

### 波动率指数低位运行，牛市价差表现一般



走势评级: 50ETF:震荡  
报告日期: 2017 年 03 月 06 日

田钟泽 助理分析师（金融工程）  
从业资格号: F3020259  
Tel: 8621-63325888-1589  
Email: [zhongze.tian@orientfutures.com](mailto:zhongze.tian@orientfutures.com)

#### ★50ETF 下跌明显，上证 50 股指期货基差有所减小

50ETF 本周基本处于下跌的走势之中，尤其周四下跌幅度较大，标的的成交量也随之下行。上证 50 股指期货波动幅度变小，并且基差缩小，后续将在此水平附近震荡。

#### ★期权成交量波动较大，持仓量认沽认购比行权后下跌明显

期权的成交量认沽认购比波动幅度较大。持仓量在行权日之后逐步企稳回升，期权的持仓量认沽认购比在行权之后并没有反弹，而是进一步下行，后续走势需进一步确认。

#### ★波动率试探新低，波动率短期可能上行

短期历史波动率处于低位，并且低于长期均值水平，中期稍微走弱，但是幅度并不大，短期波动率有向均值回复的趋势，所以短期历史波动率未来大概率将走高。目前的波动率在 11% 左右，波动率锥显示偏低，且在历史最低水平附近。

#### ★投资建议

50ETF 标的本周下跌明显。目前的波动率水平较之前的低位有所回升，未来重点关注美联储加息方面消息以及两会热点，相关板块可能受益。从交易量 P/C 来看，目前处于阶段高点，说明市场在经历明显下跌之后有一定恐慌情绪，而从持仓量 P/C 比来看，已经连续一周处于下行的趋势中，说明风险偏好水平较低，但是该指标继续下行的空间也可能有限。总体而言，市场情绪偏谨慎，持中性预期。策略推荐继续使用行权价为 2.3 和 2.35 的 3 月认沽牛市价差策略，注意根据行情变化快慢设置止损。日历价差可选择继续持有 3 月和 6 月的平值认购日历价差。

#### ★风险提示

波动率水平相对偏低，注意行情变化对策略的冲击。

#### 主力合约行情走势图



## 目录

1、市场运行状况跟踪 .....	4
1.1、50ETF 标的和上证 50 股指期货价格变动 .....	4
1.2、期权市场运行状况 .....	4
2、市场波动率跟踪 .....	5
2.1、滚动历史波动率 .....	5
2.2、隐含波动率 .....	6
2.3、波动率指数 .....	7
3、推荐策略表现情况跟踪 .....	8
4、投资建议 .....	9
5、风险提示 .....	9

## 图表目录

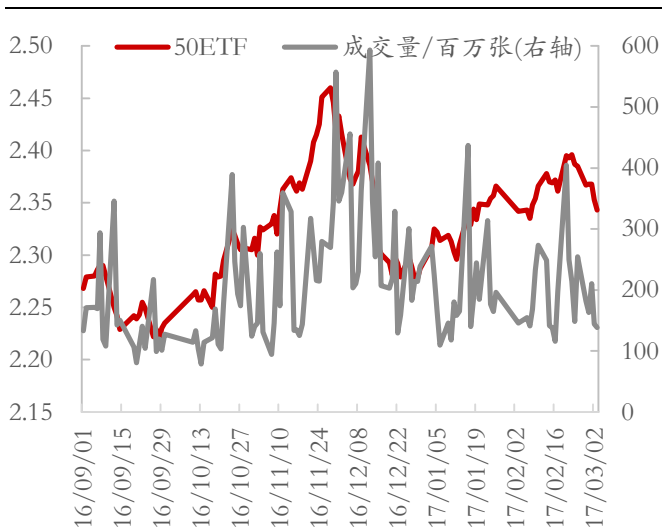
图表 1: 50ETF 标的成交量 .....	4
图表 2: 上证 50 股指期货基差 (现货-期货) 变化 .....	4
图表 3: 11 月至今期权合约交易量 .....	5
图表 4: 11 月至今期权合约持仓量 .....	5
图表 5: 期权合约认沽认购比 .....	5
图表 6: 2016 年以来短中长期历史波动率变化 .....	6
图表 7: 历史波动率锥 .....	6
图表 8: 3 月合约隐含波动率微笑 .....	7
图表 9: 波动率期限结构 .....	7
图表 10: 主力合约隐含波动率变化 .....	7
图表 11: 日间波动率指数 .....	8
图表 12: 50ETF 牛市价差收益与保证金水平 .....	8
图表 13: 50ETF 日历价差收益与保证金水平 .....	8
图表 14: 推荐策略历史表现情况 (截止 2017 年 2 月 24 日) .....	9
图表 15: 期货走势评级体系 (以收盘价的变动幅度为判断标准) .....	10

