

市场预期重构，指数缩量震荡降波

兴证期货·研发中心

2023年2月13日 星期一

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

投资咨询编号：Z0018135

联系人：周立朝

电话：0591-38117689

邮箱：zhoulc@xzfutures.com

内容摘要

1月社会融资规模增量与M2增速表现较好，国内保持宽松的货币环境，长期利好于金融市场。前期国内经济复苏预期与美联储加息趋缓的预期过满，导致经济数据与加息趋缓事件落地后，情绪面回拨反压。期权标的指数面临日线级别阻力，指数回踩再度构造预期空间，以震荡回踩方式完成预期重塑。技术层面上看，日线级别受阻力位压制，周线级别震荡反弹趋势不变。

国外方面，美联储主席鲍威尔认为经济及就业数据如果不配合，后市会出现超预期的加息动作。虽然欧美主要经济体进入紧缩周期尾声，但全球通胀仍高，后续需要关注紧缩政策的滞后效应及可能引发衰退风险和金融脆弱性加剧。

金融期权方面，市场大小风格分化效应刺激金融期权各品种之间成交与PCR分化，50ETF与300ETF期权PCR值从阶段性顶部回落；另一方面，前期表现相对较强的中小盘股面临着滞涨调整风险，500ETF期权空头情绪开始酝酿回升。金融期权标的指数历史波动率保持在偏低位置，120日周期历史波动率保持下降趋势，大周期降波趋势不变。隐含波动率方面，指数涨跌均带来降波影响，隐波期限结构上波差扩大，近月合约隐波偏低，期权标的指数强震荡预期不变。策略方面，关注卖出宽跨式组合、备兑组合。

商品期权方面，上周大宗商品价格普遍回落，此前美非农数据大幅超预期，美元指数反弹，强美元逻辑回升，压制有色、能化商品，整体来看震荡格局不变。本轮有色能化价格回踩过程中，空头情绪逐渐边际衰减，PCR值上行钝化现拐头迹象。有色、能化品种隐含波动率延续低波局面。商品期权升波不明显，长期低波震荡局面不变，历史波动率维持偏低位置。

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、期权标的行情回顾与展望

1.金融指数行情回顾与展望

上周金融期权标的的变化幅度分别为：上证 50ETF 变化-0.93%，沪市 300ETF 变化-0.82%，沪市 500ETF 变化-0.02%，深市 300ETF 变化-0.83%、深市 500ETF 变化-0.05%，创业板 ETF 变化-1.40%，深证 100ETF 变化-1.32%，上证 50 指数变化-1.01%、沪深 300 变化-0.85%、中证 1000 指数变化 0.73%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 9.65、11.93、24.32、30.93、42.19，五年周期中对应的分位为 29.53%、31.10%、51.97%、30.71%、22.44%。

1 月社会融资规模增量为 5.98 万亿元，比上年同期少 1959 亿元。1 月末，广义货币(M2)余额 273.81 万亿元，同比增长 12.6%，高于预期的 11.5%，增速创 2016 年 5 月以来新高，国内保持宽松的货币环境，长期利好于金融市场。市场博弈两会政策预期与个股年报炒作，前期国内经济复苏预期与美联储加息趋缓的预期过满，导致经济数据与加息趋缓事件落地后，情绪面回拨反压。期权标的指数面临日线级别阻力，指数回踩再度构造预期空间，两会的政策预期以及年报炒作或将造成两市个股强弱分化，指数以震荡回踩方式完成预期重塑。技术层面上看，日线级别受阻力位压制，周线级别震荡反弹趋势不变。

国外方面，CME“美联储观察”预测美联储 3 月加息 25 个基点至 4.75%-5.00% 区间的概率为 93.7%，加息 50 个基点至 5.00%-5.25%区间的概率为 6.3%；到 5 月维持利率不变的概率为 0.0%，累计加息 25 个基点的概率为 27.7%，累计加息 50 个基点的概率为 67.9%，累计加息 75 个基点至 5.25%-5.50%区间的概率为 4.4%。市场对于 3 月份加息 25 个基点的看法比较一致，当前关注点更多集中于美国经济及就业数据对于下一阶段加息预期的影响，美联储主席鲍威尔认为经济及就业数据如果不配合，后市则会出现超预期的加息动作。虽然欧美主要经济体进入紧缩周期尾声，但全球通胀仍高，后续需要关注紧缩政策的滞后效应及可能引发衰退风险和金融脆弱性加剧。

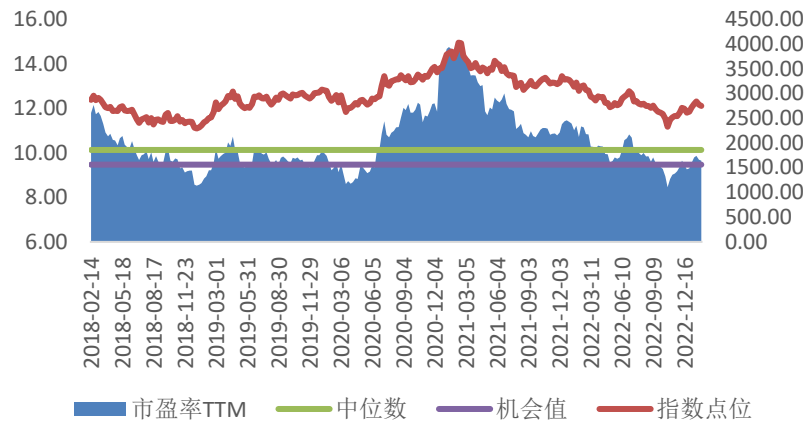
总体来看，当前处于市场预期重塑窗口，在两会政策预期与年报炒作的影响下，个股分化效应加剧，指数大概率呈现缩量震荡状况。

2.商品行情回顾与展望

前一周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为-0.68%、-2.44%；甲醇、聚丙烯、PTA 周度涨跌幅分别为-2.88%、-1.62%、-3.16%；豆粕活跃合约周度涨跌幅为-0.98%。上周大宗商品普遍回落，此前美非农数据大幅超预期，美元指数反弹，强美元逻

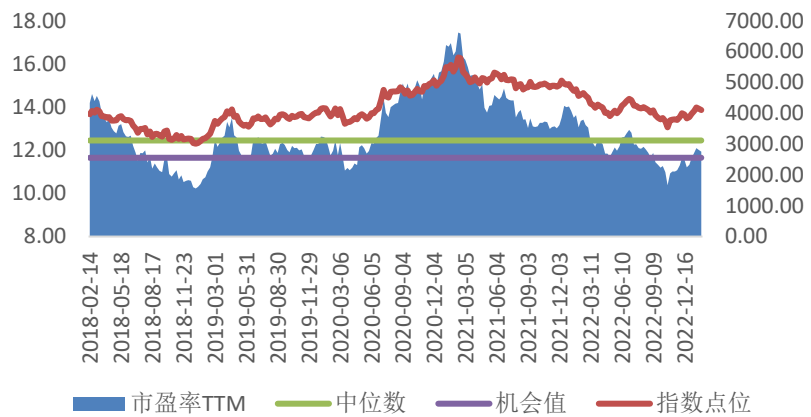
辑回升，压制有色、能化商品。整体来看震荡格局不变。

图 1: 上证 50 指数估值 (市盈率-TTM)



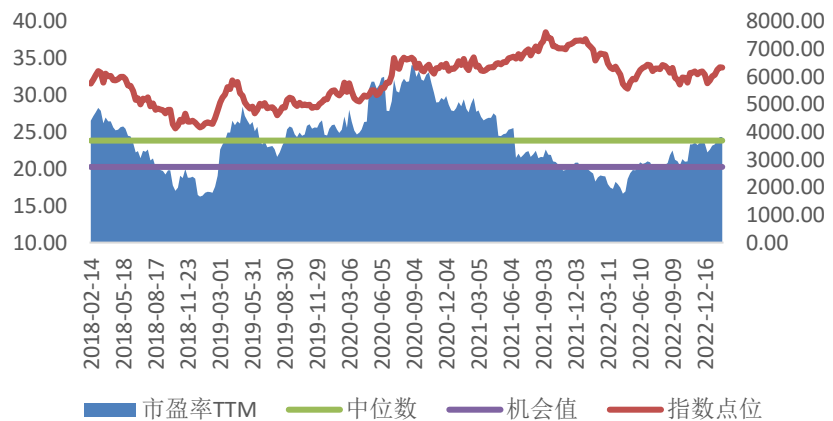
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 2: 沪深 300 指数估值 (市盈率-TTM)



