



## 忽如一夜春风来，千树万树梨花开

## ——上证 50ETF 期权周报 160321

## 摘要：

## (一) 重大讯息

- 1、中国 2 月外汇占款环比下降 2279 亿元，但降幅大幅收窄。
- 2、四大银行 2 月末人民币贷款 36.81 万亿元，环比增长 2372 亿元。
- 3、3 月 16 日人大十二届四次会议闭幕，李克强总理答记者问表示：坚定不移发展多层次资本市场，力争今年开通深港通；中国不能完成主要经济目标是不可能的。
- 4、战略新三板未出现在“十三五”规划纲要中。
- 5、尚福林：债转股工作目前正在研究。
- 6、美联储维持联邦基金利率在 0.25%-0.5% 区间保持不变，并暗示年内加息两次。

7、3 月 18 日，人民币兑美元中间价报 6.4628 元，创 12 月以来新高。

8、证金公司转融资业务自 3 月 21 日起恢复五个期限品种并下调费率。

## (二) 市场回顾

1、上周上证 50ETF 期权总成交 147.46 万张，日均成交 29.49 万张，较前一周增加 27.35%；认购和认沽期权最大持仓合约行权价分别为 2.20 和 2.00。

2、上周主力认沽期权的隐含波动率要明显大于认购期权的隐含波动率，认沽期权隐含波动率走势是先升后降，认购期权隐含波动率走势刚好相反，说明市场情绪趋于稳定，也和下周 3 月合约即将到期行权有关。

## (三) 市场预判

战略新三板未出现在“十三五”规划纲要中直接刺激创业板强势反弹，使得上周沪深两市股指和成交量涨幅超出市场预期，创业板周涨幅更是创历史新高，市场人气明显回升。一些好消息也随之而来：美联储公告维持基准利率不变；汇率也有企稳迹象，尤其上周五中间价上调 333 点，创逾 4 个月最大调升幅度，人民币中间价创 12 月以来新高；以营改增为标志的全面减税正在落实，国企改革仍在推进；证金公司转融资业务自 3 月 21 日起恢复五个期限品种并下调费率；多家券商开始全面上调担保证券的折算率；尤其总理明确声称坚定不移发展多层次资本市场，力争今年开通深港通，且业内相关人士表示深港通将包括创业板股票等，所有这些预示着方向性改变正在来临。综上，我们认为：本周市场或将维持上周趋势性上涨态势，上证 50 指数亦将大概率上涨。

## (四) 操作建议

**本周推荐：**稳健投资者可构造跨式组合（同时买入 4 月平值认购和认沽期权）；激进投资者可择机买入轻度 4 月虚值认购期权，也可把握机会卖出 3 月深度虚值的期权赚取权利金。

**风险警示：**3 月期权在本周交割；激进投资者必须日内了解，若误判趋势务必及时平仓止损。

发布时间：2016 年 03 月 21 日

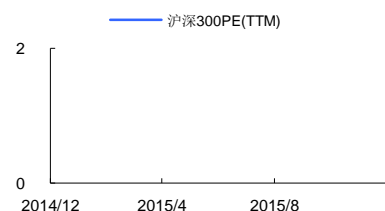
## 主要数据

上证指数/深圳	2955.15/10126.59
沪深 300	3171.96
上证总市值	24.92 万亿
上证流通市值	21.63 万亿
上证市盈率	14.89
深圳综合市盈	41.30

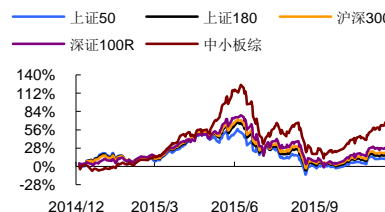
## 上证 A 股行情图



## 沪深 300PE(TTM)



## 主要指数走势图



## 相关报告

## 联系方式

研究员：刘涛  
 执业证书：S0020515050001  
 电话：021-51097188-1957  
 邮箱：liutao@gyzq.com.cn  
 助理研究员：钱德胜  
 执业证书：S0020115100001  
 电话：021-51097188-1821  
 邮箱：qiandesheng@gyzq.com.cn  
 地址：中国安徽省合肥市梅山路 18 号  
 安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)



## 正文目录

一、资讯观点 .....	3
(一) 重要讯息 .....	3
(二) 他山之石 .....	4
二、市场回顾 .....	4
(一) 50ETF 现货交易 .....	4
(二) 50ETF 股指期货 .....	5
(三) 50ETF 期权交易 .....	5
三、波动率分析 .....	11
(一) 历史波动率 .....	11
(二) 隐含波动率 .....	11
(三) 中国波指 (iVIX) .....	12
四、操作建议 .....	12
(一) 市场预判 .....	12
(二) 推荐策略 .....	12
(三) 风险警示 .....	12
附录：期权的基本概念及组成要素 .....	13

## 图目录

图 1：上证 50ETF 价格、成交量及基金份额变化图 .....	4
图 2：上证 50ETF 现货和期权成交量 .....	6
图 3：上证 50ETF 基金份额以及期权持仓量 .....	6
图 4：上证 50ETF 期权 PCR 统计 .....	6
图 5：上证 50ETF 历史波动率走势图 .....	11
图 6：主力合约隐含波动率 .....	11
图 7：中国波指(iVIX) 走势图 .....	12

