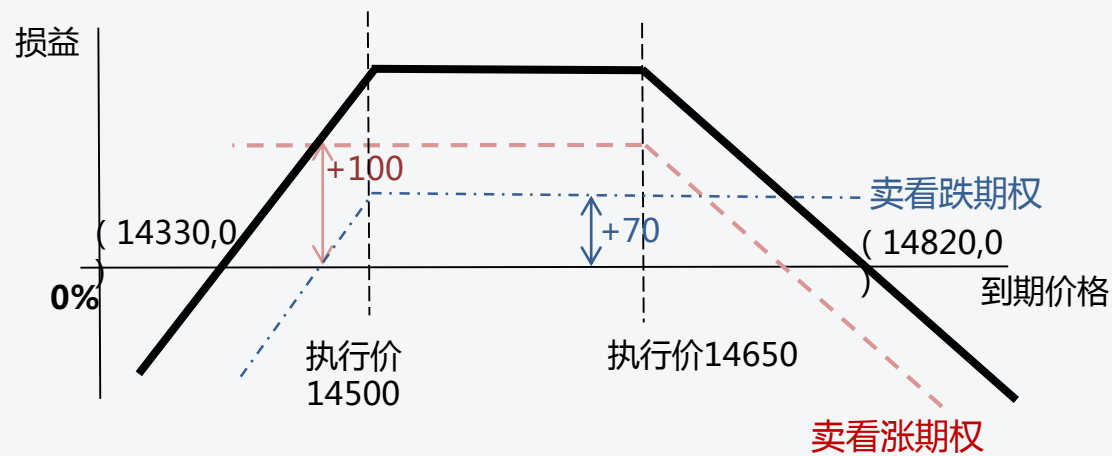
- 预期价格区间波动
- 增厚权利金的收益

### ■ 策略风险

- 价格突然大涨或者大跌，面临被行权的风险
- 对价格区间的判断要求更高

### ■ 策略优势

- 行情小幅盘整，区间震荡时赚取时间价值（动态库存管理）
- 两份权利金收入拓宽了安全边际，扩大了价格保护区间



（宽跨式策略）

## 4-5场外期权的双腿策略-价格区间波动策略2案例



## 4-6场外期权的基础策略-企业风险分析



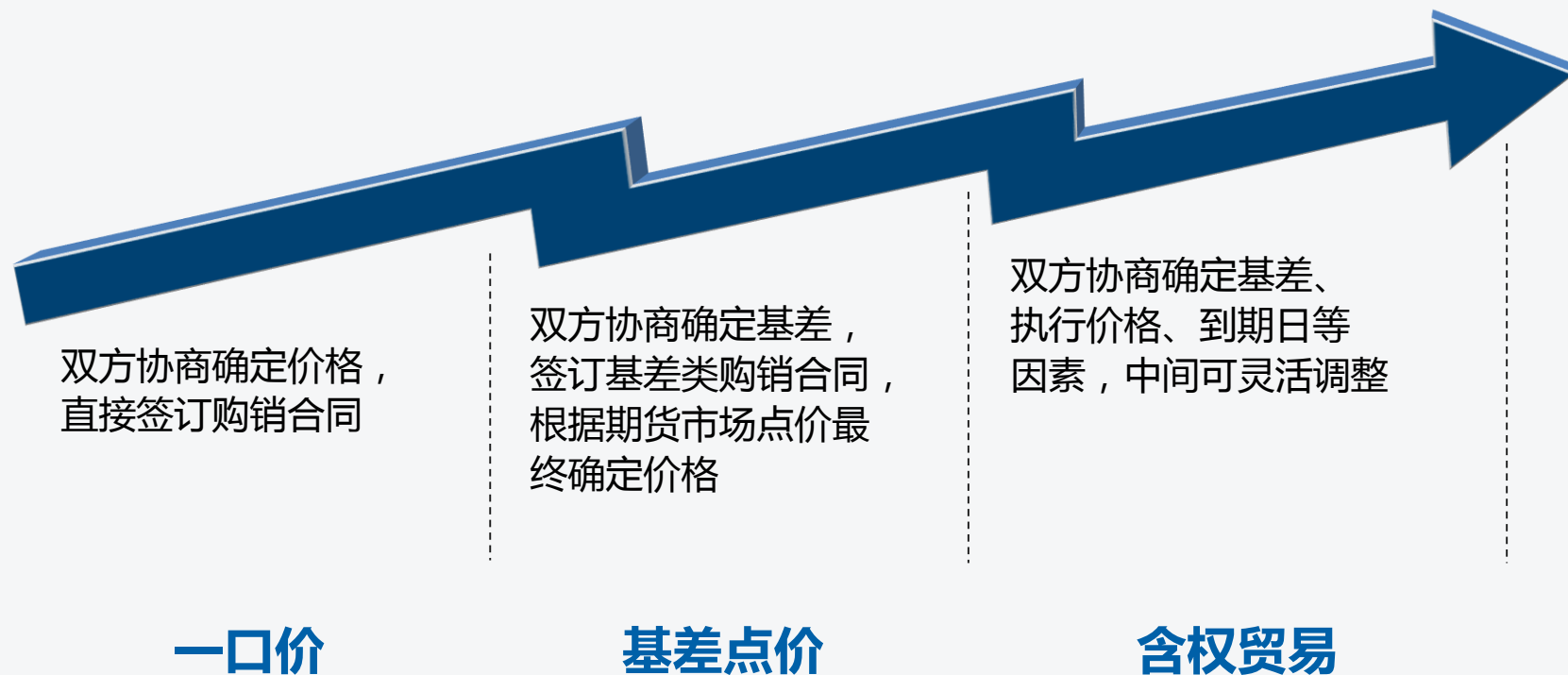


5

## 含权贸易

国内一流的风险管理和财富管理专家

## 5-1含权贸易- 贸易方式的演变

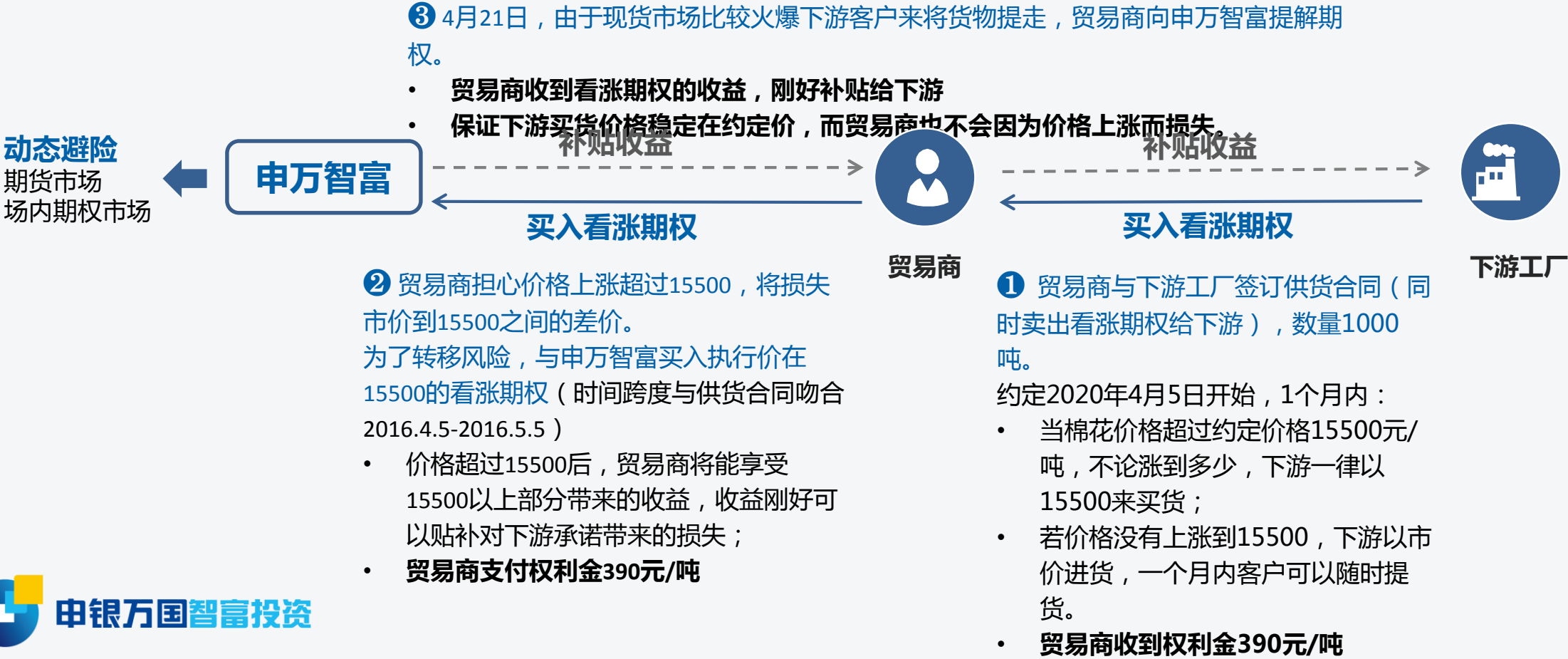


### ■ 含权贸易

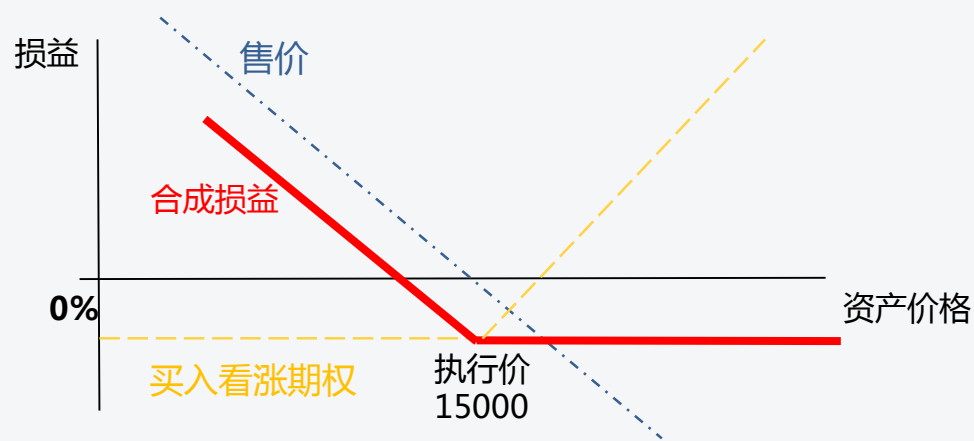
