

兴证期货.研发产品系列

兴证期货.研发中心

空头盛极而衰，降波反弹开启

2022年02月08日 星期二

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

周立朝

从业资格编号：F03088989

联系人：周立朝

电话：0591-38117689

邮箱：zhoulc@xzfutures.com

● 内容摘要

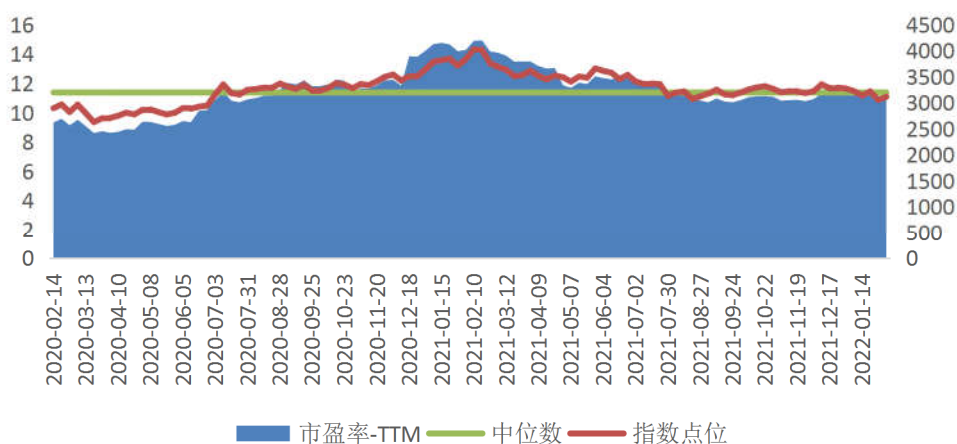
上证50ETF、沪市300ETF、深市300ETF、沪深300股指在2022年1月份月度大跌，隐含波动率与PCR值加速上涨，空头情绪极度旺盛。随着长假期间欧美市场反弹走好，期权标的超跌反弹需求强烈，PCR值与隐波差回落，空头盛极而衰，日线级别隐含波动率拐点出现，期权标的指数有望开启反弹降波模式。策略方面，可以关注做空波动率策略与择时入场牛市价差策略。

风险因子：经济数据表现不佳、流动性拐点、美联储超预期收紧信号

一、指数行情回顾

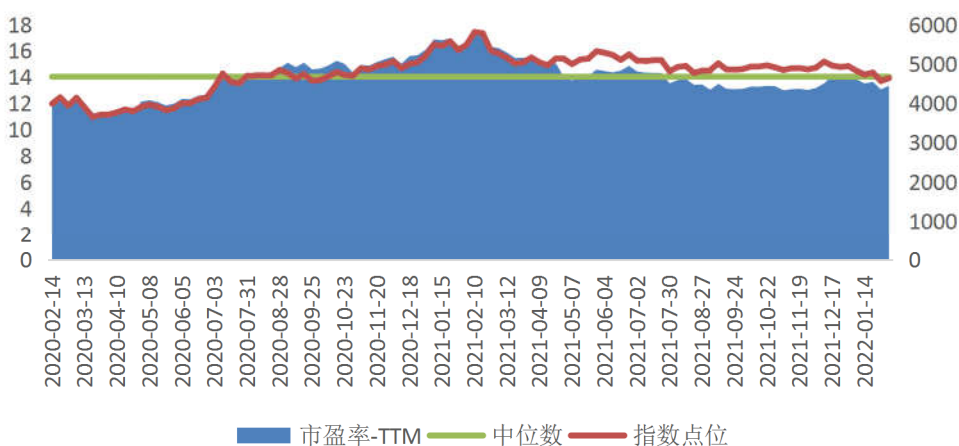
上证 50ETF、沪市 300ETF、深市 300ETF 与沪深 300 指数在 12 月份的月度变化幅度分别为-6.76%、-7.68%、-7.62%、-7.62%。上证 50 指数与沪深 300 指数市盈率分别为 10.72、13.06，两年周期中对应的分位为 33.58%、31.65%。一月份期权标的大跌创下近一年多新低，指数市盈率下降，对应的分位数下跌，估值泡沫得到进一步消化，有望出现阶段估值底。

