

## 政治局会议利好加持，多头情绪主导期权隐波回升

兴证期货.研究咨询部  
金融研究团队

2024年5月6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，4月份国内制造业、非制造业延续扩张态势，企业生产经营活动持续扩张。国联证券停牌收购激发了整个板块的并购预期，强化金融强国制度建设。中国一季度GDP同比增长5.3%，预期增4.9%，经济总量增速超预期，基本复苏趋势不变。中共中央政治局4月30日召开会议，释放重磅信号，会议提出统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。受政策利好驱动，地产股或将迎来估值反弹修复行情。此外，外资回补A股、港股市场，中国资产当下处于洼地区域，具备较大的估值优势。五一长假期间，港股市场大涨，A50期指走高，反映国际资金对于A股与港股市场的偏好度提升。预期后市股指延续震荡偏多的趋势。
- 国外方面，美联储5月议息会议维持利率不变，释放出短期不再加息的信号。鲍威尔的发言打消了美联储进一步加息的可能性，大概率继续维持利率不变。美国4月非农、PMI数据均大幅弱于预期，受此影响，美元指数、美债收益率大跌，欧美股市上涨，VIX波值下降，国外市场风险回落。
- 金融期权方面，金融期权品种的成交PCR值重心下移，市场空头情绪衰竭，期权市场看涨期权成交活跃度上升，看涨情绪走高；另一方面，期权持仓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处于显著的上行趋势中。结合前文关于指数基本面、政策面的分析来看，预计5月份成交PCR或将维持低位，持仓PCR值维持高位，市场震荡偏多情绪占主导。波动率方面，截止到4月底，指数实际波动幅度环比走阔，本轮波动率反弹的主推力为市场多头情绪。隐含波动率随多头情绪反弹，但反弹幅度较小，本轮升波行情的波动率上升空间或将比较有限，标的指数更倾向于震荡上涨，

展望 5 月份，多头情绪占优，但多头情绪释放空间有限，谨慎追涨，预计上涨路劲或将以震荡上涨为主，可关注做空隐含波动率策略或者卖出看跌期权策略。主要金融期权品种的偏度指数 skew 有所回落，但偏斜结构整体稳定。看涨期权溢价率整体符合均值回归特征，本次回落，或将为下一波上涨行情打开空间。

- 商品期权方面，铜铝期权 4 月份就成交量环比上个月大幅增长，成交 PCR 下跌并持续保持偏低数值，看涨期权成交量增加，多头情绪走高，铜铝期权持仓 PCR 值走高，多头趋势显著。甲醇、PTA 期权日均成交环比上个月下降，维持在低成交区域，成交 PCR 与持仓 PCR 值同步走低，反映了市场多空情绪均低迷，震荡预期占主导。黄金、白银期权 4 月成交量冲高回落，伴随着期间创下天量成交后，多头情绪回归常态，黄金期权持仓 PCR 值高位回落，但成交 PCR 值维持低位，反映贵金属价格高位震荡预期。铜期权历史波动率与隐含波动率受多头情绪影响持续走高，升波预期高昂，长假期间国际宏观变化对于有色板块影响较大，节后铜铝波动率或将进一步走高；甲醇、PTA 隐含波动率持续低位，PTA 隐波接近三年极低值，虽然长假期间国际原油大跌，成本端或将影响 PTA 价格，但 PTA 价格面临阻力与支撑并存，仍然为强震荡预期；黄金期权方面，此前极高的多头情绪回归常态，期权成交量回落，隐含波动率下降，隐波期限结构偏斜回归，降波震荡预期。长假期间国际豆粕价格大涨，或将刺激豆粕期权短线走高，但上方阻力较大，成交量不足，波动率上升空间有限。

**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 2.08%，沪市 300ETF 变化 2.04%，沪市 500ETF 变化 2.94%，深市 300ETF 变化 1.99%、深市 500ETF 变化 2.93%，创业板 ETF 变化 2.71%，深证 100ETF 变化 2.16%，上证 50 指数变化 2.04%、沪深 300 变化 1.89%、中证 1000 指数变化 1.03%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 10.46、12.07、23.64、38.39、28.55，五年周期中对应的分位为 61.57%、40.2%、33.14%、46%、5.88%。

国内方面，4 月份国内制造业 PMI 为 50.4%，比上月下降 0.4 个百分点，连续两个月位于扩张区间；非制造业 PMI 为 51.2%，比上月下降 1.8 个百分点，仍高于临界点。制造业、非制造业延续扩张态势，综合 PMI 产出指数为 51.7%，比上月下降 1.0 个百分点，继续高于临界点，企业生产经营活动持续扩张。此前，财政部副部长廖岷作了关于金融企业国有资产管理情况专项报告审议意见的研究处理情况和整改问责情况的报告。报告显示要集中力量打造金融业“国家队”。国联证券停牌收购激发了整个板块的并购预期，强化金融强国制度建设。中国一季度 GDP 同比增长 5.3%，预期增 4.9%，2023 年四季度增 5.2%，经济总量增速超预期，基本复苏趋势不变。

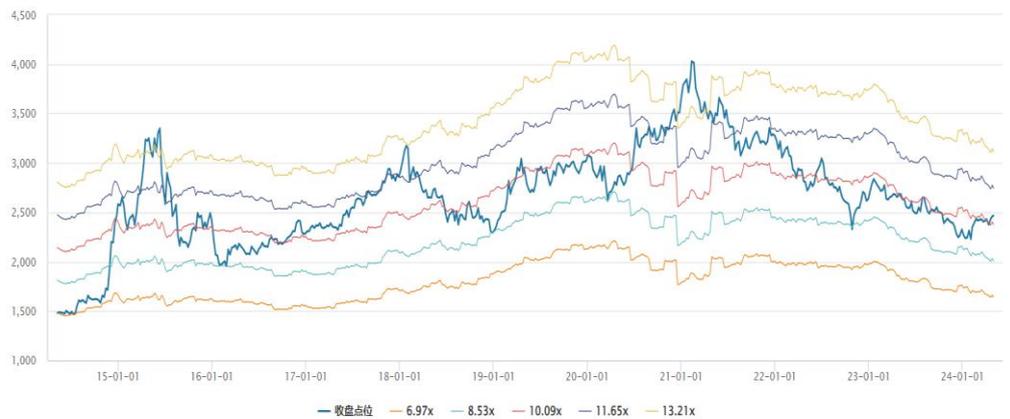
中共中央政治局 4 月 30 日召开会议，释放四大重磅信号：第一，宏观经济总体持续回升向好，积极因素增多；第二，积极落实财政货币政策措施。财政政策重点抓特别国债和专项债落实情况；第三，因地制宜发展新质生产力；第四，房地产去库存与“三大工程”并举。会议提出统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。受政策利好驱动，地产股或将迎来估值反弹修复行情。此外，外资回补 A 股、港股市场，由于美、日、印等主要市场的估值都处于高位，中国资产当下处于洼地区域，具备较大的估值优势。五一长假期间，港股市场大涨，A50 期指走高，反映国际资金对于 A 股与港股市场的偏好度提升。预期后市股指延续震荡偏多的趋势。

美联储 5 月议息会议维持利率不变，释放出短期不再加息的信号。据 CME“美联储观察”显示，美联储 6 月维持利率不变的概率为 90.9%。但鲍威尔的发言打消了美联储进一步加息的可能性，大概率继续维持利率不变。此外，美国 4 月非农、PMI 数据均大幅弱于预期，受此影响，美元指数、美债收益率大跌，欧美股市连续上涨，VIX 波值下降，国外市场风险回落。

