

# 国融证券财富报告——股票期权报告

2018年2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

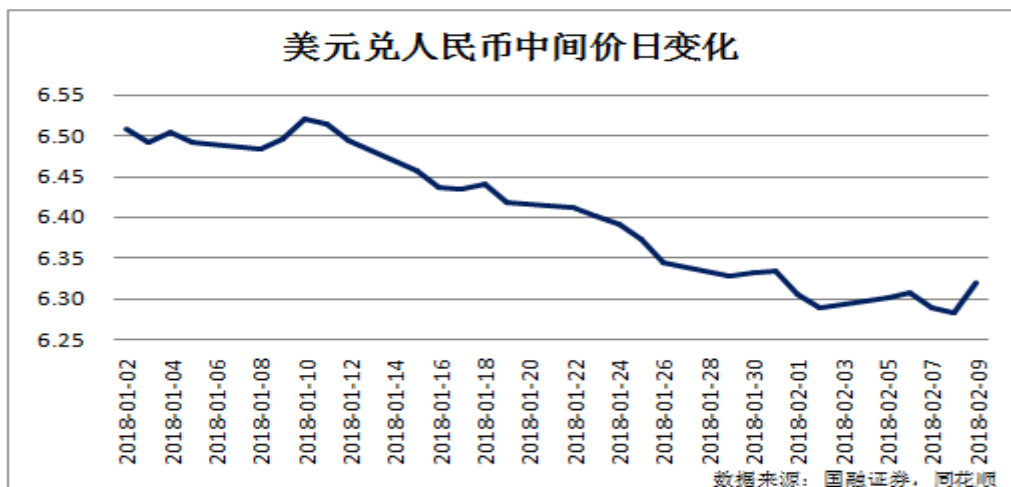
## ◇ 【股票市场运行分析】

受全球金融市场剧烈动荡，中央一号文件全面谋划新时代乡村振兴，央行控制货币规模，我国外汇储备连续12个月上升，人民币汇率波动加大央企改革试点蓄势突围等信息影响，上一交易周A股明显回调。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-10.78%、-9.60%、-8.46%、-6.80%、-6.46%。行业板块方面，所有行业全线下跌，采掘、国防军工领跌大市。

宏观方面，美股短时间内暴跌拉响全球股市警报。目前主流观点认为美股暴跌主要原因在于美联储加息预期强化和前期长时间过大幅度上涨，短期一定会对A股市场造成冲击。而美股下跌时间与国内金融去杠杆、年报预报及节前资金紧张时点重合，导致A股在上周出现显著调整。但从中长期来看，中国经济L型走势稳中有升，企业盈利改善，多项重大改革举措有望在今年落地，市场大幅回调后大概率会展开修复。

市场操作方面，从上周跌幅来看，前期涨幅较大的蓝筹板块跌幅较大，部分创业板中低估值股票出现企稳迹象。风格是否就此转换尚难下定论。但市场进入高波动阶段确实事实。投资者对于反弹、下跌均应谨慎对待，以右侧交易为主。同时充分利用期权避险、投机功能进行保值和获取投机收益。

