

金融指数波动空间收窄，延续低波震荡

兴证期货·研发中心

2023年5月4日 星期四

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

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月官方制造业PMI、非制造业PMI、综合PMI三大景气指数不同程度回落，但总体产出继续保持扩张，企业生产经营活动延续恢复发展态势。A股特色估值优化概念的中字头股票近期较优，个股分化，中小创股票走弱，期权标的指数整体呈低波震荡格局。

美联储将基准借款利率上调0.25个百分点，将联邦基金利率目标区间上调至5%-5.25%，本次美联储货币政策会议释放出几个重要信号，暂停加息的可能性提升，但根据当前美国通胀水平，年内降息概率不大，维持当前利率符合美联储的政策需求。此外，五一期间，美国第一共和银行被收购，西部银行股价也出现短促大跌，再度激起市场对于美国银行业的风险担忧，后市市场博弈重点将从此前美联储加息预期转变为经济衰退与金融风险程度的预期。

金融期权方面，4月份金融期权日均成交量与持仓量环比3月份上升，500ETF与创业板ETF期权成交环比大幅增加。五一节后标的指数震荡空间收窄，大概率表现出低量低PCR值震荡的局面，趋势机会弱。波动率方面，标的指数在急跌之后有较强的反弹修复需求，伴随着隐含波动率回落，隐波期限结构回归近月低于远月的偏斜特征，标的指数标准差缩小，波动空间收窄，我们认为当前金融期权标的指数难以出现持续性的单边行情，后市大概率低波震荡。

商品期权方面，铜、铝、甲醇期权成交量一度大幅增加，主要受到标的短线下降的影响，在五一期间，市场再度交易欧美经济衰退预期以及美国银行风险预期，国际原油大跌，短线或将刺激能化类期权成交量与成交PCR值上升，关注欧美衰退预期酝酿与国际原油表现。市场对于加息预期的关注点逐步转移到美国经济衰退预期以及高息背景下金融风险预期上，后市波动率或将环比上升，有色、能化期权隐波或将直接受到这种预期的影响，呈现隐波脉冲式形态。

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 0.41%，沪市 300ETF 变化-0.62%，沪市 500ETF 变化-1.29%，深市 300ETF 变化-0.61%、深市 500ETF 变化-1.28%，创业板 ETF 变化-3.09%，深证 100ETF 变化-3.99%，上证 50 指数变化-2.75%、沪深 300 变化-0.54%、中证 1000 指数变化-2.22%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 10.02、12.21、25.03、33.49、33.56，五年周期中对应的分位为 51.57%、44.88%、63.39%、40.16%、7.48%。

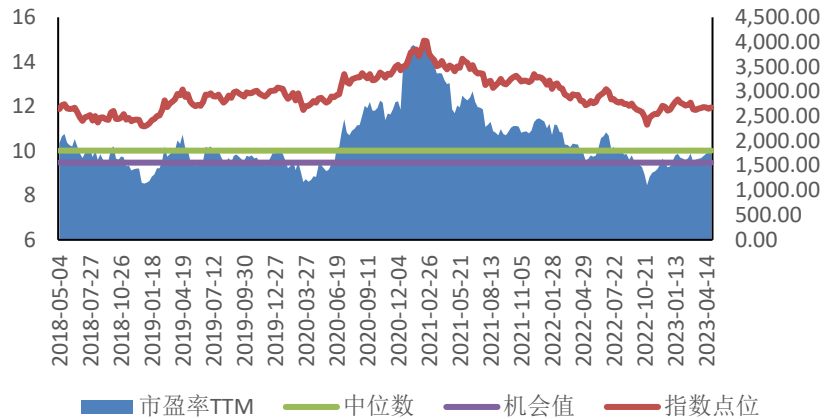
国内方面，中国 4 月官方制造业 PMI 为 49.2，前值 51.9；4 月非制造业 PMI 为 56.4，前值 58.2，高于临界点，非制造业保持较高景气水平；综合 PMI 产出指数为 54.4%，比上月下降 2.6 个百分点。三大景气指数不同程度回落，但总体产出继续保持扩张，企业生产经营活动延续恢复发展态势。A 股特色估值优化概念的中字头股票近期较优，个股分化，中小创股票走弱，期权标的指数整体呈低波震荡格局。

国外方面，美联储将基准借款利率上调 0.25 个百分点，将联邦基金利率目标区间上调至 5%-5.25%，美联储“将考虑货币政策的累积收紧、货币政策对经济活动和通胀影响的滞后性，以及经济和金融发展。” 美联储认为当前通胀远高于目标，但已有所缓和，如果通胀持续高企，不考虑降息；美国可能会出现轻微的经济衰退；经济可能面临来自紧缩信贷的阻力。本次美联储货币政策会议释放出几个重要信号，暂停加息的可能性提升，但根据当前美国通胀水平，今年年内降息概率不大，因此，维持当前利率符合美联储的政策需求。此外，五一期间，美国第一共和银行被收购，西部银行股价也出现短促大跌，再度激起市场对于美国银行业的风险担忧，后市市场博弈重点将从此前美联储加息预期转变为经济衰退与金融风险程度的预期。

2.商品期权

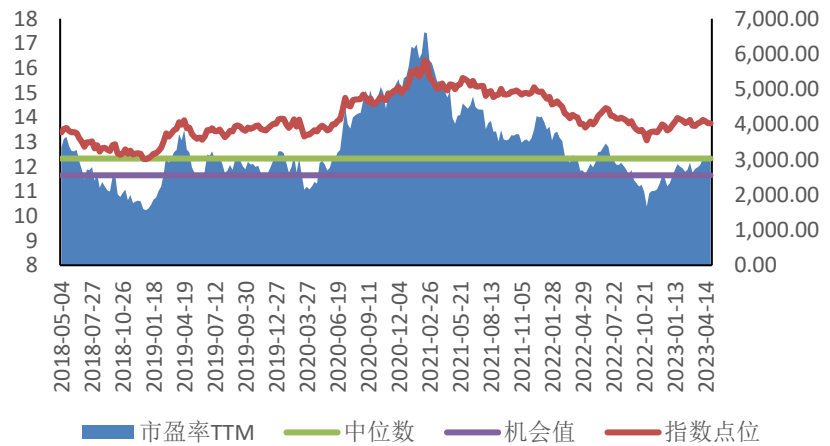
4 月份大宗商品分化，铜、铝、甲醇、聚丙烯、PTA、豆粕期货活跃合约月度涨跌幅分别为-2.59%、-1.31%、-7.31%、-3.40%、-9.65%、-0.40%。铜铝等有色品种受到强阻力压制，震荡下行；受国际油价连续大跌的影响，能化板块弱势回调；豆粕走势偏弱。

图 1: 上证 50 指数估值 (市盈率-TTM)



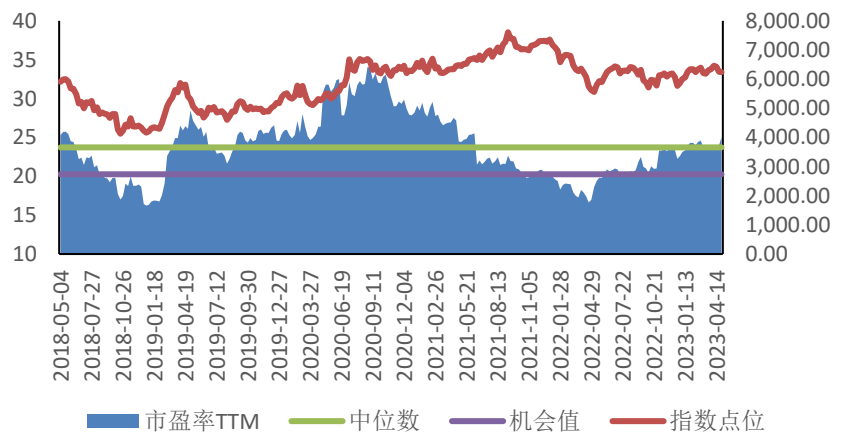
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 2: 沪深 300 指数估值 (市盈率-TTM)



