

研究员：

 李富

☎：(027) 65799951

✉：lifu@cjfco.com.cn

联系人：

李 佳

☎：(027) 65799950

✉：Lij@cjfco.com.cn

50ETF 期权上市首日操作指南

上证 50ETF 期权今日正式试点交易，在早前报告中，我们已给出相关的交易规则与适当性解读，本报告我们在操作层面做进一步说明。

(1) 在期初参与者并不多，合约数量却较多的情况下，交易所对持仓又有严格的限制，我们自然建议投资者要用好子弹，交易过程需考虑合约流动性（开盘后重点关注 3 月平值及上下一档合约）。

(2) 一级权限：具体的操作上，备兑增强收益的投资者选择行权价为 2.3 或 2.35 的认购合约卖出备兑为宜。备兑开仓后也可在到期前备兑平仓，若是买入 3 月到期的认沽合约提供保险，行权价为 2.3 及 2.25 的较优。若是以投机为目的，则应选择最大程度上被低估的合约，判断依据仍可看隐含波动率，若在曲线结构上明显“下掉”，可尝试买入。

(3) 二级权限：初期可能出现部分认购合约价格被低估，认沽合约价格高估。这对于选择裸买操作的二级投资者来说是值得关注的现象，若合约隐含波动率处于偏低区间，可尝试买入。判断隐含波动率是否偏低，可比较相同到期月份不同行权价的合约之间的相对高低。

(4) 三级权限：我们建议关注由平价关系推到得到的垂直、盒式套利机会以及价格凸性关系；考虑到流动性及风险程度，尝试跨式空头组合的投资者先轻仓介入并在行情不利变动时做好仓位控制。

三级权限尽管可以在制度上做诸多常见的组合，但任何策略的构建均取决于投资者对后市的预期，最后的损益取决于预期是否准确。

相关报告

一、挂牌合约信息

2月3日，交易所发布了50ETF期权合约上市的通知，按照文件规定，今日挂牌交易合约数量为40个，包含3、4、6、9四个到期月份，有关合约的具体信息如下：

合约标的	上证50交易型开放式指数证券投资基金（“50ETF”）
合约类型	认购期权和认沽期权
合约单位	10000份
合约到期月份	当月、下月及随后两个季月
行权价格	5个（1个平值合约、2个虚值合约、2个实值合约）
行权价格间距	3元或以下为0.05元，3元至5元（含）为0.1元，5元至10元（含）为0.25元，10元至20元（含）为0.5元，20元至50元（含）为1元，50元至100元（含）为2.5元，100元以上为5元
行权方式	到期日行权（欧式）
交割方式	实物交割（业务规则另有规定的除外）
到期日	到期月份的第四个星期三（遇法定节假日顺延）
行权日	同合约到期日，行权指令提交时间为9:15-9:25，9:30-11:30，13:00-15:30
交收日	行权日次一交易日
交易时间	上午9:15-9:25，9:30-11:30（9:15-9:25为开盘集合竞价时间） 下午13:00-15:00（14:57-15:00为收盘集合竞价时间）
委托类型	普通限价委托、市价剩余转限价委托、市价剩余撤销委托、全额即时限价委托、全额即时市价委托以及业务规则规定的其他委托类型
买卖类型	买入开仓、买入平仓、卖出开仓、卖出平仓、备兑开仓、备兑平仓以及业务规则规定的其他买卖类型
最小报价单位	0.0001元
申报单位	1张或其整数倍
涨跌幅限制	认购期权最大涨幅 = $\max \{ \text{合约标的前收盘价} \times 0.5\%, \min [(2 \times \text{合约标的前收盘价} - \text{行权价格}), \text{合约标的前收盘价}] \times 10\% \}$ 认购期权最大跌幅 = $\text{合约标的前收盘价} \times 10\%$ 认沽期权最大涨幅 = $\max \{ \text{行权价格} \times 0.5\%, \min [(2 \times \text{行权价格} - \text{合约标的前收盘价}), \text{合约标的前收盘价}] \times 10\% \}$ 认沽期权最大跌幅 = $\text{合约标的前收盘价} \times 10\%$