## 表目录

表 1：股指期货市场各合约上周交易情况 .....	5
表 2：50ETF 各期权上周成交情况 .....	5
表 3：截止上周五 50ETF 各期权持仓情况 .....	5
表 4：2016 年 3 月 07 日期权行情 .....	7
表 5：2016 年 3 月 08 日期权行情 .....	8
表 6：2016 年 3 月 09 日期权行情 .....	8
表 7：2016 年 3 月 10 日期权行情 .....	9
表 8：2016 年 3 月 11 日期权行情 .....	10



## 一、资讯观点

### (一) 重要讯息

1、3月14日，央行将进行100亿7天期逆回购，当日有300亿逆回购到期，因此单日净回笼200亿。当日上海银行间同业拆借利率(Shibor)多数下跌。其中1个月Shibor跌0.7个基点，报2.6590%，连续十日下跌，续创2015年8月13日来的新低。3个月Shibor跌0.6个基点，报2.7930%，连跌十日，续创2010年10月22日来的新低。

2、央行3月14日公布数据显示，2月央行口径人民币外汇占款下降2279亿元，至23.98万亿元人民币，创2012年12月以来最低。这是外汇占款连续第四个月下降，但降幅大幅收窄。

3、3月14日下午，全国政协十二届四次会议在北京闭幕。本次会议提案的意见和建议主要有：“十三五”期间大力推进供给侧结构性改革，落实好“三去一降一补”，促进经济转型升级；切实减轻企业税费负担，完善营业税改增值税全面落地政策等。

4、中国平安在3月15日晚间公布2015年年报摘要，公司2015年创下盈利规模新纪录，实现营业收入6199.9亿元，同比增长33.9%，实现归属于母公司股东净利润542.03亿元，同比增长38%。

5、央行3月15日公布，中资大型银行（本外币资产总量大于等于2万亿元的银行，包括工行、建行、农行、中行、国开行、交行和邮政储蓄银行）2月末人民币贷款50.3万亿元人民币，2月新增人民币贷款3300亿元。此外，数据显示，四大银行（包括工行、建行、农行、中行）2月末人民币贷款36.81万亿元人民币，2月新增人民币贷款2372亿元。

6、3月16日，银监会主席尚福林列席全国人大闭幕会前，回应记者提问时表示，债转股工作目前正在研究，这项工作并非将银行债权转为股权那么简单，还需要进行一系列制度设计、政策准备才能推开。

7、全国两会的“压轴活动”——总理记者会3月16日上午举行，李克强总理表示：1、坚定不移发展多层次资本市场，中国内地和香港力争今年开通深港通；2、不同意中国不能完成主要经济目标说法；3、中美共同利益远远大于分歧；4、地方养老金发放如确有困难中央会补助；5、减政府权力的“痛”换来群众办事的爽；6、中国主张要有稳定的周边环境；7、保护文物是在推动文化事业的发展；8、香港会保持长期繁荣稳定；9、发展新经济是要培育新动能；10、中俄在很多领域有合作；11、政府决心推进全国医保联网；12、中日韩应共同携手发展科技合作；13、五险一金有适当调整空间可予地方更多自主权；14、推动城镇化和农业现代化协调发展。

8、财政部3月16日公布，1-2月累计，全国一般公共预算收入27385亿元，同比增长6.3%。其中，中央一般公共预算收入11765亿元，同比增长1.6%；地方一般公共预算本级收入15620亿元，同比增长10%。全国一般公共预算收入中的税收收入23867亿元，同比增长6.7%。

9、国家外汇局3月16日发布的2月份银行结售汇数据显示，当月银行结售汇连续8个月保持逆差，逆差额为2217亿元人民币（等值339亿美元），较1月份收窄近四成。

10、3月17日凌晨02:00，美联储FOMC宣布利率决定并发表政策声明，利率决议维持联邦基金利率在0.25%-0.5%区间保持不变。根据17位官员的预期中值显示，2016年加息2次，远低于2015年12月份预期的4次，同时预期显示2017年和2018年加息路径更浅，堪萨斯城联储主席乔治在本次会议上投反对票，她认为美联储应加息25个基点。这是去年10月以来，首次FOMC会议上有委员投反对票。

11、国家统计局3月18日公布2016年2月份70个大中城市住宅销售价格变动情



况显示，与上月相比，70个大中城市中，新建商品住宅（不含保障性住房）价格下降的城市有15个，上涨的城市有47个，持平的城市有8个。环比价格变动中，最高涨幅为3.6%，最低为下降0.7%。

12、3月18日，人民币兑美元中间价报6.4628元，上调333点，创逾4个月最大调升幅度。人民币中间价创12月以来新高。

13、证金公司公告称，自2016年3月21日起，中国证券金融公司恢复转融资业务182天、91天、28天、14天、7天等五个期限品种，并下调各期限转融资费率，具体为：182天期3.0%、91天期3.2%、28天期3.3%、14天期和7天期3.4%。

