

中小创风格走强，关注空 Vega 策略及品种间隐波差套利

兴证期货. 研究咨询部
金融研究团队

2024年3月18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，上周末证监会围绕强监管、防风险、促高质量发展出台了一系列政策文件。从发行准入、上市公司监管、中介机构监管等方面系统性提出政策措施，形成了推动资本市场高质量发展的有机整体。

- 中国 2 月 M2、社会融资、新增人民币贷款数据整体比较平稳。股市方面，两融余额回升，沪股通北上资金增长，股市资金格局走好，流动性风险释放幅度小，助于推动 A 股中枢整体上移；高红利、新质生产力概念陆续走强，中小创板块与高股息低估值蓝筹概念板块相继发力，大小风格或将呈现初出轮动上涨的局面。上证 50、沪深 300 与中证 500、中证 1000 大小风格之间或将延续轮动反弹上涨走势。

- 国外方面，美国 2 月 CPI、PPI 同比增速略超预期，显示美国通胀韧性未消除。美债收益率、TIPS 实际利率回升。

- 金融期权成交量环比回升，成交 PCR 值表现分化，上证 50、沪深 300 系列期权成交 PCR 值小幅反弹，中证 500、中证 1000、创业板系列期权成交 PCR 值冲高回落，中小创系列空头情绪衰退，中小创风格相对优势。当前仍处于年报炒作窗口，资金面回暖，板块间轮动为主旋律，整体来看，市场多头情绪占优。预计近期期权成交 PCR 曲线呈现低位运行。金融期权隐波普降，上证 50、沪深 300 系列期权隐波回落至两个月前均值以下，中证 500、中证 1000、创业板 ETF 系列期权隐波仍高于均值，具备空隐波的空间。品种

间隐波差收敛。波动率策略方面，关注中证 500ETF 期权、中证 1000 期权的空 vega 策略，捕捉品种间隐波差回落的统计套利机会，或者逢指数回调可关注卖出看跌期权的策略。

- 金融期权的偏度指数 skew 偏度指数普遍高于 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。短线陡升需要关注短空情绪带来的认沽期权隐波溢价升高，但整体来看偏度结构较稳定。

- 商品期权方面，铜铝期权成交 PCR 值保持低位，沪铜震荡走高，期权成交量与隐波环比上升，波动区间走阔；PTA 期权成交 PCR 环比大幅下降，隐波回落，PTA 空头情绪下降，支撑效果强；上周黄金期权成交 PCR 值回升，受美通胀粘性问题的影响，金价冲高受阻；豆粕期权成交 PCR 低位，空头情绪衰竭，标的震荡反弹。沪铜期权隐波上升，铜价连续上涨，波动率走高。沪铝价格窄幅震荡，铝期权隐波平稳，震荡预期；甲醇、PTA 价格震荡上涨，但隐波平稳，波动空间不大，黄金期权隐含波动率上升，黄金期权受到近期美国通胀数据的扰动，美债收益率、美国实际利率上升，金价冲高受阻，调整压力加大刺激隐波上升。豆粕底部反弹，隐含波动率环比小幅回落。

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 0.04%，沪市 300ETF 变化 0.79%，沪市 500ETF 变化 2.12%，深市 300ETF 变化 0.57%、深市 500ETF 变化 1.96%，创业板 ETF 变化 4.38%，深证 100ETF 变化 2.51%，上证 50 指数变化 0.47%、沪深 300 变化 0.71%、中证 1000 指数变化 3.45%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 9.86、11.53、21.95、33.34、28.21，五年周期中对应的分位为 42.13%、16.54%、29.53%、26.38%、5.51%。

国内方面，上周末证监会围绕强监管、防风险、促高质量发展出台了一系列政策文件。从发行准入、上市公司监管、中介机构监管等方面系统性提出政策措施，形成了推动资本市场高质量发展的有机整体。压实上市公司市值管理主体责任，推动优质上市公司积极开展股份回购，引导更多公司回购注销。综合考虑二级市场承受能力，实施新股发行必要的调节；大幅提高对拟上市企业的随机抽查比例和加大问题导向的现场检查力度；研究提高上市标准，从严审核未盈利企业。从源头上 IPO 方面提升对于新质生产力的包容性，当然也要适应经济规律，符合基本的上市标准；对于已经发行上市的公司，利用好并购重组、股权激励工具让企业发展壮大；利用多层次资本市场，包括创投基金等支持新质生产力。

中国 2 月 M2 同比增长 8.7%，预期 8.7%，前值 8.7%。前两个月社会融资规模增量累计为 8.06 万亿元，人民币贷款增加 6.37 万亿元。货币及融资数据整体比较平稳。股市方面，两融余额回升，沪股通北上资金增长，股市资金格局走好，流动性风险释放幅度小，助于推动 A 股中枢整体上移；高红利、新质生产力概念陆续走强，中小创板块与高股息低估值蓝筹概念板块相继发力，大小风格或将呈现初出轮动上涨的局面。上证 50、沪深 300 与中证 500、中证 1000 大小风格之间或将延续轮动反弹上涨走势。

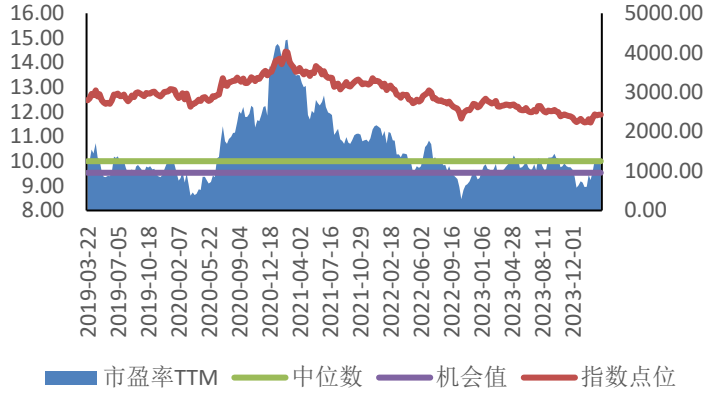
国外方面，美国 2 月未季调 CPI 同比升 3.2%，预期升 3.1%，前值升 3.1%；季调后 CPI 环比升 0.4%，预期升 0.4%，前值升 0.3%。美国 2 月未季调核心 CPI 同比升 3.8%，预期升 3.7%，前值升 3.9%；环比升 0.4%，预期升 0.3%，前值升 0.4%。略超预期的 CPI 同比增速显示美通胀韧性未消除。

2.商品行情回顾

前一周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为 4.55%、0.49%；甲醇、PTA 周度涨跌幅分别为 1.83%、1.99%；豆粕、黄金活跃合约周度涨跌幅为 1.79%、0.37%。上一

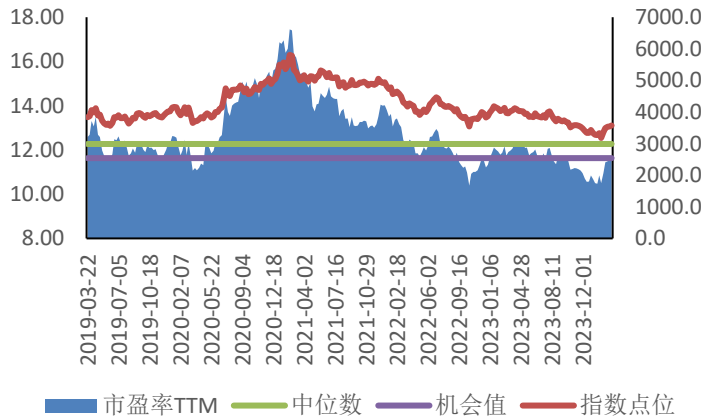
周铜价大涨，铝价格窄幅震荡；甲醇、PTA 价格震荡上涨，PTA 成本强支撑；贵金属价格高位震荡，美 2 月通胀略超预期，金价冲高受阻；豆粕延续底部反弹。

