

北交所跷跷板效应，金融期权弱勢震荡

兴证期货·研究咨询部

2023年11月27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，国内经济基本面改善预期波浪式走好，地产政策托底态度明显，人民币汇率回升改善流动性和风险偏好，中美关系修复促使两国加强部分领域合作。社融数据止跌回升，宏观流动性改善。生产消费投资方面，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。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。上周中央金融工作会议定调，要完善多层次金融市场体系，支持北交所做大做强。北交所短线大涨，成交量剧增，引起资金跷跷板效应，沪深交易所部分资金流失，导致近期主板窄幅震荡，存量资金博弈，关注风格轮动。美国近期公布的就业数据下滑，美元指数及美国10年期国债收益率走低，市场风险情绪下降，权益类资产持续走好，随着美联储高利率的影响继续渗透到经济中，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，市场近期倾向于交易衰退及降息预期。

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。市场大小盘股风格分化，北交所主导小盘股风格，存量资金博弈中小盘股，蓝筹股交易情绪偏低迷，维持震荡预期，预计标的指数短线回调后，后市金融期权成交及成交PCR值将继续维持偏低位置。指数历史波动率数值较低，20日周期历史波动率低于近一年20%分位值，极低波动率易出现低值上升迹象，短线或有变盘迹象，金融期权隐波偏低，与历史波动率低位共振，市场短线回调刺激隐波回升，但持续性不足，期权成交量及成交PCR值保持低位，市场空头情绪对于波动率的刺激空间有限，低波震荡局面不变，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，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，反映出蓝筹系列积聚待涨情绪。

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，二者价格回落并未带动成交 PCR 值得上扬，情绪面整体比较平稳，以震荡预期为主；此外，美债收益率及美元指数下降，金价小幅度反弹，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。铜铝期权历史波动率与隐含波动率处在近几年极低值区域，关注波动率低值反弹的需求，甲醇、PTA 短线回调，波动率小幅上升，但是不改大级别低波震荡周期，黄金期权方面，美联储停止加息，近期公布的就业数据下滑，市场开始交易衰退预期，贵金属价格上行，隐含波动率下行空间有限，或将延续波动率反弹趋势。

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-0.28%，沪市 300ETF 变化-0.80%，沪市 500ETF 变化-0.93%，深市 300ETF 变化-0.78%、深市 500ETF 变化-0.79%，创业板 ETF 变化-2.38%，深证 100ETF 变化-1.29%，上证 50 指数变化-0.30%、沪深 300 变化-0.84%、中证 1000 指数变化-1.35%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 9.76、11.07、22.46、38.73、28.43，五年周期中对应的分位为 36.61%、6.3%、34.65%、64.17%、1.57%。

多重因素有所好转利好指数回暖：国内经济基本面改善预期波浪式走好，地产政策托底态度明显，人民币汇率回升改善流动性和风险偏好，中美关系修复促使两国加强部分领域合作。中国 10 月社会融资规模同比增加 9.3%，同比增速连续三个月回升，通常社融资同比数据领先于沪深 300 等宽基指数，社融资数据止跌回升，宏观流动性改善。生产消费投资方面，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。

地产相关重要政策“三个不低于”出台：各家银行自身房地产贷款增速不低于银行业平均房地产贷款增速，对非国有房企对公贷款增速不低于本行房地产增速，对非国有房企个人按揭增速不低于本行按揭增速。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，上周中央金融工作会议定调，要完善多层次金融市场体系，支持北交所做大做强。北交所短线大涨，成交量剧增，引起资金磁吸效应，沪深交易所部分资金流失，导致近期主板窄幅震荡，存量资金博弈，关注风格轮动。

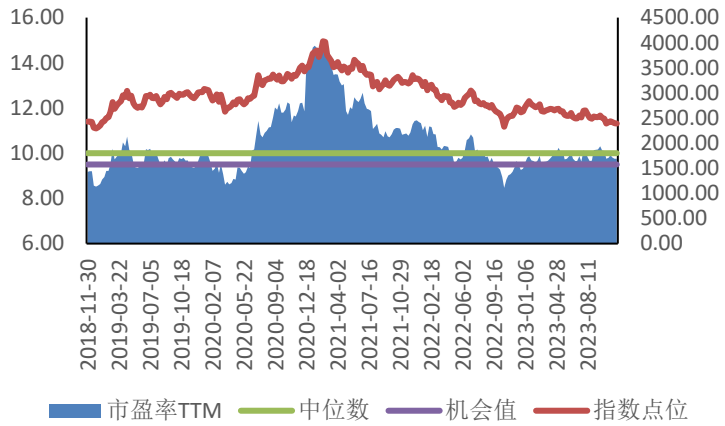
国外方面，美国近期公布的就业数据下滑，美元指数及美国 10 年期国债收益率走低，12 月加息概率趋于 0，市场风险情绪下降，权益类资产持续走好，但对贵金属价格构成压制此外，随着美联储高利率的影响继续渗透到经济中，传导至就业工资增长预期放缓，可能会削弱美国的消费需求，市场近期倾向于交易衰退及降息预期。

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 0.19%、-0.48%；甲醇、PTA 周度涨跌幅分别为-4.28%、-4.35%；豆粕、黄金活跃合约周度涨跌幅为-1.66%、-1.59%。上周铜、铝价格窄幅震荡，成交量维持偏低位置；甲醇、PTA 价格下跌，其中供需弱预期下，预计聚酯原料仍承压，PTA 上方阻力较大；贵金属价格窄幅震荡，避

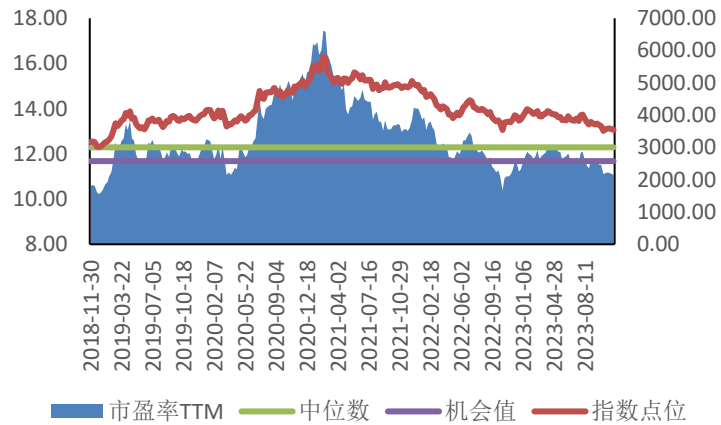
险情绪下降，利空金价，此外，国内经济回暖预期，人民币反弹，金价高位承压。

图 1: 上证 50 指数估值 (市盈率-TTM)



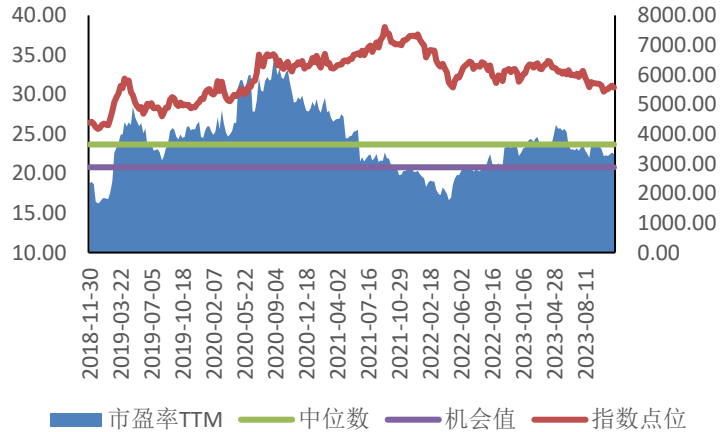
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 2: 沪深 300 指数估值 (市盈率-TTM)



