

国融证券财富报告——股票期权报告

2016年11月21日

目录

- 1、现货市场运行分析
- 2、期权市场运行分析
- 3、期权操作思路与策略
- 4、期权一点通
- 5、免责声明

产品介绍

本周报在对上一交易周股票现货市场与股权市场交易特征进行汇总统计的基础上，结合市场基本面与技术面变化，重点对下一阶段股票期权市场操作思路、策略选择、期权市场对现货市场影响等方面进行分析研判。

营销管理部

国融证券营销管理部金牌投资顾问团队由新华社特邀专栏分析师于尧领衔，由众多具有丰富证券市场投资经验的顾问组成。许多家电视、报刊及网络媒体提供证券栏目的研究咨询服务。

产品研发组

孙 譞

执业证书编号：S0070615080004

莫胜芬

执业证书编号：S0070615090001

◇ 【现货市场运行分析】

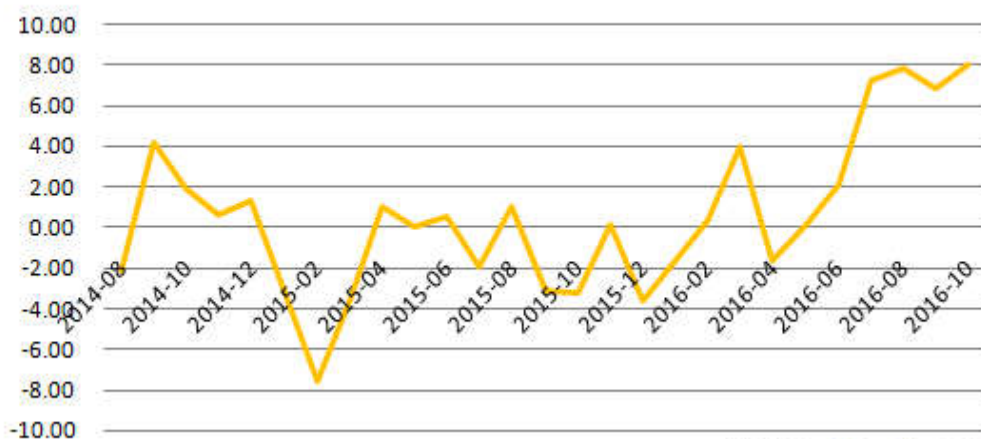
受美元强势上行，主要国家汇率竞相贬值、10月份规模以上工业增加值比上月增长0.50%、发改委集中批复超2600亿交通基础设施投资、国务院加码东北扶持政策、今年前10个月我国实际使用外资金额同比增4.2%等信息综合影响，上周A股涨跌互现，两市成交量放大。上一交易周上证指数、深证成指、中小板指和创业板指涨幅分别为-0.10%、+0.10%、-0.18%和+0.51%。板块概念方面，传媒与通信领涨，有色金属与采掘跌幅最大。

宏观层面，特朗普当选美国新一任总统后对全球金融市场造成较大扰动，但各国股市均迅速反弹，A股表现突出。国内近期经济数据表现普遍较好，10月CPI同比上涨超过2%，但主因是去年低基数下及鲜菜涨幅较大，全年通胀短期总体可控。目前进入国际短期风险事件平静期，有助市场情绪提升。在国内在货币政策总体稳健、防范金融风险大背景下，A股相对于债市、期市、房市投资吸引力提升，有助于市场进一步反弹。

