

期指延续结构性行情 IC和IM相对占优

上周A股主要指数悉数上涨,成长板块表现好于价值板块。整体看,国内经济继续复苏,外围风险偏好改善,指数或延续振荡走势,结构性行情将延续,与宏观经济相关性较小的IC和IM相对占优。

■ 陈梦赞

上周A股先跌后涨,主要指数悉数上涨,其中科创50领涨,中证1000涨幅最小。从市场风格看,成长板块表现好于价值板块。行业方面,前期热门板块TMT内部产生一定分歧,美容护理、石油石化、社会服务涨幅居前。

经济复苏斜率放缓

国内制造业景气度延续扩张态势,但扩张速度有所放缓。3月制造业PMI为51.9%,较上月下降0.7个百分点,仍处于荣枯线上方。分项看,产需两端均出现回落,但新订单指数回落幅度小于生产指数,反映需求端恢复好于生产端。生产指数为54.6%,较上月下降2.1个百分点,新订单指数为53.6%,较上月下降0.5个百分点。2月新出口订单指数出现反弹,但3月再度下行,3月新出口订单指数为50.4%,较上月下降2个百分点。在前期积压需求释放后,我国出口仍然承压。

从其他出口相关指标看,韩国3月出口同比下降13.6%,降幅较上月有所扩大,同时中国出口集装箱运价指数继续下滑,均指向海外需求继续降温。3月采购量指数为53.5%,与上月持平,继续保持高位,可以看出企业在积极进行采购。原材料库存指数为48.3%,产成品库存为49.5%,原材料和产成品库存均较上月有所下降,说明企业仍在去库。价格指数双双回落,主要原材料购进价格指数为50.9%,较上月下降3.5个百分点,出厂价格指数为48.6%,较上月下降2.6个百分点,预计3月PPI降幅将进一步扩大。

3月非制造业PMI为58.2%,较上月提高1.9个百分点,非制造业景气水平继续上升,整体服务业表现好于建筑业。3月服务业PMI上升1.3个百分点至56.9%,服务业加速修复,消费、商旅出行修复动能增强。虽然3月建筑业PMI上升5.4个百分点至65.6%,但建筑业新订单、销售价格等多个分项均出现回落,未来建筑业景气度可能边际走弱。综合



看,3月PMI数据反映出当前经济复苏趋势不变,但复苏斜率放缓。后续房地产、出口走势仍待观察。

企业盈利继续磨底

1—2月,全国规模以上工业企业利润总额同比下降22.9%,延续负增走势,且增速较去年1—12月的-4%大幅下滑,主要是受到利润率下滑的影响。不同行业表现分化,受去年高基数影响,采矿业同比下降0.1%,但表现仍好于下游。制造业同比下降32.6%,出现明显下滑。用电需求增长带动电力行业同比增长53.1%,保持高速增长态势。收入方面,1—2月工业企业营业收入同比降幅扩大至1.3%。从量价角度对营业收入进行拆分,价格是拖累企业营收走弱的主要因素。由于去年同期PPI基数较高,今年1—2月PPI同比下降1.1%,降幅较去年12月走扩,其中1月PPI同比下降0.8%,2月PPI同比下降1.4%。而1—2月工业增加价值同比增长2.4%,增速较去年12月提高1.1个百分点,对企业营收有一定提振。利润率方面,1—2月营业收入利润率为4.6%,同比下降1.29个百分点,营业收入中的成本和费用都有所增加,使得利润空间被挤压。1—2月产成品存货同比增速回升至10.7%,说明去库进程出现波折,暂时出现补库情形。结合工业企业利润和库存数据看,当前去库尚未完成,利润修复节奏偏慢,同样也指向经济处于弱复苏阶段。由于工业企业利润与A股非金融类上市公司盈利相关性较强,因此一季度A股盈利预计继续磨底,二季度或出现环比改善。

