

隐波差极值，关注跨品种隐波差套利

兴证期货.研究咨询部

金融研究团队

2024年2月2日 星期五

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，此前受年初下调 LPR 与 MLF 预期落空的负面影响，中小创类指数单月跌幅较大，市场中部分挂钩中证 500 与中证 1000 的雪球结构产品敲入加剧了多头对冲仓位的集中离场，引起短线踩踏效应，两市成交量大幅增长。大小风格表现不一，上证 50 与沪深 300 指数估值支撑较强，在低迷行情中，资金偏好高股息、高分红、低估值类蓝筹股。CPI 数据延续偏弱，消费降级等基本面偏软因素导致通缩压力缓解进程较慢，社融资与 M2 增速平稳，央行释放降准信号，推动社会综合融资成本稳中有降。当前货币政策空间仍较为充足，存款准备金率、实际利率等均具有一定下行空间。临近 3 月初的两会窗口期，市场或将开始交易新一轮政策预期以及股指冰点反弹修复预期。

金融期权方面，金融期权日均成交量环比上个月大幅上升，受短空情绪影响，各品种成交 PCR 值普遍上升，且居于近一年高位，特别是中证 500、中证 1000、创业板指数受空头情绪影响更为剧烈，成交 PCR 值一度陡升；持仓 PCR 值普遍居于低位，底部形态特征显著，成交 PCR 与持仓 PCR 值剪刀差走阔反映指数加速赶底刺激短空情绪集中释放。PCR 值通常服从均值回归特征，后市随着短空情绪集中释放出清之后，有望迎来情绪面反弹修复行情，后市预期成交 PCR 回落，并与持仓 PCR 剪刀差收敛。

受近期指数多空博弈的影响，波动率普涨，20 日周期历史波动率位于近一年高位，但 120 日长周期历史波动率位于中位数偏下，反映短期升波，长周期维持震荡局面，品种间波动率分化，代表蓝筹大盘股的上证 50、沪深 300 指数波动率升幅小于中小创系列指数。隐含波动率方面，金融期权隐波期限结构呈现近月大幅高于远月的偏斜特征，隐波溢价高，且上证 50 期权与中证 1000 期权隐波差最大达到 10 个百分点以上，远高于均值水平，由于波动率、波差整体符合均值回归特征，当前可关注品种间的波差回落出现的统计套利机会。

商品期权方面，铜期权成交量、成交 PCR 及持仓 PCR 值重心下移，铝期权成交量及持仓 PCR 值保持低位，铜铝期权多空交易情绪低迷，强震荡预期。PTA 期

权持仓 PCR 与成交 PCR 值上升，长假不确定性容易刺激变盘行情。黄金期权成交量萎缩，持仓 PCR 值锯齿状变动，美联储降息预期的变化扰动金价波动路劲。豆粕期权成交 PCR 与持仓 PCR 同步走低，经历一波下跌走势后，空头情绪边际衰竭，弱势震荡预期为主。铜铝期权历史波动率与隐含波动率处在近几年极低值区域，关注波动率低值反弹的需求，甲醇隐含波动率小幅上升，但是不改大级别低波震荡周期；黄金期权方面，市场围绕美国经济韧性与衰退降息预期博弈，等待 3 月份美联储利率决议，当前窄幅震荡预期。豆粕经历一波下跌后，成交量萎缩，多空动能均不足，隐波平稳，预期震荡筑底。

风险因子：经济数据表现不佳、美国债务上限事件、美联储超预期收紧信号

一、期权标的指数分析

1.金融期权

上个月金融期权标的的变化幅度分别为：上证 50ETF 变化-2.68%，沪市 300ETF 变化-7.92%，沪市 500ETF 变化-13.34%，深市 300ETF 变化-5.96%、深市 500ETF 变化-13.16%，创业板 ETF 变化-16.78%，深证 100ETF 变化-11.42%，上证 50 指数变化-3.09%、沪深 300 变化-6.29%、中证 1000 指数变化-18.72%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 9.31、10.61、19.11、28.90、23.21，五年周期中对应的分位为 11.37%、1.96%、6.67%、6.27%、0.00%。

国内方面，此前受年初下调 LPR 与 MLF 预期落空的负面影响，指数加速下跌，特别是中小创类指数单月跌幅较大，市场中部分挂钩中证 500 与中证 1000 的雪球结构产品敲入加剧了多头对冲仓位的集中离场，引起短线踩踏效应，两市成交量大幅增长。大小风格表现不一，上证 50 与沪深 300 指数估值支撑较强，在低迷行情中，资金偏好高股息、高分红、低估值类蓝筹股。因此，本轮下跌行情中，上证 50 指数跌幅较小。CPI 数据延续偏弱势，消费降级等基本偏软因素导致通缩压力缓解进程较慢，社融资与 M2 增速平稳，1 月制造业 PMI 为 49.2%，比上月上升 0.2 个百分点，制造业景气水平有所回升。1 月非制造业商务活动指数为 50.7%，比上月上升 0.3 个百分点，高于临界点，表明非制造业延续平稳扩张走势。央行释放降准信号，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；下调支农支小再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，并持续推动社会综合融资成本稳中有降。当前货币政策空间仍较为充足，存款准备金率、实际利率等均具有一定下行空间。临近 3 月初的两会窗口期，市场或将开始交易新一轮政策预期以及股指冰点反弹修复预期。

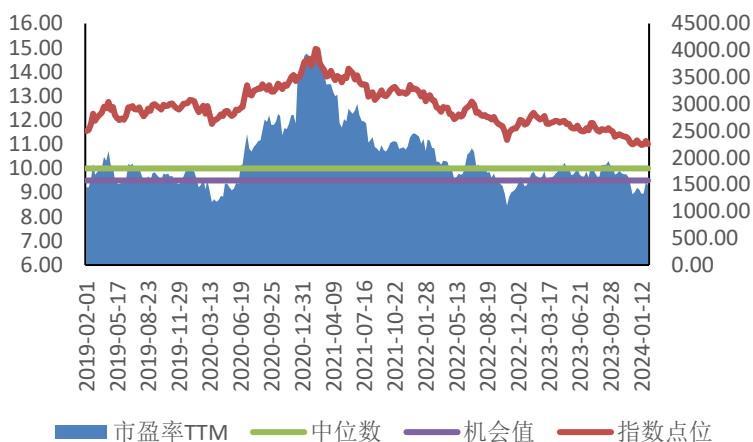
美联储公布新一轮议息会议利率决议，将联邦基金利率目标区间维持在 5.25% 至 5.5% 不变，符合市场预期。美联储利率决议公布后，CME 美联储观察显示美联储 3 月维持利率在 5.25%—5.50% 区间不变的概率为 64.5%，降息 25 个基点的概率为 35.5%。当前市场最大的分歧在于美联储降息的具体时间。四季度美国经济数据超预期强劲，提升了经济软着陆的可能性，减少了短期内联储降息的必要性。后市美国经济数据及就业劳工数据对于降息预期的依旧存在较大扰动。

2.商品期权

上个月铜、铝、甲醇、PTA、豆粕、黄金期货活跃合约月度涨跌幅分别为 0.62%、-2.54%、2.06%、0.54%、-9.63%、-0.02%。上个月沪铜窄幅震荡，沪铝震荡回落，甲醇、PTA 震荡上涨，豆粕下跌，贵金属价格窄幅震荡，美国经济就业、通胀数

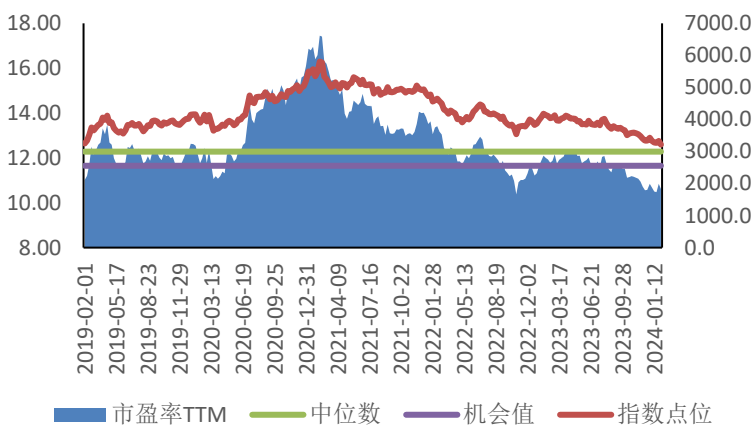
据超预期，降息预期下降，美元指数上升对金价构成强阻力。

图 1：上证 50 指数估值 (市盈率-TTM)