图 1：上证 50 指数估值（市盈率）



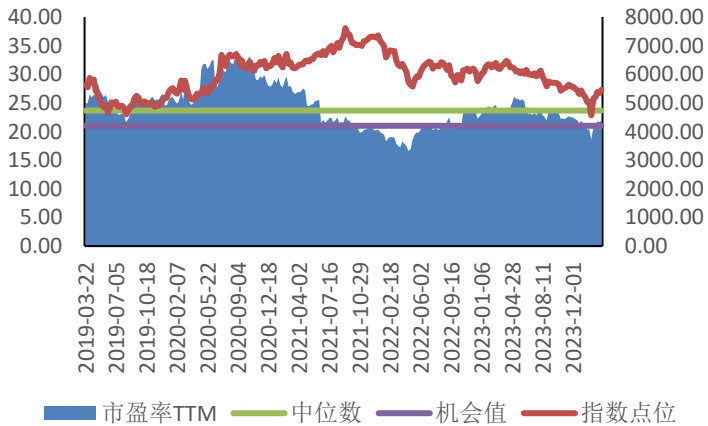
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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）



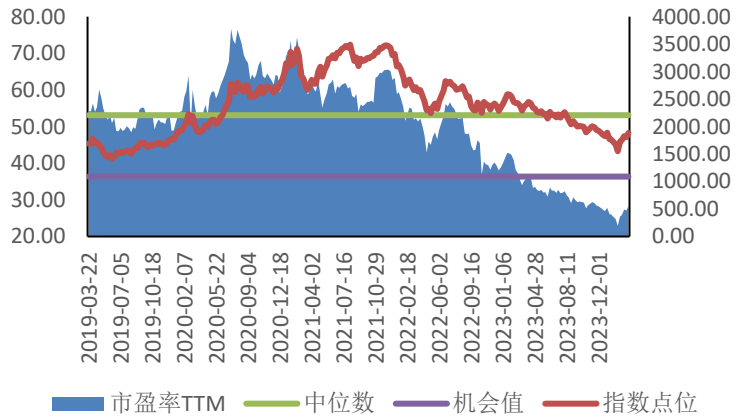
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率)



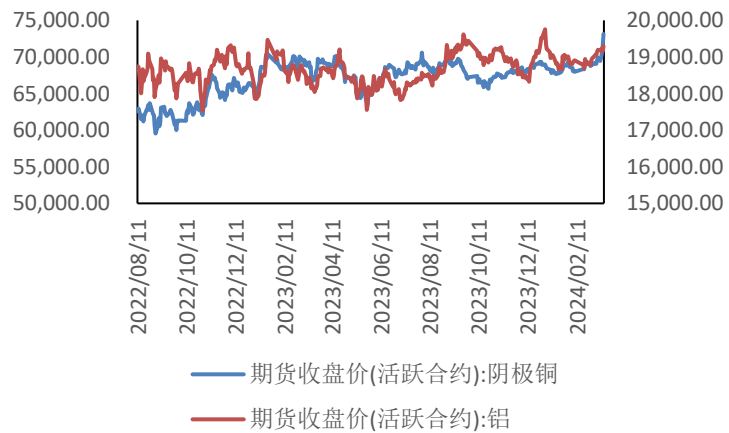
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 5: 创业板指数估值 (市盈率)



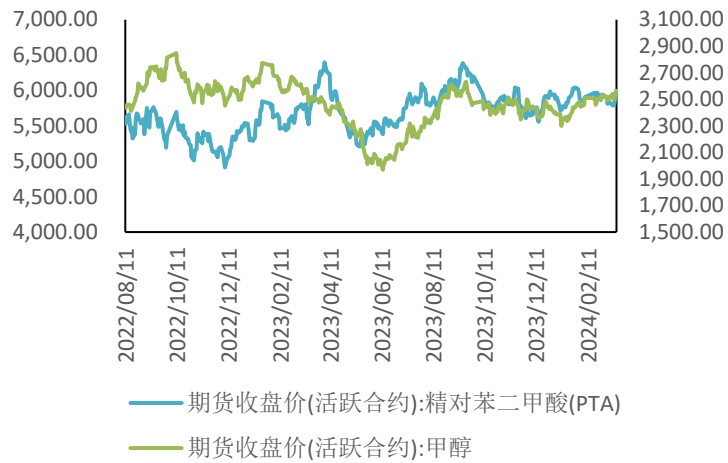
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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)

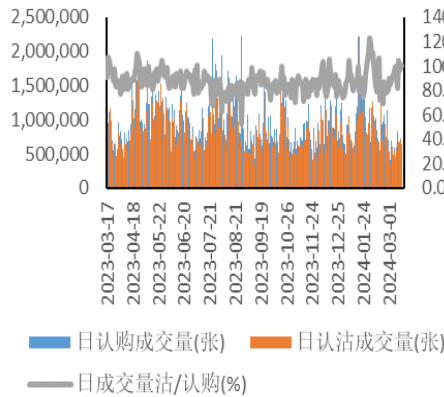
1. 金融期权

上一周金融期权成交量环比回升, 成交 PCR 值表现分化, 上证 50、沪深 300 系列期权成交 PCR 值小幅反弹, 中证 500、中证 1000、创业板系列期权成交 PCR 值冲高回落, 从沽购比这一指标来看, 中小创系列空头情绪衰退, 市场中中小创风格相对优势。当前仍处于年报炒作窗口, 资金面回暖, 板块间轮动为主旋律, 整体来看, 市场多头情绪占优。预计近期期权成交 PCR 曲线呈现低位运行。

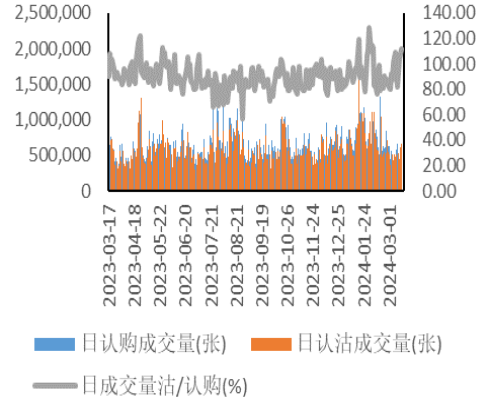
2. 商品期权

商品期权方面，铜铝期权成交 PCR 值保持低位，沪铜震荡走高，期权成交量与隐波环比上升，波动区间走阔；PTA 期权成交 PCR 环比大幅下降，隐波回落，PTA 空头情绪下降，支撑效果强；上周黄金期权成交 PCR 值回升，受美通胀粘性问题，金价冲高受阻；豆粕期权成交 PCR 低位，空头情绪衰竭，标的震荡反弹。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

