

指数短空压力，关注隐波反弹后的 波动率策略机会

兴证期货·研究咨询部
金融研究团队

2024年3月25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

- 国常会召开，坚定要进一步优化房地产政策，持续抓好保交楼、保民生、保稳定工作，进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，系统谋划相关支持政策，有效激发潜在需求，加大高品质住房供给，促进房地产市场平稳健康发展。要适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快完善“市场+保障”的住房供应体系改革商品房相关基础性制度，着力构建房地产发展新模式，宽松政策支撑地产，各项经济数据延续筑底格局，基本面底部支撑强。中期来看，市场资金格局走好，流动性风险释放幅度小，有助于推动 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。

- 短期来看，大盘进入强阻力区，北向资金近期卖出额加大，市场抛压上升。前期获利盘减仓抛压上升，北向资金近期净卖出增长，股指迎来回调压力。但在基本面与政策的支撑下，指数下跌空间有限，等待回踩后的交易机会。

- 国外方面，美联储 3 月议息会议将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%至 5.5%之间不变。美国 3 月标普全球制造业 PMI 超预期，瑞士央行出人意料降息，市场预期多家央行跟进，欧洲地区宽松政策预期升温，美元走强，美元指数反弹，美联储降息路劲不顺畅，外围市场不确定性较大。

- 金融期权各品种得成交量与成交 PCR 值普遍环比回升，标

的指数遇阻承压，短空情绪回升，中证 500ETF 期权成交 PCR 值升幅高于上证 50、沪深 300 系列期权，反映中小板短线空头情绪偏强，市场抛压较大。整体来看，短空情绪释放空间有限，成交 PCR 值曲线陡升后或将再度回落。金融期权隐波短线反弹，但中长期维持降波趋势。短期受到指数短空情绪影响，隐含波动率反弹，但由于基本面强支撑，空头情绪释放空间有限，隐波短期反弹后或将再度回归降波周期。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。

- 主要金融期权品种的偏度指数 skew 普遍高于 100，即看跌期权隐波溢价略高于看涨期权，在期权标的震荡上涨预期背景下，偏度指数趋于稳定。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升高。

- 商品期权方面，铜铝期权成交 PCR 值保持低位，沪铜高位震荡，期权成交量与隐波环比回落；铝期权成交量低迷，震荡区间收窄；PTA 期权成交 PCR 低位，隐波变化幅度不大，震荡预期强；黄金期权成交 PCR 值回升，金价连续上涨后，美国经济数据韧性，美元指数反弹压制金价；豆粕期权成交 PCR 低位。沪铜期权隐波环比回落，铜价连续上涨后处于高位震荡，隐含波动率回落。沪铝价格窄幅震荡，铝期权隐波平稳，震荡预期；甲醇、PTA 价格震荡回落，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，回踩压力加大刺激隐波上升。豆粕底部反弹，隐含波动率环比上升，多空分歧加大。

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-0.93%，沪市 300ETF 变化-0.62%，沪市 500ETF 变化-1.51%，深市 300ETF 变化-0.59%、深市 500ETF 变化-1.31%，创业板 ETF 变化-0.87%，深证 100ETF 变化-0.44%，上证 50 指数变化-0.99%、沪深 300 变化-0.70%、中证 1000 指数变化 0.72%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 9.89、11.55、21.77、33.49、28.01，五年周期中对应的分位为 44.88%、17.32%、27.17%、27.56%、5.51%。

国内方面，上周国常会召开，坚定要进一步优化房地产政策，持续抓好保交楼、保民生、保稳定工作，进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，系统谋划相关支持政策，有效激发潜在需求，加大高品质住房供给，促进房地产市场平稳健康发展。要适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快完善“市场+保障”的住房供应体系改革商品房相关基础性制度，着力构建房地产发展新模式，宽松政策支撑地产，各项经济数据延续筑底格局，基本面底部支撑强。中期来看，市场资金格局走好，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。

短期来看，大盘进入强阻力区，北向资金近期卖出额加大，市场抛压上升。前期获利盘减仓抛压上升，北向资金近期净卖出增长，股指迎来回调压力。但在基本面与政策的支撑下，指数下跌空间有限，等待回踩后的交易机会。

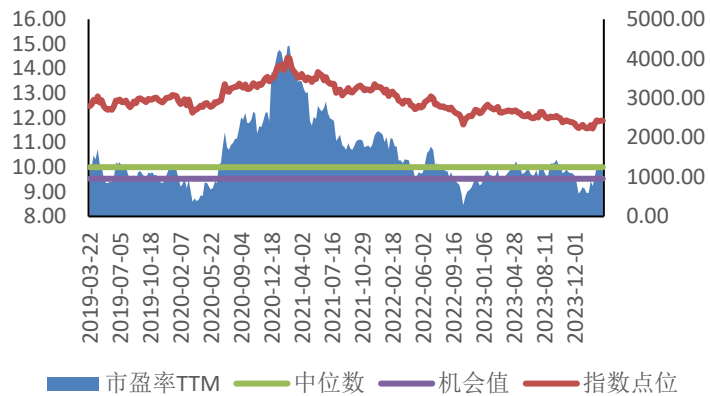
国外方面，美联储 3 月议息会议将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%至 5.5%之间不变。美联储主席鲍威尔表示，如果经济持续增长，政策制定者仍打算在今年年底前降息。美联储在经济上取得了相当大的进展，通胀已大幅缓解并持续回落，但仍然有不确定性。美国 3 月标普全球制造业 PMI 初值 52.5，为 21 个月以来新高，预期 51.7，2 月终值 52.2，初值 51.5。此外，瑞士央行出人意料降息，市场预期多家央行跟进，欧洲地区宽松政策预期升温，美元走强，美元指数反弹，美联储降息路劲不顺畅，外围市场不确定性较大。

2.商品行情回顾

前一周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为-1.15%、0.54%；甲醇、PTA 周度涨跌幅分别为-0.86%、-1.58%；豆粕、黄金活跃合约周度涨跌幅为 0.73%、0.85%。上一周铜价震荡回落，铝价格窄幅震荡；甲醇、PTA 价格震荡回落；贵金属价格高

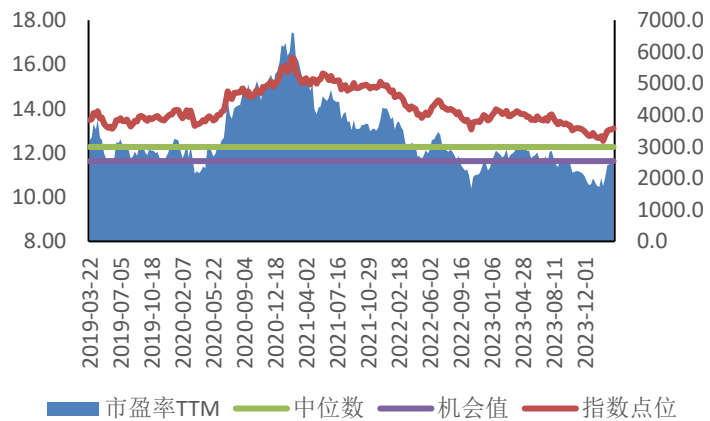
位宽幅震荡，美联储降息预期与经济就业韧性之间博弈；豆粕延续反弹趋势。

图 1：上证 50 指数估值（市盈率）



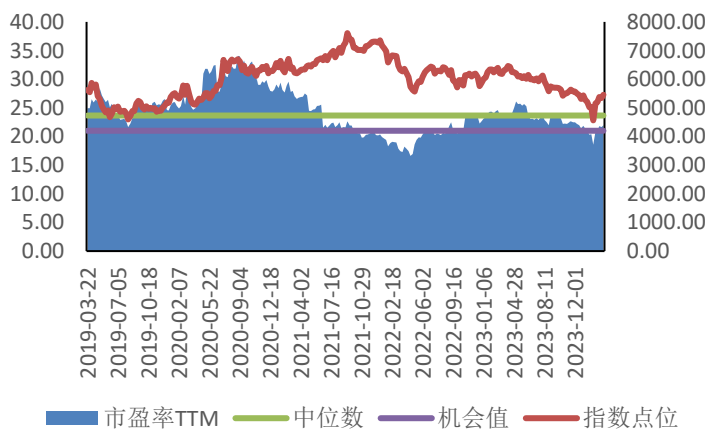
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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）