- 将期权结合进现货贸易的新型贸易模式；
- 可以将任何期权或期权组合，转换成现货定价方式，并在现货购销合同中予以明确和体现；
- 灵活满足不同需求；
- 不涉及金融衍生品投资，实体产业更容易接受。

# 5-2含权贸易- 操作流程

- 下游担心涨价，贸易商为了稳定与下游企业的合作关系，愿意在一段时间内：
  - 商品价格上涨时，下游以约定价格拿货；
  - 商品价格下跌时，下游以市场价格拿货。



## 5-2含权贸易- 贸易商操作损益



### ■ 贸易商购买期权之前：

与下游工厂签订合同后，当价格上涨时，贸易商将会蒙受损失，损失幅度可能无限。

### ■ 贸易商购买期权之后：

出售货物的整体损益图发生改变（如上图红线所示）：价格上涨超过15000，损失只控制在权利金的支出。

### 含权贸易好处：多方互利共赢

- 贸易商能稳定与下游工厂的合作关系，更好抢占市场份额
- 下游工厂在价格上涨和下跌时均享受到好处。
- 贸易商、下游工厂和申万智富三方合作，达到互利共赢。

### 含权贸易风险：仅限于权利金

- 对于贸易商来说，最大损失的就是期初缴纳的权利金，没有其他风险存在
- 对于申万智富和下游工厂来说，没有损失。

### 交易限制：

由于场外期权的标的是期货合约，期货与现货之间存在基差，因此贸易商运用该策略时需要考虑基差风险。

## 5-3含权贸易 - 案例1：封顶采购

### ■ 1周之后来采购，如果届时价格大涨，采购可以不涨价吗？

——可以做到采购价格不高于封顶价格，但期初要支付一定的费用。

### 封顶采购（到期）情景分析

CU2109	75000	开始日	2021/5/19
封顶采购价	80000	到期日	2021/5/26
到期日CU2109收盘价			
高于80000	封顶采购	客户按照（ 80000 + 费用 ）采购	
低于80000	点价采购	客户按照（ CU2109+费用 ）采购	
费用：支付权利金90元/吨			

