

金融期权低波上涨，PTA 期权强势升波

兴证期货·研发中心

2023 年 4 月 4 日 星期二

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 3 月官方制造业 PMI 景气度延续扩张走势，中国银行研究院预计今年一季度中国 GDP 增长 4.1%左右，且第二季度 GDP 预计增长 7.6%左右，经济复苏或将提速，基本面改善利好股市，期权标的或将迎来震荡上涨行情。国外方面，受欧美银行风险事件影响，经济衰退担忧弱化后市美联储加息空间，美元指数回落，VIX 恐慌指数连续回落接近年内低值，欧美股市近期连续上涨，空头情绪衰减，外部市场回暖。两会后国内积极布局政策，以蓝筹股作为盘面估值支撑，科技创新类板块成为近期市场热点驱动，相比 2 月份，当前国内以及欧美股市情绪回暖，两市成交温和放量，有望走出震荡上涨行情。

金融期权方面，3 月份金融期权日均成交量与持仓量环比 2 月份下降，成交 PCR 值呈回落趋势，市场空头情绪衰减。上证 50ETF 与沪深 300ETF 的 20 日周期历史波动率持续下降至近一年最低值附近，500ETF、中证 1000 以及创业板 ETF 的历史波动率均呈现下降趋势，120 日周期历史波动率重心持续下移。隐含波动率同样呈现降波趋势，隐波期限结构分布为近月低于远月的偏斜特征，反映了市场低波预期，我们认为后市金融指数仍将延续低波动率的局面。

商品期权方面，铜铝等有色以震荡为主，甲醇、聚丙烯期间受到原油月度走弱的影响回落，但是 PTA 受生产端回购影响供需，近期强势上涨，豆粕等农产品弱势回调。PTA 期权 3 月份成交量大幅增长，认购期权成交活跃，且以虚值认购成交为主，市场对于 PTA 的短线看多情绪高昂。有色期权中，铜铝期权前期受到欧美银行风险事件刺激，成交量增加，但在月下旬时间中，铜铝反弹伴随着成交萎缩，反映这两个品种的多头情绪不强，维持震荡预期。截止到目前，PTA 期权隐含波动率处在今年以来的高位，多头情绪主导隐波走势，隐波期限结构上，呈现出近月隐波大幅高于远月隐波的偏斜特征，市场短期强多头预期。铜铝期权隐波开始回落，重拾震荡预期。

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-2.80%，沪市 300ETF 变化-0.52%，沪市 500ETF 变化-0.20%，深市 300ETF 变化-0.63%、深市 500ETF 变化-0.38%，创业板 ETF 变化-1.36%，深证 100ETF 变化-0.94%，上证 50 指数变化-2.75%、沪深 300 变化-0.46%、中证 1000 指数变化-1.15%。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 3 月官方制造业 PMI 为 51.9，前值 52.6。中国 3 月非制造业 PMI 为 58.2，前值 56.3。景气度延续扩张走势，制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数连续三个月位于扩张区间，我国经济发展仍在企稳回升之中。中国银行研究院预计今年一季度中国 GDP 增长 4.1%左右，且第二季度 GDP 预计增长 7.6%左右，或将为全年高点，经济复苏或将提速，基本面改善利好股市，期权标的或将迎来震荡上涨行情。期权标的 50ETF 与沪深 300ETF 周线级别维持震荡上涨趋势。

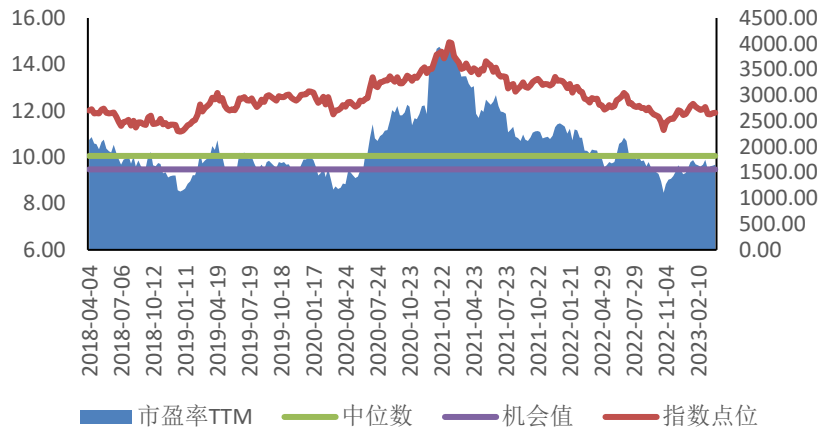
国外方面，3 月份一度受到欧美银行风险事件影响，欧美股市受到短空情绪面的利空冲击，但是从事件发展进程来看，未出现大规模的风险外溢情况。3 月美联储加息 25 个基点，受欧美银行风险事件影响，经济衰退担忧弱化后市美联储加息空间，美元指数回落，VIX 恐慌指数连续回落接近年内低值，欧美股市近期连续上涨，空头情绪衰减，外部市场回暖。

整体来看，两会后国内积极布局政策，以蓝筹股作为盘面估值支撑，科技创新类板块成为近期市场热点驱动，相比 2 月份，当前国内以及欧美股市情绪回暖，两市成交温和放量，有望走出震荡上涨行情。

2.商品期权

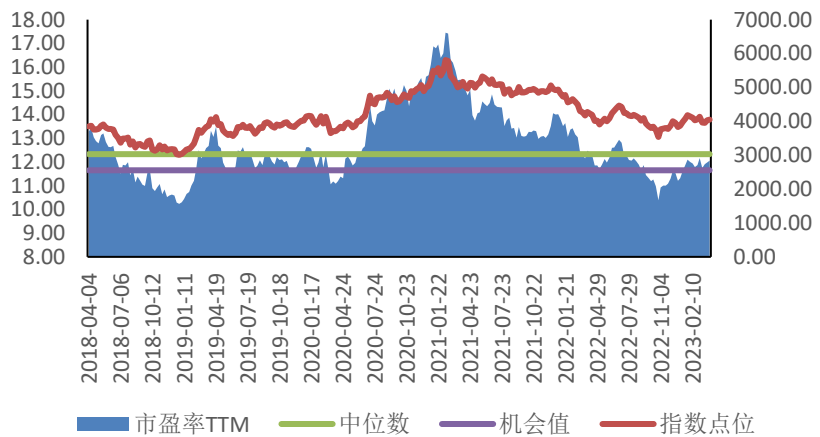
3 月份大宗商品分化，铜、铝、甲醇、聚丙烯、PTA、豆粕期货活跃合约月度涨跌幅分别为 0.22%、1.38%、-4.15%、-2.25%、10.72%、-6.99%。铜铝等有色以震荡为主，甲醇、聚丙烯期间受到原油月度走弱的影响回落，但是 PTA 受生产端回购影响供需，近期强势上涨，豆粕等农产品弱势回调。

图 1: 上证 50 指数估值 (市盈率-TTM)



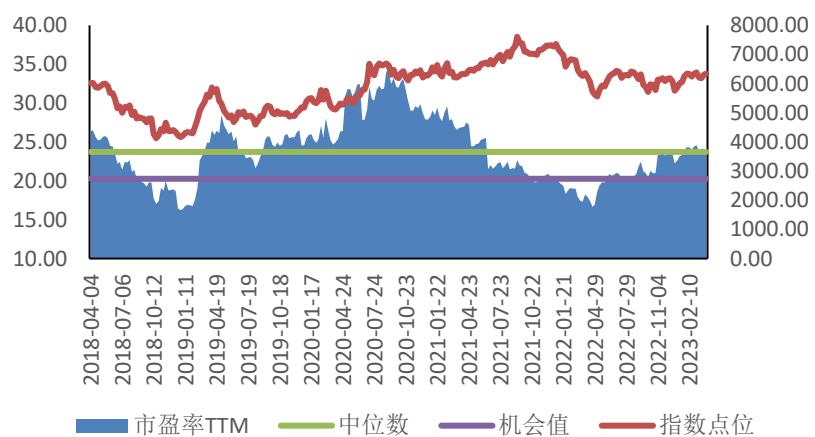
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 2: 沪深 300 指数估值 (市盈率-TTM)



