

## 指数估值洼地，预期反弹降波

兴证期货. 研究咨询部

金融研究团队

2024年1月8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,央行官网显示 2023 年 12 月三家政策银行新增抵押补充贷款(PSL) 3500 亿元, PSL 再次重启, 且规模史上单月第三高, 政策上对于稳增长的态度强烈。上证 50 指数与沪深 300 指数显示出较强的估值支撑力, 沪深 300 指数市盈率位于近五年 2%分位附近, 指数点位与市盈率显示当前指数处在估值洼地区域。标的指数的下探空间有限, 等待情绪面及资金面回暖, 指数或将迎来修复反弹行情。但是政策刺激更多体现在托底层面, 内需不足的问题持续存在, 弱现实背景下的政策刺激与复苏预期并存。美国 12 月非农数据超预期表现, 反映美国经济实际情况表现对于降息预期产生干扰, 美国股市近期受预期摆动影响而承压。

金融期权方面, 两市空头情绪攀升, 并呈现分化特征, 上证 50 及沪深 300 指数系列期权成交 PCR 值小幅上升, 指数估值强支撑, 下跌空间有限, 空头有情绪升幅较小, 且持仓 PCR 值低位徘徊, 等待筑底反弹; 中小板指数空头情绪升幅高于上证 50、沪深 300 系列, 存在进一步下跌风险。隐含波动率普遍回升, 品种间分化: 上证 50、沪深 300 系列期权隐波升幅小, 空头情绪对于这类品种的波动率刺激比较有限, 且期限结构维持近月低于远月的偏斜结构; 中证 500、中证 1000、创业板等中小创系列标的的期权隐波短线升幅较高, 这类期权短空情绪显著主导隐波走势。上证 50、沪深 300 股指期权偏度指数 skew 回归 100 附近, 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敛, 市场预期回归偏中性。但从板块估值与存量资金博弈的角度来看, 后市大小风格分化的背景下, 偏度指数剪刀差或将再度走阔。

商品期权方面, 铜、铝、甲醇期权成交 PCR 值普遍回落, 以上品种震荡上涨预期为主, 空头情绪衰减, PTA 期权成交 PCR 短线起伏较大, 受红海事件反复博弈影响, PTA 短空情绪与短多情绪切换频率加快; 黄金期权成交 PCR 值低位反弹, 非农数据走强刺激金价下调情绪; 豆粕延续回落, 成交 PCR 小幅上升, 短空情绪上扬。铜期权历史波动率与隐含波动率维持在近几年极低值区域, 当前尚未

出现事件驱动升波预期的情况，铝期权隐含波动率短线快速回落呈倒 V 型，甲醇期权隐波小幅回落，黄金期权隐波短线回升，非农数据扰动美联储降息预期，金价波动率上升预期强化。

**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-2.17%，沪市 300ETF 变化-2.67%，沪市 500ETF 变化-1.81%，深市 300ETF 变化-2.54%、深市 500ETF 变化-1.70%，创业板 ETF 变化-5.73%，深证 100ETF 变化-4.20%，上证 50 指数变化-2.48%、沪深 300 变化-2.50%、中证 1000 指数变化-2.23%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 9.13、10.68、21.36、34.02、26.18，五年周期中对应的分位为 7.48%、1.97%、23.23%、27.95%、0.00%。

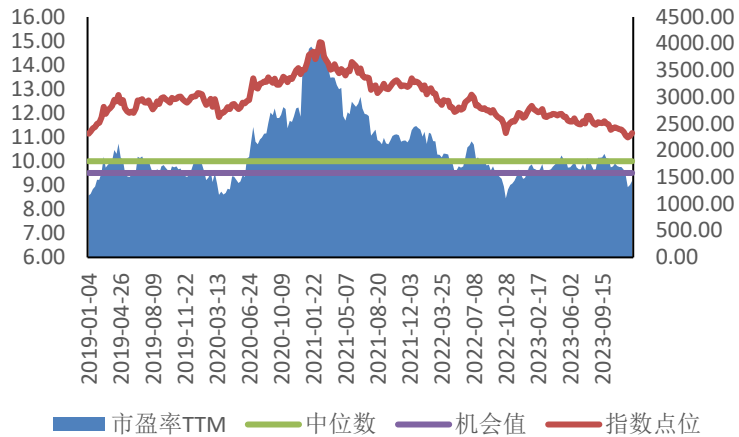
国内方面，上周指数调整一方面在于对经济复苏的分歧。12 月制造业 PMI 数据环比放缓，12 月制造业 PMI 为 49.0%，比上月下降 0.4 个百分点；非制造业 PMI 为 50.4%，比上月上升 0.2 个百分点；综合 PMI 产出指数为 50.3%，比上月微落 0.1 个百分点。央行官网显示 2023 年 12 月三家政策银行新增抵押补充贷款 (PSL) 3500 亿元，PSL 再次重启，且规模史上单月第三高，政策上对于稳增长的态度强烈。此前中央经济工作会议释放 2024 年政策预期，特别是针对财政政策加码这一立场，对于地产、消费行业的托底效果有望增强。上证 50 指数与沪深 300 指数显示出较强的估值支撑力，沪深 300 指数市盈率位于近五年 2%分位附近，指数点位与市盈率显示当前指数处在估值洼地区域。标的指数的下探空间有限，等待情绪面及资金面回暖，指数或将迎来修复反弹行情。但是政策刺激更多体现在托底层面，内需不足的问题持续存在，弱现实背景下的政策刺激与复苏预期并存。

国外方面，美国 2023 年 12 月季调后非农就业人口增 21.6 万人，预期增 17 万人，前值从增 19.9 万人修正为 17.3 万人；美国 2023 年 12 月失业率为 3.7%，预期 3.8%，前值 3.7%。非农数据超预期表现，反映美国经济实际情况表现对于降息预期产生干扰，劳工数据韧性或将支撑美国消费市场并进一步传导至通胀黏性层面，美联储 3 月份降息的几率降至 55%左右。美国股市近期受预期摆动影响而承压。

### 2.商品行情回顾

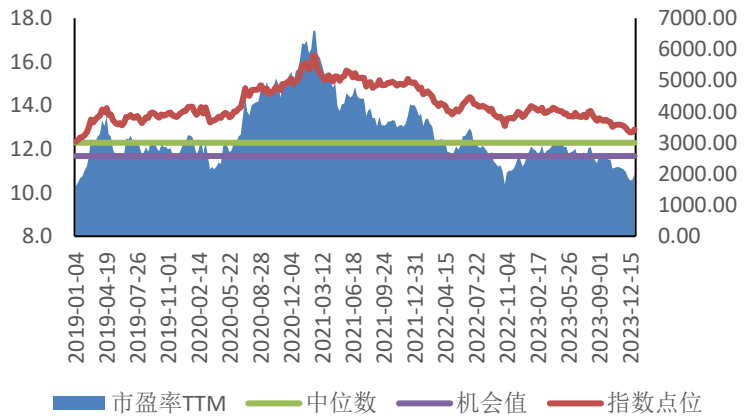
前一周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为-1.37%、-1.66%；甲醇、PTA 周度涨跌幅分别为-2.49%、-1.50%；豆粕、黄金活跃合约周度涨跌幅为-4.61%、-0.25%。上周铜铝价格震荡回落，波动幅度偏窄；甲醇，PTA 价格震荡，红海事件反复博弈传导原油价格，继续影响 PTA 价格变化节奏；贵金属价格震荡承压，非农数据及工资数据超预期，美联储降息预期弱化。

图 1：上证 50 指数估值（市盈率）



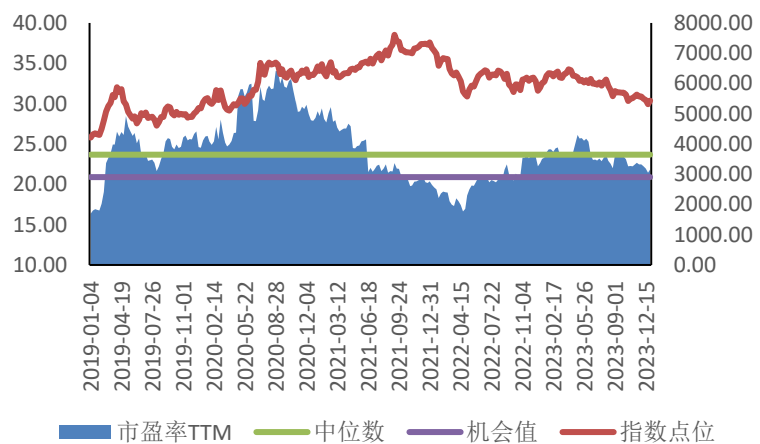
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 2：沪深 300 指数估值（市盈率）