技术面看，本周行情走势延续二八分化，成交量配合良好。目前上证指数六连阳后有整固需求，各类主题投资机会会持续涌现。维持后市震荡上行，第一目标为3300点观点不变。

操作方面，中期继续重点关注消费、医药等长牛股回调后的中长期建仓机会；短线关注金属品与供给侧改革板块机会。

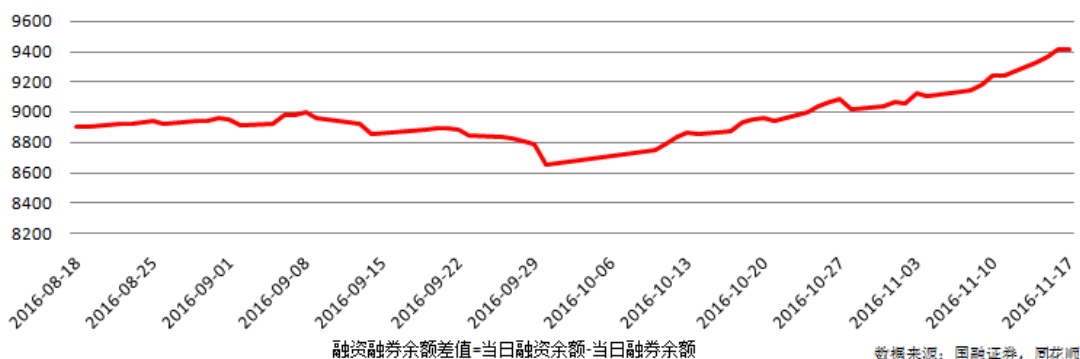
中国发电量月度同比增长率变化 (%)



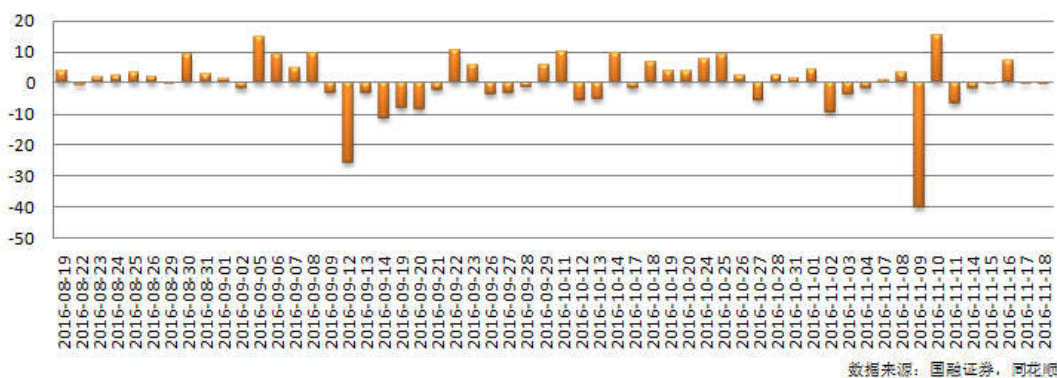
数据来源：国融证券，同花顺

国融证券财富报告——股票期权报告

近三月沪深融资融券余额差值日间变化(亿元)



沪股通净买入额日间变化(亿元, RMB)



◇ 【期权市场运行分析】

上证 50ETF 价格上周整体跟随上证 50 指数波动,五个交易日三跌两涨,ETF 跟踪误差加大。50ETF 截止上周五收盘时报于 2.363 元,单周收平。周 K 线呈现小十字星。成交量上,上证 50ETF 成交量较前周缩小,周总成交量为 866.4 万手;周成交金额为 20.52 亿,成交额较前一交易周萎缩。

