

节后隐波高位回落，关注期权空 vega 策略

兴证期货. 研究咨询部
金融研究团队

2024 年 2 月 19 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

国内方面，基本面与政策面支撑，临近两会窗口期市场政策预期强化，地产领域支持政策明显加码。节前指数情绪化下跌打开反弹空间，特别是中证 500、中证 1000、创业板指的超跌反弹需求大。长假期间美国 OpenAI 公司推出 Sora，或将刺激国内人工智能相关题材交易，刺激市场成长风格走好。近期国内市场释放 IPO 趋缓信号，以及限制融券、转融通操作，利好指数修复。美国 1 月 CPI 涨幅超预期，通胀粘性迫使市场下降此前过度激进的降息预期。但是美国 1 月核心零售数据同比低于预期，对美联储降息预期起到支撑效果，美联储议息会议暗示政策将向正常化转向，为年内降息打下铺垫，国外货币政策环境变化有望为国内货币政策打开空间。

金融期权方面，春节期间外盘股市平稳，长假潜在空头情绪衰减，预期节后市场分歧降低，金融期权成交量下降，成交 PCR 值走低。隐含波动率居于高位，品种间的强弱程度分化，中证 1000 期权隐波与上证 50 期权隐波的数值差最大接近 20 个百分点，创下该品种之间波差的历史极值。随着春节长假结束，情绪面出清，期权成交活跃度与隐含波动率将大幅回落。策略方面，关注空 vega 策略，捕捉品种间隐波差极值的统计套利机会，或者逢指数回调可关注卖出看跌期权的策略。中证 500、中证 1000 期权偏度指数回升，与上证 50、沪深 300 系列期权偏度指数剪刀差收敛。节前中小创指数超跌反弹，情绪面修复，此前极端下跌行情带来的定价偏斜回归平稳，大小风格强弱分化有所缓解。

商品期权方面，铜、铝期权成交 PCR 值小幅回升，整体维持以震荡预期为主，甲醇期权、PTA 期权成交 PCR 值大起大落，此前或因长假避险情绪影响分歧加大；黄金期权成交 PCR 值锯齿状，美国经济就业、通胀数据影响利率预期，黄金价格高位震荡；豆粕成交 PCR 值低位，弱势震荡。此外，长假期间原油、棉花、白银、豆粕、白糖等品种波动较大，假期后情绪面将集中宣泄，关注这些品种隐波高位

回落的波动率交易机会。铜铝期权历史波动率与隐含波动率处在近几年极低值区域；此前长假效应刺激甲醇隐含波动率小幅上升，但是不改大级别低波震荡周期。长假期间国际油价大涨或将刺激节后 PTA 高开，但 PTA 波动率长周期期限结构维持稳定，短线升波后大概率回归降波走势；黄金期权方面，市场围绕美国通胀黏性与衰退降息预期博弈，等待 3 月份美联储利率决议，当前震荡预期。豆粕经历一波下跌后，成交量萎缩，多空动能均不足，隐波平稳，预期震荡筑底。

风险因子：经济数据表现不佳、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 5.16%，沪市 300ETF 变化 5.46%，沪市 500ETF 变化 13.20%，深市 300ETF 变化 5.73%、深市 500ETF 变化 13.19%，创业板 ETF 变化 11.47%，深证 100ETF 变化 7.56%，上证 50 指数变化 5.54%、沪深 300 变化 5.83%、中证 1000 指数变化 9.15%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 9.61、10.95、20.84、30.10、25.47，五年周期中对应的分位为 24.8%、4.72%、18.11%、11.42%、1.18%。

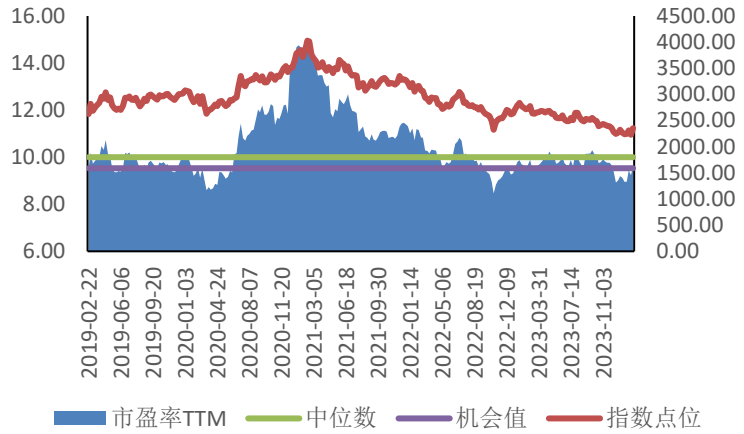
国内方面，2024 年 1 月新增社融规模 6.5 万亿，创历史同期新高；社融存量同比持平于 9.5%。M1 同比超预期回升，春节错位为重要原因，可持续性有待观察。M2 同比增速回落，去年同期高基数扰动，信贷增速回落、金融空转趋缓拖累。1 月新增人民币贷款同比略多增 162 亿元。基本面与政策面支撑，临近两会窗口期市场政策预期强化，地产领域支持政策明显加码。节前指数情绪化下跌打开反弹空间，特别是中证 500、中证 1000、创业板指的超跌反弹需求大。长假期间美国 OpenAI 公司推出 Sora，或将刺激国内人工智能相关题材交易，刺激市场成长风格走好。近期国内市场释放 IPO 趋缓信号，以及限制融券、转融通操作，利好指数修复。

国外方面，美国 1 月 CPI 同比上升 3.1%，预期上升 2.9%，前值上升 3.4%；核心 CPI 环比上升 0.4%，预期上升 0.3%，前值上升 0.3%。美国 1 月 CPI 涨幅超预期，通胀粘性迫使市场下降此前过度激进的降息预期。但是美国 1 月核心零售数据同比低于预期，1 月核心零售销售月率 -0.6%，预期 0.20%，前值 0.40%，消费端疲态或将加快后市通胀回落，对美联储降息预期起到支撑效果，美联储议息会议暗示政策将向正常化转向，为年内降息打下铺垫，国外货币政策环境变化有望为国内货币政策打开空间。

2.商品行情回顾

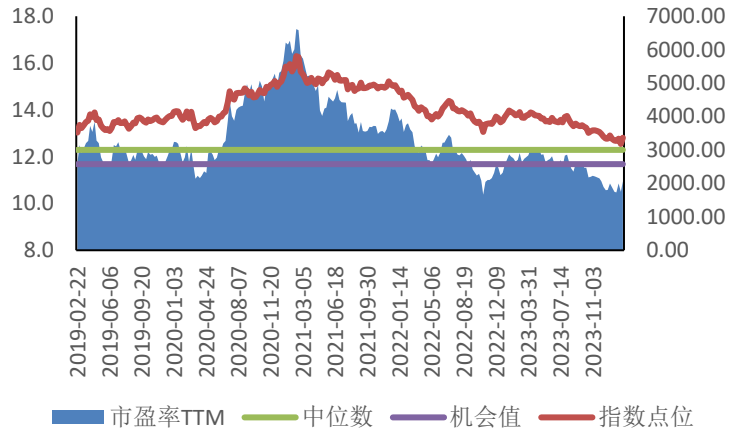
前一周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为 1.51%、0.03%；甲醇、PTA 周度涨跌幅分别为 2.11%、0.58%；豆粕、黄金活跃合约周度涨跌幅为-0.86%、0.14%。节前一周铜铝价格震荡回升；甲醇、PTA 价格震荡上涨，PTA 成本强支撑；贵金属价格宽幅震荡，美通胀超预期，但是零售低于预期，贵金属价格波动环比上升；豆粕弱势筑底震荡。

图 1：上证 50 指数估值（市盈率）



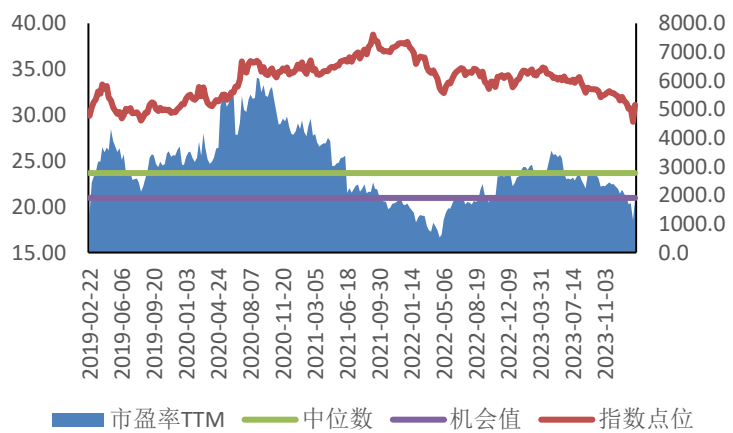
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 2：沪深 300 指数估值（市盈率）