## （二）他山之石

### 1、主流点评

#### 重要事件1：2016年3月美联储FOMC议息会议点评

国信证券董德志：我们认为3月不加息仅仅是美联储战术上的调整，而非战略上的改变；只要未来美国的就业和通胀数据符合预期，美联储很可能通过与市场的各种沟通强化6月加息的预期，进而在6月再度加息。

#### 重要事件2：16年总理记者会点评

海通证券姜超：16年全球地缘政治风险升温，总理记者会上17个问题中有6个与地缘政治相关，分别涉及中美、中俄、中日韩、两岸关系，亚太局势以及香港发展问题，基调均与和平发展、合作共赢相关：1)中美关系强调双向对等，期望通过对话机制降低分歧比例，扩大共同利益，实现双赢。2)亚太局势主张以诚相待，用和平方式解决纠纷，欢迎美国等域外国家在亚太进行合作，维护主权和领土完整。3)支持促进香港发展的措施，对香港前景看好，中央政府“一国两制”、港人治港、高度自治的方针没有也不会改变。4)中俄关系定位为战略伙伴关系，不仅政治关系好，经济也有升温趋势，奉行独立自主外交政策和不结盟政策。5)两岸关系需要良性互动，明确已有优惠政策不改变，但一切以九二共识为基石。6)中日韩关系有改善的势头，但还不巩固，应携手发展智能制造等领域的科技合作，携手开拓世界市场。

### 2、后市判断

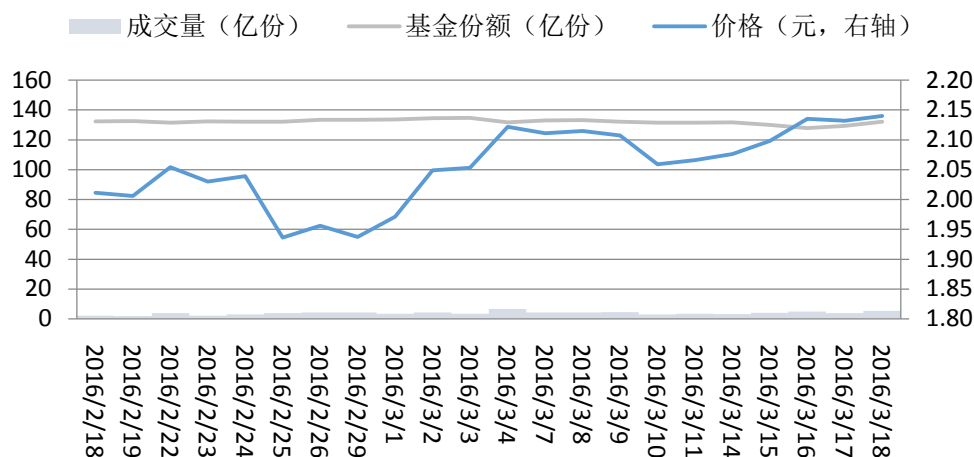
瑞银证券高挺：随着市场预期的转好，预计未来一个季度A股上行机会较大，上证指数涨幅有望达10%。从政府工作报告看，今年经济政策的基调将着力于追求经济增长。他同时认为，1月初股市下跌主要由市场的悲观预期引发：首先，当时汇率贬值压力较大、资本外流引发的外汇储备消耗过快，引发市场关于汇率压力掣肘货币政策独立性的担忧；其次，彼时海外金融市场波动也大，由此对国内股票市场带来连锁反应；此外，当时市场结合内外部的经济运行数据，对中国经济“硬着陆”的担忧较大。

## 二、市场回顾

### （一）50ETF 现货交易

上周上证50ETF收于2.140元，较前一周上涨3.58%，日均成交量4.30亿份，较前一周增加10.40%。截止上周五，波动率方面，10天、1个月、3个月、6个月的历史波动率分别为17.30%、28.49%、32.91%和43.38%。

图1：上证50ETF价格、成交量及基金份额变化图



资料来源: WIND、国元证券研究中心

## (二) 50ETF 股指期货

表 1: 股指期货市场各合约上周交易情况

股指 期货	周开盘	周收盘	周涨跌幅(%)	周成交量 (手)	截至上周五持仓量 (手)
IH1603	2,075.4	2,146.6	4.8759	33,619	0
IH1604	2,035.4	2,120.0	5.2109	23,339	12,515
IH1606	1,980.0	2,080.2	6.2194	3,070	3,407
IH1609	1,935.8	2,025.0	6.6800	739	1,099

资料来源: WIND、国元证券研究中心

上周所有 50 股指期货合约均上涨，涨幅最大的合约是 IH1609，成交量最大的是 IH1603，股指期货 IH1603 合约于上周五进行交割，截止至上周五，持仓量最大的合约是 IH1604，该合约贴水 21.18 点。

## (三) 50ETF 期权交易

表 2: 50ETF 各期权上周成交情况 (单位: 万张)

交割月份	3 月	4 月	6 月	9 月	总计	同比
	106.55	31.68	6.41	2.82	147.46	+27.35%
行权方式	认购		认沽			
	82.35		65.10			