**2.商品期权**

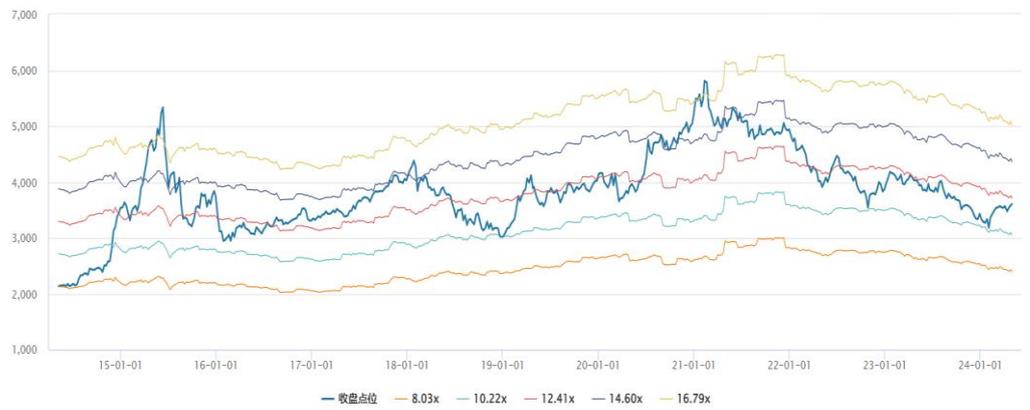
上个月铜、铝、甲醇、PTA、豆粕、黄金期货活跃合约月度涨跌幅分别为 13.30%、4.39%、2.73%、-0.34%、4.36%、3.43%。以上品种当中，4 月份沪铜、沪铝、豆粕、黄金价格上涨。甲醇与 PTA 价格偏震荡，近期宏观面整体回暖，此前全球信用本位风险预期加剧刺激主要大宗商品价格走强，但各品种间的基本面表现差异。随着美联储释放维持利率的预期，此前关于降息与加息的分歧均弱化，有色、贵金属涨势短期或将告一段落，后市高位震荡概率较大。

**图 1：上证 50 指数动态估值 (PE-TTM)**



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

**图 2：沪深 300 指数动态估值 (PE-TTM)**



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 3：中证 500 指数动态估值 (PE-TTM)



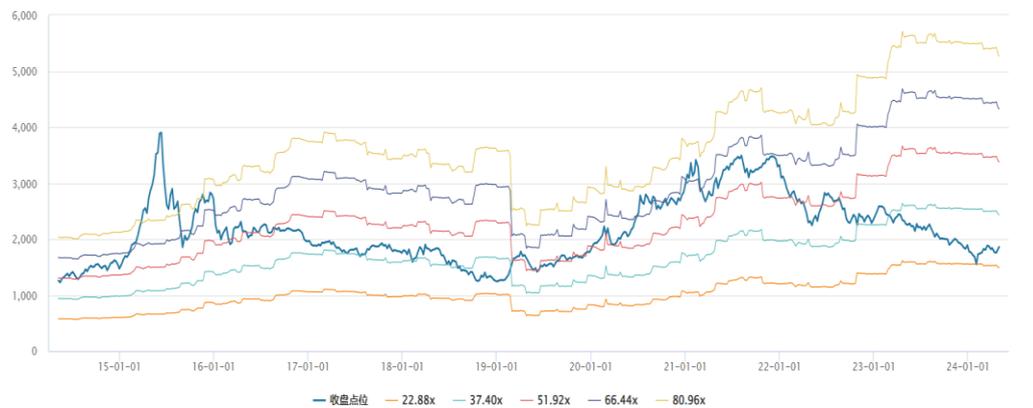
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 4：中证 1000 指数动态估值 (PE-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)



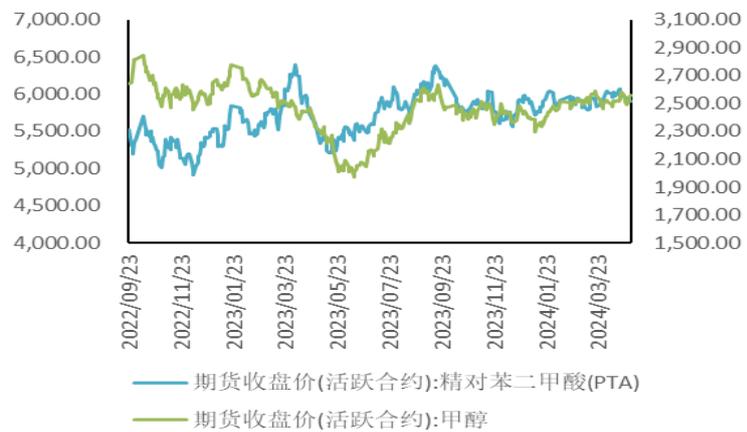
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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

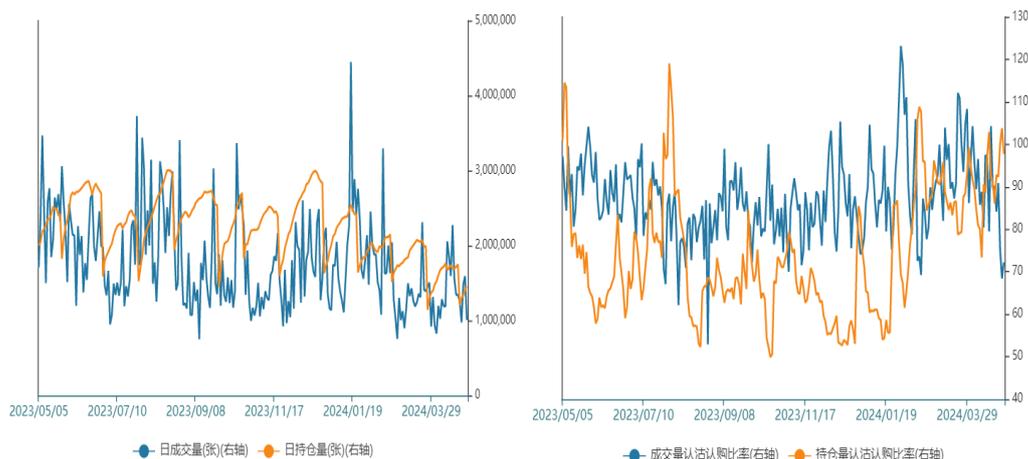
4 月份金融期权的日均成交量环比上个月回升，主要归因于标的指数先跌后涨，激发市场做多情绪。各个金融期权品种的成交 PCR 值重心下移，市场空头情绪衰竭，期权市场看涨期权成交活跃度上升，看涨情绪走高；另一方面，期权持仓 PCR 值重心上移，通常持仓 PCR 值与标的指数成正比关系，持仓 PCR 重心持续上移反映了标的指数处于显著的上行趋势中。结合前文关于指数基本面、政策面的分析来看，5 月份成交 PCR 或将维持低位，持仓 PCR 值维持高位，市场震荡偏多情绪占主导。

### 2.商品期权

商品期权方面，铜铝期权 4 月份成交量环比上个月大幅增长，成交 PCR 下跌并持续保持偏低数值，看涨期权成交量增加，多头情绪走高，铜铝期权持仓 PCR 值走高，多头趋势显著。甲醇、PTA 期权日均成交环比上个月下降，维持在低成交区域，成交 PCR 与持仓 PCR 值同步走低，反映了市场多空情绪均低迷，震荡预期占主导。黄金、白银期权 4 月成交量冲高回落，伴随着期间创下天量成交后，多头情绪回归常态，黄金期权持仓 PCR 值高位回落，但成交 PCR 值维持低位，反映贵金属价格高位震荡预期。

图 9：50ETF 期权成交量与持仓量

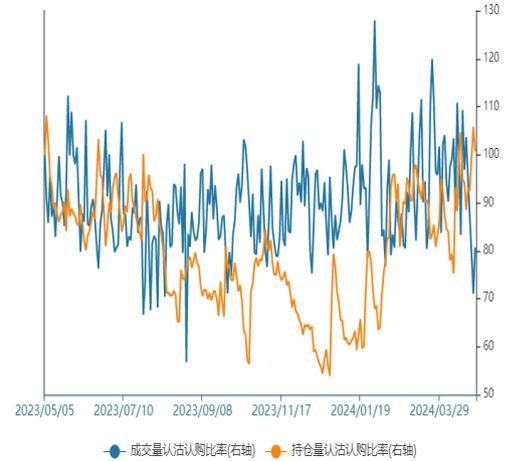
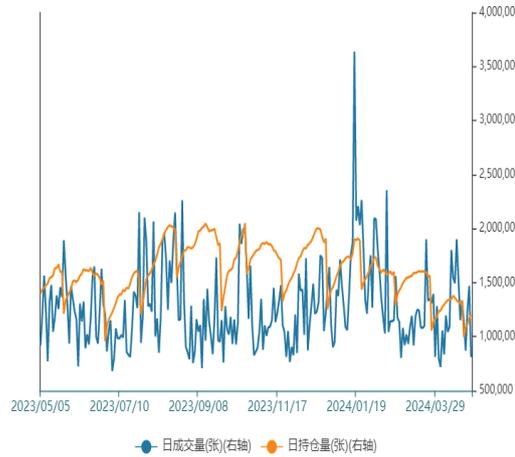
图 10：50ETF 期权 PCR (%)



