

## 长假因素消退，隐波期限结构回归常态

兴证期货.研发中心

2023年1月30日 星期一

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

杨娜

从业资格编号：F03091213

投资咨询编号：Z0016895

周立朝

从业资格编号：F03088989

联系人：周立朝

电话：0591-38117689

邮箱：zhoulc@xzfutures.com

### 内容摘要

上证上证 50 指数、沪深 300 指数延续震荡反弹走势，春节期间欧美、香港股市延续开年涨势继续上行，A50 期指累计涨幅近 3%，节后高开成定局。国外方面，美欧经济体均有超预期表现，衰退担忧缓和，叠加中国增长前景向好，全球市场情绪乐观。虽然欧美主要经济体进入紧缩周期尾声，但全球通胀仍高，利率下行的过程将会缓慢，后续需要关注紧缩政策的滞后效应及可能引发衰退风险和金融脆弱性加剧。

长假期结束后，后市市场对于权利仓买入热度逐渐衰减，长假期间积聚的不确定性情绪大概率下降。隐含波动率方面，在长假因素的影响下，1 月 ETF 期权整体隐波溢价较高，在隐波期限结构上，呈现出近月隐波大幅高于远月的偏斜特征。但是 1 月平值附近合约 gamma 值大，1 月合约的隐波期限结构套利难度以及风险敞口较大。本周随着长假情绪逐渐宣泄，隐含波动率期限结构大概率回归至近月低于远月的常态结构。期间可适当关注非 1 月到期合约的波动率交易机会。

商品期权方面，大宗商品在春节期间表现比较稳定。全球经济衰退预期与欧美加息预期呈现反复多变特征，在预期交易逻辑影响下，当前能化与有色板块呈现区间震荡特征，节前商品期权 PCR 值偏低，期权成交量也维持在偏低程度。商品期权市场整体避险情绪不高。有色、能化品种隐含波动率延续低波局面，春节期间大宗商品普遍比较稳定。国内外事件驱动对商品期权隐波的刺激效果弱化，节后大概率重回降波震荡行情。

**风险因子：经济数据表现不佳、流动性拐点、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 1.75%，沪市 300ETF 变化 2.48%，沪市 500ETF 变化 3.17%，深市 300ETF 变化 2.56%、深市 500ETF 变化 3.05%，创业板 ETF 变化 3.72%，深证 100ETF 变化 2.85%，上证 50 指数变化 1.77%、沪深 300 变化 2.63%、中证 1000 指数变化 3.37%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 9.87、12.1、23.97、29.94、42.82，五年周期中对应的分位为 39.37%、37.4%、51.18%、22.44%、23.62%。

上证 50 指数、沪深 300 指数延续震荡反弹走势：从去年 11 月份至今的周线级别底背离基础上出现的周线级别反弹行情。2022 年度居民存款数据大幅增加，资产荒背景下，优质低估值资产将成为资金追逐目标。在高层释放了优化央企、国企估值体系的信号以来，市场资金开始看好部分以蓝筹股为主的低估值资产，后市大概率维持大小风格强弱分化的结构行情。春节期间欧美、香港股市延续开年涨势继续上行，A50 期指累计涨幅近 3%，节后高开成定局，需要注意的是，若出现大幅高开跳空缺口后，技术层面上回落概率较大，注意追高风险。

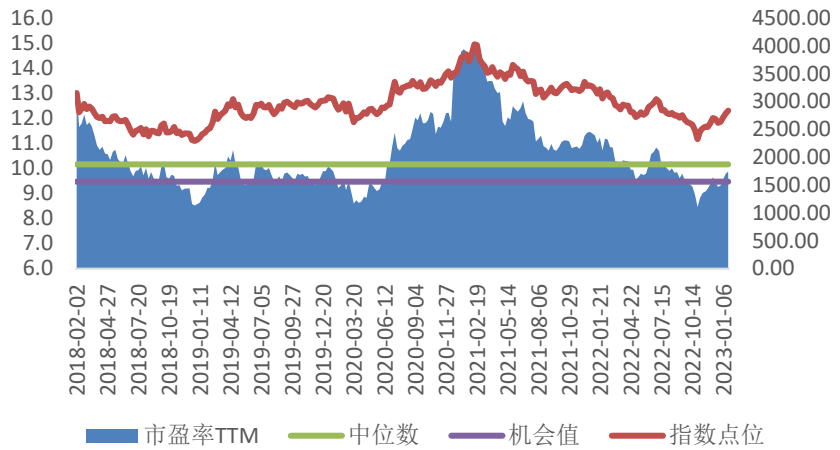
国外方面，美欧经济体均有超预期表现，衰退担忧缓和，叠加中国增长前景向好，全球市场情绪乐观，美国通胀数据预示着美联储 2 月加息幅度将进一步收窄至 25 个基点。美国 GDP 数据超预期，当周失业情况低于预期。虽然欧美主要经济体进入紧缩周期尾声，但全球通胀仍高，利率下行的过程将会缓慢，后续需要关注紧缩政策的滞后效应及可能引发衰退风险和金融脆弱性加剧。

总体来看，金融期权标的的指数周线震荡反弹趋势不变，国内经济复苏预期，国外经济好于预期，市场情绪利多，短线或因 A 股指数高开出现抛压。

### 2.商品行情回顾与展望

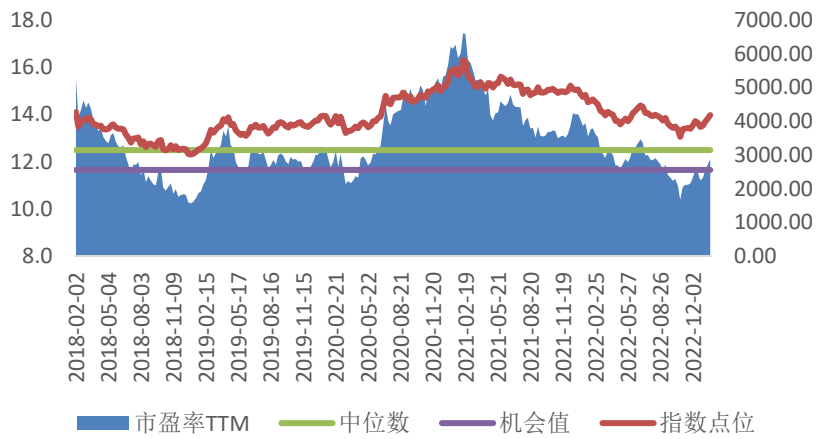
春节前一周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为 2.61%、5.13%；甲醇、聚丙烯、PTA 周度涨跌幅分别为 4.60%、3.27%、4.84%；豆粕活跃合约周度涨跌幅为-1.92%。春假长假期间，大宗商品市场互有涨跌，伦铜、铝等有色波动较小。与近几年行情相比，大宗商品在春节期间表现比较稳定。全球经济衰退预期与欧美加息预期呈现反复多变特征，在预期交易逻辑影响下，当前能与有色板块呈现区间震荡特征，相比之下，黑色板块近期延续震荡反弹势头，近期国内对于地产行业的强政策频出，对于黑色板块构成利好支撑。

图 1: 上证 50 指数估值 (市盈率-TTM)



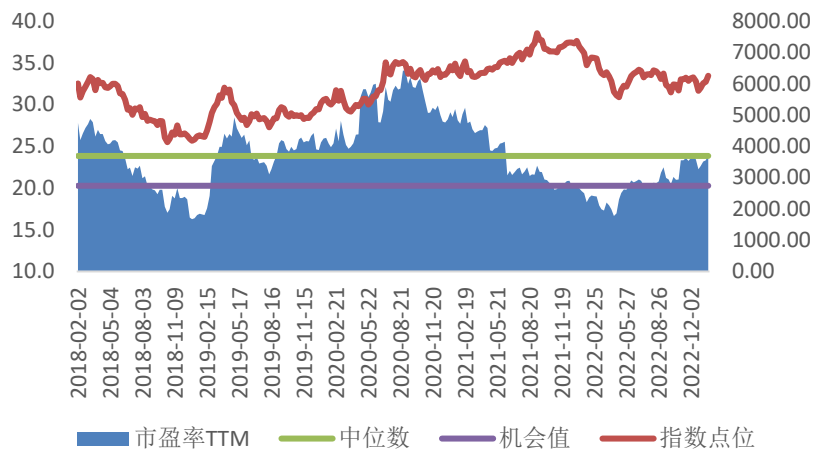
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 2: 沪深 300 指数估值 (市盈率-TTM)