资料来源: WIND、国元证券研究中心

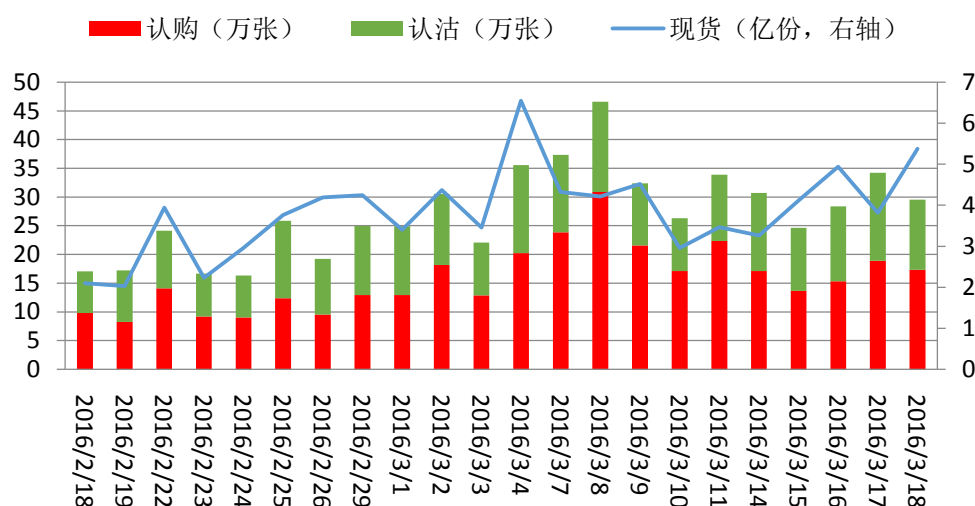
表 3: 截止上周五 50ET 各期权持仓情况(单位: 万张)

交割月份	3 月	4 月	6 月	9 月	总计	同比
	34.07	13.87	10.49	4.29	62.71	-1.43%
行权方式	认购		认沽			
	33.78		28.93			

资料来源: WIND、国元证券研究中心

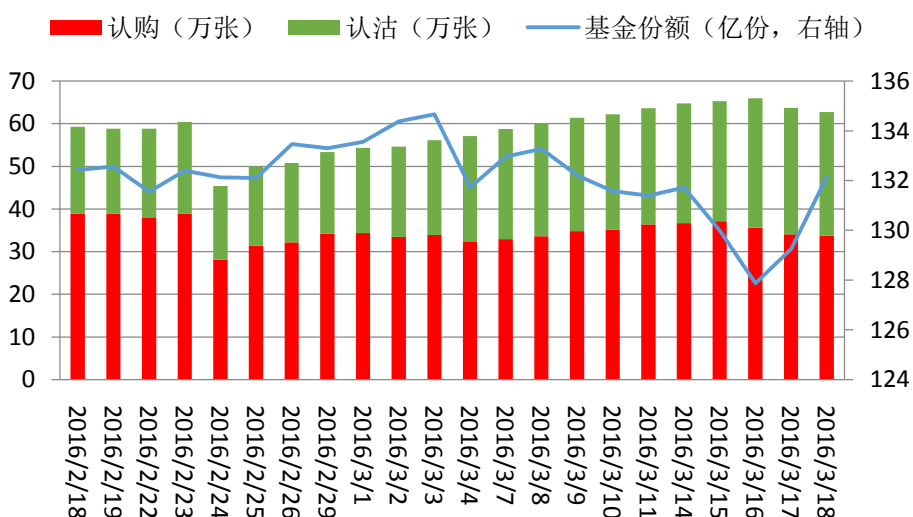


图2：上证50ETF现货和期权成交量



资料来源：WIND、国元证券研究中心

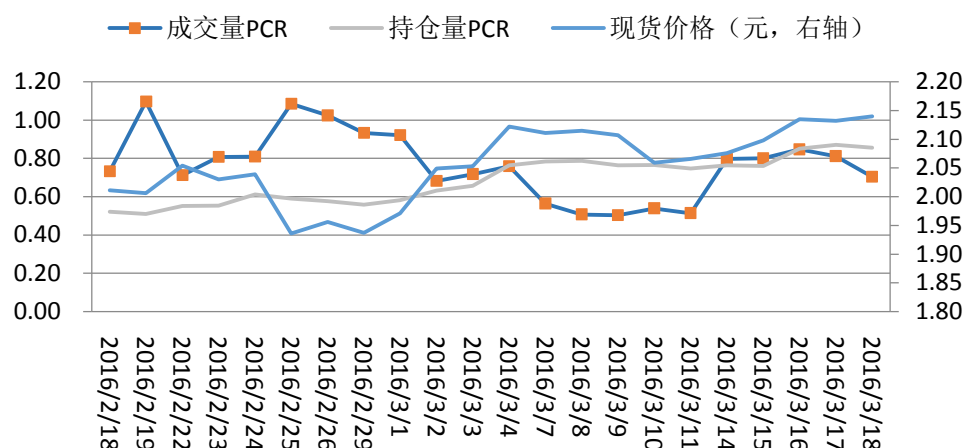
图3：上证50ETF基金份额以及期权持仓量



资料来源：WIND、国元证券研究中心

成交量 PCR 代表的是认沽期权与认购期权成交量之比，成交量 PCR 上周整体维持在高位，上周五出现小幅下滑，截止至上周五，成交量 PCR 为 0.70，持仓量 PCR 代表的是认沽期权与认购期权持仓量之比，持仓量 PCR 上周稳步上升，截止至上周五，持仓量 PCR 为 0.86。