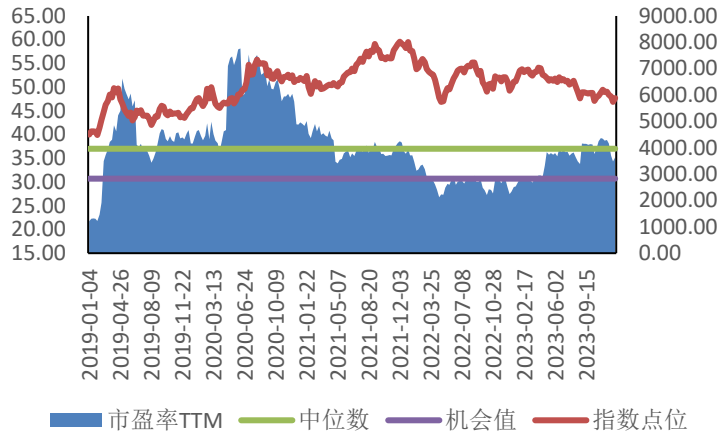
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 3：中证 500 指数估值（市盈率）



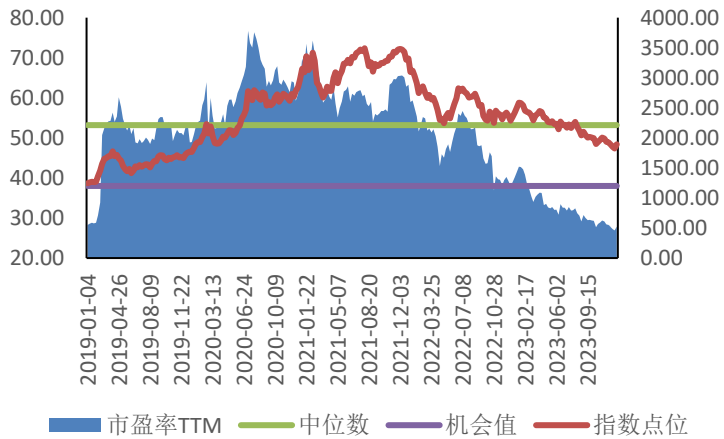
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率)



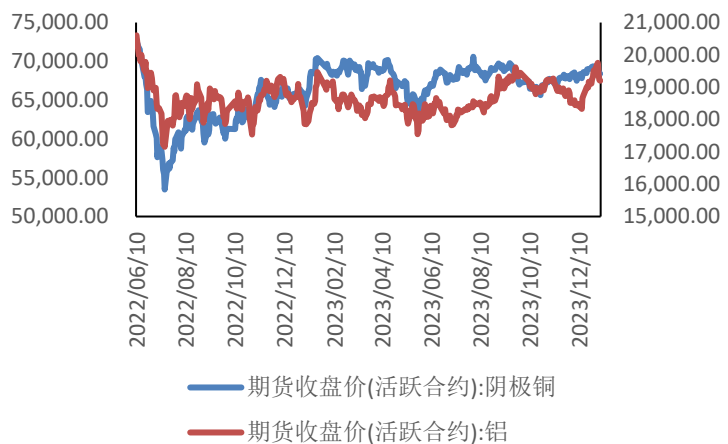
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 5: 创业板指数估值 (市盈率)



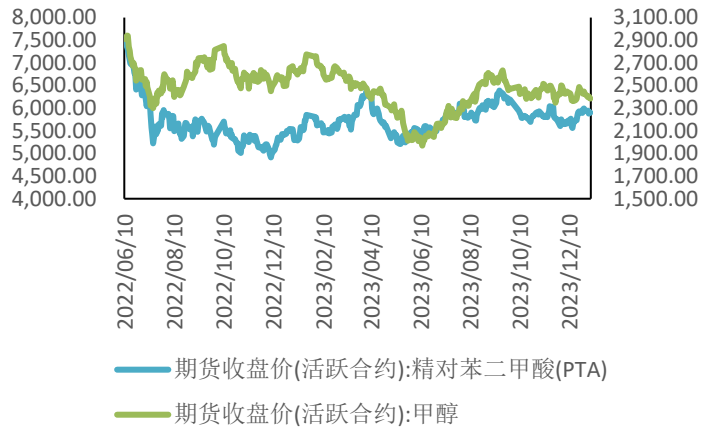
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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

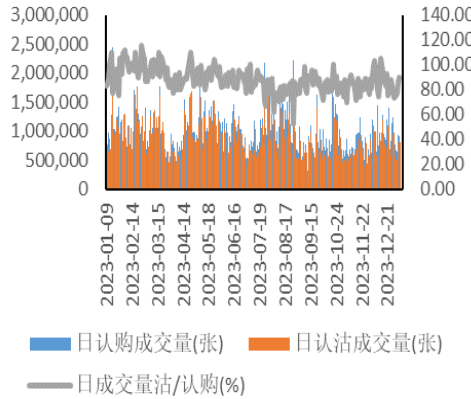
上周金融期权标的指数震荡回落, 两市空头情绪攀升, 并呈现分化特征, 上证 50 及沪深 300 指数系列期权成交 PCR 值小幅上升, 指数估值强支撑, 下跌空间有限, 空头有情绪升幅较小, 且持仓 PCR 值低位徘徊, 等待筑底反弹; 中小板指数空头情绪升幅高于上证 50、沪深 300 系列, 存在进一步下跌风险。

### 2. 商品期权

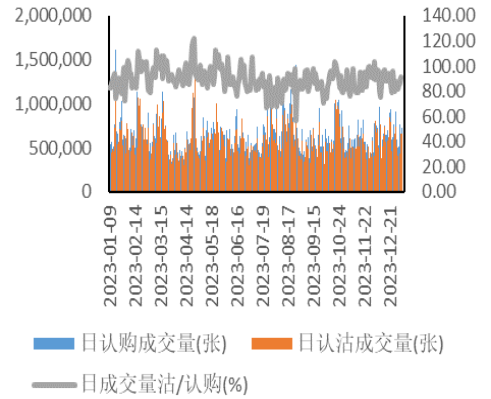
商品期权方面, 铜、铝、甲醇期权成交 PCR 值普遍回落, 以上品种震荡上涨预期为主, 空头情绪衰减, PTA 期权成交 PCR 短线起伏较大, 受红海事件反复博弈影响, PTA 短空情绪与短多情绪切换频率加快; 黄金期权成交 PCR 值低位反

弹，非农数据走强刺激金价下调情绪；豆粕延续回落，成交 PCR 小幅上升，短空情绪上扬。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

