

政策利好脉冲效应，期权隐波低位反弹

兴证期货·研究咨询部

金融研究团队

2024年5月20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

● 中国4月规模以上工业增加值同比增6.7%，预期5.5%，前值4.5%。工业生产加快，装备制造业和高技术制造业较快增长。市场销售保持增长，服务消费增势良好。4月全国城镇调查失业率为5.0%，比上月和上年同月均下降0.2个百分点，就业形势总体稳定。受地产收储预期以及下调利率、下调首付比例等组合利好的影响，地产股联动金融股走强，带动两市多头情绪。基于指数估值强支撑与持续推进的政策刺激，我们认为后市指数或将延续震荡上涨趋势。

● 国外方面，美国4月核心CPI同比是自2021年4月以来的最低涨幅。市场交易通胀降温预期，美元指数、美债收益率下跌，降息预期刺激下，美道指一度突破四万点创历史新高。

● 金融期权各品种的成交量翘尾，期权成交PCR值回落，看涨期权成交活跃度增大，多头情绪占优。品种间多头情绪共振，我们认为后市在本轮政策利好与估值修复的驱动下，整体上或将维持多头情绪占优的局面，成交PCR值维持偏低位置，期间短空震荡行情影响有限。上证50、沪深300系列期权隐含波动率一度创下2020年以来的新低。由于波动率符合均值回归特征，在本轮多头情绪的刺激下，隐含波动率反弹回升。受制于上方阻力的影响，本轮隐波反弹空间有限，隐波期限结构整体稳定，多空情绪对于隐波的影响空间都比较小，指数偏震荡与隐波低位运行或将是后市的主要特征。结合当前隐波与指数基本面预期，可适当关注卖出看跌期

权。

- 商品期权方面，宏观数据刺激欧美央行降息预期，基本面需求缺口预期扩大，贵金属期权多头情绪高涨，看涨期权成交量剧增，成交 PCR 低位；此外，铜铝期权同样受到降息预期影响走强，情绪面与贵金属期权相近。甲醇、PTA 期权成交 PCR 回落，成交量环比增加，情绪面偏多，但相对弱于贵金属与有色金属。豆粕期权成交量环比下降，成交 PCR 偏低，呈震荡预期。沪铜期权隐波持续上升，铜价多头情绪主导隐波上升。甲醇、PTA 隐波小幅反弹，但波动空间不大。黄金、白银期权隐含波动率再度走高，特别是白银期权，受白银需求缺口的额外驱动，白银价格大涨，白银期权隐波再创历史新高，隐波溢价走高。豆粕期权隐含波动率环比回落，成交量缩小，预期降波震荡。

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 0.71%，沪市 300ETF 变化 0.49%，沪市 500ETF 变化-0.58%，深市 300ETF 变化 0.60%、深市 500ETF 变化-0.54%，创业板 ETF 变化-0.87%，深证 100ETF 变化 0.24%，上证 50 指数变化 1.80%、沪深 300 变化 0.32%、中证 1000 指数变化-0.20%。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、1.66、1.91、3.6，近十年周期中对应的分位为 13.24%、6.27%、11.18%、6.94%、7.06%。

国内方面，上周公布工业、投资、消费及就业等数据，中国 4 月规模以上工业增加值同比增 6.7%，预期 5.5%，前值 4.5%。全国固定资产投资 143401 亿元，同比增长 4.2%；1-4 月份全国房地产开发投资 30928 亿元，同比下降 9.8%。消费方面。4 月份，社会消费品零售总额同比增长 2.3%。其中，工业生产加快，装备制造业和高技术制造业较快增长。市场销售保持增长，服务消费增势良好。全国城镇调查失业率平均值为 5.2%，比上年同期下降 0.2 个百分点。4 月份，全国城镇调查失业率为 5.0%，比上月和上年同月均下降 0.2 个百分点。就业形势总体稳定。

近日，高层释放重磅政策：中国人民银行调整商业性个人住房贷款利率，取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。自 5 月 18 日起，下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为 2.35%和 2.85%。央行、国家金融监督管理总局发布通知，对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%。受地产收储预期以及下调利率、下调首付比例等组合利好的影响，地产股联动金融股走强，带动两市多头情绪。基于指数估值强支撑与持续推进的政策刺激，我们认为后市指数或将延续震荡上涨趋势。

国外方面，美国 4 月末季调 CPI 同比升 3.4%，预期升 3.4%，前值升 3.5%；季调后 CPI 环比升 0.3%，预期升 0.4%，前值升 0.4%。美国 4 月末季调核心 CPI 同比升 3.6%，预期升 3.6%，前值升 3.8%；季调后核心 CPI 环比升 0.3%，预期升 0.3%，前值升 0.4%。4 月通胀数据较上个月放缓，核心 CPI 同比是自 2021 年 4 月以来的最低涨幅。市场交易通胀降温预期，美元指数、美债收益率下跌，降息预期刺激下，美道指一度突破四万点创历史新高。

2.商品行情回顾

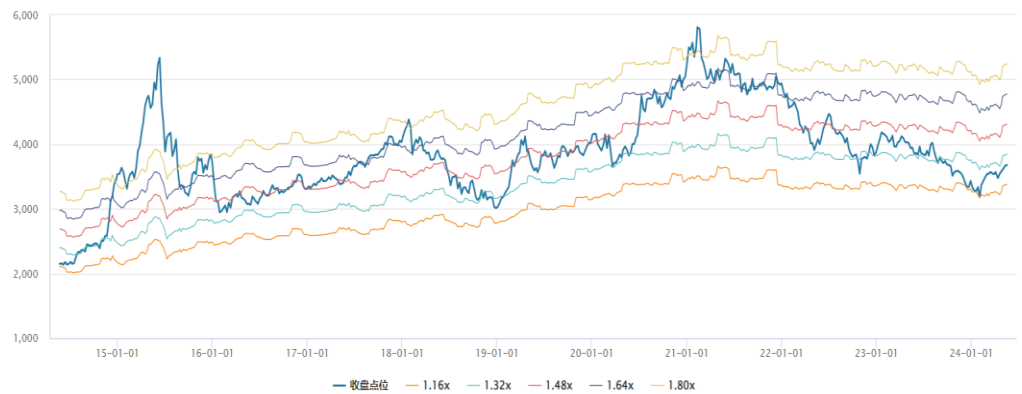
前一周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为 4.05%、1.30%；甲醇、PTA 周度涨跌幅分别为 4.04%、0.72%；豆粕、黄金活跃合约周度涨跌幅为 1.96%、0.62%。上一周受欧美降息预期回升影响，铜、铝、贵金属价格走高；此外，甲醇价格大涨，PTA 价格震荡反弹；豆粕价格缩量震荡。

