

分析师:

任瞳

rentong@xyzq.com.cn

S0190511080001

研究助理:

于明明

yumingming@xyzq.com.cn

## 华夏上证 50ETF 期权投资内参

2014 年 12 月 26 日

### 报告关键点

本报告主要对每周上证 50ETF 期权仿真交易进行点评和分析,并给出每天的交易策略建议。

### 相关报告

### 投资要点

#### ● 一周套利:

12 月 23 日上证 50ETF 1 月合约存在平价套利机会,具体操作为卖出 1 张 1 月行权价为 1.75 元的看涨期权合约,买入 1 张对应的看跌期权,同时买入 10000 份华夏上证 50ETF,则成本加上保证金金额为 3.41 万元,37 天后无风险收益率为 2.58%,**年化收益达到 18.80%**。

12 月 24 日上证 50ETF 1 月合约存在平价套利机会,具体操作为卖出 1 张 1 月行权价为 1.7 元的看涨期权合约,买入 1 张对应的看跌期权,同时买入 10000 份华夏上证 50ETF,则成本加上保证金金额为 3.34 万元,36 天后无风险收益率为 4.33%,**年化收益达到 34.21%**。

12 月 25 日上证 50ETF 1 月合约存在平价套利机会,具体操作为买入 1 张 1 月行权价为 1.7 元的看涨期权合约,卖出 1 张对应的看跌期权,同时卖出 10000 份华夏上证 50ETF,则成本加上保证金金额为 3.41 万元,35 天后无风险收益率为 2.27%,**年化收益达到 17.41%**。

#### ● 本周组合策略最佳拍档: 根据兴业证券 OA (指令激进性) 择时系统,未来短期内上证 50ETF 将呈现**小幅上涨**走势。鉴于此,兴业证券定量研究团队推荐以下两个组合策略:

1) **看涨期权价差策略:** 以今日为例,买入一张 1 月到期的敲定价为 2.05 的看涨期权,卖出一张 1 月到期的敲定价为 2.2 的看涨期权。只要未来 34 天后 ETF 价格大于 2.166,未来组合都将有正收益。最大正收益为 342 元,收益率为 **6.12%**。

2) **看跌期权价差策略:** 以今日为例,买入一张 1 月到期的敲定价为 1.85 的看跌期权,卖出一张 1 月到期的敲定价为 1.9 的看跌期权。如果未来 34 天后 ETF 价格大于 1.893,未来组合都将有正收益。最大正收益为 67 元,收益率为 **4.54%**。

#### ● 本周期权合约交易量较上周有所下降,市场对上证 50ETF 未来价格看涨情绪高涨: 本周市场上证 50ETF 期权仿真交易共成交 1493134 张,认购认沽期权分别为 890260 张和 602874 张,认购认沽期权日均成交量分别为 178052 张和 120575 张。上证 50ETF 看涨看跌期权成交比 (CPR) 为 1.48,较上周有所上升,说明市场对上证 50ETF 未来价格看涨情绪高涨。

请阅读最后一页信息披露和重要声明

## 目 录

一、市场速览 .....	- 3 -
二、一周套利 .....	- 4 -
三、本周组合策略最佳拍档 .....	- 5 -
四、风险提示 .....	- 7 -
附录 .....	- 8 -

## 一、市场速览

本周市场上证 50ETF 期权仿真交易共成交 1493134 张, 认购认沽期权分别为 890260 张和 602874 张, 认购期权成交量高于认沽期权。本周认购认沽期权成交量较上周均有所下降。上证 50ETF 看涨看跌期权成交比(CPR)为 1.48, 较上周(0.92)有所上升, 说明市场对上证 50ETF 未来价格看涨情绪高涨。

