

## 蓝筹估值修复，指数反弹降波

——金融期权 2023 年度报告

2022 年 12 月 9 日 星期五

兴证期货·研发中心

### 内容提要

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

联系人：周立朝

电话：0591-38117689

邮箱：zhoulc@xzfutures.com

2022 年国内股市迎来了全面调整行情，指数估值泡沫加速出清，以蓝筹股为主的上证 50 指数、沪深 300 指数点位与估值均处在底部位置。高层在货币财政政策、地产、消费、防疫方面出台了一系列刺激措施，在利好政策加持下的指数反弹修复预期强烈。

期权市场方面，2022 年累计新推出了四个金融期权品种（深证 100ETF 期权将于 12 月 12 日推出），期权市场成交逐年递增，月度成交 PCR 值回落，市场空头情绪趋弱。波动率方面，整体呈现出重心下移的降波趋势，隐波期限结构持续维持近月低于远月的偏斜特征，微笑结构中的低行权价与平值合约的隐波差缩小，未来持续降波概率较大。

文章预期 2023 年以震荡反弹修复行情为主，波动率下降，空头情绪衰弱，因此在策略方面，以牛市价差策略、卖出认沽策略、备兑策略为主。文章内容仅供参考。

## 报告目录

1. 期权标的行情回顾.....	4
2. 基本面、政策面.....	5
3. 指数估值.....	8
4. 期权成交 PCR.....	9
5. 波动率特征.....	11
6. 总结与展望.....	21

## 图表目录

图表 1: 金融期权标的年度涨跌幅.....	4
图表 2: ETF 期权标的日线走势.....	5
图表 3: 股指期权标的日线走势.....	5
图表 4: 工业增加值同比 (%).....	6
图表 5: 固定资产、房地产投资 (%).....	6
图表 6: 社会消费品零售总额同比 (%).....	6
图表 7: 官方 PMI.....	6
图表 8: “二十大”后的利好政策.....	6
图表 9: 国内通胀水平 (%).....	7
图表 10: 美国通胀水平 (%).....	7
图表 11: 指数市盈率.....	8
图表 12: 市盈率分位点 (近五年).....	8
图表 13: 金融期权成交张数统计 (张).....	9
图表 14: 2022 年 1 月-11 月金融期权成交占比.....	9
图表 15: 50ETF 期权成交量.....	10
图表 16: 沪市 300ETF 期权成交量.....	10
图表 17: 沪市 500ETF 期权成交量.....	10
图表 18: 深市 300ETF 期权成交量.....	10
图表 19: 深市 500ETF 期权成交量.....	11
图表 20: 创业板 ETF 期权成交量.....	11
图表 21: 沪深 300 股指期权成交量.....	11
图表 22: 中证 1000 股指期权成交量.....	11

图表 23: 金融期权隐含波动率走势 (%) .....	12
图表 24: 上证 50ETF 与沪市 300ETF 平值期权波差 (%) .....	12
图表 25: 500ETF 与沪市 300ETF 平值期权波差 (%) .....	13
图表 26: 创业板 ETF 与沪市 300ETF 平值期权波差 (%) .....	13
图表 27: 中证 1000 与沪市 300ETF 平值期权波差 (%) .....	13
图表 28: 上证 50ETF 期限隐波差 (次月 IV-近月 IV) .....	14
图表 29: 沪市 300ETF 期限隐波差 (次月 IV-近月 IV) .....	15
图表 30: 沪市 500ETF 期限隐波差 (次月 IV-近月 IV) .....	15
图表 31: 创业板 ETF 期限隐波差 (次月 IV-近月 IV) .....	15
图表 32: 中证 1000 期限隐波差 (次月 IV-近月 IV) .....	16
图表 33: 上证 50ETF 微笑结构隐波差 .....	17
图表 34: 沪市 300ETF 微笑结构隐波差 .....	17
图表 35: 沪市 500ETF 微笑结构隐波差 .....	18
图表 36: 创业板 ETF 微笑结构隐波差 .....	18
图表 37: 中证 1000 微笑结构隐波差 .....	18
图表 38: 上证 50ETF 历史波动率锥 .....	19
图表 39: 沪市 300ETF 历史波动率锥 .....	19
图表 40: 沪市 500ETF 历史波动率锥) .....	20
图表 41: 创业板 ETF 历史波动率锥 .....	20
图表 42: 中证 1000 历史波动率锥 .....	20

## 1. 期权标的行情回顾

2022 年全球市场跌宕起伏，政治经济事件对股市的扰动力强，以下重要事件对于全球市场的影响几乎贯穿全年度：首先，在欧美高通胀压力下，欧美经济体一致采取持续加息等紧缩货币政策以遏制通胀，对全球股市起到显著的压制效果；其次，高通胀的另一个负面影响是直接导致全球经济衰退预期走强；最后，2 月份突发的俄乌战争将地缘政治风险推高，直接刺激以原油为首的大宗商品价格大涨，进一步加剧全球通胀压力，俄乌战争同时还导致了国际贸易体系的撕裂，考验全球经济一体化的发展。“通胀”、“加息”、“俄乌战争”三组词成为影响 2022 年度全球金融市场的主旋律。

2022 年迎来了 4 个新的金融期权品种：中证 1000 股指期货、沪市 500ETF 期权、深市 500ETF 期权、创业板 ETF 期权，进一步丰富了大陆衍生品市场。持有中小盘股、科技股的投资者可以采用场内期权达到风险对冲与收益增强的目的。

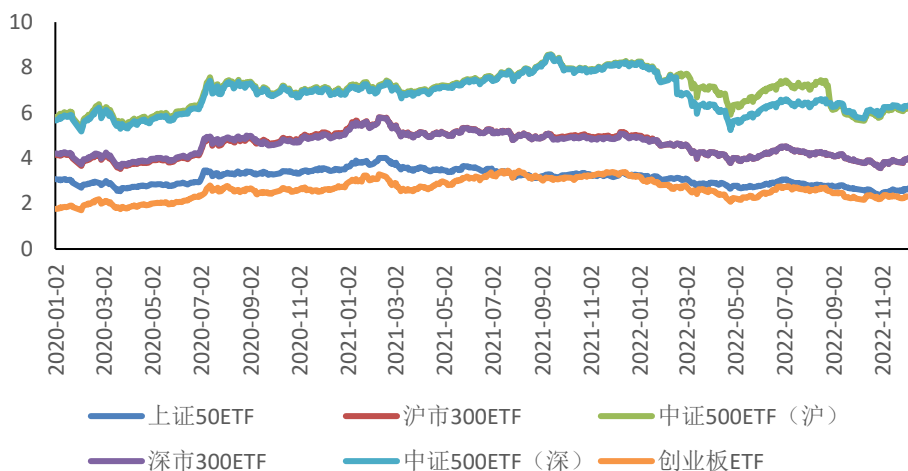
国内市场方面，近三年 A 股市场可以依次概括为普涨、分化、普跌：2020 年因为疫情的突发，各国经济体为了缓解经济与就业压力，进入宽松窗口，全球股市普涨，国内创业板 ETF 大涨，年度涨幅达到 65.66%；2021 年初普涨行情结束，大金融、大消费率先开启调整行情，中小创板块保持韧性，整个市场呈现出“大弱小强”的状态，上证 50ETF、沪深 300 系列年度下跌，中证 500 系列、创业板、中证 1000 年度上涨；到了 2022 年度，在欧美经济体强加息预期、国内多点疫情反复致使经济走弱、俄乌战争等不利因素压制下，A 股市场普遍下跌。此前先行调整的上证 50 指数与沪深 300 指数，有望从 2022 年 11 月份开始迎来一波蓝筹股修复反弹行情。

**图表 1：金融期权标的年度涨跌幅**

	2020 年涨跌幅	2021 年涨跌幅	2022 年涨跌幅（截止 12 月 5 日）
上证 50ETF	18.84%	-10.40%	-17.69%
沪市 300ETF	29.08%	-5.28%	-20.05%
沪市 500ETF	23.45%	17.25%	-24.70%
深市 300ETF	25.06%	-5.08%	-18.76%
深市 500ETF	24.91%	18.09%	-22.89%
创业板 ETF	65.66%	12.28%	-28.12%
沪深 300 指数	27.21%	-5.20%	-20.11%
中证 1000 指数	19.39%	20.52%	-16.18%