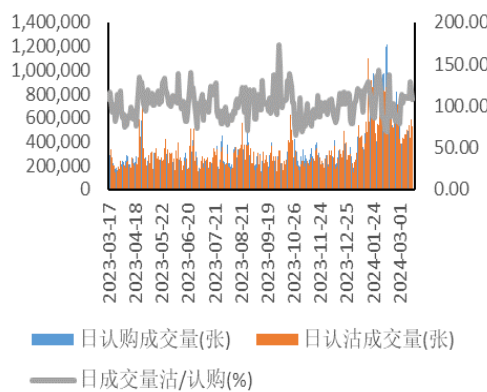


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

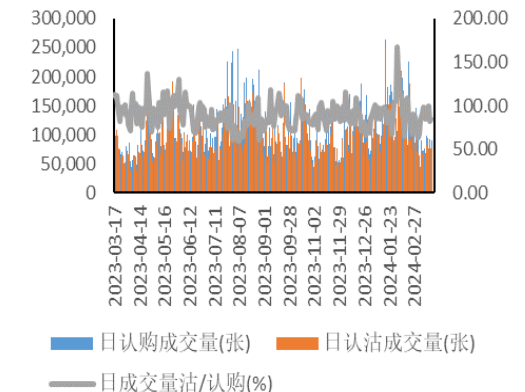


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

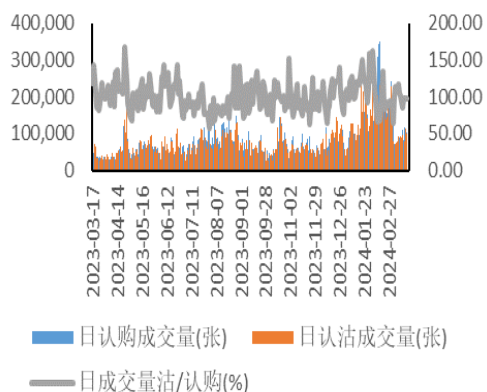


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

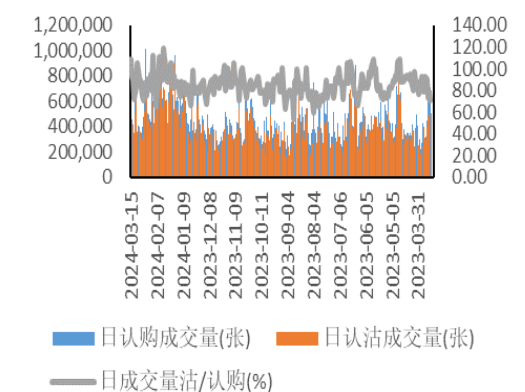


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

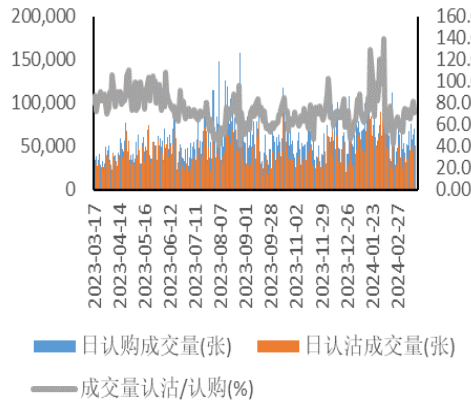


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

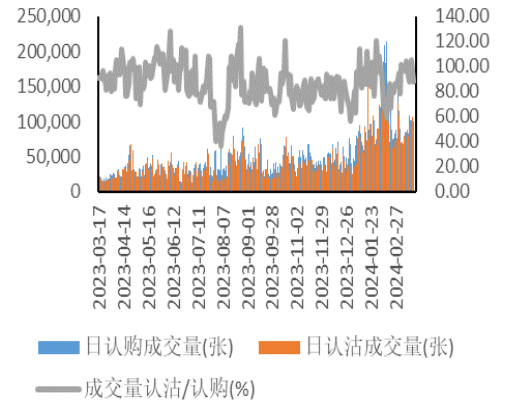


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

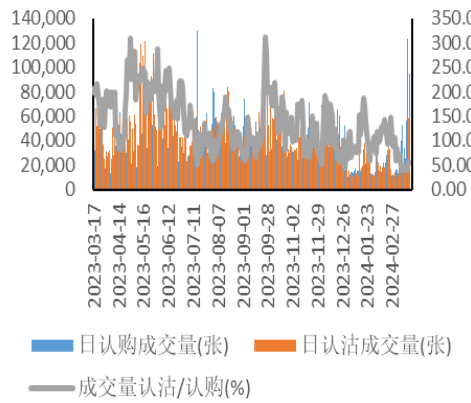


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

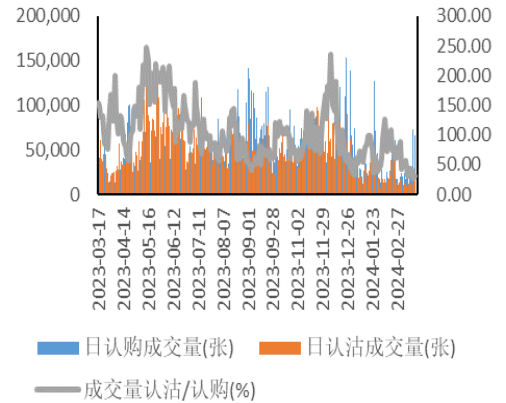


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 17: 沪铜期权 PCR

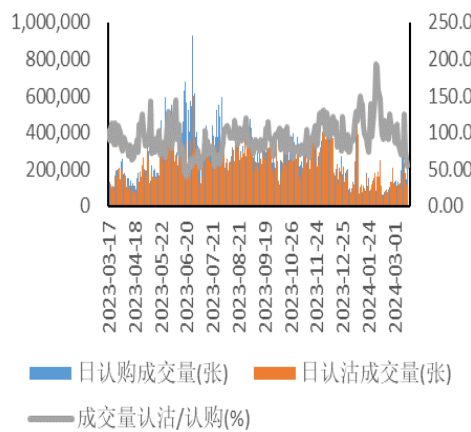


图表 18: 沪铝期权 PCR

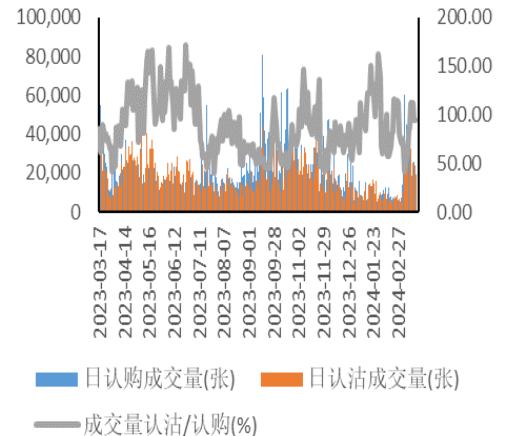


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 19: 甲醇期权 PCR

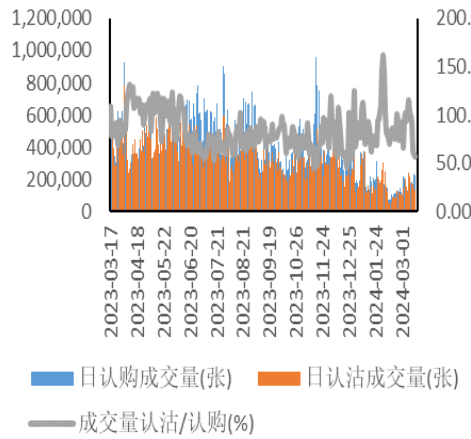


图表 20: 沪金期权 PCR

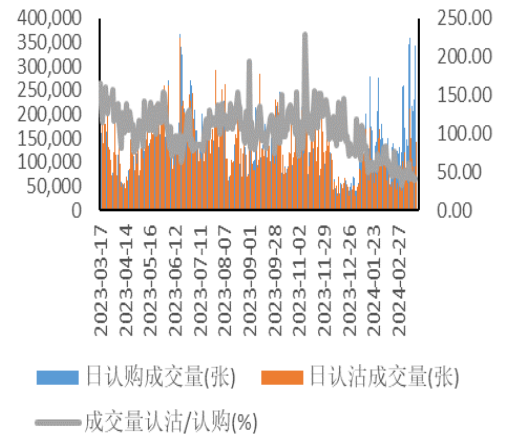


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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

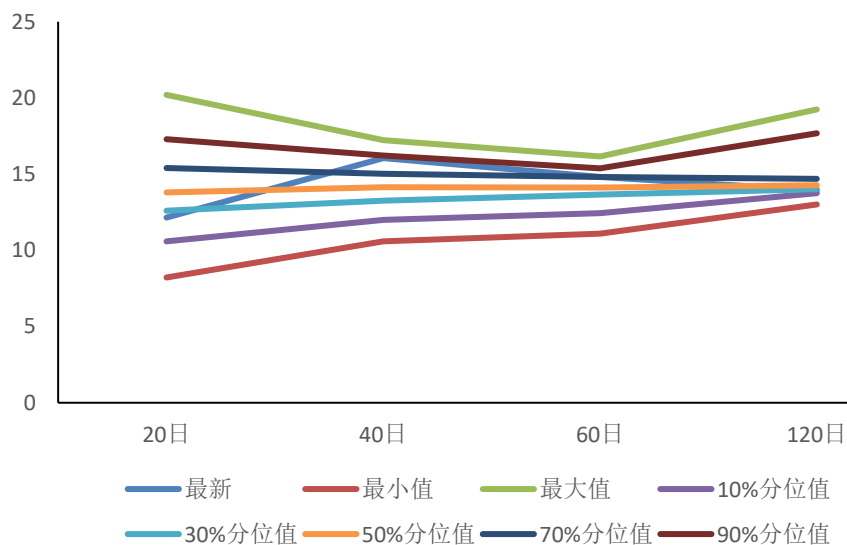
1. 金融期权

波动率方面, 金融期权隐波普降, 上证 50、沪深 300 系列期权隐波回落至两个月前均值以下, 中证 500、中证 1000、创业板 ETF 系列期权隐波仍高于均值, 具备空隐波的空间。品种间隐波差收敛, 截止 15 日收盘, 上证 50 与中证 1000 隐波差收敛至 9.5 个百分点, 仍处于较大数值区域。受波动率、波差均值回归特征影响, 后市中小创系列期权的隐波、高隐波差或将进一步收窄, 延续降波行情。波动率策略方面, 关注中证 500ETF 期权、中证 1000 期权的空 vega 策略, 捕捉品种间隐波差回落的统计套利机会, 或者逢指数回调可关注卖出看跌期权的策略。