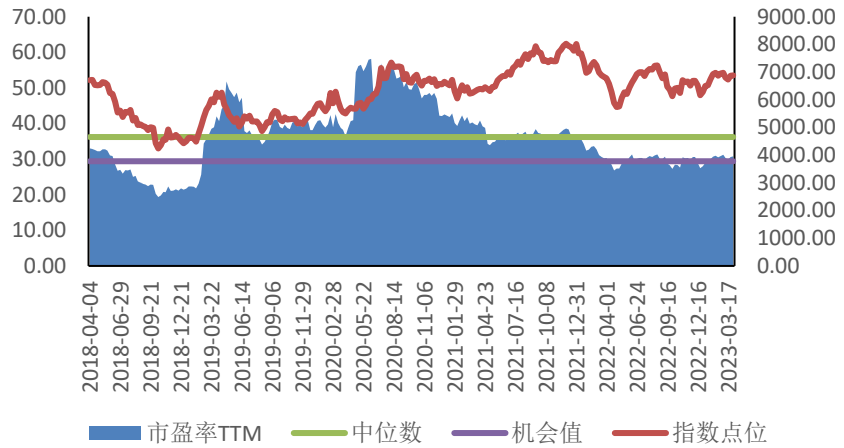
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 3: 中证 500 指数估值 (市盈率-TTM)



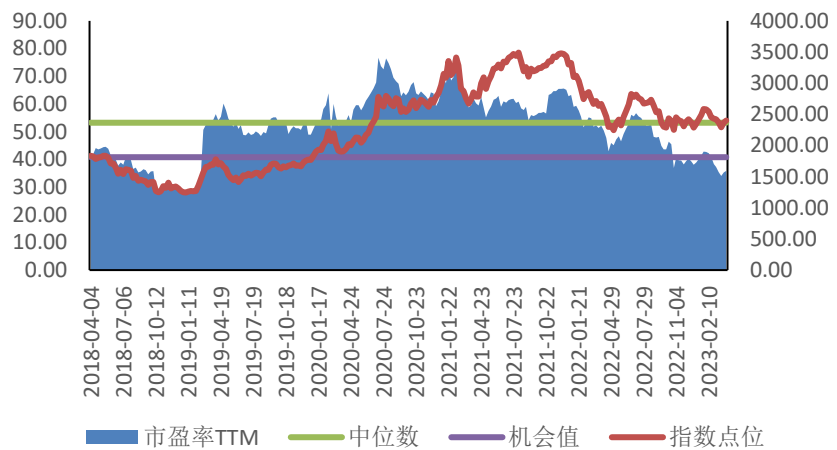
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率-TTM)



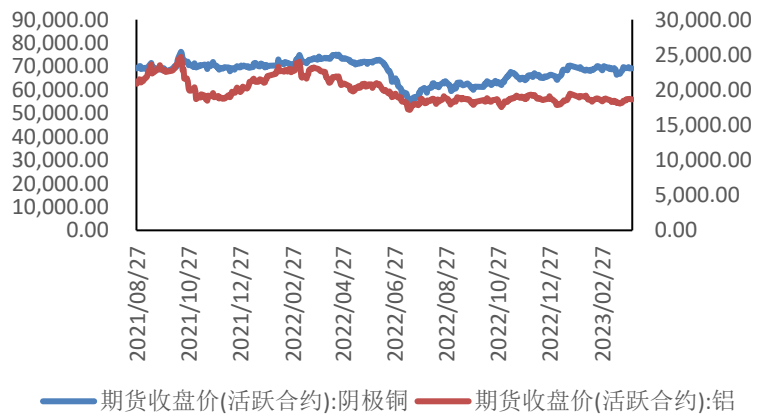
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 5: 创业板指数估值 (市盈率-TTM)



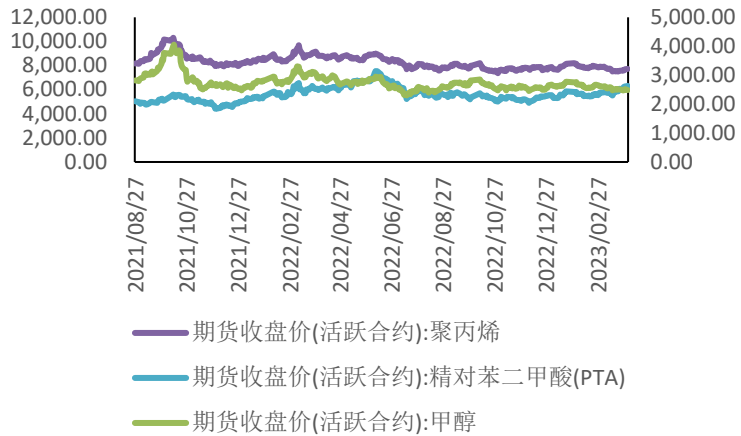
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 6: 沪铜、沪铝期货价格走势



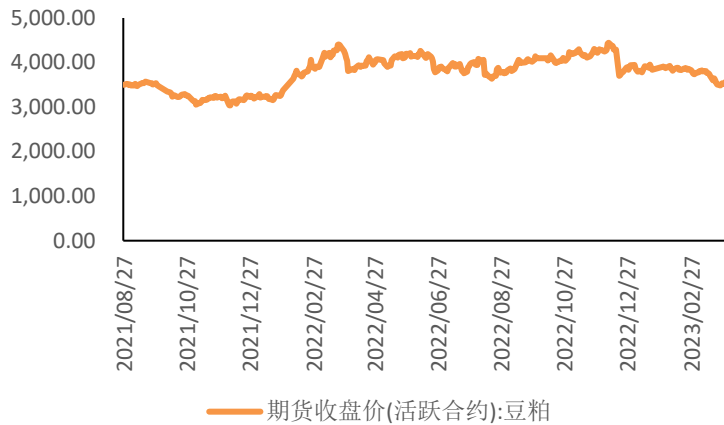
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

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

3 月份金融期权日均成交量与持仓量环比 2 月份下降, 特别是 3 月下旬, 标的指数波动收窄, 市场交易情绪低迷, 成交量下降。其中, 成交 PCR 值呈回落趋势, 市场空头情绪衰减。综合成交量与 PCR 值来看, 后市震荡上涨概率较大。

2. 商品期权

商品期权方面, 铜铝以及 PTA 期权成交量环比 2 月增加, 特别是 PTA 期权, 3 月份成交量大幅增长, 认购期权成交活跃, 且以虚值认购成交为主, 市场对于 PTA 的短线看多情绪高昂。有色期权中, 铜铝期权前期受到欧美银行风险事件刺

激，成交量增加，但在月下旬时间中，铜铝反弹伴随着成交萎缩，反映这两个品种的多头情绪不强，维持震荡预期。

图 9: 50ETF 期权成交量与持仓量

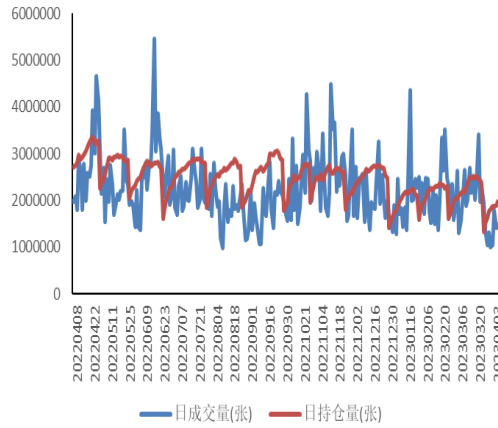
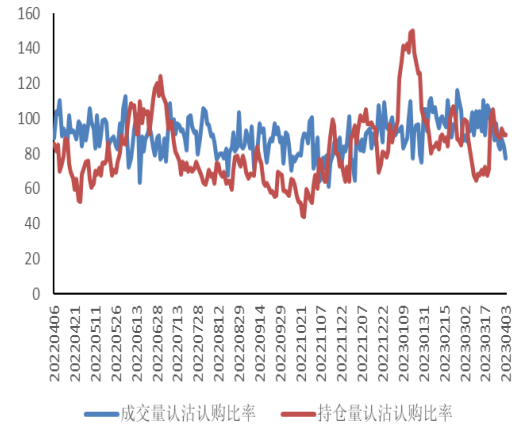


图 10: 50ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 11: 沪市 300ETF 期权成交与持仓