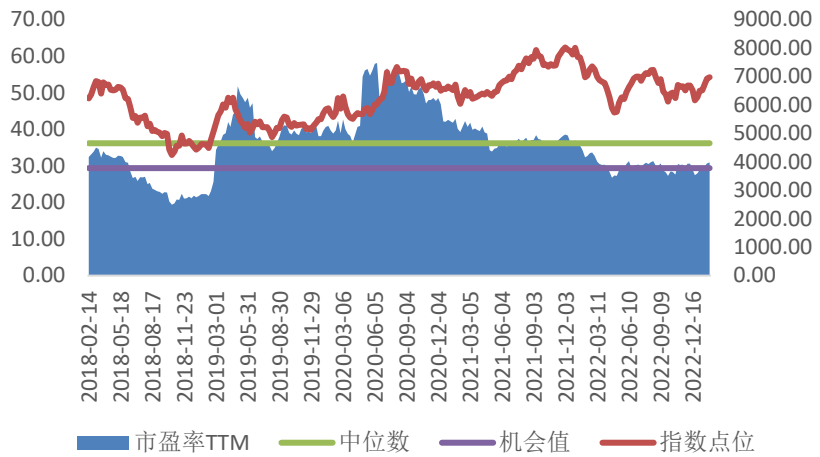
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 3: 中证 500 指数估值 (市盈率-TTM)



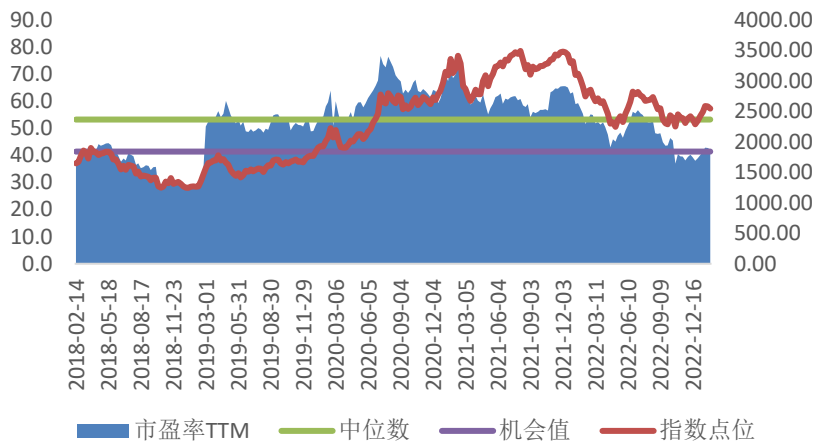
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率-TTM)



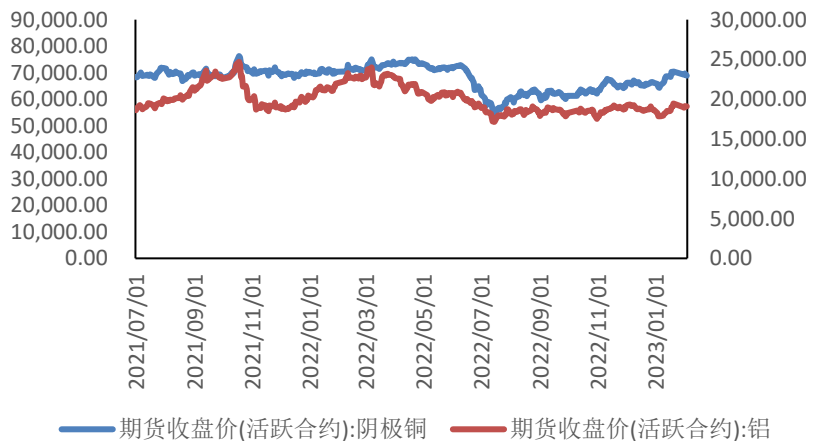
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 5: 创业板指数估值 (市盈率-TTM)



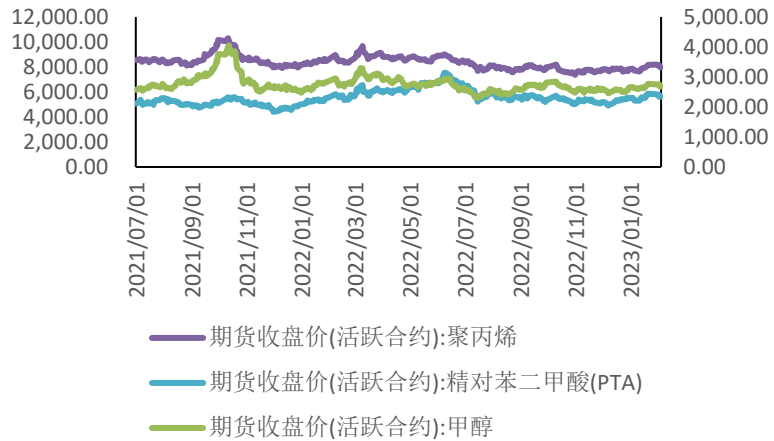
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 6: 铜、铝活跃合约收盘价



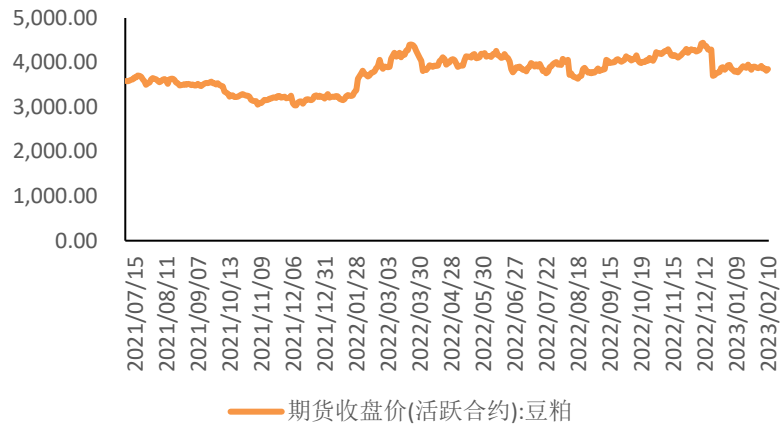
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 7: 聚丙烯、PTA、甲醇活跃合约收盘价



数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 8: 豆粕活跃合约收盘价



数据来源: wind, 兴证期货研发中心

二、期权成交与 PCR (认沽/认购)

1.金融期权

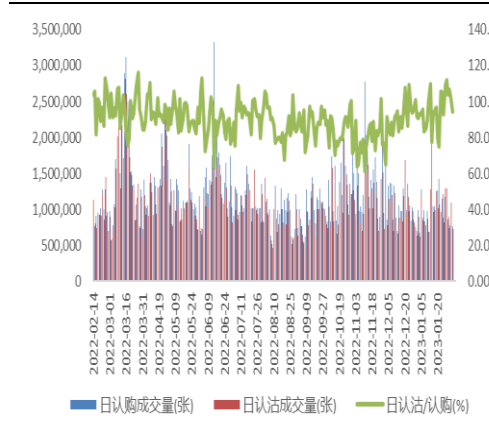
上一周 50ETF 与 300ETF 系列期权成交量下降, 成交 PCR 值回落, 500ETF 期权成交量回升, PCR 值回升, 市场大小风格分化效应刺激金融期权各品种之间成交与 PCR 分化, 当前蓝筹股先行回踩调整, 空头情绪提前宣泄, 因此, 50ETF 与 300ETF 期权 PCR 值从阶段性顶部回落; 另一方面, 前期表现相对较强的中小盘股面临着滞涨调整风险, 因此, 500ETF 期权空头情绪开始酝酿回升。

2.商品期权

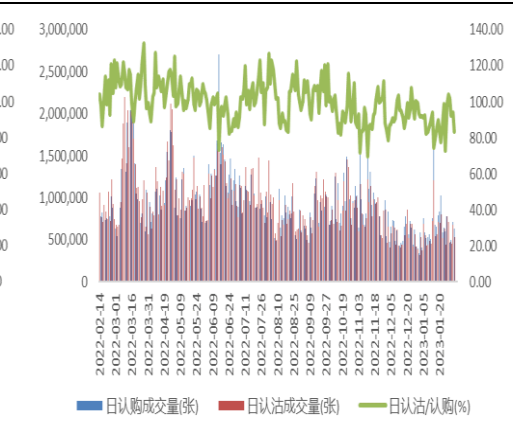
商品期权方面, 上周甲醇、PTA 等期权品种日均成交量环比下降, 铜、铝期

期权成交量环比回升。此前春节不确定性效应消退，美国一月非农数据大超预期带来的偏空情绪影响下降，本轮有色能化价格回踩过程中，空头情绪逐渐边际衰减，PCR 值上行钝化现拐头迹象，有色、能化期权震荡预期强烈。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