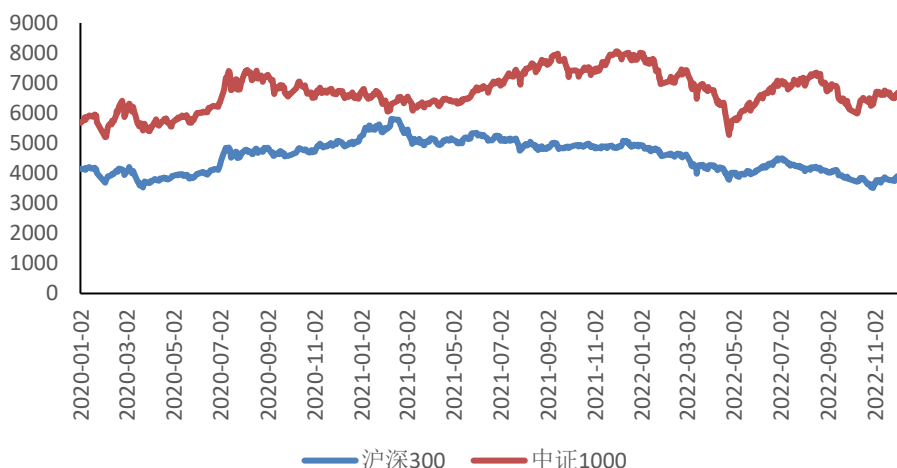
数据来源：wind，兴证期货研发中心

图表 2: ETF 期权标的日线走势



数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图表 3: 股指期权标的日线走势

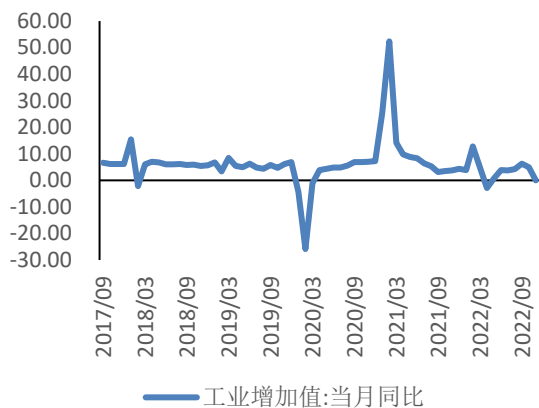


数据来源: wind, 兴证期货研发中心

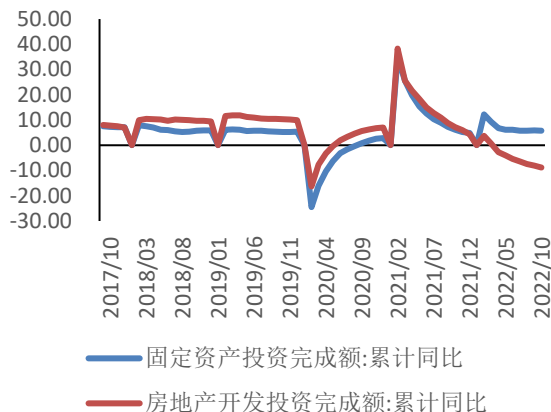
## 2. 基本面、政策面

“弱现实+强预期”并存是近期的主基调，地产、金融、消费行业走弱的现象最为显著：从弱现实角度来看，工业增加值、固定资产投资、房地产开发投资、社会消费品零售总额、PMI 数据在 2022 年度均表现较弱，尤其是房地产开发投资与社会消费数据一度出现同比负增长的情况。截止 2022 年 10 月，房地产开发投资同比-8.8%，连续八个月下跌。

图表 4: 工业增加值同比 (%)

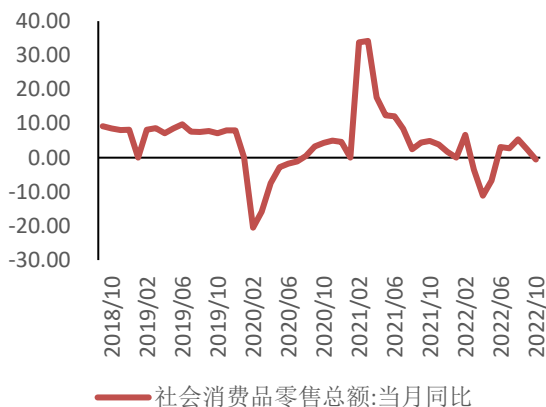


图表 5: 固定资产、房地产投资 (%)

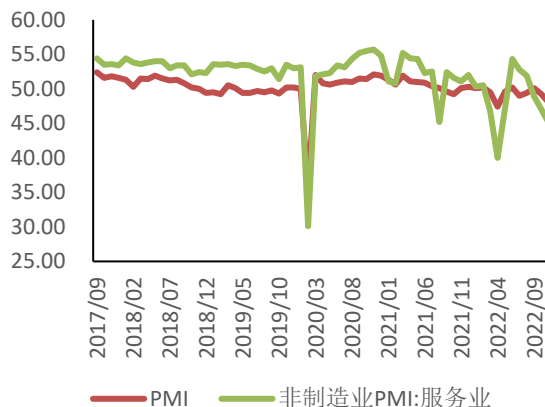


数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图表 6: 社会消费品零售总额同比 (%)



图表 7: 官方 PMI



数据来源: wind, 兴证期货研发中心

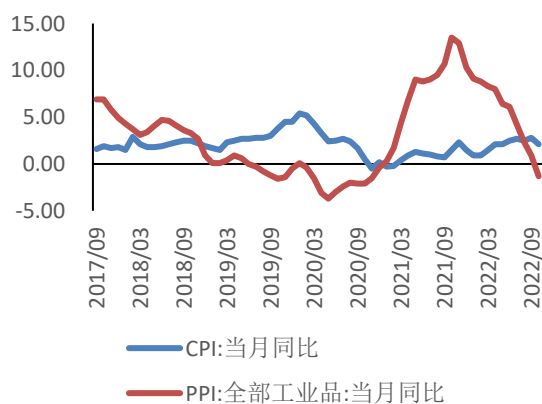
在“强预期”角度,受经济走弱与疫情的负面影响,高层持续推出刺激政策为经济托底,“二十大”之后,多项利好政策密集推出,包括降准、房企融资、国企估值体系优化、人民币汇率调控等举措。疫情防控政策优化,社会消费、物流等经济活动有望触底反弹。国内 10 月 CPI 同比 2.1%,PPI 同比-1.3%,通胀压力缓解,有助于打开宽松政策空间。国外市场方面,美国通胀数据环比回落,并低于预期。在 2022 年多次加息后,下一阶段美联储加息空间有限,市场预期加息进度趋缓,强美元对于全球股市的压制力边际减弱,人民币单边贬值压力阶段缓解。

图表 8: “二十大”后的利好政策

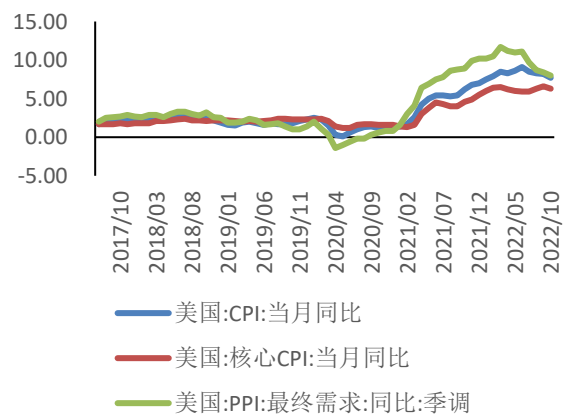
政策方向	政策细则
货币宽松	央行 12 月 5 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点。本次下调后,金融机构加权平均存款准备金率约为 7.8%。此次降准共计释放长期资金约 5000 亿元,此次降准为全面降准,除已执行 5% 存款准备金率的部分法人金融机构外,对其他金融机构普遍下调存款准备金率 0.25 个百分点。

<p>地产融资政策</p>	<p>金融十六条措施包括：稳定房地产开发贷款投放；支持个人住房贷款合理需求；稳定建筑企业信贷投放；支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期；保持债券融资基本稳定；保持信托等资管产品融资稳定；支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款；鼓励金融机构提供配套融资支持；做好房地产项目并购金融支持；积极探索市场化支持方式；鼓励依法自主协商延期还本付息；切实保护延期贷款个人征信权益；延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排；阶段性优化房地产项目并购融资政策；优化租房租赁信贷服务；拓宽租房租赁市场多元化融资渠道。</p>
<p>地产融资政策</p>	<p>2022年11月28日，证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施（地产界业内简称“新五条”），并自即日起施行。这5项措施包括：恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策；进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用以及积极发挥私募股权投资基金作用等。</p>
<p>国企估值优化信号</p>	<p>证监会主席易会满在金融论坛上对如何建设“中国特色现代资本市场”进行了详细阐述，并首次提出“探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥”。我国亟需完善中国特色现代资本市场以更好服务国家战略，加快完善契合各类型企业特别是国有企业特点的估值方法，扭转当前国有企业在资本市场大幅“折价”的趋势。</p>
<p>防疫政策优化</p>	<p>防疫二十条新规、优化落实防疫新十条。降低疫情防控对社会经济活动的制约，保证企业产销，对于后市以社会消费为主的经济数据恢复构成利好预期。</p>

