

波动率释放空间有限，指数低波震荡

兴证期货·研发中心

2023年3月3日 星期五

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

宏观方面，中国2月官方制造业PMI为52.6，制造业景气面继续扩大，市场预期继续改善。在3月份的两会期间，新一届政府班子预计会传递坚定恢复经济和信心的政策信号，打消投资者对于政策力度和持续性的担忧，同时会上修政策和经济预期。期权标的50ETF与沪深300ETF短期受日线级别阻力压制，周线级别维持震荡反弹趋势。美元指数与人民币汇率波动加大，成为影响A股市场的重要因素。在美国强预期的经济就业数据影响下，市场紧缩预期再度抬头，存在着改变原有美联储加息路径的风险，整体上对欧美股市的压制效果显著。

金融期权方面，在2月份窗口中，50ETF期权与300ETF期权的成交PCR值先升后降，持仓PCR值震荡上升，在两会政策预期支撑下，市场短空情绪回落，震荡预期加强。历史波动率方面，上证50ETF与沪深300ETF的20日周期历史波动率小幅度反弹至近一年中位数附近，前期标的历史波动率过低，出现了波动率低值反弹的情况。标的指数面临上有阻力，下有支撑，波动率上升空间不大。期权隐含波动率开始缓降回落，期限结构回归至近月低于远月的常态结构，震荡预期强烈。策略方面，关注卖出虚值认沽与备兑策略。

商品期权方面，2月份有色板块期权成交量环比1月下降，能化板块中，甲醇期权月度成交量环比增大，铜、铝期权持仓PCR值上升，甲醇持仓PCR值回落。整体来看，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，外部事件对于商品情绪影响减弱。有色、能化品种隐含波动率变动幅度较小，当前大宗商品普遍比较稳定，波动率维持在偏低区间，短期的升波行情不改低波震荡局面。

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-2.59%，沪市 300ETF 变化-2.12%，沪市 500ETF 变化 1.26%，深市 300ETF 变化-1.92%、深市 500ETF 变化 1.48%，创业板 ETF 变化-3.62%，深证 100ETF 变化-3.71%，上证 50 指数变化-2.52%、沪深 300 变化-2.10%、中证 1000 指数变化 2.21%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 9.67、11.87、24.44、30.89、37.66，五年周期中对应的分位为 31.10%、28.35%、53.94%、30.71%、11.76%。

中国 2 月官方制造业 PMI 为 52.6，预期为 50.5，前值 50.1。各分类指数均高于上月，制造业景气面继续扩大，市场预期继续改善。生产经营活动预期指数为 57.5%，高于上月 1.9 个百分点，升至近 12 个月来高点，企业信心继续增强。调查中反映订单不足的制造业和服务业企业占比较上月虽有所回落，但仍超过 50.0%，表明市场需求不足问题仍较突出。在 3 月份的两会期间，新一届政府班子预计会传递坚定恢复经济和信心的政策信号，打消投资者对于政策力度和持续性的担忧，同时会上修政策和经济预期。期权标的 50ETF 与沪深 300ETF 短期受日线级别阻力压制，周线级别维持震荡反弹趋势。

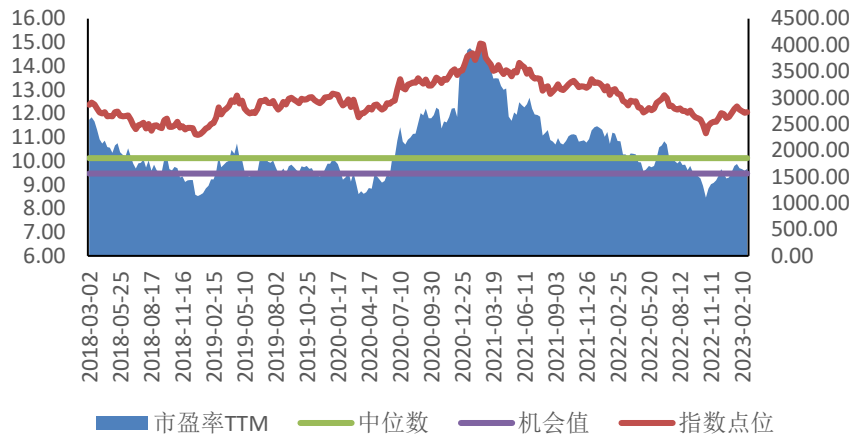
国外方面，美元指数与人民币汇率波动加大，成为影响 A 股市场的重要因素。在美国强预期的经济就业数据影响下，通胀的回落进程并不顺畅，通胀数据超预期后，市场紧缩预期再度抬头，存在着改变原有美联储加息路径的风险，增加了美联储货币政策紧缩压力。据 CME “美联储观察”，美联储 3 月加息 25 个基点至 4.75%-5.00%区间的概率为 76.7%，加息 50 个基点至 5.00%-5.25%区间的概率为 23.3%；到 5 月累计加息 25 个基点的概率为 0%，累计加息 50 个基点的概率为 73.4%，累计加息 75 个基点至 5.25%-5.50%区间的概率为 25.6%，累计加息 100 个基点至 5.50%-5.75%区间的概率为 1.0%。美联储 3 月议息会议普遍预期加息 25 个基点，美联储整体上保持高息的态度不变，2024 年前不考虑货币政策回拨。整体上对欧美股市的压制效果显著。综合内外因素来看，3 月份在两会的政策窗口中，指数支撑强，大概率呈现震荡反弹走势。

2.商品期权

2 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-0.27%、-2.46%、-4.58%、-3.52%、-2.16%、-3.35%。大宗商品普遍维持震荡走势，俄乌地缘政治风险与强美元预期分别对大宗商品起到支撑与压制并存的效果，此前美非农、通胀、零售销售等相关数据普遍超预期，

