

金融期权：市场震荡整固 仍可考虑逢低偏多策略

成文日期：2024/3/8

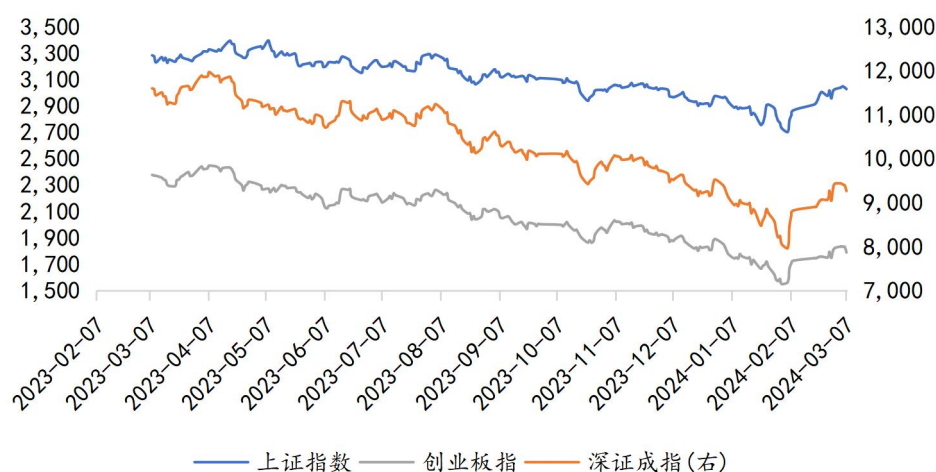
徽商期货 周杨、吴飘飘、李永东

摘要：市场上行增速放缓，内外部资金未形成合力的背景下市场增量仍不足，短期快速大幅上行概率不高，或仍有一定整理需求，但考虑资金整体小幅净流入，主要指数估值仍处于低位，国内货币政策或仍保持偏宽松格局，中期仍保持乐观态度。美国经济增长放缓，全球市场反复进行预期交易，美元指数或维持震荡，海外影响中期高于短期。短期各标的指数 PCR 指标中支撑明显，可考虑逢低偏多的策略。期权策略上，大权重或仍起到支撑作用，震荡偏强，但是上方年线压制较明显，可以考虑 HO 构建看涨期权比率价差策略；而中小盘或震荡盘整，可考虑 MO 在关键压力位卖出认购，关键支撑位卖出认沽构建卖宽跨式策略。

一、市场行情

市场震荡上行，金融期权标的短期有震荡整固表现，但中期仍保持乐观态度。在2月中上旬连续上涨后，2月末以来市场整体震荡上行，在2月下旬我们也进行了提示，或有回调进场的机会，2月28日上证指数收跌1.91%，确实给予了一定进场空间，随后沪指四连阳，再次走出一小段冲高行情，近几个交易日有一定承压表现，短期有一定整理需求，但短期整理或回调不改变中期的乐观态度。

图1：主要指数收盘价



数据来源：同花顺 iFind、徽商期货研究所

市场上行增速放缓，沪指相较于深证成指及创业板指的小幅调整来看，更多表现为震荡上行。行情的结构化有所收敛，前期市场快速反弹时小盘修复速度更快，近期市场波动幅度下降，结构性行情也有所收敛。从资金增量来看，2月北向资金日均净流入超40亿元，多个交易日单日净流入超百亿元，进入3月北向资金小幅净流出，外部资金增量有所减少。2月融资余额日均下降约40亿元，主要受假期因素影响，2月19日春节结束开盘以来，融资日均增量54亿元，其中3月以来日均增量21亿元。内外部资金未形成合力的背景下市场增量仍不足，短期快速大幅上行概率不高，或仍有一定整理需求，但考虑资金整体小幅净流入，中期仍保持乐观态度。

主要指数估值仍处于低位。2月中上旬各指数估值均不同幅度上移，其中深证成指估值快速抬升。2月29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32.86%、20.64%及5.25%；3月以来市场呈现整理态势，截至3月7日三大指数市百分位小幅变化1.53、-0.75和-0.56个百分点，仍保持在偏低估值。

