

2016.01.28

金融工程首席分析师：高子剑

执业证书编号：S1220514090003

TEL：021-68386225

E-mail：gaozijian@foundersc.com

联系人：陶勤英

TEL：021-58435536

E-mail：taoqinying@foundersc.com

投资要点

- 本期（2015.12.28-2016.01.27）“交割宝”再度斩获 0.9% 的收益，2015.2.9 运行至今组合净值为 1.0845，其年化收益率达 8.76%，收益率明显高于市场上主流的宝宝类产品。
- 85%的置信区间扫描出来的 50ETF 价格区间分别是：周一（1.981-2.164），周二（1.995-2.143），周三（1.912-2.009）。分别卖出行权价格小于区间下界的认沽期权和大于区间上界的认购期权。
- 本周三（2016.01.27）50ETF 收于 1.957，“交割宝”组合中期权都是虚值期权，没有被行权。在本次交割中，“交割宝”获利 60792 元，三天为组合贡献 0.6% 的收益。

相关研究

2015-5-30,《交割周无效期权扫描》

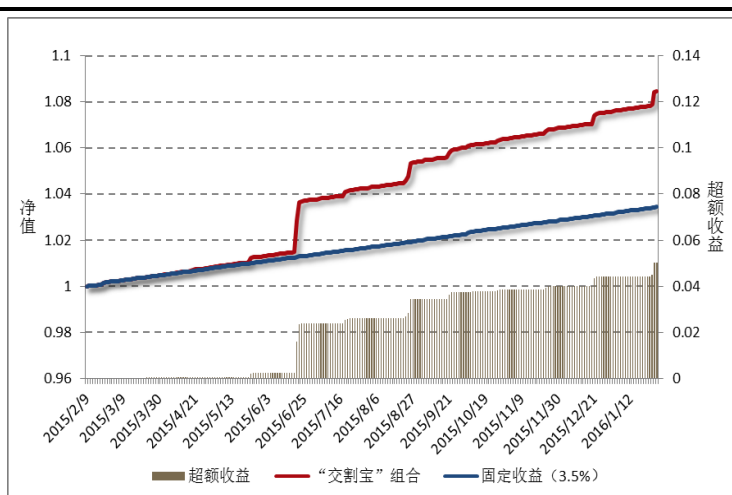
2015-12-22,《交割周失效期权扫描》

2016-1-4,《不在沉默中灭亡,但在喧嚣中爆发》

2016-1-12,《“交割宝”,轻松战胜余额宝》

请务必阅读最后特别声明与免责条款

“交割宝”组合历史表现（2015.02.09-2016.01.27）



交割宝	小金库	余额宝	民生如意宝	储蓄罐	苏宁零钱宝	理财通
8.76%	4.50%	2.69%	2.64%	2.76%	3.16%	3.63%

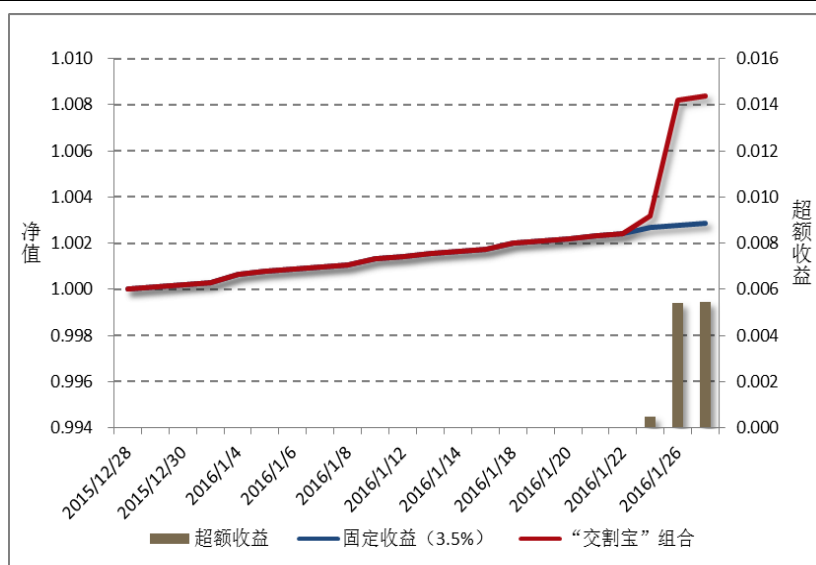
资料来源：方正证券研究所

1. “交割宝”组合本期表现

本期（2015.12.28-2016.01.27）“交割宝”组合再度斩获 0.9% 的收益，2015.2.9 运行至今组合净值为 1.0845，其年化收益率达 8.76%，同期宝宝类产品的收益率如图表 2，收益率明显高于市场上主流的宝宝类产品。

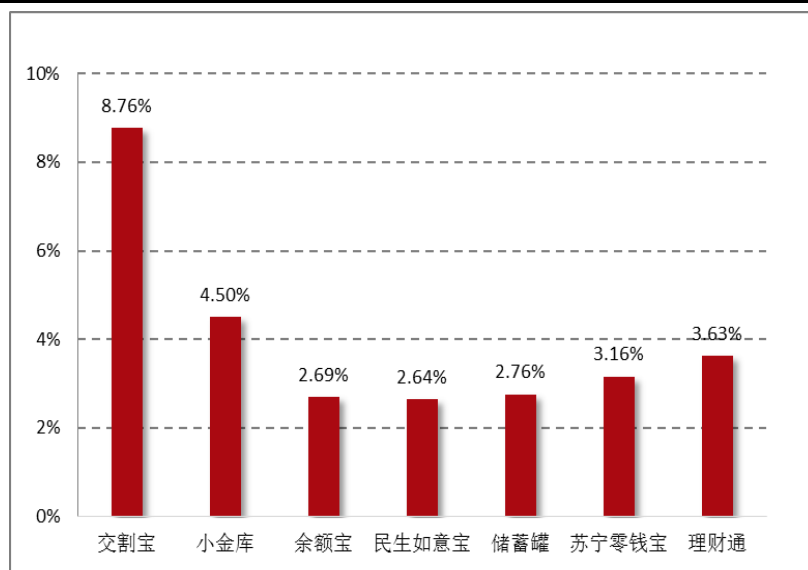
本周三（2016.01.27）50ETF 收于 1.957，“交割宝”组合中期权都是虚值期权，没有被行权。因此，“交割宝”在临近交割的最后三天获得了较大的收益。本次交割，“交割宝”获利 60792 元，三天为组合贡献 0.6% 的收益。

图表 1：本期“交割宝”组合表现（2015.12.28-2016.01.27）



资料来源：方正证券研究所

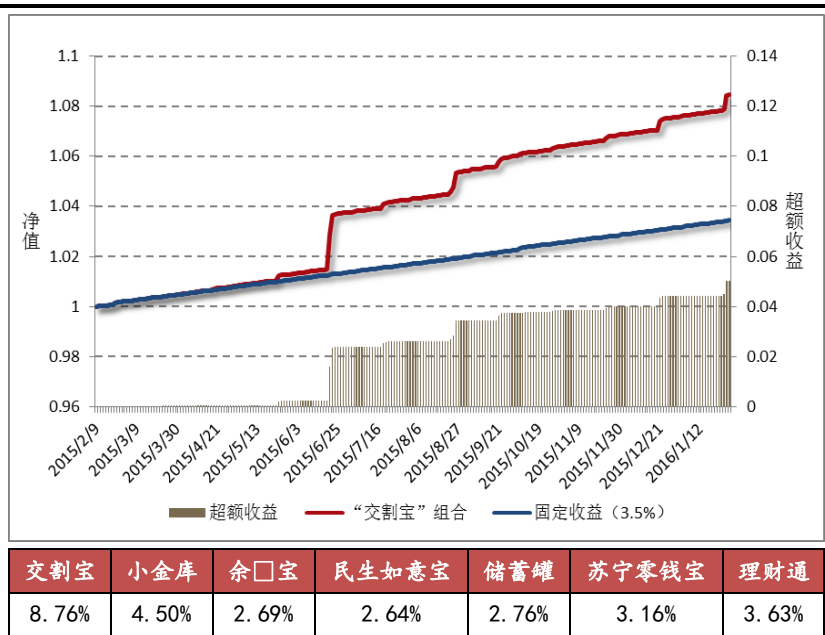
图表 2：各类“宝宝类”理财产品的年化收益率对比图



资料来源：方正证券研究所

从期权首日挂牌交易至今，“交割宝”组合年化收益率为 8.76%，假设固定收益产品年化收益率为 3.5%，则“交割宝”累计超额收益率为 5.26%。

图表 3：“交割宝”组合历史表现（2015.02.09-2016.01.27）



资料来源：方正证券研究所

2. “交割宝”组合本期合约

我们从交割周首日（周一）开始对当月合约进行扫描，如果相应的行权价格已经超出了标的价格三天所能波及的幅度，我们就认为该期权合约失效。

我们用 3 种方式计算 50ETF 可能波及的价格区间：1. 连续数日的涨跌停板；2. 历史上 50ETF 连续数日的涨跌幅极值；2. 历史上某置信水平上 50ETF 连续数日的涨跌幅。“交割宝”采用的是历史上 85%置信水平上 50ETF 连续数日的涨跌幅变动水平。

图表 4 给出了分别站在周一至周三的时点预测 50ETF 在 2016.01.27（周三）可能的收盘价区间。

图表 4：50ETF 在 2016.01.27 可能的收盘价区间

	周一	周二	周三
涨跌停板	1.507-2.751	1.673-2.499	1.762-2.154
历史极值	1.651-2.452	1.713-2.499	1.763-2.154
85%涨跌幅	1.981-2.164	1.995-2.143	1.912-2.009

资料来源：方正证券研究所

经过历史统计，我们把扫描范围扩大到 85%的置信区间。站在周三这个时点，我们认为行权价格低于 1.912 的认沽期权和行权价格大

于 2.009 的认购期权有很大的概率会失效，如果投资者在周三卖出行权价格低于 1.912 的认沽期权和行权价格大于 2.009 的认购期权，有很大的概率能够获利。

图表 5 分别列出了在 2016 年 1 月交割周的周一、周二和周三在 85%置信水平下扫描出来的失效合约。可以看到，随着临近交割，价格所能波动的范围会越来越窄，所能确定的失效合约也越来越多。最后本周三（2016.01.27）50ETF 收于 1.957，作为期权合约的空方，卖出下述失效合约都是可以获利的。

图表 5：“交割宝”组合周一、周二、周三持有明细

	合约	名称	收盘价	成交量	成交金额
周一失效期权	10000489. SH	50ETF 购 1 月 2.20	0.0003	2,620	21,704
	10000490. SH	50ETF 购 1 月 2.25	0.0003	343	1,678
	10000491. SH	50ETF 购 1 月 2.30	0.0002	303	784
	10000479. SH	50ETF 购 1 月 2.35	0.0002	563	1,347
	10000480. SH	50ETF 购 1 月 2.40	0.0003	1,417	3,698
	10000481. SH	50ETF 购 1 月 2.45	0.0001	625	1,071
	10000482. SH	50ETF 购 1 月 2.50	0.0002	1,104	1,891
	10000483. SH	50ETF 购 1 月 2.55	0.0001	2,573	3,416
	10000495. SH	50ETF 购 1 月 2.60	0.0001	553	563
	10000538. SH	50ETF 沽 1 月 1.95	0.0010	1,586	19,370
周二失效期权	10000516. SH	50ETF 购 1 月 2.15	0.0002	1,991	12,321
	10000489. SH	50ETF 购 1 月 2.20	0.0002	1,532	2,758
	10000490. SH	50ETF 购 1 月 2.25	0.0002	1,578	3,069
	10000491. SH	50ETF 购 1 月 2.30	0.0001	1,235	2,442
	10000479. SH	50ETF 购 1 月 2.35	0.0001	867	1,280
	10000480. SH	50ETF 购 1 月 2.40	0.0002	1,591	2,372
	10000481. SH	50ETF 购 1 月 2.45	0.0001	2,347	3,110
	10000482. SH	50ETF 购 1 月 2.50	0.0002	3,962	4,628
	10000483. SH	50ETF 购 1 月 2.55	0.0001	57	57
	10000495. SH	50ETF 购 1 月 2.60	0.0001	54	54
周三失效期权	10000538. SH	50ETF 沽 1 月 1.95	0.0107	6,885	502,663
	10000525. SH	50ETF 购 1 月 2.05	0.0001	2,028	8,405
	10000515. SH	50ETF 购 1 月 2.10	0.0001	2,026	3,309
	10000516. SH	50ETF 购 1 月 2.15	0.0001	905	945
	10000489. SH	50ETF 购 1 月 2.20	0.0001	289	289
	10000490. SH	50ETF 购 1 月 2.25	0.0001	504	552
	10000491. SH	50ETF 购 1 月 2.30	0.0001	245	250
	10000479. SH	50ETF 购 1 月 2.35	0.0001	1,767	1,866
	10000480. SH	50ETF 购 1 月 2.40	0.0001	276	276
	10000481. SH	50ETF 购 1 月 2.45	0.0001	486	526
	10000482. SH	50ETF 购 1 月 2.50	0.0001	462	462
	10000483. SH	50ETF 购 1 月 2.55	0.0001	530	599
	10000495. SH	50ETF 购 1 月 2.60	0.0001	126	166

