

流动性回暖叠加基本面复苏，指数震荡 反弹降波

兴证期货.研究咨询部
金融研究团队

2024年3月4日 星期一

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

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

国内方面，中国2月非制造业PMI超预期，与综合PMI高于荣枯线，表明国内经济延续扩张态势。国内基本面筑底改善、流动性风险相继释放，大盘底部放量，增量资金入场，沪深股通北向净买入资金大幅增长，节前出现得市场流动性危机解除，股市利多因素积聚。全国两会于3月4日正式拉开帷幕，两会窗口期市场政策预期强化，在经济复苏预期、流动性回暖、两会强政策预期加持下，人工智能概念与高股息低估值蓝筹概念板块相继发力，大小风格或将呈现出轮动上涨的局面。美联储加息基本告一段落，市场开始博弈降息拐点，此前积聚得高利率负反馈效应趋弱，国外货币政策环境变化有望为国内货币政策打开空间。

金融期权方面，指数震荡上涨，市场空头情绪衰竭，金融期权成交PCR值普遍下降且低位徘徊，多头情绪占优。持仓PCR值重心上移，通常持仓PCR与指数方向呈正向关系，成交PCR与指数成反比。后市大概率延续成交PCR低位、持仓PCR值重心上移的情况。日内实际波动相比节前下降，隐含波动率环比节前回落，但是当前依旧位于近一年次高位。隐波期限结构斜率下降，隐波溢价环比回落，品种间隐波差维持较高数值，上证50期权与中证1000期权隐波差维持在16个百分点附近，波动率、波差整体符合均值回归特征。3月初两会窗口利好即将落地，市场多空拉锯的情绪大概率回落，届时隐波或将大幅下降，当前50ETF期权偏斜结构与2016年大周期相似，在期权标的震荡上涨预期背景下，偏度指数趋于稳定。因此，可关注做空隐含波动率策略或者期权品种间的波差回落的统计套利机会。

商品期权方面，铜铝期权成交量、成交PCR低位，持仓PCR值平稳，铜铝期权多空交易情绪均低迷，强震荡预期。甲醇期权、PTA期权成交量低迷，二者的持仓PCR与成交PCR值特征相似，为低持仓PCR叠加偏高持仓PCR，空头情绪相对较弱。黄金期权成交量萎缩，成交PCR值偏低，持仓PCR值回踩后反弹，金价多头情绪占优。豆粕期权成交PCR与持仓PCR同步走低，经历一波下跌走势后，空头情绪边际衰竭，底部震荡预期为主。宏观面对于大宗商品影响弱化，主要品

种呈现低波震荡局面，其中，铜铝期权历史波动率与隐含波动率处在近几年极低值区域，成交量萎缩；甲醇、PTA 在春节假期后，隐含波动率持续回落，阻力与支撑并存，震荡预期；黄金期权方面，美国销售就业数据弱化刺激美债收益率下行，金价震荡上涨，但波动率平稳。豆粕经历一波下跌后，成交量萎缩，多空动能均不足，隐波平稳，预期震荡筑底。

风险因子：经济数据表现不佳、美国债务上限事件、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 6.63%，沪市 300ETF 变化 8.72%，沪市 500ETF 变化 13.55%，深市 300ETF 变化 8.84%、深市 500ETF 变化 13.52%，创业板 ETF 变化 14.87%，深证 100ETF 变化 12.52%，上证 50 指数变化 7.05%、沪深 300 变化 9.35%、中证 1000 指数变化 11.69%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 9.91、11.44、21.68、32.29、27.19，五年周期中对应的分位为 45.88%、14.12%、26.67%、24.31%、3.14%。

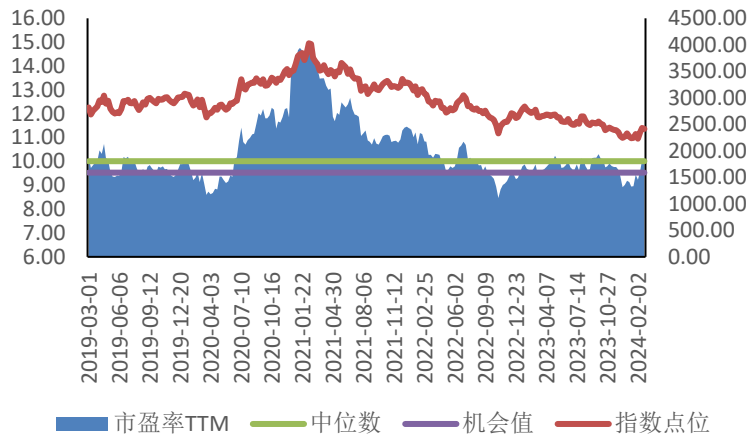
国内方面，中国 2 月官方非制造业 PMI 为 51.4，预期 50.7，前值 50.7；2 月官方制造业 PMI 为 49.1，预期 49.2，前值 49.2。2 月综合 PMI 产出指数为 50.9%，与上月持平，高于临界点。非制造业 PMI 超预期，与综合 PMI 高于荣枯线，表明国内经济延续扩张态势。国内基本面筑底改善、流动性风险相继释放，大盘底部放量，增量资金入场，沪深股通北向净买入资金大幅增长，节前出现得市场流动性危机解除，股市利多因素积聚。全国两会于 3 月 4 日正式拉开帷幕，2024 年中国经济一系列发展目标将在这一重大会议中揭晓。市场关注 2024 年 GDP 增长目标的设定、货币政策和财政政策走向。两会窗口期市场政策预期强化，在经济复苏预期、流动性回暖、两会强政策预期得加持下，人工智能概念与高股息低估值蓝筹概念板块相继发力，大小风格或将呈现出轮动上涨的局面。

美国 1 月核心零售数据同比低于预期，消费端疲态或将加快后市通胀回落，续请失业金人数在 1 月和 2 月调查期之间有所增加，表明 2 月失业率可能从 1 月的 3.7% 上升，这些数据公布后刺激美债收益率回落，美联储加息基本告一段落，市场开始博弈降息拐点，此前积聚得高利率负反馈效应趋弱，国外货币政策环境变化有望为国内货币政策打开空间。

2.商品期权

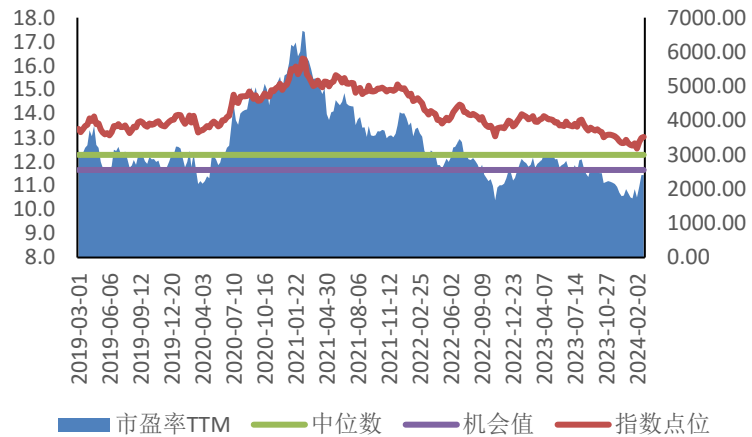
上个月铜、铝、甲醇、PTA、豆粕、黄金期货活跃合约月度涨跌幅分别为-0.52%、-0.45%、0.60%、-0.40%、1.07%、0.37%。以上品种得 2 月份波动大幅小于金融指数，国际宏观面对于大宗商品得影响力度趋小，其中，沪铜、沪铝、甲醇、PTA 波动幅度环比上个月收窄，黄金价格延续高位震荡走势，但近期公布的美国零售数据、PCE 物价指数均出现不同程度的回落，美联储利率拐点预期得影响下，美债收益率与美国实际利率水平下降，金价有望震荡走高；豆粕处于阶段低位缩量窄幅震荡。

图 1: 上证 50 指数估值 (市盈率-TTM)



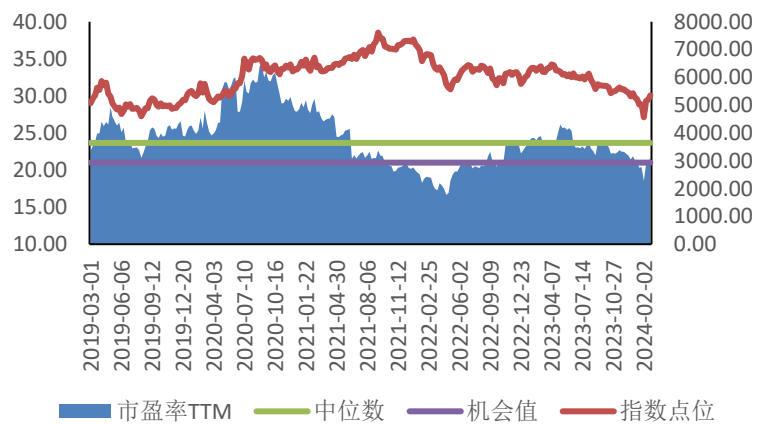
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 2: 沪深 300 指数估值 (市盈率-TTM)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 3: 中证 500 指数估值 (市盈率-TTM)