图 1：上证 50 指数动态市净率



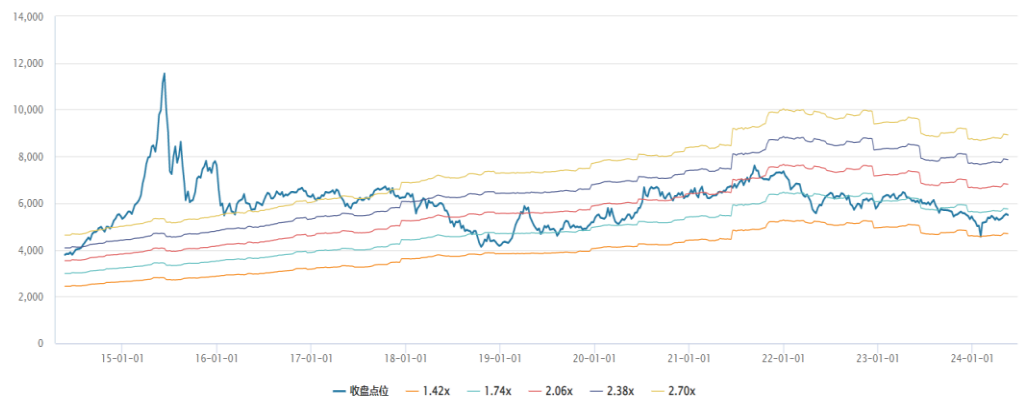
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 2：沪深 300 指数动态市净率



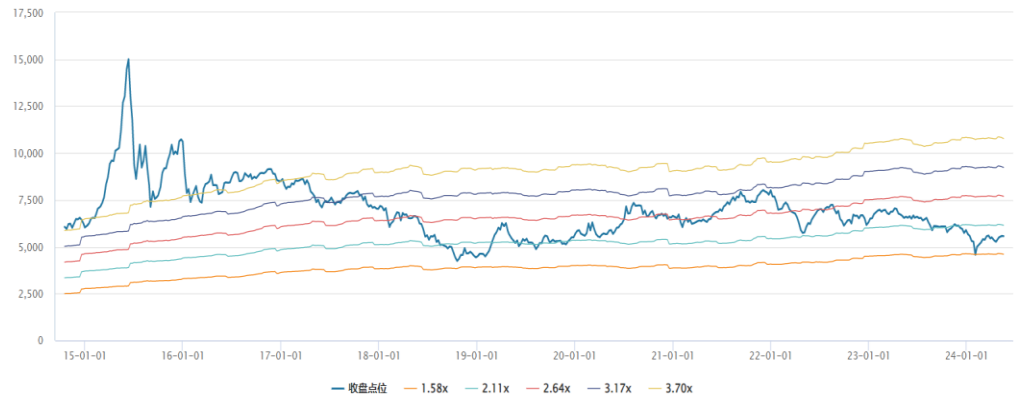
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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

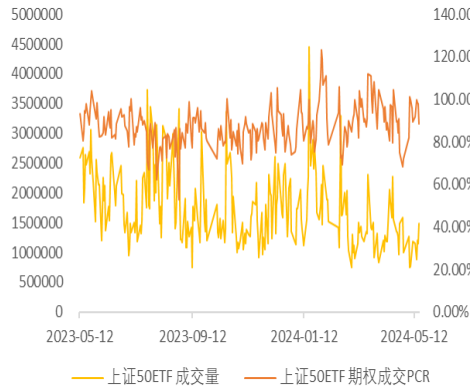
上一周金融期权各品种的成交量翘尾, 上半周成交量偏低迷, 指数缩量震荡回踩, 期间成交量 PCR 值回升, 此后受周五中央多重政策利好的刺激下, 指数上攻, 期权成交 PCR 值回落, 看涨期权成交活跃度增大, 多头情绪占优。品种间多头情绪共振, 我们认为后市在本轮政策利好与估值修复的驱动下, 整体上或将维持多头情绪占优的局面, 成交 PCR 值维持偏低位置, 期间短空震荡行情影响有限。

2. 商品期权

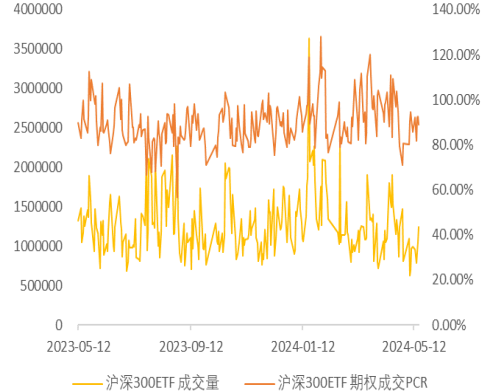
商品期权方面, 宏观数据刺激欧美央行降息预期, 基本面需求缺口预期扩大,

贵金属期权多头情绪高涨，看涨期权成交量剧增，成交 PCR 低位；此外，铜铝期权同样受到降息预期影响走强，情绪面与贵金属期权相近。甲醇、PTA 期权成交 PCR 回落，成交量环比增加，情绪面偏多，但相对弱于贵金属与有色金属。豆粕期权成交量环比下降，成交 PCR 偏低，呈震荡预期。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

