

临近长假窗口，缩量低波成常态

兴证期货.研发中心

2023年1月4日 星期三

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

杨娜

从业资格编号：F03091213

投资咨询编号：Z0016895

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

宏观方面，经济景气度偏弱，弱现实状况。2023年1月份正值春节长假窗口，预期各项经济数据降速有望趋缓，但反转难度大，上证50指数与沪深300指数为主的蓝筹指数震荡预期更强烈。国外方面，美联储12月议息会议结果落地，2024年前不考虑货币政策回拨。欧美市场长时间高息政策对资本市场的制约力度大，强美元基调不变，高通胀常态化迫使欧美在紧缩货币政策上的态度较为坚决。

综合内外因素来看，国内市场期权标的指数下方有估值支撑，上有弱基本面负面因素的压制，临近春节长假时间窗口，市场交易意愿减弱，低波震荡或将成为1月份主打行情。

金融期权方面，1月份临近春节长假，震荡情绪强化，指数成交与PCR值大概率维持低位数值运行。金融期权标的指数历史波动率走低，隐波延续降波趋势，市场呈现强降波预期，隐波与历史波动率共振走低。品种间的波差方面，代表蓝筹权重股的上证50指数与代表中小盘股的中证1000指数之间的波差收窄，基于几个期权标的指数基本面与时间窗口来看，品种之间的低波共振将成为常态。

商品期权方面，从大宗商品上有阻力下有经济复苏预期支撑的角度来看，当前延续箱体震荡走势，商品类期权成交释放空间有限。中长线震荡预期不变。短期有色品种隐含波动率缓降，能化期权品种隐波短线上升后重回降波趋势，当前金融期权与商品期权主要品种普遍呈现低波震荡局面，波动率维持在偏低区间。国内外事件驱动对商品期权隐波的刺激效果弱化，隐波增幅有限。标的指数保持低波强震荡预期。

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、期权标的指数分析

1.金融期权

上个月金融期权标的的变化幅度分别为：上证 50ETF 变化 1.57%，沪市 300ETF 变化 0.69%，沪市 500ETF 变化-4.39%，深市 300ETF 变化 1.07%、深市 500ETF 变化-4.34%，创业板 ETF 变化 0.62%，深证 100ETF 变化 1.96%，上证 50 指数变化 1.10%、沪深 300 变化 0.48%、中证 1000 指数变化-4.68%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 9.31、11.32、22.62、27.97、38.91，五年周期中对应的分位为 12.94%、14.51%、41.18%、15.69%、14.51%。

12 月份中国制造业 PMI 为 47，非制造业 PMI 为 39.4，制造业 PMI、非制造业 PMI 数值环比延续下降趋势，总体来看，经济景气度偏弱，弱现实状况。疫情管控放开后，市场对于复苏预期落地，第一波感染峰值来袭致使经济数据实际表现弱于预期，社会消费水平受压制效应强烈，固定资产投资、房地产开发数据延续跌势，弱于往年同期，商品房销售弱势，房价阴跌趋势持续，此前出台的房地产宽松政策对于房地产市场的提振效果有限。2023 年 1 月份正值春节长假窗口，市场对后市两会窗口预期加持，预期各项经济数据降速有望趋缓，但反转难度大。受此影响，股市成交量萎缩，维持低波震荡局面，上证 50 指数与沪深 300 指数为主的蓝筹指数震荡预期更强烈。

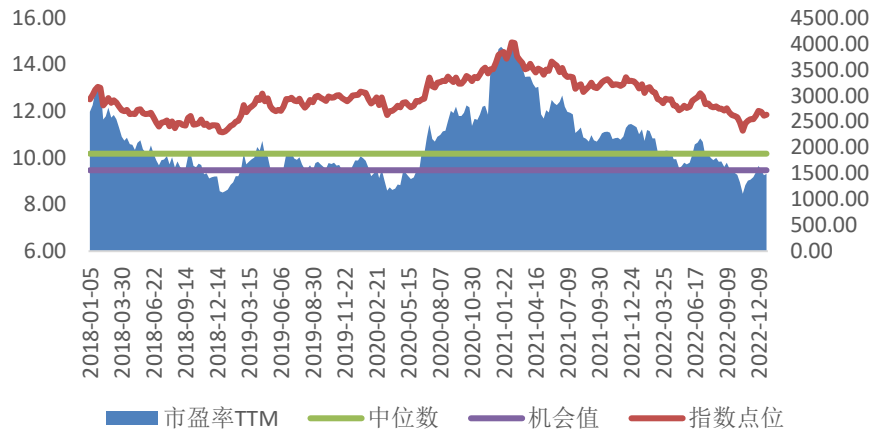
国外方面，美联储 12 月议息会议结果落地，美联储整体上保持高息的预期不变，2024 年前不考虑货币政策回拨。欧美市场长时间高息政策，对资本市场的制约力度大，上个月美元指数短线回落，但强美元基调不变，高通胀常态化迫使欧美在紧缩货币政策上的态度较为坚决。

综合内外因素来看，国内市场期权标的指数下方有估值支撑，上有弱基本面负面因素的压制，临近春节长假时间窗口，市场交易意愿减弱，低波震荡或将成为 1 月份主打行情。

2.商品期权

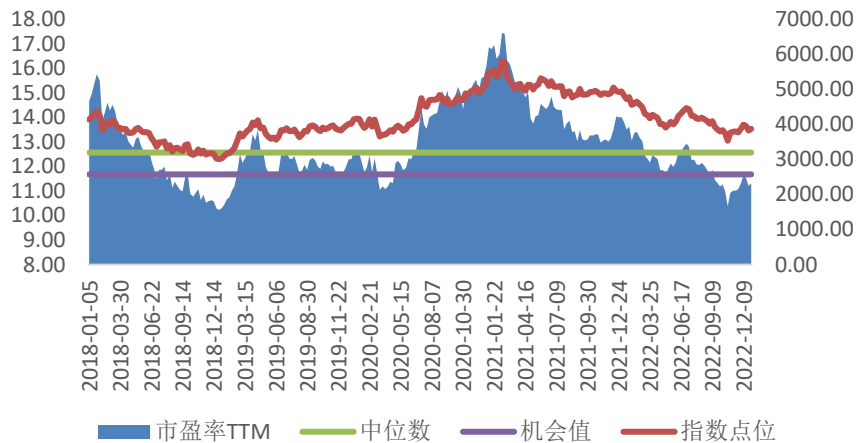
12 月份大宗商品总体偏弱，铜、铝、甲醇、聚丙烯、PTA、豆粕期货活跃合约月度涨跌幅分别为 2.44%、-0.51%、2.31%、0.92%、6.91%、-8.42%。国内第一波感染高峰来临，短期压制供需，后市随着感染人数边际趋缓，需求端预期改善。当前受弱基本面现状压制，能化、有色板块的上方阻力较大。黑色板块受近期强政策预期支撑整体维持箱体震荡。

图 1: 上证 50 指数估值 (市盈率-TTM)



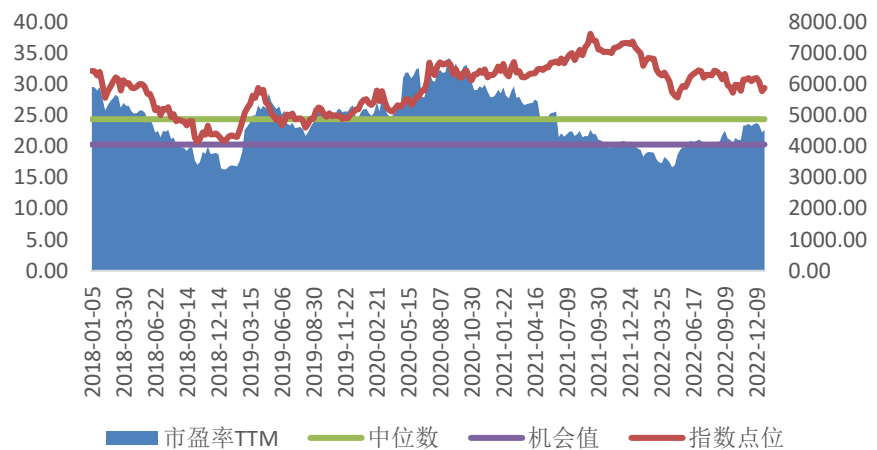
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 2: 沪深 300 指数估值 (市盈率-TTM)



