

国融证券财富报告——股票期权报告

2018年1月22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。

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

◇ 【股票市场运行分析】

受我国12月M2增速创历史新低,2017年我国外贸增速创6年来新高,2017四季度我国对外投资增速由降转升,营改增税收政策红利继续释放、2017年GDP同比增长6.9%等信息影响,节后交易周A股分化明显。上周上证50、上证指数、深证成指、中小板指和创业板指涨幅分别为+3.29%、+1.72%、-1.45%、-2.51%、-3.22%。行业板块方面,银行、非银金融领涨,计算机、通信跌幅最大。

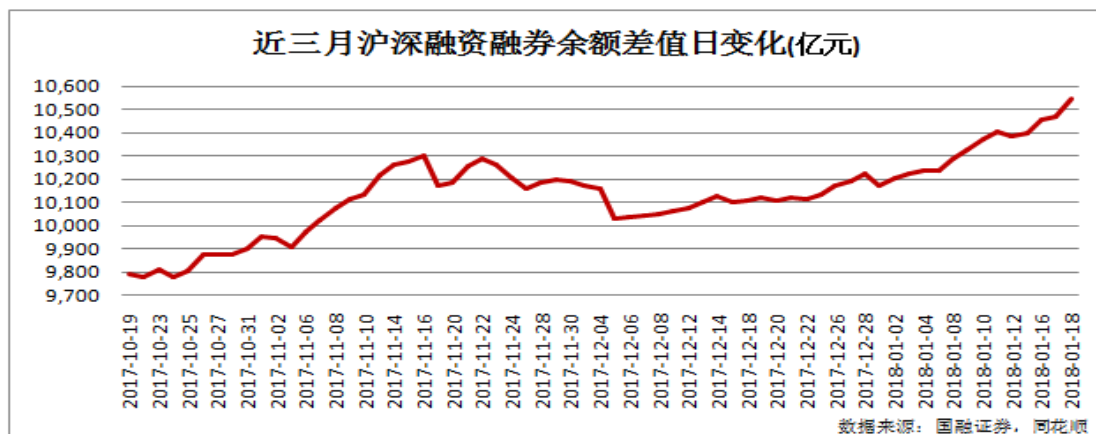
国家统计局日前公布的我国2017年GDP首次超过80万亿,比上年增长6.9%,实现了七年来的首次提速。随着居民收入、企业效益等指标的持续走好,经济结构逐步优化,我国经济已转向高质量发展阶段。目前市场普遍预测2018年上市公司业绩整体仍将维持两位数增长,同时债务负担减轻对银行、地产的估值和预期提供正向影响,这是年初此两板块上涨的重要基础。

市场方面,上证综指成功突破“熔断底”,慢牛行情初现端倪。从监管表态看,明确2017年行情是价值投资理念确立的一年。从上周表现看,市场风格转换可谓达到极致。上证综指创本轮新高,创业板创新低。市场宣泄后,一批新兴行业公司有在跌出价值的背景下望脱颖而出。投资者可结合年报预报左侧布局。

我国GDP总量本世纪变化(亿元)

