

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

—— 专题 ——

贸易磋商硝烟再起，A股风雨再度来袭

2018.05.30

一德期货期权部

期权分析师 陈畅

投资咨询号：Z0013351

期权分析师 曹柏杨

投资咨询号：Z0012931

一、A股市场基本面情况梳理

近日受欧美股市大跌影响，周三A股市场大跌，上证综指下跌2.53%，创近一年新低，两市近200只个股跌停。市场结构方面，上证50周三下跌2.16%，创业板指下跌2.67%。期指方面，IF1806下跌2.44%，IH1806下跌2.24%，IC1806下跌2.99%。当前市场的波动和风险偏好很大程度上取决于消息面的影响，本周的盘面就是短期消息面促发风险暴露的集中体现。

就国内基本面而言，民营企业信用债违约和上市公司股东减持节奏加快正在A股激起阵阵涟漪。信用债违约方面，今年以来共发生20起信用违约事件，涉及11家违约主体，其中新增违约主体6家，神雾环保、ST中安、凯迪生态等上市公司也牵涉其中。东方园林10亿的债券发行，仅以发行0.5亿元、95%的流标率宣告结束，受此影响股价大跌，无疑令市场情绪雪上加霜。信用违约对股市的冲击可分为两个层面：第一层面是个别信用违约事件对市场情绪的压制；第二层面是若违约集中爆发会导致信用利差扩大，一旦发生挤兑则可能造成债市流动性趋紧，对利率债造成冲击，进而导致无风险利率上行、股市估值降低。本轮信用违约主因是企业再融资渠道收紧导致个别企业出现风险暴露，若信用风险控制是个券而不发生系统性扩散，只是影响短期市场情绪，若信用风险扩散推升无风险利率则需谨慎。除了债务违约之外，在资管新规作用下，上市公司股东减持节奏也在逐渐加快。五月以来，已有498家A股公司遭到减持，合计被减持12.26亿股，涉及市值约156.08亿元，分别环比增加110.98%和111.83%。相较以往产业资本、PE/VC及高管减持，此番减持潮里资管计划明显增多，约有18家公司遭到资管计划减持，相当于此前三个月的总和。除此之外，随着前期特停的罗牛山、贝肯能源等股票的接连复牌，工业富联的申购缴款、宁德时代的申购和药明康德的开板，内部流动性的争夺也使得盘面短暂的平衡变得“岌岌可危”。

在内忧尚未消除的情况下，中美贸易磋商再起变故无疑是雪上加霜。5月29日晚间白宫突然发布声明，宣布将对500亿美元从中国进口的包括高科技以及与中国制造2025相关的产品征收25%关税。最终征税名单将在6月15日宣布，并在随后开始征收关税。同时声称，“投资限制、对中国个人与先进工业技术出口控制等规定将在6月30日公布”。由于市场普遍预期“中美双方达成共识、不打贸易战”，此消息一出无疑“一石激起千层浪”。

6月2日至4日美国商务部长罗斯将率团访华继续就中美经贸问题进行磋商。就市场而言，如果将今年开盘点位看做中轴，那么年初至今上证综指的走势就围绕着中轴上下箱体震荡。目前上证综指已经来到今年箱体低位3041点，上证50再创年初以来新低，沪深300距离年初低点也仅有一步之遥。在消息面不确定性较大的背景下，市场短期或将继续处于探底阶段。

图1：上证综指日线

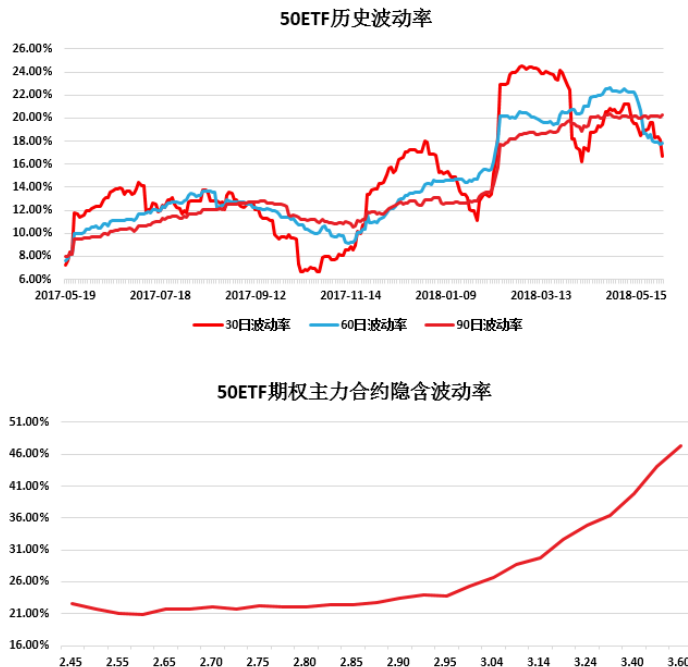


二、50ETF 波动率及 IVIX 指数情况

目前对于 6 月合约来说，认购及认沽期权今日成交主要集中在行权价在 2.60 和 2.75 期权上。从持仓来看，6 月合约认沽期权最大持仓量位于行权价 2.60 位置，6 月合约认购期权最大持仓量位于行权价 2.60 位置。

