

现货行情如过山车 市场波动触底反弹

——上证 50ETF 期权月报(2016 年 2 月)

一、当月市场回顾

(一) 现货市场

2016 年 2 月，A 股整体犹如坐过山车，前面十几个交易日累计的涨幅在月底最后 3 个交易日全部被吞噬。截止 2 月 29 日，上证综指收于 2687.98 点，下跌 49.62 点，月跌幅为 1.81%，深证成指收于 9097.36 点，下跌 320.84 点，月跌幅为 3.41%。

截止 2 月 29 日，上证 50ETF 收于 1.937，下跌 0.038，月跌幅为 1.92%。日均成交量 2.9 亿份，较 1 月份下降 33%。

图 1：上证 50ETF 收盘价及成交量历史走势图

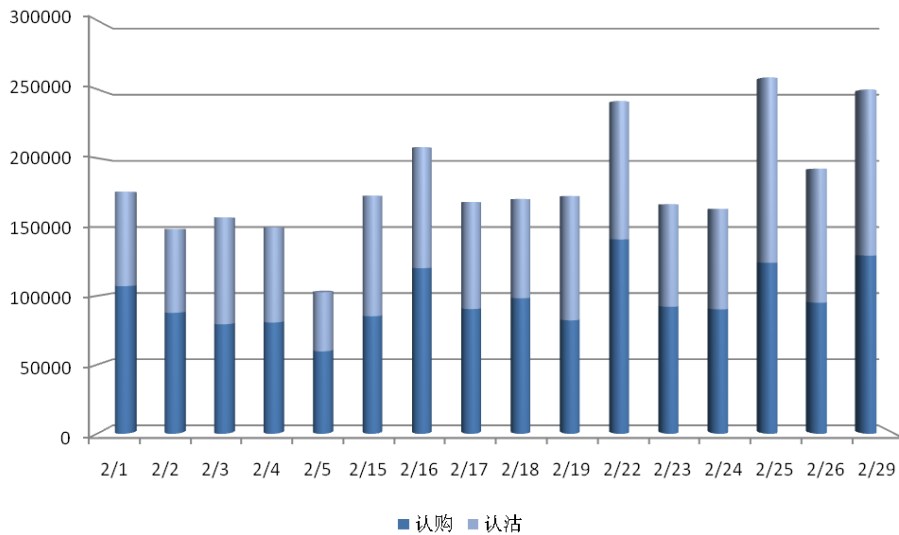


数据来源：WIND 国海良时期货金融创新部

（二）期权市场

2016 年 2 月，50ETF 期权日均成交量为 181086 张，较 1 月份下降 20%，其中认购期权日均成交 97673 张，认沽期权日均成交 83413 张。单日最高成交量 258551 张，最低成交量 102696 张。

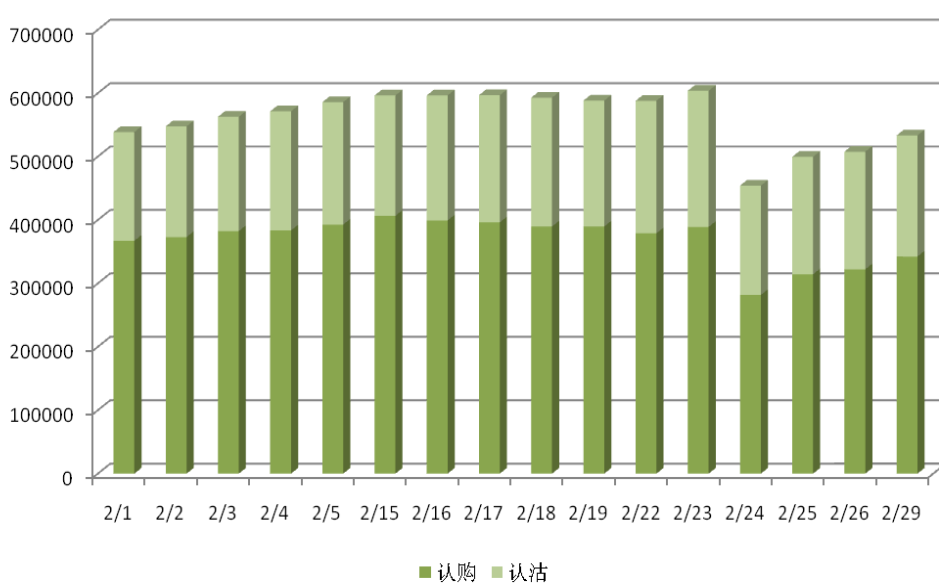
图 2：上证 50ETF 期权当月日成交量统计图（2016 年 2 月）



数据来源：WIND 国海良时期货金融创新部

2016 年 2 月，50ETF 期权持仓量整体较平稳（2 月 24 日 2 月合约到期导致持仓量周期性下降）。截止 2 月 29 日，50ETF 期权总持仓量为 533253 张，其中认购期权持仓量为 342310 张，认沽期权持仓量为 190943 张。日均持仓量为 560141 张。

