

市场波动再度提升，投资者情绪恢复中性

——场内期权5月第4周周报

分析师：祝涛

SAC NO: S1150516060002

2017年5月25日

证券分析师

祝涛

022-28451653

zhutao@bhzq.com

核心观点：

● 50ETF持续上扬，市场波动再度提升

5月18日至24日，50ETF持续上扬，期间上涨1.74个百分点。波动率方面，50ETF波动幅度再度小幅提升，上周日均振幅为0.90%，较前周减少0.10个百分点，日内已实现波动率均值为8.96%，较前周增加0.47个百分点。

● 隐含波动率涨跌互现，投资者情绪恢复中性

隐含波动率方面，上周50ETF期权的隐含波动率涨跌互现，其中认购期权加权平均值为3.2%，较前周较少1.5个百分点，认沽期权加权平均值为11.5%，较前周增加0.5个百分点，二者隐含波动率差值大幅扩大，目前为-8.4%。

成交量方面，由于市场波动微升，期权成交活跃度小幅增加，上周日均成交65.9万张，较前周增加3.9%。

期权投资者情绪方面，认沽-认购隐含波动率差值周中一路走高，整体较前周大幅增加3.8个百分点，目前无论是近月合约还是远月合约均是认沽期权隐含波动率较高，相比于上证50指数期货，期权市场的贴水幅度要稍小一些；隐含-实际波动率差值上周则是先升后降，整体与前周基本持平，目前仍在0值以下，投资者对后市的不确定性的担忧情绪较低；认沽-认购成交比上周继续下降，目前处于历史较低水平，而持仓比则再度走高，目前处于历史较高水平；上周波动率指数(iVix)依旧是在低位震荡，总体较前周增加0.14个百分点。总体而言，投资者对后市的波动预期依然较低，情绪上恢复至中性。

● 隐含波动率仍然低估，建议做多波动率

上周上证50指数震荡上扬，涨幅接近2%，其波动幅度持续回升，不过成交活跃度总体小幅回落，上周成分股成交量较前周减少11%，上证50波动率反弹幅度近0.5%。从市场内部结构而言，上周成分个股波动率总体稍有增加，其走势相关性变化不大，考虑到目前期权隐含波动率仍低于实际波动率，而实际波动率处于反弹过程之中，因此建议投资者持有跨式组合以博取波动率的反弹。

目 录

1、	场内期权标的证券市场表现.....	4
1.1	国内市场	4
1.2	海外市场	4
2、	场内期权市场表现及投资者情绪分析.....	5
2.1	国内市场	5
2.2	海外市场	9
3、	下周策略推荐	12

图 目 录

图 1: 50ETF 波动率及 50 指数成分股交易量走势.....	4
图 2: 50ETF 期权认购与认沽期权隐含波动率走势.....	6
图 3: 50ETF 期权隐含波动率期限结构.....	6
图 4: 50ETF 期权成交量走势	8
图 5: 50ETF 期权持仓量走势	8
图 6: 波动率指数 (iVix) 走势.....	9
图 7: 恒指期权成交情况.....	10
图 8: 标普 500 期权成交情况.....	10
图 9: 恒指波幅指数及恒生指数波动率走势.....	11
图 10: VIX 指数及标普 500 波动率走势.....	11

表 目 录

表 1: 50ETF 成交概况	4
表 2: 海外市场主要期权标的成交概况.....	5
表 3: 50ETF 期权不同期限合约的成交持仓情况.....	7
表 4: 50ETF 期权上周每个交易日的成交持仓情况.....	7
表 5: 50ETF 期权周涨跌幅前 5 合约.....	7
表 6: 50ETF 期权成交量、持仓量前 5 合约.....	7
表 7: OCC 统计期权市场成交情况	10