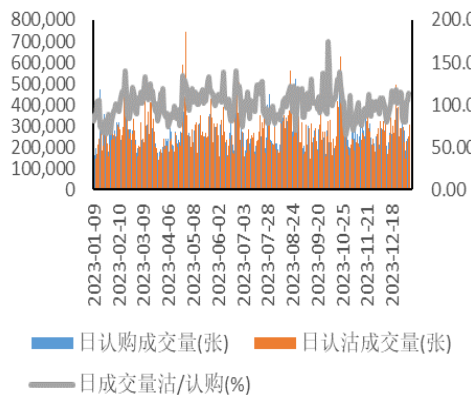


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

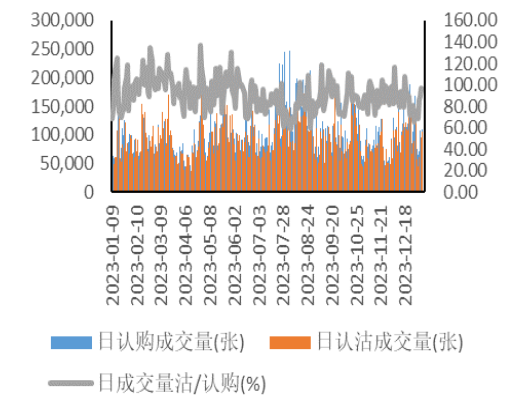


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

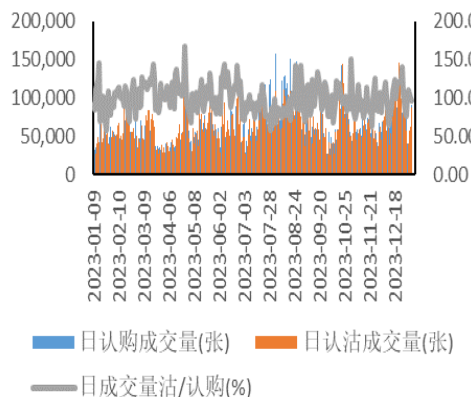


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

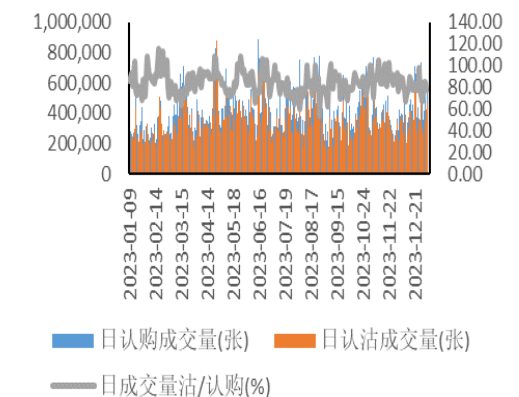


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

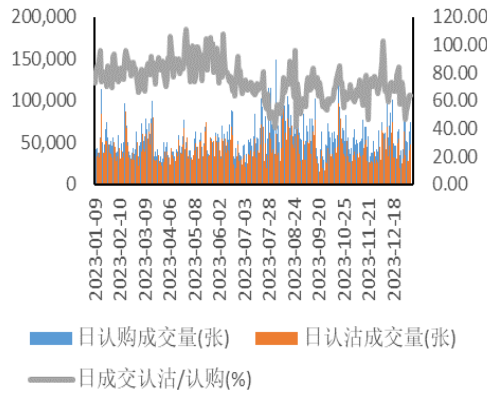


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

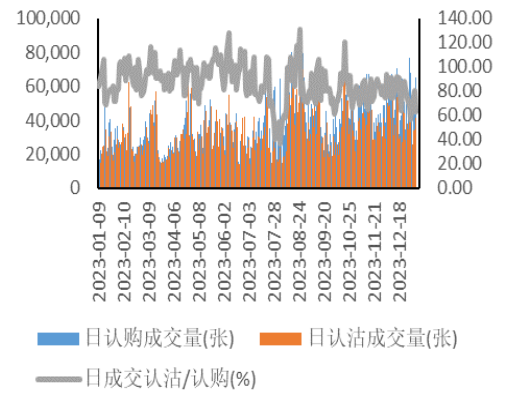


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

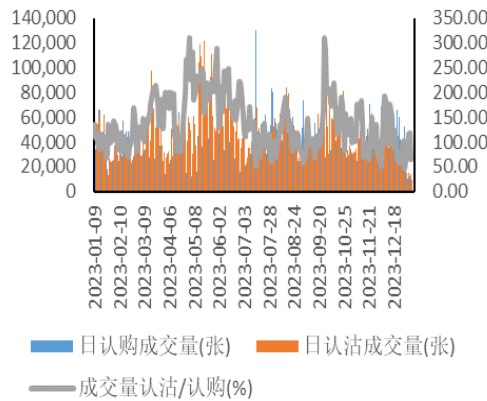


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

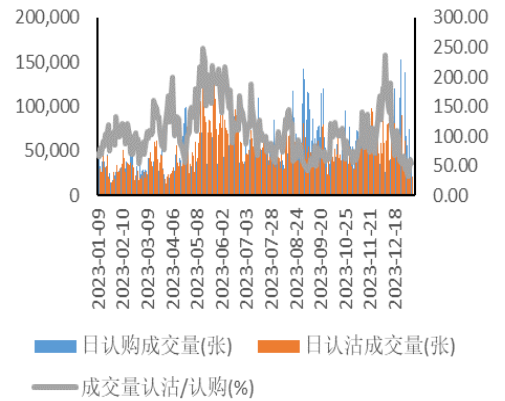


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 17: 沪铜期权 PCR

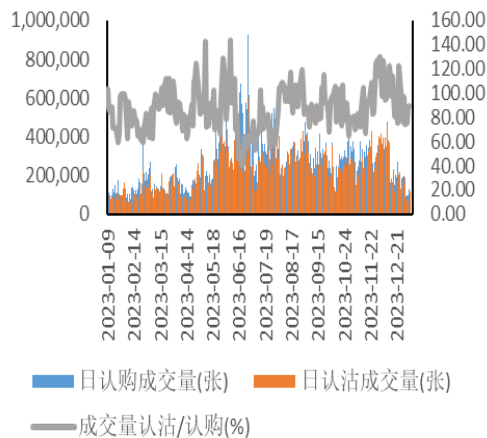


图表 18: 沪铝期权 PCR

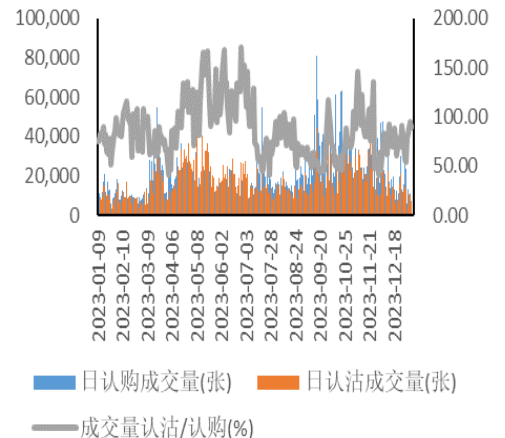


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 19: 甲醇期权 PCR



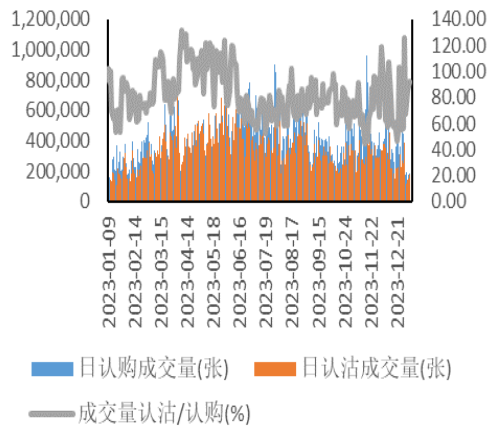
图表 20: 沪金期权 PCR



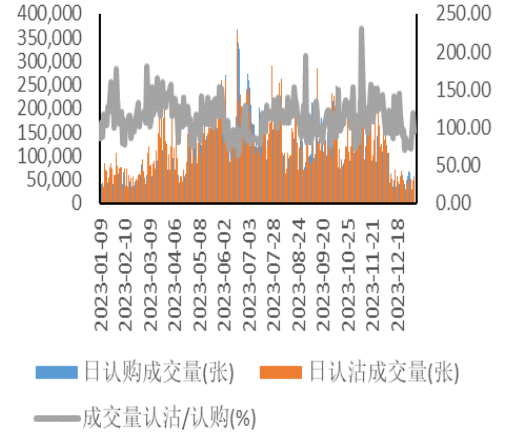
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部



