

弱现实交易转向估值支撑， 预期反弹降波

兴证期货. 研究咨询部
金融研究团队

2024年1月15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，国内社融资整体平稳，M1与M2剪刀差小幅收窄，但依旧保持较大差值，货币空转压力。国内CPI与PPI数据跌幅收窄，通缩压力边际缓和。但房地产复苏可能仍然偏慢，居民就业、收入与资产负债方面制约消费，金融、消费板块改善斜率趋缓，压制指数超跌反弹修复空间。从估值角度来看，上证50指数与沪深300指数显示出较强的估值支撑力，沪深300指数市盈率位于近五年1%极低分位附近，指数点位与市盈率显示当前指数处在估值洼地区域。美国CPI数据显示美国通胀粘性加剧，此前美联储向市场释放的降息空间预期收窄，美债收益率与通胀保护债券收益率反弹，对于降息预期产生干扰。

金融期权方面，期间成交PCR值冲高回落，两市空头情绪转向衰弱，上证50及沪深300指数系列期权成交PCR值普遍低于90%，空头情绪释放空间有限，基于强估值支撑角度，情绪面超跌反弹修复需求较大，且持仓PCR值低位徘徊，筑底迹象显著，等待筑底反弹。上证50、沪深300系列期权隐波升幅小，空头情绪对于这类品种的波动率刺激比较有限，随着指数止跌企稳，隐波回落；综合来看，各品种的长周期历史波动率均偏低，短期升波受长周期低波牵引，预计整体上维持低波震荡走势，短周期历史波动率数值偏高，回归震荡概率较大。上证50、沪深300股指期货期权偏度指数skew回归100附近，中证500系列期权偏度指数与上证50、沪深300系列期权偏度指数剪刀差收敛，市场预期回归中性。但从板块估值与存量资金博弈的角度来看，后市大小风格或将发生切换，偏度指数剪刀差或将再度走阔。策略方面，逢指数回调可关注卖出看跌期权的策略。

商品期权方面，铜、铝期权成交PCR值普遍低位徘徊，多空情绪均低迷，震荡预期为主，甲醇期权成交PCR值环比上升，短空情绪上扬，PTA期权成交PCR短线起伏较大，受红海事件反复博弈影响，PTA短空情绪与短多情绪切换频率加快；黄金期权成交PCR值低位反弹，美国CPI超预期刺激金价下调情绪；豆粕延

续回落，但成交 PCR 值背离回落，短空情绪边际衰减。铜期权历史波动率与隐含波动率维持在近几年极低值区域，当前尚未出现事件驱动升波预期的情况，铝期权隐含波动率回落至低位徘徊，震荡预期为主，甲醇期权隐波小幅回落，黄金期权隐波短线回升，通胀数据超预期显示通胀黏性，扰动美联储降息预期，金价波动率上升预期强化。

风险因子：经济数据表现不佳、美联储超预期收紧信号

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-1.35%，沪市 300ETF 变化-1.38%，沪市 500ETF 变化-1.56%，深市 300ETF 变化-1.45%、深市 500ETF 变化-1.53%，创业板 ETF 变化-0.81%，深证 100ETF 变化-1.37%，上证 50 指数变化-1.36%、沪深 300 变化-1.35%、中证 1000 指数变化-1.79%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 8.95、10.50、21.05、33.48、25.99，五年周期中对应的分位为 4.72%、0.39%、22.05%、25.98%、0.00%。

国内方面，中国 2023 年 12 月份社会融资规模增量为 1.94 万亿元，比上年同期多 6169 亿元；预期 2.06 万亿元，前值 2.45 万亿元。广义货币(M2)余额 292.27 万亿元，同比增长 9.7%。12 月末，人民币存款余额 284.26 万亿元，同比增长 10%，12 月 M1 同比持平于上月的 1.3%，M1 与 M2 剪刀差小幅收窄，但依旧保持较大差值，货币空转压力。此外，中国 12 月 CPI 环比由降转涨，同比降幅收窄，核心 CPI 同比上涨 0.6%。从同比看，CPI 下降 0.3%，降幅比上月收窄 0.2 个百分点。PPI 下降 2.7%，降幅比上月收窄 0.3 个百分点，通缩压力缓和预期。但房地产复苏可能仍然偏慢，居民就业、收入与资产负债方面制约消费，金融、消费板块改善斜率趋缓，压制指数超跌反弹修复空间。从估值角度来看，上证 50 指数与沪深 300 指数显示出较强的估值支撑力，沪深 300 指数市盈率位于近五年 1%极低分位附近，指数点位与市盈率显示当前指数处在估值洼地区域。标的指数的下探空间有限，等待情绪面及资金面回暖，指数或将迎来修复反弹行情。但是政策刺激更多体现在托底层面，内需不足问题持续存在，弱现实背景下的政策刺激与复苏预期并存。

