

## 偏度回归需求，指数补涨概率上升

兴证期货·研究咨询部

金融研究团队

2023年12月04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，行业结构性复苏。国内需求弹性不足，政策托底地产，但是地产行业改善空间有限，限制了大金融板块的反弹空间。存量资金博弈，股市大小风格分化，北交所近两周成交量剧增，带来小盘股龙头效应。部分资金流出主板蓝筹股，导致近期上证50与沪深300指数弱势震荡。关注后市大盘股与小盘股之间的板块轮动，即大盘股强支撑与补涨需求，预计上证50指数与沪深300指数下探空间有限，预期上证50与沪深300补涨反弹。国外方面，美元指数及美国10年期国债收益率持续走低，市场风险情绪下降，VIX恐慌指数接近年内新低，权益类资产持续走好，市场近期倾向于交易降息预期。

金融期权方面，上证50与沪深300震荡偏弱，但期权成交PCR及成交量未大幅上升，其中上证50系列期权成交PCR普遍低于90%，空头情绪释放空间有限。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，上周股指小幅回踩，隐含波动率小幅度回升，但持续性不足，由于期权成交量及成交PCR值保持低位，市场空头情绪对于波动率的刺激空间有限，隐波小幅反弹后或将再迎降波行情。偏度方面，上证50、沪深300股指期权偏度skew普遍低于95，且在近期持续保持在较低位置，偏度处于严重左偏状态，低行权价卖出需求大，在指数强支撑背景下，卖出看跌期权参与度较高，随着后市偏度回归，指数反弹补涨概率大。逢指数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、甲醇期权成交PCR值上升，伴随着这两个品种的上涨，积聚了一定的空头情绪；PTA期权成交量低迷，成交PCR值低位，该品种下跌企稳，进一步下探空间有限；黄金期权成交PCR值偏低，美债收益率及美元指数下降，市场交易降息预期，短期金价上涨，但后市需提防降息预期摆动，影响黄金期权市场的情绪面。铜铝期权历史波动率与隐含波动率维持在近几年极低值

区域，关注波动率低值反弹的需求，甲醇价格反弹，PTA 价格下跌企稳，但隐波变化不大，波动率上升空间较小，维持在大级别低波震荡周期；黄金期权方面，市场交易美联储降息预期，美债收益率及美元指数下行，贵金属价格上涨，隐含波动率延续升波趋势，近期金价波动或将加剧。

**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-1.77%，沪市 300ETF 变化-1.58%，沪市 500ETF 变化-0.16%，深市 300ETF 变化-1.63%、深市 500ETF 变化-0.31%，创业板 ETF 变化-0.37%，深证 100ETF 变化-2.09%，上证 50 指数变化-1.63%、沪深 300 变化-1.56%、中证 1000 指数变化 0.24%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 9.65、10.95、22.48、38.88、28.24，五年周期中对应的分位为 27.56%、3.94%、35.04%、65.35%、0.79%。

中国 11 月官方制造业 PMI 为 49.4，预期 49.7，前值 49.5。11 月官方非制造业 PMI 为 50.2，预期 50.9，前值 50.6。综合 PMI 产出指数为 50.4%，比上月下降 0.3 个百分点，仍高于临界点。景气度数据略低于预期，但是维持在荣枯线附近，基本面筑底，等待情绪面回暖。“三个不低于”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。社会融资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。国内需求端弹性不足，政策托底地产，但是地产行业改善空间有限，限制了大金融板块的反弹空间。存量资金博弈，股市大小风格分化，北交所近两周成交量剧增，带来小盘股龙头效应。部分资金流出主板蓝筹股，导致近期上证 50 与沪深 300 指数弱势震荡。关注后市大盘股与小盘股之间的板块轮动，即大盘股强支撑与补涨需求，预计上证 50 指数与沪深 300 指数下探空间有限。

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 年期国债收益率持续走低，12 月加息概率趋于 0，市场风险情绪下降，VIX 恐慌指数接近年内新低，权益类资产持续走好。随着美联储高利率的影响渗透到经济中，传导至就业工资增长放缓，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 0.46%、-1.30%；甲醇、PTA 周度涨跌幅分别为 4.43%、-1.77%；豆粕、黄金活跃合约周度涨跌幅为-2.75%、2.12%。上周铜价震荡走高，铝价格震荡走低，整体波动空间不大；甲醇价格震荡上涨，PTA 价格下跌，供需弱预期下，预计聚酯原料仍承压，PTA 上方阻力较大；贵金属价格震荡走高，但是美股避险情绪下降，国内经济回暖预期，人民币反弹，金价高

位阻力较大。

图 1：上证 50 指数估值（市盈率）



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）



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）



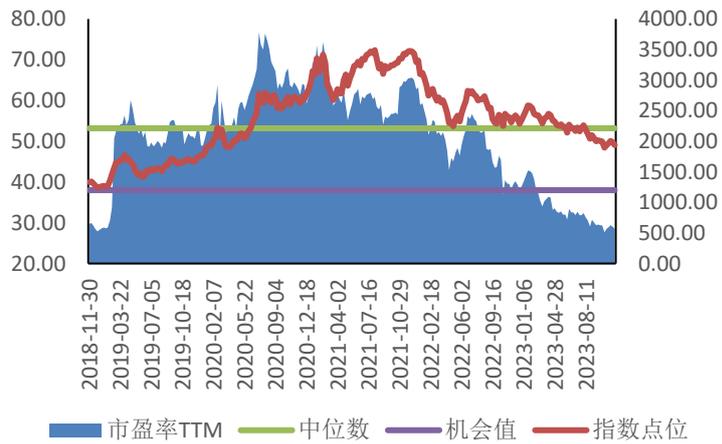
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 4：中证 1000 指数估值（市盈率）



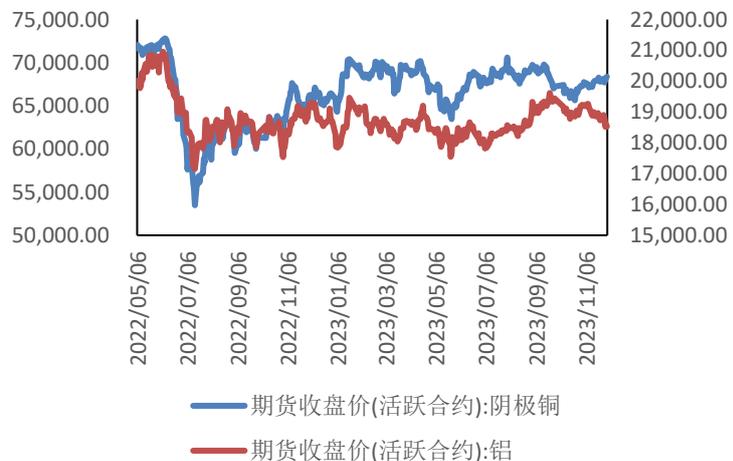
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 5：创业板指数估值（市盈率）



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

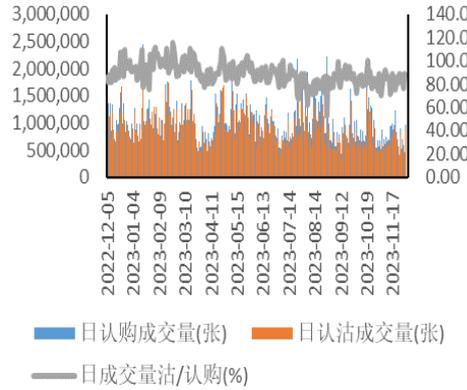
金融期权成交量维持低位, 蓝筹权重股弱势回踩, 上证 50 与沪深 300 震荡偏弱, 但期权成交 PCR 及成交量未大幅上升, 其中上证 50 系列期权成交 PCR 普遍低于 90%, 空头情绪释放空间有限。市场大小盘股风格分化, 北交所主导小盘股风格, 存量资金博弈中小盘股, 蓝筹股交易情绪偏低迷, 但估值支撑强, 关注蓝筹权重股的板块轮动机会, 预期上证 50 与沪深 300 补涨反弹。