图4：上证50ETF期权PCR统计



资料来源: WIND、国元证券研究中心

以下是上周每个交易日期权交易信息:

表 4: 2016 年 3 月 14 期权行情

(1) 当日成交量排名前 3 的认购合约

合约简称	成交量 (张)	持仓量 (张)	涨跌幅 (%)
50ETF 购 3 月 2.05	37,544	22,438	9.00
50ETF 购 3 月 2.10	30,702	33,088	3.94
50ETF 购 3 月 2.15	20,213	26,879	-12.90

(2) 当日成交量排名前 3 的认沽合约

合约简称	成交量 (张)	持仓量 (张)	涨跌幅 (%)
50ETF 沽 3 月 2.05	23,807	23,794	-31.28
50ETF 沽 3 月 2.10	23,401	15,324	-21.30
50ETF 沽 3 月 2.00	17,432	27,465	-35.51

(3) 当日持仓量排名前 3 的认购合约

合约简称	持仓量 (张)	成交量 (张)	涨跌幅 (%)
50ETF 购 3 月 2.10	33,088	30,702	3.94
50ETF 购 3 月 2.15	26,879	20,213	-12.90
50ETF 购 3 月 2.20	25,801	12,048	-11.69

(4) 当日持仓量排名前 3 的认沽合约

合约简称	持仓量 (张)	成交量 (张)	涨跌幅 (%)
50ETF 沽 3 月 1.80	39,768	2,227	-31.82
50ETF 沽 3 月 2.00	27,465	17,432	-35.51
50ETF 沽 3 月 1.95	24,077	14,500	-40.00

(5) 当日涨幅排名前 3 的合约

合约简称	成交量 (张)	持仓量 (张)	涨跌幅 (%)	杠杆系数
50ETF 购 3 月 2.00	18,647	14,414	12.68	26.19
50ETF 购 3 月 1.95	4,646	7,808	11.38	23.51
50ETF 购 4 月 2.05	4,560	5,955	11.37	23.49

(6) 当日跌幅排名前 3 的合约

合约简称	成交量 (张)	持仓量 (张)	涨跌幅 (%)	杠杆系数
50ETF 沽 3 月 1.85	3,343	17,427	-57.63	-119.06
50ETF 沽 3 月 1.90	7,173	19,325	-47.37	-97.86
50ETF 沽 3 月 1.95	14,500	24,077	-40.00	-82.64



资料来源：WIND、国元证券研究中心

表 5：2016 年 3 月 15 日期权行情

(1)当日成交量排名前 3 的认购合约				
合约简称	成交量（张）	持仓量（张）	涨跌幅（%）	
50ETF 购 3 月 2.05	36,782	22,103	1.31	
50ETF 购 3 月 2.10	21,171	32,600	-2.41	
50ETF 购 3 月 2.00	15,637	14,401	11.36	
(2)当日成交量排名前 3 的认沽合约				
合约简称	成交量（张）	持仓量（张）	涨跌幅（%）	
50ETF 沽 3 月 2.10	20,172	13,828	-18.78	
50ETF 沽 3 月 2.05	19,583	24,350	-26.63	
50ETF 沽 3 月 2.00	14,192	27,280	-35.39	
(3)当日持仓量排名前 3 的认购合约				
合约简称	持仓量（张）	成交量（张）	涨跌幅（%）	
50ETF 购 3 月 2.10	32,600	21,171	-2.41	
50ETF 购 3 月 2.15	26,119	13,754	-8.89	
50ETF 购 3 月 2.20	25,405	7,288	-29.41	
(4)当日持仓量排名前 3 的认沽合约				
合约简称	持仓量（张）	成交量（张）	涨跌幅（%）	
50ETF 沽 3 月 1.80	38,747	2,438	-66.67	
50ETF 沽 3 月 2.00	27,280	14,192	-35.39	
50ETF 沽 3 月 2.05	24,350	19,583	-26.63	
(5)当日涨幅排名前 3 的合约				
合约简称	成交量（张）	持仓量（张）	涨跌幅（%）	杠杆系数
50ETF 购 3 月 1.95	4,007	7,062	14.55	13.73
50ETF 购 9 月 2.20	648	1,552	13.33	12.58
50ETF 购 3 月 1.90	2,128	4,378	12.50	11.80
(6)当日跌幅排名前 3 的合约				
合约简称	成交量（张）	持仓量（张）	涨跌幅（%）	杠杆系数
50ETF 沽 3 月 1.90	6,257	18,124	-66.00	-62.28
50ETF 沽 3 月 1.85	4,222	16,394	-56.00	-52.84
50ETF 沽 3 月 1.95	8,567	22,290	-53.33	-50.33