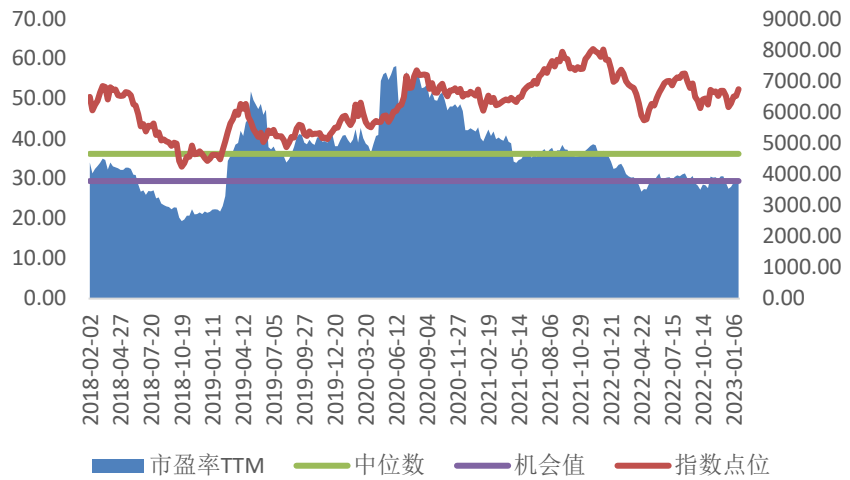
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 3: 中证 500 指数估值 (市盈率-TTM)



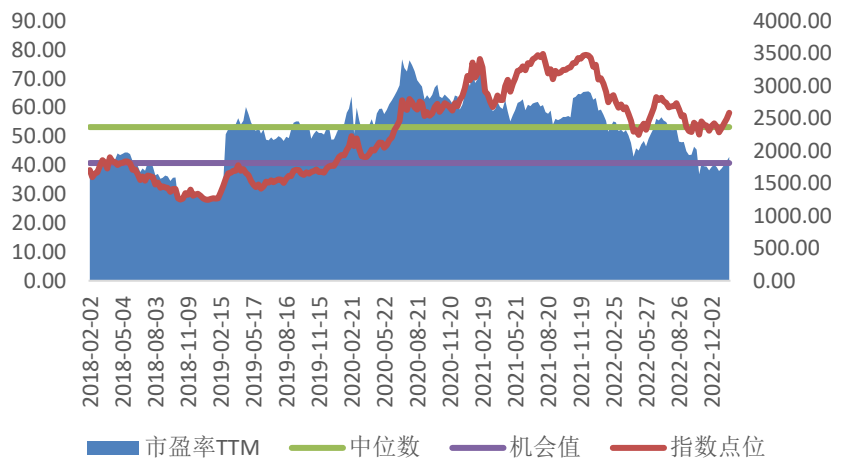
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率-TTM)



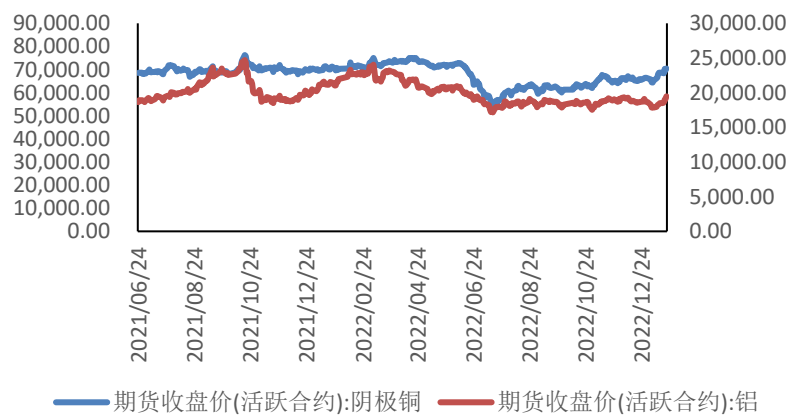
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 5: 创业板指数估值 (市盈率-TTM)



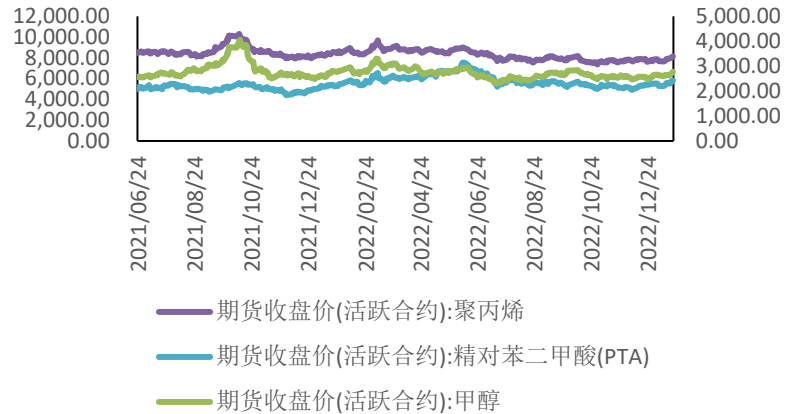
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 6: 铜、铝活跃合约收盘价



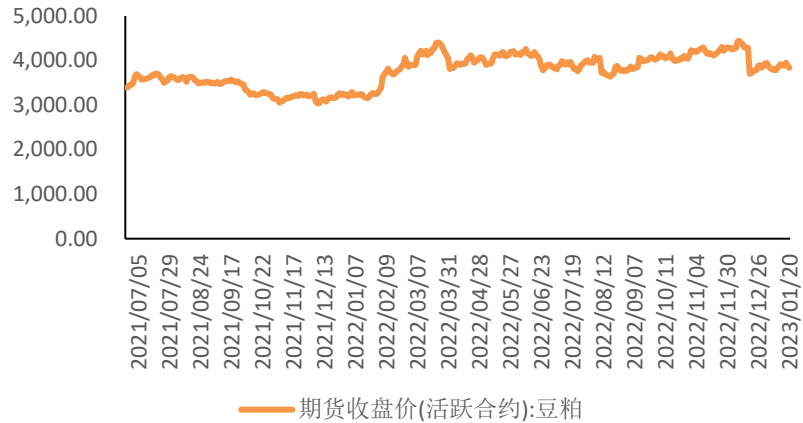
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 7: 聚丙烯、PTA、甲醇活跃合约收盘价



数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 8: 豆粕活跃合约收盘价



数据来源: wind, 兴证期货研发中心

## 二、期权成交与 PCR（认沽/认购）

### 1. 金融期权

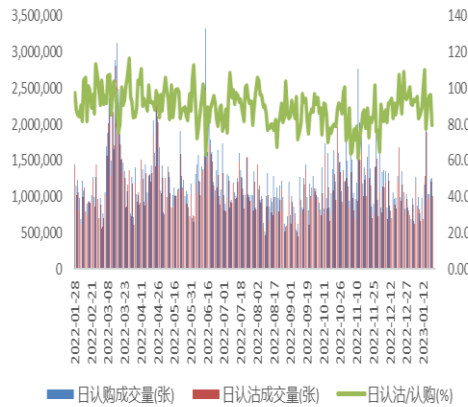
春节长假前的一周，期权成交量环比上升，PCR 值平均保持在 0.9 至 1 之间。本周为长假后第一周，长假期结束后，市场对于权利仓买入热度衰减，长假期间积聚的不确定性情绪大概率下降，其中，ETF 期权的 1 月合约到期日是春节后首个交易日，该月份合约迎来“末日期权”行情，平值附近的 1 月合约成交或将出现单个交易日大增的情况。

