

蓝筹股估值支撑，偏度回归，风格切换

兴证期货·研究咨询部

金融研究团队

2023年12月18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，社融资数据整体表现平稳，M2及M1同比增速走低，后续关注2024年初政策窗口期，财政货币政策加码对于流动性数据的刺激效果。工业增加值超预期，社会消费品弱于预期，白酒企业订单合同数量下降，部分白酒价格下调，拖累消费板块，代表蓝筹的上证50、沪深300指数弱势回调；另一方面，部分白酒企业宣布增持股票。上证50指数周线连续六周回落，当前市盈率低于9倍，处于近五年低值区域，估值强支撑，标的指数的下探空间有限，等待后市情绪面及资金面回暖，指数或将迎来修复反弹行情。内需不足掣肘宏观经济改善空间，同样反弹空间有限，弱现实背景下的政策刺激与复苏预期并存。美国12议息会议停止加息，并释放出2024年降息3次的预期，利率下调预期改善市场风险情绪，欧美股市连续上涨，美道琼斯指数再度创历史新高，国际市场情绪整体趋于改善。避险情绪回落，VIX指数低位徘徊。

金融期权方面，金融期权成交量环比微增，成交PCR值冲高回落，受白酒板块等蓝筹股加速下跌影响，上证50及沪深300指数短线空头情绪上扬。由于二者估值强支撑，下探空间相对有限，后市情绪面、资金面有望进一步改善，空头情绪释放空间有限，后市成交PCR值有望再度回落走低。白酒权重股下跌刺激短空情绪上升，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，特别是120日长周期历史波动率维持历史级别低位，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，预计整体上维持低波震荡走势，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。上证50、沪深300股指期货偏度指数skew低位反弹，虽然标的指数维持在低位弱势震荡，市场预期或将发生切换，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开始收窄，此前市场小盘股强于大盘股的格局或将发生切换，关注蓝筹股补涨行情。

商品期权方面，铜、铝、甲醇、PTA 期权成交 PCR 值普遍回落，以上品种震荡预期为主，波动空间收窄，空头情绪衰减；黄金期权成交 PCR 值低位徘徊，美联储释放降息预期，金价高位震荡，短线强支撑。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，甲醇价格震荡回落，PTA 价格下跌企稳，但隐波变化不大，隐波结构稳定，震荡预期强烈；黄金期权隐波阶段高位，维持升波趋势，美联储观点受到宏观预期影响，降息预期与经济韧性或将进一步加剧金价波动。

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-1.43%，沪市 300ETF 变化-1.42%，沪市 500ETF 变化-0.89%，深市 300ETF 变化-1.42%、深市 500ETF 变化-0.84%，创业板 ETF 变化-2.22%，深证 100ETF 变化-1.78%，上证 50 指数变化-1.59%、沪深 300 变化-1.70%、中证 1000 指数变化-0.86%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 8.92、10.56、21.95、35.58、27.25，五年周期中对应的分位为 5.12%、1.97%、28.74%、35.43%、0.01%。

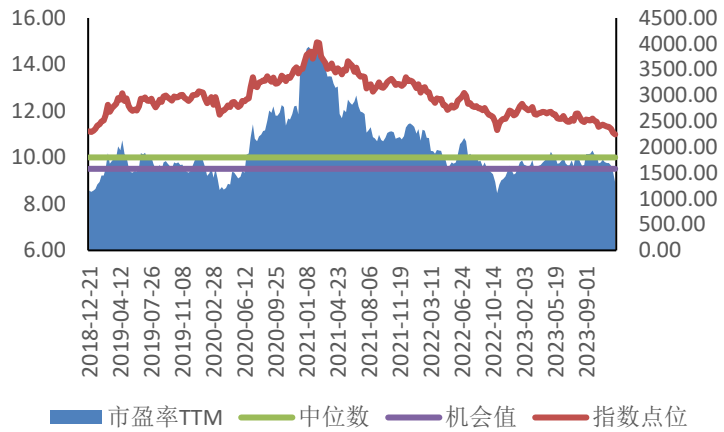
上周公布了国内社融资、M2 增速等流动性数据，以及工业增加值、社会消费、固定资产投资等宏观数据，其中社融资数据整体表现平稳，M2 及 M1 同比增速走低，后续关注 2024 年初政策窗口期，财政货币政策加码对于流动性数据的刺激效果。中国 1-11 月固定资产投资同比增 2.9%，预期增 2.9%，前值增 2.9%；11 月规模以上工业增加值同比增长 6.6%，预期 5.7%，前值 4.6%，社会消费品零售总额同比增长 10.1%，预期 12.6%，前值 7.6%；其中，工业增加值超预期，社会消费品弱于预期，白酒企业订单合同数量下降，部分白酒价格下调，拖累消费板块，代表蓝筹的上证 50、沪深 300 指数弱势回调；另一方面，部分白酒企业宣布增持股票。上证 50 指数周线连续六周回落，当前市盈率低于 9 倍，处于近五年低值区域，估值强支撑，标的指数的下探空间有限，等待后市情绪面及资金面回暖，指数或将迎来修复反弹行情。内需不足掣肘宏观经济改善空间，同样反弹空间有限，弱现实背景下的政策刺激与复苏预期并存。

国外方面，美国 12 议息会议停止加息，并释放出 2024 年降息 3 次的预期，利率下调预期改善市场风险情绪，欧美股市连续上涨，美道琼斯指数再创历史新高，国际市场情绪整体趋于改善。避险情绪回落，VIX 指数低位徘徊。

2.商品行情回顾

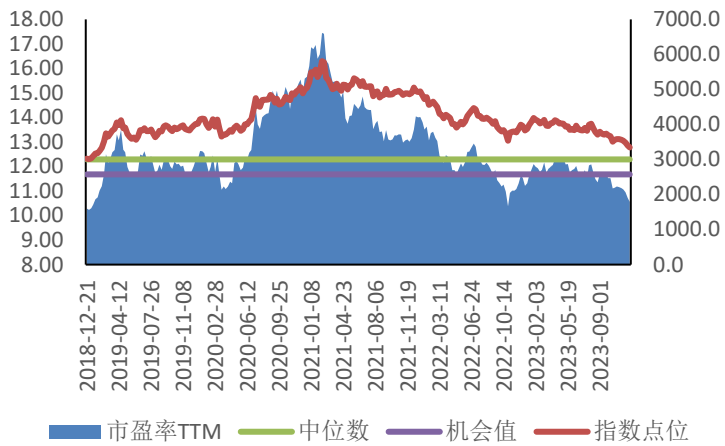
前一周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为 0.93%、1.35%；甲醇、PTA 周度涨跌幅分别为-3.28%、-0.70%；豆粕、黄金活跃合约周度涨跌幅为 0.96%、0.05%。上周铜价震荡走高，铝价格震荡反弹，波动幅度偏小，整体波动空间不大；甲醇、PTA 价格震荡回落，PTA 供需弱预期下，预计聚酯原料仍承压，PTA 上方阻力较大；贵金属价格震荡，美联储降息预期支撑金价，但美经济及就业劳工数据或将扰动预期，影响金价高位震荡。

图 1：上证 50 指数估值（市盈率）



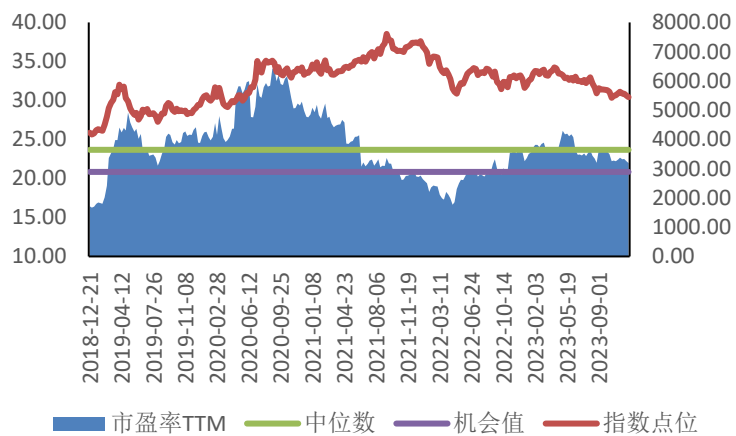
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 2：沪深 300 指数估值（市盈率）



