一 诺 千 金　　德 厚 载 富

一德期货研究报告

（专题）

50ETF 期权：
关注两会时间窗口下的波动率交易机会

一德期货期权部

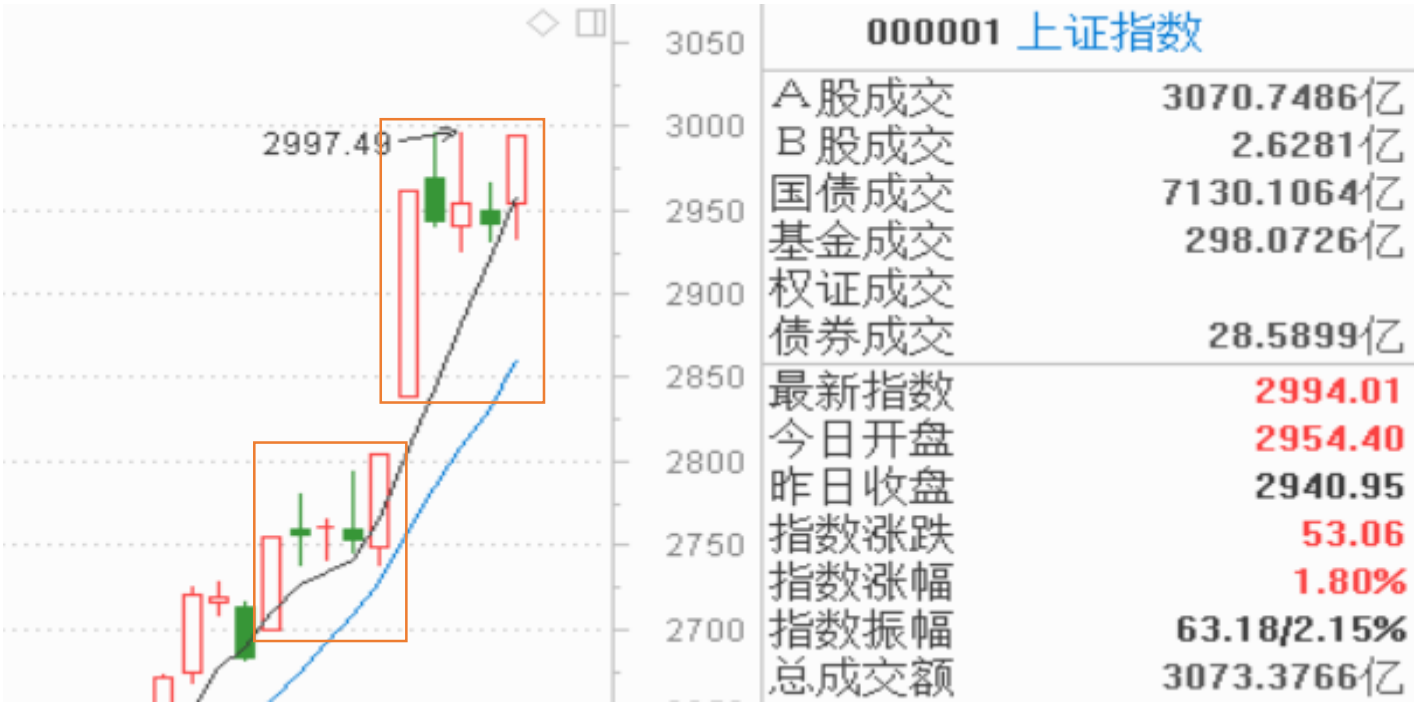
金融衍生品分析师 陈畅

投资咨询号：Z0013351

一德期货 FIRST FUTURES

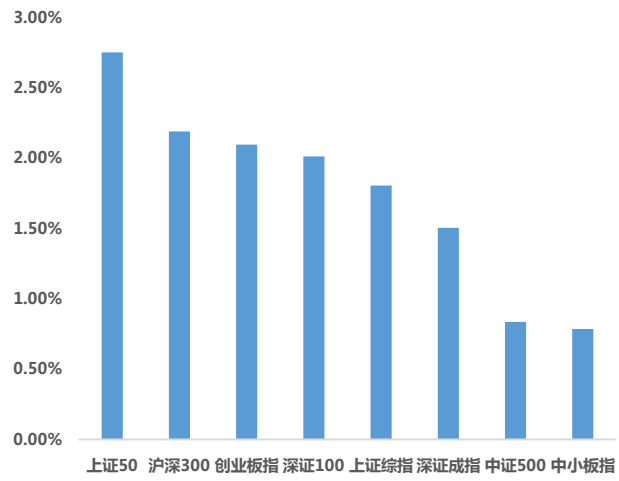
在经过三天的震荡后，上周五 A 股市场在已经充分预期 MSCI 利好的情况下继续上攻，重演了 2 月 22 日当周的市场形态，显示当前市场情绪非常乐观。在金融股和消费白马的共同作用下，上证 50 涨幅领先于其他指数。细分到个股，在上证 50 累计 75.5 的上涨点数之中，指数贡献点排名前五的中国平安（13.75 点）、兴业银行（9.57 点）、贵州茅台（9.19 点）、招商银行（6.38 点）和中信证券（3.99 点）合计贡献了 42.88 点，占据了涨幅的一半以上。

