

创业板 ETF 空头衰减，有望企稳降波

兴证期货·研发中心

2023 年 5 月 22 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

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 月消费、工业、地产方面数据也弱于预期，反映了宽货币背景下，政策传导效果弱于预期，经济基本面复苏预期下行，对股市形成压制，期权标的 50ETF、300ETF 系列价格接近近期低值，考验下方支撑力。国外方面，目前美联储内部对 6 月是否应该暂停加息仍有所分歧。整体来看，利率预期的分歧对市场情绪的影响呈现波段性特征。此外，近期市场交易美国债务上限的分歧预期。

金融期权方面，期权标的指数窄幅震荡，市场整体情绪面偏低迷。创业板 ETF 期权 PCR 值收于 84.82%，周度日均成交量持续下降，空头情绪趋于衰竭，这一指标结合创业板指数下跌末端的特征，后市创业板指数下探空间有限，有望企稳反弹。波动率方面，历史波动率与隐含波动率呈现出重心反弹上移的特征，市场保持一定程度的避险情绪。从长期来看，长周期历史波动率曲线维持低位运行，短线波动率重心上移尚未构成长周期升波拐点，我们认为，短周期波动率受到长周期低波的牵引影响，后市重回震荡降波的概率较大。

商品期权方面，铜、铝近期止跌反弹，甲醇偏弱，PTA 受原油止跌企稳的影响，跌势趋缓。黄金受美国货币政策及债务问题的预期影响，呈现出多空拉锯震荡走势。铜、铝期权的短空情绪下降，但需要注意的是，二者成交 PCR 值依旧处在 200% 上下，反映了从整体来看，铜铝期权依然有较强的空头情绪。PTA 期权成交 PCR 值下行，受原油止跌企稳的影响，PTA 短空情绪衰减，整体下探空间比较有限；黄金期权短空情绪居高不下。铜铝期权隐含波动率回落，但二者成交 PCR 值保持较高位置，空头风险尚未解除，提防外盘利空情绪面对于铜铝品种的冲击；PTA 期权隐波回落，国际原油价格表现较强支撑力，PTA 期权升波空间有限，或将呈现低波震荡筑底的局面；黄金期权隐含波动率居于该品种近期偏高位置，多项事件驱动下，黄金价格短线出现较大分歧，或将延续宽幅震荡局面。

风险因子：经济数据表现不佳、美国债务上限分歧、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 0.11%，沪市 300ETF 变化 0.31%，沪市 500ETF 变化 0.72%，深市 300ETF 变化 0.25%、深市 500ETF 变化 0.74%，创业板 ETF 变化 1.37%，深证 100ETF 变化 0.56%，上证 50 指数变化 0.09%、沪深 300 变化 0.17%、中证 1000 指数变化 1.02%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 10.10、12.10、25.72、36.06、32.74，五年周期中对应的分位为 54.33%、41.34%、70.87%、49.21%、7.87%。

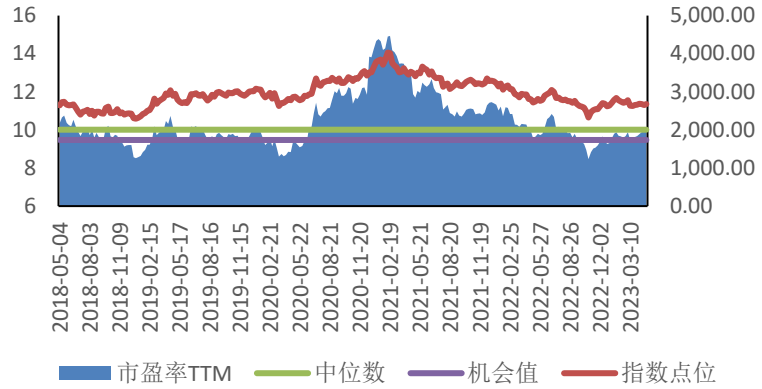
中国 4 月份社会消费品零售总额 34910 亿元，同比增长 18.4%，预期 20.2%。其中，除汽车以外的消费品零售额 31290 亿元，增长 16.5%。4 月份规模以上工业增加值同比实际增长 5.6%，预期 9.7%。1-4 月份，全国固定资产投资同比增长 4.7%。从环比看，4 月份固定资产投资（不含农户）下降 0.64%。中国 1-4 月房地产开发投资 35514 亿元，同比下降 6.2%；商品房销售额 39750 亿元，增长 8.8%；房地产开发企业到位资金 45155 亿元，下降 6.4%。即 4 月社融、信贷数据弱于预期后，消费、工业、地产方面数据也弱于预期，反映了宽货币背景下，政策传导效果弱于预期，经济基本面复苏预期下行，对股市形成压制，A 股市场近期呈现缩量震荡局面，交易情绪偏低，两市成交持续低于万亿，期权标的 50ETF、300ETF 系列价格接近近期低值，考验下方支撑力。

国外方面，上周五美联储高层相继发言，美联储主席认为美国银行系统面临的压力可能意味着不必将利率提高到高的水平来减缓经济。目前美联储内部对 6 月是否应该暂停加息仍有所分歧。包括鲍威尔在内的一些官员暗示，倾向暂停加息以观察美联储紧缩政策带来的影响；其他官员则表示，通胀和经济活动并未放缓到足以暂停加息的水平，因此，整体来看，利率预期的分歧对市场情绪的影响呈现波段性特征。此外，近期市场交易美国债务上限的分歧预期。

2.商品行情回顾与展望

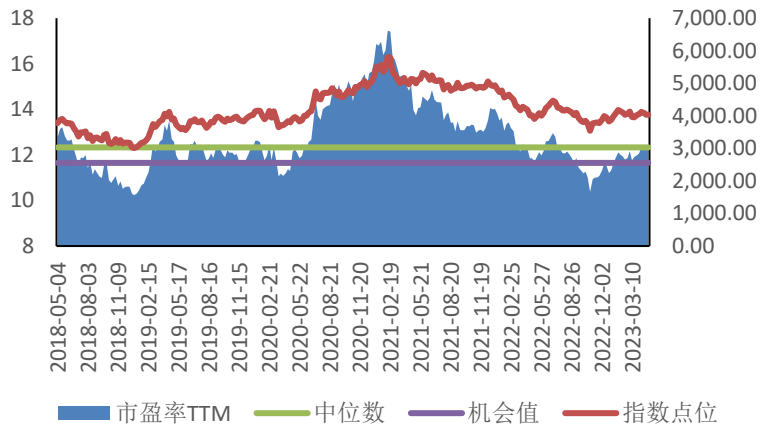
前一周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为 1.67%、3.25%；甲醇、PTA 周度涨跌幅分别为-2.21%、2.82%；豆粕、黄金活跃合约周度涨跌幅为-2.37%、-0.86%。美联储意见分歧较大，此外，关于美国债务上限的争论影响市场节奏。铜、铝近期止跌反弹，甲醇偏弱，PTA 受原油止跌企稳的影响，跌势趋缓。黄金受美国货币政策及债务问题的预期影响，呈现出多空拉锯震荡走势。

图 1: 上证 50 指数估值 (市盈率-TTM)



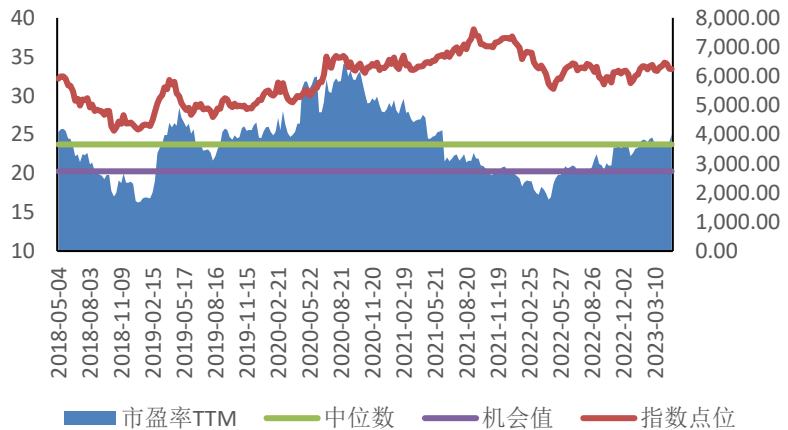
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 2: 沪深 300 指数估值 (市盈率-TTM)



