

国融证券财富报告——股票期权报告

2016年12月12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。

经纪业务总部

国融证券经纪业务总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。为许多家电视、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】

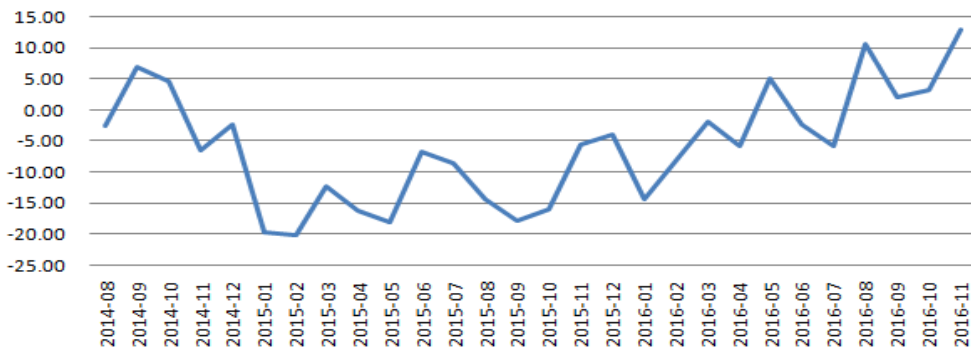
受监管层收紧杠杆收购、保监会持续强化万能险监管、11月份人民币汇率指数继续保持基本稳定、国务院会议审议通过促进中部地区崛起规划、11月中国进口同比增长13%，创逾两年新高等信息综合影响，上周A股出现回调，两市成交量出现萎缩。上周上证指数、深证成指、中小板指和创业板指跌幅分别为0.34%、1.13%、0.39%和2.03%。板块概念方面，银行与商业贸易领涨，建筑装饰与计算机领跌。

资金层面，银行间回购利率近期呈大幅上涨态势，债市相应出现大跌，结合央行近期操作看，温和去杠杆意图明显，结合年末节点，预计短期流动性将持续偏紧。通胀方面，年末食品消费旺季即将到来，猪价菜价上涨有望抬升通胀，叠加上中游工业品出现持续性涨价，CPI继续攀升可能较大。另一方面，OPEC达成八年来首个减产协议，油价上行趋势将进一步推高通胀水平。近期激进频繁的险资举牌行为，后续或将引起监管部门的关注和引导规范，长期有利于市场规范，但短期对市场人气有冲击。

技术面看，上证指数上周一低开后震荡走高，二八行情继续。但反弹成交金额明显不足，后市短期偏弱。预计年底前将持续震荡，大幅上行可能降低。

操作方面，低估值的金融、家电、地产、能源等有望得到中长期资金的关注。短线把握事件驱动的交易性机会，重点关注高送转、股权转让、次新股。

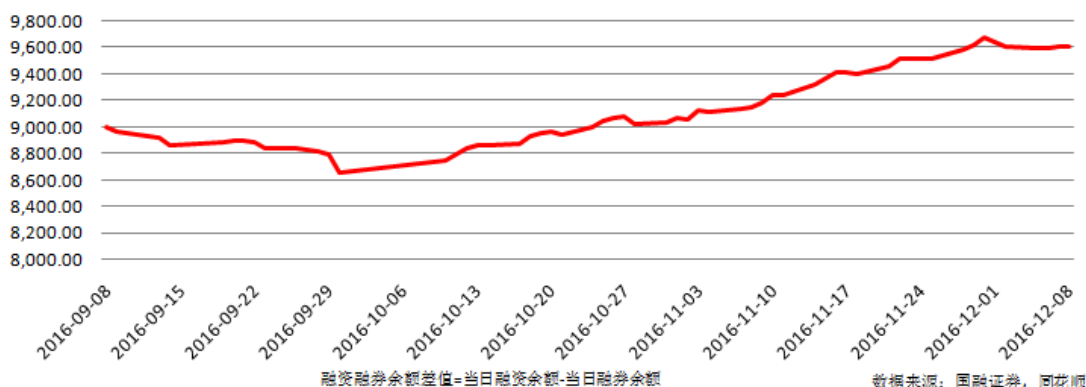
中国进口总值当月同比增幅(%)



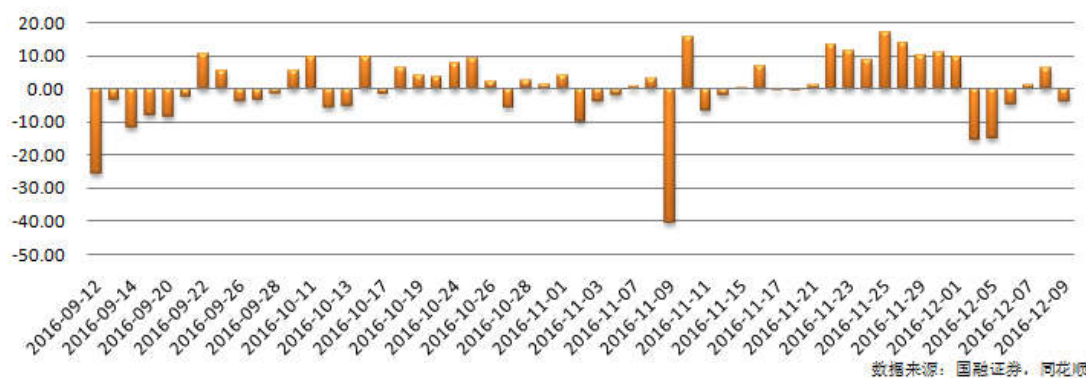
数据来源：国融证券，同花顺

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)