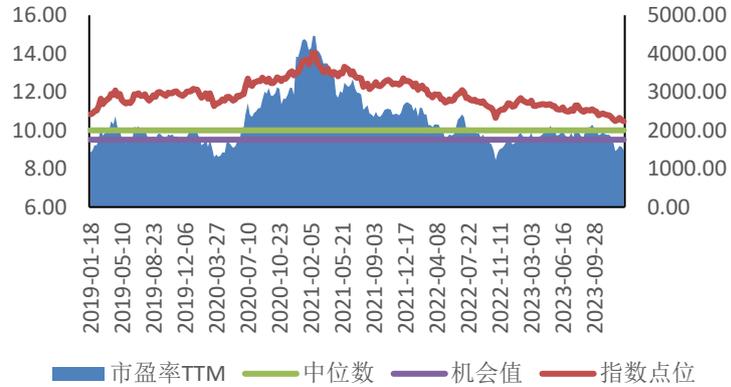
国外方面，美国 2023 年 12 月末季调 CPI 同比升 3.4%，预期升 3.2%，前值升 3.1%。美国上周初请失业金人数 20.2 万人，预期 21 万人，前值 20.2 万人。数据显示美国通胀粘性加剧，以及就业坚挺刺激美元指数走强，此前美联储向市场释放的降息空间预期收窄，美债收益率与通胀保护债券收益率反弹。叠加 12 月非农数据超预期，美国经济实际情况表现对于降息预期产生干扰，劳工数据韧性支撑美国消费市场并进一步加剧通胀黏性，美国股市受降息预期摆动影响而承压。

2.商品行情回顾

前一周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为-0.28%、-0.86%；甲醇、PTA 周度涨跌幅分别为-1.80%、-2.07%；豆粕、黄金活跃合约周度涨跌幅为-3.96%、-0.33%。上周铜铝价格震荡回落，波动幅度偏窄；甲醇，PTA 价格震荡回落，红海事件反

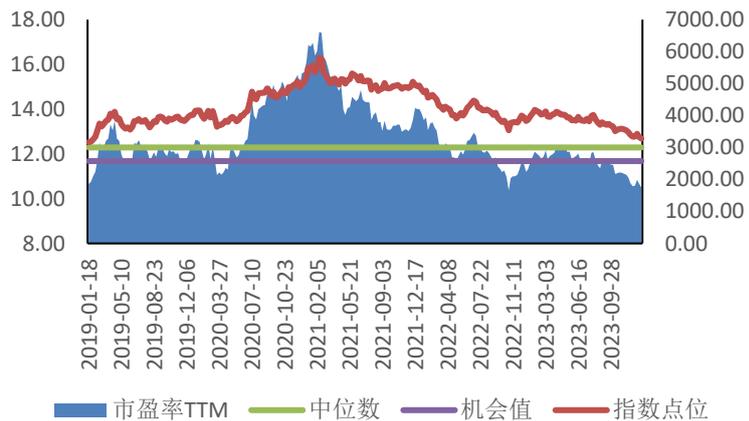
复博弈传导原油价格，继续影响 PTA 价格变化节奏；贵金属价格震荡承压，非农数据及通胀数据超预期，美联储降息预期弱化。

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）



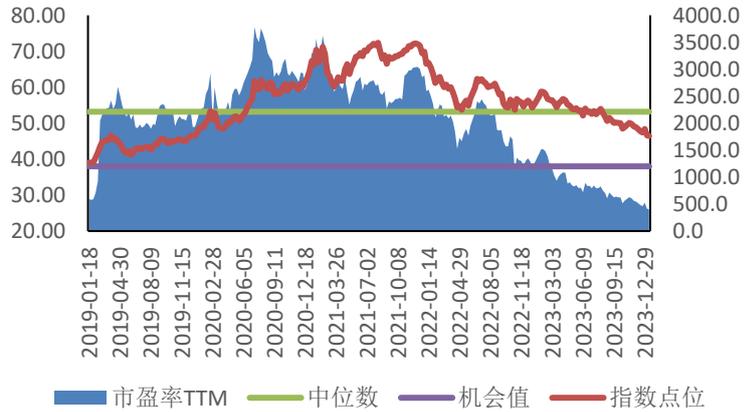
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率)



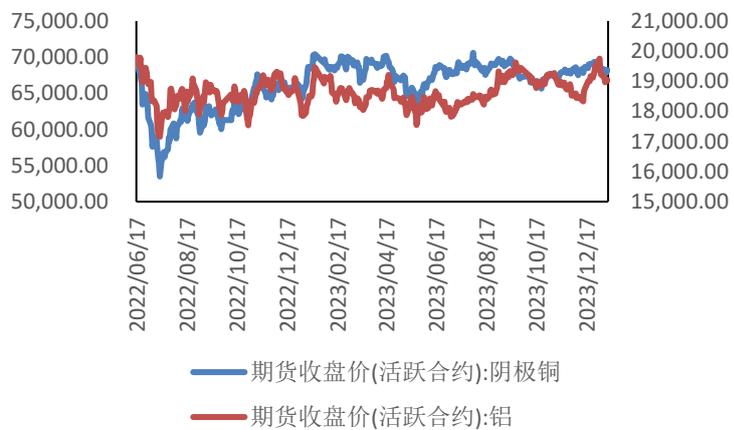
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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

