

波动率震荡回落，8 月合约即将到期



走势评级: 50ETF:震荡
报告日期: 2017 年 8 月 21 日

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

★50ETF 走势总体上涨，上证 50 股指期货基差向 0 回归

本周标的总体上涨，市场情绪较上周好转。标的成交量与上周持平。上证 50 股指期货当月合约到期，基差迅速向 0 靠拢。

★期权成交量维持中等水平，持仓量认沽认购比回升明显

期权的持仓量认沽认购比大幅回升。交易量认沽认购比则处于中等水平。目前两个指标均显示情绪相对偏稳定，8 月合约即将到期，短期走势偏震荡。

★波动率指数震荡回落，短期波动率首先回调

短中长历史波动率本周走势偏震荡。短中期轻微回落，波动率指数本周同样偏震荡，目前的波动率在 14 左右，处于近期均值水平，这种情况下震荡预期加强。

★投资建议

50ETF 本周整体上扬。波动率震荡下行，与我们的预期一致。8 月合约即将到期的情况下，标的走势将偏震荡。我们认为由于当前行情走势下波动率数值仍有一定的回落压力。结合交易量认沽认购比处于近期中高水平 and 持仓量认沽认购比有所回升来看，我们认为市场情绪相对稳定，总体而言，持中性预期。策略推荐卖出 9 月行权价为 2.6 和 2.7 的宽跨式策略。

★风险提示

波动率跳涨风险，注意行情变化对策略的冲击。

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	8
5、风险提示	9

图表目录

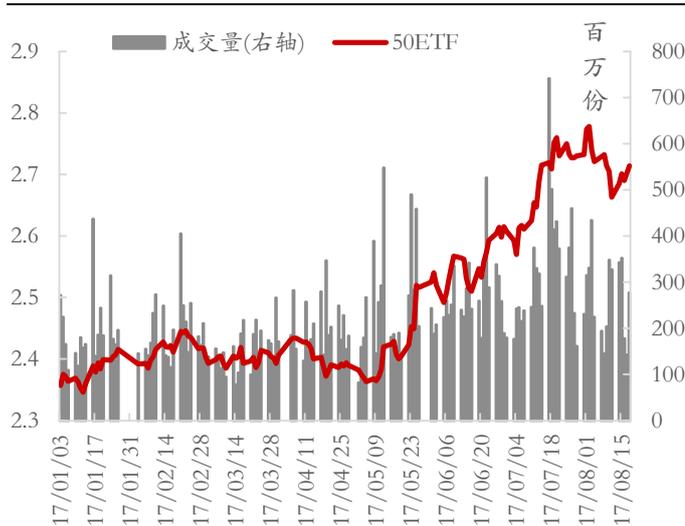
图表 1: 50ETF 标的成交量	4
图表 2: 上证 50 股指期货基差 (现货-期货) 变化	4
图表 3: 1 月至今期权合约交易量	4
图表 4: 1 月至今期权合约持仓量	4
图表 5: 期权合约认沽认购比	5
图表 6: 2016 年以来短中长期历史波动率变化	5
图表 7: 历史波动率锥	6
图表 8: 8 月合约隐含波动率微笑	6
图表 9: 波动率期限结构	6
图表 10: 主力合约隐含波动率变化	7
图表 11: 日间波动率指数	7
图表 12: 50ETF 熊市价差收益与保证金水平	8
图表 13: 推荐策略历史表现情况 (截止 2017-08-21)	8

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

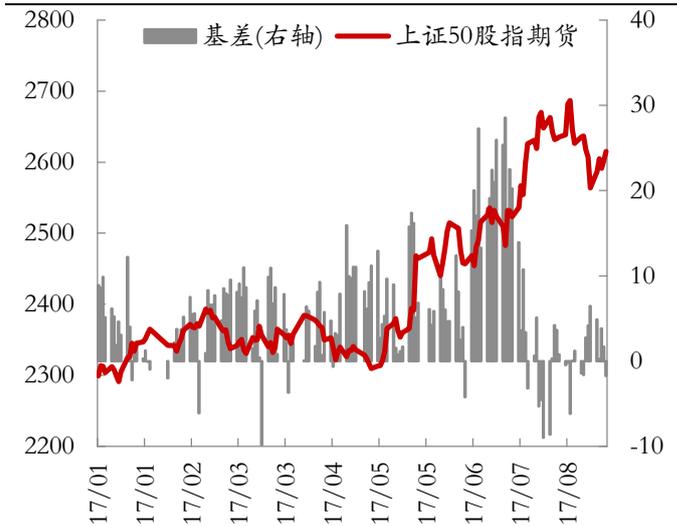
本周标的 50ETF 总体回落。总体成交量较上周相差无几。上证 50 股指期货当月合约到期，基差向 0 靠拢。