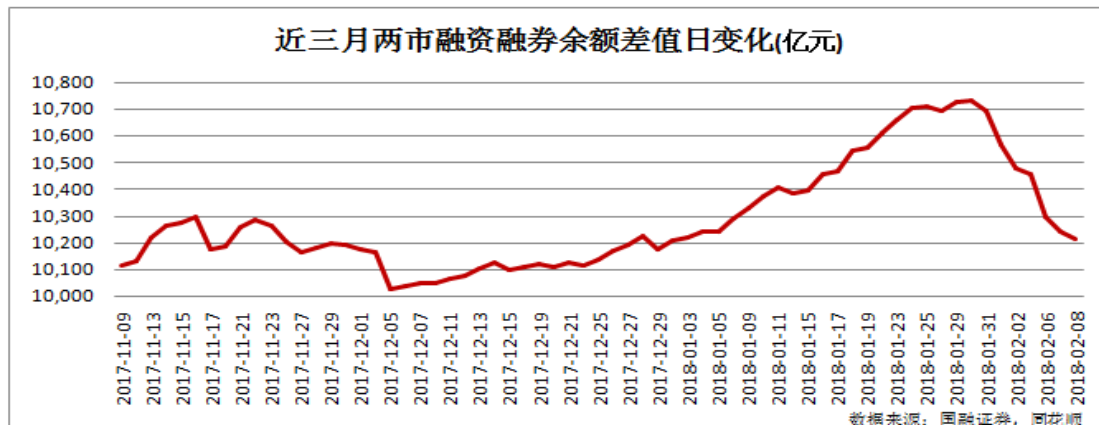
美元兑人民币中间价日变化



数据来源：国融证券，同花顺

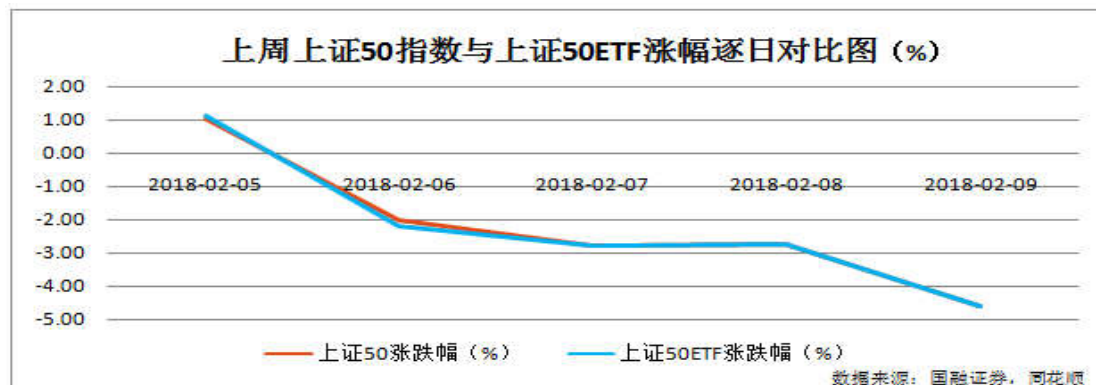


# 国融证券财富报告——股票期权报告



## ◇ 【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,五个交易日四跌一涨,ETF 跟踪误差变小。50ETF 截止上周五收盘时报于 2.803 元,周下跌 10.87%,周 K 线呈实体长阴线。成交量上,上证 50ETF 成交量较前周出现大幅度增加,周总成交量为 7000 万手;周成交金额为 209.7 亿,成交额较前周大增。



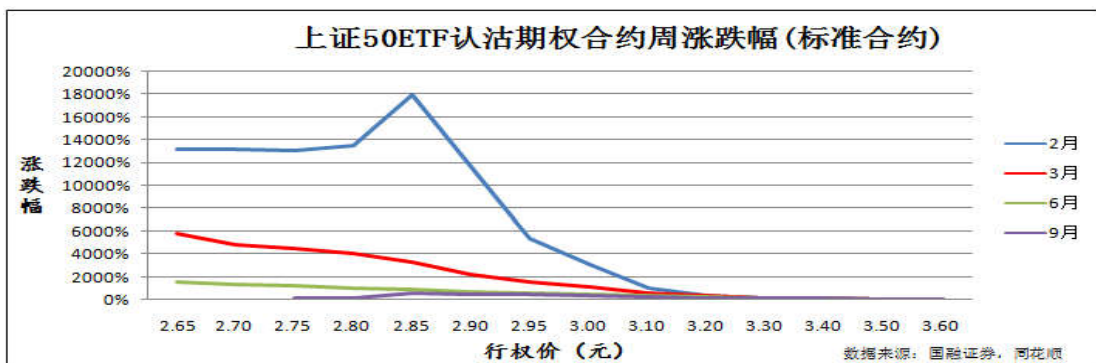
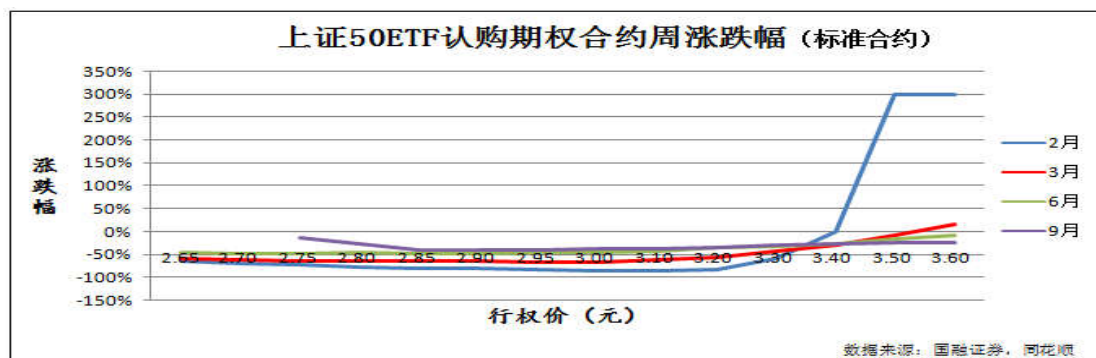
# 国融证券财富报告——股票期权报告

期权合约方面，2018年2月8日，波动加挂50ETF期权合约行权价2.80元9月合约2个。2018年2月9日，波动加挂50ETF期权合约行权价2.75元9月合约2个。截止2018年2月9日，正常交易的期权合约为156个，其中标准合约108个，调整合约48个。