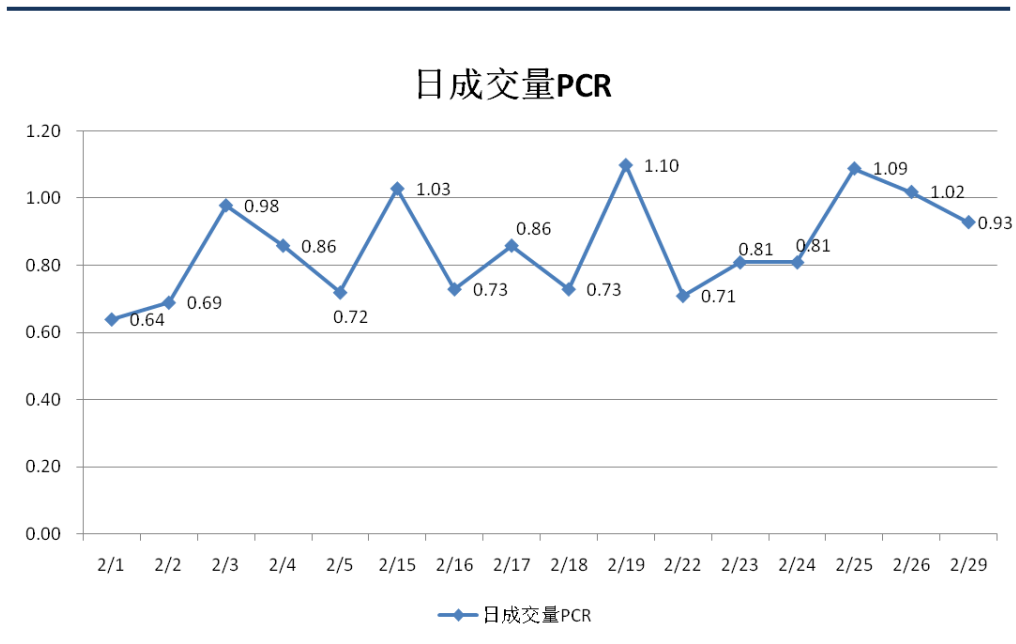
图 3：上证 50ETF 期权当月持仓量统计图（2016 年 2 月）



数据来源：WIND 国海良时期货金融创新部

2016 年 2 月，50ETF 期权日成交量 PCR（Put-Call Ratio 即认沽期权成交量比认购期权成交量）整体呈上升趋势，尤其是月末最后 3 个交易日，PCR 出现明显的上升并持续位于高位，反映出当月投资者情绪逐渐由乐观转为悲观的变化情况。日成交量 PCR 在 0.60-1.10 的区间内围绕着 0.90 波动，最高 1.10，最低 0.64。当月 16 个交易日中，PCR 高于或等于 0.90 的共计 6 个交易日，低于或接近 0.70 的共计 6 个交易日。

