

# 金融期权震荡上涨，商品期权基本面分化

## ——2024 期权年报

2023 年 12 月 22 日 星期五

兴证期货.研究咨询部

金融研究团队

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

邮箱: zhoulc@xzfutures.com

### 内容提要

2023 年股市延续调整趋势，但指数跌势趋缓，成交量萎缩，经过近三年的调整后，指数点位与市盈率偏低，进一步下探空间有限，有较强的估值修复需求。2024 年国家将加码政策刺激，夯实经济底，但受制于需求不足、行业疲软等因素，股指反弹空间受到压制。大宗商品方面，市场对商品的定价将更多聚焦于品种自身的基本面差异，部分品种或因基本面的变化走出阶段性行情。

期权市场方面，金融期权标的指数震荡预期强化，交易意愿下降，波动率维持低位，短线升波空间小。反观商品期权市场，部分品种波动率高，刺激成交活跃度上升，期权波动率交易策略参与热度上升。因此，预期明年大宗商品期权市场成交额有望再度攀升，而金融期权市场成交额提升空间有限。

整体来看，2024 年权益类市场将呈现底部震荡反弹的趋势，但金融期权波动率偏低，成交活跃度环比提升空间小，可关注正 Delta 且时间价值损耗低的策略；部分商品期权交易热度将持续上升，高波动率情况下的期权波动率策略更受关注。文章内容仅供参考。

## 报告目录

1. 期权标的行情回顾.....	5
2. 宏观面、政策面分析.....	8
3. 期权市场成交分析.....	11
4. 波动率特征.....	16
5. 总结与展望.....	23

## 图表目录

图表 1: 金融期权标的年度涨跌幅.....	5
图表 2: 主要商品期权标的主力合约年度涨跌幅.....	5
图表 3: 上证 50 指数市盈率与分位点 (近五年) .....	6
图表 4: 沪深 300 指数市盈率与分位点 (近五年) .....	7
图表 5: 中证 500 指数市盈率与分位点 (近五年) .....	7
图表 6: 中证 1000 指数市盈率与分位点 (近五年) .....	7
图表 7: 创业板指数市盈率与分位点 (近五年) .....	8
图表 8: 工业增加值同比 (%) .....	9
图表 9: 固定资产、房地产投资 (%) .....	9
图表 10: 社会消费品零售总额同比 (%) .....	9
图表 11: 官方 PMI.....	9
图表 12: 物价水平同比 (%) .....	9
图表 13: 社融资同比与沪深 300 指数.....	9
图表 14: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米) .....	10
图表 15: 金融期权成交额日度均值 (万元) .....	11
图表 16: 主要商品期权成交额日度均值 (万元) .....	12
图表 17: 50ETF 期权 PCR.....	13
图表 18: 沪市 300ETF 期权成交量.....	13
图表 19: 科创 50ETF 期权 PCR.....	13
图表 20: 科创板 50ETF 期权 PCR.....	13
图表 21: 沪市 500ETF 期权 PCR.....	13
图表 22: 创业板 ETF 期权 PCR.....	13
图表 23: 深市 300ETF 期权 PCR.....	14

图表 24: 深市 500ETF 期权 PCR.....	14
图表 25: 深市 100ETF 期权 PCR.....	14
图表 26: 上证 50 指数期权 PCR.....	14
图表 27: 沪深 300 指数期权 PCR.....	14
图表 28: 中证 1000 指数期权 PCR.....	14
图表 29: PTA 期权 PCR.....	15
图表 30: 白糖期权 PCR.....	15
图表 31: 纯碱期权 PCR.....	15
图表 32: 豆粕期权 PCR.....	15
图表 33: 沪铜期权 PCR.....	15
图表 34: 黄金期权 PCR.....	15
图表 35: 甲醇期权 PCR.....	16
图表 36: 棉花期权 PCR.....	16
图表 37: 铁矿石期权 PCR.....	16
图表 38: 原油期权 PCR.....	16
图表 39: 50ETF 历史波动率锥.....	17
图表 40: 沪市 300ETF 历史波动率锥.....	17
图表 41: 沪市 500ETF 历史波动率锥.....	18
图表 42: 科创 50ETF 历史波动率锥.....	18
图表 43: 科创板 50ETF 历史波动率锥.....	18
图表 44: 创业板 ETF 历史波动率锥.....	18
图表 45: 深市 300ETF 历史波动率锥.....	18
图表 46: 深市 500ETF 历史波动率锥.....	18
图表 47: 深证 100ETF 历史波动率锥.....	19
图表 48: 铁矿石历史波动率锥.....	19
图表 49: PTA 历史波动率锥.....	19
图表 50: 白糖历史波动率锥.....	19
图表 51: 纯碱历史波动率锥.....	19
图表 52: 黄金历史波动率锥.....	19
图表 53: 沪铜历史波动率锥.....	20
图表 54: 甲醇历史波动率锥.....	20
图表 55: 棉花历史波动率锥.....	20

---

图表 56: 原油历史波动率锥.....	20
图表 57: 豆粕历史波动率锥.....	20
图表 58: 橡胶历史波动率锥.....	20
图表 59: ETF 期权隐含波动率 (%) .....	21
图表 60: 股指期权隐含波动率 (%) .....	22
图表 61: 主要商品期权隐含波动率 (一) .....	22
图表 62: 主要商品期权隐含波动率 (二) .....	23

## 1. 期权标的行情回顾

### (一) 行情回顾

金融指数方面，2023 年国内股市延续弱势震荡回踩走势，主要期权标的指数普跌，但下跌斜率与震荡幅度环比 2022 年减小，截止到 12 月 19 日，年度跌幅最小的期权标的为深市的中证 500ETF，年度跌幅仅为-7.78%，年度跌幅最大的标的为创业板 ETF，幅度为-22.99%。其中，上证 50ETF、沪市 300ETF、深市 300ETF、深市 100ETF、上证 50 指数、沪深 300 指数这几个期权标的连续三年下跌，且价位处在近几年低位。连续调整后，低价位优势显现，叠加估值、政策方面的优势，或将催生周线级别反弹行情。商品方面，主要品种各有涨跌，年度涨幅最大的是黄金，为 15.70%；跌幅最大的为纯碱，幅度-23.40%。

**图表 1：金融期权标的年度涨跌幅**

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年（截止 12 月 19 日）
上证 50ETF	18.84%	-10.40%	-17.92%	-12.91%
沪市 300ETF	29.08%	-5.28%	-20.44%	-13.04%
沪市 500ETF	23.45%	17.25%	-18.35%	-8.07%
科创 50ETF	-7.84%	1.26%	-30.92%	-12.16%
科创板 50ETF	-6.03%	1.20%	31.27%	-13.27%
深市 300ETF	25.06%	-5.08%	-19.89%	-13.23%
深市 500ETF	24.91%	18.09%	-18.45%	-7.78%
深证 100ETF	50.88%	-0.61%	-25.28%	-20.32%
创业板 ETF	65.66%	12.28%	-29.18%	-22.99%
上证 50 指数	18.85%	-10.06%	-19.52%	-15.09%
沪深 300 指数	27.21%	-5.20%	-21.63%	-14.83%
中证 1000 指数	19.39%	20.52%	-21.58%	-8.28%

数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

**图表 2：主要商品期权标的主力合约年度涨跌幅**

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年（截止 12 月 19 日）
铁矿石	53.59%	-31.73%	26.91%	8.40%
铜	17.50%	21.87%	-5.85%	4.09%

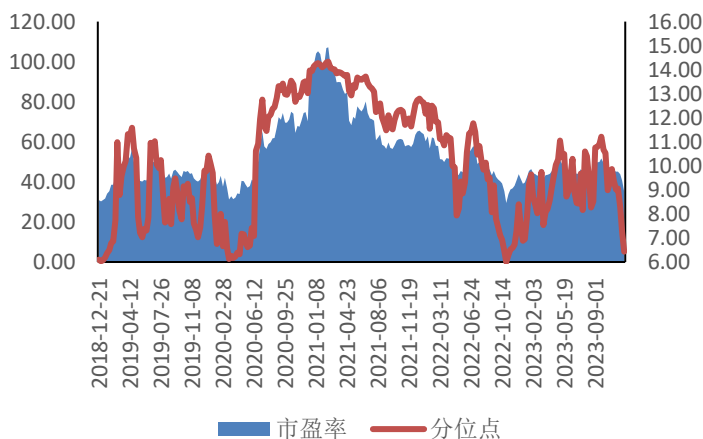
橡胶	7.25%	6.87%	-14.54%	3.90%
黄金	14.01%	-5.52%	9.67%	15.70%
棉花	7.73%	37.55%	-31.16%	5.75%
甲醇	7.81%	5.52%	3.95%	-10.25%
PTA	-23.84%	31.56%	10.04%	4.78%
白糖	-6.56%	10.78%	0.10%	5.57%
豆粕	25.51%	-8.34%	23.42%	-14.28%
纯碱	-1.35%	35.51%	25.52%	-23.40%
原油	-37.60%	65.40%	12.79%	-1.99%

数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

(二) 指数估值情况对比

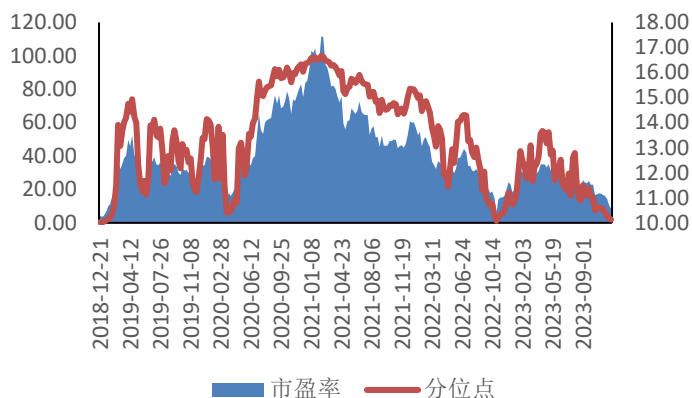
结合前几年得行情来看，代表蓝筹权重股得上证 50 指数、沪深 300 指数率先进入调整周期（从 2021 年 2 月高点开始至今）经过长达近三年的调整周期，指数点位与市盈率均处在低值，指数得到周期与空间维度的充分调整。截止到 12 月中旬，上证 50 指数市盈率 8.9 倍，位于近五年 5% 低分位；沪深 300 指数市盈率 10.56 倍，位于近五年 2% 低分位。此外，创业板指数市盈率 27.25 倍，位于近五年最低分位。以上三个指数对应上证 50 系列期权、沪深 300 系列期权以及创业板 ETF 期权。从估值角度来看，指数下探空间有限，强估值支撑，但至于在估值支撑基础上是否发动新一轮行情，取决于政策面加码与资金面流入的配合。