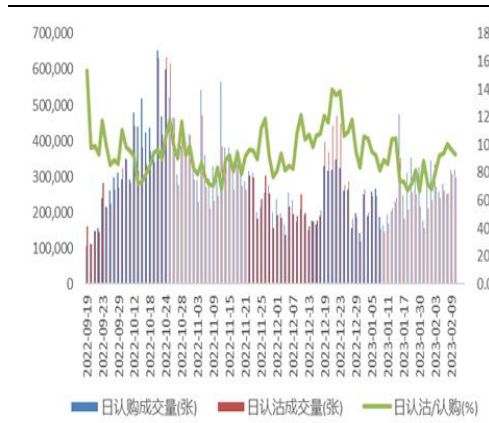


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

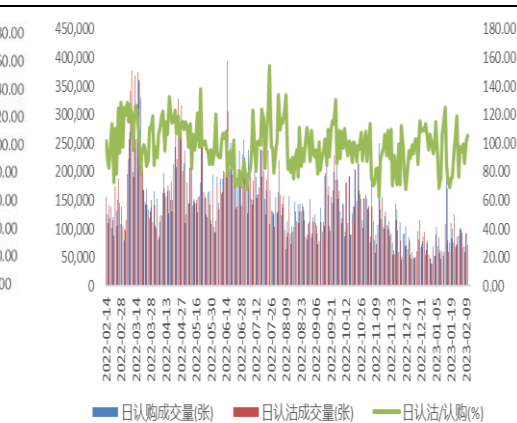


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

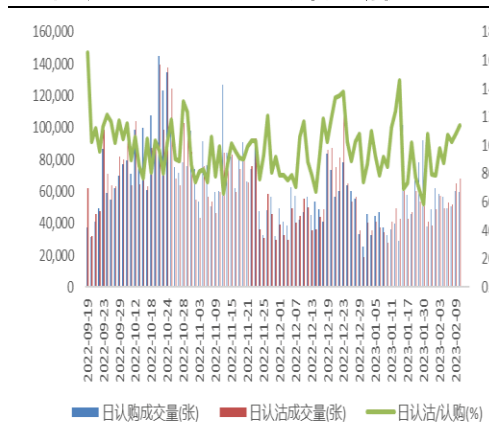


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

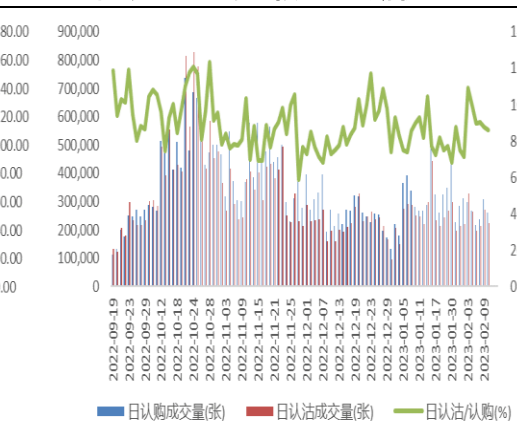


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

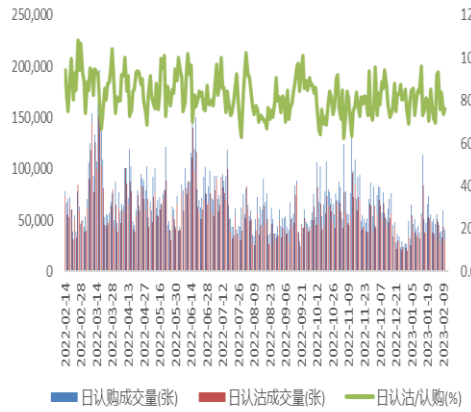


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

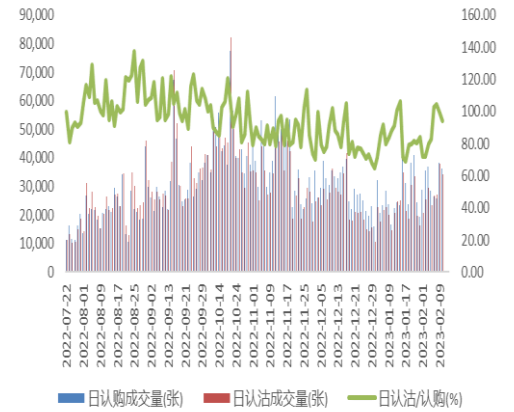


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

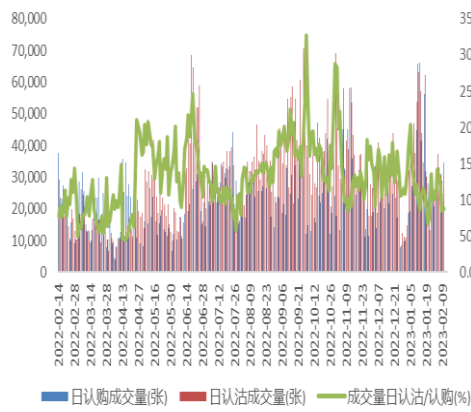


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

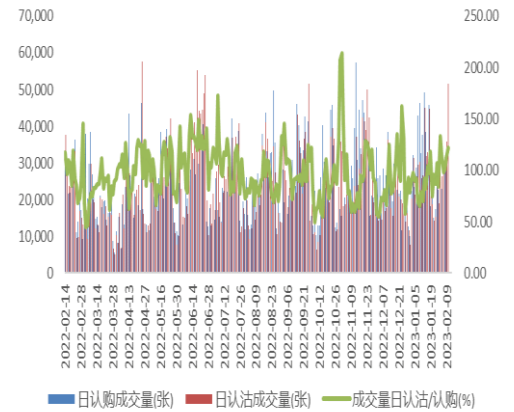


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 17: 沪铜期权 PCR

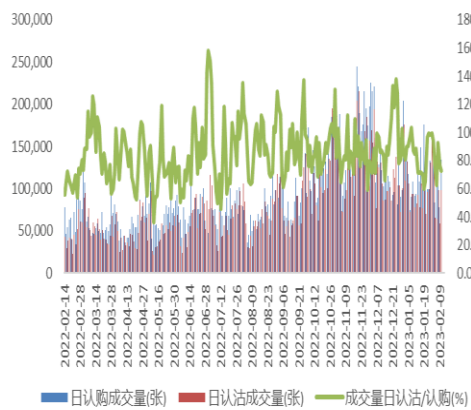


图表 18: 沪铝期权 PCR

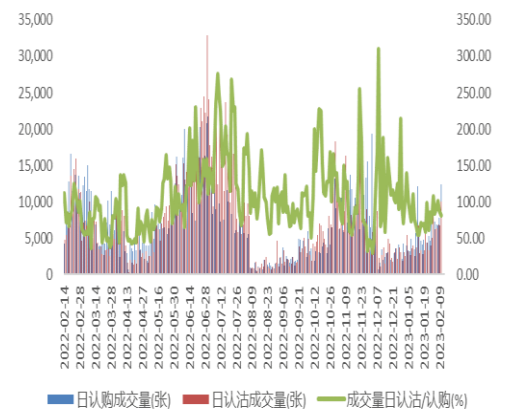