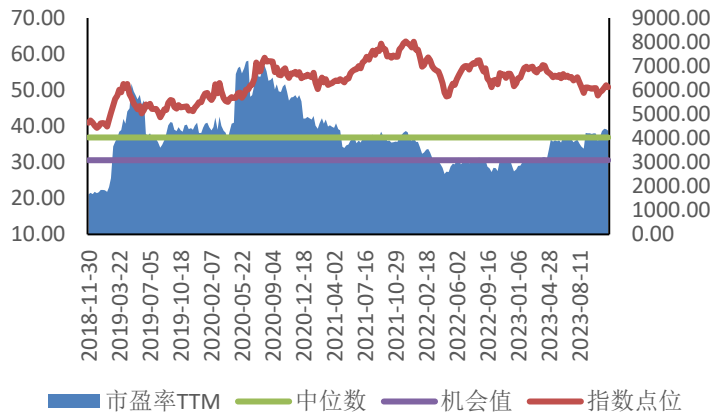
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 3: 中证 500 指数估值 (市盈率-TTM)



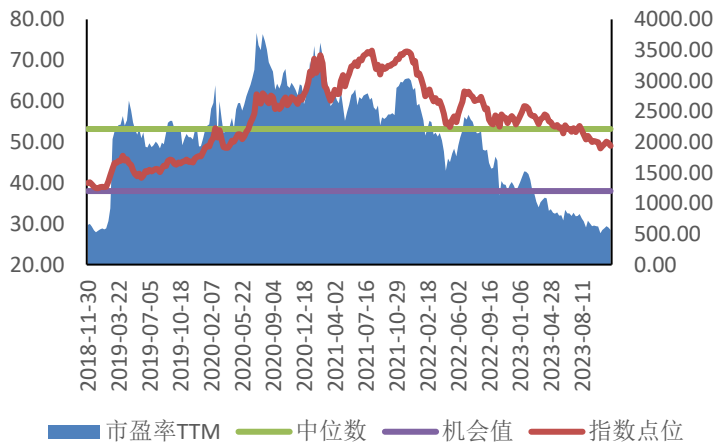
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率-TTM)



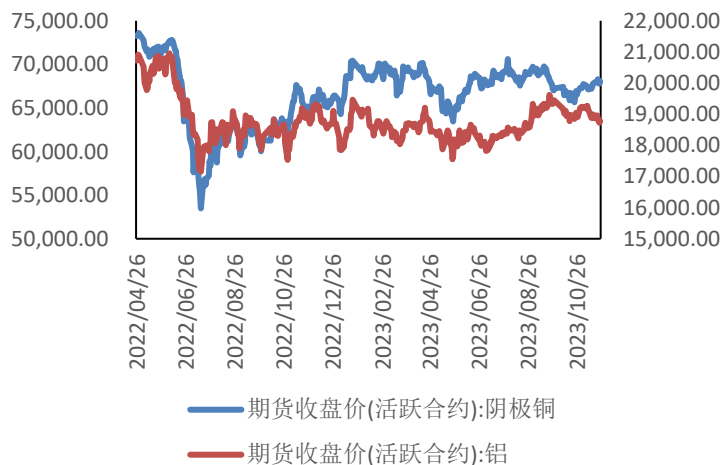
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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

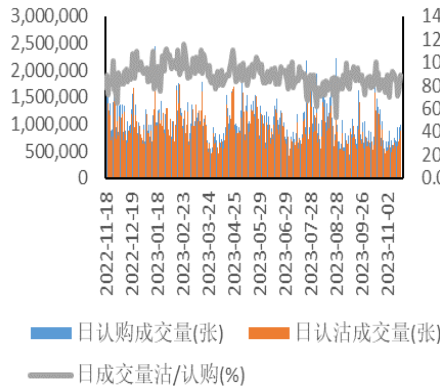
金融期权成交量维持低位，标的指数震荡，上证 50 指数、沪深 300 系列期权成交 PCR 值普遍维持在 90%以下，空头情绪较低，沽购成交活跃度低迷。市场大小盘股风格分化，北交所主导小盘股风格，存量资金博弈中小盘股，蓝筹股交易情绪偏低迷，维持震荡预期，预计标的指数短线回调后，后市金融期权成交及成交 PCR 值将继续维持偏低位置。

2. 商品期权

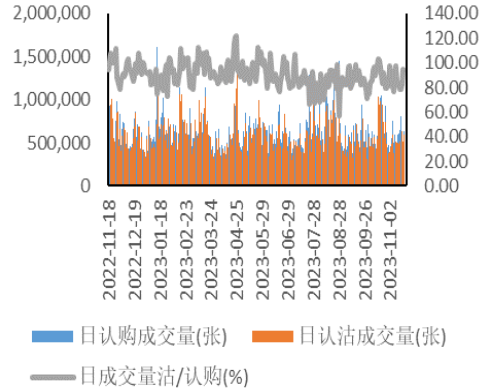
商品期权方面，铜、铝期权成交 PCR 值重心下移，甲醇、PTA 期权成交量及

成交 PCR 值维持低位，二者价格回落并未带动成交 PCR 值得上扬，情绪面整体比较平稳，以震荡预期为主；此外，美债收益率及美元指数下降，金价小幅度反弹，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

