

## 中特估加剧风格分化，期权隐波脉冲式走势

兴证期货. 研究咨询部

金融研究团队

2024年1月29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，上周中小板指数先跌后涨，V型反弹。政策利好支撑，两会政策预期升温，证券监管部门及时回应市场关切，地产领域支持政策明显加码，预计一季度仍有降息举措，国资委继续强调上市央企的投资者回报，将市值管理纳入考核，央企权重股偏好度上升，市场信心有望逐渐恢复，雪球敲入和平仓压力明显缓解。此外，监管层出台政策，全面暂停限售股出借，将转融券市场化约定申报由实时可用调整为次日可用，对融券效率进行限制。当前指数维持底部特征，从估值角度来看，上证50指数与沪深300指数显示出较强的估值支撑力，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，内需不足问题持续存在，弱现实背景下的政策刺激与复苏预期并存。我们认为后市将延续大小风格分化的特征，中特估板块具备估值及政策倾斜优势。美国第四季度GDP增速高于预期，通胀、就业劳工以及零售数据显示美国通胀粘性加剧，就业坚挺刺激美元指数走强，美国经济实际情况表现对于降息预期产生干扰，劳工数据韧性支撑美国消费市场并进一步加剧通胀黏性。

金融期权方面，上周期权成交量及成交PCR脉冲式特征，风格分化，中特估等蓝筹风格指数支撑力度强于中小创系列，上证50及沪深300指数系列期权空头情绪释放空间有限，基于强估值支撑角度，情绪面超跌修复需求较大，中小板指数系列期权的成交PCR值普遍高于上证50、沪深300系列，空头情绪潜在释放空间相比较为高。隐含波动率冲高回落，品种间的强弱程度分化，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，隐波脉冲式走势；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。综合来看，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，回归震荡概率较大，策略方面，关注空vega策略，或者逢

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 延续反弹趋势，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收敛。从板块估值与存量资金博弈的角度来看，后市大小风格或将再度发生切换，偏度指数剪刀差或将再度走阔。

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，铝期权隐含波动率低位徘徊，震荡预期为主，甲醇期权隐波小幅回落，黄金期权隐波平稳，降息预期博弈趋缓，市场等待 3 月降息重要节点，当前短期窄幅震荡为主。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，铝期权隐含波动率低位徘徊，震荡预期为主，甲醇期权隐波小幅回落，黄金期权隐波平稳，降息预期博弈趋缓，市场等待 3 月降息重要节点，当前短期窄幅震荡为主。

**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 1.65%，沪市 500ETF 变化 0.06%，深市 300ETF 变化 1.56%、深市 500ETF 变化-0.04%，创业板 ETF 变化-1.92%，深证 100ETF 变化 0.00%，上证 50 指数变化 3.16%、沪深 300 变化 1.96%、中证 1000 指数变化-0.70%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 9.44、10.85、20.39、31.76、24.81，五年周期中对应的分位为 17.32%、2.76%、13.39%、23.62%、0.00%。

国内方面，上周中小板指数先跌后涨，V 型反弹，周初 MLF 未下调，降息预期落空，中证 500、中证 1000 加速下跌，造成市场上部分雪球产品敲入后被动减仓，引起短期多头踩踏。随后人民银行释放降准消息稳固大盘，将于 2 月 5 日下调存款准备金率 0.5 个百分点，向市场提供长期流动性约 1 万亿元；已下调支农支小再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点。政策利好支撑，两会政策预期升温，证券监管部门及时回应市场关切，地产领域支持政策明显加码，预计一季度仍有降息举措，国资委继续强调上市央企的投资者回报，将市值管理纳入考核，央企权重股偏好度上升，市场信心有望逐渐恢复，雪球敲入和平仓压力明显缓解。此外，监管层出台政策，全面暂停限售股出借，将转融券市场化约定申报由实时可用调整为次日可用，对融券效率进行限制。当前指数维持底部特征，从估值角度来看，上证 50 指数与沪深 300 指数显示出较强的估值支撑力，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，内需不足问题持续存在，弱现实背景下的政策刺激与复苏预期并存。我们认为后市将延续大小风格分化的特征，中特估板块具备估值及政策倾斜优势。

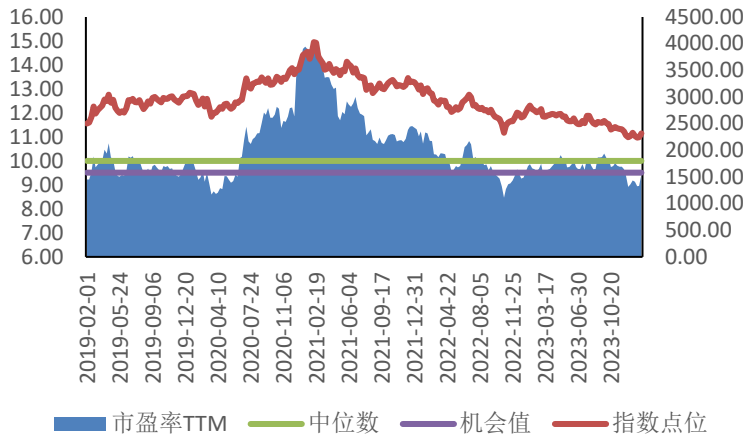
国外方面，美国第四季度 GDP 增速高于预期，通胀、就业劳工以及零售数据显示美国通胀粘性加剧，就业坚挺刺激美元指数走强，此前美联储向市场释放的降息空间预期收窄，美债收益率与通胀保护债券收益率反弹。美国经济实际情况表现对于降息预期产生干扰，劳工数据韧性支撑美国消费市场并进一步加剧通胀黏性。此外，美联储降息预期的扰动对国内货币政策宽松路径产生干扰。

### 2.商品行情回顾

前一周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为 1.62%、2.12%；甲醇、PTA 周度涨跌幅分别为 3.66%、2.41%；豆粕、黄金活跃合约周度涨跌幅为-0.99%、-0.34%。上周铜铝价格震荡回升，维持低波动率震荡；甲醇，PTA 价格震荡反弹，成本支撑；

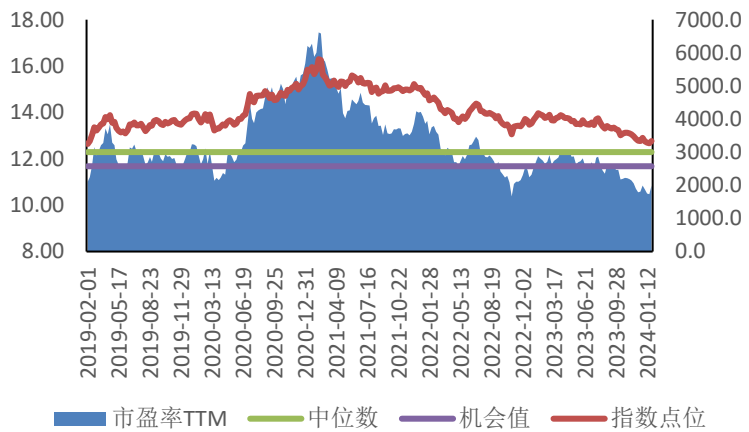
贵金属价格震荡承压，经济就业及通胀数据超预期，美联储降息预期弱化。

图 1：上证 50 指数估值（市盈率）



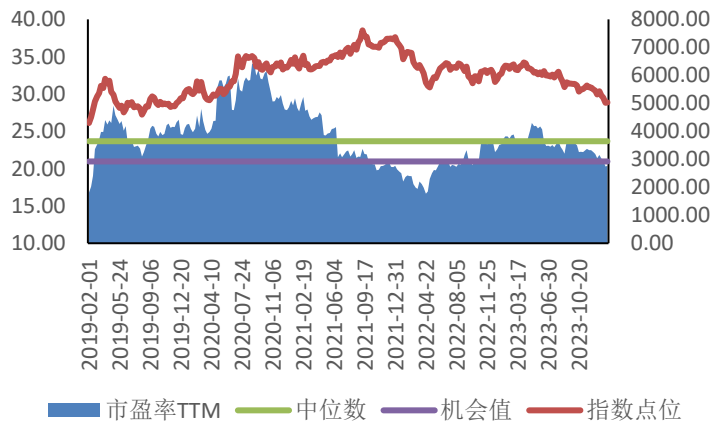
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 2：沪深 300 指数估值（市盈率）



