

一诺千金 德厚载富

# 一德期货 研究报告

—— (股指) ——

## 迷你版的 2018Q1

一德期货期权部

金融衍生品分析师 陈畅 曹柏杨 周静怡

投资咨询号：Z0013351 Z0012931



周一和周二市场的下跌多少令投资者感到措手不及。虽然春节后 A 股市场持续回调，但周一周二市场波动之剧烈依然超出我们的预期。通过分析导致本轮调整的原因和下跌过程中的市场表现，我们认为其与 2018 年年初存在一定的相似之处，即基本面方面外围是主因，盘面上机构抱团是关键。这一点我们在周二盘前的早评中已有提及。

回想 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。2018 年 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。二月初，美国加息预期升温，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。

今年 A 股也面临类似的状况。年前权益类基金大量发行是推动 A 股市场脉冲式上行的关键因素。在代销渠道积极备战“开门红”和市场较好的跨年行情共同作用下，年初新发基金规模超出市场预期。新发基金的入场和集中建仓，导致以“茅指数”为代表的机构重仓股加速上行，进而推动指数层面出现脉冲式上涨。春节假期后，随着美债收益率的加速上行和国内新发基金规模的边际减缓，抱团品种开始出现瓦解。盘面上表现为，以“茅指数”为代表的基金重仓股出现明显调整，而此前长期下跌的低估值品种则出现明显的反弹。造成上述现象的原因是由于资金一方面集中兑现抱团品种收益，一方面涌入低估值品种避险。

表 2018 年年初和本轮回调主要指数表现统计

时间	上证综指	沪深 300	上证 50	中证 500	创业板指	个股中位数
2018 年年初	-14.62%	-14.63%	-14.92%	-14.53%	-15.16%	-21.90%
2021 年年初	-10.81%	-17.08%	-15.09%	-9.66%	-24.96%	-10.61%

资料来源：wind，一德期货。注：2018 年年初指 2018 年一月末至二月初，2021 年年初至春节后至今。

本周以来，市场波动骤然加剧，而导致本周市场剧烈调整的核心因素不是美债收益率，而是国内机构出于风控原因形成的自反馈。3 月 8 日早盘美元指数冲高至 92，北上资金开始大幅外流，再度引发投资者对于美元流动性收紧背景下资金流出新兴市场的担忧（类似 2020 年 3 月流动性危机）。由于北上资金与国内公募机构重仓股重合度较高，加上机构本身就有基金赎回和抱团品种抛售的压力，使得市场重演了 2018 年年初被动减仓的状况。尤其在周二早盘前半个小时中，尽管北上资金出现回流，然而在内资机构无条件执行风控程序的背景下，市场在

短时间内出现快速跳水。

回顾 2018 年行情，彼时市场回调了两周多的时间，在此期间上证综指、沪深 300、上证 50、中证 500 和创业板指的最大跌幅分别为 14.62%、14.63%、14.92%、14.53%和 15.16%。而今年年后至今，市场也已连续调整了两周多，上述指数的最大跌幅分别为 10.81%、17.08%、15.09%、9.66%和 24.96%。通过对比发现，沪深 300 和上证 50 的跌幅基本接近 2018 年初抱团瓦解时的跌幅，创业板指跌幅较大源于其权重股属于本轮机构抱团的重仓股（比如新能源、医药等），中证 500 跌幅较小则是由于其成分股相对而言不是本轮抱团的核心资产，加上本轮个股中位数的跌幅远小于 2018 年，说明主要的风险依然来自于抱团股的瓦解。与 2018 年年初相比，从时间和空间来看，本轮调整已经较为充分。并且在年后持续的调整中，部分机构重仓股的估值出现明显回落，加上前期新发待建仓基金产品的规模依然比较大，有利于对基本面较好、景气度较高且回调充分的机构重仓股形成支撑。因此我们预计随着交易层面压力的逐渐释放，市场随时都有可能迎来抄跌反弹。

