

## 期权偏度极端化,小盘风格股指调整压力加剧

2024年11月14日 星期四

兴证期货·研究咨询部

### 内容提要

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

zhoulc@xzfutures.com

随着近期美国总统大选、美联储议息会议以及人大常委会公布化债政策等重磅事件落地,股指成交与期权隐含波动率回落,事件与政策带来的情绪刺激边际弱化。上证50、沪深300与中证500、中证1000四个指数对应的大小风格剪刀差达到近期极大值,特别是中证1000指数期权偏度指数达到历史极高值区域,隐波曲面显示看跌与看涨期权的隐波偏斜严重,近期指数震荡上涨与隐波回落相背离,持续走高的偏度指数反映看跌情绪积聚,沪深两市或将迎来大小风格切换的行情,小盘股风格回落需求上升,与大盘蓝筹风格的剪刀差有望收敛。

## 报告目录

1. 重磅事件落地，情绪脉冲末端.....	3
2. 指数情绪脉冲末端，成交回落.....	4
3. 期权隐波回落，偏度指数回归需求较大.....	7
4. 总结与展望.....	8

## 图表目录

图表 1 特朗普媒体科技集团走势.....	3
图表 2 美元指数.....	3
图表 3 美联储利率观察器.....	4
图表 4 美联储 12 月单月利率变化概率.....	5
图表 5 股指成交量三段脉冲行情.....	6
图表 6 国庆以来股指剪刀差走阔.....	6
图表 7 股指期权隐含波动率脉冲末端.....	7
图表 8 股指期权偏度指数.....	7
图表 9 MO 股指期权隐波曲面.....	8

## 1. 重磅事件落地，情绪脉冲末端

### (1) 美国总统大选落地，“特朗普交易”强美预期

上周 11 月 6 日，美国总统大选落地，特朗普当选总统，根据特朗普竞选时的政策主张以及上一任期提振经济的举措，市场赋予了较强的美国经济增速上行以及通胀回升的预期，早在大选之前，市场就已经在酝酿“特朗普交易”，从 10 月开始，特朗普媒体科技集团以及美元指数持续走高，大选落地当天，二者均快速冲高，截止到 11 月 13 日盘中，特朗普媒体科技集团虽然有所回落，但仍处于 10 月以来的偏高位置。美元指数则是在强美国经济预期中持续走高。从短期来看，“特朗普交易”带来的情绪面边际回落。

图表 1 特朗普媒体科技集团走势



图表 2 美元指数



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

### (2) 美联储 11 月如期降息，但减缓了后市降息进度

11 月 8 日，美联储宣布降息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间下调至 4.5%-4.75%，为年内第二次降息，符合市场预期。美联储 FOMC 与鲍威尔的发言释放了减缓美联储降息进度的预期，并预期美国经济足够强劲，不急于将利率下调至中性水平。具体内容如下：

#### 一、美联储 FOMC 声明要点

① 美联储宣布降息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间下调至 4.5%-4.75%，为年内第二次降息，符合市场预期。

② 目标面临的风险仍“大致平衡”；劳动力市场状况“总体上有所缓和”；维持缩表规模不变。

③ 美联储 FOMC 声明中未提及对通胀可持续性向 2% 目标迈进的信心有所增强。

④美联储利率决议后，美国利率期货价格反映出 12 月份将再降 25 个基点的预期。

二、美联储主席鲍威尔讲话要点

①利率决议方面，美联储并不急于达到中性利率，美联储可以更慢或更快地调整政策限制；加息并非美联储的计划。货币政策的步伐和目标可能会发生变化。不希望提供过多的前瞻性指引。

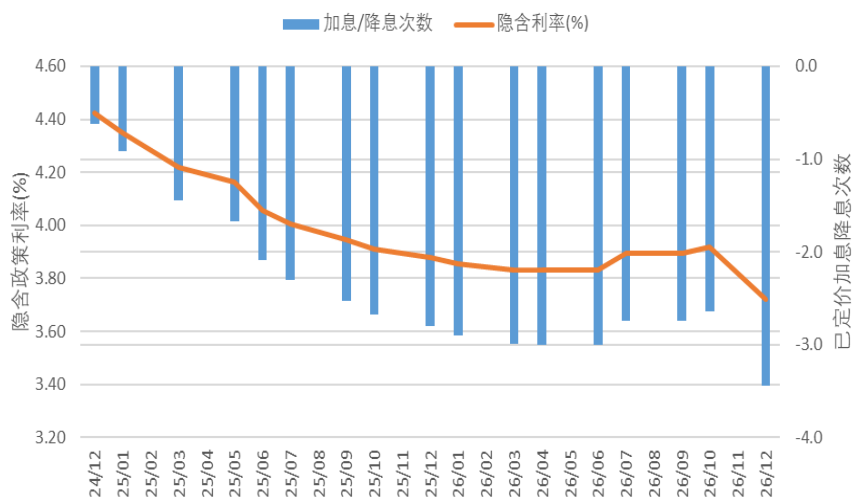
②通胀方面，继续对通过调整政策立场，通胀将持续下降至 2% 保持信心。高通胀已大幅缓解，劳动力市场依然稳健。

