

指数估值支撑，社融利空影响有限， 期权隐波平稳

兴证期货·研究咨询部
金融研究团队

2024年5月13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

- 受4月油价上涨以及交通费涨价的影响，CPI环比由降转涨，同比涨幅略有扩大。PPI同比下降2.5%，降幅比上月收窄。4月M2同比增长7.2%，M1余额66.01万亿元，同比下降1.4%，4月社融增量为-1987亿元，去年4月社融增量为1.22万亿元。4月货币增量与社融资数据大跌，地产弱势、内需不振等问题持续存在，贷款意愿低落。此外，由于2023年是疫情平稳转段的第一年，M2增速明显回升，导致基数较高。年初以来债市走牛提振理财等资管产品收益率，银行存款向理财等分流，致使货币供应量增速下降。数据大幅下降，短期利空指数。从长期来看，指数市净率普遍处于近十年10%分位以下，估值底部特征显著，政策加码趋势明显，短线调整不改大周期底部形态。

- 国外方面，美国5月密歇根大学消费者信心指数大跌。劳动力市场势头的减弱，消费指数大跌，促使美联储在今年的降息预期回升。由于美国持续高利率状态下，或将对股市产生挤出效应，对于处于资产估值洼地的国内市场或将是利好。

- 金融期权各品种的周度成交量环比节前下降，成交PCR值小幅上升，虽然市场空头情绪小幅上升，释放空间有限。看涨期权成交量下降，多头情绪衰减，指数连续上攻后，成交量萎缩，短线调整需求较大。基于指数估值强支撑，短线调整后，指数或将重拾震荡上涨趋势。上证50、沪深300系列期权隐含波动率均位于低

位，隐波接近五年极低值，进一步下降空间有限，中小创系列品种期权隐波位于中位数附近，与上证 50、沪深 300 期权之间隐波差环比节前整体收窄。多、空情绪对于隐波的影响空间较小，指数震荡与隐波低位运行或将是近期的主要特征。近期金融期权品种的偏度指数 skew 环比有所回落，市场看涨期权整体溢价回落，一方面反映市场追涨情绪回归平稳，另一方面，或将为下一波看涨期权溢价上升打开空间，可适当关注买入看涨期权或者卖出看跌期权。

- 商品期权方面，有色铜铝期权多头情绪边际衰减，看涨期权成交量下降，但成交 PCR 值维持偏低位置，多空均下降，高位震荡预期；PTA 期权成交 PCR 反弹上升，短空情绪有所回升，但 PTA 期权隐含波动率维持低位，未出现明显的升波拐点，大概率维持震荡走势；黄金、白银期权成交量萎缩，美国方面多个经济数据走弱，为贵金属价格提供支撑，隐含波动率小幅回升，多头情绪回归常态，震荡偏多预期；豆粕期权隐波滞涨，趋于震荡预期。沪铜期权隐波重心上移，铜价多头情绪主导隐波上升。甲醇、PTA 隐波平稳，波动空间不大，标的价格走弱，但隐波维持低位，震荡局面不变。黄金、白银期权隐含波动率高位回落，隐波溢价下降，但美国宏观数据走弱对于贵金属价格支撑力度较强，呈现震荡走高的趋势。豆粕期权隐含波动率滞涨，长假期间多头情绪环比回落，重回震荡。

风险因子：经济数据表现不佳、美联储超预期收紧信号、隐含波动率飙升

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 1.71%，沪市 300ETF 变化 1.67%，沪市 500ETF 变化 1.70%，深市 300ETF 变化 1.68%、深市 500ETF 变化 1.66%，创业板 ETF 变化 1.32%，深证 100ETF 变化 1.76%，上证 50 指数变化 1.80%、沪深 300 变化 1.72%、中证 1000 指数变化 1.40%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市净率分别为 1.13、1.26、1.67、1.91、3.61，近十年周期中对应的分位为 11.76%、6.27%、11.57%、5.94%、7.06%。

国内方面，国内 4 月 CPI 同比上涨 0.3%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。受 4 月油价上涨以及交通费涨价的影响，CPI 环比由降转涨，同比涨幅略有扩大。PPI 同比下降 2.5%，降幅比上月收窄 0.3 个百分点。同比降幅收窄。4 月 M2 余额为 301.19 万亿元，同比增长 7.2%（3 月为同比增长 8.3%）。M1 余额 66.01 万亿元，同比下降 1.4%（3 月为同比增长 1.1%）。4 月社融增量为-1987 亿元，去年 4 月社融增量为 1.22 万亿元。4 月货币增量与社融资数据大跌，地产弱势、内需不振等问题持续存在，贷款意愿低落。此外，由于 2023 年是疫情平稳转段的第一年，M2 增速明显回升，导致基数较高。年初以来债市走牛提振理财等资管产品收益率，银行存款向理财等分流，致使货币供应量增速下降。数据大幅下降，短期利空指数。从长期来看，指数市净率普遍处于近十年 10%分位以下，估值底部特征显著，政策加码趋势明显，短线调整不改大周期底部形态。

国外方面，美国 5 月密歇根大学消费者信心指数初值 67.4，为去年 11 月以来新低，预期 76，4 月终值 77.2。劳动力市场势头的减弱，消费指数大跌，促使美联储在今年的降息预期回升。由于美国持续高利率状态下，或将对股市产生挤出效应，对于处于资产估值洼地的国内市场或将是利好。

2.商品行情回顾

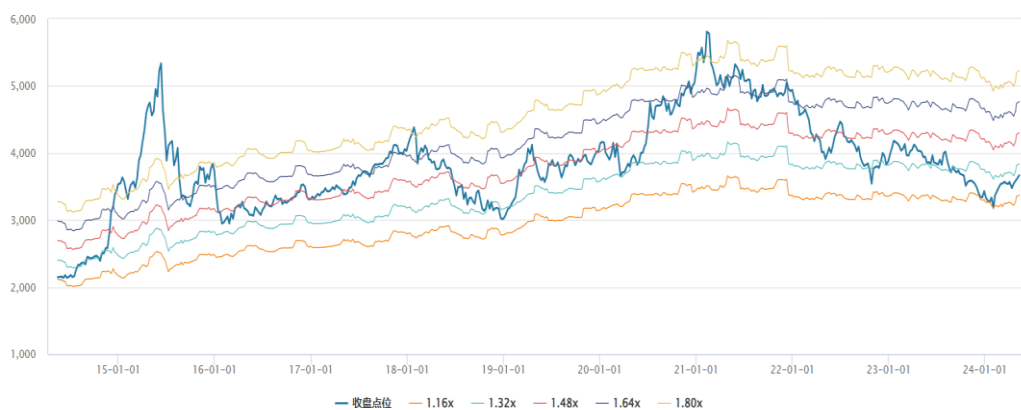
前一周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为-1.47%、0.73%；甲醇、PTA 周度涨跌幅分别为-0.23%、-1.56%；豆粕、黄金活跃合约周度涨跌幅为 3.65%、2.17%。上一周铜铝价格高位震荡；甲醇、PTA 价格震荡回落；贵金属价格上涨，豆粕价格走高。

