
投资为乐
THE JOY OF INVESTING
散户投资者的美股、坡股、期权投资攻略
Retail investors' guide
for investing in US and SG market
谋定后动 著
投资为乐



2024年1月获颁老虎社区终生成就奖，颁奖者为老虎新加坡首席执行官Ian Leong.

【关于作者】

黄晓华（笔名：谋定后动），毕业于上海交通大学，获桑德兰大学MBA学位，曾在多家新加坡上市公司及独角兽公司担任IT主管，现居新加坡。

老虎证券财经博主，连续4年评为最受欢迎虎友，获老虎创作者终身成就奖。

联系邮箱： *MouDingHouDong@hotmail.com*

扫描此QR码在老虎证券开户将获得额外优惠，
本书邀请码：MDHD01

The Joy Of Investing

投资为乐

谋定后动 著



新加坡 singapore

Synopsis

Why do many people fail to succeed in investing even after knowing the methods of investment gurus? It's because we're all ordinary investors. This book approaches from the perspective of ordinary investors and provides a comprehensive set of investment methodologies validated through real trading experiences. Emphasizing paths more suitable for ordinary investors, it delves into market selection, constructing investment knowledge frameworks, utilizing ETFs, and guides you from the basics to advanced strategies in trading US stock options. Through practical, hands-on guidance, it helps readers avoid pitfalls, enhance investment awareness, and achieve steady wealth growth.

This is a work of fiction. Names, characters, places, and incidents either are the product of the author's imagination or are used fictitiously. Any resemblance to actual persons, living or dead, events, or locales is entirely coincidental.

Copyright © 2024 by Huang Xiaohua

All rights reserved. No part of this book may be reproduced or used in any manner without written permission of the copyright owner except for the use of quotations in a book review.

First paperback edition April 2024.
Distributed by PMS Publishers Services Pte Ltd
Printed by Fuisland Offset Printing (S) Pte Ltd

作　　者：黄晓华
责任编辑：叶　宁
特约策划：王　珊、Teresa Tong
封面设计：盛　琛

ISBN: 978-981-18-9465-7

This book is printed using 100% Clean Energy and Toyo King® NEX soy-based ink for its enhanced color reproducibility, quick drying and high wear resistance properties.



投资是认知变现

老虎证券创始人、CEO 巫天华

很高兴能为谋定后动的新书《投资为乐》写序。我俩的背景一样，都是工程师出身，并非专业投资者。在创业做老虎证券之前，在网易工作八年，由于网易在美股上市，开始接触和了解美股，开启了投资生涯。投资是我最大的爱好，也改变了我整个人生。

几年前在老虎社区看到谋定后动的美股周记，发现我俩的一些投资思路很像，很佩服他能数年坚持每周复盘并且分享，谋定后动也是“老虎社区终身成就奖”获得者。《投资为乐》这本书相见恨晚，很多篇章都是在真实市场上交过学费之后的经验教训，读起来颇有共鸣。

共鸣之一：投资是认知变现

投资并不是赌博，是认知的变现。人与人最大差别来自认知。投资者对

同一个股票的多空方向判断、仓位比例选择都取决于各自的认知。提升认知没有什么捷径可以走，需要行业多年实践，需要深度思考复盘总结，需要多和业内人士交流，需要多读书。

我将对投资线索的认知区分为：“强认知”和“弱认知”。什么算“强认知”？自己非常有把握，信息数据很充分，论证严谨的。什么算作“弱认知”？粗浅的猜测，一知半解的推断，没啥数据。我见过一类典型错误，“弱认知”被当成“强认知”择以重仓操作，甚至上杠杆。信息分析中，搞错重点，只见树木，不见森林，认知偏差。在投资中，这是仓位错配。强弱不明，轻重混淆。

强弱认知的混淆很多时候是因为某个时期刚好投资线索不多，仓位较轻。就像打德州的时候，拿了很久的 27、38 之类，突然来个 A4，觉得手痒，就上场了。上场后，遇到不利牌面，还总抱有侥幸心理，放不下。作为猎人，我们要有耐心。不要因为当前仓位轻，遇到弱认知线索，也下重注。要根据这个线索本身的强弱理性判断。

共鸣之二：投资是修心的过程

投资不仅仅是在做买卖股票基金，资产规划，更是一次深度的自我认识，是对内心贪婪和恐惧的直面，是对自我预期管理的挑战。在这个反人性的过程中，知行合一非常不易。面对层出不穷的消息，变幻莫测的市场，保持冷静思考难能可贵。

本书的第二部分《打造自己的仪表盘》中第一章，是关于自我的探索，每个投资者都适读。这个章节手把手的教导大家如何给自己做一个财务报表，去更了解自己的资产情况和风险承受能力，才能够去更合理地设定自己的投

资目标。如果没有一个清晰的目标，可能无法在纷繁的市场中保持初心，可能会被各种小道消息带着追涨杀跌。

同时，谋定后动在本章节中提供大量的实用性极强的表格工具，以帮助大家做好风险回报计算，持仓规划和仓位管理等。这些工具都是实际操作中的得力助手。我自己也是通过一个个表格去统计自己不同的头寸和仓位，观察变化，确认当前仓位符合最初设定的目标。这种记录有效帮助我们在纷繁的交易中保持投资组合稳定。

共鸣之三："期权是把瑞士军刀"

我个人是一个典型期权玩家，期权拥有更强的表达能力，我非常认可本书中说"期权是投资认知变现最高效的工具"。很多场景下，正股不足以表达某些认知。期权是一种更高维度认知表达的工具，使得认知的宽度和广度得到很大提高。

举个例子，比如英伟达这只股票，暴涨几倍之后，很多投资者看着心痒痒，追涨正股心里不是很踏实，担心股价的回撤风险。纯正股玩家这时候没什么能做的，这时候如果还想参与交易，期权 sell put 是个选择，这代表着弱看多英伟达的认知变现。比如 sell put 选择行权价是目前价格的 7/8 折，要么白赚权利金，要么打折买到股票。

再举一个 sell covered call 的场景。比如投资者持有苹果或者腾讯正股，大票翻倍不易，正股玩家只能长期等待，期权玩家可以 sell covered call 来获得一个不错的权利金的补偿（当然天上不会掉馅饼，也要付出一些代价，详见书中讨论）。

期权拥有更强的表达能力，这是过去我时不时选择期权最核心的一个原因。当然，期权是高风险品种，每个期权投资者都要交不少学费。初学者如果阅读本书，系统学习能少走一些弯路。

非常期待这本书面世，也很开心在疫情放开后在新加坡跟谋定后动面对面交流。也期待未来见到更多有趣的虎友。

人生中无处不是投资，选择什么城市生活，加入什么行业，和谁在一起，花时间在什么地方，都是投资，只是有时投资的本钱是金钱，有时是时间等。希望大家都能投资有所收获，有所成长，“投资为乐”。

巫天华

2024 年 2 月 28 日

知己知彼方能百战不殆

升涛投资创始人、复瑞渤集团前亚太区首席执行官欧阳修章

我很荣幸被我的朋友谋定后动邀请为他的新书《投资为乐》写一篇序言。

作为一名职业交易员和投资者，我不由得想到，每个投资者进入股市都是为了赚钱。那么，逻辑上，第一个问题是，一个人能凭借什么微弱的优势来持续地从市场赚钱？毕竟，学校教会我们，市场是能者优先的。

对许多人来说，这些微弱的优势或许会是从一位受人尊敬的朋友、一位出色的经纪人或 YouTube 上的名人那里得到的关于股票的小贴士。但著名投资者彼得 · 林奇曾问道，这当然不失为一种方法，可倘若你用这些技巧买的股票下跌了 10%，或是 30%，甚至 70% 呢？你会怎么做？你是相信及时止损，还是觉得应该趁低价再买入？又或许只是惶惶不可终日，却什么也做不了？（看吧，不成体系的投资知识帮不了你多少。）

随着这些价格一秒一秒、一分钟一分钟地对你不利或有利，许多（如果不是大多数）从投资计划开始的散户投资者很快就变成了短期交易员。至于这种短期交易在扣除所有交易成本后的平均利润——正如你所知，结果往往并不如人意。

为了避免这些情况，我建议散户投资者在将毕生积蓄投入股市之前尽可能多地做功课，从而掌控自己的投资。至少在做准备工作时，可以尝试从我们身边的成功例子中学习其中的一些技巧，想想看，他们是如何做到成功投资的？

市面上有很多投资书籍，从股神巴菲特的故事到霍华德 · 马克斯的哲学。如果可能的话，我建议散户投资者广泛阅读这些书籍。而谋定后动的书值得特别推荐给亚洲读者，这是因为他们可能会发现，相比于远在大洋彼岸的巴菲特那一类的人，谋定后动的投资经历更贴近国内的投资市场状况，也更接近普通散户投资者的背景。

在本书中，谋定后动利用自己的投资经验和成功的业绩记录，提出了一些有用的投资哲学，比如不要轻易做空，长期主义才能享受复利，为什么有时 ETF 比个股更好等等。他还谈到了个人习惯，这些习惯有助于他的投资表现，比如写下自己的想法。鉴于他的交易历史和笔记都可以在网上找到，我认为这些数据能够证明他的想法有迹可循且经过深思熟虑，而非头昏脑热的一时兴起。

我希望你能像我一样喜欢读他的书，并且，正如书名所说，投资为乐！

欧阳修章

2024 年 1 月 8 日

欧阳修章先生简介

欧阳修章先生专注大宗商品及投资银行领域已经超过 20 多年，主要聚焦于全球石油及金属类产品的交易。

欧阳先生于 2017 至 2021 任复瑞渤集团亚洲区首席执行官， 期间在 2021 年 4 月上海期货交易所第十次会员大会被选举为第四届理事会理事，是上海期货交易所首个外商背景的会员理事。加入复瑞渤前，欧阳先生自 2008 年起任职于摩根大通集团，担任董事总经理及亚洲区大宗商品交易总监。

欧阳先生毕业于新加坡国立大学，获得工商管理本科金融专业学位。2015 年他被选为新加坡国立大学的杰出青年校友。

（翻译 文婧）

期权是把双面刃

老虎资深客户 Alice Sam

帮老板写报告经常做，帮人写序言还是第一次，谋老师说要邀请我写序言的时候，我受宠若惊满口应承“可以，非常可以”，其实啊，我心里七上八下的慌着呢，怎么写，写什么，完全没有头绪。虽然读书几十年，但每次看书都是直接翻到正文开始看，几乎没有怎么认真的读过序言。既然答应了，就好好完成它吧。临时抱佛脚去图书馆翻看了好多别人书写的序言，五花八门的各种写法，好像没有什么章程的呢，哎，写的好不好暂且不论，我的态度已经表现的端端正正的，我尽力了，大家将就着看哈。

不知从何说起，就从我和谋老师的相识和相知说起吧，我们的典型的“网友奔现”，2020 年我接触到老虎证券，懵懵懂懂东看西看，不经意就被老虎社区的氛围吸引，这个社区一看就是被非常用心的在经营，时效新闻更新非常迅猛，流量和人气俱全，每天的讨论都非常热闹，感觉就像一条车水马龙的繁华大街。于是我经常在社区看各种时事的讨论帖子，也经常阅读各路

大神的文章，非常欣赏那些实实在在的实盘分享和策略解析。作为一个文科生，有时候我也跃跃欲试的想写点什么，但是心比天高，手却不听话，一直没有付诸行动。

熟悉我的朋友们都知道我的性子，做什么事情都三天打鱼二天晒网，很难坚持下去。有次朋友聚会喝高了，有点 High，口花花的不知道为什么就立了一个每月写一次总结的 Flag，半推半就的开始了在老虎社区分享每月总结笔记，为了参考取经，也为了方便交流，我关注了很多社区大神。谋老师使用的昵称是“谋定后动”，他是我最早关注的那一批大神之一。

每周他发布文章，我都在文章下面发布评论，说一些我的理解或者感叹之类的。作为忠粉福利，老师不久后也回关了我，并经常为我提供一些写文思路和期权操作建议。后来被拉进一个交流群，很多志同道合的朋友们一起谈天说地，越来越熟悉。

我们第一次“奔现”是老虎平台 9 周年活动现场，那是一群老虎平台上的创作者们的聚会，有幸见到了很多非常有才华，非常有钱，还非常自律的创作者们。平时在社区看文章，那些每天或每周分享实盘，某单某股赚了几千几万的交易，都觉得那是网上的牛人，距离我们这些普通人很遥远。真正面对面的交流过，才发现原来牛人也是凡人，也有亏到睡不着的时候，他们只是比我多一些自律，多一些毅力。那么比我有钱，比我有才华的人，却比我还努力，比我自律，想想都尴尬了。

聚会回来后，静下心来，我好好的给自己立了规矩，坚持阅读和坚持写笔记。我从谋老师的每周一文了解到什么是期权，然后去发散学习，从老虎学堂和芝士虎课堂进一步加深，并慢慢的学着操作期权，无论盈亏，都分享在社区，有人鼓励，有人建议，当然也有说风凉话的。怎么说呢，谋老师这

种一年盈利就可以买一套房子的人，都有人说七说八，我这种小门小户的，有什么瞎想的呢，想想就觉得很心安，没有什么怕的。

股票期权是一种金融工具，为投资者提供了在不拥有实际股票的情况下获取股票收益的机会，是一个双刃刀一样的存在，期权做的好，就会有机会赚大钱，做得不好，裤衩子都给亏掉。期权交易涉及高风险，对于新手来说，了解市场、掌握基本知识以及制定明智的策略是至关重要的。谋老师的文章有很大一部分是对股票期权新手的建议，以帮助大家更好地理解和处理期权交易。

这本书首先就介绍了一些期权基础知识，作为非专业人士，在开始期权交易之前，确保对期权的基本概念有清晰的理解，了解认购期权和认沽期权的基本原理、行权价格、到期日等基础概念，这是至关重要的。万丈高楼从地基开始，附带了实际操作经验的理论知识，让人读起来不会觉得枯燥。从这本书里，大家可以学习到一些非常使用的期权交易策略，包括 covered call、保险策略、裸卖期权等。理解每种策略的风险和回报，以便大家根据个人投资目标选择合适的策略，并清楚这种策略的风险在哪里。例如谋老师最爱操作的裸卖 Put，如果没有足够的保证金，对操作标的没有足够的认知，是很容易亏损的，

当然，设定明确的投资目标也是非常重要的，明确自己的投资目标和风险承受能力。不同的投资者可能有不同的目标，例如增加收入、对冲风险或长期资本增值。大家要根据自身目标选择合适的期权策略，不能盲目的瞄准高收入，而忽略了高风险。大家需要谨慎选择期权合约，考虑到期日、行权价格和期权费用等因素。例如谋老师，因为有全职的工作，有还在求学的孩子们，不能把很多时间和精力放在股市里，所以他没有非常频繁的交易，通常是选择操作一个月后到期，或者几个月才会到期的那些。

常在河边走，很难不湿脚，这就需要有效管理风险，控制投资组合的风险，不要将所有资金用于期权交易。采用分散投资的原则，避免过度集中在某一种期权策略或股票上。期权本身已经是一种杠杆工具，过度使用杠杆可能导致巨大的损失。谋老师的风险管理是一流的，他在很多文章里提到过风险管理的重要性，提醒大家要谨慎选择杠杆比例，避免不必要的风险。大家也可以从他的持仓比例，资金分配等各项安排里看出，非常的知行合一。

总体而言，期权交易对新手来说是一项高风险高回报的投资活动，因此需要谨慎对待。通过谋老师的这本书，大家可以深入学习、谨慎选择策略、管理风险，并不断改进，更好地适应期权市场并提高交易的成功概率。

最后，祝大家股市亨通！

谢谢！

Alice

2024 年 2 月

自 序

我不是职业投资者，也没有想过以此为职业，投资对于我而言只是一种工作之余的业余爱好。说起做投资，我也算是混了二十几年的老韭菜了，以前是周日的时候工作忙，假期的时候和孩子家人忙，自己也有一大堆诸如中国象棋、蝴蝶摄影、无人机的爱好，因此没有太多的时间和心思去看盘看股票，都是买几个 REITS 或者 ETF 就丢在一边了。

2020 年开始的疫情改变了很多事情，也改变了我一直以来的生活习惯，以前每天至少 2 个半小时的通勤时间一下子多出来了，人在苦闷的时候最好就是找点事情做吧，机缘巧合之中，我开启了期权投资之旅，一下子就像进了大观园的刘姥姥那样乐此不疲，这样的交易让我在让人忧郁的疫情中增加了很多乐趣，也让我体会到把认知变现的快感和成就感。

在这样的成就感支持下，我重拾了学生时代写作的爱好，开始在老虎证券社区发表一些投资的经验总结和感悟，坚持每个周末发表一篇文章，也和

社区的散户投资们在留言区里相互交流，或者线下彼此切磋，又或者在线上直播互动，相互鼓励启发之间也形成了一种正向循环，逐渐积沙成塔，四年里不知不觉间就发布了近 300 篇帖子，总字数超过一百万，阅读量超过一千万，点赞超四万。

与此同时，我对投资的兴趣也渐浓，看了很多理财投资的书，很有启发但是总有一种隔靴挠痒的感觉，绝大部分的书要么太学术，要么道理说得很在理，但缺乏能落地的具体策略，特别是对散户投资者不算友好，于是我就想：我能不能自己写一本呢？回看自己的那些文章，内容其实还是到位，就是需要把主线思路整理一下，于是我就开始动手了。

当我跟老虎证券的团队分享了我写书的计划后，得到了他们大力的支持，CEO 巫天华到访新加坡时在百忙中腾出时间为此事和我交流讨论，并且为此书写了序言；老虎团队的王珊女士给予了本书莫大的支持，在本书初稿阶段提供了宝贵的反馈意见；升涛投资创始人欧阳修章先生，之前担任我们新加坡象棋总会的会长，在投资理念上给了我很大的启迪，他也在百忙中抽出时间为此书写了序；我的老同学叶宁先生在内容组织和排版上给了我很多专业的建议和帮助；我的太太一如既往地支持鼓励我的投资和写作，为我每篇文章点赞，还为此书设计了非常创意的的封面封底；我的侄女文婧也为书里的一些部分内容做了很棒的翻译。在这里，我要感谢所有给予我支持的人，真心地说声谢谢。

这本书的写作过程对我来说是有点辛苦的，本来在老虎社区每周一文已经耗费了我很多周末的时间，而写书则内容需要更严谨，要更经得起时间的考验，也耗费更多的时间和精力。我出这本书的初心是写出一本真的能让普通投资者受益的书，一本读者真的能翻完的书。因此我的着眼点是内容尽可能贴近实际，重点讲述那些实战中需要掌握的基本技巧和知识点，而对于一

些理论和不大会用于实战的知识点就简单提及或者干脆略过。另一方面，我还亲自跑到印刷厂去选纸张颜色和厚薄，甚至书的尺寸都是反复琢磨的，不为了显眼好看，而是让读者拿起书读的时候手感好读得舒服。

我在文章中经常提醒我的读者和自己的是：勿忘初心，我们投资的目的是让我们的生活变得更好，有更多的时间陪伴家人或者做自己喜欢的事情，而不是相反。

希望读者能在投资的过程中找到乐趣，唯有享受乐趣才能长久坚持，唯有长久坚持，才能获得长久的盈利。

谋定后动

2024 年 4 月于新加坡

目录 CONTENTS

01 外面的世界很精彩——选择比努力更重要

【第 1 章】美股 – 最适合散户的投资市场 3

- 美股第一个认知：资本获取利润主要靠科技进步，而不是掠夺
- 美股第二个认知：美国内在的纠错能力让它总能找出最不坏的出路
- 美股第三个认知：美股制度完善、投资手段丰富
- 美股第四个认知：可以看空但不要做空

【第 2 章】新加坡 – 固收类投资的最佳标的 15

- 银行股和 REITs 是投资新加坡的标杆
- 怎么寻找新加坡最好的 REITS
- 新加坡没有股息税也没有资本利得税
- 新加坡资本市场的池子小欠缺流动性
- 【小贴士】退休金能买什么票?

【第 3 章】选择券商 – 你选的应该是服务 26

- 资金安全性是第一考量因素
- 用户界面是硬实力，服务是软实力
- 容易被漏算的考量因素：社区建设

【第 4 章】另类投资 – 不熟不吃 34

- 当今时代的数字黄金 - 比特币
- 「小贴士」加密货币的实际应用场景

02 打造自己的仪表盘 ——投资老司机必备

【第 1 章】认识你自己 – 你是谁，从哪里来，要到哪里去..... 54
- 财富自由的计算标准：4% 法则
- 自己给自己做财务报表
- 多算胜少算不胜，而况于无算乎
- 仓位管理 - 自己给自己戴上的紧箍咒
- 「小贴士」用思维导图理清思维

【第 2 章】美股的宏观数据怎么读 – 指南针使用指南..... 68
- 利率 - 资本市场的定价锚点
- 「小贴士」CME FedWatch Tool
- 收益率曲线 - 经济趋势的水晶球
- 通胀 - 左右股市情绪的酒精
- 「小贴士」CPI 和 PCE 指数有什么差别?
- 美联储 - 股市砸盘手还是财神爷
- VIX - 市场情绪的晴雨表
- 大非农和小非农 - 美国经济的体温计

【第 3 章】怎么给公司估值 – 模糊的正确远胜于精确的错误..... 95
- 模糊的正确远胜于精确的错误
- 实践案例：给微软估值

【第 4 章】不求甚解 – 怎么读财报..... 102
- 读财报的最大目的：充值信仰
- 进阶读财报：银行业是经济的晴雨表

【第 5 章】看赚到的也要看波动 – 计算你的夏普比率..... 110
- 风险该怎么算
- 富贵只能险中求吗?
- 向未来的自己要钱 - 怎么加杠杆

03 躺赢不是梦 ——你所知道和不知道的 ETF

【第 1 章】指数 ETF：抓住大牛股的最好机会 125
- 抓住牛股为什么这么难?
- 普通投资者还要买股票吗?

【第 2 章】ETF 的入门玩法 – 知其所然 130
- 知其所以然 - ETF 能躺赢的秘密
- ETF 怎么选 - 成分股、资金规模、成交量、费率
- 定投 ABC - 投资小白首选

【第 3 章】ETF 的进阶玩法 — 核心卫星策略..... 140
- 投资领域中的“免费午餐”
- 核心卫星策略：核心保 Beta，卫星追 Alpha
- 你想到和想不到的都有：ETF 大观园

【第 4 章】ETF 的高阶玩法 – 因子策略和杠杆 ETF 155
- 动量因子 - 追涨杀跌是有道理的
- 杠杆 ETF - 正向反向倍数样样都行
- 「小贴士」怎么用 ETF 配置斯文森投资组合

04 期权是投资认知变现最高效的工具 —— 期权初级篇

【第 1 章】期权 – 选择权的价值..... 168
- 日常生活中的期权
- 期权要素 - 托塔天王和四大金刚
- 买 Call 是看涨，买 Put 是看跌

【第 2 章】硬币的两面 – 期权的买方和卖方 177
· 买家：期权是加了杠杆的股票
· 卖家：卖的是一种服务
· 期权是一个零和游戏
· 期权卖家的概率优势

【第 3 章】时间是有成本的 – 最重要的期权思维 187
· 必须牢记的 ITM、OTM、ATM
· 内在价值和时间价值
· 时间价值的特性

【第 4 章】实操 ABC - 你无法靠看书学会骑车 199
· 定制股票列表 - 磨刀不误砍柴工
· 期权链的定制 - 魔鬼尽在细节处
· 想玩美股期权需要多少本金?
· 正股 - 选择你最有信仰的龙头股
· 流动性 - 拥有一票否决的重要性

【第 5 章】一图胜千言 – 期权的盈亏曲线图 212
· 股票收益曲线图
· 看涨期权损益图
· 看跌期权损益图

【第 6 章】期权的 3 个维度 – 定价公式和那些希腊字母 218
· 隐含波动率 - 期权价格的估值
· Delta：这张期权能成为实值期权的概率
· Gamma：期权涨跌的加速度
· Theta：时间损耗的速度
· Vega 和 Rho：希腊字母中的配角
· 「小贴士」波动率是怎么计算出来的?

05 期权是把瑞士军刀 —— 期权进阶篇

【第 1 章】单腿买 Call/Put – 时间是你的敌人 243
- 期权买家永远处在焦虑中
- 单腿策略的战术要点：信心、ATM、1-2 个月、低 IV

【第 2 章】对新手最友好的杠杆策略 – Leap Call 253
- 好处：上杠杆吃涨幅却无需担心风控
- Leap Call 策略的战术要点：Delta 选 0.9 以上、3 个月前平仓
- 「小贴士」别只顾着吃瓜，要学习

【第 3 章】最强的对冲保护 – Protective Put 262
- PP 的优缺点：高成本换取的最强的下跌保护
- 多大的保护取决于你愿意花费多少成本
- 直接把股票卖了不是更简单?

【第 4 章】易学难精的独孤九剑 – Covered Call 272
- 不会让你亏损的 CC 策略
- CC 应用场景：赚额外股息、止赢、降本、对冲
- CC 的后续处理：愿赌服输
- 「小贴士」一个 CC 亏大钱的例子

【第 5 章】期权高手的进阶门槛 - Sell Put 284
- SP 的关键数据：保证金、盈亏平衡点、盈利率
- SP 的后续处理：小心爆仓的风险
- 转仓（Rollover）：延长时间保住仓位
- 「小贴士」SP 被提前行权了该怎么办?

【第 6 章】赌财报的正确姿势 – Straddle 306
- 赌财报为什么有利可图
- 不赌方向的玩法：Straddle（跨式）期权策略

前 言

首先我要回答你的是：投资的书林林总总汗牛充栋，我的这本书有什么不同？

和你们很多人一样，我也是一个普通投资者，不是专业的投资人或者基金经理，有工作和家庭需要兼顾，凭借着不间断的学习和总结，过去 5 年里我的平均年化回报超过 30%。和大多数的财经博主不一样的是，我持续在老虎证券社区上公开自己的实盘账户或者交易记录，并且在券商举办的真金白银的年度实盘赛中稳居前茅。在这本书里，你不会看到什么把 3000 变成 2 百万的神话，但是我会在书中给出对绝大多数普通投资者来说十分实用的成长路径，这是将你踏上美股投资高一级台阶的脚手架：因为，我就是这么过来的。

自 2019 年开始，我进入老虎证券社区内容创作者的行列，在工作闲暇之余，我每个周末都会发表一篇投资相关的文章。在过去的四年里坚持不懈，

一共发布了近300篇帖子，总字数超过一百万，阅读量超过一千万，点赞超四万。作为“老虎社区终身成就奖”获得者的资深博主，我经常和社区的散户投资们在社区文章的留言区里相互交流，或者线下彼此切磋，又或者在线上直播互动，同为散户投资者的我，对于哪些是散户投资者们常掉下去的坑，哪些是大多数人的认知盲区，哪些散户投资者事半功倍的学习路径，我自信是有足够发言权的。

作为在投资市场里混了二十几年的老韭菜，理财投资的书我是看了很多，从炒股智慧华尔街漫步，到股市牛人回忆录技术分析手册，再到股市心理博弈行为经济学，五花八门林林总总，这些书要么是牛人写的，要么是教你成为牛人，起手都说巴菲特、格雷厄姆或者段永平怎么投资的，这些道理当然都是金玉良言真知焯见，可是我渐渐认识到，我们绝大多数普通投资者成不了书中那些牛人的样子，别人恐惧的时候我们也恐惧，别人贪婪的时候我们也贪婪。另一方面，我们其实也没有必要成为那样的牛人，成为牛人是要付出代价的，投资只是我们的一个副业，说白了就是想多赚些钱而已，不是为了考证，也不是为了成为专家，我们不大愿意为此付出太多的时间精力，进而影响我们的工作生活。

在牛人和普通投资者之间，我们还有一个选择：

就是成为一个进阶投资者，赚取到属于进阶投资者的那一部分市场收益。

首先我们要定义一下什么是普通投资者：

首先投资只是你的副业，不是你的全职工作，你还有其他事业或者职业要兼顾；再者你投资的都是自己或者家人的钱。

只要满足这两点，这本书就适合你。

我们首先要面对的是自己是一个普通人，我们的时间有限，我们的注意

力有限，我们的消息渠道有限，还有很多正常人都有的人性弱点，而这些弱点都是我们获得投资成功的障碍。

就说持股数量吧，假设持有 10 只股票，一个星期刷刷新闻、弄弄图表、看看财报，每只股票少说也要花 2 个小时吧，10 只股票就是 20 个小时，平摊到五个工作日，每天就得 4 个小时，这就相当于半个人的工作量了。对于绝大多数不是专职炒股的投资者来说，这个时间是花不起的。花不起怎么办？那就减少持股的数量啊，查理芒格在《穷查理宝典》中的建议是不要超过 5 个。

有限的时间，也决定了我们的注意力也是有限的。我们不大可能对一个投资标的的相关信息保存持续的关注，引起我们注意的往往是那些吸睛的标题，让我们做出买入或者卖出决定可能仅仅是推特里一则未经证实的新闻，或者炒股群里的一句话，甚至小红书里的一句弹幕，因为我们没有太多的时间去考证去细究。

那么普通人怎么在股市赚钱呢？普通人在股市赚钱的办法有且只有一种，那就是找到一种对自己来说是简单的而且能长久坚持下去的投资路数。

什么是简单的投资路数，这是因人而异的：对于巴菲特来说，花十年时间找一家像苹果那样卓越的公司，然后重仓 40% 是一件容易的事情；对于达里奥来说，拨弄各种五花八门的对冲策略是一件容易的事情；对于投资小白来说，进行指数定投是一件容易的事情；对于币圈里的一些朋友来说，盯着链上数据高抛低吸、挖矿撸空投是一件容易的事情；对于资深的美股期权玩家来说，反复通过 Sell Put 拿正股，然后 Covered Call 出手薅期权时间价值的羊毛是一件容易的事情。

对于能不断学习的人来说，简单的定义是会变化的。过去认为困难的事情，经过学习和积累经验后，可能会变得轻松容易。学习能让人的能力圈扩大了。

容易的方法不一定能赚钱，但是能让你长久持续赚钱的一定是容易的方法。设想你通过操作一种高超的投资方法，的确赚钱了，但是你却被弄得疲惫不堪甚至夜不能寐，又或者以为自己懂了却没有没有完全掌握，那么概率的镰刀总能把那些超出你能力范围的钱收割回去的。

这本书就是这么一本能帮助普通投资者找到简单且能长久坚持下去的投资路数的书。

书中的第一部分告诉你：如何选择投资的市场和标的，以及为什么。

都说选择比努力重要，我觉得最重要的选择就是投资的市场。不管你身处世界何地，美股都应该是你的投资拼图里的一大块，投资美股的理由有很多，关键的是美股市场有能让普通投资者理解市场逻辑从而比较容易取得盈利的路径。或者用更直白的语言说，美股市场比较容易让普通投资者赚到钱；新加坡资本市场有其市场池子小但是固定收益类金融产品稳健，不对股息和资本利得征税等突出特点，是作为防御性投资的优先选项。

投资海外市场，券商的选择也是至关重要的，费率低固然要紧，但是出入金的便捷安全、资金的安全性、是否有成熟的社区等，也应该作为我们选择的重要考量因素。

除了股票，我们还会接触一些另类投资。美债是被中文媒体误解最多的

投资标的，这是全球金融资产的定价之锚，即使是普通散户，也应该是我们投资版图中的一块。

书的第二部分告诉你：怎么构建我们自己的投资知识框架。

对于普通投资者来说，导致投资失利的一个重要客观原因是选择太多了，任何一条岔路口都会让我们迷失方向。而打造好自己的仪表盘就是我们能走出投资知识体系迷宫的重要一环。

“知己知彼，百战不殆”，孙子兵法是把“知己”放在第一位的，投资法则也是如此。很多人会不以为然，“我自己还不知道自己的事情吗？”，事实上是很多人对自己的财务状况或者风险承受能力没有一个量化的概念，当你把数字都罗列出来，你在投资时才能心中有数，这在市场下行的时候特别关键。

接着我们会学习解读各种美股投资中的经济和股市数据，比如利率、收益率曲线、GDP、VIX，美联储对股市的影响，然后再进阶探讨怎么给公司估值，还有怎么读财报，以及怎么计算投资组合的夏普比率来量化风险。

书的第三部分告诉你：如何在投资组合中运用 ETF。

ETF 是普通投资者的 AK47 步枪，运用得当的话，一个理财小白也完全能得到和专业投资者差不多的投资收益率。

而对于资深一些的投资者来说，可以灵活运用 ETF 构架“核心 - 卫星”策略，就是把投资的重点放在稳健的核心大盘 ETF 上，而把一些心仪的黑马个股作为投资的卫星来对待。

书的第四部分告诉你：期权的入门知识。

期权是美股投资中的味精，只要撒上那么一点点，一锅汤的味道立马就不同。能否熟练运用期权，这是美股投资中隔着菜鸟和老鸟之间的门槛。和股票只能在股价一个维度上操作不同，期权可以在股价、波动率和时间这三个维度上进行操作，套用一句《三体》里的说法：这是妥妥的降维打击。

首先我们从期权的 ABC 开始，知道什么是期权要素的托塔天王和四大金刚，那就是标的物、行权价、到期日、权利金还有期权的方向。我们也要清楚期权作为买家和卖家重大区别以及我们在两者角色的选择和切换。

这部分里我们还会涉及很多实际操作，手把手教你如何在券商的 APPs 上进行期权交易的操作，告诉你一下期权交易细节中的魔鬼。

书的第五部分告诉你：期权的进阶知识。

在学习了期权的入门知识以后，这个部分我们进入期权的进阶知识，包括如何读懂期权的希腊字母，学习几个入门级的期权策略，包括 Sell Put、Covered Call，Protective Put 等，接着就是进阶一些的期权策略比如 LEAP Call 等，和上一部分一样，学习中我们会始终伴随交易的细节，而不会只是和网上教程那样泛泛而谈。经过这一部分的学习之后，你应该就能开始你的期权操作了。

如果不实际地找一辆车试试骑，读再好的指南、看再多的教学视频，也无法让你学会骑车。期权交易也是一样，要真正融会贯通期权的操作，需要你的实际操作，但是这一部分的内容可以让你尽可能的少摔倒几次，少跌入那些即使是老手也会经常跌入的坑。

最后要说一些我的感悟。

亚马逊 CEO 贝索斯曾向巴菲特提问：“你的投资理念看上去非常简单，为什么大家不直接复制你的做法呢？”而巴菲特深思片刻后回答道：“因为没有人愿意慢慢地变富”。

都说巴菲特 99% 的财富都是在 50 岁以后赚到的，但是 50 岁以前他就已经是美国顶尖富豪圈中的一员，只是没有现在这么有名气罢了，他本身是个富三代，他的生意伙伴查理芒格以前只是巴菲特爷爷商店的一个伙计，29 岁的巴菲特就能拿出相当于当时一个中产家庭全年收入的金钱来进行一次失败的邮票投资却不会影响生活。从我这样的普通人看来，巴菲特说“慢慢变富”有点凡尔赛的味道。

然而，从另外一个角度看，“慢慢变富”对于普通人来说，却是一种不得已而为之的策略。要是快点财富自由享受人生，谁不想着能快点就快点呢？可是看看你的资金量、风险承受能力、场外赚钱能力、消息来源的质量、对市场的认知水平，再看看那些励志故事中的大神牛人，你觉得你能像他们一样快得起来吗？通过不断的学习实践，慢慢拓展自己的能力圈，“慢慢变富”才是普通人唯一的胜算之道。

在投资的漫漫长路上，把投资培养成自己的一种乐趣才是能让自己坚持下来的最好办法，因为兴趣才是最好的老师。

希望这本书能在你的投资历程中的某一个或者几个点上得到一些启发，愿我们在慢慢变富的路上相伴同行。

01 外面的世界很精彩——选择比努力更重要

想象一下，如果我们生活在一个只有两家公司的孤岛上。一家公司制造防晒霜，另一家则制造雨伞。当天气晴朗时，防晒霜公司生意兴隆，而雨伞公司则表现不佳。相反，下雨时，防晒霜公司遇到困难，而雨伞公司则蓬勃发展。我们设想，晴天时雨伞公司的收益率为 -25%，防晒霜公司的收益率为 50%；而下雨时，防晒霜公司的收益率为 -25%，雨伞公司的收益率为 50%。假设一年中半数时间天晴，半数时间下雨。

如果某位投资者只投资于防晒霜或雨伞公司，那么一年的预期收益率为 12.5%，因为他将一半时间面对 50% 的收益率，另一半时间则是 -25%。但这只是预期值，实际天气变化会导致其收益率发生波动，也就是更多的不确定性，即风险。但如果他将资金均匀分配给这两家公司呢？我们会发现，无论天气如何变化，他的收益率都将保持在 12.5%。这样一来，他的风险降低了，尽管他可能无法获得更高的收益，但至少不会损失这 12.5% 的预期收益。

要是我把这个例子中的孤岛拓展一个星球，两家公司拓展成两个大国

呢？你能明白我要说的意思吗？

如果你是阿里的员工，就最好不要在杭州投资房产了：阿里要是发展得好，你能升职加薪，发展的红利你是一定能吃到的；可要是阿里的经营有什么磕磕绊绊，万一被裁员潮刮倒，杭州的房产也是会受影响的，这个时候就是受到双重的打击。

把城市拓展到国家的范畴，这样的准则也是适用的。特别在如今大国博弈的复杂政治经济形势下。不管你现在身处哪个国家，到自己所居住国家以外的“海外”投资，是确保资产安全和增值的不二法门。

【第 1 章】
美股 – 最适合散户的投资市场

都说选择比努力重要，投资的世界里就更是如此。普通人在投资的时候，面临的最大问题不是没有选择而是选择太多，买 A 股还是买美股，买微软还是买 Roku 还是买拼多多，应该在什么样的券商开户，什么买入，什么时候卖出，上涨了怎么办，下跌又怎么办，一道道的都是多选题，也正是在这一道道的选择题中，投资者被分成三五九等，所谓一赚二平七亏就是选择结果的体现。而在这些选择题中，我觉得最重要的选择就是你要投资的市场。

我这里直接给出答案：不管你身处哪个国家，美股市场都应该是你投资布局中的最大的一块。

比如在过去的 15 年里，某位投资高手 A 君在 A 股市场取得了 10% 回报率。这已经是一个骄人的成绩，考虑到市场的平均回报率仅为 4.5%（根据《2020 瑞信全球投资回报年鉴》的数据），A 君是取得了高于市场 50% 的。然而，在美股市场中，这个成绩只能算得上平均水准。就连一个投资新手只

需购买一个指数基金，也能轻松达到这一水平。

然而，如果 A 君能够在美股市场中复制其在 A 股市场中超越指数 50% 的表现，他将能够获得高达 20% 的回报率。这个例子提醒了我们，在投资领域，明智地选择对的市场，往往比单纯的努力更为关键。



对于美联储、美债、利率、量化宽松等等一大堆宏观经济名称，网上手机里永远不缺乏各种各样的文章和视频，如果我们只是在聊天群里闲聊，或者和朋友吹吹牛皮，不管是什么样的看法和观点都是可以的，反正吹牛不花钱，而妨碍我们走入这个路径的恰恰是我们底层认知的一些偏颇和误解。价值观本身没有对错。但是当我们是用自己的真金白银来为自己的认知买单的时候，那么我们这些认知就必须要和真实的经济规律相符，有一些对于宏观经济的理解是要厘清的，这样才能不妨碍我们在这个市场中靠我们的认知赚到我们应该赚到的钱。

在如今中美博弈的背景下，特别是当前的舆论环境中，说这个话题可能会不符合一部分读者的口味，但我还是在这里着重强调一下，因为我看到有

太多的普通投资者因为这样的偏颇和误解而妨碍了他们去接触和参与美股投资，我相信投资者的心态是天然开放的，我的这些不同观点应该对于读者们也应该是有启发的。

美股第一个认知：资本获取利润主要靠科技进步，而不是掠夺

我们常在简中自媒体里看到，说美国靠加息周期的手段掠夺第三世界的人民，从而积累起财富，比如索罗斯做空泰铢、南美国家深陷美元债务危机等等，诸如此类。本书并不谈论这些话题。作为投资者，一个简单的求证就可以质疑这些观点，如果美国是靠掠夺致富的，这一定体现在标普 500 公司的那些财报里，那么请问，有那份财报能证明这些观点？

马克思在《共产党宣言》中指出：“资产阶级在其不足百年的统治中，所创造的生产力远超过过去所有历史时期的总和。” 马克思当时处于工业革命的时代，这句话实质上解释了现代西方国家财富的主要来源，即科技进步，而非掠夺。在古罗马时代，欧洲的人均 GDP 已达 600 美元左右，然而直到 18 世纪英国工业革命之前，这一数字基本保持不变，仅略有增至 800 美元。工业革命的兴起为欧洲带来持续增长的人均 GDP。如今，英国的人均 GDP 已达到 4 万美元，相较于工业革命前，增长了近 50 倍。与此相比，前 1800 年间，这一数字仅增长了 1/3。

在成人的世界里，价值观应该是没有对错的，它和个人的成长经历和所处的环境密切相关。同是处在 26 度的天气里，有人觉得凉爽，有人觉得炎热，有人无感，这些从个人感觉出发的观点都是正常的，我们不能由此评判谁是对的谁是错的。

我们常说投资要秉承长期主义。要长期坚持做一件事情，最基本的一条就是这件事情要契合我们自己的价值观，在我们内心里要觉得这件事情是对的，如果你内心里觉得这件事情是不对的，只是因为利益关系去做了，你是很难长久坚持的。月有阴晴圆缺，人有三衰六旺，投资的过程总有潮起潮落的，赚钱的时候还好，内心的那点疑问很容易被盈利的喜悦而冲淡，但是在亏钱的时候，通常会伴随着铺天盖地的负面消息，这时候的你还会坚持那个本来内心就觉得是错的事情吗？大概率上你会把肉割在地板上的。

如果你觉得美国的股市繁荣就是因为滥发货币割了全世界人民的韭菜，你投资美股只是想拿个短期收益。那么当股市大跌的时候，高通胀、战争、政治内斗等等种种负面消息传来，你会不会觉得美国的好事到头了？割人家的韭菜怎么说都是一种不道德的行为，现在如果韭菜没得割了，你是否还会坚持投资美股呢？

一说到价值投资，巴菲特的名字总要被提起来。他能坚持投资几十年如一日，重要的一点是他一直都是美国经济最坚定的看多者，在 2021 年给股东的信中就再次强调“永远不要做空美国”。投资可口可乐几十年，人家就是喜欢喝可乐，不是作秀也不是卖广告，就是单纯地从内心喜欢。

美股第二个认知：
美国内在的纠错能力让它总能找出最不坏的出路

美国的现有政治社会制度是一个复杂的矛盾综合体，但是内在的纠错能力让它总是能在纷繁不断的麻烦中找出一个最不坏的出路。

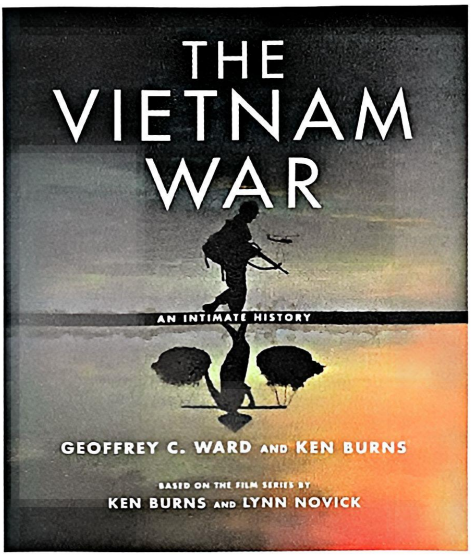
巴菲特说过，“买指数就是买国运”。当我们投资一个公司或者一个指

数基金的时候，投资的也是这个公司或者指数基金所在的国家。可是我们在媒体上总是看到美国枪击案、种族歧视、两党纷争等等社会问题总是连绵不断，不禁让人疑惑：美国经济能持续增长吗？

2020 年美国大选的蓝红对决造成了美国社会的深度撕裂，当时我看到那些铺天盖地的新闻，第一个想到的就是，美国社会会因此分裂吗？我的美股投资会受到什么样的影响？

现实里一下子找不到答案，我就从历史中寻找答案。我平时喜欢看书，关于美国历史的书籍纪录片我是看了不少。奈飞（Netflix）的一部纪录片《越南战争》引起了我的注意。这是一部长达 900 分钟的记录片。叙述了时间跨度 30 年的越南战争的方方面面。

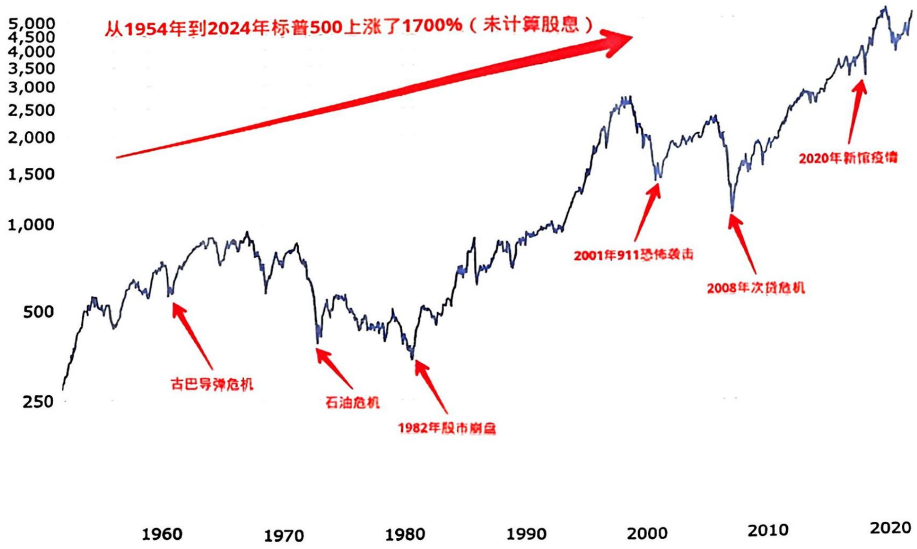
对美国而言，那是一场撕裂国家、 撕裂一代人的大事件。这也是我特别关注的一点：当时的美国人是怎么因为这场战争产生这些撕裂的，撕裂又是怎么扩大的，最后又是怎么弥合的。对于当时的美国人，反对战争和支持战争的双方都有各自充分的理由。台面上，支持战争的说这是关系到世界走向以及美国的国家信念和利益的一场战争，反对的一方说这是一场不义的屠杀，支持的西贡政府也是一个独裁政权。台面下，两种观点的人都有一些龌蹉举动，尼克松在竞选前私底下让西贡政



府拒绝谈判，大大延长了战争的时间，从而达到赢取选举的目的；而一些反战人士反战也是因为不想去服兵役而已，影星简 · 芳达在战时跑到河内，对媒体说美国战俘都是战犯，应该受到审批或者应该被处决。然而最终他们都在越战纪念碑前化解了这些撕裂。

比起现在美国的社会撕裂，30 年前的那场冲突更加激烈，但美国人最终能把这些撕裂都修补了，因此我们也有理由相信，对于现在的分歧，美国人也有能力去弥合。

让我们把目光拉得稍微远一些，看看过去 70 年里美股发生过什么事情。下图是 1954 到 2024 年美股经历过的大事件，比如 1962 年的古巴导弹危机，70 年代的石油危机，1982 年的股市崩盘，2001 年的 911 袭击，2008 年的次贷危机，2020 年新冠疫情，等等。在经历这些危机后，美股依然能够在 70 年里取得 17 倍的回报，算上股息收益的话，平均年化收益达到 11%。



从左图我们也可以看出，每次地缘政治冲动危机都是美股的黄金坑。

说了这么多，并非要说美股就是完美的，恰恰相反，它总是很多问题和矛盾的混合体，而它的魅力在于，它总是把矛盾和分歧展现出来，而承认问题就是解决问题的第一步。这就是投资者对美股的信心所在。

美股第三个认知：美股制度完善、投资手段丰富

在投资考虑中，资金安全是至关重要的因素之一。美国对资本市场实施着严格监管，对内幕交易、市场操纵以及上市公司财务造假等行为采取严厉打击，罚款措施严格。在美国，即便是开户的银行出现倒闭，只要账户中的资金未超过 25 万美元，美国联邦存款保险公司（FDIC）将全额赔付。

对于证券账户，由证券投资者保护公司（SIPC）提供最高 50 万美元的保障，其中包括最高 10 万美元的现金保障。美国股市提供了丰富多样的投资选择，包括股票、基金、债券、期货、期权和房地产投资信托（REITs）等。产品设计灵活，满足各类投资需求。例如，ETF 种类繁多，有跟踪大盘指数、行业指数以及其他国家股市的，还有追踪债券、黄金、石油、外汇以及农产品等不同种类的 ETF。此外，美国股市还有各类杠杆 ETF，跟踪股指、商品、汇率等。

美股投资中还有一个常见的问题是：美国会被超越吗？会不会因此而走向衰落？

如果你问特斯拉的市值将会超过苹果吗？ 10 年或者 20 年后当事实都尘埃落定， 分析家们会总结出 1）2）3）4）点的因果关系，然后辩证地

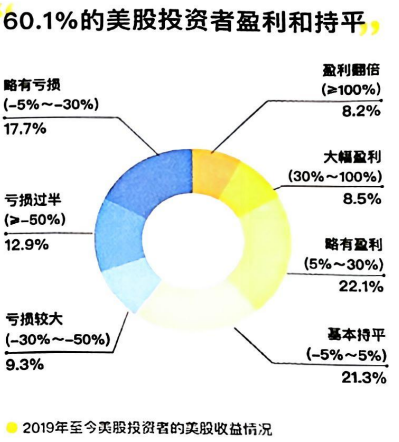
阐述历史的规律和必然性。可是当我们审视历史的细节，那些所谓的历史必然性其实充满着各种偶然性的。站在历史的当下，我们是无法预见 10 年后的未来的。不错，特斯拉发展迅速，自动驾驶前景开阔，可是人家苹果也没有闲着啊，他们的手机电脑手表也在不断地更新迭代中，而且头显也开始上市了。

美国的 GDP 超越英国是在 1900 年，但是美国取代英国的世界领导地位是大概 1950 年以后的事情，这花了整整两代人的时间。

对于我们凡夫俗子的普通投资者来说，那么遥远的事情是很难把握的，我们能把握的只是现在的确定性。而这个确定性就是：环顾全球，在现今所有的投资市场中，美股是散户投资最好的选择，没有之一。

美股市场中聚集了全世界最优秀的公司也是投资者选择美股市场的重要原因，美股里不仅有亚马逊、谷歌、苹果、可口可乐、星巴克等这样顶级的





资料来源：老虎证券《2019 美股投资调查报告》

美国公司，还囊括了阿里巴巴、网易、百度、微博等大批优质中概公司。根据老虎证券《2019 美股投资调查报告》，有 60% 以上的投资者为此而选择投资美股市场。

关键的关键，美股能让散户赚到钱啊。在美股投资者中，有 60% 的投资者取得了盈利或者持平。

美股第四个认知：可以看空但不要做空

美股不仅能做多，对于进阶投资者来说，做空的手段也是多种多样很方便。每当一些大的利空消息传来的时候，比如说新冠疫情爆发了、川普煽动民众闹起来了，美国 GDP 猛然下跌、以色列和哈马斯打起来了，等等等等，诸如此类，一个念头很容易浮现在我们的脑中：我能不能做空美股来获利呢？

不做空的道理有千万条，我们就看一个最简单的事实。下面是标普 500 指数在过去 22 年中的走势，仅仅看图说话我们就能知道：在一个长的时间



段里，美股上涨是一个大概率事件。从 2003 年到 2024 年的 22 年时间段内，美国股票市场的平均年化回报率在 20% 以上。

在美股中选择做空，就是选择和大概率事件作斗争，或者说，你押注的是小概率事件。

不仅散户很难通过做空赚钱，机构也面临类似的挑战。举例来说，我们可以看看做空机构中有名的浑水公司。这家公司以其成功的做空案例而闻名，曾经成功地做空了东方纸业、辉山乳业、瑞幸咖啡、新东方等中概股，堪称做空领域的巨头。然而，尽管取得了一定的成绩，但浑水公司管理的资产规模只有 1 亿多美元。

这与那些做多的金融机构相比显得微不足道。相比之下，大型做多机构通常管理着数百亿甚至上千亿美元的资金。他们拥有更多的资源、更广泛的研究团队和更强大的实力，可以在市场中发起大规模的买入行动。

这种差距在一定程度上反映了做空策略的困难之处。市场的长期趋势通常是上涨的，尤其是美国股市。做空则需要预测特定股票或市场的下跌，而这是一个更具挑战性的任务。市场中的投机行为和其他因素也可以导致股票价格出现异常波动，增加了做空策略的风险。

此外，与做多相比，做空的利润潜力通常有限。在理论上，股票的下跌幅度是有限的，最多 100%，而股票的上涨却可以一倍十倍百倍。这也导致了在长期投资中，做多策略更受青睐。

更重要的一点，做空是有时间成本的，比如卖空股票，你需要从做市商那里借出股票卖出，当然做市商不会白白地借给你，你是需要支付借入股票

的利息的，这个时候，时间是你的敌人，如果你的保证金熬不到大跌的那一天，你还是会亏钱的。很多时间很多例子，都是“猜到了故事的开头，却没猜到故事的结局“。

当然，“杀猪杀屁股，各有各的刀法”，对于有些资深的投资者的确能通过做空赚到钱的，或者通过做空来对冲风险。美股做空的方法多种多样，即使普通投资者也能很容易掌握。

散户在美股做空的办法通常有 3 种：

1）卖空股票。就是先在高位从做市商那里借入股票卖出，然后等到低位的时候买回股票还给做市商，两个买卖的差额再减去给做市商的借贷成本就是盈利。但是当中一个巨大的风险是：如果股价不是你以为的下跌而是大涨的话，券商会向你追讨保证金，给不出的话，券商就会强制买入股票平仓。这样你就成了在低点卖出高点买入的韭菜了。

2）期权策略。美股中做空比较容易的方式是通过操作期权策略。不同的策略有不同盈亏比，也对应着不同的风险，对散户来说，买 Put 是比较简单直接的。这种做空方式风险相对可控，是最常见的做空方式。问题是通常成本很高，期权的时间耗损往往让做空者即使方向判断正确也陷入亏损。期权的概念和具体的操作我们会在第四第五部分学习到。

3）买入做空 ETF。如果不大了解期权又不想承担爆仓风险的话，也可以买入做空 ETF，比如 SQQQ 这类的做空纳指大盘的 ETF。这个办法的好处是更加的简单直接，可以无脑买入卖出。但是问题是成本非常高，除非你非常精确地判断出高点和低点，不然亏损是一个大概率的事件。ETF 的概念和具体的操作我们会在第三部分学习到。

以上这些做空的办法，都是有时间耗损的，简单地说，做空的时候，时间是你的敌人。

在 2021 年，正值美股经历了疫情以及史诗级股市熔断之后，整个市场还处于惊魂未定的状态。正是在那个时刻，巴菲特在致股东的公开信中发表了一番引人注目的观点：永远不要做空美国。

现在过了两年，我们可以清楚地看到，当时巴菲特的这个观点不仅仅是他的信念，也是他在实际操作中所坚持的策略。巴菲特一直以长期价值投资而闻名，他对美国经济和美国企业的长期前景保持着乐观态度。尽管市场在短期内可能经历波动和震荡，但他相信美国的经济实力和企业实力将会带来持续的增长和回报。

当然，股神也是有偏见的，每个投资者都有自己的投资风格和偏好。巴菲特作为一个成功的投资者，他的观点和决策也是基于他的经验和对市场的独特见解。在投资领域，存在多种观点和策略，每个投资者都应该根据自己的判断和风险偏好做出适合自己的决策。

想要通过做空赚钱的话，你需要非常准确地判断趋势：做空仓位都是有时间耗损的，做空的仓位建得太早，有可能因为维持仓位的资金不足，又或者因为标的大涨而陷入爆仓的风险；如果做空的仓位建得太晚，做空成本大大增加了，这个时候你即使看对了方向，也是会亏钱的。因此对于普通投资者来说，特别是新手，不要轻易尝试做空美股，尤其是大盘指数 ETF。

你如果能这么准确地判断趋势，为什么非要刀口舔血火中取栗般地通过做空来赚钱呢？稳稳当当地通过做多来赚钱它不香吗？

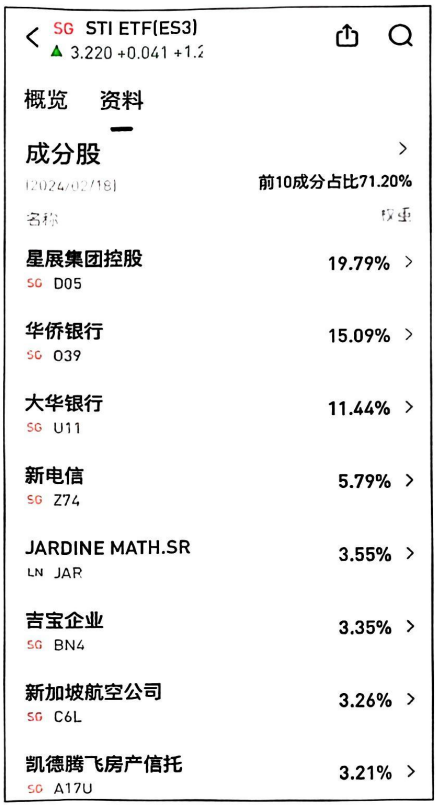
【第 2 章】
新加坡 – 固收类投资的最佳标的

新加坡是我工作生活二十几年的地方，算起来也有 20 年投资新加坡股市经验的老韭菜了。早期新加坡科技标杆的创新科技、中国过江龙扬子江船业、本地姜吉宝置地、名声不佳的中国航油、马来西亚的云顶集团、在印尼种树的丰益国际等等等等都曾经是我篮子里的菜。对于新加坡股市我是挺有心得，总结下来有这么三个主要的特点：

1. 银行股和 REITs（房地产投资信托基金）是投资新加坡的标杆。
2. 新加坡没有对股息征收预扣税，也没有征收资本利得税。
3. 新加坡资本市场的池子小，交易量不高。

银行股和 REITs 是投资新加坡的标杆

我们来看看新加坡海峡时报指数的行业构成。三大银行 DBS、OCBC、UOB 位列新加坡海峡时报指数的前三名，三者都超过 10%。三家银行就占去了 46%，房地产占去 22%，这两个行业就占去了整个海峡时报指数近七

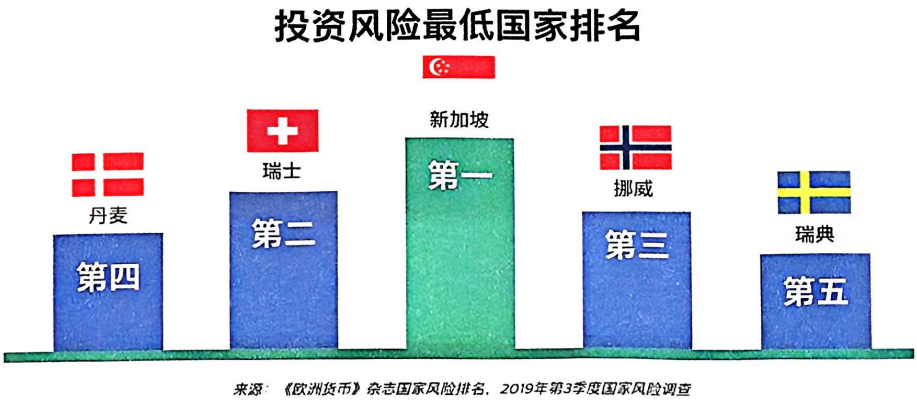


成的份额。从长远看，这也是现在新加坡经济结构让人顾虑的地方。

投资新加坡资本市场的理由很多：新加坡没有什么自然灾害，政府廉洁高效，社会稳定，新加坡市场也是投资整个东南亚市场最好的抓手。

构建投资组合就像组一支足球队，不能全都是前锋，也要有后卫和守门员，而新加坡资金市场的投资标的就特别适合担任后卫或者守门员的角色。

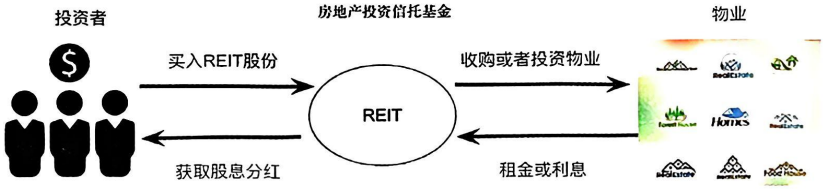
投资组合里一定有一些标的是能让你放心睡觉，而新加坡的 REITs（房地产信托基金）就是这样让人放心的投资。新加坡自 2002 年发展



来源：《欧洲货币》杂志国家风险排名，2019年第3季度国家风险调查

REIT 市场以来，目前有 43 只 REIT，总市值 1100 亿元，仅次于日本的全球第二大 REIT 市场。过去 10 年，REIT 市场年率化市值增长率 11%，新加坡 REIT 收益率在亚洲地区是最高的，目前可达到 5.8%，2020 年底曾达到 6.4%，相比下，日本 REIT 平均收益率约为 4%，美国为 3%。

所谓的 REITs，中文名是房地产投资信托基金，它是由拥有房地产的公司成立的（如凯德 CapitaLand, MapleTree, Frasers 等），这些房地产包括购物中心、写字楼、工业仓库、酒店、住宅等。通过 REITs，你能以负担得起的价格，拥有这些不同种类的房地产，并以房地产业主的方式获得回报。根据新加坡的税收政策，新加坡 REITs 必须将至少 90% 以上的租金收入，当做股息，发放给 REITs 持有人，以此获得免税优惠。



新加坡 REITs 的主要特点：

1. 像股票一样买卖：REITS 也是在股票交易所上市，所以和股票一样可以随时买卖，价格公开透明，REITs 在交易所上市，交易方式和股票无异，且流通性比一般基金好。

2. 定期发放股息：新加坡的 REITs 基本是每半年或每季度发一次股息给持有人。股票发放股息是不确定的，这取决于公司的决定。

3. 较低的投资门槛：与买房投资相比，REITs 的投资金额非常灵活，买入成本可以低至几百新币。S-REITs 的市场价一般在每股 1-2 新币左右（至少 100 股起），也就是说最低交易金额大概在 100-200 新币左右。

4. 新加坡的 REITs 种类多样化，可以投资不同物业类型，如商业写字楼、

物流中心、数据中心、购物中心大楼、医疗中心等，也可以投资不同国家地区的物业，包括大陆香港美国等国家地区。

怎么寻找新加坡最好的 REITS

一个快捷的办法能找到目前最好的 REITS 就是直接到以下的网站查询（需要注册）：

https://www.shareinvestor.com/screener/market_screener.html#/?page=1

这个网站的好处就是可以按照我们挑选的条件来找到心仪的 REIT。比如选择房地产投资信托（REIT）我们通常希望它具备以下特点：

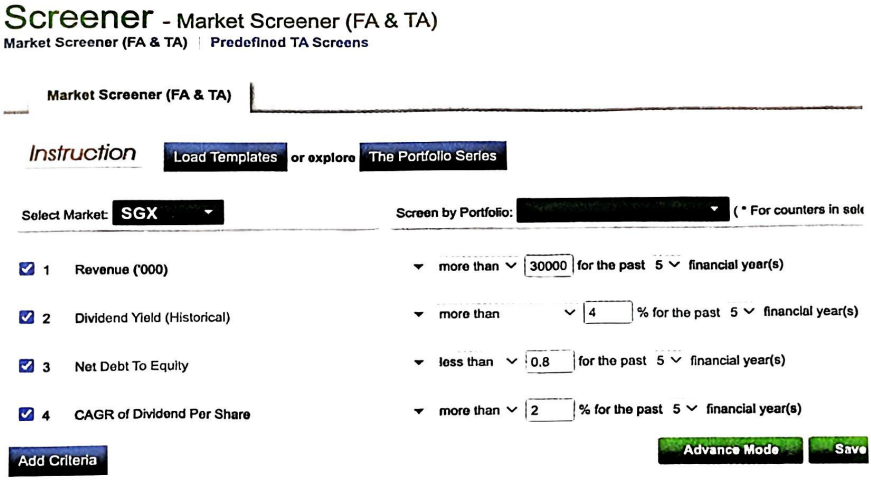
1）营收（Revenue）要有一定规模 - 比如，过去 5 年不低于 3 千万。

2）股息率（Dividend Yield）不断增长 - 比如：过去 3 年高 4%

3）低债务比率（Net Debit To Equity）- 比如：过去 3 年低于 0.8。

4）估值（Valuation）有吸引力 - 比如 - CAGR 高于 2%

按照这个条件我们在 Shareinvestor 上可以这样输入选择条件：



再按照交易量排序一下你可以看到以下的结果（当然，这个结果或许每天都有变化的）

Screen Results

Analysis Tools : Historical Watch Volume Distribution

Sort By: Counter Name

15 Records Found.

No	Code	Name	Rem	Last Done	Vol
8	M44U	Mapletree Log Tr	-	1.430	16,201.5
7	ME8U	Mapletree Ind Tr	-	2.270	2,424.5
10	CJLU	NetLink NBN Tr	-	0.850	1,827.8
13	CRPU	Sasseur Reit	XD	0.675	494.3

对于追求稳定收益的大资金个人投资者来说，新加坡还有很成熟的企业债券市场可以选择，不难找到 A 级或者 AA 级的企业债券的。当市场进

Bond Express

Bond Express marks a new era for bond transactions, providing investors the ab

Wholesale Bonds

FSM Bond Express is now closed

Bond Express Live Trading Hours: Mondays to Fridays, 09:00hrs - 17:00hrs (excluding public holidays)

Sort by: Bond Name Currency Bid Yield Bid Price Ask Price Ask Yield

Astrea VI Pte Ltd

Bond Name	Currency	Bid Volume	Bid Yield	Bid Price
Astrea VI Pte Ltd ASTLC 3.250% 18Mar2031 Corp (USD) - Class A-2 Classified RI SIP	USD	-	4.881 %	(↑ 0.500) 93.750

入降息周期的时候，这一类的投资会变得越来越有吸引力。下图为新加坡本地券商 FSMOne 上企业债券买卖的界面，需要注意的是，这些债券的投资最低门槛是 25 万新元或者 20 万美元。

还有超重要的一点：**新加坡不征收资本利得税。就是说你投资赚到多少钱都是不需要纳税的！**

新加坡没有股息税也没有资本利得税

这里特别要提醒一下身处东南亚的朋友，美股里要是发 10 块钱股息，你是拿不到 10 块的，只能拿到 7 块，因为美国政府要征收 30% 的税，那 3 块钱券商都会代扣的，中国的朋友也要支付 10% 的税。因此如果你计划投资固定收入类的投资标的，千万不要舍近取远去买美股里的 REIT。

什么是预扣税？首先，预扣税不同于资本利得税或者遗产税，预扣税只对非美国人获取股息所征收的税项，而资本利得税是向投资销售征收的税项。

举例来说，假设你投资了价值 100 万美元的美国股票，每年获取 3%的股息即 3 万美元。你需缴纳 30%的预扣税，因此股票中介会从你的股息中扣除 9,000 美元以支付给美国政府。而 100 万美元股票升值到 150 万美元的话，你需要为这 50 万美元利润支付资本利得税，资本收益税与你的所得税税率挂钩（最高可达 20%）。幸运的是，所有新加坡投资者（非美国税务居民）可免除资本利得税。

如你所见，新加坡或者东南亚投资者面临的最大问题是美国 30%的预

扣税。我们的结论最好的策略是避开股息收益率高的股票或者基金，选择高成长股或者基金

其实在固定收益产品方面，新加坡拥有相当不错的房地产投资信托基金，高股息股票和新加坡储蓄债券（SSB）可供选择，还有很重要的一点，新加坡的股息收入是免税的。新交所缺乏的是高成长股，这里没有能与美国 FAANG 股票相提并论的股票。所以我个人的策略就是持有新加坡的蓝筹股（如银行股、房地产股）和房地产投资信托基金，以此作为防御；同时持有美国市场的高成长股，以此作为进攻，高成长股几乎不支付股息或者股息极低，因此预扣税不是个问题。

新加坡资本市场的池子小欠缺流动性

新加坡资本市场最大的问题是池子太小，交易量太少了，因而欠缺流动性。近几年退市的公司比上市的多，虽然新加坡交易所很努力，但是池子越来越小的窘境没有改善的迹象。

截至 2023 年 10 月，新加坡全部上市公司总市值为 7,624 亿新元，大概相当于美股里亚马逊一家公司市值的一半。

如果和香港比较，新交所上市公司数目为港交所的 1/4 左右；上市公司总市值新交所为港交所的 10% 左右；日均交易金额方面，新交所只有港交所的 5% 不到。

新加坡股市没有高成长投资标的。新加坡并不是没有高成长的公司，而是本地高成长公司都不愿意选择在本地上市。典型的如网约车东南亚巨头 Grab 和东南亚小腾讯之称的 SEA（冬海集团）都选择了去美国上市，游戏

大神雷蛇选择了去香港。新加坡本地电商巨头 Lazada 估计也不会选择在新加坡上市。原因就是上面说的。

池子小带来的问题就是投资标的的流动性不高，就是可能出现想卖的时候没法一下子卖出去的情况，“未谋胜先谋败”，这是我们投资新加坡市场需要考量到的一个因素。

【小贴士】退休金能买什么票?