图表 9: 国内通胀水平 (%)



图表 10: 美国通胀水平 (%)

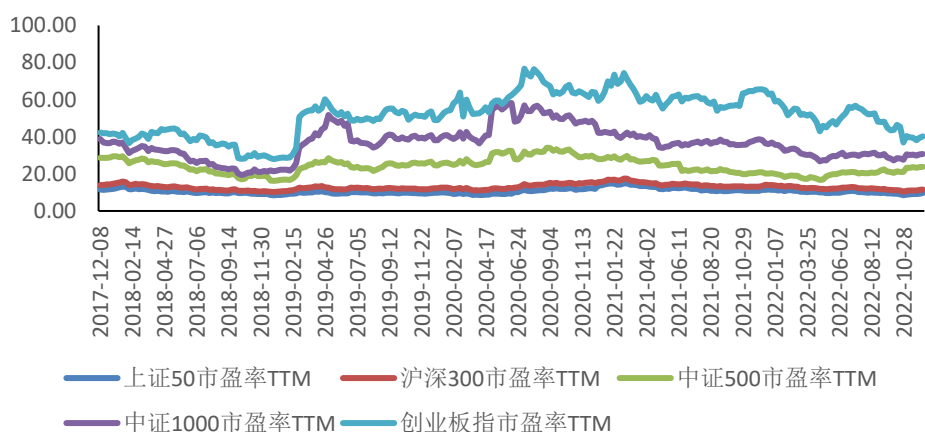


数据来源: wind, 兴证期货研发中心

### 3. 指数估值

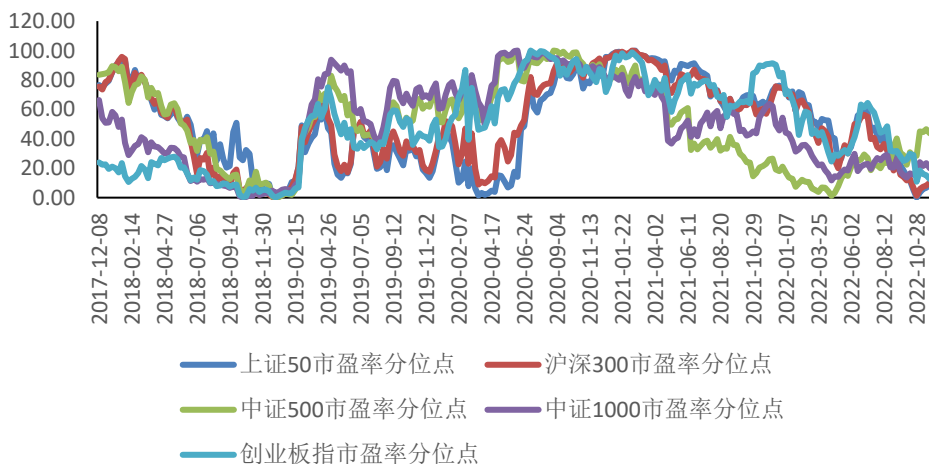
2022 年度各大指数普跌，前两年积聚的泡沫得到较大程度消化，在目前已有的八个金融期权品种中，分别对应了上证 50 指数、沪深 300 指数（三个期权品种）、中证 500 指数（两个期权品种）、中证 1000 指数、创业板指数。关于基本面、宏观面、政策面的分析是研究指数的前提，此外还需要观察期权标的的估值水平。在 2020 年走出了估值泡沫增大周期。2021 年 2 月份指数与估值泡沫到达峰值，随后开启了估值泡沫消化周期，2022 年度指数加速下跌，估值泡沫大幅出清。从 8 月底至 12 月初，上证 50 指数市盈率数值持续低于 10；沪深 300 指数市盈率数值持续低于 12。从近五年市盈率分位点这一项来看，当前上证 50 指数与沪深 300 指数当前的估值底特征比较显著，在 10 月底窗口，前者的市盈率分位点处在近五年最低值。自 10 月底开启的蓝筹股反弹行情基于指数估值底反弹修复与地产、防疫政策优化的利好加持。

图表 11：指数市盈率



数据来源：wind，兴证期货研发中心

图表 12：市盈率分位点（近五年）



数据来源：wind，兴证期货研发中心

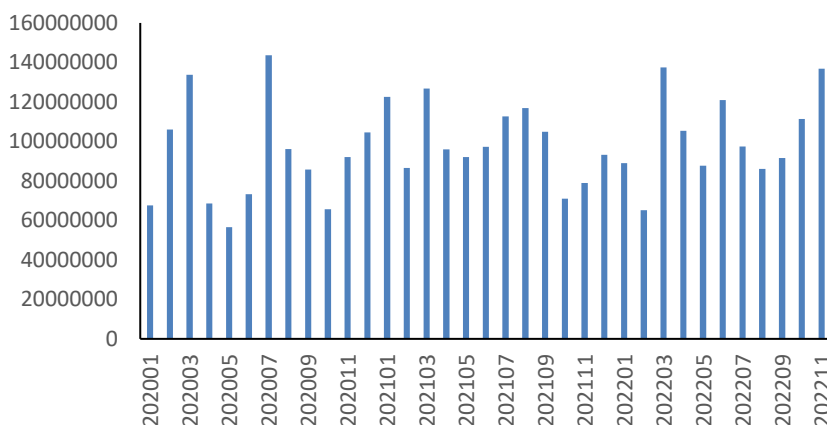


## 4.期权成交 PCR

2022年1月至11月，金融期权累计成交11.28亿张，此前2020年与2021年金融期权成交分别为10.93亿张、11.98亿张。按照现有数据估算，2022年全年成交量将超过2021年度，为大陆场内期权成交张数最高的年份。2022年新推出四个金融期权品种：中证1000股指期货、沪市500ETF期权、深市500ETF期权、创业板ETF期权。期权市场品种与成交活跃度持续增长，侧面反映了我国金融市场进一步发展，投资策略更加多样化。

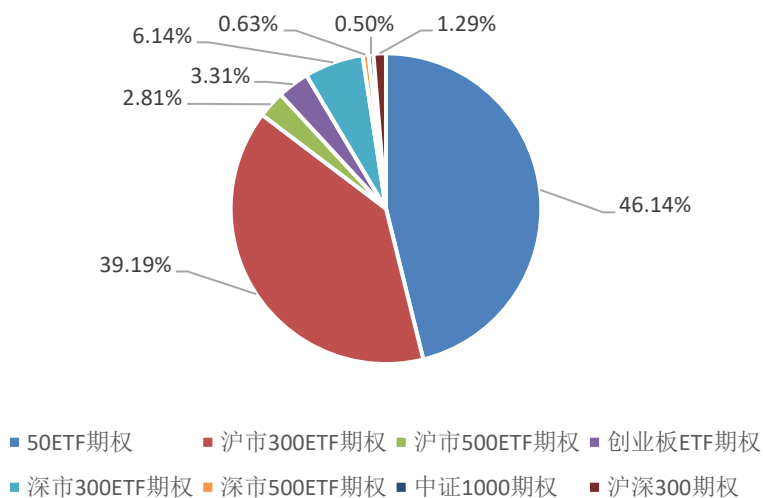
在2022年1月至11月时间窗口中，按品种来看，上证50ETF期权与沪市300ETF期权二者的成交量大，占比分别为46.14%、39.19%。占比位居第三位的是深市300ETF期权，比重为6.14%。上交所的期权品种延续着高活跃度。

图表 13: 金融期权成交张数统计 (张)



