

风格分化加剧，指数下探空间有限

兴证期货.研究咨询部

金融研究团队

2023年12月1日 星期五

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，2023年11月财新中国制造业PMI录得50.7，较10月上升1.2个百分点，重回扩张区间，为近三个月高点。不过内外部需求仍有不足，经济回升基础还需进一步巩固。地产相关重要政策“三个不低于”出台，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。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。股市大小风格分化，北交所成交量剧增，引起资金分流效应，沪深交易所部分资金流失，但北交所也同时为股市带来了龙头效应，关注后市风格轮动。随着近期资金重回沪深交易所，主板市场有望止跌反弹。美国利率市场预期显现出钟摆特征，表现在通胀下行与核心通胀黏性、衰退预期与就业劳工市场韧性之间的拉锯，当前美股反弹，VIX恐慌指数下降，外部市场情绪面缓和。

金融期权方面，整体上成交PCR值运行平稳，标的指数先涨后跌，期权成交活跃度下降。持仓PCR值持续走低，数值趋于近一年低值区间，修复反弹需求较大，情绪面有望迎来冰点反弹。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。

商品期权方面，铜期权成交量、成交PCR及持仓PCR值重心下移，铝期权成交量及持仓PCR值保持低位，铜铝期权多空交易情绪低迷，强震荡预期。PTA期权持仓PCR走低，成交PCR值回落，空头情绪边际衰减。黄金期权成交量环比上升，成交PCR下降，但美元指数反弹或将刺激成交PCR低值回升。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，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，甲醇震荡反弹、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，隐含波动率下行空间有限，或将延续波动率上升趋势。

风险因子：经济数据表现不佳、美国债务上限事件、美联储超预期收紧信号

一、期权标的指数分析

1.金融期权

上个月金融期权标的的变化幅度分别为：上证 50ETF 变化-1.96%，沪市 300ETF 变化-2.25%，沪市 500ETF 变化 0.18%，深市 300ETF 变化-2.08%、深市 500ETF 变化 0.31%，创业板 ETF 变化-2.19%，深证 100ETF 变化-2.88%，上证 50 指数变化-1.96%、沪深 300 变化-2.14%、中证 1000 指数变化 1.86%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 9.69、10.97、22.41、38.57、28.22，五年周期中对应的分位为 31.89%、3.94%、33.46%、61.81%、0.59%。

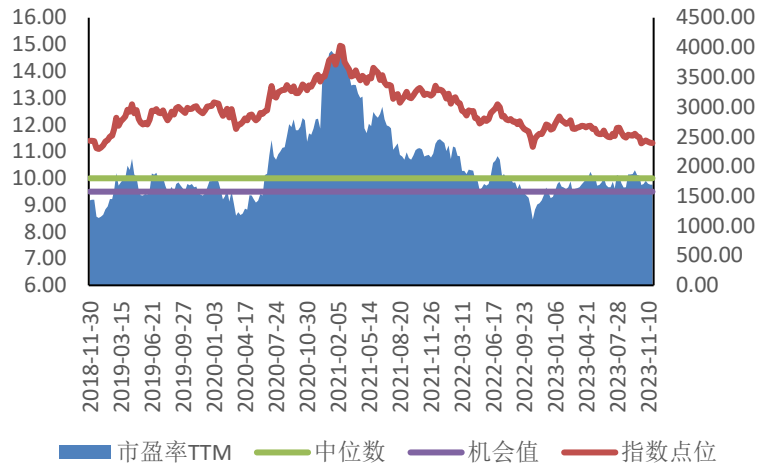
国内方面，2023 年 11 月财新中国制造业 PMI 录得 50.7，较 10 月上升 1.2 个百分点，重回扩张区间，为近三个月高点。不过内外部需求仍有不足，经济回升基础还需进一步巩固。国内经济基本面改善预期波浪式走好，地产相关重要政策“三个不低于”出台，政策托底态度明显，人民币汇率回升改善流动性和风险偏好，中美关系修复促使两国加强部分领域合作。中国 10 月社会融资规模同比增加 9.3%，同比增速连续三个月回升，通常社融资同比数据领先于沪深 300 等宽基指数，宏观流动性改善。生产消费投资方面，工业、消费强于预期，地产投资延续弱势，行业结构性复苏，整体下行空间有限。股市大小风格分化，中央金融工作会议定调，要完善多层次金融市场体系，支持北交所做大做强。北交所短线成交量剧增，引起资金分流效应，沪深交易所部分资金流失，但北交所也同时为股市带来了龙头效应，关注后市风格轮动。随着近期资金重回沪深交易所，主板市场有望止跌反弹。

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，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。整体来看，美国利率市场预期显现出钟摆特征，表现在通胀下行与核心通胀黏性、衰退预期与就业劳工市场韧性之间的拉锯，当前美股反弹，VIX 恐慌指数下降，外部市场情绪面缓和。

2.商品期权

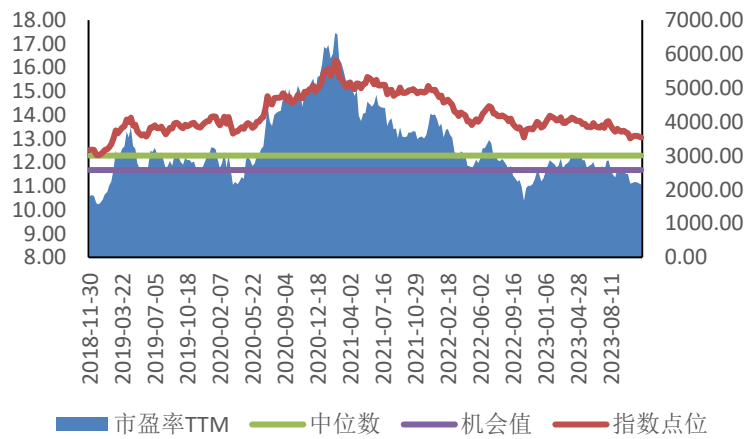
上个月铜、铝、甲醇、PTA、豆粕、黄金期货活跃合约月度涨跌幅分别为 1.35%、-3.20%、3.05%、-2.64%、-0.79%、-0.67%。上个月甲醇震荡上涨，PTA 震荡回落；沪铜窄幅震荡，沪铝震荡回落，贵金属价格震荡回落，避险情绪下降，人民币汇率升值，金价受阻。豆粕价格区间震荡。以上商品普遍维持区间震荡走势。

图 1: 上证 50 指数估值 (市盈率-TTM)



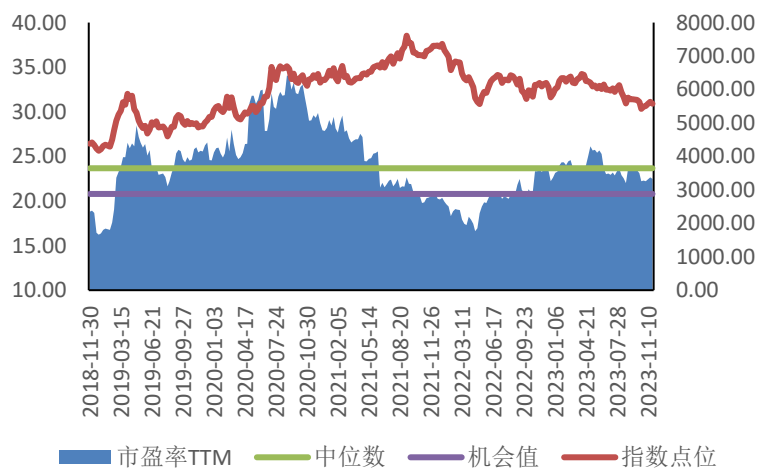
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 2: 沪深 300 指数估值 (市盈率-TTM)



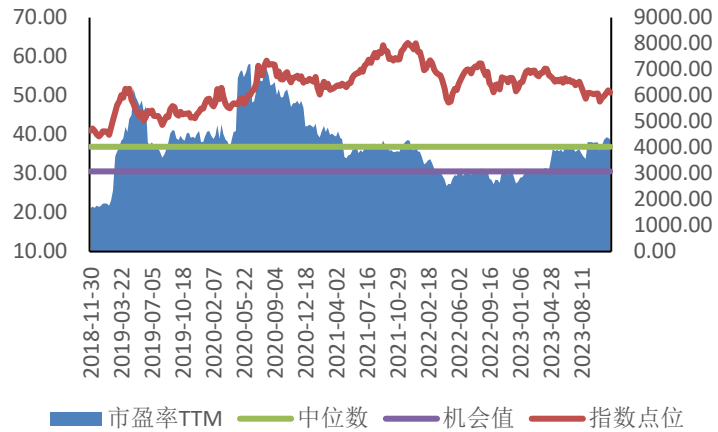
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 3: 中证 500 指数估值 (市盈率-TTM)



