

## 隐波差收敛，偏度结构稳定，预期指数 震荡上涨

兴证期货. 研究咨询部  
金融研究团队

2024年2月26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，上周央行宣布下调5年期LPR，幅度为25个基点，反映了宽松货币政策对于地产的支撑决心。市场两融中的融资余额下降两千多亿，指数雪球产品大部分敲入，市场抛压得到较大程度释放。近期国内市场释放IPO趋缓信号，以及限制融券、转融通等操作，利好指数修复。经济预期修复叠加流动性冲击缓解，随着国内基本面筑底改善、流动性风险相继释放，股市利多因素积聚，临近两会窗口期市场政策预期强化。美联储议息会议暗示政策将向正常化转向，为年内降息打下铺垫，国外货币政策环境变化有望为国内货币政策打开空间。Sora人工智能概念与高股息低估值蓝筹概念板块相继发力，上证50、沪深300与中证500、中证1000大小风格之间或将呈现轮动反弹上涨走势。

金融期权方面，金融期权成交量与成交PCR值环比节前回落，节后交易情绪下降，特别是成交PCR值近期断崖式下降，市场空头情绪衰竭，多头情绪持续上扬，但成交量下滑，短线多头持续力度有待观察。结合标的指数估值支撑与政策预期来看，我们认为指数回路空间有限，成交PCR值大概率维持偏低位置。节后情绪面出清，空头情绪衰竭，金融期权隐波普降，品种间隐波差有所收敛，但仍处于较大数值区域。受波动率、波差均值回归特征影响，当前阶段高隐波、高隐波差持续周期有限，后市大概率延续降波行情，隐波差继续收敛。偏度指数略高于100，即看跌期权隐波溢价略高于看涨期权，当前50ETF期权偏斜结构与2016年大周期相似，在期权标的震荡上涨预期背景下，偏度指数趋于稳定。策略方面，关注空vega策略，捕捉品种间隐波差极值的统计套利机会，或者逢指数回调可关注卖出看跌期权的策略。

商品期权方面，节后主要商品期权成交量普降，铝期权成交PCR值走低，铜铝期权低量震荡，甲醇期权、PTA期权成交PCR值回落，长假期结束，多空分歧情绪出清，成交PCR值回落，空头衰减，震荡预期强化；黄金期权成交PCR值锯

齿状，美国经济就业、通胀数据影响利率预期，黄金价格高位震荡；豆粕成交 PCR 值低位，弱势震荡。交易情绪回落，主要商品期权品种隐波普遍下降：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；甲醇、PTA 期权隐含波动率回落，国际油价支撑 PTA 成本端，PTA 波动率长周期期限结构维持稳定；黄金期权方面，市场围绕美国通胀黏性与衰退降息预期博弈，等待 3 月份美联储利率决议，当前高位震荡预期。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 3.44%，沪市 300ETF 变化 3.45%，沪市 500ETF 变化 0.61%，深市 300ETF 变化 3.14%、深市 500ETF 变化 0.45%，创业板 ETF 变化 1.67%，深证 100ETF 变化 2.73%，上证 50 指数变化 3.44%、沪深 300 变化 3.71%、中证 1000 指数变化 4.66%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 10.05、11.44、21.05、31.41、25.86，五年周期中对应的分位为 51.97%、14.17%、21.65%、23.23%、1.57%。

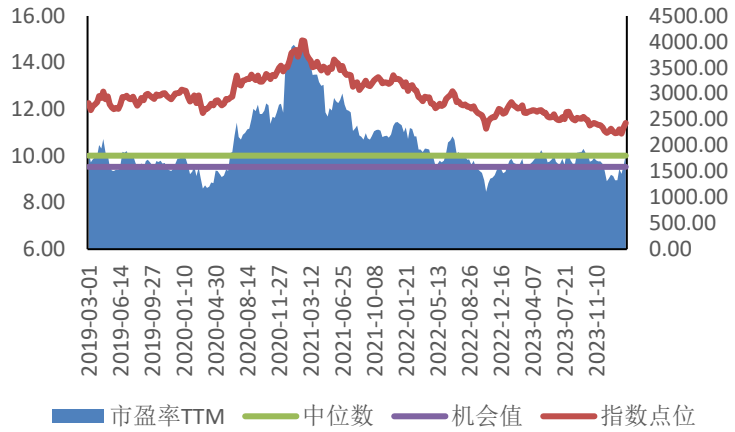
国内方面，上周央行宣布下调 5 年期 LPR，幅度为 25 个基点，反映了宽松货币政策对于地产的支撑决心。市场两融中的融资余额下降两千多亿，指数雪球产品大部分敲入，市场抛压得到较大程度释放。近期国内市场释放 IPO 趋缓信号，以及限制融券、转融通等操作，利好指数修复。经济预期修复叠加流动性冲击缓解，随着国内基本面筑底改善、流动性风险相继释放，股市利多因素积聚，临近两会窗口期市场政策预期强化。美联储议息会议暗示政策将向正常化转向，为年内降息打下铺垫，国外货币政策环境变化有望为国内货币政策打开空间。Sora 人工智能概念与高股息低估值蓝筹概念板块相继发力，上证 50、沪深 300 与中证 500、中证 1000 大小风格之间或将呈现轮动反弹上涨走势。

国外方面，美国 1 月 CPI 涨幅超预期，通胀粘性迫使市场下降此前过度激进的降息预期。但是美国 1 月核心零售数据同比低于预期，消费端疲态或将加快后市通胀回落，对美联储降息预期起到支撑效果，美宏观经济数据对利率预期的影响延续钟摆特征，但通胀整体下降以及经济增速下滑的大趋势为美联储降息目标提高更长期的支撑，货币政策拐点对于国内打开货币政策空间起到积极作用。

### 2.商品行情回顾

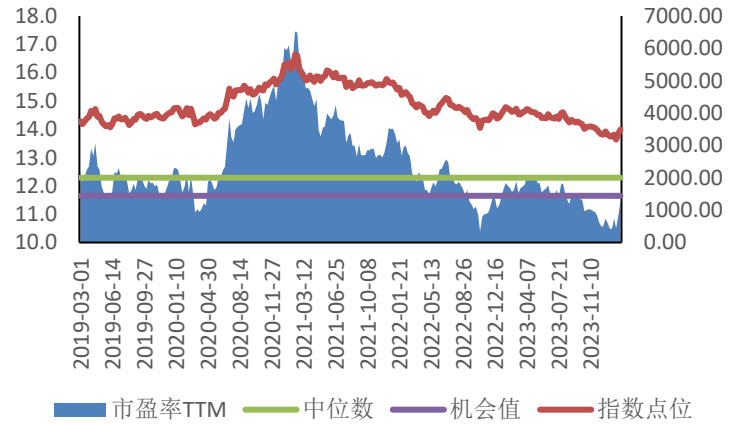
前一周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为 2.07%、-0.29%；甲醇、PTA 周度涨跌幅分别为-0.20%、0.17%；豆粕、黄金活跃合约周度涨跌幅为-0.37%、-0.95%。节后一周铜铝价格震荡回升；甲醇、PTA 价格窄幅震荡，PTA 成本强支撑；贵金属价格高位窄幅震荡，美通胀超预期，但是零售低于预期，贵金属价格波动环比收窄；豆粕弱势筑底震荡。

图 1: 上证 50 指数估值 (市盈率)



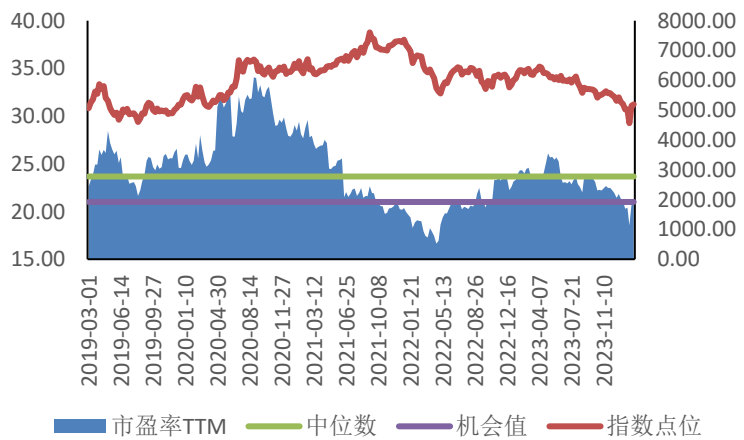
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 2: 沪深 300 指数估值 (市盈率)



