

短空情绪释放空间有限，隐波偏度结构 稳定

兴证期货·研究咨询部
金融研究团队

2024年4月15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月出口、社融资、M2增速均有所下行。考验后市政策释放与传导力度，市场或将等待新一轮预期交易，以及经济数据改善等更多驱动因素的出现。但从此前公布的景气度走好的先行指标来看，经济仍具备较强的韧性，整体宏观基本面支撑预期不变。国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，中国资本市场迎来第三个“国九条”，资本市场大规模改革将酝酿长期政策利好。

- 国外方面，美国3月就业与通胀数据均超预期，高于预期的通胀数据可能会加剧对利率在更长时间内保持高位的担忧，美联储降息预期下降，欧洲央行降息预期强于美联储，欧元兑美元汇率大跌，致使美元指数与美债收益率大涨，美股短空情绪上升，VIX指数上涨。

- 金融期权金融期权各品种的成交量环比上升，标的指数周度回踩，市场短空情绪小幅回升，空头情绪上扬。成交PCR平稳，未出现大幅飙升的情况，特别是上证50、沪深300系列期权的成交PCR日均值低于中小创系列期权。整体来看，期权成交量与成交PCR值上升空间有限，空头情绪释放空间有限，本轮回踩行情中，下方支撑力度较强。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，逢隐波反弹关注中证500ETF期权、中证1000期权的空vega策略，或者基于指数震荡回踩的预期，逢指数上涨可关注卖出虚值看涨期权的策略。

- 主要金融期权品种的偏度指数 skew 普遍高于 100，偏斜结构稳定，指数大级别变盘概率较小。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，这一点与股指期货大部分时间处于贴水的特征相似，当然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。

- 商品期权方面，有色、贵金属期权多头情绪占主导，成交量环比上升，其中，铜、铝期权成交 PCR 值低位，隐波重心上移；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；黄金期权成交量随多头情绪大涨，成交 PCR 略有回升，金价接连创历史新高后，多空情绪上扬；豆粕期权隐波环比下降，趋于震荡预期。沪铜、铝期权隐波重心小幅上移，铜价多头情绪主导隐波上升。甲醇、PTA 隐波平稳，波动空间不大，隐波低位，强震荡预期。黄金期权隐含波动率持续大涨，并创下年内新高，白银期权隐波创下该品种上市以来最高值，贵金属期权极高的多头情绪，隐波溢价高位，金银比走低，后市或将出现情绪面盛极而衰的拐点。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-2.23%，沪市 300ETF 变化-2.59%，沪市 500ETF 变化-1.87%，深市 300ETF 变化-2.65%、深市 500ETF 变化-1.79%，创业板 ETF 变化-4.30%，深证 100ETF 变化-4.01%，上证 50 指数变化-2.31%、沪深 300 变化-2.58%、中证 1000 指数变化-2.95%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 10.00、11.52、21.56、31.89、26.40，五年周期中对应的分位为 49.61%、15.75%、25.2%、24.02%、2.76%。

国内方面，以人民币计中国 3 月出口同比下降 3.8%，进口增长 2.0%，贸易顺差 4158.6 亿元。以美元计中国 3 月出口同比下降 7.5%，进口下降 1.9%，贸易顺差 585.5 亿美元。3 月末社会融资规模同比增长 8.7%，较前两个月略有下行，但仍然明显高于名义经济增速。3 月广义货币(M2)余额 304.8 万亿元，同比增 8.3%，预期 8.7%，前值 8.7%；狭义货币(M1)余额 68.58 万亿元，同比增 1.1%，预期 1.5%，前值 1.2%；流通中货币(M0)余额 11.72 万亿元，同比增 11%，前值 12.5%。出口、社融资、M2 增速均有所下行。考验后市政策释放与传导力度，市场或将等待新一轮预期交易，以及经济数据改善等更多驱动因素的出现。但从此前公布的景气度走好的先行指标来看，经济仍具备较强的韧性，整体宏观基本面支撑预期不变。

国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，中国资本市场迎来第三个“国九条”。继 2004 年、2014 年两个“国九条”之后，时隔 10 年国务院再次出台资本市场指导性文件。新“国九条”明确，未来 5 年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架，投资者保护制度机制更加完善。上市公司质量和结构明显优化，证券基金期货机构实力和服务能力持续增强。资本市场监管能力和有效性大幅提高。资本市场良好生态加快形成。要严把发行上市准入关，进一步完善发行上市制度，加大发行承销监管力度；严格上市公司持续监管，加大退市监管力度；加强交易监管，增强资本市场内在稳定性；大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量。

指数进入震荡整理阶段，两融融资增速环比下降，北向资金净买入力度下降，短期保持谨慎观望为主，等待经济数据的进一步改善等更多驱动因素的出现。中期来看，流动性风险释放幅度小，助于推动 A 股中枢整体上移；在基本面改善与政策支撑背景下，指数本轮回踩下跌空间有限。股指中期看涨，短期震荡回踩。

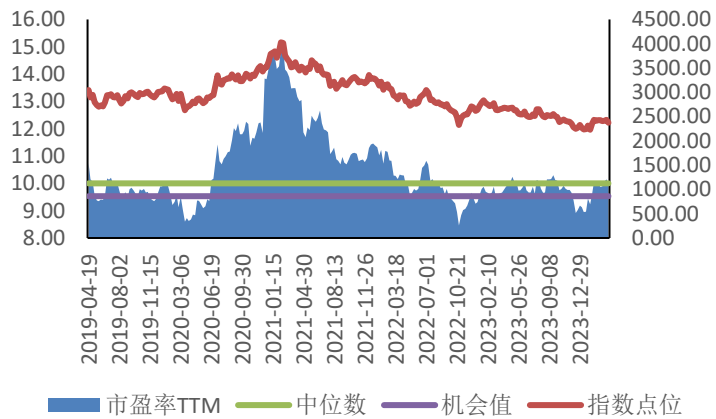
国外方面，美国 3 月未季调 CPI 同比上涨 3.5%，创 2023 年 9 月以来新高，预期 3.4%，前值 3.2%；季调后 CPI 环比上涨 0.4%，预期 0.3%，前值 0.4%。美国

3 月末季调核心 CPI 同比上涨 3.8%，预期 3.7%，前值 3.8%；环比上涨 0.4%，预期 0.3%，前值 0.4%。高于预期的通胀数据可能会加剧对利率在更长时间内保持高位的担忧，美联储降息预期下降，欧洲央行降息预期强于美联储，欧元兑美元汇率大跌，致使美元指数与美债收益率大涨，美股短空情绪上升，VIX 指数上涨。

2.商品行情回顾

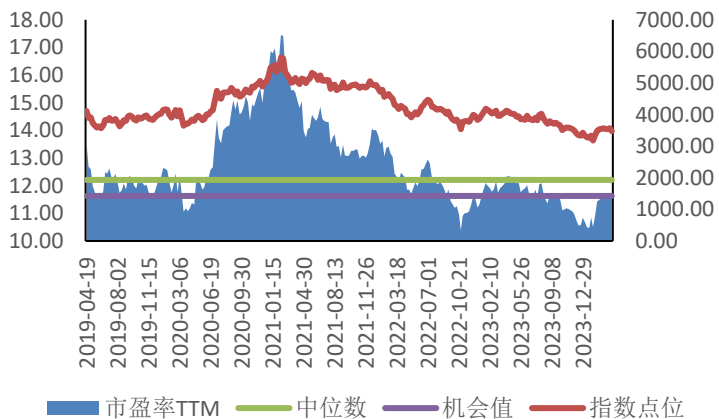
前一周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为 3.96%、4.07%；甲醇、PTA 周度涨跌幅分别为-0.16%、-0.96%；豆粕、黄金活跃合约周度涨跌幅为 0.97%、5.35%。上一周铜、铝价格震荡上涨；甲醇、PTA 价格小幅回落；贵金属价格延续大涨行情，成交量剧增；豆粕震荡上涨。