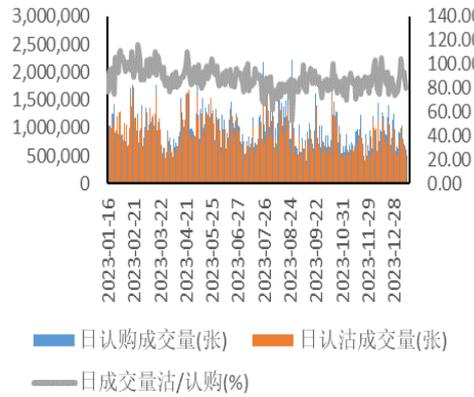
上周金融期权标的指数震荡阴跌, 期间成交 PCR 值冲高回落, 两市空头情绪转向衰弱, 上证 50 及沪深 300 指数系列期权成交 PCR 值普遍低于 90%, 空头情绪释放空间有限, 基于强估值支撑角度, 情绪面超跌反弹修复需求较大, 且持仓 PCR 值低位徘徊, 筑底迹象显著, 等待筑底反弹; 另一方面, 中小板指数系列期权的成交 PCR 值普遍高于上证 50、沪深 300 系列, 空头情绪相比较为高。

2. 商品期权

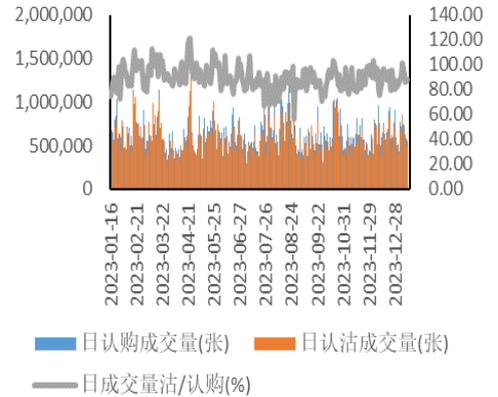
商品期权方面, 铜、铝期权成交 PCR 值普遍低位徘徊, 多空情绪均低迷, 震荡预期为主, 甲醇期权成交 PCR 值环比上升, 短空情绪上扬, PTA 期权成交 PCR

短线起伏较大，受红海事件反复博弈影响，PTA 短空情绪与短多情绪切换频率加快；黄金期权成交 PCR 值低位反弹，美国 CPI 超预期刺激金价下调情绪；豆粕延续回落，但成交 PCR 值背离回落，短空情绪边际衰减。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

