

## 风格分化，指数维持低波反弹预期

兴证期货·研究咨询部

2023年11月20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

国内方面，上周公布了中国社融资、M2等流动性数据，以及工业、消费、地产方面的行业数据，流动性数据整体符合预期，货币政策保持平稳偏宽松。工业、消费强于预期，地产投资延续弱势，行业结构性复苏，整体下行空间有限。政策支持犹在，但国内需求端弹性不足，改善空间受到压制，地产持续偏软很大程度限制金融指数反弹空间，股市大小风格分化，小盘股相比蓝筹股走强，存量资金博弈，关注风格切换及板块轮动，市场整体呈现震荡反弹走势。美10月CPI小幅低于预期，美元指数及美国10年期国债收益率走低，降低了美联储在下月继续加息的概率，随着美联储高利率的影响继续渗透到经济中，美国人将会缩减支出。其中传导至就业工资增长预期放缓，可能会削弱美国的消费需求。美债收益率、美元指数下行，人民币升值，北向资金流出不多，外部条件有所好转。

金融期权方面，金融期权成交量维持低位，标的指数震荡，上证50指数、沪深300系列期权成交PCR值普遍维持在90%以下，空头情绪较低，沽购成交活跃度低迷。由于市场大小盘股风格分化，小盘股近期反弹幅度大于蓝筹股，前者积聚了一定的抛压。金融期权大部分品种的隐波居于近一年20%分位值以下，且隐波本身变动幅度收窄，即低波窄幅变化，期权隐波期限结构维持近月低于远月的偏斜结构，近半个月，隐波期限结构与垂直微笑结构比较稳定，未出现短促的结构切换，反映出在市场强震荡预期影响下，情绪释放空间与波动率变动区间有限，且利多或者利空时间对于隐波的影响力即周期较小，逢回调可关注卖出虚值看跌期权的策略。

上证50指数、沪深300指数系列期权品种的偏度指数skew普遍低于100，且在近期长时间处于较低位置；相比之下，中证500、中证1000、创业板ETF等期权品种skew偏度指数普遍高于50指数与沪深300指数系列期权，反映出近期行情风格分化情况下，蓝筹系列积聚待涨情绪，而对于小盘股，面临着反弹之后抛

压引起的调整情绪。同为金融期权，偏度上的分化或将反映大小风格迎来切换。

商品期权方面，铜、铝期权成交 PCR 值重心下移，甲醇、PTA 期权成交量及成交 PCR 值维持低位，以上商品情绪面整体比较平稳，以震荡预期为主；此外，美元指数大跌，金价小幅度反弹，空头情绪回落，黄金期权成交量小幅度回落，但美国就业劳工与通胀之间的博弈，仍将加大高位金价的不确定性，PCR 值及金价下跌情绪或将反复。铜铝期权、甲醇、PTA 期权等品种隐含波动率重心延续下移趋势，震荡预期高；豆粕期权隐波走高，该品种的升波预期有所上扬，黄金期权方面，美股市场反弹大涨，空头情绪衰落利空金价，黄金期权隐含波动率延续反弹趋势，关注金价下跌对隐波上升的刺激效应。

**风险因子：经济数据表现不佳、美联储超预期收紧信号**

## 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-0.64%，沪市 300ETF 变化-0.57%，沪市 500ETF 变化 0.93%，深市 300ETF 变化-0.48%、深市 500ETF 变化 0.97%，创业板 ETF 变化 1.93%，深证 100ETF 变化-1.00%，上证 50 指数变化-0.66%、沪深 300 变化-0.51%、中证 1000 指数变化 1.82%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 9.76、11.12、22.66、39.15、29.11，五年周期中对应的分位为 36.61%、7.87%、37.01%、67.32%、4.33%。

国内方面，上周公布了中国社融资、M2 等流动性数据，以及工业、消费、地产方面的行业数据，中国 10 月 M2 同比增长 10.3%，预期 10.5%；10 月新增人民币贷款 7384 亿元，预期 6400 亿元，10 月社会融资规模增量为 1.85 万亿元，预期 1.82 万亿元，流动性数据整体符合预期，货币政策保持平稳偏宽松。10 月规模以上工业增加值同比增长 4.6%，预期 4.3%，10 月社会消费品零售总额同比增长 7.6%，预期 7.3%，1-10 月房地产开发投资同比下降 9.3%，预期降 9.2%。工业、消费强于预期，地产投资延续弱势，行业结构性复苏，整体下行空间有限。政策支撑犹在，但国内需求端弹性不足，改善空间受到压制，地产持续偏软很大程度限制金融指数反弹空间，股市大小风格分化，小盘股相比蓝筹股走强，存量资金博弈，关注风格切换及板块轮动，市场整体呈现震荡反弹走势。

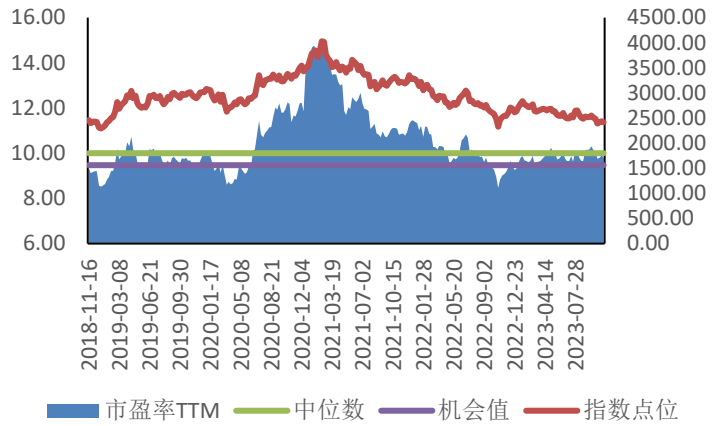
国外方面，美国 10 月未季调 CPI 同比升 3.2%，为今年 7 月以来新低，预期升 3.3%，前值升 3.7%；美国 10 月未季调核心 CPI 同比升 4%，预期升 4.1%，前值升 4.1%；核心 CPI 环比升 0.2%，预期升 0.3%，前值升 0.3%。美 CPI 小幅低于预期，美元指数及美国 10 年期国债收益率走低，降低了美联储在下月继续加息的概率，随着美联储高利率的影响继续渗透到经济中，美国人将会缩减支出。其中传导至就业工资增长预期放缓，可能会削弱美国的消费需求。美债收益率、美元指数下行，人民币升值，北向资金流出不多，外部条件有所好转。

### 2.商品行情回顾与展望

前一周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为 1.03%、-1.23%；甲醇、PTA 周度涨跌幅分别为 0.48%、3.33%；豆粕、黄金活跃合约周度涨跌幅为 0.20%、0.44%。上周铜、铝价格窄幅震荡，成交量维持偏低位置；甲醇价格震荡反弹，PTA 反弹幅度较大，但反弹持续性有待观察；贵金属价格窄幅震荡，避险情绪下降，利空金价，

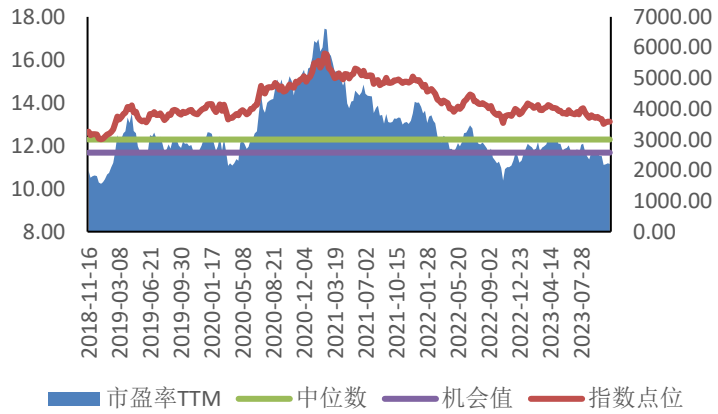
此外，国内经济韧性，预期人民币汇率反弹，金价高位承压。

图 1: 上证 50 指数估值 (市盈率-TTM)