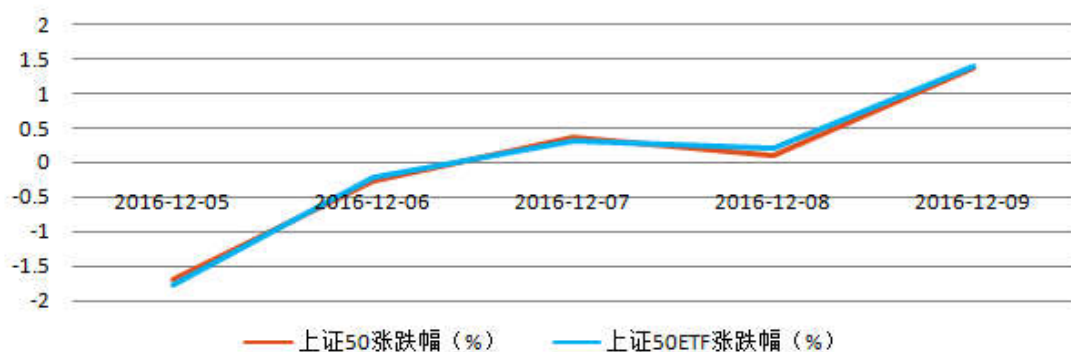
近三月沪股通净买入额日间变化(亿元, RMB)



◇ 【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,五个交易日三涨两跌,ETF 跟踪误差变小。50ETF 截止上周五收盘时报于 2.413 元,单周微跌 0.12%。周 K 线为纺锤小阳线。成交量上,上证 50ETF 成交量较前周缩小,周总成交量为 1825 万手;周成交金额为 43.55 亿,成交额较前周缩小。

上证50与上证50ETF逐日走势对比图



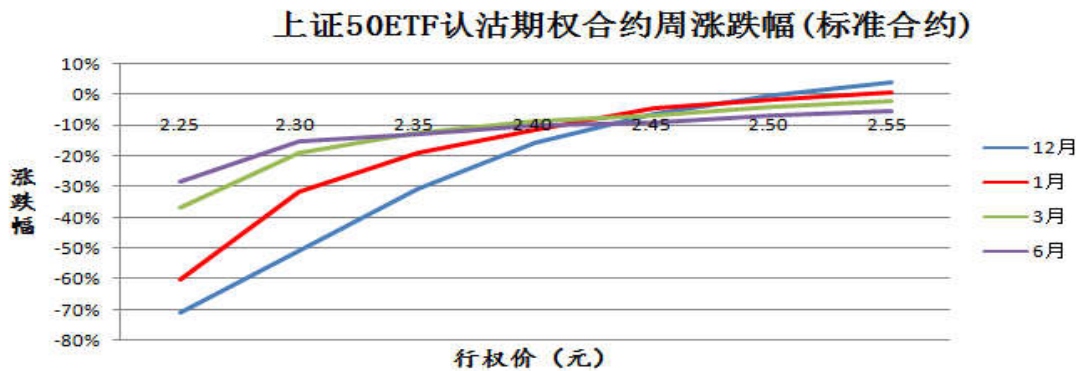
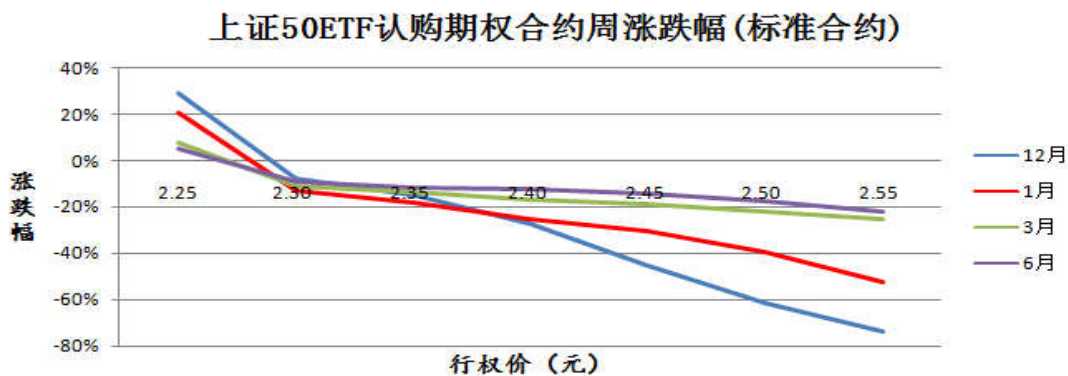
国融证券财富报告——股票期权报告

期权合约方面，由于上周一 50ETF 大幅下跌，上周二加挂行权价为 2.25 元的各月份合约，截止 2016 年 12 月 9 日，正常交易的期权合约约为 130 个（标准合约 56 个，非标准合约 74 个）。