数据来源: wind, 兴证期货研发中心

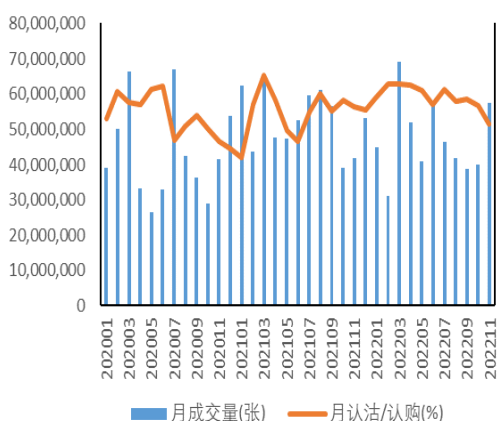
图表 14: 2022年1月-11月金融期权成交占比



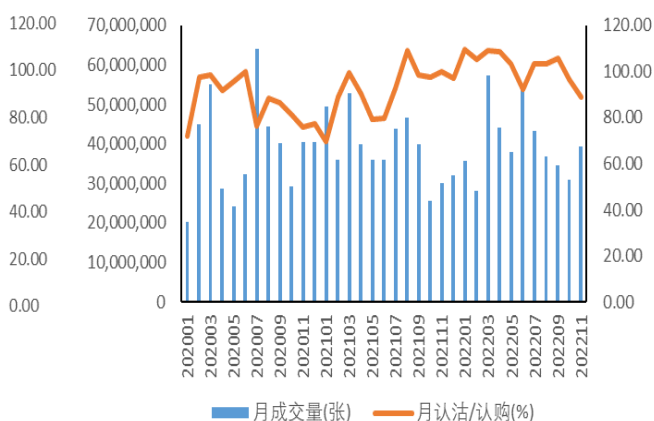
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

在各品种的成交 PCR（沽购成交比率）方面，期权 PCR 值（认沽成交量/认购成交量）在 2020 年 7 月、2021 年 1 月、2021 年 5-6 月居于相对低值区域。PCR 值通常存在着均值回归现象，即每当 PCR 极低或者极高值之后，就可能出现行情的拐点促使 PCR 由极值向均值位置回归。以 2021 年 1 月为例，在当时多头情绪高度亢奋情况下，认购合约成交活跃，PCR 值极低，直到 2 月份指数反转大跌，认沽成交量上升，PCR 值完成极值回归均值。以上证 50ETF 期权与沪市 300ETF 期权成交 PCR 为例（二者成交量大，能够充分反映市场情绪面），2022 年的月度 PCR 值总体保持偏高位置，特别是 3 月份与 7 月份前后 PCR 值较高，市场空头情绪较为高昂，对认沽期权的需求较大。到了 2022 年四季度，指数企稳反弹，成交 PCR 值整体下滑，市场空头情绪减弱，在多个政策利好与指数估值修复的影响下，后市期权标的指数震荡反弹预期较强。

图表 15: 50ETF 期权成交量

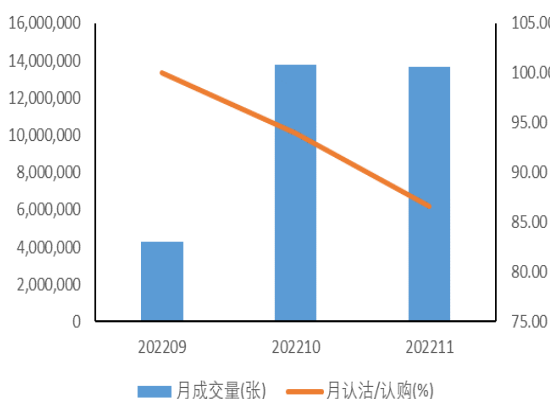


图表 16: 沪市 300ETF 期权成交量

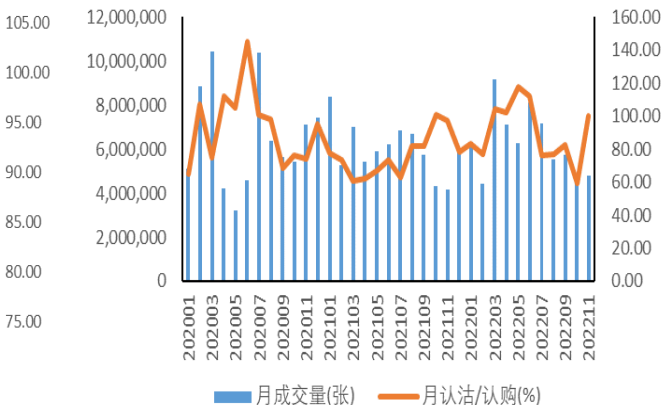


数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图表 17: 沪市 500ETF 期权成交量

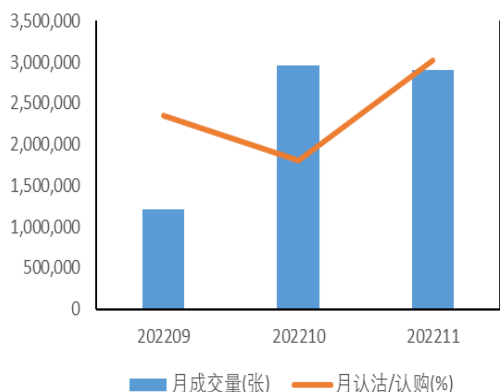


图表 18: 深市 300ETF 期权成交量

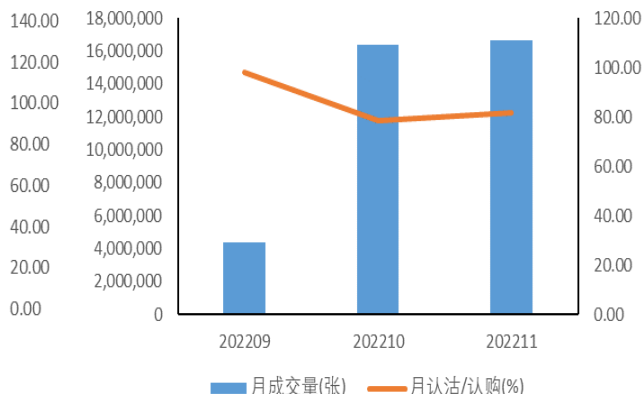


数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图表 19: 深市 500ETF 期权成交量

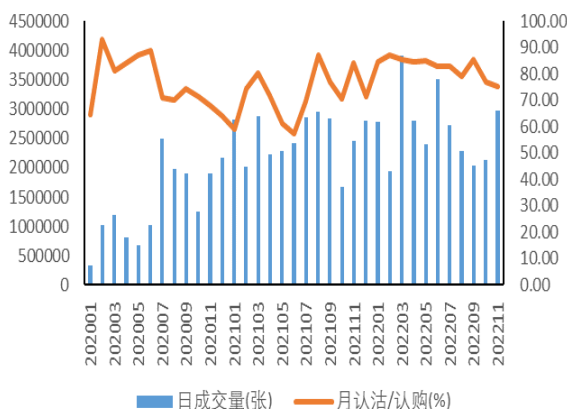


图表 20: 创业板 ETF 期权成交量

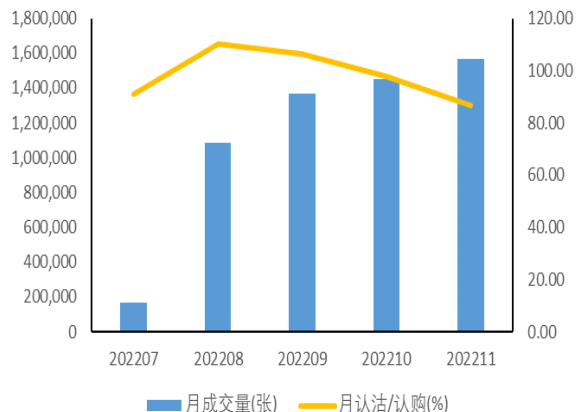


数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图表 21: 沪深 300 股指期货期权成交量



图表 22: 中证 1000 股指期货期权成交量



数据来源: wind, 兴证期货研发中心

## 5. 波动率特征

2022 年金融期权市场出现过三段明显的升波行情, 分别是 2022 年 3 月份、4 月份以及 10 月份, 均对应标的指数连续大跌的行情, 即在空头情绪的主导下, 市场隐含波动率(下文 IV 为隐含波动率的缩写简称)与实际波动率大幅上升, 随着指数阶段企稳, 隐波回落, 在这三段行情前后, 波动交易机会较大, 截止 12 月初, 仍然处在降波行情中, 做空波动率策略赢面较大。除了波动率单调策略之外, 跨品种之间的波动率差、同一品种不同期限的期限结构波差、同一期限不同行权价的微笑曲线结构波差均存在波动率交易机会。而且从不同角度看待波差, 可以推测初未来可能出现的波动率变动趋势。