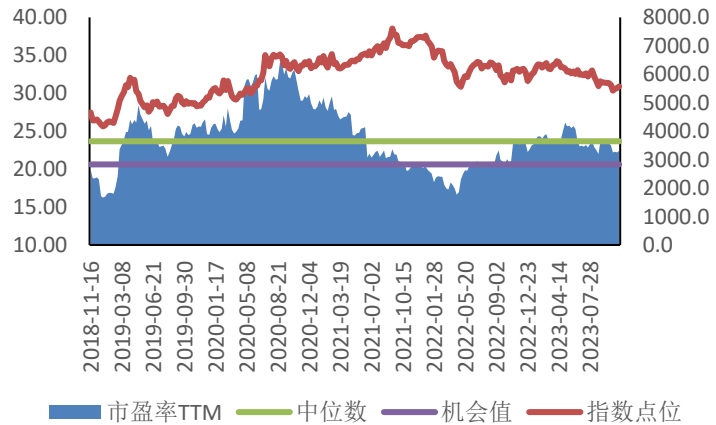
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 2: 沪深 300 指数估值 (市盈率-TTM)



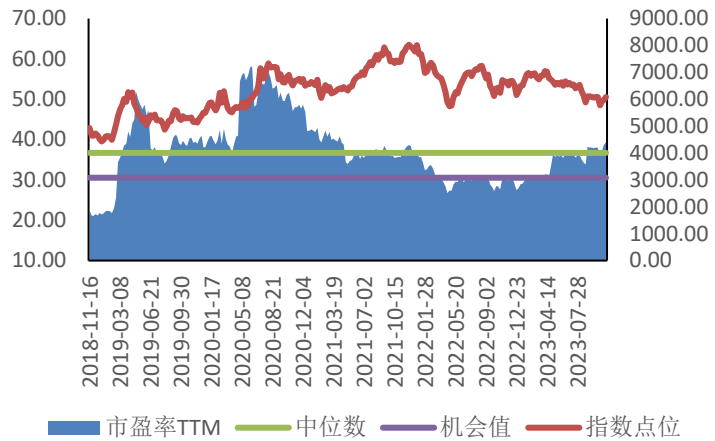
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 3: 中证 500 指数估值 (市盈率-TTM)



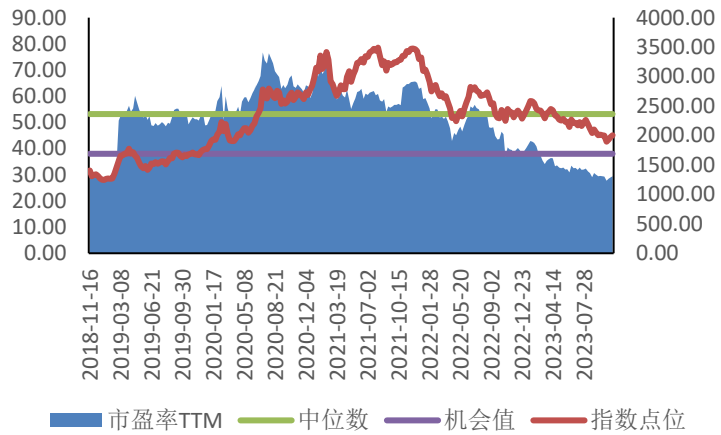
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率-TTM)



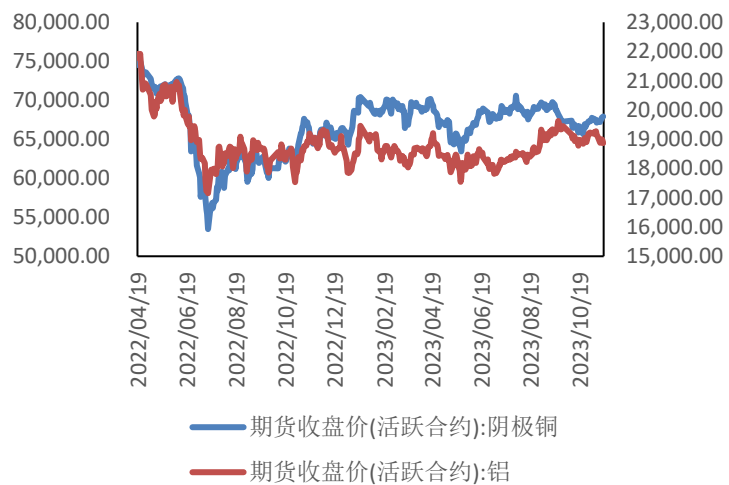
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 5: 创业板指数估值 (市盈率-TTM)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 6: 铜、铝活跃合约收盘价



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 7: PTA、甲醇活跃合约收盘价



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 8: 豆粕活跃合约收盘价



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

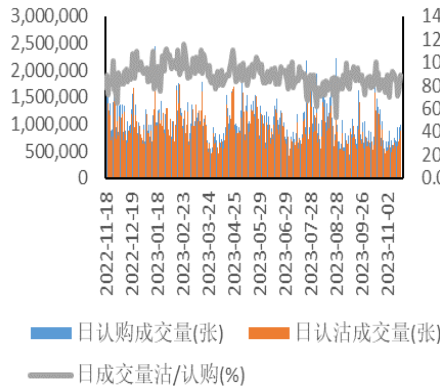
金融期权成交量维持低位,标的指数震荡,上证 50 指数、沪深 300 系列期权成交 PCR 值普遍维持在 90%以下,空头情绪较低,沽购成交活跃度低迷。由于市场大小盘股风格分化,小盘股近期反弹幅度大于蓝筹股,前者积聚了一定的抛压,因此,中证 500ETF 期权成交 PCR 值较高于上证 50 指数、沪深 300 系列的避险情绪。

### 2.商品期权

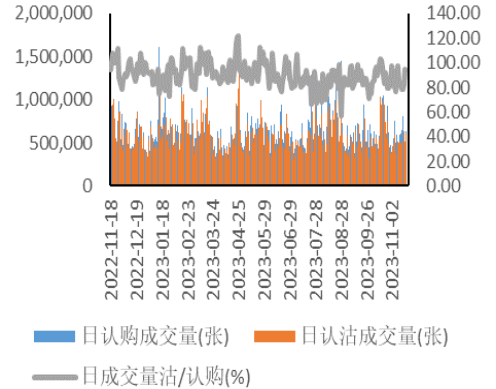
商品期权方面,铜、铝期权成交 PCR 值重心下移,甲醇、PTA 期权成交量及

成交 PCR 值维持低位，以上商品情绪面整体比较平稳，以震荡预期为主；此外，美元指数大跌，金价小幅度反弹，空头情绪回落，黄金期权成交量小幅度回落，但美国就业劳工与通胀之间的博弈，仍将加大高位金价的不确定性，PCR 值及金价下跌情绪或将反复。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

