



2015-2-9

金融工程(点评报告)

赌场冲浪新时代（四）

好不容易越过山丘，却发现等你的不是那个人 ——期权风险 lesson 1

联系人：覃川桃

☎ 021-68751782

✉ qinct@cjsc.com

执业证书编号:S0490513030001

联系人：杨靖凤

☎ 021-68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

报告要点

- 期权不适合用于日内短炒。
- 隐含波动率和价格是鸡生蛋蛋生鸡的关系，不用过多纠结涨了为啥 call 还掉 IV。
- 标的物 and 衍生品再怎么“小狗和主人”，毕竟还是两个不同的交易品种，涨多涨少，跌多跌少只取决于买卖双方的力量在何处达到均衡。

我们可以先把结论写在前边，忙的话正文您可以 pass。

- 1、期权不适合用于日内短炒。
- 2、隐含波动率和价格是鸡生蛋蛋生鸡的关系，不用过多纠结涨了为啥 call 还掉 IV。
- 3、标的物 and 衍生品再怎么“小狗和主人”，毕竟还是两个不同的交易品种，涨多涨少，跌多跌少只取决于买卖双方的力量在何处达到均衡。

期权上市首日总计成交 18843 张，平均每 0.5 秒成交 0.65 张合约，这成交量看起来还凑合。全日成交量最大的是行权价格为 2.2 的 3 月 call，它同时也是集合竞价成交量最大的合约。

从最终涨跌幅来看，除了 3 月行权价格为 2.2 的 call 以 0.77% 的涨幅报收红盘之外，其余合约全线下跌，线性思维的同志就要开始纠结了“为啥 ETF 涨了 1.75% call 还几乎全线收跌啊，说好的小投入高回报呢！？”

