

## 指数承压，短空情绪回升，隐波反弹空间有限

兴证期货·研究咨询部  
金融研究团队

2024年4月22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

- 总量保持良好增速，地产投资延续弱势寻底。新“国九条”的发布，对红利资产形成较大利好，具备红利收益优势的资产或将是今年重要主线，具备战略配置价值。证监会制定发布《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》，将进一步优化基金证券交易佣金制度，降低基金投资者交易成本。资本市场大规模改革酝酿长期政策利好。短线来看，两融余额环比下降，沪股通净流出额增加，沪指冲高后短线回踩压力上升，短期保持谨慎观望为主，等待经济数据的进一步改善等更多利好驱动因素的出现。中期来看，流动性风险释放幅度小，助于推动A股中枢整体上移；在基本面改善与政策支撑背景下，指数本轮回踩下跌空间有限。长期来看，市场制度建设完善，政策兑现进一步夯实指数，宏观基本面支撑与估值支撑并存，短线回踩后或将重拾震荡上涨走势。

- 国外方面，3月美国就业与通胀数据坚挺，美联储官员释放降息推迟的观点，近期欧元兑美元呈贬值趋势，推动美元指数继续走强，以为科技股为主的成长风格大跌，美股弱势调整，外部市场短空情绪上扬，VIX恐慌指数上升。

- 金融期权各品种的成交量环比上升，标的指数下跌后涨，受新“国九条”政策预期影响，盘面大小风格分化，高红利、高股息风格走强，小微盘股风格走弱。上证50、沪深300系列期权成交PCR值低位运行，空头情绪较弱；中小创系列期权成交PCR值偏高，短空情绪偏高。结合指数基本面来看，预计期权成交量与成交PCR值上升空间有限，空头情绪释放空间有限，本轮回踩行情

中，下方支撑力度较强。波动率方面，从长周期来看，延续波动率重心下移的趋势，期间指数回踩，隐含波动率期间反弹，但持续时间与隐波反弹空间不足，上证 50、沪深 300 系列期权隐波位于历史偏低位。代表大小风格的 HO 期权与 MO 期权品种间隐波差收于 14 个百分点附近，处于较大数值区域。由于基本面复苏与制度建设、政策预期的强支撑，标的指数空头情绪释放空间有限，即使出现升波行情对期权隐波结构影响不大。波动率策略方面，逢回调关注卖出上证 50、沪深 300 系列的看跌期权。

- 主要金融期权品种的偏度指数 skew 普遍高于 100，偏斜结构稳定，指数大级别变盘概率较小。通常震荡行情中，偏度指数略高于 100，即看跌期权隐波溢价略高于看涨期权，这一点与股指期货大部分时间处于贴水的特征相似，当然期间如果偏度指数短线陡升需要关注短空情绪带来的认沽期权隐波溢价出现峰值。

- 商品期权方面，有色、贵金属期权多头情绪占主导，成交量环比上升，但是连续放量后，边际增速或将下降。其中，铜、铝期权成交 PCR 值低位，隐波重心上移；PTA 期权成交 PCR 与隐波维持低位，PTA 空头情绪一般，成本支撑效果强，震荡预期；黄金期权期间成交量随多头情绪大涨，但是黄金价格接连创历史新高后，成交量开始萎缩，多头情绪或将回归常态；豆粕期权隐波环比下降，趋于震荡预期。沪铜期权隐波重心上移，铜价多头情绪主导隐波上升。甲醇、PTA 隐波平稳，波动空间不大，隐波低位，强震荡预期。黄金期权隐含波动率连续升波后，并创下年内新高，白银期权隐波创下该品种上市以来最高值，当前贵金属期权极高的多头情绪，隐波溢价高位，金银比走低，后市或将出现情绪面盛极而衰的拐点，关注白银期权隐波回落的波动率策略机会。豆粕期权隐含波动率环比回落，震荡预期强化。

**风险因子：经济数据表现不佳、美联储超预期收紧信号、隐含波动率飙升**

## 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 2.33%，沪市 300ETF 变化 1.88%，沪市 500ETF 变化 0.69%，深市 300ETF 变化 1.92%、深市 500ETF 变化 0.75%，创业板 ETF 变化-0.47%，深证 100ETF 变化 1.25%，上证 50 指数变化 2.38%、沪深 300 变化 1.89%、中证 1000 指数变化-1.39%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 10.34、11.83、22.00、31.55、26.22，五年周期中对应的分位为 64.17%、30.71%、31.89%、23.62%、2.76%。

国内方面，中国一季度 GDP 同比增长 5.3%，预期增 4.9%，2023 年四季度增 5.2%。中国 3 月社会消费品零售总额同比增 3.1%，预期增 4.8%，1-2 月为增 5.5%。中国 1-3 月房地产开发投资同比下降 9.5%，预期降 9%，1-2 月为降 9%；1-3 月份，全国固定资产投资同比增长 4.5%，增速比 1—2 月份加快 0.3 个百分点。总量保持良好增速，地产投资延续弱势寻底。新“国九条”的发布，对红利资产形成较大利好，具备红利收益优势的资产或将是今年重要主线，具备战略配置价值。

证监会制定发布《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》自 2024 年 7 月 1 日起正式实施。《规定》共十九条，主要内容有四个方面：一是调降基金股票交易佣金费率；二是降低基金管理人证券交易佣金分配比例上限；三是全面强化基金管理人、证券公司相关合规内控要求；四是明确基金管理人层面交易佣金信息披露内容和要求。将进一步优化基金证券交易佣金制度，降低基金投资者交易成本，有利于引导证券基金经营机构进一步端正经营理念，专注提升投资者长期收益，提供更加优质的交易、研究和投资服务，促进形成良好的行业发展生态。进一步优化基金证券交易佣金制度，降低基金投资者交易成本，引导证券基金经营机构进一步端正经营理念，专注提升投资者长期收益。资本市场大规模改革酝酿长期政策利好。

短线来看，两融余额环比下降，沪股通净流出额增加，沪指冲高后短线回踩压力上升,短期保持谨慎观望为主，等待经济数据的进一步改善等更多利好驱动因素的出现。中期来看，流动性风险释放幅度小，助于推动 A 股中枢整体上移；在基本面改善与政策支撑背景下，指数本轮回踩下跌空间有限。长期来看，市场制度建设完善，政策兑现进一步夯实指数，宏观基本面支撑与估值支撑并存，短线回踩后或将重拾震荡上涨走势。

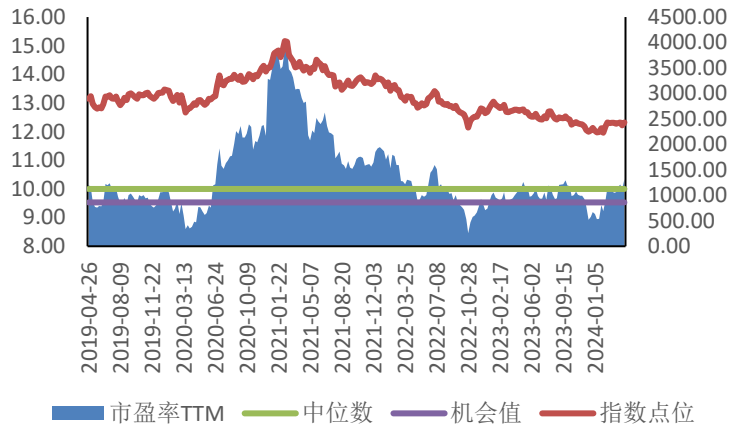
国外方面，3 月美国就业与通胀数据坚挺，美联储官员释放降息推迟的观点，近期欧元兑美元呈贬值趋势，推动美元指数继续走强，以为科技股为主的成长风