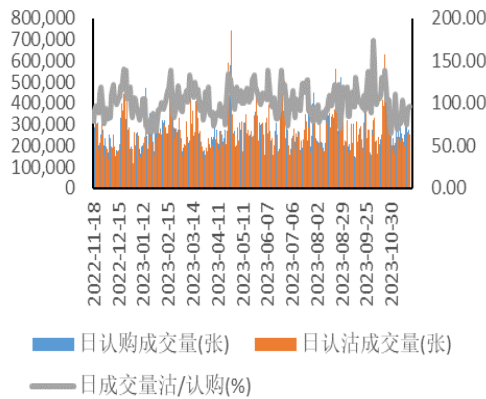


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

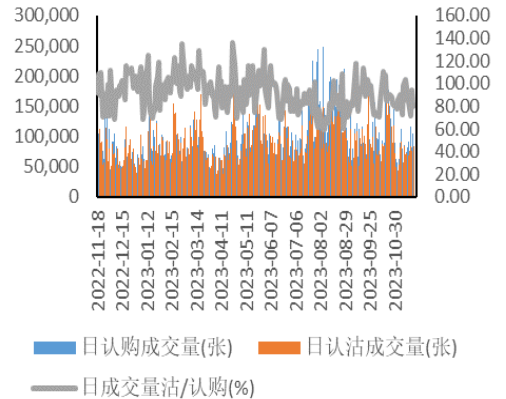


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

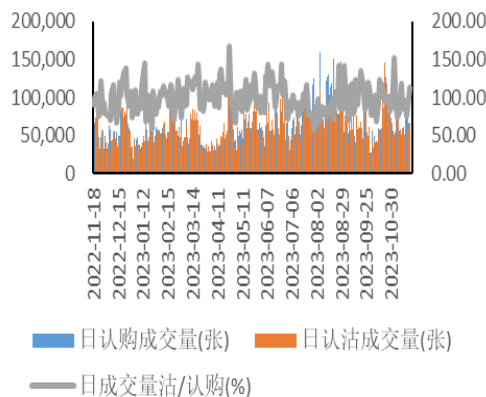


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

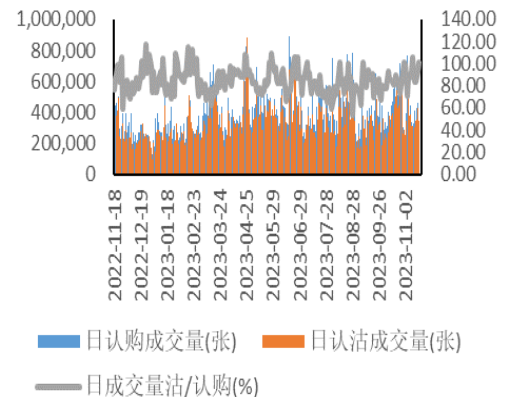


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

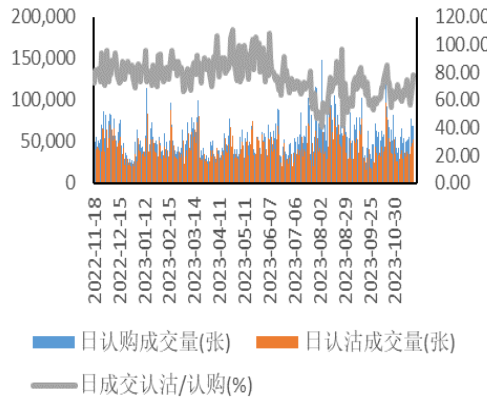


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

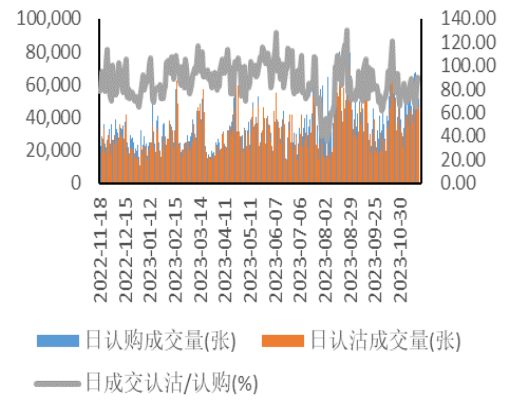


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

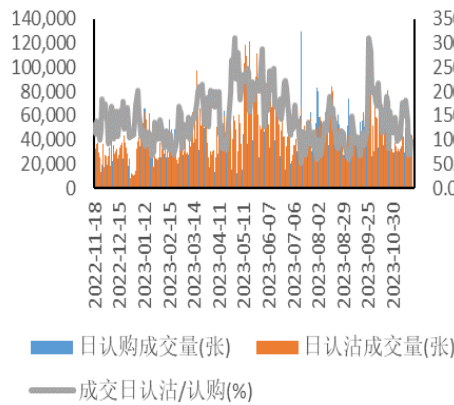


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

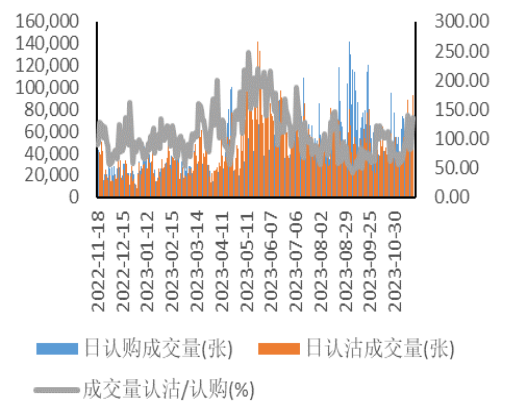


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 17: 沪铜期权 PCR

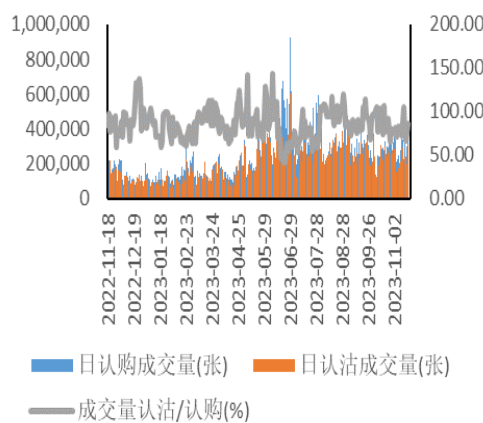


图表 18: 沪铝期权 PCR

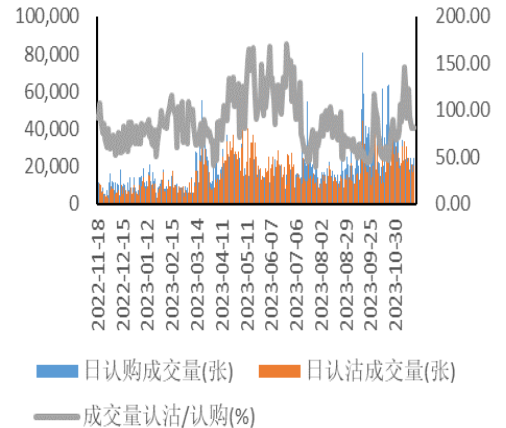


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 19: 甲醇期权 PCR



图表 20: 沪金期权 PCR

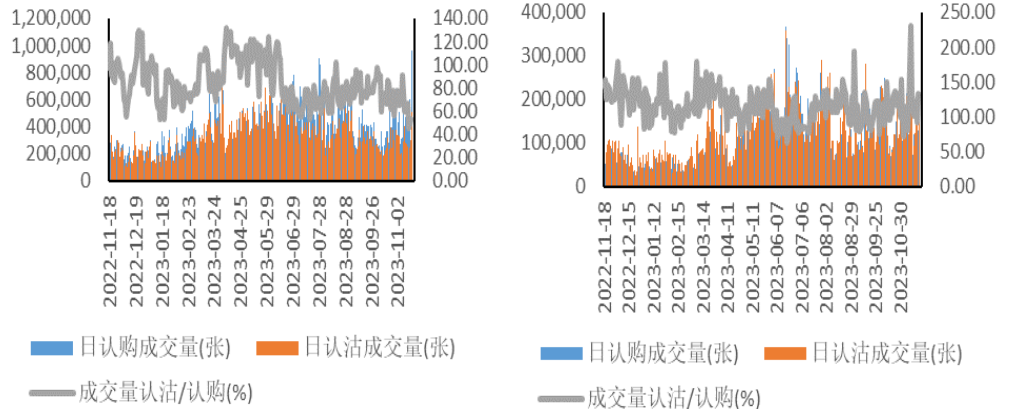


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部



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

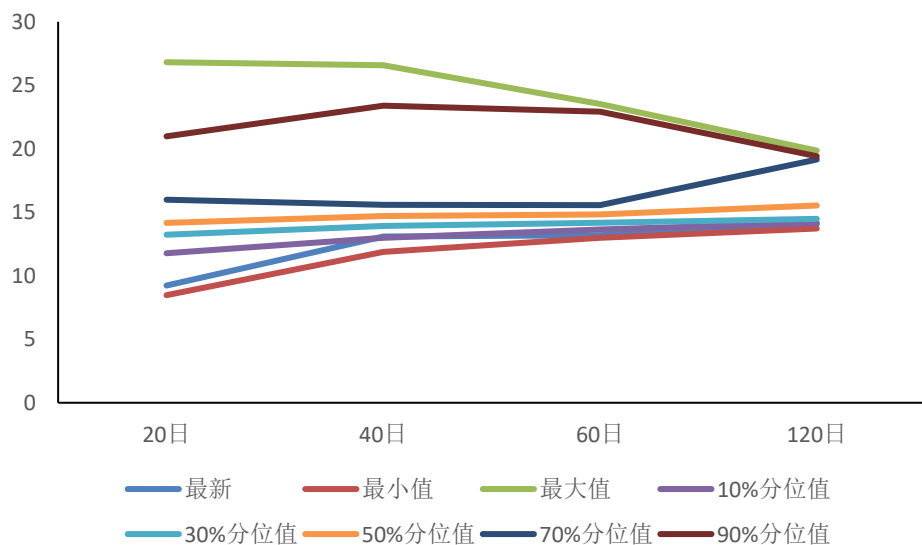
#### 1.金融期权

波动率方面, 金融期权大部分品种的隐波居于近一年 20%分位值以下, 且隐波本身变动幅度收窄, 即低波窄幅变化, 期权隐波期限结构维持近月低于远月的偏斜结构, 近半个月, 隐波期限结构与垂直微笑结构比较稳定, 未出现短促的结构切换, 反映出在市场强震荡预期影响下, 情绪释放空间与波动率变动区间有限, 且利多或者利空时间对于隐波的影响力即周期较小, 逢回调可关注卖出虚值看跌期权的策略。