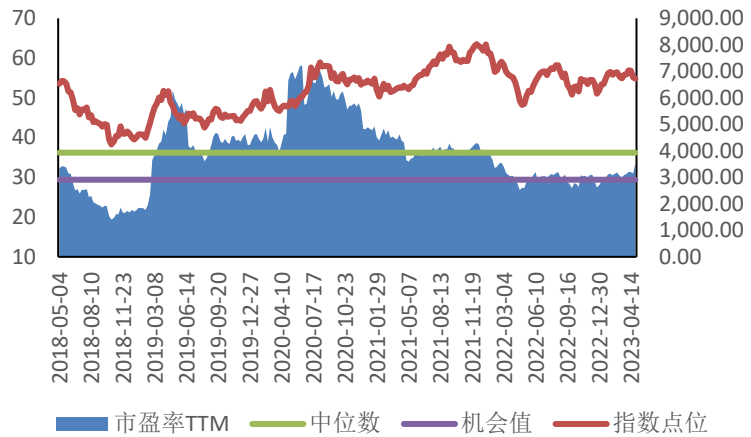
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 3: 中证 500 指数估值 (市盈率-TTM)



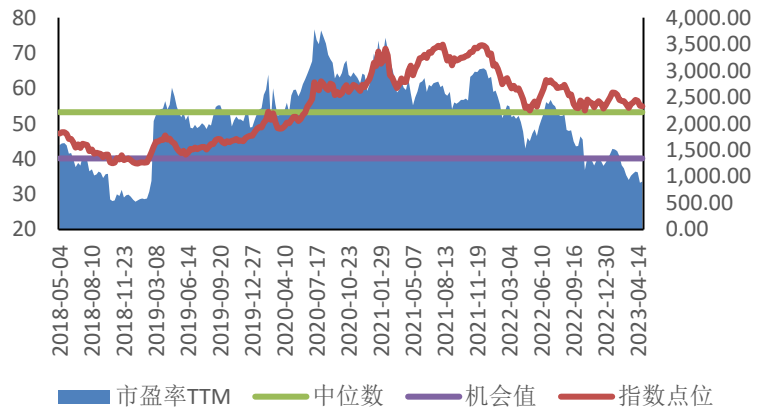
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率-TTM)



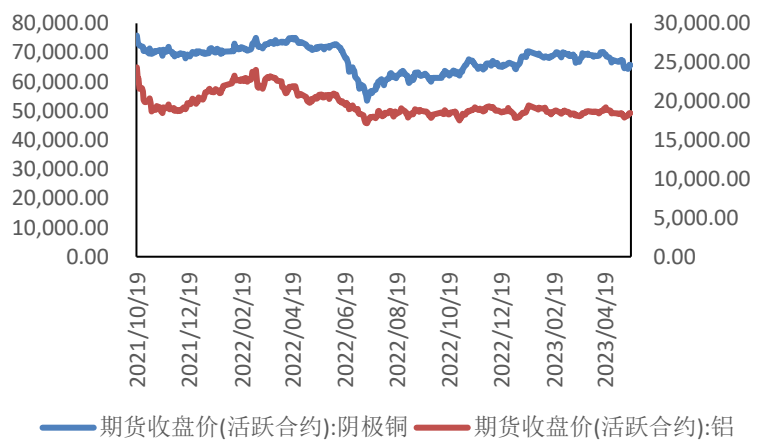
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 5: 创业板指数估值 (市盈率-TTM)



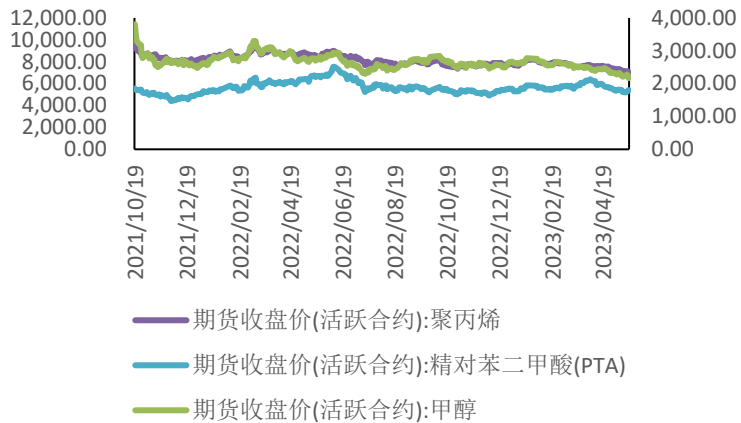
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 6: 铜、铝活跃合约收盘价



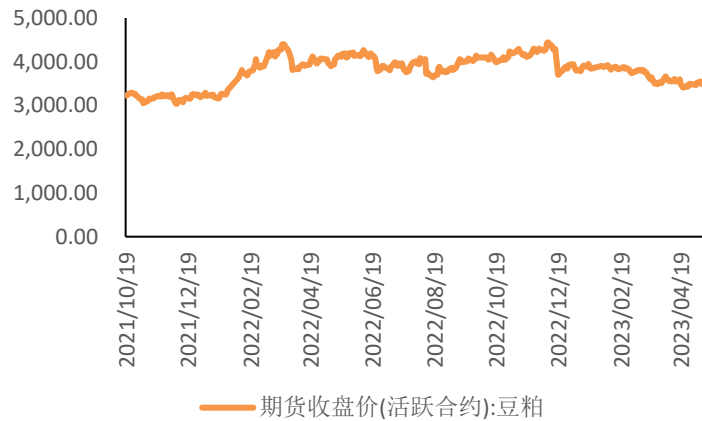
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

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

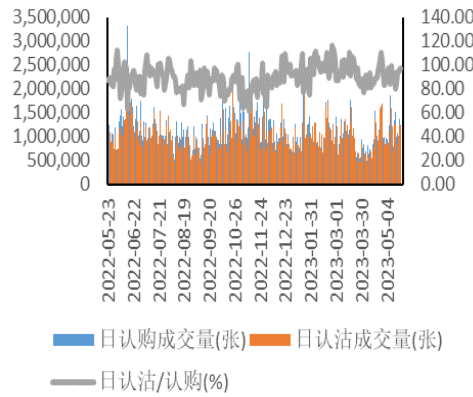
金融期权成交量与成交 PCR 值平稳, 期权标的指数窄幅震荡, 现货市场成交量较低, 市场整体情绪面偏低迷。其中创业板 ETF 期权 PCR 值收于 84.82%, 周度日均成交量持续下降, 反映了近期创业板指数持续下行后, 空头情绪趋于衰竭, 创业板 ETF 认沽期权成交活跃度大幅下行, 这一指标结合创业板指数下跌末端的特征, 后市创业板指数下探空间有限, 有望企稳反弹。

2. 商品期权

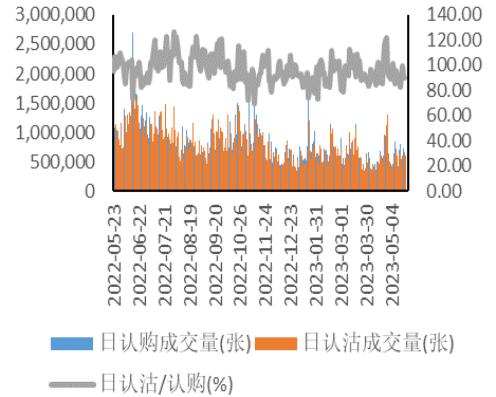
商品期权方面, 铜、铝期权成交量与成交 PCR 值环比上一周下行, 标的期货企稳, 品种的短空情绪下降, 但需要注意的是, 二者成交 PCR 值依旧处在 200%

上下，反映了从整体来看，铜铝期权依然有较强的空头情绪。PTA 期权 PCR 值下行，受原油止跌企稳的影响，PTA 短空情绪衰减，整体下探空间比较有限；黄金期权受到近期美联储货币政策与债务上限的预期摆动影响，避险情绪居高不下。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