### 2.商品期权

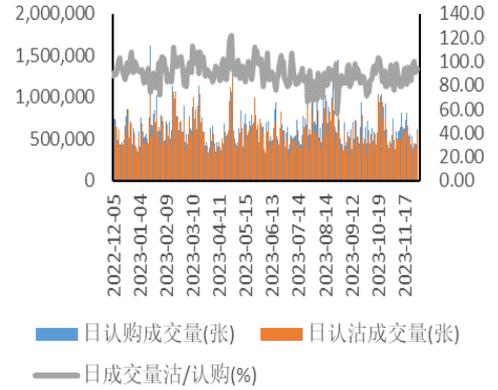
商品期权方面, 铜期权、甲醇期权成交 PCR 值上升, 伴随着这两个品种的上涨, 积聚了一定的空头情绪; PTA 期权成交量低迷, 成交 PCR 值低位, 该品种下

跌企稳，进一步下探空间有限；黄金期权成交 PCR 值偏低，美债收益率及美元指数下降，市场交易降息预期，短期金价上涨，但后市需提防降息预期摆动，影响黄金期权市场的情绪面。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

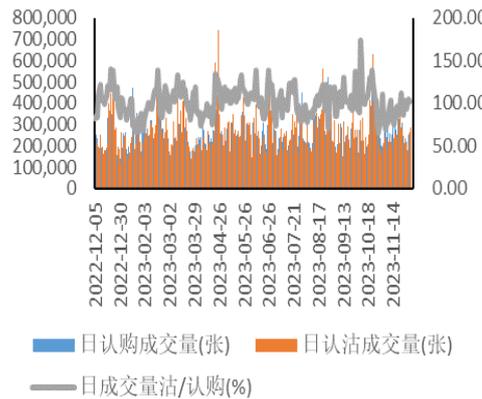


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

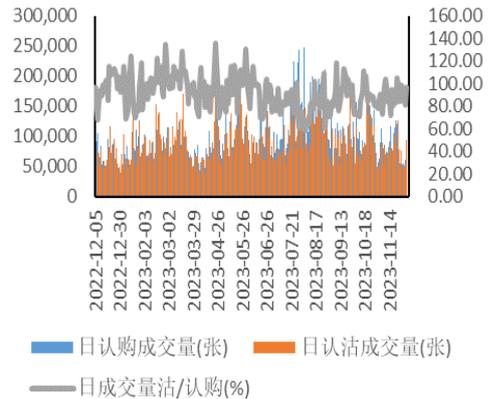


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

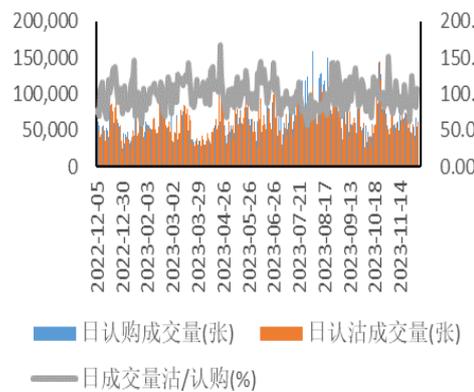


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

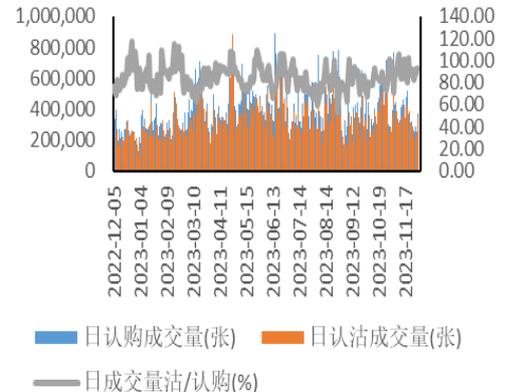


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

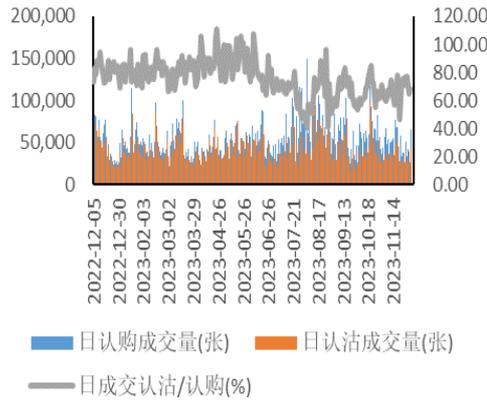


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

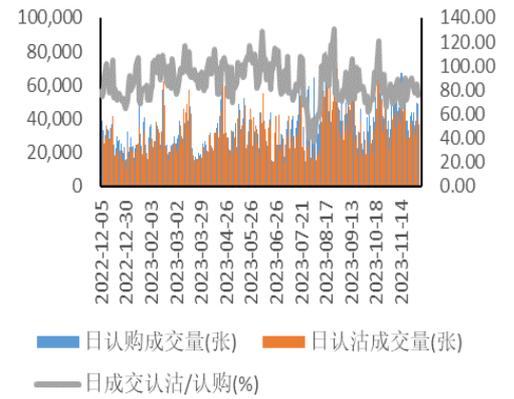


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

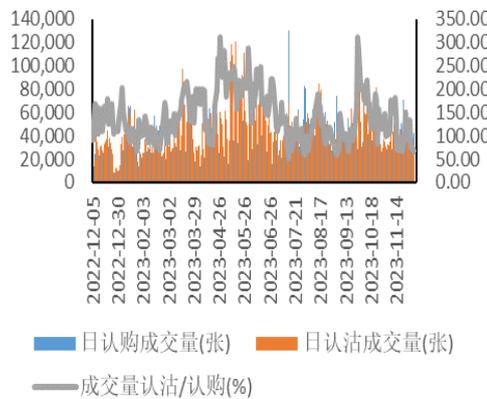


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

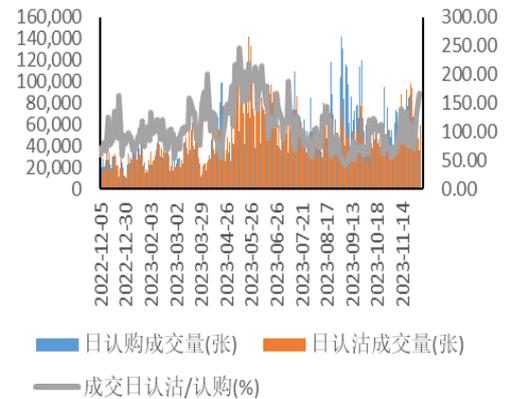


