


[2006.12.25]

从溢价率角度看权证价值

一切都是数据之一

 孙佳宁





- 本报告导读：
- 分析了各类权证的溢价率特征与收益情况
 - 提出了溢价率通道的概念来判断溢价率的变化情况

摘要：

溢价率是权证价值分析中的一个重要指标，它体现的是权证价格与其行权价格相对于正股价格的偏离程度。权证作为买入或卖出正股的一种权力，具有时间价值与理论价值。因此它可以作为正股的一种替代物。而根据一价定律，权证的价格与正股价格紧密相连。本文尝试使用溢价率作为分析权证价值的一种方法，得到了许多有趣的结论。

认购权证溢价率 = $[(\text{行权价} + \text{认购权证价格} / \text{行权比例}) / \text{正股价格} - 1] \times 100\%$

认沽权证溢价率 = $[1 - (\text{行权价} - \text{认沽权证价格} / \text{行权比例}) / \text{正股价格}] \times 100\%$

1. 平价权证表现

1.1. 平价认购权证：权证收益率波动较高，溢价率普遍约在 30%以上

由于价内外程度不高的权证在正股波动过程中，很容易转变为平价权证，因此这些权证与平价权证拥有相似的表现。我们在这里将平价权证与价内外程度不高的权证放在一起进行研究，并将这一类权证统称为平价权证。标准大约是在价内外 20% 以内。

经过对历史数据的分析，我国权证市场共上市 15 只认购权证，其中运行过程中大部分时间处于平价状态的权证有：首创 JTB1、国电 JTB1、包钢 JTB1、宝钢 JTB1、武钢 JTB1，同时在运行中由轻度价内转变为深度价内的认购权证有：长电 CWB1、鞍钢 JTC1。

图 1：首创 JTB1(060425 - 061215)

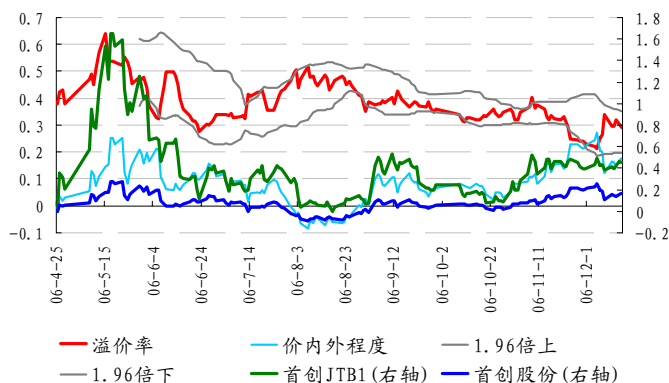
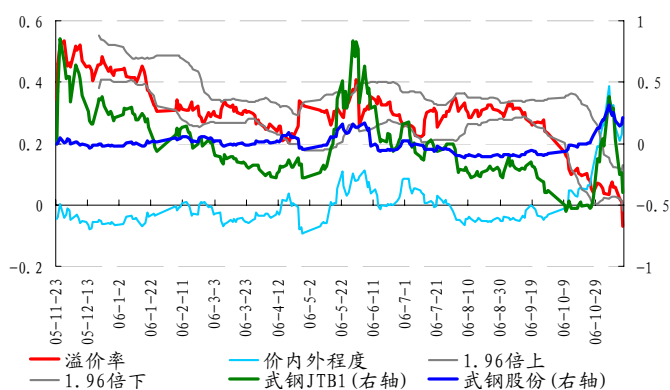


图 2：武钢 JTB1(051223 - 061115)



数据来源：国泰君安证券研究所、wind 资讯

上图中我们放入了权证的溢价率曲线、溢价率通道、权证累计收益率、正股累计收益率以及价内外程度曲线。

通过仔细研究上述权证数据，我们可以得到以下几个结论：

- 溢价率较高，约在 30% 以上：由于溢价率在某种程度上体现了投资者对于正股上涨的预期，同时，由于平价权证的高收益率，市场自然而然地形成了一定的溢价。所以平价权证得到了较高的溢价率；
- 收益率波动较高：对于平价权证，由于其理论价格较低，导致权证价格较低。正股一旦有所波动，权证的收益放大效应非常明显，因此权证收益率较高；

1.2. 平价认沽权证表现：溢价率低于深度价外认沽权证

我国市场上共上市了 17 只认沽权证，其中大部分时间处于平价状态的权证有华菱 JTP1、原水 CTP1、沪场 JTP1、机场 JTP1、武钢 JTP1、深能 JTP1、由平价转变为深度价外的权证有：海尔 JTP1

图 3：华菱 JTP1(060302 - 061215)

