

空头释放空间有限，蓝筹股估值支撑

兴证期货 研究咨询部

金融研究团队

2023 年 12 月 11 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，11月CPI同比下降0.5%，环比下降0.5%；PPI同比下降3%，环比下降0.3%。近期公布11月官方PMI数据、物价数据整体弱于预期，势必提升市场对宏观政策进一步加码预期。中央政治局会议对未来经济工作提出了方向性指示，明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。期“三个不低于”地产贷款政策、房企白名单反映政策方面持续给予地产行业强支撑。但是内需不足掣肘宏观经济改善空间，当前底部震荡筑底叠加市场弱复苏预期。受此影响，代表金融、消费板块的上证50及沪深300指数，下跌空间有限，但是同样反弹阻力较大，底部震荡为主，弱现实背景下的政策刺激与复苏预期并存。

金融期权方面，上周金融期权成交量环比增加，成交PCR值反弹，在穆迪下调国家信用展望评级的影响下，两市空头情绪上扬，指数再度下跌。下半周期权成交PCR值下降，短空情绪释放周期与幅度有限，本周政治局会议持续释放政策信号，预期后市金融期权成交PCR再度下降。隐波与历史波动率小幅上升，但是历史波动率维持低于20%分位，短周期低波与长周期低波共振，标的指数下方有强支撑，上方受经济弱势压制，预计维持底部震荡走势，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。上证50、沪深300股指期货期权偏度指数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，极低偏度值回归均值的概率较大。中证500系列期权偏度指数与上证50、沪深300系列期权偏度指数剪刀差走阔，市场大小风格分化，关注后市板块轮动情况下蓝筹板块的补涨行情。逢指数回调可关注卖出看跌期权的策略。

商品期权方面，铜铝期权成交PCR值上升，积聚了一定的空头情绪；甲醇、PTA期权成交PCR值先升后降，阻力与支撑并存，空头情绪边际衰减，震荡预期；黄金期权成交PCR值低位反弹，美国就业数据超预期，经济衰退预期弱化，美元

指数反弹，金价下跌情绪上扬。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，甲醇价格震荡，PTA 价格下跌企稳，但隐波变化不大，波动率上升空间较小，维持低波震荡周期；黄金期权方面，美国就业数据超预期，经济衰退预期弱化，美元指数与美债收益率上升，金价下行压力增大，黄金期权隐波延续反弹趋势，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-2.98%，沪市 300ETF 变化-2.45%，沪市 500ETF 变化-1.24%，深市 300ETF 变化-2.41%、深市 500ETF 变化-1.19%，创业板 ETF 变化-2.02%，深证 100ETF 变化-2.38%，上证 50 指数变化-2.99%、沪深 300 变化-2.40%、中证 1000 指数变化-2.07%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 9.38、10.71、22.21、38.11、27.81，五年周期中对应的分位为 14.96%、2.76%、30.31%、57.87%、0.39%。

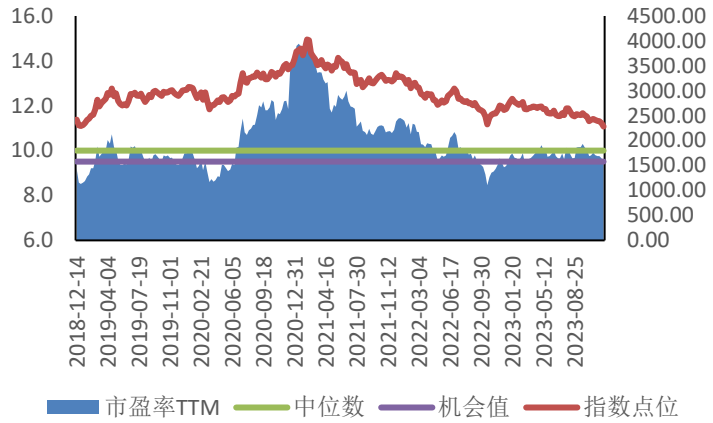
上周穆迪下调国家信用评级展望事件，诱发市场短空情绪，指数再度回踩。国内宏观数据方面，11 月 CPI 同比下降 0.5%，环比下降 0.5%；PPI 同比下降 3%，环比下降 0.3%。近期公布 11 月官方 PMI 数据、物价数据整体弱于预期，势必提升市场对宏观政策进一步加码预期。中央政治局会议对未来经济工作提出了方向性指示：明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。要扩大高水平对外开放，巩固外贸外资基本盘。对房地产领域，一方面要守住不发生系统性金融风险的底线，满足不同所有制房企合理融资需求。从近期“三个不低于”地产贷款政策、房企白名单看出，政策方面持续给予地产行业强支撑。内需不足掣肘宏观经济改善空间，当前维持底部震荡筑底，叠加市场弱复苏预期。受此影响，代表金融、消费板块的上证 50 及沪深 300 指数，下跌空间有限，但是同样反弹阻力较大，维持底部震荡为主，弱现实背景下的政策刺激与复苏预期并存。

国外方面，美国 11 月新增非农数据超预期，且环比增长，失业率下降，需求偏强支撑美经济体韧性，市场对于美国经济衰退预期走弱。预期层面改善，基本面韧性支撑美股市场持续走高，避险情绪位于低值，外围市场情绪面较好。

2.商品行情回顾

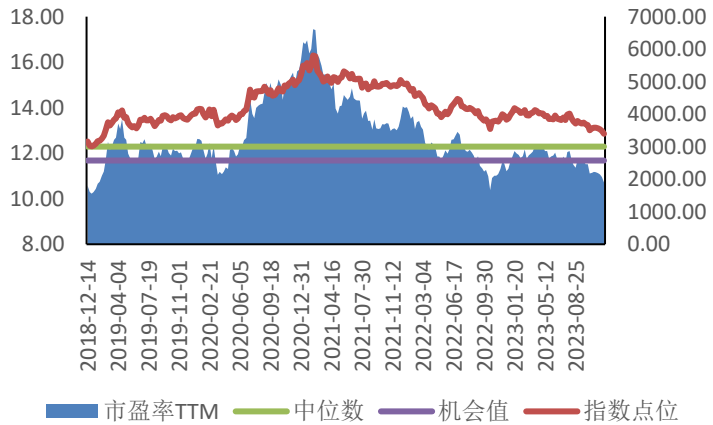
前一周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为-0.52%、-0.22%；甲醇、PTA 周度涨跌幅分别为-2.28%、0.99%；豆粕、黄金活跃合约周度涨跌幅为 3.06%、-0.12%。上周铜价震荡走高，铝价格震荡走低，整体波动空间不大；甲醇、PTA 价格震荡上涨，PTA 供需弱预期下，预计聚酯原料仍承压，PTA 上方阻力较大；贵金属价格回落，美 11 月就业数据超预期，美元指数上升，衰退预期边际弱化，金价承压回落。

图 1：上证 50 指数估值（市盈率）



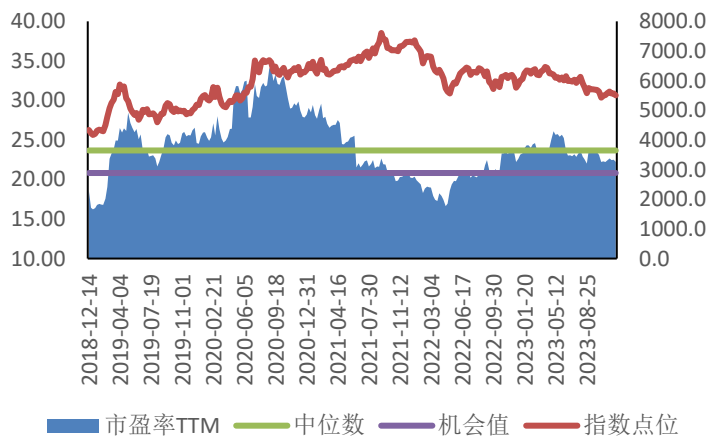
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 2：沪深 300 指数估值（市盈率）