熔断机制	连续竞价期间，期权合约盘中交易价格较最近参考价格涨跌幅度达到或者超过50%且价格涨跌绝对值达到或者超过5个最小报价单位时，期权合约进入3分钟的集合竞价交易阶段
开仓保证金	认购期权义务仓开仓保证金=[合约前结算价+Max(12%×合约标的前收盘价-认购期权虚值, 7%×合约标的前收盘价)]×合约单位
最低标准	认沽期权义务仓开仓保证金=Min[合约前结算价+Max(12%×合约标的前收盘价-认沽期权虚值, 7%×行权价格), 行权价格]×合约单位
维持保证金	认购期权义务仓维持保证金=[合约结算价+Max(12%×合约标的收盘价-认购期权虚值, 7%×合约标的收盘价)]×合约单位
最低标准	认沽期权义务仓维持保证金=Min[合约结算价+Max(12%×合约标的收盘价-认沽期权虚值, 7%×行权价格), 行权价格]×合约单位

资料来源：上海证券交易所

各合约的挂牌信息如下：

序号	挂牌日期	合约编码	交易代码	合约简称	类型	到期月份	行权价	合约单位	开盘参考价	涨停价	跌停价	行权日	最后交易日	到期日	交收日
1	2015-02-09	10000001	510050C1503M02200	50ETF购3月2200	认购	201503	2.200	10000	0.1812	0.4103	0.0001	20150325	20150325	20150325	20150326
2	2015-02-09	10000002	510050C1503M02250	50ETF购3月2250	认购	201503	2.250	10000	0.1528	0.3819	0.0001	20150325	20150325	20150325	20150326
3	2015-02-09	10000003	510050C1503M02300	50ETF购3月2300	认购	201503	2.300	10000	0.1276	0.3558	0.0001	20150325	20150325	20150325	20150326
4	2015-02-09	10000004	510050C1503M02350	50ETF购3月2350	认购	201503	2.350	10000	0.1054	0.3286	0.0001	20150325	20150325	20150325	20150326
5	2015-02-09	10000005	510050C1503M02400	50ETF购3月2400	认购	201503	2.400	10000	0.0862	0.3044	0.0001	20150325	20150325	20150325	20150326

6	2015 0209	10000 006	510050P 1503M02 200	50ETF 沽3月 2200	认沽	201503	2.200	10000	0.0788	0.2897	0.0001	20150325	20150325	20150325	20150326
7	2015 0209	10000 007	510050P 1503M02 250	50ETF 沽3月 2250	认沽	201503	2.250	10000	0.1001	0.3210	0.0001	20150325	20150325	20150325	20150326
8	2015 0209	10000 008	510050P 1503M02 300	50ETF 沽3月 2300	认沽	201503	2.300	10000	0.1246	0.3537	0.0001	20150325	20150325	20150325	20150326
9	2015 0209	10000 009	510050P 1503M02 350	50ETF 沽3月 2350	认沽	201503	2.350	10000	0.1522	0.3813	0.0001	20150325	20150325	20150325	20150326
10	2015 0209	10000 010	510050P 1503M02 400	50ETF 沽3月 2400	认沽	201503	2.400	10000	0.1828	0.4119	0.0001	20150325	20150325	20150325	20150326
11	2015 0209	10000 011	510050C 1504M02 200	50ETF 购4月 2200	认购	201504	2.200	10000	0.2176	0.4467	0.0001	20150422	20150422	20150422	20150423
12	2015 0209	10000 012	510050C 1504M02 250	50ETF 购4月 2250	认购	201504	2.250	10000	0.1903	0.4194	0.0001	20150422	20150422	20150422	20150423
13	2015 0209	10000 013	510050C 1504M02 300	50ETF 购4月 2300	认购	201504	2.300	10000	0.1655	0.3937	0.0001	20150422	20150422	20150422	20150423
14	2015 0209	10000 014	510050C 1504M02 350	50ETF 购4月 2350	认购	201504	2.350	10000	0.1431	0.3663	0.0001	20150422	20150422	20150422	20150423
15	2015 0209	10000 015	510050C 1504M02 400	50ETF 购4月 2400	认购	201504	2.400	10000	0.1231	0.3413	0.0001	20150422	20150422	20150422	20150423
16	2015 0209	10000 016	510050P 1504M02 200	50ETF 沽4月 2200	认沽	201504	2.200	10000	0.1080	0.3189	0.0001	20150422	20150422	20150422	20150423

