

期权隐波回落，标的指数震荡上涨

兴证期货·研究咨询部

金融研究团队

2024年3月11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，上周两会期间定调了2024年相关工作目标，财政政策加码，拟未来连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。提出今年经济社会发展政策取向，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配，促进社会综合融资成本稳中有降。以及其他相关的战略部署等利好支撑。

- 2月CPI同比上升，显示出国内消费需求的稳定增长。PPI同比下降，工业品出厂价格的延续下跌，PPI的同比降幅略有扩大，这主要受到春节因素影响，工业生产季节性放缓，整体上内部通缩压力有望缓解。**经济预期修复叠加流动性冲击缓释，随着国内基本面筑底改善、流动性风险相继释放，股市利多因素积聚，上证50、沪深300与中证500、中证1000大小风格之间或将呈现轮动反弹上涨走势。**

- 国外方面，美国新增非农就业人数的增长显示出美国经济依然保持着强劲的势头，但失业率的上升则反映了就业市场的不确定性。这种不确定性可能意味着美国经济面临着潜在的风险，这进一步增加了美联储降息的可能性，美宏观经济数据对利率预期的影响延续钟摆特征，但通胀整体下降以及经济增速下滑的大趋势为美联储降息目标提高更长期的支撑，货币政策拐点对于国内打开货币政策空间起到积极作用。

- 金融期权成交量普降，多头情绪略有下降，成交PCR值普

遍反弹，市场潜在的短空情绪上扬；持仓 PCR 值居于阶段高位，市场整体偏多的大趋势未变。市场成交量萎缩，并未出现较大规模的抛盘，结合基本面与政策面支撑的分析，空头情绪释放空间有限。后市成交 PCR 值上升空间不大，或将维持在偏低位置徘徊。金融期权隐波普降，上证 50、沪深 300 系列期权隐波回落至两个月前均值以下，品种间隐波差有所收敛，但仍处于较大数值区域。受波动率、波差均值回归特征影响，后市中小创系列期权的隐波、高隐波差或将进一步收窄，延续降波行情。波动率策略方面，关注空 vega 策略，捕捉品种间隐波差回落的统计套利机会，或者逢指数回调可关注卖出看跌期权的策略。

- 金融期权的偏度指数 skew 延续重心上升趋势，且高于 100。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。短线陡升需要关注短空情绪带来的认沽期权隐波溢价升高，但整体来看偏度结构较稳定。

- 商品期权方面，铜铝期权成交 PCR 值与隐波保持低位，整体呈震荡走势；PTA 期权成交 PCR 小幅回升，PTA 空头情绪短线上扬；黄金期权成交 PCR 值走低，期权成交陡升，隐含波动率反弹，美国经济数据低于预期，美债收益率与美实际利率短线下降，黄金期权多头情绪上扬，豆粕期权成交 PCR 低位，空头情绪衰竭，标的震荡反弹预期强。沪铜、铝、甲醇、PTA 期权隐含波动率整体维持低位，以上品种的历史波动率与隐含波动率普遍偏低，隐波期限结构稳定，标的震荡预期强烈。黄金期权与豆粕期权隐含波动率上升，黄金期权受到近期美国宏观数据的扰动，美债收益率、美国实际利率下行，金价连续上涨，波动率走阔，升波预期上升。豆粕底部反弹，隐含波动率短线回升。

风险因子：经济数据表现不佳、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 0.49%，沪市 300ETF 变化 0.08%，沪市 500ETF 变化-0.60%，深市 300ETF 变化 0.25%、深市 500ETF 变化-0.63%，创业板 ETF 变化-1.07%，深证 100ETF 变化-0.98%，上证 50 指数变化 0.47%、沪深 300 变化 0.20%、中证 1000 指数变化-0.58%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 9.99、11.63、21.63、32.42、27.09，五年周期中对应的分位为 49.21%、18.9%、26.38%、24.8%、3.15%。

国内方面，上周两会期间定调了 2024 年相关工作目标，包括 2024 年 GDP 增长预期目标为 5%左右，2024 年赤字率拟按 3%安排。财政政策加码，拟未来连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行 1 万亿元。提出今年经济社会发展政策取向，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配，促进社会综合融资成本稳中有降。以及其他相关的战略部署等利好支撑。

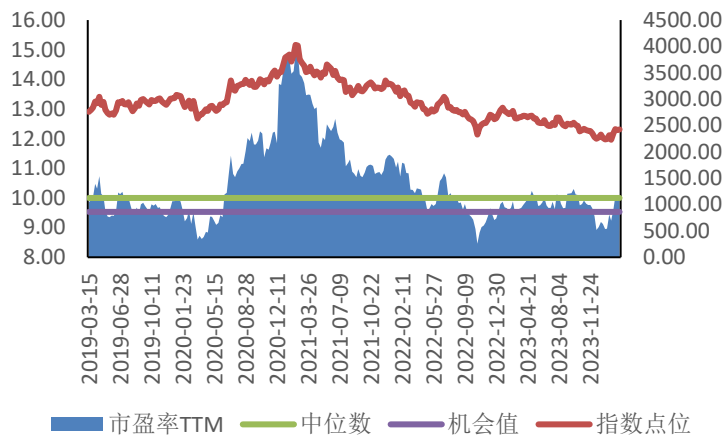
2 月 CPI 同比上升 0.7%，环比增长 1.0%，显示出国内消费需求的稳定增长。PPI 同比下降 2.7%，环比下降 0.2%，工业品出厂价格的延续下跌，PPI 的同比降幅略有扩大，这主要受到春节因素影响（去年春节假期在 1 月份），工业生产季节性放缓，整体上内部通缩压力有望缓解。经济预期修复叠加流动性冲击缓释，随着国内基本面筑底改善、流动性风险相继释放，股市利多因素积聚，美联储议息会议暗示政策将向正常化转向，为年内降息打下铺垫，国外货币政策环境变化有望为国内货币政策打开空间。上证 50、沪深 300 与中证 500、中证 1000 大小风格之间或将呈现轮动反弹上涨走势。

国外方面，美国 2 月季调后非农就业人口增 27.5 万，预期增 20 万，前值增 35.3 万。美国 2 月失业率 3.9%，预期 3.7%，前值 3.7%。美国 2 月平均每小时工资同比升 4.3%，预期升 4.4%，前值升 4.5%；环比升 0.1%，预期升 0.3%，前值升 0.6%。虽然新增就业人数的增长显示出美国经济依然保持着强劲的势头，但失业率的上升则反映了就业市场的不确定性。这种不确定性可能意味着美国经济面临着潜在的风险，这进一步增加了美联储降息的可能性，美宏观经济数据对利率预期的影响延续钟摆特征，但通胀整体下降以及经济增速下滑的大趋势为美联储降息目标提高更长期的支撑，货币政策拐点对于国内打开货币政策空间起到积极作用。

2.商品行情回顾

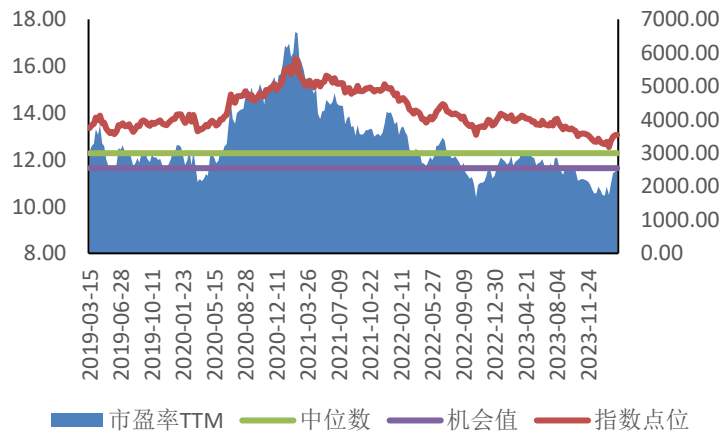
前一周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为 1.49%、1.24%；甲醇、PTA 周度涨跌幅分别为-0.40%、-1.42%；豆粕、黄金活跃合约周度涨跌幅为 4.80%、4.65%。上一周铜铝价格震荡回升；甲醇、PTA 价格小幅回落，PTA 成本强支撑；贵金属价格走高，美经济就业数据走弱，美债收益率及通胀指数国债收益率下降，金银价格走强；豆粕底部反弹。

图 1：上证 50 指数估值（市盈率）



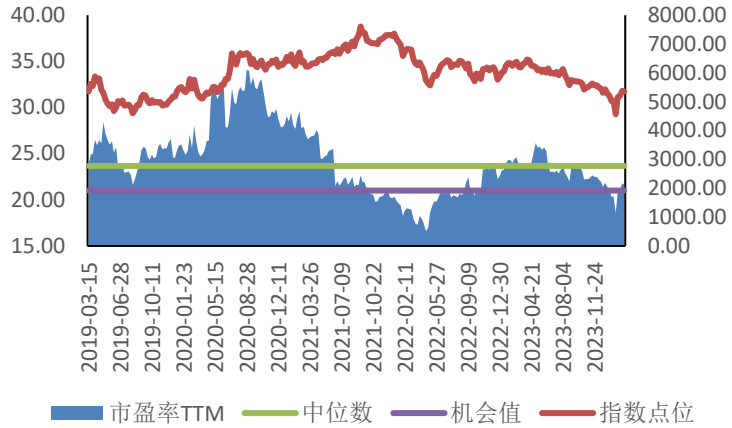
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 2：沪深 300 指数估值（市盈率）



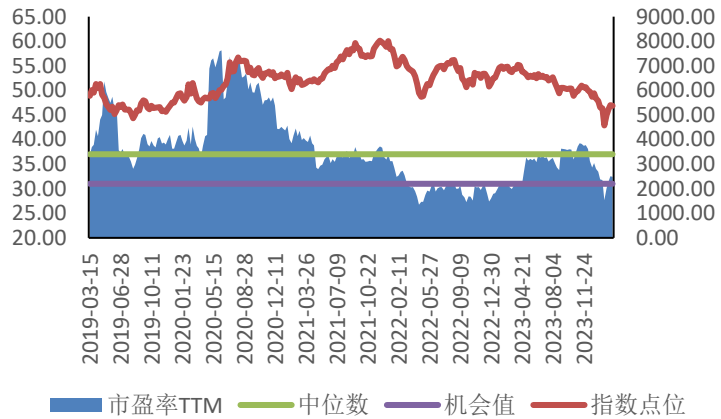
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 3: 中证 500 指数估值 (市盈率)



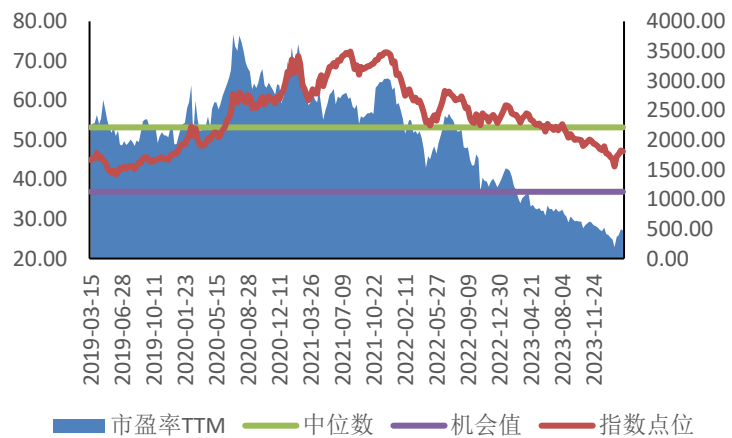
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率)



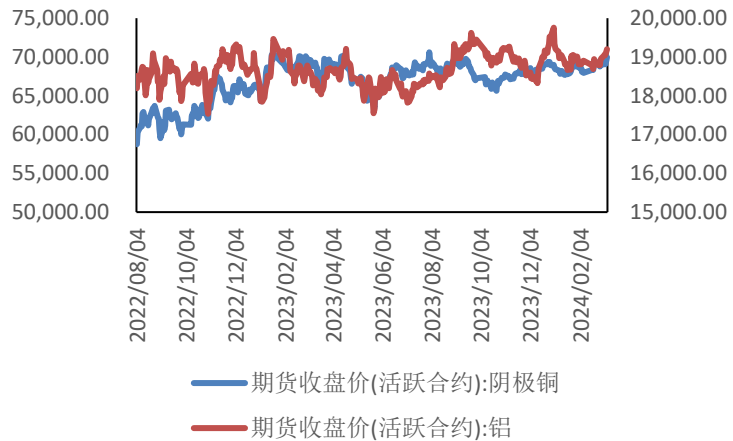
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 5: 创业板指数估值 (市盈率)



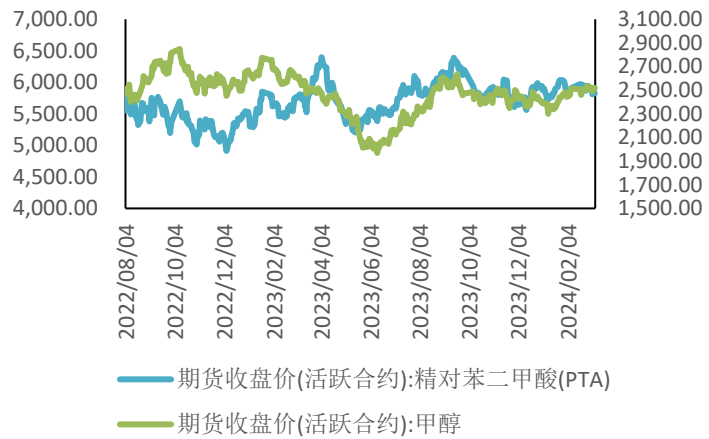
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 6: 铜、铝主力合约收盘价



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 7: PTA、甲醇主力合约收盘价



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 8: 豆粕活跃主力收盘价



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

二、期权成交与 PCR（认沽/认购）

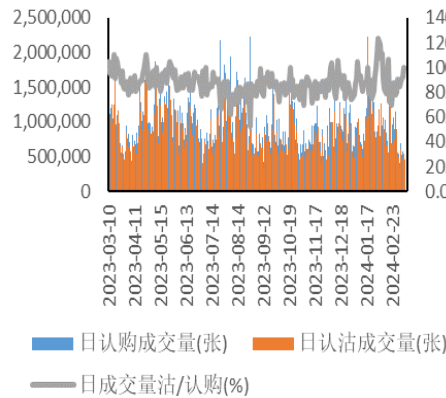
1.金融期权

上一周金融期权成交量普降，多头情绪略有下降，成交 PCR 值反弹，普遍居于 90%以上，反映市场潜在的短空情绪上扬；持仓 PCR 值居于阶段高位，市场整体偏多的大趋势未变。两会结束后，市场或将重新交易新一轮预期，板块间进一步轮动转换，市场成交量萎缩，并未出现较大规模的抛盘，结合基本面与政策面支撑的分析，空头情绪释放空间有限。后市成交 PCR 值上升空间不大，或将维持在偏低位置徘徊。

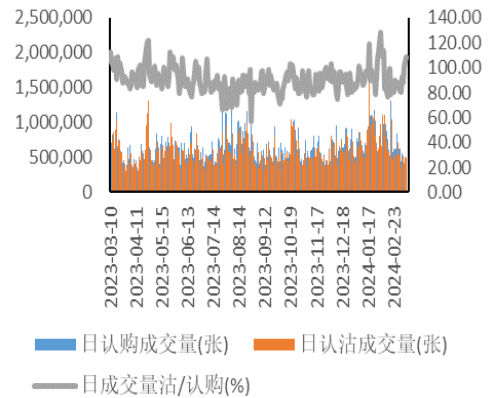
2.商品期权

商品期权方面，铜铝期权成交 PCR 值与隐波保持低位，整体呈震荡走势；PTA 期权成交 PCR 小幅回升，PTA 空头情绪短线上扬；黄金期权成交 PCR 值走低，期权成交陡升，隐含波动率反弹，美国经济数据低于预期，美债收益率与美实际利率短线下降，黄金期权多头情绪上扬，豆粕期权成交 PCR 低位，空头情绪衰竭，标的震荡反弹预期强。

图表 9：50ETF 期权 PCR

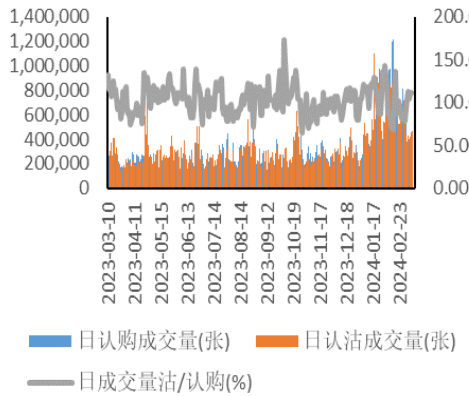


图表 10：300ETF（沪）期权 PCR

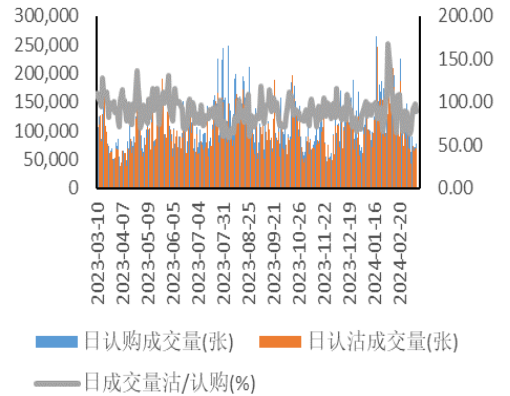


数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

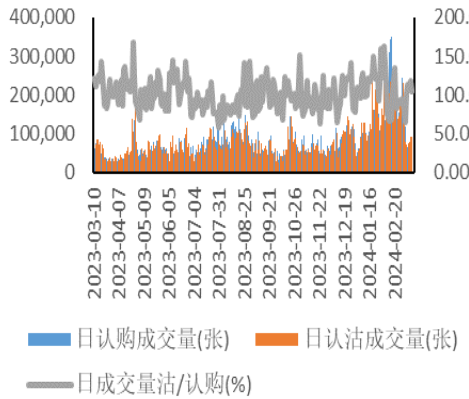


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

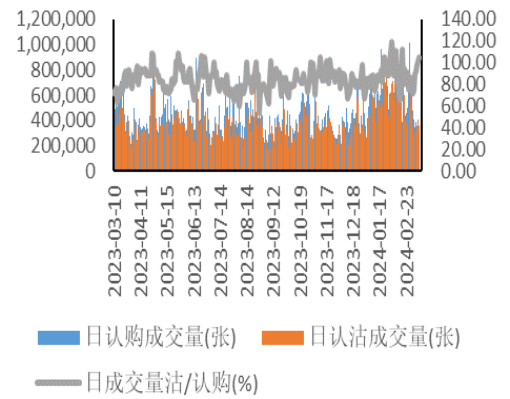


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

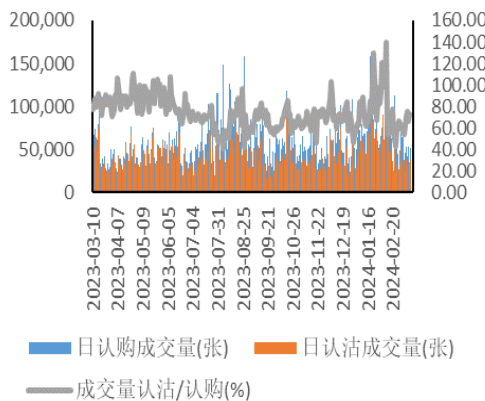


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

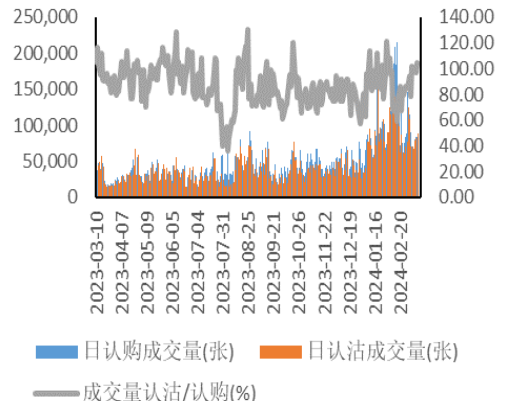


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

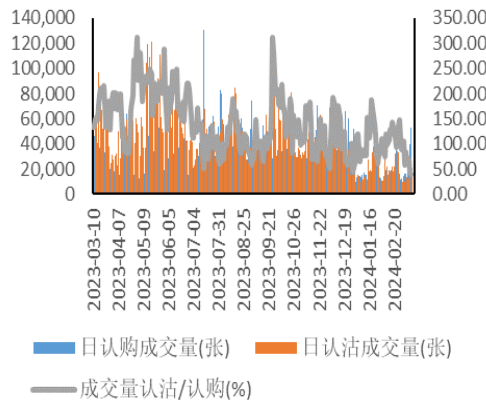


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

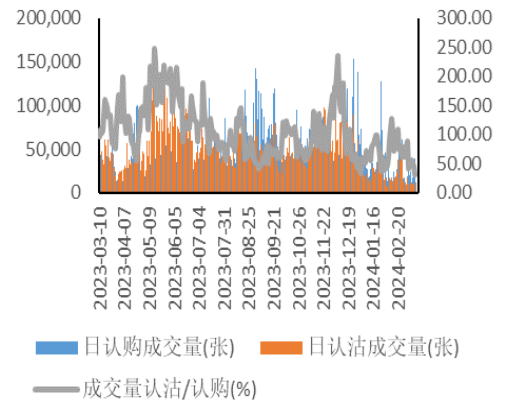


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 17: 沪铜期权 PCR

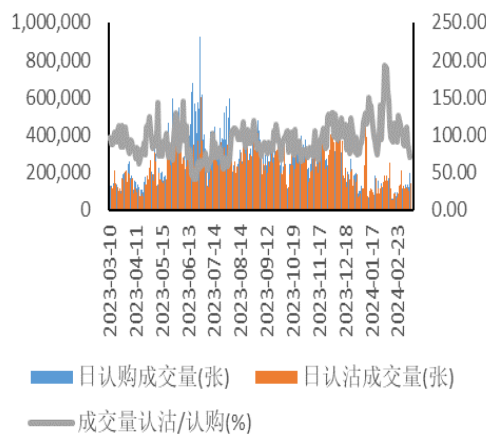


图表 18: 沪铝期权 PCR

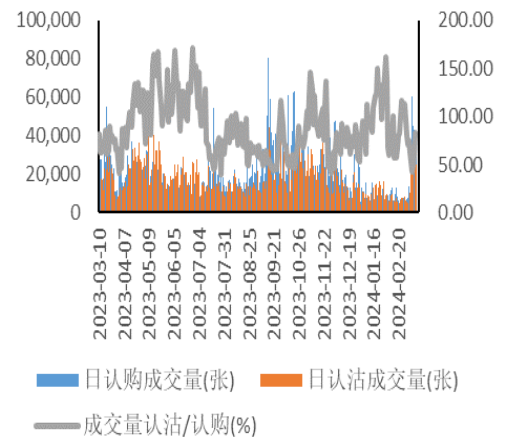


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 19: 甲醇期权 PCR

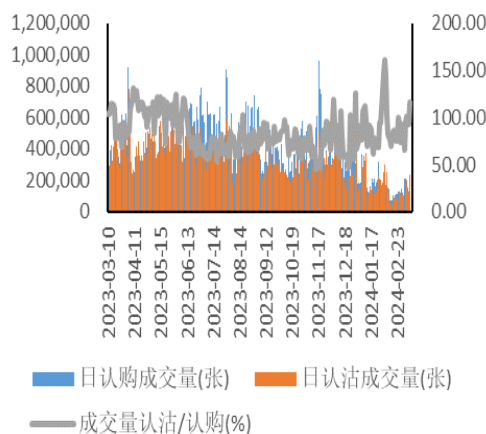


图表 20: 沪金期权 PCR

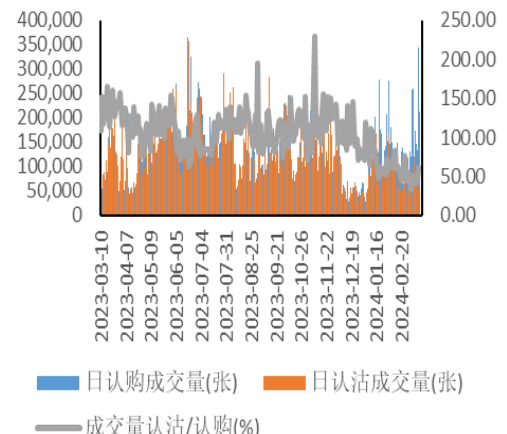


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 21: PTA 期权 PCR



图表 22: 豆粕期权 PCR



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

三、期权波动率分析

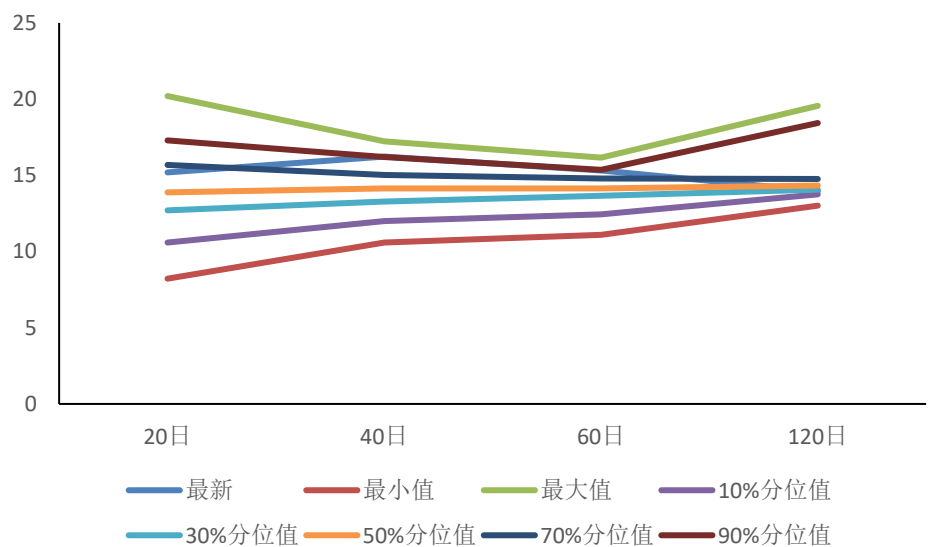
1.金融期权

波动率方面，金融期权隐波普降，上证 50、沪深 300 系列期权隐波回落至两个月前均值以下，但是中证 500、中证 1000、创业板 ETF 系列期权隐波仍高于均值。品种间隐波差有所收敛，截止 8 日收盘，上证 50 与中证 1000 隐波差收敛至 11 个百分点附近，但仍处于较大数值区域。受波动率、波差均值回归特征影响，后市中小创系列期权的隐波、高隐波差或将进一步收窄，延续降波行情。波动率策略方面，关注空 vega 策略，捕捉品种间隐波差回落的统计套利机会，或者逢指数回调可关注卖出看跌期权的策略。

2.商品期权

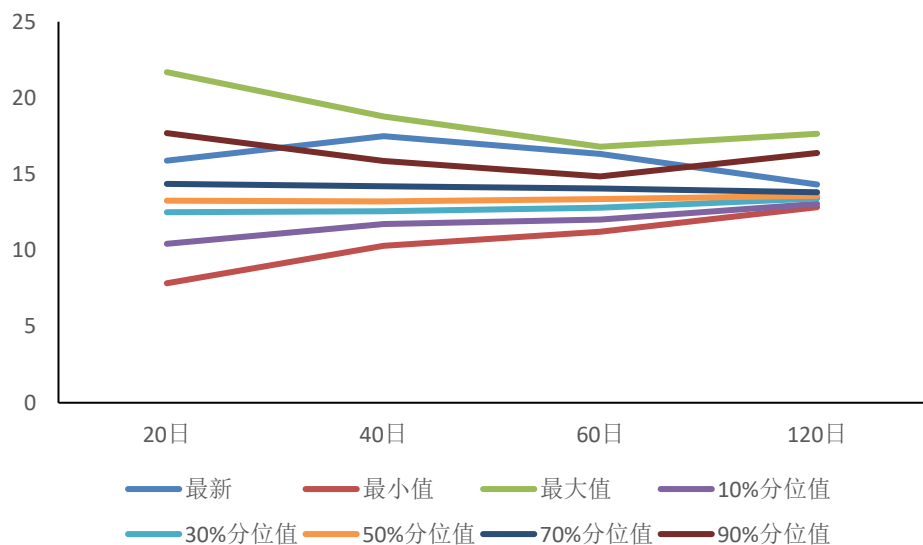
商品期权方面，沪铜、铝、甲醇、PTA 期权隐含波动率整体维持低位，以上品种的历史波动率与隐含波动率普遍偏低，隐波期限结构稳定，标的震荡预期强烈。黄金期权与豆粕期权隐含波动率上升，黄金期权受到近期美国宏观数据的扰动，美债收益率、美国实际利率下行，金价连续上涨，波动率走阔，升波预期上升。豆粕底部反弹，隐含波动率短线回升。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



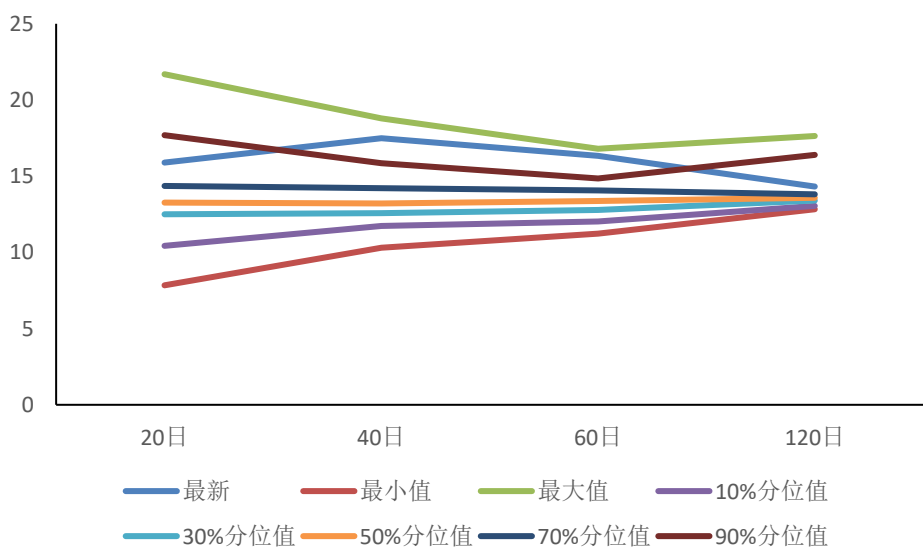
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



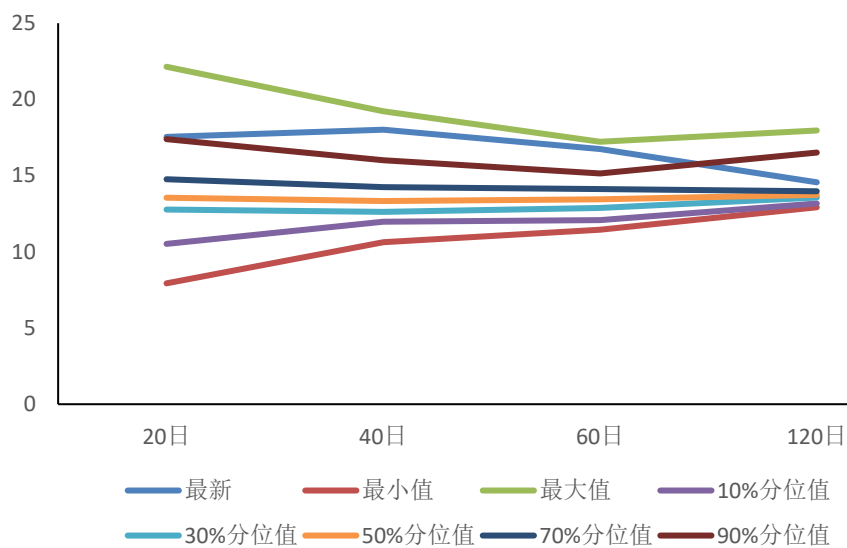
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



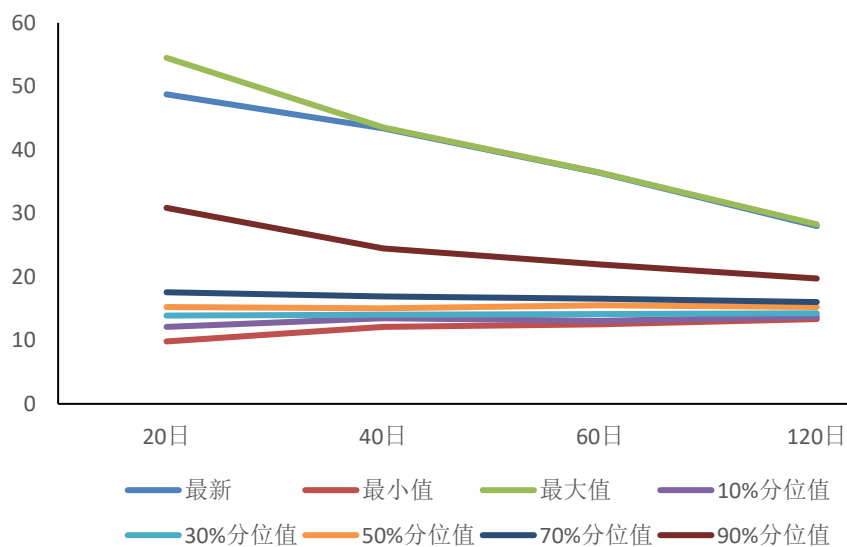
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



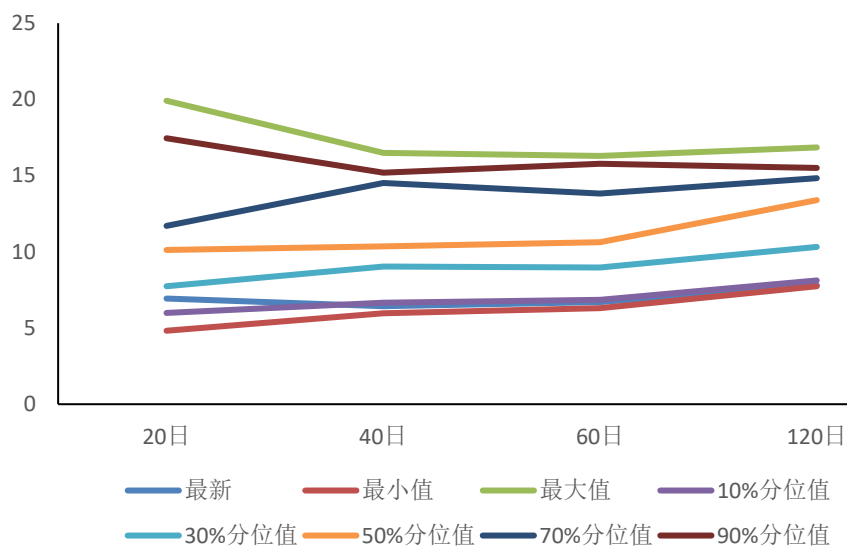
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



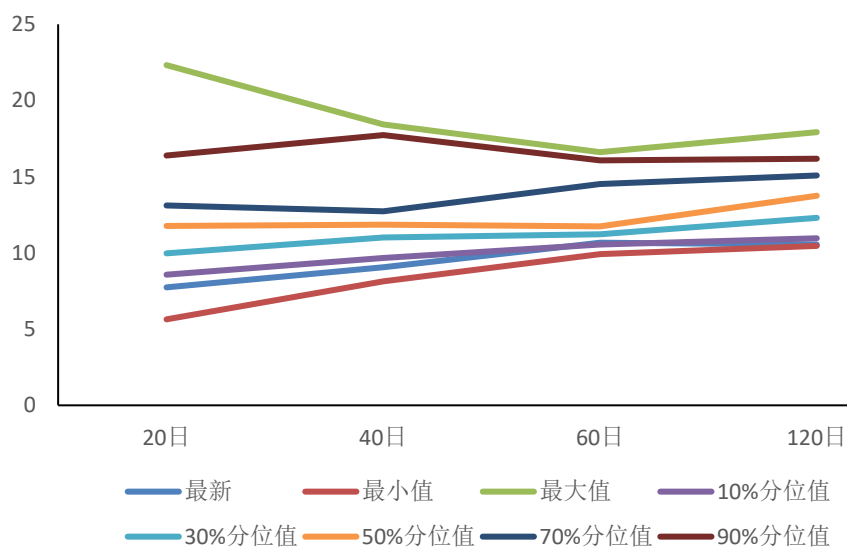
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 28：沪铜历史波动率锥



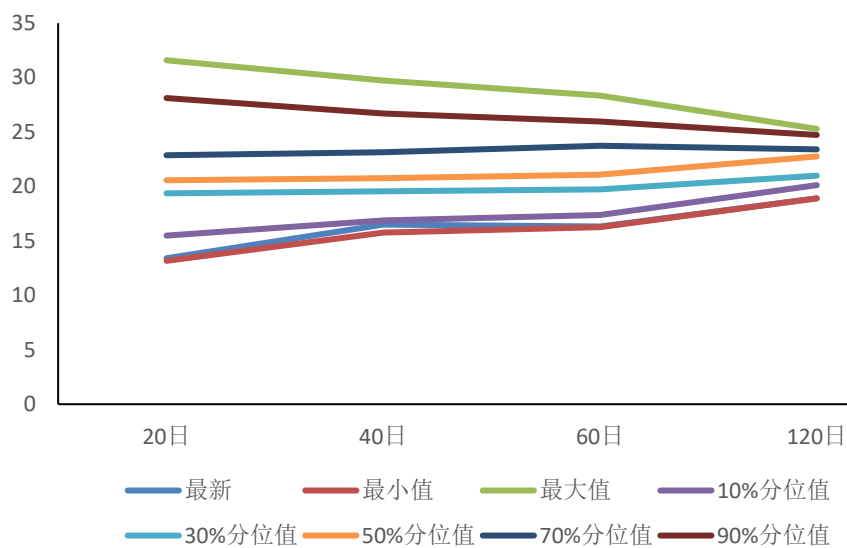
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 29：沪铝历史波动率锥



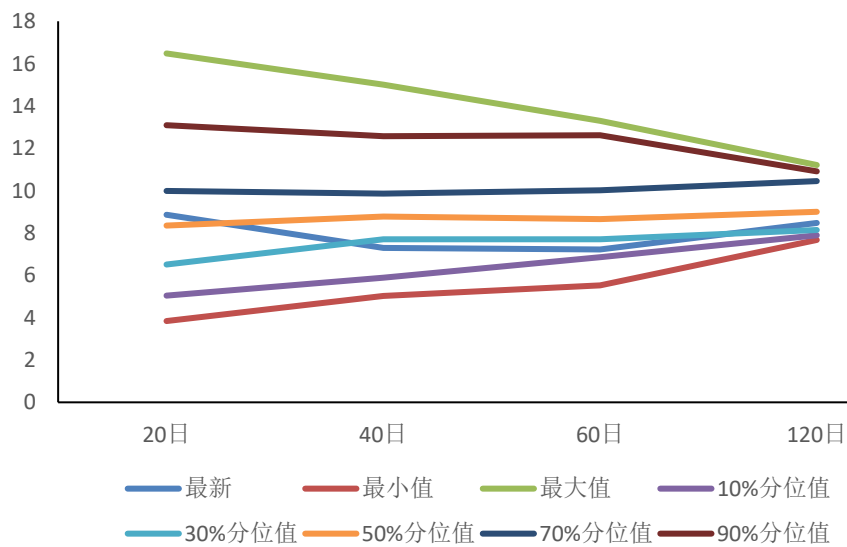
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 30：甲醇历史波动率锥



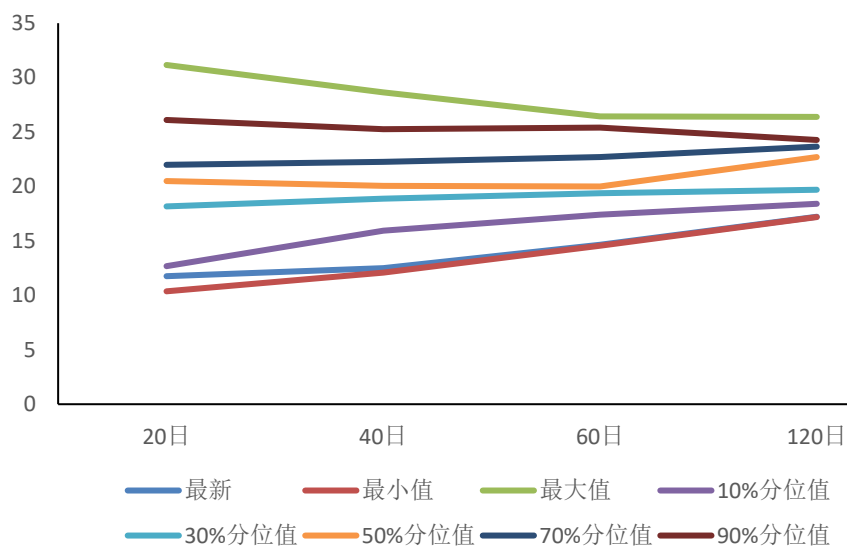
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31：沪金历史波动率锥



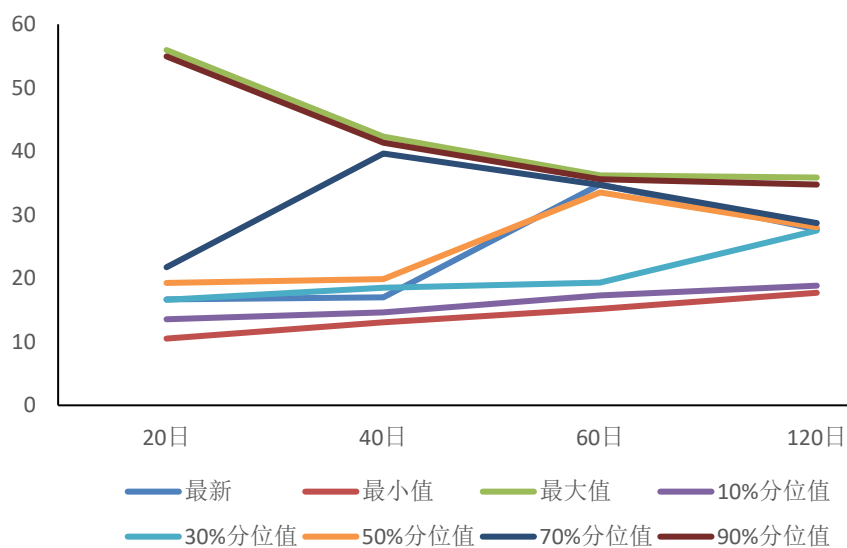
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31: PTA 历史波动率锥



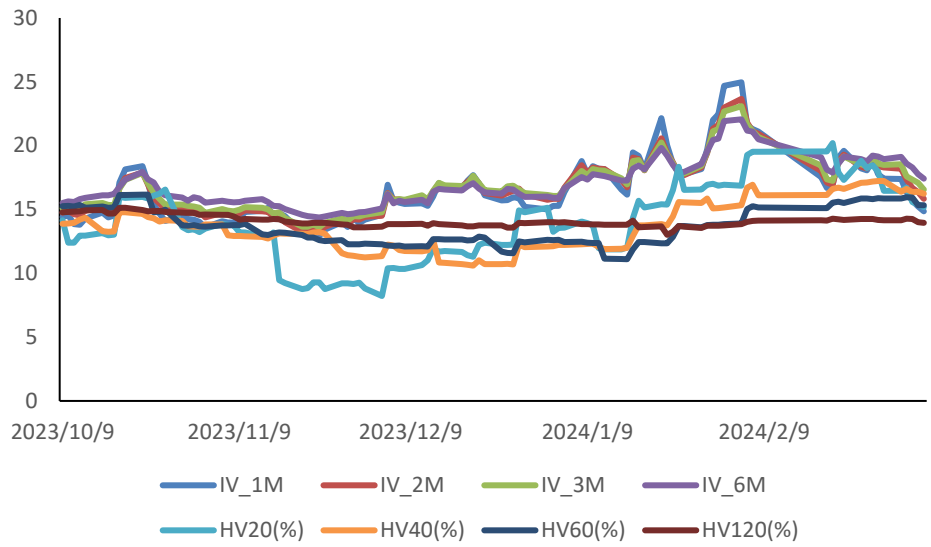
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 32: 豆粕历史波动率锥



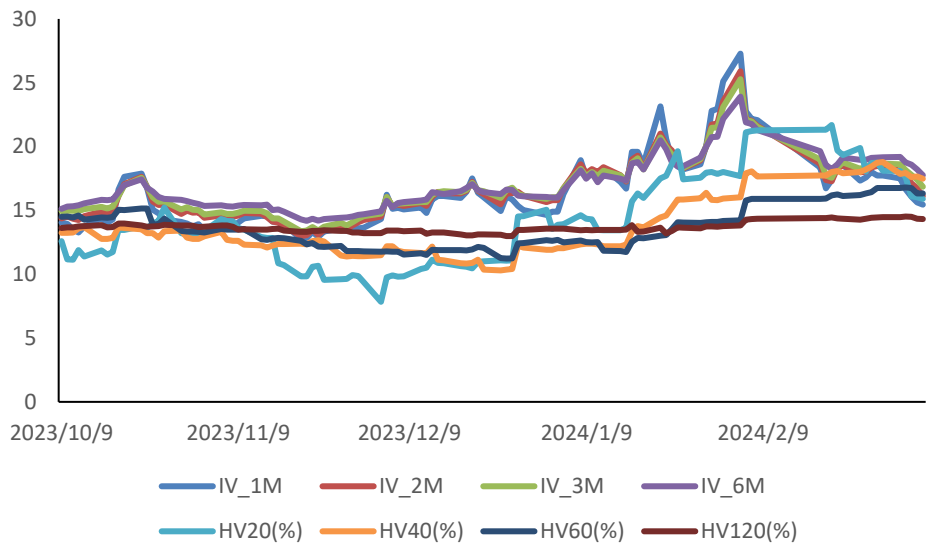
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 33: 50ETF 期权隐含波动率走势



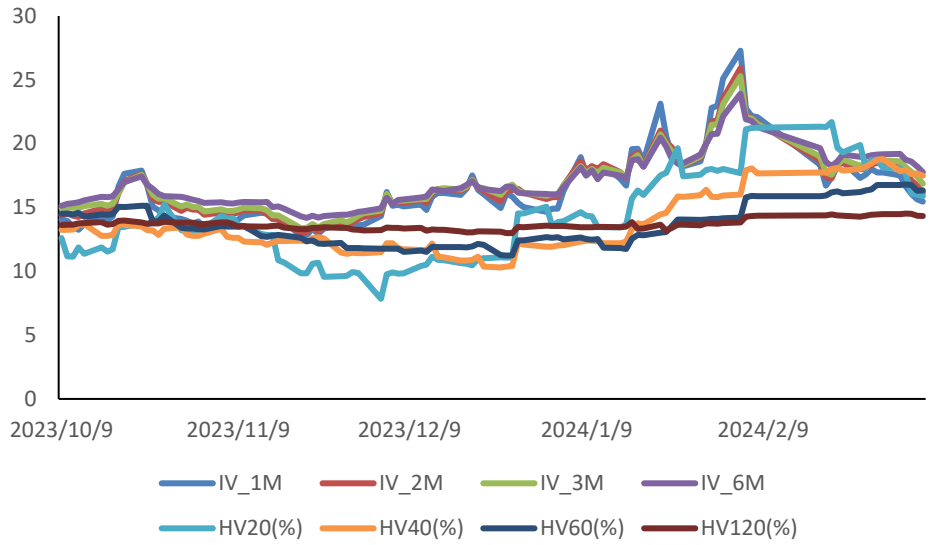
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 34: 300ETF 期权 (沪) 隐含波动率走势



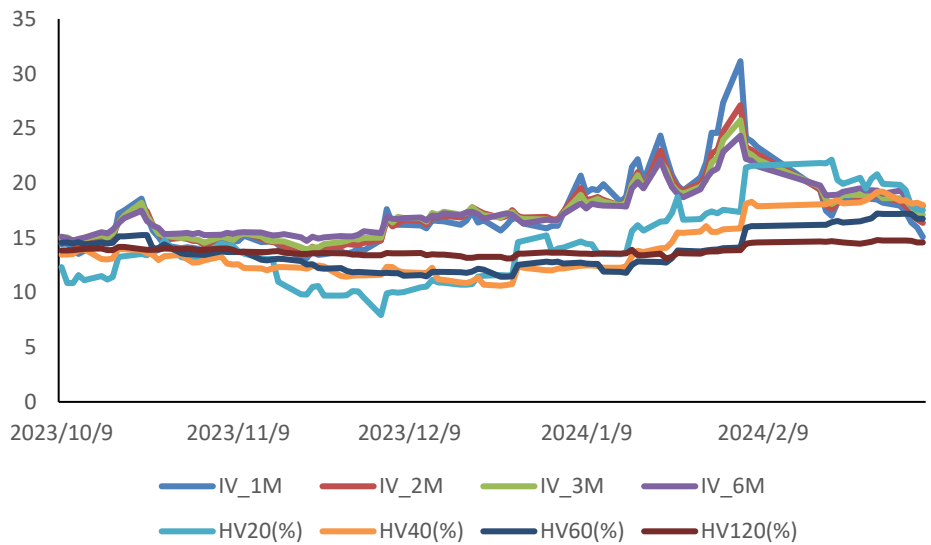
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 35: 300ETF 期权 (深) 隐含波动率走势



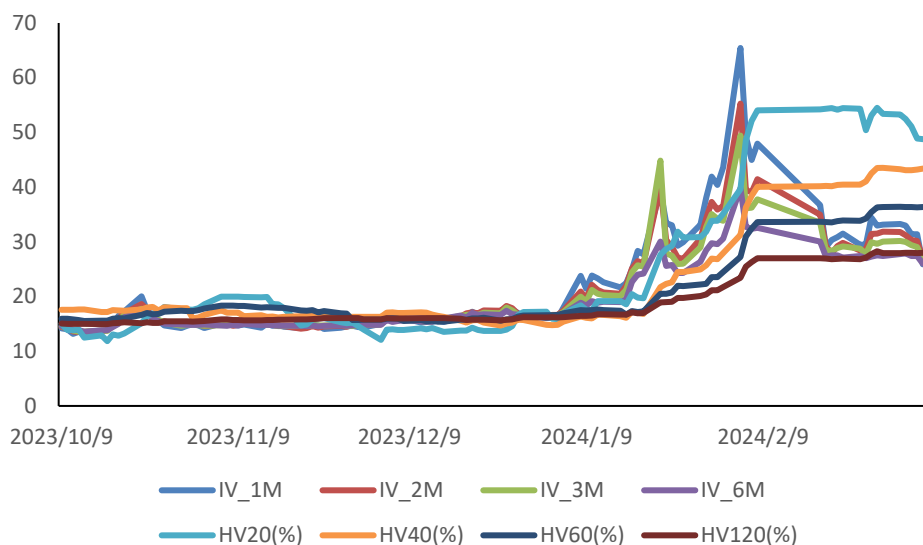
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



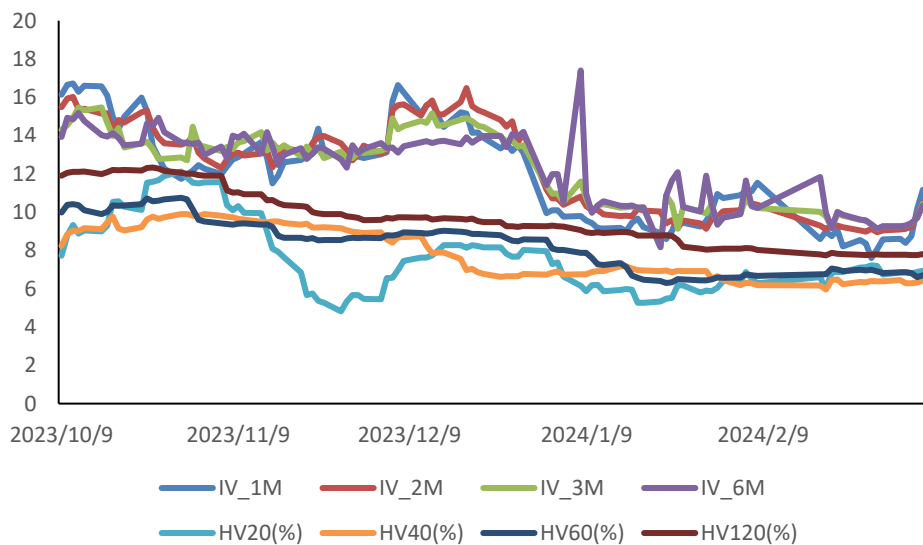
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



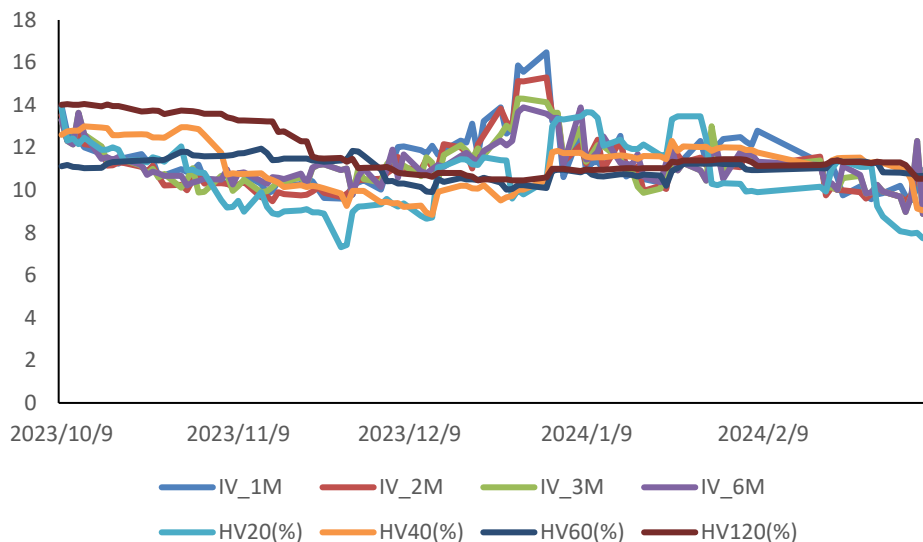
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



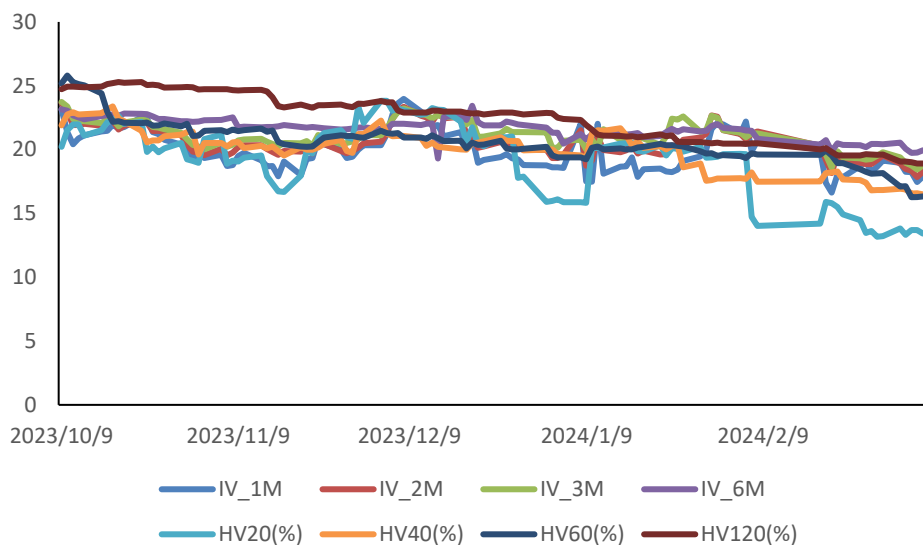
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



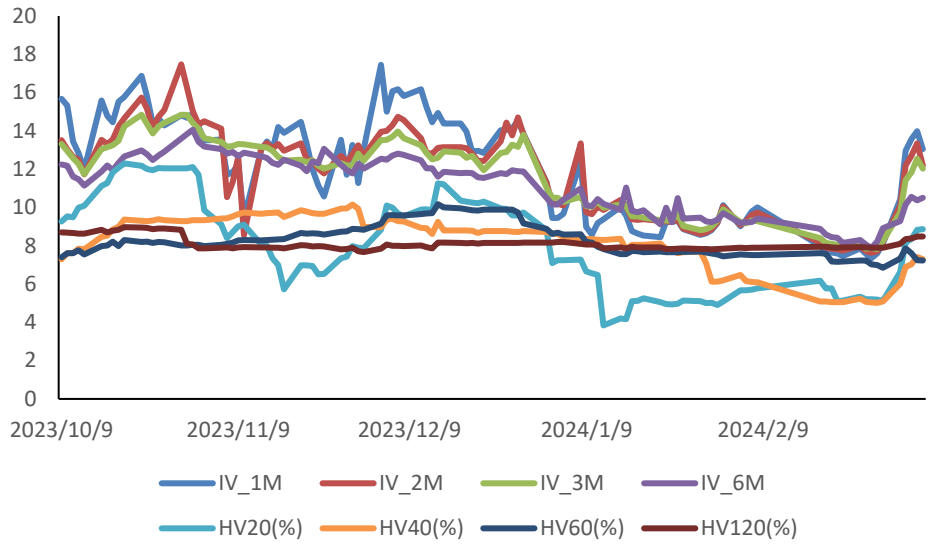
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



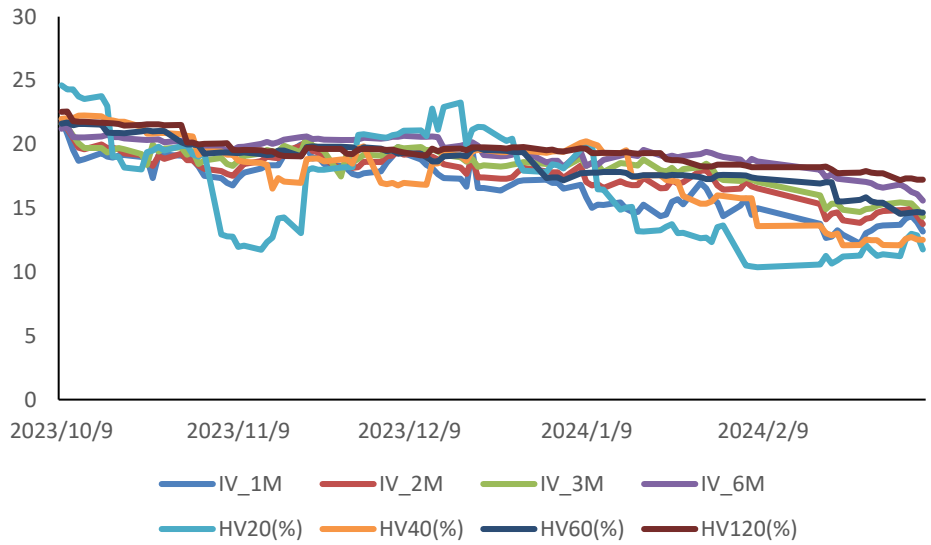
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 41: 沪金期权隐含波动率走势



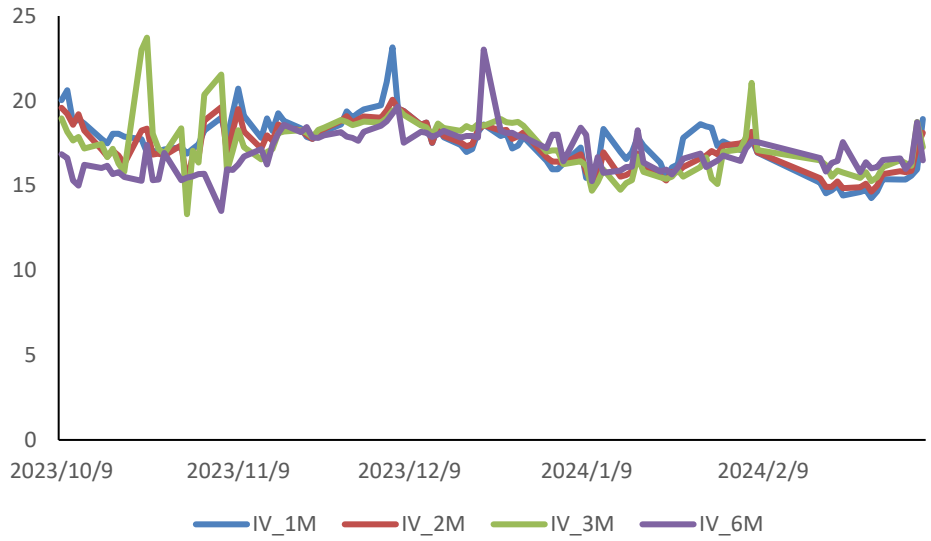
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 42: PTA 期权隐含波动率走势



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 43: 豆粕期权隐含波动率走势

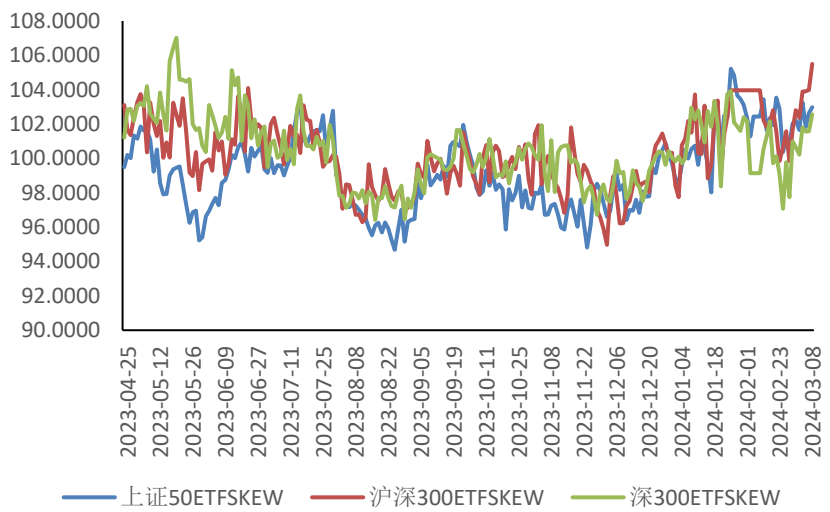


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

四、期权偏度

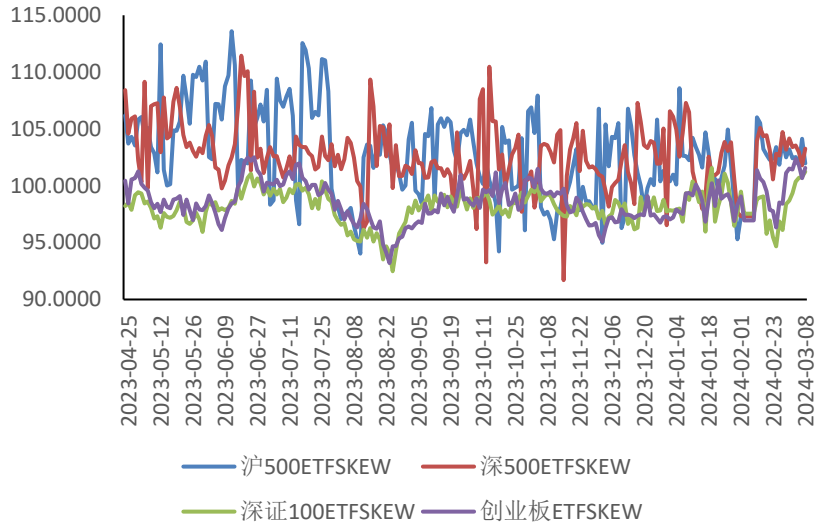
从金融期权的偏度指数分布来看, 主要金融期权的偏度指数 skew 延续重心上升趋势, 且高于 100。通常震荡上升行情中, 偏度指数略高于 100, 即看跌期权隐波溢价略高于看涨期权, 当前 50ETF 期权偏斜结构与 2016 年大周期相似, 在期权标的震荡上涨预期背景下, 偏度指数趋于稳定。短线陡升需要关注短空情绪带来的认沽期权隐波溢价升高, 但整体来看偏度结构较稳定。

图表 43: 金融期权偏度 (一)



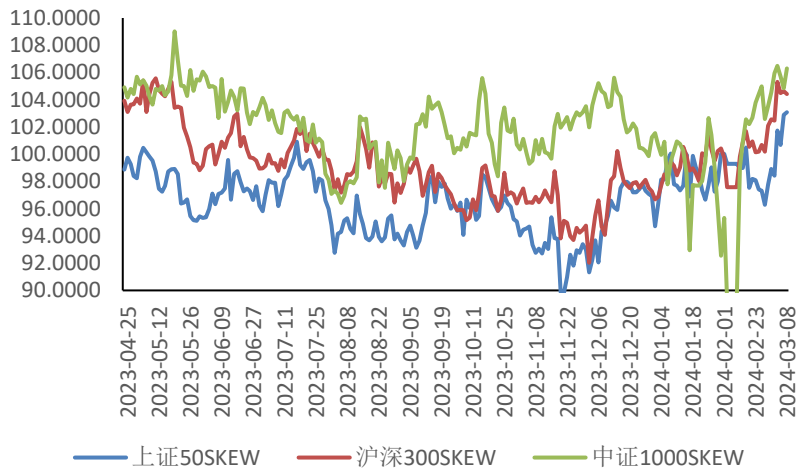
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 44：金融期权偏度（二）



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 45：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。