图 1：上证 50 指数估值（市盈率）



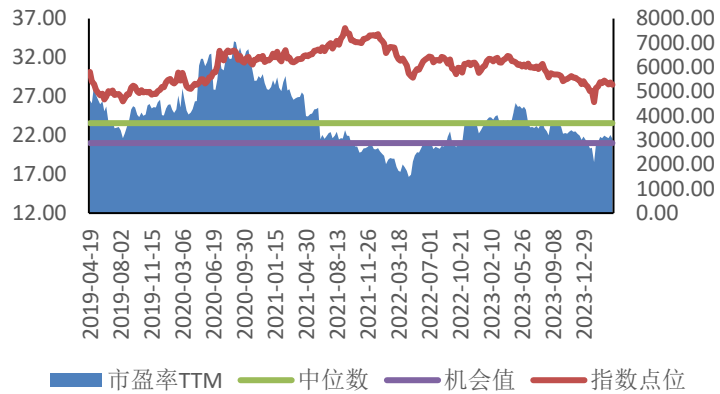
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 2：沪深 300 指数估值（市盈率）



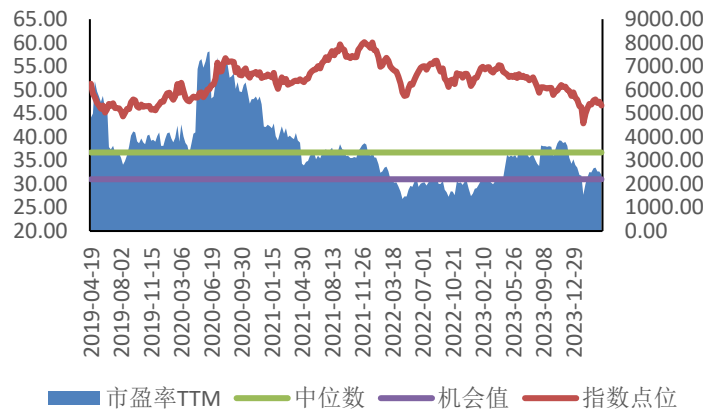
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 3: 中证 500 指数估值 (市盈率)



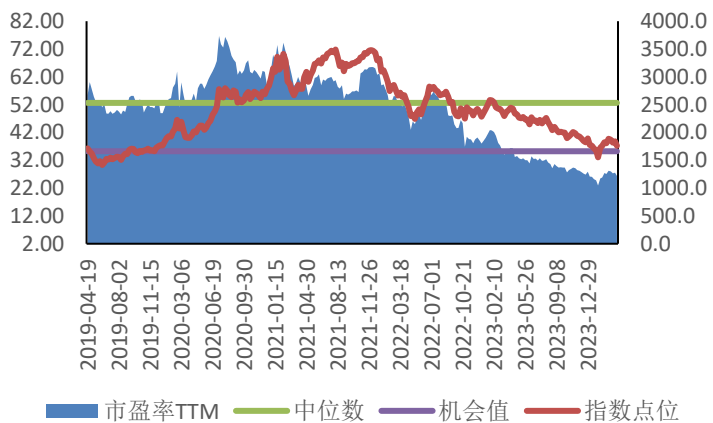
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率)



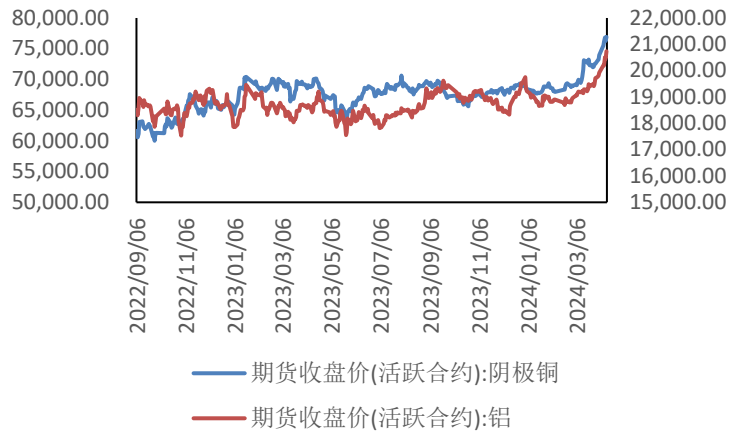
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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）

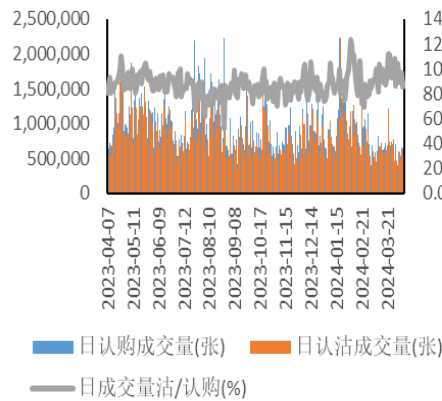
1.金融期权

上一周金融期权各品种的成交量环比上升，标的指数周度回踩，市场短空情绪小幅回升，空头情绪上扬。成交 PCR 平稳，未出现大幅飙升的情况，特别是上证 50、沪深 300 系列期权的成交 PCR 日均值低于中小创系列期权。反映了市场震荡回踩预期下，对于蓝筹风格的预期相对较坚挺。整体来看，期权成交量与成交 PCR 值上升空间有限，空头情绪释放空间有限，本轮回踩行情中，下方支撑力度较强。

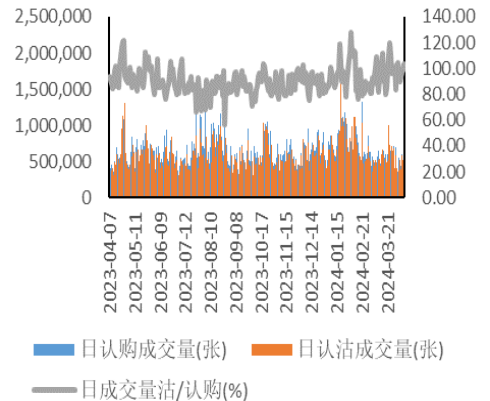
2.商品期权

商品期权方面，有色、贵金属期权多头情绪占主导，成交量环比上升，其中，铜、铝期权成交 PCR 值低位，隐波重心上移；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；黄金期权成交量随多头情绪大涨，成交 PCR 略有回升，金价接连创历史新高后，多空情绪上扬；豆粕期权隐波环比下降，趋于震荡预期。