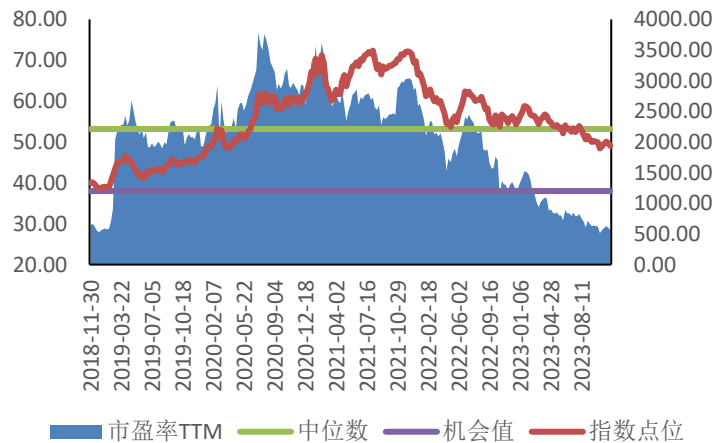
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率-TTM)



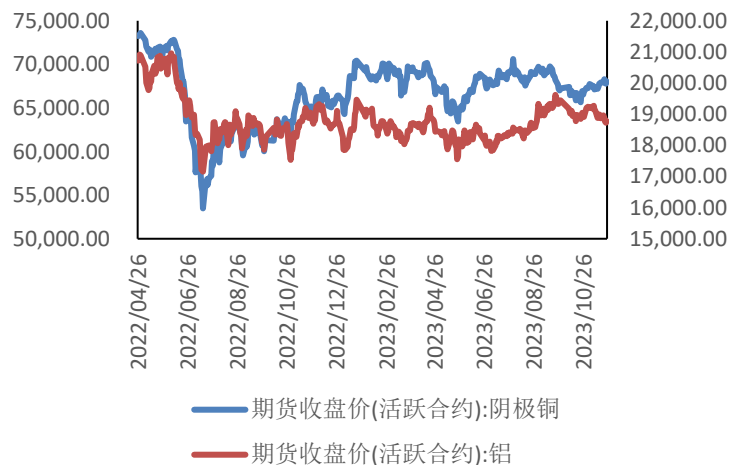
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 5: 创业板指数估值 (市盈率-TTM)



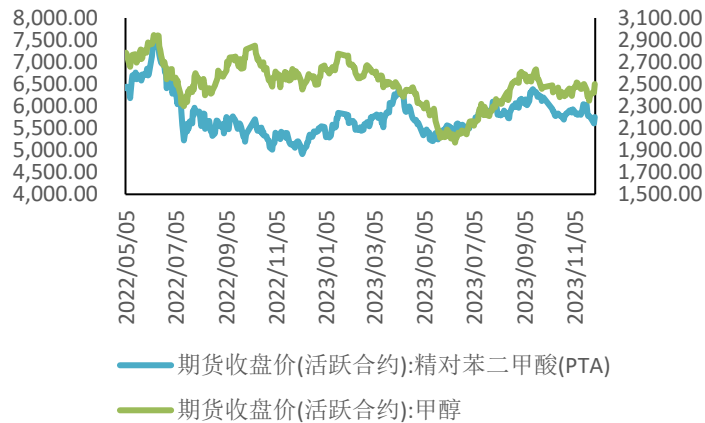
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 6: 沪铜、沪铝期货价格走势



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 7: PTA、甲醇期货价格走势



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 8: 豆粕期货价格走势



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

二、期权 PCR (认沽/认购) 分析

1.金融期权

11 月份金融期权的日均成交量环比上个月下降, 其中 50ETF 期权成交 PCR 普遍位于 80%至 90%区间, 沪深 300 及中证 500 系列期权的成交 PCR 值略高于 50ETF 期权, 整体上 PCR 值运行平稳, 标的指数先涨后跌, 期权成交活跃度下降。金融类期权持仓 PCR 值持续走低, 数值趋于近一年低值区间, 修复反弹需求较大, 情绪面有望迎来冰点反弹。

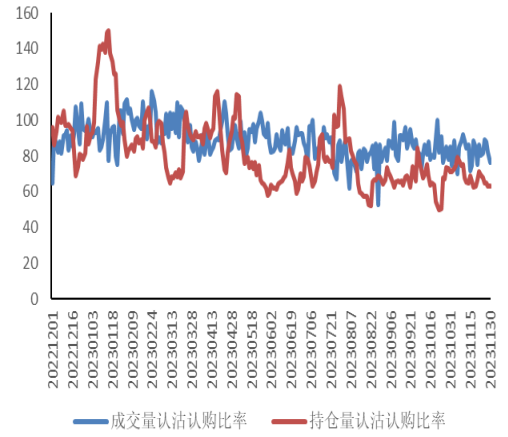
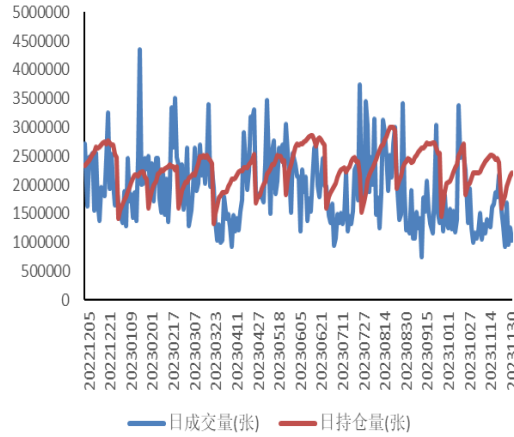
2.商品期权

商品期权方面, 铜期权成交量、成交 PCR 及持仓 PCR 值重心下移, 铝期权成交量及持仓 PCR 值保持低位, 铜铝期权多空交易情绪低迷, 强震荡预期。PTA 期权持仓 PCR 走低, 成交 PCR 值回落, 空头情绪边际衰减。黄金期权成交量环比上

升，成交 PCR 下降，但美元指数反弹或将刺激成交 PCR 低值回升。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，金价下跌情绪或将反复。

图 9: 50ETF 期权成交量与持仓量

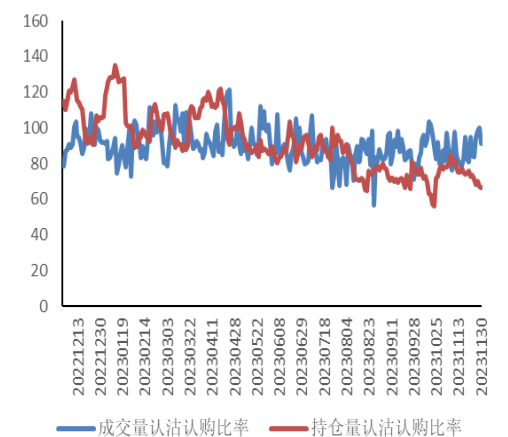
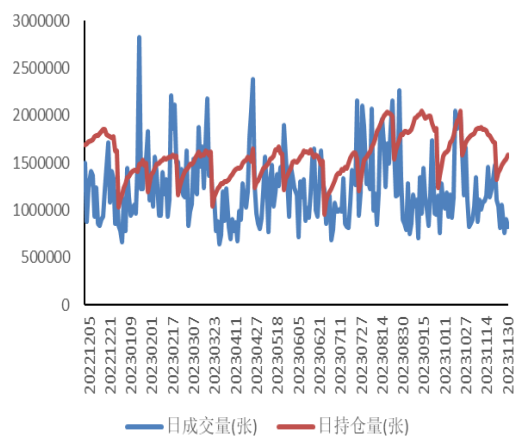
图 10: 50ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 11: 沪市 300ETF 期权成交与持仓