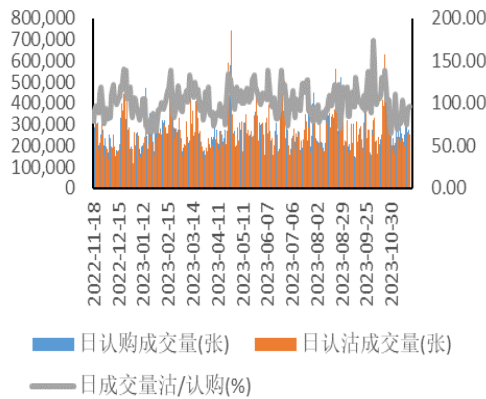


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

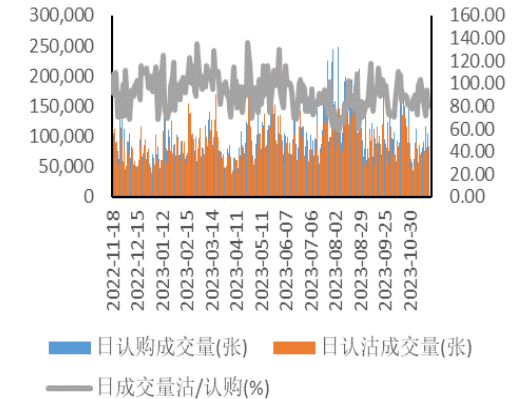


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

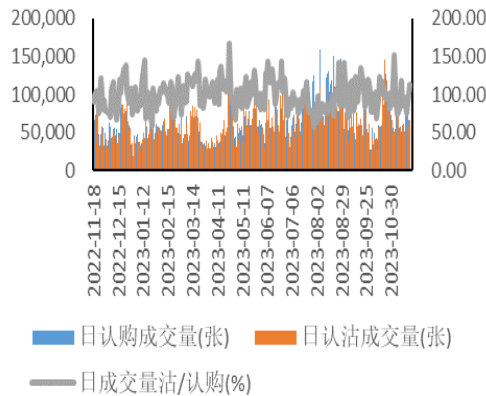


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

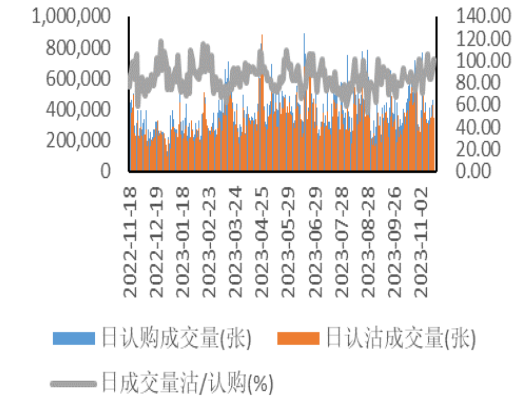


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

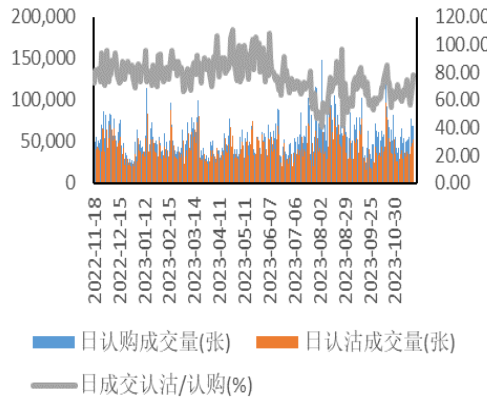


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

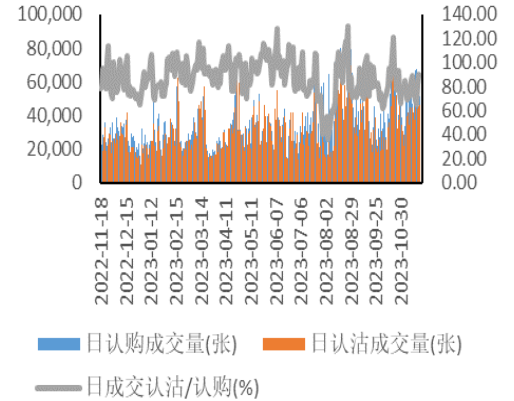


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

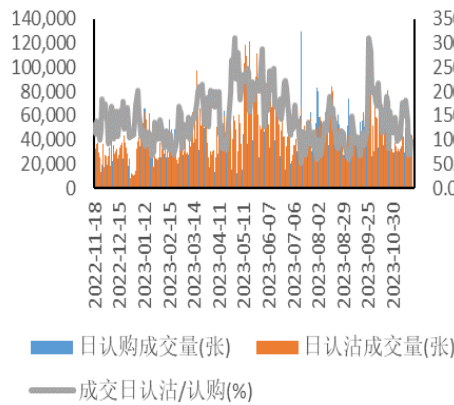


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

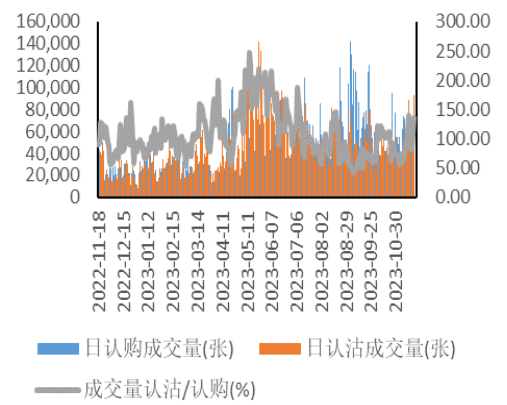


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 17: 沪铜期权 PCR

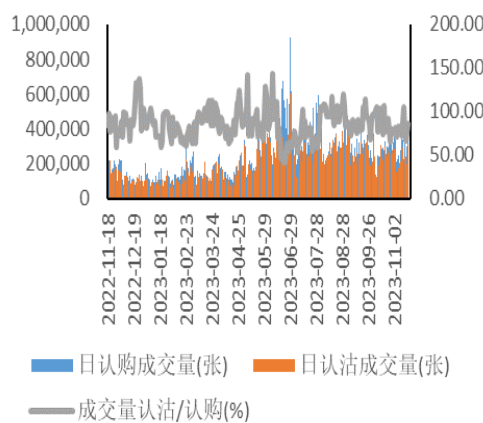


图表 18: 沪铝期权 PCR

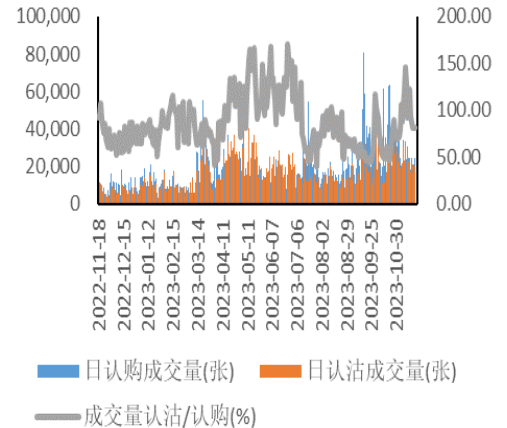


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 19: 甲醇期权 PCR



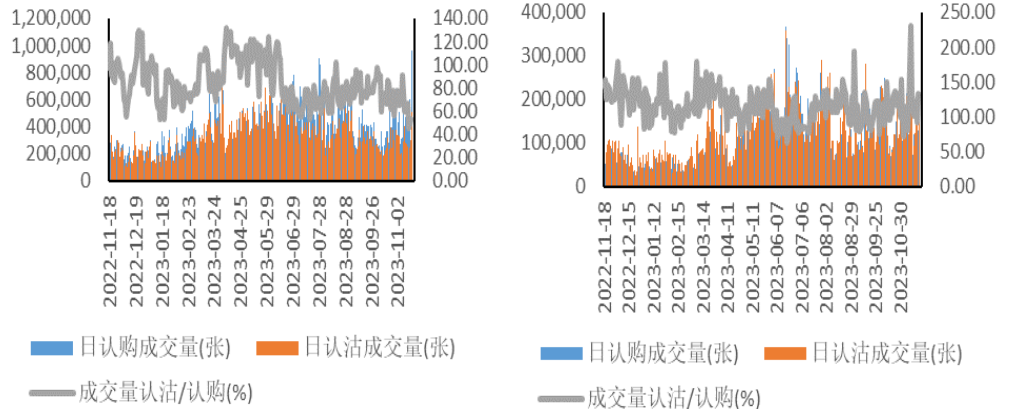
图表 20: 沪金期权 PCR



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

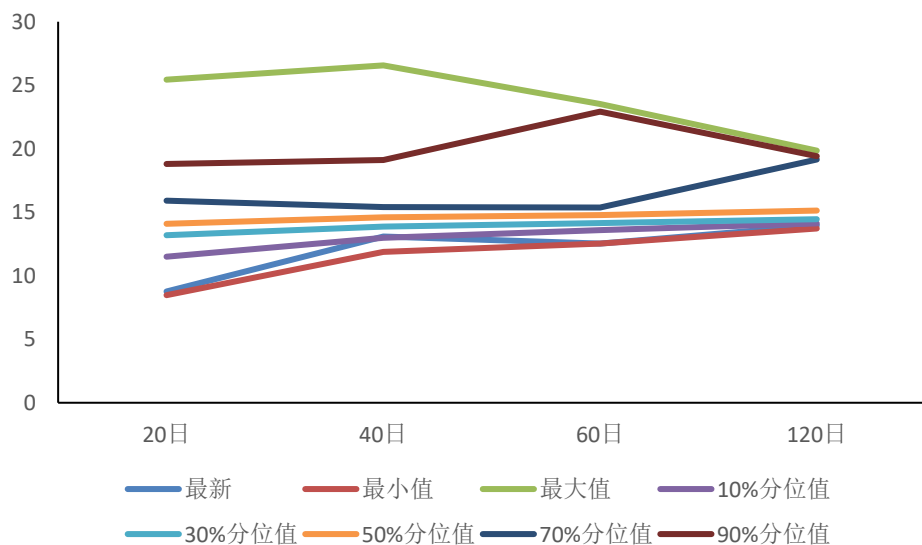
1.金融期权

波动率方面,指数历史波动率数值较低,20 日周期历史波动率低于近一年 20% 分位值,极低波动率易出现低值上升迹象,短线或有变盘迹象,金融期权隐波偏低,与历史波动率低位共振,市场短线回调刺激隐波回升,但持续性不足,期权成交量及成交 PCR 值保持低位,市场空头情绪对于波动率的刺激空间有限,低波震荡局面不变,逢回调可关注卖出虚值看跌期权的策略。