## 1、市场运行状况跟踪

### 1.1、50ETF 标的和上证 50 股指期货价格变动

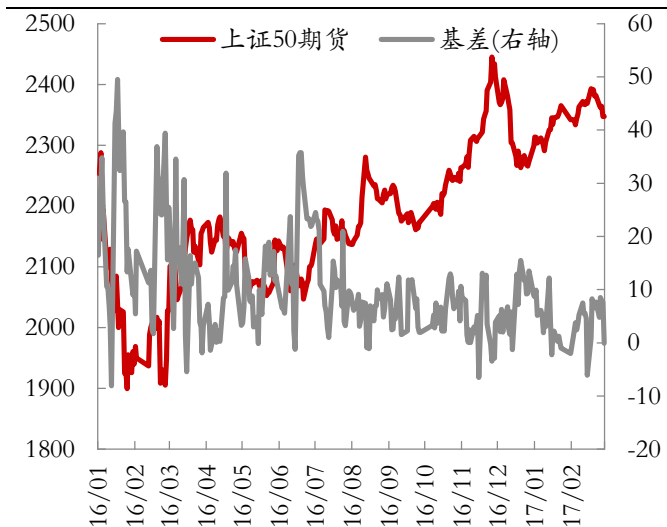
本周标的 50ETF 的下跌较为明显,尤其周四当天下跌幅度最大。在这种下行的走势之中,成交量也处于下跌的状态中,从成交量来看基本处于底部的水平。3 月初这段时间以来上证 50 股指期货基差逐步缩小,目前的水平比较接近零。

图表 1: 50ETF 标的成交量



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 2: 上证 50 股指期货基差 (现货-期货) 变化



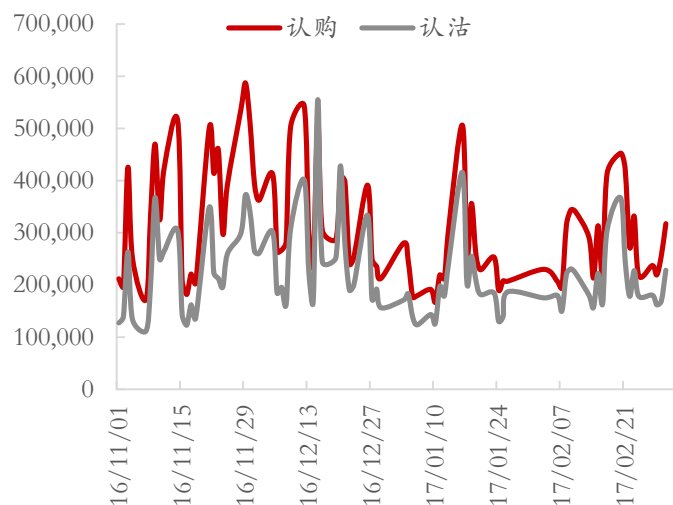
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

### 1.2、期权市场运行状况

以下是 2016 年 11 月以来的期权合约成交量和持仓量图。本周期权的期权的成交量整体都不高,周末时稍微有所提升,这和标的整体处于下跌状态相关。认购期权和认沽期权持仓量走势差异较小,二者都在行权日之后逐步回升。