图 1: 上证 50 指数动态市净率



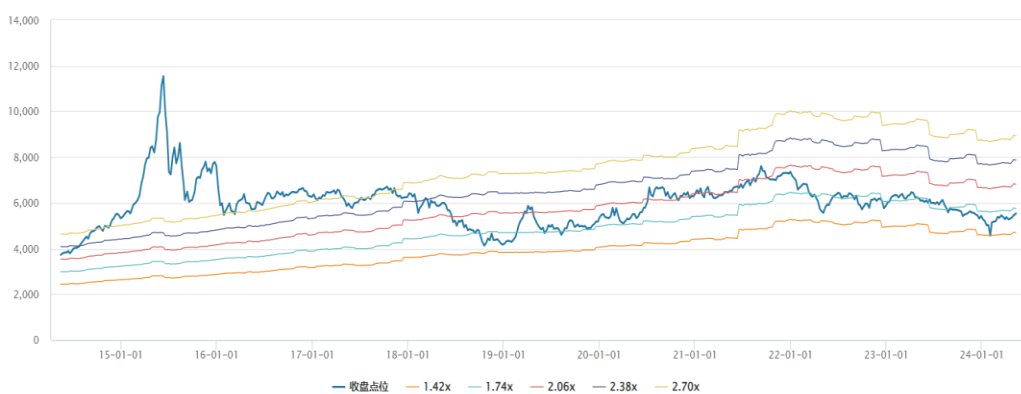
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 2: 沪深 300 指数动态市净率



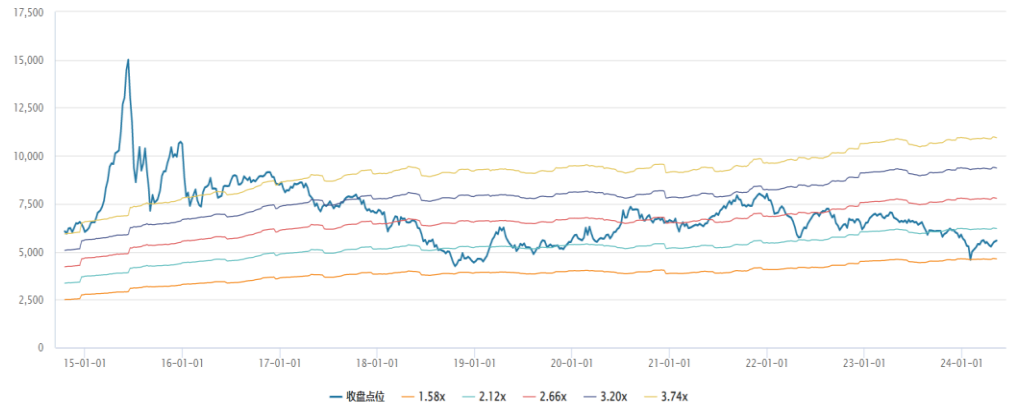
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 3: 中证 500 指数估值 (市盈率)



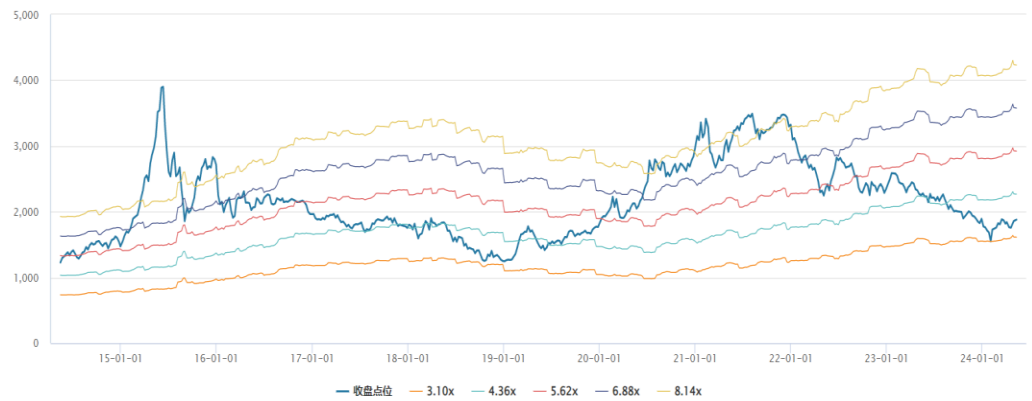
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 4：中证 1000 指数估值（市盈率）



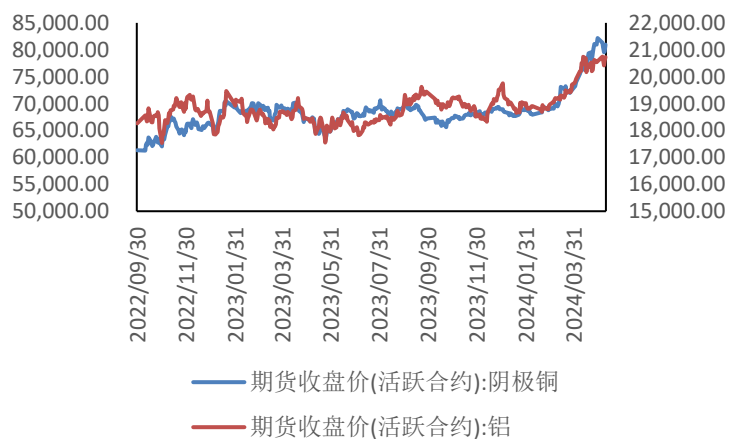
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 5：创业板指数估值（市盈率）



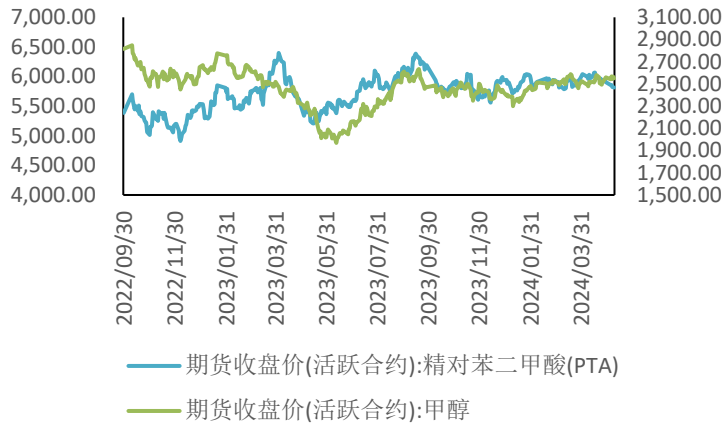
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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

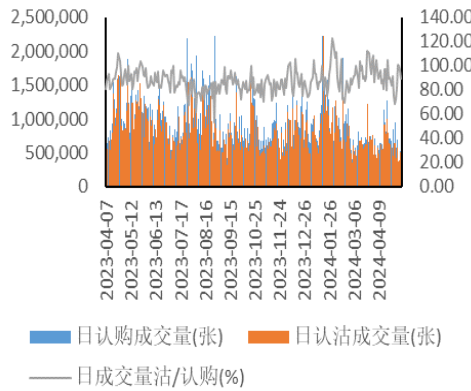
上一周金融期权各品种的周度成交量环比节前下降, 成交 PCR 值小幅上升, 但期权成交 PCR 普遍低于 100%, 虽然市场空头情绪小幅上升, 释放空间有限。看涨期权成交量下降, 多头情绪衰减, 指数连续上攻后, 成交量萎缩, 短线调整需求较大, 叠加周末社融资、货币数量大幅下降, 或将进一步刺激短空情绪上升。基于指数估值强支撑, 短线调整后, 指数或将重拾震荡上涨趋势。