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 17: 沪铜期权 PCR

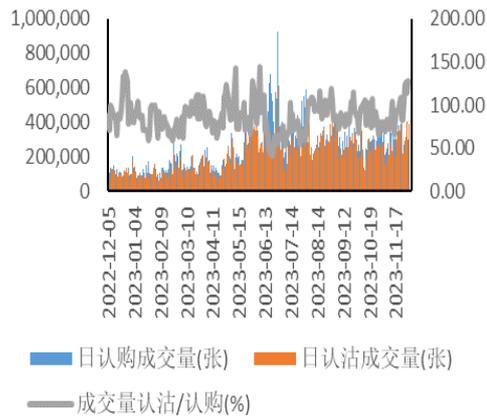


图表 18: 沪铝期权 PCR

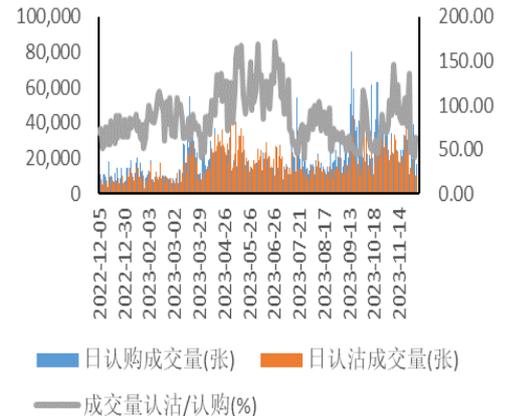


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 19: 甲醇期权 PCR

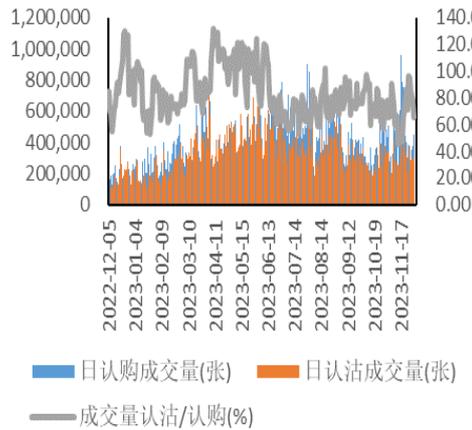


图表 20: 沪金期权 PCR

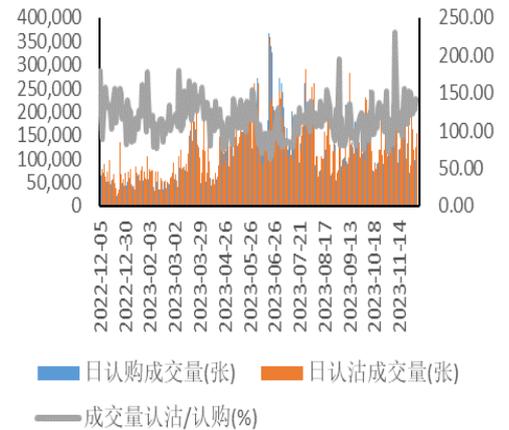


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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

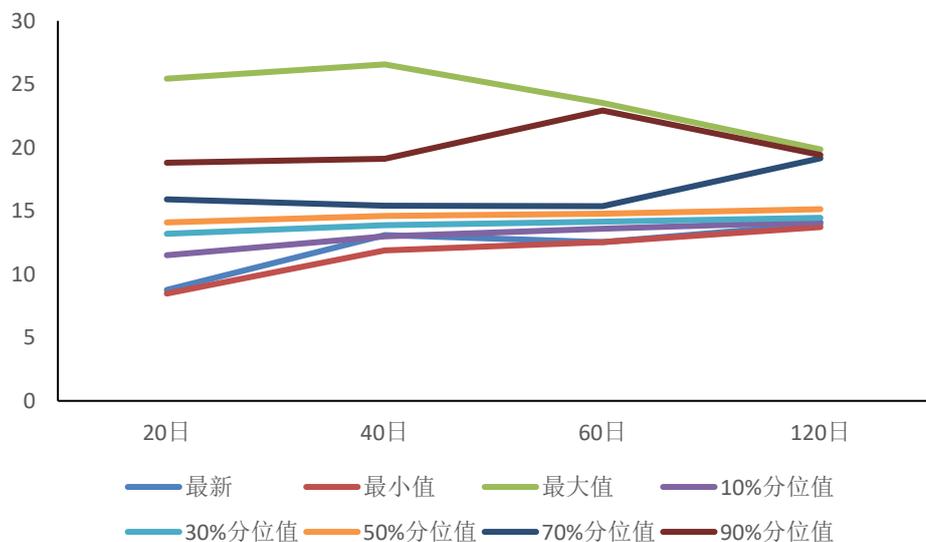
#### 1. 金融期权

波动率方面, 各品种的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, 上周金融指数小幅回踩, 隐含波动率小幅度回升, 市场短线回调刺激隐波回升, 但持续性不足, 由于期权成交量及成交 PCR 值保持低位, 市场空头情绪对于波动率的刺激空间有限, 隐波小幅反弹后或将再迎降波行情, 逢指数回调可关注卖出虚值看跌期权的策略。

#### 2. 商品期权

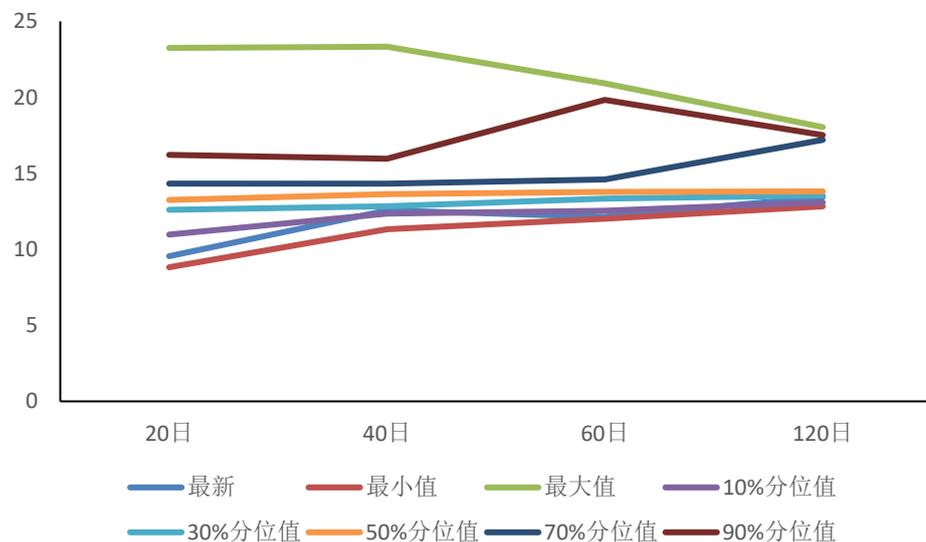
商品期权方面, 铜铝期权历史波动率与隐含波动率维持在近几年极低值区域, 关注波动率低值反弹的需求, 甲醇价格反弹, PTA 价格下跌企稳, 但隐波变化不大, 波动率上升空间较小, 维持在大级别低波震荡周期; 黄金期权方面, 市场交易美联储降息预期, 美债收益率及美元指数下行, 贵金属价格上涨, 隐含波动率延续升波趋势, 近期金价波动或将加剧。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