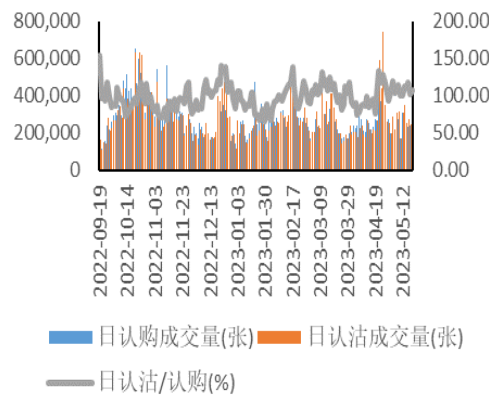


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

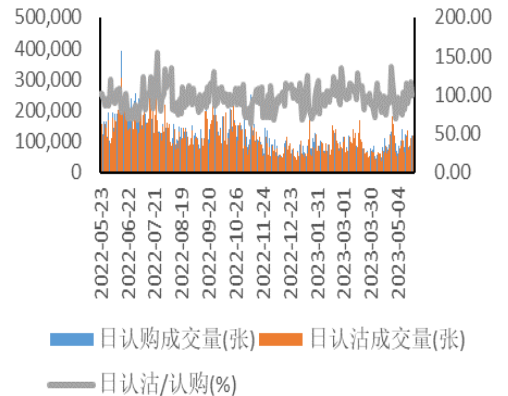


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

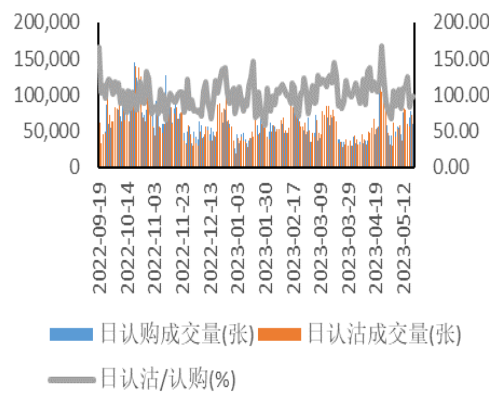


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

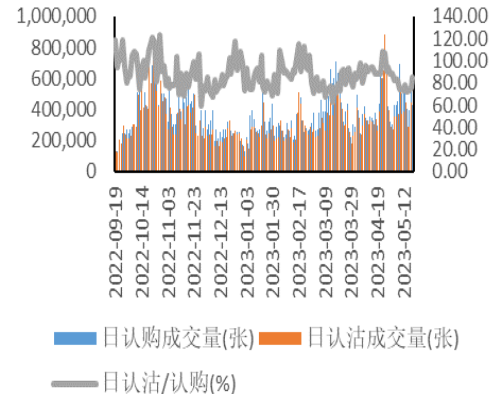


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

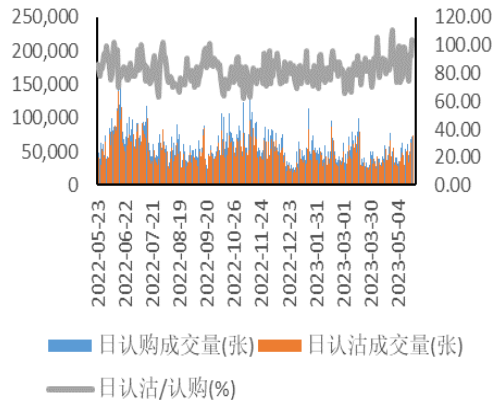


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

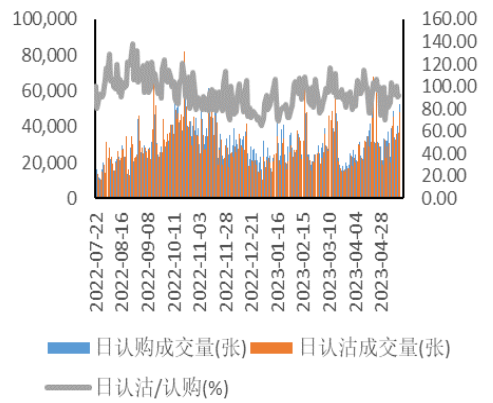


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

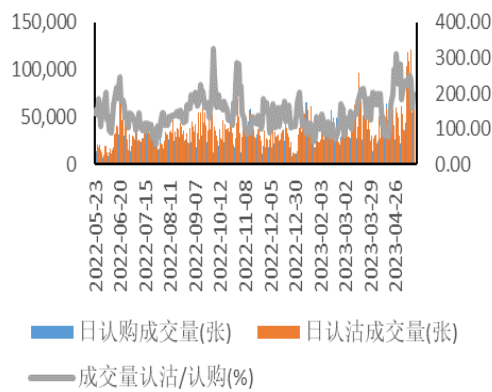


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

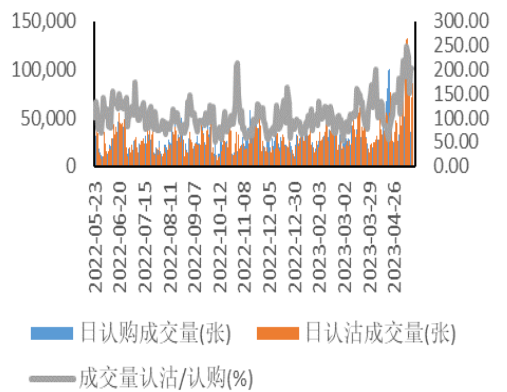


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 17: 沪铜期权 PCR

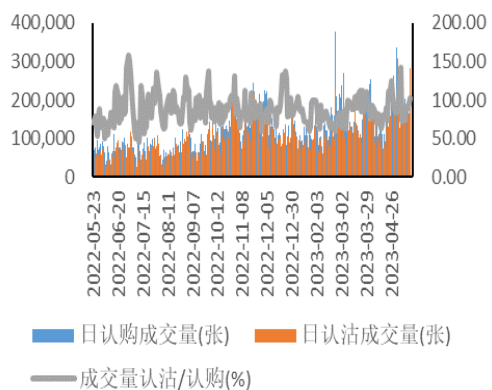


图表 18: 沪铝期权 PCR

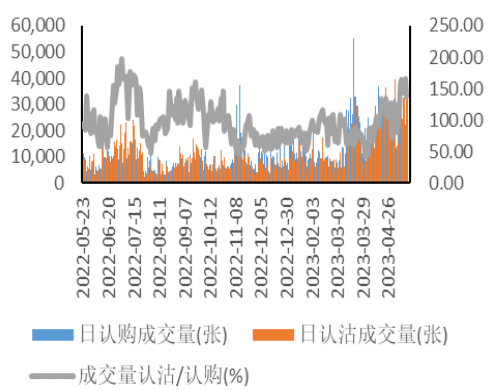


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 19: 甲醇期权 PCR