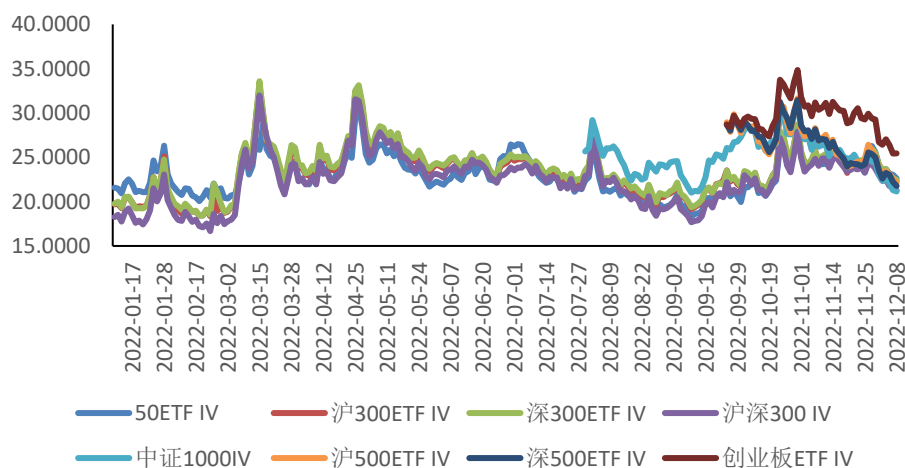
### (1) 跨品种波差分布特征

文章选取了沪市 300ETF 的平值隐波作为参照, 分别测算出沪市 300ETF 平值隐波与上证

50ETF、沪市 500ETF、创业板 ETF、中证 1000 平值期权隐波的差值：沪市 300ETF IV-上证 50ETF IV、沪市 300ETF IV-沪市 500ETF IV、沪市 300ETF IV-创业板 ETF IV、沪市 300ETF IV-中证 1000 IV。波差走势详情见图表 24 至图表 27，四个波差均值分别为-0.14%、-0.66%、-7.06%、-3.61%。

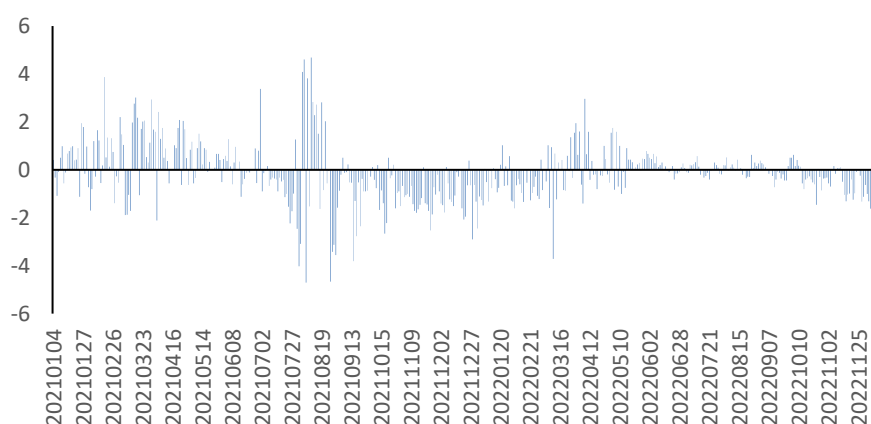
结合波差均值与波差走势曲线来看，沪深 300ETF 与 50ETF 的隐波差数值逐渐减小，且达到-2%百分点附近，低于均值，沪深 300ETF 与 500ETF、创业板 ETF、中证 1000 的隐波差数值逐渐增大，高于波差均值水平。通常波动率与波差符合均值回归特征，即波差达到极值时，往均值方向回归的需求越大。根据这一特征，后市大概率出现 50ETF、300ETF 期权降波，同时 500ETF、创业板 ETF、中证 1000 期权升波，对应的现货指数为蓝筹股波动减小，中小创指数波动率增大。

**图表 23：金融期权隐含波动率走势 (%)**



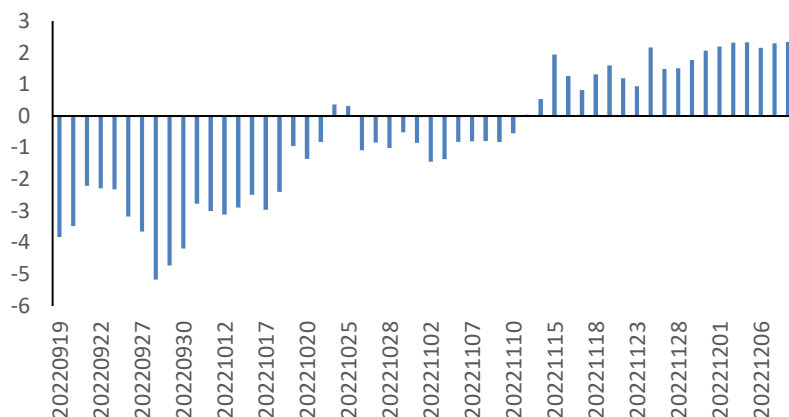
数据来源：wind，兴证期货研发部

**图表 24：上证 50ETF 与沪市 300ETF 平值期权波差 (%)**



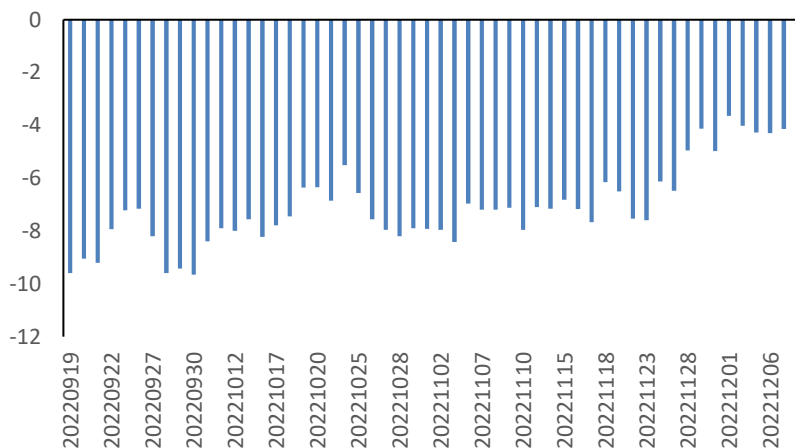
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 25: 500ETF 与沪市 300ETF 平值期权波差 (%)



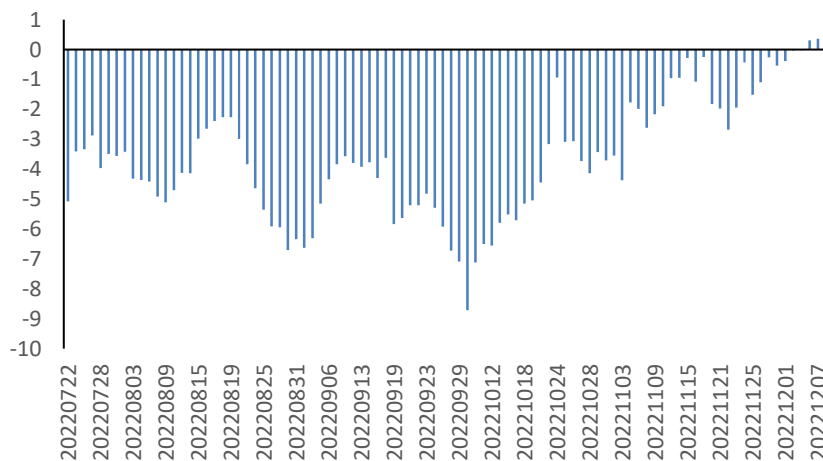
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 26: 创业板 ETF 与沪市 300ETF 平值期权波差 (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 27: 中证 1000 与沪市 300ETF 平值期权波差 (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