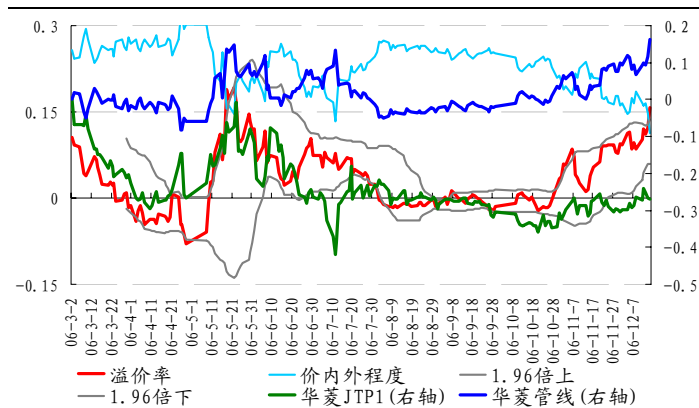
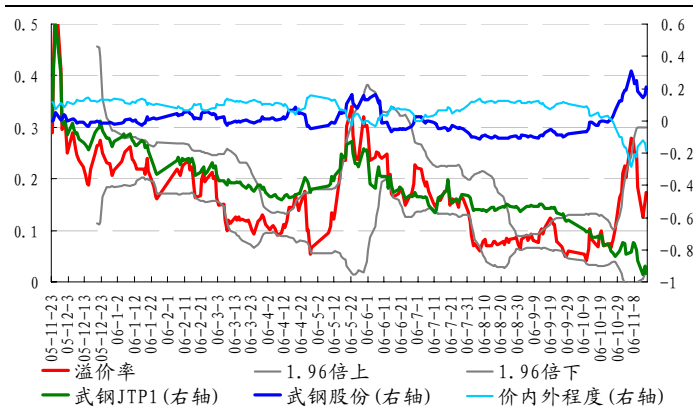


图 4：武钢 JTP1(051223 - 061115)



数据来源：国泰君安证券研究所、wind 资讯

作为平价的认沽权证，其表现主要有：

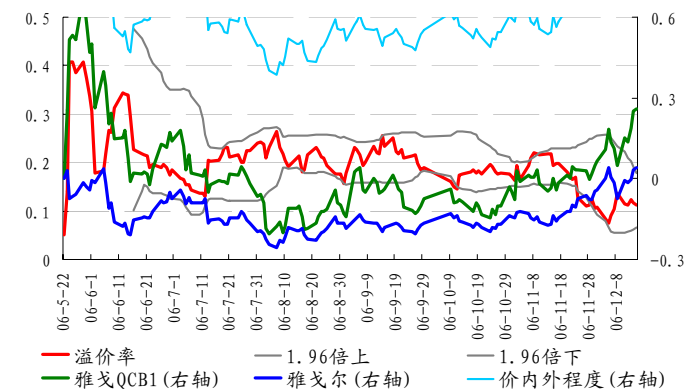
- a、与其它深度价外的认沽权证相比，平价认沽权证溢价率相对较低，其溢价率水平与平价认购权证相似；
- b、与其它深度价外的认沽权证相比，平价认沽权证走势相对受正股影响更强一些，其反向运动相对明显；

2. 深度价内和深度价外权证表现

2.1. 深度价内认购权证：溢价率较低，具备一定股性

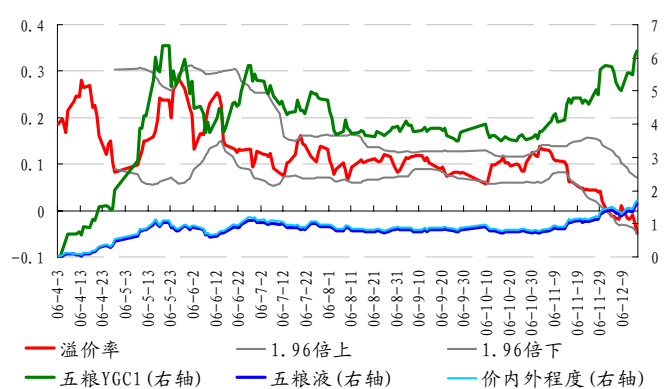
除却上文中提到的平价权证，我国权证市场上的认购权证均为深度价内权证。深度价内的认购权证，由于其理论价值较高，因此，其市场价格也偏高，因此这一类权证已经具备了一定的股性。其走势不再像平价权证一样波澜壮阔，相对更加平稳。

图 5: 雅戈 QCB1(060522 - 061215)



数据来源: 国泰君安证券研究所、wind 资讯

图 6: 五粮 YGC1(060403 - 061215)



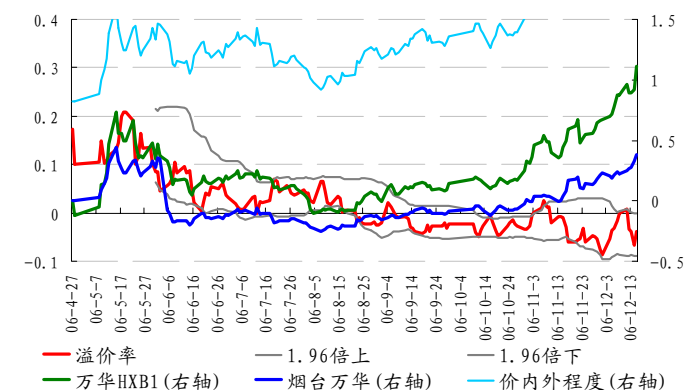
通过研究 8 只深度价内的认购权证, 我们发现它们都具有如下特征:

- a、其溢价率偏低, 约在 20% 左右, 有的甚至出现折价;
- b、与平价权证相比, 收益率波动较小;

造成深度价内认购权证溢价率较低的原因, 主要在于其较高的理论价格, 导致它的性质界与平价权证与正股之前。既有权证的杠杆放大效应, 也具有了一定的股性。因此它能够随着正股上涨带来高于正股的收益率, 同时与平价权证相比, 其风险更小。