上证50与上证50ETF逐日走势对比图



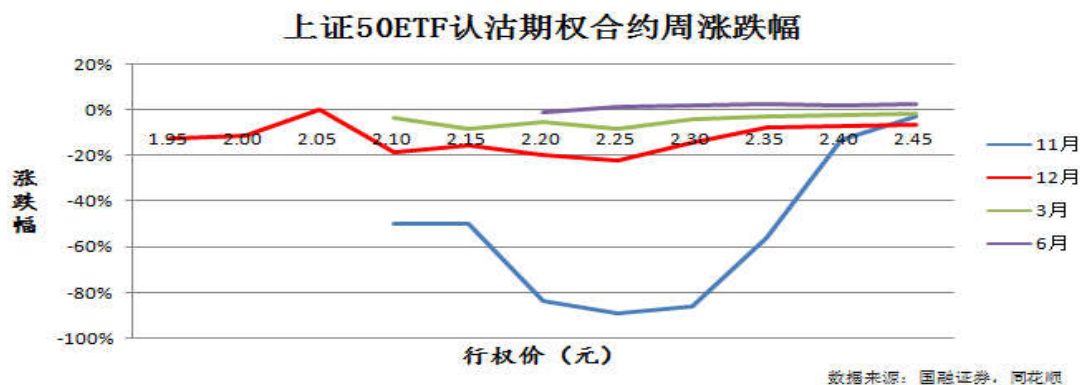
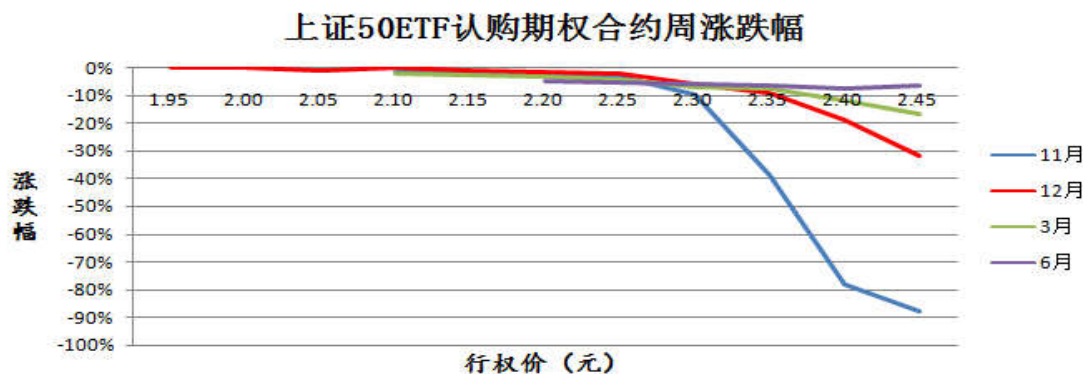
国融证券财富报告——股票期权报告

期权合约方面，由于上周行情收平，但未满足合约加挂条件。截止 2016 年 11 月 18 日，正常交易的期权合约仍为 66 个。

期权价格上，标的 50ETF 上周收平，但认购期权合约全线下跌。合约 50ETF 购 11 月 2450 单周下跌近 88%，本周合约下跌的主要原因是期权隐含波动率自美国大选持续下行趋势没有改变，加之时间价值流逝，各合约尤其是 11 月虚值及平值合约随着到期日临近（本周三到期）时间价值加速流逝，跌幅尤为明显。这点与我们前期预判高度吻合。卖出策略大获其利。

认沽期权合约方面，全部 33 个认沽合约除 6 个合约外全部下跌。其中 50ETF 沽 11 月 2250 单周跌幅近 89%，合约到期前虚值期权价值归零是其跌幅巨大的原因。反观上涨合约集中于 17 年 6 月，该部分合约在全部合约中由于距离到期日最远，交投清淡，报价间距较大，小幅上涨更多的是报价因素，不具有很大的参考价值。

