

PMI 超预期，指数震荡上涨，期权隐波下降

兴证期货. 研究咨询部
金融研究团队

2024 年 4 月 1 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 3 月制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 环比升幅较大，均位于扩张区间，企业生产经营活动走好，基本面改善。央行变相扩表，央行购债的讨论引发市场对于国内 QE 的预期。各项经济数据延续筑底格局，基本面底部支撑强。中期来看，市场资金格局走好，流动性风险释放幅度小，有助于推动 A 股中枢整体上移；高红利、新质生产力概念热度上升，中小创板块与高股息低估值蓝筹概念板块轮动发力，大小风格或将呈现初出轮动上涨的局面。股市沪股通北向净流入资金环比增加，两融余额回升，在基本面改善与政策支撑背景下，指数本轮回踩压力缓解，下跌空间有限，板块间延续分化，股指大概率重拾震荡上涨走势。

- 国外方面，美国 2 月核心 PCE 物价指数同比增速 2.8%，为 2021 年 3 月以来最低水平。持平市场预期，前值修正值为 2.9%；2 月核心 PCE 环比增幅回落至 0.3%。通胀下行进一步坚实 6 月降息预期，美股市场走高。

- 金融期权各品种的成交量环比下降，成交 PCR 值上升遇阻回落，看跌期权成交量大幅萎缩，标的指数期间回踩获得较强支撑，空头情绪释放空间有限。品种之间，中证 500ETF 期权成交 PCR 值降幅较大，本轮中小盘股下跌引发的短空情绪衰减。预期后市在标的指数震荡上涨的走势中，期权成交 PCR 值或将进一步回落，但期权成交量大概率维持温和回升。波动率方面，从长周期来看，延续波动率重心下移的趋势，上周指数回踩，隐含波动率期间反弹，但持续性不足，上证 50、沪深 300 系列期权隐波回落至两个月前

均值以下，中证 500、中证 1000、创业板 ETF 系列期权隐波仍高于均值，具备空隐波的空间。品种间隐波差收于 10 个百分点附近，仍处于较大数值区域。由于基本面复苏与宽松政策预期的强支撑，空头情绪释放空间有限，即使出现升波行情对期权隐波结构影响不大。波动率策略方面，关注中证 500ETF 期权、中证 1000 期权的空 vega 策略，捕捉品种间隐波差回落的统计套利机会，或者逢指数回调可关注卖出看跌期权的策略。

- 主要金融期权品种的偏度指数 skew 普遍高于 100，即看跌期权隐波溢价略高于看涨期权，在期权标的震荡上涨预期背景下，偏度指数趋于稳定。期间如果偏度指数短线陡升需要关注短空情绪带来的认沽期权隐波溢价升高。

- 商品期权方面，铜、铝期权成交 PCR 值低位，隐波重心上移，沪铜高位震荡；PTA 期权成交 PCR 与隐波维持低位，PTA 空头情绪一般，成本支撑效果强，震荡预期；黄金期权隐波重心上移，美国 PCE 物价走低，美债收益率下降，金价创新高后处于高位宽幅震荡；豆粕期权隐波环比下降，趋于震荡预期。沪铜期权隐波重心小幅上移，铜价连续上涨后处于高位震荡，积聚一定程度的升波预期。沪铝价格窄幅震荡，铝期权隐波平稳，震荡预期；甲醇、PTA 隐波平稳，波动空间不大。黄金期权隐含波动率上升，黄金期权受到降息预期与美元信用体系风险的影响，黄金的货币替代优势凸显，金价再度走高后隐含波动率上升，升波预期上扬。豆粕期权隐含波动率环比回落，震荡预期强化。

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 0.45%，沪市 300ETF 变化-0.37%，沪市 500ETF 变化-1.72%，深市 300ETF 变化-0.33%、深市 500ETF 变化-1.81%，创业板 ETF 变化-2.70%，深证 100ETF 变化-1.21%，上证 50 指数变化 0.49%、沪深 300 变化-0.21%、中证 1000 指数变化-2.76%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 10.06、11.66、21.63、32.65、27.30，五年周期中对应的分位为 52.76%、22.05%、26.77%、25.59%、3.94%。

国内方面,3月制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 产出指数分别为 50.8%、53.0%和 52.7%，比上月上升 1.7、1.6 和 1.8 个百分点，环比升幅较大，均位于扩张区间，企业生产经营活动走好，基本面改善。央行变相扩表，央行购债的讨论引发市场对于国内 QE 的预期。此前国常会定调要进一步优化房地产政策，进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，加大高品质住房供给，促进房地产市场平稳健康发展。加快完善“市场+保障”的住房供应体系改革商品房相关基础性制度，着力构建房地产发展新模式，宽松政策支撑地产，各项经济数据延续筑底格局，基本面底部支撑强。中期来看，市场资金格局走好，流动性风险释放幅度小，有助于推动 A 股中枢整体上移；高红利、新质生产力概念热度上升，中小创板块与高股息低估值蓝筹概念板块轮动发力，大小风格或将呈现初出轮动上涨的局面。

股市沪股通北向净流入资金环比增加，两融余额回升，在基本面改善与政策支持背景下，指数本轮回踩压力缓解，下跌空间有限，板块间延续分化，股指大概率重拾震荡上涨走势。

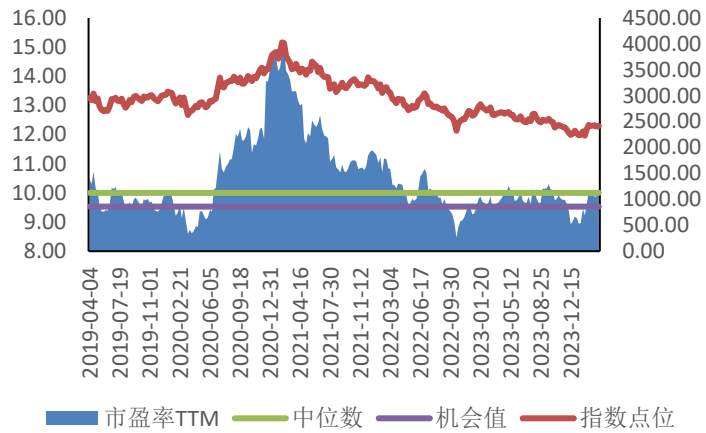
国外方面,美联储 3 月议息会议将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%至 5.5%之间不变。美联储主席鲍威尔表示，如果经济持续增长，政策制定者仍打算在今年年底前降息。美联储在经济上取得了相当大的进展，通胀已大幅缓解并持续回落，但仍然有不确定性。美国 2 月核心 PCE 物价指数同比增速 2.8%，为 2021 年 3 月以来最低水平。持平市场预期，前值修正值为 2.9%；2 月核心 PCE 环比增幅回落至 0.3%。通胀下行进一步坚实 6 月降息预期，美股市场走高。

2.商品行情回顾

前一周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为 0.33%、1.60%；甲醇、PTA 周度涨跌幅分别为-2.08%、1.40%；豆粕、黄金活跃合约周度涨跌幅为-1.78%、3.67%。上一周铜、铝价格震荡上涨；甲醇价格回落，PTA 价格震荡上涨；美联储 6 月降息

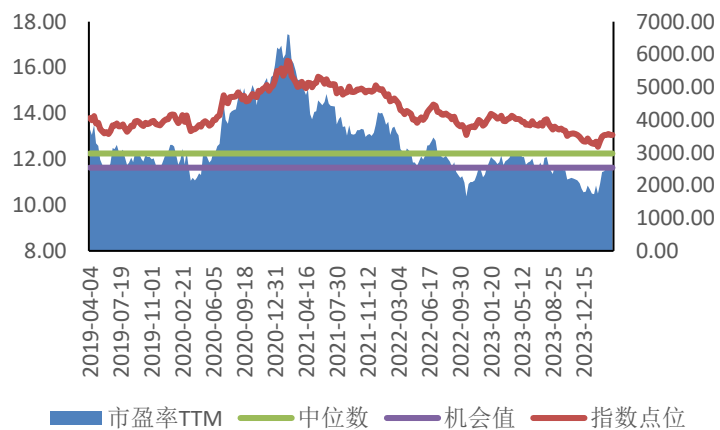
预期更加坚定，美债收益率下行，贵金属价格再创新高；豆粕震荡回落。

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）



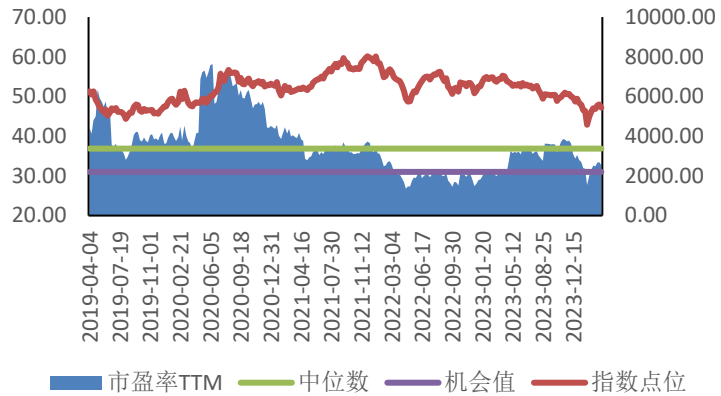
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 3：中证 500 指数估值（市盈率）



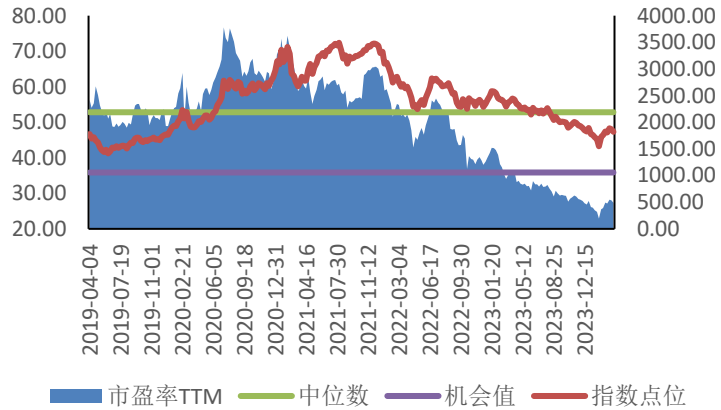
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 4：中证 1000 指数估值（市盈率）



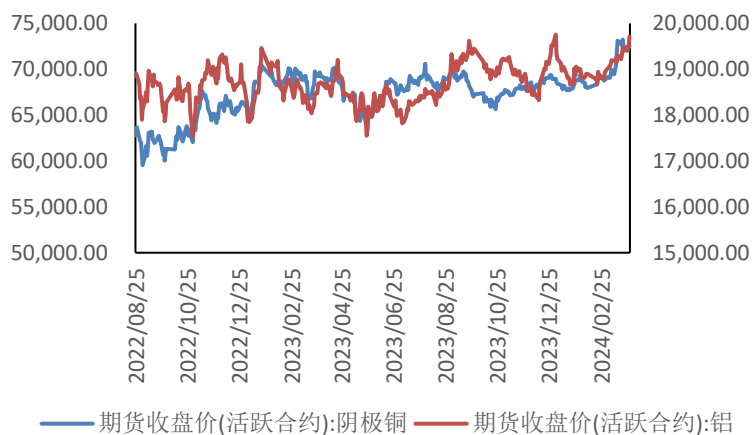
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 5：创业板指数估值（市盈率）



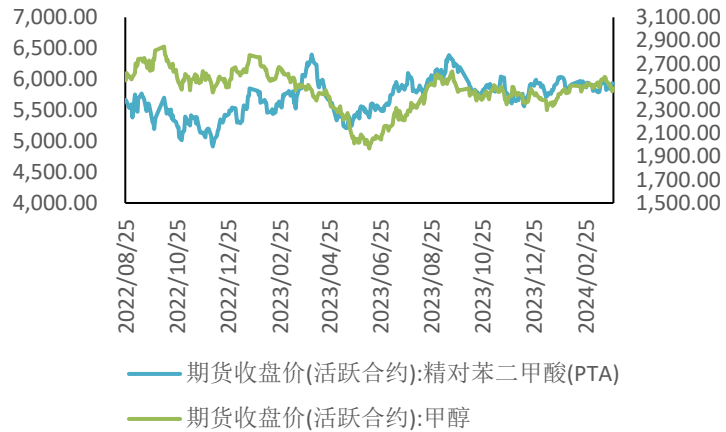
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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

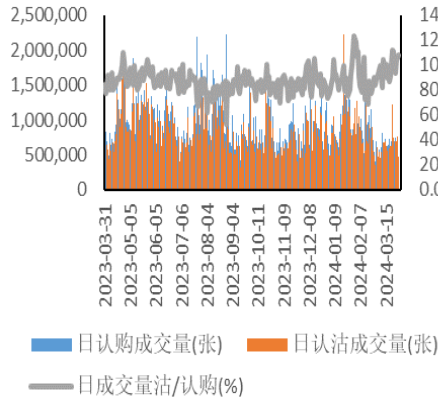
上一周金融期权各品种的成交量环比下降, 成交 PCR 值上升遇阻回落, 看跌期权成交量大幅萎缩, 标的指数期间回踩获得较强支撑, 空头情绪释放空间有限。品种之间, 中证 500ETF 期权成交 PCR 值降幅较大, 本轮中小盘股下跌引发的短空情绪衰减。预期后市在标的指数震荡上涨的走势中, 期权成交 PCR 值或将进一步回落, 但期权成交量大概率维持温和回升。

2. 商品期权

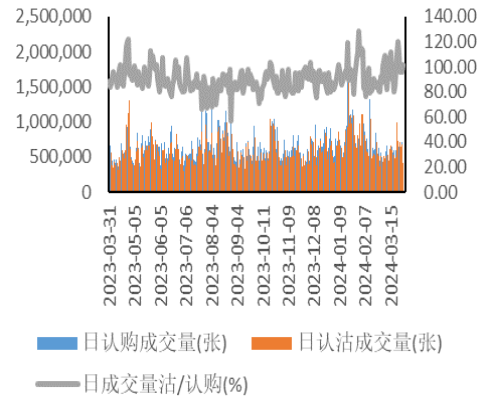
商品期权方面, 铜、铝期权成交 PCR 值低位, 隐波重心上移, 沪铜高位震荡;

PTA 期权成交 PCR 与隐波维持低位，PTA 空头情绪一般，成本支撑效果强，震荡预期；黄金期权隐波重心上移，美国 PCE 物价走低，美债收益率下降，金价创新高后处于高位宽幅震荡；豆粕期权隐波环比下降，趋于震荡预期。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

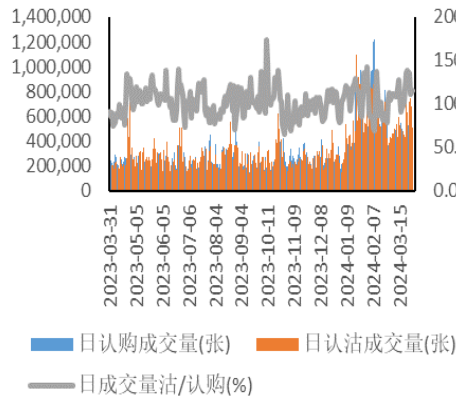


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

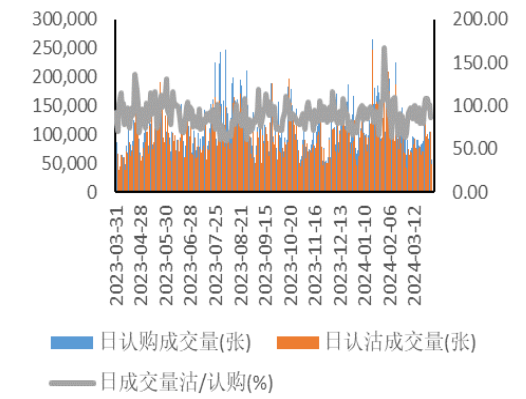


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

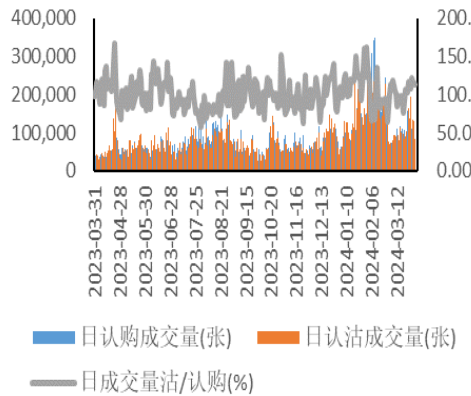


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

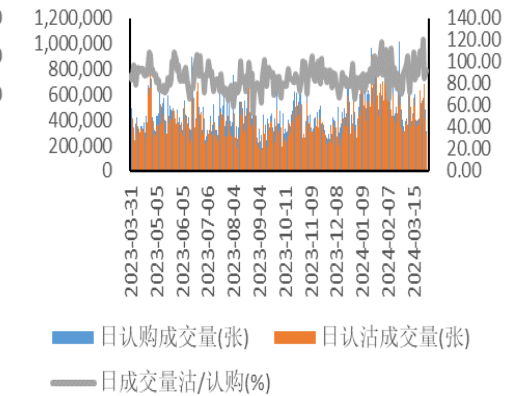


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

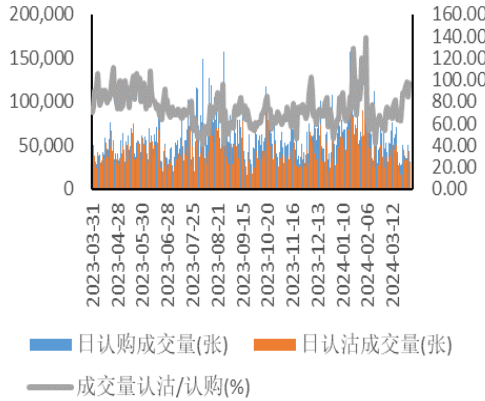


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

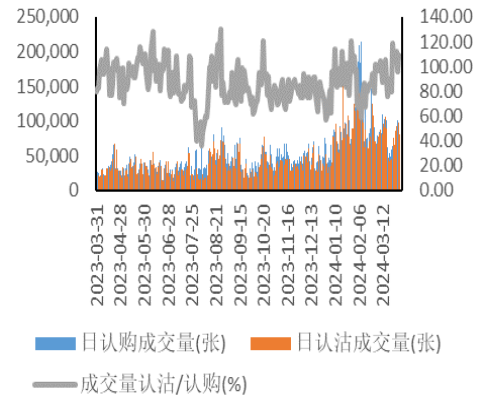


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

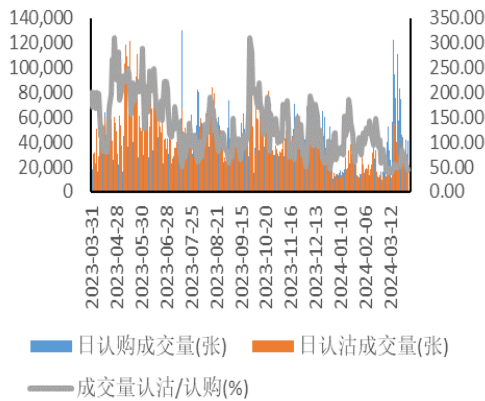


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

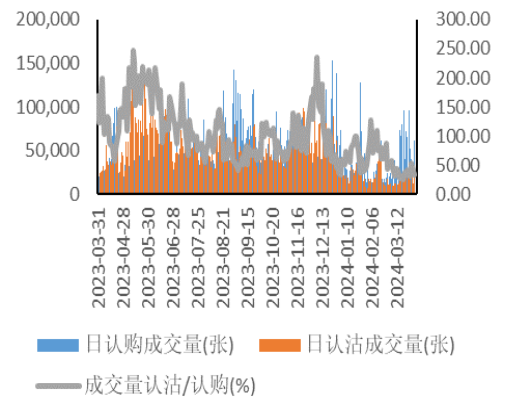


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 17: 沪铜期权 PCR

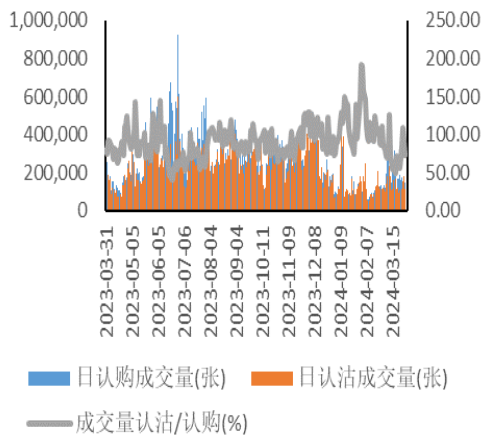


图表 18: 沪铝期权 PCR

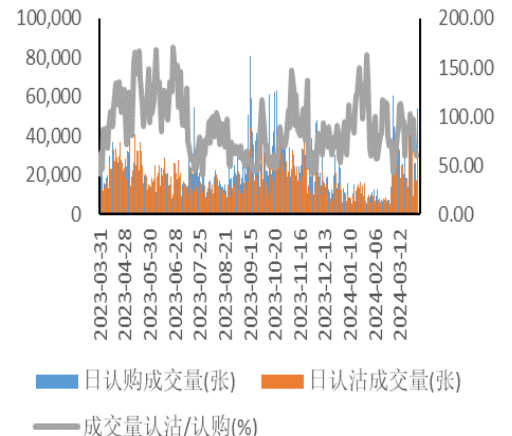


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 19: 甲醇期权 PCR



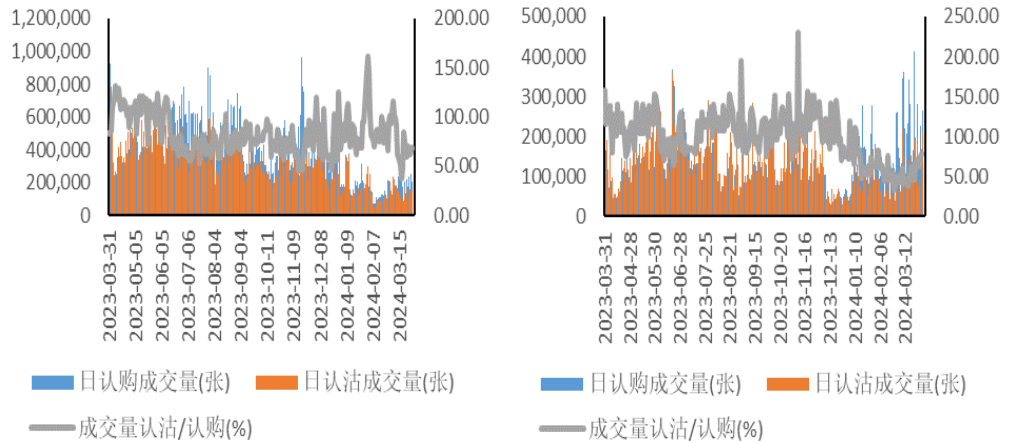
图表 20: 沪金期权 PCR



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

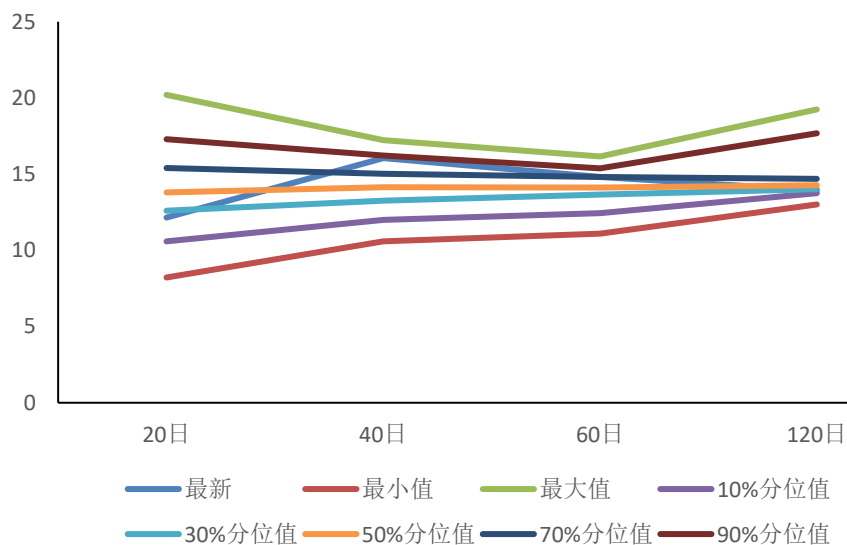
1.金融期权

波动率方面, 从长周期来看, 延续波动率重心下移的趋势, 上周指数回踩, 隐含波动率期间反弹, 但持续性不足, 上证 50、沪深 300 系列期权隐波回落至两个月前均值以下, 中证 500、中证 1000、创业板 ETF 系列期权隐波仍高于均值, 具备空隐波的空间。品种间隐波差收于 10 个百分点附近, 仍处于较大数值区域。由于基本面复苏与宽松政策预期的强支撑, 空头情绪释放空间有限, 即使出现升波行情对期权隐波结构影响不大。波动率策略方面, 关注中证 500ETF 期权、中证 1000 期权的空 vega 策略, 捕捉品种间隐波差回落的统计套利机会, 或者逢指数回调可关注卖出看跌期权的策略。

2.商品期权

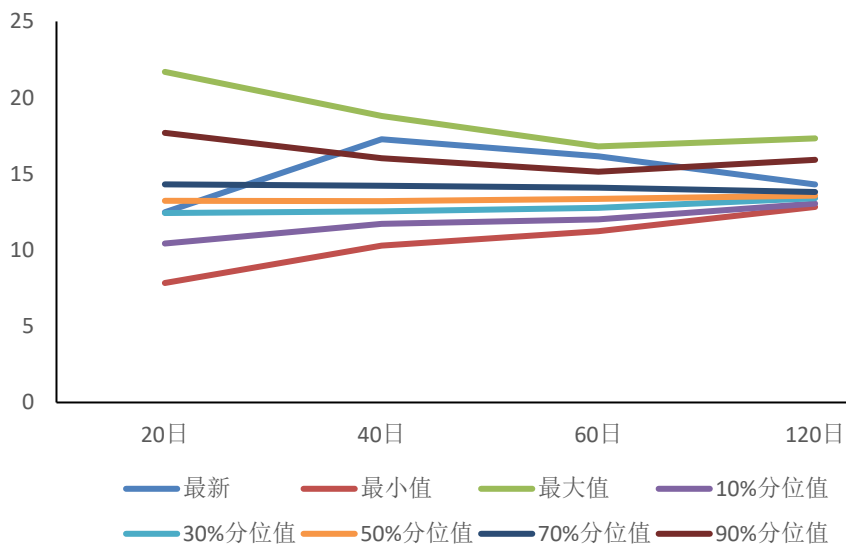
商品期权方面, 沪铜期权隐波重心小幅上移, 铜价连续上涨后处于高位震荡, 积聚一定程度的升波预期。沪铝价格窄幅震荡, 铝期权隐波平稳, 震荡预期; 甲醇、PTA 隐波平稳, 波动空间不大。黄金期权隐含波动率上升, 黄金期权受到降息预期与美元信用体系风险的影响, 黄金的货币替代优势凸显, 金价再度走高后隐含波动率上升, 升波预期上扬。豆粕期权隐含波动率环比回落, 震荡预期强化。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



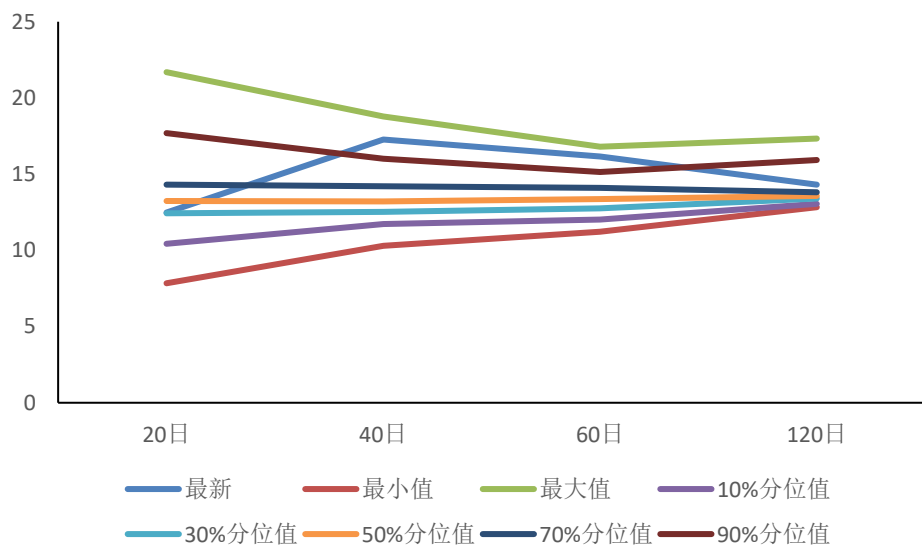
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



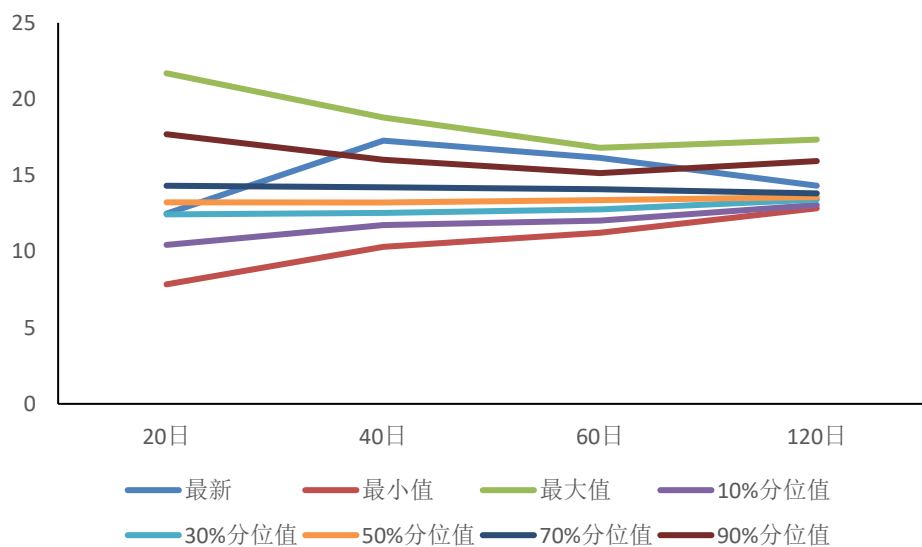
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



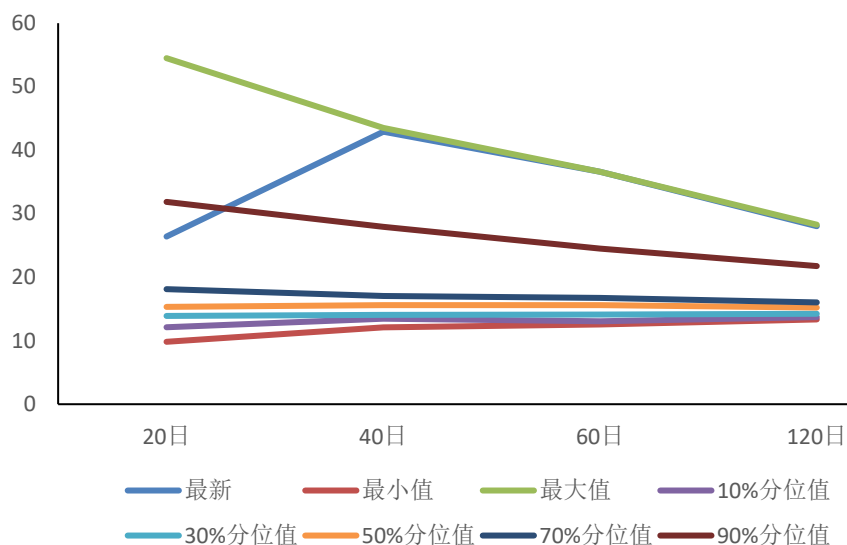
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



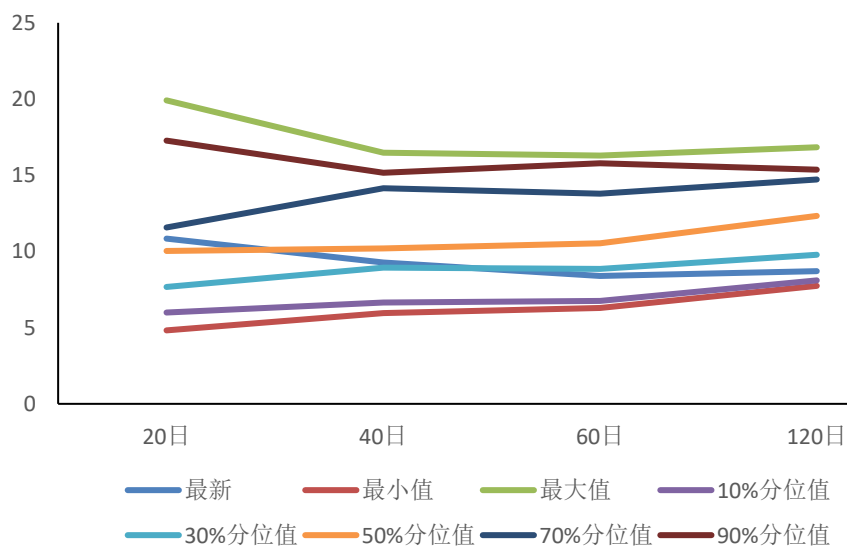
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



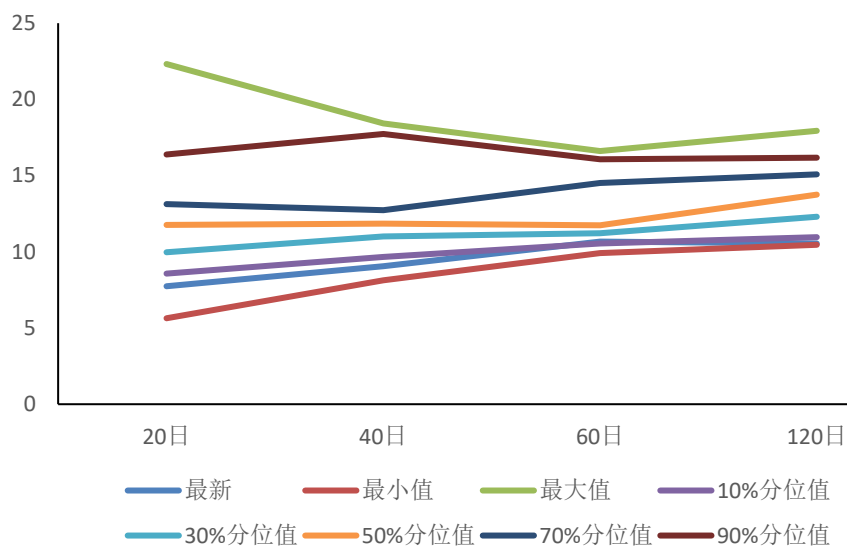
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 28: 沪铜历史波动率锥



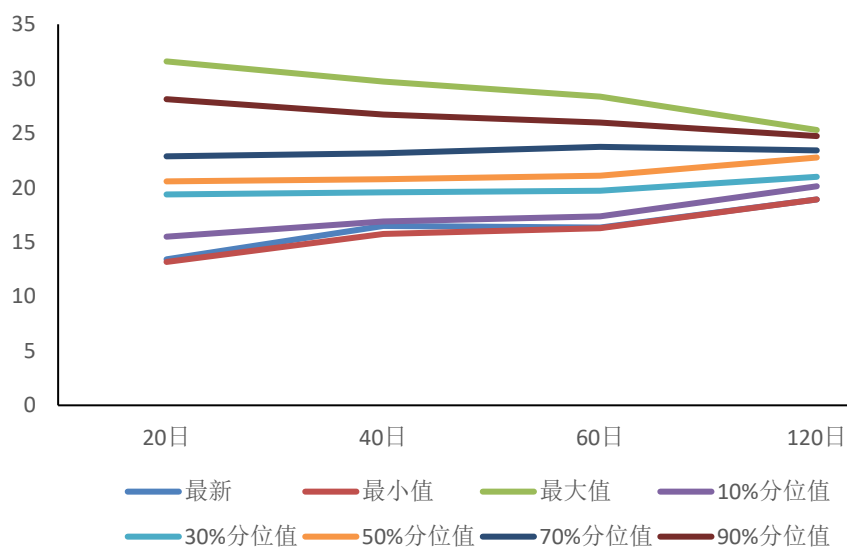
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 29：沪铝历史波动率锥



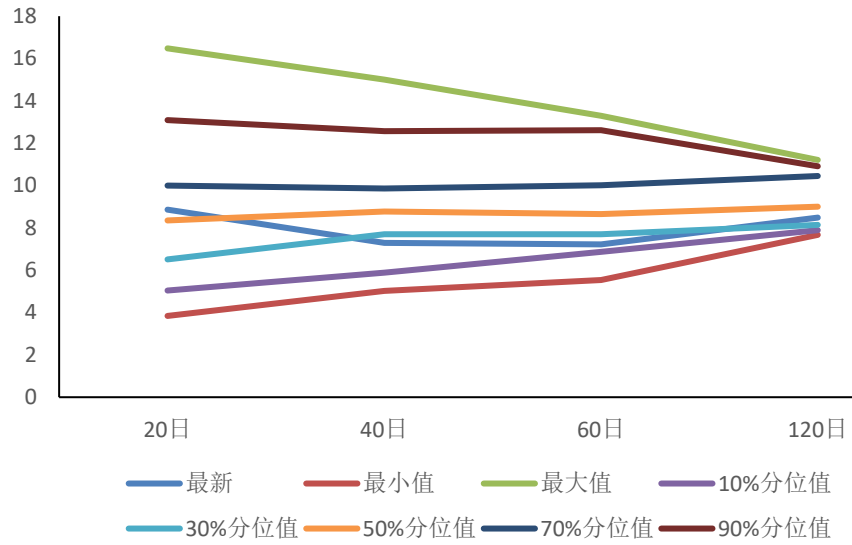
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 30：甲醇历史波动率锥



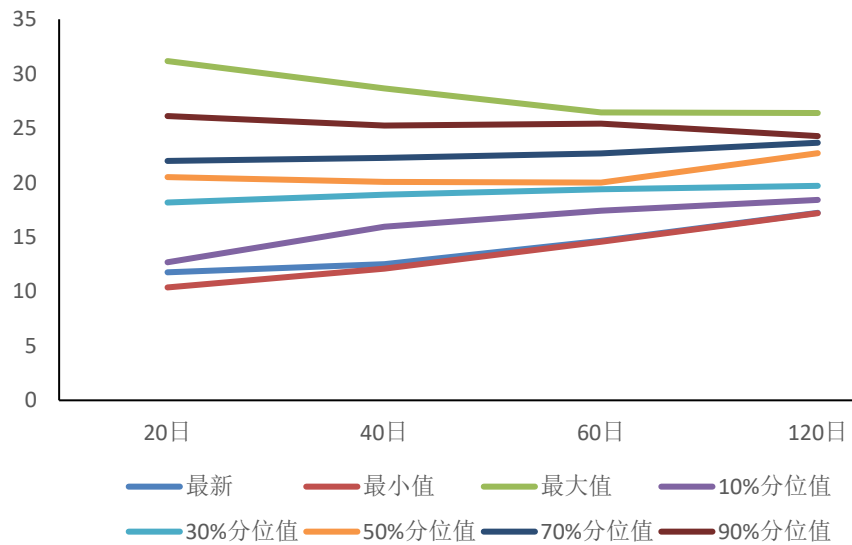
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31: 沪金历史波动率锥



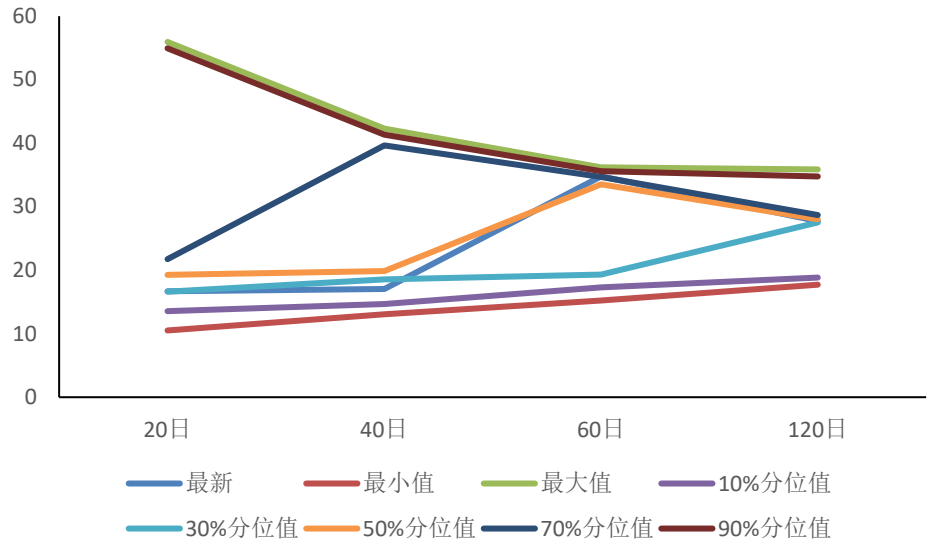
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 31: PTA 历史波动率锥



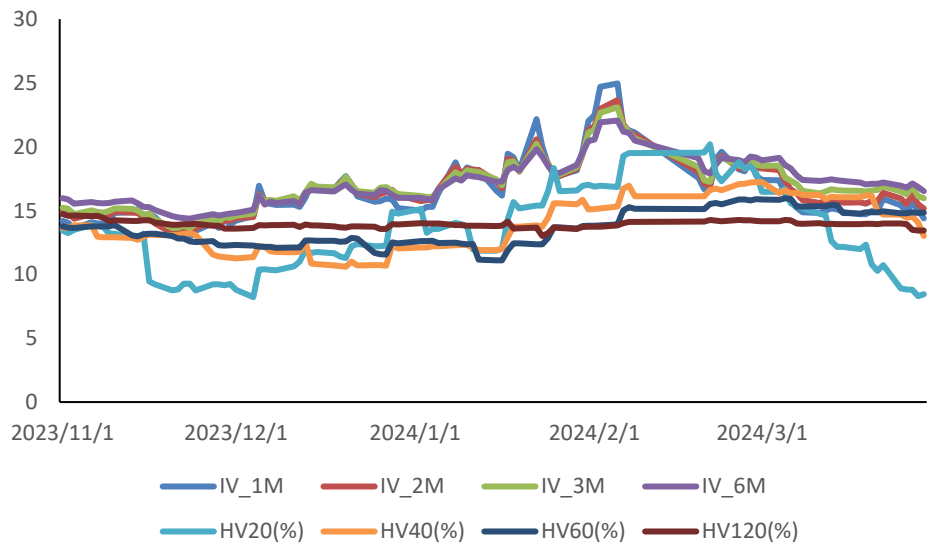
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 32：豆粕历史波动率锥



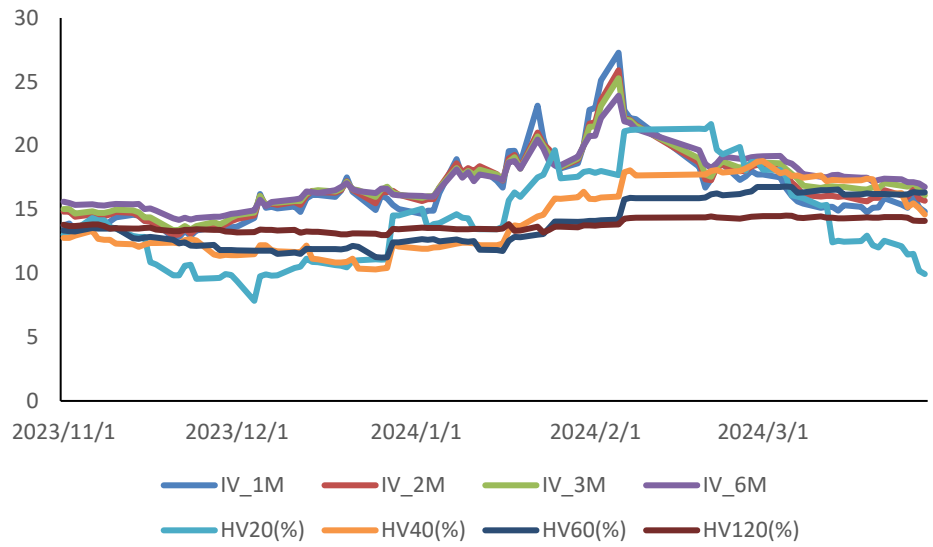
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 33：50ETF 期权隐含波动率走势



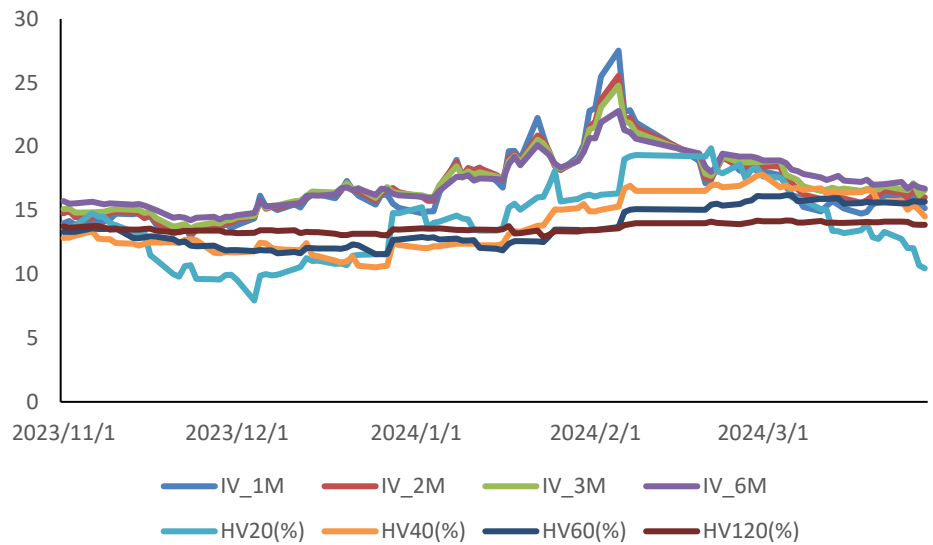
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 34: 300ETF 期权（沪）隐含波动率走势



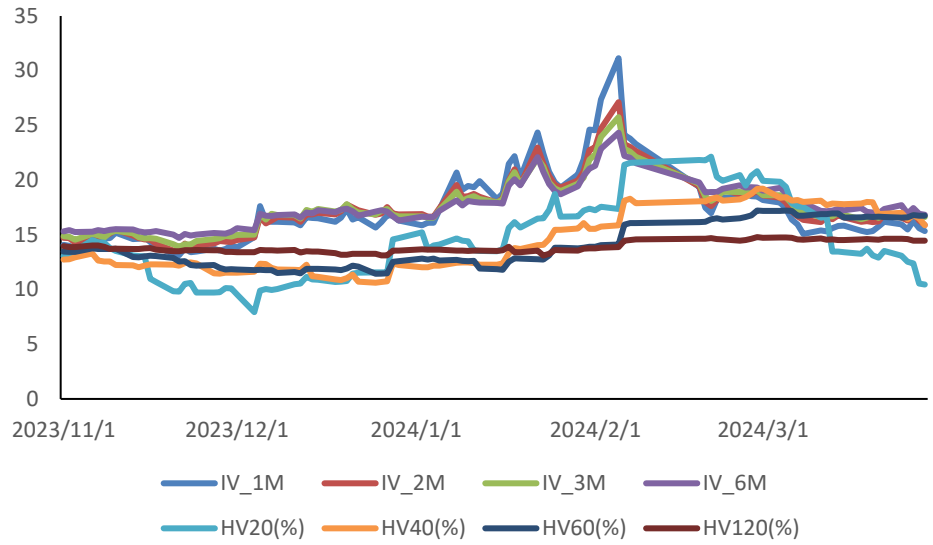
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 35: 300ETF 期权（深）隐含波动率走势



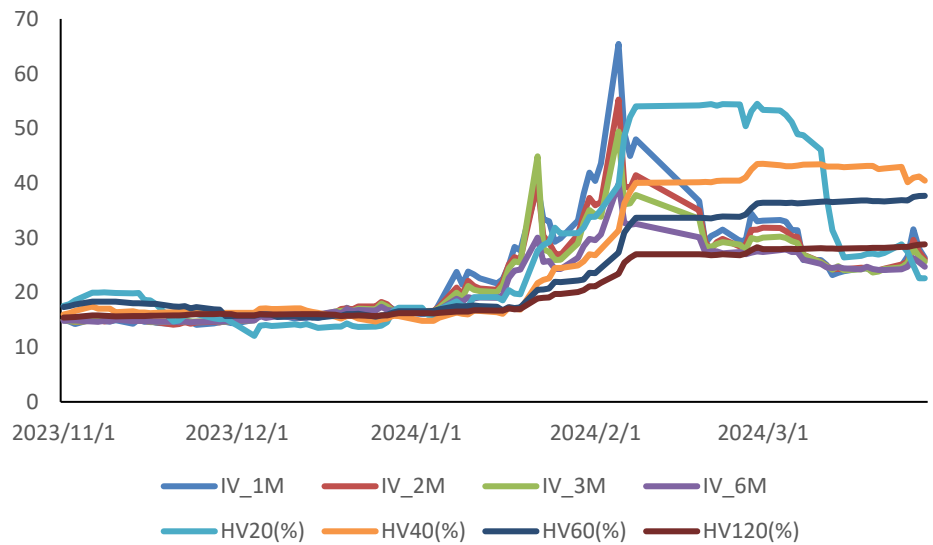
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



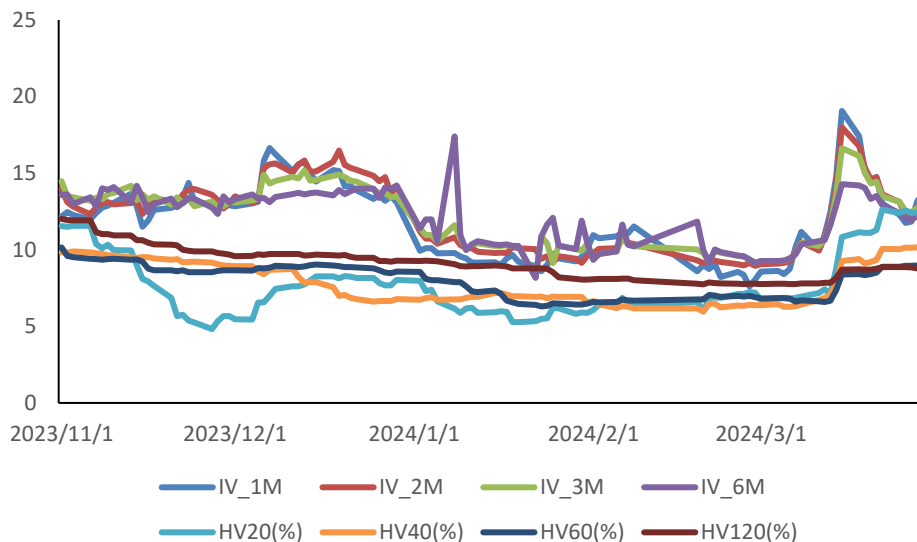
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



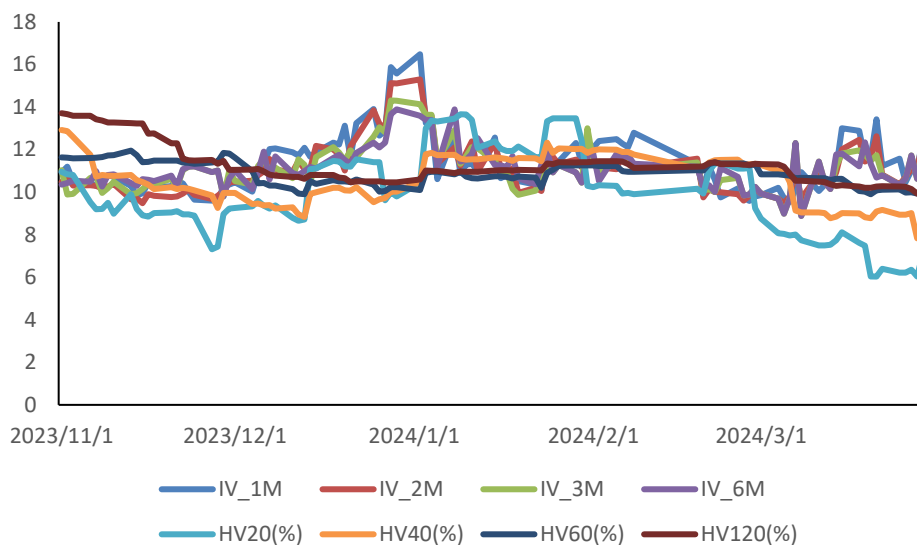
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



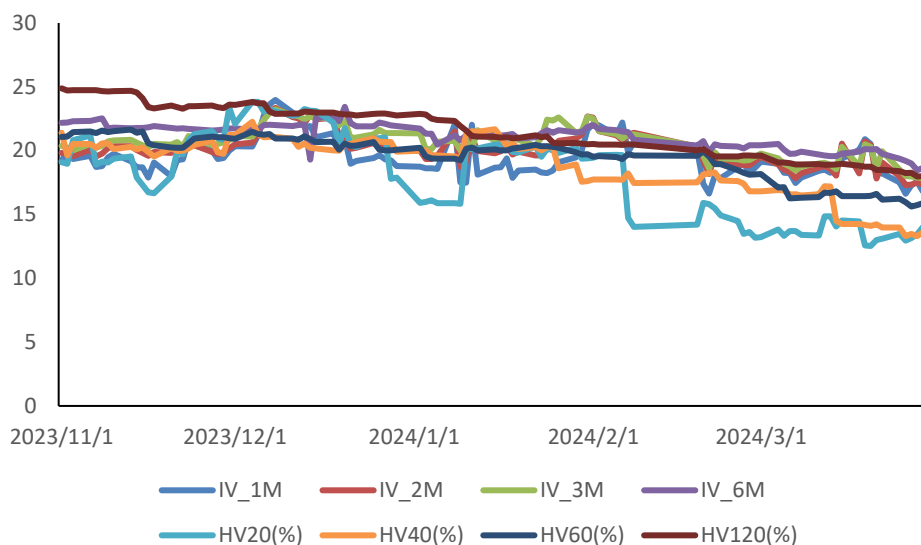
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



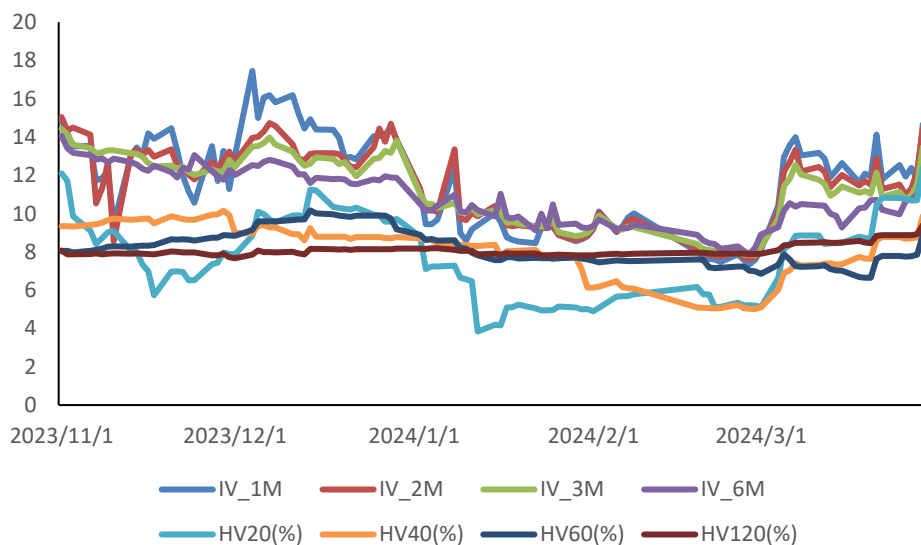
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



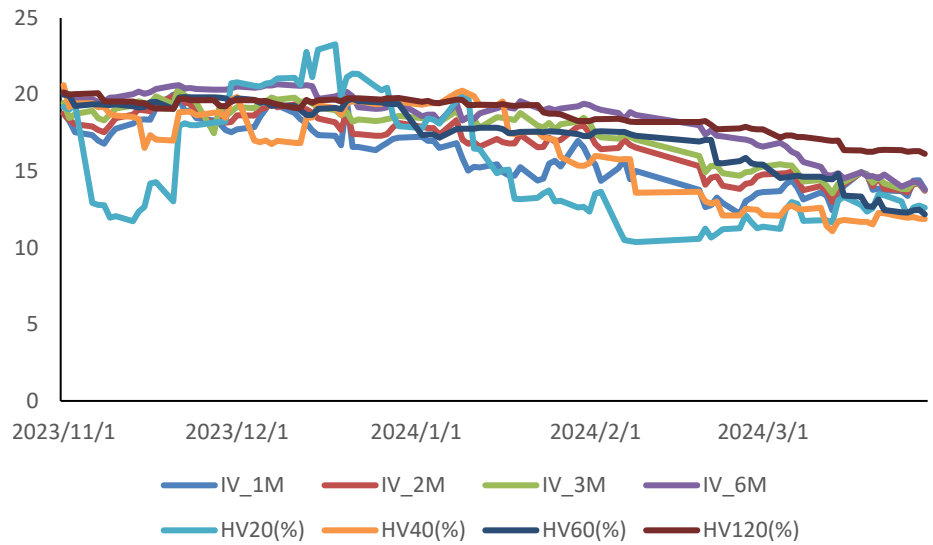
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 41: 沪金期权隐含波动率走势



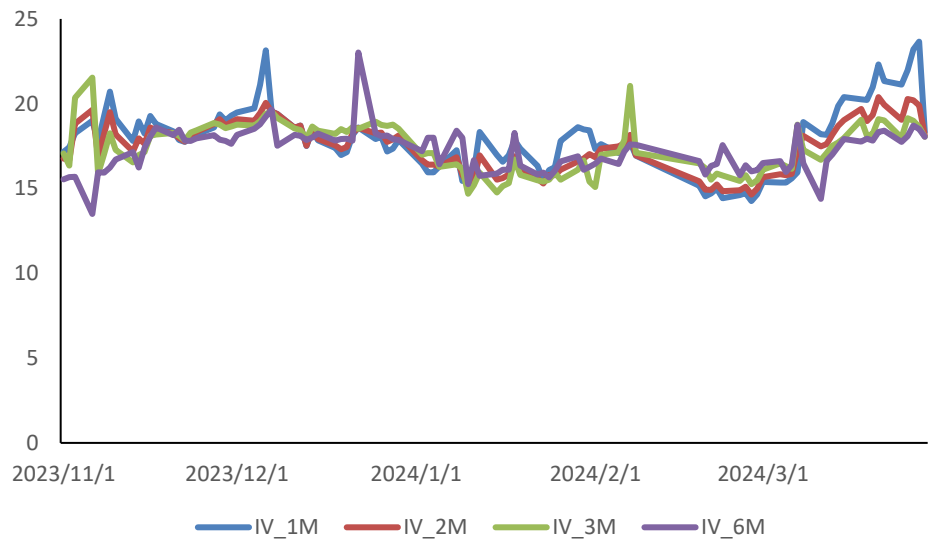
数据来源: wind, 兴证期货研发部

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



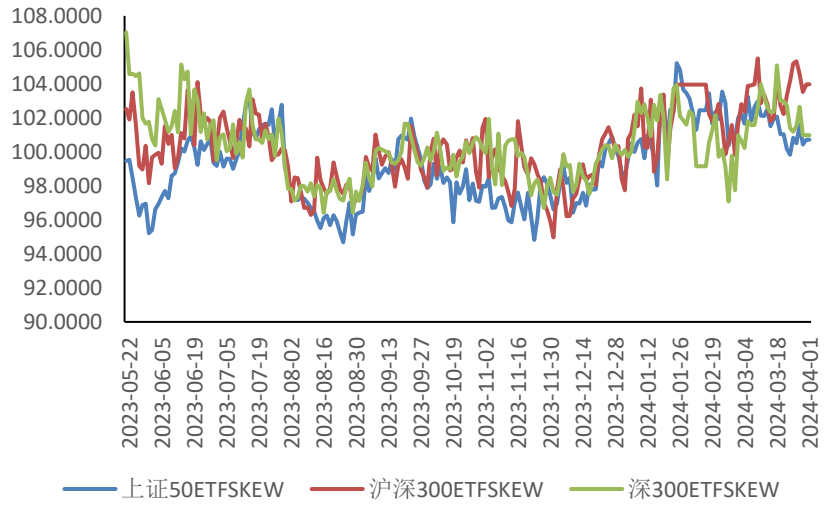
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

四、期权偏度

从金融期权的偏度指数分布来看,主要金融期权品种的偏度指数 skew 普遍高于 100,且近期偏斜结构稳定。通常震荡上升行情中,偏度指数略高于 100,即看跌期权隐波溢价略高于看涨期权,当前 50ETF 期权偏斜结构与 2016 年大周期相似。期间如果偏度指数短线陡升需要关注短空情绪带来的认沽期权隐波溢价出现峰

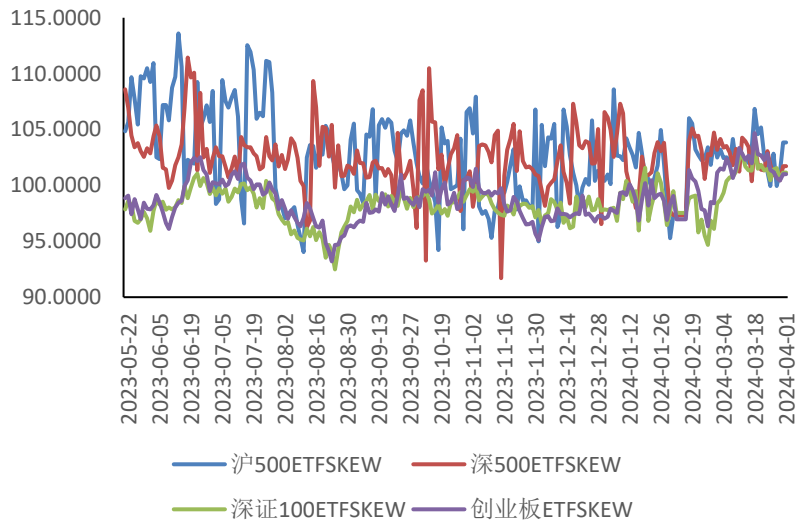
值。

图表 43：金融期权偏度（一）



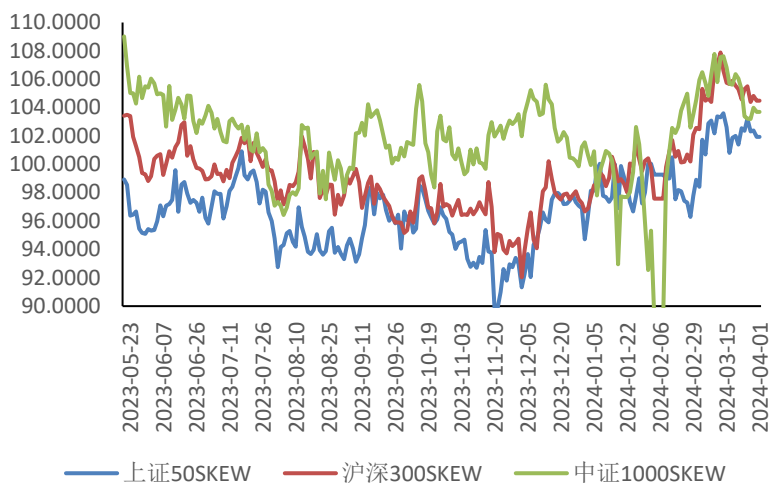
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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。