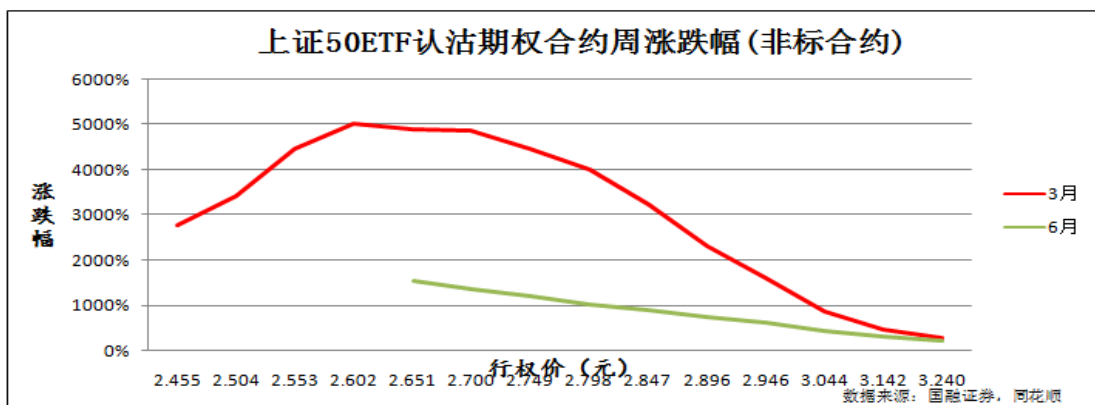
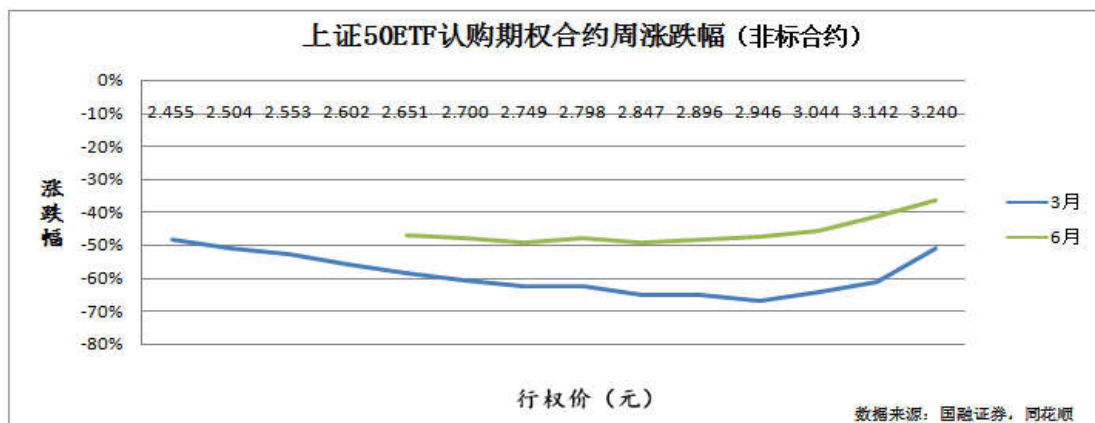
期权价格上，标的50ETF大幅调整，对认购期权打压作用显著。标准认购期权除50ETF购2月3600、50ETF购2月3500等四个合约外全线下跌。其中50ETF购2月3100、50ETF购2月3000周跌幅均超过85%。隐含波动率大幅上涨抑制了认购期权跌幅，但由于标的暴跌，认购期权跌幅仍较大。上涨合约只限于几个极度虚值合约，由于交易价格极低，上涨不具有参与价值与意义。非标合约跌幅情况与标准合约类似。

与认购期权相反，50ETF下跌对认沽期权有提振作用。叠加隐含波动率上升使得认沽期权涨幅巨大。有多达21个认沽期权周涨幅超过10倍，涨幅最高者50ETF沽2月2850周涨幅高达17900%，即使高度实值合约涨幅也很可观，如涨幅最小者50ETF沽3月3600周涨幅也达到78.9%，趋势型投资者获利丰厚。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：