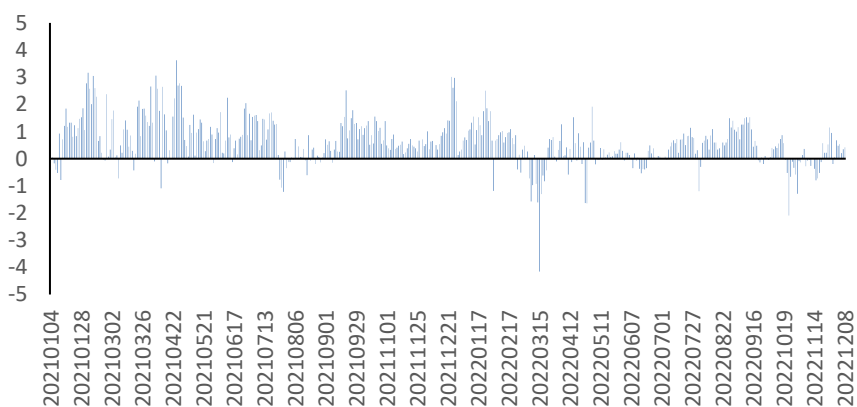
## （2）期限结构波差分布特征

期限结构是指同一个行权价的隐含波动率与期权剩余期限之间的关系，在实际交易中，将同一行权价、不同到期月份合约的隐波串联起来，构成了隐波期限结构曲线。根据 B-S 定价，理论上隐波期限结构曲线呈水平走势，但在实际行情中，期限结构曲线往往产生偏斜，这是由于在有效期内多因素的变化引起标的资产价格预期分布的改变所致，市场往往对于不同时间节点的预期各不相同，这种由时间轴角度产生的预期差异最终体现在隐波期限结构偏斜特征上。

指数类期权平值附近的隐波期限结构通常呈现近月低于远月的偏斜结构，产生这种结构的原因之一是在大部分情况下，远月的不确定性高于近月。如果在某个事件或者突破行情刺激下，隐波期限结构容易发生改变：例如市场预期标的资产将会某个时间点发生重大变化，那么事件发生前后的期权隐含波动率也就会不同，临近某件不确定性大的事件或者长假期前，容易出现近月隐波高于远月隐波的偏斜特征。

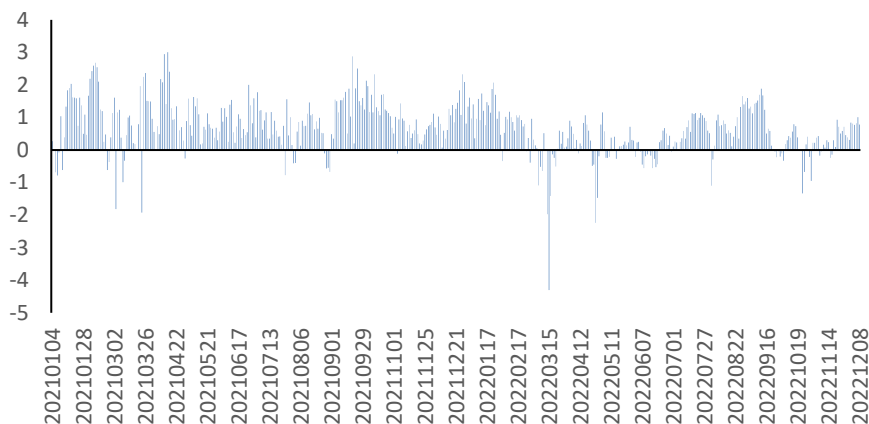
从图表 28 至图表 32 中，50ETF 与 300ETF 期权次月平值-当月平值的波差均值分别为 0.609%、0.673%，而 500ETF、创业板 ETF、中证 1000 期权的次月平值-当月平值的波差均值分别为 0.078%、-0.112%、0.198%。综合来看，50ETF 期权与 300ETF 期权的期限偏斜更加明显，说明了 50ETF 与 300ETF 的近月预期偏平稳，从这一点可以看出，义务仓策略更适用于 50ETF 期权与 300ETF 期权上。当前现有期权品种的期限隐波差均为正值，属于常态期限结构，市场“近月低于远月”的特征显著，通常反映了市场的强震荡预期。

**图表 28：上证 50ETF 期限隐波差（次月 IV-近月 IV）**



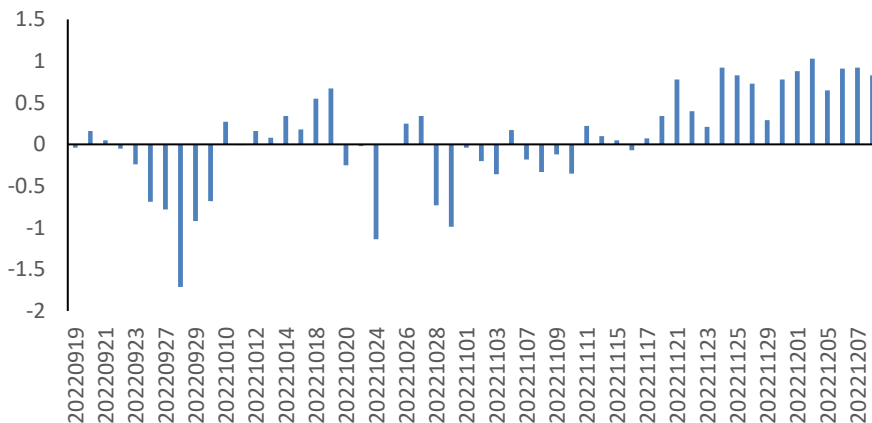
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 29: 沪市 300ETF 期限隐波差 (次月 IV-近月 IV)



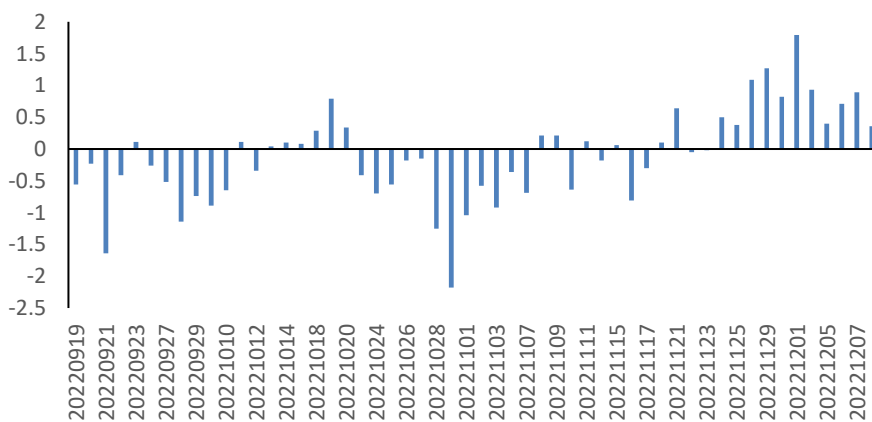
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 30: 沪市 500ETF 期限隐波差 (次月 IV-近月 IV)

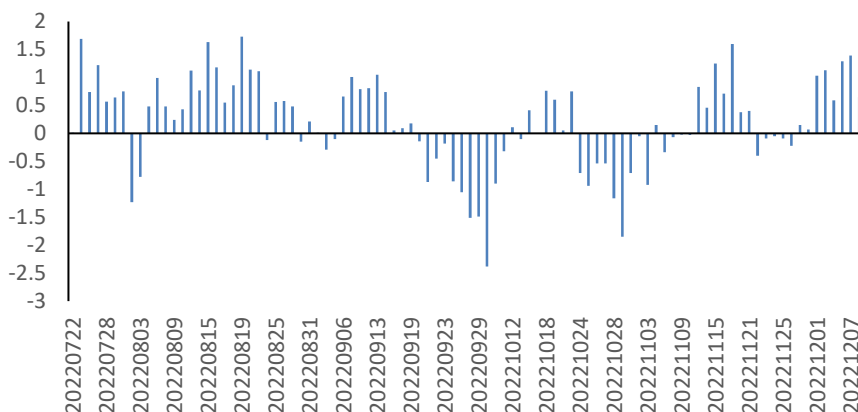


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 31: 创业板 ETF 期限隐波差 (次月 IV-近月 IV)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

**图表 32: 中证 1000 期限隐波差 (次月 IV-近月 IV)**


数据来源: wind, 兴证期货研发部

### (3) 微笑结构波差分布特征

隐含波动率微笑是形容期权隐含波动率与行权价格之间关系的曲线。波动率微笑之所以被称为“波动率微笑”，是指价外期权和价内期权的波动率高于在价期权的波动率，使得波动率曲线呈现出中间低两边高的向上半月形，像是微笑的嘴形，因此叫做波动率微笑。

股票期权或者股指期货普遍存在隐含波动率微笑的现象，由于隐含波动率是将市场上的期权交易价格和其他参数代入期权理论价格模型，反推出来的波动率数值。根据 B-S 模型的常数波动率假设，同种标的资产的期权应具有相同的隐含波动率，但实证研究表明，同种标的资产、相同到期日的期权，当期权处在深度虚值时，隐含波动率往往更大，即高行权价与低行权价期权的隐波高于平值附近的合约隐波，出现隐含波动率微笑现象。