期权价格上，标的 50ETF 上周小幅下跌，标准合约除上周二新挂合约外，其余认购期权均出现下跌。跌幅最大的合约为 50ETF 购 12 月 2550，单周跌幅达 73.75%，临近到期日，时间价值加速流逝且隐含波动率下降使得合约跌幅巨大。除新挂合约外，跌幅最小的合约为 50ETF 购 12 月 2300，周跌幅为 8.05%，实值期权内在价值抑制了合约跌幅。由于本周二至五 50 指数整体上涨，所以上周新挂 2.25 行权价的各月份合约均有不同程度上涨。50ETF 购 12 月 2250 四天涨幅达 28.75%，对于非标合约，无一例外由于隐含波动率下滑而出现下跌。

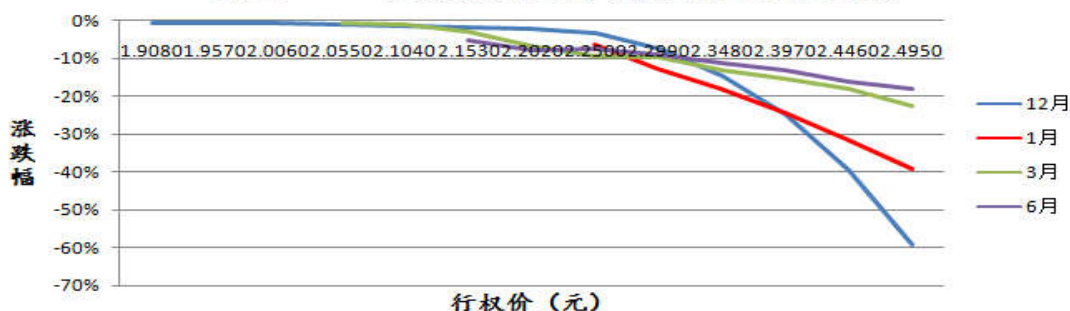
认沽期权合约方面，全部 28 个标准认沽合约除两个合约外全部下跌。其中 50ETF 沽 12 月 2250 周跌幅接近 71%，下跌的主因还是在于隐含波动率的下滑。非标合约除 50ETF 沽 12 月 2446A 微幅上涨外，其余各合约均出现下跌。

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：



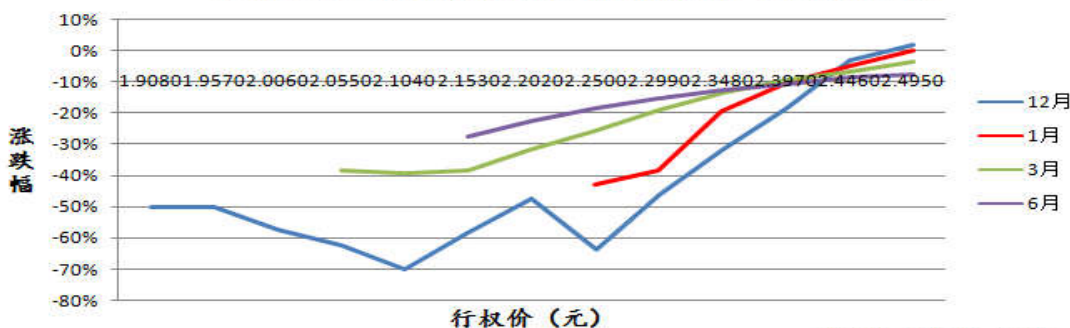
国融证券财富报告——股票期权报告

上证50ETF认购期权合约周涨跌幅（非标合约）



数据来源：国融证券，同花顺

上证50ETF认沽期权合约周涨跌幅（非标合约）

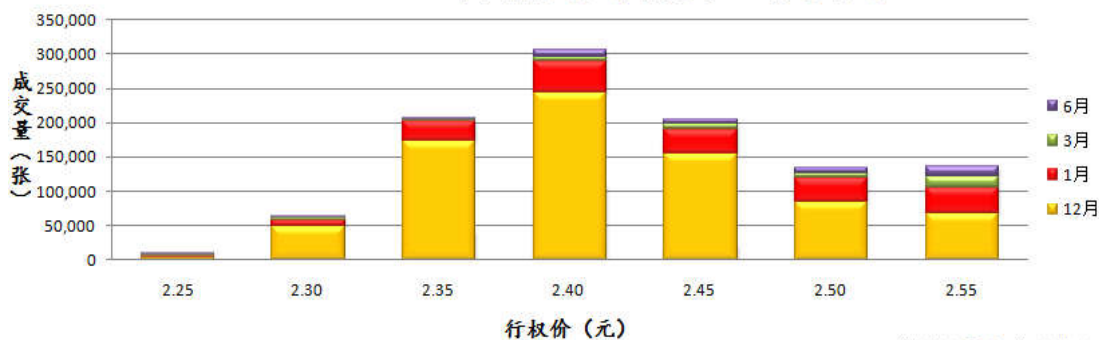


数据来源：国融证券，同花顺

期权成交量上，上周上证 50ETF 期权合约总成交量较前周下降，单周成交 2,882,595 张，较前周下滑 18.02%，成交量最高的 50ETF 购 12 月 2400 单周成交 24.4 万张，成交 10 万张以上合约数量减少 4 个至 7 个。上周成交量出现下滑的原因是行情涨跌趋缓，没有趋势性行情。成交量前 10 位由认购、认沽合约六四分配，共计成交 1,375,820 张，占比 47.73%，持仓集中度上升。