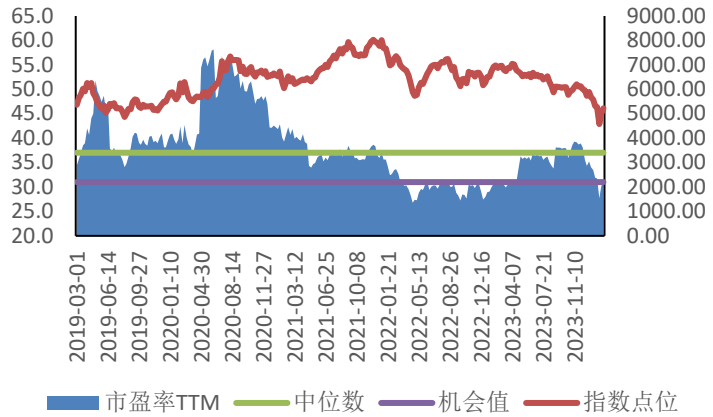
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 3: 中证 500 指数估值 (市盈率)



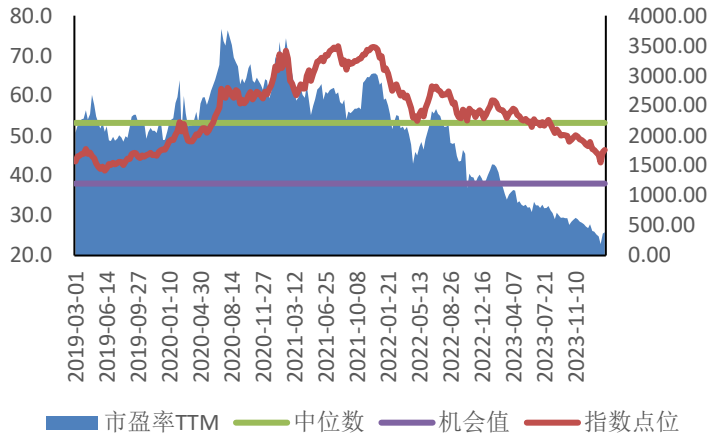
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率)



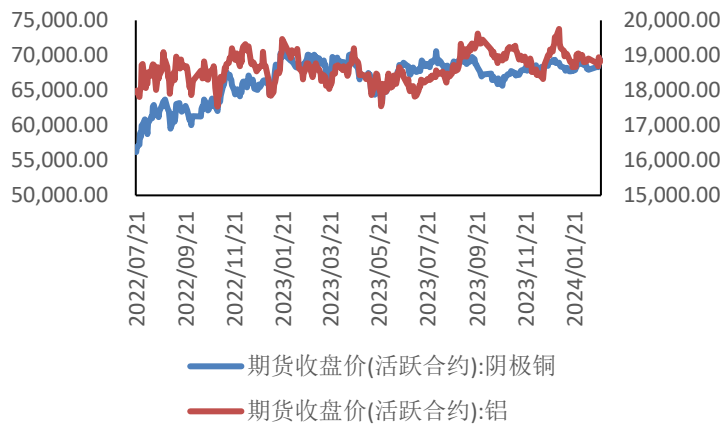
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 5: 创业板指数估值 (市盈率)



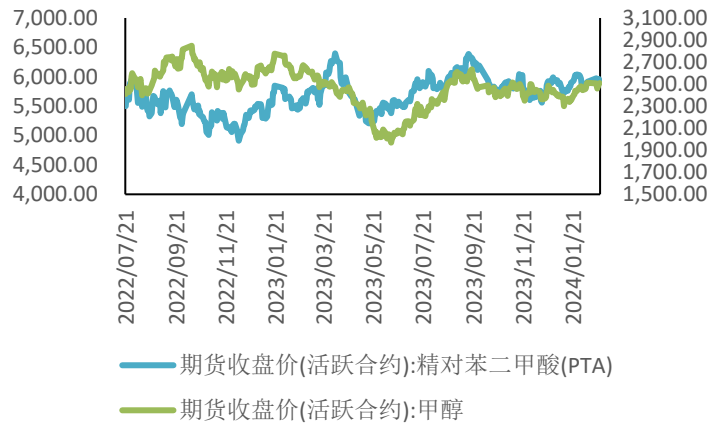
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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

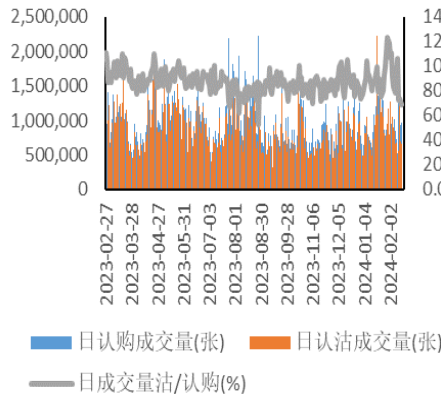
节后金融指数延续回暖势头, 大小风格强弱略有分化, 蓝筹股权重相对较强, 中小创震荡小幅上涨。金融期权成交量与成交 PCR 值环比节前回落, 节后交易情绪下降, 特别是成交 PCR 值近期断崖式下降, 市场空头情绪衰竭, 多头情绪持续上扬, 但成交量下滑, 短线多头持续力度有待观察。结合标的指数估值支撑与政策预期来看, 我们认为指数回路空间有限, 成交 PCR 值大概率维持偏低位置。

### 2. 商品期权

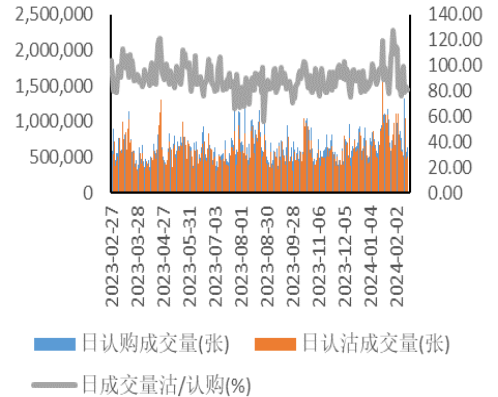
商品期权方面, 节后主要商品期权成交量普降, 铝期权成交 PCR 值走低, 铜

铝期权低量震荡，甲醇期权、PTA 期权成交 PCR 值回落，长假期结束，多空分歧情绪出清，成交 PCR 值回落，空头衰减，震荡预期强化；黄金期权成交 PCR 值锯齿状，美国经济就业、通胀数据影响利率预期，黄金价格高位震荡；豆粕成交 PCR 值低位，弱势震荡。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