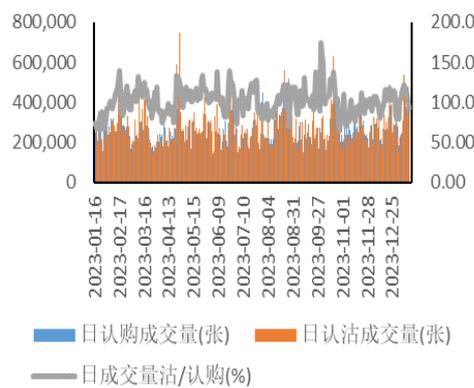


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

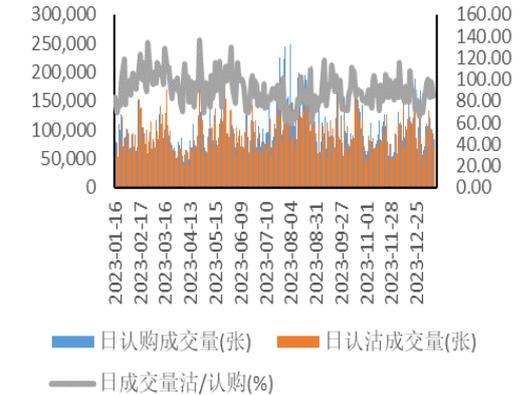


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

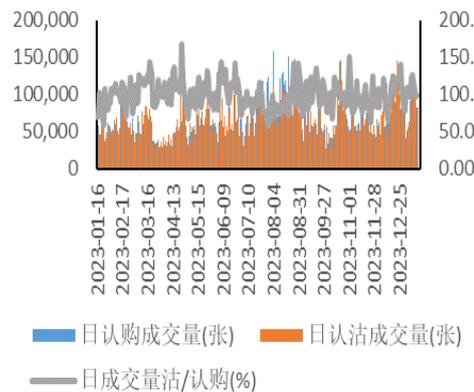


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

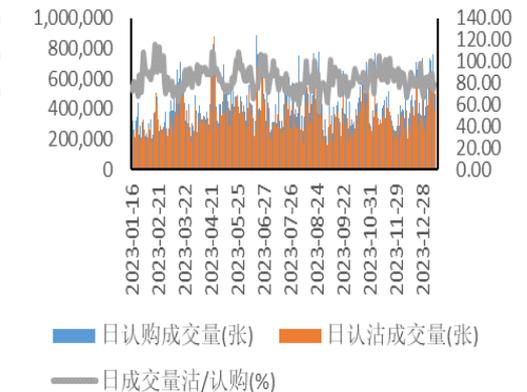


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

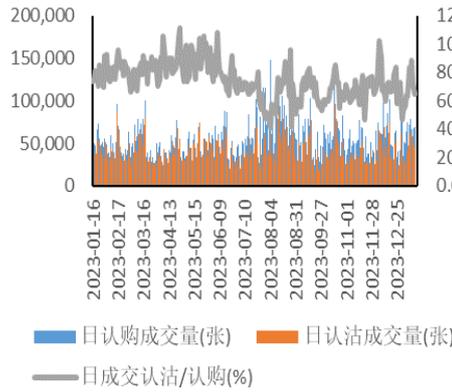


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

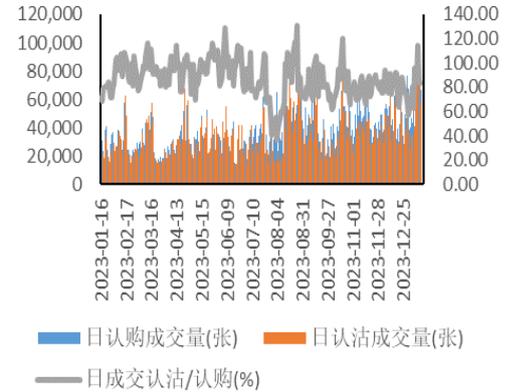


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

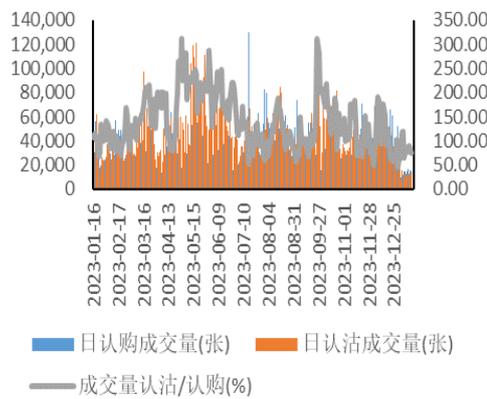


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

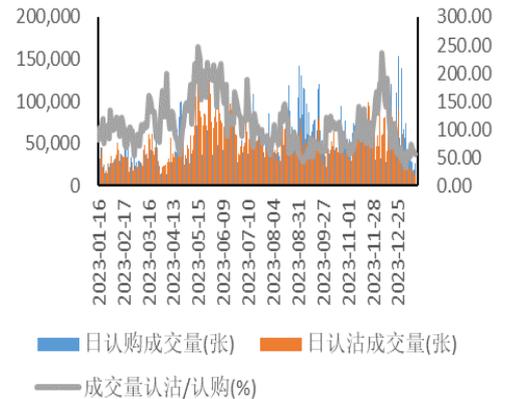


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 17: 沪铜期权 PCR

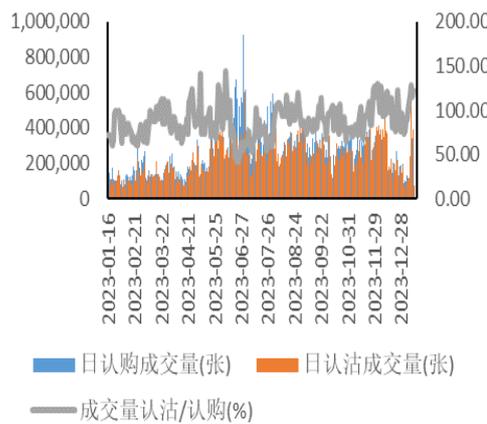


图表 18: 沪铝期权 PCR

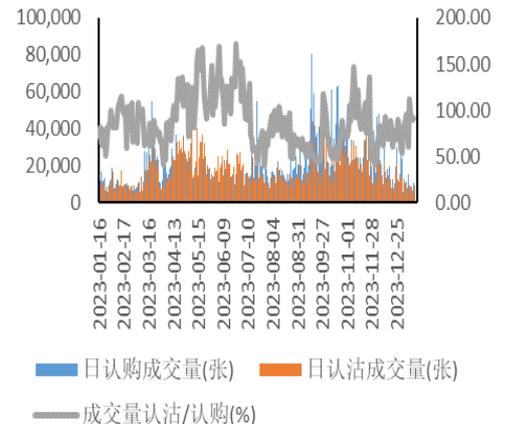


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 19: 甲醇期权 PCR

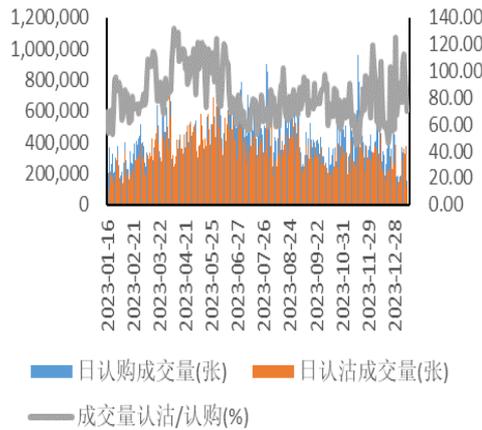


图表 20: 沪金期权 PCR

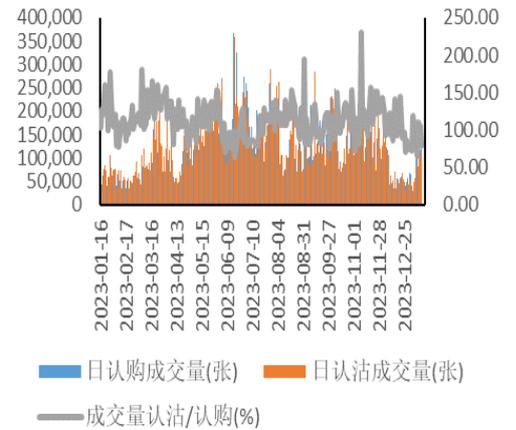


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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