图表 9：50ETF 期权 PCR

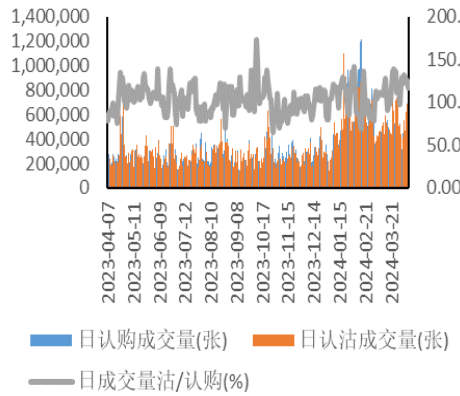


图表 10：300ETF（沪）期权 PCR

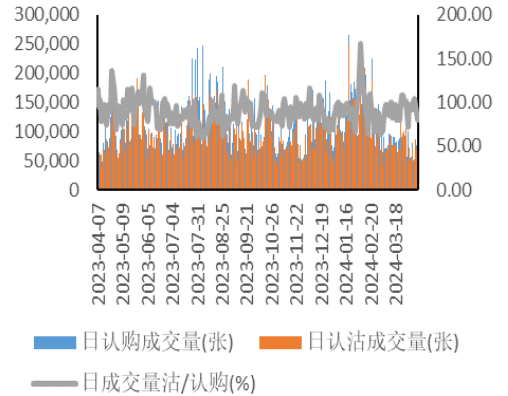


数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

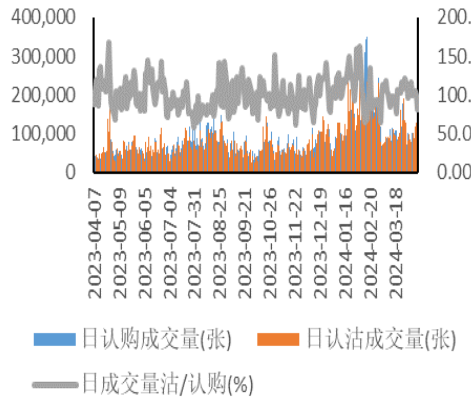


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

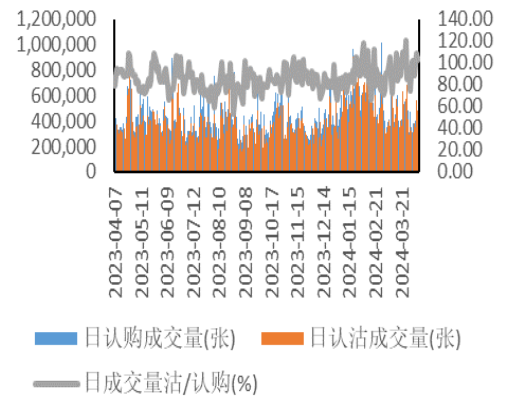


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

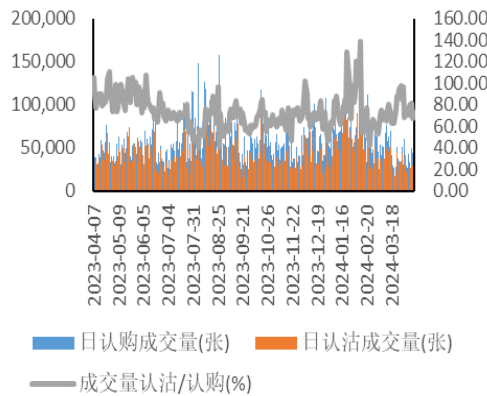


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

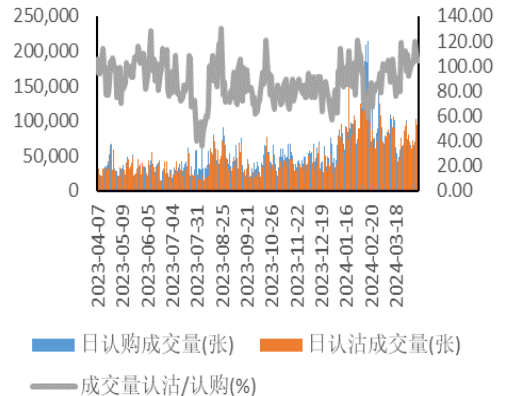


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

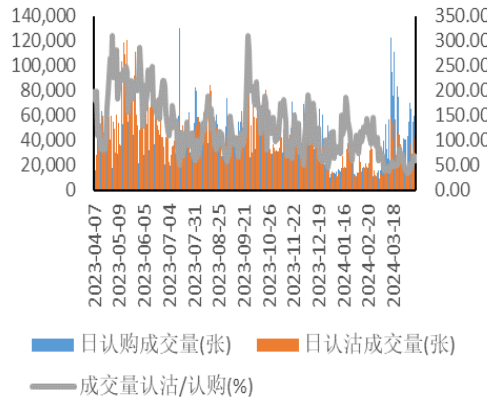


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

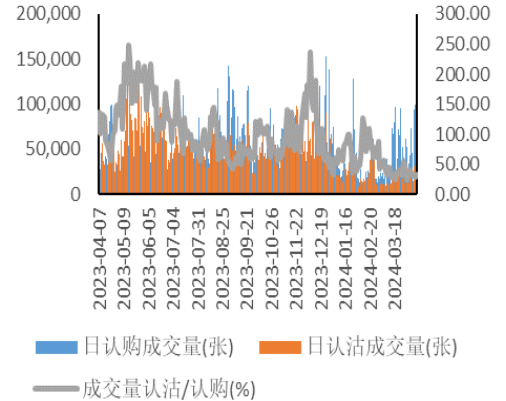


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 17: 沪铜期权 PCR

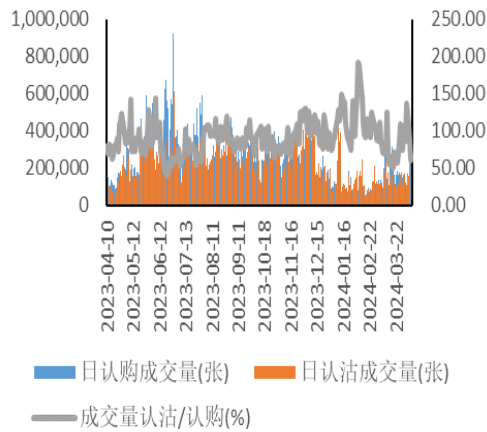


图表 18: 沪铝期权 PCR

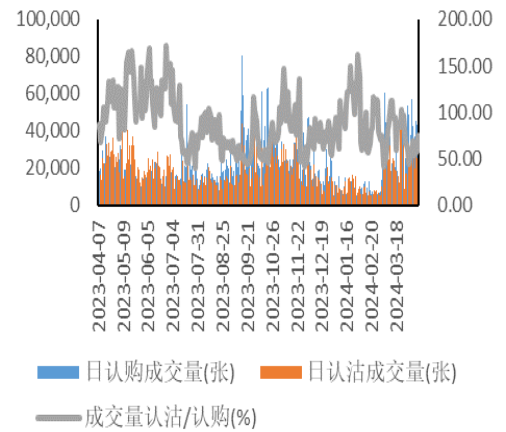


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 19: 甲醇期权 PCR

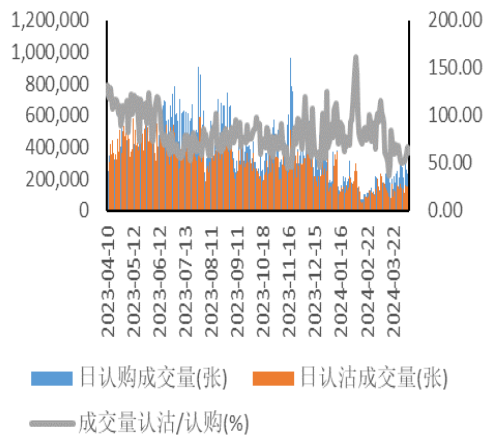


图表 20: 沪金期权 PCR

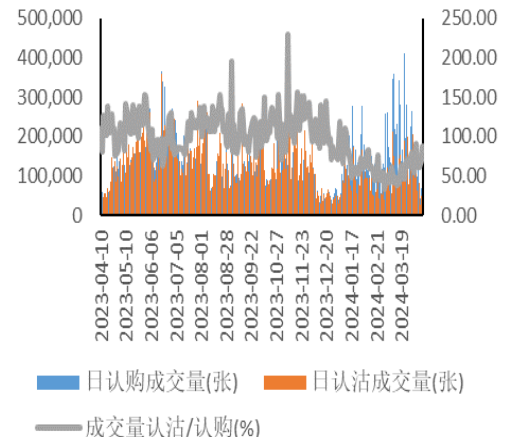


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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

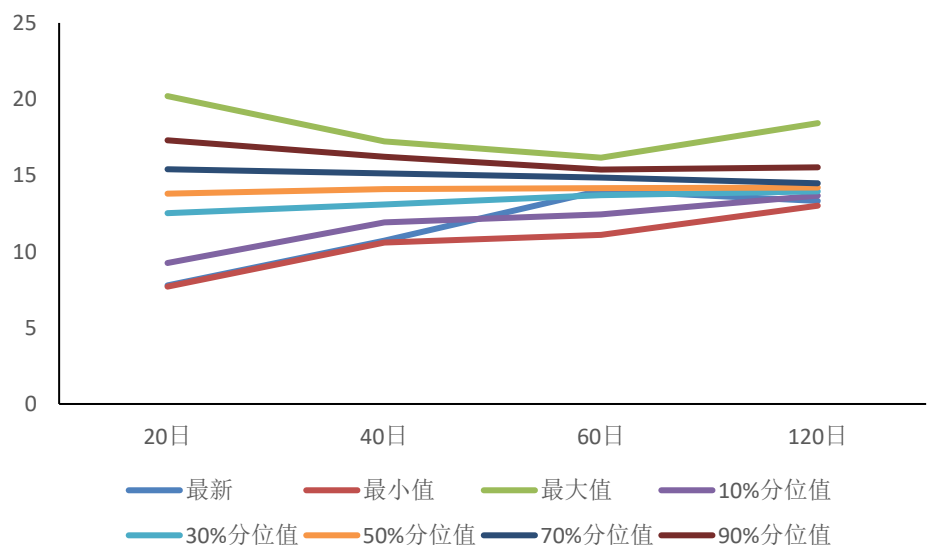
1.金融期权

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近一年低位，中小创系列期权隐波位于均值附近，具备空隐波的空间。大小风格品种间隐波差收于 11 个百分点附近，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，逢隐波反弹关注中证 500ETF 期权、中证 1000 期权的空 vega 策略，或者基于指数震荡回踩的预期，逢指数上涨可关注卖出虚值看涨期权的策略。