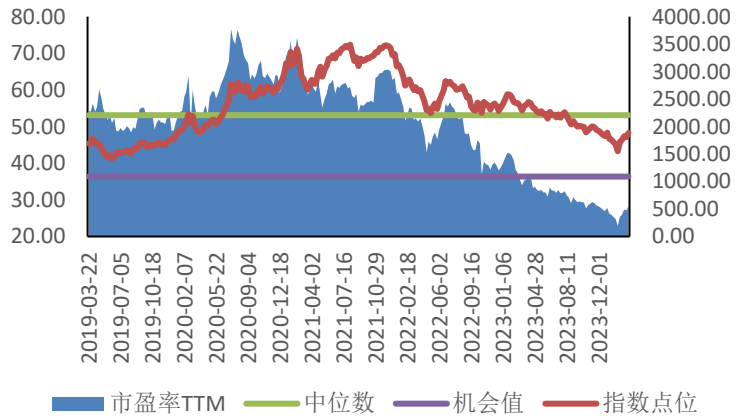
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率)



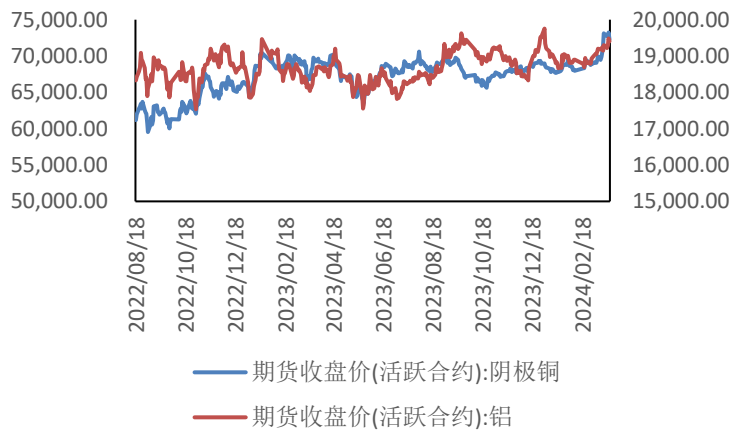
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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)

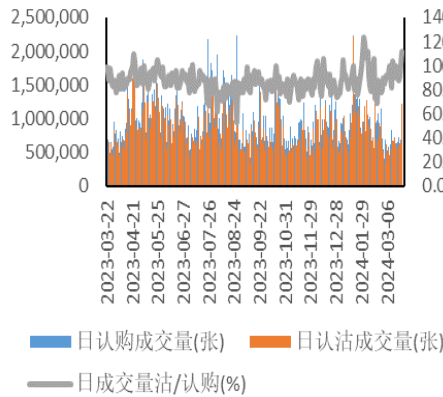
1. 金融期权

上一周金融期权各品种成交量与成交 PCR 值普遍环比回升, 标的指数遇阻承压, 短空情绪回升, 中证 500ETF 期权成交 PCR 值上升至 135.68%, 升幅高于上证 50、沪深 300 系列期权, 反映中小板短线空头情绪偏强, 市场抛压较大。相比之下, 上证 50、沪深 300 指数比较坚挺, 大小风格或将发生切换, 大盘蓝筹股比较优势显现。整体来看, 短空情绪释放空间有限, 成交 PCR 值曲线陡升后或将再度回落。

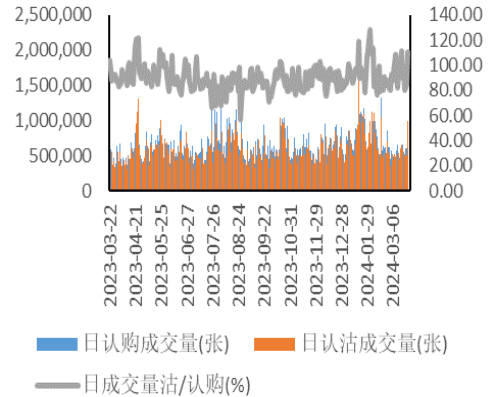
2. 商品期权

商品期权方面，铜铝期权成交 PCR 值保持低位，沪铜高位震荡，期权成交量与隐波环比回落；铝期权成交量低迷，震荡区间收窄；PTA 期权成交 PCR 低位，隐波变化幅度不大，震荡预期强；黄金期权成交 PCR 值回升，金价连续上涨后，美国经济数据韧性，美元指数反弹压制金价；豆粕期权成交 PCR 低位。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