2. 商品期权

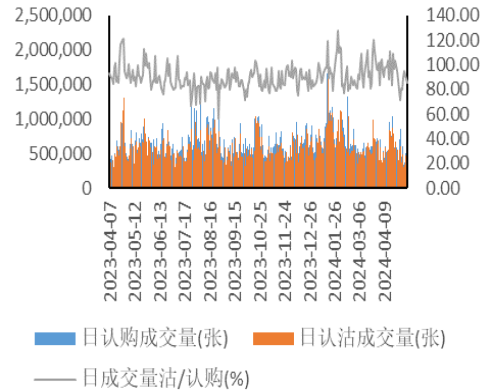
商品期权方面, 有色铜铝期权多头情绪边际衰减, 看涨期权成交量下降, 但

成交 PCR 值维持偏低位置，多空均下降，高位震荡预期；PTA 期权成交 PCR 反弹上升，受近期国际油价下跌影响，成本端影响 PTA 价格走低，短空情绪有所回升，但 PTA 期权隐含波动率维持低位，未出现明显的升波拐点，大概率维持震荡走势；黄金、白银期权成交量萎缩，美国方面多个经济数据走弱，为贵金属价格提供支撑，隐含波动率小幅回升，多头情绪回归常态，震荡偏多预期；豆粕期权隐波滞涨，趋于震荡预期。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