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

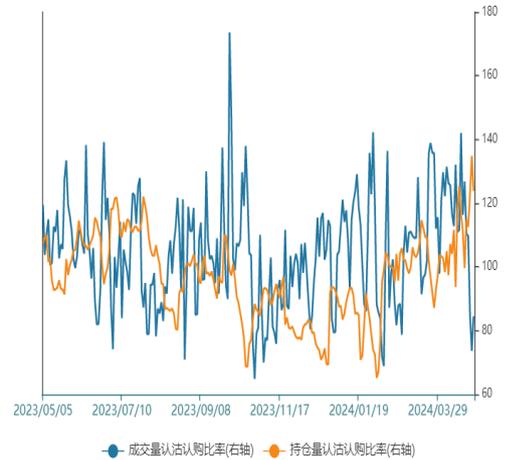
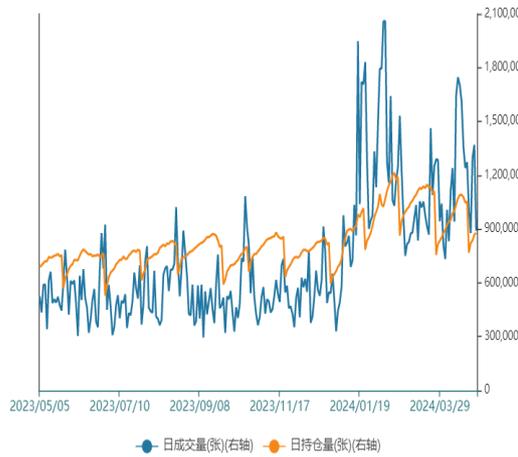
图 12: 沪市 300ETF 期权 PCR (%)



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

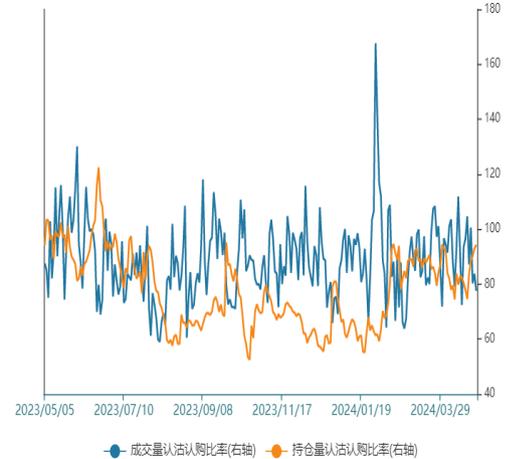
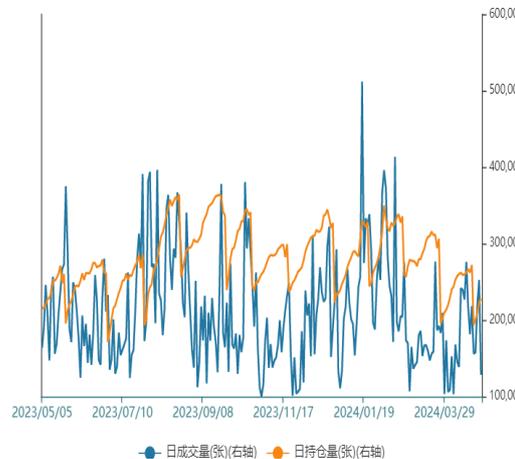
图 14: 沪市 500ETF 期权 PCR (%)



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

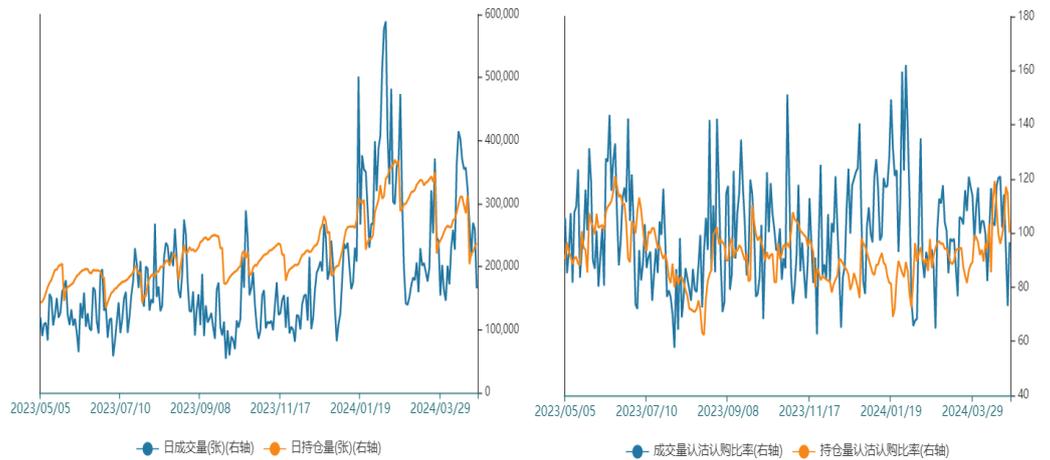
图 16: 深市 300ETF 期权 PCR (%)



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

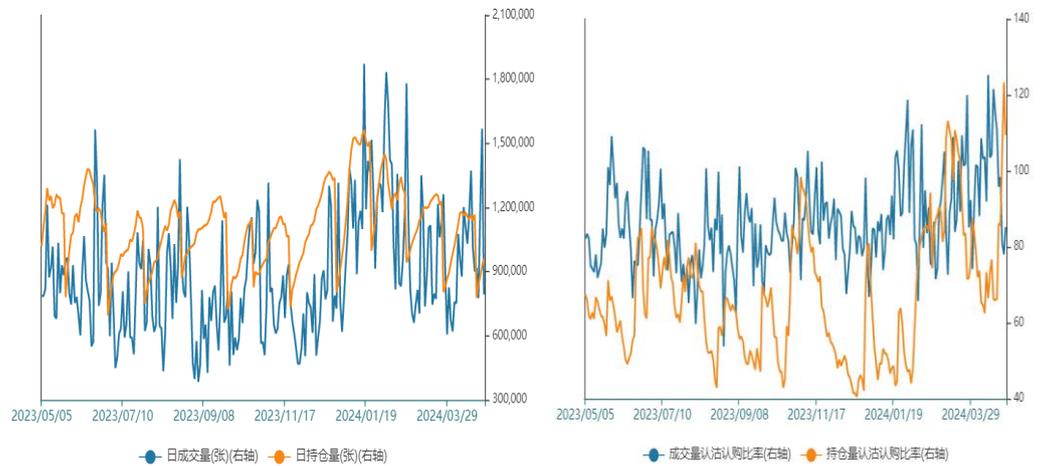
图 18: 深市 500ETF 期权 PCR (%)



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

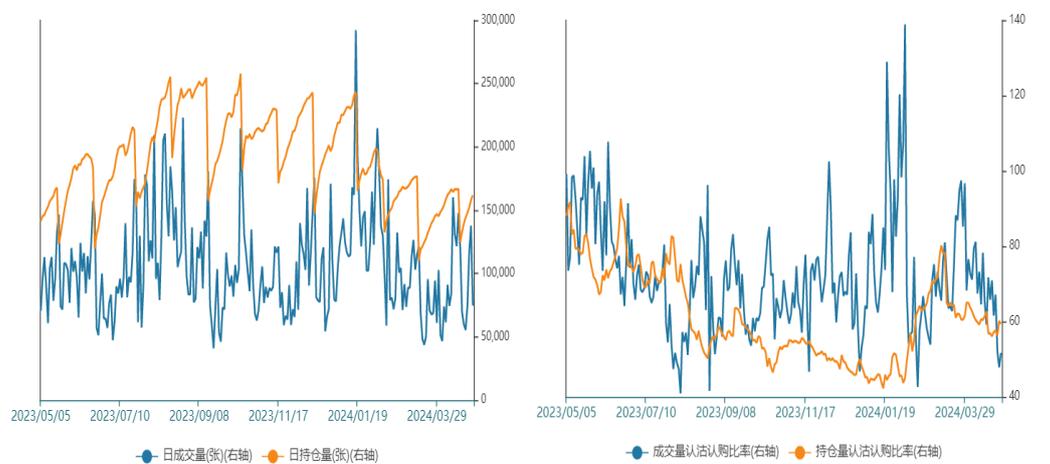
图 20: 创业板 ETF 期权 PCR (%)