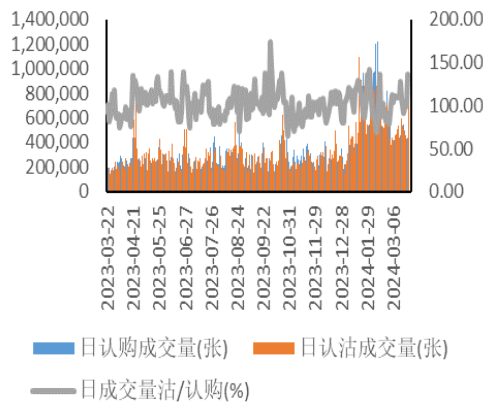


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

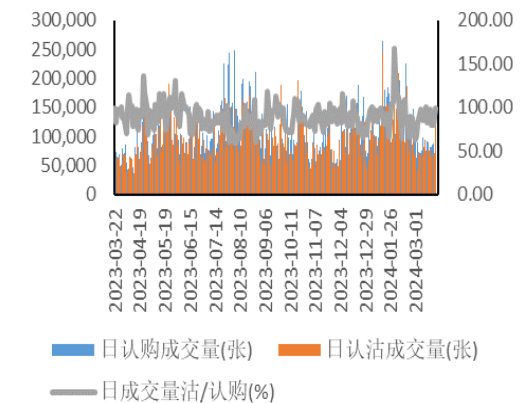


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

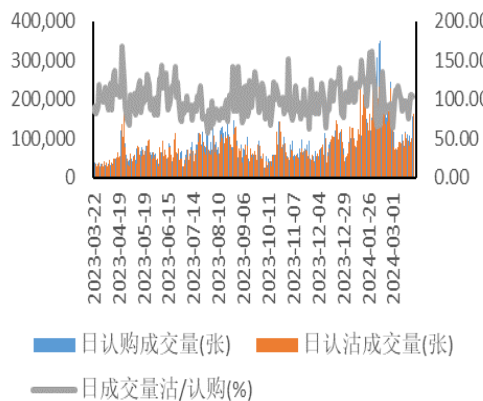


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

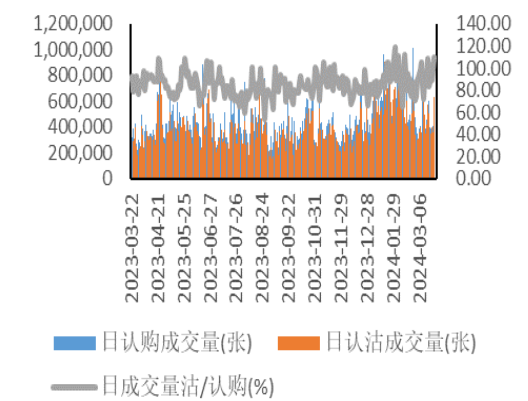


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

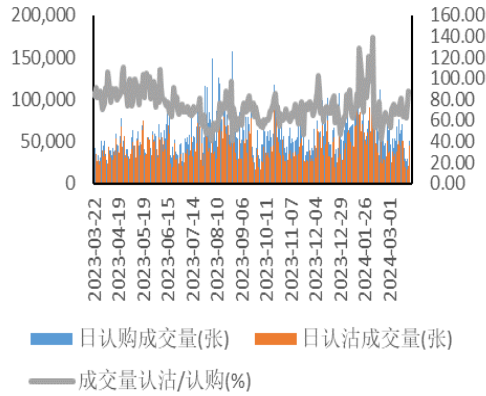


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

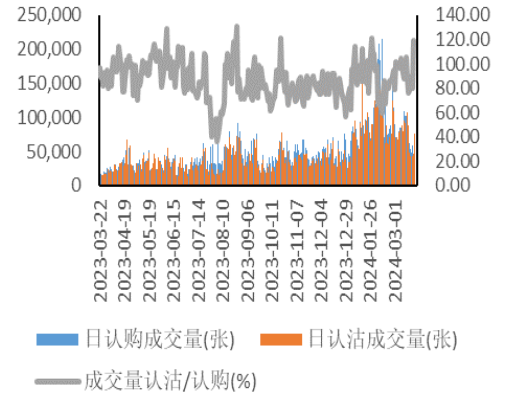


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

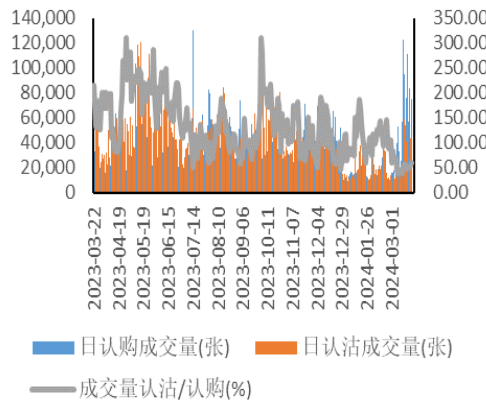


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

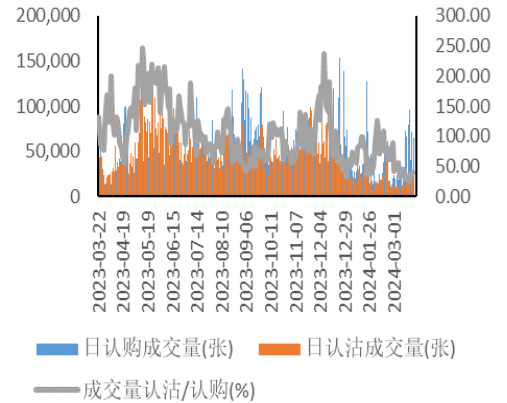


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 17: 沪铜期权 PCR

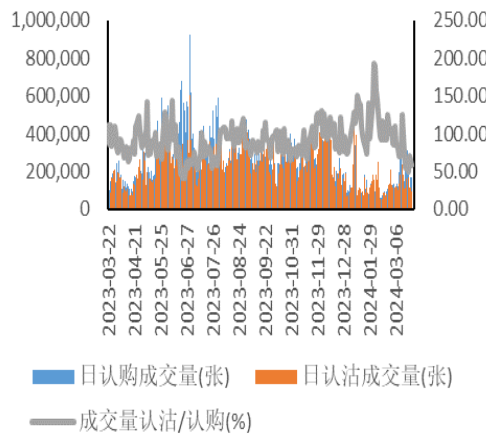


图表 18: 沪铝期权 PCR

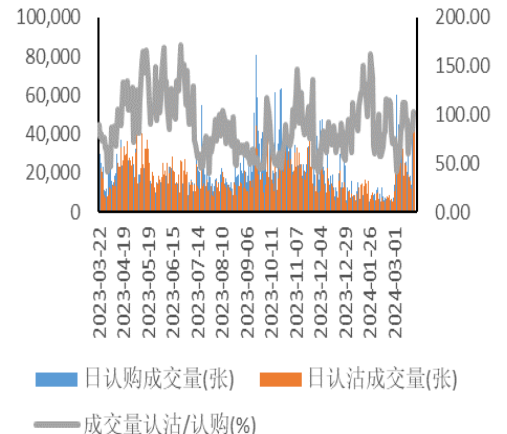


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 19: 甲醇期权 PCR



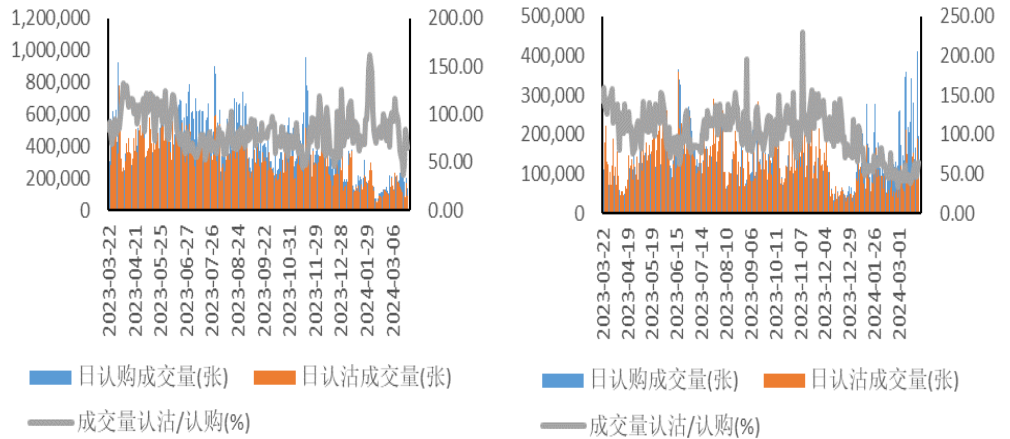
图表 20: 沪金期权 PCR



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

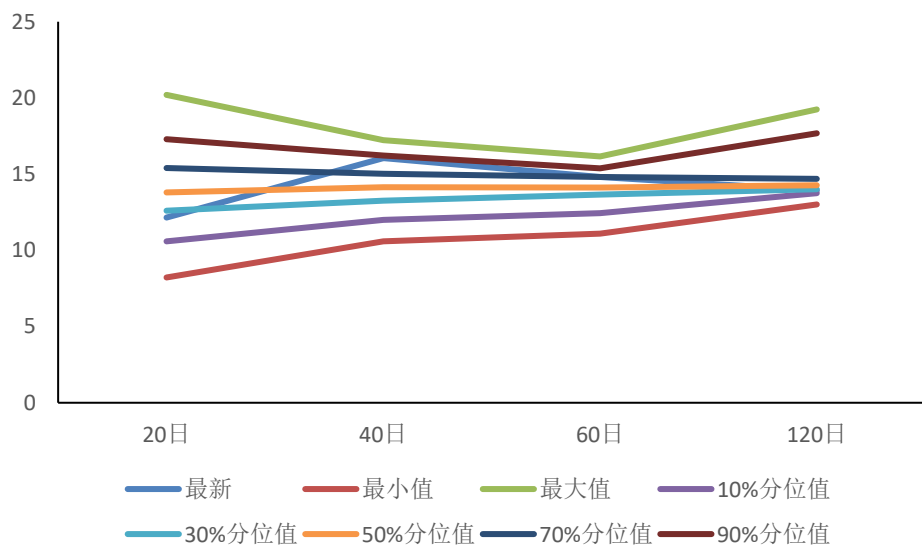
1.金融期权

波动率方面, 金融期权隐波短线反弹, 但中长期维持降波趋势。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 22 日收盘, 上证 50 与中证 1000 隐波差收敛至 9 个百分点, 仍处于较大数值区域。短期来看, 受到指数短空情绪影响, 隐含波动率反弹, 但由于基本面强支撑, 空头情绪释放空间有限, 隐波短期反弹后或将再度回归降波周期。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