2.商品期权

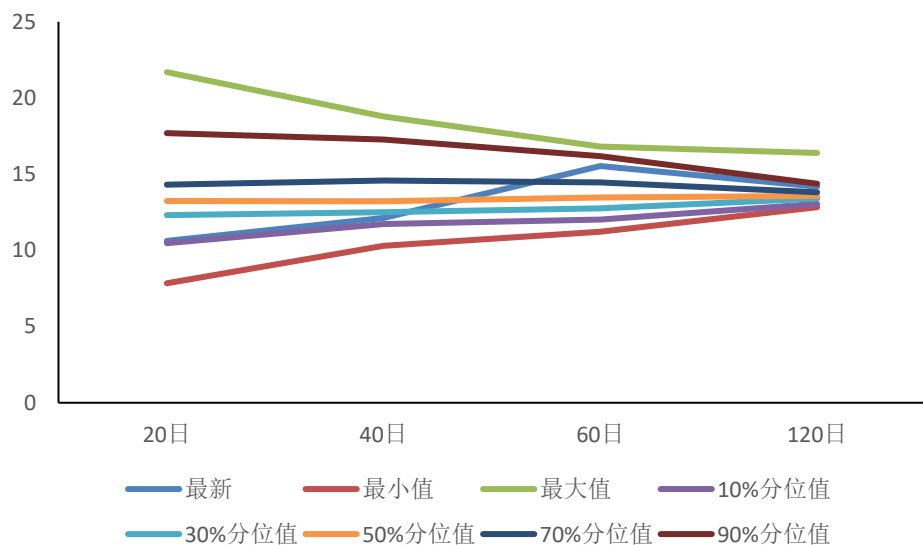
商品期权方面，沪铜、铝期权隐波重心小幅上移，铜价多头情绪主导隐波上升。甲醇、PTA 隐波平稳，波动空间不大，隐波低位，强震荡预期。黄金期权隐含波动率持续大涨，并创下年内新高，白银期权隐波创下该品种上市以来最高值，贵金属期权极高的多头情绪，隐波溢价高位，金银比走低，后市或将出现情绪面盛极而衰的拐点。豆粕期权隐含波动率环比回落，震荡预期强化。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



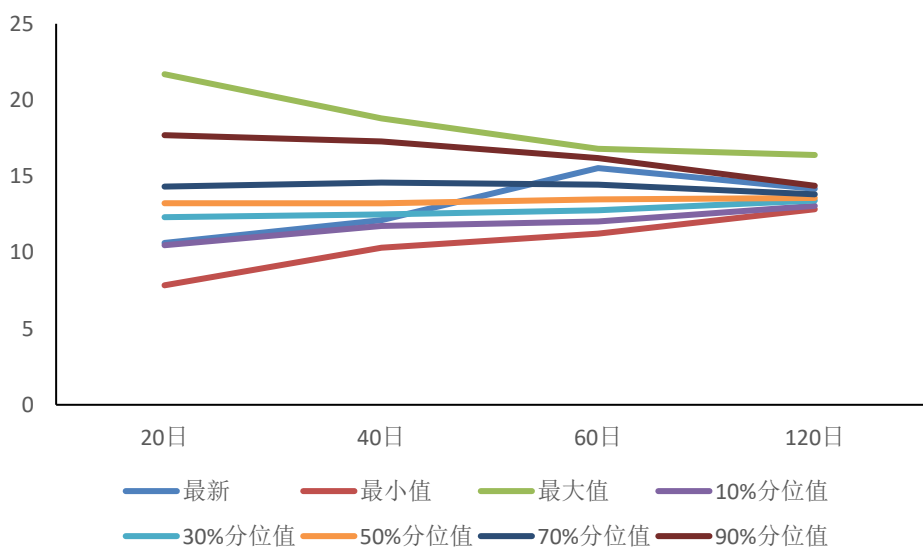
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



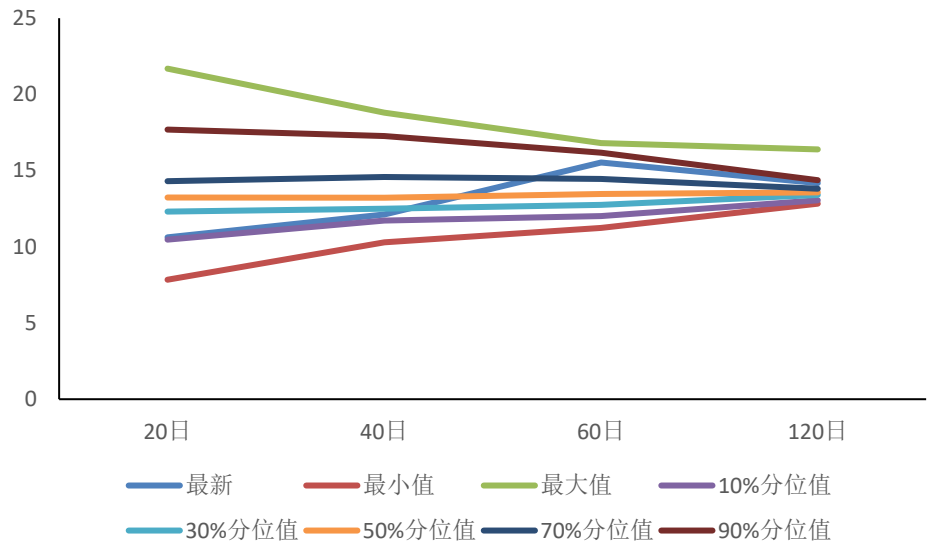
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



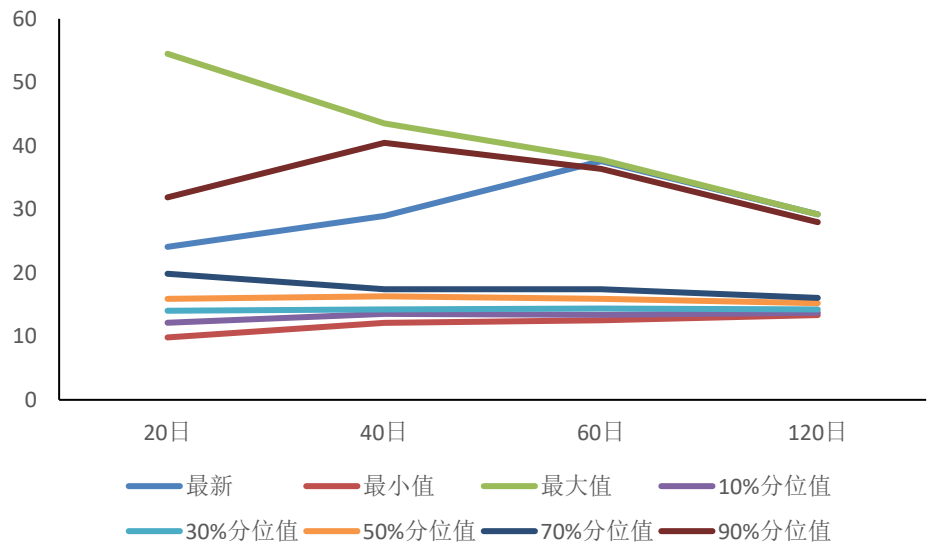
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