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

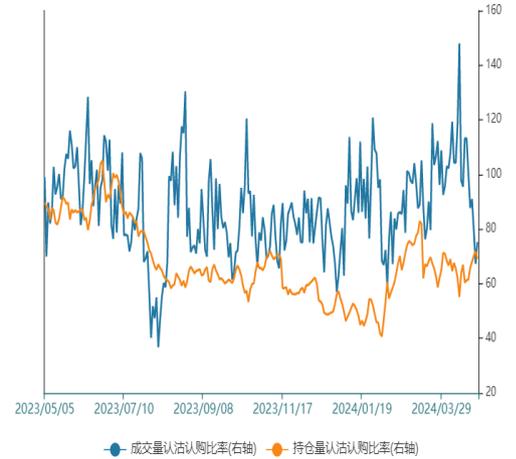
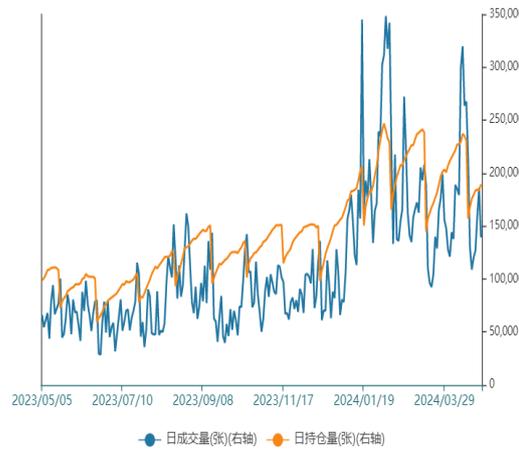
图 22: 沪市 300 指数期权 PCR (%)



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

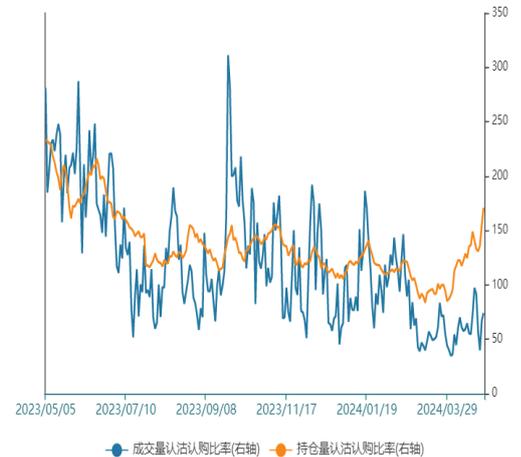
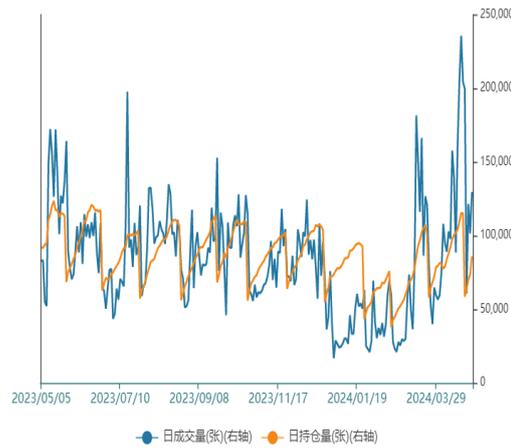
图 24: 中证 1000 指数期权 PCR (%)



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

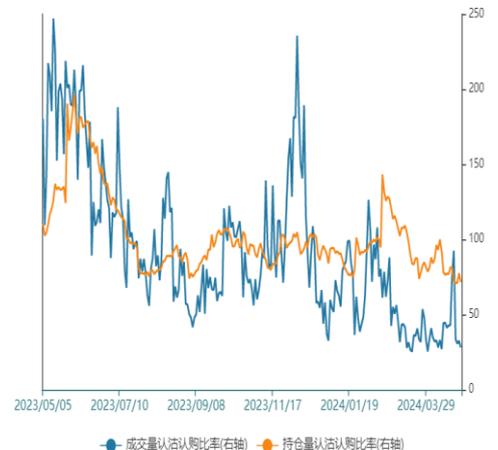
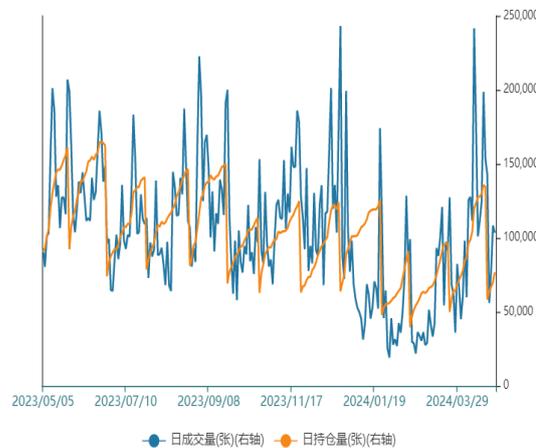
图 26: 沪铜期权 PCR (%)



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

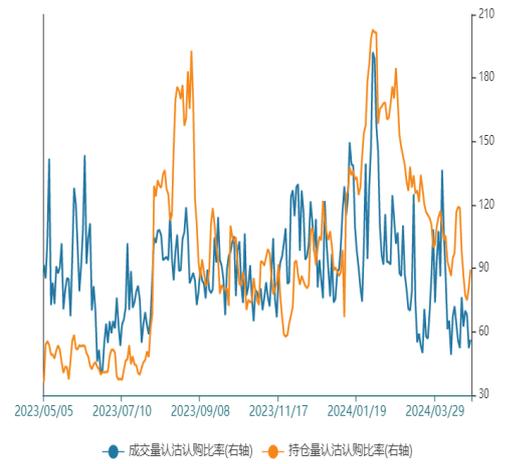
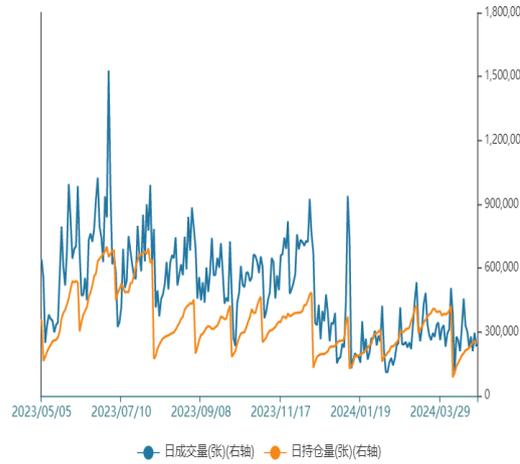
图 28: 沪铝期权 PCR (%)



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

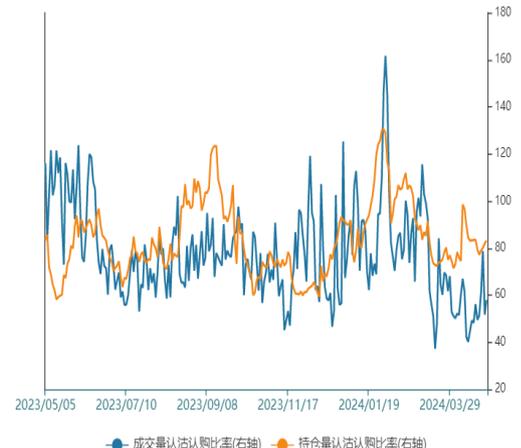
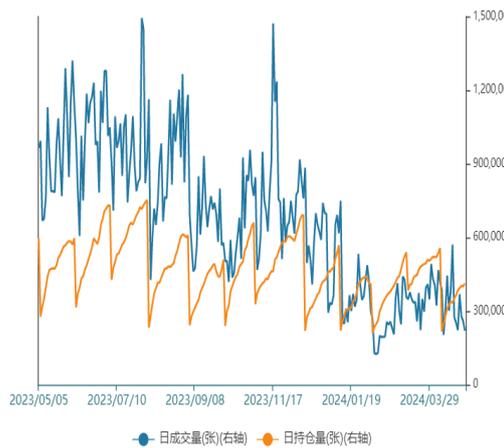
图 30: 甲醇期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 31: PTA 期权成交与持仓