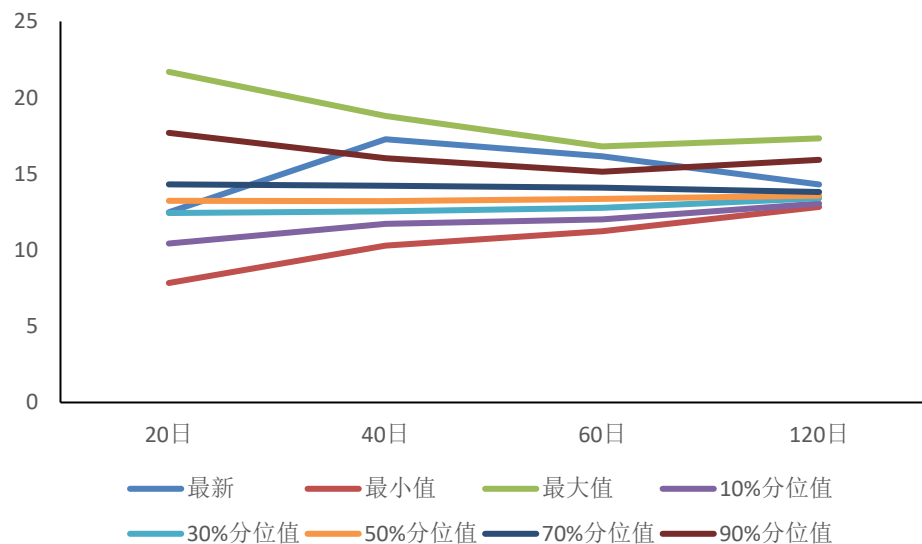
商品期权方面, 沪铜期权隐波环比回落, 铜价连续上涨后处于高位震荡, 隐含波动率回落。沪铝价格窄幅震荡, 铝期权隐波平稳, 震荡预期; 甲醇、PTA 价格震荡回落, 但隐波平稳, 波动空间不大。黄金期权隐含波动率上升, 黄金期权受到近期美国通胀数据的扰动, 美债收益率、美国实际利率上升, 金价冲高受阻, 调整压力加大刺激隐波上升。豆粕底部反弹, 隐含波动率环比上升, 多空分歧加大。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



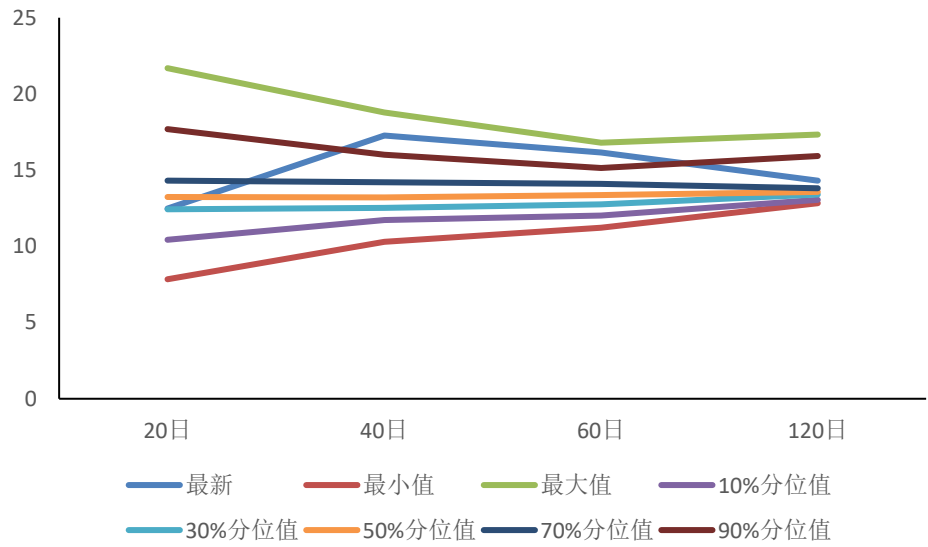
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



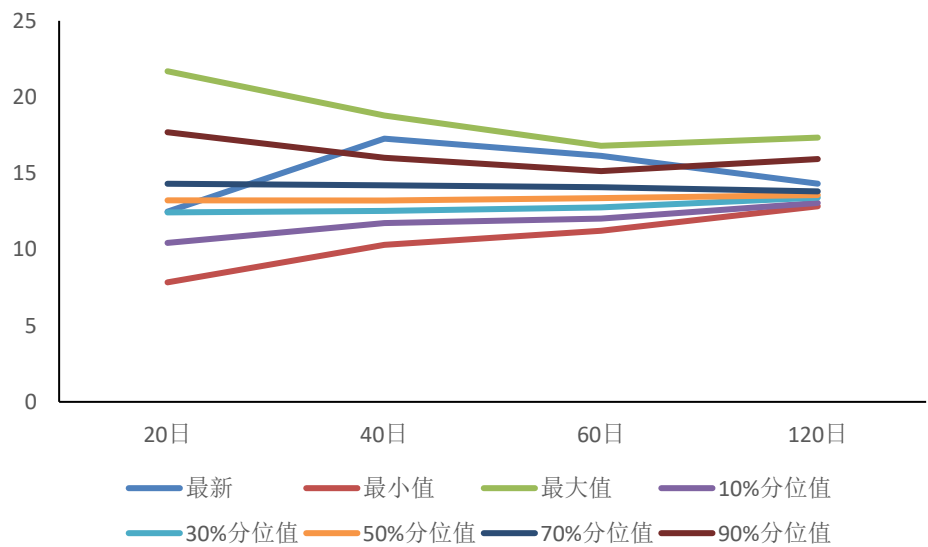
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



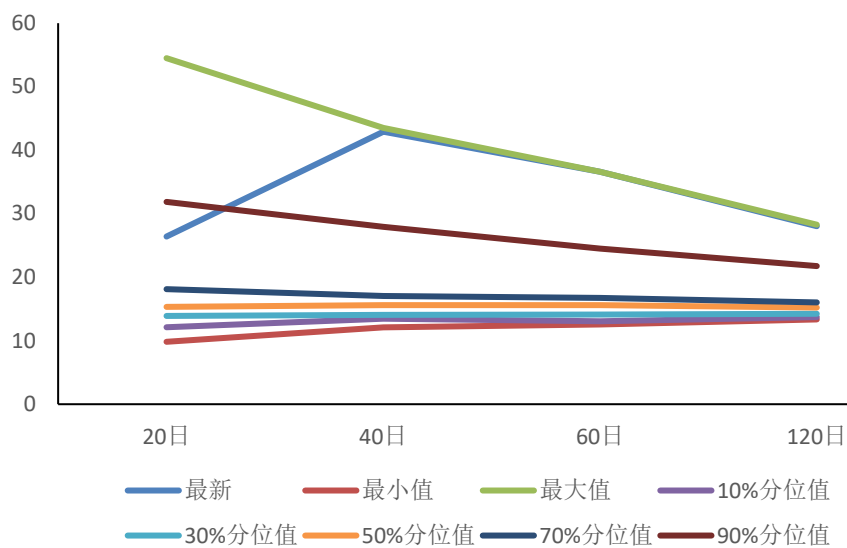
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



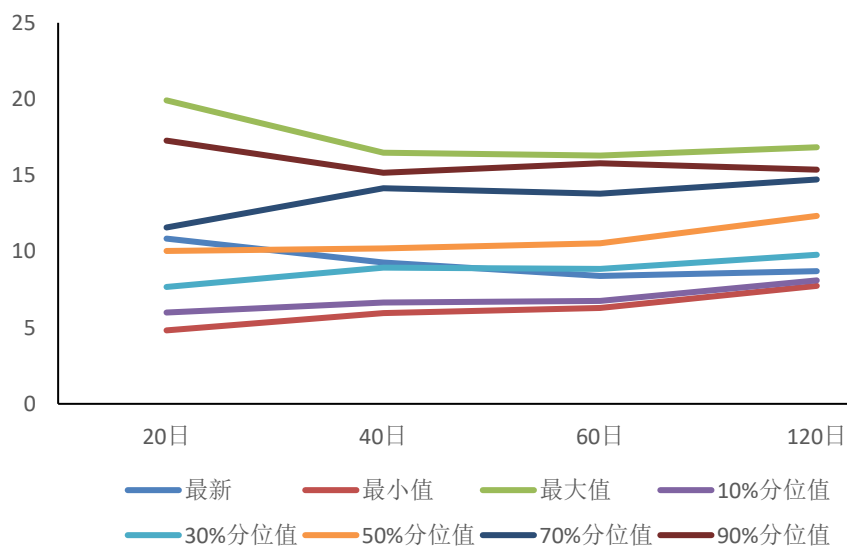
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