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

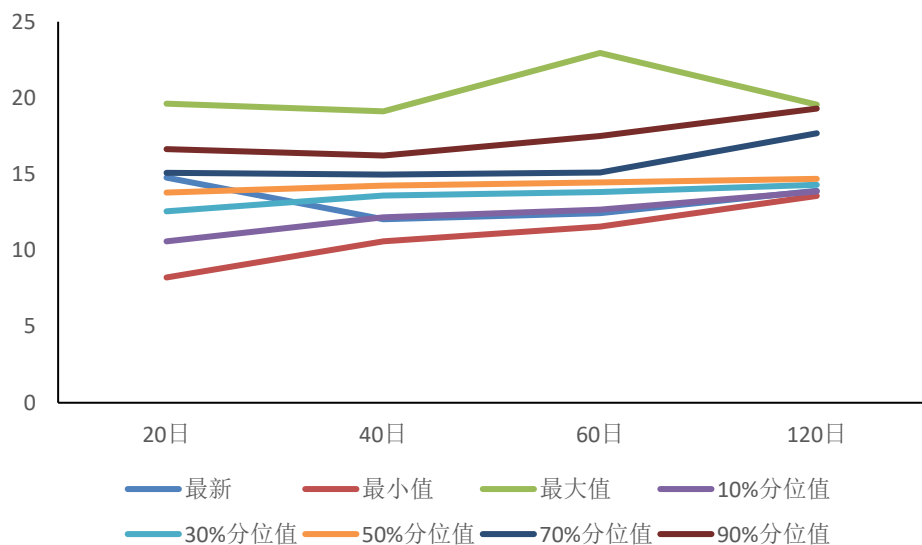
#### 1. 金融期权

波动率方面，隐含波动率普遍回升，品种间分化：其中，上证 50、沪深 300 系列期权隐波升幅小，空头情绪对于这类品种的波动率刺激比较有限，且期限结构维持近月低于远月的偏斜结构；中证 500、中证 1000、创业板等中小创系列标的的期权隐波短线升幅较高，这类期权短空情绪显著主导隐波走势。此外，各品种的长周期历史波动率均偏低，短期升波受长周期低波牵引，预计整体上维持低波震荡走势，短周期历史波动率数值偏高，回归震荡概率上升，策略方面，逢指数回调可关注卖出看跌期权的策略。

#### 2. 商品期权

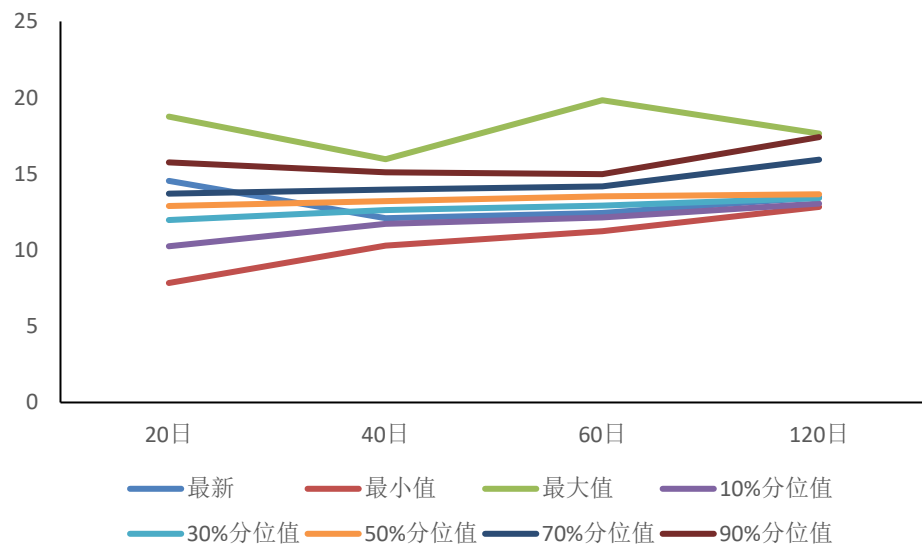
商品期权方面，铜期权历史波动率与隐含波动率维持在近几年极低值区域，当前尚未出现事件驱动升波预期的情况，铝期权隐含波动率短线快速回落呈倒 V 型，甲醇期权隐波小幅回落，黄金期权隐波短线回升，非农数据扰动美联储降息预期，金价波动率上升预期强化。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



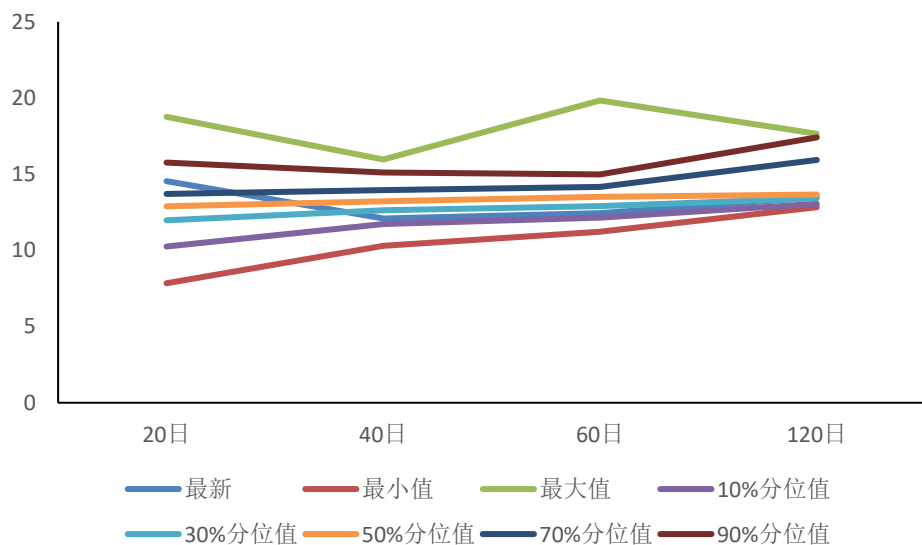
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



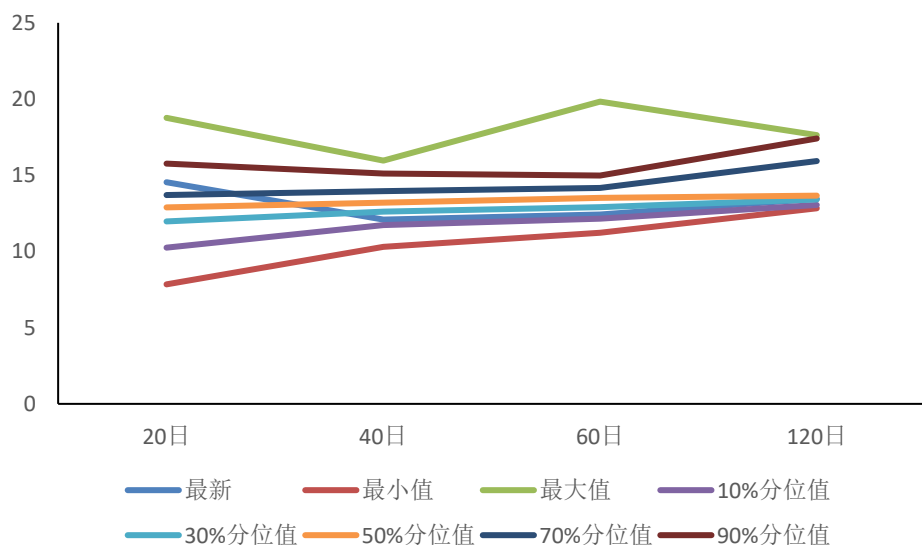
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



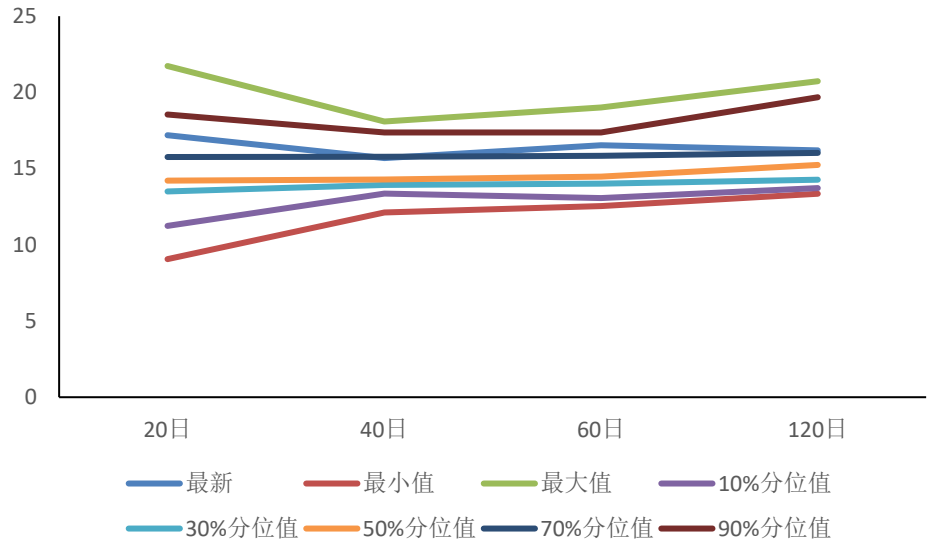
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