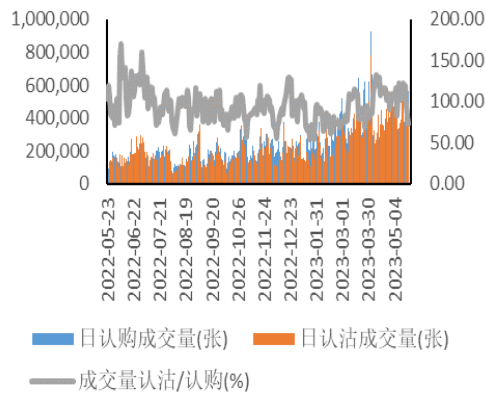


图表 20: 沪金期权 PCR

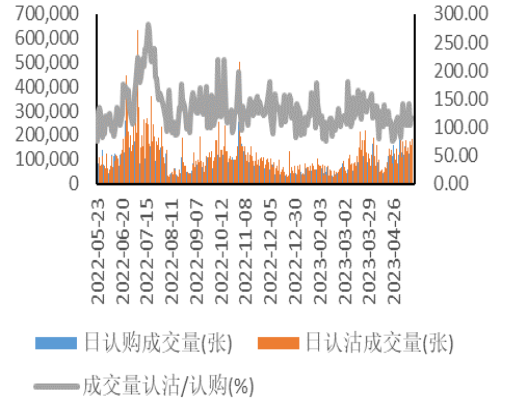


数据来源: wind, 兴证期货研发部

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

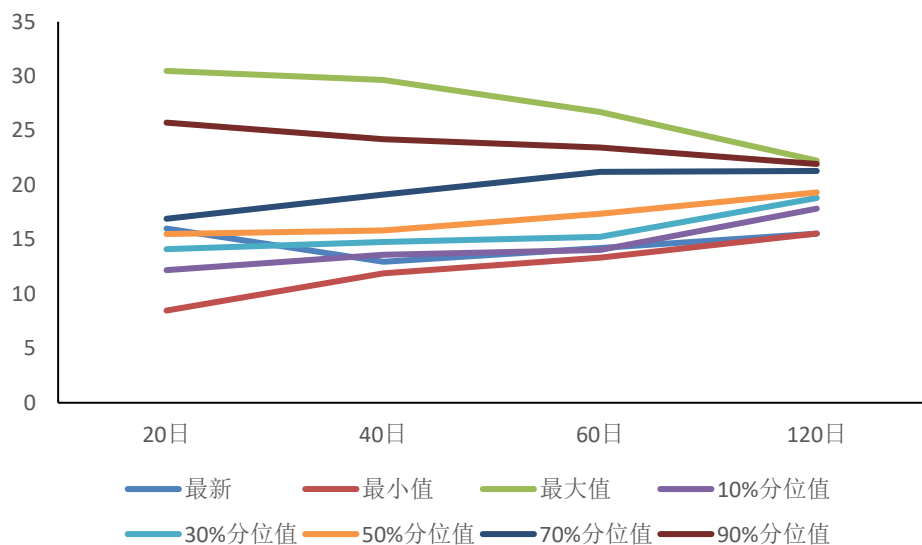
1. 金融期权

期权标的历史波动率方面, 近期波动率变化幅度较小, 历史波动率与隐含波动率与 4 月份低值位置相比, 呈现出重心缓慢上移的特征, 虽然 A 股两市成交量大幅下跌, 但在国内基本面复苏预期走弱叠加美国 6 月债务上限分歧的影响下, 市场保持一定程度的避险情绪, 标的指数在这个位置有一定的分歧, 因此, 表现出隐含波动率重心反弹的迹象。从长期来看, 长周期历史波动率曲线维持低位运行, 短线波动率重心上移尚未构成长周期升波拐点, 我们认为, 短周期波动率受到长周期低波的牵引影响, 后市重回震荡降波的概率较大。

2. 商品期权

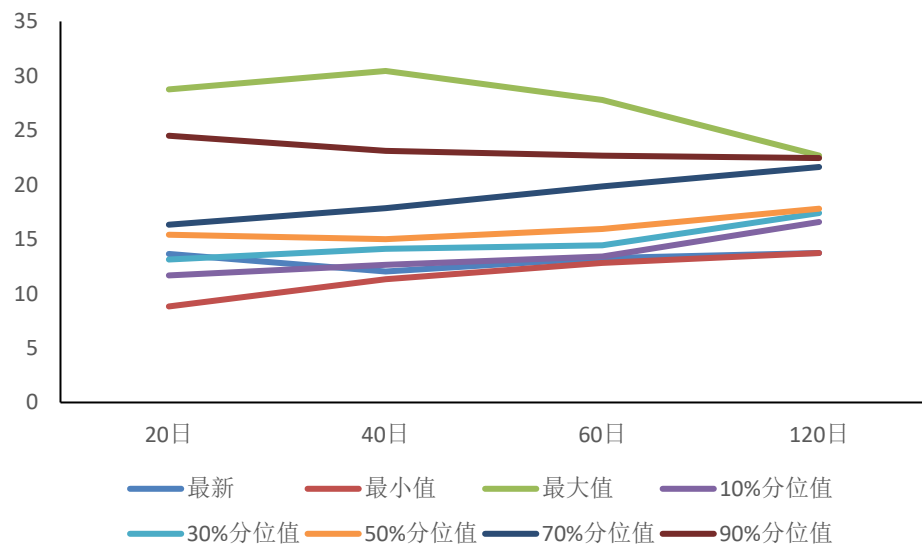
商品期权方面, 铜铝标的反弹, 铜铝期权隐含波动率回落, 但二者成交 PCR 值保持较高位置, 空头风险尚未解除, 提防外盘利空情绪面对于铜铝品种的冲击; PTA 期权隐波回落, 国际原油价格表现较强支撑力, PTA 期权升波空间有限, 或将呈现低波震荡筑底的局面; 黄金期权隐含波动率居于该品种近期偏高位置, 多项事件驱动下, 黄金价格短线出现较大分歧, 或将延续宽幅震荡局面。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



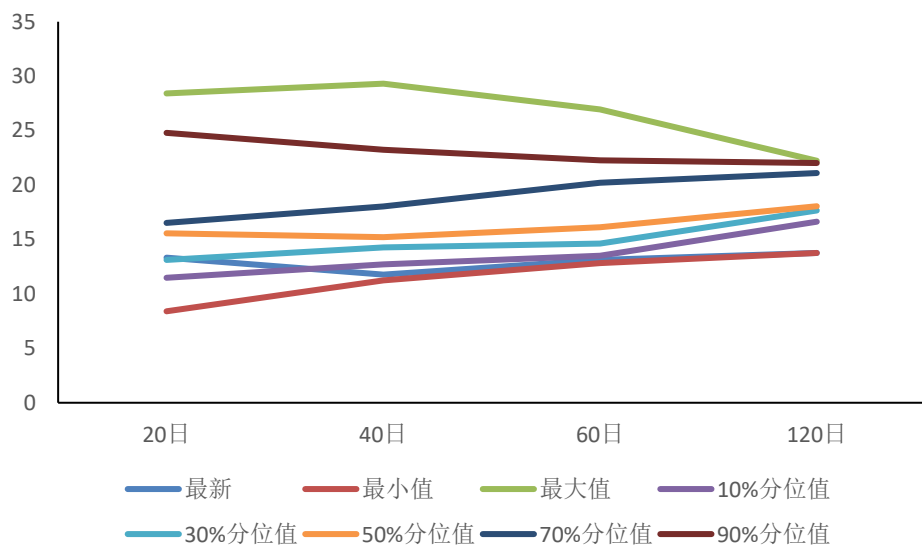
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



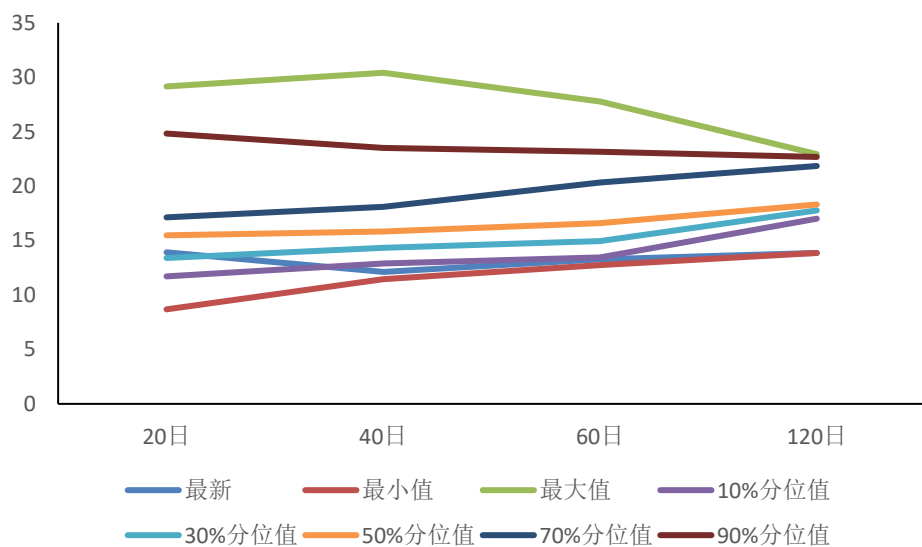
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