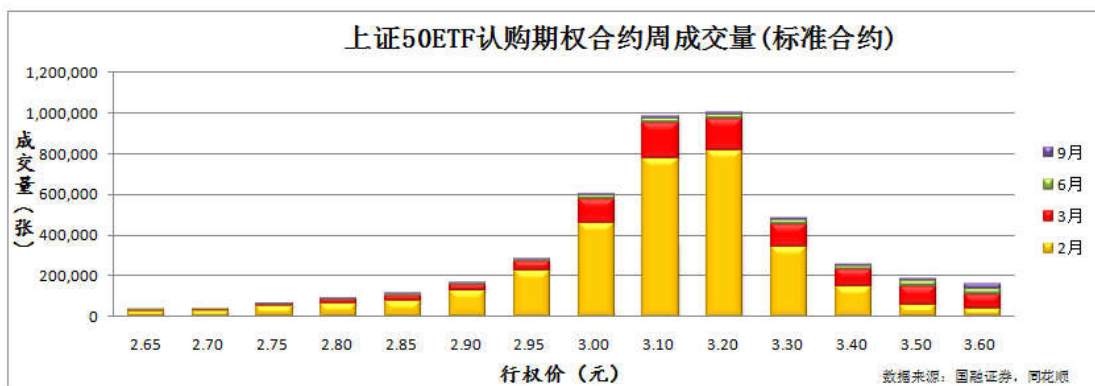


# 国融证券财富报告——股票期权报告

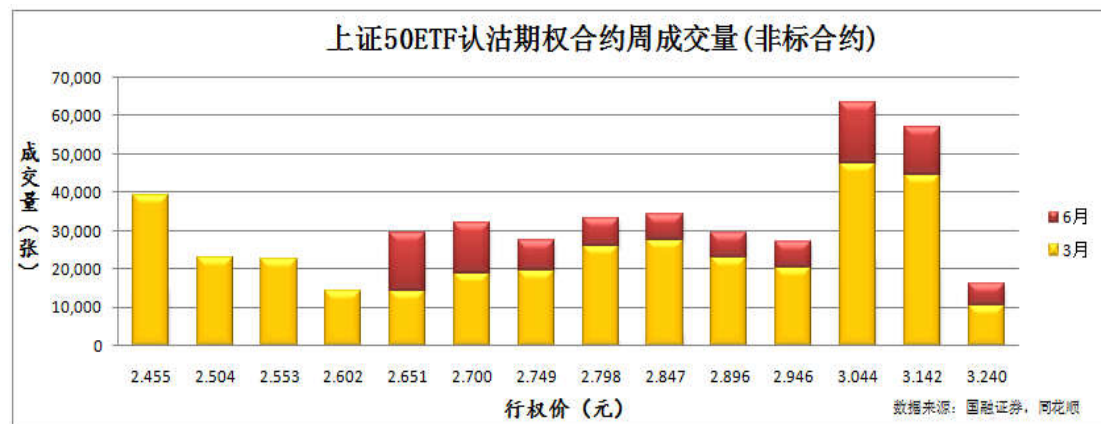
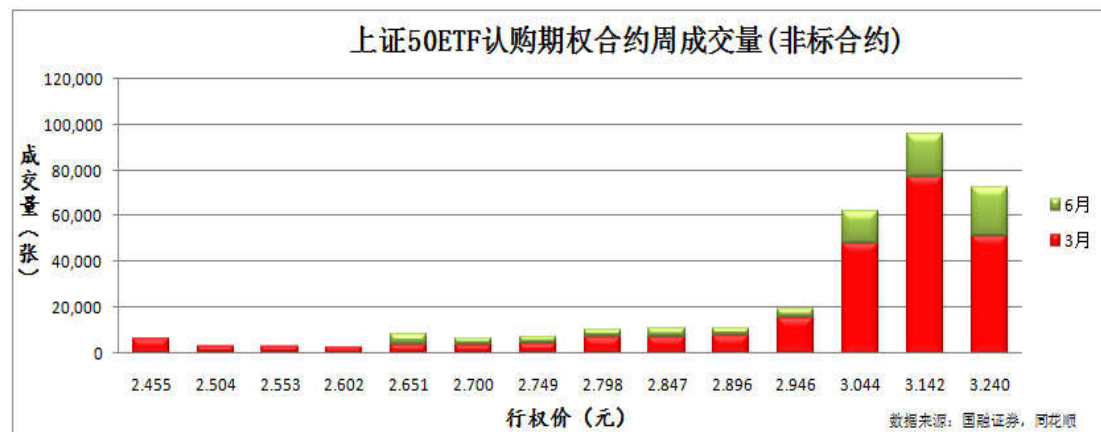
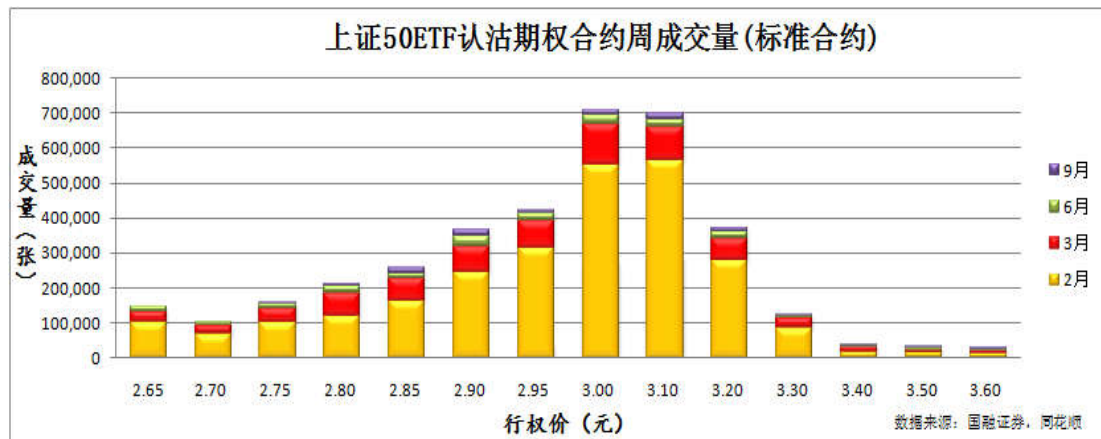