我们的退休金能买什么的股票？我这里说的是在新加坡的情况，但是投资的思路是有普遍性的，其他地区的朋友也可以作为一个参考。

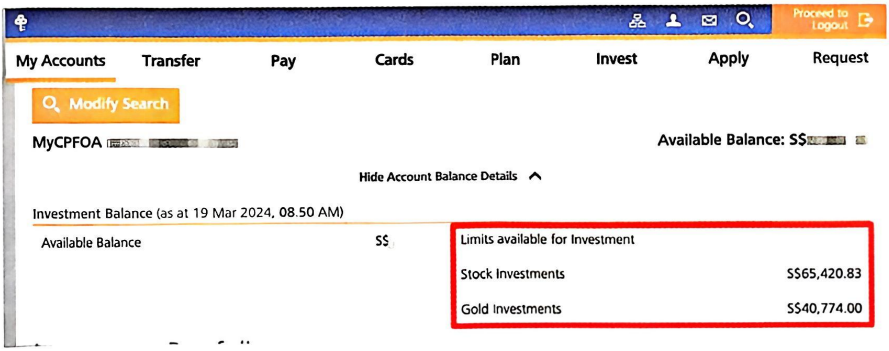
首先我们要明确投资的目的，退休金就像孙悟空身上的三根救命毫毛，要用到的时候，大概率上不是为了去南极旅游或者买一套心仪的高尔夫球杆，而是为了最基本的生活需要。因此这部分钱是绝对不能承受大风险的。如果想要高回报的话，那就用其他的资金好了。

这一点，新加坡政府早就为你想好了，如果你要动用 CPF 里的钱投资股市的话，买个股你最多只能用到限额的 30%，买黄金最多能用到限额的 10%。

政府这个限制是有足够的理由的。个股的风险是很难把控的，就说新加坡人的骄傲新加坡航空公司吧，那是每年评选都是全世界第一第二的顶尖航空公司，可是好公司不等于好股票，如果你是在 14 年前买入新航的话，现在的股票票面价值是减半再减半，跌去了 70% 多，即使算上收到的股息，也是被腰斩了。如果恰巧你又是这个时候需要用钱的话，那就欲哭无泪了。

另外一个例子是新加坡人再熟悉不过的新电信，比 10 年前的平均股价也是跌去了 40%。

再看 CPF 的规定，用退休金买指定的 ETF（交易型开放式指数证券投资基金）是可以用足全部限额的。其实这就给了我们答案：用退休金买股票一定要买 ETF。



当你的银行账户和 CPF 链接好以后（如上图 POSB 网银界面的截屏例子），可以投资的限额会自动显示出来，不用自己算的。

和个股相比，ETF 的最大好处在于分散了个股的风险，而只留下系统风险，而系统风险是投资中无法规避的，而缺点是有一定的管理费用。

中央公积金局给出能买的 ETF 其实只有 6 只（如下图）。

#	ETF名称	代码	资金可购买	费率
1	ABF Singapore Bond Index Fund	A35	CPFIS-OA	0.24%
2	Nikko AM SGD Investment Grade Corporate Bond ETF	MBH	CPFIS-OA	0.25%
3	Nikko AM Singapore STI ETF	G3B	CPFIS-OA	0.30%
4	NikkoAM-StraitsTrading Asia ex Japan REIT ETF	CFA	CPFIS-OA	0.60%
5	SPDR Gold Shares *	O87	CPFIS-OA	0.40%
6	SPDR Straits Times Index ETF	ES3	CPFIS-OA	0.30%

其中两只 BOND（债券）ETF（下图的第 1、2 个）我觉得不值得买，因为退休金本来就有 2.5% 的无风险利息收益（特别退休户口是 4%），买

债券 ETF 比这个收益只高零点几到一个点，还要支付交易费用以及管理费用，可能一顿倒腾下来只是倒腾出来一个寂寞而已。

黄金本身是不产生任何价值的，全世界的黄金产量平均每年增加 2% 多，通常人们觉得黄金能抗通胀现在不能成立的。因此黄金 ETF（上图第 5 个）也不在选项内。

还有两只是海峡时报指数的 ETF（第 3、6 个），两者差不多。如果以 10 年的维度看，海指的特点是在不好的年份里回撤会非常大，如在 2016 年和 2020 年间就回撤超过 30%，但是好的年份上涨幅度也不会太高，以过去 10 年计算，价位基本持平，年化回报只是利息收入的 3 点几。



可是现在剩下唯一的选择了：NikkoAM-StraitsTrading Asia ex Japan REIT ETF（股票代码：CFA），这是一个 REITS 的 ETF。过去 5 年（即使在 2020-2021 年疫情期间）里，股息收益都能稳定地维持在 5 点几个点。

NIKKOAM-STC ASIA_XJ REIT ETF (CPA) 股息收益统计

年份	*股息收益率*	*每股股息金额*
2022	*5.48%*	*USD 0.038*
2021	*5.12%*	*USD 0.035*
2020	*6.33%*	*USD 0.044*
2019	*5.41%*	*USD 0.037*
2018	*5.13%*	*USD 0.036*

过去 5 年 CFA 股息收益率统计

这么稳定的股息收入正是退休金投资的理想标的，比单纯存在 CPF 里高 3 个点，但是风险可以承受。

【第 3 章】
选择券商 – 你选的应该是服务

所谓“万事开头难”，投资海外市场，选择怎么样的券商是我们面临最“开头”的问题，如何选择看重的无非是佣金、服务、安全性等问题。

对于普通投资者来说，各个券商的佣金其实是差不多的，除非你是高频交易者（就是每个交易日都做交易的那种），不然一年下来其实差不了一百几十块的。而且各个券商之间同质化严重，都很“卷”的，佣金费率等都是高度透明的信息，随便搜索一下百度、谷歌或者雪球，都很容易找到比较券商的评估文章，而券商们都会动态调整费率以避免成为市场传说中最贵的那一个。

对于海外的投资者来说，美股券商大致可分为美国本土券商和互联网美股券商。

美国的本土券商比如 IB 盈透证券、Scottrad 史考特、Firstrade 第一

证券等等。如果你英文不错的话，选择这一类的券商是比较让人放心的，因为都是老字号，资金的安全性有保证。某些券商比如 IB 盈透证券还提供 AI 技术分析、分析师预测、分析师评级等往往需要付费才能有的功能，对于深度的投资者是很有吸引力的。但是这一类的券商对于身处国内的用户就不是那么友好了，产品中文支持和用户体验相对较弱。

需要特别注意的 Robinhood 罗宾汉这一类完全免佣金的券商，因为他们是通过对用户更不友好的成交价来取得盈利的，我是极力不推荐。

新兴力量互联网美股券商比如老虎证券、富途证券等。这类券商的业务和模式都在不断的进步和演变中，之前他们是采用美股代理商模式，公司持牌史考特、盈透等美国本土券商，通过代理券商业务将美股交易本地化，而近期他们自己拿到了美国证券经纪业务拍牌照，开始了独立清算，和之前的那些美国本土券商站在了同一个起跑线上了。这类券商是目前国内美股用户的主要开户券商。主要特点是交易费率比较低，中文界面非常友好，且都经营成熟的交流社区。

资金安全性是第一考量因素

安全性是投资者最先关心的问题，如果自己的资金存在安全隐患，那赚再多也是白搭不是。这里我先说结论：这两家家券商老虎、富途的资金安全性方面都没有问题。

特别要指出的是，老虎是美国金融业监管局（FINRA）成员，持有美国证券经纪业务牌照、投行牌照等，也同时是美国证券投资者保护公司 (SIPC) 成员、美国存管信托公司 (DTC) 和全国证券清算公司 (NSCC) 认证会员，受到多方监管。

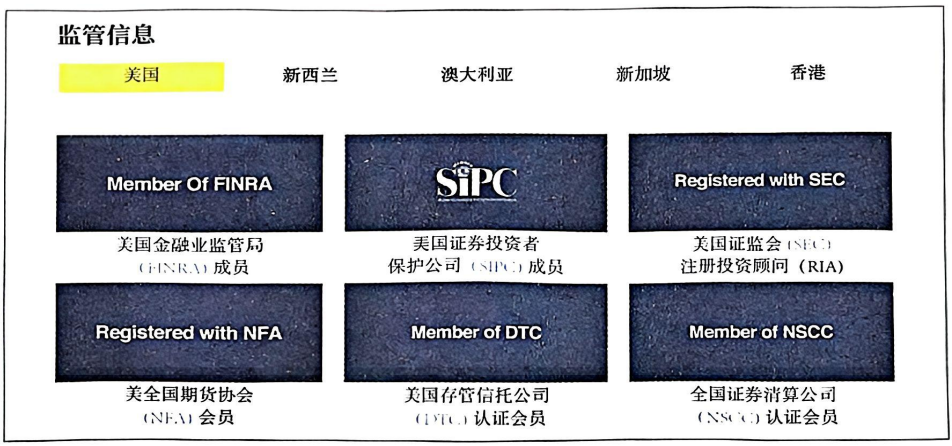
1. 老虎证券

老虎证券是领先的互联网券商，早年获得盈透证券、小米、真格基金和华尔街投资大师吉姆 · 罗杰斯等投资。2019 年 3 月在美国纳斯达克交易所上市。老虎已取得美国、新加坡、新西兰、澳大利亚、中国香港等地的超过 70 张牌照或许可，提供包括美股、港股、新股、期权期货等多品种交易。

老虎证券旗下美国主体券商是美国证券投资者保护公司 (SIPC) 会员。SIPC 是一家非营利组织，该公司为投资者提供保险计划，会员由所有证券经纪商组成，每年上交会费（投保）。作为 SIPC 的会员，客户可最多要求 50 万美金的资产，其中包括最多 25 万美金的现金索偿。

老虎证券新加坡持有新加坡金融管理局（MAS）根据《证券与期货法 2001》颁发的资本市场服务牌照，从事证券、集体投资计划和交易所交易衍生品合约的监管活动。

老虎从底层重构交易和清算系统，确保用户可享受可靠、安全和高效的



全球投资体验。客户资金和资产被保存在一个独立的银行账户和托管人中，以确保它不会与老虎自有资产混在一起。与老虎新加坡合作以存放客户资金和资产的各银行和对手方都受到美国、香港或新加坡监管机构的规管，并可能是对应司法管辖区的交易所会员。同时，Tiger Trade 有三重安全系統，有美国 ISO27001 认证，保障用户数据保密及隐私。

2. 富途证券

富途证券于 2012 年在香港成立，是香港证监会认可的持牌法团，获香港证监会颁发第 1/2/4/9 类牌照 。获腾讯、经纬、红杉投资机构投资，腾讯领投。2019 年 3 月 8 日，富途控股在美国纳斯达克证券市场 IPO 上市。

《证券及期货条例》中有关客户资产的规定：持牌法团须将属于客户之款项及证券分别存放于信托账户内及法例指定的场所；若非获得客户授权，禁止处置客户账户内的证券及资金。投资者赔偿基金是香港政府为保障投资者的利益而成立的。任何因持牌法团的违规操作而导致任何国籍的投资者蒙受金钱损失，而这些违规操作涉及香港交易所买卖的产品，则赔偿基金会向投资者支付获准申索的赔偿金，证券及期货合约的赔偿上限为每人 50 万港币。

建议：同时在两家不同的券商开户

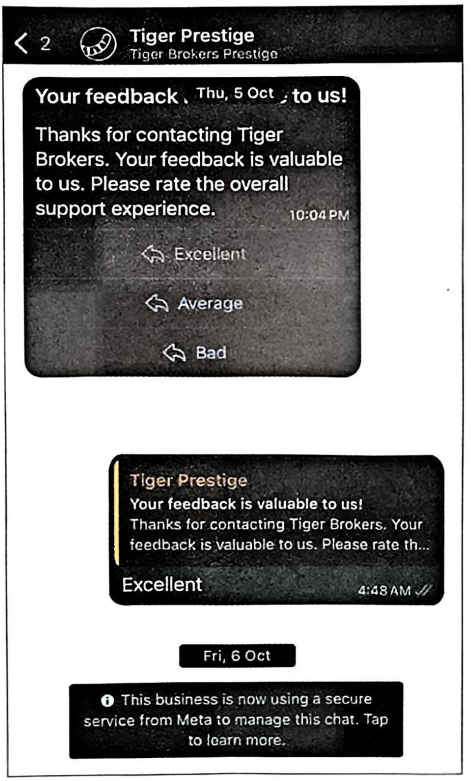
对于资金量超过 50 万美元的投资者，我的建议是同时在两家不同的券商开户，因为根据美国证券投资人保护法案，万一券商出问题最大的保护金额就是 50 万美元。

对于资金量低于 50 万美元的投资者，还是把资金集中到一个券商比较好，这样资金的利用率比较高。

用户界面是硬实力，服务是软实力

券商网站或者 APP 的用户界面友好的话，可以让你获取最新信息效率倍增，或者减少人为操作失误的机会，或者大大降低了机会成本，这是券商的“硬实力”：因为这些用户界面功能的开发和维护需要一个很高成本的开发团队来实现的。

而服务是券商的软实力，客服的反应要快，直白说就是有什么事情能找到人解决，投资的事情通常都是和钱相关的，有问题的时候心情一般都是急燥的，因此客服的反应速度也是很重要的。



老虎通过 WhasApp 提供优先客服

作为一个在新加坡混迹近二十年的投资者，基本上新加坡本地券商我都多多少少用过，更是某丰和某立十几年的用户，2019 年我下载了老虎的 APP 一看，立马就被它征服了，其用户界面的友好性可以说是秒杀新加坡所有的本土券商。最简单的，我一眼就能看到今年我浮盈实盈多少，和指数相比成绩如何，其他券商还得自己做 Excel 算。而且佣金便宜很多，以一笔 1 万美元的股票交易计算，老虎的佣金大概能给我省下 10 多美元。对

于我而言，老虎的确就是我寻寻觅觅的那家券商。

对于一定资金量的客户，老虎证券会提供比较贴心的“Tiger Prestige”WhatsApp 客服，秒回的反应的确让人放心。

这里还有一个故事，取得盈利后我看老虎 APP 里的个股盈利分析，发现 APP 里的盈利数字算错了（只是报表错了，钱并没有少），于是我发 WhatsApp 给老虎客服报告了这个问题，出乎我意料的，老虎客服很快给我回复，确认了这个 Bug 并且在两个星期后修改了程序，这事让我对老虎的客服和开发能力有了一个非常深刻的印象，因为我曾经是程序开发的主管，知道这样规模的一家公司做到这样的反应速度非常的不容易。这事也让我对老虎的信心大增，之后我便大举入金，后来更是把资金从另外一家本地券商完全迁移到老虎上。

容易被漏算的考量因素：社区建设



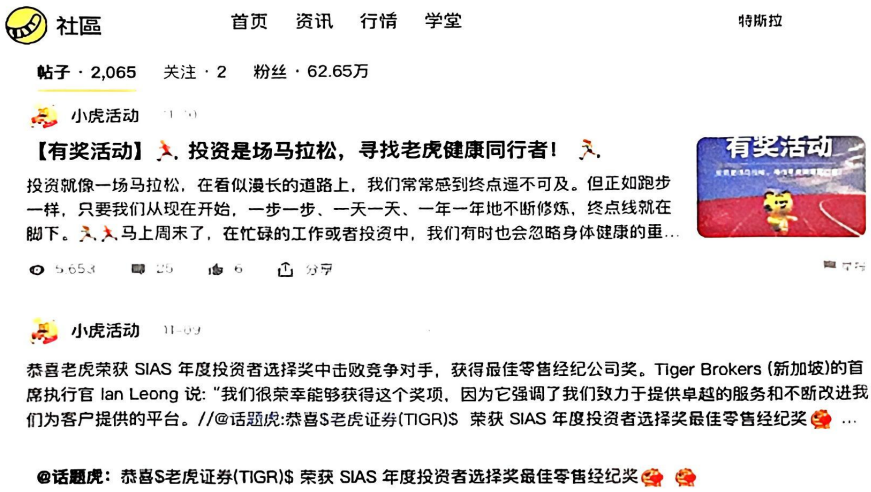
服务另一个方面是不容易被重视然而却是非常重要的因素是社区的建设。

作为一个散户，我们的消息来源可能是电视、报纸、手机、油管、朋友、微信群等等，林林总总五花八门，我们总是要听华尔街大佬怎么样说，某某媒体怎么评论，某某财经博主怎么说，又或者我的某个朋友怎么说。这些投资社区的观点或多或少都能给我们启发。

和券商 APP 集成在一起的投资论坛社区让我们有足够的便利来获取相关股票的最新消息、观点和市场分析等等。

还有很多人容易忽略的一点是：我们自己是我们投资决定的最终责任承担者，对于我们而言，自己怎么说怎么看才是最重要的。怎么听到自己的声音呢？有且只有一种方法：那就是把自己的想法看法计划写下来，这就是记录对于投资者的意义所在。

唯有把自己的观点、想法或者计划白纸黑字地写下来，我们自己才能真正地去审视它，也许有人想“我自己的想法我会不记得吗？”，事实上是，你真的会记不得，几个月后回头再看，你当初的那个想法或者是淡忘了，又或者是因为最近的事情而悄悄地变形了。此外，写下来的过程就是一个把自己还在脑中的思维理清的过程，当你把最初的想法写下来以后，你大概率会发现当中的问题进而做出修改，又或者过了若干时候，你会发现自己是多么地说话不算数。又因为是自己写下来的，不知不觉中这成了你给自己做出的



纪律约束，这样才能最大限度地减少低级错误，在市场的牌局上，我们比赛的不是单次赢钱的多少而是谁能更长久地留在牌桌上。

当然单纯地记录有些乏味，不容易坚持，那么发布在社区上，让别的投资者评头品足一番，或者收获几个赞，又或者得到读者的回复，对于坚持写作记录也是一个很好的支持。

像老虎证券的社区还一直在举办各种各样的活动，比如股市上涨的时候你可以晒单炫酷，大跌的可以卖惨自我安慰，每到年底季末写一些总结领取奖品，又或者财报前来个竞猜，万一赚大了还能获得采访，都能领取券商的奖品，林林总总的活动气氛十足，反正一年到头你的投资都不会觉得闷。

【第 4 章】
另类投资 – 不熟不吃

除了股票和基金以外，还有一些对于普通投资者来说不大熟悉的投资类别，对于这些另类投资，有的看上去很诱人，有的看上去有点怕人。我们应该如何面对这些另类投资呢?

道理千万条，总结起来有一条最关键：不熟不吃。

另类投资之所以让我们觉得另类，是因为我们自己或者主流市场对此不熟悉，是否应该把我们的真金白银押下去取决于我们对这个投资有多熟悉有多少正确的认知，投资的本质是认知的变现，另一方面讲，也可能是认知的亏空。

充当压舱石的投资标的 - 美国国债

美国国债本来是常见的投资类别，如今全世界大多数的基金里都会配置

美债的仓位，通常是作为投资组合里压舱石般的存在的，比如达里奥著名的全天候策略桥水基金 2022 年底公布的持仓数据就显示，其持仓中美国国债占比为 19.68%。

然而在近年的简中媒体中，美国国债成了一个最受误解的投资标的，诸如美国寅吃卯粮、大水漫灌收割全世界、两党恶斗政府关门之类的报道和分析经常刷屏，导致在普通投资者心目中，美国国债俨然成了高风险的另类投资。

一个基本的事实是，自美国立国以来从未违约，只是在 2011 年因为两党恶斗曾被评级机构降低评级，从最高的 AAA 级降低为 AA 级。美债收益率是全世界金融资产的定价之锚，比如公司估值用的折现现金流估值模型 DCF 公式，当中使用市场风险溢价来计算折现率的时候，用的就是 10 年期美债收益率。美债对于股票市场的互动关系是解读美股的一个非常重要的角度，而我发现很多普通投资者在这方面缺乏了解或者有很多误解，因此我觉得有必要单独劈出一章叙述美债相关的信息。

那什么是美国国债呢?

国债指的是美国政府为筹集资金而发行的国家公债。这些债券由美国财政部代表联邦政府发行，根据偿还期限的不同，可分为短期国库券（T-Bills）、

中文名称	英文简写	期限
短期国库券	T-Bills	4, 8, 13, 17, 26, 52 周
中期国库票据	T-Notes	2, 3, 5, 7, 10 年
长期国库债券	T-Bonds	20，30 年

美国国债的分类

中期国库票据（T-Notes）和长期国库债券（T-Bonds）三种类型。这些债券是以国家信用为担保，风险极低，甚至可以说是无风险的。

政府运营类似于企业，有时也会遇到资金短缺的情况，比如税收减少或支出增加，导致财政赤字。这时政府就需要通过发行债券向社会募集资金，以弥补财政空缺，支持政府的支出计划。随着税基的扩大、税收的增长以及支出的减少，政府会逐渐减少债务。

我们经常听到政府停摆的消息，实际上是在讨论是否扩大债务上限。原因在于支出过大，存在旧债务到期无法按时偿还的风险。一旦发生违约，可能导致国家信用下降甚至破产，从而在国际融资市场上遇到极大的困难。

美债是薅全世界人民的羊毛吗?

简中网上关于美国国债的段子有很多，比如说美联储是某几个家族控制的小团伙，整天就躲在小房子里密谋着发债印钱来薅世界人民的羊毛，诸如此类。如果这些是真的话，从经济学的逻辑看，美国国债就是不可投资的：受小团体操作，以薅羊毛为目的，寅吃卯粮，这样的金融活动不就是庞氏骗局吗?

然而，经济领域的一个特点是很多观点都可以用数据来说话。我们的第一个问题就是，到底谁买了美国的国债呢？我们看看数据是怎么说话的。

下图显示了截止到 2023 年 9 月，谁是美国国债的主要持有人：47.1% 的买家是美国私人和机构投资者，15.0% 是美联储，美国社会安全保险占了 8.1%，美国退休军人基金占了 4.1%，美国养老基金占了 3.1%，其他就是包括中国在内的外国投资者。综合起来，美国本土机构和个人购买了美国国

债的 77.4%，其他国家的投资者买了剩下的 22.6%。



来源：Political Calculations

下面这张图显示了在持有美国国债的外国主权国家中，各种持有的比例。可以看到，绝大部分都是发达国家。

Major foreign holders of United States treasury securities as of July 2023
(in billion U.S. dollars)



来源：Statista

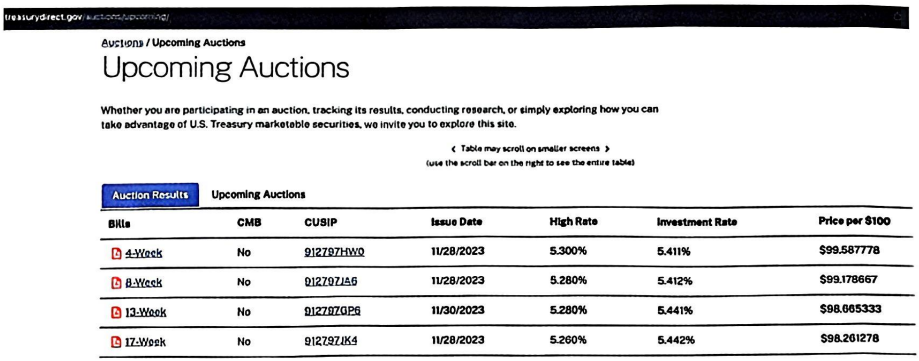
从以上两张图表我们能看到，超过 3/4 的国债持有者是美国人自己，那么自己薅自己的毛在逻辑上是说不通的吧；有人说那不是还有 1/4 吗？大家也看到，持有的主权国家绝大部分都是发达国家，好多都是美国的盟友们，兔子还不吃窝边草呢，薅自己人的羊毛好像也不大合乎逻辑吧。不需要太高深的经济学知识，你也能由此对美债的性质做出一个大致的判断的。

事实上美国国债都是自由交易的，没有摊派，没人拿枪逼着买，要卖也没人拦着。事实上，对于百亿级别以上的资产来说，在这个星球上你是找不到比美国国债风险收益比更好的投资的。或许美国还有其他方法来薅全世界人民的羊毛，但我们至少能肯定美国国债不是方法之一。

国债收益率是如何计算的?

印在国债上的固定比例，代表持有该面值国债，每年获得的固定利息，不计算复利。注意了：**这个固定利息是购买以后就不变的！**比如你去年买了 2.5% 固定利息的国债，今年同样期限的

比如 100 美元的 10 年期国债，5% 的派息率，代表着每年你能获得 5


treasurydirect.gov/auctions/upcoming/

Auctions / Upcoming Auctions

Upcoming Auctions

Whether you are participating in an auction, tracking its results, conducting research, or simply exploring how you can take advantage of U.S. Treasury marketable securities, we invite you to explore this site.

‹ Table may scroll on smaller screens ›
(use the scroll bar on the right to see the entire table)

Auction Results | Upcoming Auctions

Bills	CMB	CUSIP	Issue Date	High Rate	Investment Rate	Price per $100
4-Week	No	912797HW0	11/28/2023	5.300%	5.411%	$99.587778
8-Week	No	912797JA6	11/28/2023	5.280%	5.412%	$99.178667
13-Week	No	912797GP6	11/30/2023	5.280%	5.441%	$98.665333
17-Week	No	912797JK4	11/28/2023	5.260%	5.442%	$98.261278

美元利息，10 年共获得 50 美元利息，年化固定收益为 50÷100÷10×100% = 5%，这就是派息率（Coupon Rate）。

然而，票面上的 5% 利息是好还是不好？一些人或许觉得这一利润不错，但另一些人则认为太少了。该怎么办呢？如亚当斯密说的，用“看不见的手”，也就是市场来衡量啊，拍卖就是这么一种市场化的方式来解决这个难题。

100 美元面值，10 年期国债，5% 的派息率 (coupon rate)，年化固定收益 5%。

如果想要买的人多，100 块面值可能拍卖到 102 美元。这个时候的到期收益率 (YTM: yield to maturity) 就是

（（150-102）÷102）÷10 ×100%= 4.7%

如果要买的人少，100 块钱面值乏人问津，只能降价到 98 才卖得出，这个时候的到期收益率就是

（（150-98）÷98）÷10 ×100%= 5.3%

从上面的计算可以看到，国债价格和国债收益率是一种反比的关系，价格越高，收益率越低；又或者说收益率越低，国债价格越高。这个关系要牢记在心的。

债券的价格和收益率是反比关系

债券自售出以后支付的利息是固定的，比如两年前你化 100 元买了一张债券，每年收到的利息是 2 元，也就是收益率为 2%，即使现在的收益率已经涨到 5%，你一年里还是只能拿到 2 元的利息。如果想要出售这个债券，你就不得不要折价才能卖出，因为现在同样 100 元人家一年能拿到 5 元的利息。同样的道理，如果你现在以 100 元买入债券，股息是每年 5 元，一年以后即使债券收益率下降到 2%，你的这张债券每年还是能拿到 5 元的收

益，那么你就能以高于 100 元的价格卖出了这张债券了。

债券的价格和收益率呈反比例关系，这是因为债券的收益率是按照债券票面利率计算的，而债券的价格则是按照市场需求和供应决定的。当债券市场供大于求时，债券价格就会下跌，此时债券的收益率就会上升，以吸引更多的投资者购买该债券，从而使债券市场恢复平衡。相反，当债券市场需求大于供应时，债券价格就会上涨，此时债券的收益率就会下降，以鼓励投资者出售债券以供市场需要。

短期国债和长期国债的价格趋势

国债的定价包含 2 个方面：实际利率（TIPS）+ 通胀预期

在大多数的情况下，短期国债的收益率，通常比更长期的国债收益率低。这是因为，持有国债时间越长，面临的风险越大，主要是通胀上行的风险，侵蚀收益率。因此，长期国债通常需要一定的收益补偿，更高的收益，才能吸引购买者。所以国债期限越长，收益率越高。

2 年期或更短的国债收益率，受到联邦基金利率（实际利率）的影响更多，对通胀的定价更少。

30 年期超长期限的国债，无论实际利率，还是通胀预期，都难以把握，不确定性更大，指引不强。

10 年期国债，接近一个完整的经济周期循环，因此，10 年期国债收益率，是世界上无风险借贷成本最重要的基准，其收益率被用来定价其他数以万亿美元的其他证券，默认为全球融资基准成本。

10 年期国债收益上涨对股市的影响

当 10 年期国债收益率上涨的时候，会对股市造成三重打击：

首先，无风险收益上涨，大家都不太想冒风险。结果就是资金涌向国债，导致风险资产缺乏流动性，让这些风险资产的额外回报变少。企业成本上扬，利润能力受挫，就好像你花了同样的钱，最后却拿到更低的回报，风险还增加了，那谁会做这些赔本买卖呢？

其次，在 DCF 估值模型下，公司未来的现金流折现值受到冲击，导致估值受压。对于成长型股票（比如科技股），特别是那些尚未盈利的，估值下跌的压力是很大的。

最后，利率的上升意味着借钱的成本上升。对于那些还在努力盈利，还在烧钱的公司来说，这就是噩梦了！成本增加了，维持烧钱的费用也就倍增了。

购买美国国债的风险

和任何投资一样，美国国债也是有风险的，这个风险就是美国政府信用违约，到期无法偿本付息，或者美国国家信用评级被下调，又或者政府债务上限谈判破裂导致美国政府无法发债等等。

如果利率超预期大幅上升，跌幅取决于存续期，越长的国债，跌幅越大；相反，如果利率超预期大幅下降，那么越长期的国债涨幅越大。

如何购买美国国债

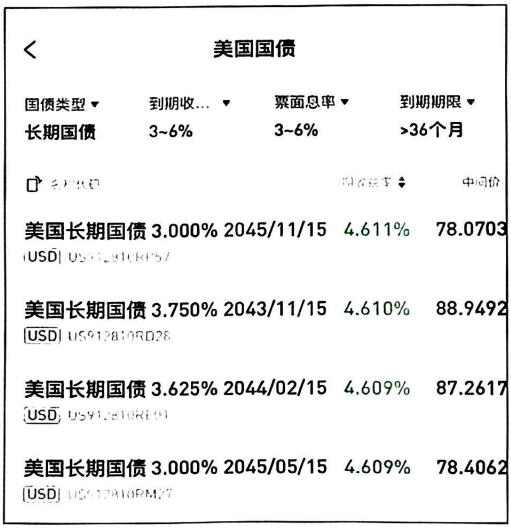
和大多数散户投资者想象的不一样，其实美国国债是很容易买到的，不是那么的遥不可及。

购买的方式主要有两种：一是在二手市场从券商那里购买；二是买美国国债 ETF。

现在老虎证券就开通了美国债券买卖的功能。

买卖美国国债的费用如下：佣金是面值 x0.08%；平台费是面值 x0.04%，最低 5 美元，最高 15 美元；托管费是年化费率 0.08%，根据每日收盘价格计算当天托管费。这个费用和在其它新加坡银行购买绝对是有很大竞争力的。





不像股息要交税（新加坡、马来西亚投资者 30%，中国投资者是 10%），美国国债的票息是不用交税的！

如上面的例子中，固定股息 3.00% 的美国中期国债其面值是 100 美元，现在的价格是 78.0 美元，计入票息收入后的实际收益率是 4.611%。

购买美国国债更为便捷的方法是买国债 ETF，比如上面提到的 TLT 等，这个会在第三部分 ETF 的章节里详细叙述。

当今时代的数字黄金 - 比特币

比特币真的有价值吗?

最著名的回答来自于投资界大神巴菲特，总所周知，巴菲特公开表示不会投资比特币，他认为比特币属于 "non productive"（不产生附加价值）的资产，这一观点同样适用于黄金、艺术品、邮票等。这类资产在巴菲特看来，其价值大多建立在期望未来能以更高价格卖出的基础上。尽管一些比特币支持者声称比特币可以产生附加价值，例如通过提高交易的透明度和降低成本等，但在巴菲特的眼里，这只是击鼓传花式的投机行为，他甚至说过比特币就是老鼠药（Rat Poison）。2018 年的股东大会上有记者问他，比特币从上次访问他的 100 美元到现在的 9000 多美元，他对比特币是老鼠药的看法有没有改变？他的回答是现在比特币应该是老鼠药的平方。

然而，巴菲特的成长历程中并不是一直排斥投机行为的。1959 年，巴菲特刚刚 29 岁，他与好友汤姆一起计划参加价值投资之父本杰明 · 格雷厄姆的演讲。在去演讲地点的路上，汤姆告诉巴菲特，4 美分面值的 1942 年美国蓝鹰邮票即将绝版。汤姆认为这些邮票未来可能升值，于是两人计划合伙扫购市场上剩余的存货。

回到家后，巴菲特仔细考虑后决定参与投机，他与汤姆一起购买了市面



上剩余的 40 万张邮票，总成本约为 16,000 美元。考虑到当时美国中产阶级家庭的年收入仅为 5000 美元左右，8000 美元的投入可以说是相当大的一笔支出。两人迅速扫空了市场上的存货，掌握了供给端，以期在未来几年内获得至少 10~30 倍的升值回报。

然而，现实并未按照预期发展。随着时间的推移，这些邮票的升值并没有达到预期水平，市场对它们的兴趣逐渐减退。到了 1982 年，巴菲特最终以低于成本价 10% 的价格出售了 20 万张美国蓝鹰邮票，仅收回 7000 美元的成本。考虑到通货膨胀，8000 美元在 1959 年的购买力相当于 1982 年的 26,529 美元，巴菲特的亏损更加显著。

这次投机经历让巴菲特深刻认识到投机的风险，从此之后，他几乎不再涉足 "non productive" 资产的投机。他坚信，真正有价值的资产应该能够持续产生附加价值，这种价值是通过企业的经营能力创造的，而不是寄希望于未来某个买家能出高价购买。

未来是什么样的，哪个大神说了都不算

从上面的故事看到，一个人的认知和他的经历是息息相关的，而每个人的经历又是有一定偶然性的。设想一下，如果股神当初从蓝鹰邮票上赚到钱呢？从故事的叙述看是完全有这个可能的，他还会像今天这样排斥比特币吗？

从蓝鹰邮票到比特币，当中的投资逻辑其实并不尽相同的，因此比特币背后的区块链技术，可能是金融领域的一次革命的技术底层架构，和蓝鹰邮

票完全是两码事的。这点上，巴菲特未必能够看得到，他或许只是从他的个人经历出发，简单地把比特币归结为像蓝鹰邮票那样的投资标的。在加密货币这个话题上，大神的话也未必能尽听。

下面的图表展示了一些投资大神对比特币态度的变化，这些都是旧闻了，但是即使今日看起来依然很有趣，因为这让我们看到，大神们也会前后不一，又或者说是“与时俱进”的。

	时间点	此前观点	当时比特币价格（美元/个）	转变时间	此后的观点	当时比特币价格（美元/个）
达里奥 桥水基金创始人	2019.09.19	“比特币是一个泡沫”	10,251	2021.01.28	“我相信比特币是一种绝妙的发明。	33,375
拉里•芬克 贝莱德CEO	2017.10.13 2018.7.16	比特币是“洗钱指数” 表示没有客户对加密货币感兴趣	5,637 6,730	2020.12.02	“比特币或许会演变为全球市场的资产”	19,218
斯坦利•德鲁肯米勒 全球最成功的宏观冲基金经理之一	2017.12.12	“我不拥有任何比特币。作为交易员，我只交易我所知的”	17,084	2020.11.09	“比特币可以作为一种资产类别，在价值储备方面它具有很大的吸引力”	15,327
杰米•戴蒙 摩根大通 CEO	2017.09.12 2017.10.13	比特币是”一场骗局” 如果你们傻乎乎地投资比特币，那有朝一旦将为之付出代价。”	4,159 5,637	2018.01.09	对将比特币称为欺诈感到后悔，收回此前对加密货币的各种批评与指责	14,779

所谓投资，投的就是未来的不确定性，虽然我们总想着用各种各样的理论和工具去寻找确定性，但是未来到底会是什么样的，哪个理论都不一定对，哪个大神说了都不算数，因为人类社会的发展总是超乎所有人类自身发明的理论的。

2024 年，几经周折，美国证监会（SEC）终于批准了比特币现货 ETF 上市的申请，这是加密货币里程碑事件。代表着加密货币不仅得到了投资者的认可，也得到了监管部门的肯首，把它纳入了监管范畴，这也有助于比特币交易的规范化。自此，普通投资者投资加密货币又有了一条更安全的渠道。

什么是比特币？

实际上，比特币是一个密码算法系统。根据这个系统，比特币总量是固定的，不会增加，也无法减少。这意味着，把它视为一种货币就不会面临通货膨胀的风险，而且它的信用也相当可靠。

但是，这里出现了一个问题：数字世界里的所有信息都能被复制。

你能发给我一串代码，也就是比特币，然后就能用它当作钱？这不就像复制粘贴一样简单吗？问题在于，货币的不可复制性是其最基本的特性。比如，你手里有 10 元钱，如果别人在别处复制出和你一样的 10 元，那么你手上的钱就会贬值。当每个人的钱都可以轻易复制时，钱就不再具有价值。

比特币的技术核心解决了这个问题。在虚拟数字世界中，它实现了一串代码的独特性和不可复制性。

如何实现的呢？

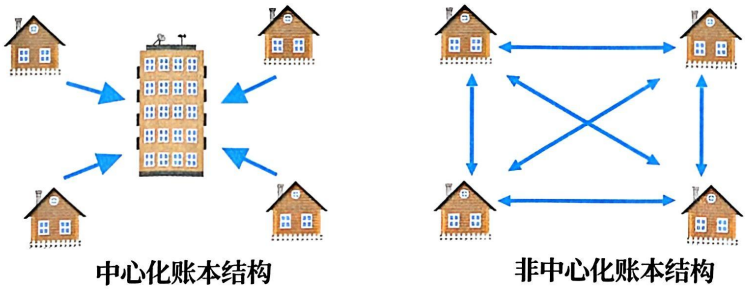
想想婚礼你就能明白了：婚礼上集合了所有人，告诉大家这对夫妇已经结婚了，大家都做了见证。比特币也是如此，它集合了所有人，告诉他们这笔交易已经发生了，每个人都确认，你确实做了这笔交易，我们都记住了。

在实体世界，这是不可能的事情。你买一根葱，难道还得召集全世界人民，每个人都记下这笔交易？那未免太过麻烦了。但在虚拟世界里，依靠计算机和互联网的算力，这件事就变得可以实现了。

在比特币系统中，有一种称为“分布式账本”的机制。也就是说，全球

所有比特币的每一笔交易，都能被每个比特币持有者“见证”。你使用比特币时，实际上是在整个比特币网络的共同记录和确认下完成的。

无论是哪个账户向另一个账户发送了多少比特币，这些信息都被大家记录下来，不存在伪造或重复支付的问题。因此，尽管比特币是虚拟的，但其防伪功能要比传统货币更为强大。这就是它的基本原理。



中心化账本结构和分布式账本结构图解

当然，上面是一种最简化的说法。对于没有科技信息领域工作的普通投资者来说，只需要记住比特币的以下特性：

1）比特币是一种信仰。

一种基于数字加密技术的信仰，信仰的人越多，比特币的价值就会越彰显。这个道理和全世界人民都信仰黄金的价值是一个道理的。到 2022 年全球有 3.2 亿人持有比特币，占全部人口的 4.2%。下图是截止 2023 年底加密货币持有者在一些国家占比情况。

2）比特币的数量是固定的，具有极强的稀缺性。

比特币与其他虚拟货币的最大不同在于其总量极度有限，拥有极强的稀

各国拥有比特币的人口比例的年度变化

国家	2019	2020	2021	2022	2023
尼日利亚	28%	32%	42%	45%	47%
土耳其	20%	16%	25%	40%	47%
阿联酋	-	10%	13%	34%	31%
印尼	11%	13%	12%	19%	29%
巴西	18%	12%	12%	22%	28%
印度	8%	8%	10%	22%	27%
阿根廷	16%	14%	21%	35%	26%
马来西亚	-	12%	16%	20%	23%
沙特	14%	11%	12%	20%	23%
南非	16%	17%	18%	23%	22%
瑞士	10%	9%	13%	18%	21%
韩国	6%	8%	8%	19%	20%

缺性。在比特币系统中，总量在四年内不超过 1,050 万个，之后将永久限制在 2,100 万个。比特币的产生通过“挖矿”来实现。所谓的“挖矿”实际上是通过计算机解决复杂的数学问题，以确保比特币网络分布式账本系统的一致性。比特币网络会自动调整数学问题的难度，确保网络每约 10 分钟便得到一个合格的答案。然后，比特币网络会作为奖励生成一定数量的新比特币，以奖励解出这个答案的人。

3）比特币目前是加密货币的头部加密货币，到 2023 年底，其市值占了全部加密货币的约 50%。

以太币（Ethereum，简写 ETH）是排名第二市值的加密货币，其市值在 2023 年底大概是比特币的三分之一。它不是一种简单的数字货币，而是代表着一个区块链技术的解决方案，它是有直接实际应用场景的一个开发平台。我个人认为以太坊更是代表了加密货币今后的发展方向。

美国证监局 SEC 在 2024 年 1 月终于批准了对比特币 ETF 的上市。这

一事件将对数字货币领域产生深远影响，不仅仅是为了方便购买数字货币，更是引发了机构资金的涌入、被动投资资金的进场以及系统性压低比特币供给的重要变革。

首先，比特币 ETF 获批将吸引机构资金的大规模进场。领导此次 ETF 的是华尔街两大巨头，黑石和富达基金。这标志着机构和监管方对比特币的认可，为中小机构 ETF 的涌现铺平了道路。目前已有十多家机构申请推出比特币 ETF，预示着比特币将成为金融机构不可忽视的领域。下面的截屏是目前资金规模最大的比特币 ETF，可以在老虎证券 App 上买卖（受目前的法规约束，中国大陆身份的投资者无法交易）。



其次，比特币 ETF 将吸引更多被动投资资金进场。ETF 的推出使得更多投资者能够轻松投资比特币，而相较于传统券商，ETF 的管理费用更为低廉。这不仅提高了投资的便捷性，更将引发大量被动投资资金的流入，从而推动比特币价格持续上涨。

最重要的影响之一在于比特币 ETF 有望系统性地压低比特币供给，进而推升价格。相较于现有的比特币 ETF，新一代的 ETF 将实际持有比特币现货，而非衍生品。这将直接影响市场上对比特币的供需关系，引发大量机构

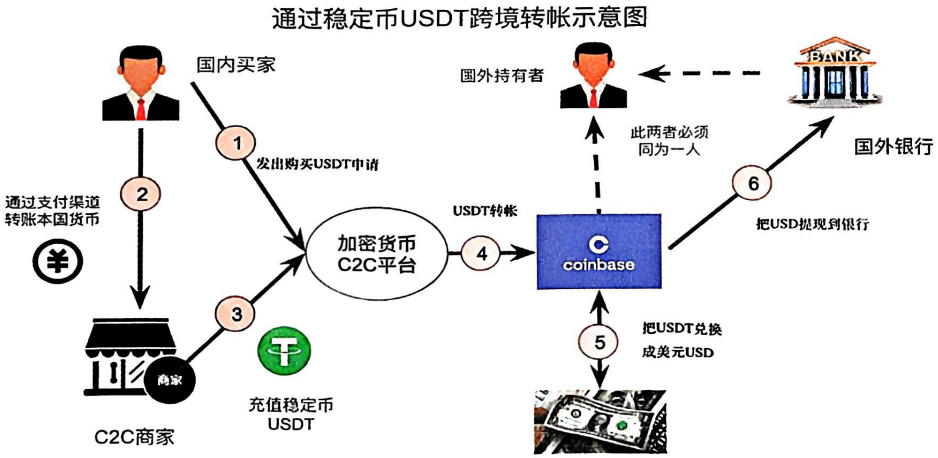
直接买入比特币现货，从而改变比特币的供需格局，进一步推高价格。

总体而言，比特币 ETF 的获批将使比特币真正具备长期投资价值。机构资金和被动投资资金的涌入，以及对比特币供给的系统性影响，将使比特币在规范交易中逐渐成为长期持有的资产，为投资者提供更多的入场机会和降低投资难度。比特币 ETF 的获批不仅是一次利好，更是数字货币迈向传统金融市场的关键时刻。

「小贴士」加密货币的实际应用场景

加密货币的一大应用场景就是快捷便利且费用低廉的跨地区跨系统转帐，这也是普通投资者最为关心的实际应用。

下图演示如何通过稳定币 USDT 跨境转帐，把本国货币转成国外银行上的美元。



第一步：在加密货币平台 HB 上开户，户名必须和支付渠道账户上的实名一致。然后在 C2C 平台上发出购买 USDT 的申请，这时候可以选择你要的 C2C 商家。一定要选择购买稳定币 USDT 因为这样可以减少加密货币价格浮动带来的耗损。

第二步：和 C2C 商家沟通好以后，通过支付渠道转帐本国货币给 C2C 商家。这是风险最高的一步。C2C 商家的信用很重要，建议采用少量多笔，蚂蚁搬家的方法比较稳妥。

第三步：C2C 商家将相应的稳定币转帐到你的加密货币平台 H 账号。

第四步：将 USDT 从加密货币平台 H 转帐到已经开好户的 COINBASE 账户上。COINBASE 是目前市场上唯一上市的加密货币交易所，相对比较安全。

第五步：在 COINBASE 上将 USDT 兑换成美元 USD 或者你其它想要的外币。

第六步：在 COINBASE 中把 USD 或者外币提现对应的海外银行。

需要注意的是第五和第六步的账号拥有者必须是真实的同一人。整个过程的费用会比传统的银行转帐便宜一个数量级，而且操作熟练的话整个过程可以在一两个小时内完成。

02 打造自己的仪表盘——投资老司机必备

在投资领域，普通投资者常常因选择过多而导致投资失利。就像行车一样，太多的岔路口会让我们失去方向，难以作出正确决策。因此，打造自己的投资仪表盘就成为摆脱投资迷宫的关键一步。

首先，了解自己的财务状况和风险承受能力至关重要。在投资的路上，了解自己是哪种驾驶者，对于投资老司机来说尤为重要。在市场下行时，这种了解尤为关键，它就像是驾驶中掌握方向盘的感觉。

接下来，我们需要学习如何解读各种美股相关的经济和股市数据。就像驾驶一辆车需要读懂路标一样，了解利率、收益率曲线、GDP、VIX 以及美联储对股市的影响，能够为我们规划投资路线提供重要线索。

投资老司机们更进一步，还会探讨如何给公司估值，学习如何阅读财务报表，以及如何计算投资组合的夏普比率来量化风险。这些就像是对车辆进行检修，保证它们在行驶过程中不会出现故障。

通过打造自己的仪表盘，我们能够在投资路上驾驭自如。像一位老练的司机一样，了解自身情况，熟悉行驶路线，懂得车辆机能，这样的投资者才能在复杂多变的投资路上游刃有余，避免迷失方向，做出明智的投资决策。

【第 1 章】认识你自己
—— 你是谁，从哪里来，要到哪里去

希腊德尔斐的阿波罗神庙上刻着三句箴言，“认识你自己”是当中的第一句话，这句话或许是古希腊最伟大的智慧之一。尼采曾言“离每个人最远的，就是他自己”，这番话也直击人心。古代圣贤思考的哲学问题也能应用到投资领域，这就是如何理解自己的投资目标和风险承受能力。

你花那么多时间去研究要投资的公司，读财报、看视频、刷新闻、体验产品服务、网上交流、等等等等，然而，你花了多少时间和功夫来认识了解你自己?

“知己知彼，百战不殆”，你看，孙子是把“知己”放在第一位的。许多人想当然地认为自己最了解自己，“我自己的事情我自个还不清楚吗？”。然而，实际情况是，许多人是过度自信了，对自己的财务状况或风险承受能

力其实没有一个量化的概念。当我们能够将这些数字清晰呈现时，不少人会大吃一惊的。

我们投资之前先要问自己，我投资的目标是什么？所有的投资都应该围绕着目标来进行。没有投资目标，你的期望回报值，你的风险承受能力是没有办法量化的。没有目标的投资就像没有信念的军队，即使能侥幸赢得一场战术胜利，但是却无法赢得一场战役的。而制定目标的第一步就是要了解你自己的财务状况，上牌桌之前总得看看你手上有几个筹码吧？

我有一位年纪轻轻就继承了一大笔财富的朋友，他在投资方面没有什么野心，他也只想好好生活，做他喜欢做的事情，那么对于他而言，就没有必要进行高风险的投资，每年资产收益战胜通胀就行，购买国债或者高评级的企业债就是适用于他的选择；如果你是一人吃饱全家不愁的单身状态，年纪也轻的话，你的投资目标可能是想快速地增值你的财富；如果你是人到中年，上有老下有小的话，你的投资目标或许是升级一下住房，让家人过的再好一些。

设想有一位普通投资者，在市场繁荣时，他可能认为自己已经了解了所有关于投资的重要事项。但当市场走向下行时，他却发现自己无法准确评估自己的财务状况和风险承受能力。这时，他可能会不知所措，可能会在情绪的驱使下做出错误的决定，可能在失去信心时仓促割肉，或者在市场触底时不敢于勇敢地进场。

这个例子揭示了一个重要问题：只有当我们了解自己的财务状况和风险承受能力时，才能做出明智的投资决策。就像驾驶一辆车一样，我们需要清楚了解自己的方向和能力，以便在前行时做出正确的转向，避免在复杂的投资市场中迷失方向。

了解自己的财务情况和风险承受能力就像是将仪表盘上的指示器清晰呈现。当我们心中有数时，不管市场是繁荣还是下行，我们都能更加淡定从容地驾驶投资的车辆，避免盲目跟风，做出更为理性的决策。投资老司机们都深谙这个道理，将其视作投资过程中的重要法则。

财富自由的计算标准：4% 法则

问起投资的目的，很多普通投资者会说，实现财富自由啊。

可是到底怎么样才是财富自由呢？有没有一个量化的标准？一百万？三百万？五百万？还是一个亿？

首先要搞明白财富自由的意思，因为太多人对这个概念存在偏差。如果你以为财富自由就是随便花、不用干活，那我只能说这是成为富二代（俗称王校长）的生活方式。

其实，科学的财富自由应该是这样的：你可以完全支配你的时间，你能依赖被动收入来维持你和你家人确定质量的生活，不用因为生活而被一份朝九晚五的工作所束缚。

实现财富自由也是把我们从地理位置的枷锁中解放出来。说实在的，那些高薪工作都挤在大城市里，不管是纽约、北京、新加坡，还是伦敦、香港、多伦多，通常只有在这些地方才有大公司，才有更好的机会。但实际上，这些大城市里的生活也有许多成本，比如高额房价、高昂房租、污染的空气、堵车的交通，糟糕的人群密度等等，在这样的环境中生活的幸福感指数是不会高的。

当然，财富自由的时间还是要贯穿一生的。假如一个人能活到九十岁，而他四十岁就能早早退休、财富自由了，那他其他的收入来源或者退休金得能支持他或他家人五十年的“躺平”的生活。

我们说清楚了财富自由的科学定义，那么下面就要请出著名的百分之四法则了。

“百分之四法则”起源于上世纪90年代美国麻省理工大学的学者威廉·本根的一项研究，他通过分析过去七十五年的股市数据和退休案例发现，对于一揽子投资组合，其中 50% 为股票，50% 为债券，如果一个人每年从退休金提取的本金不超过百分之四，那么每年根据通胀率动态调整，就可以实现退休金直到去世也用不完，这就是著名的百分之四法则。

其数学公式来表达如下：

实现财富自由的金额 = 每月开销 × 12（个月）÷ 4%

我们举两个实际的例子：

如果一个单身族每月的开销是五千，那么实现财富自由的金额 =5000× 12（个月）÷ 4% = 1,500,000 （150 万）

如果四口之家每月的开销是一万五千，那么实现财富自由金额 =15000× 12（个月）÷ 4% = 4,500,000 （450 万）

需要注意的是，这个公式只适用于美国，因为在过去 75 年里，其股票和债券市场的收益能够提供每年 4% 的剥离收益，大 A 或者港股就没有这个效果了。当然这个公式给我们提供了一个如何量化财富效应的思路，我们可以变动 4% 的百分比来适应各个地方的不同情况。

自己给自己做财务报表



注：以下内容中出现的所有表格都附在可以让大家自由下载的 GSheet 中，用手机扫一下左边的 QR 码就可以直接得到链接。

要了解你自己的财务状况，第一步就是先给自己做一个财务报表。

投资中，我们经常要读某某公司的财报，我们看公司财务报表能判断出一家公司的经营和财务状况，这个道理也适用于我们自己的。

各人的情况大相径庭，没有一个模板能适用于所有人的。贫穷可能限制

家庭资产负债表

资产类型	细分类别	2022年度 上一年度	2023年度 当前年度
流动资产		520,000	670,000
	股票	300,000	400,000
	债券	100,000	100,000
	加密货币	50,000	150,000
	现金	50,000	20,000
	黄金	20,000	0
固定资产		2,200,000	2,410,000
	房子1市价	1,000,000	1,100,000
	房子2市价	1,000,000	1,100,000
	公积金1	100,000	105,000
	公积金2	100,000	105,000
	店铺1	0	0
其他资产		10,000	10,000
	收藏1	10,000	10,000
流动负债		-30,000	-30,000
	汽车贷款	-20,000	-20,000
	信用卡贷款	-10,000	-10,000
长期负债		-800,000	-750,000
	房屋贷款1	-300,000	-280,000
	房屋贷款2	-500,000	-470,000
总资产		1,900,000	2,310,000

注：以上数字为虚构

了我的想象，应该还有很多资产类别没有概括到以上的表格种，各位看官就根据各自的情况进行增删吧。财产状况是最敏感的个人信息，这些表格都需要你自己动手做的，当然世上有一个存在叫“财务顾问”，除非是极度信任的人，不然你很难把所有的信息告诉别人的，这就像脱光了衣服接受医生检查一样。这些信息不是填好一次就算了，这需要定期更新的。我自己是每个季度更新一下。

接下来的是现金流量表，这了解你每个月能投入多少资金的重要依据。要记录现金流量是一件挺琐碎的事情，我的建议是大概数字就好，不需要太精确。不然你很难坚持更新的，我自己的经历就是如此，我曾经坚持每个星期记账，记了一年就实在坚持不下去了，回头再看的时候觉得话太多时间在记账上不大值得。

家庭现金流量表

现金流量表	金额	占比	金额	占比
工作收入	300,000	66.7%		
理财收入	100,000	22.2%		
房租收入	50,000	11.1%		
收入合计	**450,000**	**100%**	**0**	**100%**
贷款还款	(20,000)	6.7%		
保险费用	(30,000)	10.0%		
生活费	(100,000)	33.3%		
子女教育费	(100,000)	33.3%		
信用卡	(20,000)	6.7%		
其他	(30,000)	10.0%		
支出合计	**(300,000)**	**100.00%**	**0**	**0.00%**
现金净流量	**150,000**		**0**	

注：以上数字为虚构

多算胜少算不胜，而况于无算乎

给自己做好财务报表以后，接下来我们就可以具体地算一下，按照你现在的财务状况，要实现想要的财务自由需要多少时间。

当然，这是一个很粗略的计算，很多实际的情况我们其实没有办法量化，然而，正如《孙子兵法》所云，“多算胜少算不胜，而况于无算乎”。春秋的君王将相在拉开战斗序幕之前，就进行"庙算"（在宗庙里举行仪式并且商讨作战计划），充分估量了有利条件和不利条件，开战之后就往往会取得胜利；而拉开战斗序幕之前，没能进行周密"庙算"，没有谋划，开战之后就往往会失败。筹划周密就能取胜；筹划疏漏就会失败，更何况不作筹划，毫无准备呢？

	A	B	C	D	E	F	G
1							
2	初始本金（万）	100	（家庭资产负债表中得到）				
3	每年新增投入（万）	5	（家庭现金流量表中得到）				
4	财富自由需要的金额（万）	350	（每月家庭开销 × 12 ÷ 4%）				
5							
6	每年不增加投入的情况	每年年化回报					
7		2%	5%	10%	15%	20%	30%
8	年数						
9	5	110	128	161	201	249	371
10	7	115	141	195	266	358	627
11	9	120	155	236	352	516	1,060
12	13	129	189	345	615	1,070	3,029
13	26	167	356	1,192	3,786	11,448	91,733
14							
15							
16	每年增加投入5万的情况	每年年化回报					
17		2%	5%	10%	15%	20%	30%
18	年数						
19	5	136	155	192	235	286	417
20	6	144	168	216	275	348	546
21	8	160	195	272	375	512	935
22	11	185	242	378	587	904	2,074
23	17	240	358	708	1,402	2,748	10,075
24							
25	A10公式	'=FV(B$8,$A10,,-B2)					
26	A20公式	'=FV(B$8,$A20,-B3,-B2)					

注：以上数字为虚构

投资也是一样的道理，凡事谋定而后动，三思而后行，才能为我们增加胜算。

左图就是一个估算自己财务自由时间表的例子。假定我们能投入投资的金额有 100 万（这个数字可以从上一小节中的家庭资产负债表中得到），而每年我们新增投资金额为 5 万，我们的财富自由金额由每月家庭开销中计算出来。

根据复利公式，我们可以得到以下的结论：

第一种情况是不增加投资金额，如果我们的年化回报是 5%，要实现财务自由需要 26 年；如果年化回报是 10%，则需要 13 年；如果年化回报是 15%，则需要 9 年；如果年化回报是 20%，则需要 7 年；如果年化回报是 30%，仅需要 5 年。

第二种情况是每年增加 5 万投资金额，如果我们的年化回报是 5%，要实现财务自由需要 17 年；如果年化回报是 10%，则需要 11 年；如果年化回报是 15%，则需要 8 年；如果年化回报是 20%，则需要 6 年；如果年化回报是 30%，也需要 5 年。

美股大盘的平均年化回报是 10%，我们看到如果每年能从收入中挤出一些来增加投资的话，能加快我们实现财富自由的部分，具体一点来说，是能提前 2 年。

计算的表格我都附在可以让大家自由下载的表格中，用手机扫一下前面的 QR 码就可以链接到上图的 GSheet 表格（“3. 财务自由年数计算” tab），大家可以根据自己的实际情况改动参数来得出自己的年数。

仓位管理 - 自己给自己戴上的紧箍咒

从家庭资产负债表中得到总投资金额以后，就可以据此进行持仓规划，以及进一步的仓位管理了。

比如我们总投资金额是 1 百万，分配给纳指大盘基金 QQQ 的权重是 25%，那么相应的总仓位就是 1 百万 x 25% = 250,000，现在 QQQ 每股价格是 400 美元，那么我们最大可以买入的股数就是 250,000 ÷400 = 625 股，如果现在我们已经持有 600 股，那么我们还剩余 25 股的仓位可以买入。

持仓规划

总资金 1,000,000 （从家庭资产负债表中来）

	计划持仓										
编号	股票名	标的国家	股票代号	选择理由	计划权重	分配资金	现今股价	计划股数	已有股数	实际金额	可再买股数
#01	纳指大盘ETF	美国	QQQ	投资基本盘	25%	250,000	400	625	600	240,000	25
#02	特斯拉	美国	TSLA	第一信仰股：曝光率高，未来趋势首选。期权策略标的	18%	180,000	350	514	250	87,500	264
#03	微软	美国	MSFT	压舱石标的，信仰度最高，已持有10年。期权策略标的	13%	130,000	370	351	200	74,000	151
#04	高盛	美国	GS	押注经济软着陆的标的，对冲科技股。期权策略标的。	13%	130,000	380	342	400	152,000	-58
#05	美国20年期国债ETF	美国	TLT	稳定固定收益标的，押注减息标的	10%	100,000	96	1,042	1000	96,000	42
#06	半导体ETF	美国	SOXX	押注芯片股周期结束	8%	80,000	508	157	100	50,800	57
#07	奈飞	美国	NFLX	内容制作的龙头，爱屋及乌。期权策略标的。	8%	80,000	480	167	200	96,000	-33
#08	以太坊	加密货币	ETH	最有潜力的加密货币	3%	30,000	2,300	13	10	23,000	3
#09	比特币	加密货币	BTC	加密货币标杆	2%	20,000	46,000	0.4	0.3	13,800	0.1
				合计	100%				正股资金	833,100	
									剩余现金	166,900	

扫描一下上一节里的 QR 码就可以在“5. 持仓规划”的 Tab 上得到这个 GSheet 表格，你可以根据自己的实际情况改变参数，你就可以开始你的仓位规划了！

仓位规划好了，下一步就是仓位管理了。

仓位管理是指根据股票和资金之间的比例来有效管理投资组合。例如，轻仓指的是已购买股票所使用的资金，相对于整体可投资总额而言，其比例较小。简而言之，这表示剩余资金较多，保留了较大比例的现金。相反，重仓则表示剩余资金较少，而持有的股票资金比例较大。

仓位的控制是为了降低风险。在市场下跌的情况下，有效掌控投资仓位是最为关键的因素，因为它直接影响着投资者在逆境市场中的生存能力。因此，仓位管理的良好实践对于确保投资组合的稳健表现至关重要。从价值投资以及基本面研究的角度来看：短期市场是无法预测的，即使是投资大师也是如此，因为投资风险中不仅有系统性风险，同样有非系统性风险，所以我们只有做好仓位管理，才可能在风险可控的前提下，让我们存活下来。

仓位管理涉及两个关键方面：操作层面和心态层面。

仓位管理的目标之一是维持良好的心态。想象一下，若你满仓 100 万元，面临 50% 的浮亏，与轻仓 1 万元、同样面临 50% 的浮亏相比，两者的心理状态会截然不同的。满仓轻则导致患得患失，重则情绪崩溃，难以冷静分析，更别提做出正确的判断了，这是投资心态失衡的明显表现。

相比之下，若你只是轻仓，手头还有可利用的资金，那么不论市场走势是涨还是跌，你都能从容应对，这有助于冷静面对投资。

仓位管理的基本逻辑在于：在高估值时保持低仓位，在低估值时保持高仓位。这与基本面研究者提倡的“估值投资法”相一致。尽管不一定能在最低点买入、最高点卖出，但确保低位买入、高位卖出仍是可行的。

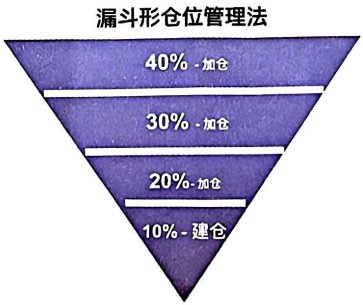
为何需要保留资金而永不满仓呢？首先，因为我们的现金流是有限的，需要考虑后市可能出现良好投资机会时有足够资金买入，而不是束手无策。其次，满仓会带来过大的波动，尤其是在下跌市场中，普通投资者的情绪和心态很难把控。

以 100 万元本金为例，下跌 10% 后剩下 90 万元，而 90 万元上涨 10% 仅为 99 万元，为了回本，需要上涨 11.11%。亏损幅度增大，回本难度陡然增大，亏损超过 50% 时，若不补仓，则需要上涨 100% 才能回本，上升的难度是下跌的两倍。下面的表格显示亏损 10% 到 90% 回本所需要的百分比。

亏损百分比	回本所需百分比
10%	11%
20%	25%
30%	43%
40%	67%
50%	100%

亏损百分比	回本所需百分比
60%	150%
70%	233%
80%	400%
90%	900%

因此，只有保持足够资金，当投资浮亏时，及时补仓，将浮亏控制在 40% 最多 60% 以内，才能有望实现回本的可能性；否则，亏损比例越大，回本的希望就越是渺茫。



仓位管理法主要有三种：漏斗型仓位管理法、矩形仓位管理法以及金字塔仓位管理法。三种方法没有优劣之分，各有长短利弊，这里我们就只讲我觉得最适合美股市场里的漏斗形仓位管理法。

漏斗型仓位管理法是先用少量资金开始投资，如果市场走向和预期一样，就慢慢加大投资，这样平均下来的成本会更低，形状像个漏斗，底小顶大。这个方法好处是开始时风险小，后面随着市场确认，逐步加大投资可以让成本降低，赚钱的可能性更大，与此同时也承担更高的风险。

比如，一个投资者开始只投了一点钱买股票，后来看股市如预期的那样好，就按漏斗型的方法逐步加码投入。这样一来，如果股市持续好，他的利润就会慢慢增加。但如果股市走势和预期相反，那么这个时候我们是越跌越加仓，成本摊低，当然风险也随之增高，因为美股有牛长熊短的特点，只要投资标的靠谱，我们较大概率上还是能回本乃至盈利的。

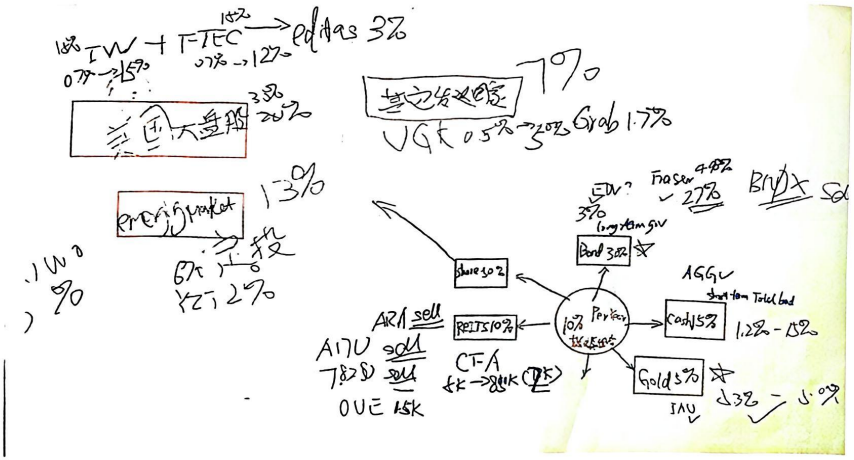
「小贴士」用思维导图理清思维

在做资产配置的时候，我的建议是一定要白纸黑字地写下来。因为在写下来的过程就是一个把思维理清的过程，而且当你把最初的想法写下来以后，你大概率会发现当中的问题进而做出修改，而且做这个配置计划的时候，一定不要在交易时段，最好找周末一个不受打扰的时间，坐下来静心地思考。