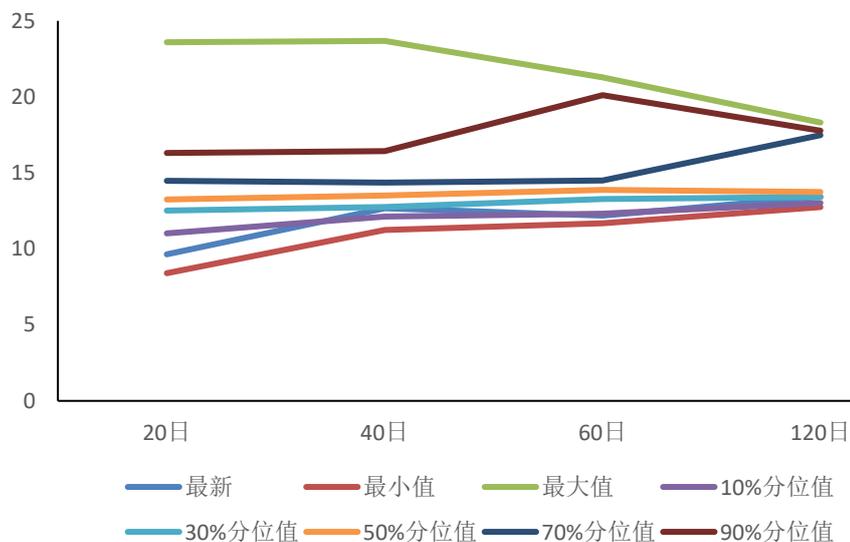
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



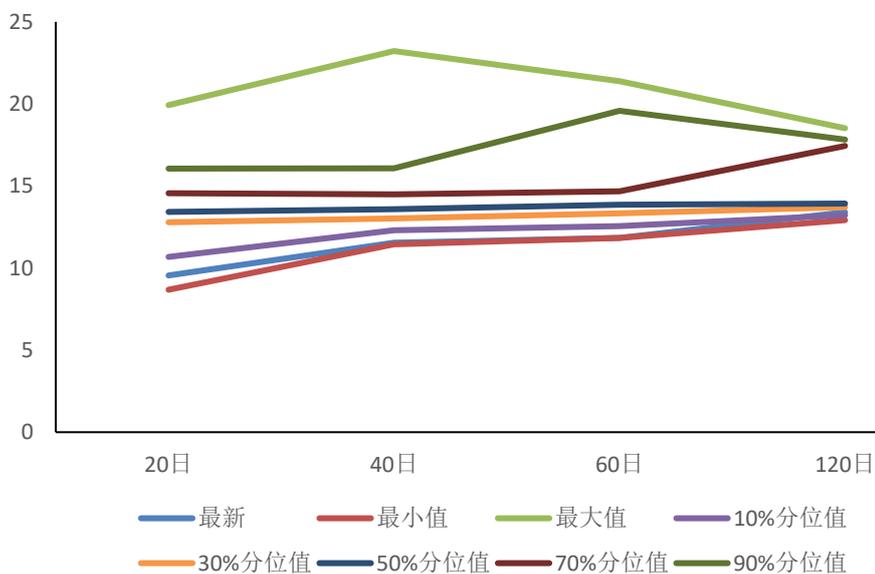
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



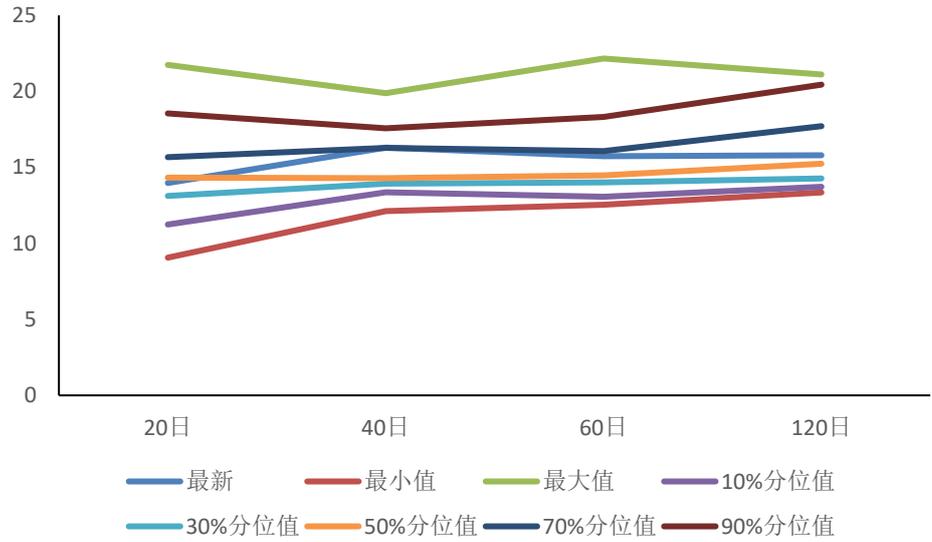
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



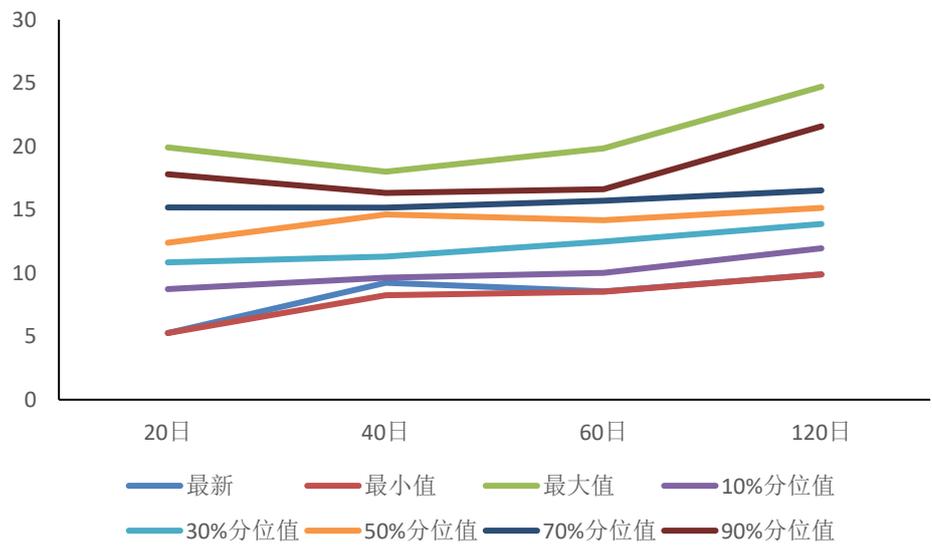
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



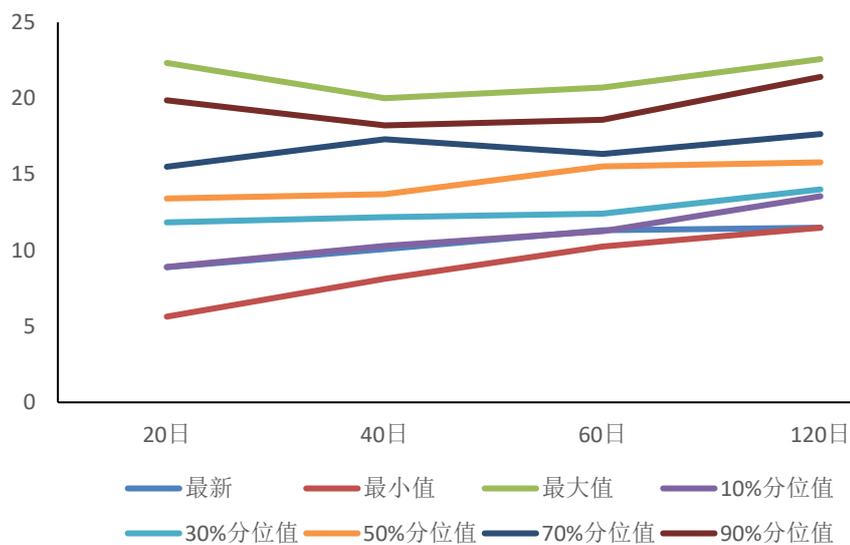
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 28: 沪铜历史波动率锥