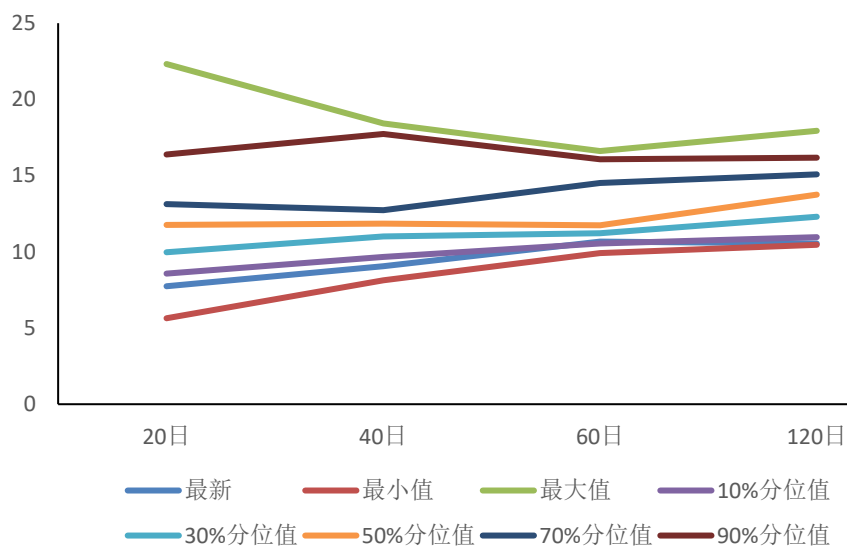
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 28: 沪铜历史波动率锥



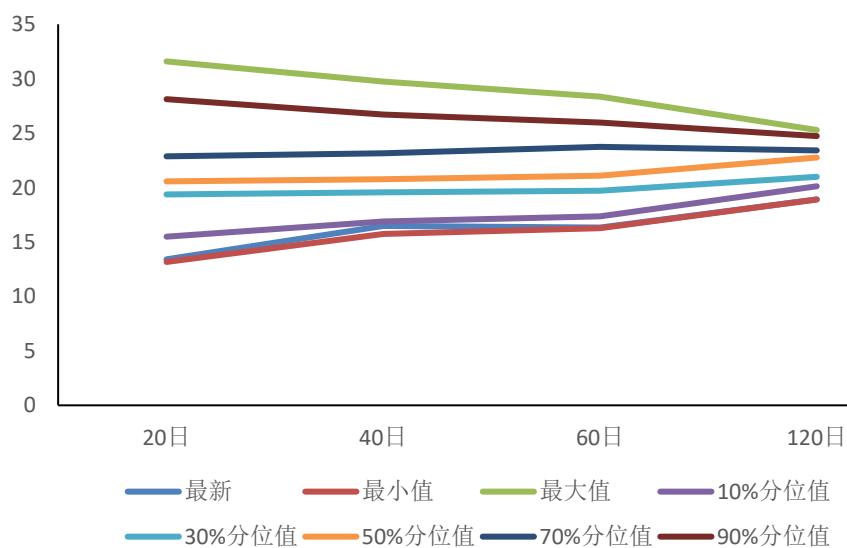
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 29：沪铝历史波动率锥



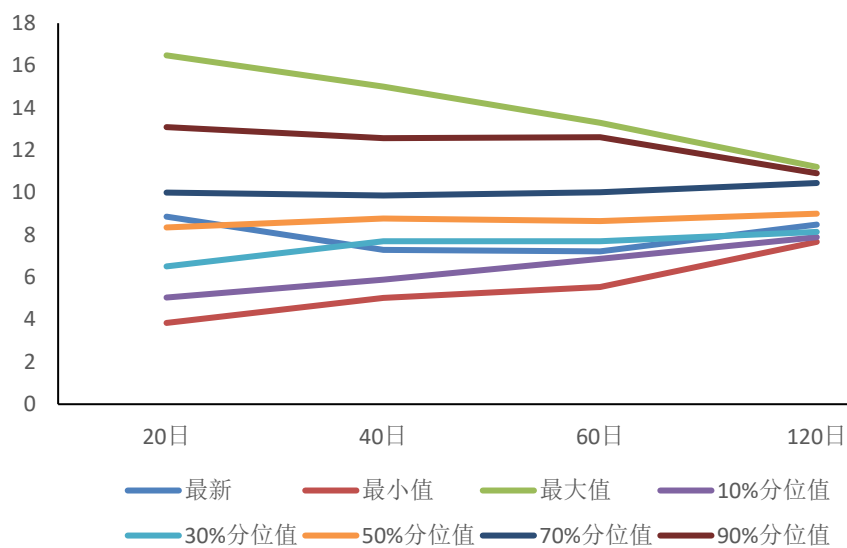
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 30：甲醇历史波动率锥



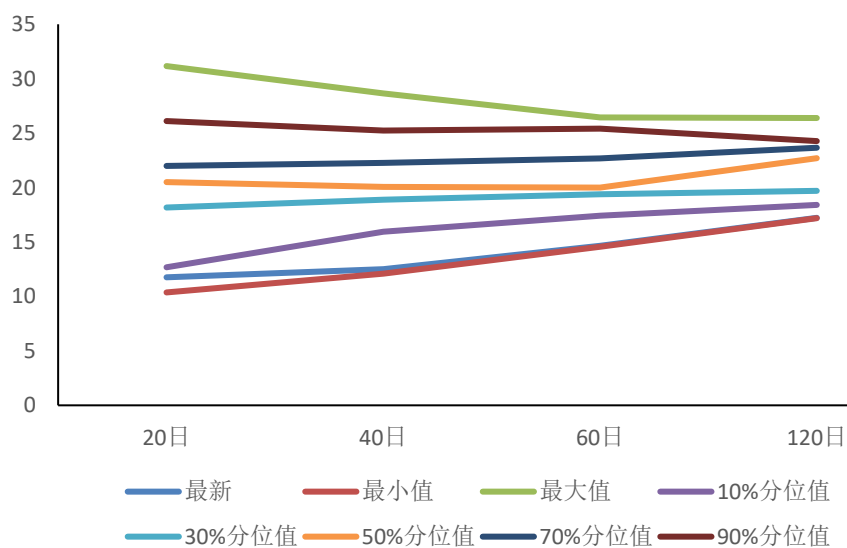
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31: 沪金历史波动率锥