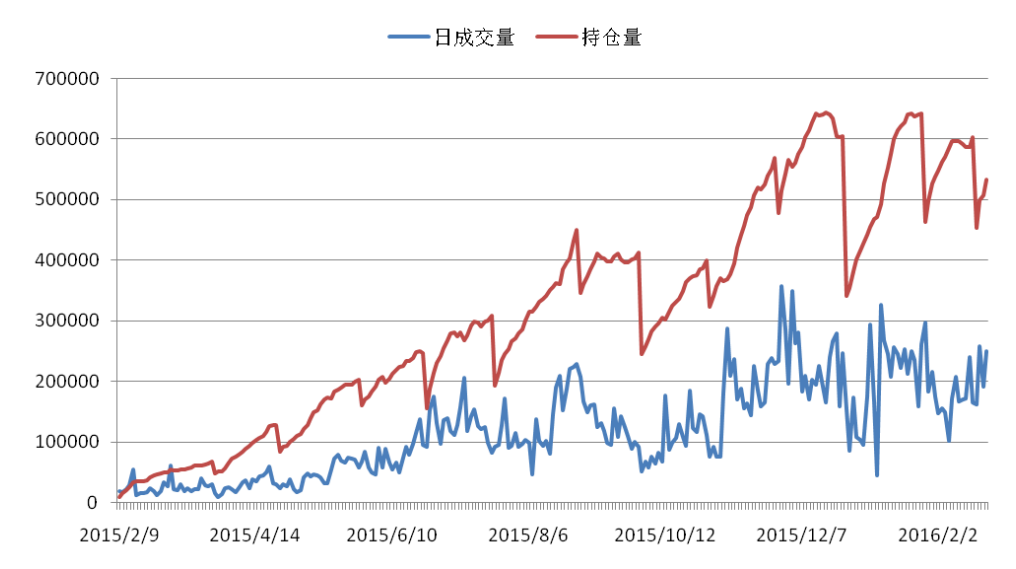
图 4：上证 50ETF 期权当月日成交量 PCR 走势图（2016 年 2 月）



数据来源：WIND 国海良时期货金融创新部

自 2015 年 2 月 9 日 50ETF 期权上市以来，日成交量及持仓量整体稳步增长，近期保持平稳。

图 5：上证 50ETF 期权日成交量及持仓量历史走势图（自 2015 年 2 月 9 日）



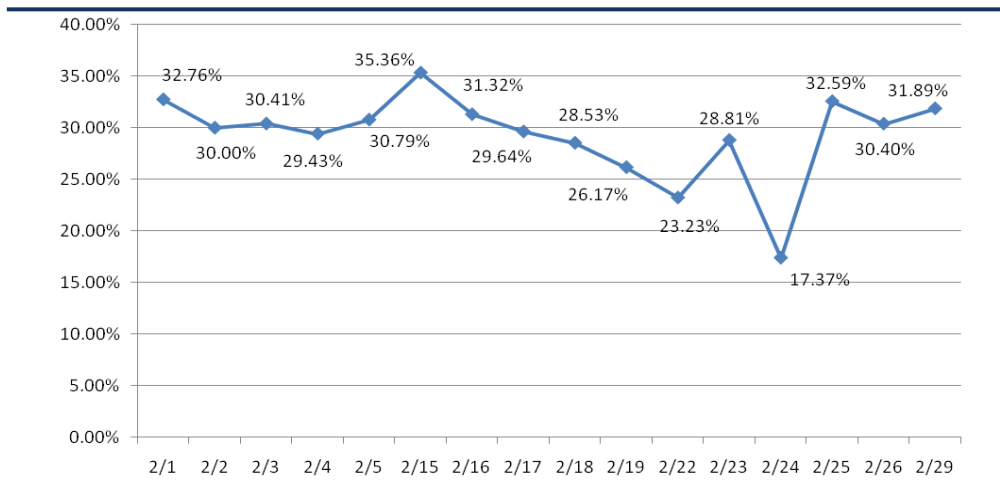
数据来源：WIND 国海良时期货金融创新部

二、波动率分析

（一）综合隐含波动率

2016 年 2 月，上证 50ETF 期权的综合隐含波动率整体出现触底反弹趋势。隐含波动率最高为 35.36%，位于历史区间的 30%分位数附近，最低为 17.37%，仅位于历史区间的 8%分位数附近。