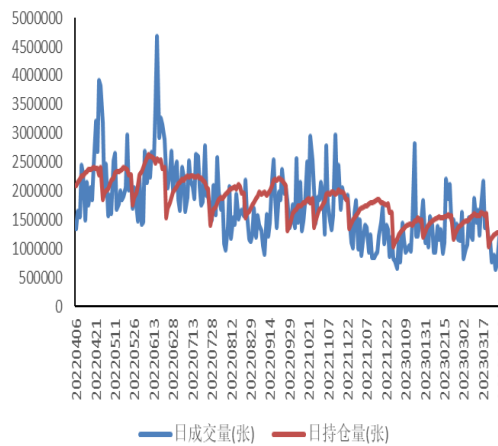
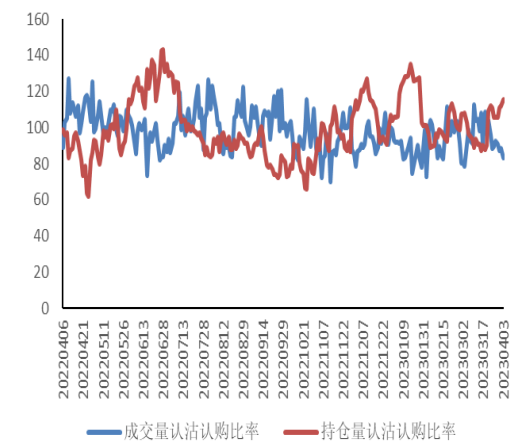


图 12: 沪市 300ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 13: 沪市 500ETF 期权成交与持仓

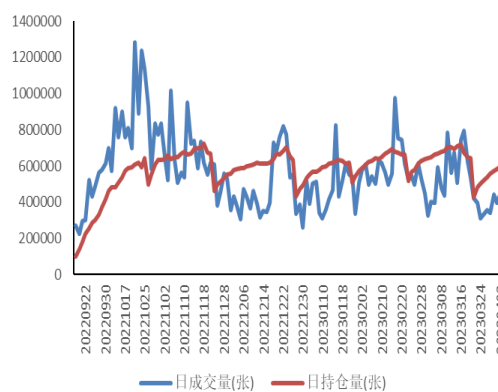
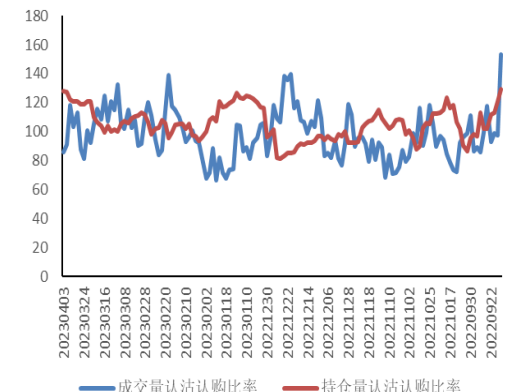


图 14: 沪市 500ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 15: 深市 300ETF 期权成交与持仓

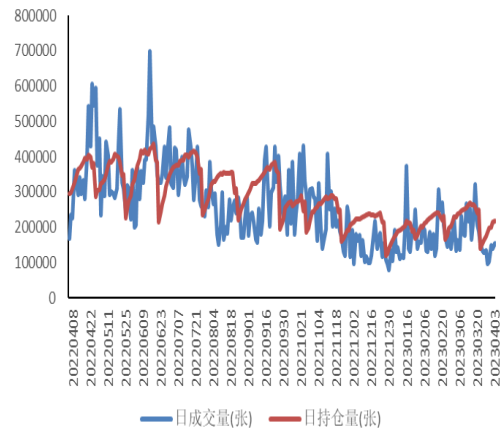
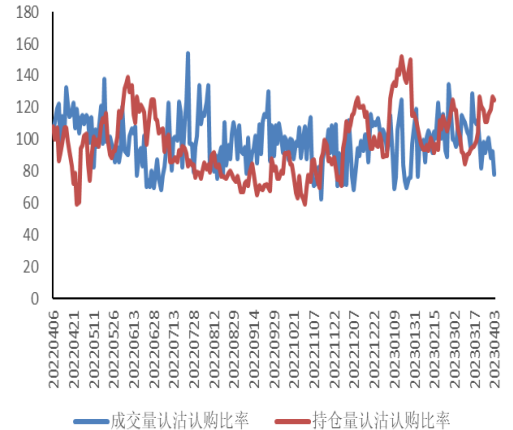


图 16: 深市 300ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 17: 深市 500ETF 期权成交与持仓

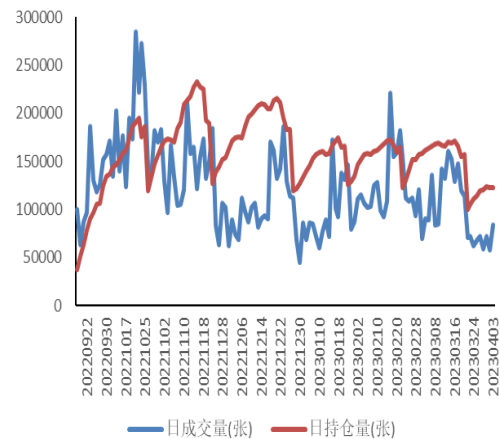
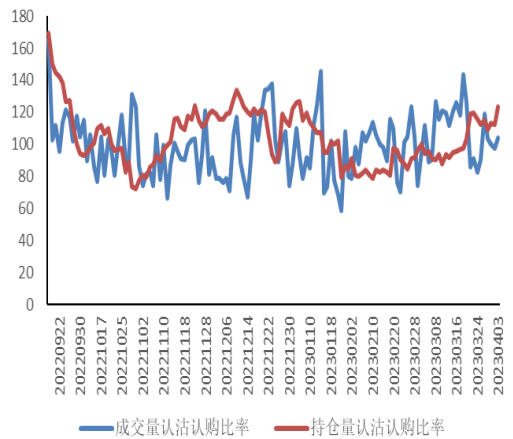


图 18: 深市 500ETF 期权 PCR (%)



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

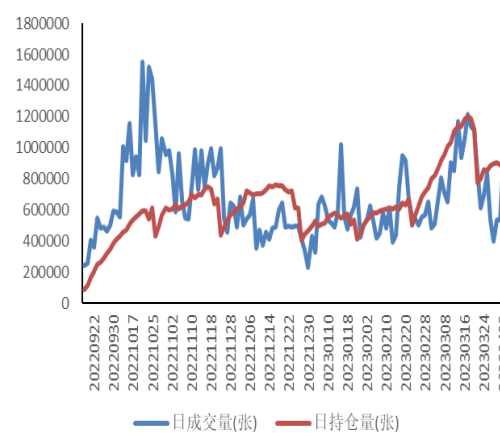
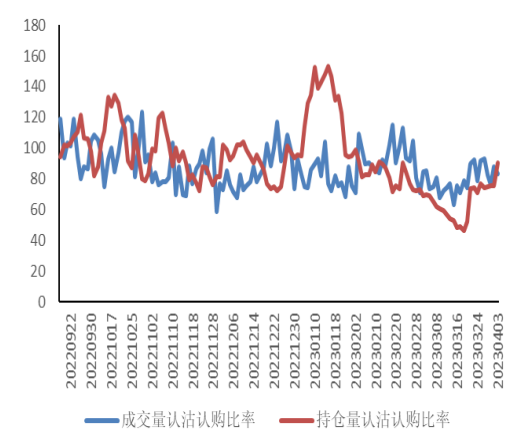


图 20: 创业板 ETF 期权 PCR (%)



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

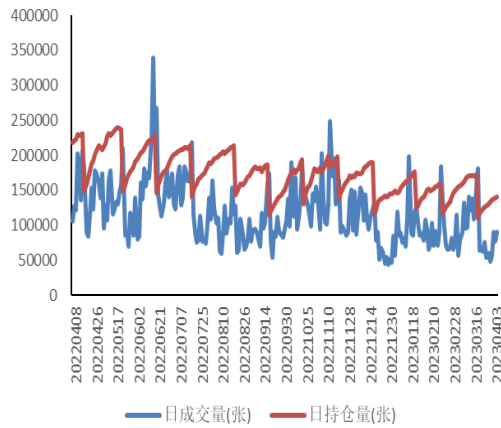
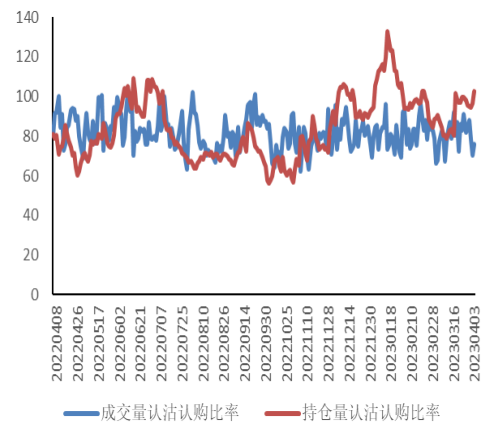