### 2. 商品期权

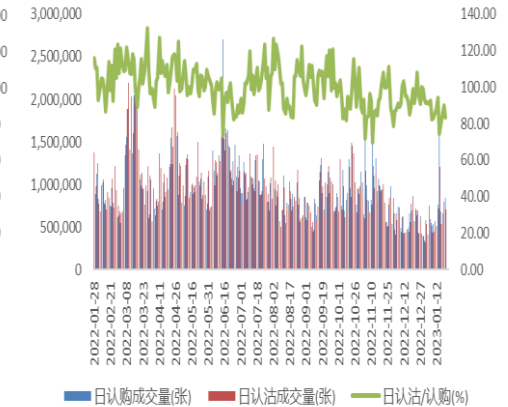
节前商品期权 PCR 值偏低，期权成交量也维持在偏低程度。美国 CPI、PPI

等数据环比走低，市场对于后市美联储加息预期弱化，同时经济数据超预期，对于大宗商品的扰动减弱，商品期权市场整体避险情绪不高。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

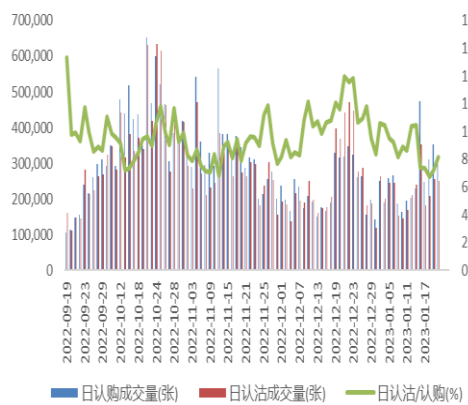


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

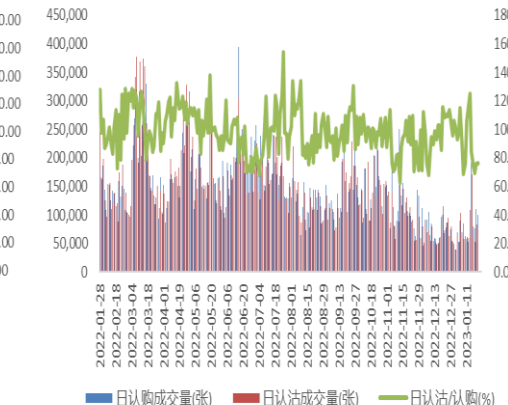


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

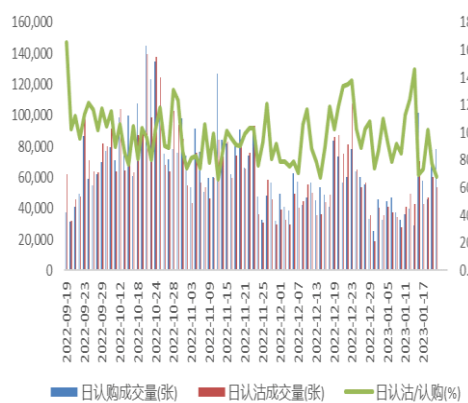


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

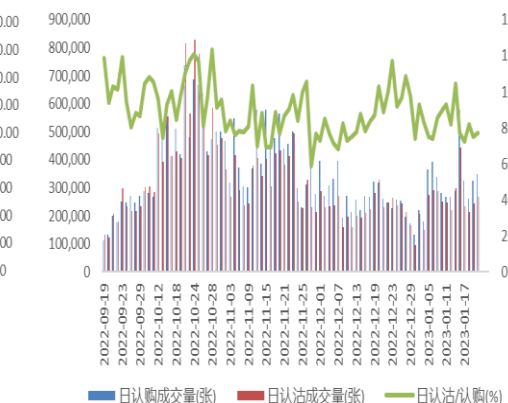


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

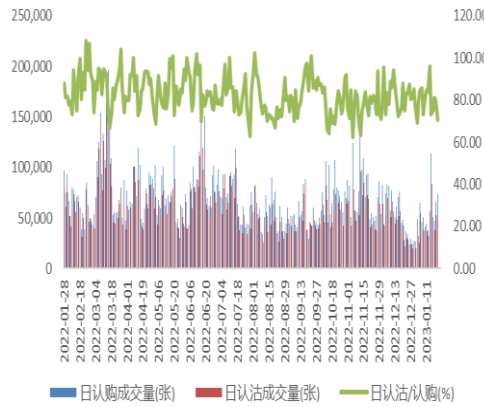


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

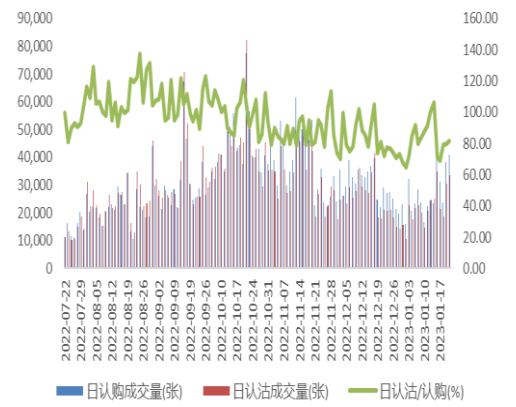


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

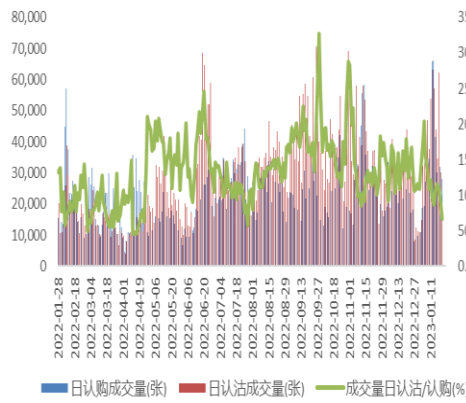


图表 16: 中证 1000 期权 PCR



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 17: 沪铜期权 PCR

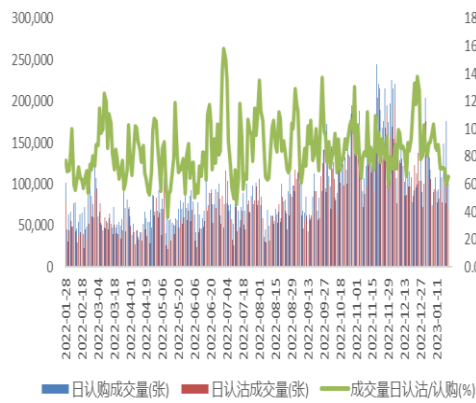


图表 18: 沪铝期权 PCR

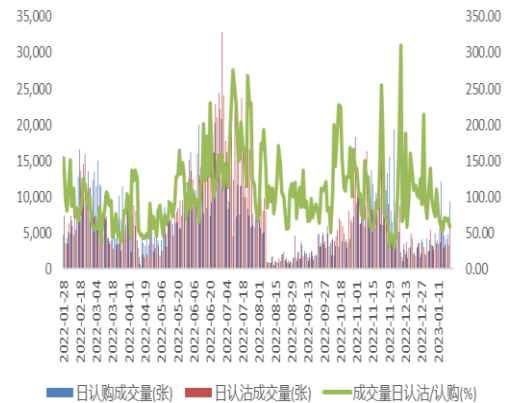


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 19: 甲醇期权 PCR



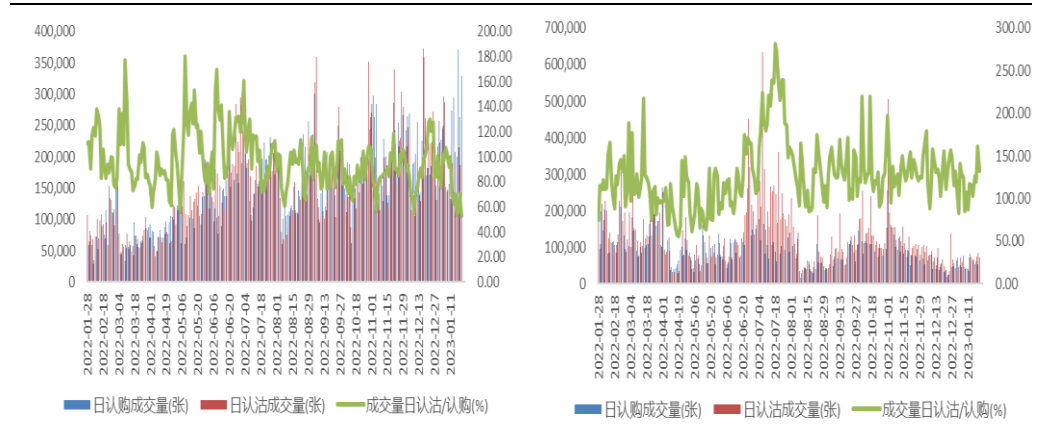
图表 20: 聚丙烯期权 PCR



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 21: PTA 期权 PCR

图表 22: 豆粕期权 PCR



数据来源: wind, 兴证期货研发部

### 三、期权波动率分析

#### 1. 金融期权

期权标的历史波动率方面，金融期权标的指数历史波动率保持在偏低位置，上证 50 与沪深 300 指数系列的 20 日周期历史波动率接近了近一年的最低值，短周期历史波动率逐步联动中长周期历史波动率数值走低。