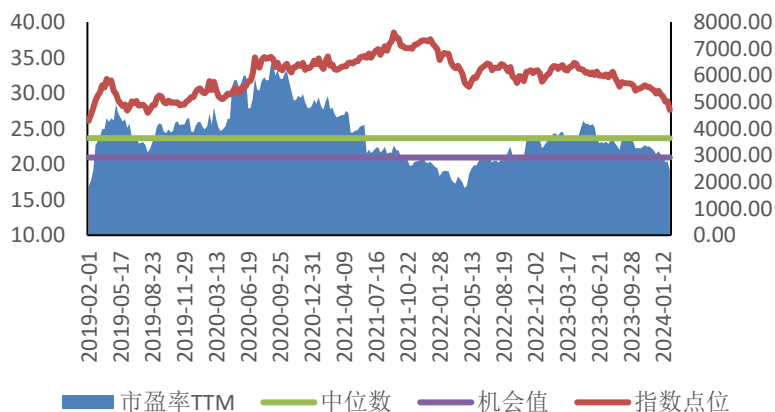
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 2：沪深 300 指数估值 (市盈率-TTM)



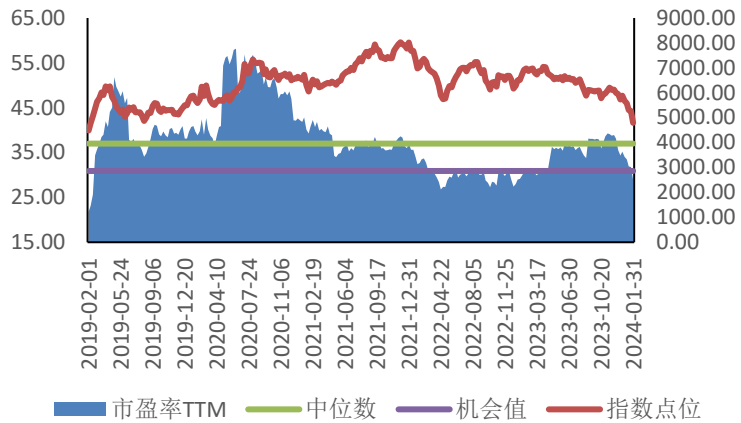
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 3：中证 500 指数估值 (市盈率-TTM)



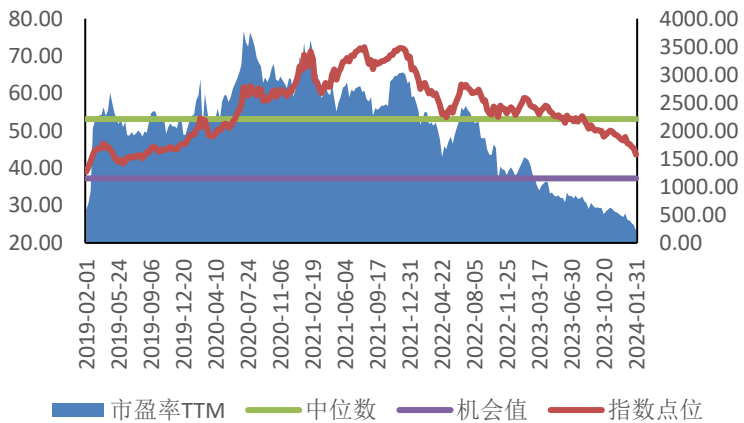
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率-TTM)



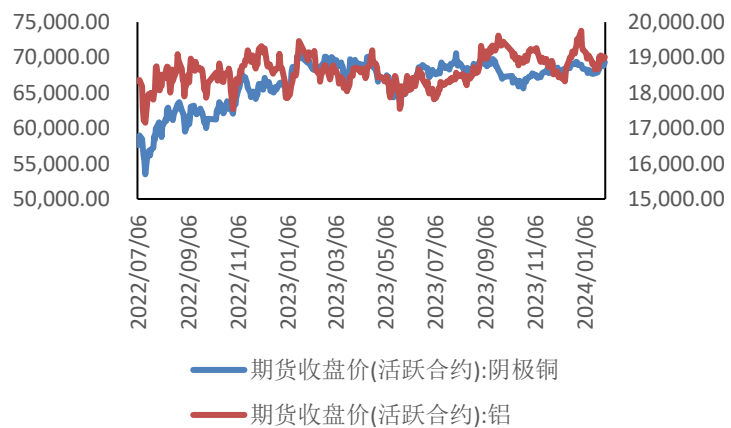
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 5: 创业板指数估值 (市盈率-TTM)



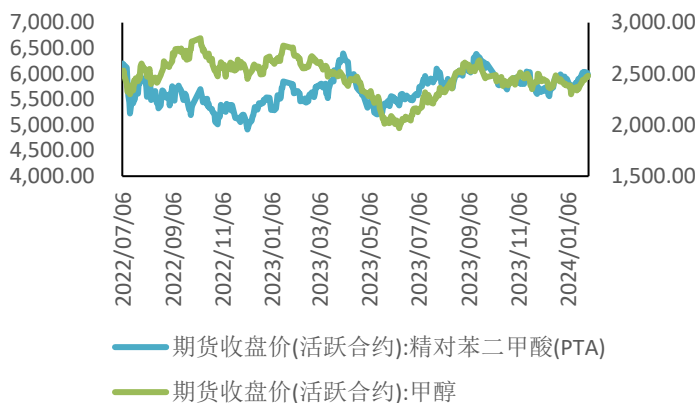
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 6: 沪铜、沪铝期货价格走势



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 7: PTA、甲醇期货价格走势



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 8: 豆粕期货价格走势



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

二、期权 PCR (认沽/认购) 分析

1.金融期权

1 月份金融期权的日均成交量环比上个月大幅上升,受短空情绪影响,各品种成交 PCR 值普遍上升,且居于近一年高位,特别是中证 500、中证 1000、创业板指数受空头情绪影响更为剧烈,成交 PCR 值一度陡升;持仓 PCR 值普遍居于低位,底部形态特征显著,成交 PCR 与持仓 PCR 值剪刀差走阔反映指数加速赶底刺激短空情绪集中释放。PCR 值通常服从均值回归特征,后市随着短空情绪集中释放出清之后,有望迎来情绪面反弹修复行情,伴随着成交 PCR 回落,并与持仓 PCR 剪刀差收敛。

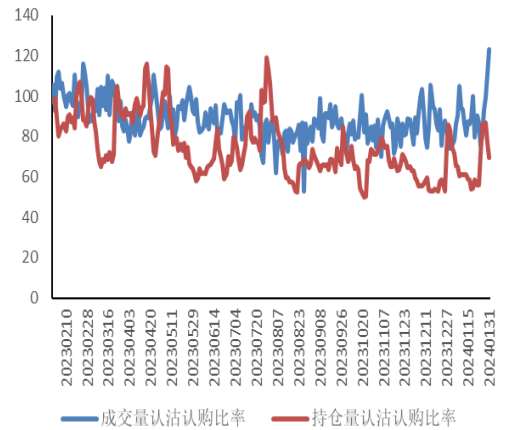
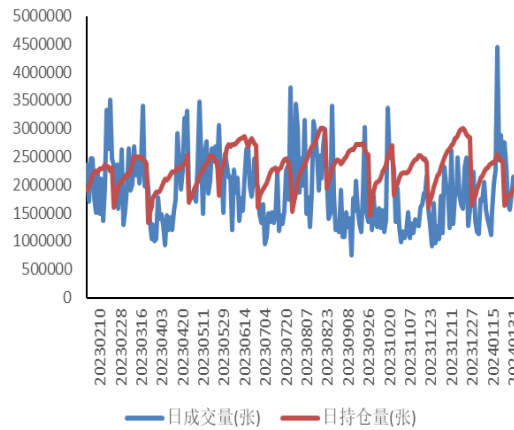
2.商品期权

商品期权方面,铜期权成交量、成交 PCR 及持仓 PCR 值重心下移,铝期权成交量及持仓 PCR 值保持低位,铜铝期权多空交易情绪低迷,强震荡预期。PTA 期

权持仓 PCR 与成交 PCR 值上升，长假不确定性容易刺激变盘行情。黄金期权成交量萎缩，持仓 PCR 值锯齿状变动，美联储降息预期的变化扰动金价波动路劲。豆粕期权成交 PCR 与持仓 PCR 同步走低，经历一波下跌走势后，空头情绪边际衰竭，弱势震荡预期为主。

图 9: 50ETF 期权成交量与持仓量

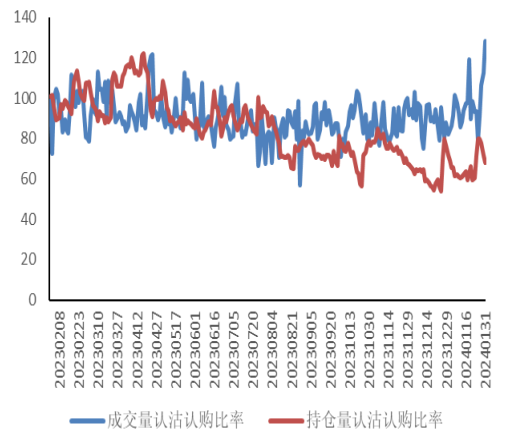
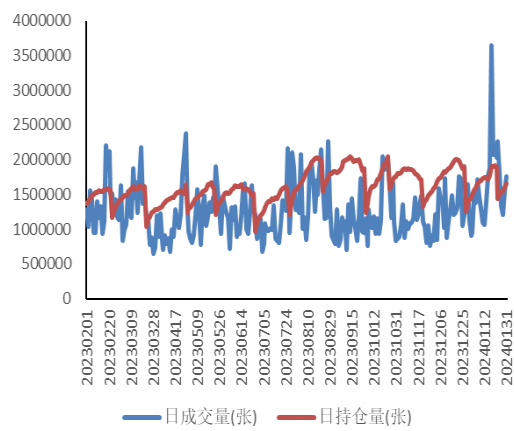
图 10: 50ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 11: 沪市 300ETF 期权成交与持仓