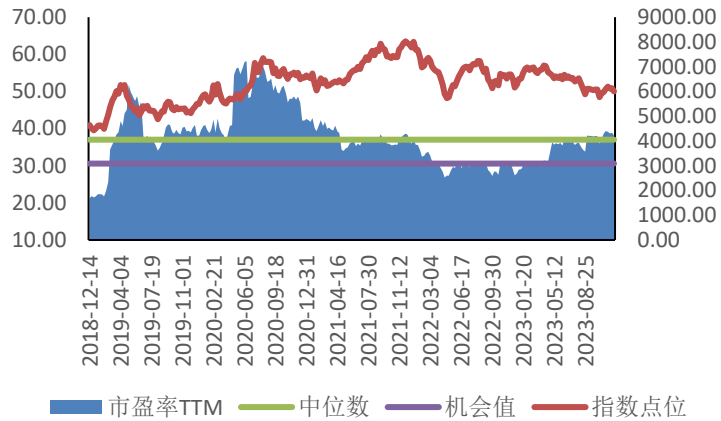
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 3：中证 500 指数估值（市盈率）



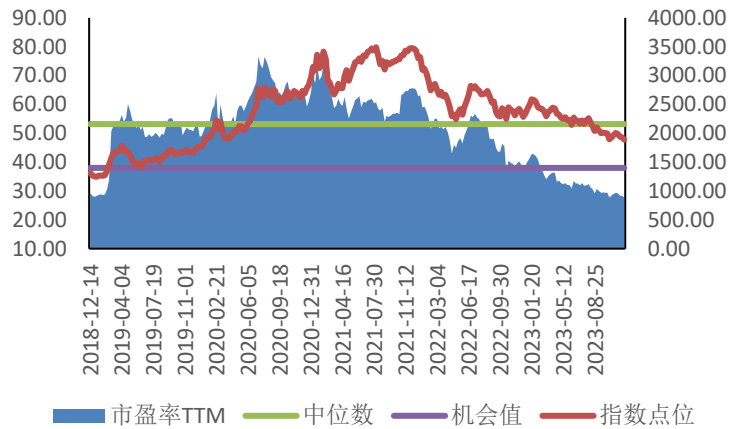
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率)



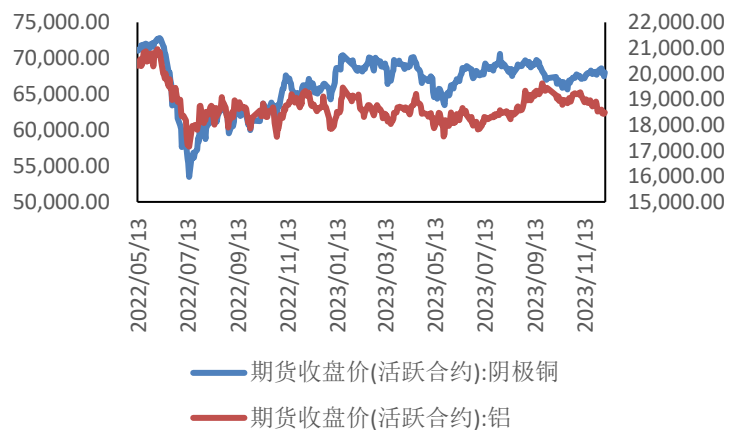
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 5: 创业板指数估值 (市盈率)



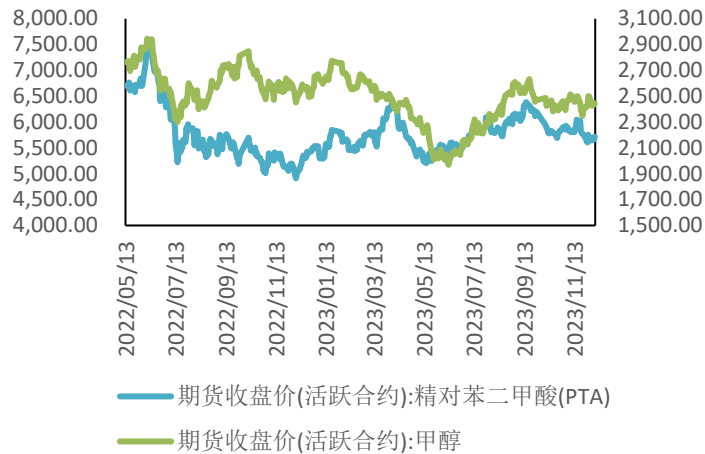
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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

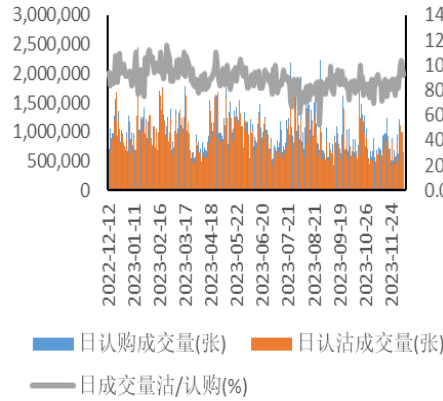
上周金融期权成交量环比增加,成交 PCR 值反弹,在穆迪下调国家信用展望评级的影响下,两市空头情绪上扬,指数再度下跌。经济基本面维持筑底弱复苏预期,指数下探空间有限,特别是上证 50 与沪深 300 指数,接近 2020 年以来新低。下半周期权成交 PCR 值下降,短空情绪释放周期与幅度有限,本周政治局会议持续释放政策信号,预期后市金融期权成交 PCR 再度下降。

2. 商品期权

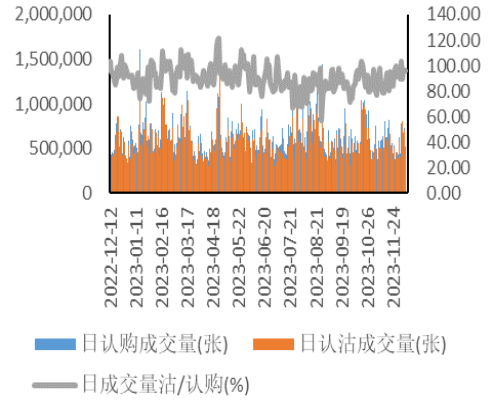
商品期权方面,铜铝期权成交 PCR 值上升,积聚了一定的空头情绪;甲醇、

PTA 期权成交 PCR 值先升后降，阻力与支撑并存，空头情绪边际衰减，震荡预期；黄金期权成交 PCR 值低位反弹，美国就业数据超预期，经济衰退预期弱化，美元指数反弹，金价下跌情绪上扬。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