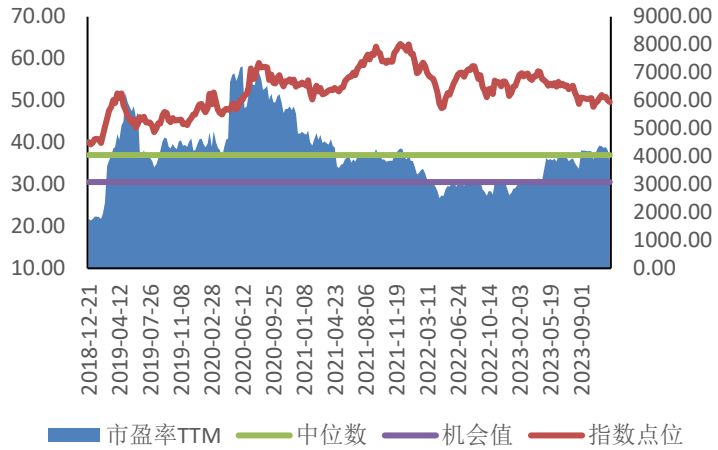
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 3：中证 500 指数估值（市盈率）



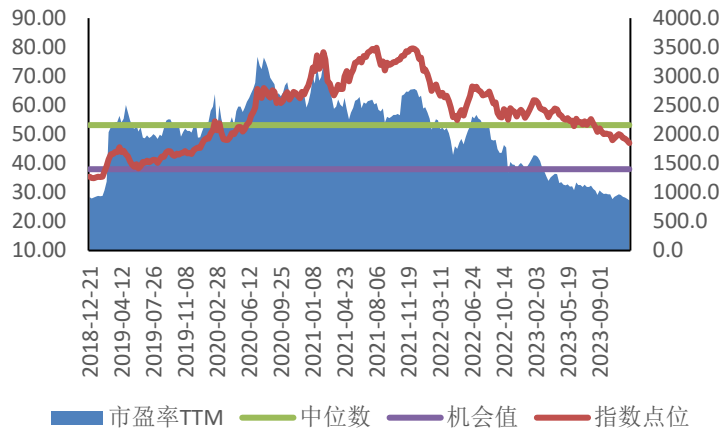
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率)



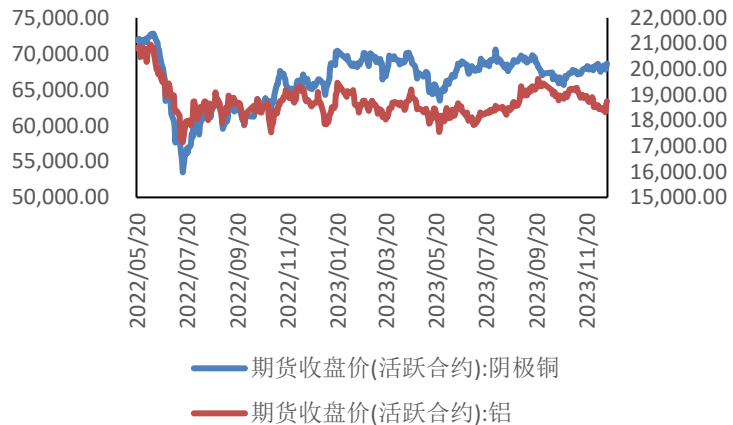
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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、铝主力合约收盘价



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 7: PTA、甲醇主力合约收盘价



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 8: 豆粕活跃主力收盘价



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

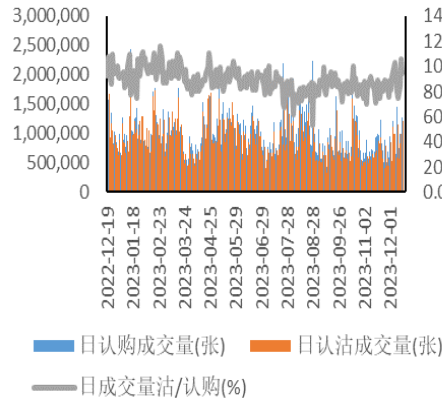
上周金融期权成交量环比微增,成交 PCR 值冲高回落,受白酒板块等蓝筹股加速下跌影响,上证 50 及沪深 300 指数短线空头情绪上扬。由于二者估值强支撑,下探空间相对有限,后市情绪面、资金面有望进一步改善,空头情绪释放空间有限,后市成交 PCR 值有望再度回落走低。

2.商品期权

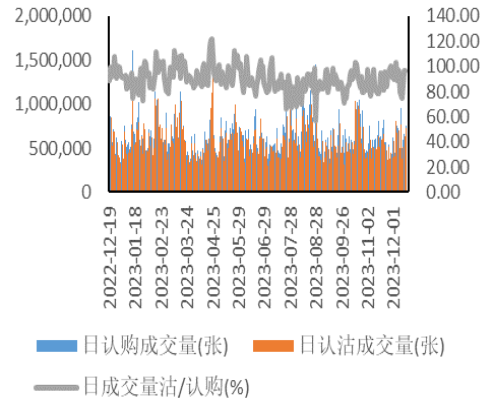
商品期权方面,铜、铝、甲醇、PTA 期权成交 PCR 值普遍回落,以上品种震荡预期为主,波动空间收窄,空头情绪衰减;黄金期权成交 PCR 值低位徘徊,美