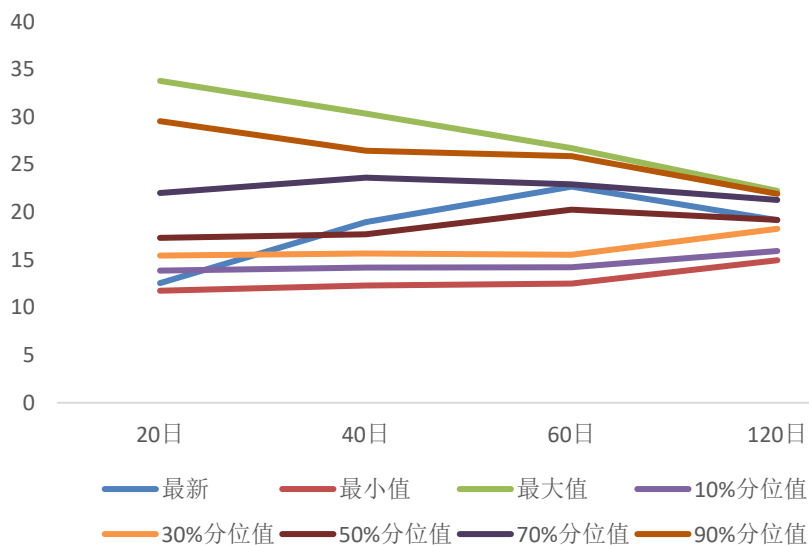
隐含波动率方面，春节前半个月，隐波出现小幅度回升，由于节后首个交易日是 ETF 期权 1 月合约的最后交易日，因此，在长假因素的影响下，1 月 ETF 期权整体隐波溢价较高，在隐波期限结构上，呈现出近月隐波大幅高于远月的偏斜特征。但是在节后仅有的一个交易日中，1 月平值附近合约 gamma 值大，对 1 月份采取隐波期限结构套利的难度以及风险敞口也相应较大。但是本周随着长假情绪逐渐宣泄完毕，期权隐含波动率期限结构大概率回归至近月低于远月的常态结构。期间可适当关注非 1 月到期合约的波动率交易机会。

#### 2. 商品期权

商品期权方面，有色、能化品种隐含波动率延续低波局面，春节期间大宗商品普遍比较稳定，波动率维持在偏低区间。国内外事件驱动对商品期权隐波的刺激效果弱化，节后大概率重回降波震荡行情。

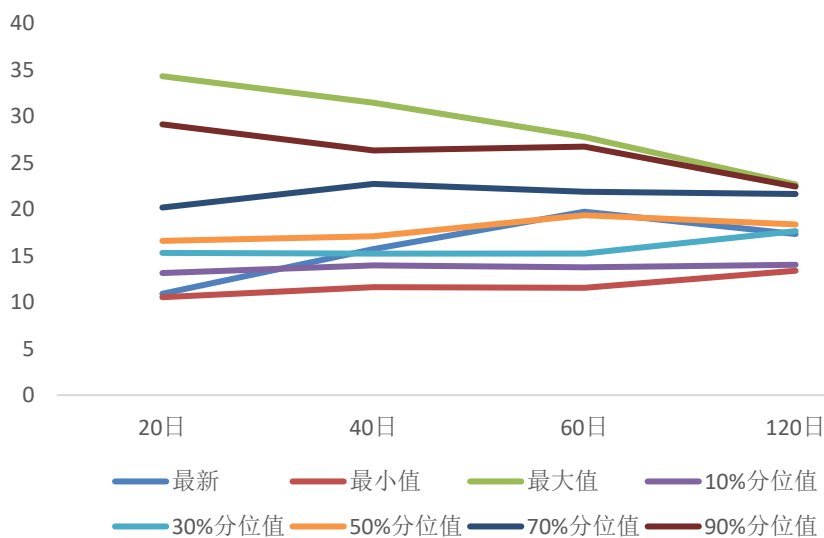


图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



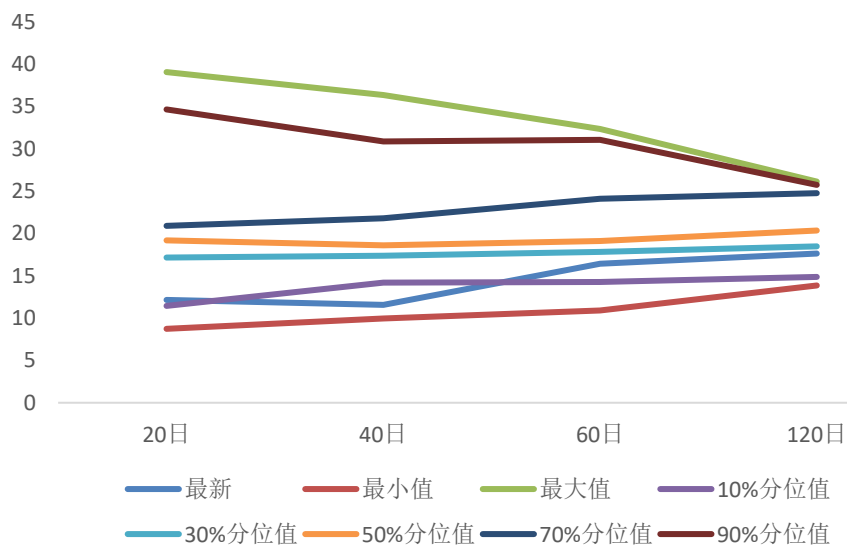
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



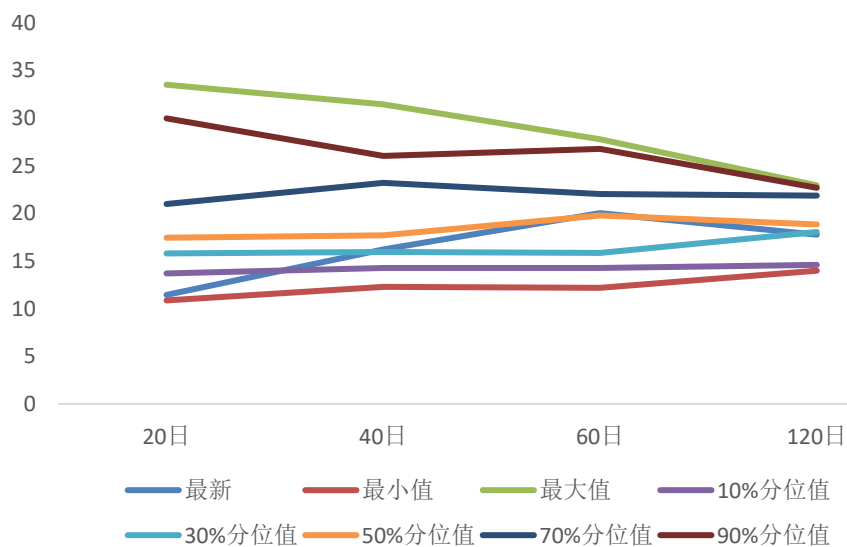
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