③经济方面，整体经济表现强劲，对经济活动的整体情况感到乐观；认为明年经济可能会比今年更强劲。经济面临的一些下行风险已经减弱。

④财政政策方面，美国的财政路径不可持续。目前美联储并未对潜在的财政政策变化进行建模。

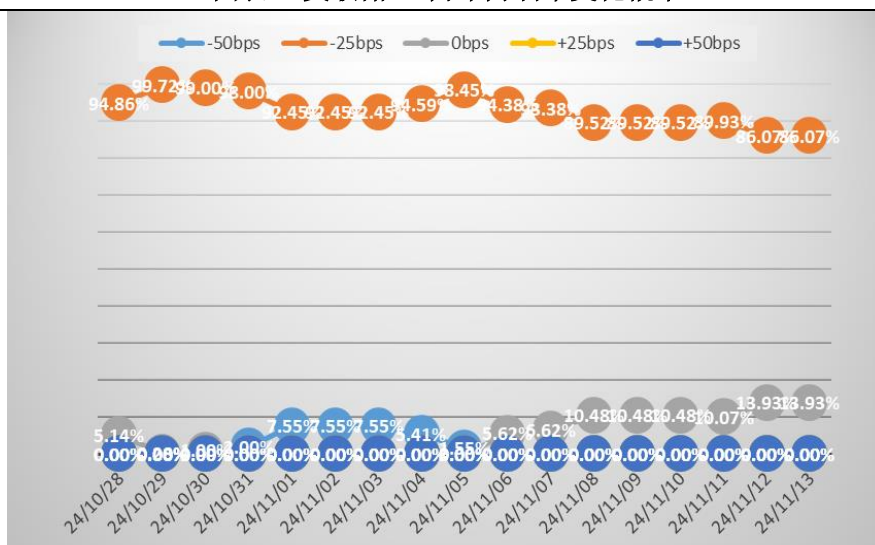
继美总统大选以及美联储议息会议落地之后，市场更倾向于交易强美国经济、强美元逻辑，截止 11 月 12 日，利率观察器显示到 2025 年 12 月，隐含利率数值为 3.88%，相比 10 月底的 3.5%，隐含利率显著走高。且 12 月利率预期中，单月不降息的概率上升至 14%，此前不降息概率接近 0。综合来看，美国经济上行预期强化，美联储降息预期走低，美元指数、美债收益率走高，叠加美国新总统的政策转变，将影响国内政策节奏。

图表 3 美联储利率观察器



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 4 美联储 12 月单月利率变化概率



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

(3) 国内化债政策落地，情绪面回归

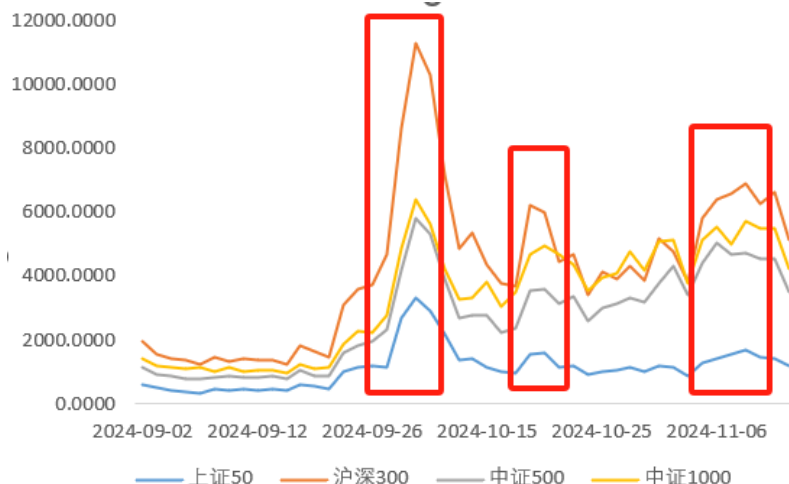
11月8日，十四届全国人大常委会表决通过了《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》。此次化债方案力度空前，总规模 10 万亿：1、增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，2024-2026 年每年 2 万亿元；2、从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。10 万亿的总量符合了之前小作文的预期，然而从结构上来看，之前小作文预期 4 万亿是用于保障房收储的，助力于楼市止跌的，并非纯粹的化债，所以从这个角度看，是不及预期的。随着化债政策落地，市场积聚的情绪出清，股指回归震荡走势。