图2：深证成指市净率（%）



数据来源：Wind、徽商期货研究所

从两会期间的政策风向来看，货币政策或仍保持偏宽松格局。3月6日十四届全国人大二次会议举行经济主题记者会。人民银行在答记者问中指出，“目前，整个中国银行业的存款准备金率平均是7%，后续仍然有降准空间”，2023年人行调低存款准备金率2次，合计0.5个百分点；今年2月5号再次调降0.25个百分点，年内或仍有0.25-0.5个百分点的降准空间，对应的流动性释放或有1-2万亿。

低基数效应叠加全球经济有所修复，进出口超预期。海关总署公布数据显示，今年前2个月我国进出口总值9308.6亿美元，同比增长5.5%。其中，出口增长7.1%；进口增长

3.5%；贸易顺差扩大 20.5%。考虑去年同期出口有较大降幅，今年增速有较大增长，但从具体数值来看，相较于 2022 年仍有小幅下降。2023 年 3-4 月出口快速修复，规模有所增加，高基数效应对 3-4 月的出口表现有一定拖累，出口能否继续维持环比正增长需要关注全球经济贸易回暖程度。

美国经济增长放缓，全球市场反复进行预期交易。美国四季度 GDP 数据下修，2 月 ISM 制造业 PMI 再次下降，且降幅超预期，叠加耐用品订单环比增速创四年最大降幅，市场再次重燃降息预期。但考虑美国消费者信贷仍保持较高增速，1 月信贷更是创七个月最大增幅，消费韧性仍影响通胀回落。整体来看，美联储年内降息基本形成共识，市场更多是在进行降息时点和降息幅度的预期交易，我们从去年开始保持降息或不会早于今年 6 月份的判断，目前来看仍维持该观点。在近期预期交易背景下，经济数据的上下调整容易造成市场波动，美元指数或维持震荡，海外影响中期高于短期。

二、期权成交及持仓概况

图 3：ETF 期权成交额（亿元）

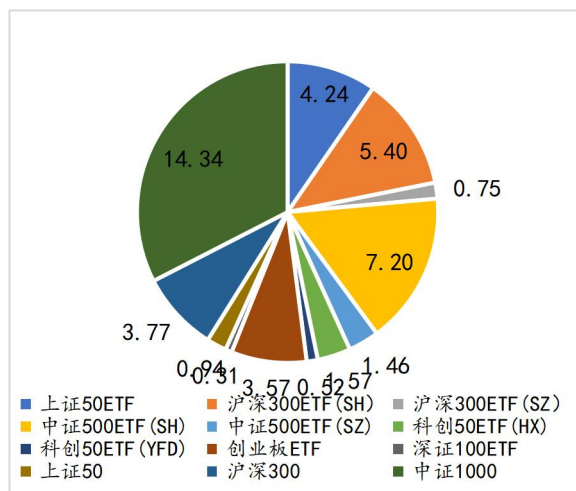
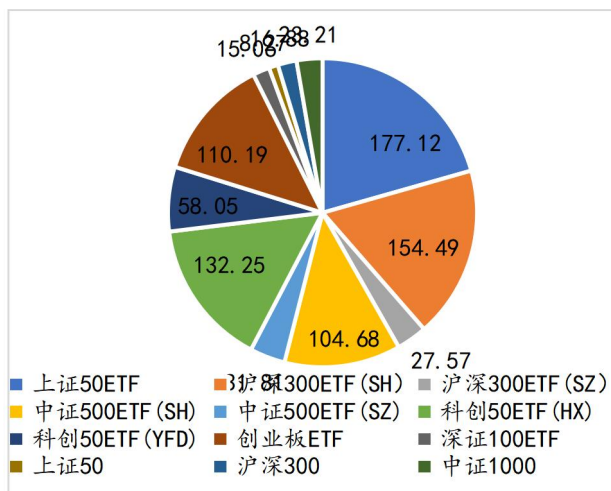


图 4：ETF 期权持仓量（万张）



数据来源：同花顺 iFind、徽商期货研究所

从成交量 PCR 数据来看，H0 成交量 PCR 百分位相对偏低，M0 成交量 PCR 抬升至 75% 分位附近，说明市场对看跌期权的成交量在逐步抬升，加上各个指数均来到了半年线或者年线附近的压力位，跌还是不跌分歧比较大。不过成交量 PCR 通常是个短线情绪衡量指标，随着行情演变变化也会非常明显。

持仓量 PCR 通常更加能够反应出市场对行情的看法，持仓量 PCR 指标较大时，说明市场下有支撑，不易大跌；反之，PCR 较小时，市场上有压力，不易大涨。目前，上证