格大跌，美股弱势调整，外部市场短空情绪上扬，VIX 恐慌指数上升。

## 2.商品行情回顾

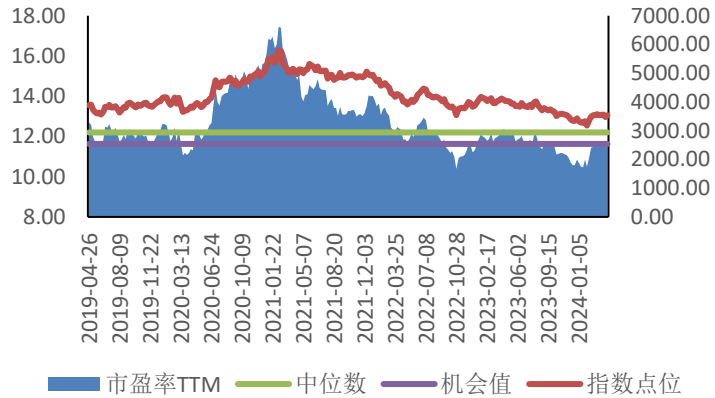
前一周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为 3.20%、-1.86%；甲醇、PTA 周度涨跌幅分别为 2.63%、0.07%；豆粕、黄金活跃合约周度涨跌幅为 0.84%、-0.39%。上一周铜铝价格分化，铜价延续上涨；甲醇价格上涨，PTA 价格窄幅震荡；贵金属价格高位震荡，成交量下降；豆粕窄幅震荡。

图 1：上证 50 指数估值（市盈率）



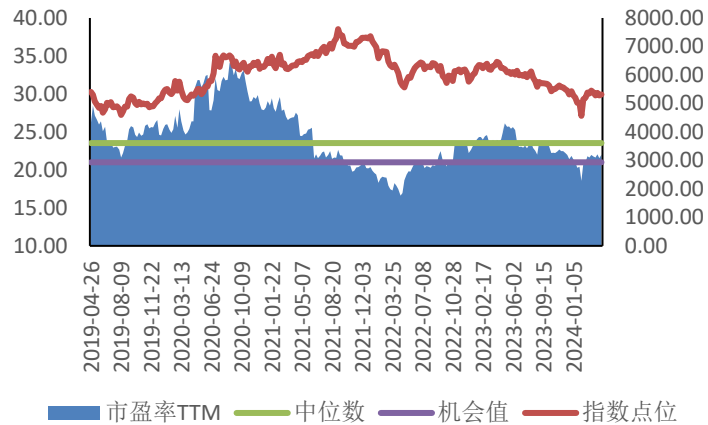
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 2：沪深 300 指数估值（市盈率）



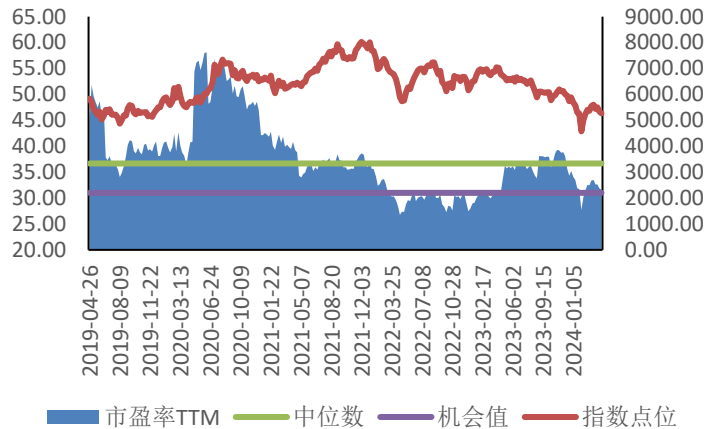
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 3: 中证 500 指数估值 (市盈率)



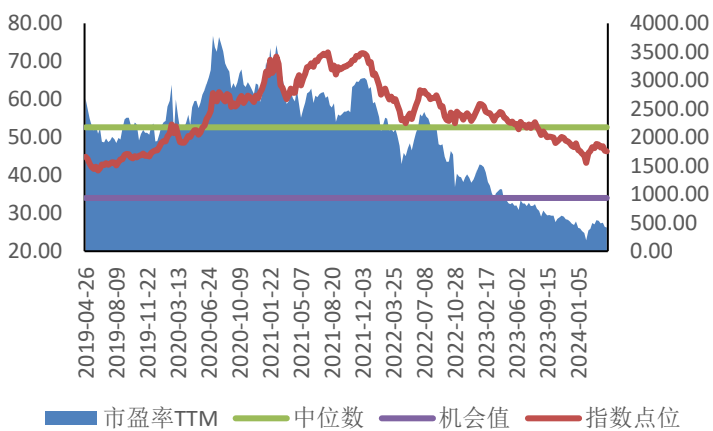
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率)



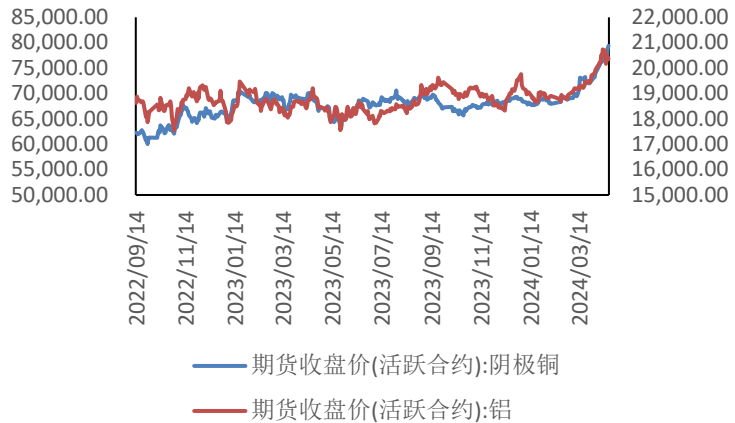
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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）

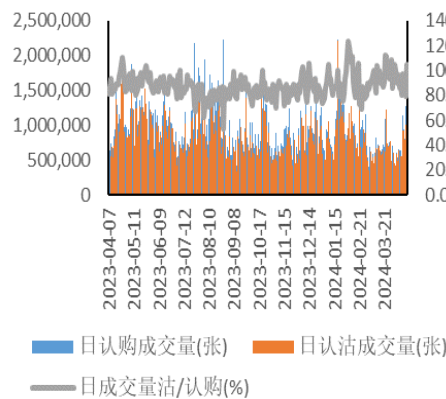
### 1.金融期权

上一周金融期权各品种的成交量环比上升，标的指数下跌后涨，受新“国九条”政策预期影响，盘面大小风格分化，高红利、高股息风格走强，小微盘股风格走弱，空头情绪在两中风格中分化。上证 50、沪深 300 系列期权成交 PCR 值低位运行，空头情绪较弱；中小创系列期权成交 PCR 值偏高，短空情绪偏高。结合指数基本面来看，预计期权成交量与成交 PCR 值上升空间有限，空头情绪释放空间有限，本轮回踩行情中，下方支撑力度较强。

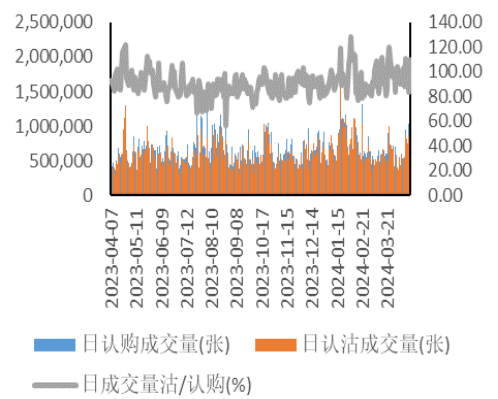
### 2.商品期权

商品期权方面，有色、贵金属期权多头情绪占主导，成交量环比上升，但是连续放量后，边际增速或将下降。其中，铜、铝期权成交 PCR 值低位，隐波重心上移；PTA 期权成交 PCR 与隐波维持低位，PTA 空头情绪一般，成本支撑效果强，震荡预期；黄金期权期间成交量随多头情绪大涨，但是黄金价格接连创历史新高后，成交量开始萎缩，多头情绪或将回归常态；豆粕期权隐波环比下降，趋于震荡预期。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