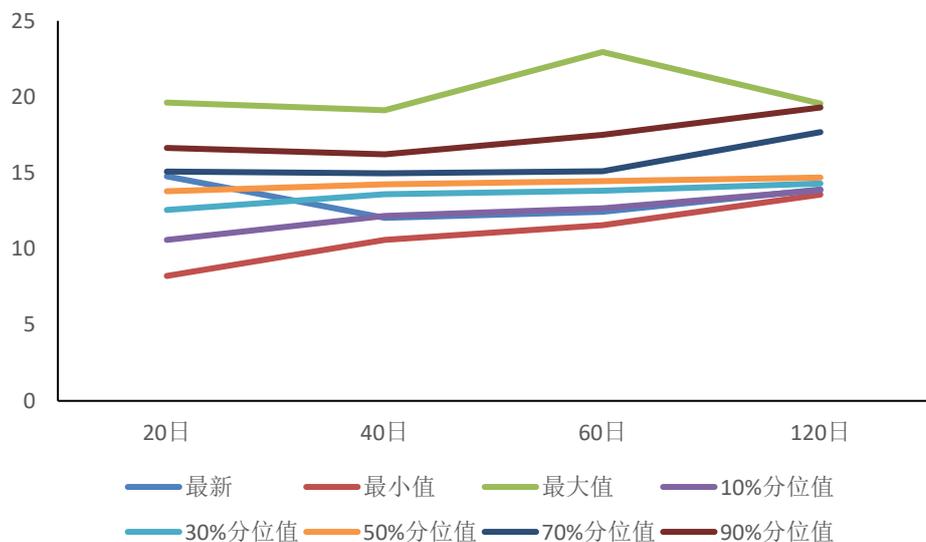
1. 金融期权

波动率方面, 隐含波动率冲高回落, 品种间的强弱程度分化, 上证 50、沪深 300 系列期权隐波升幅小, 空头情绪对于这类品种的波动率刺激比较有限, 随着指数止跌企稳, 隐波回落; 中证 500、中证 1000、创业板等中小创系列标的的期权隐波短线升幅较高, 这类期权短空情绪显著主导隐波走势, 且隐波回落幅度较小, 这类品种空头情绪主导隐波走势。综合来看, 各品种的长周期历史波动率均偏低, 短期升波受长周期低波牵引, 预计整体上维持低波震荡走势, 短周期历史波动率数值偏高, 回归震荡概率上升, 策略方面, 逢指数回调可关注卖出看跌期权的策略。

2. 商品期权

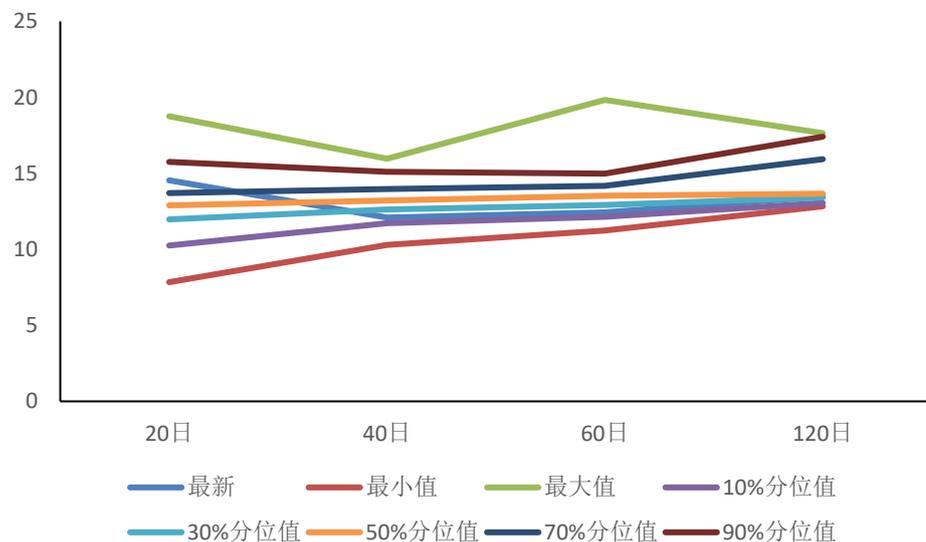
商品期权方面, 铜期权历史波动率与隐含波动率维持在近几年极低值区域, 当前尚未出现事件驱动升波预期的情况, 铝期权隐含波动率回落至低位徘徊, 震荡预期为主, 甲醇期权隐波小幅回落, 黄金期权隐波短线回升, 通胀数据超预期显示通胀黏性, 扰动美联储降息预期, 金价波动率上升预期强化。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