期权成交量上, 上周上证 50ETF 期权合约总成交量较前周上升, 单周成交 8,889,574 张, 较前周上升 66.80%, 成交量最高的 50ETF 购 2 月 3200 单周成交 81.86 万张。成交 10 万张以上合约为 21 个。上周成交量上涨的原因是行情大幅波动, 避险需求增加。成交量前 10 位由认购、认沽合约五五分配, 共计成交 4,578,649 张, 占比 51.51%, 持仓集中度下降。

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

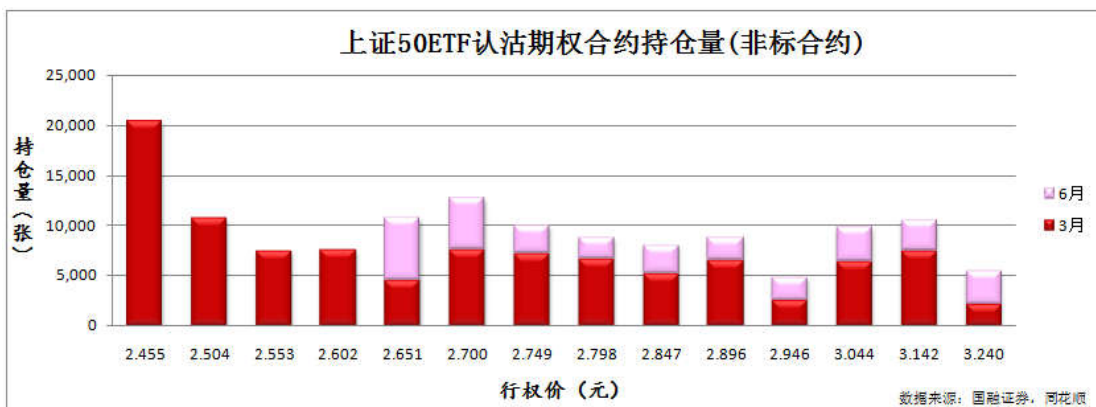
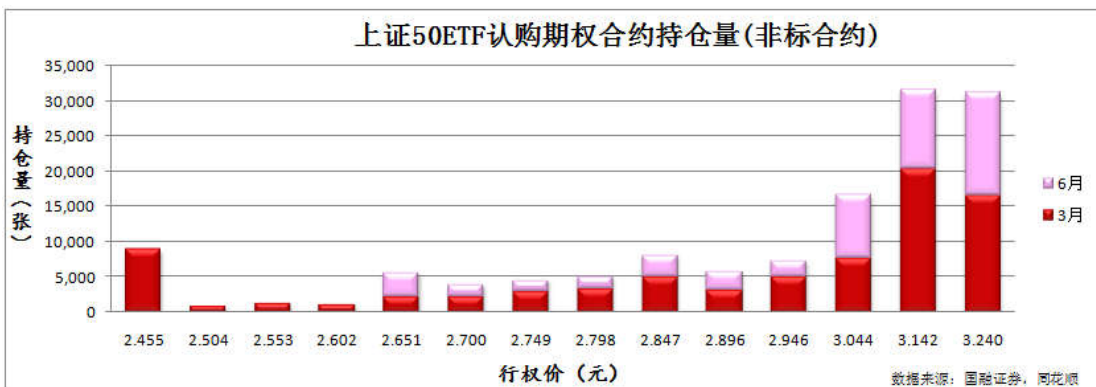
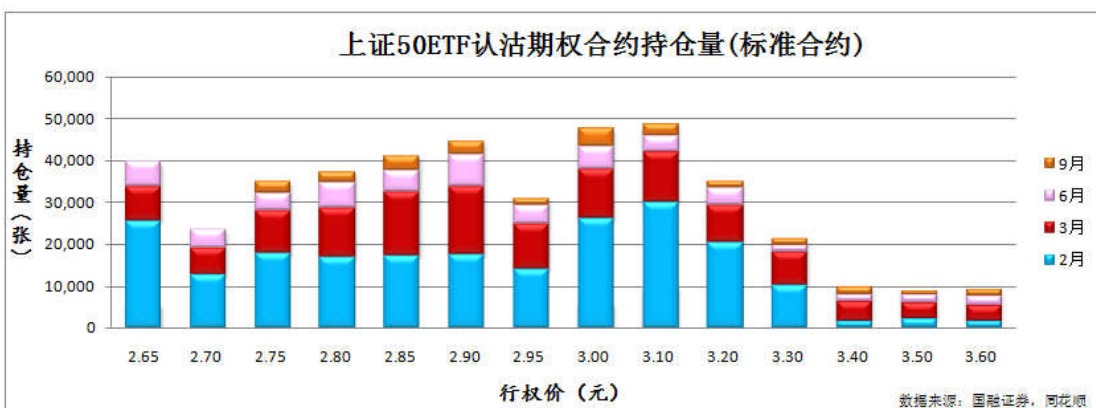
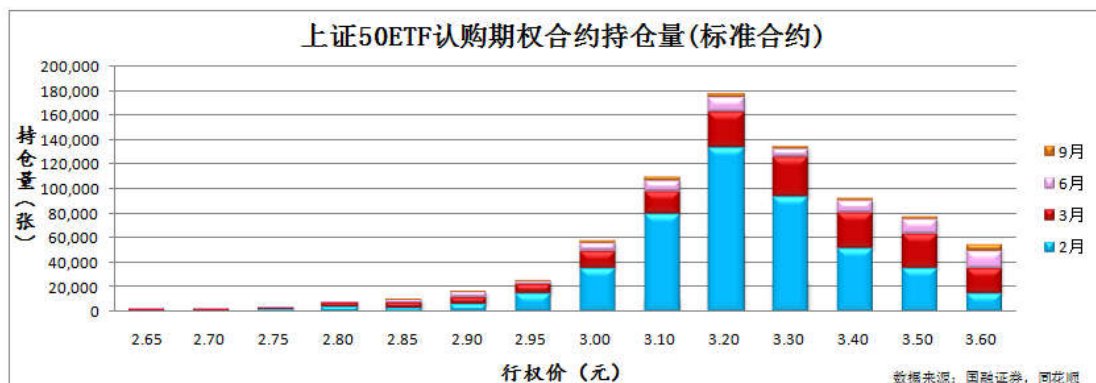