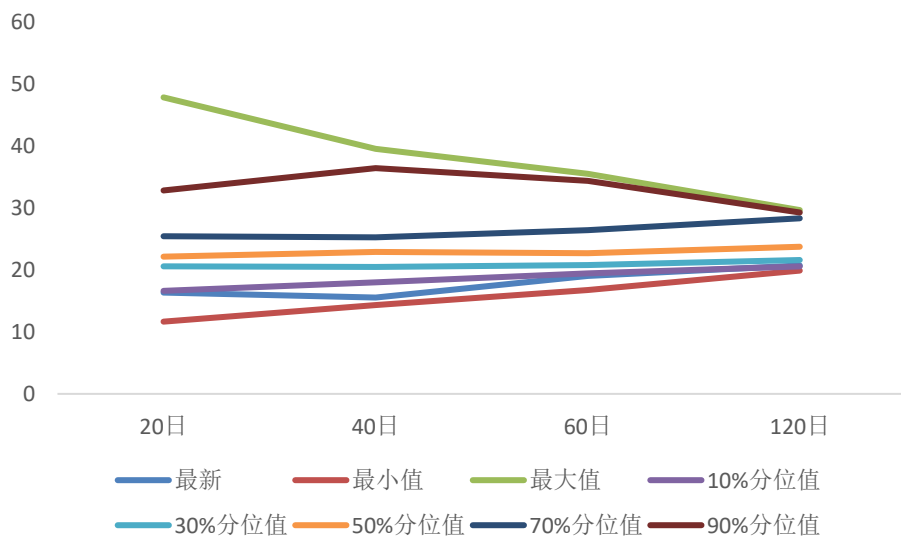
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



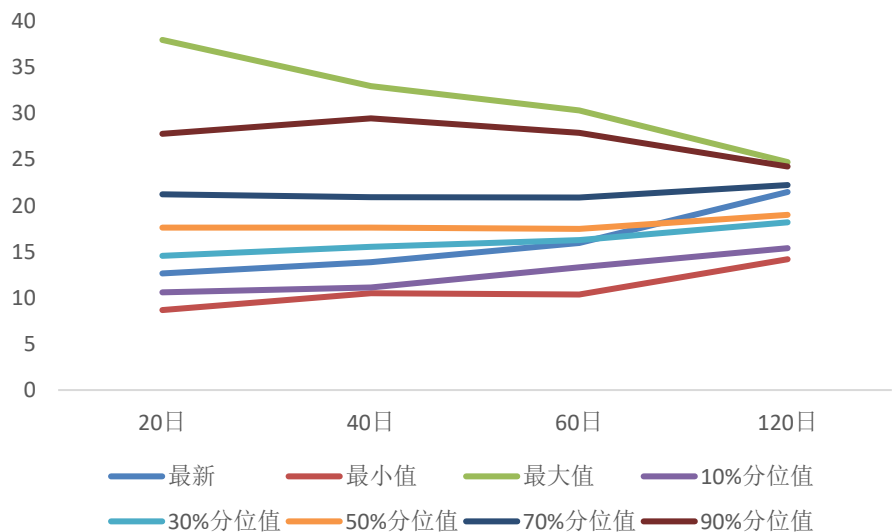
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



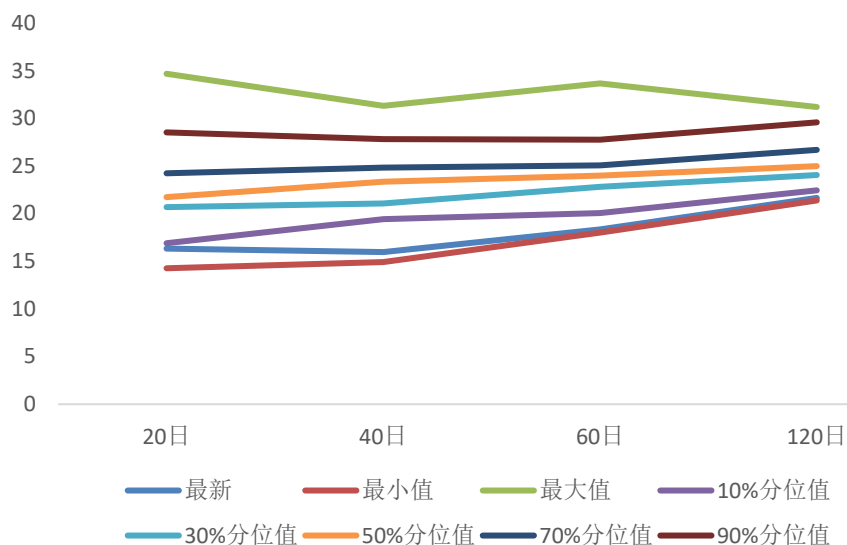
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 28: 沪铜历史波动率锥



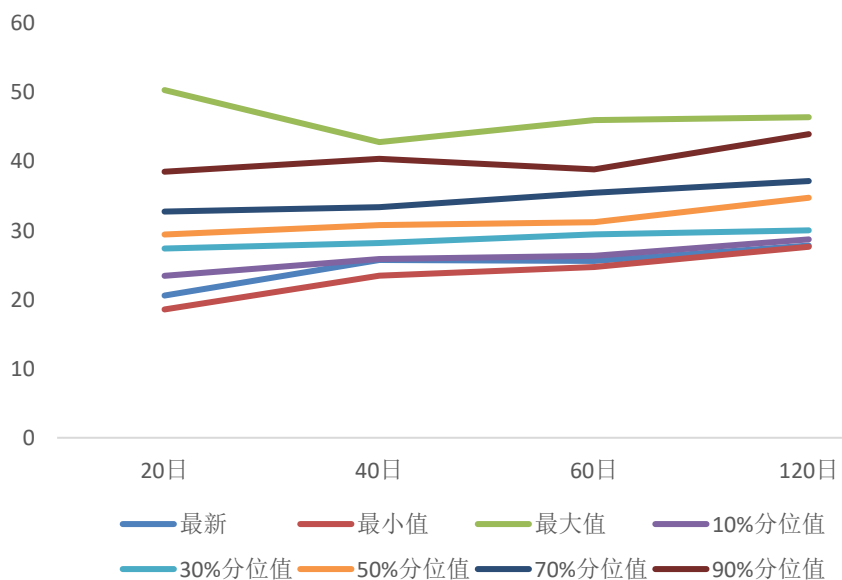
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 29：沪铝历史波动率锥



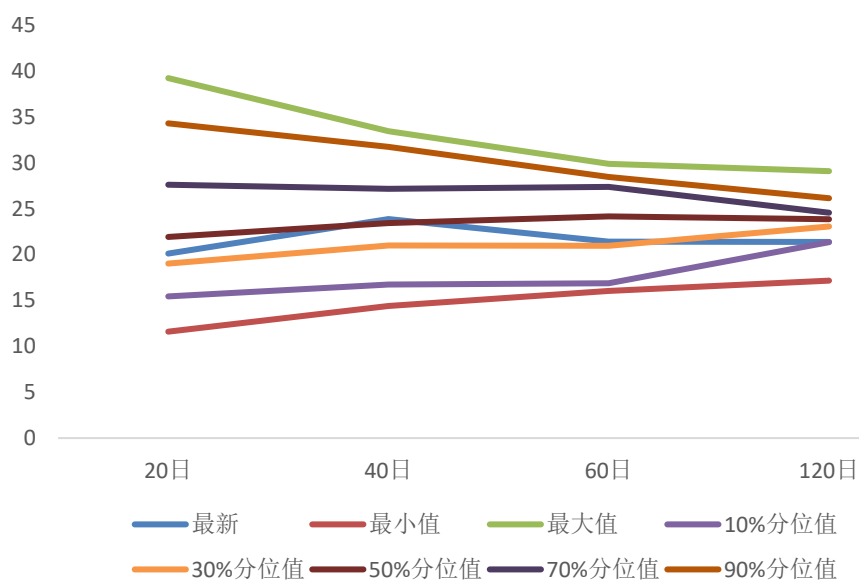
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 30：甲醇历史波动率锥



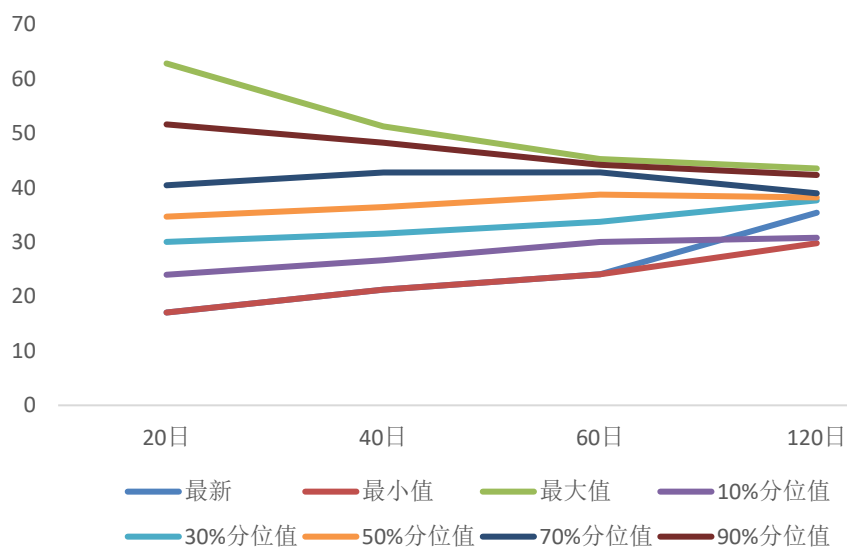
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 31: 聚丙烯历史波动率锥