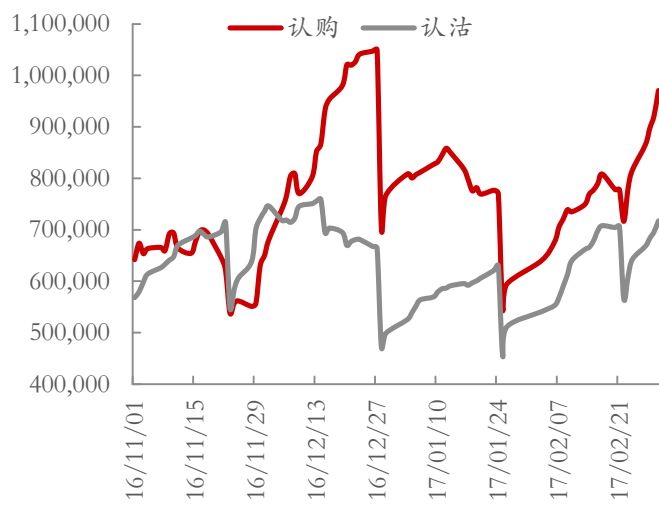
成交量的认沽认购比本周震荡幅度较大,并且没有明显的上涨或者下跌趋势。而持仓量认沽认购比则继续走弱,该指标在行权之后大幅下跌,但是行权后并没有恢复之前的状态,而是继续下行,目前的水平比较低,说明整体的风险偏好水平较低。

图表 3: 11 月至今期权合约交易量



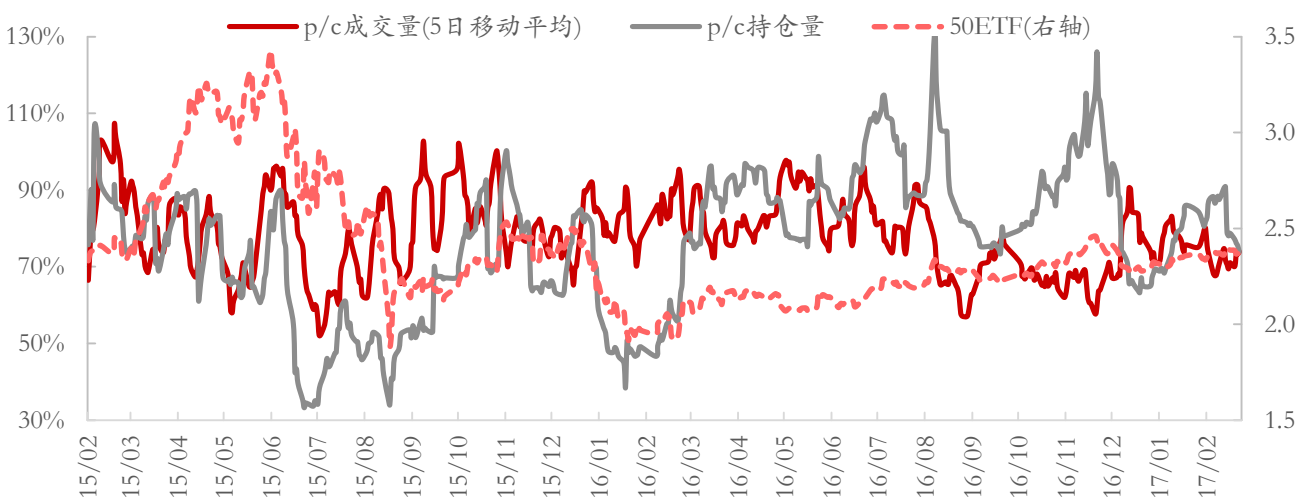
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 4: 11 月至今期权合约持仓量