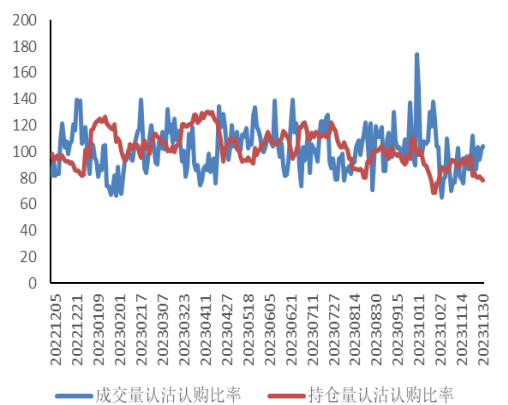
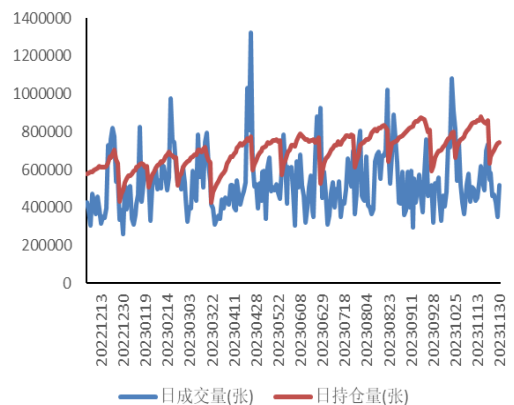
图 12: 沪市 300ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 13: 沪市 500ETF 期权成交与持仓

图 14: 沪市 500ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 15: 深市 300ETF 期权成交与持仓

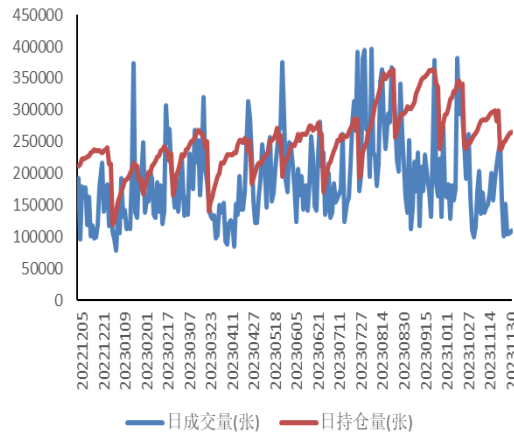
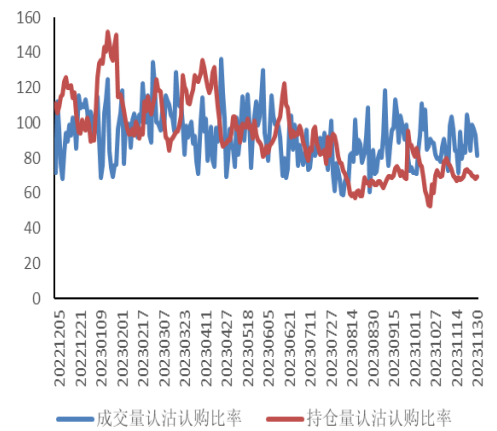


图 16: 深市 300ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 17: 深市 500ETF 期权成交与持仓

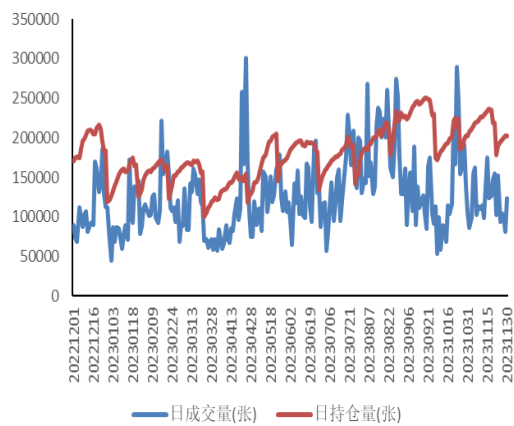
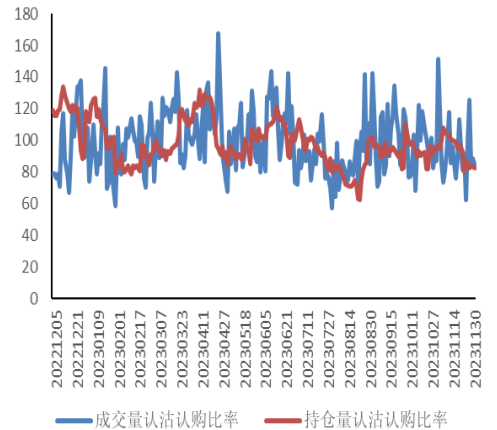


图 18: 深市 500ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 19: 创业板 ETF 期权成交与持仓

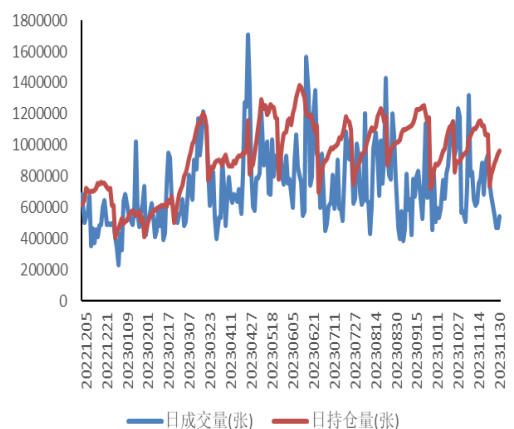
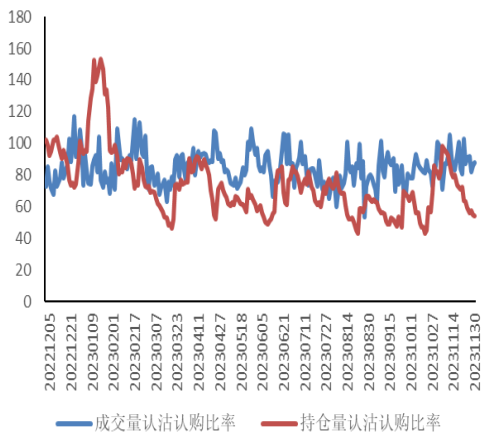


图 20: 创业板 ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 21: 沪市 300 指数期权成交与持仓

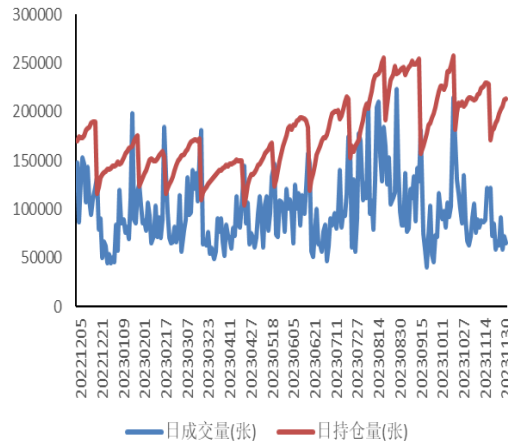
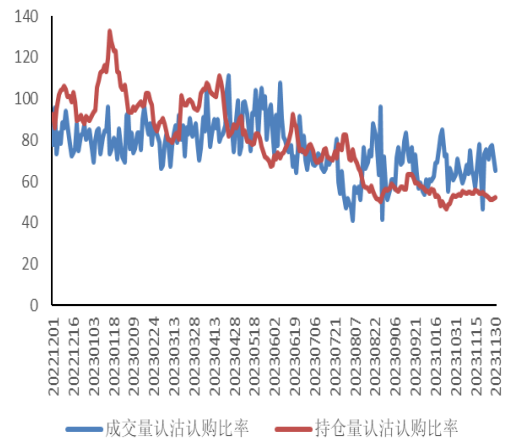


图 22: 沪市 300 指数期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 23: 中证 1000 指数期权成交与持仓

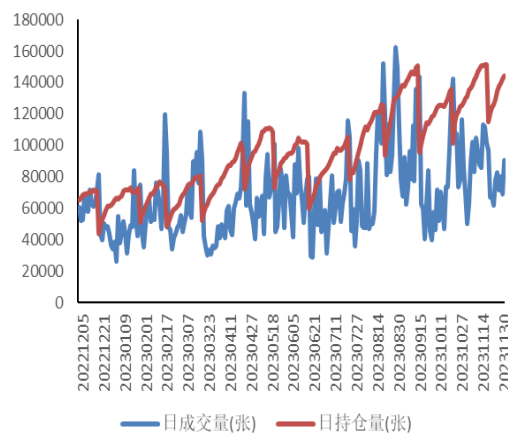
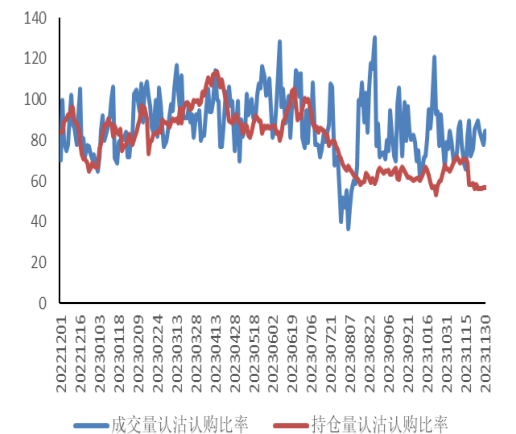