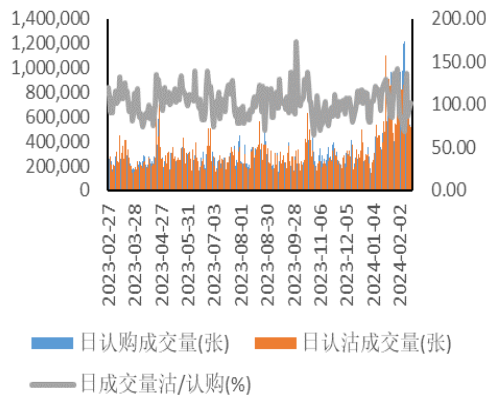


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

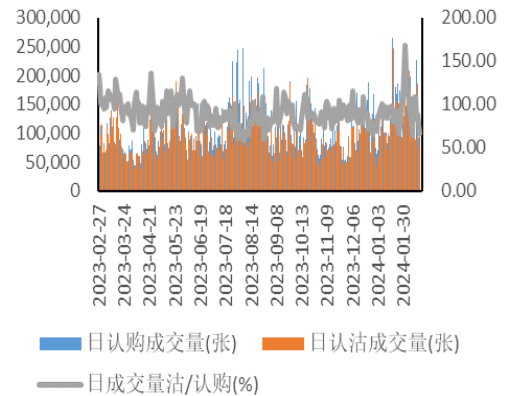


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

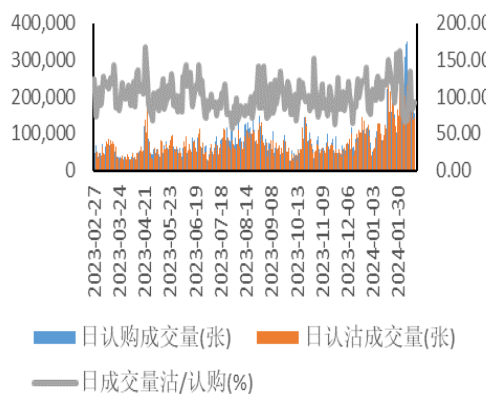


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

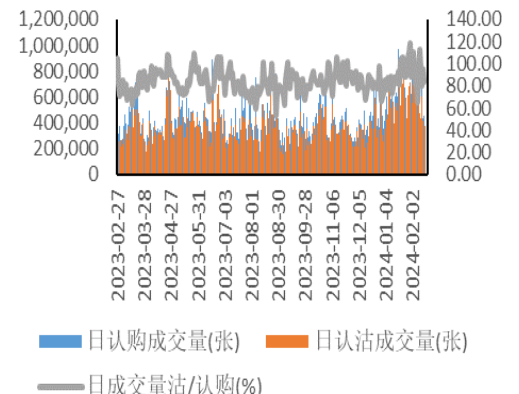


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

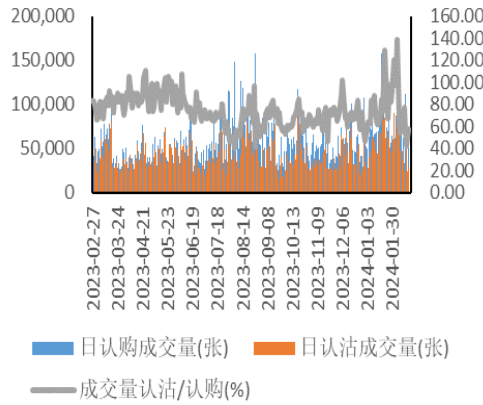


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

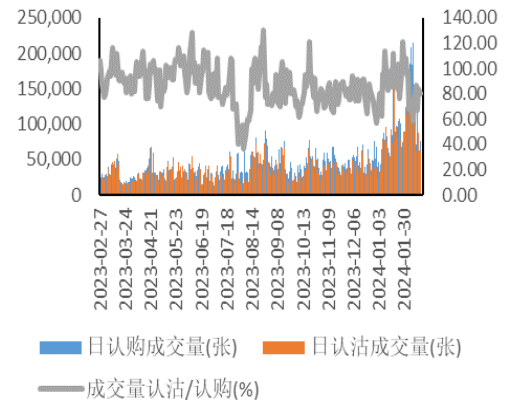


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

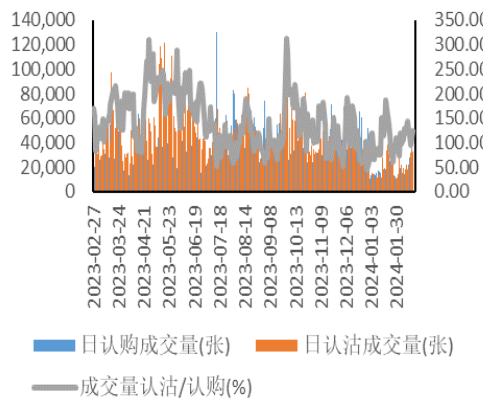


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

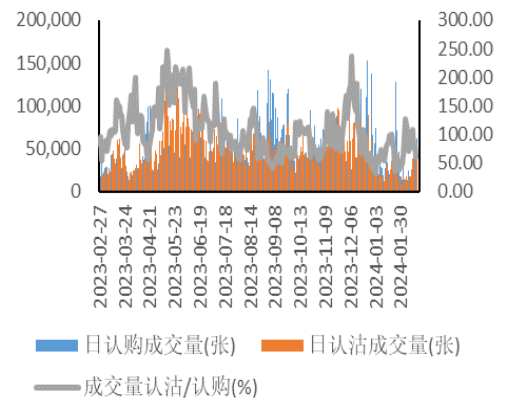


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 17: 沪铜期权 PCR

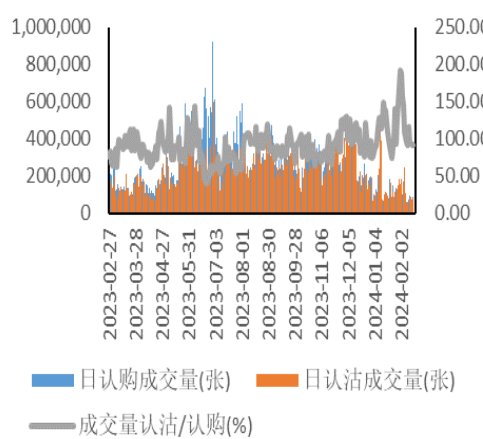


图表 18: 沪铝期权 PCR

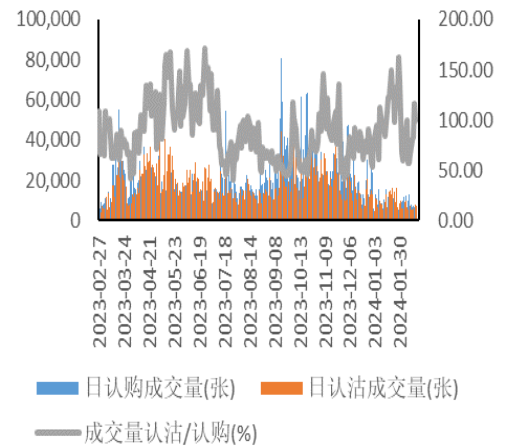


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 19: 甲醇期权 PCR



图表 20: 沪金期权 PCR

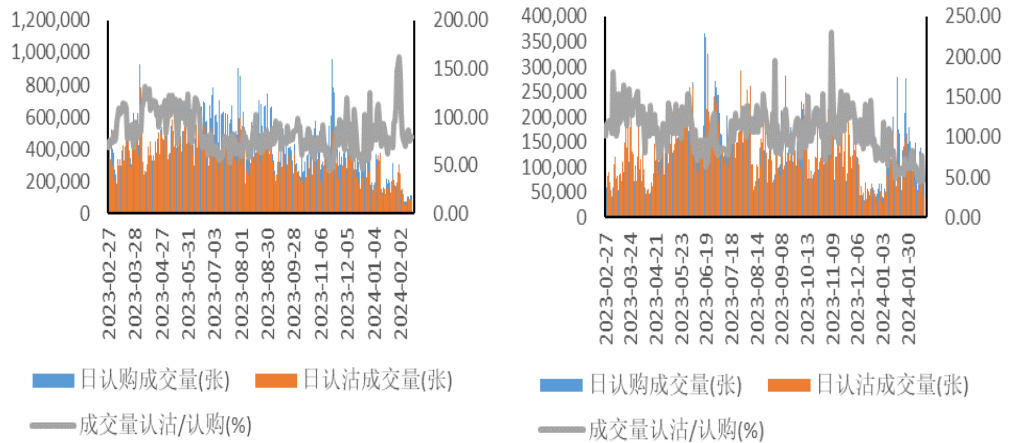


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部