图表 3：上证 50 指数市盈率与分位点（近五年）



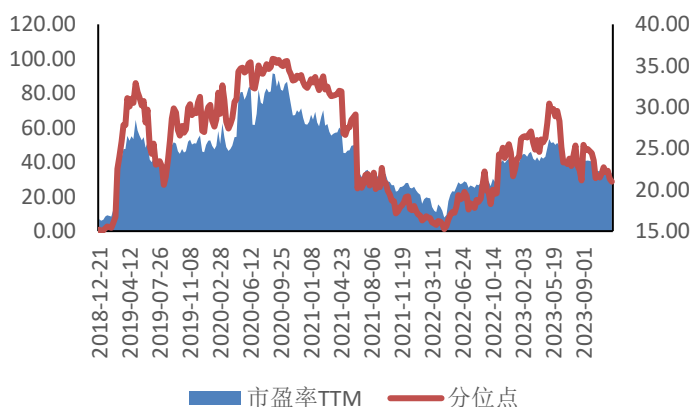
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 4: 沪深 300 指数市盈率与分位点 (近五年)



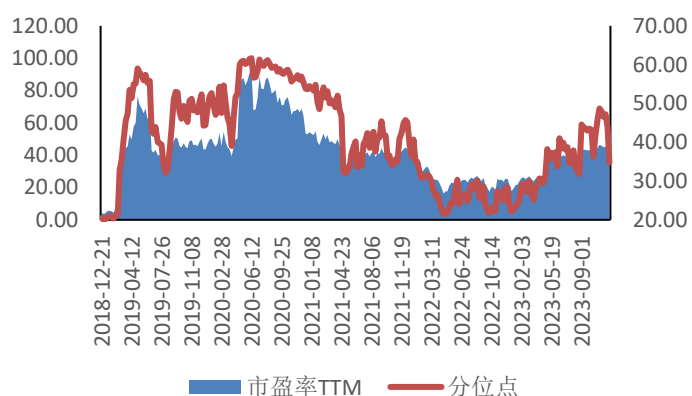
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 5: 中证 500 指数市盈率与分位点 (近五年)



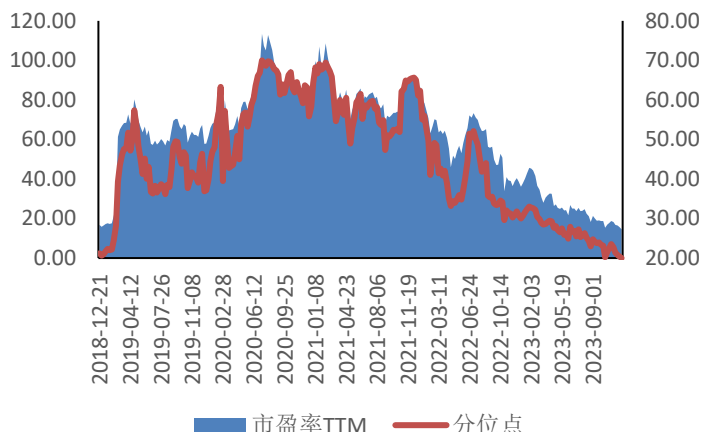
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 6: 中证 1000 指数市盈率与分位点 (近五年)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 7: 创业板指数市盈率与分位点 (近五年)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

## 2.宏观面、政策面分析

### (一) 中美宏观经济盘点

2023 年国内经济延续弱复苏局面, 呈现波浪式进程。行业数据方面, 工业增加值相对比较坚挺, 近几个月能够保持 4% 以上的同比增速; 固定资产投资与房地产投资下降磨底, 此年初受国家基建等投资刺激, 保持较好同比增速, 下半年固定资产投资增速持续下滑, 截止 11 月, 增速为 2.9%, 房地产投资同比增速持续为负增长, 从国内 30 大中城市商品房销售面积来看, 近几年商品房销售表现最弱, 反映国家对于地产的诸多刺激政策更多起到托底效果, 在居民资产负债收缩的趋势下, 购房需求下降, 地产改善空间有限。消费方面, 社会消费同比增速起伏较大, 主要由于去年疫情导致的部分月份消费低基数所致, 但整体上消费整体体现出一定的韧性, 特别是在基础消费方面; 物价水平方面, CPI 同比增速处于近几年新低, 面临一定的通缩压力。此外, 景气度 PMI 回落, 但在荣枯线附近具有较强支撑。

通过对于社融同比增速与沪深 300 指数的走势可以发现, 社融同比数据对于沪深 300 指数走势具有一定程度的前瞻性, 即社融同比拐头上升之后的几个月, 沪深 300 指数大概率出现一波上涨周期, 反之, 社融同比拐头向下时, 沪深 300 这指数容易出现回调行情。截止 2023 年 11 月, 社融同比增速为 9.4%, 连续三个月回升, 并创下 6 月份以来新高, 基于这一指标对比, 结合前文对于沪深 300 指数底部估值强支撑的分析, 后市沪深 300 指数开启反弹周期的概率高。

整体来看, 国内宏观经济目前维持着弱现实与强政策支持并存的局面, 与股指类似, 国内经济下降速度趋缓, 反复筑底, 后市或有阶段改善反弹的势头

美国方面, 美联储停止加息, 并且释放在 2024 年多次降息的预期, 受宽松预期影响, 美

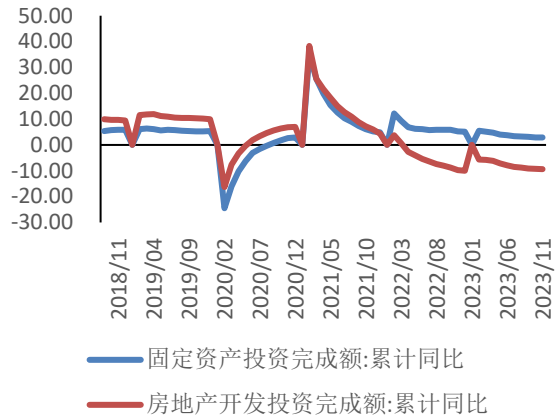


债收益率下降，市场风险情绪下降，道琼斯指数再创历史新高，VIX 恐慌指数接近历史低值区域，但对于美股市场，后市经济韧性与经济衰退之间的拉锯依然长期存在，预期的摆动影响美股市场的阶段表现。

图表 8：工业增加值同比 (%)

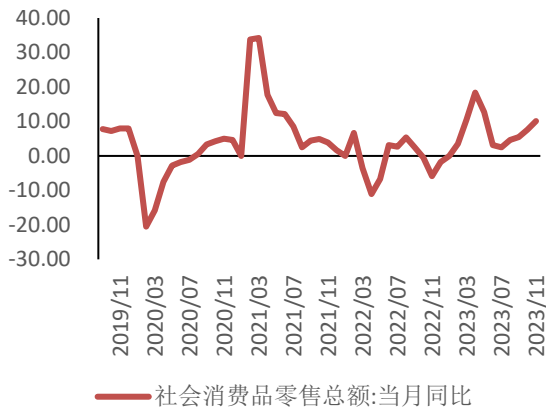


图表 9：固定资产、房地产投资 (%)

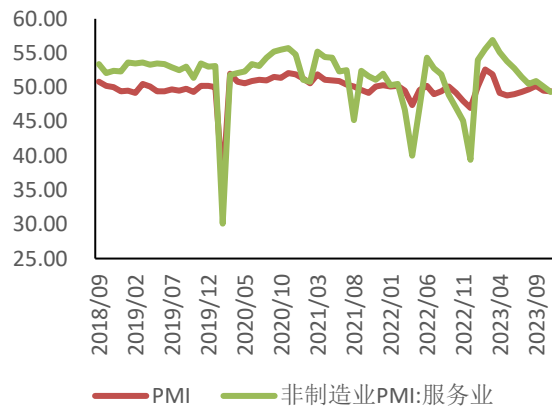


数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 10：社会消费品零售总额同比 (%)

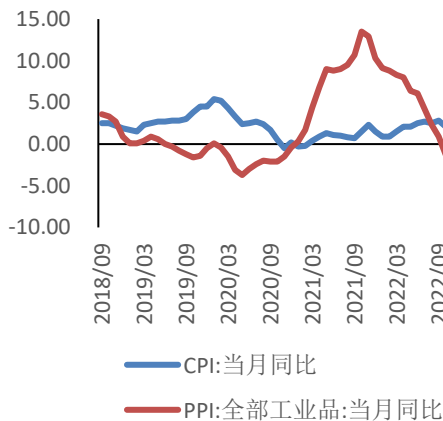


图表 11：官方 PMI

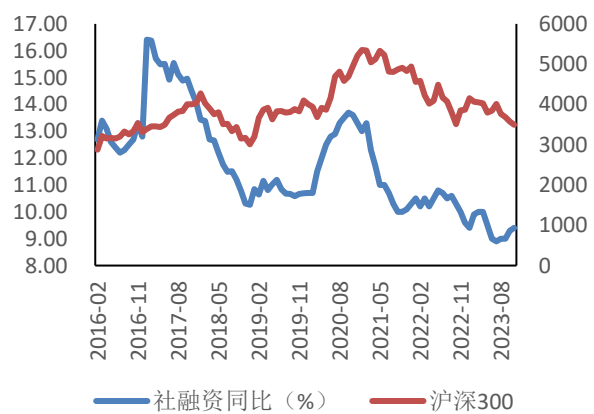


数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 12：物价水平同比 (%)