50、沪深 300 对应期权持仓量 PCR 来到了 75%分位附近，说明市场短期或进入一个平衡阶段，下有支撑，或呈震荡偏强走势；而偏小盘的科创 50ETF 比值随着行情反弹来到了较高位置，支撑相对更强，不易大跌。短期来看，各标的指数 PCR 指标都在较高位置，支撑明显，可考虑逢低偏多的策略。

图 5：成交量 PCR (%)

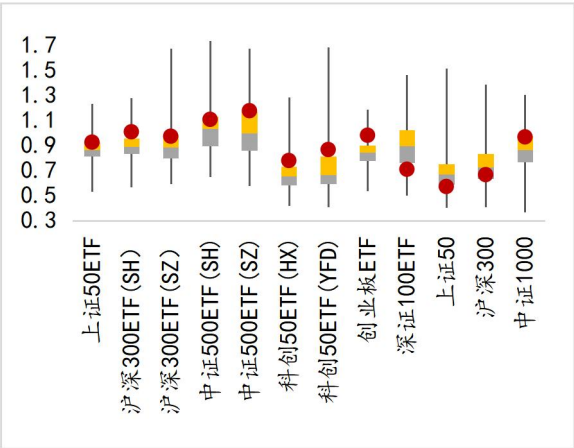
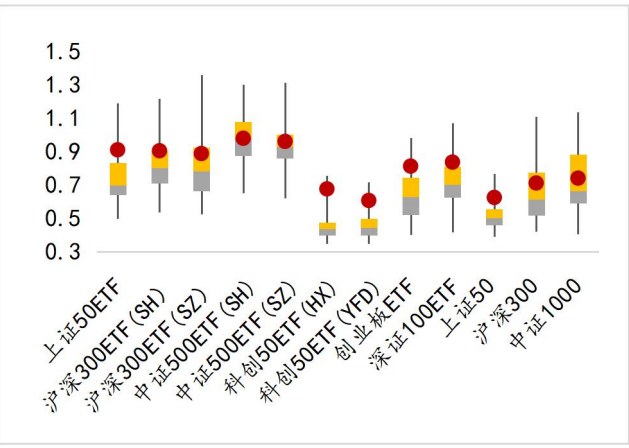


图 6：持仓量 PCR (亿元)



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，通常认购期权持仓量较大位置是压力位，认沽期权持仓量较大位置是支撑位。所以从持仓分布上看：上证 50 关键支撑位 2300，关键压力位 2500；沪深 300 关键支撑位 3500，关键压力位 3600；中证 1000 关键支撑位 5000，关键压力位 6000。上证 50ETF 关键支撑位 2.35，关键压力位 2.5；沪深 300ETF 关键支撑位为 3.4，压力位 3.6；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 0.9；创业板 ETF 关键支撑位 1.7，压力位 1.8；深证 100ETF 关键支撑位 2.3，压力位 2.4。