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 19: 甲醇期权 PCR



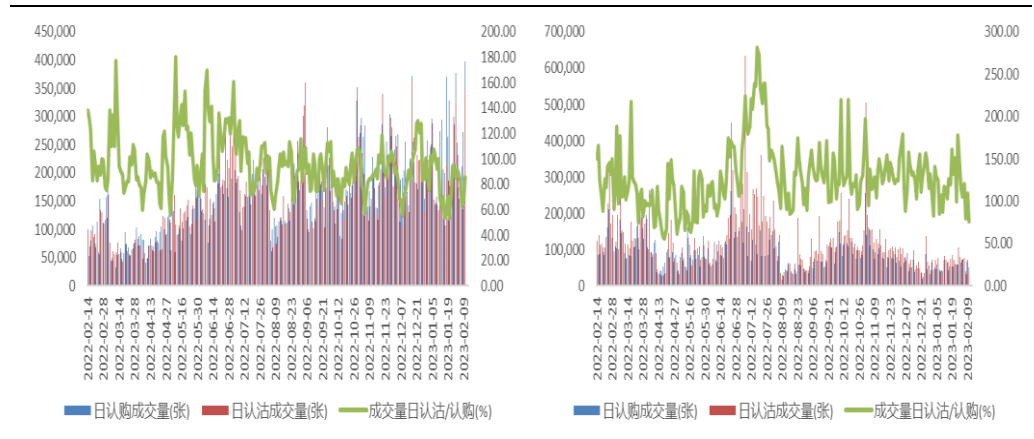
图表 20: 聚丙烯期权 PCR



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 21: PTA 期权 PCR

图表 22: 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

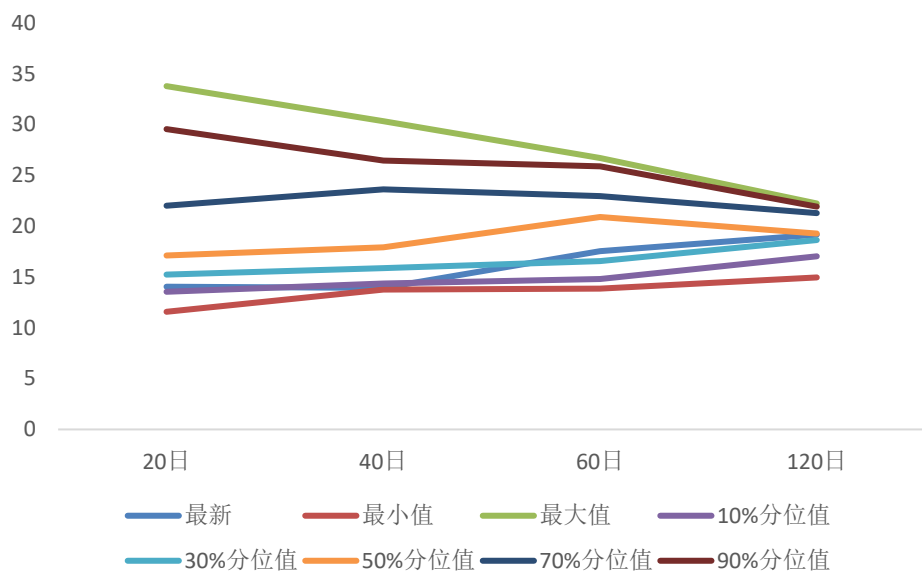
1.金融期权

期权标的历史波动率方面，金融期权标的指数历史波动率保持在偏低位置，短周期历史波动率逐步联动长周期历史波动率数值走低，120 日周期历史波动率保持下降趋势，大周期降波趋势不变。隐含波动率方面，春节后隐波下降，指数涨跌均带来降波影响，隐波期限结构呈现近月低于远月的偏斜特征，期限结构上波差扩大，近月合约隐波偏低，在两会窗口期，金融指数强震荡预期不变。

2.商品期权

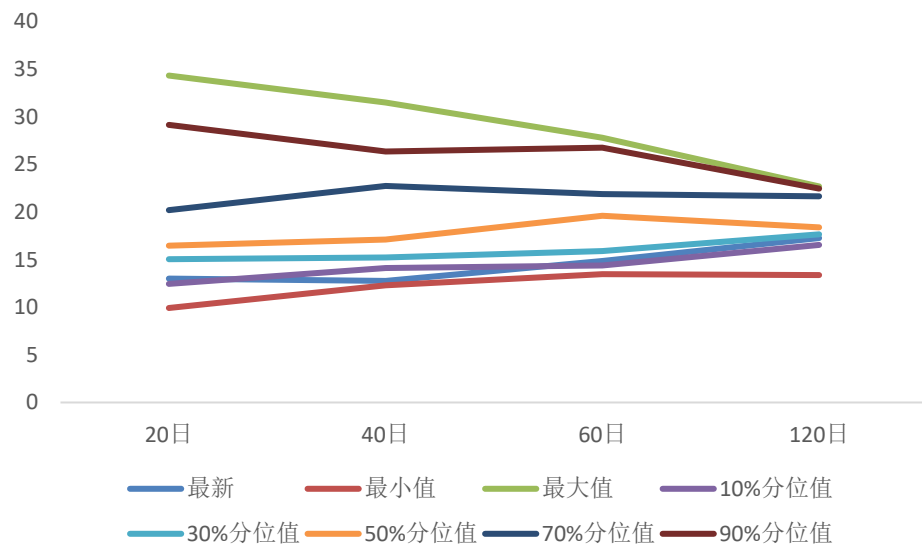
商品期权方面，有色、能化品种隐含波动率延续低波局面。美元指数反弹，强美元逻辑回升，利空有色能化商品，但是商品期权升波不明显，事件驱动对商品隐波的刺激效果弱，长期低波震荡局面不变，历史波动率维持偏低位置。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



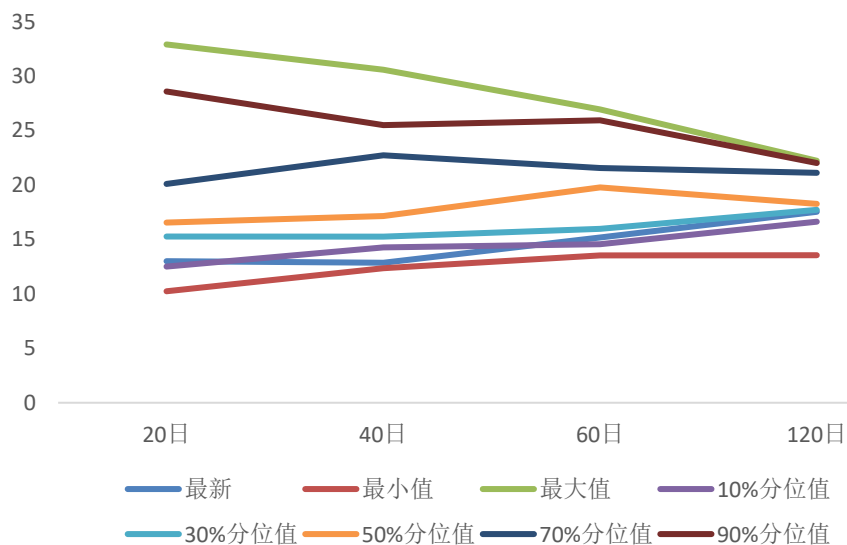
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



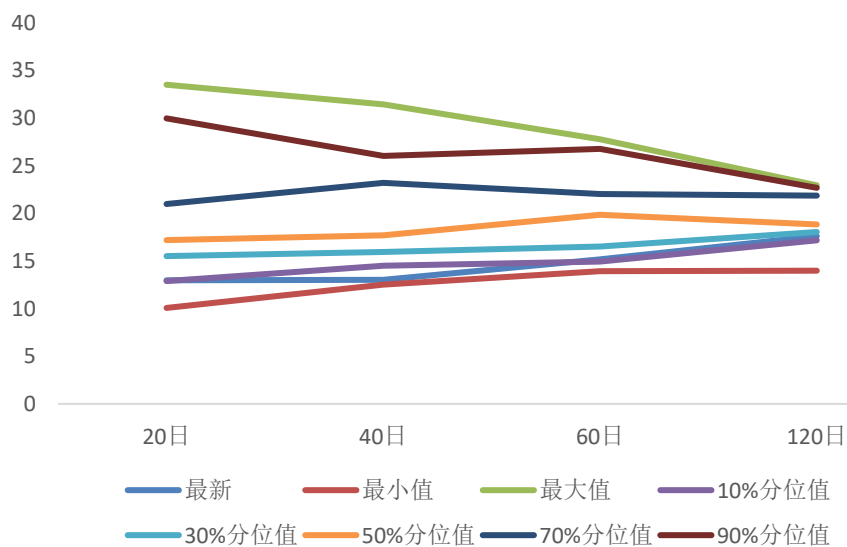
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



