

2017年03月12日

证券研究报告·衍生品专题报告

期权周报 (0306-0310)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

50ETF 横盘震荡，iVIX 屡创新低

摘要

- **交易情况：(1) 上证 50ETF：微幅下跌，走势弱于大盘。**收于 2.335 元，较前一周下跌 0.34%；日均成交 1.31 亿份，较前一周下跌 22.09%；基金份额 121.21 亿份，较前一周下降 1.24%。**(2) 上证 50ETF 期权：上周成交量下跌。**周成交量 2027175 张，较前一周下降 11.83%，其中认购期权成交量 1152136 张，认沽期权成交量为 875039 张。成交量 P/C 均值为 0.759，较前一周上涨 1.13%；持仓量 P/C 为 0.716，较前一周下降 1.91%；成交额 P/C 为 0.924，较前一周上涨 22.80%。**成交量 P/C 和成交额 P/C 均上涨，说明市场投资者情绪偏向谨慎。**周涨幅榜前五均为认沽期权，周跌幅榜前五有 3 份认购期权。无认购期权上涨；46 张认购期权下跌，成交量加权平均跌幅为 39.57%；29 张认沽期权上涨，成交量加权平均涨幅为 4.25%；17 张认沽期权下跌，成交量加权平均跌幅为 19.09%。
- **波动率分析：(1) 上证 50ETF：各期历史波动率均下降。**截至周五，一周（5 交易日）、两周（10 交易日）、一个月（20 交易日）、两个月（40 交易日）、三个月（60 交易日）、半年（120 交易日）的历史波动率分别为 4.85%、5.50%、7.43%、7.93%、9.79%、10.13%。目前历史波动率水平偏低，两月历史波动率处在 2015 年以来和 2005 年以来最低位；其余各期历史波动率处在 2015 年以来和 2005 年以来 10%分位数以下。**(2) 上证 50ETF 期权：西证波动率指数为 12.56%，比前一周下降 4.23%；**上交所发布的 iVIX 为 10.29%，比前一周下降 9.26%，西证波动率指数处于历史水平的 10%分位数以下，iVIX 处于历史水平的最低位。认购期权隐含波动率为 9.88%，比前一周下降 13.75%；认沽期权隐含波动率为 15.24%，比前一周上升 3.17%。认购期权的隐含波动率低于认沽期权的隐含波动率，价差为 5.36%，较前一周上升 61.70%。认沽期权的隐含波动率高于 50ETF 的短期波动率，认购期权的隐含波动率高于 50ETF 的各期历史波动率。认购期权的隐含波动率呈“半笑”形态，认沽期权的隐含波动率呈“微笑”形态。期限结构总体呈现近低远高的特征，市场预期远月波动率会增高。
- **策略推荐：上周大盘先扬后抑，呈现震荡行情，50ETF 成交量继续下跌，认沽和认购期权隐含波动率价差扩大，市场整体情绪仍持谨慎态度。我们对后市持中性的预期，预估本周上证 50 指数将延续横盘震荡行情。**本周推荐：**(1) 跨式期权空头：卖出 1 份“50ETF 购 3 月 2.35”（10000788.SH），同时卖出 1 份“50ETF 沽 3 月 2.35”（10000793.SH）。组合在未来标的价格盘整时获利。**

西南证券研究发展中心

分析师：李佳颖
执业证号：S1250513090001
电话：023-67507084
邮箱：dyh@swsc.com.cn

联系人：邓璎函
电话：023-67507084
邮箱：dyh@swsc.com.cn

相关研究

1. 期权周报 (0227-0303)：成交量下跌，iVIX 又创新低 (2017-03-06)
2. 分级基金周报 (0227-0303)：市场震荡下行，分级 B 大多下跌 (2017-03-06)
3. 期权周报 (0220-0224)：期权成交量上升，市场情绪回升 (2017-02-26)
4. 期权周报 (0213-0217)：50ETF 微幅下跌，iVIX 历史新低 (2017-02-19)
5. 分级基金周报 (0213-0217)：份额流出速度减缓，分级 A 走势平稳 (2017-02-19)
6. 分级基金周报 (0206-0210)：分级 A、B 同涨，份额加速缩减 (2017-02-13)