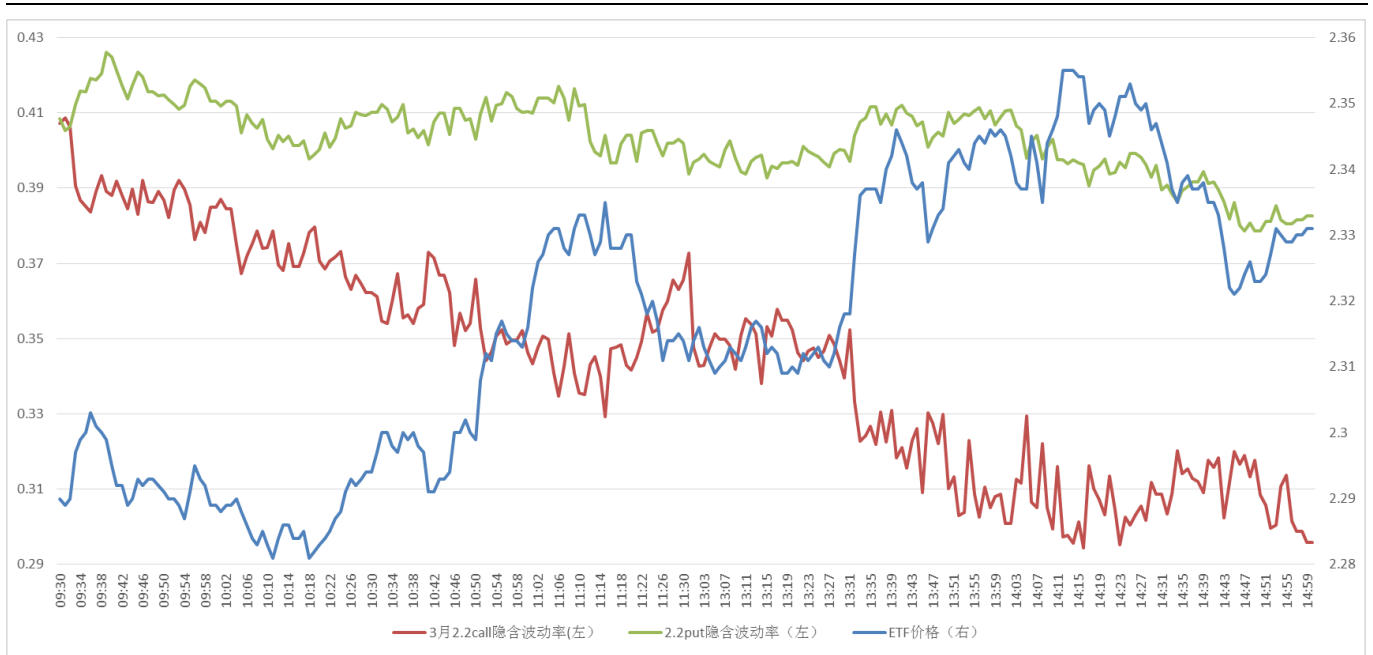
表 1：期权首日涨跌

50ETF	代码	前收盘价	现价	涨跌	涨跌幅				
成交总量	510050	2.2910	2.3310	0.0400	1.75				
18,843	call					put			
	代码	涨跌幅	现价	IV	行权价	IV	现价	涨跌幅	代码
3月									
	10000001	0.77	0.1826	0.3080	2.20	0.3747	0.0617	-21.70	10000006
	10000002	-4.45	0.1460	0.2955	2.25	0.3658	0.0777	-22.38	10000007
	10000003	-4.00	0.1225	0.3134	2.30	0.3576	0.0969	-22.23	10000008
	10000004	-10.63	0.0942	0.3032	2.35	0.3721	0.1268	-16.69	10000009
	10000005	-14.73	0.0735	0.3044	2.40	0.3689	0.1542	-15.65	10000010
4月									
	10000011	-3.49	0.2100	0.3097	2.20	0.3709	0.0880	-18.52	10000016
	10000012	-6.20	0.1785	0.3081	2.25	0.3782	0.1111	-14.74	10000017
	10000013	-11.42	0.1466	0.2982	2.30	0.3749	0.1327	-14.44	10000018
	10000014	-11.88	0.1261	0.3086	2.35	0.3827	0.1614	-11.46	10000019
	10000015	-18.12	0.1008	0.2999	2.40	0.3849	0.1903	-10.19	10000020
6月									
	10000021	-5.44	0.2662	0.3239	2.20	0.3776	0.1379	-11.60	10000026
	10000022	-7.40	0.2366	0.3219	2.25	0.3835	0.1631	-9.04	10000027
	10000023	-9.03	0.2105	0.3224	2.30	0.3855	0.1882	-7.93	10000028
	10000024	-10.57	0.1870	0.3236	2.35	0.3703	0.2055	-11.15	10000029
	10000025	-12.36	0.1652	0.3240	2.40	0.3700	0.2329	-10.39	10000030
9月									
	10000031	-11.48	0.3130	0.3064	2.20	0.3649	0.1795	-12.65	10000036
	10000032	-15.24	0.2787	0.2965	2.25	0.3782	0.2116	-7.76	10000037
	10000033	-15.42	0.2583	0.3042	2.30	0.3781	0.2361	-7.27	10000038
	10000034	-17.90	0.2326	0.3018	2.35	0.3681	0.2549	-9.38	10000039
	10000035	-19.42	0.2116	0.3035	2.40	0.3835	0.2935	-5.08	10000040

资料来源：长江证券研究部，wind

当然，用涨跌幅这个角度来看期权是非常不专业的，我们专业一点，换用隐含波动率的视角。全天成交量最大的均为 3 月到期行权价为 2.2 的期权。其中 call 隐含波动率 9:31 分时为最高，40.86，全天处于震荡下行状态中（看图有木有觉得一路向南走的好顺畅？）。put 的隐含波动率 9:45 分时为最高，42.08，走势姑且算是横着横着，然后在尾盘跌了。

图 1：3 月 K=2.2 的期权的隐含波动率



资料来源：长江证券研究部，wind

然后我们写这报告的原因是给广大投资者们分析一下为啥市场涨了 call 还普跌，从期权定价三个维度——标的价格、隐含波动率和剩余期限看起。因为我们看的是日内行情可以认为剩余期限不变，在标的价格涨了 1.75% 的情况下 delta 为 0.68 的 3 月 2.2call 只涨了 0.77%，说好的杠杆哪里去了？常用的一个解释是把责任推给隐含波动率：如果标的涨了而 call 不涨，那就是掉 IV 嘛~。不过用隐含波动率下跌来解释为啥 call 的价格不涨是个比较 low 的道道，不过是用事实解释事实，糊弄一下不懂隐含波动率只是价格的另外一种表达方式的群众。

然后咱们来推测一下真实原因。

我们从 call 入手分析：为啥今天标的涨了 1.75%，而涨的最多的一个 call 也只涨了标的的零头？

导致这种困惑产生无非是 call 没涨到位，而没涨到位最直接的原因无非是买盘不足或者卖压过重。卖压过重这点从盘口数据没看出来，不展开写了。买盘不足的原因只能有二：一是不能，二是不想。

今天 50ETF 的最高价出在 14:12，此时全市场 call 的持仓总量为 6351，put 的持仓总量为 4062，也就是说全市场权利仓的持仓总量为 10413。而根据来源不明的路边社消息，今天全市场同 542 个账户参与交易，按现有的限仓规则计算，542 个账户可持有的权利仓总量为 $542 \times 20 = 10840$ 。所以从买方这头的角度看 call 涨不上去的原因很简单，就是因为“不能”而没有买盘了。自然后边是不是“不想”也就不需要分析了。

至于盘口流动性和套利空间啥的，别人家的研究员已经写了，俺就不重复这体力活了。btw，作为一个点评，感觉咱攒够 lesson7 就可以召唤一个专题了。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
看 好：	相对表现优于市场		
中 性：	相对表现与市场持平		
看 淡：	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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%		
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间		
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间		
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%		
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。		



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)
电话: 021-68751100
传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)
传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)
传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)
传真: 0755-82750808
0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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。

本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。