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

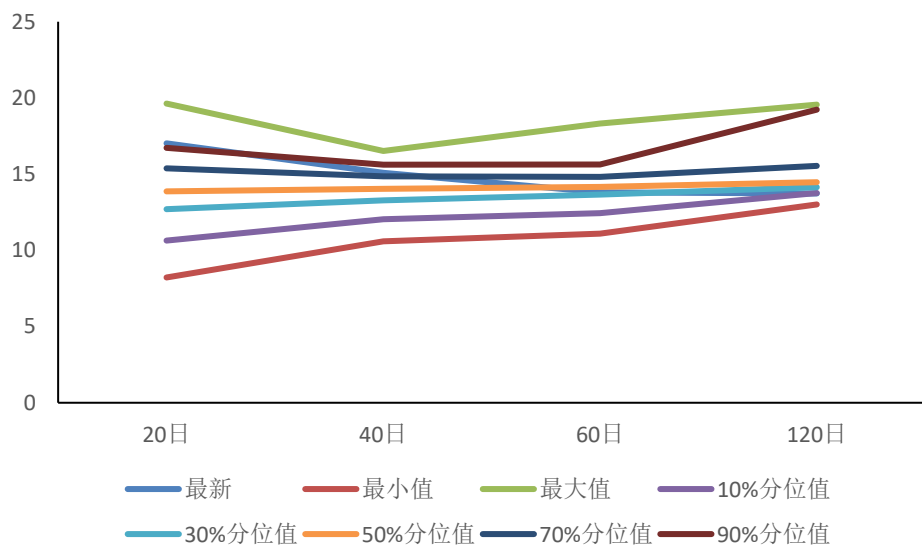
#### 1. 金融期权

波动率方面, 节后情绪面出清, 空头情绪衰竭, 金融期权隐波普降, 品种间隐波差有所收敛, 但仍处于较大数值区域。中证 1000 期权隐波与上证 50 期权隐波的数值差降为至 13 个百分点左右, 波差环比节前收敛, 但依旧大幅高于均值。综合来看, 上证 50 指数的长周期历史波动率处于中位数附近, 并未出现极大值, 短期大幅升波受长周期波动率牵引, 短周期历史波动率数值偏高, 回归震荡概率较大。受波动率、波差均值回归特征影响, 当前阶段高隐波、高隐波差持续周期有限, 后市大概率延续降波行情, 隐波差继续收敛。策略方面, 关注空 vega 策略, 捕捉品种间隐波差极值的统计套利机会, 或者逢指数回调可关注卖出看跌期权的策略。

#### 2. 商品期权

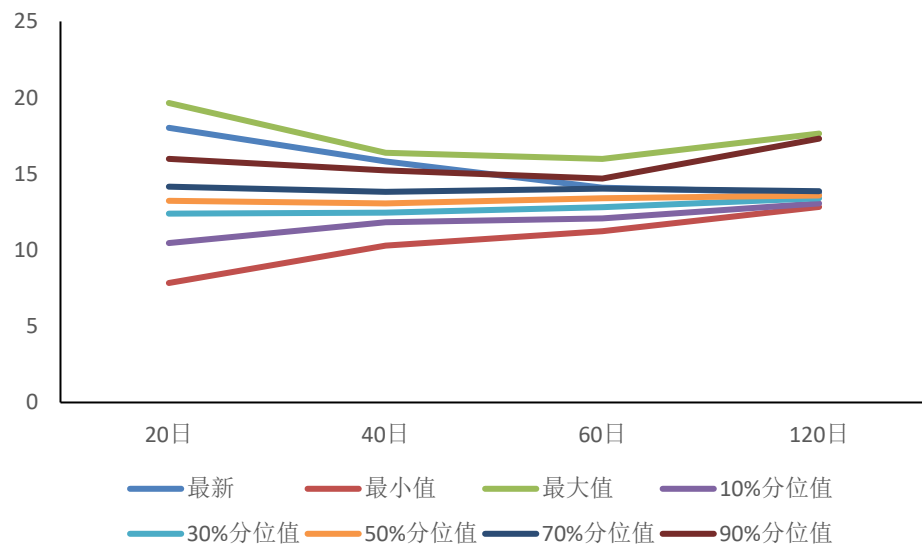
商品期权方面, 春节长假后, 交易情绪回落, 主要商品期权品种隐波普遍下降: 铜铝期权历史波动率与隐含波动率处在近几年极低值区域; 甲醇、PTA 期权隐含波动率回落, 国际油价支撑 PTA 成本端, PTA 波动率长周期期限结构维持稳定; 黄金期权方面, 市场围绕美国通胀黏性与衰退降息预期博弈, 等待 3 月份美联储利率决议, 当前高位震荡预期。豆粕经历一波下跌后, 成交量萎缩, 多空动能均不足, 隐波平稳, 预期震荡筑底。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



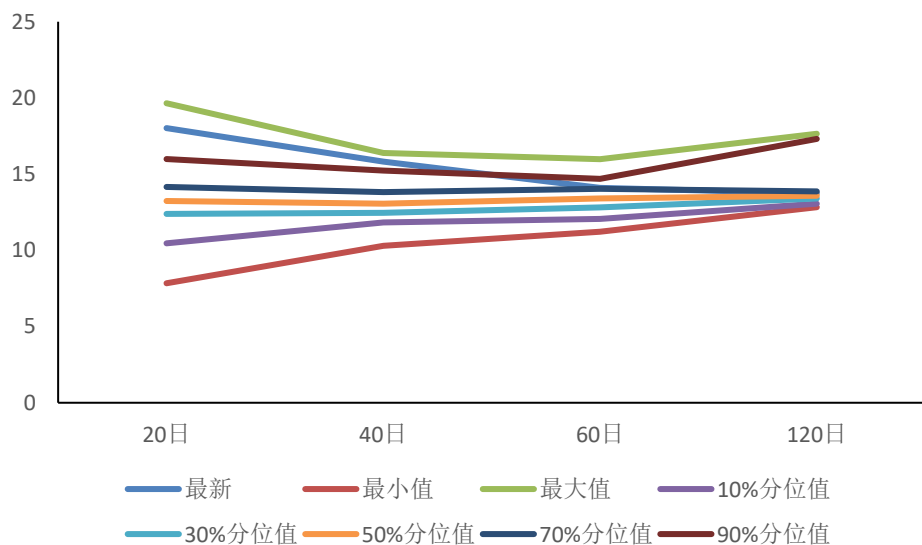
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



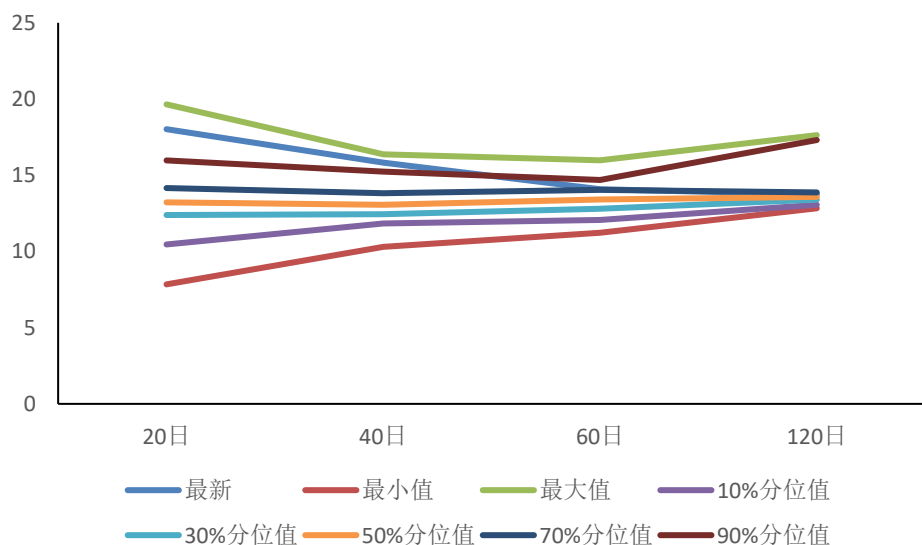
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



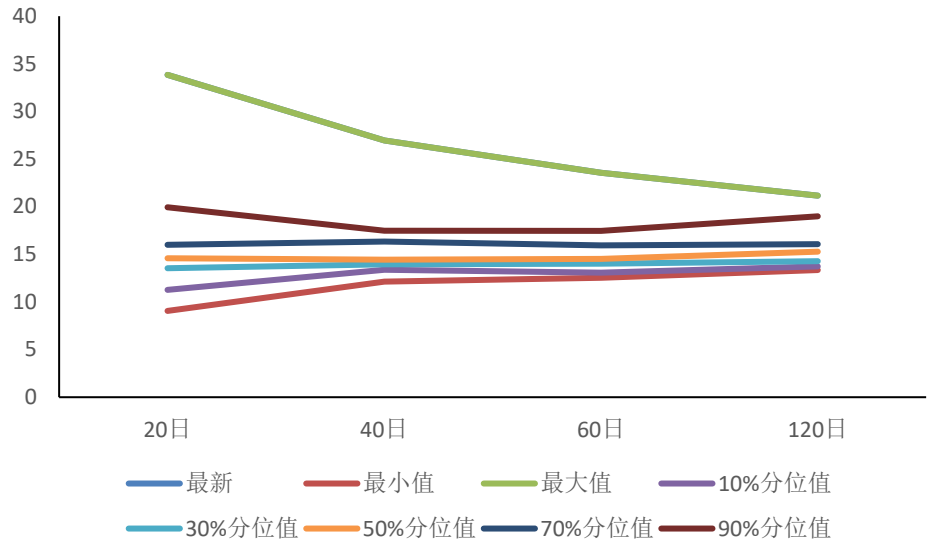
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