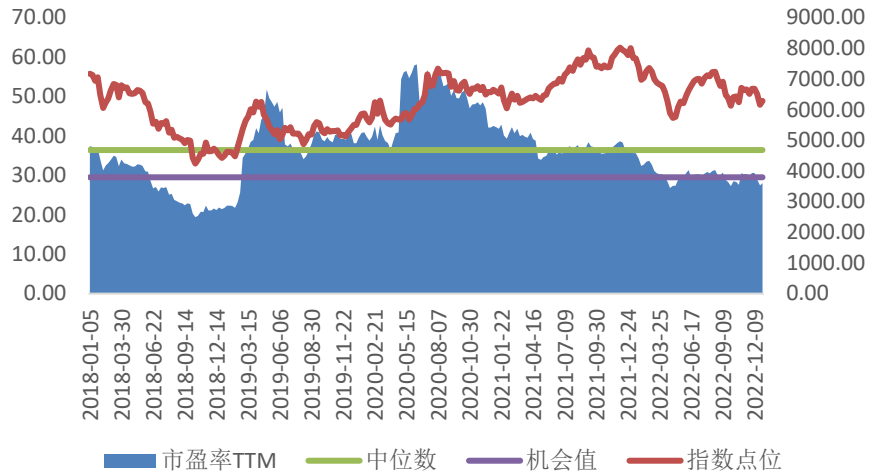
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 3: 中证 500 指数估值 (市盈率-TTM)



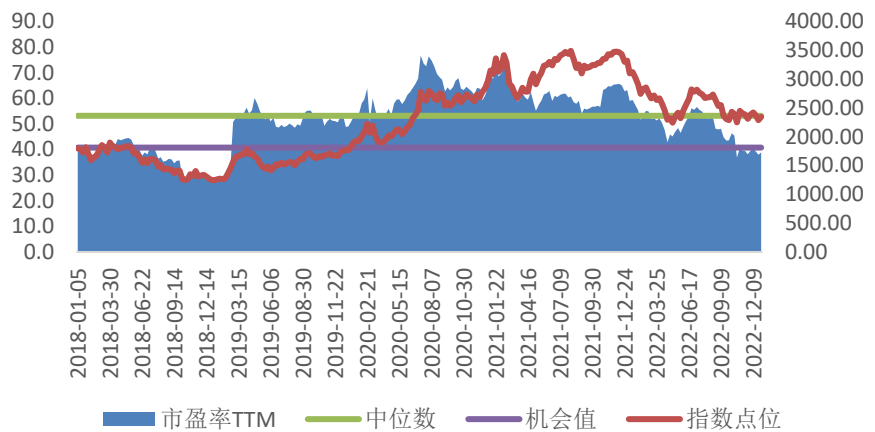
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率-TTM)



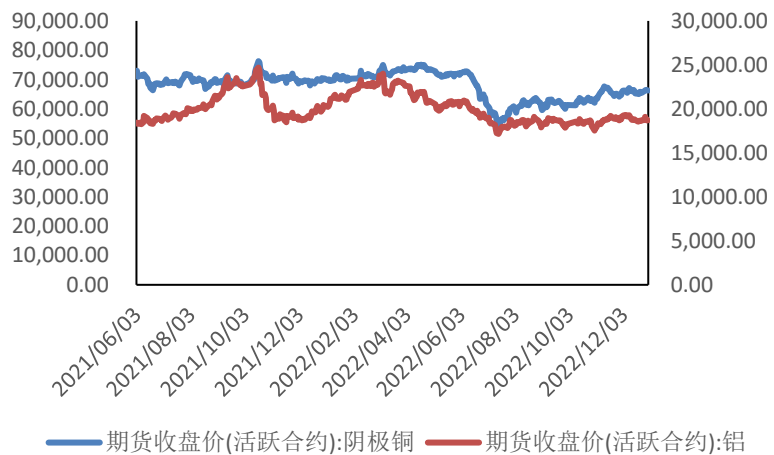
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 5: 创业板指数估值 (市盈率-TTM)



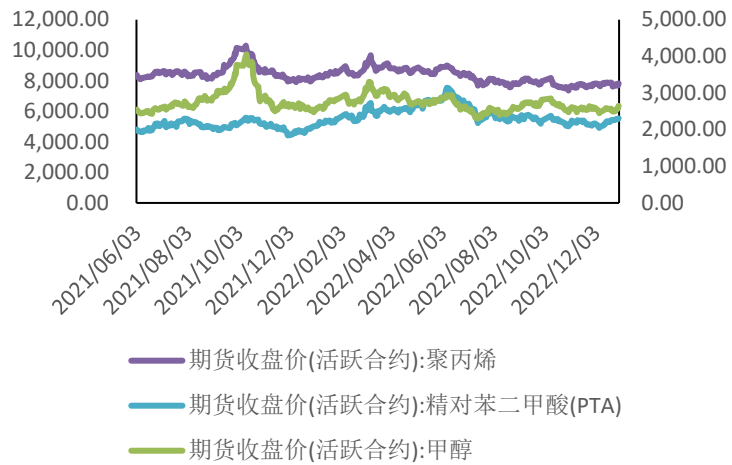
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 6: 沪铜、沪铝期货价格走势



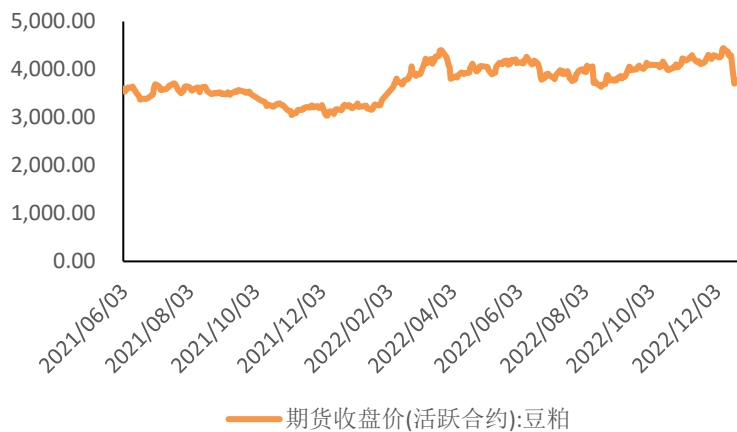
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 7: 聚丙烯、PTA、甲醇期货价格走势



数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 8: 豆粕期货价格走势



数据来源: wind, 兴证期货研发中心

二、期权 PCR (认沽/认购) 分析

1. 金融期权

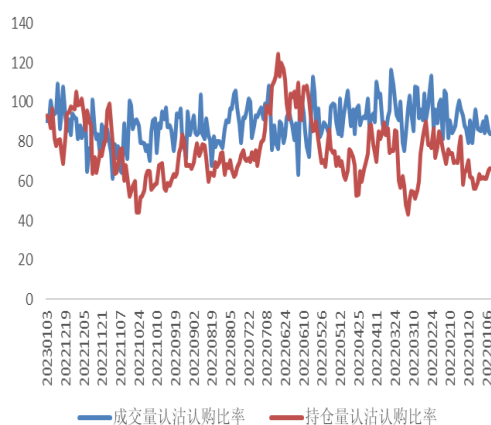
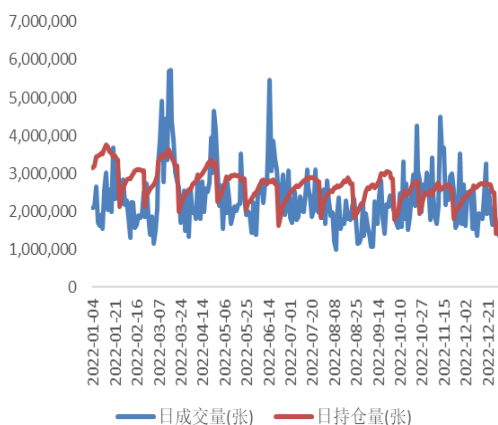
12 月份金融期权成交量环比上个月下降, 延续近几个月的成交下降趋势, 月持仓总量也环比下降。12 月份以蓝筹股为主的上证 50 与沪深 300 指数缩量震荡, 中小板系列指数弱势回调, 两市交易情绪低迷, 指数换手率低, 联动期权市场低成交。成交 PCR 值总体维持在偏低数值, 即使面临缩量缺热点的行情背景, 指数空头情绪并未有效上升, 指数震荡情绪浓厚, 1 月份临近春节长假, 震荡情绪强化, 指数成交与 PCR 值大概率维持低位数值运行。