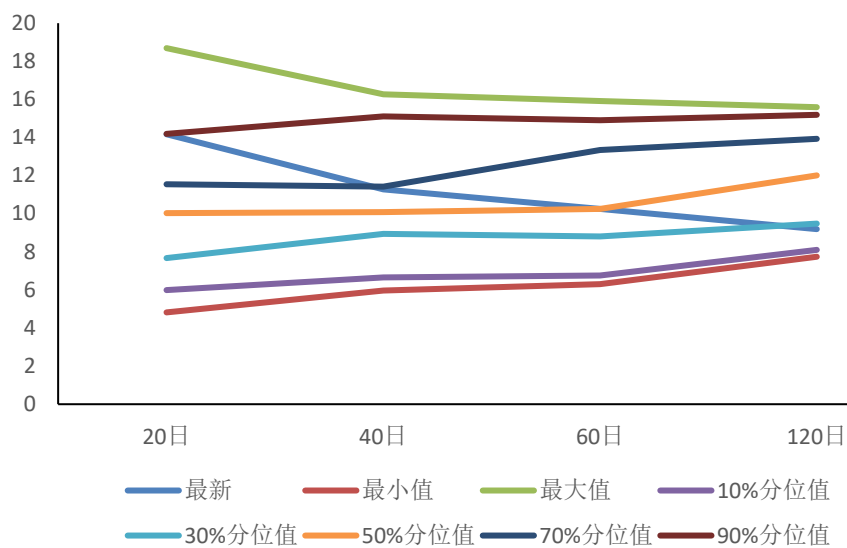
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



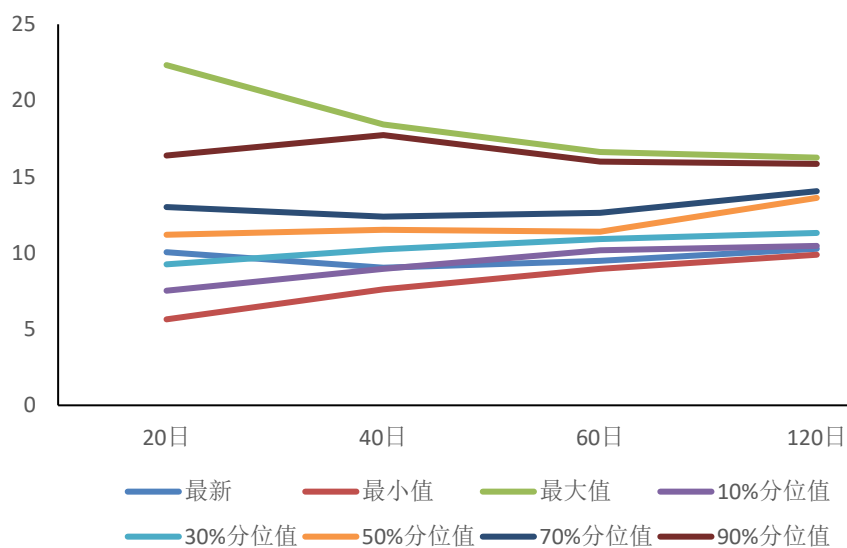
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 28：沪铜历史波动率锥



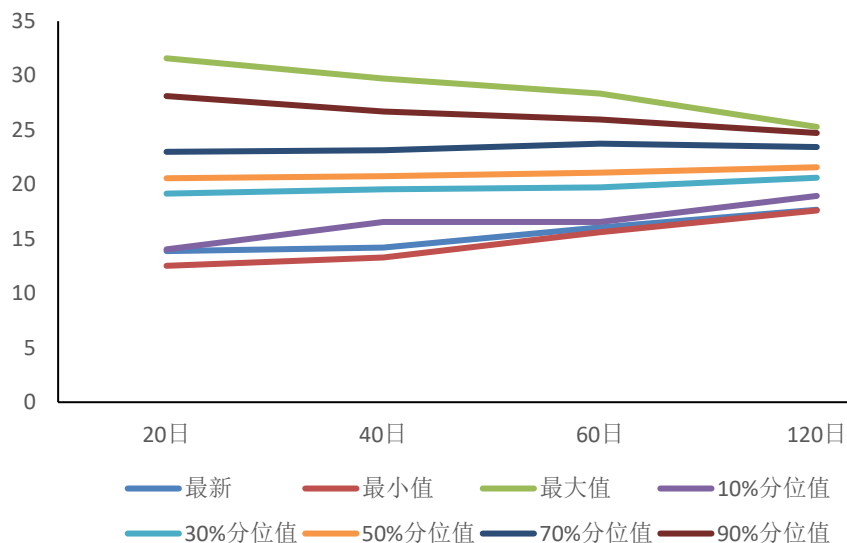
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 29：沪铝历史波动率锥



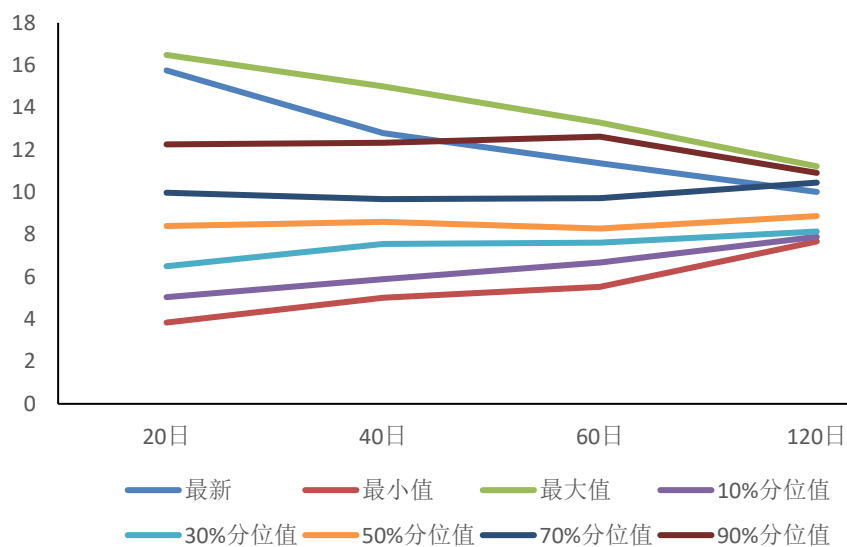
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 30：甲醇历史波动率锥



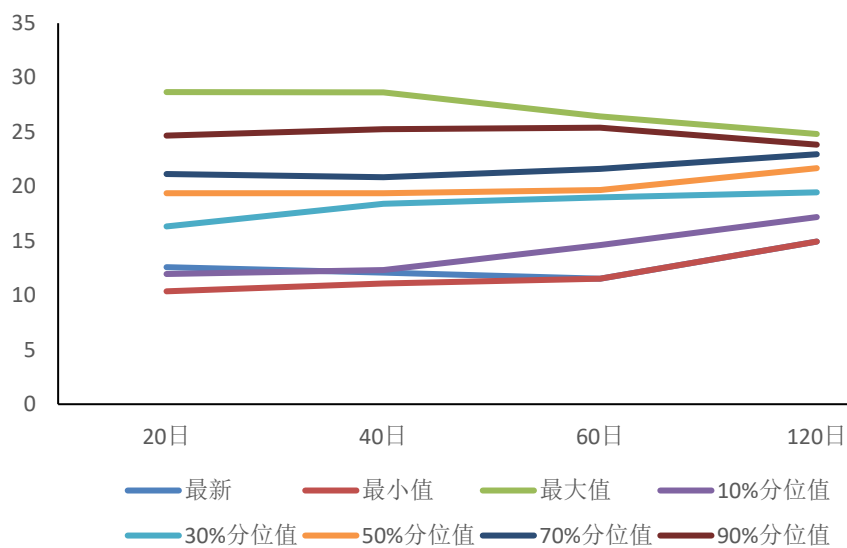
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31：沪金历史波动率锥