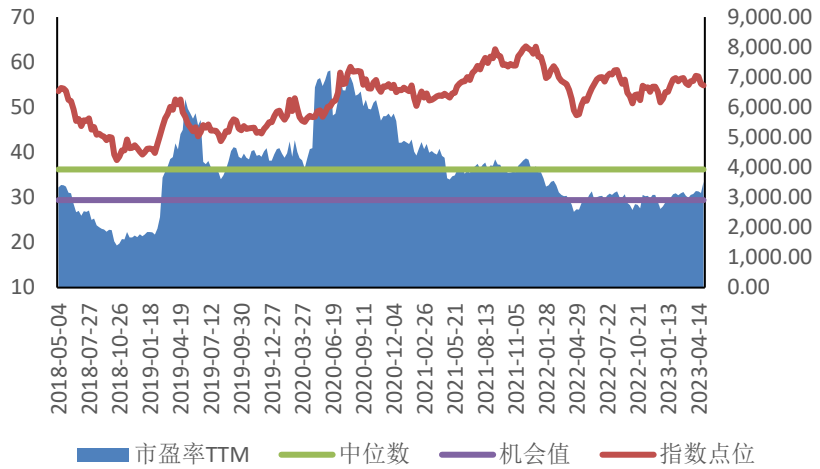
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 3: 中证 500 指数估值 (市盈率-TTM)



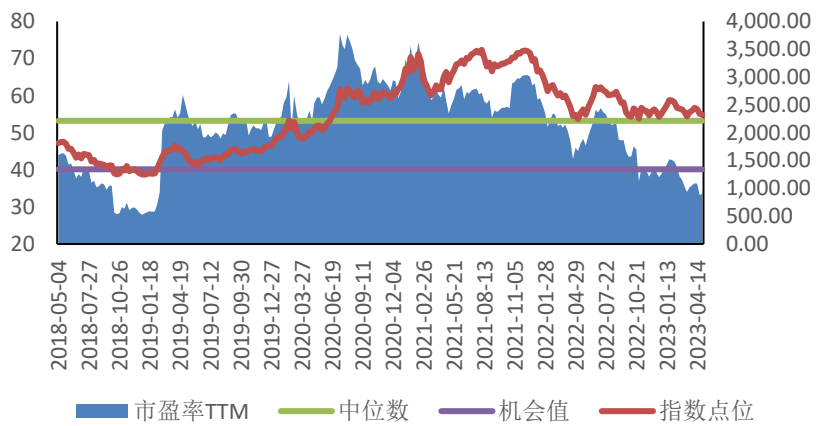
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率-TTM)



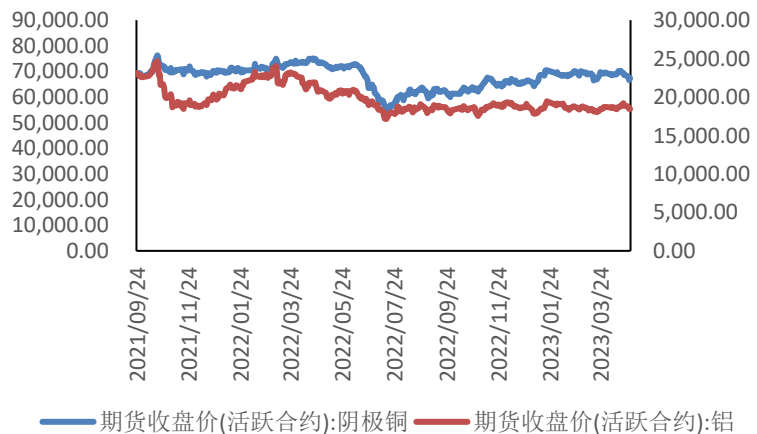
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 5: 创业板指数估值 (市盈率-TTM)



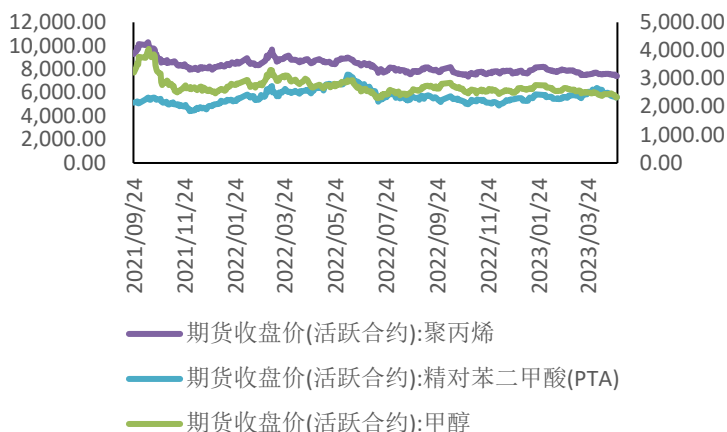
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 6: 沪铜、沪铝期货价格走势



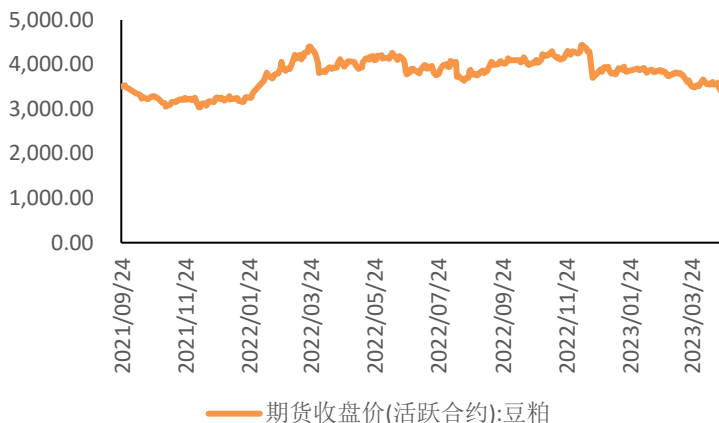
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 7: 聚丙烯、PTA、甲醇期货价格走势



数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 8: 豆粕期货价格走势



数据来源: wind, 兴证期货研发中心

二、期权 PCR (认沽/认购) 分析

1.金融期权

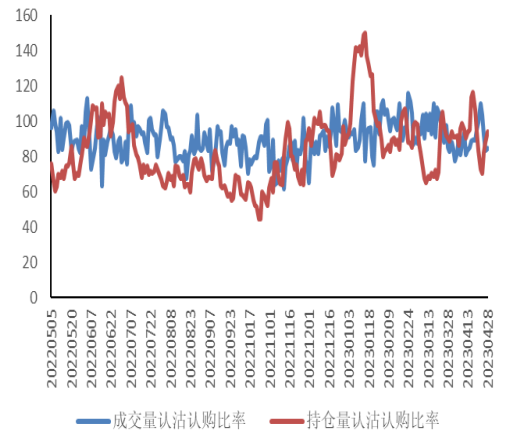
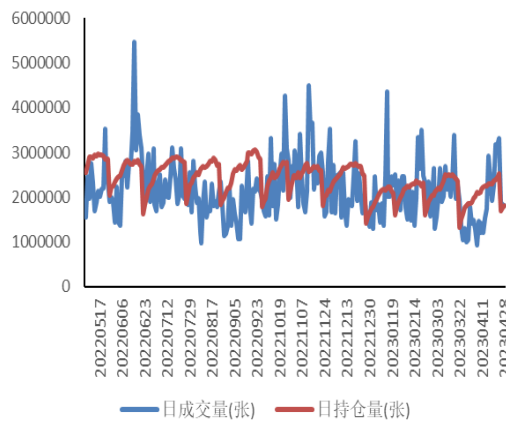
4 月份金融期权日均成交量与持仓量环比 3 月份上升, 500ETF 与创业板 ETF 期权成交环比大幅增加, 主要原因受到 4 月下旬标的指数连续大跌影响, 加剧了期权市场的成交活跃度。相比之下, 50ETF 与 300ETF 系列期权成交变化幅度较小。成交 PCR 值走出了倒 V 型走势, 月底标的指数企稳反弹, 空头避险情绪下降。我们认为 5 月份金融期权成交量以及空头情绪释放空间有限, 标的指数震荡空间收窄, 大概率表现出低量低 PCR 值震荡的局面, 趋势机会弱。

2.商品期权

商品期权方面，铜、铝、甲醇期权成交量一度大幅增加，主要受到标的短线下降的影响，在五一期间，市场再度交易欧美经济衰退预期以及美国银行风险预期，国际原油大跌，短线或将刺激能化类期权成交量与成交 PCR 值上升，关注欧美衰退预期酝酿与国际原油表现。

