

# 192倍奇迹成过眼云烟 天量虚值期权化为乌有

□本报记者 王朱莹

3月27日,是3月到50ETF期权合约的最后交易日、行权日、到期日。这一天,上证50ETF涨1.15%,但曾经被寄予厚望再现“192倍奇迹”的虚值认购期权却未能梅开二度,23.9万手持仓化为无效合约,不菲的权利金被悉数纳入卖方囊中,投资者又上了一节沉重的风险警示课。

## 天量持仓打水漂

汇点期权数据显示,截至3月27日收盘,上证50ETF认购期权中的8个虚值合约“50ETF购3月2745A”、“50ETF购3月2750”、“50ETF购3月2794A”、“50ETF购3月2800”、“50ETF购3月2850”、“50ETF购3月2900”、“50ETF购3月2950”和“50ETF购3月3000”全部以0.0001元报收,这意味着虚值合约价值归零。

截至27日收盘,上述合约合计持仓达63.27万手,其中以虚值程度最高的“50ETF购3月3000”持仓量最大,高达23.9万手。该合约于3月8日持仓一度高达44万手,当日最高价为0.0301元,即一手合约需权利金301元。

“在近期股市大涨过程中,上证50ETF合约也出现一波显著上涨,对于一些风险偏好较强的投机客户来说,买入虚值认购期权合约有机会获得更高的收益,因此导致部分虚值期权合约出现天量成交。”海通期货期权部总经理助理杨磊说。

买方损失的权利金便是卖方收入,这意味着不少权利金悉数进入了卖方腰包。

一德期货分析师曹柏杨指出,从概率角度来看,深度虚值期权合约被行权的概率较低,因此,卖出深度虚值合约具有较高的胜率。但从交易角度来看,应将胜率与盈亏相结合,也就是需要评估该策略的盈亏比。实际上,深度虚值期权权利金较低,因此卖出深度虚值期权所收取的权利金有限。当行情不利方向发生大幅波动时,卖出深度虚值期权往往



图片合成:刘海洋

会产生较大亏损。所以综合来看,尽管卖出深度虚值期权具有较高胜率,但并不能产生很高的盈亏比。

华金证券创新资产管理总部业务副总裁郁维进一步表示:“卖出深度虚值期权的胜率较高但不代表一定能盈利,因为只要有一次小概率事件发生亏损,将远远大于单次卖出深虚期权的盈利。”

光大期货分析师张毅指出,在多数情况下,深度虚值的卖方胜率较高,但也有意外情况发生,当隐含波动率出现意料之外的大涨,深度虚值合约变为实值合约时,作为该期权合约的卖方也会面临较大风险。

## 实值虚值走势迥异

对于同一到期月份的期权合约而言,不同的行权价格将期权合约划分为实值期权、平值期权及虚值期权。就在虚值期权价值归零之际,上证50ETF实值或平值认购期权3月合约仍伴随现货指数斩获了一定涨幅。

汇点数据显示,27日3月实值认购期权合约悉数上涨,涨幅最大的是50ETF购3月2696A,单日涨幅高达69.06%;其次是50ETF购3月2647A,涨幅为54.64%。另外还有两个合约涨幅均逾45%。

为何同在后最后交易日,实值期权和虚值期权的走势差异如此之大?

曹柏杨表示,一般情况下,虚值期权的涨跌幅高于实值期权,但在有些情况下,甚至会出现实值期权与虚值期权涨跌相背离的行情,主要原因有两方面。其一,源于期权合约的杠杆率。尽管实值期权具有较大的Delta值,但由于实值期权权利金较高,从而导致其杠杆率要低于虚值期权。因此,当行情出现大幅波动的情况时,虚值期权的涨跌幅要远高于实值期权。其二,则在于期权的隐含波动率。虚值期权的隐含波动率相对较高。当行情波动较低时,对于虚值期权而言,隐含波动率的变动对期权价格的影响要大于标的资产价格变动对期权的影响。因此,有时在标的

资产小幅上涨的情况下,虚值看涨期权却出现下跌行情。除以上两点原因外,期权到期时间的变化也是不能被忽视的因素。随着期权到期日临近,期权的时间价值会出现加速衰减,对于虚值期权,尤其是深度虚值期权而言,会出现期权价格提前归零的情况,这也是造成实值期权与虚值期权出现冰火两重天的原因之一。

## 切勿盲目进行方向性投机

在50ETF期权市场上,价格上下波动往往以10%为起点,100%的涨跌幅也并不罕见,在临近最后交易日时,甚至超过1000%的涨幅也多次出现,为何价格波动如此剧烈?

