

波动率维持高位，市场情绪相对中性



走势评级: 50ETF:震荡
报告日期: 2018 年 11 月 12 日

田钟泽 高级分析师（金融工程）

从业资格号: F3020259

Tel: 8621-63325888-1589

Email: zhongze.tian@orientfutures.com

★50ETF 整体下跌，50ETF 成交量小幅回落

标的上周整体下跌。风险偏好水平总体回落明显。标的成交量较前期水平小幅回落。上证 50 股指期货当月合约小幅升水。

★期权成交活跃度回落，交易量认沽认购比处于中高水平

期权的持仓量认沽认购比中低水平，交易量认沽认购比则位于中高水平。情绪指标显示市场情绪偏谨慎。

★波动率指数维持高位，短中期历史期波动率持平于长期水平

短中期历史波动率数值持平于长期数值。波动率指数高位运行，目前的波动率指数为 31 左右，处 82 百分位附近。未来可能震荡下行。

★投资建议

50ETF 总体下跌，隐含波动率指数高位震荡，数值由上上周的 78 分位上升为 82 分位。隐含波动率在波动率锥中仍处于偏高水平，短中期历史波动率基本持平于长期水平。另从情绪指标来看，交易量认沽认购比处于中高水平，持仓量认沽认购比则回落明显，显示风险偏好水平下降。综合以上分析，我们认为市场情绪偏谨慎，短期走势可能宽幅震荡为主，波动率有一定的回落压力。策略推荐继续持有买入行权价为 2.50 和 2.55 的 11 月认购期权牛市价差策略。

★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	7
4、投资建议	8
5、风险提示	8

图表目录

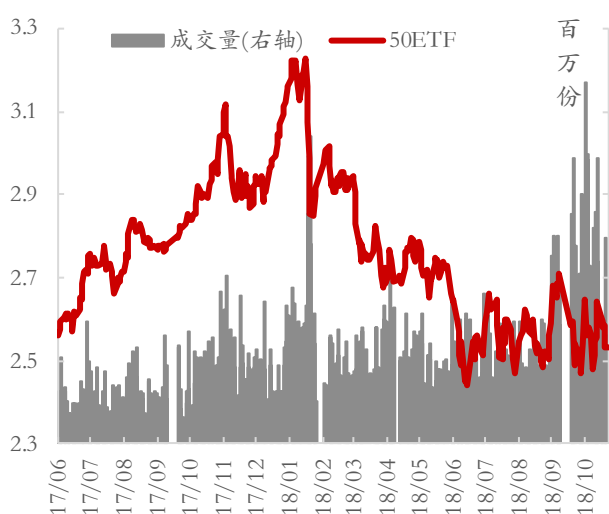
图表 1: 50ETF 标的成交概况.....	4
图表 2: 上证 50 股指期货基差 (现货-期货) 变化.....	4
图表 3: 期权合约交易量.....	4
图表 4: 期权合约持仓量.....	4
图表 5: 期权合约认沽认购比.....	5
图表 6: 2016 年以来短中长期历史波动率变化.....	5
图表 7: 历史波动率锥.....	6
图表 8: 隐含波动率微笑.....	6
图表 9: 波动率期限结构.....	6
图表 10: 日间波动率指数.....	7
图表 11: 50ETF 熊市价差策略收益与保证金水平.....	7
图表 12: 推荐策略历史表现情况 (截止 2018-09-28).....	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

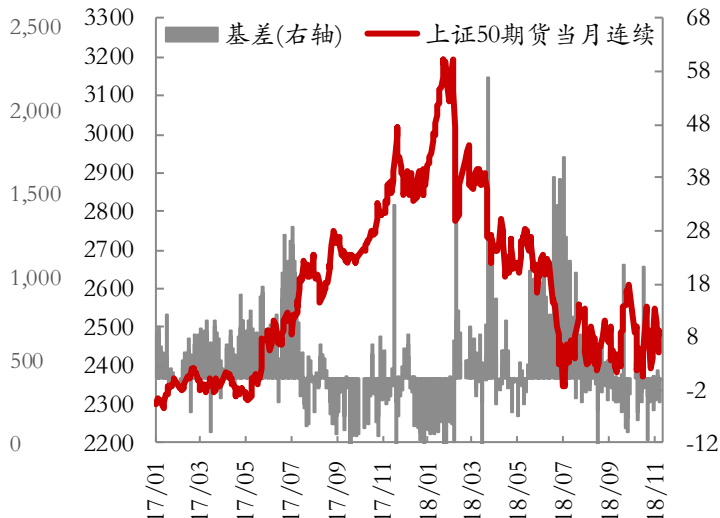
上周 50ETF 整体下跌。总体成交量较之前小幅回落。上证 50 股指期货当月合约小幅升水。