图 22: 沪市 300 指数期权 PCR (%)



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

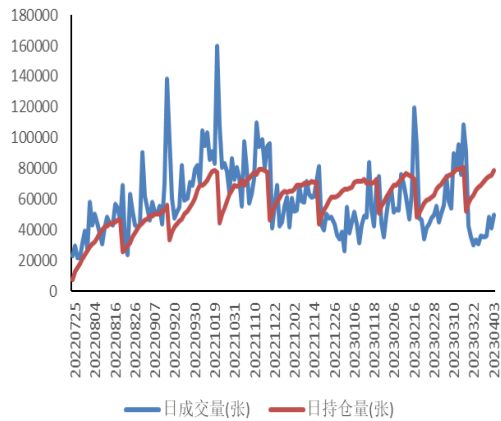
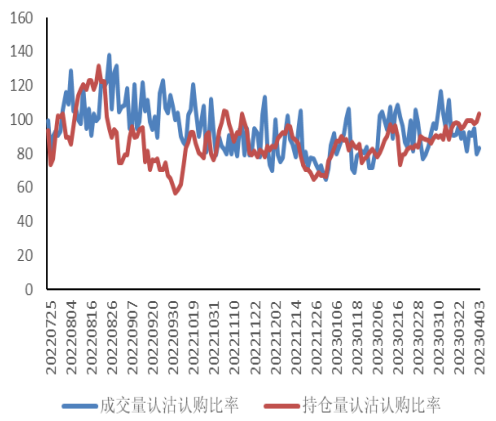


图 24: 中证 1000 指数期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 25: 沪铜期权成交与持仓

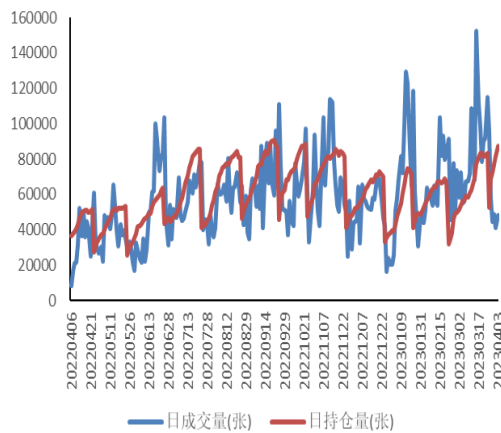
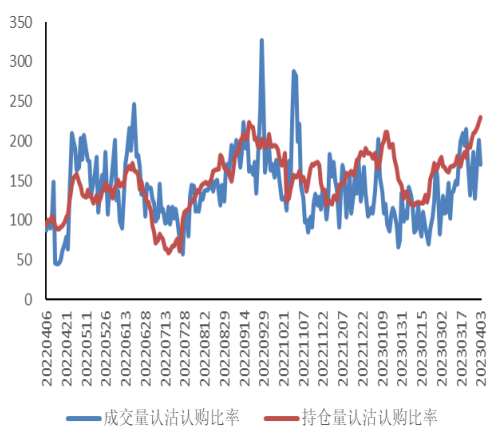


图 26: 沪铜期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 27: 沪铝期权成交与持仓

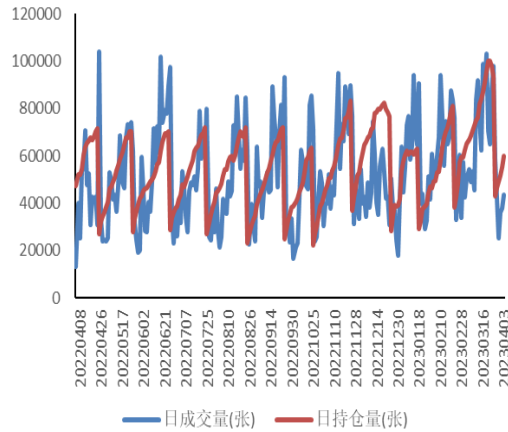
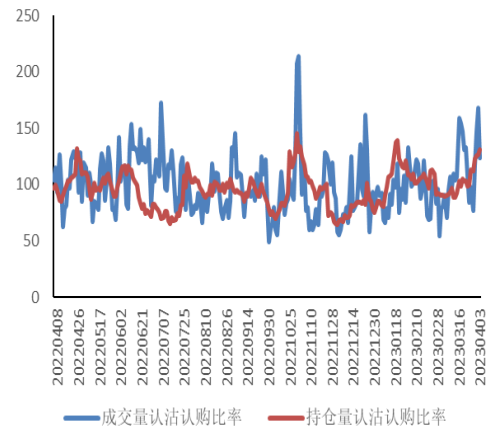


图 28: 沪铝期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 29: 甲醇期权成交与持仓

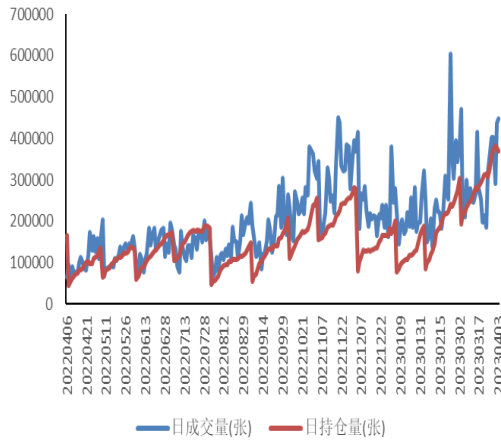
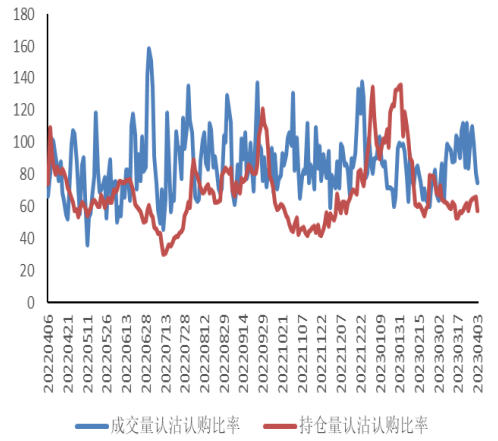


图 30: 甲醇期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 31: PTA 期权成交与持仓

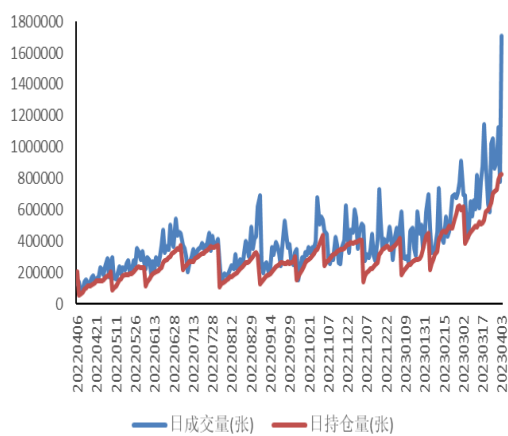
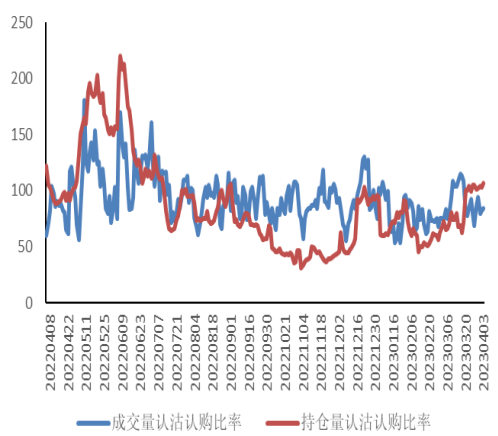