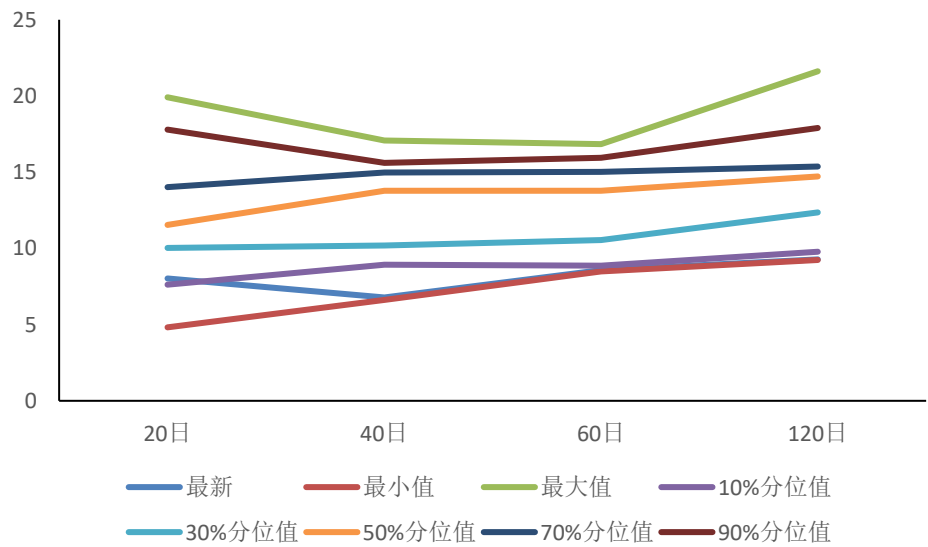
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



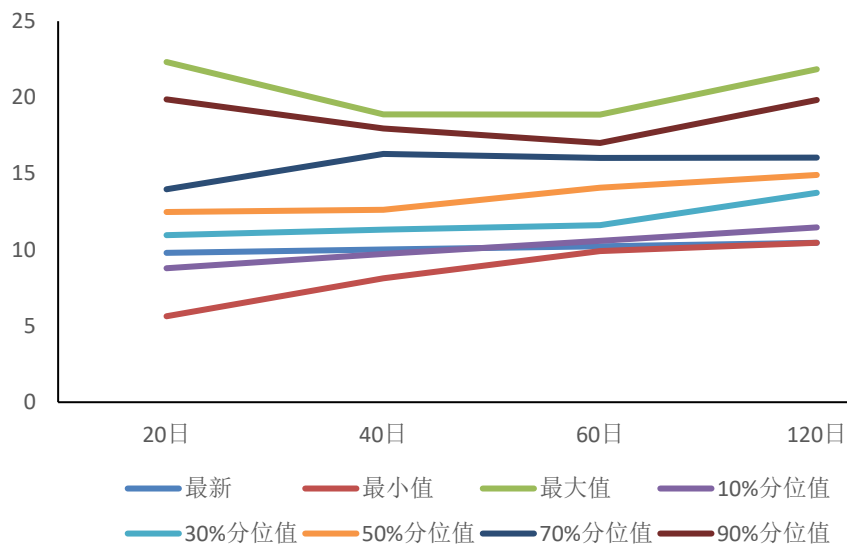
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 28: 沪铜历史波动率锥



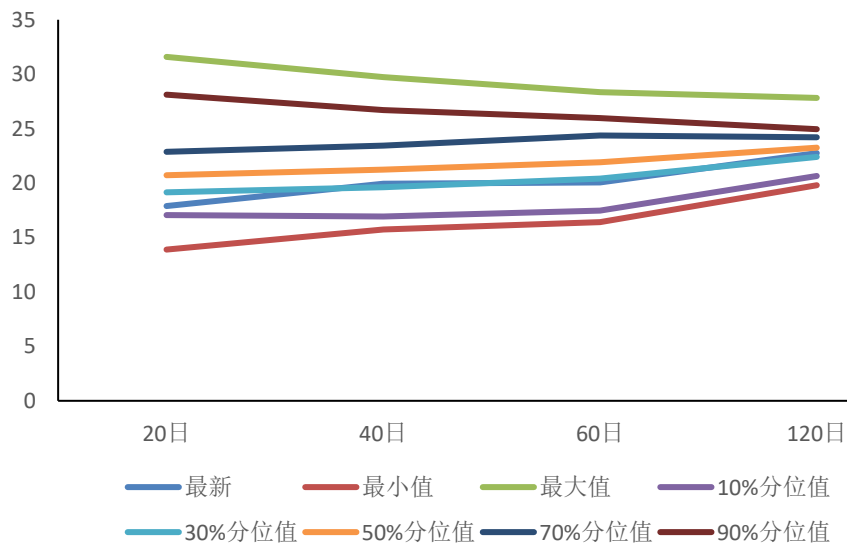
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 29：沪铝历史波动率锥



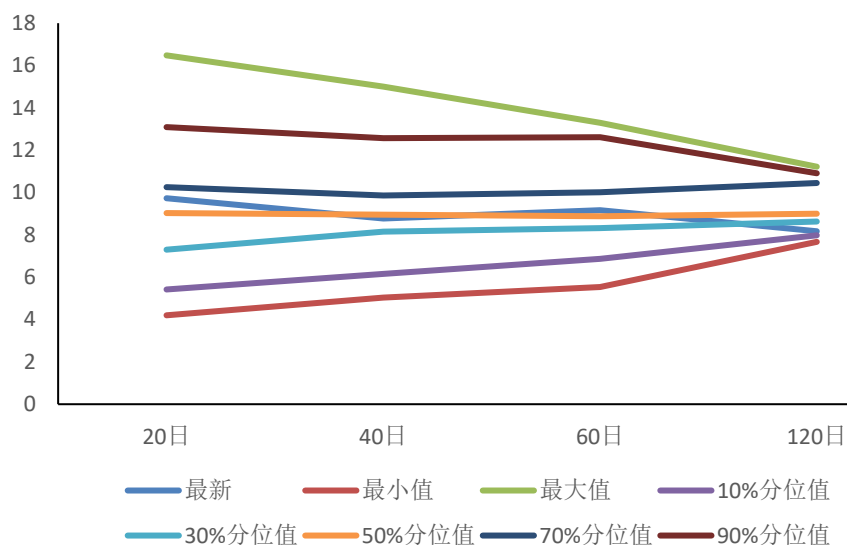
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 30：甲醇历史波动率锥



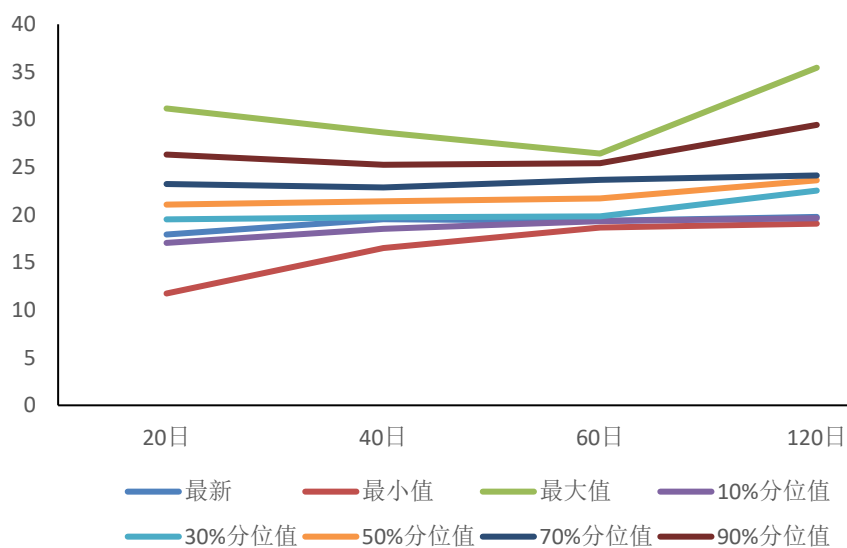
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31：沪金历史波动率锥