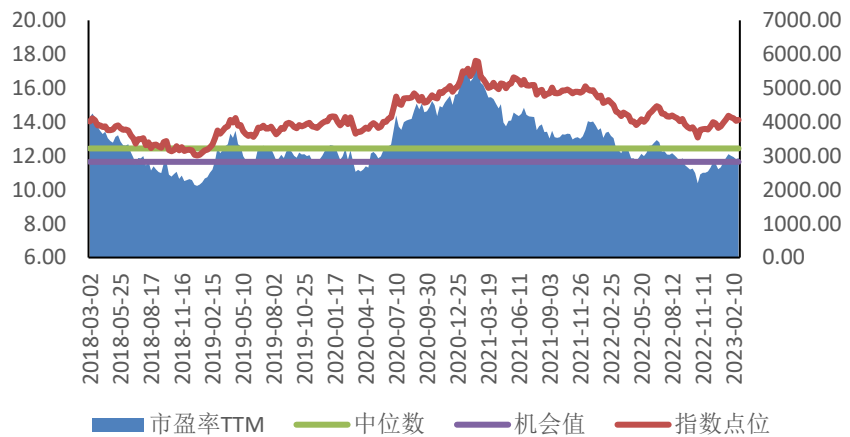
强美元逻辑回升，持续压制有色、能化商品，整体来看震荡格局不变。

图 1：上证 50 指数估值（市盈率-TTM）



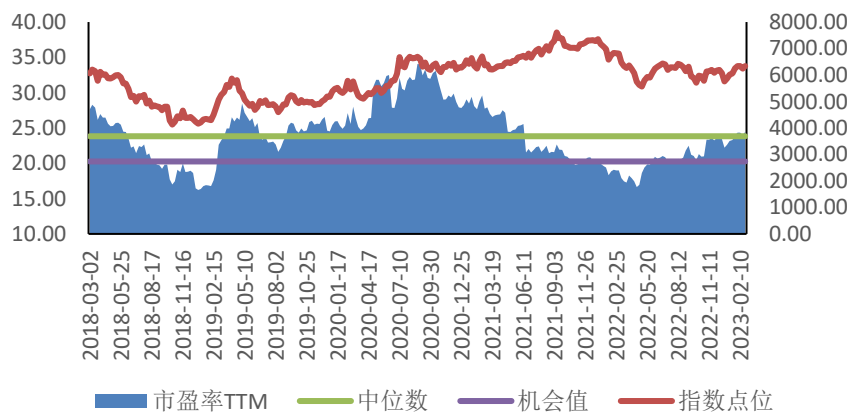
数据来源：wind，兴证期货研发中心

图 2：沪深 300 指数估值（市盈率-TTM）



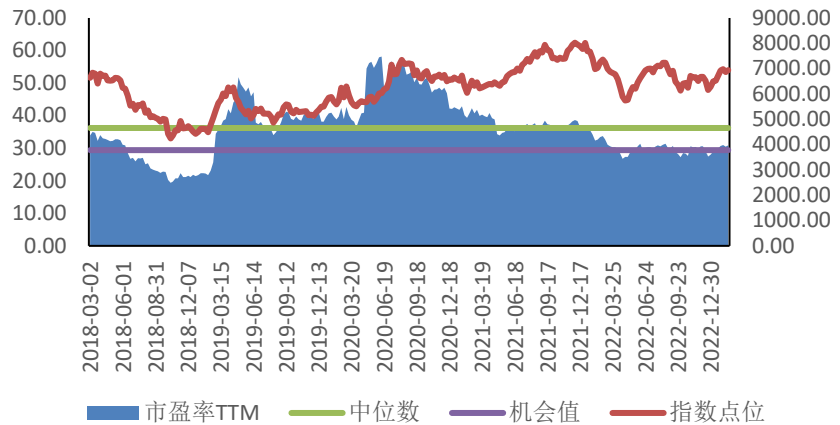
数据来源：wind，兴证期货研发中心

图 3：中证 500 指数估值（市盈率-TTM）



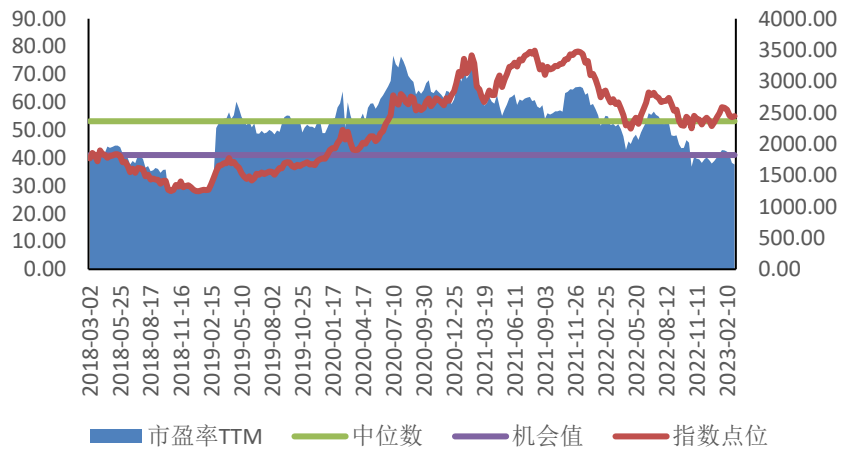
数据来源：wind，兴证期货研发中心

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率-TTM)



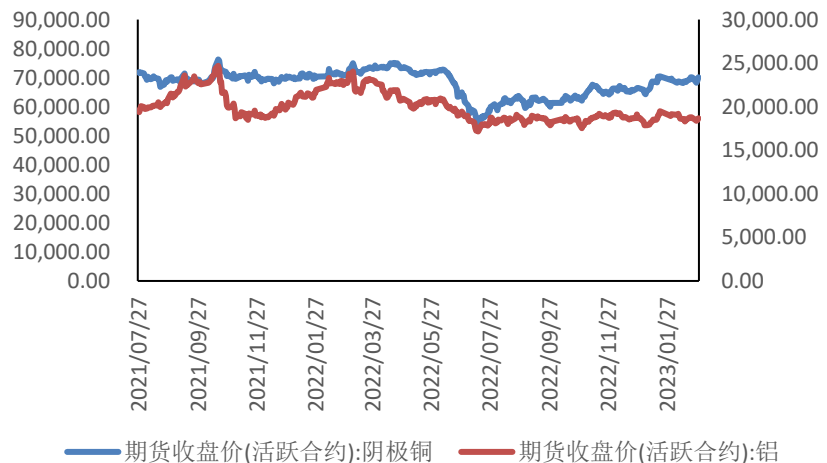
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 5: 创业板指数估值 (市盈率-TTM)



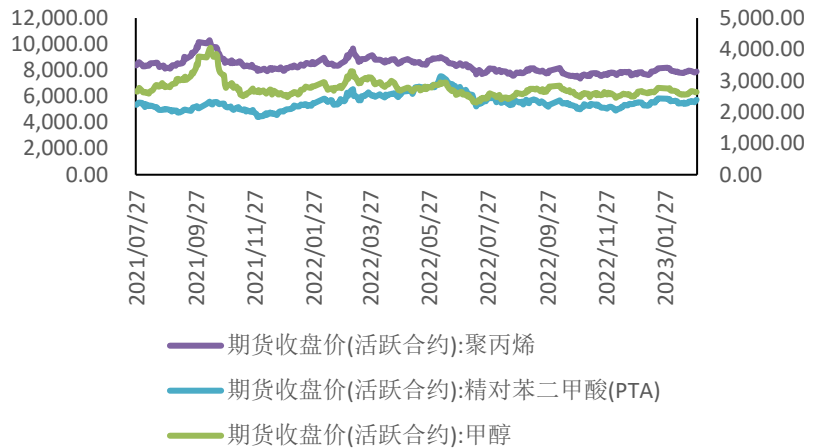
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 6: 沪铜、沪铝期货价格走势



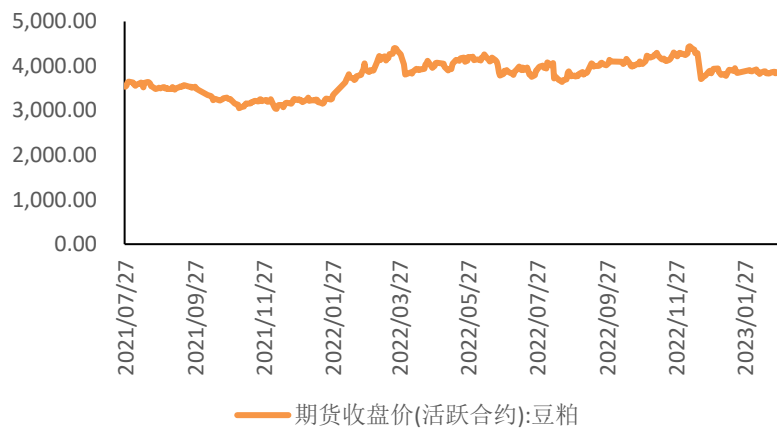
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

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

2 月份金融期权成交量与持仓量环比 1 月份上升, 在 2 月份窗口中, 50ETF 期权与 300ETF 期权的成交 PCR 值先升后降, 持仓 PCR 值震荡上升, 随着标的指数企稳震荡, 到 2 月底, 在两会政策预期支撑下, 市场短空情绪回落, 震荡预期加强。

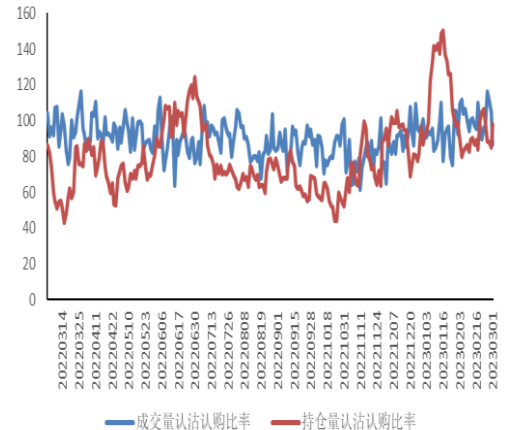
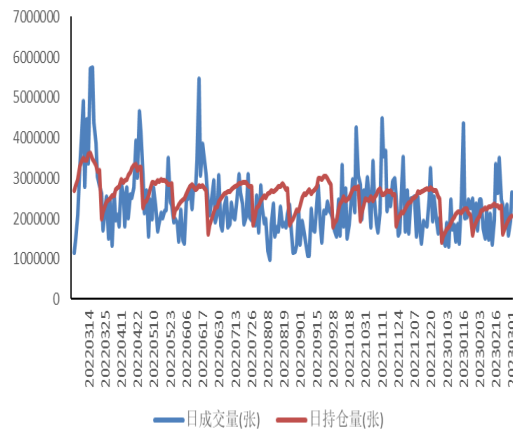
2.商品期权