海外风险偏好回升

由于银行业风险事件未进一步发酵,近期海外市场风险偏好回升,市场担忧情绪一定程度缓解。前期避险情绪推升黄金价格,但上周黄金价格转为高位振荡,反映出当前市场避险情绪有所消退。前期美国银行业风险事件频发,使得美联储不仅需要

于市场预期,反映出美国通胀进一步回落,但距离美联储2%的目标仍有一定距离。2月PCE同比增长5%,是2021年10月以来最低水平,预期5.1%,前值5.4%;环比增长0.3%,预期0.3%,前值0.6%。核心PCE同比增长4.6%,是2021年11月以来最低水平,预期4.7%,前值4.7%;环比增长0.3%,预期0.4%,前值0.5%。分项看,核心服务价格维持高位,其中主要是住房价格韧性较强。与2月CPI传递出的信息一致,当前美国通胀回落的主要矛盾点在服务通胀方面。

在通胀和金融风险的压力下,美联储3月议息会议宣布加息25个基点,符合市场预期,联邦基金利率上调至4.75%—5%目标区间。在此次声明中,美联储删除了持续加息的表述,暗示加息接近尾声。声明中还新增了对银行风险的表态:美国银行系统健全且富有弹性。最近的事态发展可能会导致家庭和企业的信贷条件收紧,并对经济活动、就业和通货膨胀造成压力。出于当前金融系统稳定性考虑,美联储加息终点确实已经临近,但目前降息路径仍不清晰。在不发生系统性风险的情况下,为了压制通胀,美联储可能会选择维持更长时间的高利率环境。根据点阵图指引,年内还有一次加息,且年内不会降息。但当前市场对其年内降息预期较为乐观,后续可能会出现预期修正。根据CME美联储观察,目前市场预期其5月停止加息的概率为44.5%,加息25个基点的概率为55.5%,年内将降息75个基点。

近期市场延续存量博弈格局,热点集中于数字经济板块。前期TMT板块成交额占比一度突破40%,处于近年来较高水平。交易拥挤度提高,导致板块波动加剧,上周板块内部出现分化。在经济缓慢复苏的背景下,题材板块往往有较好表现。当前数字经济产业趋势已经形成,叠加政策支持,仍有望成为年度市场主线。由于临近一季报披露期,能够得到业绩验证的板块或成为阶段性交易重点。整体看,国内经济继续复苏,外围风险偏好改善,指数或延续振荡走势,结构性行情将延续,与宏观经济相关性较小的IC和IM相对占优。

(作者期货投资咨询从业证书编号Z0018178)

《上接1版》目前,大商所期权做市商团队数量较豆粕期权上市时扩充了一倍以上,他们的参与有力促进了期权市场稳健运行和功能有效发挥。

市场对外开放更上层楼

自2018年起,我国期货市场对外开放的大门逐渐打开,对外开放品种日益丰富。境外市场主体对我国境内期货市场的关注度持续提升,对参与期权品种交易的兴趣也相应增加。大商所在铁矿石和棕榈油期货成功引入境外交易者的基础上,提前谋划,大胆实践。2021年6月,棕榈油期权上市即作为境内特定品种引入境外交易者,成为我国首个对外开放的商品期权。

据悉,在棕榈油期权引入境外交易者的过程中,大商所充分考虑期权市场对外开放前景,强化顶层设计,对期权交易管理办法进行了针对性修改完善,梳理了境外交易者、境外特殊参与者、境外中介机构、会员和交易所所在期权交易中的权责关系,为今后更多期权品种引入境外交易者打下了良好的制度基础。

2022年,随着期货和衍生品法的颁布施行,我国期货市场迈向高水平制度型对外开放的新阶段。在此背景下,大商所坚持合格境外投资者(QFI)和境内特定品种“两条腿走路”,坚持期货和期权“双管齐下”。9月,豆一、豆二、豆粕、豆油、棕榈油、铁矿石、LLDPE期权向QFI开放;12月,豆一、豆二、豆粕、豆油期权作为境内特定品种向境外交易者开放。至此,大商所通过QFI路径和境内特定品种路径实现对外开放的期权品种分别达到了7个和5个,特别是在油脂油料领域,全部5个期权品种均已通过上述两条路径实现了对外开放,国际化水平明显提升。