图 1：上证综指日 K 线（3 月 1 日）



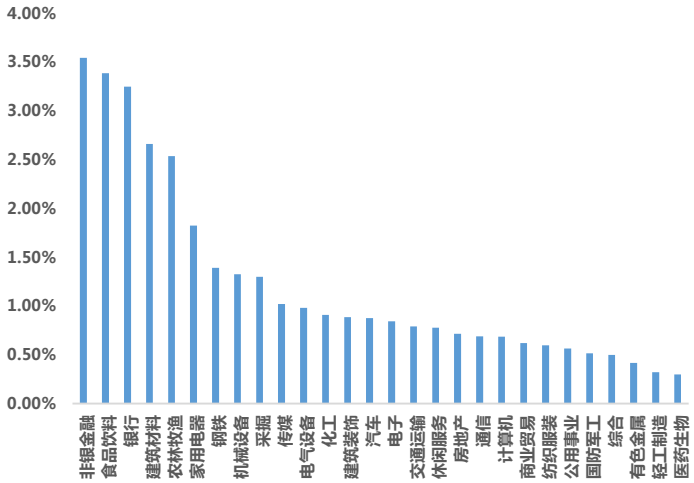
资料来源：通达信

图 2：A 股各主要指数涨跌幅排行榜（3 月 1 日）



资料来源：wind，一德期权部

图 3：申万一级行业涨跌幅排行榜（3 月 1 日）



资料来源：wind，一德期权部

从衍生品行情数据来看，3 月平值期权合成价相对 50ETF 出现溢价，同时 IH1903 继续维持升水，一定程度上说明当前衍生品交易者依然持较为乐观的态度。

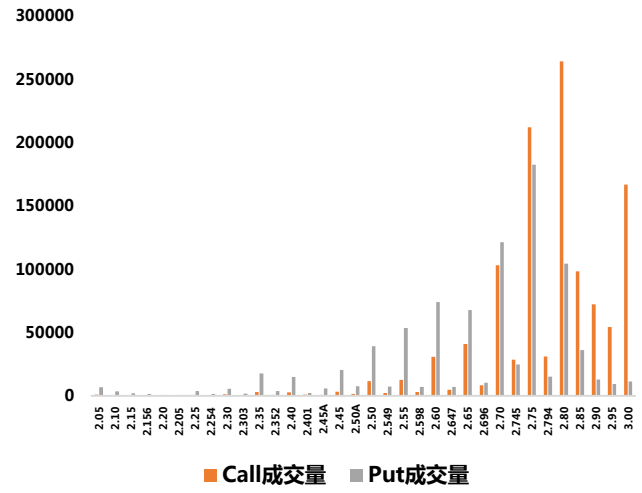
表 1：“50 圈”行情统计（3 月 1 日）

50ETF	平值期权合成价格	合成价-ETF	上证 50	IH1903	基差
2.802	2.8159	0.139	2819.47	2823.6	4.13

资料来源：wind，一德期权部

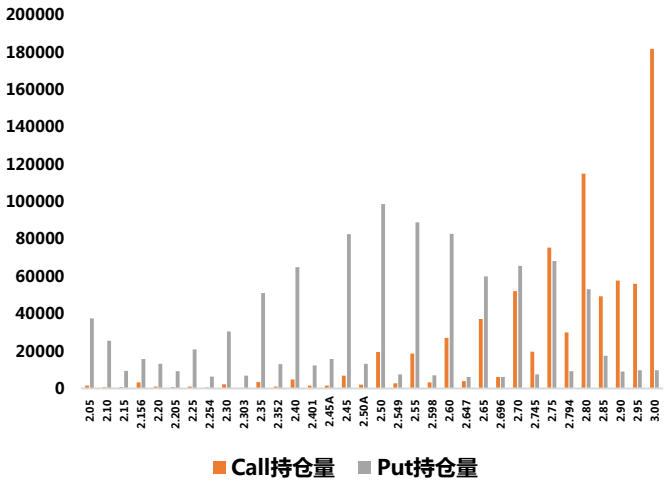
从期权成交持仓情况来看，3 月看涨期权和看跌期权的成交主要集中在 2.70、2.75 和 2.80 附近，此外看涨期权在行权价为 3 的虚值期权处也出现大量成交。持仓量方面， 3 月看涨期权在平值 2.80 和虚值 3 附近积累了大量持仓，与看涨期权相比，看跌期权的持仓分布相对均匀。4 月合约方面，值得注意的是，看涨期权和看跌期权均在深度虚值期权处积累了大量持仓。