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）



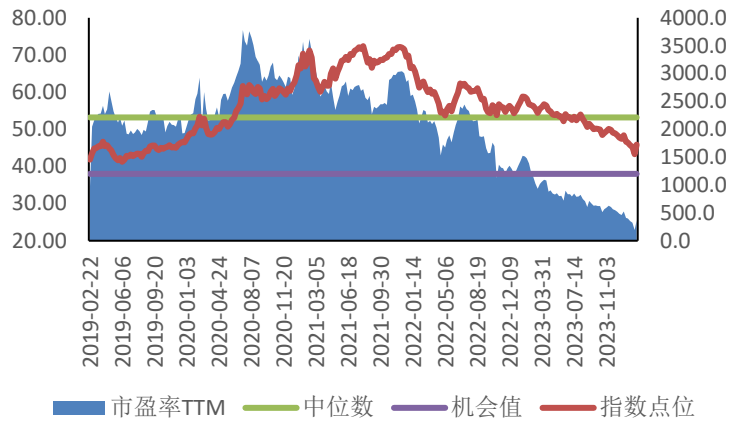
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 4：中证 1000 指数估值（市盈率）



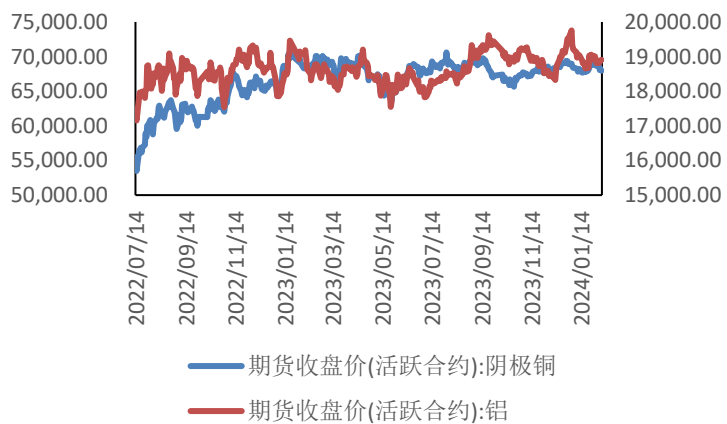
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 5：创业板指数估值（市盈率）



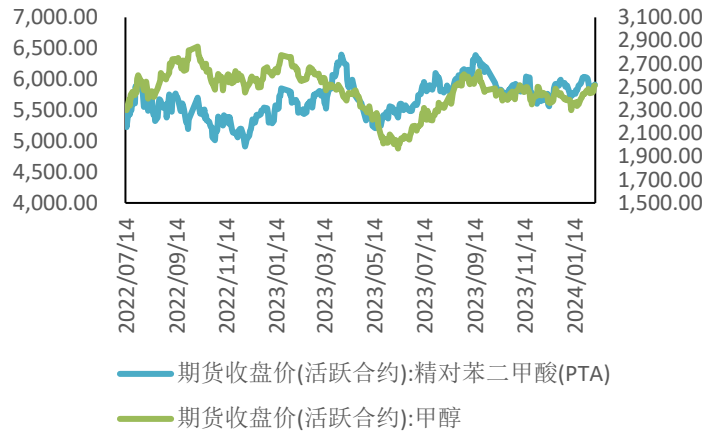
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 6：铜、铝主力合约收盘价



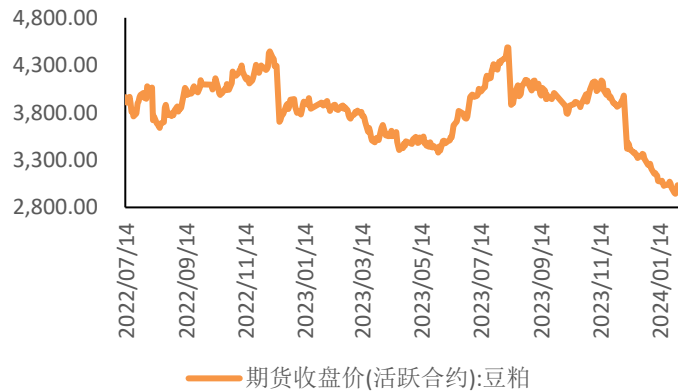
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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

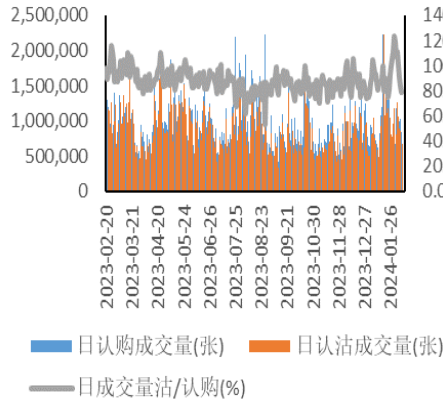
节前标的指数先跌后涨, 中小创系列期权成交量居于高位, 成交 PCR 值冲高回落, 空头情绪减弱; 品种间的差距较大, 上证 50、沪深 300 系列的期权盘面情绪变化相比较小。春节期间外盘股市平稳, 国内政策预期与估值修复需求并存, 长假潜在空头情绪衰减, 预期节后市场分歧降低, 金融期权成交量下降, 成交 PCR 值走低。

2. 商品期权

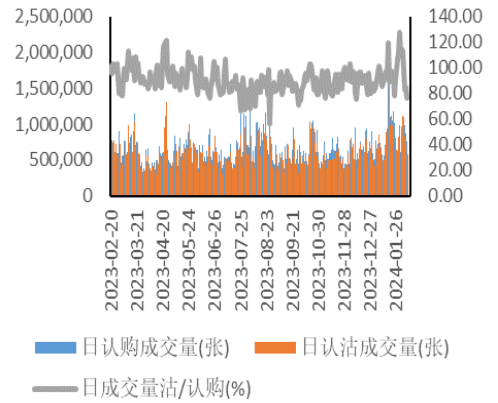
商品期权方面, 铜、铝期权成交 PCR 值小幅回升, 整体维持以震荡预期为主, 甲醇期权、PTA 期权成交 PCR 值大起大落, 此前或因长假避险情绪影响分歧加大;

黄金期权成交 PCR 值锯齿状，美国经济就业、通胀数据影响利率预期，黄金价格高位震荡；豆粕成交 PCR 值低位，弱势震荡。此外，长假期间原油、棉花、白银、豆粕、白糖等品种波动较大，假期后情绪面将集中宣泄，关注这些品种隐波高位回落的波动率交易机会。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

