

## 金融市场风格切换，多周期共振降波

兴证期货·研发中心

2023年4月17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3月货币增速与社融资、新增贷款数据全面超预期，宽货币向融资信贷需求端传导效果改善，国内经济复苏态势良好，基本面改善支撑期权标的震荡上涨。期权标的50ETF与沪深300ETF周线级别维持震荡上涨趋势。国外方面，美3月通胀数据低于预期，欧美股市走好，情绪面改善，外部环境利多国内股市，国内基本面改善叠加国外市场情绪回暖，利多共振或将助于期权标的指数上行。

金融期权方面，上周期权成交量偏低，其中50ETF期权与300ETF系列期权成交PCR值重心下移，反映该品种的市场空头情绪衰减；另一方面，500ETF期权的成交PCR值小幅回升，该品种避险情绪上扬。从期权成交与PCR值角度来看，后市蓝筹股有望走好，中小盘股面临一定调整压力，市场大小风格切换。历史波动率方面，上证50ETF与沪深300ETF的20日周期历史波动率持续下降至近一年最低值附近，隐含波动率同样呈现降波趋势，多周期、多品种降波共振，难现升波拐点，即使出现短期隐波反弹情况，仍然不改低波局面。

商品期权方面，美联储加息预期弱化，强美元逻辑对于大宗商品的压制效应减弱，有色、能化品种期权成交量与成交PCR值普遍回落，受到美联储加息预期减弱，强美元逻辑弱化，整体上偏利多有色、能化板块，但又受到欧美经济体增速不足的压制，因此，形态上呈现出区间震荡的局面，伴随着期权成交量与成交PCR值回落的情况，我们预计后市将延续这种缩量震荡的走势。铜、铝隐波短线回落，历史波动率偏低，市场对于铜铝维持低波震荡预期；PTA期权隐含波动率维持阶段高位，多头情绪整体主导走势；豆粕期权标的遇阻回落，上方强阻力，呈低波弱势震荡局面。

**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-0.19%，沪市 300ETF 变化-0.80%，沪市 500ETF 变化-0.54%，深市 300ETF 变化-0.86%、深市 500ETF 变化-0.53%，创业板 ETF 变化-0.59%，深证 100ETF 变化-1.97%，上证 50 指数变化-0.22%、沪深 300 变化-0.76%、中证 1000 指数变化-0.32%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 9.87、12.34、23.77、31.34、36.25，五年周期中对应的分位为 42.91%、51.57%、51.56%、35.83%、11.42%。

中国 3 月 M2 同比增长 12.7%，预期 11.9%，前值 12.9%。3 月社会融资规模增量为 5.38 万亿元，预期 4.42 万亿元，前值 3.16 万亿元。3 月新增人民币贷款 3.89 万亿元，预期 3.09 万亿元，前值 1.81 万亿元。3 月货币增速与社融资、新增贷款数据全面超预期，宽货币向融资信贷需求端传导效果改善，此前流动性空转效应得到缓解，反应企业及居民货币需求增强，国内经济复苏态势良好，基本面改善支撑期权标的震荡上涨。期权标的 50ETF 与沪深 300ETF 周线级别维持震荡上涨趋势。

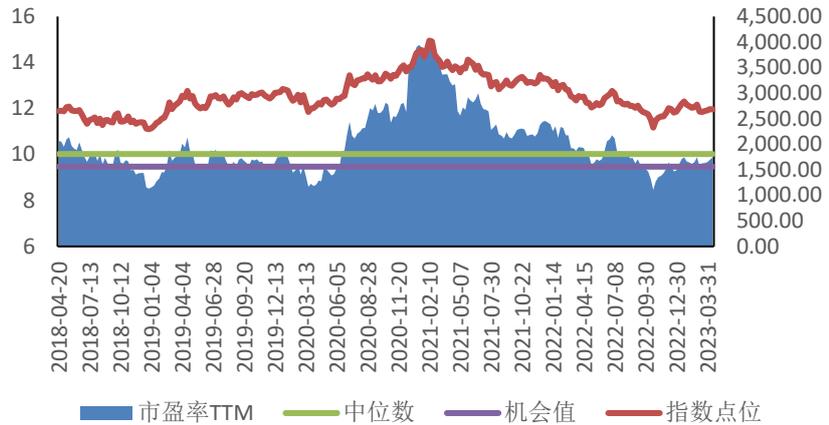
国外方面，美国 3 月未季调 CPI 同比升 5%，预期升 5.2%，前值升 6%；季调后 CPI 环比升 0.1%，预期升 0.2%，前值升 0.4%；未季调核心 CPI 同比升 5.6%，预期升 5.6%，前值升 5.5%；核心 CPI 环比升 0.4%，预期升 0.4%，前值升 0.5%。美 3 月通胀数据低于预期，环比下降，美国短期利率期货价格显示美联储 5 月加息 25 个基点的可能性降低，近期欧美股市走好，情绪面改善，外部环境利多国内股市。

综合国内外市场来看，国内基本面改善叠加国外市场情绪回暖，利多共振或将有助于期权标的指数上行。

### 2.商品行情回顾与展望

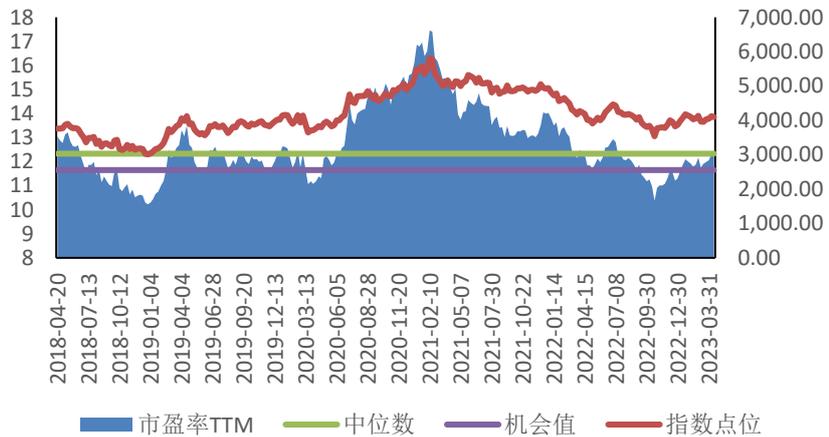
前一周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为 1.49%、0.19%；甲醇、聚丙烯、PTA 周度涨跌幅分别为 1.37%、-0.03%、1.50%；豆粕活跃合约周度涨跌幅为-0.31%。美联储加息预期弱化，强美元逻辑对于大宗商品的压制效应减弱，品种方面，铜铝近期呈窄幅震荡走势，此前涨势较好的 PTA 进入阶段高位宽幅震荡，农产品中，豆粕反弹受阻回落。后市我们认为铜铝期权标的或将延续震荡走势，PTA 多头保持优势，呈上行趋势。

图 1: 上证 50 指数估值 (市盈率-TTM)



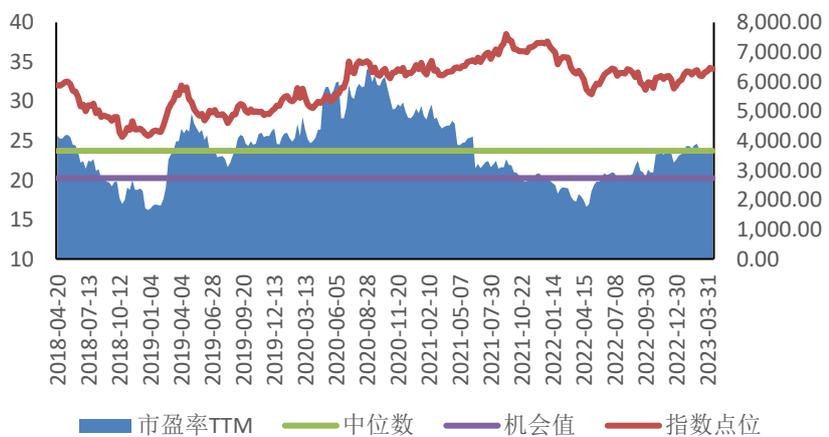
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 2: 沪深 300 指数估值 (市盈率-TTM)



