

## “两会”窗口前，震荡反弹降波

兴证期货·研发中心

2023年2月1日 星期三

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

宏观方面，国内经济复苏趋势不变，2月份窗口处在春节后与两会之间，市场对于政策、复苏的预期依旧存在，构成了指数的强支撑。美国GDP数据超预期，衰退担忧缓和，美联储2月议息会议结果即将揭晓，市场普遍预期加息25个基点，美联储整体上保持高息的态度不变。在强政策预期支撑与弱现实压制下，国内指数维持震荡上行趋势。

金融期权方面，节前成交PCR值攀升，节后回归，呈倒V型走势。一方面，市场交易情绪回落；另一方面，市场对于认沽情绪的需求逐渐减弱，在节后三个交易日内，指数回落对于认沽期权的需求难有提升效果，反映了当前市场空头情绪没有有效放大，震荡概率较大。金融期权标的指数历史波动率走低，短周期历史波动率开始联动中长周期历史波动率数值走低。节后隐波持续回落，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。从主要的几个期权标的指数基本面与时间窗口来看，品种之间的低波共振将成为常态。策略方面，关注卖出虚值认沽、备兑以及逢低布局牛市价差策略。

商品期权方面，大宗商品普遍维持震荡走势，美联储加息步伐趋缓，但将在未来一段时期内维持高息现状，美国经济衰退预期反复，对于“慢衰退”、“浅衰退”的预期较高，有色、能化品种隐含波动率延续低波局面，当前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。

**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 6.42%，沪市 300ETF 变化 5.61%，沪市 500ETF 变化 7.07%，深市 300ETF 变化 6.88%、深市 500ETF 变化 7.09%，创业板 ETF 变化 10.00%，深证 100ETF 变化 1.96%，上证 50 指数变化 6.55%、沪深 300 变化 7.37%、中证 1000 指数变化 8.34%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 9.78、12.03、24.1、30.22、42.7，五年周期中对应的分位为 34.51%、34.12%、51.37%、23.92%、23.53%。

1 月份国内制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 50.1%、54.4%和 52.9%，均升至扩张区间，经济景气水平明显回升，宏观经济复苏趋势不变，但是此前市场对于复苏预期过高致使预期落地后，产生现实与预期的情绪差，这也是春节过后的几个交易日内，出现了指数大幅高开回落的局面，这种预期差对于以上证 50、沪深 300 为主的压制效果比较大。2 月份窗口处在春节后与两会之间，市场对于政策于复苏的预期依旧存在，构成了指数的强支撑。

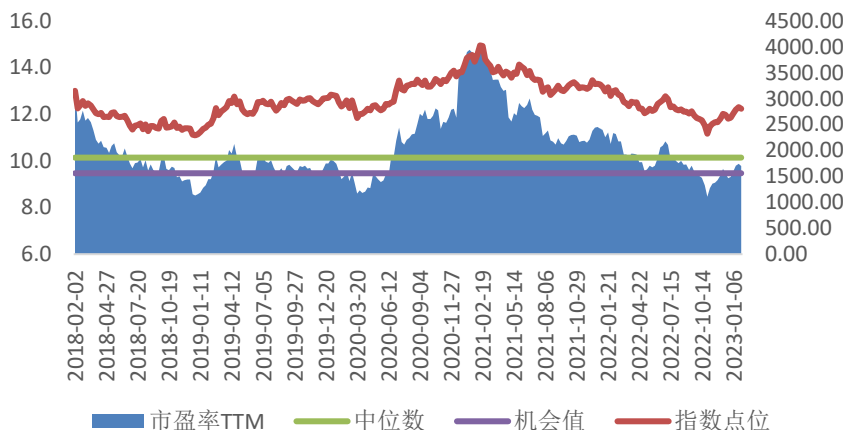
国外方面，美国 GDP 数据超预期，当周失业情况低于预期，美欧经济体均有超预期表现，衰退担忧缓和，叠加中国增长前景向好，全球市场情绪乐观。欧美主要经济体进入紧缩周期尾声，但全球通胀仍高，利率下行的过程将会缓慢，后续需要关注紧缩政策的滞后效应及可能引发衰退风险和金融脆弱性加剧。美联储 2 月议息会议结果即将揭晓，市场普遍预期加息 25 个基点，美联储整体上保持高息的态度不变，2024 年前不考虑货币政策回拨。欧美市场长时间高息政策，对资本市场的制约力度大。

综合内外因素来看，2 月份处在春节与两会的时间窗口中，指数的强支撑与压制效果并存，或将再现震荡行情。

### 2.商品期权

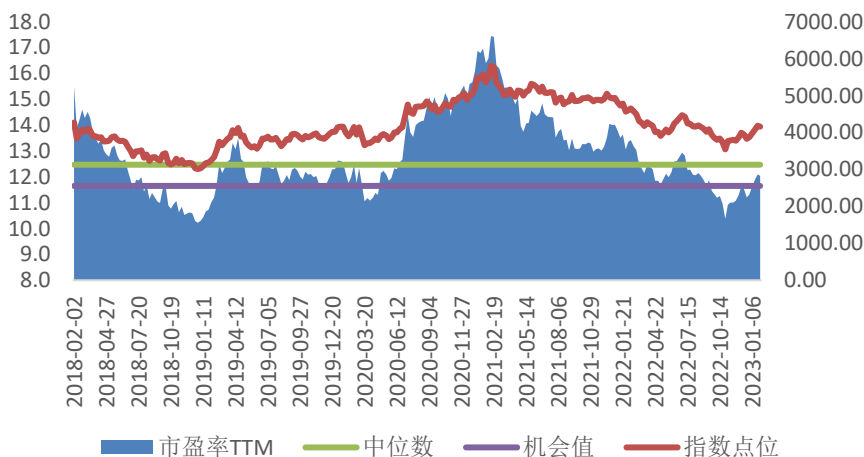
1 月份大宗商品总体偏弱，铜、铝、甲醇、聚丙烯、PTA、豆粕期货活跃合约月度涨跌幅分别为 4.5%、1.2%、3.77%、4.14%、3.65%、-0.76%。大宗商品普遍维持震荡走势，美联储加息步伐趋缓，但将在未来一段时期内维持高息现状，美国经济衰退预期反复，对于“慢衰退”、“浅衰退”的预期较高，能化、有色板块的上方阻力较大。黑色板块受近期强政策预期支撑整体维持箱体震荡。

图 1: 上证 50 指数估值 (市盈率-TTM)



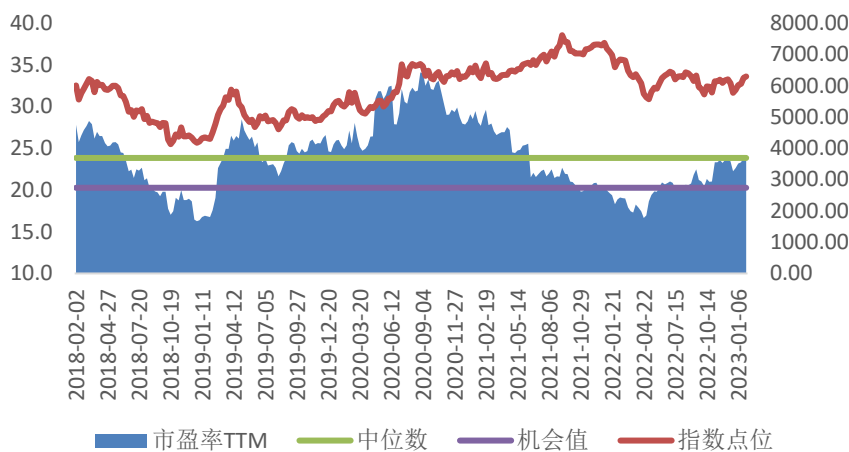
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 2: 沪深 300 指数估值 (市盈率-TTM)



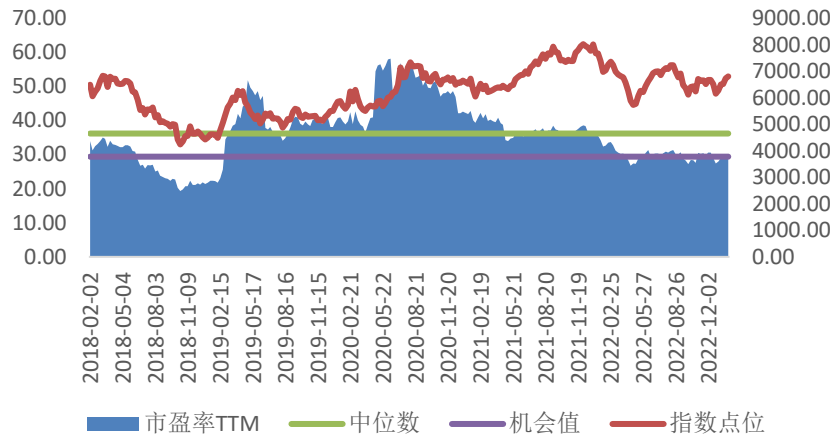
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 3: 中证 500 指数估值 (市盈率-TTM)



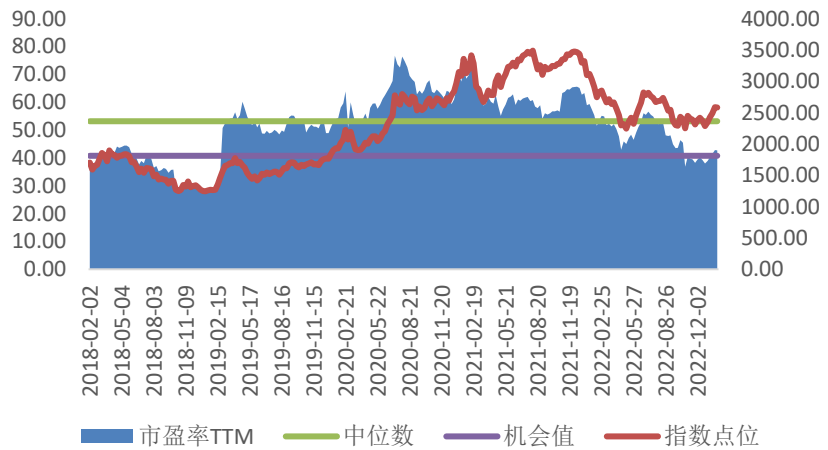
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率-TTM)



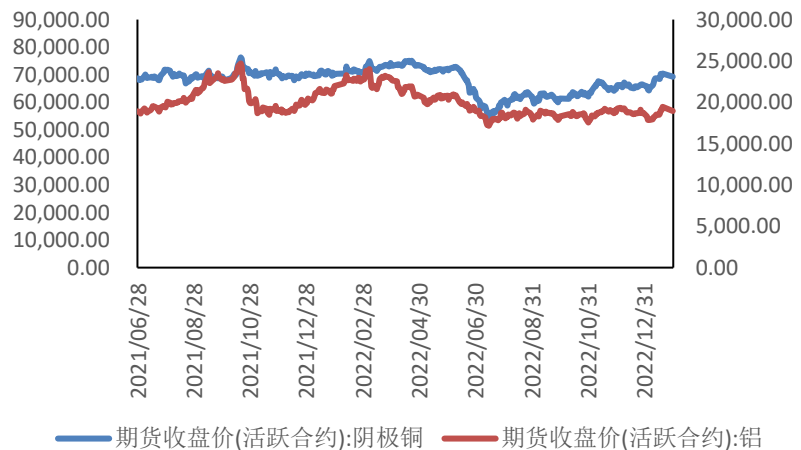
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 5: 创业板指数估值 (市盈率-TTM)



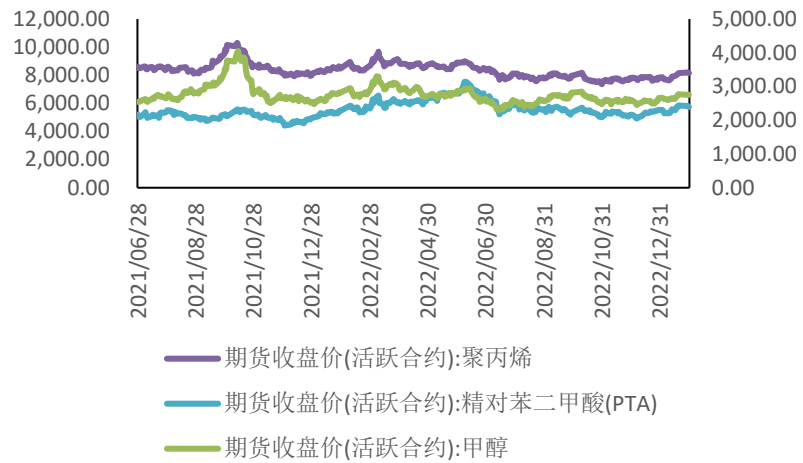
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 6: 沪铜、沪铝期货价格走势



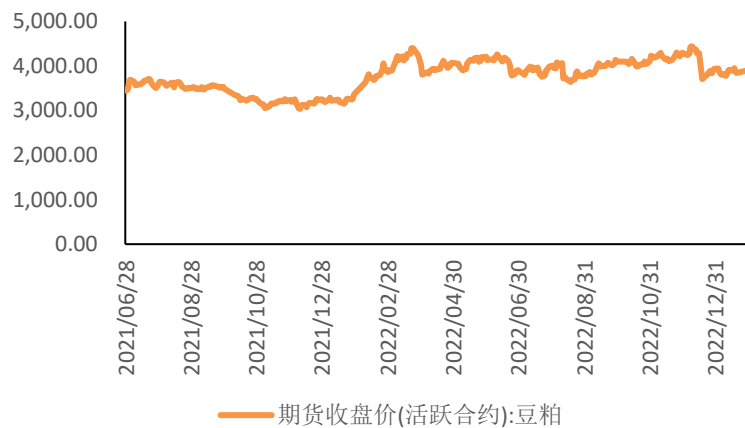
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

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

1 月份金融期权成交量环比上个月上升,但是月持仓总量环比下降。此前受春节长假避险情绪的影响,期权成交活跃度加强,节前成交 PCR 值攀升,节后回归,呈倒 V 型走势。一方面,市场交易情绪回落;另一方面,市场对于认沽情绪的需求逐渐减弱,即使在节后三个交易日内,指数回落对于认沽期权的需求难有提升效果,反映了当前市场空头情绪没有有效放大,震荡概率较大。

## 2.商品期权

商品期权方面，1月份有色板块期权成交增幅较大，能与农产品板块期权成交环比变化不大，从大宗商品上有阻力下有经济复苏预期支撑的基本面来看，当前延续箱体震荡走势，商品类期权成交释放空间有限。中长线震荡预期不变，外部事件对于商品情绪影响减弱。

图 9：50ETF 期权成交量与持仓量

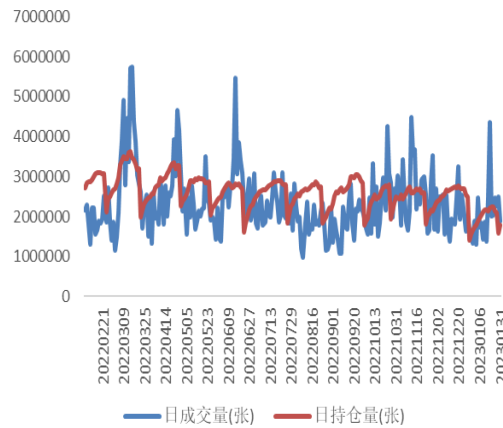
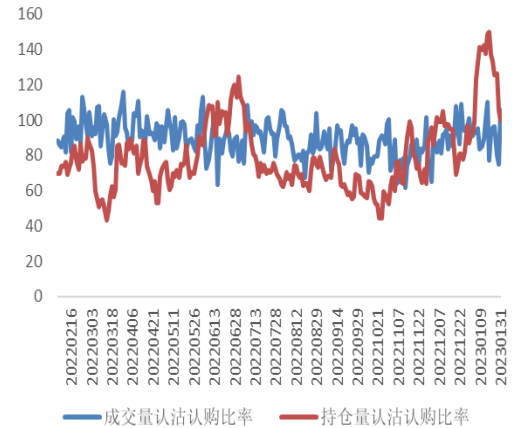


图 10：50ETF 期权 PCR (%)



数据来源：wind，兴证期货研发部

图 11：沪市 300ETF 期权成交与持仓

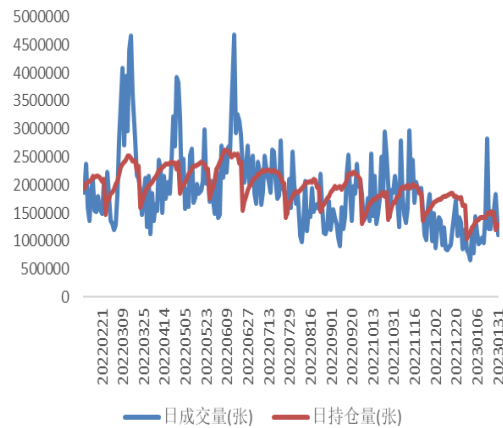
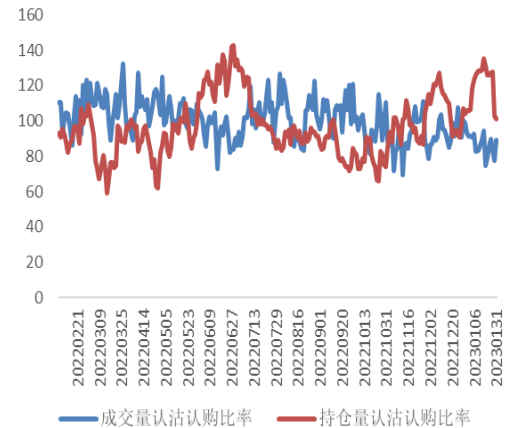


图 12：沪市 300ETF 期权 PCR (%)



数据来源：wind，兴证期货研发部

图 13: 沪市 500ETF 期权成交与持仓

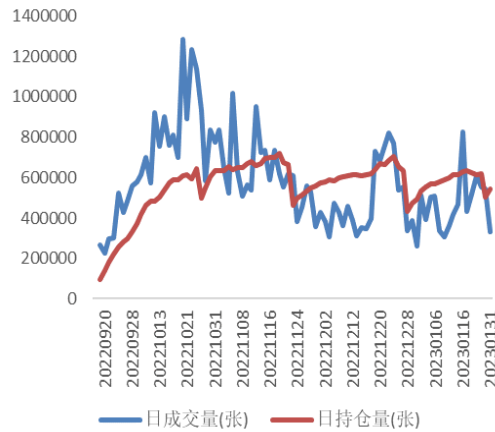
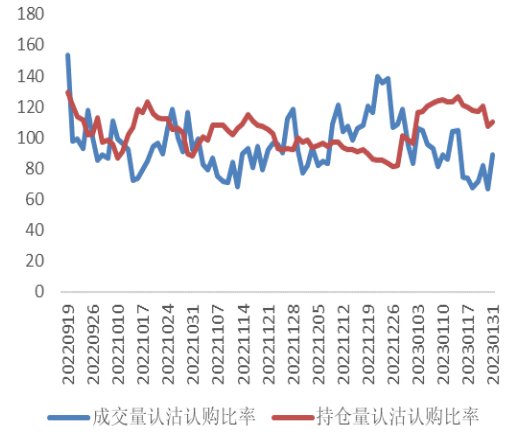


图 14: 沪市 500ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 15: 深市 300ETF 期权成交与持仓

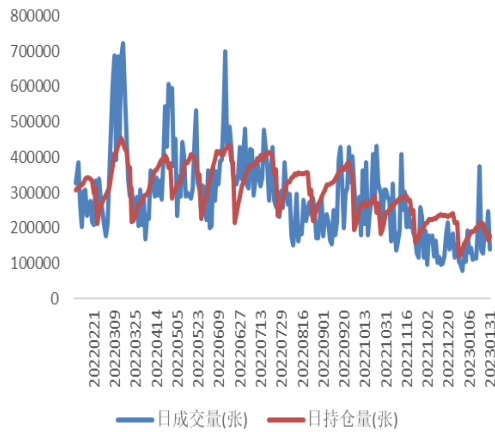
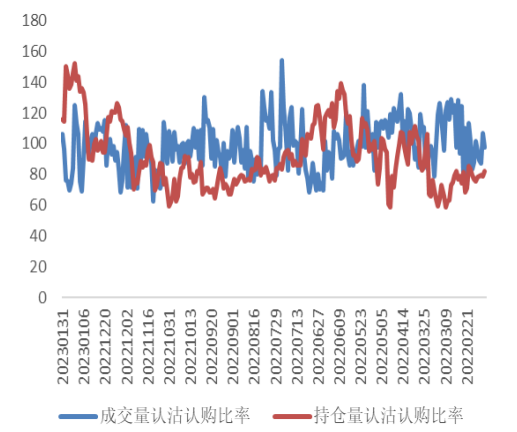


图 16: 深市 300ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 17: 深市 500ETF 期权成交与持仓

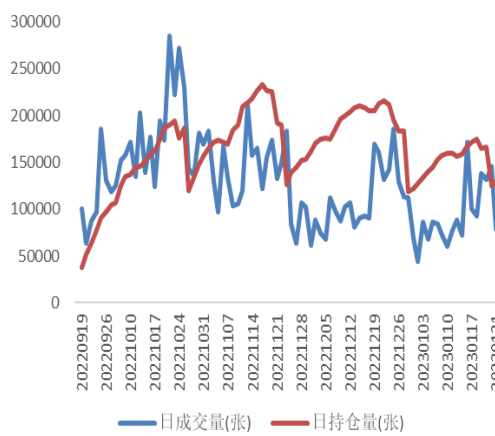
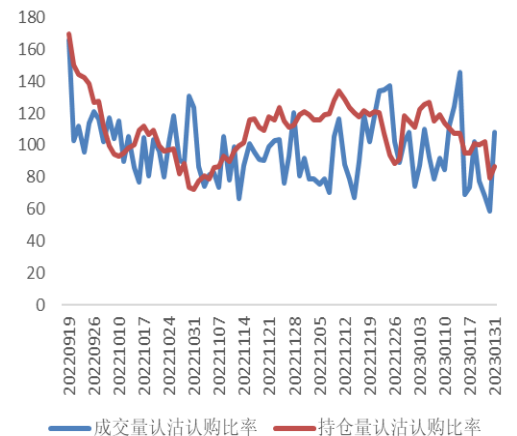


图 18: 深市 500ETF 期权 PCR (%)

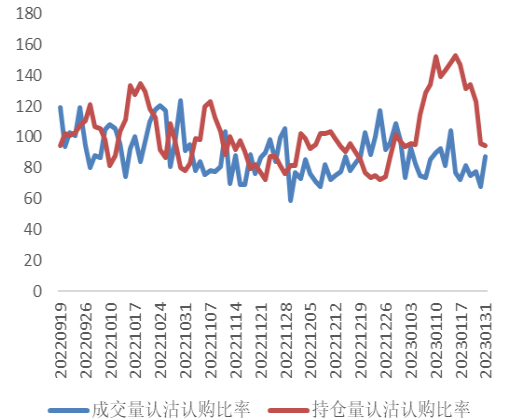
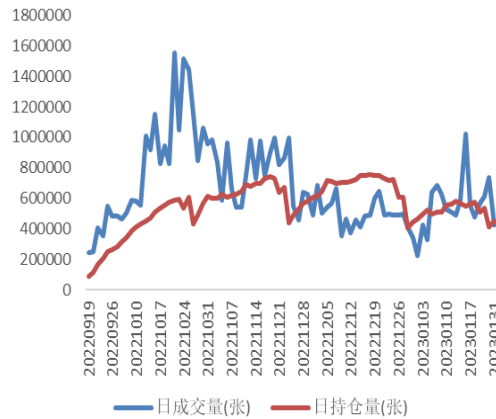


数据来源: wind, 兴证期货研发部



图 19: 创业板 ETF 期权成交与持仓

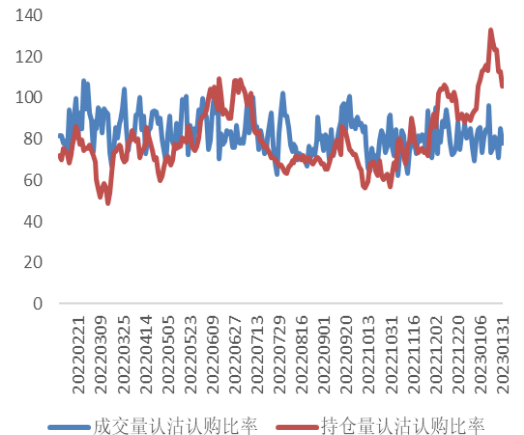
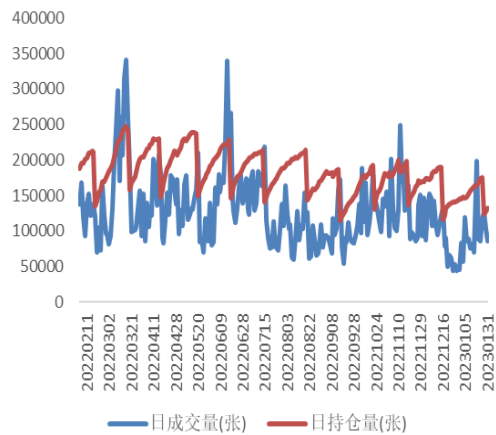
图 20: 创业板 ETF 期权 PCR (%)



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

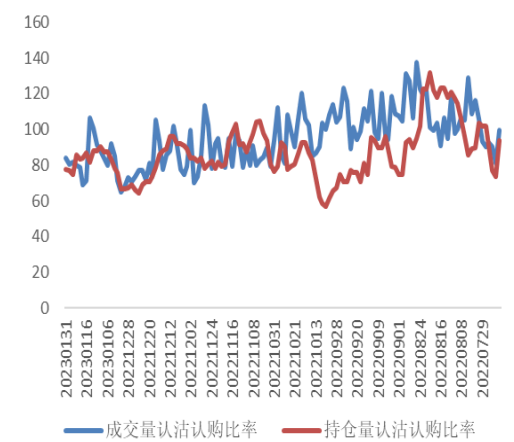
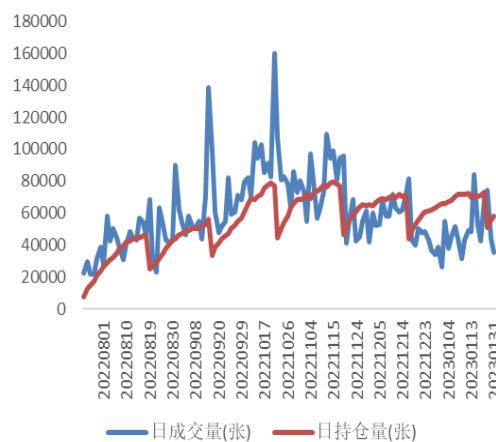
图 22: 沪市 300 指数期权 PCR (%)



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

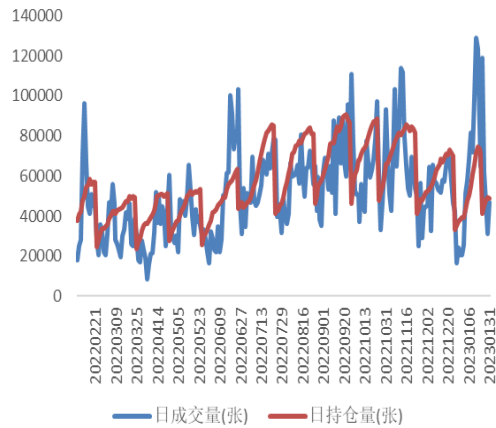
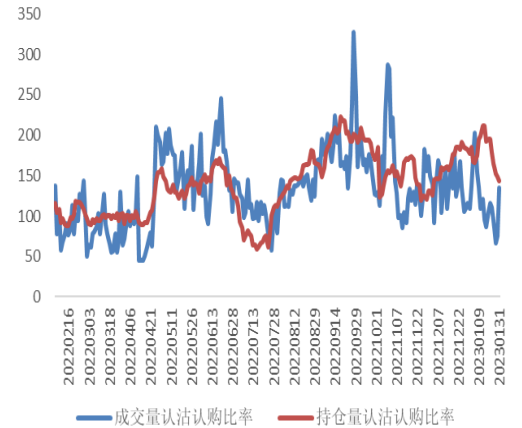


图 26: 沪铜期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 27: 沪铝期权成交与持仓

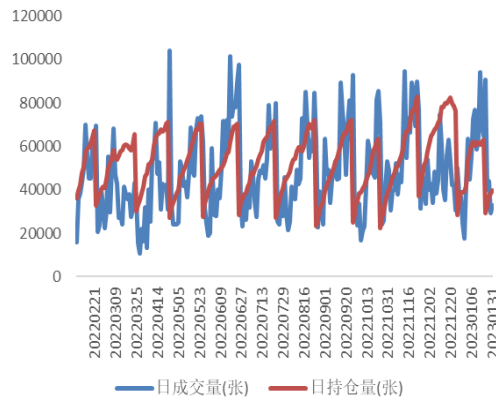
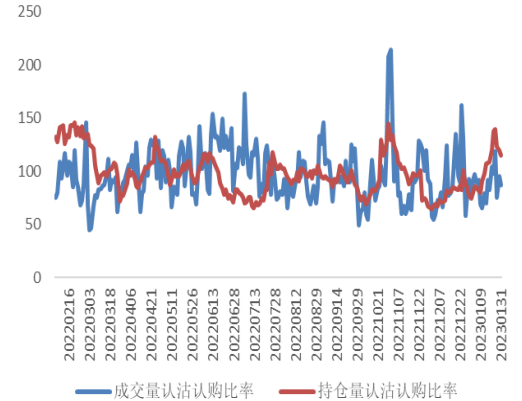


图 28: 沪铝期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 29: 甲醇期权成交与持仓

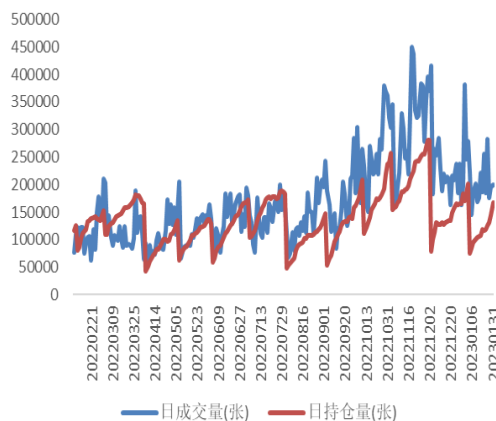
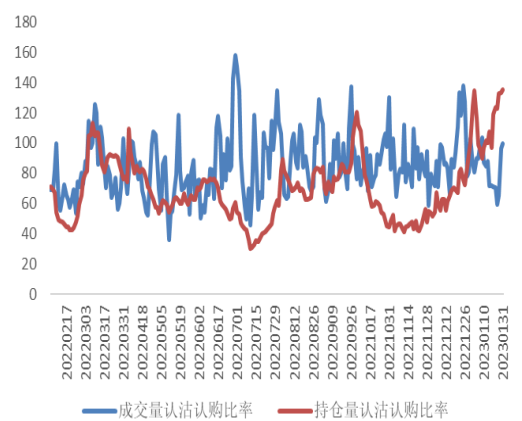


图 30: 甲醇期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 31: PTA 期权成交与持仓

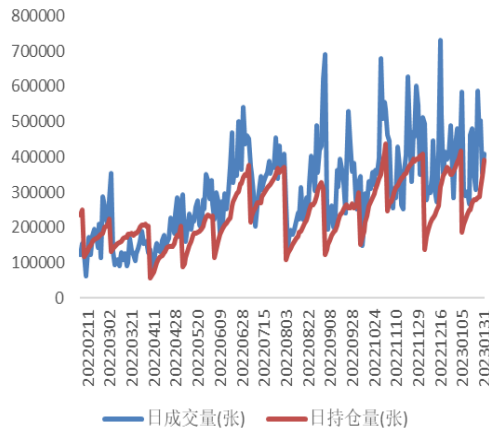
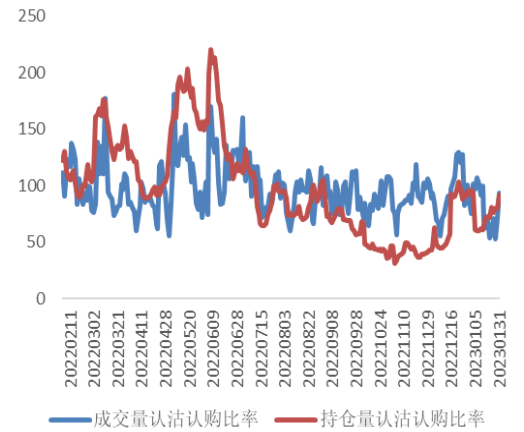


图 32: PTA 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 33: 聚丙烯期权成交与持仓

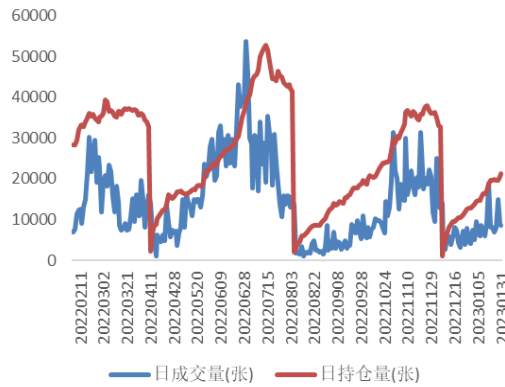
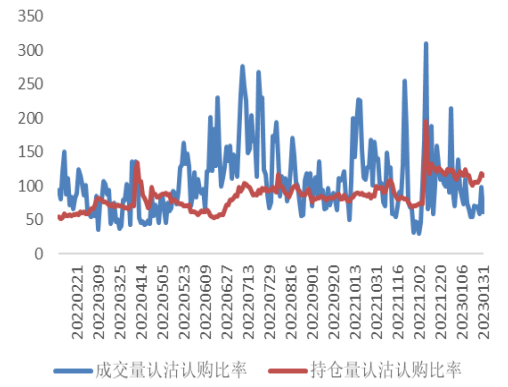


图 34: 聚丙烯期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 35: 豆粕期权成交与持仓

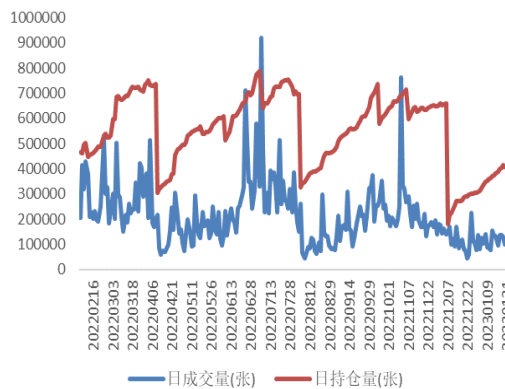
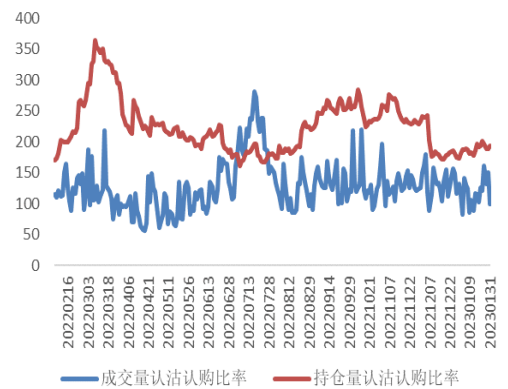


图 36: 豆粕期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

### 三、期权波动率分析

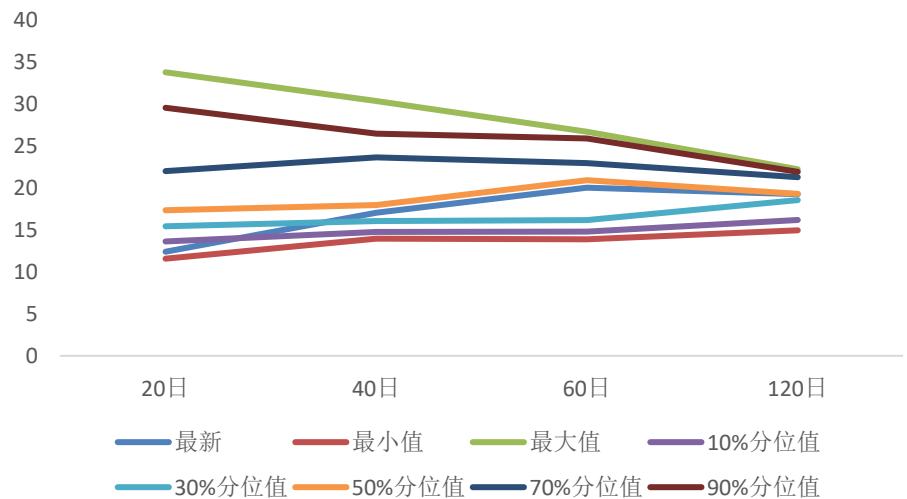
#### 1. 金融期权

历史波动率方面，金融期权标的指数历史波动率走低，上证 50 与沪深 300 指数系列的 20 日周期历史波动率下降至近一年 10%分位以下，短周期历史波动率开始联动中长周期历史波动率数值走低。隐含波动率方面，节后隐波持续回落，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。从主要的几个期权标的指数基本面与时间窗口来看，品种之间的低波共振将成为常态。

#### 2 商品期权

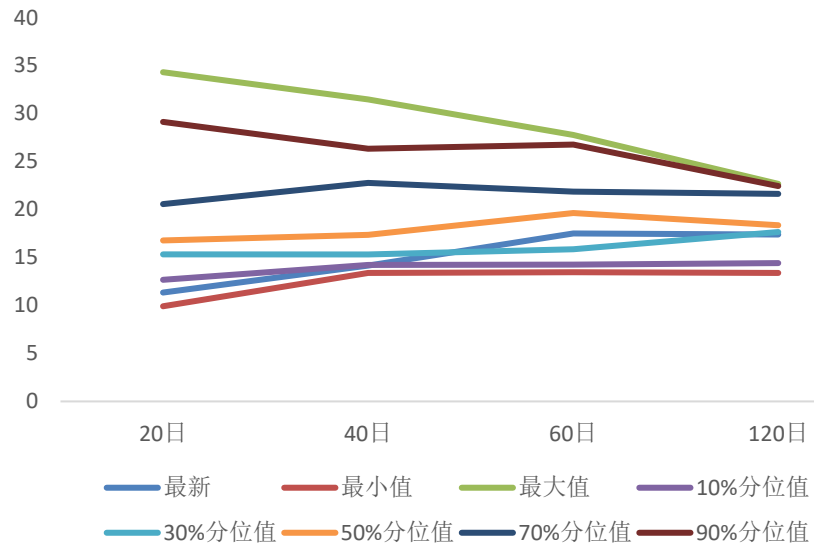
商品期权方面，有色、能化品种隐含波动率延续低波局面，当前大宗商品普遍比较稳定，波动率维持在偏低区间。国内外事件驱动对商品期权隐波的刺激效果弱化，节后大概率重回降波震荡行情。

图 37：上证 50ETF 历史波动率锥



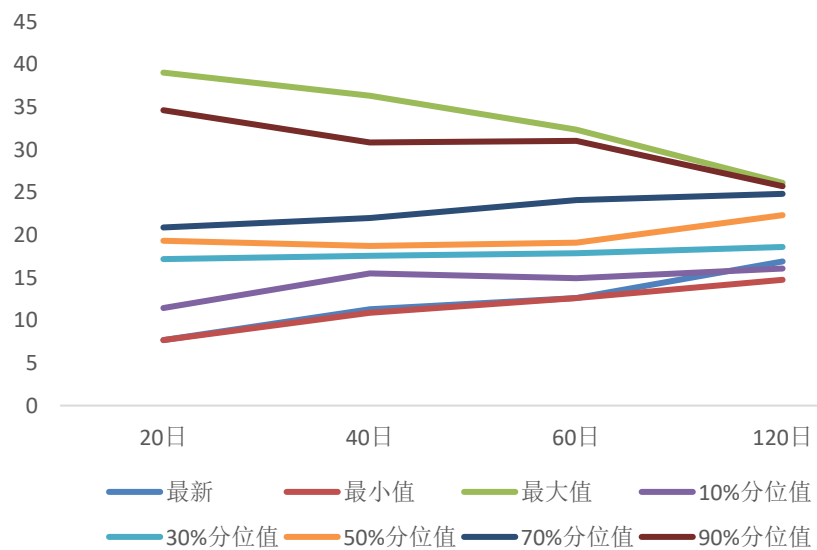
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 38: 沪市 300ETF 历史波动率锥



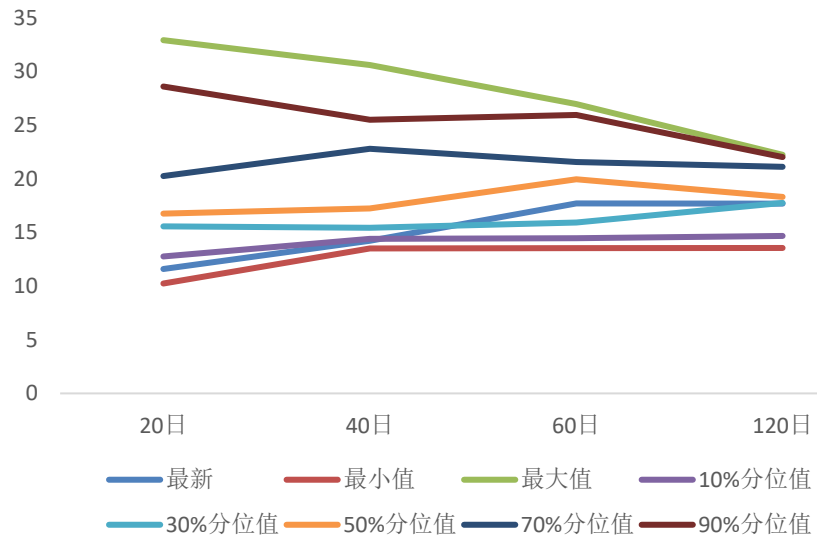
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 39: 沪市 500ETF 历史波动率锥



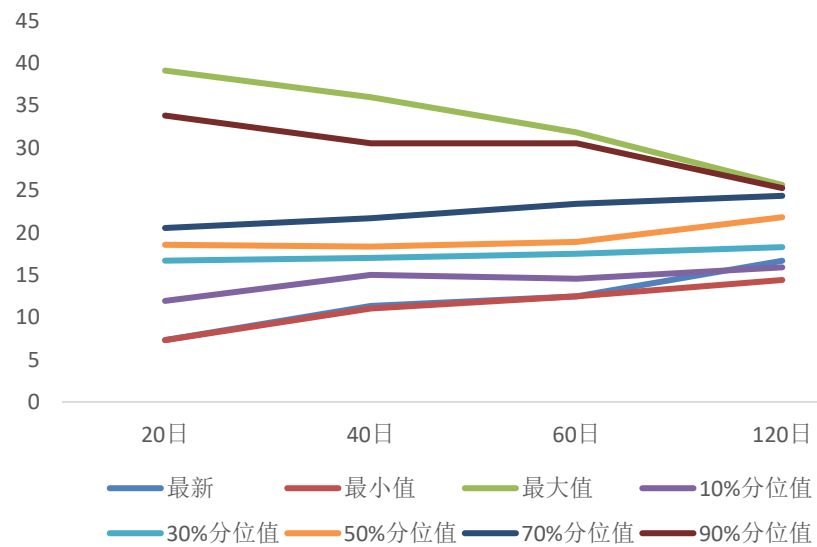
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 40: 深市 300ETF 历史波动率锥



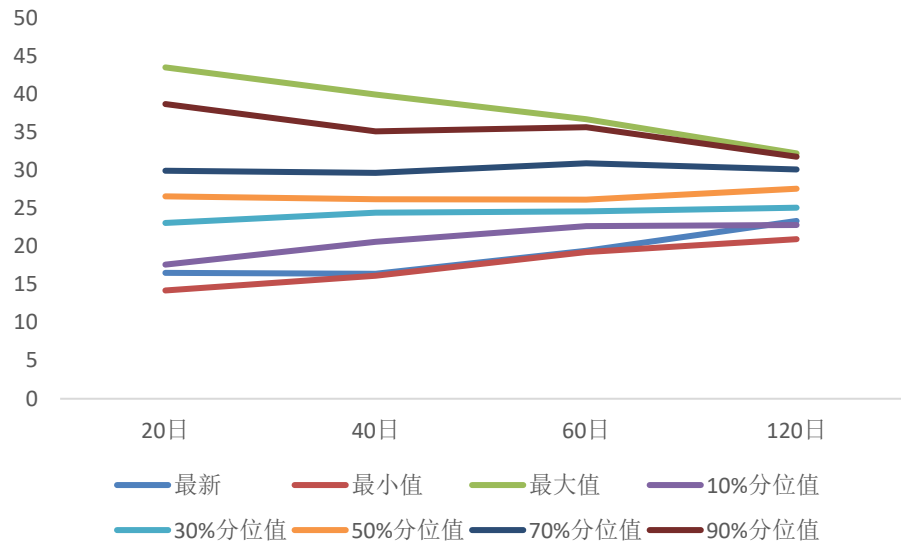
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 41: 深市 500ETF 历史波动率锥



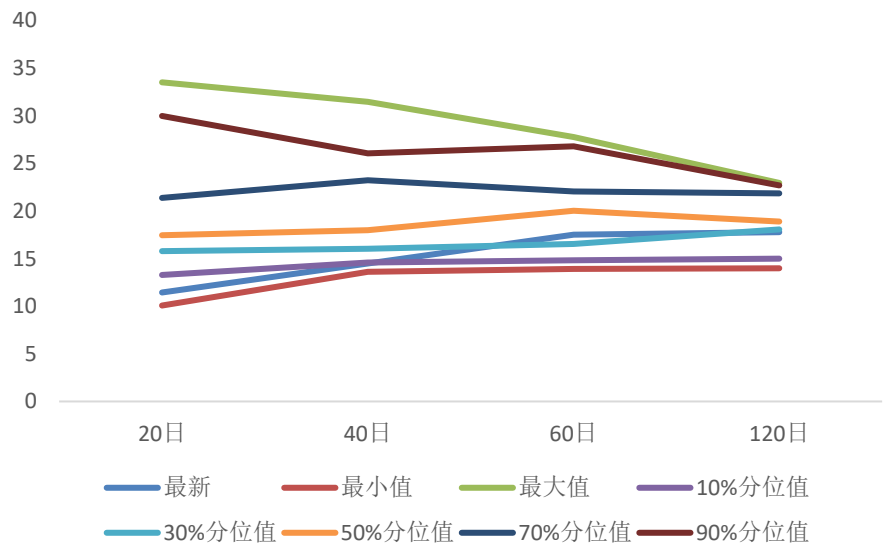
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 42: 创业板 ETF 历史波动率锥



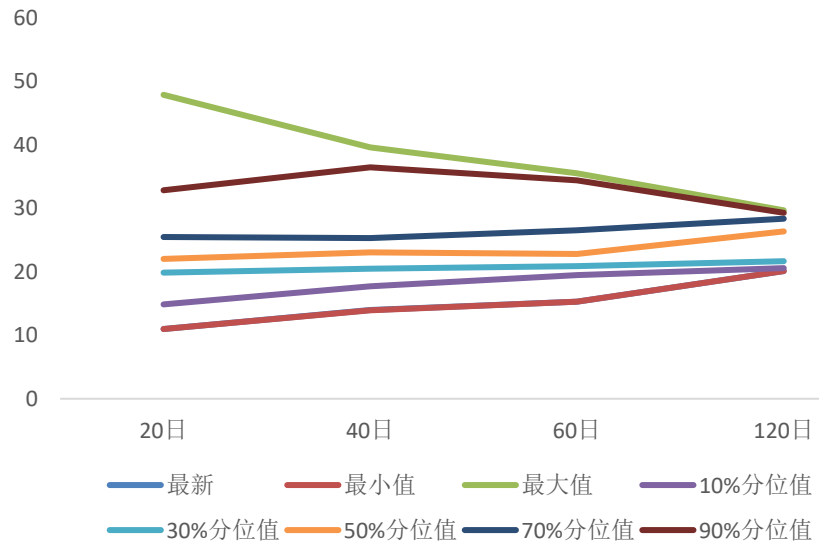
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 43: 沪深 300 历史波动率锥



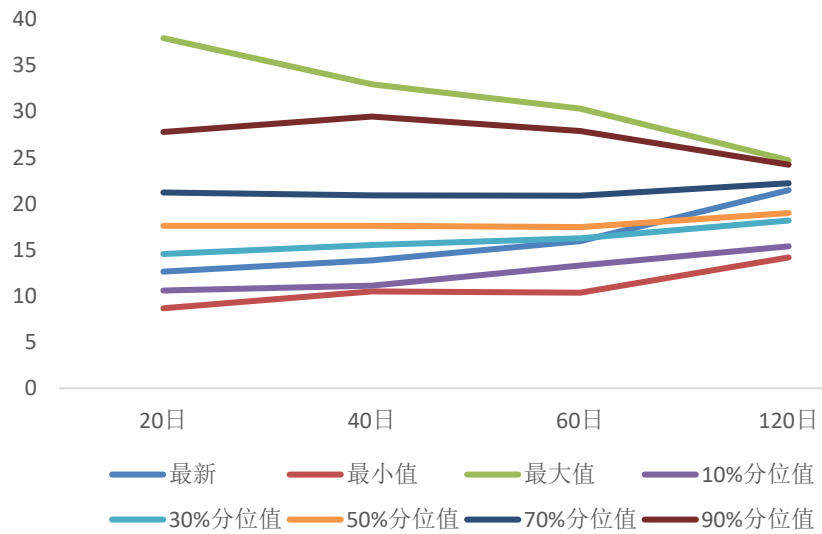
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 44：中证 1000 历史波动率锥



数据来源：wind，兴证期货研发部

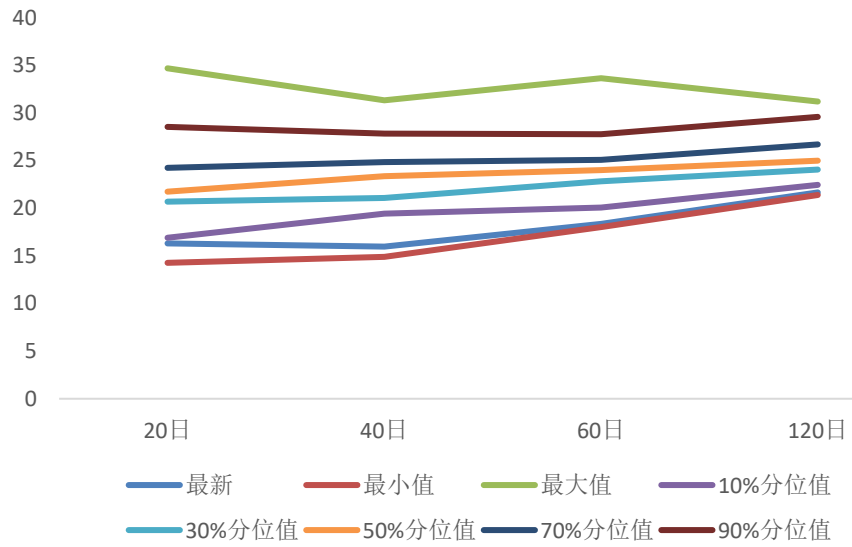
图 45：沪铜历史波动率锥



数据来源：wind，兴证期货研发部

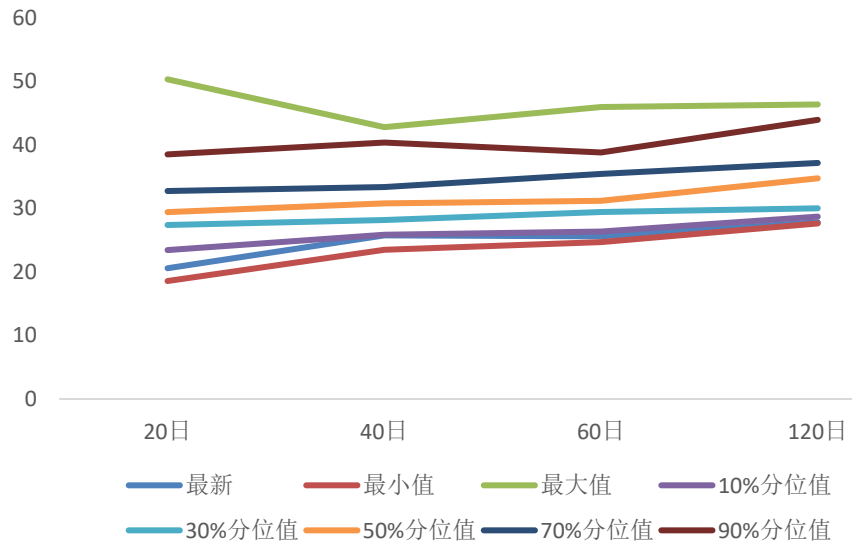


图 46: 沪铝历史波动率锥



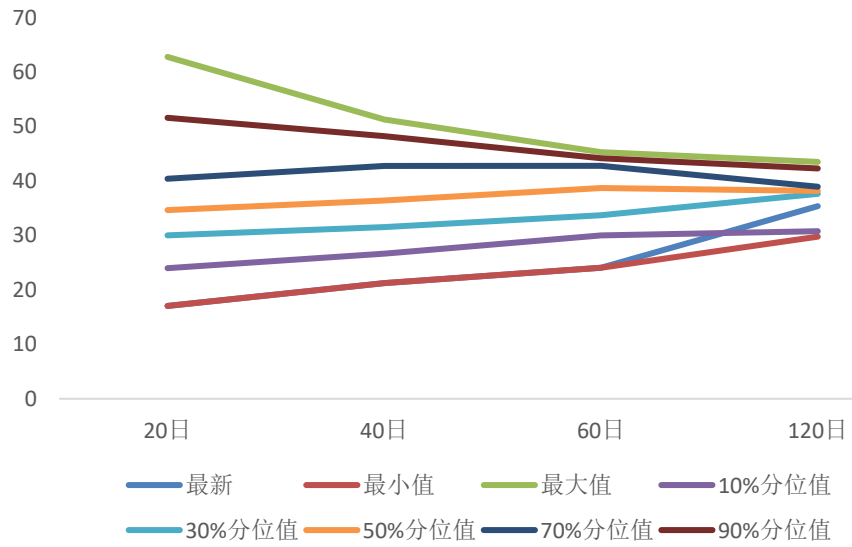
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 47: 甲醇历史波动率锥



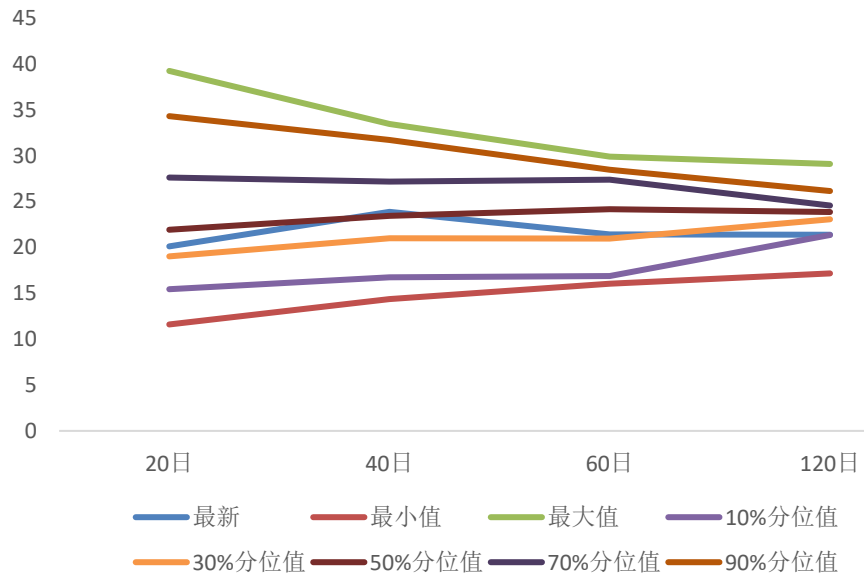
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 48: PTA 历史波动率锥



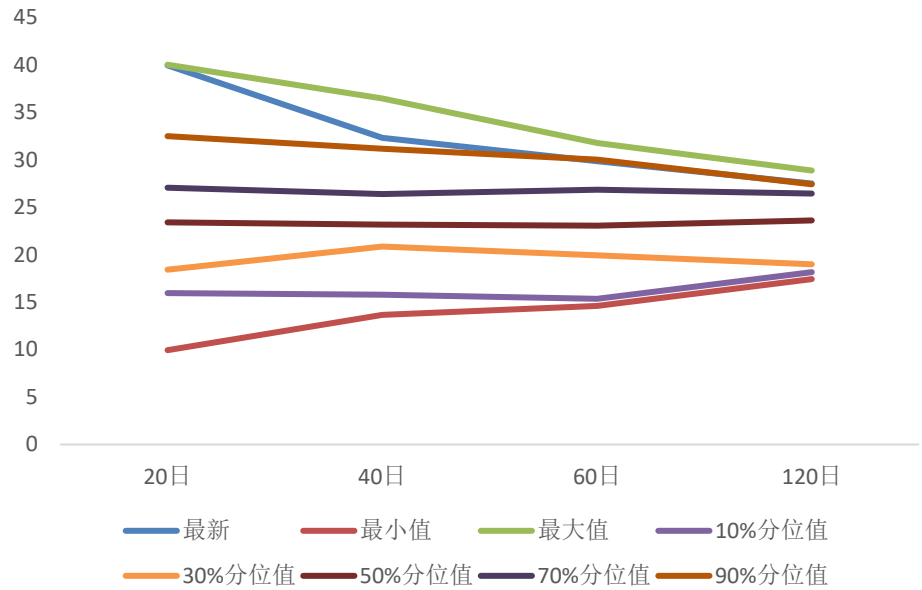
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 49: 聚丙烯历史波动率锥



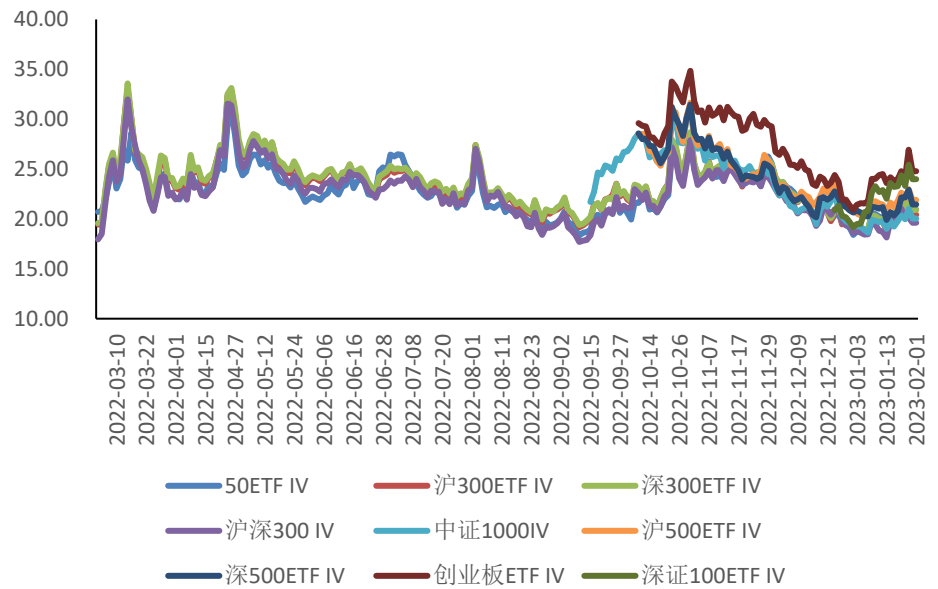
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 50：豆粕历史波动率锥



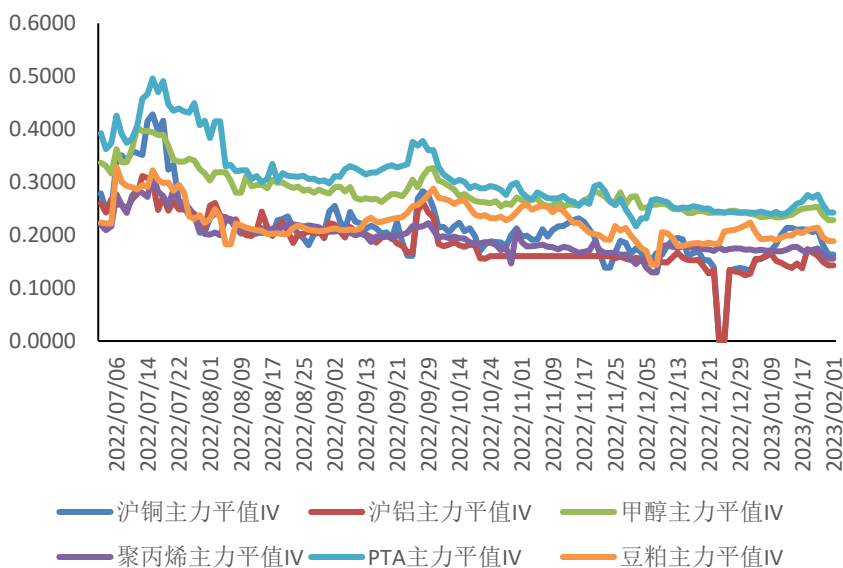
数据来源：wind，兴证期货研发部

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

宏观方面, 经济复苏趋势不变, 但是此前市场对于复苏预期过高致使预期落地后, 产生现实与预期的情绪差, 这也是春节过后的几个交易日内, 出现了指数大幅高开回落的局面。2 月份窗口处在春节后与两会之间, 市场对于政策、复苏的预期依旧存在, 构成了指数的强支撑。

国外方面, 美国 GDP 数据超预期, 衰退担忧缓和, 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。美联储 2 月议息会议结果即将揭晓, 市场普遍预期加息 25 个基点, 美联储整体上保持高息的态度不变, 2024 年前不考虑货币政策回拨。欧美市场长时间高息政策, 对资本市场的制约力度大。

综合内外因素来看, 2 月份处在春节与两会的时间窗口中, 指数的强支撑与压制效果并存, 或将再现震荡行情。

金融期权方面, 1 月份金融期权成交量环比上个月上升, 但是月持仓总量环比下降。节前成交 PCR 值攀升, 节后回归, 呈倒 V 型走势。一方面, 市场交易情绪回落; 另一方面, 市场对于认沽情绪的需求逐渐减弱, 在节后三个交易日内, 指数回落对于认沽期权的需求难有提升效果, 反映了当前市场空头情绪没有有效放大, 震荡概率较大。金融期权标的指数历史波动率走低, 短周期历史波动率开始

联动中长周期历史波动率数值走低。节后隐波持续回落，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。从主要的几个期权标的指数基本面与时间窗口来看，品种之间的低波共振将成为常态。策略方面，关注卖出虚值认沽、备兑以及逢低布局牛市价差策略。

商品期权方面，大宗商品普遍维持震荡走势，美联储加息步伐趋缓，但将在未来一段时期内维持高息现状，美国经济衰退预期反复，对于“慢衰退”、“浅衰退”的预期较高，有色、能化品种隐含波动率延续低波局面，当前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。