

ETF 期权：隐波高位 市场情绪偏多

成文日期：2024/1/26

徽商期货 刘娇、吴飘飘、李永东

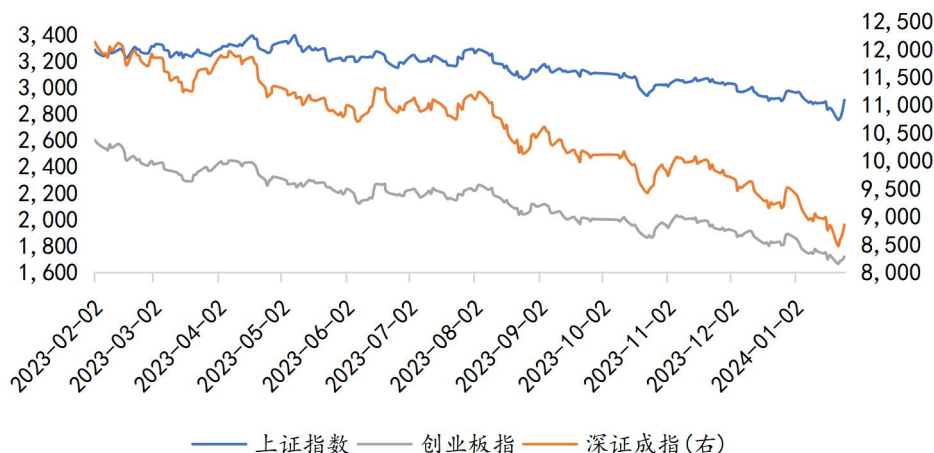
摘要：海外美国“软着陆”预期强化，国内经济仍在修复，基本面仍不牢固。期权 PCR 反映出市场情绪偏多，主要在交易震荡向上预期，且具有大盘情绪强于小盘特征。期权波动率偏高。可考虑针对上证 50ETF 构建卖出波动率正 delta 策略，针对创业板 ETF 的比率价差策略。

一、市场行情

市场波动加剧，V 型反转具有底部特征。近期市场振幅较大，美联储理事沃勒上周二偏鹰派的发言打击了降息预期，叠加其银行板块业绩不佳，美股大幅受挫。国内指数在外盘影响及偏弱的经济数据下大跌，上周三沪指跌逾 2%，期指全线下跌，打击了市场情绪。周末情绪持续发酵，部分雪球产品敲入引发股指期货多头周一平仓，恐慌情绪叠加降准降息落空股指期货遭到抛售并贴水，IM 跌近 8%，具有明显的非理性超跌特征。

随后政策端持续发力，证监会表示更加注重投融资动态平衡，央行行长表示 2 月降准 0.5 个百分点，约向市场提供 1 万亿长期流动性；同时结构性降息，下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现率 0.25 个百分点。国资委将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。超跌反弹需求、政策利好及低估值驱动下，周四沪指涨超 3%，走出窄长的 V 型反转。

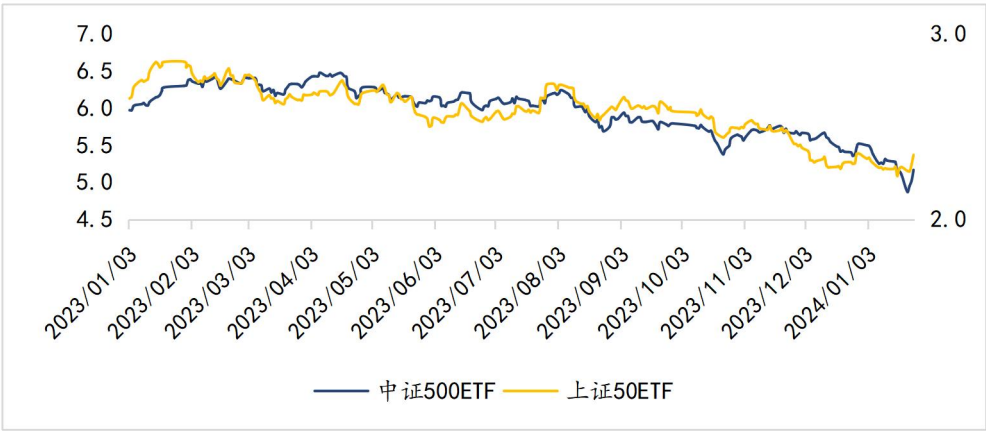
图 1：主要指数收盘价



数据来源：同花顺 iFind、徽商期货研究所

申万一级行业表现反映出大盘类企稳有一定领先。金融板块在政策预期及低估值下更为抗压，降准降息带来实质性利好，稳定资本市场仍具有一定带动作用。从大小盘走势比较中，上证 50 更为强势，且底部特征更加显著，保持大盘类动力强于小盘的观点。北上资金近两周整体净流出，两融资金同样持续下降，资金层面更多体现在下跌过程中主要指数 ETF 规模增加。