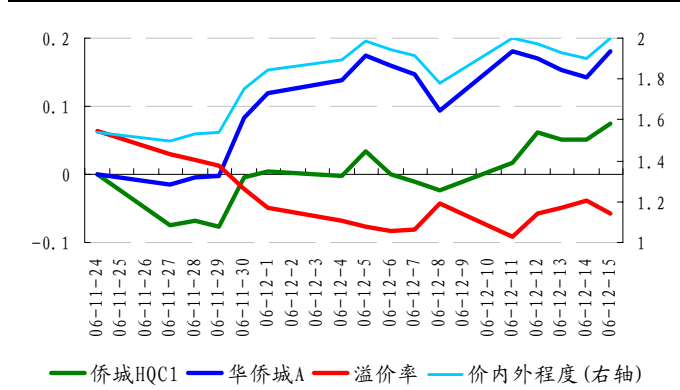
同时, 在这一批深度价内的认购权证中, 出现了三只折价权证: 五粮 YGC1、万华 HXB1 与侨城 HQC1。

图 7: 万华 HXB1(060427 - 061215)



数据来源: 国泰君安证券研究所、wind 资讯

图 8: 侨城 HQC1(061124 - 061215)



而这一类深度价内的折价权证为我们提供了一个良好的投资品种。若在正股上涨预期较强的情况下, 这一类折价的认购权证将会提供风险较低的可观收益。

2.2. 深度价外认沽权证: 溢价率极高, 时间价值衰减

由于近期股票市场的火爆, 导致权证市场上的认沽权证大部分处于深度价外。

图 9: 雅戈 QCP1(060522 - 061215)

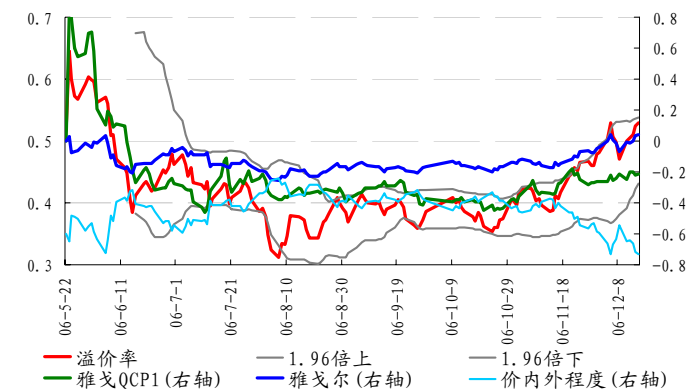
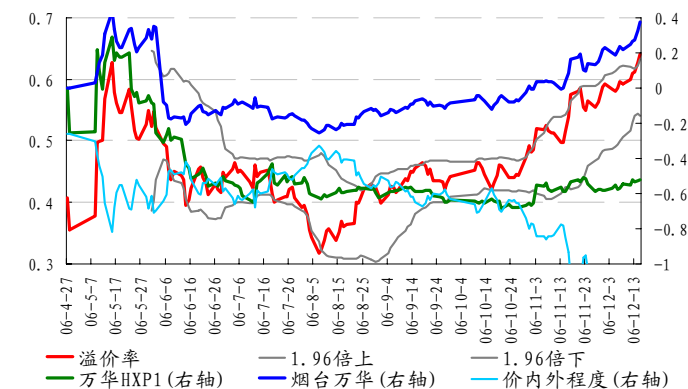


图 10: 万华 HXP1(060427 - 061215)



数据来源: 国泰君安证券研究所、wind 资讯

这一批深度价外的认沽权证表现出了如下的几个主要特点:

- a、溢价率较高: 由于这批深度价外认沽权证理论价格为 0, 并且短时间内正股急跌至低于其行权价的可能性极小。因此, 这批深度价外认沽权证只余下时间价值。所以, 其溢价率较高, 大部分在 40% 以上;
- b、对正股的表现极不敏感: 同样是由于短时间内正股急跌至低于其行权价的可能性极小, 因此其走势表现基本与正股无关;
- c、价格较稳定, 呈现出缓慢下滑的态势: 随着时间流逝, 权证的时间价值在减少。

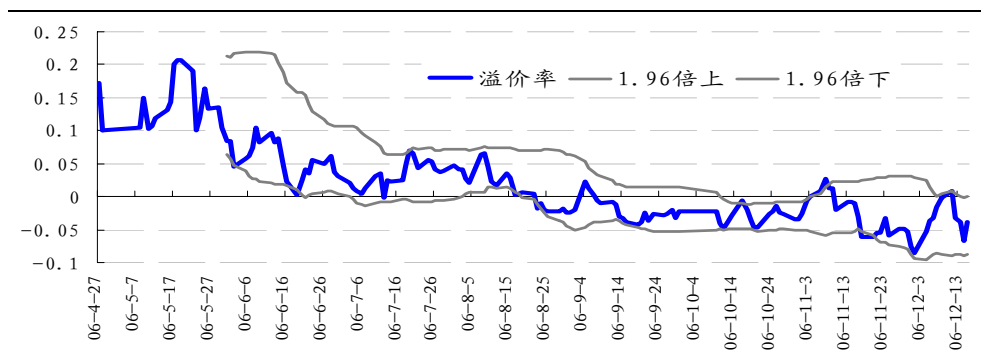
3. 溢价率通道

3.1. 溢价率通道

溢价率是衡量权证的一个重要指标, 它同时表征了正股与权证价格的相对关系。在这里我们可以通过建立一个溢价率通道来判断当前的溢价率是否过高或者过低。

在这里, 我们引入一个概率区间的概念: 按照正态分布, 理论上有 95% 的变量值分布在均数加、减 1.96 倍标准差的范围内, 我们以权证 20 日溢价率均值和标准差可以构建出该权证的溢价率运行通道。