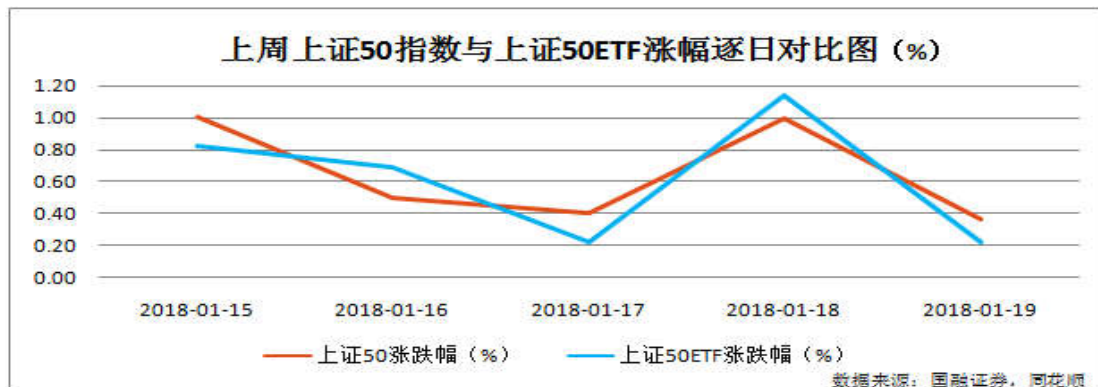


国融证券财富报告——股票期权报告



◇ 【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,五个交易日全部上涨,ETF 跟踪误差变大。50ETF 截止上周五收盘时报于 3.113 元,周上涨 3.15%,周 K 线呈实体长阳线。成交量上,上证 50ETF 成交量较前周大幅放大,周总成交量为 3274 万手;周成交金额为 101 亿,成交额较前周明显放大。



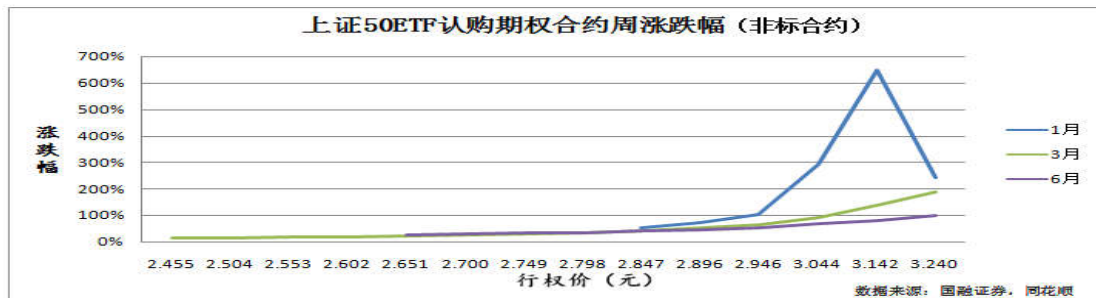
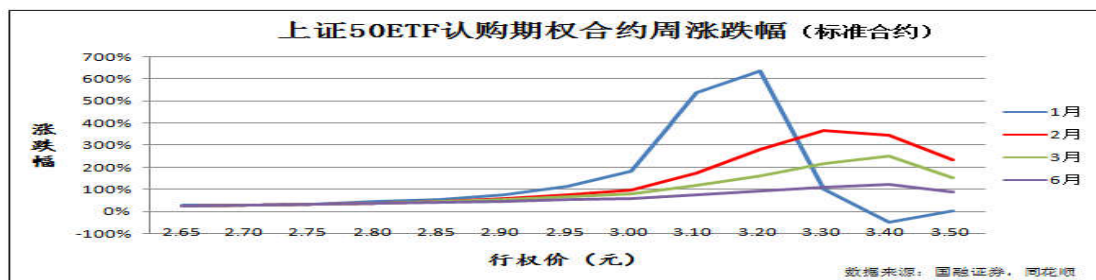
国融证券财富报告——股票期权报告

期权合约方面，2018年1月17日，波动加挂50ETF期权合约行权价3.50元各月份合约8个。截止2018年1月19日，正常交易的期权合约约为164个，其中标准合约104个，调整合约60个。

期权价格上，标的50ETF持续上涨，对认购期权提振作用明显。标准认购期权除50ETF购1月3400、50ETF购1月3500外全线上涨。其中50ETF购1月3200、50ETF购1月3100、50ETF购2月3300、50ETF购2月3400等4个合约周涨幅均超过300%。不难发现，近月轻度虚值或平值合约delta在标的大涨的背景下得到快速上扬，表现为对应期权涨幅巨大。反之，远月合约如50ETF购3月2650、50ETF购2月2650等受标的大涨的影响相对较弱，涨幅有限。50ETF购1月3400、50ETF购1月3500由于虚值且即将到期，价值向0回归，故未出现上涨。调整后的非标合约跌幅情况与标准合约类似。