上证 50ETF 各个认购期权和认沽期权上周的周涨跌幅分别如下图：

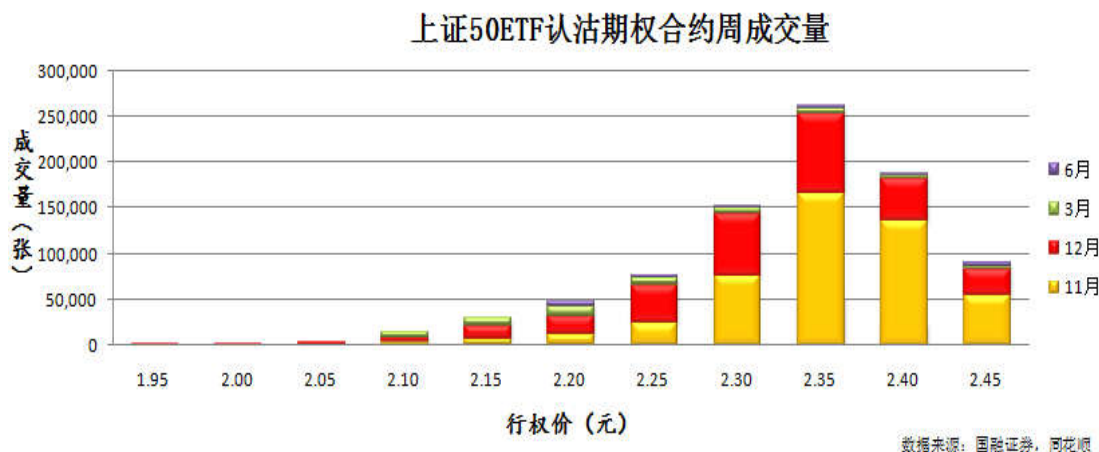
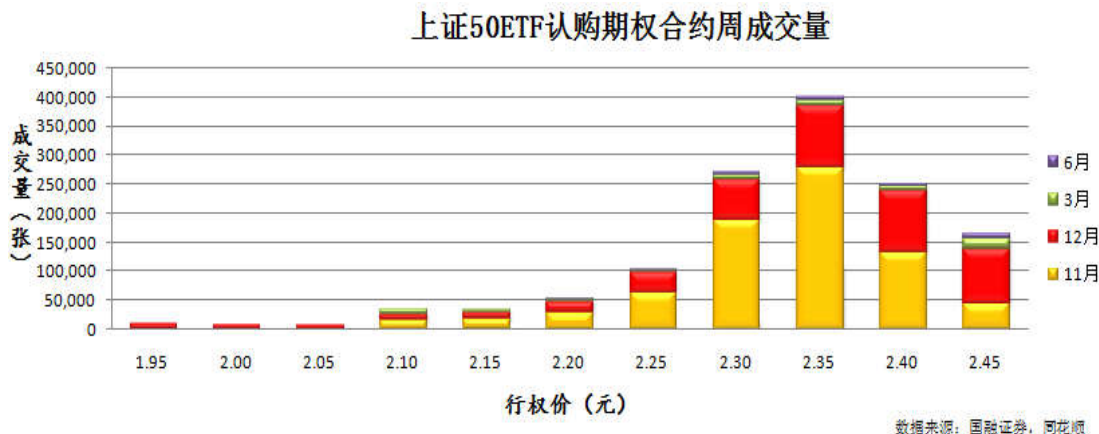




国融证券财富报告——股票期权报告

期权成交量上，上周上证 50ETF 期权合约总成交量较前周增加，单周成交 2,199,424 张，较前周下降 24.48%，成交量最高的 50ETF 购 11 月 2350 单周成交近 28 万张，成交 10 万张以上合约数量减少 1 个至 7 个。上一交易周成交量出现下滑的原因是行情窄幅波动，趋势交易者交易参与度出现一定程度回落所致。成交量前 10 位由认购、认沽合约六四分配，共计成交 1,369,729 张，占比 62.28%，持仓集中度提升。

上周上证 50ETF 认购和认沽期权按照到期期限和行权价划分各自的成交量分布图如下：



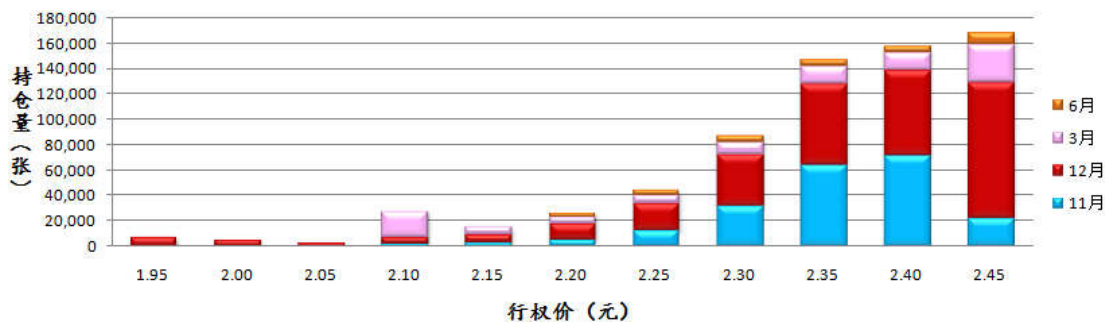
持仓量方面，上证 50ETF 期权合约上周五总持仓量较前周上升。截止上周五收盘，50ETF 期权合约总持仓量为 1,377,332 张，较前周上升 3.22%，期限分布上，持仓量最大的合约 50ETF 购 12 月 2450，其占有所有合约总持仓量的 7.69%