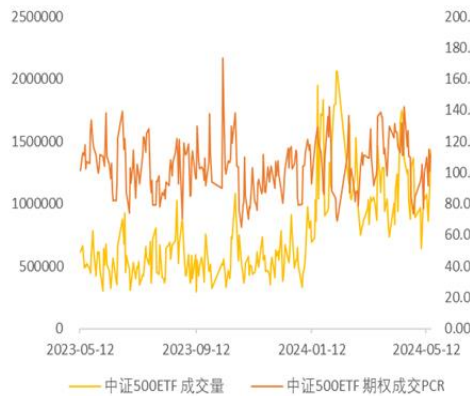


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

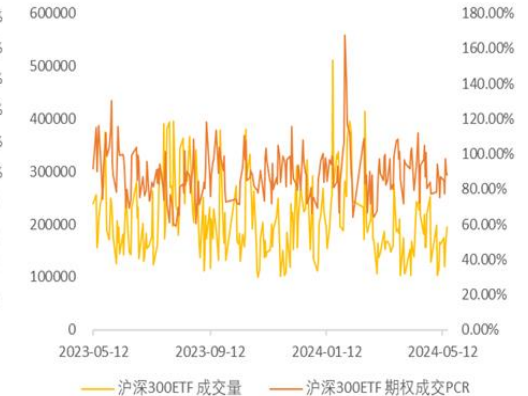


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

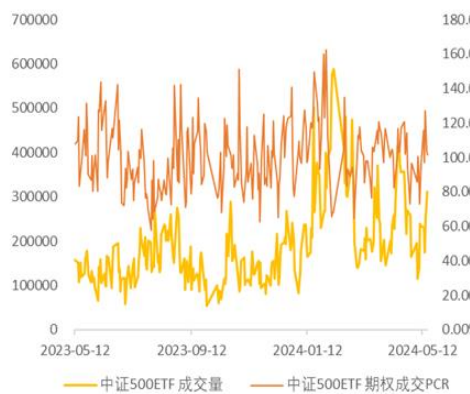


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

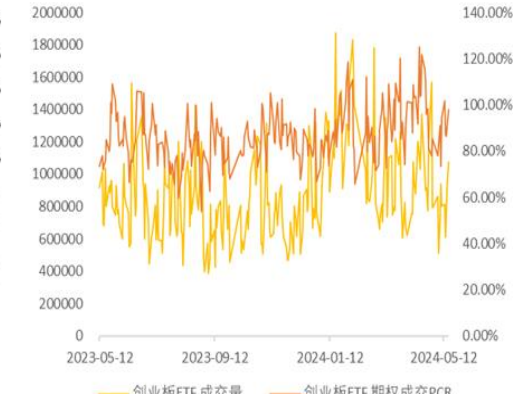


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

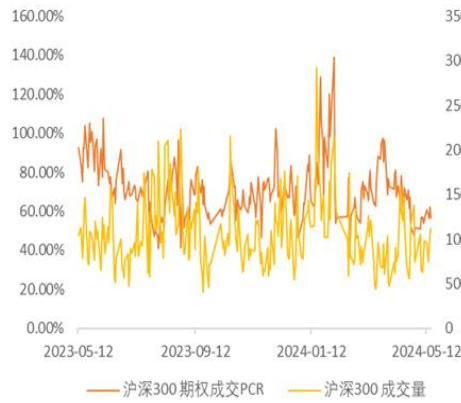


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

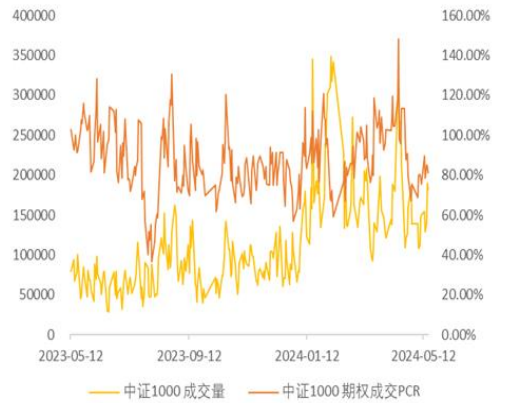


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

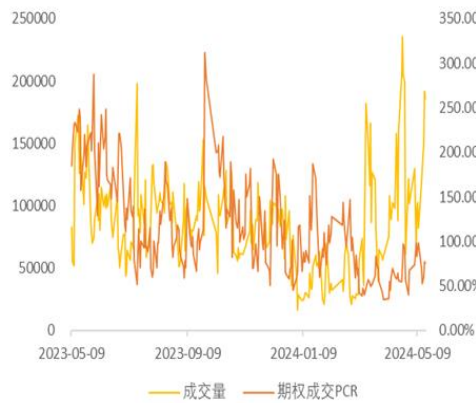


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

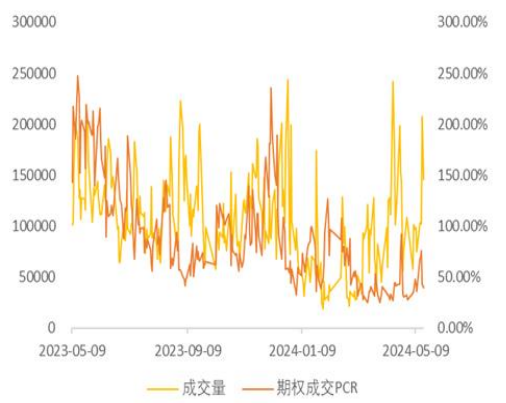


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 17: 沪铜期权 PCR

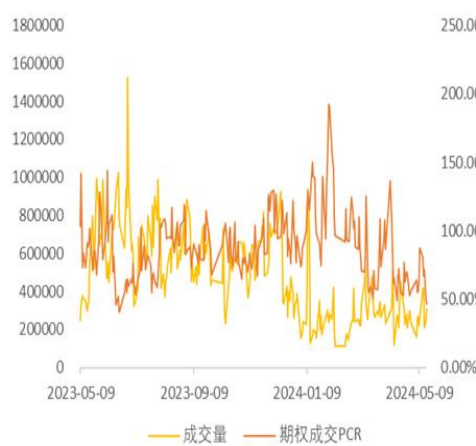


图表 18: 沪铝期权 PCR

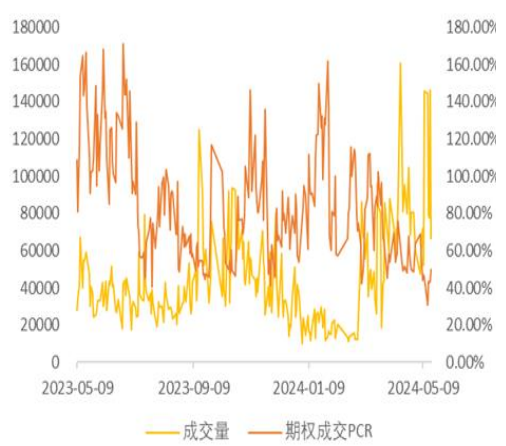


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 19: 甲醇期权 PCR

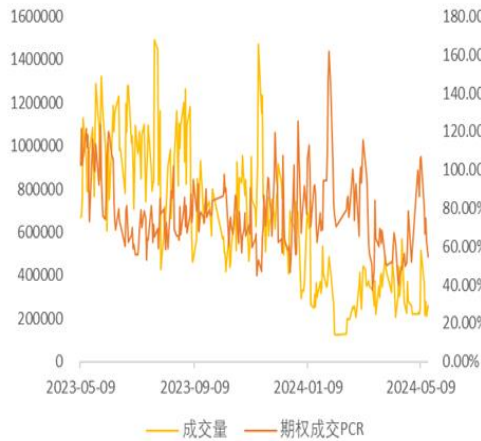


图表 20: 沪金期权 PCR

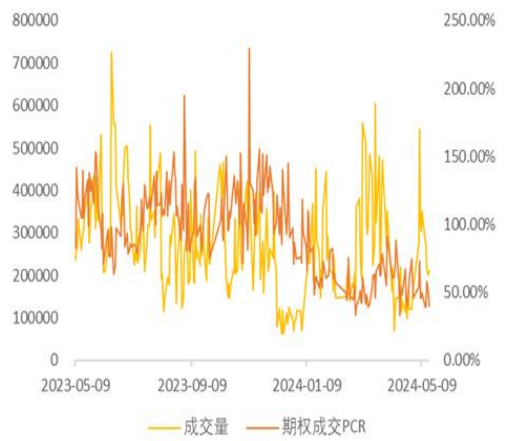


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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

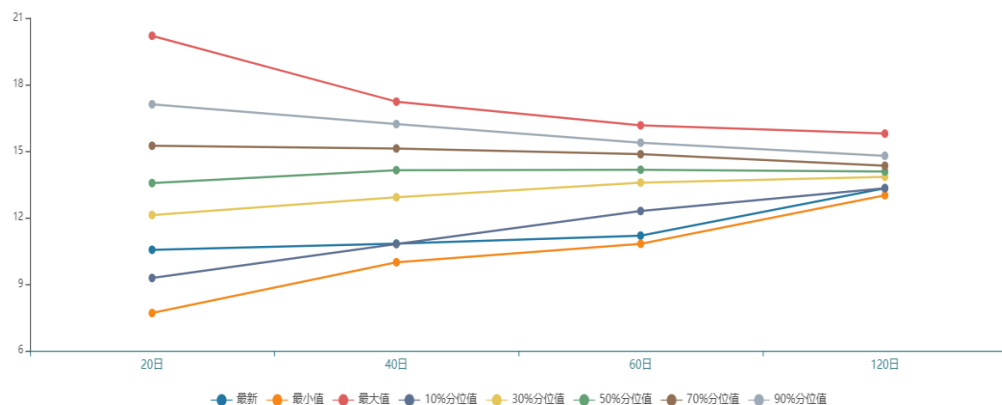
1. 金融期权

波动率方面, 上证 50、沪深 300 系列期权隐含波动率一度创下 2020 年以来的新低, 平值附近期权隐波低于 14%。由于波动率符合均值回归特征, 在本轮多头情绪的刺激下, 隐含波动率反弹回升。受制于上方阻力的影响, 本轮隐波反弹空间有限, 隐波期限结构整体稳定, 多空情绪对于隐波的影响空间都比较小, 指数偏震荡与隐波低位运行或将是后市的主要特征。结合当前隐波与指数基本面预期, 可适当关注卖出看跌期权。