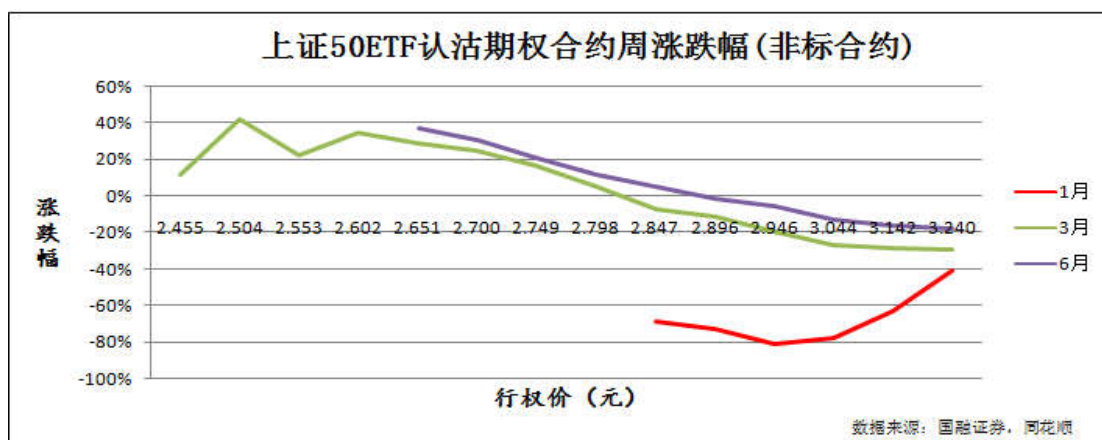
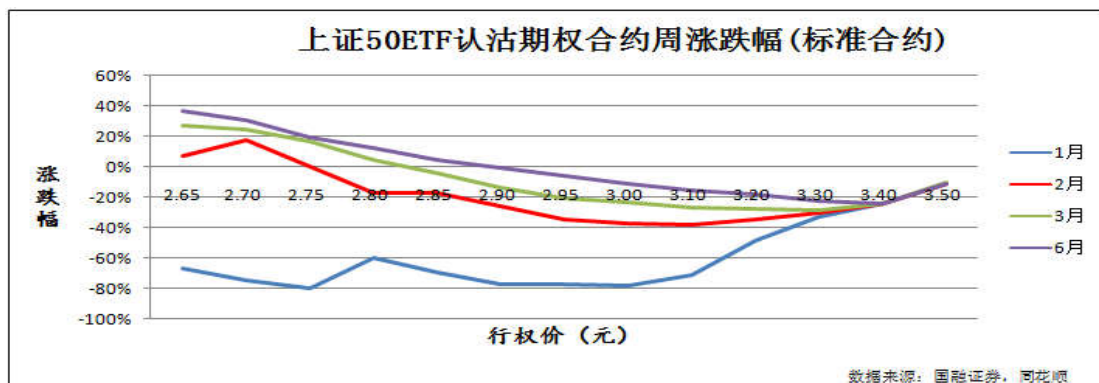
与认购期权相反，50ETF上涨对认沽期权冲击明显。但认沽期权由于隐含波动率的大幅上扬，整体表现出明显分化。其中50ETF沽6月2650、50ETF沽6月27000等远月虚值合约，时间价值流逝较小和隐含波动率提升的综合作用下明显上涨，周涨幅超过30%。而近月虚值合约加速向0回归，跌幅巨大。比如50ETF沽1月2750、50ETF沽1月3000、50ETF沽1月2900等近月虚值期权跌幅巨大，周跌幅均超过75%。非标合约同样明显分化。