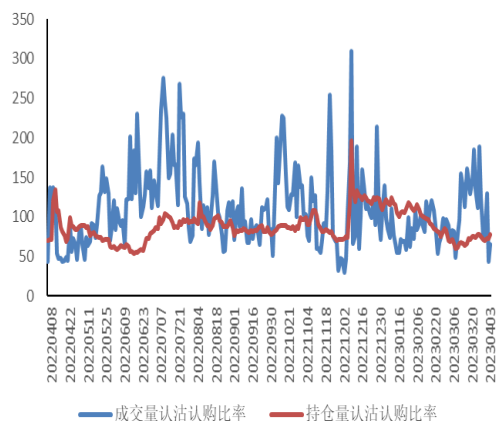
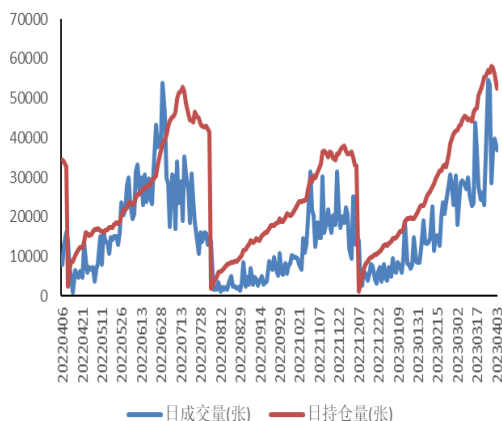
图 32: PTA 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 33: 聚丙烯期权成交与持仓

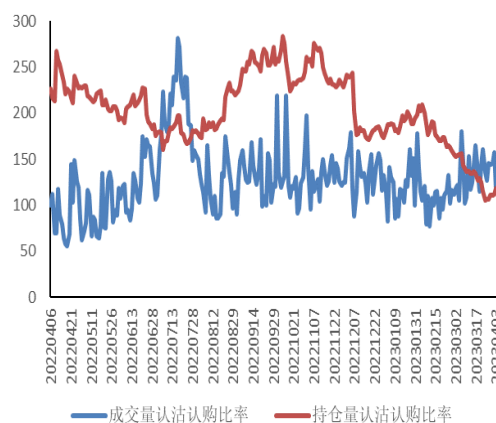
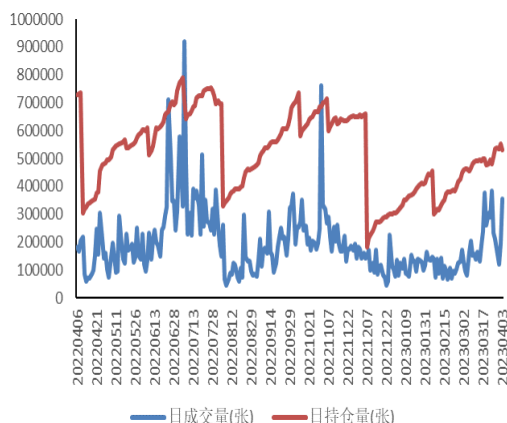
图 34: 聚丙烯期权 PCR (%)



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

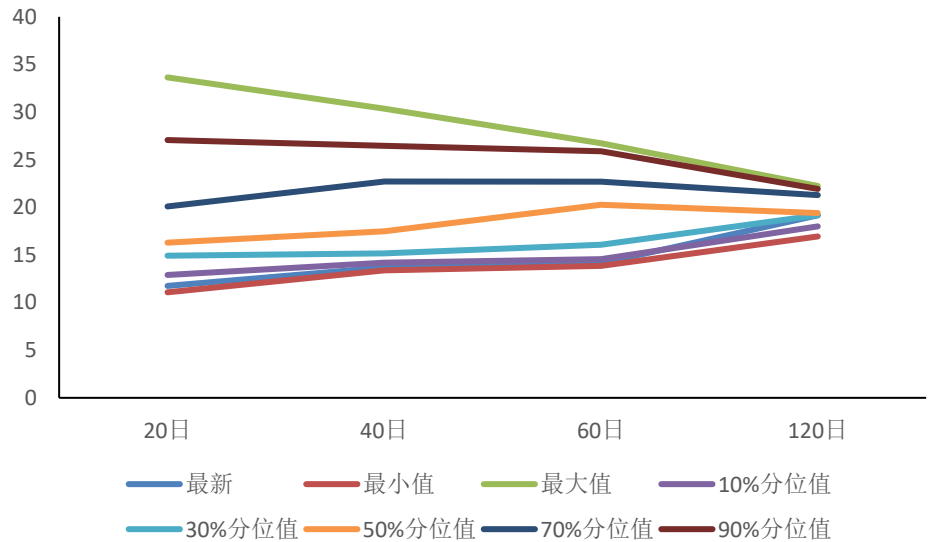
历史波动率方面, 上证 50ETF 与沪深 300ETF 的 20 日周期历史波动率持续下降至近一年最低值附近, 500ETF、中证 1000 以及创业板 ETF 的历史波动率均呈现下降趋势, 整个金融市场波动率持续下降, 即使在 3 月期间面临欧美银行事件的冲击, 也未对指数波动率产生质的冲击。隐含波动率同样呈现降波趋势, 隐波期限结构分布为近月低于远月的偏斜特征, 反映了市场低波预期, 我们认为后市金融指数仍将延续低波动率的趋势。

2 商品期权

商品期权方面, 整体上呈现出波动率反弹上升的趋势, 相比金融期权市场,

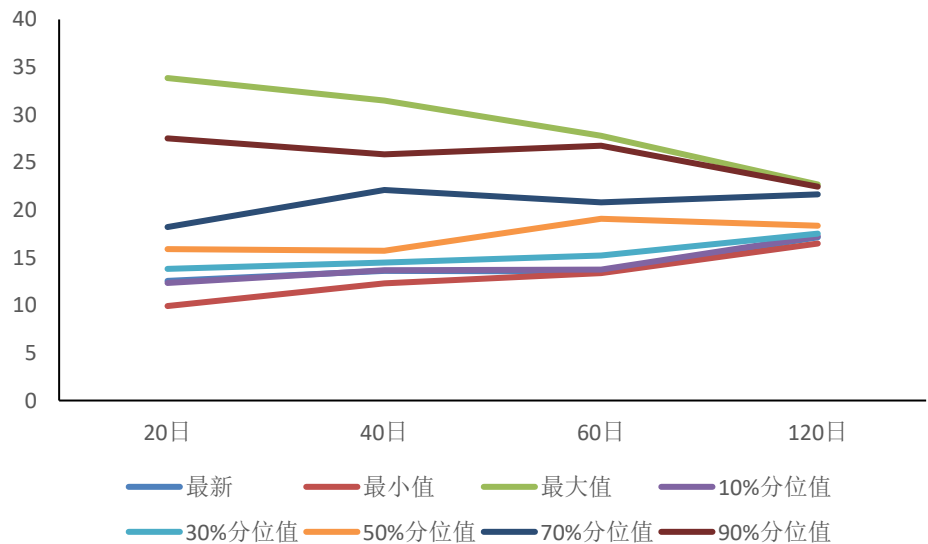
此前欧美银行事件对大宗商品市场特别是原油为主的能化板块的短期冲击较大，造成了波动率的短促拉升，截止到目前，PTA 期权隐含波动率处在今年以来的高位，多头情绪主导隐波走势，隐波期限结构上，呈现出近月隐波大幅高于远月隐波的偏斜特征，市场短期强多头预期。铜铝期权隐波开始回落，重拾震荡预期。

图 37: 上证 50ETF 历史波动率锥



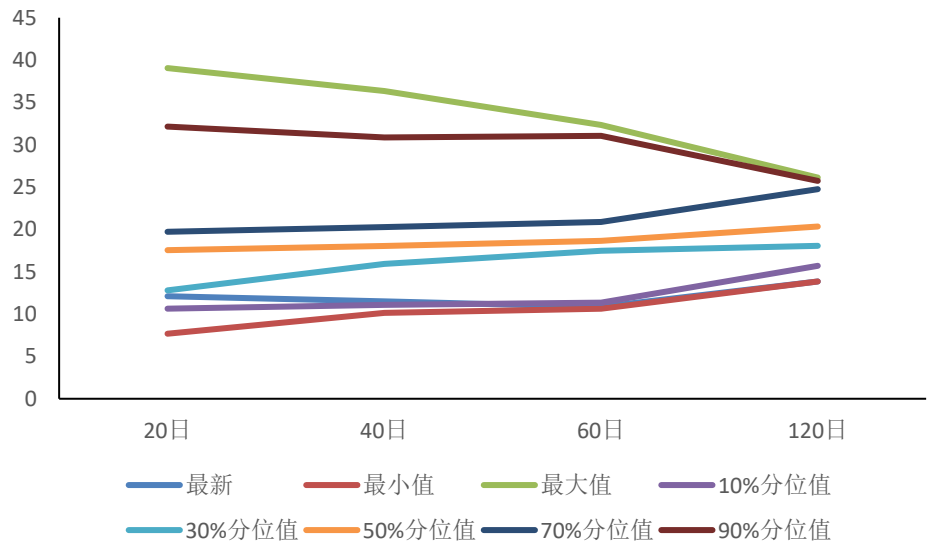
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 38: 沪市 300ETF 历史波动率锥



