

方正证券研究所证券研究报告

上证 50ETF 期权周报

金融工程定期报告
2015. 02. 17

金融工程首席分析师：高子剑
执业证书编号：S1220514090003
TEL：021-68386225
E-mail: gaozijian@foundersc.com

相关研究

报告摘要

- 期权市场运行平稳：1. 期权市场鲜有明显套利机会出现；2. 日间隐含波动率水平基本反映出市场情绪。
 - 长假在 3 月合约中占据的比例较高。截止至本周一，以日历日统计，3 月期权合约剩余期限为 37 日，而以交易日统计，3 月期权合约剩余期限为 22 日。
 - 以日历日为基准计算的隐含波动率水平显著低于以交易日计算的隐含波动率水平。而目前市场主流的隐含波动率以日历日计算，这或是导致隐含波动率大幅度折价的原因。
 - 根据 2009 年-2014 年的春节行情统计，我们发现波动率在春节前后往往出现“挖坑”现象，近期隐含波动率下行反映了市场对这部分因素的考量。
 - 基于春节波动率的挖坑现象，并结合年后两会召开，行情波动或有所加剧的预期，我们建议做多波动率策略。此外，春节后 50ETF 上涨概率及收益率均值都有一定提升，因此我们在做多波动率的同时保留一定的正 delta 值。
 - 策略推荐：买入 50ETF 购 3 月 2.40，买入 50ETF 沽 3 月 2.30。
- 持有时间：一周。

请务必阅读最后特别声明与免责条款

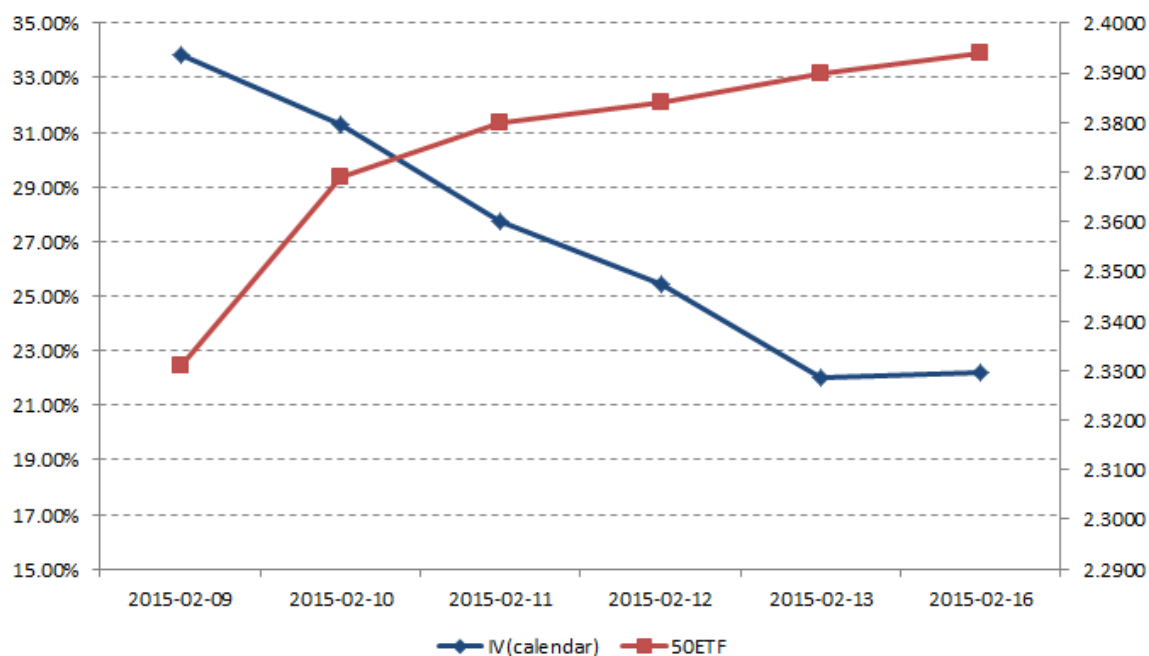
1. 50ETF 期权上周运行情况简述

“万人瞩目”的上证 50ETF 期权已完整运行一周，期间除了两次“惊心动魄”的熔断三分钟之外，期权市场总体表现的较为理性，主要表现在 1. 市场鲜有明显套利机会出现；2. 日间隐含波动率水平基本反映出市场情绪。

图表 1 显示近 6 个交易日上证 50ETF 价格缓步上升，而 50ETF 期权隐含波动率则呈现不断下行的格局。这里需要说明的是，图表 1 中的 IV (calendar) 我们用的是每天的平均看涨期权和平均看跌期权的隐含波动率中值，且运用日历日计算隐含波动率。用日历日计算和用交易日计算波动率有一定的差异，我们会在本文下一节详细描述。

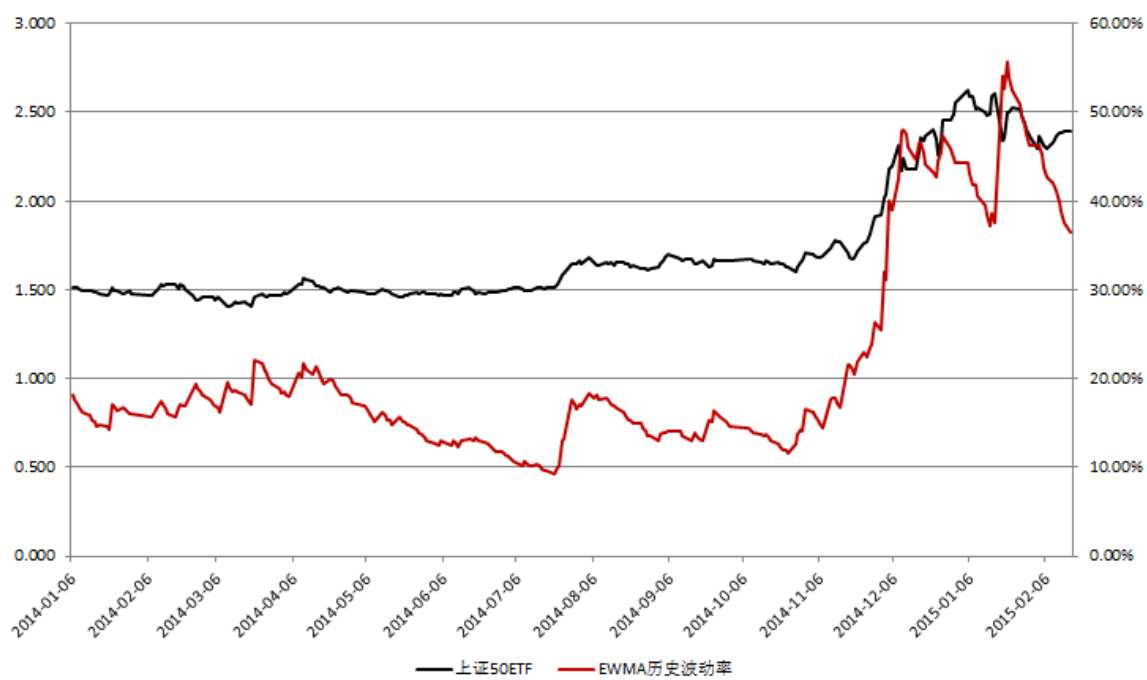
不过最近的上证 50ETF 期权市场的隐含波动率水平引发了市场的热议。近期历史波动率处于 40% 左右的历史高位，然而隐含波动率水平主要维持在 20%-30% 的水平，按照国际成熟市场的经验，隐含波动率往往处于溢价状态，这使得现阶段的隐含波动率明显折价于历史波动率现象引起了普遍的关注。

图表 1：上证 50ETF 价格走势及隐含波动率日变化



数据来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表 2：上证 50ETF 历史波动率走势



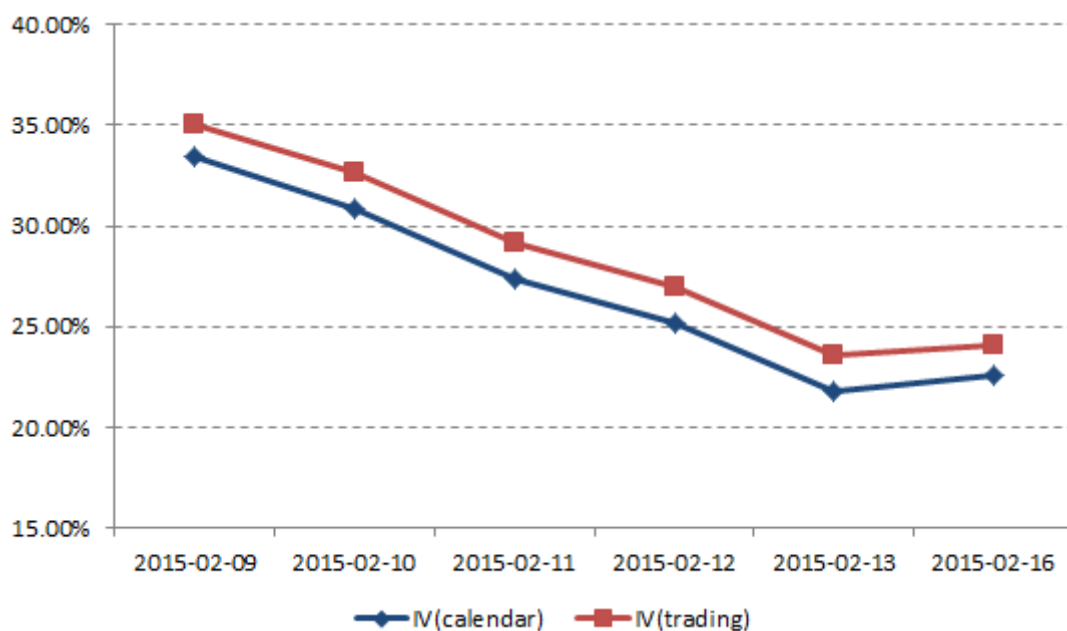
数据来源：方正证券研究所

2. 日历日隐含波动率小于交易日隐含波动率

长假在 3 月合约中占据的比例较高。截止至本周一，以日历日统计，3 月期权合约剩余期限为 37 日，而以交易日统计，3 月期权合约剩余期限为 22 日。可见在 3 月份合约中长假因素不容忽视。

事实上经过我们的计算，以日历日为基准计算的隐含波动率水平显著低于以交易日计算的隐含波动率水平（见图表 3）。而目前市场主流的隐含波动率以日历日计算，这或是导致隐含波动率大幅度折价的原因。

图表 3：3 月 50ETF 平值期权合约的隐含波动率（分别应用交易日/日历日计算）



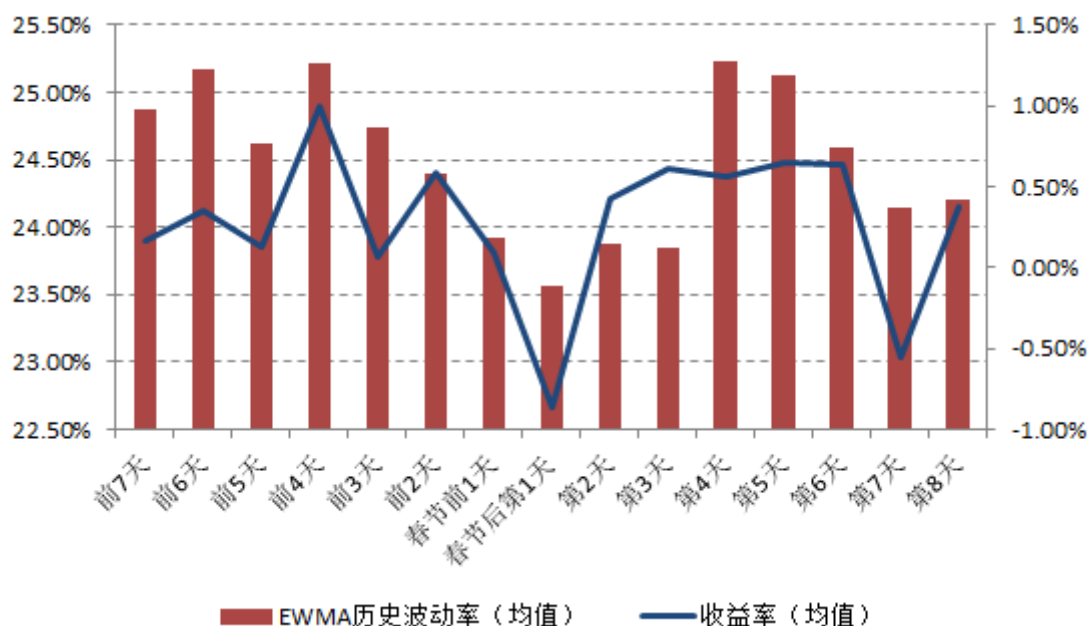
数据来源：方正证券研究所

3. 波动率在春节挖坑属于惯例

根据 2009 年-2014 年的春节行情统计,我们发现波动率在春节前后往往出现“挖坑”现象,近期隐含波动率下行已反映出了市场对这部分因素的考量。

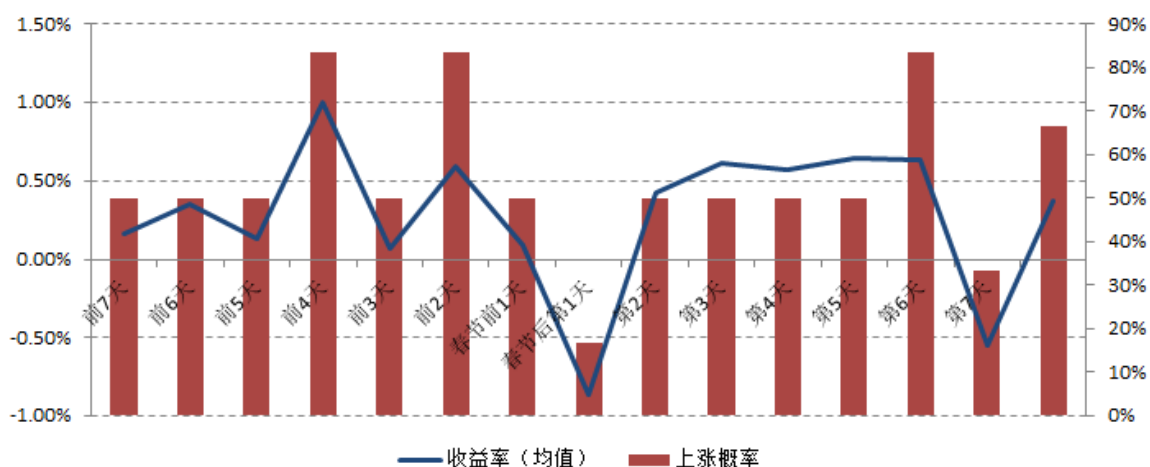
与此同时,经统计,上证 50ETF 上涨概率及收益率均值都有一定提升,因此我们在做多波动率的同时保留一定的正 delta 值。

图表 4: 春节前后上证 50ETF 的平均历史波动率变化情况 (2009 年-2014 年)



数据来源：方正证券研究所

图表 5：2009 年-2014 年上证 50ETF 春节前后收益率均值及上涨概率统计



数据来源：方正证券研究所

4. 做多波动率或正当时

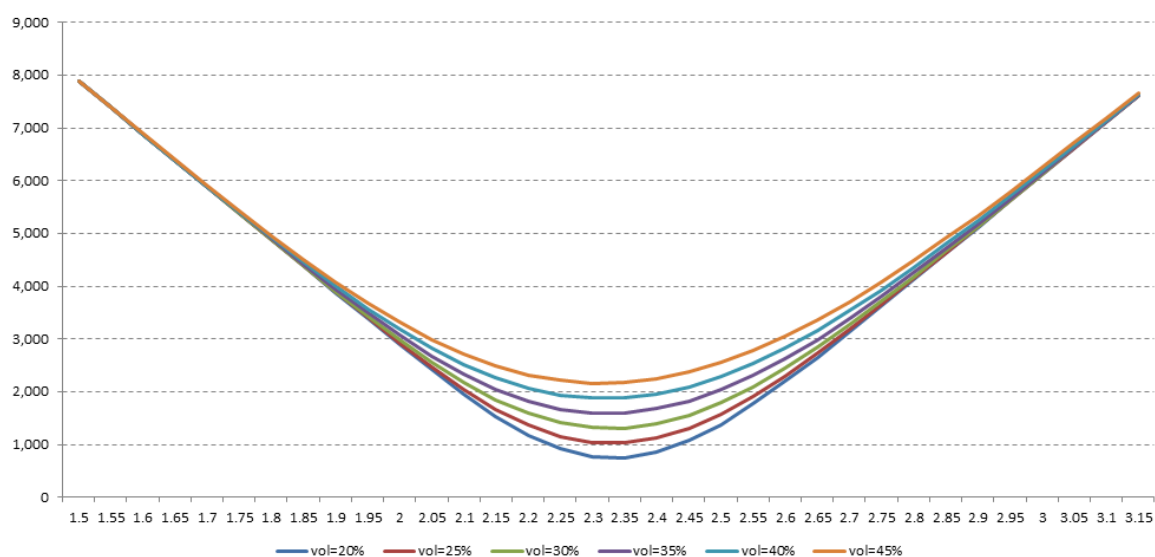
基于春节波动率的挖坑现象，并结合年后两会召开，我们预计行情波动或有所加剧，因此建议投资者做多波动率策略。此外，春节后 50ETF 上涨概率及收益率均值都有一定提升，因此我们在做多波动率的同时保留一定的正 delta 值。

策略推荐：买入 50ETF 购 3 月 2.40，买入 50ETF 沽 3 月 2.30

图表6为上述 long strangle 策略的情景分析,大家不难看出,波动率的上涨会使得这一组合价值同步增长。此外,由于这一策略组合同时为 gamma 多头,因此只要 50ETF 价格出现剧烈变化,组合价值便能有大幅提升。

Long strangle 策略的最大敌人是时间,而时间价值在到期前两周开始逐步明显衰减,在最后一周将出现快速衰减。因此这一头寸我们建议持有的时间为一周,以避免时间对头寸价值的损耗。

图表 6: long strangle 组合价值的情景分析 (买入 3 月 call@2.4, 买入 3 月 put@2.3)



数据来源: 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资等级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资等级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
 中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com