图 9: 50ETF 期权成交量与持仓量

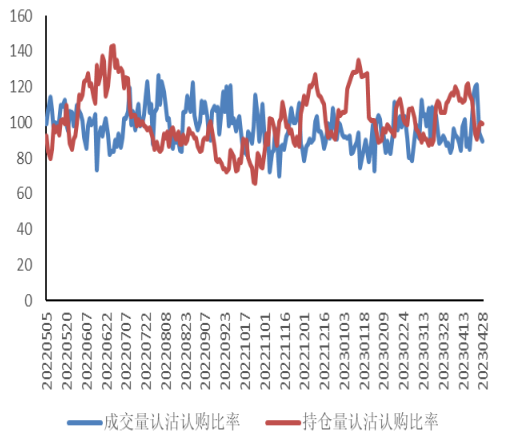
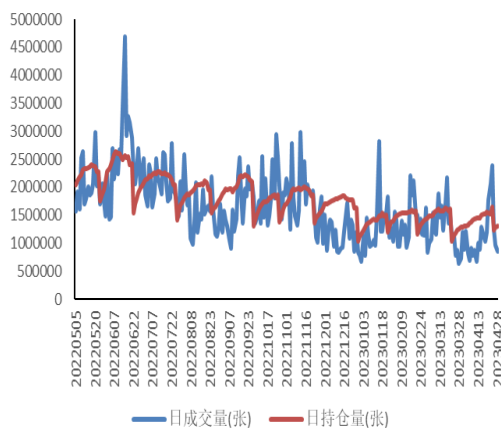
图 10: 50ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

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, 兴证期货研发部

图 13: 沪市 500ETF 期权成交与持仓

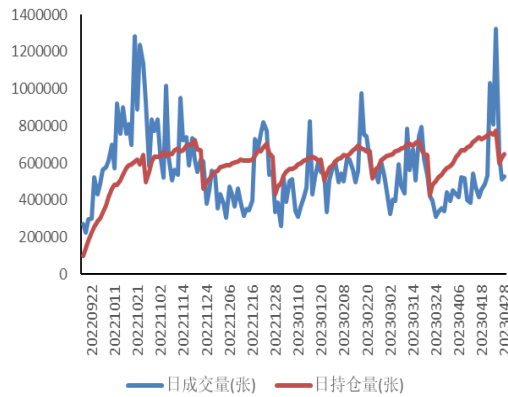
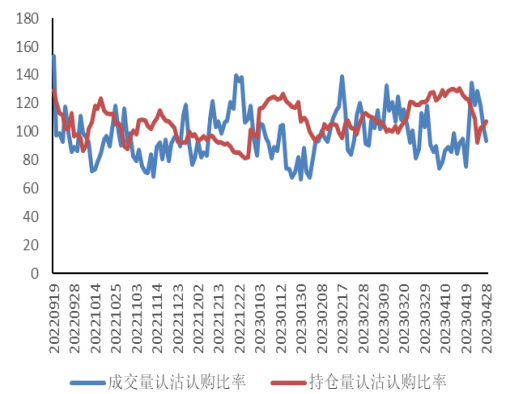


图 14: 沪市 500ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 15: 深市 300ETF 期权成交与持仓

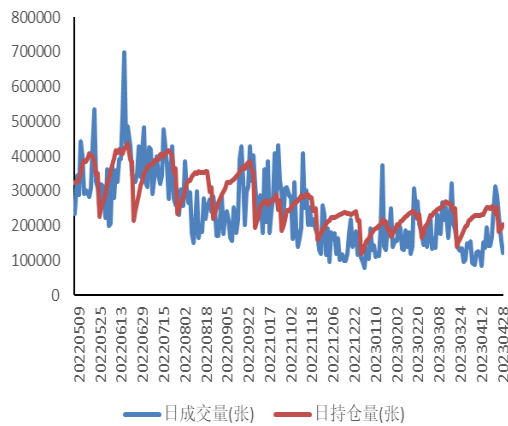
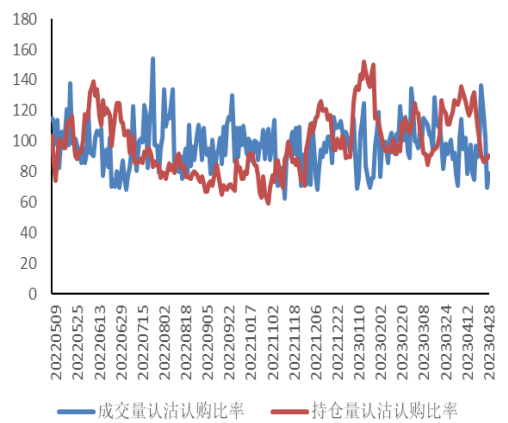


图 16: 深市 300ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 17: 深市 500ETF 期权成交与持仓

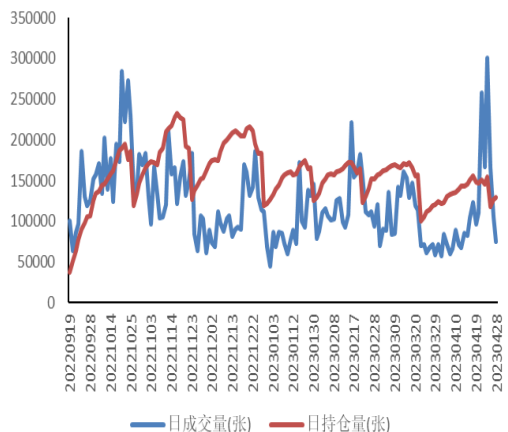
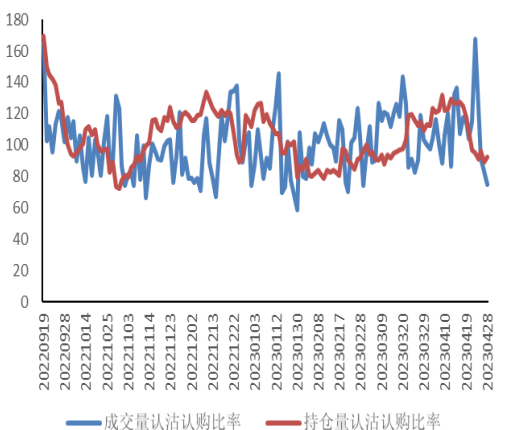


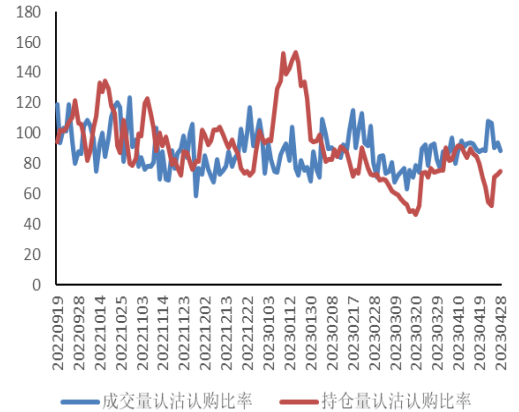
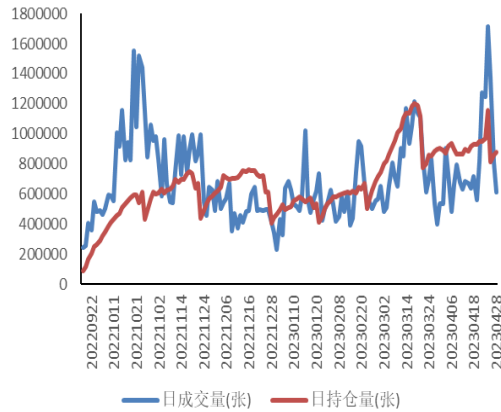
图 18: 深市 500ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 19: 创业板 ETF 期权成交与持仓

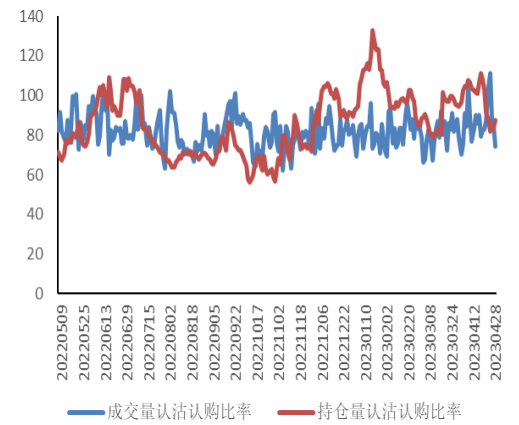
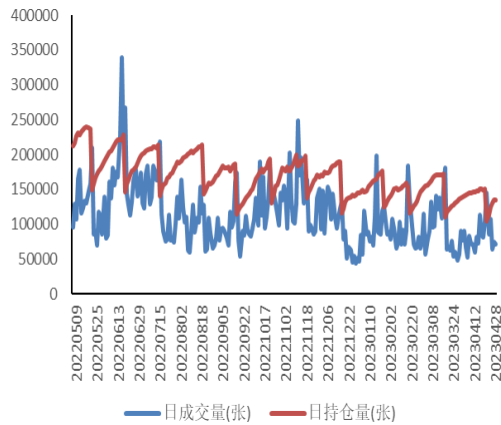
图 20: 创业板 ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 21: 沪市 300 指数期权成交与持仓