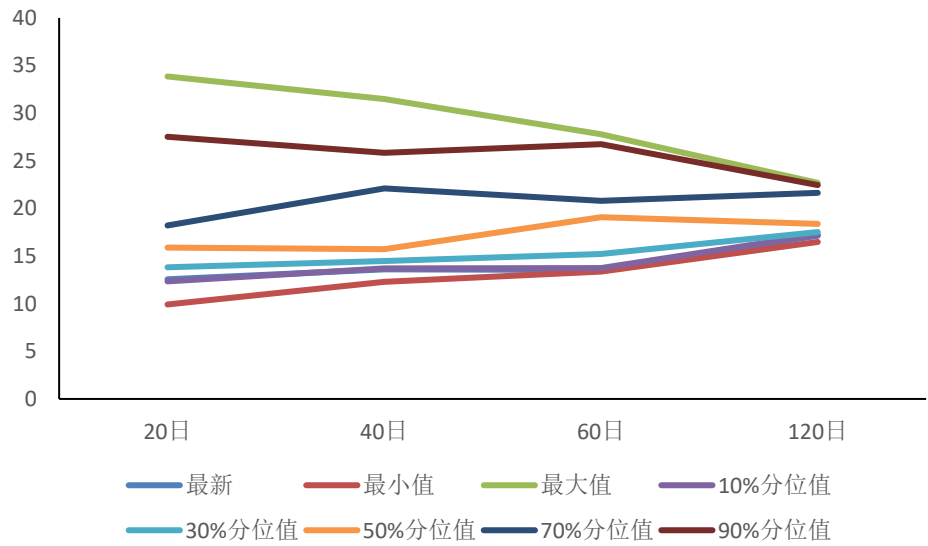
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 39: 沪市 500ETF 历史波动率锥



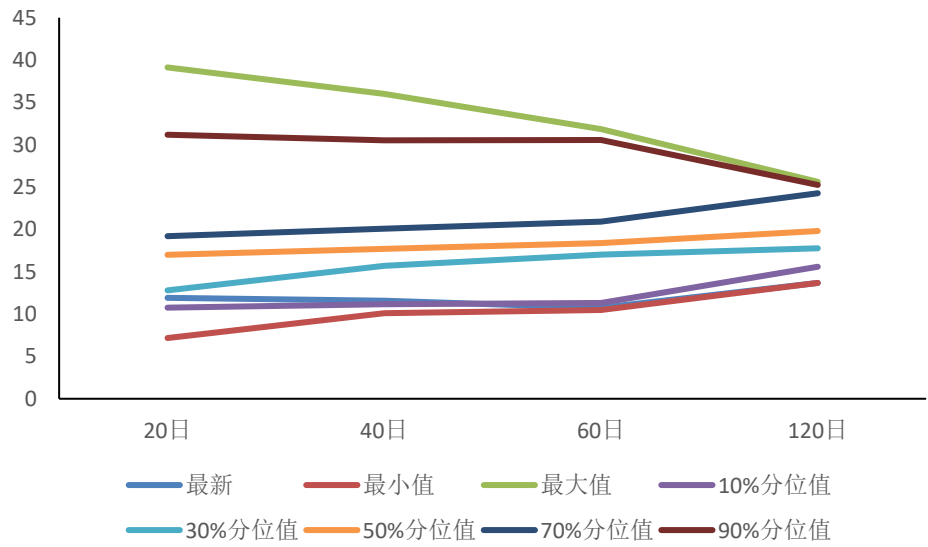
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 40: 深市 300ETF 历史波动率锥



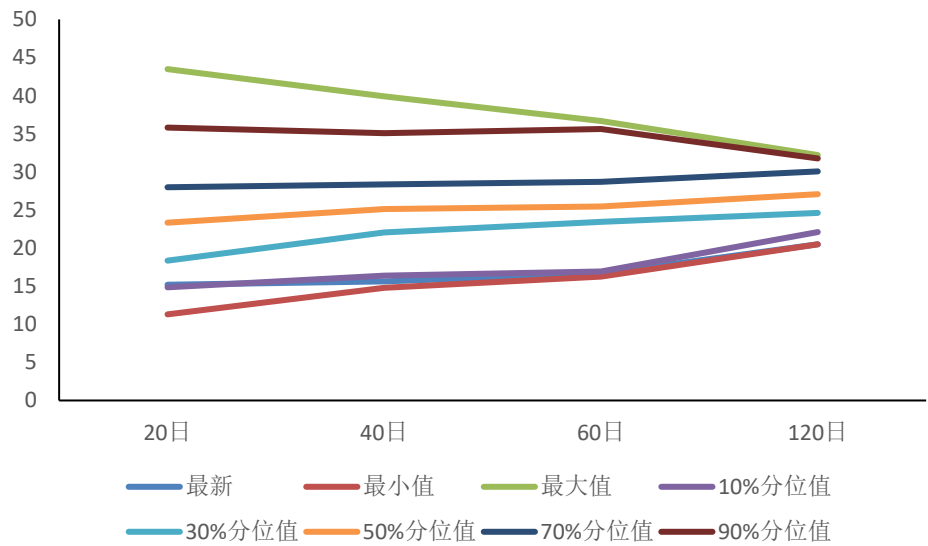
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 41: 深市 500ETF 历史波动率锥



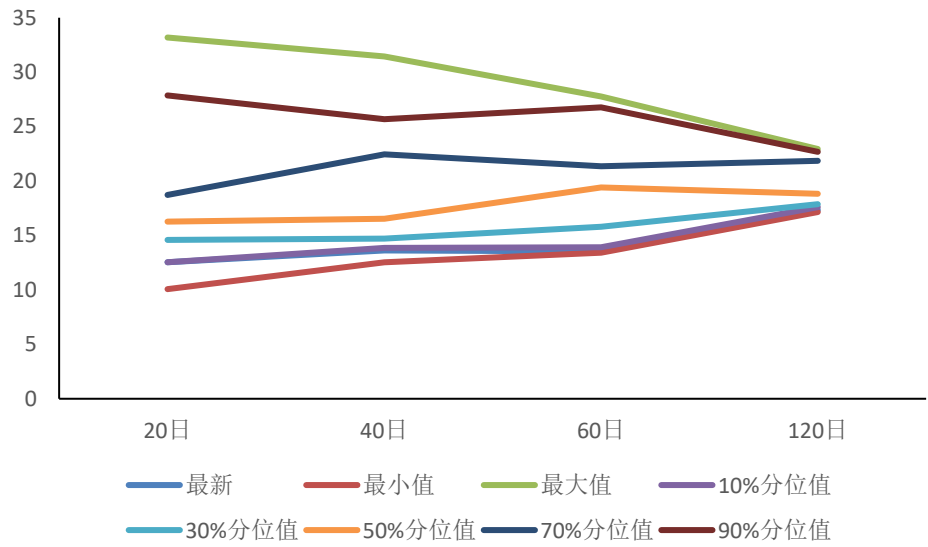
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 42: 创业板 ETF 历史波动率锥



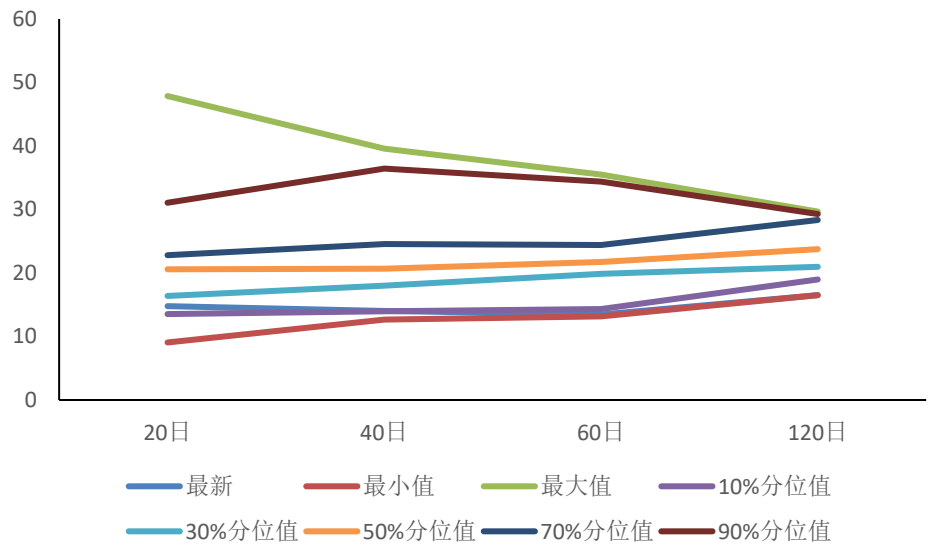
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 43: 沪深 300 历史波动率锥