图 4：50ETF 期权 3 月合约不同行权价成交分布（3 月 1 日）



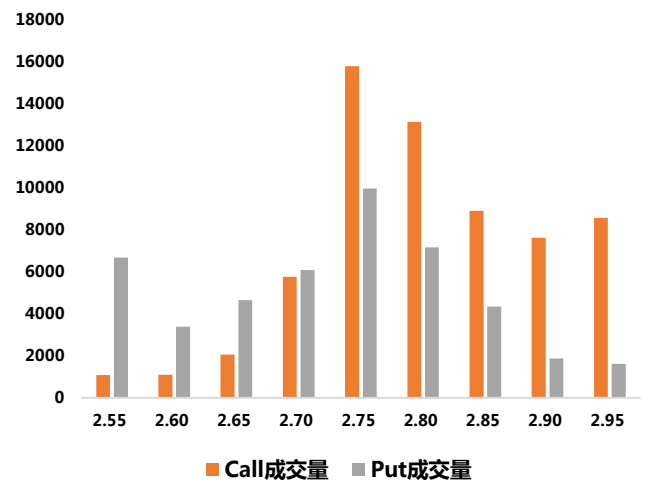
资料来源：wind，一德期权部

图 5：50ETF 期权 4 月合约不同行权价持仓分布（3 月 1 日）



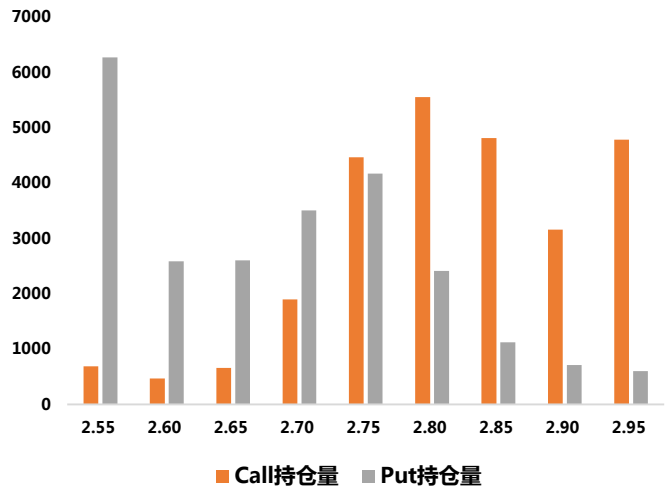
资料来源：wind，一德期权部

图 6：50ETF 期权 4 月合约不同行权价成交分布（3 月 1 日）



资料来源：wind，一德期权部

图 7：50ETF 期权 4 月合约不同行权价持仓分布（3 月 1 日）



资料来源：wind，一德期权部