2.商品期权

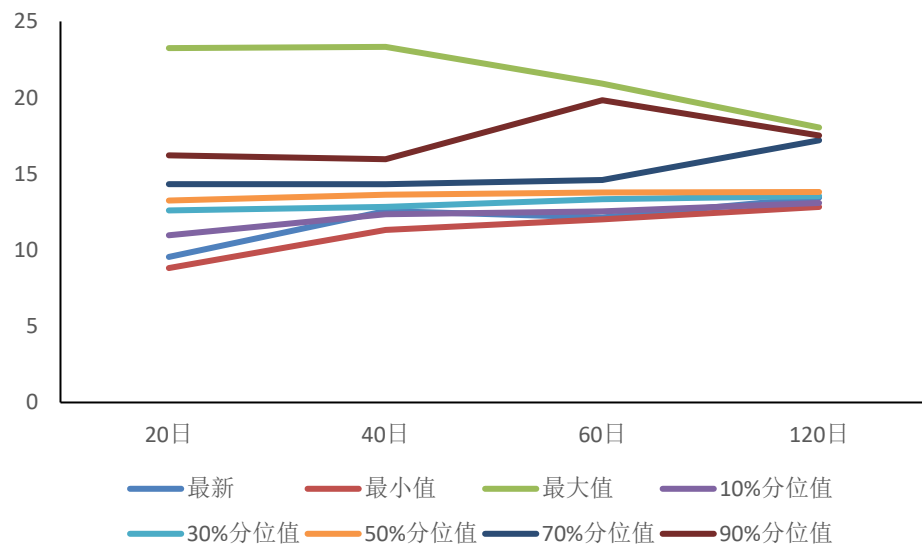
商品期权方面,铜铝期权历史波动率与隐含波动率处在近几年极低值区域,关注波动率低值反弹的需求,甲醇、PTA 短线回调,波动率小幅上升,但是不改大级别低波震荡周期,黄金期权方面,美联储停止加息,近期公布的就业数据下滑,市场开始交易衰退预期,贵金属价格上行,隐含波动率下行空间有限,或将延续波动率反弹趋势。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



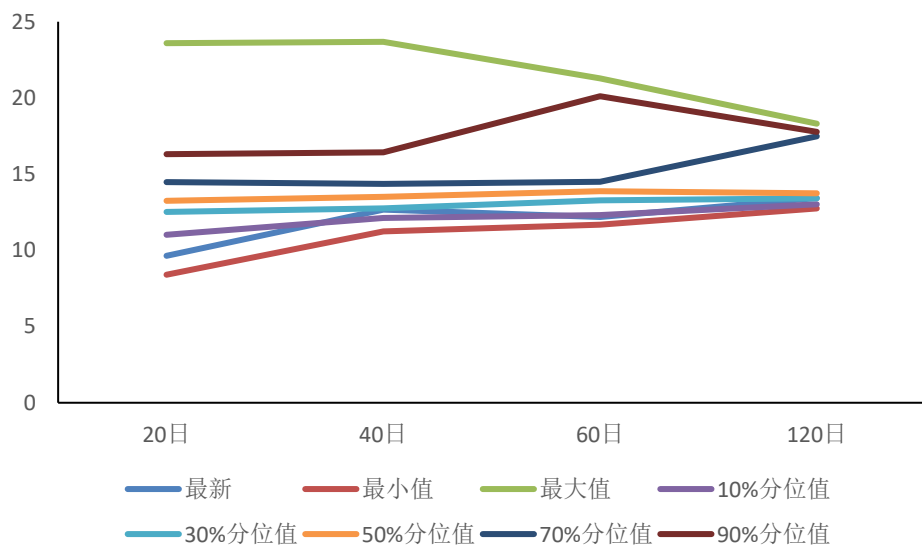
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



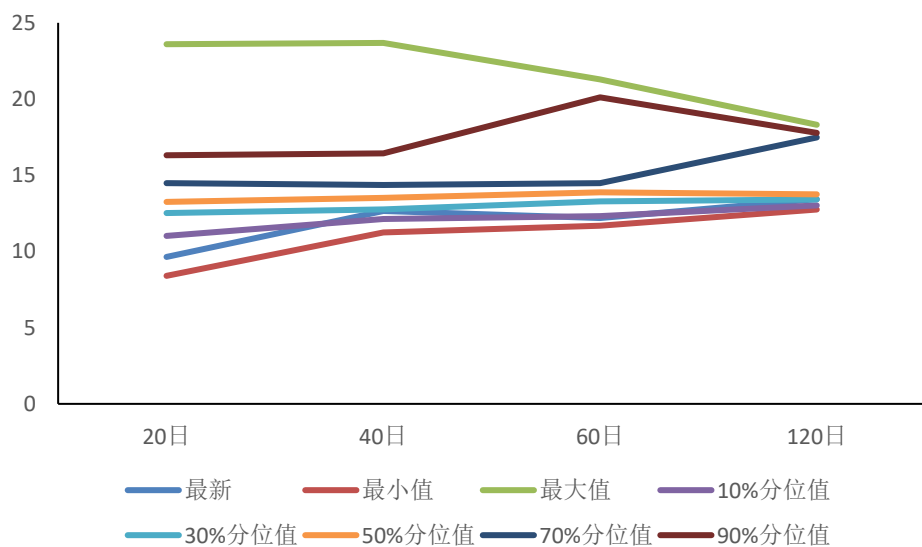
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



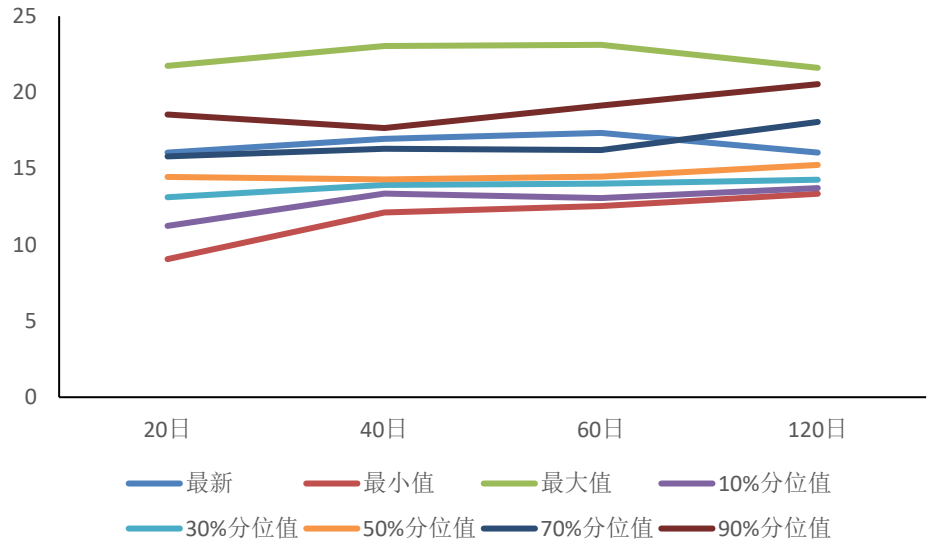
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



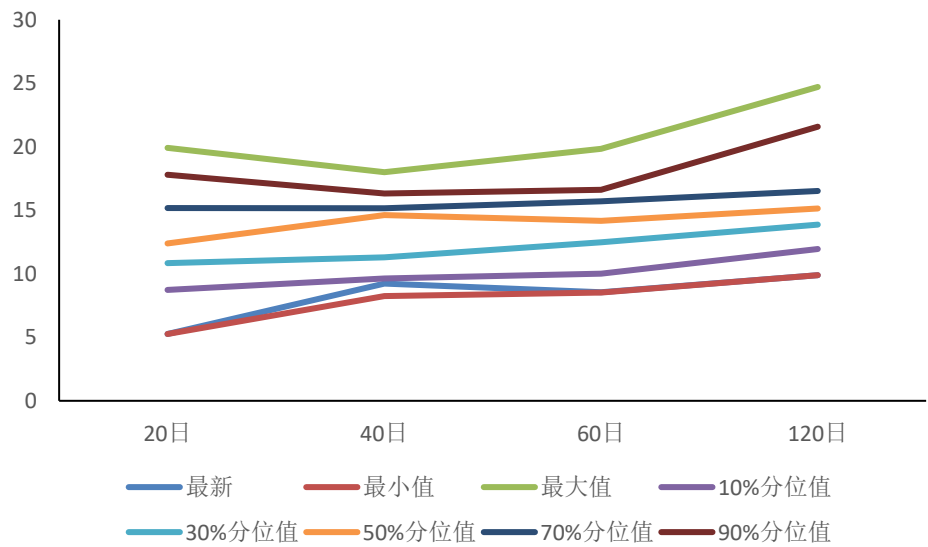
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