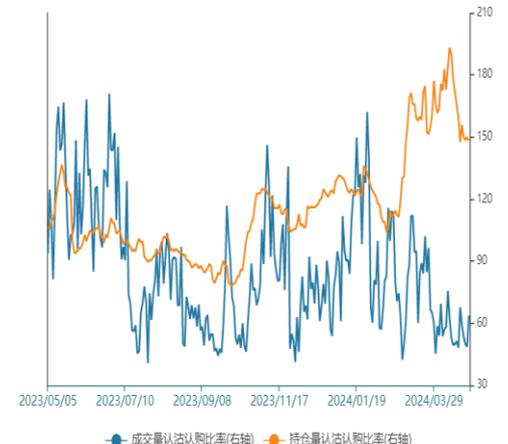
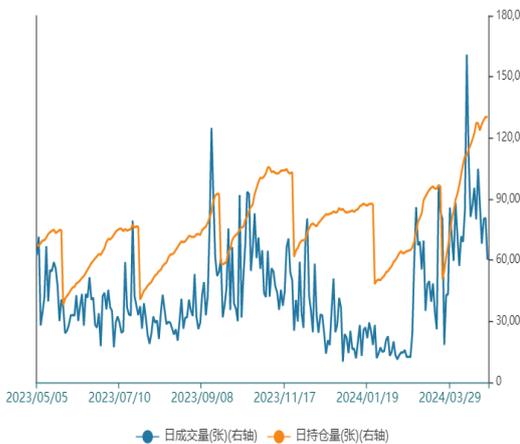
图 32: PTA 期权 PCR (%)



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

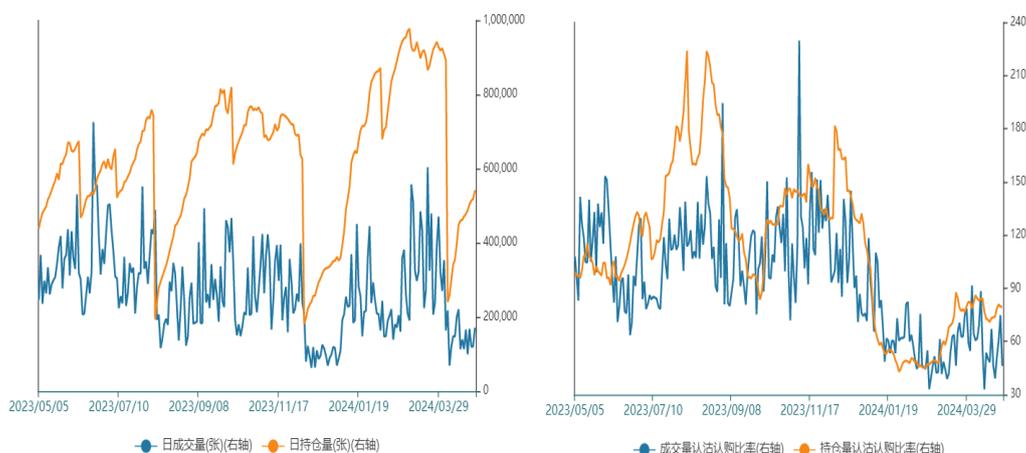
图 34: 黄金期权 PCR (%)



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

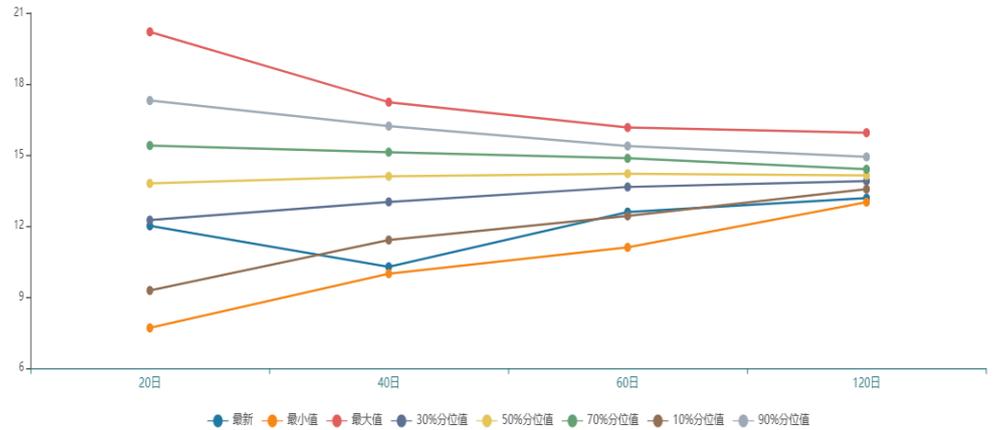
#### 1. 金融期权

波动率方面, 4 月份金融期权标的指数先跌后涨, 短周期实际波动冲高回落, 截止到 4 月底, 20 日周期历史波动率再度上升, 指数实际波动幅度环比走阔, 本轮波动率反弹的主推力为市场多头情绪。隐含波动率随多头情绪反弹, 但反弹幅度较小, 本轮升波行情的波动率上升空间或将比较有限, 标的指数更倾向于震荡上涨, 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。结合指数宏观基本面与政策刺激, 展望 5 月份, 多头情绪占优, 但多头情绪释放空间有限, 谨慎追涨, 预计上涨路劲或将以震荡上涨为主, 隐波反弹后或将延续下移趋势, 可关注做空隐含波动率策略或者卖出看跌期权策略。

#### 2 商品期权

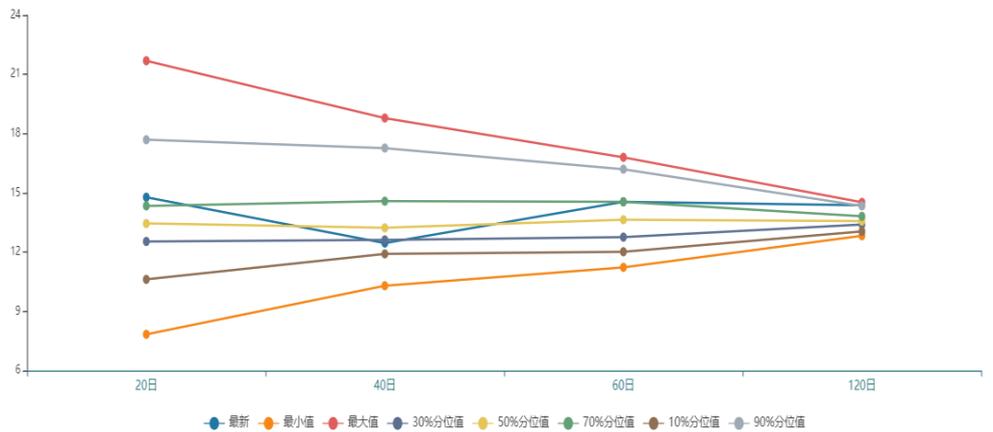
商品期权方面, 铜期权历史波动率与隐含波动率受多头情绪影响持续走高, 升波预期高昂, 长假期间国际宏观变化对于有色板块影响较大, 节后铜铝波动率或将进一步走高; 甲醇、PTA 隐含波动率持续低位, PTA 隐波接近三年极低值, 虽然长假期间国际原油大跌, 成本端或将影响 PTA 价格, 但 PTA 价格面临阻力与支撑并存, 仍然为强震荡预期; 黄金期权方面, 此前极高的多头情绪回归常态, 期权成交量回落, 隐含波动率下降, 隐波期限结构偏斜回归, 降波震荡预期。长假期间国际豆粕价格大涨, 或将刺激豆粕期权短线走高, 但上方阻力较大, 成交量不足, 波动率上升空间有限。