商品期权方面, 2 月份有色板块期权成交量环比 1 月下降, 能化板块中, 甲醇

期权月度成交量环比增大，铜、铝期权持仓 PCR 值上升，甲醇持仓 PCR 值回落，反映近期沪铜震荡上行趋势，甲醇期权承压，相比之下，沪铜走势及市场多头情绪面强于甲醇期权。整体来看，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，外部事件对于商品情绪影响减弱。

图 9：50ETF 期权成交量与持仓量

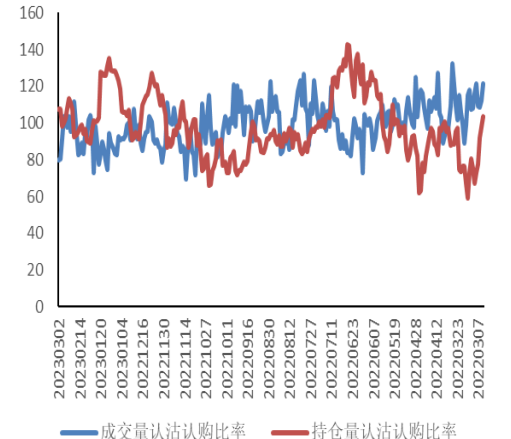
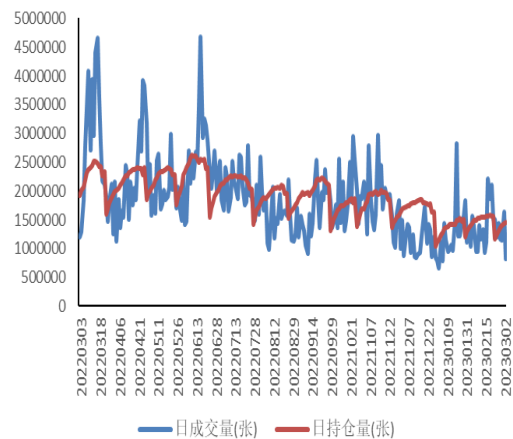
图 10：50ETF 期权 PCR (%)



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

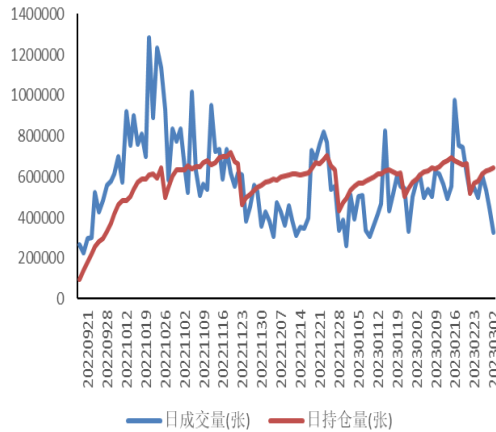
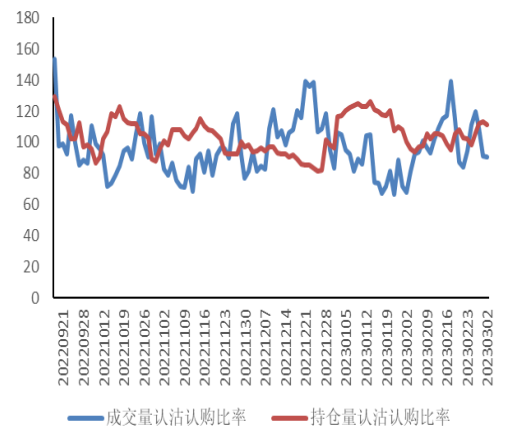


图 14: 沪市 500ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 15: 深市 300ETF 期权成交与持仓

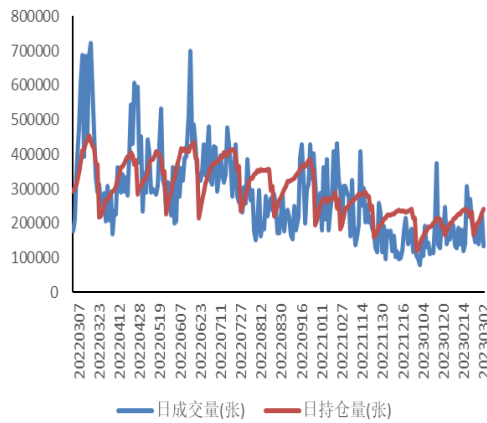
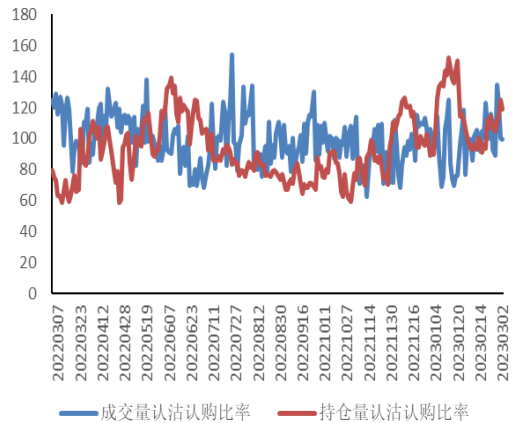


图 16: 深市 300ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 17: 深市 500ETF 期权成交与持仓

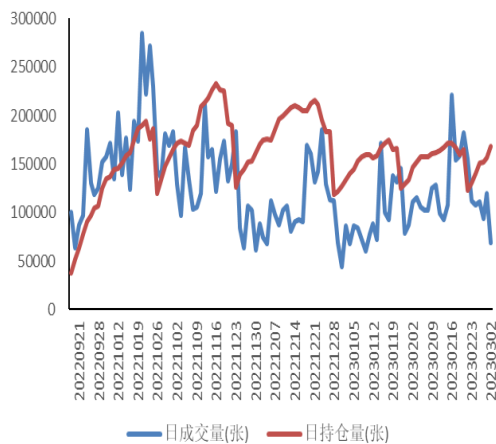
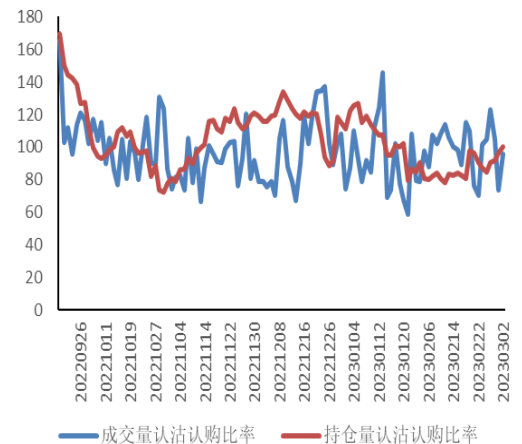


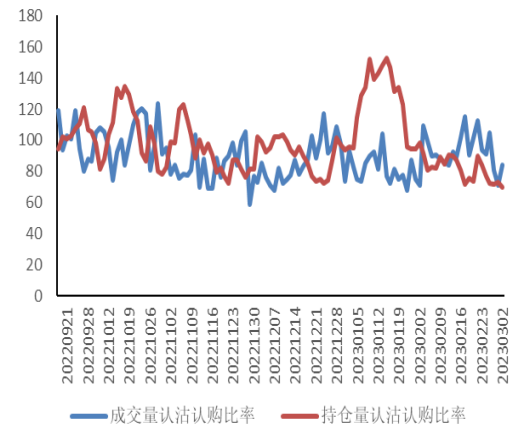
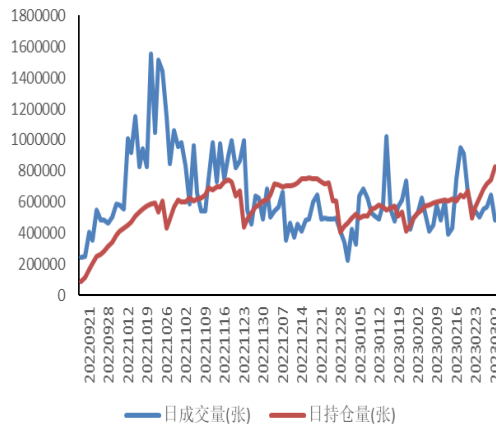
图 18: 深市 500ETF 期权 PCR (%)