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：



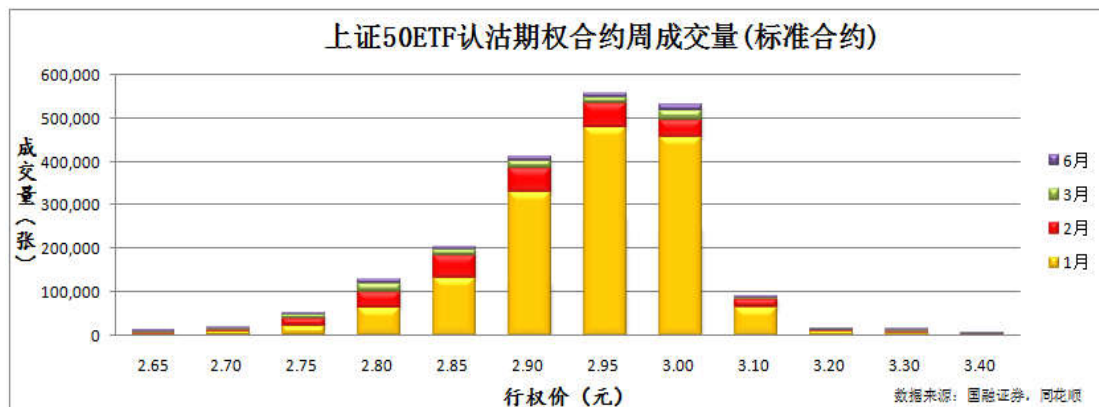


国融证券财富报告——股票期权报告



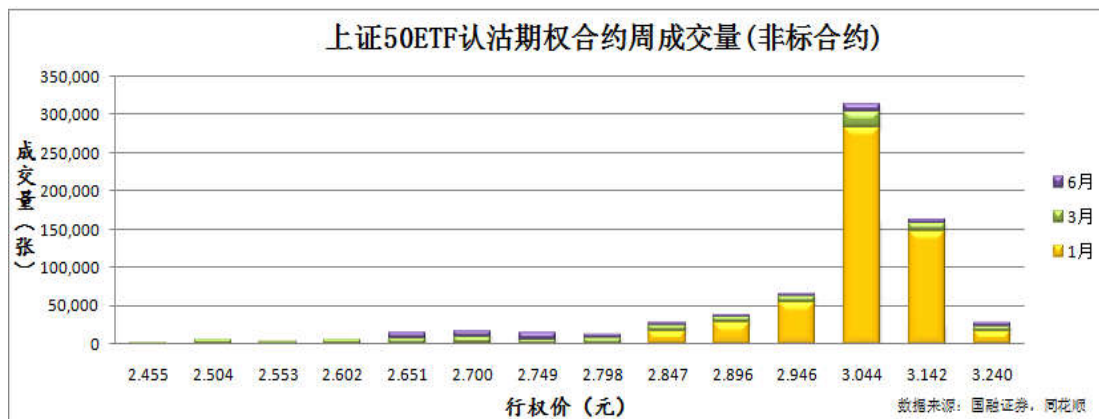
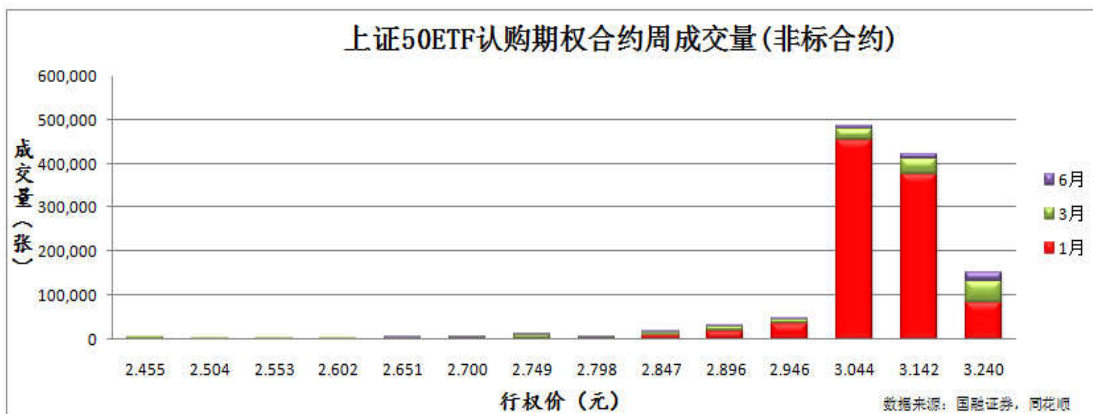
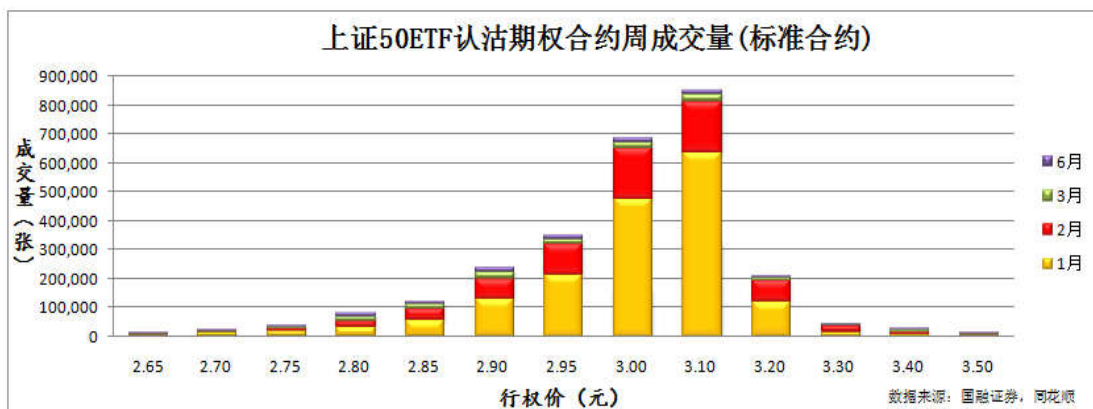
期权成交量上，上周上证 50ETF 期权合约总成交量较前周上升，单周成交 8,609,318 张，较前周上升 58.59%，成交量最高的 50ETF 购 1 月 3100 单周成交 87 万张。成交 10 万张以上合约大幅增加为 21 个。上周成交量上涨的原因是 50 趋势性行情特征明显，投资者避险、投机热情增强。成交量前 10 位由认购、认沽合约七三分配，共计成交 4,756,794 张，占比 55.25%，持仓集中度下滑。