图 2：大小盘走势比较



数据来源：Wind、徽商期货研究所

主要指数估值位于低位。2000 年以来，深证成指市净率仅在 2012 年末、2013 年末、2014 年前三季度、2018 年末出现过小于 2 的估值，且深指均在此后出现较大幅度的反弹。此次 2024 年 1 月 8 号深指市净率跌破 2，1 月 22 日仅为 1.88，已经处于历史绝对低位。截至 1 月 25 日，上证指数、深证成指及创业板指自 2018 年起的市盈率百分位分别为 12.36%、19.54%及 25.35%，沪指深指市盈率已低于 20%。

图 3：深证成指市净率 (%)



数据来源：Wind、徽商期货研究所

国内经济仍在修复，消费增速在去年高基数下有所回落，但考虑年末消费场景拓展及

假期提振，叠加各地刺激消费政策出台，社零有望继续保持向上增速，支撑经济增长。投资端仍较弱。地产投资增速连续下滑，仍是重要拖累项；民间投资活力不足，投资占比持续下降；基建投资在专项债落地后仍保持带动作用。去年中央财政赤字率打开上升空间，央行行长潘功胜 1 月 24 日表示，从国际比较看，我国政府尤其是中央政府整体债务规模不高。货币政策在保持流动性合理充裕，支持政府债券大规模集中发行，支持项目集中建设方面有充足空间。

海外美国“软着陆”预期强化。美国四季度实际 GDP 环比折年率季调后初值 3.3%，高于预期的 2%。经济增速略有放缓，但居民可支配收入仍保持较高增长，消费仍具有韧性。市场交易美联储降息预期，根据 30 天联邦基金期货结算价预测的美联储 3 月降息概率 52%，5 月降息概率达 100%。

二、期权成交及持仓概况

图 4：ETF 期权成交额（亿元）

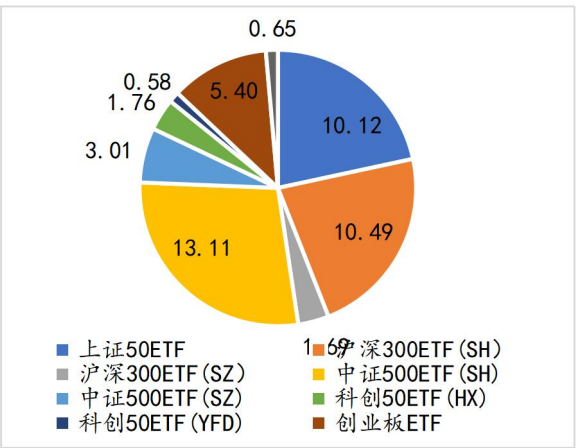
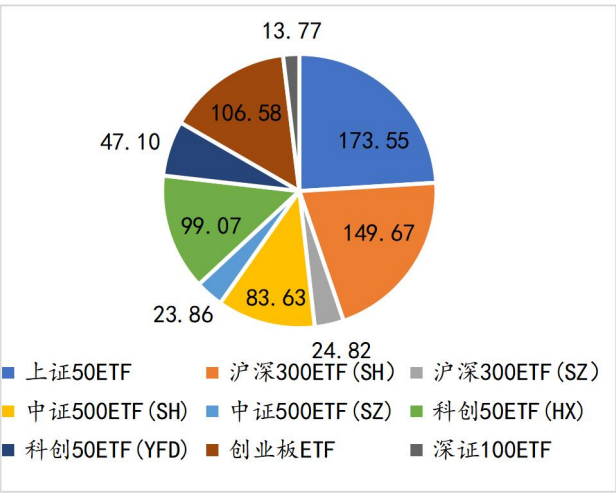