#### 举例说明：

- 到期价格 90000：  
采购价格为 $80000 + 90 = 80090$ 元/吨
- 到期价格 70000：  
采购价格为 $70000 + 90 = 70090$ 元/吨

**\* 适用于客户担心价格大涨导致原材料采购成本大涨的情形，愿意付出一定费用进行采购价格封顶。**

## 5-3含权贸易 - 案例2：折价采购

### ■ 1个月之后来采购，采购价格可以有折扣吗？

——采购价格可以有折扣，但如果价格大跌也需要按照目标价采购。

### 折扣采购（到期）情景分析

CU2109	75000	开始日	2021/5/19
封顶采购价	70000	到期日	2021/6/19
到期日CU2109收盘价			
低于70000	一口价采购	客户按照（ 70000 - 折扣 ）采购	
高于80000	市场价采购	客户按照（ CU2109 - 折扣 ）采购	
折扣：收到权利金260元/吨			

#### 举例说明：

- 到期价格 80000：  
采购价格为 $80000 - 260 = 79740$  元/吨
- 到期价格 65000：  
采购价格为 $70000 - 260 = 69740$  元/吨

**\* 适用于有目标采购价，看后市震荡，愿意放弃后期可能更低的采购价格来换取稳定折扣的客户。**

## 5-3含权贸易 - 案例3：低价采购

### ■ 1个月之后想以预期价采购，没有等到价格下跌可以有补贴吗？

——可以有补贴，但在一段价格区间内需要按照预期价采购。

### 低价采购（到期）情景分析

CU2109	75000	开始日	2021/5/19
预期采购价	73000	到期日	2021/6/19
突破采购价	70000		
到期日CU2109收盘价			
高于73000	市场价采购	客户按照（市价 - 折扣）采购	
价格区间 （ 70000 ， 73000 ）	预期价采购	客户按照（ 73000 - 折扣 ）采购	
低于70000	低价采购	付出保证金，按照CU2109采购	
采购价格补贴权利金332，支付保证金1668			

#### 举例说明：

- 到期价格 74000：  
获得332元补贴，采购价格=74000-332=73668元/吨
- 到期价格 72000：  
采购价格为73000-补贴332=72668元/吨
- 到期价格 65000：  
采购价格为65000+1668=66668元/吨

**\* 适用于客户有希望能够以预期价格采购，没有等到低价就拿补贴，如果等到大跌之后可以进一步降低采购价格。**

## 5-3含权贸易 - 案例4：二次点价

### ■ 合同已经定了采购价格，但后期担心价格大跌，能降低采购价格吗？

——可以，但需要付出一定费用。支付费用越多，采购价格降低的越多。

### 二次点价情景分析

CU2109	75000，点价后担心价格下跌，想在一周后获得再次点价的权利		
开始日	2021/5/19	到期日	2021/6/19
一周后CU2109价格			
高于75000	按第一次点价的价格采购		
低于75000	按最新点价的价格采购		
费用：支付权利金1200元/吨			

### 举例说明：

- 到期价格 76000：

实际采购价格为  $75000 + 1200 = 76200$ 元/吨

- 到期价格 65000：

实际采购价格为  $65000 + 1200 = 66200$ 元/吨

### \* 二次点价降低费用和采购成本

- 区间补偿：**约定最大补偿，价格小跌获得区间补偿
- 低价采购：**价格大跌才进行补偿，比如价格跌至70000以下才开始补偿
- 比例补偿：**比如约定只补偿下跌幅度的70%