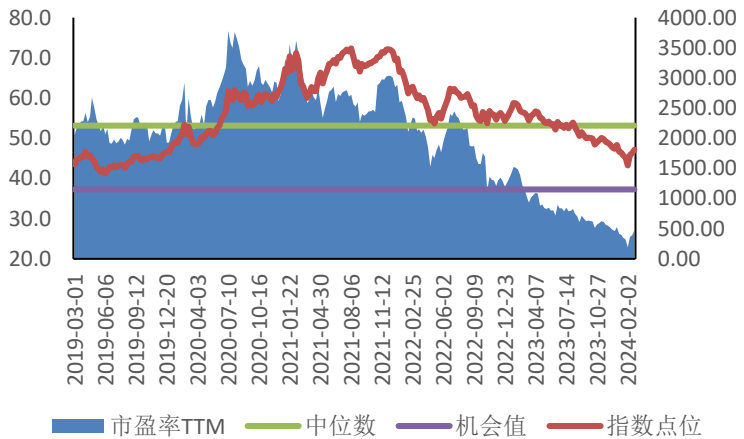
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率-TTM)



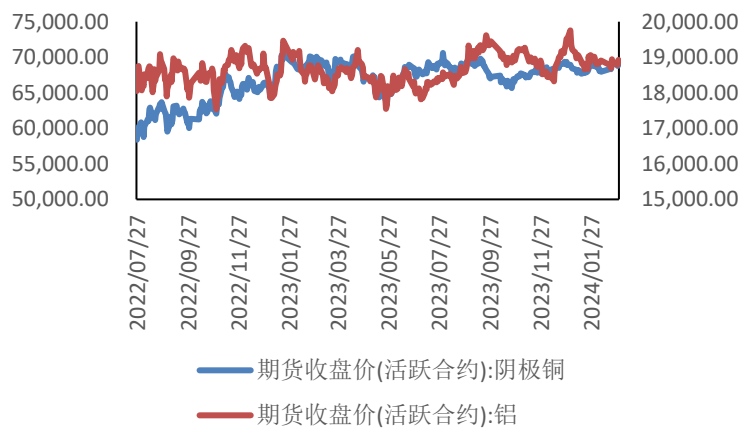
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 5: 创业板指数估值 (市盈率-TTM)



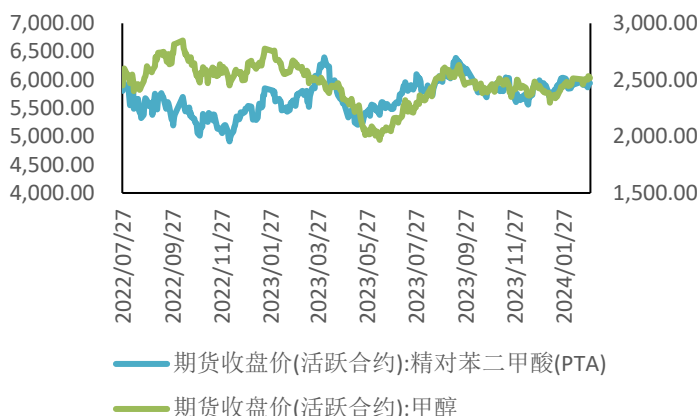
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 6: 沪铜、沪铝期货价格走势



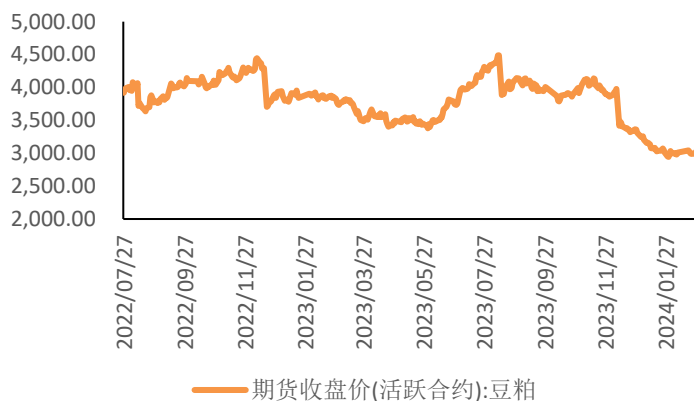
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 7: PTA、甲醇期货价格走势



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 8: 豆粕期货价格走势



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

二、期权 PCR (认沽/认购) 分析

1.金融期权

2 月份金融期权的日均成交量维持近一年偏高位,特别是沪市 500ETF 期权成交量高,受行情波动影响,2 月成交量先升后降;当前指数震荡上涨,市场空头情绪衰竭,金融期权成交 PCR 值普遍下降且低位徘徊,多头情绪占优。持仓 PCR 值重心上移,通常持仓 PCR 与指数方向呈正向关系,成交 PCR 与指数成反比。因此,当前成交 PCR 重心下降,持仓 PCR 重心上移反映当前金融期权标的指数出现较为明显的震荡上行趋势。基于此趋势下,后市大概率延续成交 PCR 低位、持仓 PCR 值重心上移的情况。

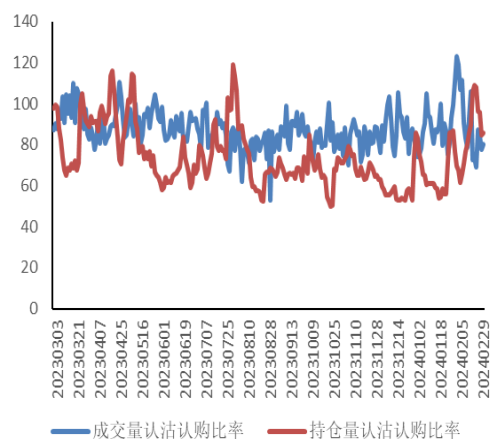
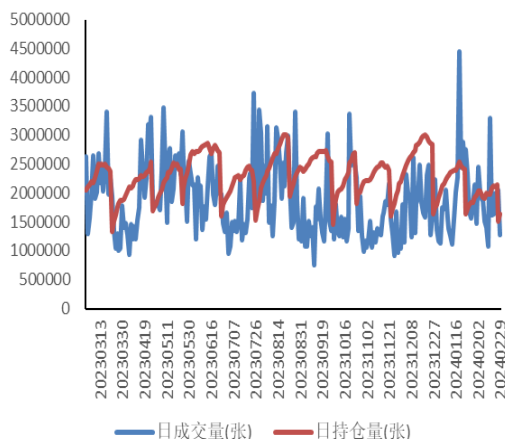
2.商品期权

商品期权方面,铜铝期权成交量、成交 PCR 低位,持仓 PCR 值平稳,铜铝期

权多空交易情绪均低迷，强震荡预期。甲醇期权、PTA 期权成交量低迷，二者的持仓 PCR 与成交 PCR 值特征相似，为低持仓 PCR 叠加偏高持仓 PCR，空头情绪相对较弱。黄金期权成交量萎缩，成交 PCR 值偏低，持仓 PCR 值回踩后反弹，金价多头情绪占优。豆粕期权成交 PCR 与持仓 PCR 同步走低，经历一波下跌走势后，空头情绪边际衰竭，底部震荡预期为主。

图 9：50ETF 期权成交量与持仓量

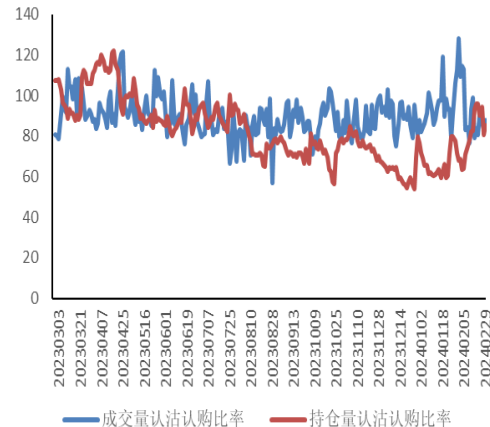
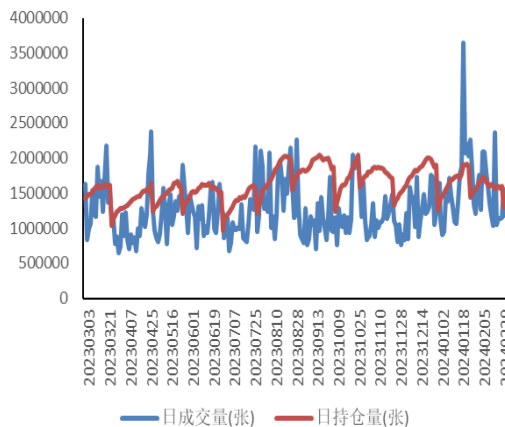
图 10：50ETF 期权 PCR (%)