联储释放降息预期，金价高位震荡，短线强支撑。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

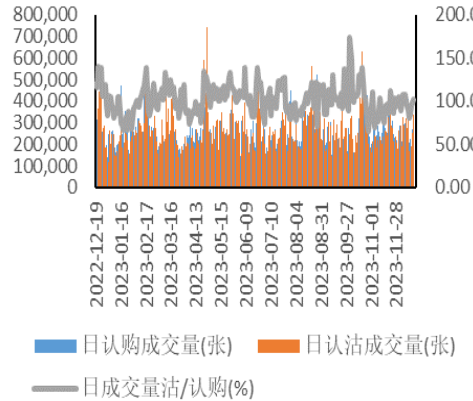


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

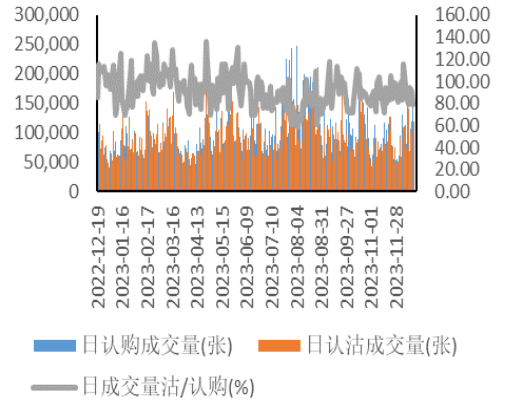


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

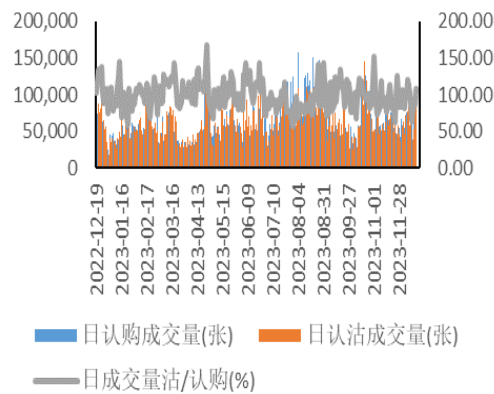


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

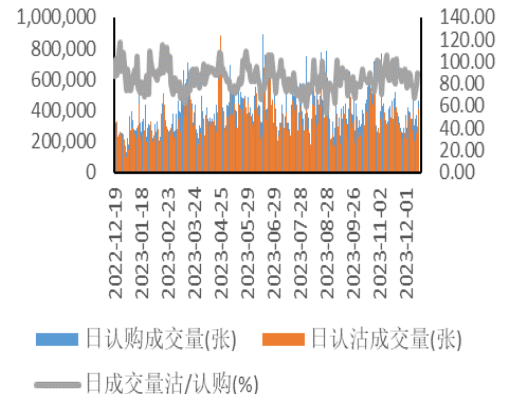


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

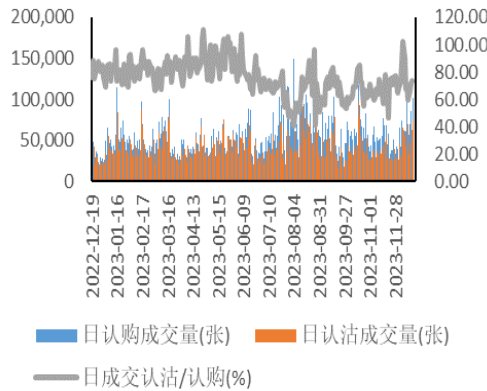


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

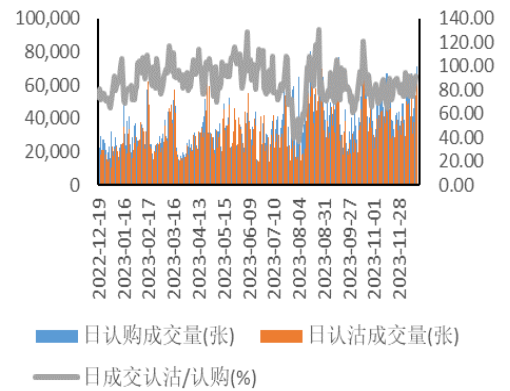


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

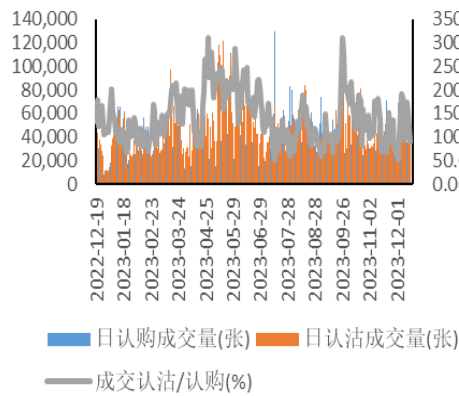


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

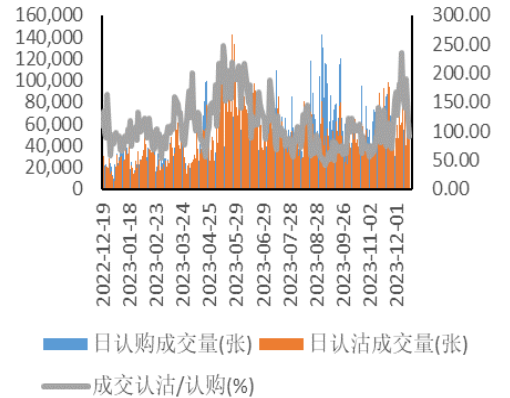


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 17: 沪铜期权 PCR

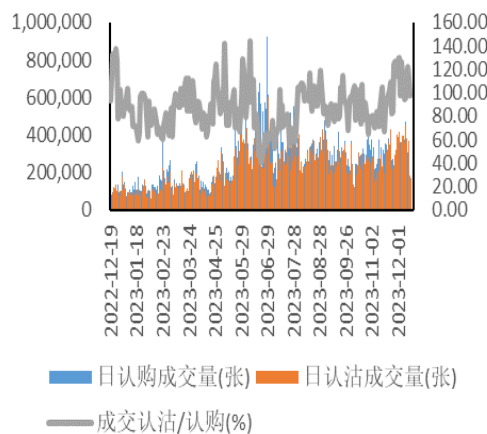


图表 18: 沪铝期权 PCR

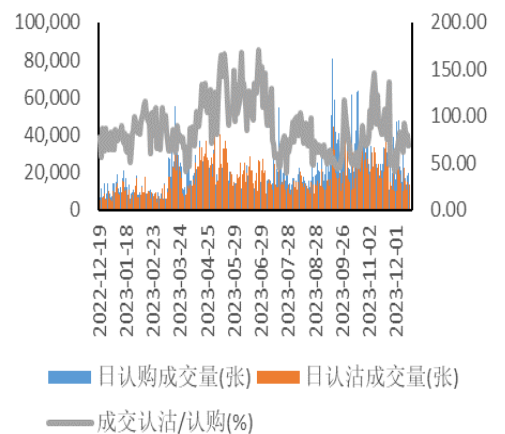


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 19: 甲醇期权 PCR

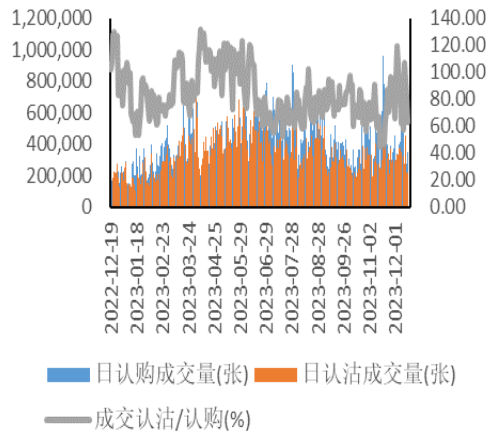


图表 20: 沪金期权 PCR

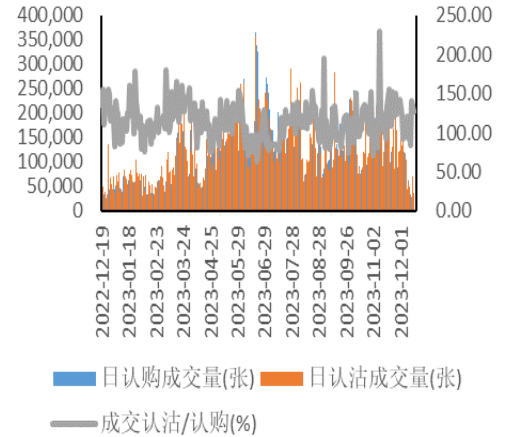


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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

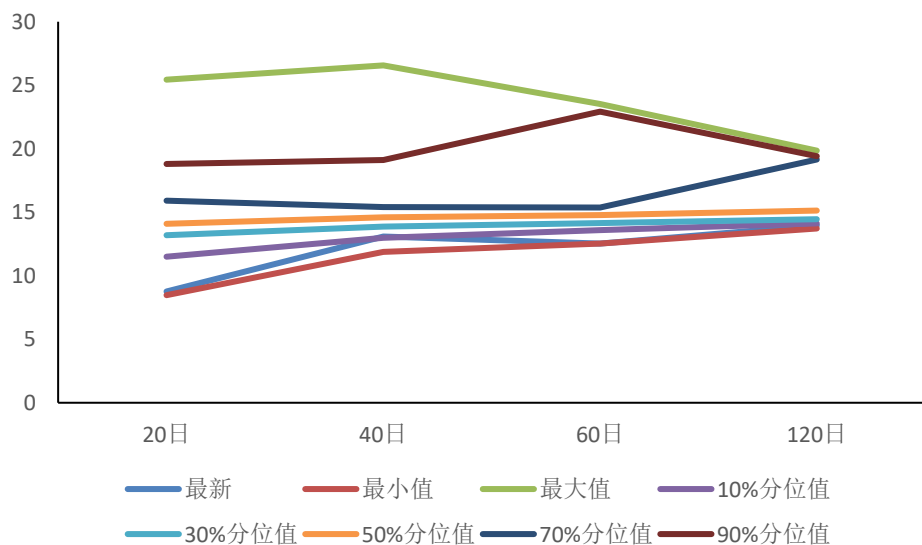
1. 金融期权

波动率方面，白酒权重股下跌刺激短空情绪上升，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，特别是 120 日长周期历史波动率维持历史级别低位，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，预计整体上维持低波震荡走势，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