图 11: 万华 HXB1 溢价率运行通道



数据来源: 国泰君安证券研究所、wind 资讯

从上图我们不难发现构建了这样一个溢价率运行通道后，我们基本可以确定每只权证溢价率运行的上界及下界。当溢价率触及和超越上界或下界时，即意味着权证溢价率马上面临着回调，回到我们构建的溢价率运行通道中去。

这个结论非常有指导意义，也就是说我们可以通过溢价率通道发现权证与正股价格关系的拐点，再配合正股的走势，我们可以迅速判断出权证的价值是否有较大的偏差。

3.2. 溢价率通道的投资含义

回到溢价率的实际意义中来，由于溢价率本身是一个相对值，它是权证的持有成本与正股价格的一个比值，通常情况下为正值，但在一些特殊情况下，它会变成负值，也就是权证的折价。

仅仅通过判断溢价率的高低从而决定权证的投资价值，是不科学的。因为溢价率是一个动态值，它随着正股价格与权证价格同时变化。因此，我们在使用溢价率时，切忌只看溢价率，而不看正股的走势。

首先我们可以通过溢价率通道判断溢价率的走势是否会发生拐点。一旦溢价率触及或超越溢价率通道时，若正股未发生大幅上涨和下跌，则溢价率将会有大幅的反向运动。

溢价率升高，可能有如下几种情况：

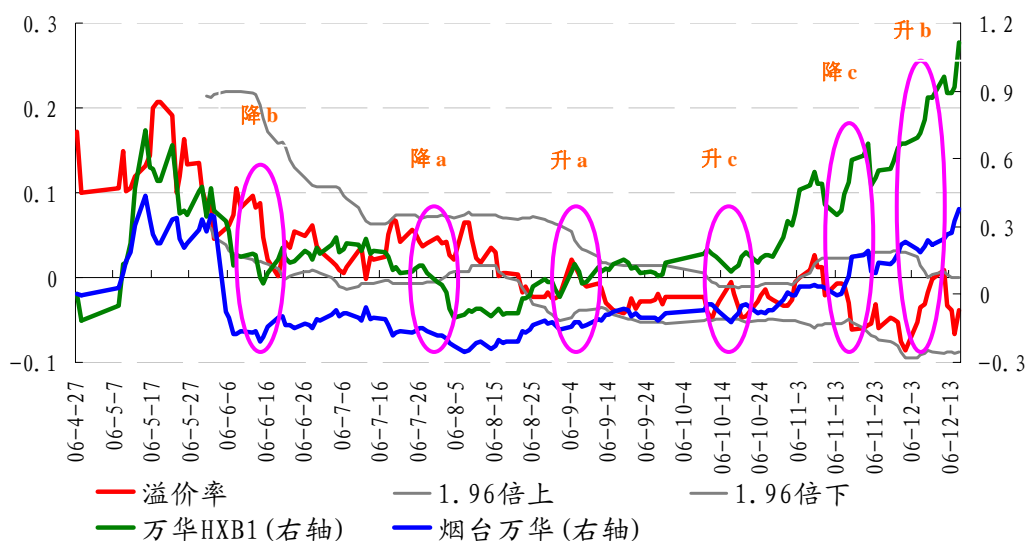
- a、正股波动较小，权证上涨。多出现在溢价率触及或超越溢价率通道下沿，若正股后市看好，但尚未正式启动之时，认购权证市场率先反映，可作长期投资；
- b、正股上涨，权证大幅上涨，其上涨幅度超越正股上涨幅度。多出现在正股启动，带动权证上扬，容易把握。需区分认购与认沽，认购权证为投资机会，认沽权证则为高风险炒作；
- c、正股下跌，权证未下跌或下跌幅度小于正股幅度。对认购不利，认沽具有投资机会；

溢价率降低，可能有如下几种情况：

- a、正股波动较小，权证下跌。可能由于供需关系的变化，此时无论认购与认沽均受后市走势判断影响；
- b、正股下跌，权证大幅下跌，其下跌幅度超越正股上涨幅度。认购权证为合理表现，认沽权证蕴含投资机会；
- c、正股上涨，权证未上涨或上涨幅度小于正股幅度。认购权证蕴含投资机会，认沽权证表现受后市影响更多；