“大商所国际化期货和期权品种如铁矿石、大豆和棕榈油流动性强,受到许多境外客户的青睐。”东证期货新加坡总裁魏进宝向记者介绍,境外企业可以利用大商所的期货和期权规避价格风险,开展基差贸易,增强了产业链的韧性,提升了市场的流动性。他预计,未来将有越来越多的境外客户,进入包括大商所在内的境内国际化期货和期权市场,相关市场机制也将继续获得提升与完善。

据悉,目前已有来自新加坡、澳大利亚、瑞士、英国等国家和地区的境外客户参与了大商所期权品种的交易。中商外贸(新加坡)有限公司专门从事包括

棕榈油、豆油等农产品类大宗商品的国际贸易,且主要面向中国进行出口,是第一批参与相关期权品种交易的境外客户之一。“大商所油脂油料期权品种的对外开放,为全球的产业企业提供了更丰富的风险管理工具和策略,可以帮助许多像我们这样的跨境供应链服务商做好套期保值,稳定日常生产经营,使产业流通运转更加顺畅,也有助于促进含权贸易模式在油脂行业的发展。”中商外贸董事总经理张杨说道。

灵活服务实体大显身手

在境外主体将目光投向我国期权市场的同时,已经有越来越多的国内产业企业将期权用于日常经营和风险管理。记者还了解到,场内期权的稳健发展也带动了场外期权和含权贸易的推广,促使黑色、化工、农产品等产业领域更多地将期权工具和期权思维融入采购销售等各环节,使上下游客户从传统的对立博弈更多地转变为战略合作关系,有效带动了产业链的合作共赢。完善风险管理体系、创新衍生品运用,逐渐成为相关产业经营发展的新风尚。在化工领域,大商所的期权产品也已逐步成为相关企业规避和转移风险的重要工具,助力国内化工行业经营模式进一步优化升级。在近年来化工等原材料价格波动较大的背景下,上市公司永冠新材在初步熟悉期货套保工具的基础上,积极学习掌握期权等新的避险工具,进一步升级完善企业风险管理体系。

2021年,为帮助永冠新材管理一批300吨PVC的采购成本,徽商期货为其设计了买入期货并买入看跌期权和卖出看涨期权的综合性套保策略。具体来看,当年5月27日,永冠新材买入60手V2109合约,保证金为27.58万元,并同步买入60手V2109-P-8400看跌期权,权利金单价为282.5元/吨,卖出看涨期权V2109-C-9300,权利金单价为126.83元/吨。至当年8月6日,永冠新材将期货多头平仓,期货端收益16.55万元;期权头寸均持有到期、未行权,组合权利金成本为(282.5-126.83)×300=4.67万元;现货端采购价格共上涨1.8万元。现货、期货和期权端合并计算,实现风险对冲收益10.08万元。整体上,期货端收益对冲了现货价格上涨风险,而期权头寸则在保护期货头寸的同时降低了期权成本。

值得一提的是,上述用到的期权策略不仅为企业降低了期权权利金成本,还合理借助大商所的组合保证金策略降低了资金占用。据了解,为鼓励产业企业利用期权组合策略进行风险管理,大商所对于期权对锁、跨式、宽跨式、垂直价差式以及买入/卖出期权期货等多种策略都给予保证金优惠政策。

在专业人士看来,场内期权既是产业的精细化风险管理工具,也为场外衍生品市场提供了合理的定价参考和更为有效的对冲工具。

以豆粕为例,在中泰汇融资本负责人看来,豆粕场内期权上市以来,不仅为市场定价起到指导性作用,提升了全市场定价的效率,更有效丰富了风险管理公司场外期权风险对冲手段。通过场内场外两个市场相互促进、协同发展,期货行业的风险管理公司也可以为豆粕及相关产业主体提供更好、更全面的