理清思维最好的办法就是画一张思维脑图。思维脑图是一种用图像整理信息的图解：它用一个中央关键词或想法以辐射线形连接所有的代表字词、想法、任务或其他关联项目。它可以利用不同的方式去表现想法，是一张集中的有关连资讯的语义网路或认知体系图像，所有关连资讯都是被辐射线形及非线性图解方式接连在一起，是以脑力激荡法为本去建立一个适当或相关的概念性组织任务框架。

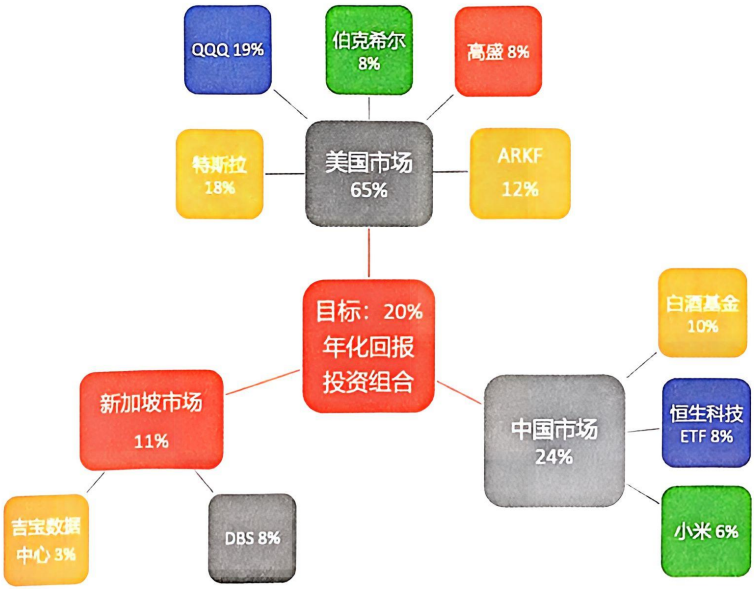
这里我也不怕大家笑话，我把我 2018 年做投资配置的思维脑图贴上来。这么一张鬼画符一样的东西可能只有我自己能看懂，但它却让我记得当初那

些决定是怎么做出来的，以后我改变这些决定的时候，我会回头看看当初的理由是不是不成立了。



放这么一张图其实是想告诉你，画一张思维脑图其实很简单，不需要什么高深的知识，不需要什么特别的画图技巧，也费不了多少时间，只需要一支笔一张纸就可以开始了。这只是帮助自己理清思路，不是用来晒朋友圈，所以不用画得多好看，我想绝大多数人会比我画得好。

对于要求严格一些的你，当然也可以画得好看一些，网上国外国内都有很多提供免费使用的脑图（Mind Map）工具，一搜就是一大把，这个我就不展开了。



我的持仓思维脑图（2018 年）

【第 2 章】美股的宏观数据怎么读——指南针使用指南

查理 · 芒格：“宏观是我们必须要接受的，而微观才是我们能有所作为的。”，当然，作为散户投资者的我们无法改变宏观环境，但这并不意味着在微观上我们无法有所作为。根据过往数据的表现，宏观指标和市场表现有较强的相关性，我们仍然可以利用宏观指标来优化我们的投资。

但宏观数据繁杂，究竟如何跟踪数据？如何思考数据背后的逻辑？如何判断数据的影响？

投资美股和中国 A 股的最大区别在于美股更偏向于基本面分析，更着重对于数据的掌握和理解，投资工具更多元化，信息披露更透明，对于散户来说，这是一个有更高确定性的投资市场。对于之前在大 A 里拼杀的朋友来说，要转战美股的话，基本面分析是不可或缺的技能需求。

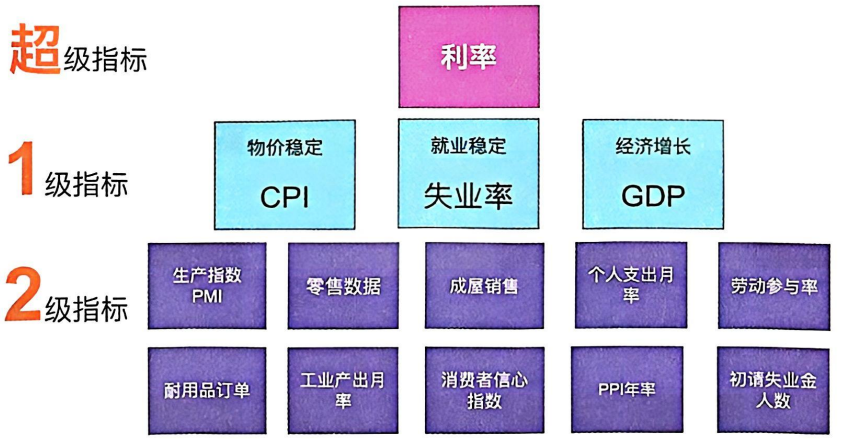
中国 A 股市场有点像传统集市购物，商品是琳琅满目，卖家们大声喊着各种优惠，但信息不透明，你很难确定商品的质量和真实价值，买到假冒伪劣商品是常有的事情。而美股就像大型购物商场，商场内有各个专柜，商品说明详细，明码实价，来源清晰。

在美股市场，散户投资者可以通过丰富的信息披露和规范的财务报表，了解上市公司的财务状况、业绩表现和前景展望，就像在商场中可以获取到商品的材质、功能和质量保证。这样的信息透明度让你能够更加准确地评估投资价值和风险。

在分析一个国家的经济状况时，我们需要研究各种宏观经济数据。这些数据具有不同的重要性和层次，因此我们可以将它们分为不同级别。

利率是由一个国家的中央银行决定的，是唯一一个由人为意志决定而非统计出来的宏观经济数据。利率的波动不仅直接影响金融市场，还对实体经

宏观数据的层次



济产生广泛影响，包括消费、投资和就业等方面。因此，我们可以将利率视为一个超级指标。

制定利率政策的决策者主要是根据一级宏观经济指标，权衡利弊之后来做决定的。在我看来，一个国家经济处于“最佳”状态时，通常具备以下条件：利率适中、物价稳定、就业稳定以及经济增长。这些条件分别对应着利率、消费者价格指数（CPI）、失业率和国内生产总值（GDP）等一级经济指标。

在一级经济指标下，我们还可以细分出许多二级经济指标。例如，生产相关的采购经理人指数（PMI）和生产者物价指数（PPI）年率；失业率相关的初次申领失业金人数和劳动参与率；物价相关的消费者信心指数和个人支出月率等等。

要对一个国家的经济状况进行全面而深入的分析，并指导我们的投资决策，就需要深入了解这些经济指标的含义，以及它们与不同行业领域乃至具体公司的关系。只有当我们了解了这些关系，我们才能在投资时有所依据，做出更加明智的决策，以期在不同经济环境下保持较好的收益和风险控制能力。

利率 - 资本市场的定价锚点

在美股投资市场里，利率是影响力最大的宏观数据，没有之一。

美国的利率不仅左右美国股市，同时也是全世界整个资本市场的定价锚点。资本市场中公司的估值怎么算，黄金比特币该如何定价，银行利息房屋贷款该如何计算，等等等等，美国的利率就是基准。

在专业投资的术语中，短期利率并不是泛指短期国债利率，而是特指美国三个月国债的收益率，长期利率也不是长所有期国债利率，而是美国十年期国债收益率。不要问我为什么是十年而不是二十年，这是约定俗成吧。

我们新闻里常常听说的美联储要加或者要减的那个“息”是美国联邦基准利率，基准利率和短期利率不是一码事，但是两者是高度相关，同涨同跌的。

短期利率决定了银行的最优贷款利率（Prime Rate），它和我们的日常生活是息息相关的，包括房贷利率、信用卡利率、银行定息存款利率等等都由短期利率决定的，短期利率同时也影响企业短中期借贷的成本。

而长期利率并不是由美联储决定的，它是由市场上供需双方博弈出来的，不受加息减息的影响，就如亚当斯密在《国富论》所说的“看不见的手”所决定的。

难道利率不是美联储那个姓鲍的老头子定的吗？其实这是美股投资常见的一个误区，魔鬼总在细节处，**美联储决定的是短期利率，而长期利率是由市场博弈出来的。**

即使你不投资，短期利率也和你的生活息息相关，比如房贷利息、信用卡利息、银行利息等等，都是和短期利率高度正相关的，而决定短期利率最重要的因素就是美联储的货币政策。

相对于短期利率，长期利率对于企业经营的影响更大。一方面，企业在市场融资的成本和长期利率直接相关，长期利率越高，企业的融资成本就越高，相应的利润率就下降。

另一方面也是更重要的一点，就是长期利率对于公司的估值影响严重，因为华尔街给那些公司估值用的公式中的折现率就是 10 年期美国国债的利率（如下图的 DCF 公式，r 代表的折现率就是 10 年期国债收益率），长期利率越高，公司的现金折现率越高，现金折现值就越低，公司的估值就越低，股价就会下降。

DCF计算公式

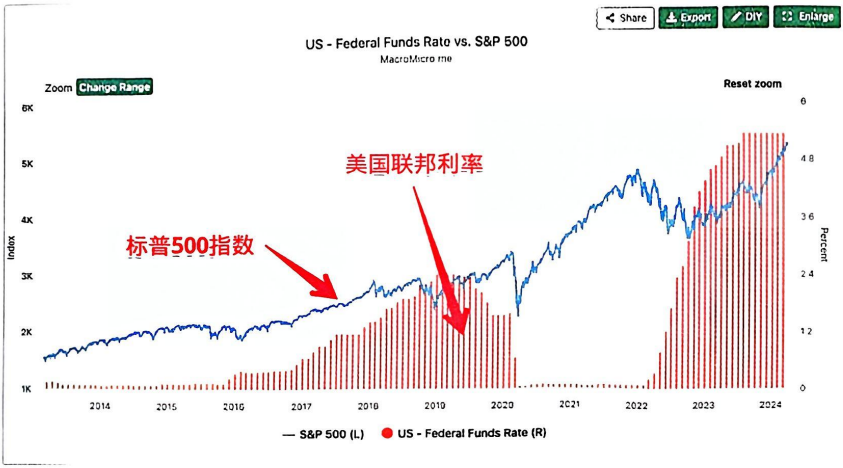
$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

CFn　：预期未来各n期的现金收入

r　：折现率 （10年期国债收益率）

因此当长期利率上涨的时候，对于那些成长性公司来说，是一个双重的打击。反过来说，当长期利率下跌的时候，则是双重利好高成长公司。因此在 2022 年美联储开始加息的时候，科技股出现大跌，尤其是那些那些还没有实现盈利靠借贷来维持生存的高成长公司，比如 Roku、UiPath、Roblox 等；而 2024 年美联储开启降息周期时，最先反弹也是这些高成长公司。

一般的情况下，当美联储开始加息的时候，股市开始下跌，当美联储开始降息的时候，股市会上涨。不过，在美股过往的历史上，这不是一个固定的规律。下图是美国联邦利率和标普 500 走势在过去 10 年里的关系图。我们可以看到 2016 到 2018 年间，美联储在不断提高利率，但是股市还在节节攀高，因为当时的美国经济处于一个超级繁荣的阶段；2020 年美联储开始降息的时候，恰恰是美国股市大跌发生 4 次熔断的时间段，因为当时疫情带来的恐慌情绪远远超过了美联储降息所带来的利好指引。



美国联邦利率和标普 500 走势 2014-2023 年关系图，图表来源：MacroMicro

「小贴士」CME FedWatch Tool

一说起美联储，简中媒体里就能找到汗牛充栋的阴谋论，即使一些很著名的学者都深信不疑。比如美联储是五大家族控制的，整天在小房间里密谋怎么收割全世界；又说美联储是共济会控制的，以利息 6% 的货币剥削美国，白宫以债养债无法摆脱其控制。等等等等，诸如此类。其中影响最为深远的莫过于某兵的《货币战争》，时至今日仍然是当当淘宝畅销书。

阴谋论嘛，都是一些不可证伪的故事，你也很难反驳它，但是却有那么一个网站，可以明明白白地用数字来反驳那些可笑的阴谋论。

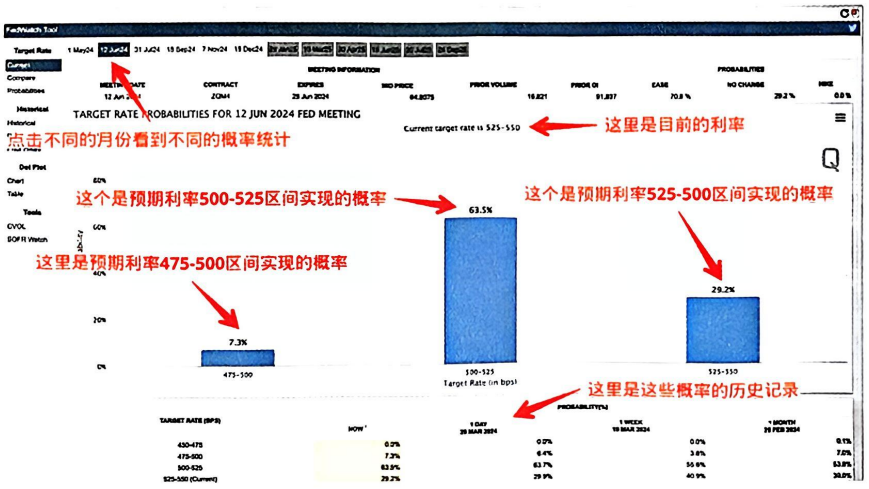
这就是芝加哥商品交易所（Chicago Mercantile Exchange，简称 CME）的 FedWatch Tool，网址如下：https://www.cmegroup.com/cn-s/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html



用手机扫描这个 QR code 可以直接进入 CME 网站这个网址公布的是对美联储各种加息幅度预期的概率，数据是动态更新的。自 2008 年起，这个网站预测美联储的加息幅度就没有错过。

一个简单的逻辑：如果真的有那么多的阴谋，美联储怎么可能允许这么一个网站存在？

对于我们普通投资者，也没有什么必要去纠结于那些阴谋论，毕竟纠结于阴谋论不能帮我们赚钱，这个网址却能让我们清晰量化地看到市场对于美联储加减息的预期。这个网站也有中文的用户指南，很容易就能看懂。



CME 的数据可不是那个权威人士一拍脑袋的想法，主要基于美国国债期货市场的交易数据来生成市场对美联储货币政策的预期。具体来说，FEDWatch 工具根据市场上交易的联邦基金利率期货合约价格，计算出市场预期的美联储加息概率。这些期货合约是根据市场对未来经济数据和美联

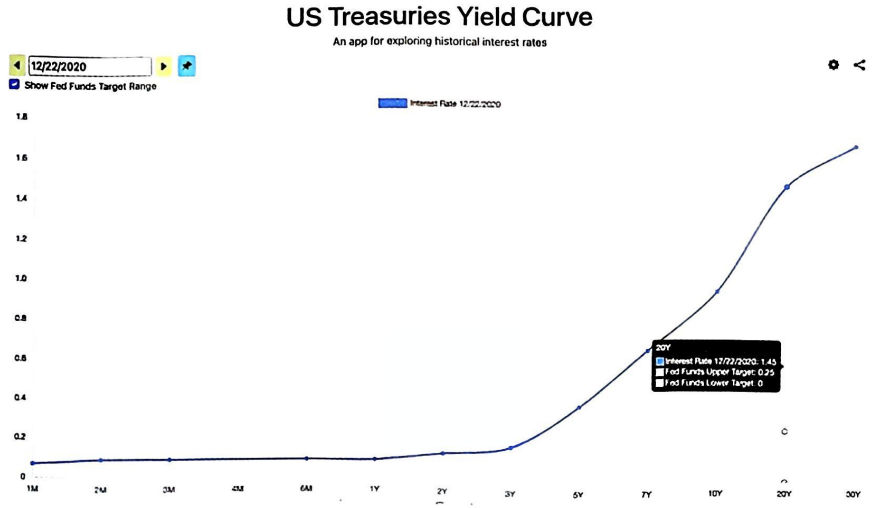
储货币政策变化的预期而定价的。因此，这些合约的价格反映了市场参与者对美联储货币政策的预期，包括加息的可能性和时间点等。

FEDWatch 工具在 2003 年推出以来，在预测美联储加息方面的准确率是挺高的。例如，在 2022 年，它预测到美联储将在 12 月份加息 25 个基点。在过去的几年中，FEDWatch 工具的准确率通常在 70% 至 90% 之间。

收益率曲线 - 经济趋势的水晶球

在 2022 年的财经新闻里，我们经常会听到“收益率曲线倒挂，经济衰退预期加剧”云云，这个收益率曲线怎么和经济衰退预期联系在一起呢？

而美债收益率曲线便描绘了所有各周期国库券和国债的收益率。我们投资者通过观察其形状，不仅可以一目了然地知悉当前各周期收益率的所处的水平，甚至可以借此来推断市场对美国经济增长和货币政策的预期。

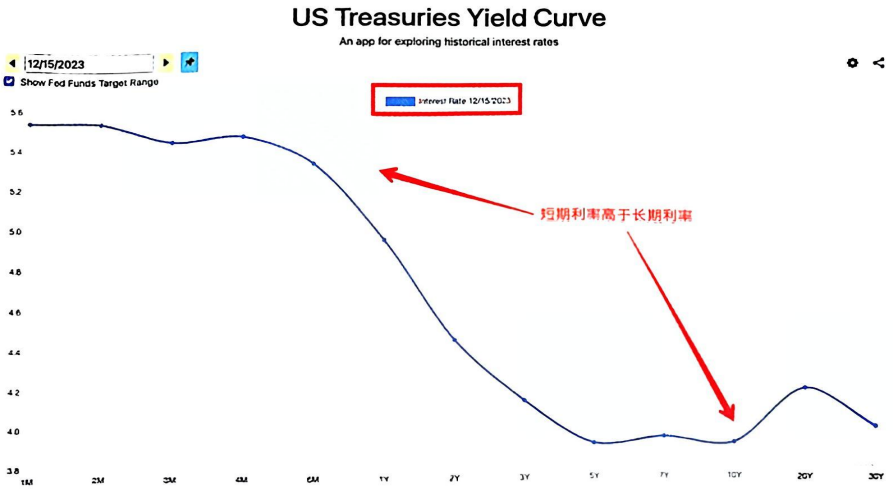


那么，美债收益率曲线应该是怎样的？

在正常情况下，美债收益率曲线理应是一条从左至右（从短期到长期）向上倾斜的曲线，如上图是 2020 年 12 月份的美债收益率曲线图：

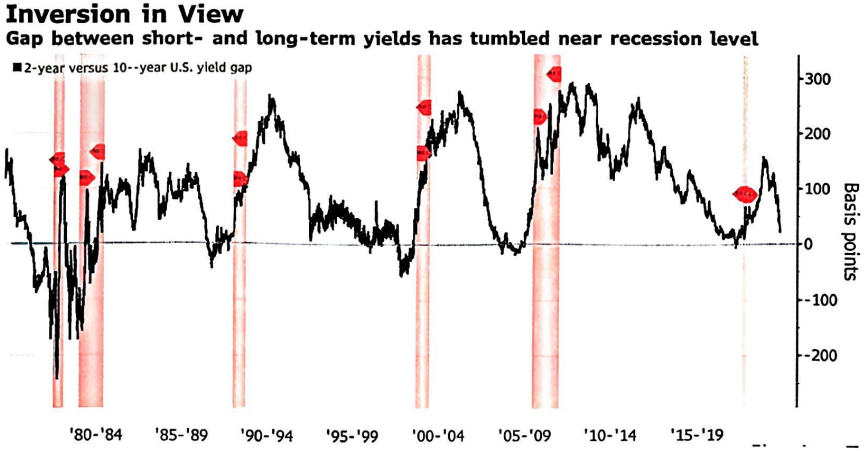
投资者持有长期债券时，需要考虑通胀上升可能降低预期回报的风险，因此他们应该获得更多的回报以补偿这种风险。这也解释了为什么 10 年期美国国债的收益率通常高于 2 年期美国国债，因为 10 年期的国债有更长的存续期。在这种情况下，美国国债的收益率与其价格呈反向变动。简而言之，长期债券的投资者需要额外的回报来抵消通胀风险，因此长期债券的收益率通常较短期债券更高。

与此同时，这条曲线趋陡通常意味着人们预期经济活动将走强，通胀将上升，利率将上升。曲线趋平则可能意味着相反的情况：投资者即便预计短期内会加息，并却已对经济增长前景失去了信心，如下图 2023 年 12 月份的利率曲线就是一个收益率曲线倒挂的情况。



用简单的话说，就是收益率曲线趋平是经济增长放缓的迹象，如果这个趋势继续下去的话，会出现 2 年期的债券收益率高于 10 年期的现象，这被称为收益率曲线倒挂，经济学家们说这是 12-18 个月将内出现经济衰退的一个迹象。

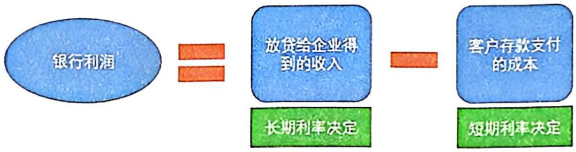
根据旧金山联储在 2018 年发布的一份报告，自 1955 年以来，2 年期和 10 年期美债收益率曲线在每次衰退之前都会出现倒挂，经济衰退大致发生在倒挂出现的 6-24 个月之后。在这段漫长的岁月长河里，美债收益率只发出过一次错误的倒挂信号。



上图显示从 1980 年代起，美债收益率倒挂和发生经济衰退的关联图。粉红色柱子显示的是经济衰退的时间段。图表来源：Bloomberg。

用手机扫描左边的 QR 码可以直接进入 US Treasuries Yield Curve 网站。

收益率曲线对于投资银行股有着重要的参考价值。收益率曲线趋平对银行股来说是个坏消息，收益率曲线趋平意味的长期和短期利率的差值小了，银行的利润也会因此而减少了。



通胀 - 左右股市情绪的酒精

回看 2022 年和 2023 年的美股市场，通胀成为左右股市情绪的酒精：一方面通胀率左右美联储的货币政策，加息该加多少，缩表该缩得快些还是慢些，通胀指数都是最最重要的决策依据。另一方面，通胀率也直接影响企业的盈利，从而对股价产生直接的影响。2022 年因为通胀猛涨，而迫使美联储大幅加息，从而导致股市持续下跌；到了 2023 年，美国的通胀受到控制而持续下跌，这样的趋势催生了对美联储停止加息乃至减息的预期，从而导致股市的上涨。

很多时候美股大盘的情绪就像潮汐一样被宏观数据的月亮拉着潮起潮落，因此我们散户有必要去理解一下这些情绪背后的经济逻辑，我们就能明白需要特别关注哪些宏观经济数据。

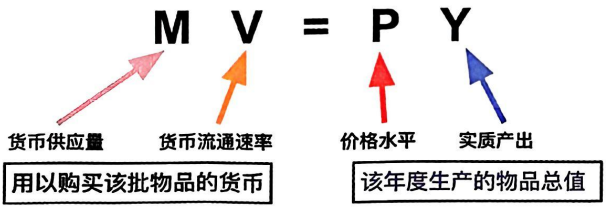
产生通胀的原因其实很好理解：要么就是需求大增，大家抢着买，那价格一定上涨，价格上涨就产生了通胀；要么就是供给减少了，需要还是这么多，那价格自然也会涨上去。

“通胀归根结底是一种货币现象”

米尔顿弗里德曼 Milton Friedman (1912-2006) 是 20 世纪著名的经济

学家和统计学家，曾获得 1976 年的诺贝尔经济学奖。他提出了著名的“货币数量理论”，强调了货币供应量对经济活动的影响。他认为，“通胀归根结底是一种货币现象”，通货膨胀的根本原因是货币供应量过多，而通货紧缩的原因则是货币供应量过少。他的理论认为，在经济中货币量和价格水平之间存在着一种长期稳定的关系。依靠这个理论，美国在上世纪 70 年代战胜了一次大通胀。

货币数量理论公式



货币数量理论是一种描述货币、价格和经济活动之间关系的理论，MV=PQ 是货币数量理论的基本等式。

- M 代表货币供给量，是指某个经济体中流通的货币数量；
- V 代表货币的交易速度，表示单位时间内货币被用于交易的次数；
- P 代表物价水平，是指某个经济体中一般物品和服务的价格水平；
- Q 代表实际经济活动的总量，是指某个经济体中在一定时期内所生产的实际物品和服务的总量。

根据 MV=PQ 式，货币供给量和货币交易速度的乘积等于物价水平和实际经济活动总量的乘积。这个等式的本质是表达货币的供需关系，也就是货币供给量和货币交易速度对物价水平和实际经济活动的影响。

如果货币供给量增加，但是货币交易速度不变，那么物价水平和实际经济活动的总量都会增加，因为经济体中的货币数量增加了，而经济主体可以

用更多的货币来购买更多的物品和服务。反之，如果货币供给量减少，但是货币交易速度不变，那么物价水平和实际经济活动的总量都会减少。

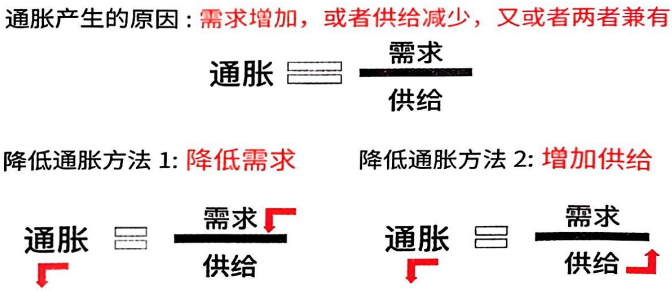
货币数量理论的关键在于货币交易速度，长期看这是一个相对稳定的变量。因此，货币供给量对通货膨胀和经济增长的影响比货币交易速度更为显著。通常来说，当货币供给量增加时，会导致物价上涨和通货膨胀，而当货币供给量减少时，则会导致物价下降和通货紧缩。



简单地说，通货膨胀的根本原因是货币供应量超过了经济的需求。

在老虎证券的 App 中（如左图所示），可以在宏观数据日历模块中很方便地查询到当前最新的通胀数据。

降低通胀就是一个反过来的过程，也有两种办法：一是降低需求，二是增加供给，或者两者兼施。

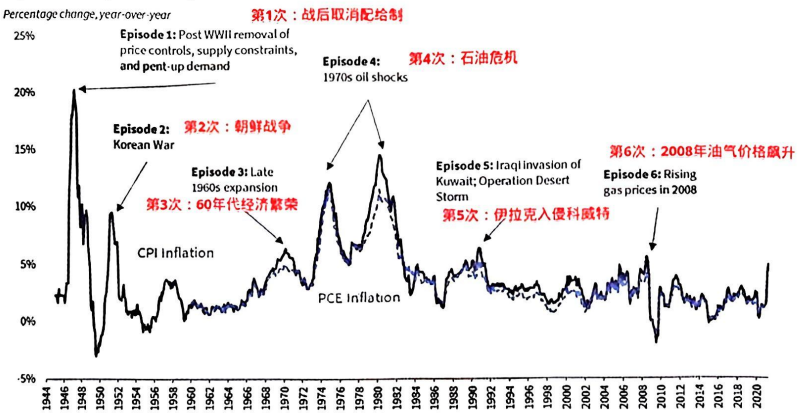


美联储加息就是一个降低需求就是增加借贷的成本，降低资本的风险偏好，从而达到抑制需求的目的。但是抑制需求做得过分了，就会引起经济衰退，这个分寸把握得好不好是美联储最重要的 KPI。

看需求是否降低的重要指标包括 PCE 个人消费指数（这是美联储最爱的指标）、PCI 消费者物价指数、失业金申请人数、新屋销售年化总数等。通常美联储定下 2% 的目标，就是只有通胀没有回落到 2% 以下，美联储就不排除加息的选择。

另外又有一种阴谋论说，每次美国人发动战争推高通胀就是收割全世界的手段。如果我们把战后的 6 次大通胀和当时的世界事件联系在一起的话，我们会发现，通胀的发生并不是全部和战争关联，至少第 1 次，第 3 次，第 6 次都和战争关系不大。

Figure 1: Six episodes of post-WWII inflation

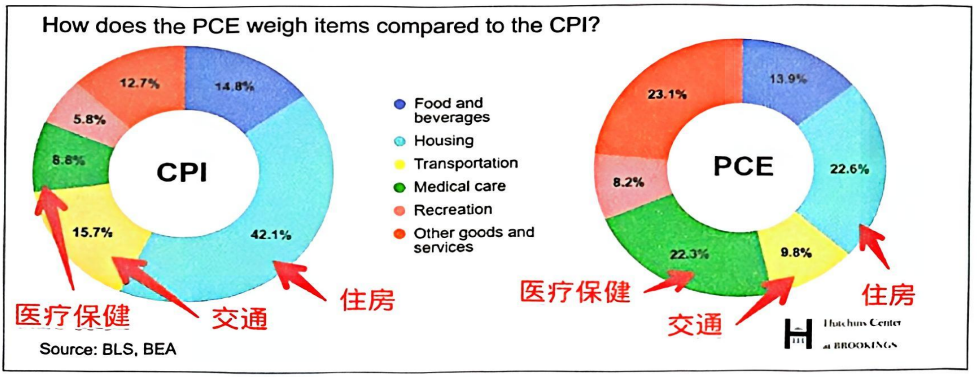


Source: Federal Reserve Economic Data (FRED), Haver Analytics, CEA Calculations.

说这些或许和现在的投资关系不大，也不是为了和某些舆论抬杠，但是如何培养自己求证的能力和独立思考能力是建立适合自己的投资体系的重要一步。

「小贴士」CPI 和 PCE 指数有什么差别?

CPI（consumer price index 消费者物价指数）和 PCE（Personal consumption expenditure 消费支出）都是判断美国通胀的重要指标。历史上 CPI 受到的关注度更高，也是国际上讨论通胀的通用指标，这主要是因为美国劳动统计局发布 CPI 的时间要早于美国经济分析局发布 PCE 的时间，一般是提前了 2-3 个星期，所以 CPI 对于市场的影响也更大。不过，随着美联储于 2000 年将 PCE 纳为其判断通胀的主要指标，市场也越来越重视 PCE。



图：PCE 和 PCI 权重比较

PCE 的构成与 CPI 大为不同，住房在 PCE 指数中权重远远小于 CPI。CPI 房子占比 42.1%，而 PCE 占比只有 22.6%。

PCE 相比 CPI 的优点如下：1）支出组成更能反映消费者的实际行为；2）PCE 的权重涉及面更为广泛；3）PCE 可以根据最新的信息和改进的计量方法进行修改。

简而言之，两个指标都重要，市场先看 CPI，因为它公布的时间点比较

早，但美联储偏爱 PCE，因为 PCE 更全面且精确。

美联储 - 股市砸盘手还是财神爷

“永远不要和美联储作对”，这是华尔街的一句谚语。这句话告诫你的是，要让自己的投资与美联储当前的货币政策保持一致，而不是与之相悖，因为那是大势，我们普通投资者不能站在大势的对立面。

美联储在股市中的角色是在砸盘手和财神爷之间摇摆的：当资本市场过热，威胁降低通胀的时候，美联储往往通过加息或者缩表等手段抑制过热的投机和需求，这时候他们表演的是砸盘手的角色；而当出现经济衰退征兆时，美联储往往通过降息增加市场流动性等手段刺激投资，股市因此往往会大涨，这个时候他们就是股市的财神爷。

美联储的决策架构

美联储运用的其中一个最为关键的政策工具是公开市场操作，通常被称

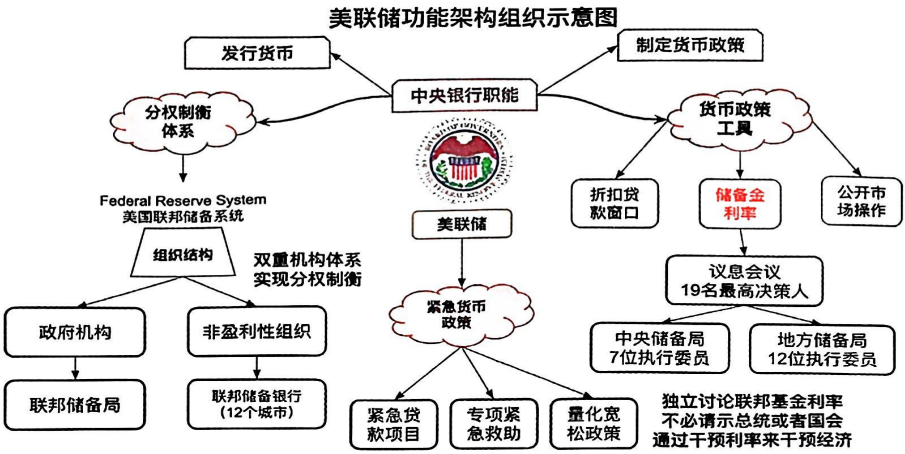
2024年FOMC例行会议时间安排：

新加坡时间	美国时间	是否公布经济预测
2024年02月01日	2024年02月01日	否
2024年03月21日	2024年03月21日	是
2024年05月02日	2024年05月02日	否
2024年06月13日	2024年06月13日	是
2024年08月01日	2024年08月01日	否
2024年09月19日	2024年09月19日	是
2024年11月08日	2024年11月08日	否
2024年12月19日	2024年12月19日	是

为“议息会议”或“美联储公开市场会议”。这个会议的核心议题是决定美国金融市场上最为重要的利率指标之一——联邦基金利率。每年，美联储召开 8 次公开市场会议，其唯一目的是决定联邦基金利率的升降。这个利率对美国货币政策至关重要。

美联储议息会议的日期都是一年前订好的，雷打不动。

在这个决策过程中，共有十九位最高决策人，其中七位来自中央联储局的执行委员，而另外十二位则来自地方联储行的银行主席。这十九位决策人通过投票来决定联邦基金利率的升降，而他们的投票过程并不需请示总统和国会，展现了其完全的独立性。这些最高决策人的选举和任期是经过一定制度规定的，体现了一种分权制衡的机制。



在中央方面，七名联储执行委员每两年中有一位到期，由总统提名并得到国会通过后进行任命。每隔四年，总统可以从执行委员中选出两位提名为美联储的主席和副主席，同样也需要国会的批准。而地方方面的十二个联储行主席将由当地联储行的董事会进行投票，再经过联邦储备系统批准上任。

董事会的成员来自当地银行业、工商业、大学和其他机构的代表，形成了一定的多元代表。

这一设计体现了美联储的分权制衡原则，使得控制美联储成为一项相当困难的任务。对中央执行委员的影响需要牵涉到历届总统和国会的认可，而对地方联储行主席的影响则需要先取得各州行业代表的支持，再经过联邦储备系统的批准。因此，美联储的组织结构旨在确保其真实性和独立性，使其难以被个别人或少数利益集团所操控。

利率点阵图

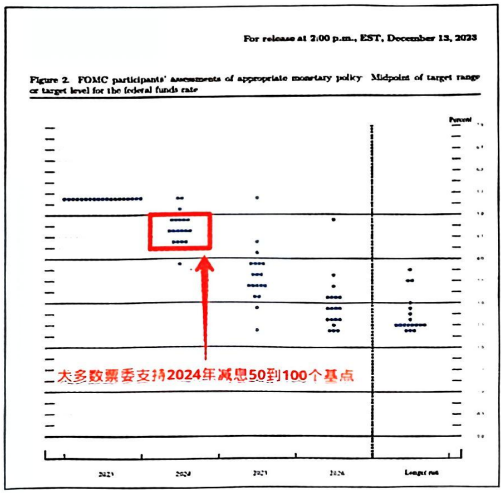
美联储体系中具体负责制定货币政策的是联邦公开市场委员会（The Federal Open Market Committee，简称 FOMC）。FOMC 由十二名成员组成，包括：联邦储备委员会全部成员七名，纽约联邦储备银行行长，其它四个名额由另外 11 家联邦储备银行行长轮流担任。

也就是说最终决定美国利率政策的并不是某个人，而是由这 12 名大佬组成的公开市场委员会 FOMC 最终投票产生的。媒体上经常提及的议息会议其实就指的是为期两天的 FOMC 成员会议。共计有 19 人参会，但其实有最终投票权的只有 12 人。

每次 FOMC 议息会议，除了最为关注的最新利率之外，市场还会特别关注议息会议公布的“利率点阵图”。实际上这是由 FOMC 的 12 名委员加上 7 名候选的各地方联邦银行行长（共 19 人）对未来利率走势的预测。

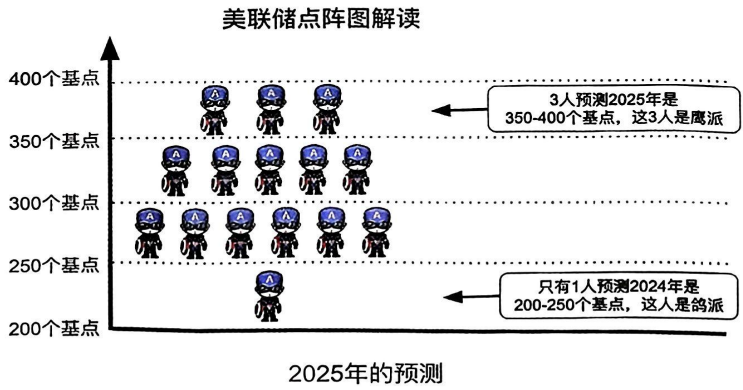
某次议息会议发布的利率点阵图如下所示，横轴代表了时间，纵轴代表了利率水平。

因为一共有 19 位委员，所以图上每年都有 19 个点，每个点都代表了一名委员对当年利率的预测。而所谓的利率中值（就是取这 19 个委员预测值的中位数。



根据 2023 年 12 月公布的利率点阵图我们可以看到：所有的委员们同意 2023 年底利率维持在 525-500 个基点，而大多数委员认为 2024 年会减息，减息的幅度从 25 个基点到 150 个基点都有，但是大多数集中在 50 到 100 个基点的预期。

当提到美联储的利率点阵图时，需要注意这只是一种预测，很多时候并不十分可靠。自去年以来，官员们在季度议息会议上一直在不断上调点阵图的预期。这和券商分析师每季度看了财报就在上调或下调目标股价也是一样一样的。



美联储的决策官员也是人，他们决策所依据的宏观经济数据是相对滞后的，作出决策时要考虑的因素繁多，包括就业、通货膨胀、经济增长等多方面因素。这些数据的发布通常有一定的滞后性，而且在官员们获取和分析这些数据的过程中可能发生变化，导致前后决策产生差异。同时，他们的判断也受到个人观点和看法的影响，因此出现失误或者反复不一的情况并非罕见。

尽管如此，美联储在货币政策透明度方面一直以来都表现出高度的确定性。这主要体现在它定期发布的经济展望和利率点阵图上。利率点阵图展示了各官员对未来利率走势的预期，尽管这些预期可能在不同时间发生变化，但整体上为公众提供了一个清晰的政策方向。在整体上，美联储在货币政策的透明度上保持了高度的确定性，使即使是普通投资者也能够更好地理解和预期未来的政策走向。

量化宽松政策就是印钱吗?

还有一个很常见的理解误区就是美联储量化宽松政策（QE）就是开动印钞机印钱。钱印得太多了，于是股市涨了，物价也上涨。这样的理解普遍流传于中文媒体中，甚至一些经济学家也是这么说。

量化宽松政策中确有印钱的成分，但是很少，印钱并不是股市上涨的主要原因。 量化宽松政策推动股市大涨的最主要原因，是它拉低了债券的长期回报率。债券的回报率低了，愿意买债券的人就少了，可钱还是要有去处的，股市就是一个最大的资金聚集地，于是更多的资金流入了，股市就上涨了。

美联储的量化宽松政策中，美联储从银行拿走不良资产作为抵押，给银行一个“欠条”（Excess Reserve 超额银行储备金）。Excess Reserve 并不是流入市场的货币，而是留在银行的资产，这样一来，等于是美联储给银

行打了一个保票，增加银行资金安全和流动性，资金流动性的危机就解决了。实际情况中，当银行持有更多准备金的时候，他们更多的不是真去找美联储要钱，而是更有底气去继续给企业和个人正常放贷。

下图显示了美国 M2（也就是广义货币供应量）和通胀指数历年的对比，2008-2009 年美联储为了应付次贷危机，也曾经启动量化宽松政策，橙色线代表的 M2 在此期间高企，但是蓝色曲线代表的通胀指数同期并没有同样的升高，这主要是因为那次的危机增加的货币供应只是留存在银行之间，并没有流入实体经济所致。



来源：彭博社

这次 2020-2021 年的 QE 和上次的不同，美联储不仅给银行打了“欠条”，也直接从市场购入国债从而影响国债收益率，还通过政府直接给个人发现金以让小企业和个人度过难关，这也使得这次 QE 对于经济的影响是史无前例的，之前的经验这一次不一定能照搬的。

缩表就是量化宽松的反向操作，就是说美联储要把给出去的”欠条“收回来，多发的钱也是如此，这样等下一次有危机的时候美联储才能有应对的手段。当然他们的出发点是要让美国经济尽量地软着陆。

VIX - 市场情绪的晴雨表

我们常说“在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧”，道理是这个道理，但是具体的操作怎么落地？我们怎么知道别人现在是恐惧还是贪婪呢？我们是该听出租车司机、隔壁老王还是网上的博主来判断市场的情绪呢？如果是贪婪或者恐惧，有多贪婪或者恐惧，是三分还是七分？

事实上，有这么一个可以量化市场情绪的指标，这就是 VIX。有了这个量化的指标，就像听了天气预报一样，我们的股市操作就能有的放矢。

VIX（恐慌指数）是衡量股市波动性的指标，全称为芝加哥期权交易所波动指数。它反映了投资者对未来 30 天内标准普尔 500 指数的预期波动程度，是市场对风险和不确定性的情绪指标。当 VIX 升高时，表明投资者对市场波动性增加的预期较高，反映出潜在的恐慌情绪，股市可能面临下跌风险。相反，VIX 低迷时，意味着市场预期较为平稳，投资者信心较高。VIX 成为衡量市场情绪和风险偏好的重要指标。

VIX 和大盘的走势往往是一个反向的关系：VIX 上涨往往伴随着大盘的下跌，VIX 下跌就预示着大盘的上涨。

VIX 的计算是一个如下图的复杂公式：

VIX Formula [edit]

The VIX is a 30-day expectation of volatility given by a weighted portfolio of out-of-the-money European options on the S&P 500.[5]

$$VIX = \sqrt{\frac{2e^{r\tau}}{\tau}\left(\int_0^F \frac{P(K)}{K^2}dK + \int_F^\infty \frac{C(K)}{K^2}dK\right)}$$

where τ is the number of average days in a month (30 days), r is the risk-free rate, F is the 30-day forward price on the S&P 500, and $P(K)$ and $C(K)$ are prices for puts and calls with strike K and 30 days to maturity.[5][15]

当然，我也是不懂这些公式的，只是贴出来唬唬人而已，:-)。

VIX 的设计初衷，其实为了预警市场潜在风险，因此 VIX 常被投资者作为仓位增减的重要依据。在美股市场，通常 VIX 指数超过 40，表示市场对未来的非理性恐慌，可能于短期内出现反弹；相对地，VIX 指数低于 15，表示市场出现非理性繁荣，可能伴随着卖压杀盘。

股票市场大多做空受限，投资者往往喜牛厌熊，牛市乐观者居多，熊市恐慌杀跌。因此 VIX 与股指之间存在负相关性。也正是如此，VIX 也被部分投资者作为判断未来方向的指标。

VIX 的 B 超扫描

VIX 主要有 4 层的含义：

1) VIX 代表的是未来 30 天后的标准普尔 500 指数的波动幅度，且这个波动幅度是年化的数值。

比如今天的标普 500 指数是 4447 点，VIX 指数是 20%，那么我们可以根据下面的公式来计算市场预测标普 500 指数的震荡的幅度。

就是说市场现在预期一个月后的指数点位是在 4447 - 257 = 4190 和 4447 + 257 = 4704 之间。

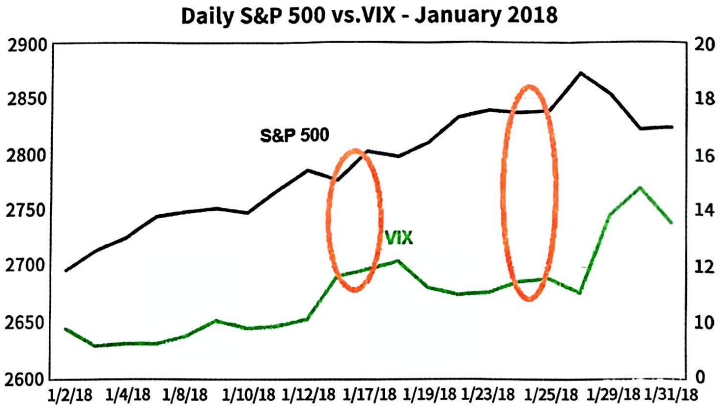
2) VIX 反映的是标普 500 期权的价格，代表的是人们对于未来的情绪。

当 VIX 升高的时候，不管是 Put 还是 Call 的价格都会上涨（关于期权的知识在第四五部分会讲到）。股市大幅下跌的时候，人们迅速寻求避险，买入 Put 是最有效的保护正股头寸的办法，因此隐形波动率 IV 会上升。

既然 VIX 高涨的时候是卖 Put 的好时机，那么反向思维，对应期权玩买家来说，VIX 也是有参考意义的，VIX 数值低的时候就是入手买入 Put 或者 Call 的好时机。

3）VIX 和大盘是反向变动的说法是不全面的。

研究表明，大概 20% 的时间里 VIX 和大盘是同向运动的。看看下面的图就能大致看出，



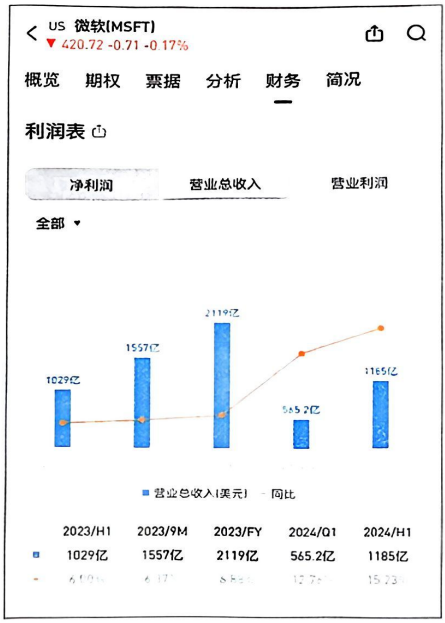
VIX 和大盘同向运动的原因：股市稳健上涨，人们投机意愿增强，因此买入 Call，Call 价格上升，IV 也上升。

4）VIX 上升，市场的流动性会减少。

就好比往一个方向跑的人群，你很难找到一个反方向跑的个体。就是大跌的时候你会发现你手上的票没法卖出去，因为这个时候很多人都在卖，却没有多少人在买。

VIX 的实操

先打开老虎的 APP，搜索“VIX”，把标普 500 波动率指数（VIX）加



到你的观察列表当中。

然后设置预警。我自己的做法是设两档：15 和 25。这个数值的设置没有对错，只是看各人的衡量标准。一般来说，当 VIX 达到 25 阈值的时候，这是市场恐慌情绪达到一个高点的标志，而当 VIX 达到 15 时，则往往是市场乐观情绪到达一定程度的标志。

大非农和小非农 - 美国经济的体温计

大非农和小非农数据是美国劳动力市场两个关键的经济指标，它们对于美联储的货币政策和股市表现都有着重要的影响。

首先，让我们明确这两个概念。大非农数据是指美国全体非农业部门的就业情况，而小非农数据则是排除农业、公共部门、非盈利组织等因素后的非农业私营领域就业情况。两者在提供就业市场的洞察方面都有独特的价值。

21:30	美国11月非农就业人口变动季调后(万)	15	18	19.9	高	利多 美元 利空 金银 石油
	--美国11月失业率(%)	3.9	3.9	3.7	高	利多 美元 利空 金银 石油
	--美国11月制造业就业人口变动季调后(万)	-3.5	3	2.8	高	利多 金银 石油 利空 美元
	--美国11月劳动参与率(%)	62.7	62.7	62.8	高	利多 美元 利空 金银 石油
	--美国11月私营企业非农就业人数变动(万)	9.9	15.3	15	高	利多 金银 石油 利空 美元
	--美国11月平均每小时工资年率(%)	4.1	4	4	高	

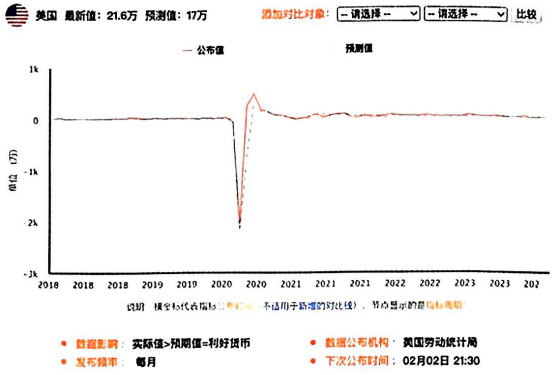
大非农相关数据一览：https://www.fx678.com/

大非农数据通常被认为更全面，因为它包含了所有非农业部门，能够更全面地反映整体劳动力市场的健康状况。相比之下，小非农数据更专注于私营企业，更能体现市场对企业的雇佣状况作出的反应。

在美联储眼中，大非农数据更为重要。因为大非农数据提供了更广泛的劳动力市场信息，是美联储决策的主要参考。美联储渴望实现就业市场的最大化，因此大非农数据成为他们判断美国经济是否处于全面就业状态的关键指标。

这两个数据中的几个关键元素对美联储的货币政策产生深远的影响。首先是工作岗位的增减。增加的工作岗位通常被视为劳动力市场健康的象征，可能表明经济增长和就业机会增多。这种情况下，美联储可能会考虑逐步提高利率，以防止通货膨胀加剧。

美国非农就业人口变动季调后



主指标数据释义：

非农业就业人数(Changes in non-farm payrolls)为就业报告中的一个项目，该项目主要统计从事农业生产以外的职位变化情形，该数据与失业率一同公布。由美国劳工部统计局在月第一个星期五美国东部时间8:30也就是北京时间晚上20:30前一个月的数据。

主指标关注原因：

非农就业人数变化反映出制造行业和服务行业的发展及其增长，数字减少便代表企业减低生产，经济步入萧条；在没有发生恶性通胀的情况下，如数字大幅增加，显示一个健康的经济状况，对美元应当有利，并可能预示着更将提高利率，也对美元有利。非农就业指数若增加，反映出经济发展的上升，反之则下降。

失业率是另一个关键指标，是反映劳动力市场紧张程度的重要指标。低失业率通常被视为积极的经济信号，但如果失业率过低，可能导致通货膨胀加速。因此，美联储可能会根据失业率的变化来调整货币政策，以保持通胀和就业的平衡。

薪资趋势也是一个不可忽视的方面。如果工资水平上涨，可能会提振消费者信心和支出，对经济增长产生积极作用。但如果薪资上涨过快，可能导致通货膨胀风险上升，迫使美联储采取紧缩政策。

劳动参与率是描述劳动力中活跃人口比例的指标，对于评估经济潜力和就业市场的强度至关重要。如果劳动参与率下降，可能表明一些人放弃了找工作，这可能会影响美联储对劳动力市场状况的判断。

这些指标的变化都会对美联储的货币政策产生直接影响，而美联储的政策调整又会在股市中引起波动。例如，在就业市场强劲的情况下，美联储可能倾向于收紧货币政策，提高利率，这可能导致股市的调整。相反，如果就业市场疲软，美联储可能会采取宽松政策，促使股市上涨。

以2008年金融危机为例，当时失业率攀升，美联储采取了多轮宽松政策，包括低利率和购买国债。这些政策的实施对股市形成了积极的刺激，推动了股市的复苏。

总的来说，大非农和小非农数据在揭示美国劳动力市场状况方面各有侧重，但对于美联储和股市而言，大非农数据更具权威性。各项数据中的劳动力市场元素，如工作岗位、失业率、薪资趋势和劳动参与率，都是美联储制定货币政策和投资者评估股市走势的关键因素。

【第 3 章】怎么给公司估值
——模糊的正确远胜于精确的错误

在过去的三年里，美股市场一直呈现出剧烈的波动，像特斯拉这样的明星股票在 2022 年暴跌 60%，在 2023 年却又暴涨 100%。即便是被认为相对稳健的微软，2022 年也经历了 30% 以上的跌幅，但在 2023 年却涨了 60%。市场变幻莫测，投资者常常感到身不由己，如同浮萍一般，在市场波动中随波逐流。

在这样的市场环境下，投资者不禁思考：是否有一种方法，能够在风浪来临时让他们坐得更加稳固？回想一下，为什么巴菲特能够在几轮美股市场的波动中屹立不倒？为什么总有一些投资者在市场大幅下跌时能够稳坐如山？其中一个很重要的原因，我认为是因为他们对于自己投资的标的内在价值有深刻的理解。股价可能变化无常，但内在价值却是有迹可循的。当我们对公司的内在价值有清晰的认识时，即便面对股价的风浪，我们也能更从容地应对。

美股市场与 A 股、港股市场最重要的区别之一在于，美股更加注重和依赖基本面研究。在这里，基本面研究被认为是投资的抓手之一。与其他市场相比，美股投资者更加注重深入挖掘公司的内在价值，而非只关注股价的瞬时波动。这种理念的根本在于，公司的价值并不仅仅体现在股价上，更关键的是其业务模式、盈利能力、竞争力等基本面因素。

在美股投资者的视角中，公司的股价可能受到市场情绪和短期波动的影响，但真正决定一家公司价值的是其长期发展潜力和盈利能力。因此，投资者更愿意通过深入的基本面研究，了解公司的商业模式、财务状况、管理层团队等方面的信息，以更好地评估一家公司的内在价值。

这种基于内在价值的投资理念使得投资者能够更加理性地看待市场波动，不被短期的价格波动左右。在美股市场，巴菲特的“价值投资”理念被广泛传承，他强调的“只关心市场短期的疯狂波动是没有意义的”这一观点在美股投资中得到了很好的体现。

模糊的正确远胜于精确的错误

对于很多普通投资者来说，说起公司估值，或许有些令人望而生畏。实际上，估值并没有我们想象的那么复杂，每位普通投资者都有能力轻松掌握的。更为重要的是，估值的目的不在于追求一个精确的数字，而是通过将对公司的理解转化为具体的估值，找到一个模糊但合理的范围。比如有一家 A 公司，如果我们估算出它的内在价值为 200 块钱，那么股价在 150 块正常，250 块也正常。然而，一旦股价涨到 400 块，就会让我们警觉，可能是时候感到“恐惧”而减仓了。反之，如果股价只有 100 块，那么可能是个我们应该“贪婪”的入场良机。估值的实际作用在于提供了在动荡市场中保持从容的方式。

估值并不是一门艰深的学科，而更像是一种艺术，是对公司内在价值的一种合理猜测。对于普通投资者而言，无需深陷于繁琐的计算，重要的是理解估值的核心目的。估值的本质是将我们对公司的认知转化为一个能够指导决策的范围。在尝试估算一家公司的内在价值时，我们可能会考虑其盈利能力、市场份额、未来增长潜力等因素。这样的分析能够为我们提供一个相对模糊但合理的估值范围。

“模糊的正确远胜于精确的错误”，我们难以做到绝对精准，市场也充满着不可预测的变数。然而，通过掌握公司的核心价值和业务潜力，我们能够在模糊的估值范围内找到正确的方向。与其追求绝对准确，不如通过对公司的深入理解，形成一个相对合理的范围，从而在市场波动中更具自信地做出决策。

给公司估值可以使用不同的方法，其中一种常用的方法是基于财务数据和市场指标进行估值：

1. 收集财务数据：收集此公司最新的财务数据，包括年度报告、季度报告和财务指标。
2. 分析收入情况：仔细分析微软的收入情况，包括营业收入、净收入和每股收益等指标。了解其收入的来源和增长趋势。
3. 评估盈利能力：研究此公司的盈利能力，包括毛利率、净利率和利润增长率等指标。这些指标可以帮助判断公司的盈利情况和潜力。
4. 比较市场指标：与同行业的其他公司进行比较，查看市盈率（P/E ratio）和市净率（P/B ratio）等市场指标。这可以提供一个相对估值的参考。
5. 研究行业前景：评估软件和技术行业的前景和趋势，考虑市场竞争、技术创新和潜在增长机会等因素。
6. 进行贴现现金流量估值：利用财务模型和贴现现金流量（DCF）方法对此公司的未来现金流量进行估算。这种方法考虑了公司的未来盈利能力

和现金流情况。

7. 考虑风险因素：评估微软面临的风险因素，如竞争压力、法规变化、技术风险等，并对其进行风险调整。

8. 综合估值结果：综合考虑以上因素，得出一个估计的企业价值范围。

9. 需要注意的是，给公司估值是一个复杂的过程，涉及多个变量和假设。不同的估值方法可能会得出不同的结果，而且市场条件和信息的变化也会影响估值的准确性。

实践案例：给微软估值

给微软估值并不是为了找出一个准确的价格，因为微软有一些业务还处于"想象阶段"，就像最近热炒的 Copliot，把 OpenAI 集成到 MSOffice 里，说不定未来就能创造出万亿级别的价值，但现在这个业务还只是个"想象阶段"，没有真正产生实际的现金流。



来源：老虎 App

所以，在估值的时候我们只考虑那些实实在在的业务，比如智能云、生产力和业务流程、个人计算等三大板块。我们给这些业务一个具体的估值，这相当于微软的"底线价值"，即在最糟糕的情况下微软也能保持的最低价值。然后我们再以此为基础，来评估微软的"想象空间"有多大。或许这么说，估值就像给微软打个保

底价，让我们能够看到微软那些实际可见的业务的价值。而微软的 " 想象空间 "，就当作是给我们带来惊喜的盲盒。

在老虎 App 上，很容易就能找到微软相关的基本面数据，找到微软股票页面后，只需点击“财务”按钮即可。

Discounted Cash Flow (DCF) 贴现法是一种用于估算投资的方法，通过将未来的现金流量折现到现在的价值，以确定一个资产的内在价值。在这里，我将使用 DCF 方法来计算微软的估值，其中预测的未来五年的自由现金流按照给定的数据。以下是一个简化的示例，用于演示微软的 DCF 估值。请注意，这只是一个示例，并不代表实际的估值结果。

假设：

- 微软目前的自由现金流为 1 亿美元，预测未来五年的自由现金流年化增长为 20%
- 终值为 3 亿美元
- 折现率（WACC）为 10%

计算过程：

步骤 1：列出未来五年的预测自由现金流（FCF）

a. 第一年 FCF = $1 亿美元
b. 第二年 FCF = $1 x (1+20%) = 1.20 亿美元
c. 第三年 FCF = $1.2 x (1+20%) = 1.44 亿美元
d. 第四年 FCF = $1.44 x (1+20%) = 1.73 亿美元
e. 第五年 FCF = $1.73 x (1+20%) = 2.07 亿美元

步骤 2：计算每年的折现因子

折现因子 = 1 / (1 + WACC)^t （其中 t 表示年份）

第一年折现因子 = 1 / (1 + 0.1)^1 ≈ 0.909

第二年折现因子 = 1 / (1 + 0.1)^2 ≈ 0.826

第三年折现因子 = 1 / (1 + 0.1)^3 ≈ 0.751

第四年折现因子 = 1 / (1 + 0.1)^4 ≈ 0.683

第五年折现因子 = 1 / (1 + 0.1)^5 ≈ 0.621

步骤 3：计算每年的现值

现值 = 预测自由现金流 * 折现因子

第一年现值 ≈ $1 亿 * 0.909 ≈ $0.909 亿

第二年现值 ≈ $1.2 亿 * 0.826 ≈ $0.9912 亿

第三年现值 ≈ $1.44 亿 * 0.751 ≈ $1.08 亿

第四年现值 ≈ $1.73 亿 * 0.683 ≈ $1.18 亿

第五年现值 ≈ $2.07 亿 * 0.621 ≈ $1.28 亿

步骤 4：计算总现值

总现值 = 所有年份的现值之和

总现值 ≈ $0.909 亿 + $0.9912 亿 + $1.08 亿 + $1.18 亿 + $1.28 亿 ≈ $5.4412 亿

步骤 5：加上终值

最终估值 ≈ 总现值 + 终值

最终估值 ≈ $5.4412 亿 + $3 亿 ≈ $8.4412 亿

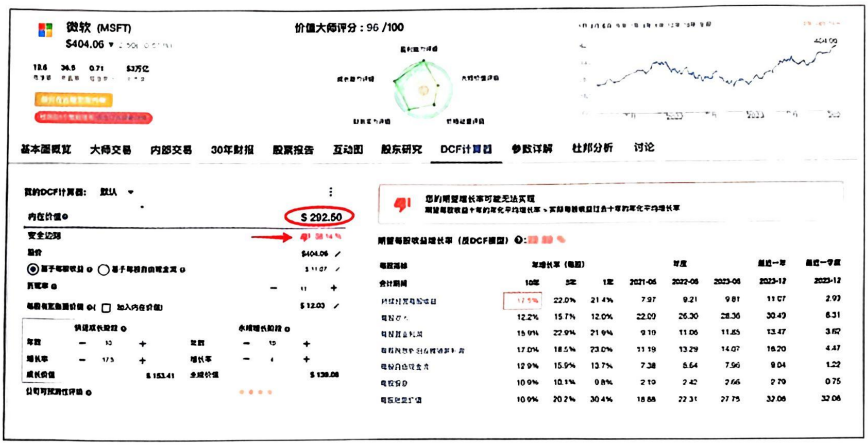
因此，按照给定的数据和 WACC，微软的估值约为 $8.4412 亿美元。算出估值以后，除以总股票数量就是估算的股价了。假设微软有 2 百万股股

票，那么估算的股价就是 8.44 亿除以 2 百万 = 422 了。

简单而直接看答案的办法

我们投资不是为了考证，我的观点是我们普通投资者在这些计算的环节不必抠得太细，也没有必要花太多的时间，花些小钱直接看分析师或者系统的估价就好了，比如 GuruFocus 就是一个很好的计算公司估值的网站，订阅一个专业版一年也就 3 百多美元一年。当然，我们要了解这些计算背后的逻辑。

https://www.gurufocus.cn/stock/MSFT/dcf
扫描左图可直接链接到相应的网站



如上面的截图，微软基于 DCF 模型的估价是 $292.50，2024 年 2 月股价 404.06 高于估价的 38%。换句话说，微软的保底价是 292，目前的股价给出了 38% 的溢价，这到底是贵了还是便宜了就见仁见智了。

【第 4 章】
不求甚解 —怎么读财报

美股投资对于基本面的深入了解是成功的关键，而了解基本面的绝佳手段之一就是快速读财报。但对于大多数普通投资者来说，读财报听上去可能就像一个沉闷的任务，毕竟工作、学习、家庭琐事已经占据了生活的大部分。然而，掌握快速读财报的能力对于我们普通投资者同样至关重要。

你可能会想，读财报是不是就是翻开那几百页的数字堆砌，或者对着财报上的众多数据进行深度分析呢？其实，这是对读财报的一种误解，也许正是这些误解让我们错失了解公司的最佳途径。

读财报的目的并不是为了深入了解公司的各个方面，也不是为了掌握所有专业的金融数据。读财报甚至不能算作做投资决策的决定性依据。那么，读财报的最大目的是什么呢？

读财报的最大目的：充值信仰

了解公司最新状况，保持独立思考的能力。对于绝大多数散户投资者，读财报是获取第一手资料的黄金机会。不要把自己弄得像考古学家一样，揉碎每个数字，而是把握住了解公司、充实对公司的信仰的机会。

举个例子，假设你投资的公司是一家科技公司，通过读财报你可以了解到公司在最新财季推出了什么新产品，是否有新的商业合作伙伴关系，以及公司未来的发展战略是什么。这些信息不仅可以充实你对公司的信仰，还能让你更好地了解公司的现状，为未来的投资决策提供有力支持。

读财报不仅是为了充实信仰，更是为了保持自己的独立思考能力。在信息的海洋中，只有具备独立检索第一手资料的本领，才能在投资中不迷失方向。

所以，将读财报看作是投资者充电的过程，通过这个过程提升自己的洞察力和独立思考的能力，从而更从容地应对市场的风风雨雨。不必让枯燥的数字迷惑你，而是用轻松愉快的心态去探索公司的未来，发现投资的乐趣。毕竟，投资不仅是追求回报，更是一段发现价值和探索未知的旅程。

财报就像是一部电影的剧本，虽然看起来有些枯燥，但是里面的每个数字和数据都是一个个细节，就像电影中的每个画面和对白一样，它们汇聚成了整个公司的故事。但是我们并不需要一定要把电影从头看到尾，抓住当中关键的情节和对话，也能掌握整个电影的主旨。

下面是看财报的一些技巧：

1. 确定你最感兴趣的内容。通常，财报中的信息量非常大，因此你需

要确定你最关注的信息是什么。可能是公司的收入、利润、债务水平等等。

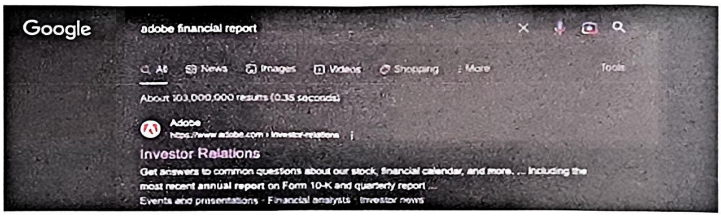
2. 查看公司的摘要和高层管理层评论。这些部分通常会在财报开头，提供了公司最重要的信息和管理层对公司表现的评价。这些部分通常会比较容易理解。

3. 看一下财务指标。如果你已经熟悉了一些财务指标，你可以跳到收入、毛利润、净利润、每股收益等关键财务指标的部分，快速地浏览一下。如果你不熟悉这些指标，可以尝试通过谷歌搜索或其他途径找到一些简单易懂的解释。

4. 看看未来的展望。最后，你可以浏览一下公司的未来展望部分，看看公司的管理层对公司未来的发展有什么计划或期望。这可以帮助你更好地理解公司的长期前景。

下面是如果自己动手找到需要的财报以及阅读：

步骤一：谷歌搜索“公司名 financial report”



步骤二：点击相关的“Press Release”



步骤三：找重点阅读



our customers globally.

First Quarter Fiscal Year 2023 Financial Highlights

- Adobe achieved revenue of $4.66 billion in its first quarter of fiscal year 2023, which represents 9 percent year-over-year growth or 13 percent in constant currency. Diluted earnings per share was $2.71 on a GAAP basis and $3.80 on a non-GAAP basis.
- GAAP operating income in the first quarter was $1.59 billion and non-GAAP operating income was $2.13 billion. GAAP net income was $1. billion and non-GAAP net income was $1.75 billion.
- Cash flows from operations were $1.69 billion.
- Remaining Performance Obligations ("RPO") exiting the quarter were $15.21 billion.
- Adobe repurchased approximately 5.0 million shares during the quarter.