1、场内期权标的证券市场表现

1.1 国内市场

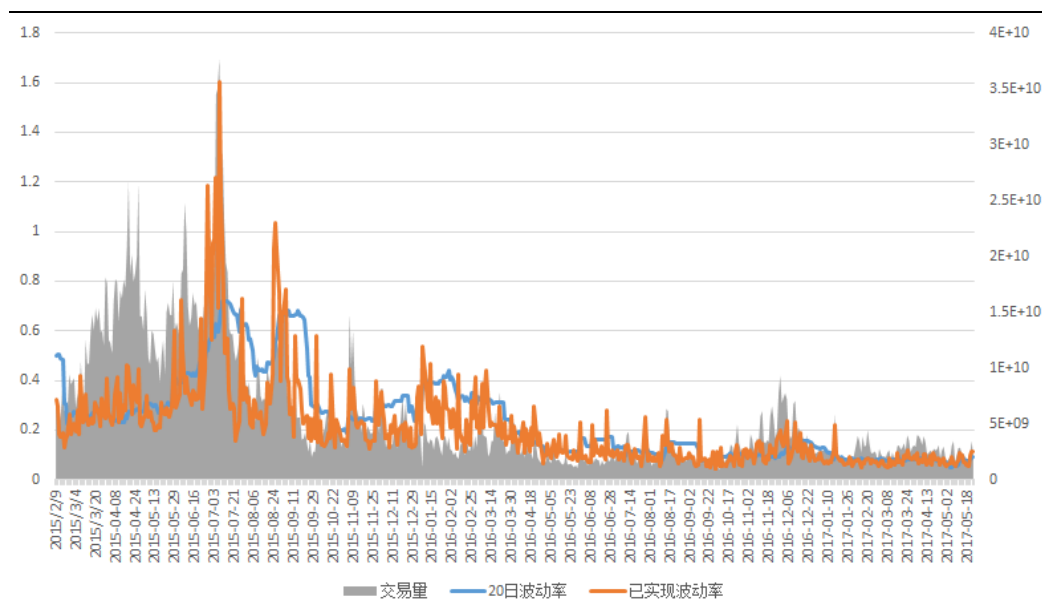
5月18日至24日，50ETF持续上扬，期间上涨1.74个百分点。波动率方面，50ETF波动幅度再度小幅提升，上周日均振幅为0.90%，较前周减少0.10个百分点，日内已实现波动率均值为8.96%，较前周增加0.47个百分点。

表 1: 50ETF 成交概况

周涨跌幅	成交总额 (亿元)	基金份额 (亿份)	日均振幅	振幅较前 周增减	已实现波 动率均值	波动率较 前周增减
1.74%	32.26	116.70	0.90%	-0.10%	8.96%	0.47%

资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 1: 50ETF 波动率及 50 指数成分股交易量走势



资料来源：Wind，渤海证券研究所

1.2 海外市场

5月17日至23日，恒生指数先抑后扬，期间上涨0.27个百分点；标普500先抑后扬，期间下跌0.09个百分点。波动率方面，恒生指数上周日均振幅为0.74%，较前周小幅增加0.03个百分点，波动率均值为10.18%，较前周减少0.48个百分点；标普500上周日均振幅为0.72%，较前周增加0.34个百分点，波动率均

值为 8.64%，较前周增加 1.95 个百分点。

表 2: 海外市场主要期权标的成交概况

期权标的	周涨跌幅	日均振幅	振幅较前周增减	波动率均值	波动率较前周增减
恒生指数	0.27%	0.74%	0.03%	10.18%	-0.48%
标普 500	-0.09%	0.72%	0.34%	8.64%	1.95%