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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，兴证期货研究咨询部

图 13: 沪市 500ETF 期权成交与持仓

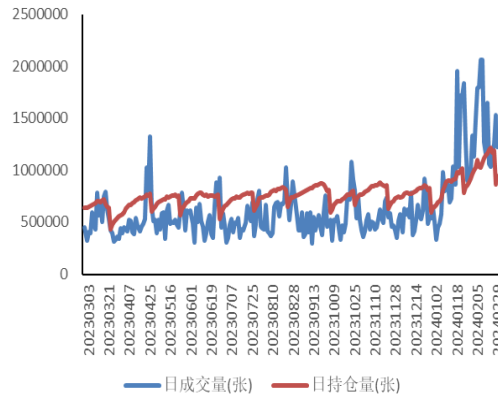
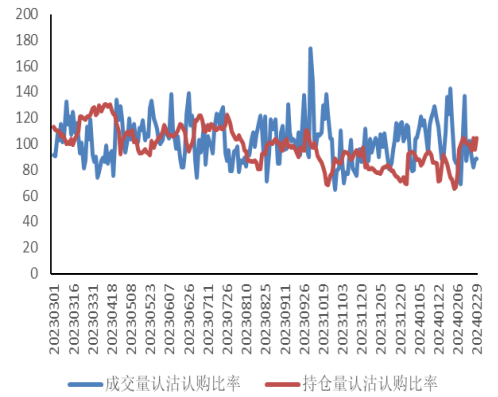


图 14: 沪市 500ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 15: 深市 300ETF 期权成交与持仓

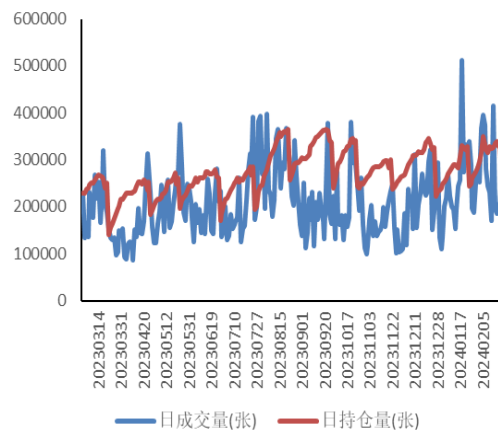
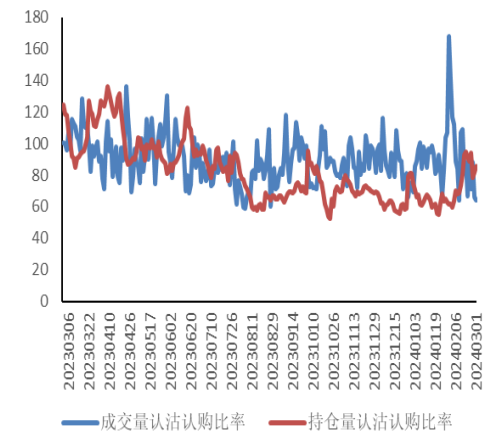


图 16: 深市 300ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 17: 深市 500ETF 期权成交与持仓

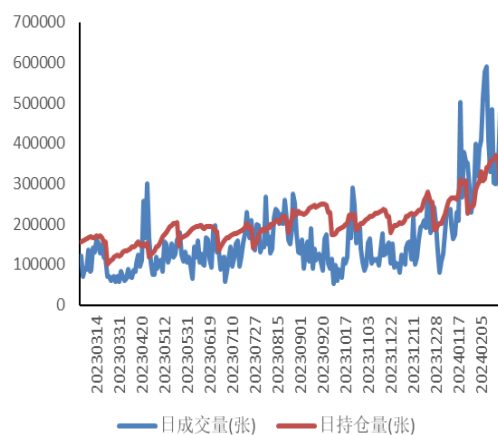
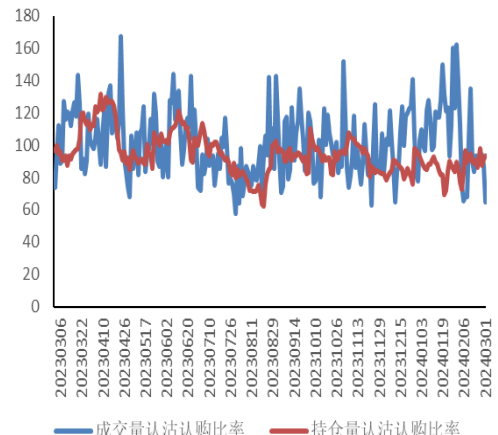


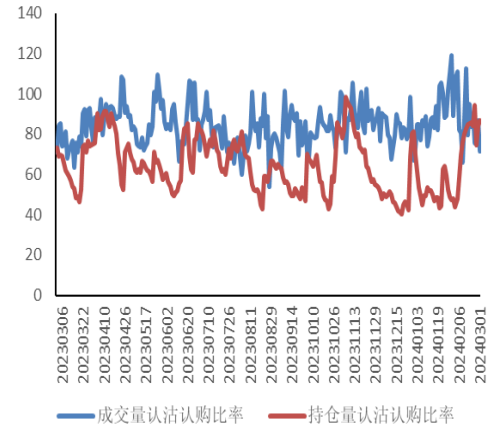
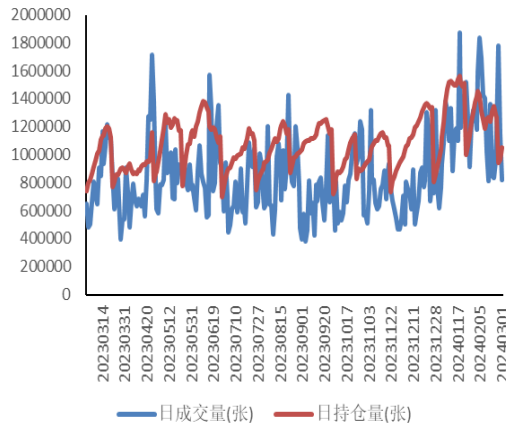
图 18: 深市 500ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 19: 创业板 ETF 期权成交与持仓

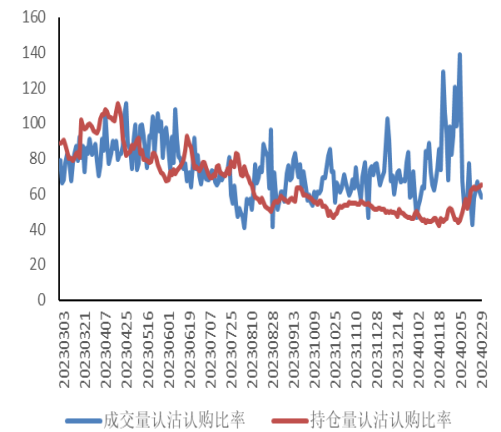
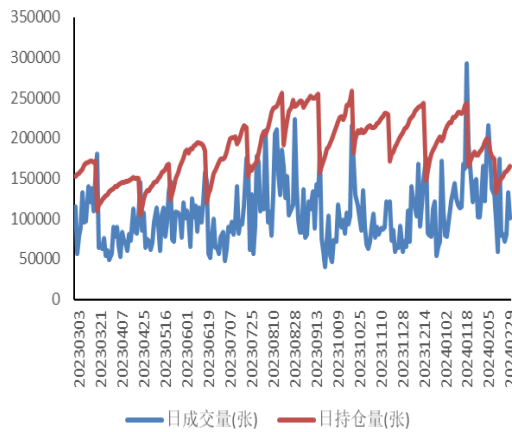
图 20: 创业板 ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 21: 沪市 300 指数期权成交与持仓

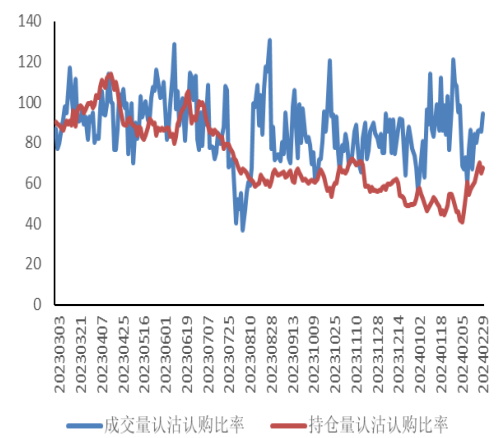
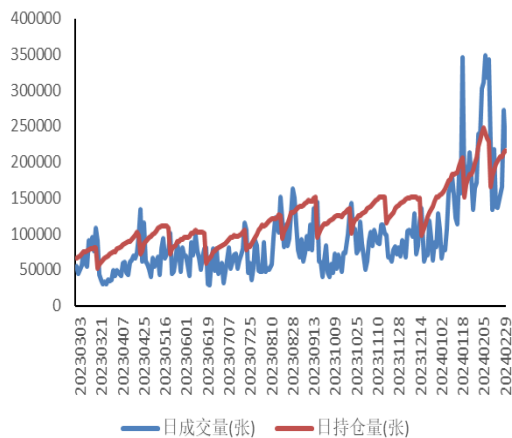
图 22: 沪市 300 指数期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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, 兴证期货研究咨询部

图 25: 沪铜期权成交与持仓

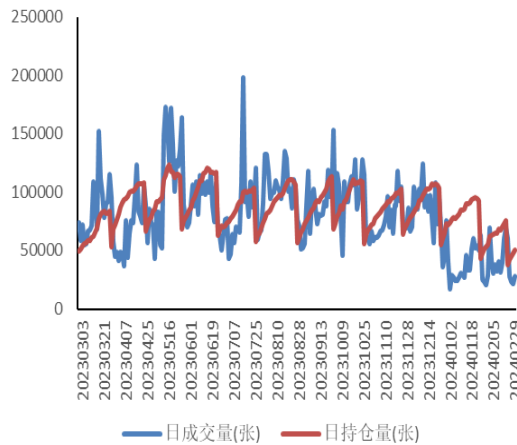
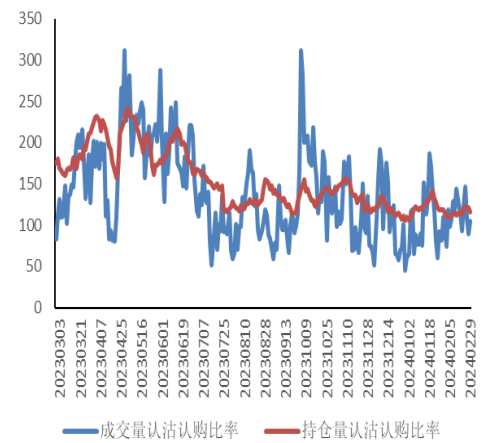


图 26: 沪铜期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 沪铝期权成交与持仓

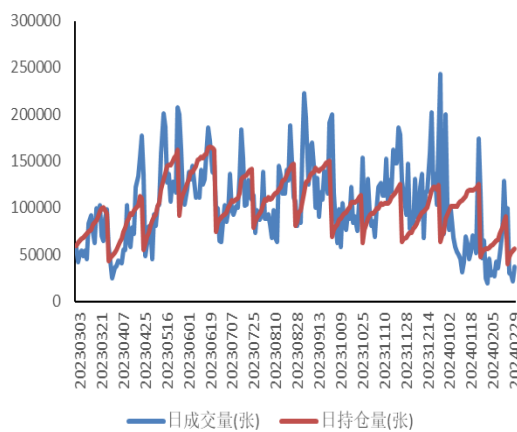
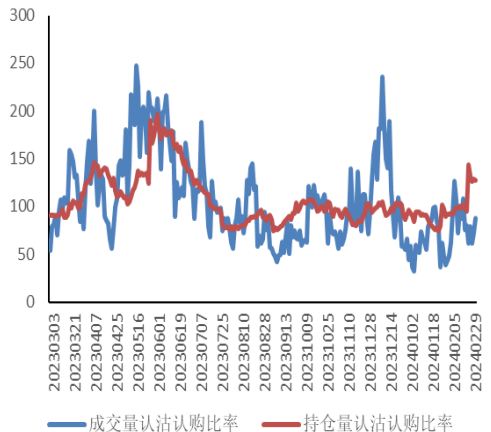


图 28: 沪铝期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 29: 甲醇期权成交与持仓

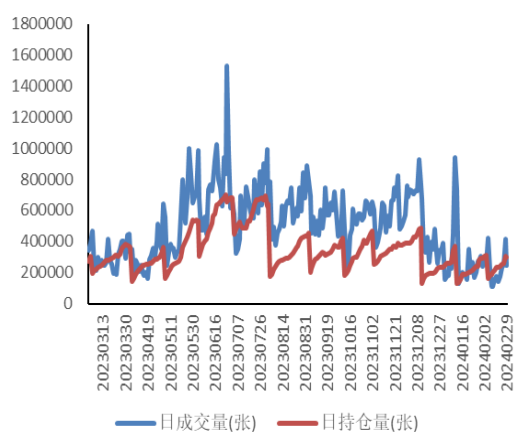
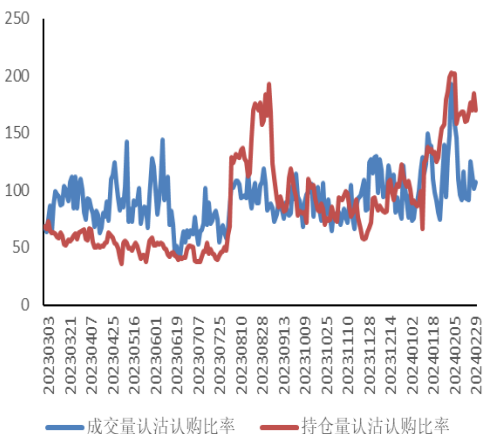


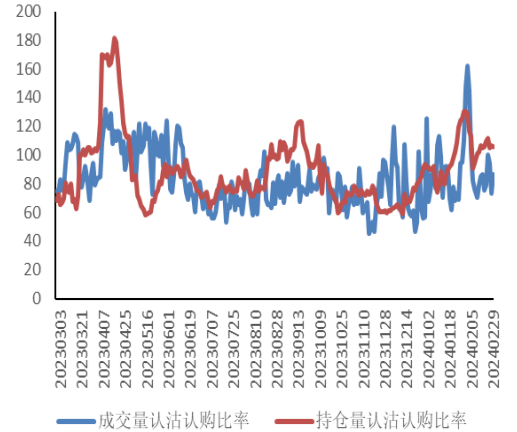
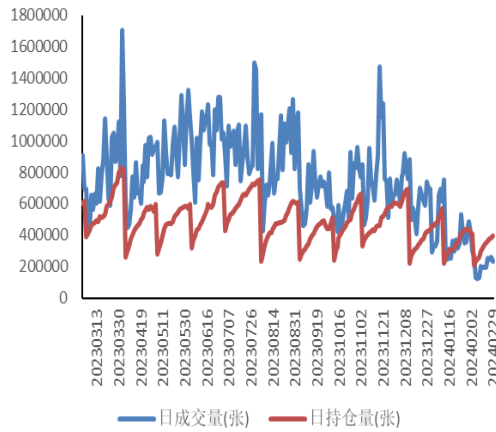
图 30: 甲醇期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 31: PTA 期权成交与持仓

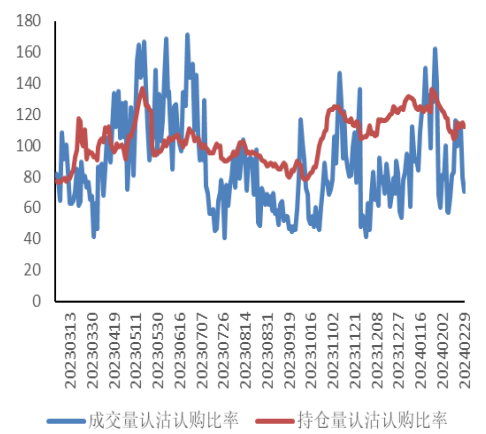
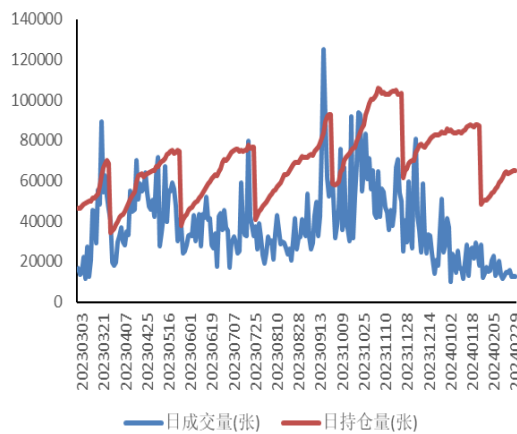
图 32: PTA 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 33: 黄金期权成交与持仓

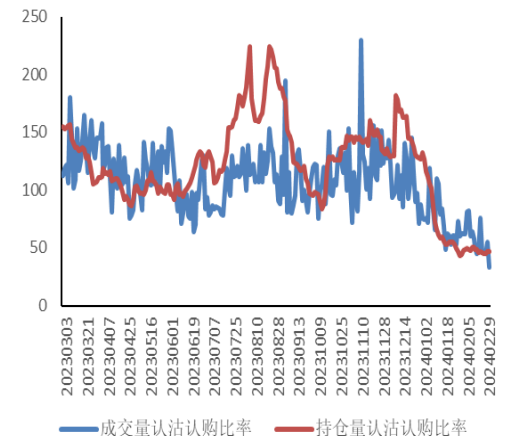
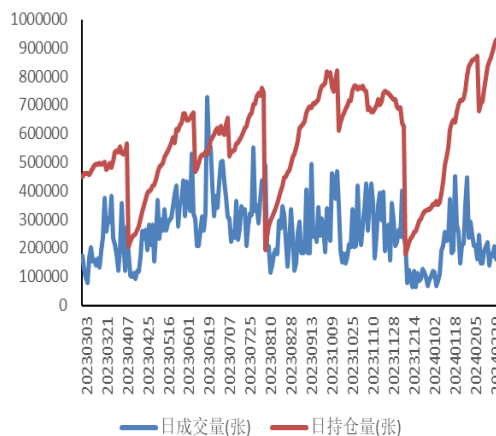
图 34: 黄金期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 35: 豆粕期权成交与持仓

图 36: 豆粕期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

三、期权波动率分析

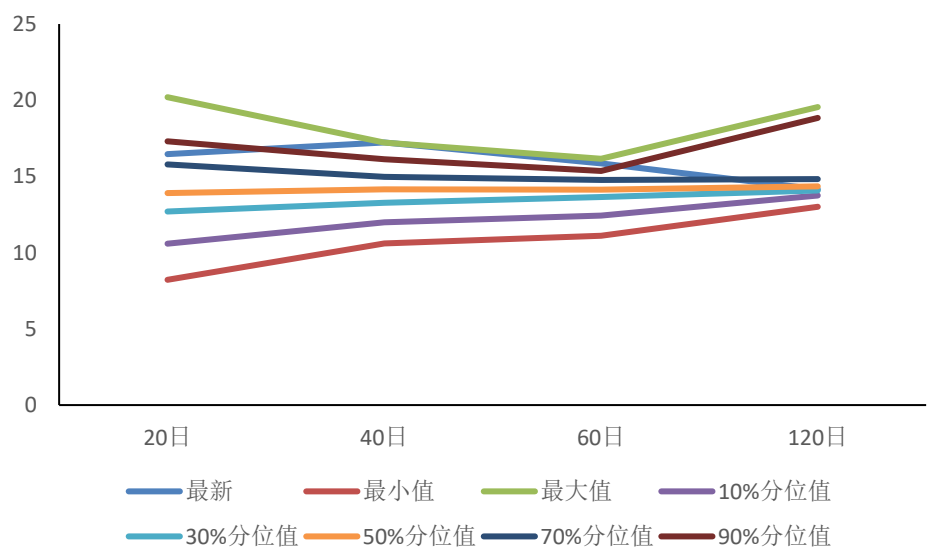
1.金融期权

波动率方面，指数震荡走高，日内实际波动相比节前下降，历史波动率维持在阶段高位，隐含波动率环比节前回落，但是当前依旧位于近一年次高位。隐波期限结构斜率下降，隐波溢价环比回落，品种间隐波差环比下降，金融期权成交PCR 值平稳，空头情绪减弱，品种间隐波差维持较高数值，上证 50 期权与中证 1000 期权隐波差维持在 16 个百分点附近，波动率、波差整体符合均值回归特征。3 月初两会窗口利好即将落地，市场多空拉锯的情绪大概率回落，届时隐波或将大幅下降，因此，可关注做空隐含波动率策略或者期权品种间的波差回落出现的统计套利机会。

2 商品期权

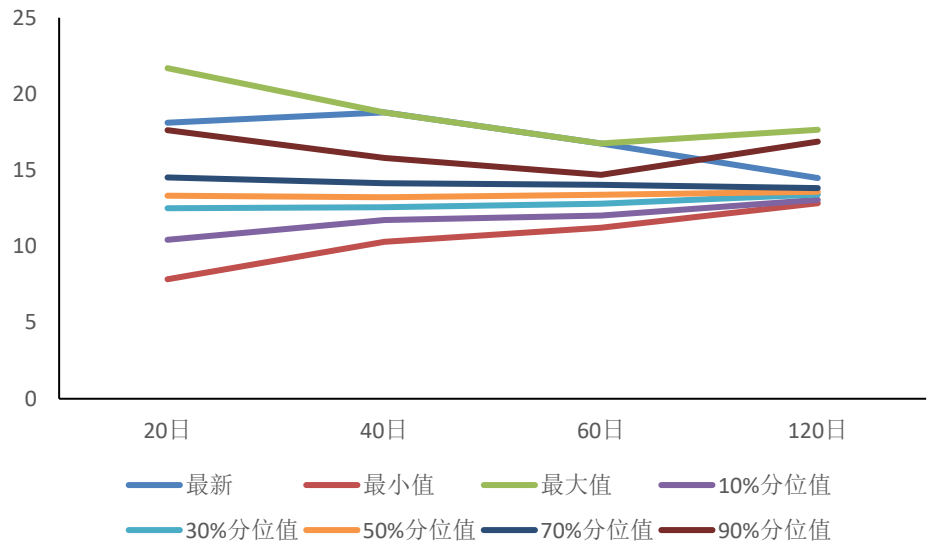
商品期权方面，宏观面对于大宗商品影响弱化，主要品种呈现低波震荡局面，其中，铜铝期权历史波动率与隐含波动率处在近几年极低值区域，成交量萎缩；甲醇、PTA 在春节假期后，隐含波动率持续回落，阻力与支撑并存，震荡预期；黄金期权方面，美国销售就业数据弱化刺激美债收益率下行，金价震荡上涨，但波动率平稳。豆粕经历一波下跌后，成交量萎缩，多空动能均不足，隐波平稳，预期震荡筑底。

图 37：上证 50ETF 历史波动率锥



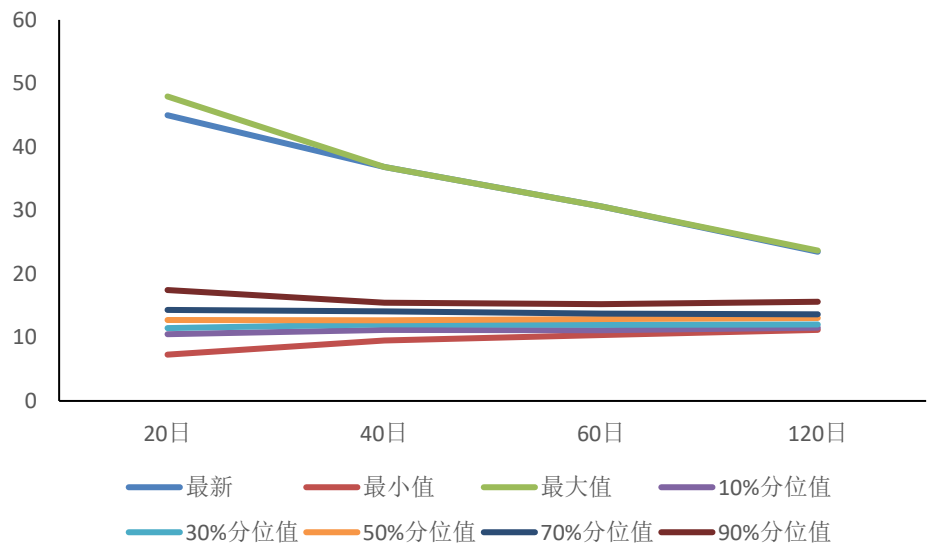
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 38: 沪市 300ETF 历史波动率锥



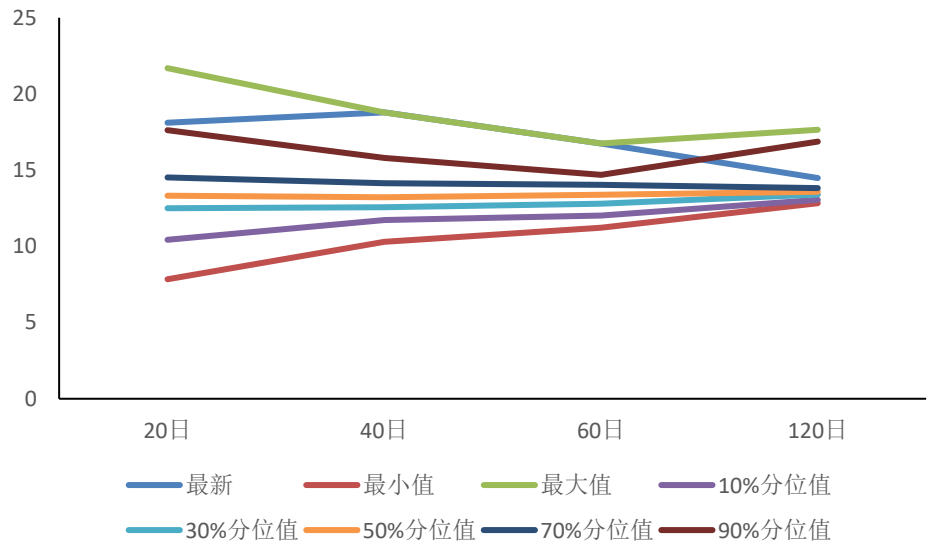
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 39: 沪市 500ETF 历史波动率锥



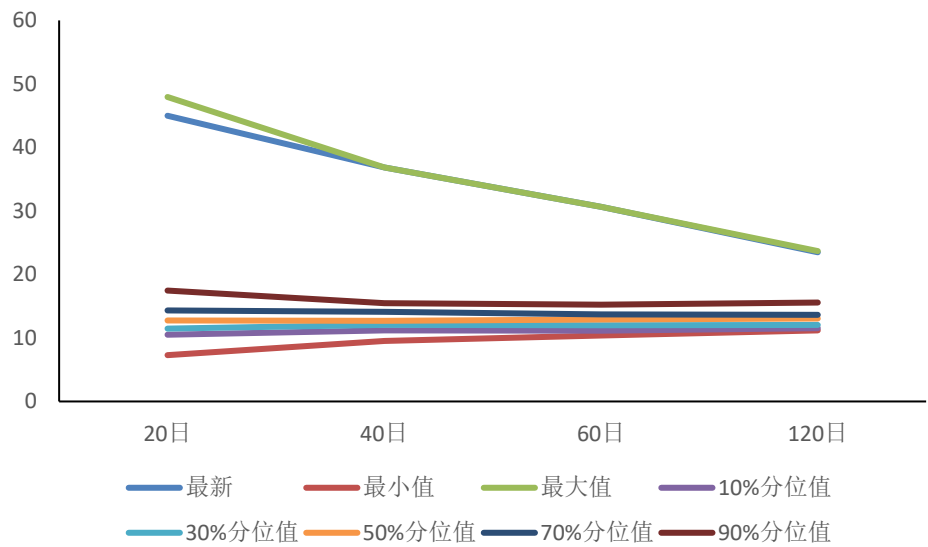
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 40: 深市 300ETF 历史波动率锥



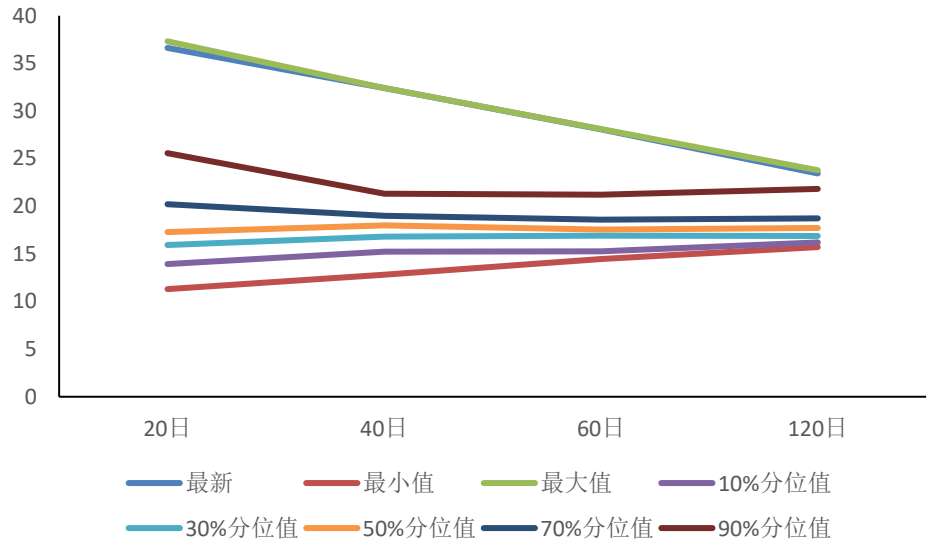
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 41: 深市 500ETF 历史波动率锥



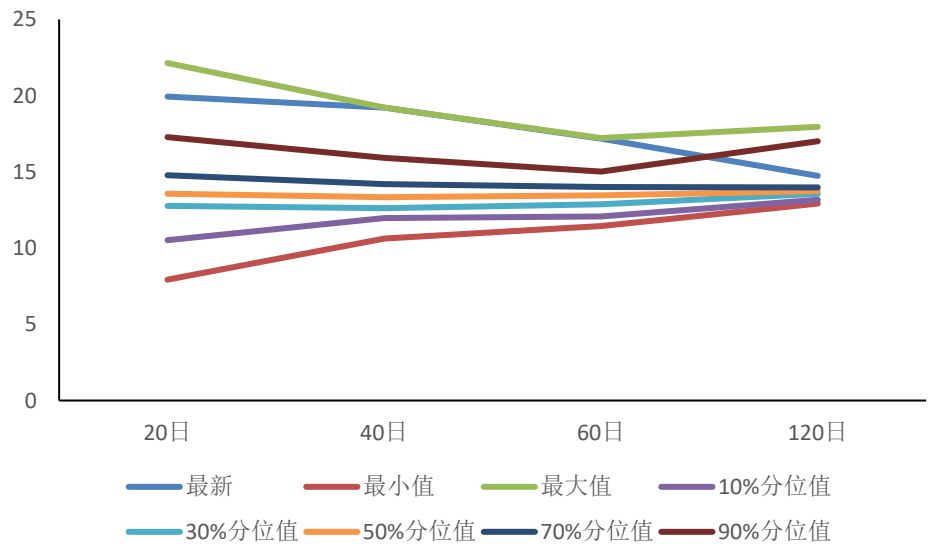
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 42: 创业板 ETF 历史波动率锥



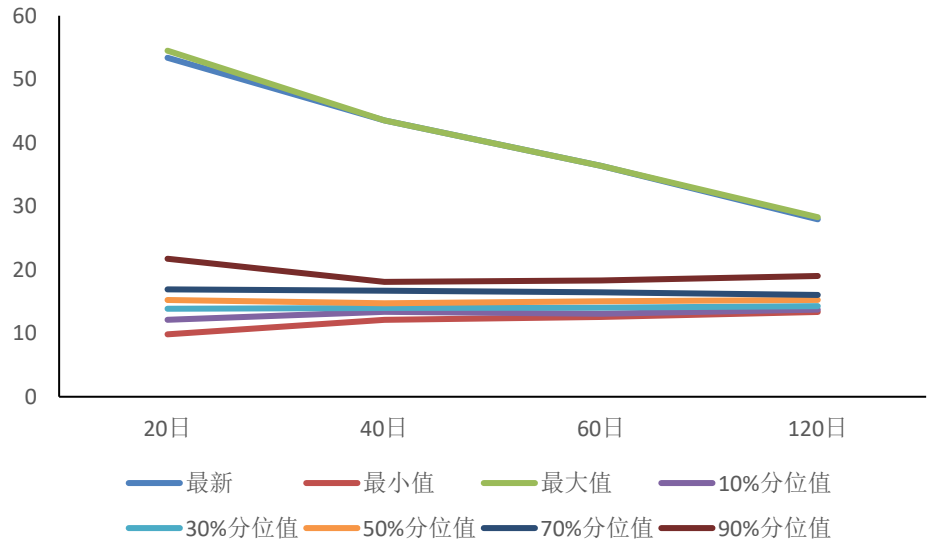
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 43: 沪深 300 历史波动率锥



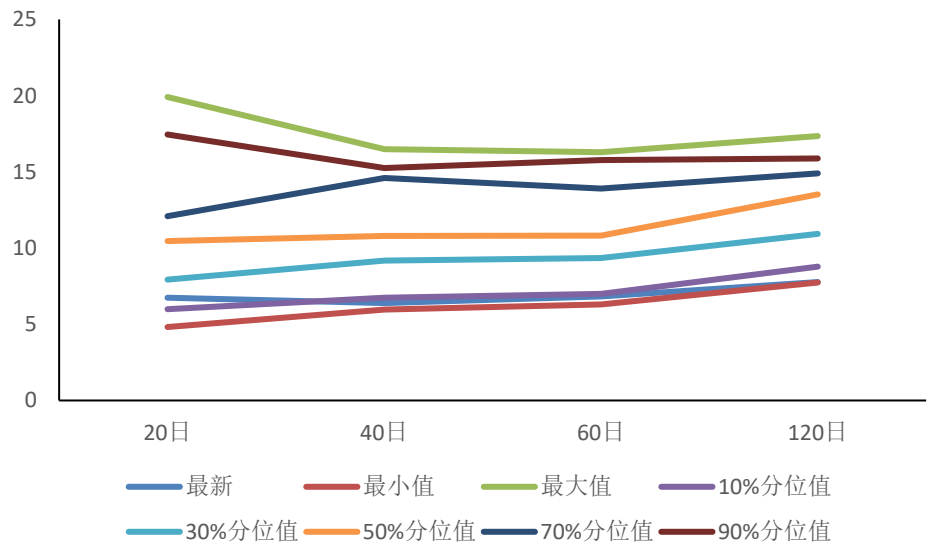
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 44：中证 1000 历史波动率锥



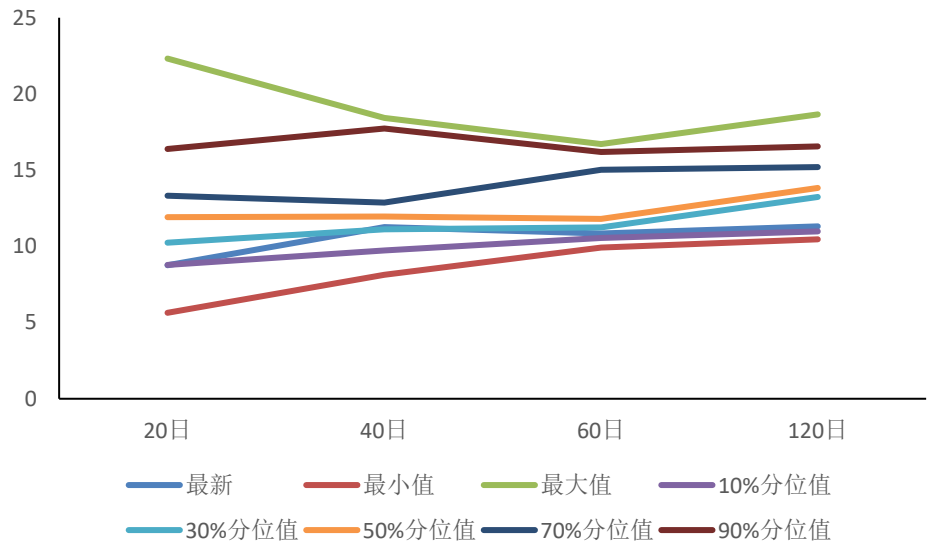
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 45：沪铜历史波动率锥



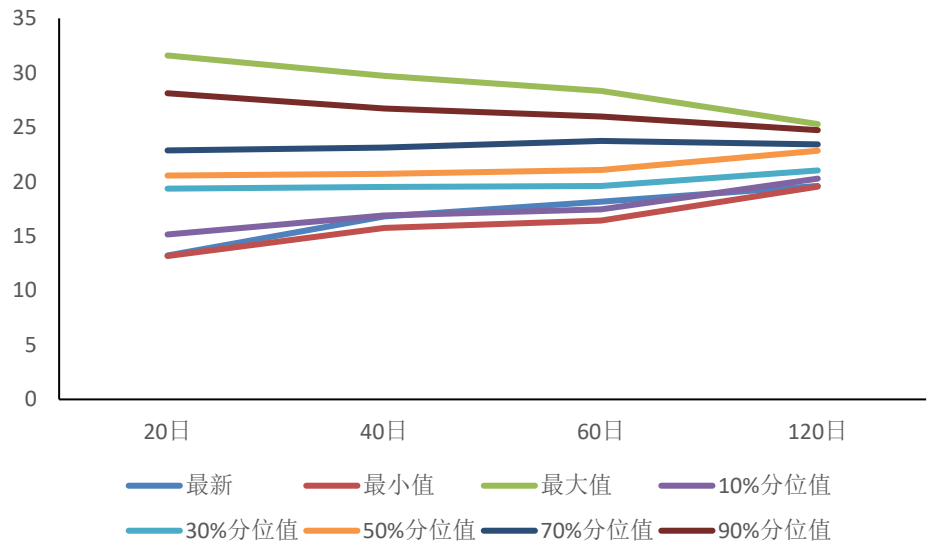
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 46: 沪铝历史波动率锥



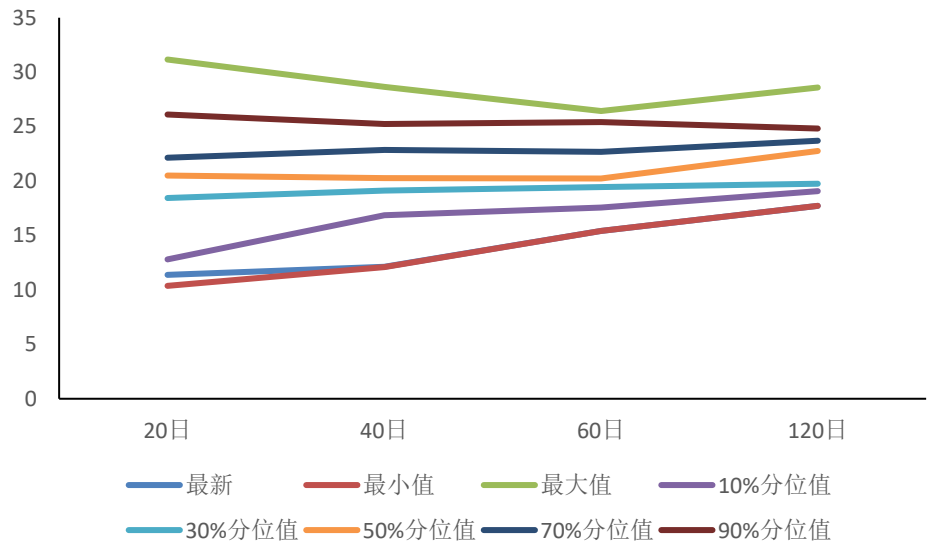
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 47: 甲醇历史波动率锥



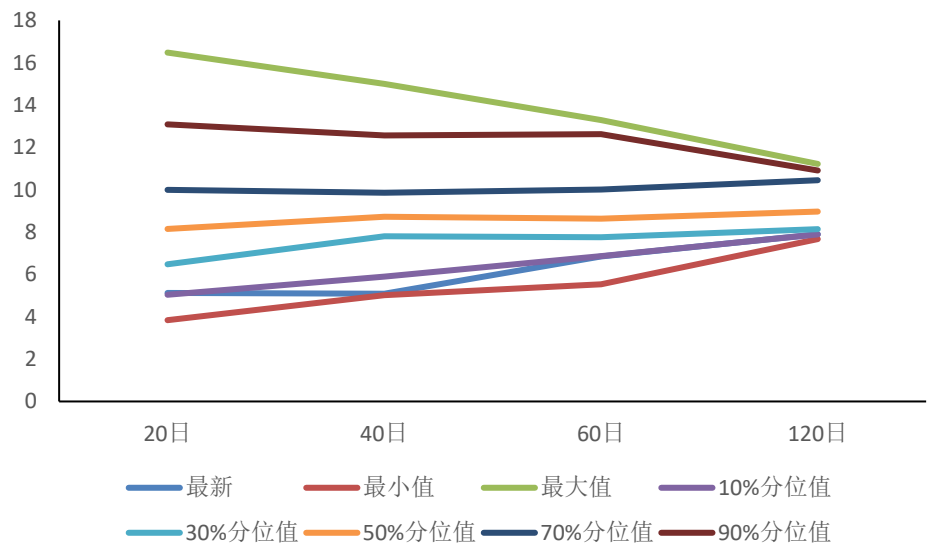
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 48: PTA 历史波动率锥



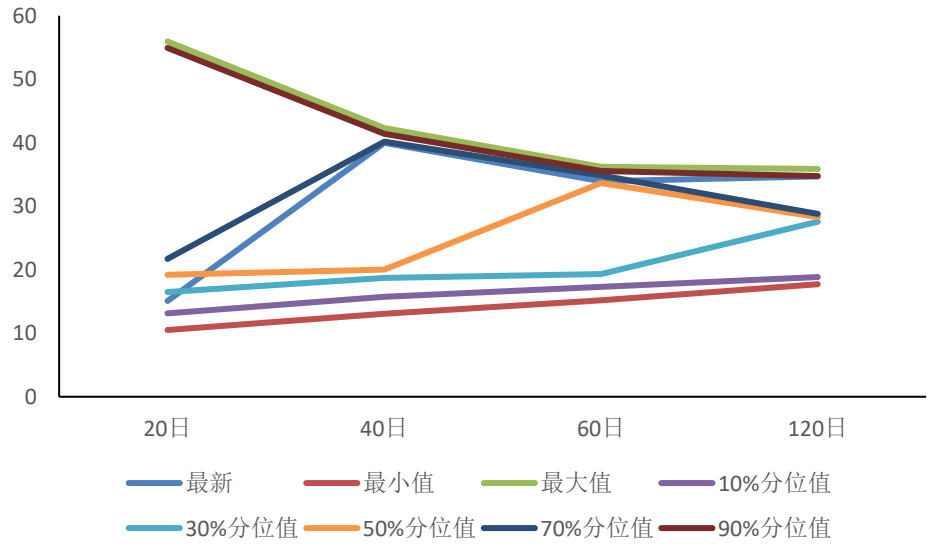
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 49: 黄金历史波动率锥