目 录

1 市场回顾	1
1.1 现货交易情况	1
1.2 期权交易情况	1
2 波动率分析	4
2.1 现货波动率	4
2.2 期权隐含波动率	5
3 策略推荐	7
3.1 跨式期权空头	7
4 风险提示	7

图 目 录

图 1: 上证 50ETF 收盘价和成交额走势	1
图 2: 上证 50ETF 期权成交量及现货成交量	2
图 3: 上证 50ETF 期权持仓量及现货基金份额	2
图 4: 上证 50ETF 价格和期权修正成交额 P/C	2
图 5: 上证 50ETF 期权成交量、持仓量及成交持仓比	2
图 6: 上证 50ETF 期权合约成交量分布	2
图 7: 上证 50ETF 期权合约日均持仓量分布	2
图 8: 上证 50ETF 各周期历史波动率	4
图 9: 2015 年以来的波动率锥	4
图 10: 2005 年以来的波动率锥	4
图 11: 上证 50ETF 期权隐含波动率	5
图 12: 认购期权波动率微笑	6
图 13: 认沽期权波动率微笑	6
图 14: 认购期权波动率期限结构	6
图 15: 认沽期权波动率期限结构	6
图 16: 西证波动率指数	6
图 17: 上交所 iVIX	6

表 目 录

表 1: 上证 50ETF 期权合约上周成交量统计	3
表 2: 上证 50ETF 期权合约上周持仓量统计	3
表 3: 上证 50ETF 期权合约上周成交量、持仓量前五排行榜	3
表 4: 上证 50ETF 期权合约周涨跌幅前五排行榜	3

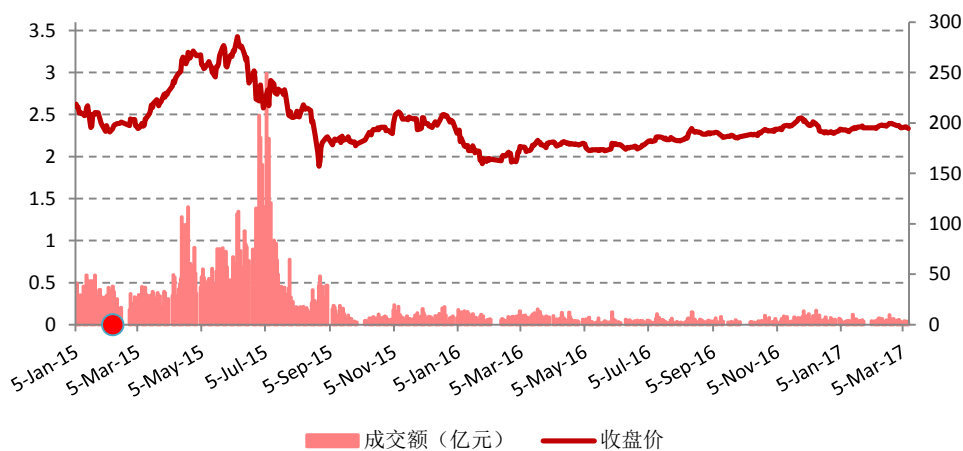
1 市场回顾

1.1 现货交易情况

上周 A 股先扬后抑，截至周五收盘，上证综指收于 3212.76，周下跌 0.17%；深证成指收于 10451.01 点，周上涨 0.52%。

上周 50ETF 微幅下跌，走势弱于大盘。收于 2.335 元，较前一周下跌 0.34%；日均成交 1.31 亿份，较前一周下跌 22.09%；基金份额 121.21 亿份，较前一周下降 1.24%。