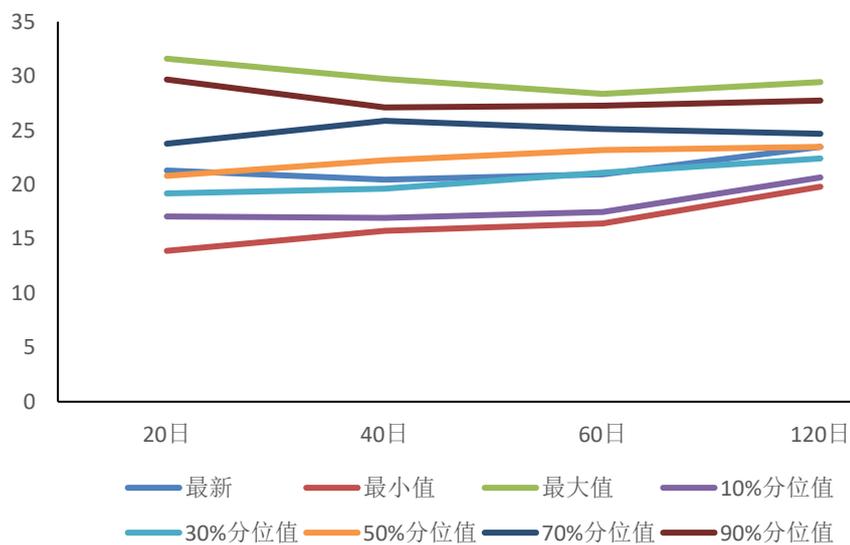
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 29：沪铝历史波动率锥



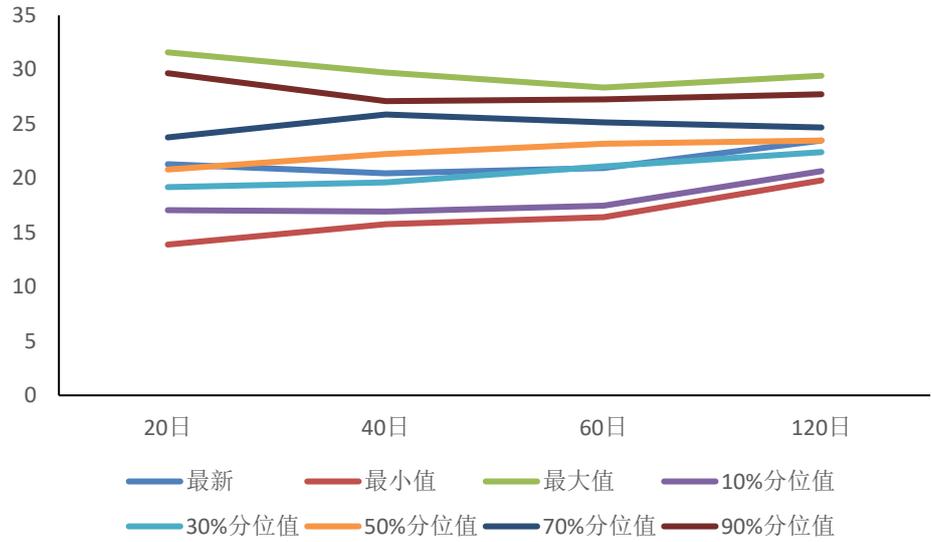
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 30：甲醇历史波动率锥



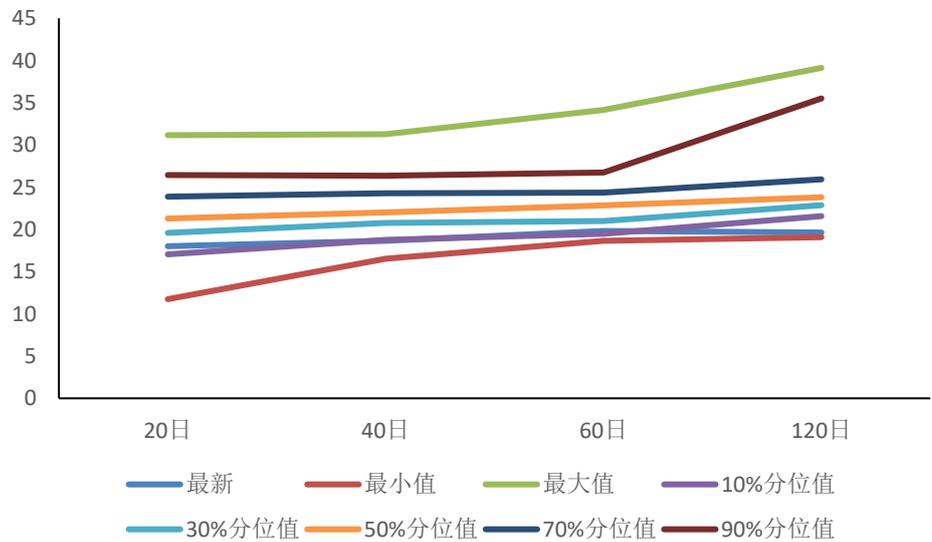
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31: 沪金历史波动率锥



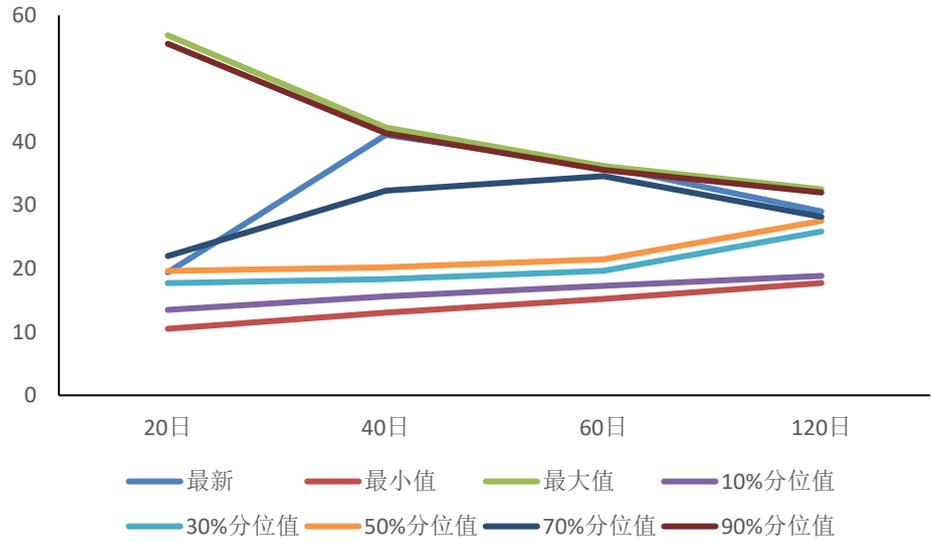
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 31: PTA 历史波动率锥



