

短空情绪难以持续，大小风格或将分化

兴证期货·研发中心

2023年4月24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

中国一季度 GDP 增速超预期，受去年二季度疫情背景下的低基数影响，今年二季度 GDP 增速有望大幅高于年度目标，基本面修复长期利好股市。从短期来看，美国限制部分产业对华投资，消息面短线利空国内股市，此外，临近 5 月初美联储议息会议，市场早已提前交易美联储加息趋缓的预期，事件落地后，情绪面有较强的回拨需求，美元指数反弹的概率较大。前期以 AI、科技主导的中小盘股涨幅较大，面临着高位放量回调的风险。叠加临近五一劳动节，长假避险情绪回升。国外方面，美国 PMI 景气度整体高于预期，美国经济基本面改善或将扰动美联储货币政策。综合国内外市场来看，短线受压制，长期保持震荡向上的趋势。

金融期权方面，上周金融期权成交量、成交 PCR 值上升，短空情绪刺激风险指标上行，500ETF 期权的成交 PCR 值增幅大于 50ETF 期权、300ETF 期权，前者避险情绪更高，后市情绪面或将呈现出大小风格分化的特点。期权隐含波动率普遍反弹，但反弹幅度不大，长周期如 60 日、120 日历史波动率保持下降趋势；反映了多周期、多品种降波共振的背景下，短空情绪难以产生实质性升波拐点，即使出现短期隐波反弹情况，持续性仍显不足，我们维持金融指数低波动率的预期。

商品期权方面，铜供需逐步走向过剩，铜近期呈震荡回落走势。原油持续承压，原油回落，带动 PTA 承压回落，豆粕采购需求不足，需求增速放缓，呈现震荡偏空行情。铜铝期权成交量短线拉升，成交 PCR 陡升，短线避险情绪回升，后市空头压力上升；甲醇、PTA 期权成交量萎缩，PCR 值下降，此前连续回落的能化品种的空头情绪边际衰减，后市标的下跌空间有限；豆粕期权成交及 PCR 均回落，连续下跌后，空头情绪边际衰减，后市下跌空间有限。铜、铝隐波短线回落，历史波动率偏低，市场对于铜铝维持低波阴跌的预期；PTA 期权隐波回落，下探空间有限，后市预期转为震荡局面；豆粕期权标的震荡回落。

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-1.32%，沪市 500ETF 变化-2.66%，深市 300ETF 变化-1.25%、深市 500ETF 变化-2.59%，创业板 ETF 变化-3.65%，深证 100ETF 变化-2.63%，上证 50 指数变化-0.22%、沪深 300 变化-1.45%、中证 1000 指数变化-3.51%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 9.97、12.33、23.98、31.00、33.20，五年周期中对应的分位为 48.43%、51.18%、53.94%、33.46%、7.09%。

中国一季度 GDP 同比增长 4.5%，预期 4%，一季度 GDP 增速超预期，其中，社会消费与居民收入增长，失业率环比改善，地产开发投资下降，但商品房销售回升。一季度 GDP 增速接近 2023 年度目标，此外，受去年二季度疫情背景下的低基数影响，今年二季度 GDP 增速有望大幅高于年度目标，基本面修复长期利好股市。从短期来看，美国总统拜登发表了讲话，涉及到美国部分产业对华投资的限制，消息面短线利空国内股市，此外，临近 5 月初美联储议息会议，从去年 10 月底至今年 5 月，受到美国 CPI 持续回落的影响，市场早已提前交易美联储加息趋缓的预期，事件落地后，情绪面有较强的回拨需求，具体表现在美元指数反弹的概率较大，因此，盘面上呈现出国内股市与外盘黄金齐下跌的情况。前期以 AI、科技主导的中小盘股涨幅较大，面临着高位放量回调的风险。叠加临近五一劳动节，市场获利盘兑现需求大，多个短空共振压制指数。

国外方面，美国 4 月 Markit 制造业 PMI 初值为 50.4，预期 49，3 月终值 49.2，3 月初值 49.3；服务业 PMI 初值为 53.7，预期 51.5，3 月终值 52.6，3 月初值 53.8；综合 PMI 初值为 53.5，预期 51.2，3 月终值 52.3，3 月初值 53.3。美国经济景气度整体高于预期，且环比上升，美国经济基本面改善或将扰动美联储货币政策。

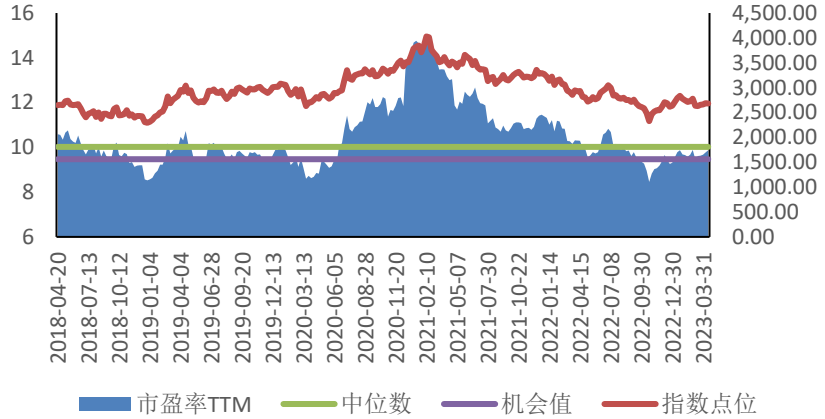
综合国内外市场来看，国内基本面改善长期利好 A 股，短线层面来看，美国限制对华投资，市场对于美联储利率预期回拨，美元指数反弹概率上升，叠加国内 AI 科技股前期涨幅过高，临近五一长假，形成较大的集中抛压，短线受压制，长线战略看多。

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-2.00%、1.15%；甲醇、聚丙烯、PTA 周度涨跌幅分别为 1.02%、-0.34%、-3.93%；豆粕活跃合约周度涨跌幅为-4.11%。铜供需逐步走向过剩，铜近期呈震荡回落走势。原油持续承压，原油回落，带动

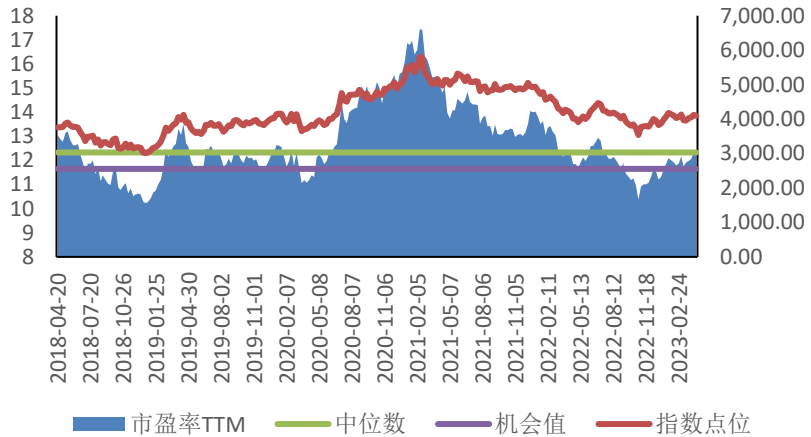
PTA 承压回落，农产品中，养殖端豆粕采购需求不足，豆粕减量势在必行，豆粕整体需求增速放缓。在供应充裕情况下，豆粕仍将呈现震荡偏空行情。

图 1: 上证 50 指数估值 (市盈率-TTM)



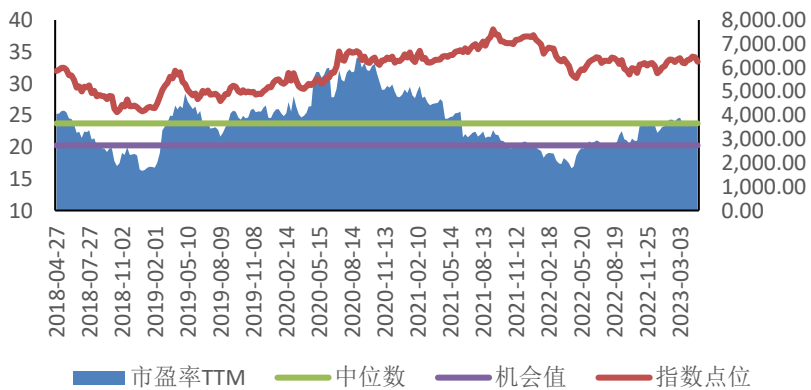
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 2: 沪深 300 指数估值 (市盈率-TTM)