图 1：上证 50ETF 收盘价和成交额走势



数据来源：WIND，西南证券

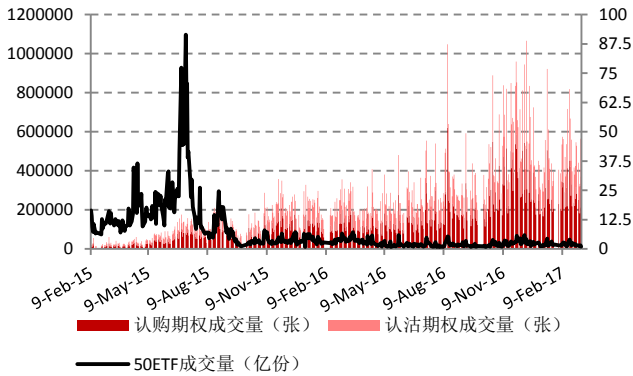
1.2 期权交易情况

上周成交量下跌。周成交量 2027175 张，较前一周下降 11.83%，其中认购期权成交量 1152136 张，认沽期权成交量为 875039 张。单日最高成交量为 564080 张（3 月 9 日），认购期权和认沽期权单日最高成交量分别为 323020 张（3 月 9 日）和 241060 张（3 月 9 日）。持仓量为 1856745 张，较前一周上涨 6.35%。

成交量 P/C 均值为 0.759，较前一周上涨 1.13%；持仓量 P/C 为 0.716，较前一周下降 1.91%；成交额 P/C 为 0.924，较前一周上涨 22.80%。成交量 P/C 和成交额 P/C 均上涨，说明市场投资者情绪偏向谨慎。

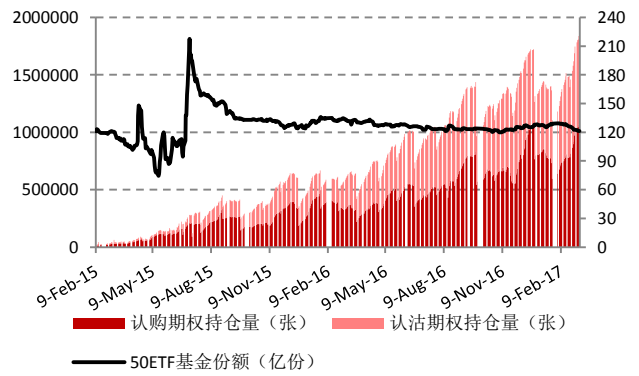
周涨幅榜前五均为认沽期权，周跌幅榜前五有 3 份认购期权。无认购期权上涨；46 张认购期权下跌，成交量加权平均跌幅为 39.57%；29 张认沽期权上涨，成交量加权平均涨幅为 4.25%；17 张认沽期权下跌，成交量加权平均跌幅为 19.09%。3 月平值期权“50ETF 购 3 月 2.35”收于 0.0089 元，周累计跌幅是 54.59%；“50ETF 沽 3 月 2.35”收于 0.0250 元，周累计跌幅为 10.71%。