图 1：上证 50 指数估值（市盈率-TTM）



数据来源：wind，兴证期货研发中心

图 2：沪深 300 指数估值（市盈率-TTM）



数据来源：wind，兴证期货研发中心

二、技术形态分析

2022 年 1 月份上证 50ETF、沪市 300ETF、深市 300ETF、沪深 300 指数单

边下跌，月 K 线收长阴线，均创下 2021 年以来的新低，特别是春节前的几个交易日，受外盘大跌与长假避险情绪的驱动，标的指数加速下行，技术形态上超跌比较严重。长假期间欧美市场、港股市场反弹大涨，VIX 恐慌指数回落，A50 期指大涨，利好于节后指数。

图 3 : 50ETF



图 4 : 沪市 300ETF



数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 5 : 深市 300ETF



图 6 : 沪深 300 指数



数据来源: wind, 兴证期货研发中心

三、期权行情分析

12 月初出现了近一年的波动率最低值，随后开启了升波走势，12 月份波动率震荡上升，到了 2022 年 1 月份，波动率指数加速上升，截至到春节前最后一个交易日，波指接近一年周期内的最高值，1 月份平值附近期权涨跌幅度走阔。期权持仓量下降，期权市场观望情绪较浓厚。

图 7 : 50ETF 期权持仓量与波指

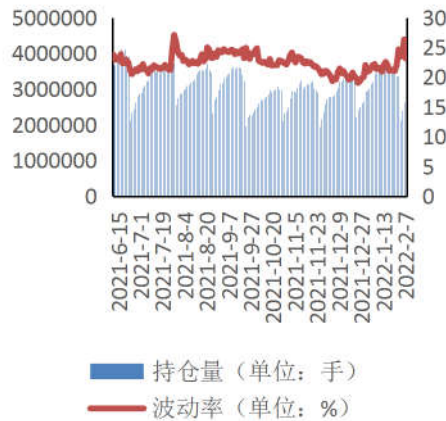
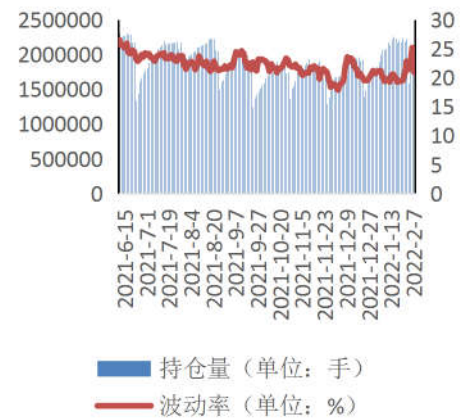
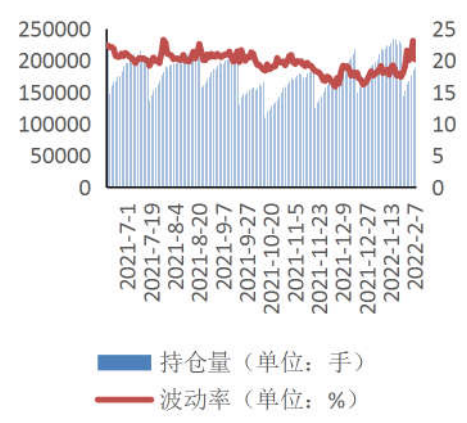
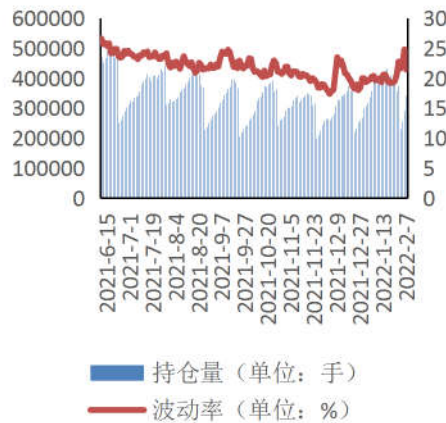