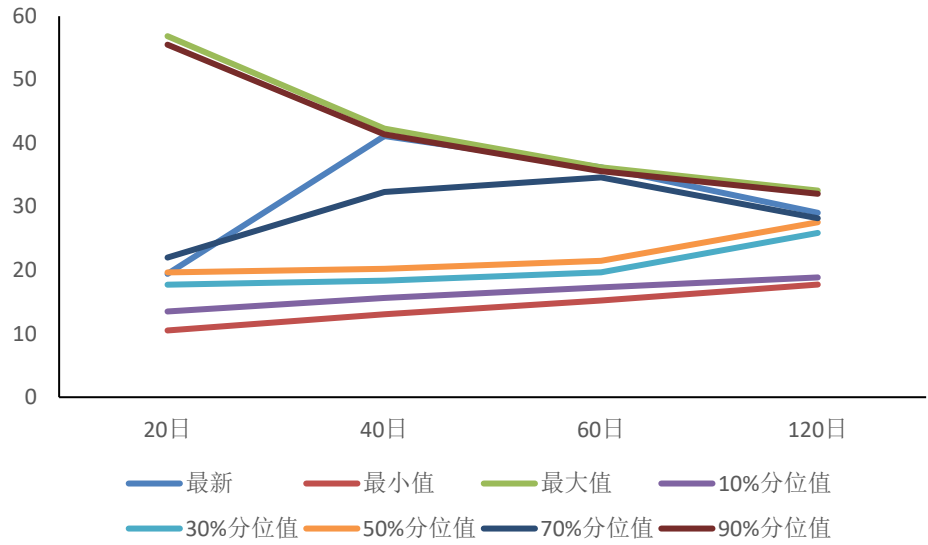
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31：PTA 历史波动率锥



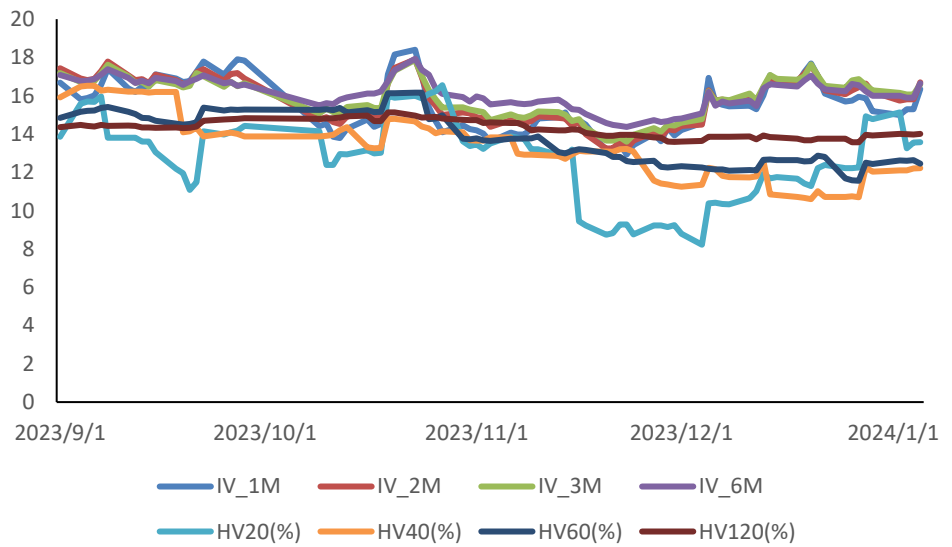
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 32：豆粕历史波动率锥



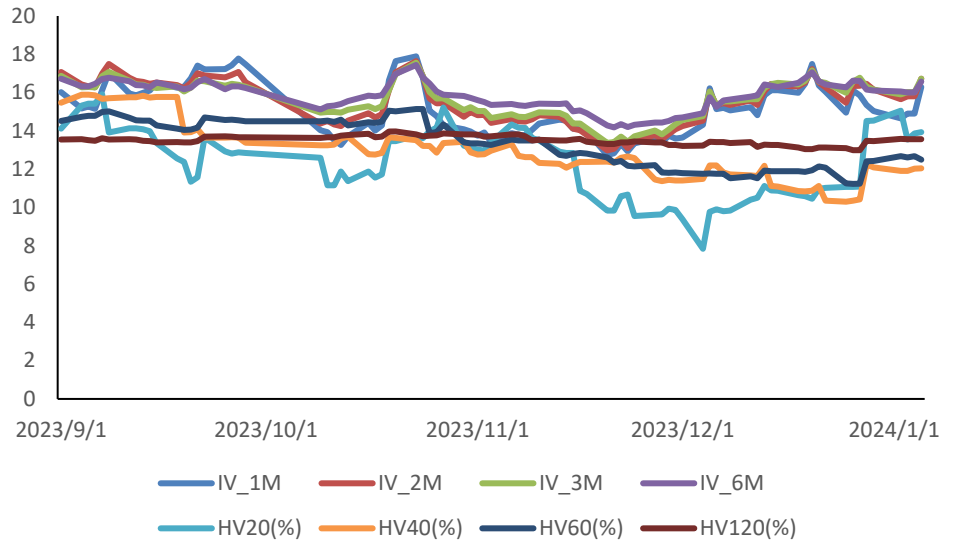
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 33：50ETF 期权隐含波动率走势



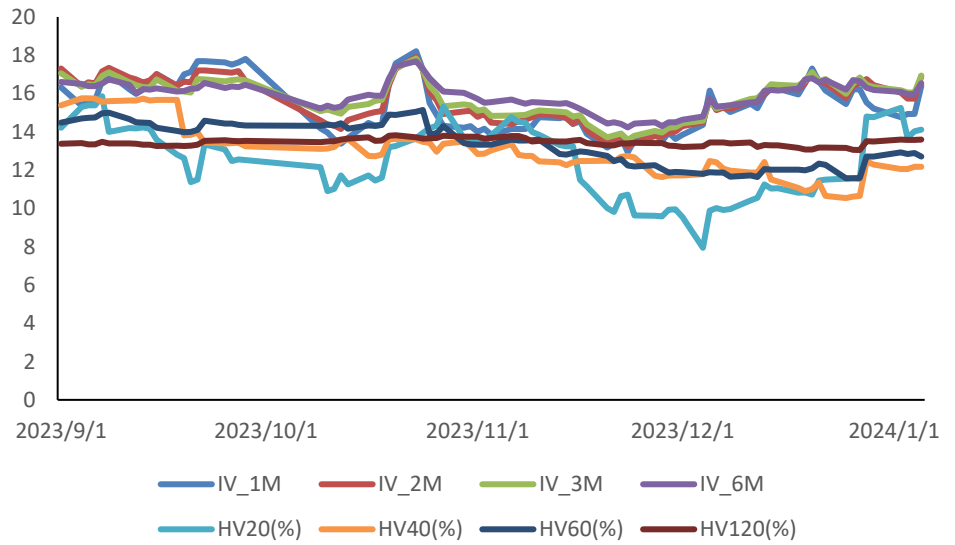
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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