图 2: 上证 50ETF 期权成交量及现货成交量



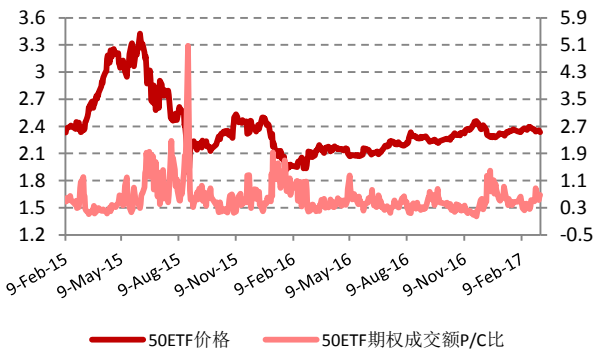
数据来源: WIND, 西南证券

图 3: 上证 50ETF 期权持仓量及现货基金份额



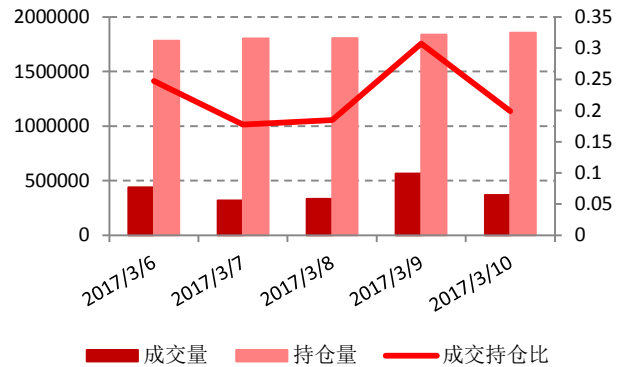
数据来源: WIND, 西南证券

图 4: 上证 50ETF 价格和期权修正成交额 P/C



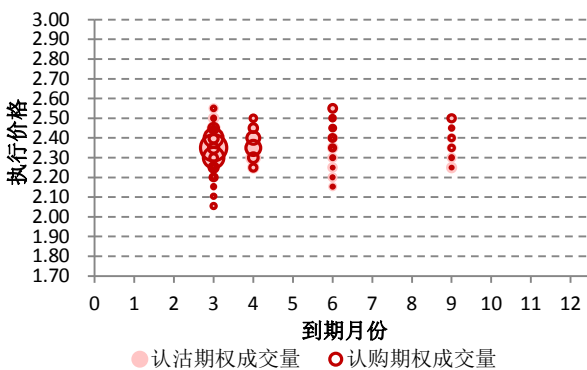
数据来源: WIND, 西南证券

图 5: 上证 50ETF 期权成交量、持仓量及成交持仓比



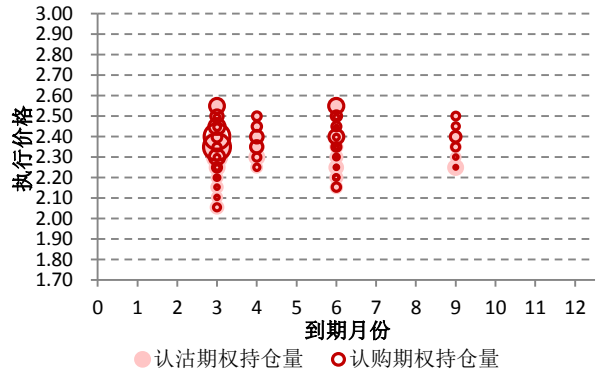
数据来源: WIND, 西南证券

图 6: 上证 50ETF 期权合约成交量分布



数据来源: WIND, 西南证券

图 7: 上证 50ETF 期权合约日均持仓量分布



数据来源: WIND, 西南证券

表 1: 上证 50ETF 期权合约上周成交量统计

日期	2017年3月		2017年4月		2017年6月		2017年9月		合计		
	认购	认沽	认购	认沽	认购	认沽	认购	认沽	认购	认沽	总和
2017/3/6	178277	133541	46419	28024	18483	19655	8348	8017	251527	189237	440764
2017/3/7	129973	91699	31026	21607	15175	15069	8392	6957	184566	135332	319898
2017/3/8	120974	96398	39130	32185	15557	14092	6396	8482	182057	151157	333214
2017/3/9	207161	159721	70608	44827	29624	23286	15627	13226	323020	241060	564080
2017/3/10	127944	99820	45763	29788	21640	17068	15619	11577	210966	158253	369219
合计	764329	581179	232946	156431	100479	89170	54382	48259	1152136	875039	2027175