2. 商品期权

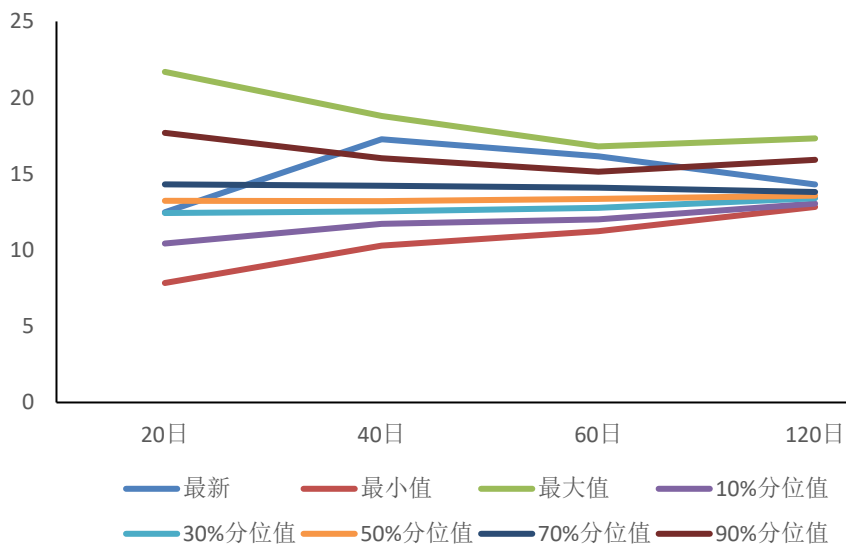
商品期权方面, 沪铜期权隐波上升, 铜价连续上涨, 波动率走高。沪铝价格窄幅震荡, 铝期权隐波平稳, 震荡预期; 甲醇、PTA 价格震荡上涨, 但隐波平稳, 波动空间不大, 黄金期权隐含波动率上升, 黄金期权受到近期美国通胀数据的扰动, 美债收益率、美国实际利率上升, 金价冲高受阻, 调整压力加大刺激隐波上升。豆粕底部反弹, 隐含波动率环比小幅回落。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



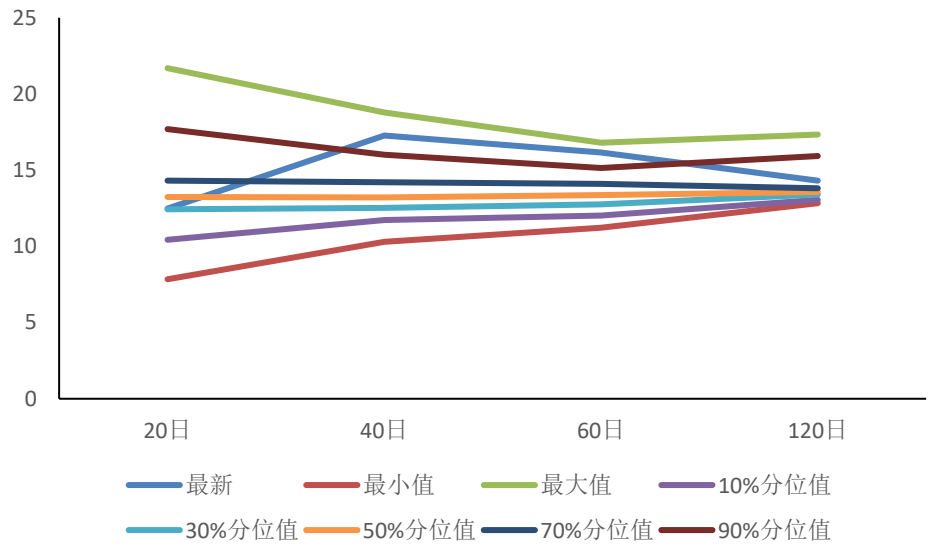
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



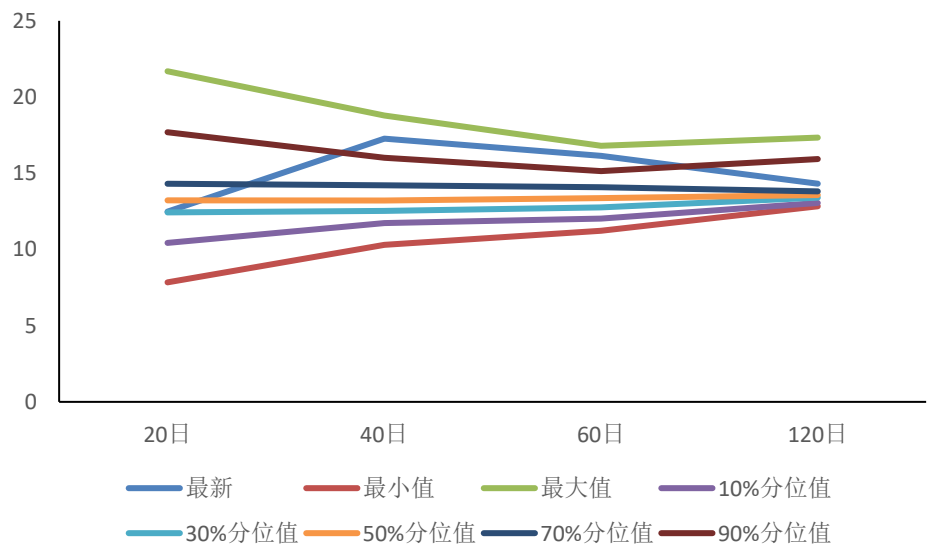
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



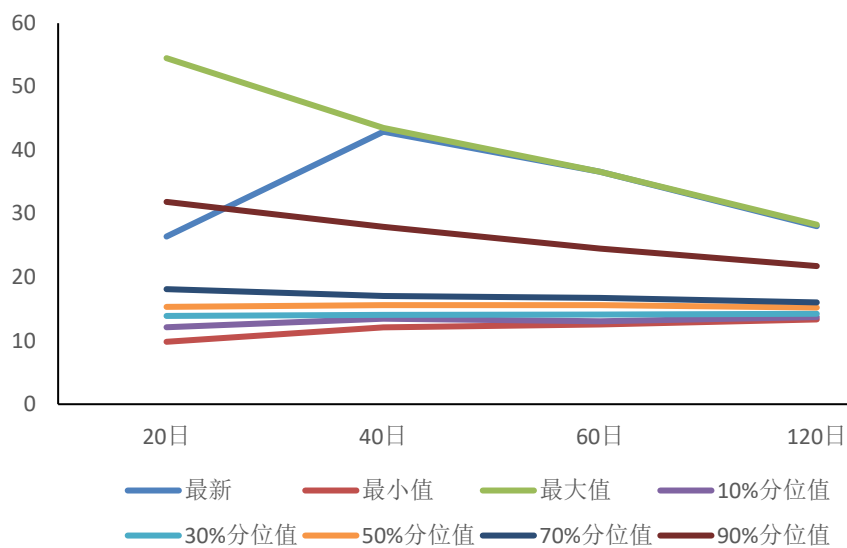
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