本周认购期权日成交量呈现先下降后上升最后下降的趋势, 认沽期权日成交量呈现先上升后下降的趋势。最高日成交量分别为 215317 张(12月22日)和 156231 张(12月24日), 最低日成交量分别为 149978 张(12月23日)和 72513 张(12月26日)。CPR 先下降后上升, 波动明显, 最高值 2.22(12月26日), 最低值 1.18(12月23日)。本周 22-25 日主力认购合约均为 2015 年 6 月合约, 26 日主力认购合约为 2015 年 2 月合约; 22、26 日主力认沽合约均为 2015 年 1 月合约, 23-25 日主力认沽合约均为 2015 年 3 月合约。

表 1、本周期权成交总量(单位: 张)

公司	种类	2014 年 12 月	2015 年 1 月	2015 年 2 月	2015 年 3 月	2015 年 6 月	加总
上证 50ETF	认购期权	83322	264130	75695	221043	246070	890260
	认沽期权	65048	237185	0	254124	46517	602874
	<b>加总</b>	<b>148370</b>	<b>501315</b>	<b>75695</b>	<b>475167</b>	<b>292587</b>	<b>1493134</b>

资料来源: 兴业证券研究所

图 1、上证 50ETF 期权周交易量



图 2、上证 50ETF 期权 CPR

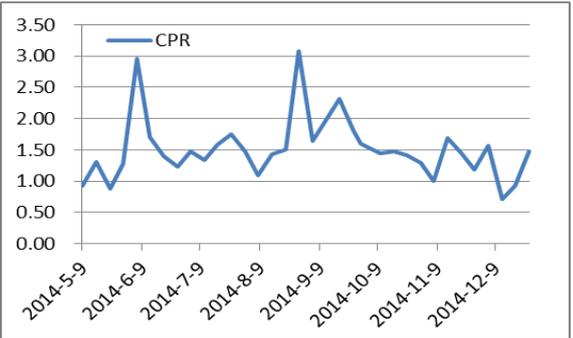


图 3、本周期权交易趋势

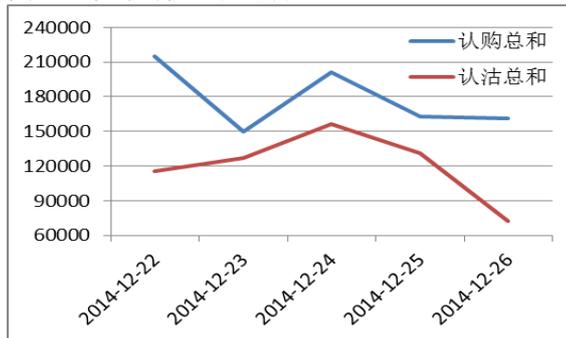


图 4、本周期权 CPR 趋势

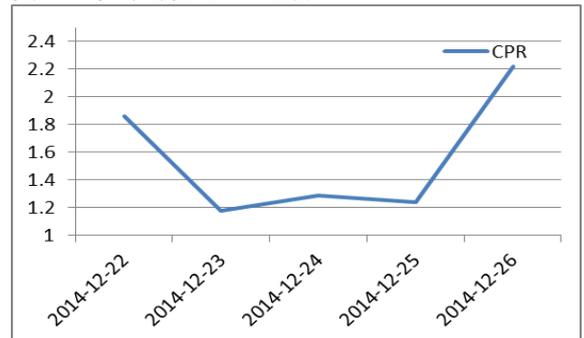


图 5、认购期权各类合约每日成交量

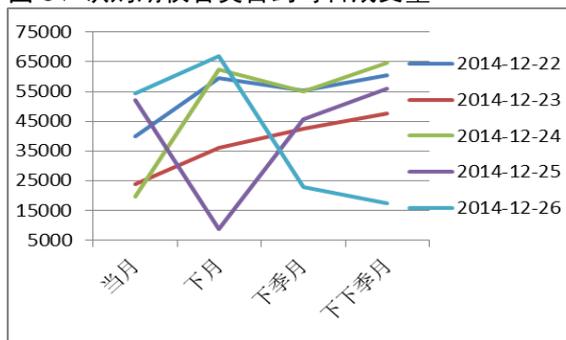
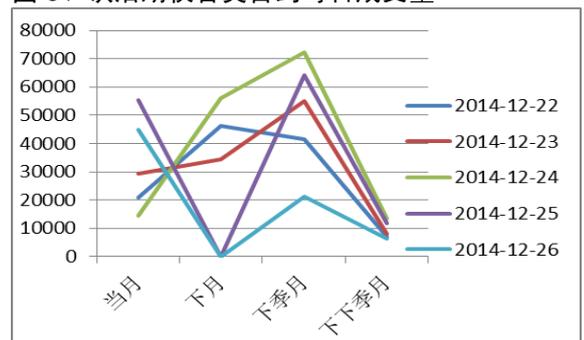