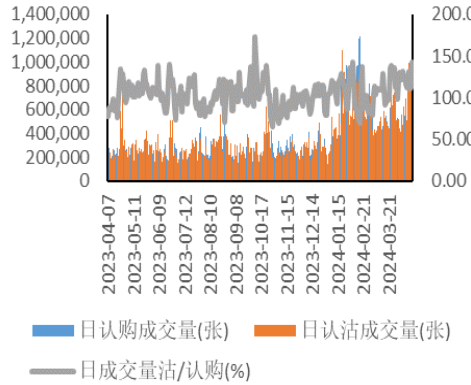


图表 10: 300ETF（沪）期权 PCR

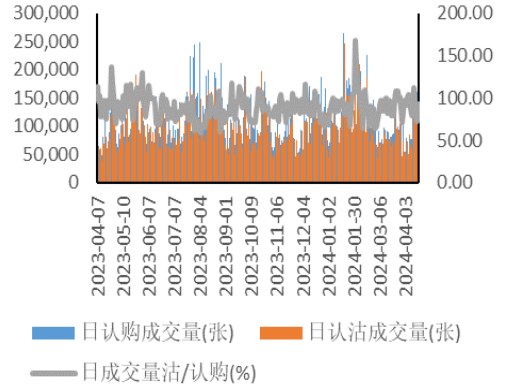


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

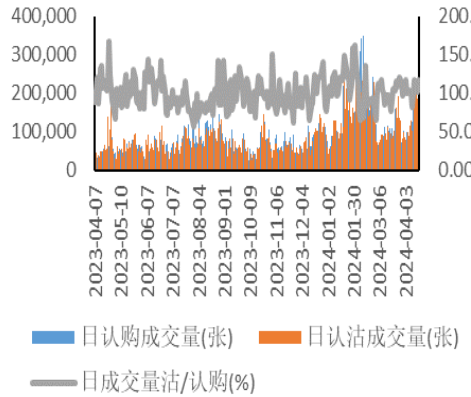


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

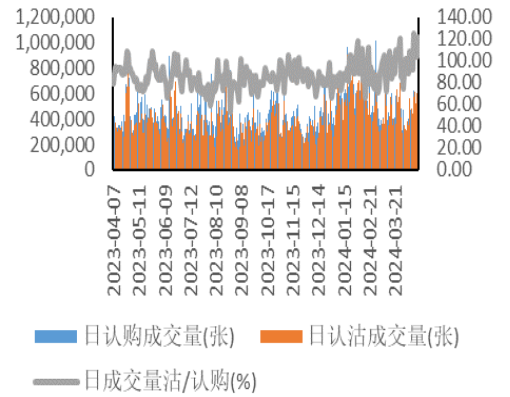


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

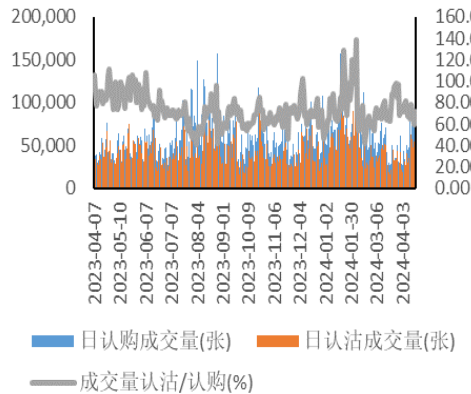


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

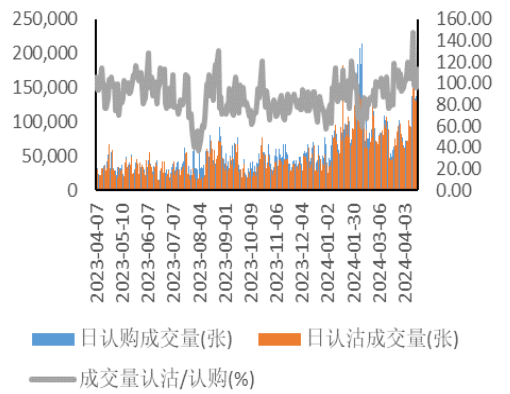


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR



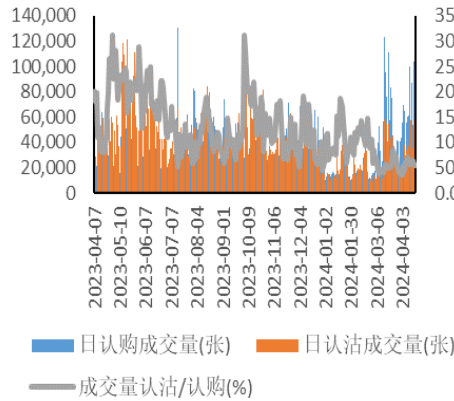
图表 16: 中证 1000 期权 PCR



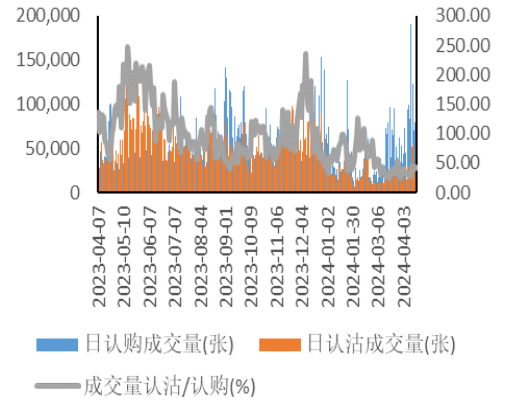
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部



图表 17: 沪铜期权 PCR

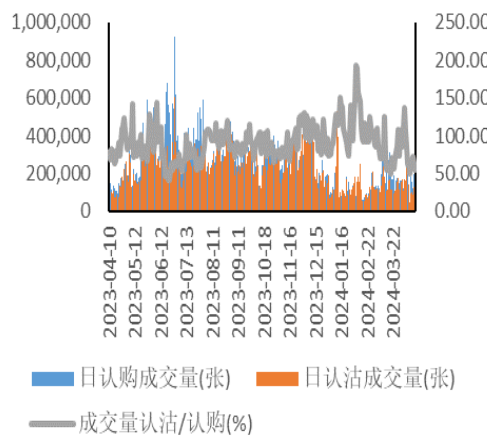


图表 18: 沪铝期权 PCR

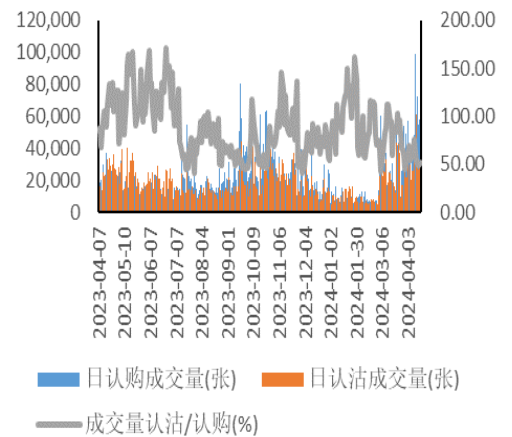


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 19: 甲醇期权 PCR

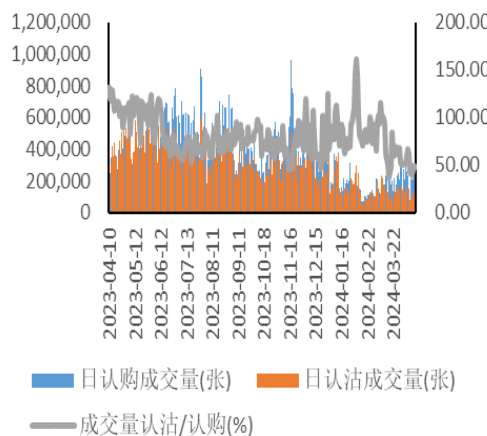


图表 20: 沪金期权 PCR

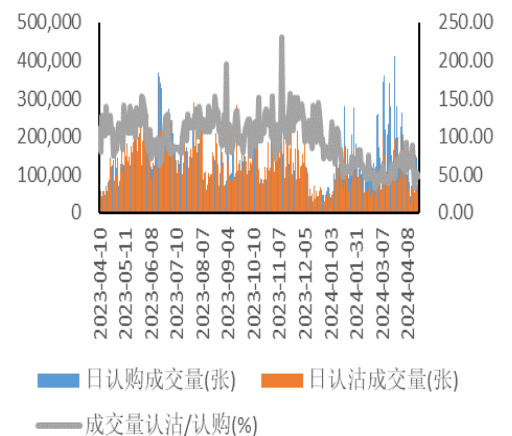


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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