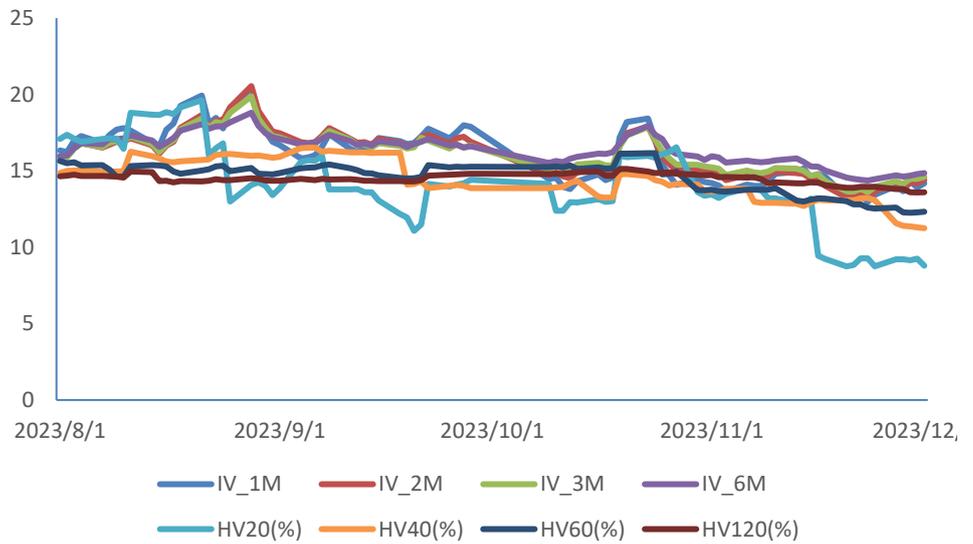
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 32：豆粕历史波动率锥



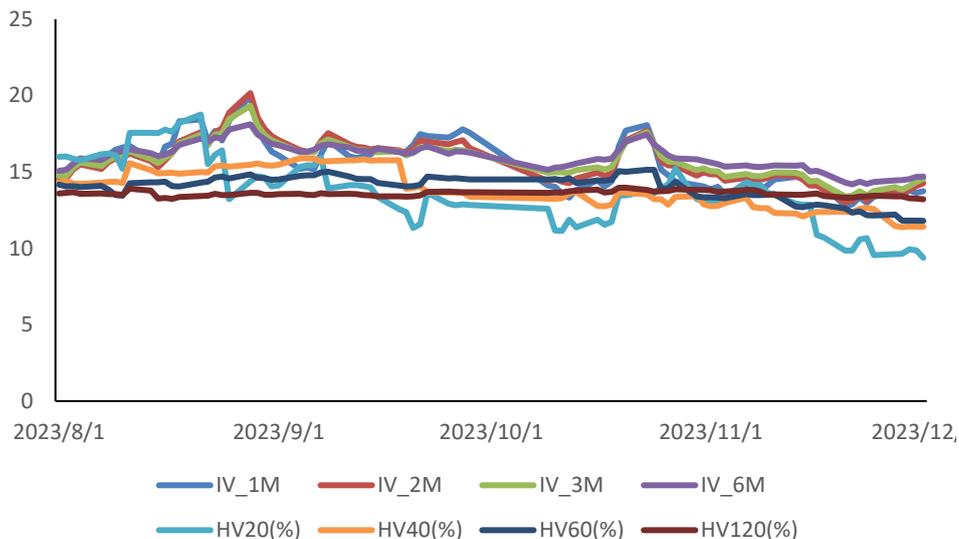
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 33：50ETF 期权隐含波动率走势



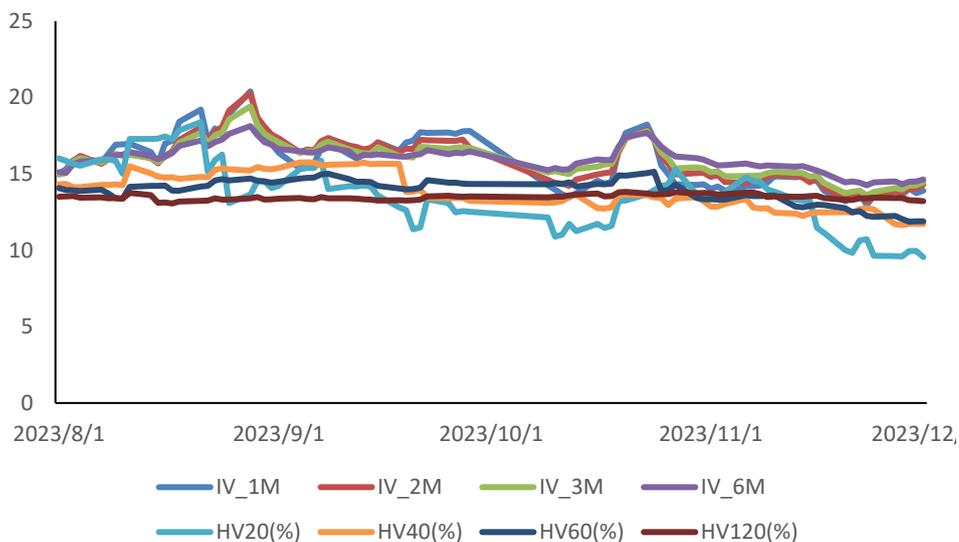
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 34: 300ETF 期权（沪）隐含波动率走势



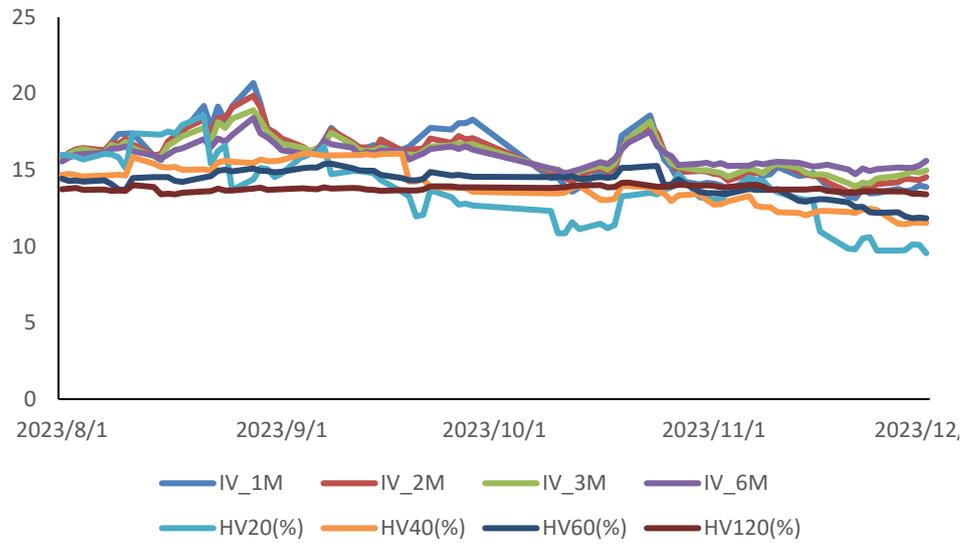
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 35: 300ETF 期权（深）隐含波动率走势



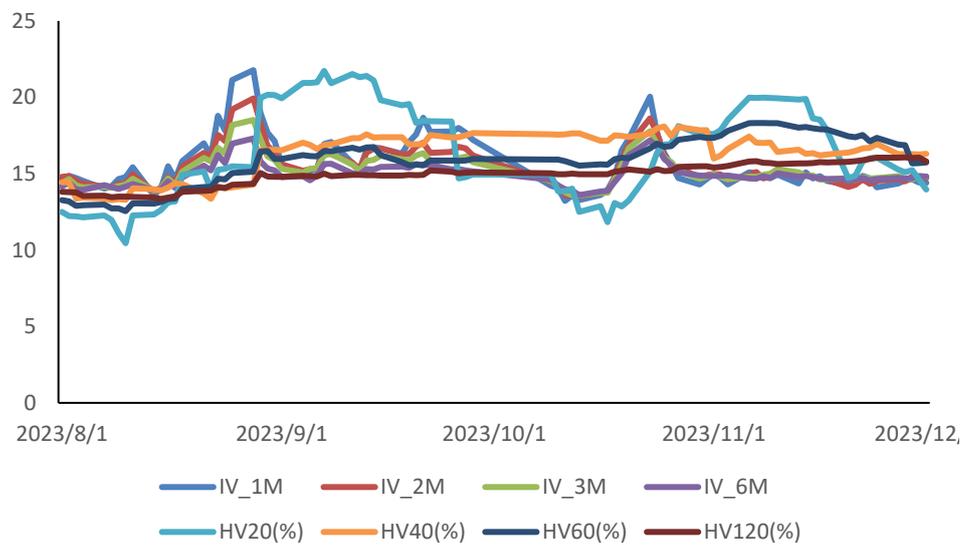
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