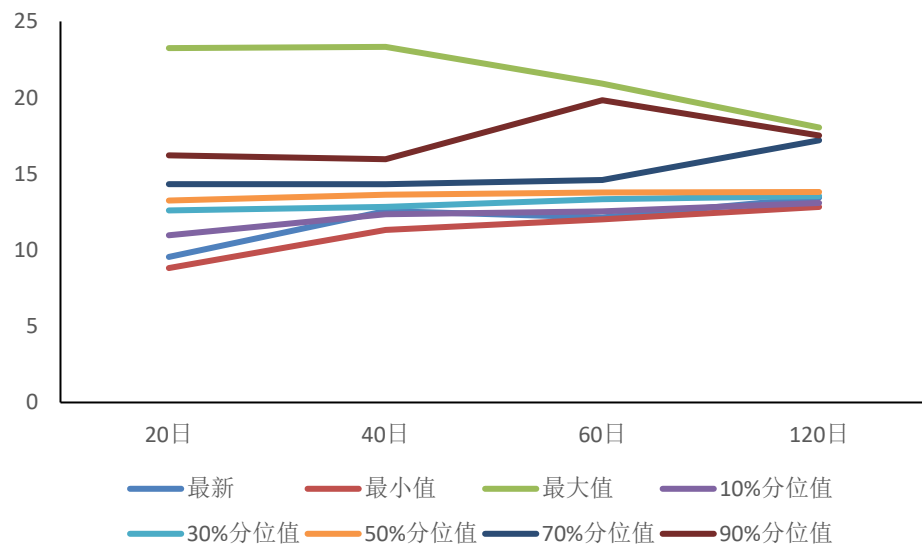
商品期权方面，铜铝期权历史波动率与隐含波动率维持在近几年极低值区域，关注波动率低值反弹的需求，甲醇价格震荡回落，PTA 价格下跌企稳，但隐波变化不大，隐波结构稳定，震荡预期强烈；黄金期权隐波阶段高位，维持升波趋势，美联储观点受到宏观预期影响，降息预期与经济韧性或将进一步加剧金价波动。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



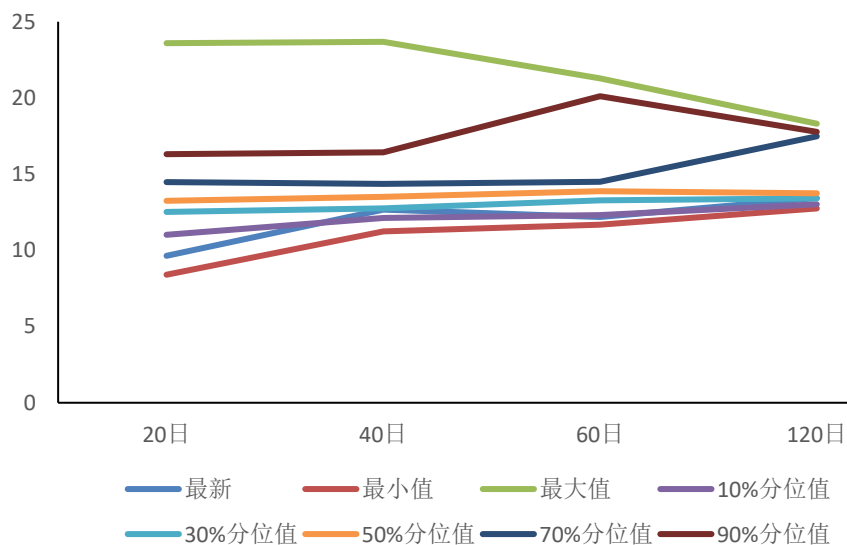
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



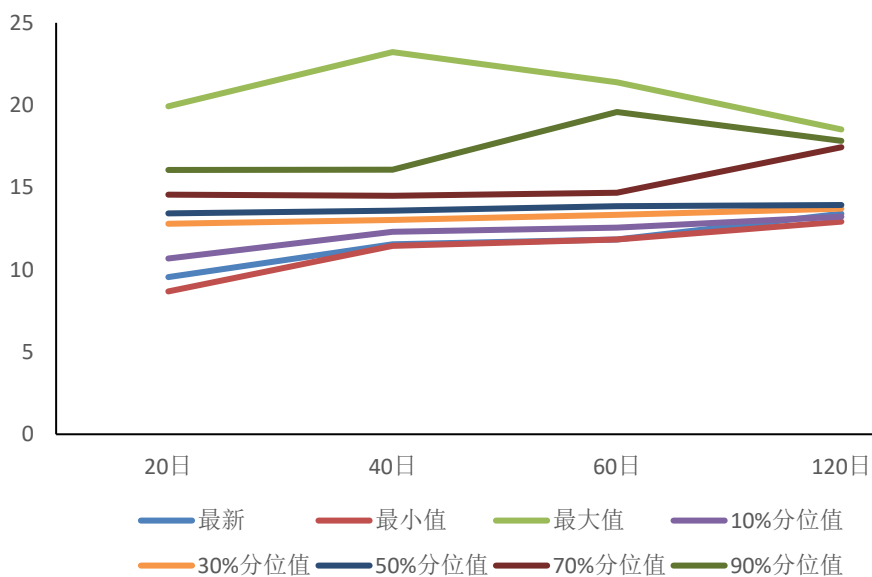
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



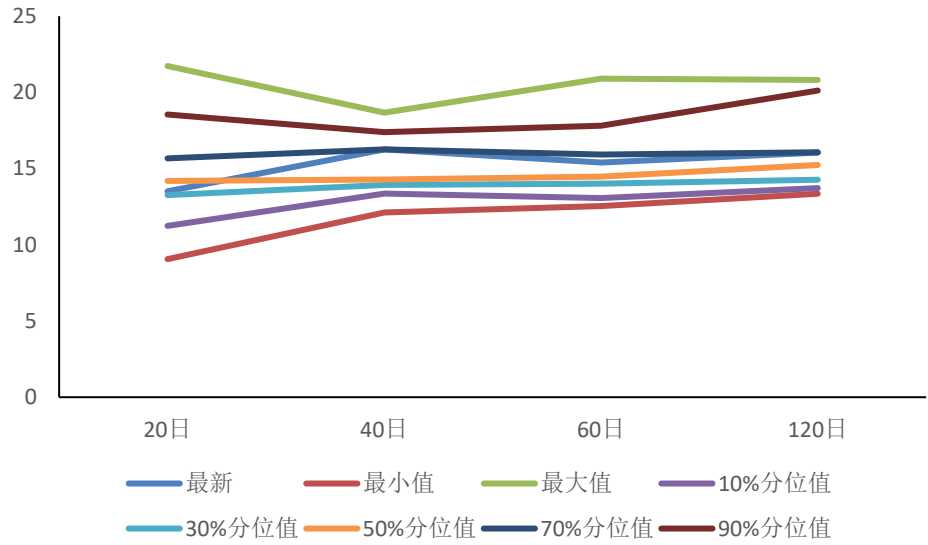
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