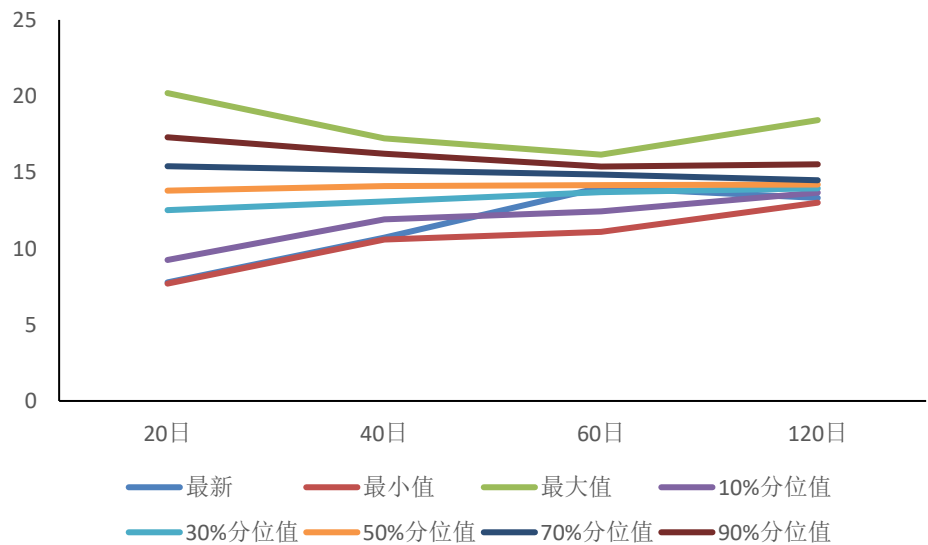
#### 1.金融期权

波动率方面，从长周期来看，延续波动率重心下移的趋势，期间指数回踩，隐含波动率期间反弹，但持续时间与隐波反弹空间不足，上证 50、沪深 300 系列期权隐波位于历史偏低位。代表大小风格的 HO 期权与 MO 期权品种间隐波差收于 14 个百分点附近，处于较大数值区域。由于基本面复苏与制度建设、政策预期的强支撑，标的指数空头情绪释放空间有限，即使出现升波行情对期权隐波结构影响不大。波动率策略方面，逢回调关注卖出上证 50、沪深 300 系列的看跌期权。

#### 2.商品期权

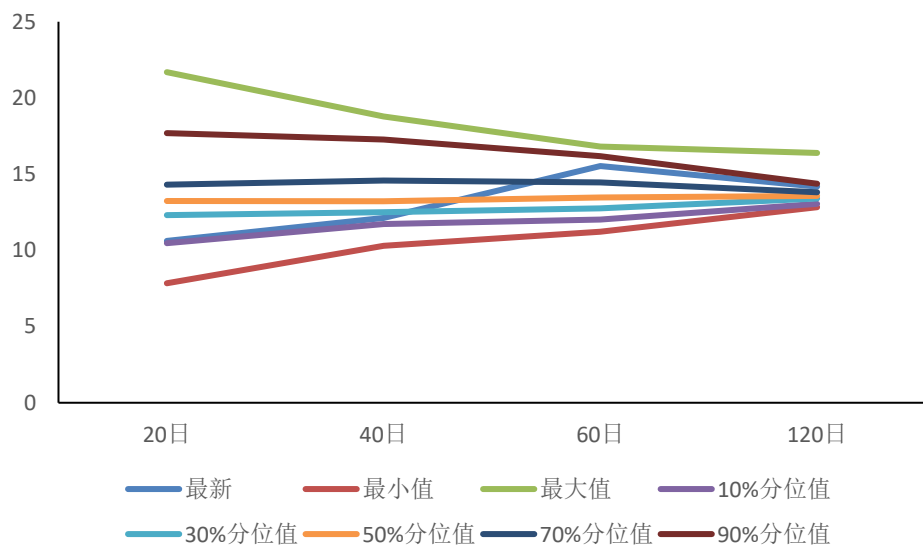
商品期权方面，沪铜期权隐波重心上移，铜价多头情绪主导隐波上升。甲醇、PTA 隐波平稳，波动空间不大，隐波低位，强震荡预期。黄金期权隐含波动率连续升波后，并创下年内新高，白银期权隐波创下该品种上市以来最高值，当前贵金属期权极高的多头情绪，隐波溢价高位，金银比走低，后市或将出现情绪面盛极而衰的拐点，关注白银期权隐波回落的波动率策略机会。豆粕期权隐含波动率环比回落，震荡预期强化。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



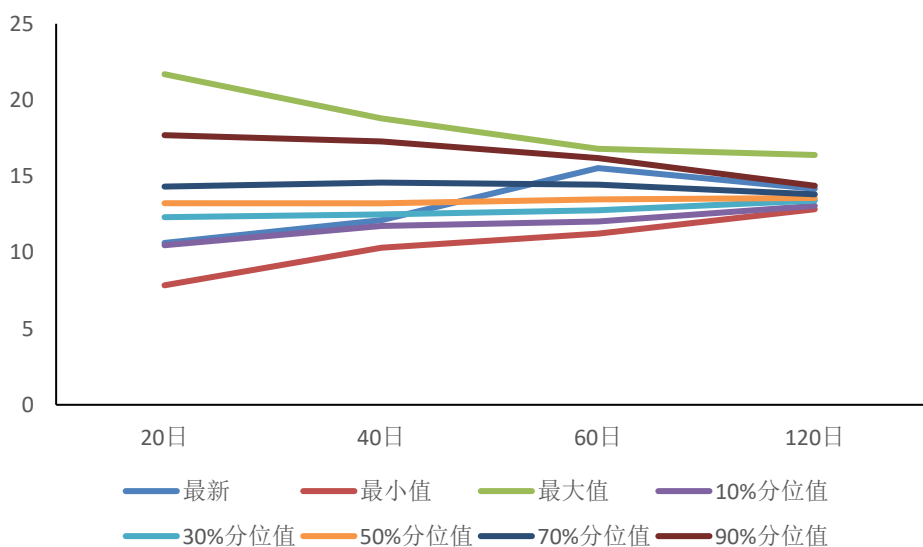
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



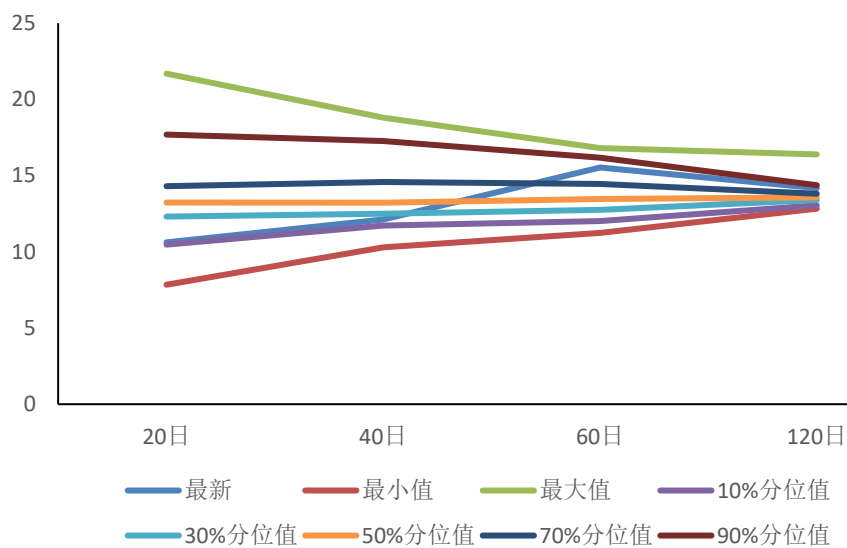
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



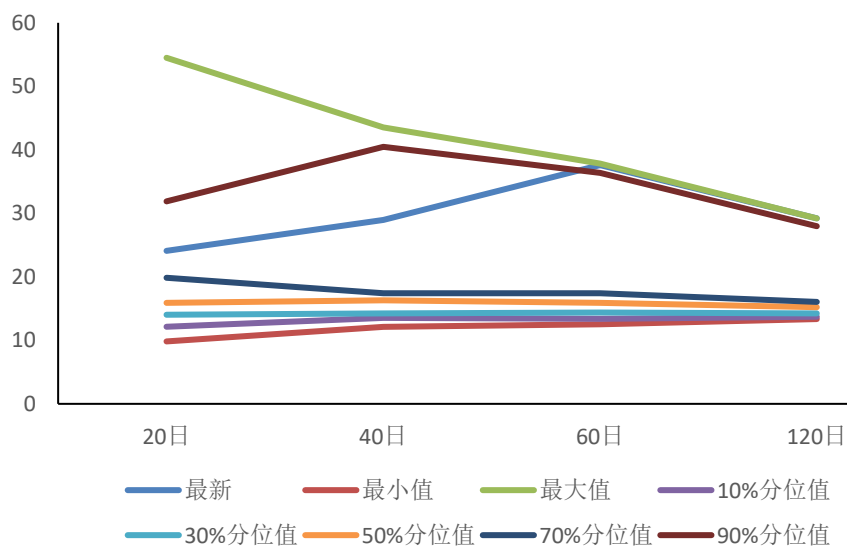
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