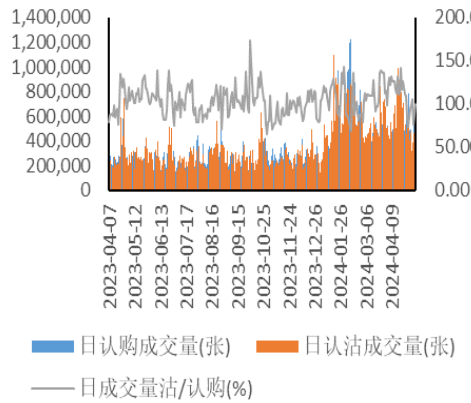


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

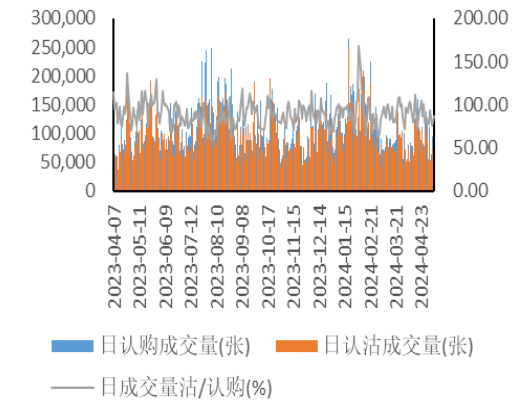


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

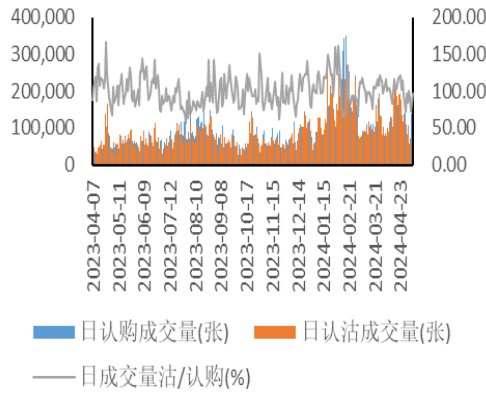


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

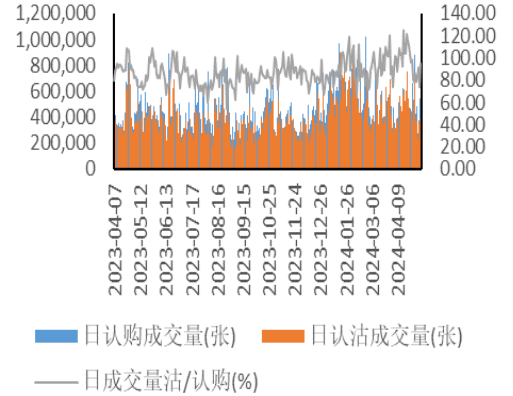


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

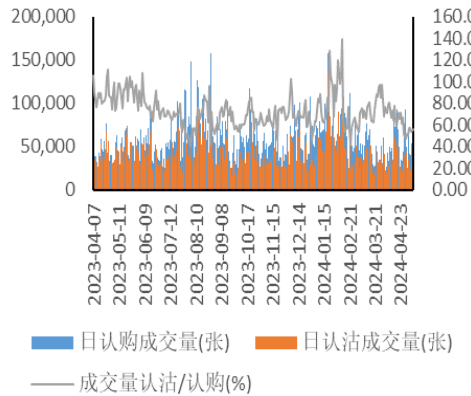


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

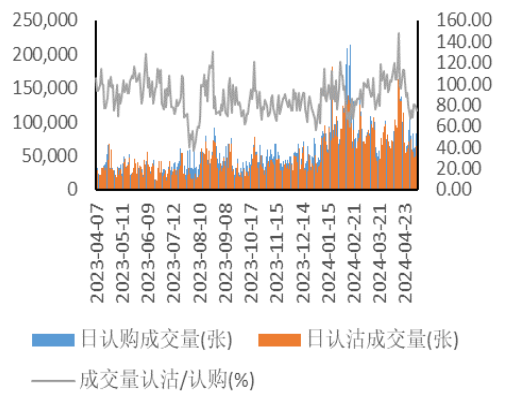


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

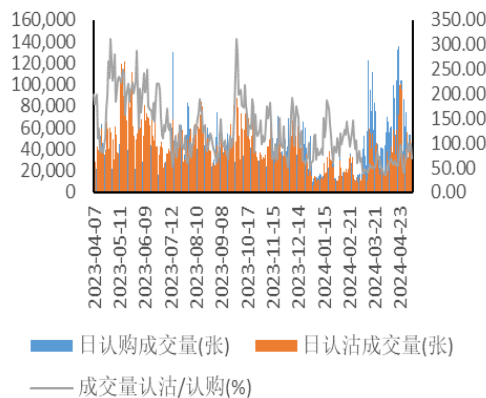


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

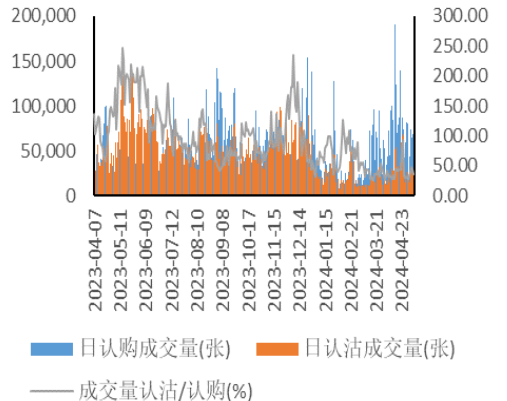


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 17: 沪铜期权 PCR

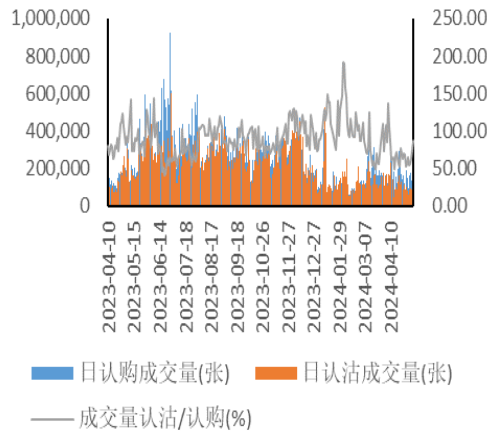


图表 18: 沪铝期权 PCR

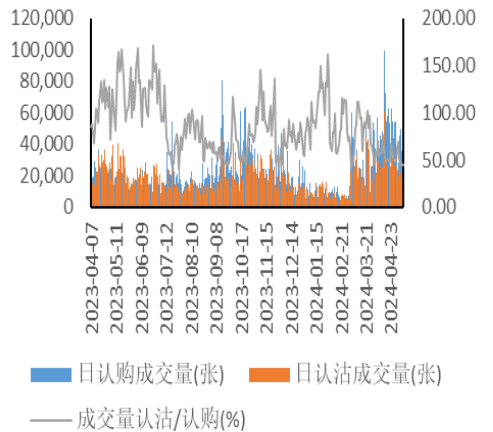


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 19: 甲醇期权 PCR

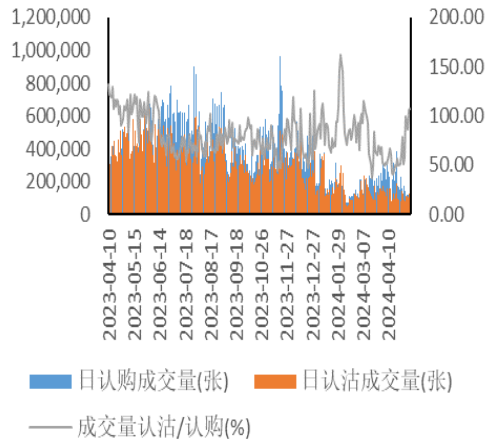


图表 20: 沪金期权 PCR

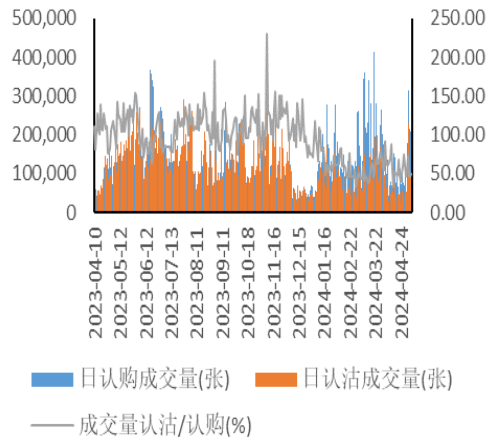


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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

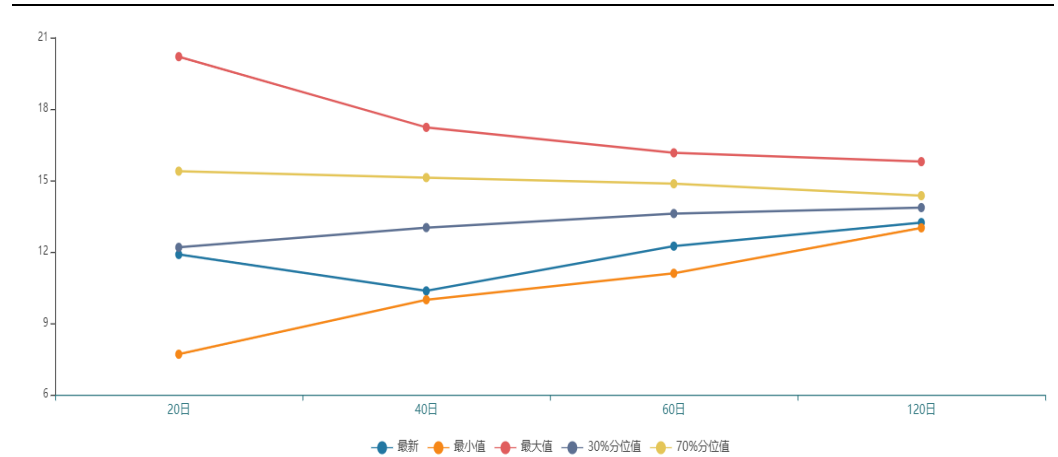
1. 金融期权

波动率方面, 上证 50、沪深 300 系列期权隐含波动率均位于低位, 隐波接近五年极低值, 进一步下降空间有限, 中小创系列品种期权隐波位于中位数附近, 与上证 50、沪深 300 期权之间隐波差环比节前整体收窄。此前多头情绪刺激的隐波反弹空间比较有限, 相比之下, 短空情绪对于隐波的影响空间同样较小, 指数震荡与隐波低位运行或将是近期的主要特征。结合当前隐波与指数基本面预期, 可适当关注买入看涨期权或者卖出看跌期权。

2. 商品期权

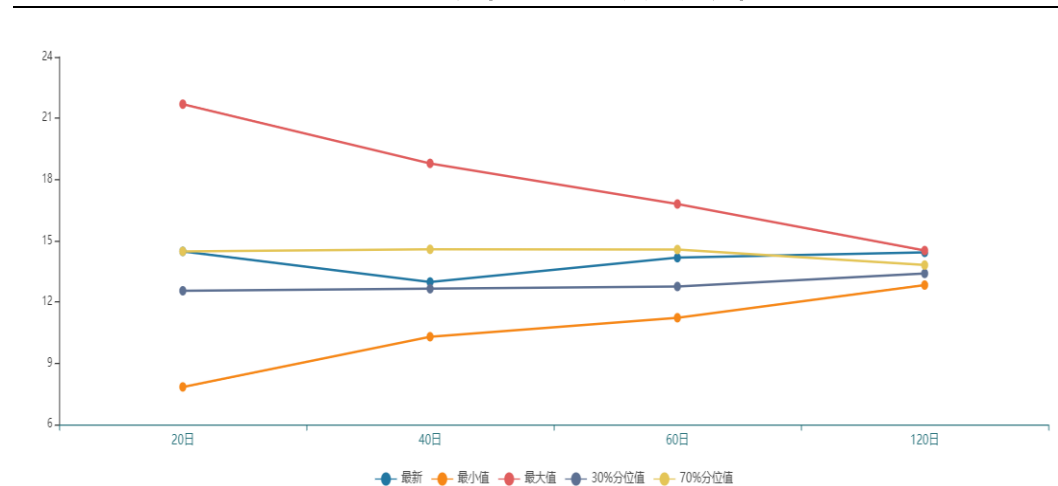
商品期权方面，沪铜期权隐波重心上移，铜价多头情绪主导隐波上升。甲醇、PTA 隐波平稳，波动空间不大，标的价格走弱，但隐波维持低位，震荡局面不变。黄金、白银期权隐含波动率高位回落，隐波溢价下降，但美国宏观数据走弱对于贵金属价格支撑力度较强，呈现震荡走高的趋势。豆粕期权隐含波动率滞涨，长假期间多头情绪环比回落，重回震荡。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