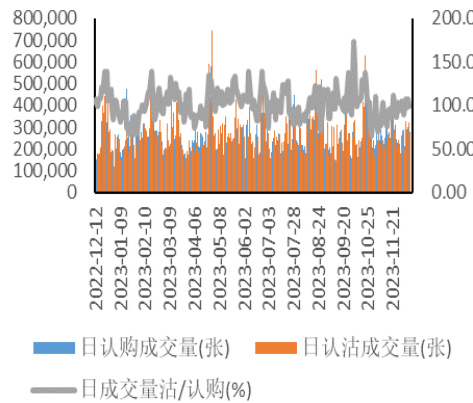


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

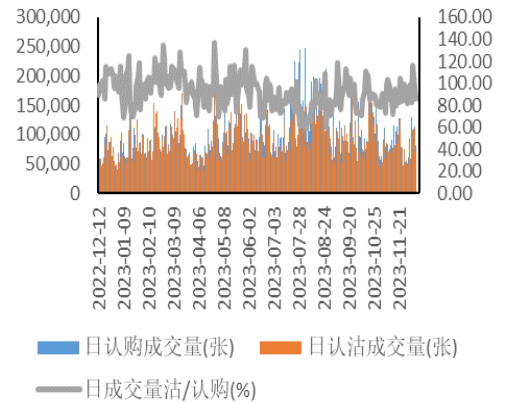


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

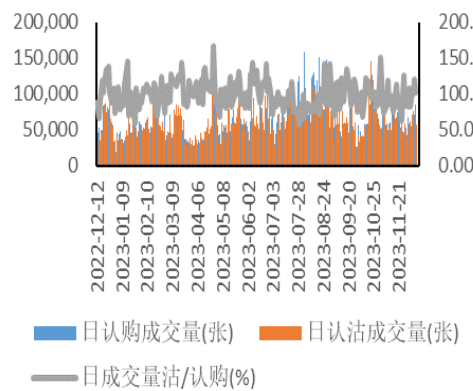


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

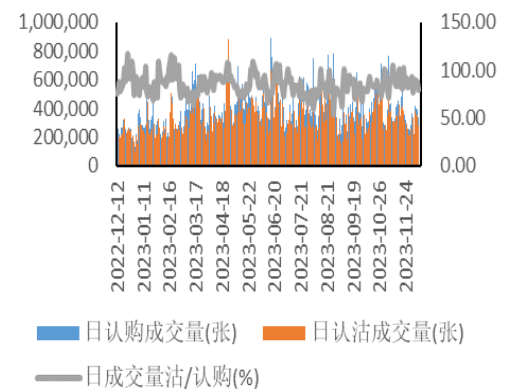


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

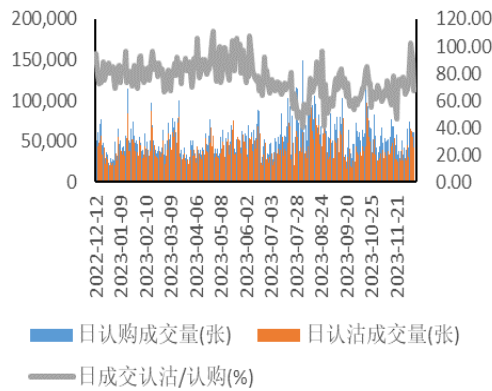


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

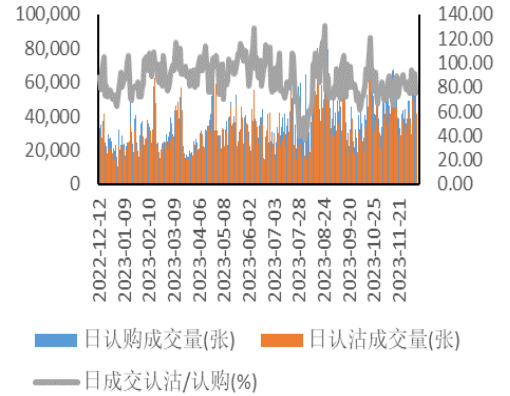


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

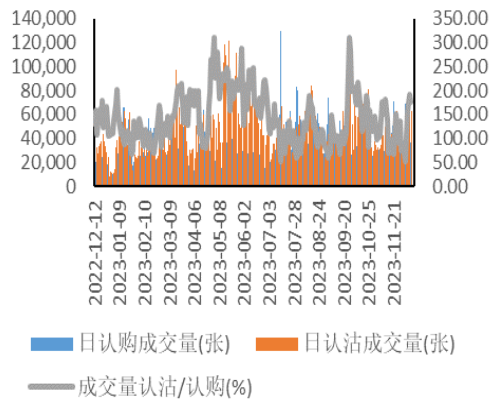


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

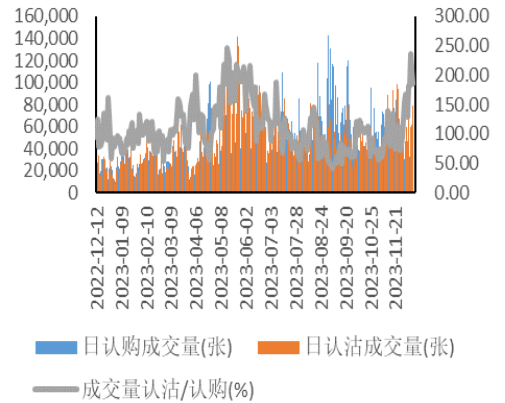


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 17: 沪铜期权 PCR

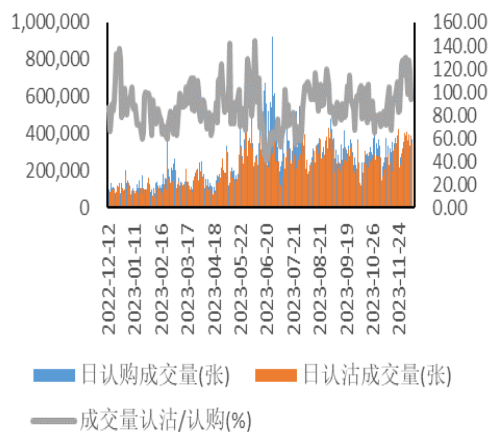


图表 18: 沪铝期权 PCR

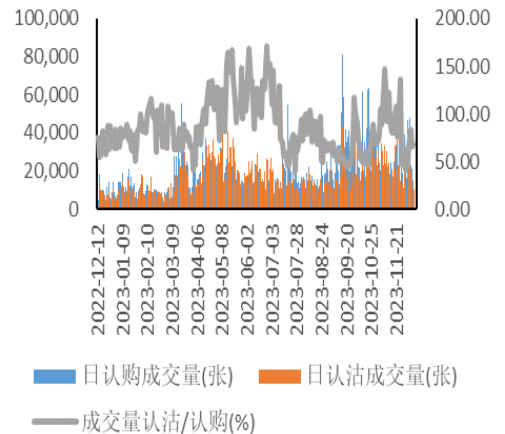


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 19: 甲醇期权 PCR

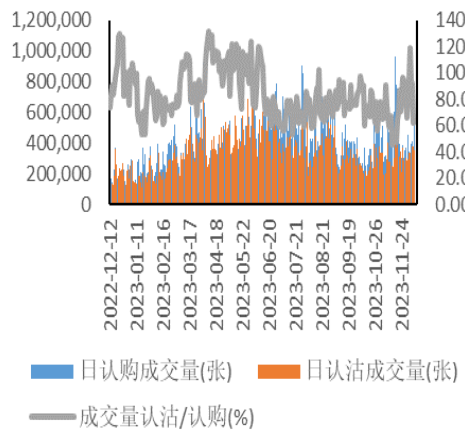


图表 20: 沪金期权 PCR

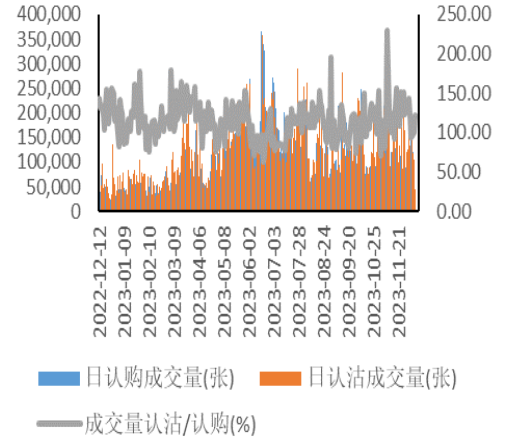


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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

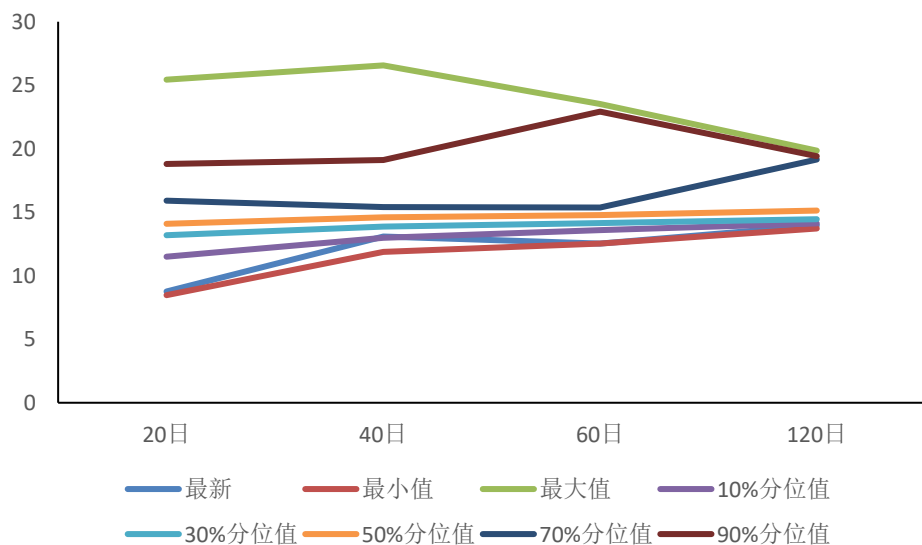
1. 金融期权

波动率方面, 上周受穆迪下调国家信用展望评级的影响, 隐波与历史波动率小幅上升, 但是历史波动率维持低于 20%分位, 短周期低波与长周期低波共振, 标的指数下方有强支撑, 上方受经济弱势压制, 预计维持底部震荡走势, 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