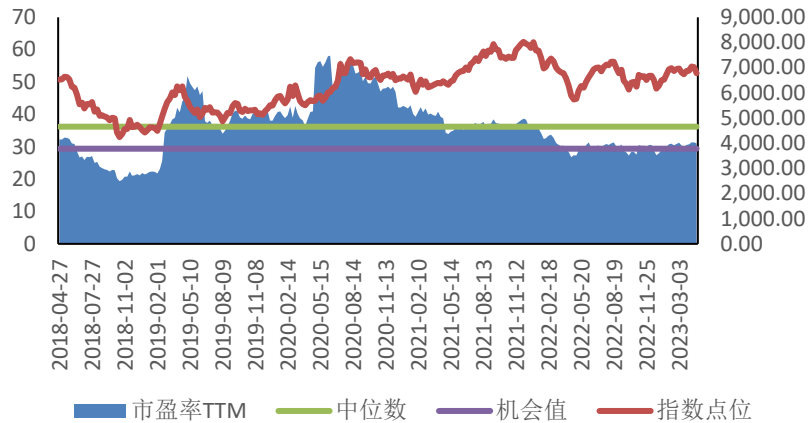
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 3: 中证 500 指数估值 (市盈率-TTM)



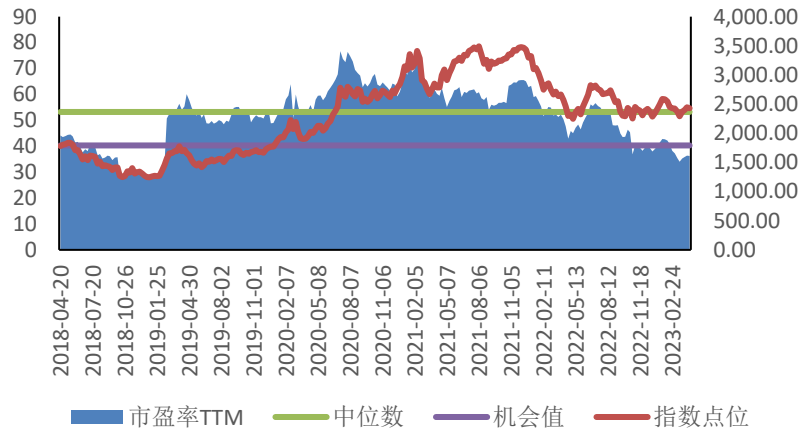
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率-TTM)



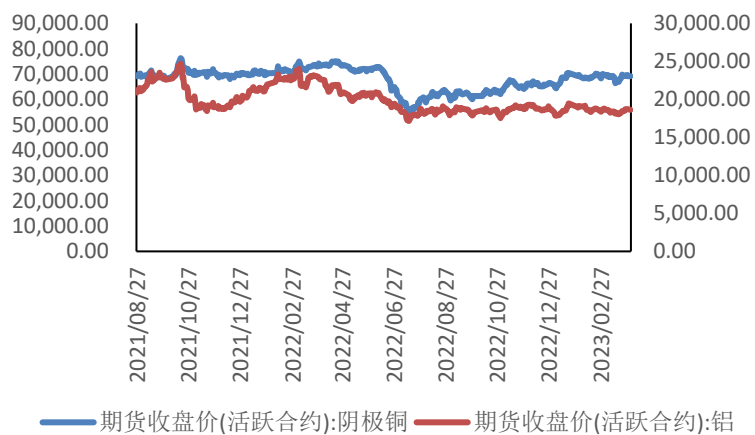
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 5: 创业板指数估值 (市盈率-TTM)



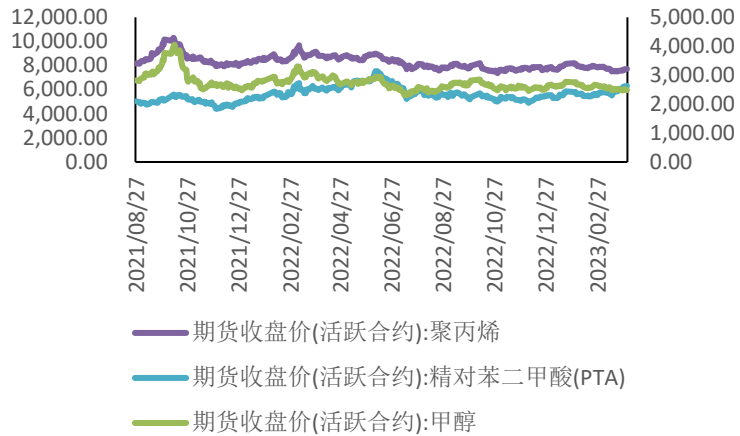
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 6: 铜、铝活跃合约收盘价



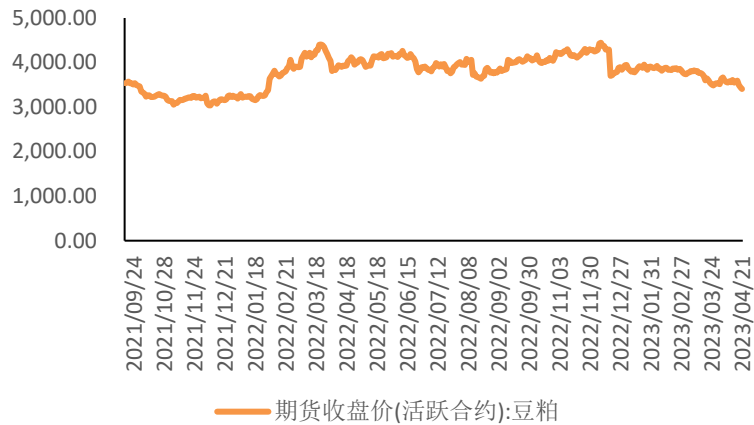
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

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

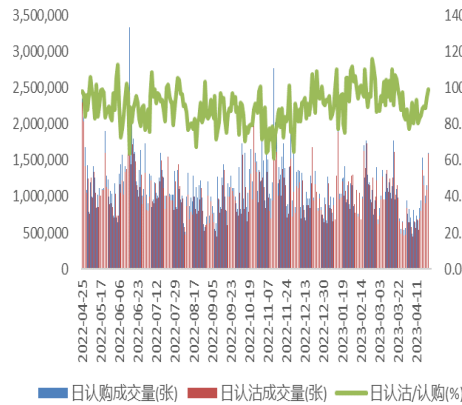
上周金融期权成交量回升, 主要受到市场短空情绪的影响, 期权标的普跌, 跌幅创下近期高值, 成交 PCR 值上升, 短空情绪刺激风险指标上行, 品种之间相比, 500ETF 期权的成交 PCR 值增幅大于 50ETF 期权、300ETF 期权, 前者避险情绪更高。反映市场中, 代表中小盘股风格的 500ETF 期权积聚了更高的空头情绪, 叠加近期股市中中小创科技股短线抛压较大, 因此, 后市情绪面或将呈现出大小风格分化的特点。

2.商品期权

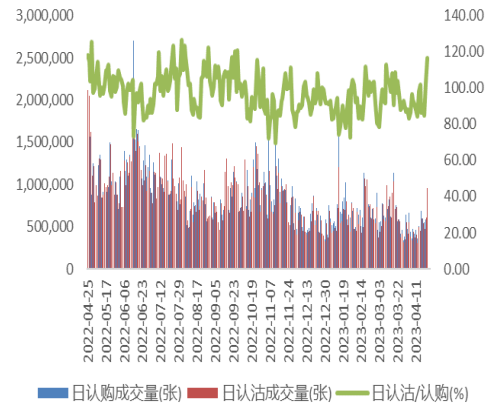
商品期权方面, 上周五受到股市及大宗商品利空情绪的影响, 铜铝期权成交

量短线拉升，成交 PCR 陡升，短线避险情绪回升，后市空头压力上升；但是甲醇、PTA 期权成交量萎缩，PCR 值下降，此前连续回落的能化品种的空头情绪边际衰减，后市标的下跌空间有限；豆粕期权成交及 PCR 均回落，连续回落后，其空头情绪边际衰减，后市下跌空间有限。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