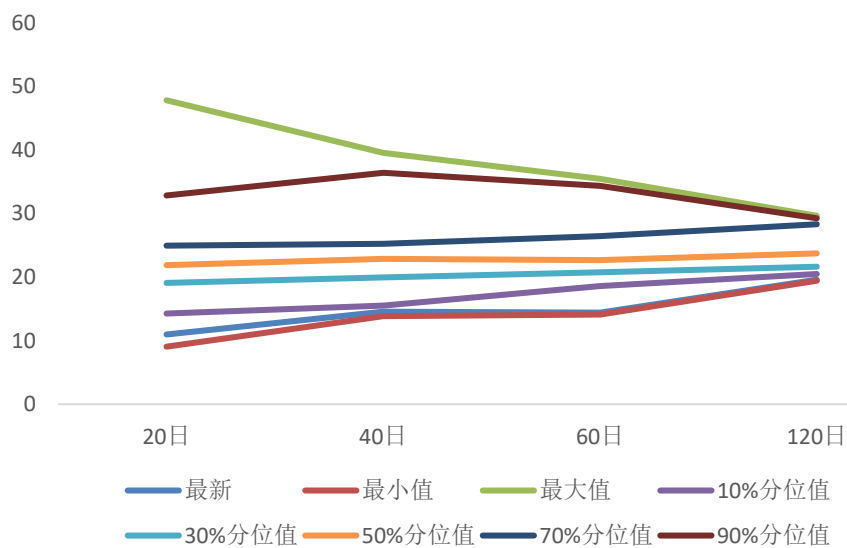
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



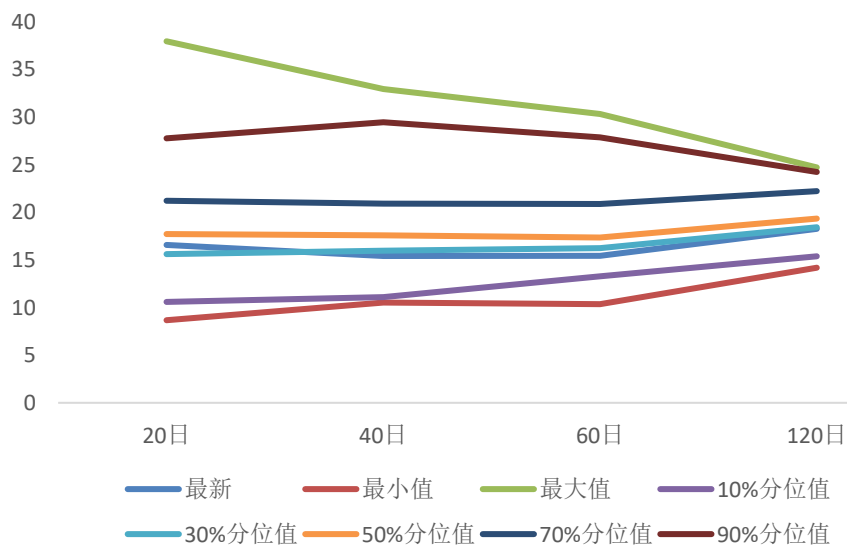
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



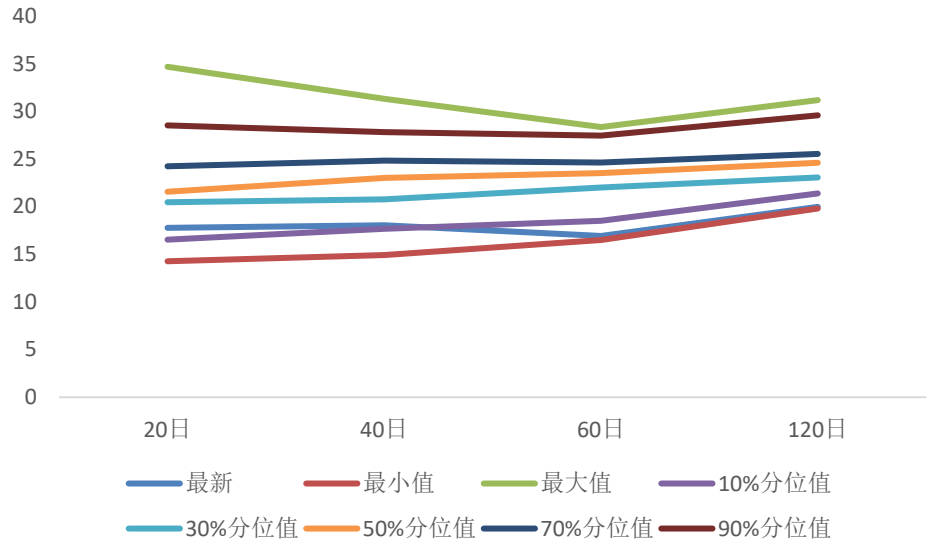
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 28: 沪铜历史波动率锥



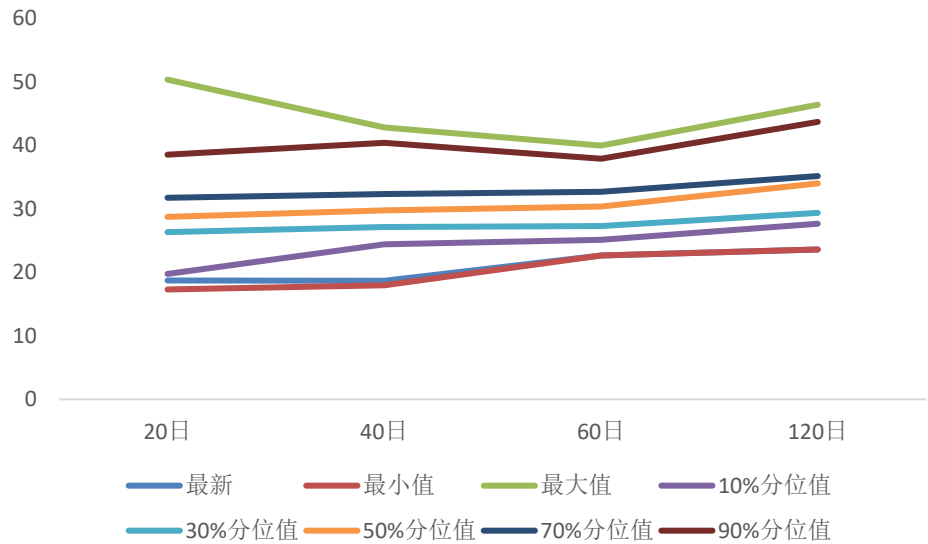
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 29：沪铝历史波动率锥



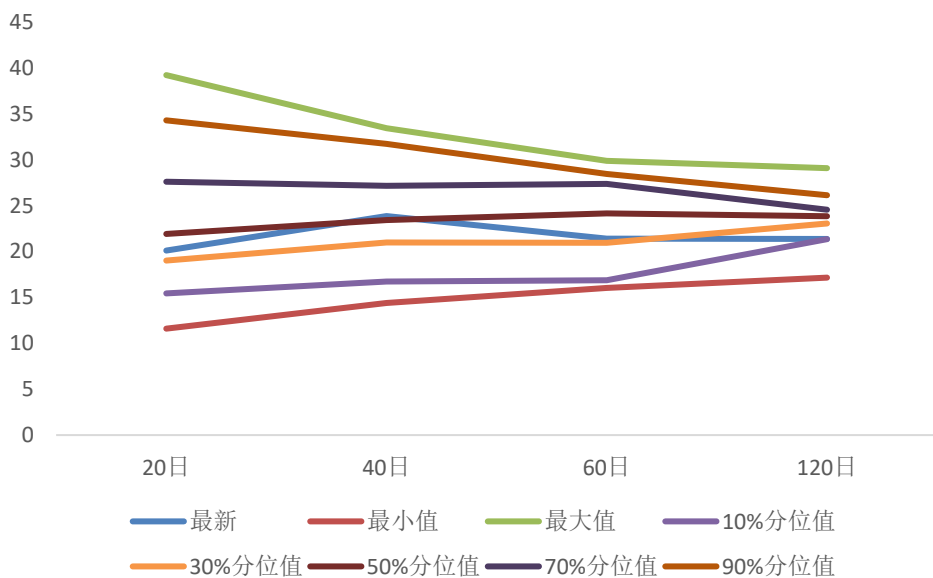
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 30：甲醇历史波动率锥