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

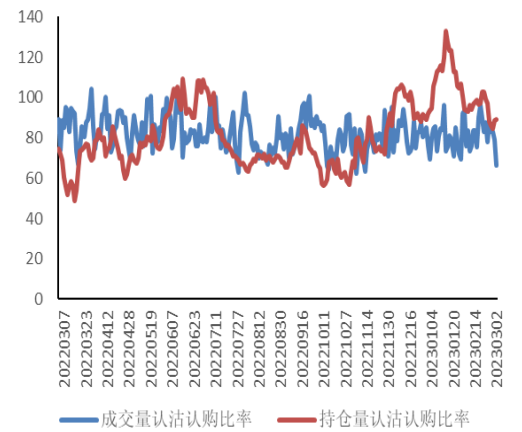
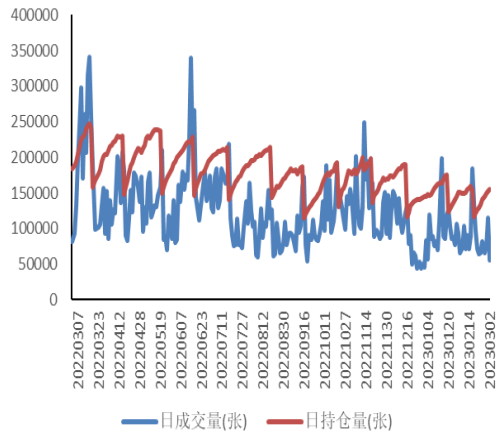
图 20: 创业板 ETF 期权 PCR (%)



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

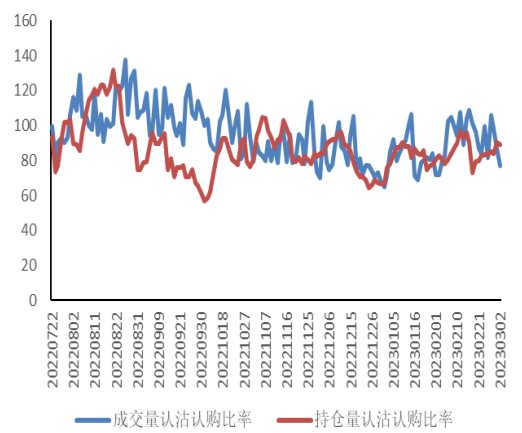
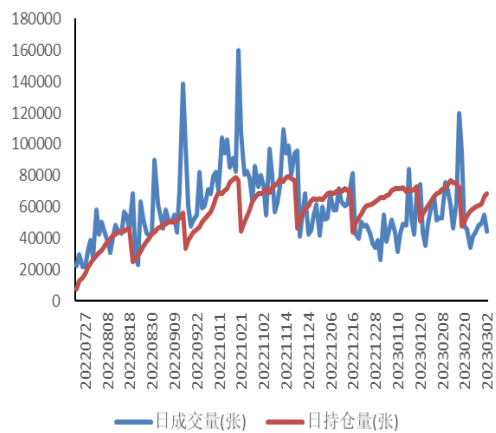
图 22: 沪市 300 指数期权 PCR (%)



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

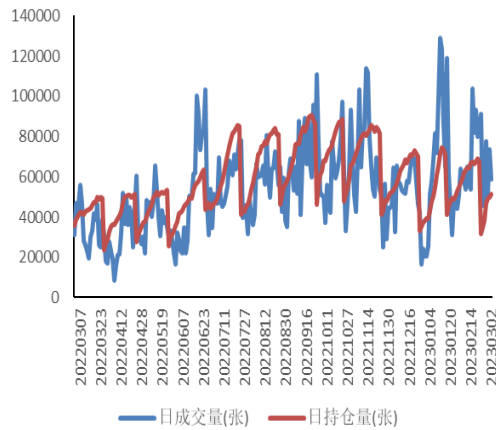
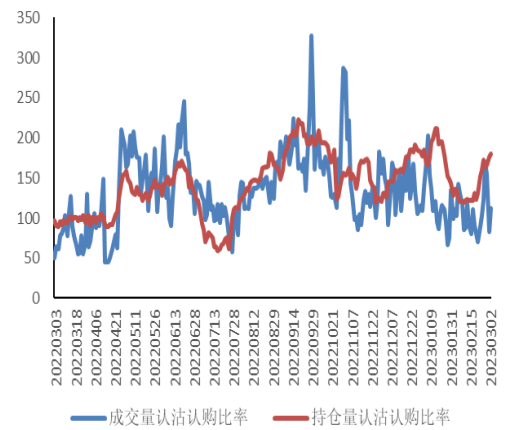


图 26: 沪铜期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 27: 沪铝期权成交与持仓

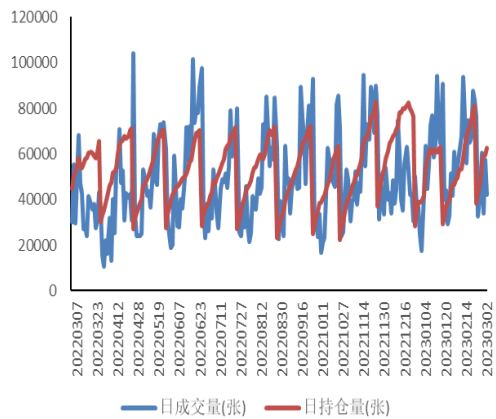
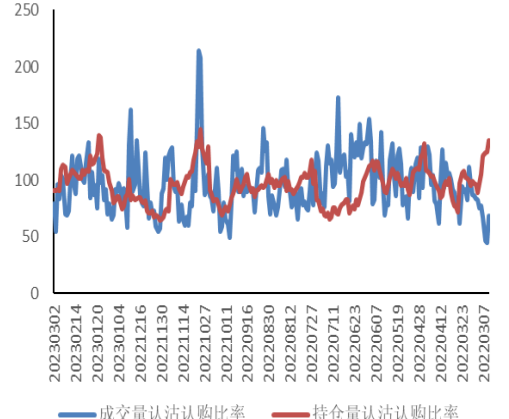


图 28: 沪铝期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 29: 甲醇期权成交与持仓

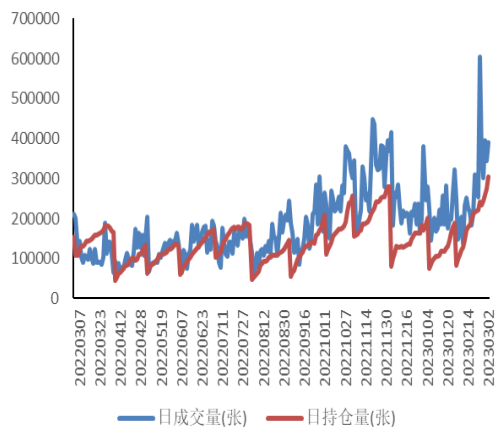
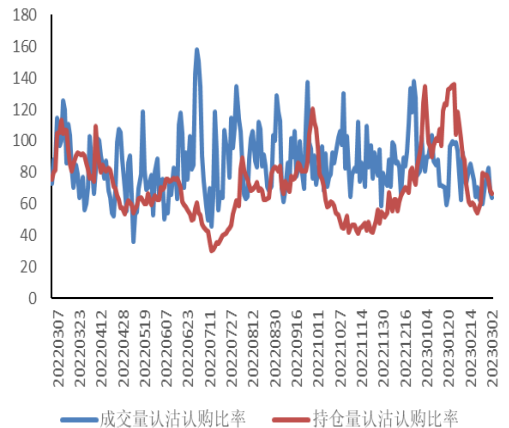


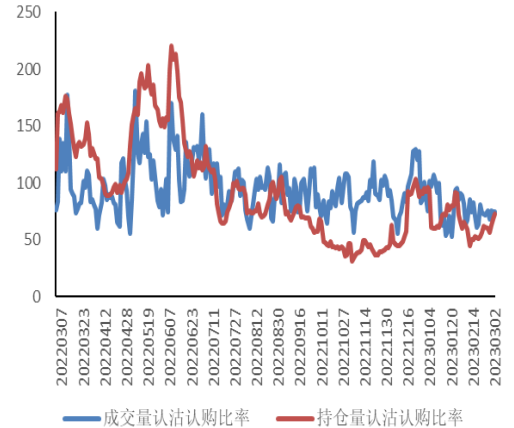
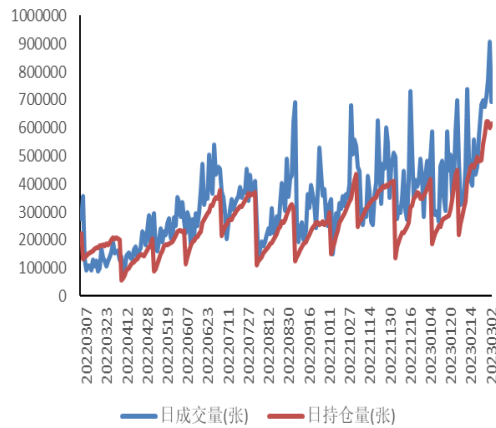
图 30: 甲醇期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 31: PTA 期权成交与持仓