2. 商品期权

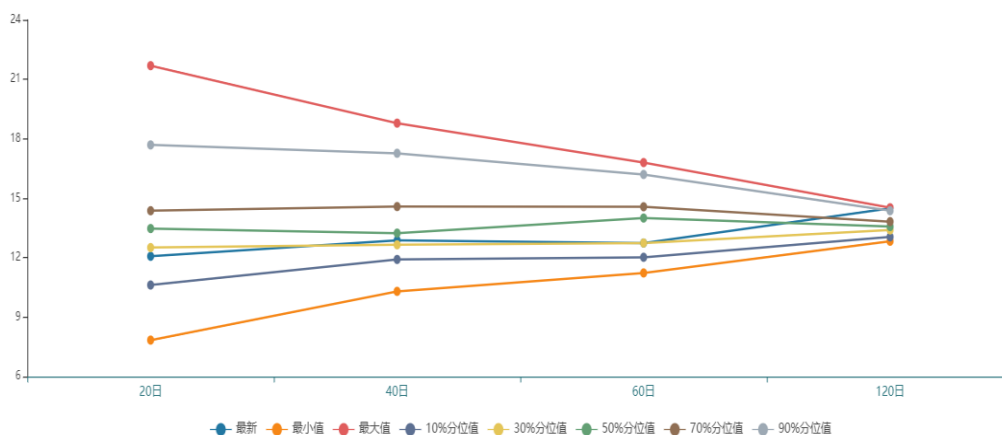
商品期权方面, 沪铜期权隐波持续上升, 铜价多头情绪主导隐波上升。甲醇、PTA 隐波小幅反弹, 但波动空间不大。黄金、白银期权隐含波动率再度走高, 特别是白银期权, 受白银需求缺口的额外驱动, 白银价格大涨, 白银期权隐波再创历史新高, 隐波溢价走高。豆粕期权隐含波动率环比回落, 成交量缩小, 预期降波震荡。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



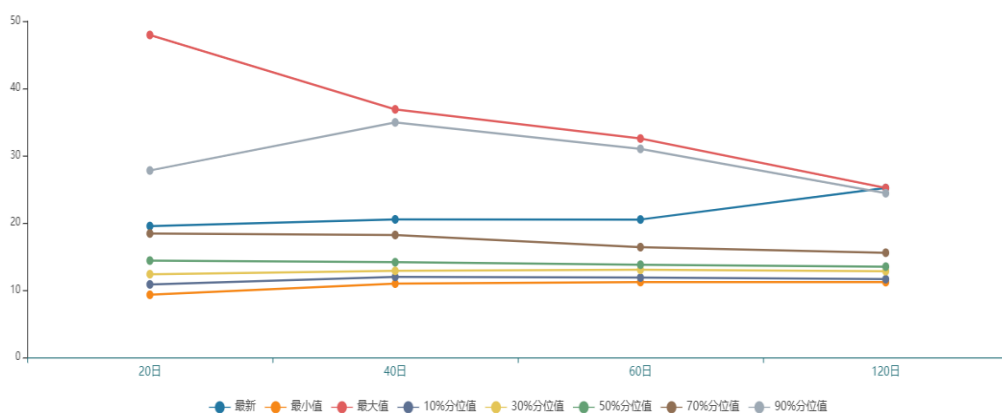
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



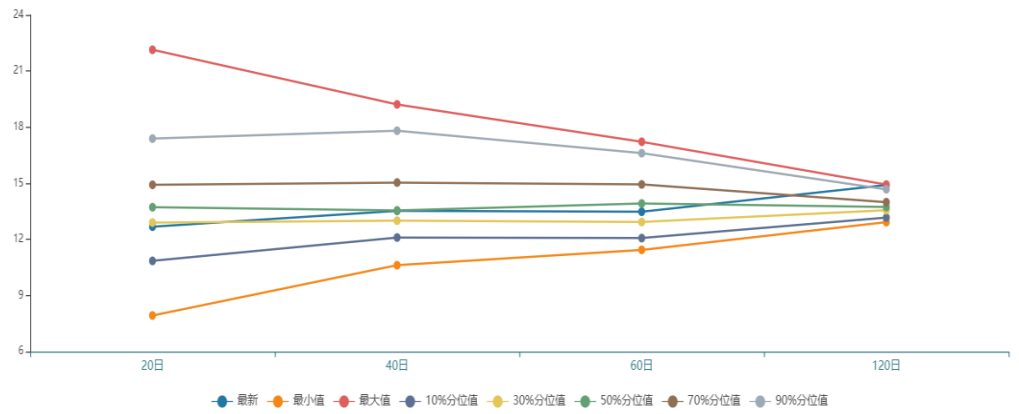
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 25: 沪市 500ETF 历史波动率锥



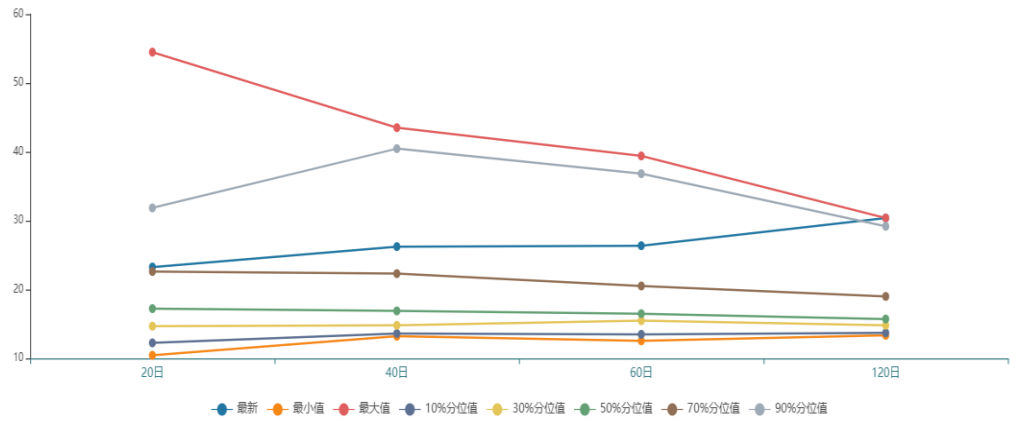
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



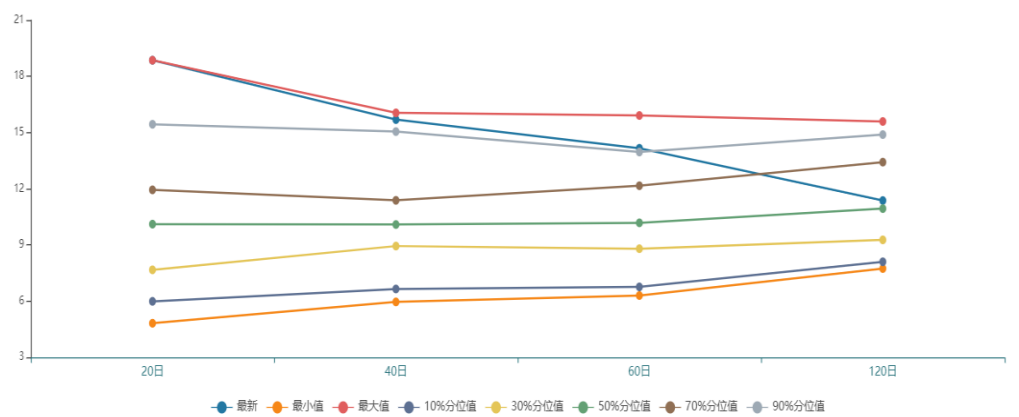
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