图 12: 沪市 300ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 13: 沪市 500ETF 期权成交与持仓

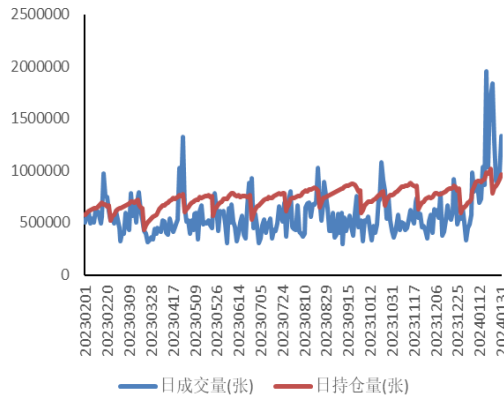
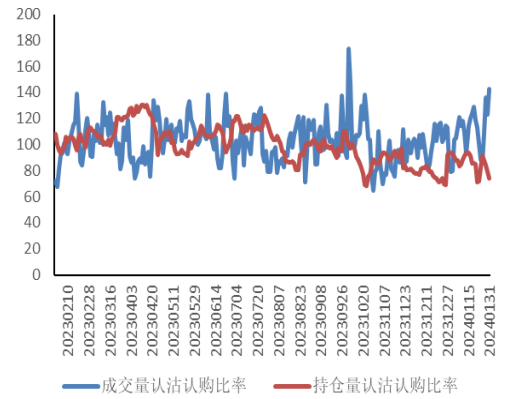


图 14: 沪市 500ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 15: 深市 300ETF 期权成交与持仓

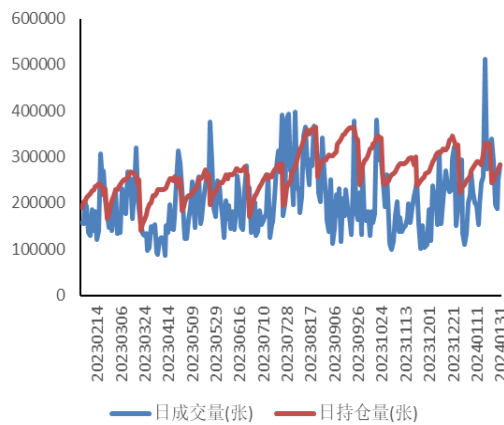
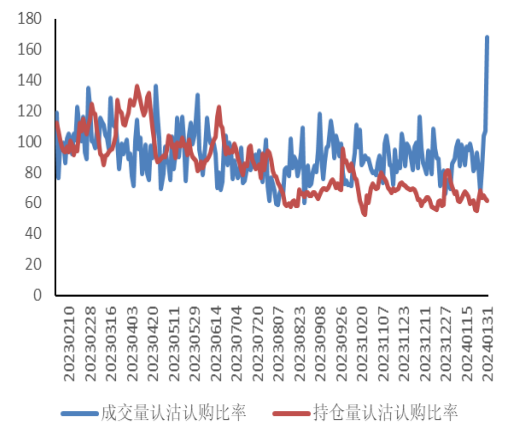


图 16: 深市 300ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 17: 深市 500ETF 期权成交与持仓

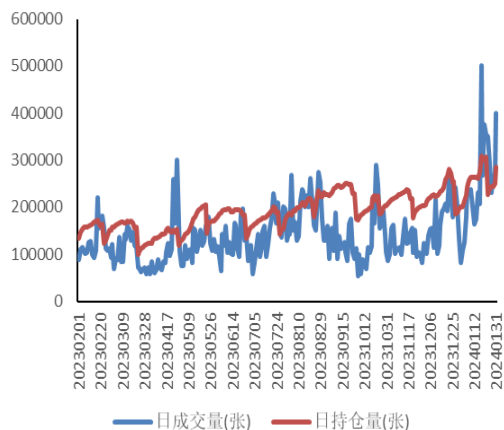
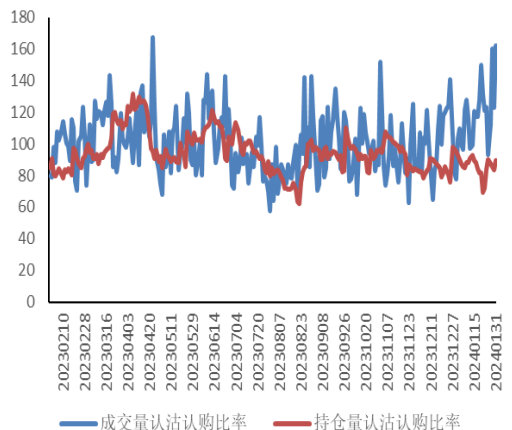


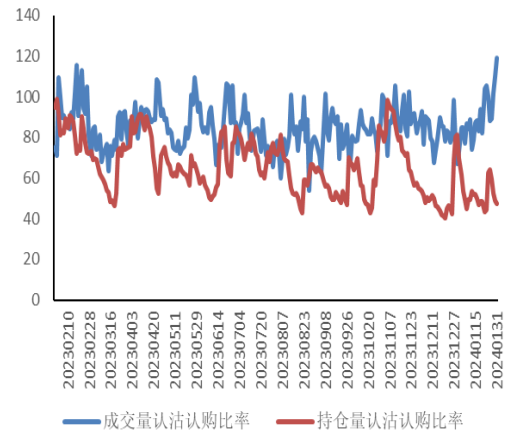
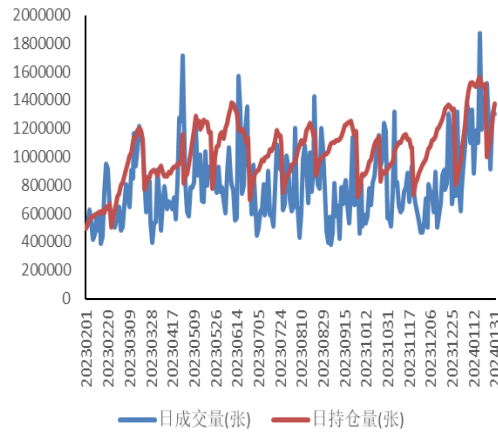
图 18: 深市 500ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 19: 创业板 ETF 期权成交与持仓

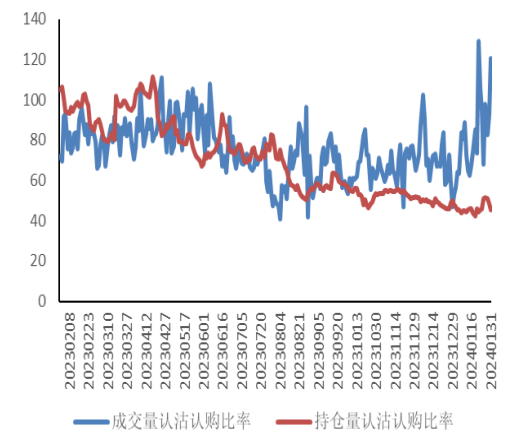
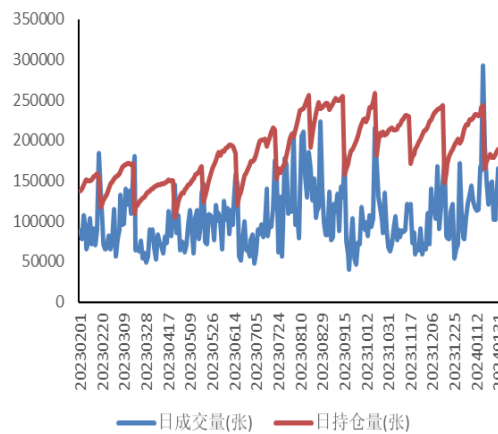
图 20: 创业板 ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 21: 沪市 300 指数期权成交与持仓