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：

上证50ETF认购期权合约周成交量（标准合约）

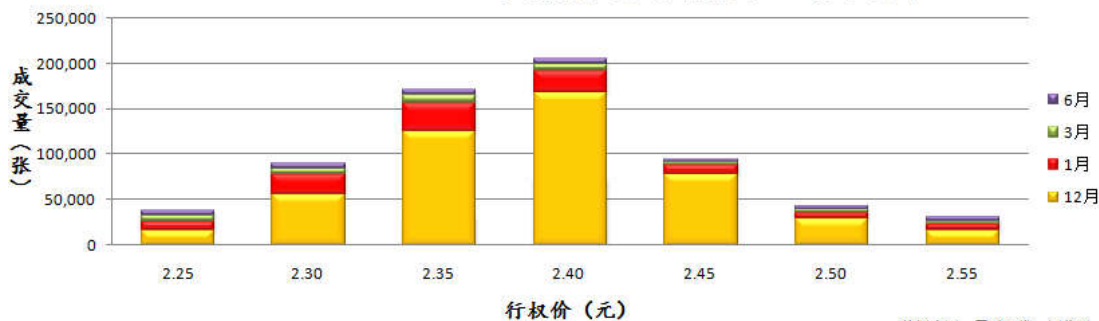


数据来源：国融证券，同花顺

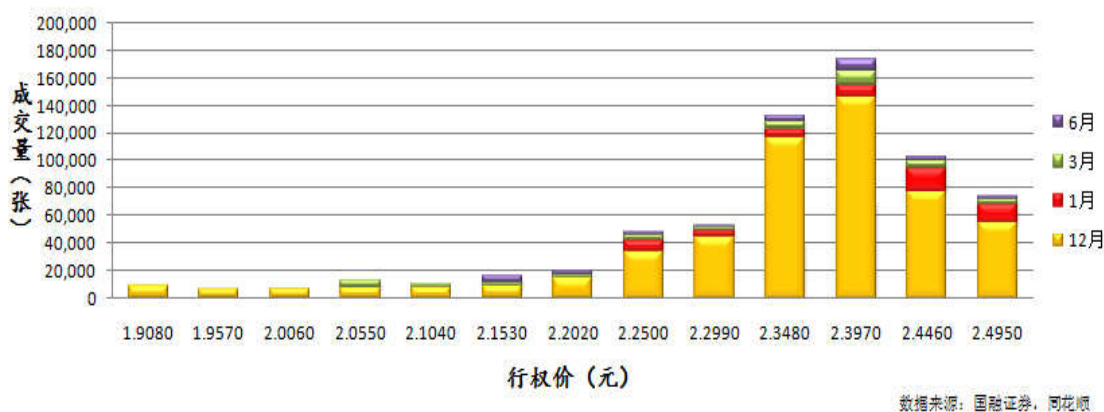


国融证券财富报告——股票期权报告

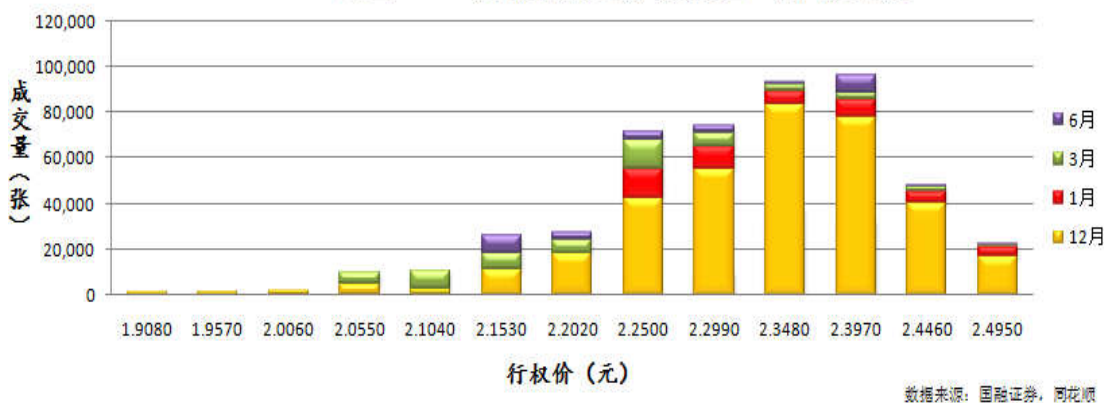
上证50ETF认沽期权合约周成交量（标准合约）



上证50ETF认购期权合约周成交量（非标合约）



上证50ETF认沽期权合约周成交量（非标合约）



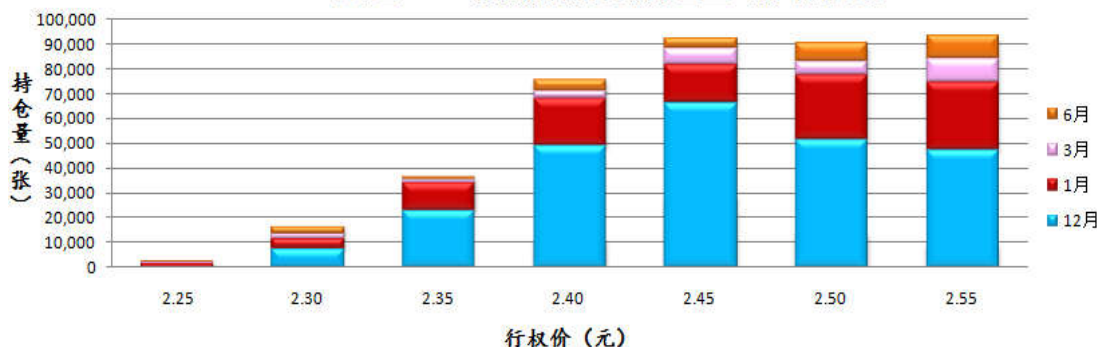
持仓量方面, 上证 50ETF 期权合约上周五总持仓量较前周上升。截止上周五收盘, 50ETF 期权合约总持仓量为 1,515,591 张, 较前周上升 6.21%, 期限分布上, 持仓量最大的合约 50ETF 购 12 月 2450, 其占有所有合约总持仓量的 4.39%

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:

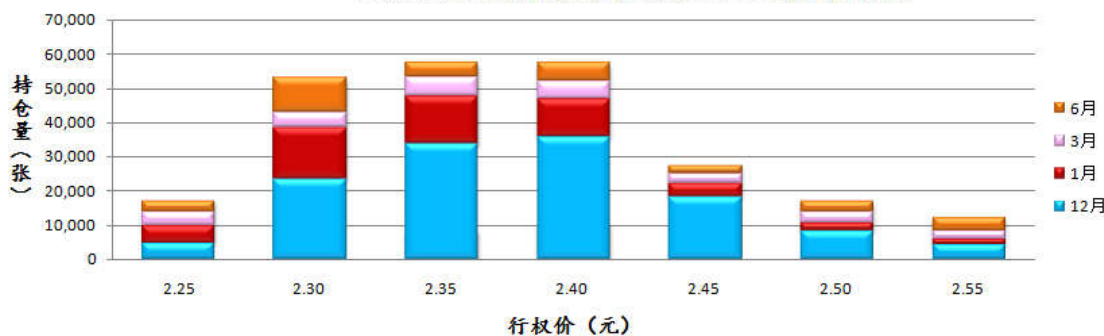


国融证券财富报告——股票期权报告

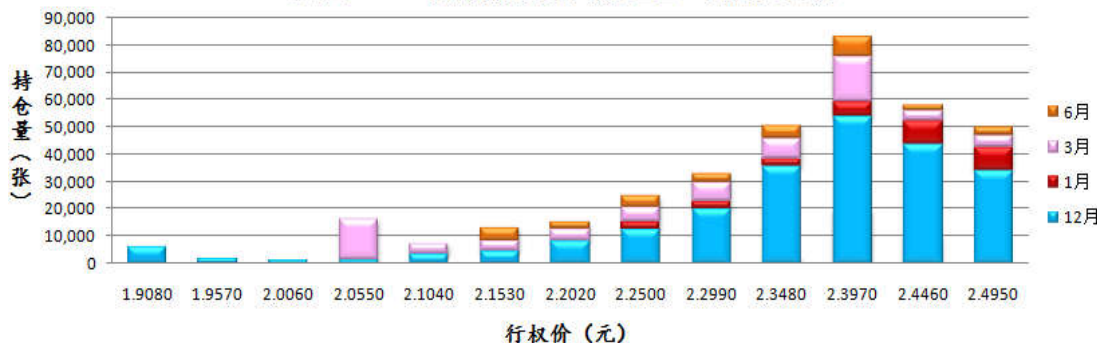
上证50ETF认购期权合约持仓量（标准合约）



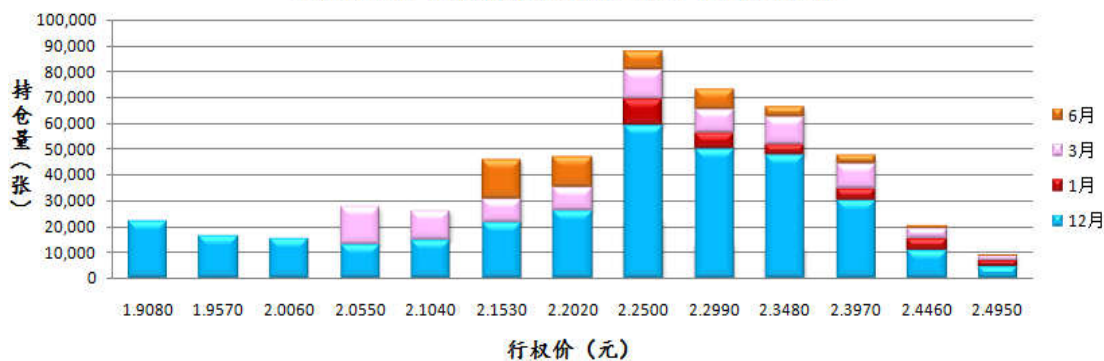
上证50ETF认沽期权合约持仓量（标准合约）



上证50ETF认购期权合约持仓量（非标合约）



上证50ETF认沽期权合约持仓量（非标合约）



国融证券财富报告——股票期权报告

◇ 【期权操作思路与策略】

上周上证 50ETF 认购期权成交量为 1,729,301 手，认沽期权成交量为 1,153,294 手，周成交 CPR 为 1.50，较前周回落，后市震荡下行概率较大。上周五认购期权持仓量为 770,114 手，认沽期权持仓量为 745,477 手，持仓 CPR 为 1.03，较上周回升，投资者对本周一整体偏多。中国波指 iVX 出现下降，期权价格整体“便宜”。

ivx 日间走势



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）相同，用于衡量 50ETF 基金未来 30 天的波动预期。

50 指数上周微跌，指数波动性快速下滑。正是由于波动率的快速下滑，作为稳健策略选择我们上周**推荐的“1 月温涨”策略**小幅亏损 320 元（按前周一开盘价和上周五收盘价，按规划保证金 16 万计）。具体各合约收益如下。

合约	张数	12.5 开盘价	12.9 收盘价	合约盈亏（元）
卖出 50ETF 购 1 月 2450	20	0.0441	0.0327	+2280
买入 50ETF 购 1 月 2400	20	0.0650	0.0520	-2600
上周总盈亏			-320 元	
上周模拟收益率			-0.20%	
平均年化收益率（始自 2016.8.1）			32.26%	

国融证券财富报告——股票期权报告

对于后市，我们认为大盘突破后有回踩需求，短线弱势震荡。上周策略建议了结。本周新开仓推荐“1月看涨比率价差”策略。该策略基于后市短线大盘震荡。优势在于成本较低且在即使行情大跌仍可获利（50ETF持续在2.40元附近时，获利最大。但大涨时最大损失无限）。该策略组成如下。

合约	模拟张数与到期损益情况（估计值）
买入 50ETF 购 1 月 2350	10 张
卖出 50ETF 购 1 月 2400	20 张
最大盈利	7370 元
最大亏损	-∞元
构建成本	无（初始净收入约 2300 元）
建议准备保证金	18 万