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：





国融证券财富报告——股票期权报告

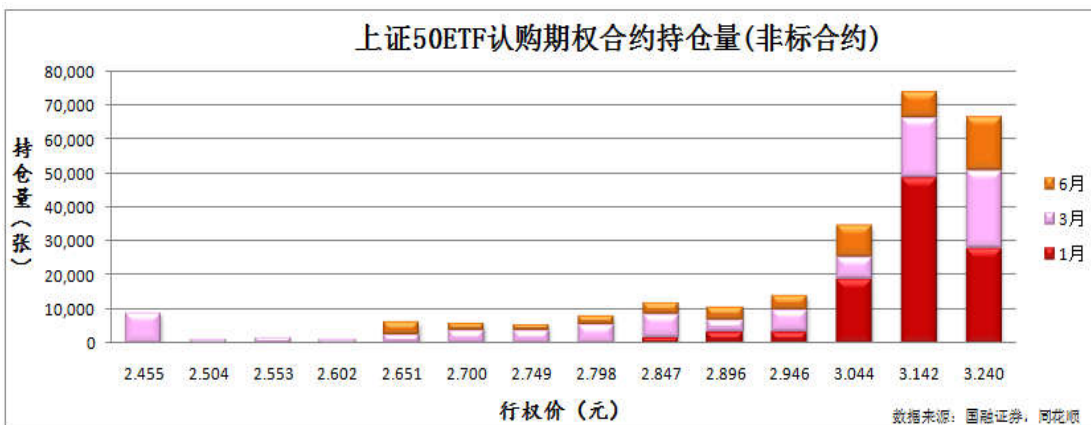
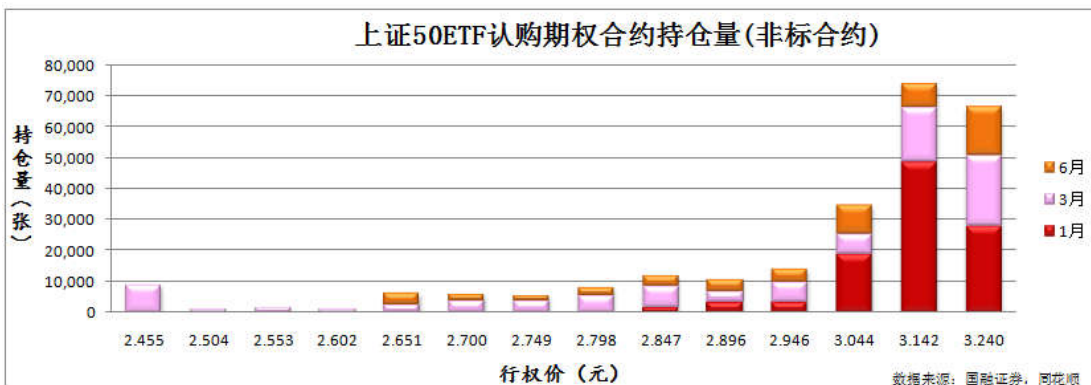
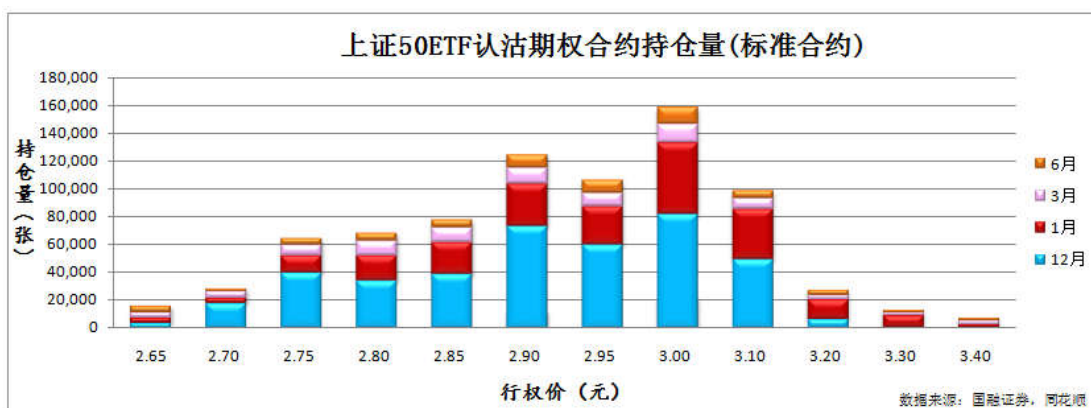
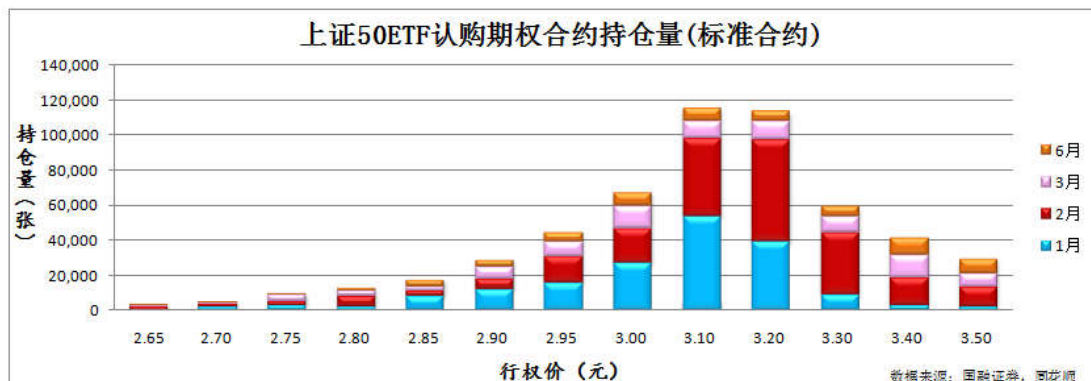