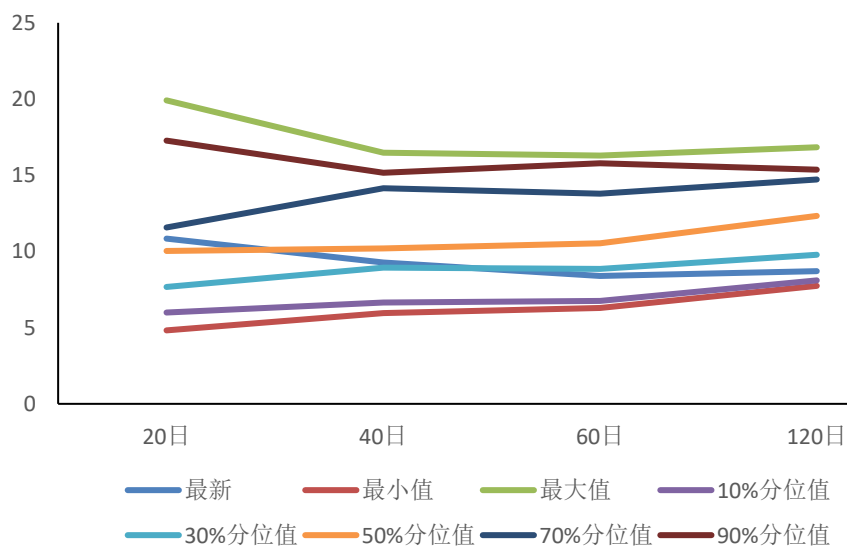
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



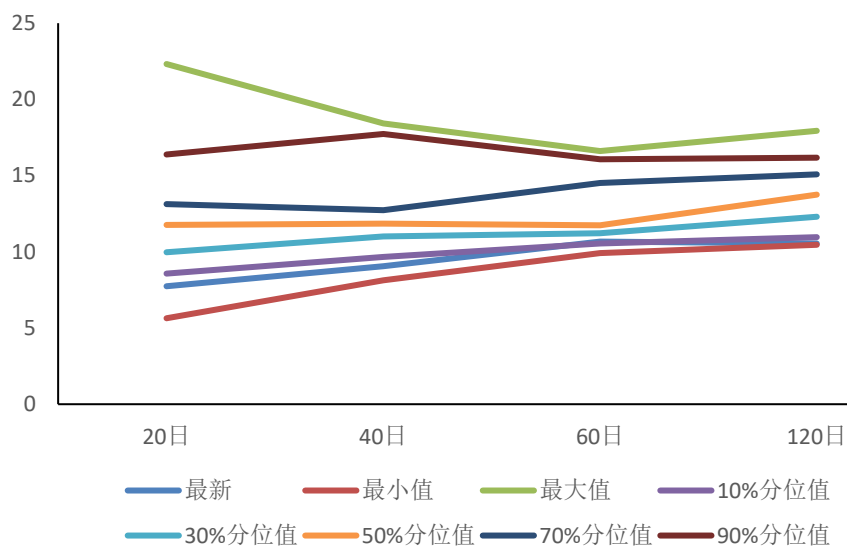
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 28: 沪铜历史波动率锥



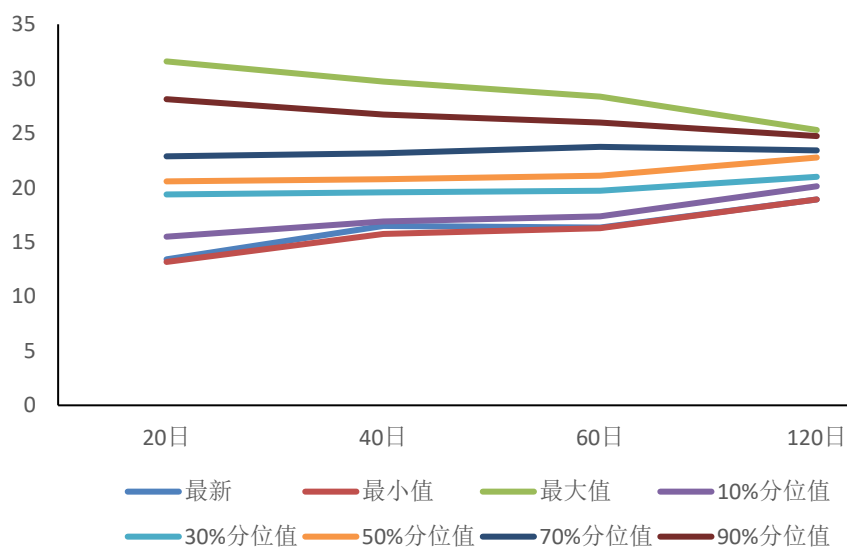
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 29：沪铝历史波动率锥



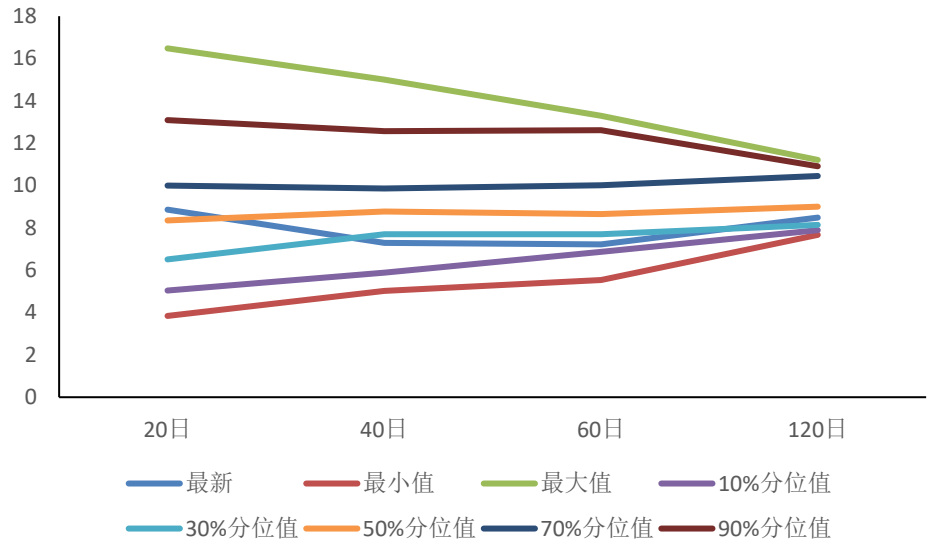
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 30：甲醇历史波动率锥



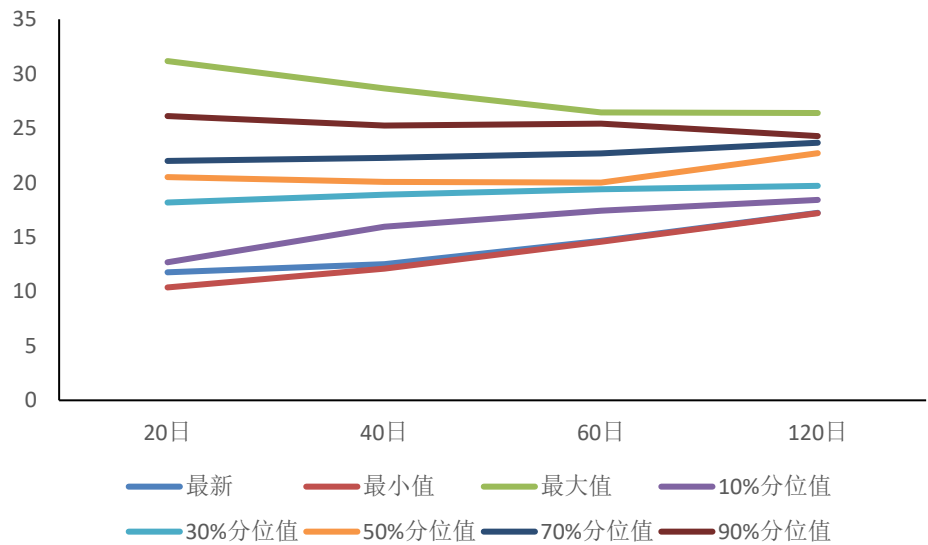
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31: 沪金历史波动率锥