2.商品期权

商品期权方面，12月份有色板块期权成交下降，能化板块期权成交环比上个月上升，上个月原油波动幅度明显增大，联动能化类品种波动加大，能化期权市场交易活跃度上升。从大宗商品上有阻力下有经济复苏预期支撑的基本面来看，当前延续箱体震荡走势，商品类期权成交释放空间有限。中长线震荡预期不变，在情绪的短线宣泄之后，有望走出从活跃下降到平缓的脉冲式走势。

图 9: 50ETF 期权成交量与持仓量

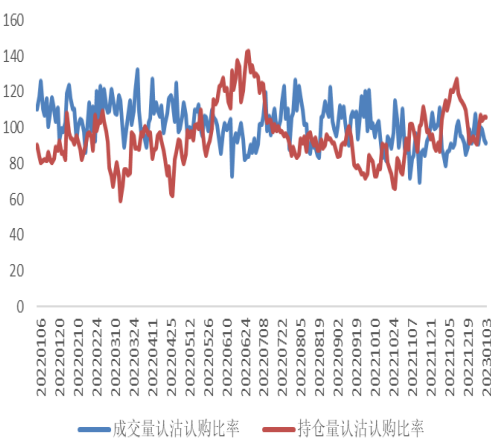
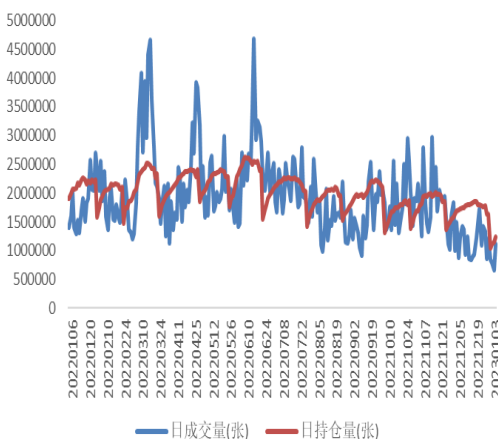
图 10: 50ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 11: 沪市 300ETF 期权成交与持仓

图 12: 沪市 300ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 13: 沪市 500ETF 期权成交与持仓

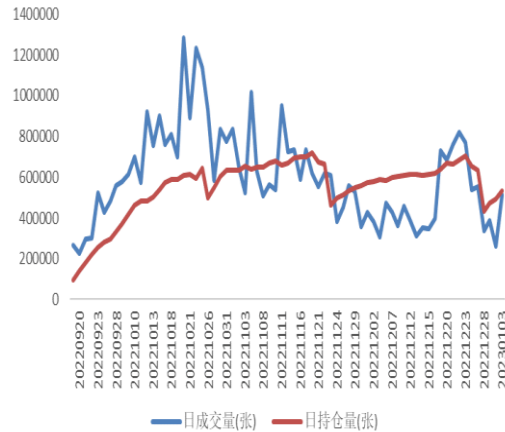
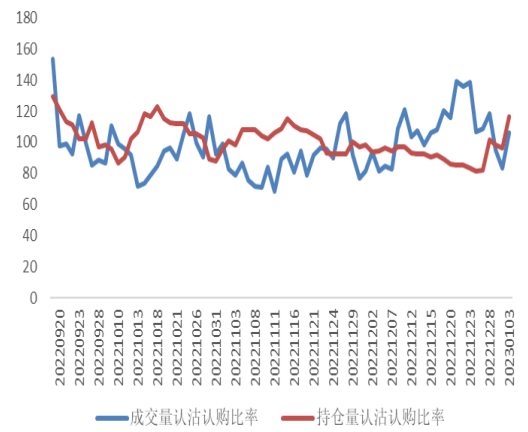


图 14: 沪市 500ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 15: 深市 300ETF 期权成交与持仓

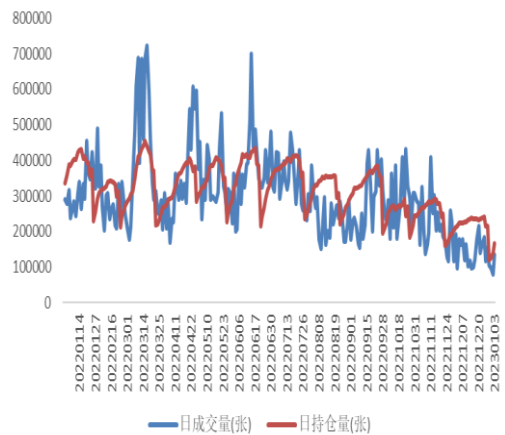
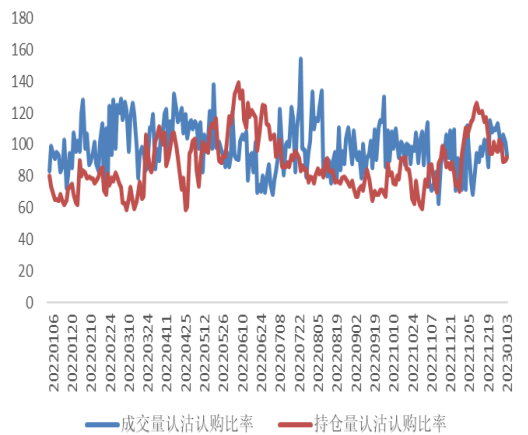


图 16: 深市 300ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 17: 深市 500ETF 期权成交与持仓

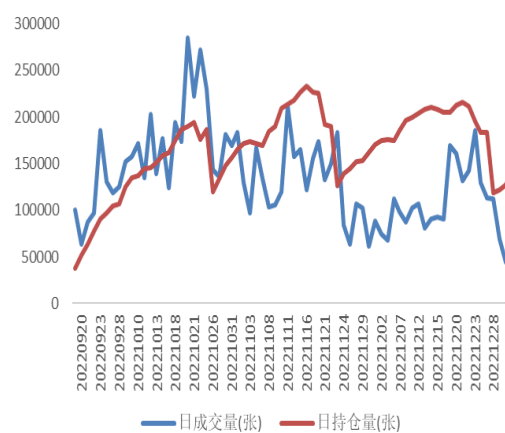
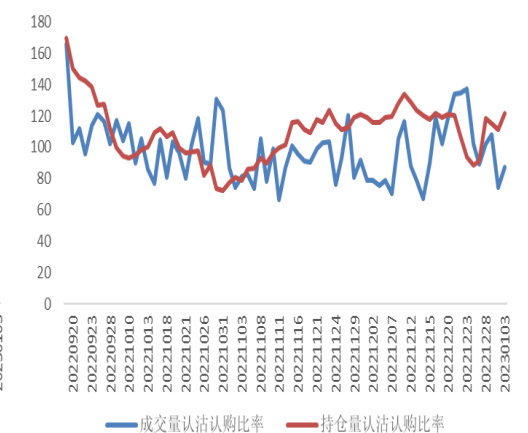


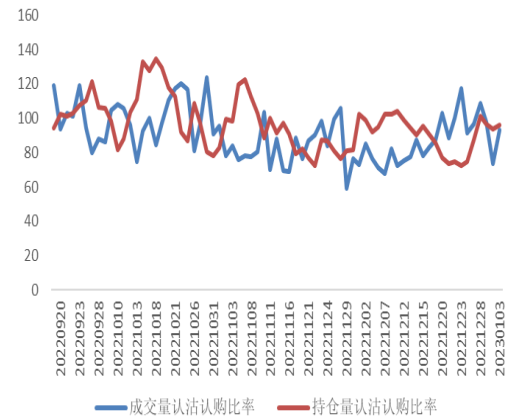
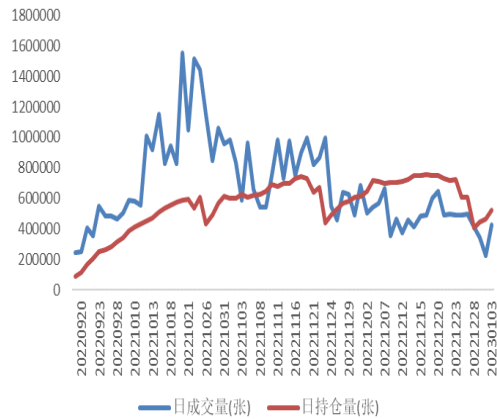
图 18: 深市 500ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 19: 创业板 ETF 期权成交与持仓