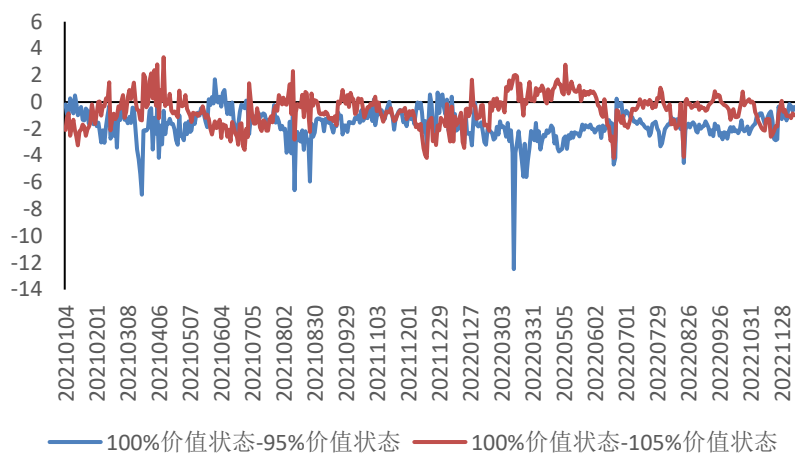
产生波动率微笑的原因来自于资产收益率在实际行情中呈尖峰肥尾分布特征，以及市场对于虚值合约高杠杆的特定需求。在 B-S 定价模型中，假定了标的资产收益率服从正态分布。但在实际行情中，金融资产的收益率分布更加显示出尖峰肥尾的特征，这种分布特征下，收益率出现极值的概率高于理论上标准正态分布，而在公式中采用收益率正态分布的前提假设，会低估了到期时期权价值变为实值与虚值出现的概率，相应也低估了深度实值和深度虚值期权的价格。另一方面，市场对于深度虚值期权具有一定的投机需求，由于期权权利仓最大损失有限，市场投资者往往偏好买入权利金低但杠杆倍数高的深度虚值期权合约，以博取倍数收益，特别是面临单边式行情时，杠杆投机交易需求大，因此，投机层面的市场需求推高了深度虚值合约的隐含波动率。

在下面图表中，100% 价值状态为平值，95% 状态为比平值低 5% 行权价，105% 状态为比平值高 5% 的行权价，根据样本数据统计分析，可以看出大部分情况下平值状态的隐波低于 95% 价值状态的隐波，市场对于虚值认沽期权的避险需求所致。近期平值合约隐波低于 95% 价值状



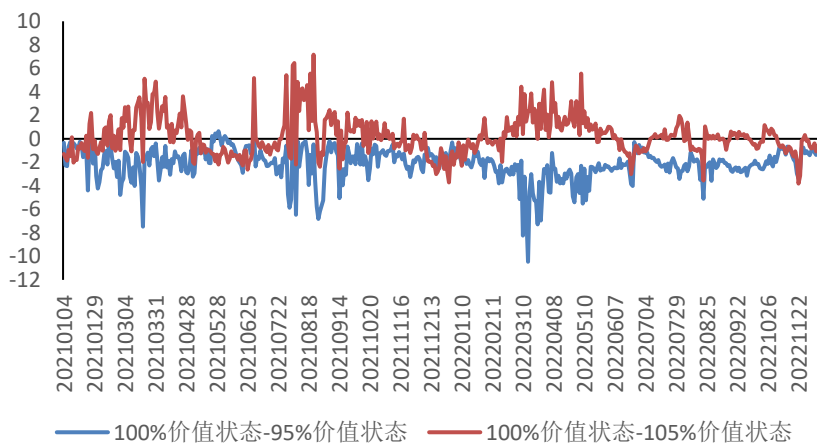
态隐波与 105% 价值状态隐波，但是 95% 价值状态与平值间的隐波差缩小，市场空头预期减弱。从微笑结构隐波差的走势可以看出，当前市场总体呈现震荡行情，空头预期减弱。

**图表 33: 上证 50ETF 微笑结构隐波差**



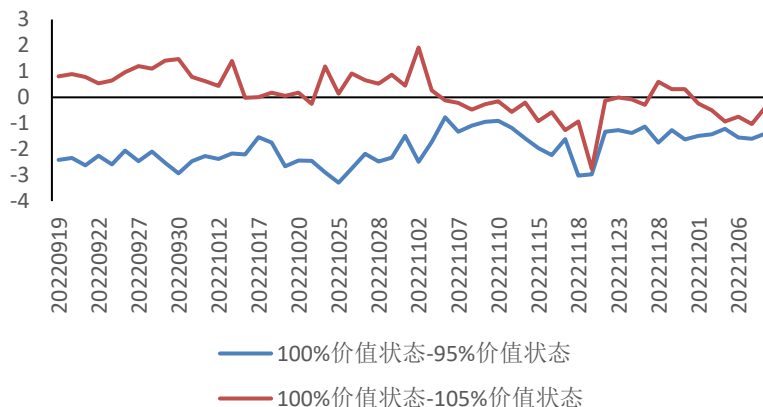
数据来源: wind, 兴证期货研发部

**图表 34: 沪市 300ETF 微笑结构隐波差**



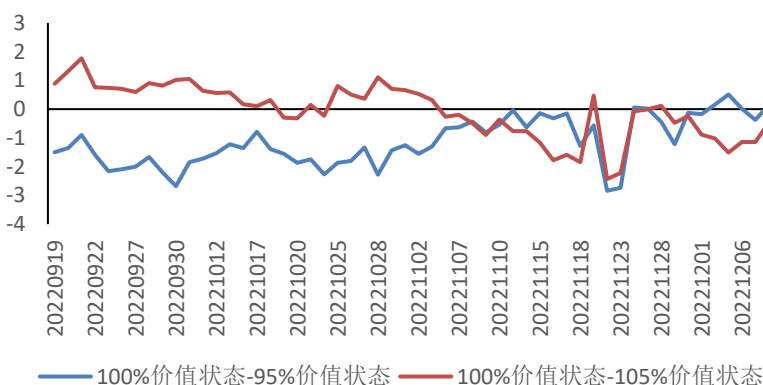
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 35: 沪市 500ETF 微笑结构隐波差



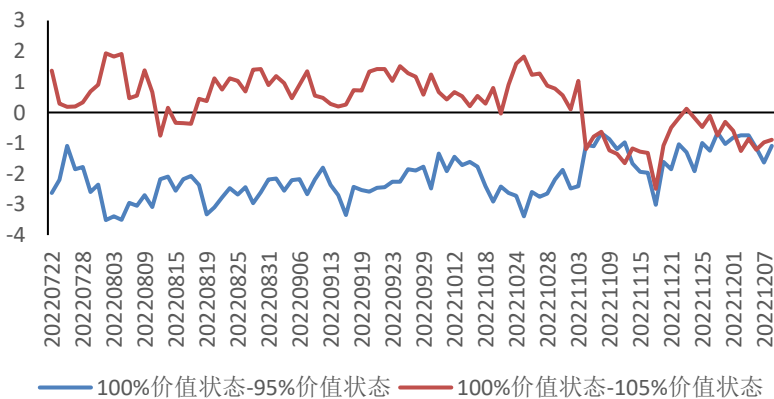
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 36: 创业板 ETF 微笑结构隐波差