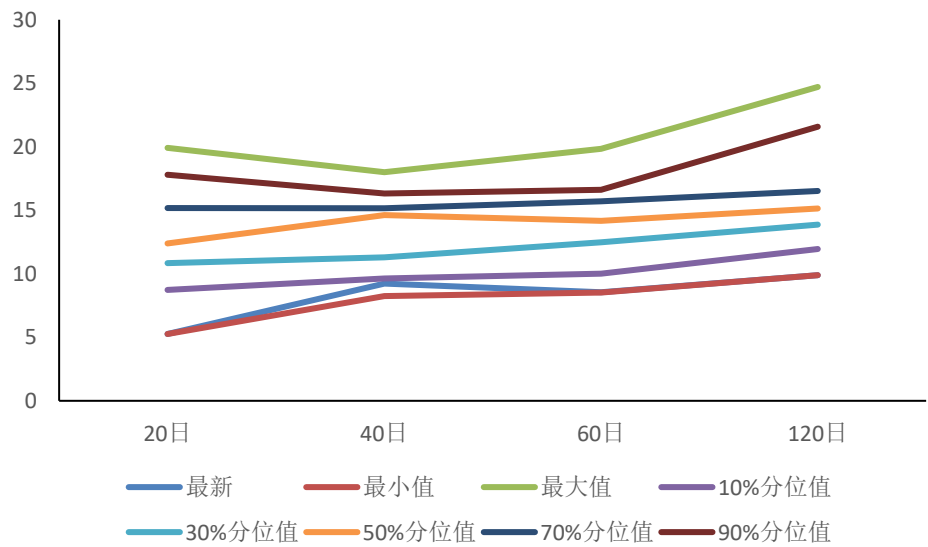
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



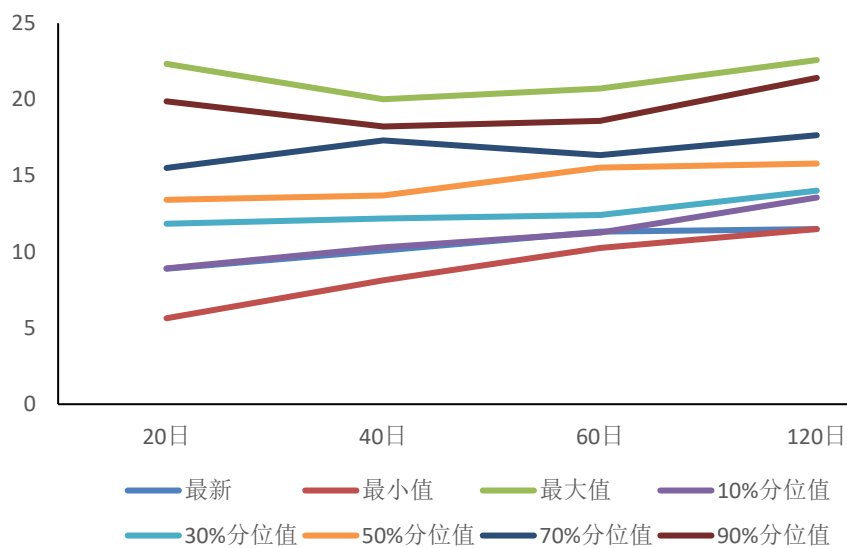
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 28: 沪铜历史波动率锥



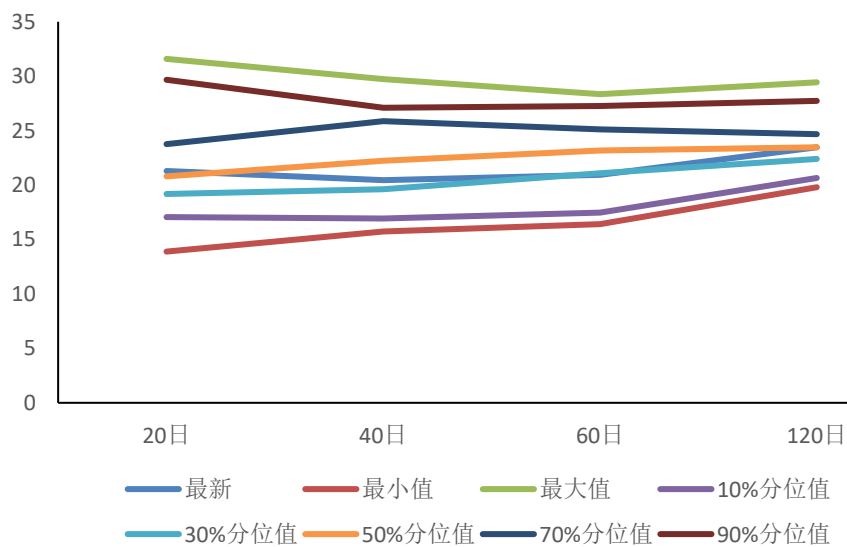
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 29：沪铝历史波动率锥



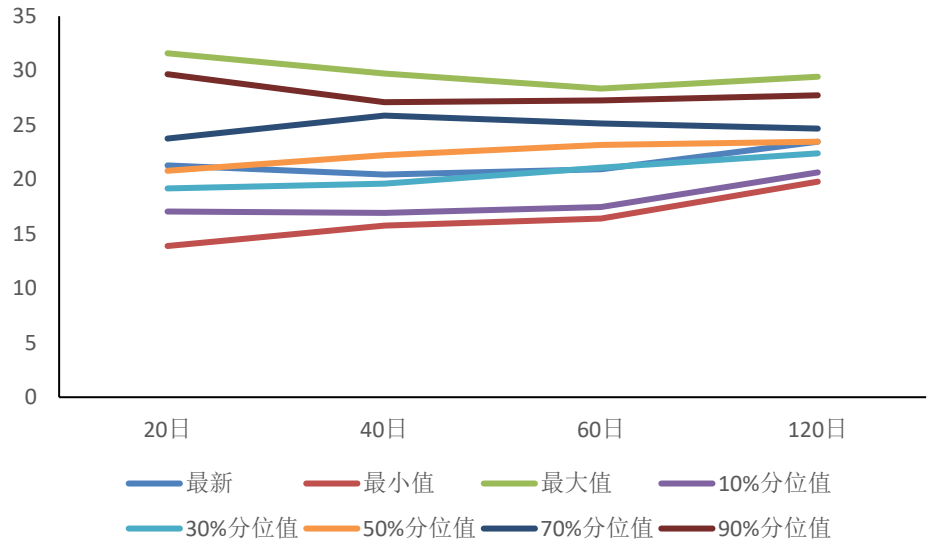
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 30：甲醇历史波动率锥



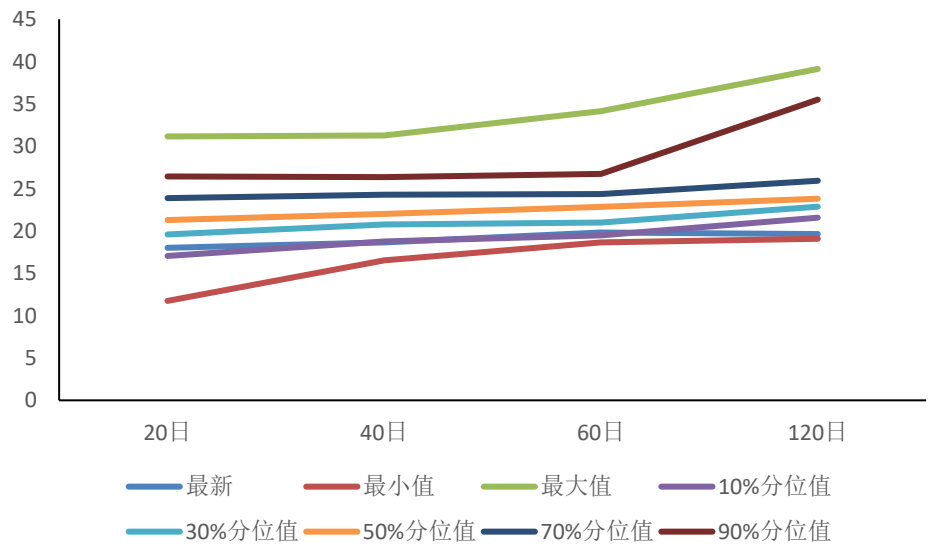
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31: 沪金历史波动率锥