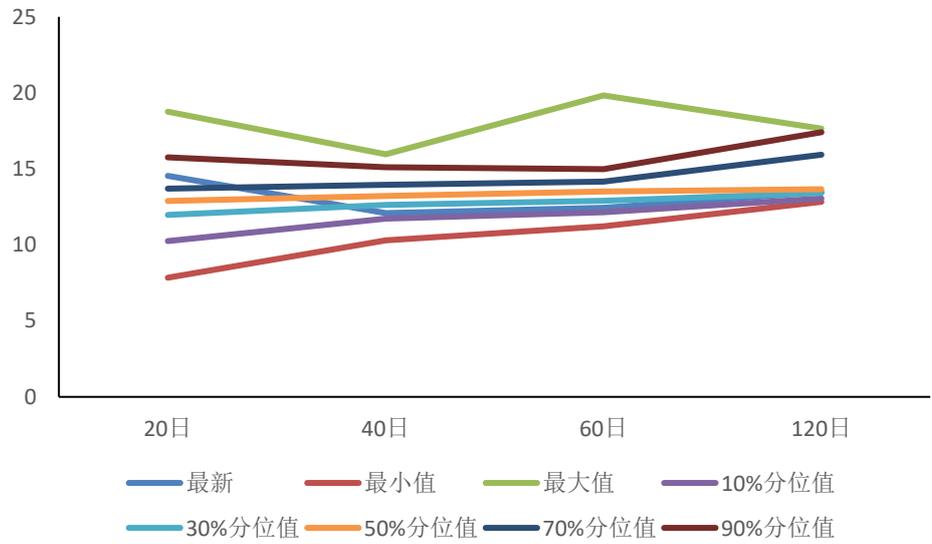
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



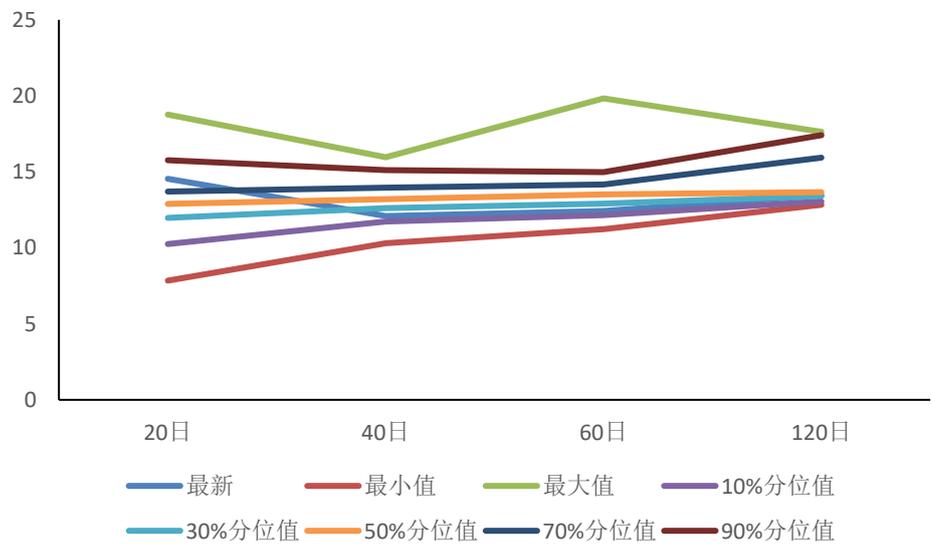
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



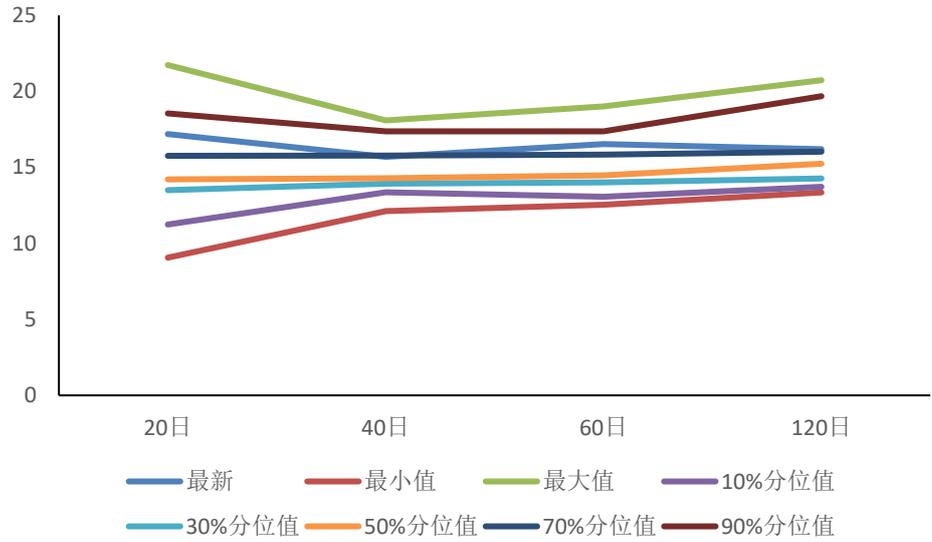
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