图 8 : 沪市 300ETF 期权持仓量与波指



数据来源：wind，兴证期货研发中心

图 9 : 深市 300ETF 期权持仓量与波指 图 10 : 沪深 300 股指期货期权持仓量与波指



数据来源：wind，兴证期货研发中心

图 11 : 50ETF 平值期权表现

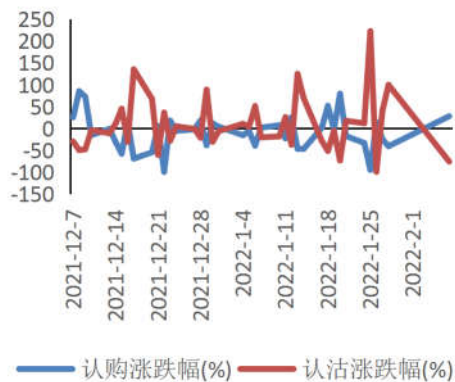
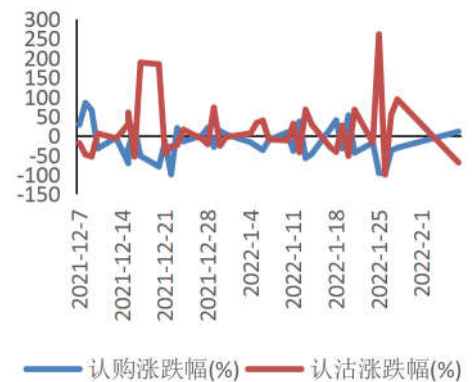


图 12 : 沪市 300ETF 平值期权表现



数据来源：wind，兴证期货研发中心

图 13：深市 300ETF 平值期权表现

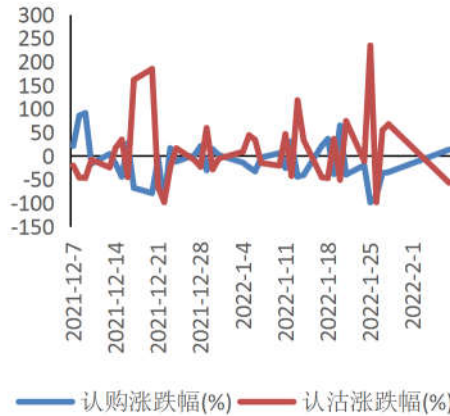
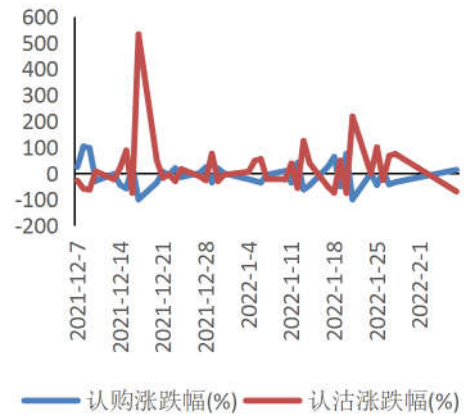


图 14：沪深 300 指数平值期权表现



数据来源：wind，兴证期货研发中心

四、期权 PCR 分析

12 月份持仓 PCR 回落至近半年低位数值（0.8 附近），通常 PCR 值达到一定低值或者高值时，容易发生均值回归现象，截止 12 月底，期权 PCR 值达到阶段低位，若发生均值回归，即 PCR 上升，后市避险情绪恐相应上升。

图 15：50ETF 期权 PCR (%)