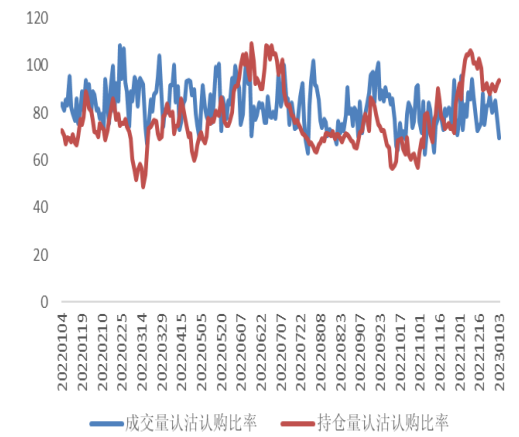
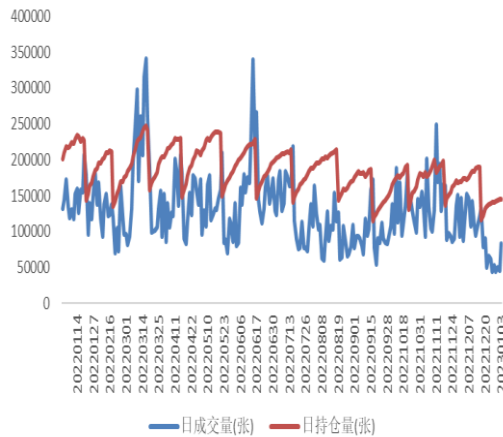
图 20: 创业板 ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 21: 沪市 300 指数期权成交与持仓

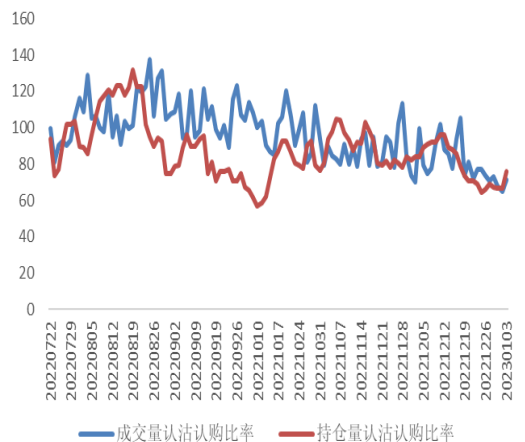
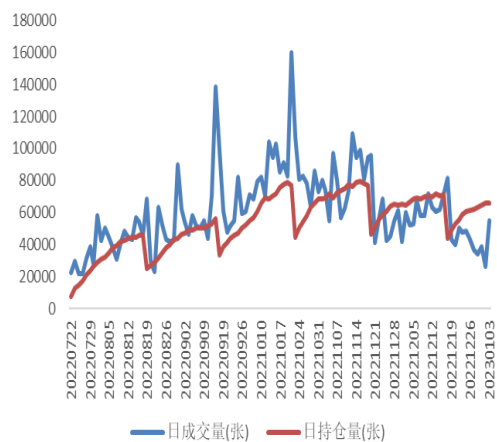
图 22: 沪市 300 指数期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 23: 中证 1000 指数期权成交与持仓

图 24: 中证 1000 指数期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 25: 沪铜期权成交与持仓

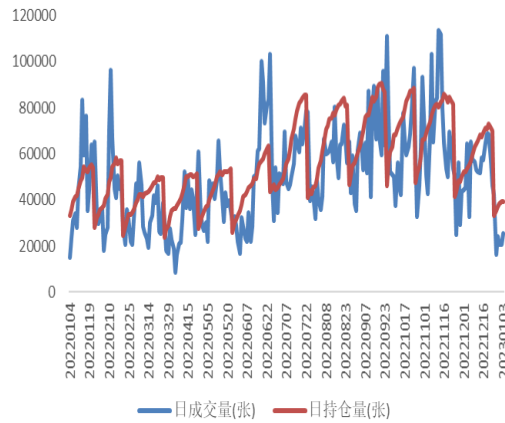
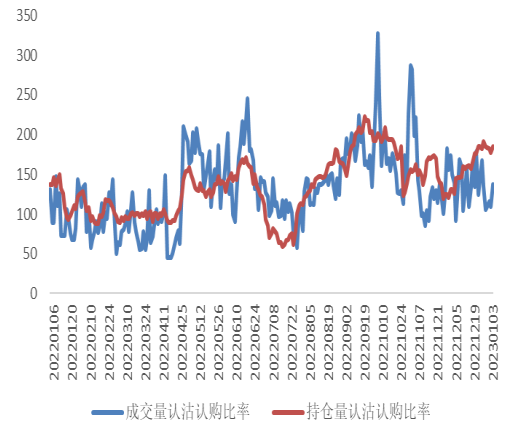


图 26: 沪铜期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 27: 沪铝期权成交与持仓

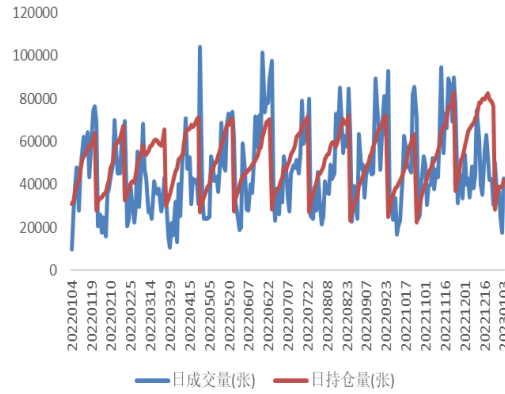
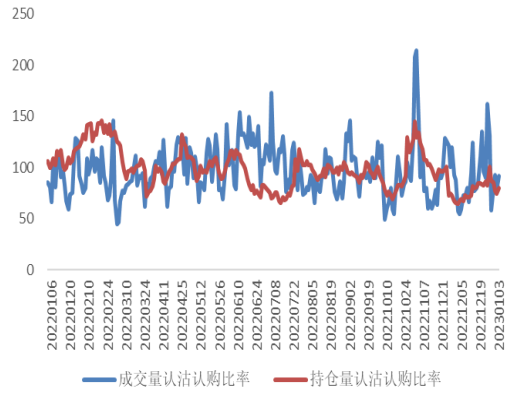


图 28: 沪铝期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 29: 甲醇期权成交与持仓

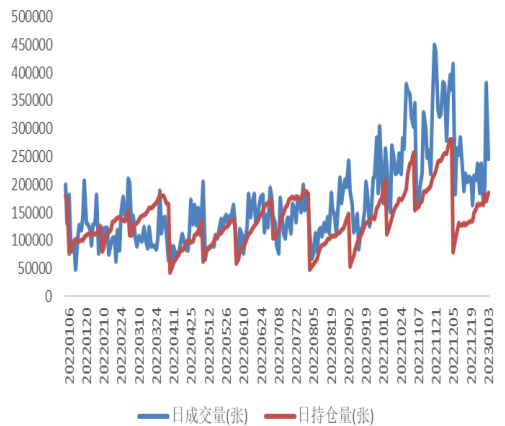
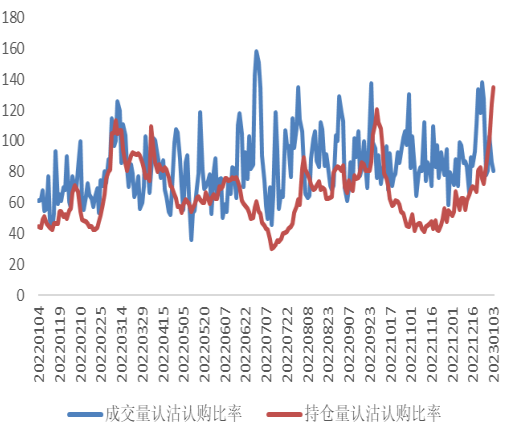