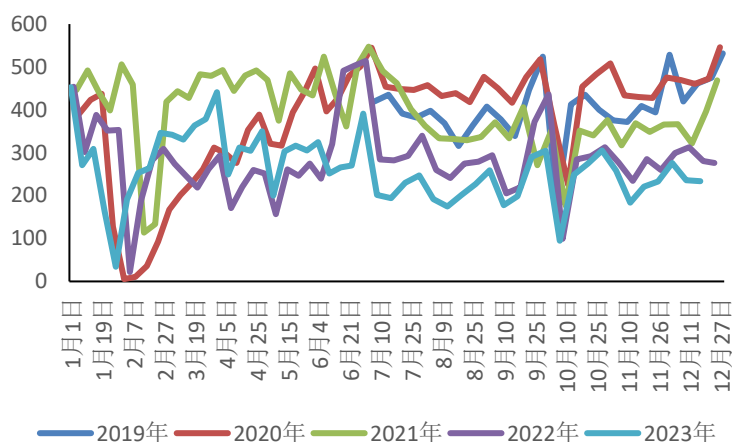


图表 13：社融资同比与沪深 300 指数



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

**图表 14：30 大中城市商品房成交面积（万平方米）**



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

（二）国内政策预期盘点

强政策支撑依旧是 2024 年的基调，特别是在财政政策方面，有望持续加码，预计进一步提高赤字率刺激经济复苏，而货币政策方面，将继续保证市场流动性合理充裕。具体内容可以参照 12 月份中央经济工作会议，定调了明年经济工作重点：

1.加强宏观政策取向一致性评估。坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，加强政策工具创新和协调配合。要增强宏观政策取向一致性。加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合。

2. 财政加力更重质效，政策加力但需“适度”，不仅增效更要“提质”。2024 年的财政政策力度将保持更加积极的态势，同时更加注重政策的效率效果，确保财政更可持续。

3.保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。通胀水平或成为判断货币政策是否“有效”的重要因素。

4.支持科技创新 资本市场大有可为。以科技创新引领现代化产业体系建设。实施制造业重点产业链高质量发展行动，提升产业链供应链韧性和安全水平。

5.形成消费和投资相互促进的良性循环。激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环。

6.促进民营企业发展壮大，在市场准入、要素获取、公平执法、权益保护等方面落实一批举措，充分激发各类经营主体的内生动力和创新活力。

7.金融监管将全面加强，进一步强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管和持续监管，切实提高监管有效性。

8.防范化解重点领域风险。积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求。

10.扩大高水平对外开放。加快培育外贸新动能，巩固外贸外资基本盘，拓展中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商出口。

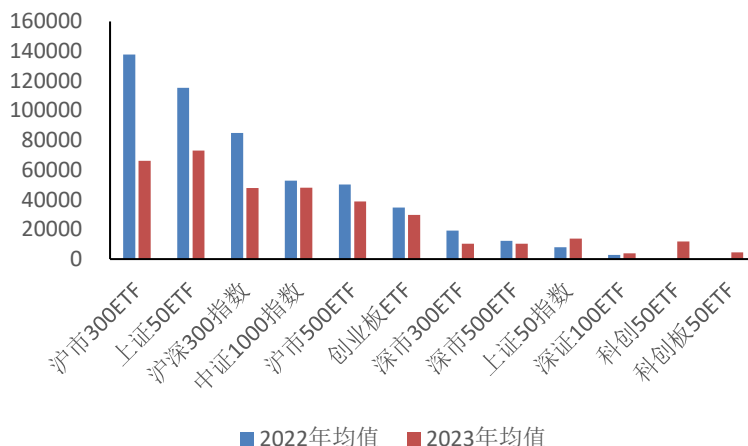
### 3.期权市场成交分析

#### （一）期权市场成交额对比

近两年，金融期权与主要商品期权之间可谓此消彼长。为了便于不同合约乘数的品种做对比，文章采用计算成交额均值的方式，2023年数据截止到12月19日。金融期权中，近两年日均成交额均值下滑较大的品种为沪市300ETF期权、上证50ETF期权、沪深300指数期权，2022年沪市300ETF期权日均成交额为13.77亿元，到了2023年，这一数据下降为6.6亿元，降幅超过50%。其它品种中证1000指数期权、沪市500ETF期权、创业板ETF期权、深市300ETF期权日均成交额小幅下滑，其余几个金融期权品种推出时间较短，且成交额微小。整体来看，金融期权市场成交额环比去年下降，部分原因在于2023年金融类指数波动空间收窄，市场交易情绪下降致使成交活跃度降低。

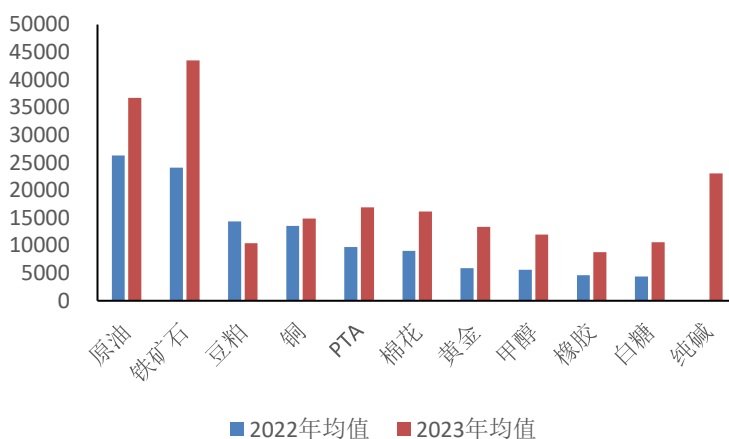
商品期权方面，文章列出了成交较为活跃的11个商品期权品种，其中，仅有豆粕期权的日均成交额下滑，其余品种均环比增加。今年日均成交额较大的前三个品种分别为铁矿石期权、原油期权、纯碱期权，由于纯碱期权于2023年第四季度推出，因此图表中在2022年没有成交额显示，铁矿石期权在2022年的日度日均成交额为2.4亿元，到了2023年，这一数据为4.35亿元，增幅近80%。此外，PTA期权、甲醇期权、棉花期权、黄金期权在今天的日均成交额得到大幅提升。整体来看，2023年商品期权市场成交额环比去年大幅提升，一方面原因是由于部分品种波动率较高，此外，也反映出投资者越来越关注商品期权工具，更多的期权策略应用到商品期权中，商品期权市场热度攀升。

图表 15: 金融期权成交额日度均值 (万元)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 16: 主要商品期权成交额日度均值 (万元)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

## (二) 期权沽购比率 (PCR)

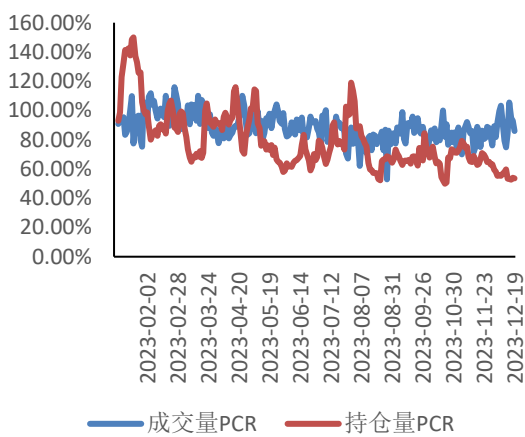
一般情况下, 持仓量 PCR 与期权标的价格为正向关系, 成交量 PCR 与期权标的价格为反向关系。当标的价格上涨时, 投资者会偏向于投资认购期权的虚值合约; 当虚值期权转化为实值时, 投资者会再买入新的虚值认购期权, 进而推升认购期权的成交量, 但期权的持仓量并未明显改变。另一方面, 随着标的价格上涨, 认沽期权逐步沦为虚值, 投资者逐步套牢。部分持有认沽期权的投资者被动套牢, 放弃期权的操作, 导致认沽期权的成交量下降, 持仓量随虚值程度的加深而积累。反之, 当指数下跌时, 持仓 PCR 也会呈现出走低的情况。因此, 当出现持仓 PCR 极低, 而成交 PCR 较高时, 就会出现较优的多头机会。

金融期权方面, 主要品种的持仓 PCR 值自年初开始重心下降, 截止 12 月份, 持仓 PCR 普遍处在低位, 其中, 金融期权中交易活跃的三个品种: 上证 50ETF 期权、沪市 300ETF 期权、

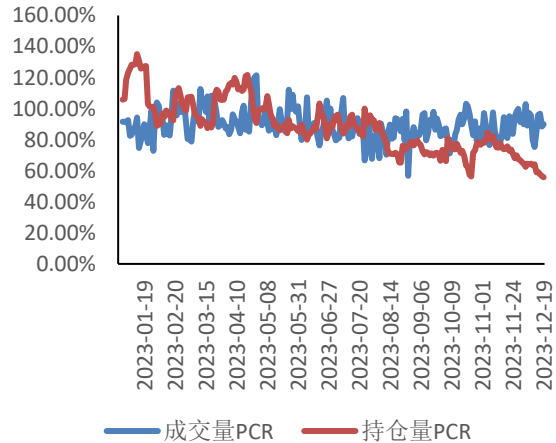
沪深 300 指数期权，三个品种的持仓 PCR 值在 12 月份普遍低于 60%，低值回归均值的需求较大，此外，成交 PCR 值受年末指数回调的影响走高，形成了较高成交 PCR 与极低持仓 PCR 共存的模式，从这一体系来看，特别是上证 50、沪深 300 系列期权的超跌反弹需求强烈。因此，我们认为 2024 年在财政政策加码预期的支撑下，期权标的指数的情绪面有望回暖，持仓 PCR 值实现低值回升，重心上移。