在这样的条件下，我们可以通过准确预测权证溢价率的变化，配合对正股走势的判断，发现权证市场中合适的买点及卖点。

图 12: 溢价率变动的主要情况



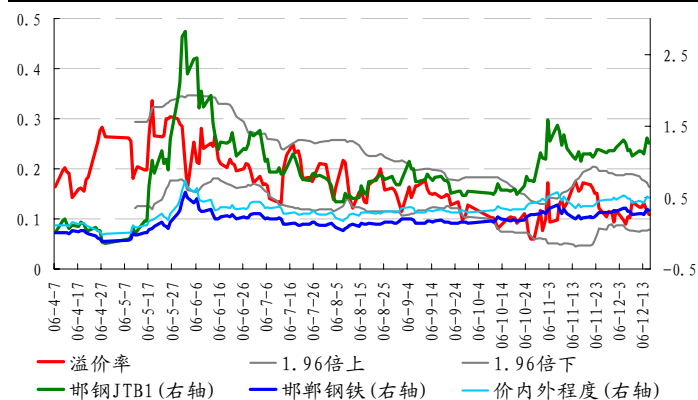
数据来源：国泰君安证券研究所、wind 资讯

需要注意的是：当正股处于快速拉升或者急速下跌阶段时，溢价率触及或超越其概率通道时，并不一定会马上出现反向运动。因为此时溢价率通道也会发生快速的拉升和下跌。

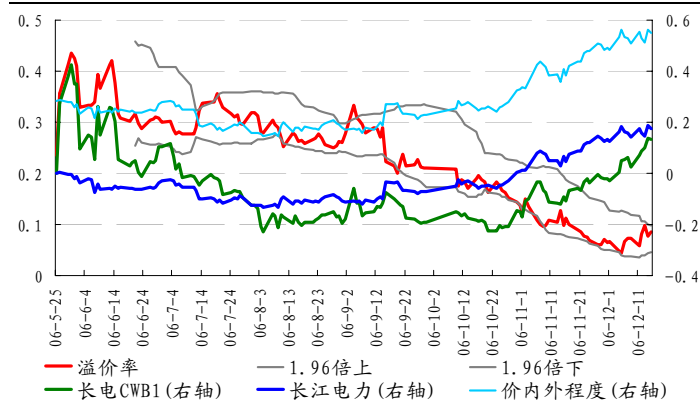
另外，该种分析方法在权证面临到期时不再适用。由于权证在其存续期的最后一个月时间价值急剧衰减，因此导致溢价率的缩小，直至消失。而且在最后几天，由于市场的抛售，还极有可能出现折价。此时，对价内权证来说，也构成了投资机会。

附图：其它各权证的溢价率与收益率对比

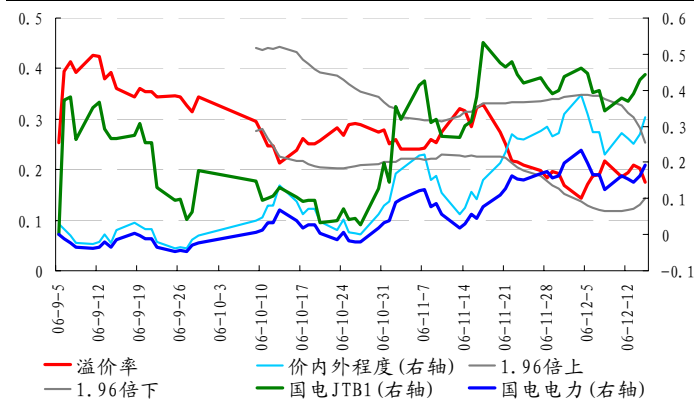
邯钢 JTB1(060407 - 061215)



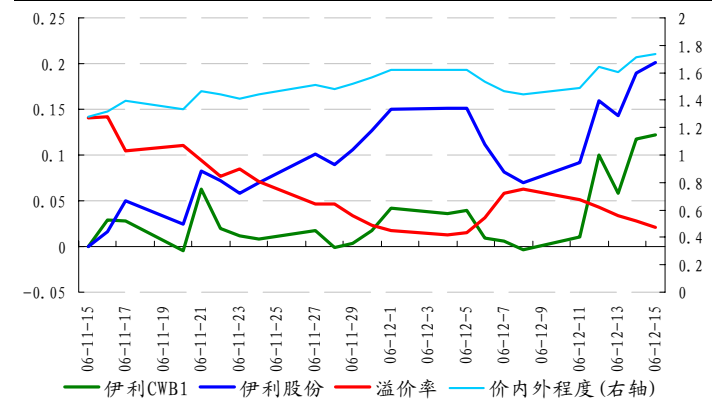
长电 CWB1(060525 - 061215)



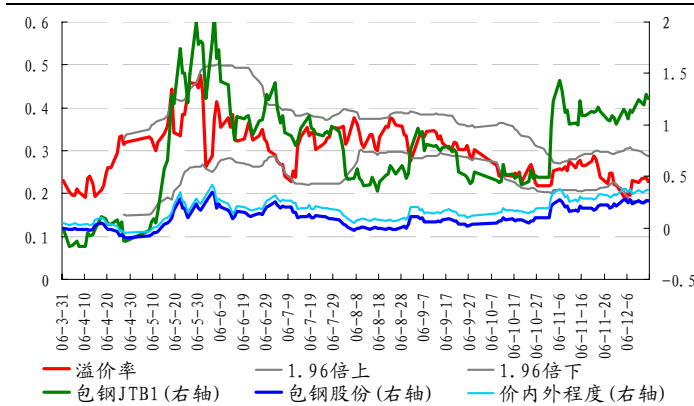
国电 JTB1(060905 - 061215)