图 30: 甲醇期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 31: PTA 期权成交与持仓

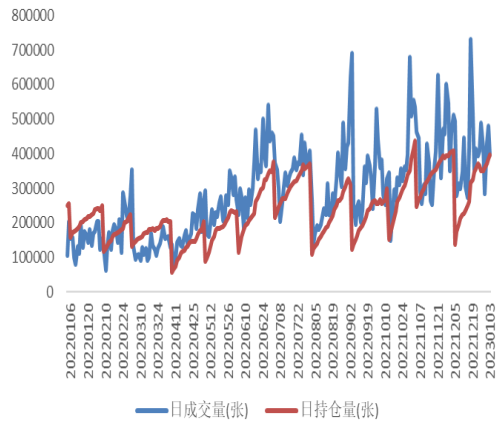
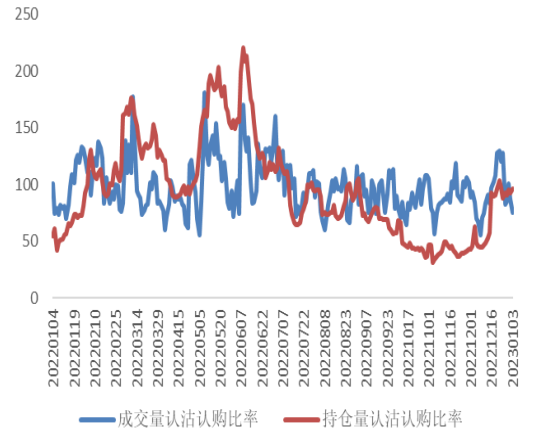


图 32: PTA 期权 PCR (%)

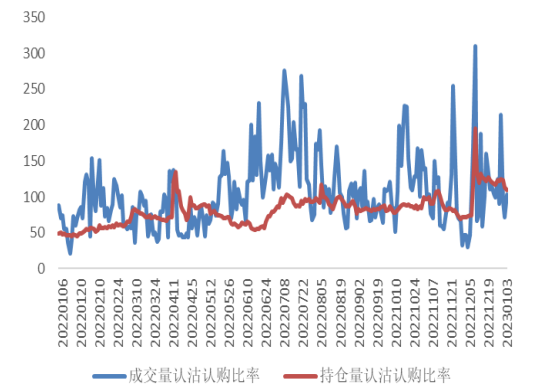


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 33: 聚丙烯期权成交与持仓



图 34: 聚丙烯期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 35: 豆粕期权成交与持仓

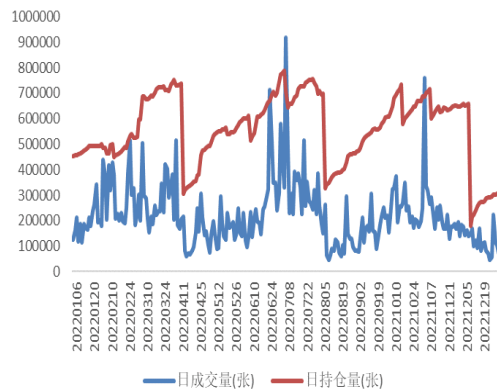
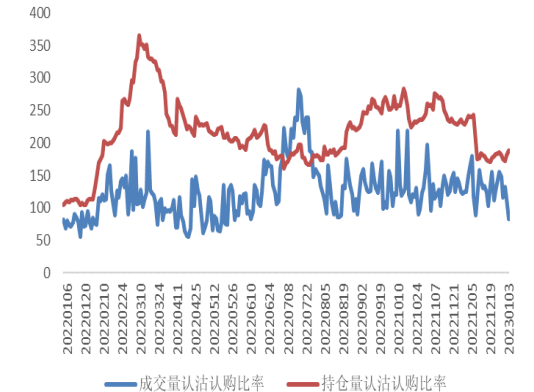


图 36: 豆粕期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

三、期权波动率分析

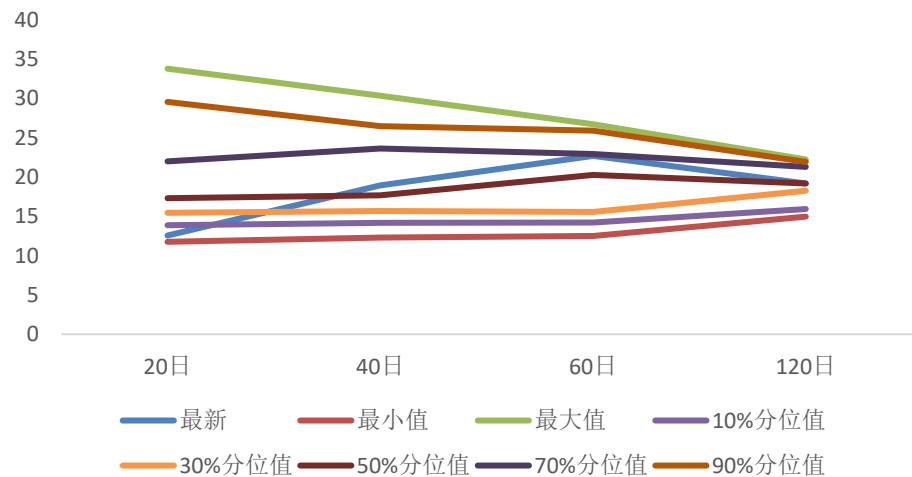
1.金融期权

历史波动率方面，金融期权标的指数历史波动率走低，上证 50 与沪深 300 指数系列的 20 日周期历史波动率下降至近一年 10%分位以下，短周期历史波动率开始联动中长周期历史波动率数值走低。隐含波动率方面，隐波延续降波趋势，期间隐波反弹力度小，市场呈现强降波预期，隐波与历史波动率共振走低，考虑到春节长假效应，1 月份大概率延续低波强震荡预期。品种间的波差方面，代表蓝筹权重股的上证 50 指数与代表中小盘股的中证 1000 指数之间的波差收窄，摆脱了前期上证 50 指数高历史波动率的波差倒挂现象，市场通过上证 50 波动率大幅走低与中证 1000 指数波动率反弹的方式来实现波差回归，基于几个期权标的指数基本面与时间窗口来看，品种之间的低波共振将成为常态。

2 商品期权

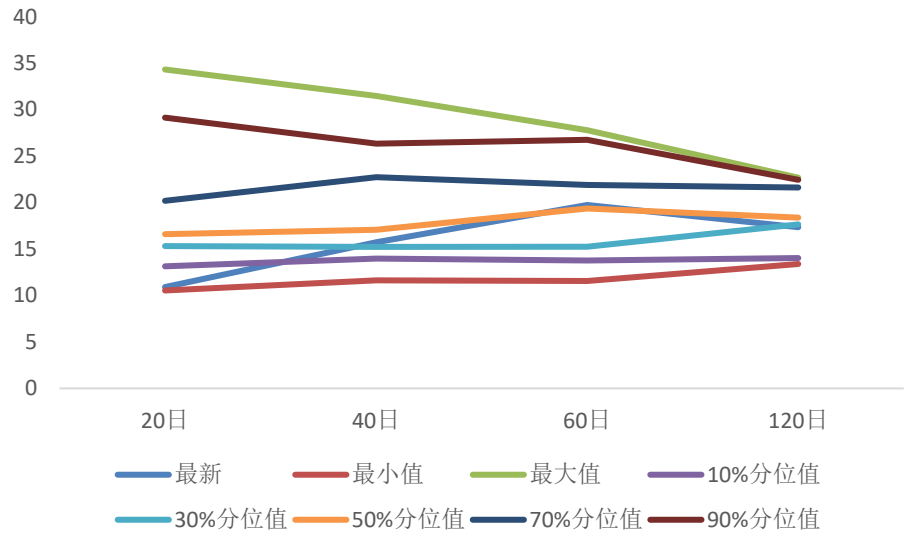
商品期权方面，短期有色品种隐含波动率缓降，能化期权品种隐波短线上升后重回降波趋势，当前金融期权与商品期权主要品种普遍呈现低波震荡局面，波动率维持在偏低区间。国内外事件驱动对商品期权隐波的刺激效果弱化，在强美元与弱经济预期下，隐波增幅有限。因此，标的指数保持低波强震荡预期。

图 37：上证 50ETF 历史波动率锥



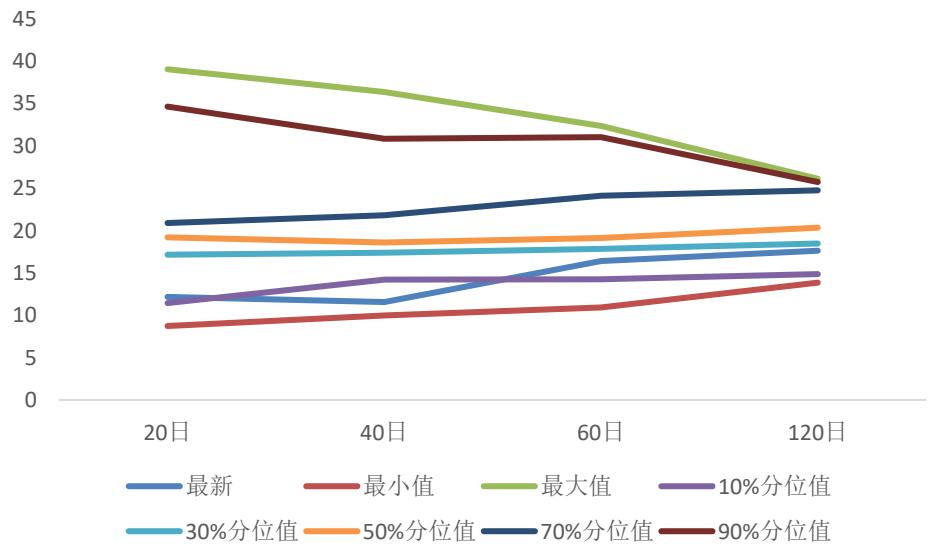
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 38: 沪市 300ETF 历史波动率锥