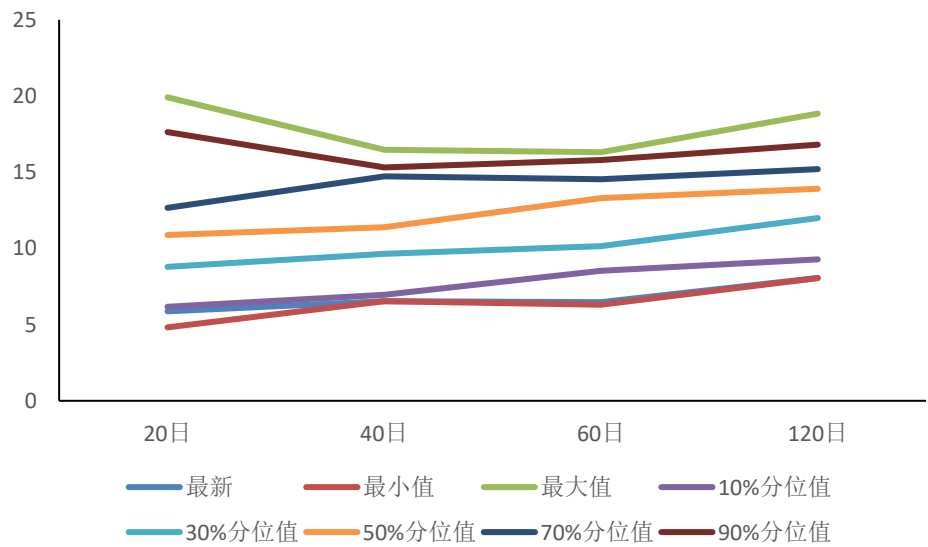
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



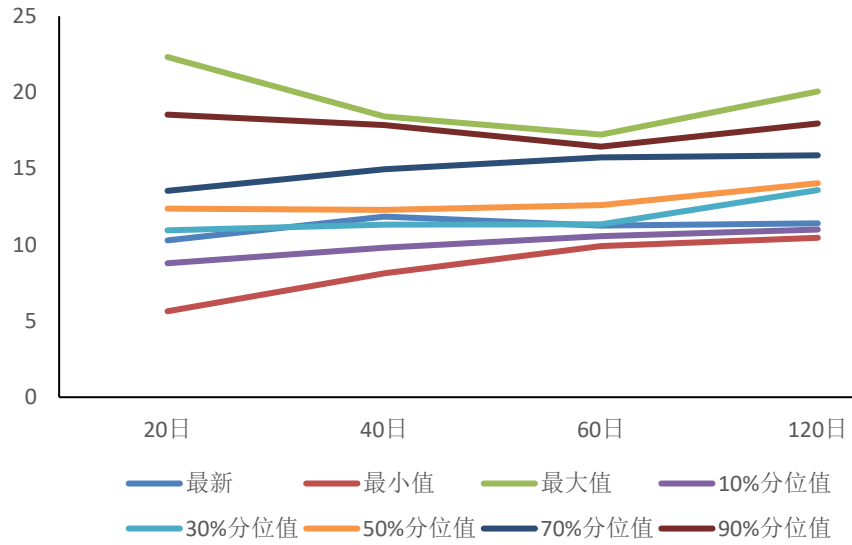
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 28: 沪铜历史波动率锥



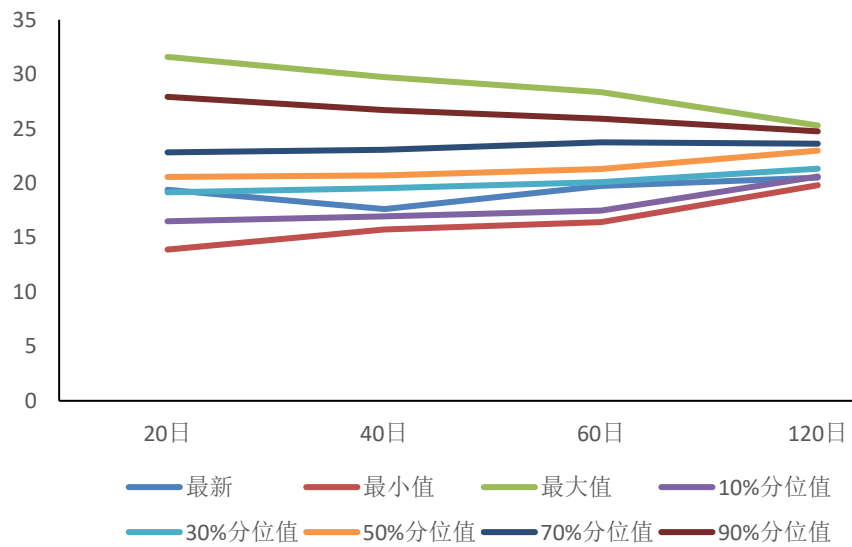
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 29：沪铝历史波动率锥



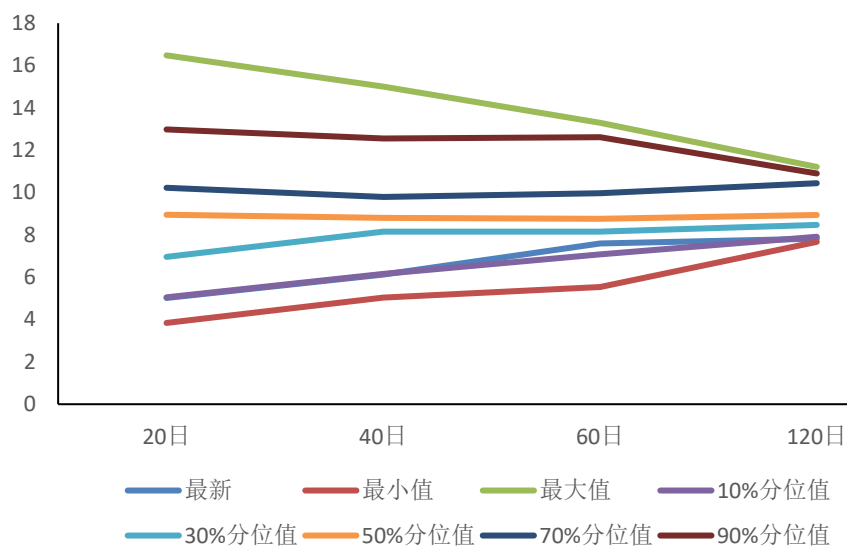
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 30：甲醇历史波动率锥



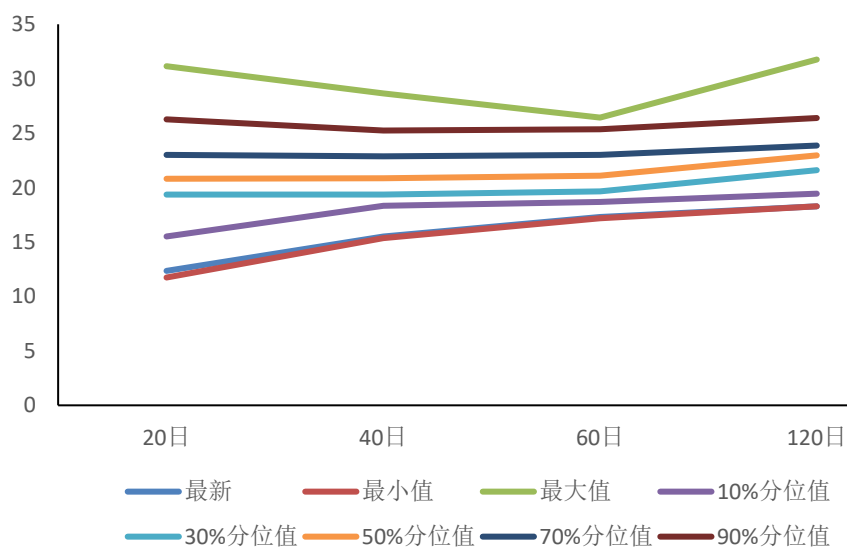
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31: 沪金历史波动率锥