图 37: 上证 50ETF 历史波动率锥



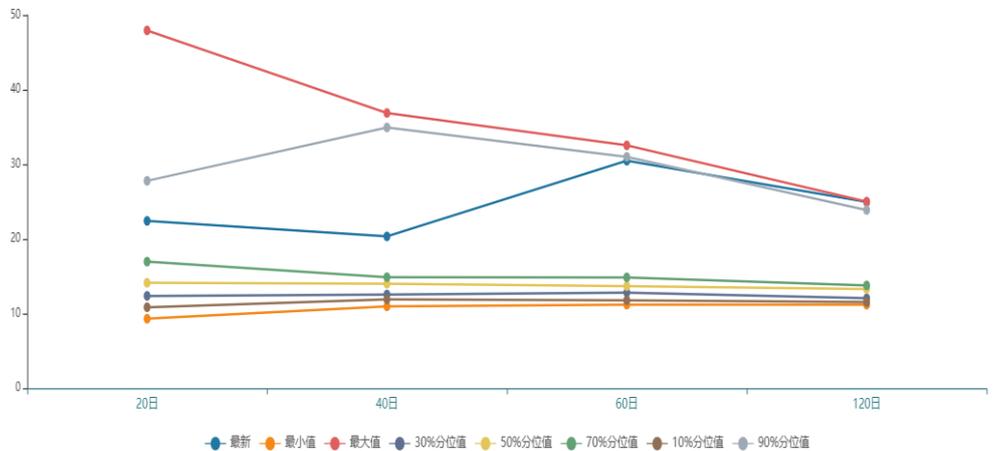
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 38: 沪市 300ETF 历史波动率锥



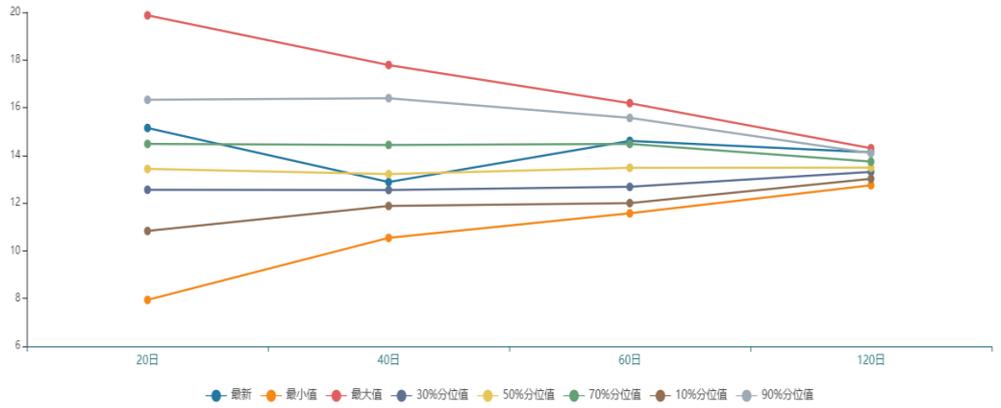
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 39: 沪市 500ETF 历史波动率锥



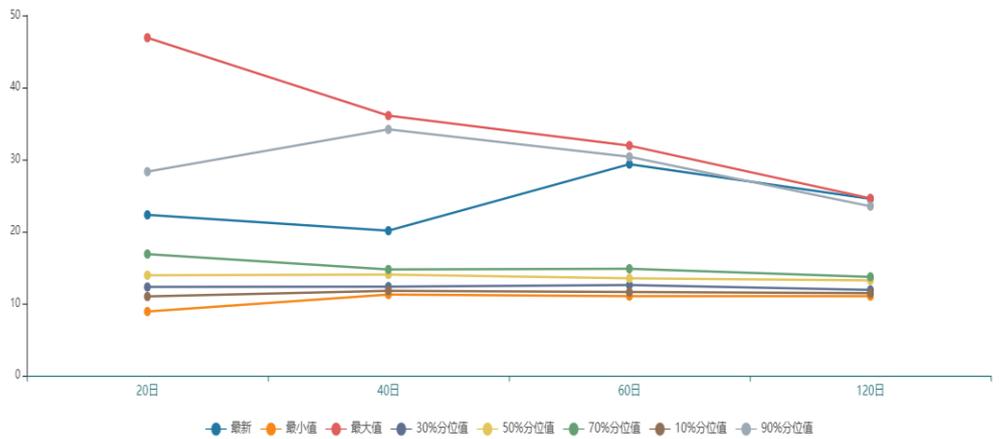
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 40: 深市 300ETF 历史波动率锥



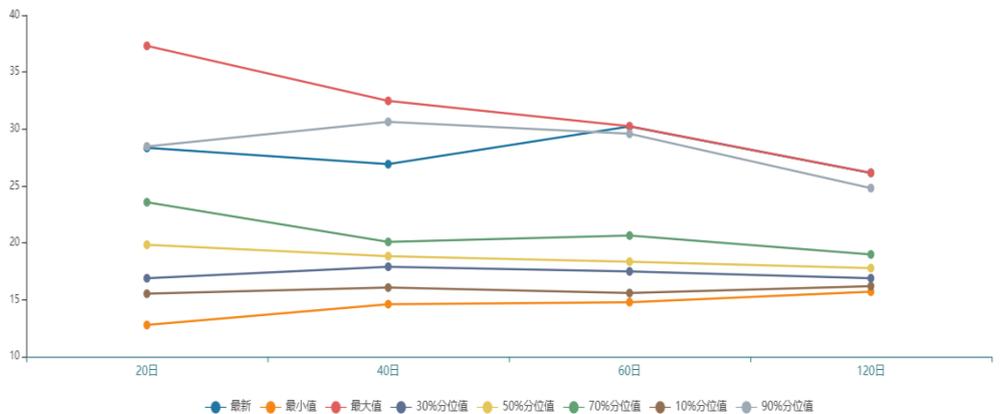
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 41: 深市 500ETF 历史波动率锥



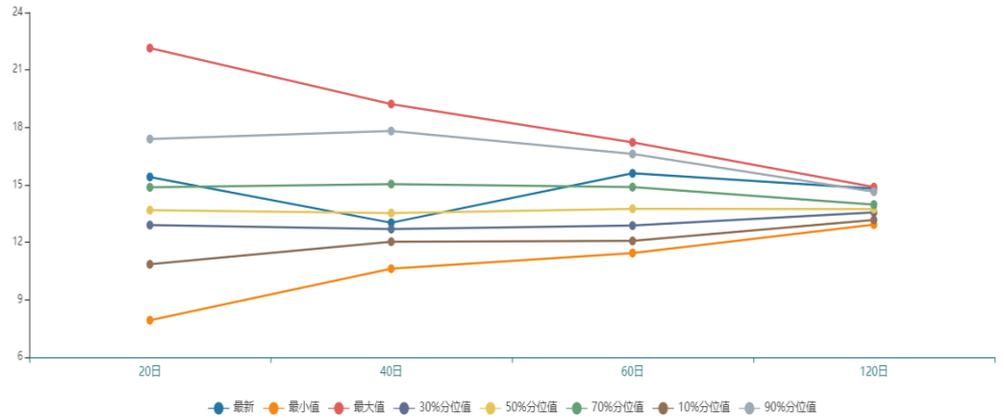
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 42: 创业板 ETF 历史波动率锥



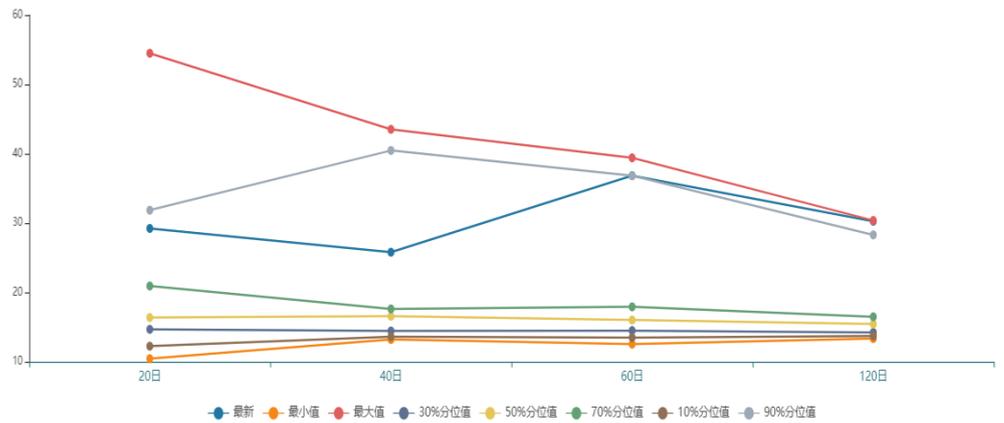
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 43: 沪深 300 历史波动率锥