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 5: 期权合约认沽认购比

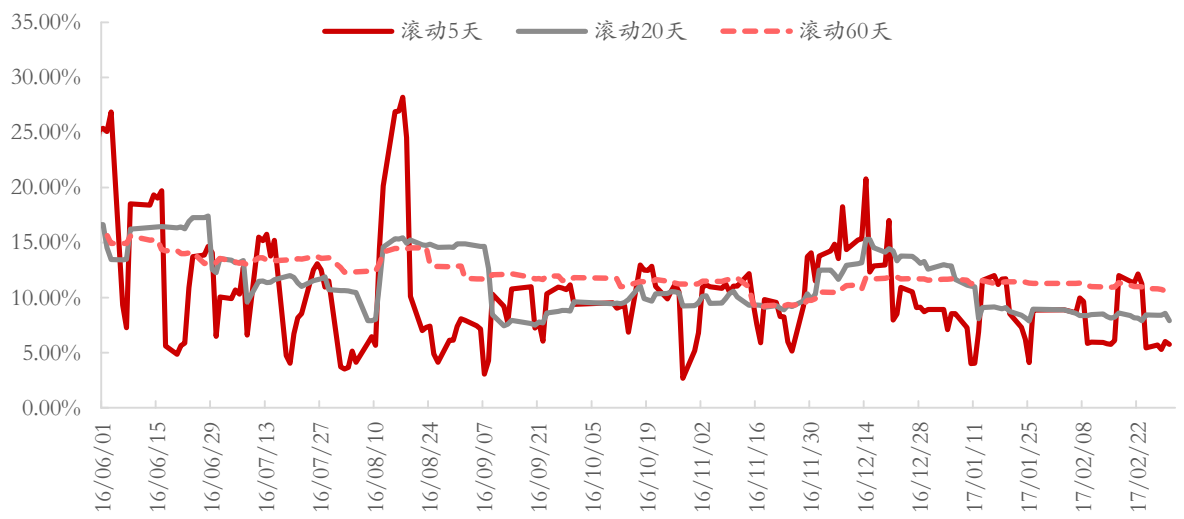


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

## 2、市场波动率跟踪

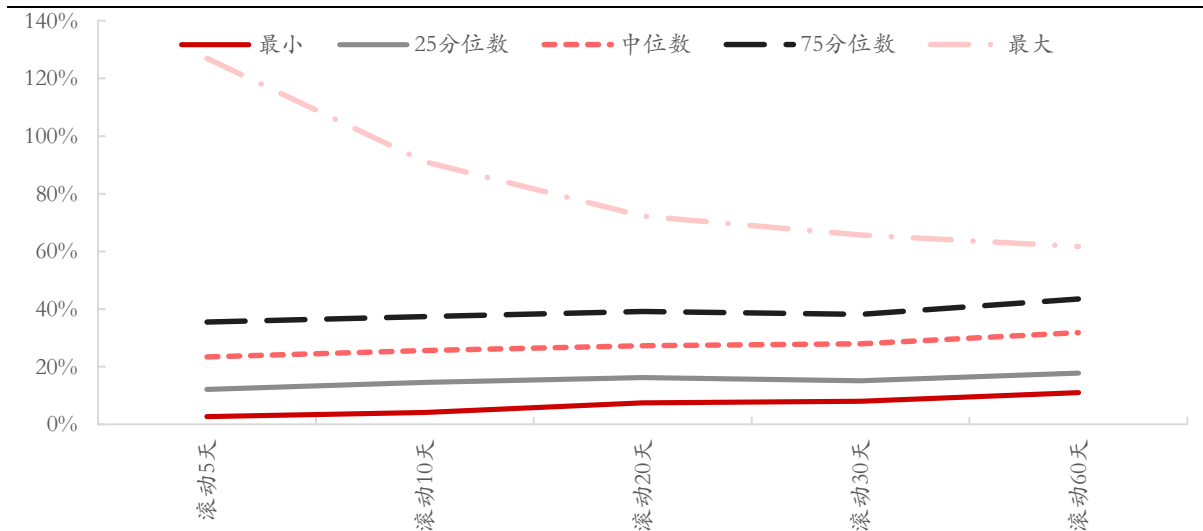
### 2.1、滚动历史波动率

滚动历史波动率走势基本一致,短期的滚动历史波动率低位运行,而中期和长期的滚动历史波动率则相对较为平稳,中期的波动率也有小幅的下跌,整体来看目前三个量都处于震荡区间之内,并没有明确的走势。短期的历史波动率目前处于长期均值之下,所以未来有向均值回复的可能。从短中长期来看,目前的波动率等待突破,并不可能在该水平附近维持很长时间。未来波动率可能在目前的水平附近震荡上行,但是变化的空间也不是很大。