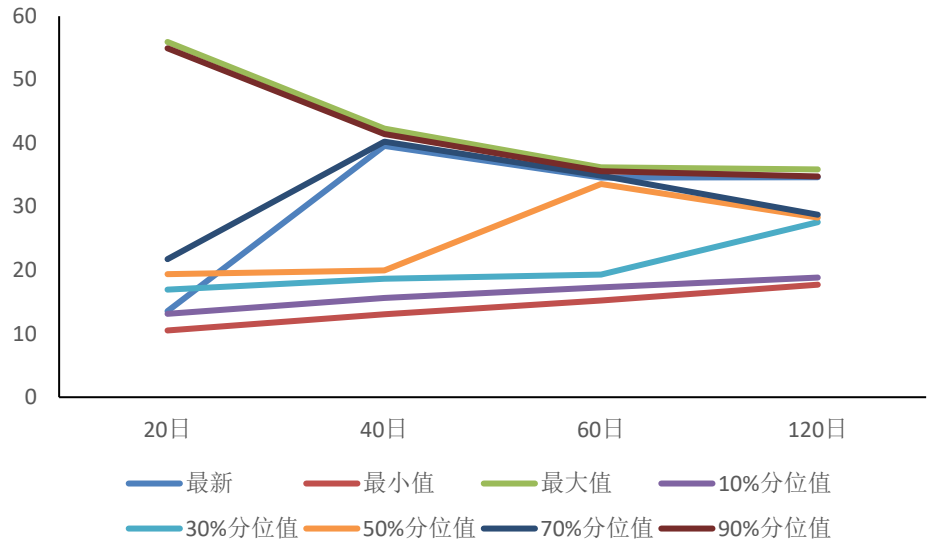
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 31: PTA 历史波动率锥



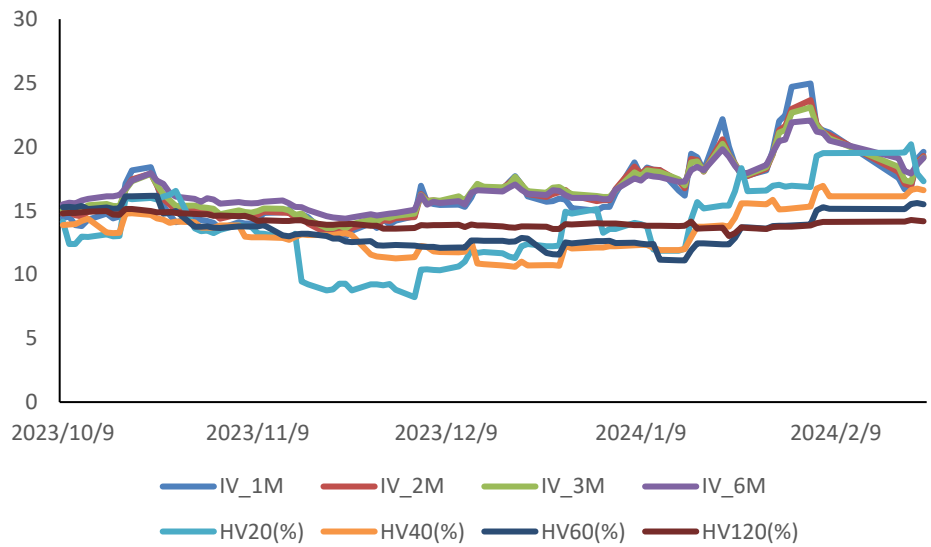
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 32：豆粕历史波动率锥



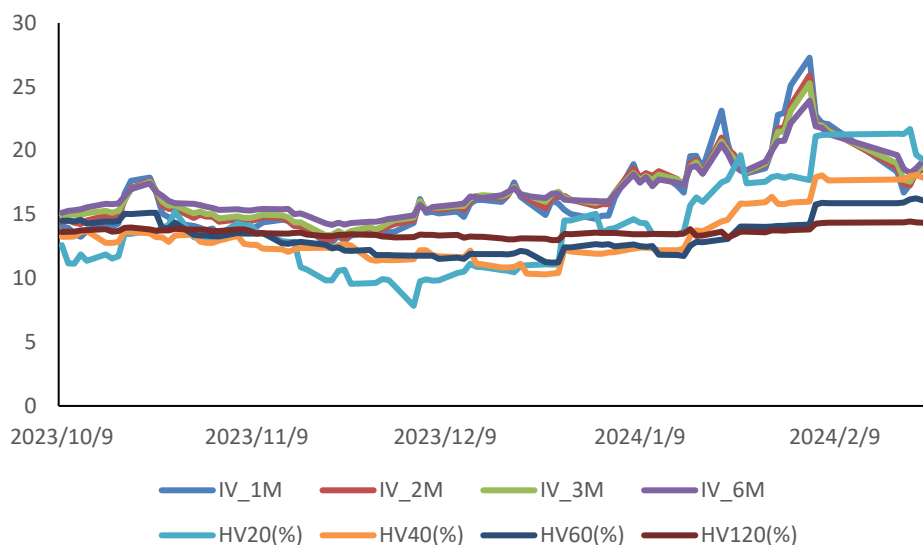
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 33：50ETF 期权隐含波动率走势



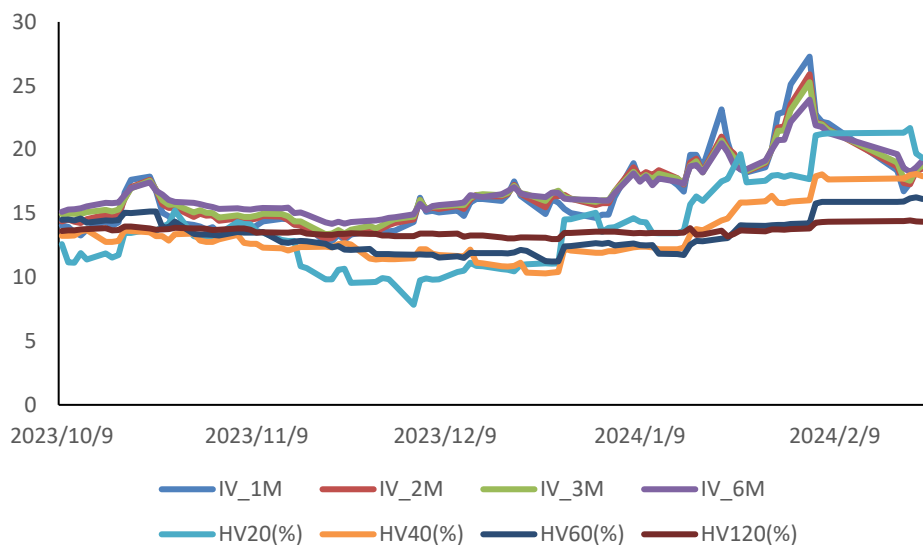
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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