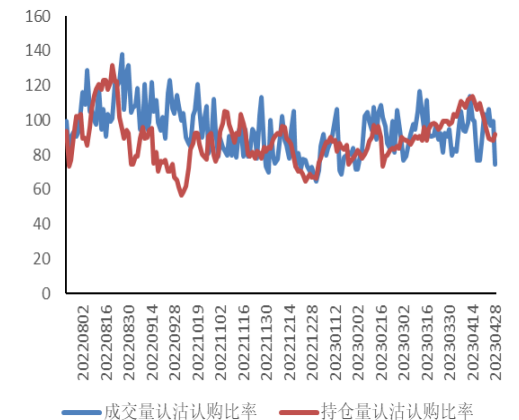
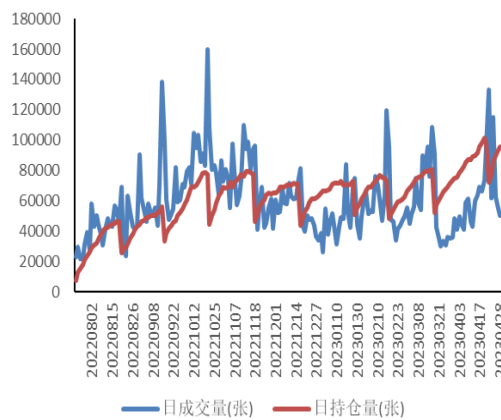
图 22: 沪市 300 指数期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

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, 兴证期货研发部

图 25: 沪铜期权成交与持仓

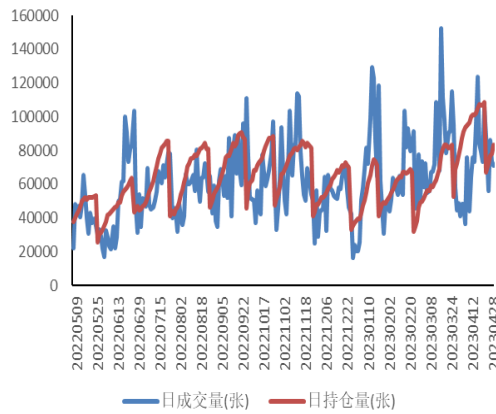
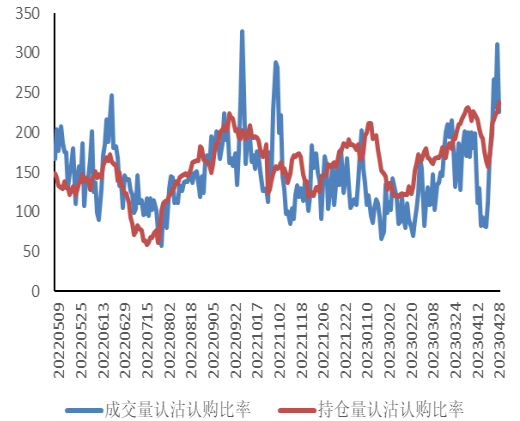


图 26: 沪铜期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 27: 沪铝期权成交与持仓

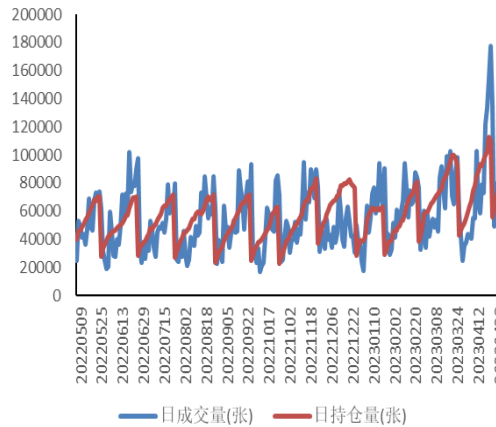
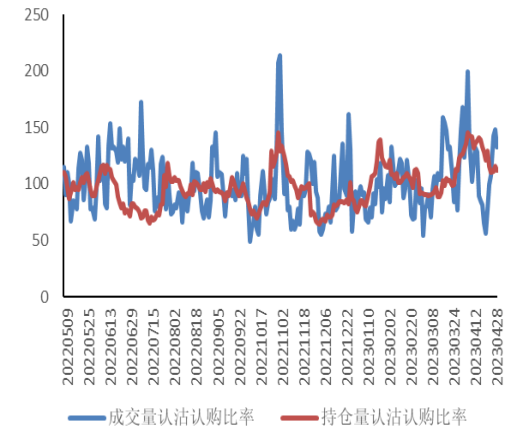


图 28: 沪铝期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 29: 甲醇期权成交与持仓

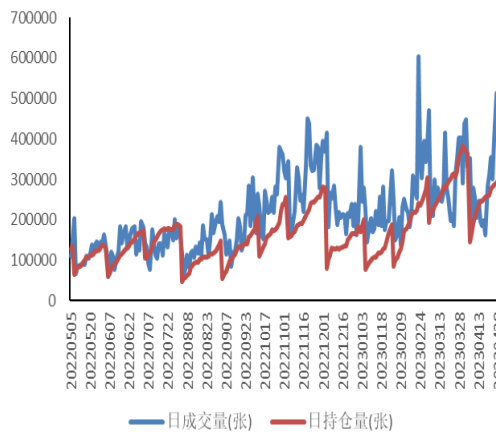
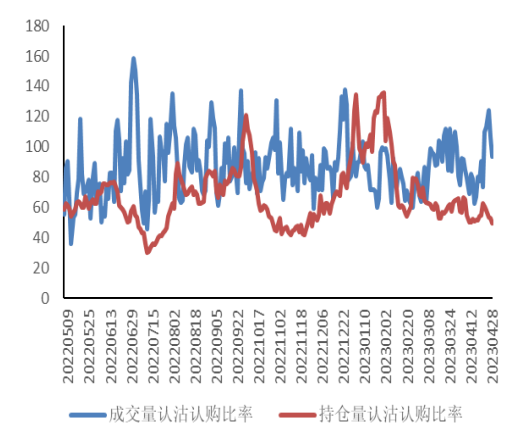


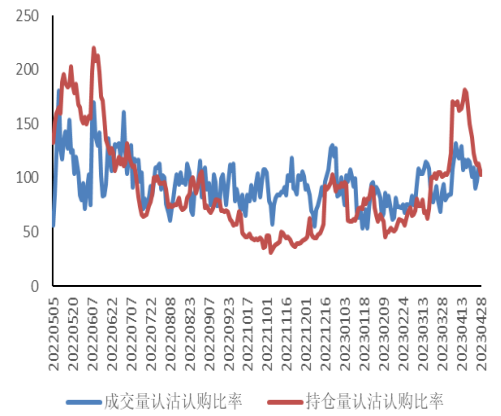
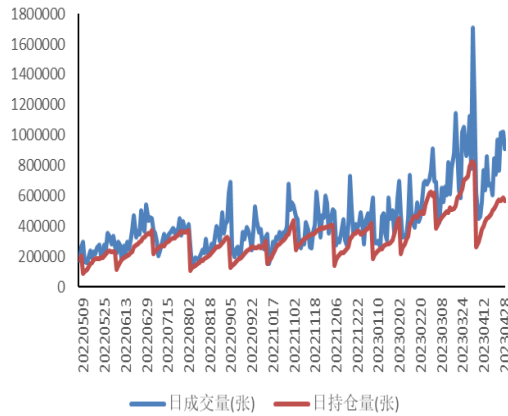
图 30: 甲醇期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 31: PTA 期权成交与持仓