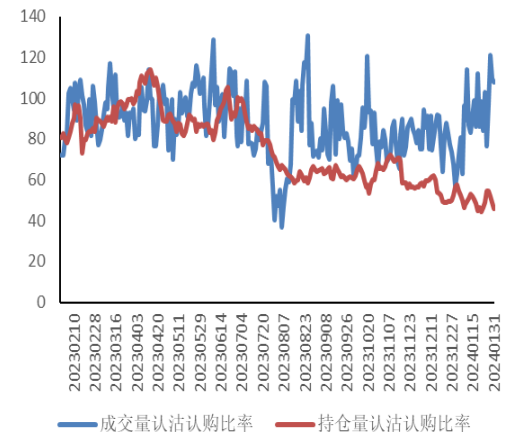
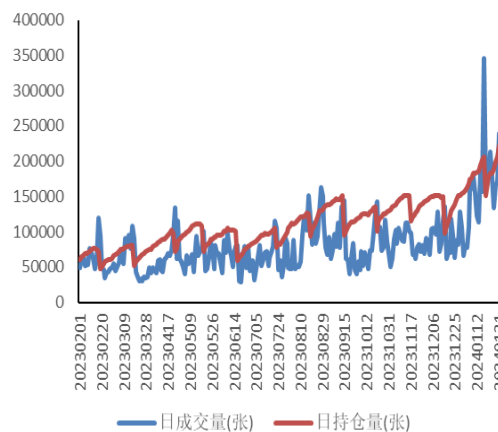
图 22: 沪市 300 指数期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 23: 中证 1000 指数期权成交与持仓

图 24: 中证 1000 指数期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 25: 沪铜期权成交与持仓

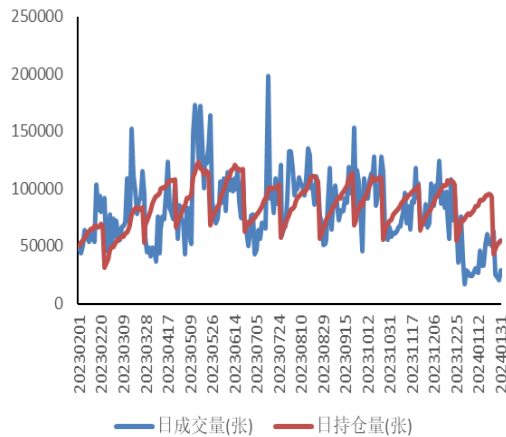
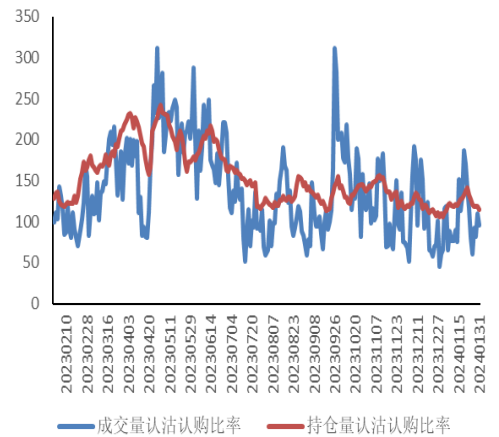


图 26: 沪铜期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 沪铝期权成交与持仓

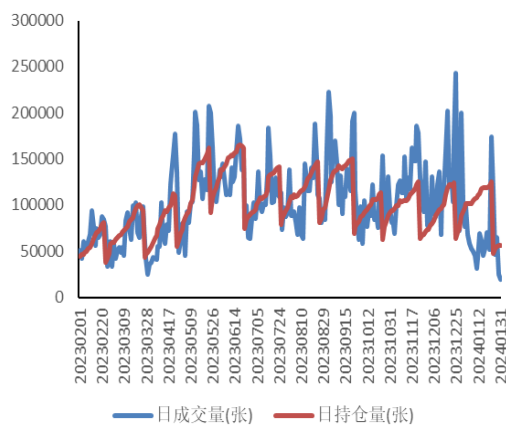
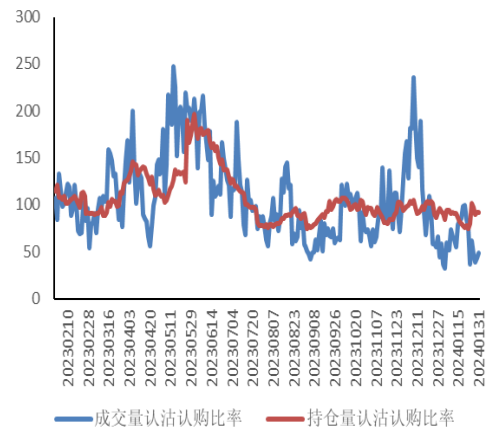


图 28: 沪铝期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 29: 甲醇期权成交与持仓

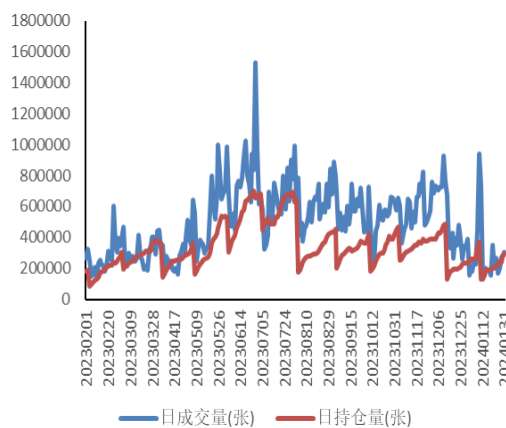
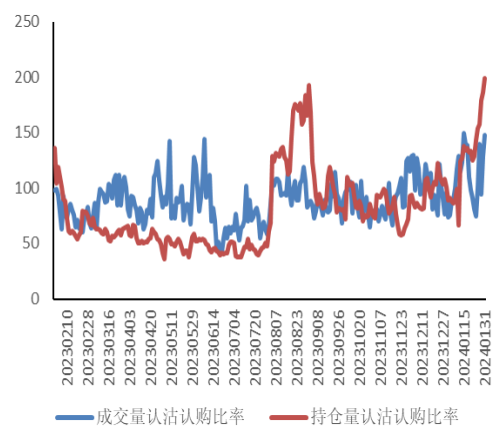


图 30: 甲醇期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 31: PTA 期权成交与持仓

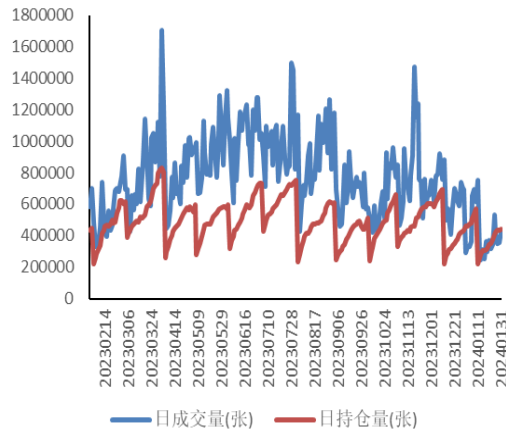
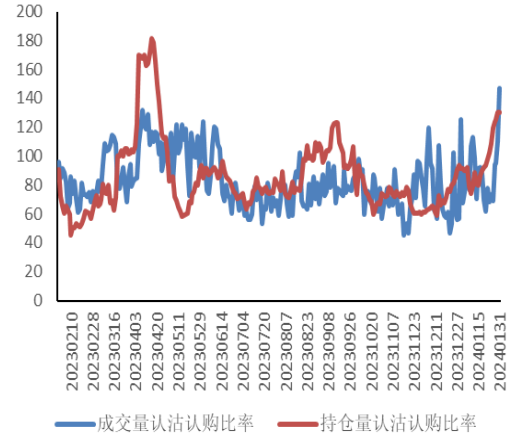


图 32: PTA 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 33: 黄金期权成交与持仓

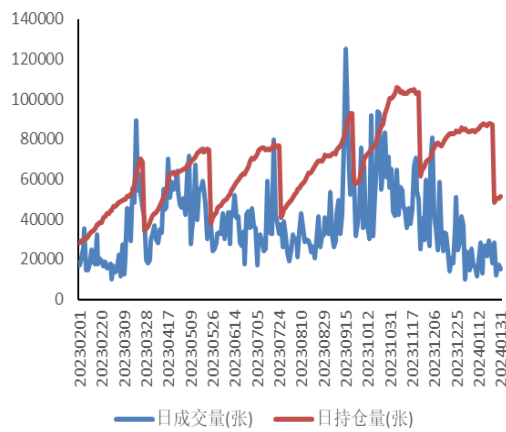
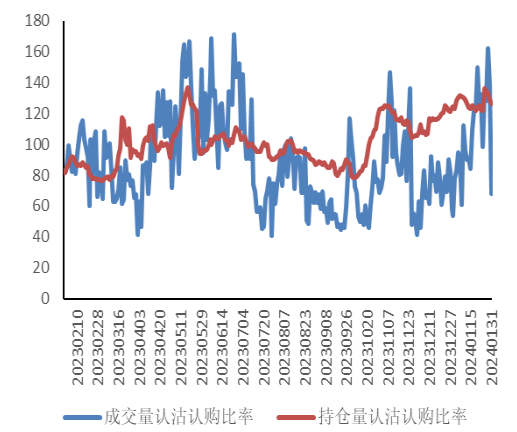