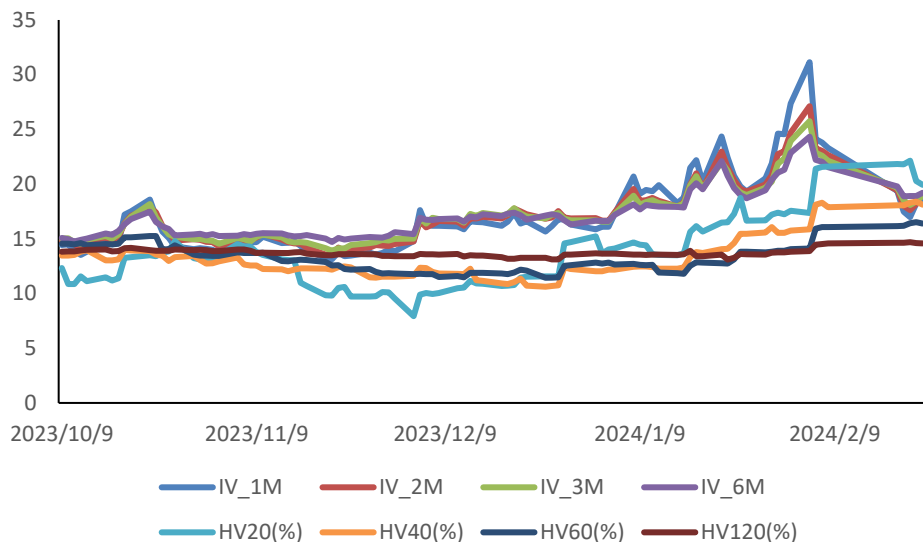
图表 35: 300ETF 期权 (深) 隐含波动率走势



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

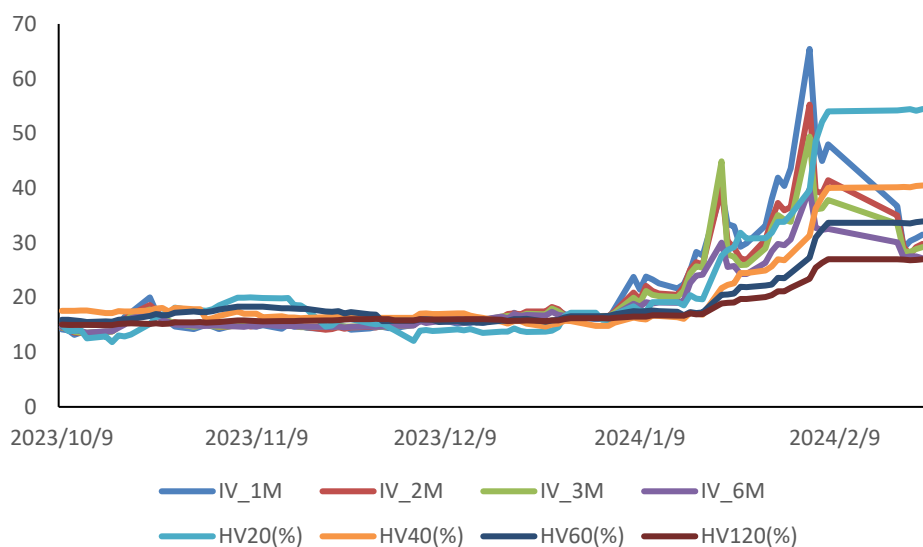


图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



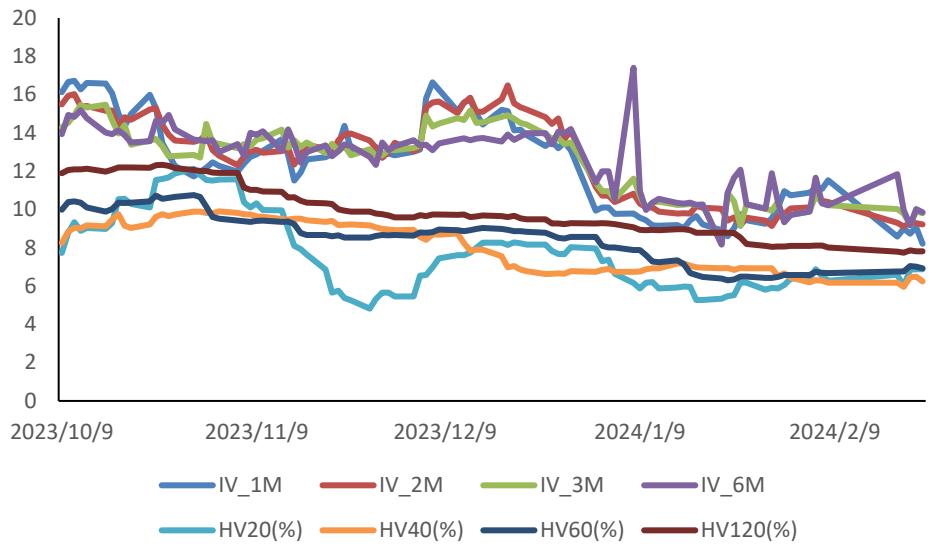
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



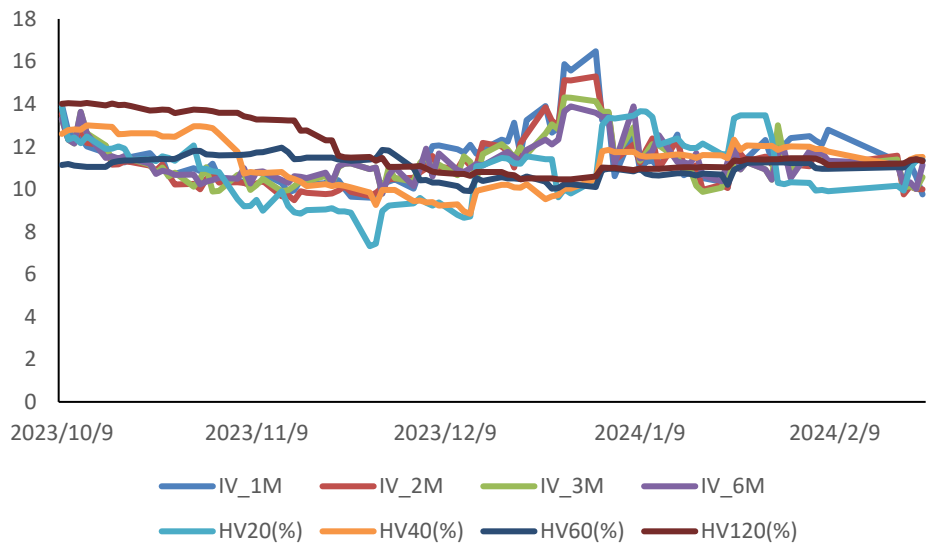
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



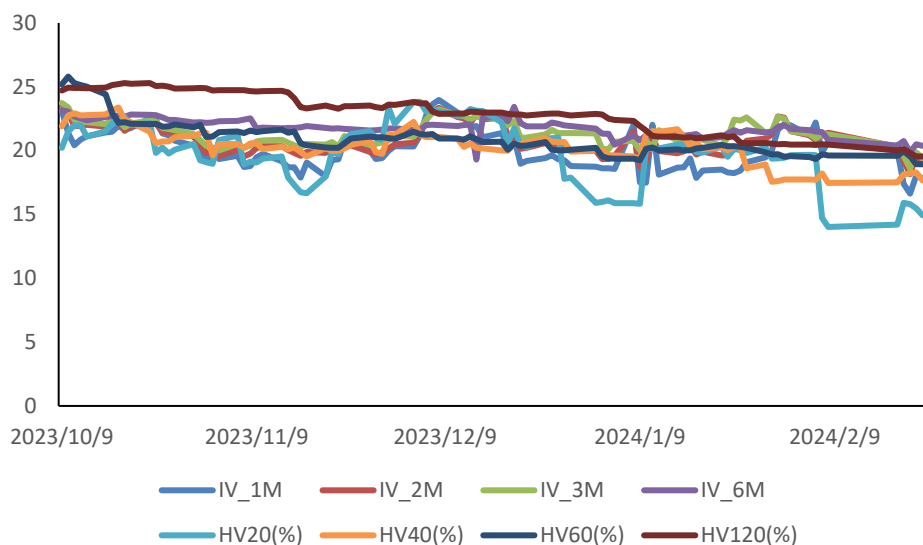
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