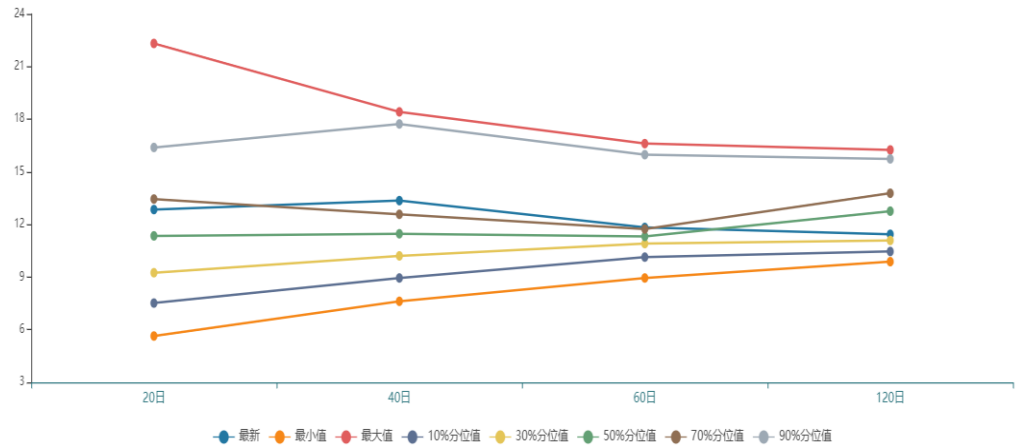
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 28: 沪铜历史波动率锥



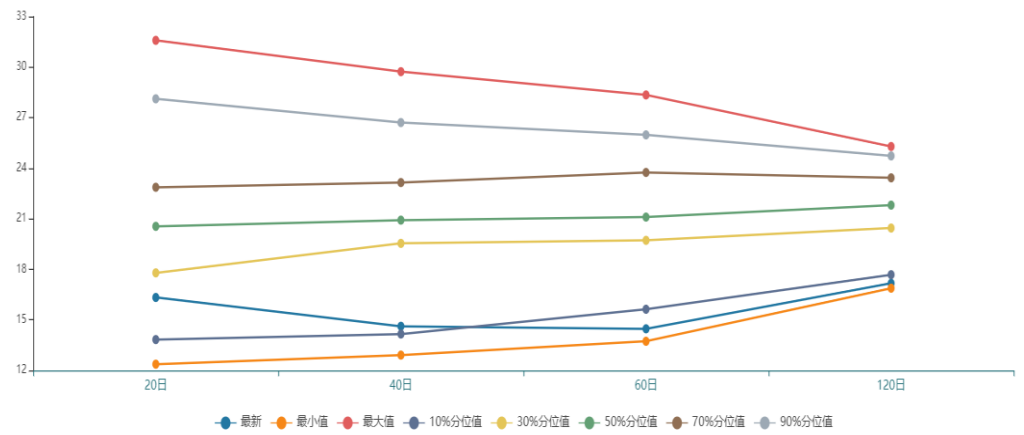
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 29：沪铝历史波动率锥



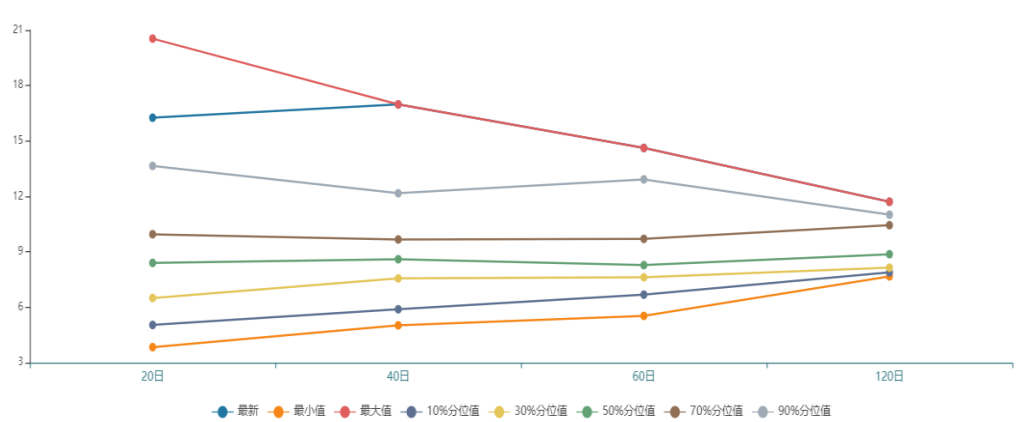
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 30：甲醇历史波动率锥



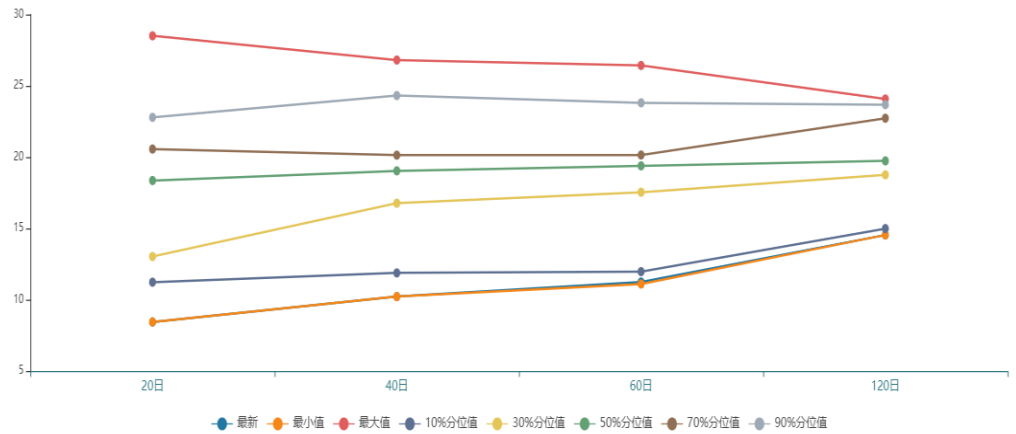
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31：沪金历史波动率锥



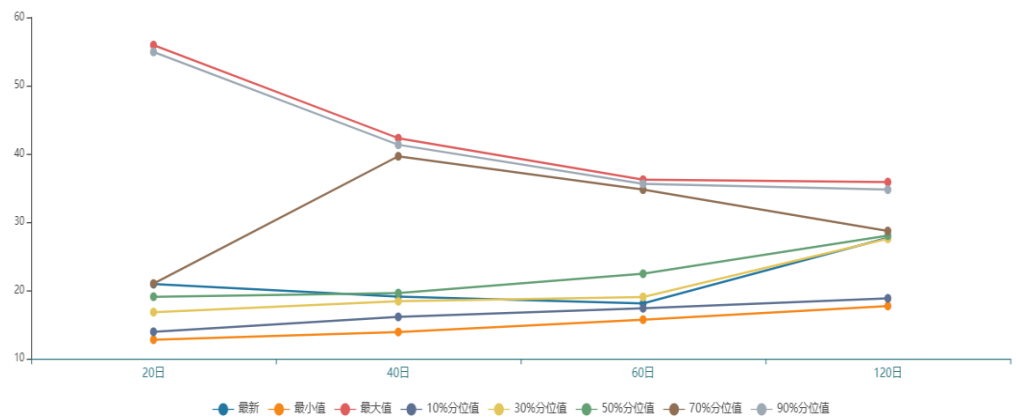
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31: PTA 历史波动率锥