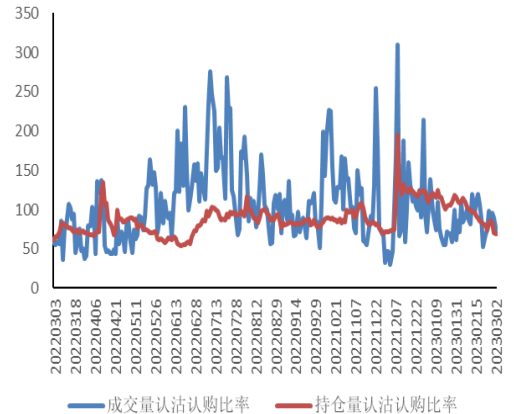
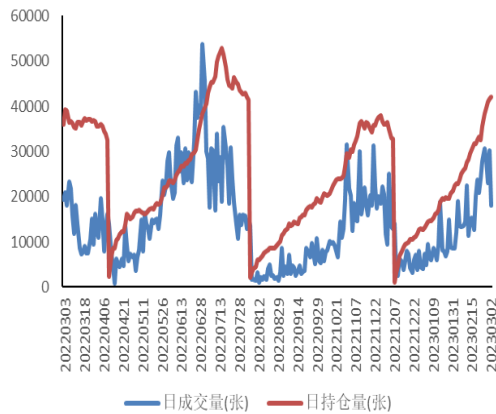
图 32: PTA 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 33: 聚丙烯期权成交与持仓

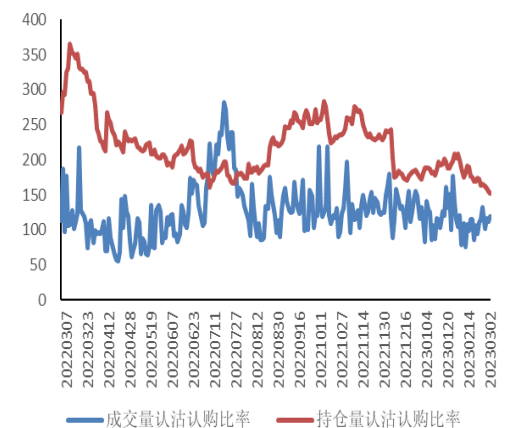
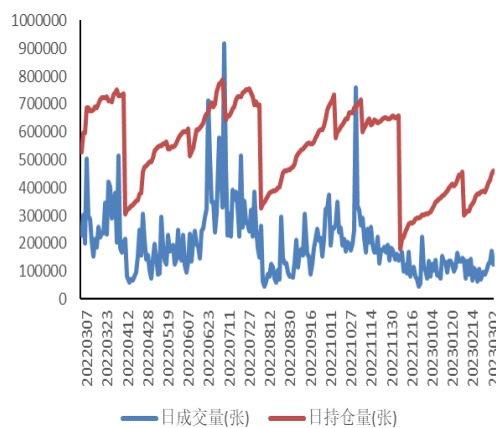
图 34: 聚丙烯期权 PCR (%)



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

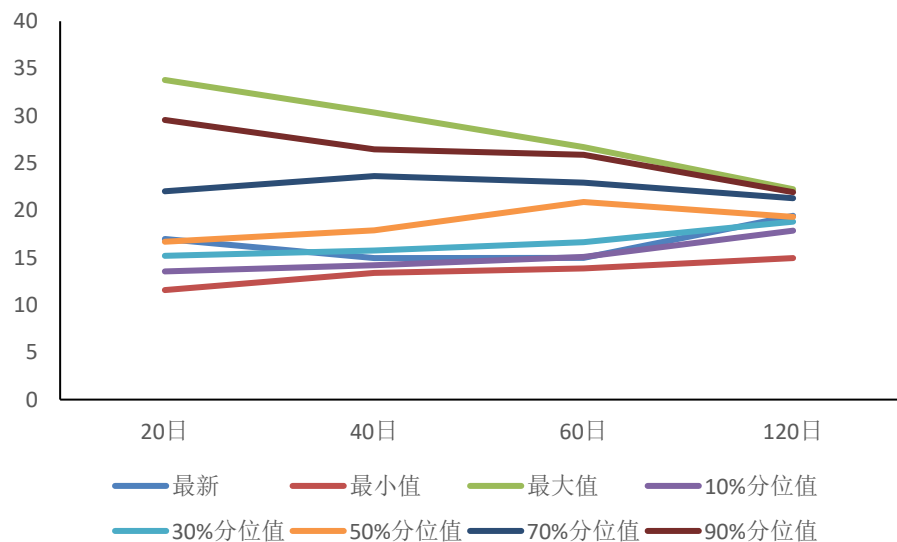
1. 金融期权

历史波动率方面，上证 50ETF 与沪深 300ETF 的 20 日周期历史波动率小幅度反弹至近一年中位数附近，前期标的历史波动率过低，出现了波动率低值反弹的情况，但是当前标的指数面临上有阻力，下有支撑的局面，波动率上升空间不大，短升波后大概率重回降波窗口。期权隐含波动率开始缓降回落，期限结构回归至近月低于远月的常态结构，震荡预期强烈。

2 商品期权

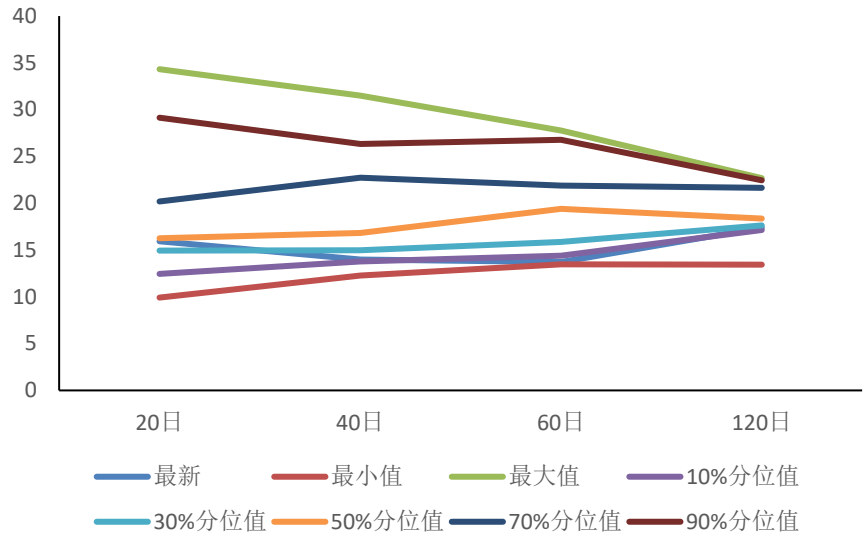
商品期权方面，有色、能化品种隐含波动率变动幅度较小，当前大宗商品普遍比较稳定，波动率维持在偏低区间，短期的升波行情不改低波震荡局面。国内外事件驱动对商品期权隐波的刺激效果弱化。