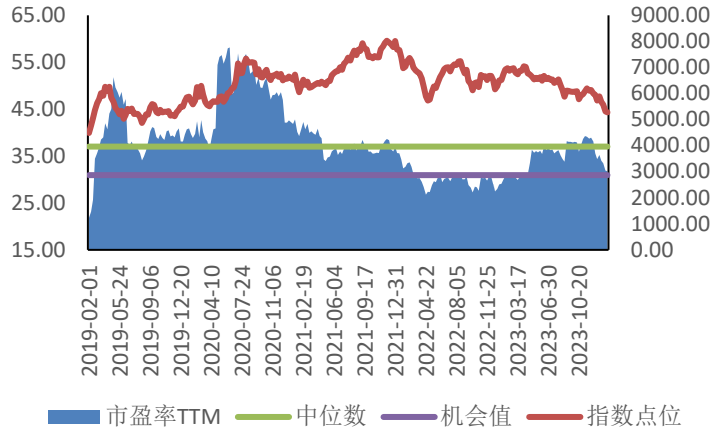
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 3：中证 500 指数估值（市盈率）



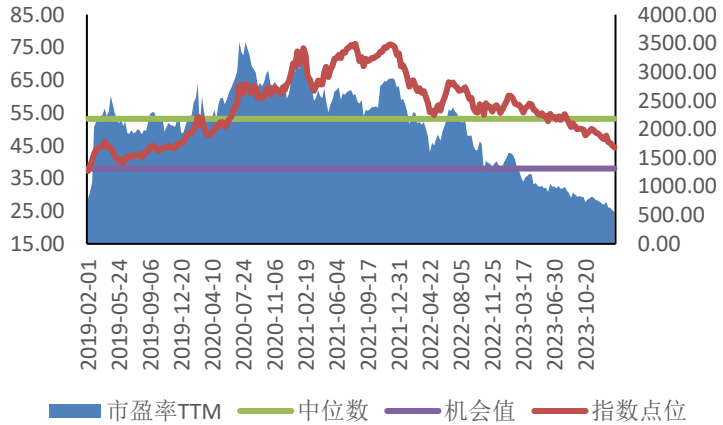
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率)



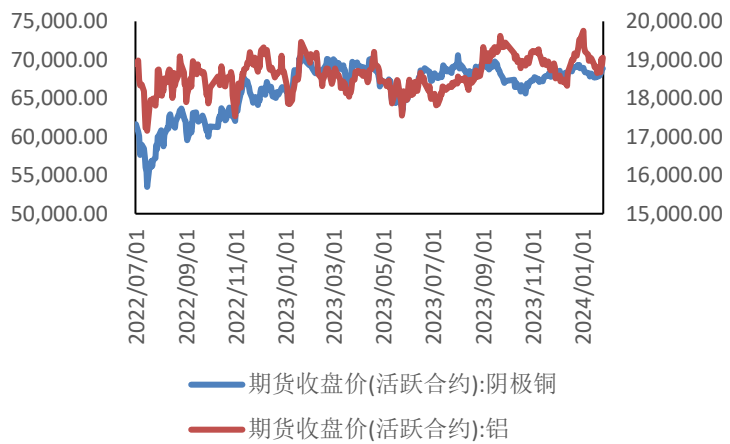
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 5: 创业板指数估值 (市盈率)



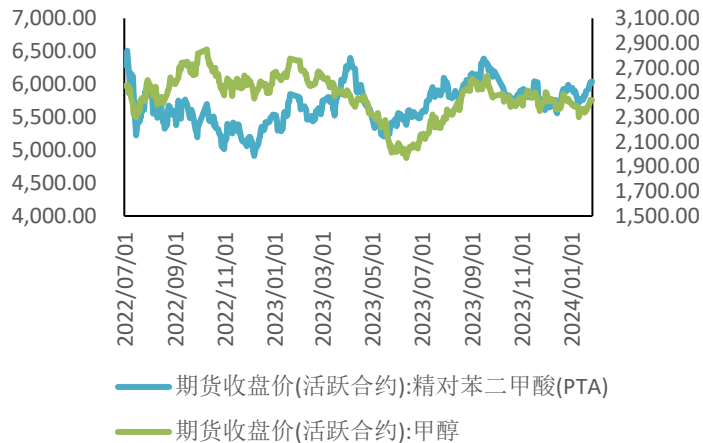
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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

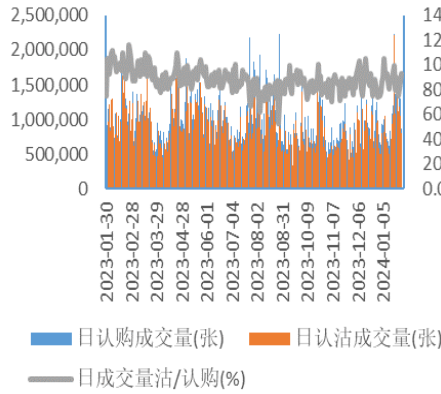
上周金融期权标的指数 V 型反弹, 周初指数大跌刺激短空情绪飙升, 期权成交量及 PCR 比率大幅拉升, 随着指数超跌情绪面修复, 以及多项政策出台维稳大盘, 空头情绪回落, 标的指数反弹, 整体来看, 上周期权成交量及成交 PCR 脉冲式特征, 风格分化, 中特估等蓝筹风格指数支撑力度强于中小创系列, 上证 50 及沪深 300 指数系列期权空头情绪释放空间有限, 基于强估值支撑角度, 情绪面超跌修复需求较大, 中小板指数系列期权的成交 PCR 值普遍高于上证 50、沪深 300 系列, 空头情绪潜在释放空间相比较为高。

### 2. 商品期权

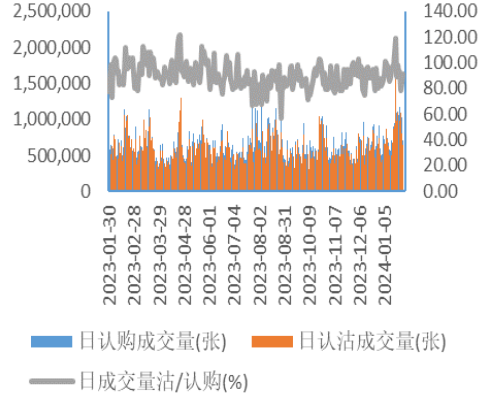
商品期权方面, 铜、铝期权成交 PCR 值再度回落, 整体维持以震荡预期为主,

甲醇期权、PTA 期权成交 PCR 值环比上升，整体成交量变化不大，情绪拐点未出现；黄金期权成交 PCR 值延续反弹势头，美国经济就业数据与 CPI 超预期刺激金价下调情绪；豆粕延续回落，但成交 PCR 值背离回落，短空情绪边际衰减。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