图 24: 中证 1000 指数期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 25: 沪铜期权成交与持仓

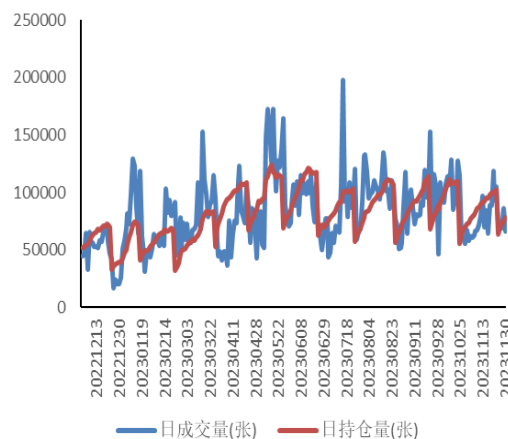
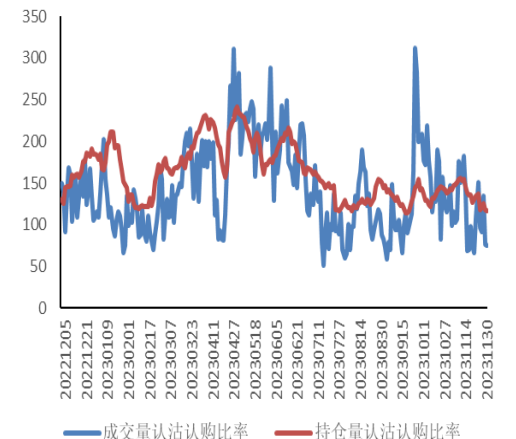


图 26: 沪铜期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 沪铝期权成交与持仓

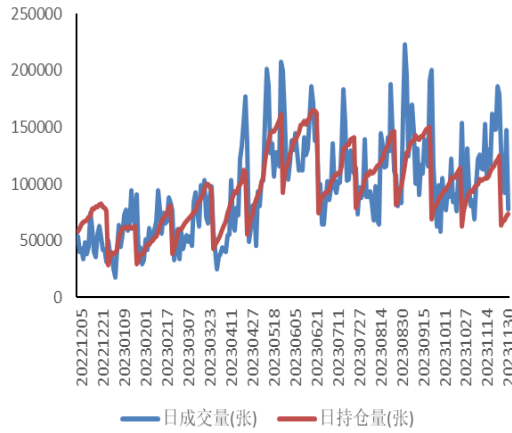
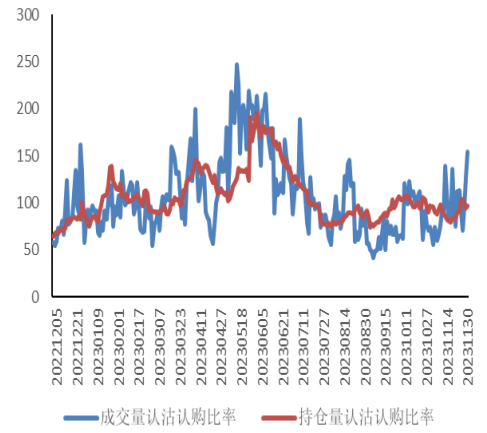


图 28: 沪铝期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 29: 甲醇期权成交与持仓

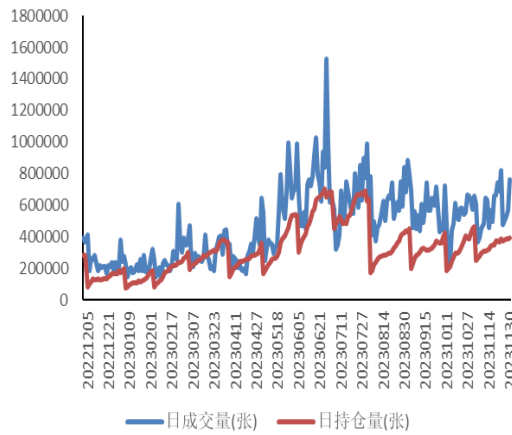
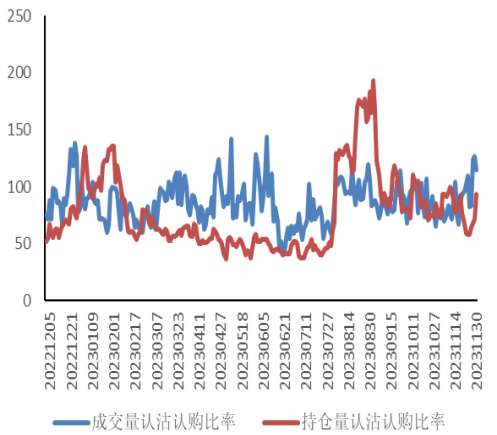


图 30: 甲醇期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 31: PTA 期权成交与持仓

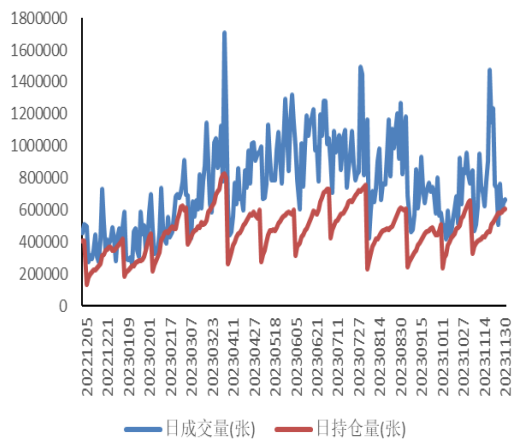
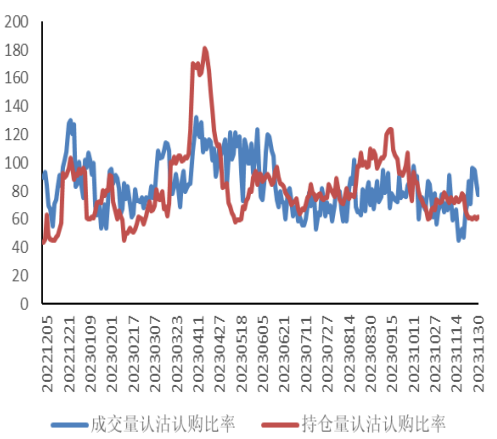


图 32: PTA 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 33: 黄金期权成交与持仓

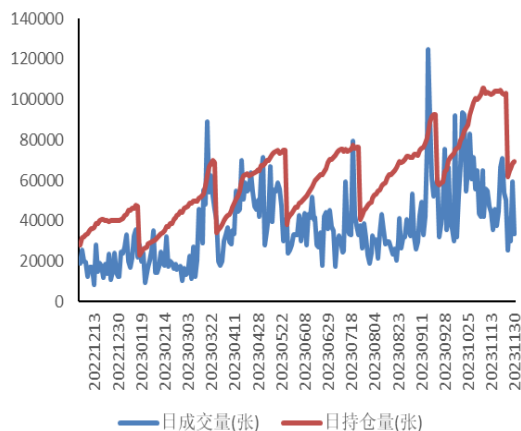
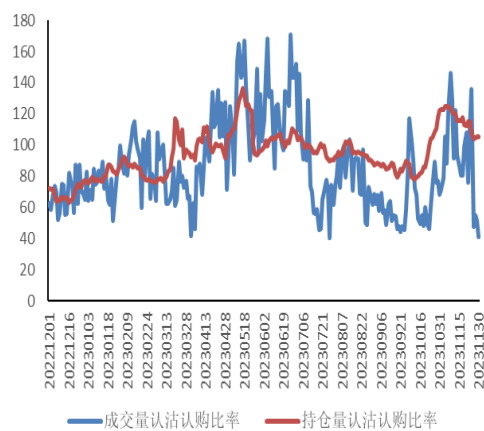