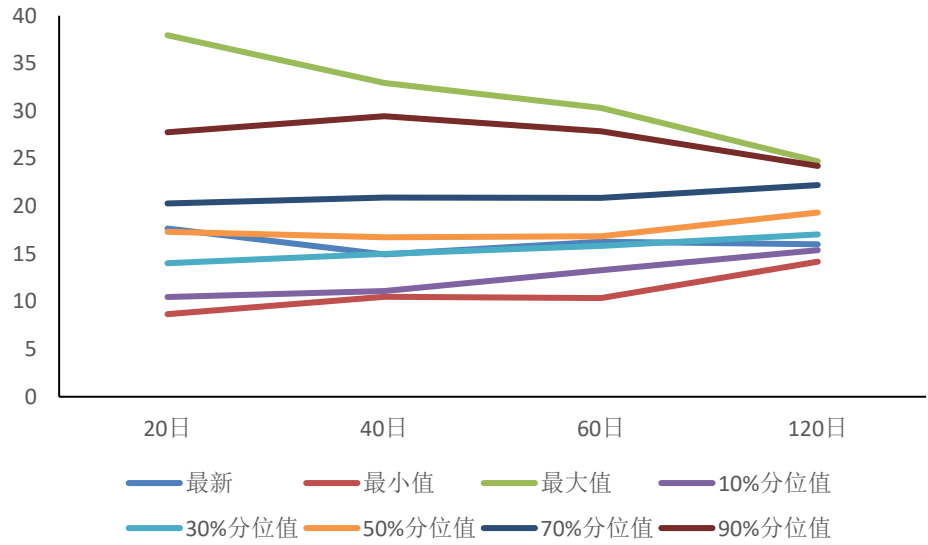
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 44: 中证 1000 历史波动率锥



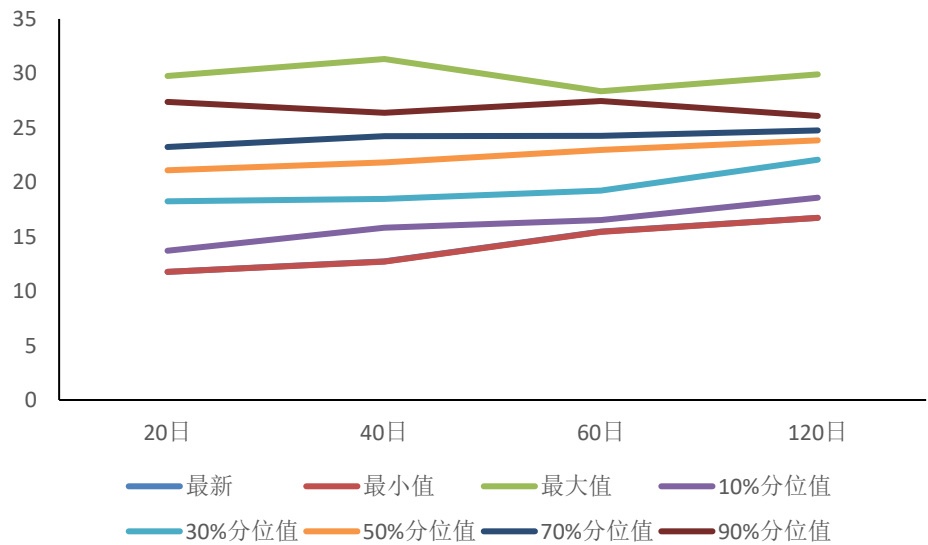
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 45: 沪铜历史波动率锥



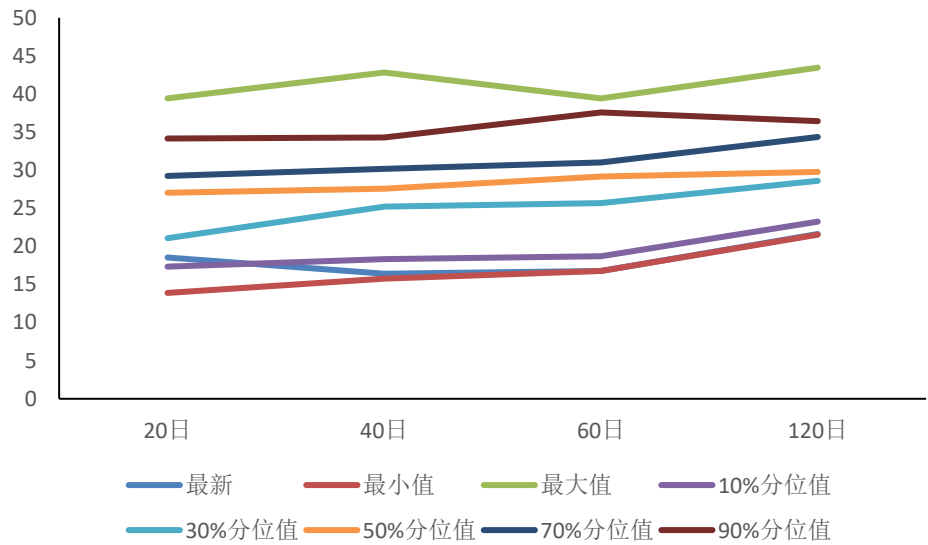
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 46: 沪铝历史波动率锥



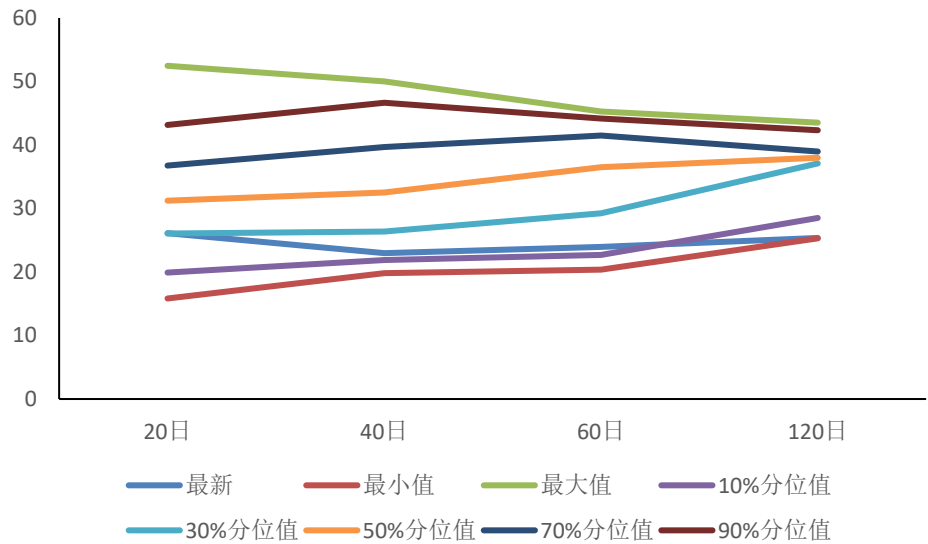
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 47: 甲醇历史波动率锥