资料来源：方正证券研究所

3. “交割宝”组合简介



众所周知，虚值期权合约因不具有内在价值在到期日将失效，然而我们惊奇地发现，很多深度虚值合约在临近交割日依然存在较大的成交量。其中包含 50ETF 价格不可能波及的行权价格所对应的期权，我们就可以认为这些合约已经提前失效，可以卖出获利。

最安全的方式是计算 50ETF 连续涨跌停板所能波及的价格范围，行权价格在此范围上方的认购期权以及此范围下方的认沽期权必然提前失效，然而很显然这种方式扫描出来的期权合约将非常有限。因此我们又增加了 2 种方式：

1. 历史上 50ETF 连续数日的涨跌幅极值；
2. 某置信水平上 50ETF 连续数日的涨跌幅。

因此，我们通过在每月交割周卖出“失效”期权合约的方式来构造“交割宝”组合。组合设置如下：

- ◆ **初始资金：**1000 万；
- ◆ **投资标的：**85%置信水平 50ETF 涨跌幅覆盖区间所扫描出来的失效的期权合约；
- ◆ **资金使用情况：**资金只在交割周使用，其余时间都投入固定收益产品（这里设置为年化收益率 3.5%）；
- ◆ **手续费：**50ETF 手续费：万分之六；期权卖方免收手续费，卖出后不主动平仓；
- ◆ **策略收入：**“失效”期权合约成交金额的 10% + 行权收入（可正可负）；失效期权合约总成交量的 10% 作为策略在该合约上卖出的数量。

一旦期权合约被分配到行权义务：

- 认购期权：行权收入=数量*(行权价格-50ETF 周三收盘价)；
- 认沽期权：行权收入=数量*(50ETF 周五开盘价-行权价格)。

◆ **资金占用比例：**期权空头需要交保证金，保证金计算公式如下：

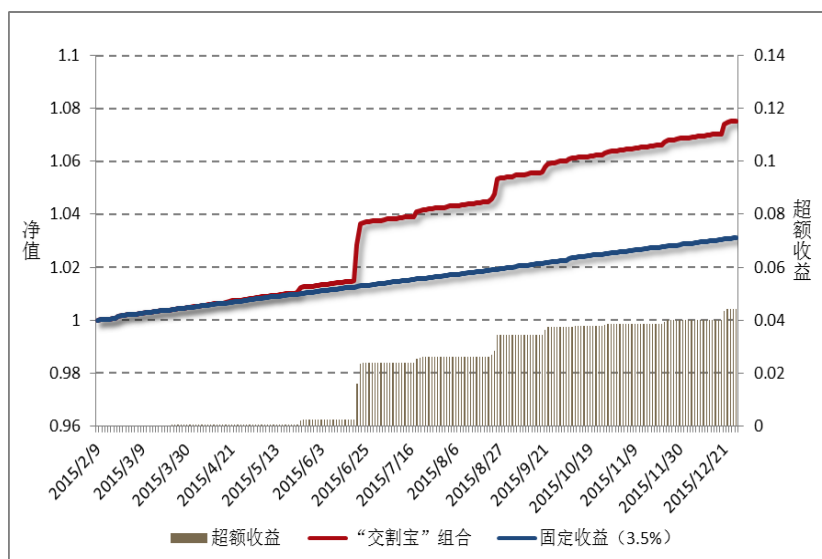
- 认购期权开仓保证金=[合约前结算价+Max (12%×合约标的前收盘价-认购期权虚值, 7%×合约标的前收盘价)]×合约单位。
- 认沽期权开仓保证金=Min[合约前结算价+Max (12%×合约标的前收盘价-认沽期权虚值, 7%×行权价), 行权价]×合约单位。

其中的认购期权虚值=Max (行权价-合约标的前收盘价, 0)；认沽期权虚值=Max (合约标的前收盘价-行权价, 0)。

业绩回测结果显示，“交割宝”组合从 2015.2.9 运行至今 (2015.12.25)，“交割宝”净值已上升至 1.075，年化收益达 8.61%，明显高于市场上主流的宝宝类理财产品。

回测期间，“交割宝”组合中仅有一次参与行权，2015 年 6 月 24 日 50ETF 收盘价为 3.018，持仓中 307 张“50ETF 购 2015 年 6 月 3.00”合约到期行权，我们需要准备好 307*10000 份 50ETF 参与交割，行权收入=(3-3.018)*10000*307-标的交易手续费=-80024 元。

图表 6：“交割宝”组合历史表现 (2015.02.09-2015.12.25)



交割宝	余额宝	民生如意宝	储蓄罐	苏宁零钱宝	理财通
8.61%	2.68%	2.90%	3.15%	3.16%	3.00%

资料来源：方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com