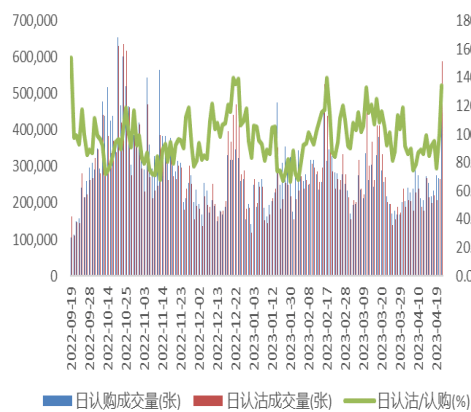


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

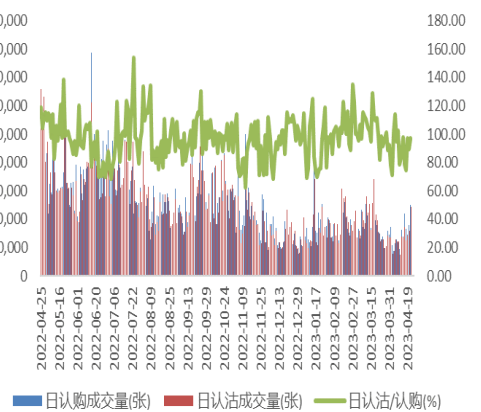


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

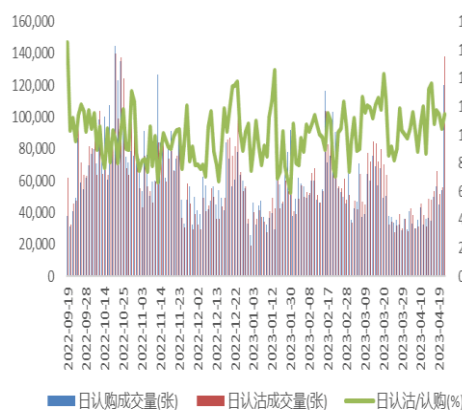


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

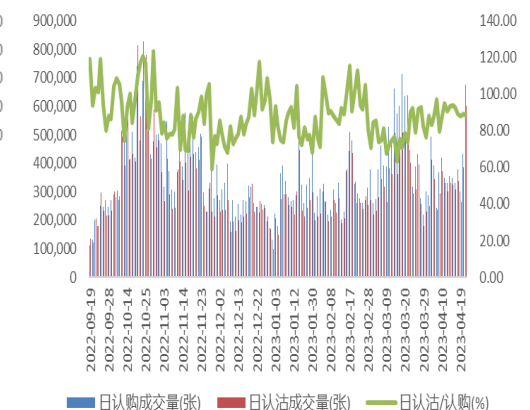


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

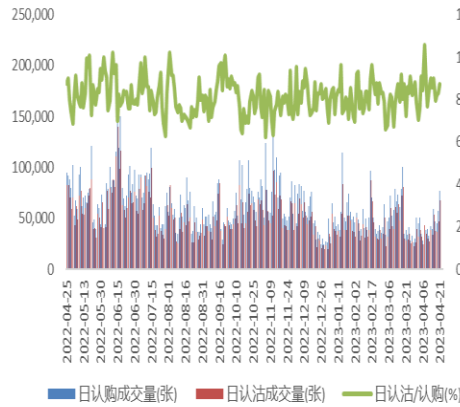


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

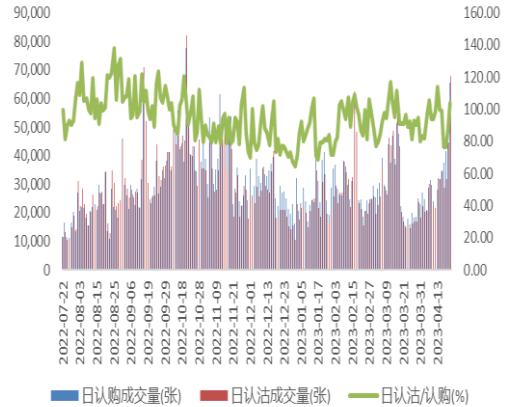


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

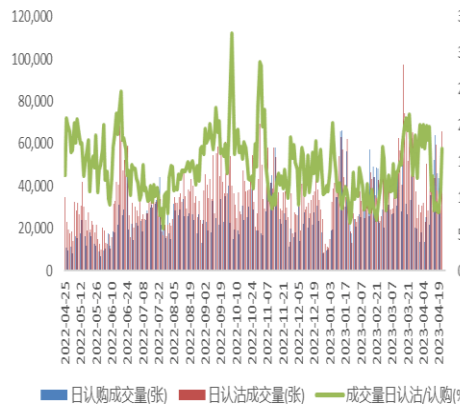


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

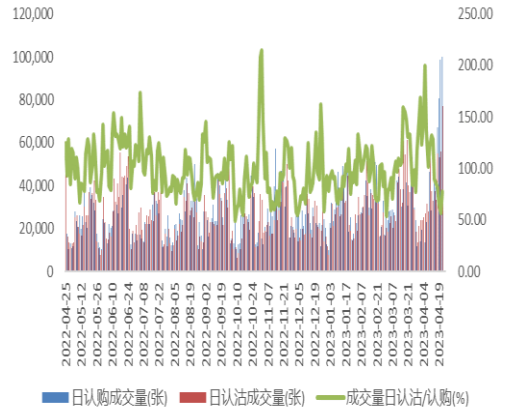


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 17: 沪铜期权 PCR

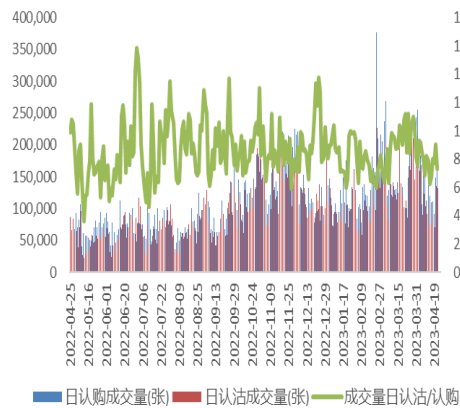


图表 18: 沪铝期权 PCR

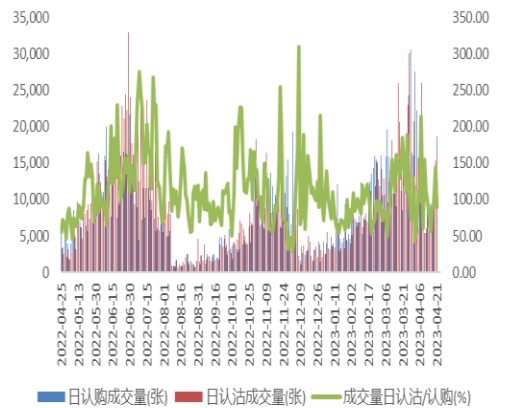