图 34: 黄金期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 35: 豆粕期权成交与持仓

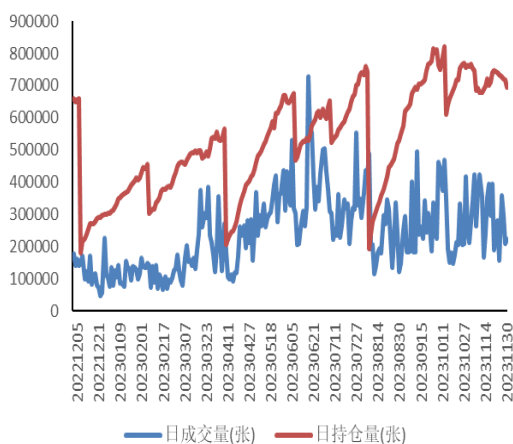
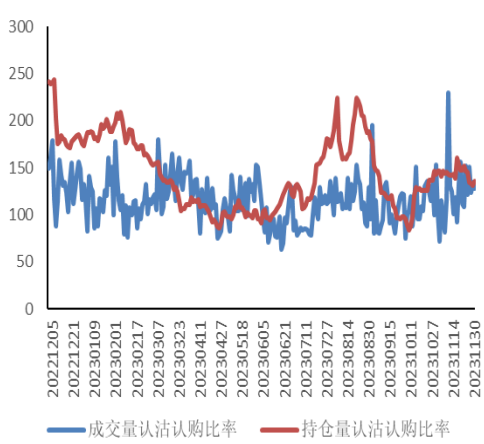


图 36: 豆粕期权 PCR (%)



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

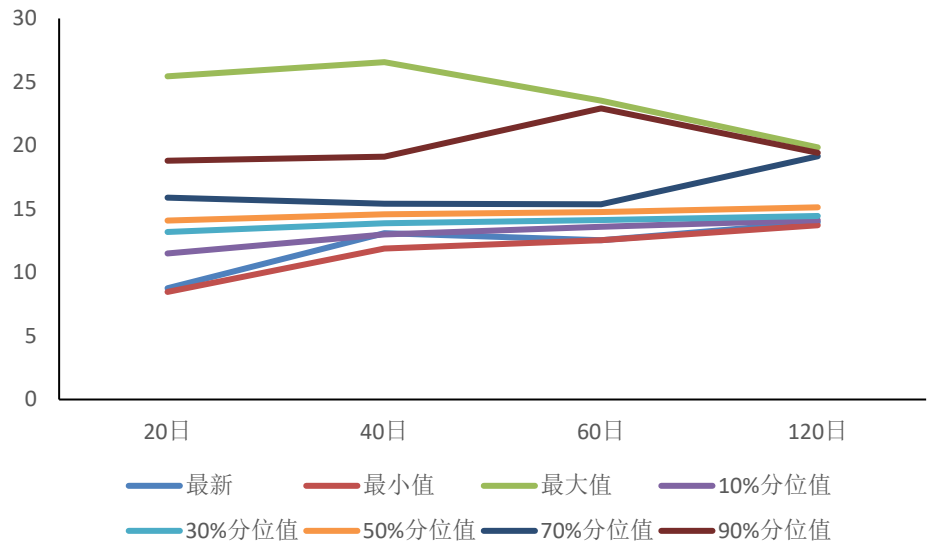
波动率方面,指数历史波动率数值较低,20 日周期历史波动率低于近一年 20% 分位值,极低波动率易出现低值上升迹象,短线或有变盘迹象,金融期权隐波偏低,与历史波动率低位共振,市场短线回调刺激隐波回升,但持续性不足,期权成交量及成交 PCR 值保持低位,市场空头情绪对于波动率的刺激空间有限,低波震荡局面不变,逢回调可关注卖出虚值看跌期权的策略。

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,

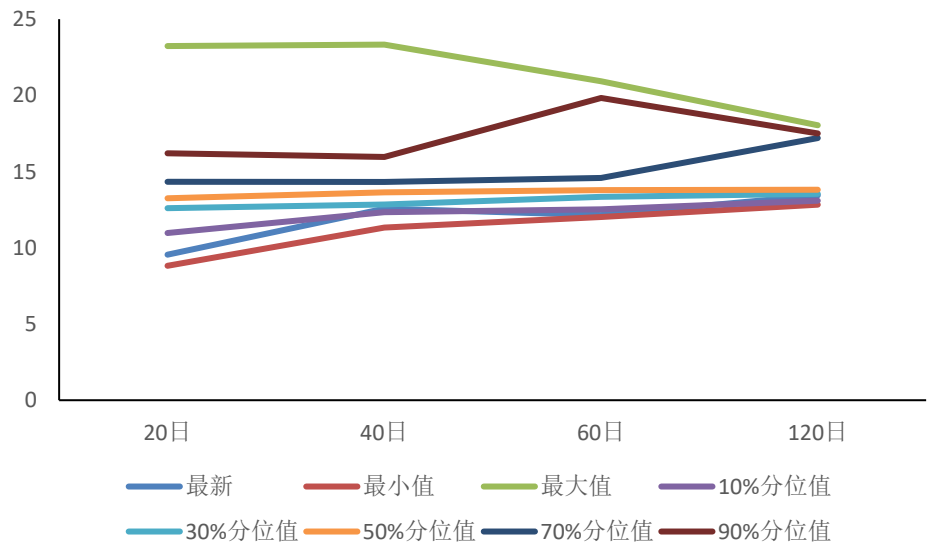
关注波动率低值反弹的需求，甲醇震荡反弹、PTA 短线回调，波动率小幅上升，但是不改大级别低波震荡周期，黄金期权方面，美联储停止加息，近期公布的就业数据下滑，市场开始交易衰退预期，贵金属价震荡上行，隐含波动率下行空间有限，或将延续波动率反弹趋势。

图 37: 上证 50ETF 历史波动率锥



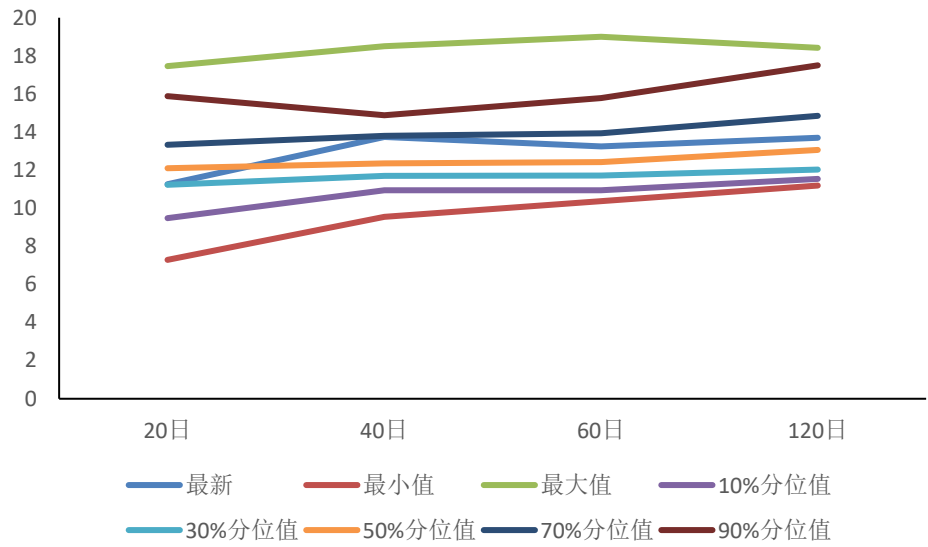
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 38: 沪市 300ETF 历史波动率锥



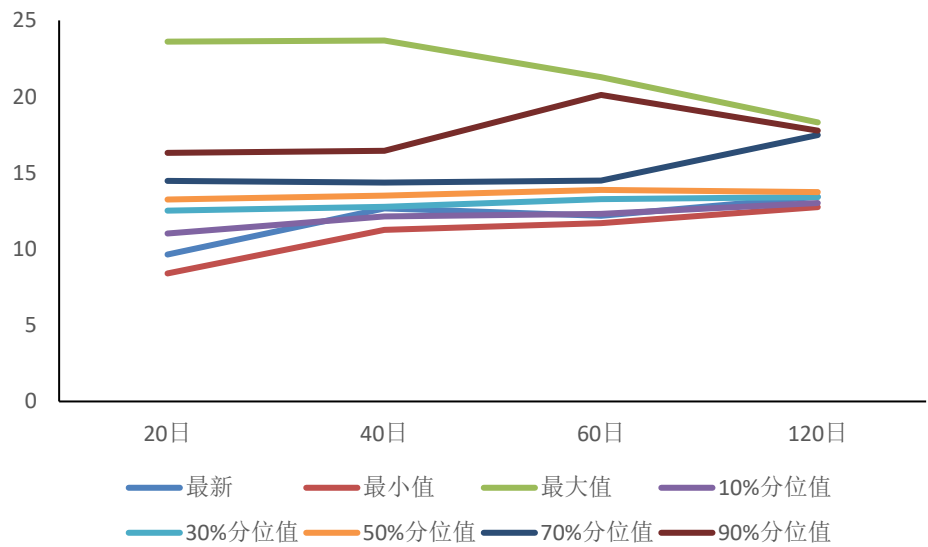
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 39: 沪市 500ETF 历史波动率锥