图表 1：50ETF 标的成交量



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

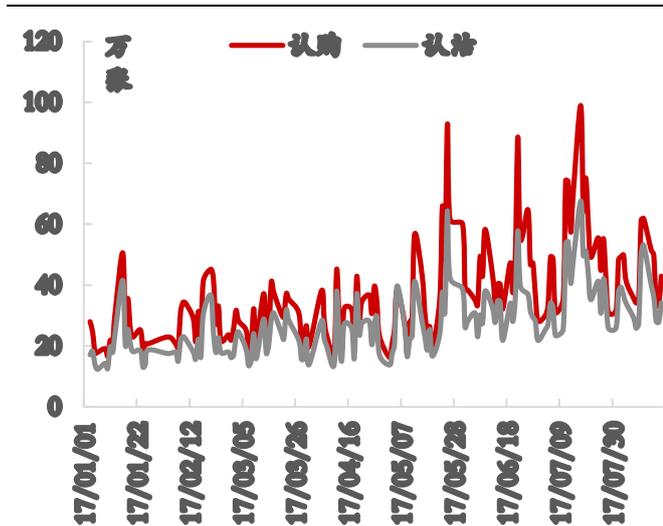
图表 2：上证 50 股指期货基差（现货-期货）变化



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

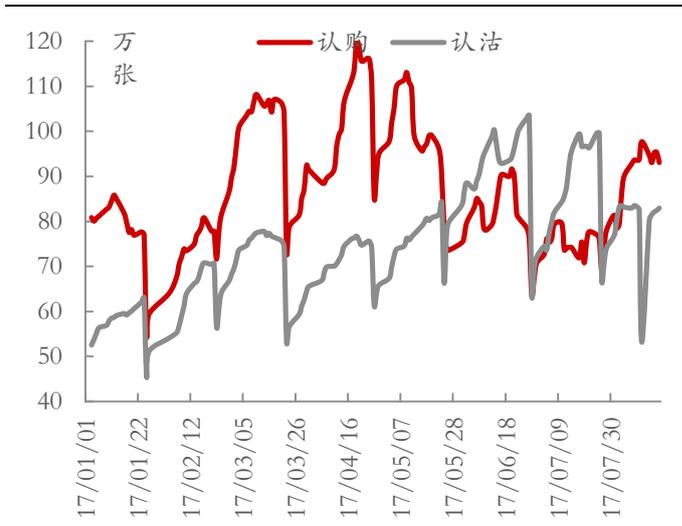
1.2、期权市场运行状况

图表 3：1 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 4：1 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

本周期权的成交量维持中高水平。认购期权持仓量小幅下降, 而认沽期权持仓量大幅回升, 说明市场情绪明显转暖。成交量的认沽认购比目前处于中等水平。持仓量认沽认购比大幅回升。市场情绪转为稳定。

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目前走势震荡, 短中长期历史波动率本周仍然基本都处于震荡走势。短中期有所回落, 目前三者基本持平, 未来的波动程度短期内可能仍在目前水平震荡。

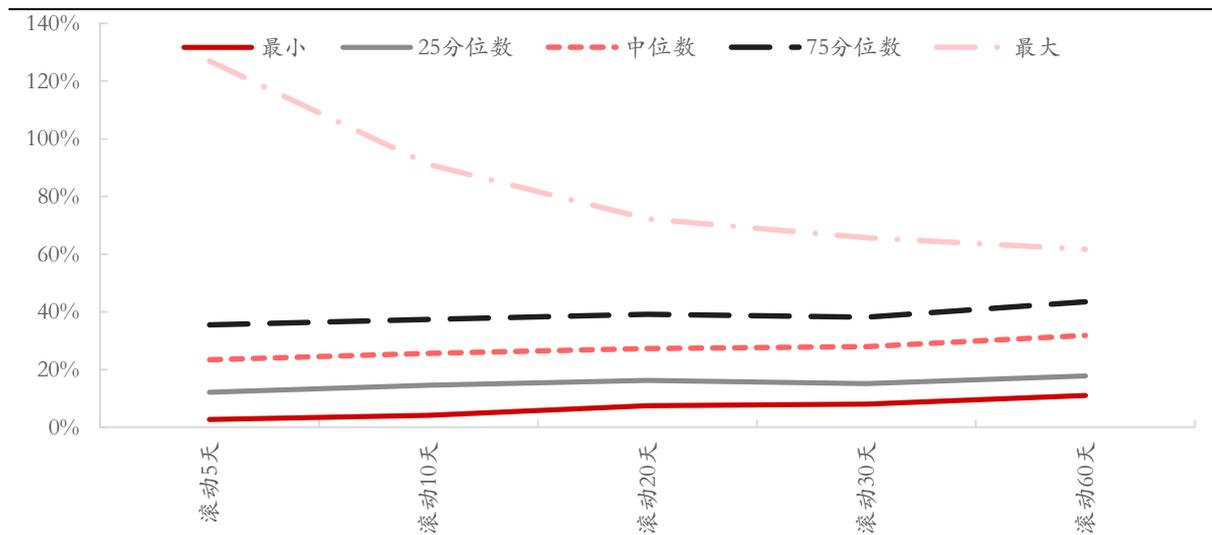
图表 6: 2016 年以来短中长期历史波动率变化



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。中值大概在 19% 左右，而目前的波动率则只有 14% 左右，8 月合约到期之前可能仍将在该值附近震荡。