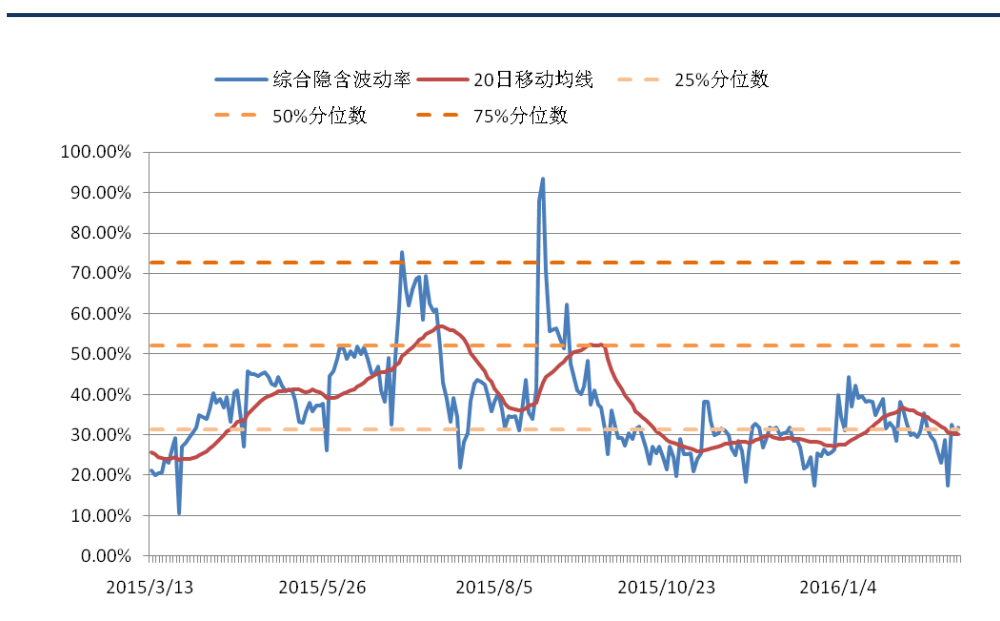
图 6：上证 50ETF 期权综合隐含波动率当月走势图



数据来源：WIND 国海良时期货金融创新部

2 月的隐含波动率整体较前一个月有一定幅度的下降，且出现较为明显的触底反弹趋势。截止 2 月 29 日，隐含波动率为 31.89%，位于历史区间的 26%分位数附近，总体来说仍处于偏低的位置，近期持续上升的可能性较大。

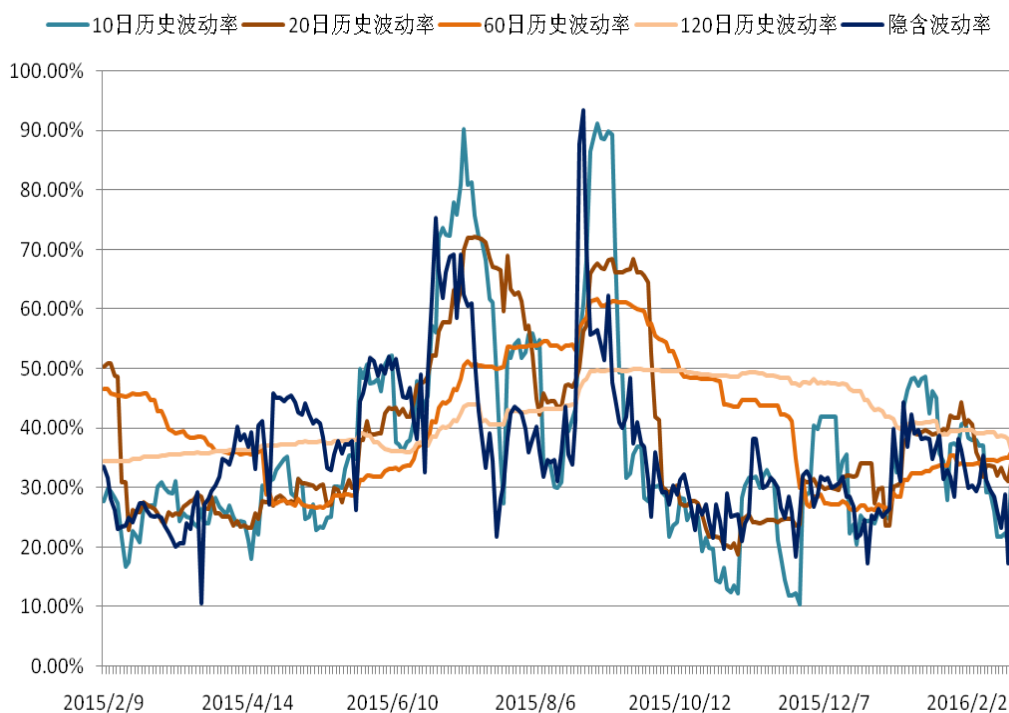
图 7：上证 50ETF 期权综合隐含波动率历史走势图



数据来源：WIND 国海良时期货金融创新部

从上证 50ETF 现货四个周期（10 日、20 日、60 日及 120 日）的历史波动率与综合隐含波动率的走势来看，2 月份的短期历史波动率（10 日）的下降幅度明显大于中长期历史波动率（60 日及 120 日）。截止 2 月 29 日，上述四个周期的历史波动率较为接近，且均略高于综合隐含波动率。