17	2015 0209	10000 017	510050P 1504M02 250	50ETF 沽4月 2250	认沽	201504	2.250	10000	0.1303	0.3512	0.0001	20150422	20150422	20150422	20150423
18	2015 0209	10000 018	510050P 1504M02 300	50ETF 沽4月 2300	认沽	201504	2.300	10000	0.1551	0.3842	0.0001	20150422	20150422	20150422	20150423
19	2015 0209	10000 019	510050P 1504M02 350	50ETF 沽4月 2350	认沽	201504	2.350	10000	0.1823	0.4114	0.0001	20150422	20150422	20150422	20150423
20	2015 0209	10000 020	510050P 1504M02 400	50ETF 沽4月 2400	认沽	201504	2.400	10000	0.2119	0.4410	0.0001	20150422	20150422	20150422	20150423
21	2015 0209	10000 021	510050C 1506M02 200	50ETF 购6月 2200	认购	201506	2.200	10000	0.2815	0.5106	0.0524	20150624	20150624	20150624	20150625
22	2015 0209	10000 022	510050C 1506M02 250	50ETF 购6月 2250	认购	201506	2.250	10000	0.2555	0.4846	0.0264	20150624	20150624	20150624	20150625
23	2015 0209	10000 023	510050C 1506M02 300	50ETF 购6月 2300	认购	201506	2.300	10000	0.2314	0.4596	0.0023	20150624	20150624	20150624	20150625
24	2015 0209	10000 024	510050C 1506M02 350	50ETF 购6月 2350	认购	201506	2.350	10000	0.2091	0.4323	0.0001	20150624	20150624	20150624	20150625
25	2015 0209	10000 025	510050C 1506M02 400	50ETF 购6月 2400	认购	201506	2.400	10000	0.1885	0.4067	0.0001	20150624	20150624	20150624	20150625
26	2015 0209	10000 026	510050P 1506M02 200	50ETF 沽6月 2200	认沽	201506	2.200	10000	0.1560	0.3669	0.0001	20150624	20150624	20150624	20150625
27	2015 0209	10000 027	510050P 1506M02 250	50ETF 沽6月 2250	认沽	201506	2.250	10000	0.1793	0.4002	0.0001	20150624	20150624	20150624	20150625

28	2015 0209	10000 028	510050P 1506M02 300	50ETF 沽6月 2300	认沽	201506	2.300	10000	0.2044	0.4335	0.0001	20150624	20150624	20150624	20150625
29	2015 0209	10000 029	510050P 1506M02 350	50ETF 沽6月 2350	认沽	201506	2.350	10000	0.2313	0.4604	0.0022	20150624	20150624	20150624	20150625
30	2015 0209	10000 030	510050P 1506M02 400	50ETF 沽6月 2400	认沽	201506	2.400	10000	0.2599	0.4890	0.0308	20150624	20150624	20150624	20150625
31	2015 0209	10000 031	510050C 1509M02 200	50ETF 购9月 2200	认购	201509	2.200	10000	0.3536	0.5827	0.1245	20150923	20150923	20150923	20150924
32	2015 0209	10000 032	510050C 1509M02 250	50ETF 购9月 2250	认购	201509	2.250	10000	0.3288	0.5579	0.0997	20150923	20150923	20150923	20150924
33	2015 0209	10000 033	510050C 1509M02 300	50ETF 购9月 2300	认购	201509	2.300	10000	0.3054	0.5336	0.0763	20150923	20150923	20150923	20150924
34	2015 0209	10000 034	510050C 1509M02 350	50ETF 购9月 2350	认购	201509	2.350	10000	0.2833	0.5065	0.0542	20150923	20150923	20150923	20150924
35	2015 0209	10000 035	510050C 1509M02 400	50ETF 购9月 2400	认购	201509	2.400	10000	0.2626	0.4808	0.0335	20150923	20150923	20150923	20150924
36	2015 0209	10000 036	510050P 1509M02 200	50ETF 沽9月 2200	认沽	201509	2.200	10000	0.2055	0.4164	0.0001	20150923	20150923	20150923	20150924
37	2015 0209	10000 037	510050P 1509M02 250	50ETF 沽9月 2250	认沽	201509	2.250	10000	0.2294	0.4503	0.0003	20150923	20150923	20150923	20150924
38	2015 0209	10000 038	510050P 1509M02 300	50ETF 沽9月 2300	认沽	201509	2.300	10000	0.2546	0.4837	0.0255	20150923	20150923	20150923	20150924