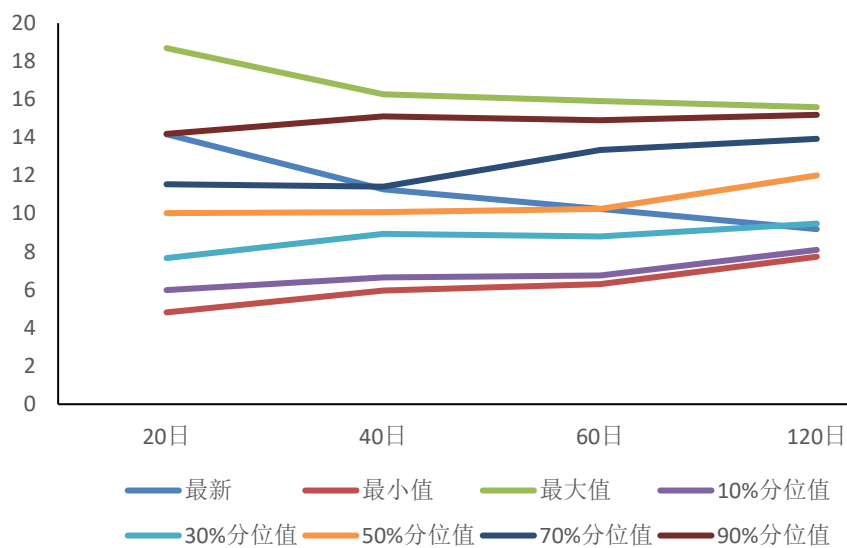
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



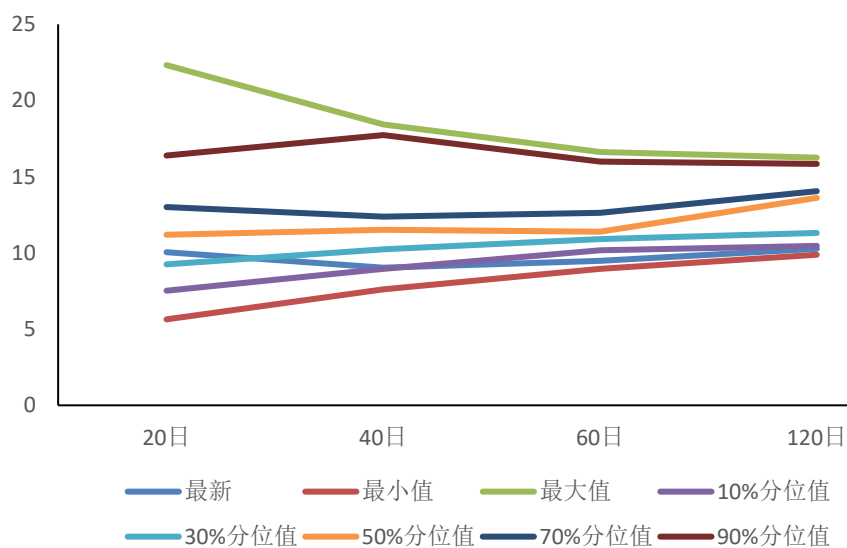
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 28：沪铜历史波动率锥



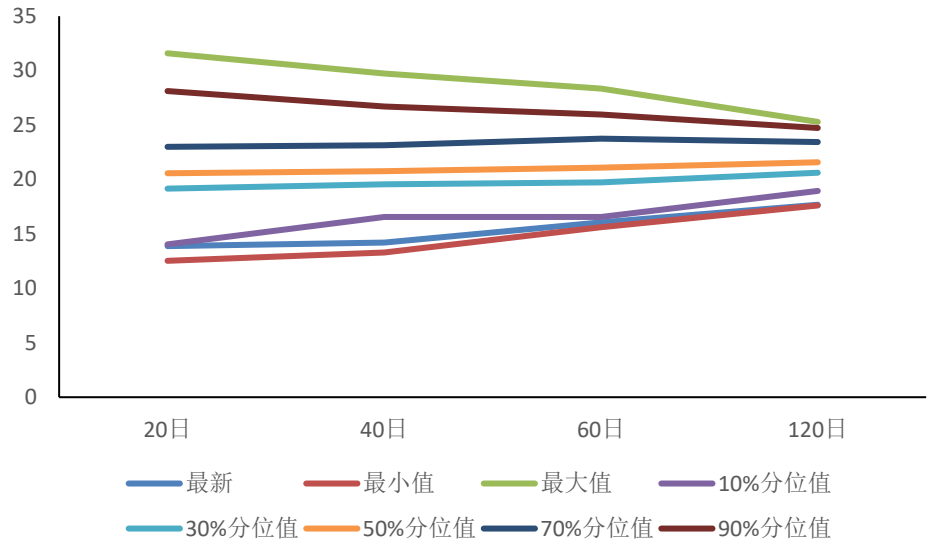
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 29：沪铝历史波动率锥



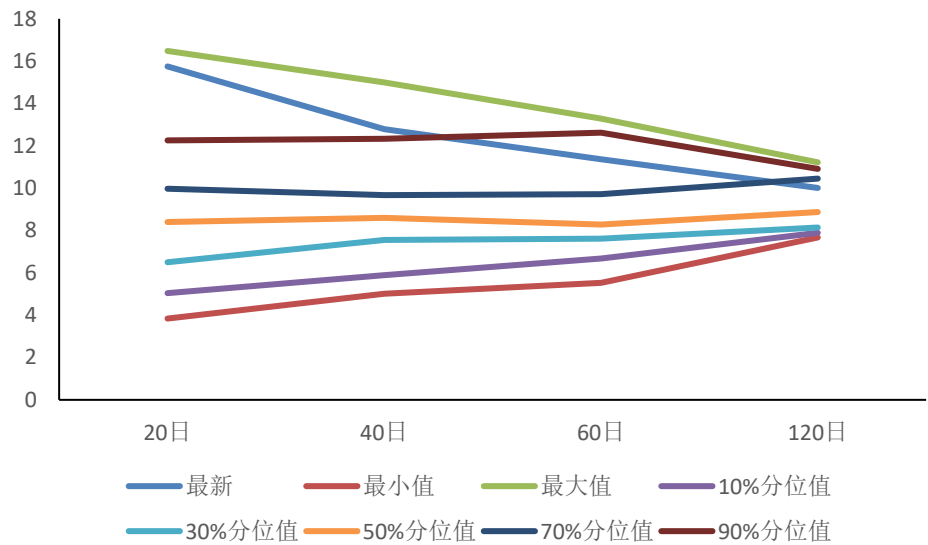
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 30：甲醇历史波动率锥



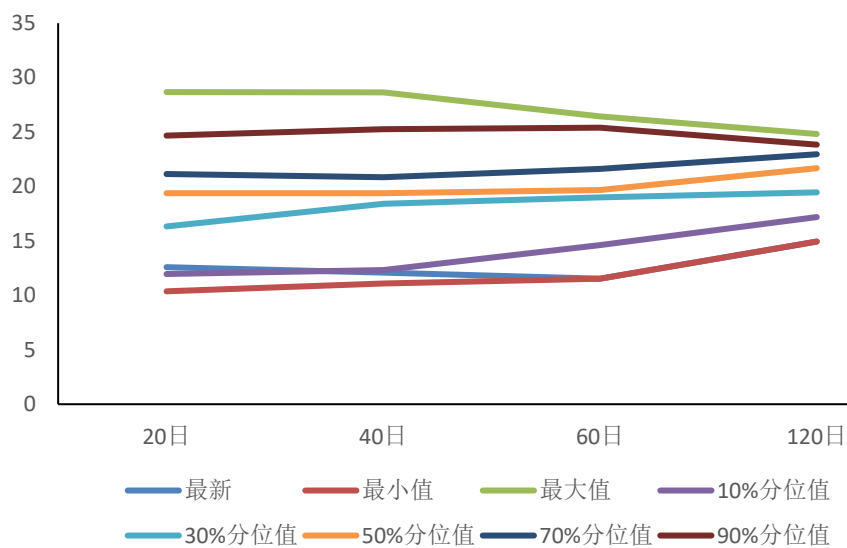
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31：沪金历史波动率锥