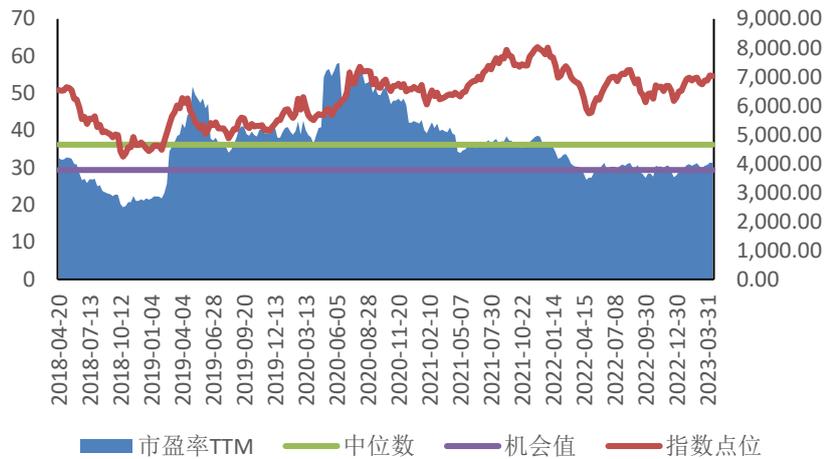
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 3: 中证 500 指数估值 (市盈率-TTM)



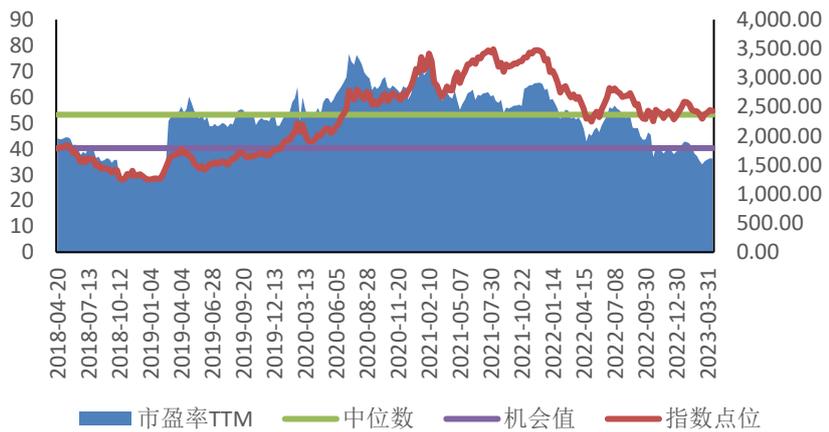
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

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)

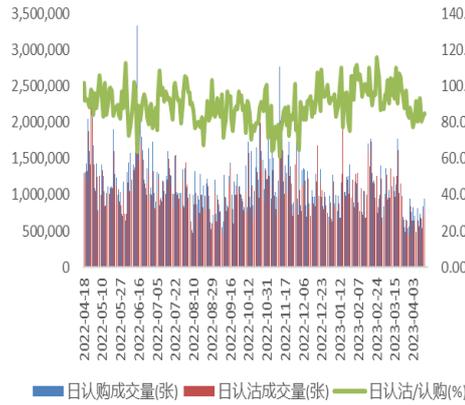
### 1.金融期权

上周期权成交量偏低,其中 50ETF 期权与 300ETF 系列期权成交 PCR 值重心下移,反映该品种的市场空头情绪衰减;另一方面,500ETF 期权的成交 PCR 值小幅回升,该品种避险情绪上扬。从期权成交与 PCR 值角度来看,后市蓝筹股有望走好,中小盘股面临一定调整压力,市场大小风格切换。

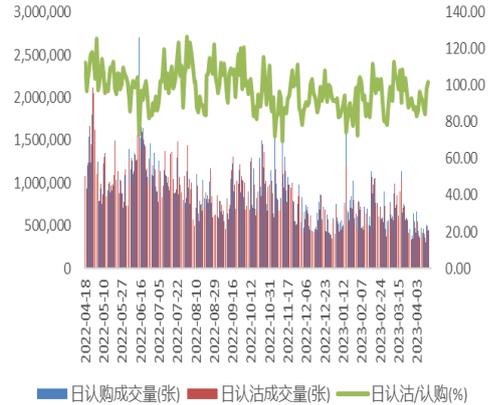
### 2.商品期权

商品期权方面,有色、能化品种期权成交量与成交 PCR 值普遍回落,受到美联储加息预期减弱,强美元逻辑弱化,整体上偏利多有色、能化板块,但又受到欧美经济体增速不足的压制,因此,形态上呈现出区间震荡的局面,伴随着期权成交量与成交 PCR 值回落的情况,我们预计后市将延续这种缩量震荡的走势。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