资料来源：WIND、国元证券研究中心

表 6：2016 年 3 月 16 日期权行情

(1)当日成交量排名前 3 的认购合约				
合约简称	成交量（张）	持仓量（张）	涨跌幅（%）	
50ETF 购 3 月 2.05	30,820	16,829	57.41	
50ETF 购 3 月 2.10	28,268	25,504	26.86	
50ETF 购 3 月 2.15	17,422	26,026	26.02	
(2)当日成交量排名前 3 的认沽合约				
合约简称	成交量（张）	持仓量（张）	涨跌幅（%）	
50ETF 沽 3 月 2.10	26,740	18,660	-26.25	
50ETF 沽 3 月 2.05	18,462	25,606	-24.89	
50ETF 沽 3 月 2.00	16,250	27,357	-28.70	





(3) 当日持仓量排名前 3 的认购合约

合约简称	持仓量 (张)	成交量 (张)	涨跌幅 (%)
50ETF 购 3 月 2.15	26,026	17,422	26.02
50ETF 购 3 月 2.10	25,504	28,268	26.86
50ETF 购 3 月 2.20	24,641	8,314	18.75

(4) 当日持仓量排名前 3 的认沽合约

合约简称	持仓量 (张)	成交量 (张)	涨跌幅 (%)
50ETF 沽 3 月 1.80	38,902	1,432	20.00
50ETF 沽 3 月 2.00	27,357	16,250	-28.70
50ETF 沽 3 月 2.05	25,606	18,462	-24.89

(5) 当日涨幅排名前 3 的合约

合约简称	成交量 (张)	持仓量 (张)	涨跌幅 (%)	杠杆系数
50ETF 购 3 月 2.05	30,820	16,829	57.41	32.55
50ETF 购 3 月 2.00	16,141	10,537	37.76	21.41
50ETF 购 3 月 2.10	28,268	25,504	26.86	15.23

(6) 当日跌幅排名前 3 的合约

合约简称	成交量 (张)	持仓量 (张)	涨跌幅 (%)	杠杆系数
50ETF 沽 3 月 2.00	16,250	27,357	-28.70	-16.27
50ETF 沽 3 月 2.10	26,740	18,660	-26.25	-14.88
50ETF 沽 3 月 2.05	18,462	25,606	-24.89	-14.12

资料来源: WIND、国元证券研究中心

表 7: 2016 年 3 月 17 日期权行情

(1) 当日成交量排名前 3 的认购合约

合约简称	成交量 (张)	持仓量 (张)	涨跌幅 (%)
50ETF 购 3 月 2.10	40,569	17,025	12.81
50ETF 购 3 月 2.15	28,711	25,199	10.97
50ETF 购 3 月 2.05	23,828	11,272	-3.53

(2) 当日成交量排名前 3 的认沽合约

合约简称	成交量 (张)	持仓量 (张)	涨跌幅 (%)
50ETF 沽 3 月 2.10	27,803	17,947	-57.06
50ETF 沽 3 月 2.15	20,962	7,359	-38.48
50ETF 沽 3 月 2.05	16,395	23,068	-74.16

(3) 当日持仓量排名前 3 的认购合约

合约简称	持仓量 (张)	成交量 (张)	涨跌幅 (%)
50ETF 购 3 月 2.15	25,199	28,711	10.97
50ETF 购 3 月 2.20	22,155	13,403	-22.81
50ETF 购 3 月 2.10	17,025	40,569	12.81

(4) 当日持仓量排名前 3 的认沽合约

合约简称	持仓量 (张)	成交量 (张)	涨跌幅 (%)
50ETF 沽 3 月 1.80	38,322	1,339	-66.67
50ETF 沽 3 月 2.05	23,068	16,395	-74.16
50ETF 沽 3 月 2.00	21,614	13,472	-85.37

(5) 当日涨幅排名前 3 的合约

合约简称	成交量 (张)	持仓量 (张)	涨跌幅 (%)	杠杆系数
------	---------	---------	---------	------



50ETF 购 4 月 2.10	9,977	11,994	25.97	-184.82
50ETF 购 4 月 2.15	10,153	10,625	21.19	-150.83
50ETF 购 4 月 2.20	8,092	8,327	20.00	-142.33
(6)当日跌幅排名前 3 的合约				
合约简称	成交量 (张)	持仓量 (张)	涨跌幅 (%)	杠杆系数
50ETF 沽 3 月 1.95	8,023	20,218	-87.50	622.71
50ETF 沽 3 月 2.00	13,472	21,614	-85.37	607.52
50ETF 沽 3 月 1.90	2,895	17,045	-81.25	578.23