商品期权方面，各品种之间分化较大，成交额前三的品种为铁矿石期权、原油期权、纯碱期权。铁矿石期权近期持仓 PCR 偏高，持续高于 200% 以上，成交 PCR 纵向比较偏低，反映该品种偏强的多头趋势，且市场短空情绪不高（成交 PCR 值不高）；原油期权持仓 PCR 处于该品种极低区域，成交 PCR 位于均值附近，反映出该品种具有一定反弹需求。甲醇期权、PTA 期权、豆粕期权持仓 PCR 与成交 PCR 值均处在中位数附近，震荡预期强烈；黄金期权持仓 PCR 位于该品种偏高数值区域，金价高位，该品种避险情绪受到宏观预期摆动的影响。

图表 17: 50ETF 期权 PCR

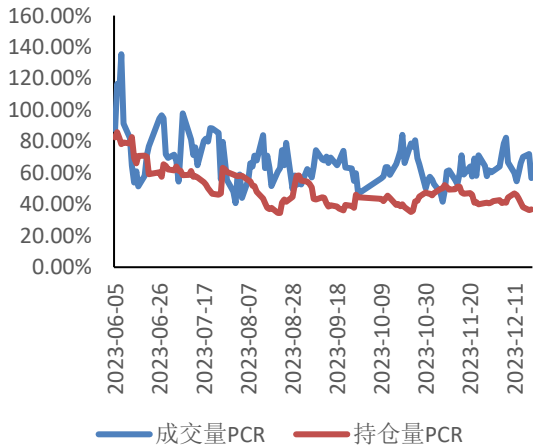


图表 18: 沪市 300ETF 期权 PCR

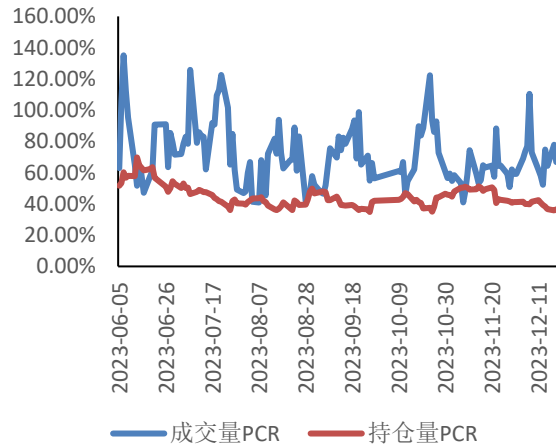


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 19: 科创 50ETF 期权 PCR

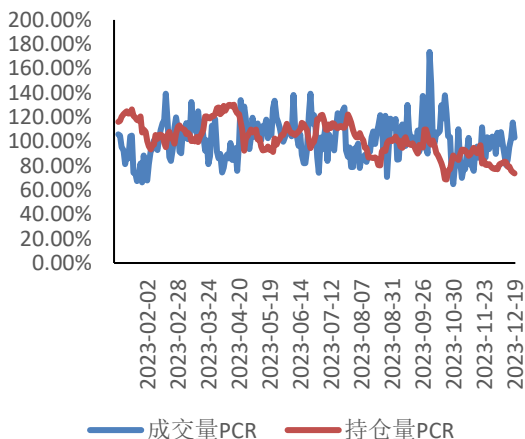


图表 20: 科创板 50ETF 期权 PCR

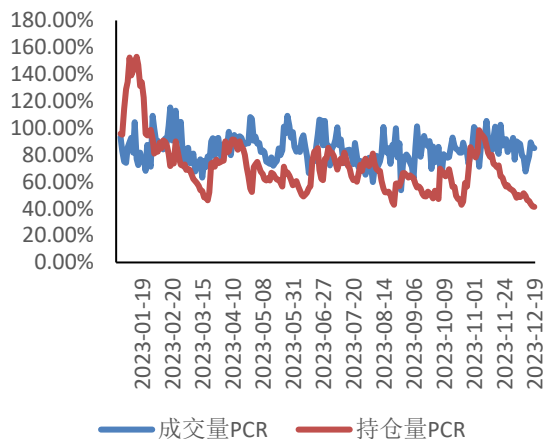


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 21: 沪市 500ETF 期权 PCR

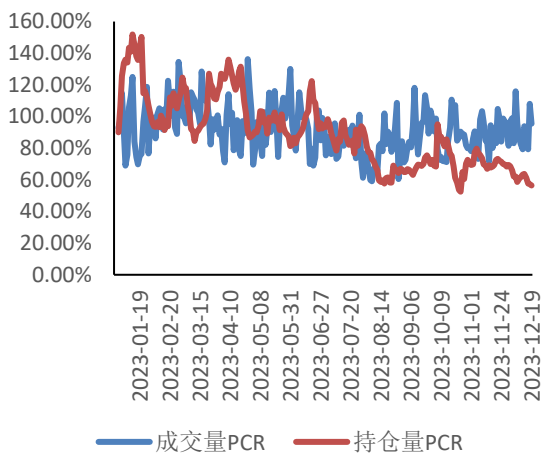


图表 22: 创业板 ETF 期权 PCR

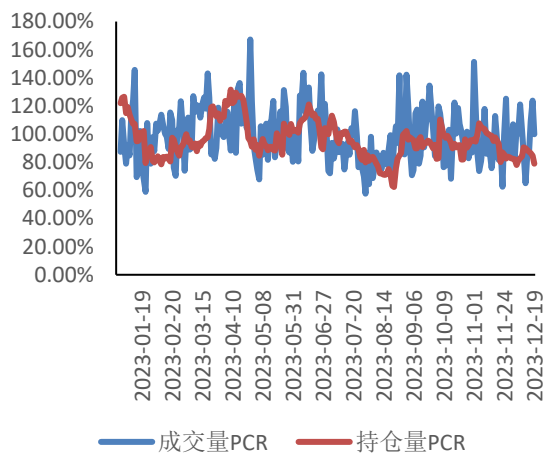


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 23: 深市 300ETF 期权 PCR

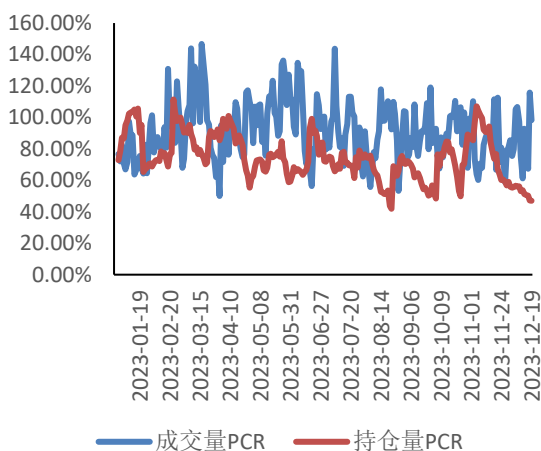


图表 24: 深市 500ETF 期权 PCR

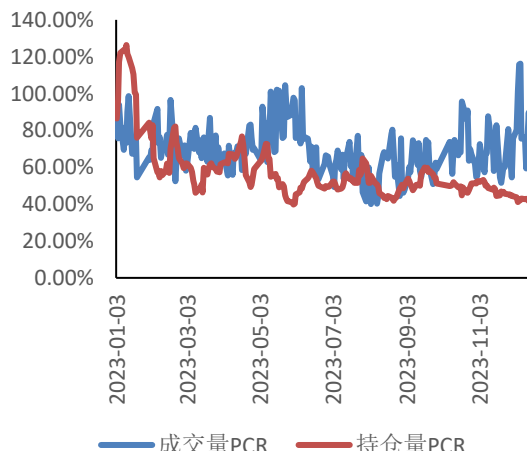


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 25: 深证 100ETF 期权 PCR

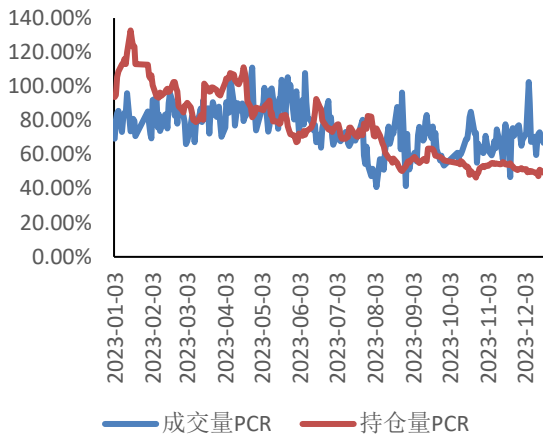


图表 26: 上证 50 指数期权 PCR

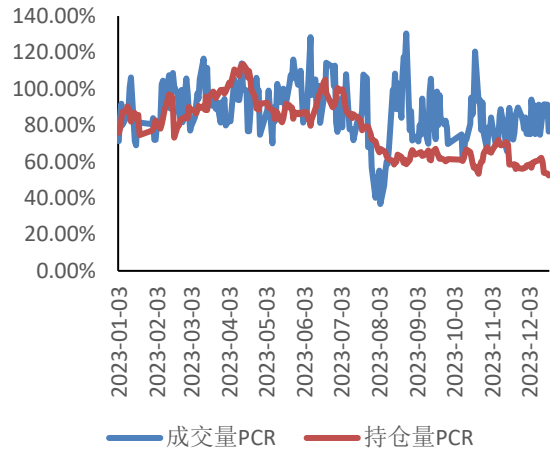


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 27: 沪深 300 指数期权 PCR