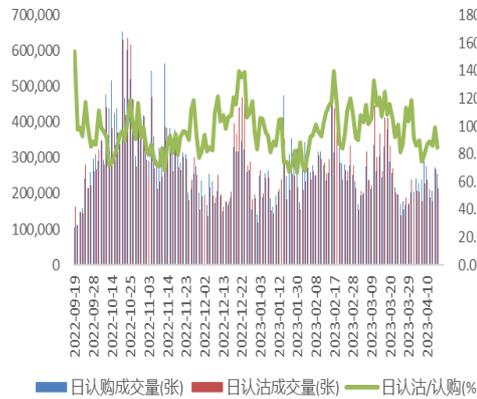


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

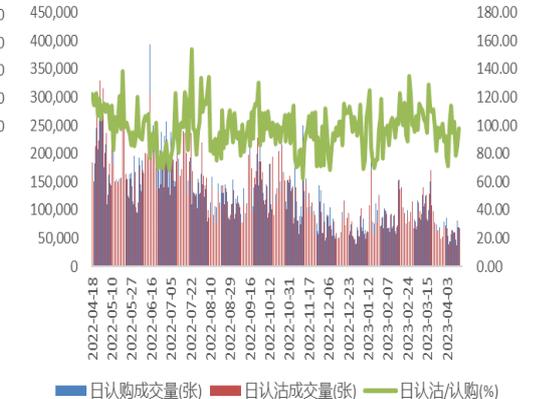


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

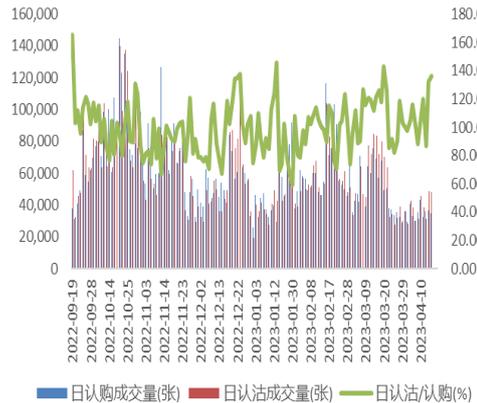


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

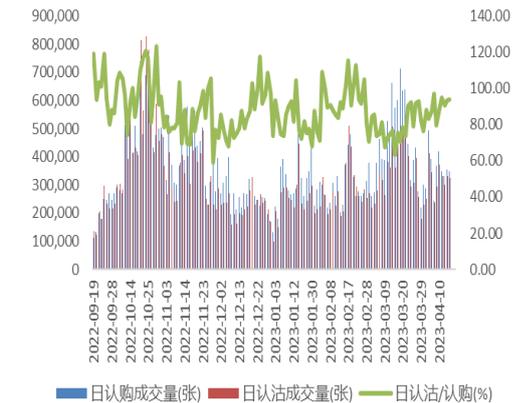


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

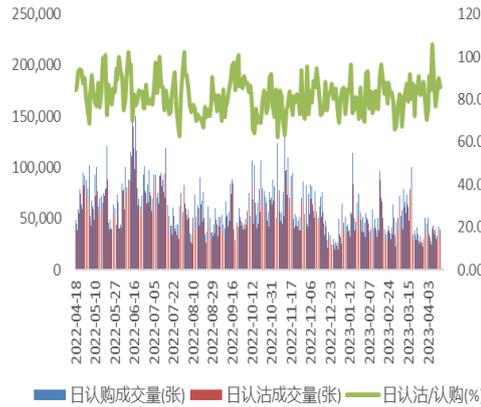


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

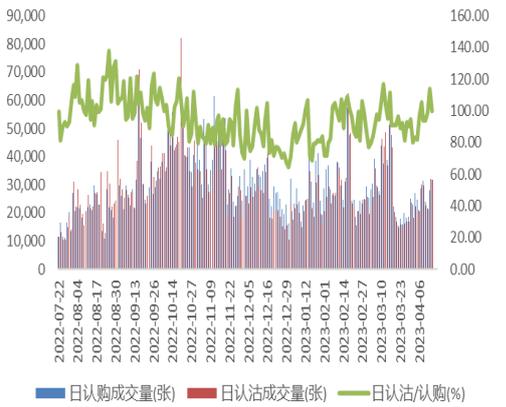


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

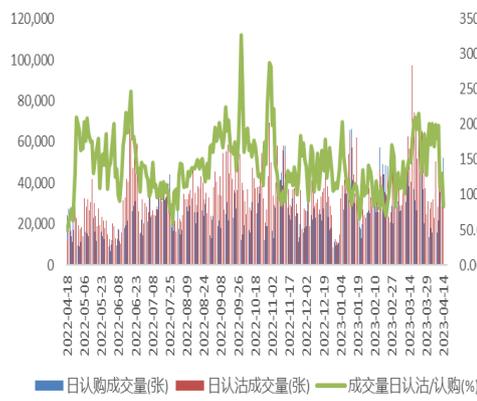


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

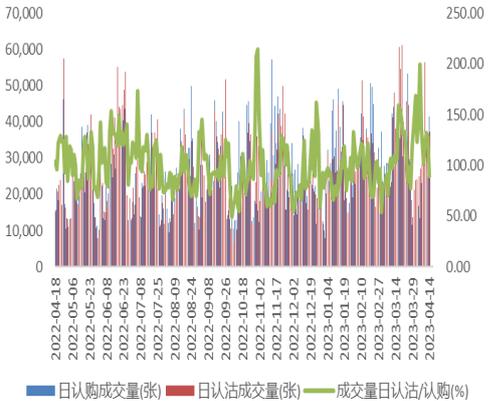


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 17: 沪铜期权 PCR

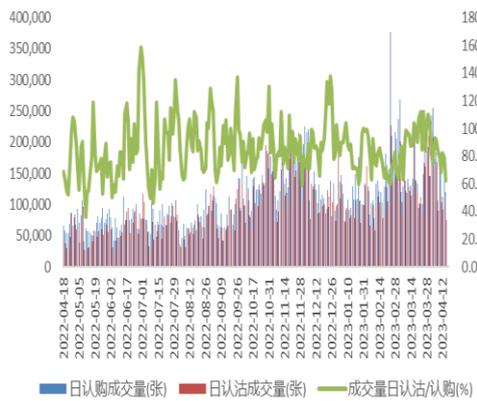


图表 18: 沪铝期权 PCR

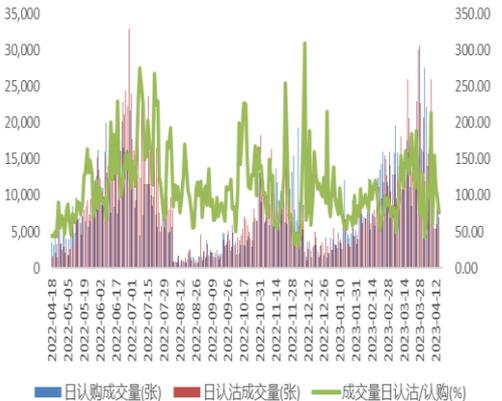


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 19: 甲醇期权 PCR



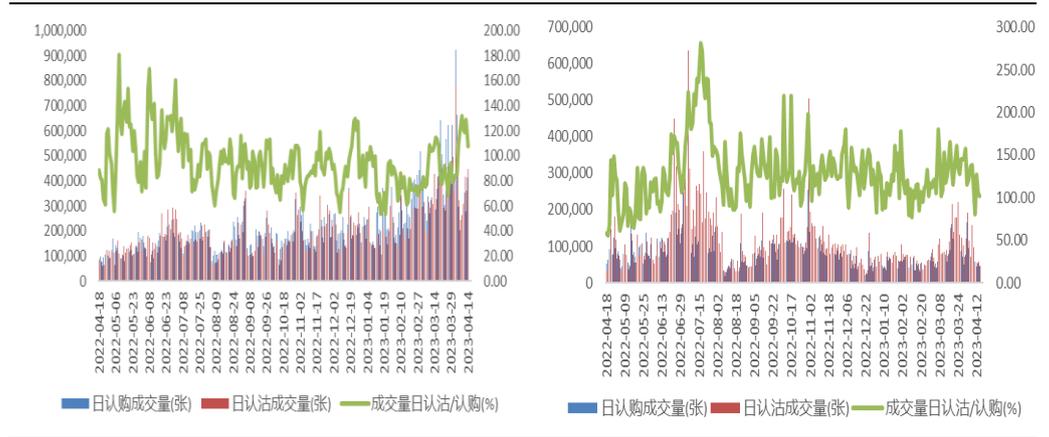
图表 20: 聚丙烯期权 PCR



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

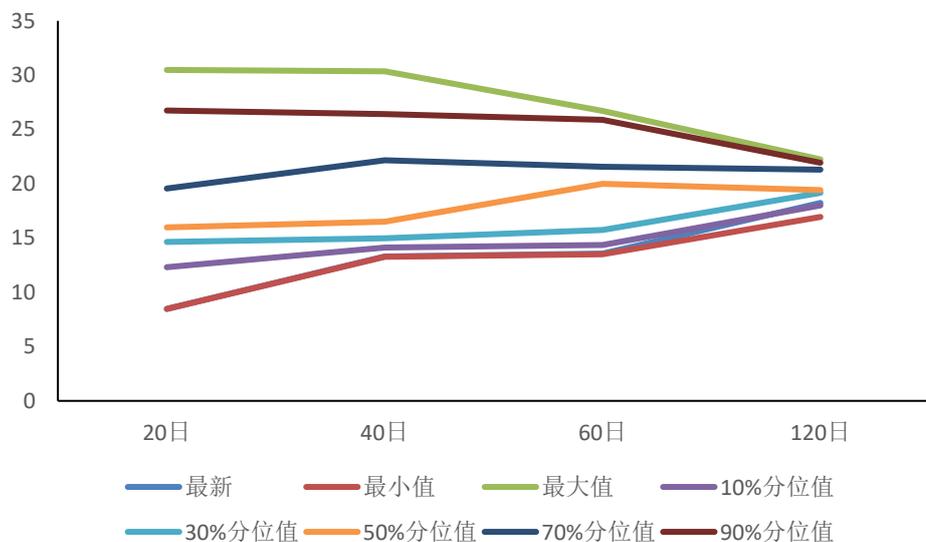
#### 1.金融期权

期权标的历史波动率方面,上证 50ETF 与沪深 300ETF 的 20 日周期历史波动率持续下降至近一年最低值附近,其它周期如 60 日、120 日历史波动率均呈现下降趋势;隐含波动率同样呈现降波趋势,隐波期限结构分布为近月低于远月的偏斜特征,反映了市场低波预期,多周期、多品种降波共振,难现升波拐点,即使出现短期隐波反弹情况,仍然不改低波局面,我们维持后市金融指数低波动率的预期。