数据来源: wind, 西南证券

表 2: 上证 50ETF 期权合约上周持仓量统计

日期	2017年3月		2017年4月		2017年6月		2017年9月		合计		
	认购	认沽	认购	认沽	认购	认沽	认购	认沽	认购	认沽	总和
2017/3/6	660457	443582	83526	70140	219071	174821	72238	58028	1035292	746571	1781863
2017/3/7	656393	443863	91859	75739	221201	178684	75021	60063	1044474	758349	1802823
2017/3/8	645098	436438	100748	84614	221980	178856	75908	62994	1043734	762902	1806636
2017/3/9	644648	428803	120578	89272	227215	183350	74646	68546	1067087	769971	1837058
2017/3/10	642227	421966	131512	91584	233266	186586	75050	74554	1082055	774690	1856745

数据来源: wind, 西南证券

表 3: 上证 50ETF 期权合约上周成交量、持仓量前五排行榜

上周成交量前五			上周持仓量前五		
合约代码	合约简称	合约成交量	合约代码	合约简称	合约持仓量
10000794.SH	50ETF 沽 3月 2.40	108575	10000790.SH	50ETF 购 3月 2.45	58501
10000789.SH	50ETF 购 3月 2.40	125028	10000792.SH	50ETF 沽 3月 2.30	70147
10000787.SH	50ETF 购 3月 2.30	151915	10000793.SH	50ETF 沽 3月 2.35	106496
10000793.SH	50ETF 沽 3月 2.35	186484	10000789.SH	50ETF 购 3月 2.40	154049
10000788.SH	50ETF 购 3月 2.35	254933	10000788.SH	50ETF 购 3月 2.35	165880

数据来源: wind, 西南证券

表 4: 上证 50ETF 期权合约周涨跌幅前五排行榜

上周涨幅前五				上周跌幅前五			
合约代码	合约简称	合约涨幅	杠杆系数	合约代码	合约简称	合约跌幅	杠杆系数
10000851.SH	50ETF 沽 9月 2.40	12.32%	36.08	10000789.SH	50ETF 购 3月 2.40	-69.70%	204.12
10000852.SH	50ETF 沽 9月 2.45	9.07%	26.57	10000696.SH	50ETF 购 3月 2.397A	-68.00%	199.15
10000856.SH	50ETF 沽 9月 2.50	8.92%	26.12	10000745.SH	50ETF 购 3月 2.446A	-65.38%	191.50
10000850.SH	50ETF 沽 9月 2.35	8.84%	25.90	10000820.SH	50ETF 沽 3月 2.25	-63.64%	186.37
10000766.SH	50ETF 沽 6月 2.495A	7.07%	20.69	10000679.SH	50ETF 沽 3月 2.202A	-60.00%	175.72

注: 不计当周到期合约、当周新挂合约。数据来源: wind, 西南证券

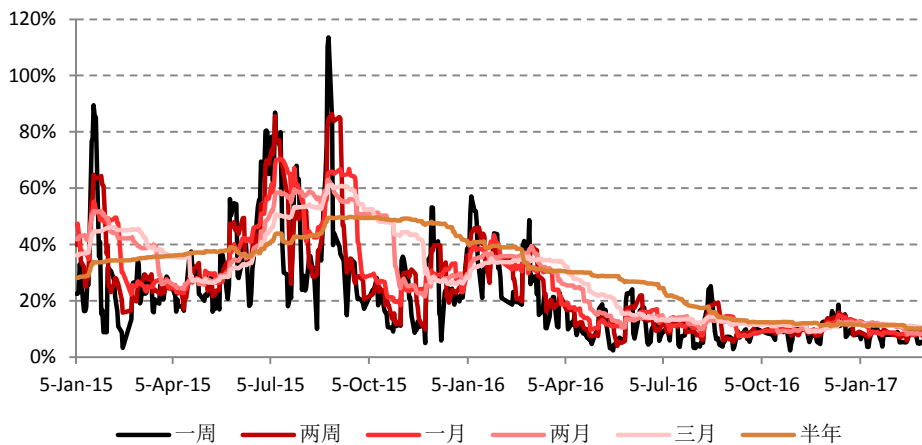
2 波动率分析

2.1 现货波动率

各期历史波动率均下降。截至周五，一周（5交易日）、两周（10交易日）、一个月（20交易日）、两个月（40交易日）、三个月（60交易日）、半年（120交易日）的历史波动率分别为 4.85%、5.50%、7.43%、7.93%、9.79%、10.13%。其中，一周历史波动率下降 6.10%，两周历史波动率下降 39.80%，一月历史波动率下降 3.74%。