图 5：ETF 期权持仓量（万张）



数据来源：同花顺 iFind、徽商期货研究所

从成交量 PCR 数据来看，各个 ETF 期权成交量 PCR 均小于 1，即认购期权交易活跃度相较认沽期权更高，一方面是因为行情整体处于低位，上方备兑策略的使用，另外一方面也说明投资者矛盾更多集中在看涨和看不涨，主要在交易震荡向上预期。

从持仓量 PCR 指标上看，各个 ETF 期权持仓量 PCR 同样小于 1，但从分位数上来看，目前上证 50ETF 期权持仓量 PCR 为 0.86 且位于 2023 年以来 75%分位上方，表现出一定多头趋势。科创 50ETF 期权持仓量 PCR 分位数虽然较高，但考虑其上市以来持续下行，持仓量 RCR 最大值不超过 0.6，上方仍有压力。一定程度上具有大盘动能强于小盘特征。

图 6：成交量 PCR (%)

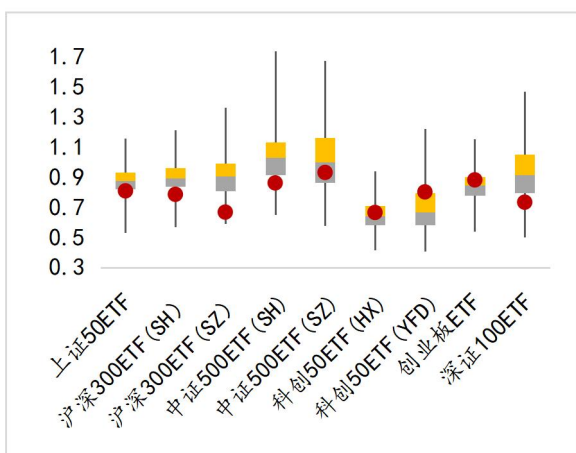
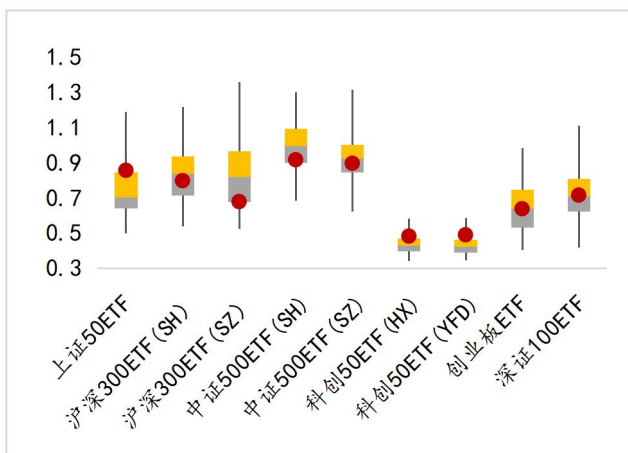


图 7：持仓量 PCR (亿元)



数据来源：Wind、同花顺 iFind、徽商期货研究所

从期权各行权价下的持仓量来看，上证 50ETF 认购与认沽持仓量最高价位均为 2.3，当前位置处于关键支撑压力位。沪深 300ETF 关键支撑位为 3.2，压力位 3.3；中证 500ETF 关键支撑位 5，压力位 5.5；科创 50ETF 关键支撑位 0.8，压力位 0.85；创业板 ETF 关键支撑位 1.65，压力位 1.75；深证 100ETF 关键支撑位 2.2，压力位 2.4。