First Quarter Fiscal Year 2023 Business Segment Highlights

- Digital Media segment revenue was $3.40 billion, which represents 9 percent year-over-year growth or 14 percent in constant currency. Creative revenue grew to $2.76 billion, representing 8 percent year-over-year growth or 13 percent in constant currency. Document Cloud revenue was $634 million, representing 13 percent year-over-year growth or 16 percent in constant currency.

财报开端的简介是比较容易理解的

对于 SaaS 公司（比如 Adobe，Zoom，Shopify 这类的）来说，一个亿用户的开发和维护成本和两个亿用户是差不多的，多一个用户成本增加很少，利润却会多很多，因此营收额，营收增长率，用户粘性（日活或者月活用户数量）就是关键的指标。

Microsoft Annual Report 2023

SEGMENT RESULTS OF OPERATIONS

(In millions, except percentages)	2023	2022	Percentage Change
Revenue			
Productivity and Business Processes	$ 69,274	$ 63,364	9%
Intelligent Cloud	87,907	74,965	17%
More Personal Computing	54,734	59,941	(9)%
Total	$ 211,915	$ 198,270	7%
Operating Income			
Productivity and Business Processes	$ 34,189	$ 29,690	15%
Intelligent Cloud	37,884	33,203	14%
More Personal Computing	16,450	20,490	(20)%
Total	$ 88,523	$ 83,383	6%

Reportable Segments

Fiscal Year 2023 Compared with Fiscal Year 2022

云业务的增长是微软财报最重要的看点

对于那些经营范围比较广的公司，就很难单凭几个数据去判断，这时候我们需要对这家公司有一个基本的理解，了解那些是他们最关键的业务，哪些业务发展最快潜力最高，能在未来提供最多的现金流，比如苹果，它的关键业务就是 Apple Store 的服务业务；对于微软，是他们的 Azure 云的业务；对于亚马逊，就是他们的 AWS 云的业务。

同一家公司发展的不同阶段财报的关注点是会有变化的，比如 2023 年以前特斯拉的财报我们只需关注交付量和单车毛利率就足够了，那个时候特斯拉的车子是不用打广告买的人都要排队等的，因此交付了多少辆车子，就差不多就是它的营收，知道单车毛利率，每股盈利（EPS）也就差不多了；然而到了 2023 年以后，特斯拉的车子也出现了销售放缓，这个时候，我们就多了一个“库存”的数字要关注了。

OPERATIONAL SUMMARY
(Unaudited)

	Q3-2022	Q4-2022	Q1-2023	Q2-2023	Q3-2023	YoY
Model S/X production	19,935	20,613	19,437	19,489	13,688	-31%
Model 3/Y production	345,988	419,088	421,371	460,211	416,800	20%
Total production	365,923	439,701	440,808	479,700	430,488	18%
Model S/X deliveries	18,672	17,147	10,695	19,225	15,985	-14%
Model 3/Y deliveries	325,158	388,131	412,180	446,915	419,074	29%
Total deliveries	343,830	405,278	422,875	466,140	435,059	27%
of which subject to operating lease accounting	11,004	15,184	22,357	21,883	17,423	58%
Total end of quarter operating lease vehicle count	135,054	140,667	153,988	168,058	176,231	30%
Global vehicle inventory (days of supply)[1]	8	13	15	16	16	100%

交付量是特斯拉财报最关键数据，现在也要看库存

通过深入阅读财报，你将更好地理解特斯拉未来的发展前景。这项任务并不复杂，关键在于你对行业和公司的深刻理解。找准入手点是成功读懂财报的关键，而真正需要关注的数据其实并不多。对于我们这些普通投资者来说，系统性地分析财报未必是必须的，因为在做投资决定时，只需专注于几个关键指标即可。

从特斯拉的例子出发，我们可以看到，这些关键指标主要来源于你对行业和公司的理解。特斯拉作为电动汽车行业的领导者，其销售收入、净利润、

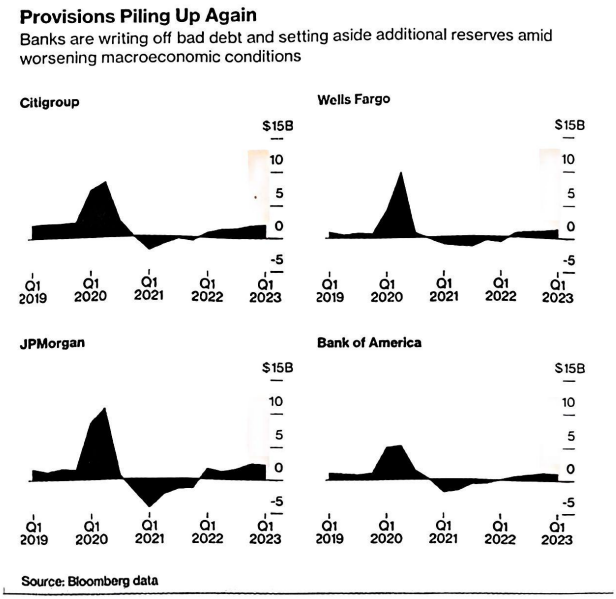
自由现金流等数据都是我们需要关心的方面。通过这些指标，我们能够窥见公司的盈利能力、财务健康状况以及未来的成长潜力。

当然，学会系统性分析财报仍然是一个有帮助的技能。这不仅仅是为了在投资决策中更明智地选择，更是为了更深入地理解这家公司。例如，通过详细分析特斯拉的财务报表，你可以了解其营收结构、成本构成，以及资产负债状况等方面的信息。这种深入分析有助于你更全面地评估公司的运营状况，为未来的投资决策提供更为坚实的基础。

进阶读财报：银行业是经济的晴雨表

深入了解财报，尤其是银行业的财报，对于投资者而言是一项进阶的任务。银行业常被视为整个经济的晴雨表，即使你不投资在这个行业，关注银行的财报也能为你提供更加全面的经济状况观察。这种观察不仅仅是听取一些定性的分析，更是通过数据的量化，比如坏账准备金的变化，来获取对经济衰退的更准确的感知。

2023 年年初开始的美国银行危机在媒体上引起了广泛的关注，我们在社交媒体上看到了很多关于危机的感性的分析。但要了解衰退的可能性和可能的程度，银行的财报成为最具权威性的信息源。而银行业的坏账准备金，作为一个重要的数据指标，透露着银行对未来经济状况的真实看法。举例来说，2023 年第一季度，美国四家大银行公布的坏账准备金额虽然有所增长，但增幅并不显著，这显示出银行们更倾向于对一次轻度到中度的经济衰退进行预期。



美国四大银行坏账准备金季度比较（信息来源：彭博周刊）

为什么坏账准备金成为关键数据呢？坏账准备金是银行用于覆盖可能的未来损失的资金储备。在经济前景不明朗的时候，银行会增加坏账准备金，以防止未来贷款违约。因此，通过观察坏账准备金的变化，我们可以窥见银行业对于未来经济的信心程度。如果坏账准备金大幅增加，这可能意味着银行对经济的衰退预期较为悲观；反之，若增幅较小，可能是对经济前景相对乐观的体现。

在 2023 年的例子中，虽然坏账准备金有所增长，但幅度不大，这或许表明银行们对未来的衰退持谨慎态度，认为可能是一次轻度到中度的经济衰退，而不是更为严重的情况。

因此，对银行业财报的深入研究，尤其是对坏账准备金的关注，不仅有助于我们更全面地了解经济的走势，也能在投资决策中提供更为可靠的信息

支持。这一进阶的读财报技能，让我们能够更加精准地把握市场的变化，做出明智的投资决策。

还是觉得难？花钱订阅也是可以的

对于普通投资者来说，如果还是觉得读财报有些难度，也可以通过其他渠道获取专业的分析。哔哩哔哩、油管、Tradingview 等平台提供了丰富的财经内容，许多专业人士通过这些渠道分享他们的分析和见解。当然，有免费的，也有付费的，而我更推荐那些需要付费的，因为付费的内容质量更有保障。

购买订阅服务是一种获取专业分析的途径。通过支付一些费用，我们可以直接得到专业人士的独到见解和研究成果。然而，这也需要我们具备一定的辨别能力，以确保我们所选择的付费内容是真正靠谱的。在互联网时代，信息泛滥，选择一个可信赖的信息来源就显得尤为关键。

一个好的例子是投资领域的专业订阅服务。许多知名投资者和研究机构提供付费订阅，通过订阅他们的服务，投资者可以获得及时的研究报告、市场分析和投资建议。这种方式在一定程度上能够避免信息的混乱和不确定性，但前提是选择正规、有声望的订阅服务。

即便选择了专业订阅服务，我们自身的素养也至关重要。了解一些基础的财经知识，对行业和市场有一定了解，能够帮助我们更好地理解专业人士的分析，提高辨别真伪的能力。投资是一项需要主动学习和积累经验的活动，靠谱的订阅服务只是我们的辅助手段，真正的分辨能力还是需要我们自己培养。

【第 5 章】看赚到的也要看波动
—— 计算你的夏普比率

我们常说，“股市有风险，投资需谨慎”，这个风险光靠感觉是远远不够的，我们还需要一把量化的尺子来度量和评估。而在投资领域，夏普比率就像一把精密的量角器，帮助我们更全面地了解投资的得失。

夏普比率的提出者是诺贝尔经济学奖得主威廉 · 夏普，他把风险纳入了投资评估的考量范围。简而言之，夏普比率衡量的不仅仅是你赚了多少钱，更在于你是你的收益是否匹配得上你所承担的风险。

具体来说，夏普比率是通过计算你的投资回报率与风险之比得出的。如果你在承担一定风险的同时获得了更高的回报，那么你的夏普比率就会较高，说明你的风险控制得很好。反之，如果回报并不相称于你所承受的风险，夏普比率就会告诉你需要重新调整策略了。

作为一个聪明的投资者，这种量化标准的思维一定要有。这能让你清晰地看到在盈利的同时，也保持了一定的本金安全性，不会有太大的让人难以承受的回撤。

风险该怎么算

飞往新加坡的机票一张是 4000，另外一张是 5000，你会选哪张？很多人会问，这两张机票当中有什么差别啊，有没有包行李，有飞机餐吗，起飞时间呢，座位、机型呢。

选投资理财的时候，假设投资 A 提供 10% 的回报率，风险为 10%；而投资 B 提供 20% 的回报率，风险为 30%。很多人在不加思考的情况下会选择投资 B，20% 大于 10%，不对吗？

而我会选择投资 A，然后使用两倍的杠杆（就是借钱），我的投资回报率就是 10% 乘以 2 等于 20%，同时我的风险也从 10% 增加到了 20%。你投资 B 的投资是 20% 的回报率和 30% 的波动性，而我的投资是 20% 的回报率和 20% 的波动性。在相同回报率的情况下，我的投资风险更低。

投资不看风险只看回报，就像买机票只看价格不看细节一样可笑。我们要比较的是收益率和风险的比值，这个比值越大就越值得买。投资 A 的收益率和风险的比值是 10% ÷ 10% = 1，而投资 B 则是 20% ÷ 30% = 0.66，1 > 0.66，因此投资 A 更划算。

我们常说“投资有风险”，这个风险到底多少钱一斤，这个数值其实是能够量化的。衡量投资风险的一个重要指标就是夏普比率，

$$夏普比率 = \frac{（年化收益率 - 无风险利率）}{年化波动性}$$

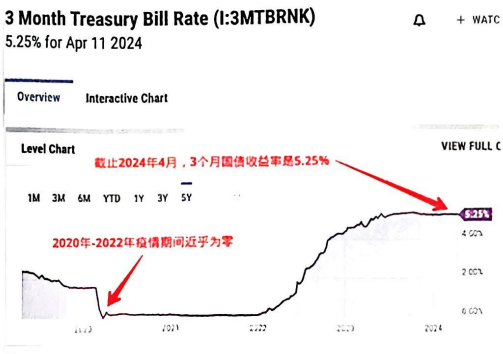
这里无风险利率一般用的是 3 个月美债的收益率。

这个比率实际上告诉了我们一个很重要的信息，即在承担风险的前提下，我们获得了多少超过无风险投资的回报。举个例子，假设某个投资产品的年化收益率为 10%，而 3 个月美国国债的收益率为 5%，同时该投资的年化波动性为 20%。那么，这个投资的夏普比率将会是（10% - 5%）÷ 20% = 0.25，代表这个投资在考虑风险后提供了 25% 的额外回报。

夏普比率的数值越高，表示在每承担一单位的风险下，我们获得的超额回报越多。这是投资者们非常看重的一个指标，因为它直观地反映了投资的“性价比”。如果两个投资产品的预期回报相同，但一个的夏普比率更高，那么投资者更有可能选择夏普比率更高的产品。

当然，风险的计算都是基于过去历史的记录，谁也不能 100% 地肯定过去 30 年重复发生的事情，今后 5 年里也会照样发生。我们投资投的就是不确定性，有不确定性才有风险的议价。

2023 年的三个月期美债收益一度高达 5.5%，这造成很多投资的夏普比率都很低，甚至是负值，也就是说你搞东搞西忙上忙下还不如简简单单地买债券赚得多，躺平了就有 5.5% 的年化收益。这就是为什么美联储一加息股市就跌的原因之一。



	12个月夏普比率
特斯拉	-0.14
微软	0.99
苹果	0.51
标普500（SPY）	0.77
纳指（QQQ）	1.08
黄金ETF（GLD）	0.86
长期国债ETF（TLT）	-0.52

截止 2023 年 12 月的三个月期美国国债收益率和截止 2023 年 9 月一些个股和大盘 ETF12 个月的夏普比率

富贵只能险中求吗?

说起投资中风险和收益的关系，我们通常的直觉是“富贵险中求”，所谓高风险高收益，不是吗？假设有这么两个投资，投资 A 是每年赚取 5% 的年化回报，投资 B 则是前两年都是赚取 50% 的年化回报，第三年则是亏损 50%，如果想要多赚钱，你会倾向于选择哪一个投资？

我猜大多数人的选择会是投资 B。年化 50% 的回报多带劲，这可是比巴菲特还要好的成绩！虽然第三年有 50% 的回撤，可这就是风险啊。

先别急着下结论，我们来仔细算算。如下图，三年后投资 A 的总回报是 15.8%，而投资 B 仅为 12.5%。这意味着，即使投资 A 的回报率较低，但它在长期内实际上表现更出色。如果我们将时间跨度延长到 9 年，这种差距将进一步扩大到 12.7%。

	表现	本金	第一年	第二年	第三年	最终回报
投资A	年化5%	10,000	10,500	11,025	11,576	15.8%
投资B	前两年年化5(	10,000	15,000	22,500	11,250	12.5%

两种投资 3 年结果比较

你看，和大多数人的直觉相反，三年下来，年化收益 5% 的投资 A 的总回报是 15.8%，高于投资 B 的 12.5%。如果把时间拉长到 9 年，那么两者之间的总收益的差距将超过 12.7%。

	表现	本金	最终回报
投资A	年化5%	10,000	55.1%
投资B	前两年年化50%，第三年回撤50%	10,000	42.4%

第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	第七年	第八年	第九年
10,500	11,025	11,576	12,155	12,763	13,401	14,071	14,775	15,513
15,000	22,500	11,250	16,875	25,313	12,656	18,984	28,477	14,238

两种投资 9 年结果比较

在真实的情况中，每年赚 5% 不会让你觉得自己有多牛 X，但这样的心态恰恰能让你坚持投资下去。如果前两年的投资回报是 50%，大概率上你就飘了，觉得巴菲特也不过如此，到了第三年回撤的时候，亏损 50% 会让大多数人心态崩掉的，到时候你亏的或许就不止 50% 了。

在投资世界中，数字虽然至关重要，但并不是唯一的决策因素。情感和心态在投资中也扮演着至关重要的角色。

让我们回顾一下案例中的投资 B，前两年取得了令人兴奋的 50% 年化回报。这种高回报可能会在投资者心中激起巨大的自豪感和满足感，甚至会

让他们觉得巴菲特也不过如此。然而，第三年发生的 50% 亏损可能会瞬间改变一切。这种情绪上的反转可能导致投资者做出仓促和情绪化的决策，例如抛售投资以避免更大的损失。这种行为往往是不理性的，因为它是基于情感而非理性分析。

当投资者在短期内获得高回报时，他们可能会陷入自信过度的陷阱，认为他们可以永远预测市场并取得高回报。这种自信可能导致频繁的买卖决策，增加交易成本并降低整体回报。

投资决策不仅需要依赖数字和数据，还需要在心态上保持冷静和理性。过度情绪化的决策往往会对投资表现产生负面影响。因此，在追求高回报的同时，理性的心态有助于更好地理解自己的风险承受能力，才能避免过度自信和过度交易，最终有助于实现更稳健的投资表现。

换一个思路，与其寻找高波动高回报的投资，不如找一个低波动率稳定收益的标的，然后通过加杠杆来增加收益，这样承受的风险反而比较小的。当然，能这么做的前提是你懂得如何加杠杆以及如何风控。

	A	B	C	D
1	**无风险利率**	**3.00%**		**公式**
2		**投资A**	**投资B**	
3		**收益率**	**收益率**	
4	第一年收益率	50%	6%	
5	第二年收益率	50%	5%	
6	第三年收益率	-50%	4%	
7	平均年化回报	4.2%	5.3%	
8	标准差	0.58	0.01	=stdev(B4:B6)
9	**夏普比率**	**0.02**	**2.25**	=(B7-B1)/B8

在我们加杠杆之前，先算一下夏普比率。

投资 A 第一年年化收益 50%，第二年是 50%，第三年亏损 50%。投资 B 第一年年化收益 6%，第二年是 5%，第三年是 4%。假设当前无风险利率是 3%，每年投资所得继续投入作为下一年的本金。两者的夏普比率是多少呢。

结论：投资 B 的夏普比率远高于投资 A，表明这个投资在风险和回报之间取得了更好的平衡，是更优选的投资选择。

对于那些寻求更高回报的投资者来说，还有一个选择是使用杠杆。如果你找到了一个能够稳定年化 5% 回报的投资，你可以选择加杠杆来提高回报率。就是这个例子，如果你将杠杆设置为 2 倍（就是借一倍于原先本金的资金），你的年化回报率将是 5% x 2 = 10%，而在这种情况下，加倍杠杆后的投资 B 收益率翻倍，但是风险还是比投资 A 要低。这表明，杠杆可以成为实现更高回报的一种策略，当然我们还是谨慎，因为加杠杆后也会增加借贷成本以及降低了对最大回撤的容忍度。

在投资中，平衡风险与回报至关重要。尽管高风险可能带来高回报的机会，但也伴随着更大的不确定性和情感波动。相反，稳定的回报虽然看起来较低，但在长期内可能会产生更可靠的结果。投资者应该根据自己的风险承受能力、投资目标和时间跨度来选择适合自己的策略。

最重要的是，投资是一项长期的过程，理性和耐心往往是取得成功的关键。追求高回报是合理的，但需要在充分了解风险的情况下做出明智的决策，而不是被短期高回报所迷惑。在投资中，时间往往是你最好的朋友，因此坚持稳健的投资策略可能会在长期内实现更好的回报。

向未来的自己要钱 - 怎么加杠杆

加杠杆俗称借钱炒股，在很多稳健的投资者心目中都是非常排斥的。但加杠杆不是什么洪水猛兽，贷款买房子就是一种加杠杆的投资行为，它的本质是向未来的自己要钱。人年轻的时候负担少，风险承受能力强，这个时候应该加杠杆以强化财富的复利效应，随着年龄的增长，负担增加而风险承受能力变弱，这个时候则需要降低杠杆以锁定已有的财富。

加杠杆是蜜糖还是毒药取决于我们怎么运用和控制它。

加杠杆的投资组合长期一定跑赢不加杠杆的组合

加杠杆的投资组合可以在合理的情况下带来更高的收益，但同时也伴随着更高的风险。通过数据回测，可以发现长期来看加杠杆的投资组合相比于不加杠杆的组合更容易跑赢市场。但是需要注意的是，这并不意味着所有加杠杆的投资组合都是优秀的，投资者需要仔细考虑自己的风险承受能力和投资目标，才能在实际操作中取得良好的效果。

一项研究表明，采用适度杠杆的投资组合在长期内可以获得更高的收益，而且在承担一定风险的同时，其风险水平也是可以可控的。这项研究是由斯坦福大学和纽约大学的研究人员在 2019 年发表在《管理科学》杂志上的。

Journal of Banking & Finance 42 (2014) 199–212

Contents lists available at ScienceDirect

Journal of Banking & Finance

journal homepage: www.elsevier.com/locate/jbf



Leverage-induced systemic risk under Basle II and other credit risk policies

Sebastian Poledna [a], Stefan Thurner [a,b,c,*], J. Doyne Farmer [d,b], John Geanakoplos [e]

[a] Section for Science of Complex Systems, Medical University of Vienna, Spitalgasse 23, A-1090, Austria
[b] Santa Fe Institute, 1399 Hyde Park Road, Santa Fe, NM 87501, USA
[c] IIASA, Schlossplatz 1, A-2361 Laxenburg, Austria
[d] Institute for New Economic Thinking at the Oxford Martin School and Mathematical Institute, University of Oxford, 24-29 St. Giles, Oxford OX1 3LB, UK
[e] Department of Economics, Yale University, New Haven, CT, USA

ARTICLE INFO

Article history:
Received 12 March 2013
Accepted 28 January 2014
Available online 5 February 2014

Keywords:
Leverage
Basle II
Systemic risk
Credit risk
Agent based model
Banking regulation

ABSTRACT

We use a simple agent based model of value investors in financial markets to test three credit regulation policies. The first is the unregulated case, which only imposes limits on maximum leverage. The second is Basle II and the third is a hypothetical alternative in which banks perfectly hedge all of their leverage-induced risk with options. When compared to the unregulated case both Basle II and the perfect hedge policy reduce the risk of default when leverage is low but increase it when leverage is high. This is because both regulation policies increase the amount of synchronized buying and selling needed to achieve deleveraging, which can destabilize the market. None of these policies are optimal for everyone: risk neutral investors prefer the unregulated case with low maximum leverage, banks prefer the perfect hedge policy, and fund managers prefer the unregulated case with high maximum leverage. No one prefers Basle II.

© 2014 Elsevier B.V. All rights reserved.

消息来源：《管理科学》杂志（Management Science）

此外，对于使用杠杆的投资者来说，风险控制尤为重要。在实际操作中，需要严格控制杠杆比例，以确保投资组合不会受到过度的波动所影响。此外，还需要注意投资组合的流动性，以避免因为无法及时平仓而导致的损失。

总之，加杠杆的投资组合可以在适当情况下带来更高的收益，但同时需要注意风险控制，确保投资组合不会因为杠杆比例过高而受到过度波动的影响。投资者在操作时需要结合自身风险承受能力和投资目标来选择合适的杠杆比例，以取得更好的效果。

多少杠杆率合适？建议：< 1.5

对于散户来说，加多少杠杆率和个人风险控制能力和风险承受能力密切

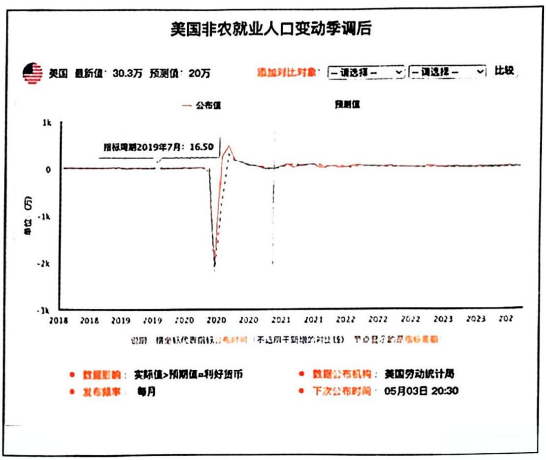
相关。我们拿一个投资界的标杆来做参考吧。巴菲特的哈撒韦公司的平均杠杆率在 1.7 左右。

2 倍杠杆的意思就是，如果投资标的回撤 50% 的话，你的这个投资账户就清零了，4 倍杠杆的话，回撤 25% 就清零了。看看 2022 年的股市，大盘的回撤都超过了 33%，如果 2022 年上 3 倍以上杠杆的话，现在的涨幅就与你无关，因为去年你就爆仓了。因此切忌在高风险的投资标的上加杠杆，想着一夜暴富的通常都会落得一夜清零的结局，把自己长久地留在牌桌上才是王道。

对于我自己而言，即使最乐观的时候，杠杆率都不会超过超过 1.5 倍，就是说只要账户回撤不超过 75% 我都不会爆仓。

融资的成本是是否加杠杆的重要考虑因素

在当前高利率的情况下，融资的成本是是否加杠杆的重要考虑因素。截止 2024 年 2 月券商的融资利率都在 7% - 9% 左右，意味着你选择的投资标的必须有 9% 以上的年化收益才有钱赚。这在现今的市场中是非常不容易做到的，所以加杠杆的时候要非常的慎重。



老虎证券的美元融资利率

券商的美元利息与美联储的基准利率密切

相关。在美联储进行降息周期（例如 2020 年到 2021 年间），利率将显著降低，这时融资成本会相对较低。在这种情况下，如果你的资金账户是非美元（例如新元），甚至无需兑换成美元，直接进行融资可能比进行货币兑换更划算。

BM = 基准利率

货币	等级	适用利率 IBKR PRO版	适用利率 IBKR LITE版
美元	0 ≤ 100,000	6.830% (BM + 1.5%)	7.830% (BM + 2.5%)
	100,000 ≤ 1,000,000	6.330% (BM + 1%)	7.830% (BM + 2.5%)
	1,000,000 ≤ 50,000,000	6.080% (BM + 0.75%)	7.830% (BM + 2.5%)
	50,000,000 ≤ 200,000,000	5.830% (BM + 0.5%)[1]	7.830% (BM + 2.5%)
	> 200,000,000	5.830% (BM + 0.5%)[1,2]	7.830% (BM + 2.5%)

嬴透证券的美元融资利率

巧用期权加杠杆

在美股投资中，利用期权的杠杆特性也能起到加杠杆的效果，其风控的难度要小于直接融资。

比如，买超过一年的长期看涨期权策略 LEAP CALL 是抄底的一个好手段。如下图所示，2025 年 1 月 17 日行权价为 400 的微软看涨期权的价格为每手 48.70，其杠杆比率是 5.32。就是说你买入 1 手 LEAP CALL 花费 4870 刀，如果股价如预料的上涨，其收益相当于你花费 4870 x 5.32 = 25,908 刀的效果。即使股价大跌，比如两年后微软股价低于 400，那么你将亏光 4870 刀的本金，但是不会让你的账户爆仓。



这个我们在后面的章节会更详细地学习。通过 Naked Sell Put（裸卖看跌期权）也能有加杠杆的效应，同时还能吃到时间溢价。

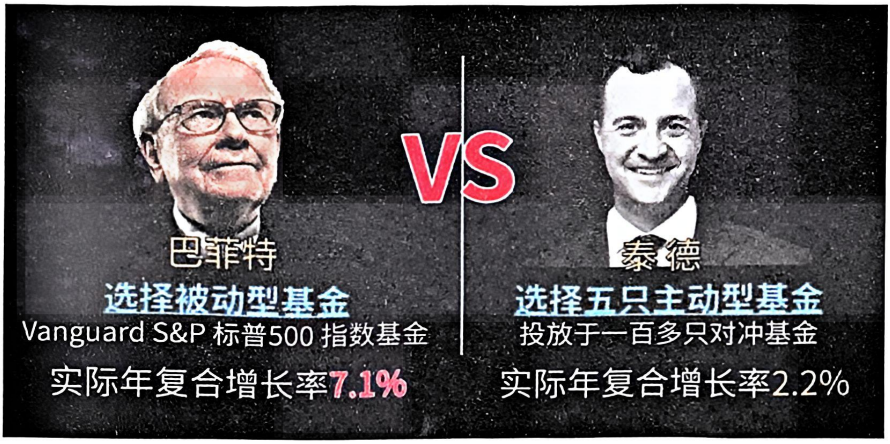
03 躺赢不是梦——你所知道和不知道的 ETF

2020 年的时候一个年轻的上班族朋友问我该怎么投资，她说没有什么兴趣学习投资知识，问我有没有什么简单的办法。我就说，你就买个美股大盘 ETF 吧，不懂 ETF 什么意思也不要紧，在你的券商 App 上搜索“SPY”就好，她说什么时候买呢？我问她什么时候发工资，她说是 25 号，我说那你每个月 26 号买入 2 股 SPY 吧，不过要每个月坚持哦。她又问，那什么时候卖呢？我说把这股票当作你的储蓄，买了就别动，一直存着，以后等你要买房子或者要用钱的时候再卖。

2023 年底这个朋友给我发来节日问候时，高兴地说她的 SPY 股票现在涨了 30% 多了。

这当然不是我的独门秘笈，这早就是市场上公开的密码。说话实在的巴菲特老爷子在好多次记者会上被问起投资的秘诀，他连自己家的股票都没有推荐，而是推荐标普 500 指数 ETF，并且说长期持有标普 500 指数基金就能超过大部分投资者。

这里有个让人津津乐道的“十年赌局”小故事。早在 2005 年，巴菲特公开立下一个赌约，下注 100 万美元，赌局约定：任何一名基金经理选择至少五只主动管理的基金，十年以后，如果这五只基金的整体表现优于标普 500 指数的话，对方将赢得赌局。最终只有美国对冲基金 Protégé 的一名叫泰德 · 西德斯的基金经理敢应战，然而在 2017 年年初，泰德 · 西德斯提前宣布自己输掉了赌局，因为他选择的 5 只主动型管理基金平均年化回报只有可怜的 2.2%，而标普 500 指数在这九年间的收益率是 85.4%，平均年化回报 7.1%。



如果那些职业的基金经理都做不到的话，那么 99% 的散户也是做不到的。

在美股投资领域，ETF 被认为是一项强大而实用的工具，这是美股与 A 股港股的关键区别之一。然而，许多普通投资者对 ETF 的理解可能并不深刻。有些人将 ETF 视为基金的低配版，有人嫌弃 ETF 收益增长缓慢，还有人认为 ETF 只适合菜鸟投资者。这些观点实际上都是对 ETF 这一投资工具的误解，因为 ETF 实际上是一个既复杂又灵活的工具。

ETF 的应用范围广泛，操作方式多样。当正确使用时，它不仅能够在收益方面不逊于简单的个股选择，而且还能大幅降低投资风险，减轻投资者的精力压力。我个人在投资中极度依赖 ETF，并强烈推荐普通投资者将其纳入投资组合。不要认为 ETF 只适合投资新手，实际上，它对于不同阶段的投资者都是一种极具价值的工具，只是在不同阶段需要采用不同的策略和方法。将 ETF 的投资策略划分为不同层次，包括入门阶段、进阶阶段和高级阶段，每个阶段都有独特的投资方法和目标受众。

初阶阶段，投资者可选择从简单的 ETF 组合开始，逐渐了解市场和行业；进阶阶段，可以考虑利用更专业的 ETF，如行业指数或因子 ETF，以更精准地把握市场趋势；高级阶段则涉及更为复杂的交易策略，如配对交易或使用衍生品 ETF，以实现更高水平的风险管理和收益优化。无论投资者处于哪个阶段，都可以发现 ETF 的广泛适用性，并根据个人风险偏好和投资目标灵活调整策略。

【第 1 章】指数 ETF：抓住大牛股的最好机会

说起投资，大部分普通投资者的脑海里肯定就是买股票，从长期看，股票确实是会增值最快的一种投资类别，过去十年里，资本市场诞生了很多高价值高成长的好公司，而他们的股票，也不断在上涨。你的朋友或者亲戚中，可能有热买了特斯拉、茅台、理想、英伟达的股票而赚了不少钱，但可以肯定的是，炒股亏损的人更多。

买到牛股赚钱其实有两部分：一是认识并且买到这只牛股；二是持有这只牛股穿越牛熊市而收获盈利。

我觉得，从一个长的时间段看，普通投资者靠买个股而赚钱是一件很难很难的事情。首先选中一只牛股的概率就如，即使运气好买到了，大多数人也严重低估了持有这只牛股的难度。

抓住牛股为什么这么难?

当我们买股票的时候，都是买上市公司的股票。，大多数人会觉得上市公司就是大公司好公司，但事实却不是如此，有一大部分上市公司其实存在很多问题。

而大部分普通股民，买到运营不佳公司的股票比买到好公司的概率高很多，举个例子，查看美国标普 500 指数资料可以看到，1926 年，美国的上市公司超过了 25000 家，但是到了 2015 年末，还存活的公司只有 5000 家了，就是说有超过 80% 的上市公司破产了，而股民们投资到这些倒闭公司的钱也白白打了水漂。标普指数 500 里的公司里 10 年里跑赢指数的公司有 60 家，40 年只有 12 家能跑赢指数。

从相关报告中可以看出，以 10 年计，选中好股票的概率是 12% 左右，而以 40 年计是 2.4%。那结论就是，即使是最专业的投资人，选中差股票的概率非常高，也就是说选中好股票的概率非常地低。

我们就拿美股市场上 2023 年最耀眼的明星英伟达来说吧，这家芯片龙头的股价趁着人工智能的东风在 2023 年一飞冲天，一年劲涨 239%。英伟达是 1999 年 1 月上市的，上市价格是 12 美元，到了 2023 年 12 月，它的最高股价到达 2 万 6 千美元（按照拆股前价格计算，如果按前复权计算，应该是 505 美元），25 年里的涨幅是恐怖的 2000 多倍，这是每个投资者都梦想买到并持有的牛股。你可能会想，当初买这只股票的人一定都发财了。

但是如果你看看这 25 年当中英伟达的走势，你可能就不会这么想了，25 年里它的股价有 5 次回撤在 50% 以上的腰斩，最大的回撤是 89%，近乎脚跟斩。这种情况下，能有几个人能保持心态，不早割肉而坚持下去的？你

The maximum drawdown for the **NVIDIA Corporation** was **89.72%**, occurring on **Oct 9, 2002**. Recovery took 1032 trading sessions.

The current NVIDIA Corporation drawdown is 4.88%.

英伟达历史最大的5次回撤：
最大一次是89.72%，最少的一次也有56.04%

Depth	Start	To Bottom	Bottom	To Recover	End	Total
-89.72%	Jan 4, 2002	193	Oct 9, 2002	1032	Nov 13, 2006	1225
-85.08%	Oct 18, 2007	277	Nov 20, 2008	1861	Apr 15, 2016	2138
-67.76%	Jun 22, 2000	128	Dec 21, 2000	81	Apr 20, 2001	209
-66.34%	Nov 30, 2021	221	Oct 14, 2022	153	May 25, 2023	374
-56.04%	Oct 2, 2018	58	Dec 24, 2018	287	Feb 14, 2020	345

英伟达股票最大回撤历史

Monthly Returns Heatmap

从2015到2023年的96个月当中，有12个月的单月涨幅超过20%

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
2024	24.24%	28.58%	14.22%									
2023	33.69%	18.83%	19.67%	-0.10%	36.34%	11.82%	10.47%	5.62%	-11.86%	-6.25%	14.69%	5.89%
2022	-16.75%	-0.41%	11.92%	-32.03%	0.67%	-18.80%	19.82%	-16.90%	-13.55%	11.19%	25.42%	-13.64%
2021	-0.50%	5.58%	-2.64%	12.45%	8.23%	23.16%	-2.52%	14.82%	-7.46%	23.42%	27.81%	-9.98%
2020	0.48%	14.30%	-2.40%	10.88%	21.47%	7.06%	11.76%	26.00%	1.20%	-7.36%	6.92%	-2.56%
2019	7.68%	7.42%	16.40%	0.80%	-25.07%	21.24%	2.73%	-0.62%	3.92%	15.48%	7.90%	8.56%
2018	27.03%	-1.48%	-4.30%	-2.89%	12.20%	-6.06%	3.36%	14.69%	0.12%	-24.98%	-22.41%	-18.31%
2017	2.29%	-6.94%	7.34%	-4.25%	38.54%	0.15%	12.42%	4.36%	5.51%	15.68%	-2.88%	-3.59%
2016	-11.14%	7.46%	13.62%	-0.28%	31.84%	0.62%	21.46%	7.62%	11.70%	3.85%	29.76%	15.77%
2015	-4.22%	15.31%	-5.14%	6.07%	0.17%	-9.13%	-0.80%	13.16%	9.65%	15.09%	12.23%	3.91%

英伟达月度收益热力图

看即使你买中这个牛股，这个持有的过程也是凶险无比的。

即使你在最困难的时候拿住了股票，那也很有可能在股价暴涨的时候把股票卖飞的。上图是英伟达从 2015 年到 2023 年的每月股价表现，8 年里有 9 次月涨幅超过 25% 以上。一般人极有可能觉得一个月就赚了 25%，该卖出套利了吧，可英伟达的股价是不断创出新高的，这么一卖出可能就无法以低过卖价买回来了，后面的涨幅就与你无关了。

举这个例子就是为了告诉大家，即使你买中牛股，挑中了一个时代的伟大公司，持有这个股票的过程也会是异常波折，我们会不断地割肉和恐高的情绪摇摆，能坚持到最后是一件非常非常困难的事情。

普通投资者还要买股票吗?

在回到这个问题之前，应当先了解“指数基金”的概念，所谓的股票指数基金，就是以特定指数（标普 500 指数、纳斯达克 100 指数、新加坡海峡时报指数）为标的指数，并以该指数的成份股为投资对象，通过购买该指数的全部或部分成份股构建投资组合，以追踪标的指数表现的基金产品。通过购买指数基金，你就相当于购买了很多家公司的股票，同样能分享这些公司成长的收益。

很多普通投资者会认为，指数基金，是一种相对保守、安全的投资方法，因为它不刻意选择股票，而是把大部分市场买下来，保证获得平均收益。也有一种说法是当你不知道该做什么的时候，你才去买指数基金。

这种说法比较片面，其实一个明星股票可以带动其他股票，这就是买指数股票不会出现太多亏损的原因。

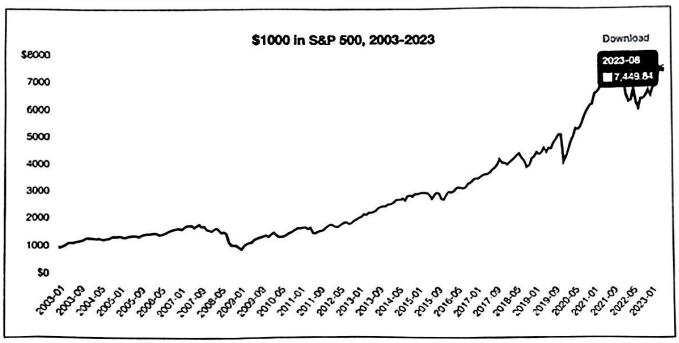
举个例子，香港的恒生指数，从 2010 年 6 月 30 日到 2020 年 6 月 30 日，恒生指数成分股的市值从 11 万亿港币涨到了 18 万亿港币左右，涨了 7 万亿，而这其中，有 40% 多的市值，都是由腾讯一家公司贡献出来的。

著名的金融学家威廉 · 伯恩斯坦曾经做过一项统计，发现自 1926 年以来，美国股市所有的投资回报，都源自表现最出色的 1000 只股票。令人惊讶的是，这些股票只占所有上市公司数量的微薄 4%。

你看，仅有 4% 的公司就贡献了整个股市 100% 的回报，这意味着，当我们选择购买指数基金时，实际上并不是一种完全被动的投资，而更像是主动地让自己参与到那些能带来回报的顶尖公司中。当然对于那些有能力的投资者来说，他们或许有自信像挑选幸运彩票号码一样挑选出那 4% 的金子，并且扛过持有这些公司的起起伏伏。但对于绝大多数的投资者而言，把大部分投资放在投资大盘指数，才是更为理性的选择。

【第 2 章】ETF 的入门玩法——知其所然

指数 ETF 用得恰当的话，能成为普通投资者核弹级的投资工具。也就是说普通投资者也能取得专业投资者的投资收益率，而且并不需要太多的精力和时间成本，所谓“躺赢不是梦”。



左图是一个用过往数据回测投资美股大盘 ETF 的例子，如果你在 2003 年起投资了 1000 美元在标普 500 指数 ETF 中，假设你重新投资了所有的股息，20 年以后，到 2023 年底你将有大约 7449

美元，这相当于 644.98% 的投资回报率，或每年 10.20% 的回报率。

这笔一次性投资在此期间超过了通货膨胀，扣除货膨胀以后实现了大约 346.43% 的累计回报率，或每年 7.51% 的回报率。

如果你使用了定期定额投资（每月一次）而不是一次性投资，你的投资价值将为 6,333.04 美元。

知其所以然 - ETF 能躺赢的秘密

答案摆出来了，可能会有人嘀咕：躺赢？真会这么简单吗？

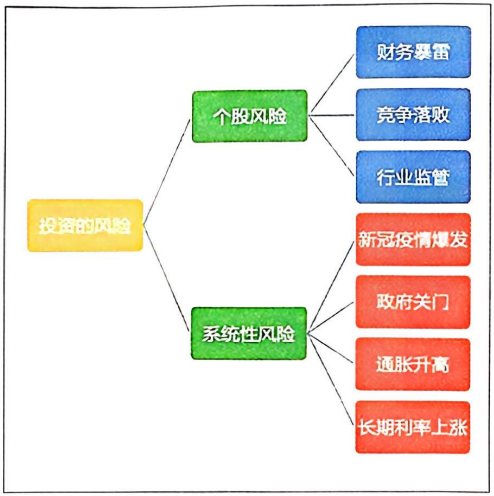
知其然而不知其所以然，没有建立起对自己投资行动策略的信念的话，是无法形成持久的行动力的。知道答案背后的逻辑，理解这些逻辑，才能长久坚持。

首先我们要知道什么是 ETF。ETF，是英语 Exchange Traded Fund 的简称，中文名字叫做交易型开放式指数基金。用简单的话说，标普 500 指数就是把美股市场里市值最大的 500 只股票打包买下来，然后切成一小份一小份卖出去，你买一份就相对于买了美股市值最大的 500 个股票。

对于普通投资者来说，最具挑战性的并非股票的选择，也非择时的抉择，而是对股市风险的正确认知。然而，许多普通投资者并未充分意识到这一点。

深思一下，决定一个股市新手是否能在股票市场取得成功的因素是什么？是真的能够赚到钱吗？或许你脑海中第一时间浮现的是赚钱，但实际上塑造你投资命运的是股市的风险。新手投资者在面对风险时往往陷入两个极端。一方面是过度惧怕风险，不敢涉足股票市场；另一方面是完全无视风险，

只顾追求收益。最终的结果可能是迟迟不敢投资，眼睁睁看着良好的赚钱机会溜走；或者在一次骚操作中，亏损后便挥手告别，不再涉足。赚了就继续冒险，直至亏损为止。



因此，能否在股票市场中持续取得成功的关键在于，你是否能在一开始就对股市风险有正确的认知。而投资 ETF 正是帮助新手理解投资、控制风险的最佳手段。为什么这么说呢？首先，我们需要明确股市的风险来自哪里。股市风险主要源于两个方面，即个股风险和系统性风险。

个股风险是指一只股票所独有的风险，诸如财务暴雷、竞争落败、行业监管等，具体的例子比如硅谷银行的破产、电动车尼古拉的造假、新东方遭遇政策监管等。系统性风险则可理解为整体市场面临的风险，诸如疫情爆发、政府关门、通胀升高、利率上涨，具体的例子如美联储加息带来的估值下跌、俄乌战争对股市的冲击，或者新馆疫情等。在这些情况下，市场上所有股票都会受到这些不确定因素的影响。

系统性风险是很难防范的，但是个股风险却是可以通过购买 ETF 来规避的，这是最好的风险规避方法，没有之一。

对于普通投资者来说，大盘 ETF 的最大的优点就是规避了个股的风险：你不需要关心哪个公司的财报，不需要对哪个行业有研究，也不需要操心哪

个股票该占多大的仓位；ETF 有新陈代谢的机制，每过一个季度，一些表现差的公司会被移出这个组合，并且补充进来同样数量表现好的公司，因此你也不要担心哪家公司万一倒闭了会对你的投资组合产生太大的影响。

S&P Dow Jones Indices
A Division of S&P Global

新闻稿

标普道琼斯指数公布标普 500 指数的成分股变动

纽约，2023 年 05 月 1 日： 标普道琼斯指数今天宣布对标普 500 指数进行成分股变动。

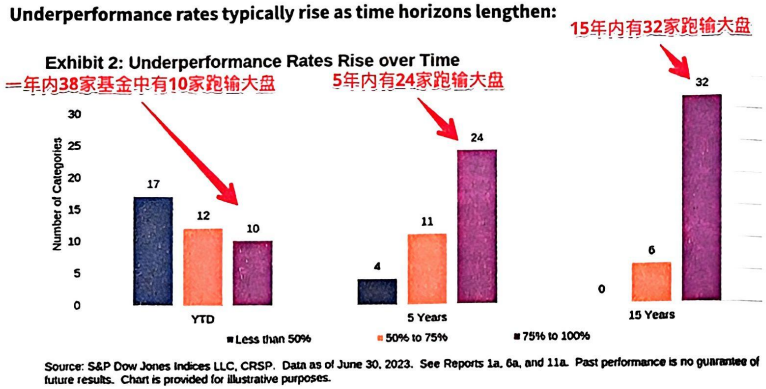
以下为调整的概要：

更改	公司	交易所代码	生效日期
增加	Axon Enterprise	AXON	2023 年 5 月 4 日
剔除	First Republic Bank	FRC	2023 年 5 月 4 日

如上图：每个季度，标普 500 都会对成分股作出调整

ETF 因此成为新手投资者理解市场、降低风险的最好选择。ETF 的组合通常包括多个股票，因此分散了个股风险。此外，ETF 还可以代表整个市场、行业或主题，帮助投资者规避系统性风险。通过投资多样化的 ETF，新手投资者可以更好地把握市场动向，同时避免了对个股的过度依赖。在投资中，风险控制是至关重要的一环。只有深刻理解并正确对待风险，投资者才能更加从容地面对市场的波动，实现长期稳健的投资回报。

风险少了，那么收益是不是也就跟着少了呢？根据标普道琼斯指数公司发布的 2023 年上半年 SPIVA 美国评分卡的研究结果，在过去的 10 年、15 年和 20 年期间，所有大型美国股票基金都未能超越其基准（标普 500 指数），分别表现为 85.61%、92.19% 和 93.58% 的跑输率。我们可以看到，随着时间跨度的增加，即使是那些专业股票基金经理，跑输市场的可能性也随之增加。对于我们普通投资者来说，就更是如此了。



和股票一样，买入 ETF 也是能收到股息的，比如 SPY 每年的股息率大概是 1-3%。

ETF 怎么选 - 成分股、资金规模、成交量、费率

接下来的问题就是该怎么选择 ETF，有几个筛选的标准是我们应该心中有数的。首先，你要清楚你想投资哪方面的 ETF，比如说你想投资人工智能的 ETF，那么你就先去寻找人工智能的板块都有哪些 ETF，然后根据筛选的标准找到几个重要的信息，从中挑选出最优的一个。

筛选的标准按照重要性高低顺序如下：

1. 成分股以及比重。

首先要关注 ETF 的前十大持股以及它们在整个投资组合中的比重。通常来说，如果你对这个 ETF 中占比最大的前十家公司不认可，那么这个 ETF 可能不是你的菜。另外，如果你最关注的公司，比如英伟达，在这个 ETF 中没有包含，或者其比重过低，那么也可能考虑将该 ETF 排除在外。

2. 资产规模 AUM

通常的情况下，资产规模和基金或者基金经理的知名度成正比的，资产规模越大，资金越安全，基金的运作也会越正规。绝大部分普通投资者是没有太大兴趣去了解基金经理生平事迹的，因此看资产规模就是一个最简单直接的办法。我极度不推荐普通投资者去看那些资产规模少于 1 亿美元的 ETF 的。

3. 成交量

成交量是 ETF 横向比较时重要的标杆，交易量大意味着流动性好，想买的时候买得到，想卖的时候卖得出。成交量高也意味着买卖的价格差（Spread）较少，对于做期权交易的的投资者来说，这点尤其重要。

4. 费率

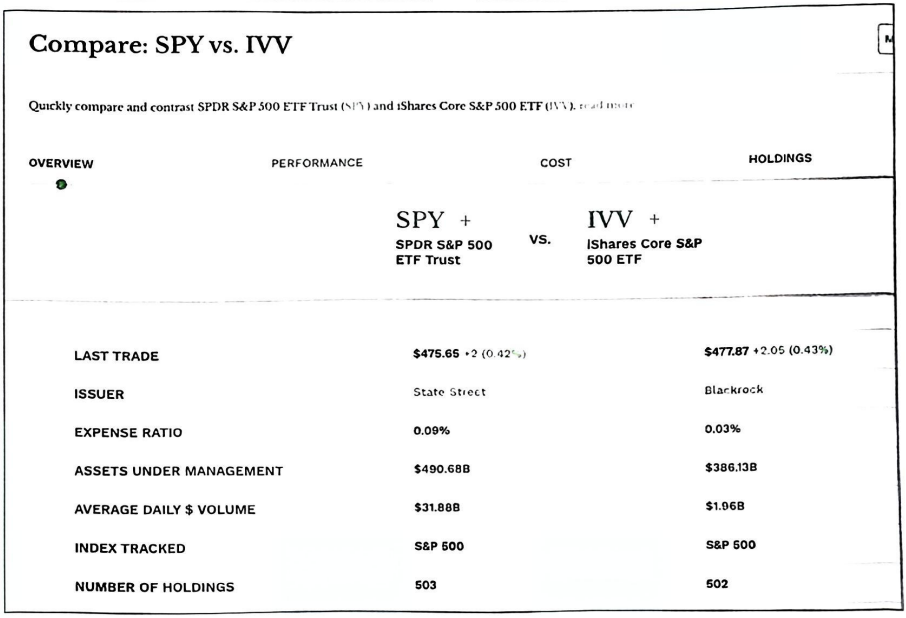
费率当然是越低越好。以股票型 ETF 为例，2022 年国内股票 ETF 的平均运营费率为 0.71%，而美国股票 ETF 的平均费率为 0.46%，一些美股大盘的 ETF 费用都在 0.1% 以下。注意这个费率不需要额外支付的，已经折算在 ETF 的股价中了。

在老虎的 App 上，很容易就能查找到 ETF 相关的信息，比如成分股、成分股比重、费率、资金规模、交易量等等。

网上也很容易能找到一些 ETF 的比较工具。比如下图中的 ETF.com 的截屏。我们可以看到两个最常见的标普 500 指数 ETF 的比较：SPY vs IVV，我们可以看到，SPY 的费率是 0.09%，而 IVV 仅有 0.03%，他们的资金规模相差不大，但是 SPY 要比 IVV 高很多。怎么选择就看我们的目的了，如果是长持的话，IVV 是个不错的选择；如果是要以此标的做期权策略的话，SPY 是首选。


US 纳指100ETF(QQQ)
▼ 439.02 -6.43 -1.44%
概览 期权 分析 资料
基金概况
ETF全称 Invesco QQQ
管理人 The Bank of New York Mellon Corporation
ETF简介 该ETF价格与纳斯达克100指数波动...
发行信息
发行方 Invesco
发行时间 1999/03/10
财年结束日 30-Sep
杠杆 0.0
分红频率 季度
最小申购单位 50000
申购费用 500
管理费 0.20
业绩比较基准 Nasdaq-100 Index


US 纳指100ETF(QQQ)
概览 期权 分析 资料
成分股
前10成分占比46.96%
微软 8.67%
苹果 7.63%
英伟达 6.21%
亚马逊 5.20%
Meta Platforms 5.13%
博通 4.53%
美国超微公司 2.48%
特斯拉 2.42%


Compare: SPY vs. IVV
Quickly compare and contrast SPDR S&P 500 ETF Trust (SPY) and iShares Core S&P 500 ETF (IVV).
OVERVIEW
PERFORMANCE
COST
HOLDINGS
SPY + SPDR S&P 500 ETF Trust
VS.
IVV + iShares Core S&P 500 ETF
LAST TRADE $475.65 +2 (0.42%) $477.87 +2.05 (0.43%)
ISSUER State Street Blackrock
EXPENSE RATIO 0.09% 0.03%
ASSETS UNDER MANAGEMENT $490.68B $386.13B
AVERAGE DAILY $ VOLUME $31.88B $1.96B
INDEX TRACKED S&P 500 S&P 500
NUMBER OF HOLDINGS 503 502

定投 ABC - 投资小白首选

现在我们再来看看我一开始向投资新手推荐的“定投”策略，为何它如此有效呢?

“定投”之所以能够在长期实现相对良好的投资结果，主要建立在两个假设基础上:

首先，我们假定经济在长期内是持续增长的，而股市的长期增长趋势与经济增长趋势相匹配。以 100 年的时间跨度为例，假设美国经济的年化增长率为 8%，那么这个 8% 就是我们通过定投所获得的长期“利率”。尽管有一些年份可能经济增长率达到百分之几百，而在不利年份，增长率可能为负数，但通过几何平均化，8% 成为我们平均享受的增长水平。

其次，由于我们采用“定投”策略，不论市场如何，我们都会进行投资。这样一来，我们既能够受益于良好年份的高增长，也会经历类似 2008 年次贷危机或 2020 年 3 月新馆疫情这样的低谷时期。然而，由于我们采用定期投资的方式，而非一次性全仓投入，我们追求的是整体投资的“平均水平”。

这时你可能已经意识到，通过采用定期投资追踪大盘指数的方式，以享受经济增长的“复利”，并不需要找准市场时机的技术，因为我们根本不进行择时。相反，我们需要的是耐心和坚持不懈的勇气。

这是因为定投并不涉及复杂技术，只需按计划投资，甚至可以直接委托系统执行，毫无技术含量可言。

在经济不景气时，定投者每次查看账户都可能见证资产缩水。这时，我

们需要思考是否有勇气按计划进行定投，而不是在看到投资亏损时慌不择路，清仓离场。也就是说，投资者是否具备克服线性思维的能力，坚信“美国经济在长期是增长的”，这是“勇气”所面临的挑战。

不过需要指出的是这个方法在 A 股却是行不通的。

本人曾经用支付宝理财定投沪深 300 指数基金，亲测三年，结果年化收益只有 4% 左右，勉强跑赢通胀。所以在我看来这个办法搬去 A 股行不大通的。

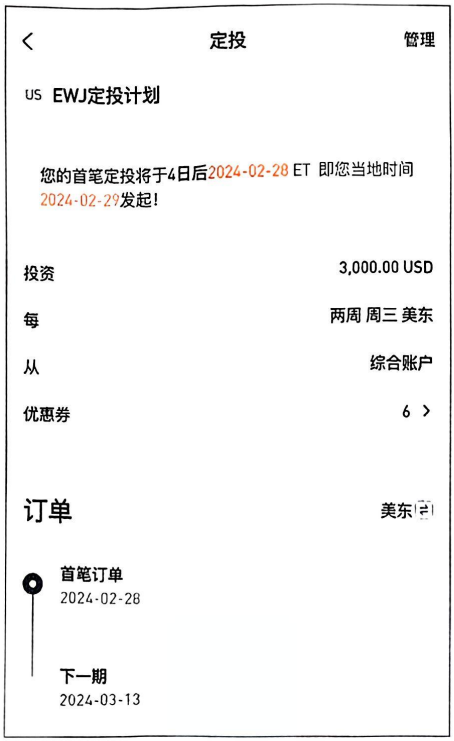
原因有各种各样的分析：一是费率的差异，国内的指数 ETF 费率在 0.8% 左右，而美股的指数 ETF 仅为 0.05% 上下，这个费用的些许差异在长期的投资中会对收益产生很大的影响；二是美股的特点是牛长熊短；而 A 股却是熊长牛短，在一个长的时间段里，A 股并不保证增长，我觉得这是结果差异的最重要原因。

如果你有一大笔钱可以投资的话，可以一次性买入或者分开两三次买入，统计学上最后的结果都是差不多的。但是如果你只能投入每个月部分的固定收入的话，定投就是比较适合你。

做法也很简单，就是每个月固定日子，比如发工资后的第 2 天，从收入中抽出计划固定投资的部分买入股票。

老虎的 App 就能很方便地设定定投计划（如下图），每个月固定日期从你指定的银行账户中转入固定的投资金额到你的老虎账户。





如果设定的金额不足买到整数的股票的话，券商还可以有碎股服务，也就是可以买到小数点后几位数量的股票。

【第 3 章】ETF 的进阶玩法 —— 核心卫星策略

ETF 的进阶玩法就是利用 ETF 进行资产配置，这方法被称为核心卫星策略（Core-satellite Strategy)。该策略通俗地来说，就是将投资的资产分成两部分，大头放在”核心”中，而其它小头的资金放入“卫星”中。

核心只有一个，卫星却可以有很多个。该策略实际上就是在寻找投资安全、收益稳定、承担损失等之间的一个平衡。

投资领域中的“免费午餐”

下图是历年全球大类资产的表现排名，我们看到的是“城头变幻大王旗”，排名前三的大类资产一直在变化中。比如大宗商品 2021 年和 2022 年因为疫情以及美联储的大放水，美元指数高涨而价格暴涨，因而表现最好；但是 2023 年却因为美联储的加息而价格回落，因此回报率只有可怜的 0.86%。又比如新兴市场股市在 2016 和 2017 年高歌猛进，回报率是 12% 和 38%；

但是在 2022 年却惨遭滑铁卢，回报是负 20%。

如果我们无法猜对哪个大类资产在哪一年会表现最好，那么我们应该怎么投资呢?

历年全球大类资产表现排名

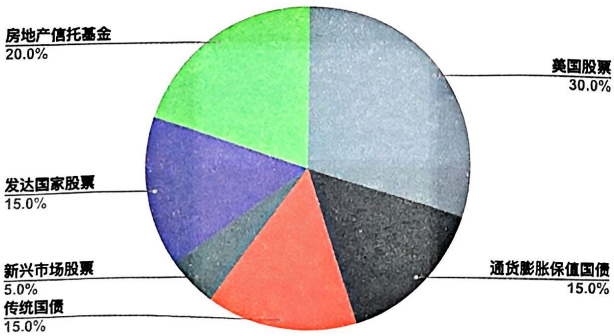
图表1：2016-2023年全球大类资产表现排名

排名	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	新兴市场股市 12 %	新兴市场股市 38 %	美元指数 4.4 %	发达市场股市 28 %	黄金 25 %	大宗商品 39 %	大宗商品 22 %	发达市场股市 22 %
2	全球高收益债 9.9 %	全球股市 25 %	黄金 -0.93 %	全球股市 27 %	新兴市场股市 19 %	全球REITS 36 %	美元指数 7.8 %	全球股市 21 %
3	大宗商品 9.6 %	发达市场股市 23 %	全球国债 -1.3 %	全球REITS 23 %	全球股市 17 %	发达市场股市 22 %	黄金 0.44 %	黄金 12 %
4	全球股市 8.5 %	黄金 13 %	全球投资级债 -5.7 %	新兴市场股市 19 %	发达市场股市 16 %	全球股市 19 %	全球国债 -13 %	全球高收益债 7.4 %
5	发达市场股市 8.2 %	全球REITS 4.8 %	发达市场股市 -8.2 %	黄金 18 %	全球投资级债 4.4 %	美元指数 6.7 %	全球高收益债 -17 %	新兴市场股市 7.3 %
6	黄金 8.1 %	全球高收益债 2.4 %	全球REITS -8.2 %	大宗商品 12 %	全球高收益债 2 %	新兴市场股市 -2.2 %	全球投资级债 -18 %	全球投资级债 5.4 %
7	全球REITS 5 %	大宗商品 1.7 %	全球股市 -8.9 %	全球投资级债 8.1 %	全球国债 1.2 %	全球高收益债 -2.8 %	发达市场股市 -18 %	全球REITS 5 %
8	美元指数 3.6 %	全球投资级债 1.1 %	全球高收益债 -9.4 %	全球高收益债 7.4 %	美元指数 -6.7 %	全球国债 -4.2 %	全球股市 -18 %	全球国债 2.5 %
9	全球投资级债 1.7 %	全球国债 -0.97 %	大宗商品 -11 %	全球国债 2.8 %	全球REITS -9.3 %	黄金 -4.3 %	新兴市场股市 -20 %	大宗商品 0.86 %
10	全球国债 0.39 %	美元指数 -9.9 %	新兴市场股市 -14 %	美元指数 0.23 %	大宗商品 -9.3 %	全球投资级债 -4.7 %	全球REITS -28 %	美元指数 -1 %

资料来源：Macrobond, 交银国际 注：数据截至2023年12月19日

诺贝尔经济学奖得主哈里 · 马科维茨回答了这个问题，他说“投资领域中有免费午餐”，而这个“免费午餐就是资产配置的多元化。而耶鲁大学捐赠基金的斯文森组合，就是资产配置的多元化理论的完美实践案例。

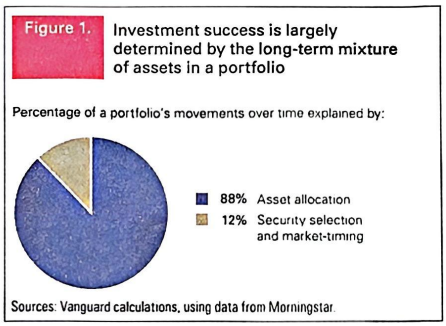
戴维斯文森资产配置组合



美国的常青藤大学的运作资金主要是靠捐赠的，如何管理好这些捐赠的资金，为大学的正常运作和发展提供保障和动力，是每一个常青藤大学的头号大事。

20 年间，耶鲁大学捐赠基金创造了 16.1% 的年均回报率，不仅在大学捐赠基金中排名第一，远远高于大学基金平均 11.6% 的年均回报率，即使在全球机构投资者排名中也名列前茅。

创造了这种多元化配置投资组合的史文森曾公开表示，耶鲁大学捐赠基金的超额收益率主要来自分散化的大类资产配置，资产配置决定了投资组合的回报率，因为当投资组合充分分散化并且相对稳定后，选股和择时等其他因素都不再显著影响投资回报率。



在 ETF 的进阶玩法中，重点放在了资产配置上。股票投资的回报率涉及择股、择时以及资产配置三个方面。择时和择股是普通投资者们最为关心的话题，甚至是他们认为唯一的盈利方式。择时和择股确实能在短期内可以帮获得高收益。然而，长远来看，资产配置对于投资回报率的影响才是决定性的。左图中 Vanguard 基金研究了 1990 年到 2015 年 709 个美国基金的月回报数据，研究表明，择时和择股仅对投资回报率贡献了 12%，而其余的 88% 的贡献率都来自于资产配置。

换言之，若想在长期投资中保持稳健表现，合理的资产配置至关重要。而优化投资组合的资产配置，最佳途径莫过于运用 ETF。

这种策略的优势在于通过资产配置的多元化，投资者可以有效降低整体风险，实现更为平稳的投资回报。因此，无论市场状况如何，良好的资产配置都是投资成功的关键所在。ETF 作为工具之一，为投资者提供了便捷的途径来实现多元化，充分享受投资中的“免费午餐”。

“核心 - 卫星策略”将基金的资产分成两部分：

一部分在整个投资组合中所占权重更大，处于“核心”地位，对投资的安全和收益起着“定海神针”的重要作用；另一部分所占权重较小，但是配置比较灵活，像卫星一般，在受约束的同时，强调有更大的空间，从而争取超出市场平均水平的收益。

“核心卫星策略”具有极强的确定性。其中的核心代表着“买入并持有”长期投资，而卫星则代表“主动管理”的交易策略。长期持有能够稳定收益，是价值投资所推崇的方式，尽管在某些时期存在一些短板，但策略本身相对稳定。相较之下，主动管理在短期内具有强大的爆发力和灵活性，却伴随高不确定性，受情绪波动较大，且难以维持收益。综合考虑，核心卫星策略能够在不同市场时期至少占据一种策略的先机，降低风险的同时，不失机会。

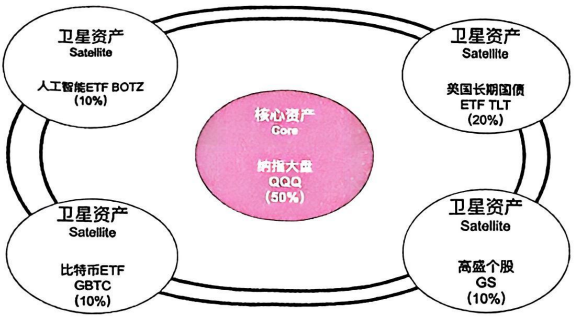
其次的优势是核心卫星策略的个性化特点。由于每个投资者的需求都是独特的，纯粹投资 ETF 无法满足所有人的需求。核心卫星策略允许投资者根据自身的风险偏好、投资时长和投资金额调整核心标的及其比例，实现更加个性化的投资组合。

在追求长期收益的同时，核心卫星策略通过整合不同的投资方式，为投资者提供了更为全面和弹性的投资方案。这种策略的独特优势使其在不同市场环境中都能发挥作用，更好地适应个体投资者的需求。

核心卫星策略：核心保 Beta，卫星追 Alpha

下面就以我自己投资策略为例说明一下核心卫星策略是怎么构建的。

核心卫星投资策略示意图



首先该如何选择核心投资？核心卫星策略中，核心投资最为重要，因为它是保证整个投资组合的根本，保的是 Beta（Beta 常用于衡量投资组合相对于整个股市的波动性，直白的话就是跟上大盘的收益率）。看图就能看出来，投资者大部分的投资收益也都来源于这部分。而其实投资核心的选择并不复杂，直接在美股两大指数里选就好了：不是 S&P500 的指数基金 SPY，就是纳斯达克的指数基金 QQQ。这两个 ETF 除了分散化做的最好外，他们的期权交易量也是市场上最大的，这也能给我们的投资策略多一个选择的灵活性。

两者之中，SPY 又是最稳妥的选择。巴菲特曾建议投资者，如果你不知道买什么就买 S&P500 的指数基金。确实，标普 500 指数是由 500 个美国最大公司构成的，所谓买指数就是买国运，如果你看好美国经济的发展，那么 SPY 就是最好的选择。

我把个人的主要投资放在了纳斯达克 100 指数的 ETF，即 QQQ。我选

择这个标的的一个原因是我本人是 IT 从业人员，对科技行业的长期发展有信仰。QQQ 中科技股的比例较高，这符合我的偏好。另外，我也对自己风险控制能力有自信。我持有核心的方式也不是直接买入 QQQ 的正股，而是通过定期 sell put 来实现同样的看涨 QQQ 的目的。这个会在第五部分详细叙述。

说完了核心选择，咱们再来看看卫星的选择，卫星策略追求的就是 Alpha（Alpha 代表着投资组合相对于市场整体表现的超额收益或亏损，直白的话就是超过大盘的收益率）。这是考验投资者投资水平关键的一步。这部分投资就因人而异了，不过有一点需要注意，那就是卫星与核心的关联度最好不要太高。比如你用科技权重高的 QQQ 做核心，又把卫星全部布局在科技股上，那么你的持仓就经常会出现同涨同跌的情况，效果会打折扣。这时你可以讲核心调整至 SPY，或者将卫星分散到更多行业。这样当再出现上个月科技股暴跌的情况，你的组合就更能抗住风险。

卫星的选择可以选个股，如果我看好 2024 年将是一个降息年，被加息打压的银行业将迎来复苏，尤其是 IPO 上市，因为 2022/2023 年行情不好，美国股市的 IPO 数量少了 90%，因此 2024 年有望大举反弹。作为投行中的翘楚，高盛（股票代码；GS）将能吃到最多的红利，因此我选择高盛作为我的卫星之一。