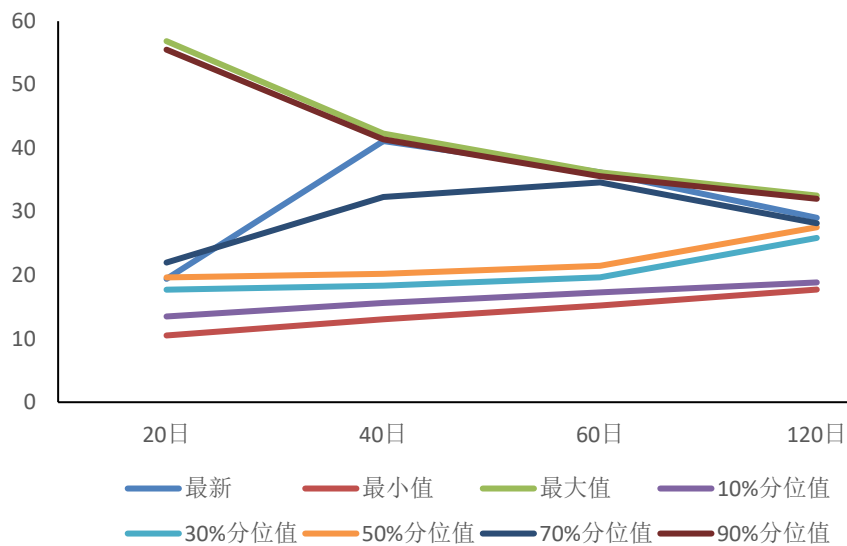
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 31: PTA 历史波动率锥



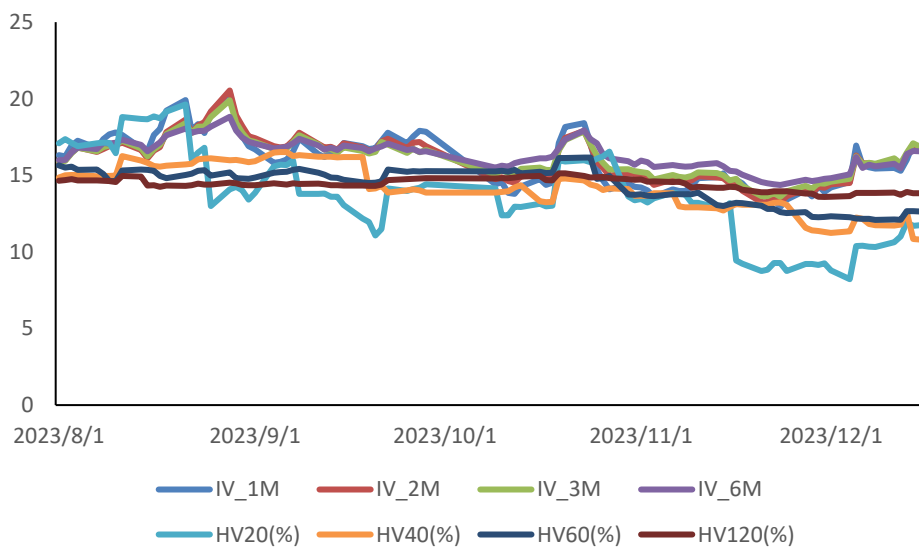
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 32：豆粕历史波动率锥



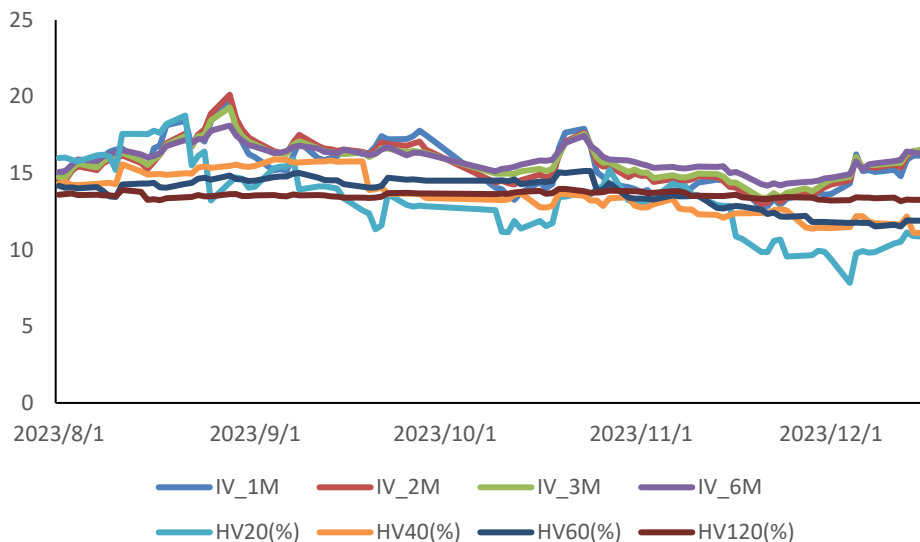
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 33：50ETF 期权隐含波动率走势



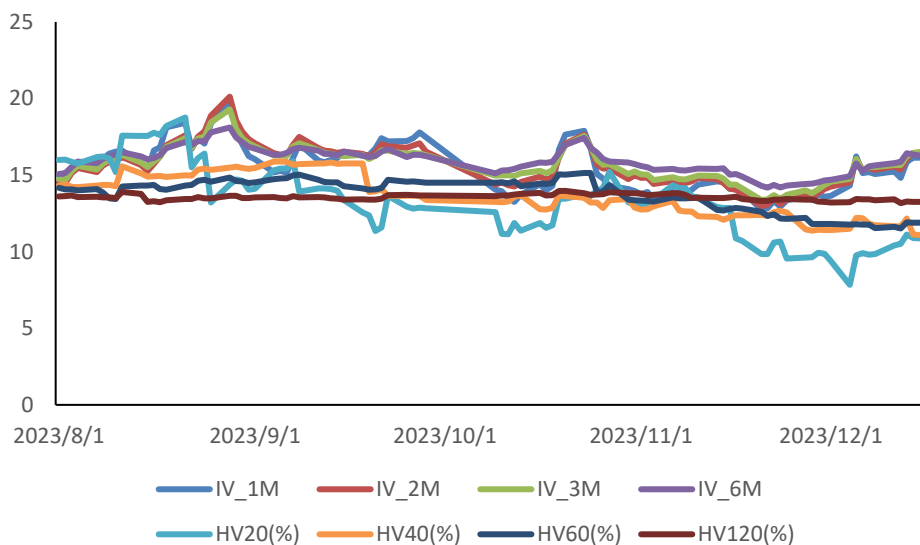
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 34: 300ETF 期权 (沪) 隐含波动率走势



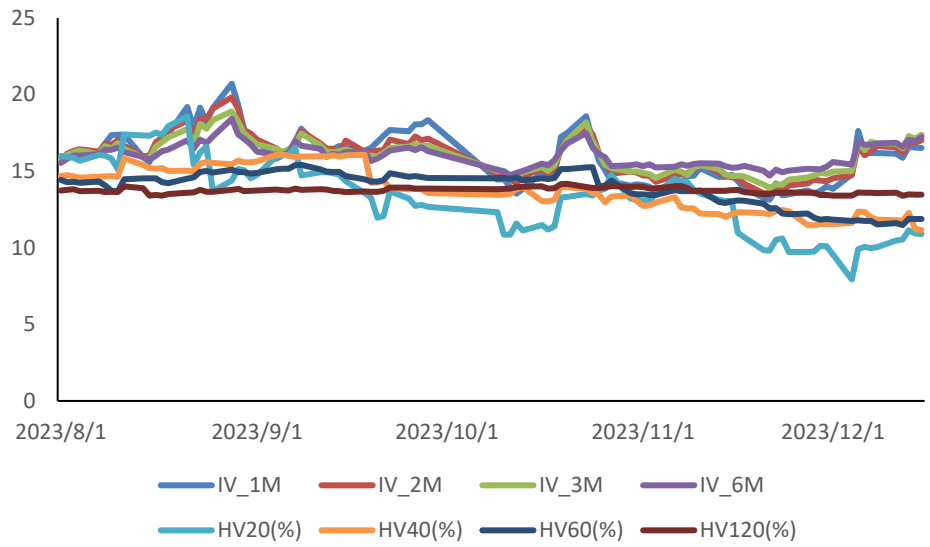
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 35: 300ETF 期权 (深) 隐含波动率走势