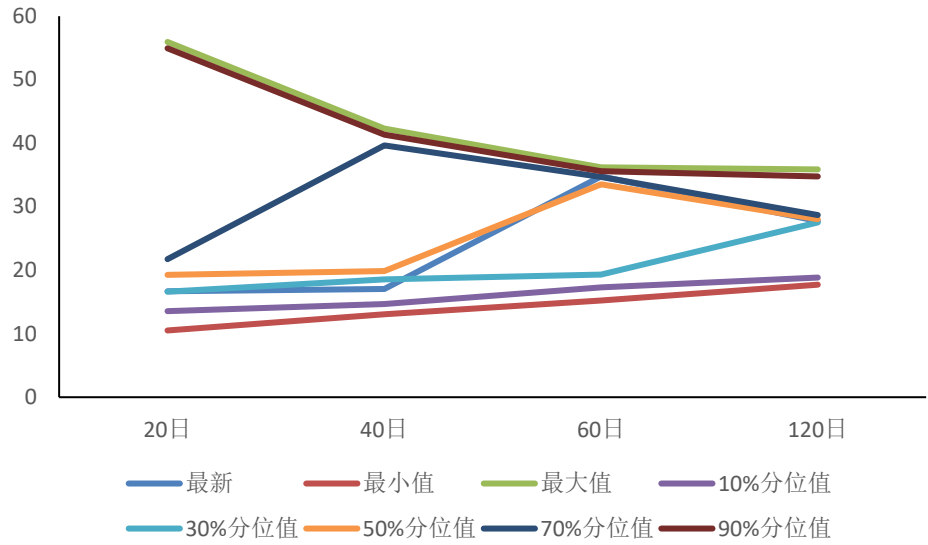
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 31: PTA 历史波动率锥



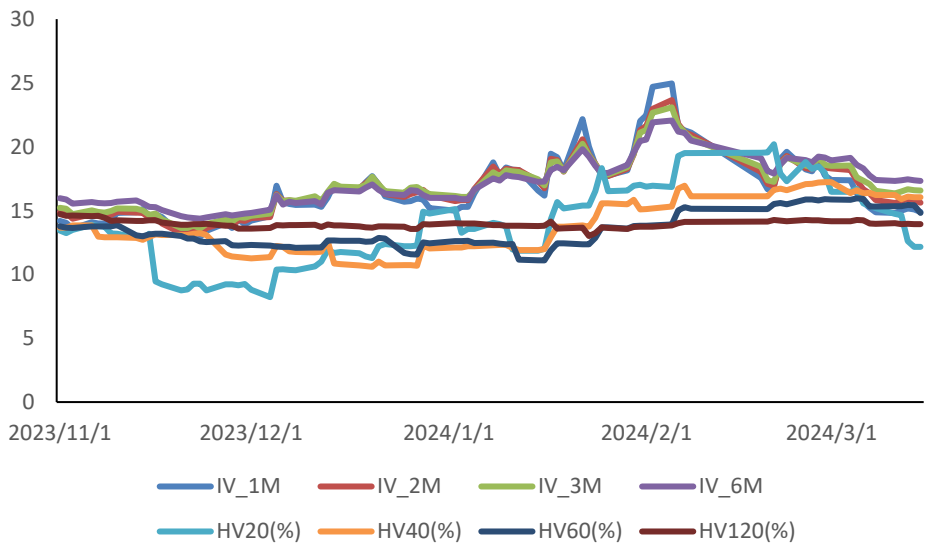
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 32：豆粕历史波动率锥



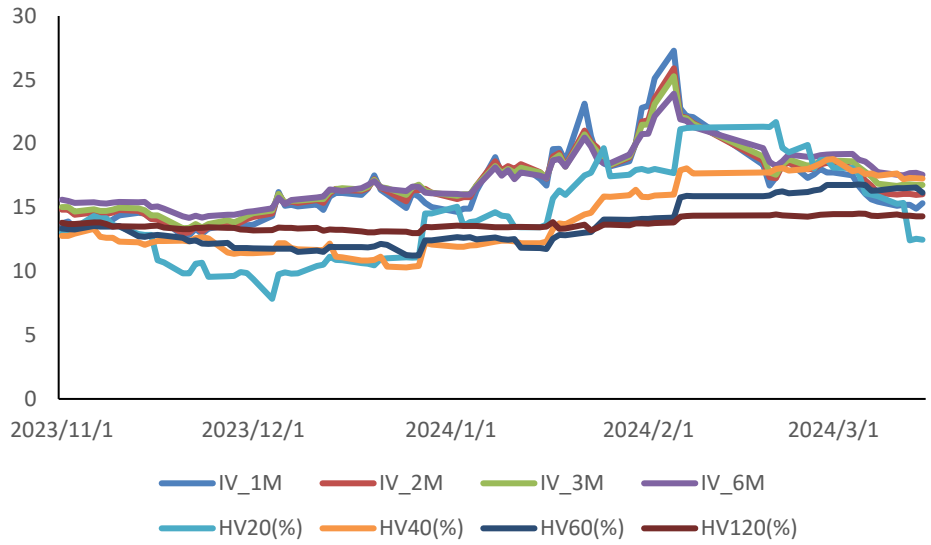
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 33：50ETF 期权隐含波动率走势



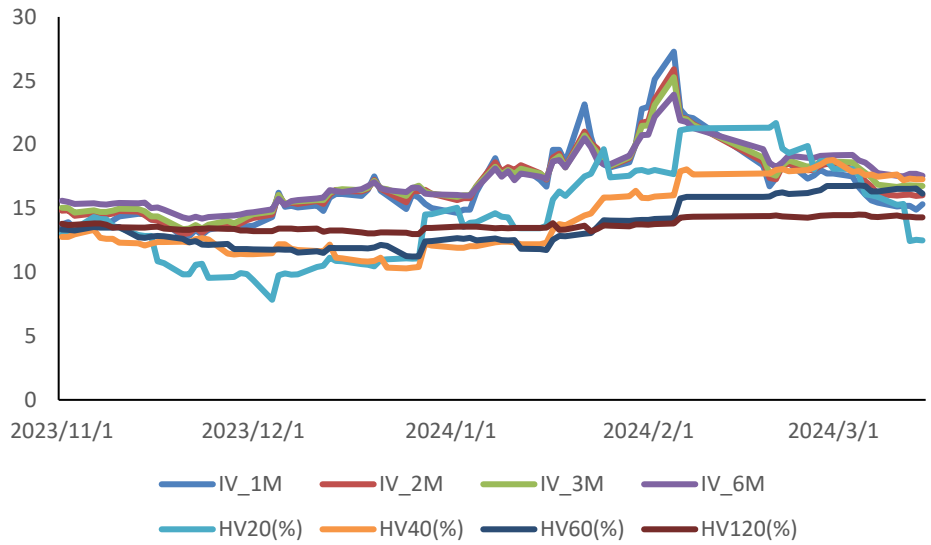
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 34: 300ETF 期权（沪）隐含波动率走势



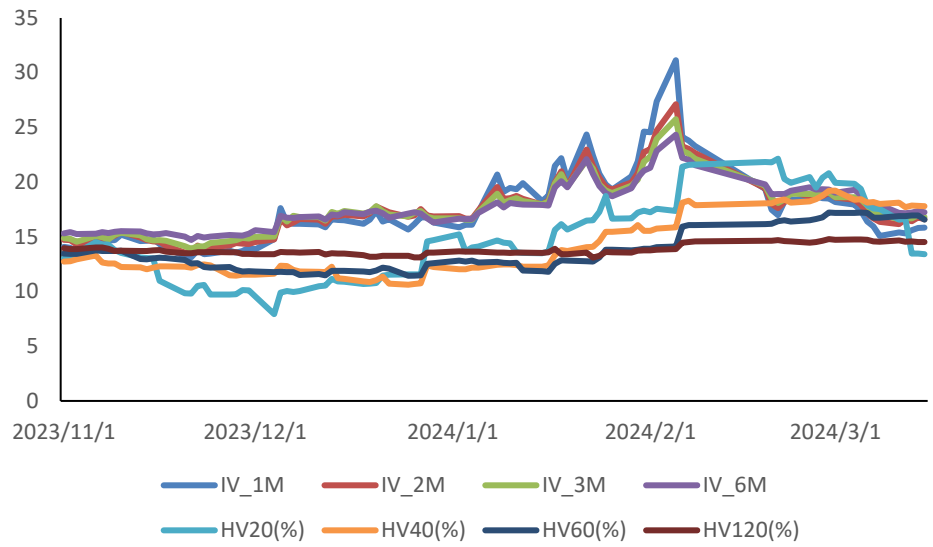
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 35: 300ETF 期权（深）隐含波动率走势