**图表 6: 2016 年以来短中长期历史波动率变化**


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

波动率的历史波动率锥可以反映不同周期波动率的相对高低水平,我们在具体观察目前的水平时可以对照期权的剩余期限来看。2 月合约的中值大概在 20% 多的水平,而目前的波动率则只有 11% 左右,虽然有所回升,但是处于历史低谷附近,因而从该阶段来看,未来可能在该水平基础上震荡。

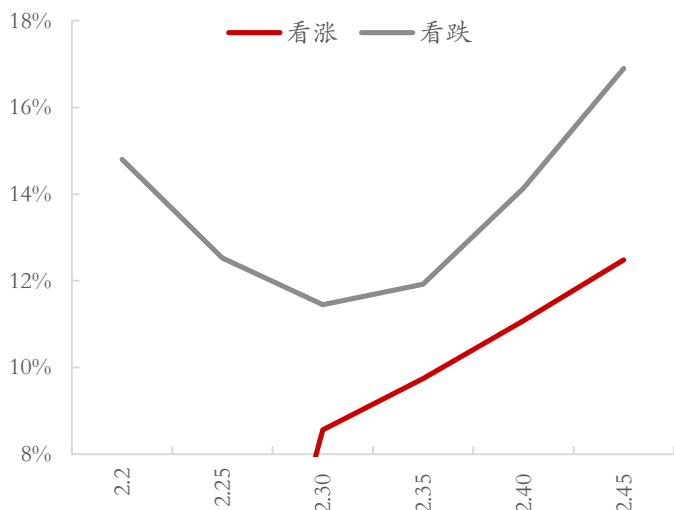
**图表 7: 历史波动率锥**


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

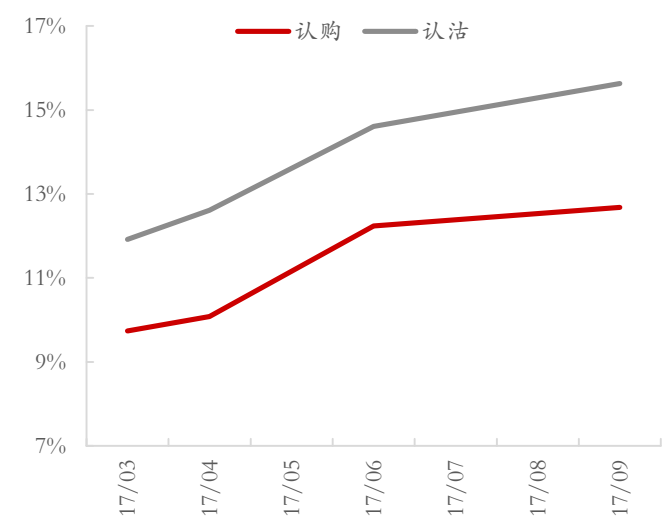
## 2.2、隐含波动率

3 月合约的隐含波动率我们从行权价格和时间两个维度来进行观察。由于标的比较接近 2.35, 从行权价维度来看, 认沽和认购期权波动率微笑都有轻微的右偏趋势。标的经历了一段时间的下跌之后, 市场预期后续上涨的概率增大, 因此出现右偏的状况。同样反映在期权的期限结构上面, 我们看到认沽期权和认购期权的期限结构走势差异很小, 走