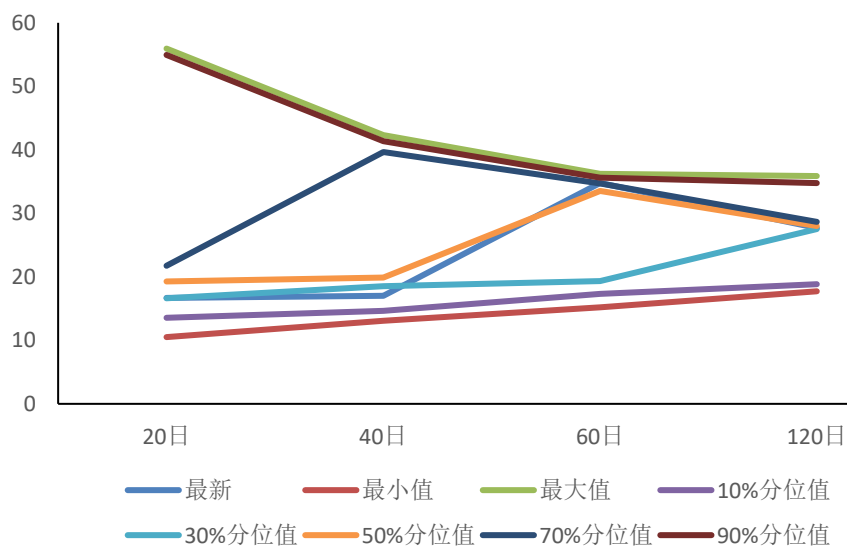
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31: PTA 历史波动率锥



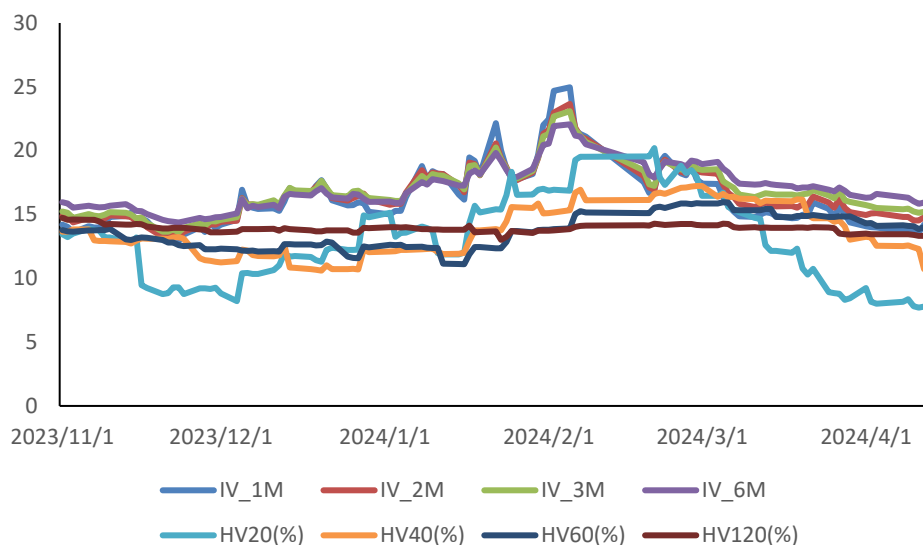
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 32: 豆粕历史波动率锥



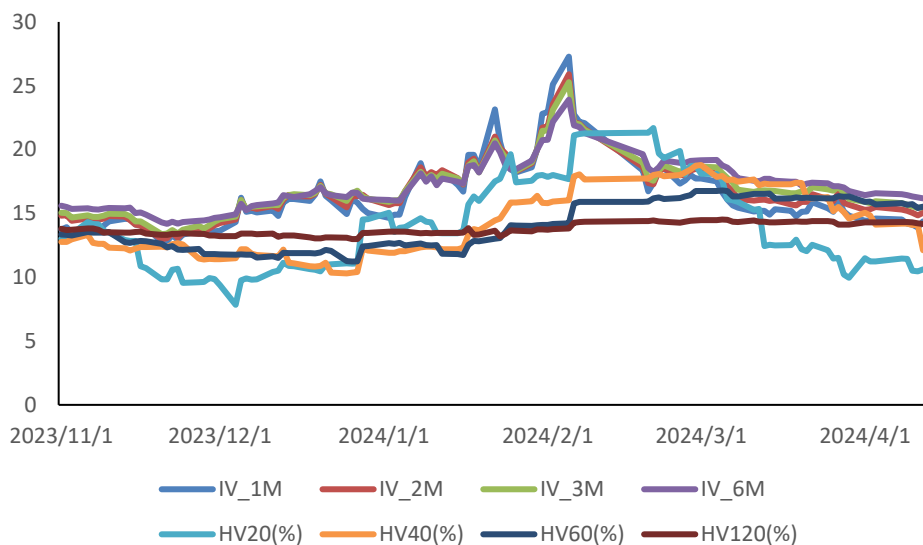
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 33: 50ETF 期权隐含波动率走势



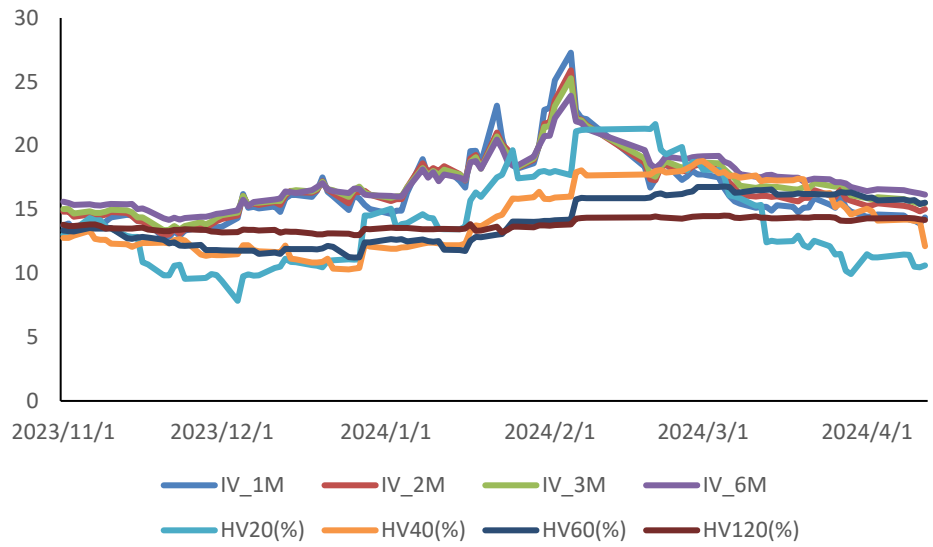
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 34: 300ETF 期权 (沪) 隐含波动率走势



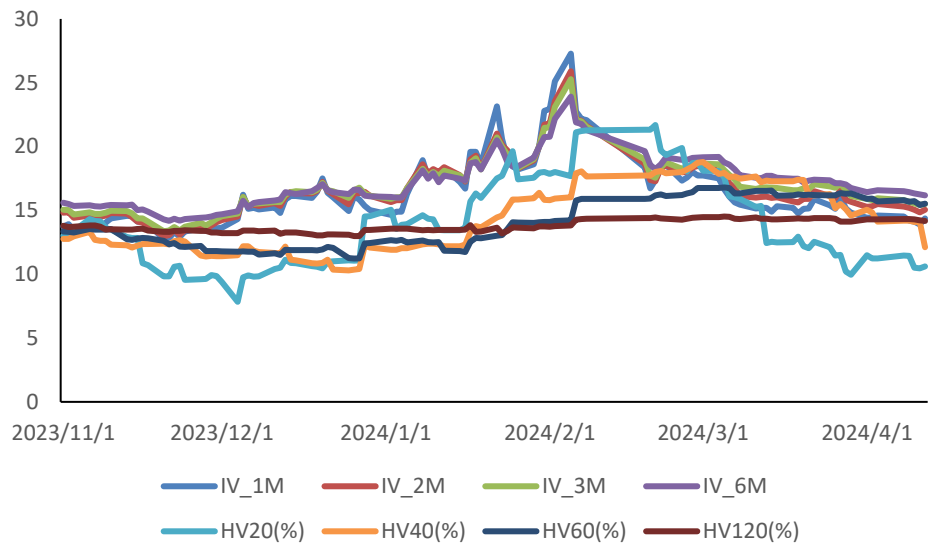
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 35: 300ETF 期权 (深) 隐含波动率走势