#### 2.商品期权

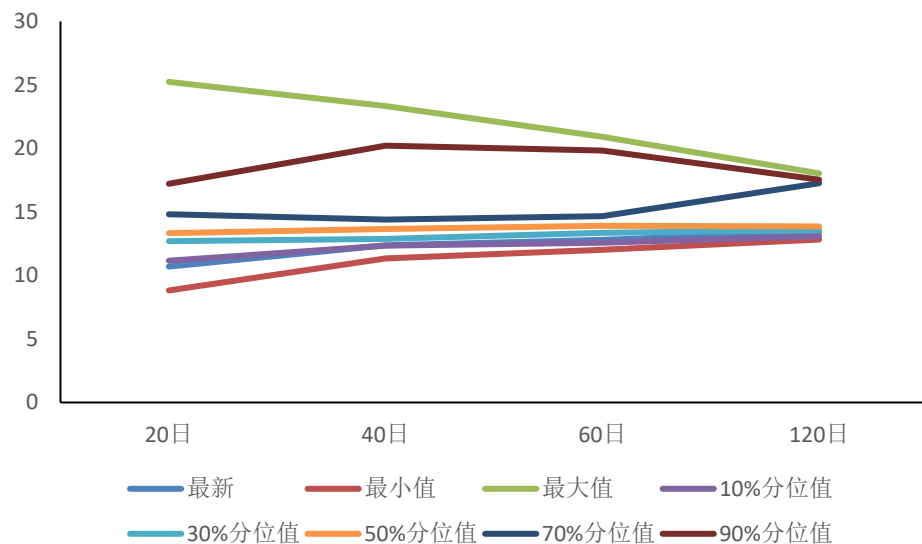
商品期权方面, 铜铝期权、甲醇、PTA 期权等品种隐含波动率重心延续下移趋势, 震荡预期高; 豆粕期权隐波走高, 该品种的升波预期有所上扬, 黄金期权方面, 美联储停止加息, 但美联储目前不考虑降息的观点, 显示鹰派观点, 美股市场反弹大涨, 空头情绪衰落利空金价, 黄金期权隐含波动率延续反弹趋势, 关注金价下跌对隐波上升的刺激效应。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



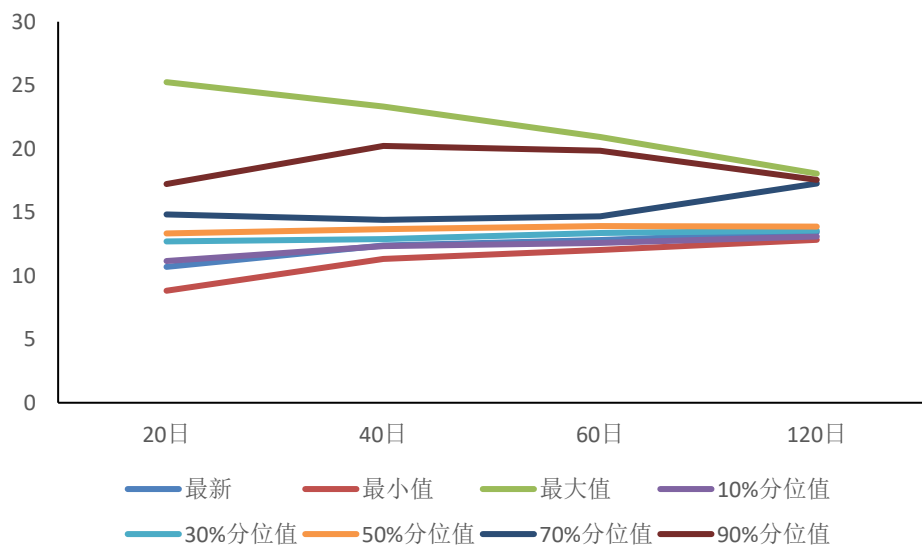
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



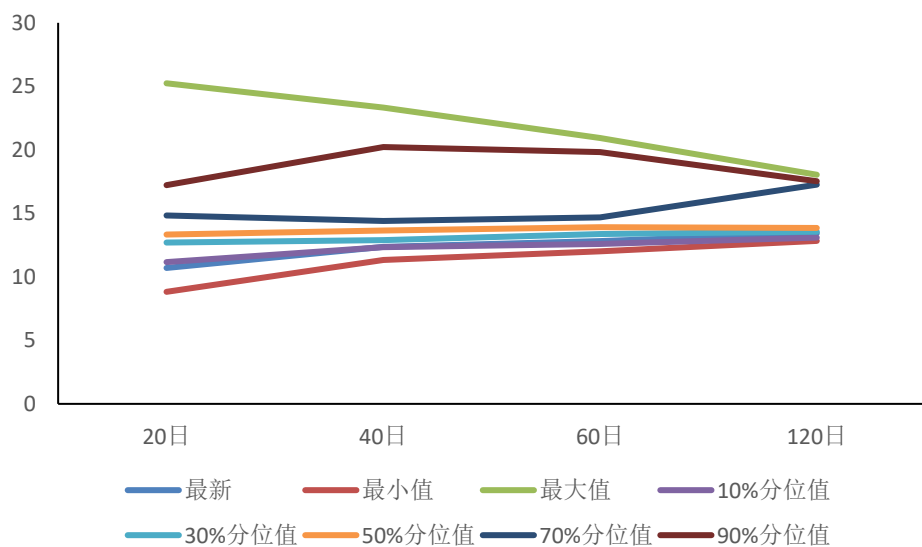
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



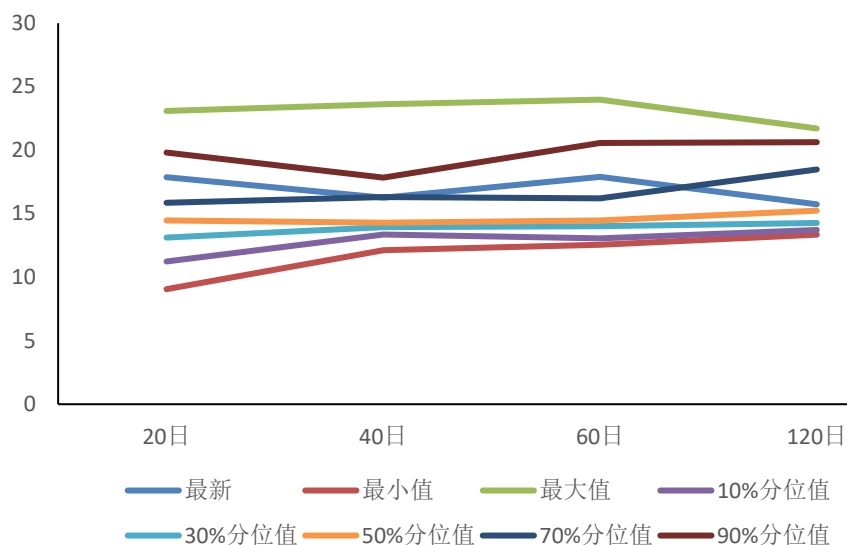
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