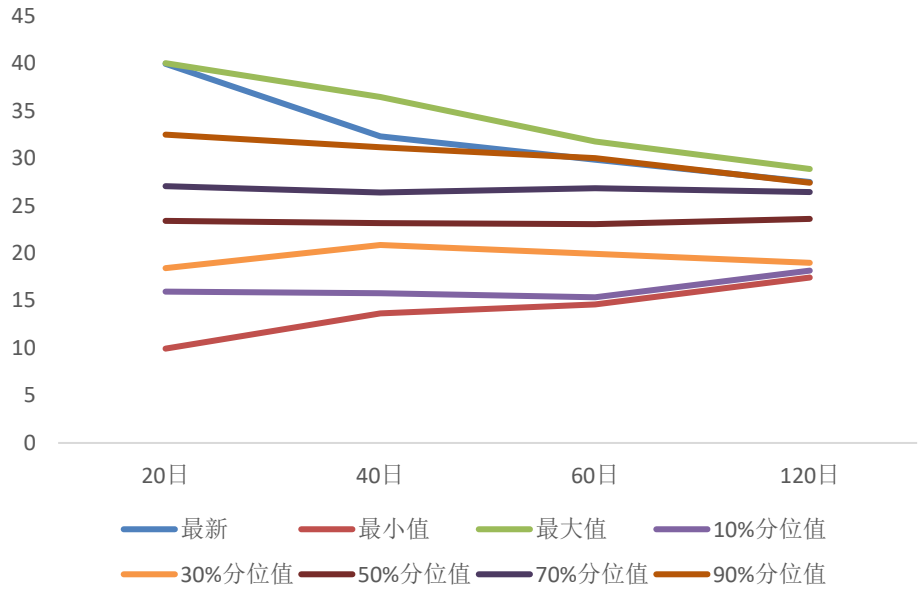
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 31: PTA 历史波动率锥



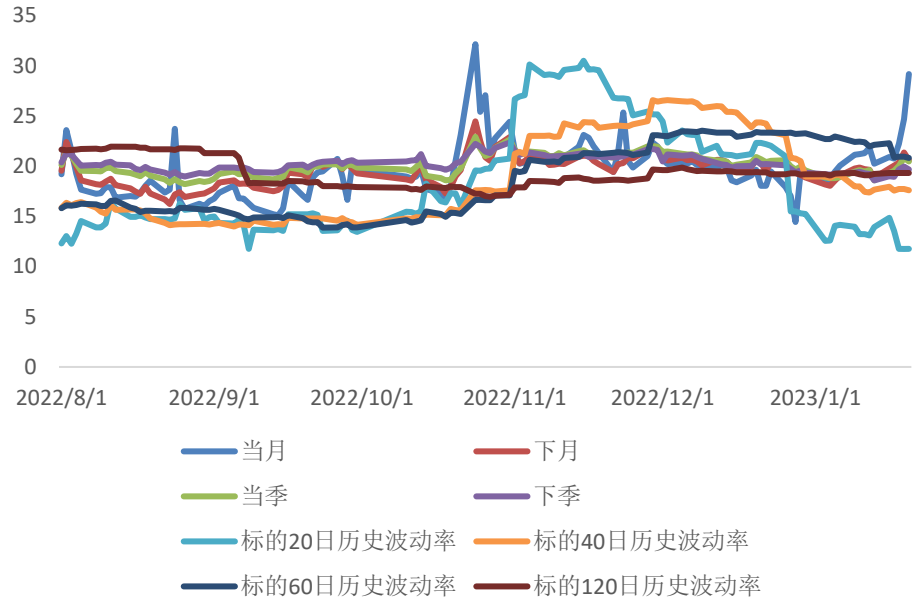
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 32：豆粕历史波动率锥



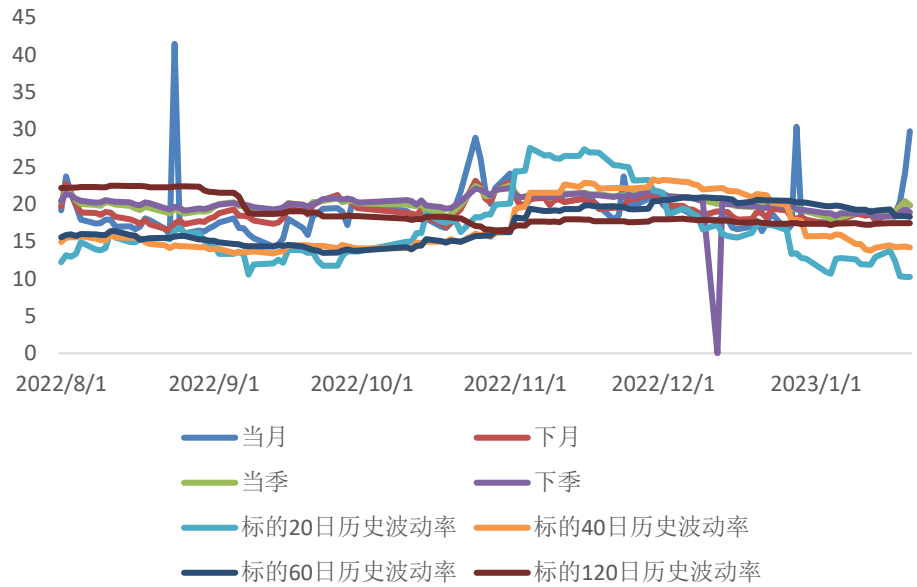
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 33：50ETF 期权隐含波动率走势



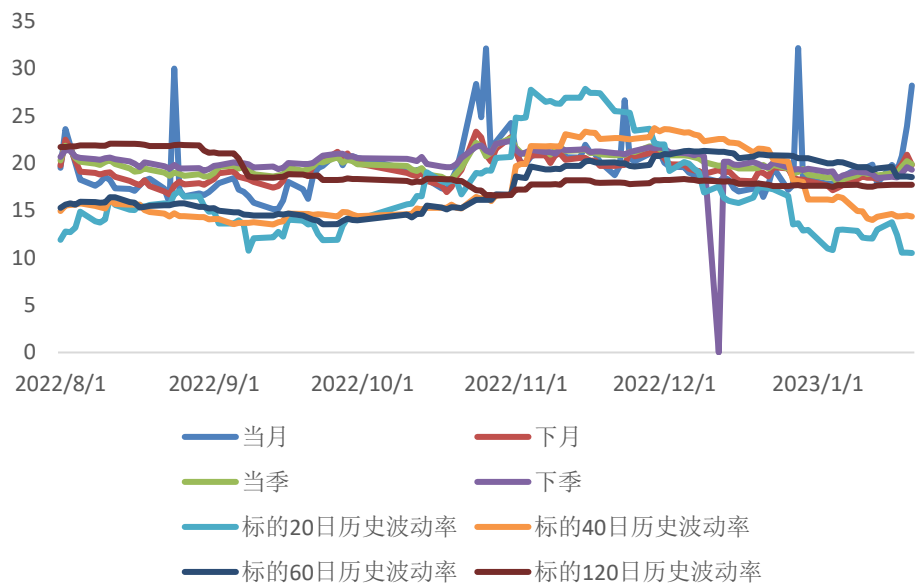
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 34: 300ETF 期权（沪）隐含波动率走势