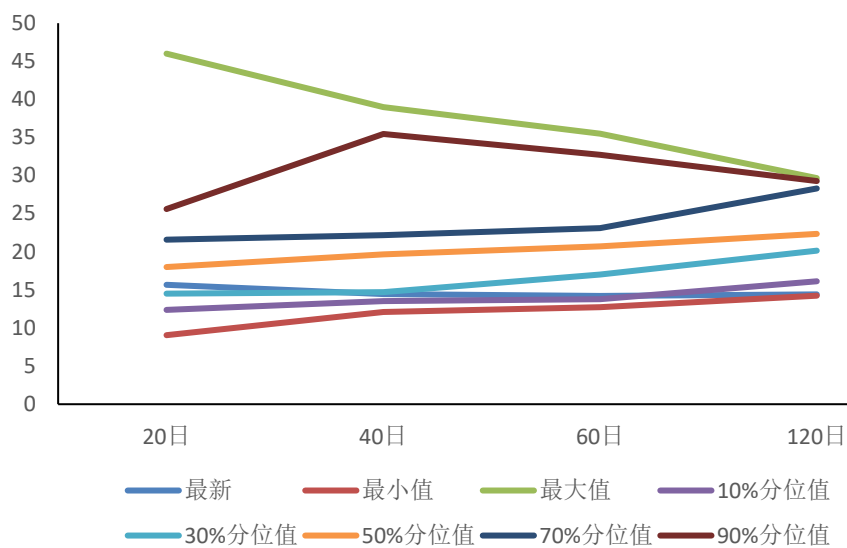
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



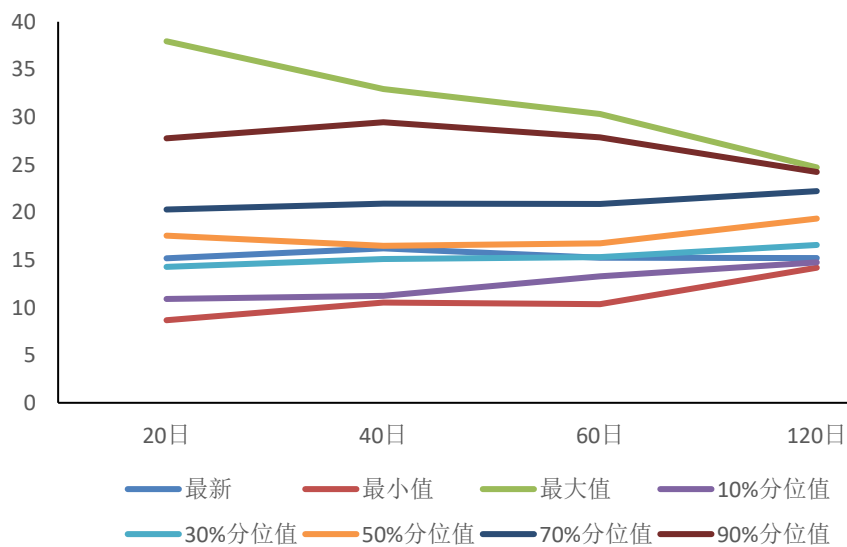
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



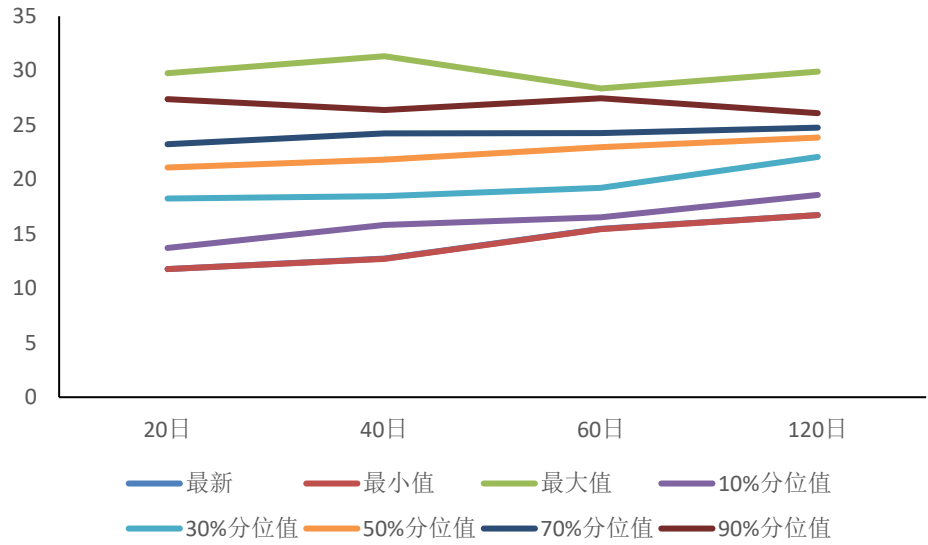
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 28: 沪铜历史波动率锥



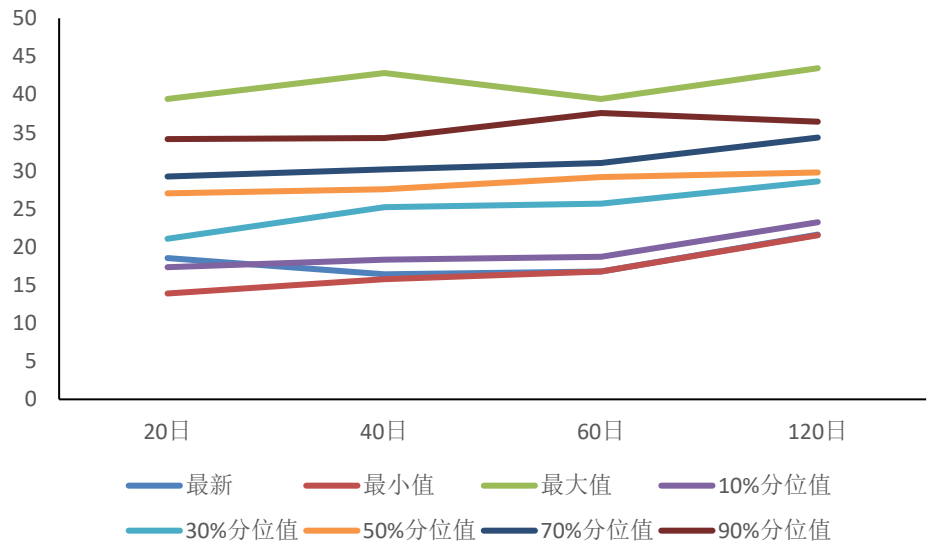
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 29：沪铝历史波动率锥



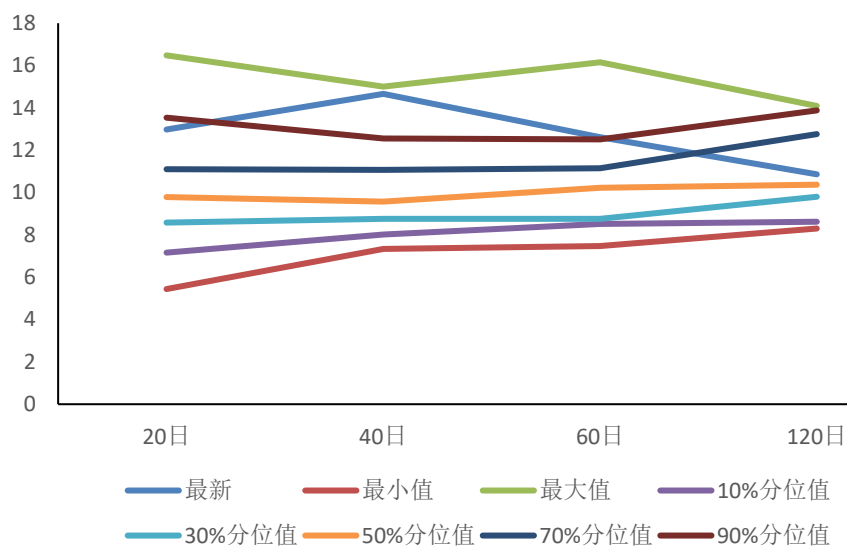
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 30：甲醇历史波动率锥