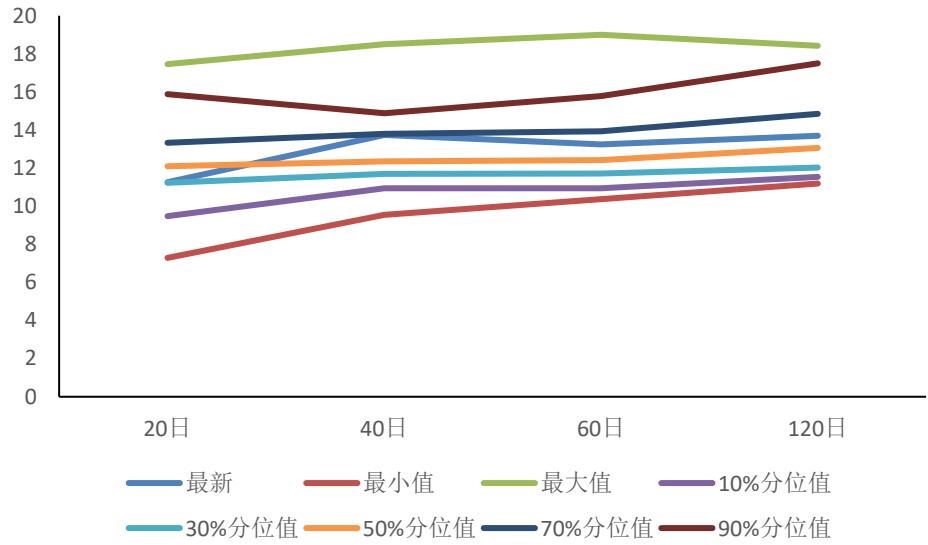
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 40: 深市 300ETF 历史波动率锥



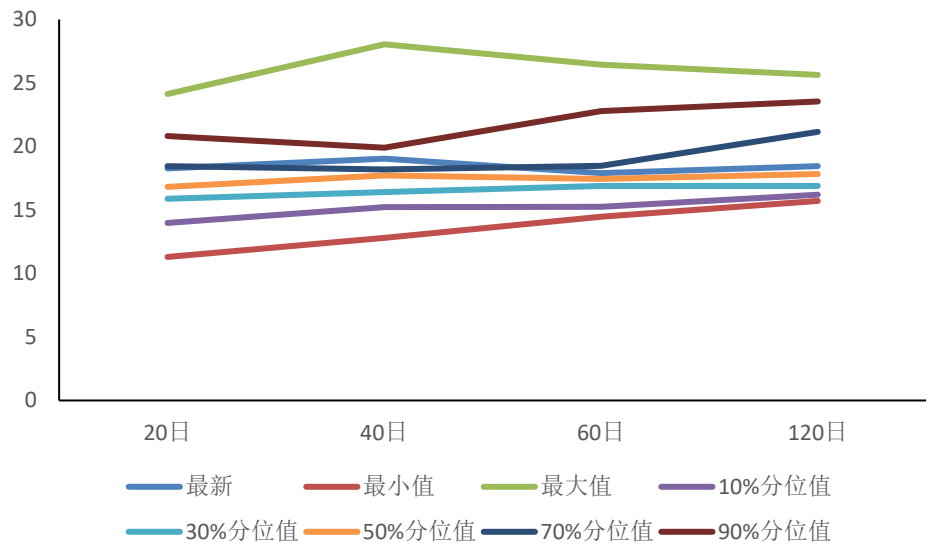
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 41: 深市 500ETF 历史波动率锥



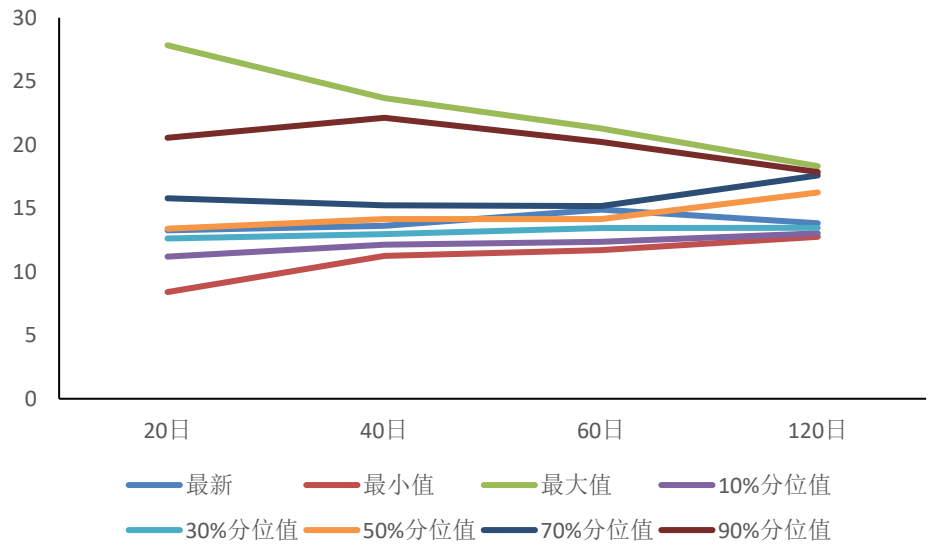
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 42: 创业板 ETF 历史波动率锥



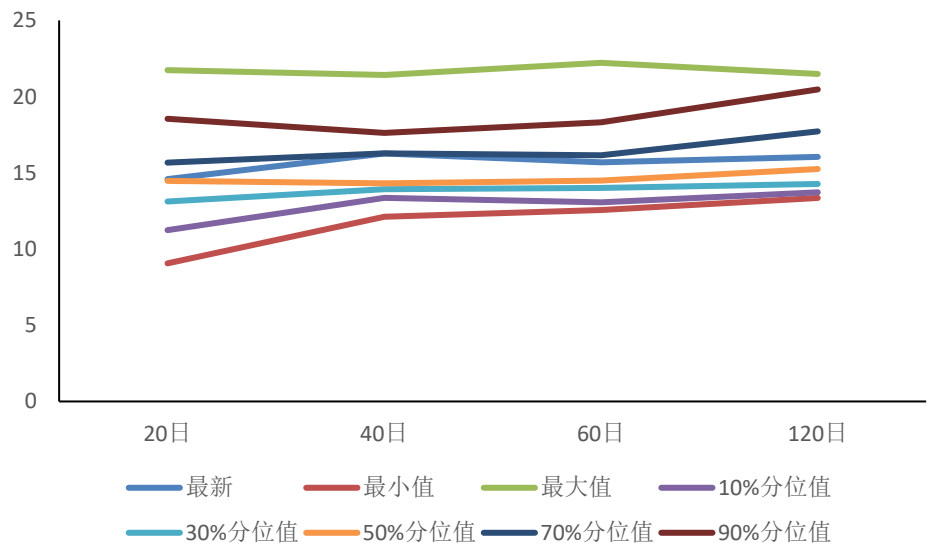
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 43: 沪深 300 历史波动率锥



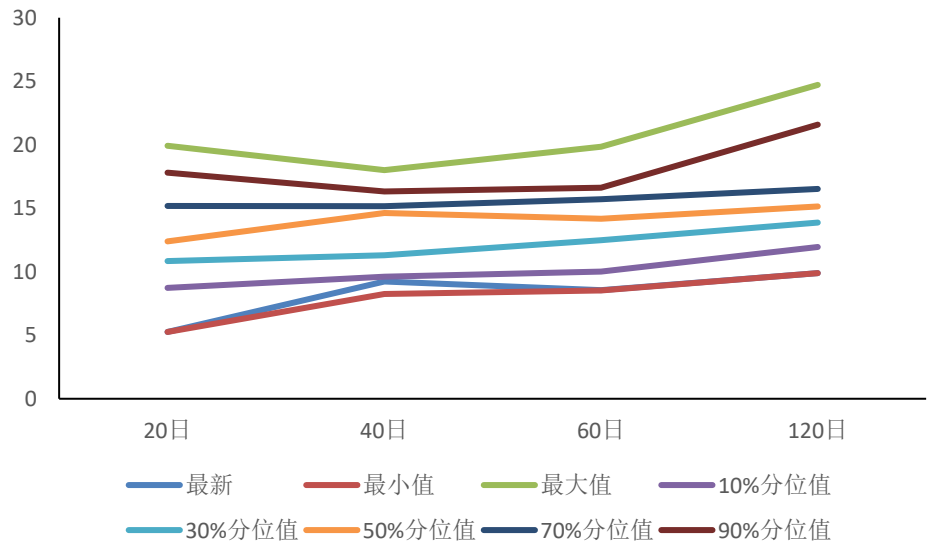
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 44: 中证 1000 历史波动率锥