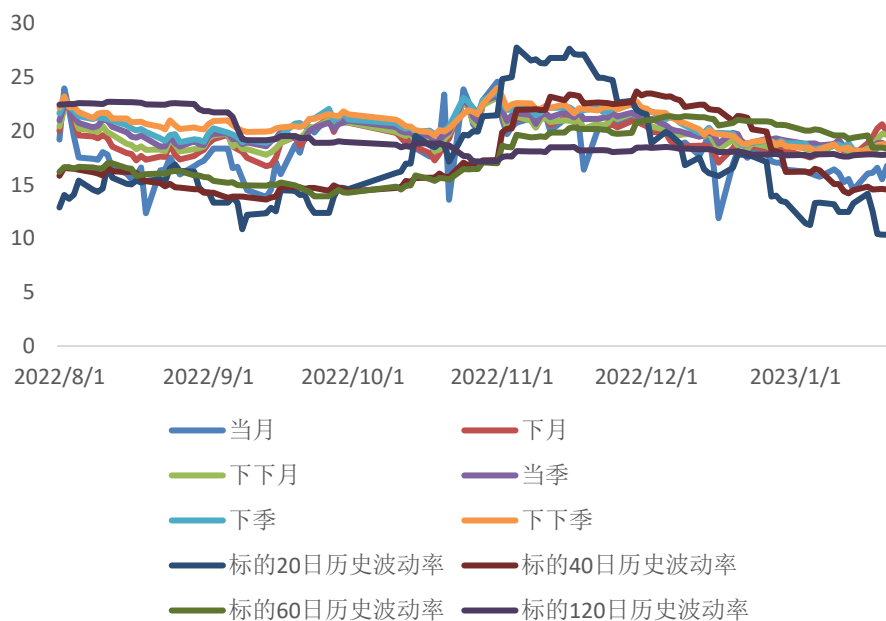
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 35: 300ETF 期权（深）隐含波动率走势



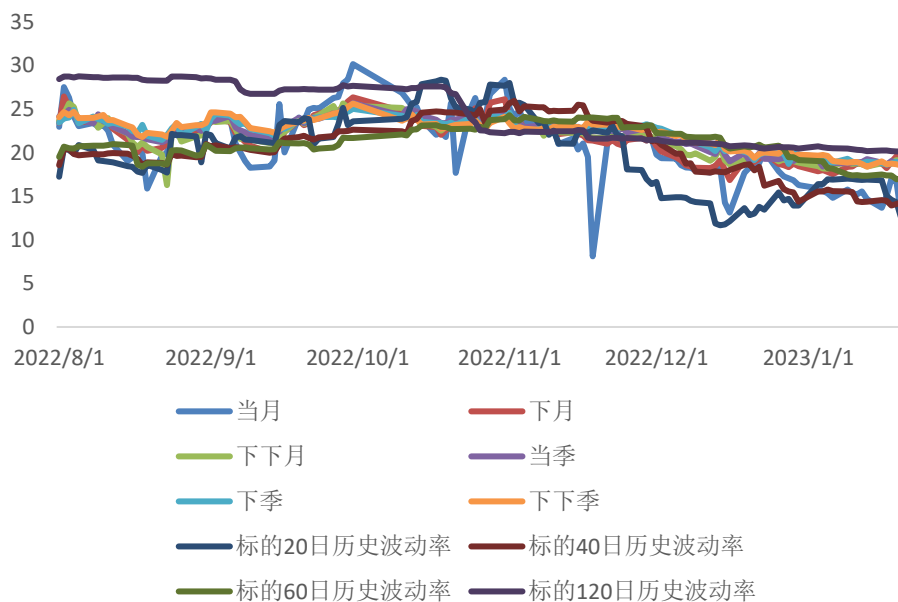
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



数据来源: wind, 兴证期货研发部

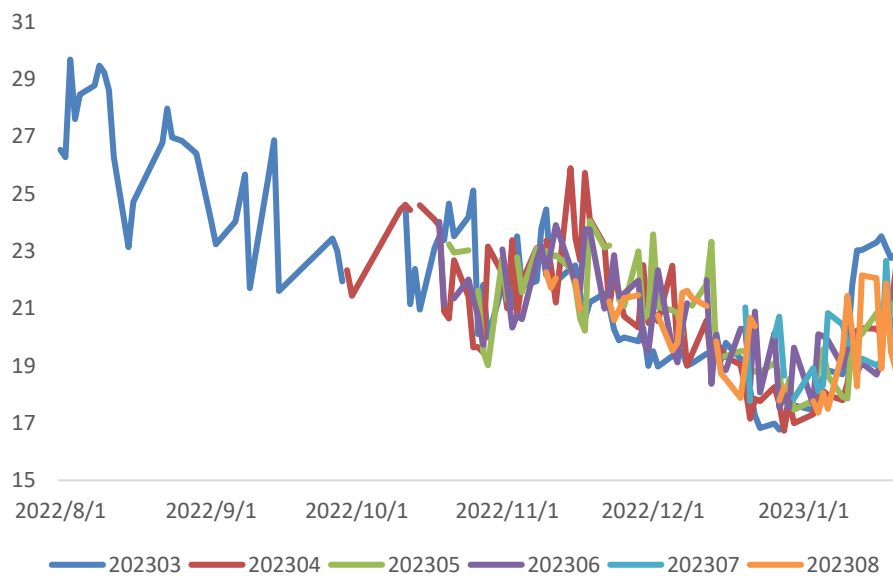
图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



数据来源: wind, 兴证期货研发部

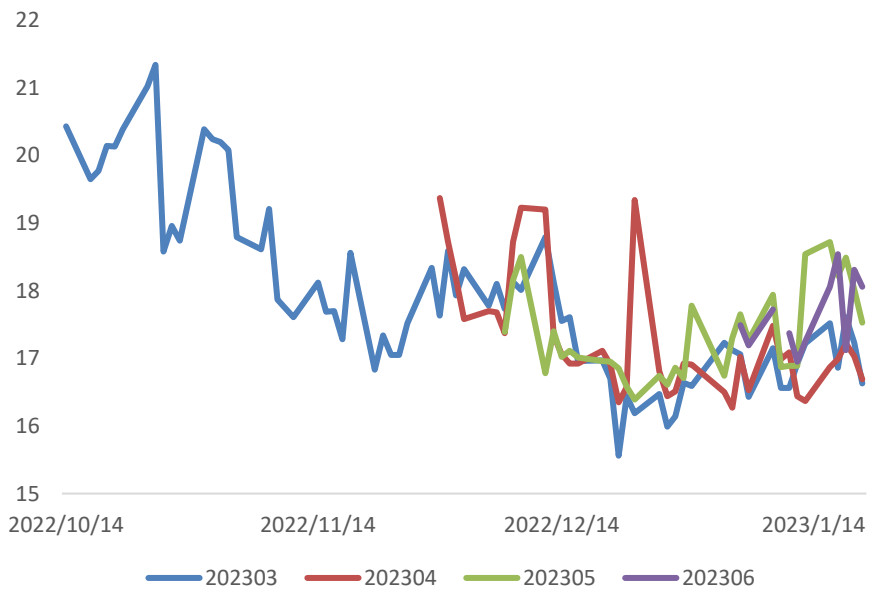


图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



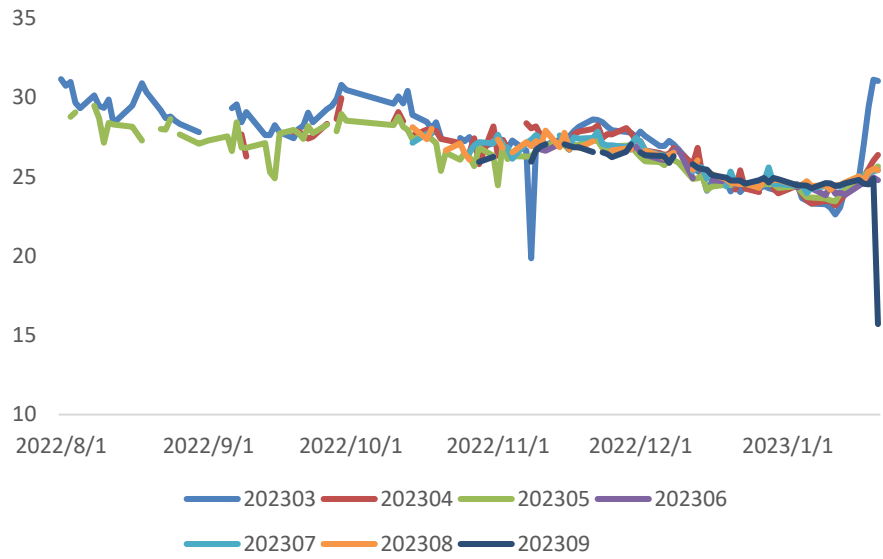
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