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 37: 中证 1000 微笑结构隐波差

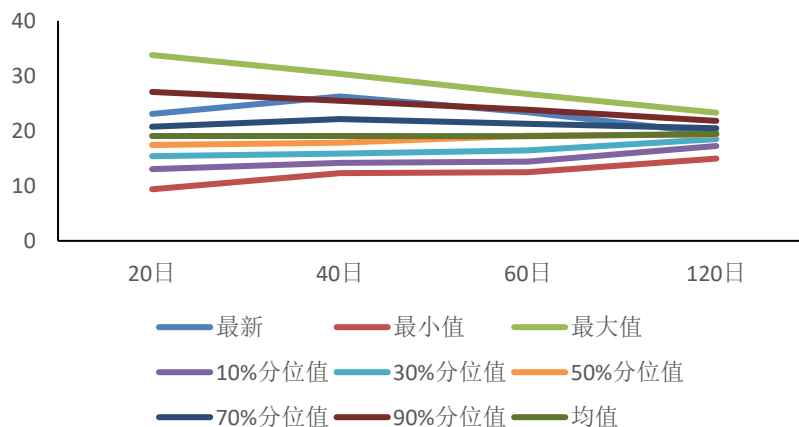


数据来源: wind, 兴证期货研发部

**(4) 历史波动率特征**

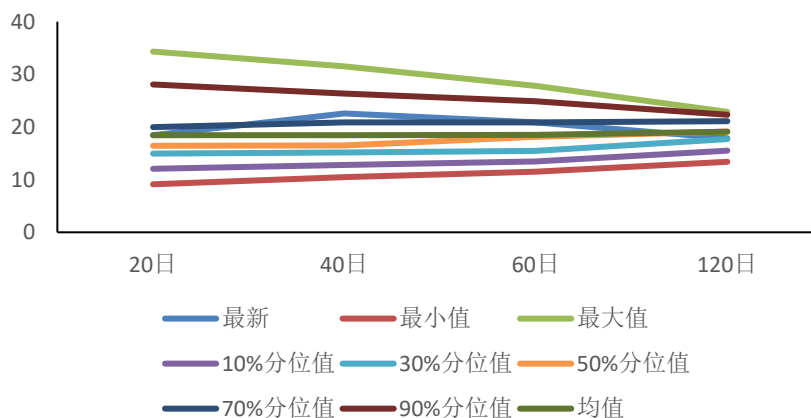
在近两年周期中，上证 50ETF 的 20 日、40 日历史波动率分别为 23.09、26.26，远高于均值 19.09、19.07；分别接近 80%、90%分位点，沪深 300ETF 历史波动率高于中位数；相比之下 500ETF、创业板 ETF、中证 1000 三大指数的历史波动率偏低，特别是短周期历史波动率数值，即 20 日周期历史波动率低于 20%分位数水平；即使是 120 日长周期的历史波动率，其数值也普遍低于中位数。结合前文隐波的分析，波动率方面，金融期权呈现出 50ETF、300ETF 的波动率高于 500ETF、创业板 ETF、中证 1000 的波动率，对应的则是蓝筹股波动高于中小创个股。这种现象不多见，通常中小创的波动率高于蓝筹波动率，这与小盘股自身特点有关。随着行情演变，这种非常态下的状态终将回归，即回归到 50ETF、300ETF 波动率低于 500ETF、创业板 ETF、中证 1000 波动率的常态状况。

**图表 38: 上证 50ETF 历史波动率锥**



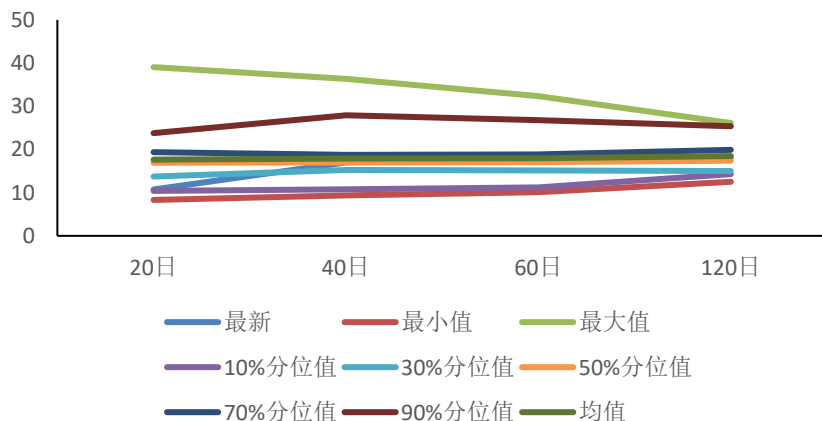
数据来源: wind, 兴证期货研发部

**图表 39: 沪市 300ETF 历史波动率锥**



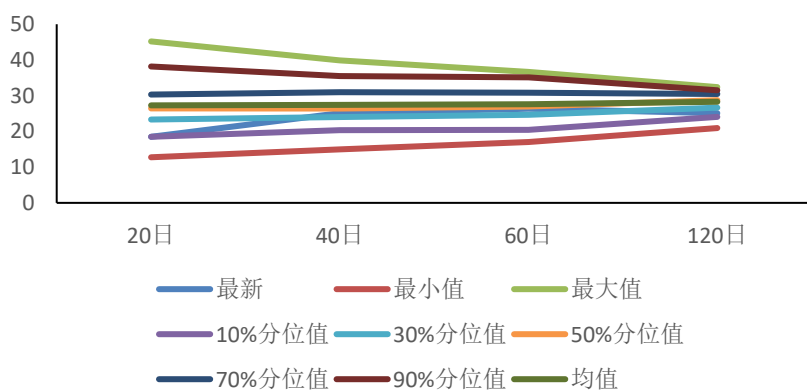
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 40: 沪市 500ETF 历史波动率锥



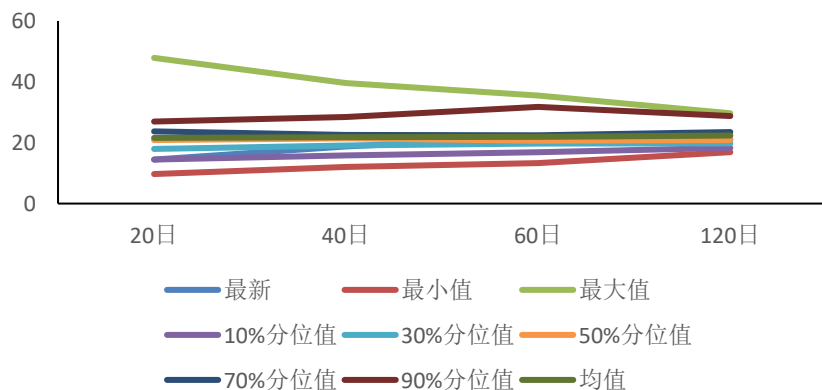
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 41: 创业板 ETF 历史波动率锥



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 42: 中证 1000 历史波动率锥



数据来源: wind, 兴证期货研发部

## 6.总结与展望

(1) 基本面与政策面角度，“弱现实+强预期”仍然是 2023 年的写照，各项经济数据难以在短时间内有效反转，地产与消费行业的现实表现仍然偏弱，这是压制指数反弹空间的基本面因素。美联储尚未出现货币政策转向的信号，高息紧缩的货币政策不变，加息进度放缓不代表着政策转向。在“强预期”角度，为了提振国内经济，一系列刺激政策陆续出台，包括降准、下调 LPR、地产十六条、地产股权融资新五条、消费刺激政策、防疫优化政策等。基于强政策支撑，市场酝酿着经济困境回暖的预期，股市在弱现实压制与强预期的提振中运行。

(2) 期权标的方面，现有的八个期权标的分别对应上证 50 指数、沪深 300 指数（三个期权品种）、中证 500 指数（两个期权品种）、中证 10000 指数、创业板指数五个金融指数。经历 2021 年至 2022 年的指数调整周期，以上证 50 指数、沪深 300 指数为代表的蓝筹股估值泡沫得到较大程度出清，估值底部特征显著。从估值角度来看，预期 2023 年展开上证 50 指数与沪深 300 指数的震荡反弹的估值修复行情。

(3) 继 2022 年新推出四个期权品种之后（中证 1000 股指期权、沪市 500ETF 期权、深市 500ETF 期权、创业板 ETF 期权，深证 100ETF 期权将于 12 月 12 日推出），2023 年度有望推出上证 50 股指期权。期权市场日益成熟完善，参与主体多元化，成交张数逐年增长，期权策略可多可空可盘整，创越牛熊，在 A 股结构行情的背景下，期权可以满足投资者方向投资、套保对冲、中性套利等多种投资需求。期权月度成交 PCR 值重心下移，市场空头情绪逐渐回落。

(4) 波动率方面，各品种期权隐含波动率均呈降波趋势，期限结构为近月平值隐波低于次月平值隐波的偏斜结构，微笑结构方面，低行权价合约与平值合约的隐波差收窄，震荡预期走强。300ETF 期权与 500ETF 期权、创业板 ETF 期权、中证 1000 股指期权的隐波差走强，并且高于历史波差均值，根据波动率与波差的均值回归特征，后市波差回归均值的概率较大。根据现有的波动率趋势与期限结构、微笑结构分布特征，结合标的指数的预期来看，2023 年度金融期权波动率最大的特征是降波，且降波空间较大的是上证 50ETF 期权与沪深 300ETF 期权。

(5) 期权策略方面，2023 年度以上证 50ETF 与沪深 300ETF 为首的期权标的大概率走震荡反弹修复行情，伴随着波动率重心下降。因此主打策略可以关注牛市价差策略、卖出认沽策略或者备兑增强收益策略。

### 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。