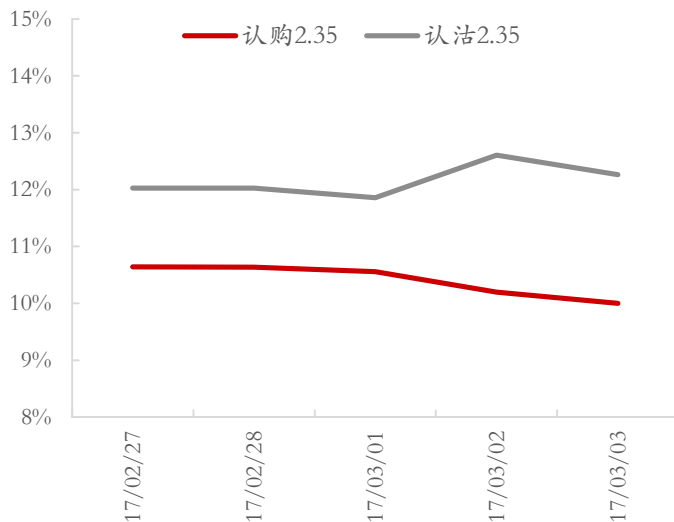
势较为接近，不过幅度较之前的水平要低一些。总体来看目前的波动率水平是偏低的，因此投资者基本持有未来波动率上涨的预期。

**图表 8：3 月合约隐含波动率微笑**


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

**图表 9：波动率期限结构**


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

**图表 10：主力合约隐含波动率变化**


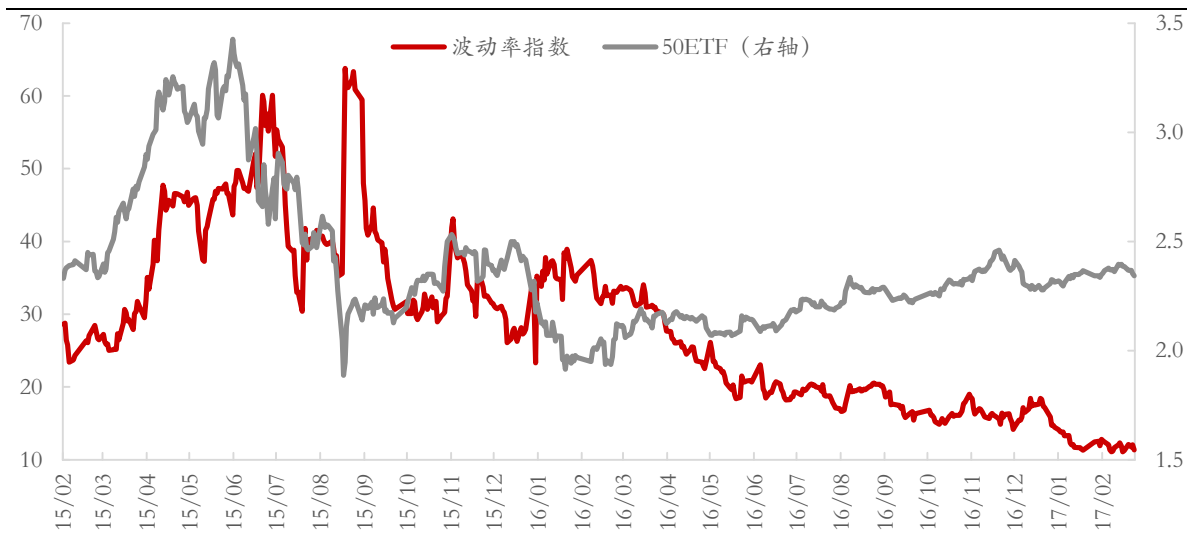
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

本周以来标的下跌较为明显，认购期权和认沽期权的隐含波动率走势较为接近。二者变化的幅度并不是很大，而由于下跌的缘故，认沽期权的隐含波动率有所上升，根据目前的情况来看，认购期权和认沽期权的隐含波动率整体处于震荡状态。