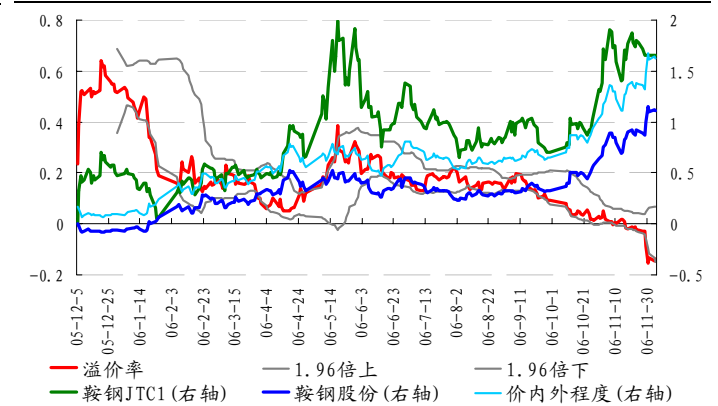
伊利 CWB1(061115 - 061215)



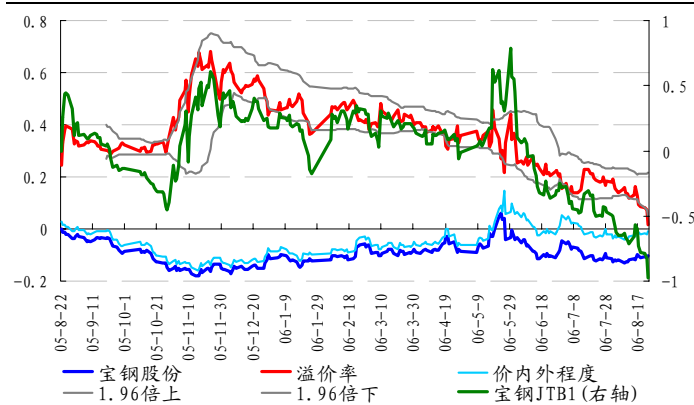
包钢 JTB1(060331 - 061215)



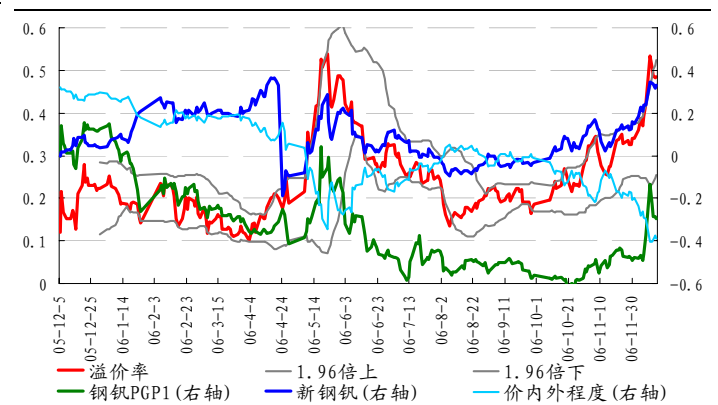
鞍钢 JTC1(051205 - 061205)



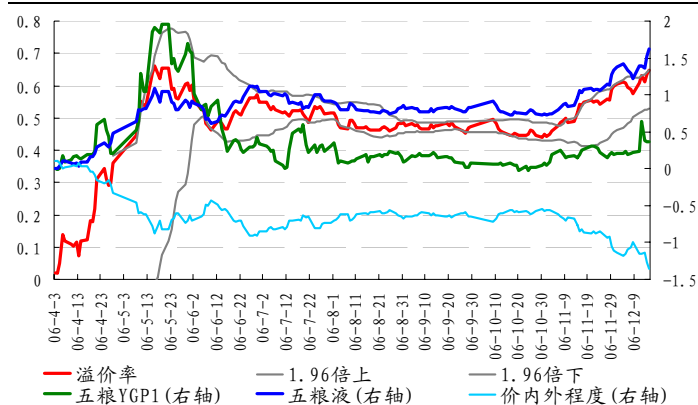
宝钢 JTB1(050822 - 060823)



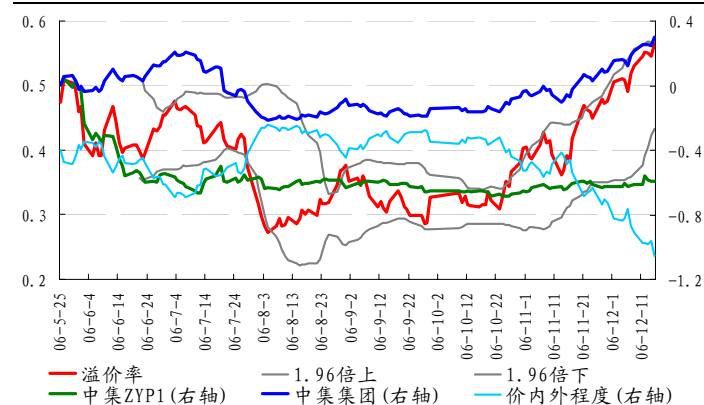
钢钒 PGP1(051205 - 061215)