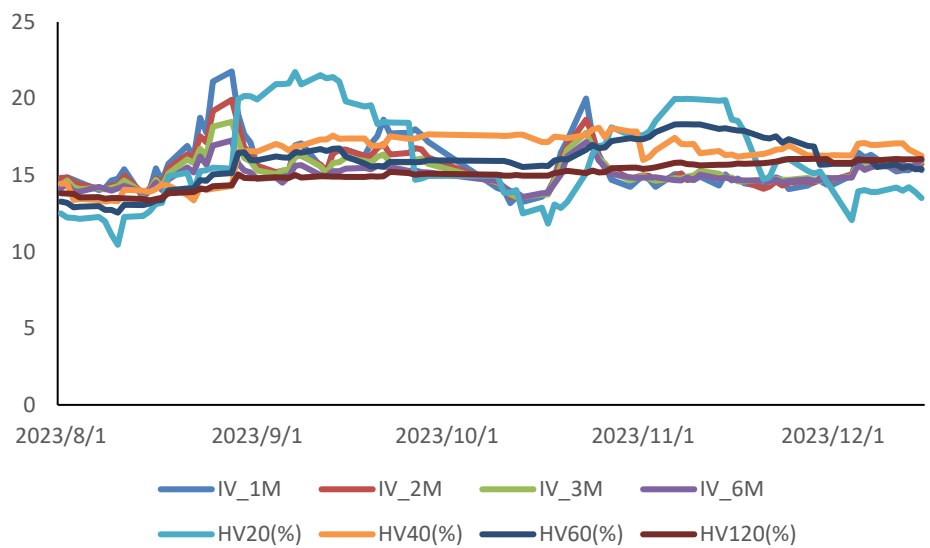
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



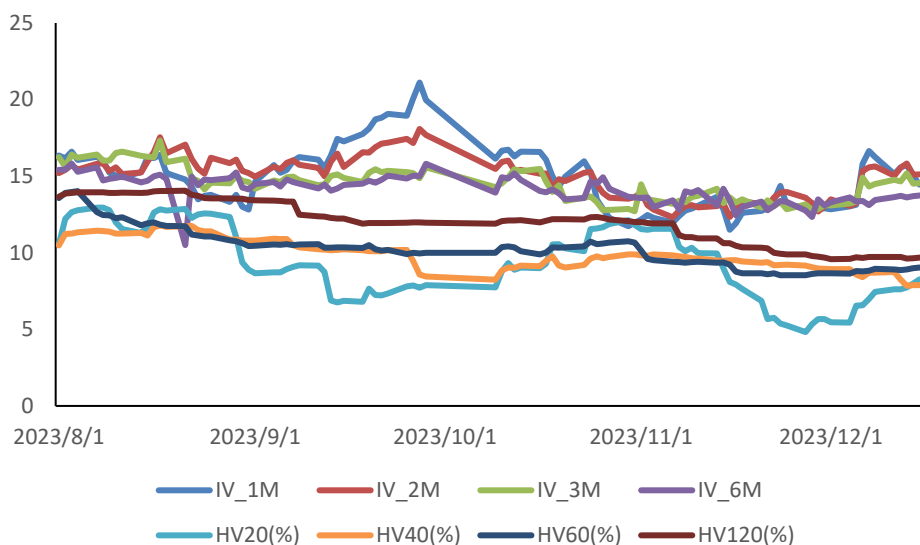
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



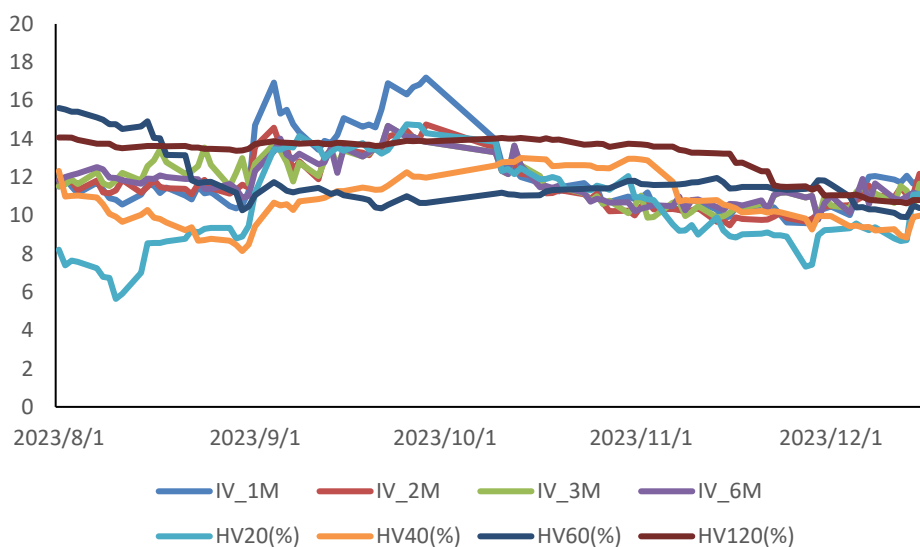
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



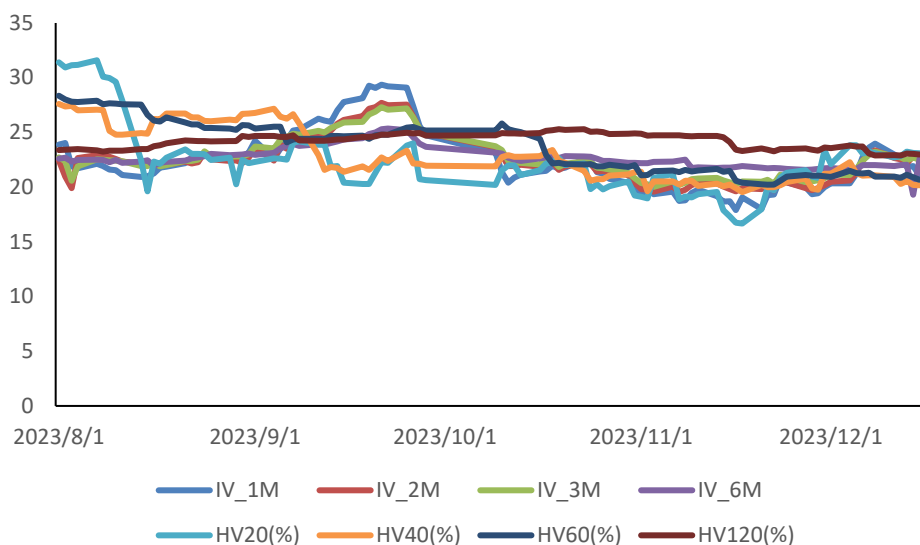
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



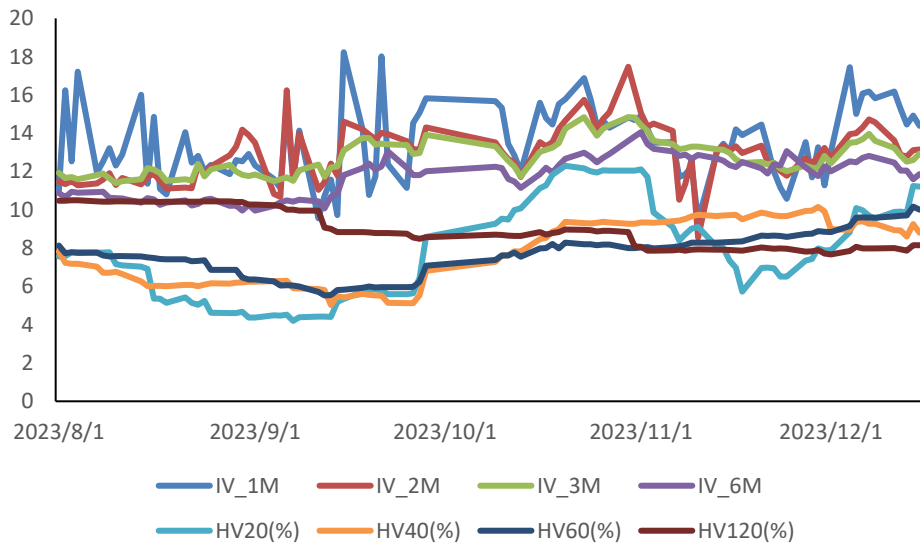
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