39	2015 0209	10000 039	510050P 1509M02 350	50ETF 沽9月 2350	认沽	201509	2.350	10000	0.2813	0.5104	0.0522	20150923	20150923	20150923	20150924
40	2015 0209	10000 040	510050P 1509M02 400	50ETF 沽9月 2400	认沽	201509	2.400	10000	0.3092	0.5383	0.0801	20150923	20150923	20150923	20150924

数据来源：上海证券交易所

二、操作建议

50ETF 期权交易对参与者的交易权限实施分级管理，投资者并非能“任性”交易，具体的分级规则我们在 1 月 12 日的《ETF 期权正式定档：规则简评及市场影响分析》中有详细介绍，在此不重述。据市场估计，尽管今日期权正式挂牌，但个人投资者开户数量乐观预计在 5000 左右。所以，在期初参与者并不多、合约数量却较多的情况、交易所对持仓又有严格的限制（单个投资的权利仓持仓限额为 20 张，总持仓限额为 50 张，单日买入开仓限额为 100 张）的情况下。我们自然建议投资者要用好子弹，交易过程需考虑合约流动性（开盘后重点关注 3 月平值及上下一档合约）。

一级权限：

预计一级权限的投资者占目前参与者的比例近 9 成，其需要持有现货，也即上证 50ETF，然后按照需求可开备兑仓（认购合约空单）及认沽合约多单。所开的备兑持仓由全额的现券做担保，所以不需要提供保证金，同时，备兑持仓数量也要与锁定的现券数量匹配。一般而言，投资者开备兑仓的目的是为降低持有现券的成本以及增加收益，并不能完全规避现券价格下跌的风险，只是用所得的权利金降低了持有现券的成本。

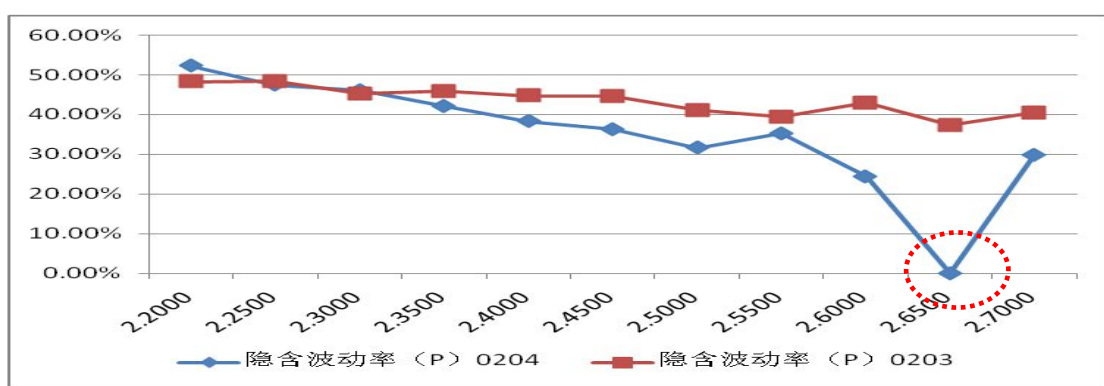
具体的操作上，备兑增强收益的投资者选择行权价为 2.3 或 2.35 的认购合约卖出备兑为宜，因为深度虚值合约的权利金较少，而实值合约被行权后，意味着要以低于市场价的交割价行权卖出现券，更难实现增收的目的。开备兑仓的投资者需要了解到，将备兑仓位持有至到期，是有被行权的可能的，而被行权的价格是投资者愿意接受的卖出价格。

备兑开仓后也可在到期前备兑平仓，实现期权头寸的投机。这部分的利润来源于对期权合约的高卖低买，所以，这就需要选择价格相对高估的认购合约卖出，我们看到之前在仿真阶段，隐含波动率偏高的现象经常出现，在初期参与实盘交易后，若隐含波动率仍表现为较高，一级投资

者以卖出认购做备兑开仓会相对安全（特别是隐含波动率高于 60%）。

一级权限的投资者还可在持有 50ETF 份额的条件下开认沽期权的多单，这种操作可以是给现货提供保护的一种策略，也可以在到期前卖出认沽合约平仓，赚取认沽合约低买高卖的权利金价差，由于是期权的买方，故没有强平的风险。若持有至到期为现券提供保护，在合约时间选择上与自己持有现券的时间周期尽可能匹配这是必然，只不过要注意应尽量选择平值或稍虚值的合约。若是 3 月到期的认沽合约，行权价为 2.3 及 2.25 的较优。若是以投机为目的，则应选择最大程度上被低估的合约，判断依据仍可看隐含波动率，若在曲线结构上明显“下掉”，可尝试买入。