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 19: 甲醇期权 PCR

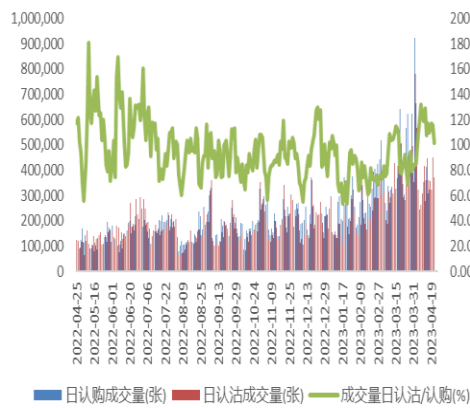


图表 20: 聚丙烯期权 PCR

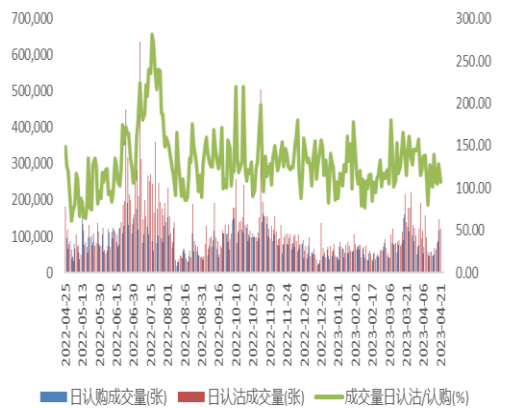


数据来源: wind, 兴证期货研发部

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

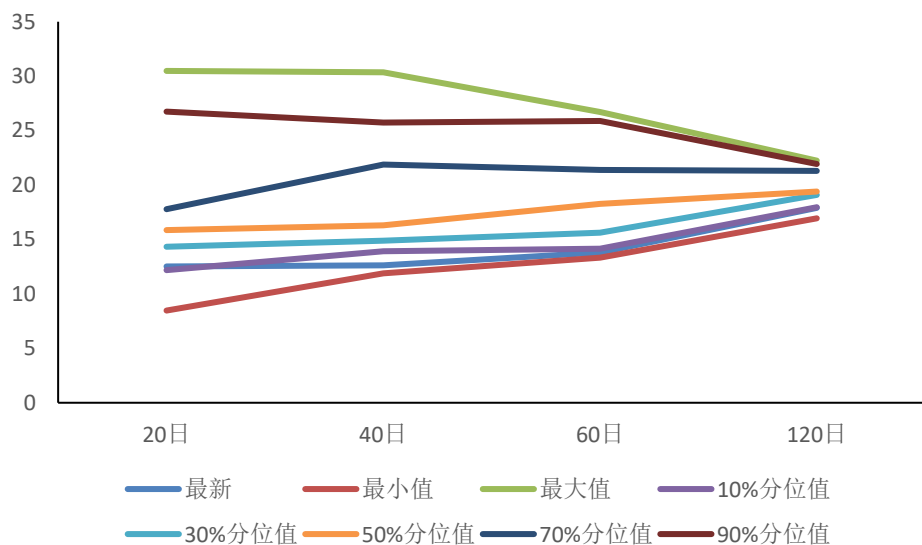
1.金融期权

期权标的历史波动率方面,上周五受短空情绪影响,金融期权隐含波动率普遍反弹,但是反弹幅度不大,即使在单日指数大跌的情况下,空头情绪对隐波的刺激有限,且长周期如 60 日、120 日历史波动率总体保持下降趋势;反映了多周期、多品种降波共振的大背景下,短空情绪难以产生实质性的升波拐点,即使出现短期隐波反弹情况,持续性仍显不足,我们维持后市金融指数低波动率的预期。

2.商品期权

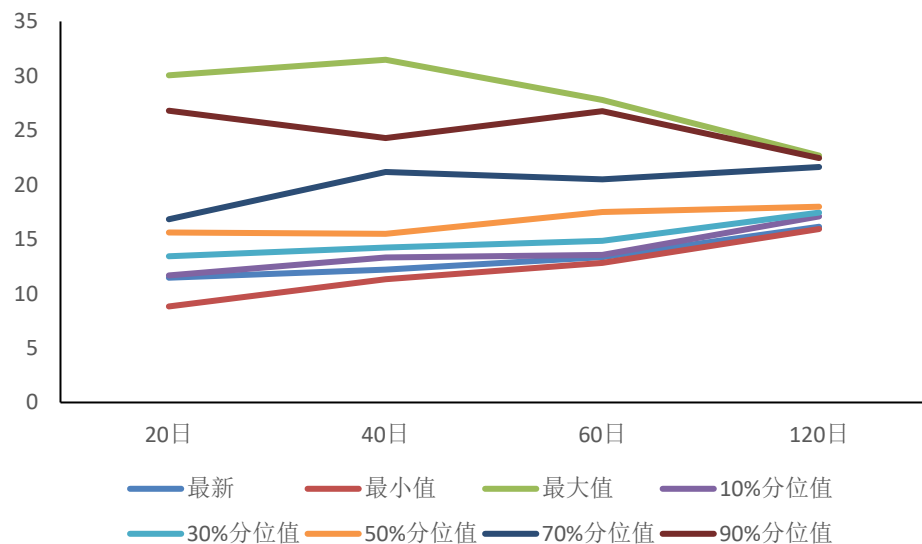
商品期权方面,铜、铝隐波短线回落,历史波动率偏低,市场对于铜铝维持低波震荡预期;PTA 期权隐含波动率回落,标的震荡回落,此前较高的交易情绪下降,逐渐转为震荡局面;豆粕期权标的震荡回落,但波动率没有显著的变化,低波弱势震荡局面。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



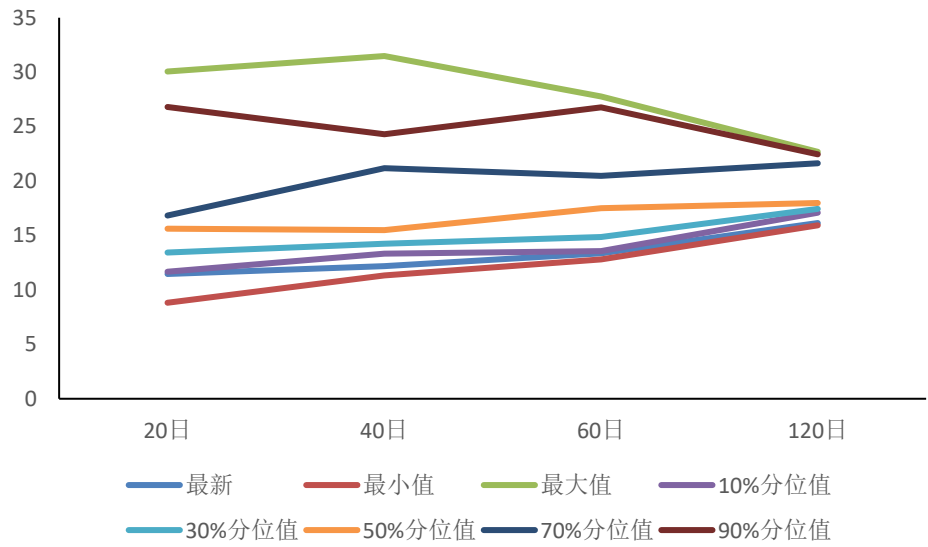
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



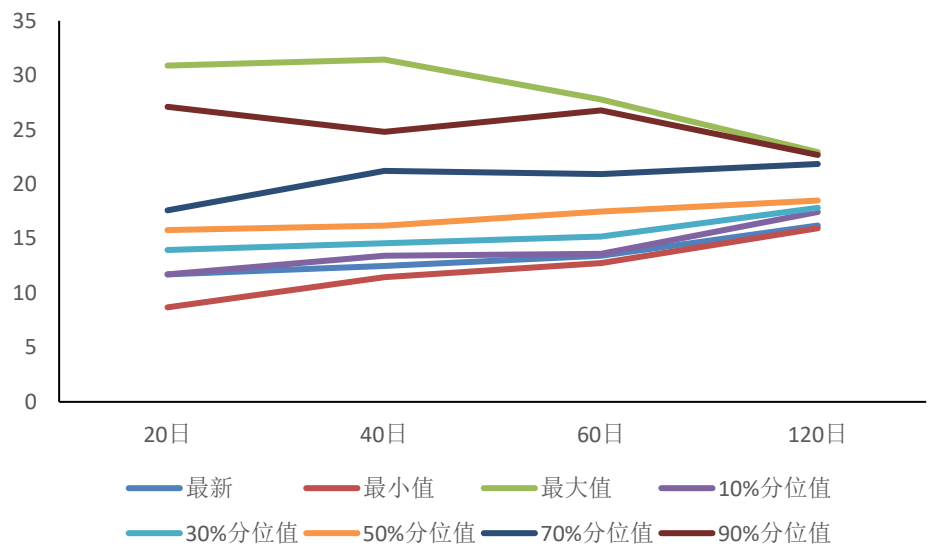
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