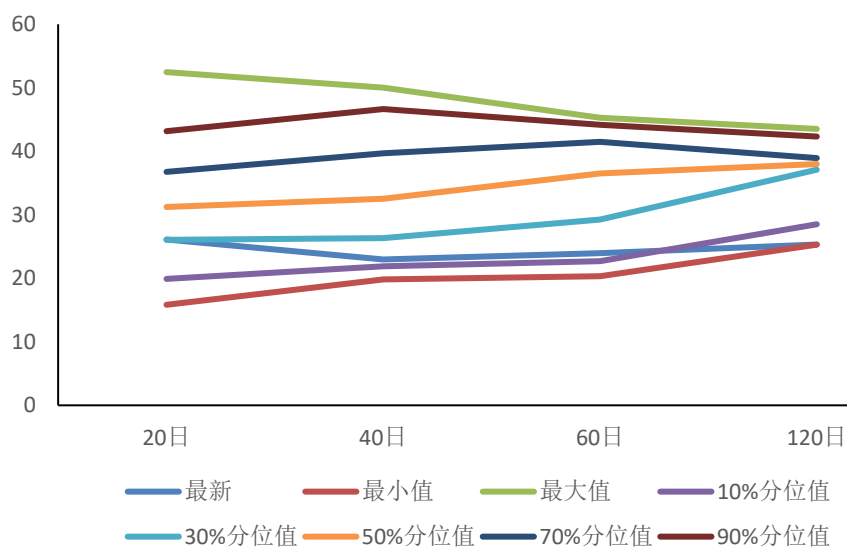
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 31: 沪金历史波动率锥



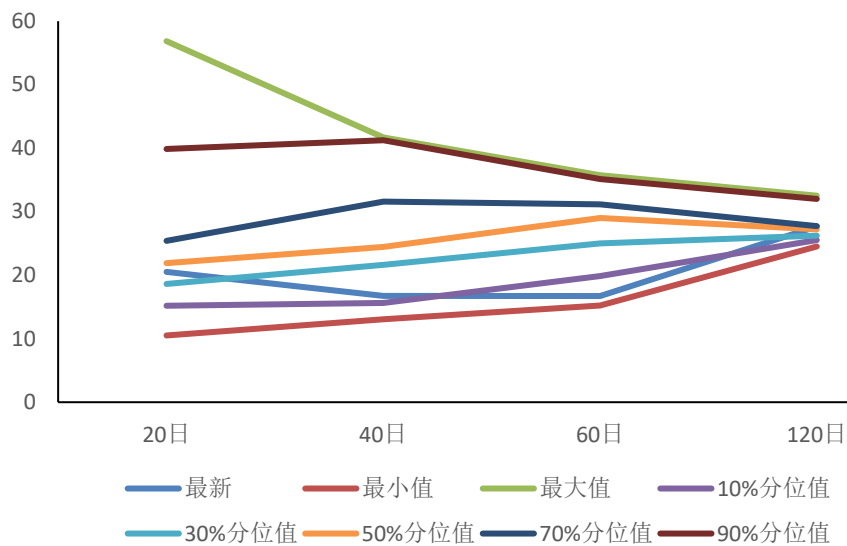
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 31: PTA 历史波动率锥



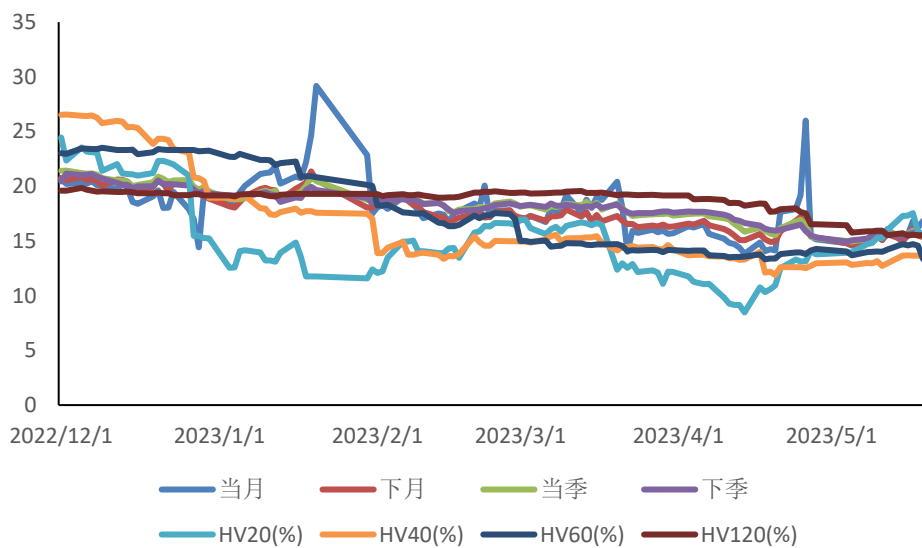
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 32：豆粕历史波动率锥



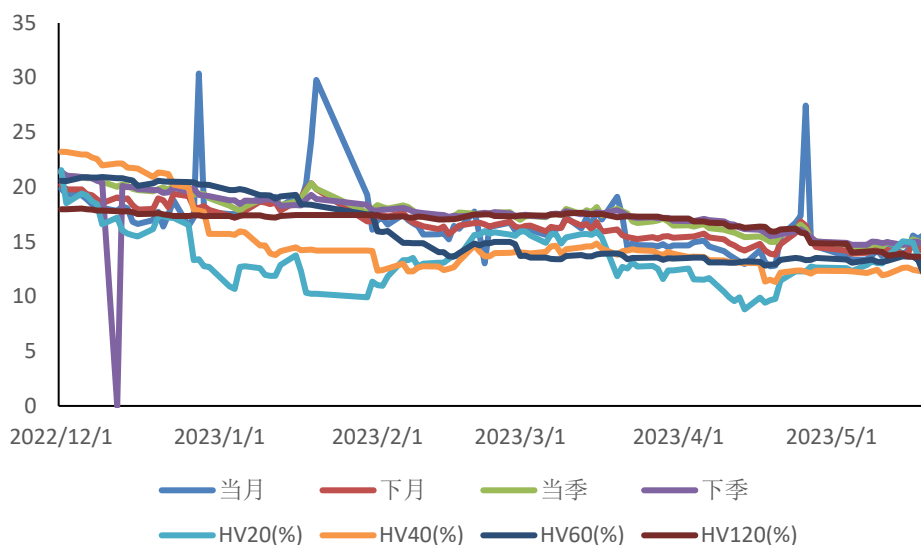
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 33：50ETF 期权隐含波动率走势



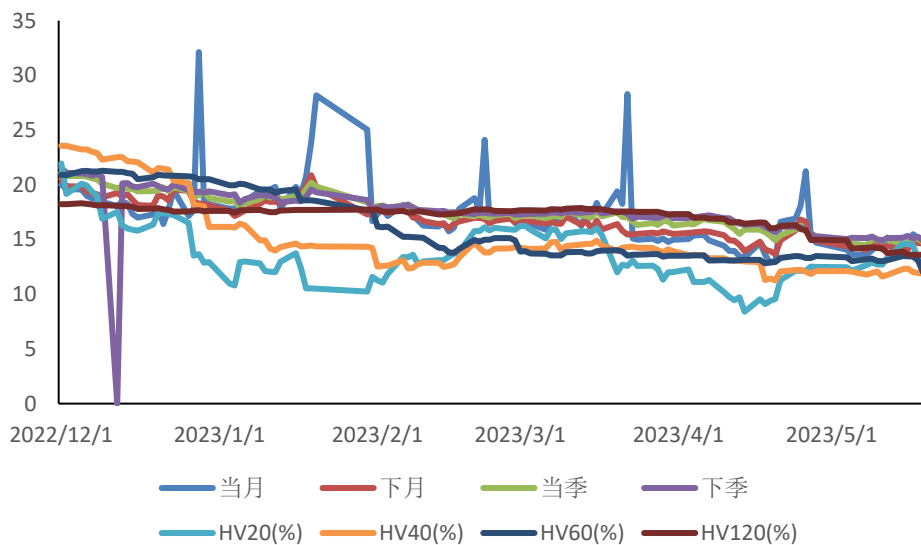
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 34: 300ETF 期权（沪）隐含波动率走势