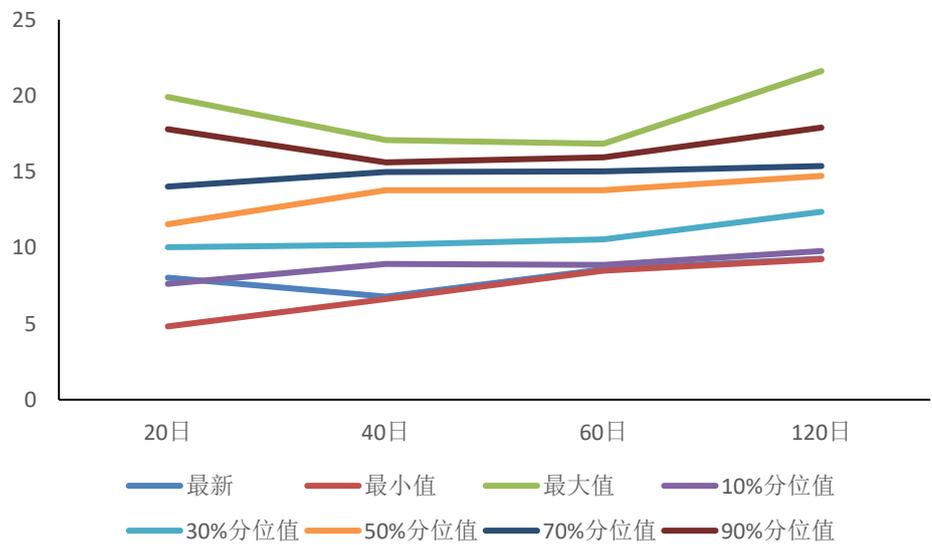
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



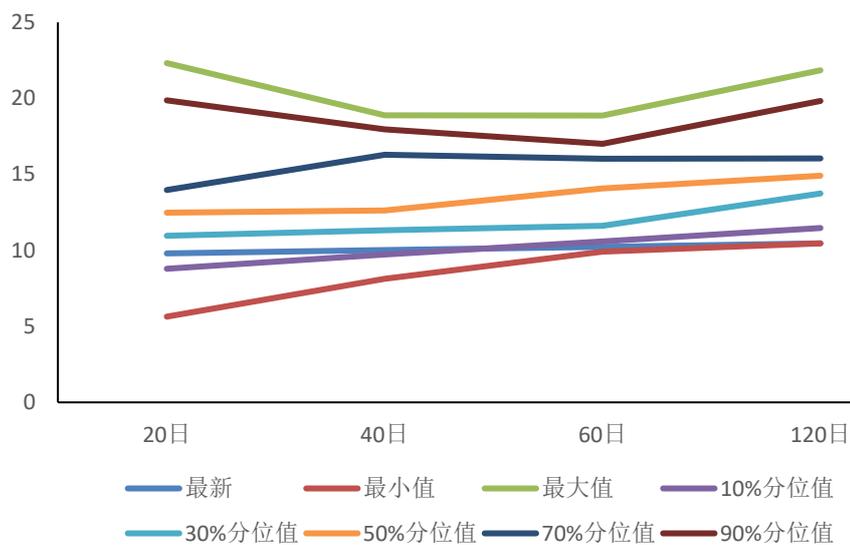
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 28: 沪铜历史波动率锥



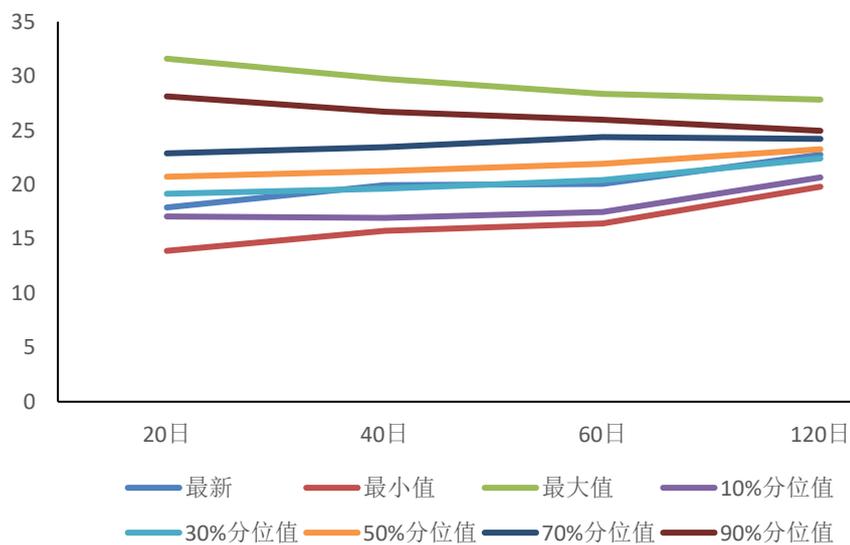
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 29：沪铝历史波动率锥