## 2. 指数情绪脉冲末端，成交回落

自 9 月 24 国常会组合政策输出以来，股指走出了共三段脉冲行情，体现在指数与成交共升的局面。第一段脉冲行情中的峰值出现在 10 月 8 日，上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 的成交额分别为 3222 亿、11303 亿、5793 亿、6375 亿元；第二段成交峰值出现在 10 月 18 日，四个指数成交额分别为 1558 亿、6207 亿、3521 亿、4680 亿；第三段成交峰值出现在 11 月 8 日，四个指数成交额分别为 1678 亿、6884 亿、4700 亿、5707 亿。三次成交脉冲均对应国内重磅会议窗口期。11 月以来，中证 500 与中证 1000 成交活跃度显著上升，小盘股风格走强，国庆节后至今，中证 500 与中证 1000 整体表现优于上证 50 与沪深 300，大小风格之间的剪刀差处于本轮行情的阶段高位，伴随着本次成交脉冲末端，成交量相应回落，市场或将继续演绎结

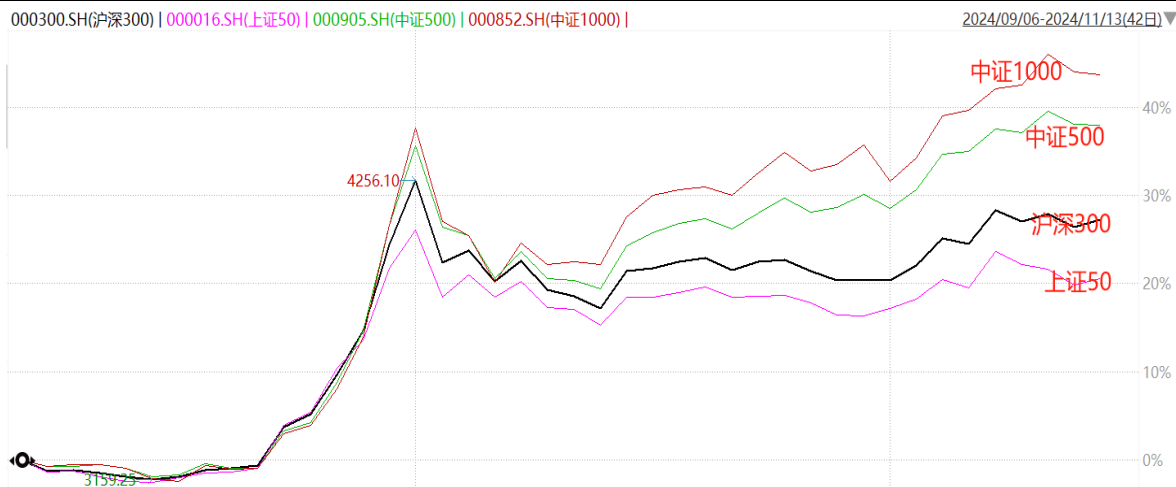
构行情，但大小风格间或将发生切换，即上证 50、沪深 300 与中证 500、中证 1000 指数之间的剪刀差将收敛。

图表 5 股指成交量三段脉冲行情



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 6 国庆以来股指剪刀差走阔



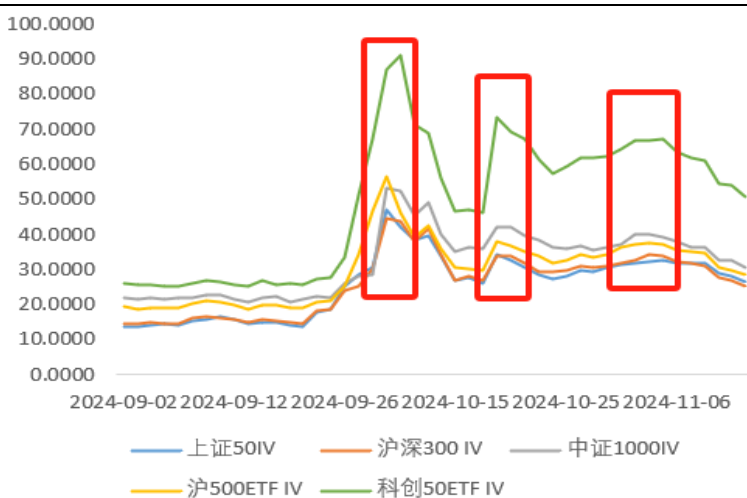
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