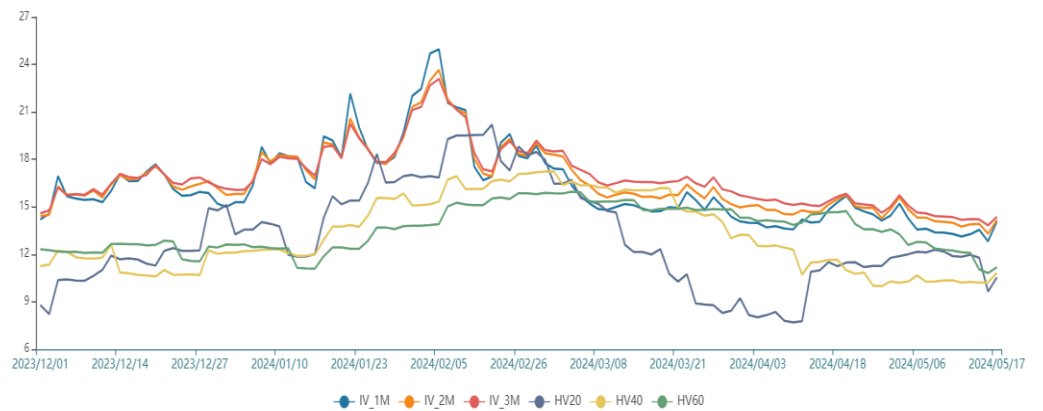
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 32: 豆粕历史波动率锥



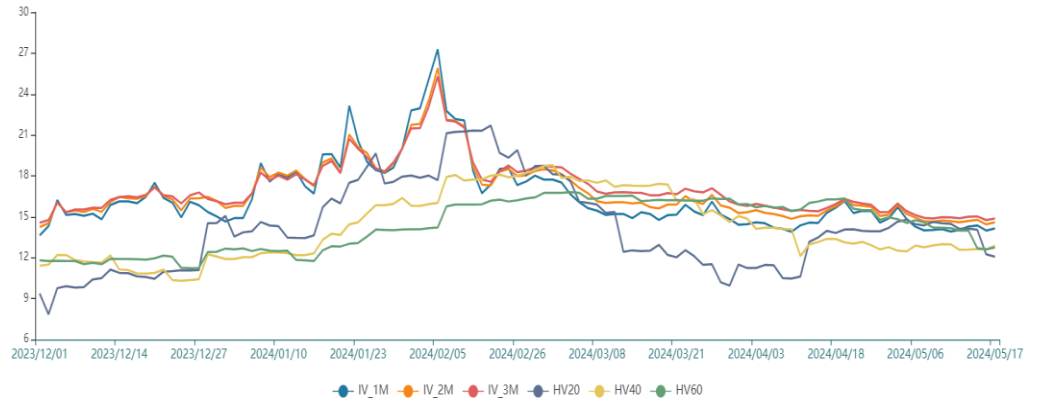
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 33: 50ETF 期权隐含波动率走势



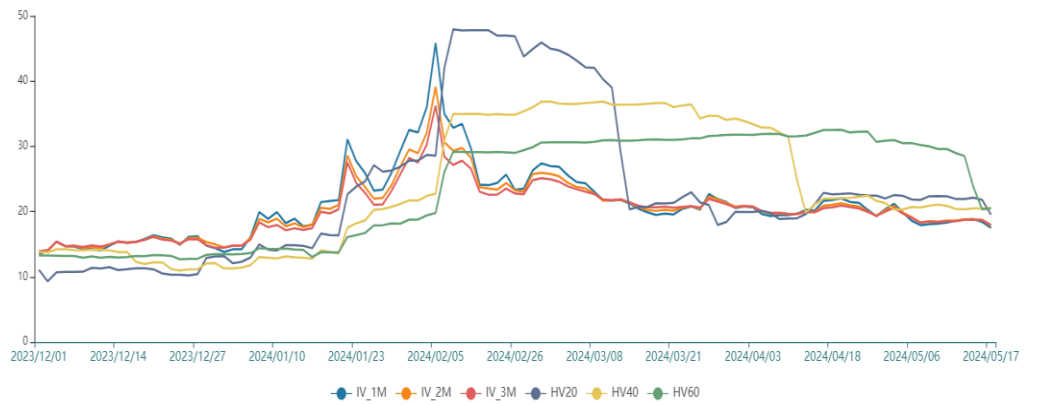
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 34: 300ETF 期权 (沪) 隐含波动率走势



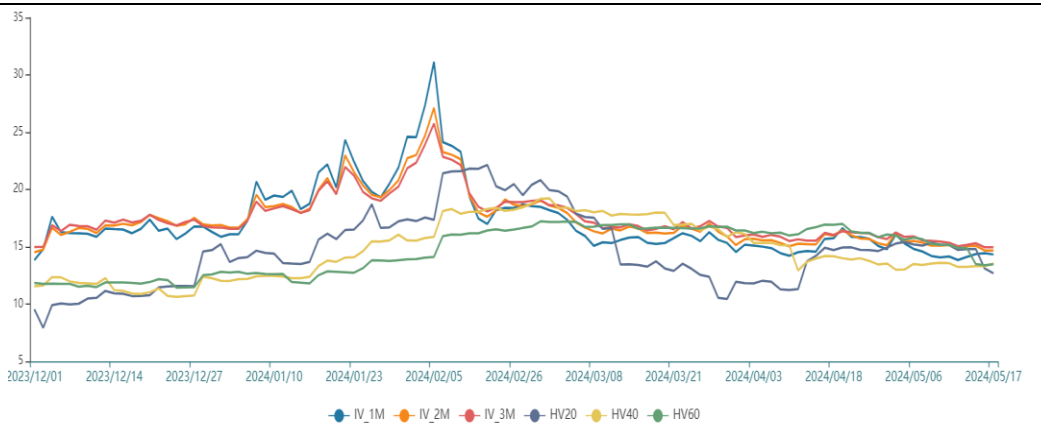
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 35: 500ETF 期权 (沪) 隐含波动率走势