持仓量方面, 上证 50ETF 期权合约上周五总持仓量较前周下降。上周五 50ETF 期权合约总持仓量为 1,616,596 张, 较前周五下降 10.21%, 期限分布上, 持仓量最大的合约 50ETF 购 2 月 3200, 其占有所有合约总持仓量的 7.37%

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 4,770,636 张，认沽期权成交量为 4,118,938 张，成交 CPR 为 1.15，较前周继续下滑，反映市场空方力量依然强大。上周中国波指 iVX 大幅飙升，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 指数大幅回调。指数波动率大幅上行。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-10.27%，收益回撤原因是行情下跌速度超出预期。具体各合约收益如下。

| 合约                    | 数量    | 2月2日<br>收盘价（元）              | 2月9日<br>收盘价（元） | 盈亏（元）  |
|-----------------------|-------|-----------------------------|----------------|--------|
| 买入 50ETF              | 10 万张 | 3.145                       | 2.803          | -34200 |
| 备兑开仓 50ETF 购 2 月 3200 | 10 张  | 0.0273<br>以 2 月 5 日<br>开盘价计 | 0.0056         | +2170  |
| 策略总盈亏                 |       |                             | -32030 元       |        |
| 策略模拟收益率               |       |                             | -10.27%        |        |
| 平均年化收益率（始自 2016.8.1）  |       |                             | 6.74%          |        |

# 国融证券财富报告——股票期权报告

对于后市，漂亮 50 年年初上涨格局已破，但短线超跌后反弹概率依然较大。同时基于春节效应，上周策略 50ETF 仓位维持，期权调整为备兑开仓 50ETF 购 2 月 3000（若 2 月 28 日到期前收盘价未超过 3.20 元则持有至到期）。新开仓推荐“**备兑看涨（等量对冲）**”策略。该策略基于 50 反弹。优势在于额外获得权利金收益且无现金保证金占用，同时持股成本降低。该策略组成如下。

| 策略组成                                      | 模拟数量与到期损益情况（预估） |
|-------------------------------------------|-----------------|
| <b>买入 50ETF（代码：510050）</b>                | 10 万份           |
| <b>备兑开仓 50ETF 购 2 月 3000（代码：10001157）</b> | 10 张            |
| 到期最大盈利                                    | 22260 元         |
| 建议准备保证金                                   | 无               |

周线操作策略除“**备兑看涨（等量对冲）**”外，“温涨”、“温跌”策略也可供选择，以上策略对应上升、下跌行情，最大亏损有限。

**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——期权交易思维与系统的构建】



随着上证 50ETF 期权的成功上市，国内投资者对期权衍生品愈加熟悉，乐于尝试用期权进行投资或避险，这从不断攀升的期权成交量可窥见一斑。然而总体来说，期权对大多数投资者来说，依然是个新鲜事物，从成交状况来看，也出现了一些不成熟的特征，例如成交集中在短期期权、定价偏高、无风险套利机会频现等，说明投资者对期权从理论到应用等多方面的理解并不十分透

# 国融证券财富报告——股票期权报告

彻。

毫无疑问，期权时代的来临，对投资者来说既是机遇也是风险，只有深刻理解期权，才能使其为我们服务，带来更多的投资机会。

本文以期权思维的培养为基础，总结了成功期权交易系统应具备的特点，并分别从基础策略选择、资金管理、风险管理三个方面论述建立成功期权交易系统的核心要点。

## 一、期权思维的培养

战略决定战术，一项成功的期权投资离不开投资理念，这里便涉及期权思维的养成。与期货不同，期权作为非线性衍生产品，需要区别于我们一向熟悉的期货思维方式。

### （1）多维度定价思维

观察上证 50ETF 期权报价，可发现，当标的上证 50ETF 价格下跌时，理论上相应认购期权价格是下跌的，可事实上部分认购期权价格不跌反涨，这便是多维度定价的结果。标的物价格、执行价格、波动率、到期时间、无风险利率是影响期权价格的五个因素，其中执行价格、无风险利率可以认为是固定不变的，无需过多分析，而习惯了期货交易思维的投资者往往只注重标的物价格对期权的影响，忽略了波动率和时间的重要性。