服务。据他介绍,2022年受全球通胀以及国际形势影响,国内豆粕价格持续高位振荡,饲料企业普遍面临采购成本过高、加工利润受到严重挤压的状况,对企业生产经营产生较大影响。2022年4月,中泰汇融资本就针对饲料加工企业低价采购的需求,在豆粕产业链传统基差贸易的基础上,将场外期权嵌入采购合同,帮助饲料加工企业在意向采购价格区间以下,以较低的价格按照每日采购量进行采购。

这种加入了期权的结构化的采购模式为企业总计规模为11000吨的豆粕采购节省90余万元,帮助企业实现了灵活控制采购成本的目的。在业务开展过程中,中泰汇融资本参考大商所豆粕场内期权价格,向企业提供了更为合理公允的报价,同时还通过卖出豆粕场内期权锁定场外期权波动率风险,有效缓解了自身场外期权风险对冲压力。

六年来,期权市场不仅在市场规模、运行情况、对外开放等方面实现了诸多突破,更是为服务产业企业、服务实体经济作出了越来越多的贡献。大商所相关业务负责人表示,下一步,大商所将继续积极开展期权工具创新,不断丰富期权品种,加快推进乙二醇、苯乙烯期权上市,推进期权工具在活跃期货品种上全覆盖;持续优化合约规则制度,稳步提升期权市场运行质量,推动期权市场对外开放;通过“企风计划”“产融基地”等项目加强对产业客户的市场培育工作,助力实体企业更好使用期权工具,实现稳健经营发展。

期权观察

金融期权波动率重心 二季度或小幅抬升

■ 李红霞

2023年一季度股指先扬后抑,2022年四季度上市的股指期货及股票期权平稳运行。从指数和ETF历史波动率的季节性分析,预计二季度金融期权波动率重心会小幅抬升,其中4—5月创业板ETF期权波动率有上行动力,5月份中证1000股指期货、中证500ETF期权波动率值得期待,注意板块之间的轮动机会。

标的指数先扬后抑

2023年一季度指数先扬后抑,年初开始上涨,之后因外围市场银行流动性风险冲击,振荡回落。指数走势分化,中证1000和中证500指数上扬后高位振荡;创业板和深圳100指数波动区间较大;上证50指数表现较弱。中证1000和中证500、上证50指数的比值不断走高。

今年一季度,金融期权共成交30042万张(手),认购期权成交15557万张(手),认沽期权成交14485万张(手),日均持仓量558万张(手),累计成交额2055.4亿元,日均成交额34.8亿元。

金融期权成交量、成交额和持仓量逐步提升。1月份人民币持续贬值,北向资金持续流入,指数上涨;2月份市场布局春季行情,一方面利用期权的杠杆特性获得超额收益,另一方面获得板块轮动收益;3月份受外围流动性风险事件影响,市场避险情绪增强,投资者积极利用股票和股指期货进行风险管理。

金融期权季度同比数据大幅下滑。跟去年一季度相比,今年一季度中金所沪深300股指期货成交量、持仓量、成交额降幅分别为36.04%、24.55%和52.39%;上交所上证50ETF期权成交量、持仓量、成交额降幅分别为16.46%、30.07%和34.63%;上交所沪深300ETF期权成交量、持仓量、成交额降幅分别为36.20%、30.14%和53.54%;深交所沪深300ETF期权成交量、持仓量、成交额降幅分别为47.62%、36.92%和57.70%。