图 7：上证 50 期权持仓量分布

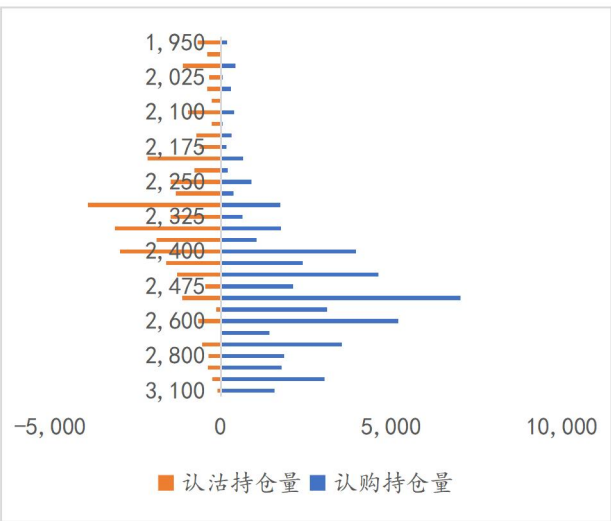


图 8：沪深 300 期权持仓量分布

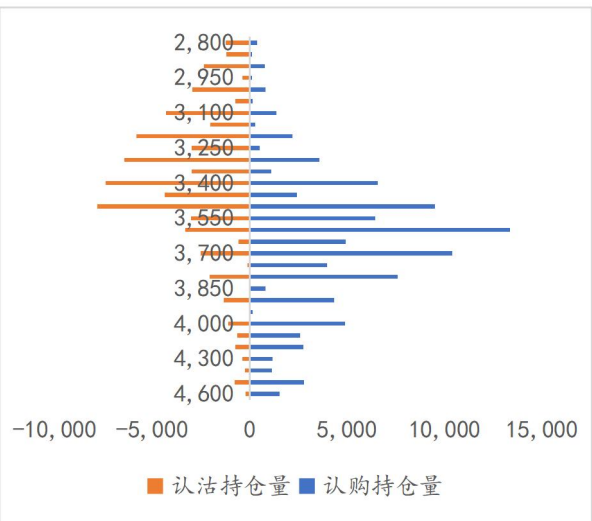


图 9：中证 500ETF（159922）期权持仓量分布

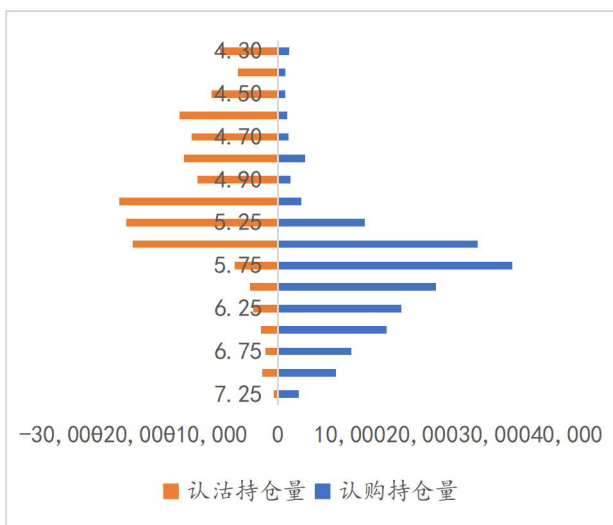


图 10：科创 50ETF（588000）期权持仓量分布

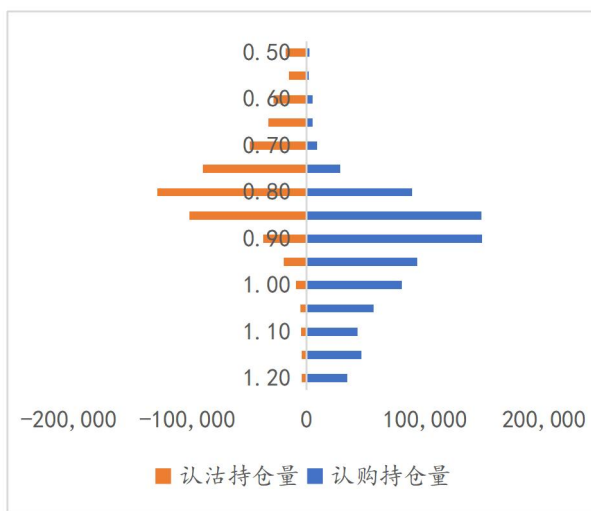


图 11：创业板 ETF 期权持仓量分布

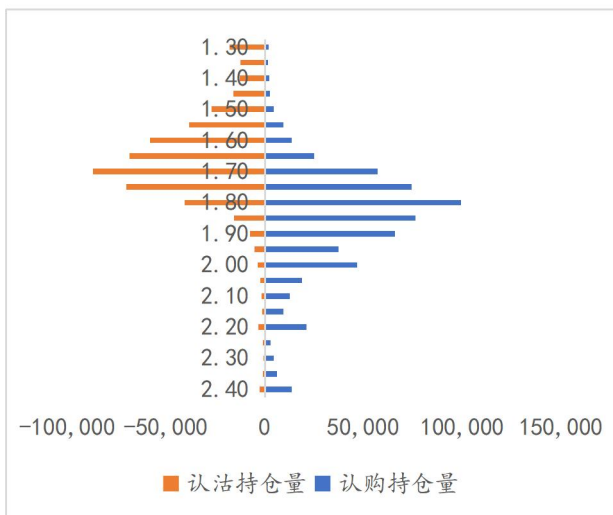
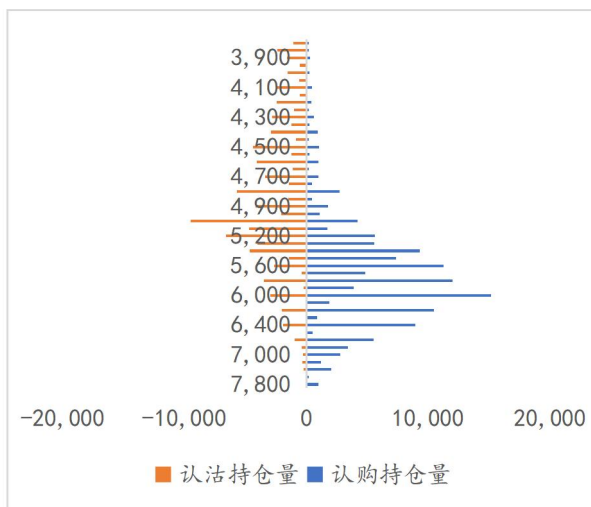