图表 7：历史波动率锥

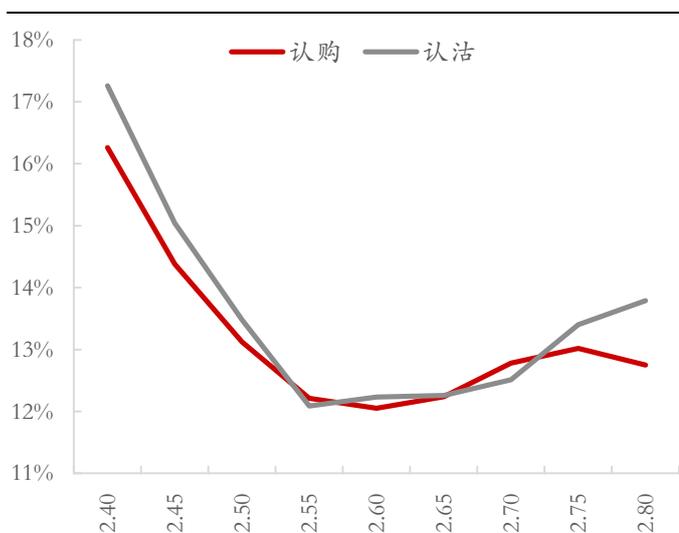


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2.2、隐含波动率

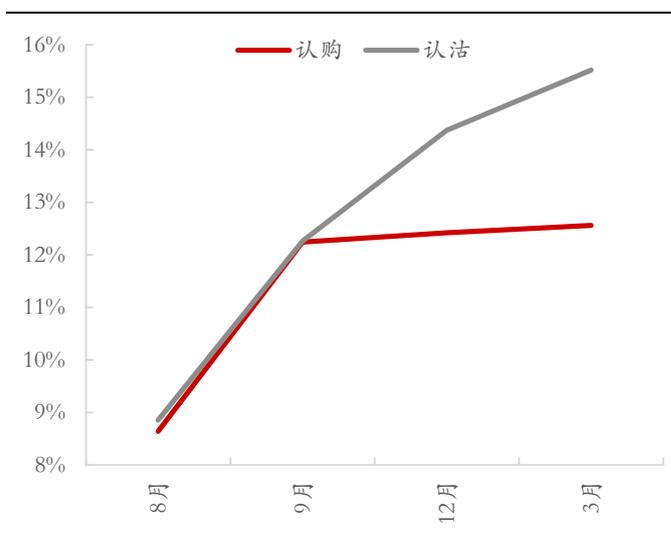
由于标的在 2.65 左右，从行权价维度来看，认购和认沽期权波动率微笑向左侧倾斜较为严重，从这一点而言市场有隐忧。从期限结构上观察，近月合约由于将到期，所以偏差较大。认购远期隐含波动率与中期隐含波动率差别不大，而认沽差别较大，远期的认沽期权偏好水平较高，显示投资者对于未来的走势仍相对谨慎。