图 6、认沽期权各类合约每日成交量



数据来源：兴业证券研究所

## 二、一周套利

12月23日市场上1月行权价为1.75的看涨看跌合约隐含波动率相差较大，推荐做平价套利！

**具体操作：**同时卖出1张1月行权价为1.75元的看涨期权合约，买入一张对应的看跌期权，同时再买入10000份华夏上证50ETF。

**预期收益：**上述操作的成本加上保证金金额为3.41万元，37天后无风险收益率为2.58%，年化收益可达18.80%！

表 2、平价套利机会（12月23日）

合约月份	距离到期日天数	C+K-P-S	初始成本	保证金	期末资产净值	看涨隐含波动率	看跌隐含波动率	收益率	年化收益率
1月1.75	37	0.095	2.365	1.048	3.501	98.62%	44.28%	2.58%	18.80%

备注：卖出看涨期权，买入看跌期权，买入标的资产

数据来源：兴业证券研究所，假设融券保证金为当前股价的50%，股票交易手续费0.3%，融券年化费率8.6%，保证金算法按照上交

所仿真交易明细计算。

12月24日市场上1月行权价为1.7的看涨看跌合约隐含波动率相差较大，推荐做平价套利！

**具体操作：**同时卖出1张1月行权价为1.7元的看涨期权合约，买入一张对应的看跌期权，同时再买入10000份华夏上证50ETF。

**预期收益：**上述操作的成本加上保证金金额为3.34万元，36天后无风险收益率为4.33%，年化收益可达34.21%！

12月24日市场上1月行权价为1.75的看涨看跌合约隐含波动率相差较大，推荐做平价套利！

**具体操作：**同时卖出1张1月行权价为1.75元的看涨期权合约，买入一张对应的看跌期权，同时再买入10000份华夏上证50ETF。

**预期收益：**上述操作的成本加上保证金金额为3.32万元，36天后无风险收益率为2.88%，年化收益可达21.76%！

表3、平价套利机会（12月24日）

合约月份	距离到期日天数	C+K-P-S	初始成本	保证金	期末资产净值	看涨隐含波动率	看跌隐含波动率	收益率	年化收益率
1月1.7	36	0.151	2.268	1.069	3.481	123.80%	43.87%	4.33%	34.21%
1月1.75	36	0.102	2.266	1.055	3.417	95.05%	37.43%	2.88%	21.76%

备注：卖出看涨期权，买入看跌期权，买入标的资产

数据来源：兴业证券研究所，假设融券保证金为当前股价的50%，股票交易手续费0.3%，融券年化费率8.6%，保证金算法按照上交所仿真交易明细计算。

12月25日市场上1月行权价为1.7的看涨看跌合约隐含波动率相差较大，推荐做平价套利！

**具体操作：**同时卖出1张1月行权价为1.7元的看涨期权合约，买入一张对应的看跌期权，同时再买入10000份华夏上证50ETF。

**预期收益：**上述操作的成本加上保证金金额为3.41万元，35天后无风险收益率为2.27%，年化收益可达17.41%！

表4、平价套利机会（12月25日）

合约月份	距离到期日天数	C+K-P-S	初始成本	保证金	期末资产净值	看涨隐含波动率	看跌隐含波动率	收益率	年化收益率
1月1.7	35	0.085	2.355	1.055	3.487	101.39%	45.91%	2.27%	17.41%