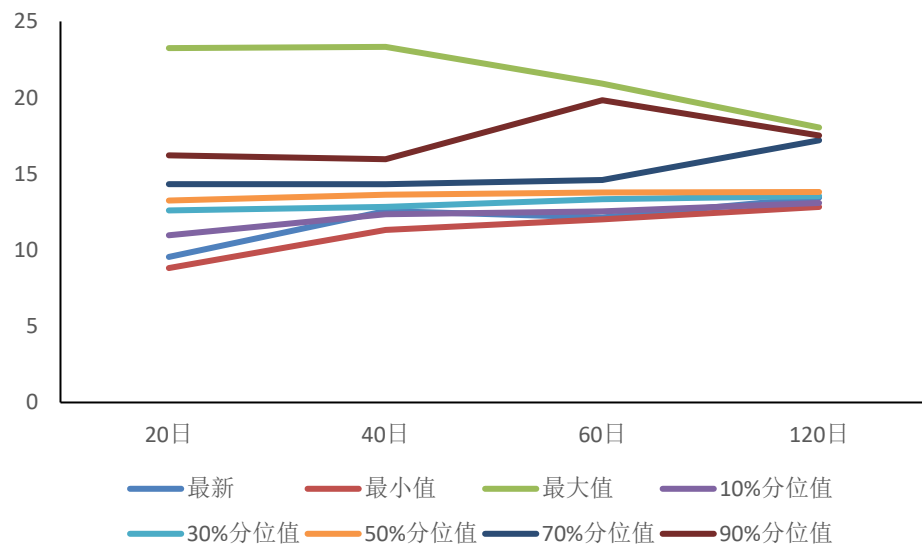
商品期权方面, 铜铝期权历史波动率与隐含波动率维持在近几年极低值区域, 关注波动率低值反弹的需求, 甲醇价格震荡, PTA 价格下跌企稳, 但隐波变化不大, 波动率上升空间较小, 维持低波震荡周期; 黄金期权方面, 美国就业数据超预期, 经济衰退预期弱化, 美元指数与美债收益率上升, 金价下行压力增大, 黄金期权隐波延续反弹趋势, 近期金价波动或将加剧。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



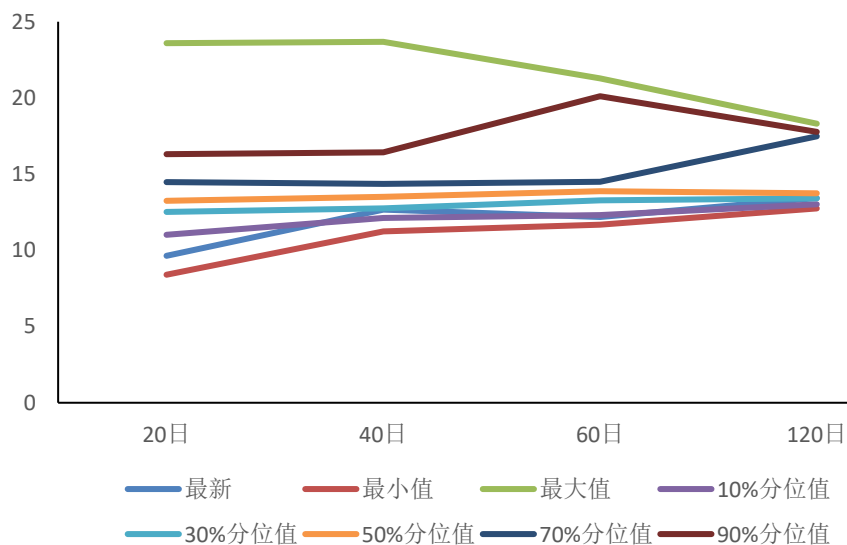
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



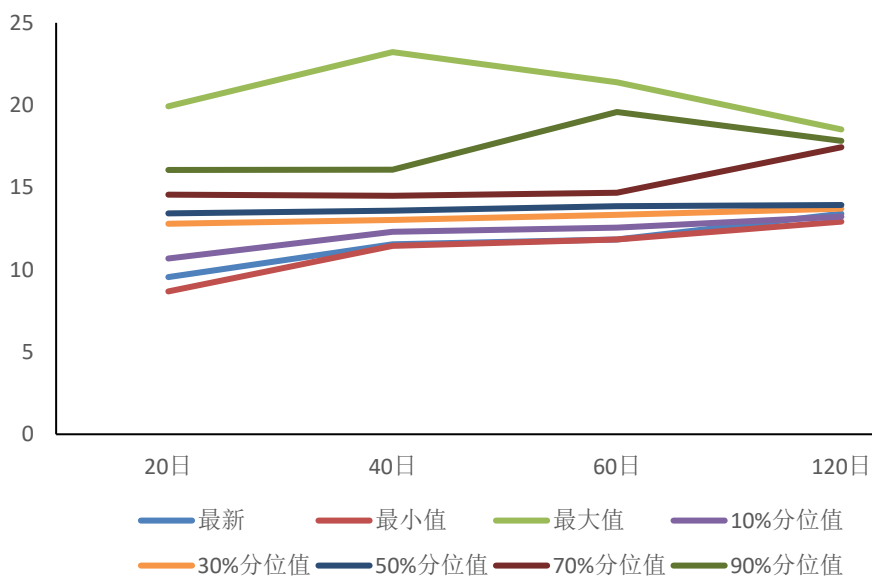
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



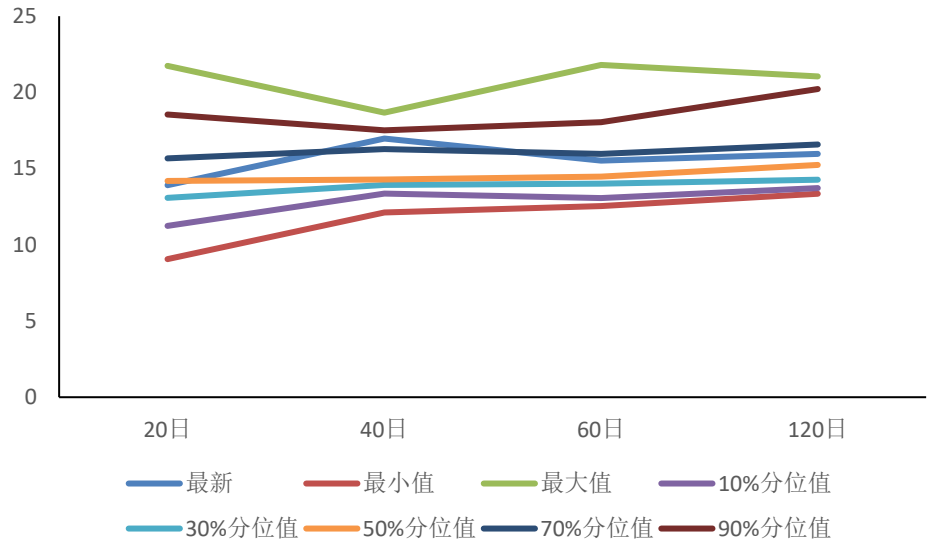
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