持仓量方面, 上证 50ETF 期权合约上周五总持仓量较前周增加。上周五 50ETF 期权合约总持仓量为 1,871,076 张, 较前周五增加 7.37%, 期限分布上, 持仓量最大的合约 50ETF 沽 1 月 3000, 其占有所有合约总持仓量的 4.34%

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





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 5,218,490 张，认沽期权成交量为 3,390,828 张，成交 CPR 为 1.54，较前周明显上扬，反映市场多方力量占优。上周中国波指 iVX 大幅上行，预计后市持续宽幅波动。

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。

上一交易周 50 指数持续上扬。指数波动率大幅上扬。作为稳健策略选择，我们上周推荐的“备兑看涨（等量对冲）策略”周收益率为+2.14%，具体各合约收益如下。

合约	数量	1月12日 收盘价（元）	1月19日 收盘价（元）	盈亏（元）
买入 50ETF（代码：510050）	10 万份	3.018	3.113	+9500
备兑开仓 50ETF 购 1 月 3100	10 张	0.0065 (以 1 月 15 日 开盘价计)	0.0370	-3050
策略总盈亏			+6450 元	
策略模拟收益率			+2.14%	
平均年化收益率（始自 2016.8.1）			16.93%	

国融证券财富报告——股票期权报告

对于后市，漂亮 50 年初偏多格局尚未改变，但持续大涨后周线级别或有回调。上周持有的 50ETF 及期权仓位建议平仓了结。新开仓推荐“温跌”策略。该策略基于 50 周线级别调整。优势在于最大亏损有限。该策略组成如下。

策略组成	模拟数量与到期损益情况（预估）
买入开仓 50ETF 沽 2 月 3200 (代码：10001174)	10 张
同时卖出开仓 50ETF 沽 2 月 3000 (代码：10001161)	10 张
到期最大盈利	10750 元
建议准备保证金	7 万元

周线操作策略除“温跌”外，“转换”、盘中日内 T+0 “大跌”、“大涨”策略也可供选择。

特别提示：上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——波动率、股价、时间对期权价格影响】

在过往的交易中，投资者可能会发现，有时指数大涨，认购期权通常大涨。但也有时候指数大涨，认购期权涨幅确很有限。认沽期权同样有这种情况。其实这涉及到期权价格涨跌的因素。期权价格主要受三方面影响：标的股票价格+隐含波动率+剩余时间。

我们知道，标的股价对期权的影响非常大。口诀心中记，交易无烦忧。

期权口诀

看大涨买认购，看大跌买认沽。

看不涨卖认购，看不跌卖认沽。

至于剩余时间，也有规律可寻，我们知道，期权是“阳光下的冰”，每一天时间价值均在流逝，而在到期前一个月开始，期权时间价值加速流逝（价值加

国融证券财富报告——股票期权报告

速萎缩)。所以,对于买入开仓(做权利方)持仓时间不确定的投资者,我们建议优先选择下月到期的期权合约。对于卖出开仓(做义务方),盈利的很大一部分就是时间价值流逝。

对于第三个重要的影响因素——隐含波动率。您可能觉得很拗口。其实他还有另外一个小名“期权市盈率”。您一定知道,影响股票价格的因素有两个:每股收益、股票市盈率。因为

$$\text{股票价格} = \text{每股收益} \times \text{股票市盈率}$$

所以股票价格上涨或是来源于公司业绩增长(每股收益增加)或是股票市盈率提升(比如牛市,多数股票均大幅上涨),或是两者都有(即所谓戴维斯双击)。

对于期权,与股票类似,期权市盈率就是期权的隐含波动率,具体数值是由期权价格反推得出。反映投资者对未来股票波动大小的预期。隐含波动率高说明投资者预期未来行情大涨大跌,波动率低说明投资者预期未来行情相对平稳。我们在“期权 T 型报价—风险指标”中可以看到(见下图)。