卫星的选择并不一定要选择个股，同样也可以选择 ETF，如行业 ETF。比如我看好人工智能领域的增长，但是对这个领域不算内行，那么选一个 ETF 就是最好的选择：BOTZ 的前两大持仓股分别是英伟达和直觉外科公司，管理费率 0.68% 算是合理，资产规模达近 5000 亿，是同行中最高。

作为对股票类投资的对冲，债券类的投资也应该进入我们的视野，美联

储降息将利好债券尤其是长期国债的价格，单独买美国国债还是比较麻烦的，最好的方法还是买入长期国债 ETF，比如 20 年期以上国债 TLT。

美联储的降息除了利好银行股以外，也会调高资本市场的风险偏好，比特币将是资产类别中收益最大的板块之一。直接买比特币有一定的门槛，通过加密货币交易所比如币安、COINBASE 购买还是有一定风险的。对于普通投资者来说，最安全的持有加密货币的方式还是 ETF。

最后，我们来看核心与卫星所占的比例，这个并没有一个标准答案。你可以根据自己的风险承受能力、投资时间和金额来调整这个比例。举例来说，年轻时愿意承担更多风险，这时你可以降低核心投资的比例（比如 30%），并选择一些风险较高的 ETF，比如 QQQ，作为核心标的。随着年龄增长和资产积累，你的风险偏好可能下降，这时可以逐步增加核心投资的比例，以及更换一些风险较低的核心标的，例如 SPY。

这种策略与初级阶段的投资不同。初级阶段的投资者不需要对市场做过多判断。但中级阶段需要一定对市场走势的把握能力，同时也需要了解一些个股或行业的情况。这样才能更好地执行核心 - 卫星策略。

你想到和想不到的都有：ETF 大观园

1. 大宗商品 ETF

进行资产配置的时候，一个常见的选项就是大宗商品，比如黄金、原油等。是否配置完全是看个人的偏好和判断，没有对错之分。

下图列出了常见的大宗商品 ETF。

类别	美股代码	ETF名称	资产规模（百万美元）	平均交易量	费率
黄金	GLD	SPDR Gold Shares	58,569	8,371,589	0.40%
黄金	IAU	iShares Gold Trust	26,513	6,054,595	0.25%
白银	SLV	iShares Silver Trust	10,532	18,468,734	0.50%
原油	USO	United States Oil Fund LP	1,558	4,796,126	0.45%
铂金	PPLT	abrdn Physical Platinum Shares ETF	974	99,509	0.60%
黄铜	CPER	United States Copper Index Fund	134	64,348	0.65%

其中黄金 ETF 就是我们常说的“纸黄金”，和实物黄金比较，具有更加方便、灵活、易保管，也更具高流动性，资金成本和风险更低的优势，尤其是对于小额投资者，黄金 ETF 明显的优势。美国黄金 ETF 有可考虑的两个选择，GLD 的资产规模稍微大一些，但是费率较高，而 IAU 的费率较低，但资产规模小一些。两者的流动性都差不多。

我个人的看法是黄金可以少量配置，但不适合大比例配置，因为随着比特币逐渐被机构认可以及接受了监管，比特币成了类似黄金的有意义资产替代品，简单地说，黄金作为避险资产的份额有一部分将被比特币所取代。

2. 行业 ETF

除了配置大众商品 ETF 以外，我们还可以根据不同的经济形势配置不同行业 ETF，比如在美联储降息阶段可以配置银行业 ETF，因为降息会美国银行业流动性变好，经济复苏也会给银行业带来利好；而在加息阶段，我们可以考虑配置医疗健康业 ETF，因为这个行业的防御性极好，不管是经济复苏还是经济衰退，都有不错的增长。

2023/24 年最炙手可热的行业莫过于 AI（人工智能）领域，多家投行的研究报告声称，2024 年引领美股新高的主要科技推动力是来自于人工智能。然而，如前面所叙，普通投资者要压中一个牛股是很难的，比较靠谱的是买入 ETF。

美股银行ETF

类别	美股代码	ETF名称	资产规模（亿美元）	平均交易量	费率	前3持仓股
银行	XLF	Financial Select Sector SPDR Fund	3,401	42,818,500	0.03%	伯克希尔 13.52% 摩根大通 9.14% Visa 8.24%
银行	VFH	Vanguard Financials ETF	924	794,419	0.03%	伯克希尔 8.51% 摩根大通 7.82% Visa 6.42%
银行	KBWB	Invesco KBW Bank ETF	163	16,605,063	0.35%	摩根大通 8.18% 美国银行 8.17% 富国银行 8.09%

美股医疗健康ETF

类别	美股代码	ETF名称	资产规模（亿美元）	平均交易量	费率	前3持仓股
医疗健康	XLV	Health Care Select Sector	326	42,818,500	0.03%	联合健康 10.35% 礼来 9.95% 强生 7.53%
医疗健康	VHT	SPDR Fund	167	794,419	0.09%	联合健康 9.54% 礼来 8.55% 强生 6.83%
医疗健康	IBB	Vanguard Health Care ETF	114	16,605,063	0.44%	安进 9.05% 福泰制药 8.96% 吉利德科学 8.69%

下面是 AI 题材的 ETF。

AI题材ETF

美股代码	ETF名称	资产规模（亿美元）	平均日交易量（万）	费率	前3持仓股	备注
BOTZ	Global X Robotics & Artificial Intelligence ETF	28	137	0.69%	英伟达 9.28% ABBN 8.02%（瑞士工业自动化龙头） 直觉外科 7.96%（手术机器人行业龙头）	持仓比较集中，一共44只个股，目前交易量最大的AI题材ETF
AIQ	Global X Artificial Intelligence & Technology ETF	16	53	0.68%	英伟达 4.42% Meta 3.71% 京飞 3.57%	持仓相对集中，一共87只个股
ROBO	ROBO Global Robotics and Automation Index ETF	14	4	0.95%	直觉外科 1.78%（手术机器人行业龙头） Kardex 1.78%（物流自动化龙头） 泰瑞达 1.70%（半导体测试龙头）	持仓比较分散，工业自动化领域持股较多
ARKQ	ARK Autonomous Technology & Robotics ETF	8	9	0.75%	特斯拉 9.89% 天宝导航 8.73%（GPS领域龙头） UiPath 8.69%（程序自动化龙头）	著名方舟基金，木头姐打理，持仓比较集中

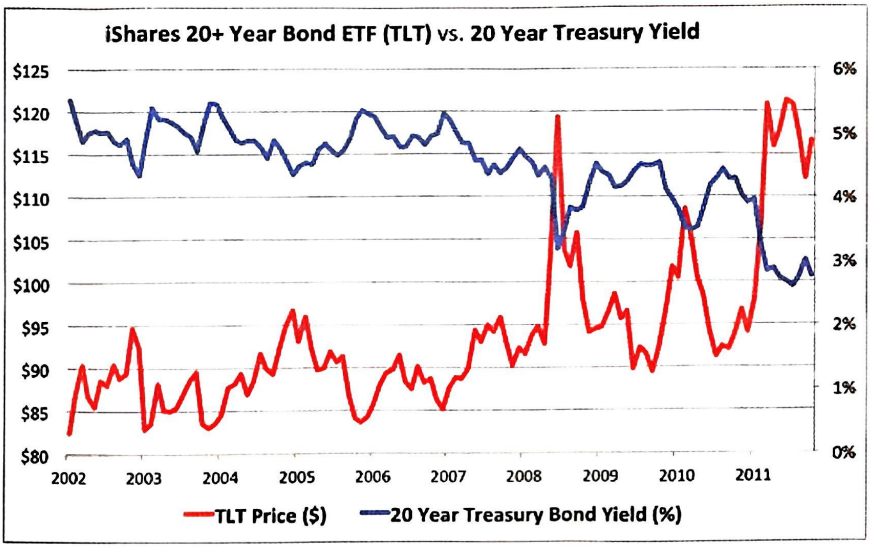
3. 债券 ETF

资产配置里的一个大头是债券，美股里的债券 ETF 是非常灵活，流动性好，分类细致，费率低廉，是 ETF 进阶玩法中的必备。

从右图美国长期国债基金 TLT 和 20 年期国债收益率的对比我们可以看到，TLT 的价格和国债收益率是一个严格的反比关系：国债收益率越低，TLT 的价格越高。

美股债券ETF

类别	美股代码	ETF名称	资产规模（亿美元）	平均交易量（万）	费率	说明	久期
美国国债	SHY	美国国债1～3年ETF	256	507	0.15%		1.8
美国国债	IEI	美国国债3～7年ETF	129	145	0.15%		4.4
美国国债	IEF	美国国债7～10年ETF	276	782	0.15%		7.4
美国国债	TLT	美国国债20+年ETF	521	4162	0.15%	最受欢迎的国债ETF	16.5
公司债	LQD	投资级公司债券ETF	319	1796	0.14%	这支ETF的投资组合包括600家流动性好的投资级的公司债券	8.6
垃圾债	HYG	垃圾债（高收益债）ETF	190	3699	0.48%	分别追踪 IBoxx 流动性高收益指数和巴克莱资本高收益高流动指数，投资于美国的垃圾债券。	3.6
综合类债	AGG	美国核心债券市场ETF	1014	732	0.03%	追踪巴克莱资本美国综合类债券指数，该指数包括美国投资级的债券	6.3
通胀保护型国债	TIP	通胀保护型国债	186	515	0.19%	TIPS与与消费者价格指数(CPI)挂钩，基本特征是固定息票率和浮动本金额。本金部分将按照美国劳工部的月度非季调城市CPI指数进行调整。在保障本金不受通胀影响的同时，其固定息票率通常低于普通同期债券。	6.7



红线是 TLT 股价，蓝线是国债收益率

这种反比例关系的原理可以用简单的数学公式来表示：债券的收益率 = 债券的票面利率 ÷ 债券价格。也就是说，债券的价格下跌会导致债券收益率上升，反之亦然。

有了这样大致的定性印象后，接下里我们还要更定量地看一下利率和债

券基金价值的变化。否则我们只是知道利率下降会推高 TLT 的股价，无法判断股价能涨多少，这对我们的投资决策的帮助也是不大的。还好，我们有这样一个可以衡量的指标：久期（Duration）。

这个指标衡量的是债券价值对于利率的敏感程度，比如说，TLT 的久期大概是 17，者就意味着利率下跌 1% 的话，TLT 的价值就能上涨 17%；利率上涨 1%，那么 TLT 的价格就会下跌 17%。一般的规律是债券的时间越长，久期的数值就越大，比如说，10 年期国债的久期就比 5 年期的要大。具体每个 ETF 的久期可参看上面的表格。

当美联储刚刚开始宣布降息时，TLT 的股价通常会有一定程度的上涨，上涨的幅度取决于利率下调的幅度和市场的预期。例如，在 2019 年 7 月，美联储宣布将利率下调 25 个基点，随后 TLT 的股价在短时间内上涨了约 3.5%。在 2020 年 3 月，美联储再次宣布将利率下调 100 个基点，TLT 的股价随即上涨了约 11%。

国债在经济衰退时也能有很好的防御特性。这是因为国债被视为相对安全的避险资产，当经济不稳定时，投资者更倾向于将资金投入相对安全的资产。因此，需求上升导致国债价格上涨，而收益率下降。

需要注意的是，国债价格的上涨并不意味着国债投资一定会盈利，因为国债收益率已经很低，而且还要考虑通货膨胀对实际收益的影响。以长期国债 ETF 为例，这个 ETF 在经济衰退年份的平均年化收益率通常较高，而在正常年份则通常较低。2001 年经济衰退期间（3 月至 11 月），TLT 的年华收益率为 11.26%，而在 2008 年至 2009 年的经济衰退期间，TLT 的年华收益率为 9.65%。在正常年份，TLT 的年化收益率通常在 2%到 4%之间。

值得注意的是，在美联储降息阶段，投资垃圾债和公司债是一项不错的选择，对应的 ETF 是 HYG 和 LQD。

4. 主动管理型 ETF

上面列出的都是被动性管理的 ETF，我们还可以配置主动型管理基金，最近几年里最火的莫过于木头姐的方舟基金了。

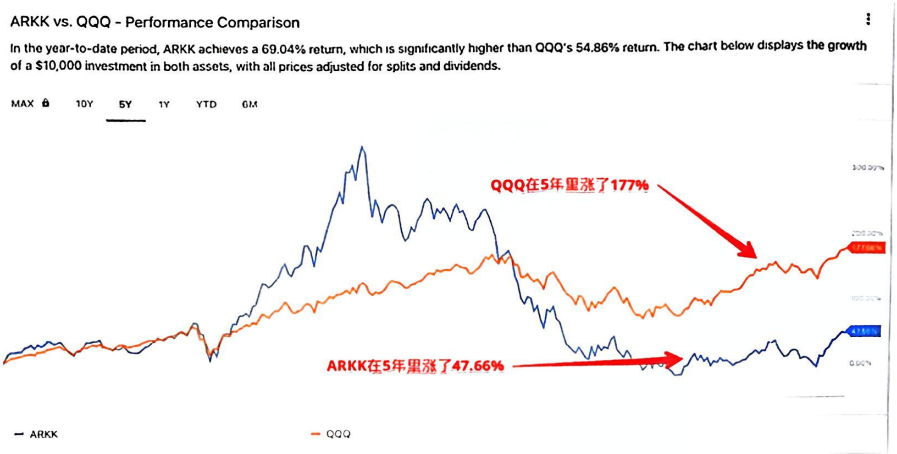
戴琦 · 伍德（Cathie Wood）是一位知名的美国基金经理，她是方舟投资管理（ARK Invest）的创始人和首席执行官。因为她的名字是 Wood，中文直译就是“木头”，因此在很多自媒体里称她为“木头姐”。方舟投资管理以其专注于未来技术和创新领域的投资策略而著称。该公司通过旗下的多只交易所交易基金（ETFs），涵盖了人工智能、生物技术、无人驾驶、区块链等前沿领域。他们推崇的是“颠覆性创新”，在媒体中的曝光率很高。

主动型管理基金由基金经理精选个别股票，力图超越市场平均表现。相比之下，指数型基金追踪特定市场指数，不主动选择个股。主要差别在于前者寻求主动投资策略以赢得市场，而后者以被动方式追踪整体市场表现。

ARK基金旗下ETF

类别	美股代码	ETF名称	资产规模（亿美元）	平均交易量（万）	费率	前3持仓股
主动管理型	ARKK	ARK Innovation ETF（革新科技领域）	96	1,877	0.75%	COINBASE 9.75% Roku 8.67% 特斯拉 7.96%
主动管理型	ARKG	Genomic Revolution ETF（基因科技领域）	22	346	0.75%	精密科学 9.53% CRISPR Therapeutics AG 6.75% Pacific Biosciences of Californi 5.84%
主动管理型	ARKW	Next Generation Internet ETF（云计算领域）	18	37	0.75%	COINBASE 10.11% Roku 9.77% 比特币基金 9.18%

上图是 ARK 方舟基金旗下三只最有名的 ETF，可以看到他们的费率比较高，因为是基金经理主动管理，所以比较费事。和前面的那些指数型基金 ETF 相比，资金规模挺小的。



从过去 5 年（2019-2023 年）的表现来看，ARK ETF 中最大的 ARKK 的表现并没有战胜纳指大盘 QQQ。因此这个主动性基金的表现还需要时间来证明它通过主动管理获得 Alpha 收益的能力。但是对于想投资相对冷僻领域如基因工程领域的投资者来说，ARK 的 ETF 的确是一个可以考虑的选项。

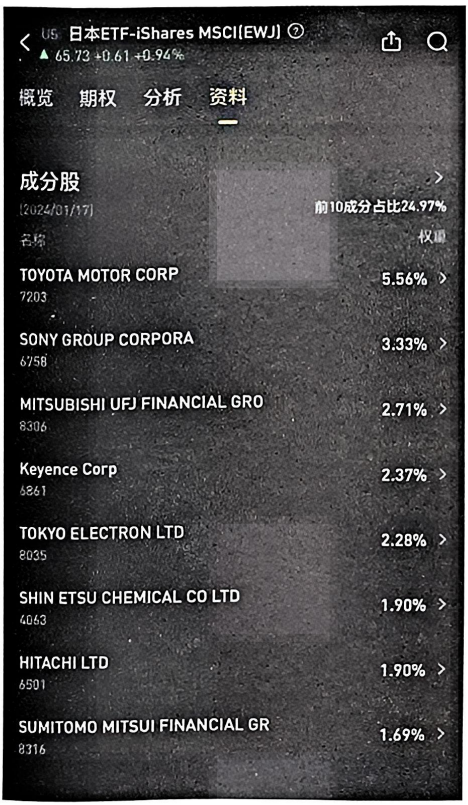
区域国家ETF

类别	美股代码	ETF名称	资产规模（亿美元）	平均交易量（万）	费率	前3持仓股
区域国家	MCHI	iShares MSCI China （中国）	58	325	0.58%	腾讯 14.27% 阿里巴巴 7.95% 拼多多 3.60%
区域国家	KWEB	KraneShares CSI China Internet（中国）	53	2,404	0.68%	拼多多 11.22% 腾讯 9.17% 阿里巴巴 7.77%
区域国家	VGK	领航富时欧洲指数	188	183	0.06%	Novo Nordisk 2.91% Nestle SA-Reg 2.78% ASML 2.29%
区域国家	EWJ	iShares MSCI Japan （日本）	130	723	0.50%	Toyota 5.61% Sony 3.11% Mitsubishi 2.77%
区域国家	INDA	iShares MSCI India （印度）	79	449	0.75%	Reliance Industries 8.25% ICICI Bank 5.50% Infosys 5.50%
区域国家	VTI	Vanguard Total Stock （全球市场）	3,489	418	0.03%	苹果6.24% 微软 6.18% 亚马逊 3.04%

5. 区域国家 ETF

美股市场的特色是不仅投资品类多手段选择多，而且并不局限于美国市场。

左图是一项主要区域国家的 ETF，从发达国家到发展中国家都有。比如，中国相关的 ETF 就囊括了在中港美三地上市的中国公司股票，非常的便捷。如果看好一些区域国家，比如日本或者印度，但又不大熟悉当地的公司，ETF 就是一个最好的方案，买一个就能全部收齐。



VTI 是一个集全球市场于一体的 ETF，不仅包含美国公司，也包含了欧洲、拉美、亚洲、非洲国家的公司，只要地球上的人类经济在发展，这个 ETF 就能有增长。

如果看好每个国家地区的投资价值，就可以选择某个国家区域的 ETF。

比如，在 2023 年里，日本资产是全球资本市场里“最靓的仔”。不管是 GDP 增速、股市表现，还是房地产市场的表现，都吸引着海外资金纷纷涌入。

2023 年日经指数的涨幅达

到了31%，比美国标普500的20%更加出色，创下了1990年3月以来的新高。尽管股市取得了显著增长，但并未出现任何泡沫化的迹象。这一波股市上涨主要依赖企业盈利的大幅改善，即便股市涨幅较大，估值水平现在也只和A股相当，相较美股便宜了近一半。

2024年，与绝大多数其他发达经济体因感受到经济下行的压力不同，日本经济已经步入上升周期，明显受益于多种利好因素，如AI芯片和全球供应链转移。日本央行将进一步采取宽松货币政策，这将显著推动日元升值。多数投行普遍预计2024年日元将成为最为强势的主权货币，预计日元将升值6-8%。

如果你认同这样的判断也许参与这些机会，但是没有对某些领域或者某个公司很深入的了解，买入这个国家地区的大盘指数ETF就是最好投资的方式。

EWJ是美股市场里交易量最大，管理资金规模最大的日本市场ETF（见上表）。

在老虎证券的App里，可以很方便地查看到这个ETF的成分股，如上面说的，看看前十大成分股是否合你的意也是我们选择ETF重要的考量因素。

【第 4 章】ETF 的高阶玩法——因子策略和杠杆 ETF

在前两章中，我们介绍了 ETF 的两种适合普通投资者的玩法。然而，对于机构投资者而言，ETF 的应用领域远不止于此，其中包括因子投资策略和杠杆 ETF 等更为复杂的玩法。

因子投资是一个庞大的课题，经过几十年的学术研究，积累了大量的理论成果。虽然全面掌握因子投资的理论需要花费相当的时间和精力，但我想告诉你，即使是最普通的投资者，如果有兴趣，也能够涉足其中。因子投资策略旨在通过挖掘市场中的一些特定因子，如估值、动量、质量等，实现超额收益。然而，采用因子投资策略意味着你需要投入更多的时间和精力进行研究和学习。在这个过程中，难免会遇到一些意料之外的挫折，因此对风险的承受力也需要更强一些。

另一方面，杠杆 ETF 为对市场有更高认知水平的投资者提供了一种强

有力的认知变现工具。相较于普通投资者可能只能判断市场是上涨还是下跌，拥有更多市场认知的投资者能够更深入地分析市场情况，包括涨幅、跌幅以及持续时间等方面。在这种情况下，杠杆 ETF 成为实现认知变现的有力武器。

杠杆 ETF 的特点在于其使用杠杆工具，通过借入资金来放大投资规模，从而提高收益的可能性。对于具备更丰富市场经验和深入洞察的投资者来说，杠杆 ETF 的运用可以更加精准地执行市场判断，实现更具针对性的投资目标。而对于初学者来说，杠杆 ETF 的使用需要更谨慎，因为杠杆也意味着风险的增大。

总体而言，ETF 作为一种投资工具，为投资者提供了多样化的选择。因子投资策略和杠杆 ETF 作为更高级的应用方式，适合那些对市场有深入理解和更强风险承受力的投资者。尽管这些策略可能带来更高的回报，但也伴随着相应的挑战和风险，因此在选择采用这些策略时，投资者需要在充分了解的基础上慎重决策。无论是因子投资还是杠杆 ETF，都需要投资者具备更强的市场认知和风险管理能力，以确保能够充分发挥这些高级投资工具的优势。

动量因子 - 追涨杀跌是有道理的

首先，什么是因子投资策略？

因子投资策略的概念源于对股票涨跌和表现的多种原因进行综合分析。在这个背景下，因子（Factor）就是用来概括解释股票表现的各种原因的总称。而因子投资，则是一种利用这些因子来寻找更有潜力的投资产品的方法。

或许这听起来有些抽象，不过我说一个例子你就能清楚了：我们都知道

大盘股和小盘股的概念。简单来说，市值规模大的公司被称为大盘股，而规模较小的则是小盘股。根据历史经验，整体而言，小盘股的长期收益通常较大盘股更高，尽管在过程中波动也更为显著。因此，如果你倾向于投资小盘股，且能够承受波动，从长期来看，你可能会获得超过市场平均水平的超额收益。

通过这个对比，我们可以发现，规模是影响股票表现的一个因素，因此，“规模”就成为解释股票表现的一个“因子”。

因子投资策略的核心理念在于寻找这些能够解释股票表现的因子，并通过对它们的合理运用，获取更优质的投资机会。这种方法通过对市场中不同因子的分析和权衡，帮助投资者更加精准地选择符合其投资偏好和目标的资产，从而提高投资组合的整体表现。

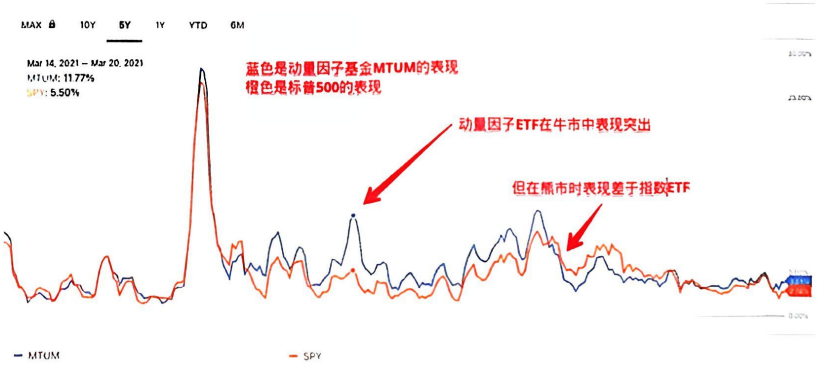
因子投资有各种各样，比如：
规模因子：认为小盘股长期比大盘股回报要高一些；
质量因子：认为质地比较好的公司的股票，长期回报会更好；
动量因子：认为过去一段时间股价表现比较好的股票，接下来表现会更好。

我们重点来看看动量（momentum）因子，因为这个因子是最经典也是热门的。

这个名词你可能就很熟悉了，把它放在股票市场上，是指股票的价格趋势也呈现出一种惯性，上一期涨的话，下一期还会涨。同样的，上一期下跌，这一期还会再继续下跌。说白了，就是按照追涨杀跌的规则来交易就能战胜大盘。

其实这个也不神秘，很多基金就用了这么一个交易策略。操作也不复杂，在每个月月底的时候，把标普 500 里的股票按照这个月的股价表现排个序，股价表现最好的那 20% 就买入，而股价表现最差的 20% 就卖出，到月底的时候再排序一次，如此循环不息。这么操作的依据是这个月表现好的股票下个月也会好，而这个月表现差的下个月表现也会差，就是俗称的“追涨杀跌”。

下图是黑石公司的 iShares MSCI USA momentum factor ETF 在过去 5 年的股价表现，可以看到在牛市的时候，这个 ETF 的表现突出，可是在熊市的时候则比大盘差。要通过这个 ETF 盈利，对于牛熊转换的判断必须要准确才能获得超额的收益。



下图是资金规模最大的三个动量因子 ETF。

因子策略ETF

类别	美股代码	ETF名称	资产规模（亿美元）	平均交易量（万）	费率	说明
动量因子	MTUM	iShares MSCI USA Momentum Factor ETF	83	50	0.15%	股票：美国 - 总市场
动量因子	IMTM	iShares MSCI Intl Momentum Factor ETF	16	8	0.30%	股票：美国以外的发达市场- 总市场
动量因子	XMMO	Invesco S&P Midcap Momentum ETF	11	4	0.34%	股票：美国 - 中型股

杠杆 ETF - 正向反向倍数样样都行

美股杠杆 ETF 为投资者提供了一种在股票市场中放大收益或对冲风险的途径。对于很多普通投资者来说，杠杆 ETF 似乎是一直单边压方向，“多赚多亏”的工具，但其实对冲风险才是使用这一类杠杆 ETF 的正确姿势。

反向 ETF

正向 ETF 旨在追踪其标的指数的涨幅，例如，标的指数上涨 1%，正向 ETF 也应该上涨 1%。而反向 ETF 则追踪标的指数的相反方向，即标的指数上涨 1%，反向 ETF 应该下跌 1%。这为投资者提供了在市场看跌时做空获利的机会。

倍数的 ETF

倍数的 ETF 则是在正向或反向的基础上放大涨跌幅度。例如，3 倍杠杆的 ETF（如 TQQQ 和 SQQQ）在标的指数涨跌 1% 时，将分别上涨或下跌 3%。这使得投资者有机会通过相对较小的投资额度获取更高的收益，同时也带来了更大的风险。

如何应用

市场对冲：杠杆 ETF 的主要用途之一是对冲投资组合的风险。举例来说，如果投资者持有大量美股，可以考虑购买反向 ETF（如 SQQQ）以在市场下跌时对冲损失，又因为 SQQQ 是带 3 倍杠杆的，因此只需要 1/3 的资金就能做到给全仓的美股做对冲。

短期交易：由于杠杆 ETF 放大了市场波动，它们也适用于短期交易。投资者可以通过追踪市场短期趋势来快速获取利润。但是要记得，杠杆的意思就是借钱，而借钱一定是有成本的，时间是杠杆 ETF 的敌人，一旦发现

方向错了，要尽快地平仓止损，快进快出而不是长持才是杠杆 ETF 使用的要诀。

以 TQQQ 和 SQQQ 为例，TQQQ 是一只 3 倍杠杆的正向 ETF，追踪纳斯达克 100 指数的表现。如果投资者对科技行业的长期增长感到乐观，可以考虑持有 TQQQ。

相反，SQQQ 是一只 3 倍杠杆的反向 ETF，追踪纳斯达克 100 指数的反向表现。当投资者对科技行业前景感到悲观时，可以购买 SQQQ 作为对冲手段，以减少投资组合的风险。

光是定性地说还不能让我们脑中有一个度，我们来看看一个定量的分析。

杠杆ETF盈亏计算例子

情况一：连续上涨

	开始	第一天	第二天	第三天	第四天	结果
	基准指数涨跌	5%	5%	5%	5%	
1倍	100	105	110	116	122	22%
3倍杠杆	100	115	132	152	175	75%
					盈利倍数	**3.48**

情况二：第一天上涨，第二天下跌，后面两天上涨

	开始	第一天	第二天	第三天	第四天	结果
	基准指数涨跌	5%	-5%	5%	5%	
1倍	100	105	100	105	110	10%
3倍杠杆	100	115	98	112	129	29%
					盈利倍数	**2.93**

情况三：第一天上涨，第二天下跌，第三天上涨，第四天下跌

	开始	第一天	第二天	第三天	第四天	结果
	基准指数涨跌	5%	-5%	5%	-5%	
1倍	100.00	105.00	99.75	104.74	99.50	-0.50%
3倍杠杆	100.00	115.00	97.75	112.41	95.55	-4.45%
					盈利倍数	**-8.91**

一个常问的一个问题就是，如果一个指数4天内上涨了5%，是不是这四天内，对应 3 倍杠杆的 ETF 就涨了 15% 呢？答案是否定的。

假设一个情况是 4 天里每天都上涨 5%，那么不带杠杆的将会有 22% 的涨幅，而三倍杠杆则是 75%，因为杠杆 ETF 是每天对涨幅叠加的，有一个复利的效果。

再往下看，第二种情况，第一天涨了 5% 之后，中间跌了 5%，最后又连涨两天 5%。这种情况 3 倍杠杆 ETF 的盈利比不带杠杆的情况已经略少于 3 了。

第三种情况，第一天上涨，第二天下跌，第三天上涨，第四天下跌，就是一种横盘的状态。这个时候，不带杠杆的大致保本，而三倍杠杆的 ETF 已经是有 4.45% 的亏损了。

所以，对杠杆类做多 ETF，从持有角度看，必须要选择在对应的指数连续上涨趋势非常明朗的情况下，你才能有丰厚收益。也就是说，连续的十几个甚至几十个交易日，对应指数虽然时不时跌几下，但指数整体向上，毫不拖泥带水，那么你常常就可以获得比单日杠杆倍数更大的累积收益。事实上，这种情况并不常见，通常出现在牛市中。

尽管杠杆 ETF 为投资者提供了获取更高收益的机会，但其主要用途应该是风险对冲而非单纯的做多或做空。杠杆 ETF 存在杠杆耗损，即便在市场表现符合预期的情况下，长期持有也可能导致亏损，这一点普通投资者一定要切记切记！

杠杆及反向ETF

类别	美股代码	ETF名称	资产规模（亿美元）	平均交易量（万）	费率	杠杆倍数
杠杆及反向	UPRO	三倍做多标普500ETF	34	584	0.75%	3x
杠杆及反向	SH	标普500反向ETF	12	1,447	0.75%	1x
杠杆及反向	SPXU	标普500三倍做空ETF	7	3,280	0.75%	3x
杠杆及反向	TQQQ	纳指三倍做多ETF	205	6712	0.75%	3x
杠杆及反向	PSQ	纳指反向ETF	5	1899	0.75%	1x
杠杆及反向	SQQQ	纳指三倍做空ETF	33	1200	0.75%	3x
杠杆及反向	YINN	三倍做多FTSE中国ETF	7	695	0.75%	3x
杠杆及反向	YANG	三倍做空FTSE中国ETF	1	325	0.75%	3x

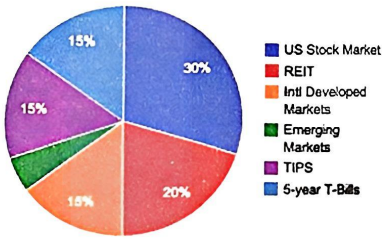
上图是常见的杠杆及反向 ETF，这些 ETF 的费率像是统一的，都是 0.75%，我们也能看到，做多的 ETF 资产规模明显比做空的大很多，这从一个侧面说明做空的难度是比做多要高很多的。

「小贴士」怎么用 ETF 配置斯文森投资组合

如上面章节所说的，大卫斯文森投资组合过去 20 年间表现出色，下面是它的配方：美国大盘股 30%；房地产信托 20%；发达国家股票 15%；发展中国家股票 5%；抗通胀债券 15%；5 年期美国国债 15%。

Portfolio 1

Asset Class	Allocation
US Stock Market	30.00%
REIT	20.00%
Intl Developed Markets	15.00%
Emerging Markets	5.00%
TIPS	15.00%
5-year T-Bills	15.00%



配置斯文森组合不是机构的特权，普通投资者也能通过 ETF 实现自己的斯文森组合。

ETF构建斯文森投资组合

成分	占比	ETF代码	费率	说明
美国大盘股	30%	SPY (SPDR S&P 500 ETF)	0.03%	交易量最大的标普500指数ETF
房地产信托	20%	SCHH (Schwab U.S. REIT)	0.07%	通过追踪道琼斯股票全 REIT 上限指数，SCHH 涵盖120 个 REIT 。该指数不包括未归类为 REIT 的房地产行业公司，例如房地产服务公司。它还忽略了抵押房地产投资信托和混合房地产投资信托。
发达国家股票	15%	VGK (领航富时欧洲指数)	0.06%	英国先锋先锋集团发行，主要投资的欧洲地区的开发国家，包含了英国、法国、德国、瑞士等的大型公司股票。 VGK比较偏重于大型股，较偏重少分配在中型股和小型股的配置上，
发展中国家股票	5%	VWO Vanguard FTSE 新兴市场	0.08%	持股数量高达5000多个，投资全球新兴市场，占比最大的是中国，其它国家地区如巴西、南非、台湾等，此类新兴市场股票一般被认为具有较高的增长潜力，但股票的价格波动可能有所增加，此外各地的汇率波动也存在较大风险。
抗通胀债券	15%	TIP (通胀保护型国债)	0.19%	TIPS是一种由美国财政部发行的通胀保护债券。TIPS的债息率是固定的，但其本金根据CPI指数的涨跌进行相应调整，通胀时进行调高，紧缩时予以降低。TIPS的抗通胀特性往往在通胀时给予了它很好的保护，使实际收益率等于甚至高于传统型国债。
5年期美国国债	15%	IEI (美国国债3~7年ETF)	0.15%	美国国债热门ETF。由美国iShares公司发行(安硕)发行，全部投资于美国公债，美国公债是指由国家政府发行的债券（名义国债、政府债）

04 期权是投资认知变现最高效的工具——期权初级篇

期权是美股投资中提升收益同时又能降低风险的强大工具，是美股投资的“味精”，只要一点点撒下去，一锅汤顿时就不一样了。能否运用期权策略，是横在美股投资老鸟和新手之间的重要门槛。

我们经常在微信群上看到谁谁谁买入了一个末日期权，一晚上就赚取了100倍收益；或者新闻里国内某某大佬因为期货爆仓而轻生；再或者是美国某某对冲基金被散户用期权拉爆而陷入破产边缘，诸如此类的信息冲击最容易让普通投资者对期权产生认知曲解，以为期权一种是超高杠杆以小博大的大规模杀伤性武器，一些人以为期权是一种一夜暴富的金融手段而盲目跟风，而另一些人对期权心生恐惧或者鄙视，从而避而远之。

当你较真一下要自学期权的话，就会发现这个东西还真没有那么容易上手，一堆诸如Delta，Vega，Theta，时间价值等一堆的名称，让人云里雾里；打开期权交易页面，满屏的信息让人不知所措，好多人一看就被劝退了。

因为害怕未知放弃一个绝佳的资产管理工具未免太可惜了，期权确实比股票要复杂一些，但只要是一个有基本学习能力的人，有一点对未知的好奇，经过一段时间的学习和实践，是完全能够掌握期权要领的。学习股票就像是跑步，而学习期权就像是学骑自行车一样，自行车虽然比走路要难不少，但只要花时间，它也是一个人人都能学会的技能。

如果说股票就像是一把螺丝刀，那么期权是一个工具箱，里面锯子、扳手、电钻、锤子应有尽有，能做出一把螺丝刀难以想象的事情。股票投资只能在股价的涨跌一个维度上做文章，而期权开启了三个全新的维度，允许在股价、波动率和时间三个方面进行操作。这种灵活性使得期权成为投资者实现更复杂、精密战略的有力工具。正如《三体》中说的“降维打击”，期权策略为投资者开启了更高维度的操作空间。

在学习期权工具箱的过程中，期权交易的思维方式也会反过来促进股票投资，丰富投资思维。两者的结合对于每位投资者都是无价的。

期权交易的复杂性我也是通过不断的实践摸索，经历挫折而逐渐理解的，和很多初学者一样，很多坑我都跌进去过。经过一段学习过程，我现在能够稳定地利用期权进行风险控制和增加收益的技能，最重要的一点是，这让我的投资心态更加平和稳健。

相对于股票交易，我认为期权交易才是真正的赚钱方式。尝试通过高抛低吸、逃顶抄底股票来赚钱对于散户来说难度很大。美股市场的特点是牛市持续时间长，熊市时间短，频繁交易往往难以比长期持有股票获得更高的收益。而期权交易则是在短期内获利的有效方式。就我个人经验而言，大约 70% 以上的总收益来自于期权交易。在美股投资中，期权是一种认知变现最高效的工具，没有之一。

我们来看看一个具体的例子，比如有 4 个投资者 A、B、C、D，他们都对某个股票接下来的一个月趋势做出预测：

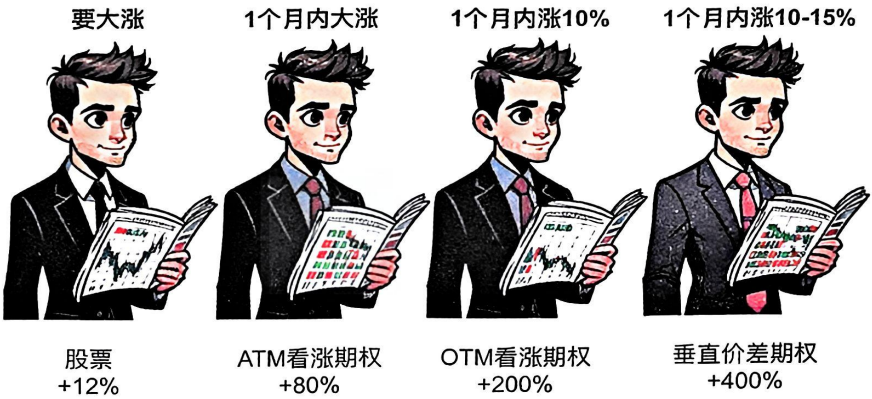
A 说这个股票能大涨

B 说这个股票在 1 个月内大涨

C 说股市一个月内涨 10%

D 说股市一个月内涨至少 10%，但不超过 20%

一个月后，这个股票从 100 块涨到了 112 块，涨了 12%。



如果他们四个人只能交易股票的话，那么这四个人的收益就都是 12%。但是如果 BCD 可以交易期权的话，结果就大不一样了：

B 通过买了行权价为 100 的看涨期权，回报率达到 80%；

C 通过买了行权价为 110 的的看涨期权，回报率跳升 200%；

D 精准地预测了股票上涨的范围，使用垂直价差期权策略，买入一个行权价为 110 的看涨期权，同时还卖出一个行权价为 115 的看涨期权，其回报率高达 400%。

你看，期权就像一个放大镜，一下子就把水平不同的投资者的收益区分出来了。

也是因为有了期权，我对投资的理解和认知才真正有了用武之地，它不仅释放了我投资赚钱的潜力，也让我在长期投资的过程充满了乐趣。

另一方面，实话实说，期权交易需要一定的数学和逻辑思维能力，这或许并不适合每个投资者。可能你当学完期权的知识以后，觉得这不适合自己，这其实挺正常的。投资不是学校里的考试，需要你每门都得高分。就算不玩期权，你也完全有可能取得出色的盈利。

【第 1 章】
期权 – 选择权的价值

首先，到底什么是期权?

期权的英文是“Option”，直白的翻译是选择权。中文这个“期”字翻译得特别好，因为期权都是有到期日的，而“权”就是选择权，期权两个字合在一起就是指“某个时间段内有效的选择权”。就是说，持有期权的人可以在未来的某个时间，以约定的价格，来买入或者卖出相应的股票。

期权及期权思维在我们的生活中早已司空见惯，即便你从未涉足金融领域的期权交易，但在日常生活中，你很可能不经意间就“交易”过期权，体验过拥有选择权的美好。我们不妨以一些生活中常见的例子来解读这个概念。

来一场“说走就走的旅行”总能让人羡慕，最让人羡慕的不是旅行本身，而是有“说走就走”的选择权。为什么说拥有选择权是一件奢侈的事情呢?因为选择权从来都不是免费的，而是都是有代价的，这个代价就是“权利金”。

办婚宴大家都要挑选黄道吉日，2021 年的 8 月 8 号是一个周日，这一天的酒店或饭店预定要提前一年半载，当然，还要支付一定数额的定金。这笔定金代表着你拥有在该酒店或者饭店举办婚礼的权利。即便在婚礼前夕感情出了什么事故导致取消婚礼，即使你放弃了选择权，但定金（权利金）是不会退还的。

日常生活中的期权

买房子支付定金就是生活中常见的一种期权思维的体现。假设你看中了隔壁家老王的一套房子，要价是 100 万，你不确定这个房子就是你想要的，而且要凑 100 万手头还有点紧，但是又担心错过了，于是你和老王说，你能 6 个月后以 100 万的价格卖给我吗?

老王当然不干，凭什么要白等你 6 个月？要卖 100 万他现在就能找到买家。商量以后，你答应付 10 万作为定金，约定 6 个月后交易。6 个月后要是你相中了另外一间房子，那么你可以放弃这个交易，当然，那 10 万定金老王就赚走了，作为这段时间里他的机会补偿金；如果你看来看去还是觉得这个房子好，那么你还能以说好的 100 万价格买下房子。

在这故事里，你这个选择权就是期权；这个未来以一个固定的价格买入资产的选择权，就叫做看涨期权或者叫认购期权，英文是 Call Option，10 万定金就是期权的价格又叫做权利金，英文是 Premium，100 万就是行权价，6 个月是这个期权的有效期。



故事还在继续：6 个月后这房子飙涨到了 120 万，那么你可以行使选择权用 100 万从老王手里买入房子，对于你来说这笔买卖就非常划算了，因为你走到花了 100 万加 10 万的权利金，一共 110 万买了一套 120 万的房子，净赚 10 万；但如果 6 个月后房价没涨，反而跌到了 80 万，这时候你肯定不会行使权利用 100 万的价格去买入这个房子，因为这样的话加上 10 万定金你要亏 30 万了。

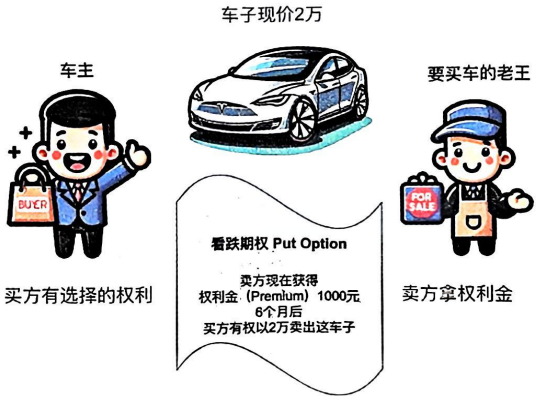
作为你的对家老王，房子跌了 20 万虽然心里不舒服，但房子还是他的，以后说不准过几个月还能涨回来的，而且他多获得了你给他的 10 万权利金，这可是实实在在落袋为安的，心里也还舒服，接着他可以再找买家要定金，直到把房子卖出去为止。

期权的买方有选择的权利，6 个月后，作为买方的你可以根据当时的市场价格有一个选择买或者选择不买的权力，如果现在的市场价格高于行权价，那当然买啊，如果低于行权价，那就放弃这个权力呗。

但作为卖方老王，他就必须要在你选择买时把房子卖给你，这是他收了你的权利金以后必须要履行的义务，或者说他提供了这么一种让你有选择权

的服务。

故事还可以再继续下去：老王和你商量房子价钱的时候，你对着自己那辆半旧的特斯拉说，要搬新家了，车子也要换新的了。老王一听，提出要么他出 2 万把你车买下来。2 万的价格不高也不算低，这段时间特斯拉的车子一直在降价促销，二手车的价格是一直在跌的，又一转念，要么在 Carousell 上放一下，说不定能卖个更好的价格呢，于是你“既要又要”，对老李说，这么着，我有权利以 2 万的价格把车卖给你，但是我现在先不卖，6 个月后要是我找不到更高价格的买家，我就卖给你。当然也不让你白等，作为这段时间你等待的补偿，我现在付你 1000 块的权利金。



老李想想等 6 个月也不吃亏，1000 元是马上落袋的，于是你们成交了。

在这个故事里，一个在未来用固定价格卖出车子的选择权就叫做**看跌期权**，或者叫做**认沽期权**，英文是 **Put Option**，1000 元就是**权利金**，2 万就是**行权价**，6 个月是这个期权的有效期。

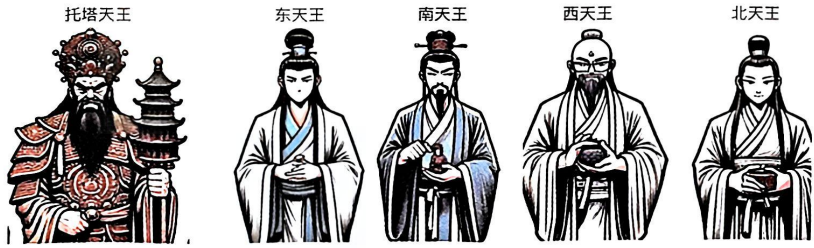
6 个月后，如果 Carousell 上的出价都比 2 万要低，那么你就找老李以

2 万的价格把车卖给他，这就相当于是你提前花了 1000 块钱给自己买了一个在 3 个月内保底的价格你。

这过程听起来是否有点类似购买保险呢？确实，购买看跌期权也被形象地称为购买下跌保险。一旦资产价格下降，拥有看跌期权就相当于拥有了一份保底，至少你的资产有一个事先设定的最低价值。当然，这个保底是有代价的，这个代价就是你支付的这份保险的费用——也就是权利金。

期权要素 - 托塔天王和四大金刚

现在我们来总结一下期权的要素，就像西游记里天庭的神仙组合，我们可以把期权的要素看成是托塔天王和他的四大天王：



1）托塔天王 - 标的物（underlying asset）

托塔天王是这个神仙组合的核心，期权里对应的就是标的物，在股票市场里标的就是正股，可以是个股，如亚马逊、小米特斯拉等，也可以是 ETF。

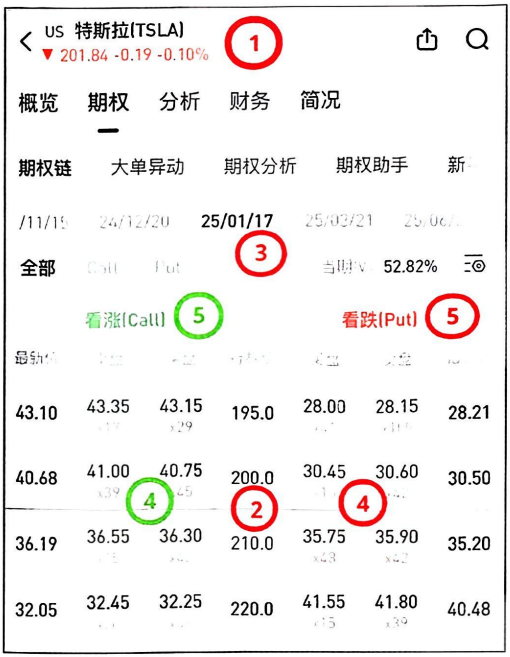
2）东天王 - 行权价（strike price）就是期权合约中规定的价格。因为这是权利而非义务，购买期权的人是可以选择放弃行使权利的，比如行权价高于股票的市价。

3）**南天王 - 到期日（expiration date）**就是期权作废的日期，所以如果想按期权行权价交易，必须在这个日期之前。一般来说，券商会在到期日闭市以后通过系统自动行权。大部分美股股票的到期日都是在星期五，某些交易量特别大的 ETF 如纳指 QQQ，这个 ETF 一周甚至可以有 5 个行权日。

4）**西天王 - 权利金（premium）**就是交易这个权利的价格。

5）**北天王 - 方向（Call or Put）**就是这个期权对标的价格的方向。看涨是 Call，看跌是 Put。看涨期权（Call option）是在特定日期前，可以按期权标定的价格买入股票；而看跌期权（Put option）是在特定日期前，按期权标定价格卖出股票。一切都和 Call 相反。

我们以老虎券商手机 APP 的 T 型期权界面来说明一下期权的要素（老虎证券的用户调研显示大多数用户比较喜欢用 T 型报价）：



在这里 1 是标的物，就是正股特斯拉；2 是行权价，这里是 200 美元；3 是行权日期，这里是 2025 年 1 月 17 日；界面的左侧是看涨期权，右边是看跌期权，两边贡献同样的行权价。4 是权利金，这里是 41.00 美元；5 是表明这个是看涨期权 Call。

这个看涨期权 Call Option 代表的意思就是：到了 2025 年 1 月 17 日那

天，你可以选择购买价格为 200 美元（行权价）一股的特斯拉 100 股，因为 1 手期权代表的是 100 股，所需要付出的权利金是 41 x 100 = 4100 美元。

看跌期权和看涨期权的要素是一样的（界面的右边是看跌期权）：

其中 1 是标的物，2 是行权价，3 是行权日期，这些要素和上面的看涨期权是一样的；不同的是 4 和 5，4 是权利金，这里是 30.45 美元；5 是表明这个是看跌期权 Put。

这个看跌期权 Putl Option 代表的意思就是：到了 2025 年 1 月 17 日那天，你可以选择卖出价格为 200 美元（行权价）一股的特斯拉 100 股，你所需要付出的权利金是 30.45 x 100 = 3450 美元。

买 Call 是看涨，买 Put 是看跌

尽管期权策略应用多种多样，变化繁复，但不管怎样，期权的最基本属性永远不会改变——只有 Call 和 Put 这两种选择，没有其他期权种类。虽然影响期权价格的因素有很多，但其中最为重要的因素就是正股价格的波动。

理解这两个关键点，期权的概念就变得容易解释了。Call 和 Put 代表着对股价两种完全不同的看法，Call 是看涨，Put 是看跌。

就像上面购房的例子，你花费了 10 万，购买了一个 6 个月后以 100 万的价格购房的权利。拥有这个选择权后，你自然希望房价尽快上涨，涨得越多越好。假设房价涨到了 120 万，你就能行使权利，以 100 万更便宜的价格购入房产，减去权利金后净赚 10 万。房价涨得越高，你的优势越大。

同样，如果你购买微软股票的行权价为 400 美元的 Call 期权，当微软

股价在到期前涨到 450 美元时，你可以以更便宜的价格购入价值 400 美元的微软股票，差价即是你的利润。

站在期权的买方角度，也就是支付期权费购买选择权的一方，你当然希望股价上涨得越多越好，因为涨得越高，你就能赚得越多。买方的期望是股价差价越大，Call 的价值就越高，因此买 Call 的本质是看涨。

在另一个卖车子的例子中，你花了 500 块买了一个能够在三个月后以 2 万块卖掉车子的权利。尽管最初可能担心车子贬值，但购买 Put 后，你不再担心车价跌到 2 万以下，因为 Put 就像一份保险，能够在价格下跌时将损失固定在一个水平上。这种策略被称为保护性看跌期权（Protective Put），我们将在后面的章节详细介绍。

再以标的资产为纳指基金 QQQ 的例子，购买了一个行权价在 410 美元的 Put Option。假设到期时 QQQ 下跌到了 390 美元，你就可以以 410 美元的价格卖出，赚取 20 美元的差价。

所以站在期权的买方，也就是付出期权费买选择权的那一方看来，QQQ 跌的越多，你赚的差价就越多，Put Option 也得越值钱，所以说买 put 的本质就是看跌。

可是，要是股价走势事与愿违呢?

假如到了行权日的时候，微软的股价跌下 400 美元，那么就没人会以 410 美元的价格买入现价才 400 美元的微软，那么这张 Call Option 代表的选择权就没有价值而作废了，之前买 Call 付出的权利金就打了水漂。

如果 QQQ 不是下跌，而是上涨到 420 美元，那么当然没人愿意以 410 美元卖出现价是 420 美元的 QQQ，那么这张 Put Option 代表的选择权就没有价值而作废了，之前买 Put 付出的权利金就化为乌有了。

在期权交易中，只有看涨的 Call 和看跌的 Put 两种 Option，而影响期权价格最重要的因素是正股的股价。由此可以看出，Call 和 Put 实际上代表对股价截然不同的看法，买 Call 就是看涨，而买 Put 则是看跌。

【第 2 章】
硬币的两面 – 期权的买方和卖方

期权的买方和卖方是一个容易让新手感到困惑的概念。与股票交易不同的是，股票交易中，大多数人只会担任买方角色，即直接购买股票。无论是看涨还是看跌，普通投资者通常只考虑在股票市场中做多，而很少轻易尝试卖空，即卖出未持有的股票。然而，期权交易的机制不同，既可以做买方也可以做卖方，而期权卖方的角色具有许多优势。有经验的期权交易者往往更喜欢使用期权策略。

零和游戏的特性意味着期权交易中的买方和卖方之间存在完全对立的关系，他们的目标和对市场的看法是完全相反的。在这个零和游戏中，卖方赚取或者亏损的钱实际上是买方亏损或者赚取的部分，就像硬币的正反面一样。

对于期权新手来说，作为买方的角色相对容易理解，就像股票交易一样。如果你看涨，直接购买看涨期权，只要标的资产上涨，你的看涨期权就有赚钱的潜力。然而，对于卖方来说，事情就没有那么简单直接。

买家：期权是加了杠杆的股票

期权新手常见的第一个误区是选择错误的期权策略。很多人刚开始被期权吸引，可能是因为它具有以小搏大的特性，或者周围的朋友在期权上一夜暴富，或者是被一些博主过分渲染。大多数期权新手开始交易期权都是被单腿买 Call 的高杠杆高收益所吸引的。“搏一搏，单车变摩托“的故事在油管、哔哩哔哩、Discord、微信群里广为流传。

确实，期权有这种以小博大的特性，而且最暴力的手段之一，看起来又操作简单的就是单腿买 Call 或者单腿买 Put 策略。这就像买股票一样，只需要等待期权价格上涨赚取差价。

然而，这种单腿买期权的策略实际上是一套非常具有误导性的思维和操作方式。期权的投机属性只是其中的一小部分，而投机的重要性在于其不可复制性。很多期权高手之所以能够稳定赚钱，实际上是因为他们看中期权丰富的风控手段和稳定赚钱的性质，而不是仅仅依靠期权的投机属性。

很多新手误以为期权交易就是通过简单的投机策略就能轻松赚钱，但实际上这只是期权交易的一小部分。真正能够通过投机策略赚钱的人是凤毛麟角。很多不明所以的普通投资者误以为这就是期权交易的全部，而实际上期权交易的风险和复杂性远远超出了他们的想象。

单腿买期权策略看似简单，但实际上操作时需要考虑的因素非常多，而且风险很难控制，容易犯错。举例来说，在选择开仓时机时，不仅仅是看涨就能赚钱，还需要考虑波动率、期权时间等因素。如果开仓时机选择不当，即使股价上涨，也可能无法赚到钱。在持有单腿期权的过程中，如果不了解希腊字母的变化规律，很难在合适的时机获利离场。因此，选择从单腿买期

权的策略入手，对于新手来说是不太适合的。新手可能会因为不了解市场情况而亏损，更糟糕的是，有可能在一开始就因为骚操作赚了钱，导致后续的加仓操作而最终血本无归。所以，单腿买期权这个策略不是不能做，而是说新手想要通过这个策略入门期权交易是很难的。

但是期权的涨幅或者跌幅都是远大于股票的，股票涨 1%，期权可能涨 N%，因此本质上期权就是加了杠杆的股票。

光是说没有一个直观的感受，我们通过一个实际的例子来感知一下期权的 N% 到底会有多少。optionsprofitcalculator.com 是一个帮助你自动生成期权盈亏图的工具，老鸟菜鸟都适用的。过程有点繁复，但是希望你能看下去，这能给你一个期权的杠杆作用有一个直观的感受。

以散户最爱的特斯拉为例。假如现在是 2024 年 1 月 19 日，特斯拉现时的股价是 212.4 美元，如果我们看多这个票，觉得它 2024 年 2 月 23 日前会涨到 260 美元以上，那么我们选择买入行权价为 250 的看涨期权（Buy Call），1 手期权权利金的价格是 2.27 美元，因为 1 手期权包含 100 股正股，所以我们买这个期权的成本就是 227 美元。

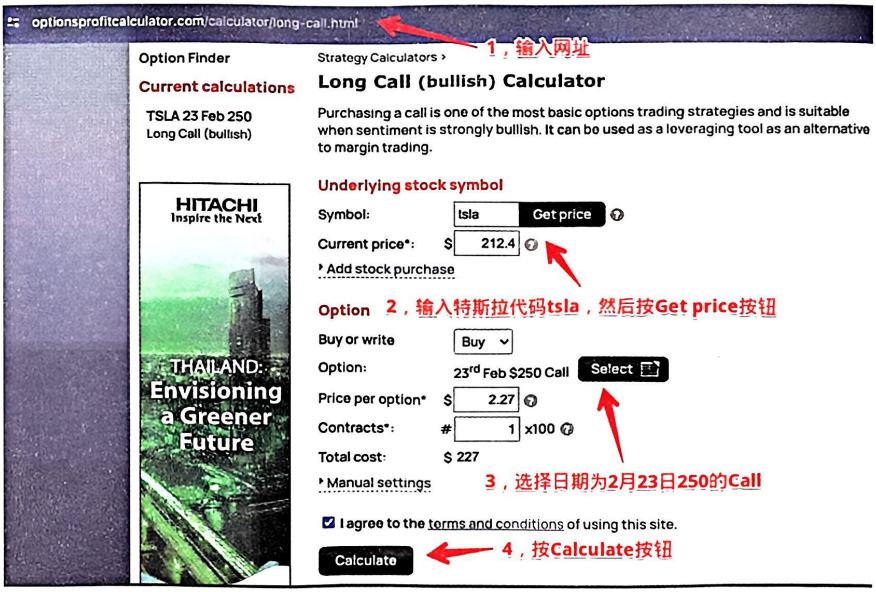


我们通过以下步骤来进行

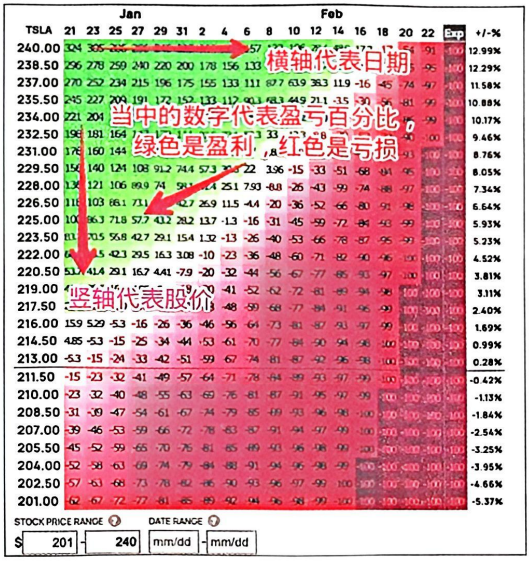
1，输入网址 optionsprofitcalculator.com（或者扫描左边的 QR code）。

2，输入特斯拉代码 tsla，然后按 Get price 按钮。

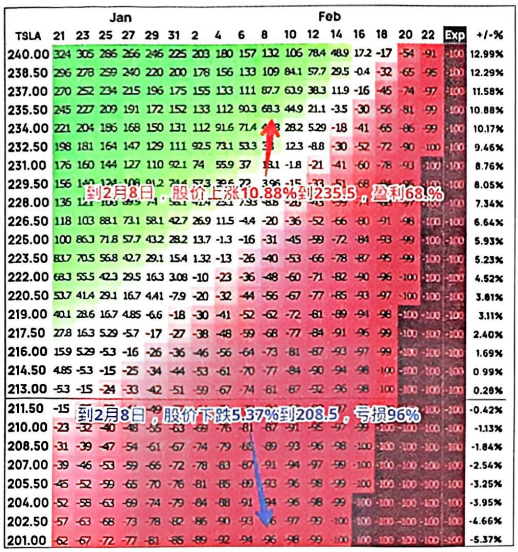
3，选择日期为 2 月 23 日行权价为 250 的 Call，然后按 Calculate 按钮。



网址会出现以下的图表



左边是一个期权收益图，横轴代表日期，左边竖轴代表股价，右边竖轴代表股价变化的百分比，图中的数字就是盈利或者亏损的百分比，红色代表亏损，绿色代表盈利，颜色越深，百分比越大。可以看出，到了2024年2月8日，也就是15个交易日之后（我们在1月19日买入），如果股价涨10%的话，这个期权的



盈利是 68%，但是如果股价下跌 5% 的话，这个期权的亏损就是高达 96%。

从左边这个图我们还可以看到期权有别于股票的一个特性：随着时间的推移，期权的价值是有不断的耗损的。即使股价不变化，期权的价值是会随着时间的流逝而不断减少的。

卖家：卖的是一种服务

期权新手在交易中容易有两个常见的误区：

首先，很多人错误地认为卖期权意味着手头必须持有相应的期权合约，这是一个严重的误解。如果你已经持有某个期权合约然后将其卖出，这并不被称为卖期权，而是被称为平仓，英文术语为 close position。实际上，在你手里没有相应期权合约时卖出期权才是真正的卖期权。" 卖期权 " 操作里的“卖”与通常理解的卖房或卖股票并不是同一个概念。在期权交易中，如果你将期权理解为一种资产可能会导致误解，而将其理解为一种服务则更为贴切。

卖方在这种服务关系中充当服务提供方的角色，而期权的买方则是购买服务的一方。因此，卖方并不需要实际持有相应的期权合约来提供服务。在

这种服务关系中，买卖双方实际上是服务的提供者和享受者，而不是传统意义上的买家和卖家。新手经常犯的一个错误是容易将卖期权与卖空股票联系在一起，尤其是在英文中，经常用 "Short" 来表示卖期权，这更容易让人联想到卖空。

卖空股票是指你手里没有这个股票，然后借来卖出，本质上是一种看空资产价格的操作。然而，在卖期权的操作中，你无需向任何人借来期权合约再进行卖出，正如前面所说，期权更像是一种服务，作为卖方，你直接提供服务即可。

期权是一个零和游戏

期权交易中，我们既可以充当买方，也可以充当卖方。这两者是完全对立的关系这是一个零和游戏。



在理解了买卖方两个容易混淆的概念以后，我们可以从三个维度对期权的买方和卖方进行比较，以更好地理解他们之间的区别和联系。这三个维度分别是权利金的意义、对股价方向的判断以及受益风险比的关系。

首先，权利金是一个重要的区别，对于买方和卖方而言，其意义截然不同。正如前文所述，不应将期权交易视为资产交易，而应将其视为一种服务

交易。卖方作为服务提供方，自然会收取好处费，而这个好处费就是期权的权利金。买方则支付这笔费用，期待未来的收益能够超过支付的权利金。

其次，对于股价方向的判断在两者之间也存在显著差异。以买 Call 为例，意味着看涨股票，买方必须预期股价上涨，才有可能获利。相反，卖 Call 意味着对股价不看涨，只要让买方的期望未能实现，即股价不涨或下跌，卖 Call 的一方就能够获利。这里使用 " 不看涨 " 而不是 " 看跌 " 是有意的，表明卖方只需确保买方的预期未能实现，而不一定是看跌。

最后，买卖双方的收益风险比也是完全对立的。由于期权交易是零和游戏，买方获利时卖方必然亏损，因此在收益上二者是完全相反的。除了收益方面，他们面临的风险同样是相反的。作为期权的买方，你的亏损是有限的，最多也只是支付购买期权所用的权利金，但理论上你的收益是无上限的，有时甚至可以翻很多倍。相反，期权的卖方与之刚好相反，其收益是有限的，最多也只是获得全部的期权费，但亏损却是无限的。

买方的收益无限，卖方的风险无限。乍看之下似乎卖方太吃亏了，但市场机制确保不会让任何一方持续亏损，否则就没有卖方存在。所有这些利弊都体现在价格中，而且实际上期权的买方会更吃亏的，这是因为期权卖家有概率的优势。

期权卖家的概率优势

在期权交易中，买方通常比卖方更为活跃。然而，当市场因缺乏卖方而导致无法成交时，做市商会介入，担任卖方的角色，就像俗话说的，“买的不如卖的精”，作为庄家的做市商充当卖家以后，这个活他们当然不会白干，他们会通过规则的制定而取得一些概率上的优势。

到过澳门或者新加坡赌场的朋友大概都玩过“买大小”的赌法，就是赌场的庄家在一个盅里投 3 粒骰子，每个骰子有六个面，分布点数从一到六。如果投出的骰子累加的点数等于或者大于 10 点就是大，反之就是小，押大押小的赔率都是 1 赔 1，理论上如果赌客买大买小的赔率都是 50%，赌场应该是赚不到钱的，那么是不是赌场在骰子上做手脚呢?