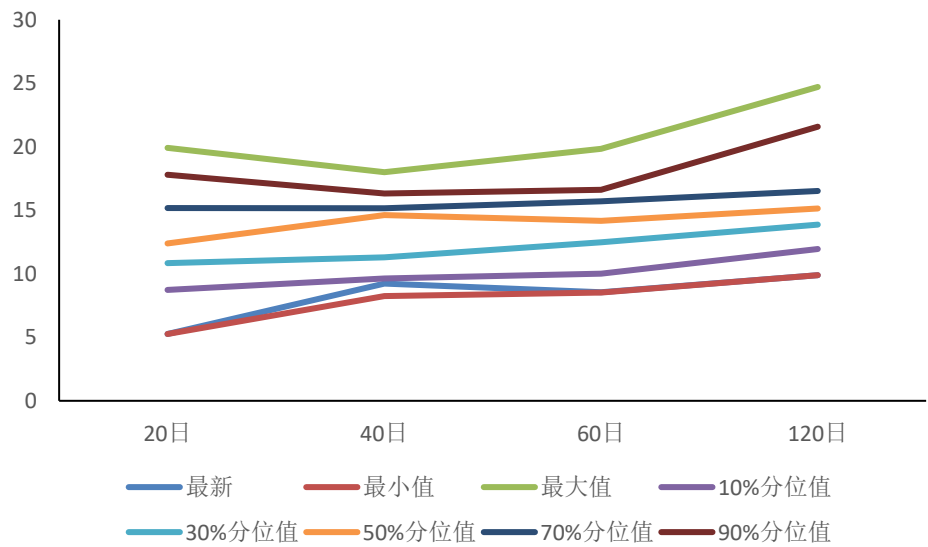
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



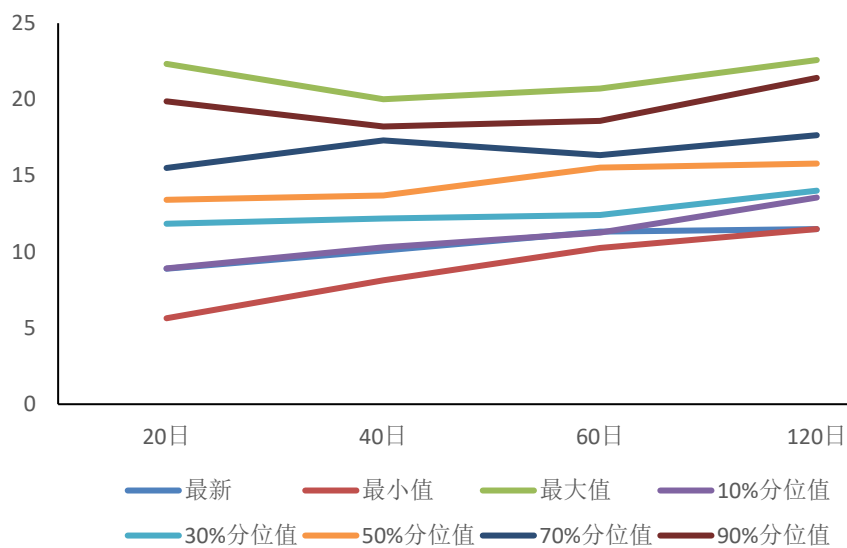
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 28: 沪铜历史波动率锥



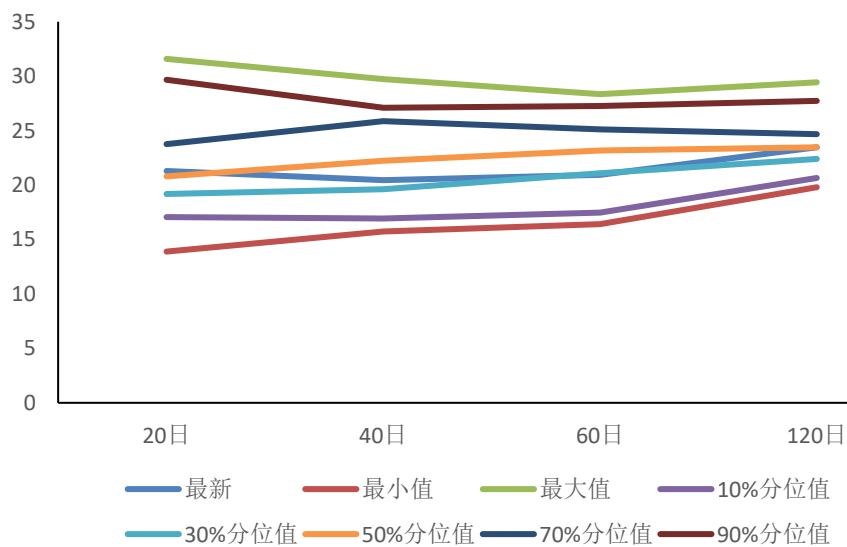
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 29：沪铝历史波动率锥



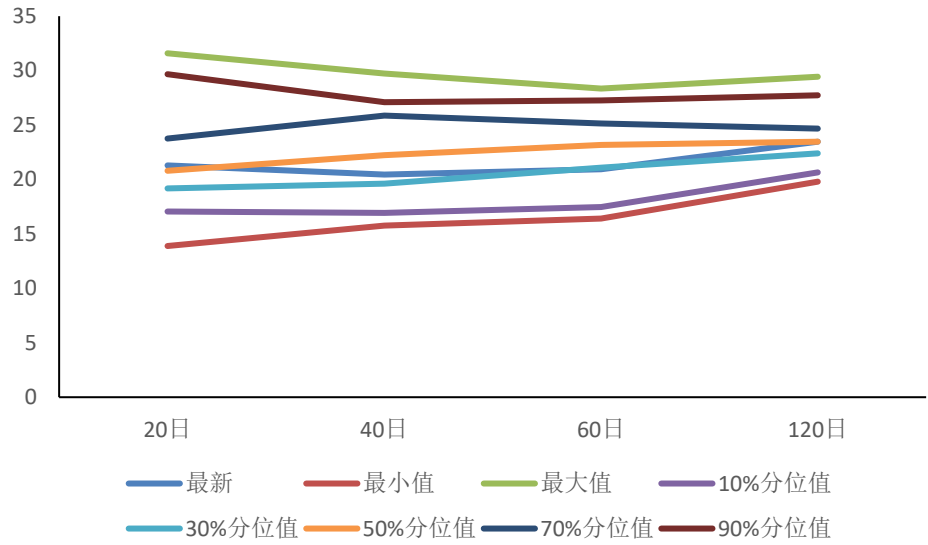
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 30：甲醇历史波动率锥



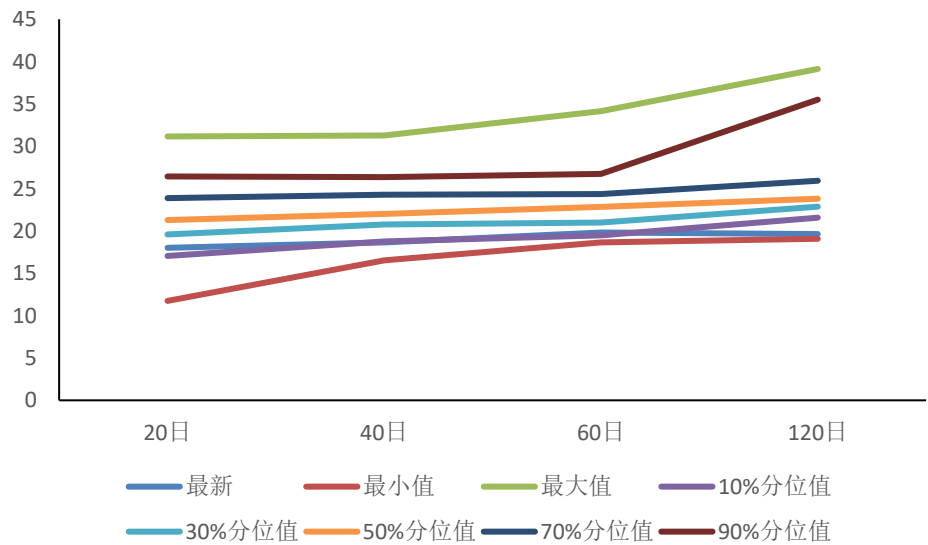
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31: 沪金历史波动率锥