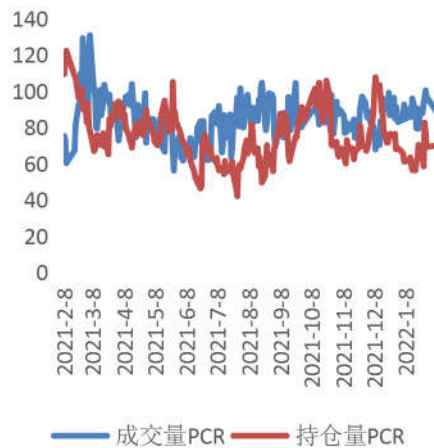
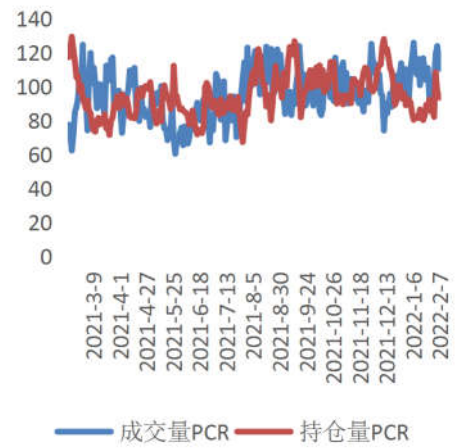


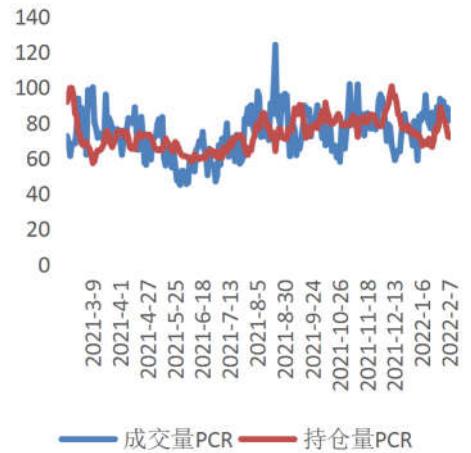
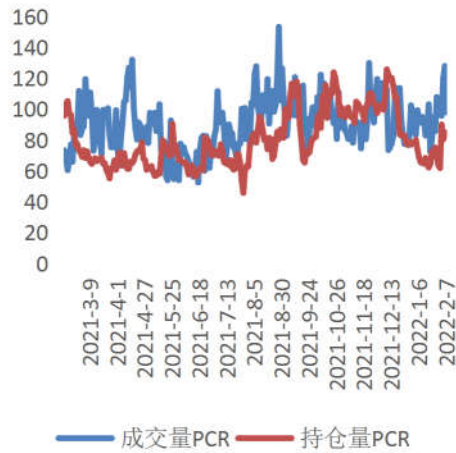
图 16：沪市 300ETF 期权 PCR (%)



数据来源：wind，兴证期货研发部

图 17：深市 300ETF 期权 PCR (%)

图 18：沪深 300 指数期权 PCR (%)