图 8：上证 50ETF 期权持仓量分布

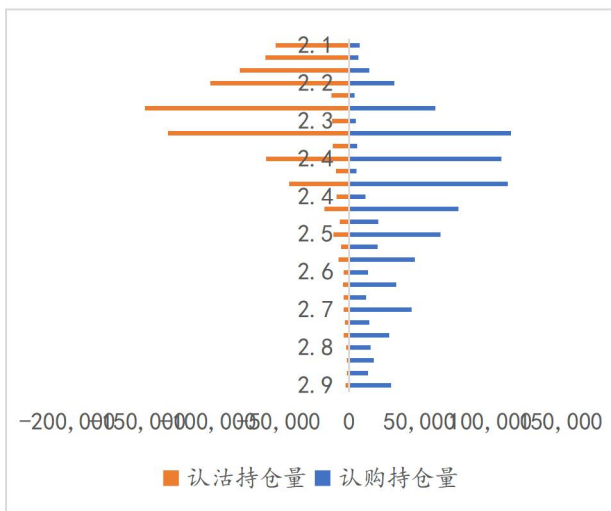


图 9：沪深 300ETF (510300) 期权持仓量分布

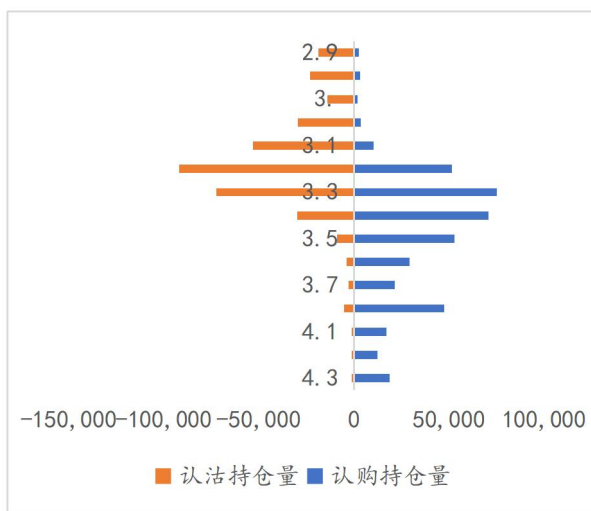


图 10：中证 500ETF (159922) 期权持仓量分布

图 11：科创 50ETF (588000) 期权持仓量分布

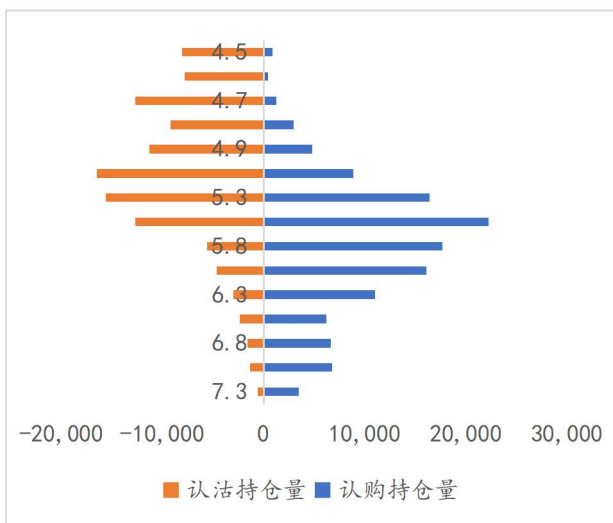


图 12：创业板 ETF 期权持仓量分布

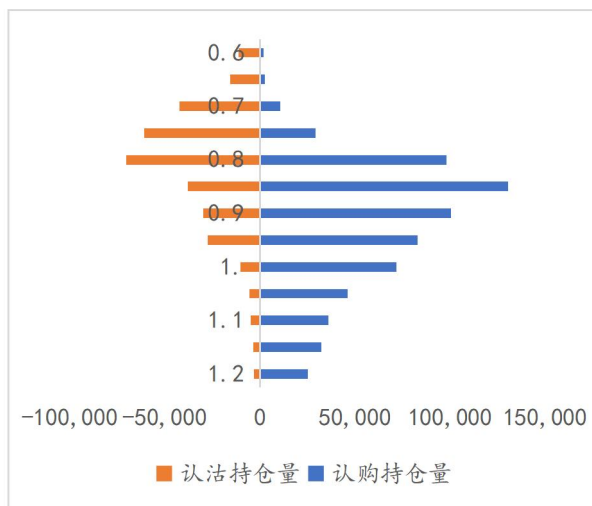
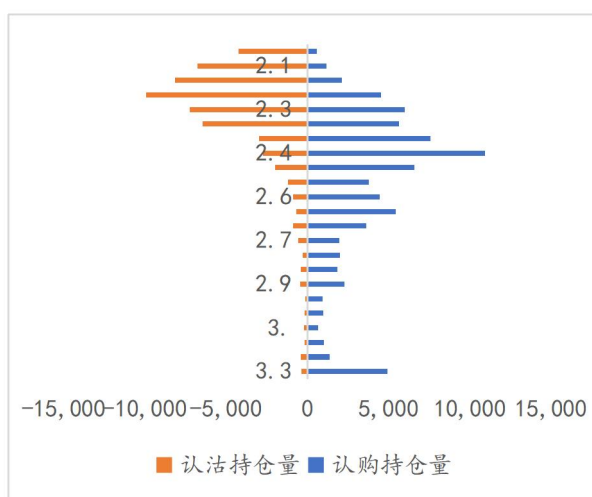
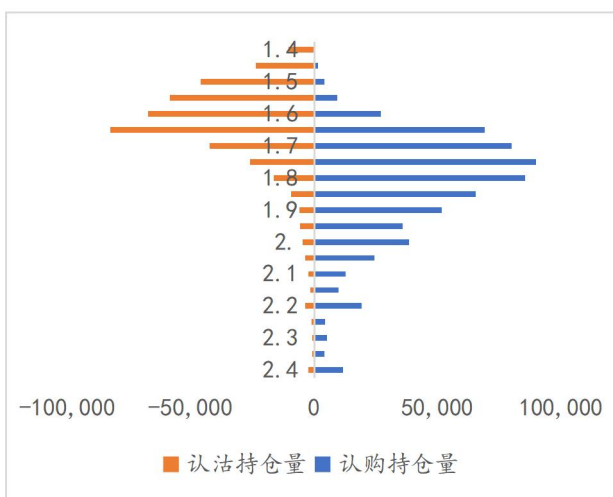