图 37：上证 50ETF 历史波动率锥



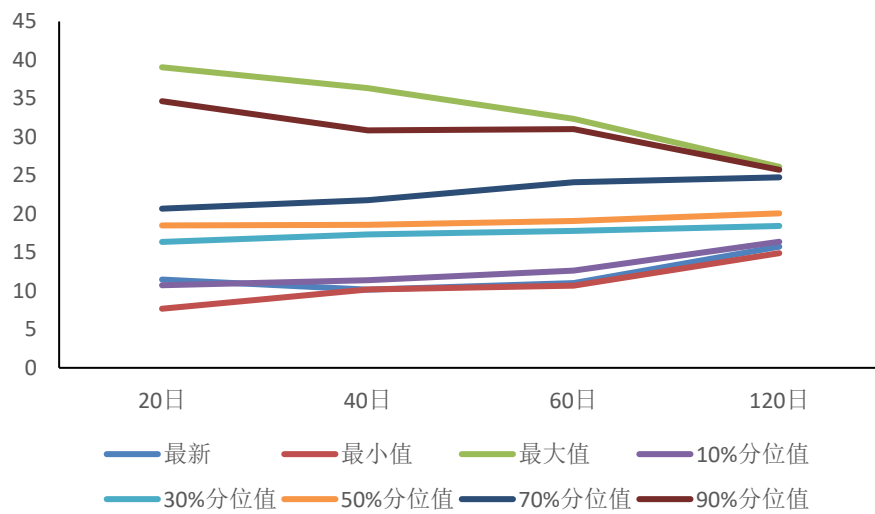
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 38: 沪市 300ETF 历史波动率锥



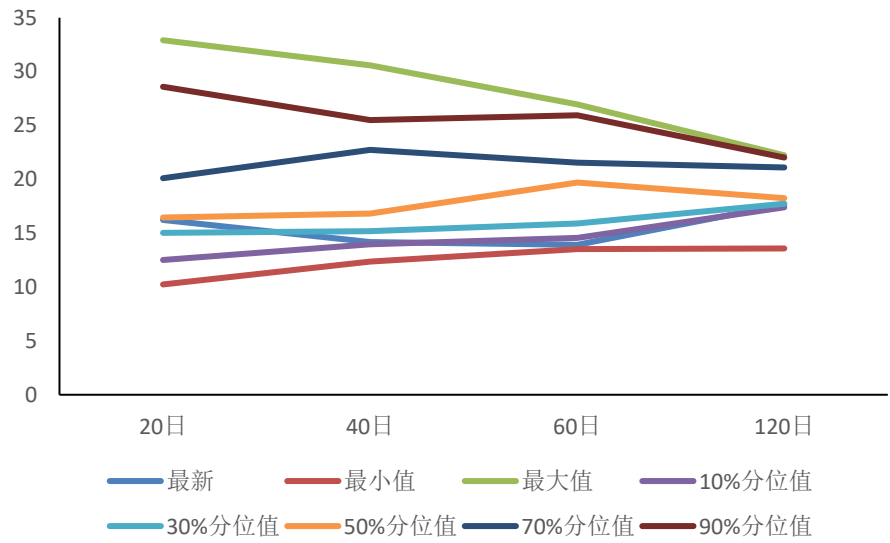
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 39: 沪市 500ETF 历史波动率锥



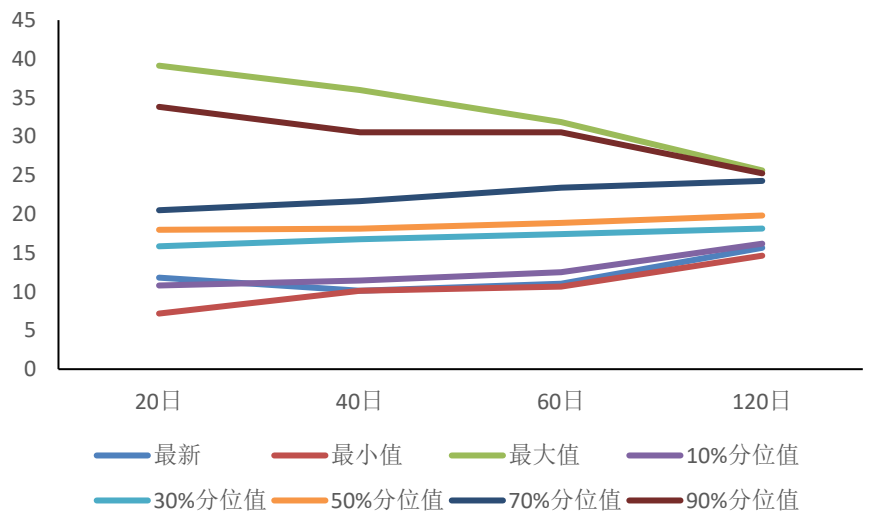
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 40: 深市 300ETF 历史波动率锥



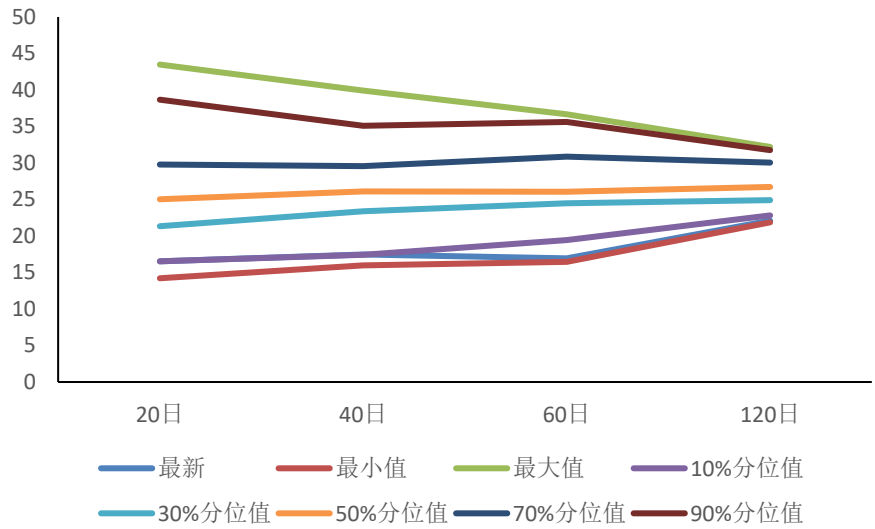
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 41: 深市 500ETF 历史波动率锥



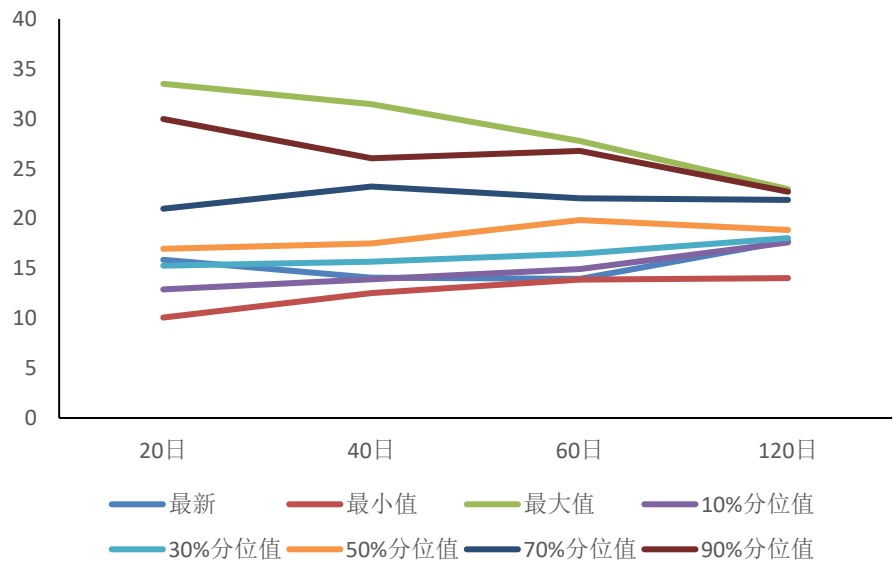
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 42: 创业板 ETF 历史波动率锥



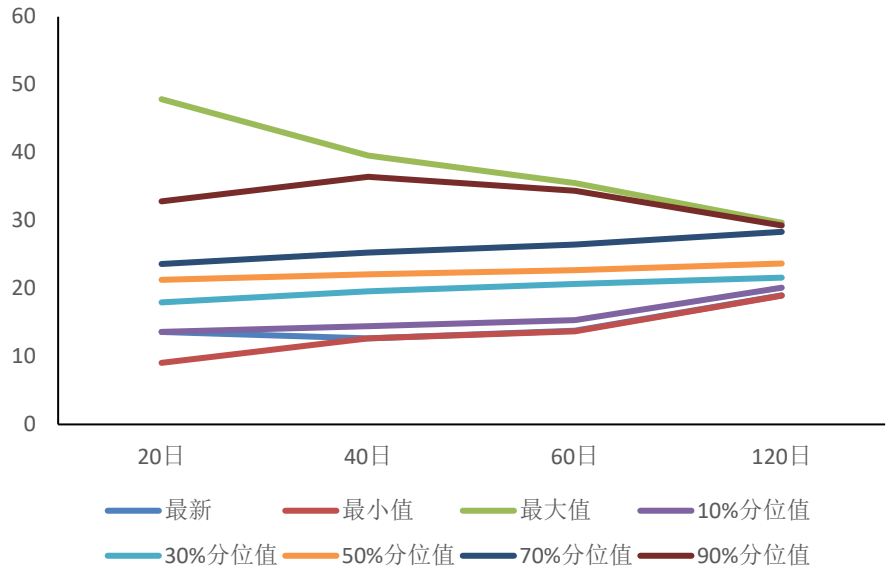
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 43: 沪深 300 历史波动率锥