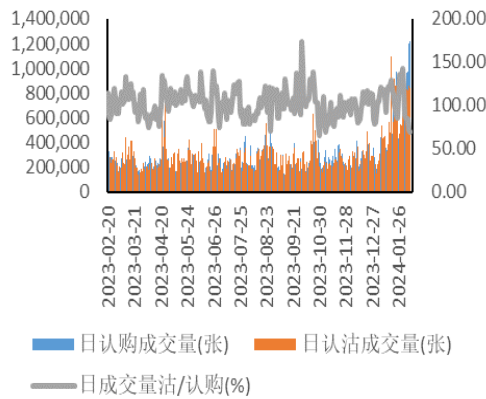


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

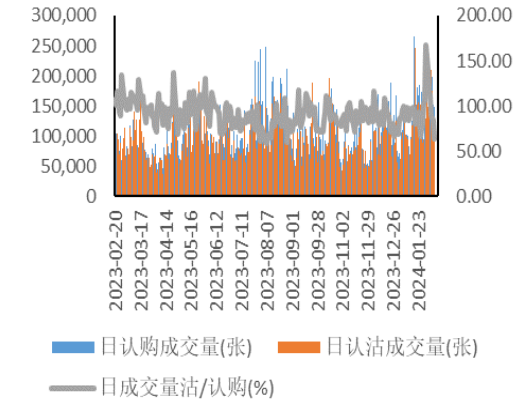


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

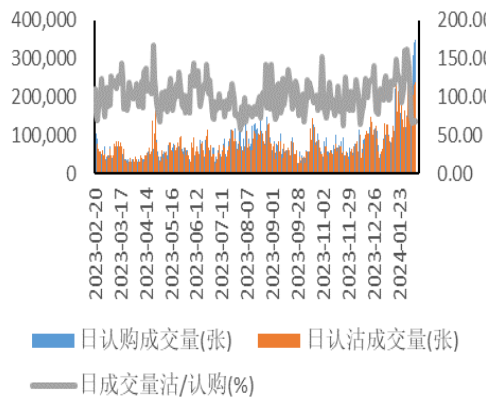


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

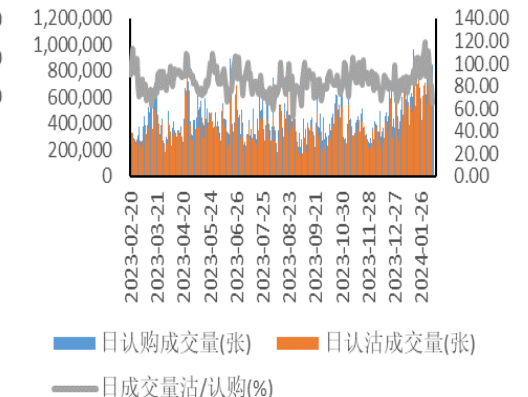


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

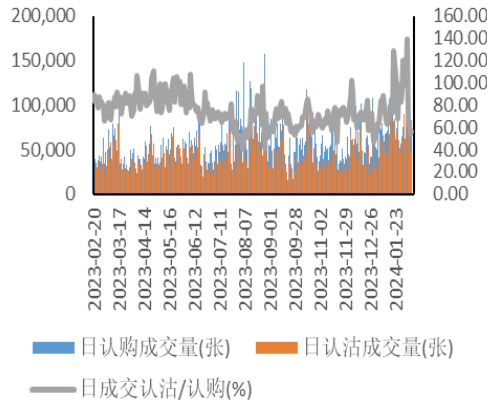


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

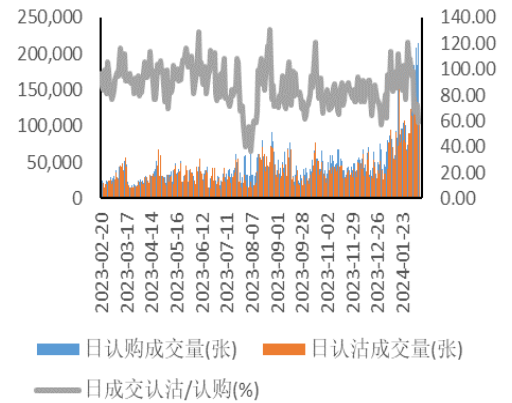


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

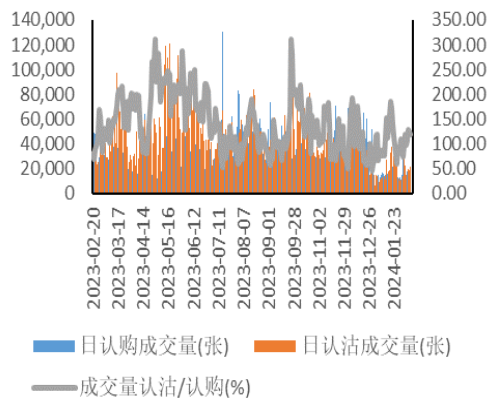


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

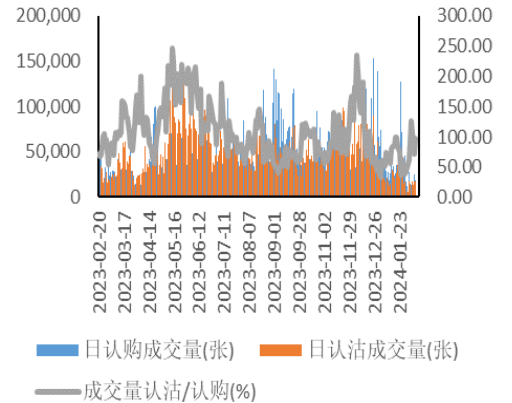


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 17: 沪铜期权 PCR

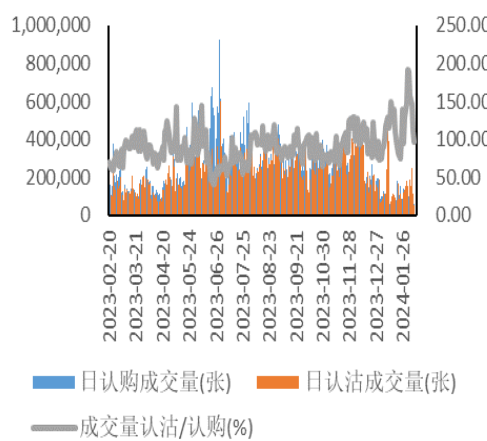


图表 18: 沪铝期权 PCR

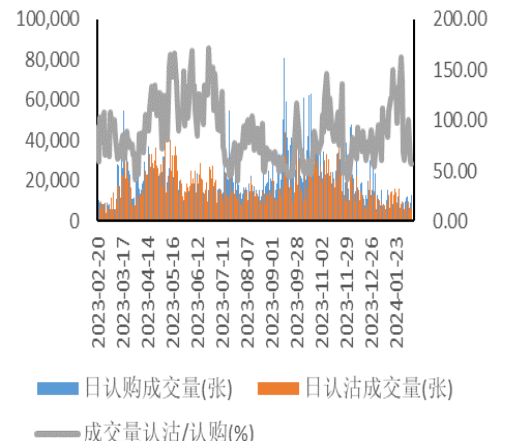


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 19: 甲醇期权 PCR



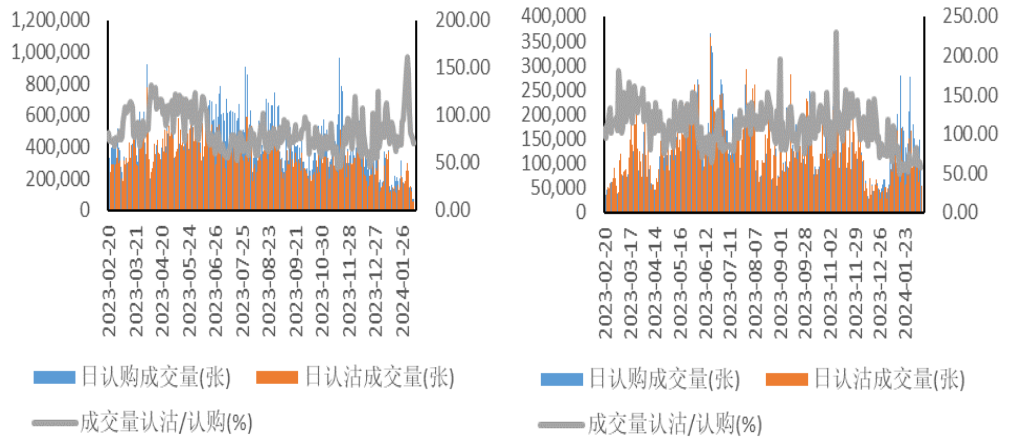
图表 20: 沪金期权 PCR



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

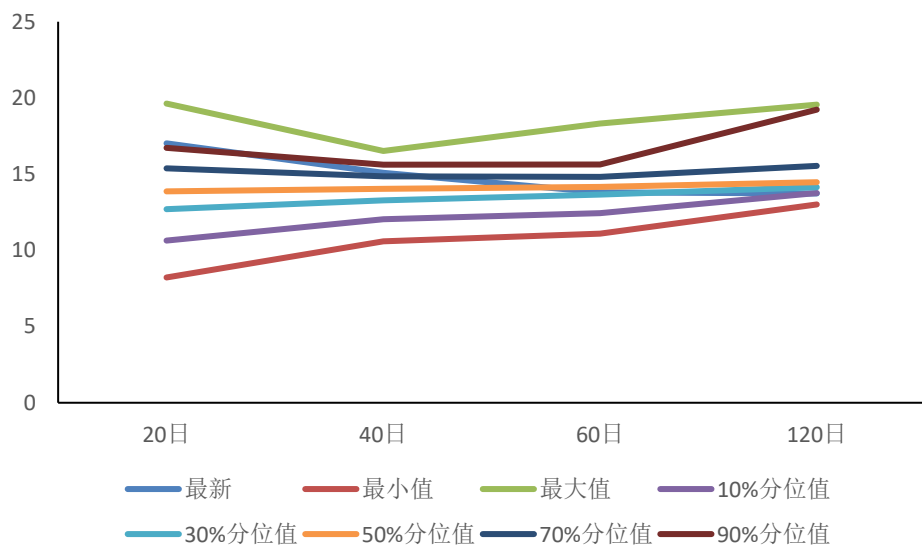
1.金融期权

波动率方面, 节前隐含波动率居于高位, 品种间的强弱程度分化, 上证 50、沪深 300 系列期权隐波升幅小; 中证 500、中证 1000、创业板等中小创系列标的的期权隐波升幅较大, 中证 1000 期权隐波与上证 50 期权隐波的数值差最大接近 20 个百分点, 创下该品种之间波差的历史极值。综合来看, 上证 50 指数的长周期历史波动率处于中位数附近, 并未出现极大值, 短期大幅升波受长周期波动率牵引, 短周期历史波动率数值偏高, 回归震荡概率较大。随着春节长假结束, 情绪面出清, 期权成交活跃度与隐含波动率将大幅回落。策略方面, 关注空 vega 策略, 捕捉品种间隐波差极值的统计套利机会, 或者逢指数回调可关注卖出看跌期权的策略。

2.商品期权

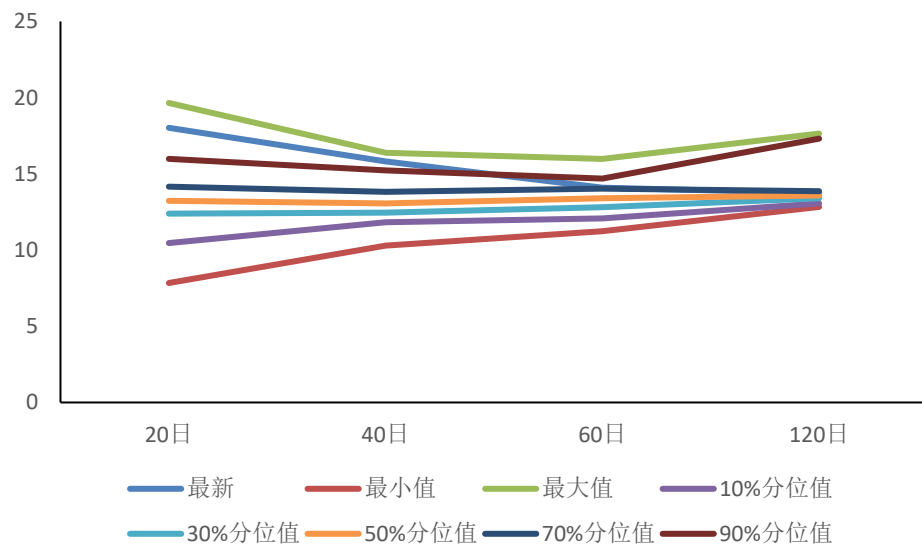
商品期权方面, 铜铝期权历史波动率与隐含波动率处在近几年极低值区域, 关注波动率低值反弹的需求, 此前长假效应刺激甲醇隐含波动率小幅上升, 但是不改大级别低波震荡周期。长假期间国际油价大涨或将刺激节后 PTA 高开, 但 PTA 波动率长周期期限结构维持稳定, 短线升波后大概率回归降波走势; 黄金期权方面, 市场围绕美国通胀黏性与衰退降息预期博弈, 等待 3 月份美联储利率决议, 当前震荡预期。豆粕经历一波下跌后, 成交量萎缩, 多空动能均不足, 隐波平稳, 预期震荡筑底。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



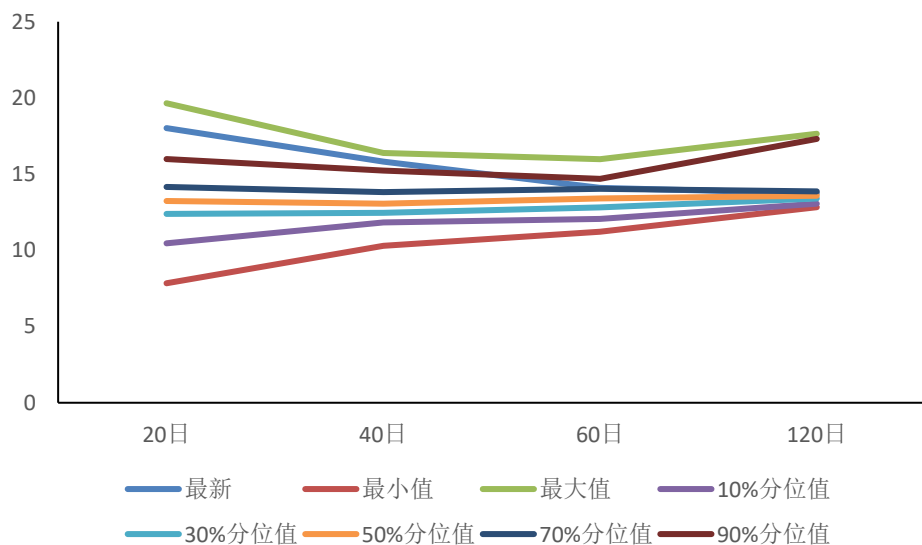
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



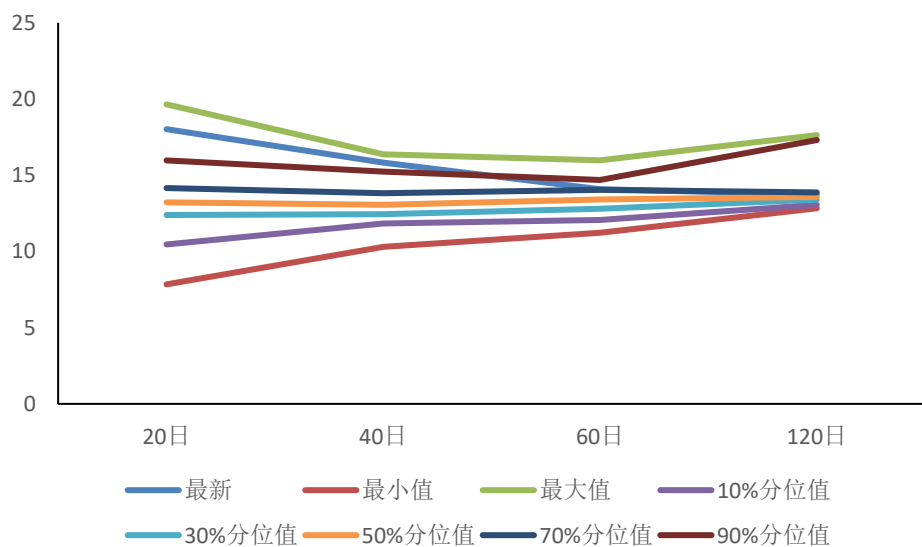
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



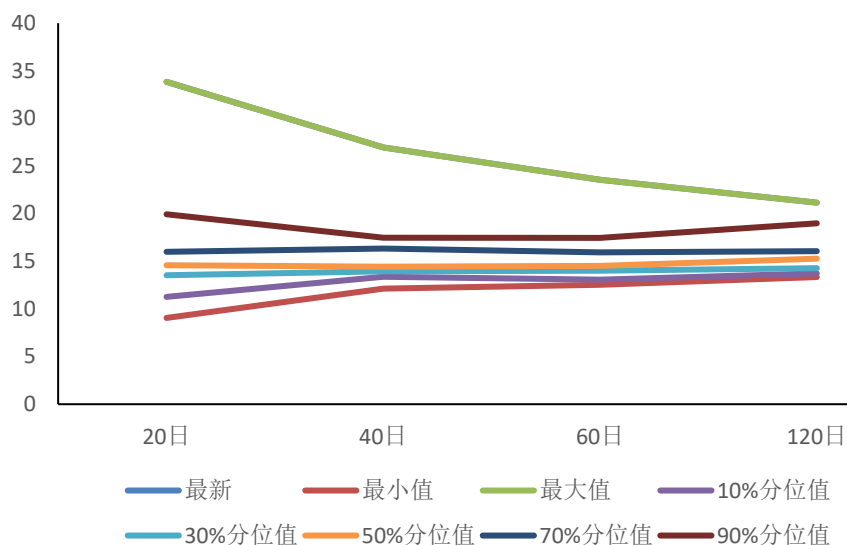
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



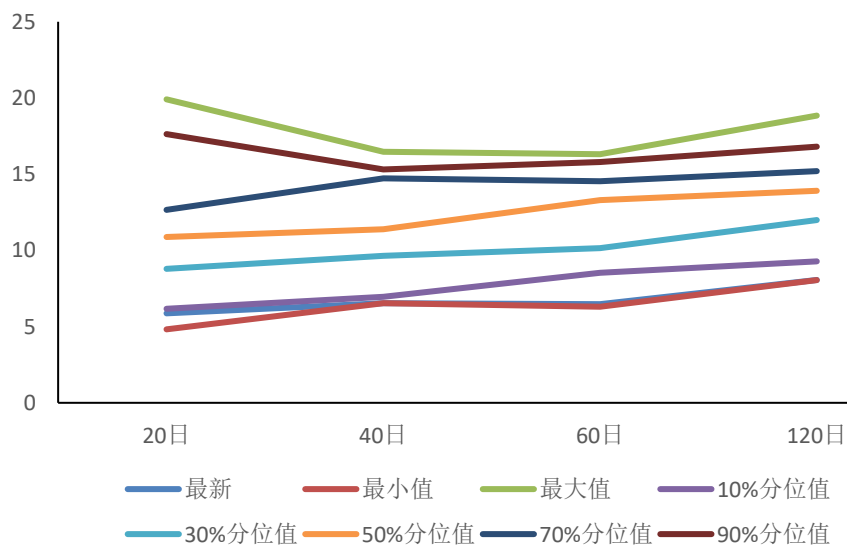
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



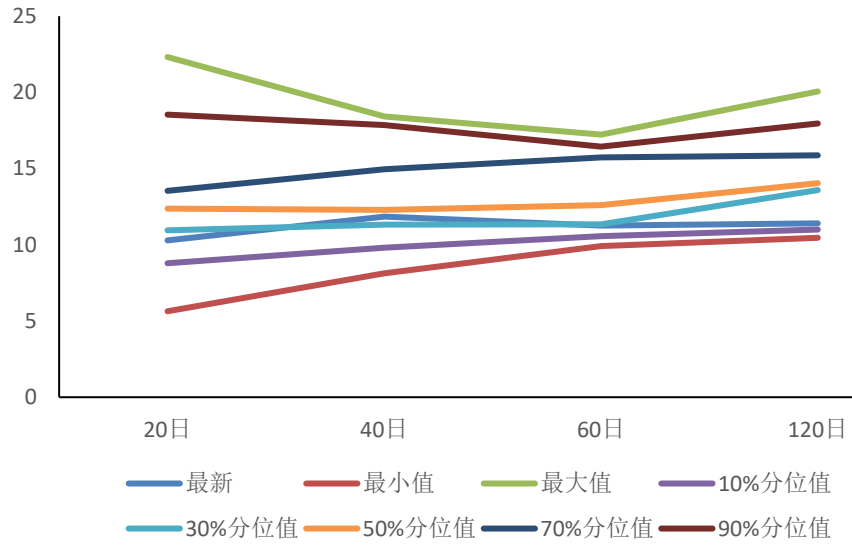
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 28: 沪铜历史波动率锥



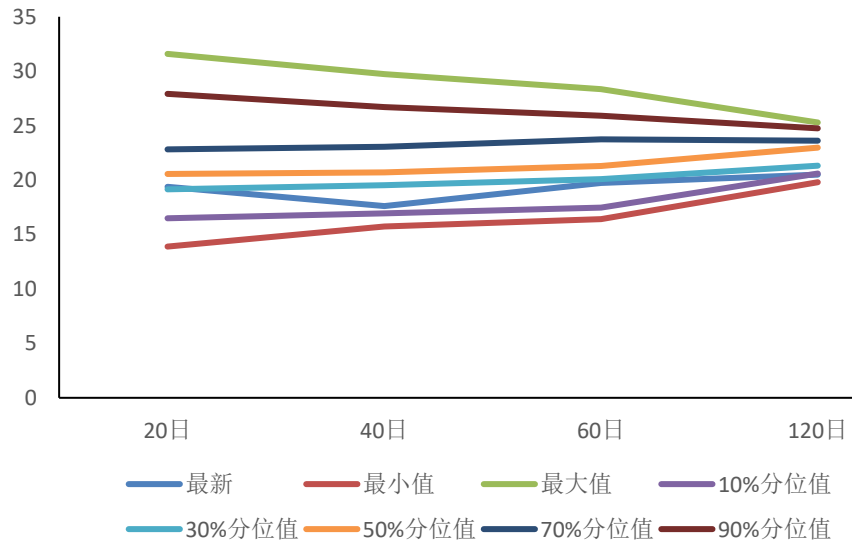
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 29：沪铝历史波动率锥



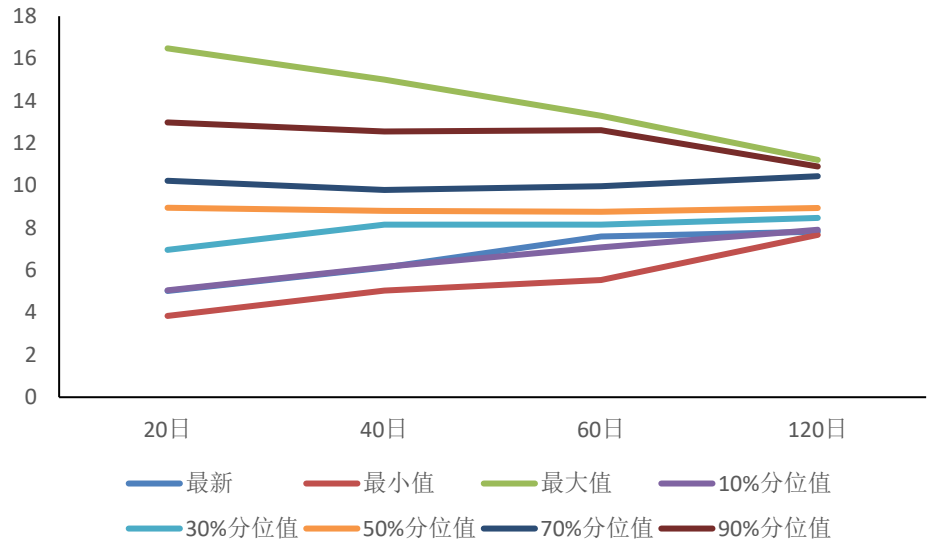
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 30：甲醇历史波动率锥



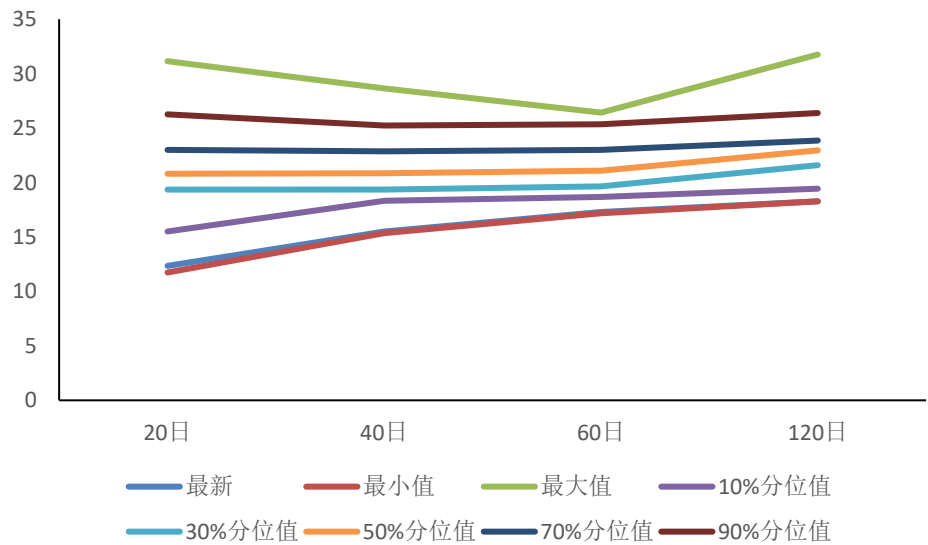
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31: 沪金历史波动率锥