资料来源: WIND、国元证券研究中心

表 8: 2016 年 3 月 18 日期权行情

(1)当日成交量排名前 3 的认购合约				
合约简称	成交量 (张)	持仓量 (张)	涨跌幅 (%)	
50ETF 购 3 月 2.15	34,342	20,631	41.28	
50ETF 购 3 月 2.10	27,531	11,436	33.33	
50ETF 购 3 月 2.05	18,344	6,947	17.07	
(2)当日成交量排名前 3 的认沽合约				
合约简称	成交量 (张)	持仓量 (张)	涨跌幅 (%)	
50ETF 沽 3 月 2.15	19,251	6,892	-23.65	
50ETF 沽 3 月 2.10	18,362	13,643	-15.79	
50ETF 沽 3 月 2.05	14,553	16,532	21.74	
(3)当日持仓量排名前 3 的认购合约				
合约简称	持仓量 (张)	成交量 (张)	涨跌幅 (%)	
50ETF 购 3 月 2.20	21,774	12,396	70.45	
50ETF 购 3 月 2.15	20,631	34,342	41.28	
50ETF 购 4 月 2.15	16,690	13,277	24.11	
(4)当日持仓量排名前 3 的认沽合约				
合约简称	持仓量 (张)	成交量 (张)	涨跌幅 (%)	
50ETF 沽 3 月 2.00	18,706	5,506	16.67	
50ETF 沽 4 月 1.85	17,450	5,929	-19.59	
50ETF 沽 3 月 2.05	16,532	14,553	21.74	
(5)当日涨幅排名前 3 的合约				
合约简称	成交量 (张)	持仓量 (张)	涨跌幅 (%)	杠杆系数
50ETF 购 3 月 2.20	12,396	21,774	70.45	187.76
50ETF 购 3 月 2.15	34,342	20,631	41.28	110.01
50ETF 购 3 月 2.10	27,531	11,436	33.33	88.83
(6)当日跌幅排名前 3 的合约				
合约简称	成交量 (张)	持仓量 (张)	涨跌幅 (%)	杠杆系数
50ETF 沽 9 月 1.80	1,485	9,502	-25.96	-69.18
50ETF 沽 6 月 1.80	1,580	7,866	-24.67	-65.75
50ETF 沽 3 月 2.15	19,251	6,892	-23.65	-63.01

资料来源: WIND、国元证券研究中心

观察上周 5 个交易日的统计数据, 认购期权成交量较大的合约行权价集中在 2.00-2.15 之间, 成交量最大的认购合约行权价由上周日的 2.05 升至上周四的 2.10, 上周五进一步上升至 2.15; 认沽期权成交量较大的合约行权价集中在 2.00-2.15 之间, 成

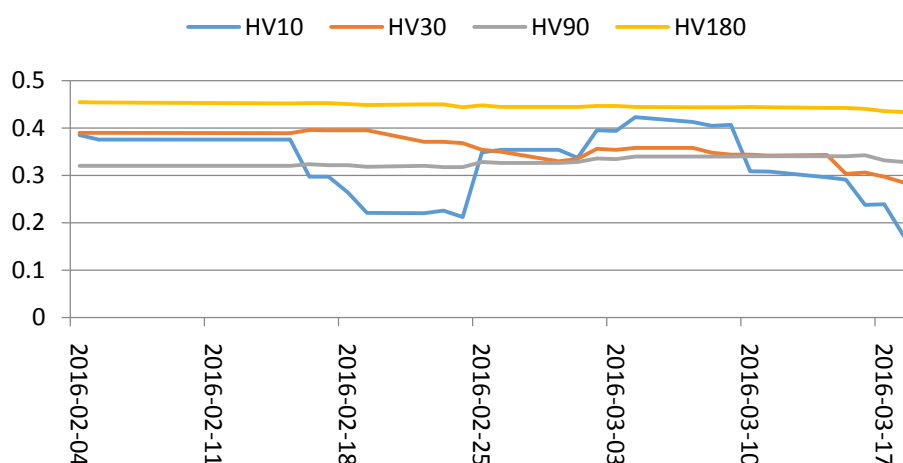
交易最大的认购合约行权价由上周一的 2.05 升至上周二的 2.10，上周五进一步上升至 2.15。

截止上周五，持仓量最高的三个认购期权的行权价分别是 2.20、2.15 和 2.15(4 月)，持仓量最高的三个认沽期权的行权价分别是 2.00、1.85（4 月）和 2.05。