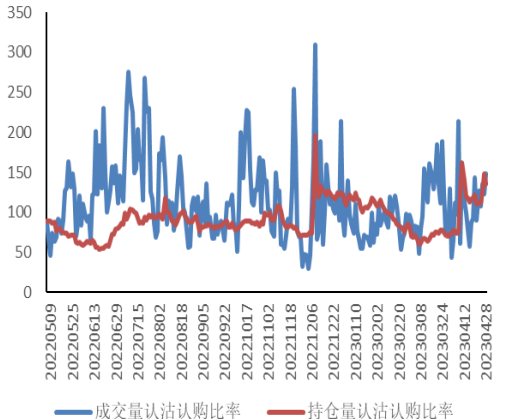
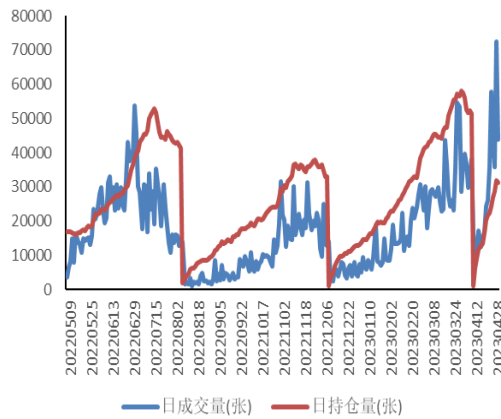
图 32: PTA 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 33: 聚丙烯期权成交与持仓

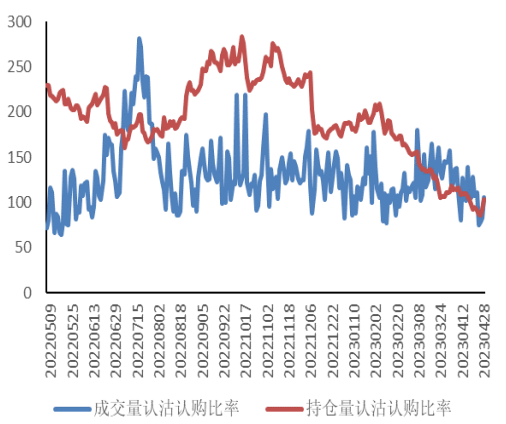
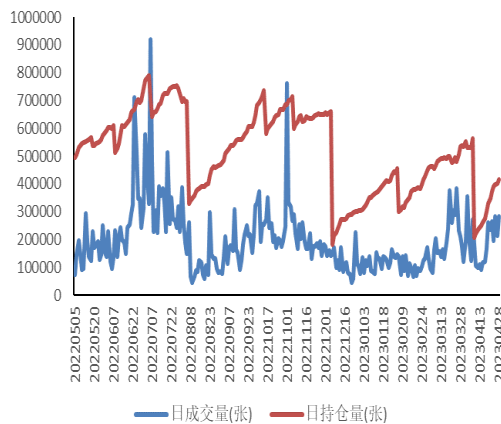
图 34: 聚丙烯期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 35: 豆粕期权成交与持仓

图 36: 豆粕期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

三、期权波动率分析

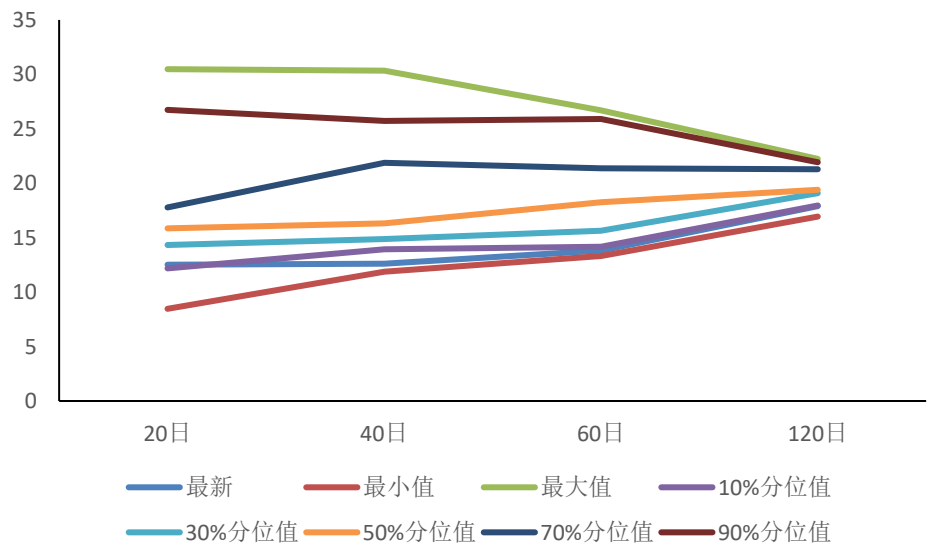
1. 金融期权

波动率方面，节前一周受到指数大跌以及此前长假避险情绪的影响，金融期权标的历史波动率与隐含波动率短线拉升，500ETF 与创业板 ETF 期权的隐波升幅高于 50ETF 期权、300ETF 期权。当前标的指数在急跌之后有较强的反弹修复需求，伴随着隐含波动率回落，隐波期限结构回归近月低于远月的偏斜特征，我们认为当前金融期权标的指数难以出现持续性的单边行情，标的指数标准差缩小，从统计分布上看，波动空间收窄，我们认为后市大概率呈现低波震荡行情。

2 商品期权

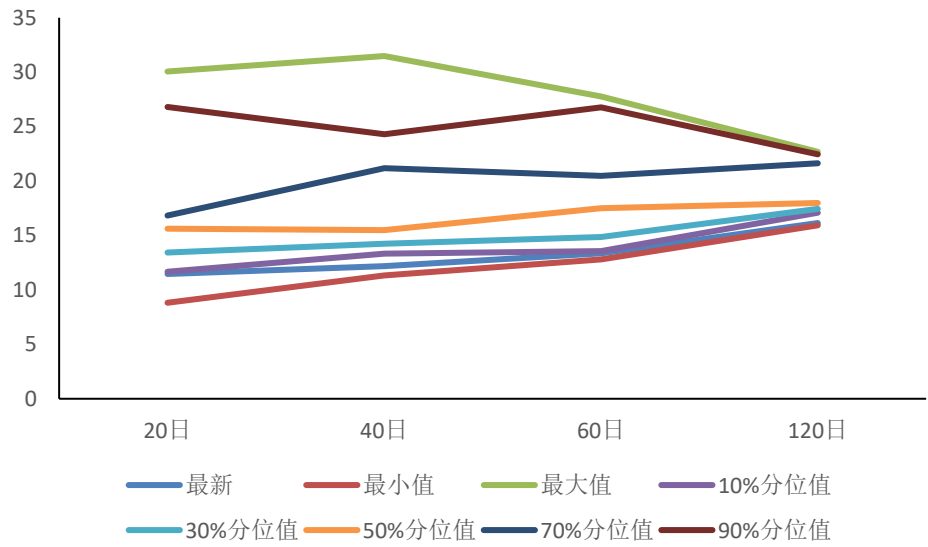
商品期权方面，五一假期国际原油连续大跌，刺激国内原油期权、PTA 期权等能化品种隐波上升，美联储加息 25 个基点符合预期，市场对于加息预期的关注点逐步转移到美国经济衰退预期以及高息背景下金融风险预期上，后市波动率或将环比上升，有色、能化期权隐波或将直接受到这种预期的影响，呈现隐波脉冲式形态。

图 37： 上证 50ETF 历史波动率锥



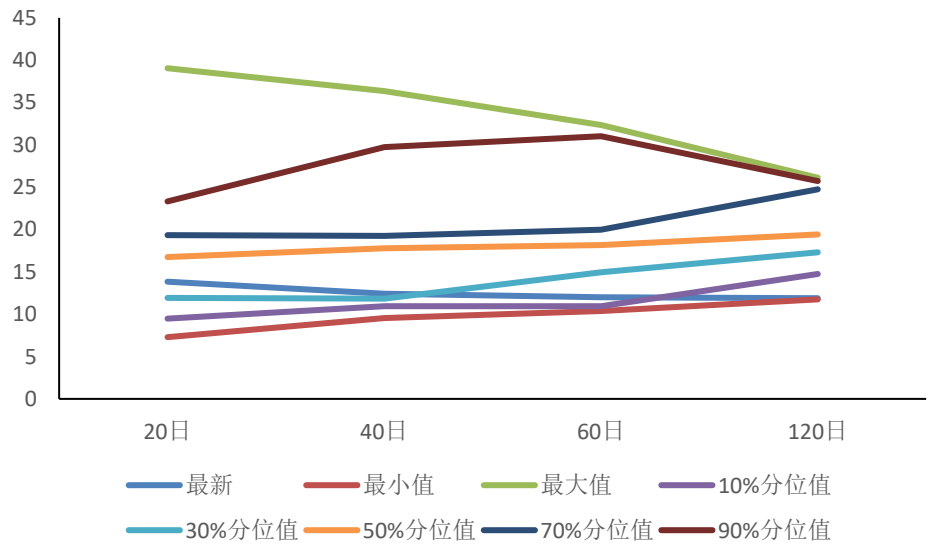
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 38: 沪市 300ETF 历史波动率锥