截止上周收盘，上证 50ETF 认购和认沽期权按照到期期限和行权价划分各自的持仓量分布如下图：



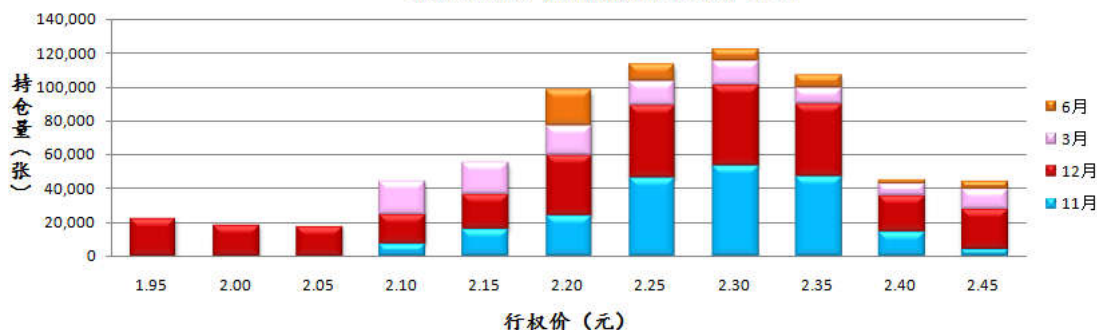
国融证券财富报告——股票期权报告

上证50ETF认购期权合约持仓量



数据来源: 国融证券, 同花顺

上证50ETF认沽期权合约持仓量

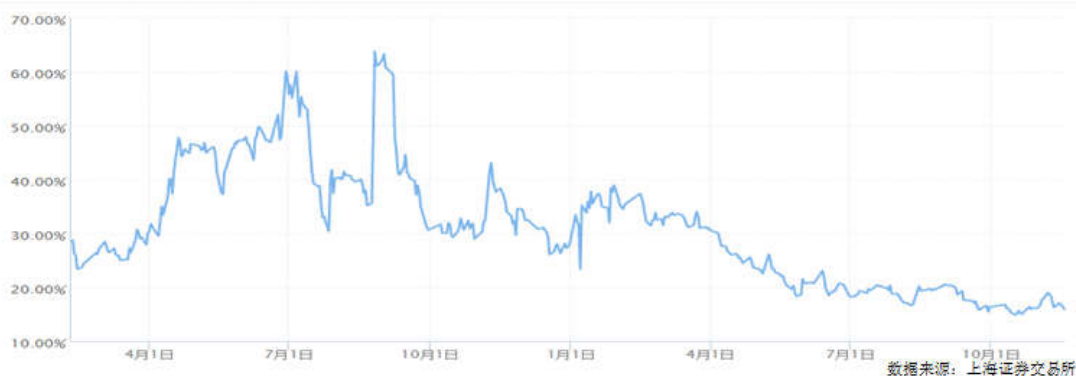


数据来源: 国融证券, 同花顺

◇ 【期权操作思路与策略】

上周上证 50ETF 认购期权成交量为 1,330,506 手, 认沽期权成交量为 868,918 手, 周成交 CPR 为 1.53, 较前周上升, 后市整体有望继续上行。上周五认购期权持仓量为 691,419 手, 认沽期权持仓量为 685,913 手, 持仓 CPR 为 1.01, 较上周回升, 投资者对本周一整体偏多。中国波指 iVX 继续回落, 期权价格继续整体“降价”。

iVX 日间走势 (20150209 ~ 20161118)



数据来源: 上海证券交易所

注: 成交 CPR=认购期权成交量/认沽期权成交量; 持仓 CPR=认购期权持仓量/认沽期权持仓量
中国波指 iVX, 由上交所公布, 计算方式与芝加哥商品交易所的 VIX 指数 (恐慌指数) 相

国融证券财富报告——股票期权报告

同，用于衡量 50ETF 基金未来 30 天的波动预期。

50 指数上周横盘整理，指数波动性在美国大选后快速回落。作为稳健策略选择上周推荐的“12 月空头跨式价差”策略一周盈利 690 元（按周一开盘价和周五收盘价，按规划保证金 20 万计）。具体各合约收益如下。

合约	张数	11.14 开盘价	11.18 收盘价	合约盈亏（元）
卖出 50ETF 购 12 月 2350	10	0.0472	0.0444	+280
卖出 50ETF 沽 12 月 2350	10	0.0407	0.0366	+410
上周总盈亏			+690 元	
上周模拟收益率			+0.345%	
平均年化收益率（始自 2016.8.1）			29.52%	