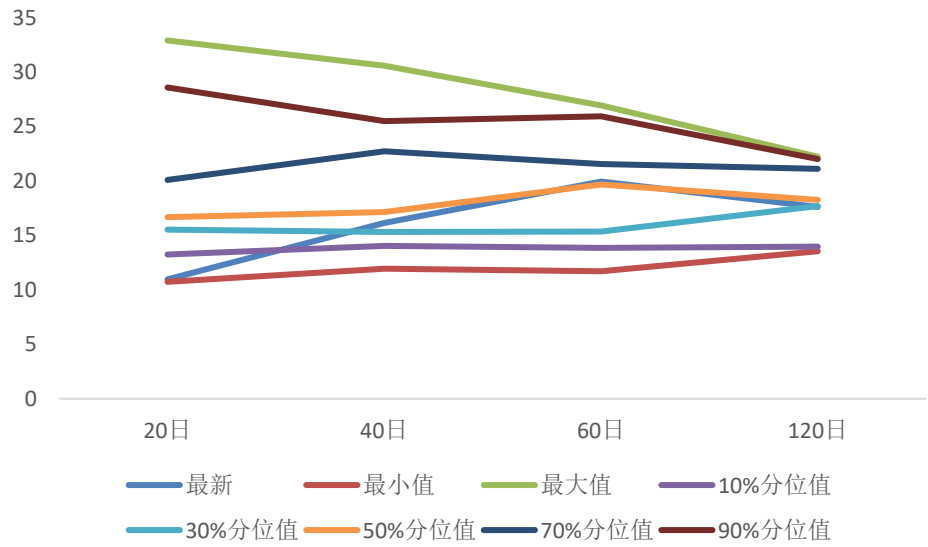
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 39: 沪市 500ETF 历史波动率锥



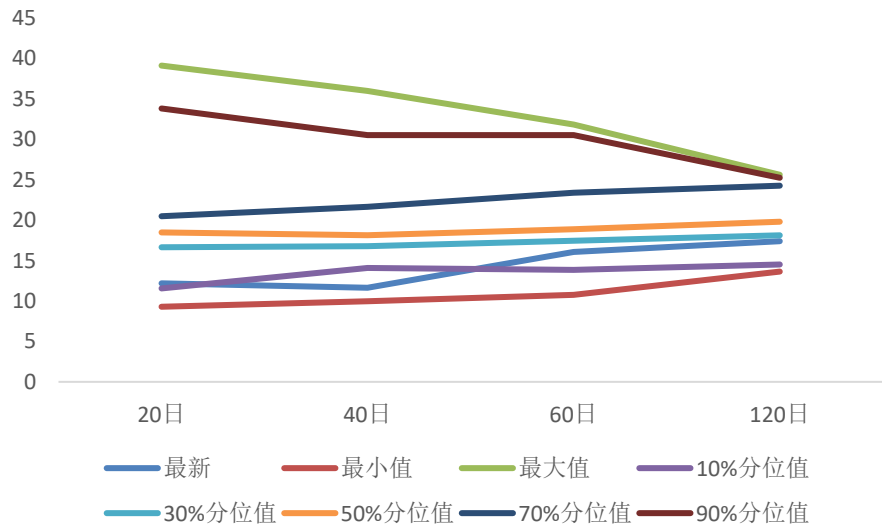
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 40: 深市 300ETF 历史波动率锥



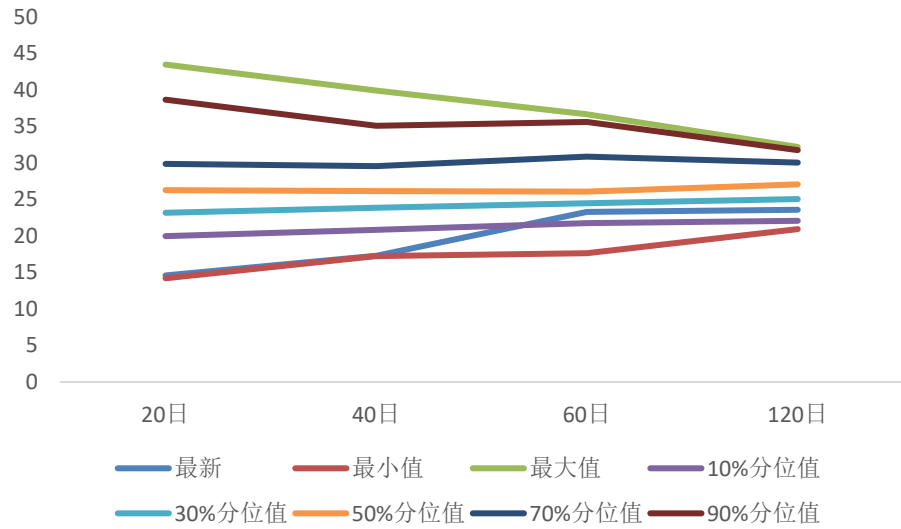
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 41: 深市 500ETF 历史波动率锥



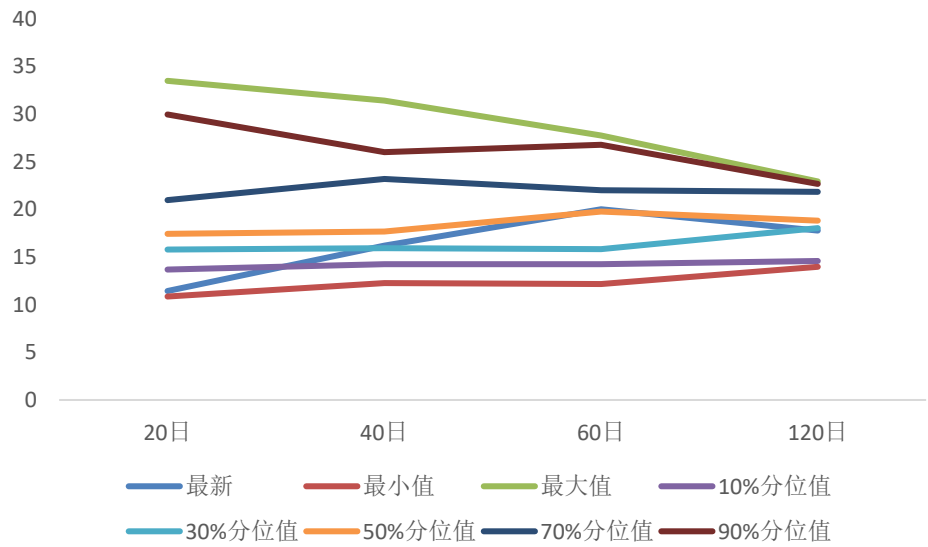
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 42: 创业板 ETF 历史波动率锥



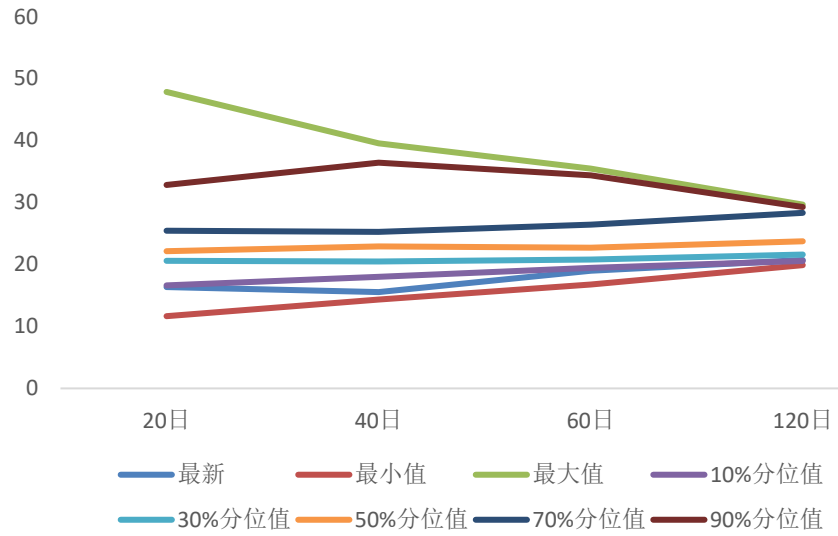
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 43: 沪深 300 历史波动率锥