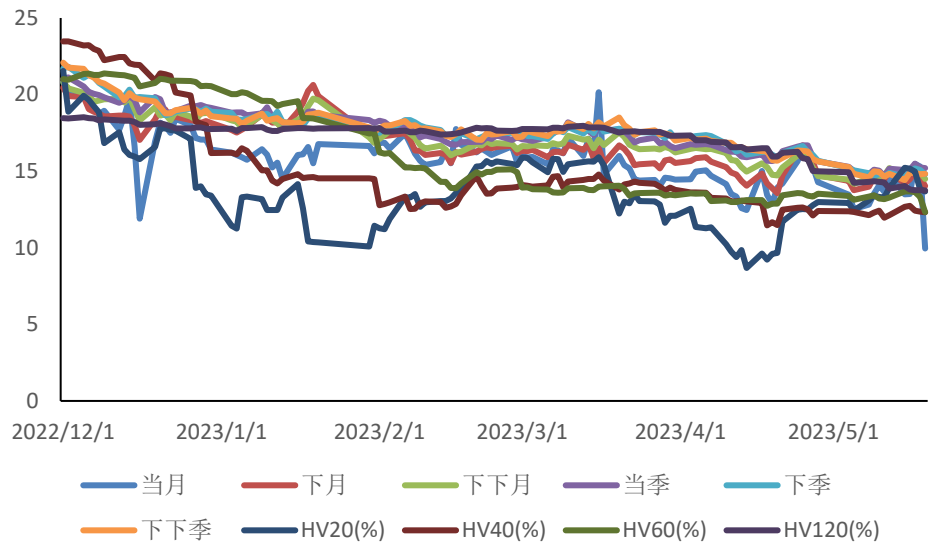
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 35: 300ETF 期权（深）隐含波动率走势



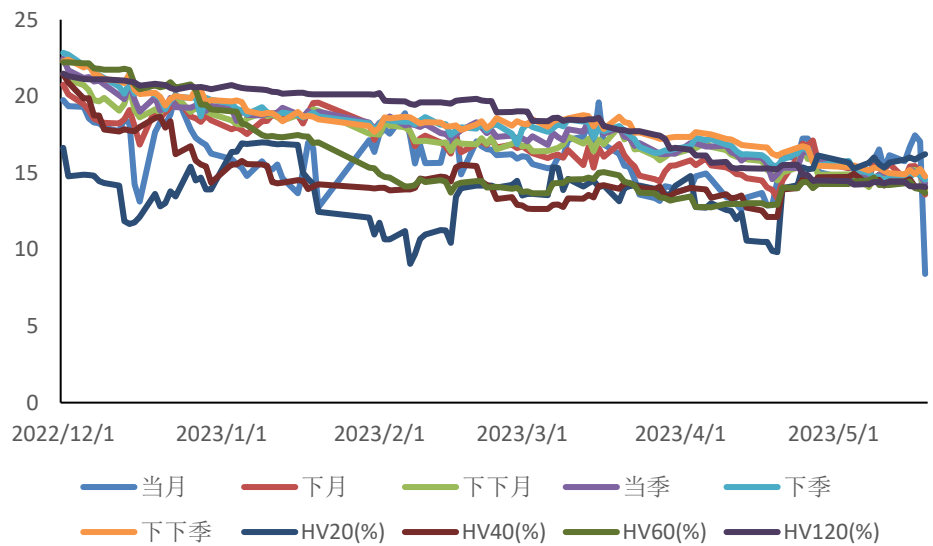
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



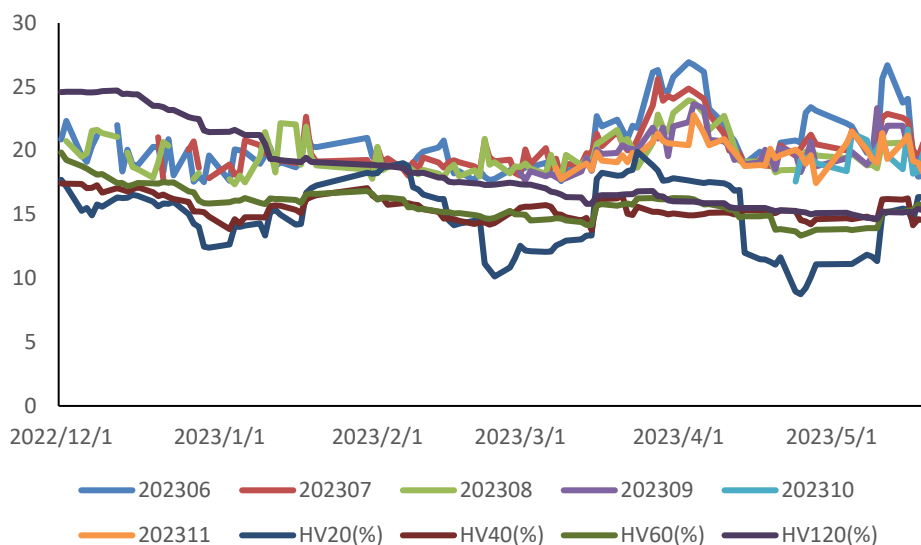
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



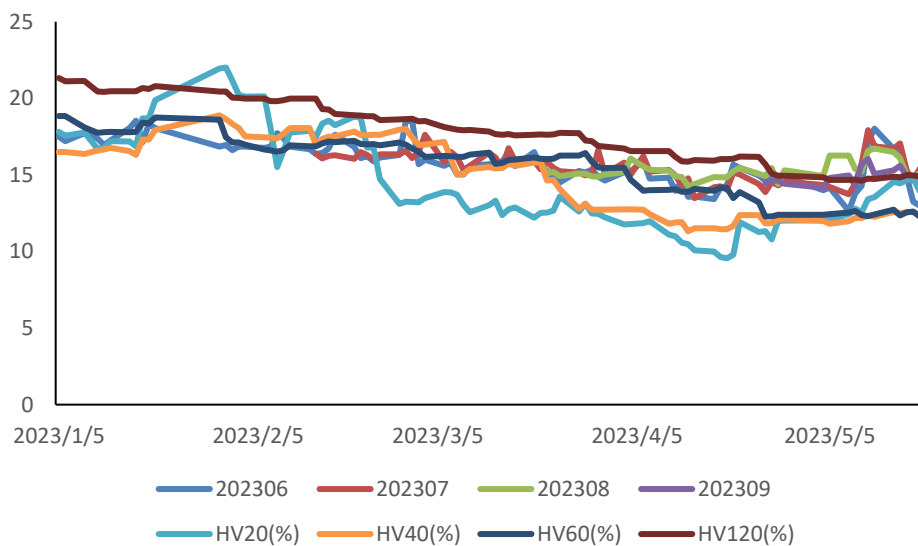
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



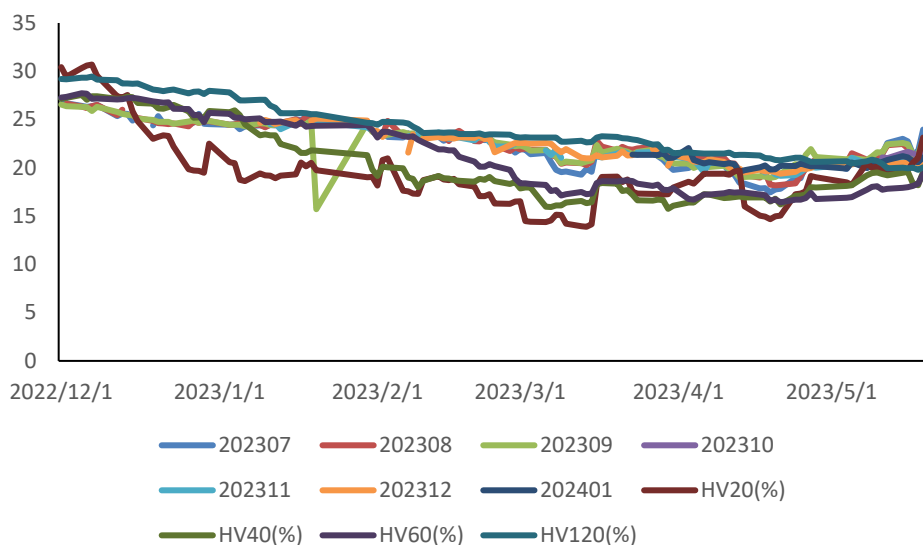
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