对于后市，我们认为在美国大选平静期继续，波动率有望继续回落，上周策略建议保持（继续持仓）。本周新开仓推荐继续“12 月空头跨式价差”策略（同上周）。该策略基于后市波动率回落判断。优势在于在震荡行情中胜率较高。该策略组成如下。

合约	模拟张数与到期损益情况（估计值）
卖出 50ETF 购 12 月 2350	10 张
卖出 50ETF 沽 12 月 2350	10 张
最大盈利	8080 元
最大亏损	-∞
构建成本	无（初始净收入月 8000 元）
建议准备保证金	15.5 万

周线操作策略除“12 月空头跨式价差”外，“空头宽跨式价差”策略、“多头看涨/看跌蝶式价差”也可供选择，以上策略在震荡涨跌行情中获利较大。目



国融证券财富报告——股票期权报告

前日内行情波动幅度明显增大，日内超短线趋势投机交易胜率提升，建议等待指数突破或跳水时可及时入场 T+0 交易，获利即撤尽量不过夜。另外，11 月合约本周三到期，**不建议交易 11 月合约。**

特别提示：以上所述期权策略具体操作请向当地营业部索要《国融证券股票期权策略交易一览表》

◇ 【期权一点通——期权卖方心法十二条】



1、卖方心法第一条：止损第一

期权卖方的收益有限但损失无限，因此，止损是卖方最有效的风险控制手段，也是卖方盈利的前提。卖方的成功有别于买方，不争在一朝一夕，而需要长存于市场。止损的方法有很多，比如固定价位止损、技术指标止损、心理价位止损、基于资金管理上的固定资金比率止损等。

2、卖方心法第二条：限仓第二

成为期权卖方，仓位控制是必修的一课，因为卖出开仓需要缴纳足额保证金，一旦满仓操作，即使大方向看对了，也可能因市场临时波动导致保证金不足而被强行平仓，不像股票那样可以等到地老天荒。对卖方而言，强行平仓意味着永久性失去被平仓位的获利机会。因此，卖方始终要把保障资金安全作为投资的核心纪律，切不可满仓操作。

3、卖方心法第三条：顺势而为

作为期权的义务方，期权卖方的风险理论上是无限制的。因此，在缺乏有效风险对冲的情况下，判断市场方向对于期权卖方至关重要。华尔街有一句至理名言：趋势是你的朋友，谨记不可逆市而行。对于期权卖方而言，所谓顺势而为就是熊市卖认购，牛市卖认沽。这条要诀虽然不言自明，但真正能做到的人并不多。要捕捉市场或单只股票的趋势，可以借助基本面分析、技术分析等方法。这些方法都有一定的效果，但绝对不是“万应灵药”。

4、卖方心法第四条：波动率是敌人

国融证券财富报告——股票期权报告

无论是期权买方还是卖方，波动率都是需要研判的重要因素。买方总是追逐高波动性的股票，而卖方却喜欢那些股价波澜不惊的股票。卖方卖出期权后，如果股票波动率变大，期权被行权的概率以及卖方平仓的成本都会增大。遗憾的是，对低波动率的股票，卖方能收取的权利金往往也较低。卖方可以借助期权分析软件找到那些波动率相对较低而权利金相对较高的期权。

5、卖方心法第五条： 时间是最好的朋友

期权价值包含时间价值，每过一天，卖方就可以赚取一天的时间价值。此外，期权就像“阳光下的冰”一样，其时间价值呈抛物线加速衰减。以一张四个月期限的期权合约为例，头一个月时间价值下跌比较慢，而当邻近到期日时（特别是在最后一个月），其时间价值会加速下跌。相较于其他时间段的期权，三个月内到期的期权的单位时间价值往往较高，也就是说对于想要赚取时间价值的卖方而言，卖出三个月内到期的期权效用是最大的。很多有经验的卖方通过卖出近月的期权合约，同时买入远月的同价期权合约的日历价差策略赚取时间价值收益。