备注：卖出看涨期权，买入看跌期权，买入标的资产

数据来源：兴业证券研究所，假设融券保证金为当前股价的50%，股票交易手续费0.3%，融券年化费率8.6%，保证金算法按照上交所仿真交易明细计算。

### 三、本周组合策略最佳拍档

在选择期权组合策略之前，投资者需要对上证50ETF未来趋势做出判断。根据兴业证券定量研究团队开发的OA（指令激进性）择时系统，未来短期内上证50指数有向上的持续动力，因此华夏上证50ETF大概率将呈现**小幅上涨走势**。鉴于此，兴业证券定量研究团队推荐如下两个组合策略：

### 看涨期权价差策略

**具体操作:** 以今日为例, 买入一张1月到期的敲定价为2.05的看涨期权, 卖出一张1月到期的敲定价为2.2的看涨期权。

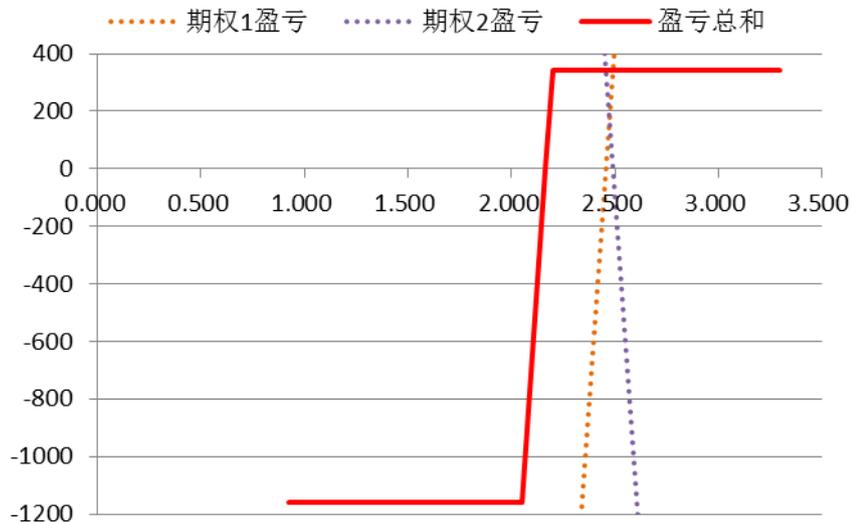
**预期收益:** 只要未来34天后ETF价格大于2.166, 未来组合都将有正收益, 最大正收益为342元, 收益率为6.12%。

表5、看涨期权价差组合到期日盈亏情况

期权到期时的股价	0.923	1.845	2.050	2.166	2.200	3.300
期权1盈亏	-4070	-4070	-4070	-2912	-2570	8430
期权2盈亏	2912	2912	2912	2912	2912	-8088
<b>盈亏总和</b>	<b>-1158</b>	<b>-1158</b>	<b>-1158</b>	<b>0</b>	<b>342</b>	<b>342</b>