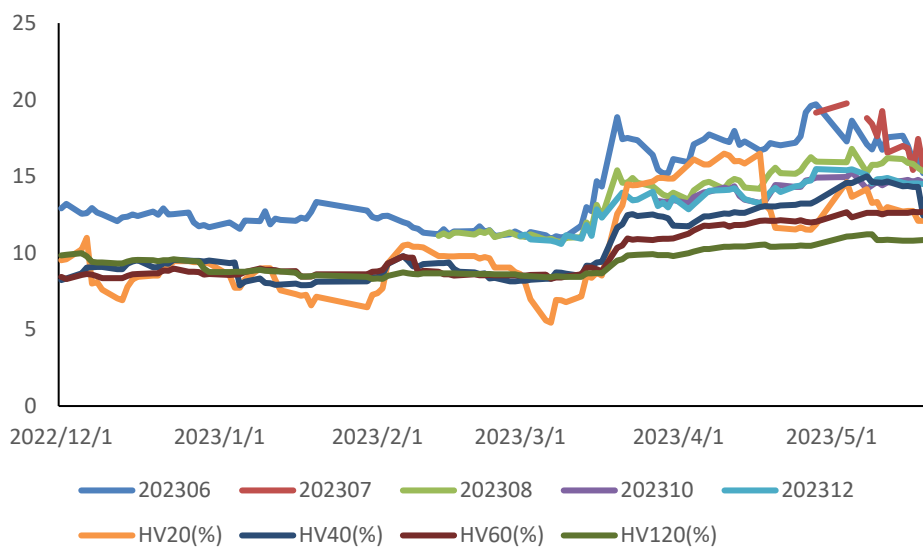
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



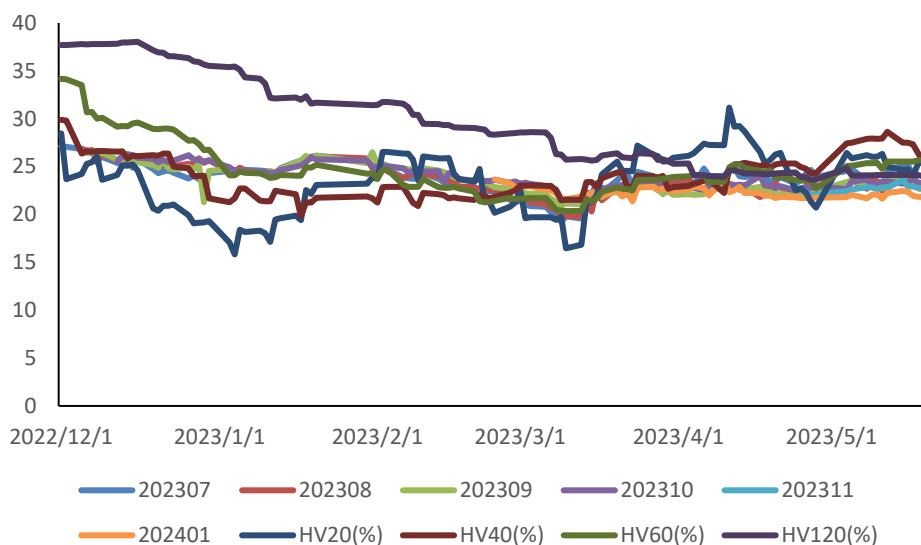
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 41: 沪金期权隐含波动率走势



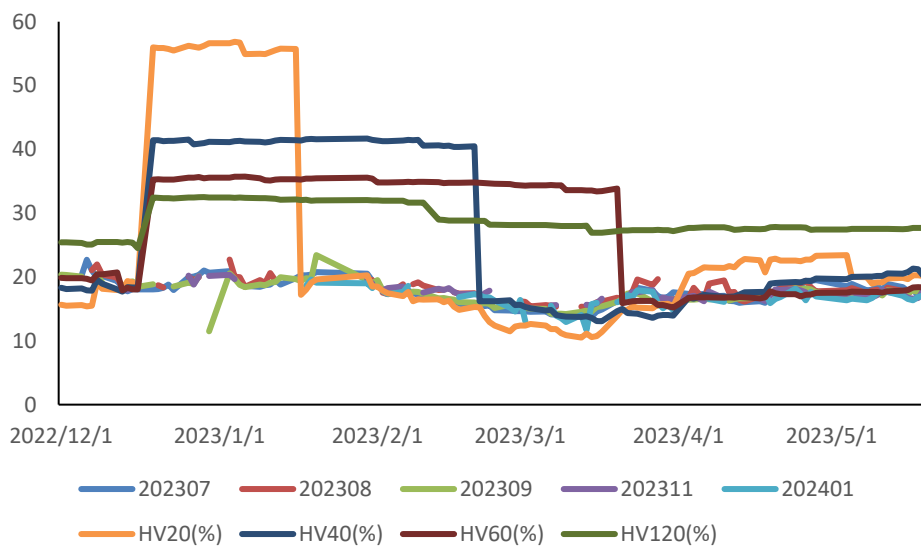
数据来源: wind, 兴证期货研发部

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

四、总结与展望

继中国 4 月社融、信贷数据弱于预期后，消费、工业、地产方面数据也弱于预期，反映了宽货币背景下，政策传导效果弱于预期，经济基本面复苏预期下行，对股市形成压制，交易情绪偏低，两市成交持续低于万亿，期权标的 50ETF、300ETF 系列价格接近近期低值，考验下方支撑力。国外方面，目前美联储内部对 6 月是否应该暂停加息仍有所分歧。包括鲍威尔在内的一些官员暗示，倾向暂停加息以观察美联储紧缩政策带来的影响；其他官员则表示，通胀和经济活动并未放缓到足以暂停加息的水平，因此，整体来看，利率预期的分歧对市场情绪的影响呈现波段性特征。此外，近期市场交易美国债务上限的分歧预期。

金融期权方面，金融期权成交量与成交 PCR 值平稳，期权标的指数窄幅震荡，现货市场成交量较低，市场整体情绪面偏低迷。其中创业板 ETF 期权 PCR 值收于 84.82%，周度日均成交量持续下降，反映了近期创业板指数持续下行后，空头情绪趋于衰竭，创业板 ETF 认沽期权成交活跃度大幅下行，这一指标结合创业板指数下跌末端的特征，后市创业板指数下探空间有限，有望企稳反弹。波动率方面，历史波动率与隐含波动率与 4 月份低值位置相比，呈现出重心缓慢上移的特征，国内基本面复苏预期走弱叠加美国 6 月债务上限分歧的影响下，市场保持一定程度的避险情绪，标的指数在这个位置有一定的分歧，因此，表现出隐含波动率重心反弹的迹象。从长期来看，长周期历史波动率曲线维持低位运行，短线波动率重心上移尚未构成长周期升波拐点，我们认为，短周期波动率受到长周期低波的牵引影响，后市重回震荡降波的概率较大。

商品期权方面，铜、铝近期止跌反弹，甲醇偏弱，PTA 受原油止跌企稳的影响，跌势趋缓。黄金受美国货币政策及债务问题的预期影响，呈现出多空拉锯震荡走势。铜、铝期权成交量与成交 PCR 值环比上一周下行，标的期货企稳，品种的短空情绪下降，但需要注意的是，二者成交 PCR 值依旧处在 200% 上下，反映了从整体来看，铜铝期权依然有较强的空头情绪。PTA 期权成交 PCR 值下行，受原油止跌企稳的影响，PTA 短空情绪衰减，整体下探空间比较有限；黄金期权受到近期美联储货币政策与债务上限的预期摆动影响，避险情绪居高不下。铜铝标的反弹，铜铝期权隐含波动率回落，但二者成交 PCR 值保持较高位置，空头风险尚未解除，提防外盘利空情绪面对于铜铝品种的冲击；PTA 期权隐波回落，国际原油价格表现较强支撑力，PTA 期权升波空间有限，或将呈现低波震荡筑底的局面；黄金期权隐含波动率居于该品种近期偏高位置，多项事件驱动下，黄金价格短线出现较大分歧，或将延续宽幅震荡局面。

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。