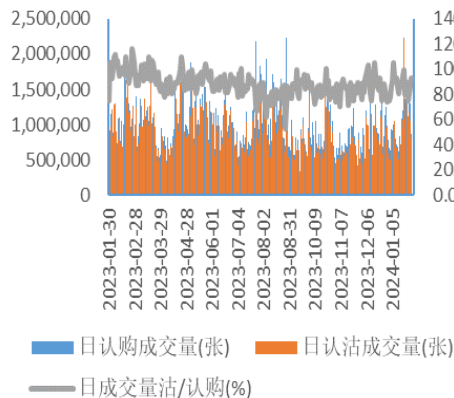


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

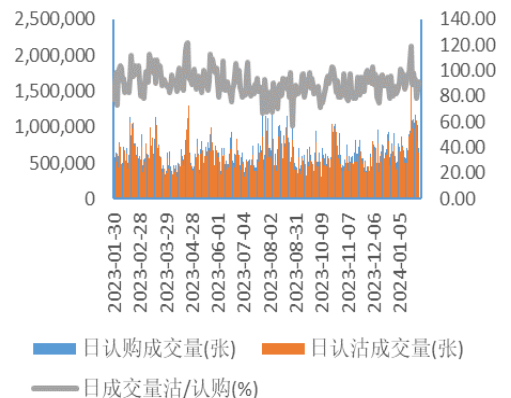


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

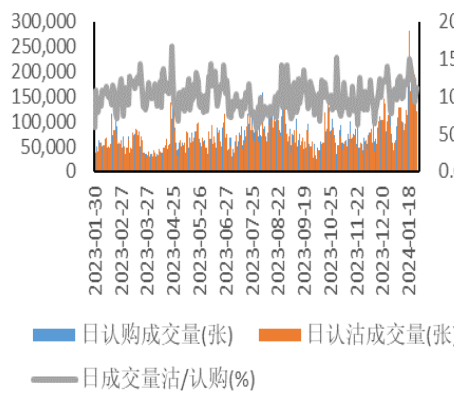


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

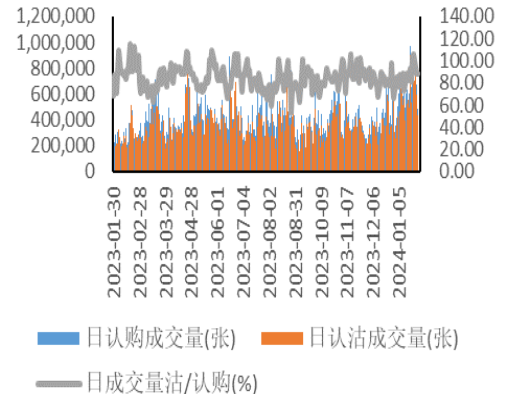


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

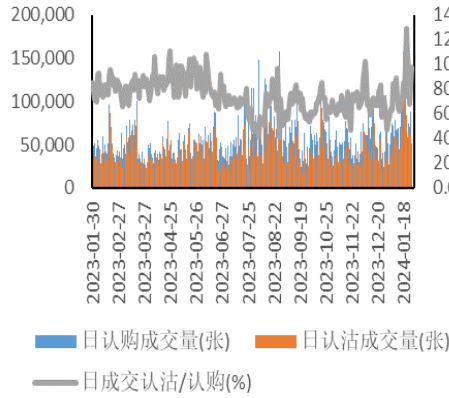


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

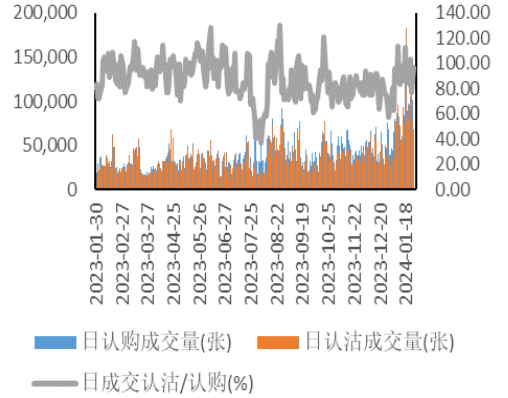


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

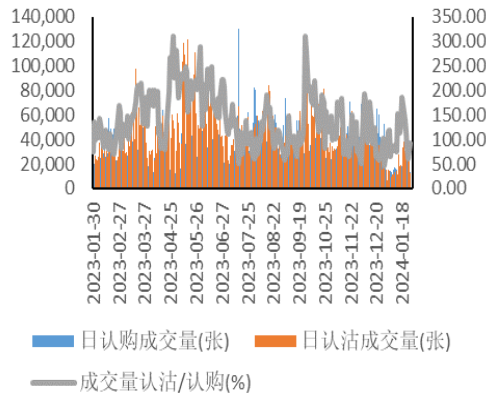


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

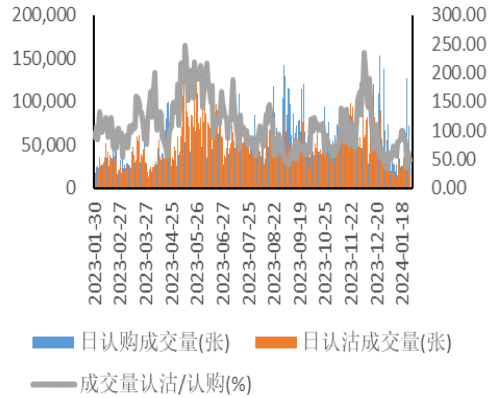


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 17: 沪铜期权 PCR

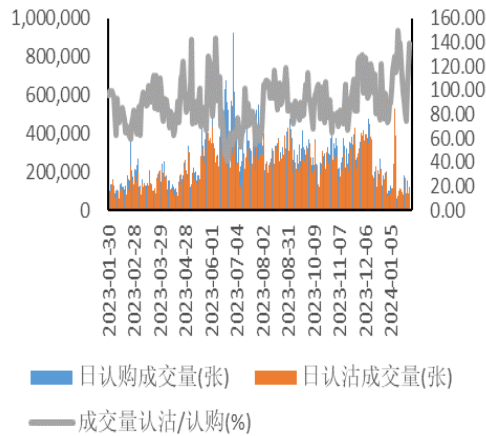


图表 18: 沪铝期权 PCR

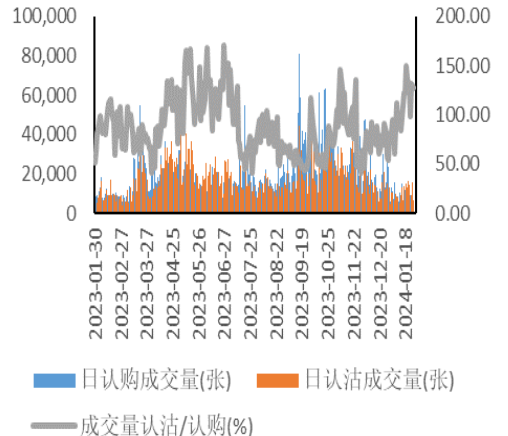


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 19: 甲醇期权 PCR



图表 20: 沪金期权 PCR