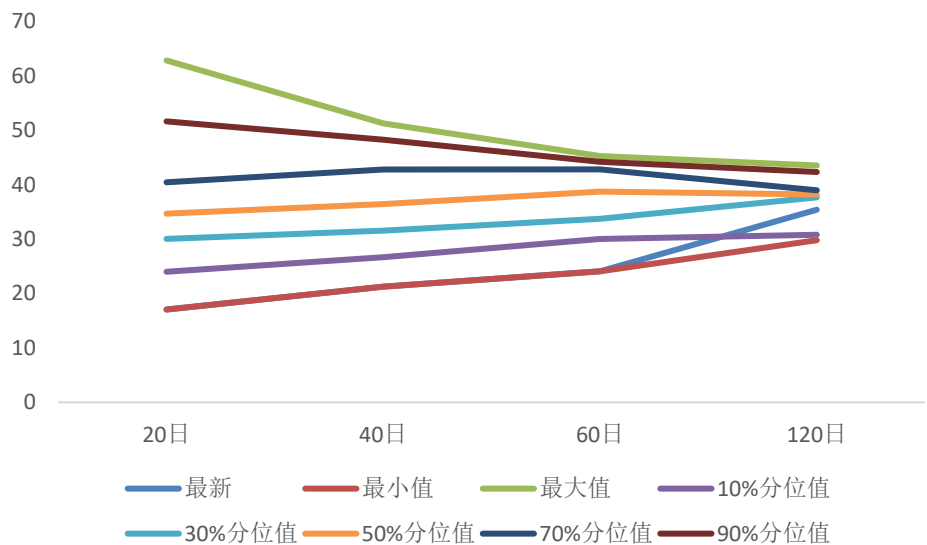
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 31: 聚丙烯历史波动率锥



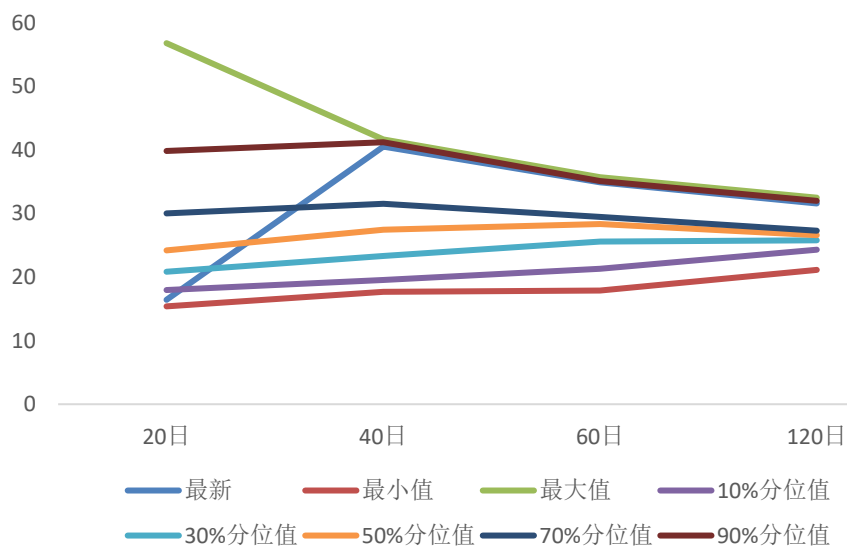
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 31: PTA 历史波动率锥



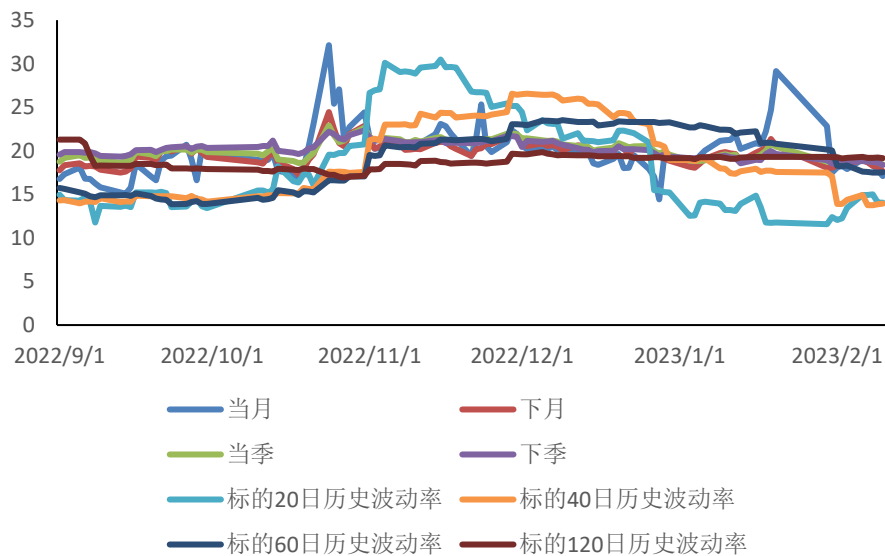
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 32：豆粕历史波动率锥



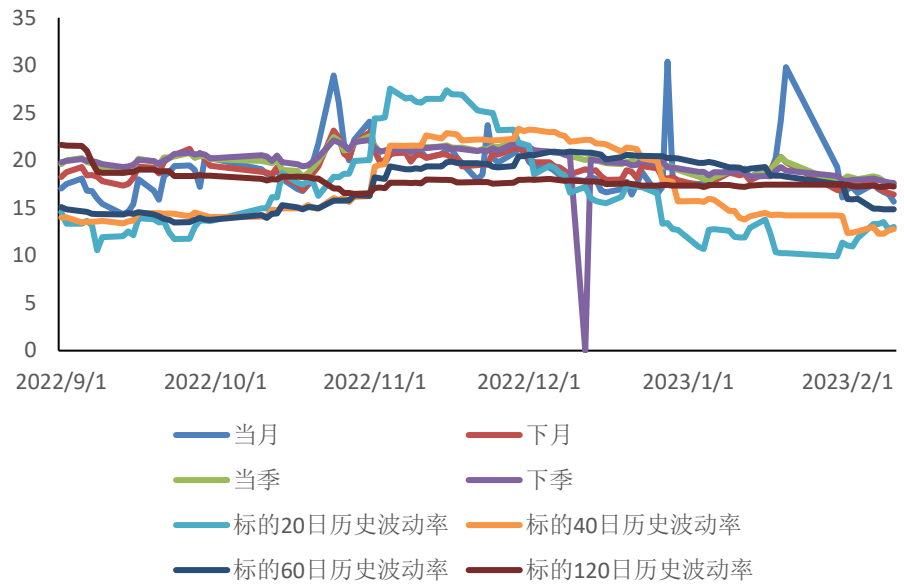
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 33：50ETF 期权隐含波动率走势



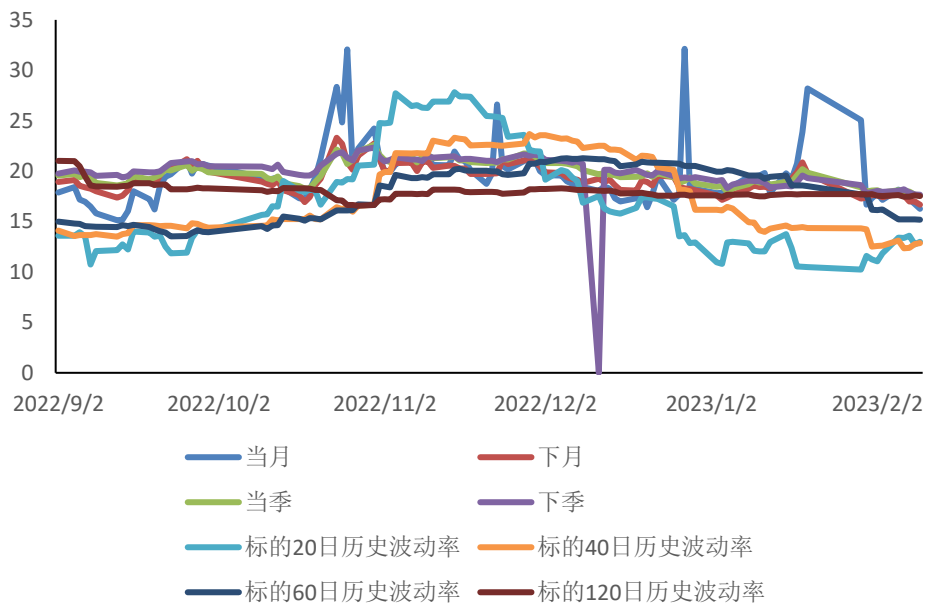
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 34: 300ETF 期权（沪）隐含波动率走势