图表 1：50ETF 标的成交概况



资料来源：Wind

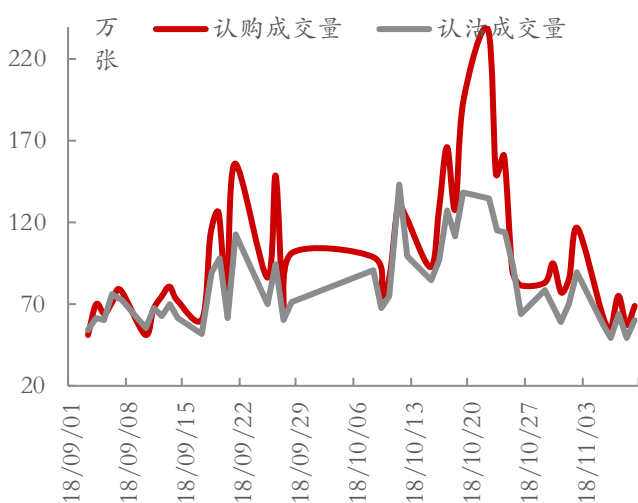
图表 2：上证 50 股指期货基差（现货-期货）变化



资料来源：Wind

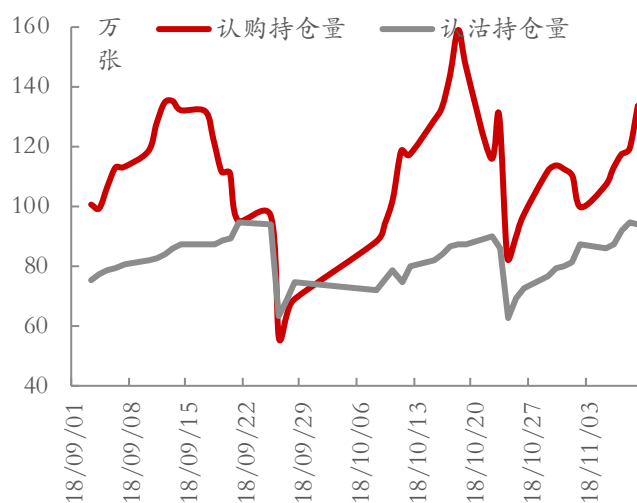
1.2、期权市场运行状况

图表 3：期权合约交易量

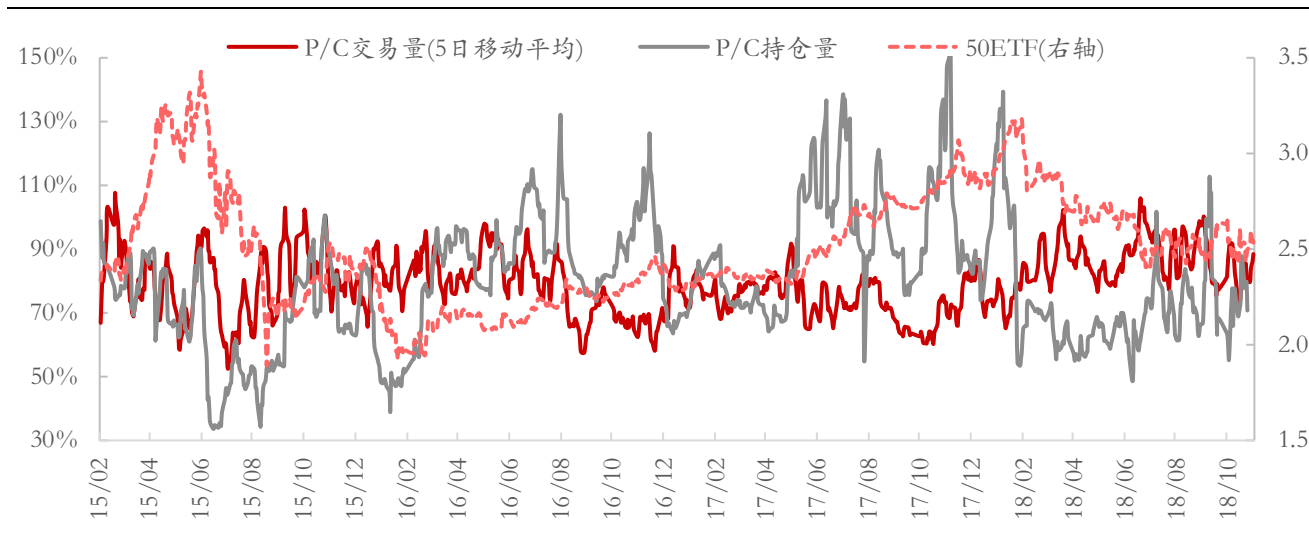


资料来源：Wind

图表 4：期权合约持仓量



资料来源：Wind

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