图 34: 黄金期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 35: 豆粕期权成交与持仓

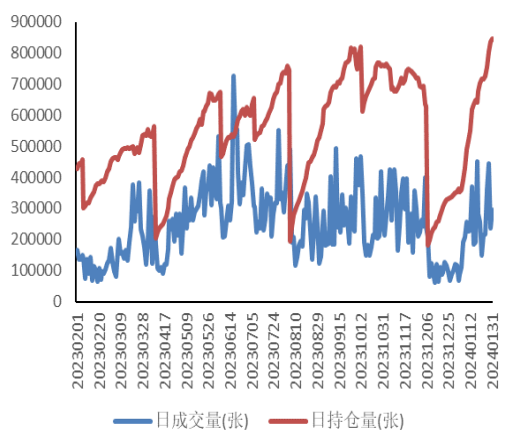
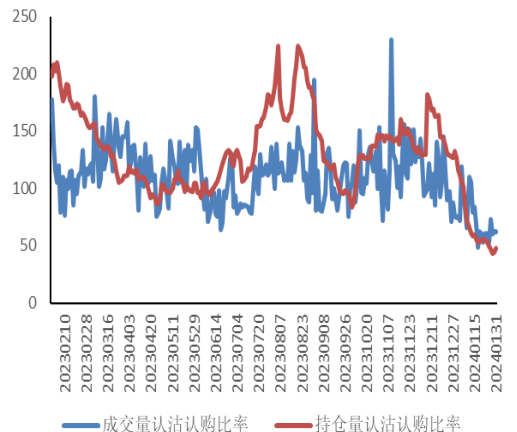


图 36: 豆粕期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

三、期权波动率分析

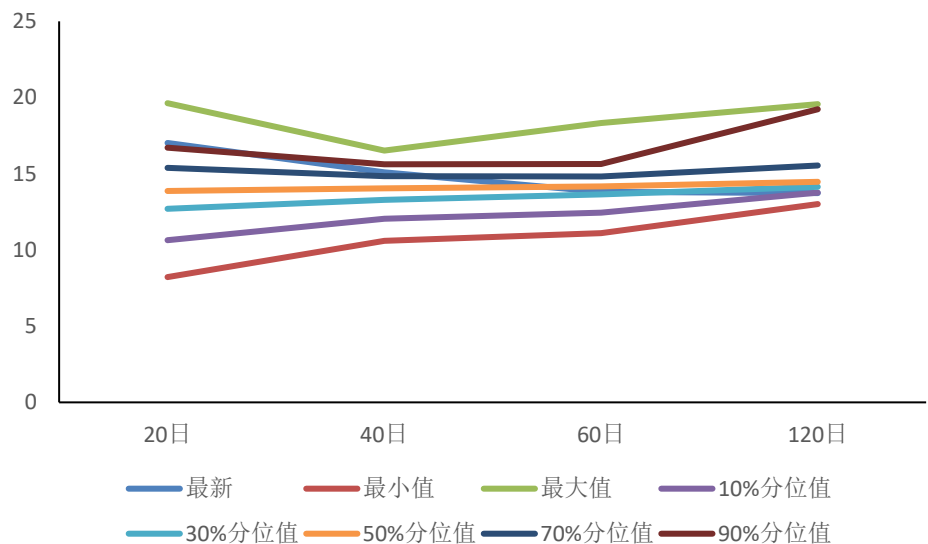
1.金融期权

波动率方面，受近期指数多空博弈的影响，波动率普涨，20日周期历史波动率位于近一年高位，但120日长周期历史波动率位于中位数偏下，反映短期升波，长周期维持震荡局面，品种间波动率分化，代表蓝筹大盘股的上证50、沪深300指数波动率升幅小于中小创系列指数。隐含波动率方面，金融期权隐波期限结构呈现近月大幅高于远月的偏斜特征，隐波溢价高，且上证50期权与中证1000期权隐波差最大达到10个百分点以上，远高于均值水平，由于波动率、波差整体符合均值回归特征，当前可关注品种间的波差回落出现的统计套利机会。

2 商品期权

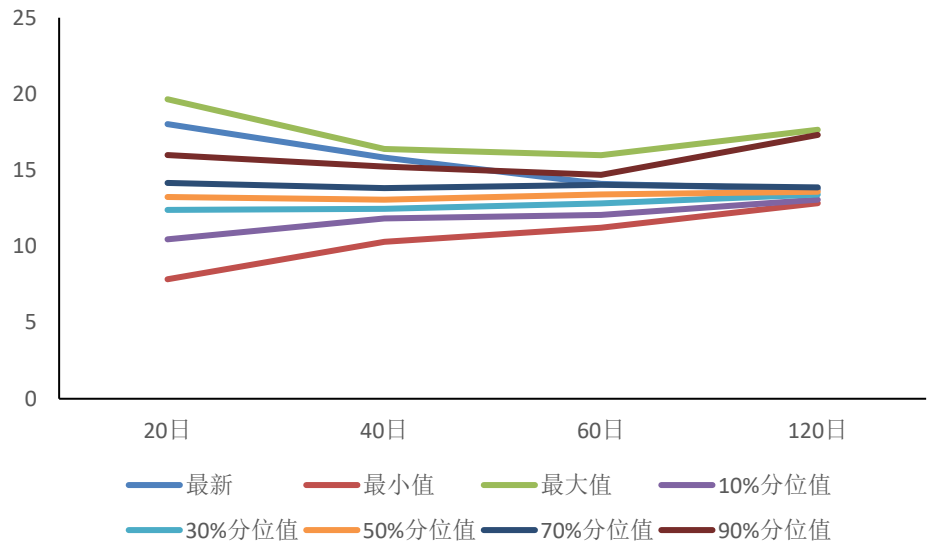
商品期权方面，铜铝期权历史波动率与隐含波动率处在近几年极低值区域，关注波动率低值反弹的需求，甲醇隐含波动率小幅上升，但是不改大级别低波震荡周期；黄金期权方面，市场围绕美国经济韧性与衰退降息预期博弈，等待3月份美联储利率决议，当前窄幅震荡预期。豆粕经历一波下跌后，成交量萎缩，多空动能均不足，隐波平稳，预期震荡筑底。

图 37： 上证 50ETF 历史波动率锥



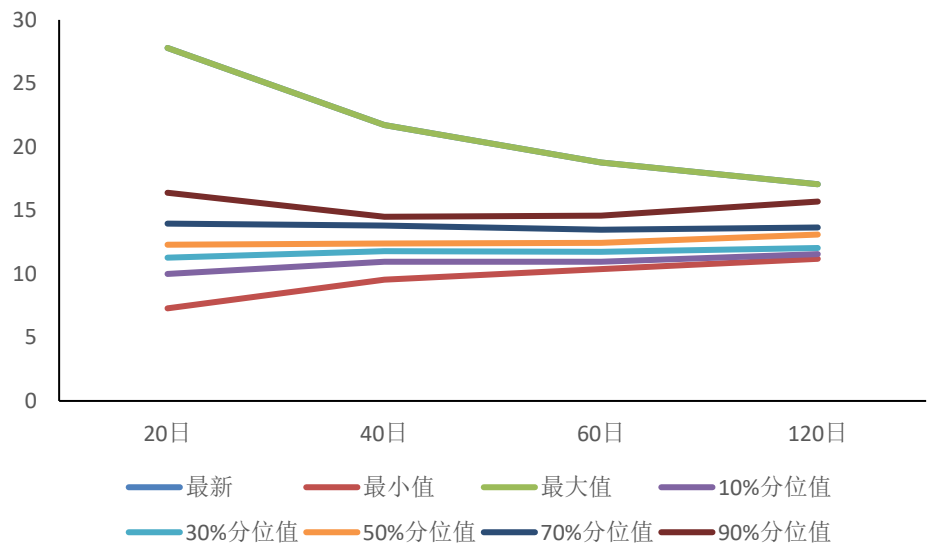
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 38: 沪市 300ETF 历史波动率锥



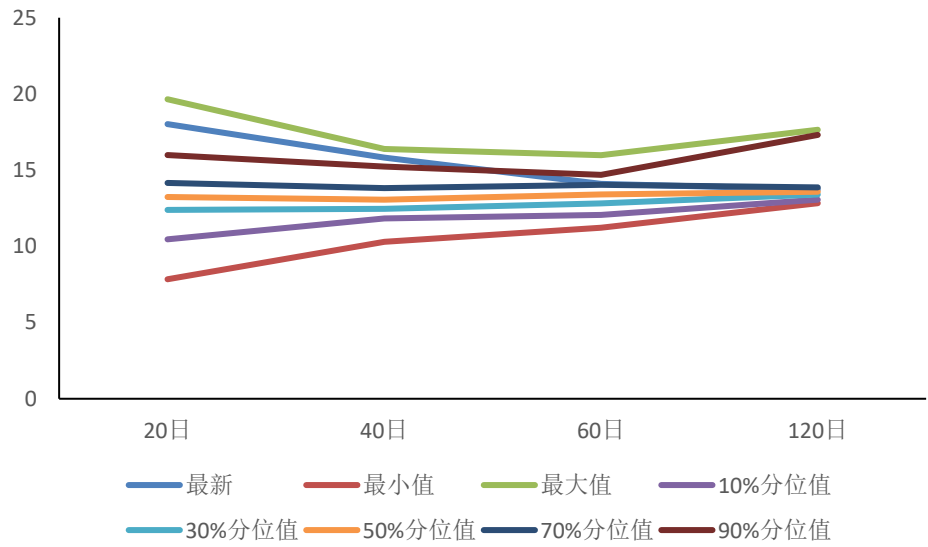
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 39: 沪市 500ETF 历史波动率锥