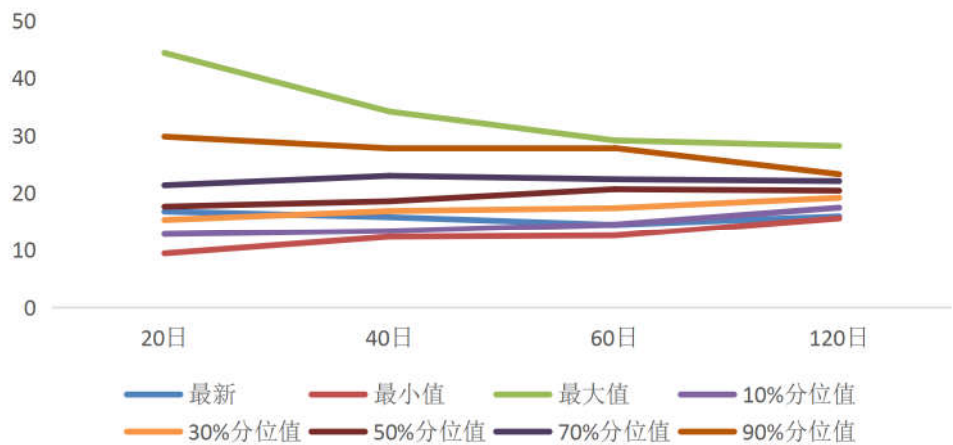


数据来源：wind，兴证期货研发部

五、期权波动率分析

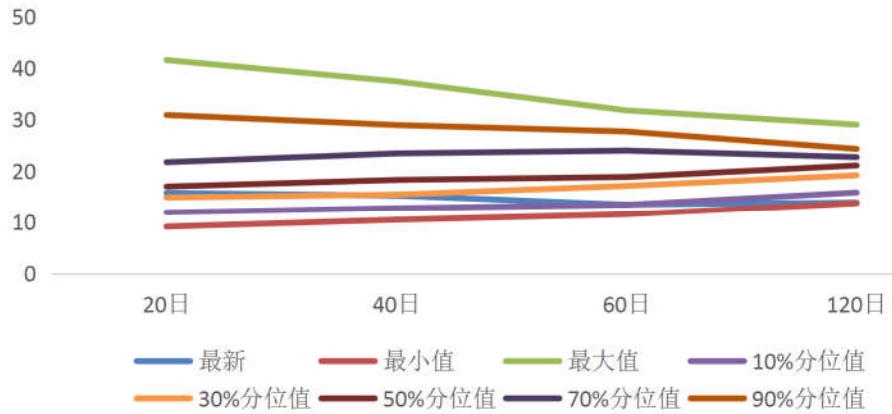
波动率结构方面，在历史波动率锥中，历史波动率数值接近近两年周期的中位数位置，处在近半年时间的最高数值，节前升波幅度较大。但隐含波动率与历史波动率的波差扩大到近一年的极大值水平，后市进一步升波空间有限，标的指数超跌迹象显著。且近期欧美市场反弹走好，外围 VIX 恐慌情绪回落，后市将迎来隐含波动率回落的行情。

图 19：上证 50ETF 历史波动率锥



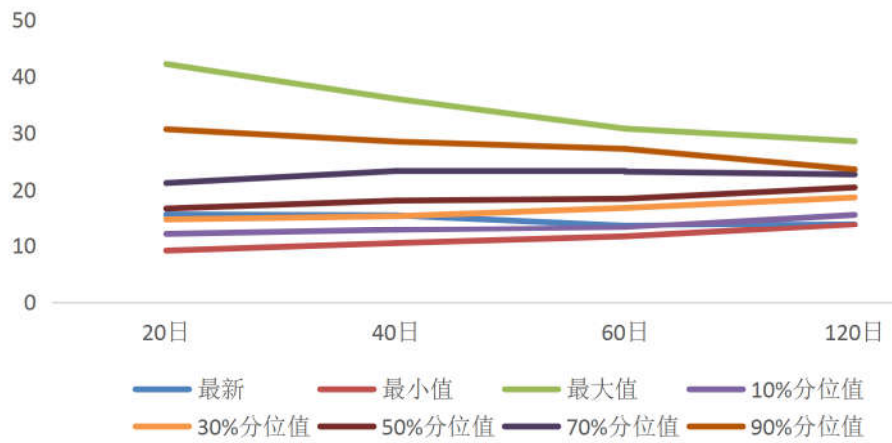
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 20 : 沪市 300ETF 历史波动率锥