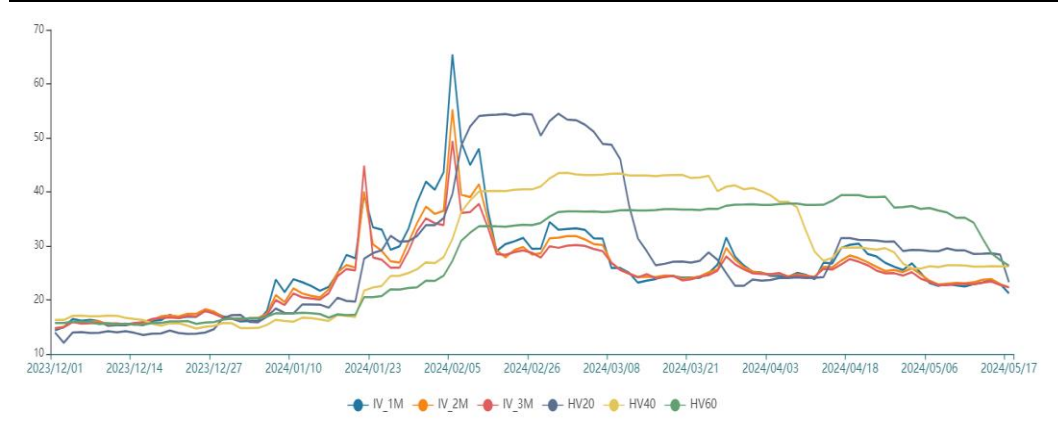
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



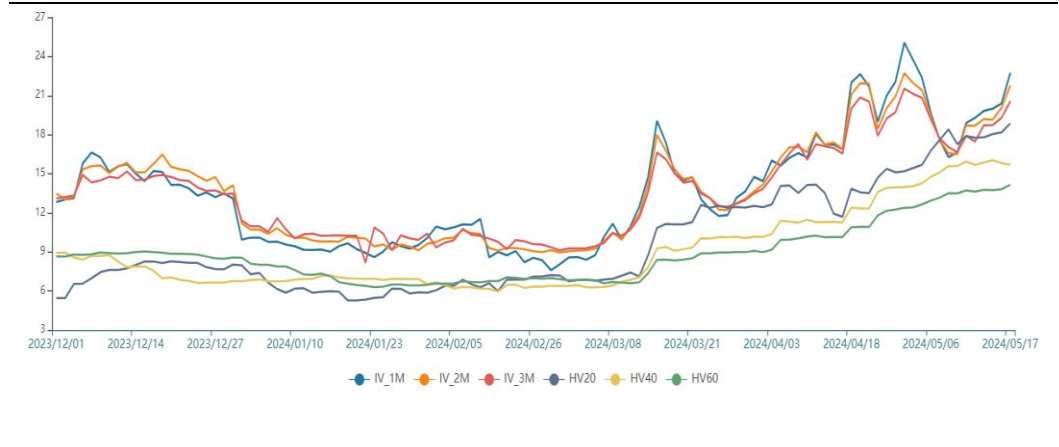
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



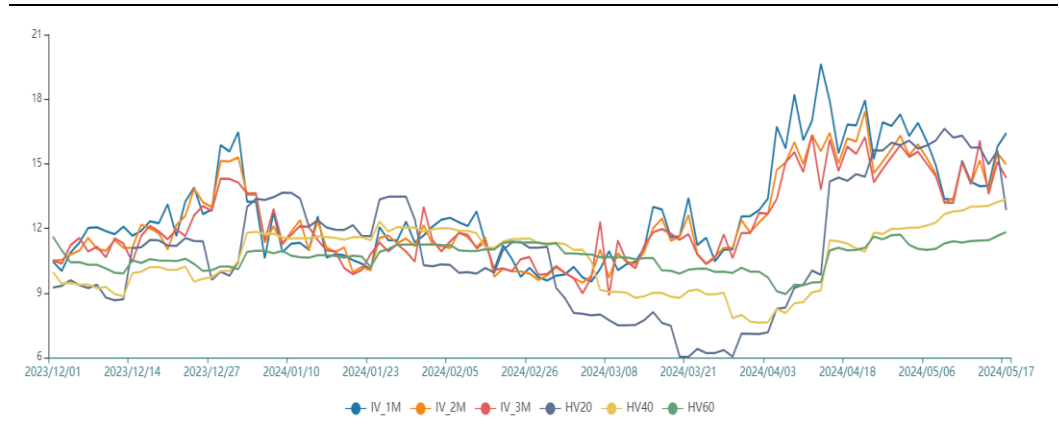
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



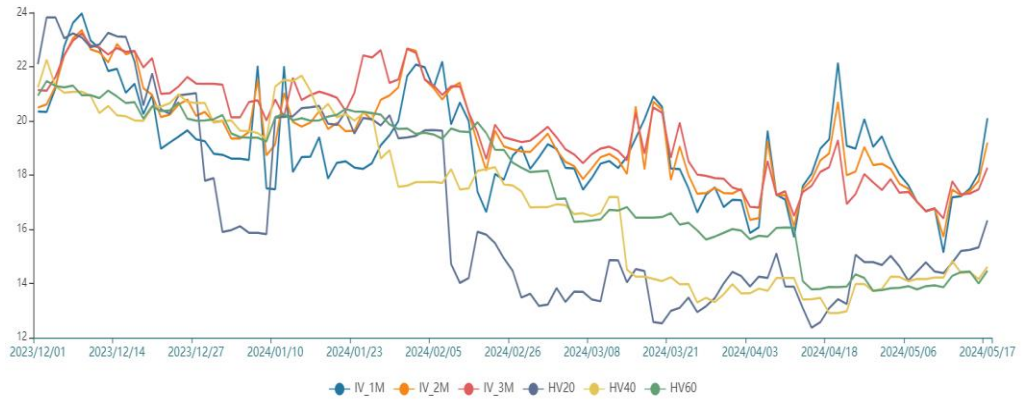
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



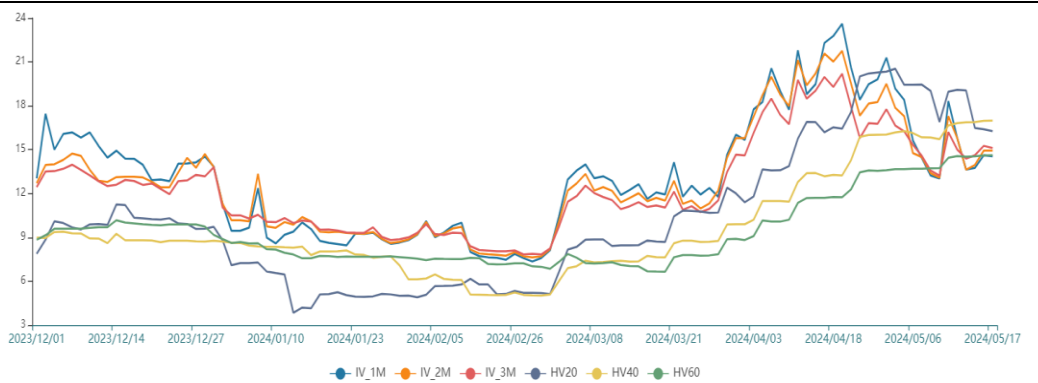
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