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

2、场内期权市场表现及投资者情绪分析

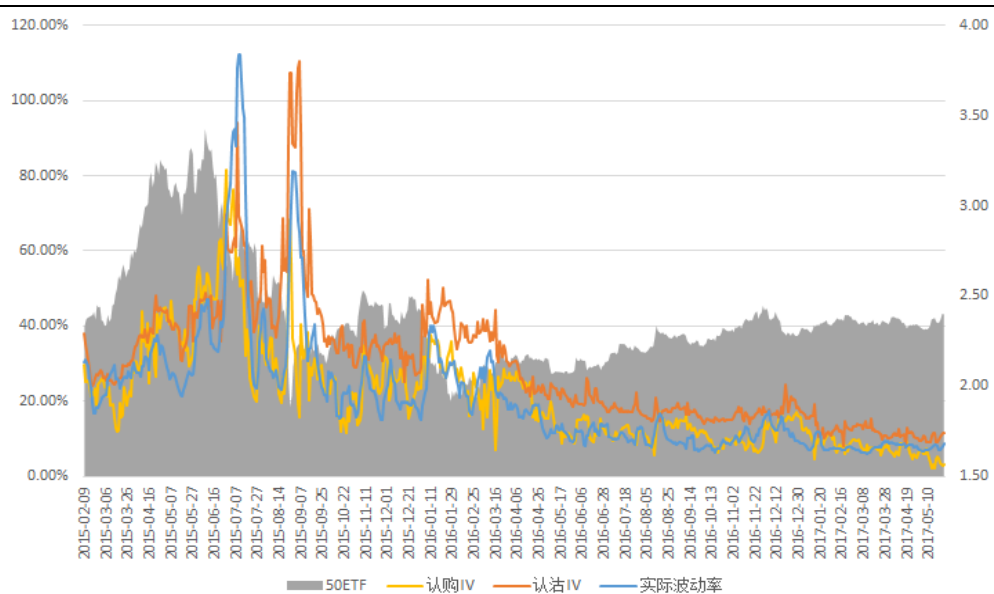
2.1 国内市场

隐含波动率方面，上周 50ETF 期权的隐含波动率涨跌互现，其中认购期权加权平均值为 3.2%，较前周较少 1.5 个百分点，认沽期权加权平均值为 11.5%，较前周增加 0.5 个百分点，二者隐含波动率差值大幅扩大，目前为 -8.4%。

成交量方面，由于市场波动微升，期权成交活跃度小幅增加，上周日均成交 65.9 万张，较前周增加 3.9%。

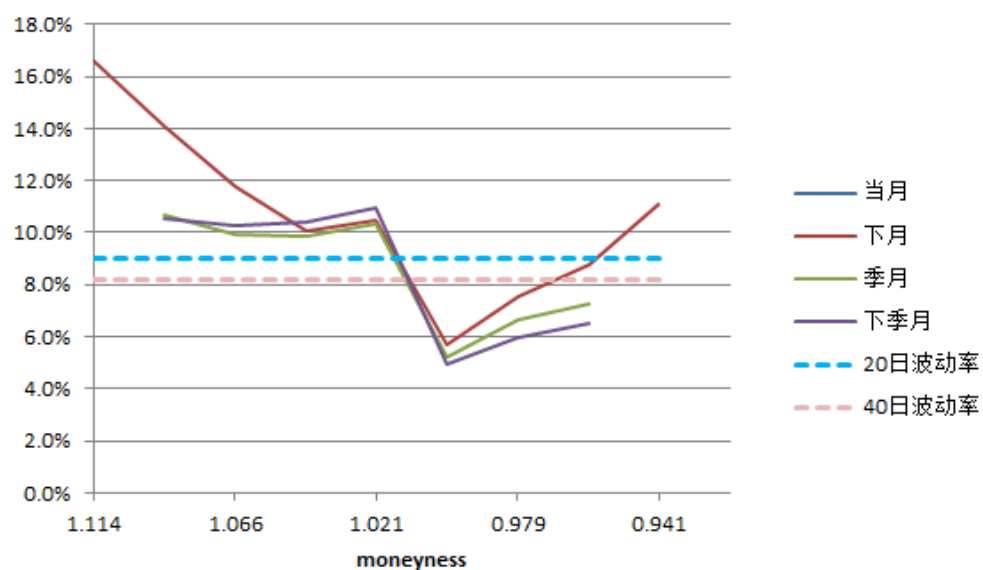
期权投资者情绪方面，认沽-认购隐含波动率差值周中一路走高，整体较前周大幅增加 3.8 个百分点，目前无论是近月合约还是远月合约均是认沽期权隐含波动率较高，相比于上证 50 指数期货，期权市场的贴水幅度要稍小一些；隐含-实际波动率差值上周则是先升后降，整体与前周基本持平，目前仍在 0 值以下，投资者对后市的不确定性的担忧情绪较低；认沽-认购成交比上周继续下降，目前处于历史较低水平，而持仓比则再度走高，目前处于历史较高水平；上周波动率指数（iVix）依旧是在低位震荡，总体较前周增加 0.14 个百分点。总体而言，投资者对后市的波动预期依然较低，情绪上恢复至中性。