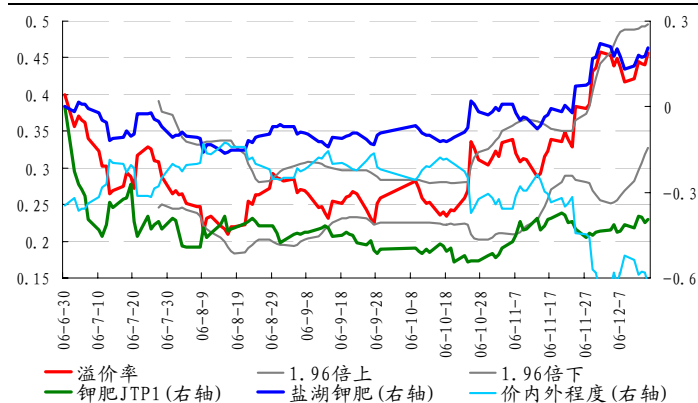
五粮 YGP1(060403 - 061215)



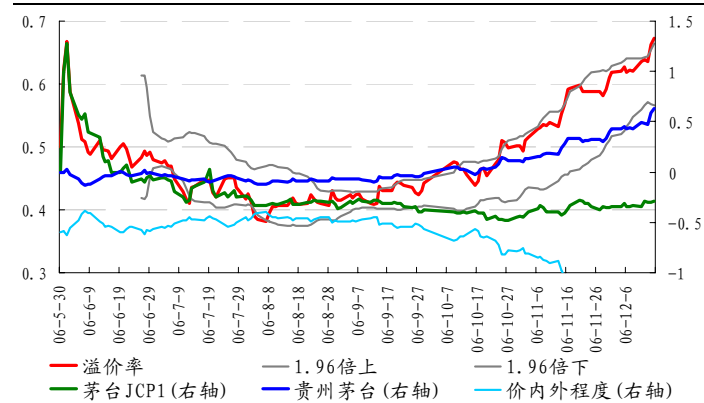
中集 ZYP1(060525 - 061215)



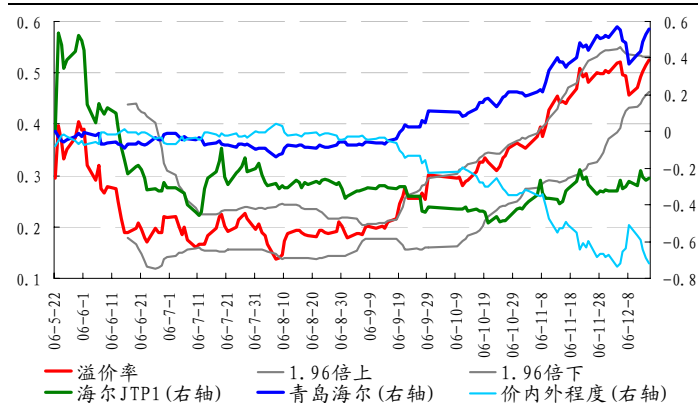
钾肥 JTP1(060630 - 061215)



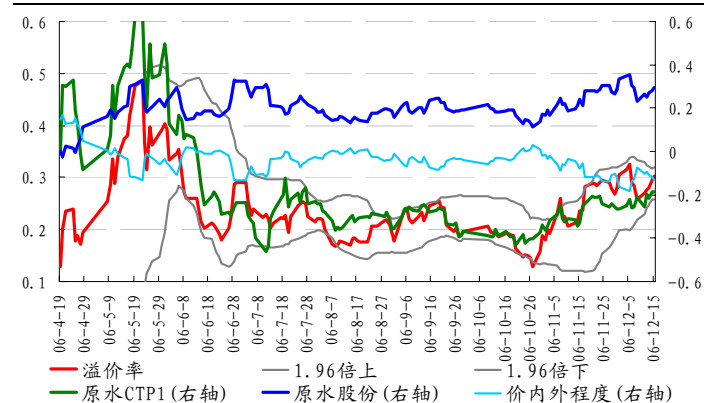
茅台 JCP1(060530 - 061215)



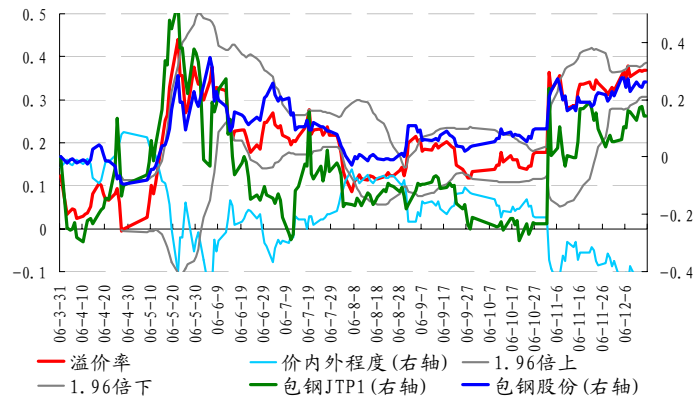
海尔 JTP1(060522 - 061215)



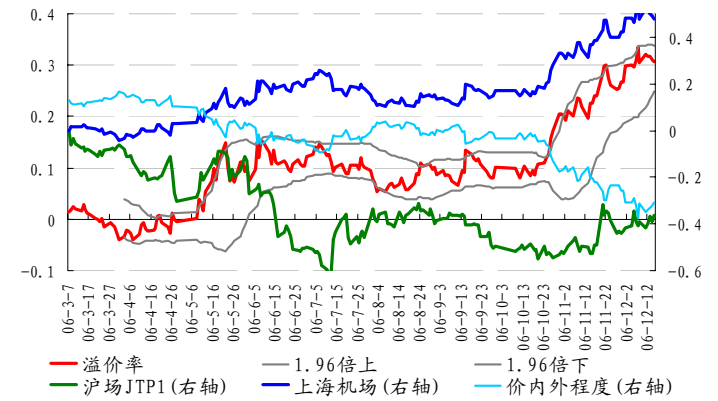
原水 CTP1(060419 - 061215)