期权交易量较之前有所回落,成交量的认沽认购比处于中高水平,持仓量认沽认购比处于中低水平,说明市场情绪偏谨慎。

2、市场波动率跟踪

2.1、滚动历史波动率

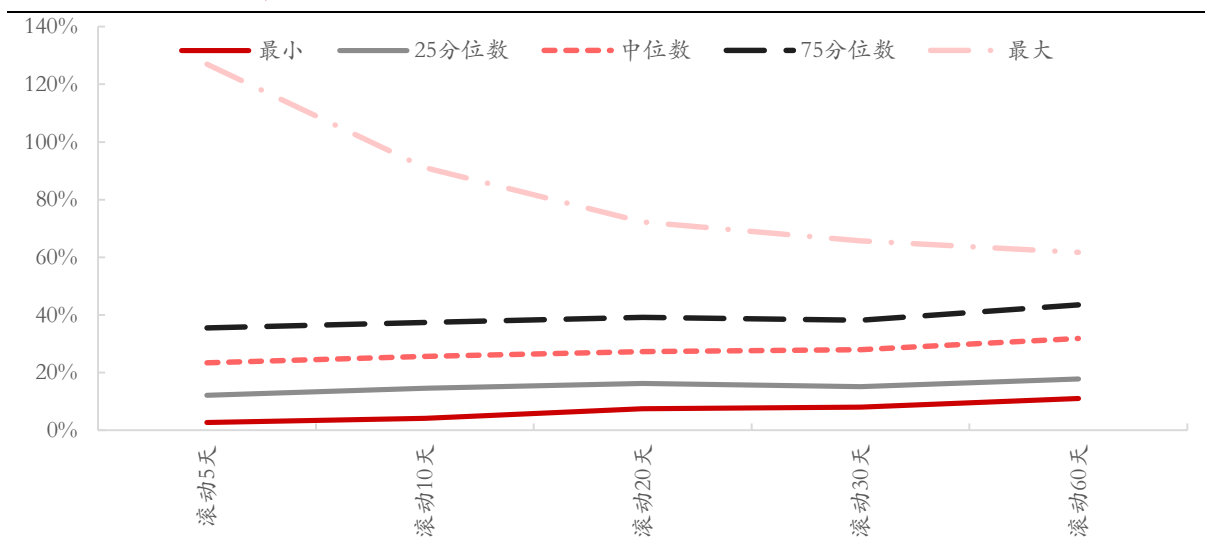
短中期水平大幅基本持平于长期历史波动率,已经有回落的势头,未来的波动以震荡回落概率较大。

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。中值大概在 22% 左右，而目前的波动率则达到 31% 左右，相对偏高，未来可能会震荡下行。