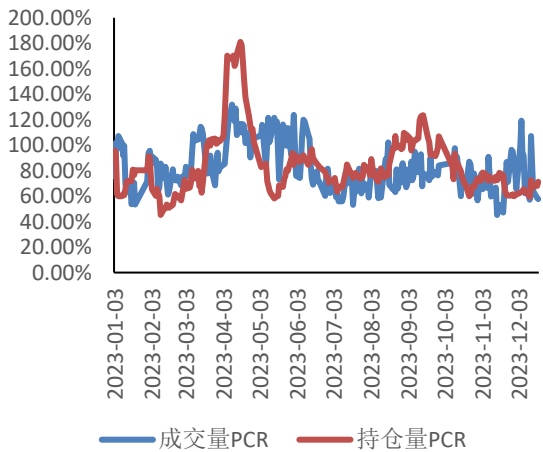


图表 28: 中证 1000 指数期权 PCR

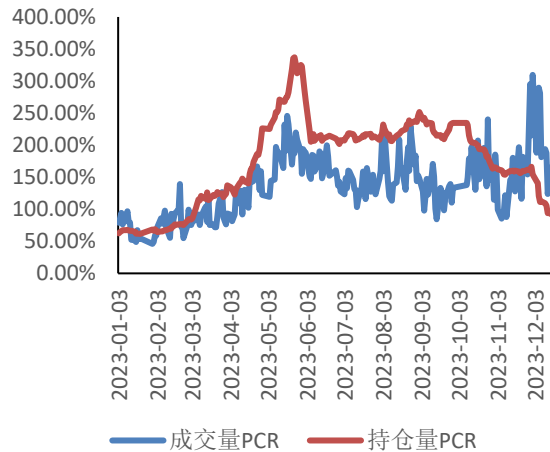


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 29: PTA 期权 PCR

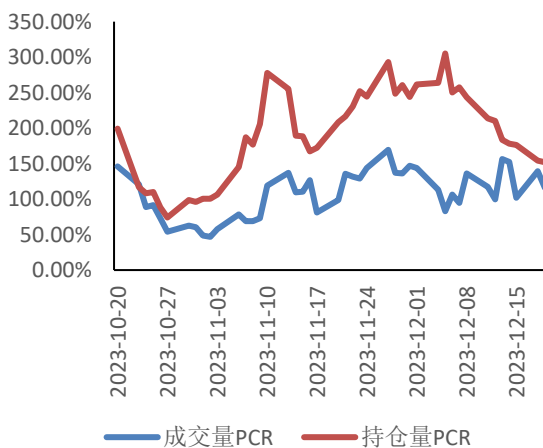


图表 30: 白糖期权 PCR

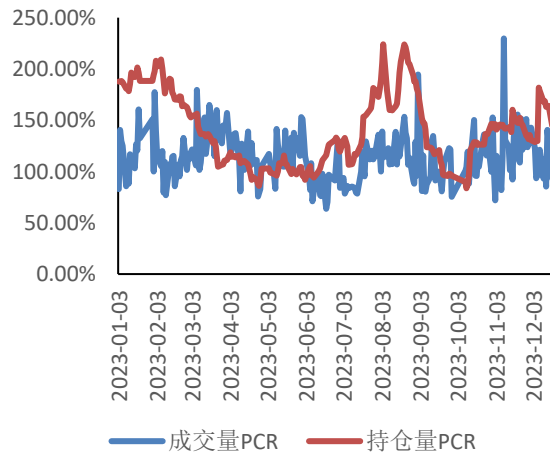


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 31: 纯碱期权 PCR

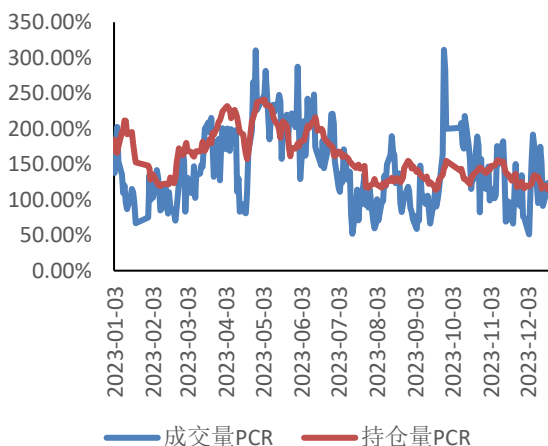


图表 32: 豆粕期权 PCR

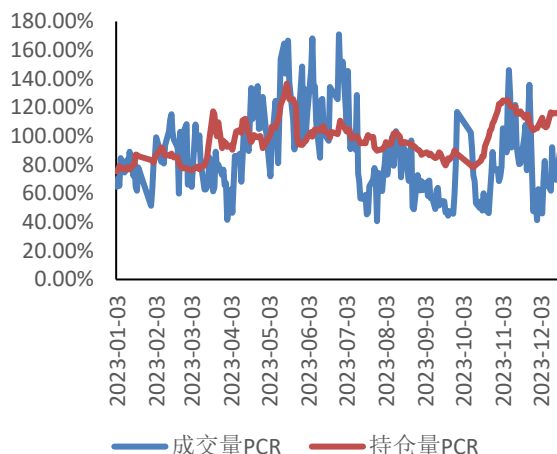


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 33: 沪铜期权 PCR

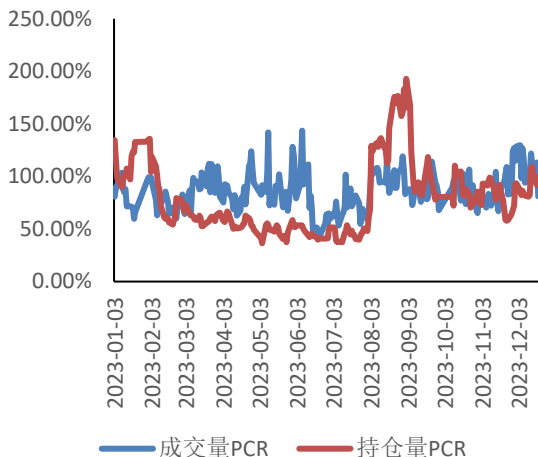


图表 34: 黄金期权 PCR

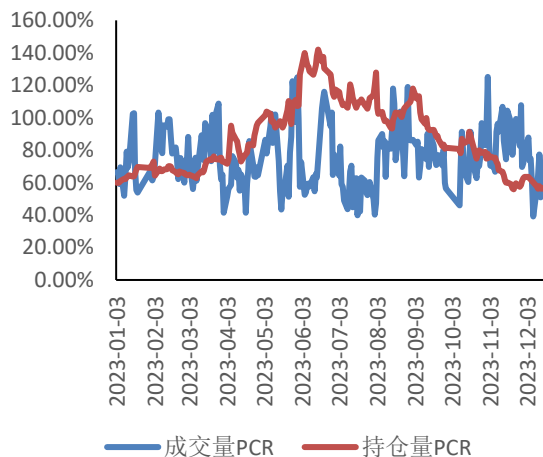


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 35: 甲醇期权 PCR

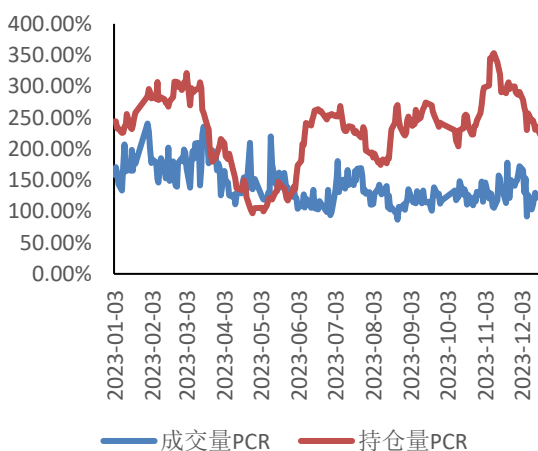


图表 36: 棉花期权 PCR

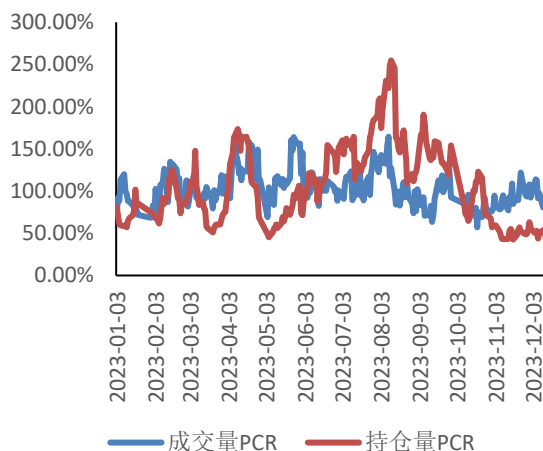


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 37: 铁矿石期权 PCR



图表 38: 原油期货 PCR



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部



## 4.波动率特征

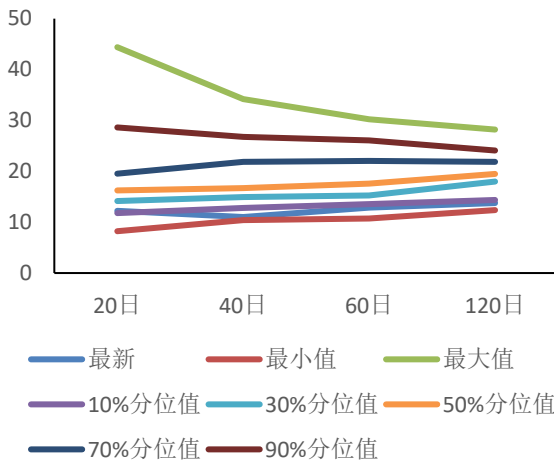
### (1) 历史波动率分布特征

波动率通常服从均值回归特征，即当波动率很低时，就有一定的牵引力使得波动率数值向均值或者中位数附近回升。同时波动率还符合惯性运行特征，即在降波或者低波区间时，波动率容易延续一段低波周期。在样本数据较充分的情况下，短周期历史波动率曲线的变化区间通常大于长周期历史波动率的区间，因为短期指数变动的随机性更强，而越是长周期的历史波动率变化区间相对较小。短周期波动率曲线通常围绕长周期波动率曲线上下摆动，当短周期波动率数值偏离过大时，就有向长周期历史波动率回归的需求。