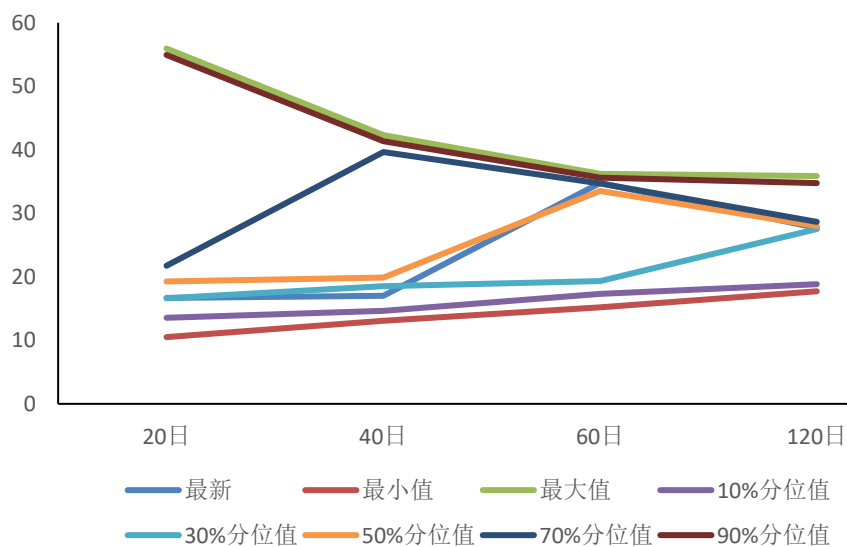
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31: PTA 历史波动率锥



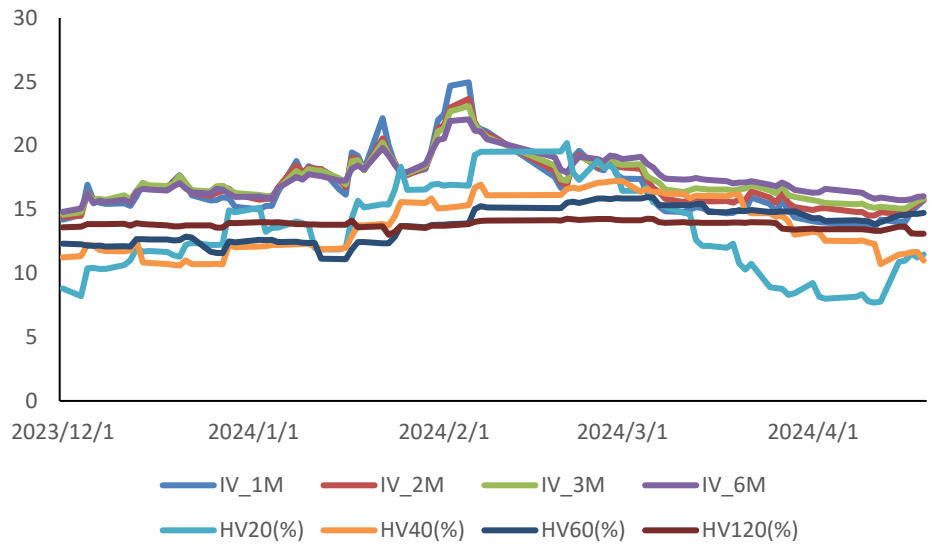
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 32: 豆粕历史波动率锥



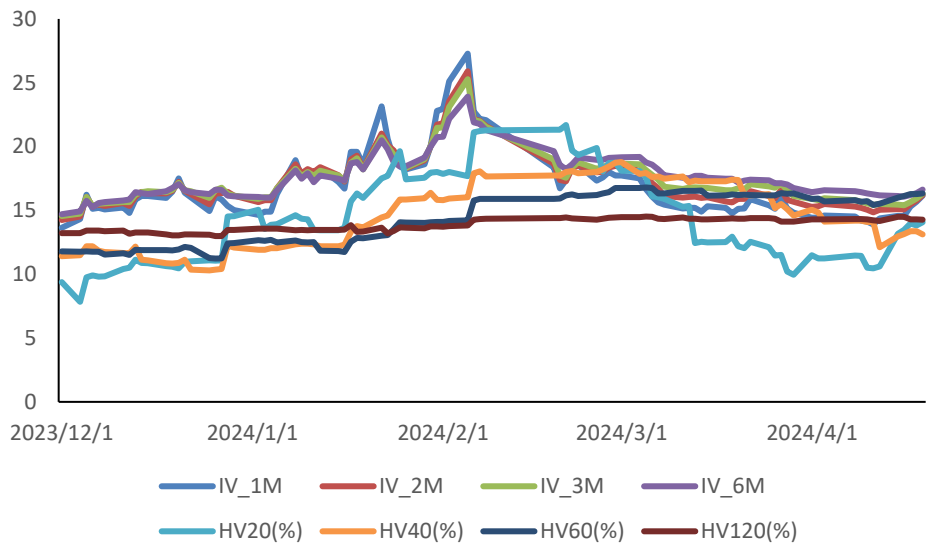
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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