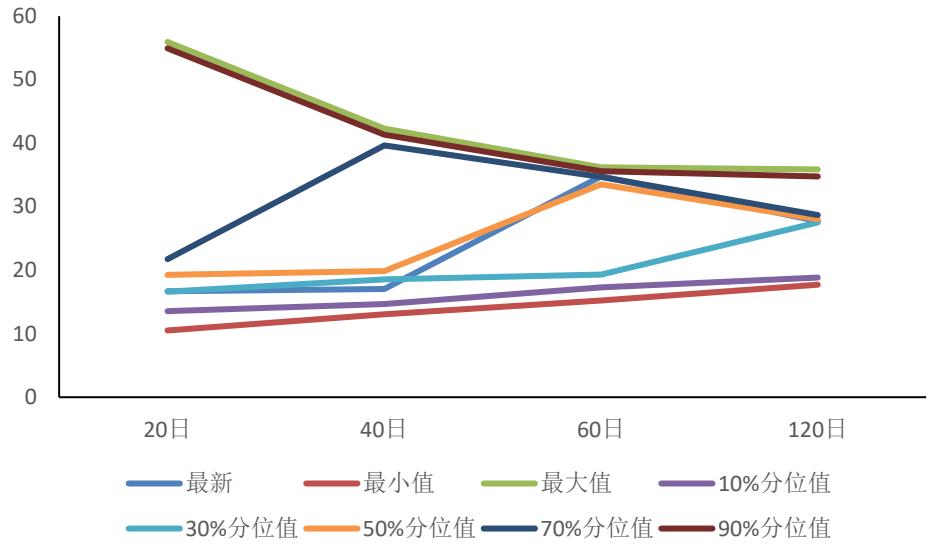
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 31: PTA 历史波动率锥



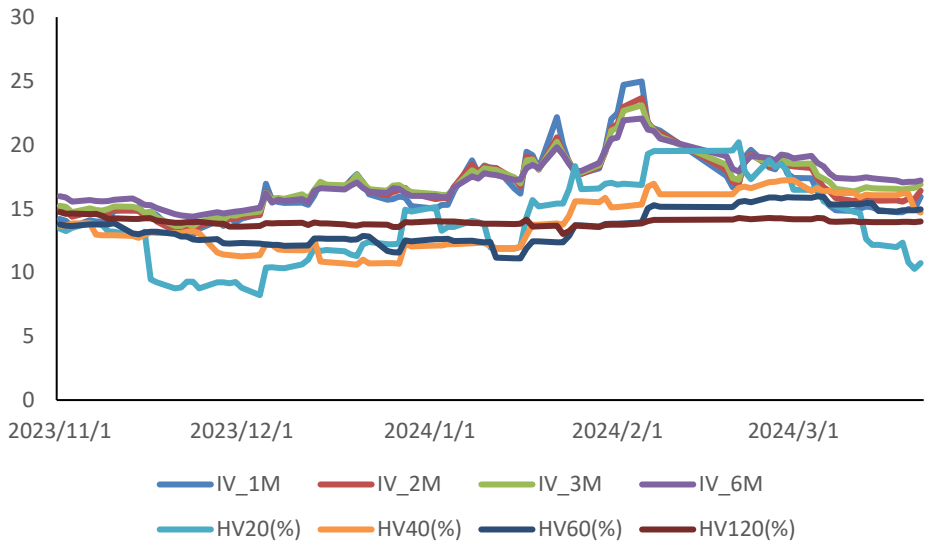
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 32: 豆粕历史波动率锥



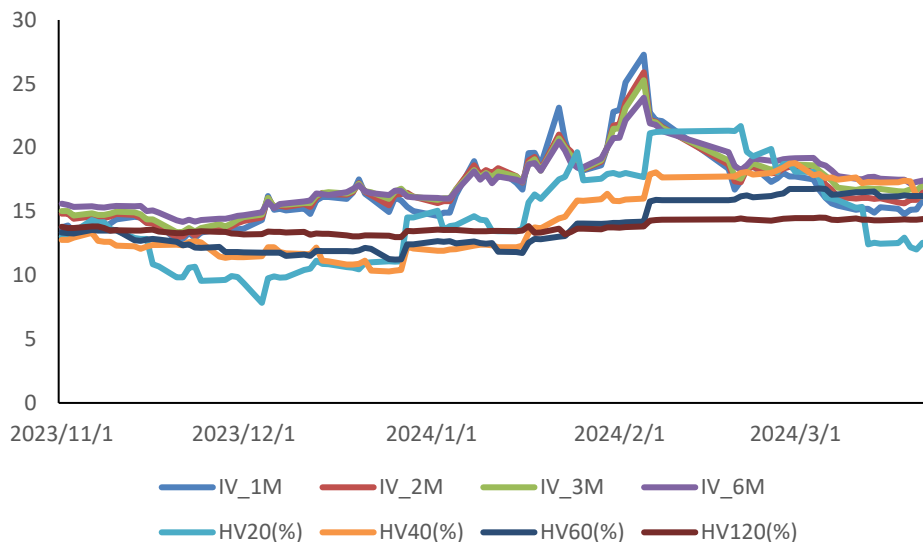
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 33: 50ETF 期权隐含波动率走势



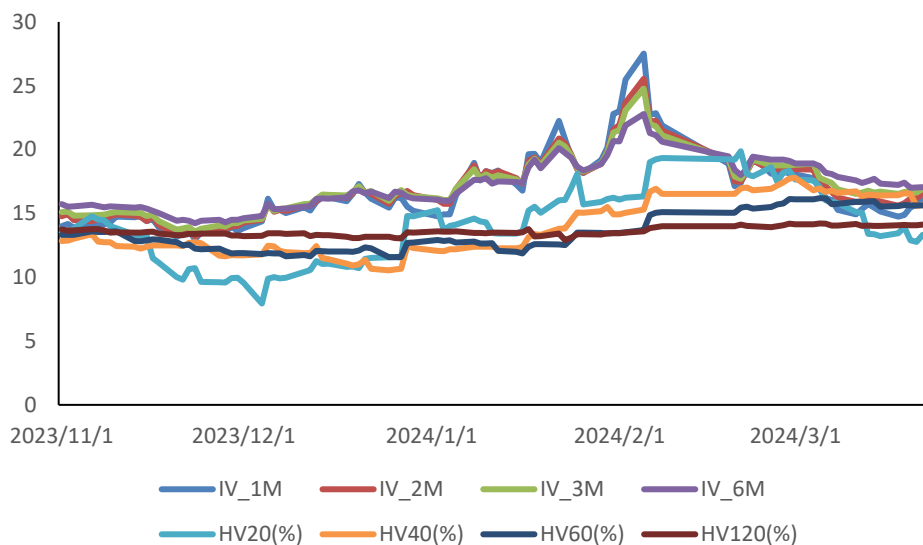
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 34: 300ETF 期权 (沪) 隐含波动率走势



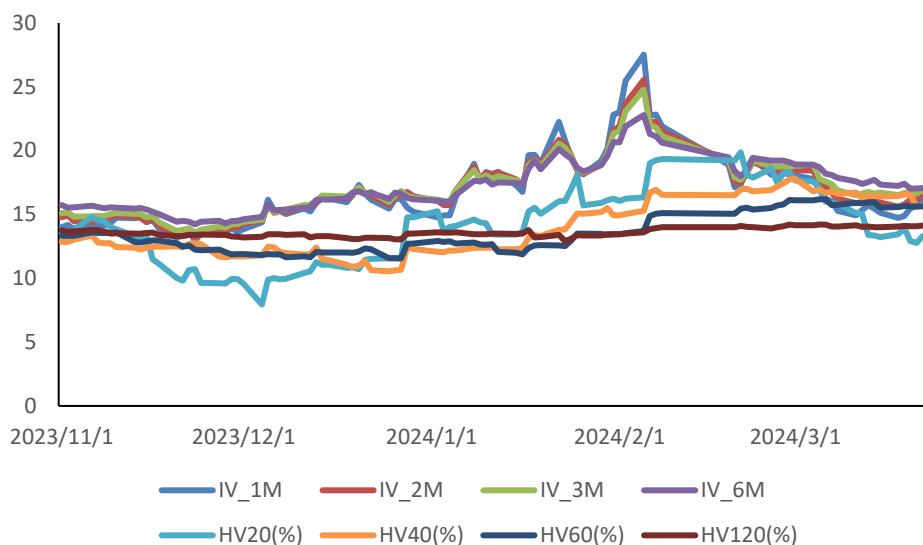
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 35: 300ETF 期权 (深) 隐含波动率走势