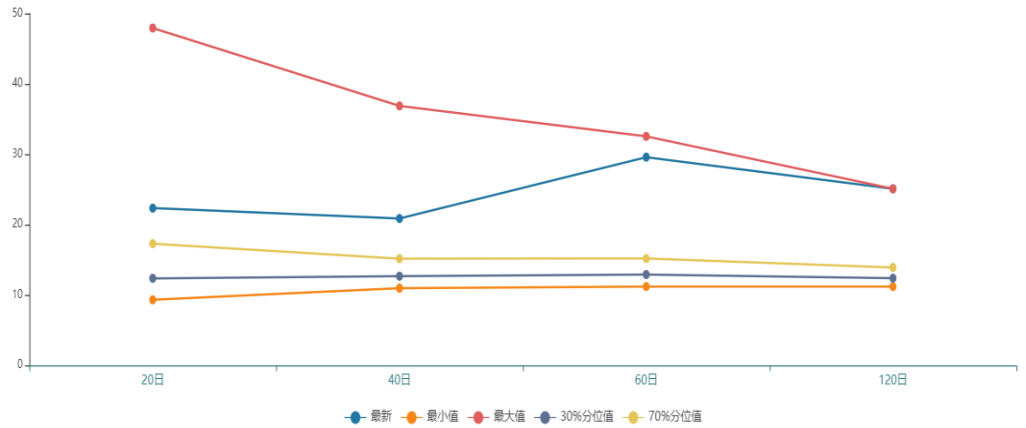
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



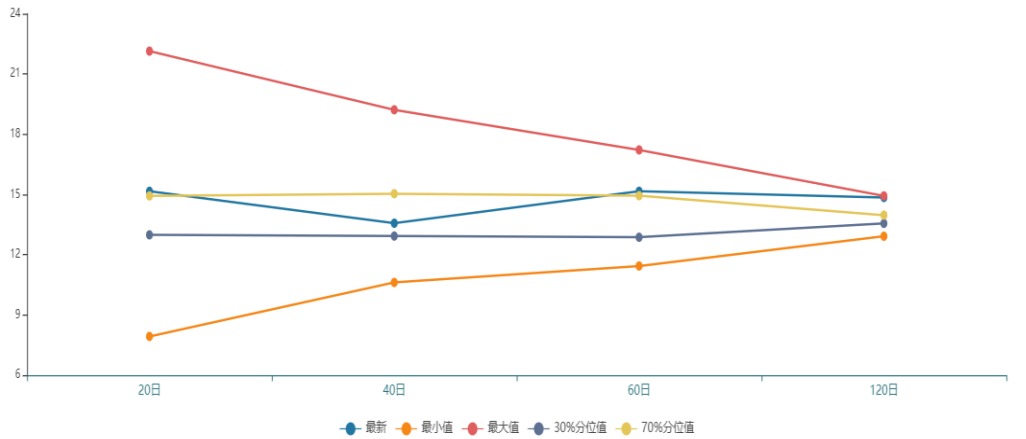
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 25: 沪市 500ETF 历史波动率锥



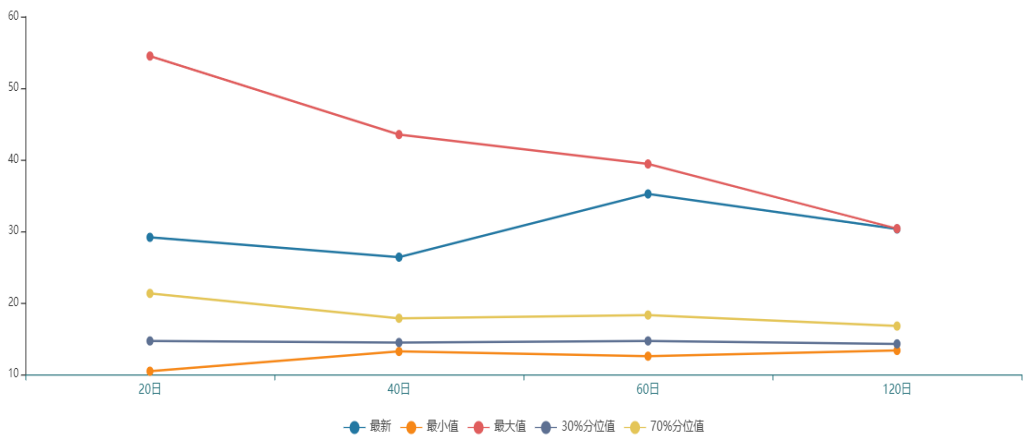
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



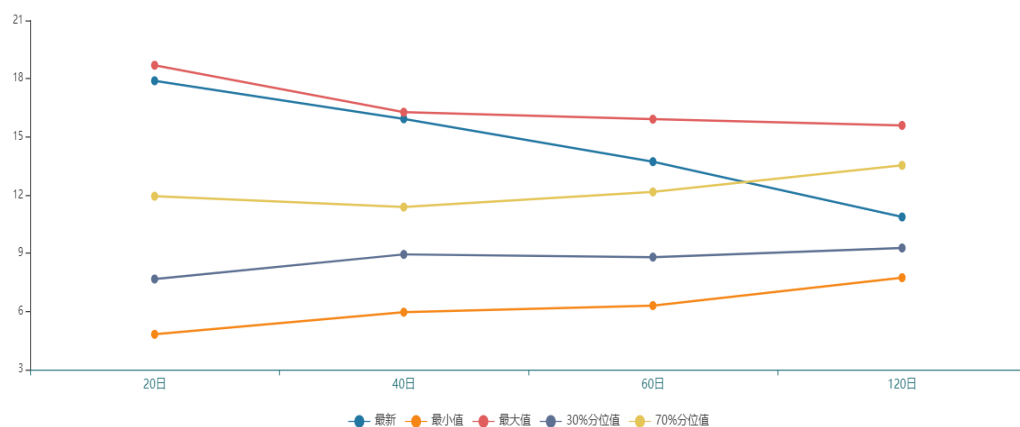
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



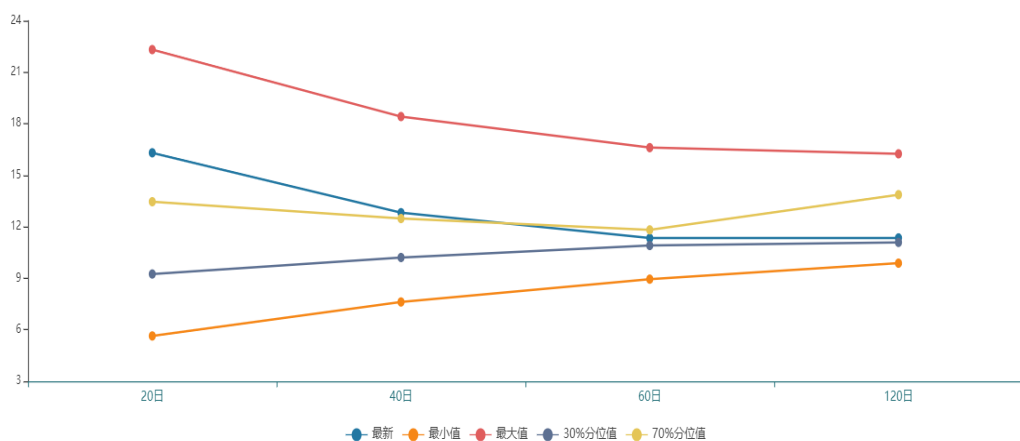
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 28: 沪铜历史波动率锥