## 5-3含权贸易- 常见模式

### ■ 向下游提供采购方案

**封顶采购：**锁定最高采购价格，大涨不涨价（买入看涨）

**折价采购：**放弃潜在低成本采购可能，换取稳定采购补贴（卖出看跌）

**低价采购：**等待以低价预期价采购，没有等到会有补贴，大跌后还不会锁定采购价格

**二次点价：**点价采购后担心价格下跌，二次点价给予下跌补偿

### ■ 向上游提供销售方案

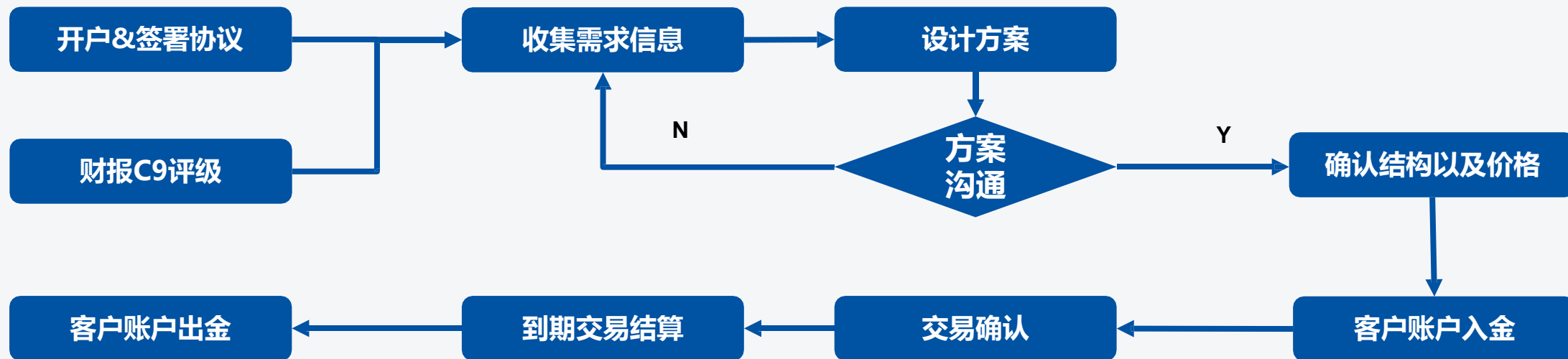
**销售保底：**锁定最低销售价格，大跌不跌价（买入看跌）

**溢价销售：**放弃潜在高价格销售可能，换取稳定采购补贴（卖出看涨）

**高价销售：**等待以高价预期价销售，没有等到会有补贴，大涨后还不会锁定销售价格

**二次点价：**销售后担心价格上涨，二次点价基于上涨补偿

## 附：场外期权业务流程





# 6

## 期权经典案例

国内一流的风险管理和财富管理专家

## 6-1期权经典案例—西南航空持续盈利的神话

美国第二大航空公司，创立于1971，是美国唯一一家自1973年以来每年都盈利的航空公司

**利润神话：**近年来国际油价跌宕起伏，燃油成本占到了航空业成本的30%以上，但西南航空公司的燃油成本的比例远低于同行业平均水平。即使在2007年全球油价达到最高点时，西南航空公司燃油所占成本比例也始终不超过25%。，西南航空到底有什么样的杀手锏能保证利润？