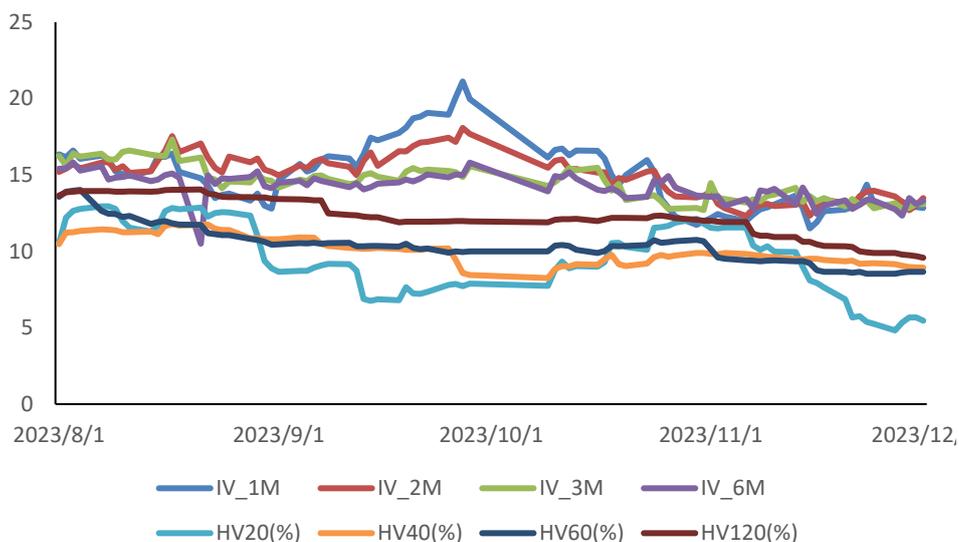
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



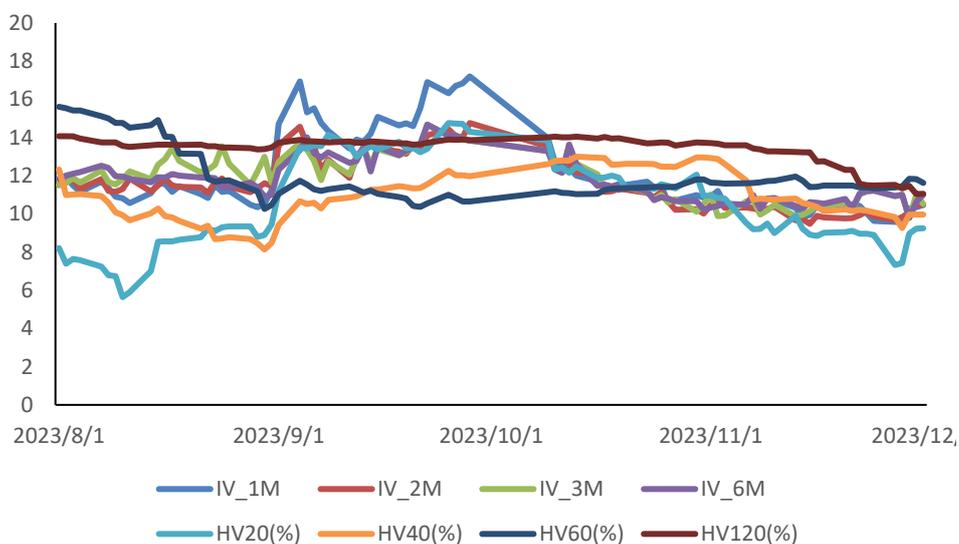
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



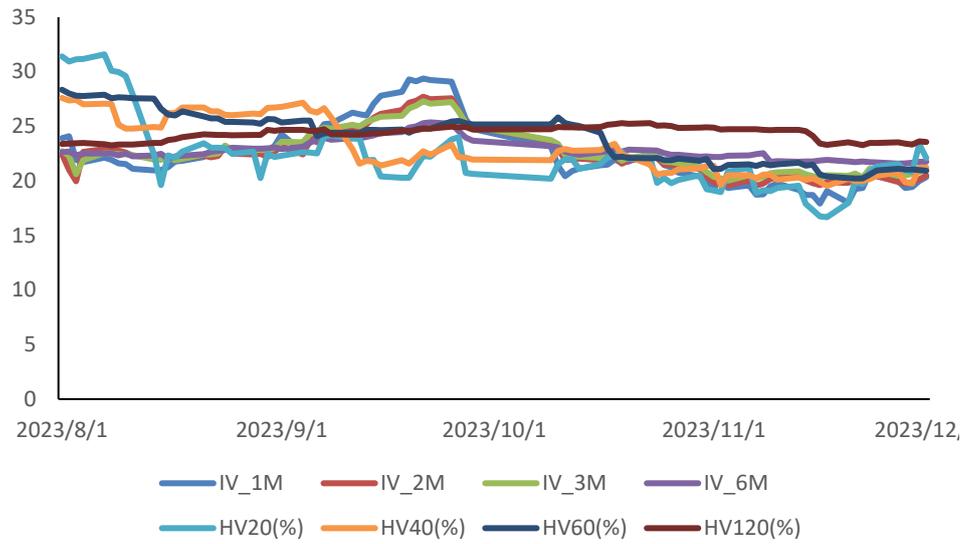
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



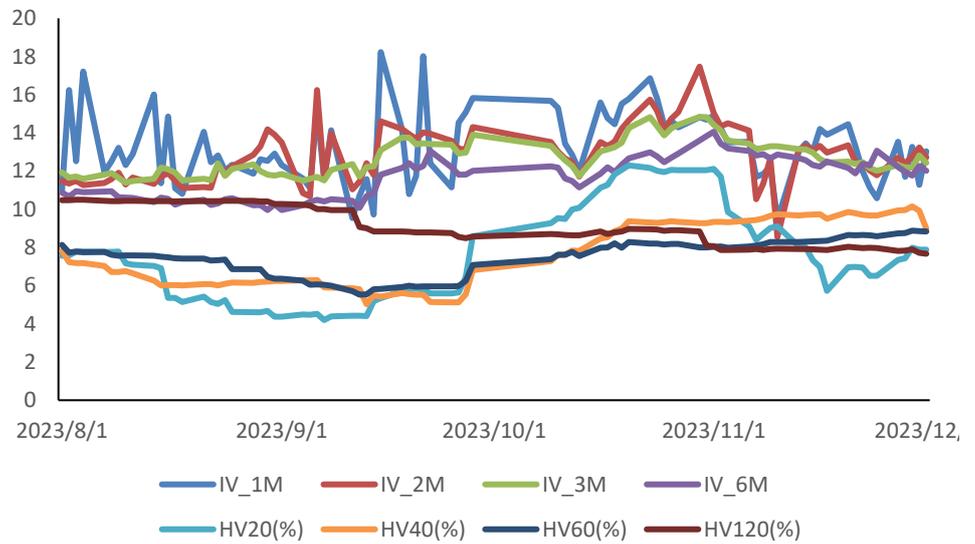
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