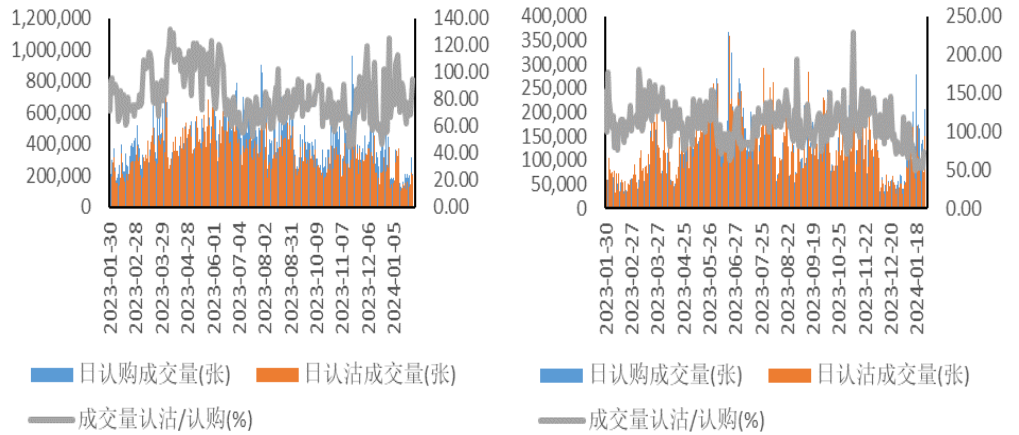


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部



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

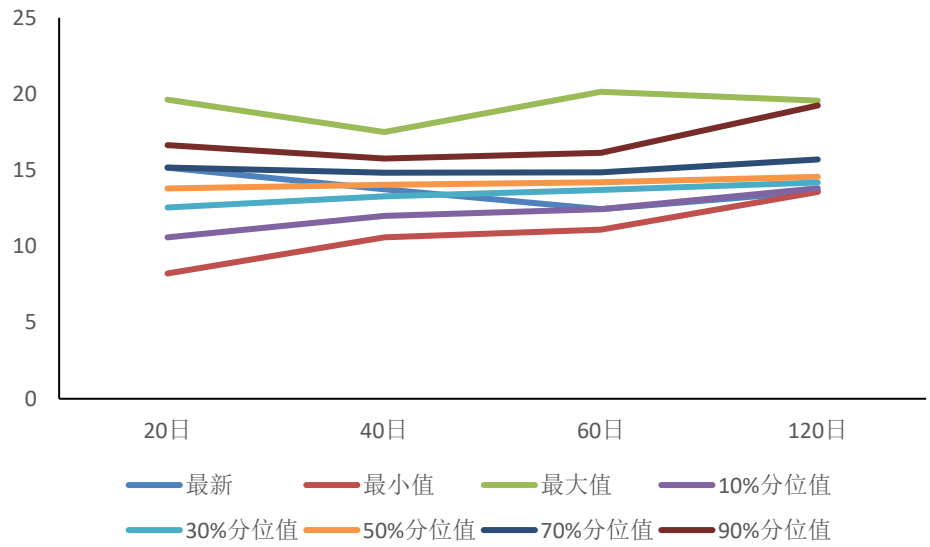
#### 1. 金融期权

波动率方面, 隐含波动率冲高回落, 品种间的强弱程度分化, 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, 随着指数止跌企稳, 隐波回落; 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。综合来看, 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, 回归震荡概率较大, 策略方面, 关注空 vega 策略, 或者逢指数回调可关注卖出看跌期权的策略。

#### 2. 商品期权

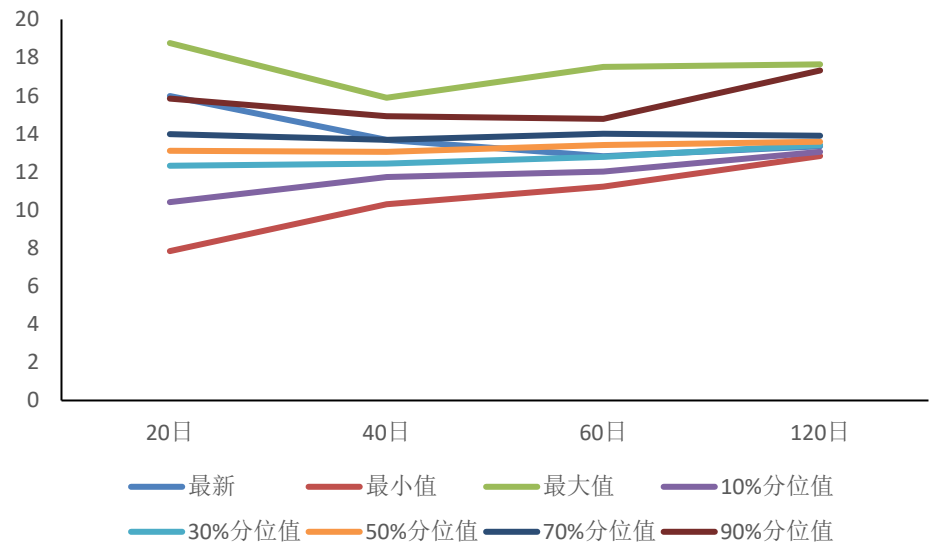
商品期权方面, 铜期权历史波动率与隐含波动率维持在近几年极低值区域, 当前尚未出现事件驱动升波预期的情况, 铝期权隐含波动率低位徘徊, 震荡预期为主, 甲醇期权隐波小幅回落, 黄金期权隐波平稳, 降息预期博弈趋缓, 市场等待 3 月降息重要节点, 当前短期窄幅震荡为主。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



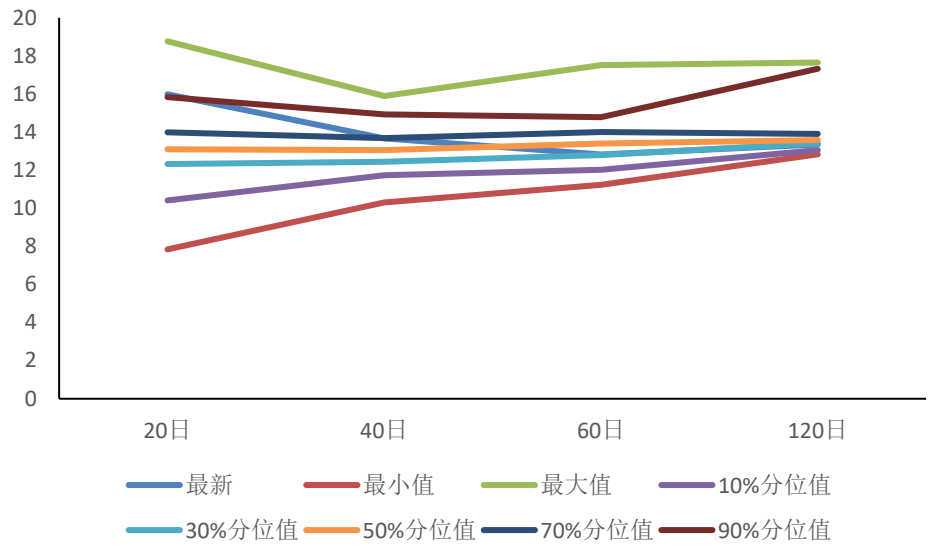
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



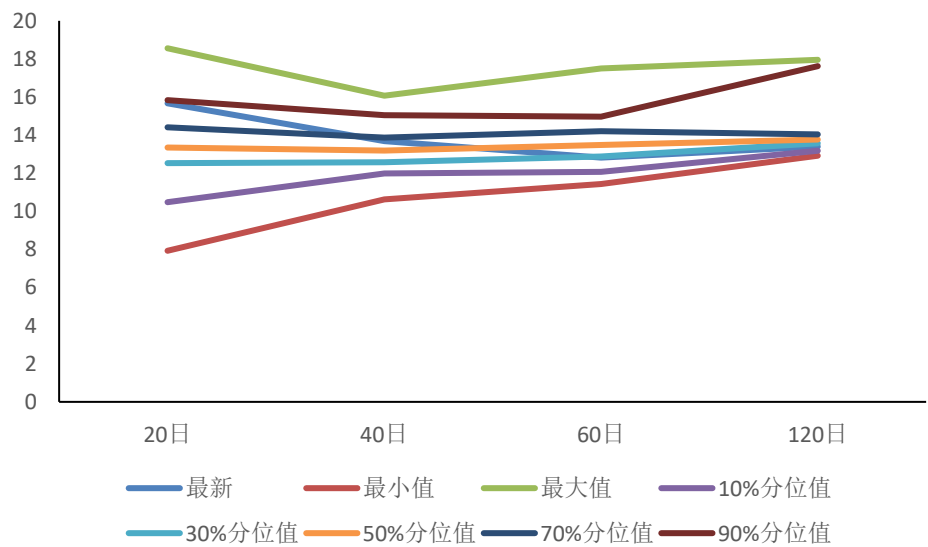
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



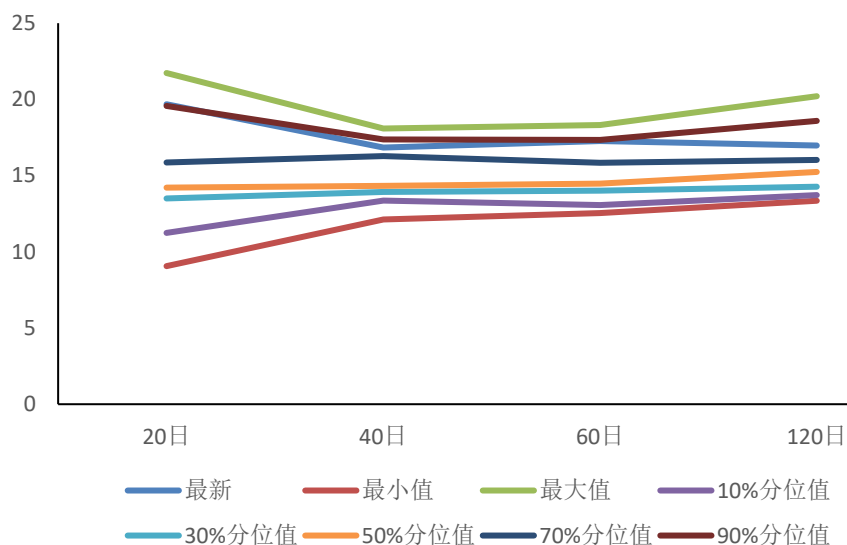
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