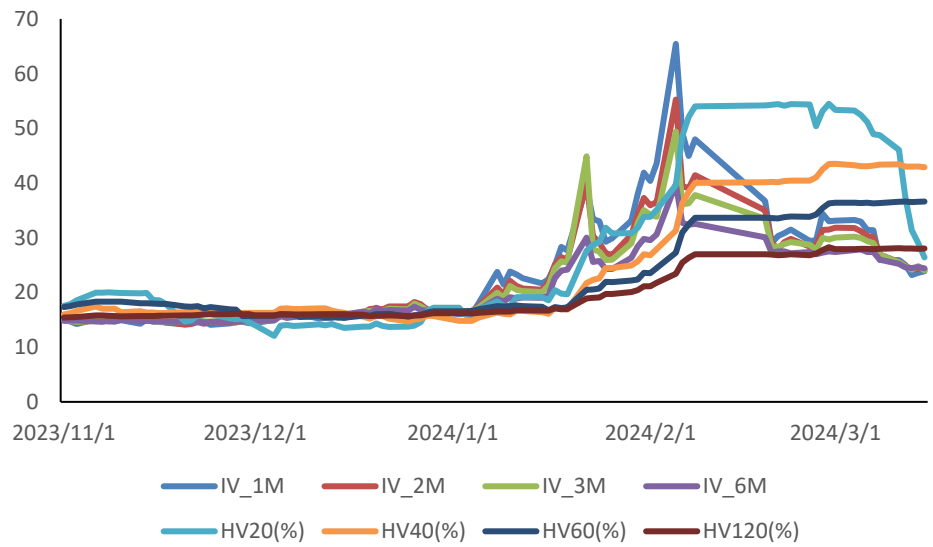
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



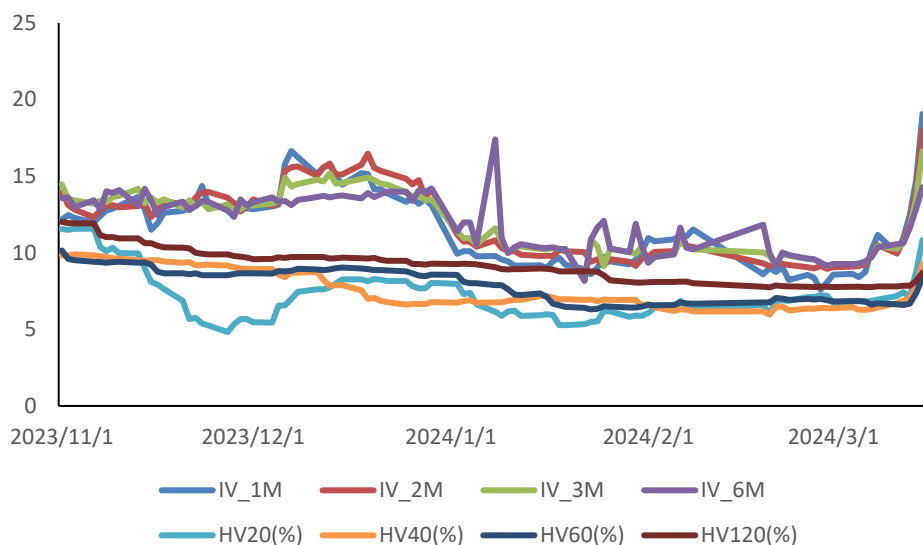
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



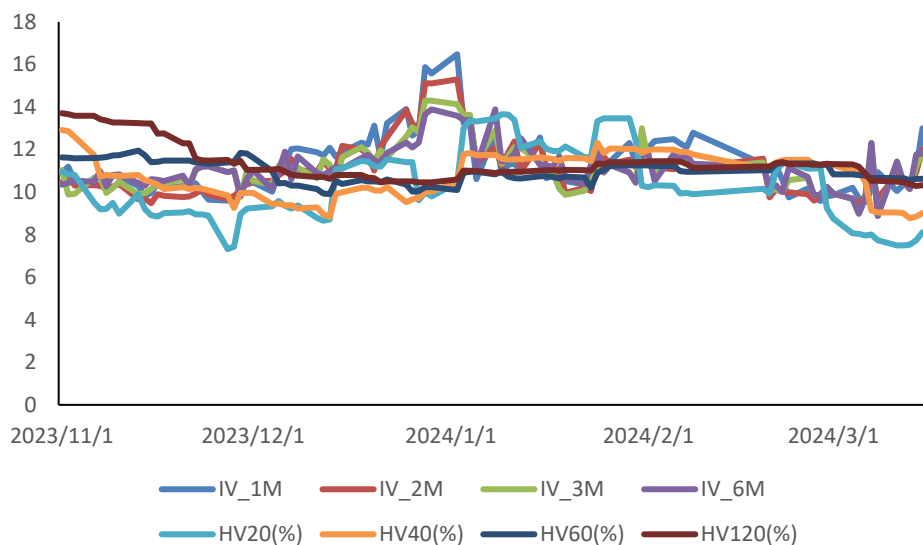
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



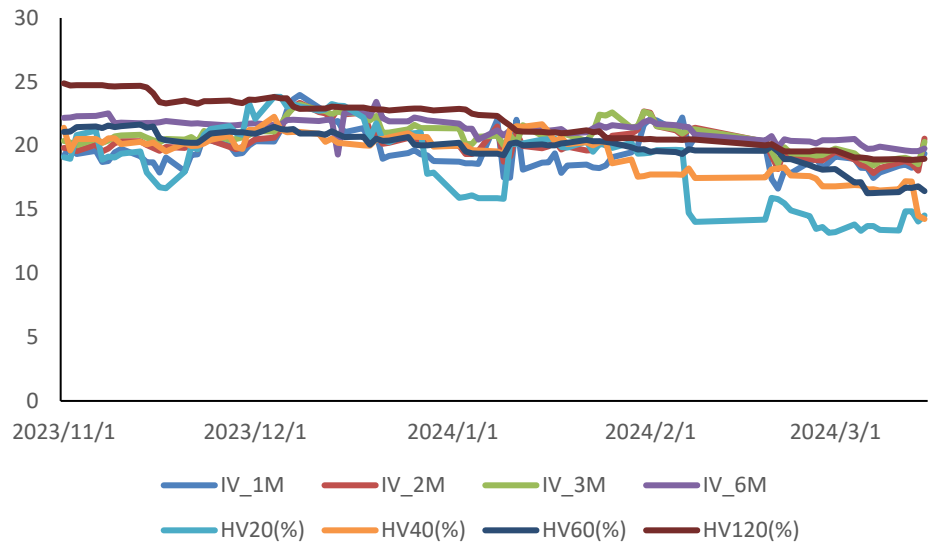
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



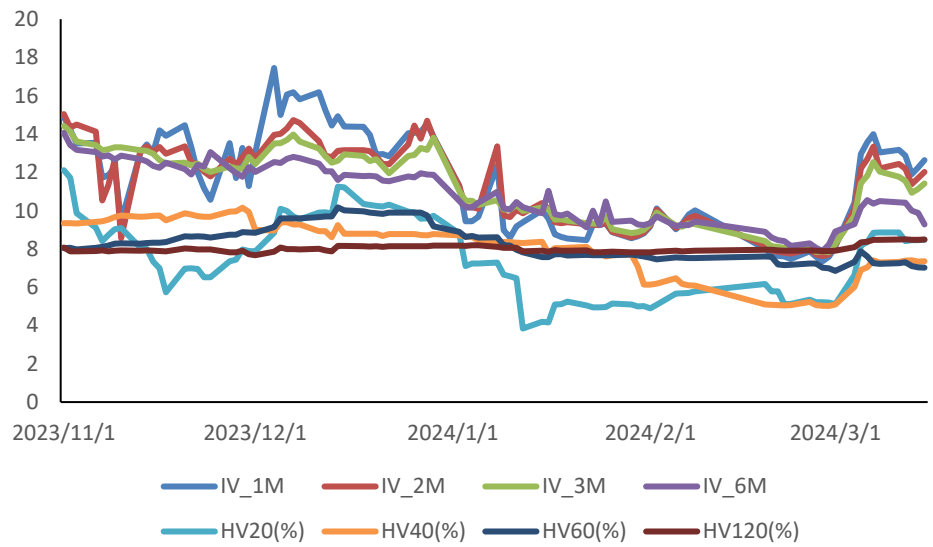
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