由期权定价公式可知，6 个月期的上证 50ETF 平值认购期权，其  $Vega=0.0082$ ， $Theta=-0.0014$ ，表明对于一手该期权，波动率每增加（减少）1%，期权价格增值  $0.0082 \times 10000=82$  元，每过一天，期权价格贬值  $0.0014 \times 10000=14$  元，从绝对值来看并不大，但不要忘记这是每变化 1%、每度过一天的量，时间累计起来又是如何呢？可见，波动率和时间对期权价格影响甚深。

多个定价因素的客观事实，要求投资者不能仅仅分析标的物价格，更要意识到波动率与时间价值的重要性，从某种程度上讲，即使无法准确判断标的物走势，单纯通过波动率与时间的分析，期权交易同样可以获利。总之，意识到多维定价事实，是建立期权交易思维的基础。

### （2）多样化获利方式

# 国融证券财富报告——股票期权报告

在单纯股票市场，无论是长线、短线亦或是套利交易，其本质都是以预测价格变动方向为核心的，而投资中最难判断的便是准确预测价格，这也是导致大多数投资者认为交易难的根本原因，获利概率低，心理压力大。期权市场则不同，摒弃固有的单纯判断行情变化，转而投入更多精力去思考波动率和时间价值，会产生很多区别于股票的独特获利方式，波动率价差组合与日历组合便是最具代表性的策略。

波动率价差组合是通过某种期权组合，在消除标的价格影响的同时，仅仅依靠波动率变化而获利；而日历组合则主要依靠时间价值衰减速率的差异获利。每一大类策略中又可通过各种不同的组合方式完成，据不完全统计，经常被使用的成熟期权组合方式共有 58 种。

最重要的是，相对于标的物行情的判断，波动率和时间价值更容易把握，这是因为理论和实践都证明，波动率具有均值回复特性，即无论波动率大小，均有很高概率向其均值回归的趋势。时间价值变化规律性更强，随着到期日的邻近，期权一定是贬值的，其时间衰减速率也逐渐加大。在到期日，时间价值贬值为 0，这是确定性的。

换句话说，相对于期货，我们容易找到期权中所蕴含的确定性因素，从而有助于构建投资组合，提高获胜概率。

什么才是正确的期权交易思路呢？罗伯特·汤普金斯(Robert Tompkins)在其著作《解读期权》(《Options Explained》)中，对期权交易和期货短线交易的对比做了经典阐述。

罗伯特·汤普金斯写道：“期权交易与标的期货交易(或是现货市场)的主要区别是，标的市场的交易更像是游击战，你快速地买入和卖出，在游击战中，你有时打败敌人，有时也被敌人打败。期权交易更像是一个好的军事战略思想，你制订了一项作战计划，决定你要做什么以及何时进行，然后你将决定如何更好地达到你的目标(这个目标是你从影响市场的要素所持的观点中确定的)，并制订应急计划以便在事情出乎你的预料之时，可以重新修订你的策略。一旦你建立起交易策略，你就可以不去管它，而坐下来休息一下。这些策略将随着时

# 国融证券财富报告——股票期权报告

间衰减、波动率的变动和价差的变化而发挥作用。一旦市场发生了变动，你还可以做一个简单的交易并进一步将其发展为其他的策略形式。所以，游击战与长期的军事战略的区别是基本原理上的以及学科规律上的区别。期权交易，可以使你最大限度地利用这些优点。”

## 二、成功期权交易系统的特点

任何成功的期权交易系统，即使形式千差万别，其内在一定具有某些共性。

### （1）策略的可执行性

首先要承认，并不是每个设计的策略都能如愿构造。以上证 50ETF 期权为例，当行情一路上涨时，投资者打算构造深度虚值认购日历期权组合，但受制于上交所期权挂牌规则，并没有深度虚值认购期权挂牌，何来构造组合？此外，类似于（反）转换这样的无风险套利，通常需要利用程序化交易来识别套利机会、执行套利指令，否则很容易锁定亏损，造成很高的操作风险。可见，一个无法执行的交易系统，理论上再美，也只是空中楼阁，毫无意义。

### （2）风险的可控性

任何交易系统，风险控制都应当是重中之重，一个风险不可控的交易系统，即使风险出现概率极低，也应当慎重考虑。以卖空虚值看涨期权为例，只要标的物价格不超过执行价格，坚持持有到期，便可获得全部权利金，这说明在下跌、震荡行情下，该策略都可获利，获利概率可谓相当之高。然而若卖出看涨期权后，不采取任何的风控措施，一旦出现开盘即涨停或短时大幅单边上涨行情，其风险难以控制，一次亏损可能吞噬前期多次盈利。从风控角度看，简单卖空期权交易系统是不可取的。若对卖空期权做适当风险控制，即有保护的卖空期权策略是值得尝试的，备兑看涨期权组合便是这样的经典交易系统。