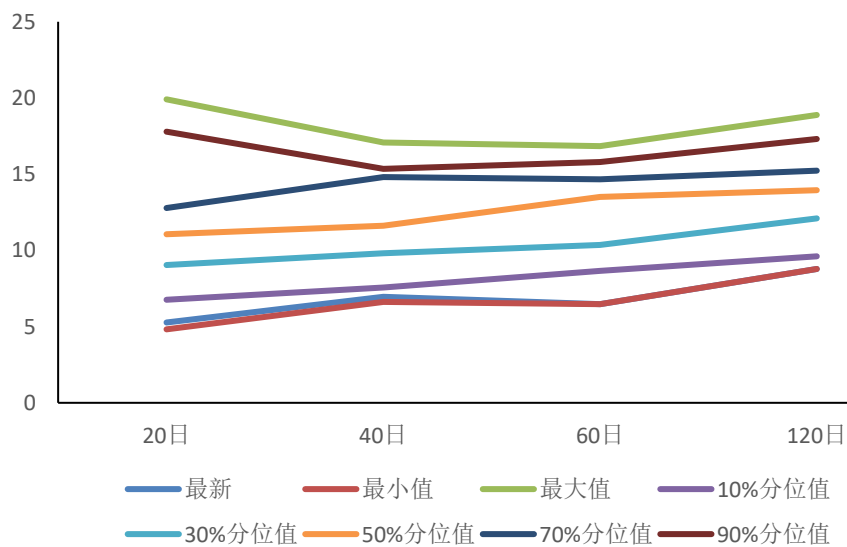
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



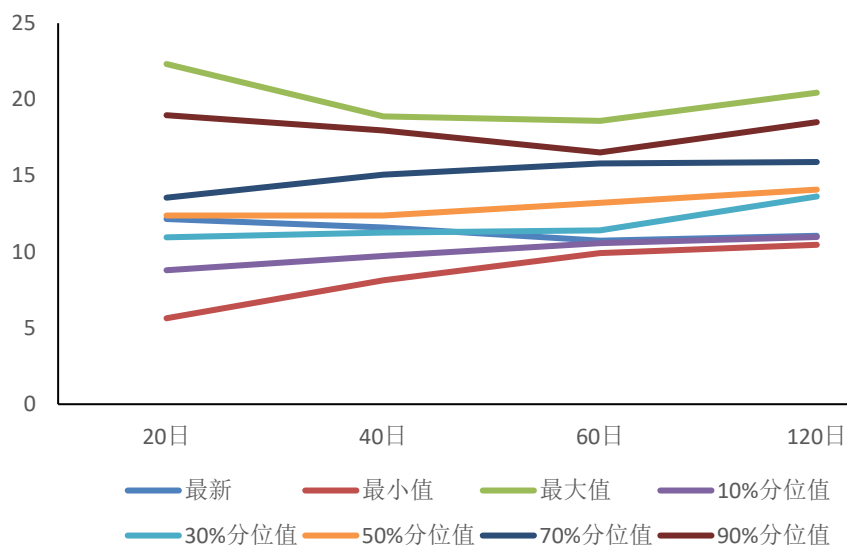
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 28: 沪铜历史波动率锥



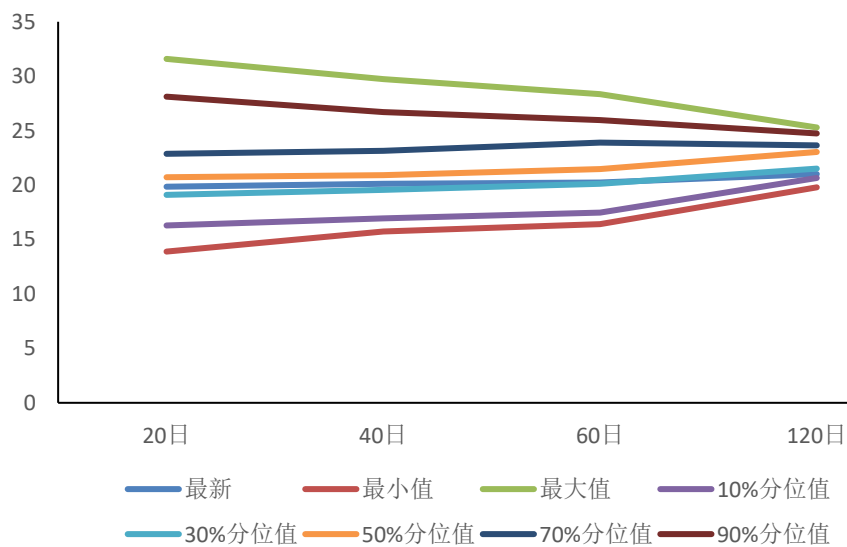
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 29：沪铝历史波动率锥



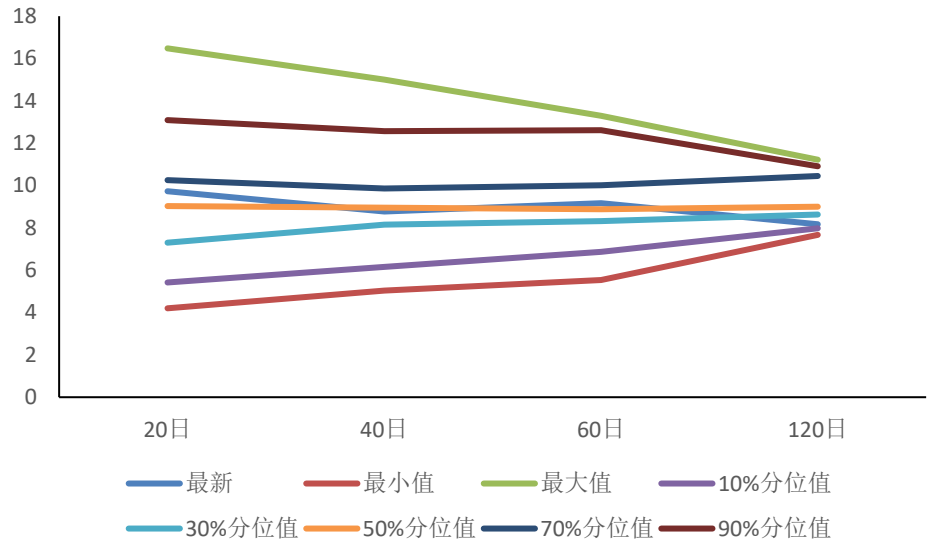
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 30：甲醇历史波动率锥



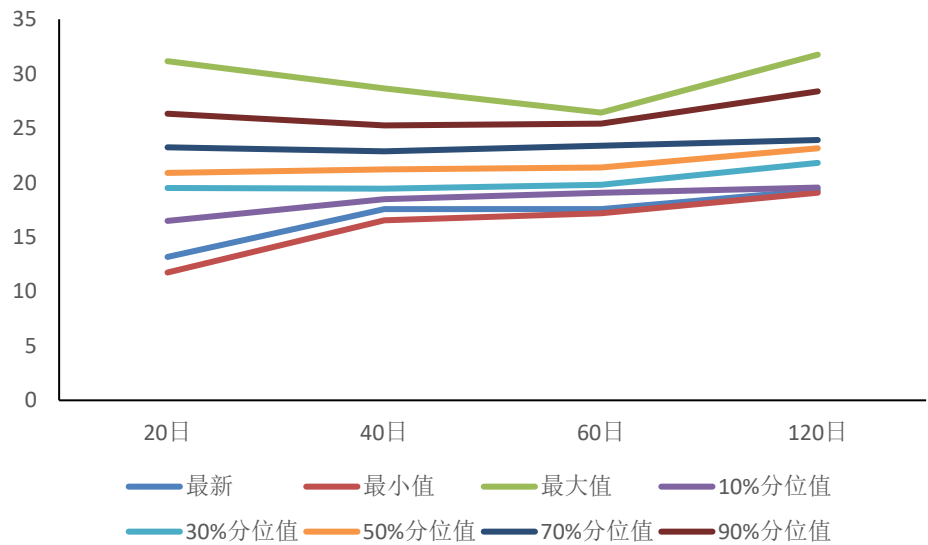
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31: 沪金历史波动率锥