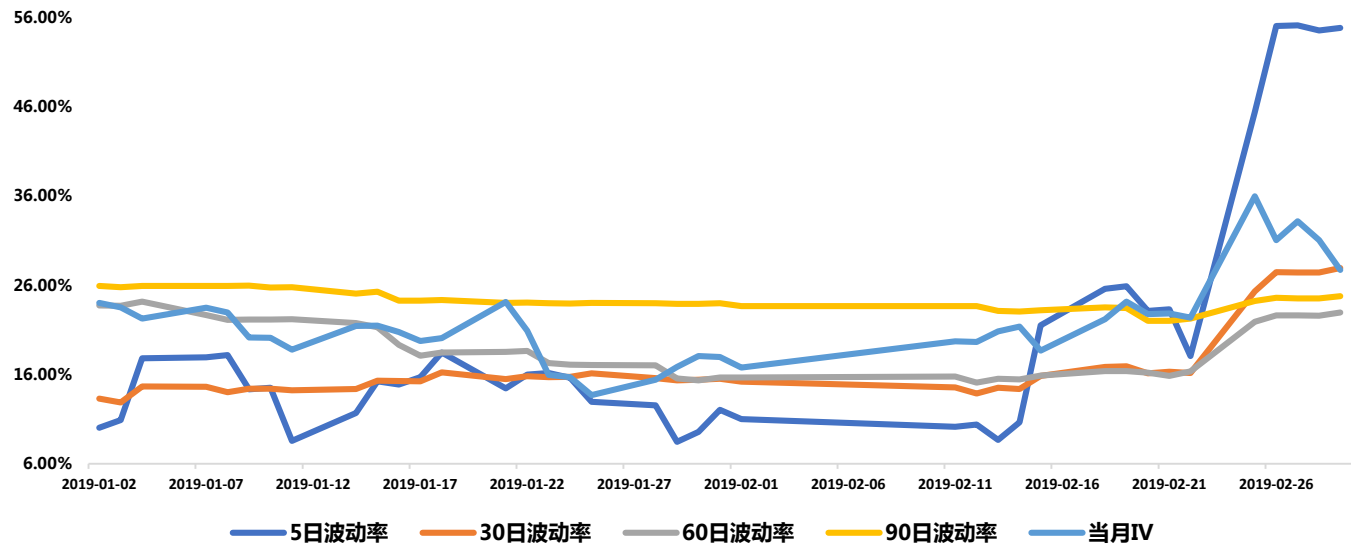
从 50ETF 波动率角度来看，长短端历史波动率均开始走平、出现下降态势。虽然上周五 50ETF 大涨 2.41%，但是当月合约平值期权隐含波动率继续下降，波动率角度对期权买方造成的不利还在持续。

表 2：50ETF 历史波动率及 3 月平值 IV

	5 日历史波动率	30 日历史波动率	60 日历史波动率	90 日历史波动率	当月 IV
2 月 28 日	54.58%	27.46%	22.62%	24.52%	31.07%
3 月 1 日	54.89%	27.95%	22.98%	24.81%	27.75%