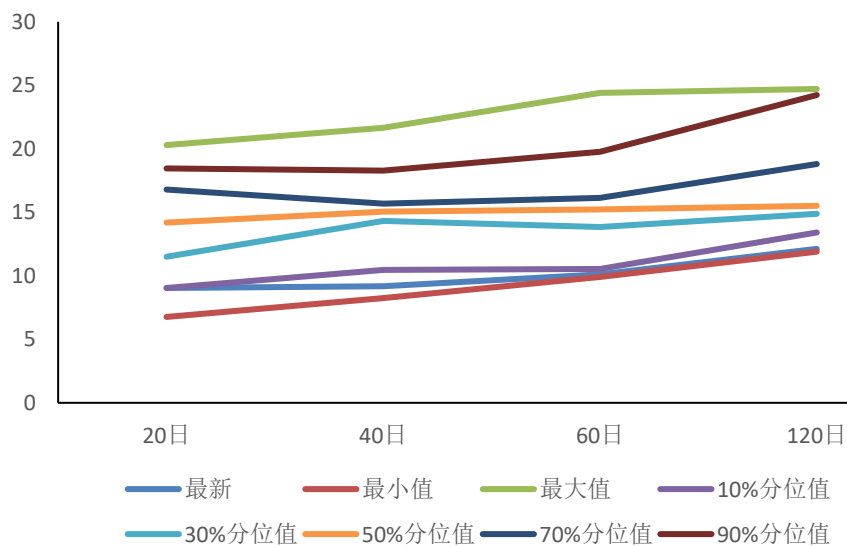
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



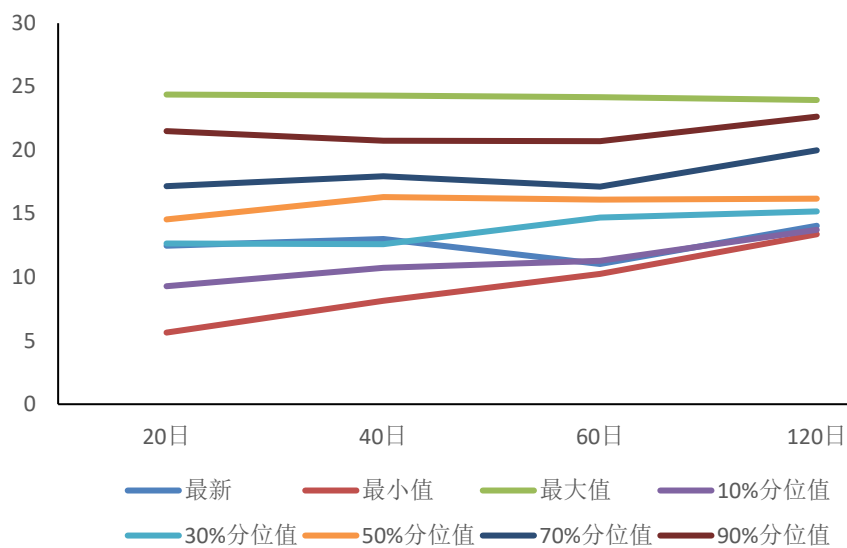
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 28: 沪铜历史波动率锥



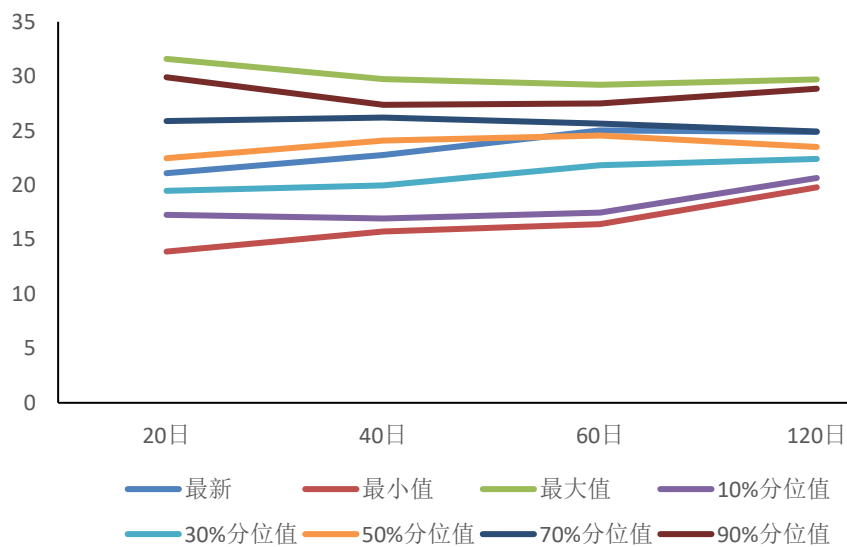
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 29：沪铝历史波动率锥



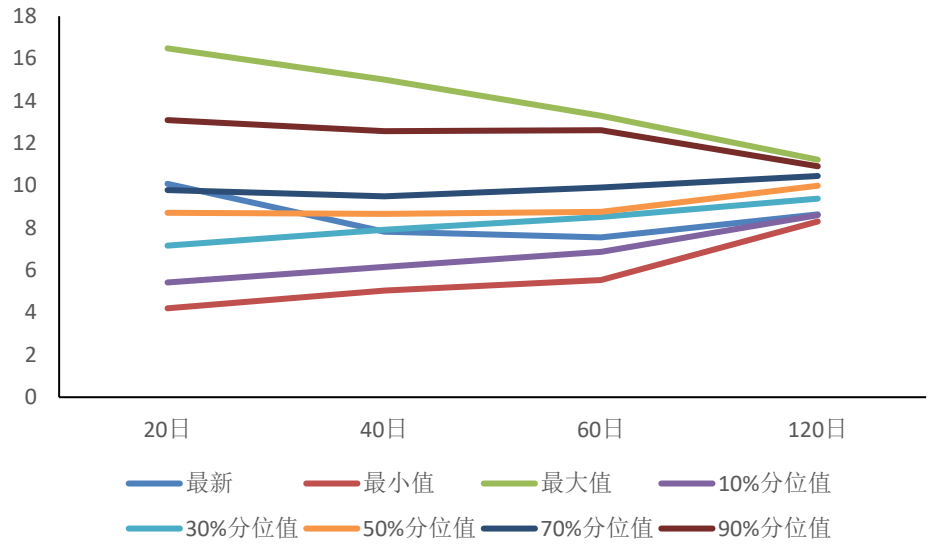
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 30：甲醇历史波动率锥



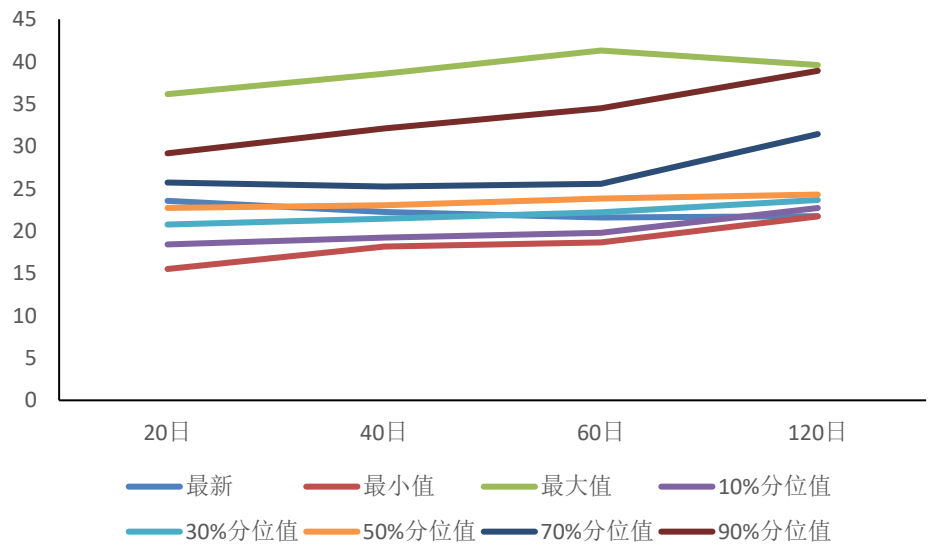
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31: 沪金历史波动率锥