图 8：上证 50ETF 历史波动率与综合隐含波动率历史走势图



数据来源：WIND 国海良时期货金融创新部

（二）iVIX 指数

2016 年 2 月，iVIX 指数整体较 1 月份有所下降，且同样出现一定程度的触底反弹趋势，未来一段时间有可能持续上升。当月 iVIX 指数最高为 37.39，最低为 31.44。

中国波指（iVIX 指数）是由上海证券交易所发布，用于衡量上证 50ETF 未来 30 日的预期波动。

图 9：iVIX 指数走势图



数据来源：WIND 国海良时期货金融创新部

三、操作建议

（一）策略建议

1、波动率交易策略

2016 年 2 月，上证 50ETF 期权的综合隐含波动率整体较前一个月有一定幅度的下降，且出现触底反弹趋势。隐含波动率最高达 35.36%，位于历史区间的 30%分位数附近，最低为 17.37%，仅位于历史区间的 8%分位数附近。截止 2 月 29 日，隐含波动率为 31.89%，位于历史区间的 26%分位数附近，总体来说仍处于偏低的位置，近期持续上升的可能性较大。

从上证 50ETF 现货四个周期（10 日、20 日、60 日及 120 日）的历史波动率与综合隐含波动率的走势来看，截止 2 月 29 日，综合隐含波动率均低于上述四个周期的历史波动率。

2016 年 2 月，iVIX 指数整体较 1 月份有所下降，且同样出现一定程度的触底反弹趋势，未来一段时间有可能持续上升。

从 50ETF 现货的 K 线走势来看，目前处于一个即将变盘的时点。中期来看，或筑底反弹，或继续破位下行，但无论是反弹还是下跌，其隐含波动率近期上涨的可能性都比较大。

基于以上分析，对于波动率交易者来说，建议买入宽跨式组合，即买入高行权价的认购期权，同时买入低行权价的认沽期权。投资者在构建此策略时，建议使整体组合策略的 Delta 值接近 0，这样可避免现货行情方向预测错误对策略头寸的不利影响，仅做多隐含波动率。

以 2 月 29 日的收盘行情为例，行权价 2.00 的 3 月认购期权 Delta 为 0.3835，Vega 为 0.0019，行权价 1.90 的 3 月认沽期权 Delta 为 -0.3914，Vega 为 0.0019。组合为买入行权价 2.00 的认购期权，同时买入行权价 1.90 的认沽期权，这个宽跨式组合的策略 Delta 为 -0.0078，Vega 为 0.0038。

2、套利交易策略

2 月份最后几个交易日的行情波动较大，出现较多套利机会。以我部监控到的盒式价差套利情况为例，3 月到期的行权价 2.00 和 2.20 的组合存在套利机会。该套利机会持续约 1 分钟，其中最大套利价差为 119 元/张合约。投资者可通过卖出行权价 2.00 的认购期权，买入行权价 2.00 的认沽期权，买入行权价 2.20 的认购期权，卖出行权价 2.20 的认沽期权构建该组合。

该盒式套利组合的开仓成本为 5471.60 元（保证金及权利金之和），若不考虑交易手续费且持有到期，理论上的月报酬率为 2.17%，年化报酬率为 26.10%。投资者也可选择在该组合价差收敛到 0 或反向的情况下提前平仓。

（二）风险提示

1、波动率交易策略

若 50ETF 未如我们预期的那样出现向上或向下较大幅度的波动，波动率未出现大幅上涨，则投资者需时刻留意策略头寸的亏损情况，及时做好止损措施。

2、套利交易策略

上述盒式套利组合报酬率的计算未考虑交易手续费，投资者在操作时需考量所选经纪商的手续费。

若投资者选择将该组合持有到期，则需准备相应的资金用于到期交割。因 50ETF 期权目前采用的是实物交割的方式，投资者还需留意交割时现货价格变化导致的风险。

联系方式：

研究员：张恪清

期货从业资格证号：F3017718

电子邮箱：zhangkq@ghlsqh.com.cn

地 址：上海市浦东新区世纪大道 1777 号东方希望大厦 8 楼 GH 室 国海良时期货 金融创新部

【免责声明】

本报告所列的所有信息均来源于已公开的资料。尽管我公司相信资料来源是可靠的，但我公司不对这些信息的准确性、完整性做任何保证。

本报告中所列的信息和所表达的意见与建议仅供参考，投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关，我公司不承担任何形式的损失。

本报告版权为我公司所有，未经我公司书面许可，不得以任何形式翻版、复制发布。如引用请遵循原文本意，并注明出处为“国海良时期货有限公司”。