资料来源：wind，一德期权部

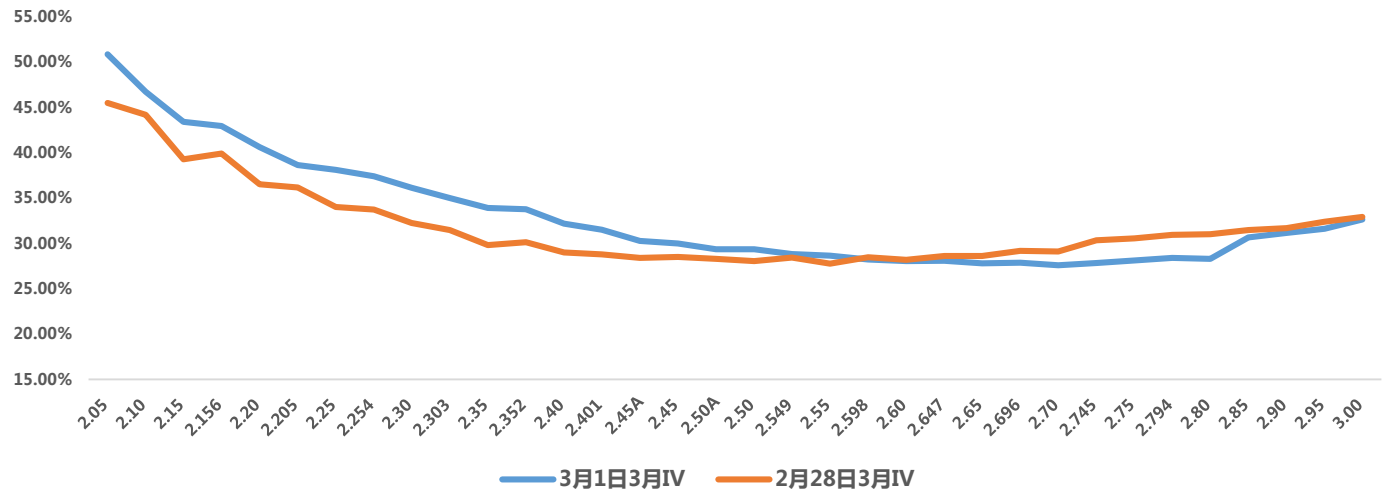
图 8：50ETF 历史波动率及 3 月平值 IV



资料来源：wind，一德期权部

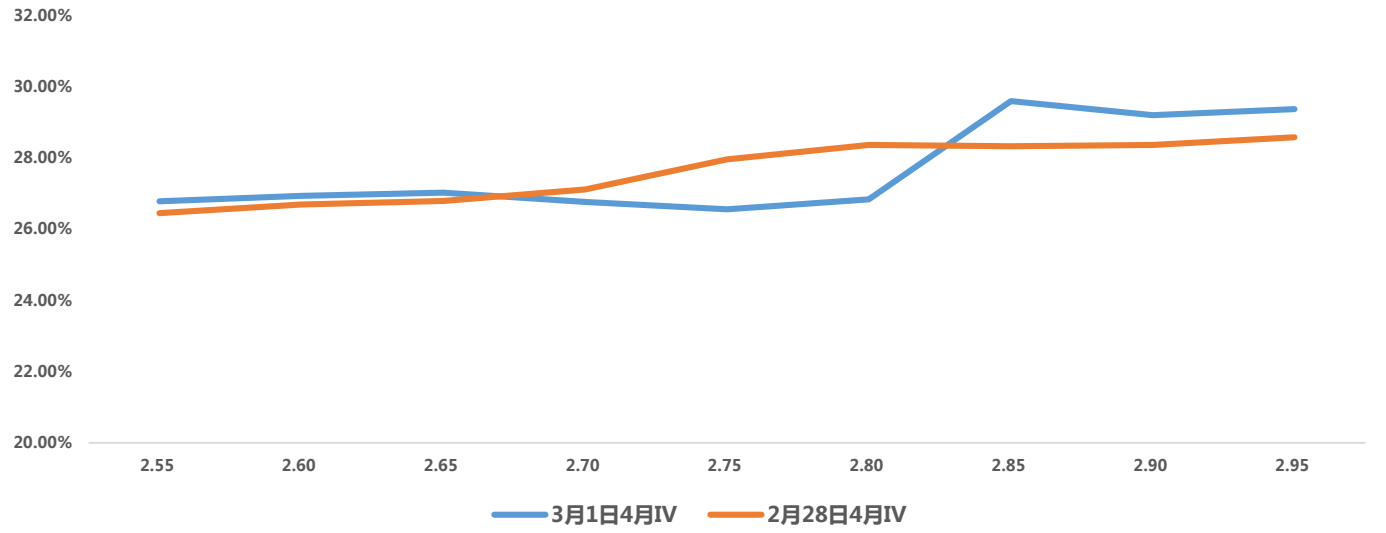
具体到各个行权价，我们发现与上周四相比，上周五 3 月期权的负偏形态更加明显，说明尽管 50ETF 大涨，但是期权市场投资者还是倾向于花更多的成本购买 3 月看跌期权。而 4 月合约方面情况恰好相反，虚值看涨期权隐含波动率继续走高，显示投资者倾向于花更多的成本购买 4 月看涨期权。我们认为 3 月和 4 月合约的 IV 数据一定程度上反映出期权市场参与者对后市的态度：在经过连续大幅上涨之后，市场预期 50ETF 将在短期面临调整，调整之后依然向上。