#### 2.商品期权

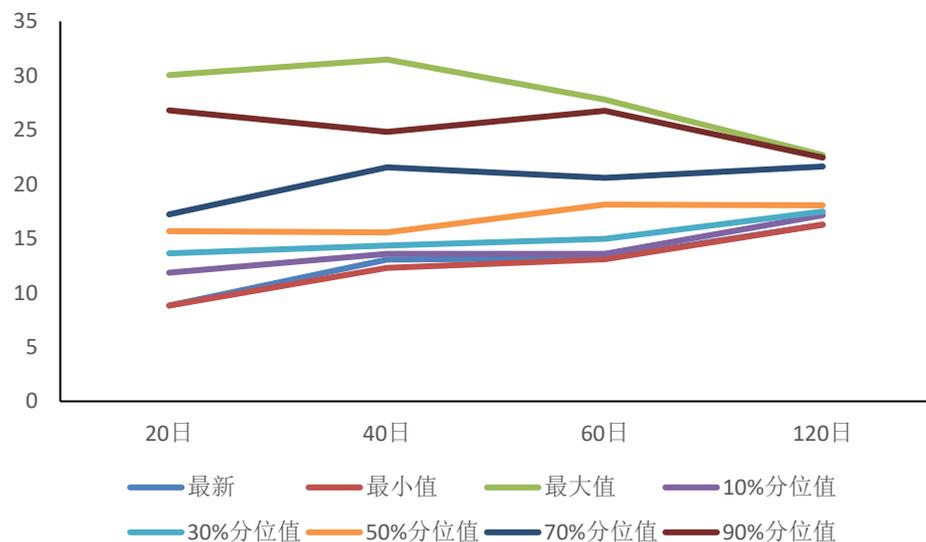
商品期权方面,铜、铝隐波短线回落,历史波动率偏低,市场对于铜铝维持低波震荡预期;PTA 期权隐含波动率维持阶段高位,多头情绪整体上主导走势;豆粕期权标的遇阻回落,上方强阻力,呈低波弱勢震荡局面。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



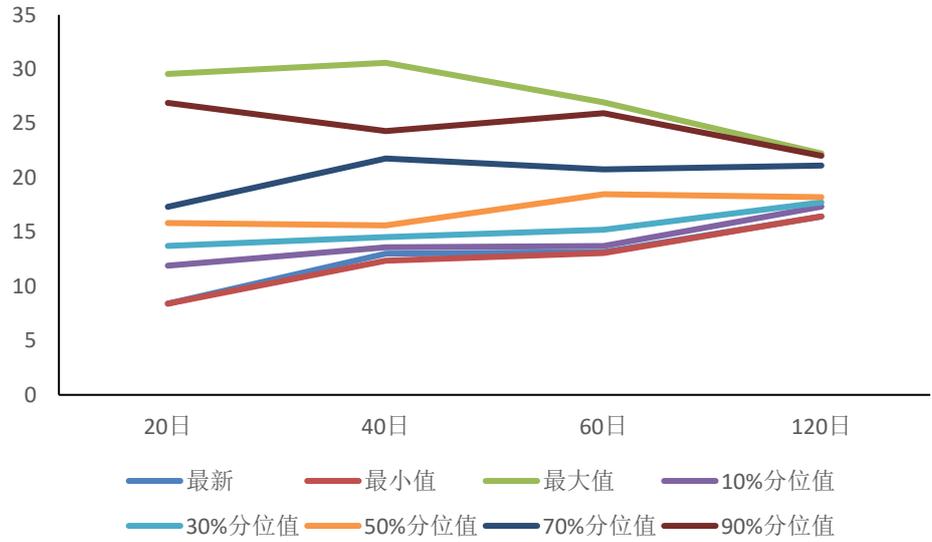
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



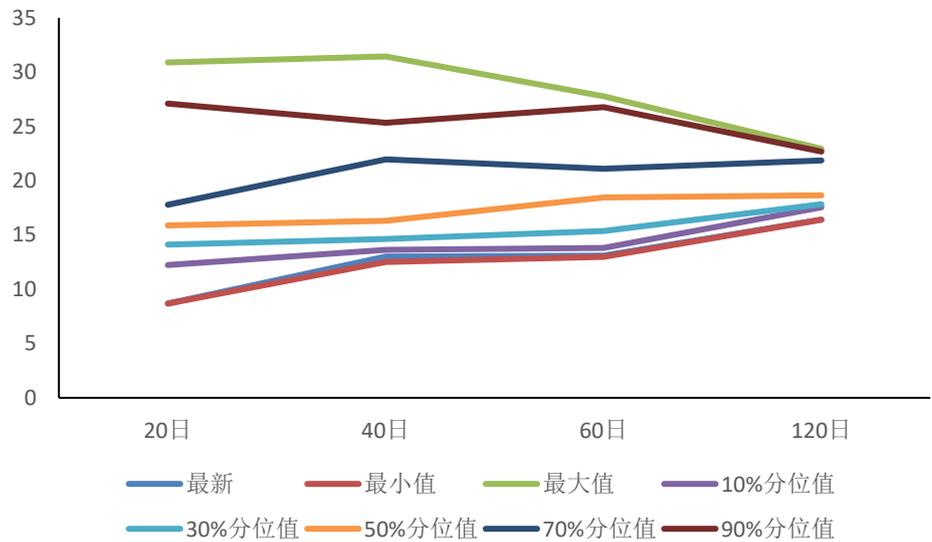
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



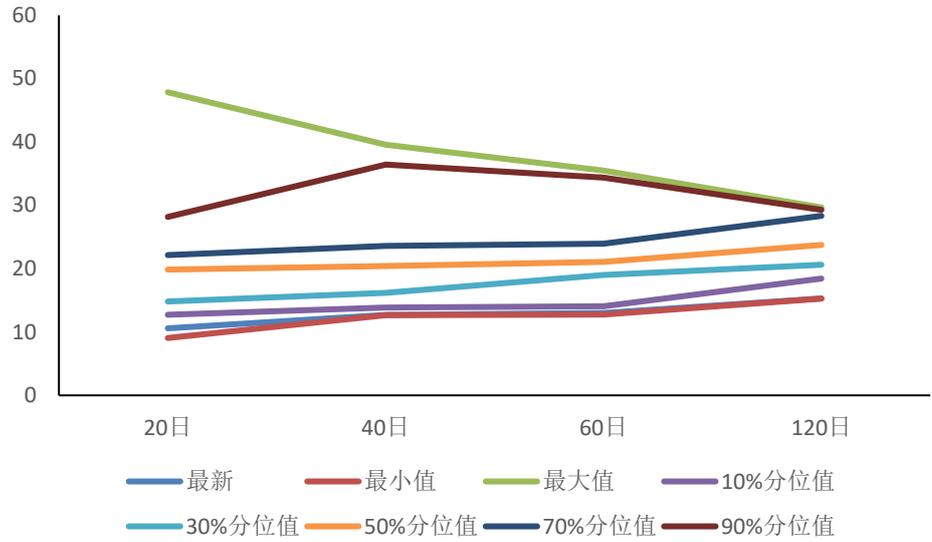
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