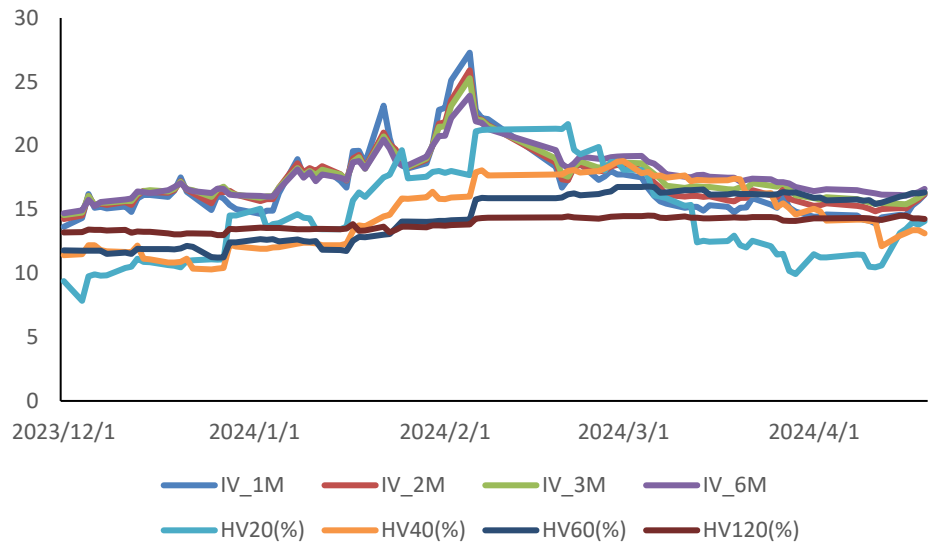
图表 34: 300ETF 期权 (沪) 隐含波动率走势



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

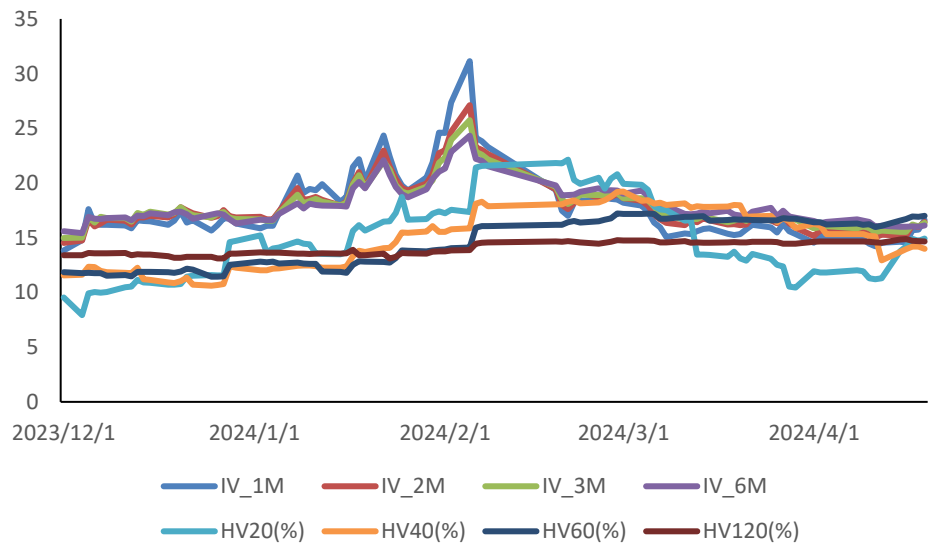


图表 35: 300ETF 期权 (深) 隐含波动率走势



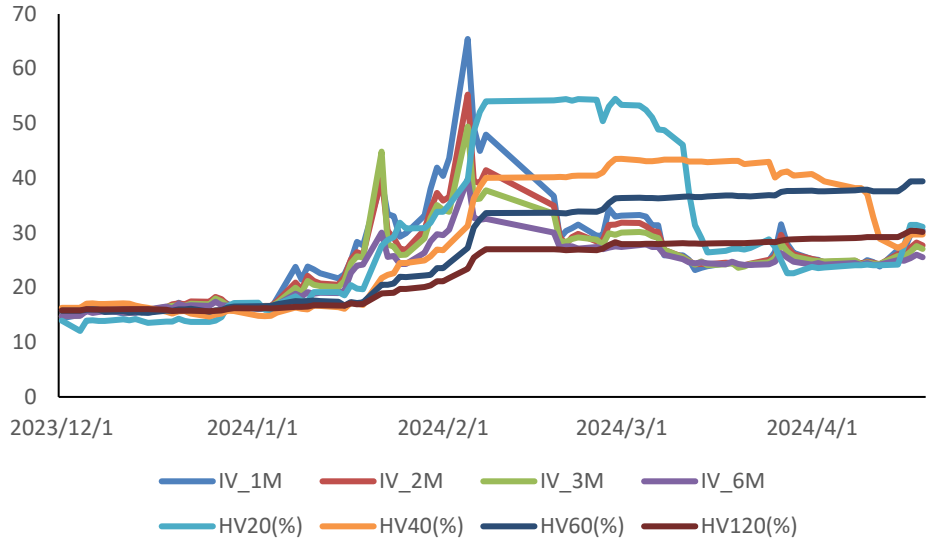
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



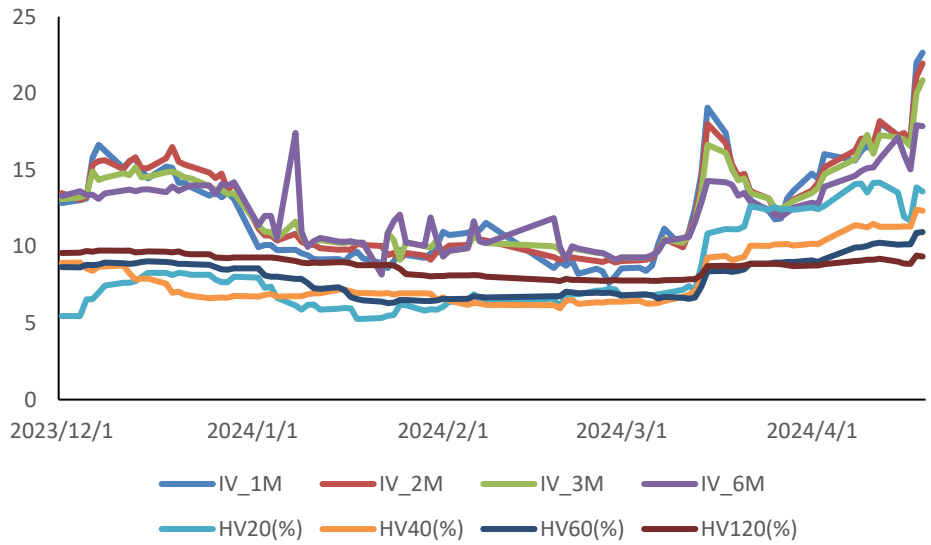
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



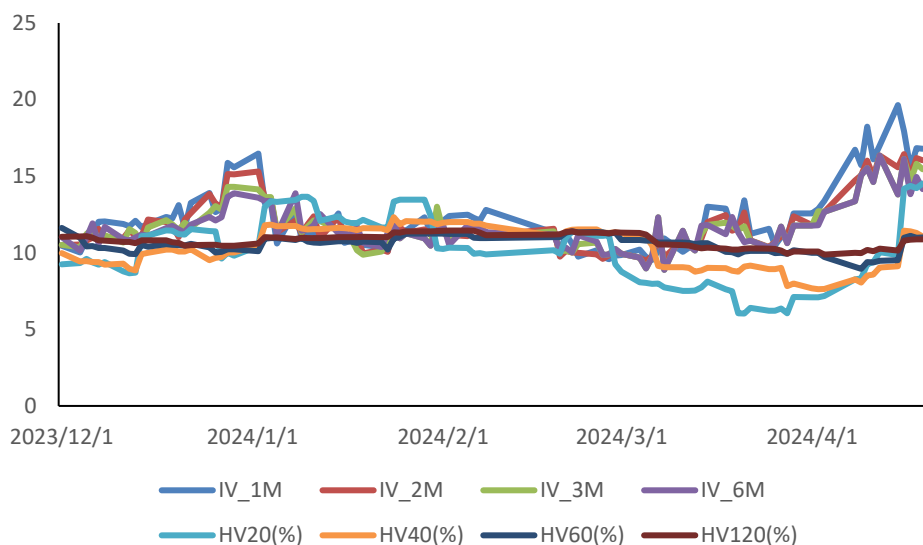
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



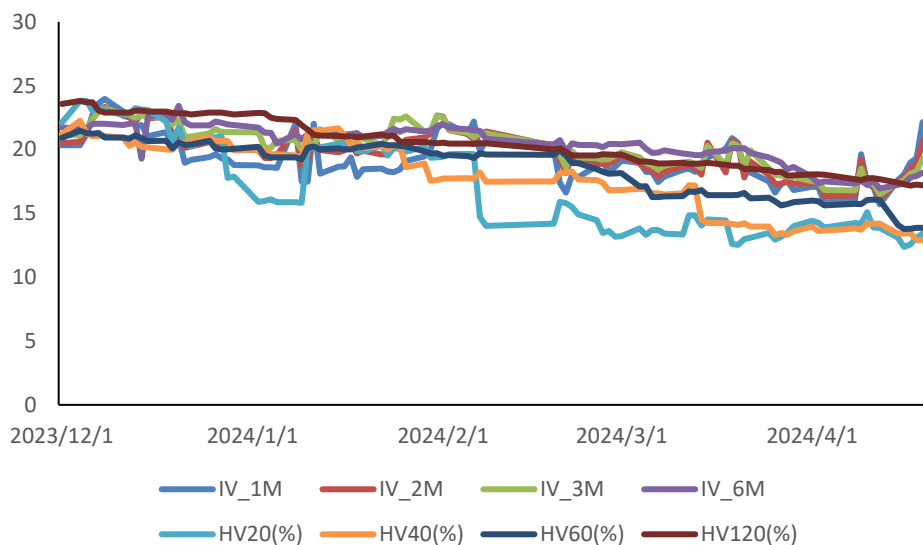
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



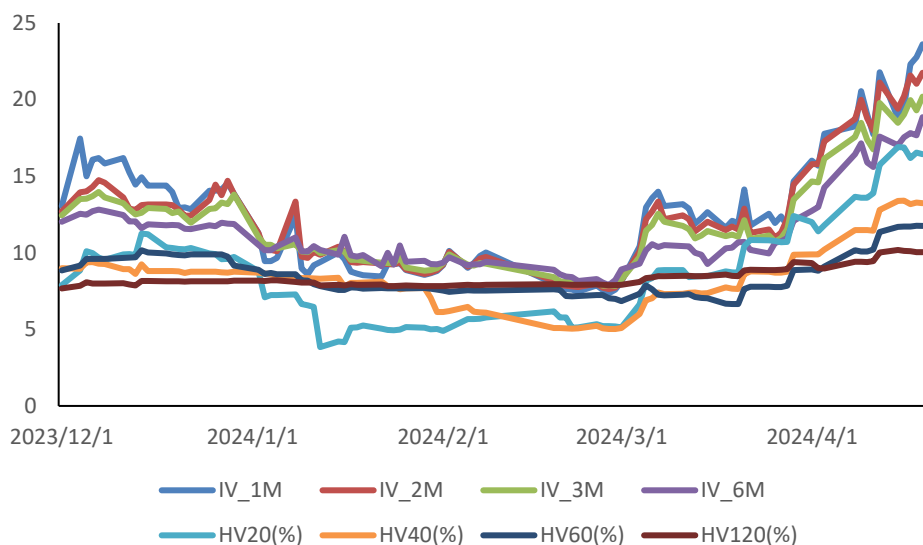
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