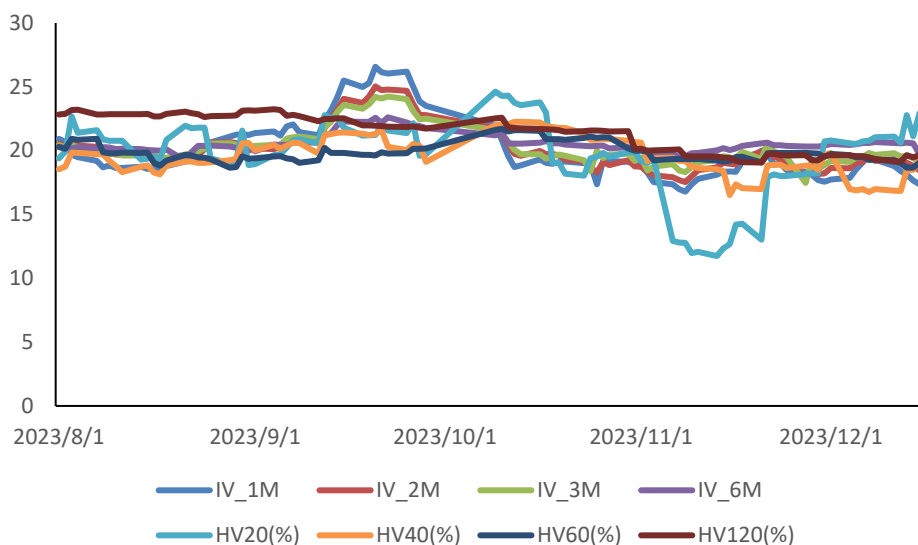
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 41: 沪金期权隐含波动率走势



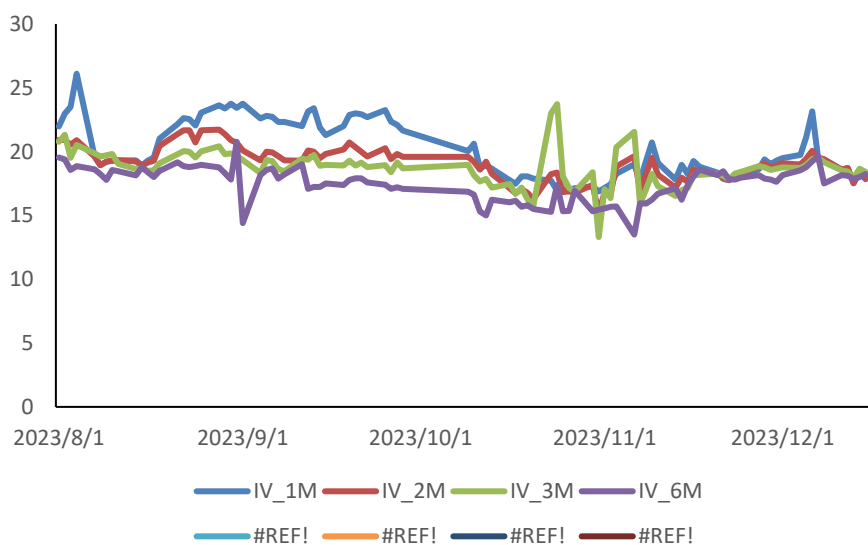
数据来源: wind, 兴证期货研发部

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

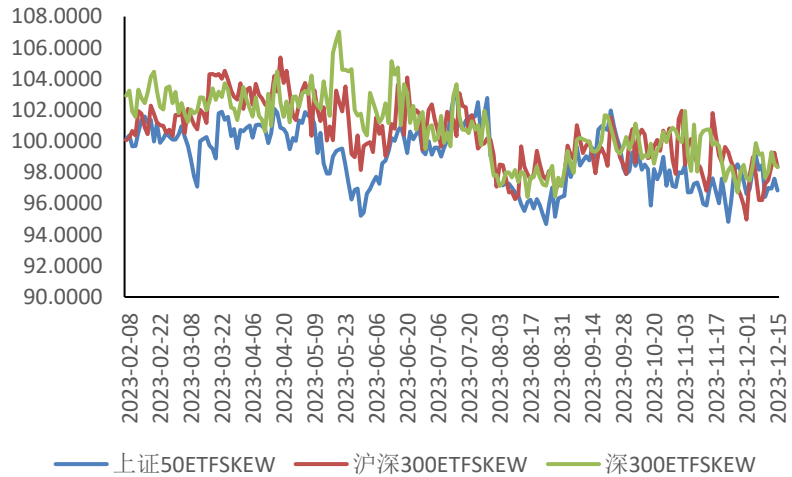


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

四、期权偏度

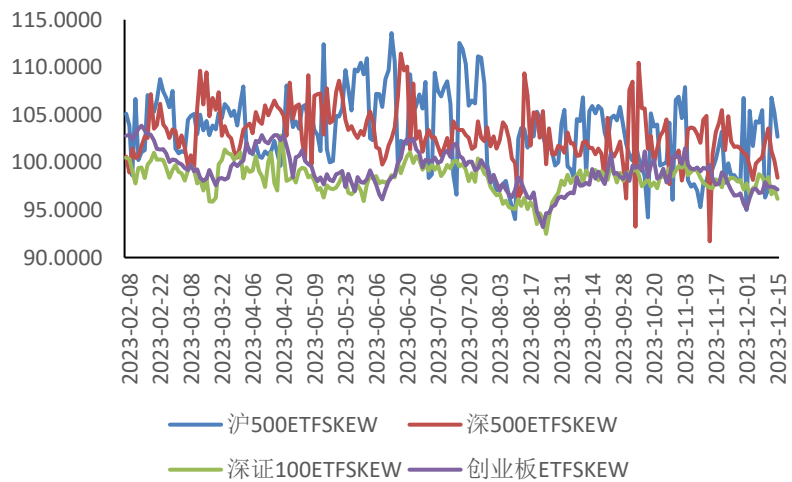
从金融期权的偏度指数分布来看，上证 50、沪深 300 股指期权偏度指数 skew 低位反弹，虽然标的指数维持在低位弱势震荡，市场预期或将发生切换，中证 500 系列期权偏度指数与上证 50、沪深 300 系列期权偏度指数剪刀差开始收窄，此前市场小盘股强于大盘股的格局或将发生切换，关注蓝筹股补涨行情。

图表 43：金融期权偏度（一）



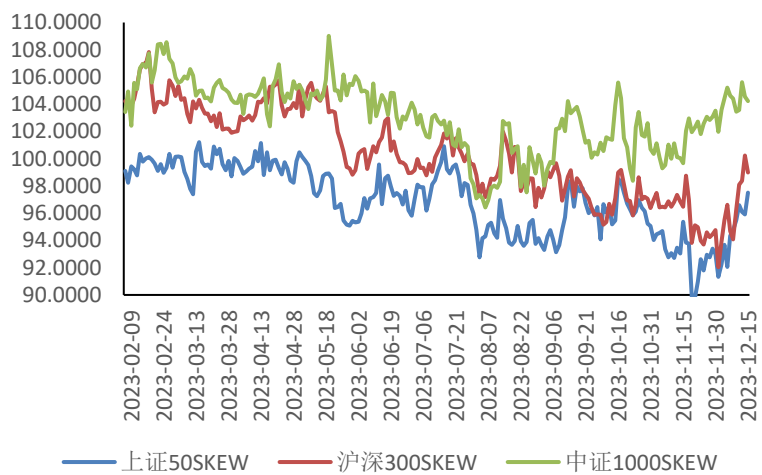
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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。