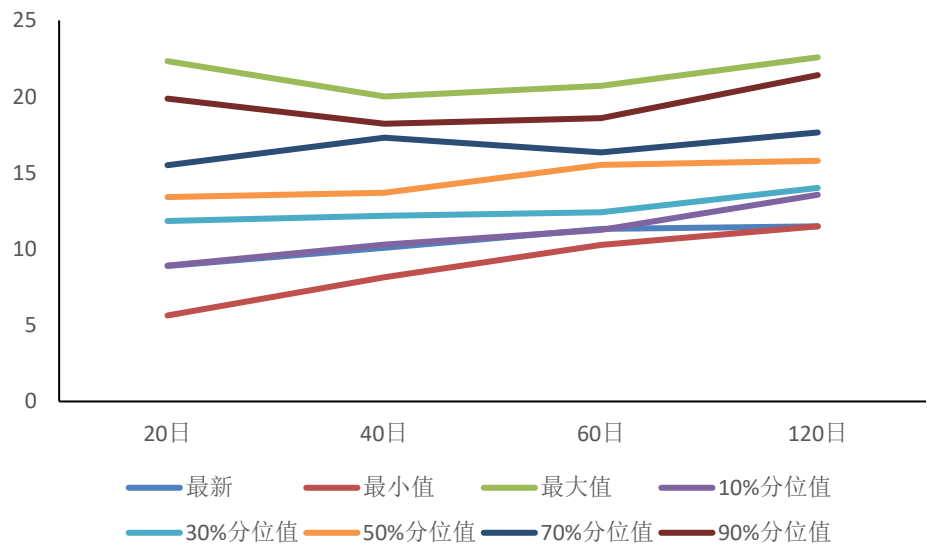
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 45: 沪铜历史波动率锥



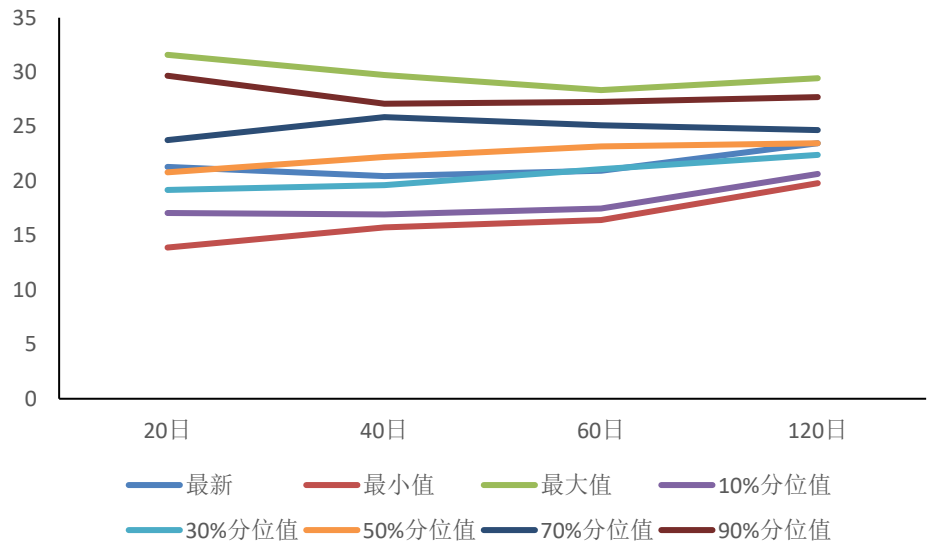
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 46: 沪铝历史波动率锥



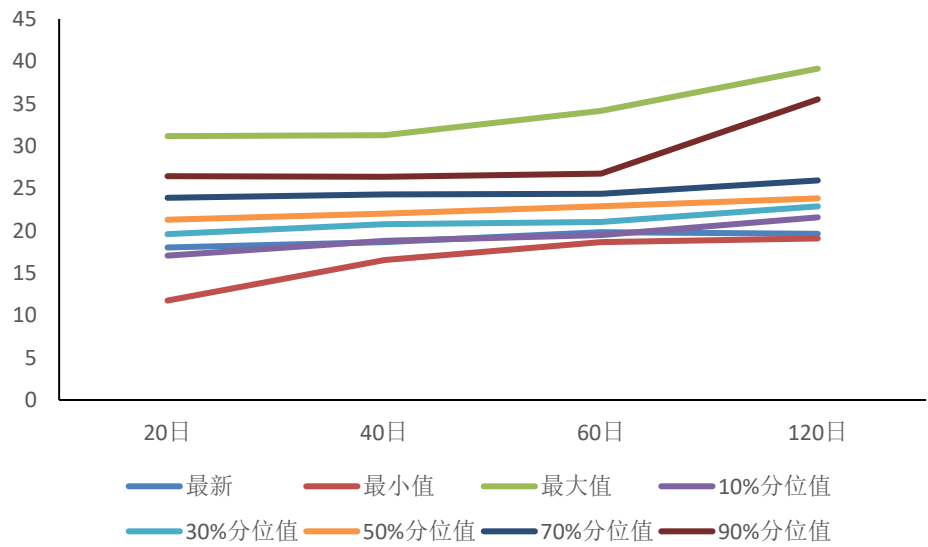
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 47: 甲醇历史波动率锥



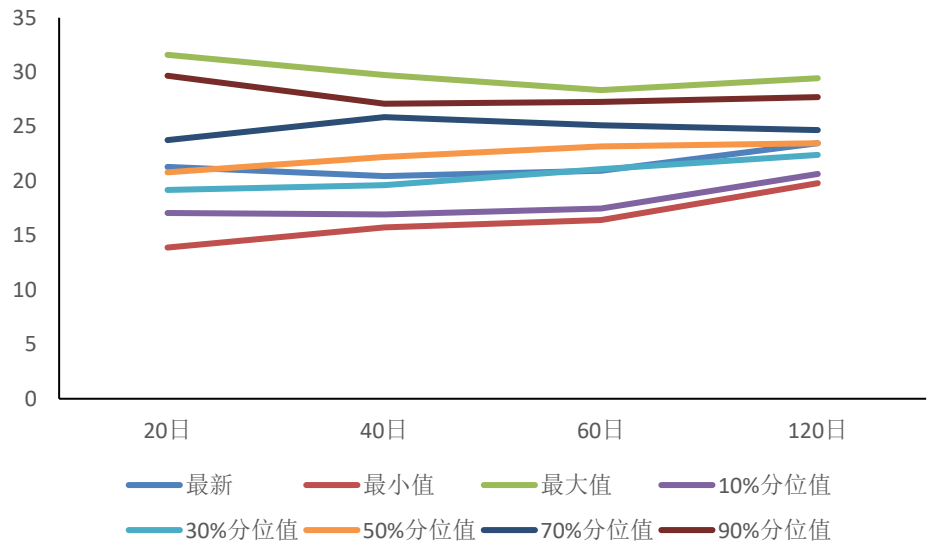
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 48: PTA 历史波动率锥



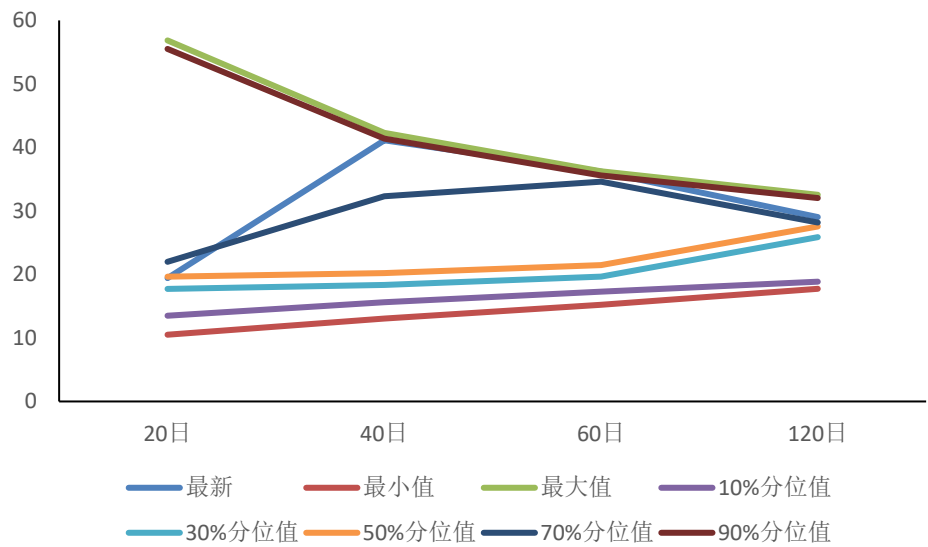
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 49：黄金历史波动率锥