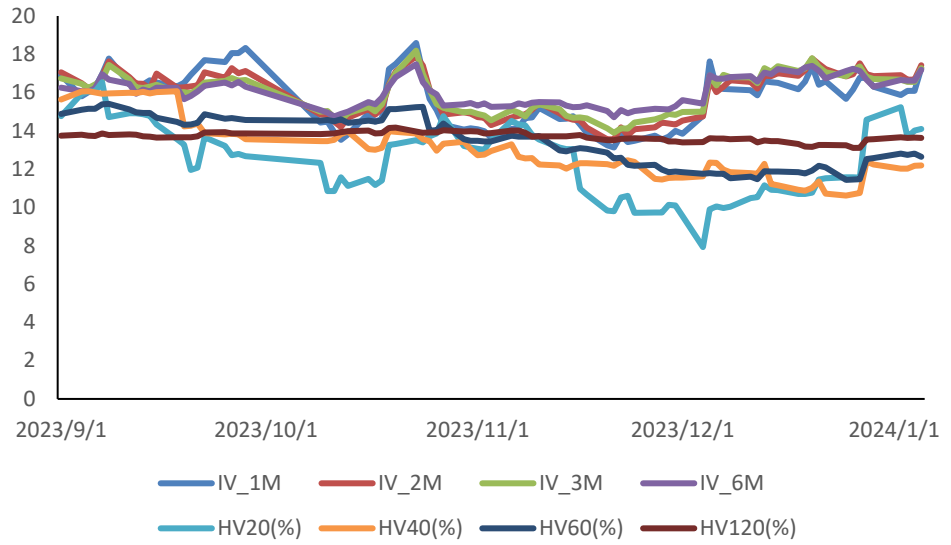
图表 35: 300ETF 期权（深）隐含波动率走势



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

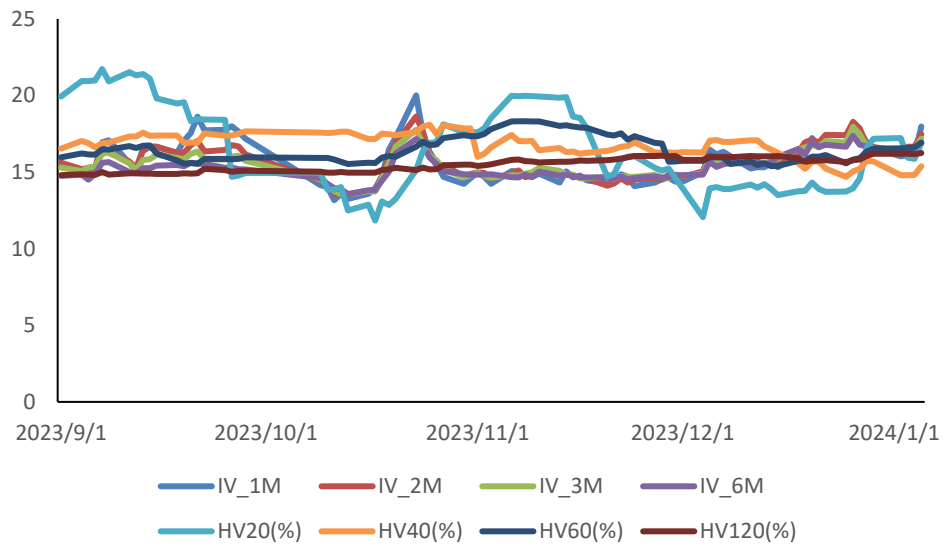


图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



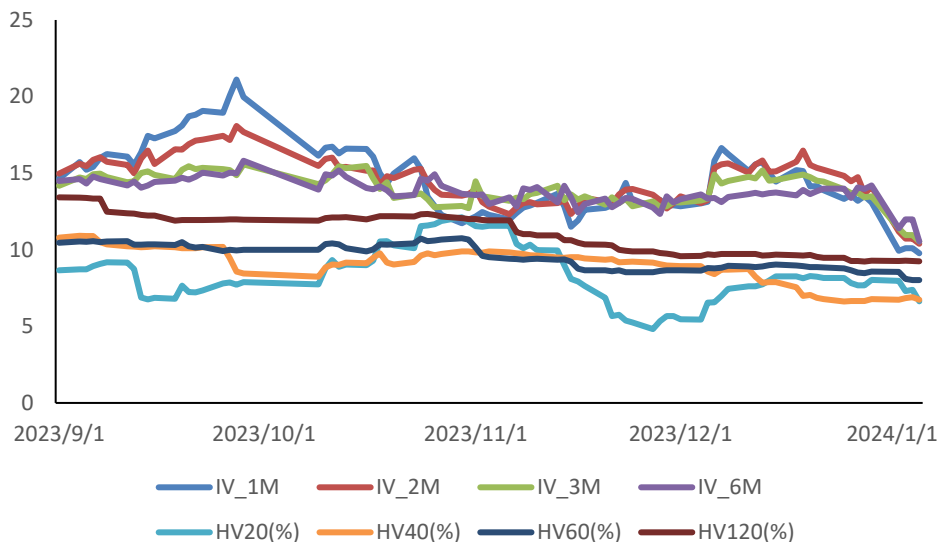
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



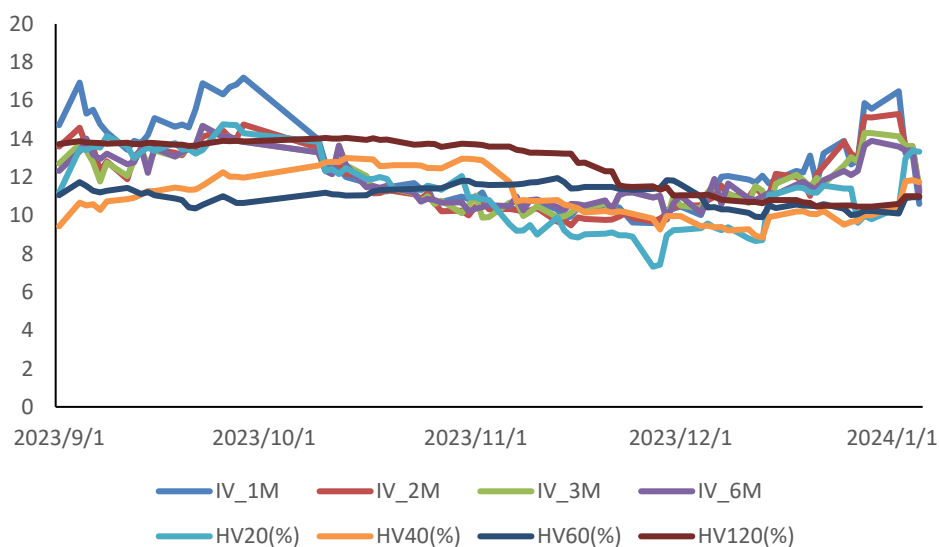
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



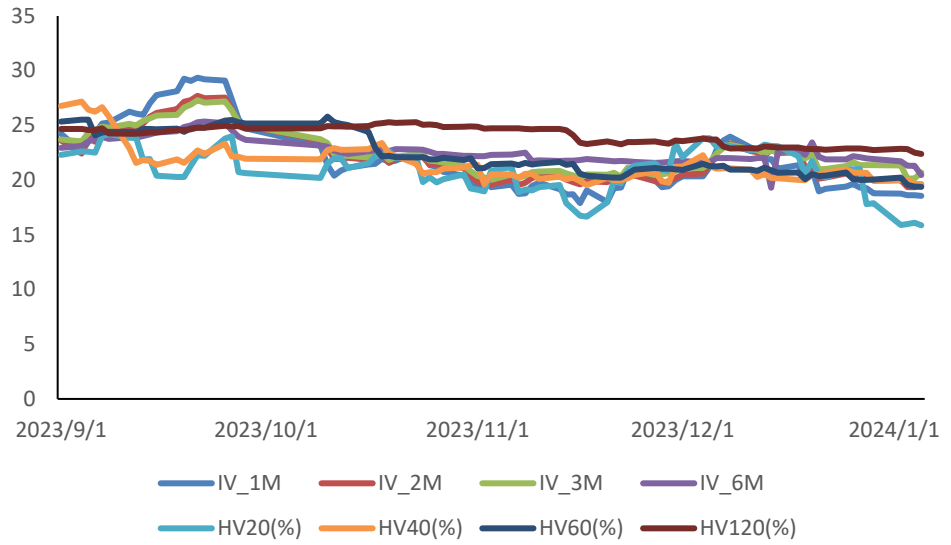
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



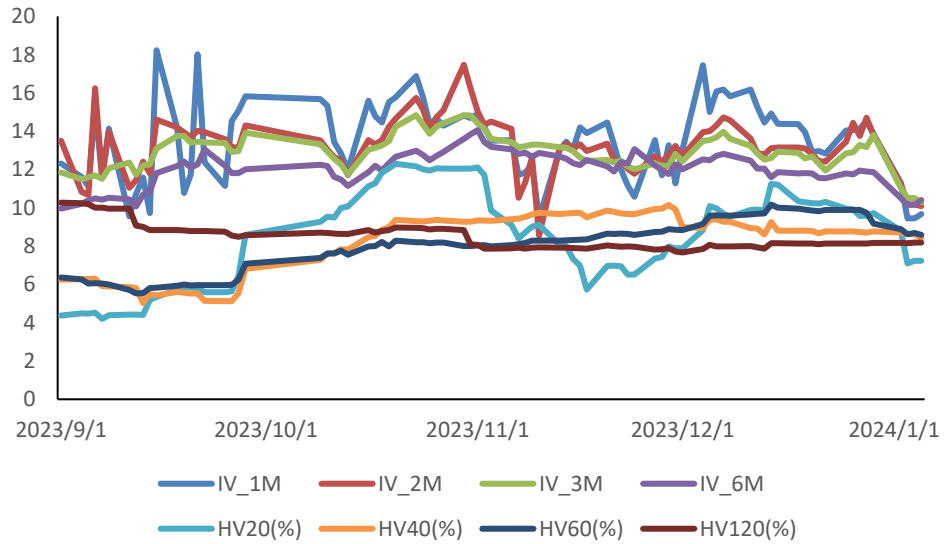
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