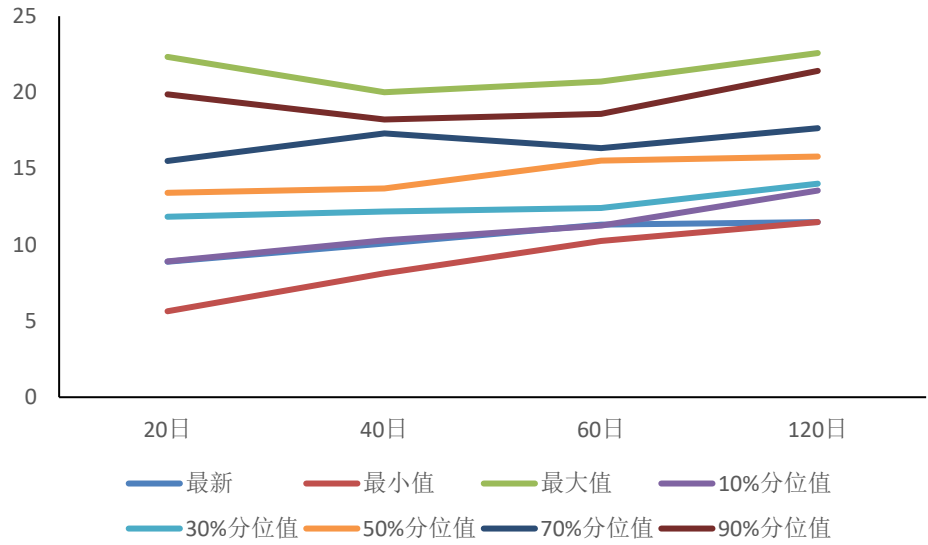
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 28: 沪铜历史波动率锥



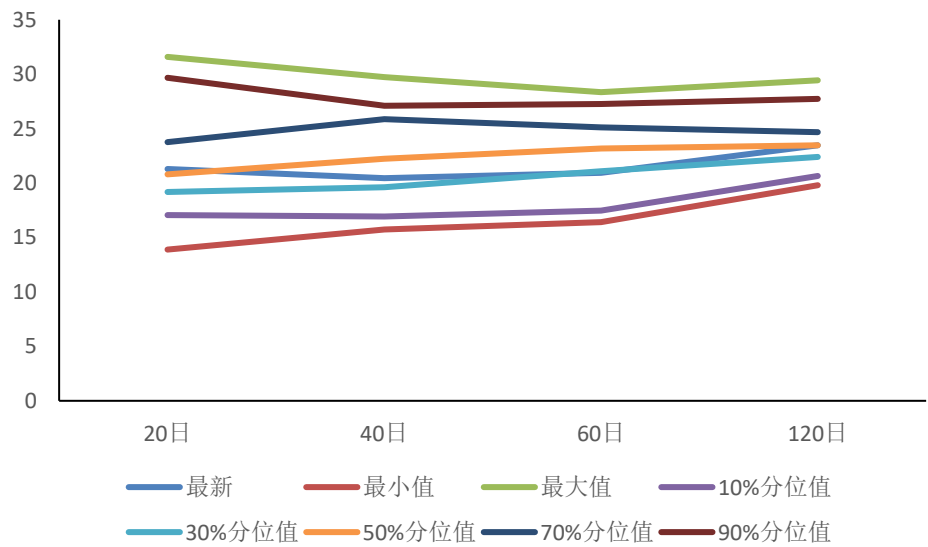
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 29：沪铝历史波动率锥



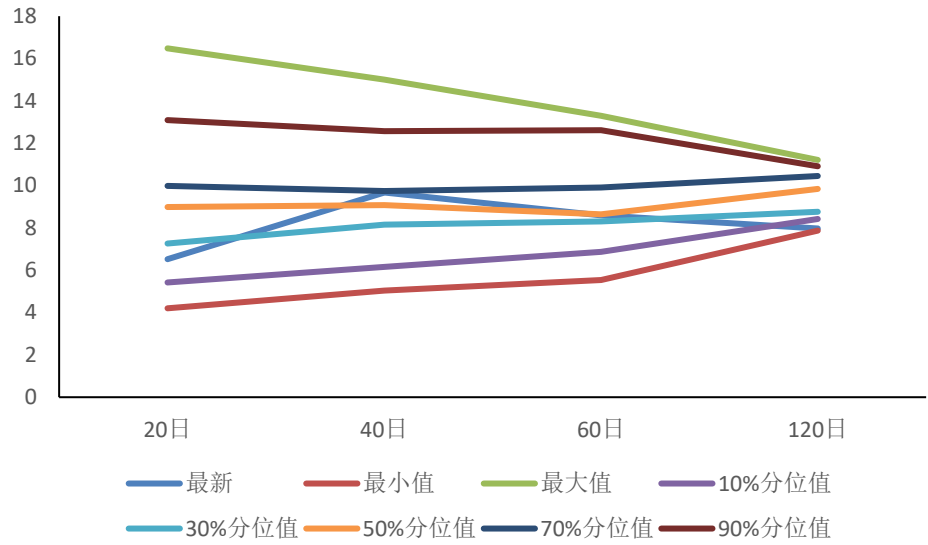
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 30：甲醇历史波动率锥



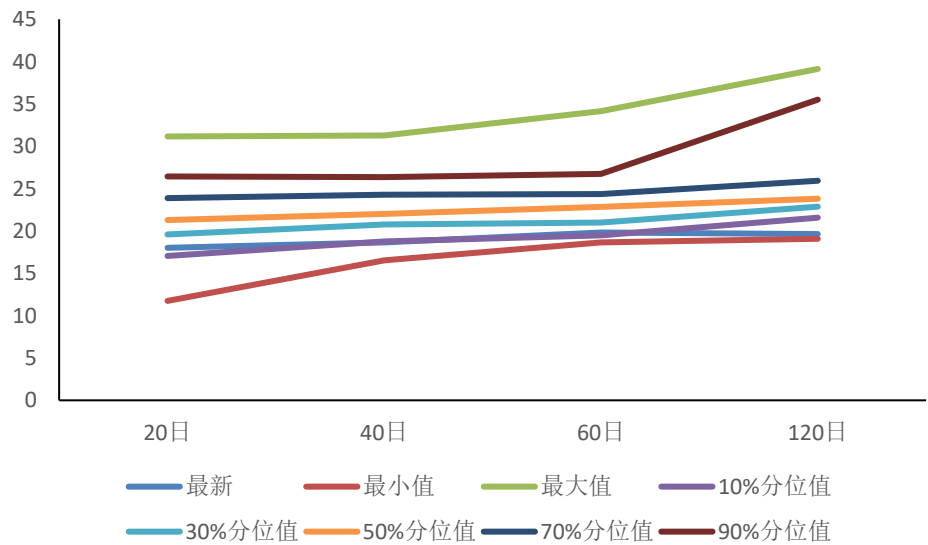
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31: 沪金历史波动率锥