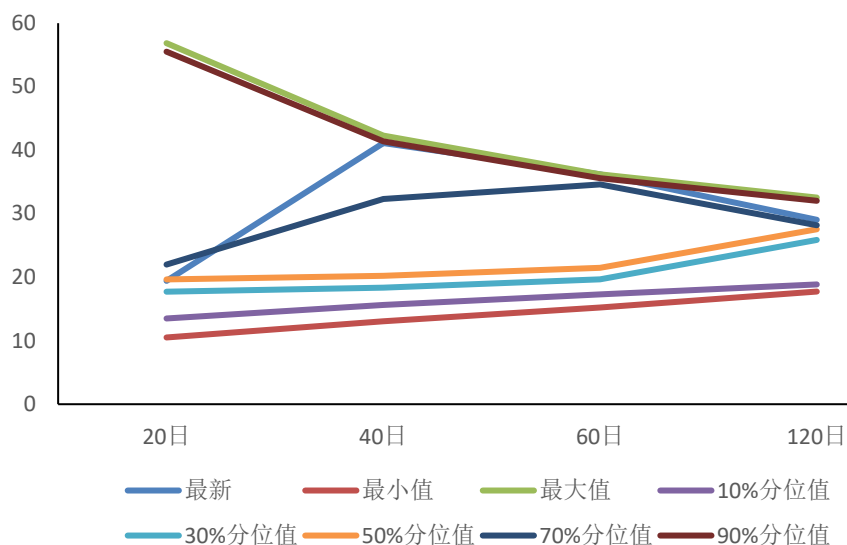
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 31: PTA 历史波动率锥



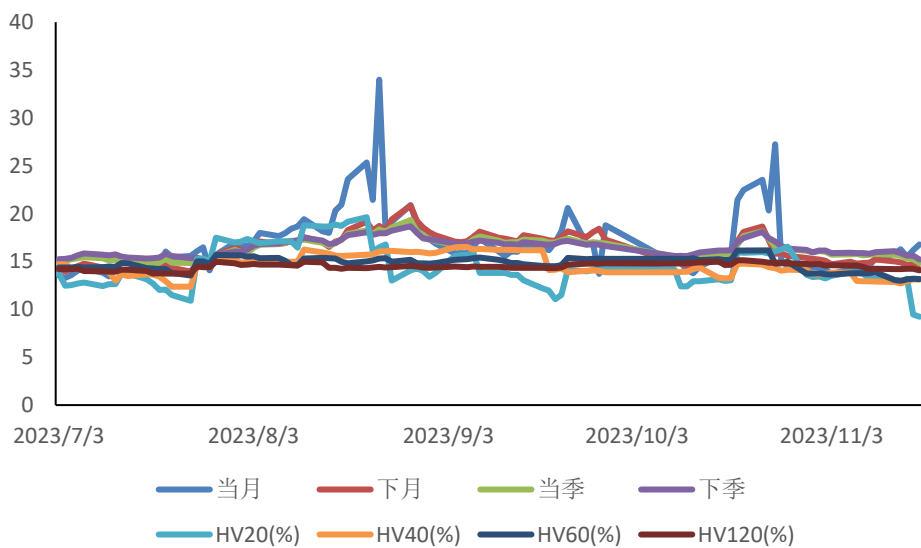
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 32：豆粕历史波动率锥



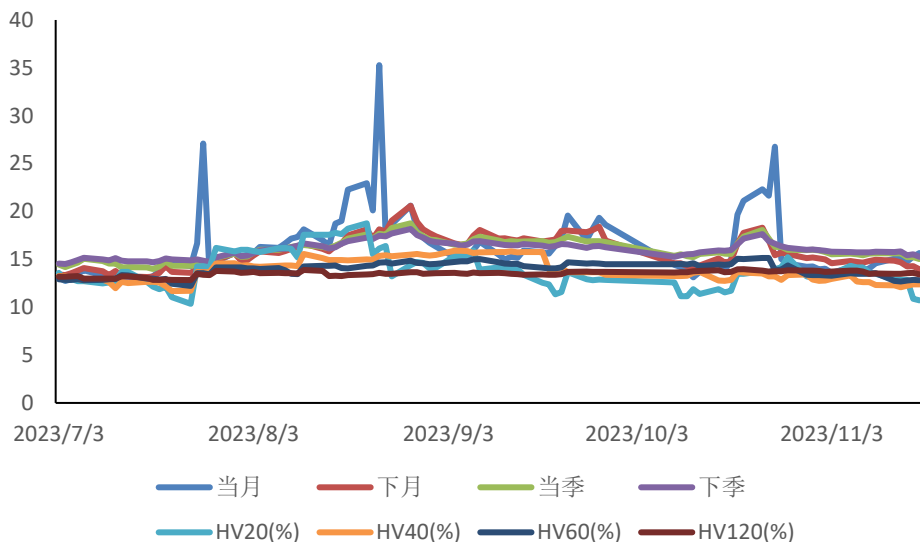
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 33：50ETF 期权隐含波动率走势



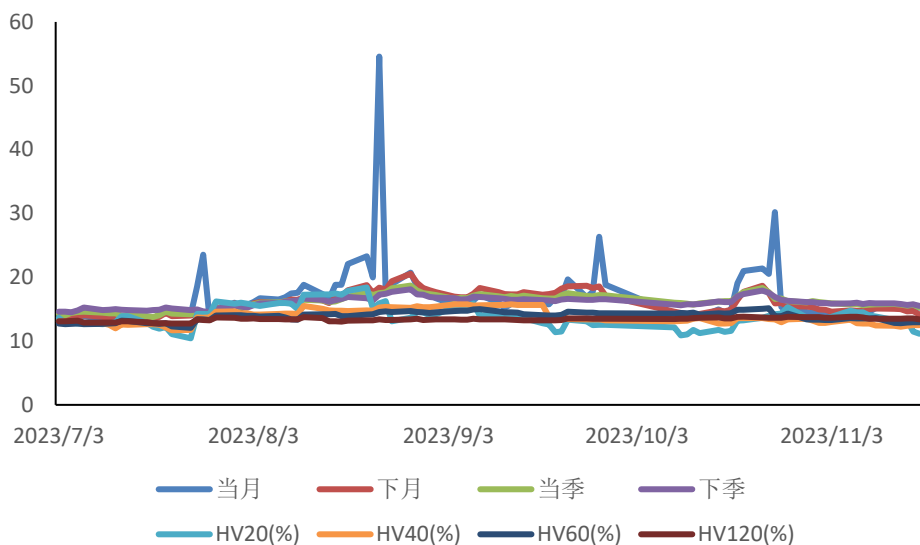
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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