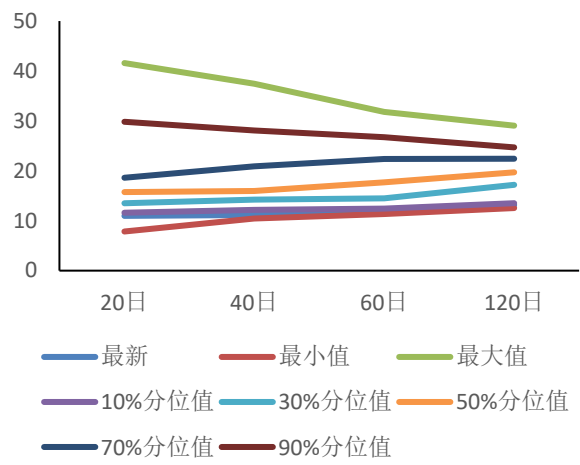
2023 年金融期权标的指数普遍呈现出低波震荡的局面，从以下图表的历史波动率锥可以看出，金融期权标的指数 20 日周期、40 日周期、60 日周期、120 日周期的历史波动率均处于低分位值区域，以上证 50ETF、沪市 300ETF 为例，前者 60 日、120 日周期历史波动率波动率分别为 12.87%、13.76%，均低于近五年期间数据样本的 10%分位；沪市 300ETF 的 60 日、120 日周期历史波动率分别为 12.15%、13.13%，也都低于近五年时间的 10%分位。长周期历史波动率持续低位，即使短周期历史波动率因短线变盘升波，但短线升波后回归长周期历史波动率的概率依然较大，当前金融期权标的指数普遍呈现出这种波动率特征。结合前文对于经济基本面与期权成交方面的分析，2024 年，宏观经济下有政策托底支撑与复苏预期，上方有需求不足、地产疲软、行业景气改善空间有限等不利因素压制，明年股指大概率延续区间宽幅震荡的局面，以低波行情为主，期间叠加阶段性短线升波。

商品期权标的方面，各品种间分化，与金融期权趋同性波动率特征不一样。以下品种当中，纯碱期货的波动率最高，若以上证 50ETF 波动率作为参照，原油、橡胶、铁矿石、甲醇这几个品种的波动率偏高；而白糖、黄金、沪铜、棉花的波动率偏低。商品期权标的的波动率特征决定了不同品种适合的波动率策略各不一样。对于 2024 年，我们认为各商品之间依然维持波动率分化的特征，也正因为这种特征，让越来越多期权波动率策略交易者在各商品期权品种上寻求交易机会。