图 9：50ETF 期权 3 月合约各行权价 IV



资料来源：wind，一德期权部

图 10：50ETF 期权 4 月合约各行权价 IV



资料来源：wind，一德期权部

年初至今，各主要指数的涨幅皆超过 20%，并且在上涨过程中没有出现任何回调，结构呈现类牛市状态。本周 A 股将迎来“两会”的重要时间窗口，从历史统计情况来看，上证 50 在两会期间很少出现大幅波动，并且自 2015 年以来该指数在“两会”期间均收涨。因此虽然周末消息面有加拿大司法部正式启动对孟晚舟“引渡程序”的利空，但我们认为随着两会的召开和科创板消息的落地，本周周初不排除指数继续上冲的可能性，上证综指大概率将突破 3000 点、补齐 2018 年 6 月 15 日至 19 日跳空缺口，上证 50 也可能继续回补 2018 年 3 月 22 日和 23 日的缺口。值得注意的是，上证综指在去年 3 月至 6 月期间始终在 3000 点至 3220 间震荡，上证 50 在去年 3 月绝大多数交易日中也在围绕 2840 点至 2930 点区间进行箱体运动，指数上方面临的套牢盘压力较大。并且市场在连续上攻之后，存在震荡蓄势的需求，预计指数的后续上升空间或将因此受限，同时波动将有可能继续收敛。

表 3：上证 50 两会期间涨跌历史统计

两会开始时间	两会结束时间	两会期间
2004/3/3	2004/3/14	0.52%
2005/3/3	2005/3/14	0.20%
2006/3/3	2006/3/14	-1.80%
2007/3/3	2007/3/16	1.86%
2008/3/3	2008/3/18	-17.32%
2009/3/3	2009/3/13	2.10%
2010/3/5	2010/3/14	0.56%
2011/3/3	2011/3/14	0.62%
2012/3/3	2012/3/14	-3.66%
2013/3/3	2013/3/17	-5.30%
2014/3/3	2014/3/13	-1.84%
2015/3/3	2015/3/15	0.65%
2016/3/3	2016/3/16	4.54%
2017/3/3	2017/3/15	0.10%
2018/3/3	2018/3/20	1.40%
平均收益率		-1.16%
上涨概率	2004年以来	66.67%
	2010年以来	66.67%

资料来源：wind，一德期权部

策略方面：期权单边操作上，建议投资者可在 50 指数盘中回调时买入 3 月实值看涨期权或卖出 3 月看跌期权博取 50ETF 上涨所带来的收益，不要过分追涨，同时需注意波动率下降对期权买方造成的影响。期权组合操作上，我们预计两会期间指数波动大概率降低，因此可配合 IH 多单卖出看涨期权进行备兑，或在 delta 中性的情况做卖出跨式组合进行波动率交易。

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

一德期货 FIRST FUTURES

总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel：010-8831 2088

上海营业部 200063
上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel：021-6257 3180

天津营业部 300021
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel：022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel：022-5982 0932

天津津滨大道营业部 300161
天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301
Tel：022-5822 0902

郑州营业部 450008
郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel：0371-6561 2079

大连营业部 116023
大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2303、2310号房间
Tel：0411-8480 6701

淄博营业部 255000
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel：0533-358 6709

宁波营业部 315040
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel：0574-8795 1915

唐山营业部 063000
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel：0315-578 5511

烟台营业部 264006
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel：0535-216 3353/216 9678