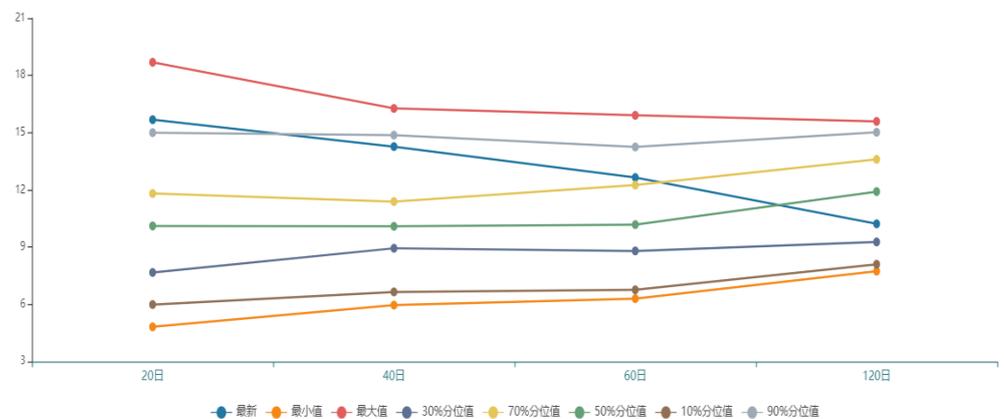
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 44: 中证 1000 历史波动率锥



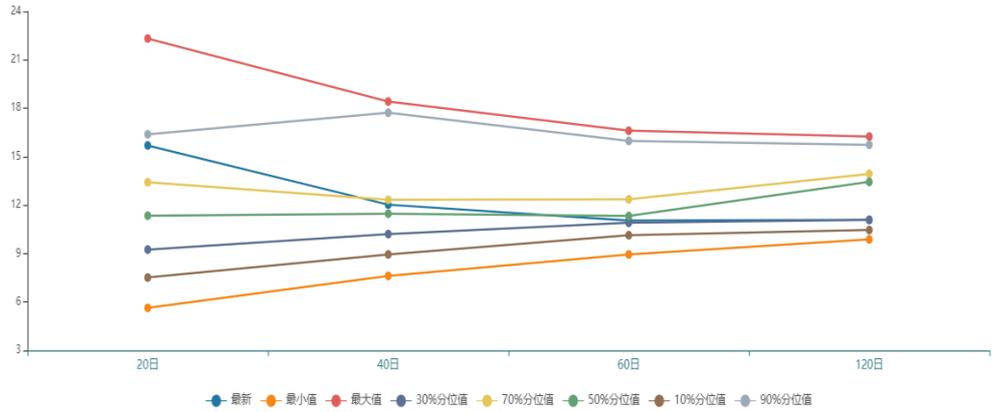
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 45: 沪铜历史波动率锥



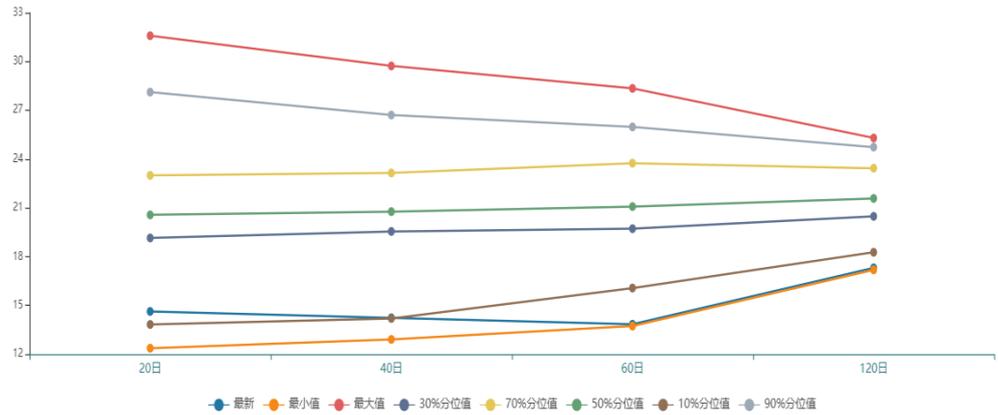
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 46：沪铝历史波动率锥



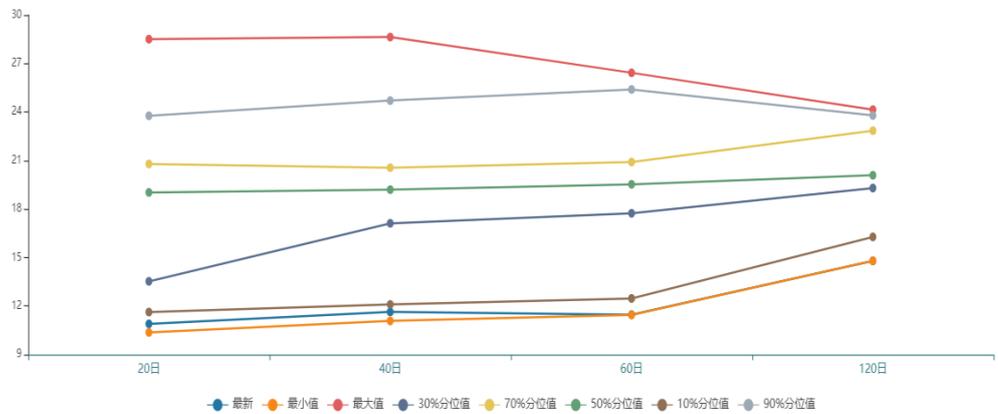
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 47：甲醇历史波动率锥



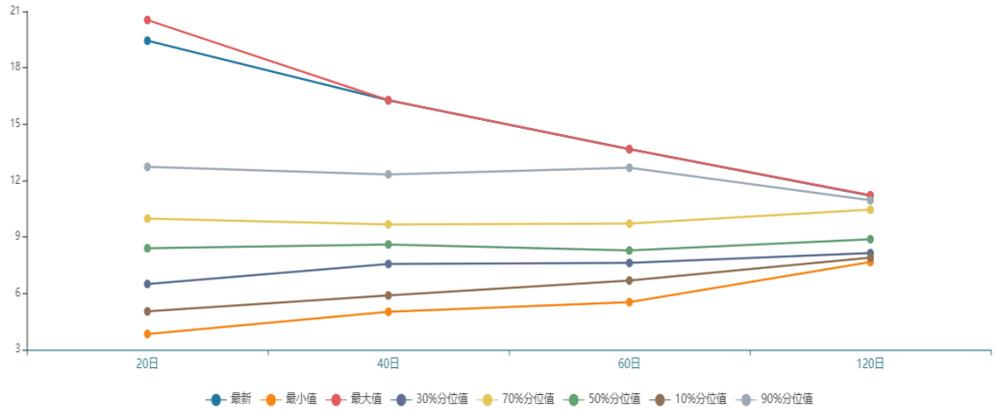
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 48：PTA 历史波动率锥



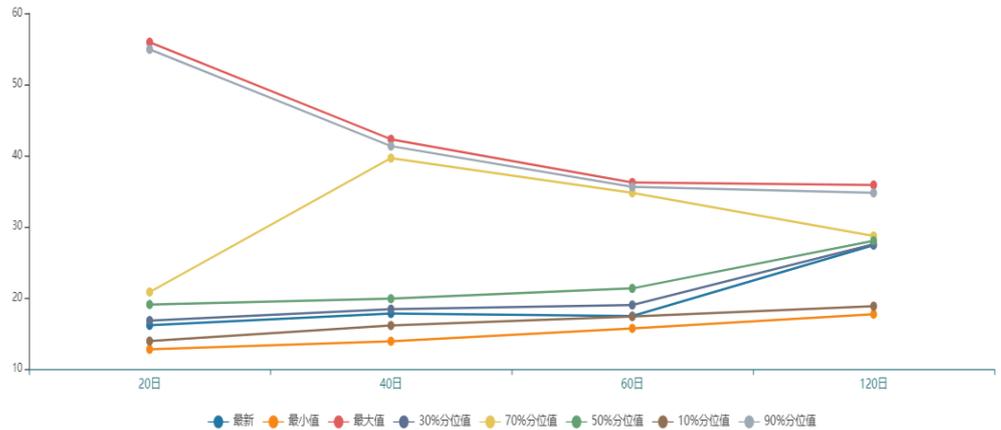
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 49：黄金历史波动率锥