周线操作策略除“1月看涨比率价差”外，“空头跨式价差”策略、“空头宽跨式价差”也可供选择，以上策略在震荡行情中获利较大。目前日内行情波动幅度较大，日内超短线趋势投机交易胜率提升，建议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。

自 2016 年 11 月 29 日上证 50ETF 分红后，新挂标准化合约（合约简称后无英文字母 A）流动性逐渐升高，现有合约（合约简称后有 A）流动性逐步下降。建议投资者可积极参与新挂的标准化合约。

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——保守型投资者如何利用期权?】



亲，你是保守型的客户吗？别急着回答这个问题，让我们来做一个实验：假如你中奖了获得 10 元，当你正准备拿钱走人的时候，我给你一个机会

国融证券财富报告——股票期权报告

——猜拳赢了我，我再给你 10 元，输了则给我 10 元，你会如何选择呢？此时拿钱走人的一定是保守型客户。那么你选择猜拳的话就代表自己不是保守型吗？假如我们把 10 元换成 1000 万元，这个时候你还会坚持猜拳否？

在江苏卫视的王牌节目“非诚勿扰”中，男嘉宾到最后如果心动女生没有给他留灯，坚持选择心动女生有可能被拒绝，放弃则可以在其他 2 位女生中牵手一位。我们可以经常看到男嘉宾深情款款地选择心动女生，但如果把节目规则改一下——被心动女生拒绝，则必须付出 1000 万元作为节目经费，他们还会坚持么？同样，在“一站到底”的节目中，答题挑战者 PK 掉场上所有选手后，可以拿奖走人，也可以选择冲刺终极大奖，失败了则之前的奖品减半。但如果规则改成——失败了不但一无所获，还需要倒贴钱，还会有那么多选择冲刺么？

当然这些都是非常夸张的假设，这么多例子只是为了说明：其实大多数人都是潜在的保守型投资者，只不过保守程度不同。换句话说，咱们都是风险厌恶型的，只是这里的“风险”在某些人眼里是 10 元，某些人眼里是 1000 万元甚至更多。

对于保守型投资者来说，他们更容易接受清晰、容易理解的投资策略；他们希望获得更大概率收益，而非纯粹的高额风险收益；他们并非拒绝新的投资方式，只是对单纯投机和高风

险不感兴趣。我们有一个假设：这些投资者是看好他们所持股股票的，期权可以作为保护头寸，增加收益，防范波动的工具。如果这些股票没有长期投资价值，那么基于股票的期权也不会有价值，投资这样的期权只是追求短期风险偏好型的收益，与保守型投资者定义相悖。

这类投资者通过基本面分析希望持有某几只股票，该股票组合是具有长期投资价值的，只是他不知道短期内股价是否下跌。那么期权可以为他提供更安全的进场，出场方式，这一期内容，我们会详细介绍。