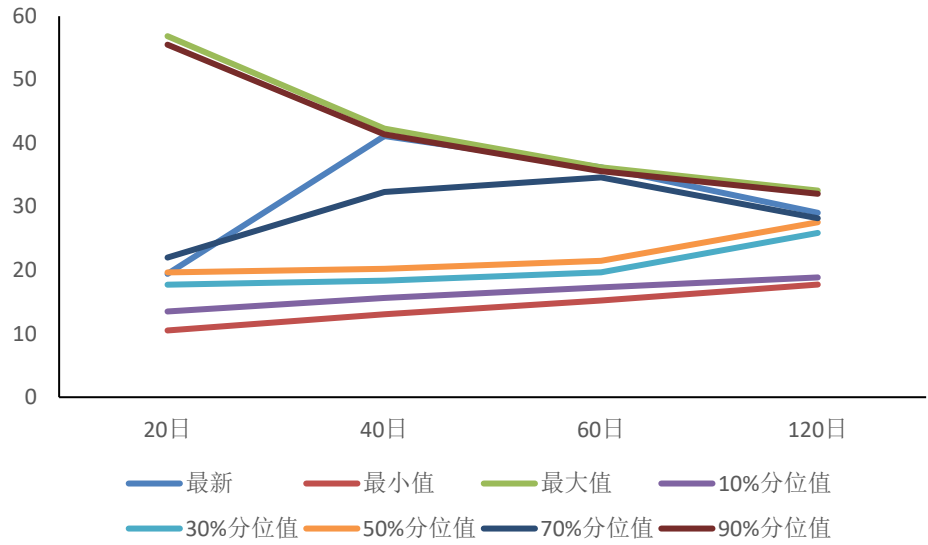
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 31: PTA 历史波动率锥



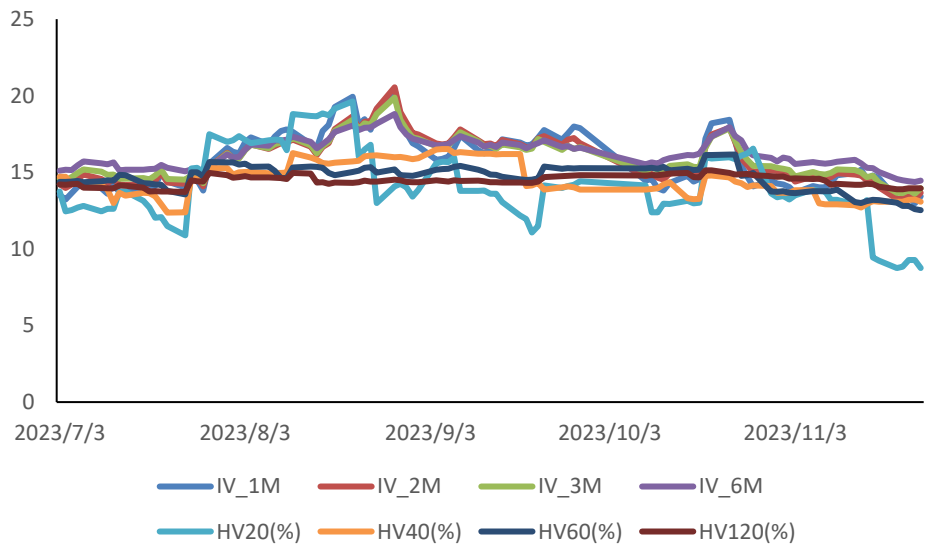
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 32：豆粕历史波动率锥



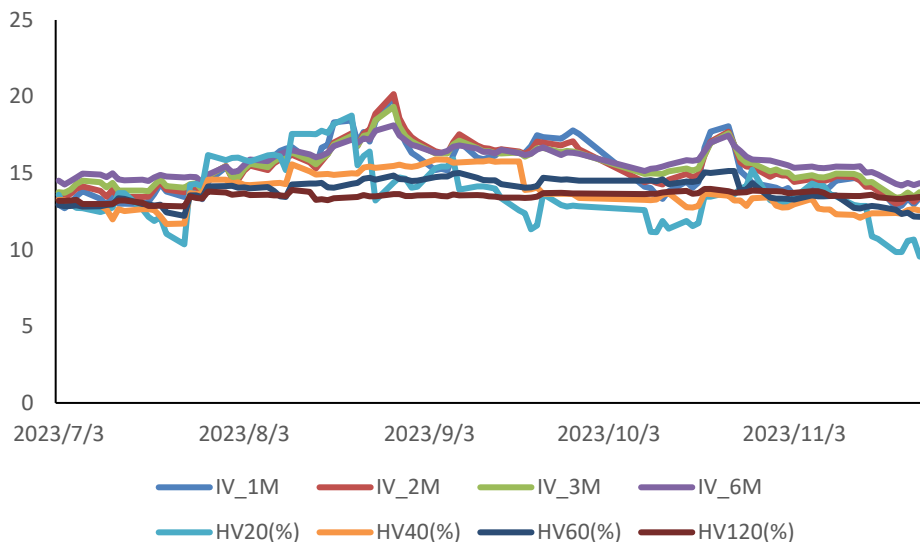
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 33：50ETF 期权隐含波动率走势



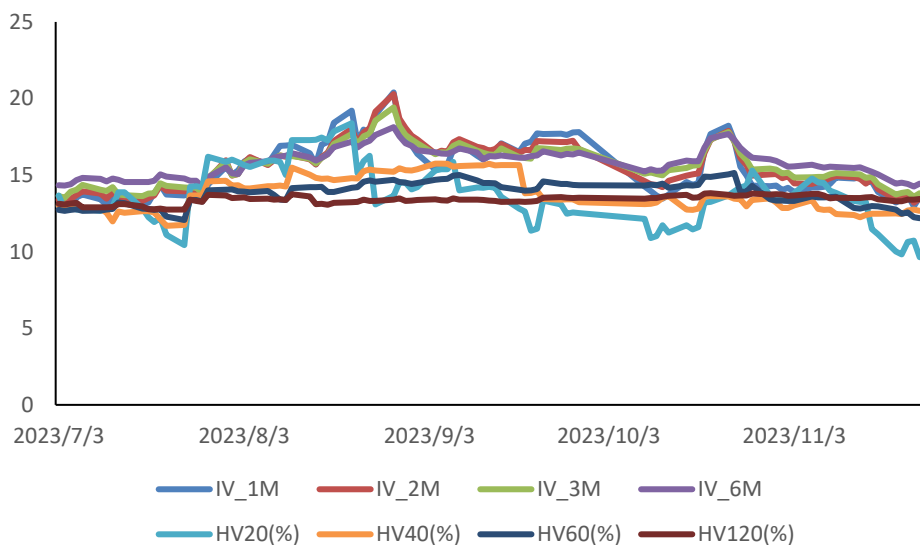
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 34: 300ETF 期权（沪）隐含波动率走势



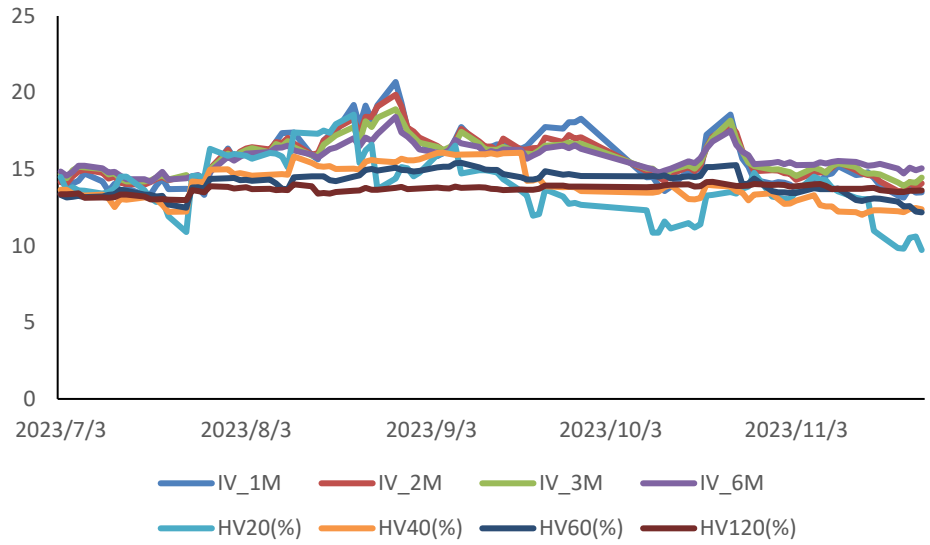
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 35: 300ETF 期权（深）隐含波动率走势