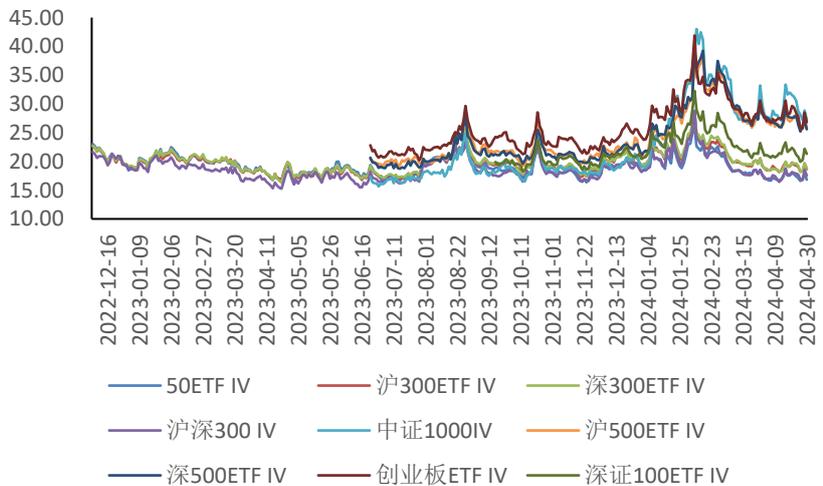
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 50：豆粕历史波动率锥



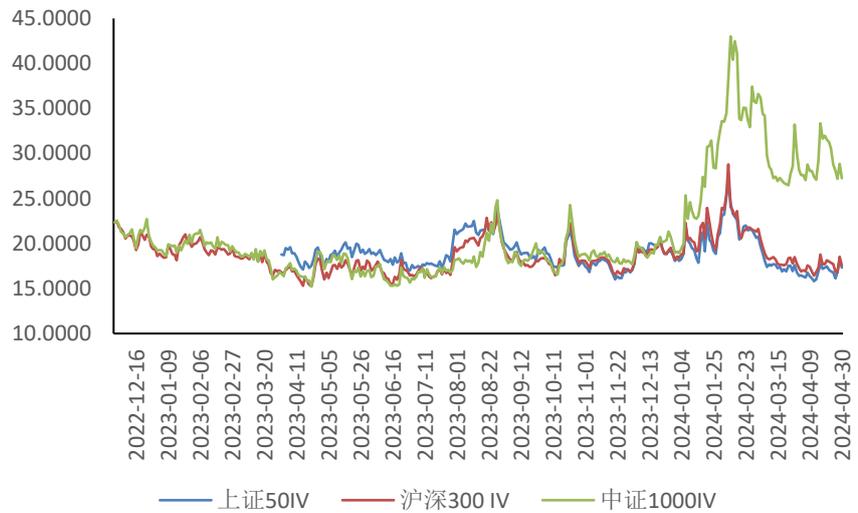
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 51：金融期权隐波（IV）对比



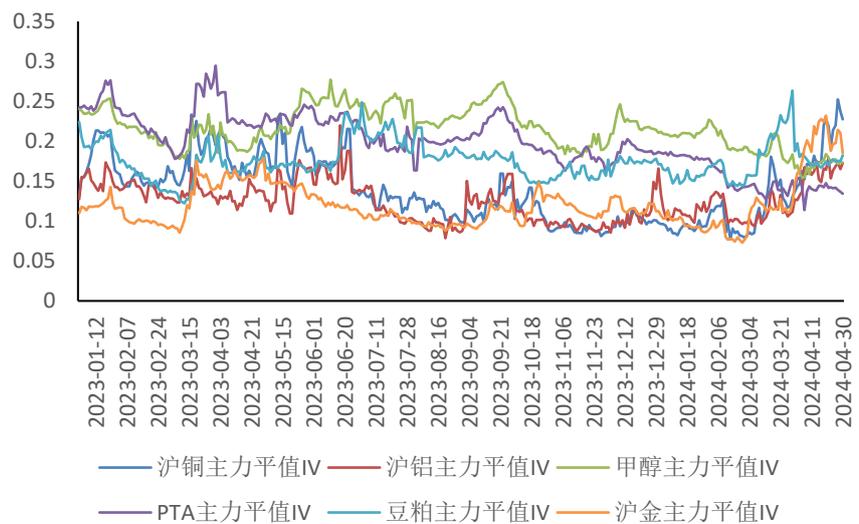
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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

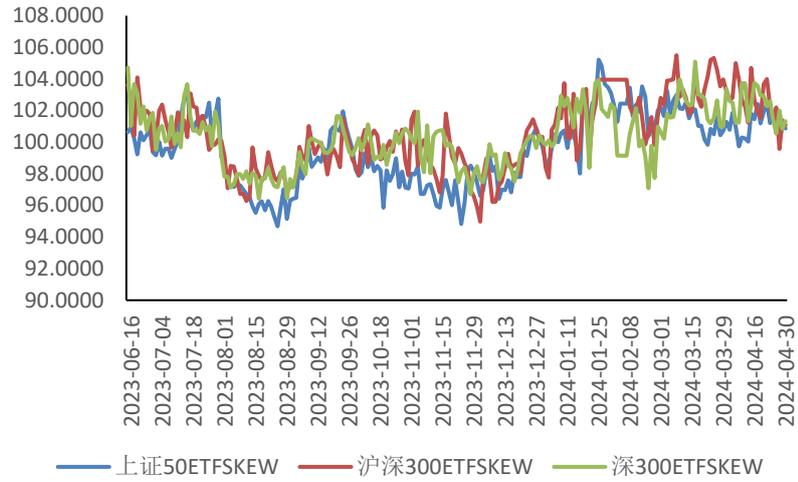


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

## 四、金融期权偏度

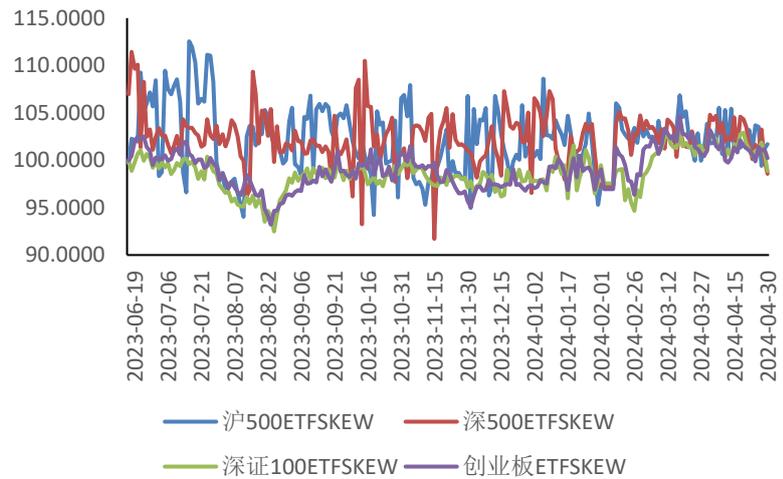
从金融期权的偏度指数分布来看, 4月中下旬以来, 主要金融期权品种的偏度指数 skew 有所回落, 但偏斜结构整体稳定。看涨期权溢价率回踩, 可从两个角度来看待, 第一, 看涨期权溢价率回落, 市场看多情绪有所不足, 标的指数上涨路劲或将震荡曲折; 第二, 看涨期权溢价率整体符合均值回归特征, 本次回落, 或将为下一波上涨行情打开空间。

图表 54: 金融期权偏度 (一)



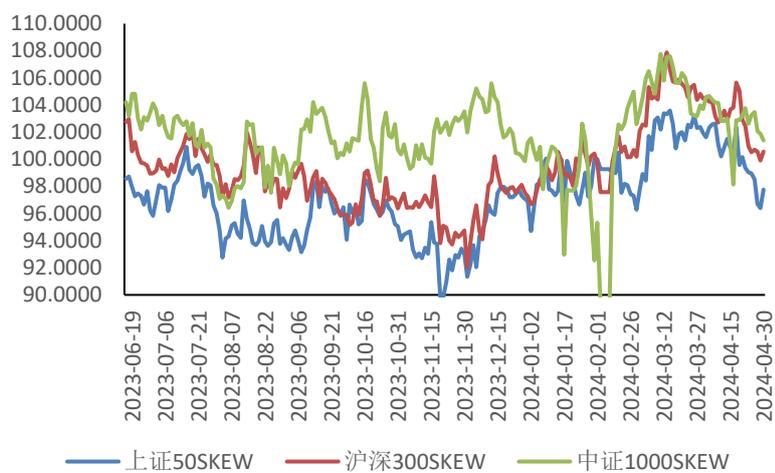
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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。