图表 7: 历史波动率锥

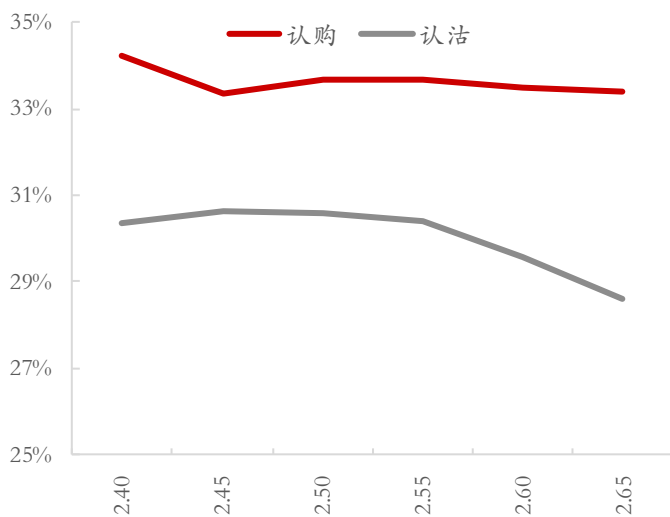


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

2.2、隐含波动率

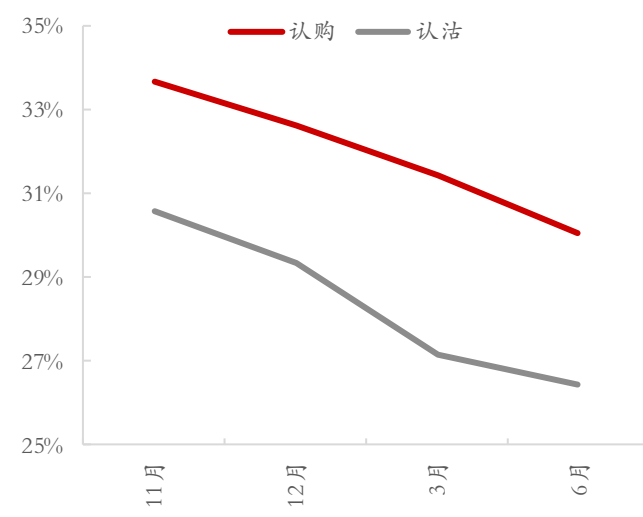
期权波动率微笑形态不明显。认沽期权隐含波动率明显低于认购期权，说明市场当前走势相对中性。从期限结构上观察，近月合约波动率高于远月合约，且认购期权隐含波动率比认沽高，期限结构显示短期市场情绪偏中性偏乐观。

图表 8: 隐含波动率微笑



资料来源: Wind

图表 9: 波动率期限结构



资料来源: Wind

2.3、波动率指数

中证公司暂停公布波动率指数，因此我们根据 CBOE 波动率指数继续计算相关数值。下图即为我们计算的波动率指数。波动率指数本周回落，波动率当前水平为 31，处于 82 百分位附近，本周有所回落。