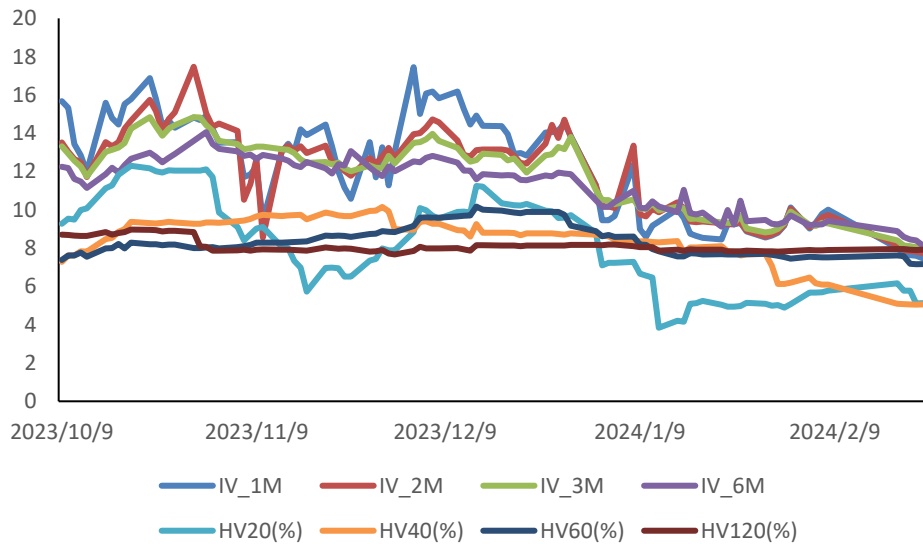
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



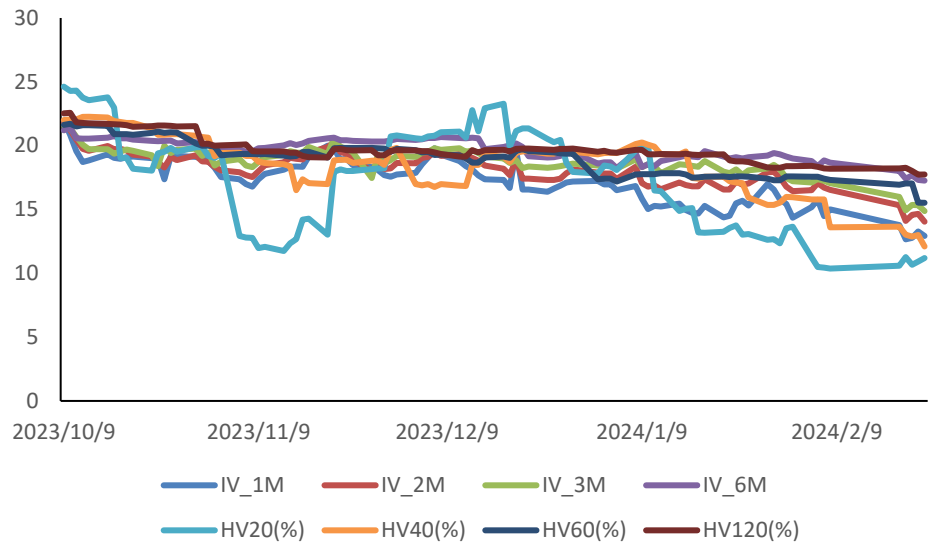
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 41: 沪金期权隐含波动率走势



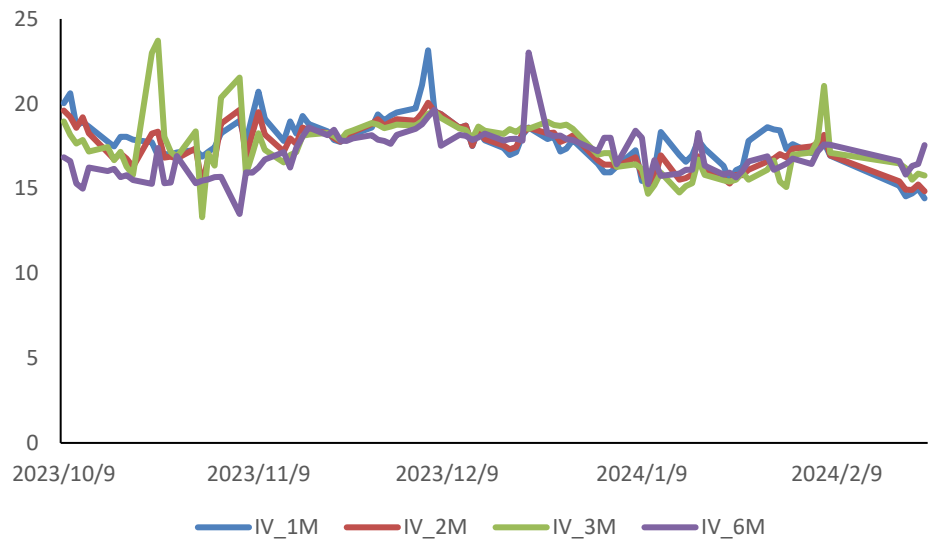
数据来源: wind, 兴证期货研发部

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

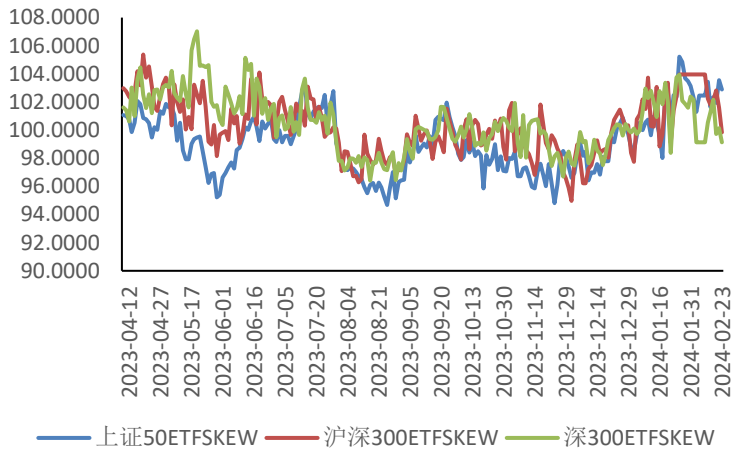


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

### 四、期权偏度

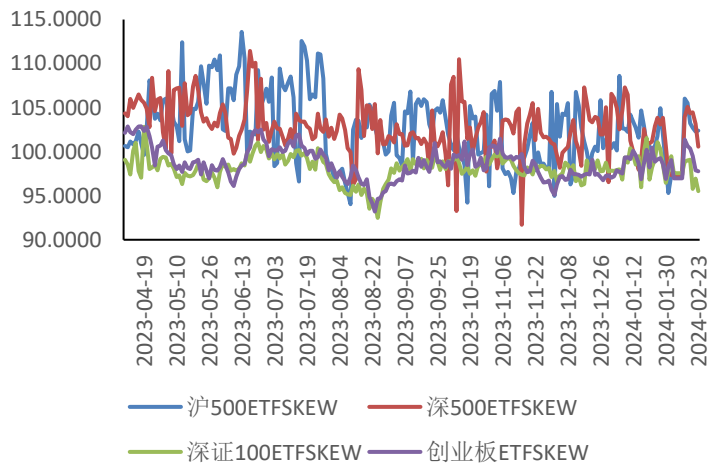
从金融期权的偏度指数分布来看，上证 50、沪深 300 股指期权偏度指数 skew 延续上升趋势，小幅高于 100。中证 500、中证 1000 期权偏度指数回升，其与上证 50、沪深 300 系列期权偏度指数剪刀差收敛。通常震荡上升行情中，偏度指数略高于 100，即看跌期权隐波溢价略高于看涨期权，当前 50ETF 期权偏斜结构与 2016 年大周期相似，在期权标的震荡上涨预期背景下，偏度指数趋于稳定。

图表 43：金融期权偏度（一）



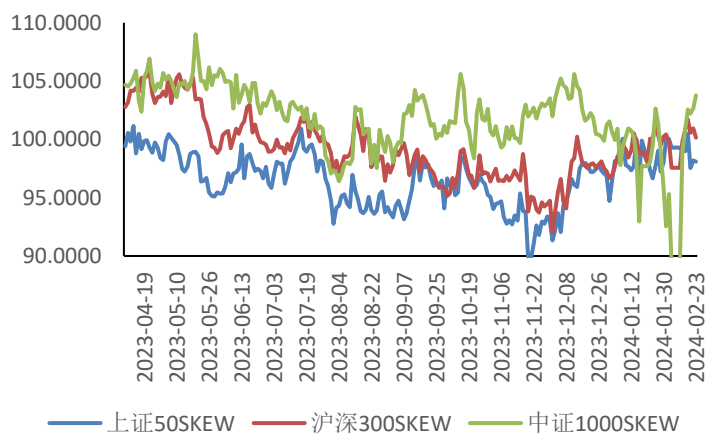
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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。