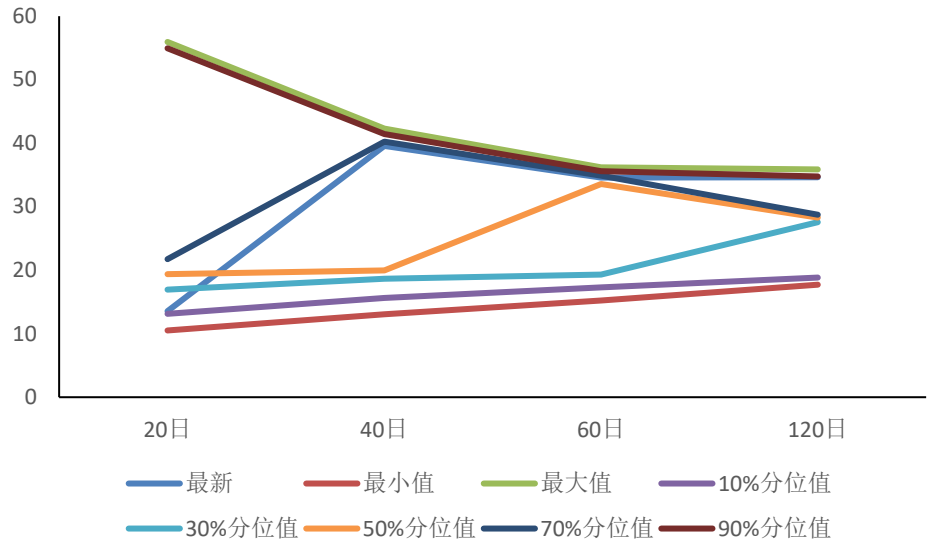
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 31: PTA 历史波动率锥



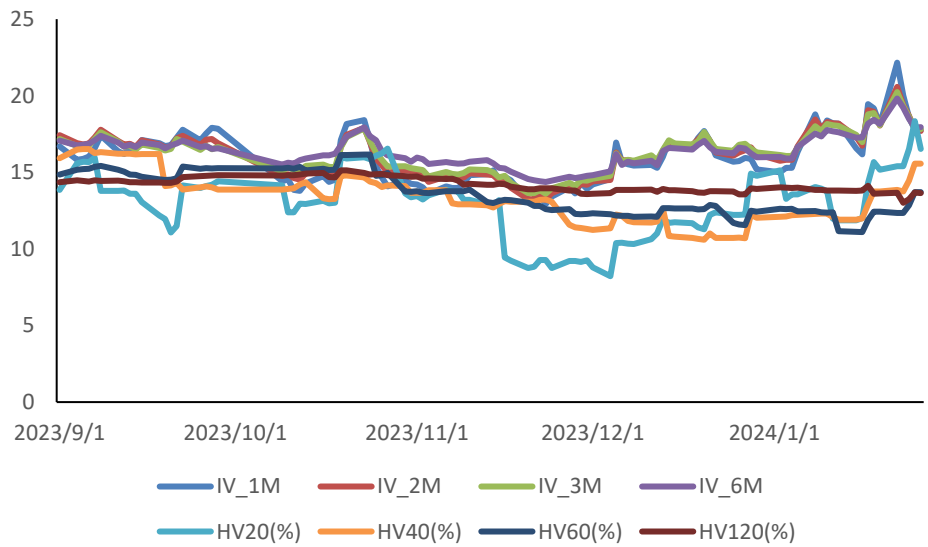
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 32：豆粕历史波动率锥



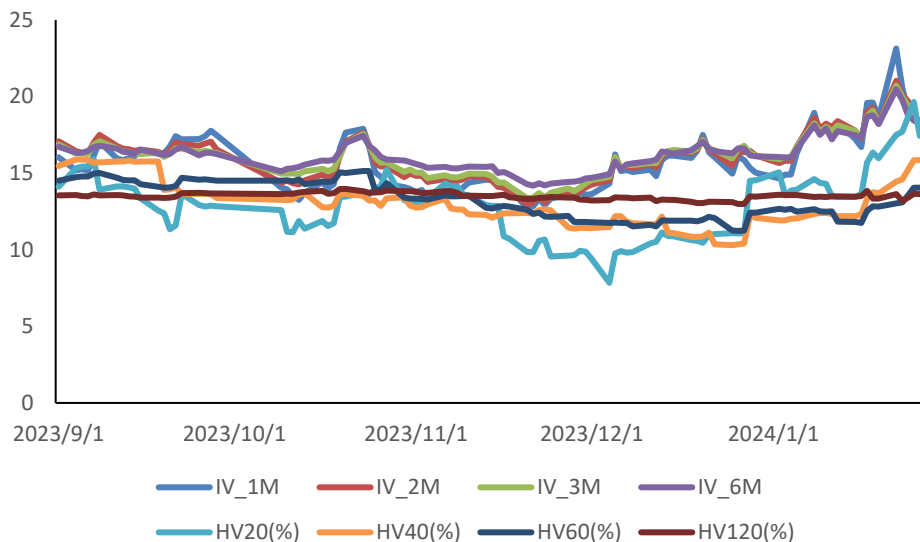
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 33：50ETF 期权隐含波动率走势



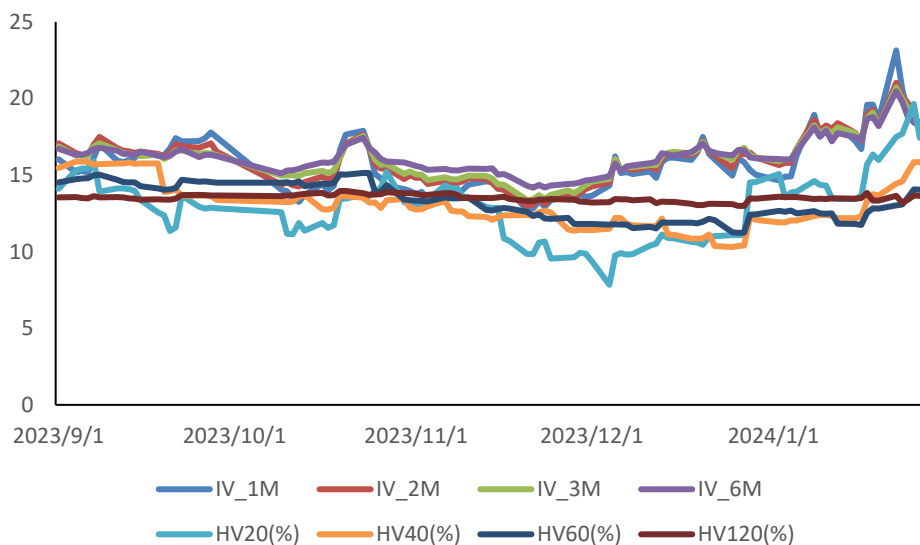
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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