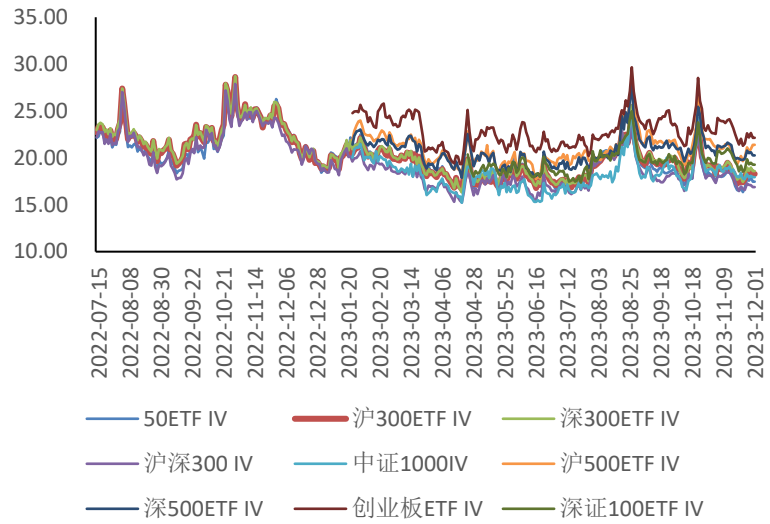
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 50：豆粕历史波动率锥



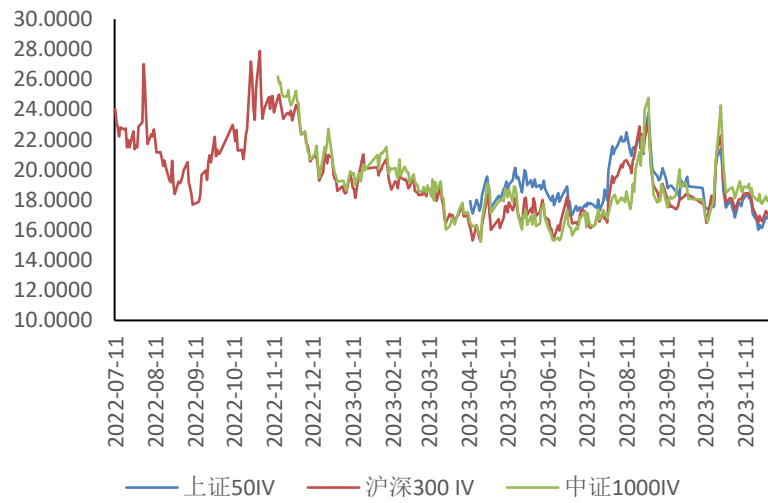
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 51: 金融期权隐波 (IV) 对比



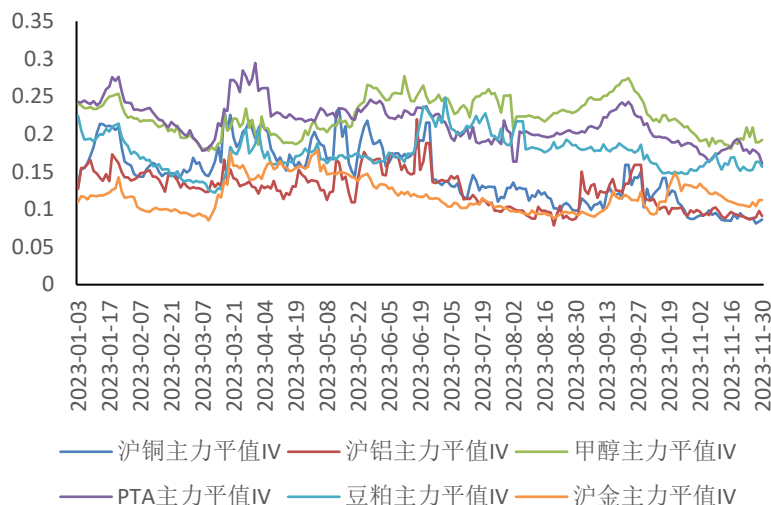
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 52: 金融期权隐波 (IV) 对比



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 53: 商品期权平值隐波 (IV) 对比

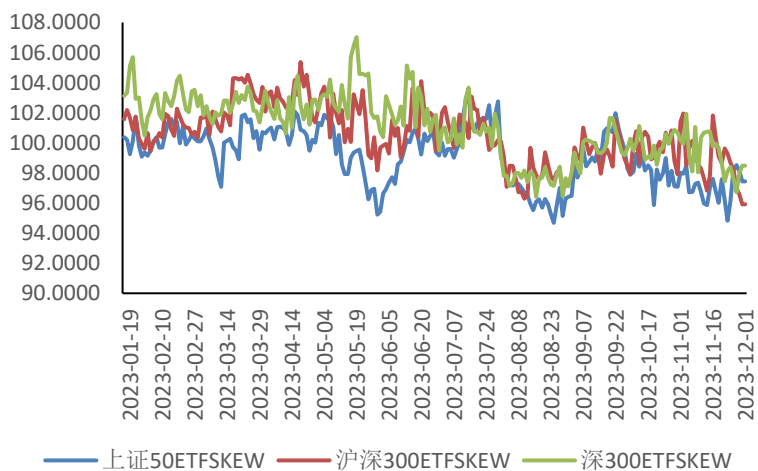


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

四、金融期权偏度

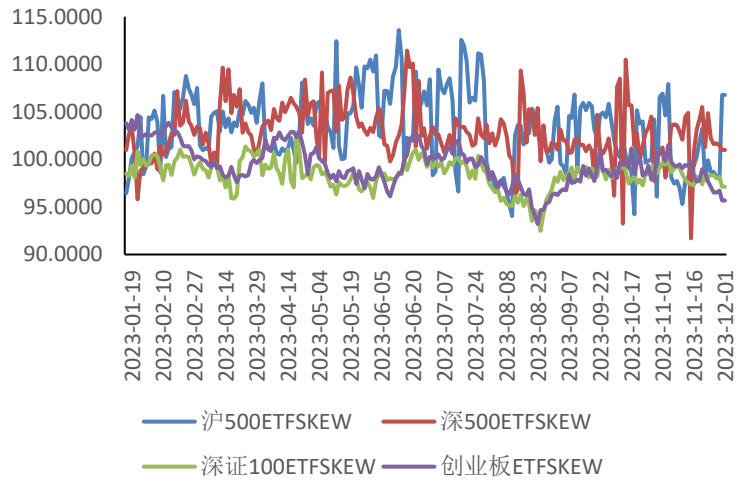
从金融期权的偏度指数分布来看, 上证 50 指数、沪深 300 指数系列的几个期权品种, 偏度指数 skew 普遍低于 100, 且在近期长时间处于较低位置, 特别是上证 50ETF 期权以及上证 50 指数期权, 偏度低于 95; 相比之下, 中证 500、中证 1000、创业板 ETF 等期权品种 skew 偏度指数普遍高于 50 指数与沪深 300 指数系列期权, 反映出近期行情风格分化情况下, 中证 500 及中证 1000 表现相对强于蓝筹系列, 也反映了蓝筹系列积聚了待涨情绪。

图表 54: 金融期权偏度 (一)



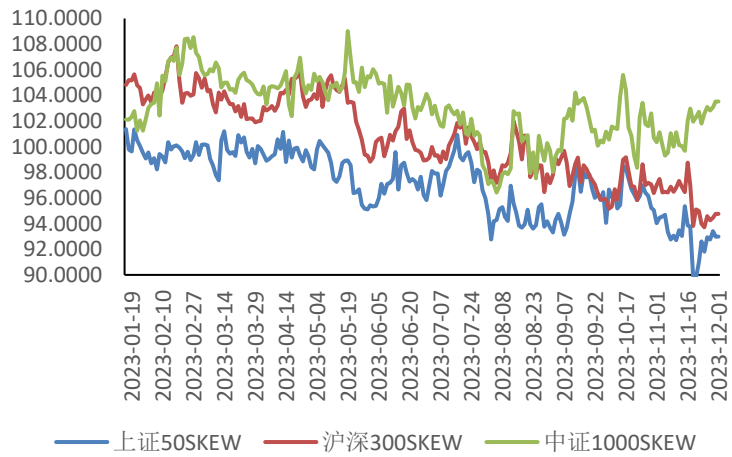
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 55: 金融期权偏度 (二)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 56: 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。