相较去年四季度,今年一季度金融期权成交量、成交额均有所下降,持仓量降幅较小,沪深300ETF期权和股指期货降幅相对较大,中证1000股指期货和创业板ETF期权持仓量略增。其中,上证50股指期货和深圳100ETF期权2022年12月上市,各指标季度环比涨幅超3倍,新合约运行平稳。中金所沪深300股指期货成交量、成交额、持仓量降幅分别为23.08%、33.86%和13.42%。中证1000股指期货持仓量录得涨幅1.28%,成交量和持仓量降幅分别为21.27%和29.10%。上交所50ETF期权成交量、成交额和持仓量降幅分别为33.08%、39.31%和39.24%。沪深300ETF期权成交量、成交额和持仓量降幅分别为40.31%、46.81%和41.80%。中证500ETF期权成交量、成交额和持仓量降幅分别为27.04%、33.93%和6.20%。深交所沪深300ETF期权成交量、成交额和持仓量降幅为43.32%、46.70%和40.74%。中证500ETF期权成交量、成交额和持仓量降幅为32.91%、38.42%和22.84%。创业板ETF期权持仓量录得涨幅7.98%,成交量和成交额降幅分别为19.73%和30.74%。

金融期权持仓量呈现临近当月最后交易日時,持仓量逐步放大、成交活跃的特点。主要是机构投资者较看重期权临近到期时间价值衰退的收益,还有一些投资者想要赚取期权末日轮收益。

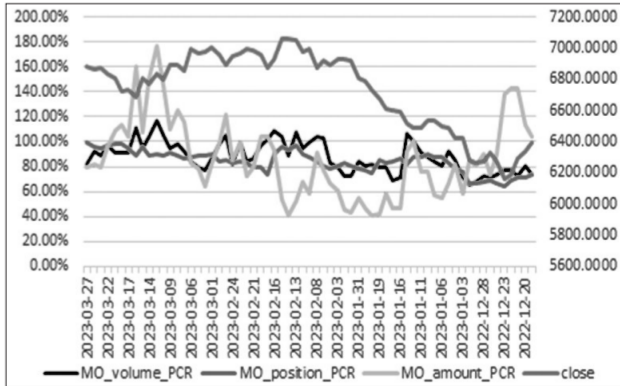
金融期权成交、持仓集中在当月合约,因此当月合约流动性充足。数据显示,3月17日,沪深300股指期货2303合约成交占比达58%,2304合约成交占比仅37%。3月16日,沪深300股指期货2303合约持仓量占比43%,2304合约持仓量占比28%。在中证1000和上证50股指期货上,当月合约成交、持仓占比更大。3月17中证1000股指期货当月合约成交占比达65%,次月合约成交占比30%。3月16日,中证1000股指期货当月合约持仓量占比46%,次月合约持仓量占比26%。

波动率下降空间有限

今年一季度,金融期权隐含波动率低位运行,呈降波状态,春节后和3月中下旬降波明显。从品种上看,当前创业板ETF期权隐波相对最高,深证100ETF期权、中证1000股指期货、上证50股指期货隐波依次向下排列,中证500ETF期权隐波最低。

今年一季度标的波动率低于去年均值,可能带来期权隐含波动率下降。

期权PCR指标是看涨期权与看跌期权之间的比值。数据显示,成交量、成交额PCR跟标的价格呈负相关性,持仓量PCR跟标的价格呈正相关性。今年一季度中证1000股指期货和沪深300股指期货成交额PCR表现突出。2022年12月23日,中证1000股指期货成交额PCR最高上升至137.68%,对应中证1000指数的低点。但2023年3月中证1000股指期货成交额PCR上升至177.02%,中证1000指数延迟3个交易日从阶段性低点回升。说明受期权隐含波动率处于低位影响,金融期权PCR指标指示作用减弱。



图为中证1000股指期货收盘价和PCR走势

根据2022年标的历史波动率的季节性统计分析,预计二季度金融期权波动率重心会小幅抬升,其中4—5月创业板ETF期权波动率有上行动力,5月份中证1000股指期货、中证500ETF期权波动率值得期待。目前市场波动率维持低位,4—5月A股市场处于年报发布季,后期波动率下行空间有限。

投资者可以构建垂直价差策略博取方向性和波动率收益,同时针对二季度指数走势分化情况,投资者可关注中证1000股指期货和上证50股指期货,以及上交所中证500ETF期权和上证50ETF期权的跨品种套利机会。

(作者单位:徽商期货)