### 2.3、波动率指数

波动率指数继续下探，本周创出历史新低，随后微涨，但基本还是处于低谷的水平。目前已经处于历史较低水平，未来大概率将在该水平基础上上行。

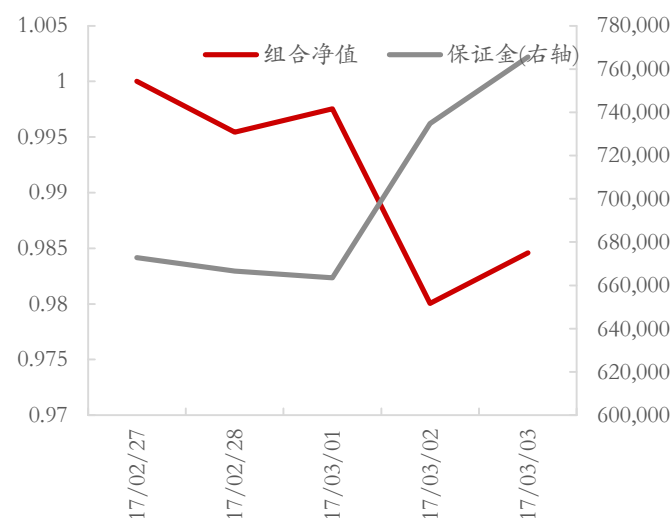
图表 11: 日间波动率指数



资料来源: Wind

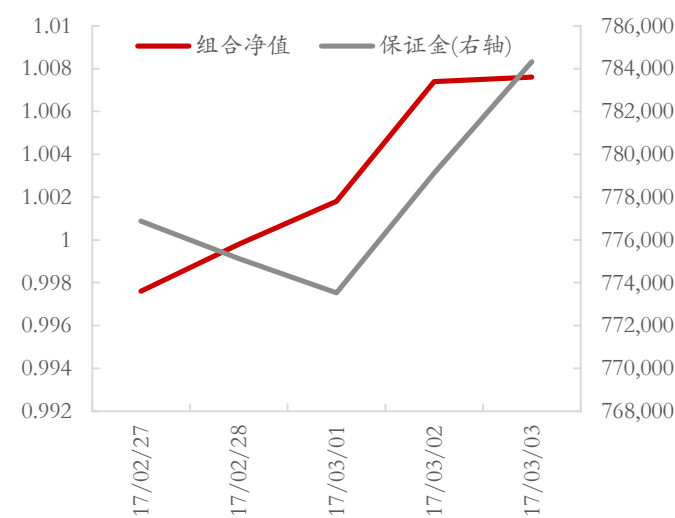
### 3、推荐策略表现情况跟踪

图表 12: 50ETF 牛市价差收益与保证金水平



资料来源: 东证衍生品研究院

图表 13: 50ETF 日历价差收益与保证金水平



资料来源: 东证衍生品研究院

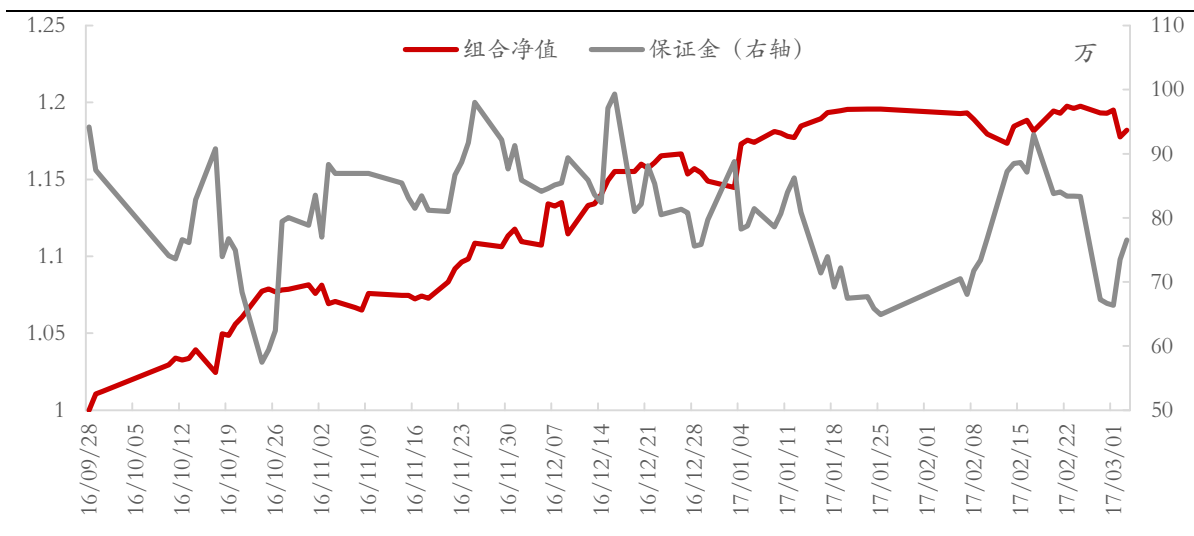
我们设置初始资金为 100 万, 根据保证金水平来进行开仓操作, 100 万资金大概可以开 350 个牛市价差组合, 剩余的资金作为保证金缓冲。手续费为每张 6 元, 是市场平均水平。冲击成本为一个单位报价差 0.0001 元, 也就是每张期权 1 元。因此买入一张期权总的费用为 7 元, 卖出期权则不收交易所经手费和结算费, 因此为 5 元每张。本周开仓 3 月牛市看跌期权价差策略, 之后标的下行, 牛市价差上亏损 1.5%, 推荐价差策略至今累计获利 18.21%, 如图 14 所示。

