

本期内容

>>本文仅限作者观点，点击上方视频收看！

今天我们来聊一下关于中国的股市指数的一些衍生产品的情况。看右下角的图，我基本上把上证50，IH，就是50的期货，股指期货IC……基本上IF、IC、IH我都放在里头了。



从这张图上可以明显看到，2015年股灾以后，到2016年的四季度开始，有一个非常明显的

差异。进入到2017年以后，中小创代表的是中国证券市场上最大的风险，当然它的成因我们之前在《付鹏的财经世界》日记本里面很隐晦地写到过一些。

去年6月份开始，我讲到关于股权质押融资，包括中小创里面的一些私密问题，这边我就不去多讲了，反正造成的一个结果就是中小创这边基本上都是雷。所以我们看整个IC的表现是非常弱的。并且由于16年的供给侧改革，加上存量资金，也正因为中小创里有过多的不确定性的雷，债务性的问题，所以导致在处理债务的逻辑上面，使市场出现了一个渐进式的分化：一边是集中性的抱团，大量的资金抱团在了IF上，也就是沪深300的标的上，还有上证50的标的上。因为这些所谓的蓝筹不存在着债务和信用性的风险，而且由于供给侧的改革也带来上游的资产负债表的修复，所以说国企或者大蓝筹相对来讲信誉性风险低，股息红利、资产负债表都处在一个良性状态。所以市场的分化选择是非常的明显的一个过程。中小创的发酵一直到现在为止。

到了2017年，系统性风险开始爆发，并且你要知道集中性抱团取暖其实也存在着较大的系统性风险。所以说正好也趁着外力，整个发酵的过程中，中国的证券市场出现了非常大的调整。虽然说美国证券市场还处在一个高位，但是这边出现了典型的新兴市场的分化：第一、资产负债表的改善不可能持续下去，因为下游会拖累你；第二，信用性风险对存量资金还是造成了一定的影响，再加上外围的风险的发酵。整体来讲仍然是一个比较大的差异性的走势。

我们可以看到，IC是最弱的，IF也受拖累，沪深（上证）50是最为坚挺的，最为坚挺的实际上也就是50。进入到三季度以后，50是不跌的，IF往下，IC对它影响很大，大概走到了现在这样的状态。

最近这段时间，有密集的政策出台，主要是对民营企业的救助，当然还有对股权质押的救助。可以说对于IC来讲，实际上蕴含了大量的赌注，赌的就是政府最后不得不去进行救助。所以说，中国证券市场最近表现很靓丽吗？其实也没有。真正表现靓丽的是一些壳的资源，那么资金为什么去炒作它？其实（有没有人炒作）很大程度上就是到底有没有人买单，包括监管部门的放松。这是否可以掀起大行情，我觉得也不一定，应该说只是对于系统性风险的一个修复而已。所以说我觉得IC未来可能也就是这样的一个走势，不可能有更靓丽的情况。

现在关注得更多的是系统性风险了。从外围来看，美国的证券市场如果进一步的往下走弱，全球证券市场进一步的缩水，这一定会伤及到资本的信心，所以说在这个过程中可能不是对IC押注，如果只是对指数进行押注的话，实际上并不划算，还不如对个股呢，几十个涨停，只要监管不吭声，这个都是有可能的。但是这里边确实对于大的资金来讲是有典型的炭中取利的意思，而且这个谁都知道不解决根本性的问题。