图 12：中证 1000 期权持仓量分布



数据来源：Wind、同花顺 iFind、徽商期货研究所

三、期权波动率变化

隐波随着市场震荡企稳后开始逐步回落，但是整体仍处于偏高位置，策略的选择仍要注意波动率的位置。如果行情继续震荡，波动率重心必然继续下移，如果想减少波动率的影响，可以考虑价差策略；不过整体来看市场在快速反弹后，上方面临一定压力，近期的放量也说明支撑有力，如果在此基础上判断行情偏震荡，可以考虑双卖策略，赚取时间价值和不断回落的波动率利润。

图 13：上证 50 期权波动率

图 14：沪深 300 期权波动率

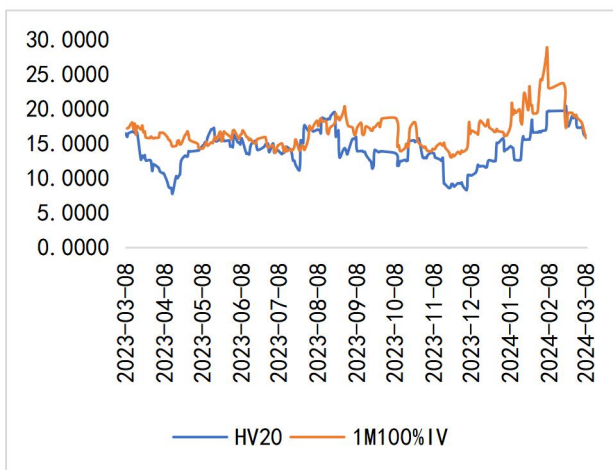


图 15：中证 500ETF（510500）期权波动率

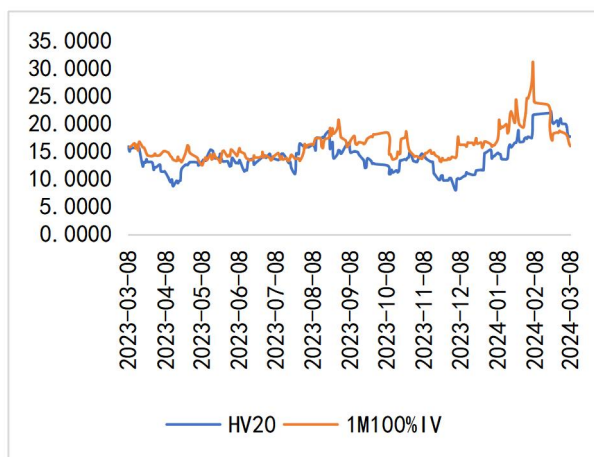


图 16：科创 50ETF（588000）期权波动率

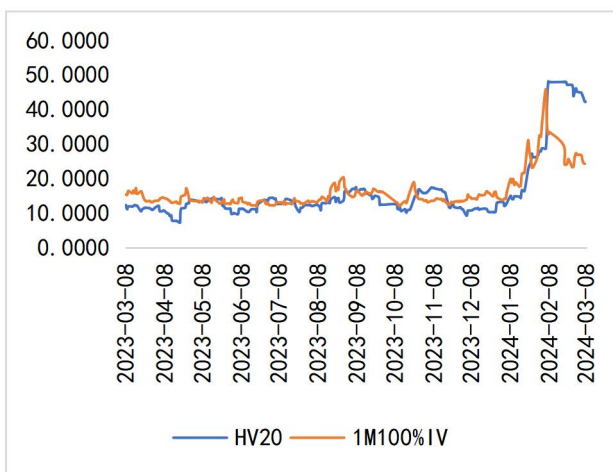


图 17：创业板 ETF 期权波动率

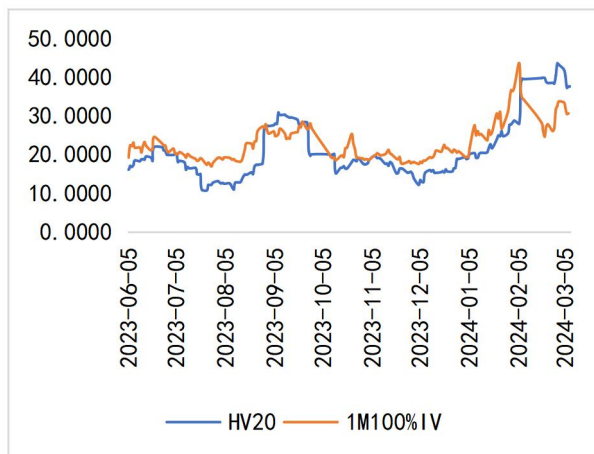
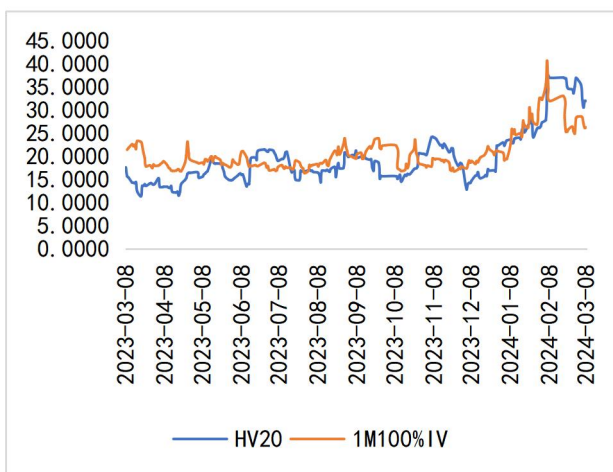