日历价差组合如图所示, 本周开仓平值认购期权日历价差, 日历价差手续费成本较高,



但是波动率有所上升，因此使得日历价差盈利 0.76%，后续继续持有日历价差。

图表 14：推荐策略历史表现情况（截止 2017 年 3 月 3 日）



资料来源：东证衍生品研究院

#### 4、投资建议

50ETF 标的本周下跌明显。目前的波动率水平较之前的低位有所回升，未来重点关注美联储加息方面消息以及两会热点，相关板块可能受益。从交易量 P/C 来看，目前处于阶段高点，说明市场在经历明显下跌之后有一定恐慌情绪，而从持仓量 P/C 比来看，已经连续一周处于下行的趋势中，说明风险偏好水平较低，但是该指标继续下行的空间也可能有限。因此总体而言，市场情绪偏谨慎，持中性预期。策略推荐继续使用行权价为 2.3 和 2.35 的 3 月认沽牛市价差策略，注意根据行情变化快慢设置止损。日历价差可选择继续持有 3 月和 6 月的平值认购日历价差。

#### 5、风险提示

波动率水平相对偏低，注意行情变化对策略的冲击。

**图表 15: 期货走势评级体系 (以收盘价的变动幅度为判断标准)**

走势评级	短期 (1-3 个月)	中期 (3-6 个月)	长期 (6-12 个月)
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

### 上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司 (简称东证期货) 是东方证券股份有限公司全资子公司, 注册资本达 10 亿元, 系国内四家期货交易所的结算会员。

东证期货专注于金融期货和商品期货的研究与服务, 提供权威、及时的研发产品服务和投资策略; 专注于信息技术的创新, 创建安全、快捷的交易通道, 开发多样化、个性化的交易系统; 专注于构筑全面的风险管理和客户服务平台。

东证期货管理团队管理经验非常丰富, 业绩出众, 在业内享有盛誉。人才管理及激励机制完善, 公司拥有硕士学历以上人员占比 30%, 具有海外证券和期货经历的高端人才占比 10%。

2010 年, 东证期货发展迅猛, 成绩斐然, 成为业内进步最快、最受瞩目的期货公司之一。2011 年初, 东证期货荣获 2010 年度中国金融期货交易所年度会员金奖, 同时获投资者教育奖、客户管理奖、技术管理奖和功能发挥奖等四项单项大奖; 荣获上海期货交易所优胜会员第七名, 铜、橡胶和燃料油三项企业服务奖; 荣获大连商品交易所优秀会员第九名; 东证衍生品研究院 (原东证期货研究所) 荣获大连商品交易所、和讯网第二届全国“十大期货研发团队”农产品团队全国第二名、化工团队全国第五名; 荣获郑州商品交易所行业进步奖等。

东证期货全年无风险事故, 充分体现了公司稳健经营, 稳步发展的经营宗旨。

## 分析师承诺

### 田钟泽

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 22 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：[www.orientfutures.com](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)