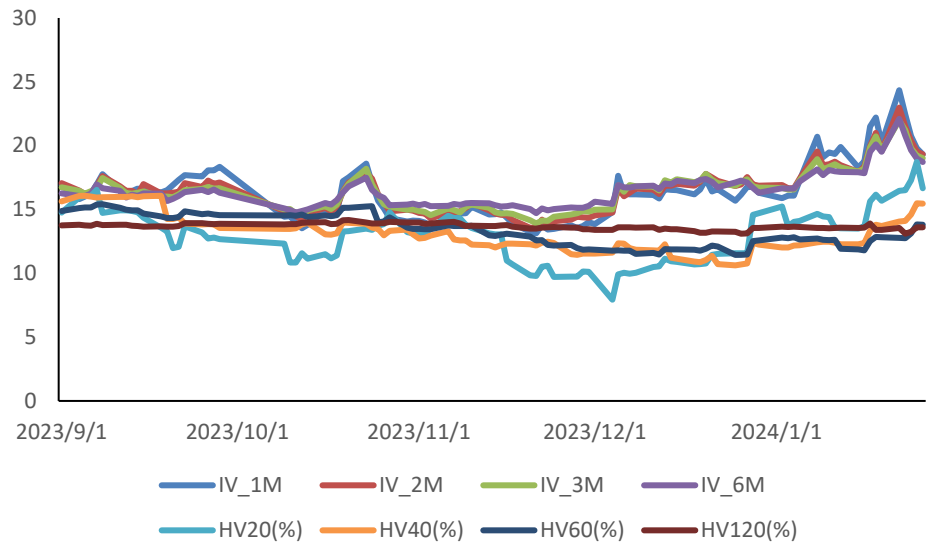
图表 35: 300ETF 期权（深）隐含波动率走势



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

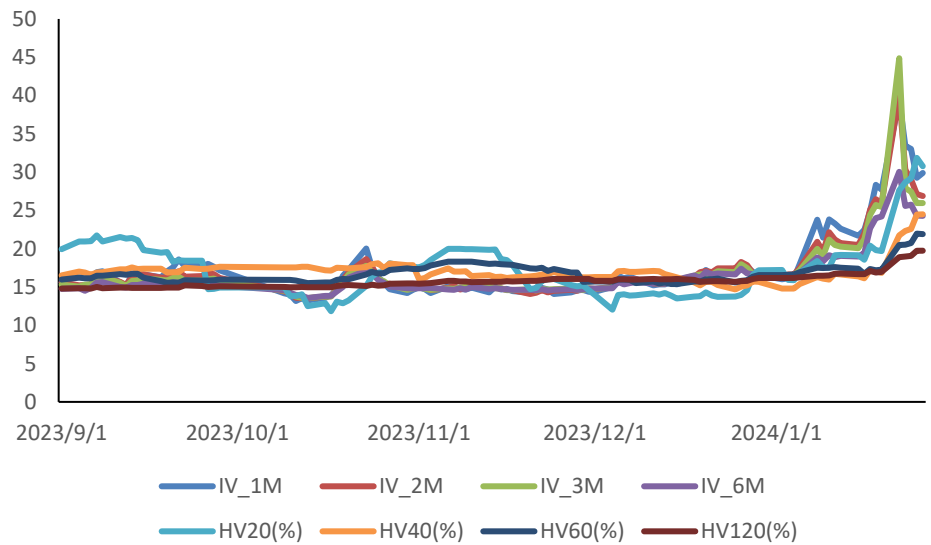


图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



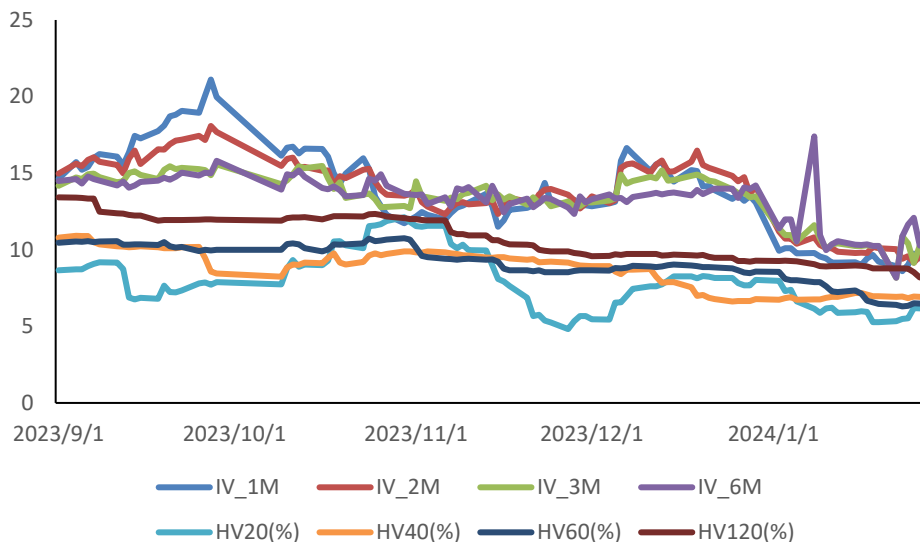
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



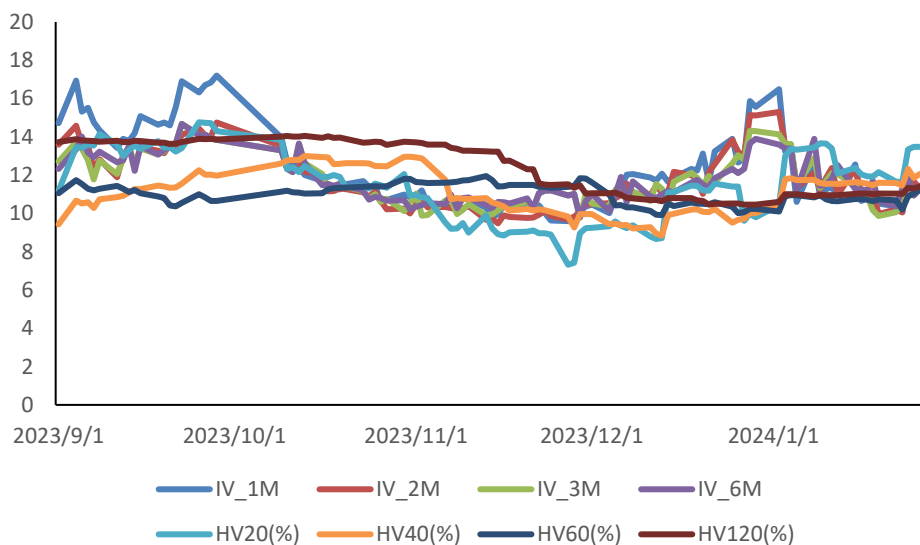
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



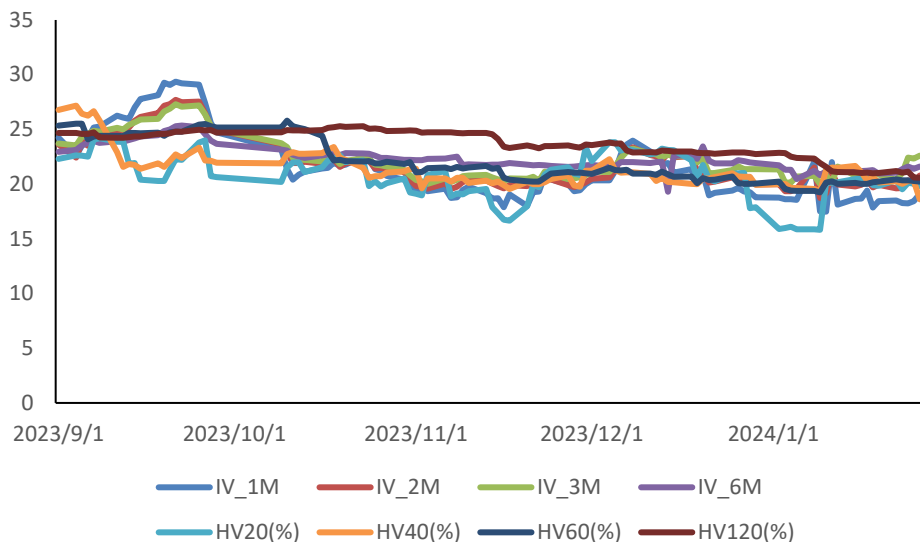
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



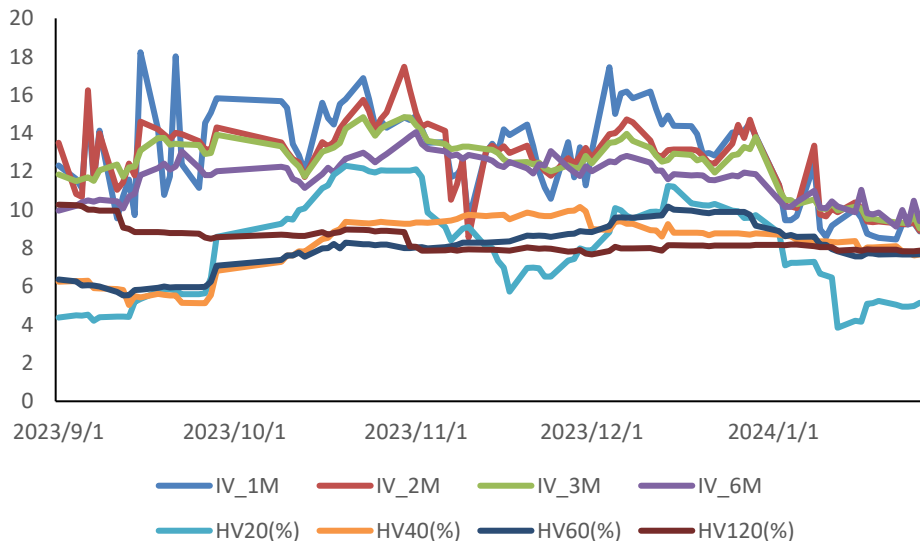
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