### （3）交易的适应性

构造交易组合后，很可能随着行情、波动率等市场状况的变化，初始交易组合已不具获利能力，甚至蕴含巨大的风险。能够通过头寸的拆分、转换，快速适应新的市场状况，此即交易的适应性。这点特征并非必须，但如果一个交易系统具备极强适应性，它一定是值得反复研究的。

# 国融证券财富报告——股票期权报告

## 三、构建成功交易系统的步骤

一项成功的期权交易，通常是这样的：投资者首先构建一个交易组合，可以称之为基础策略。随着行情、波动率、时间等市场状况的变化，投资者适时调整头寸，最终实现盈利。

通常，成功交易系统的构建，都至少要经过基础策略选择、资金管理和风险管理三个步骤。

### （1）基础策略选择

作为交易系统的基础，基础策略选择尤为重要，资金管理、风险管理都要围绕它展开。期权策略有多种分类方法，但大致可分为：价格上涨行情下的牛市策略、下跌行情下的熊市策略、盘整情形下的收入策略、还有无法确定涨跌情形下的波动率和时间交易策略。

一个成功的基础策略选择，首先，要对市场做出全面的评估，对标的物价格走势、波动率以及时间变化等诸多方面进行综合评判，进而框选出几种可行的交易组合；其次，对比分析各个组合的构造成本和执行难易程度，一个通常的原则是，尽量选择简单易行的交易组合；最后，可能也是最重要的，策略选择要与投资者个性相匹配，激进型还是保守型？一个让你彻夜难眠的基础策略无论看起来多么完美，也不可轻易选择。

### （2）资金管理

下面分别从期权买方和卖方两个角度阐述资金管理的要旨。这里的买(卖)方是指以买入(卖出)为主的交易组合，并非单一的买入或卖出期权。

针对买方而言，风险仅限权利金，而收益可能无限大是对其最为精准的描述。换句话说，买入期权本身就是一种资金管理方式，但必须注意避免陷入有限亏损的假象。

临近到期，期权时间价值衰减加速，尤其是对于虚值期权，越接近到期，越没有可能从平仓或行权中获利。即使到期为实值，也需要实值额超过时间价值的损失才可以获利。深度虚值期权的权利金低，常常吸引投资者购买，事实上这类期权获利的概率很低，损失权利金的可能性很大，大量购买此类期权，

# 国融证券财富报告——股票期权报告

打算利用杠杆效应赚取大额利润的投资者更应特别小心。

针对卖方而言，收益仅限于权利金，而风险可能是无限大的。最可怕的是，随着风险的增大，卖方保证金也会相应提高，因此可用于风险管理的资金越来越少，以至于根本没机会进行风险管理，巴林银行倒闭、中航油事件等重大金融惨案都和卖空期权有关。

由以上分析可知，合理的资金管理要求避免一次性投入大量百分比资金用于构建基础策略，务必预留出足够的资金用于后期的调整，这也是最为重要的风险管理。

### （3）风险管理

对于期权交易来说，风险管理关乎最终盈亏，毫不夸张地讲，即使基础策略选择失误，资金管理不合理，只要风控及时有效，也有很大可能会化险为夷。风险管理通常可分为事前和事后风险管理。事前风险管理是指策略本身具备风险管理功能，所有风险有限的交易策略都属于事前风控，这类策略通常不需要过多地后期调整，就算是市场状况不利于持仓，亏损也是有限的。事后风险管理是指随着行情的变化，投资者通过调整头寸不断化解风险的过程，所有理论上风险无限的策略都需要事后风险管理。

以卖空看涨期权为例，一旦价格大幅上涨，看涨期权空头头寸将损失严重，此时至少有三种方法可以缓解风险：1. 平仓，承认亏损，这是最简单但也可能最为有效的方法；2. 买入虚值看涨期权为空头套保，将头寸转化垂直价差组合；3. 对期权空头进行展期，以时间和概率博取最终盈利，赌博理论中著名的倍赌策略便是这样的操作思路。

作为投资者，要想构建坚实的风控系统，最重要的是要熟悉掌握例如展期、delta 对冲、相等头寸替换等基本风险管理技巧，并在实践中慢慢熟悉理解，这样才能做到有的放矢，临危不惧。

必须强调的是，无论是事前风控，还是事后风控，都需要在构建交易系统之前设计好，正所谓“计划你的交易，交易你的计划”，此言不虚。

**特别提示：**由于春节假期前后两周，单周交易日小于5日，《股票期权周报》

# 国融证券财富报告——股票期权报告

停刊两期。2018年3月5日恢复正常。预祝投资者新春愉快，阖家幸福！

## 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