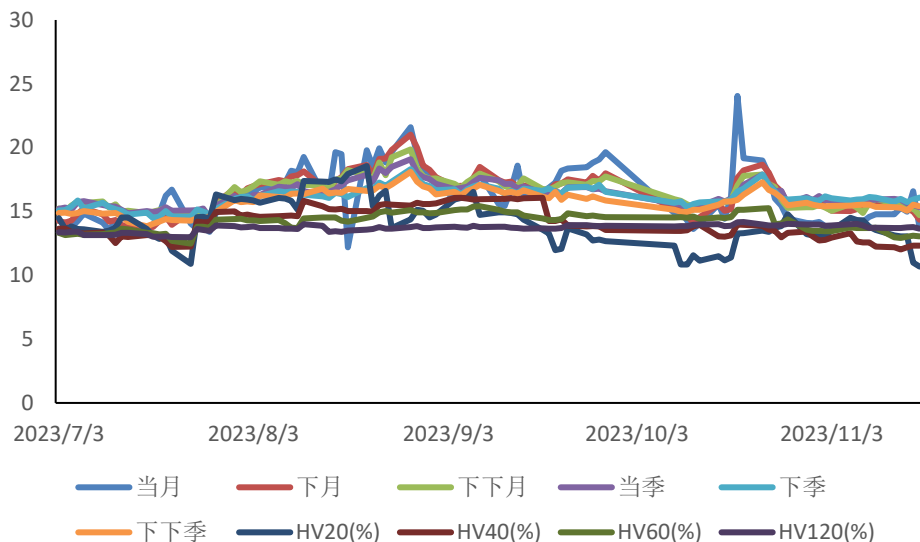
图表 35: 300ETF 期权（深）隐含波动率走势



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

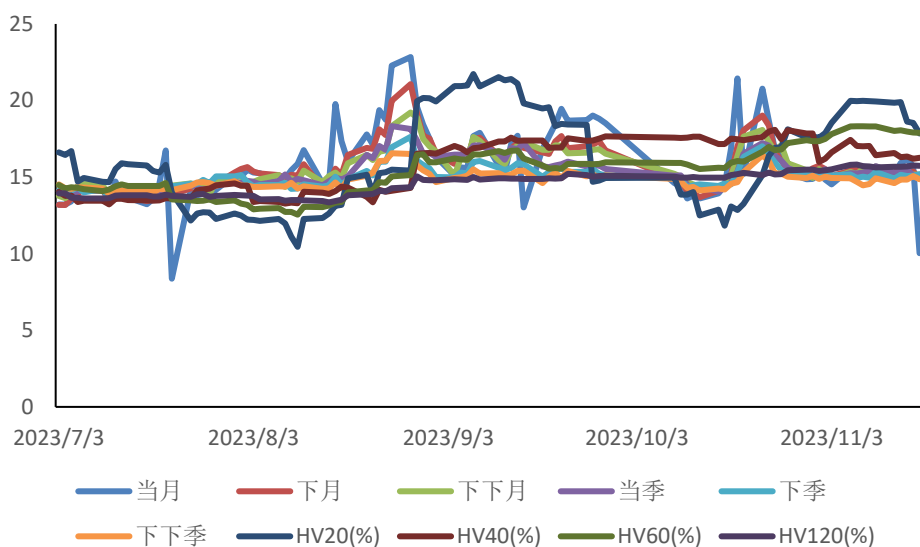


图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



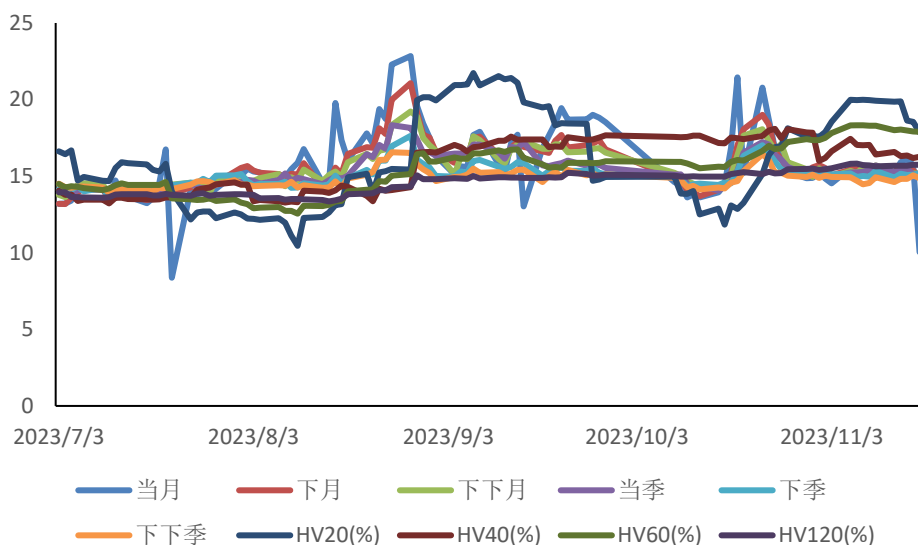
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



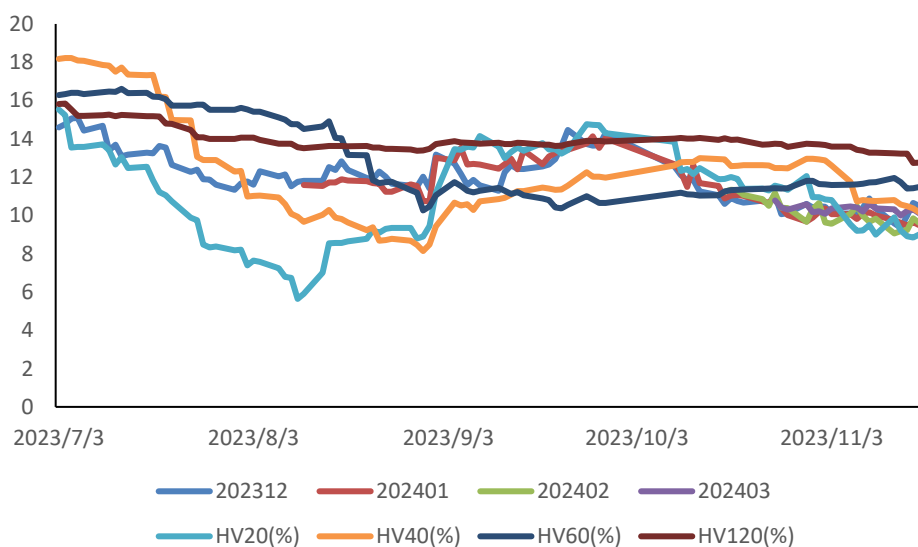
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



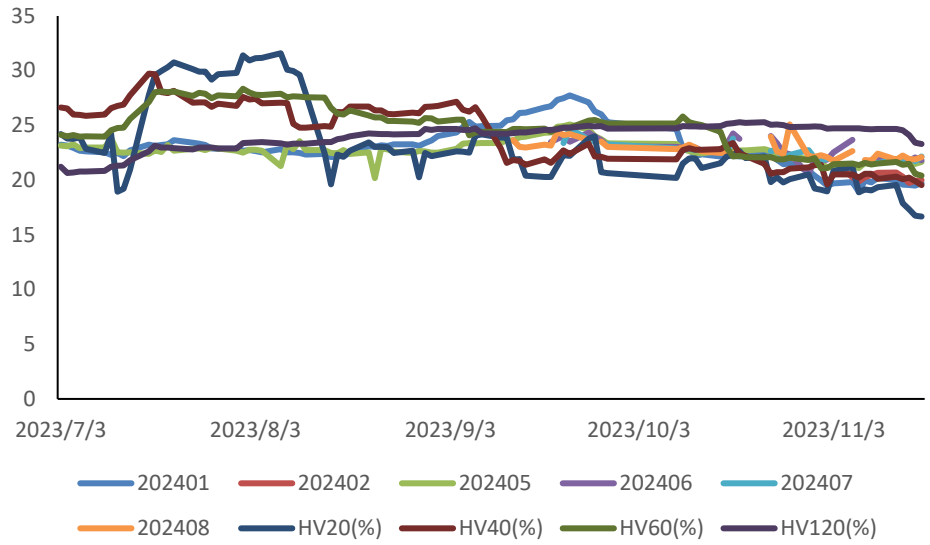
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



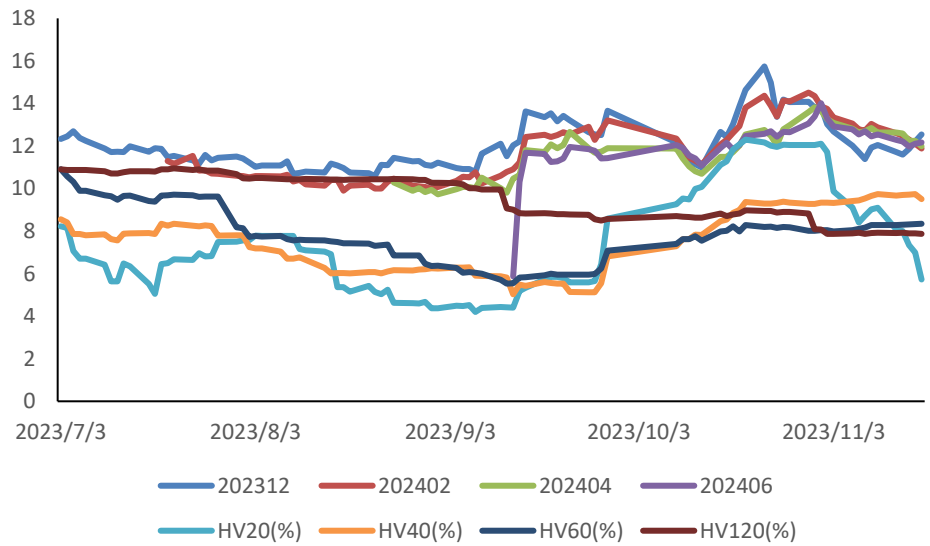
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