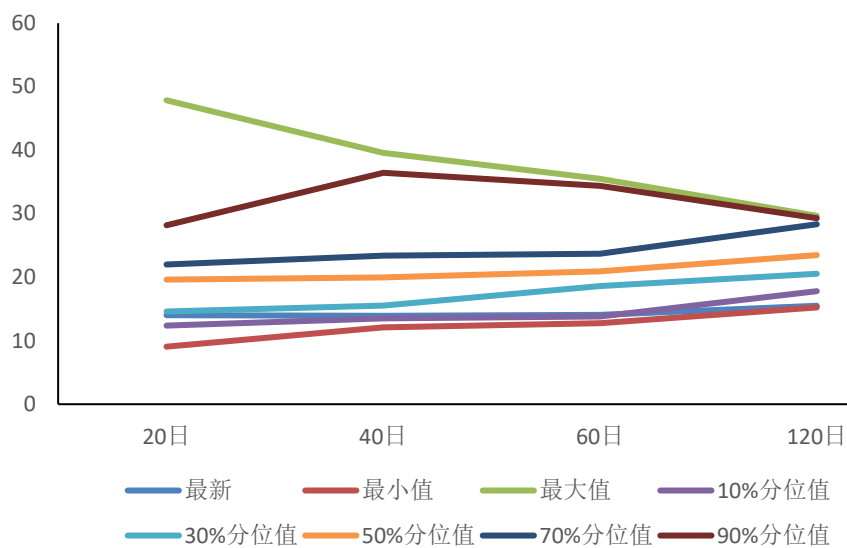
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



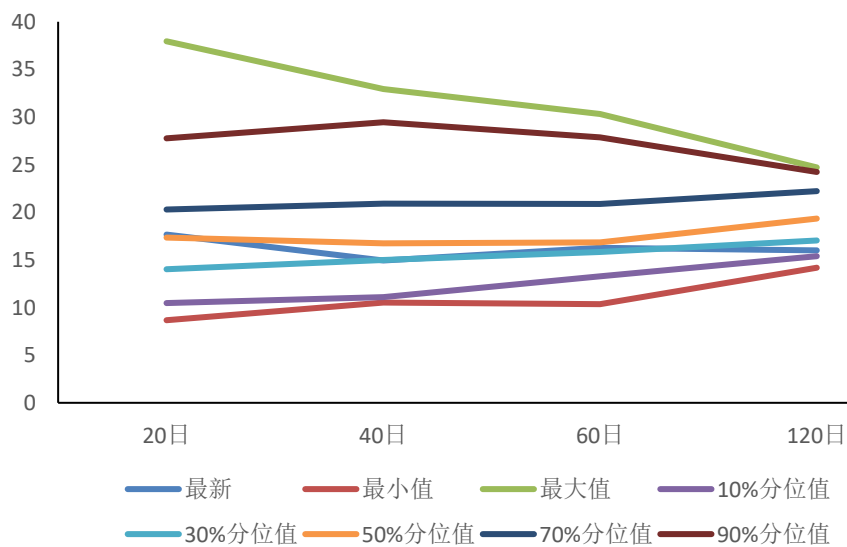
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



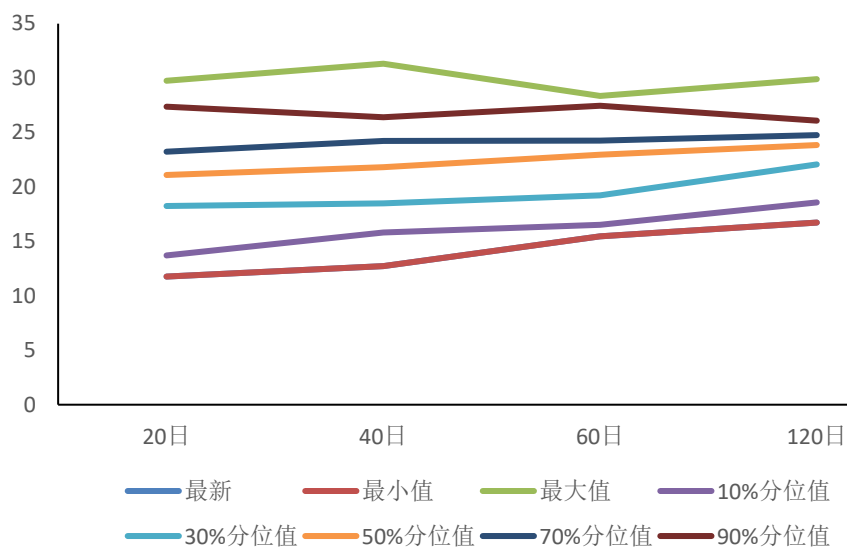
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 28: 沪铜历史波动率锥



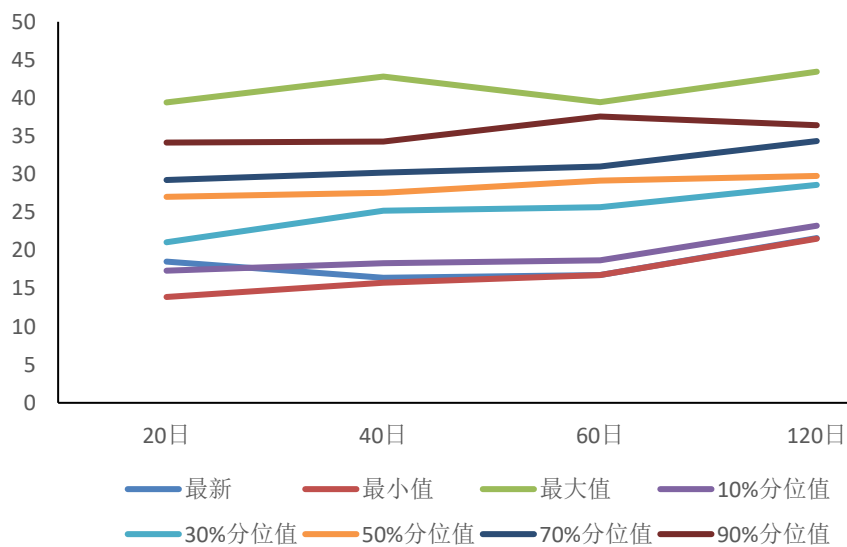
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 29：沪铝历史波动率锥



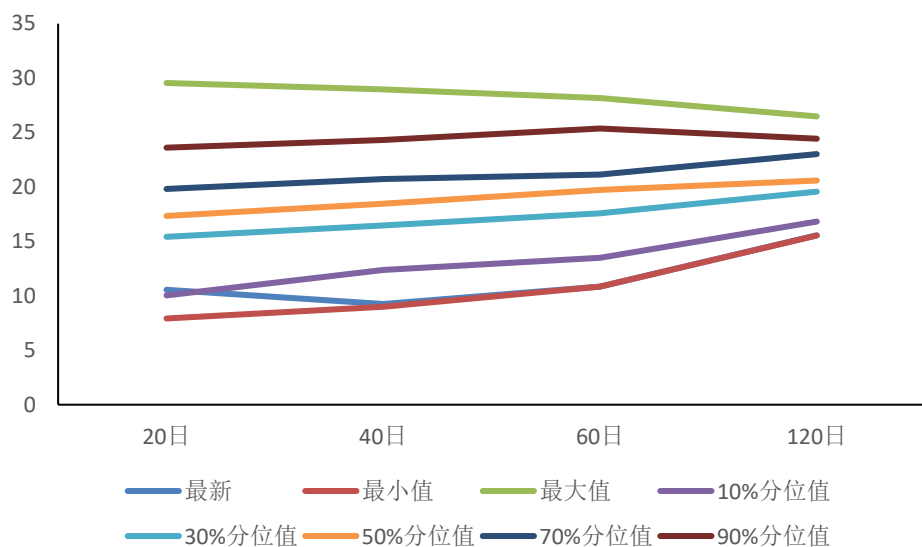
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 30：甲醇历史波动率锥



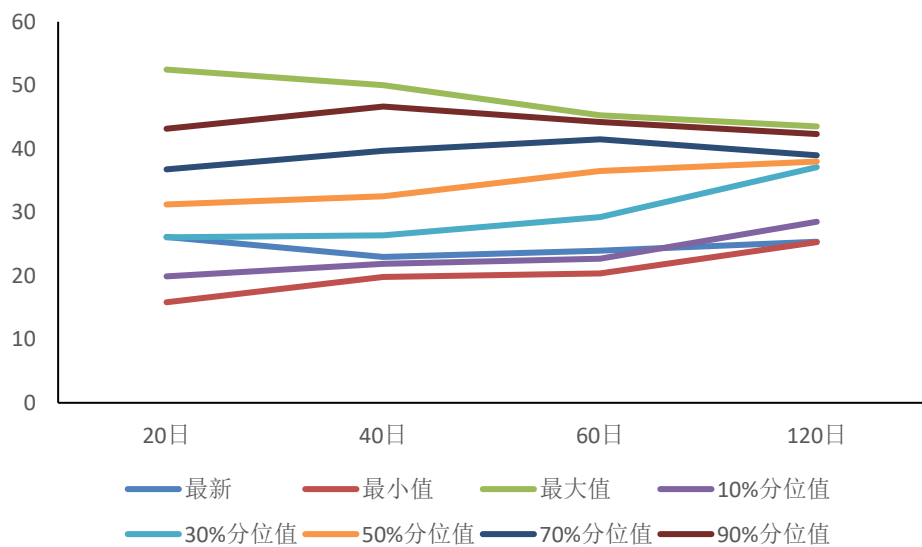
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 31: 聚丙烯历史波动率锥



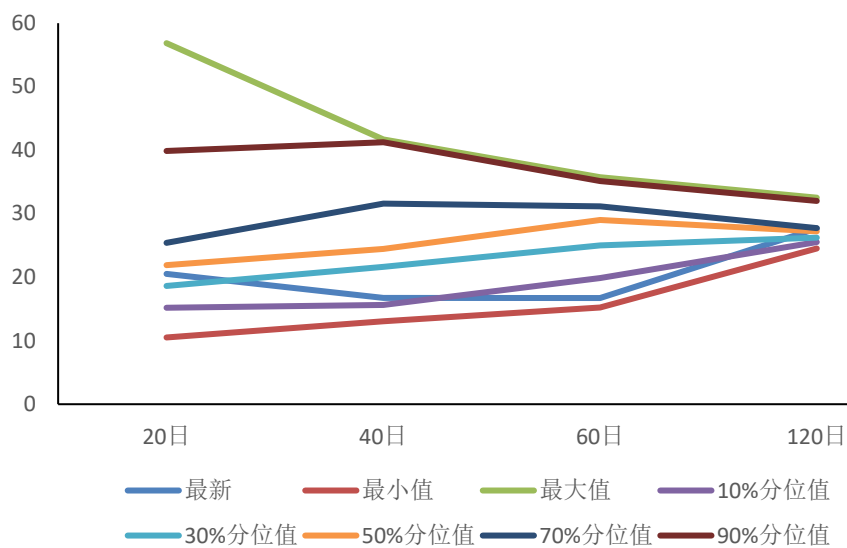
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 31: PTA 历史波动率锥



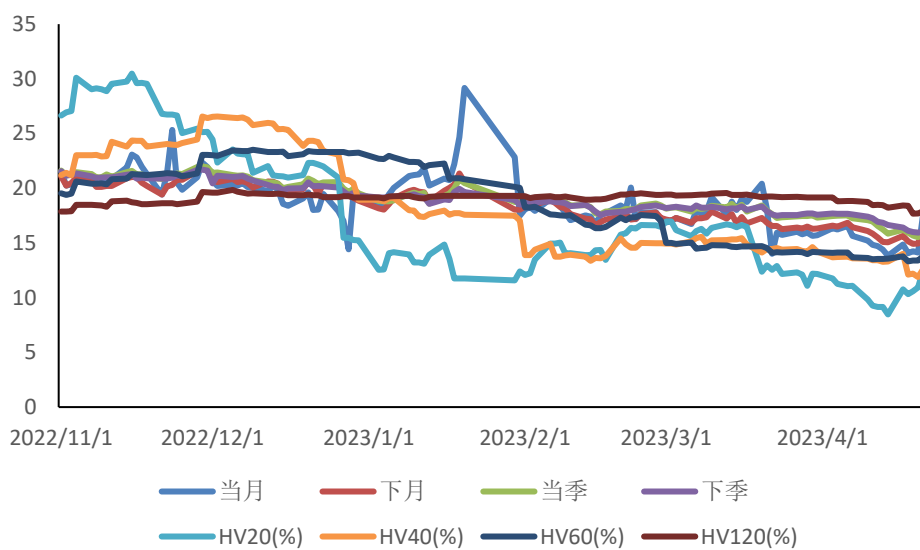
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 32：豆粕历史波动率锥



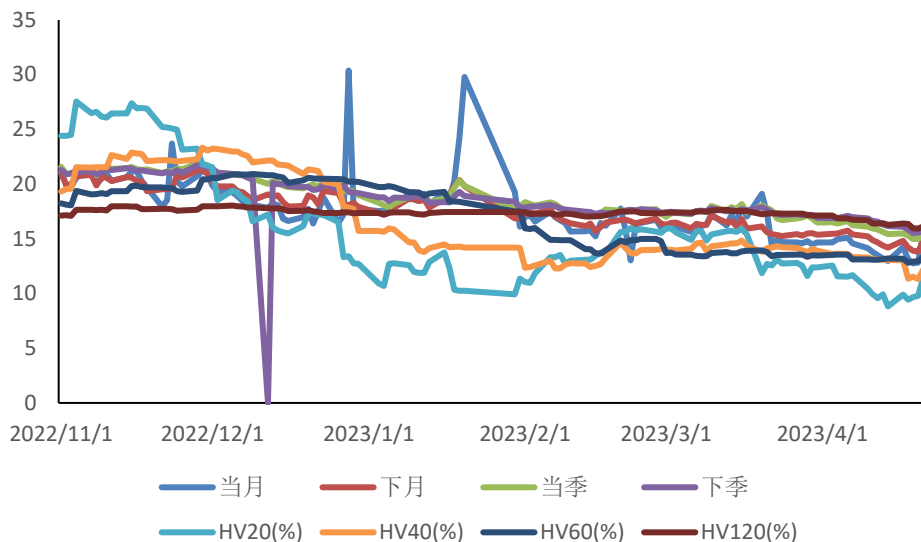
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 33：50ETF 期权隐含波动率走势



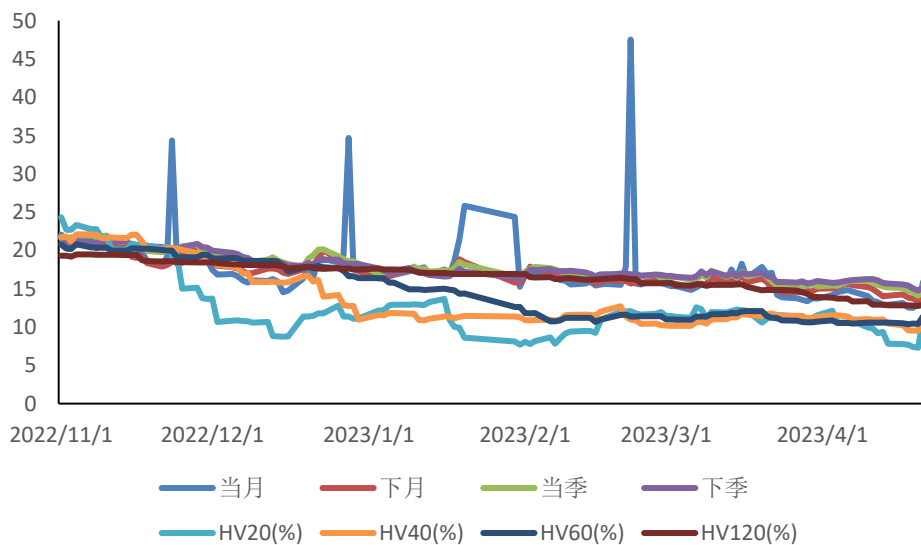
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 34: 300ETF 期权（沪）隐含波动率走势