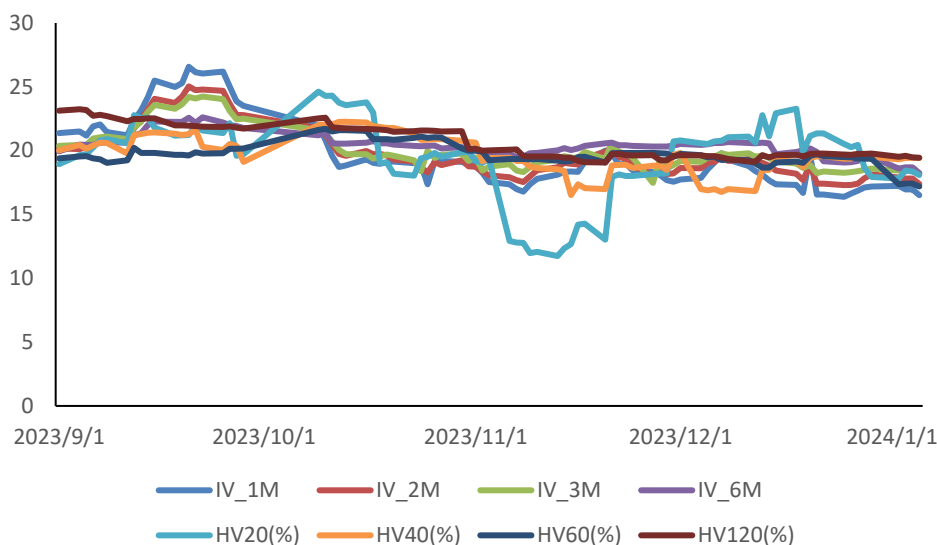
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 41: 沪金期权隐含波动率走势



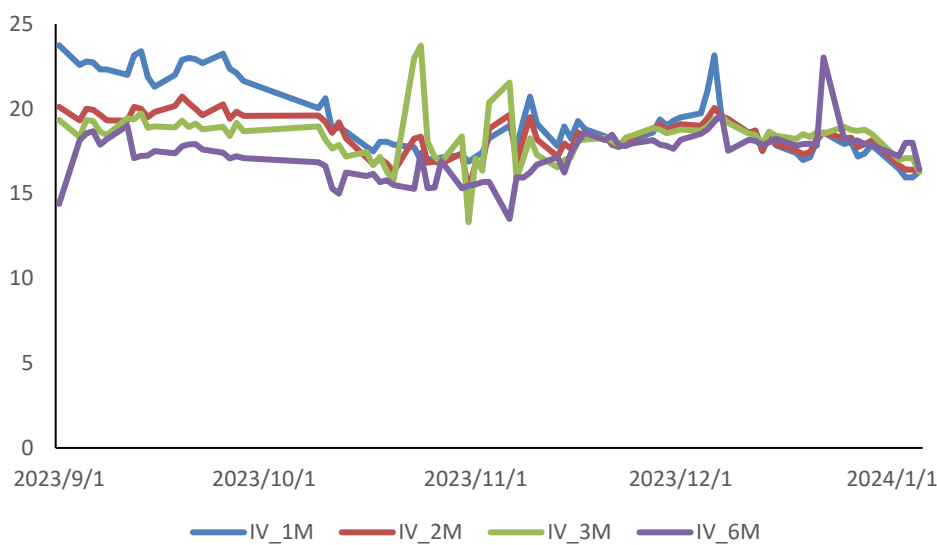
数据来源: wind, 兴证期货研发部

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

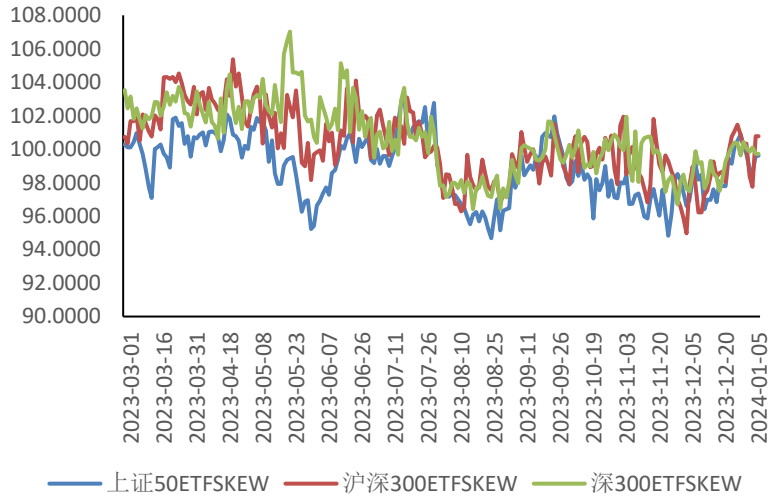


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

### 四、期权偏度

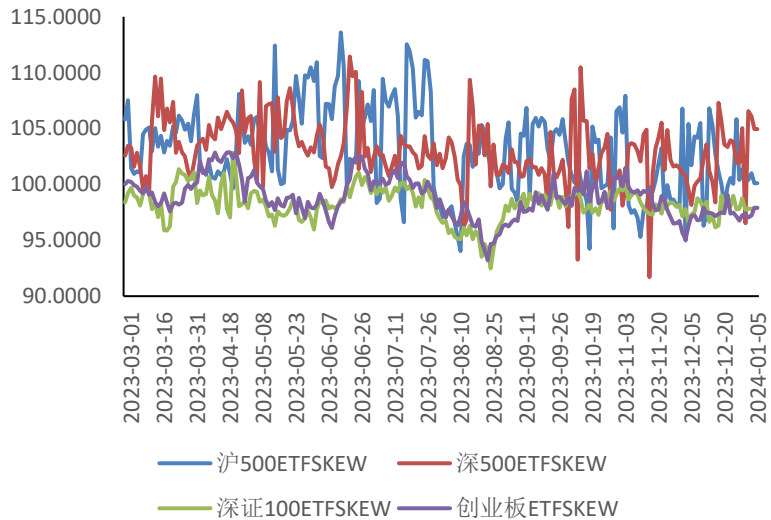
从金融期权的偏度指数分布来看，上证 50、沪深 300 股指期权偏度指数 skew 回归 100 附近，中证 500 系列期权偏度指数与上证 50、沪深 300 系列期权偏度指数剪刀差开始收敛，市场预期回归偏中性。但从板块估值与存量资金博弈的角度来看，后市大小风格分化的背景下，偏度指数剪刀差或将再度走阔。

图表 43：金融期权偏度（一）



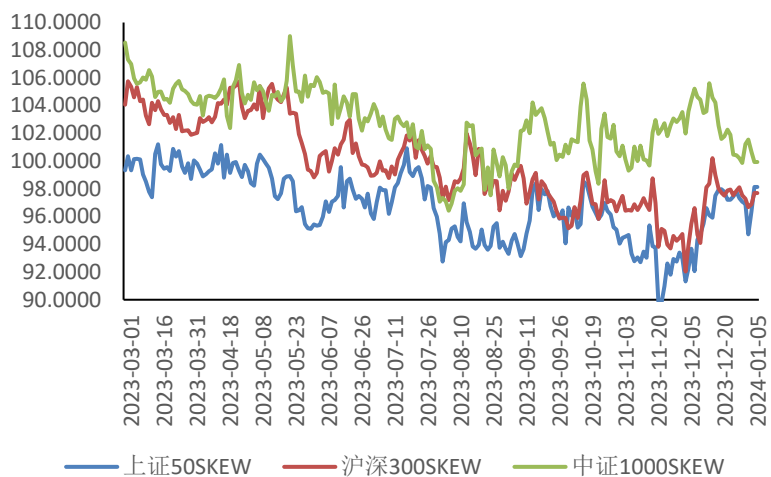
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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。