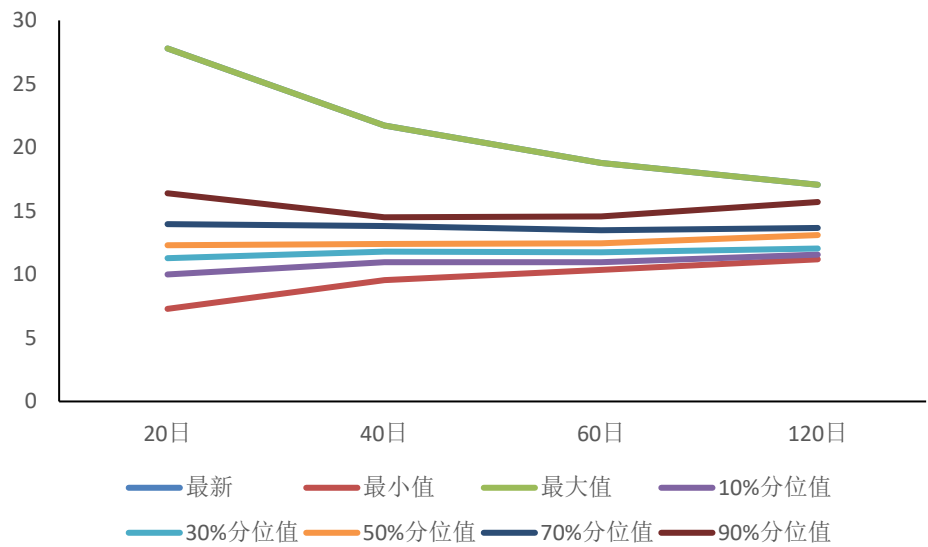
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 40: 深市 300ETF 历史波动率锥



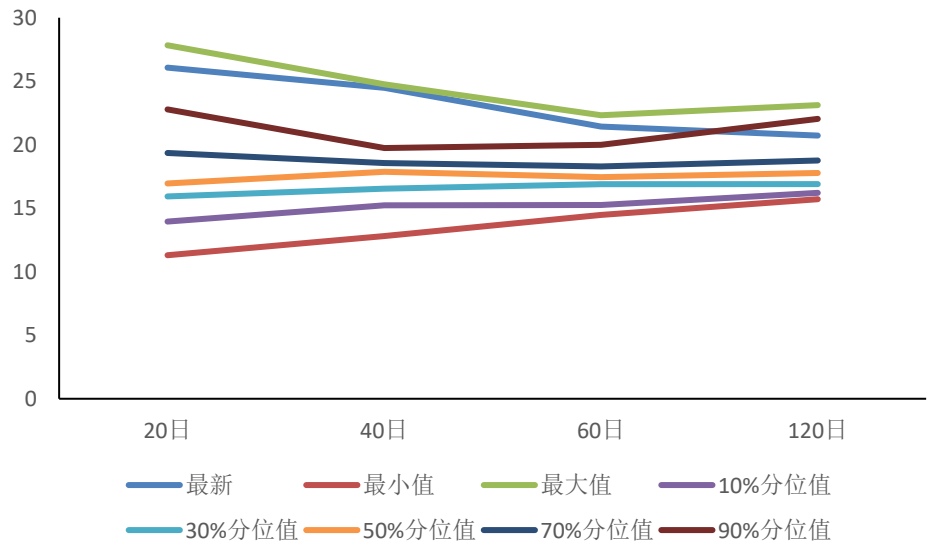
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 41: 深市 500ETF 历史波动率锥



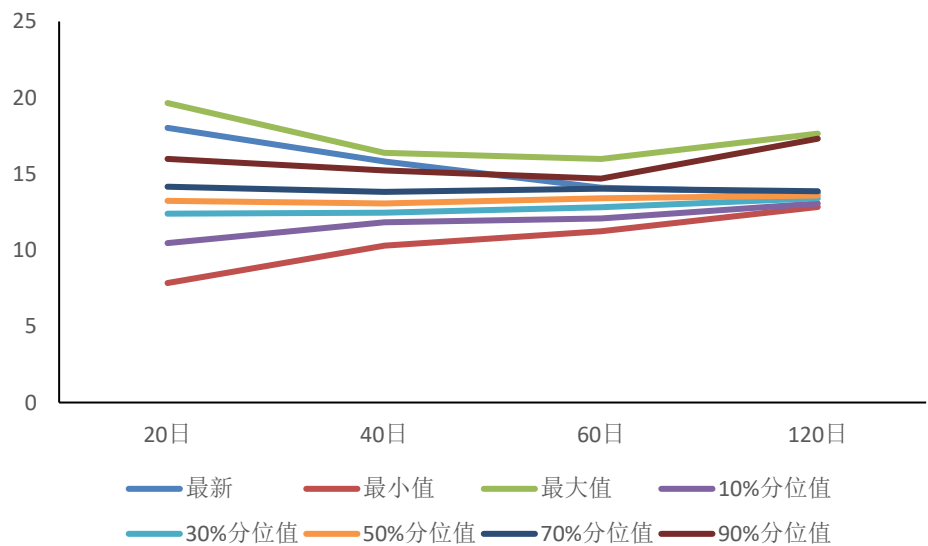
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 42: 创业板 ETF 历史波动率锥



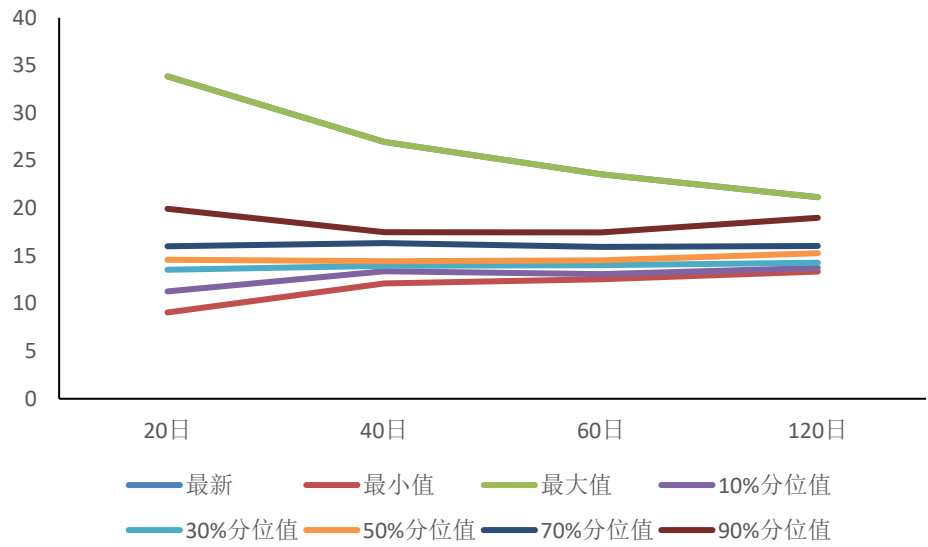
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 43: 沪深 300 历史波动率锥



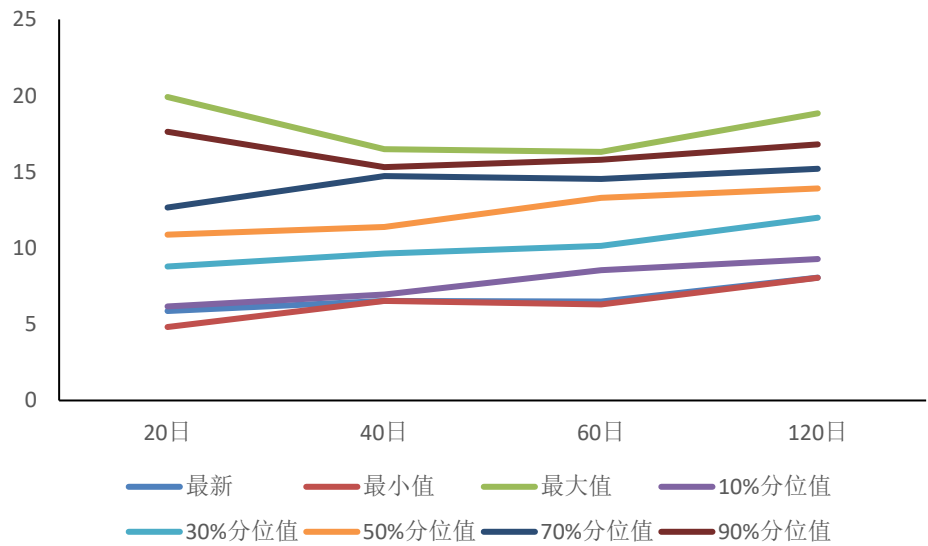
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 44: 中证 1000 历史波动率锥