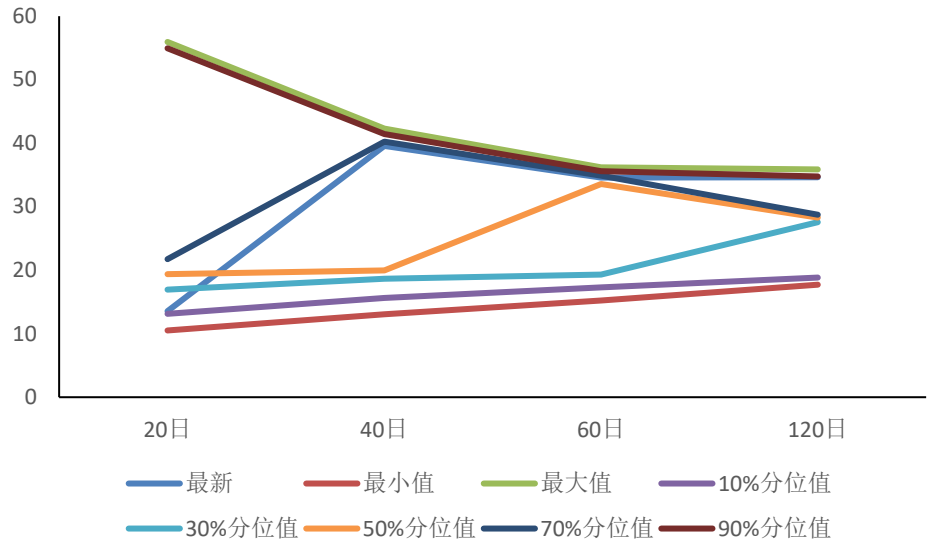
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 31: PTA 历史波动率锥



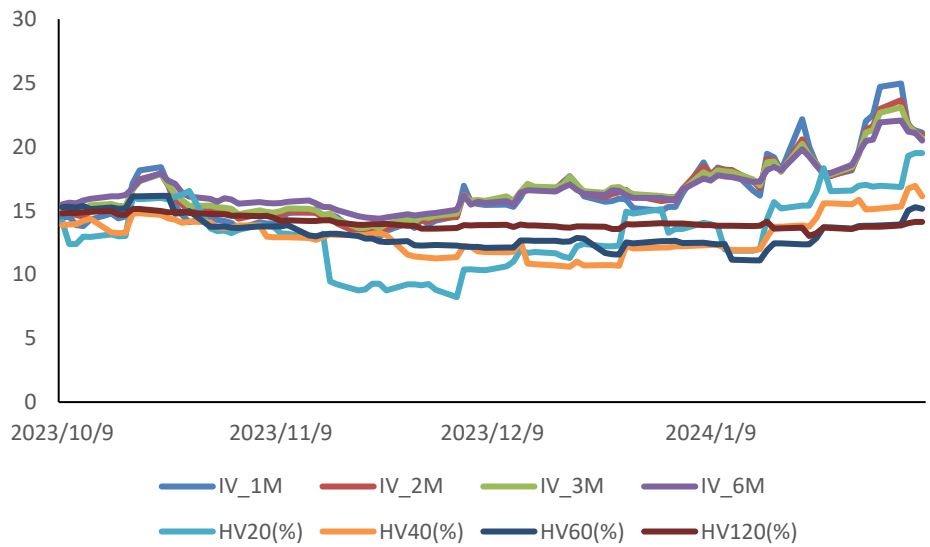
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 32：豆粕历史波动率锥



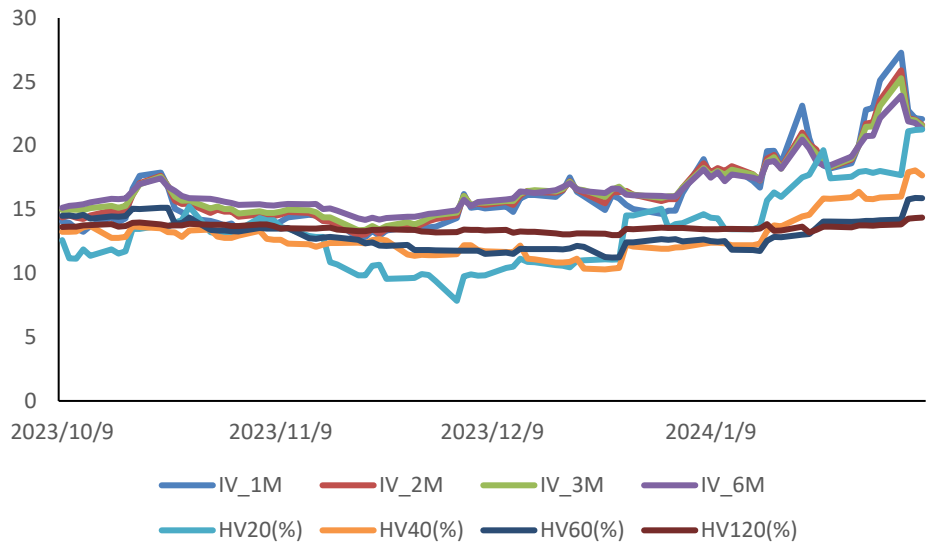
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 33：50ETF 期权隐含波动率走势



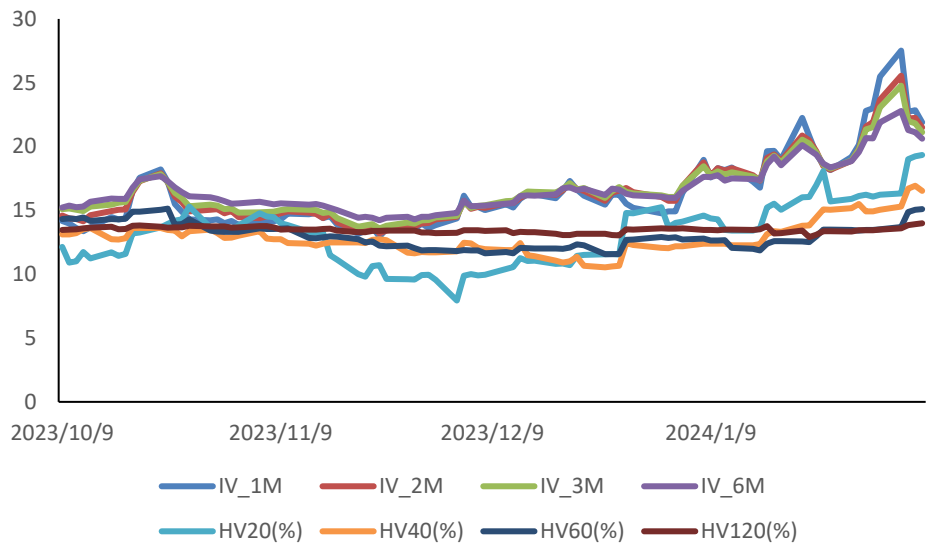
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 34: 300ETF 期权（沪）隐含波动率走势



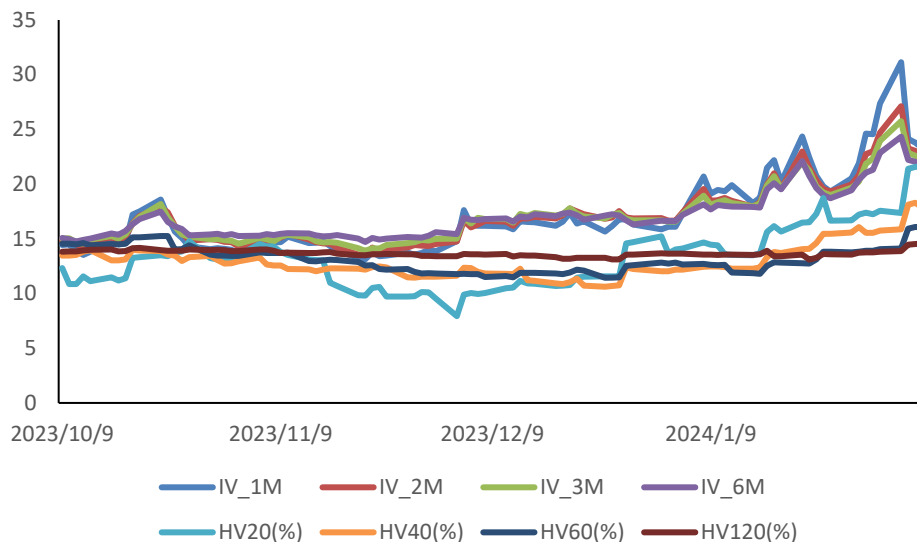
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 35: 300ETF 期权（深）隐含波动率走势



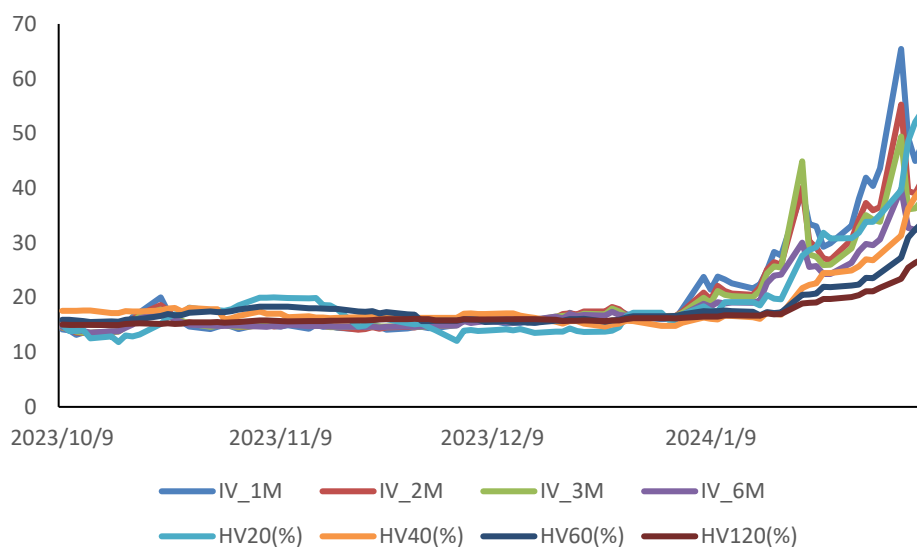
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



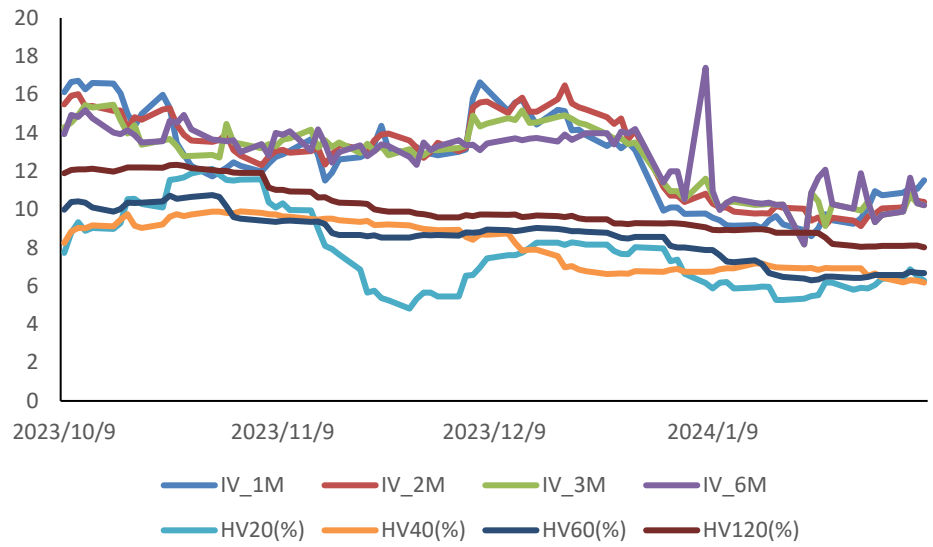
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



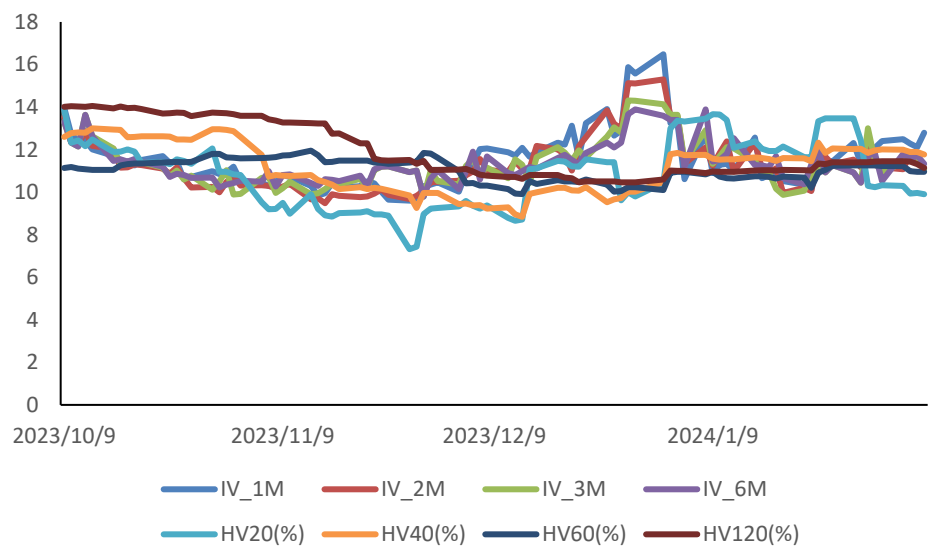
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



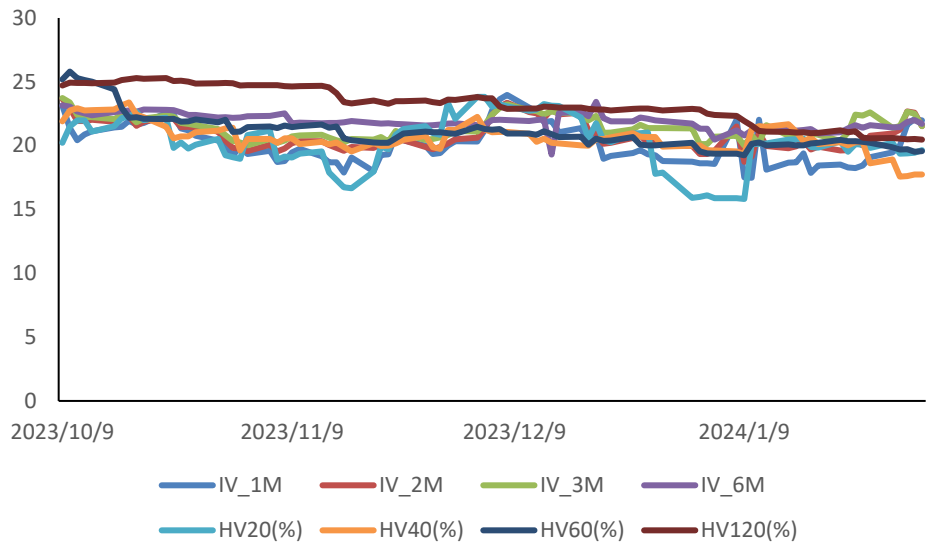
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



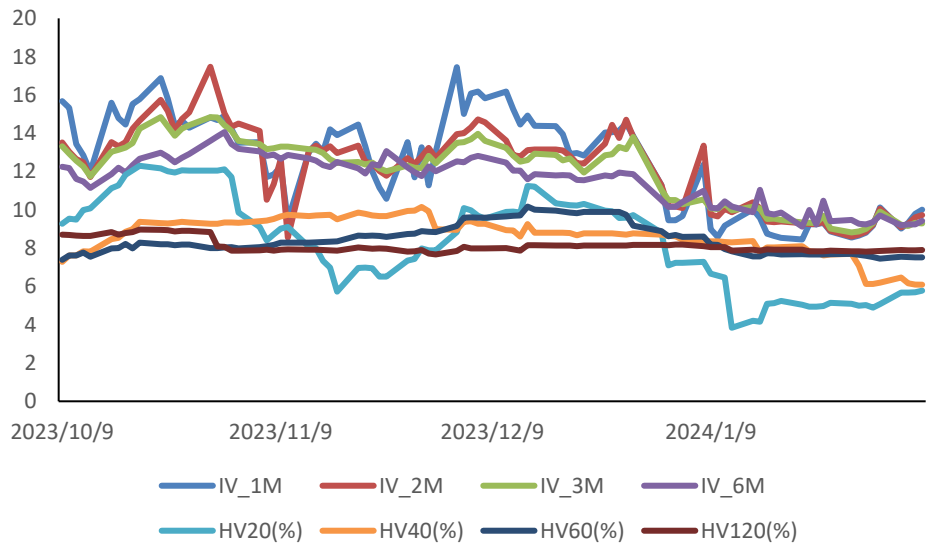
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



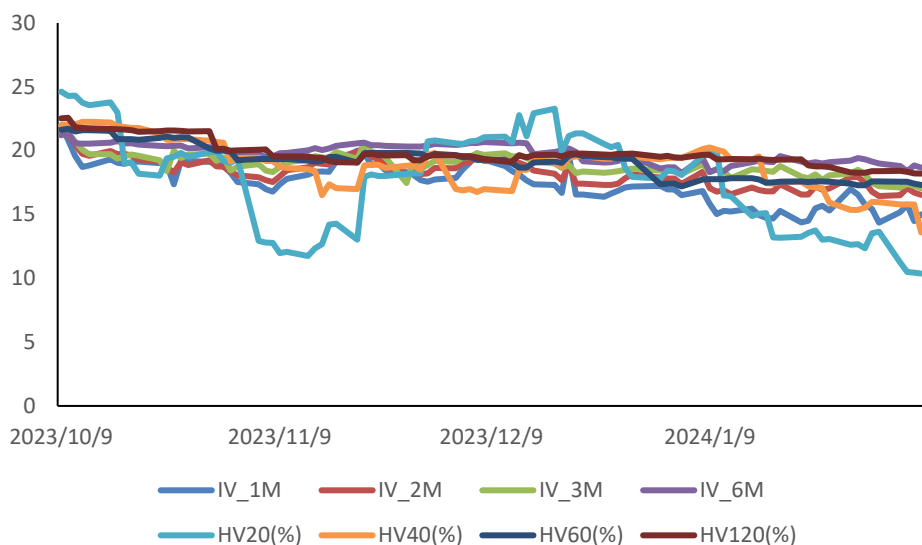
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 41: 沪金期权隐含波动率走势



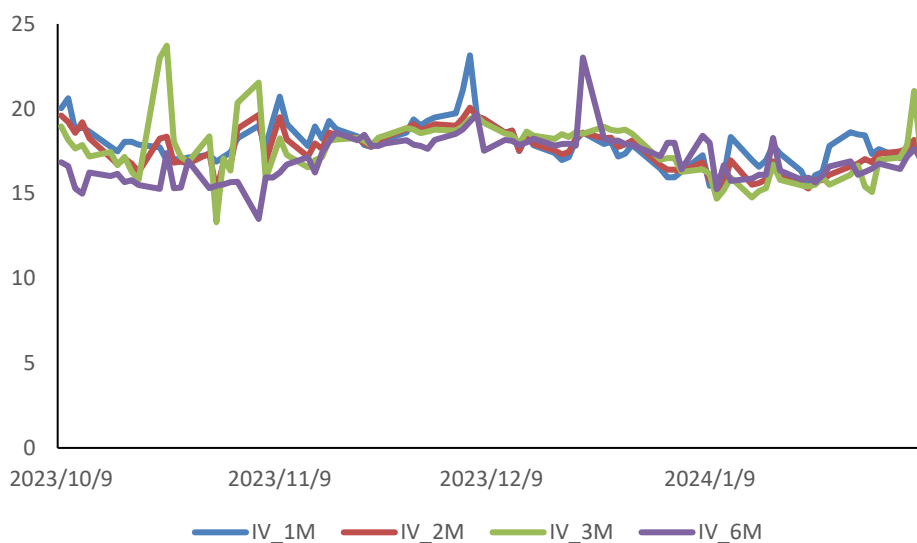
数据来源: wind, 兴证期货研发部

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

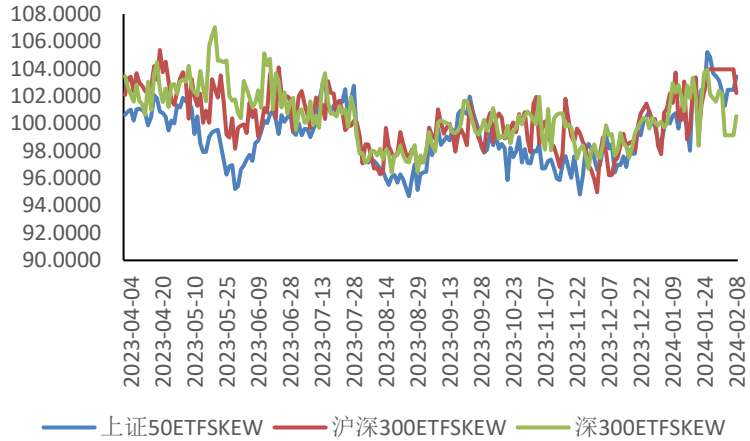


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

四、期权偏度

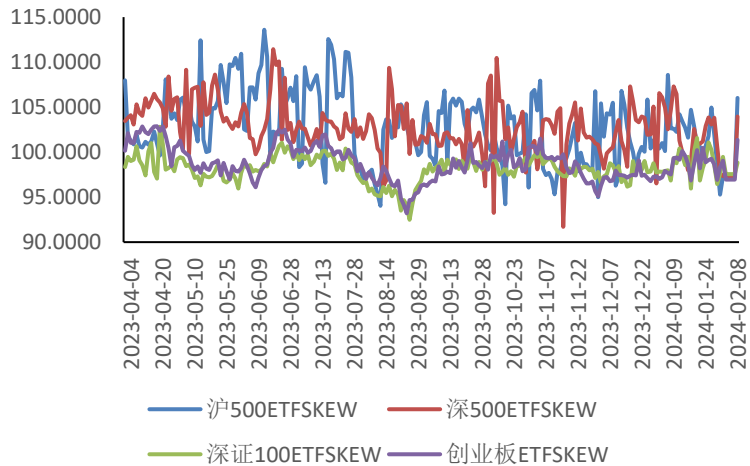
从金融期权的偏度指数分布来看，上证 50、沪深 300 股指期权偏度指数 skew 延续反弹趋势。中证 500、中证 1000 期权偏度指数回升，其与上证 50、沪深 300 系列期权偏度指数剪刀差收敛。节前中小创指数超跌反弹，情绪面修复，此前极端下跌行情带来的定价偏斜回归平稳，大小风格强弱分化有所缓解。

图表 43：金融期权偏度（一）



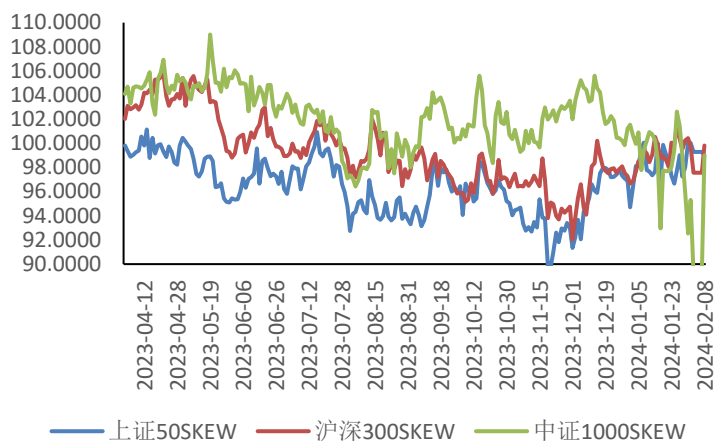
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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。