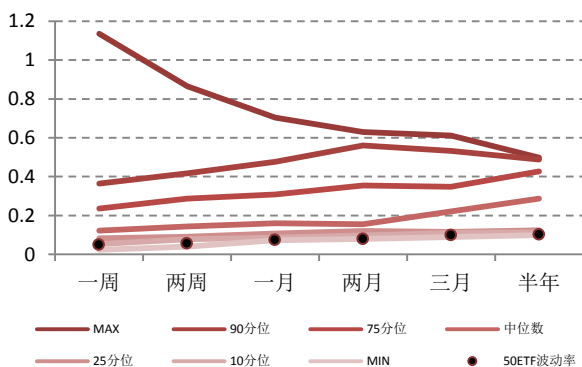
目前历史波动率水平偏低，两月历史波动率处在 2015 年以来和 2005 年以来最低位；其余各期历史波动率处在 2015 年以来和 2005 年以来 10%分位数以下。

图 8：上证 50ETF 各周期历史波动率



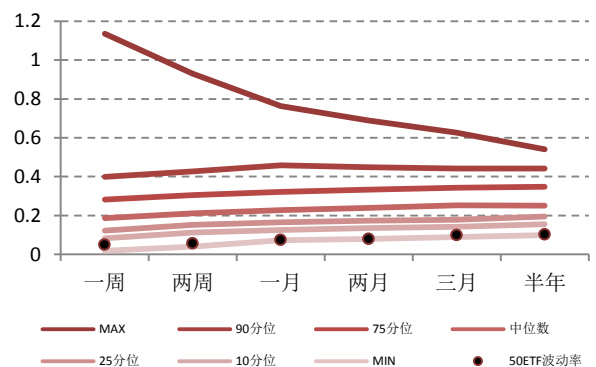
数据来源：WIND，西南证券

图 9：2015 年以来的波动率锥



数据来源：WIND，西南证券

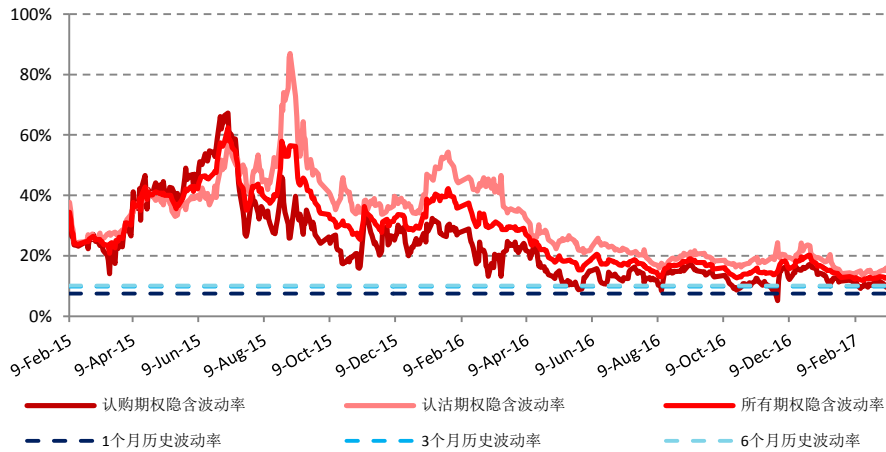
图 10：2005 年以来的波动率锥



数据来源：WIND，西南证券

2.2 期权隐含波动率

图 11: 上证 50ETF 期权隐含波动率



数据来源: WIND, 西南证券

上周上证 50ETF 期权的隐含波动率主要有如下几个特征:

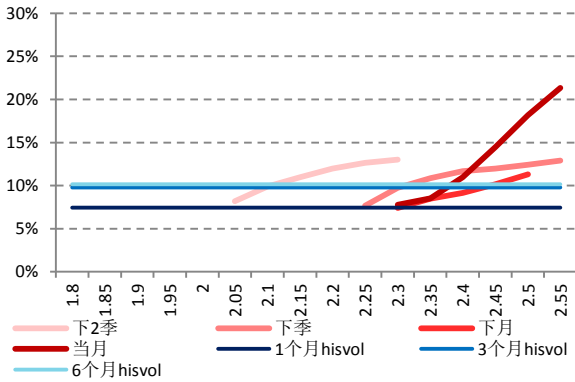
(1) 所有期权隐含波动率(西证波动率指数)为 **12.56%**, 比前一周下降 4.23%; 上交所发布的 **iVIX** 为 **10.29%**, 比前一周下降 9.26%, 西证波动率指数处于历史水平的 **10%分位数**以下, **iVIX** 处于历史水平的**最低位**。

(2) 认购期权隐含波动率为 **9.88%**, 比前一周下降 **13.75%**; 认沽期权隐含波动率为 **15.24%**, 比前一周上升 **3.17%**。认沽期权的隐含波动率高于 50ETF 的短期波动率, 认购期权的隐含波动率高于 50ETF 的各期历史波动率。

(3) 认购期权的隐含波动率低于认沽期权的隐含波动率, 价差为 **5.36%**, 较前一周上升 **61.70%**。

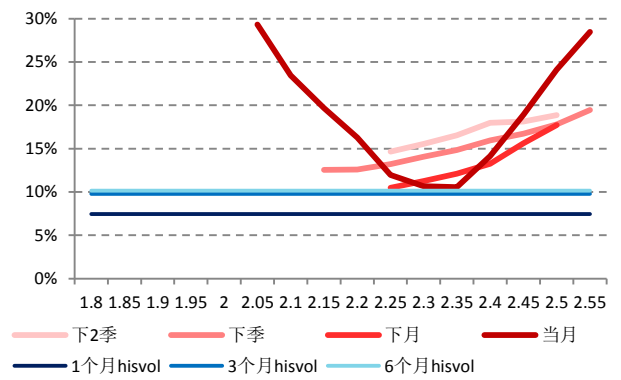
(4) 认购期权的隐含波动率呈“半笑”形态, 认沽期权的隐含波动率呈“微笑”形态。期限结构总体呈现近低远高的特征, 市场预期远月波动率会增高。