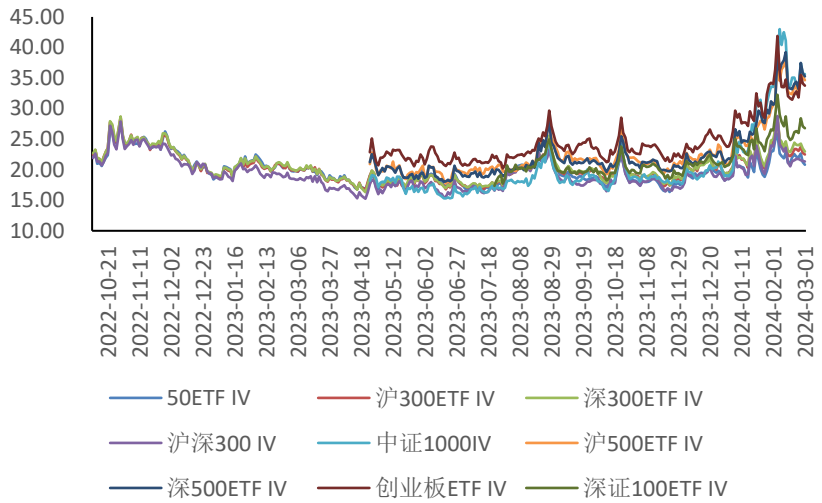
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 50：豆粕历史波动率锥



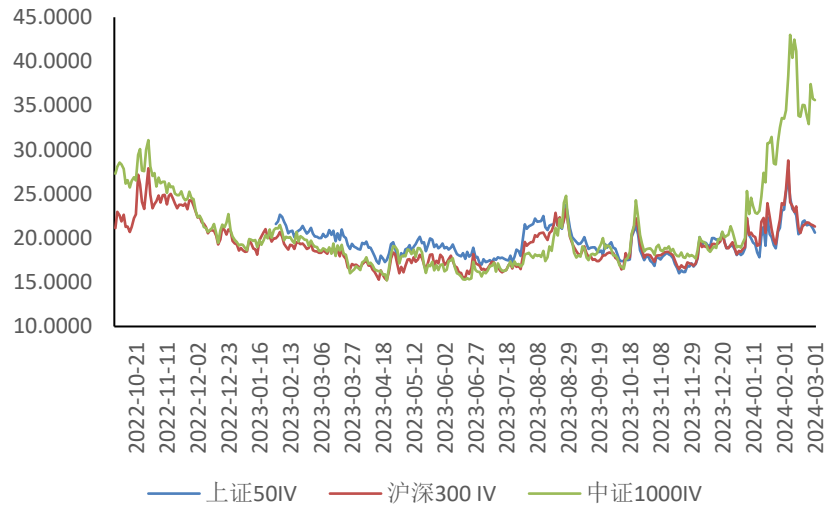
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 51：金融期权隐波（IV）对比



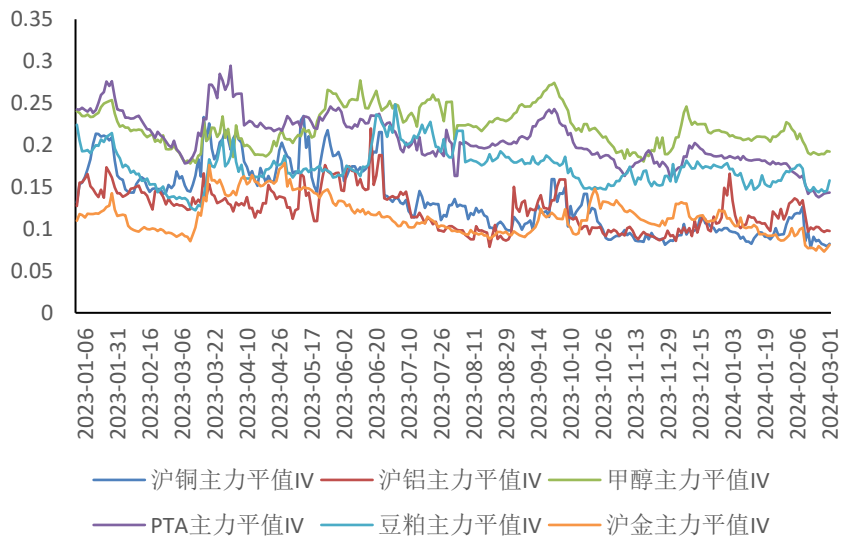
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 52: 金融期权隐波 (IV) 对比



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 53: 商品期权平值隐波 (IV) 对比



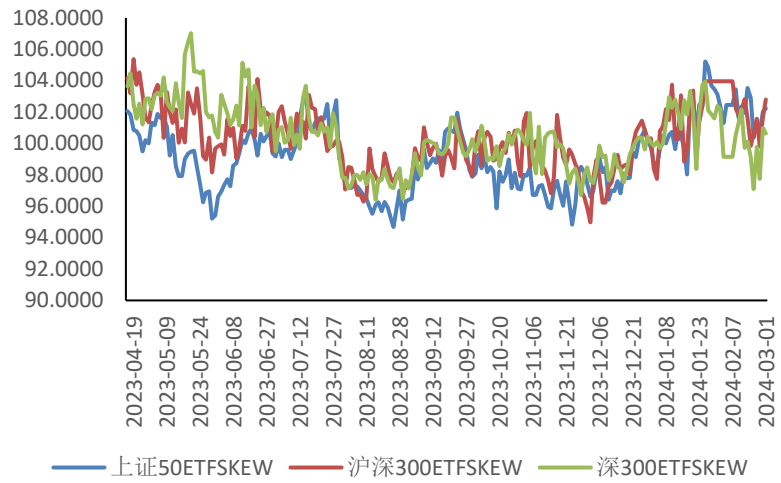
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

四、金融期权偏度

从金融期权的偏度指数分布来看, 上证 50、沪深 300 股指期权偏度指数 skew 延续上升趋势, 小幅高于 100。中证 500、中证 1000 期权偏度指数回升, 其与上证 50、沪深 300 系列期权偏度指数剪刀差收敛。通常震荡上升行情中, 偏度指数略高于 100, 即看跌期权隐波溢价略高于看涨期权, 当前 50ETF 期权偏斜结构与

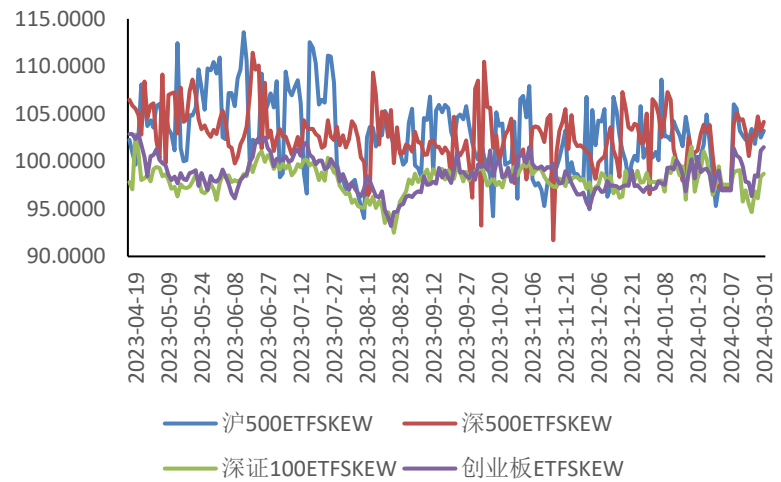
2016 年大周期相似，在期权标的震荡上涨预期背景下，偏度指数趋于稳定。

图表 54：金融期权偏度（一）



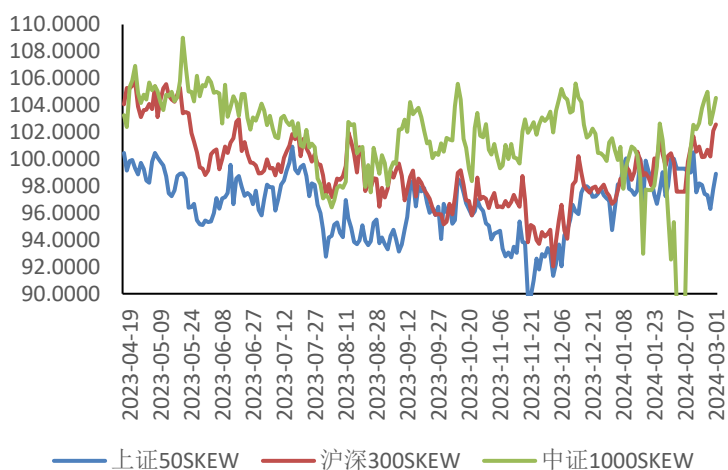
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 55：金融期权偏度（二）



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 56: 金融期权偏度 (三)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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，兴证期货研究咨询部不承担责任。

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咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。