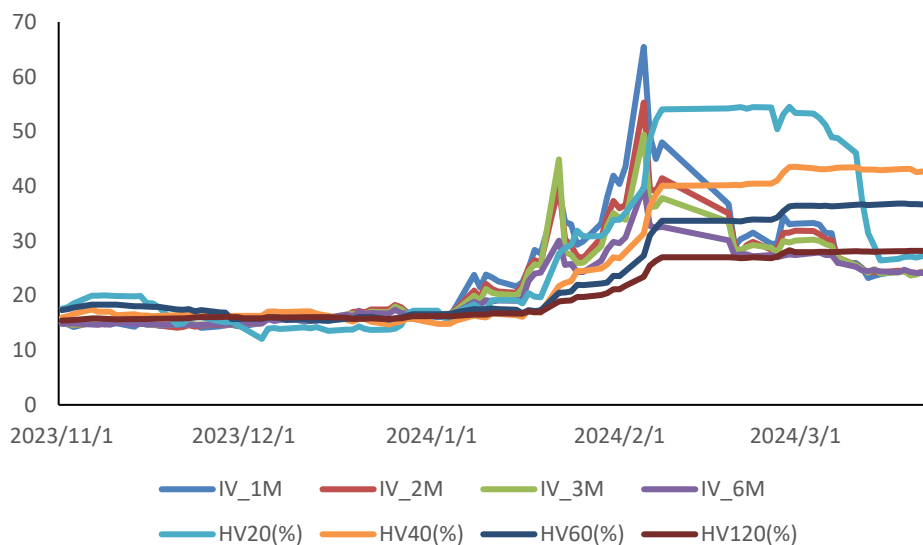
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



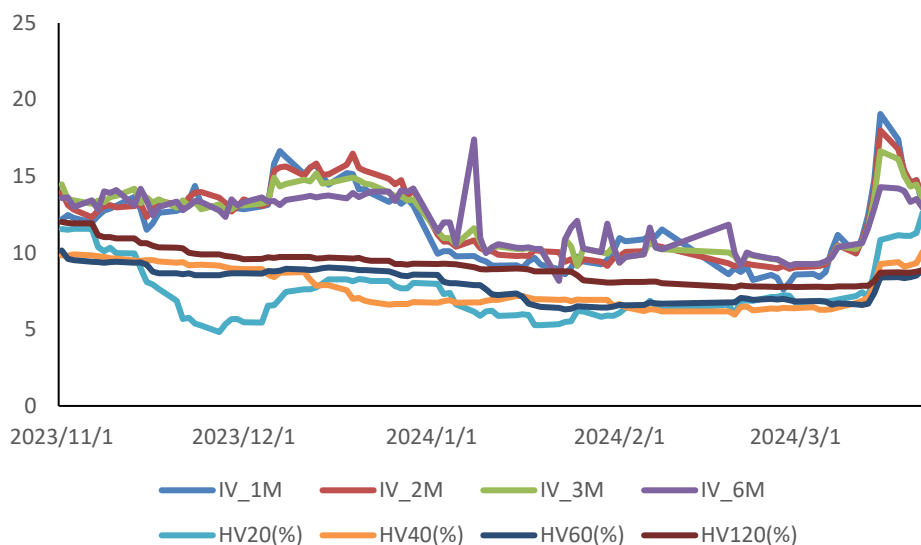
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



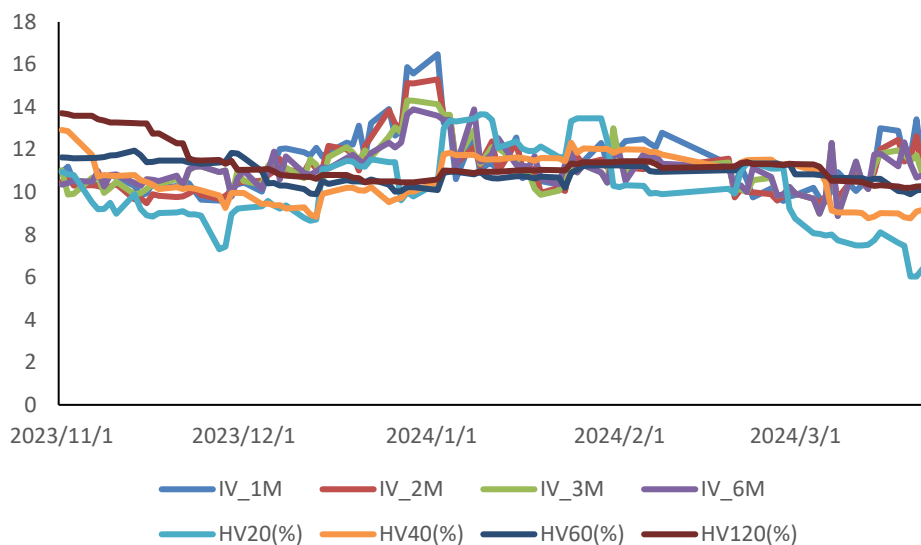
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



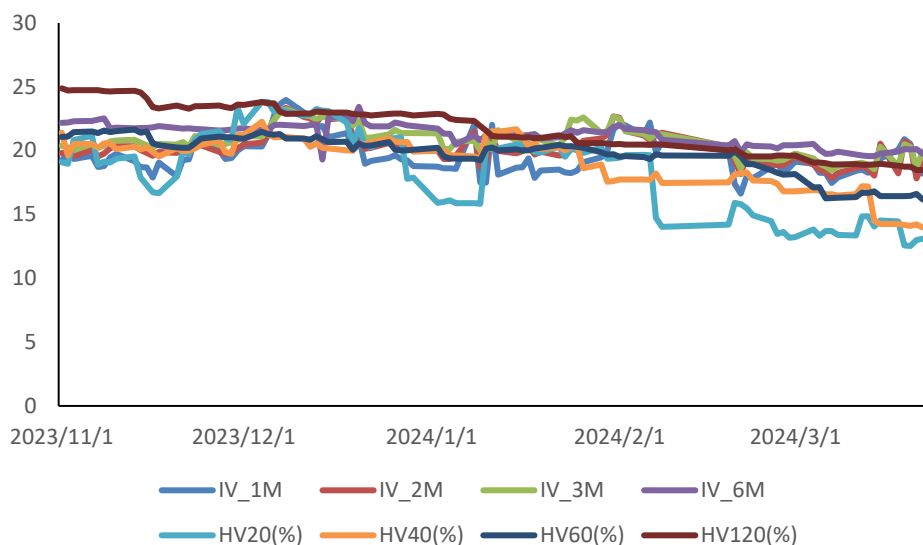
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



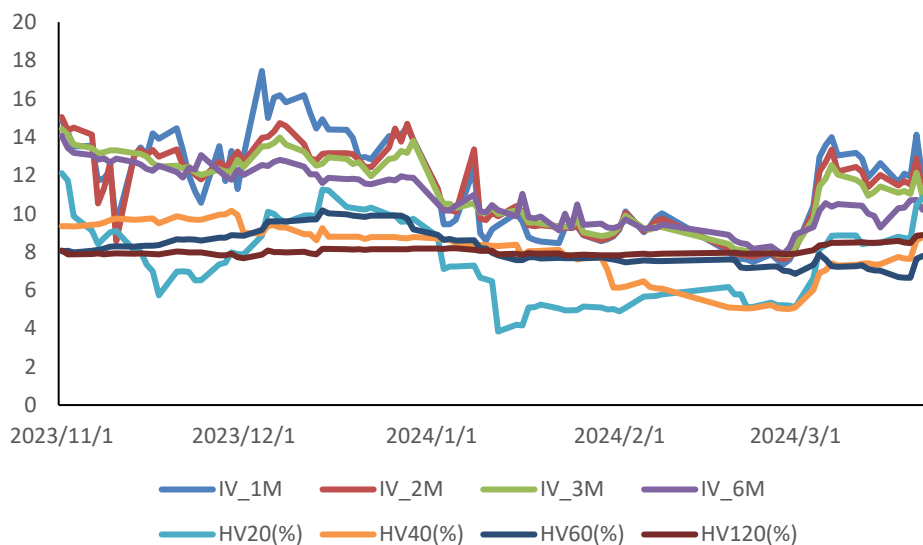
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