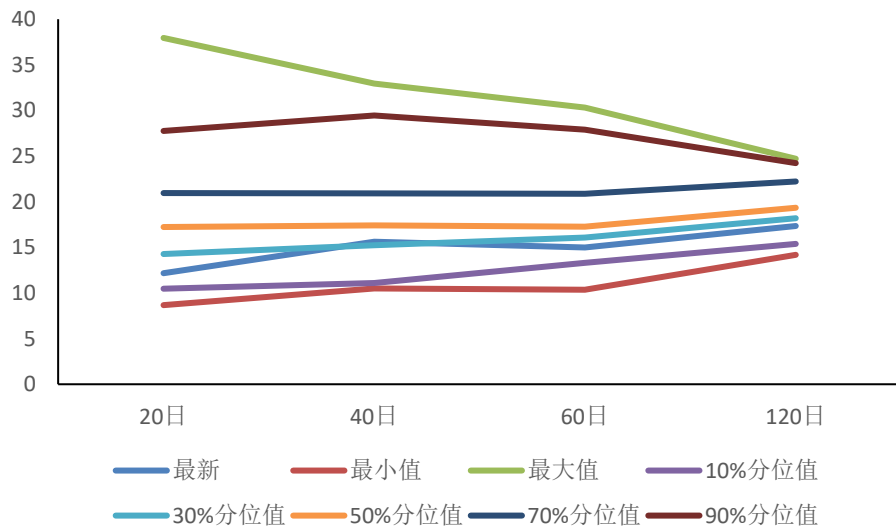
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 44: 中证 1000 历史波动率锥



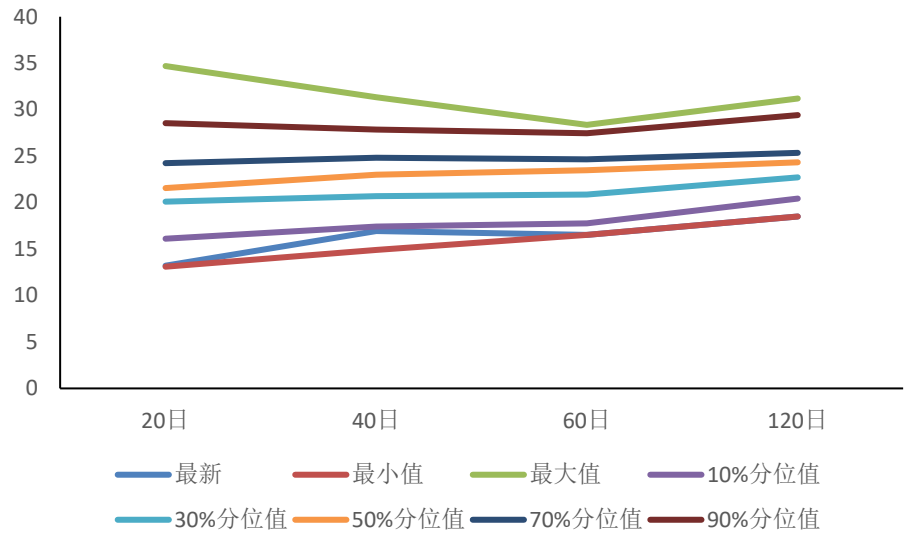
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 45: 沪铜历史波动率锥



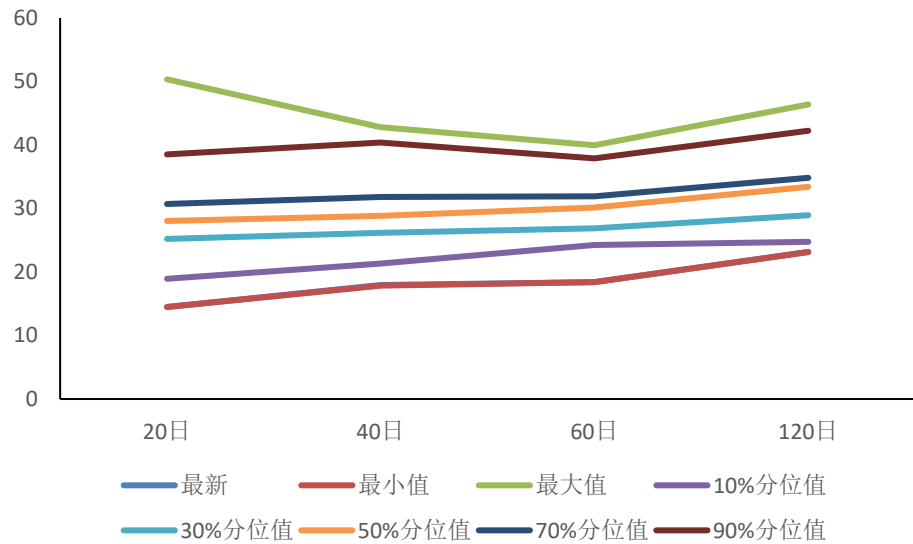
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 46: 沪铝历史波动率锥



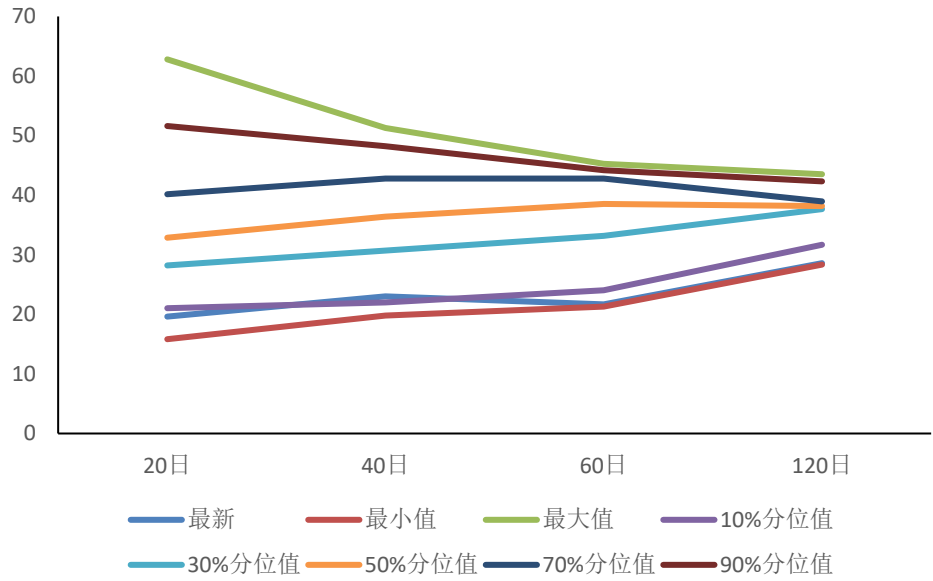
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 47: 甲醇历史波动率锥