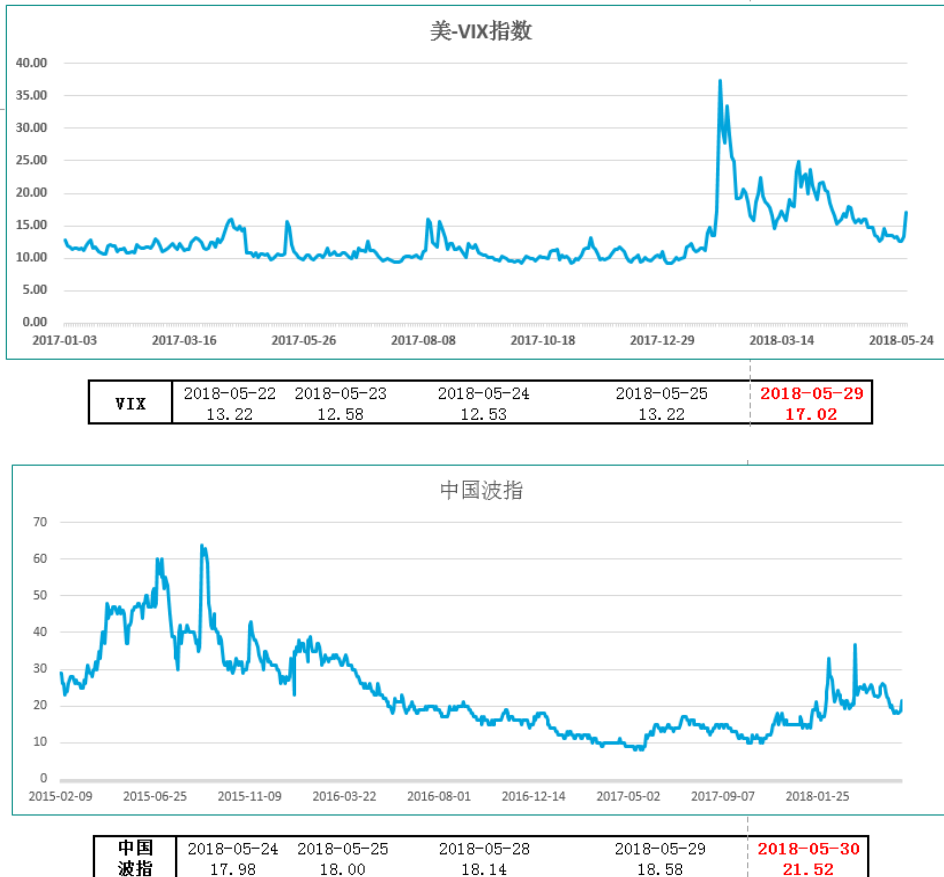
从波动率角度来看，50ETF 的 30 日年化波动率维持在 16.71%，60 日年化波动率维持在 17.84%。从隐含波动率来看，平值附近的主力合约隐含波动率在 21.43%左右，略高于当前历史波动率水平，且同前几交易日相比，平值附近期权的隐含波动率有所上升。而从 50ETF 波动率的历史走势来看，在前期中美贸易摩擦过程中，50ETF 波动率一路上涨至 25%左右，因此，若贸易摩擦进一步扩大，在信用债违约的各种不确定性增大的背景下，50ETF 的波动率仍有一定的上涨空间。

图 2：50ETF 历史波动率及隐含波动率



对于 50ETF 期权的 IVIX 指数，中国中证指数有限公司年初暂停发布上证 50ETF 波动率指数。但依据 50ETF 期权 IVIX 指数的编制计算方法，我们对中国波指的数据进行了跟踪和计算，可以看到，本周中国波指出现了明显上涨，由 18.58 的相对低点上涨至 21.52，说明当前市场的恐慌情绪有明显上涨，这也从侧面进一步说明了当前逐步扩大的市场风险。

图 3：美 VIX 及 50ETF 波动率指数



三、期权策略建议

- 1, 若投资者手中持有 50ETF、上证 50 成分股股票或 IH 多单, 那么可以选择买入虚值看跌期权, 同手中的现货构建保护性看跌组合, 以避免未来行情大幅下跌情况下的风险;
- 2, 从波动率角度来看, 未来一段时间 A 股市场的波动率有望进一步抬升, 因此投资者可考虑做多波动率策略, 即 Long Gamma 策略, 在购买 1 手平值看跌期权的同时, 买入 0.5 手的 50ETF, 使得组合保持 Delta 中性, 在市场波动中获取 Gamma 收益;
- 3, 因目前 50ETF 处于箱体下沿, 所以未来 50ETF 存在一定概率触底反弹, 但受到市场及外围环境影响, 短期反弹幅度有限, 因此投资者可构建牛市价差策略, 从而降低趋势性投资的成本。

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。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层
邮编：300042

一德期货有限公司 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

一德期货有限公司 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

一德期货有限公司 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

一德期货有限公司 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

一德期货有限公司 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

一德期货有限公司 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

一德期货有限公司 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：0533-3586 709

一德期货有限公司 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

一德期货有限公司 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

一德期货有限公司 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：0535-2163353/2169678