图 13：深证 100ETF 期权持仓量分布



数据来源：Wind、同花顺 iFind、徽商期货研究所

三、期权波动率变化

隐波大幅波动，策略构建需重点关注波动率因素。上周市场跌幅较大，小盘股大幅快速下挫，波动率极速拉升，隐波升至高位。随后市场拉升企稳，波动率快速回落，相对来说上交所 ETF 表现略好，波动率回落幅度更大，但当前波动率仍处于相对高位。当前市场情绪偏多但上方仍有压力，波动率具有明显的均值回归特性，构建策略时需要考虑波动率回落的影响。

图 14：上证 50ETF 期权波动率

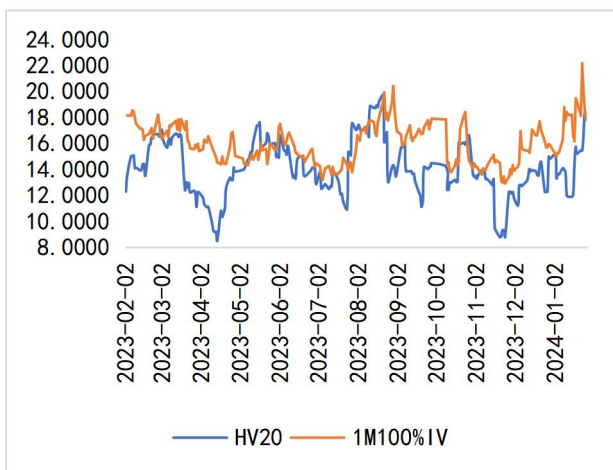


图 15：沪深 300ETF（510300）期权波动率

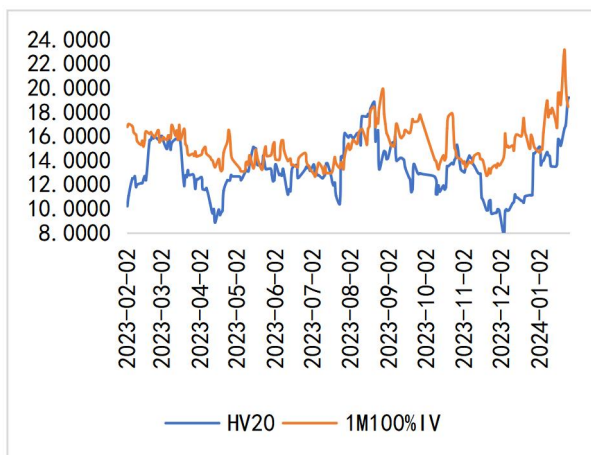


图 16：中证 500ETF（510500）期权波动率

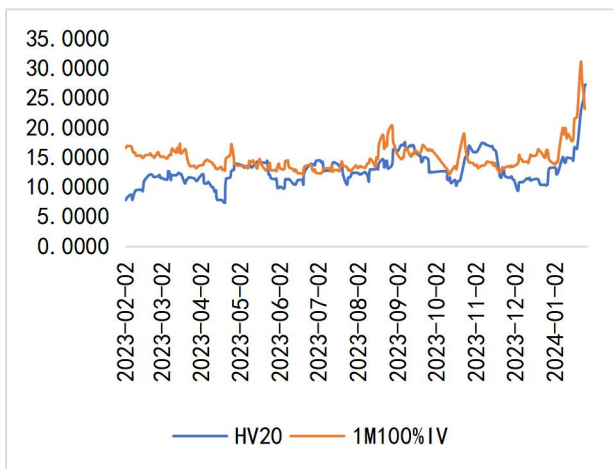


图 17：科创 50ETF（588000）期权波动率