图 2: 50ETF 期权认购与认沽期权隐含波动率走势



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 3: 50ETF 期权隐含波动率期限结构



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

表 3: 50ETF 期权不同期限合约的成交持仓情况

期限	交易量 (张)		持仓量 (张)	
	认购	认沽	认购	认沽
201705	663954	452422	84661	194015
201706	1089105	724319	515185	414329
201709	134108	103322	185526	160057
201712	78997	67733	78089	79379
合计	1966164	1347796	863461	847780

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

表 4: 50ETF 期权上周每个交易日的成交持仓情况

日期	交易量 (张)		持仓量 (张)	
	认购	认沽	认购	认沽
2017/5/18	261851	253623	987264	791123
2017/5/19	193698	166024	987168	797466
2017/5/22	355775	240193	956540	805441
2017/5/23	655655	373718	901637	832202
2017/5/24	489377	307084	865818	828881

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

表 5: 50ETF 期权周涨跌幅前 5 合约

周涨幅前 5 合约	涨跌幅	周跌幅前 5 合约	涨跌幅
50ETF 购 5 月 2.35	415.5%	50ETF 沽 5 月 2.40	-99.6%
50ETF 购 6 月 2.397A	148.3%	50ETF 沽 5 月 2.35	-98.9%
50ETF 购 6 月 2.45	143.3%	50ETF 沽 5 月 2.30	-87.5%
50ETF 购 6 月 2.40	136.0%	50ETF 购 5 月 2.45	-83.3%
50ETF 购 6 月 2.446A	116.7%	50ETF 购 5 月 2.50	-80.0%

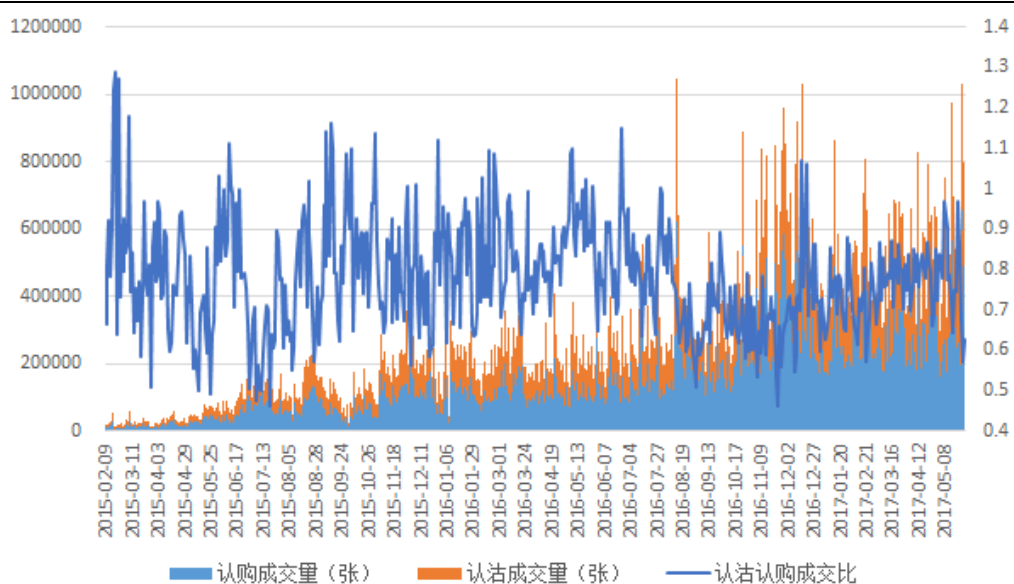
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

表 6: 50ETF 期权成交量、持仓量前 5 合约

成交量前 5 合约	成交量 (张)	持仓量前 5 合约	持仓量 (张)
50ETF 购 6 月 2.35	367464	50ETF 沽 6 月 2.35	120551
50ETF 购 5 月 2.35	305745	50ETF 购 6 月 2.40	116596
50ETF 沽 6 月 2.35	234971	50ETF 购 6 月 2.35	100902
50ETF 购 6 月 2.40	228459	50ETF 沽 6 月 2.30	79037
50ETF 沽 6 月 2.40	173225	50ETF 购 6 月 2.45	75734

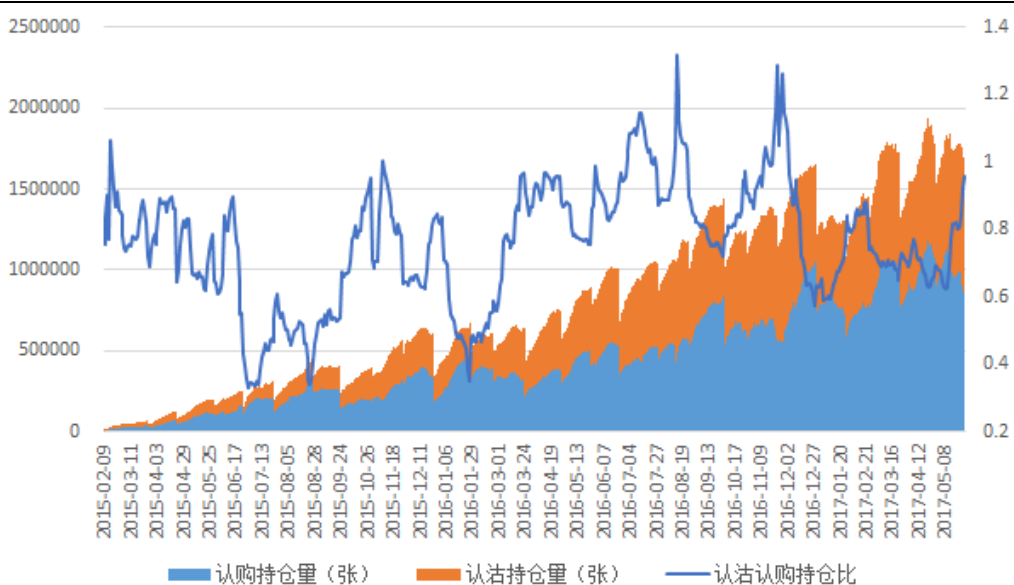
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 4: 50ETF 期权成交量走势



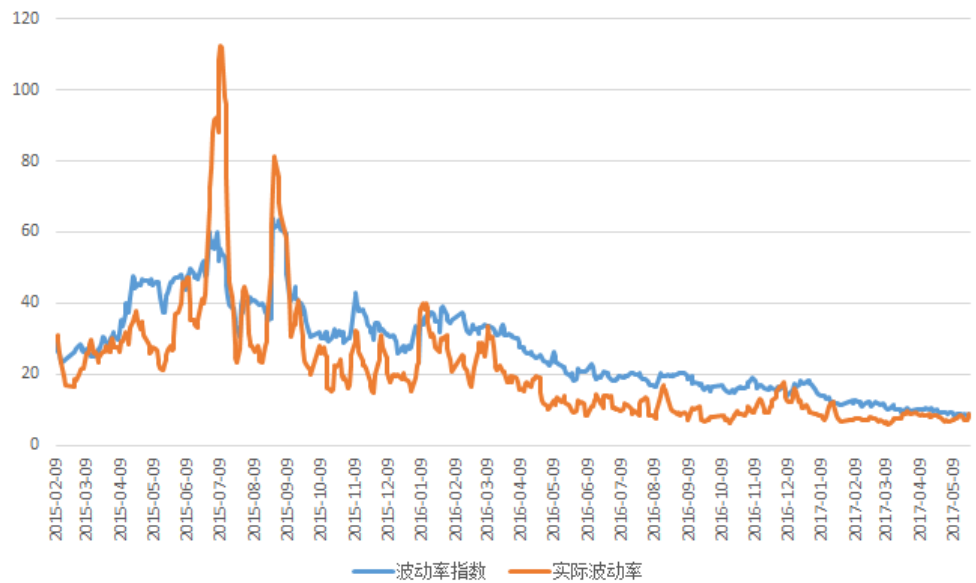
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 5: 50ETF 期权持仓量走势



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 6: 波动率指数 (iVix) 走势



资料来源: 上交所, Wind, 渤海证券研究所

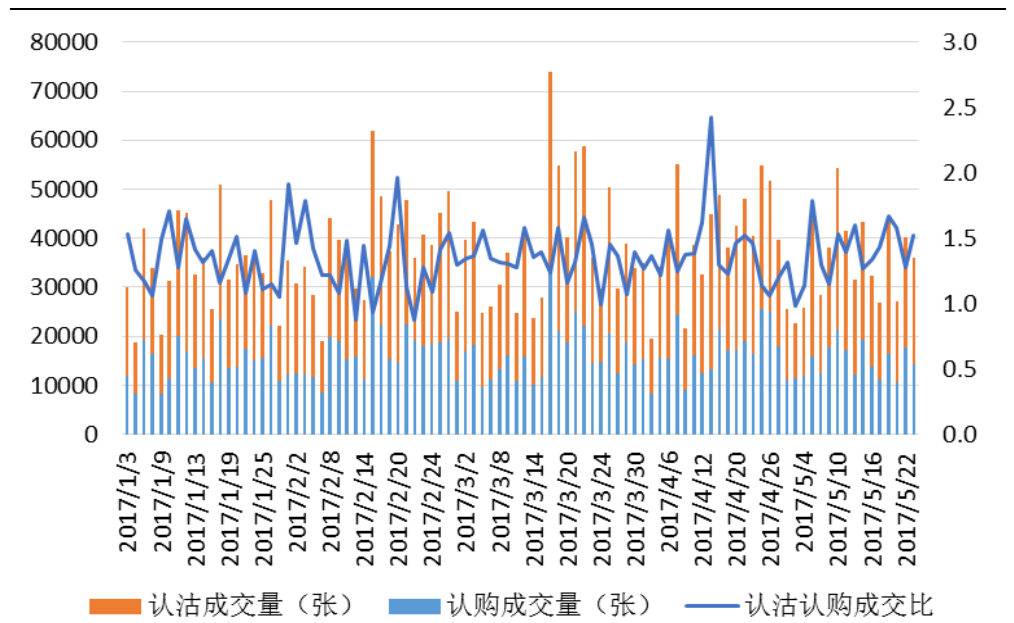
2.2 海外市场

成交量方面, 上周, 恒指期权日均成交 34783 张, 较前周减少 14.26%, 标普 500 期权日均成交 549073 张, 较前周增加 13.64%。OCC 统计的海外主要期权市场整体日均成交约 1974.45 万张期权合约, 较前周增加 18.21%, 整体交易活跃度提升。

认沽认购成交比方面, 上周, 恒指期权日均认沽认购成交比为 1.49, 较前周增加 4.73%; 标普 500 期权日均认沽认购成交比为 1.84, 较前周减少 2.63%。

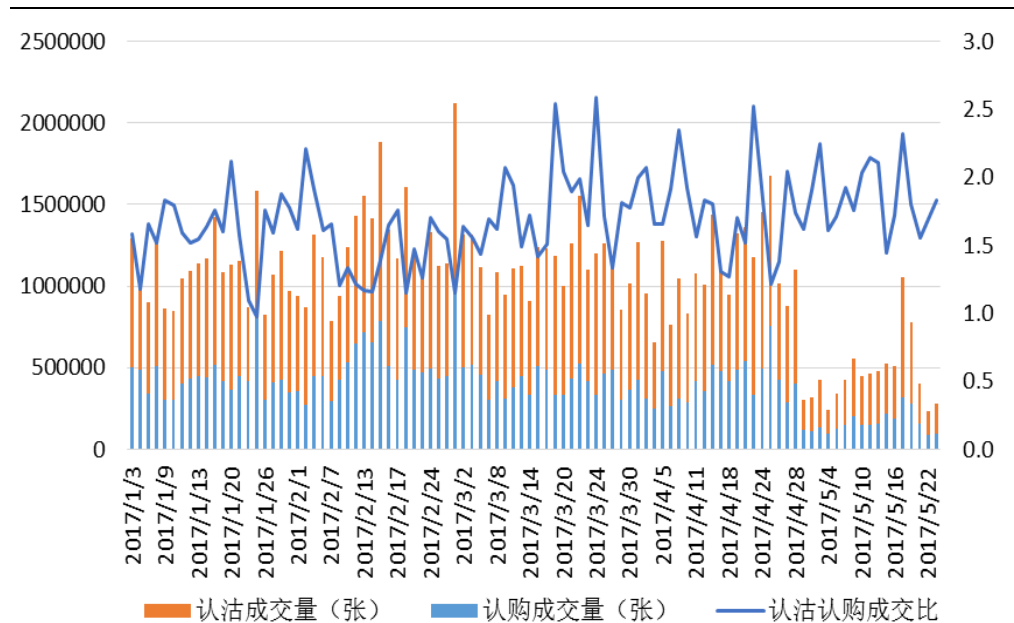
隐含波动率方面, 上周恒指波幅指数先扬后抑, 较前周减少 0.2 个百分点; VIX 指数 17 日大幅提升后不断降低, 最终较前周增加 0.07 个百分点。

图 7: 恒指期权成交情况



资料来源: 香港交易所, 渤海证券研究所

图 8: 标普 500 期权成交情况



资料来源: CBOE, 渤海证券研究所

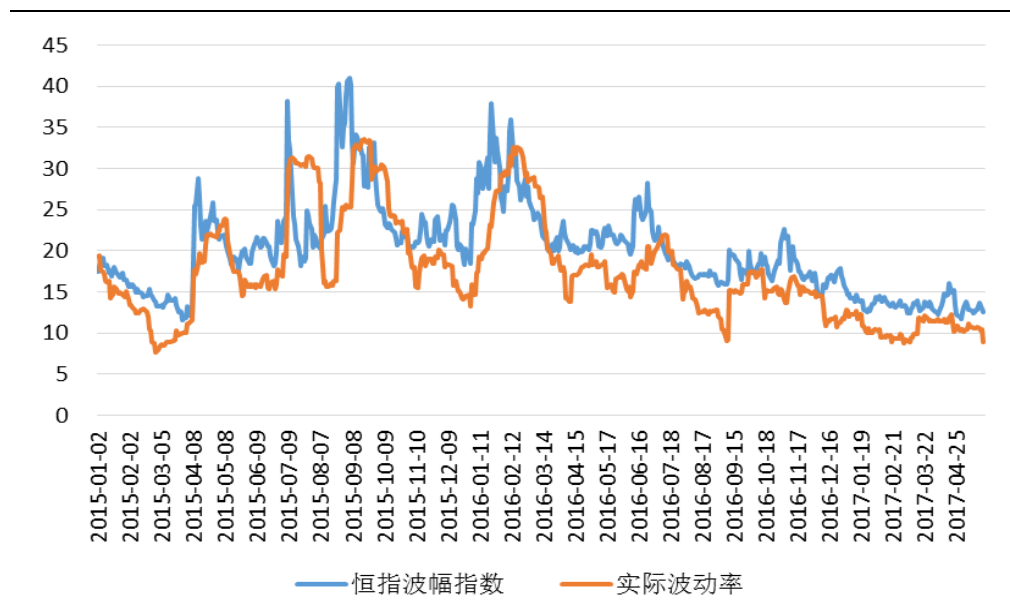
表 7: OCC 统计期权市场成交情况

日期	权益类期权			指数或其他类别期权		
	认购期权(张)	认沽期权(张)	认沽认购成交比	认购期权(张)	认沽期权(张)	认沽认购成交比
2017/5/17	11303997	12463546	1.10	1711017	1744184	1.02
2017/5/18	9677899	9595717	0.99	1226135	1401982	1.14

2017/5/19	10318867	9497664	0.92	787013	916662	1.16
2017/5/22	7712892	5408253	0.70	659117	787224	1.19
2017/5/23	6417735	5603512	0.87	774564	714452	0.92

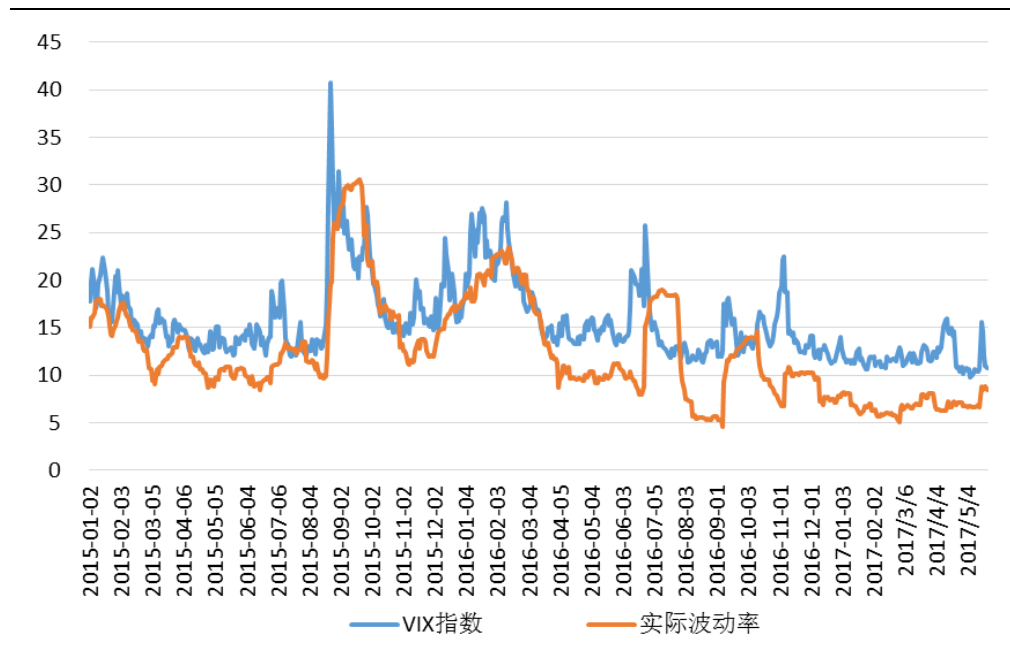
资料来源：OCC，渤海证券研究所

图 9：恒指波幅指数及恒生指数波动率走势



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 10：VIX 指数及标普 500 波动率走势



资料来源：Wind，渤海证券研究所

3、 下周策略推荐

上周上证50指数震荡上扬，涨幅接近2%，其波动幅度持续回升，不过成交活跃度总体小幅回落，上周成分股成交量较前周减少11%，上证50波动率反弹幅度近0.5%。从市场内部结构而言，上周成分个股波动率总体稍有增加，其走势相关性变化不大，考虑到目前期权隐含波动率仍低于实际波动率，而实际波动率处于反弹过程之中，因此建议投资者持有跨式组合以博取波动率的反弹。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明： 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

副所长 (金融行业研究 & 研究所主持工作)

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长

谢富华
+86 22 2845 1985

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
张冬明
+86 22 2845 1857

计算机行业研究小组

王洪磊
+86 22 2845 1975
朱晟君
+86 22 2386 1673

环保行业研究小组

林徐明
+86 10 6878 4238
刘蕾
+86 10 6878 4250

电力设备与新能源行业研究

伊晓奕
+86 22 2845 1632

医药行业研究小组

任宪功 (部门经理)
+86 10 6878 4237
王斌
+86 22 2386 1355
赵波
+86 10 6878 4256

通信 & 电子行业研究小组

徐勇
+86 10 6878 4235
高峰
+86 10 6878 4251
宋敬祎
杨青海
+86 10 6878 4239

家用电器行业研究

安伟娜
+86 22 2845 1131

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2386 1319

机械行业研究

李骥
+86 10 6878 4263

新材料行业研究

张敬华
+86 10 6878 4257

食品饮料、交通运输行业研究

齐艳莉
+86 22 2845 1625

休闲服务行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

证券行业研究

任宪功 (部门经理)
+86 10 6878 4237
洪程程
+86 10 6878 4260

金融工程研究 & 部门经理

崔健
+86 22 2845 1618

权益类量化研究

潘炳红
+86 22 2845 1684
李莘泰

衍生品类研究

祝涛
+86 22 2845 1653
李元玮

CTA策略研究

郝惊
+86 22 2386 1600

基金研究

刘洋
+86 22 2386 1563

债券研究

王琛皞
+86 22 2845 1802

流动性、战略研究 & 部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
杜乃璇
+86 22 2845 1945

博士后工作站

冯振 债券·经纪业务创新发展研究
+86 22 2845 1605
朱林宁 量化·套期保值模型研究

综合质控 & 部门经理

郭靖
+86 22 2845 1879

机构销售·投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995

行政综合

白骐玮
+86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn