

## 景气度复苏叠加宽松预期，预计四月震荡上涨，隐波下降

兴证期货.研究咨询部  
金融研究团队

2024年4月2日 星期二

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，在已公布的2月经济数据中，各项指标喜忧参半，但固定资产投资与工业增加值显示出较强韧性。春节后3月份经济迎来复苏窗口，3月PMI数据大幅超预期，作为景气度的先行指标，我们认为后续公布相关的3月份经济数据或将整体呈现走好趋势，基本面底部支撑强。

关于国内QE的传闻释放市场对于宽松政策的预期，但是央行买债未必近期会实施，美欧日央行在实施超大规模国债购买量化宽松的时候，都对应着极低利率甚至0利率，因此，我们当前政策利率还有不少下降空间，不太可能出现欧美版本的QE，但央行会针对当前市场货币政策传导目的出台部分结构化宽松政策。

股市方面，宽松政策支撑地产，各项经济数据延续筑底格局，基本面底部支撑强。中期来看，市场资金格局走好，流动性风险释放幅度小，助于推动A股中枢整体上移；高红利、新质生产力概念热度上升，中小创板块与高股息低估值蓝筹概念板块轮动发力，大小风格或将呈现初出轮动上涨的局面。股市沪股通北向净流入资金环比增加，两融余额回升，在基本面改善与政策支撑背景下，指数本轮回踩压力缓解，下跌空间有限，板块间延续分化，预计四月份指数大概率重拾震荡上涨走势。

金融期权方面，成交PCR值整体重心下移，期间有个别交易日受短空情绪影响短促拉升，但持续性不足，成交PCR值下移反映了市场空头情绪衰竭；另一方面，持仓PCR值重心上移，通常持仓PCR值与标的指数成正比关系，持仓PCR重心持续上移反映了标的指数震荡上涨势头占优。4月份成交PCR或将延续重心下移，而持仓PCR值重心将上移。日内实际波动相比前一个月下降，隐含波动率环比回落，期间出现过个别交易日的隐波反弹行情，主要受短空情绪影响，但整体呈现降波趋势，中证500ETF期权与中证1000股指期货隐波仍高于近一年中位数，尚有降波空间。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，空头情绪减弱，上证50期权与中证1000期权隐波差维持在10个百分

点附近，波动率、波差整体符合均值回归特征。展望4月份，市场空头情绪衰减，上涨路劲或将以震荡上涨为主，隐波或将延续下移趋势，特别是500ETF与中证1000系列期权，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。

商品期权方面，铜铝期权3月份成交量环比上个月增长，且成交PCR与持仓PCR走低，其中铜价经历一波震荡上涨走势，多头情绪有所走高，但持仓PCR值维持低位，偏震荡局面为主。甲醇期权、PTA期权成交量持续低迷，二者的持仓PCR与成交PCR值特征相似，低持仓PCR、且持仓PCR重心下移，强震荡特征，多空情绪均低迷。黄金期权成交量环比大幅增加，多空情绪主导成交量，成交PCR值偏低，持仓PCR值持续走高，金价多头趋势，情绪面多头优势明显。豆粕期权成交PCR与持仓PCR低位反弹，反映标的弱反弹背景下，空头情绪略有积聚。铜期权历史波动率与隐含波动率低位反弹，受多头情绪影响，升波预期略有走高，但成交量不足，恐重新回落至震荡降波行情；甲醇、PTA隐含波动率持续低位，PTA隐波接近三年极低值，价格面临阻力与支撑并存，强震荡预期；黄金期权方面，受降息驱动与避险因素影响，隐波上升，波动率区间走阔，升波预期强烈。豆粕期权成交量不足，反弹势头偏弱，多空动能均不足，隐波回落，预期震荡筑底。

**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 0.20%，沪市 300ETF 变化 0.66%，沪市 500ETF 变化-1.10%，深市 300ETF 变化 0.60%、深市 500ETF 变化-1.24%，创业板 ETF 变化 0.40%，深证 100ETF 变化 0.70%，上证 50 指数变化 0.07%、沪深 300 变化 0.61%、中证 1000 指数变化 1.81%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 10.06、11.66、21.63、32.65、27.30，五年周期中对应的分位为 52.76%、22.05%、26.77%、25.59%、3.94%。

国内方面，3 月制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 产出指数分别为 50.8%、53.0%和 52.7%，比上月上升 1.7、1.6 和 1.8 个百分点，环比升幅较大，均位于扩张区间，企业生产经营活动走好，基本面改善。全国 1-2 月份固定资产投资同比增长 4.2%，增速比 2023 年全年加快 1.2 个百分点；规模以上工业增加值同比实际增长 7.0%；社会消费品零售同比增长 5.5%，环比上一期减少 1.9 各百分点；房地产开发投资同比下降 9%，环比上一期回升 0.6 各百分点。2024 年前 2 个月人民币贷款增加 6.37 万亿元，前两个月社会融资规模增量累计为 8.06 万亿元，比上年同期少 1.1 万亿元。2 月 M2 同比增长 8.7%，预期 8.7%，前值 8.7%。货币及社融资数据相对平稳。在已公布的 2 月经济数据中，各项指标喜忧参半，但固定资产投资与工业增加值显示出较强韧性。春节后 3 月份经济迎来复苏窗口，3 月 PMI 数据大幅超预期，作为景气度的先行指标，我们认为后续公布相关的 3 月份经济数据或将整体呈现走好趋势，基本面底部支撑强。

此外，关于国内 QE 的传闻释放市场对于宽松政策的预期，但是央行买债未必近期会实施，美欧日央行在实施超大规模国债购买量化宽松的时候，都对应着极低利率甚至 0 利率，因此，我们当前政策利率还有不少下降空间，不太可能出现欧美版本的 QE，但央行会针对当前市场货币政策传导目的出台部分结构化宽松政策。

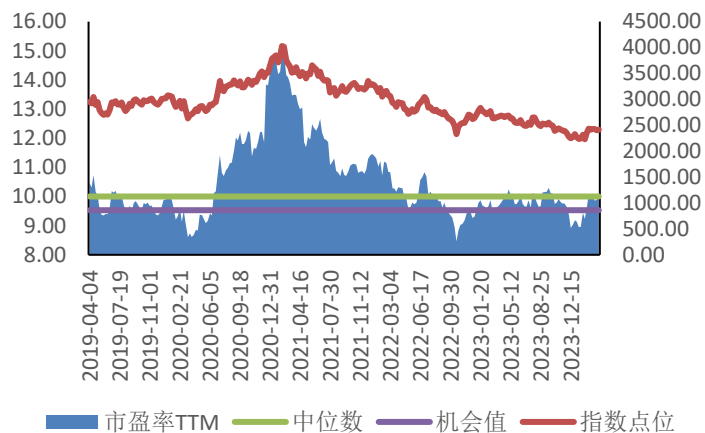
股市方面，宽松政策支撑地产，各项经济数据延续筑底格局，基本面底部支撑强。中期来看，市场资金格局走好，流动性风险释放幅度小，助于推动 A 股中枢整体上移；高红利、新质生产力概念热度上升，中小创板块与高股息低估值蓝筹概念板块轮动发力，大小风格或将呈现初出轮动上涨的局面。股市沪股通北向净流入资金环比增加，两融余额回升，在基本面改善与政策支撑背景下，指数本轮回踩压力缓解，下跌空间有限，板块间延续分化，预计四月份指数大概率重拾震荡上涨走势。

美联储3月议息会议将联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.5%之间不变。美联储主席鲍威尔表示，如果经济持续增长，政策制定者仍打算在今年年底前降息。美联储在经济上取得了相当大的进展，通胀已大幅缓解并持续回落，但仍然有不确定性。美国2月核心PCE物价指数同比增速2.8%，为2021年3月以来最低水平。持平市场预期，前值修正值为2.9%；2月核心PCE环比增幅回落至0.3%。通胀下行进一步坚实6月降息预期，美联储利率拐点或将进一步释放国内政策宽松空间，从长期来看利多国内股市。

## 2.商品期权

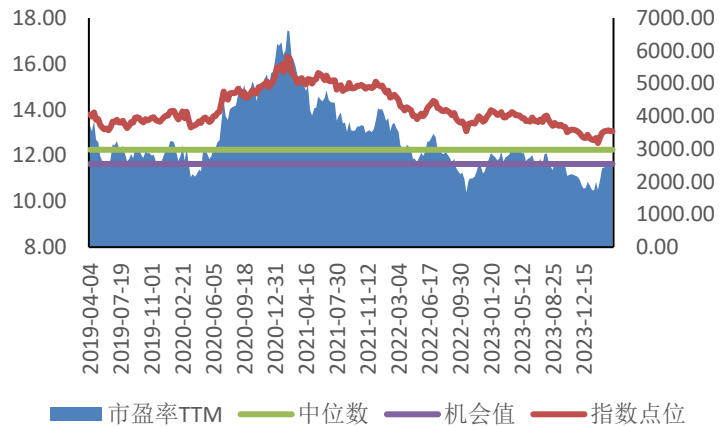
上个月铜、铝、甲醇、PTA、豆粕、黄金期货活跃合约月度涨跌幅分别为5.13%、4.15%、-1.03%、-0.27%、7.46%、10.36%。以上品种当中，3月份黄金价格大涨，此外，豆粕、铜、铝均出现上涨行情，化工板块整体偏弱，甲醇与PTA价格偏弱势震荡，近期宏观面整体回暖，但各品种间的基本面表现差异，其中，黄金表现出较强的活性，波动区间走阔，美国宏观表现及利率预期对金价影响加大。

图 1： 上证 50 指数估值（市盈率-TTM）



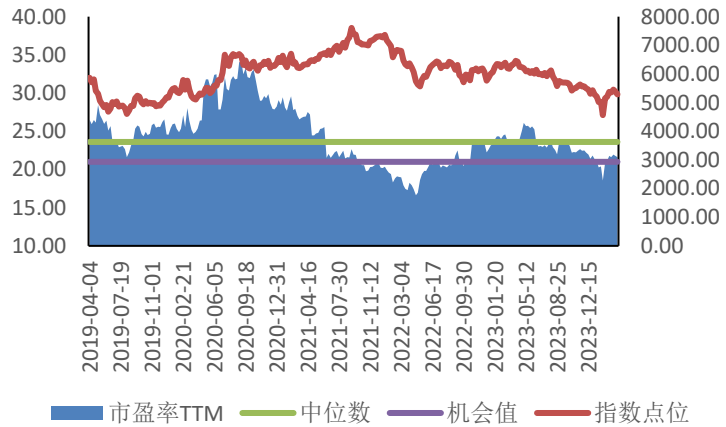
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 2：沪深 300 指数估值（市盈率-TTM）



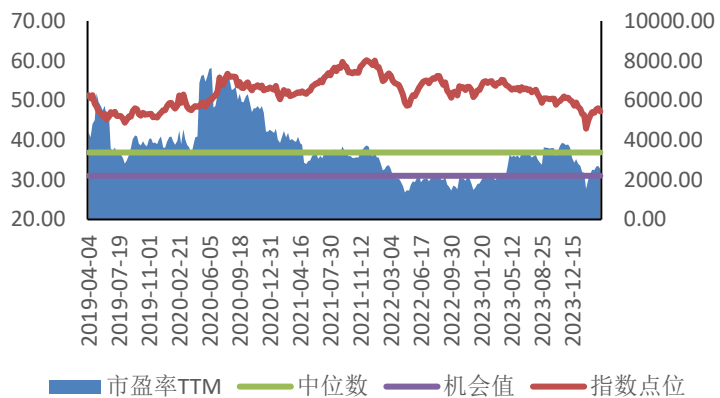
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 3：中证 500 指数估值（市盈率-TTM）



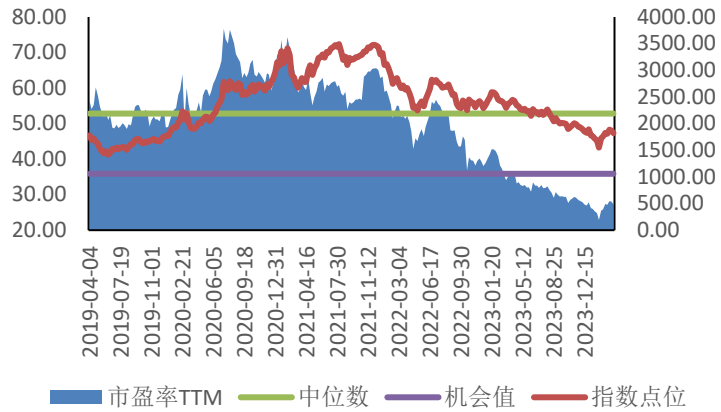
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 4：中证 1000 指数估值（市盈率-TTM）



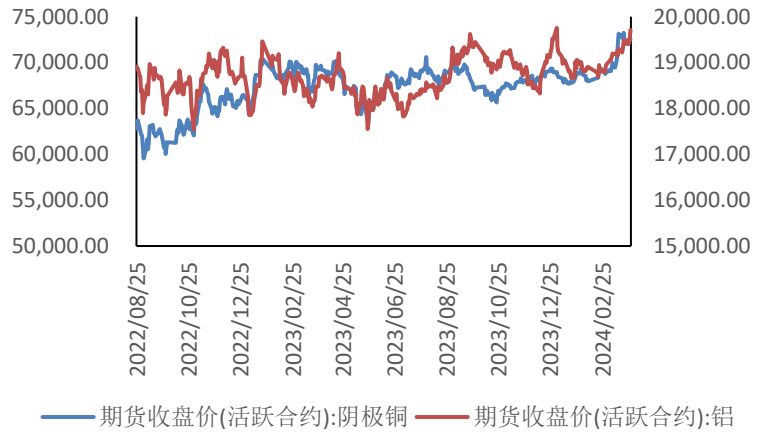
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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

3 月份金融期权的日均成交量环比上个月下降，主要归因于指数趋于稳定，震荡空间收窄的因素，春节前因空头情绪刺激的成交剧增行情告一段落，随即而来的是震荡上涨行情，在这过程中，成交 PCR 值整体重心下移，虽然期间有个别交易日受短空情绪影响短促拉升，但持续性不足，成交 PCR 值下移反映了市场空头情绪衰竭；另一方面，持仓 PCR 值重心上移，通常持仓 PCR 值与标的指数成正比关系，持仓 PCR 重心持续上移反映了标的指数震荡上涨势头占优。结合前文关于指数基本面、政策面的分析来看，4 月份成交 PCR 或将延续重心下移，而持仓 PCR 值重心将上移。

### 2.商品期权

商品期权方面，铜铝期权 3 月份就成交量环比上个月增长，且成交 PCR 与持仓 PCR 走低，其中铜价经历一波震荡上涨走势，多头情绪有所走高，但持仓 PCR 值维持低位，偏震荡局面为主。甲醇期权、PTA 期权成交量持续低迷，二者的持仓 PCR 与成交 PCR 值特征相似，低持仓 PCR、且持仓 PCR 重心下移，强震荡特征，多空情绪均低迷。黄金期权成交量环比大幅增加，多空情绪主导成交量，成交 PCR 值偏低，持仓 PCR 值持续走高，金价多头趋势，情绪面多头优势明显。豆粕期权成交 PCR 与持仓 PCR 低位反弹，反映标的弱反弹背景下，空头情绪略有积聚。

图 9: 50ETF 期权成交量与持仓量

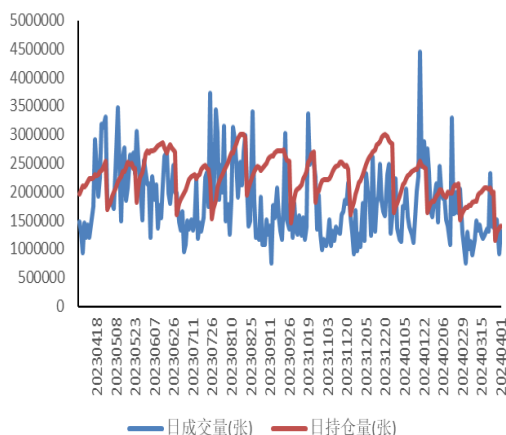
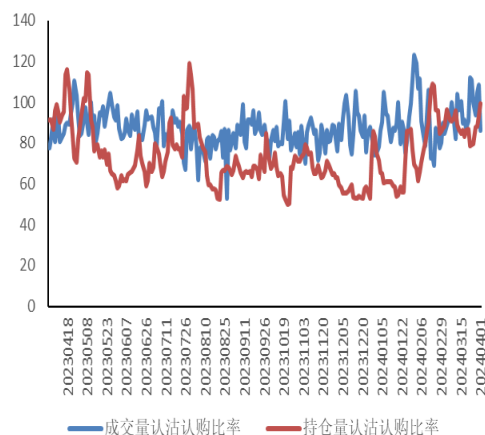


图 10: 50ETF 期权 PCR (%)



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

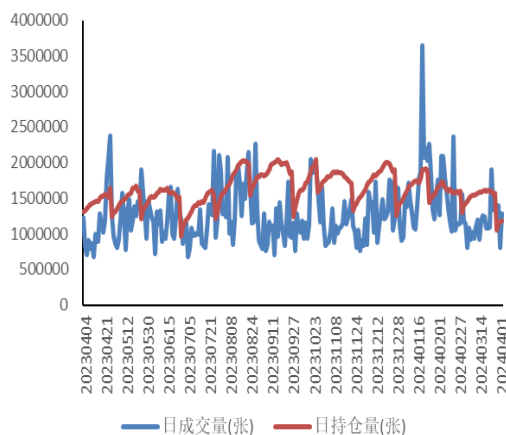
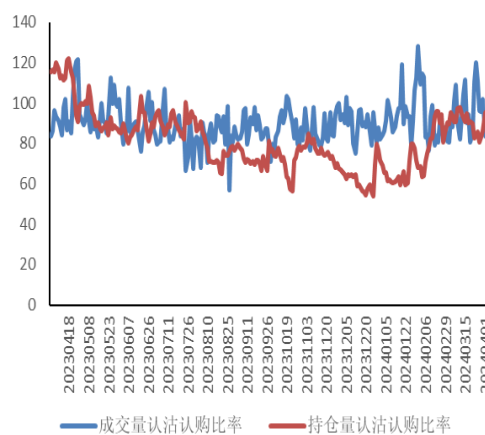


图 12: 沪市 300ETF 期权 PCR (%)



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

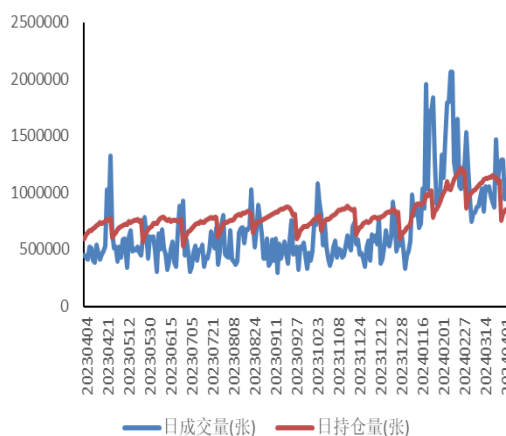
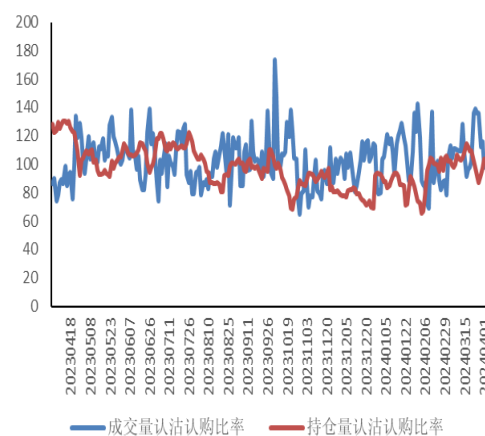


图 14: 沪市 500ETF 期权 PCR (%)



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

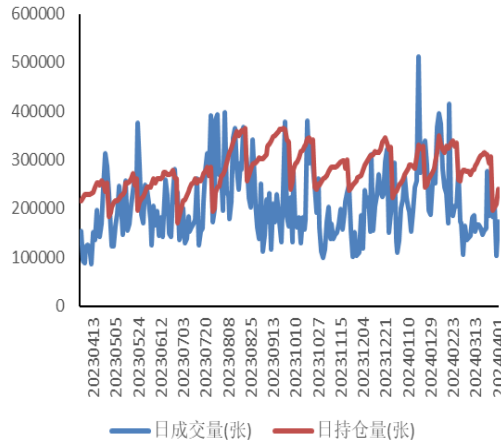
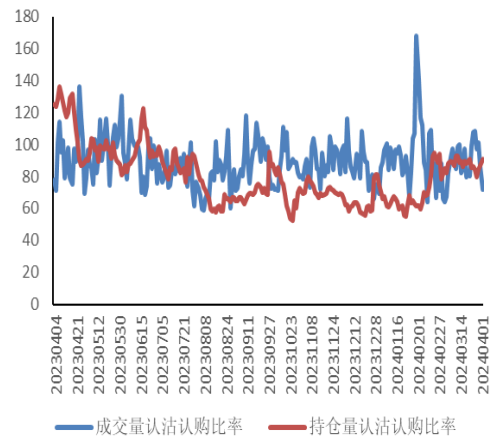


图 16: 深市 300ETF 期权 PCR (%)



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

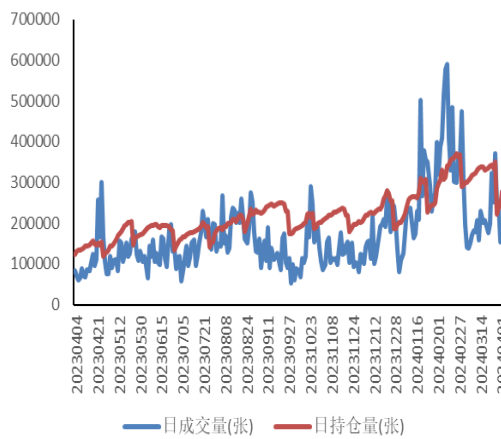
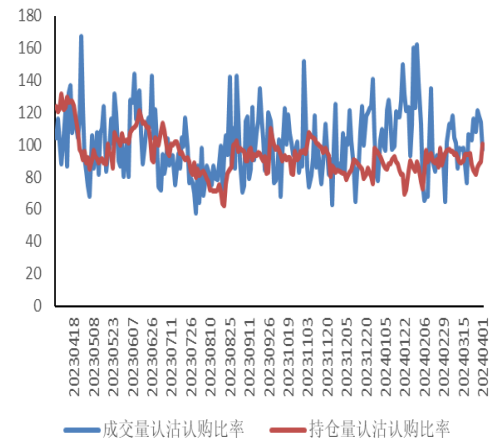


图 18: 深市 500ETF 期权 PCR (%)



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

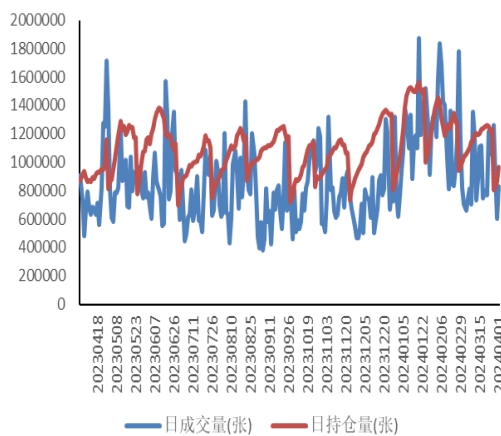
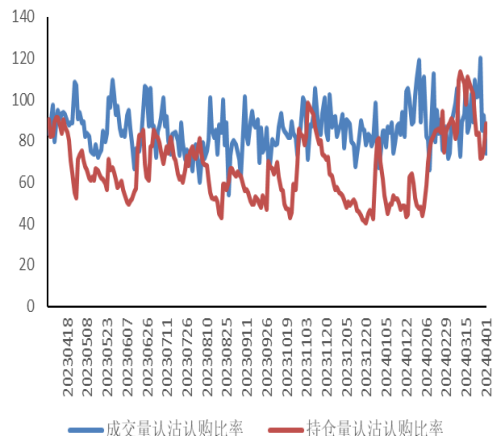


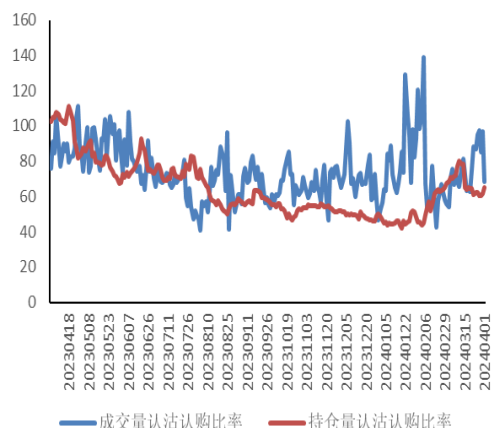
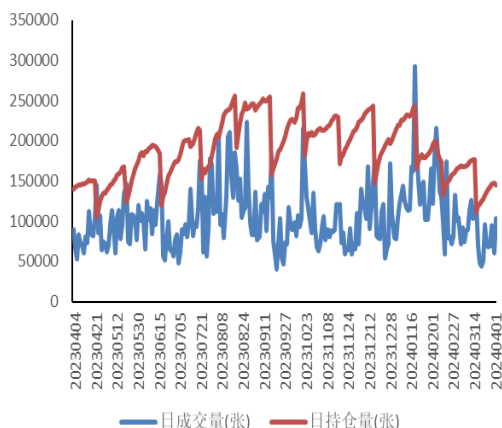
图 20: 创业板 ETF 期权 PCR (%)



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

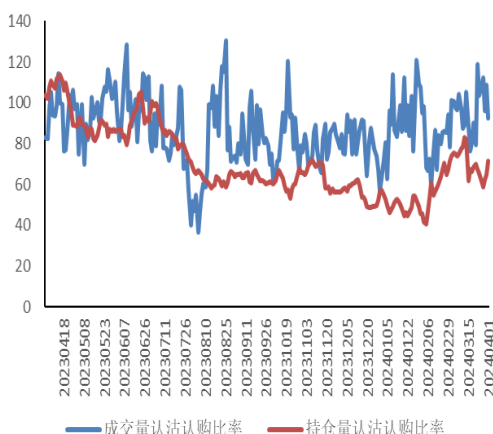
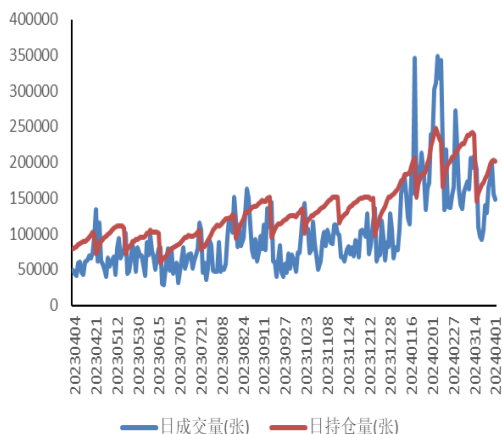
图 22: 沪市 300 指数期权 PCR (%)



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

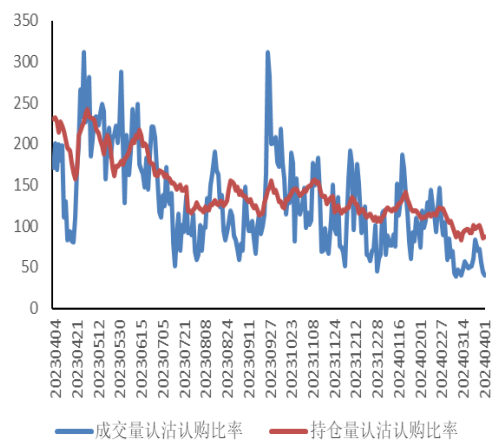
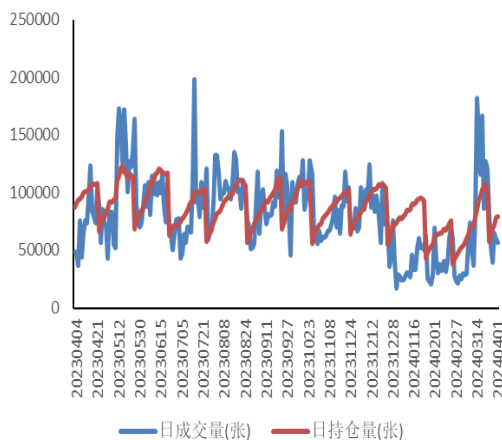
图 24: 中证 1000 指数期权 PCR (%)



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

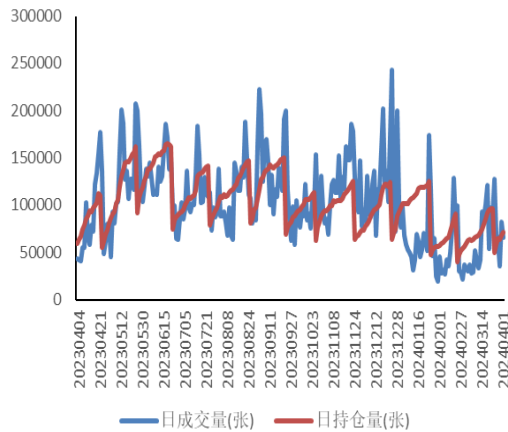
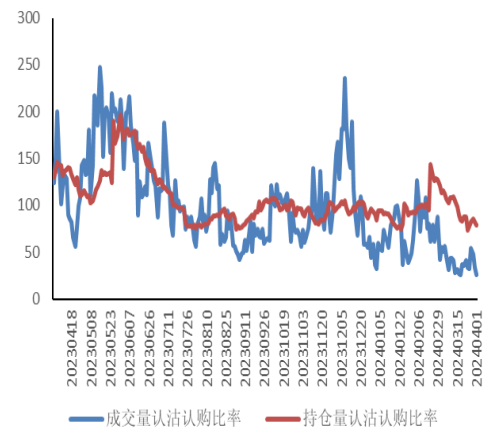


图 28: 沪铝期权 PCR (%)



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

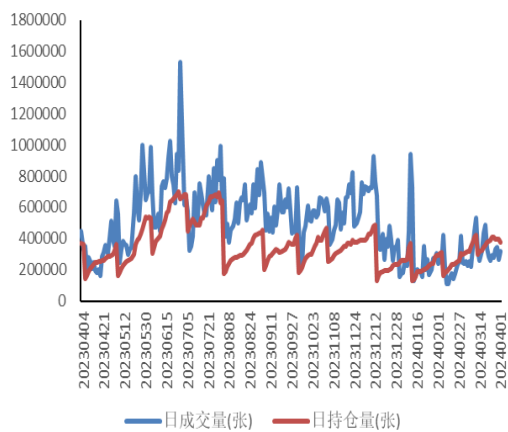
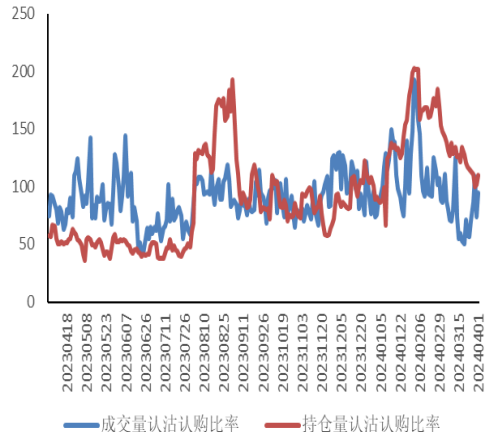


图 30: 甲醇期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 31: PTA 期权成交与持仓

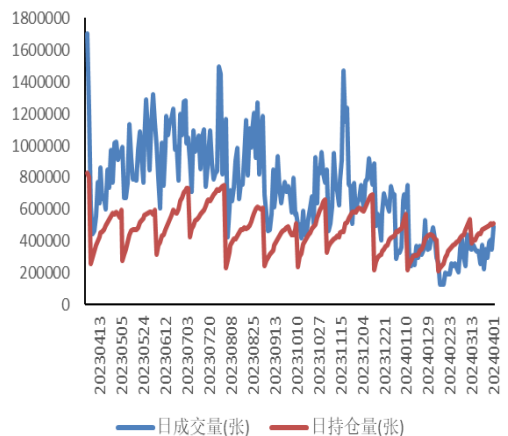
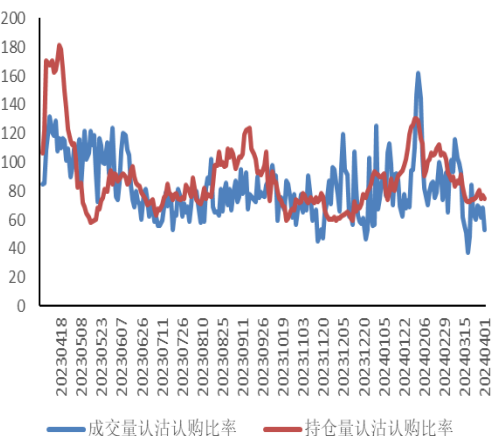


图 32: PTA 期权 PCR (%)



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

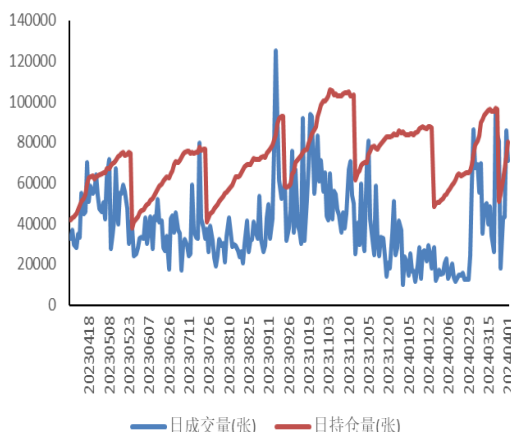
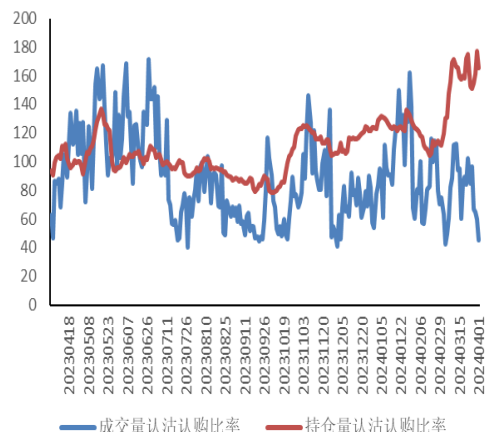


图 34: 黄金期权 PCR (%)



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

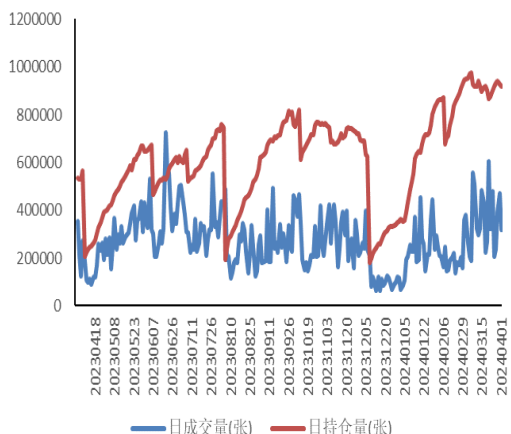
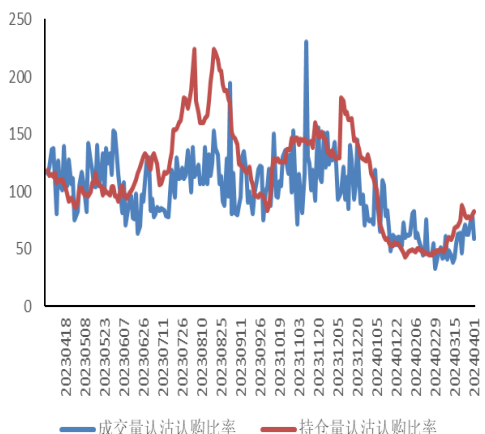


图 36: 豆粕期权 PCR (%)



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

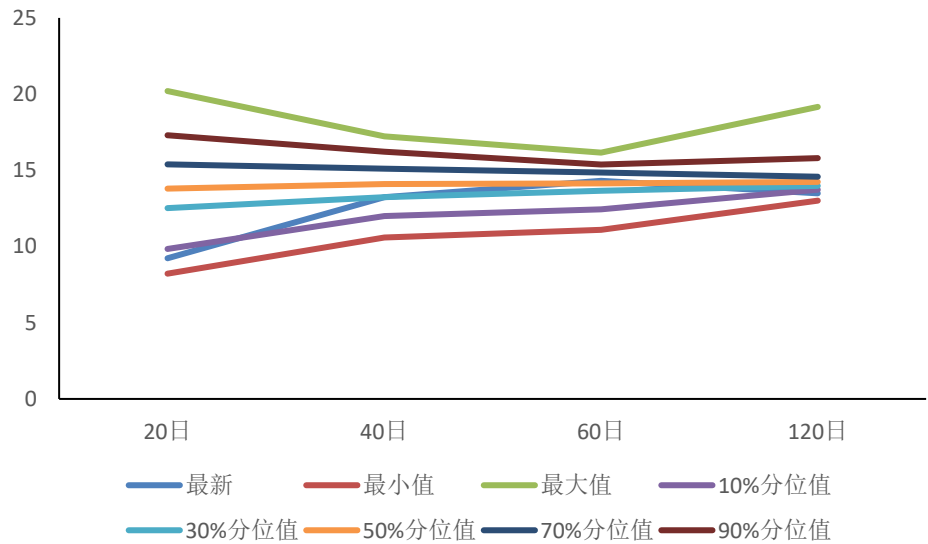
波动率方面, 指数震荡走高, 日内实际波动相比前一个月下降, 历史波动率走低, 指数标准差数值下降, 隐含波动率环比回落, 期间出现过个别交易日的隐波反弹行情, 主要受短空情绪影响, 但整体呈现降波趋势, 中证 500ETF 期权与中证 1000 股指期权隐波仍高于近一年中位数, 尚有降波空间。隐波期限结构斜率下降, 隐波溢价环比回落, 品种间隐波差环比下降, 空头情绪减弱, 上证 50 期权与中证 1000 期权隐波差维持在 10 个百分点附近, 波动率、波差整体符合均值回归特征。展望 4 月份, 市场空头情绪衰减, 上涨路劲或将以震荡上涨为主, 隐波或将延续下移趋势, 特别是 500ETF 与中证 1000 系列期权, 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

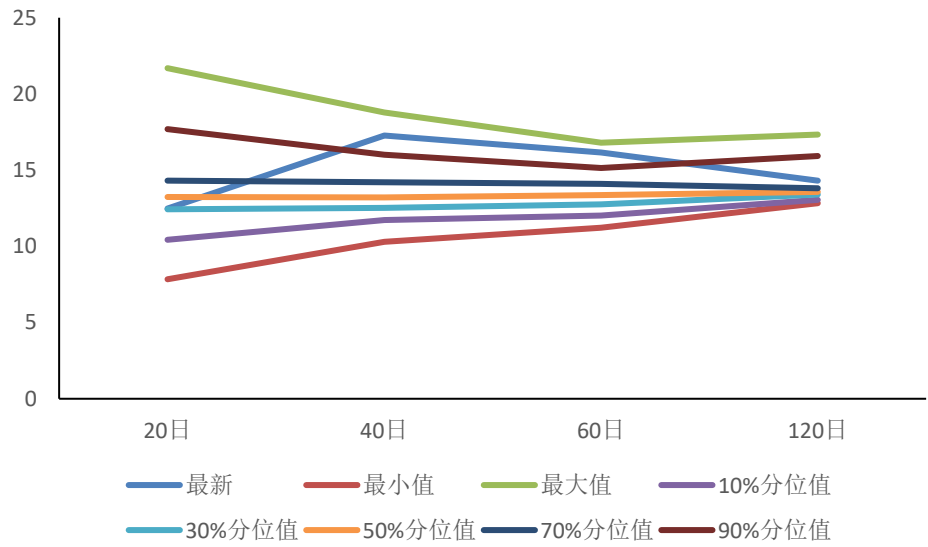
商品期权方面，铜期权历史波动率与隐含波动率低位反弹，受多头情绪影响，升波预期略有走高，但成交量不足，恐重新回落至震荡降波行情；甲醇、PTA 隐含波动率持续低位，PTA 隐波接近三年极低值，价格面临阻力与支撑并存，强震荡预期；黄金期权方面，受降息驱动与避险因素影响，隐波上升，波动率区间走阔，升波预期强烈。豆粕期权成交量不足，反弹势头偏弱，多空动能均不足，隐波回落，预期震荡筑底。

图 37： 上证 50ETF 历史波动率锥



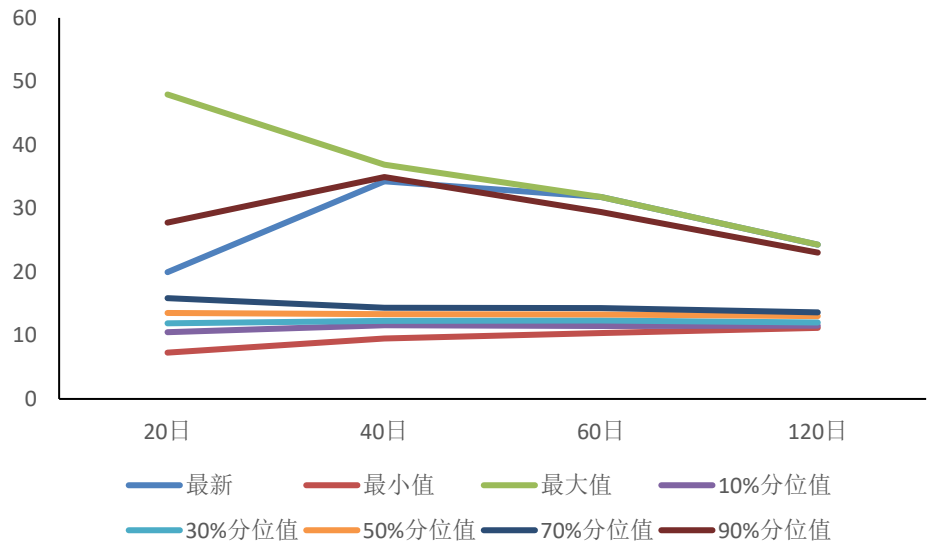
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 38: 沪市 300ETF 历史波动率锥



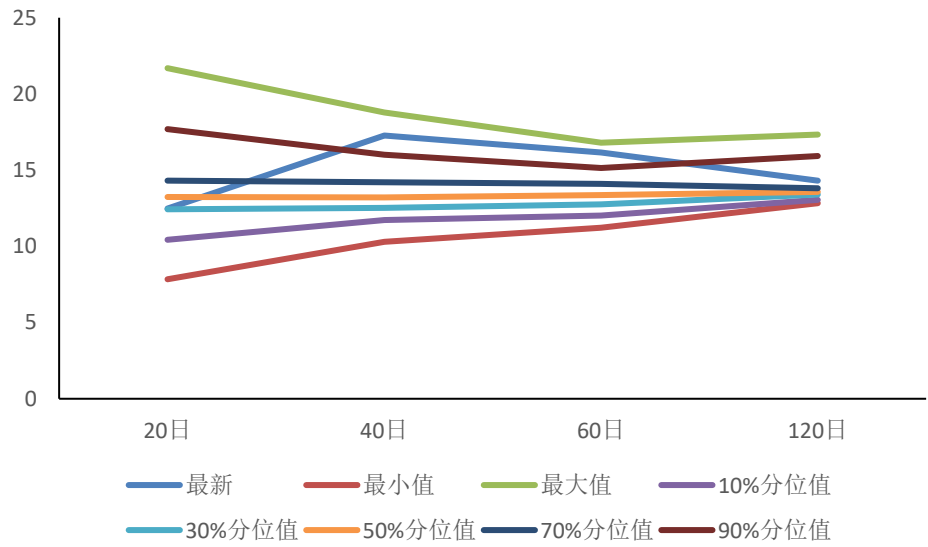
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 39: 沪市 500ETF 历史波动率锥



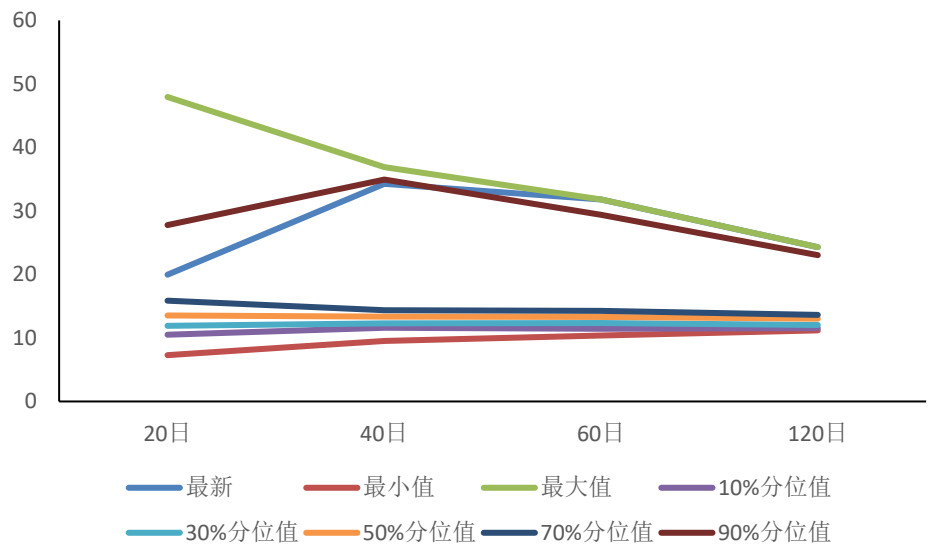
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 40: 深市 300ETF 历史波动率锥



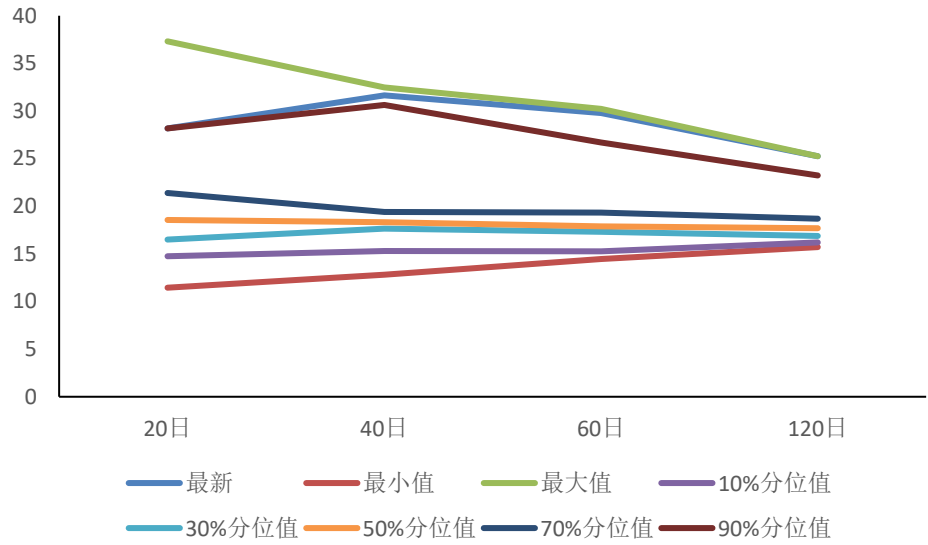
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 41: 深市 500ETF 历史波动率锥



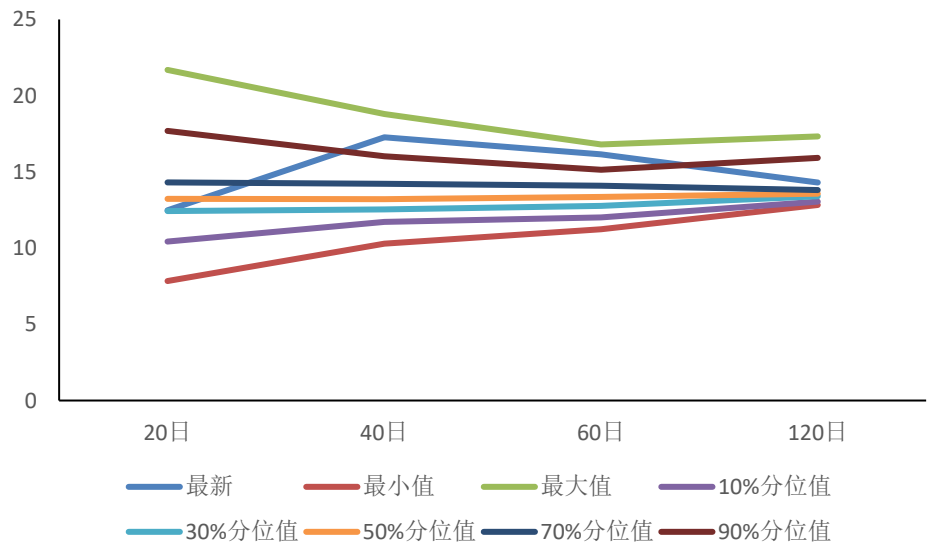
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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

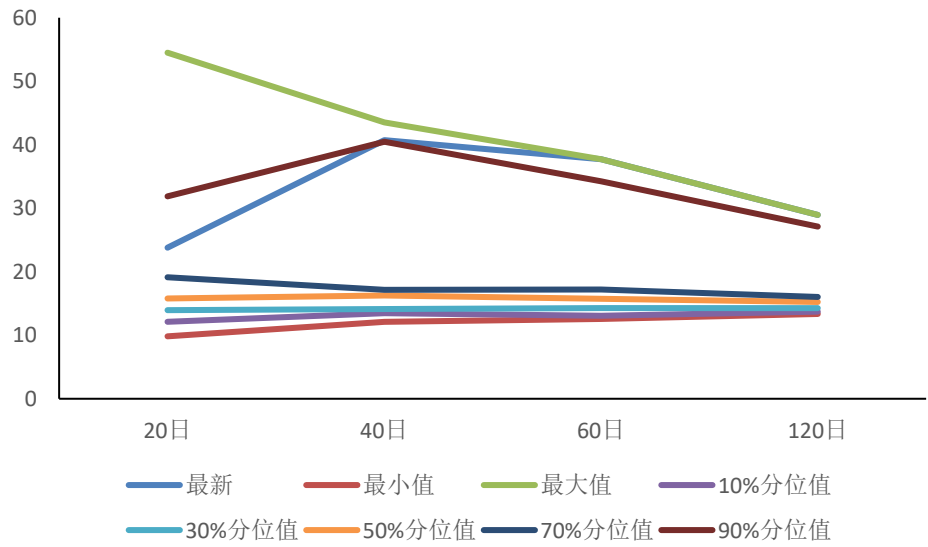
图 43: 沪深 300 历史波动率锥



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

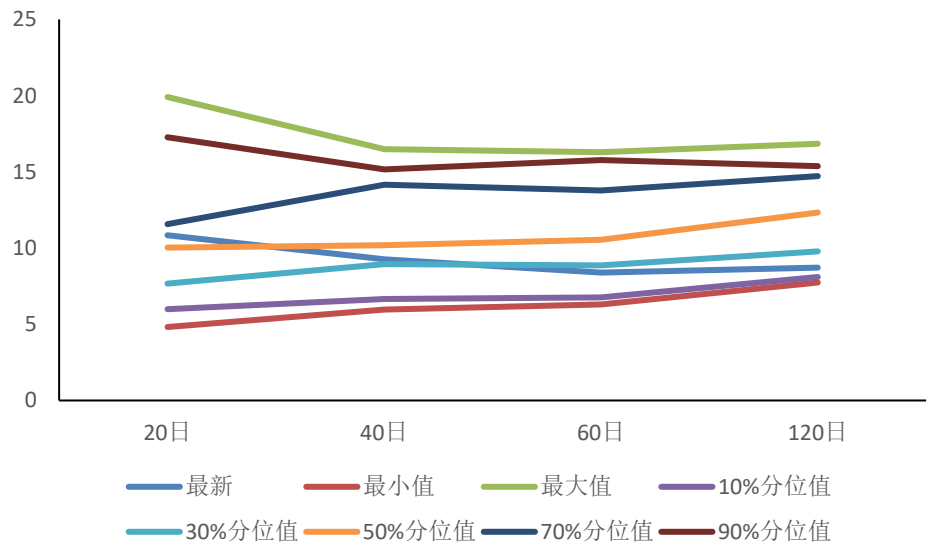


图 44: 中证 1000 历史波动率锥



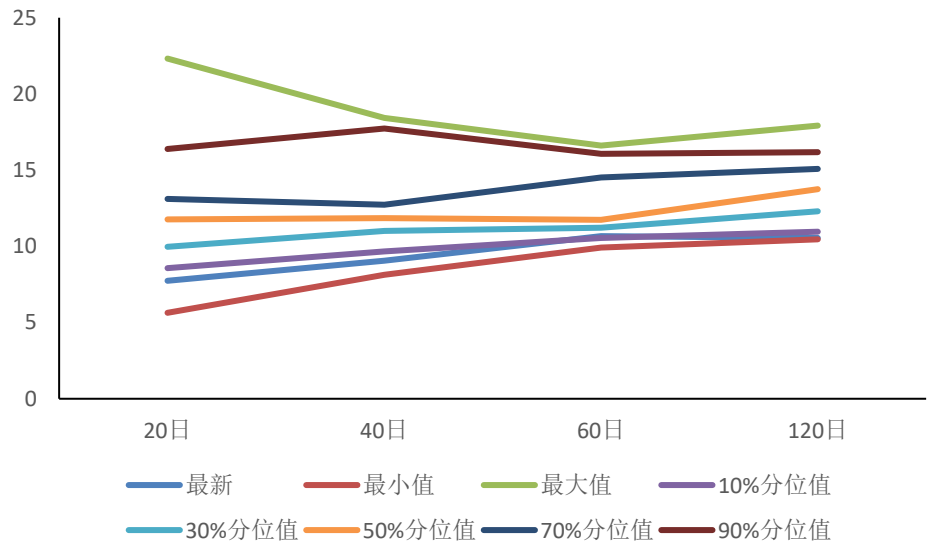
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 45: 沪铜历史波动率锥



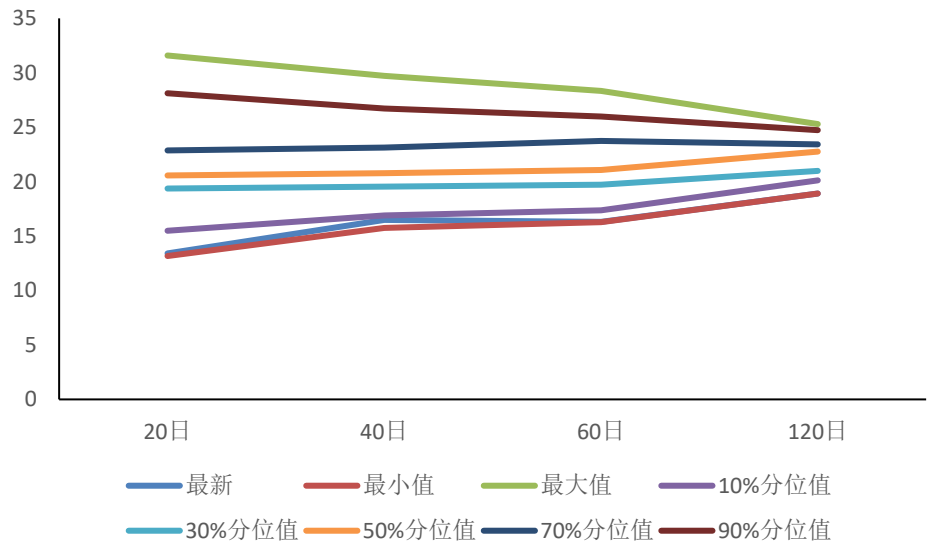
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 46: 沪铝历史波动率锥



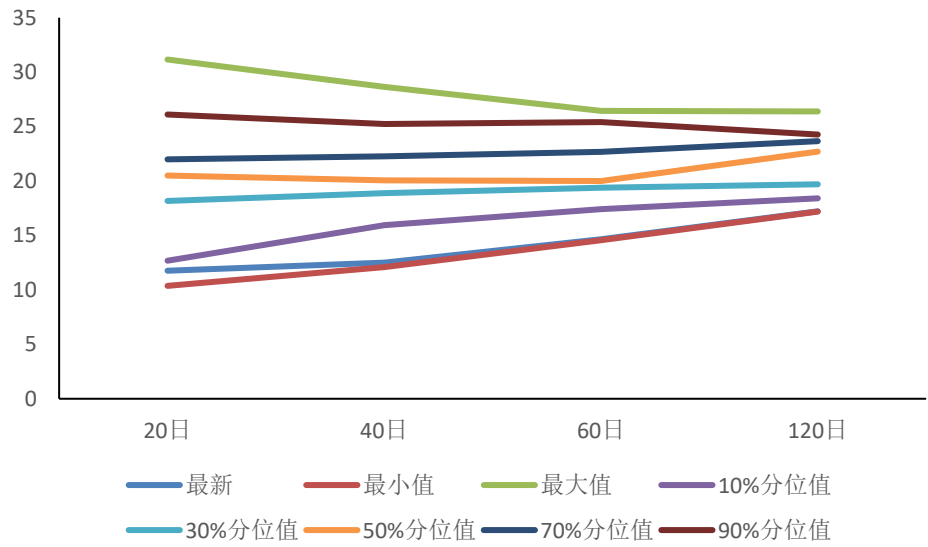
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 47: 甲醇历史波动率锥



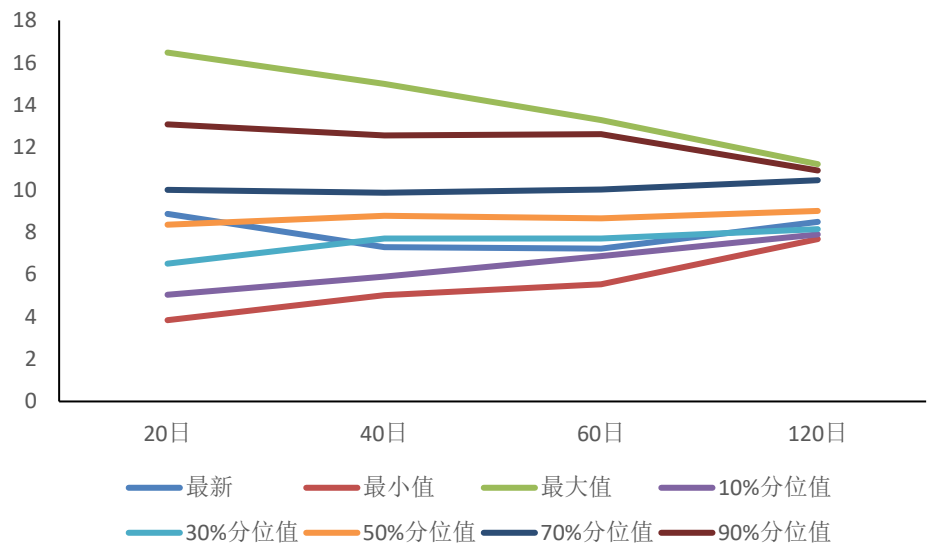
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 48: PTA 历史波动率锥



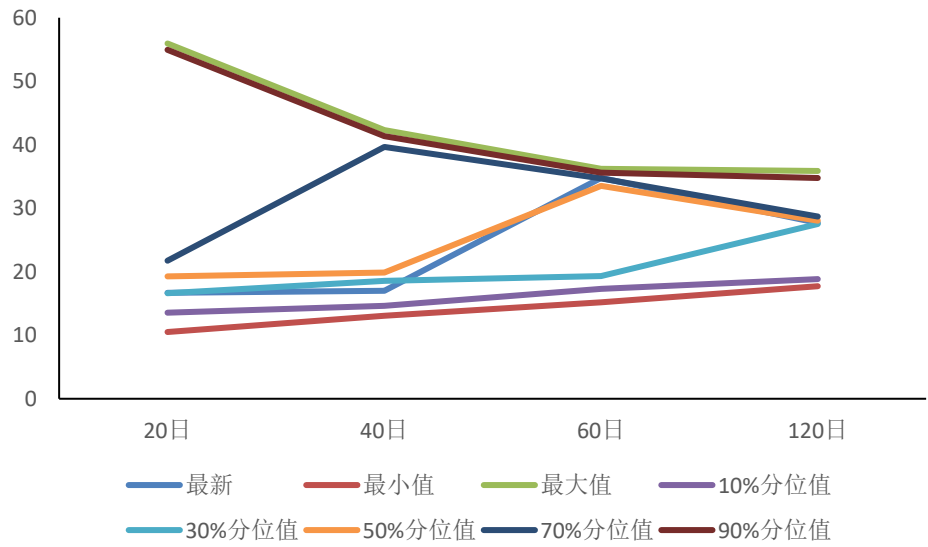
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 49: 黄金历史波动率锥