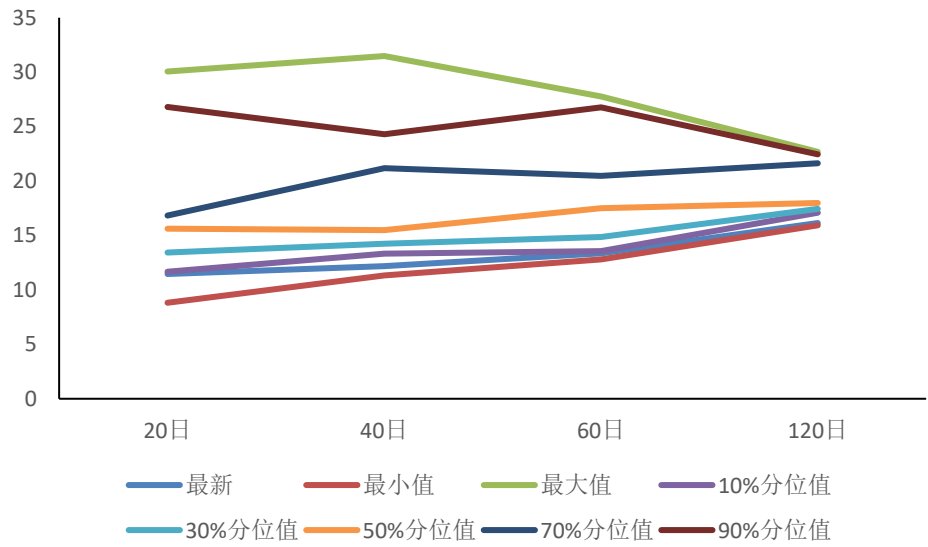
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 39: 沪市 500ETF 历史波动率锥



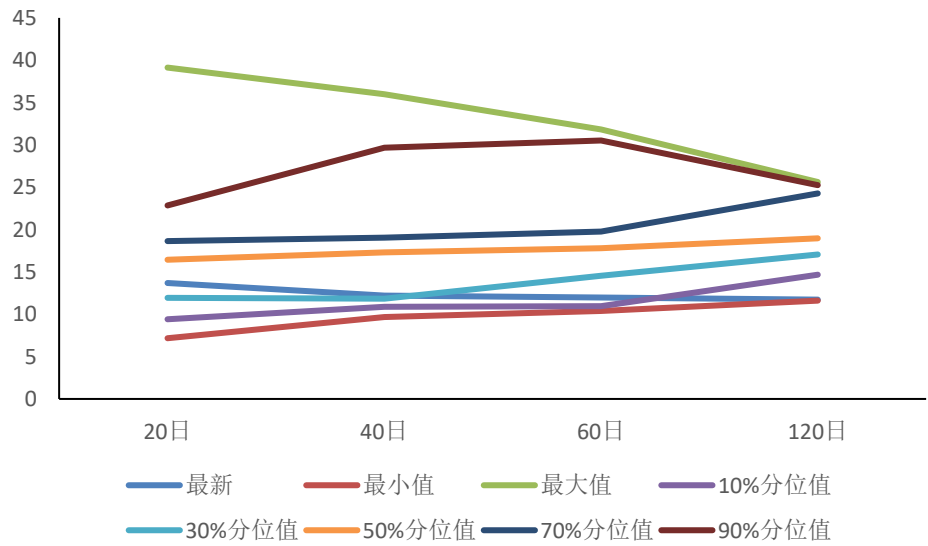
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 40: 深市 300ETF 历史波动率锥



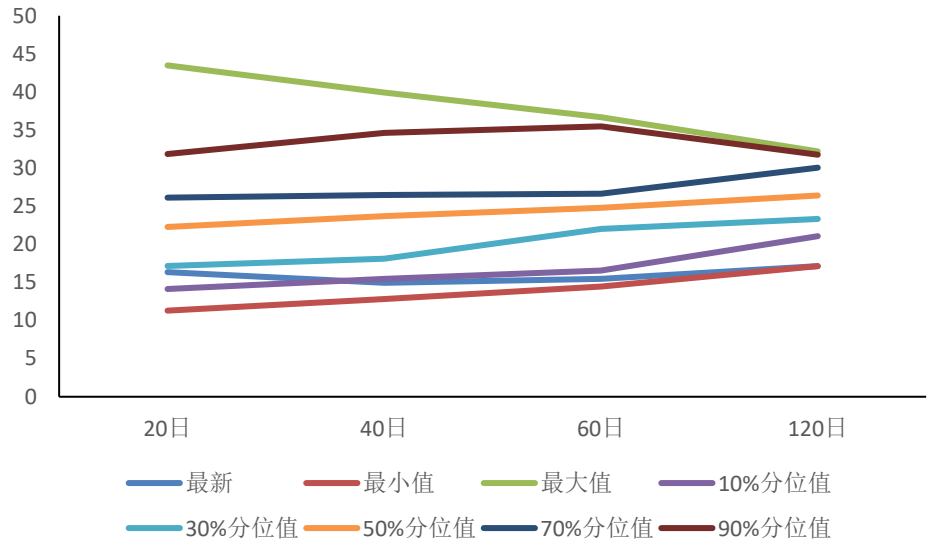
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 41: 深市 500ETF 历史波动率锥



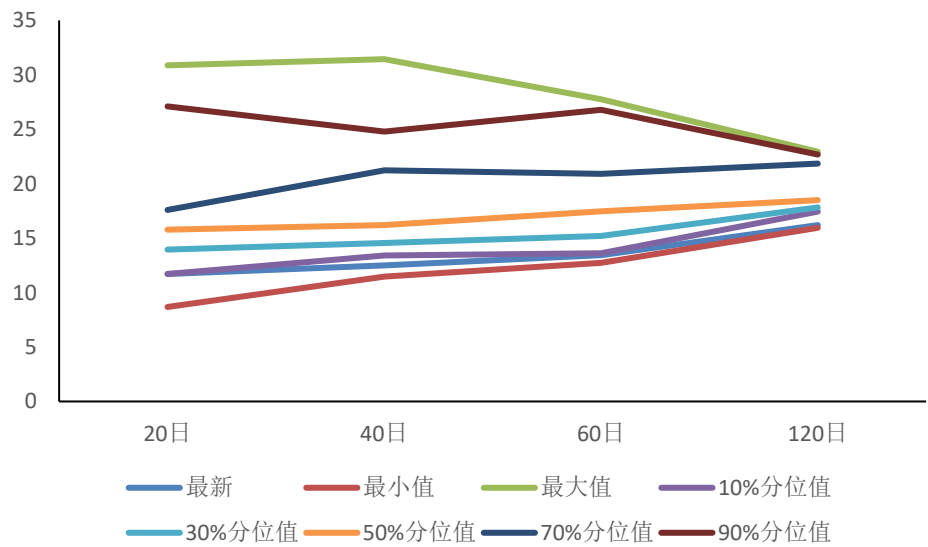
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 42: 创业板 ETF 历史波动率锥



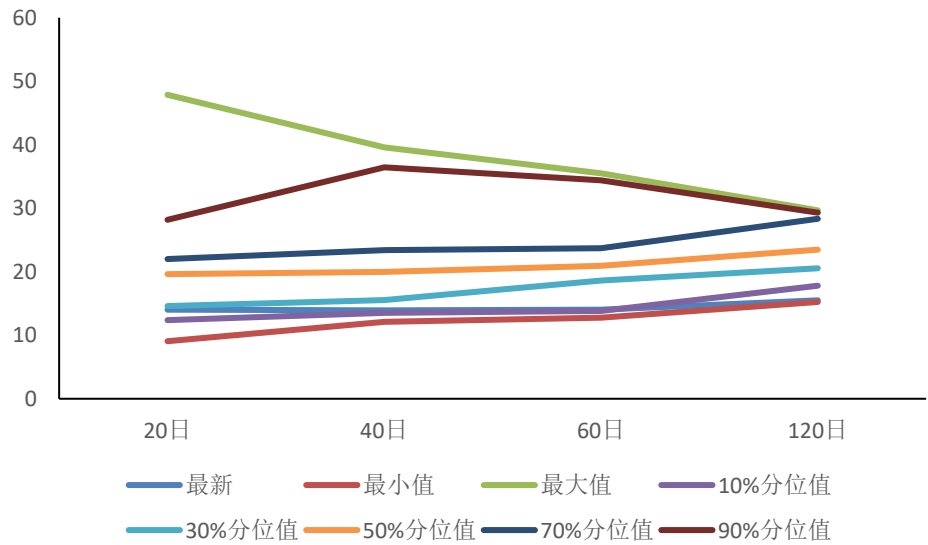
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 43: 沪深 300 历史波动率锥