### 3. 期权隐波回落，偏度指数回归需求较大

与指数成交脉冲相似，股指期权隐含波动率也在同一放量时间段走出隐波脉冲行情，上周多个重磅事件落地后，隐波快速回落，多空情绪面均走低，通常隐含波动率具有一定的前瞻性，市场对于后市一个月的波动预期更倾向于区间震荡，伴随着实际波动率收窄。从 9 月底至今的三段隐波脉冲行情，每一波的升波力度边际衰竭，政策或者重磅事件对于指数隐波的刺激效果趋于弱化。即使接下来高层再度释放利好政策，只要不是大超预期的政策刺激，对期权隐波的影响也十分有限，隐波重心下移将成为常态。

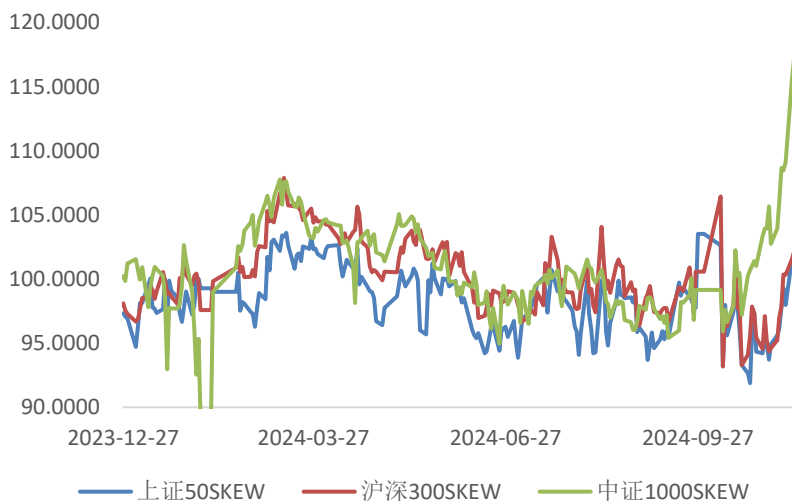
此外，隐波偏度指数方面，截止 13 日收盘，上证 50 与沪深 300 期权的 skew 偏度指数相对中性，分别为 100.5、102.4，位于 100 附近；但是中证 1000 股指期货期权偏度指数达到 115.4，远超 100，即虚值看跌期权隐波大幅高于同一虚值幅度的看涨期权隐波，从中证 1000 股指期货期权的隐波曲面结构也可以看出，近期看跌与看涨期权隐波的偏斜非常严重。一方面是近期震荡走高的中证 1000 指数，另一方面是不断积聚看跌情绪导致看跌隐波高于看涨期权，这种隐波与走势背离的行情，通常反映出指数进一步上攻的空间有限，有回落调整的需求。相比之下，上证 50 与沪深 300 震荡上涨的概率更大。综合来看，上证 50、沪深 300 与中证 500、中证 1000 之间的剪刀差收敛或将开启，关注大小风格之间的套利机会或者期权波动率交易机会。

图表 7 股指期货期权隐含波动率脉冲末端



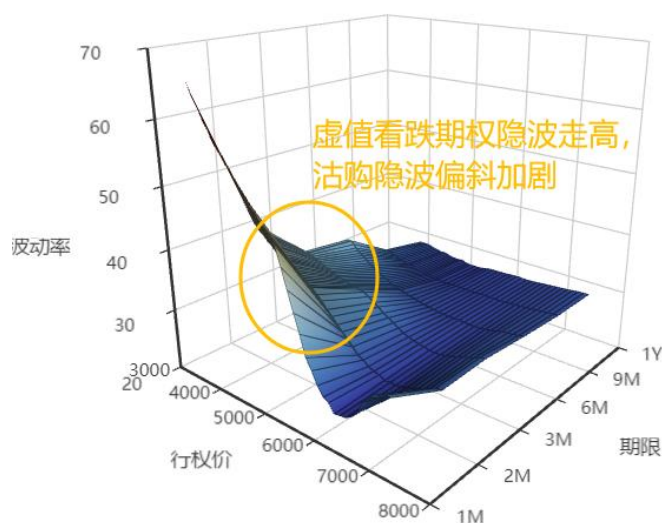
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 8 股指期货期权偏度指数



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 9 MO 股指期权隐波曲面



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

## 4. 总结与展望

随着近期美国总统大选、美联储议息会议以及人大常委会公布化债政策等重磅事件落地，股指成交与期权隐含波动率回落，事件与政策带来的情绪刺激边际弱化。上证 50、沪深 300 与中证 500、中证 1000 四个指数对应的大小风格剪刀差达到近期极大值，特别是中证 1000 指数期权偏度指数达到历史极高值区域，隐波曲面显示看跌与看涨期权的隐波偏斜严重，近期指数震荡上涨与隐波回落相背离，持续走高的偏度指数反映看跌情绪积聚，沪深两市或将迎来大小风格切换的行情，小盘股风格回落需求上升，与大盘蓝筹风格的剪刀差有望收敛。



### 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。本报告清晰准确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。