张毅表示,期权是管理资本市场风险的有益工具,期权本身有非线性波动的特点,在标的物大幅变动或隐含波动率显著变化的情况下,期权价格可能会出现翻倍现象。但这与期权市场上存在虚值期权和实值期权等不同杠杆比率的期权合约有关,虚值期权合约的标杆比率更大,可能更容易出现大幅波动。投资者关注的焦点不必仅仅局限于这种翻倍的波动,而要结合自己的投资需求,去运用期权工具,以达到自己的投资目的。毕竟单纯追求翻倍行情可能会忽视其出现的客观条件因素,承担不必要的风险。

“期权从本质上来说是一种风险管理工具,给了投资者更加灵活地进行风险管理的机会。由于期权的杠杆属性相对较强,在标的资产波动较大时可能会出现波动较大的局面,但运用期权工具,可以达到自己的投资目的。毕竟单纯追求翻倍行情可能会忽视其出现的客观条件因素,承担不必要的风险。”

郁维认为,无论是投机交易者还是套保交易者,都应该懂得期权的合理定价,要识别期权各个维度的风险。片面地相信高收益的传言后盲目参与期权交易的行为是及其不理智的。在投资期权前,一定要清楚自己如何才能盈利,最大亏损是多少,概率各是多少,是否可以通过期权组合来避免一些风险。

# 嘉盛分析师:今年人民币存在升值空间

□本报记者 张枕河

嘉盛集团(纽交所交易代码:GCAP)首席中文分析师黄俊日前在接受中国证券报记者采访时表示,目前不仅美联储加息已渐行渐远,甚至不排除今年降息可能。然而,欧元、英镑或表现更弱,这使得美元指数下跌幅度将有限。相对美元而言,人民币今年具有一定升值空间。

## 美元跌幅或有限

黄俊指出,美联储从去年的“鹰派”转向“鸽派”货币政策已在最新一次议息会议中得到确认。美联储今年再度加息的可能较低。美国3个月、10年期国债收益率上周出现2007年7月以来的首次倒挂,根据历史经验,这是较为可靠的经济衰退预警指标。此外,美国PMI指数也创下两年来新低。“2019年不排除美联储降息的可能,降息概率大于20%。”

对于美元前景,黄俊表示,美联储态度转向“鸽派”后,美元年内或将触顶

走低。不过,因美元指数的方式中欧元和英镑所占权重太大,美元下跌幅度或有限。

黄俊进一步解释称,一般而言,美联储停止加息周期后,美元将趋势性走弱,但由于欧元在美元指数中的计算权重为57.60%,英镑为11.90%,二者合计占权重的69.5%。首先,英欧双方对于脱欧方案悬而未决,欧元和英镑对市场长线资金的吸引力有限。其次,在2019年,全球央行大环境基调是宽松,除非国内因脱欧通胀高企迫不得已加息,英国央行大概率仍将维持“鸽派”。欧洲经济当前面临巨大挑战,欧洲央行也在最近的议息会议中表达了明显的“鸽派”立场,并表示如有必要,欧洲央行准备好调动一切政策工具,包括开启新一轮LTRO(长期再融资计划),旨在将利率维持在当前或更低水平。因此,欧元、英镑的“弱”使得美元指数会更强,导致美元指数走势失真。目前来看,除非在6月30日前欧盟和英国能够实现协议脱欧,消除市场疑虑,欧元、英镑才能获得重新评估。

# 多空汇聚 股债再现跷跷板效应

□本报记者 王朱莹

27日,股债跷跷板效应再度显现。国债期货整体维持窄幅偏弱震荡,且走势出现一定分化。同时,国家统计局数据显示,1-2月全国规模以上工业企业实现利润总额同比大幅下跌。分析人士认为,经济增速回落趋势还未逆转,后续若货币宽松政策落地将进一步打开收益率下行区间。不过,短期内市场风险偏好上升、降息预期或难实现施压期债。