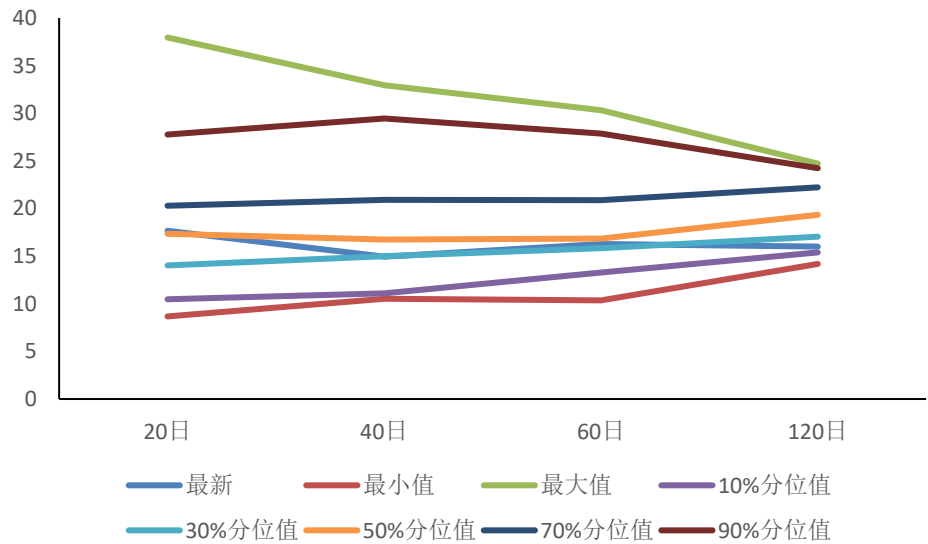
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 44：中证 1000 历史波动率锥



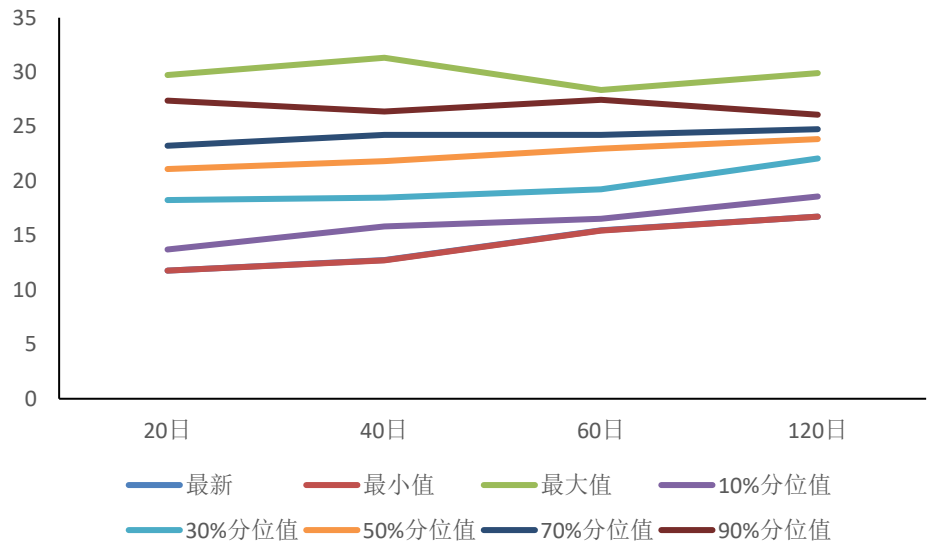
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 45：沪铜历史波动率锥



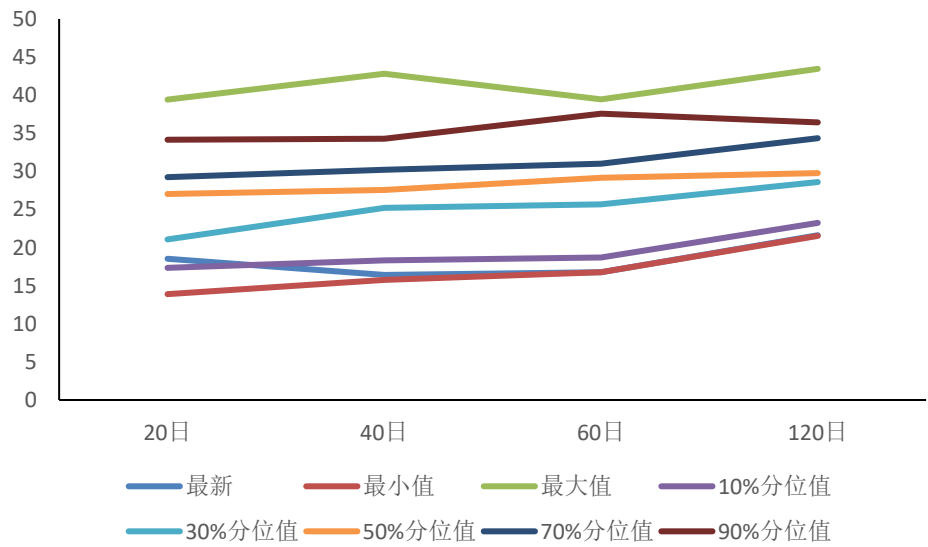
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 46: 沪铝历史波动率锥



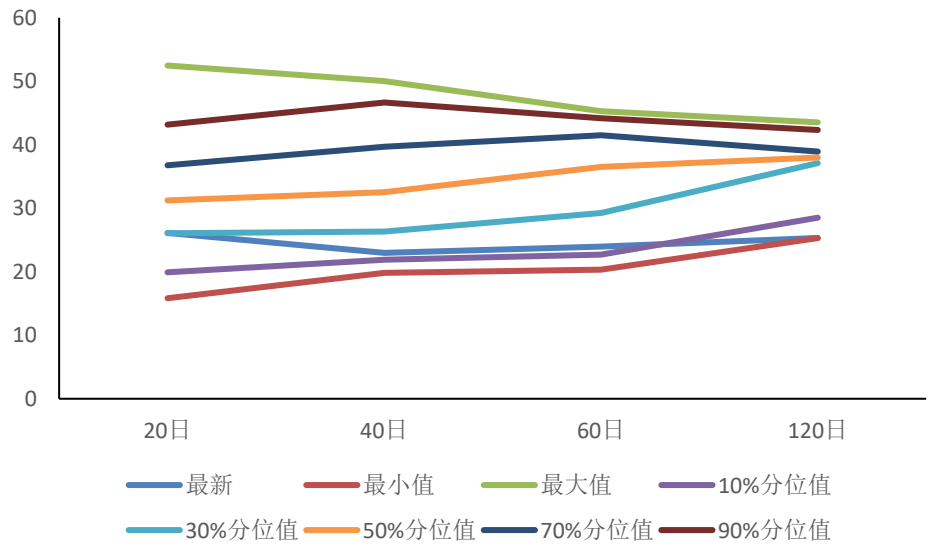
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 47: 甲醇历史波动率锥