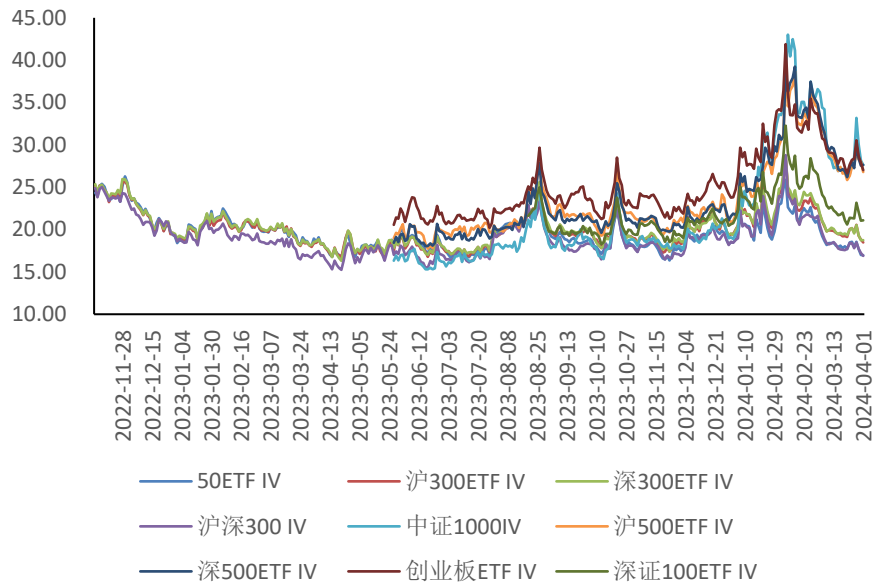
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 50：豆粕历史波动率锥



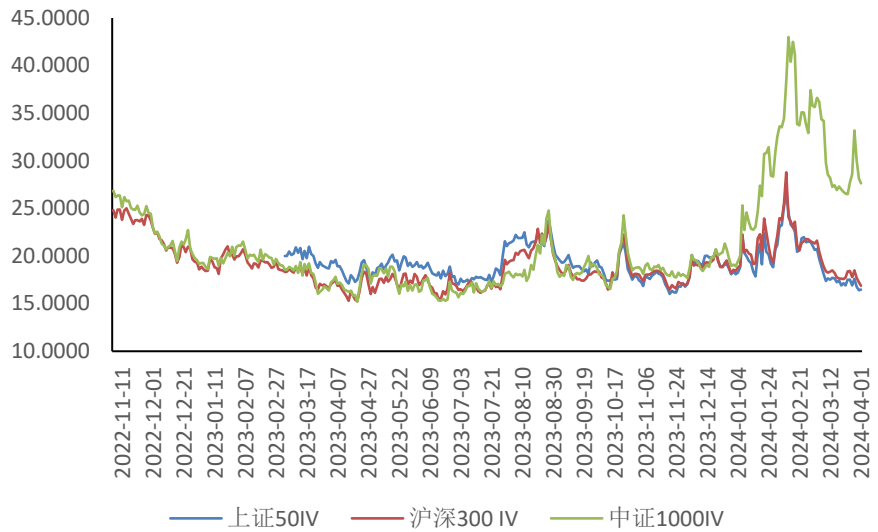
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 51：金融期权隐波（IV）对比



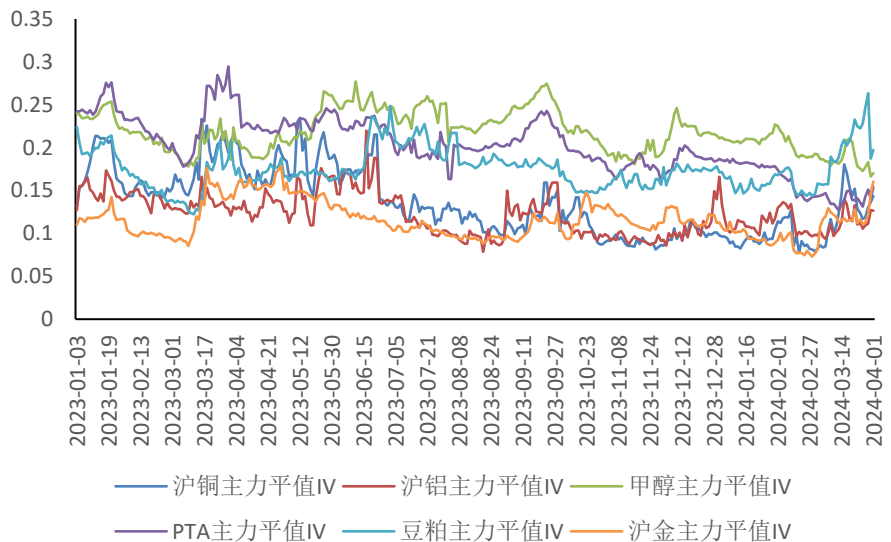
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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



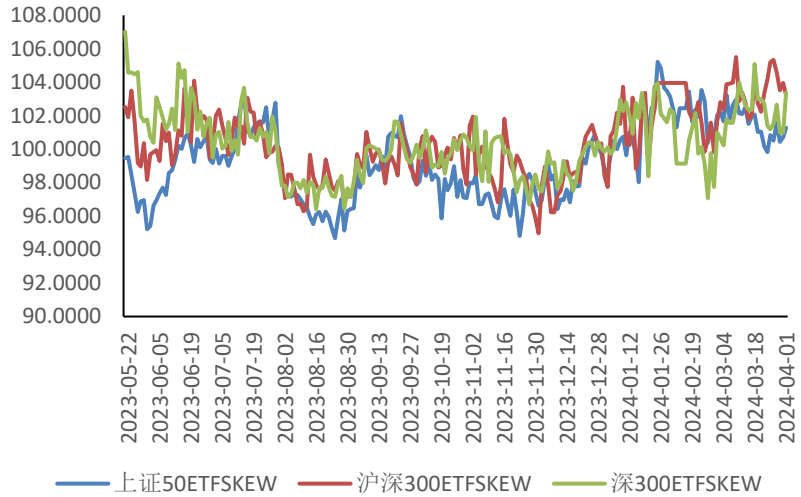
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

#### 四、金融期权偏度

从金融期权的偏度指数分布来看, 主要金融期权品种的偏度指数 skew 普遍高于 100, 且近期偏斜结构稳定。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。

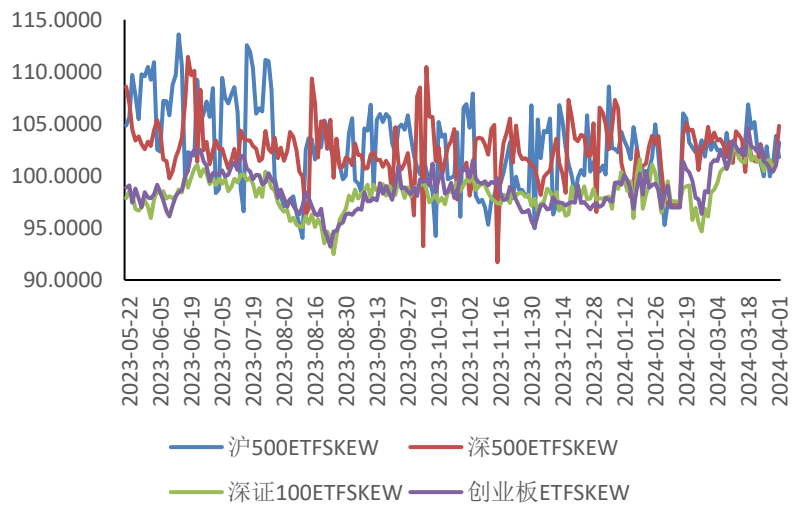
期间如果偏度指数短线陡升需要关注短空情绪带来的认沽期权隐波溢价出现峰值。

图表 54: 金融期权偏度 (一)



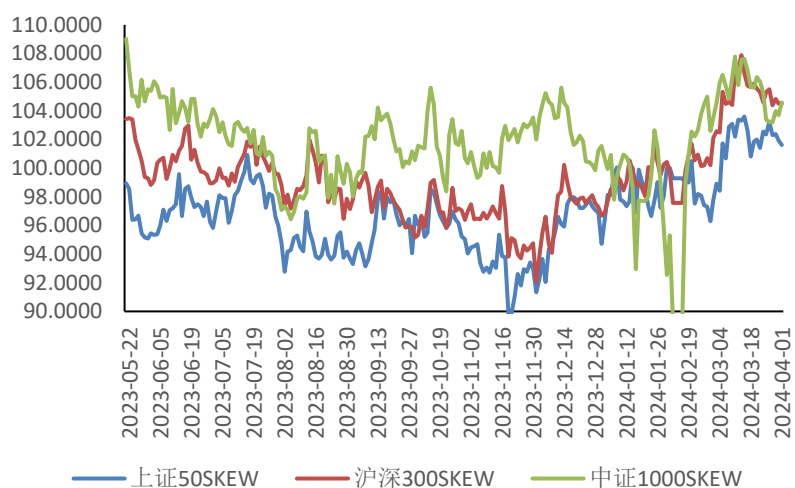
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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。