## 期债偏弱震荡

盘面上看,周三,10年期国债期货主力合约T1906下跌0.18%或0.18元,收报97.945元;5年期主力合约TF1906下跌0.07%或0.07元,收报99.64元;2年期主力合约TS1906则上涨0.01%或0.015元,收报100.295元。

10年期国债活跃券180027最新成交报价3.0900%,收益率上行3bp,次活跃券180019最新成交价3.10%,收益率上行2bp。隔夜shibor报2.2860%,下跌20.90个基点;7天shibor报2.7970%,上涨9.30个基点;3个月shibor报2.8190%,下跌0.90个基点。

央行公告,目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平,3月27日开展

逆回购操作。实际上,自3月20日以来,央行已连续6个工作日停做逆回购。目前央行逆回购操作以7天期为主,而春节过后央行降低了公开市场操作频率。业内人士认为,临近季末,市场资金面仍保持平稳,流动性供求压力有限,考虑到季末财政大额支出可期,央行有理由保持“静默”。

方正中期期货分析师彭博表示,目前5年期国债收益率与2年期收益率出现倒挂现象,即5年期国债利率低于2年期。长期来看,十年期国债收益率也将可能与2年期国债出现倒挂,因为目前十年期国债收益率可能是未来数年内的最高点,这将使得长期资金大量购入十年期国债,从而拉低国债实际收益率水平。

## 宏观层面利好债市

国家统计局数据显示,1-2月全国规模以上工业企业实现利润总额7080.1亿元,同比大幅下跌14%。

中信证券明明研究团队认为,1-2

指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛农期指数	978.22	980.91	976.34	977.21	0.91	978.52
易盛农基指数	1257.45	1260.91	1255.03	1256.15	1.18	1257.83

## ■ 记者观察

# 地方债一季度发行额料超1.4万亿元

□本报记者 张勤峰

截至3月27日,2019年以来地方债发行额已突破1.2万亿元,一季度发行额料超1.4万亿元。按这一进度,前三季度即有望发完全年新增债务限额。地方债支持经济建设的作用将逐渐显现。

临近季末,地方债发行仍在紧锣密鼓地进行。3月27日,陕西、山东、青海三地各发行了一批地方政府债券,发行总额为452亿元。至此,2019年以来全国地方债发行总额已突破1.2万亿元,达到12230亿元。而按照最新数据,3月28日和29日全国还将发行1904亿元地方债,这意味着一季度地方债发行总额将超1.4万亿元。

这在历史上是绝无仅有的情况。往年一季度通常是地方债发行的传统淡季,季度发行额从未超1万亿元。Wind数据显示,此前一季度地方债发行规模最高纪录出现在2016年,为9554.23亿元,而2018年一季度地方债总额只有2195亿元。

今年一季度,地方债不仅发得多,而且发得早。1月22日,新疆发行了100亿元10年期的一般债券,正式拉开了2019年全国地方债发行的序幕。相比之下,2018年第一只地方债是在2月2日发行,2017年第一只地方债则到2月28日才发行。值得注意的是,往年一季度发行的地方债基本都是置换债券,新增债券往往要等到5月后才开始发行。今年新疆首发的10年期一般债券就是一只新增债券。

从往年情况看,财政部每年3月在全国人大批准预算

后,将国务院批准的分地区地方政府债务限额下达各地,各地依法调整预算报同级人大常委会批准,启动新增地方债发行。这一机制下,上半年地方债基本无债可发,下半年集中发行后,募集资金投放时间窗口又有限,影响其及时发挥稳增长作用。

面对经济运行新变化,中央经济工作会议确定宏观政策要强化逆周期调节,积极的财政政策要加力提效。减税降费和增加地方债发行一道,被认为是当前积极财政政策的两大抓手。

2018年末,全国人大常委会授权国务院提前下达了1.39万亿元的2019年新增地方政府债券限额,为今年新增地方债提前发行扫清了障碍。从Wind数据来看,提前下达的新增债发行额度大部分已在一季度完成发行。

经第十三届全国人大常委会二次会议审议批准,2019年全国新增地方政府债务限额为3.08万亿元。财政部有关负责人日前表示,将加快地方政府债券发行使用,争取在9月底前将全年新增地方政府债务限额发行完毕,同时督促各地加快资金拨付,及时用在项目上,充分发挥对地方稳投资、扩内需的积极作用。