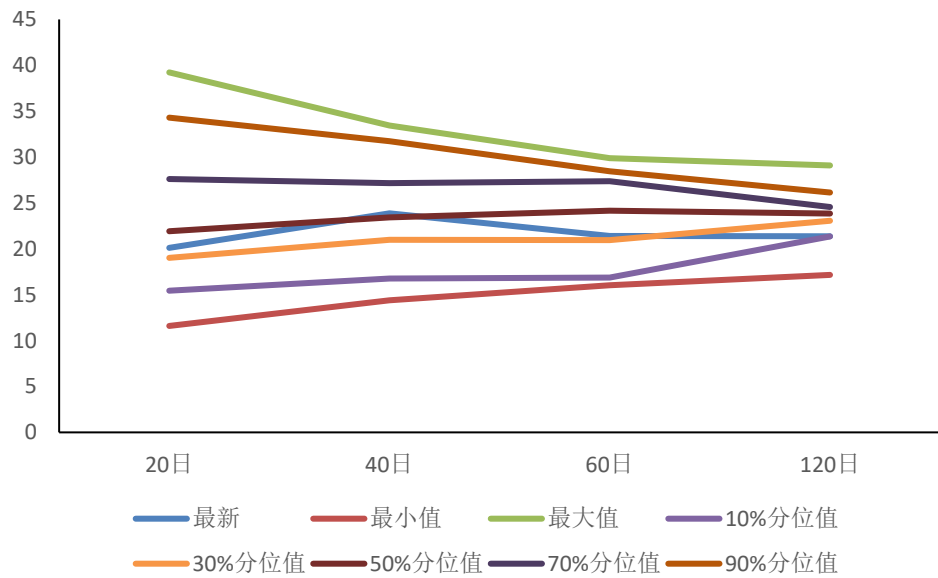
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 48: PTA 历史波动率锥



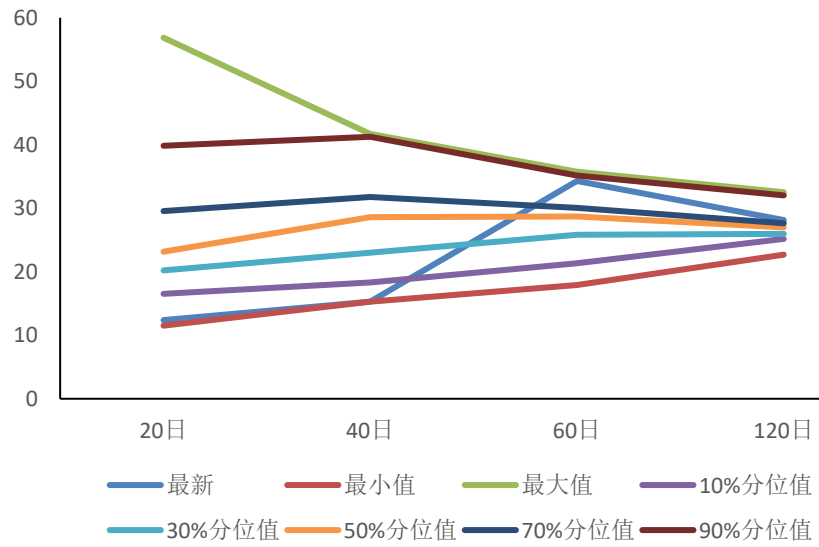
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 49: 聚丙烯历史波动率锥



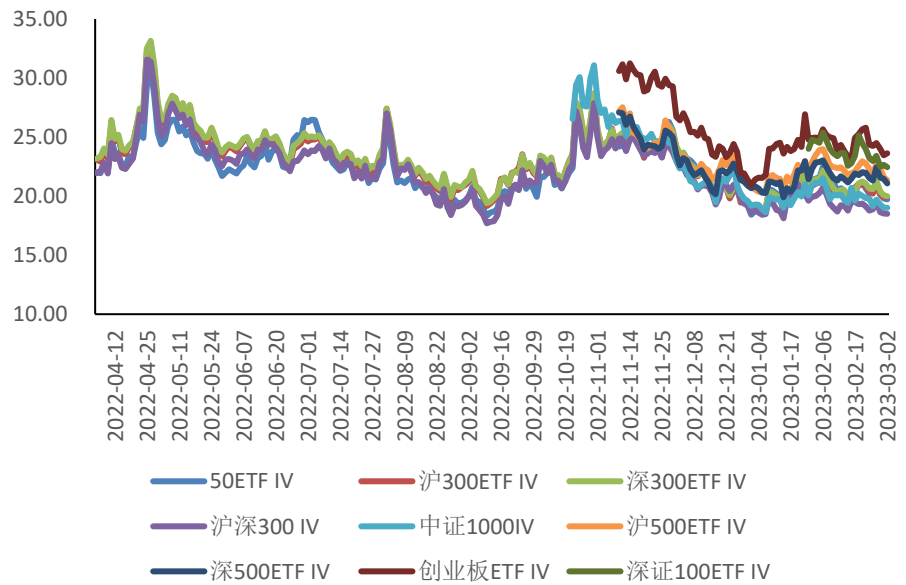
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 50：豆粕历史波动率锥



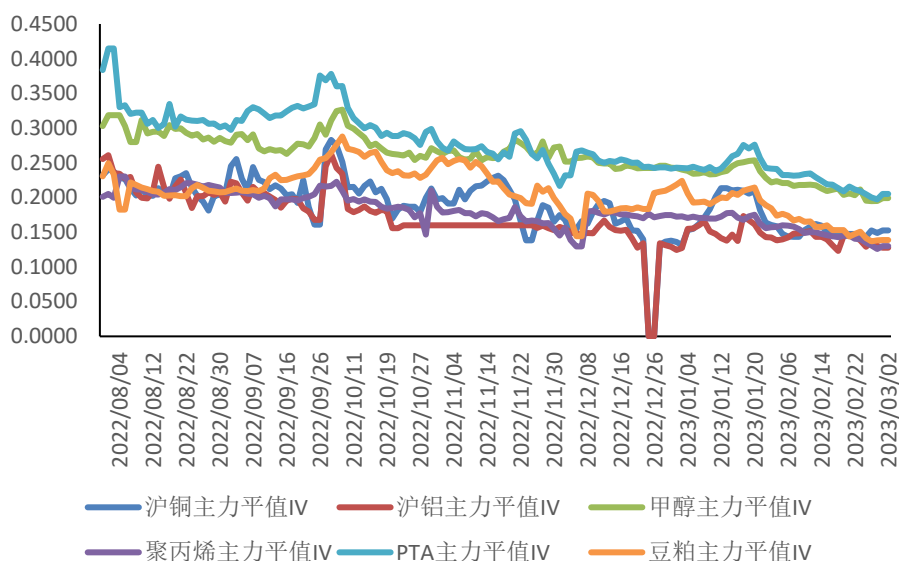
数据来源：wind，兴证期货研发部

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，中国 2 月官方制造业 PMI 为 52.6，预期为 50.5，前值 50.1。各分类指数均高于上月，制造业景气面继续扩大，市场预期继续改善。在 3 月份的两会期间，新一届政府班子预计会传递坚定恢复经济和信心的政策信号，打消投资者对于政策力度和持续性的担忧，同时会上修政策和经济预期。期权标的 50ETF 与沪深 300ETF 短期受日线级别阻力压制，周线级别维持震荡反弹趋势。

国外方面，美元指数与人民币汇率波动加大，成为影响 A 股市场的重要因素。在美国强预期的经济就业数据影响下，通胀的回落进程并不顺畅，通胀数据超预期后，市场紧缩预期再度抬头，存在着改变原有美联储加息路径的风险，美联储整体上保持高息的态度不变，2024 年前不考虑货币政策回拨。整体上对欧美股市的压制效果显著。综合内外因素来看，3 月份在两会的政策窗口中，指数支撑强，大概率呈现震荡反弹走势。

金融期权方面，在 2 月份窗口中，50ETF 期权与 300ETF 期权的成交 PCR 值先升后降，持仓 PCR 值震荡上升，随着标的指数企稳震荡，在两会政策预期支撑下，市场短空情绪回落，震荡预期加强。历史波动率方面，上证 50ETF 与沪深 300ETF 的 20 日周期历史波动率小幅度反弹至近一年中位数附近，前期标的历史波动率过低，出现了波动率低值反弹的情况，但是当前标的指数面临上有阻力，

下有支撑的局面，波动率上升空间不大，短升波后大概率重回降波窗口。期权隐含波动率开始缓降回落，期限结构回归至近月低于远月的常态结构，震荡预期强烈。策略方面，关注卖出虚值认沽与备兑策略。

商品期权方面，2月份有色板块期权成交量环比1月下降，能化板块中，甲醇期权月度成交量环比增大，铜、铝期权持仓PCR值上升，甲醇持仓PCR值回落，反映近期沪铜震荡上行趋势，甲醇期权承压。整体来看，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，外部事件对于商品情绪影响减弱。有色、能化品种隐含波动率变动幅度较小，当前大宗商品普遍比较稳定，波动率维持在偏低区间，短期的升波行情不改低波震荡局面。

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。本报告清晰准确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。