图 12: 认购期权波动率微笑



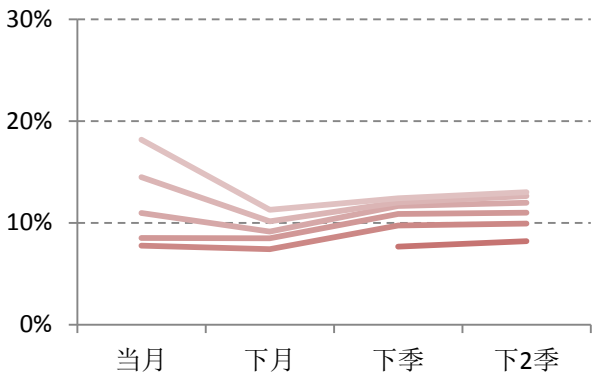
数据来源: WIND, 西南证券

图 13: 认沽期权波动率微笑



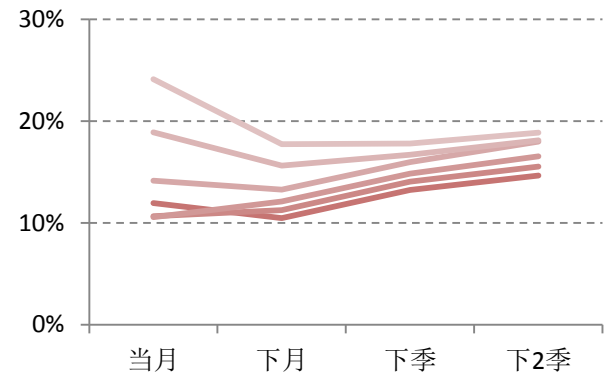
数据来源: WIND, 西南证券

图 14: 认购期权波动率期限结构



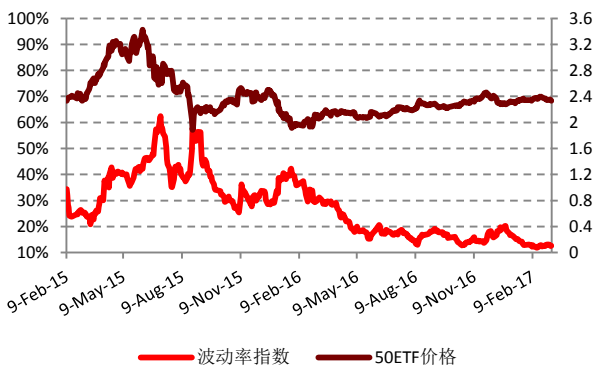
数据来源: WIND, 西南证券

图 15: 认沽期权波动率期限结构



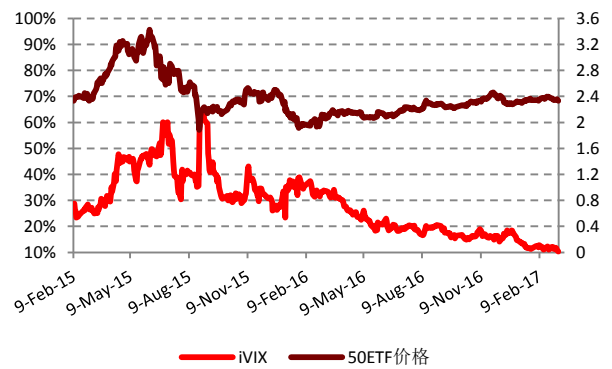
数据来源: WIND, 西南证券

图 16: 西证波动率指数



数据来源: WIND, 西南证券

图 17: 上交所 iVIX



数据来源: 上海证券交易所

3 策略推荐

上证 50ETF 期权的指标情况:

- 成交量 P/C 和成交额 P/C 均上涨, 说明市场投资者情绪偏向谨慎。
- 期权的隐含波动率下降, 西证波动率指数处于历史水平的 10%分位数以下, iVIX 处于历史水平的最低位。
- 认沽和认购期权隐含波动率价差为 5.36%, 较前一周上升 61.70%。

上周大盘先扬后抑, 呈现震荡行情, 50ETF 成交量继续下跌, 认沽和认购期权隐含波动率价差扩大, 市场情绪整体仍持谨慎态度。我们对后市持中性的预期, 预估本周上证 50 指数将延续横盘震荡行情。

本周推荐: 跨式期权空头。

3.1 跨式期权空头

策略简述: 卖出 1 张行权价为 K1 的看涨期权, 同时卖出 1 张行权价为 K2 看跌期权, K1=K2, 认为未来价格盘整。

具体操作推荐: 卖出 1 份“50ETF 购 3 月 2.35”(10000788.SH), 同时卖出 1 份“50ETF 沽 3 月 2.35”(10000793.SH)。此组合权利金收入 339 元, 组合在未来标的价格盘整时获利。若持有到期 (3 月 22 日), 盈亏平衡点为 2.3161 和 2.3689, 标的现价为 2.335, 标的价格涨幅超过 1.45% 或者跌幅超过 0.81% 才会亏损, 理论收益有限, 理论亏损无限。

4 风险提示

本报告中期权组合策略是基于我们对上证 50 指数走势的判断。策略测算均基于上周五期权合约及标的的收盘价, 具体操作中实现策略的标的资产、期权资产的价格以及期权合约杠杆率的高低都将影响组合的收益。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn