

一诺千金 德厚载富

# 一德期货 研究报告

—— (专题) ——

## 一波未平一波又起

一德期货期权部

金融衍生品分析师 陈畅

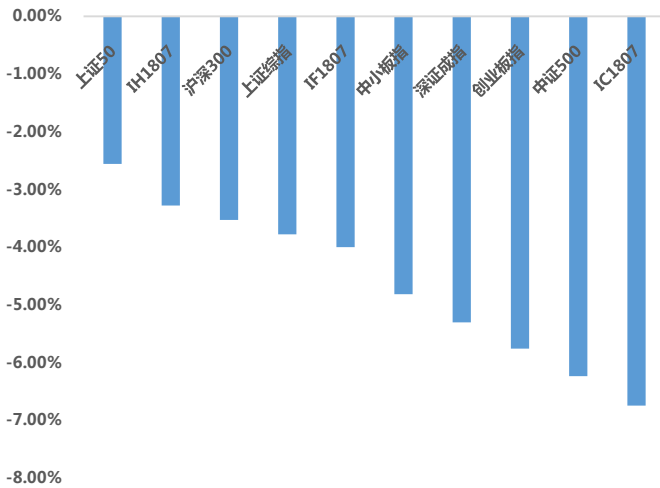
投资咨询号：Z0013351

金融衍生品分析师 霍柔安

从业证资格号：F3045696

受端午节假期期间中美贸易摩擦升温影响，A股市场和期指市场再度遭遇重创。上证综指创2017年以来新低，截止收盘跌停个股近千家。

图1 主要指数涨跌情况（6月19日）



资料来源：wind，一德期权部

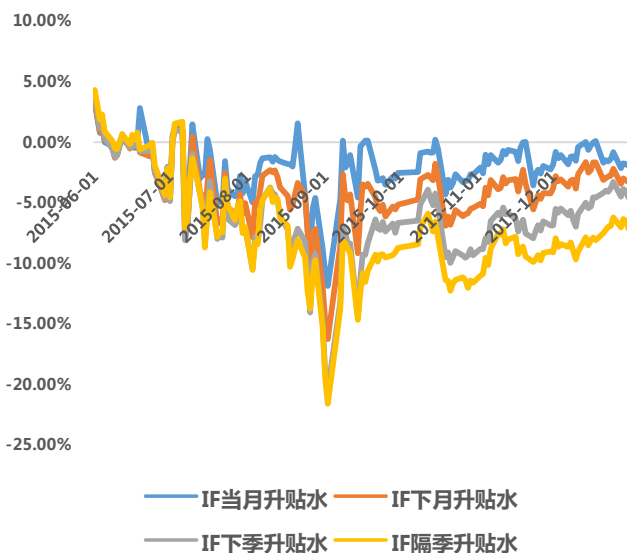
图2 沪深两市个股涨跌情况（6月19日）

沪深涨停	15
涨幅 > 7%	16
涨幅 5-7%	3
涨幅 3-5%	9
涨幅 0-3%	79
跌幅 0-3%	216
跌幅 3-5%	334
跌幅 5-7%	406
跌幅 > 7%	2209
沪深跌停	996

资料来源：通达信，一德期权部

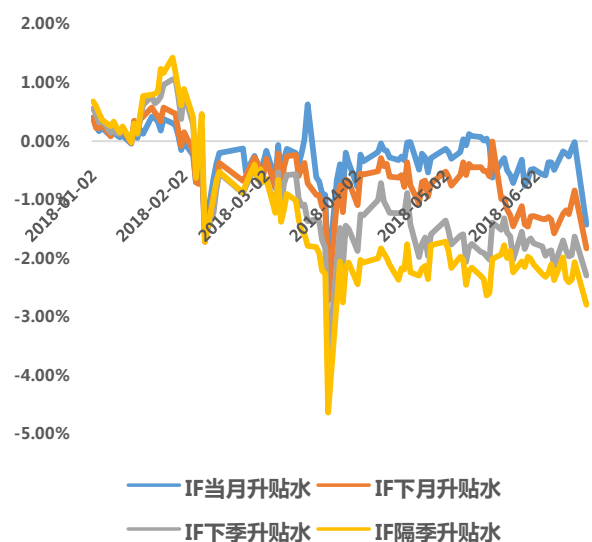
受标的指数大幅下跌影响，期指三品种各合约的贴水幅度迅速扩大。但是我们注意到，期指三品种当前贴水幅度与2015年股市异常波动期间相比较小，同时IF、IH各合约贴水幅度与今年3月23日中美爆发首轮贸易争端时也有一定距离。

图3 IF合约升贴水状况（2015年6月至12月）



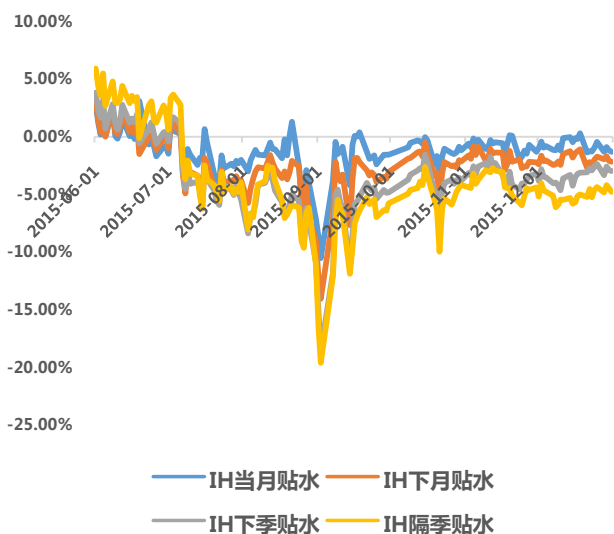
资料来源：wind，一德期权部

图4 IF合约升贴水状况（2018年1月至6月）



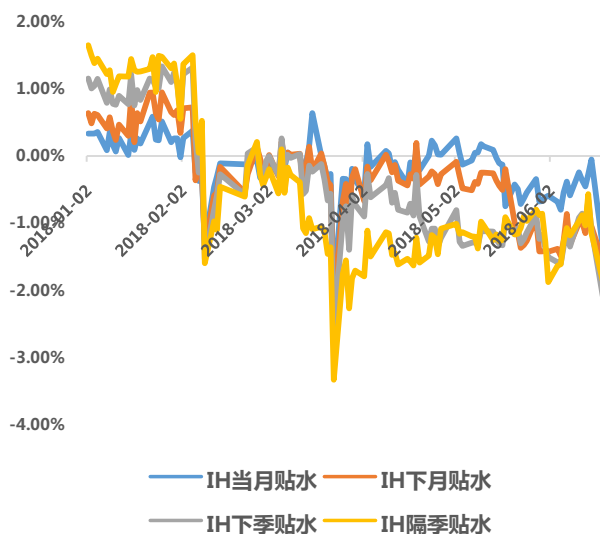
资料来源：wind，一德期权部

图 5 IH 合约升贴水状况 (2015 年 6 月至 12 月)



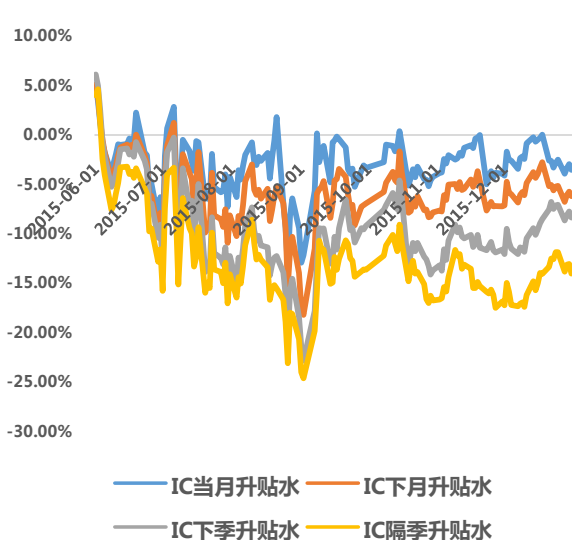
资料来源: wind, 一德期权部

图 6 IH 合约升贴水状况 (2018 年 1 月至 6 月)



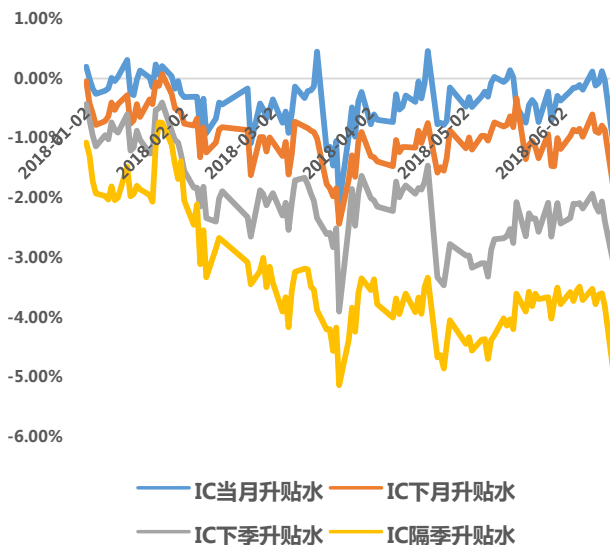
资料来源: wind, 一德期权部

图 7 IC 合约升贴水状况 (2015 年 6 月至 12 月)



资料来源: wind, 一德期权部

图 8 IC 合约升贴水状况 (2018 年 1 月至 6 月)



资料来源: wind, 一德期权部

那么 IC 合约为什么会出现如此大的贴水幅度呢? 我们认为相对于 IF 和 IH, IC 合约属于期指三品种中较为特殊的一类合约, 这很大程度上取决于其成分股多为 A 股市场的中小市值公司。通过对中证 500 指数与中小板指、创业板指 2017 年初至今的对数收益率进行相关性分析, 我们发现中证 500 与中小板指的相关性系数达到 0.91, 与创业板指的相关性系数达到 0.88。这就使得机构不仅会利用 IC 合约进行中证 500 指数成分股的套期保值, 也会用其对冲中小创个股的系统性风险。当前随着股票市场接连走弱, 一些市值小、业绩差、股东多为信托和资管

计划、质押率较高的个股风险频发，一定程度上造成 IC 的风险高于 IF 和 IH。

表 1 主要指数概况（统计数据为 6 月 12 日）

指数名称	成分股数	PE (TTM)	ROE (TTM)	平均市值	18Q1 增速	17Q4 增速	17Q3 增速
上证综指	1464	13.81	10.69%	221.7	12.47%	18.62%	17.39%
上证 50	50	10.56	11.60%	2913.1	12.37%	14.85%	13.62%
沪深 300	300	12.83	11.61%	980	12.88%	16.27%	15.41%
中证 500	500	24.41	8.77%	155.7	15.89%	32.63%	34.17%
中小板指	100	29.82	12.85%	415.4	14.43%	20.80%	25.88%
创业板指	100	41.57	9.92%	211.4	36.67%	-7.42%	0.69%

资料来源：wind，一德期权部

注：平均市值为指数成分股总市值的平均值，计算口径采用证监会标准，单位为亿元人民币。

对于期指市场而言，中美贸易争端无疑是短期最大的风险点和不确定因素。除此之外，我们认为以陆股通北上资金为代表的外资动向是不容忽视的另一个风险点。北上资金数据显示，今日沪股通流出 19.80 亿元，深股通流出 899.69 万元，其中沪股通单日流出金额已经接近过去一周的四分之一。

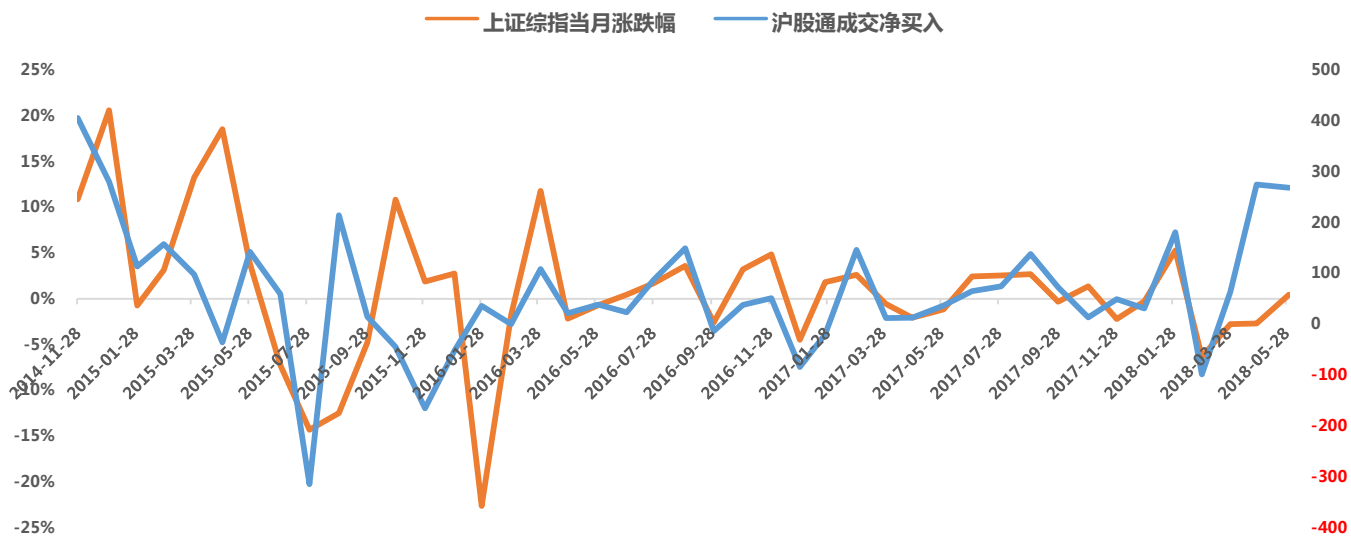
表 2 沪股通 2018 年成交金额周度统计

	期间总成交金额	期间买入成交金额	期间卖出成交金额	成交净买入
2018-01-05	351.5025	216.9921	134.5104	82.4817
2018-01-12	441.1464	243.9237	197.2227	46.7010
2018-01-19	637.2315	319.6001	317.6314	1.9687
2018-01-26	637.1404	348.7411	288.3993	60.3418
2018-02-02	644.7063	306.3993	338.3070	-31.9077
2018-02-09	895.7124	387.4917	508.2207	-120.7290
2018-02-14	298.2390	144.5069	153.7321	-9.2252
2018-02-23	188.3226	105.3254	82.9972	22.3282
2018-03-02	450.4456	238.2530	212.1926	26.0604
2018-03-09	420.0202	213.3425	206.6777	6.6648
2018-03-16	445.7069	238.9389	206.7680	32.1709
2018-03-23	474.8857	229.2804	245.6053	-16.3249
2018-03-30	348.3918	196.9108	151.4810	45.4298
2018-04-04	230.7872	131.3007	99.4865	31.8142
2018-04-13	478.2875	276.6774	201.6101	75.0673
2018-04-20	543.4035	317.0830	226.3205	90.7625
2018-04-27	543.4990	310.2233	233.2757	76.9476
2018-05-04	309.2540	166.2128	143.0412	23.1716
2018-05-11	432.9940	254.9783	178.0157	76.9626
2018-05-18	447.9152	267.5777	180.3375	87.2402
2018-05-25	292.2397	161.0326	131.2071	29.8255
2018-06-01	644.2358	354.9433	289.2925	65.6508
2018-06-08	631.9821	353.4350	278.5471	74.8879
2018-06-15	610.9609	348.1769	262.7840	85.3929

资料来源：wind，一德期权部

早在股指期货二季报《不破不立》和《MSCI 来临，是机遇也是挑战》等报告中我们提出，自 2016 年底陆股通全面开通后 A 股与港股、美股的联动性明显上升，这源于陆股通北上资金作为边际增量资金对 A 股定价影响不断增加。从图 9 可以看出，2017 年以来沪股通当月成交净买入额与上证综指当月涨跌幅呈现显著正相关关系。

图9 上证综指涨跌幅与沪股通净买入



资料来源：wind，一德期权部

北上资金主要来自海外投资者，受到海外市场情绪影响较大。2018年初，在北上资金持续流入的背景下，大小指数延续2017年“冰火两重天”的分化格局。兴全合宜概念股的火爆恰恰反映出当时存在的普遍现象：2017年抱团蓝筹的基金普遍业绩好→新发产品快速募集到大量资金→新产品对老产品仓位进行锁仓，继续抱团蓝筹。1月29日至2月2日，中小创部分公司年报业绩预告“地雷频发”加之信托配资监管从严，导致中小板指、创业板指大跌，中小创个股质押强平风险骤然增大。2月5日至2月9日，美股大幅下跌，北上资金开始大幅流出。短短一周时间内沪股通净流出达120.73亿，为沪股通开通以来单周流出次高，仅次于2015年7月第二周。由于北上资金持仓大多集中在消费白马、金融等大盘蓝筹股，在其率先减仓之后，国内机构出于风控原因开始被动跟随进行减仓，从而导致以上证50为代表的大盘蓝筹股一蹶不振。虽然道琼斯指数在2月6日出现大幅反弹，但依然改变不了上证50 2月7日至9日跌跌不休的态势。

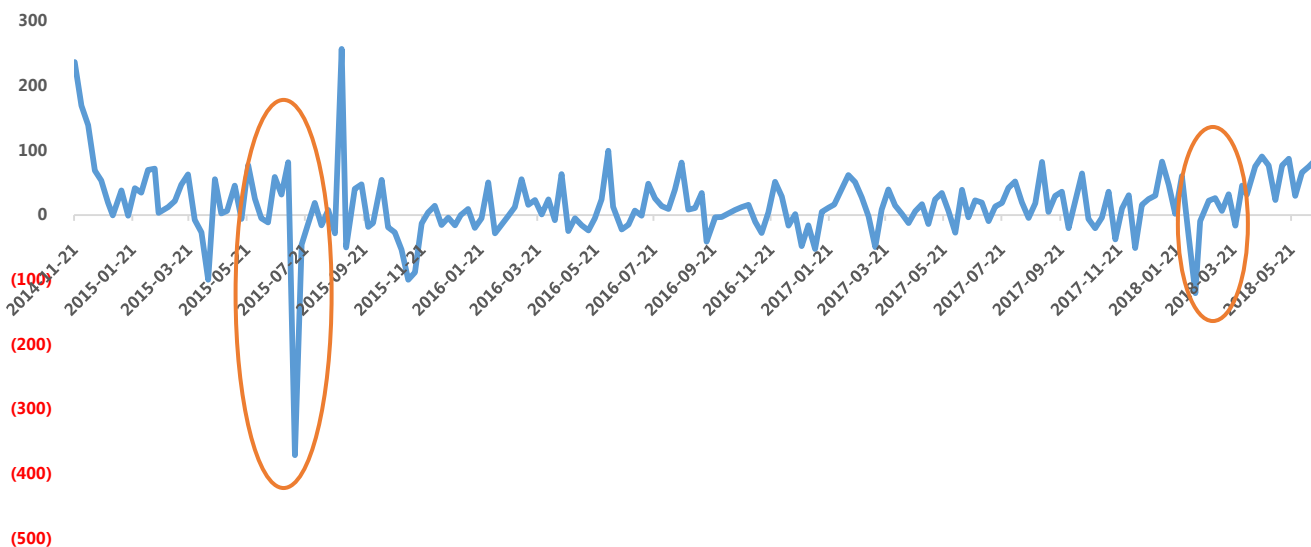
表3 上证50与创业板指涨跌对比

	上证综指	上证50	沪深300	中小板指	创业板指
2018年1月29日至2月2日	-2.7%	-0.73%	-2.51%	-5%	-6.3%
2018年2月5日至2月9日	-9.6%	-10.78%	-10.08%	-6.8%	-6.46%

资料来源：wind，一德期权部

三月末以来，北上资金再度开始大举增持A股。6月1日前后受A股纳入MSCI影响，其增持幅度不断加大。从三月初至6月15日，沪股通累计成交净买入额达781亿元。在外围不稳定、市场风偏趋紧背景下，若北上资金持续大幅流出，一定对A股产生进一步的负面映射。因此期指操作上，我们建议投资者对前期空单继续持有，等待市场底出现，关注多IH空IC跨品种套利。

图 10 沪股通成交净买入金额统计（2014 年 11 月至 2018 年 6 月）



资料来源：wind，一德期权部

50ETF 期权方面，截止今日下午收盘，50ETF 期权当日总成交量为 140.27 万手，较往日大幅增加，其中认购期权总成交为 72.3 万手，认沽期权总成交为 67.97 万手，认购期权认沽期权成交比率为 1.06；50ETF 期权总持仓为 182.28 万手，其中认购期权总持仓为 111.76 万手，认沽期权总持仓为 70.52 万手，认购期权认沽期权持仓比率为 1.58。受中美贸易摩擦影响，今日 50ETF 期权市场也充满腥风血雨，其中 50ETF 沽 6 月 2.50 期权今日涨幅达到 223.33%，盘中最高更是达到了 390%，而 50ETF 购 2.75 收盘则下跌 63.19%。

图 11 50ETF 期权合约涨跌情况（6 月 19 日）

标的	50ETF	50ETF1806	最新	涨跌	涨幅%	成交量	持仓量	日增仓	开盘	最高	最低	昨收	昨结算	组合策略		
到期日	20180627		2.612	-0.066	-2.46%	8671085	---	---	2.655	2.662	2.583	2.678	---			
涨幅%	理论价	真实杠杆率	溢价率	杠杆比率	隐含波动率	内在价值	看涨	<行权价>	看跌	内在价值	隐含波动率	杠杆比率	溢价率	真实杠杆率	理论价	涨幅%
-24.46%	0.2622	12.24	0.03	12.27	22.03%	0.2120	C	2.400	P	0.0000	37.73%	816.25	8.24	-43.40	0.0032	190.91%
-30.24%	0.2131	15.49	0.02	16.06	25.43%	0.1620	C	2.450	P	0.0000	33.57%	533.06	6.39	-45.04	0.0064	172.22%
-35.24%	0.1660	19.21	0.27	21.93	27.42%	0.1120	C	2.500	P	0.0000	31.48%	269.28	4.66	-42.00	0.0149	223.33%
-42.18%	0.1200	24.43	0.65	33.02	27.51%	0.0620	C	2.550	P	0.0000	29.71%	137.47	3.10	-37.76	0.0222	175.36%
-51.84%	0.0405	31.81	1.30	56.91	26.59%	0.0120	C	2.600	P	0.0000	29.66%	69.47	1.90	-30.91	0.0385	180.60%
-56.56%	0.0245	37.63	2.43	102.43	27.88%	0.0000	C	2.650	P	0.0380	29.38%	40.31	1.03	-25.19	0.0760	140.00%
-62.73%	0.0128	45.53	3.83	217.67	27.93%	0.0000	C	2.700	P	0.0880	28.78%	26.09	0.46	-20.47	0.0898	108.54%
-63.19%	0.0060	52.51	5.49	492.83	28.54%	0.0000	C	2.750	P	0.1380	32.05%	18.00	0.27	-15.57	0.1445	80.92%
-51.79%	0.0042	55.13	7.30	967.41	30.47%	0.0000	C	2.800	P	0.1880	38.88%	13.42	0.25	-11.95	0.2079	59.51%
-55.00%	0.0010	63.85	9.15	2902.22	30.12%	0.0000	C	2.850	P	0.2380	40.72%	10.81	0.14	-10.05	0.1881	41.10%
-10.00%	0.0010	56.10	11.06	2902.22	35.16%	0.0000	C	2.900	P	0.2880	51.09%	8.89	0.22	-8.18	0.2388	34.46%
40.00%	0.0006	52.71	12.97	3731.43	38.56%	0.0000	C	2.950	P	0.3380	52.09%	7.65	0.13	-7.24	0.2878	27.15%
25.00%	0.0005	51.20	14.87	5224.00	41.25%	0.0000	C	3.000	P	0.3880	41.25%	6.74	-0.02	-6.67	0.3374	22.23%
0.00%	0.0005	44.84	18.70	6530.00	48.28%	0.0000	C	3.100	P	0.4880	66.33%	5.32	0.10	-5.12	0.4372	18.27%
33.33%	0.0004	40.23	22.53	6530.00	56.25%	0.0000	C	3.200	P	0.5880	66.68%	4.44	0.02	-4.36	0.5220	13.50%
-25.00%	0.0005	38.45	26.35	8706.67	61.88%	0.0000	C	3.300	P	0.6880	0.00%	3.84	-0.28	-3.84	0.6220	10.39%
0.00%	0.0003	37.26	30.18	13060.00	66.09%	0.0000	C	3.400	P	0.7880	78.98%	3.31	0.04	-3.28	0.7220	10.12%
-33.33%	0.0004	32.38	34.00	13060.00	72.19%	0.0000	C	3.500	P	0.8880	104.18%	2.93	0.15	-2.85	0.8220	9.36%
0.00%	0.0003	31.46	37.83	13060.00	78.75%	0.0000	C	3.600	P	0.9880	102.89%	2.64	0.08	-2.59	0.9220	8.29%

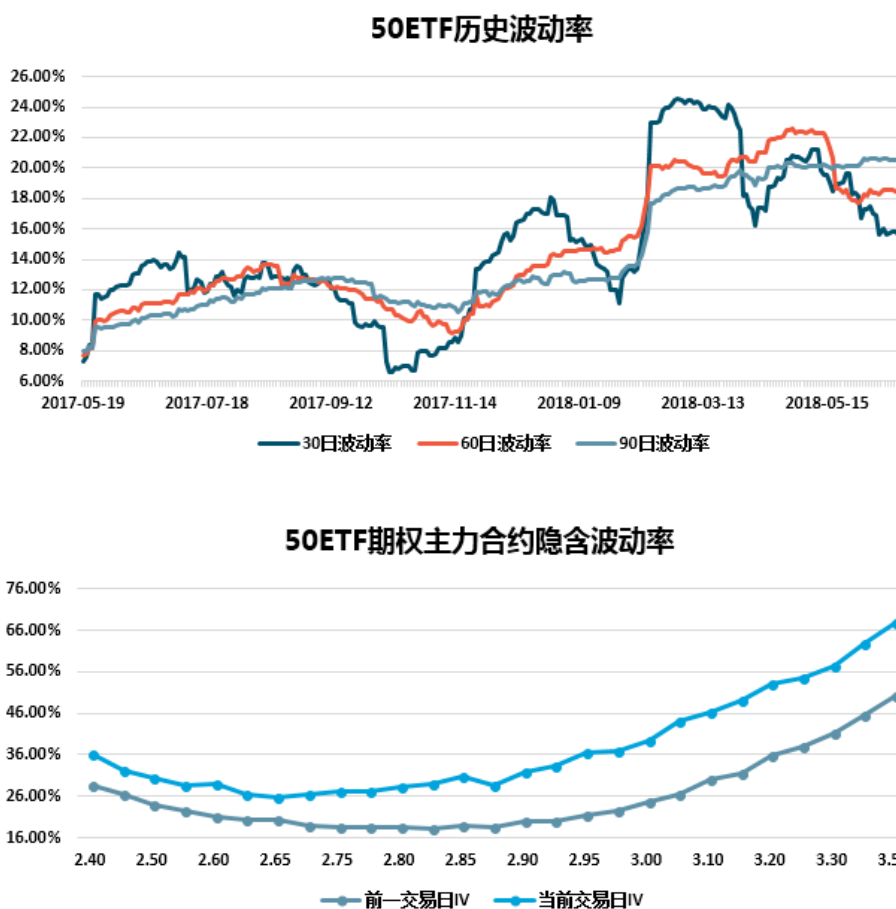
资料来源：wind，一德期权部

从持仓来看，6 月合约认沽期权最大持仓量位于行权价 2.55 位置，6 月合约认购期权最大持仓量位于行权价

2.70 位置。但值得注意的是，50ETF 期权 6 月合约将在 6 月 27 日到期。

从波动率角度来看，50ETF 的 30 日年化波动率维持在 16.65%，60 日年化波动率维持在 18.86%。从隐含波动率来看，平值附近的主力合约隐含波动率在 28.84%左右，高于当前历史波动率水平，且同前一交易日相比，50ETF 期权的隐含波动率出现整体抬升。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 历史波动率一路上涨至 25%左右，因此，对于 50ETF 期权隐含波动率来说，其未来上涨空间有限，做多波动率操作需谨慎。

图 1250ETF 历史波动率及隐含波动率



资料来源：wind，一德期权部

对于 50ETF 期权的 IVX 指数，中国中证指数有限公司目前暂停发布上证 50ETF 波动率指数。依据 50ETF 期权 IVX 指数的编制计算方法，我们对中国波指的数据进行了跟踪，可以看到，今日中国波指出现了明显上涨，由上一交易日的 20.02 上涨至 23.94，说明当前市场的恐慌情绪明显上涨，市场不确定性进一步加强。

图 1350ETF 波动率指数（拟合）





中国波指	2018-06-12	2018-06-13	2018-06-14	2018-06-15	2018-06-19
	18.94	19.25	19.62	20.02	23.94

期权策略方面，投资者可继续使用 50ETF 期权为现货头寸进行保护，构建保护性看跌策略，同时，也可以考虑构建熊市价差策略，在市场进一步探底过程中寻求盈利。而从波动率角度来看，在前期的贸易摩擦中，50ETF 期权波动率上涨至 25%左右，因此当前期权波动率上涨空间有限，同时，结合 6 月期权合约即将到期所产生的时间价值衰减影响，不建议投资者进行做多波动率操作。

## 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