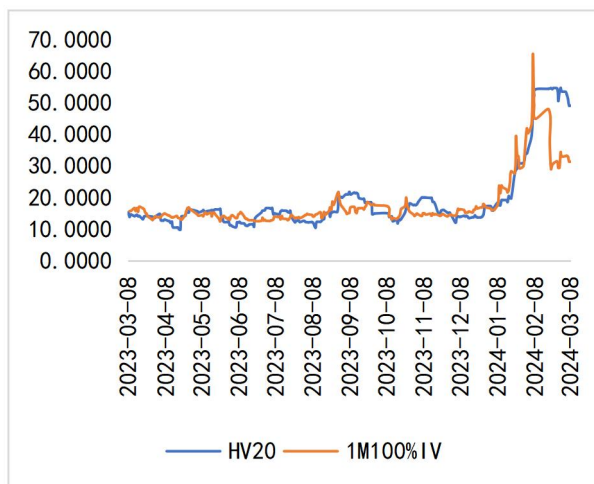


图 18：中证 1000 期权波动率



数据来源：Wind、同花顺 iFind、徽商期货研究所



四、后市逻辑

市场上行增速放缓，结构性行情也有所收敛。从资金增量来看，内外部资金未形成合力的背景下市场增量仍不足，短期快速大幅上行概率不高，或仍有一定整理需求，但考虑资金整体小幅净流入，主要指数估值仍处于低位，中期仍保持乐观态度。从两会期间的政策风向来看，货币政策或仍保持偏宽松格局，年内或仍有 0.25-0.5 个百分点的降准空间，对应的流动性释放或有 1-2 万亿。低基数效应叠加全球经济有所修复，1-2 月进出口超预期，但去年 3-4 月的高基数效应对出口表现或有一定拖累，出口能否继续维持环比正增长需要关注全球经济贸易回暖程度。美国经济增长放缓，全球市场反复进行预期交易，美元指数或维持震荡，海外影响中期高于短期。

短期来看，各标的指数 PCR 指标都在较高位置，支撑明显，可考虑逢低偏多的策略。隐波整体仍处于偏高位置，策略的选择仍要注意波动率的位置。期权策略上，我们认为大权重依然会起到支撑大盘的作用，震荡偏强，但是上方年线压制，压力比较明显，所以可以考虑 HO 构建看涨期权比率价差策略；而中小盘大概率震荡盘整，可考虑 MO 在关键压力位卖出认购，关键支撑位卖出认沽构建卖宽跨式策略。