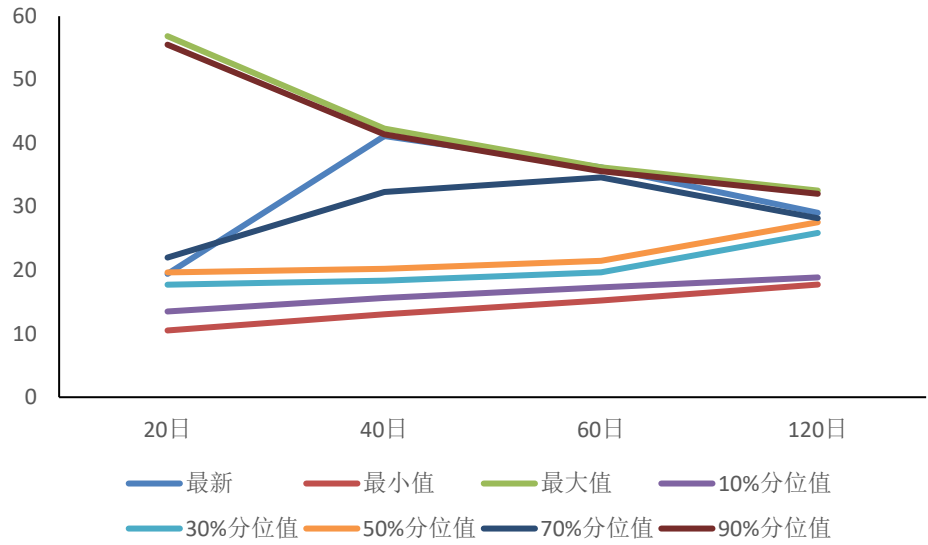
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 31: PTA 历史波动率锥



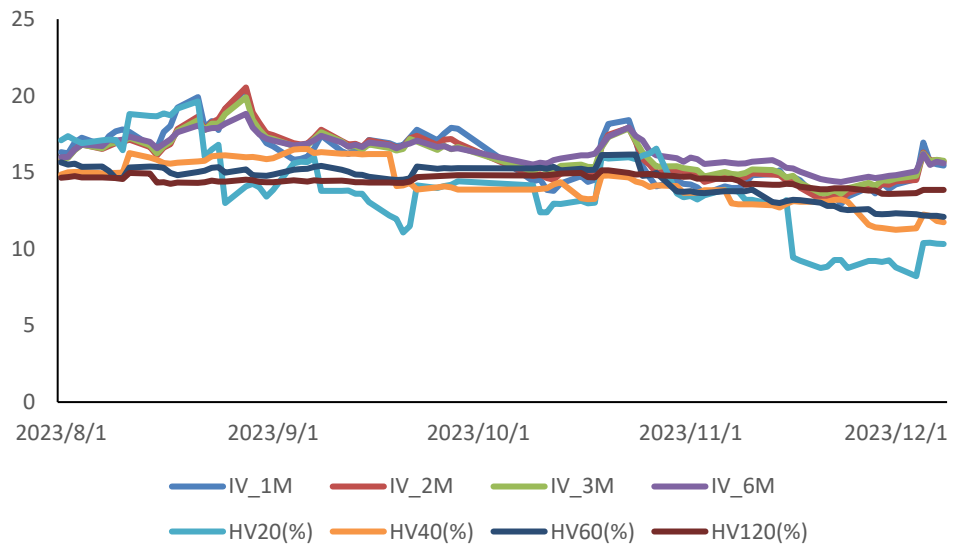
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 32：豆粕历史波动率锥



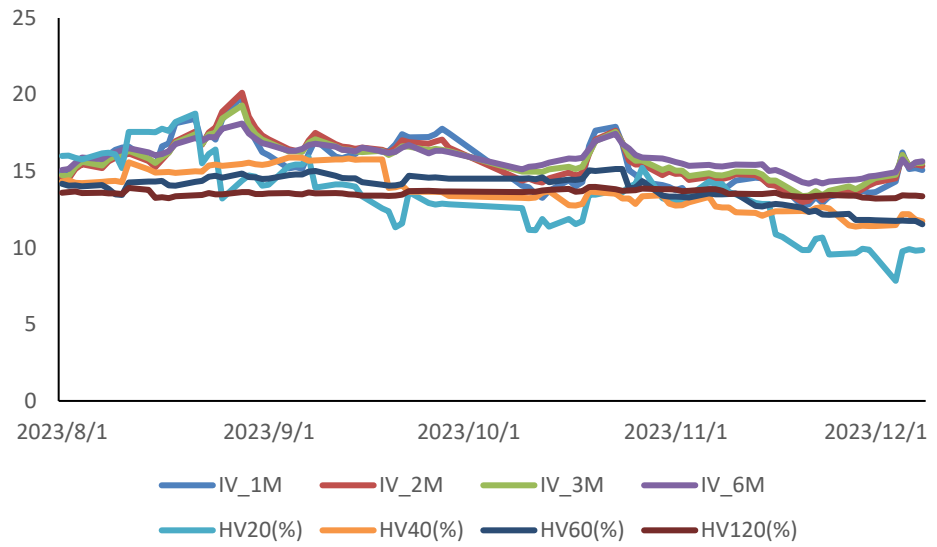
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 33：50ETF 期权隐含波动率走势



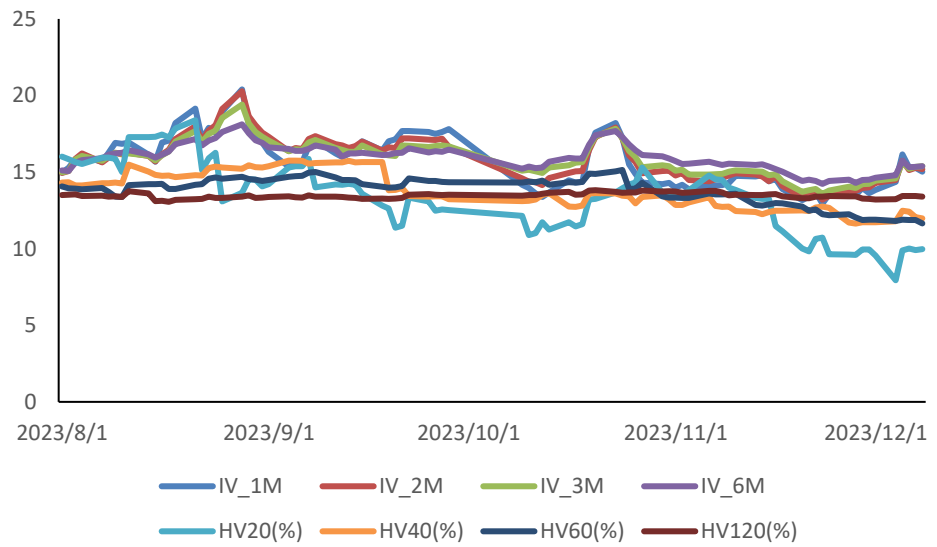
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 34: 300ETF 期权（沪）隐含波动率走势



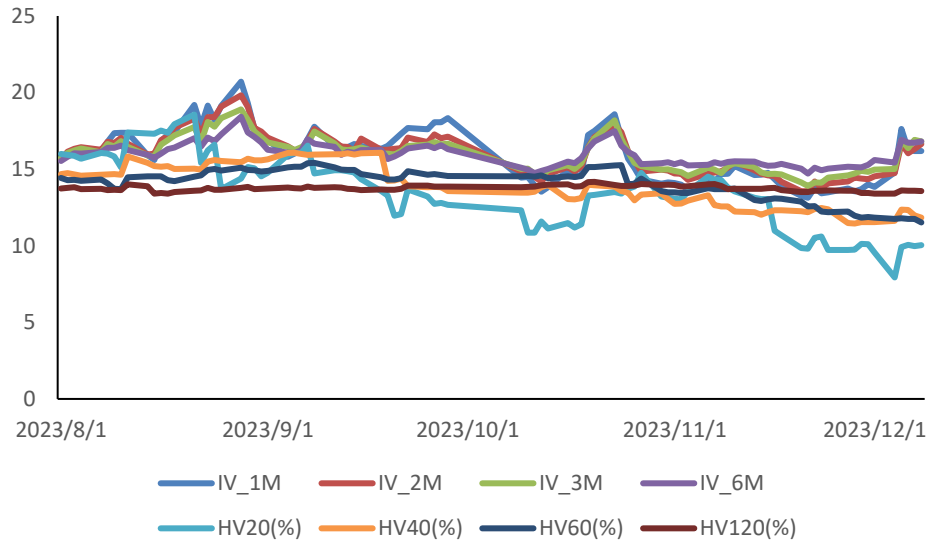
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 35: 300ETF 期权（深）隐含波动率走势