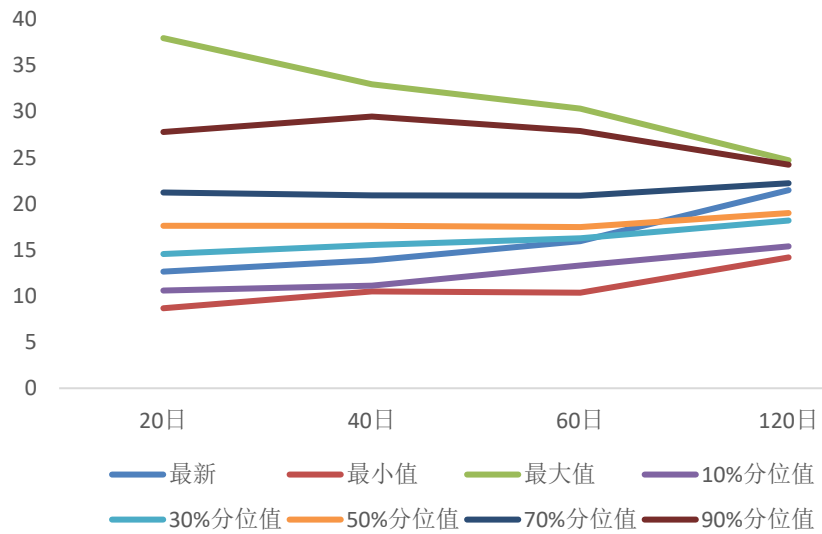
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 44：中证 1000 历史波动率锥



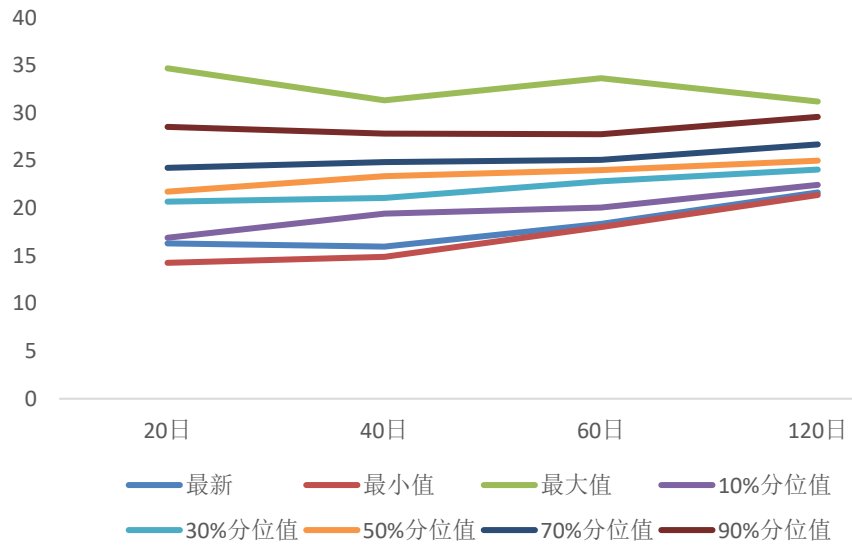
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 45：沪铜历史波动率锥



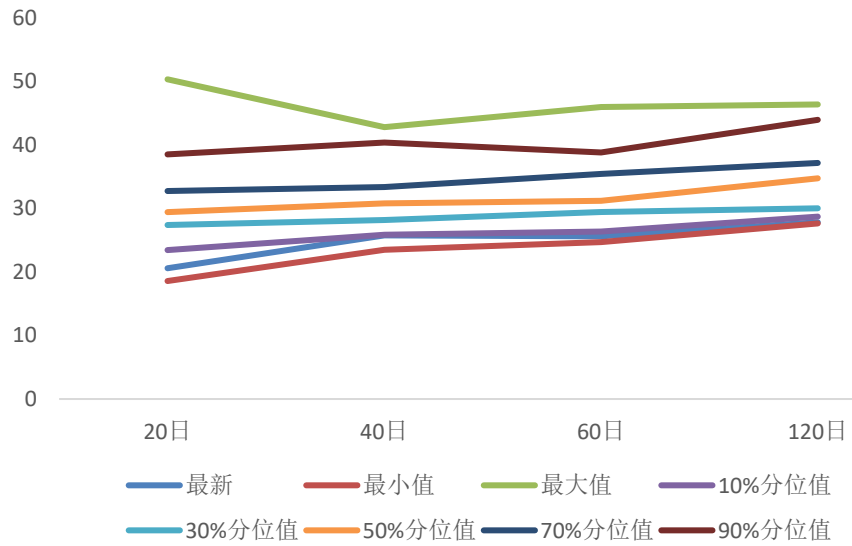
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 46: 沪铝历史波动率锥



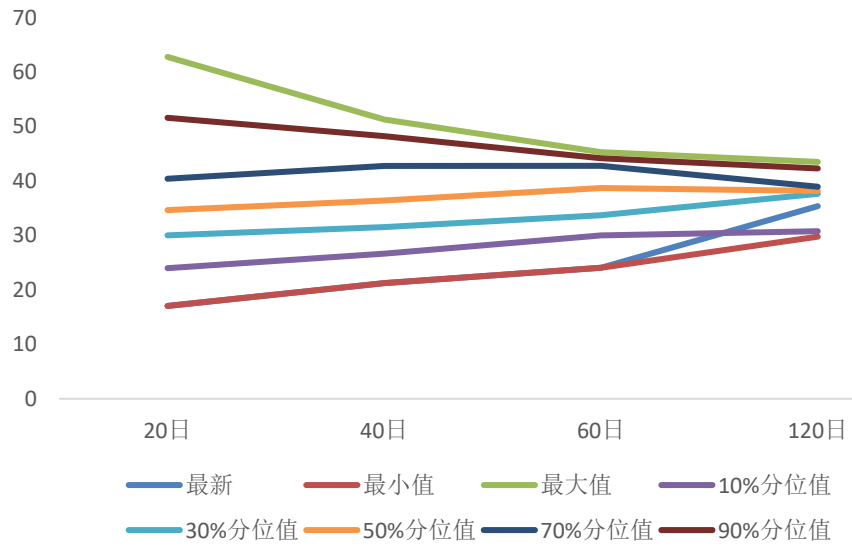
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 47: 甲醇历史波动率锥



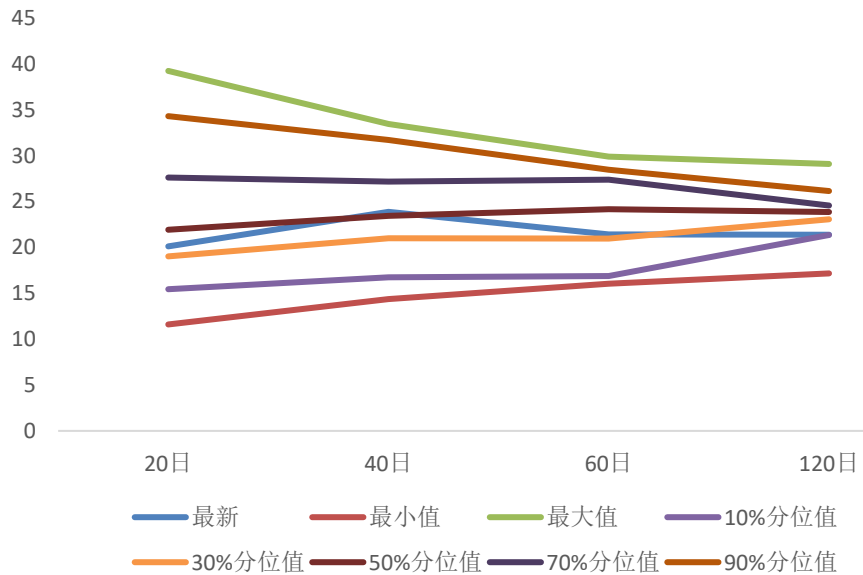
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 48: PTA 历史波动率锥