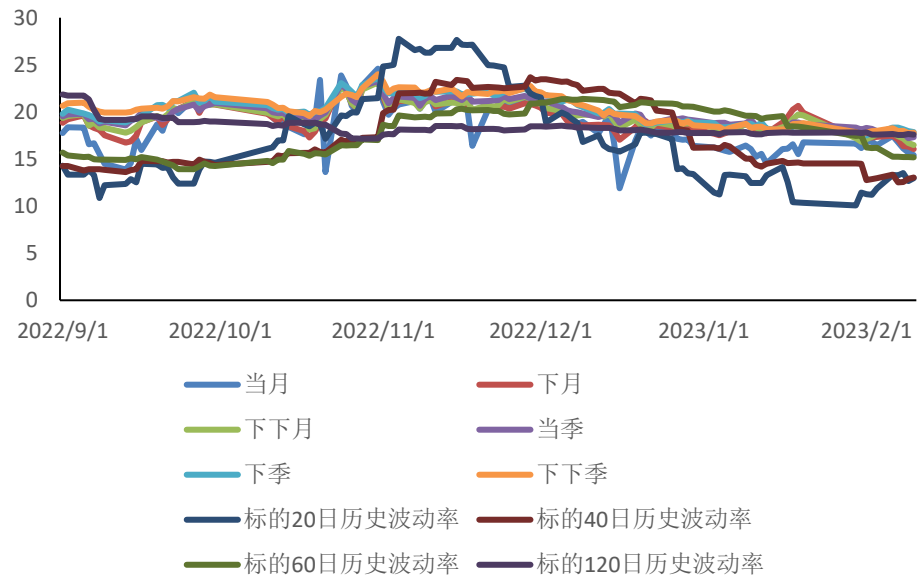
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 35: 300ETF 期权（深）隐含波动率走势



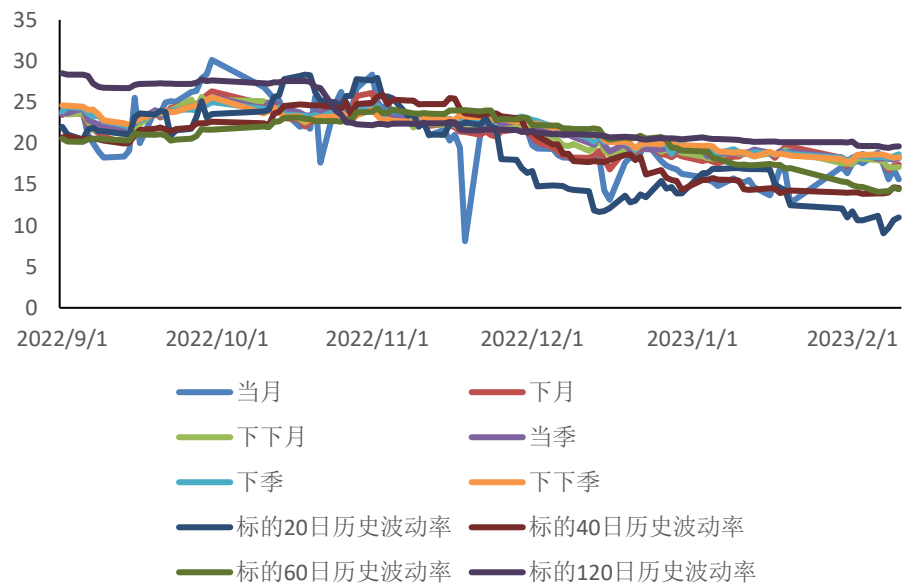
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



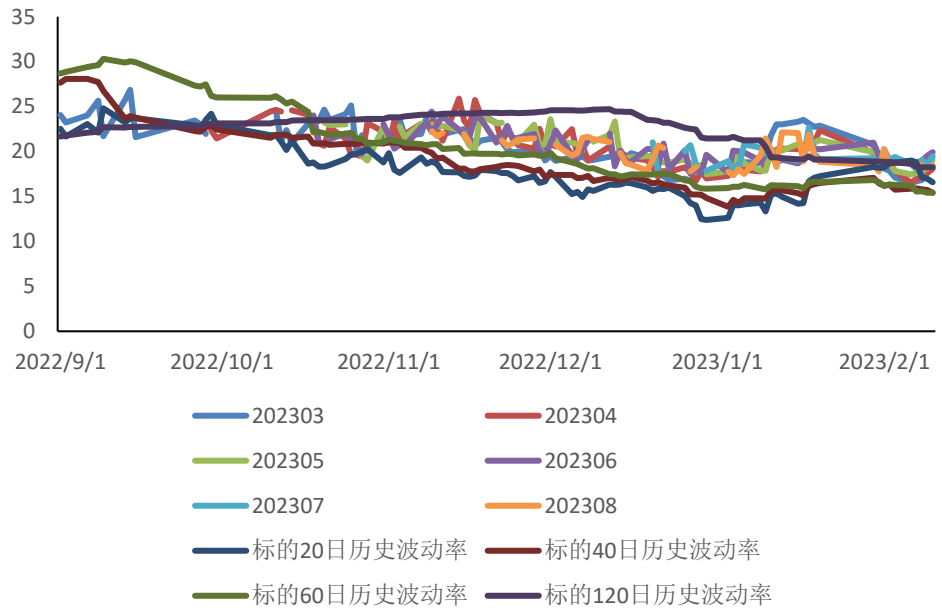
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



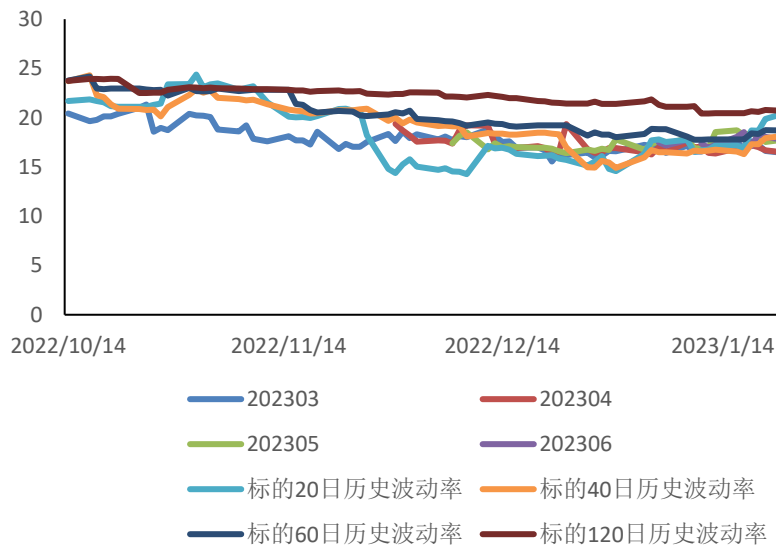
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



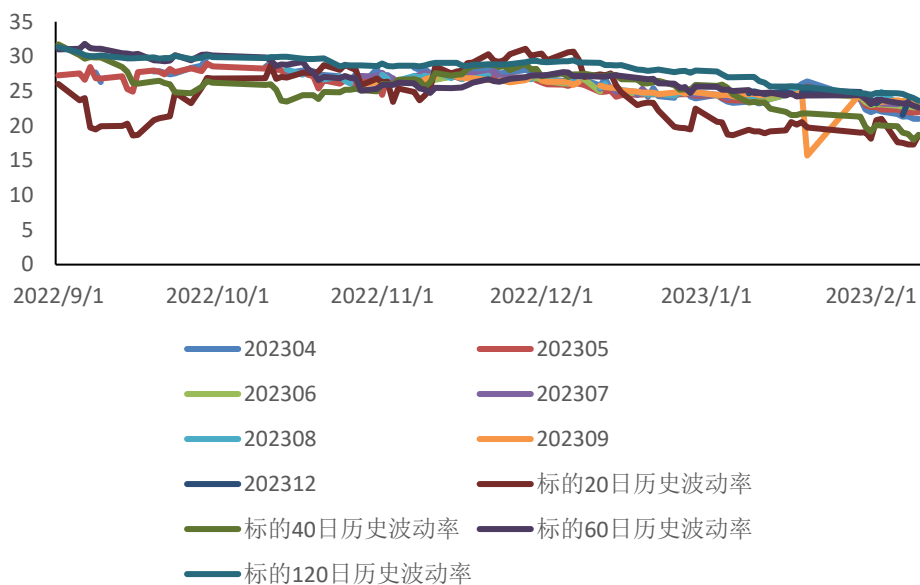
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