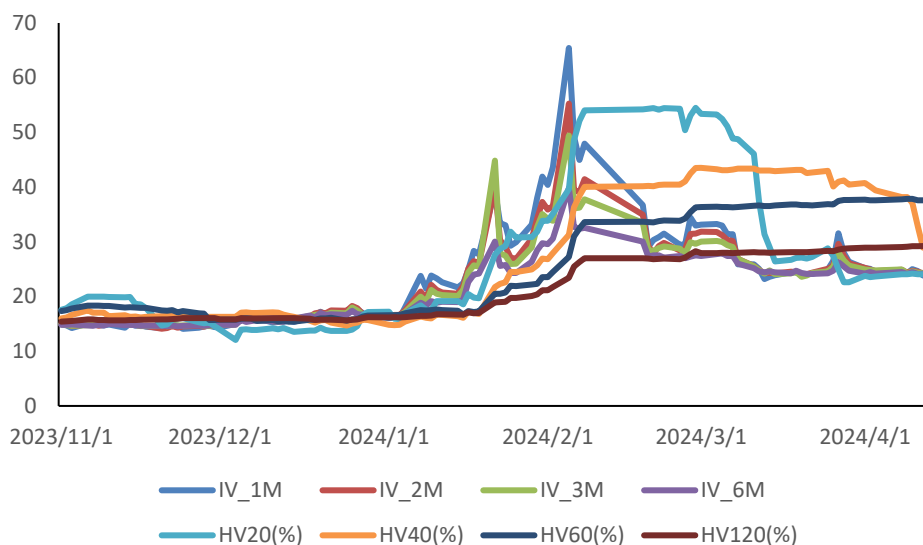
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



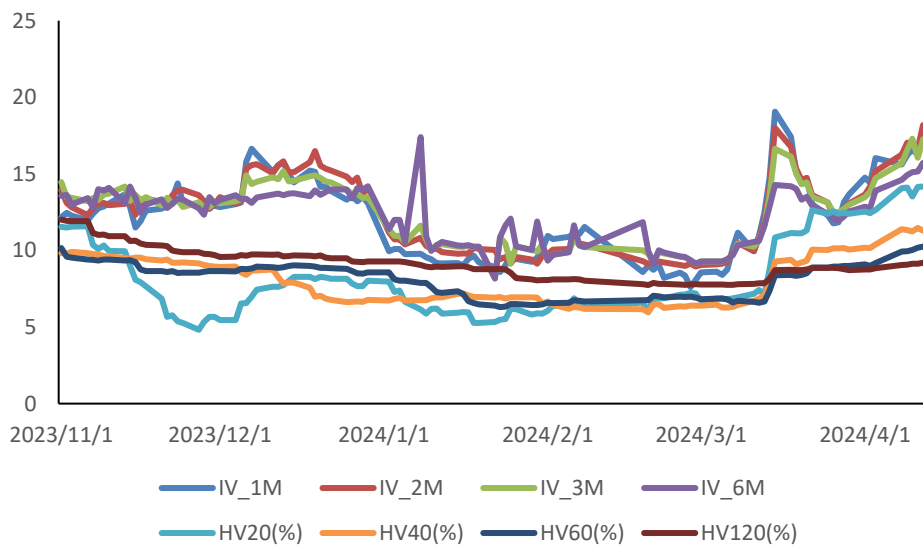
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



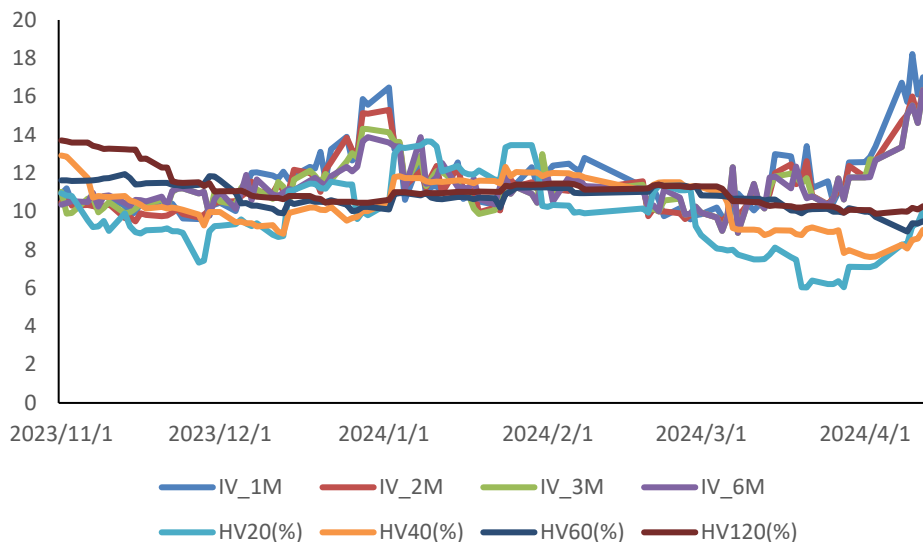
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



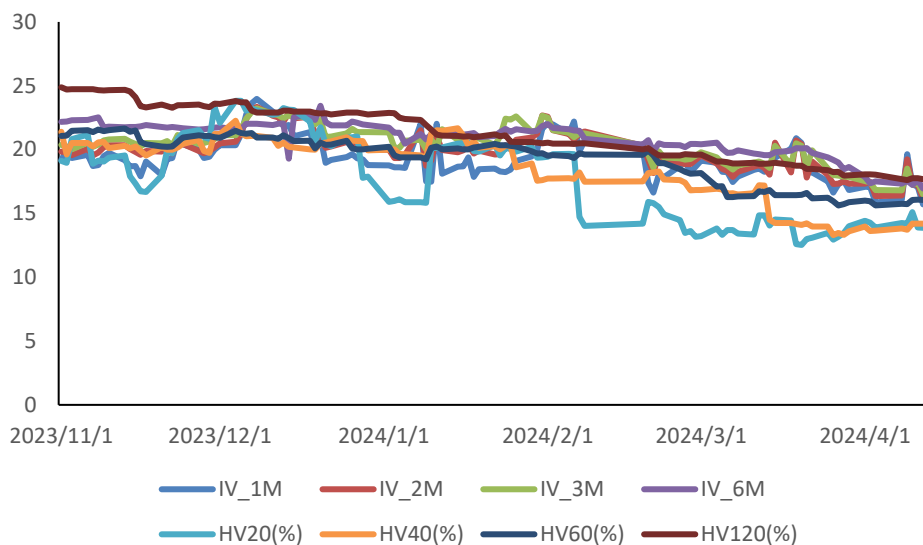
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



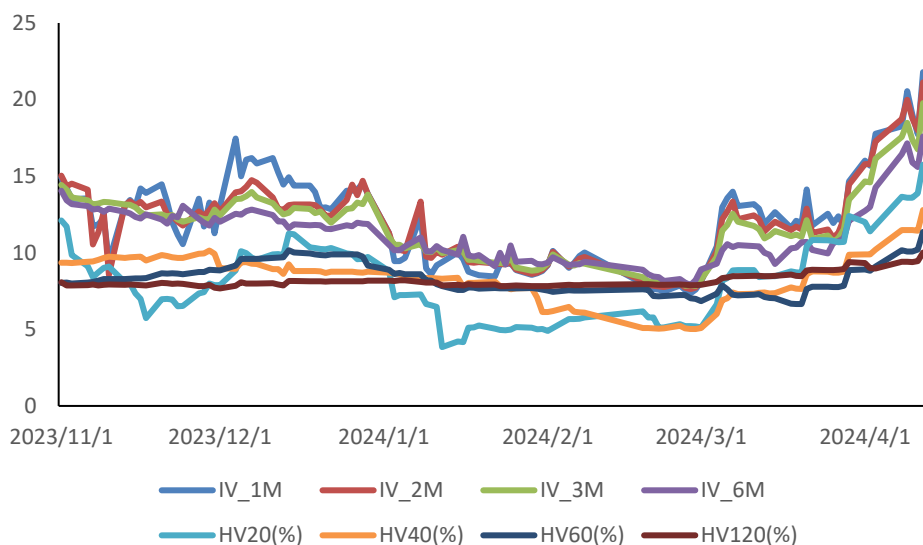
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