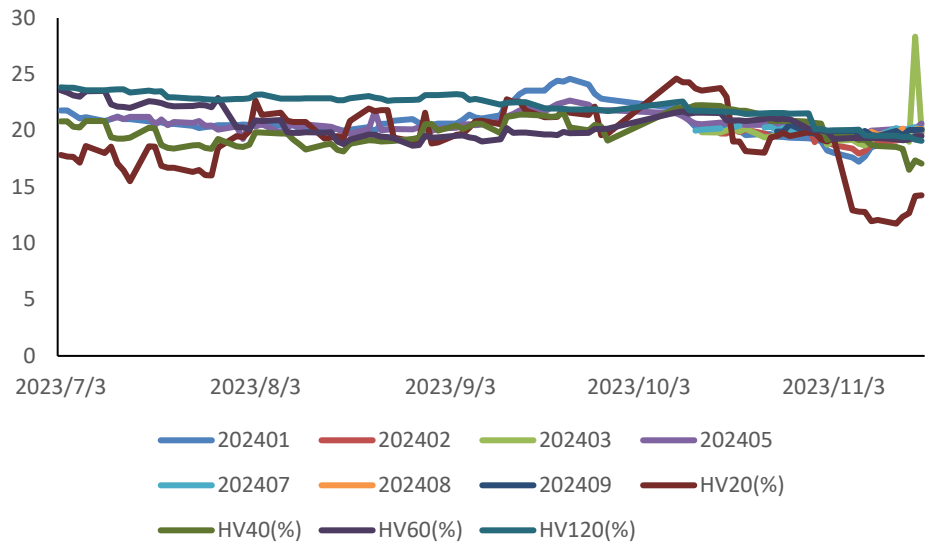
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 41: 沪金期权隐含波动率走势



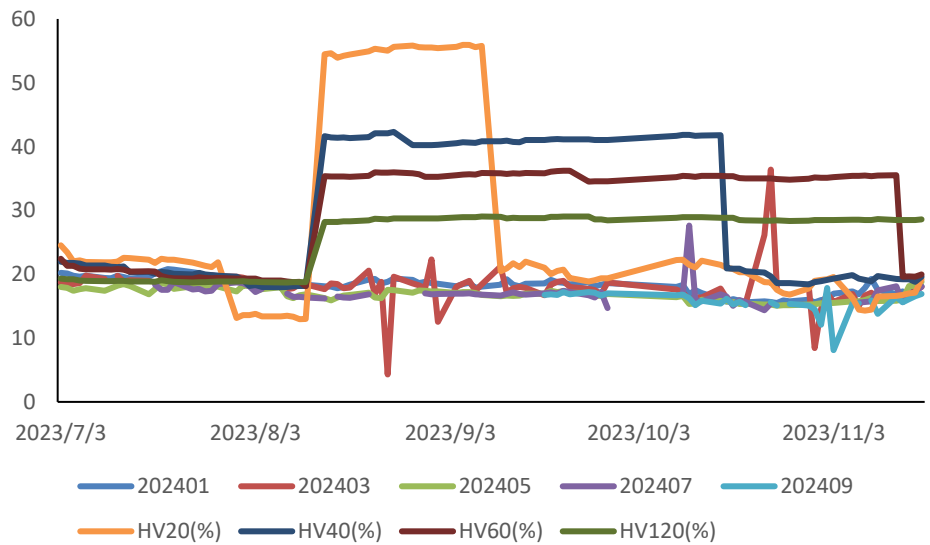
数据来源: wind, 兴证期货研发部

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

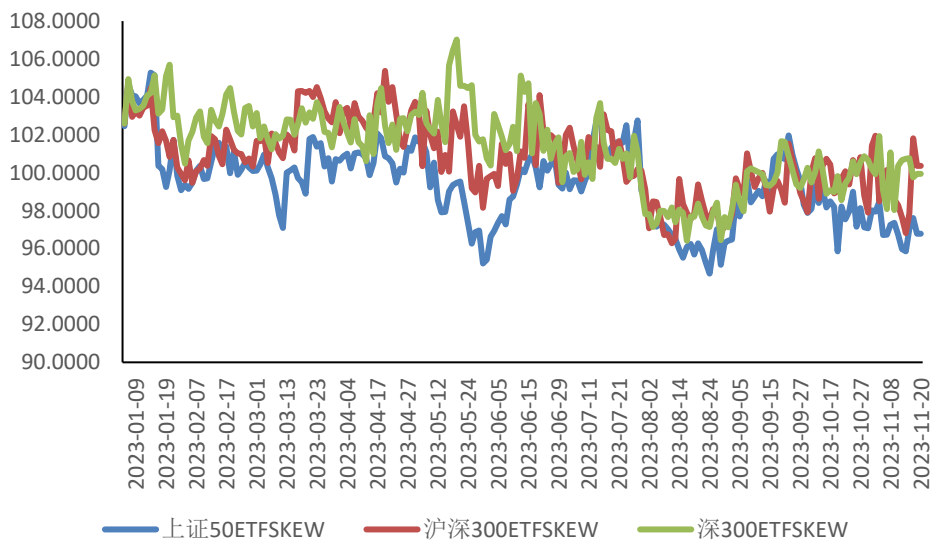


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

### 四、期权偏度

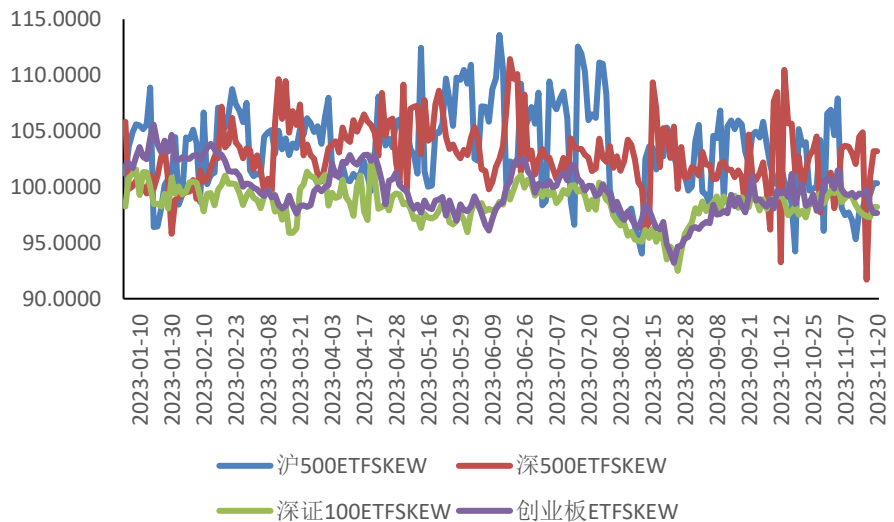
从金融期权的偏度指数分布来看，上证 50 指数、沪深 300 指数系列的几个期权品种，偏度指数 skew 普遍低于 100，且在近期长时间处于较低位置；相比之下，中证 500、中证 1000、创业板 ETF 等期权品种 skew 偏度指数普遍高于 50 指数与沪深 300 指数系列期权，反映出近期行情风格分化情况下，蓝筹系列积聚待涨情绪，而对于小盘股，面临着反弹之后抛压引起的调整情绪。同为金融期权，偏度上的分化或将反映大小风格迎来切换。

图表 43：金融期权偏度（一）



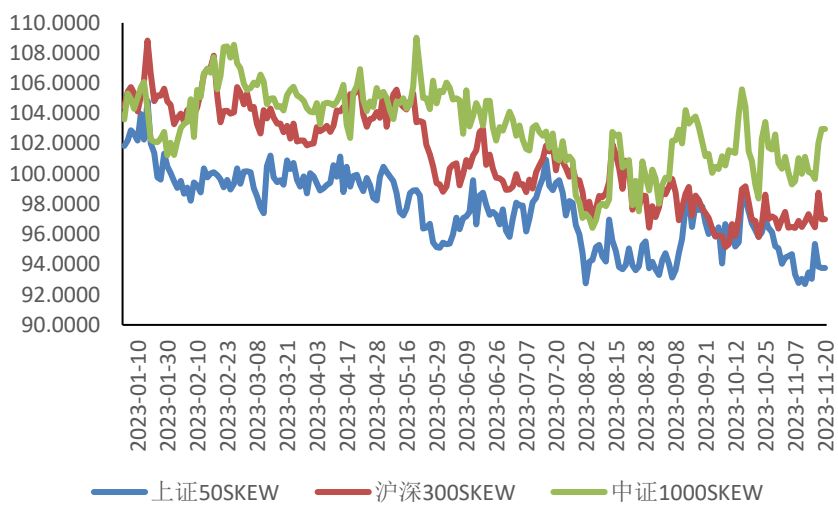
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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。