图表 8：8 月合约隐含波动率微笑

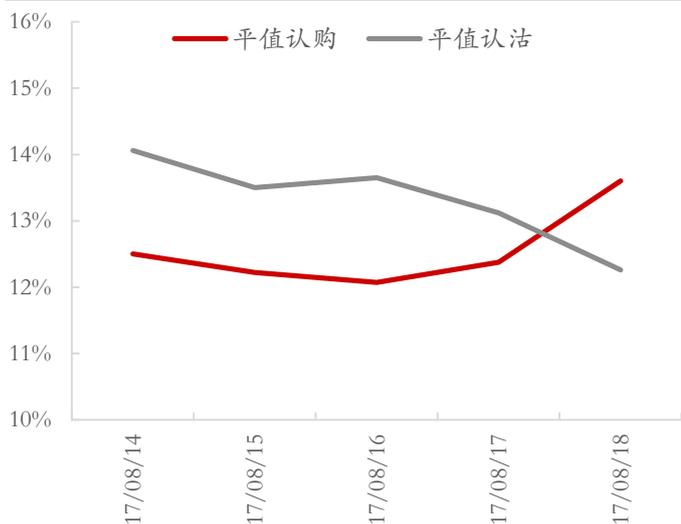


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

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

本周认购和认沽期权隐含波动率走势偏震荡, 8月合约到期之前我们预计能仍将在该水平附近震荡。

2.3、波动率指数

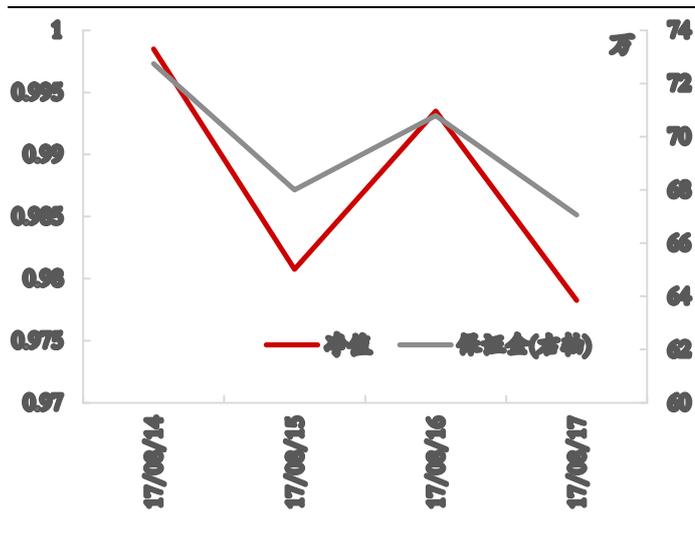
波动率指数本周先跌后涨。波动率在标的回调明显的行情下上涨, 短期之内以震荡走势为主。

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

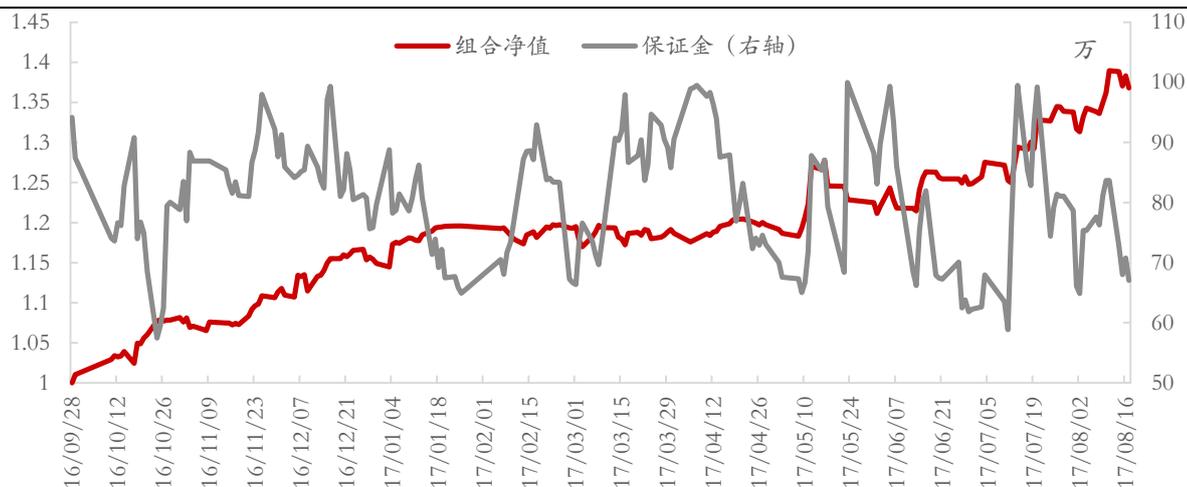
图表 12: 50ETF 熊市价差收益与保证金水平



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 250 个价差组合, 剩余的资金作为保证金缓冲。买入期权手续费为 5 元每张, 卖出期权手续费为每张 1 元, 基本是市场平均水平。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 6 元, 卖出期权则不收交易所经手费和结算费, 因此为 2 元每张。上周推荐的熊市价差出现回撤, 并且止损平仓。

图表 13: 推荐策略历史表现情况 (截止 2017-08-21)



资料来源: 东证衍生品研究院

4、投资建议

50ETF 本周整体上扬。波动率震荡下行, 与我们的预期一致。8 月合约即将到期的情况

下,标的走势将偏震荡。我们认为由于当前行情走势下波动率数值仍有一定的回落压力。结合交易量认沽认购比处于近期中高水平和持仓量认沽认购比有所回升来看,我们认为市场情绪相对稳定,总体而言,持中性预期。策略推荐卖出 9 月行权价为 2.6 和 2.7 的宽跨式策略。

5、风险提示

波动率跳涨风险,注意行情变化对策略的冲击。

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。本报告清晰准确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

Email：research@orientfutures.com