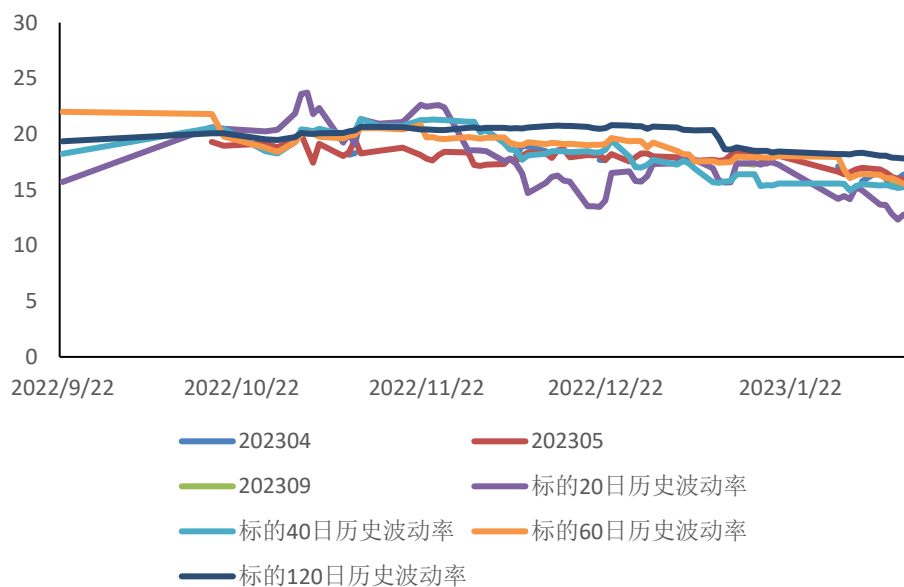
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



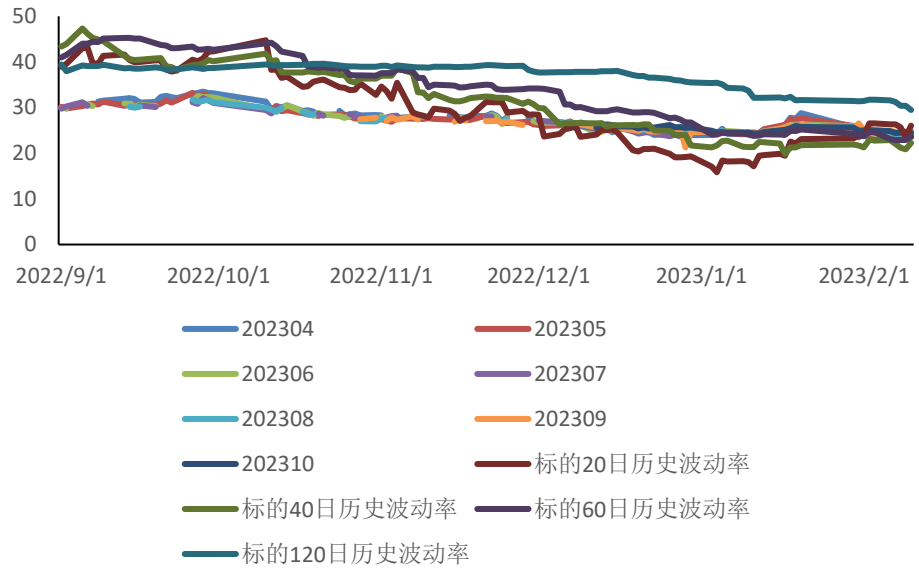
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 41: 聚丙烯期权隐含波动率走势



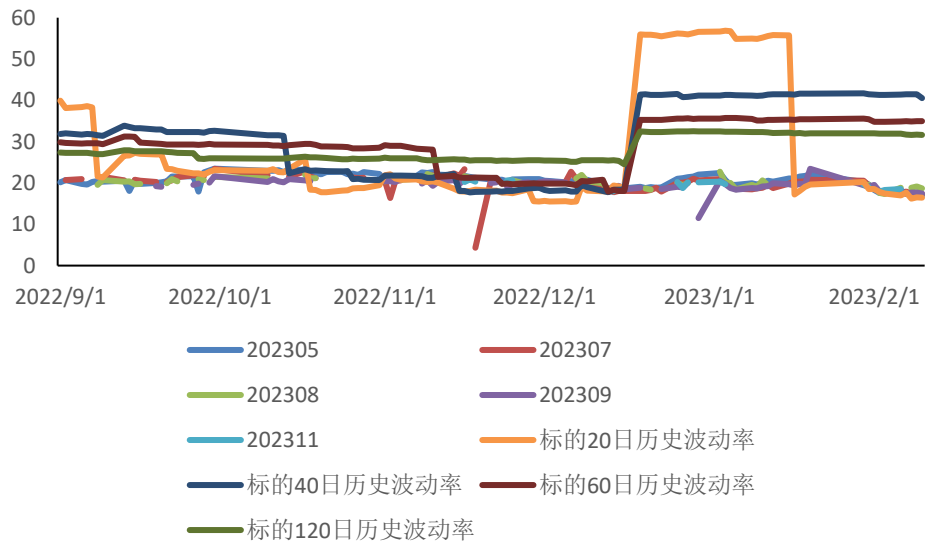
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 42: PTA 期权隐含波动率走势



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 43: 豆粕期权隐含波动率走势



数据来源: wind, 兴证期货研发部

四、总结与展望

1月社会融资规模增量与M2增速表现较好，国内保持宽松的货币环境，长期利好于金融市场。市场博弈两会政策预期与个股年报炒作，前期国内经济复苏预期与美联储加息趋缓的预期过满，导致经济数据与加息趋缓事件落地后，情绪面回拨反压。期权标的指数面临日线级别阻力，指数回踩再度构造预期空间，指数以震荡回踩方式完成预期重塑。技术层面上看，日线级别受阻力位压制，周线级别震荡反弹趋势不变。

国外方面，当前关注点更多集中于美国经济及就业数据对于下一阶段美联储加息预期的影响，美联储主席鲍威尔认为经济及就业数据如果不配合，后市则会出现超预期的加息动作。虽然欧美主要经济体进入紧缩周期尾声，但全球通胀仍高，后续需要关注紧缩政策的滞后效应及可能引发衰退风险和金融脆弱性加剧。

总体来看，当前处于市场预期重塑窗口，在两会政策预期与年报炒作的影响下，个股分化效应加剧，指数大概率呈现缩量震荡状况。

金融期权方面，市场大小风格分化效应刺激金融期权各品种之间成交与PCR分化，当前蓝筹股先行回踩调整，空头情绪提前宣泄，因此，50ETF与300ETF期权PCR值从阶段性顶部回落；另一方面，前期表现相对较强的中小盘股面临着滞涨调整风险，500ETF期权空头情绪开始酝酿回升。

期权标的历史波动率方面，金融期权标的指数历史波动率保持在偏低位置，短周期历史波动率逐步联动长周期历史波动率数值走低，120日周期历史波动率保持下降趋势，大周期降波趋势不变。隐含波动率方面，春节后隐波下降，指数涨跌均带来降波影响，隐波期限结构呈现近月低于远月的偏斜特征，期限结构上波差扩大，近月合约隐波偏低，期权标的指数强震荡预期不变。策略方面，关注卖出宽跨式组合、备兑组合。

商品期权方面，上周大宗商品价格普遍回落，此前美非农数据大幅超预期，美元指数反弹，强美元逻辑回升，压制有色、能化商品，整体来看震荡格局不变。此前春节不确定性效应消退，美国一月非农数据大超预期带来的偏空情绪影响下降，本轮有色能化价格回踩过程中，空头情绪逐渐边际衰减，PCR值上行钝化现拐头迹象，有色、能化期权震荡预期强烈。有色、能化品种隐含波动率延续低波局面。美元指数反弹，强美元逻辑回升，利空有色能化商品，但是商品期权升波不明显，事件驱动对商品隐波的刺激效果弱，长期低波震荡局面不变，历史波动率维持偏低位置。

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。