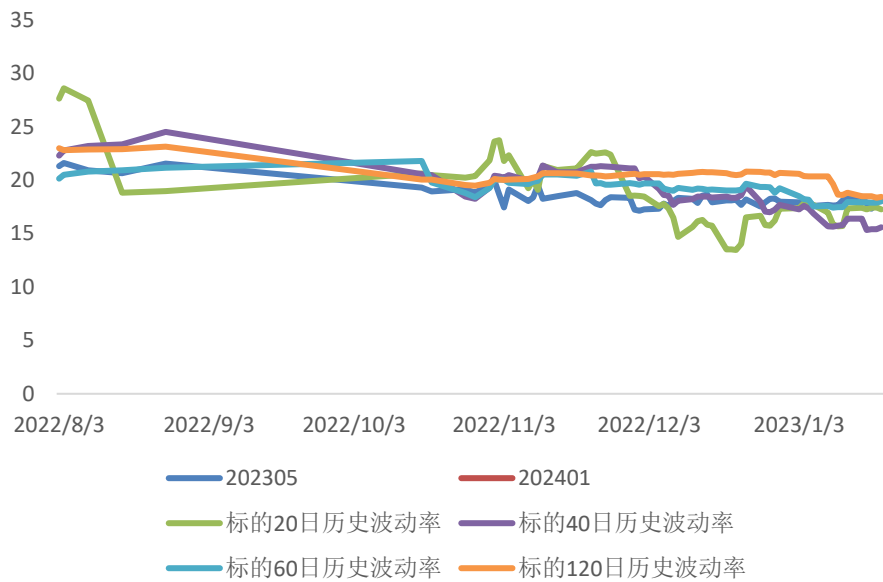
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



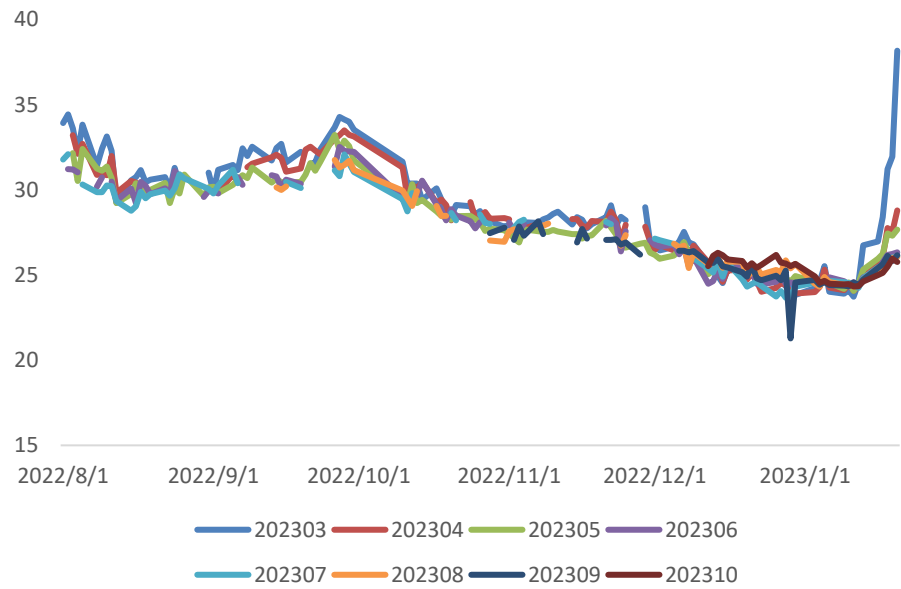
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 41: 聚丙烯期权隐含波动率走势



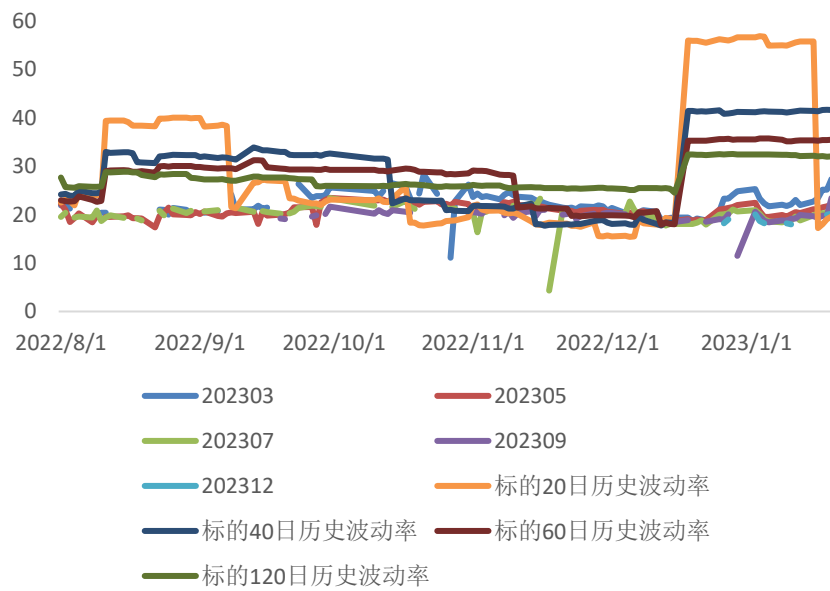
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 42: PTA 期权隐含波动率走势



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 43: 豆粕期权隐含波动率走势



数据来源: wind, 兴证期货研发部

## 五、总结与展望

上证 50 指数、沪深 300 指数延续震荡反弹走势：在高层释放了优化央企、国企估值体系的信号以来，市场资金开始看好部分以蓝筹股为主的低估值资产，后市大概率维持大小风格强弱分化的结构行情。春节期间欧美、香港股市延续开年涨势继续上行，A50 期指累计涨幅超过 2.6%，节后高开成定局，需要注意的是，若出现大幅高开跳空缺口后，技术层面上回落概率较大，注意追高风险。

国外方面，美欧经济体均有超预期表现，衰退担忧缓和，叠加中国增长前景向好，全球市场情绪乐观。虽然欧美主要经济体进入紧缩周期尾声，但全球通胀仍高，利率下行的过程将会缓慢，后续需要关注紧缩政策的滞后效应及可能引发衰退风险和金融脆弱性加剧。

本周为长假后第一周，长假期结束后，后市市场对于权利仓买入热度逐渐衰减，长假期间积聚的不确定性情绪大概率下降，ETF 期权的 1 月合约到期日是春节后首个交易日，该月份合约迎来“末日期权”行情，平值附近的 1 月合约成交或将出现单个交易日大增的情况。隐含波动率方面，在长假因素的影响下，1 月 ETF 期权整体隐波溢价较高，在隐波期限结构上，呈现出近月隐波大幅高于远月的偏斜特征。但是在节后仅有的一个交易日中，1 月平值附近合约  $\gamma$  值大，对 1 月份采取隐波期限结构套利的难度以及风险敞口也相应较大。但是本周随着长假情绪逐渐宣泄完毕，期权隐含波动率期限结构大概率回归至近月低于远月的常态结构。期间可适当关注非 1 月到期合约的波动率交易机会。

商品期权方面，与近几年行情相比，大宗商品在春节期间表现比较稳定。全球经济衰退预期与欧美加息预期呈现反复多变特征，在预期交易逻辑影响下，当前能化与有色板块呈现区间震荡特征，相比之下，近期国内对于地产行业的强政策频出，对于黑色板块构成利好支撑。节前商品期权 PCR 值偏低，期权成交量也维持在偏低程度。美国 CPI、PPI 等数据环比走低，市场对于后市美联储加息预期弱化，同时经济数据超预期，对于大宗商品的扰动减弱，商品期权市场整体避险情绪不高。有色、能化品种隐含波动率延续低波局面，春节期间大宗商品普遍比较稳定，波动率维持在偏低区间。国内外事件驱动对商品期权隐波的刺激效果弱化，节后大概率重回降波震荡行情。

## 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，兴证期货研究发展部不承担责任。

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发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。