## 三、波动率分析

### （一）历史波动率

图5：上证50ETF历史波动率走势图

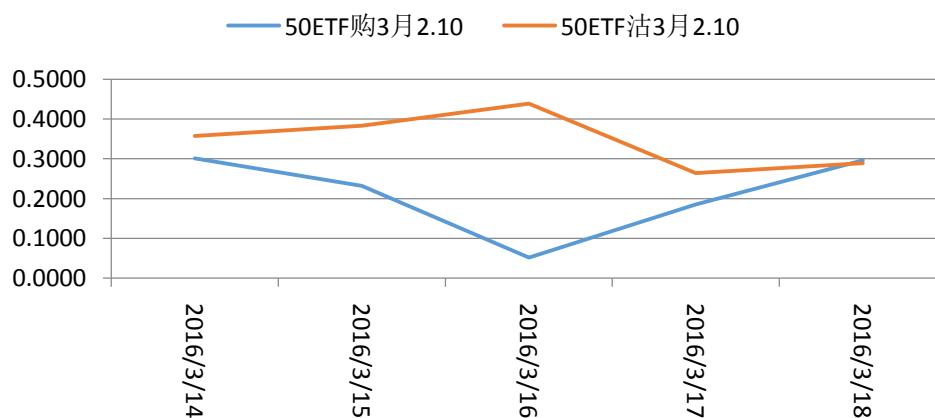


资料来源：WIND、国元证券研究中心

上周 50ETF 四个周期的历史波动率中，四个周期的历史波动率出现不同程度的下滑，其中 10 天历史波动率下滑程度最大，剩下三个周期的历史波动率均小幅下滑。

### （二）隐含波动率

图6：主力合约隐含波动率



资料来源：WIND、国元证券研究中心

上周主力认沽期权的隐含波动率要明显大于认购期权的隐含波动率，认沽期权隐含波动率走势是先升后降，认购期权隐含波动率走势刚好相反，截止至上周五两个期权的



隐含波动率都收敛于 0.29。

### （三）中国波指（iVIX）

图7：中国波指(iVIX) 走势图



资料来源：WIND、国元证券研究中心

中国波指（iVIX）由上海证券交易所发布，用于衡量上证 50ETF 未来 30 日的预期波动。该指数是根据方差互换的原理，结合 50ETF 期权的实际运作特点，并通过对上海证券交易所交易的 50ETF 期权价格的计算，编制而得。从上周中国波指走势来看，上周 iVIX 变化小幅下滑，处于短期内均值附近，说明投资者对后市态度比较谨慎。

## 四、操作建议

### （一）市场预判

战略新兴板未出现在“十三五”规划纲要中直接刺激创业板强势反弹，使得上周沪深两市股指和成交量涨幅超出市场预期，创业板周涨幅更是创历史新高，市场人气明显回升：一些好消息也随之而来：美联储公告维持基准利率不变；汇率也有企稳迹象，尤其上周五中间价上调 333 点，创逾 4 个月最大调升幅度，人民币中间价创 12 月以来新高；以营改增改革为标志的全面减税正在落实，国企改革仍在推进；证金公司转融资业务自 3 月 21 日起恢复五个期限品种并下调费率；多家券商开始全面上调担保证券的折算率；尤其总理明确声称坚定不移发展多层次资本市场，力争今年开通深港通，且业内人士表示深港通将包括创业板股票等，所有这些预示着方向性改变正在来临。综上，我们认为：本周市场或将维持上周趋势性上涨态势，上证 50 指数宜将大概率上涨。

### （二）推荐策略

本周推荐：注意 3 月期权在本周交割，稳健投资者可构造跨式组合（同时买入 4 月平值认购和认沽期权）；激进投资者可择机买入轻度 4 月虚值认购期权，亦可把握机会卖出 3 月深度虚值的期权赚取权利金。

### （三）风险警示

3 月期权在本周交割；激进投资者必须日内了解，若误判趋势务必及时平仓止损。



## 附录：期权策略之价差策略

价差策略是一类非常实用的期权策略，价差策略是指由两个或以上相同类型的期权来构建而成，即同时买卖两个或多个看涨期权（或看跌期权）来构成的策略。

### （一）温和单边的牛市/熊市价差策略

如果投资者判断未来价格会有一定范围的上涨，那么最直接的投资办法就是买入合约，承担合约下跌的风险同时当合约价格上涨时获得收益。如果投资者想求稳，那么通过买卖期权构成的牛市价差策略组合，同样可以在方向判断正确时获得收益，牛市价差策略的成本较低，而且在合约价格上涨和下跌一定程度时可以起到止盈和止损的功效。

牛市价差策略是一种价差期权策略中比较受欢迎的策略，实现方式是：买入一份看涨期权，同时卖出一份到期日相同，但行权价较高的看涨期权，所卖出期权的权利金可以抵消一部分低行权价期权的权利金。

牛市价差策略同样也可以用两个相同期限，不同行权价的看跌期权来构建，买入一个看跌期权的同时，卖出一个更高行权价的看跌期权，就可以构成一个牛市价差策略。

与看多后市相反，投资者若判断未来一段时间内市场会温和下跌，他可以利用熊市差价期权来实现低成本的盈利。熊市价差策略也是一种止盈止损策略，投资者在熊市里获利有限，但若标的物不跌反升，投资者也不会面临大的亏损。该策略的操作方法是买入一份高行权价的看跌期权，同时卖出一份到期日相同，但低行权价的看跌期权。

值得注意的是，高行权价的看跌期权权利金比较低行权价的看跌期权要高，所卖出期权的权利金只可抵消部分买入期权的成本。

### （二）稳中求胜的蝶式价差策略

蝶式差价策略是一种比较有名的期权差价策略。该种期权能使投资者付出较低成本的情况下，在平稳的市场中获取不错的收益，而且当市场发生较剧烈的波动时只承担有限的损失。

策略的具体执行包括：同时买入一个较低行权价的看涨期权和一个较高行权价的看涨期权，并卖出两个行权价处于之前两行权价中间值的看涨期权。卖出两个期权的权利金能覆盖部分其余买入期权的权利金成本，从而体现低成本的优势。





## 国元证券投资评级体系：

### (1) 公司评级定义

#### 二级市场评级

买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上

### (2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

## 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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)