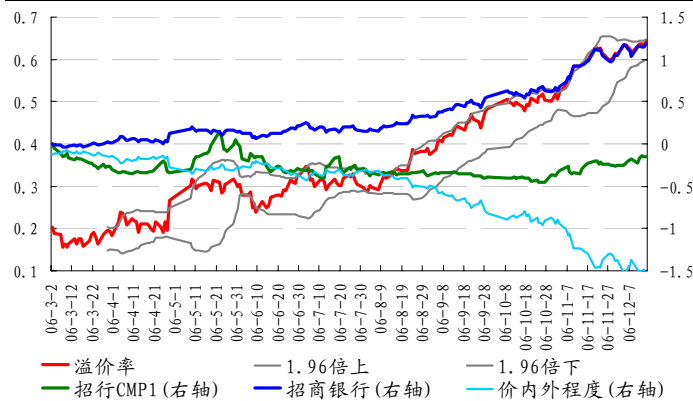
包钢 JTP1(060331 - 061215)



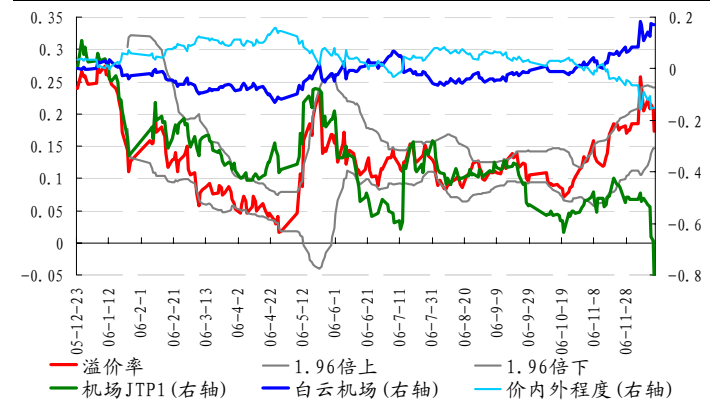
沪场 JTP1(060307 - 061215)



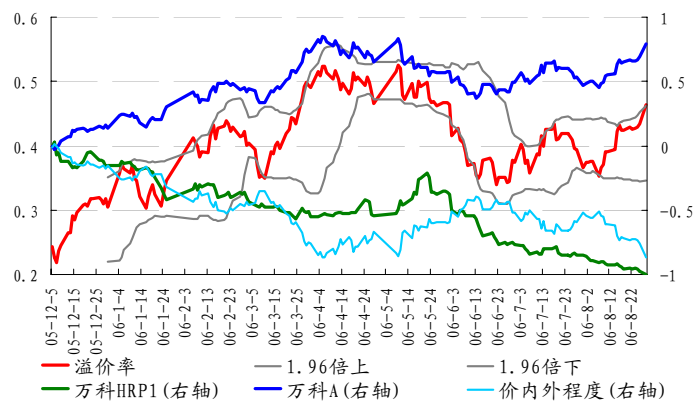
招行 CMP1(060302 - 061215)



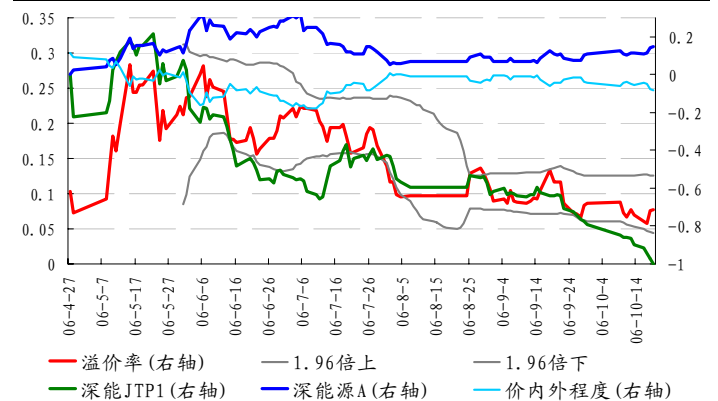
机场 JTP1(051223 - 061215)



万科 HRP1(051205 - 060828)



深能 JTP1(060427 - 061019)



作者简介:

孙佳宁:南开大学运筹学与控制论专业硕士, 2006 年加入国泰君安证券研究所, 目前从事金融工程研究。

彭艳:1997 年底进原君安证券研究所, 是国内券商中最早从事金融工程研究的人员之一。目前担任国泰君安研究所金融工程部经理。在指数研究、指数产品及金融衍生品方面发表过多篇有深度的研究报告。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我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。我们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, 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。

我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。

本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券研究所

上海

上海市延平路 121 号 17 楼

邮政编码: 200042

电话: (021) 62580818

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市海淀区马甸冠城园冠海大厦 14 层

邮政编码: 100088

电话: (010) 82001542

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.com

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com