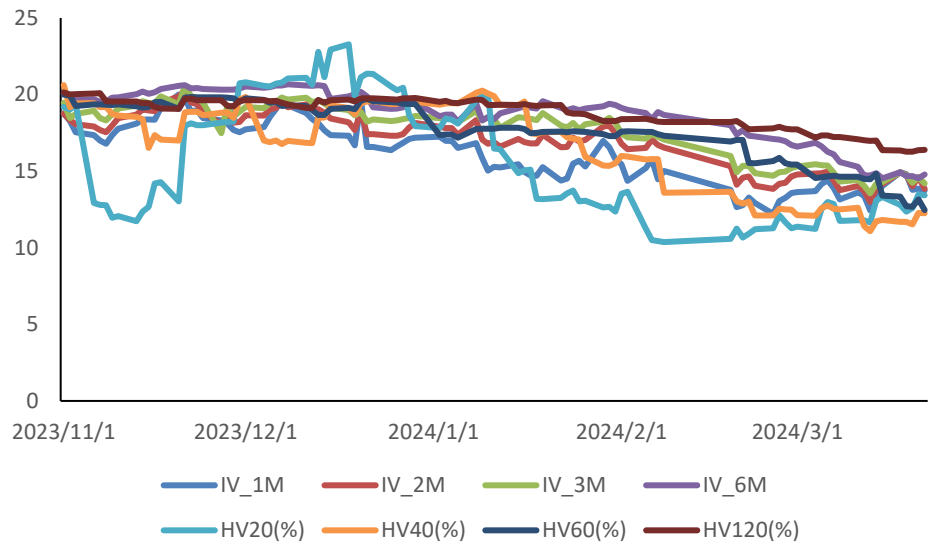
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 41: 沪金期权隐含波动率走势



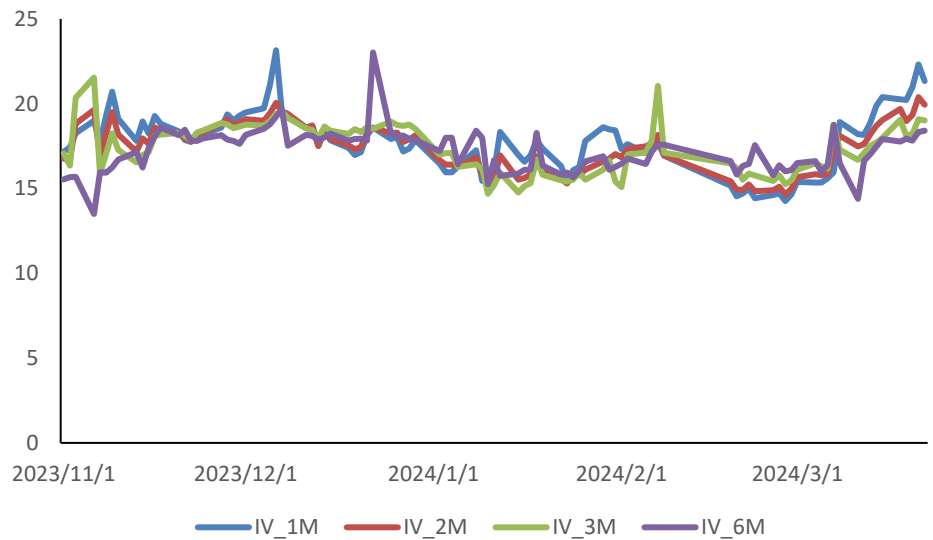
数据来源: wind, 兴证期货研发部

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



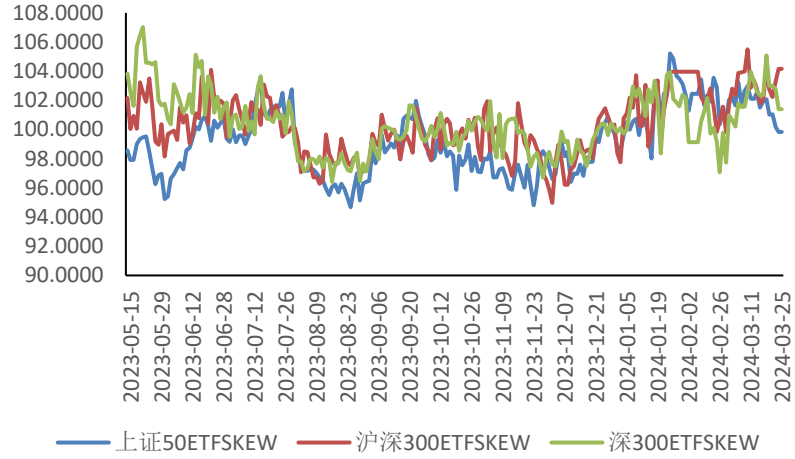
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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,且近期偏斜结构稳定,其中 MO 期权偏度指数达到 105 以上。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

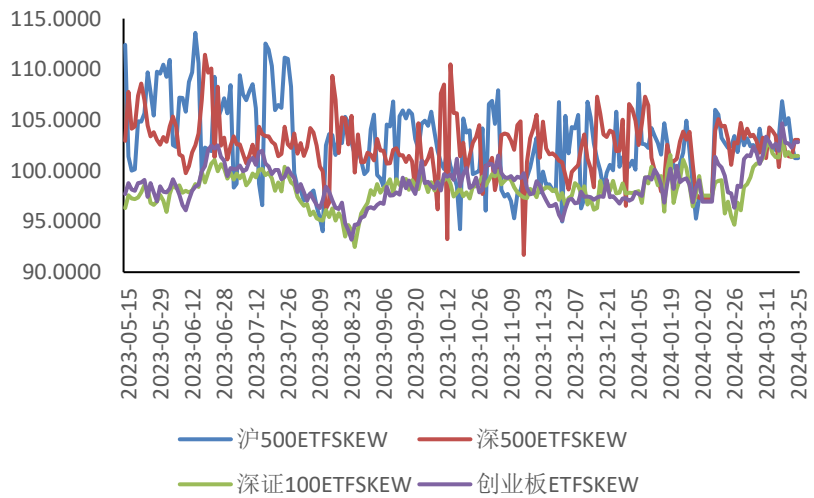
趋于稳定。期间如果偏度指数短线陡升需要关注短空情绪带来的认沽期权隐波溢价升高。

图表 43: 金融期权偏度 (一)



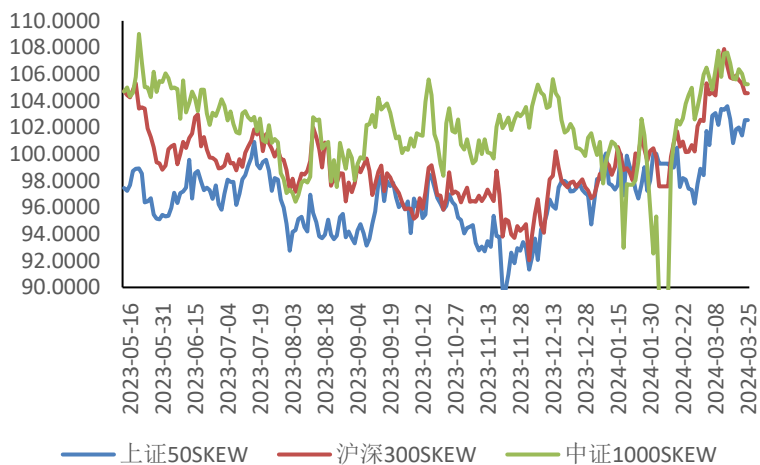
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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。