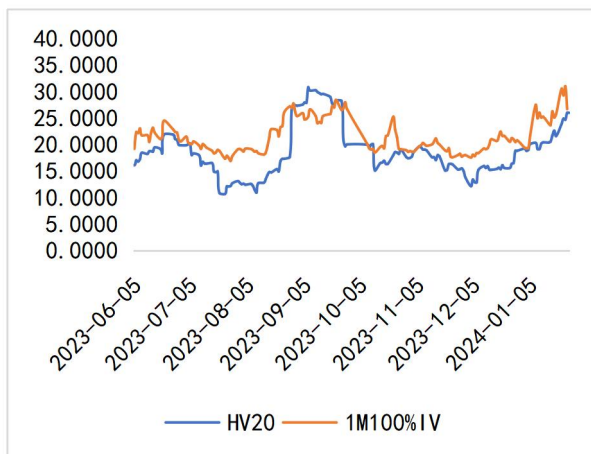


图 18：创业板 ETF 期权波动率

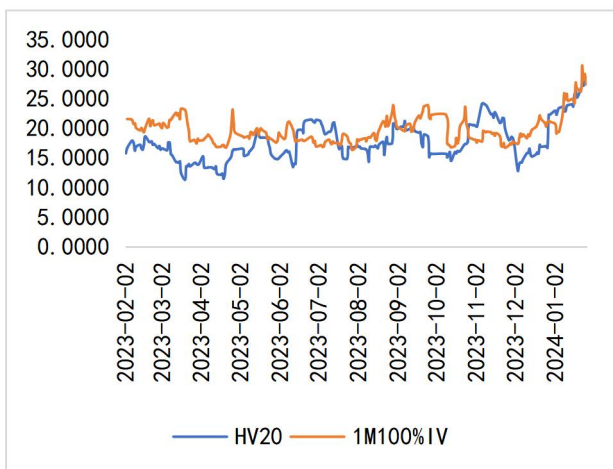
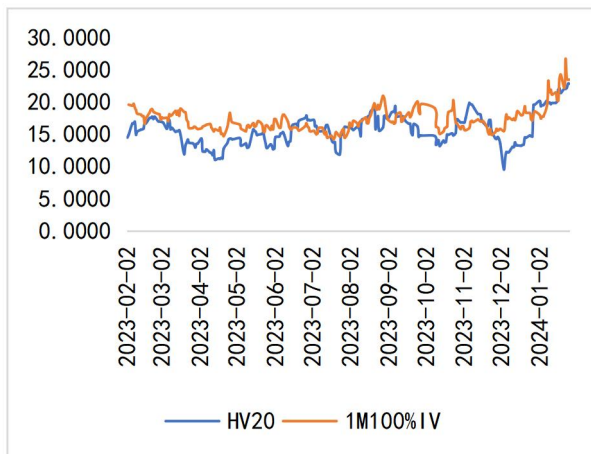


图 19：深证 100ETF 期权波动率



数据来源：Wind、同花顺 iFind、徽商期货研究所

四、股指后市逻辑

海外美国“软着陆”预期强化，国内经济仍在修复，消费、基建投资、汽车及高新技术产业投资为经济增长提供支撑，但地产具有拖累效应且仍将持续一段时间。目前行情启动的主要推手仍是政策支撑，换言之即政策出台及政策预期，而基本面仍不牢固。期权 PCR 反映出市场情绪偏多，主要在交易震荡向上预期，且具有大盘情绪强于小盘特征。

近期市场 V 型反转，主要指数估值位于低位，底部特征显现。期权数据反映出一定多头趋势，波动率偏高。可考虑针对上证 50ETF 构建卖出波动率正 delta 策略，针对创业板 ETF 的比率价差策略。