在以前香港赌神赌圣的电影里，似乎是赌场在骰子上做手脚，其实不然，赌场根本犯不着在骰子上动手脚也能赚钱。为什么呢？因为“买大小”的玩法中还有一条规则：如果 3 粒骰子的点数是完全一样的话，不管你赌押大押小都算输，这叫“围骰通杀”。



那么出现“围骰通杀”的概率是多少呢？一个骰子有 6 个点数，那么三个骰子点数完全相同的情况就是 6 种。围骰通杀的概率就是 $\frac{6}{6\times6\times6} = \frac{6}{216} = 2.8\%$

这样你每次买大买小的赢钱概率就不是 50%，而是 (100% - 2.8%) ÷ 2 = 48.6% 了，换句话说，庄家赢的概率是 100% - 48.6% = 51.4%，比赌客高 51.4% - 48.6% = 2.8%。

不要小看这 2.8% 的微小差异，赌场的巨额盈利就是靠着这样的游戏规则中每玩一次偏向于赌场的微小优势积累起来的，每天有成千上万的人在这个赌桌上像浮云一样飘过，赌场根本不需要在骰子上作假，单单凭借着概率优势就能赚大钱，而对于玩家来说，如果手里最开始有 5000 元，每次下注一百元，玩 50 次之后，平均可能就只剩下 4800 元；再继续玩几十次，4800 元又会变成 4600 元，最后就会逐渐变为 0。这就是概率的乘法原则——随着玩的次数的增加，胜率会由 48% 变为 48% × 48%，48% × 48% ×

48%……直到近乎为零。

这就是概率的优势（Edge）。

和赌场定规则类似的，做市商通过对隐含波动率的定义拥有概率的优势。期权有一个衡量价格昂贵程度的指标，即 IV（Implied Volatility），这个指标我们在后面的章节会有更详细的说明，现在你只需要知道 IV 越高，期权的价格就越高。

接下来我们看看这个概率的优势有多大。



我们怎么知道做市商有这个概率的优势呢？看看左图中老虎证券 App 上纳指 ETF（QQQ）的隐含波动率，在远离目前股价 293.34 的的行权价区间 200-230 之间的隐含波动率高达 40 到 50% 以上，其实 QQQ 在过去一年的平均隐含波动率仅仅是 24%，最高值也就 31%，这个 40-50% 的波动率就是做市商明显的错误定价，高出正常的隐含波动率就意味着高出正常概率的卖价，这就是做市商的 Edge 优势。

美股期权的奇妙之处就在于散户也能选择和做市商站在一起做期权的卖家，于是常常是韭菜的我们也能拥有 Edge 的优势了。

如上面说的购买看涨期权并不是一种投资工具，而是一种保险。买 Call 的人（就是我），可以享受涨幅带来的盈利，但无需承担跌幅带来的亏损。为了得到这种保险，买 Call 的人需要支付 Call 的价格（保费），这就是为什么叫 "premium"（保费）的原因。

而卖 Call 的人（就是你），实际上是在做保险公司，收取保费。为什么保险公司能赚钱而不会破产呢？因为保险公司定价时会故意提高，使得在这个游戏中，它能够有 Edge。

风险越大的保险，价格就越贵。而价格越贵的保险，盈利空间就越大。期权里衡量风险的指标就是前面说的 IV。

以散户最爱特斯拉为例，它的 IV 在 60% 到 80% 之间，而大盘指数 SPY 的 IV 大概只有有 12-16% 之间。特斯拉的 IV 非常高。为什么呢？因为投资者对这家公司的保险需求非常大。因此，这两支股票的保费非常昂贵，而昂贵的保费给保险公司带来了巨大的盈利空间。

在你为特斯拉提供保险服务之前，你需要确认这家公司的基本面是否有问题，是否有实际破产的风险。只要没有破产的风险，那么无论股价是涨是跌，横着走，你都是有利可图的。这就是在期权世界中，做卖家的 Edge 比较大的原因。

【第 3 章】时间是有成本的——最重要的期权思维

我读书时候的教科书里说，“腐朽的资本主义必将灭亡”。几十年过去了，我才明白这是一种忽悠的话术：因为它未给出发生这一结果的期限。“资本主义必将灭亡”，这一定会发生的事情，可是多久才会发生呢？十年后？一百年后？一万年后？还是一百万年以后？人类的文明史最多才七千多年，一万年后人类可能进化到一个我们无法想象的程度，那时候资本主义或许就消失了，又或者一百万年后人类因为某种原因已经绝灭了，那当然就没有资本主义了。可是，那一切和现在的我们有一毛钱的关系吗？

与股票交易最大的不同之一是期权交易有明确的到期日。我们的预测和判断必须在一个特定的期限内，才对我们当前的交易产生实际意义。这是股票交易和期权交易之间最显著的区别。

而这个期限，就涉及到一个最重要的期权思维：时间是有成本的。

在这一章节里，我们就来学习和这个期权思维相关的概念。

必须牢记的 ITM、OTM、ATM

我们在期权交易分享的文章或者帖子里经常可以看到 ITM、OTM、ATM，这是一个什么梗?

按照正股股价与期权行权价的关系，我们通常将期权分为三类，即实值期权（In The Money，简写为 ITM）、虚值期权（Out of The Money，简写为 OTM）和平值期权（At The Money，简写为 ATM）。

这个分类是期权交易中最为常见和重要的概念之一。不同类型的期权具有截然不同的特性，适用于不同的交易场景。这一概念将贯穿我们整个期权交易生涯，对于进行任何期权交易操作都至关重要，因此我们必须牢记！必须牢记！必须牢记!

那么这三类期权分别代表什么含义呢?

实值期权（In The Money，ITM）：也称为价内期权，它的定义是，如果买方选择立即行使期权，那么行使后买方将获利。以购买期权（Call Option）为例，当期权的行权价低于正股的市场价格时，我们称这个 Call Option 是实值期权。具体说，这表示买方有权以低于市场价格的价格购买正股。

举例来说，你在超市购物的时候，如果有一张优惠券，可以有权以 10 块钱的价格购买一个市场价值为 15 块钱的面包，那么显然你会愿意使用这张优惠券来行使这个权利的。因此，对于购买期权（Call Option）而言，

当期权的行权价低于正股市场价格时，我们称其为实值期权。



这么说还是有点抽象，从老虎 App 上我截屏了特斯拉的期权链（如下图）。比如你有一张行权价为 210 美元的 Call option，现在的股价是 212.19 美元，如果现在行权价的话，你马上就有 212.19 - 210 = 2.19 美元的收益。这就是 Call option 的价内期权（或者说实值期权）情况。



那么 Put Option 是怎么样的情况呢？

当期权的行权价高于正股的市场价格时，期权的买方将拥有以比市场价更高的价格卖出股票的权利，这将带来潜在的收益。继续以超市的面包为例，假设你是超市老板，在面包接

近保质期时，你有权以协商好的价格将其卖给收购者。如果你能谈成一个16元的收购价，你当然会愿意立即行使这个权利。因为面包的售价只有15元，通过立即卖出，你就能立刻赚取1元的利润。这正是行权权利所能带来的收益。



左图是老虎App上截屏的特斯拉期权链。比如你有一张行权价为215美元的Put option，现在的股价是212.19美元，如果现在行权价的话，你能以215美元的价格卖出股票，你马上就有215 - 212.19 = 2.81美元的收益。这就是Put option的价内期权（或者说实值期权）情况。

让我们进一步了解**虚值期权，即Out of the Money（简写为OTM）**，中文也翻译为价外期权。从字面意思，我们多半能猜出Out of The Money是与In The Money相对的概念。In the money表示行权后可以获得收益，而Out of the Money则表示行权后无法获得收益。对于Call Option来说，Out of the Money指的是行权价高于股价，因此无法带来实际收益，因为没有人会愿意以比当前市价更高的价格购买股票。

再以面包的例子来说明，假设当前面包售价为15块钱，店员告诉你有

一个权利，可以以 20 块钱的价格购买这个面包，你会选择购买吗？当然不会啊，15 块钱的面包为什么要我用 20 元去购买？所以，20 块钱购买面包的权利虽然给予了你，但你并不会行使，因为这并不划算。这就是 Out of the Money 情况下，行权后无法获得实际收益的情形。



我们再看回左边特斯拉的那张期权链。比如你有一张行权价为 210 美元的 Put option，现在的股价是 212.19 美元，如果现在行权价的话，你就是以 210 美元的价格卖出股票，这就造成亏损了，这是没人愿意这样行权的。这就是 Put Option 的价内期权（或者说实值期权）情况。

最后一类是平值期权，即 At The Money（简写为 ATM），无论是 call 还是 put，我们都会把行权价刚好等于股价的期权叫做 ATM 期权。中文翻译为平价期权。对于 At The Money 来说，无论你是行权还是不行权，都不会有任何收益或者亏损发生。

通过上图当特斯拉的期权链就可以看出，现实中很少会出现绝对的 At The Money 的情况因为做市商不会特别地做一个行权价等于现时股价的一档期权，期权档一般都是取一个整数，在截屏的这个例子里，就是 205、

210、215。

在特斯拉这张的期权链中 210 和 215 的期权都可以被称为是 ATM，因为这两个整数数字是最接近现在股价 212.19 的。

我们可以认为 ATM 就是最接近于现在股价的那一档的行权价。

在老虎证券 App 的期权链界面中 210 和 215 之间有一条线，这条线就是把 ATM 和 OTM 给分隔开来。

ITM、OTM、ATM 的概念对于以后我们在做的期权策略的选择很重要，比如抄底 LEAP CALL 策略中，我们一般会选择 ITM 的期权；长期 Sell Put 的策略中，一般会选择 ATM 或者 OTM 的期权，这个我们会在下面的章节中学习。

内在价值和时间价值

期权领域中，内在价值和时间价值的概念至关重要，对这两个要素理解的深浅程度直接影响我们对后续期权策略的理解和操作。

期权的定价和股票价格截然不同，期权的定价涉及更为繁杂的构成要素。在任何期权中，我们可将其价格分为两个要素：内在价值和时间价值。内在价值是指当前期权行权后所具有的价值，英文称为“Intrinsic



Value”；而时间价值则是期权除去内在价值后的剩余部分，英文称为“Time Value”。为了与内在价值相对应，一些人也称时间价值为外在价值。

为了解释这两个概念，我们仍以购房为例。设想你对老王的一套房产感兴趣，目前市价为 200 万美元。如果你告诉老王你愿意支付 10 万块作为预定，并在一年后以 180 万的价格购买这套房产，他会同意吗？显然不会，因为他目前能以 200 万的价格出售，与你谈条件，一年后只能以 180 万卖出，即便你支付额外的 10 万也弥补不了这一损失。

那么如果你希望一年后以 180 万购得这套房产，你应如何与老王谈判呢？首先，你必须支付 20 万，作为现价 200 万和未来购入价 180 万之间的差价，即期权的内在价值。此外，老王还需等待一年的时间，这一时间成本也需得到弥补，例如 10 万块钱。因此，你向老王提出以 30 万的价格购买他手中房产的权利，在这个例子中，你与老王签订的合同实际上是一个看涨期权（Call Option），而这 30 万即为该看涨期权的价格。这个价格可分为两部分：为弥补差价支付的 20 万，即期权的内在价值，以及为弥补老王等待一年的时间成本支付的 10 万，即期权的时间价值。

同样的我们可以把这两个概念应用到股票的期权中，这样你理解期权价格也就没有那么困难了。我们需要理解的是概念，并不要求你的数学那么好，一看到股价和权利金就能心算出来，事实上，大多数的券商 App 都能会期权链的界面中显示内在价值和时间价值的数值的，你只要知道这些数字是什么意思就可以了。

还是以老虎券商 App 的这张特斯拉期权链截屏为例，行权价为 210 的 Call Option 的价格是 12.85。因为现在的股价是 212.19，如果我们现在让这张期权行权，就是说以 210 的价格买入，然后马上卖出的话，我们赚到



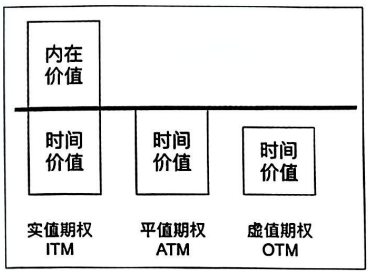
了 212.19 - 210 = 2.19 元。

可是，这个期权现在的价格是 12.85，前面一买一卖只赚到了 2.19，这里还有 12.85 - 2.19 = 10.63 的价值去了哪里呢?

这个截屏的时间是 1 月 19 日，这个期权是到 2 月 16 日到期的，从 1 月 19 日到 2 月 16 日当中还有 16 个交易日。

就像上面买房子的例子说的，为弥补老王等待一年的时间，你需要支付 10 万的补偿金，让别人等待是需要补偿的。这个期权的例子里，让人家等 16 个交易日以后才以 210 的价格把特斯拉的股票卖出是需要给出补偿的，所以作为期权买方不仅要需要补 2.19 的差价，还需要给出 10.63 的价格作为期权卖家等待的补偿，而这个就是时间价值。

细心的读者或者从上图的截屏中看到，行权价为 205 的 Put Option 的内在价值是 0，而行权价为 215 的 Call Option 的内在价值也是 0。这是什么意思呢?

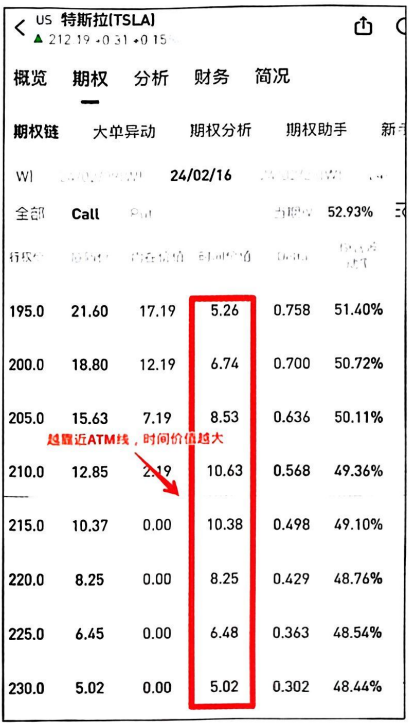


结合前一节学习的内容，我们知道行权价为 205 的 Put Option 是一个 OTM 的期权，就是现在行权的话没有收

益。股价是 212.19，以 205 的价格卖出不仅没有收益，反而会造成亏损，当然没人愿意这样去行权。因此这个期权没有内在价值，它的价值就全部是时间价值。

对于行权价为 215 的 Call Option 的内在价值为什么也是 0，相信你可以想明白吧?

综合一下我们可以用下图来说明内在价值、时间价值和 OTM、ATM、ITM 的关系：实值期权（ATM）的价值包括内在价值和时间价值，而平值期权（ATM）和虚值期权（OTM）没有内在价值，只有时间价值。



时间价值的特性

先说结论，时间价值有三个特性需要我们牢记：

1）离 ATM 越近的期权，时间价值越高。

2）到期日越远，时间价值越高。

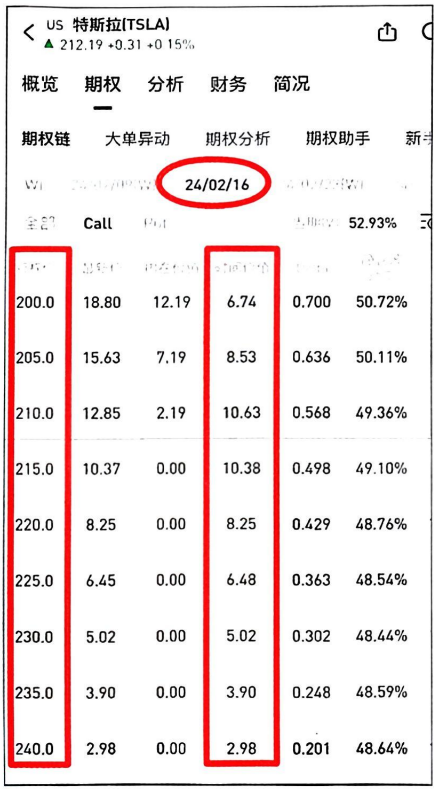
3）离到期日越近，时间价值的衰减就越快。

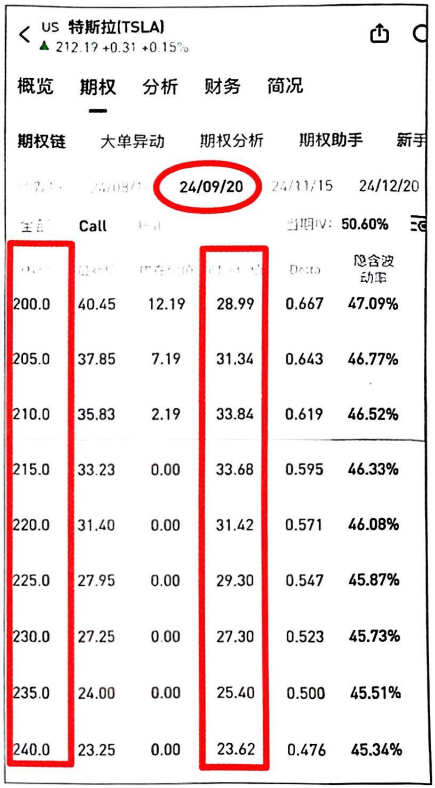
下面是这些结论的推导过程，这些推导过程你看不懂或者干脆略过问题也不大，但重要的是你先把结论记住，这是指导我们期权操作时候的金科玉律。

时间价值：到期日前可能获利的机会成本

每一张期权的价格都包含两个重要组成部分，即内在价值和时间价值。内在价值相对容易理解，而时间价值则相对复杂，但同时更大程度上影响我们在期权交易中的决策。

时间价值的定义是期权价格中超出内在价值的那一部分。或者更具体地说，时间价值可以解释为在期权合约中，卖方等待到期日前可能获利的机会成本。实际上，时间价值的存在是由于期权合约尚未到期，在距离到期日的





这段时间内，市场可能发生任何变化。只要在到期前，合约持有者仍有机会实现盈利，那么这张期权就仍然具有时间价值。

让我们通过具体的期权链来更深入理解时间价值的概念。下面是 1 月 19 日我在老虎证券 App 上截屏的特斯拉 2 月 16 日的期权报价图。

通过这张图，我们很容易发现时间价值的第一条特性：**离 ATM 越近的期权，时间价值越高。**

查看 Call 或者 Put，又或者其他日期的报价，也是可以清楚地看到这个规律。

接着我们来看期权的第二个特性：**到期日越远，时间价值越高。**

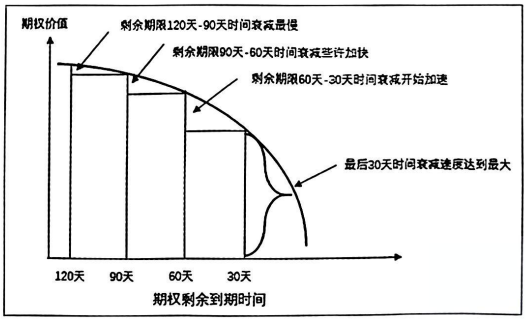
左边两张图是 1 月 19 日我在老虎证券 App 上截屏的特斯拉期权报价图。通过比较下面两张图，我们可以观察到时间价值的第二个规律：距离 1 月 19 日一个月到期的 2 月 16 日期权的时间价值要低于 7 个月到期的期权。浏览其他到期日的期权，你也会发现这一规律在不同期限下都存在。

换句话说，一个期权的到期时间越长，它的时间价值就越高。这个现象其实很容易理解——随着期权到期时间的延长，买方有更多机会赚取利润，但同时卖方也要承担更多的风险，因此期权的价值也相应增加。当一张到期时间为 7 个月的期权，随着时间流逝，只剩下 1 个月时，即使正股的股价没有变动，期权的价值也会减少，这种特性被称为时间价值的衰减。

最后我们来看时间价值的第三个特性：**离到期日越近，时间价值的衰减就越快。**

在看第二个特性的时候，我们已经知道期权的时间衰减特性，就是随着时间流逝即使正股的股价没有变动，期权的价值也会减少。更深一个层次的了解是这个衰减的速度不是匀速的，而是越接近到期日，衰减得越快。

下图可以给你一个时间价值衰减速度非常直观的视觉感受。



为什么会呈现这样的特点呢？

让我们以足球比赛来解释一下期权市场的时间价值特点。想象一场比赛，如果剩的时间多，那么即便球队目前落后，也有机会在比赛结束前反超。但如果比赛就快结束了，即使是强队也很难翻盘。这和期权的时间价值有关，时间越充裕，期权的时间价值就越大；时间越紧迫，时间价值就减小。球迷们都能体会到，比赛接近结束，期望心仪的球队逆袭的机会渐渐减小，而这种减小的速度是不断加快的。就像足球解说员经常说的那样，“留给中国队的时间不多了”。

通常情况下，越早买入期权，时间越充裕，达到预期涨跌的可能性就越大，所以时间价值相对较高。相反，时间越短，达到预期变动就越困难，时间价值相对较低。离到期时间还很久，错过一两天可能影响不大，但接近到期时，一天的变动可能让人从天堂掉到地狱。这就是时间价值加速衰减的感觉。

【第 4 章】实操 ABC
—— 你无法靠看书学会骑车

学习完上面的内容，有点读者可能已经有点心痒痒想上手操作了。

的确，学习期权操作就如同学骑车一样，单纯地靠看书或视频，而不亲自找辆车子试试，你是永远无法学会骑车的。有且只有通过实际的操作，才能把书本上的知识变成你自己的技能和认知。

然而，在进行实际交易之前，我们需要熟悉一下券商软件界面，减少误操作的可能性，或者提高操作的效率，对期权的一些关键数字有个大致的了解。刚刚开始交易期权的时候，选择一些波动小一些的标的也是至关重要的（比如亚马逊、微软），因为这样风险相对可控。此外，要注意控制成交金额，尽可能保持在小额交易范围内。

就像学习骑车一样，初学者尽可能地选择平坦、宽敞的场地，逐渐熟悉操作，然后在上大路。期权交易也需要在相对安全的环境中开始，逐步积累经验。通过实际操作，我们才能更深入地理解期权交易的要领，提高自己的交易技能。

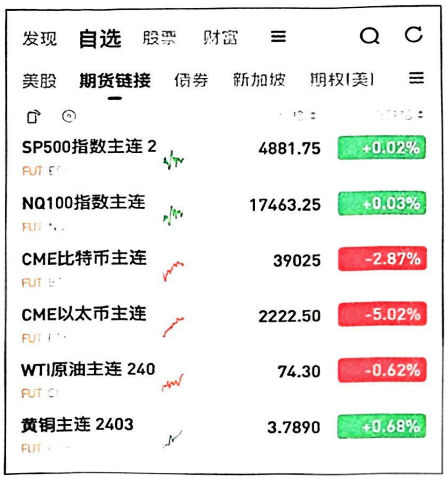
定制股票列表 - 磨刀不误砍柴工

股票列表肯定是证券软件使用率最高的页面，在老虎证券 App 中这个页面是可以定制的。所谓“磨刀不误砍柴工”，把股票按照你关心的程度来排序，这么做即使每次只省你一秒钟查看的时间，一个月下来也能减少你 1 个小时盯手机的时间。





在定制的页面中按住一个股票名字然后拖动到想要的位置，可以改变股票的排列次序。

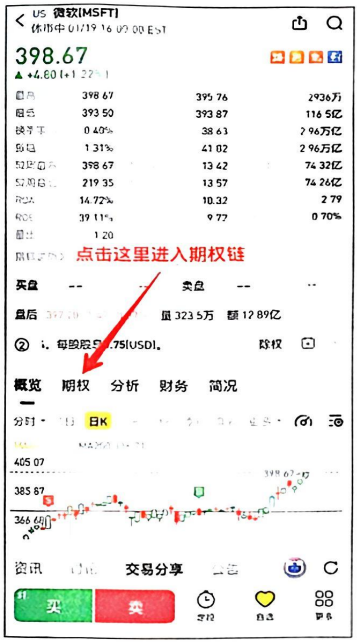


期货指数

即使没有交易期货，也可以查看期货指数的变化，它是 24 小时交易的，和美股盘前盘后的变化基本是正相关的。所以观看期货指数基本就知道盘前盘后美股大盘的方向了。

左图是我自己定制的期货指数，各位读者可以根据自己关心的指数来进行定制。

期权链的定制 - 魔鬼尽在细节处



首先不同的券商 App 期权功能是不一样，一般是用户需要提出申请，才放开这个功能模块的，具体申请的方面直接查阅券商网站，又或者直接打电话给客服问会比较保险。

下面以老虎证券 App 为例说明如何进行一笔简单的期权交易。

首先，选择一个稳妥的标的，对于初学者我建议选择微软或者亚马逊这样公司，这样的公司价格波动比较小，即使万一被套住了，因为其股价是在一个比较确定的上涨通道上，解套也不是很难。





接着我们进入微软股票的主页面，在左下方有一个“期权”的选择，点击即可进入微软的期权链。

进入期权链以后，我们可以看到这个重要信息：

1）左上方是微软现在的股价。

2）期权链的信息太多，我们可以点击 Call 或者 Put 来选择只看 Call 或者 Put。

3）向左右右拨动日期，可以找到你想要交易的到期日。

4）点击右边中部的位置可以对显示的内容进行定制，对每一列的排列次序进行定制。当你熟悉期权操作以后，这是提高你操作效率，减少认为错误的重要步骤。

接下来我们通过买入一张 Call Option 来看看该如何操作。比如现在是 1 月 19 日，微软的股价是 397.20，我们看好它能在两个月内涨超 425，那么我们来买入一张行权价为 410 到期日为 3 月 15 日的看涨期权 Call option，那么应该怎么买呢？

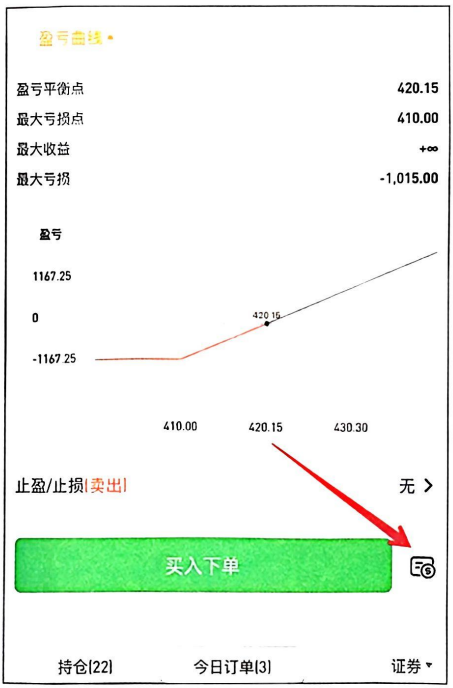
上面的步骤里我们已经知道如何选择对于到期日以及行权价的 Call Option 了。现在来到了左图，有几个细节需要注意：

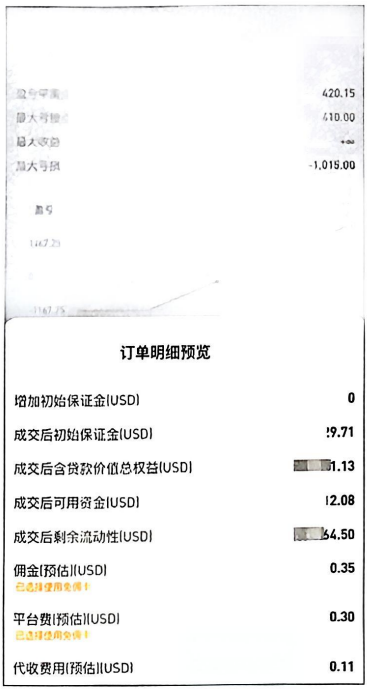
1）要注意你是选了买入还是卖出。把买弄成卖，或者卖搞成买，这是老手也会犯的低级错误。

2）一定要选限价单。如果你选市价单的话，就是给做市商发红包了。

3）下单的价格可以放略低于现价。这就和菜市场买菜一样，你可以讨价，但是价格偏离太多就可能成交不了。

4）有效期可以选“撤销前”。好处是如果当天不能成交的话，可以省





去重复下单的麻烦，坏处是如果第二天风云突变，而你又忘记撤单的话，你可能会以当天的最高价买入或者最低价卖出。

5）盈亏曲线让你了解这个期权的胜算。

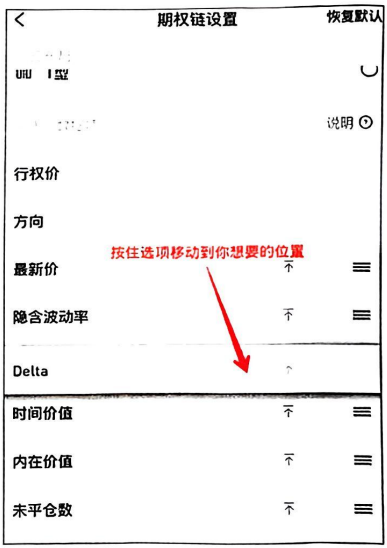
把页面下滑，有一个重要的信息在下单前一定看看，按一下“买入下单”按钮旁边，又一个小按钮，这里隐藏的是下单后你账户的保证金情况，在做期权卖家或者期权策略的时候，这些信息非常重要。

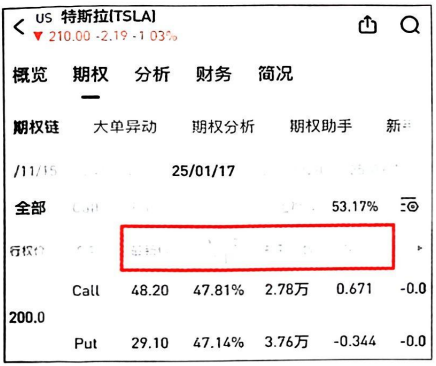
期权链的定制

对于期权玩家来说，期权链的定制就更必要了，因为数据项很多又比较杂乱，如果没有定制的话，在手机上看的时候往往需要往右拨很长的距离才能看到想要看的。

我推荐把“最新价”、“未平仓数”（这个代表流动性）、“隐含波动







率”（这个代表能否卖出好价钱）、“Delta”（这个决定期权的深度，0.5 是 ATM，小于 0.5 是 ITM，大于 0.5 是 OTM），“Theta”（这个代表时间价值消耗的速率）这 5 个数据项放到最前面，因为这是选择期权最重要的参考。

这些数据具体是什么意思，怎么运用，我们在后面的章节中会学到。这里你先按照这个推荐列表设置好再说。定制好的页面应该是长着下面截屏的样子。

想玩美股期权需要多少本金?

对期权风险有一些了解的读者或许会问：想玩美股期权的话，最少需要多少本金?

如果你去问券商，标准答案是期权交易没有特别的资金要求，基本上你去申请一下，填个什么表格之类的就能开通了。

如果问一些做期权买家的博主，答案也会是没有特别的要求，因为期权买家是不需要保证金的。

我先给出我的回答：对于绝大多数散户来说，**最起码应该有 5 万美元的本金才做期权交易，大概 10 万美元左右才有大概率形成稳定的盈利。**在这里，本金不仅仅包括现金，也包括你持有股票的价值。

首先，单腿买 Call 或者买 Put 是不需要很多本金的，几百块就能开始。但是对于绝大多数普通投资者，我是不推荐单腿买 Call 或者买 Put 的，这时候你博取的是小概率的胜率，或许你很幸运，有或许你的择时和择股都很厉害，在某个时间段上盈利丰厚，但是概率的大棒终将随着你玩的次数增多和时间的推长而最终砸下来出来的。

要取得相对稳定的盈利，做期权卖家才能实现的，而做期权卖家，一个跑不掉的问题就是保证金。在期权交易中，买方向卖方支付一笔权利金，买方获得了权利但没有义务，因此除权利金外，买方不需要交纳保证金。但对卖方来说，获得了买方的权利金，只有义务没有权利，因此，需要交纳保证金，保证在买方执行期权的时候，履行期权合约。

一个简单粗暴的理解就是，期权是加了杠杆的股票。

在期权交易中，作为期权的卖家，保证金和杠杆率存在密切关系。保证金是卖家需提供的资金，用于覆盖潜在的亏损。杠杆率则反映了使用保证金进行交易的程度，是投资额与保证金的比率。

以一个具体例子来说明，假设卖家卖出一个股票期权，标的股票当前价格为 100 美元，期权合约价值为 5 美元。如果卖方提供的保证金为 10 美元，那么杠杆率就是期权合约价值与保证金的比例，即 5/10 = 0.5。这表示卖方用 10 美元的保证金来控制价值为 100 美元的期权。

杠杆率越高，卖方用较少的资金就能控制较大价值的期权，但也意味着亏损可能放大。保证金充足时，杠杆率较低，风险相对缓和。高杠杆率可以带来更高的潜在回报，但同时也伴随着更高的风险。

为了说明这个问题，我让数字来说话，先要根据下面的公式计算一下账户的杠杆率，

$$杠杆率 = \frac{(股票市值 + 期权占用价值)}{证券市值绝对值总和}$$

比如张三账户有 2 万美元现金，3 万的亚马逊股票，那么他的证券市值绝对值总和是 2+3=5 万，如果他卖出 2 手亚马逊的行权价为 180 的期权（看跌 Put 或者看涨 Call 都是同理），那么他的期权占用价值就是 180 x 2 x 100 = 3.6 万，那么他这个账户的杠杆率就是

$$杠杆率 = \frac{(3\ 万 + 3.6\ 万)}{5\ 万} = 1.32$$

在这个例子里，为了方便说明和便于理解，我们先忽略掉得到权利金的部分，这部分对于杠杆率的影响不大。

如果张三不是做亚马逊而是微软的期权，比如他卖出 2 手行权价为 400 的期权，那么他的期权占用价值就是 400 x 2 x 100 = 8 万，那么他这个账户的杠杆率就是

$$杠杆率 = \frac{(3\ 万 + 8\ 万)}{5\ 万} = 2.2$$

做为期权新手，**杠杆率不要超过 1.7** 是一个普遍的认识，这也是巴菲特所推荐的安全线。

换句话说，5 万美元本金的话，最多做 2 手亚马逊期权，做微软的话，2 手就有点多了。本金越多，你的容错空间就越大。

对于期权老鸟，如果对自己的风控能力有足够自信也可以加高杠杆率，这个数字就可以多一些。当然我们也可以通过一些双腿的期权策略来降低保证金的需求，让我们本金即使少一些也能玩得起期权。



当然现在很多券商的 App 能帮助你很直观地管理账户的风险，比如老虎 App 上的用户界面就很直观地看到你账户的杠杆率和剩余流动性，风险控制的难度比以前小了一些。

但是有一点不能改变的是：本金少而玩期权，犯错空间就比较小了。我们都是凡夫俗子、韭菜散户，犯错是难免的，一旦看走眼比如做了中概股的话，一个大跌，说不准哪天你的账户就面临被强制平仓的危险。强制平仓的意思是，券商的系统会进入你的账户不经你的许可强行平仓，这时候你的浮亏就变成实亏了。

因为犯错空间少，你操作的心理压力就会很大，心理压力越是大就越是容易患得患失，也就越容易犯错。

比如说有一天，巴菲特走过来向你要了一个硬币，然后说，来，我们玩个游戏，我抛这个硬币，正面的话，你赢我一亿，反面的话，你输我一千万，你要玩吗？我相信绝大多数人都不会玩这个游戏：一亿对于巴菲特的财富来说，只是一个小小的零头，即使输了他的生活不会有任何的改变；但是我们如果输掉一千万的话，恐怕这辈子都翻不了身了。

如果把赌注改一下，赢了给你一千，输了你赔一百呢？这种情况绝大多

数人都会争着玩的。因此本金不同，你的风险承受能力不同，你的操作也就不同了。

有人会问：如果没有这么多本金怎么办呢?

那就慢慢积累吧，本金的积累是需要时间的，财不进急门。

不要高估你盈利的能力，也不要低估亏钱时候你需要承受的心理压力。

正股 - 选择你最有信仰的龙头股

期权交易的第一个面临的选择就是正股标的。

期权新手上手时一定要选择你最有信仰的龙头股作为正股标的，推荐亚马逊、微软这样的科技龙头，或者 QQQ、SPY 这样的 ETF 也是很好的正股标的。等经过一段时间的演练，熟悉期权操作处理以后，可以选择特斯拉、Meta、英伟达、Coinbase 这样波动率高一些的正股标的来获取高一些的回报。

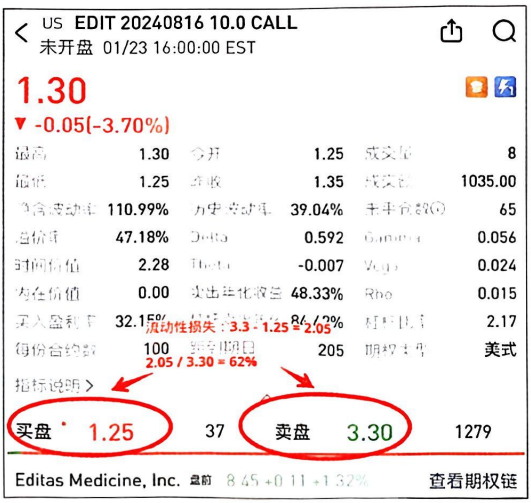
请记住我反复宣讲期权的一个特性：期权是加了杠杆的股票。一开始的时候不要选择波动性太高的成长股作为正股，比如像 AMC、Palantir、Rivian、Unity 那样的小盘股。这样的票波动性本来就很大，在期权里波动性就更加被放大了，这样剧烈的波动很容易把人的心态搞崩的，即使赚到钱，这样突喜突悲过山车的感觉也会让人疲惫不堪的，难以持久的。这样的过程里你也很难去体会过程中的一些细微变化，也就是交易完了你也学不到多少期权交易的要点，因为这过程中你的注意力不在那边。

流动性 - 拥有一票否决的重要性

进行期权交易时，第二个关键选择是确定行权价和行权日期。选择适当的行权价和行权日期涉及到众多期权策略的考虑，这些方面将在后续章节详细讨论。然而，首要的考虑因素是流动性，这一点考量具有一票否决的重要性。

什么是期权的流动性？最直白的解释是“有价也有市”，就是说，你想买的时候能买得到，想卖得时候也容易卖得出去。

很多期权初学者很容易掉进去的一个坑就是，忽略了期权交易中流动性的关键作用，即使一些期权投资老鸟也是一个盲区。流动性在此指的是在不影响价格的情况下完成交易的难易程度。交易市场的活跃度越高，报价频繁，流动性就越好，对投资者而言就更为有利。流动性不好直接的后果就是你的成本大幅增加，盈利空间大幅被压缩，就是买的时候被抬价，卖的时候被压价。



给你看一个例子就能明白：美籍华人张锋创立的基因编辑疗法开发公司 Editas Medicines 是基因编辑领域的明星公司，这家公司因为拥有美国 FDA 批准了首个 CRISPR 基因编辑疗法而受市场追捧，也是我关注的投资标的之一。但是当查看它的期权链的时候，就马上打消了以此作为期权策略的投资标的的打算。

左边这张期权链上，我们看到 EDIT 在 2024 年 8 月 16 日到期的期权，报价是 1.25 到 3.30。这就意味着，你买这个期权最低的报价是 3.3 美元。你卖这个期权的最高报价只有 1.2 美元。中间这 2.05 美元的价差，就是流动性造成的损失。



从百分比上看，2.05 美元的流动性成本，占了期权报价的 60% 以上，我的天！等于你一开仓就注定先亏 60% 了。这种高昂的成本是完全不能接受的。Editas 这个票我是看好的，但我肯定不做这个票的期权，就是因为期权的流动性太差了。

以下普遍性的流动性规律要记住：

1）**每个月的第三个星期五**的期权流动性比较好。

2）**行权价尾数为整数的流动性比较好，而尾数为 0 的又比尾数为 5 的好**

3）**ATM 附近行权价的期权流动性会比其他价格好。**

当然这是一般性的规律，并非放之四海而皆准。流动性看什么指标最准确？看“未平仓数”这个数字就好。“未平仓数”指的是市场上正在开仓的合约数，这个数字越高，意味着期权的流动性也就越好。

【第 5 章】一图胜千言
——期权的盈亏曲线图

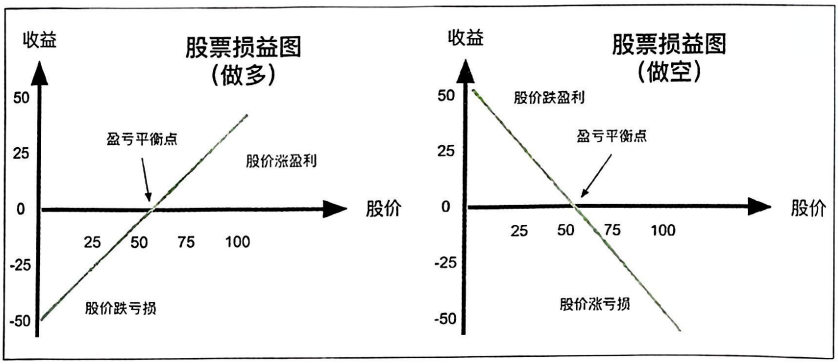
在这一章，我们将把前面学到的知识进行整合，学习期权最关键的应用之一——期权的收益曲线图，也称为盈亏曲线图。

盈亏曲线图在期权学习中扮演着至关重要的角色。在后续学习中，尤其是期权策略的深入研究中，它将发挥关键作用。无论期权策略有多么复杂，一张盈亏曲线图都能一目了然地展示其投资方向、风险收益和盈亏平衡点等关键信息。在期权交易中，“一图胜千言”，这是一种快速获取期权多维度信息的捷径。

那么，什么是盈亏曲线图呢？期权损益图能够让你迅速而简单地理解一个期权策略的盈利状况。它由 x 轴和 y 轴组成，其中 x 轴表示股价，向左表示股价越低，最低为 0，向右表示股价越高且无上限。而 y 轴表示投资的收益状况，0 以上表示盈利，越高越盈利；0 以下表示亏损，越低亏损越多。通过这张图，你能够直观地了解你的投资在不同股价情况下可能的盈亏情况。

股票收益曲线图

在我们正式学习期权损益图前，先快速热身一下来看看直接买卖股票的损益图，它的收益曲线的样子下图，就是你买入一只股票时的收益曲线图，可以看到这时的收尾曲线是一条向右上 45 度倾斜的直线，而直线与横轴的交点就是你买入股票的成本价。



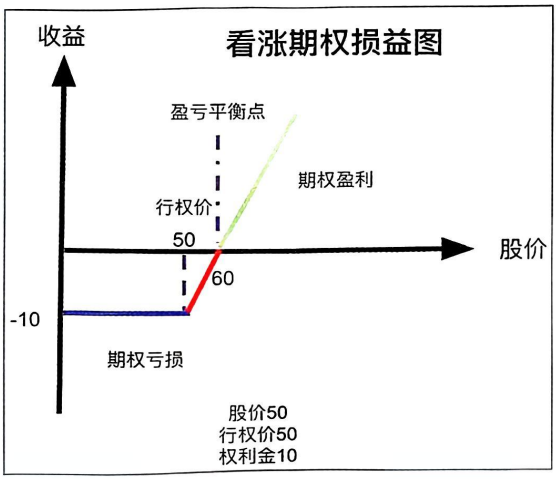
在做多的情况中（上图），假设我们的买入价是 50 美元，股价跌到零那么亏损就是 50 美元，如果股价涨到了 100，那么我们就赚了 50 美元，而如果股价纹丝不动，那么自然没有任何的收益，而这个没有任何收益的点，也就是图中这根斜线和 X 轴相交的地方，我们就称为赢亏平衡点。

同样的道理，当做空股票的时候，得到的曲线就是就是和做多相反曲率的斜线。当股价跌到为零，做空最大的盈利就是 50 美元，而要是股价上涨的话，亏损是无限的。

看涨期权损益图

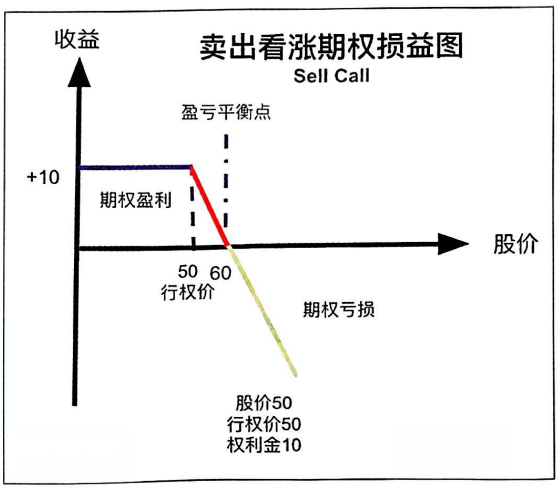
接下里我们要学习看涨期权损益图。假设现在的股价是 50 美元，行权

价是 50 美元，付出的权利金是 10 美元，那么我们画出下图的看涨期权损益图。



从左图中可以看出，期权到期时：

- 当股价低于 50 美元时，这张期权完全没有价值，损失为 10 美元；
- 当股价等于 60 美元时，刚好盈亏平衡；
- 当股价高于 60 美元时，有盈利；
- 买入看涨期权的最大损失为 10 元，最大盈利无上限。



卖出看涨期权的盈亏曲线和买入的刚好上下对称，如之前说的，期权是个零和游戏，你赚多少，对手就亏多少。

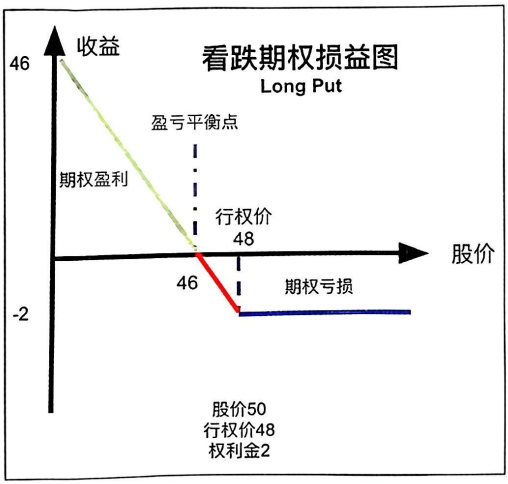
从左图中可以看出，期权到期时：

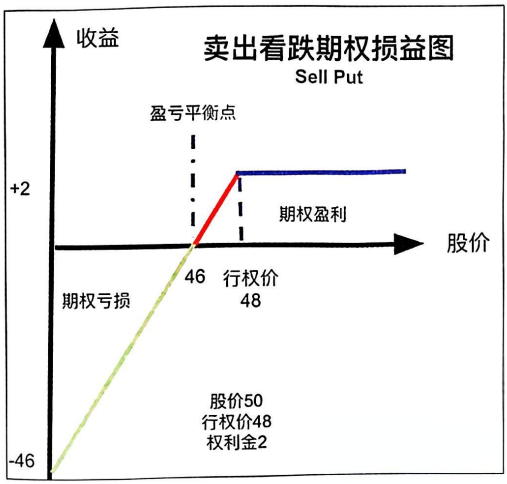
- 当股价低于 50 元时，盈利为 10 元
- 当股价等于 60 元

时，刚好盈亏平衡

- 当股价高于 60 元时，开始亏损
- 卖出看涨期权，最大收益为 10 元，最大亏损无上限

看跌期权损益图





如果我们买入一个 48 元的期权，期权价格是 2 元，则盈亏曲线如下：

从左图中可以看出，期权到期时：

- 当股价高于 48 元，则亏损为 2 元
- 当股价等于 46 元，刚好盈亏平衡
- 当股价低于 46 元，则有盈利。因为股价不可能是负数，理论上最高盈利是 4600 元，对应股价是 0 元。

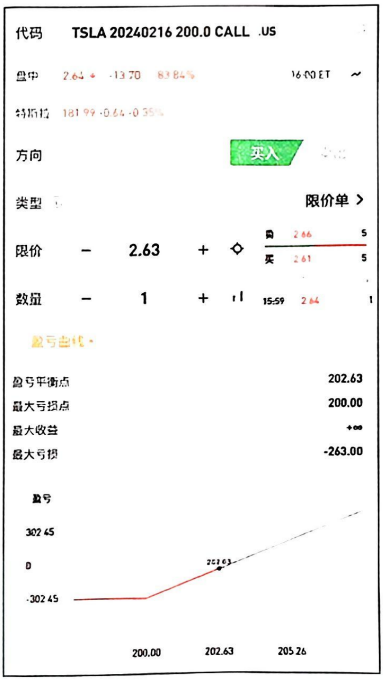
同样的道理，卖出看跌期权的盈亏曲线和买入的刚好上下对称，因为两者互为对手盘。盈亏曲线如下

从左图中可以看出，期

权到期时：

- 当股价高于 48 元，则盈利为 2 元；
- 当股价等于 46 元，刚好盈亏平衡；
- 当股价低于 46 元，则有亏损。理论上，最高亏损是 46 元，对应股价是 0 元。

当然，学习这一章节的内容我们不需要学会怎么画这样的盈亏曲线图，事实上，大部分的券商交易软件上能根据不同的期权组合自动画出这些曲线图，你所需要的只是能读懂这些曲线图，并且知道如何利用这些曲线图来辅助你的投资决策。以下就是老虎证券 App 上自动画出的盈亏曲线图。





左图是一张特斯拉行权价为 200 的看涨期权，在老虎证券的 App 中，我们可以在下单之前一图搞清楚这张期权的盈亏点信息。

左图的期权行权价是 200 的期权价格是 2.63，那么要回本的话，特斯拉股价至少要涨到 202.63 美元，计时赛说盈亏平衡点是 202.63。我们需要付出的期权费用是 2.63 x 100 = 263，这就是我们最大的亏损，特拉斯股价上涨的话理论上是无穷大的，实际上可能最多就 230-250，你也可以根据曲线的曲率大致算出盈利的数目。

而右边的盈亏图是比较复杂的期权策略，描述的是一个牛市价差期权策略，所有期权信息一目了然，你需要掌握的就是能看懂这些信息的含义。

【第 6 章】期权的 3 个维度
—— 定价公式和那些希腊字母

期权交易新手和老鸟之间的门槛并非在投资判断上，而主要在于思维方法上的差异。一般人做期权交易都是从股票交易过来的，想当然地也把股票思维套用到期权交易中（我自己就是如此），而这个思维的惯性就把期权新手局限在单一维度而无法领略到期权交易更高维度的精妙之处，很多人即使做了很多年的期权交易也无法跨过这个门槛。

什么是股票思维呢？

简单说就是看涨或看跌，因为股票只有这两个选择。例如，我看涨就买 call，看跌就买 put。稍微进阶一点的理解是在某段时间内看涨或看跌，比如在一周内或一个月内。再深入一些的人可能会考虑在某段时间内，看涨或看跌一定的幅度，比如认为亚马逊在未来一个月内从 180 涨到 200。然而，

所有这些都仍然局限在股票思维的范畴内。

相较之下，期权高手不仅关注股价对期权的影响，还会从多个角度寻找交易机会，例如时间、波动率、股价变化速度等。这些维度有一个统一的参照标准，即希腊字母，包括 Delta、Gamma、Theta、Vega 等。每个希腊字母代表一种思考维度，期权高手能够全面考虑这些因素，形成独特的期权交易思维。

这种思维方式不仅需要深入理解，而且新手往往难以自行领悟，因此在这个过程中可能浪费大量金钱，甚至在真正体会到期权的威力之前就中途放弃。期权交易思维的转变是迈向期权高手的关键一步，它超越了简单的涨跌观念，拓展到多元的市场维度，使交易者能够更全面、深入地理解和利用期权市场的机会。

隐含波动率 - 期权价格的估值

接触期权交易一段时间的期权初学者或许会有这么一个疑问，期权的价格是怎么定的呢?

期权的定价公式 - BSM 模型

期权价格是通过 BSM 模型计算出来的，Black-Scholes-Merton 期权定价模型由三位经济学家名字命名，因为在衍生品定价方面的贡献，Scholes 跟 Merton 在 1997 年被授予了诺贝尔经济学奖，而 Black 因为在 1995 年不幸与世长辞，错过了本该属于他的荣誉。

$$C = Se^{-\delta T}N(d_1) - Ke^{-rT}N(d_2)$$
$$P = Ke^{-rT}N(-d_2) - Se^{-\delta T}N(-d_1)$$

其中

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + (r - \delta + 0.5\sigma^2)T}{\sigma\sqrt{T}}$$
$$d_2 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + (r - \delta - 0.5\sigma^2)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

这个公式包含着大量严谨的数学推导，但对我们而言初看肯定是一头雾水，我们只是为了赚钱，不是为了考证，也不是为了当专家，除非你特别有兴趣，不然没有必要去知道这些公式是怎么推导的。这个公式对你的实际操作没有任何帮助，就像你坐飞机并不需要懂空气动力学一样，了解这些知识只是供你吹水之用。

在金融领域，变幻莫测的数字最容易使得这里成为各种各样玄学的温床。我们渴望揭示这些数字变化的规律，而数学的魅力在于能够用公式精确地描述这一切。我们要向那些伟大前辈们致敬，正是因为数学为我们提供了理解金融现象的工具。金融之所以迷人，也在于数学公式的严谨和客观性，透过概率与期望的计算，揭示了人性贪婪在博弈中的角色。

我们只需要知道，期权的价格是由以下 5 个变量决定的：

1）股票价格 S

2）期权的行权价 K

3）期权的有效期 t

4）无风险利率 r

5）股票的波动率

从 1）到 3）的变量很好了解，无风险利率 r 是特指美国十年期国债收益率，这个收益率的定义我们在前面第一部分的章节里介绍过了。

5 个变量中比较难懂的就是的波动率（Volaility）。股票波动率本身并

不难理解，他指的就是股价波动的幅度，数学计算上指的就是股价单日回报率的标准差。

在真实世界的期权价格计算中，隐含波动率（Implied Volatility，简称 IV）是一个关键变量。与实际股价波动不同，隐含波动率是通过反推期权价格得出的波动率数据。在实际交易中，更确切地说，并非是通过波动率决定期权价格，而是期权价格决定了隐含波动率的取值。

隐含波动率 IV 是期权价格的估值

在期权交易中，隐含波动率（IV）的作用类似于股票交易中估值的作用。就像许多估值数据（如 PE Ratio）是通过反推股价得出的一样，IV 也是通过反推期权价格得出的波动率数据。

判断一个期权价格贵还是便宜的关键就在于 IV。IV 越高，意味着期权相对较贵；而 IV 越低，意味着期权相对较便宜。和股票估值一样，对 IV 的判断和期权价格的贵便宜是相对的。在期权交易中，我们希望低价买入期权，高价卖出，以获取最大收益。举例而言，如果一只股票以前的 IV 是 30%，现在达到了 40%，说明当前期权价格相对较贵，可能是因为有负面消息或即将发布财报。

	期权波动率越高	期权波动率越低
	Call和Put的价格越高	Call和Put的价格越低
	价格波动的可能性越大	价格波动的可能性越小
期权卖家考量	权利金增加，但风险也增加	权利金减少，但确定性增加
期权买家考量	成本略微增加，但赚钱机会增加	成本略微减少，但赚钱机会较少

通过判断 IV 的高低，我们可以评估期权价格的相对便宜程度。上面的表格给出了一个概念化的期权交易准则，然而，需要注意的是，IV 只是众多影响期权价格的因素之一，决策时不能单纯依赖于这一性质，还需综合考虑其他因素。

单纯地给出一个 IV 的数字对于期权交易是没有太大意义的，IV 的数值必须在比较中才有意义和应用的场景。

首先是横向的比较，也就是不同股票，或者同一领域里的不同股票进行比较。

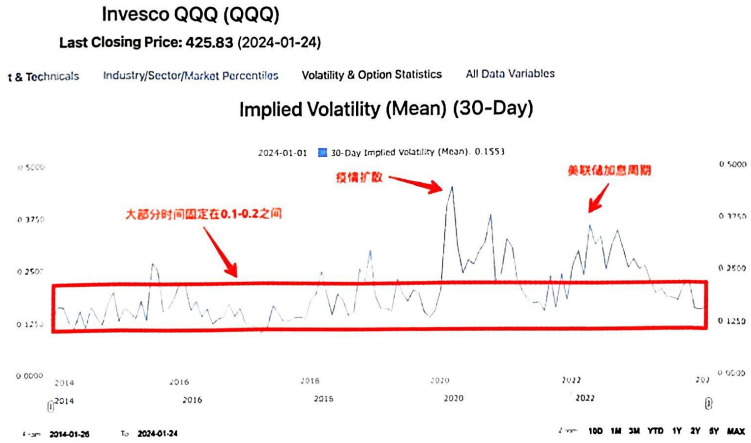
	52周IV平均值	52周IV最高值	52周IV最低值
标普大盘 SPY	14.0	23.5	10.1
长期美债TLT	16.9	25.0	11.9
纳指大盘QQQ	19.2	27.8	14.1
微软（MSFT）	24.6	32.6	17.5
特斯拉（TSLA）	52.1	73.6	40.5
蔚来（NIO）	68.7	87.7	52.9
COINBASE（COIN）	86.6	132.8	56.9

上图是一些热门股或者 ETF 波动率由低到高的排列。我们可以看到，以科技股为主的 QQQ 的波动率比以美股大盘 SPY 要高；同为高科技龙头，美股散户持仓比例最高的特斯拉比四平八稳的微软波动大很多，因此 IV 值也高了近一倍；同为造车股，蔚来的资金盘子比特斯拉要小了一个数量级，炒风更甚，因此股价波动更大，IV 更高；而 COINBASE 和大起大落的币圈行情息息相关，因此波动率最高。

接着是纵向的比较，就是同一股票的波动率现在和过去的比较。这就涉及到 IV 的两个重要特性：

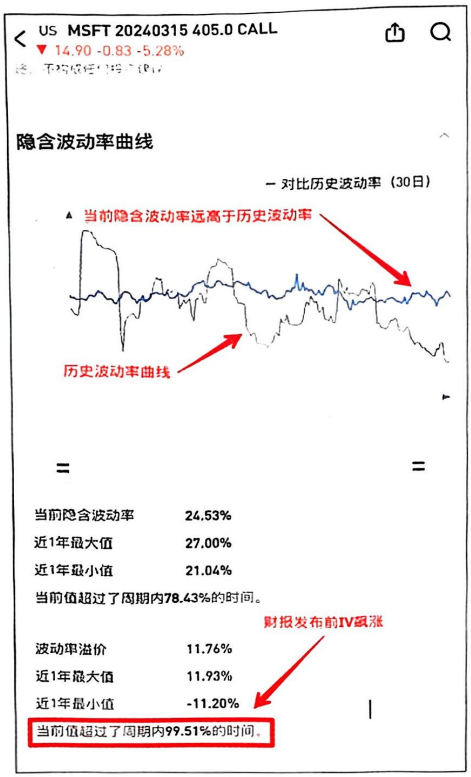
隐含波动率 IV 特性一：总会回归均值

隐含波动率（IV）与股价的最大不同在于：股价可能会持续上涨或下跌，而 IV 则具有回归均值的特性。股价的走势可能呈现出一路上涨或下跌的趋势，难以预测何时回归到某一特定水平。相反，IV 在经历高点或低点后，通常会回归到其平均水平。



以纳斯达克大盘 ETF（QQQ）过去十年的 IV 变化历史走势为例，我们可以观察到，在大多数时间里，QQQ 的 IV 波动在 10% 到 20% 的区间内。然而，当遭遇到特殊事件，如 2020 年疫情扩散和 2022 年美联储急速加息时，IV 会出现明显的上升。尽管 IV 经历了剧烈的波动，但随着时间的推移，它往往会回归到平均水平

IV 的这种总是趋向于回到其平均水平趋势的特性就叫做回归均值（Mean Reversion）



查看所有股票的 IV，都呈现出这样一条曲线，水平波动在均值区间上下。每支股票的 IV 都有其独特的稳定区间，这一性质不仅对期权交易有益，对个股交易也大有裨益。透过观察每支股票 IV 的波动范围，我们能快速了解公司的波动率，进而评估其风险水平。关于具体的参数，网络上有大量免费的资源，而许多券商也在其平台上提供相关数据。例如，在老虎证券 App 中，用户可方便地查阅 IV 变化图表，为投资决策提供便利。

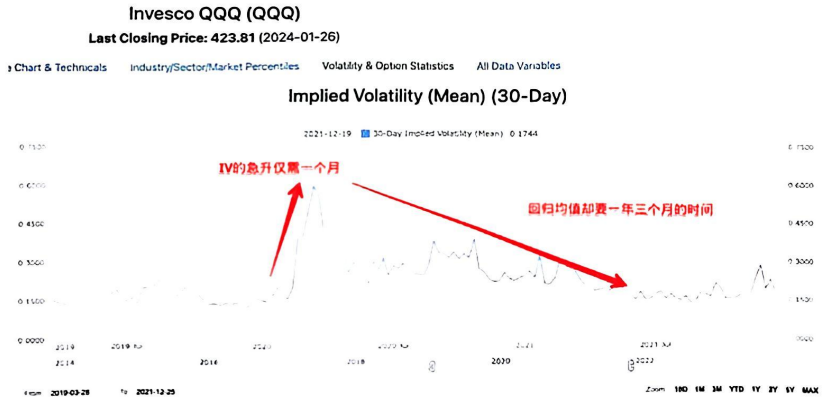
左图是老虎证券 APP 上一张微软一个月后到期的 ATM 的 call Option，它当前的隐含波动率 IV 远高于历史波动率 HV，因为拷屏的时间后一周，微软将发布财报，这个时候往往是 IV 飙升的时刻，因为你不知道财报里有什么重大利好或者利空消息会刺激股价在一夜之间大幅变化。

当然，IV 的均值也并非一成不变的。以特斯拉为例，在 2018 年至 2020 年期间，特斯拉处于高速发展的阶段，但同时也面临产能不足等问题，导致其平均 IV 维持在 70-90% 左右。随着公司逐渐成熟，产能问题得到缓解，市场需求趋于稳定，基本面逐渐平稳，不确定性显著降低，到了 2024 年初，特斯拉的 IV 下降至 50% 左右。

因此，当公司的基本面发生质变时，IV 才会发生较大的变化。均值回归的性质仍然存在，只是我们需要关注公司是否在重大变革后会系统性地改变 IV 的均值。

隐含波动率 IV 特性二：急涨缓跌

IV 的第二个重要特性是，急涨缓跌。正常情况下，IV 上涨的速度惊人，但从高点回落到均值区间的速度却相对缓慢，我们还是以下图 QQQ 的 IV 历史变化图为例。2020 年疫情扩散时，市场陷入极度恐慌，在短短一个月时间里，QQQ 的 IV 从 15% 猛然飙升到 60%。



期间美联储降息救市，引发股市大幅回升，在这个过程中，QQQ 的 IV 从顶点 2020 年 3 月 15 日 60%，回到均值 15% 左右是 2021 年的 6 月 6 日，花了整整一年三个月的时间。

期权波动率的均值回归和急涨缓跌的特性使我们能够观察到，相较于股票，期权的价格更具确定性。利用这两个特性，我们能够实现比股票更为多样化的获利方式。例如，若你希望实施看涨大盘的策略，卖 Put 相较于买 Call 可能是更佳的选择。通过卖 Put，不仅可以看涨大盘，还能从波动率下

跌中受益；另一方面，有时大盘或某些个股会出现不合理的急速上涨，导致 IV 极低，此时我们可以选择买 Put 进行风险对冲。

必须提醒各位读者的是，这套交易逻辑在股票交易中并不适用。有些人在股票交易中经常错误地使用均值回归的思维方式，例如，看到一只股票涨得很多，就认为它必然要回调；或者看到一家公司跌得很惨，就认为是抄底的良机。其实股票涨一倍，还可以再涨一倍，而股价跌了 50% 之后，是还可以再跌 50% 的，这样的例子非常的多，因此股价会回归均值的想法是非常错误的股票投资思维。

Delta：这张期权能成为实值期权的概率

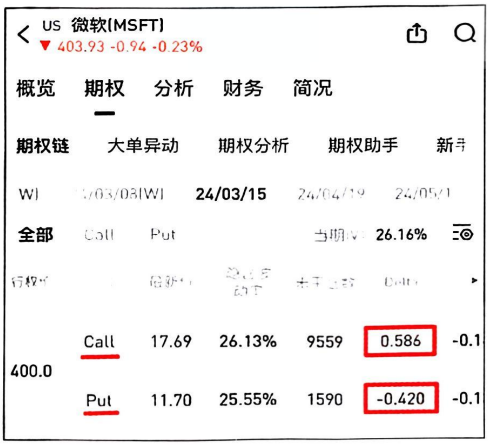
对于期权初学者来说，最令人感到迷茫的莫过于那些神秘的希腊字母。根据我的经验，希腊字母并没有那么重要，初学者无需过早深入学习，以免因为难度较大而影响信心。随着对期权交易和理念的逐渐深入，再回过头去学习希腊字母或许是一种更为高效的方式。

表达期权特性的希腊字母有 5 个之多，你想快点上手操作而只学重点的话，那么 Delta 就是你最要了解的那个希腊字母。在我手机的券商 App 中，我总喜欢把 Delta 这个参数定制到所有希腊字母的最前面。

Delta 代表了期权价格随着股价变化的速度，其取值范围在 -1 到 1 之间。对于看涨期权，Delta 的取值范围在 0 到 1 之间，而对于看跌期权，则在 -1 到 0 之间。简单地说就是，**Delta 是正的时候是看涨，Delta 是负的时候是看跌**。

举例来说，如果一张 Call Option 的 Delta 等于 0.5，那么当正股的股

价每上涨 1 美元时，期权的价格将上涨 0.5 美元；反之，如果股价下跌 1 美元，期权的价格也会下跌 0.5 美元。相应地，如果一张 Put Option 的 Delta 为 -0.5，那么股价每上涨 1 美元，期权的价格就会下跌 0.5 美元。有了 Delta 这个数据，我们能够量化地评估期权价格对股价变化的敏感程度，而不仅仅停留在概念层面的定性分析了。



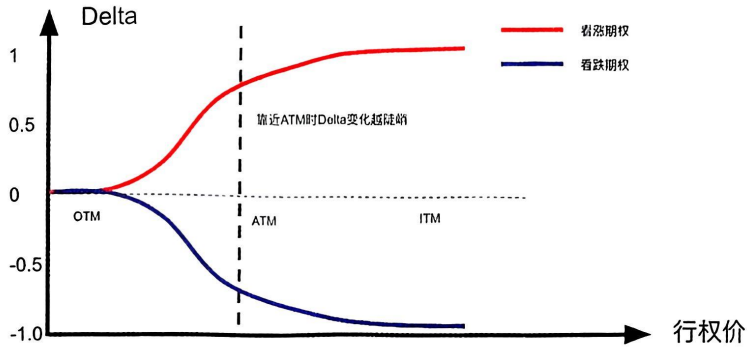
我们具体来看一个具体的例子微软左图是一张 2024 年 3 月 15 日一个月到期的微软的期权链。

在行权价 400 上，Call Option 的 Delta 是 0.586，Call 的价格是 17.69。如果微软的股价上涨 1 美元，那么这张 Call Option 期权的价格就是 17.69 + 0.586 = 18.276；如果微软的股价下跌 1 美元，那么这张 Call Option 期权的价格就是 17.69 - 0.586 = 17.104.