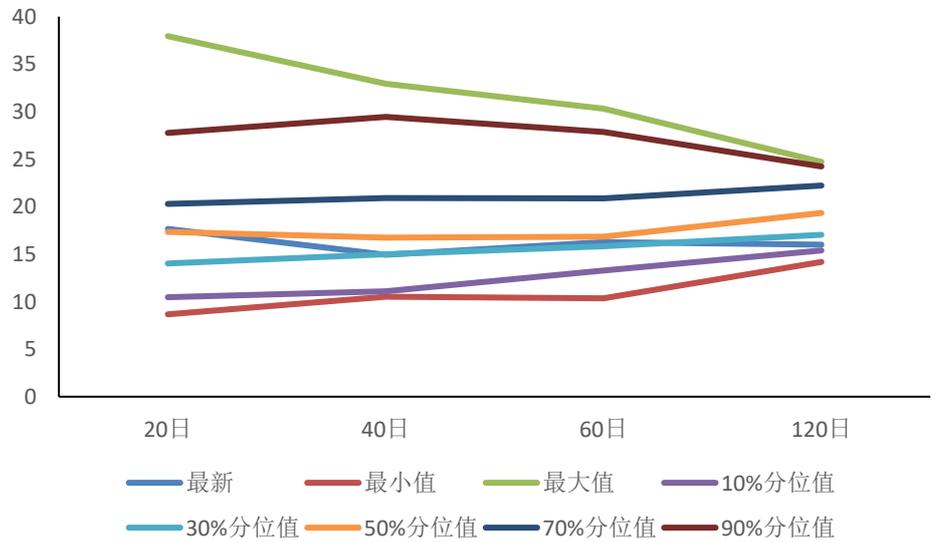
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



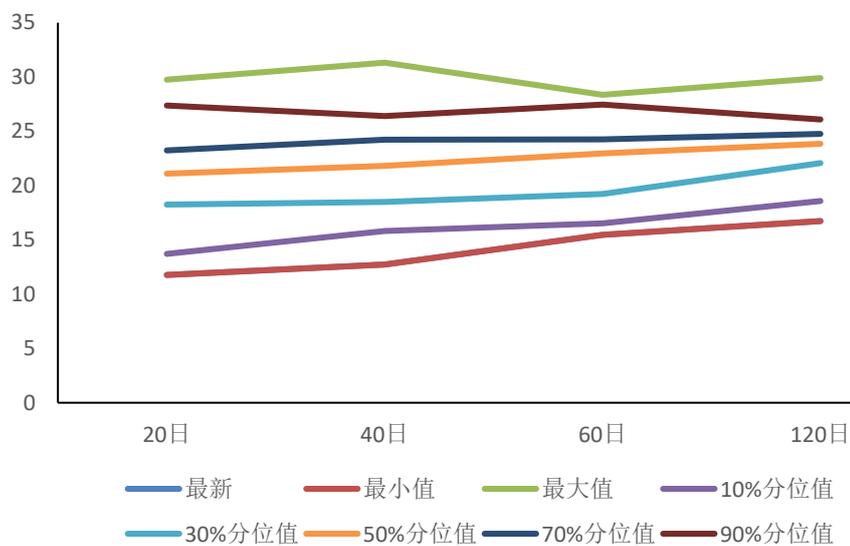
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 28: 沪铜历史波动率锥



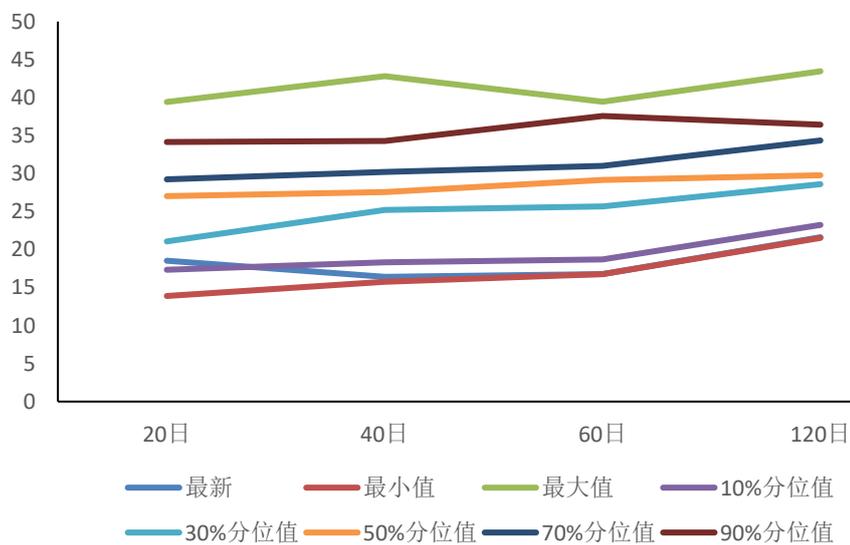
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 29：沪铝历史波动率锥



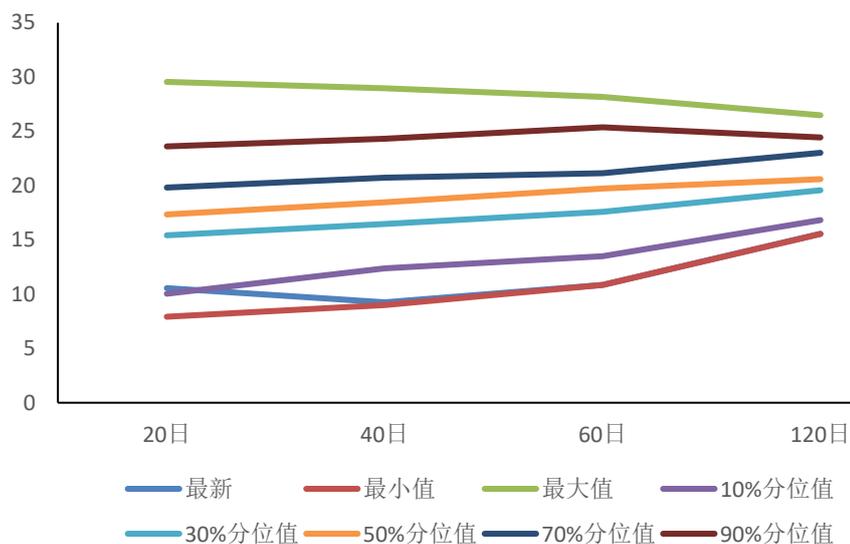
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 30：甲醇历史波动率锥



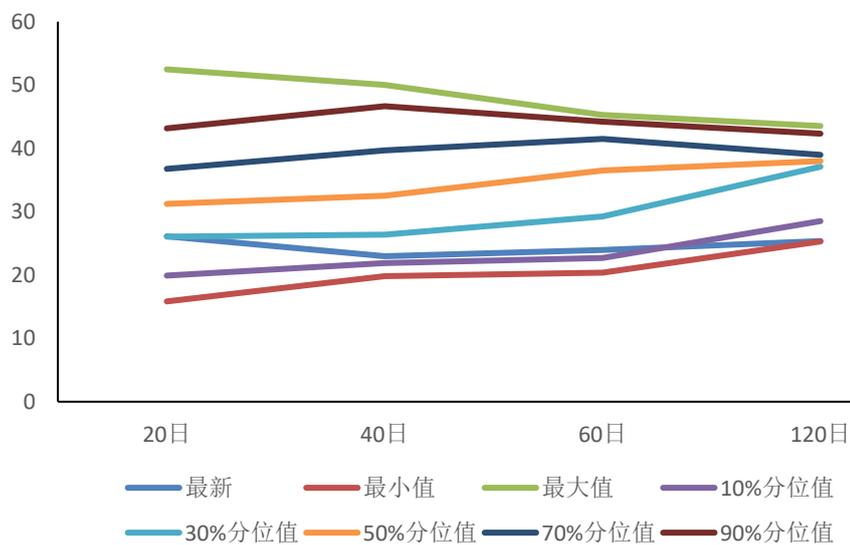
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 31: 聚丙烯历史波动率锥