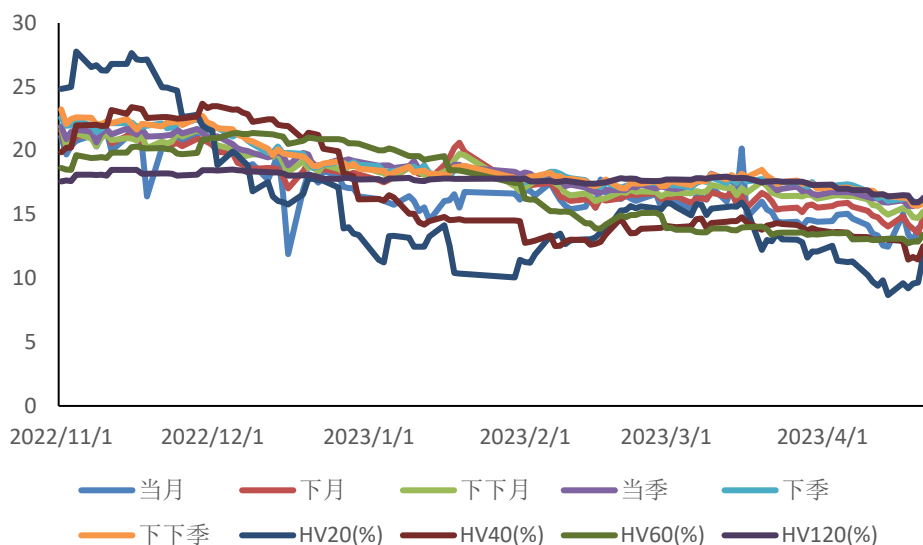
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 35: 300ETF 期权（深）隐含波动率走势



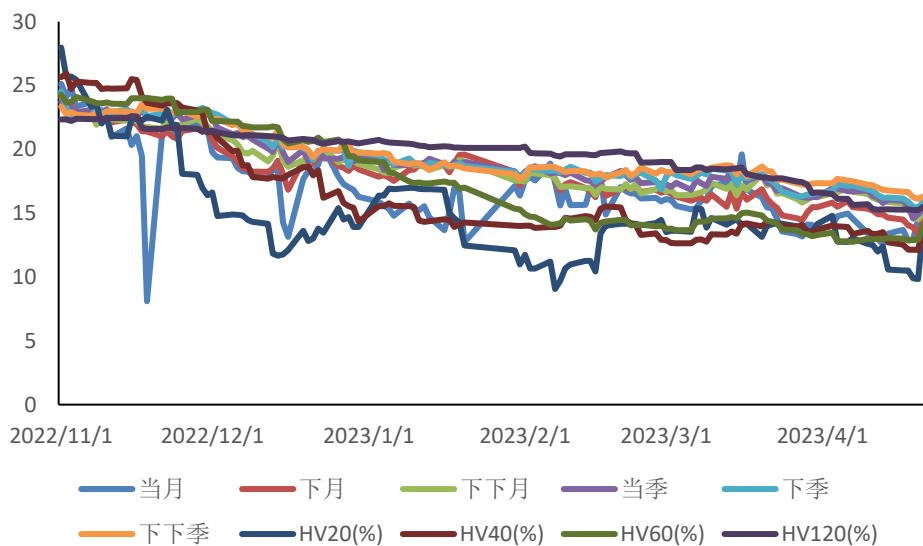
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



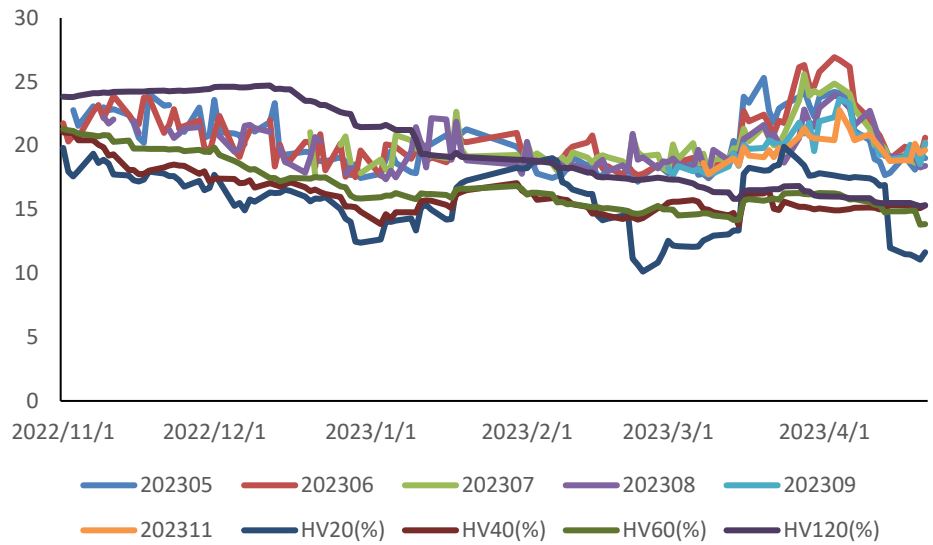
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



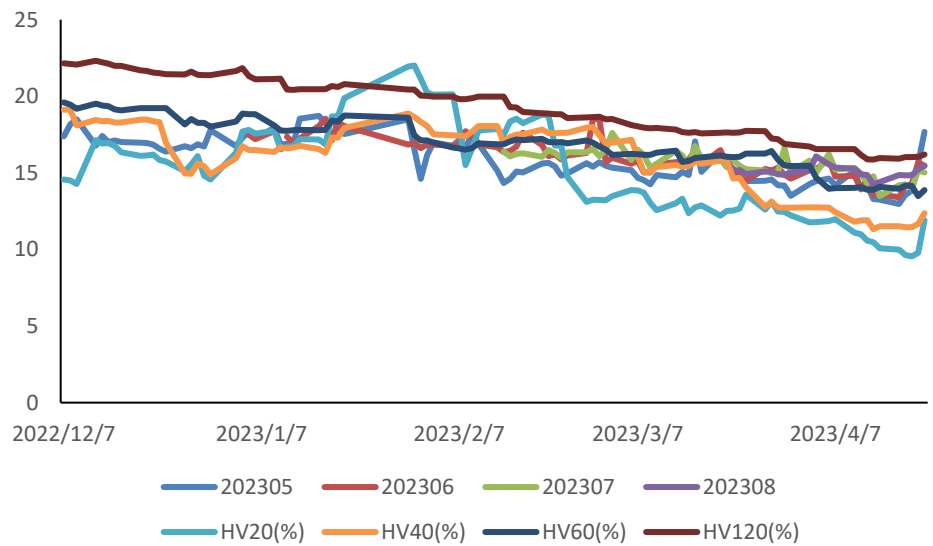
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



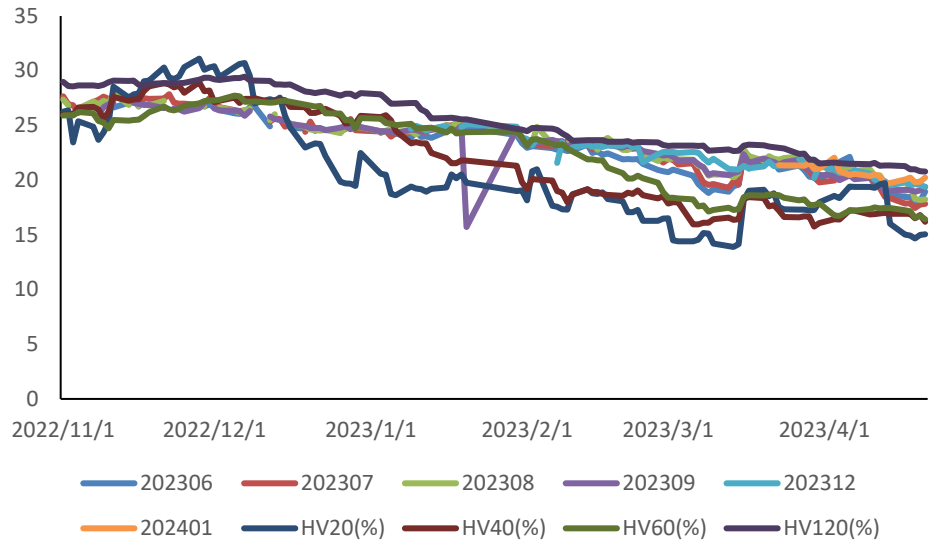
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