按目前发行进度来看,在9月底前发完全年新增债务限额的难度并不大。有机构预测,新增债券加上再融资和置换债券,2019年全年地方债发行规模将达到5万亿左右,有望超过2017年和2018年。地方债将继续在支持地方重点项目建设,以及防范化解地方债务风险等方面发挥积极作用。

## 沪锌有望延续高位震荡

□本报记者 张勤峰

周三,沪锌延续涨势,主力1905合约最高至22450元/吨,创2018年6月28日以来新高,收盘报22210元/吨,涨0.95%。

瑞达期货研究院金属小组表示,27日沪锌主力合约冲高回落,主要是受美元指数延续涨势打压,市场关注英国脱欧投票进展。不过,LME锌库存存下滑趋势不改,沪锌库存也结束八连涨态势,均对锌价构成有效支撑。

从下游方面来看,国投安信期货高级分析师肖静表示,即将进入4月,市场对下游消费持乐观预期。上周,受减税、消费带动,各口径社会锭及上期所库存均出现流出情况。本周一,五地社会库存已跌至22.22万吨,较上一周

下降1.57万吨;上期所锌锭库存流出主要以非期货仓单为主。从规律上来看,过去三年交易所库存高点都出现在春节累库时段,而在三四月份往往出现去库存情况。在国内精锌冶炼瓶颈背景下,考虑炼厂产出节奏,预计国内库存水平可能出现波段下跌,并将对沪锌期货1905合约形成支撑。

对于后市,肖静表示,受冶炼节奏、消费回暖预期、库存倾向下滑以及进口盈利窗口暂难打开影响,预计沪锌还将以高位震荡为主。从技术面来看,瑞达期货研究院金属小组表示,沪锌主力合约价格有效运行于均线组上方,但面临布林线上轨重要阻力位,多空交攻明显。操作上,建议在建仓22000-22400元/吨区间进行高抛低吸,止盈止损各200元/吨。

## 金价仍存上行空间

□美创鑫裕 杨艺

近期,金融市场因美联储发表“鸽派”言论,排除了今年加息的可能性,引发市场抛售美元,导致风险情绪恶化,美元指数承压下挫,黄金则受到看涨情绪提振后继续走强。展望本周,金融市场将迎来多项美国重要数据以及美联储官员发表讲话,包括美国脱欧将迎来最关键的一周,预计这些事件将可能左右市场情绪变化,投资者需重点关注。

美国方面,上周美联储利率决议公布之后,美元指数大幅下挫,现货黄金价格则飙升至1310美元/盎司关口上方。地缘局势方面,英国脱欧仍处

于乱局之下,随着英国脱欧3月29日最后期限愈发逼近,脱欧局势的最终走向面临较大不确定性,如果英国议会可以在本周通过脱欧协议,欧盟愿意无条件同意延迟脱欧日的最后期限,若最终出现无协议脱欧局面,则市场避险情绪将弥漫,这将使黄金获得一定的支撑。此外,随着美国债券收益率持续下降,引发市场对全球经济增长放缓的担忧,市场避险情绪蔓延,美债遭到抛售,黄金则受到提振。从技术面来看,美元走势较为疲软,因不确定性驱动下的市场波动和美联储“鸽派”论调的内容这将使得美元上行空间有限,因此金价有望继续上行。

指数名称	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数		84.28			84.35	-0.07	-0.09
商品期货指数	983.6	983.14	986.7	982.03	982.61	0.52	0.05
农产品期货指数	833.1	833.73	837.9	832.86	832.2	1.52	0.18
油脂期货指数	459.74	461.78	462.09	459.54	458.55	3.23	0.7
粮食期货指数	1197.53	1193.96	1199.11	1192.36	1197.27	-3.31	-0.28
软商品期货指数	781.09	779.46	782.4	778.57	780.99	-1.53	-0.2
工业品期货指数	1047.54	1047.13	1051.71	1045.42	1046.49	0.65	0.06
能化期货指数	689.57	685.56	690.74	684.91	688.12	-2.56	-0.37
钢铁期货指数	1171.81	1171.84	1178.12	1167.76	1170.67	1.17	0.1
建材期货指数	1007.02	1009.24	1011.03	1005.79	1006.88	2.36	0.23