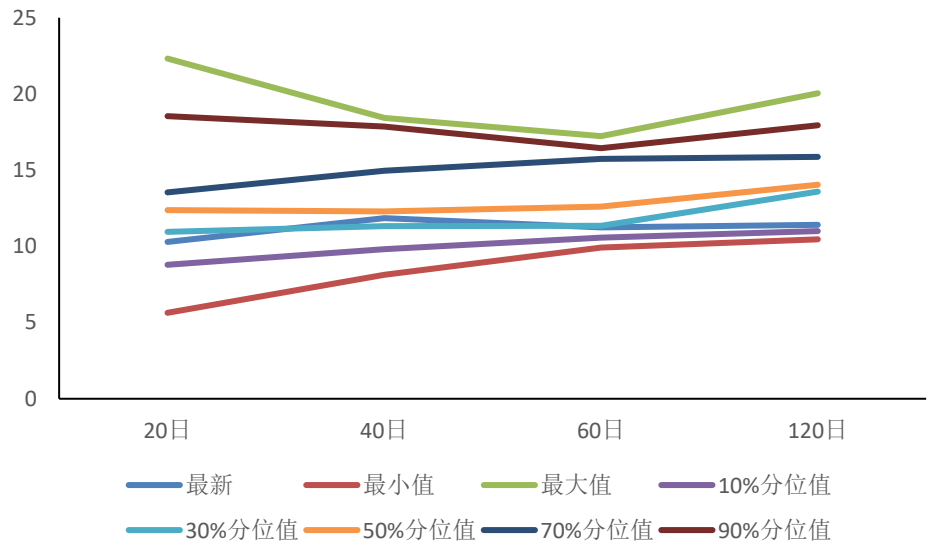
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 45: 沪铜历史波动率锥



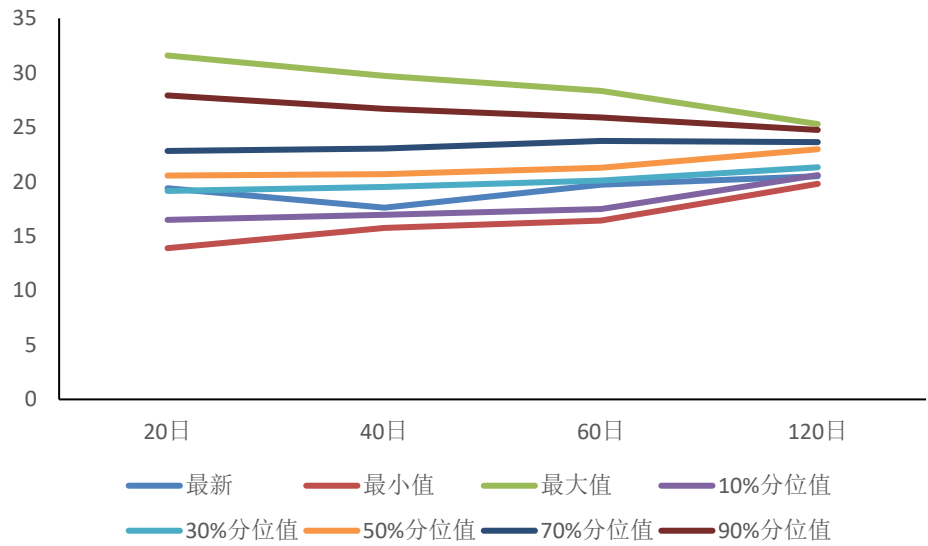
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 46: 沪铝历史波动率锥



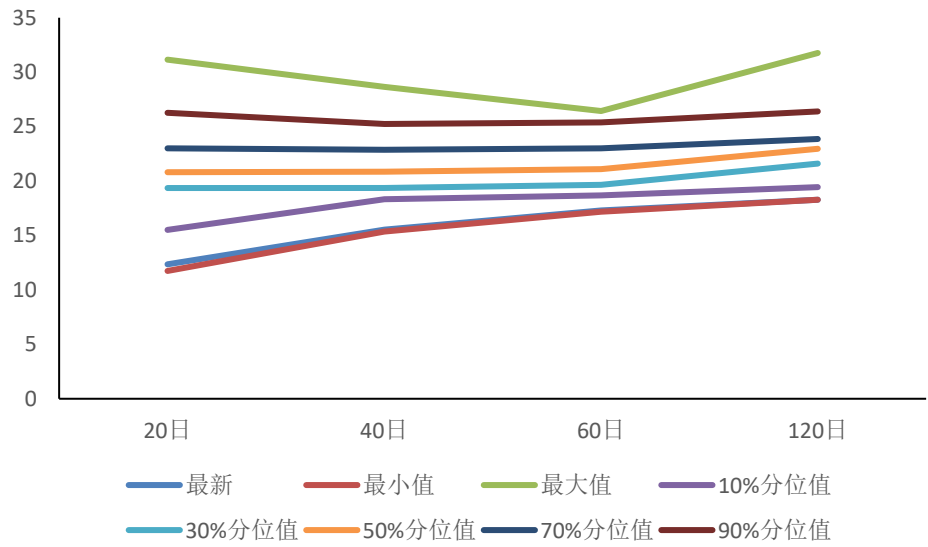
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 47: 甲醇历史波动率锥



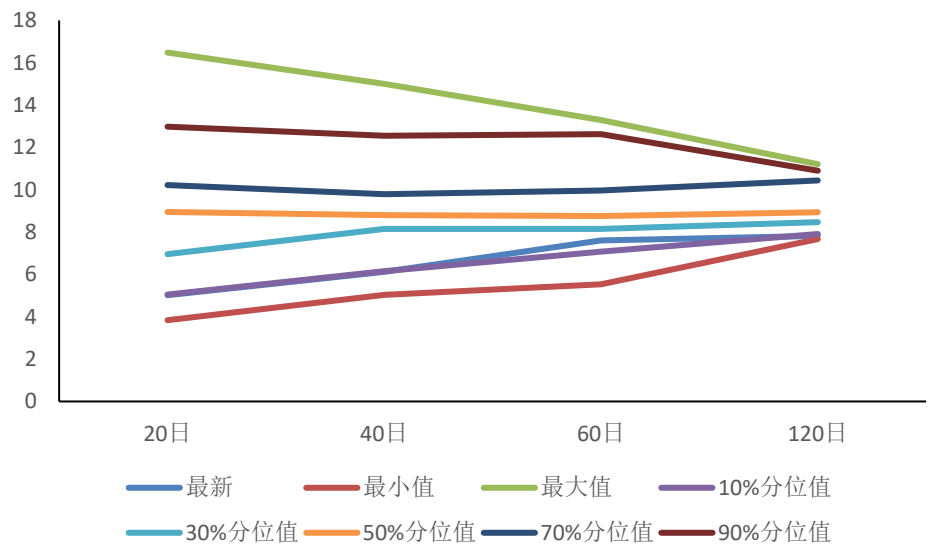
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 48: PTA 历史波动率锥



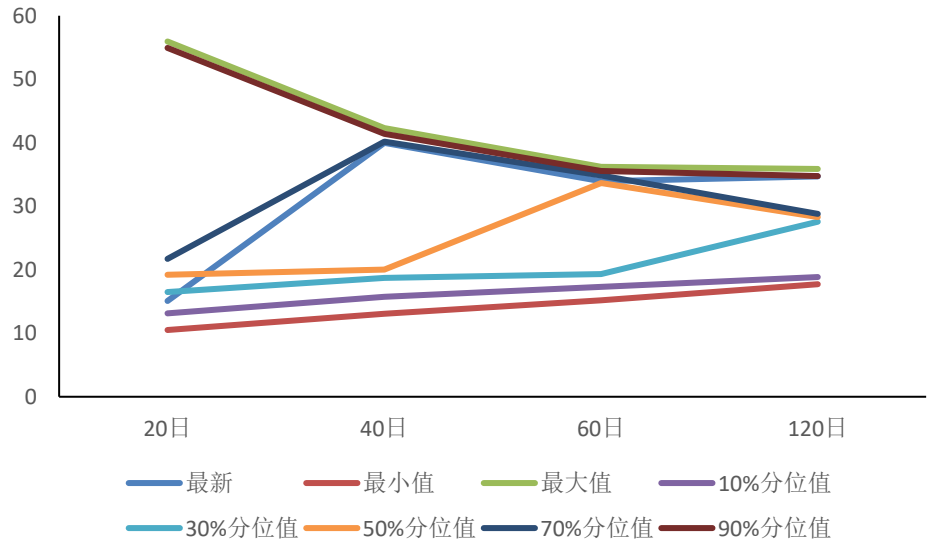
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 49: 黄金历史波动率锥