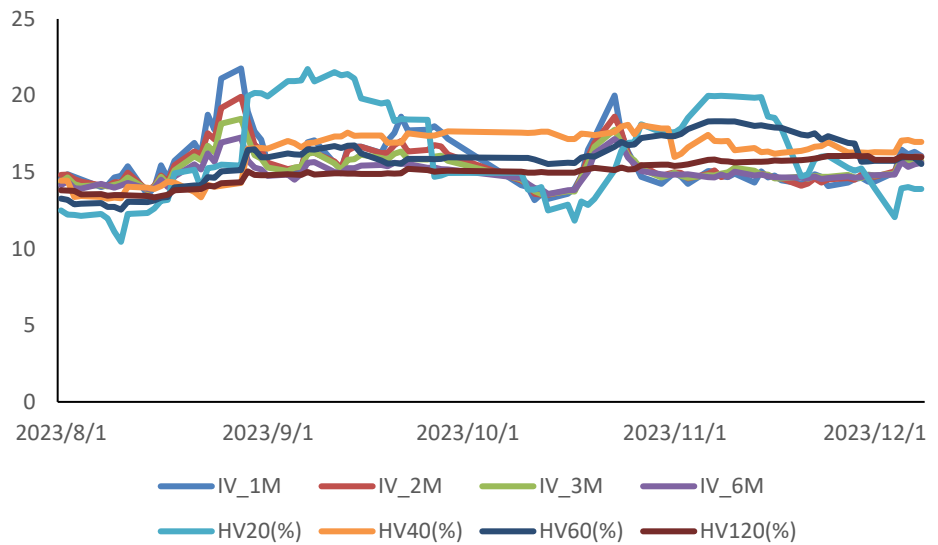
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



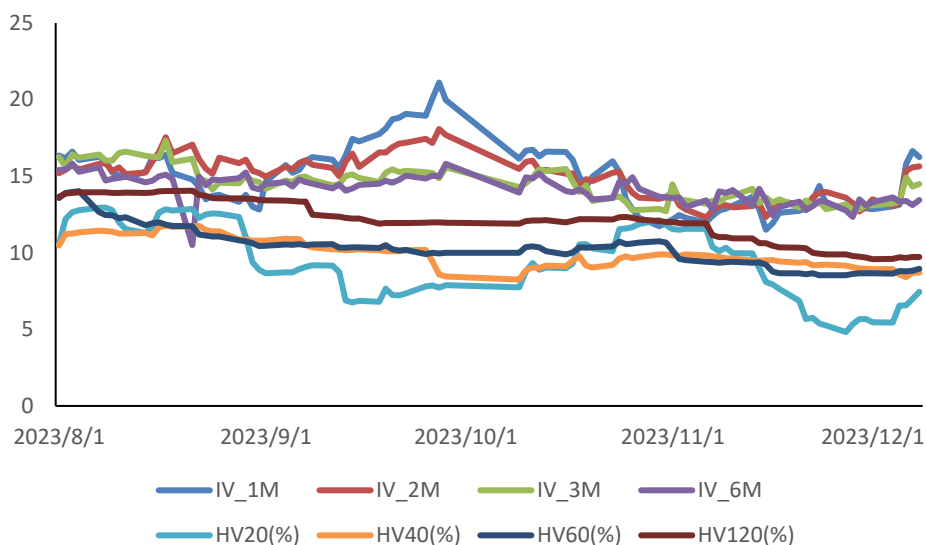
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



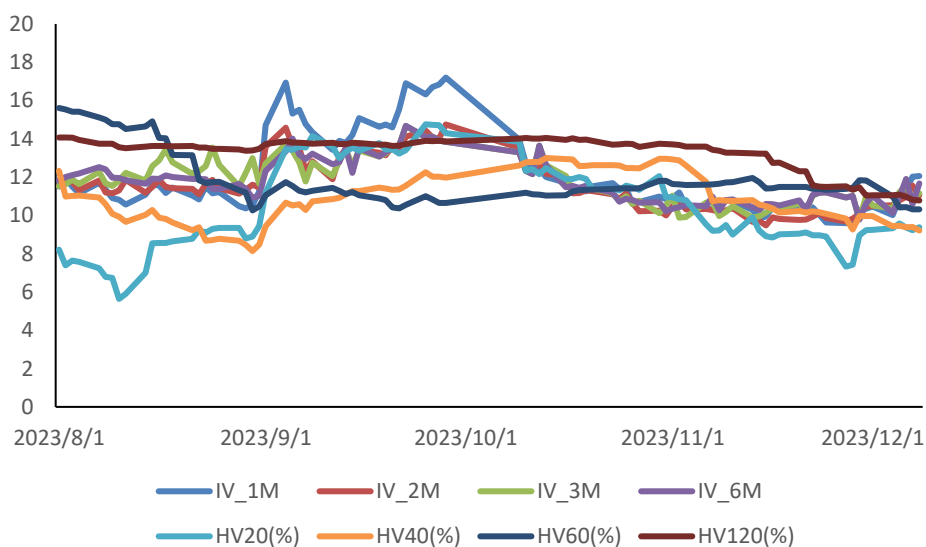
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



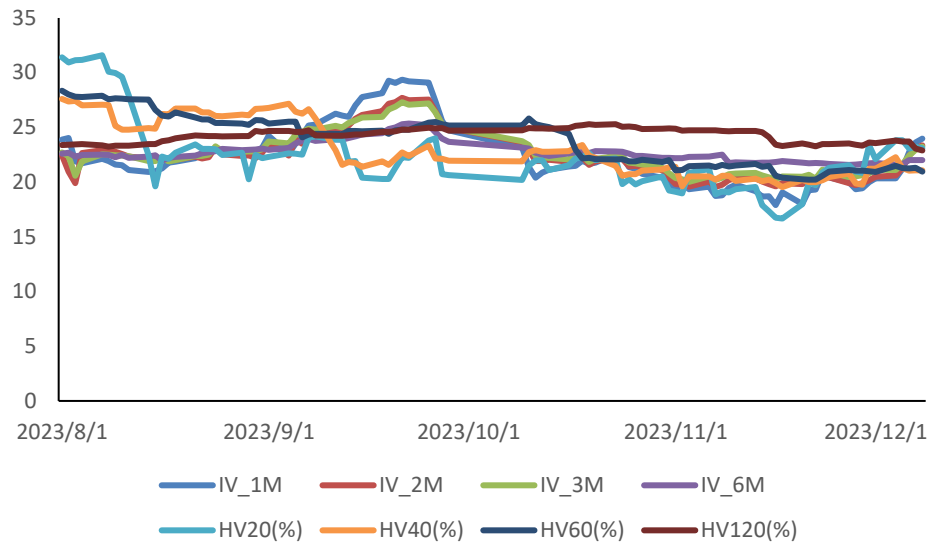
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



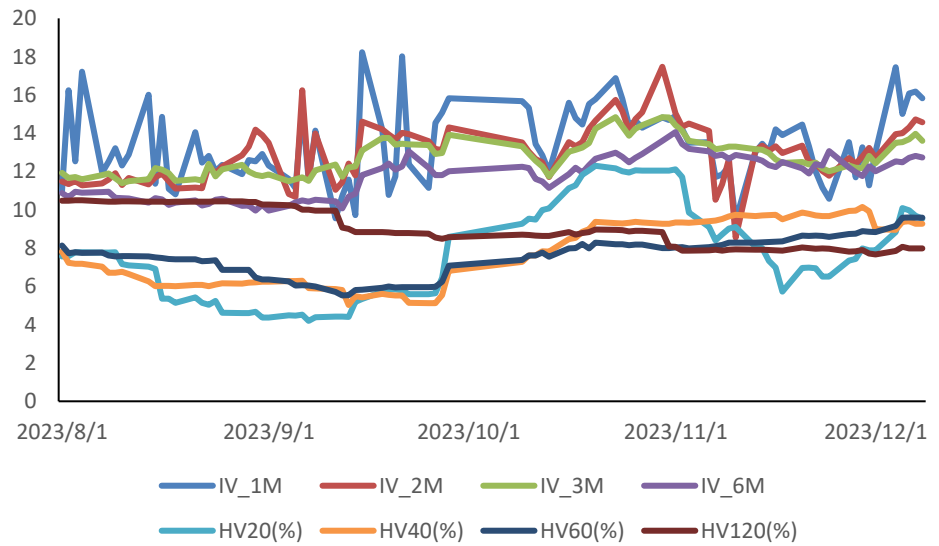
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