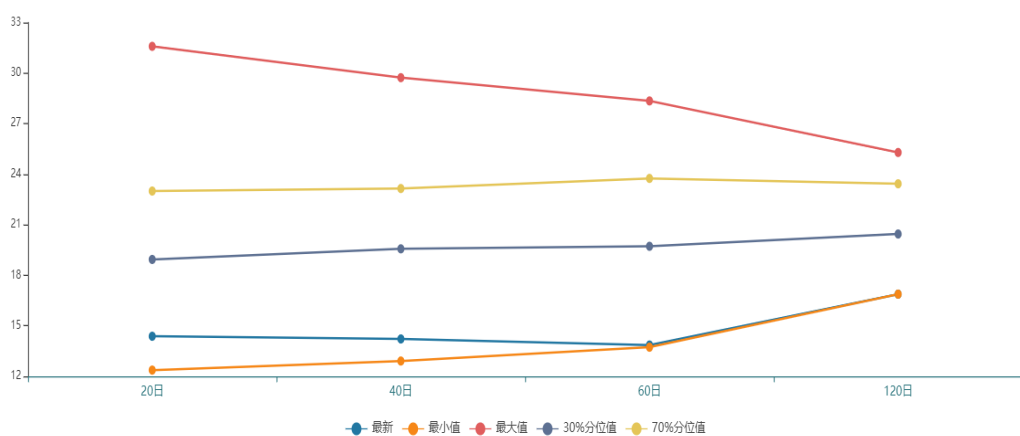
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 29: 沪铝历史波动率锥



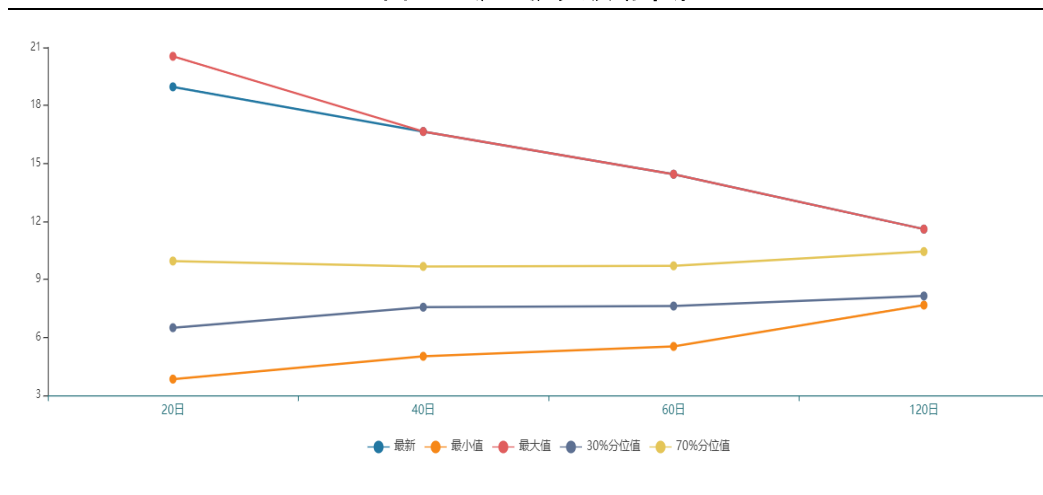
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 30: 甲醇历史波动率锥



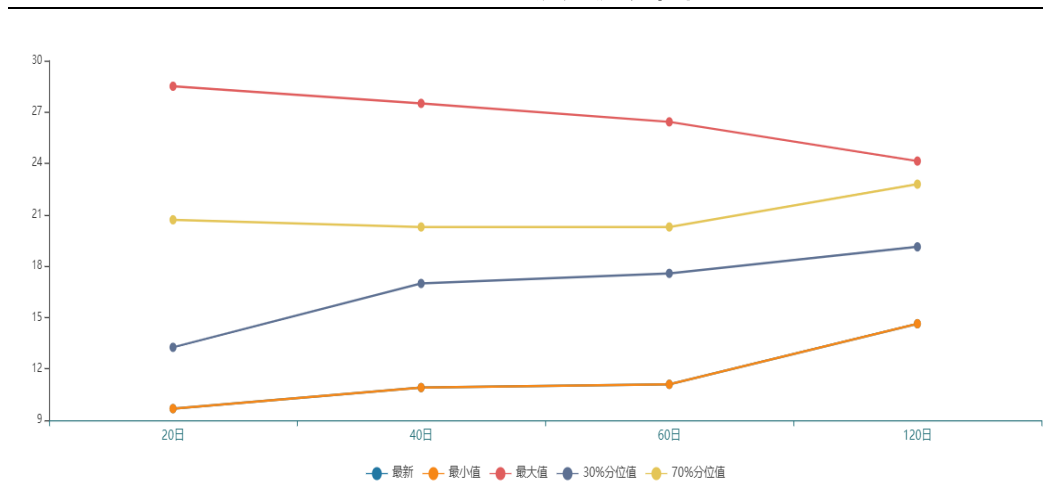
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 31：沪金历史波动率锥



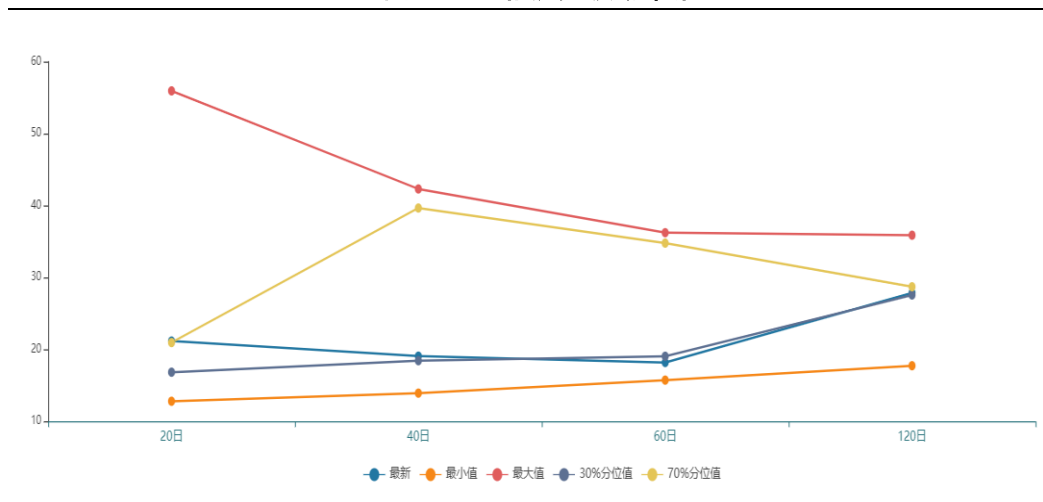
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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