一、用期权来代替股票的买入

假设投资者对某几只股票产生了积极的判断，并愿意持有（看多后市），他可以直接买入。但是目前股价剧烈波动，虽然他长期看好这些股票希望入场，但

国融证券财富报告——股票期权报告

是面对当前市场的状态却犹豫不决，既怕错过机会，也怕长期被套。

此时用期权来代替买入是一种资金效率更高，更为安全的入场方式。有两种途径：一是买入认购期权，二是卖出认沽期权。和直接买入股票相比，利用期权来获得这些股票有以下优势：

（一）**买入认购期权**比直接购买股票更便宜，因为你只用付出一小部分权利金，就可以用固定的价格在未来某时刻获得这些股票，剩余的资金可以拿来去做其他投资，具有杠杆效应，理论上风险有限，收益无限。

（二）**卖出认沽期权**比直接按市价购买股票成本更低，因为你在初始卖出时就收获了一笔权利金。

这两种方式的主要区别是：买入认购期权更加保守

用期权来代替股票买入需要注意的事项：

（一）对于买入认购期权

- 1、尽量选择剩余期限长的，因为对于期权权利方来说，时间的损耗是不利的。
- 2、选择平值或者轻度实值的合约。
- 3、选择流动性好的合约，未平仓合约数量越大，流动性越好。

（二）对于卖出认沽期权

- 1、尽量选择剩余期限短的，在一个月之内为宜，因为时间的损耗对于期权空头是有利的。
- 2、选择轻度虚值合约卖出。
- 3、同样也应当选择流动性好的合约。

二、用期权来代替股票的卖出

主要有三种途径：一是买入认沽期权，二是卖出认购期权，三是备兑开仓。如果投资者持有股票并且希望出场（看空后市），但是又不愿意放弃未来股价可能继续上涨带来的收益，此时期权是一种更有效的出场方式，比直接卖掉股票要好。原因如下：

- 1、持有股票，卖出认购期权属于备兑开仓，那么在备兑仓位存续期间，股

国融证券财富报告——股票期权报告

息收入仍然可以获得，并且初始卖出认购期权可以获得权利金，股息+权利金增加了投资者的收益。就算到期之后，股价并未下跌，由于行权价格是投资者事先考虑过的，是能够接受的，那么也可以按照咱们事先预期出售股票，完成出场。

2、买入认沽期权，只需要付出一小部分权利金，就可以锁定卖出股票的价格，并且万一股价继续上涨，也可以放弃行权，保留上涨带来的收益。

用期权来代替卖出股票需要注意的事项有：

（一）对于卖出认购期权

- 1、一般选择出售虚值认购合约
- 2、剩余期限尽可能短
- 3、合约流动性尽量高，可参看未平仓合约数量（越大，代表流动性越好）

（二）对于买入认沽期权

- 1、一般选择买入平值或轻度实值的认沽合约
- 2、剩余期限尽可能长
- 3、同样，合约流动性要尽量高

（三）对于备兑开仓

备兑开仓的实质也是卖出认购期权，故注意的事项与（1）一致

三、策略调整

前面两部分介绍了用期权来代替股票的卖出和买入，那么如果方向的确看错了，怎么样挽回损失呢？我们需要根据实际情况来调整策略。

比如，你卖出认沽期权，当股票价格持续下跌时，怎么办？

- 1、持有合约至到期，啥也不做。这是一种赌运气的方法，期待最后市场反转。类似于死马当活马医，并不推荐。
- 2、你可以立刻平掉手中仓位，并且替换成执行价更低的合约。在市场波动较小的情况下，可以使用。
- 3、如果你长期看好它并且愿意持有，可以在低价买入股票的同时，卖出执行价格高于股票

买入价的认购期权。当然，我们还可以用卖出执行价格更低的认沽期权来代

国融证券财富报告——股票期权报告

替买入股票，进一步摊薄成本。

我们需要记住，用期权来代替股票的买卖，是基于你对基本面的判断，用它来控制风险，而非投机。前提是，你是保守型的投资者。

其实以上内容的讲解基于个股期权的推出（肯定在不远的将来），不过目前仅仅有 50ETF 期权，那么怎样利用 50ETF 期权来对冲个股的风险呢？下面，我们将介绍利用期权来对投资组合进行保护。

四、用期权来保护股票组合

进入正题之前，我们首先需要明确一个概念——贝塔系数（ β ）。专业解释是：衡量个别股票或基金相对于整个股市的价格波动情况，是一种评估证券系统性风险的工具。计算方法是将个股收益与市场组合收益的协方差除以市场组合的方差。其实，非金融背景的客户大可不必记这些，你只用记住：贝塔系数将个股与大盘联系起来，大盘收益波动 1%，个股收益波动 $\beta\%$ 。（不考虑无风险利率）

目前交易所推出的产品是 50ETF 期权，我们可以把 50ETF 当作一个迷你型的“大盘”，它的成分股就是“个股”，从而求出成分股相对于 50ETF 的贝塔系数。持有 50ETF 成分股并且前期有大量获利盘的客户适合利用买入认沽期权来对自己持有的股票进行保护。如果你持有股票市值为 S ，期权合约的价值为 X ，那么买入认沽期权的数量 = $\beta * (S/X)$