图 1：仿真阶段 IV 特征

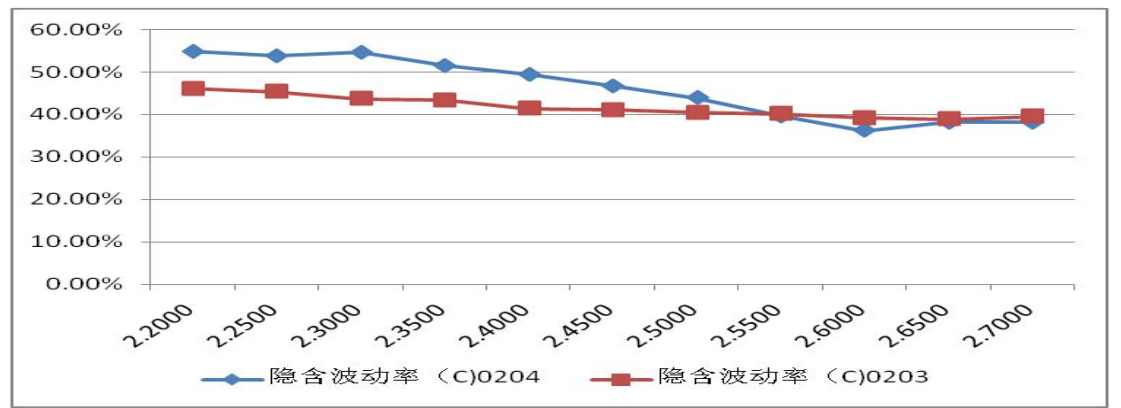


数据来源：期权宝 长江期货

二级权限：

有二级权限的投资者，除了上述的备兑及保险开仓外，还可裸买认购与认沽合约及构造跨式或宽跨式的组合。对于新增加的开仓权限（平仓当然亦可），投资者对其收益与风险形态要有清晰认识。权利仓不需缴纳保证金，大多数裸买期权以纯投机为目的，尽管最大的可能亏损事前可知，我们仍建议投资者要有止损的意识，逆势死扛的股票交易思维在期权交易中并不可取。并且，考虑到绝大多数的参与者受到交易权限的束缚，会卖出认购合约和买入认沽合约，初期可能出现部分认购合约价格被低估，认沽合约价格高估。这对于选择裸买操作的二级投资者来说是值得关注的现象，若合约隐含波动率处于偏低区间，可尝试买入。判断隐含波动率是否偏低，可比较相同到期月份不同行权价的合约之间的相对高低。

图 2: 仿真阶段 IV 特征



数据来源: 期权宝 长江期货

从统计仿真情况看, 隐含波动率低于 30% 是较为安全的买入区间 (也非绝对), 而波动率曲线所反映的趋势性特征也能凸显出被低估的合约。需要强调的是, 这种基于波动率判断的买入操作同样也是存在风险的, 只是在统计上大概率准确。

三级权限:

有三级权限的投资者才能裸卖期权, 这也就意味着常见的包含期权空头部位的套利及组合交易也只能三级权限的投资者能参与。交易所在试点阶段明确暂不施行组合保证金制度, 所以, 尽管最终的组合头寸风险较小, 投资者仍需按单个部位缴纳保证金。

此前在仿真阶段, 参与者就期权的各种套利关注度极高, 但实盘中需要注意现券与期权之间的制度差异会给直接使用 PCP 来做套利带来障碍, 我们建议关注由平价关系推到的垂直于盒式套利机会以及价格凸性阐述的套利, 套利机会出现的判断依据可参见我们此前发布的相关报告。

下表为仿真交易中的跟踪情况示例:

合约	价格	合约	价格	垂直 C	垂直 P	凸性 C	凸性 P	盒式
510050C1502M2. 2000	0. 2041	510050P1502M2. 2000	0. 0590	0	0	0	0	1
510050C1502M2. 2500	0. 1708	510050P1502M2. 2500	0. 0672	0	0	1	0	1
510050C1502M2. 3000	0. 1450	510050P1502M2. 3000	0. 0855	0	0	0	0	0
510050C1502M2. 3500	0. 1132	510050P1502M2. 3500	0. 1013	0	0	0	0	0
510050C1502M2. 4000	0. 0870	510050P1502M2. 4000	0. 1214	0	0	0	1	0
510050C1502M2. 4500	0. 0630	510050P1502M2. 4500	0. 1506	0	0	0	1	0
510050C1502M2. 5000	0. 0429	510050P1502M2. 5000	0. 1798	0	0	0	0	1
510050C1502M2. 5500	0. 0246	510050P1502M2. 5500	0. 2270	0	0	0	1	0
510050C1502M2. 6000	0. 0126	510050P1502M2. 6000	0. 2613	0	0	1	0	1
510050C1502M2. 6500	0. 0100	510050P1502M2. 6500	0. 2928	0	1			1
510050C1502M2. 7000	0. 0065	510050P1502M2. 7000	0. 3604					

我们在仿真期间同样看到，由于波动率整体偏高，构造做空波动率的组合交易颇受欢迎。但，考虑到流动性及风险程度，我们建议尝试跨式空头组合的投资者先轻仓介入并在行情不利变动时做好仓位控制。三级权限尽管可以在制度上做诸多常见的组合，但任何策略的构建均取决于投资者对后市的预期，最后的损益取决于预期是否准确。

长江期货业务受理机构

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号 8 楼 01-02 单元

Tel: 021-61683728 Fax: 021-61683728-817

上海北京西路营业部

上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 3 楼 A 座

Tel: 021-62898366 Fax: 021-62898711

北京建国门营业部

北京市东城区建国门北大街 8 号华润大厦一层 103 单元

Tel: 010-84683288 Fax: 010-84682176

北京建国路营业部

北京市朝阳区建国路 108 号丰树大厦 1402 室

Tel: 010-59817097 Fax: 010-59817088

广州营业部

广州市海珠区琶洲大道琶洲国际采购中心 A-1 栋 1608

Tel: 020-28087800 Fax: 020-28087816

成都营业部

成都市青羊区白丝街 56 号棉麻大厦 3 楼

Tel: 028-86512266 Fax: 028-86679150

长沙营业部

长沙市雨花区芙蓉中路佳天国际新城北栋 21B

0731-85302660 Fax: 0731-85302656

郑州营业部

郑州市经三路 15 号广汇国贸大厦 A 座 1601

Tel: 0371-65665721 Fax: 65665722

福州营业部

福州市鼓楼区湖东路 168 号宏利大厦 21 层 B3

Tel: 0591-87270809 Fax: 0591-87270809

深圳营业部

深圳市福田区东北深圳国际商会中心 0606-0608

Tel: 0755-82835766 Fax: 0755-82835701

太原营业部

太原市小店区金茂国际数码中心大厦 1 幢 A 座 17 层 A

Tel: 0351-8721093 Fax: 0351-8721091

江汉营业部

湖北武汉市汉口解放大道国际大厦 A 座三楼

Tel: 027-85865598 Fax: 027-85840749

江岸营业部

湖北武汉市汉口沿江大道 160 号时代广场 1 座 8 楼

Tel: 027-85868896 Fax: 027-85853870

硚口营业部

湖北武汉市硚口区解放大道 109 号 34 号楼 1-2 层 4 号

Tel: 027-85860129 Fax: 027-83310031

青山营业部

湖北武汉市青山区友谊大道 999 号武钢大楼 B 座 705-707

Tel: 027-86740469 Fax: 027-86740455

武昌营业部

湖北省武汉市武昌区洪山路 81 号洪山礼堂一层

Tel: 027-85499321 Fax: 027-85556075

黄石营业部

湖北黄石市桂林南路 1 号团城山中行附 2 楼

Tel: 0714-6351518 Fax: 0714-6351718

客户服务中心

027-85861133 95579

免责声明

长江期货系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

研究员介绍

李富：长江期货金融衍生品研究员。

研究咨询部介绍

长江期货研究咨询部，多年来始终以“客户资产增值为己任”作为终极使命，与投资者风雨同舟，帮助投资者发现机会，规避投资风险，是投资者值得信赖的投资决策参谋。

在多年的投资实践中，我们确立了“专业化、系统化、个性化、可操作化”的研发模式，开发了一整套服务于各类投资者的研发产品系列：专业化的研发信息，系统化的趋势研究，个性化的交易诊断，可操作化的投资及保值建议。为投资者构建了全方位、立体化的研发支持系统。

免责声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。