资料来源: 兴业证券研究所

图7、看涨期权价差组合到期收益情况



资料来源: 兴业证券研究所

### 看跌期权价差策略

**具体操作:** 以今日为例, 买入一张1月到期的敲定价为1.85的看跌期权, 卖出一张1月到期的敲定价为1.9的看跌期权。

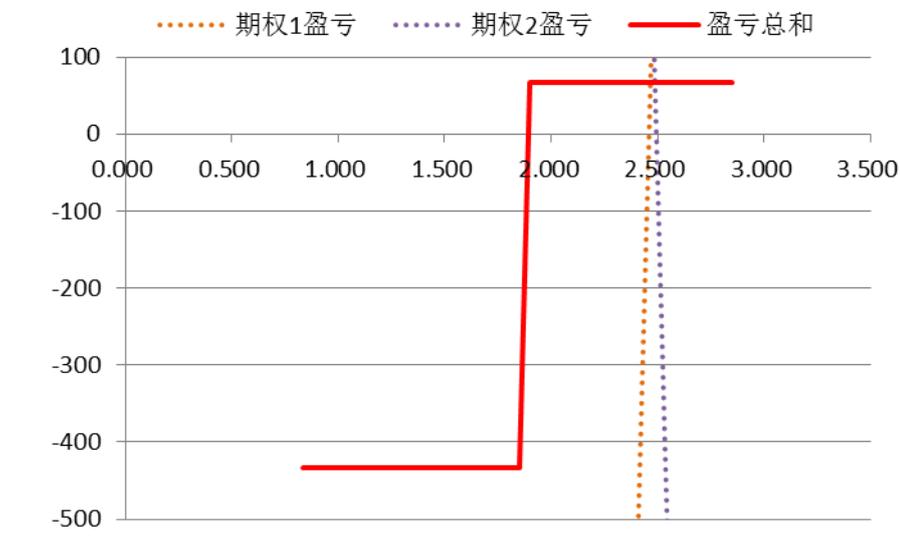
**预期收益:** 只要未来34天后ETF价格大于1.893, 未来组合都将有正收益, 最大正收益为67元, 收益率为4.54%。

表6、看跌期权价差组合到期日盈亏情况

期权到期时的股价	0.8325	1.665	1.85	1.8933	1.9	2.85
期权1盈亏	10098	1773	-77	-77	-77	-77
期权2盈亏	-10531	-2206	-356	77	144	144
<b>盈亏总和</b>	<b>-433</b>	<b>-433</b>	<b>-433</b>	<b>0</b>	<b>67</b>	<b>67</b>

资料来源：兴业证券研究所

图 8、看跌期权价差组合到期收益情况



资料来源：兴业证券研究所

#### 四、风险提示

本文推荐策略测算均基于本日期权合约及标的的收盘价，具体操作中实现策略时的标的资产以及期权资产的价格都将影响都将组合的收益。另外在期权组合策略中兴业证券提出的组合策略是基于兴业证券对 50ETF 走势的判断。具体不同环境下推荐的策略请参考附录 2。

## 附录

## 附录 1 今日隐含波动率情况

表 7、各期权合约隐含波动率

合约月份	距离到期日时间	看涨隐含波动率	看跌隐含波动率
1月 1.7	34	61.47%	59.85%
1月 1.75	34	0.00%	59.22%
1月 1.8	34	0.00%	50.18%
1月 1.85	34	0.00%	47.40%
1月 1.9	34	0.00%	50.34%
1月 1.95	34	0.00%	48.80%
1月 2	34	0.00%	46.27%
1月 2.05	34	0.00%	43.00%
1月 2.1	34	23.94%	41.56%
1月 2.15	34	25.76%	44.68%
1月 2.2	34	34.07%	42.63%
1月 2.25	34	30.43%	41.59%
1月 2.3	34	30.82%	41.06%
1月 2.35	34	35.28%	41.31%
1月 2.4	34	32.76%	43.46%
1月 2.45	34	33.74%	41.02%
1月 2.5	34	32.30%	43.31%
2月 2.15	62	0.00%	38.01%
2月 2.2	62	18.50%	38.11%
2月 2.25	62	21.66%	37.10%
2月 2.3	62	23.18%	38.47%
2月 2.35	62	23.72%	37.71%
2月 2.4	62	27.48%	35.87%
2月 2.45	62	27.58%	37.07%
3月 1.6	90	0.00%	47.88%
3月 1.65	90	0.00%	44.41%
3月 1.7	90	0.00%	46.83%
3月 1.75	90	0.00%	46.16%
3月 1.8	90	0.00%	45.18%
3月 1.85	90	29.99%	42.79%
3月 1.9	90	33.27%	43.13%
3月 1.95	90	29.03%	41.89%
3月 2	90	28.56%	39.19%
3月 2.05	90	27.98%	38.22%
3月 2.1	90	29.83%	36.69%
3月 2.15	90	26.56%	36.84%
3月 2.2	90	27.72%	35.53%
3月 2.25	90	29.25%	36.11%
3月 2.3	90	31.36%	36.05%
3月 2.35	90	31.62%	37.32%
3月 2.4	90	30.93%	37.73%
3月 2.45	90	28.97%	35.57%
3月 2.5	90	26.92%	37.27%
6月 1.6	181	0.00%	45.03%