认购期权								1712 A (15天)
隐波	历波	Delta	Gamma	Vega	Theta	Rho	最新	执行价
0.7282	0.1848	0.9999	0.0000	0.0000	-0.1292	0.0885	0.6955	2.1600
0.6565	0.1848	0.9999	0.0000	0.0000	-0.1322	0.0905	0.6459	2.2090
0.6051	0.1848	0.9999	0.0000	0.0000	-0.1351	0.0925	0.5969	2.2580
0.4891	0.1848	0.9999	0.0000	0.0000	-0.1380	0.0945	0.5461	2.3070
0.5191	0.1848	0.9999	0.0000	0.0000	-0.1410	0.0965	0.4995	2.3560
0.4692	0.1848	0.9999	0.0001	0.0000	-0.1439	0.0985	0.4505	2.4050
0.4168	0.1848	0.9999	0.0011	0.0000	-0.1470	0.1006	0.4004	2.4550
0.3867	0.1848	0.9997	0.0081	0.0005	-0.1509	0.1026	0.3523	2.5040
0.3261	0.1848	0.9985	0.0436	0.0026	-0.1586	0.1044	0.3027	2.5530
0.2927	0.1848	0.9933	0.1744	0.0107	-0.1787	0.1058	0.2546	2.6020
0.2273	0.1848	0.9750	0.5285	0.0325	-0.2276	0.1058	0.2045	2.6510
0.2000	0.1848	0.9318	1.2332	0.0758	-0.3204	0.1025	0.1565	2.7000
0.1725	0.1848	0.8436	2.2463	0.1382	-0.4482	0.0940	0.1110	2.7490

每个期权对应的隐含波动率都不同,为了便于观察市场整体隐含波动率水平,有必要构建一个指数来综合反映期权市场整体隐含波动率情况,中国波指(英文:ivx,上海证券交易所发布,代码:000188)应运而生。

中国波指有一个很形象的昵称叫恐慌指数,用来衡量市场的情绪。一般情况下,中国波指大涨,说明市场很恐慌,就像2015年8月25日市场大跌时,中国波指的值达到创历史最高纪录的69.83%。中国波指大跌,说明市场恐慌情绪下

国融证券财富报告——股票期权报告

降，比如今年 5 月 12 日，中国波指的值达到创历史新低的 7.95%。不过也有例外，比如从今年 5 月开始，中国波指大涨，而上证 50ETF 并没有恐慌大跌，反而大涨。

中国波指是一个非常有价值指标。请记住两点：第一，50ETF 上涨，认购期权上涨，中国波指上涨，说明大家都看好后市，一般可以追涨；第二，50ETF 下跌，认沽期权上涨，中国波指也上涨，说明大家都看淡后市，一般可以杀跌。具体请见下表：

标的	期权合约	中国波指	交易建议
50ETF 上涨	认购期权上涨	中国波指上涨	普遍看好后市，一般可以追涨。
		中国波指下跌	普遍在卖出平仓，一般及时止盈，行情可能转向。
50ETF 下跌	认沽期权上涨	中国波指上涨	普遍看跌后市，一般可以做空。
		中国波指下跌	普遍在卖出平仓，一般及时止盈。行情可能转向。

我们发现目前 50ETF 上涨，但中国波指回落。50ETF 下跌，中国波指上升。所以出现了近期指数大涨，认购期权涨幅确很有限（之前涨幅前列者日涨幅超 100%，近期普遍降低至 50% 左右，就是因为隐含波动率下降。类似于虽然每股收益上升，但市盈率下滑，对冲后股价涨幅有限）。指数下跌，认沽期权涨幅较大（股价下跌时，认沽期权涨幅前列者日涨幅均超 100%，隐含波动率上升功不可没。类似于每股收益上升，市盈率也上升，合力助推股价飙升）。这反映了短期市场多方力量仍显不足，空方力量占优的局面。

这点对于股票交易和期权交易均有重要参考价值。落实到交易层面，我们应该以买入认沽期权为主。只有在指数出现大幅下跌后结合指数技术分析（如支撑位），买入认购期权做反抽或反弹。当然，每日中国波指都在变化，在制定次日

国融证券财富报告——股票期权报告

交易计划时，应该参考上面表格所述内容，做出理性决策。具体交易合约选择可参考前期月度分析报告（如丢失可向所在营业部索取）。

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