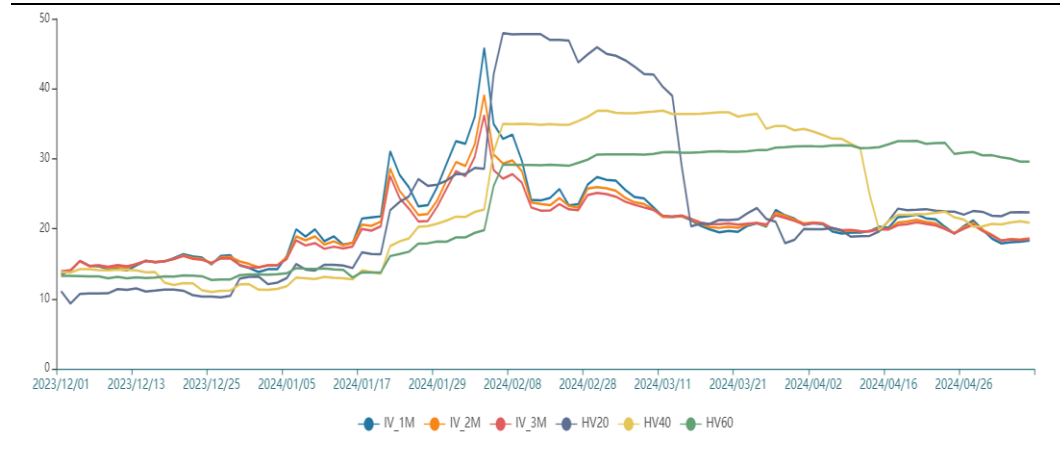
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 34: 300ETF 期权 (沪) 隐含波动率走势



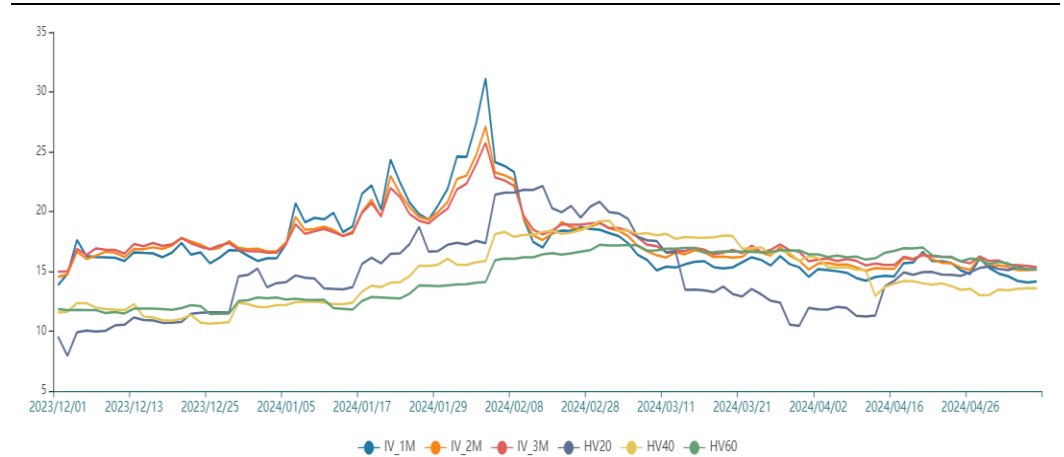
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 35: 500ETF 期权（沪）隐含波动率走势



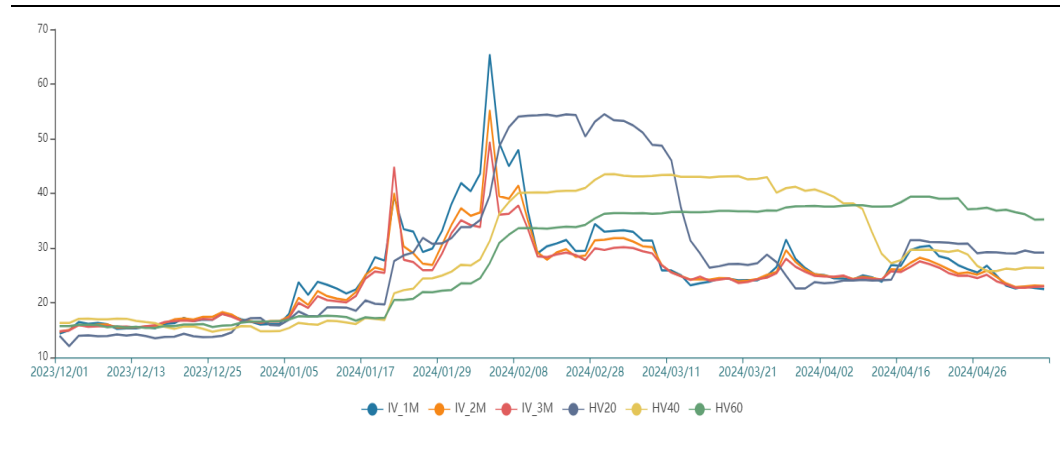
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



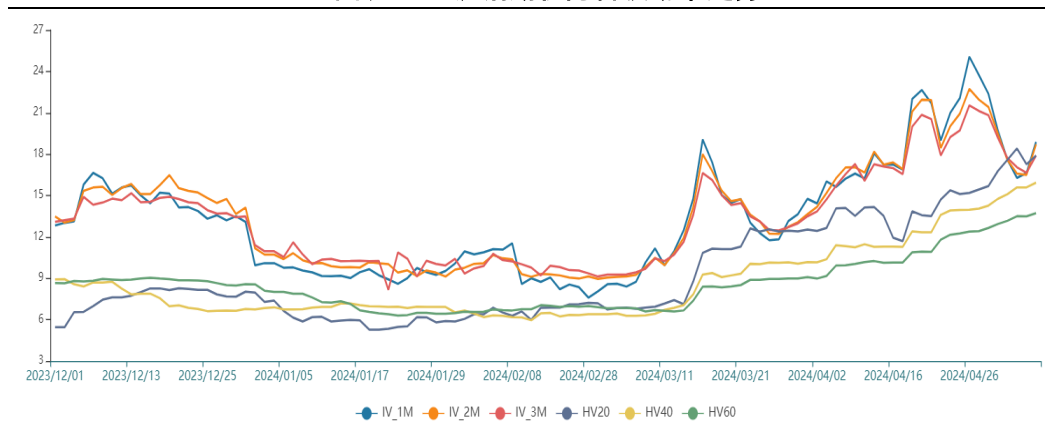
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