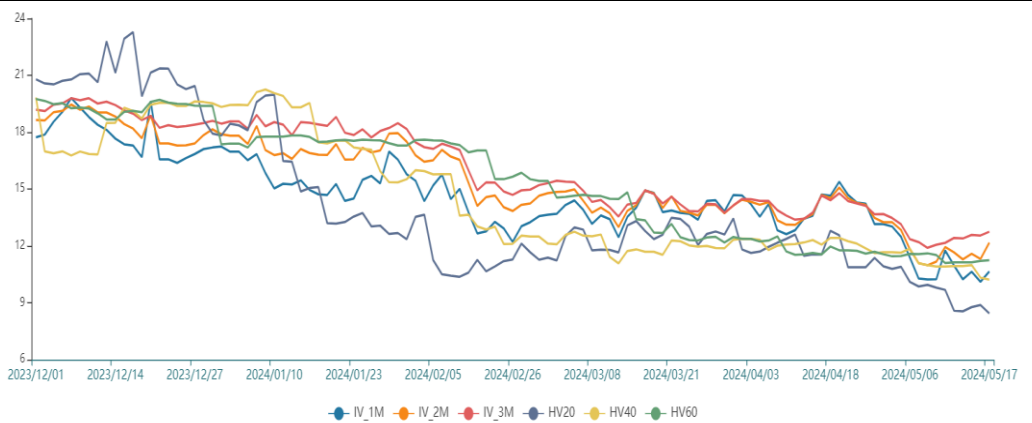
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 41: 沪金期权隐含波动率走势



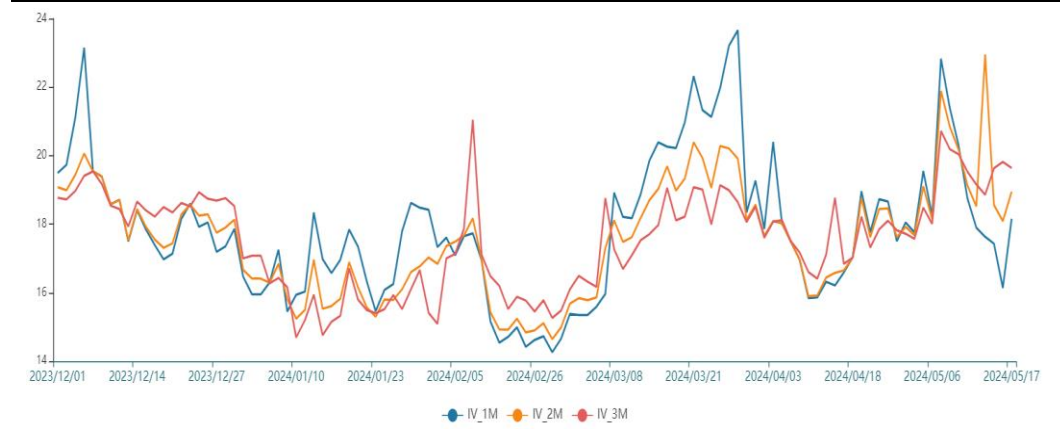
数据来源: wind, 兴证期货研发部

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

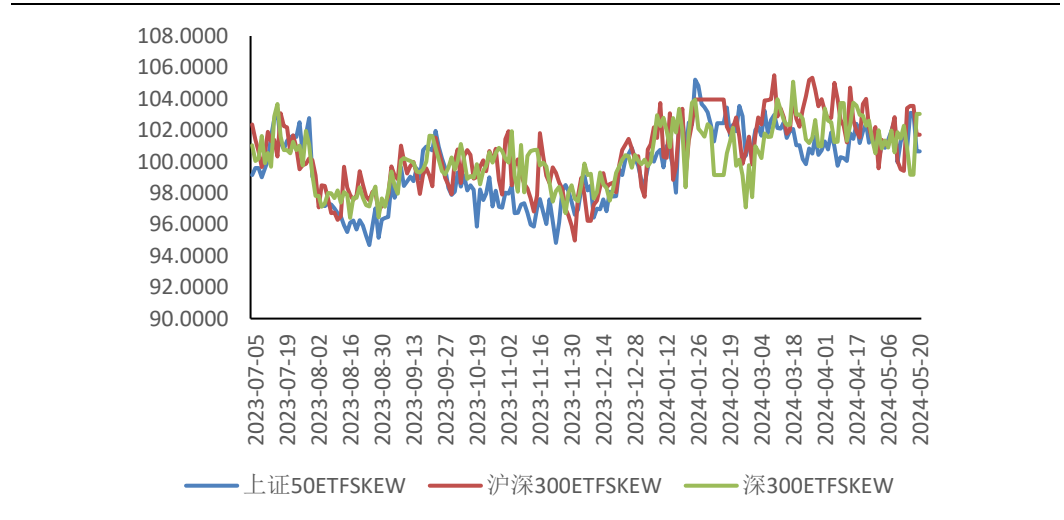


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

四、期权偏度

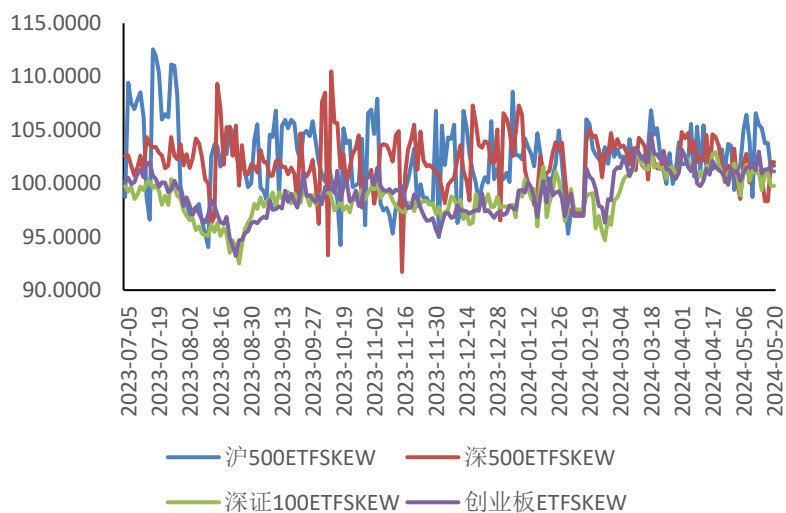
从金融期权的偏度指数分布来看, 近期金融期权品种的偏度指数 skew 环比有所回落, 受利好消息刺激影响, 看涨期权波动率溢价环比回升, 但中小创系列期权偏度指数依然高于 100, 通常偏震荡行情中容易出现偏度指数略高于 100 的情况, 且近期偏度结构比较稳定, 未出现偏指巨震的情况, 反映指数偏震荡预期。

图表 43: 金融期权偏度 (一)



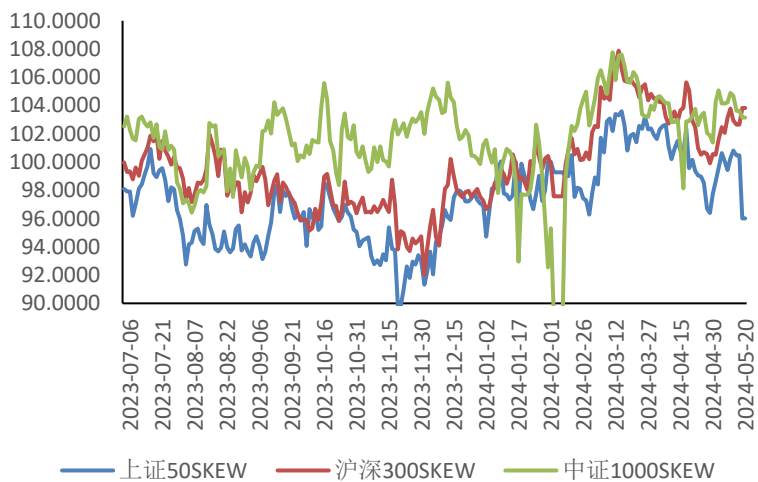
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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。