6、卖方心法第六条： 寻找被高估的机会

成功的期权卖方总是敏锐地寻找那些被“高估”的期权。如何找出“高估”的期权？期权定价的核心因素是波动率，一般来说，如果隐含波动率高于历史波动率达到一定程度，或者某一行权价的隐含波动率明显超过其他行权价的隐含波动率就可以被认为是过度偏离，也就是这一期权的价格被高估了。波动率的计算虽然复杂，但期权行情系统、相关期权投资网站通常会提供即时的波动率数据或期权计算工具供参考。如果期权价格高于根据波动率测算的期权参考理论价值 25% 以上，这一期权就有可能是被高估了。

7、卖方心法第七条： 多卖虚值期权

期权卖方应首选那些没有内在价值、只有时间价值的期权，也就是行权价高于股票市价的认购期权或者行权价低于股票市价的认沽期权。相对于平值或实值期权，虚值期权被行权的可能性较低，而这种低概率正是期权卖方的优势所在。美国著名基金 HVPW（高波动率认沽期权卖出基金）通过滚动卖出剩余期限约 60 天、行权价偏离市价 15% 的虚值认沽期权，将年收益率维持在 9% 以上。

国融证券财富报告——股票期权报告

8、卖方心法第八条： 买股票不如卖认沽

可口可乐是巴菲特最成功的投资之一，巴菲特在其中采用了卖出认沽期权的方法增加投资盈利。对巴菲特而言，本来就有不断增持可口可乐的意愿。若可口可乐不跌，那么权利金就是额外的收益；若是股价下跌，那么权利金相当于市场补贴巴菲特购入可口可乐的成本。因此，对于长期价值投资者而言，通过卖出认沽期权买入股票是降低股票购入成本的投资方法。

9、卖方心法第九条： 备兑开仓不简单

投资者经常有这样的困扰：长期看好并持有一只股票，但最近这只股票不温不火，有时有点小涨，有时干脆一动不动。有没有一种办法，可以在持有股票时适当增加收入或者降低持有成本？答案是：有！这就是备兑开仓，即在持有股票时，卖出相应数量的认购期权。美国的 BXM 基金是基于标普 500 的备兑开仓策略创建的。过去二十年，BXM 相对于标普 500，在风险更小的情况下，产生了更高的收益率（年收益率 9.4%），这是所有策略交易者梦寐以求的。可以说，备兑开仓逻辑简单但效果不简单！当然备兑开仓也存在被行权、股价大幅下跌等风险，投资者应适时进行转仓或平仓。

10、卖方心法第十条： 分散风险

在美国期权市场，约有四分之三的期权在到期时是没有价值的，这意味着期权卖方的胜率远大于买方。乍眼一看，卖出期权似乎是条赚钱的捷径，然而一旦市场发生大的波动，总有期权卖方出现爆仓。期权卖方的这一风险特点与出售保险非常相似，大多数的保单每年更新而没有出险，但一次重大灾害就可能使保险行业遭遇相当大的损失。因此，大部分保险公司会将风险分散到不同的区域和保险产品。类似地，期权卖方也应卖出不同股票的期权，以实现分散风险的目的，避免因单个股票的不利行情而全军覆没。

11、卖方心法第十一条： 活用担保物

期权卖出开仓时，需要交纳保证金。保证金可以是现金，也可以是债券、股票等有偿证券。卖方应尽量使用有偿证券冲抵保证金。与使用现金相比，使用国债、货币基金等作为担保物，在收取期权权利金的同时，可以额外得到 2%-5% 的收益，何乐而不为呢！

国融证券财富报告——股票期权报告

12、卖方心法第十二条：盯市、盯市、再盯市！

卖出期权风险较高，卖方必须紧盯市场走势，留意市场冲击。此外，期权卖方应该时刻关注自己账户中的保证金情况，并且密切关注相关股票的除权除息、配股和分红等情况，提前做好补足保证金的准备。

注：引自上交所期权一点通，部分内容可能修改。

国融证券财富报告——股票期权报告

免责声明

国融证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，本报告由国融证券股份有限公司制作。本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。国融证券股份有限公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告接收者进行更新的义务。本公司的研究部、资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本报告的版权归国融证券股份有限公司所有。本公司对本报告保留一切权力，除非另有书面显示，否则本报告中所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

地址：北京市西城区闹市口大街1号长安兴融中心西楼11层（100031）

电话：010-83991888