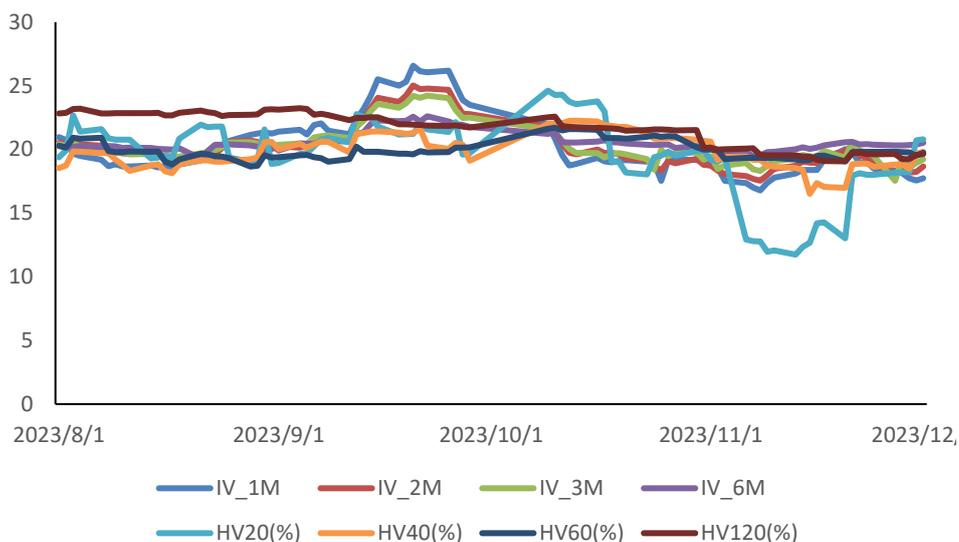
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 41: 沪金期权隐含波动率走势



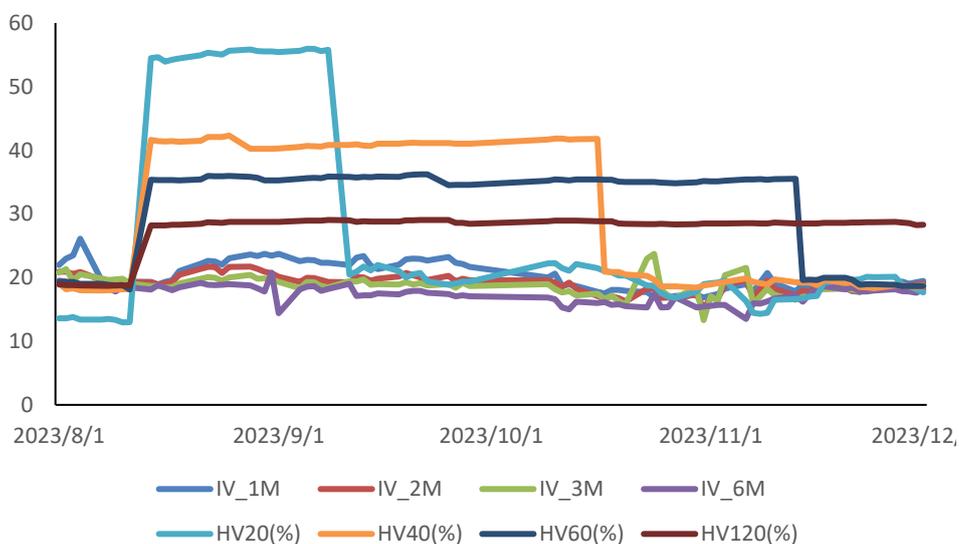
数据来源: wind, 兴证期货研发部

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

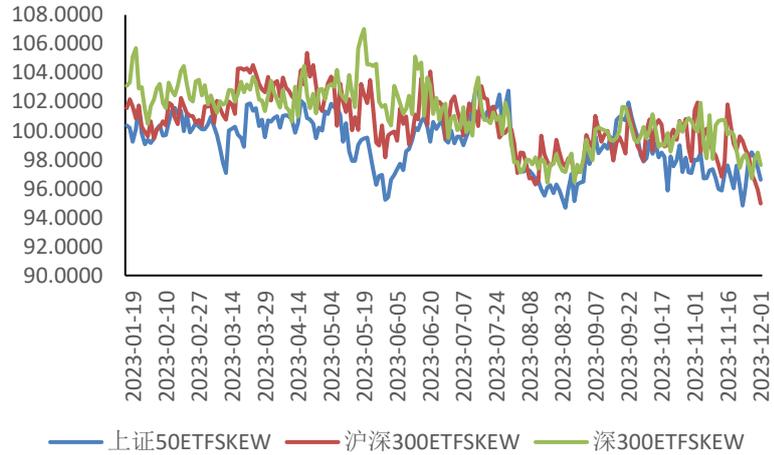


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

### 四、期权偏度

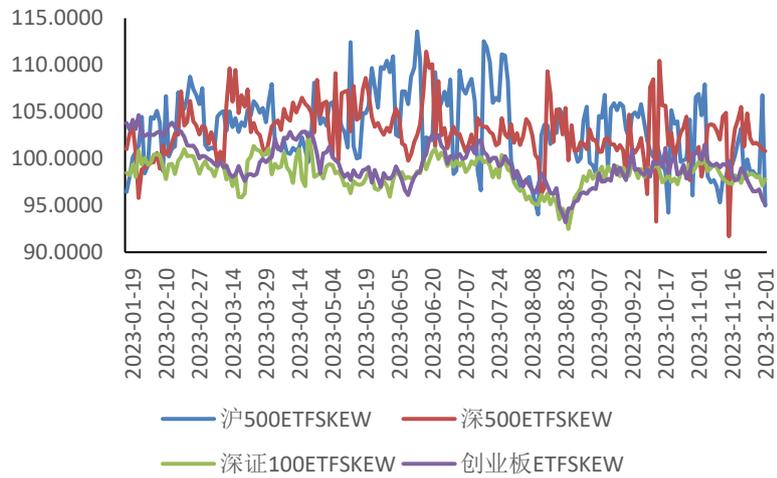
从金融期权的偏度指数分布来看，上证 50、沪深 300 股指期权偏度指数 skew 普遍低于 95，且在近期长时间处于较低位置，偏度处于严重左偏状态，低行权价卖出需求大，在指数强支撑背景下，卖出看跌期权参与度较高，随着后市偏度回归，指数反弹补涨概率大。

图表 43：金融期权偏度（一）



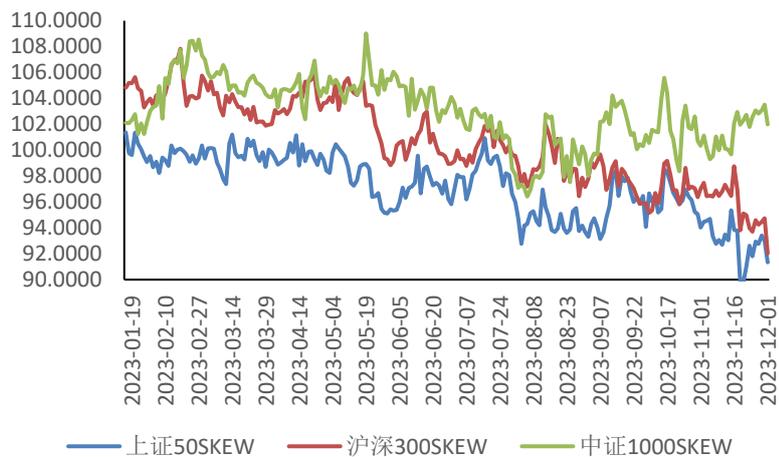
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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。