**第一招：**西南航空对航油套期保值策略长期毫无误差的执行。

**第二招：**西南航空不仅对当前需要的航油进项套期保值，而且还对未来的航油进行了一定比例的保护。

**第三招：**西南航空采用组合衍生工具，限制了套保风险，套保组合既有买入期权，也包括远期合约期货，形成以买入期权为主，以远期合约为辅的套保组合。

**买入期权进行套保的好处：**

- 锁定风险
- 享受原油价格下跌带来的成本下降
- 原油价格上涨时规避风险

**第四招：**西南航空始终坚持以保值为目的，不进行投机交易。这一点在套期保值过程中起着决定性的作用。



## 6-2期权经典案例—墨西哥的绝地反击

**墨西哥主权石油对冲基金，被视为国家机密，提供低油价保险，保护油价**



2020.4.12新闻：墨西哥正与沙特阿拉伯就结束油价战争的协议展开斗争，而墨西哥却有一个强大的防御工具：华尔街的巨大对冲基金保护它免受低油价的影响。

**过去20年里，墨西哥从一部分投资银行和石油公司手中购买了所谓的亚洲式看跌期权，这被认为是华尔街规模最大、防范最严的年度石油交易。**

这些期权赋予墨西哥以预定价格出售石油的权力，相当于一份保险，对比年初以来因油价暴跌预算收到严重破坏的国家相比，这些看跌期权反而增强了墨西哥的实力。

**历史战绩：**在过去20年的每次经济衰退中，这种对冲交易都为墨西哥提供了庇护：

**2009年全球金融危机期间油价暴跌时，墨西哥在对冲中获得51亿美元的收益；**

**2015年，获得64亿美元的收益；**

**2016年，沙特阿拉伯发动另一场价格战后，又获得27亿美元的收益；**

**2020年，估计对冲基金将支付进60亿美元给墨西哥。**

## 6-3期权经典案例—保时捷与对冲基金的完美对决

### 保时捷如何轧空对冲基金，取得大众控制权



背景一：德国《证交法》规定，通过买入股票对一家上市公司持股超过30%之后，如再增持便属要约收购，必须公告。

背景二：德国《公司法》规定，对一家公司持股达到75%，即表示取得了该公司的控制权。

第一步增持股票：在2007年初开始，保时捷一路增持大众股票直到42.6%，并一直保持该比例，引得无数对冲基金做空大众股票。

第二步瞒天过海，暗度陈仓：**保时捷利用期权交易锁定了31.5%的大众流通股买权，而且是不加杠杆，全额现金支付期权费。**这是利用了法兰克福市场一个特殊的规定：即如果买入期权的一方是按全额支付权利金，便可自行决定何时公布期权仓位，而不管其已经持有了该公司多少股份。

第三步收割：保时捷选在2008年10月26日进行了收割，对外公布了保时捷持有的大众仓位，保时捷总持股74.1%的大众股票，接近控股大众，无数对冲基金被轧空，保时捷获利上百亿。

## 6-4期权经典案例-吉利汽车的全球梦想

奔驰遍布全球，只要成了奔驰的大股东，那它就是中国汽车的一部分



目标：2017年初，吉利计划成为戴姆勒的大股东，需要耗资90亿美元收购戴姆勒9.69%股份，但是吉利可用资金相差甚远。

融资渠道：2018年2月吉利宣布入股戴姆勒，摩根提供融资杠杆，当时吉利收入107亿人民币，全部买入戴姆勒的股票后质押给摩根。贷款比率是80%，如此循环往复，最后吉利用了18亿美元，就获得 $18 / (1 - 80\%) = 90$ 亿美元的资金，成为戴姆勒最大股东。

**期权保护**：吉利的资金杠杆相当高，若戴姆勒的股价下跌，吉利会损失惨重。吉利选择买一个看跌期权做保护，但是吉利已经无力支付高昂的期权费，之后再卖出一笔看涨期权来抵消看跌期权的费用，获得免费保护措施，就是传说中的领子期权。这是吉利不用担心戴姆勒价格下跌会导致巨亏，戴姆勒股价跌多少，吉利就会赚多少。

合作共赢：2018年10月24日，戴姆勒与吉利方面共同宣布，双方将在中国组建合资公司，提供高端专车出行服务。合资公司使用的高端车型将包括但不限于梅赛德斯-奔驰品牌轿车、梅赛德斯-迈巴赫轿车，未来也将使用吉利旗下高端纯电动车型。

A low-angle, upward-looking shot of a modern skyscraper with a glass facade. The building's structure is composed of a grid of dark metal frames and large glass panels. The glass reflects the sky and clouds, creating a complex pattern of light and shadow. The perspective makes the building appear to converge towards the top of the frame, emphasizing its height and scale. The overall color palette is dominated by blues and greys, giving it a professional and modern feel.

# 欢迎与我们联系