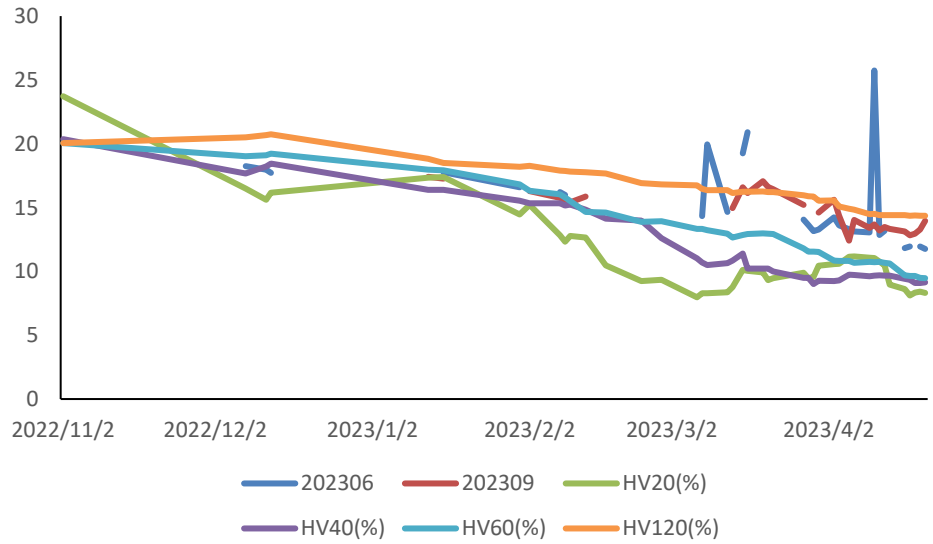
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



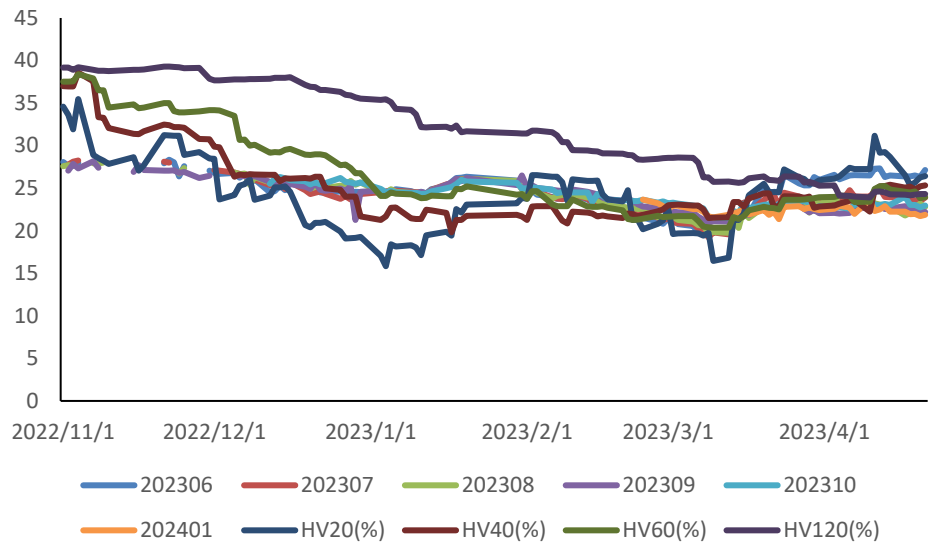
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 41: 聚丙烯期权隐含波动率走势



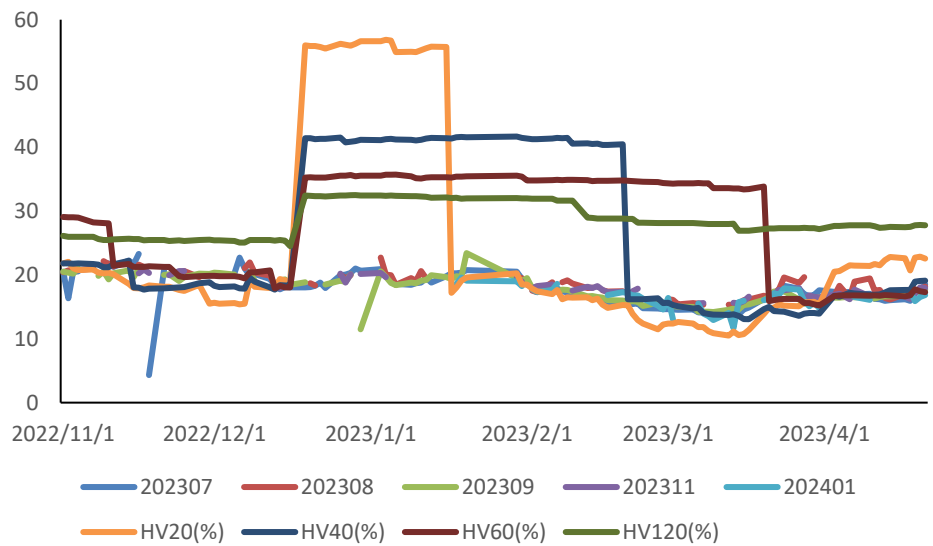
数据来源: wind, 兴证期货研发部

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

中国一季度 GDP 增速超预期，受去年二季度疫情背景下的低基数影响，今年二季度 GDP 增速有望大幅高于年度目标，基本面修复长期利好股市。从短期来看，美国限制部分产业对华投资，消息面短线利空国内股市，此外，临近 5 月初美联储议息会议，市场早已提前交易美联储加息趋缓的预期，事件落地后，情绪面有较强的回拨需求，具体表现在美元指数反弹的概率较大。前期以 AI、科技主导的中小盘股涨幅较大，面临着高位放量回调的风险。叠加临近五一劳动节，市场获利盘兑现需求大，多个短空共振压制指数。国外方面，美国 PMI 景气度整体高于预期，且环比上升，美国经济基本面改善或将扰动美联储货币政策。综合国内外市场来看，国内基本面改善长期利好 A 股，短线层面来看，美国限制对华投资，市场对于美联储利率预期回拨，美元指数反弹概率上升，叠加国内 AI 科技股前期涨幅过高，临近五一长假，形成较大的集中抛压，短线受压制，长线战略看多。

金融期权方面，上周金融期权成交量回升，成交 PCR 值上升，短空情绪刺激风险指标上行，品种之间相比，500ETF 期权的成交 PCR 值增幅大于 50ETF 期权、300ETF 期权，前者避险情绪更高。代表中小盘股风格的 500ETF 期权积聚了更高的空头情绪，后市情绪面或将呈现出大小风格分化的特点。期权隐含波动率普遍反弹，但是反弹幅度不大，即使在单日指数大跌的情况下，空头情绪对隐波的刺激有限，长周期如 60 日、120 日历史波动率总体保持下降趋势；反映了多周期、多品种降波共振的大背景下，短空情绪难以产生实质性的升波拐点，即使出现短期隐波反弹情况，持续性仍显不足，我们维持后市金融指数低波动率的预期。

商品期权方面，铜供需逐步走向过剩，铜近期呈震荡回落走势。原油持续承压，原油回落，带动 PTA 承压回落，农产品中，养殖端豆粕采购需求不足，豆粕减量势在必行，豆粕整体需求增速放缓。在供应充裕情况下，豆粕仍将呈现震荡偏空行情。铜铝期权成交量短线拉升，成交 PCR 陡升，短线避险情绪回升，后市空头压力上升；甲醇、PTA 期权成交量萎缩，PCR 值下降，此前连续回落的能化品种的空头情绪边际衰减，后市标的下跌空间有限；豆粕期权成交及 PCR 均回落，连续回落后，其空头情绪边际衰减，后市下跌空间有限。铜、铝隐波短线回落，历史波动率偏低，市场对于铜铝维持低波震荡预期；PTA 期权隐含波动率回落，标的震荡回落，此前较高的交易情绪下降，逐渐转为震荡局面；豆粕期权标的震荡回落，但波动率没有显著的变化，低波弱势震荡局面。

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。