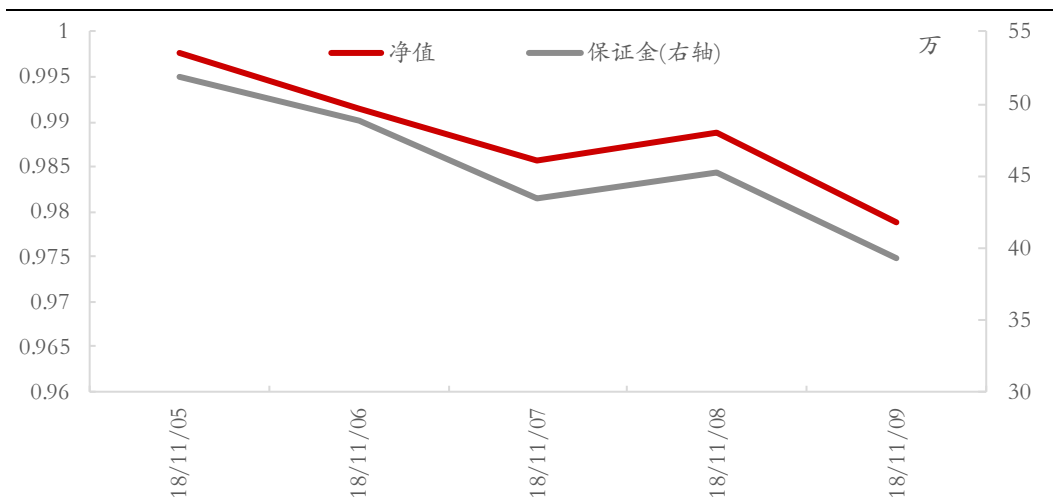
图表 10：日间波动率指数



资料来源：东证衍生品研究院

3、推荐策略表现情况跟踪

图表 11：50ETF 牛市价差策略收益与保证金水平

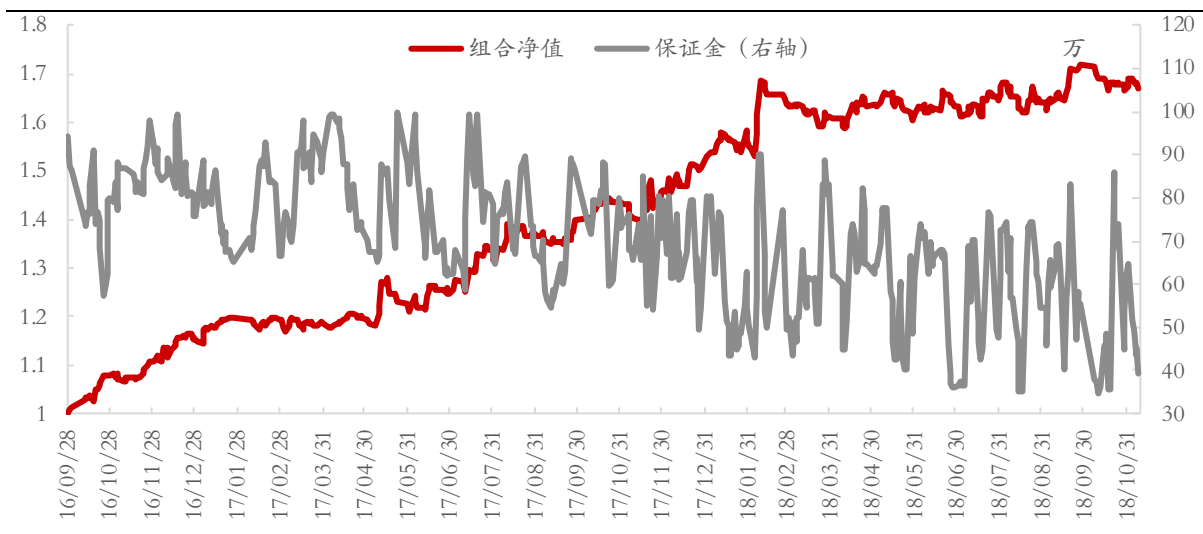


资料来源：东证衍生品研究院

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 万资金大概可以开仓 200 个价差组合或者 100 个宽跨式策略，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。推荐策略至今已经持续 484 个交易日，策略累计收益为 67.01%，年化收益为 30.61%，夏普率为 2.23，最大回撤为 -5.78%，2018 年以来策略收益为 16.50%。

图表 12：推荐策略历史表现情况（截止 2018-11-09）



资料来源：东证衍生品研究院

4、投资建议

50ETF 总体下跌，隐含波动率指数高位震荡，数值由上上周的 78 分位上升为 82 分位。隐含波动率在波动率锥中仍处于偏高水平，短中期历史波动率基本持平于长期水平。另从情绪指标来看，交易量认沽认购比处于中高水平，持仓量认沽认购比则回落明显，显示风险偏好水平下降。综合以上分析，我们认为市场情绪偏谨慎，短期走势可能宽幅震荡为主，波动率有一定的回落压力。策略推荐继续持有买入行权价为 2.50 和 2.55 的 11 月认购期权牛市价差策略。

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成立于2008年,是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司,现在注册资本金为15亿元人民币,员工400余人。

公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务,拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所会员资格,是中国金融期货交易所全面结算会员。目前公司拥有上海东祺投资管理有限公司和东证润和资本管理有限公司两家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地,在大连、北京、太原、郑州、青岛、常州、上海、长沙、广州、宁波、深圳、杭州、西安、成都、厦门、东营、天津、哈尔滨、柳州、重庆等地共设有24家营业部,并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有82个证券IB分支网点,未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自2008年成立以来,东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨,坚持市场化、国际化、集团化的发展道路,打造以衍生品风险管理为核心,具有研究和技术两大核心竞争力,为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

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

Email：research@orientfutures.com