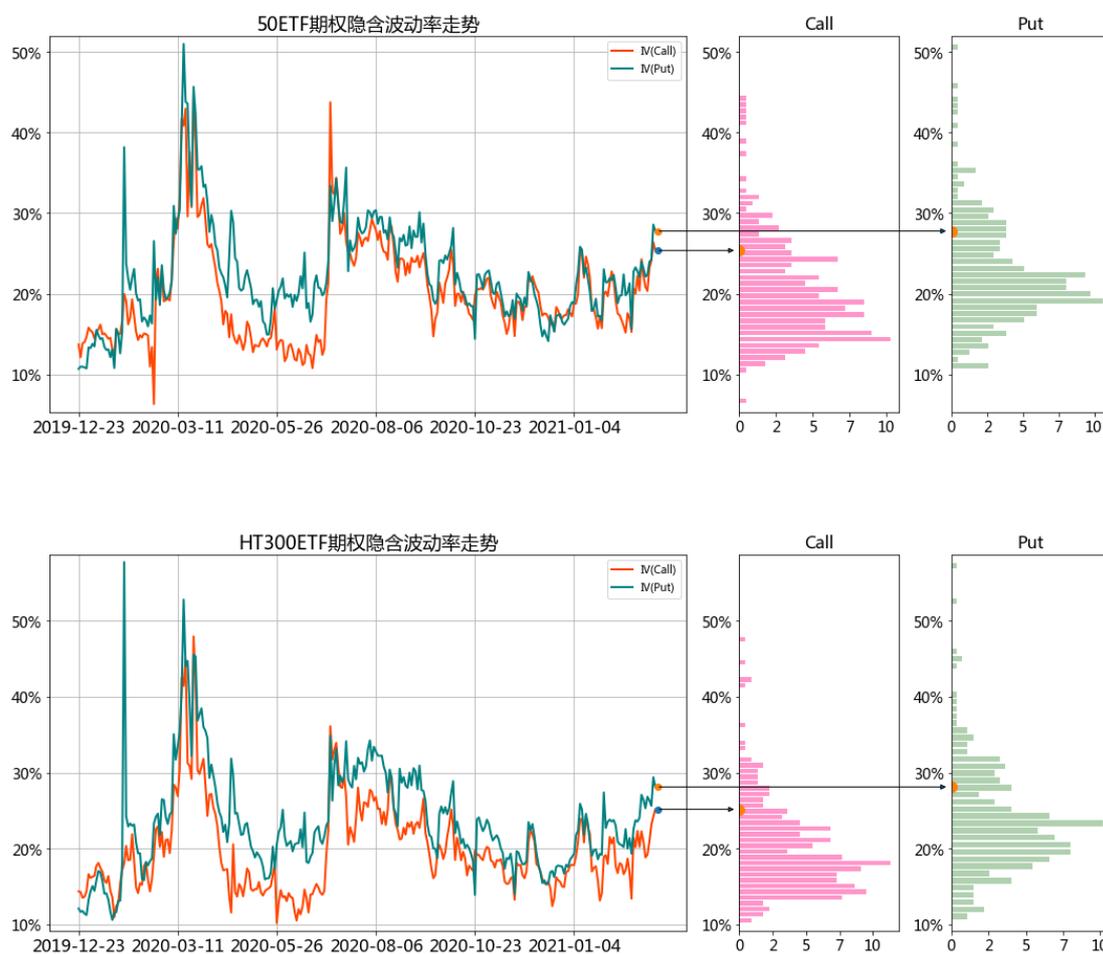
股指期货方面，建议投资者密切关注周三市场成交额是否收缩，如果成交额能够收缩且不再下跌，那么周二低点基本可以确认（类似 2018 年 2 月 12 日），激进者可左侧抄底，但需控制好多单的仓位，因为市场短期可能依然有反复。如果周三成交额继续维持在高位，则单边层面继续空仓。跨品种方面，一旦反弹开启，那么前期跌幅较大的上证 50 和沪深 300 可能反弹力度会更大，因此跨品种方面建议节后以来布局的多 IC 空 IH 套利先行止盈离场，观察市场风格演变。

金融期权方面，在近期 A 股市场的剧烈波动下，市场恐慌情绪显著升温，金融期权各品种波动率指数连续数个交易日处于 25+，为金融期权市场近半年来高位。



	vix_50	vix_ht300	vix_js300	vix_io300
<b>2021-03-03</b>	23.15	24.59	24.95	24.80
<b>2021-03-04</b>	24.96	25.89	25.63	25.97
<b>2021-03-05</b>	25.66	25.87	24.97	26.84
<b>2021-03-08</b>	27.04	26.83	27.35	27.74
<b>2021-03-09</b>	26.67	26.40	26.76	27.63

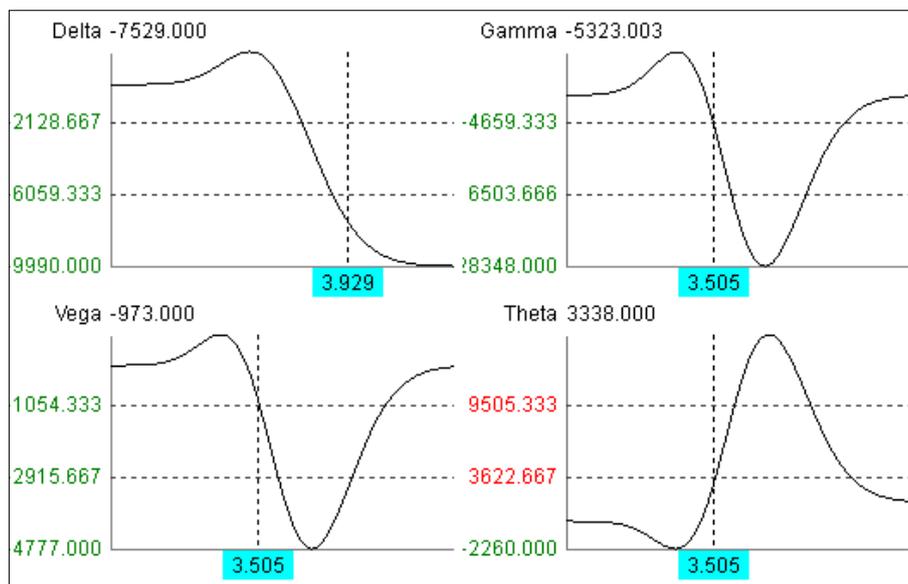
而金融期权各品种隐含波动率亦处于近半年来高位，近日来 25%+ 的隐含波动率水平也为了波动率卖方提供了很强的吸引力，以 50ETF 期权为例，今日收盘 3 月平值看涨期权隐含波动率收于 25.38%，3 月平值看跌期权隐含波动率收于 27.79%。



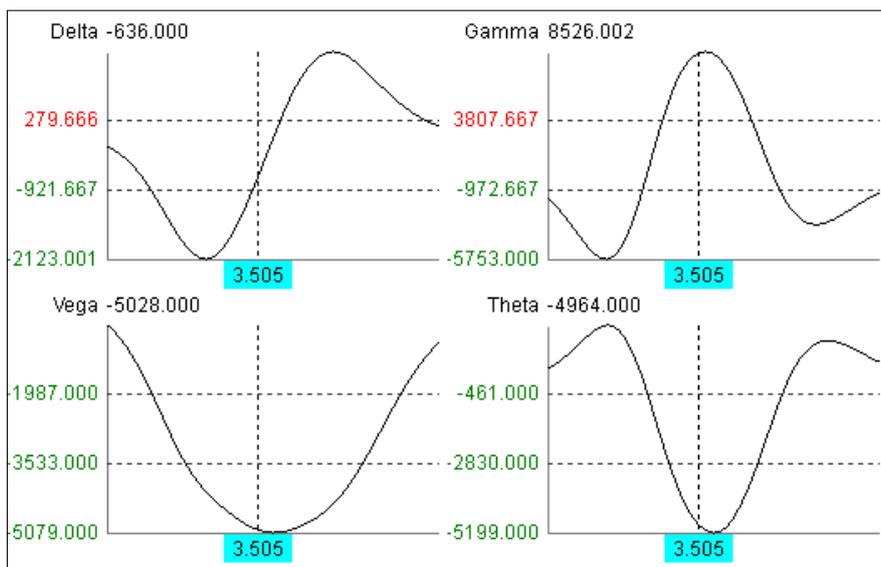
在近期各标的指数日内波动幅度较大的背景下，金融期权日内波动率亦出现较为明显的波动，今日 50ETF 期权波动率指数最高升至 31.08，日内最低为 26.60。而从近日的市场情绪来看，市场下跌显著推升隐含波动率走高，市场上涨则一定程度稳定市场情绪。



期权策略方面，结合上文对近期行情的总结与展望，并结合当前期权的波动率水平，方向上可考虑比例看涨期权组合，如买入一张 3 月 50ETFCall@3500 并卖出两张 3 月 50ETFCall@3700，保留 Vega 的负敞口并保留 Delta 的正敞口。



而从波动率策略来看，目前各品种期权波动率处于相对高位，但若市场恐慌情绪进一步加剧，隐含波动率仍具有较大上涨空间，以 2020 年 3 月中下旬及 2020 年 7 月初市场为例，彼时隐含波动率可升至 50%+。因此，以目前波动率水平而言，波动率卖方应控制好仓位，做好波动率进一步上升而应对的子弹。此外，若波动率进一步回落至 25% 以下，在期权临近到期前可考虑小仓位布局看多波动率组合。就目前而言，随着 3 月期权合约到期日逐日近邻，做空波动率策略往往面临 Gamma 值逐渐增大的问题，在标的日内波动较大的情况下对冲成本较大。因此，可考虑买入 3 月宽跨式组合，并卖出 4 月同行权价的宽跨式组合，在保持负 Vega 的敞口下，尽可能对冲 Gamma 风险。以 50ETF 期权为例，可考虑买入 3 月 Call@3700 及 Put@3400，并卖出 4 月 Call@3700 及 Put@3400，其风险值如下：



但值得注意的是，波动率卖方需做好仓位管理及压力测试，防范波动率进一步走高风险。

提示：若报告发出后海外市场 and 消息面出现不确定性，具体策略可能会发生改变，请投资者及时关注“一德早知道”。

## 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。

一德期货天津分公司 (Tel: 022-2331 4816)

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层 (802-804)

北京北三环东路营业部 (Tel: 010-8831 2088/8831 2150)

北京市东城区北三环东路36号E栋7层02/03房间

上海营业部 (Tel: 021-6257 3180/6257 4270)

上海市中山北路2550号物资中心大厦1604-1608室

天津营业部 (Tel: 022-2813 9206)

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)

天津津滨大道营业部 (Tel: 022-5822 0902)

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301

大连营业部 (Tel: 0411-8480 6701)

辽宁省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2702号房间

郑州营业部 (Tel: 0371-65612019/65612079)

郑州市未来大道未来大厦803、804、805室

天津滨海新区营业部 (Tel: 022-6622 5869/5982 0931)

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元

宁波营业部 (Tel: 0574-8795 1915/8795 1925)

浙江省宁波市鄞州区彩虹南路11号嘉汇国贸大厦A座2006室

唐山营业部 (Tel: 0315-5785 511)

河北省唐山市翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼9层905号

烟台营业部 (Tel: 0535-2163 353/2169 678)

山东省烟台市经济技术开发区长江路77号3303-3304室

日照营业部 (Tel: 0633-2180 399)

山东省日照市东港区石臼街道海曲东路386号天德海景城A栋5701、5702室

杭州营业部 (Tel: 0571-8799 6673)

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室

### 一德期货营业网点

 联系方式 4007-008-365 |  公司官网 www.ydqh.com.cn |  总部地址 天津市和平区解放北路188号信达广场16层