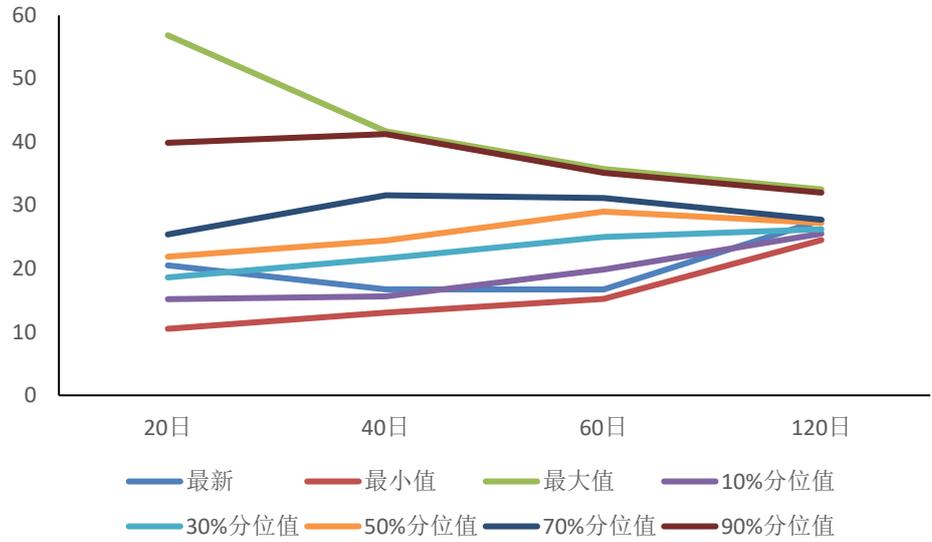
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 31: PTA 历史波动率锥



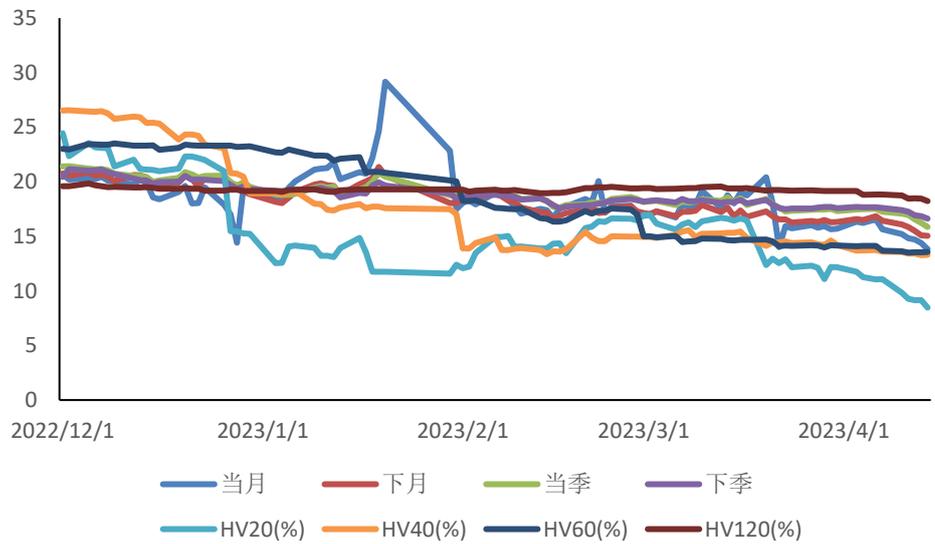
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 32：豆粕历史波动率锥



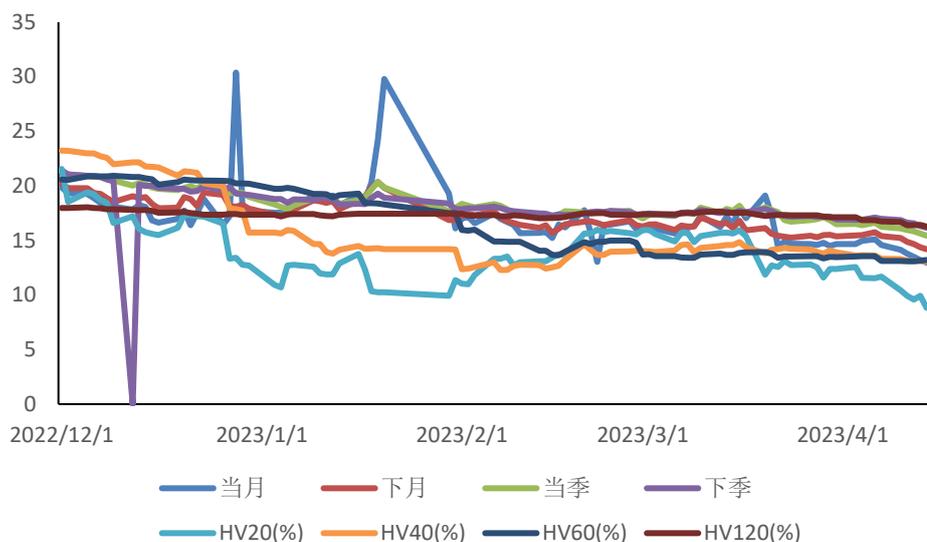
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 33：50ETF 期权隐含波动率走势



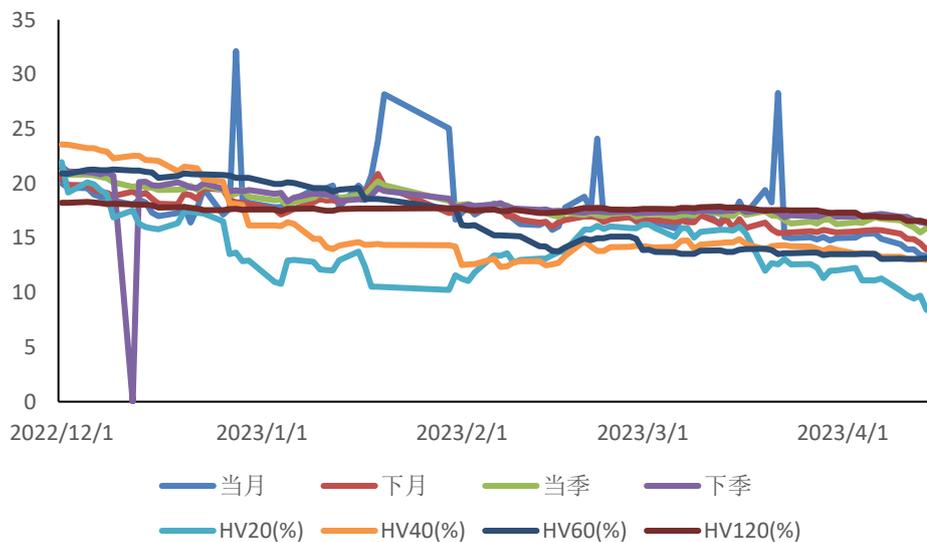
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 34: 300ETF 期权 (沪) 隐含波动率走势