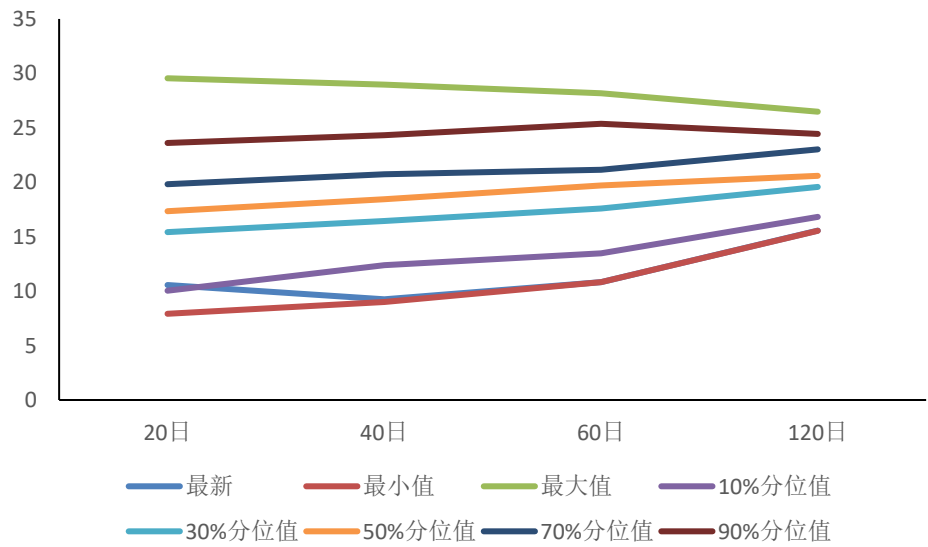
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 48: PTA 历史波动率锥



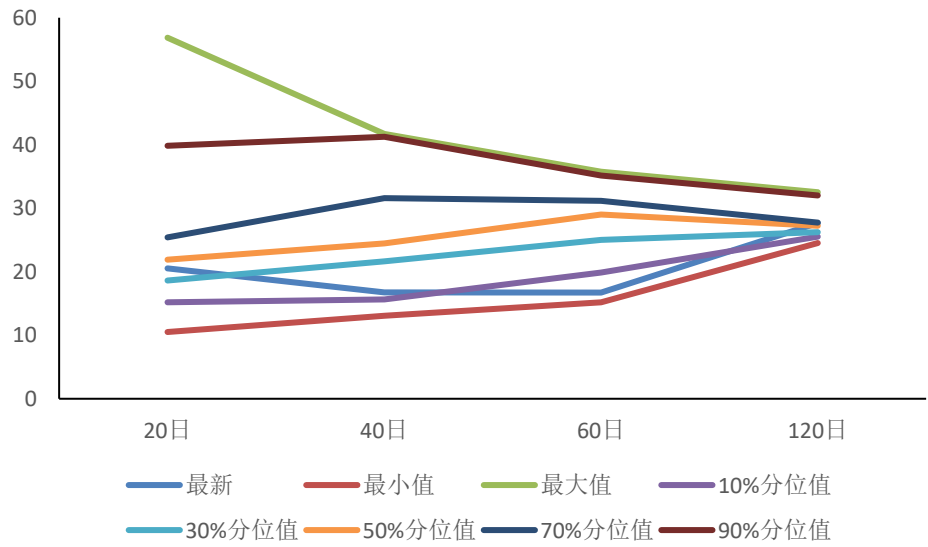
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 49: 聚丙烯历史波动率锥



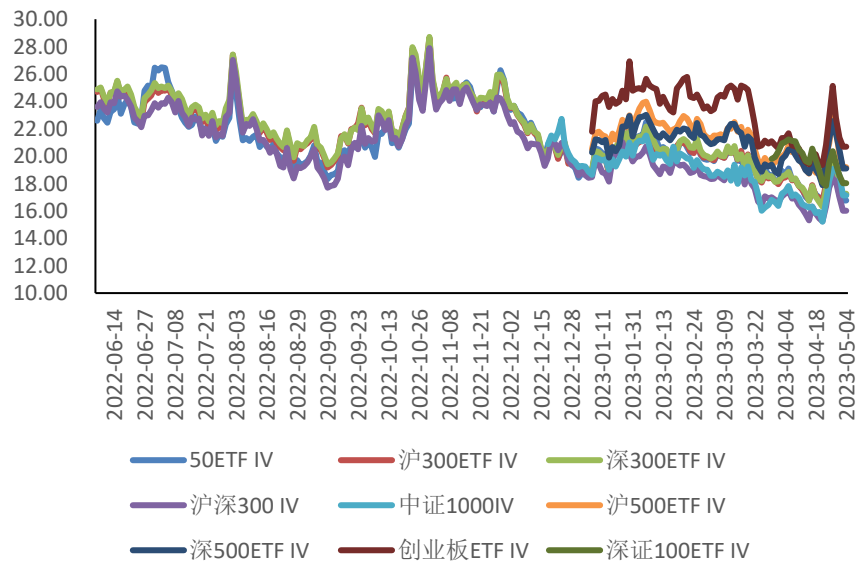
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 50：豆粕历史波动率锥



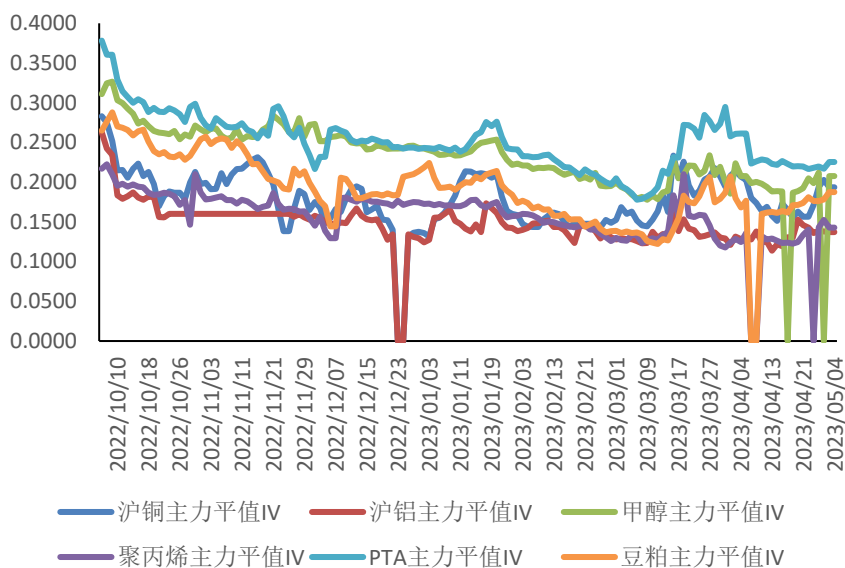
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 51：金融期权隐波 (IV) 对比



数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 52: 商品期权平值隐波 (IV) 对比



数据来源: wind, 兴证期货研发部

四、总结与展望

国内方面，中国 4 月官方制造业 PMI、非制造业 PMI、综合 PMI 三大景气指数不同程度回落，但总体产出继续保持扩张，企业生产经营活动延续恢复发展态势。A 股特色估值优化概念的中字头股票近期较优，个股分化，中小创股票走弱，期权标的指数整体呈低波震荡格局面。

国外方面，美联储将基准借款利率上调 0.25 个百分点，将联邦基金利率目标区间上调至 5%-5.25%，本次美联储货币政策会议释放出几个重要信号，暂停加息的可能性提升，但根据当前美国通胀水平，年内降息概率不大，维持当前利率符合美联储的政策需求。此外，五一期间，美国第一共和银行被收购，西部银行股价也出现短促大跌，再度激起市场对于美国银行业的风险担忧，后市市场博弈重点将从此前美联储加息预期转变为经济衰退与金融风险程度的预期。

金融期权方面，4 月份金融期权日均成交量与持仓量环比 3 月份上升，500ETF 与创业板 ETF 期权成交环比大幅增加。五一节后标的指数震荡空间收窄，大概率表现出低量低 PCR 值震荡的局面，趋势机会弱。波动率方面，节前一周受到指数大跌以及此前长假避险情绪的影响，金融期权标的历史波动率与隐含波动率短线拉升。标的指数在急跌之后有较强的反弹修复需求，伴随着隐含波动率回落，隐波期限结构回归近月低于远月的偏斜特征，我们认为当前金融期权标的指数难以出现持续性的单边行情，标的指数标准差缩小，从统计分布上看，波动空间收窄，

我们认为后市大概率呈现低波震荡行情。

商品期权方面，铜、铝、甲醇期权成交量一度大幅增加，主要受到标的短线下降的影响，在五一期间，市场再度交易欧美经济衰退预期以及美国银行风险预期，国际原油大跌，短线或将刺激能化类期权成交量与成交 PCR 值上升，关注欧美衰退预期酝酿与国际原油表现。市场对于加息预期的关注点逐步转移到美国经济衰退预期以及高息背景下金融风险预期上，后市波动率或将环比上升，有色、能化期权隐波或将直接受到这种预期的影响，呈现隐波脉冲式形态。

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。