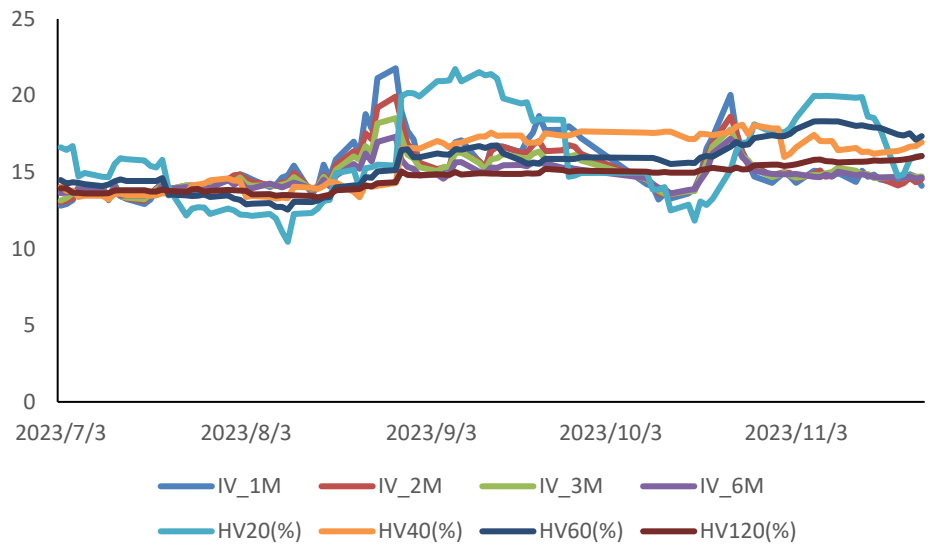
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



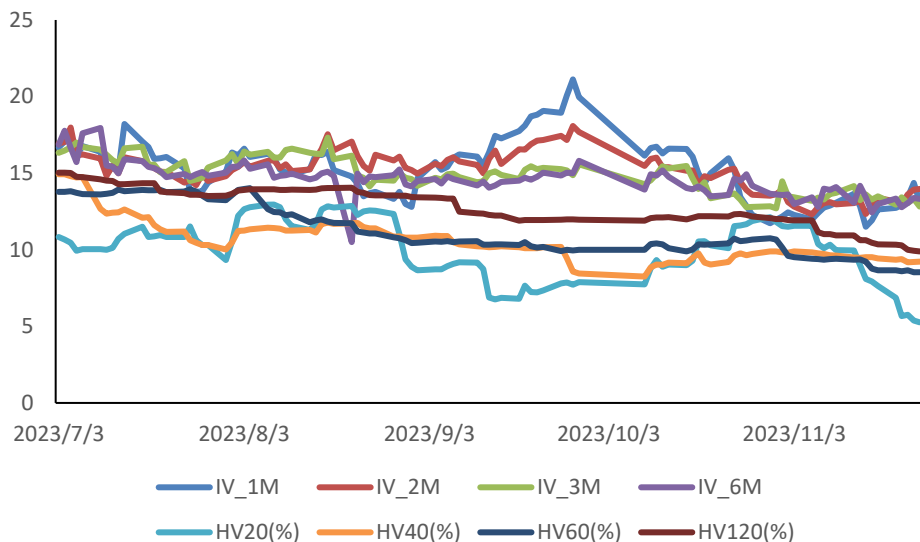
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



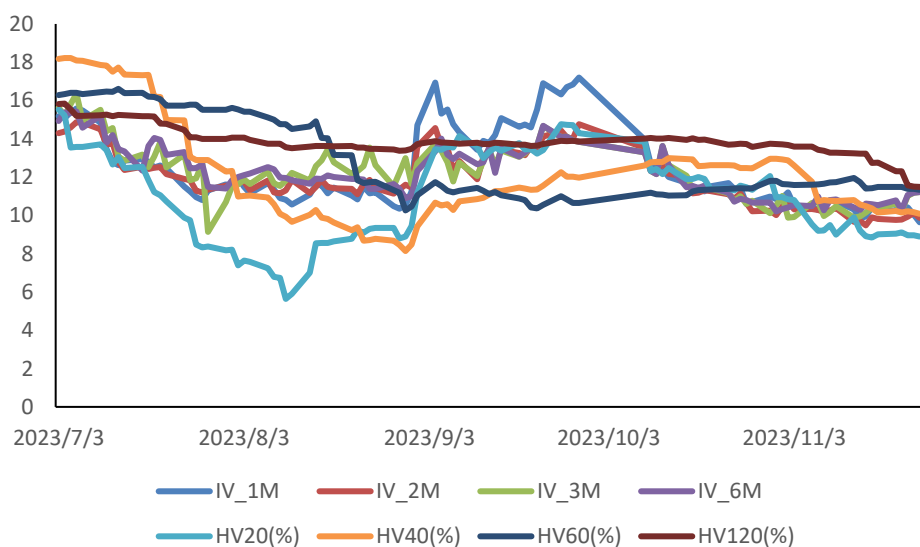
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



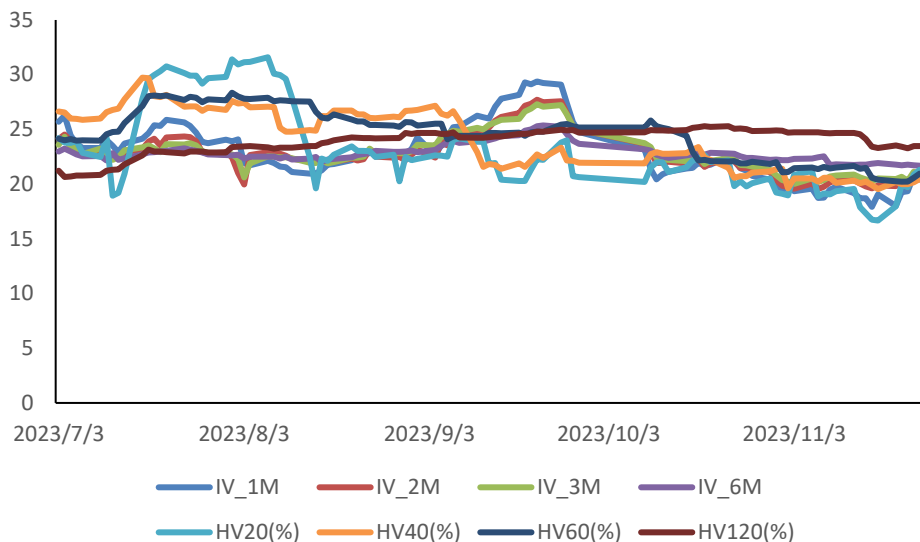
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



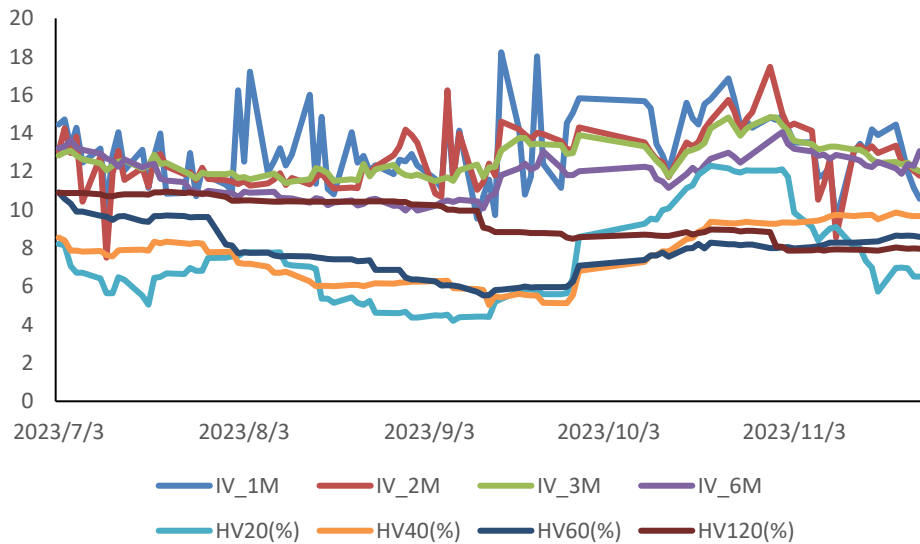
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