所以说风险仍然在拼谁跑得快，对吧？IF应该也会稍微的企稳一下，但是可能也不是重点。后面的故事可能集中在（上证）50会是怎么样的走势，是比较偏乐观还是比较偏悲

观，在外围系统性风险带领下它会上还是下？这个判断起来是非常难的，因为这蕴含着一个概率（问题）。如果大概率上去看的话，我可能会偏向于随着系统性风险往下走。

但是从策略制定上来讲，不能够基于“我觉得”去押注，虽然说我可以罗列出很多系统性风险可能往下走的因素，其中最重要的一点，可能就是来自于外围的这个压力。

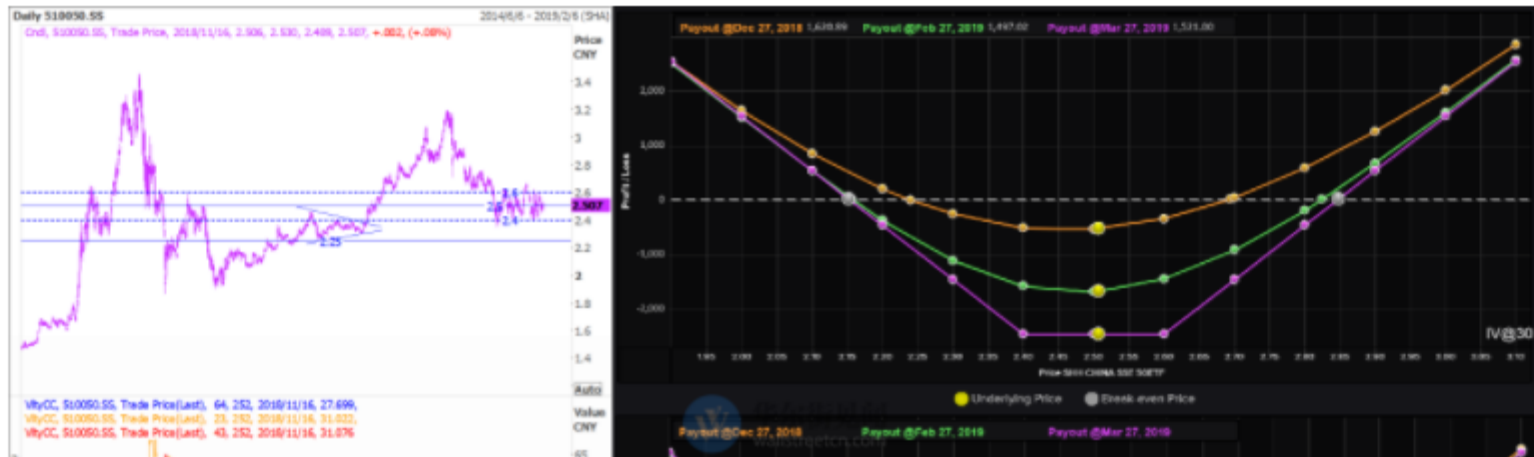
但是这在策略制定上面是有点问题的。从策略制定上我们想了几个方法，第一当然是用IH这个股指期货了，也就是A50这个指数期货，这个实际上是不错的一个选择。我可以在下面挂个单，上面挂个单，挂完近月我移仓去移远月，任何一边的突破，我都可以假定为是较大的一个行情。A50的这个策略就比较简单了，我可以设定一个大概2600左右的买单挂在那儿，加上一个2400的卖单挂在那儿，然后设定一个程序性的设定：成交任何一边，就自动地把另外一边的挂单取消。这实际上就是很多交易策略用的甲板策略，就是应对已经出现比较长时间的震荡行情，我们在策略上做出一个（选择），不管哪边（行情）走出来，我都认为市场行情应该是会启动的，不用带太强的单边性的情感。（如果）在中间进行押注，从策略角度来讲，就是带有很强的单边性色彩了。

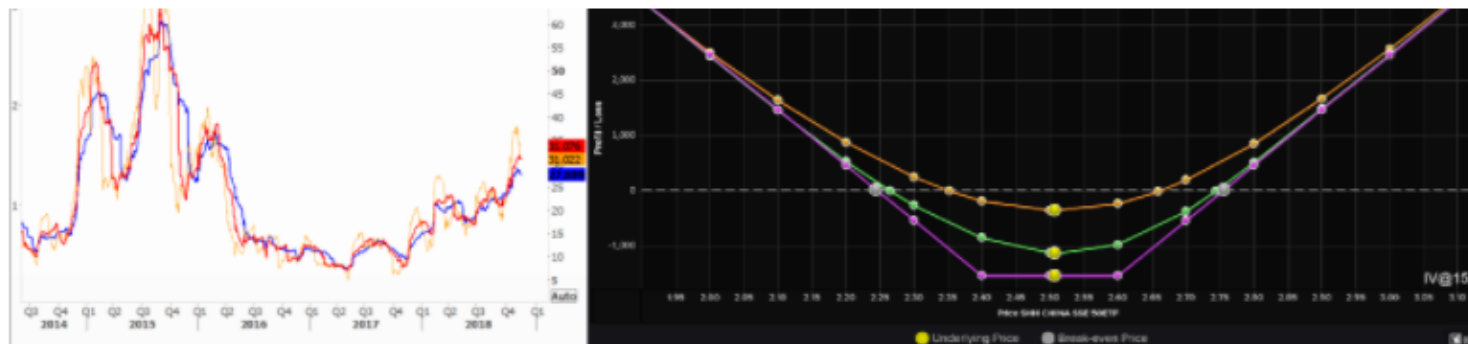
另外一种方法，是选择期权。大家都知道早就有了A50期权了，用A50期权就是面临着一个时间成本的一个问题。当然组合都是一样的，就是你要么组12月2600的买加2400的卖，就是2600的一个call加上2400的一个put，我们可以拟合一下，或者说是3月份到期的2600的call加上一个2400的put。两边进行买了以后，我们来拟合一下，看看成本，那这边呢差不

多就是12月份了，因为你只要到期，如果它还在波动区间内，两边都没有翘出的话，原则上来讲你的期权价值是会归零的，这是时间成本的问题。

所以说很多人其实是比较偏向于卖出期权策略的，卖出期权策略其实有点像收取时间成本的收益是一样的，当然了，一旦出现较大的市场波动的话，这种卖出策略肯定也是会受到影响的，任何事情都是有风险的。理论上讲，如果是3月份的话，期权的价值也会清零。它对标的就是如果3月份之前，A50一直保持在这样的一个区间内，这个时间价值损耗就比较大了。这边就是假设12月份。

当然了，在任何时间点内的任何一边的突破都会带来价值的提升，越早突破，时间成本就会越少，越早突破，隐含的利润就会比较大。如果我们把它折到breakeven point的图表上的话，这个理解起来也比较简单。





我们转化到这张图上，实际上这就是目前状态下，我们拟合了一个明年3月27号到期的组合，同样是2600的call，2400的put。现在50的隐含的波动率是比较偏高的，从2017年到2018年现在为止，隐含波动率实际上都非常的高。按照目前的隐含波动率的水平，大概在30的话，我们来看这样的一个幅度。那隐含波动率是什么意思呢？其实你可以简单地理解成未来的时间成本。那我下面呢修改了一下参数，我们来看一下同样的情况下，如果假设它的波动率是15，单一修改这一个参数的话，你会发现两个曲线，一个我称之为宽，一个叫窄，一个宽一个窄，波动率下降会带来整个payout的曲线变窄，实际上也就是时间成本优势会更明显。我举个最简单的例子，比如说我们同样的从现在衰减到2月27号，假如2月27号我想出现盈利，我的breakeven point，在15的波动率，对应是在2.27到2.75之间，也就是说指数是要超过2.27，大概在这儿，和2.75，我才能够真正意义上实现盈利。这个上下就是我的时间成本的变动了。

但是如果是像现在，隐含波动率大概在30的话，在2月27号，我得在2.20到.....上限基本上得到2.8以上了。所以说你会发现，现在的波动率很高，我的时间成本在这张图上来看是非常的宽的，如果我持有到了3月份的话，我算一下，我大概得在2.15和2.85才能赢实现盈

利。也就换句话说，如果真的持有到3月份的话，我大概得在这个状态才能够真正意义上实现盈利。我觉得这个幅度太宽了，就是说波动率太高，时间成本和收益实际上非常的不划算。

即便是现在来看，隐含波动率带来的对于期权的定价上是有些偏高的。在这么高的隐含波动率下，我们做这样的跨时，甚至是我做一个单向的买权，我觉得可能都不是特别的划算。

我们对比一下就会发现，如果在2016年，举个例子，2016年的这个阶段中间，我们看这儿有个行情对吧？2016年的年底假如有一个突破性的行情，这个过程形态一个是宽幅震荡，另外一个收敛三角形，对吧？在这样的形态下，对应这个波动率的话，我觉得是可以做出一个典型的跨时性的期权，因为它的成本比较划算，隐含的收益也比较好。

像现在这种隐含波动率偏高的情况下，它的定价还有时间成本，我觉得都不是特别的划算。所以说，对于期权来讲，要做这样的一个组合，可能就要放弃了。在这么高的情况下，不如只是赌期权的波动，就是还是之前我们讲的刮刮乐的策略，那个其实是带有很高的博弈性的。而类似于这样的一个投资组合的概念，用期权去干，我觉得就非常的不划算了。

倒过来看的话，既然期权不划算，时间损耗的宽度太宽，不如直接在未来的某个时间点去

布局50期货可能更直接一点。那当然了，境外还可以用新加坡的A50指数期货，道理其实都是一样的。

当然了由于国内IH是无法进行真正意义上的挂单的，所以只能是双向开仓，同时开多、开空，过了这个价格以后平一头，转成一个单向头寸，当然这是交易细节上的东西了，交易员都会去做的。

今天的内容就讲到这里，谢谢大家。

—— END ——

[\(戳\) 不错哟! 我要订阅《付鹏说》](#)





《付鹏说》~见识社区~



付鹏的财经世界

“交易桌前看天下，付鹏说来评财经”~感谢大家订阅《付鹏说》语音，听我聊聊一些有

意思的事情，发散思维评说财经，欢迎大家
在社区里多多交流。



华尔街见闻
wallstreetcn.com

03

相关文章



亚洲股市全线跳水！韩国股指重挫3% 恒指跌超3%

2018-10-23 13:58



凉凉的豆粕，火热的期权

2018-11-02 20:37



漫威教父去世，迪士尼下一个十年还有谁？

2018-11-13 19:39



CFTC持仓报告：基金在CBOT大豆期货期权上增持净空单

2018-11-03 16:10

参与评论



请发表您的评论

联系我们

广告投放

意见反馈
广告投放

意见反馈

信息安全举报

关注我们

微博@华尔街见闻

邮件订阅
微博@华尔街见闻

邮件订阅

RSS订阅

加入我们

招聘专页

招聘专页

评论自律



以其他方式使用本网站的内容。

评论前请阅读网站“[跟帖评论自律管理承诺书](#)” 举报电话: 021-65963809

儿童色情信息举报亦可联系: contact@wallstreetcn.com

华尔街见闻不良信息举报电话: 18521730658

[违法和不良信息举报受理和处置管理办法](#)

[界面新闻](#) | [证券之星](#) | [全景财经](#) | [观察者网](#) | [经济网](#) | [猎聘网](#) | [华夏时报](#) | [陆家嘴金融网](#) | [英为财情Investing.com](#) | [黄金头条](#)

息科技有限公司 wallstreetcn.com 沪ICP备13019121号 增值电信业务经营许可证沪B2-20180399