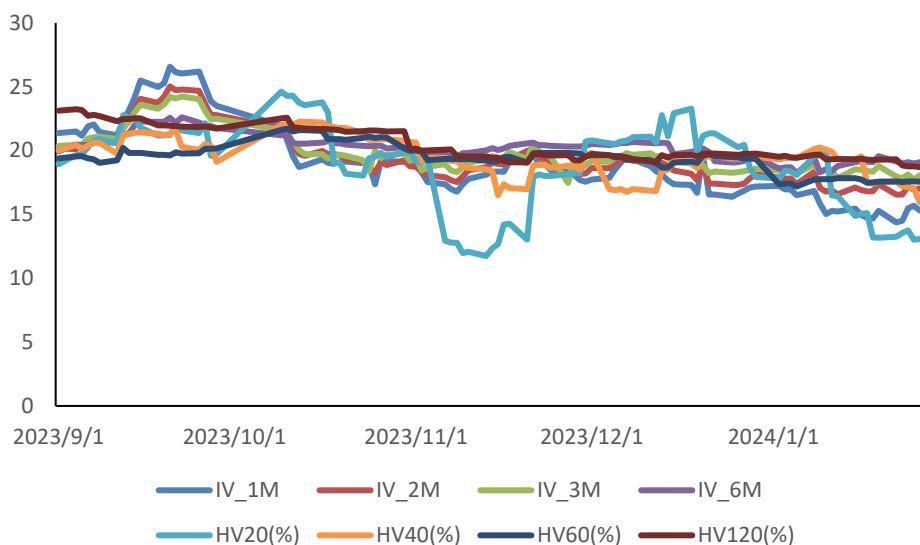
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 41: 沪金期权隐含波动率走势



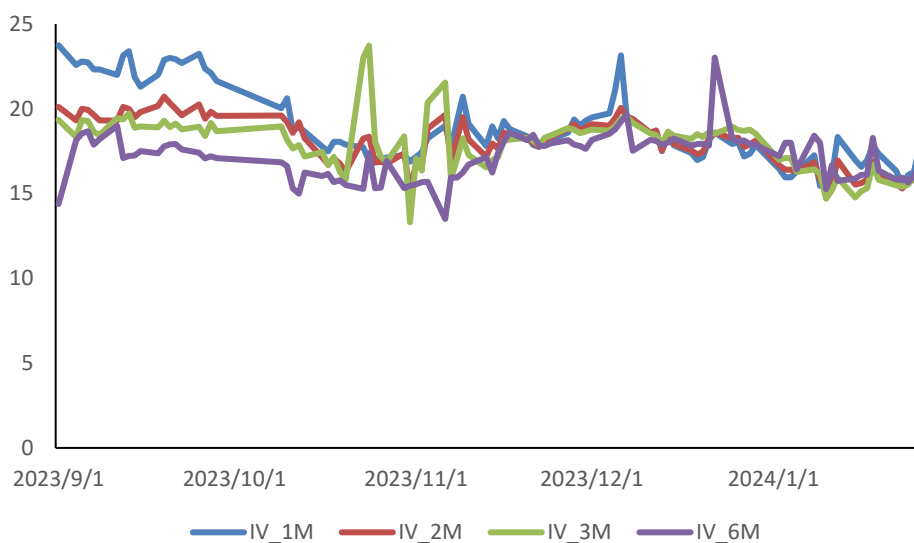
数据来源: wind, 兴证期货研发部

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

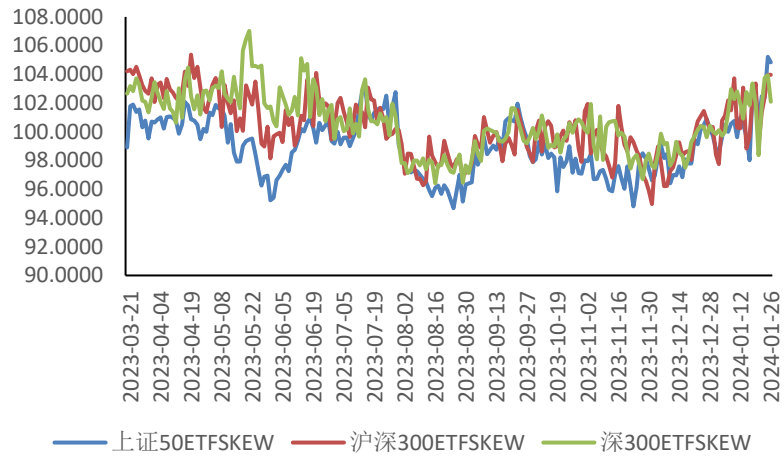


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

### 四、期权偏度

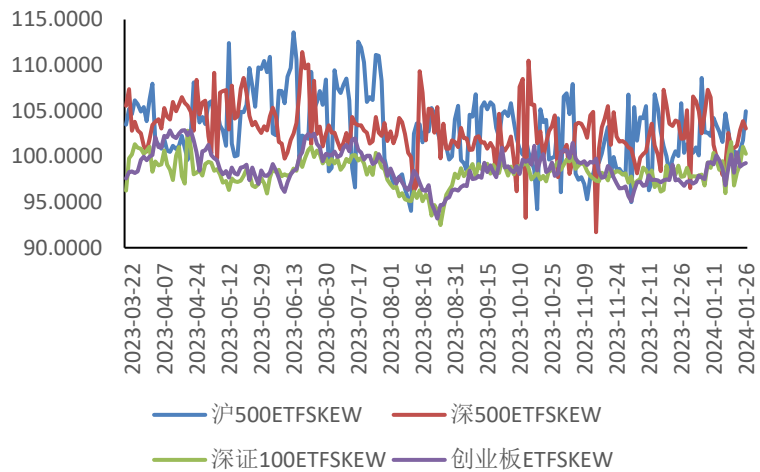
从金融期权的偏度指数分布来看，上证 50、沪深 300 股指期权偏度指数 skew 延续反弹趋势，中证 500 系列期权偏度指数与上证 50、沪深 300 系列期权偏度指数剪刀差收敛。从板块估值与存量资金博弈的角度来看，后市大小风格或将再度发生切换，偏度指数剪刀差或将再度走阔。

图表 43：金融期权偏度（一）



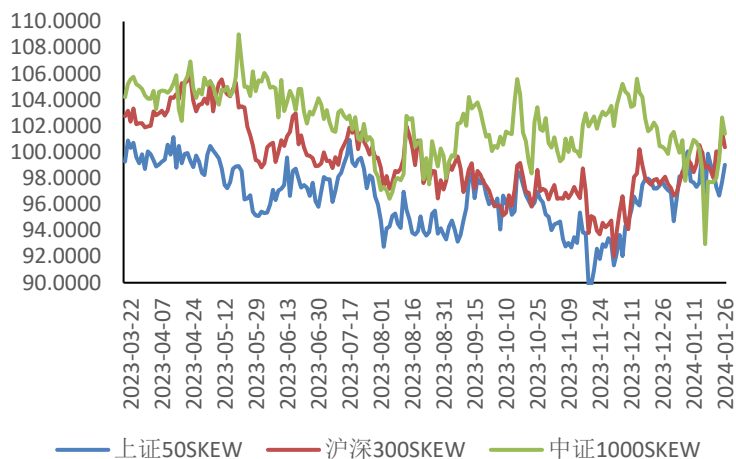
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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。