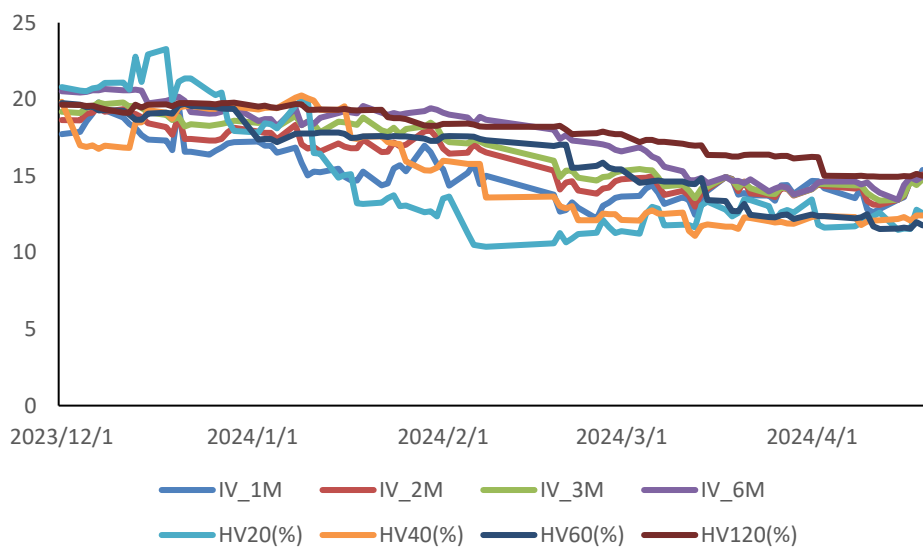
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 41: 沪金期权隐含波动率走势



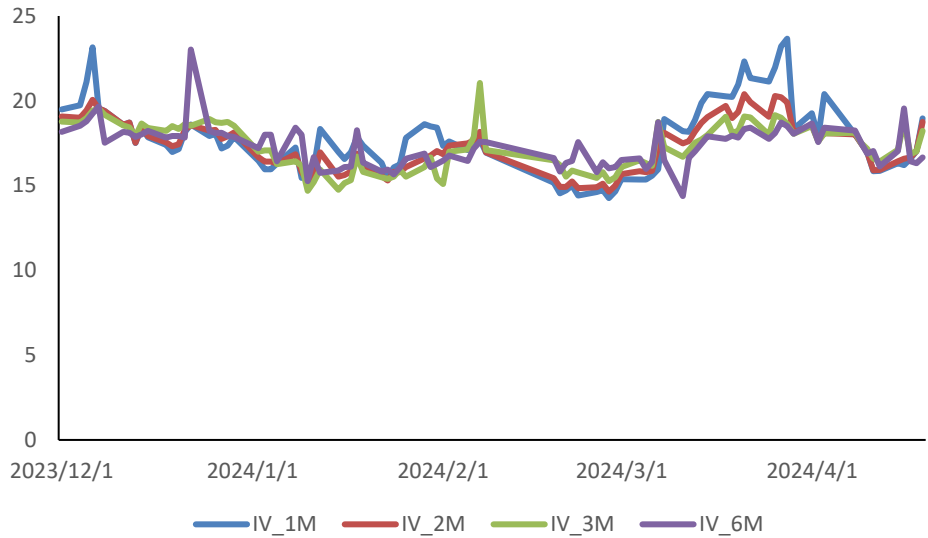
数据来源: wind, 兴证期货研发部

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

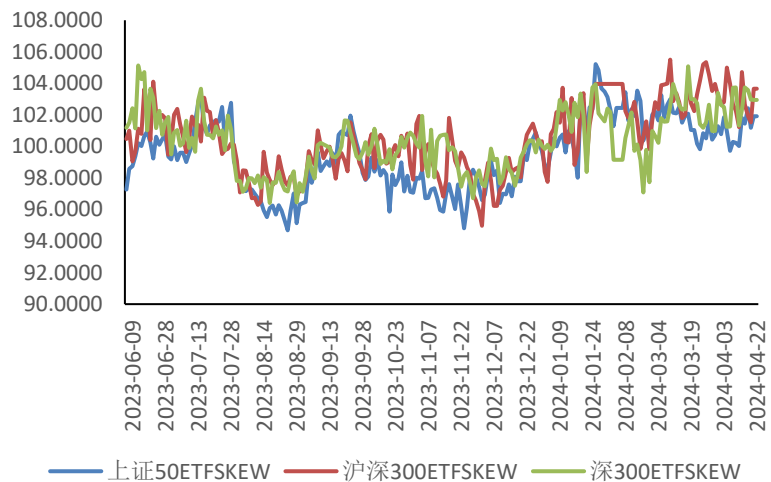


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

#### 四、期权偏度

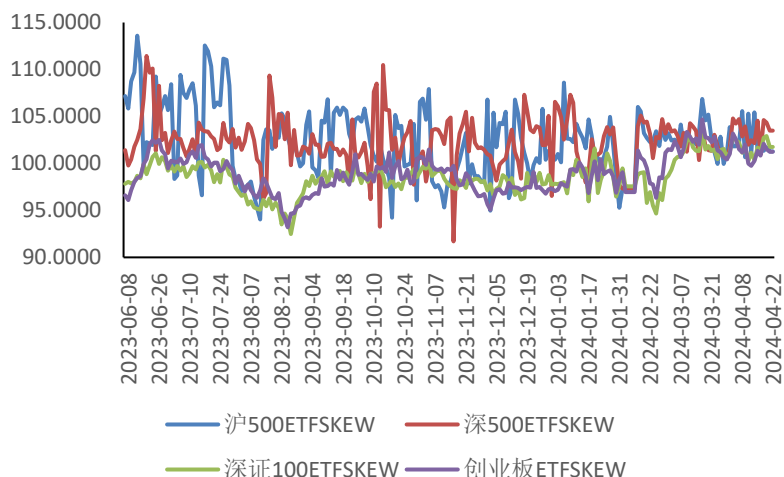
从金融期权的偏度指数分布来看, 主要金融期权品种的偏度指数 skew 普遍高于 100, 偏斜结构稳定, 指数大级别变盘概率较小。通常震荡行情中, 偏度指数略高于 100, 即看跌期权隐波溢价略高于看涨期权, 这一点与股指期货大部分时间处于贴水的特征相似, 当然期间如果偏度指数短线陡升需要关注短空情绪带来的认沽期权隐波溢价出现峰值。

图表 43: 金融期权偏度 (一)



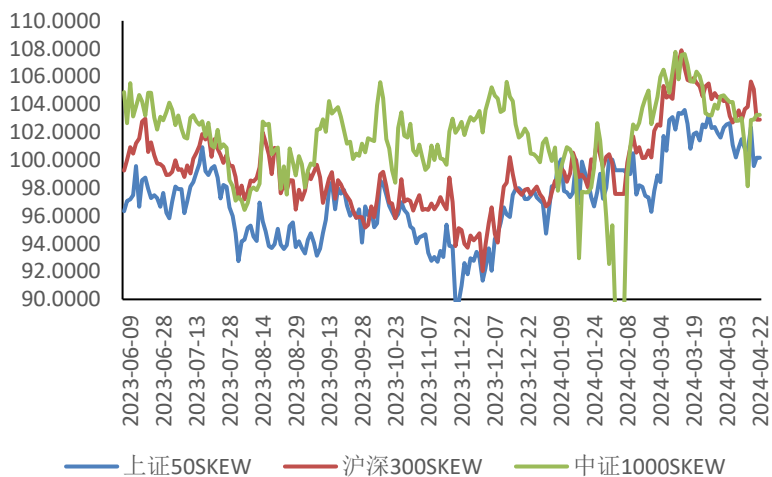
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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。