图表 39: 50ETF 历史波动率锥

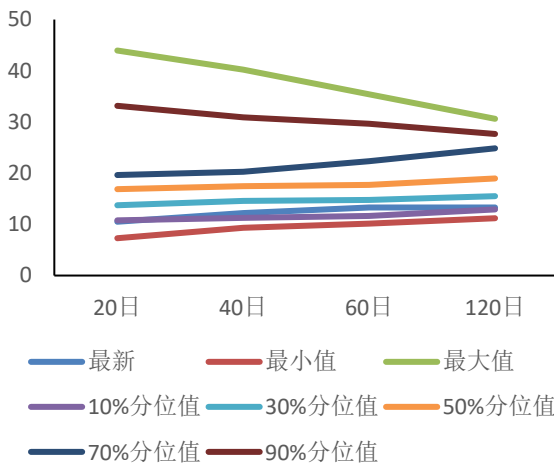


图表 40: 沪市 300ETF 历史波动率锥

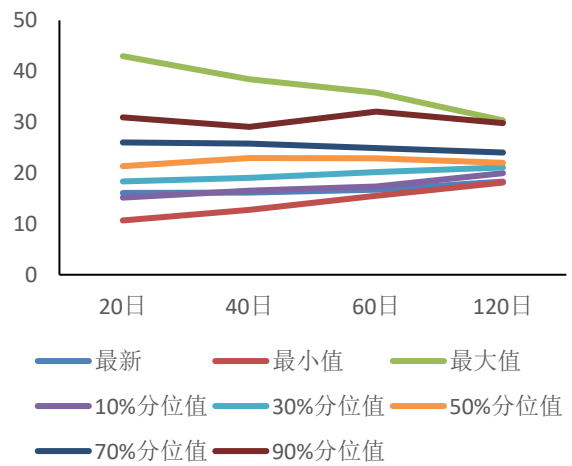


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 41: 沪市 500ETF 历史波动率锥

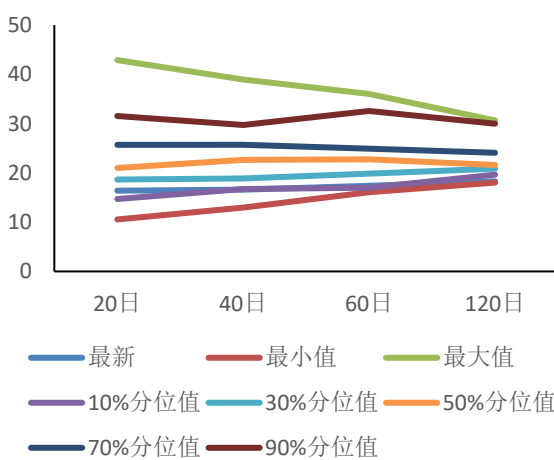


图表 42: 科创 50ETF 历史波动率锥

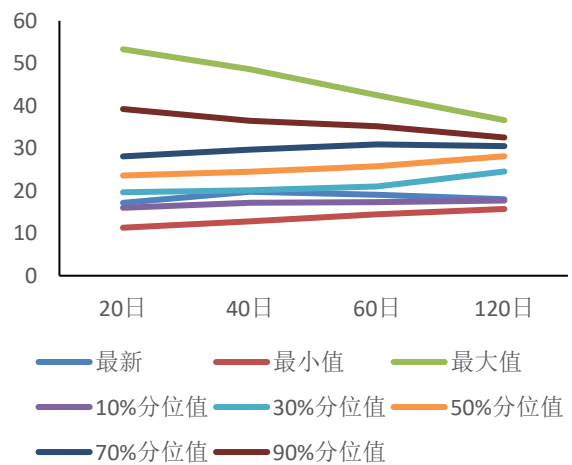


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 43: 科创板 50ETF 历史波动率锥

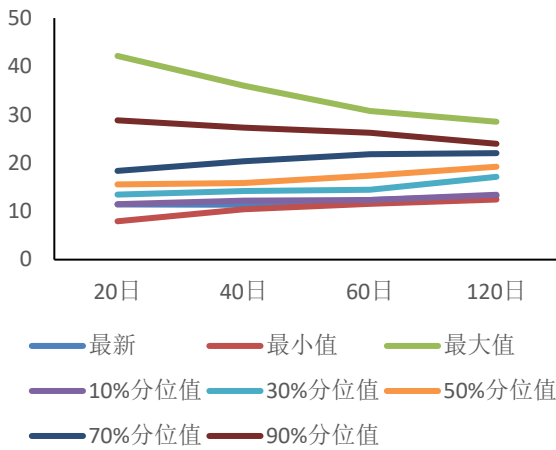


图表 44: 创业板 ETF 历史波动率锥

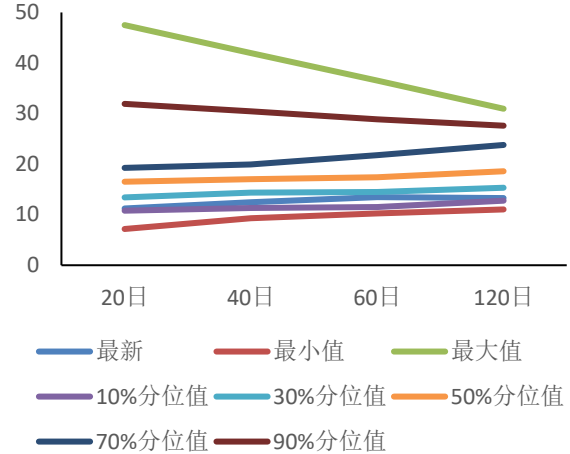


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 45: 深市 300ETF 历史波动率锥

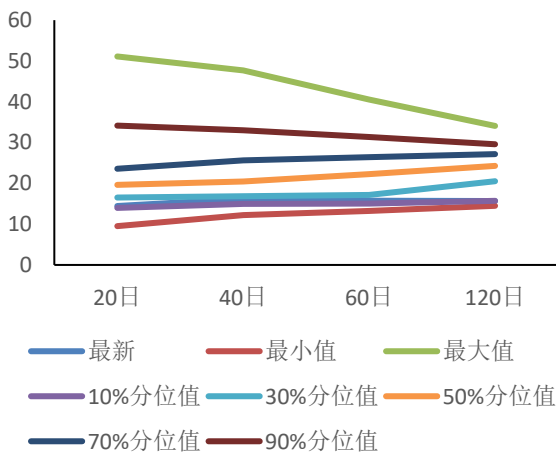


图表 46: 深市 500ETF 历史波动率锥

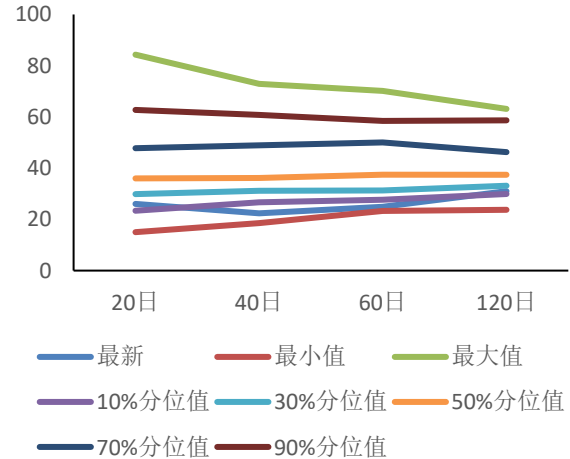


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 47: 深市 100ETF 历史波动率锥

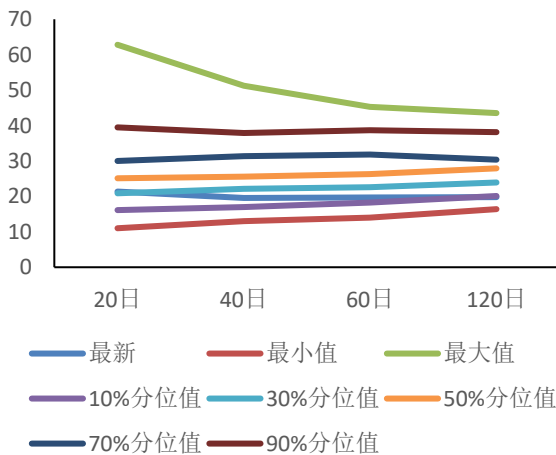


图表 48: 铁矿石历史波动率锥

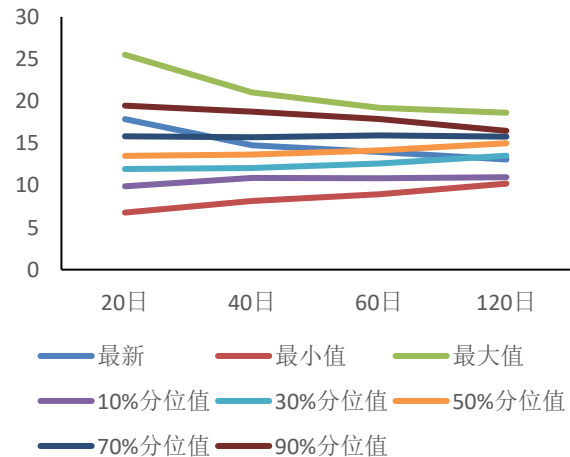


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 49: PTA 历史波动率锥

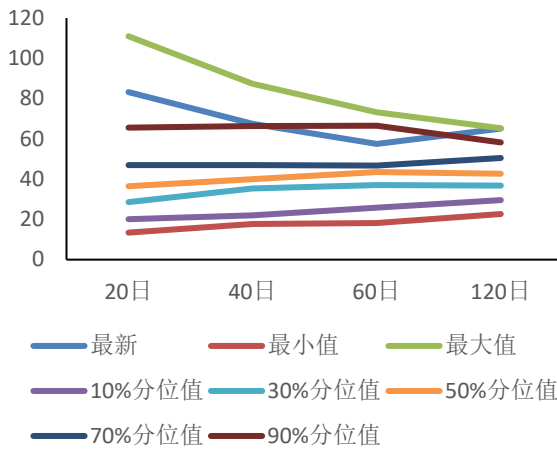


图表 50: 白糖历史波动率锥

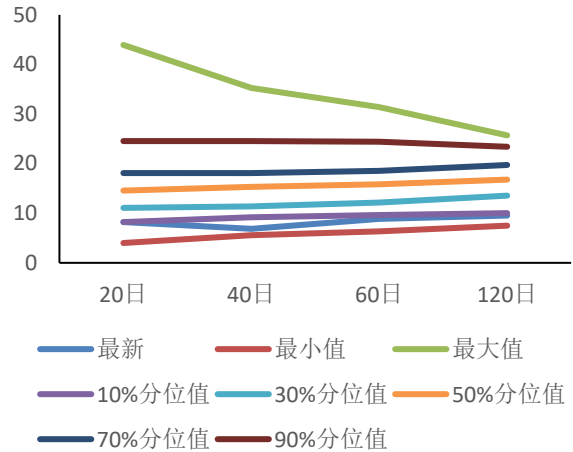


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 51: 纯碱历史波动率锥

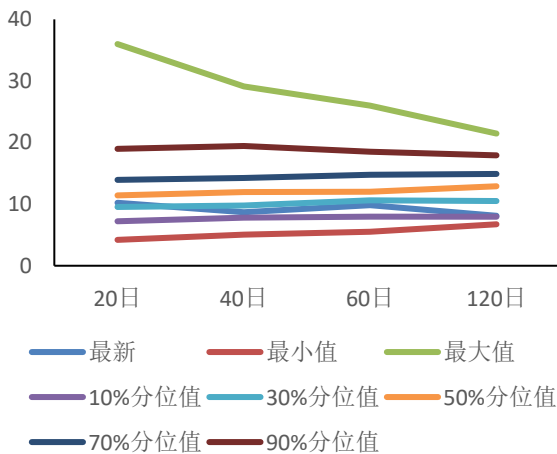


图表 52: 沪铜历史波动率锥

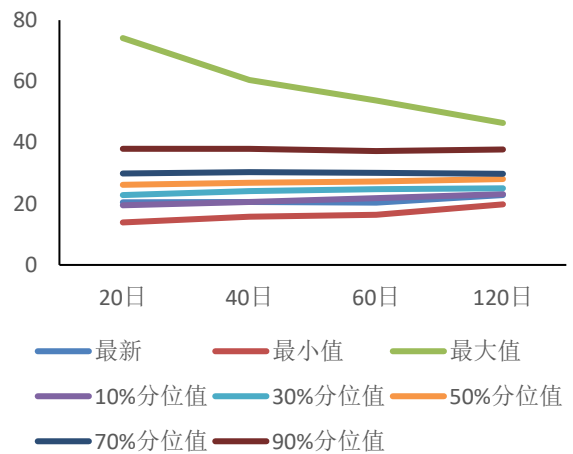


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 53: 黄金历史波动率锥

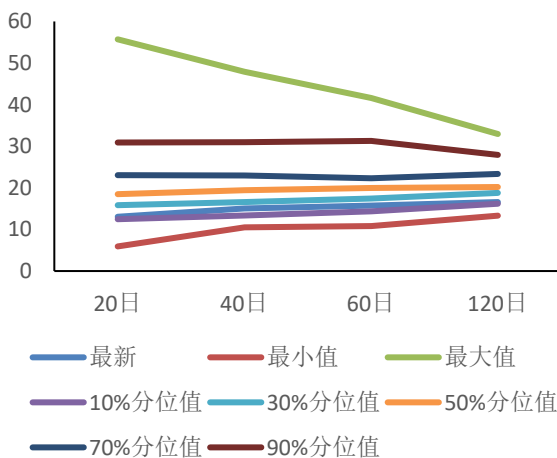


图表 54: 甲醇历史波动率锥

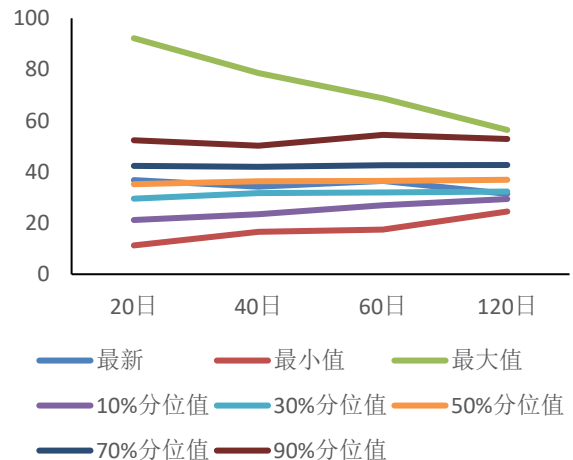


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 55: 棉花历史波动率锥

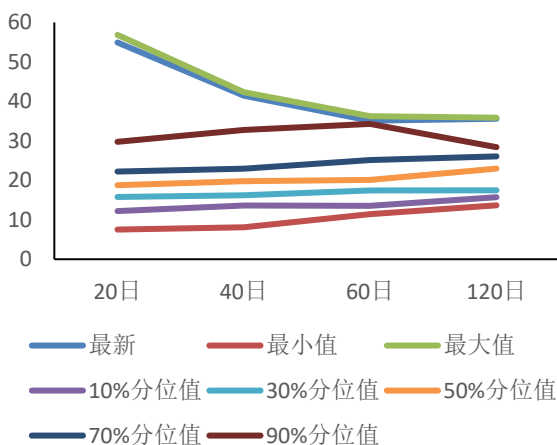


图表 56: 原油历史波动率锥

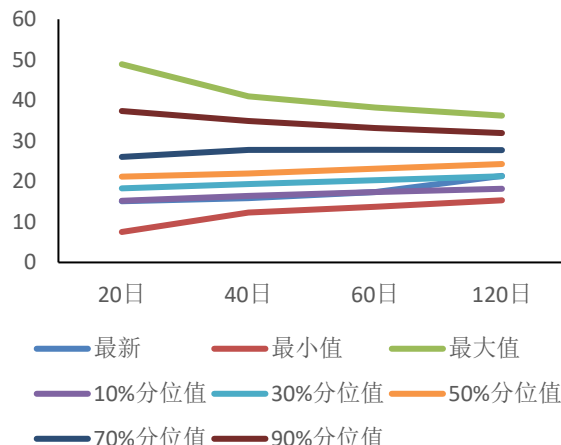


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 57: 豆粕历史波动率锥



图表 58: 橡胶历史波动率锥



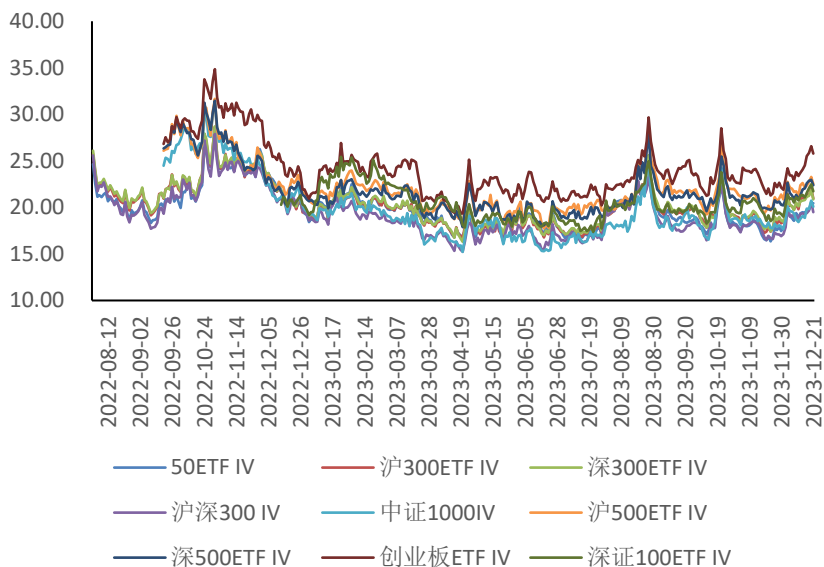
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