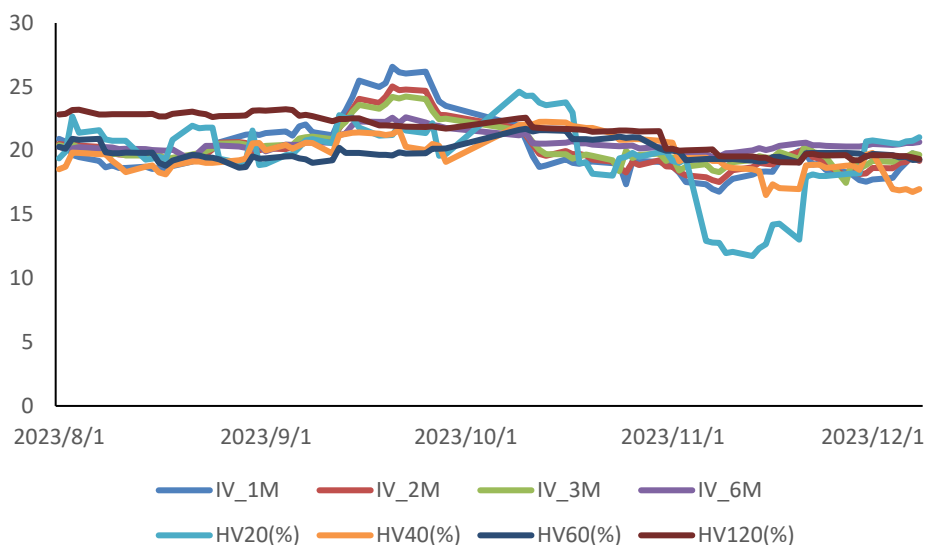
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 41: 沪金期权隐含波动率走势



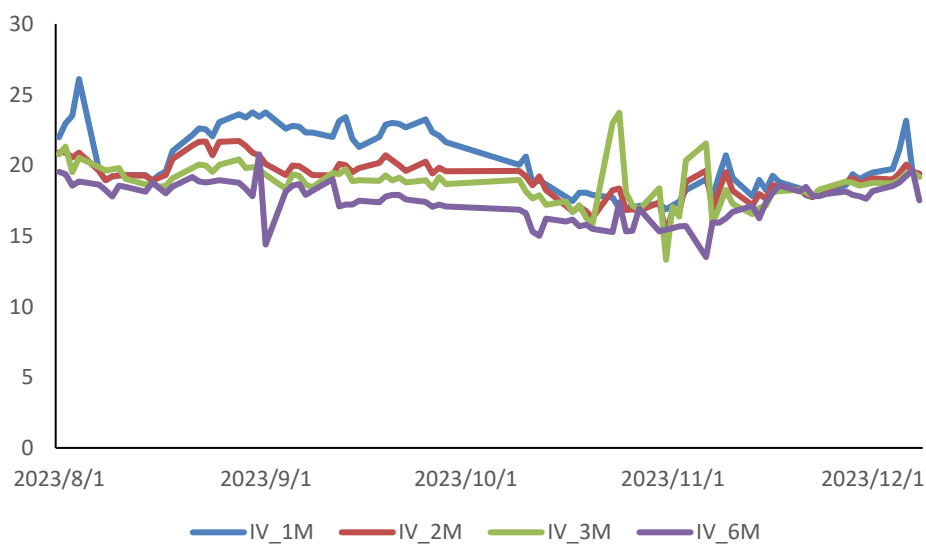
数据来源: wind, 兴证期货研发部

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

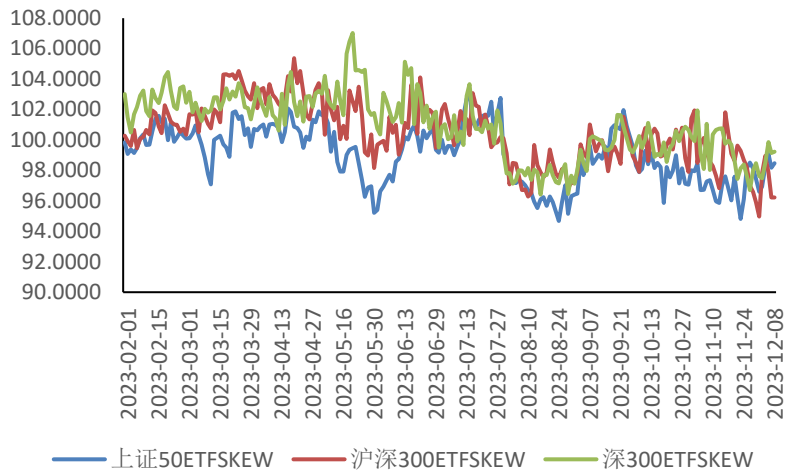


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

四、期权偏度

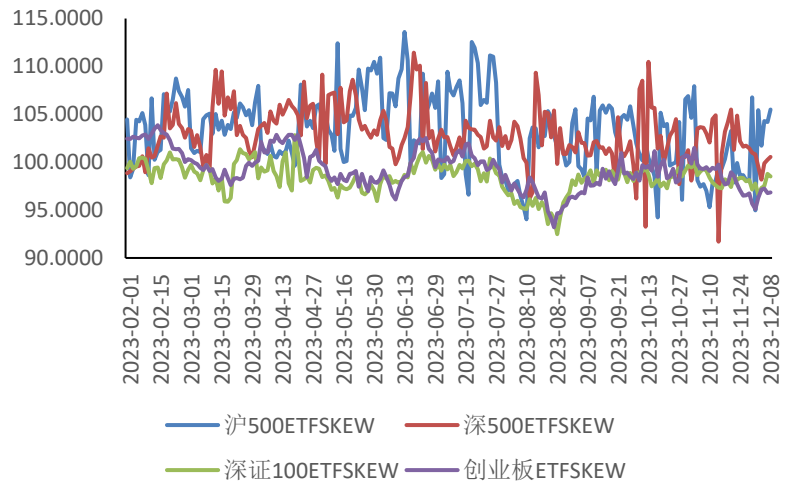
从金融期权的偏度指数分布来看，上证 50、沪深 300 股指期权偏度指数 skew 普遍低于 95，且在近期长时间处于较低位置，偏度处于严重左偏状态，极低偏度值回归均值的概率较大。中证 500 系列期权偏度指数与上证 50、沪深 300 系列期权偏度指数剪刀差走阔，市场大小风格分化，关注后市板块轮动情况下蓝筹板块的补涨行情。

图表 43：金融期权偏度（一）



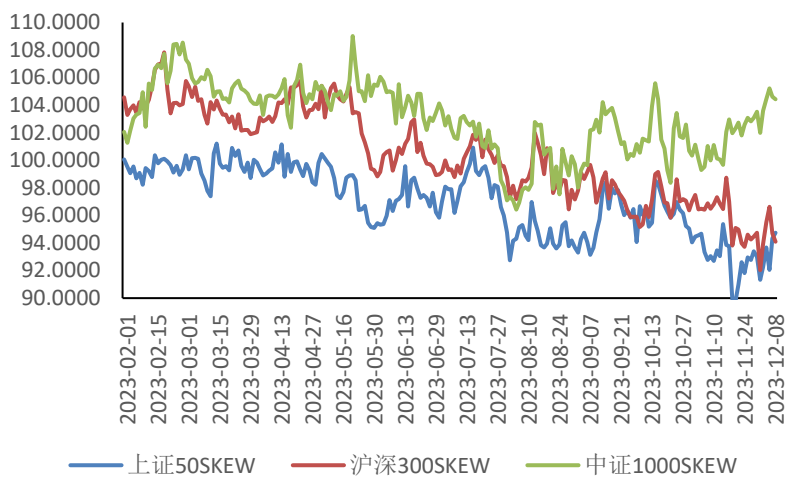
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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。