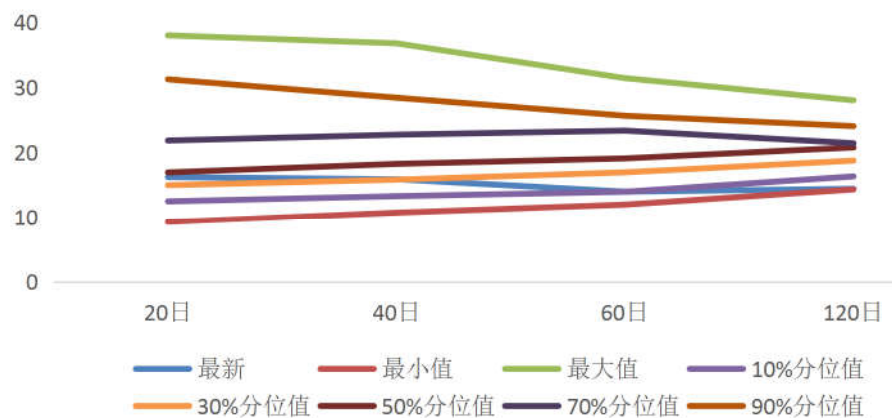
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 21 : 深市 300ETF 历史波动率锥



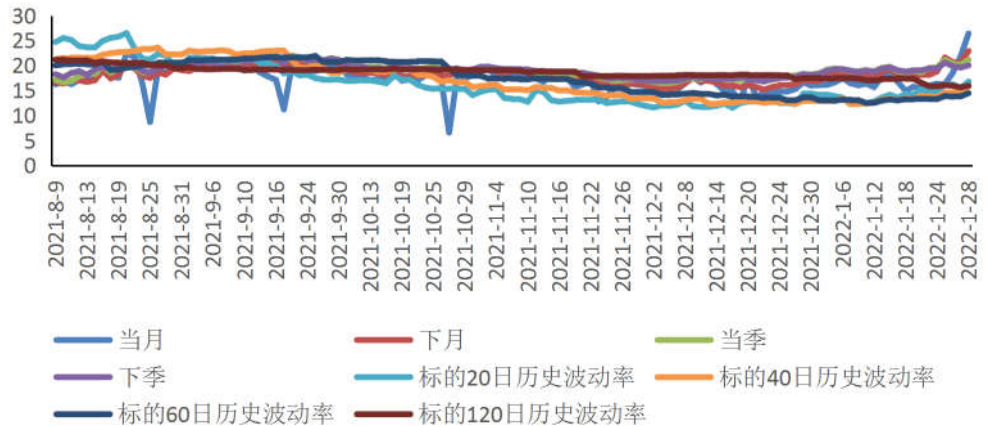
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 22 : 沪深 300 历史波动率锥



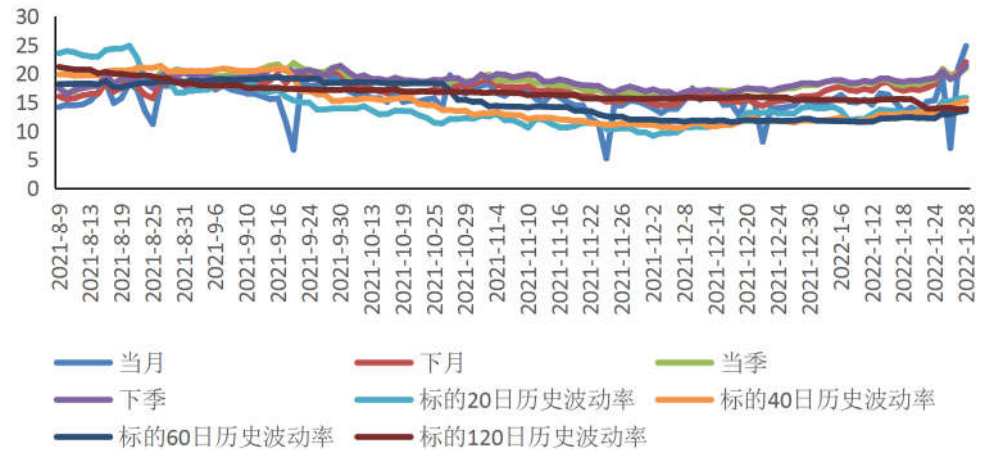
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 23 : 50ETF 期权隐含波动率期现结构



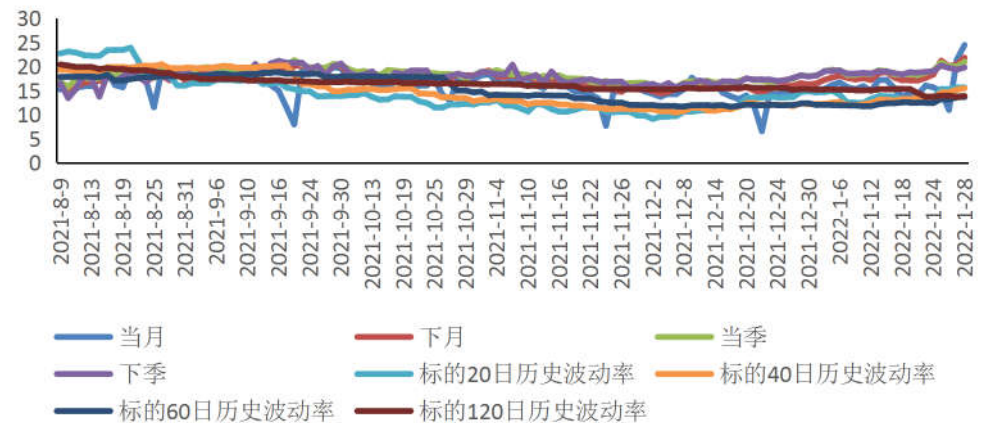
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 24 : 300ETF 期权 (沪) 隐含波动率期现结构



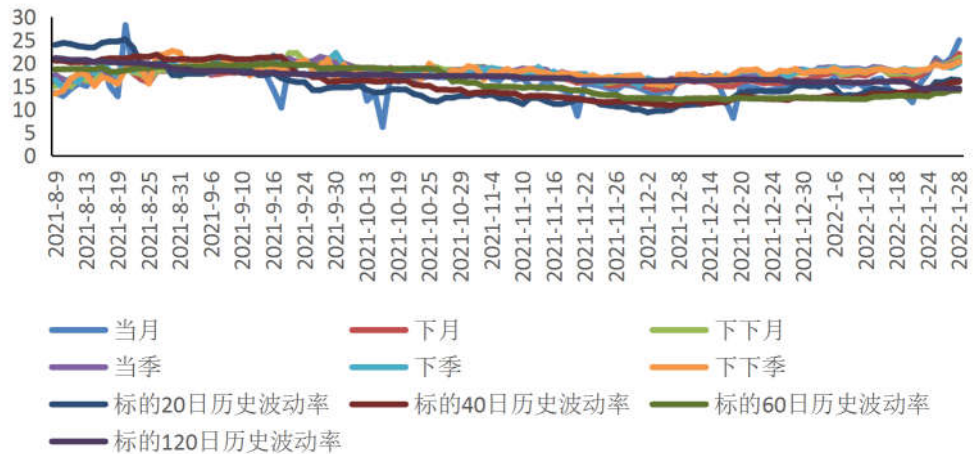
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 25 : 300ETF 期权 (深) 隐含波动率期现结构



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 26：沪深 300 股指期货期权隐含波动率期现结构



数据来源：wind，兴证期货研发部

六、总结与展望

上证 50ETF、沪市 300ETF、深市 300ETF 与沪深 300 指数在 12 月份冲高回落，在 1 月份迎来月度大跌行情，期权标的均创下一年多以来的新低，欧美市场大跌与美联储加息的强预期是外部诱因，对宏观经济基本面的担忧加速消费股、成长股的调整。连续大跌行情之后，技术面反弹需求强烈；欧美、港股市场反弹，外部风险缓解；隐含波动率与期权 PCR 值达到阶段极大值，均值回归需求强烈。

我们对后市的展望与策略为：春季升波周期大概率结束，即将迎来反弹降波式行情，策略方面可以关注做空波动率策略，或者择时入场牛市价差策略。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。