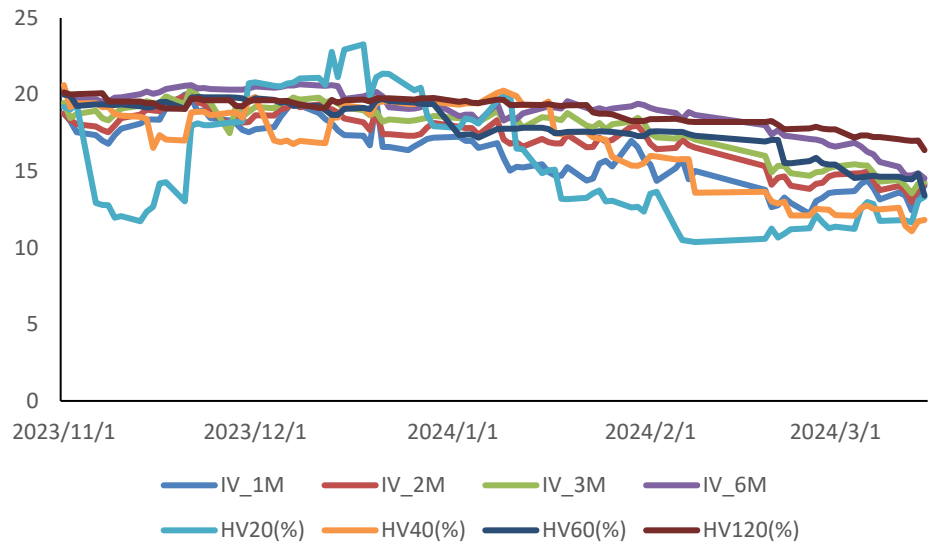
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 41: 沪金期权隐含波动率走势



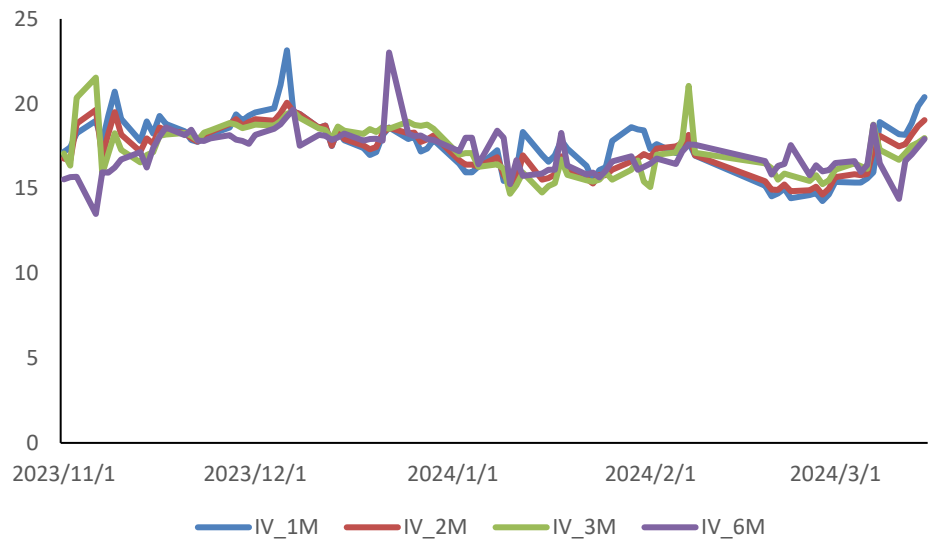
数据来源: wind, 兴证期货研发部

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



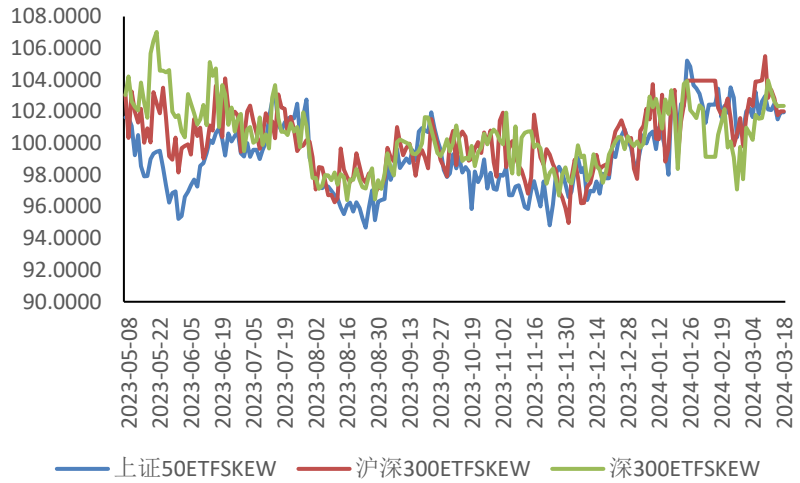
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

四、期权偏度

从金融期权的偏度指数分布来看, 主要金融期权的偏度指数 skew 普遍高于 100, 且结构稳定。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。短线陡升需要关注短空情绪带来的

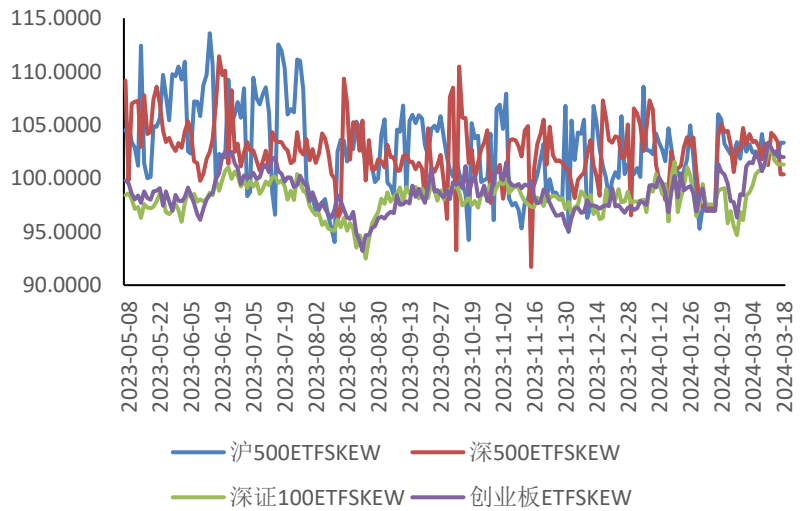
认沽期权隐波溢价升高，但整体来看偏度结构较稳定。

图表 43：金融期权偏度（一）



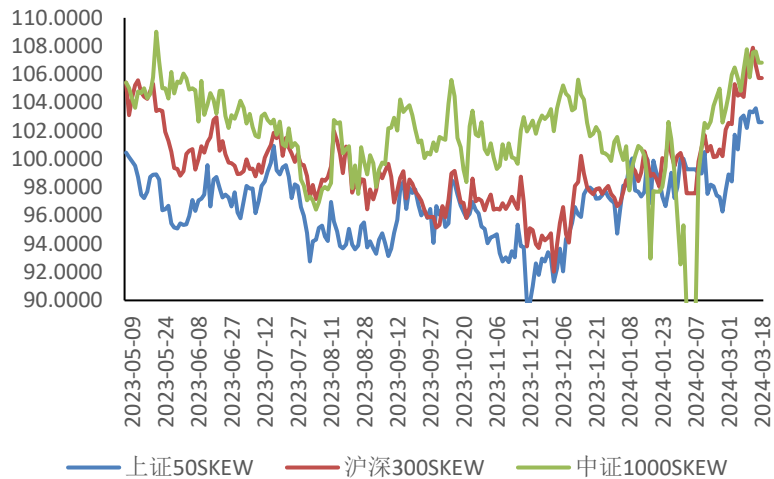
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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。