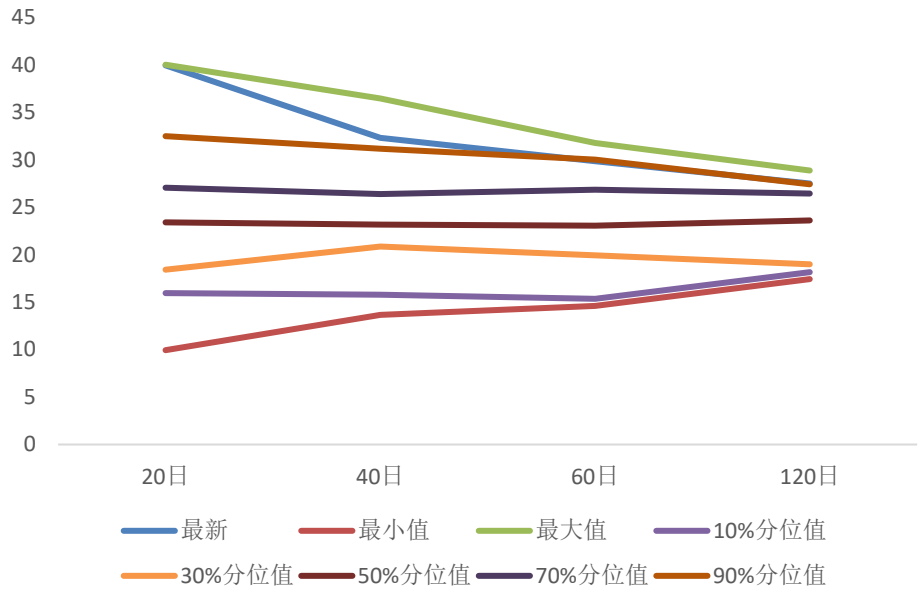
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 49: 聚丙烯历史波动率锥



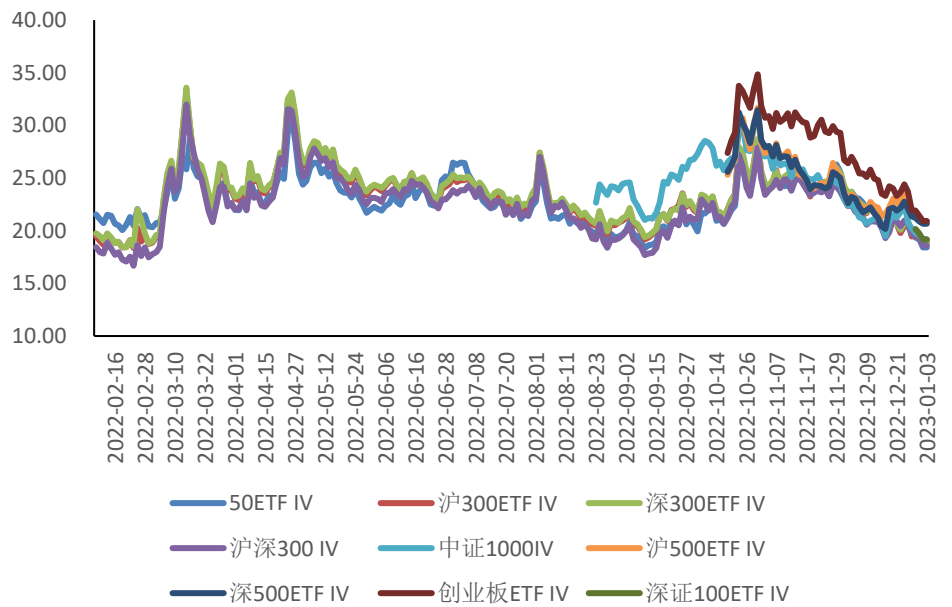
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 50：豆粕历史波动率锥



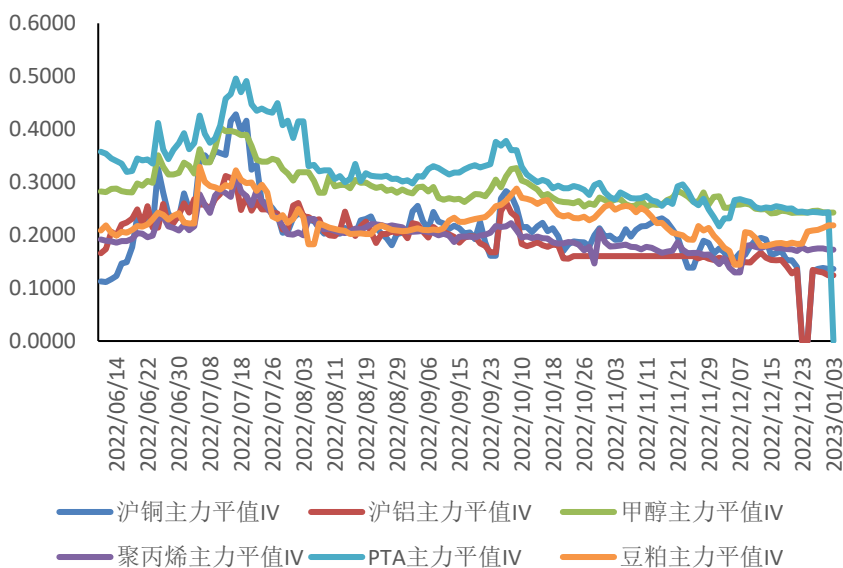
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 51：金融期权隐波（IV）对比



数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 52：商品期权平值隐波（IV）对比



数据来源：wind，兴证期货研发部

四、总结与展望

宏观方面，12 月份中国制造业 PMI、非制造业 PMI 数值环比延续下降趋势，总体来看，经济景气度偏弱，弱现实状况。疫情管控放开后，市场对于复苏预期落地，第一波感染峰值来袭致使经济数据实际表现弱于预期。2023 年 1 月份正值春节长假窗口，预期各项经济数据降速有望趋缓，但反转难度大。受此影响，股市成交量萎缩，维持低波震荡局面，上证 50 指数与沪深 300 指数为主的蓝筹指数震荡预期更强烈。国外方面，美联储 12 月议息会议结果落地，2024 年前不考虑货币政策回拨。欧美市场长时间高息政策，对资本市场的制约力度大，强美元基调不变，高通胀常态化迫使欧美在紧缩货币政策上的态度较为坚决。

综合内外因素来看，国内市场期权标的指数下方有估值支撑，上有弱基本面负面因素的压制，临近春节长假时间窗口，市场交易意愿减弱，低波震荡或将成为 1 月份主打行情。

金融期权方面，12 月份金融期权成交量环比上个月下降，延续近几个月的成交下降趋势，月持仓总量也环比下降。成交 PCR 值总体维持在偏低数值，即使面临缩量缺热点的行情背景，指数空头情绪边未有效上升，指数震荡情绪浓厚，1 月份临近春节长假，震荡情绪强化，指数成交与 PCR 值大概率维持低位数值运行。历史波动率方面，金融期权标的指数历史波动率走低，上证 50 与沪深 300 指数系

列的 20 日周期历史波动率下降至近一年 10%分位以下。隐波延续降波趋势，期间隐波反弹力度小，市场呈现强降波预期，隐波与历史波动率共振走低，考虑到春节长假效应，1 月份大概率延续低波强震荡预期。品种间的波差方面，代表蓝筹权重股的上证 50 指数与代表中小盘股的中证 1000 指数之间的波差收窄，基于几个期权标的指数基本面与时间窗口来看，品种之间的低波共振将成为常态。

商品期权方面，当前受弱基本面现状压制，能化、有色板块的上方阻力较大。黑色板块受近期强政策预期支撑整体维持箱体震荡。从大宗商品上有阻力下有经济复苏预期支撑的基本面来看，当前延续箱体震荡走势，商品类期权成交释放空间有限。中长线震荡预期不变。短期有色品种隐含波动率缓降，能化期权品种隐波短线上升后重回降波趋势，当前金融期权与商品期权主要品种普遍呈现低波震荡局面，波动率维持在偏低区间。国内外事件驱动对商品期权隐波的刺激效果弱化，在强美元与弱经济预期下，隐波增幅有限。因此，标的指数保持低波强震荡预期。

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。