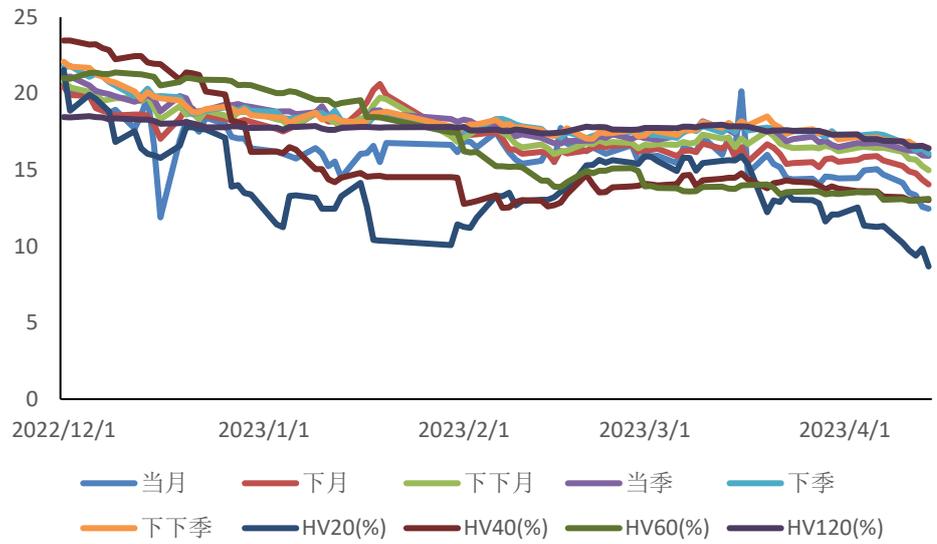
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 35: 300ETF 期权 (深) 隐含波动率走势



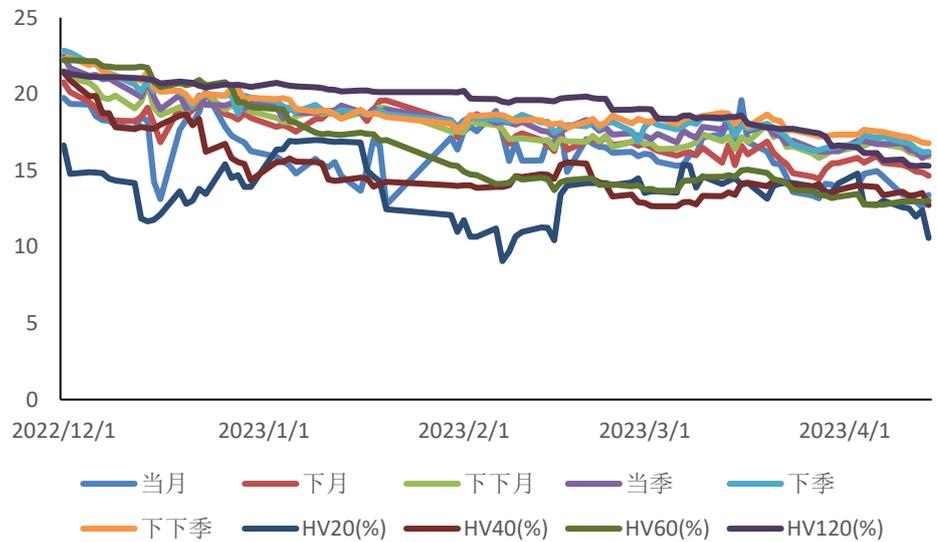
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



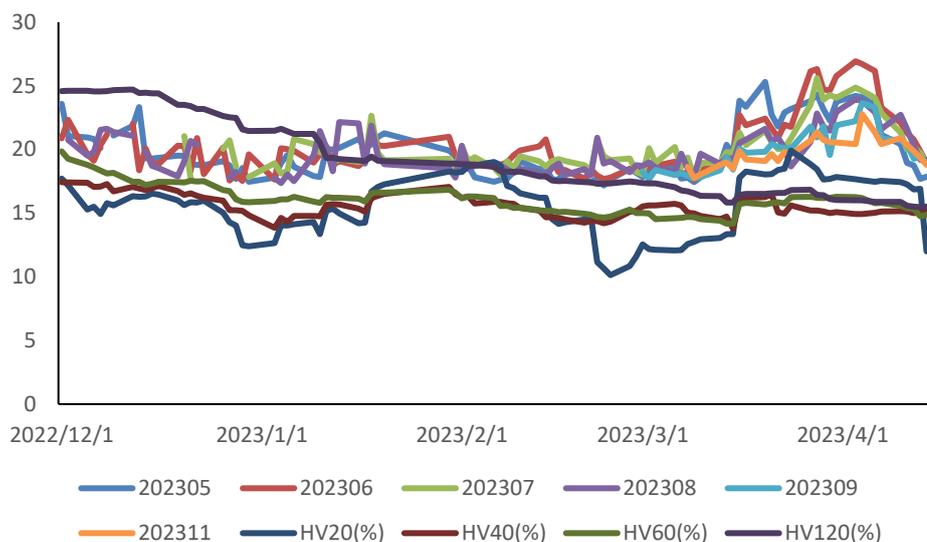
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



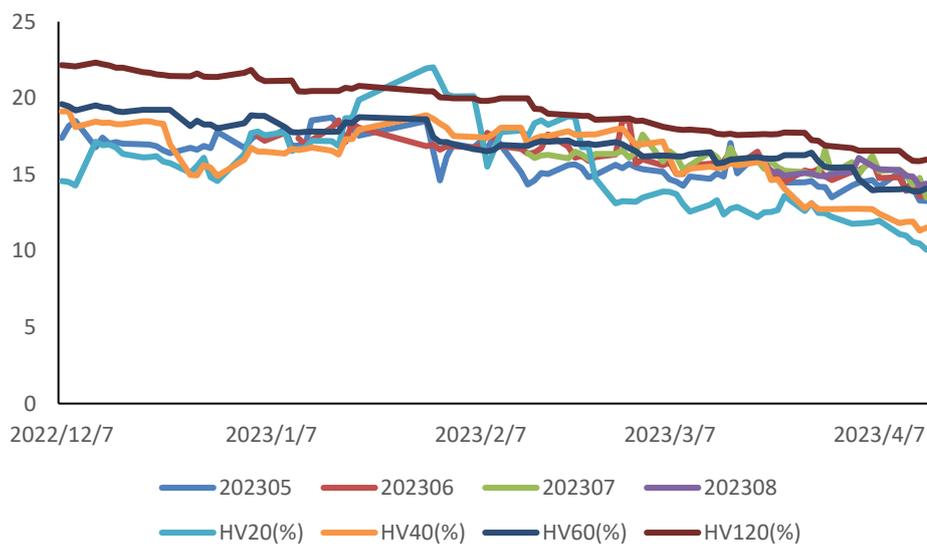
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



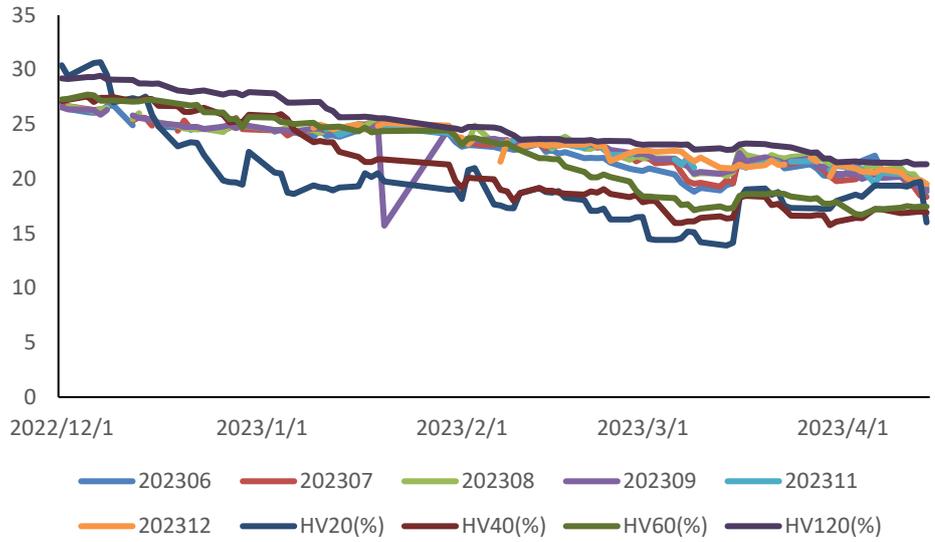
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