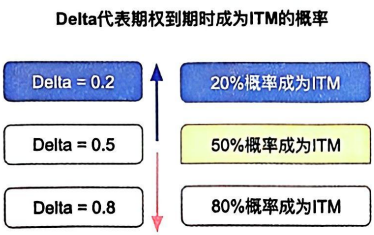
下面的表格可以看到当 Delta 变化的时候期权价格的计算

行权价 400	***Call Option***	***Put Option***
Delta	*0.586*	*-0.42*
期权价格	*17.69*	*11.70*
股价涨 1 美元	*17.69 + 0.586 = **18.276***	*11.70 - 0.42 = **11.32***
股价跌 1 美元	*17.69 - 0.586 = **17.104***	*11.70 + 0.42 = **12.12***

实值看涨期权的 Delta 接近 1，虚值看涨期权的 Delta 接近 0 一些。说明实值看涨期权更像是股票。如果 Delta 为 0，则表示无论股价怎么变化，该组合的价格都不会变化。一般来说，Delta 越大，相对收益越小，但是越稳。相反，Delta 越小，收益越高，但是风险也随之增大。这部分期权的价值也更容易呈现剧烈波动。



Delta 随着时间也会变化。比如对于虚值期权来说，随着时间流逝，它的 Delta 会趋于 0。因为时间越接近，股价的波动除非将虚值改变为实值，否则就没有意义。与虚值期权相反，实值期权随着时间的流逝，它的 Delta 会趋近于 1（或 -1）。因为这个时候，期权的时间价值几乎没有了，它的价格反映的就是行权价和股价之间的差。



Delta 最重要的一个概念就是这张期权成为实值期权 ITM 的概率。对于 ATM 的期权来说，因为行权价正好在当前股价上，那么从概率上说，股价往上和往下走的概率是 50%，因此 ATM 期权成为实值期权的概率也是 50%。

作为期权卖家，如果你不清楚你应该卖出多少 Delta 值的期权比较划算的话，就选 Delta 大概等于 0.3 的期权吧，有研究表明，这个 Delta 值卖家的赢钱概率是最高的。反过来想，买家就应该避免买入 Delta 值是 0.3 的期权。

到现在，我们只是对期权的特性做了一种管中窥豹式的解释，期权的用处的广泛和灵活性其实远远超出上面简单化的描述。如同红楼梦的刘姥姥，我们现在才进了期权大观园的第一进门。

Gamma：期权涨跌的加速度

现在，让我们深入探讨期权价格的另一个关键因素，即第二个重要的希腊字母 Gamma。Gamma 涉及的理论知识相对较复杂，如我一直强调的，对于我们普通投资者，投资不是为了考证或者成为专家，有些理论知识我们只需要知道如何运用就行了，至于背后的原理，我们可以略过，当然，有兴趣的话网上有很多资料可供学习的。

那么，什么是 Gamma 呢？我们先从 Gamma 的定义出发。Gamma 表示股价每变动一美元，Delta 变动的大小。回顾一下 Delta 的定义，它是股价每变动一美元期权价格的变动。如果你还记得高中的物理还有印象的话，应该还记得牛顿定律里描述匀速行驶汽车的是速度，而描述一个自由落体的是加速度。我们可以打这么一个比喻：Delta 描述的是股价上涨或下跌的速度，而 Gamma 描述的则是股价上涨或下跌的加速度。

举例来说，如果一个期权的 Delta 值为 0.3，这意味着当股价上涨或下跌时，期权价格将以 0.3 美元的速度相应上涨或下跌。然而，期权价格的上涨和下跌速度并非始终如一。当股价发生变化时，这些速度也会发生变化。

这种速度变化的率就是 Gamma。举个例子，假设某个期权的当前 Delta 为 0.3，如果股价上涨了一美元，它的 Delta 值加速到了 0.35，那么这个期权的 Gamma 就是 0.05。如果一个期权 Gamma 为零，那么期权价格将一直按比例与股价上涨或下跌，形成一个简单的线性关系。



我们来看一个具体的例子：

左图是纳指大盘 QQQ 的期权链，当前股价是 424.41，行权价为 $425 的 Delta 是 0.52，当股价涨到 $426 的 Delta 是 0.495，因此当股价变化 $1 的时候，Delta 的变化是 0.520 - 0.495 = 0.025。

因此 $426 行权价上的 Gamma 就是 0.025。

另外，从期权链上我们也能看到：无论是 Call Option 还是 Put Option，越是靠近 ATM，Gamma 越高。

第一个我们需要硬记的知识点是：**Gamma 是买方的朋友，卖方的敌人。**

就像其他希腊字母一样，Gamma 也有正负之分，但无论你是买 put 还

是买 call，对于买方来说，Gamma 永远是正的。相反，对于卖方来说，无论你是卖 Put 还是卖 Call，Gamma 永远是负的。高涨的 Gamma 意味着买方涨得多，跌得少；而卖方则是跌得多，涨得少。

这个特性非常重要，我们不仅需要记住对买方和卖方的影响，还要了解对于具体交易的影响。对于买方而言，正 Gamma 的效应可以简单概括为 " 涨得多，跌得少 "。如果你买了 Call，股价上涨，你开始盈利，而且收益速度越来越快；如果股价下跌，亏损也会逐渐变缓。这个性质同样适用于 Put。这对买方来说是天堂福利。而对于卖方而言，面对的是负 Gamma，导致盈利时赚得越来越少，亏损时亏得越来越多，总结为 " 跌得多，涨得少 "。

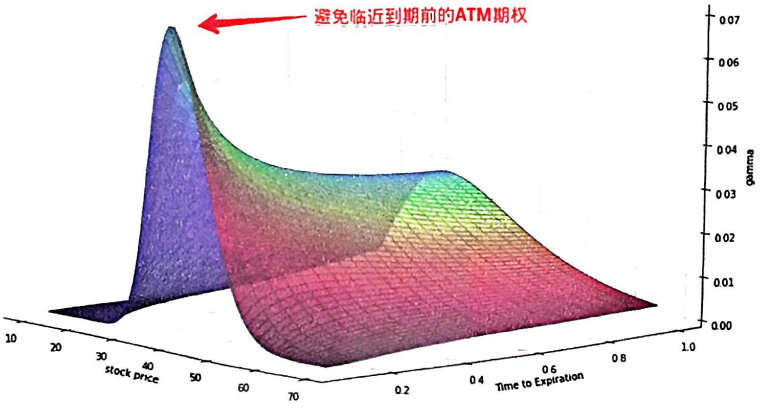
了解了这一点后，在进行期权交易时，我们需要考虑一个非常有价值的因素，那就是必须掌控期权价格的加速度，即 Gamma，使其保持在可控范围内。这是获取稳定盈利的关键之一。问题来了，Gamma 在什么情况下会大呢？我们应该避免哪些期权以控制 Gamma 的风险呢？ Gamma 过高是期权老鸟们尽量避免的风险，对于期权新手来说，很难注意到。我们将这种风险称为 Gamma 风险。

第二个我们需要硬记的知识点是：**ATM 附近的 Gamma 值最大。**

这是因为 ATM 恰好是期权能否盈利的关键点，使得期权价格对股价变动尤为敏感，Gamma 也就达到了峰值。从时间的角度看，越接近到期的期权，其 Gamma 值就会越大。这也很容易理解，因为在快到期时，期权的价格已经没有了时间价值的缓冲，股价的微小变动可能直接影响其收益，因此此时期权价格对股价变动非常敏感。

结合这两个因素，我们可以得到一个简单的图示。横轴是股价，纵轴是

距离到期的时间，Gamma 的数值则用颜色表示。可以看到，大部分情况下 Gamma 都相对较低，甚至可以忽略不计。然而，正当你放松警惕的时候，在 ATM 附近突然冒出的这段区域，期权的 Gamma 呈几何倍数增长。这就像是掉入了一个无法控制的 Gamma 陷阱，因此，如果你想在期权交易中获得稳定收益，这样的期权最好避免。



于买方来说，虽然这种陡增的 Gamma 可能带来“单车变摩托”的机会，但也有可能让你的收益瞬间归零甚至出现倒损。一念天堂一念地狱如同赌博，压力和刺激让你无法专注于长期的收益。而对于卖方来说，Gamma 就是一个不利因素，陡增的 Gamma 更是可能导致扩大的损失。

所谓“上得山多终遇虎”，因此要想通过期权长期稳定盈利，那就一定小心避免 Gamma 风险。

规避 Gamma 风险的具体操作意义就是提前平仓对于接近 ATM 的期权，不要抱着侥幸心理拖到临近到期日的最后时刻。

Theta：时间损耗的速度

Delta 和 Gamma 是构成期权价格的第一个维度，与股价的关系息息相关。接下来我们将学习期权价格的另一个维度——时间，以及与时间量化相关的希腊字母 Theta。

Theta 代表的含义十分直观，它表示一张期权经过一天后所产生的时间价值的损耗。换言之，Theta 体现了期权随着时间流逝而逐渐失去的价值。具体到 Theta 数值，其意义也很浅显直白的。举例来说，如果一个期权的 Theta 为 -0.10，那么意味着该期权经过一天后，其时间价值将减少 10 美元。

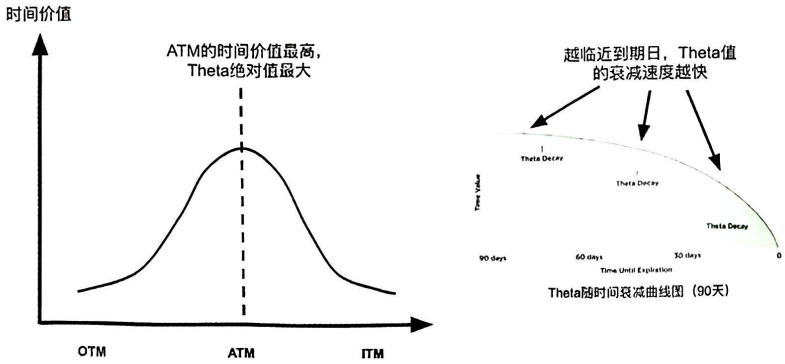
需要注意的是，这里所指的一天是指日历日，而不是交易日。尽管在周末和节假日美股不开盘，但时间的流逝不受影响。因此，即便是在休息日，时间价值也会持续减少，就如同澳门的威尼斯人、新葡京娱乐场一样，时间从不停歇。

Theta：一个永远对于买方不利而对卖方有利的希腊字母

上一节我们学习 Gamma 的时候说过因为 Gamma 是一个永远对于买方有利，对于买方不利的希腊字母，而我们也知道，期权是一个零和博弈。那么，逻辑上我们就推断，一定有一个希腊字母是永远对于卖方有利而对于买方不利的。而这个希腊字母就是 Theta。

Theta 也有正负号之分，Theta 对于买方来说永远是负的，不管你是买 put 还是买 call，因为你总要承担时间损耗所带来的损失。与之前的希腊字母 Delta 和 Gamma 相比，Theta 所代表的时间维度具有更强的确定性。股价的涨跌我们无法控制，但时间的流逝是必然的。因此，同一张期权的 Theta 变化是可以预测的，通常不会有太大幅度的波动。

Theta 的特性与前面说的时间价值损耗的特点是一一对应的。下图左侧展示了股价与时间价值的关系。当股价等于行权价，即处于 ATM（At The Money）时，期权拥有最多的时间价值。因此，期权在 ATM 的情况下，时间损耗也最大，因此 Theta 的绝对值也最大。在股价向 ITM（In The Money）和 OTM（Out of The Money）方向移动的过程中，期权拥有的时间价值逐渐降低。



上图右侧则表现了到期时间与时间价值的关系。观察可以发现，对于同一个期权而言，越接近到期日期，时间损耗就越大。特别是在期权到期前 30 天内，时间损耗呈现急剧增加的趋势。在这段时间内，Theta 的绝对值也会增加，因此 Theta 本质上是在衡量时间损耗的速度。

上面的结论都是一些定性的概念，实际操作中，我们更需要一个定量的判断标准，比如出差顺便给太太去买包包，她嘱咐太贵了不要买，这个嘱咐就只是一个定性的概念，落到执行层面上还不大好操作，这时候我们需要一个定量的判断，我会问一句，怎么算是“太贵了”，10 万以上算吗？太太说算的，那么好了，我们就有了一个定量的标准来指导我们的操作。

学习 Theta 主要的目的在于让我们有了一个量化时间损耗的评估标准。

对于买方而言，了解这一不利因素的负面影响至关重要，可以帮助他们评估是否能够承受这样的时间成本。同时，卖方也能够准确了解能够从时间损耗中赚取多少利润。这种定量的判断，结合市场环境和其他希腊字母的影响，使我们能够做出更全面的投资决策。Theta 的考量让投资者更清晰地了解时间价值的衰减速度，从而更好地规划和管理期权头寸，提高交易的效率和准确性。



让我们以一个实际例子为例。2024 年 2 月，我查看了特斯拉的期权链，左图展示了其中一张期权的情况。假设我对特斯拉未来三个月的走势非常乐观，因此考虑购买一张到期时间为 90 天、行权价为 185 美元的 Call 期权，即处于 ATM 状态。

这张 Call 期权的总成本为 2050 美元。然而，通过观察 Theta，我们了解到该期权每天的时间价值损耗为 0.096 x 100 = 9.6 美元。换言之，若只考虑时间价值的损耗，我每周将损失 9.6 美元 x 7 = 67.2 美元，大约占我的成本的 3.3%。随着时间价值的加速衰减，每周的亏损将逐渐增大。

这时候我们就需要思考：我看涨的这个程度是否足以抵消每周 3.3% 的

亏损？我是否愿意承担这样的损失，以期获得更大的盈利机会？有了这些量化数据，我们能够更客观地评估局势，作出理性决策。

作为期权买家，有没有什么办法能够尽量减少 Theta 对我们的负面影响呢？

在期权的世界里，办法总比困难多。

我们可以通过调整 Theta 的组合来降低对我们影响较大的程度。以前面的例子为例，我们购买了一张特斯拉的 ATM 期权，即行权价为 185 美元





的 Call 期权，其 Theta 为 -0.096，表示每天的时间损耗为 9.6 美元。为了降低这种时间损耗，我们可以同时卖出一张行权价为 215 美元的 Call 期权，获得权利金 910 美元。卖出 Call 期权的 Theta 为 +0.084，而买入的 Call 期权的 Theta 为 -0.096。将这两个腿的 Theta 组合起来，即 -0.096 + 0.084 = -0.012，即每天的时间损耗仅为 1.2 美元，较单腿策略降低了 82.5%。这样，我们能够更灵活地调整 Theta，使其在我们能够接受的范围内。

如果你非常在意时间损耗对于你持有的 Call Option 的负面影响，你完全可以通过卖 Call 来降低持有成本，让 Theta 辅助你赚钱，这也是一种很常用的期权组合，这个期权组合叫“牛市看涨价差”。

参看左图右侧，老虎券商的 App 里可以很方便直观地构架起这样的期权策略，各种关键数字和图表一目了然。

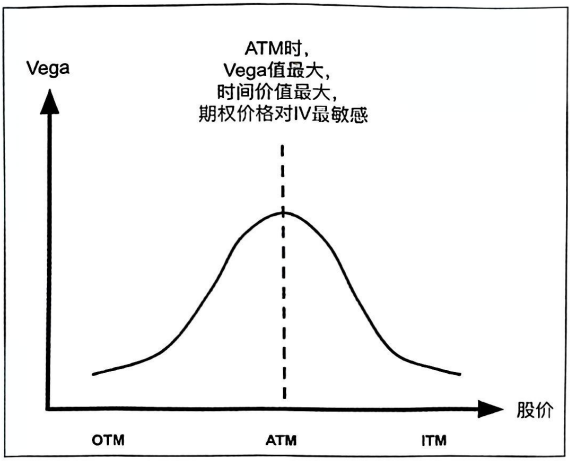
Vega 和 Rho：希腊字母中的配角

一个电影里总有主角和配角，期权的五个希腊字母也类似，Vega 和 Rho 就是当中的配角。如我反复强调的，我们学习投资知识不是为了考证或者成为专家，不是所有的细节都有了解，好钢要用到刃上，而有点地方我们只需要“不求甚解”就好。

对于 Vega 和 Rho，我们只需要大致了解以下的知识点：

希腊字母 Vega 用于衡量隐含波动率的变化对期权价格的影响。

Vega 表示每个百分点的隐含波动率变化会导致期权价格发生的变化，代表的是期权价格对隐含波动率变化的敏感度。如果一个期权的 Vega 为 0.1，那么当隐含波动率上升 1%，该期权的价格上升 0.1 美元。下图展现 Vega



值和行权价之间的关系。

在 ATM 的位置上，Vega 值最大，因为这里的时间价值最大，对于 IV 的敏感程度也最高。

Vega 在期权交易中的指导意义主要在于：

1）波动性观察：Vega 可以帮助交易者观察市场对未来波动性的预期。如果 Vega 较高，市场可能预计未来会有更大的价格波动，反之亦然。

2）套利机会：变化的隐含波动率创造了套利机会。当交易者认为市场对波动性的预期过高或过低时，可以通过调整 Vega 敞口来利用这些机会。典型的例子就是前面说的赌财报的操作。

在我自己的操作中，我主要参看 IV 和 IV 溢价来判断波动率对期权的影响。

希腊字母 Rho 表示期权价格对无风险利率变动的敏感性

在期权交易中，希腊字母 Rho 表示的是期权价格对无风险利率变动的敏感性。具体来说，Rho 量化了期权价格对于无风险利率每上升 1% 的变化。这里的无风险利率，指的是十年期美国国债的收益率。

例如，如果一个期权的 Rho 为 0.02，这意味着当无风险利率上升 1%，该期权的价格上升 0.02。

Rho 对于短期期权的影响相对较小，因为无风险利率的变动通常较为缓慢。然而，在长期期权或者利率波动较大的环境下，Rho 的变化才会明显。

在正常情况下，这是一个在操作中可以忽略的希腊字母。

下图是五个希腊字母的总结

希腊字母	维度	定义	实操重要性
Delta	股价	Delta 0.1的含义（股价涨$1，期权涨$0.1）	重要
Theta	时间	Theta 0.1的含义（期权价格每天减少$0.1）	重要
Gamma	股价	Gamma 0.1的含义（股价涨$1，Delta涨0.1）	次重要
Vega	波动率	Vega 0.1的含义（IV上涨1%，期权价格上涨$0.1）	次重要
Rho	利率水平	Rho 0.1的含义（无风险利率上涨1%，期权价格上涨$0.1）	不重要

「小贴士」波动率是怎么计算出来的?

根据 BSM 模型，期权价格由股价、行权价、有效期、波动率以及无风险利率这五个因素决定。然而，在课程中提到的波动率（IV）却无法直接计算，而是通过反推得到的。这是否形成了一个循环计算呢？实际上，期权的价格是由做市商（market maker）根据市场供需关系制定的。更准确地说，期权价格是由市场供需关系所决定的。

做市商对期权的定价并不总是非常确定，因为刚开盘的短时间里，没人能确定某一期权的供需关系究竟如何。因此，每天开盘时常常会出现期权定价不准确的情况，这是因为做市商在不断调整买卖价，以寻找供需平衡的过程。当然，这一切都机器程序控制调整的，当中的切换只需要几毫秒的时间。

比如说盘前英伟达发布了财报，大幅减少了不确定性，波动率从原来的50 迅速降至 25-30 之间。然而，做市商并不能确定 IV 准确是多少，于是在开盘时不断调整买卖价以试探市场需求。如果一开始设定为 25 的 IV，发现需求很高，他们就会逐渐上调 IV，直到找到供需平衡的价格。最终，如果发现 IV 设为 28 时供需平衡，做市商就会将 IV 设为 28。

每天开盘的前 5 分钟，期权的买卖价差较大，定价也常常不准确，因为市场做市商正在不断试探。当然，如果做市商的资金量足够大，也可以操纵市场，因此我们喜欢称其为“做市商”。

BSM 模型只是用来辅助市场做市商定价的模型，但最终决定期权价格的，还是市场供需关系。如果供不应求，期权价格上升，反推出 IV 上升；反之，如果供过于求，期权价格下降，反推出 IV 下降。因此，IV 是因变量，而期权价格是自变量。

BSM 模型里还有一个知识点：**期权的价格里已经计价了股息的影响**，因此我们没有必要在派息前后因为股息派发折现的原因而买卖期权。

05 期权是把瑞士军刀——期权进阶篇

在我们掌握了期权的基础知识之后，我们将进入期权策略的实操阶段，这是我们知识变现的关键一步。了解期权的基础知识只是一个储备，要真正实现知识的应用，我们需要进行实际的操盘练习，才能把这些知识转变成自己的技能，也就是巴菲特所说的扩大自己的“能力圈”。在这个部分的内容里，我们将逐一学习一些散户投资者常用的期权策略，深入了解每个策略的条件、优劣势以及最佳应用时机。

提醒读者注意，如果第四部分的内容没有理解透彻，可能需要多次阅读。因为第五部分的讲解是在第四部分基础上展开的，若未掌握第四部分的基本概念，阅读第五部分可能会感到有一定难度。

初学期权时，我们常感觉自己仿佛踏入了一个广袤的新世界，就如同《红楼梦》里的刘姥姥走进了大观园一样。如果说股票就像是一把螺丝刀，那么期权就是一个工具箱，里面锯子、扳手、电钻、锤子应有尽有。通过巧妙地搭配这些工具，我们可以创造出不同目的和用途的组合，就像万花筒一样让

人眼花缭乱。

然而，期权初学者往往低估了期权交易的复杂性以及背后风险控制的难度。在期权世界里，虽然组合策略林林总总，但并不是所有的策略都适合一般散户。根据我的经验，对于一般散户而言，并没有必要弄明白所有的期权策略，只需要弄懂符合自己操作风格和风险承受能力的那两三种策略就足够了。就像孙悟空，他不需要一大堆的青龙偃月刀、丈八蛇矛、流星锤射天弓，只有一根能缩放自如、用得趁手的金箍棒也可以大闹天宫。

我们也必须认识到股市并不存在包赢的策略。没有哪种期权策略能在所有的情形下都能盈利。我们所做的是找到适合自己的几种策略，了解对应不同市场环境的应用手段，以此增加自己的胜率。

散户要做的就是在一个学以致用的过程中，不断思考、复盘，形成一个理论与实践的闭环，把那些期权工具箱里的工具组装成一把自己用得趁手的瑞士军刀。

【第 1 章】单腿买 Call/Put ——时间是你的敌人

在一些美股投资群里，如果你看到有人晒出几十倍乃至几百倍收益，十有八九，都是通过期权交易获得的，对于大部分投资者（包括我自己）来说，最初知道期权这个名称都是从投资社区里那些“单车变摩托”甚至是“单车变奔驰”的故事听来的。

如果再深究一下，这些故事里绝大多都是单腿买 Call 或者买 Put 的操作。

单腿期权策略非常的简单直接，买 Call 就代表看涨，买 Put 的就代表看跌。买 Call 和买 Put 的操作和逻辑是一样的，只是方向相反，为了便于说明，下面我们着重以买 call 为例进行剖析。

从收益角度看，期权是加了杠杆的股票，资金即使只有几百美元也能玩，杠杆倍数任君选择，10 倍以上杠杆都是平平常常的，如果股价真的如你所愿，

往所押注的方向走，5% 的变化就能给你带来 50% 以上的收益，10% 的变化就是 100% 的收益；从风险角度来看，买入单腿期权最大的亏损是固定的，无论行情如何变化，最大亏损就是你所付出的全部期权费，即使亏光了，券商不会向你索要额外的保证金，你的账户也不会因此而爆仓，因此没有风险控制经验的新手也能操作。

这是单腿买 Call/Put 策略最吸引人的一面：以小博大，上手简单，又无需担心风控。

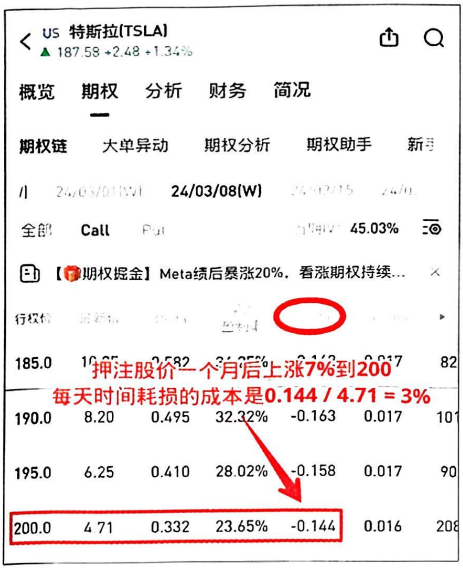
且慢，这么多的好处背后，是不是有什么缺点吗？我们在前面的章节里学习了这么多关于期权的知识，诸如波动率、时间价值、希腊字母一类，这时候就能派上用场了。我们前面不断地强调过，期权是一个零和游戏，单腿买 Call/Put 这么锋芒毕露的交易策略必然也会有不可忽视的缺点。

单腿买 Call/Put 最大的问题就是，**时间永远是买方的敌人**。

之前的章节我们学习过，对于单腿期权的买方来说，赚的是 Delta 的钱，如果股价往押注的方向走，期权的 Delta 值就会增加，期权的价格就跟着上涨，如果股价走向相反，那么期权的价格就下跌，这是有不确定性的；而期权的 Theta 值永远是负的，只要时间在流逝，期权的时间价值就会不断的损失。

股价的走向有不确定性，但时间价值的流逝却是一个确定性的事情，时间是期权买家永远的敌人。正是因为有这个时间耗损，股票涨了 Call 的价格也不一定涨，股价跌了 Put 的价格也不一定能涨，你押对方向了也不一定能赚钱。

期权买家永远处在焦虑中

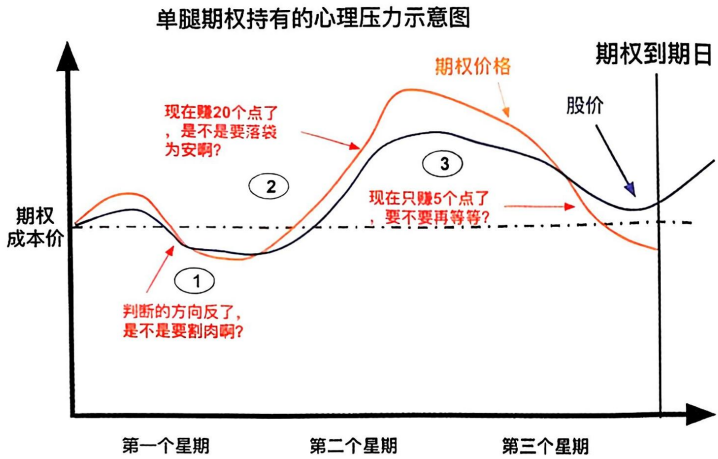


让我们具体看一个例子，左图是我在 2024 年 2 月 8 日截屏的特斯拉期权链信息。

当时特斯拉股价是 187.58，如果我们看来它在一个月后的 3 月 8 日涨超过 200（就是上涨 7%），而选择买入一个行权价为 200 的看涨期权，期权的价格为 4.71，就是说 1 手的价格是 471 美元，而 Theta 值是 -0.144，就是说每一天即使股价不变动，也会损失 14.4 美元的时间价值，也就是大概 14.4 ÷ 471 = 3% 的期权价值。因为这个期权的 Delta 值是 0.332，对应的股价的变动大概是 3% x 0.332 ≈ 1%。

也就是说，特拉斯每一天至少要上涨 1% 才能让你这个期权保本，超过 1% 你才有钱赚，少过 1% 或者下跌你都会亏钱。而且随着时间临近到期日，这个比例会快速地上升。

股票跌下来，大不了我就躺平，像胡锡进说的，“只要我不卖股票，我看你怎么割我韭菜？”，和股票不一样的，期权是有到期日的，过了到期日以后期权价格可能归零的。因此时间是你的敌人，持有单腿期权的时候总会有一种“时不待我”的焦虑情绪。下图显示的是一个单腿期权持有的心理压力示意图。



当股价走势和押注方向相反而产生亏损的时候（如图中 1 处），你心里会嘀咕：我该认亏离场吗？因为股价回到原来水平要消耗一段时间，如果现在认亏，就能避免那段时间的时间价值亏损。

当股价走势和你押注的方向相同的时候（如图中 2 处），你心里还是会犯嘀咕：要不要现在落袋为安？可是我们不知道哪里是顶，现在是赚了 20 个点了，期权的爆发力很强的，当股价是 45 度上涨，期权价格就会是 60-80 度的上涨，要是后面还有 30 个点呢？

当期权临近到期日的时候（如图中 3 处），这时候是心理压力最大的时候，没有了时间价值的缓冲，股价的波动会直接反映在期权的价格上，如果现在的股价是在你的行权价附近，那么你的心情就在盈利 50% 和亏损 50% 之间浮浮沉沉，果真是一念天堂一念地狱。而这就是我们前面学习过的 Gamma Risk。

另外，如果买 Call 的时候波动率很高，之后波动率下降了，那么即使

股价的方向押对了也还是亏损的；到了卖出的时候也是需要做判断趋势，随着行情变化和行权日期的临近，波动率的变化会陡增的。

最后，平仓时机的选择也对盈利有非常大的影响。理论上，买 Call 以后最大的盈利点可能出现在到期日前的任何一个时间点上，因此对于买 Call 者而言，需要消耗的注意力比期权卖家要多一个数量级的。

你看，这么多的东西要想，能不焦虑吗？

期权买家押注的是小概率事件

期权买家最大的亏损是全部的权利金，最大的收益理论上是无限的，因为理论上股价是没有顶限的。作为对手方，期权卖家的最大亏损是无限的，最大盈利是全部的权利金（如下图）

	期权买家	期权卖家
最大收益	无限	权利金
最大亏损	权利金	无限

乍看之下，期权买家是妥妥的赢家，谁会做卖家呢？

答案就在于概率的不同。

我们永远无法准确预测下一秒，下一个小时，下一个交易日，下一个月里的股价具体是多少，但通过学习前面章节 BSM 公式的内容，我们知道，借助数学的魔法我们能预测到股价变动范围的概率，而这个概率被计价到期权的价格中了。

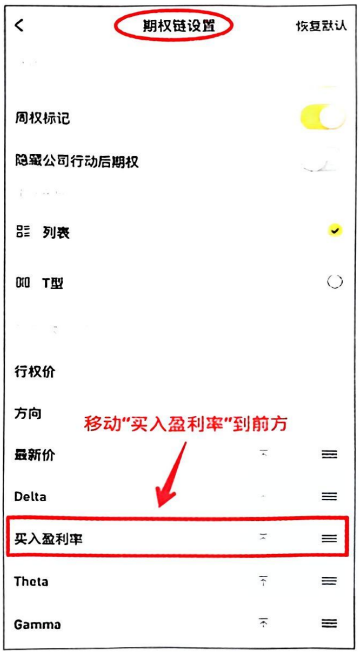
就是说期权买家看上去可能的收益很高，但是押注的是一个小概率事件；而期权卖家看上去收益只有权利金，但是押注的却是一个大概率事件。

如果盈利比例是如下的情况，你是不是不那么确定是选择做卖家还是买家了？

	期权买家	期权卖家
获取收益的概率	20%	80%
发生亏损的概率	80%	20%

我们来看具体的例子。老虎证券 App 中可以很方便地看到每个期权的胜率信息，到期权链设置中，可以订制“买入盈利率”的信息（如下图左侧所示）。

下图右侧是我在 2024 年 2 月 8 日截屏的特斯拉期权链信息。买入一个到期日为 3 月 15 日（6 个星期后），押注股价上涨 10% 的胜率只有 21%。





因此，不要被那些“单车变摩托”或者“单车变奔驰”的故事迷惑，这往往是有幸存者偏差的例子。在进行类似操作的人群中，只有极少数人能够真正盈利。对于那些一夜暴富的投资者，如果他们继续使用同样的操作手法，也未必能够保住之前的盈利，因为概率的大棒总会有一天会砸下来。

单腿策略的战术要点：信心、ATM、1-2 个月、低 IV

虽然单腿期权无法帮助我们获得长期稳定的盈利，但是并不妨碍我们把这个策略应用到押注单边行情的情况，因为毕竟这是能让收益最大化的策略。

因此，我们还是要学习一下单腿期权操作的一些战术上的要点。

要点一：选择的标的和买入的时间一定是你有充分信心的。

如前面分析的，作为期权买家，时间是你的敌人，而每一天都有确定的时间耗损，那么当你选择开仓的标的和买入时机一定是你有充分信心的，就是说你觉得这个票的股价上涨幅度会大幅高于每日的时间耗损，不然你很难熬过持有阶段的心理压力考验而取得盈利的。但是如果不是那么有信心怎么办？

那就等等吧。

要牢记这个策略不是一个能长期盈利的策略，只有特殊的单边行情中才有胜算，因此不是什么时候都能操作的。

要点二：到期日选择一个月到两个月之间，到期前 2-3 周平仓。

在做单腿买 Call/Put 的策略时我一般会选择一个月到两个月时间，持有这些 Call/Put 的时间一般在 2-3 周之内，通常我肯定不会持有到到期日。

前面的学习我们知道，对于买家而言，离到期日的时间越久，Theta 的负面影响就会越小，所以我们要尽可能长的选择到期时间；另一方面 Vega 却是离到期日越近越有利，因此我们需要一个平衡的选择：一个月到两个月之间是一个 Theta 和 Vega 相对均衡的时间区域。

一个月到两个月的时间也让我们的操作有相对宽裕一些的容错空间，我们操作时候的心理压力就没有这么大。当然这个时间长短各人可以有各人的选择，也和你要押注的单边行情时间线息息相关。

我们也知道，临近到期日时，时间价值会加速流逝，比如到期日前的两个星期内时间价值流逝的速度会是前面时间段的 2-5 倍，这段时间很有可能发生的事情就是股价上涨的速度比不上时间价值流逝的速度而导致我们亏钱，因此我是不会持有单腿期权到到期日的，一般离到期日还有 2-3 个星期就平仓了。

要点三：选择 ATM 附近的行权价。

接下来要考虑的是行权价的选择。

我推荐选择接近 ATM 的行权价，这是一个平衡的选择：ATM 附近的期权胜率不会太低，同时也不至于占用过多的本金。通过适当的掌握时间损耗，这是一个相对可控的开仓选择。

如果对市场有很强的方向性判断，可能会选择激进一些，购买稍微 OTM 一些的期权。但是我自己不太会考虑买 Delta 在 0.3 以下的期权。

有些期权投资新手会觉得 Delta 小于 0.3 的期权会比较便宜，潜在的盈利空间也比较大，但是这类期权的胜率实在是低了一些。下面的表格给大家

一个量化的概念。

Delta 值	买入盈利率
0.5	30-33%
0.4	24-26%
0.3	17-19%
0.2	13-15%
0.1	7-9%

不同的股票有不同的买入盈利率，但数字是大体差不多的。Delta 等于 0.5 的期权的买入盈利率大概是 33%，而 Delta 等于 0.3 的买入盈利率只有 19%，而 Delta 等于 0.1 的买入盈利率只有 9%。

对于普通散户来说，由于交易次数和交易量的限制，想要靠概率上取得盈利几乎是“不可能完成的任务”。即便有一两次运气好的赢面，持续操作下去，概率的大棒总会有砸下来的一天，赚取的利润也会被市场收回去的。

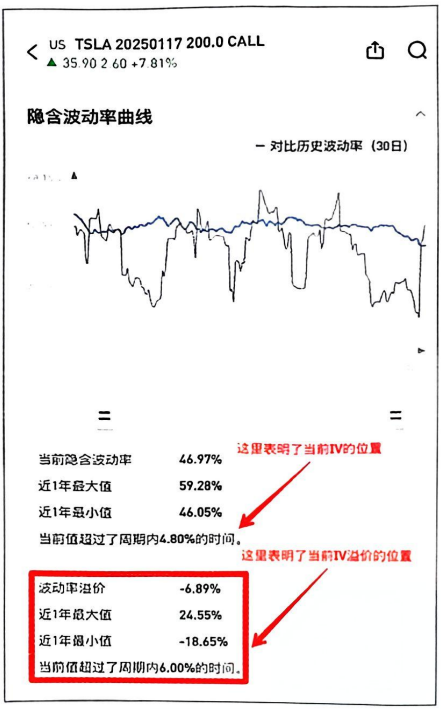
要点四：选择 IV 溢价低的时机开仓。

在期权的世界里，我们耳熟能详的那句“别人恐慌时贪婪，别人贪婪是恐慌”是能被量化的，其量化的指标就是 IV（隐含波动率）和 IV 溢价。

当股市下跌的时候，人人都想买 Put 做保护，Put 的价格就会高涨，恐慌情绪越高，Put 的 IV 溢价就越高；当股市上涨的，人人都想买 Call 吃上涨红利，Call 的价格就会高涨，贪婪情绪越高，Call 的 IV 溢价就越高。

那么我们的操作就是尽可能地在 IV 和 IV 溢价低位的时候开仓，这样即使股价上涨幅度不大，IV 上涨的话，你也能得到 IV 上涨的好处，也就是希腊字母中 Vega 的红利。

实际操作中，我们可以参看券商提供的隐含波动率曲线图以及波动率溢价来判断当前的 IV 和 IV 溢价是否处于低位。



比如左图是我在 2024 年 2 月 8 日截屏的特斯拉 2025 年 1 月 17 日行权价为 200 的 Call option 的隐含波动率曲线图以及波动率溢价情况，非常直观。

这些数据表明现在是一个不错开仓的实际，因为隐含波动率曲线图以及波动率溢价都处于近一年以来的低点。当然，决定是否开仓最重要的依据还是你对这个票的走势判断。

【第 2 章】对新手最友好的杠杆策略——Leap Call

在我们上一课的讨论中，我们深入探讨了期权交易中的基础单腿策略，尤其强调了对于期权交易新手而言，在追求短期市场波动带来的潜在盈利时，建议选择那些到期时间在一个到两个月范围内、并且执行价格接近当前市价（即平价或 ATM）的期权。这种方法特别适合那些希望利用市场的短期波动来快速实现盈利的投资者。然而，期权投资的魅力并不仅限于此。期权就像是投资者手中的瑞士军刀，根据不同的市场状况和投资目标，你总能找到一款适合你的工具。

在本章，我们将进一步探索一种更适合长期投资的单腿期权策略——即 Leap Call 策略。Leap Call 策略涉及的是 LEAP 期权，即长期期权（Long-Term Equity Anticipation Securities），它们的特点是到期时间通常超过一年，处于价内（ITM）的期权。

LEAP Call 的显著特征就是：**一年期以上，ITM（In the Money）。**

采用此策略的投资者一般对他们选择的标的资产持有长远的正面预期，这种做法与直接购买股票并长期持有的策略有着相似之处。核心思想是，如果投资者坚信某股票在将来一段较长的时间内会增值，那么通过购买 LEAP Call 期权，他们可以以相对较低的成本控制更多数量的股份。这种策略实质上是利用了杠杆效应，旨在利用股价上涨时获得更高的回报。与短期期权相比，LEAP 期权的一个显著优势在于它们较长的时间价值，这为股票预期的增长提供了更广阔的时间窗口，同时也在一定程度上降低了因市场短期波动而带来的投资风险。

因此，Leap Call 策略成为了一种对期权新手最友好的的长期投资手段，它允许投资者以较低的初始投资参与到他们看好的股票中，目的是捕捉这些股票长期增值的潜力。

好处：上杠杆吃涨幅却无需担心风控

和单腿买 call 一样，LEAP CALL 的最大好处是最大限度地吃到股价上涨的幅度，但是同时减低了风控的难度。用希腊字母的语言表述就是，拥有正 Gamma 的好处，涨的时候越涨越多，跌的时候越跌越少。

能最大限度地吃到股价上涨的幅度是因为这样的期权是加了杠杆的，以下面这个行权价为 160（当时特斯拉的股价是 193），行权日为 2025 年 3 月 15 日（截屏时离到期日是 13 个月）的特斯拉 Leap Call 为例，这张期权的杠杆率是 5.03。意思是你在这个期权上花 1 万刀能实现你 5 万刀买正股的效果。

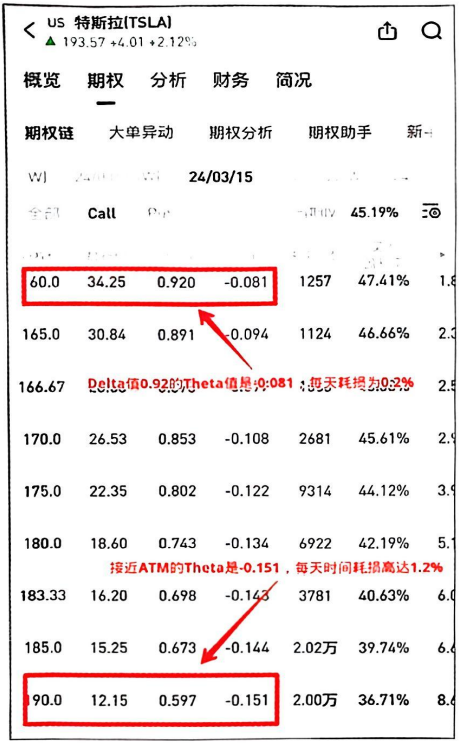


如果是借钱买正股的话，就有风控的问题，万一股价没有如期上涨而是大跌，你可能会被 Margin Call 的，这个时候你需要在市场最恐慌的时候作出决定：要么冒着更大的风险增加保证金继续押注，要么割肉离场，这样的心理承受能力和风控能力不是一般散户能具备的。

但是买 LEAP CALL 就没有这个问题，这个杠杆已经反应到你买入的价格里，最最糟糕的情况下，你就是亏掉了所有买入期权的费用。

代价：时间耗损比融资贵

当然这些好处是有代价的，代价就是每天这个期权的价值有时间的耗损。



还是上面的那个例子，时间耗损我们要看 Theta 这个参数。在 ATM 的区间上，行权价为 190 的 Theta 值是 -0.151 的意思是这个期权每天会因为时间耗损而减值 15.1 美元，或者你也可以理解成说每天要付 15.1 美分的利息。当然，这个利息不是从你的账户余额上扣除，而是直接反应在期权的价格上。

从左图这个例子我们可以看到，行权价 190 的 Delta 为 0.587，其每天的时间耗损高达 1.2%。而行权价为 160 的 Delta 值为 0.92，其每天的时间耗损就降低到 0.2% 了。只是 ATM 的⅙。

即使每天只有 0.2%，折算一个月也要 6% 左右。这是远高于同时期券商融资的 0.4-0.7% 的月利率的。

上面的计算比较粗糙，各个券商之间的利率也不尽相同，但是结论肯定是没问题的。

Leap Call 策略的战术要点：Delta 选 0.9 以上、3 个月前平仓

Leap Call 策略的战术要点在于：选择 Delta 在 0.9 以上的期权，流动

性要好，最多持有到到期日 3 个月前平仓。

Delta 选择在 0.9 以上

为什么我们偏好选择 Delta 值在 0.9 以上的 Call 期权，而不是选择执行价格与当前股价相等的平价期权（ATM）或执行价格低于当前股价的虚值期权（OTM）？这个选择背后的原理和逻辑是多方面的，我们可以从时间价值消耗（Theta）和杠杆效应的角度进行分析。

平价期权（ATM）虽然在短期内可能因为其较高的 Delta 值而对股价的变动比较敏感，但长期持有 ATM 期权最大的问题是时间价值的快速消耗。Theta 值在 ATM 的区间是最大的，这意味着随着时间的推移，如果股价没有显著变动，期权价值的减少主要是由时间损耗引起的。这种快速的时间价值消耗对于长期持有者来说构成了巨大的成本压力。而且，长期 ATM 期权通常已经计价了对股票未来增长的预期，因此长期持有的获利空间相对有限。

另一方面，ATM 或者 OTM 期权具有较高的杠杆效应，这在股价大幅上涨时可以放大收益，但同时也意味着如果股价出现下跌，即使不是暴跌，本金也可能迅速蒸发。这种高杠杆的特性对于新手投资者来说是难以控制的，而且这种高风险的投资策略与投资者选择 LEAP Call 作为长期投资工具的初衷不符。

选择 Delta 值在 0.9 以上的 Call 期权，其理由在于这类期权的内在价值占比极高，它们的价值主要受到股价波动的影响，而几乎不受时间价值消耗的影响。长期处于价内（ITM）的 Call 期权的表现与直接持有股票非常类似。

这一点从 Delta 值的角度也可以得到解释。Delta 值衡量的是期权价格

相对于股价变动的敏感度，对于深度价内的 LEAP Call 期权，其 Delta 值通常非常接近 1，这意味着如果股价上涨一元，期权的价值也会相应上涨接近一元；反之，如果股价下跌一元，期权价值也会相应减少。这种与持有正股相似的特性，使得选择 Delta 值在 0.9 以上的 Call 期权成为一种符合长期投资目标的策略，既能充分利用杠杆放大潜在收益，又能在一定程度上降低时间价值损耗带来的风险。

持有 Leap Call 的后续处理

实际操作中，持有 Leap Call 可以在任何你判断是一个股价高点的时间平仓套利，当然既然当初选择的是 Leap Call，按理说是不应该持有 1-2 月就平仓的，除非是市场出现之前没有预见到的重大改变。

前面的章节里我们知道，期权的时间价值在最后的三个月里会迅速衰减，通常情况下不建议持有到到期日。我自己会选择在到期日前的三个月前进行转仓（Roll Over）操作。如果计划买入正股，那么也可以持有到到期日，但是要准备好买入正股所需要的现金。

「小贴士」别只顾着吃瓜，要学习

2022 年有一则新闻传遍了中英文世界：“国会山股神”佩洛西买入逾百万美元苹果和微软的看涨期权“。这里面当然有一些政治炒作的成分，其实不是什么黑幕，时任美国众议院议长的佩洛西，她和她丈夫做股票交易的所有交易细节根据章程规定都必须要向美国众议院报备的，而众议院向公众披露这些交易信息，以示接受公众监督。

作为一个美股投资者，如果你也只是跟着那些吃瓜群众东家长西家短地起哄的话，就未免太浪费这样一个绝佳的学习投资知识的机会了。这些披露



新浪科技 新浪科技> 互联网 > 正文

新闻 请输入关键词

“国会山股神”佩洛西再出手 买入逾百万美元苹果和微软看涨期权

2022年06月07日 12:17 财联社

新浪财经APP 2

编辑/卡纯

美国众议院议长、资深民主党人南希·佩洛西不仅活跃于政坛，她的家庭投资在股市上也是风生水起。最新披露，佩洛西一家在5月买入了超100万美元的苹果和微软看涨期权。这意味着在美股科技股惨遭血洗后，这位“国会山股神”对大型科技股持看涨态度。

在周一出现在众议院网站上的一份定期交易报告中，佩洛西披露，其丈夫、金融家保罗·佩洛西（Paul Pelosi）在5月13日买入了价值500001美元至100万美元的苹果看涨期权。

苹果 135.43 +2.67 +2.01%
AAPL.US 已收盘 Jun 15 04:00PM

新浪财经客户端
科技上市公司行情全掌握

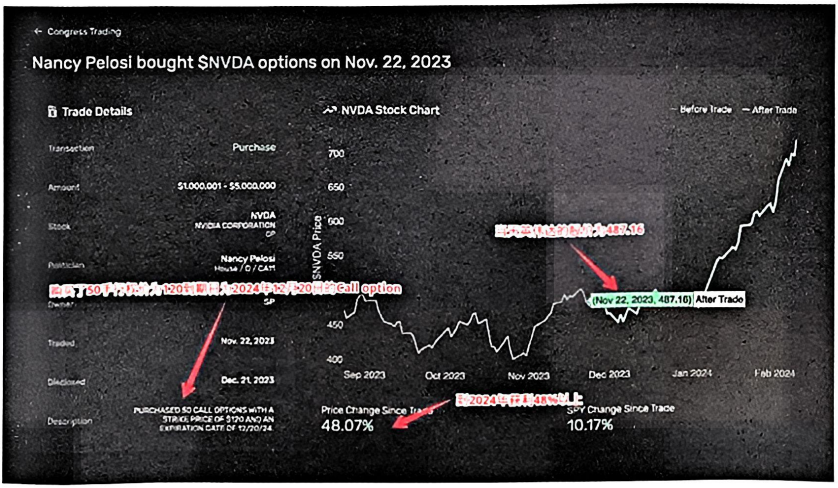
创事记

裁员、降薪、退费难，考公热难解中公华图困境

Tech星球

的资料给了我们一个绝好的机会去学习一下：一个有政治背景、有专业金融投资知识的美国高净值人士，落到实处的投资策略是怎么样操作的。

首先是投资标的的选择，她选择买入的都是有良好业绩支撑的科技龙头



股，如苹果、微软、英伟达。

其次是投资策略的选择。她用的就是我们现在学习的 LEAP CALL 的期权策略。

专门有人汇总了佩洛西公开的交易记录并制作成图表供人参考（扫描左图可以直接链接到网站）
https://www.quiverquant.com/congresstrading/politician/Nancy%20Pelosi-P000197



上面的交易纪录显示，她在 2023 年 11 月 22 日，买入了 50 手到期日为 2024 年 12 月 20 日，行权价为 120 的英伟达公司的看涨期权。相对于当时英伟达 488 的股价，行权价为 120 的看涨期权是一个深度内在价值的期权，而行权价又在一年以后，这样的期权策略就是 Leap Call。

经查阅期权链可发现，如下图所示，这张期权在 2023 年 11 月 22 日成交量为 50 手，而经历史数据查证当天买入价格为 377.35，

总成交额为 188.675 万，跟新闻相佐证。

另外值得注意的一个点是，她选择买入 Leap Call 时的 Delta 值大概为 0.9 左右，这也是我们通常推荐的做法。

买入 1 手行权价为 120 的英伟达期权的成本是多少呢?

377.35 x 100 = 37,755 美元

而 2023 年 11 月 22 日按正常价格买入 100 股英伟达需要多少钱呢?

488 x 100 = 48,900 美元

这等于佩洛西以 3 万 7 的成本价格达到了 4 万 9 的持有效果，相当于加了 1.3 倍的杠杆，在我看来，这是一笔相当谨慎的交易。

我们看到之后英伟达股价大涨，她这笔交易在截屏时盈利了 48% 以上。

【第 3 章】最强的对冲保护 —— Protective Put

期权是个全方位的工具箱，它既有进攻之矛也配备了防御之盾，它不仅是一个放大收益的杠杆工具，也是对冲风险的工具。实际上期权最初出现的目的，其实是为了给投资者提供对冲风险的金融工具。

风险对冲就是期权最最重要应用场景之一，而 Protective Put（保护性看跌策略，简称为 PP）就是这么一种对冲风险的期权策略。

和前面单腿期权策略不同，保护性看跌期权策略有两条腿：一条腿是直接持有标的资产，通常是 100 股的正股；另一条腿是买入看跌期权（Put Option）。

持有正股反映了投资者对该股票未来上涨的乐观预期，即股价上涨带来的盈利机会。而购买看跌期权则体现了对未来不确定性的一种保护，当股价下跌时，看跌期权增值，从而为投资者提供了一定程度的损失补偿。这种策

略本质上是一种对冲操作，它允许投资者在面对市场下跌风险时，能够有效减少投资组合的损失，体现了期权策略在风险管理中的核心价值。

通过这样的对冲机制，保护性看跌期权策略不仅增强了投资组合的韧性，也提供了一种平衡进攻与防守的策略选择，使投资者能够在多变的市场环境中保持稳健。

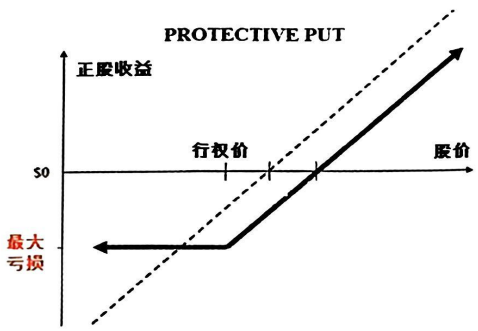
PP 的优缺点：高成本换取的最强的下跌保护

当股价跌超过行权价的时候，Put 的买方可以以行权价卖出 100 股的正股，从而减少了损失。比如，特斯拉现在的股价是 190，我有 100 股正股，我觉得两个月后的股价会下跌，于是买入一张行权价为 180 的 Put，两个月后，特斯拉受负面消息影响，股价暴跌至 150。这时候我仍然可以以 180 的价格卖出 100 股正股。

我原本的损失是 (190 - 150) x 100 = 4,000

因为有了 Put 的保护，我的损失就减少到 (190-180) x 100 = 1,000

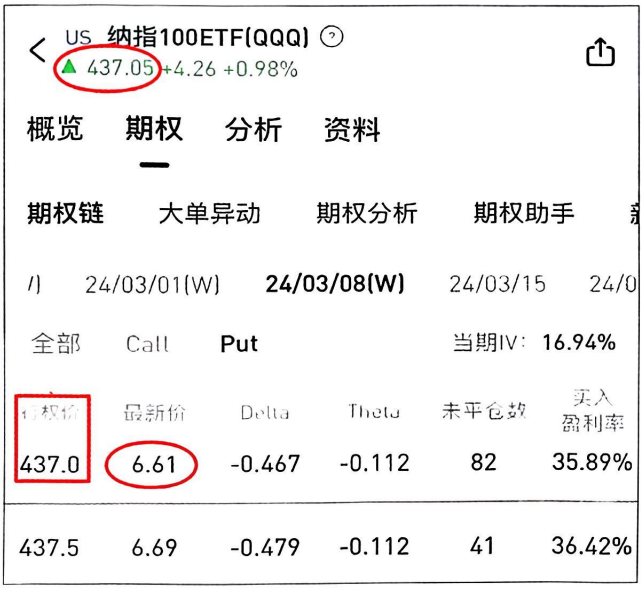
我等于少亏了 3,000。



PP 的盈亏曲线图

从左边的这个盈亏曲线图看，PP 的单纯持有正股相比，在保留了正股上方盈利的空间之外，完全封住了下方亏损的范围，也就是完全封住了股价跌破行权价以下的风险。这就是 PP 的威力，这是保护性力度最强的期权策略。

当然，期权的世界总是有得有失的，想要鱼与熊掌兼得，“既要又要”，那是想得太美了。PP 能提供最强保护的代价是它高昂的成本。下面以纳指 ETF（QQQ）为例：当前 ETF 股价是 437，一个月后到期的 ATM Put 价格是 6.61，就是说买了这个 ATM Put 以后不管跌多少都不怕了。



如果我们每个月都做这么一个保护的话，我们来算一下总成本是：

6.61 x 12 = 79.32

占比是

79.32 ÷ 437（正股价值）= 18.2%！

要知道过去十年里，QQQ 的年均回报才 17.4%，18.2% 的保护成本等于把每年的盈利都吃掉了还要倒欠。

由此我们也可以得出一个结论：PP 策略肯定是不能经常做的，这个策略只能在特殊的市场环境下偶尔使用。

多大的保护取决于你愿意花费多少成本

ATM 的 Put 成本太高，那么我们买个 OTM Put 又如何呢？还是上面

QQQ 的例子，如果把行权价降低一些，买个行权价 415，或者 395 的又如何？我们来看看下面的表格。

PP 期权策略亏损成本对比（QQQ 为例，数据日期 2024 年 2 月 8 日）

QQQ 当前股价	437.05				
行权价	**允许正股亏损**	**Delta**	**1 个月 Put 的权利金**	**1 年 Put 的权利金**	**成本占比**
437	0%	0.467	6.61	79.32	18%
415	5%	0.129	1.43	17.16	4%
395	10%	0.041	0.45	5.4	1%

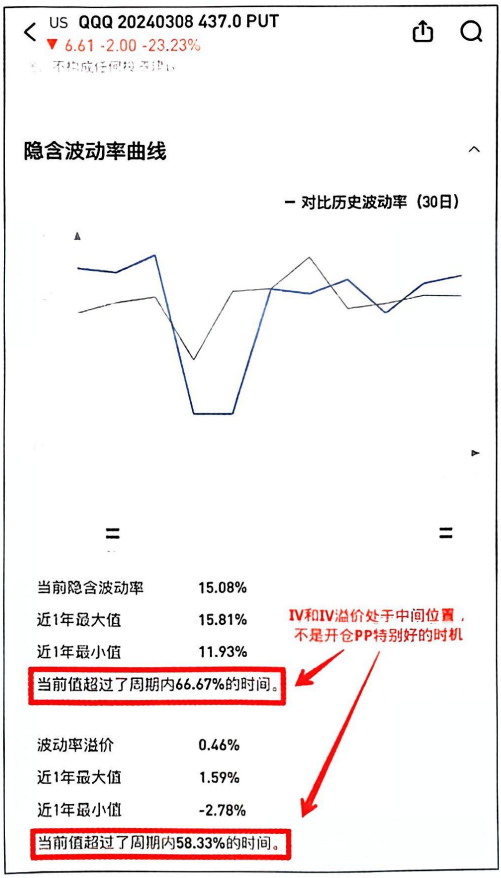
在实施 PP 策略时，挑选合适的行权价成为了决定保护级别强度的关键一步。这一选择本质上是在衡量投资者对潜在亏损的容忍度与为此愿意支付的成本之间的平衡。

例如，若投资者希望完全避免持有的 QQQ 资产价值的任何下滑，即不愿意承受任何回撤，那么他们可能需要为这一全面保护支付高达 18% 的年化成本。相对地，如果投资者能容忍 5% 的资产价值回撤，为了这一适度的保护，年化成本可减少至 4%；进一步地，若能接受 10% 的回撤，那么所需支付的保护成本进一步降低至 1% 的年化回报。

选择行权价没有绝对的正确与错误，而是根据个人对市场动向的判断以及风险承受能力的个性化考量。关键在于，在实施 PP 策略之前，我们需深思熟虑，通过精确计算，明确自己所能接受的最大亏损范围和相对应的成本，确保在行动前已经做好了充分的准备与规划，这是需要“谋定而后动”的。这样经过深思熟虑的决策过程也让我们执行策略时更有自信。

降低 PP 成本的方法：卖出一个 Put 或者 Call

实施保护性看跌期权（PP）策略以对冲市场风险时，成本控制成为关键考量之一。在这方面，一种高效的方法是在股票价格高位时启动 PP 策略。这个时期，由于市场波动性（隐含波动率，IV）相对较低，期权的成本自然也较为合理。这就是人们常说的“别人恐惧时贪婪，别人贪婪时恐惧”，要求投资者在市场情绪达到极端时采取反向的行动策略。



这话说着容易，有一些投资经历的投资者都知道，能做到这点的都是神。我们正常人都是别人恐惧时也跟着恐惧，别人贪婪时或许更贪婪，这是人类演化的结果：几十万年前，当一只剑齿虎追过来的时候，大家都会非常的恐惧，并且把这种恐惧的情绪传达到还没有看到剑齿虎的同伴，于是一群人都四散奔逃了，那些不会被恐惧情绪感染的家伙就被剑齿虎叼走了，于是留下来的基因都是会被恐惧情绪感染的，作为后代的我们血液里流动的就是这样的基因。

当市场大跌的时候，IV

会变得很高，这时候人人都抢着买 Put 保护，不可避免地 Put 的价格会变得很高，想要保护就要付出更大的代价。

因此，开仓 PP 的关键是根据期权的 IV 而不是股价的高低。在老虎证券 App 中，关注隐含波动率曲线图以及波动率溢价是选择开仓 PP 的最重要的参考之一。

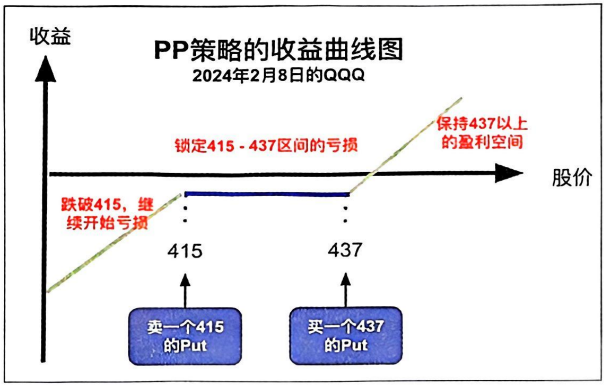
如左图所示，当前 QQQ 的 IV 和 IV 溢价处于周期里的中间位置，并不算是开仓 PP 的最好时机。

但是 Timing the Market（市场择时）是一件近乎不可能的任务，那么我们还有什么其他的办法来降低 PP 的成本吗？

买 Put 后再卖出一个更低行权价的 Put（垂直价差）

还是以上面 QQQ 为例说明，PP 的保护力度是从行权价到零的范围的，但事实上，QQQ 的股价不可能跌到零的，从下图看过去一个月里的最低点是 416，那么我们粗略地认为需要保护的这段时间里，QQQ 不会跌超下 416。

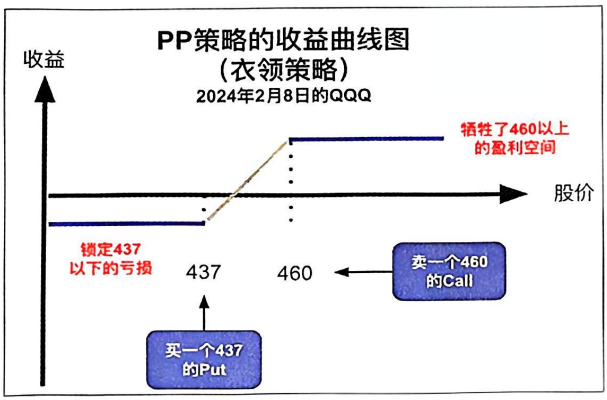




于是我们可以卖出一个行权价为 415 的 Put，得到的权利金为 1.43，那么我们这个对冲保护期权组合的成本就从 6.61 减少到 6.61 - 1.43 = 5.18，成本减少了 21%。读者可以参看下图的收益曲线图获得一个直观的了解。

当然，万一如果股价跌破 415，这个策略就对正股完全没有保护了。期权策略都是取舍，有得必有失，这是我们操作期权是要有的基本概念。

买 Put 后再卖出一个 Covered Call



上面的做法是牺牲更低股价保护的代价来降低成本，好处是保住了万一股价上升的盈利空间，循着这样的思路，如果你对股价的上行不抱希望了，那么你可以以牺牲股价上升的盈利空间而卖出一个 Covered Call（CC），从而同样实现降低 PP 成本的目的。这个策略有一个特别的名字叫衣领策略（Collar），因为收益曲线图看上去像衣服的领口。

你看，期权的组合就是这样取舍关系，有得必有失。

直接把股票卖了不是更简单?

有些读者看到这里或许有些困惑：搞这么复杂的期权策略，我直接把股票卖了不是更简单直接吗?