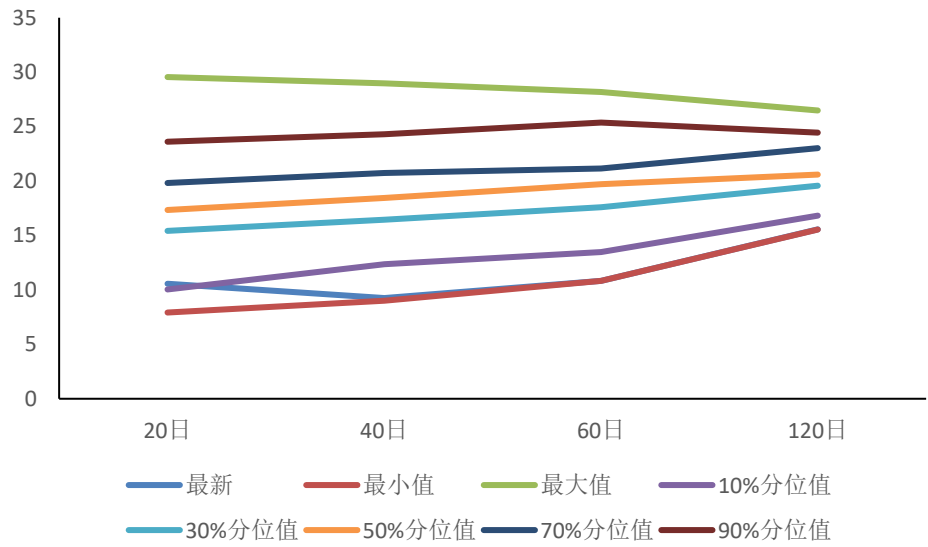
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 48: PTA 历史波动率锥



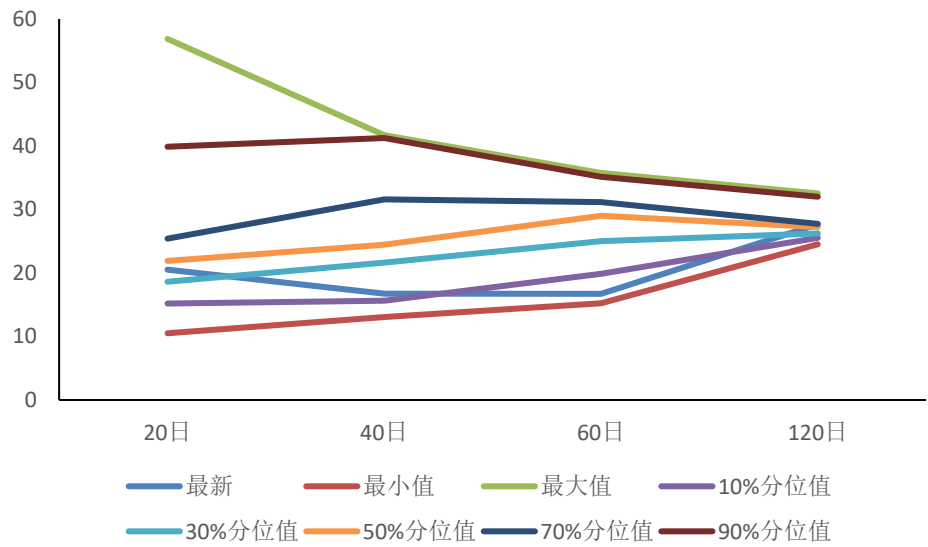
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 49：聚丙烯历史波动率锥



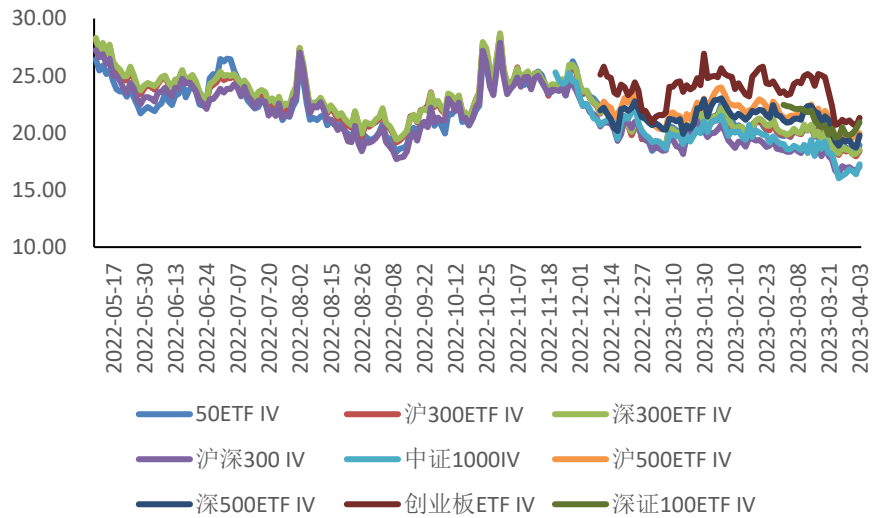
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 50：豆粕历史波动率锥



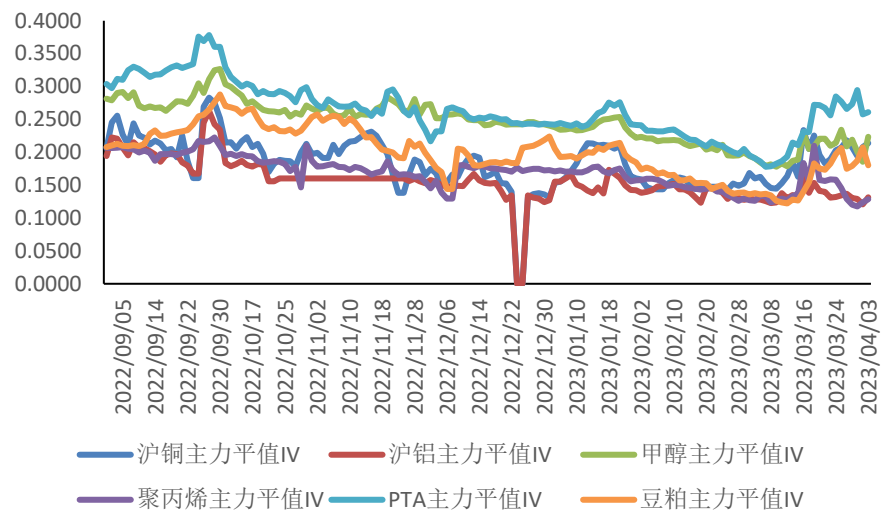
数据来源：wind，兴证期货研发部

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, 中国 3 月官方制造业 PMI 为 51.9, 前值 52.6。中国 3 月非制造业 PMI 为 58.2, 前值 56.3。景气度延续扩张走势, 我国经济发展仍在企稳回升之中。中国银行研究院预计今年一季度中国 GDP 增长 4.1%左右, 且第二季度 GDP 预计增长 7.6%左右, 经济复苏或将提速, 基本面改善利好股市, 期权标的或将迎来震

荡上涨行情。期权标的 50ETF 与沪深 300ETF 周线级别维持震荡上涨趋势。国外方面，3 月美联储加息 25 个基点，受欧美银行风险事件影响，经济衰退担忧弱化后市美联储加息空间，美元指数回落，VIX 恐慌指数连续回落接近年内低值，欧美股市近期连续上涨，空头情绪衰减，外部市场回暖。

整体来看，两会后国内积极布局政策，以蓝筹股作为盘面估值支撑，科技创新类板块成为近期市场热点驱动，相比 2 月份，当前国内以及欧美股市情绪回暖，两市成交温和放量，有望走出震荡上涨行情。

金融期权方面，3 月份金融期权日均成交量与持仓量环比 2 月份下降，成交 PCR 值呈回落趋势，市场空头情绪衰减。上证 50ETF 与沪深 300ETF 的 20 日周期历史波动率持续下降至近一年最低值附近，50ETF、中证 1000 以及创业板 ETF 的历史波动率均呈现下降趋势，整个金融市场波动率持续下降。隐含波动率同样呈现降波趋势，隐波期限结构分布为近月低于远月的偏斜特征，反映了市场低波预期，我们认为后市金融指数仍将延续低波动率的局面。

商品期权方面，铜铝等有色以震荡为主，甲醇、聚丙烯期间受到原油月度走弱的影响回落，但是 PTA 受生产端回购影响供需，近期强势上涨，豆粕等农产品弱势回调。PTA 期权 3 月份成交量大幅增长，认购期权成交活跃，且以虚值认购成交为主，市场对于 PTA 的短线看多情绪高昂。有色期权中，铜铝期权前期受到欧美银行风险事件刺激，成交量增加，但在月下旬时间中，铜铝反弹伴随着成交萎缩，反映这两个品种的多头情绪不强，维持震荡预期。截止到目前，PTA 期权隐含波动率处在今年以来的高位，多头情绪主导隐波走势，隐波期限结构上，呈现出近月隐波大幅高于远月隐波的偏斜特征，市场短期强多头预期。铜铝期权隐波开始回落，重拾震荡预期。

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。