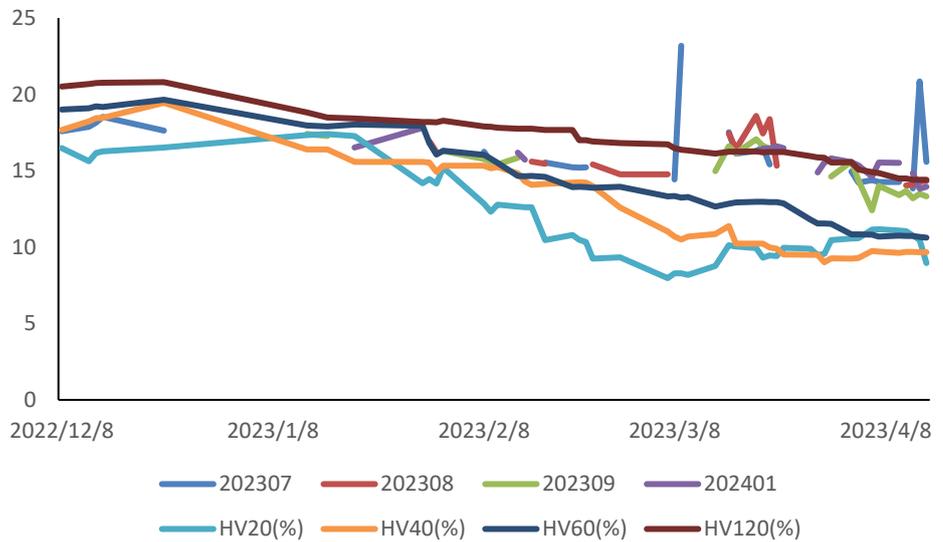
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



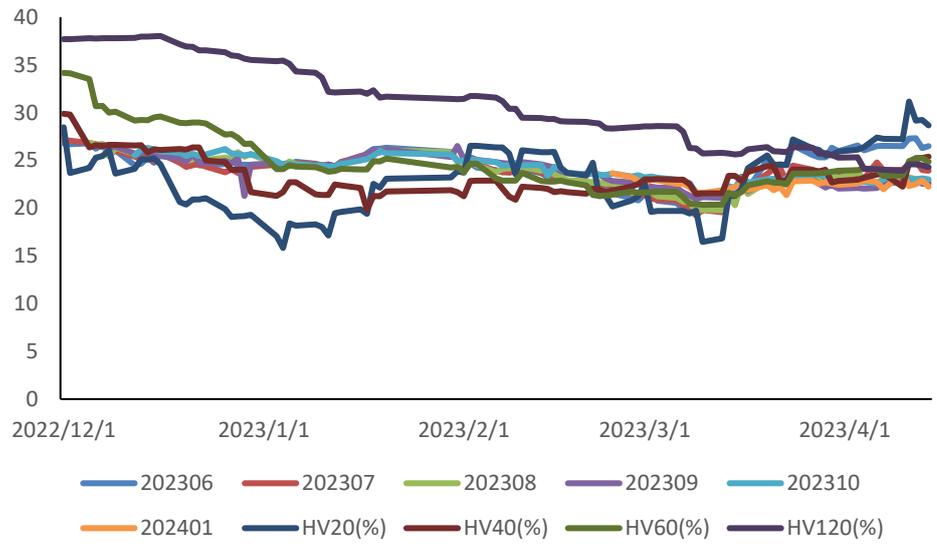
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 41: 聚丙烯期权隐含波动率走势



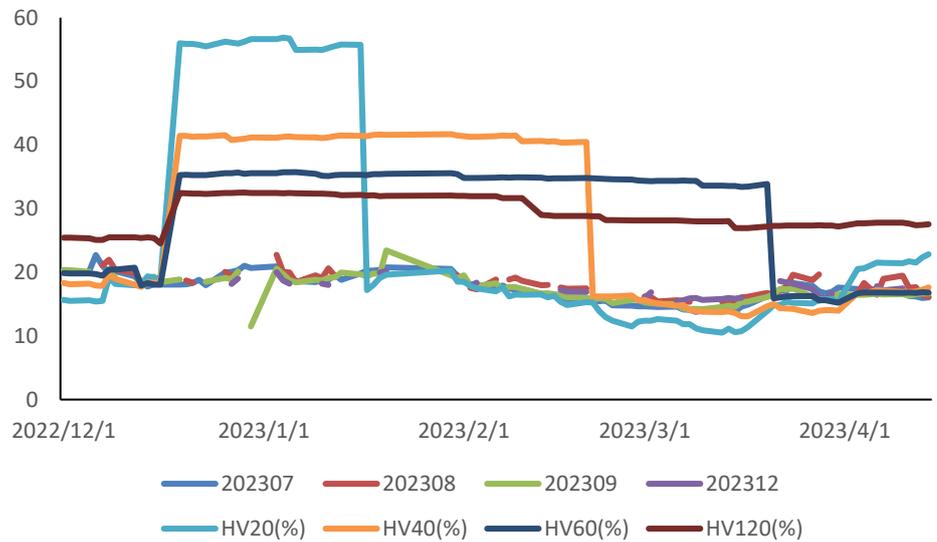
数据来源: wind, 兴证期货研发部

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

中国 3 月货币增速与社融资、新增贷款数据全面超预期，宽货币向融资信贷需求端传导效果改善，此前流动性空转效应得到缓解，反应企业及居民货币需求增强，国内经济复苏态势良好，基本面改善支撑期权标的震荡上涨。期权标的 50ETF 与沪深 300ETF 周线级别维持震荡上涨趋势。国外方面，美 3 月通胀数据低于预期，欧美股市走好，情绪面改善，外部环境利多国内股市。综合国内外市场来看，国内基本面改善叠加国外市场情绪回暖，利多共振或将助于期权标的指数上行。

金融期权方面，上周期权成交量偏低，其中 50ETF 期权与 300ETF 系列期权成交 PCR 值重心下移，反映该品种的市场空头情绪衰减；另一方面，500ETF 期权的成交 PCR 值小幅回升，该品种避险情绪上扬。从期权成交与 PCR 值角度来看，后市蓝筹股有望走好，中小盘股面临一定调整压力，市场大小风格切换。历史波动率方面，上证 50ETF 与沪深 300ETF 的 20 日周期历史波动率持续下降至近一年最低值附近，其它周期如 60 日、120 日历史波动率均呈现下降趋势；隐含波动率同样呈现降波趋势，隐波期限结构分布为近月低于远月的偏斜特征，反映了市场低波预期，多周期、多品种降波共振，难现升波拐点，即使出现短期隐波反弹情况，仍然不改低波局面，我们维持后市金融指数低波动率的预期。

商品期权方面，美联储加息预期弱化，强美元逻辑对于大宗商品的压制效应减弱，有色、能化品种期权成交量与成交 PCR 值普遍回落，受到美联储加息预期减弱，强美元逻辑弱化，整体上偏利多有色、能化板块，但又受到欧美经济体增速不足的的压制，因此，形态上呈现出区间震荡的局面，伴随着期权成交量与成交 PCR 值回落的情况，我们预计后市将延续这种缩量震荡的走势。铜、铝隐波短线回落，历史波动率偏低，市场对于铜铝维持低波震荡预期；PTA 期权隐含波动率维持阶段高位，多头情绪整体上主导走势；豆粕期权标的遇阻回落，上方强阻力，呈低波弱勢震荡局面。

## 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。