6月 1.65	181	27.08%	40.88%
6月 1.7	181	28.08%	40.89%
6月 1.75	181	29.51%	39.24%
6月 1.8	181	30.25%	39.13%
6月 1.85	181	25.09%	38.51%
6月 1.9	181	29.29%	36.80%
6月 1.95	181	30.06%	36.63%
6月 2	181	30.65%	36.84%
6月 2.05	181	30.28%	36.20%
6月 2.1	181	30.35%	36.44%
6月 2.15	181	30.70%	35.72%
6月 2.2	181	30.19%	35.81%
6月 2.25	181	31.27%	37.95%
6月 2.3	181	31.35%	37.76%
6月 2.35	181	32.86%	38.05%
6月 2.4	181	33.44%	39.19%
6月 2.45	181	30.76%	37.18%
6月 2.5	181	30.98%	36.82%

数据来源：兴业证券研究所

## 附录 2 兴业期权交易策略汇总

表 8、今日策略汇总

期权策略	策略大类	策略名称	具体操作	公式简记	今日策略举例
单只期权策略	看涨策略	买入看涨	买入看涨期权	+C	+C (M=6, K=1.3)
		卖出看跌	卖出看跌期权	-P	-P (M=6, K=1.3)
	看跌策略	买入看跌	买入看跌期权	+P	+P (M=6, K=1.6)
		卖出看涨	卖出看涨期权	-C	-C (M=9, K=1.35)
期权组合策略	牛市策略	卖出保护性看涨策略	持有标的头寸, 并卖出看涨期权	+S-C	+10000ETF -C (M=9, K=1.3)
		买入保护性看跌策略	持有标的头寸, 并买入看跌期权	+S+P	+10000ETF +P (M=6, K=1.6)
	熊市策略	买入保护性看涨策略	卖空标的头寸, 并买入看涨期权	-S+C	-10000ETF +C (M=6, K=1.3)
		卖出保护性看跌策略	卖空标的头寸, 并卖出看跌期权	-S-P	-10000ETF -P (M=6, K=1.3)
	大幅震荡策略	同价跨式大幅震荡策略	买入相同行权价相同期限的看涨和看跌期权	+C+P	+C (M=9, K=1.35) +P (M=9, K=1.35)
		异价跨式大幅震荡策略	买入相同期限的行权价较高的看涨期权和行权价较低的看跌期权	+C2+P1	+C (M=12, K=1.6) +P (M=12, K=1.5)
	小幅震荡策略	同价跨式小幅震荡策略	卖出相同行权价相同期限的看涨和看跌期权	-C-P	-C (M=6, K=1.5) -P (M=6, K=1.5)
		异价跨式小幅震荡策略	卖出相同期限的行权价较高的看涨期权和行权价较低的看跌期权	-C2-P1	-C (M=6, K=1.65) -P (M=6, K=1.3)
无风险套利策略	平价套利策略	多头避险平价套利策略	买入标的资产, 看跌期权, 卖出看涨期权	+S+P -C	无
		空头避险平价套利策略	卖出标的资产, 看跌期权, 买入看涨期权	-S-P +C	+C (M=6, K=1.4) -P (M=6, K=1.4) -10000ETF

数据来源：兴业证券研究所

### 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场;  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;  
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间  
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;  
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

#### 机构销售经理联系方式

<b>机构销售负责人</b>		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
<b>上海地区销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135)				传真: 021-38565955	
<b>北京地区销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>
朱圣诞	010-66290197	zhudsd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033)				传真: 010-66290200	
<b>深圳地区销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>
朱元戩	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035)				传真: 0755-23826017	
<b>海外销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135)				传真: 021-38565955	
<b>私募销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135)				传真: 021-38565955	

**【信息披露】**

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**【分析师声明】**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**【法律声明】**

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。