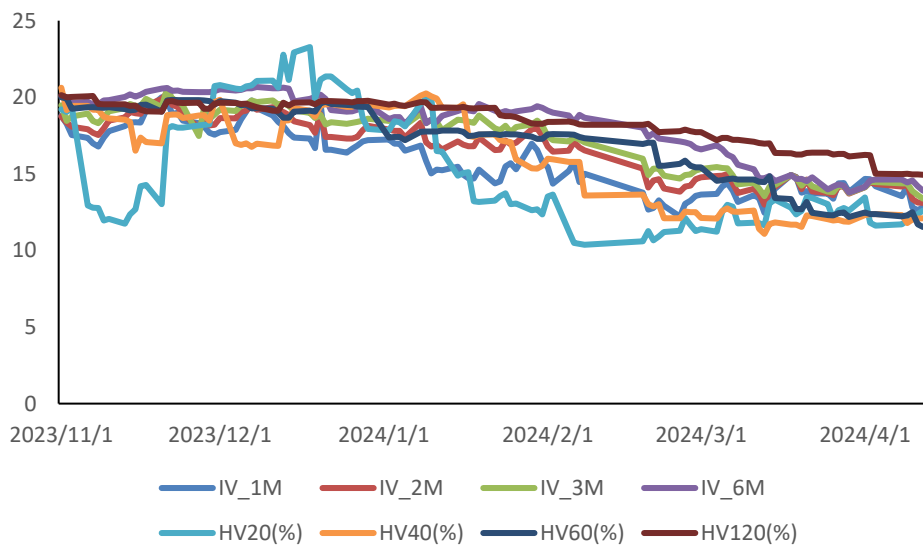
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 41: 沪金期权隐含波动率走势



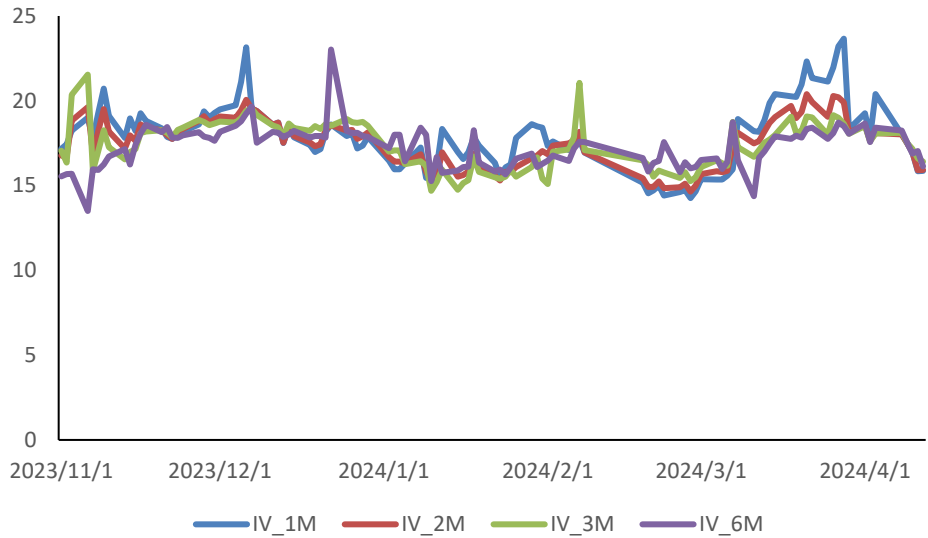
数据来源: wind, 兴证期货研发部

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

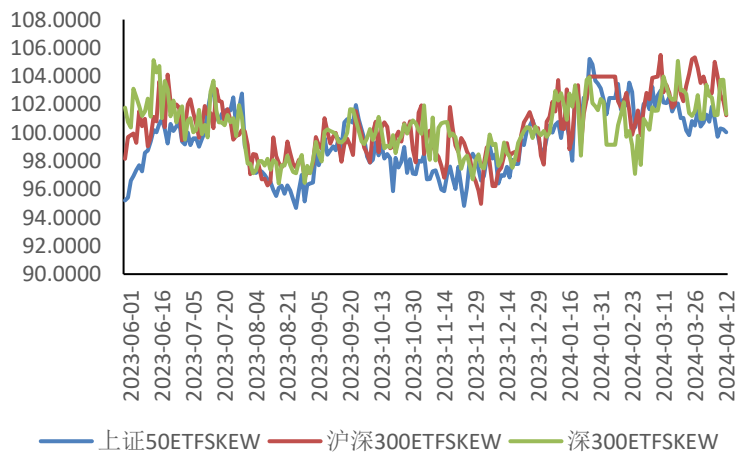


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

四、期权偏度

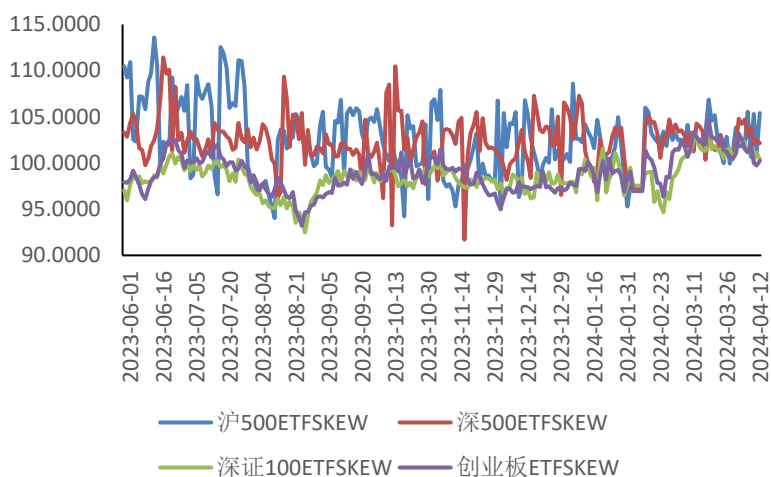
从金融期权的偏度指数分布来看, 主要金融期权品种的偏度指数 skew 普遍高于 100, 偏斜结构稳定, 指数大级别变盘概率较小。通常震荡上升行情中, 偏度指数略高于 100, 即看跌期权隐波溢价略高于看涨期权, 这一点与股指期货大部分时间处于贴水的特征相似, 当然期间如果偏度指数短线陡升需要关注短空情绪带来的认沽期权隐波溢价出现峰值。

图表 43: 金融期权偏度 (一)



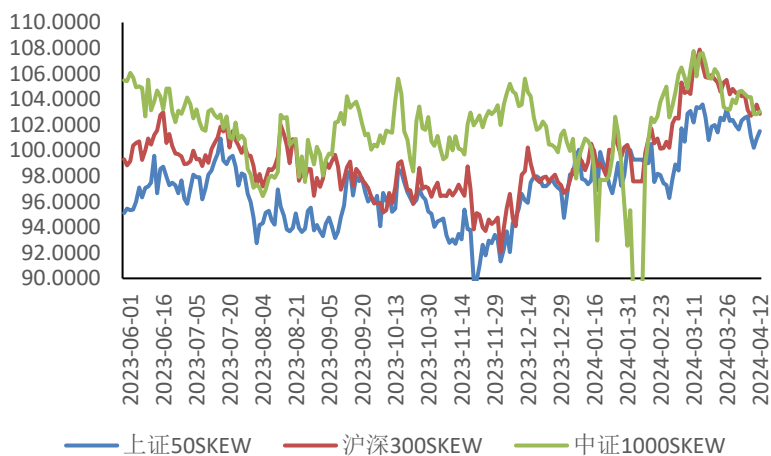
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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。