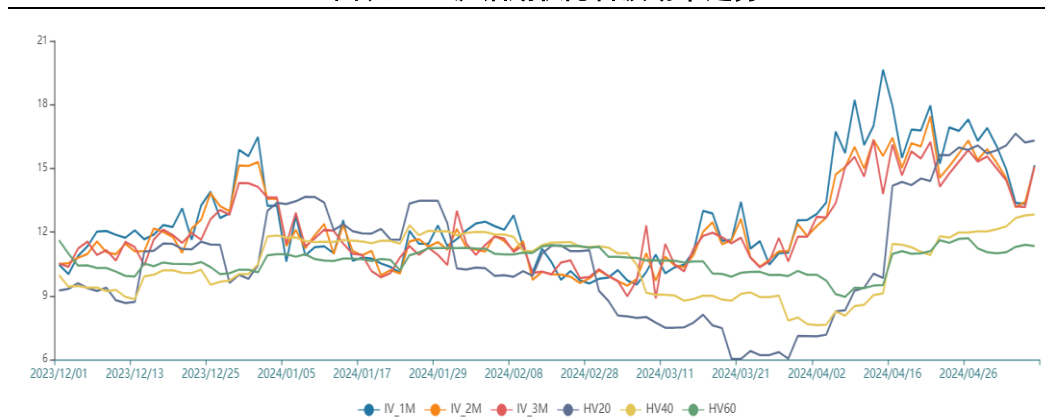
数据来源: wind, 兴证期货研发部

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



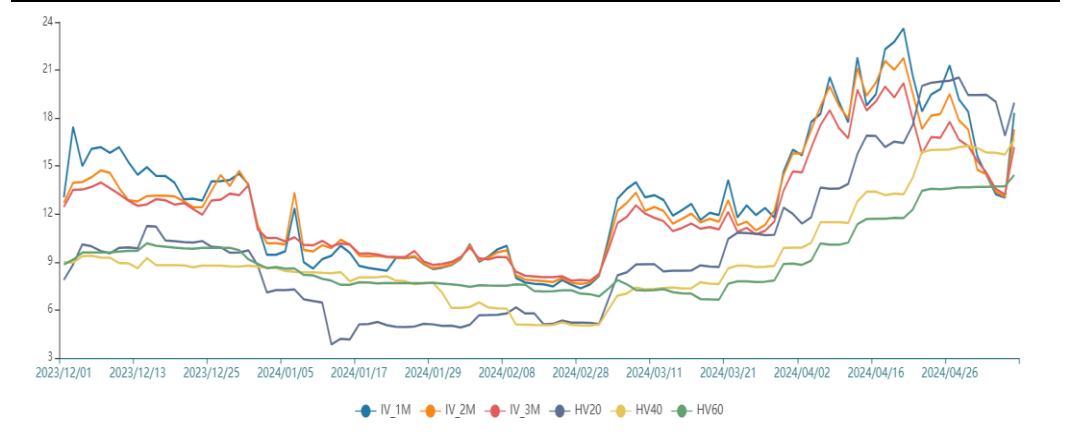
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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



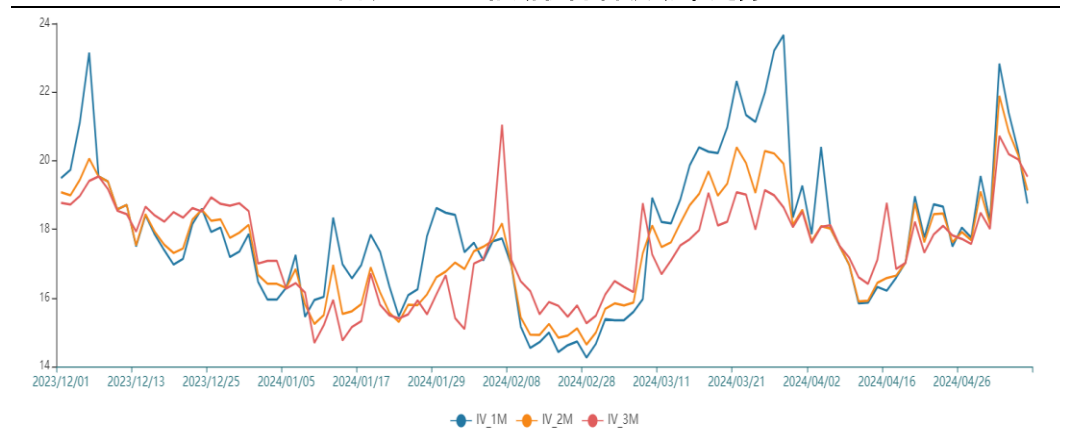
数据来源: wind, 兴证期货研发部

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

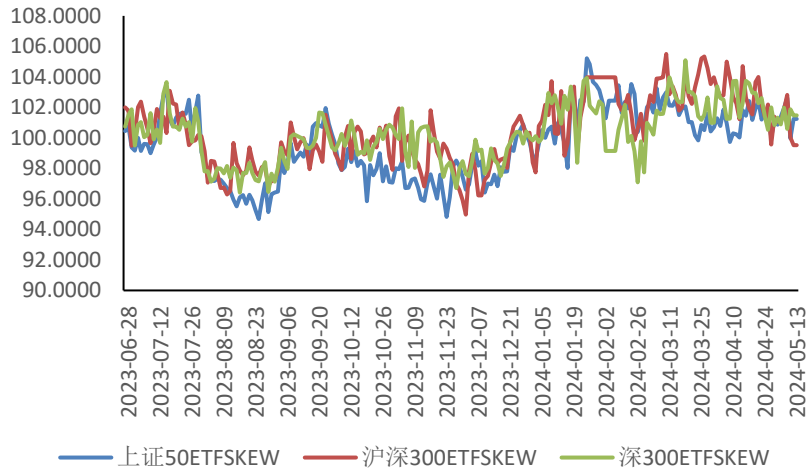


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

四、期权偏度

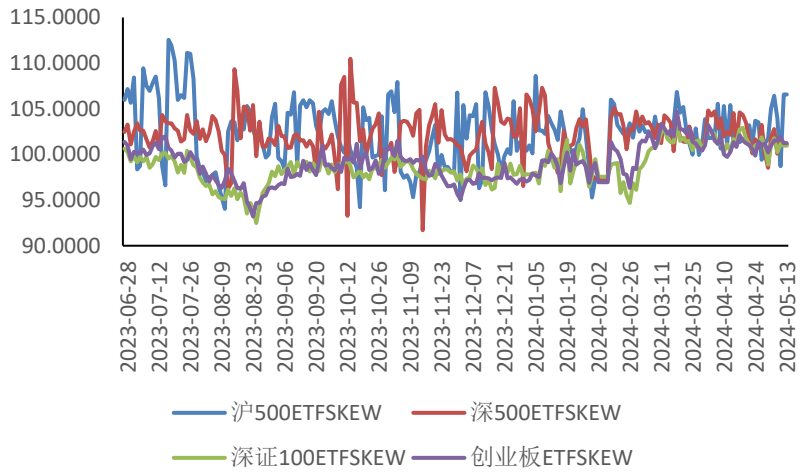
从金融期权的偏度指数分布来看，近期金融期权品种的偏度指数 skew 环比有所回落，市场看涨期权整体溢价回落，一方面反映市场追涨情绪回归平稳，另一方面，或将为下一波看涨期权溢价上升打开空间。

图表 43：金融期权偏度（一）



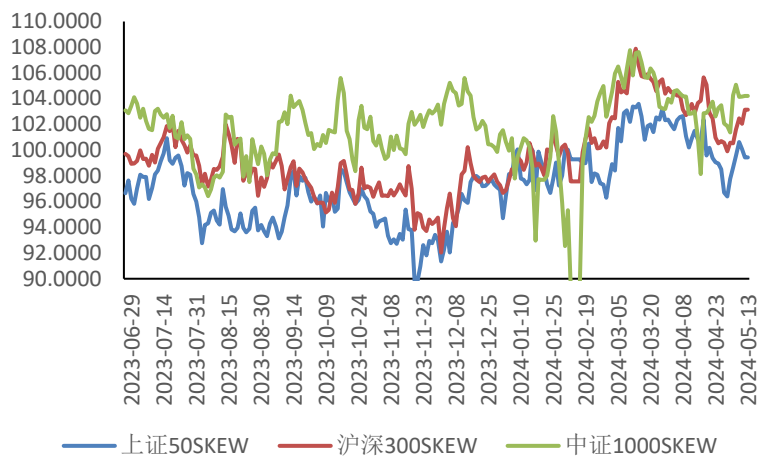
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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。