假设小王持有 A, B, C 三只股票，该股票组合的贝塔系数为 1，总市值为 50 万元。50ETF 期权的合约单位是 10000，期权合约标的资产的价值就是 50ETF 基金净值（假设为 S ）的 10000 倍。小王股票的价值需要和期权标的资产的价值相同，换言之，他可以对股票组合中的每 10000 S 元资产买入一份执行价为 K 的认沽期权。根据贝塔系数，我们可以测算 ETF 跌了 X 元时，股票组合跌多少，那么当 ETF 基金净值低于 K 时，由于买入了认沽期权，可以挽回一部分损失，股票组合就得到了保护。

咱们举数字例子更明晰，假设目前 ETF 是 2 元，所以小王需要买入认沽期权的数量为 25 张。假设他选择的合约时 3 个月后到期执行价为 1.8 元。3 个月后大盘下跌，ETF 也跟着跌到了 1.76 元，此时小王的股票组合跌了 6 万元，不过

国融证券财富报告——股票期权报告

由于他买了 25 张认沽期权，在期权上的收益是： $25 \times (1.8 - 1.76) \times 10000 = 10000$ 元，所以小王股票组合总价值是 45 万。简而言之，小王只用买入 25 张执行价为 1.8 元的认沽期权合约，就可以保护他价值 50 万的股票，在未来 3 个月内最低不会少于 45 万元。

五、保护策略的优化

虽说买入认沽期权可以保护咱们的股票，但是必须付出一定的成本——权利金，不要小看权利金的力量，它可能蚕食我们来之不易的收益。因此，可以对保护策略做出小小的优化：在买入认沽期权的同时，卖出相同数量的认购期权，通过收取的权利金来抵消部分付出的权利金，

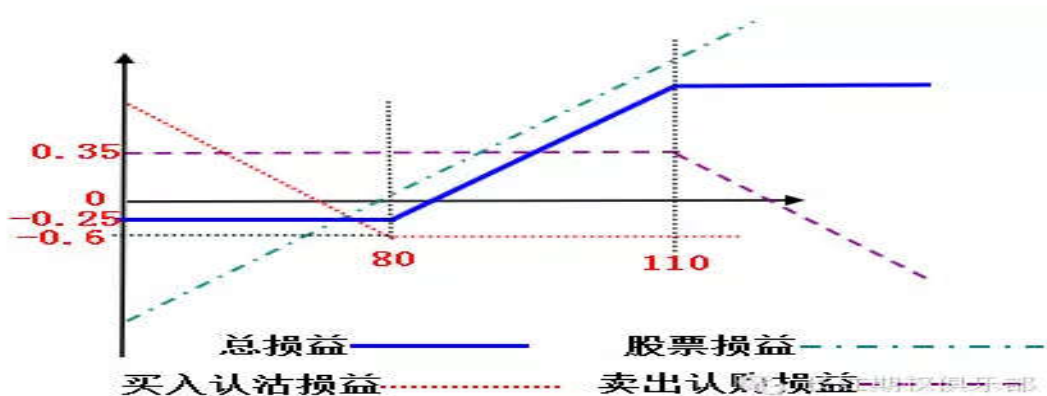
降低成本。这样做相当于放弃了股票进一步上涨的可能受益。

接上面的例子，小王如果判断未来 3 个月股票上涨超过 K 元的概率不大，那么他可以卖出 25 张认购期权，得到的权利金进一步增强了他在期权这一块收益，同时很好的保护了自己的股票。

我们换一个例子来直观感受下：

假设个股期权推出，小张持有 C 股票，股价为 90，前期他已经积累了大量收益。目前点位较高，他担心未来市场下挫，但是又不愿意清仓，放弃未来进一步上涨的可能收益。同时，他预期未来 3 个月就算 C 股票继续上涨，超过 110 元的概率也不大了。此时该怎么办呢？

小张根据前面提到的策略，买入对应份数的 3 个月到期，执行价为 80 元的认沽期权，价格为 0.6 元。同时卖出相同份数，执行价为 110 元的认购期权，价格为 0.35 元。我们来看看他的损益情况，如图所示：



国融证券财富报告——股票期权报告

图中的蓝色线条代表他的总损益，由于小张在买入认沽期权时，卖出了一定数量的认购期权，相当于他把权利金从 0.6 元降到了 0.25 元。此时小张放弃 3 个月后股票上涨超过 110 元以上的收益，同时保证股价下跌至 80 元以下时，不会进一步亏损。

这是划算的，因为小张之前已经预期未来 3 个月股价超过 110 元的可能微乎其微，那么通过卖出认购期权来降低成本何乐而不为呢？

六、总结

1、目前上市的只有 50ETF 期权，因此对于持有 50ETF 成分股的投资者，保护策略比较精确，持有非 50ETF 成分股的投资者，用期权保护的效果不如预期，但也比不保护要好。

2、未来个股期权一旦推出，保护策略的使用会更加方便和准确。

作为保守型的投资者，我们需要明确期权是保护自己股票收益的工具，而非投机的工具。当然，当你对期权的掌握越来越深，风险偏好越来越大之后，可能就转换成激进型投资者，使用更加复杂的投机策略，我们会在将来的内容中进一步介绍。

注：引自期权俱乐部，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