直白的回答是：美股的特点是牛长熊短，下跌急速但反弹也很快，很多时候是一个慢牛行情，一旦卖出股票，你可能就难以用原价买回来了。AH股转过来的朋友们要特别注意，**这点是 AH 股和美股最大的不同之一**。

2020 年 2 月新冠疫情爆发，当时美股大跌之际，有数位美国议员因提前出售了大量股票而被后续调查。表面上，这些议员似乎成功避开了市场风险，但若从长远观察，除非他们在股价触底时重新买入，否则到了一年后的



2021 年 2 月，他们的资产实际上减少了 18%。

这其实也是股票思维和期权思维最重要的区别之一。

在面临股市波动时，传统的股票思维可能倾向于直接卖出股票以避免潜在的损失，而期权思维则倾向于采取对冲策略以保护投资。这两种策略的根本区别在于对风险管理的方法和对市场未来走势的预期。

直接卖出股票是一种简单直接的风险规避手段，可以立即锁定当前的投资价值，避免未来市场下跌带来的损失。然而，这种做法同时放弃了股票未来可能反弹或上涨的潜在收益。相比之下，通过期权进行对冲，如采用保护性看跌期权策略，投资者可以在保持股票持有的同时，通过期权市场来管理风险，这样既能保护投资免受重大损失，又能在股票市场回暖时继续享受资本增值。

Retail Investor Performance, Winners and Losers

Retail trades			Market trades		
Ticker	Name	Perf. to expiration, $ billion	Ticker	Name	Perf. to expiration, $ billion
Top-5 Winners			Top-5 Winners		
AMZN	Amazon.com Inc	0.086	GME	GameStop Corp	0.798
AAPL	Apple Inc	0.074	BABA	Alibaba Group Holding Limited	0.675
SHOP	Shopify Inc	0.069	AMZN	Amazon.com Inc	0.598
NVDA	NVIDIA Corp	0.053	SHOP	Shopify Inc	0.528
BA	The Boeing Company	0.050	AMC	AMC Entertainment Holdings Inc	0.446
Top-5 Losers			Top-5 Losers		
TSLA	Tesla Inc	-0.520	TSLA	Tesla Inc	-2.475
SPY	SPDR S&P 500 ETF	-0.269	QQQ	Invesco Nasdaq-100 ETF	-0.759
QQQ	Invesco Nasdaq-100 ETF	-0.153	TLRY	Tilray Brands Inc	-0.472
GME	GameStop Corp	-0.116	NVDA	NVIDIA Corp	-0.166
AMC	AMC Entertainment Holdings Inc	-0.094	IWM	iShares Russell 2000 ETF	-0.152

Source: Bryzgalova, Pavlova, Sikorskaya at London Business School *Source: Bloomberg*

散户和机构排名前五的亏损股和盈利股

期权思维的优势在于它提供了更为灵活的风险管理工具，允许投资者在保留上行潜力的同时限制下行风险。然而，这种策略也需要支付额外的成本（如期权的权利金），且需要对期权市场有一定的理解和操作经验。因此，选择哪种策略取决于投资者的风险偏好、市场预期和操作能力。

单腿买 Call 也不是说一定不可以，在股市波动很大的情况下偶尔为之也是能盈利的。但是数据回测已经证明，长期采用这个策略亏损的概率是很高的，并且是交易次数愈多，亏损的概率越高。

【第 4 章】易学难精的独孤九剑——Covered Call

在众多期权策略中，备兑开仓卖出看涨期权（Covered Call），简称为 CC，无疑是最易于掌握且广泛应用的策略之一，特别适合初入期权交易的新手。这种策略的魅力在于其操作的简便性和相对较低的风险水平，使得初学者可以在实践中快速获得期权交易的经验。

然而，要想精通 CC 策略，并非易事。尽管它的基本原理直观简单，但在不同的投资环境和市场条件下，如何灵活运用和调整这一策略，需要投资者具备深刻的市场理解和策略应用能力。因此，虽然它是入门级的策略，却也包含了丰富的变化，可以说是期权策略中“易学难精”的典型代表。就像《笑傲江湖》中的独孤九剑，基本原理简单，理论上任何人都可以通过学习掌握其基础，然而要想达到高深境界，运用自如，需要极高的武学修为和对剑法精髓的深刻理解。

CC 的结构相对简单，基本构成包括两个主要部分：首先是需要持有至少 100 股的正股；其次在此基础上，持有者会卖出一个 Call Option。这样做的核心逻辑是，投资者在对持有的股票保持看涨的情况下，通过出售 Call 期权收取权利金，从而在享受股票潜在上涨收益的同时，额外获得一定的收入。这种策略不仅可以为投资者提供一种通过期权市场增加收入的手段，而且还能在一定程度上对冲持有正股的下行风险。

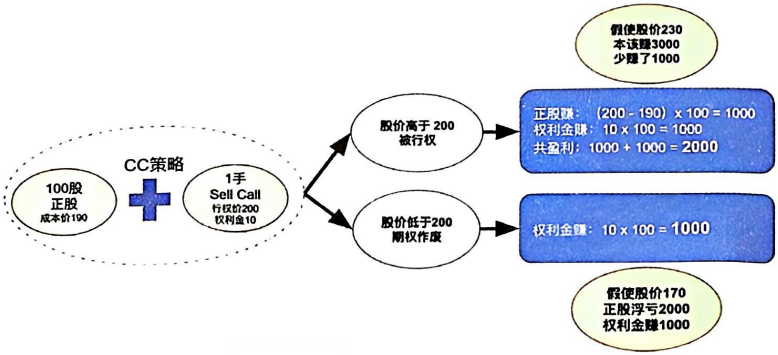
CC 的优势在于它提供了一种风险相对较低的方式来增加投资组合的收益率。通过卖出 Call Option，投资者可以在正股不涨或者下跌时仍然获得权利金收入，这部分收入在某种程度上可以视为对正股持有成本的补偿。然而，这种策略也意味着在股票大幅上涨时，超出执行价格的收益将被期权买方获得，因此，如何选择执行价格和到期时间，以及如何根据市场变化调整策略，都是投资者需要仔细考虑的问题。

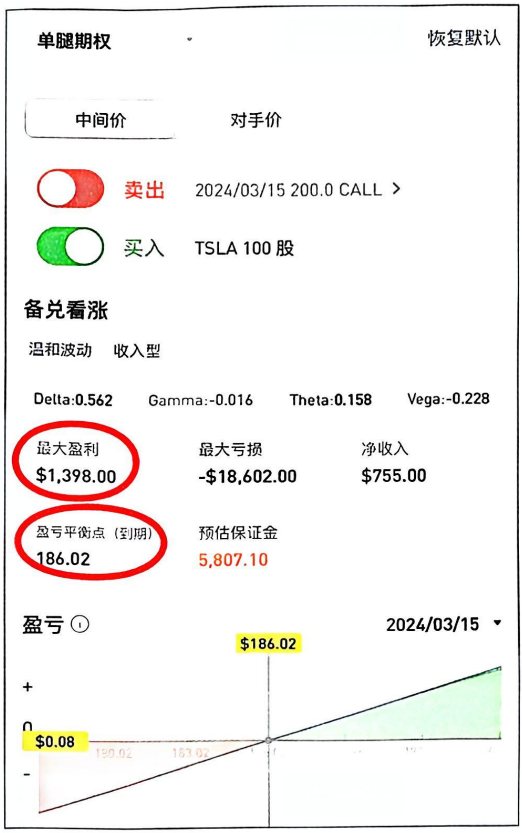
CC的应用场景很多很灵活，赚额外股息、止赢、降低持有成本、风险对冲、长期看涨等等等，就像是独孤九剑，“一招鲜，吃遍天”。

CC 的本质是：牺牲一部分未来可能的盈利空间，以换取现在就能到手的权利金。这将是我们后面学习这个策略的操作要点和逻辑的基本理解。

不会让你亏损的 CC 策略

下面让我们以一个实际的例子来对 CC 进行说明：假使我们持有 100 股特斯拉正股，买入价格为 190，我们认为一个月内特斯拉的股价不会超过 200，那么现在卖出 1 手行权价为 200 的 CC，得到权利金 10。





期权到期后，如果股价涨到 200 以上，那么我们将以200价格卖出100股正股，

正股盈利：（200 - 190）x 100 = 1000

期权权利金：10 x 100 = 1000

共盈利 1000 + 1000 = 2000

股价在 200-220 的区间里我们都是多赚了的，但是如果股价涨超 220，我们就少赚了，比如涨到 230 的话，我们本来能赚 3000 的，现在只赚到 2000，等于少赚了 1000。

如果股价没有到 200，

那么我们就白赚了 1000 的权利金。

当然如果股价大跌，比如跌倒了 170，正股的浮亏 2000，但是还是收获了 1000 权利金，也能聊以自慰。只要正股没有卖出，那些亏损就只是浮亏，但是权利金在行权日到期后就能实打实地落袋的。

从上面的例子我们可以看到：CC 策略是不会让你亏钱的，最坏的情况就是让你少赚了。

在 CC 策略中有两个关键的数据需要在开仓前就搞明白的，一个是最大盈利，另一个是盈亏平衡点。

最大盈利就是股价到达行权价时正股的收益，再加你所获取的权利金，而盈亏平衡点，就是开仓时的股价减去所获得的权利金，这个点位是提醒你这个组合什么时候开始反转了。我自己实践经验是不必清楚是怎么算出来的，看看 App 里的数字就好了，不用自己画的（如上图里的 CC 盈利图）。

CC 正股的选择：不要因为一粒芝麻，而丢了一个西瓜

CC 策略的核心理念在于，通过牺牲一部分潜在的未来增值机会，以换取当前可以立即获得的权利金收入。这种交易策略的本质是一种权衡之道：在预期获得即时收益的同时，接受未来收益可能的上限限制。

选择看多至少是不看空的股票

CC 策略实际上是一种温和看涨的投资策略。它要求投资者在选择进行 CC 卖出的正股时，应该挑选那些自己持有看多或至少“不看空”的股票。简而言之，选择这种策略的股票应当是投资者相信至少不会出现大幅下跌的

股票。虽然 CC 策略提供了一定程度的下跌保护——通过收取的权利金可以抵消一部分股价下跌造成的损失——但如果股价遭遇重大跌幅，投资者依然面临亏损的风险。因此，投资者在采用 CC 策略时，必须谨慎选择那些预期不会大跌的股票。

比如像波音、VinFast、FF 那样的公司就肯定不是 CC 的好标的。

进一步来说，由于 CC 策略的收益具有天然的上限——即卖出看涨期权的执行价格，这就意味着在股价爆炸性增长的情况下，投资者将无法充分享受股价上涨带来的全部利润。以 2023 年的 Coinbase 或 2024 年的 NVIDIA（英伟达）为例，这类公司股价的潜在爆发力极强，使用 CC 策略很容易导致“卖飞”，错失大量盈利的机会。

因此，为了不要因为捡一粒芝麻，而丢了一个西瓜。既然选择 COINBASE 或者英伟达这样的股票，你当初一定是为了追求大幅增长的收益，这才是你的“西瓜”，和“西瓜”相比，那些权利金只是“芝麻”，期权思维要求我们总有有取舍的，不能总想着”既要又要“，忘记初心而失去原本期待的广阔盈利空间。

像微软、亚马逊、星巴克、可口可乐、麦当劳这样的股票就是典型的适用 CC 策略的好标的，这类股票的特点是，不容易出现大涨大跌的情况，风险容易控制。

而像英伟达、Unity、CoinBase 这样的票，是属于业绩快速上升期的公司，做 CC 策略的话，很容易一个利好消息来了就把手中的筹码给卖飞了。笼统一点来说，破新高、快速上升行情，大趋势主升浪行情，被资金爆炒的个股，短期爆发力强的个股，都是不适合做 CC 的。

CC 应用场景：赚额外股息、止赢、降本、对冲

CC 应用场景 1: 赚额外股息

前面我们学习到，CC 核心思想是牺牲一部分未来可能的盈利空间，以换取现在就能到手的权利金。我们能利用 CC 的这个特点周期性地从持有的股票中“剥离”出时间价值，仿佛是在收取一笔额外的“股息”。对于追求稳定收益的投资者来说，这提供了一种在保持股票投资的同时，额外增加收入的策略。

具体操作上，推荐选择波动性较低的蓝筹股，如微软、亚马逊、SPY（标普 500 指数基金）、QQQ（纳斯达克 100 指数基金）等作为正股。这些股票的价格波动相对较小，更适合进行周期性收额外股息的 CC 策略。

在选择到期日时，对于初学者建议从月度期权开始入手，随着经验的积累，可以尝试双周或周期权，我们知道期权到期前时间价值有快速衰减的特性，越临近到期日，期权的时间价值衰减得越快，CC 的盈利率就越高。

至于行权价，我推荐新手选择 Delta 为 0.2 到 0.3 之间的 Call Option，这个区间胜率较高，有较大的缓冲。在选择行权价的时候，重点是你需要加入自己对于正股股价的判断，如果你认为股票在短期内上涨的势头不错，又面临许多强劲的催化剂，那么那么你就可以将形选择高一点的性权价，以避免踏空涨幅，如果势头太过凶猛，你甚至可以暂停策略一段时间，待股价平稳后再入场，如果你认为股价下行的趋势明显，那么你就可以将行权价调低一些，多赚取一点期权费。

通过这种方式，投资者不仅能在保持股票长期持有的同时，通过周期性卖出看涨期权获取额外收益，而且还能根据市场情况和个人预期灵活调整策

略，优化投资组合的整体收益率。

【特别提醒】在实施 CC 策略时，必须预先持有相应数量的正股，“Covered Call”中的“Covered”字面意思是“覆盖”，意味着你卖出的看涨期权是有兜底的，而这个兜底的基础正是你已经持有的正股。如果没有正股兜底而直接卖出看涨期权，这种操作就不能叫“Covered” Call 了，而变为风险极高的裸卖看涨期权（Naked Sell Call）。

让我们通过一个假设的场景来进一步说明：在 2024 年 1 月底，英伟达的股价从 2023 年算起已经涨了 250%，你预判英伟达的股价到 600 就应该达到顶峰了，于是决定卖出行权价 600 美元的看涨期权，但你并未持有任何英伟达的正股。然而，英伟达股价却继续突破，攀升至 700 美元以上，此时如果期权被行权，你需要以 600 美元的价格卖出股票，而这就需要从券商那里借入股票来履行义务。这种“借入”并非无偿，而是需要支付一定的费用，类似于高利贷。这时候你 1 手期权的损失就超过 1 万美元，还没有算上要还给券商借股的费用。

因此，强烈建议新手一定不要抱侥幸心理。因为一次的亏损可能让你以往 10 次的盈利都吐回去还不止。

重要的事情讲三次，**先有正股！先有正股！先有正股！**

CC 应用场景 2: 接飞刀

在采用 CC 策略中，“接飞刀”的方法特指在优质股票经历短期困难，导致股价急剧下跌时，投资者选择入市买入股份，随即卖出 CC 以降低成本的一种操作。这种策略的核心在于挑选那些基本面坚实、长期持有价值明显，但短期内因市场波动或特定事件导致股价下跌的股票。

我以自己的一个实际操作为例：假设在 2024 年 1 月，特斯拉在财报公布后因前期的降价促销策略导致毛利率下降，且未提供明确的年度交付指引，引发了市场对其成长性的担忧，股价随之大幅下跌 20%。这种情况下，基于对特斯拉长期发展前景的信心，决定在股价大跌时加仓，此时运用 CC 策略来接这个飞刀就正当其时了。

操作步骤具体如下：在股价下跌到 189 美元时买入 100 股特斯拉股票，紧接着卖出 6 周后到期、行权价为 200 美元的 CC，从而获得 1250 美元的权利金。这一操作将买入成本从 189 美元降至 176.5 美元，即减少了约 6% 的成本。

在到期时间的选择上，我们可以选择稍长一些的，如 1-2 个月的。长期一些的权利金能高一些，可以抵消更多的买入成本。

在行权价的选择上，首先我们需要选择 OTM Call，给自己预留一部分的上涨空间，具体的选择上需要有自己的判断，也问一下你自己能接受的心理价位是多少。就像在上面的例子中，我选择了行权价 220 的 call（当时股价在 183-192 之间震荡），留了 15% 的上涨空间，这是一个我觉得即使卖飞了也不会太遗憾的价位。

CC 应用场景 3: 逃顶止赢

CC 的灵活性使其不仅限于收益增强或成本降低，还可以作为一种精巧的逃顶止赢手段。当你对某只股票的未来走势持谨慎态度，认为其价格可能已接近顶峰，但又不完全确定时，或者当决定出于策略调整需要清仓某股时，CC 策略便能派上用场。

以一个具体的场景为例，假设当前某股票的价格为 200 美元，基于对

市场分析和个人判断，你认为该股票价格在达到 210 美元左右可能会达到短期顶峰。此时，通过卖出一个行权价为 200 美元的平价看涨期权（ATM Call），可以在隐含波动率（IV）较高的背景下获得较高的权利金。如果能够以 10 美元的权利金卖出这个期权，那么当股价真的达到 200 美元被行权卖出是，我们实际上就相当于以 210 美元的价格出售了股票。

类似地，如果你计划清仓某只股票，运用 CC 策略可以实现这一目标的同时榨干这只股票最后的价值。在决定清仓时，选择合适的行权价格和到期日卖出 CC，不仅能够确保在预期的价格水平或者更高的价格卖出股票，还能额外获得权利金作为附加收益。这种方法提供了一种缓冲机制，使投资者即便在股价未达预期顶峰前清仓，也能从中获得满意的总回报。

此外，这种策略在某种程度上还提供了对投资决策的心理安慰。即使后市股价继续上涨，通过 CC 策略获得的额外权利金让我们感觉自己并未完全错失上涨机会，而是以一种更为稳健的方式实现了利润的合理锁定。

CC 应用场景 4: 对冲下跌风险

CC 策略在期权的工具箱中，既是增收手段，也是风险控制手段之一。其核心在于通过出售持有正股的看涨期权，牺牲股价进一步上涨的部分收益，以换取立即获得的权利金。这种策略特别适用于对冲股价小幅下跌的风险，因为所获得的权利金可以在一定程度上抵消股价下跌带来的损失。这里需要注意的是对冲下跌风险不是经常需要做的，只是在风险来临 zhi jian

然而，CC 策略在对冲下跌风险时，存在一定的局限性。其核心问题在于，股价跌幅度越大，CC 提供的保护力度就会越弱。这是因为，权利金的收入是固定的，而股价下跌的潜在损失却是无上限的。例如，通过 CC 策略获得了每股 5 美元的权利金，但股价随后下跌了 20 美元，那么尽管权利金能够

抵消部分损失，投资者仍然面临 15 美元每股的净损失。

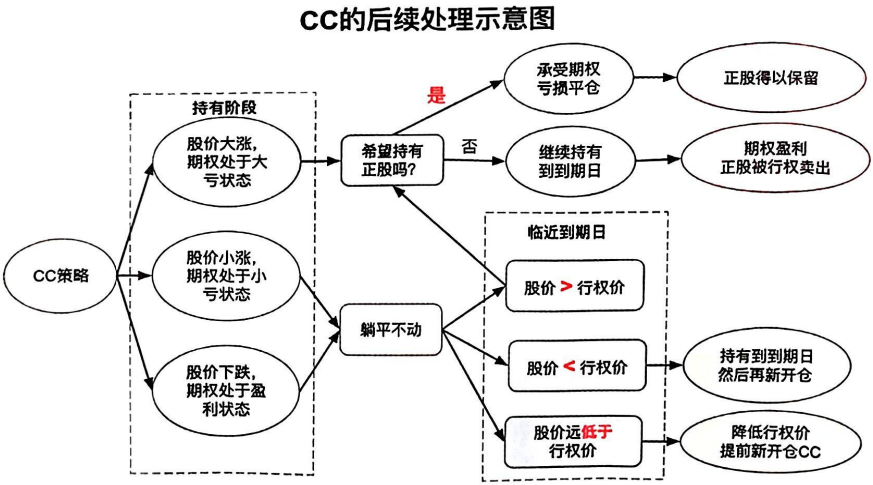
PP 和 CC 的差别

Protective Put（PP）和 Covered Call（CC）都是保护性的期权策略，让我们在股价下行的时候能保护住利润。

PP 和 CC 最本质的区别是表达投资者对后市大方向的不同看法：如果认为后市下跌可能性大且幅度会比较深的话，可以采用 PP 来保护头寸不受下跌影响；如果认为后市横盘或者微跌，而不会暴涨，那可以采用 CC 的策略来赚取额外收入。

CC 的后续处理：愿赌服输

“一图胜千语”，关于 CC 的后续处理可以用这张图来表示。



CC 最重要的处理就是股价出于意料地大涨，原先 OTM 的 call option 可能变成深度的 ITM，这时候有两个选择：一是认亏平仓期权，保留正股；二是持有到期被行权卖出正股。我自己通常选择第二个选项，卖出去再买回来好了，这次的涨幅错过就错过了，期待赚到下一波吧，谁能把股市里的钱都赚足了？

另外一种情况是股价大跌，这时候期权应该是一个深度的 OTM，被行权的可能性很小了，这时候可以选择提前一两天新开仓一个降低了行权价的 CC，多赚一些时间价值。

「小贴士」一个 CC 亏大钱的例子

前面的标题里我说 CC 不会让你亏损，但是在实际的例子中，我的一个朋友却在做 CC 时亏大钱了。

事情的经过是这样的：他买了 META（就是之前的脸书）的股票，处于浮亏状态，于是卖出 CC 想着摊薄一下持有成本，然而一个利好消息传来，股价大涨，正股变成盈利了，可是卖出的 CC 却是出现了浮亏，于是他头脑一热，把正股卖出去了，却把期权留下来。然而 META 的股价继续猛涨，他手上持有最后他不得不以比正股盈利多几倍的价钱平仓了那个期权，本来的小盈变成了大亏。

从这个例子可以看到，Covered Call 的风险在于如果股价上涨，涨到行权价之上的时候，这时候的你可能会有一种巨大的失落感，因为股价走势和你的判断相反了，眼看着股价蹭蹭地往上涨，却和你的盈利完全没有关系，你的那份 Covered Call 期权负的数值却越来越大。在这样的失落感下，你就有犯错的可能。

那 CC 卖出去以后，股价走势和自己判断相反该怎么办了？我的建议是认赌服输，选择按照原定计划被行权，或者认亏平仓。

【第 5 章】期权高手的进阶门槛——Sell Put

如果说 CC 是拿新手入门的期权策略，那么 Sell Put（简称 SP，下面我们都用这样的简称）则是向高手进阶的重要门槛，对于那些希望通过期权交易实现长期盈利的投资者来说，这个策略是必须熟练掌握的。它不仅深刻契合了长期价值投资的核心理念，而且在资金利用效率和盈利潜力方面都显示出了显著优势。

更为关键的是，Sell Put 的风险控制能力，为投资者提供了一种可持续长期投资的可靠手段。在期权交易的学习路径上，其他策略的掌握程度或许可以有所弹性，但 Sell Put 策略的精通则是必不可少的，因为它不仅能显著提升你的投资回报率，同时也是学习掌握更复杂期权策略的基础。

从本质上讲，买入 Put 期权反映了投资者的看跌预期，相对地，卖出 Put 期权则代表了一种看涨或至少是“不看跌”的立场。这个策略的逻辑相对直观：在市场呈现上涨、微涨、横盘乃至小幅下跌的情况下，只要没有发

生剧烈下跌，卖出的 Put 期权就能带来收益。这种操作的美妙之处在于，投资者通过出售 Put 期权收取权利金，实际上是在表达一种对股票短期内不会大幅下跌的信心。即便股价略有下跌，只要未触及行权价，投资者依然可以保持收益。

Sell Put 策略不仅适用于对特定股票持有积极看法的投资者，也适合那些寻求通过期权市场实现稳健收益的投资者。它允许投资者在不直接购买股票的情况下，通过卖出看跌期权的方式，参与到股票的潜在上涨中。这种策略的关键在于精确选择行权价和到期时间，以及对市场趋势和个股基本面的深入理解，确保在面对市场波动时能够有效管理风险，从而实现长期的盈利目标。

细分 Sell Put 策略有两种，有足够现金兜底的 Sell Put 我们称之为现金担保卖看跌期权（Cash-secured Sell Put），有现金兜底的意思是假设你卖出 1 张行权价为 100 美元的看跌期权，如果被行权的话，你需要拿出 100 x 100 = 1 万现金来买入正股。你有万美元就是有现金兜底的 Sell Put，不然就是没有足够现金兜底的 Sell Put，我们称之为裸卖看跌期权（Naked Sell Put）。

裸卖看跌期权相对常见的情况，这里我们先来讨论这种情况。

SP 的关键数据：保证金、盈亏平衡点、盈利率

我们还是从实例中学习，下图是 QQQ33 天后到期的期权链。如果你看涨 QQQ，就可以通过 Sell Put 的方式来实现这一目的，对当前 QQQ 的股价是 435.34 美元。假设你只是卖出一张行权价 430 美元的 Put 获得权利金 5.82 美元，你的预期就是 QQQ 的股价在这 33 天内不会跌过 430 美元。无

论到期时股价市场是跌是涨，只要它在 430 美元之上，这全部的 584 美元的期权费就算拿定了，如果到期时股价跌超了 430 美元，我就需要相应的承担少赚或者亏损的可能。





如我之前一直强调的，我们不需要很清楚期权那些数字是怎么算的，盈亏曲线图应该怎么画，我们能看懂就行。券商 App 里一般都有的。上图是从老虎 App 上截屏的 QQQ 的 SP 期权信息。

第一个重要的数字是预估保证金。作为看跌期权的卖方，是有可能要履行买入股票的义务的，就是当股价跌下来的时候，你要真的有现金把股票买下来，因此券商会冻结你股票账户里的部分资金股票作为保证金。

在这个例子里，11,065 美元就是这笔交易的保证金，这个保证金不是一成不变的，是会随着股价的变化而变化，股价上涨，保证金会减少，股价

下跌，保证金会陡增。因此保证金是做 SP 风控最重要的数字。保证金不一定是美元，其他在账户里的现金如新元人民币也可以的；保证金也不一定是现金，持有的股票的也可以按照市场价格折算成保证金的。保证金的计算我们就不去细究了，各个券商也不完全一样，波动率高的股票需要的保证金越多。大体上，Delta 值越高需要的保证金就越高，COINBASE 需要的保证金就比微软要高。

与此同时，我们还可以粗略计算一下 SP 的资金回报率：

582（权利金）x 12 （个月）÷ 11,065（保证金）= 63%

就是说在理想状态下，如果我们每个月做一次这样的 SP，都能得到全部权利金的话，年化回报率将达到非常诱人的 63%。

第二个重要的数字是盈亏平衡点。在上面 QQQ 的例子中，此时股价 435 美元，我卖出一手 SP 的权利金是 5.82 美元，430 （行权价） - 5.82（权利金）= 424.18 美元就是这次 SP 策略的盈亏平衡点，只要最终股价在 424.18 美元之上，我这手交易就是赚钱的，不然就是亏钱。

第三个重要数字是盈利率。从开仓时的 Delta 来看，这张 430 的 Put 的 Delta 是 0.37，我们可以理解为是到期时股价达到或者超过行权价的概率，这就意味着到期时股价跌破 430 美元的概率大概在 37% 左右。换句话说，也就是说我们有 63% 的概率，最终能够获得最大收益。老虎 App 还有一个“买入盈利率”，指的是买方盈利的概率，这里是 30.67%，作为对手方，卖方的盈利率就是 69.33%。概括一下，就是说这个 SP 盈利的概率是 69.33%，而获得最大盈利的概率是 63%，这样我们知道自己押注的是一个大概率事件。

还有一个重要的数字是“最大亏损”，APP 里是非常吓人的 42,418，

这是QQQ这个基金的股价归零的情况，我们知道这是不会发生的事情（APP里所有的 SP 都是这么计算的）。真实的情况是 QQQ 一个月内跌 15% 已经是很极端的情况了。那么在跌 15% 的情况下，我们这笔交易的最大亏损就是

（435 x （1 - 15%）- 430） x 100 + 582 = 5443

当然如果不是下跌 15%，而是 10%，或者 20%，我们也能用同样的办法计算。

由此可见，App 里最大亏损的数字是过于高估了，但是真实的数字和我们收到的权利金比较起来也是很大的。在上面的例子中，如果 QQQ 一个月内下跌 15%，那我们的亏损将是我们收到权利金的 9 倍以上。

SP 的关键选择：正股、行权价、到期日

和 CC 一样，SP 的关键选择也包括正股、行权价、到期日。

正股的选择：一定是要选择基本面好，你坚定强烈看涨的正股

如果你选了阿里巴巴或者是波音最为 Sell Put 的正股的话，那我们什么也不用说下去了。

当股价跌下来的时候，Sell Put 的损失会放大的，账面上的亏损会很严重的，你不能一看到亏损就马上动摇了当初自己的投资决定，之前看多，现在又看空了，这肯定不行，它会导致你来回被割左右打脸的，如果你对这个票没有信心，你的后续操作会方寸大乱的。这个在开仓前一定要很诚实地回答自己：我真的对这个票有信仰吗？

基本面良好的优质股票，这个客观条件也是必须的，这也是你坚定看

涨的基础。新手推荐亚马逊、微软这样的科技龙头作为正股，或者 QQQ、SPY 这样的 ETF 也是很好的正股标的。等熟悉期权操作处理以后，可以选择特斯拉、Meta、英伟达这样波动率高一些的正股标的来获取高一些的回报。

和 CC 正股选择一样，不要选择波动性太高的成长股作为正股，比如像 Unity、蔚来、Rvivian 那样的，这样的票波动性本来就很大，在期权里波动性就更加被放大了，这样剧烈的波动很容易把人的心态搞崩的，即使赚到钱，这样过山车的感觉也会让人疲惫不堪的。

到期日的选择：新手以月期权开始，然后找到最适合你的

在期权交易中，正确选择到期日对策略的成功至关重要，但并不存在一个普遍适用的“最优”选择。对于初入期权市场的新手，通常建议从月期权开始着手，随着经验的积累和对市场感觉的增强，逐步探索出最适合自己的到期日选择。

具体到选择到期日的策略上，如果你倾向于通过卖出平价看跌期（ATM Sell Put）来追求股价的潜在涨幅，那么选择较长期的到期日可能更为合适。这种情况下，期权的时间价值衰减相对较慢，但它提供了更大的空间以期待股价的上涨。相反，如果你的策略是卖出价外看跌期权（OTM Sell Put）来利用时间价值的快速衰减，那么短期的到期日可能更加适宜。在这种情况下，虽然每次交易的绝对收益可能较低，但通过频繁操作，累积的总收益可以很可观。

对于短期与长期期权的选择，有一个更具体的考量是，是否选择在一个月内卖出多个短期期权，以此来最大化时间价值的衰减，还是选择卖出一个相对长期的期权。虽然卖出多个短期期权在理论上可以带来更高的时间价值损耗，从而提高收益，但这也意味着需要更频繁的市场监控和决策调整。而

选择一个月期的期权，尽管时间价值的衰减速度相对较慢，但这种策略的Gamma 变化也较为平缓，这为投资者提供了一个相对稳定的期望股价涨幅捕捉机会。

直白的说，就是做周期权比做月期权赚得多一些，但需要投入更多的时间精力，时间频率不一样，期权策略的思路也会略有差异。对于我自己来说，因为有工作和家庭的压力责任，投入的时间不能太多，因此做月期权比较多。

行权价的选择：Sell Put 的核心要素

选择行权价是整个 Sell Put 策略的最关键环节。我们常说，Sell Put 策略是期权交易高手的必经之路，而在这条路上，行权价的选择就是最考功力的关键一步。

行权价的挑选，并不存在绝对的正确与错误，它更多地依赖于投资者自身的市场判断和个人的投资风格。每一位交易者，在面对不同的市场环境和个人目标时，都可能会做出不同的行权价选择。就如同艺术品的鉴赏，每个人的偏好和理解都是独一无二的，行权价的选择也像是一门艺术，需要交易者凭借自己的经验和对市场的敏感度来精心雕琢。

还是那句话，“一图胜千语”，下面以 QQQ 的一个月 Sell Put 期权为例，对行权价选择的考量做出尽可能详细的分析，虽然具体数字在不同时间和股票环境下会有所变化，但其背后的逻辑和考量因素却具有普遍性。

对于期权交易新手而言，挑选 Delta 值约为 0.3 的价外期权（OTM）作为起点是个明智的策略。这种选择的安全边际较高，即便在大盘出现 2.8% 的下跌情况下，该策略仍有可能实现盈利。其胜率高达 74%，同时所需的保证金也相对较低，从而降低了投资门槛。然而，这种策略的盈利潜力相对

QQQ一个月期Sell Put行权价选择考量

当前股价428.5 (2024年2月13日)	OTM (Delta = 0.3)	ATM (Delta = 0.5)	ITM (Delta = 0.7)
行权价	418 (对比ATM - 2.8%)	430	439 (对比ATM + 2.1%)
时间价值	4.5 (对比ATM - 34%)	6.81	2.41 (对比ATM - 65%)
内在价值	0	0	11.23 (对比ATM + 166%)
胜率	74%	63%	55%
保证金	10436 (对比ATM - 9.8%)	11576	12395 (对比ATM+7.1%)
选择考量	胜率最高 时间价值比ATM少34% 但比ITM多48% 保证金最低 无法吃到股价上涨的红利	胜率中等 时间价值最高 无法吃到股价上涨的红利	胜率最低 时间价值最低 但有吃到股价上涨的诱惑 保证金最高

较低，抵押的保证金虽然比平价期权（ATM）少 10%，但最大盈利能力却减少了 34%。

另一方面，选择平价期权（ATM）则提供了一种较为均衡的交易策略。这种选择的特点在于中等的胜率和最大化的时间价值衰减，但是，如果股价上涨超过行权价，持有 ATM 期权的交易者将无法从中获益。

至于价内期权（ITM）的选择，则有相当的复杂性。虽然其胜率最低，且要求的保证金最高，能够获得的时间价值也远低于 ATM 期权（少了 65%），但 ITM 期权隐藏着一种独特的吸引力——股价上涨的潜在内在价值收益。如果股价上涨使得 ITM 期权转变为 OTM，那么交易者将从中获得的内在价值远超平价期权的时间价值，在这个例子里是高达 166% 的 ATM 时间价值，这种策略虽然风险更高，但也提供了更大的盈利空间，尤其适合那些寻求通过股价上涨获利的交易者。

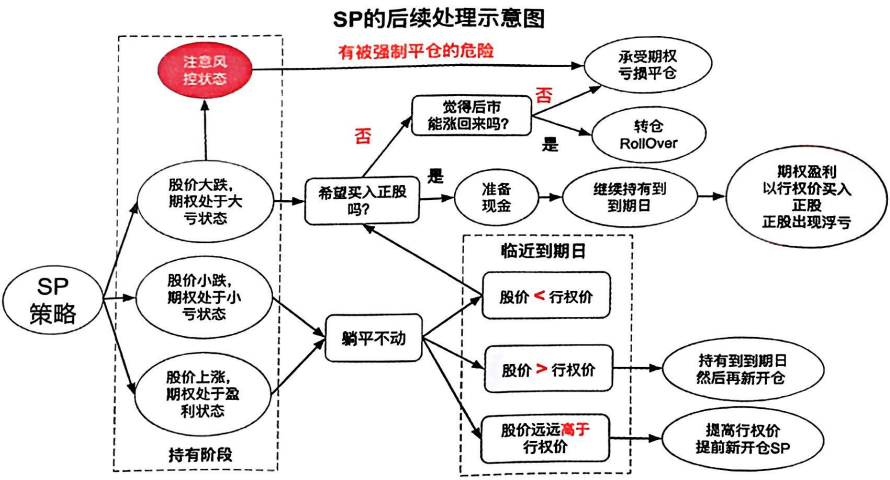
在选择行权价时，你对市场预期是决定性因素。如果你持谨慎态度，选择 Delta 值大约为 0.3 的价外期权（OTM）是一个理智的决定，因为这种策略提供了一定的安全缓冲；如果对市场持有较为积极预期可以倾向于平价期权（ATM），这种选择能有吃到最大的时间价值；如果你对后市极度看好，价内期权（ITM）的 Sell Put 则提供了捕捉股价上涨潜力的机会。对于新手而言，就从 Delta 较低的 OTM 期权开始吧。

不管那种情况，随着 Delta 值的提高，Sell Put 策略的风险也同样增加，切记。

SP 的后续处理：小心爆仓的风险

“一图胜千语”，我们还是以一张图来演示 SP 的后续处理。

第一眼看上去 SP 和 CC 的后续处理好像差不多，但是当中最大的区别是 SP 有风险控制的要求，处理不好的话，账户有被强制平仓的危险。



先说容易的，当股价上涨或者小跌的时候，我们躺平就好了，不用想太多的骚操作。等临近到期日的时候，如果股价远远高于行权价，我们可以提前开仓新周期的 SP，把行权价提高一些以吃到多一些时间价值；如果股价高于行权价一段距离，我们可以持有到到期日，然后在新开仓新周期的 SP。如果临近到期日的时候股价很接近或者略低于行权价，而你又不想买入正股的话，应该提前平仓，以规避 Gamm Risk。

在股价跌破行权价的时候，Sell Put（SP）策略就开始面临着挑战了。如果我们原本就计划以行权价购入股票，并且账户中已准备好相应现金，这种市场状况其实并不需要采取额外的行动。我们只需耐心等待期权被行权，随后以约定的行权价买入股票即可。当然，这个时候因为股价低于行权价，股票一买入就出现了浮亏的情况。

如果我们原先并没有计划以行权价格买入股票，面对大跌我们有两个选择：

第一个选择是直接平仓当前的 SP 合约，即接受损失并退出交易，这样做能够避免进一步下跌的风险。

第二个选择是执行转仓操作（Rollover），就是关闭当前的 SP 合约，并同时开启一个新的、到期日更远的 SP 合约。通过转仓我们争取多一些缓冲时间，希望市场在新的期权合约期限内有所回暖，以此来降低或抵消当前的未实现损失。转仓的详细操作我们后面会详细讲。

风控是 SP 的主要难点

期权卖家的梦魇是 Margin Call，就是你的保证金低于券商所要求的水平，而被券商强制平仓，这时候所有的浮亏都变成了实亏，因为你的筹码被收走了，以后股价涨回来也没有你什么事情了。因此，期权卖家想要长期盈



利的话最重要的一个素质就是要能控制风险。

当老虎 App 上出现“预警”状态的时候，就需要密切注意了；当出现“极度危险”的时候，你就必须采取行动了。这个时候往往是市场最恐慌的时候，如果还有其他的 SP 或者股票你可以先平仓减低风险，如果可以平仓的头寸都平仓了，还是处于危险状态的话，你就要在这个节点上决定是平仓这个 SP 认亏还是注入更多的资金以维持翻盘的机会。

老虎 APP 上会自动计算你的风控状态和剩余流动性，上面有详细的说明，我强烈推荐新手们花时间读懂这些解释文字，还是不懂的话，打电话去问客服也是可以的。

随着股价的大跌，需要保证金可能会快速地增加的。因此在股价上涨的时候有风不要使尽舵，得意不要忘形，剩余流动性要一直维持在 20% 以上，这样即可以应付大跌的局面，也让你在大跌时有抄底的资本。

SP 的特别应用场景

SP 还有一个特别的应用场景：比如你有一笔房屋贷款要 6 个月后要还，放在银行或者理财你嫌太低，如果买正股，谁也说不准 6 个月后的股价，很有可能你被迫择时卖出，如果是浮亏割肉你不舍得，如果是浮赢一点你觉得会卖飞，反正就是不甘心。患得患失之间很可能就会犯错。

在这种情况下，卖一个 Delta=0.2，5 个月到期的期权是个不错的选择，这笔资金可以作为保证金放着，因为收益是固定的，资金回笼的时间也是确定的。只要不是极端的大跌行情，收益的确定性很高，而且收益率肯定比放在银行吃利息高很多。

转仓（Rollover）：延长时间保住仓位

转仓（Rollover）就是卖出一个期权（可以是 Call 或者 Put）后，在期权还没有到期的时候，先买入平仓这个期权，然后再卖出同样标的，延后行权日的期权。

期权是有时间期限的，Rollover 操作就是跨越时间期限保持这个标的的仓位。

Rollover 的底层机理

首先我们要知道不是所有的期权都值得去 Rollover。如我以前说的，Sell Put 和 Covered Call 是一种可以长期盈利的期权策略。换句话说，如果是你原先的计划是短线操作的话，就不值得去 Rollover，亏了就认亏，赚了就让期权自动作废或者平仓就是了。

当我们把卖出期权作为长期盈利策略的时候，就是所谓的“做时间的朋

友”，在期权的世界里，“时间的朋友”就是期权的时间价值。时间价值的分布不是均匀的，越是 ATM 的时候，时间价值越大，而当股价远离行权价的时候，比如股价大涨之后，原来的 ATM 就变成了 OTM，如果是大跌，ATM 就变成了 ITM。这个时候，如果想要吃到更多的时间价值，我们就需要把期权 Rollover 成 ATM。

当期权赚钱的时候，Rollover 是比较容易理解的，这个时候股价在上涨或者平盘，Rollover 就是继续保持这个标的的仓位，继续赚钱。

但是当期权在亏钱的时候，Rollover 就有些难懂了，毕竟平仓以后，浮亏就变成了实亏。这时候卖出一个同样行权但是 1-2 个月后到期的期权的话，你收到的这个权利金一定会比你刚刚买入平仓的金额要高的，因为这个新的期权附加了 1-2 个月时间价值，只要 1-2 个月后股价涨回来，你还是能取得盈利。

当然有人会问：现在再卖出的话，要是股价还下跌怎么办？

这个时候的决定取决于你对这个标的的持有信心，如果你判断股价涨不回来了，那么现在你要做的事情就是认亏平仓离场；如果你还是坚信再给一段时间它能涨回来，那你就应该卖出一个 ATM 的期权；如果你判断一段时间之后，它涨回一点，但是回不到原来的水平，那么你就应该卖出一个 OTM 的期权。

一个实战的例子说明 Rollover

这是我的一个实际操作的例子：我在 11 月 19 日卖出 4 张行权价为 315、行权日为 2 月 18 日的 COINBASE 的 Put，当时 COINBASE 的股价是 321，这是 OTM 的 Put。我当时的想法是 COINBASE 会横盘整理，315

应该算是中规中矩的。

然而，市场却把我狠狠地打脸了，随着股市的大幅回调，加密货币市场也出现了超过 40% 的回撤，作为加密货币交易所第一股 COINBASE 自然首当其冲受到冲击，从最高点的 368 一路掉到 180 多，近乎腰斩。这 4 张期权也从 OTM Put 变成了 Deep ITM Put，浮亏将近 4 万美元。

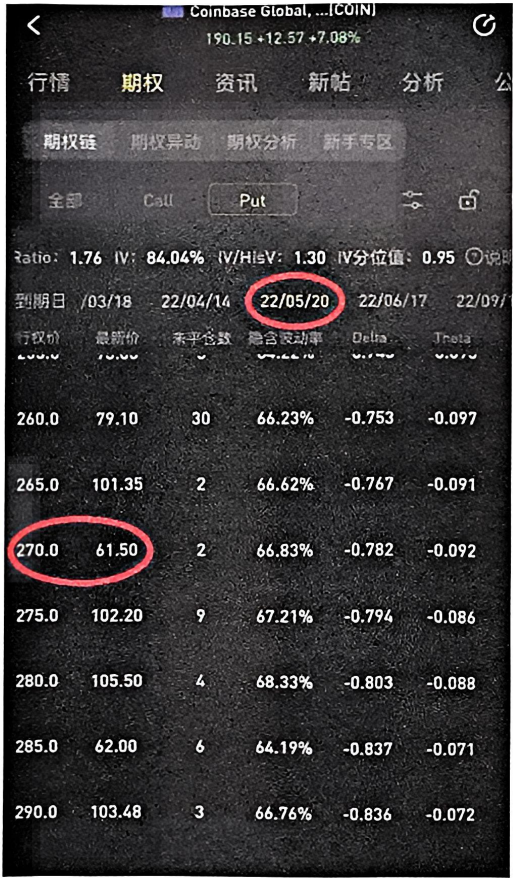
事已至此，说什么以前应该如何如何都晚了，现在的问题是，2 月 18 日的行权日将近，我该怎么办？

如果我不做任何事情，那么这 4 张期权将被行权，我将需要付出 315（行权价） x 100（1 手股数） x 4（张） = 126,000 美元。在现在的行情下，我当然不想现在买入正股。那么我的选择就是 Rollover 这 4 张期权。



1）首先需要计算一下每手期权亏了多少。

现在每手期权的价格是 122.07，我卖出期权时候收到的权利金是 29.73，那么每手我的亏损就是 122.07-29.73=92.34。这个亏损太大了，如果要回本，选择的行权价就很高，那我想可否增加 1 手以摊低成本呢？于是计算需要保本的成本是 92.34 x 4 / 5 = 73.87。







也就是说，我需要找到一个权利金是 73.87 以上的 Put 才能保本。

另一方面，我们也应该看到，这个期权的时间价值是 29.73，这部分的价值全部我都吃到了，现在亏损的是期权的内在价值，只要股价能涨回来，即使不用涨到原先 315 的价格，我还是能回本的甚至盈利的。

2）接下来是要确定 Rollover 的行权日和行权价。

于是我在期权链里找，5 月份的期权比较合适，因为有 4 个月的时间等待股价的回升，这样自己的心理压力会小一些。接着看行权价，如我之前说过的，位数为 0 的期权的流动性通常比位数为 5 的会好，260 看上去不错，权利金有 75.87，略高于保本的价格，这样如果能拿到权利金，还可以小赚一些。

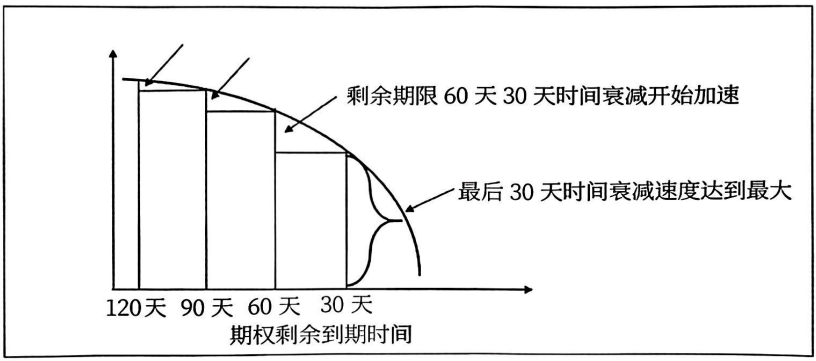
3）先买入平仓再卖出 Put。

Rollover 的时候，切记一定要先买入 Put 平仓了以后再卖出 Put 来 Rollover。平仓以后因为保证金增加了，才好卖出 Put。不要心存侥幸想赚个差价，如果先卖出的话，等于你手上有两个 Put，保证金会突然增加很多。万一这个时这样候股价突然下跌，你的心态会崩掉的。

这样操作以后，我的保证金从 8 万 3 减少到 6 万 9，降低了曝险；行权价也从 315 降低到 260，增加了胜率；而且还有 4 个月的时间缓冲。只要 COINBASE 能像我预期的那样在 4 个月里回到 260 的水平，我就能回本，从而避免近 4 万美元的亏损。当然，这一切也是有代价的，这个代价就是我近 7 万保证金在这个 4 个月里被锁定了，损失了 4 个月的机会成本。

时间和概率都是期权卖家的朋友

价值投资者都喜欢说要做时间的朋友，对于期权卖家来说，这是实实在在看得到摸得着的数字，因为期权的权利金就是时间的价值，而卖家能盈利的主要内在逻辑也是赚取期权的时间价值。随着时间的流逝，卖家赚取的时间价值就越大。



期权时间价值衰减曲线

为什么我们能够通过长期系统性地卖期权能赚钱，这就是理论基础。知道这一点对于建立我们的长期目标和坚定信心有非常重要的指导意义。

上图是在前面学习时间价值一节里已经出现过的，我还是把它再贴上来一次让读者们加深印象。这个规律一定要牢记：**时间间隔越长，时间价值的衰减越慢，越是临近到期，时间价值越是加速度地衰减。**

我自己对于期权时间价值的衰减的认识也是一直在改变的，刚开始的时候我是卖 3-6 个星期的，到后来又尝试卖 3-6 个月的，而现在的做法大多数是选择行权期在 1-3 个月的，这个时间段里期权的 Gamma 和 Theta 值可以有一个比较和谐的平衡。卖 1 个月内的不是说不可以，而是 Gamma Risk 可能会太大了，就是由于短期内股价的剧烈波动而引起的风险太大了，特别对于新手而言，不大容易把控。

在第四部分的第 2 章中我们也学习到，概率也是期权卖家的朋友，而美股期权的奇妙之处就在于散户也能选择和做市商站在一起做期权的卖家，期权卖家可以利用概率和时间价值衰减（Theta Decay）来构建有利的交易策略。通过精心选择行权价和到期日，即便是普通的散户投资者，也能够在期权市场中找到“边际优势”（Edge），转变为拥有主动权的卖方。

既然知道了时间和概率都是我们的朋友，那就不要幻想能一夜暴富，好事不可能让你全部占了。期权卖出以后就稳稳当当地拿着，不要总想着来个什么骚操作，频繁操作是散户被割的重要原因之一。

既然知道了时间和概率都是我们的朋友，我们就需要在“别人恐惧时贪婪，别人贪婪时恐惧”，期权卖家天然就是要和市场情绪反着来的：当市场大跌的时候，就是卖 Put 的好时机；当市场大涨的时候，就是卖 Call 的好时机。

因为这时候 IV（隐含波动率）比较高，你才能卖出好价钱。

如何克服恐惧和贪婪心理，也是每个期权卖家的必修课。



没有人能总是卖在最高点，换句话说，随着股价的波动，你卖出的期权大概率上会经历浮亏的阶段的，不必太纠结。即使跌下了行权价，如果不是太深度的话，就不必担心期权的买方会提前行权，因为他这样做的话就损失掉时间价值了。

静静地等候时间价值的磨损，只要你前面的操作正确，股价不出大的幺蛾子，到临近行权日的时候，你的 Sell Put 就会浮出水面了。

左图是一个典型的 SP 持有过程，也是我一个实战的案例。

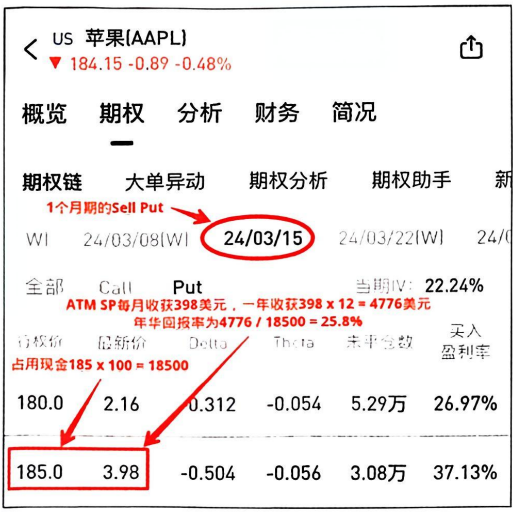
滚轮策略 - CC 和 SP 的搭配运用

在前面的学习中，我们知道了裸卖看跌期权最大的门槛在于大跌时候的风控。能不能降低风控的难度呢？

这个答案就是现金保证卖看跌期权（Cash-secured Sell Put）。因为有

足够的现金兜底，我们就不必担心爆仓的风险，大不了我们就用现金买入正股承受浮亏而已。当然这样的资金利用率会比 Naked Sell Put 低一些，期权的世界总是有取舍的。

我们以一个实例来说明。下图是一个月期的苹果期权链拷屏。



卖出一个行权价为 185 的 ATM 的权利金是 398 美元，我们需要的现金保证是 185 x 100 = 18,500 美元，这 18,500 美元是一直要躺在账户上的。

假使我们每个月都做这么一次 Sell Put，每次都能成功拿到全部权利金的话，我们的年化回报就是，

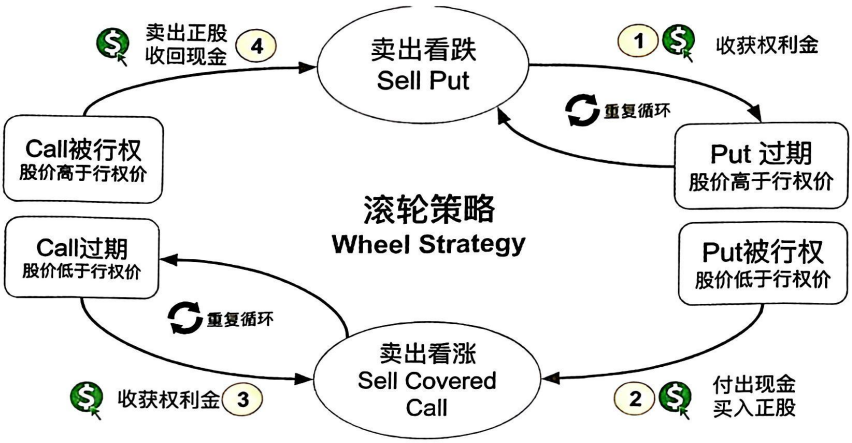
398 × 12 ÷ 18500 = 25.8%。如果我们换一个 IV 高一些的标的比如特斯拉，或者做双周期权而不是月期权，又或者偶尔做几次 ITM SP，那么这个回报率就更高了。

对于普通散户而言，期权最重要的作用之一是让你能拿得住你所认定的好股票，下面我们学习一个期权策略，它综合了 SP 和 CC 的期权策略的优点，降低了风险和操作难度，让你可以持续平稳地拿住你认定的好股票。在这个策略中，因为你始终都是期权卖家，时间是你的朋友，除了股价上涨之外，还能赚取额外的时间价值。

这就是**滚轮策略**。

滚轮策略是有别于股价思维的期权策略，并不是盯着股价来操作的，而是着眼于拉长时间线，通过不断卖出 SP 或者 CC 的滚动操作，套利期权中的时间价值来实现盈利的。和前面 CC 和 SP 策略一样，这是一个看涨的策略，你必须选择一个你有坚定信念的标的，比如微软、亚马逊，又比如 SPY、QQQ 这样的。

滚轮策略的操作步骤如下图，可分为 4 步：



第一步：卖出看跌期权，收获权利金。到了行权日以后，如果股价超过行权价，那么继续重复第一步，取 Delta 值在 0.4-0.6 之间调整行权价，卖出下一个循环的看跌；如果股价低于行权价，那么进入第二步。

第二步：被行权买入正股，这时需要付出现金。

第三步：卖出看涨期权，收获权利金。到了行权日以后，如果股价低于

行权价，那么继续重复第三步，取 Delta 值在 0.4-0.6 之间调整行权价，卖出下一个循环的看涨期权；如果股价高于行权价，那么进入第四步。

第四步：被行权卖出正股，这时回笼现金。现金回笼后可重复第一步的操作。

对于初学者，非常需要注意的是第一步你必须要有足够买入正股的现金，比如卖出一手行权价为 400 的微软看跌期权，所需要准备的现金是 400x100=40,000 美元，如果没有 4 万美元，那么这就成了裸卖看跌期权，后续的处理方式就完全不一样了。

同样道理，第四步的时候，必须要有正股你才可以卖出看涨期权，如果没有正股，就变成期权策略中风险最高的裸卖看涨期权。

循环的周期开始的时候可以每月做一次，熟悉了以后可以每两个星期做一次或者每周做一次。

这个策略的好处是你不需要做太多干预，跌破行权价怎么办？让它行权好了，反正有现金兜底，SP 买进了就 CC 卖出去，CC 卖出去了就 SP 买回来，如此循环往复。让事情变简单才有利于长久坚持。

「小贴士」SP 被提前行权了该怎么办？

当股价大跌，原来 ATM 或者 OTM 的 Sell Put 都变成了深度的 ITM Sell Put，期权的时间价值已经很小，甚至会出现负值的现象。在这种情况下，被提前行权的可能性大大增加了。要是真的被提前行权怎么办了？

这是很多期权新手会问到的问题。答案是：凉拌。

通常的情况下，期权买家是不会提前行权的，因为提前行权就等于损失了期权的时间价值，而且在深度 ITM 的期权通常流动性很差，交易会被割很高的差价的。在我的交易经验中，提前行权都是发生在已经是深度的 ITM，时间价值已经剩下几分钱的情况下，通常是提前 2-3 天，但是我也试过有一次提前一个多星期被行权 CC 的期权，那次提前被行权的第二天是股息派发日，买方提前拿到正股就能顺带拿股息了。

作为卖方，被行权是一种义务，是没有办法避免的。

如果非常不愿意被行权，那你就最好至少提前一个星期平仓，当然这个时候应该都是深度亏损中，正常人都不大愿意面对这样的负数的。

要是真的被提前行权了，也不是什么天塌下来的事情，毕竟这时候期权已经变成 Deep ITM，Delta 值接近 1，也就和正股差不多，就是说股价下跌一块，你的期权也会跌一块的。该亏的已经亏了，提前行权并不会增加亏损，只是你的期权变成了正股。事已至此，这个损失已经在那里了，我们就要去面对它。

这时候我们有两个处理办法：

1）如果你对这个票没有信心了，就马上卖出这个股票，承受这个损失；

2）如果还有信心，那么按照原来的行权价减去上次卖 Put 的权利金得到一个新的行权价，卖出这个新的行权价的 CC，不断重复直到卖出正股，这样至少能保本，当然前提是股价能涨回去，而且这个过程中你的资金就被占用了。

【第 6 章】
赌财报的正确姿势 – Straddle

标题里有一个“赌”字，我们就必须一上来就先把话说清楚，赌财报确实让有的人一朝“单车变摩托”，但一夜被清零的例子更多，这绝不是一个能够长期稳定盈利的方式。但是投资是一场马拉松，长期价值投资很多时候并不需要太多的操作，总是那么正儿八经地端坐着时间长了也挺没劲的，偶尔用极少量的资金玩一玩，刺激一下，增加一下投资的乐趣，能让我们走更长的路。

利用期权做投机最适合的应用场景，莫过于赌财报了，每次公司财报公布之后，股价往往都会有一个大幅的波动不是大涨就是大跌，即使是那些大盘股，随随便便就能有个 10% 以上的波动，这么大的波动当然会吸引投资者过来淘金。这种在财报发布前后进行投机的操作就是“赌财报”，它是美股投资中最常见的投机场景之一。

赌财报的心态掌控要点在于两个：一是小赌怡情，二是认赌服输。

“小赌怡情”的意思是绝对不要重仓，更不要融资，只是拿出一点你认为输光也能接受的金额，这样真的才有“怡情”的效果。

“认赌服输”的意思是当自己的判断和事实不符的时候就要及时止损，赌财报说白了就是赌方向，要么涨，要么跌，当结果和你的判断相反的时候，就要及时平仓止损，不能抱着“说不定一会就又回来”的侥幸心理，又或者想要把投机变成“价值投资”，耍赖往往招致更大的损失。

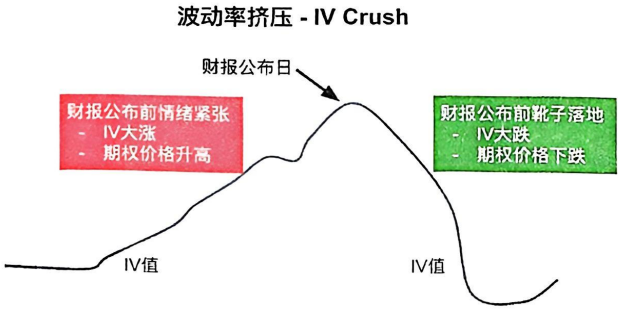
赌财报为什么有利可图

财报发布前，大家都在猜涨跌，各有各的神通，“杀猪杀屁股，各有各的刀法”。有人深度剖析基本面，有人标榜内幕消息灵通，有人依赖技术形态洞察，有人奉行老子思想，有人研究禅意炒股理论。

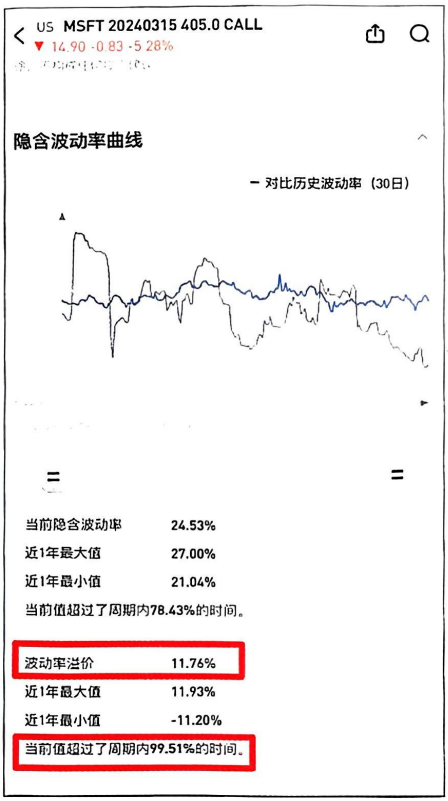
然而，财报揭晓后股价走势却受到诸多无法预测的因素左右。其中，一些因素源于内部，比如 2024 年一季度 META 公司首次派息的重大利好就是管理层突发的决定，外界根本无法提前洞悉；还有一些因素来自外部。财报超出预期却下跌，未及预期却上涨的情况屡见不鲜。

赌财报的思路有两种：一种是赌方向，也就是赌财包后它是涨还是跌，如果赌中了就很可能能赚钱；另外一种就是不赌方向，而是通过波动率的下降来进行套利。

那什么是赌波动率呢？在前面的章节中，我们曾经学习过波动率是影响期权价格最重要的因素之一。而我们就把这个影响期权价格的因素叫做隐含波动率。赌财报其实就是在赌这个隐含波动率 IV 和实际的波动率之间的差值。



在财报发布前，市场往往因为财报后可能引发的股价波动而变得紧张。这种紧张情绪体现在隐含波动率（IV）上，即投资者对于财报后股价大幅变动的预期。因此，通常在财报前，公司的期权价格会显著上涨，这是由于此时的隐含波动率（IV）非常高。



一旦财报公布后，由于不确定性大幅降低，隐含波动率（IV）迅速下降。即使股价和财报前相比没有变化，这也会导致期权价格大幅下跌。这一现象被称为波动率挤压（IV Crush）。期权价格前后的变动正是我们利用期权进行套利的理论基础。

不过有大量研究表明投资者预期的波动率往往都会高于实际的波

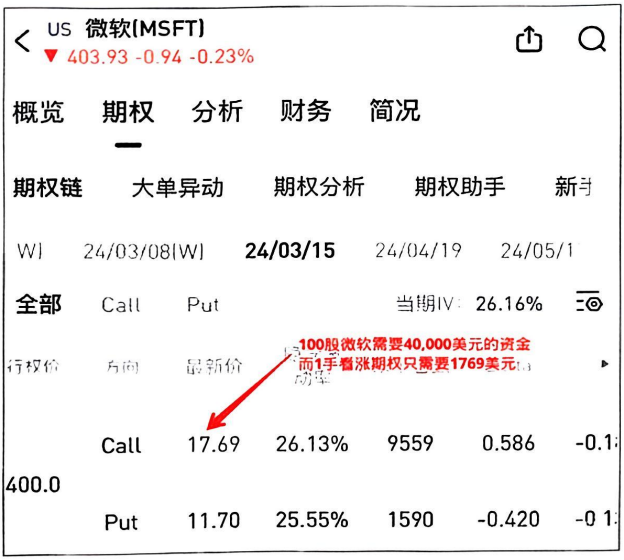
动率，也就是说在财报前投资者的紧张可能会高估了实际波动率，而这就是波动率溢价。

左图是我 2024 年 1 月 29 日微软公布财报前一天在老虎证券 App 上截屏的微软期权波动率以及波动率溢价信息，这样的信息对于我们赌财报非常有帮助。一般上这样的功能和信息在其他平台上是付费才能有的。

下图可以看到，当前隐含波动率是 24.53%，超过了周期内 78.43% 的时间。这表明 IV 处于一个高位。

而波动率溢价则来的了周期内的最高点，这样情况是利用 IV Crush 赌财报的绝好时机。

赌方向的玩法：单腿买 Call 或 Put



赌财报最简单粗暴的赌法就是，单向买 Call 或者买 Put。

看涨就买 Call，看跌就买 Put。

期权是加了杠杆的股票，期权最大的优势就是可以很容易加杠杆，俗话说就是“四两拨千斤”。

上图我 2024 年 1 月 29 日微软公布财报前一天在老虎 App 上截屏的期权链信息图。当时微软股价 403.93 美元，买 100 股微软股票需要至少 4 万多美元，而 1 手一个多月（行权日为 3 月 15 日）后到期的看涨期权只需要 1769 美元，换而言之，利用期权，我们可以用较小的投资额（1769 美元）来撬动相当于 4 万美元的资金。

财报前微软的股价是 403 美元，如果你预计财报后它会大涨 8% 到 430 以上，那么你就可以买入这个看涨期权，如果后微软真的涨到了 430 美元以上，那么你的这个期权就至少盈利 200% 以上了。

不过话又要说回来，微软的股价在财报前已经涨了一波，财报即使靓丽

在实际操作中，采用这个买单腿 Call 或者 Put 的策略需要注意两个关键点：

一是尽量选择 ATM 的期权，即行权价格接近当前股价的期权。这有助于在押对股价方向时把收益最大化。如果股价走向和你之前的预判相反，不管你选的是 ATM 还是 OTM，期权的价值不会剩下来多少了。因此，相对于亏损，最大化押对方向时的收益更为重要。

二是最好选择购买一周或一个月到期的期权。在财报发布后，迅速卖出以获取价格差异，避免过多的持有期间的不确定性。选择一周后到期的期权能最大化 IV Crush 的效果，而选择一个月后到期的好处就是如果押错方向还有一些腾挪的空间，两种不同的选择各有利弊，具体选择要看个人的操作风格和风险承受能力。

不赌方向的玩法：Straddle（跨式）期权策略

赌财报更高阶一些的玩法是不赌方向，只赌波动率下降来实现套利。这就是看跌跨式（Short Straddle，简称为 SS）的期权策略。



还是上面微软波动率数据在财报前的拷屏。

这里我们要理解一个预期波动（Expected Move）的概念：

就以这个拷屏为例子，ATM 附近 Call 的价格是 17.69，而 Put 的价格是 11.70，两者相加，就是 29.39，这个 29.39 就是微软股价在到期日是预期的波动幅度，再直白一些，就是我们大致预期股价在 403.93 - 29.39÷2 ≈ 390 和 403.93 + 29.39÷2 ≈ 420 之间波动

我当时就根据上面的计算构建了这个宽跨式期权策略来赌微软第二天公布的财报。





老虎证券 App 上能清楚地看到期权盈亏平衡点，最大盈利，最大亏损以及保证金等数据，非常的直观清晰。当时微软的股价是 403，加上权利金后，这个期权策略的盈利范围在 379 到 429 之间（也就大概是 7% 的幅度），就是说只有微软在财报公布后的股价在这两个数字之间，我都能盈利。事实上，微软在 1 月 31 日公布的财报中规中矩，股价在财报公布的开盘后小幅上涨 2% 之后又略为回落，因此我的这笔赌财报的操作就取得盈利了。

在实际操作中，采用这个 Straddle 策略需要注意三个关键点：

一是尽量选择期权交易量大的正股。

比如像微软、亚马逊、Visa、master 这一类的，不要选像 Coinbase、Unity 这一类高波动的。如果想吃到股价增长的红利，直接买正股就完了，用期权操作，万一一个暴涨或者暴跌，风险把控的难度倍增。

二是在财报公布前的一个交易日建仓，而在财报公布后的第一个小时里平仓。

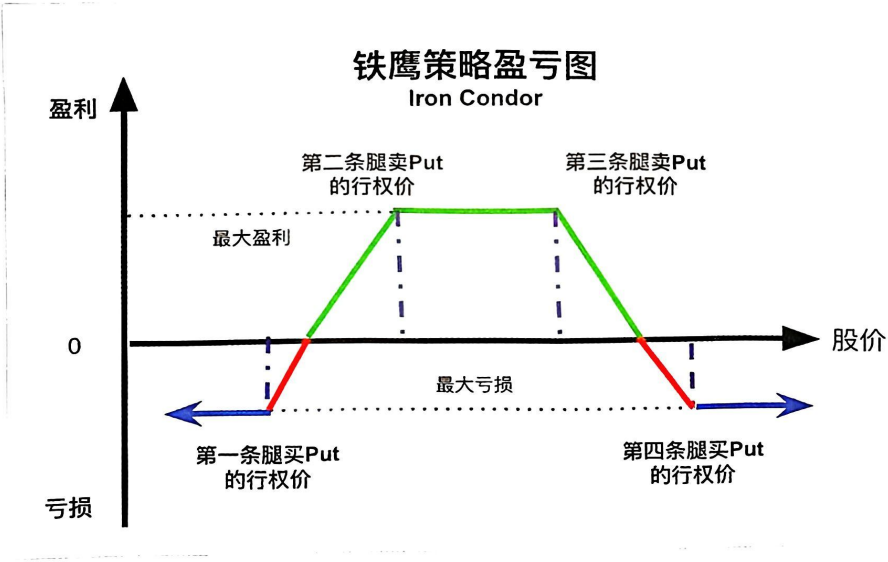
既然我们想好就是赌财报，那么最好就是把其他风险降到最低，让我们这笔交易单纯就是套利波动率的下跌。具体的做法就是在**财报公布前一个交易日建仓，然后在财报公布后的第一个交易日里的第一个小时就平仓**。

三是风险控制。最简单的做法当然还是要避开那些“妖股”。

执行 Short Straddle 策略时，最令人担忧的情况之一是股价的大幅上涨，因为理论上存在着无上限的上方风险。在类似 Meta 在 2024 年 2 月发布财报后股价暴涨 20% 的情况下，如果在那次执行了财报赌注，可能会导致巨额亏损。

当然方法总比困难多，为了规避这种上方风险，针对这类存在潜在上涨风险的股票，我们通常可以在 Short Straddle 基础上采取一些保护措施。例如，在上方购买一个 Call 期权，以锁定上涨风险。同样的策略，如果担心下方的风险，也可以在下方购买一个 Put 期权来进行防护。这样，即使股价出现暴跌，亏损也将受到限制。这样同时控制上方和下方的风险的四条腿策略，被称为铁鹰策略（Iron Condor）。

不过由于铁鹰策略腿太多，操作相对复杂，本来我们想好是来娱乐的，搞得太复杂就变成有思想和认知负担，这就本末倒置了。


铁鹰策略盈亏图
Iron Condor
盈利
第二条腿卖Put
的行权价
第三条腿卖Put
的行权价
最大盈利
0
股价
最大亏损
第一条腿买Put
的行权价
第四条腿买Put
的行权价
亏损

后 记

这本书最终完稿的那个周日，我正身处印尼雅加达出差。当完成最后一页时，并没有像之前想象中的那样激动，而是感觉到一种如释重负的轻松。我打车去到这座城市里最著名的中餐馆，要了一盘那边最有名的蒸鱼和一瓶烧酒，自斟自饮奖励了自己一下。

对我来说，写这本书确实是一项极具挑战性的任务。平日里工作繁忙，周末还要应付专栏文章的写作和带娃，能抽出来写作的时间几乎是挤牙膏式的。碎片的时间整理文档资料还可以，但构思出成体系的文字却是相当艰难的。曾经以为，将我四年来的专栏文章串联起来就差不多了，但当我静下心来整理时，才发现很多内容需要进行大量的补充和重新创作。深入探讨某些主题时，更是发现需要进行大量的求证和研究。为此，我不得不押上了春节假期和好几段休假的时间，让我自己觉得挺自豪的是，在经历一年多以后，我终于做到了！

我始终认为，对于散户而言，投资本质上赚的是认知的钱，要取得比高于市场平均值的收益，就要有高于市场平均值的认知水平，不然凭运气赚回来的钱，终将凭实力亏回去。因此说投资就是认知的变现，每个人看到的世界都是不一样的，每个人对同一投资机会的认知也分不同的维度，不同维度的认知意味着各自完全不同的胜率选择，并最终收获不同的结果。经过这十几年来美港股投资的历程，我对于以上的说法深以为然，而且我觉得最累人的是这些认知很多都是有时效性的，过去管用的现在不一定能管用，现在管用的未来不一定能管用，反正就没有“一招鲜吃遍天”的，投资者需要不断升级自己的认知体系，不断地质疑自己挑战自己，这是投资最吃力也是最吸引人的地方。

差异化的认知塑造了天壤之别的成败结果。真正塑造个人差异的，并非职位的高低、财富的多少，或是某个特定技能的掌握程度。关键在于个体对事物的理解深度和对所处领域的透彻洞察。为什么鸦片战争时期大清国败得这么惨，简而言之，这是一群掌握了牛顿物理学和亚当斯密经济学的人战胜了另外一群只知道四书五经的人，这是两种截然不同认知系统的对决。

电影《1942》中，张国立扮演的地主，在经历家破人亡、一贫如洗之后，仍旧自信满满："我知道咋从一个穷人变成财主，只要活着走到陕西，不出十年，你大爷我还是东家，那时候咱再回来……"

这便是现实的写照。起点相近的两个人，由于思维方式的不同，最终会走向截然不同的人生轨迹。因为，穷与富之间的鸿沟，实际上是由"思维认知"所决定的。

每一分赚取的财富都反映了你对世界的认知程度，而每一分损失的财富都暴露了你认知上的短板。人们很难赚取到超出自己认知范畴的财富，除非依赖于运气。但依靠运气得来的财富，最终往往会由于实力不足而还回去。世界上最公平的规则莫过于此：当某人的认知无法支撑其所拥有的财富时，社会有一万种方式对其进行收割，直至其财富水平与认知水平相匹配。

不断升级迭代自己的认知，是每一个想长久留在牌桌上的普通投资者的必修课，希望你我能一直同行共勉。

- 选择比努力重要，美股市场是最适合散户的投资市场，没有之一。
- 新加坡的REITs是固收类投资的最佳标的。
- 选择券商不要光看费用，也要看服务和社区建设。
- 读财报的最大目的：充值你的信仰。
- 期权是把瑞士军刀，能加杠杆，也能对冲风险。
- Sell Put 是一种能长期稳定盈利的看涨策略。



小红书：**谋定后动**



为什么即使知道了投资大佬们的方法，很多人依然无法成功地投资？那是因为**我们都是普通投资者**。本书从普通投资者的角度出发，提供了一整套经过实盘检验的投资方法论，强调了对普通投资者更为适用的成长路径，深入介绍了投资市场的选择、投资知识框架的构建、ETF的运用、带你入门美股期权交易以及迈入期权策略的进阶。通过手把手式的操作指导帮助读者少走弯路少掉坑，提升投资认知水平，实现稳健的财富增长。

本书附带大量实用表格和实操截屏，助你打造自己的**投资决策仪表盘**，是你踏上投资跃升的脚手架。

- 怎么给自己做财务报表?
- 富贵只能险中求吗?
- CPF能买什么票?
- 怎么用ETF配置斯文森投资组合?
- 什么是对新手最友好的期权杠杆策略?





BH 05
卓爾書店
the zall bookstore
2406$32.57
ISBN 978-981-18-9465-7
9 789811 894657