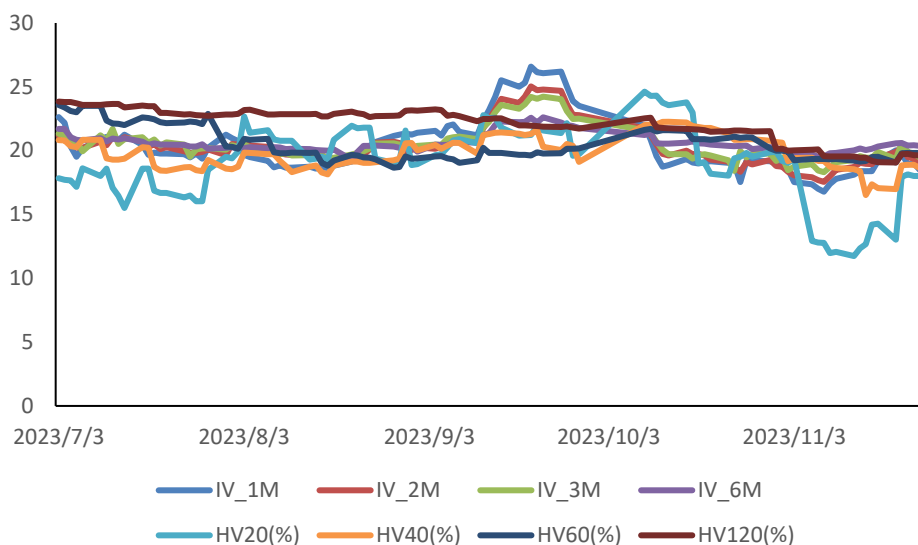
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 41: 沪金期权隐含波动率走势



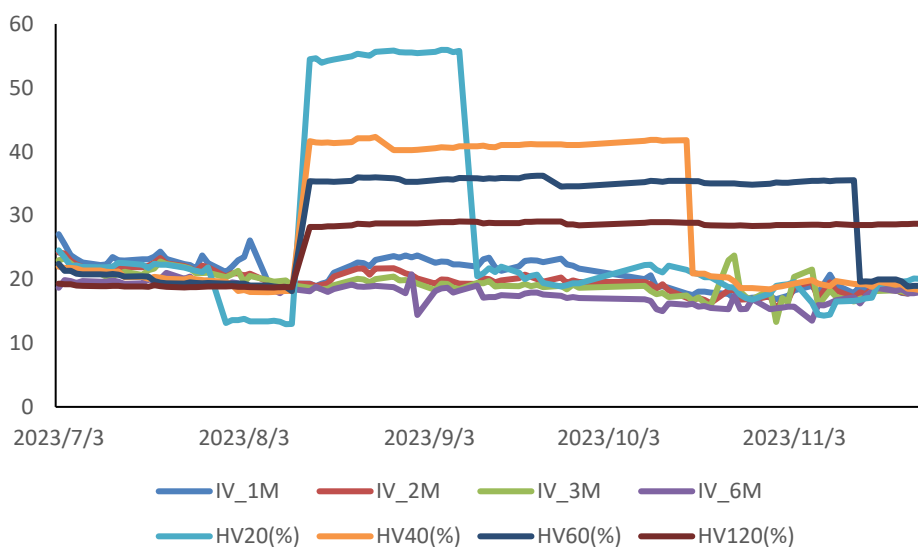
数据来源: wind, 兴证期货研发部

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

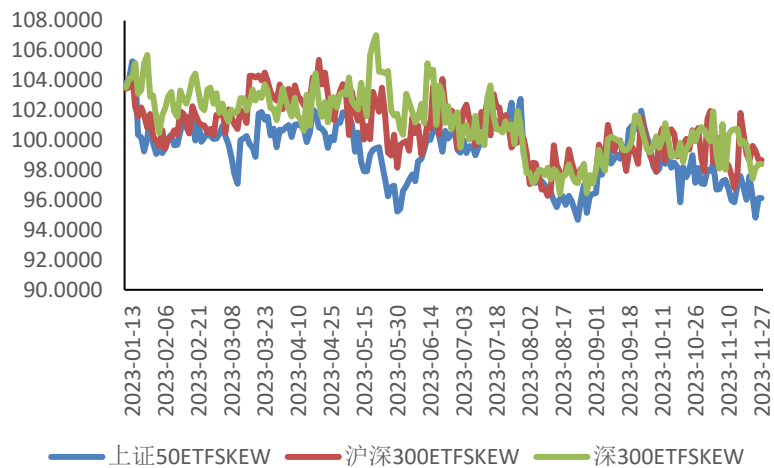


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

四、期权偏度

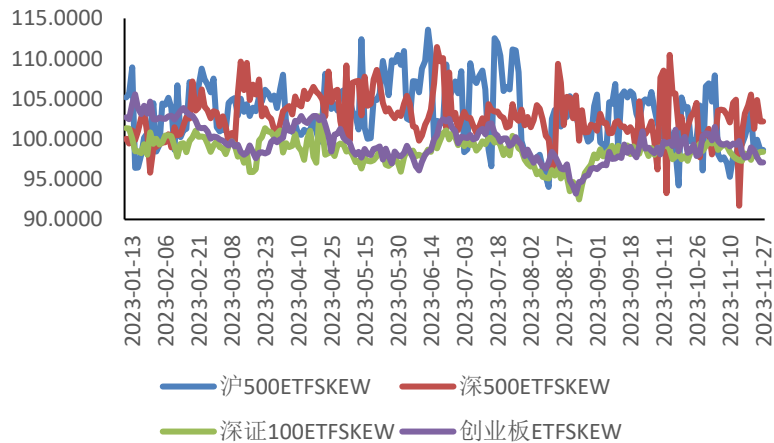
从金融期权的偏度指数分布来看，上证 50 指数、沪深 300 指数系列的几个期权品种，偏度指数 skew 普遍低于 100，且在近期长时间处于较低位置，特别是上证 50ETF 期权以及上证 50 指数期权，偏度低于 95；相比之下，中证 500、中证 1000、创业板 ETF 等期权品种 skew 偏度指数普遍高于 50 指数与沪深 300 指数系列期权，反映出近期行情风格分化情况下，蓝筹系列积聚待涨情绪。

图表 43：金融期权偏度（一）



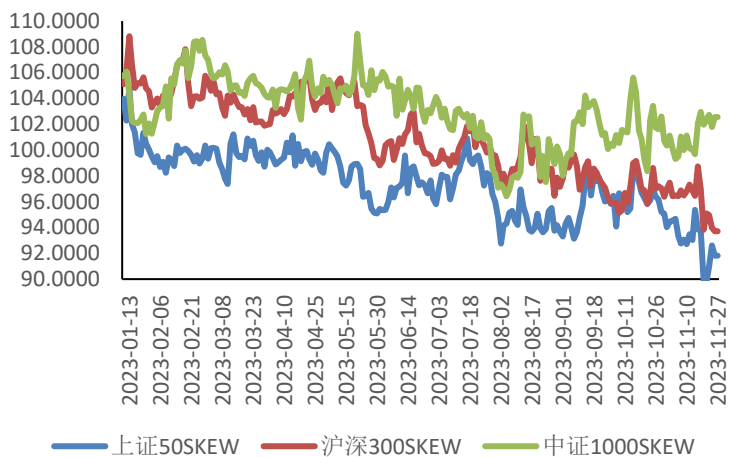
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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。