(2) 隐含波动率特征

金融期权各品种隐波走势节奏相似度高, 2023 年度整体处于偏低波运行状态。其中, 创业板 ETF 期权隐波最高, 上证 50 与沪深 300 系列期权的隐波较低, 这一点与历史波动率分布特征比较接近。在 2023 至 2024 跨年阶段, 股指回踩至前期低点附近, 隐波跟随空头情绪小幅上扬, 伴随着跨年行情的变化, 2024 年一季度隐含波动率有望走出先扬后抑的倒 V 型走势, 如前文所分析的, 当前宏观面以及长周期历史波动率的牵引力, 短线升波幅度与时间周期受到抑制, 即大幅升波的概率很小, 整体上维持低波运行。因此, 可以把握每一小波短线升波后的做空波动率交易机会。

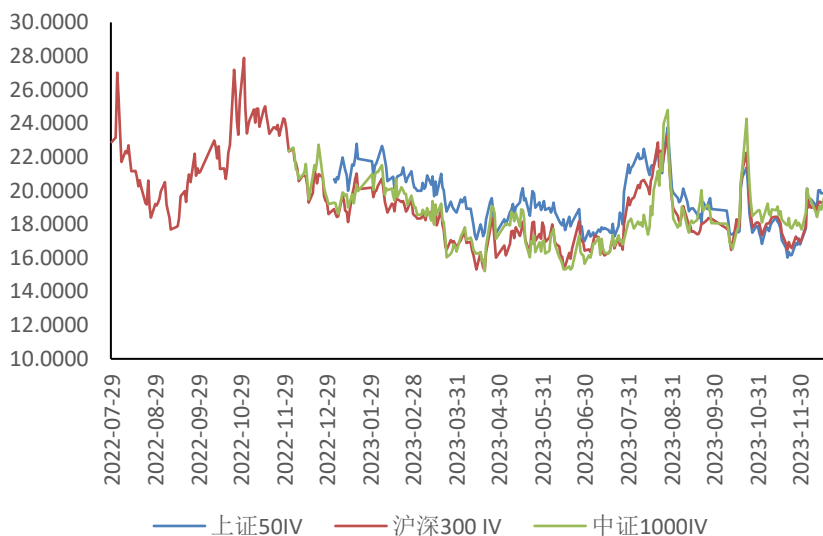
商品期权方面, 纯碱、原油、甲醇期权隐波偏高, 且近期高位回落, 而沪铜、黄金、白糖期权品种隐波处于较低数值, 波动率不仅具备低波惯性特征, 也具备均值回归特征, 当期期权隐波处于极低数值时, 事件驱动或者基本面变化容易引起升波拐点的出现, 在 2024 年度, 需要防范沪铜期权、黄金期权以及白糖期权在长期低波情况下的突发升波情况。其中, 沪铜期权与黄金期权更容易受到宏观事件影响, 而白糖期权容易受到基本面的影响。

图表 59: ETF 期权隐含波动率 (%)



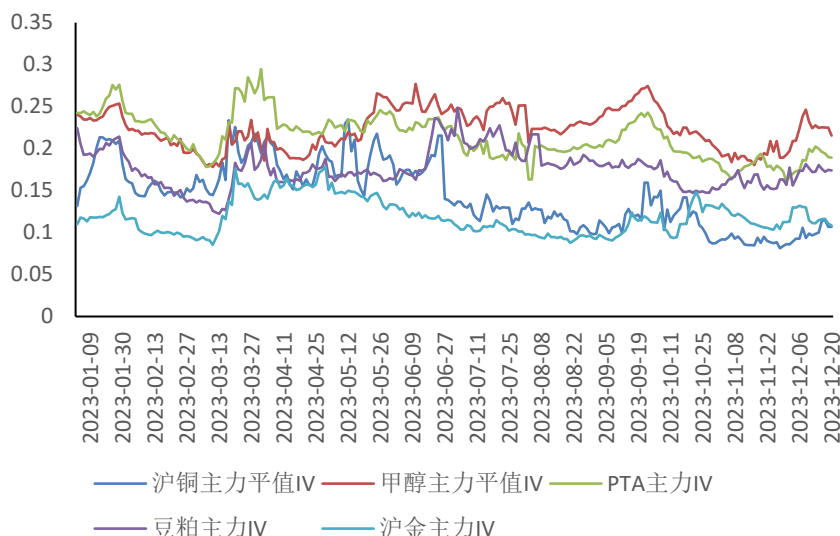
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 60: 股指期权隐含波动率 (%)



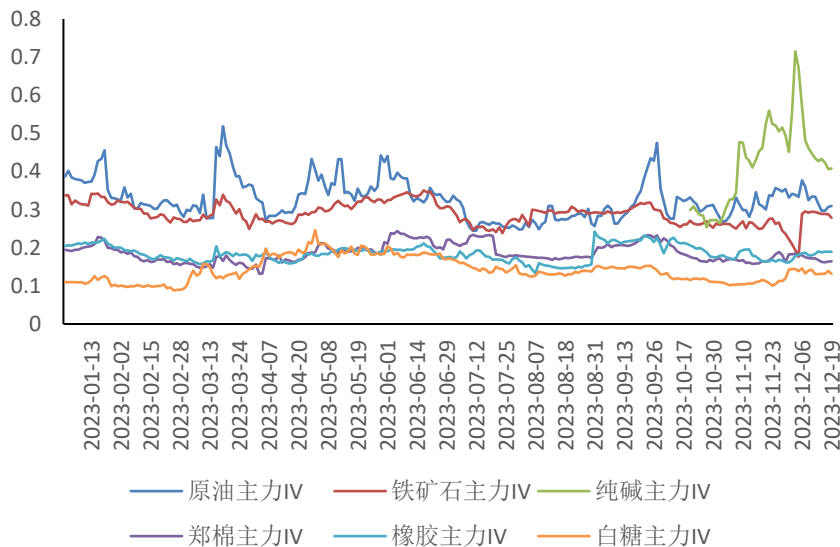
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 61：主要商品期权隐含波动率（一）



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 62：主要商品期权隐含波动率（二）



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

## 5.总结与展望

2023 年权益类市场延续弱势，部分股指连续三年下跌，但成交量萎缩，跌势趋缓，指数点位与市盈率接近极低值区域，估值支撑强烈，进一步下跌空间有限，此外，宽松政策接踵而来，包括货币政策、降印花税等各类降费政策、房贷新规、地产公司融资政策等为经济提供支撑。金融期权市场方面，成交额萎缩，投资者交易情绪环比上一年下降，各个标的指数振幅均收窄，

历史波动率与期权隐含波动率整体上呈现低波震荡局面；商品期权方面，成交额环比上一年大幅上升，各品种之间波动率表现显著分化，部分投资者对商品期权的波动率交易策略及对冲策略应用需求增加。基于上文的分析，我们认为 2024 年宏观经济及期权市场或将出现以下情况：

（1）国内宏观经济方面，“弱现实”与“强预期”仍然是 2024 年的写照，各项经济数据难以在短时间内有效反转，地产与消费行业的现实表现仍然偏弱，内需不足掣肘复苏进程，这是压制指数反弹空间的经济因素。预计明年国家将加码财政政策，上调赤字率，保持货币宽松环境，进一步下调利率，政策扩张基调不变。国外方面，美国通胀缓和，美联储停止加息后释放降息预期，市场提前交易降息利好，VIX 指数偏低，需预防美股历史高位背景下潜在的小概率极端升波行情出现。

（2）金融期权标的方面，经过近几年的调整周期，股指点位与市盈率处在极低值区域，特别是代表蓝筹权重股的上证 50 指数，近期创下了 2016 年 10 月份以来的新低，市盈率低于 9 倍，估值底部区域形成，在国内财政货币政策加码的背景下，期权标的指数有望走出周线级别反弹周期。商品期权标的方面，突发事件对于商品整体的供给影响减弱，但能源等供应偏紧风险仍在；需求端，内需空间有限，外需受高利率压制，需求趋势性增长仍不可期。总体来看，大部分大宗商品延续以震荡为主，市场对商品的定价将更多聚焦于品种自身的基本面差异，部分品种或因基本面的变化走出阶段性行情。

（3）期权成交方面，股指上有阻力，下有支撑，大概率延续区间震荡行情，低波动率背景下，金融期权市场成交难以出现有效增长，成交额偏低将是 2024 年的常态，伴随着指数震荡反弹，金融期权持仓 PCR 值重心从当前低位开始回升。商品期权市场成交热度上升，部分在金融期权市场交易的投资者转向商品期权市场捕捉不同品种间的策略机会，铁矿石期权、原油期权、纯碱期权将继续保持着较高的成交量，并且有望在新的一年里再度增量。

（4）波动率方面，预计金融期权标的指数维持低波状态，宏观弱势压制指数反弹空间，政策加码与低估值支撑指数，震荡预期背景下，金融期权标的指数波动率上升有限，以低波震荡为主，叠加阶段性短线升波行情。商品期权方面，受各品种基本面变化的影响，预计商品期权品种间隐波持续分化，原油期权、铁矿石期权、纯碱期权延续高波动率运行，此外，也需要注意黄金期权、白糖期权、沪铜期权低隐波背景下的突发升波行情出现，



### 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。