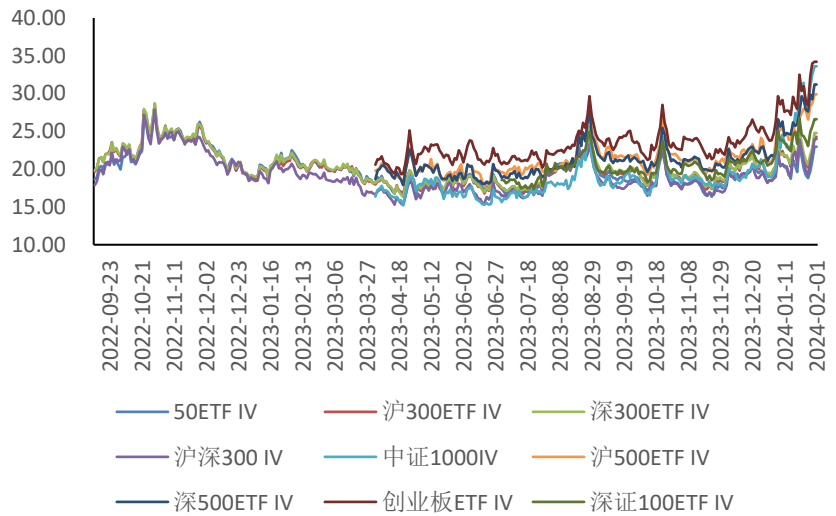
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 50：豆粕历史波动率锥



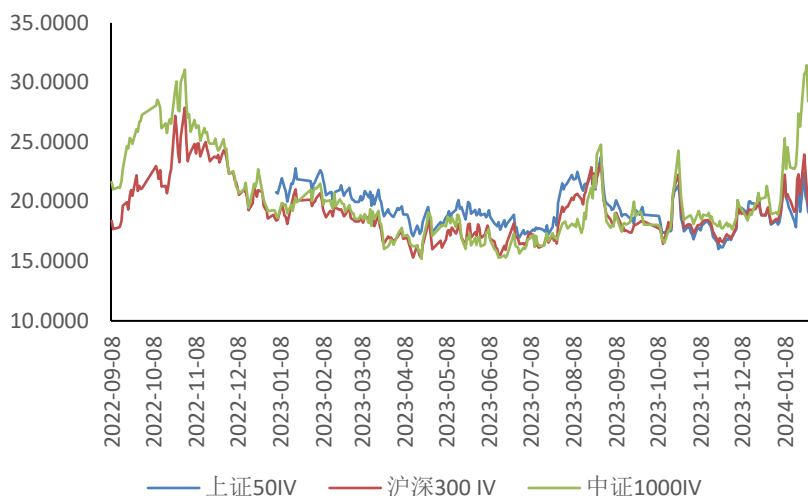
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 51：金融期权隐波 (IV) 对比



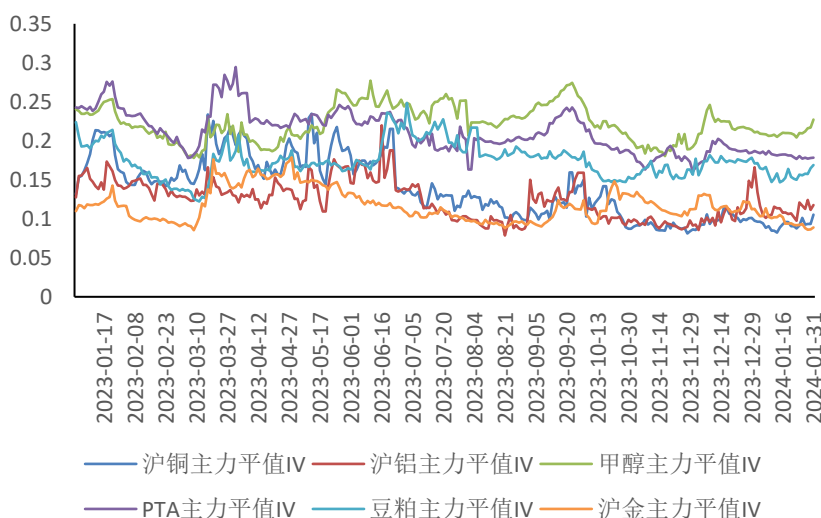
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 52: 金融期权隐波 (IV) 对比



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 53: 商品期权平值隐波 (IV) 对比

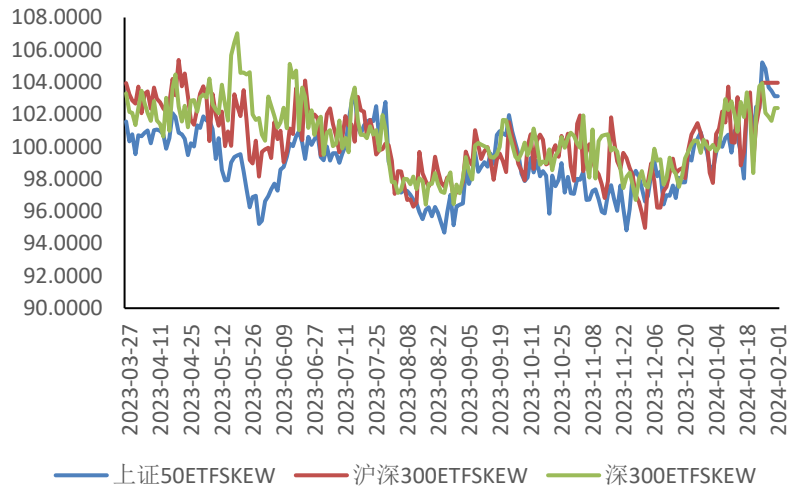


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

四、金融期权偏度

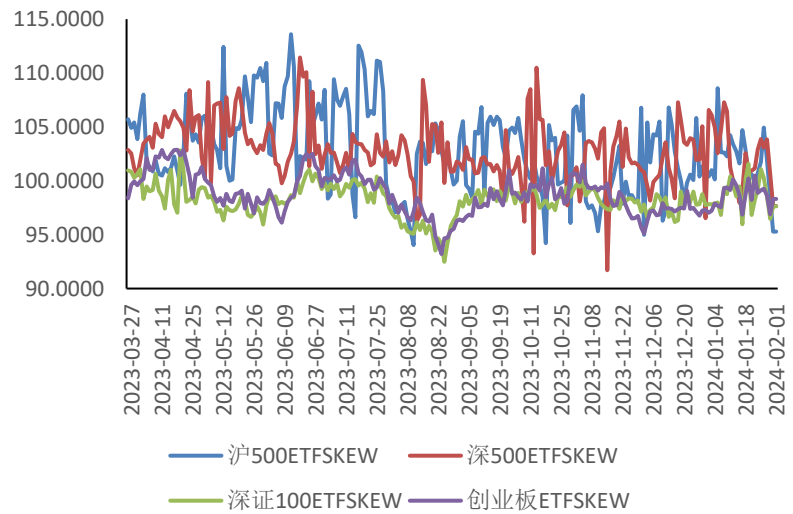
从金融期权的偏度指数分布来看, 上证 50、沪深 300 股指期权偏度指数 skew 延续反弹趋势, 中证 500 系列期权偏度指数与上证 50、沪深 300 系列期权偏度指数剪刀差收敛。中证 1000 期权偏度指数锯齿波动, 市场对于不同风格间的预期分歧较大, 从板块估值与存量资金博弈的角度来看, 后市大小风格或将再度发生切换, 偏度指数剪刀差或将再度走阔。

图表 54：金融期权偏度（一）



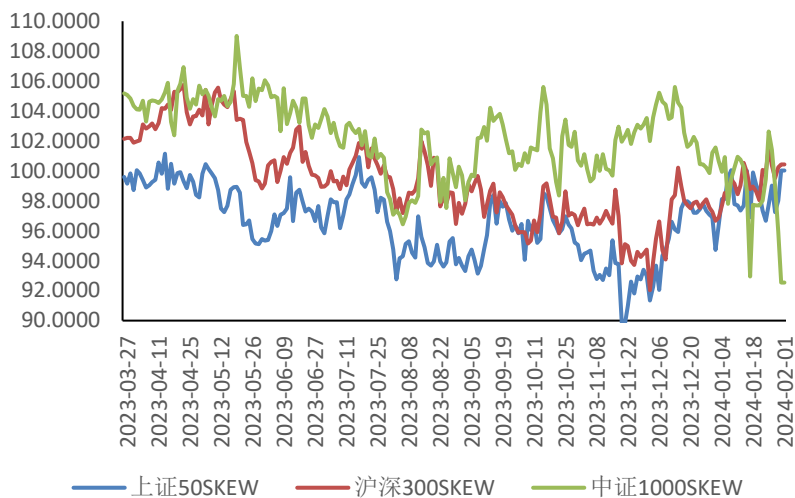
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 55：金融期权偏度（二）



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 56: 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。