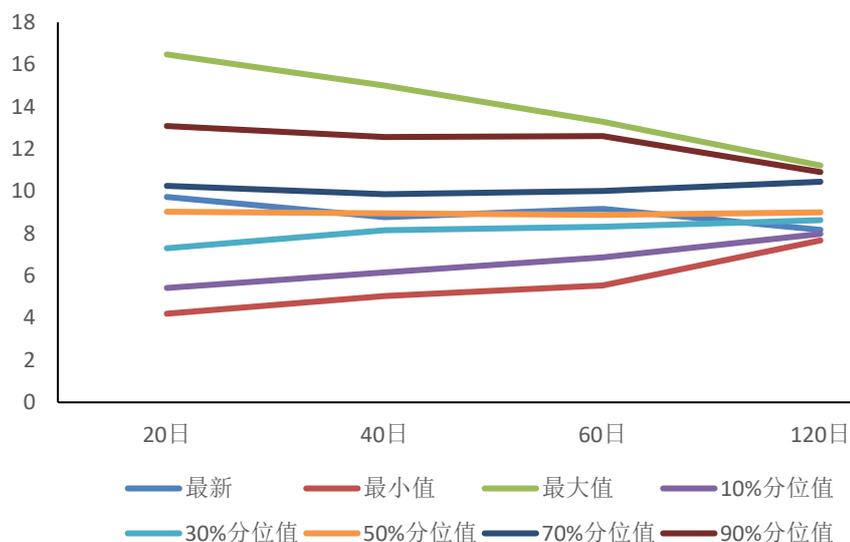
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 30：甲醇历史波动率锥



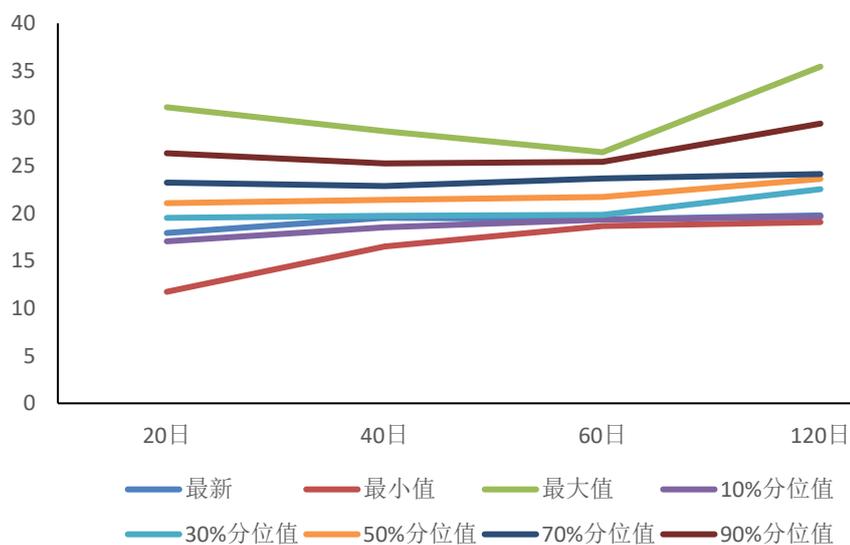
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31: 沪金历史波动率锥



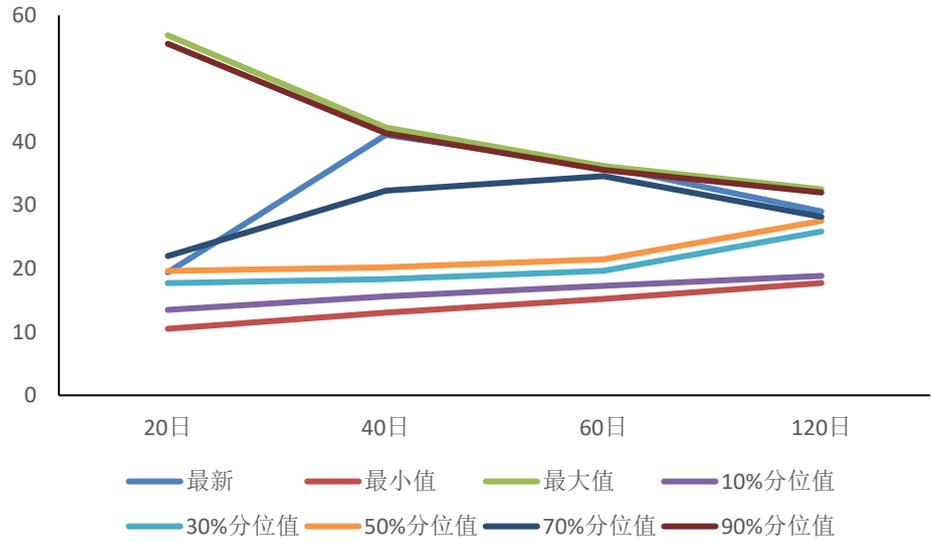
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 31: PTA 历史波动率锥



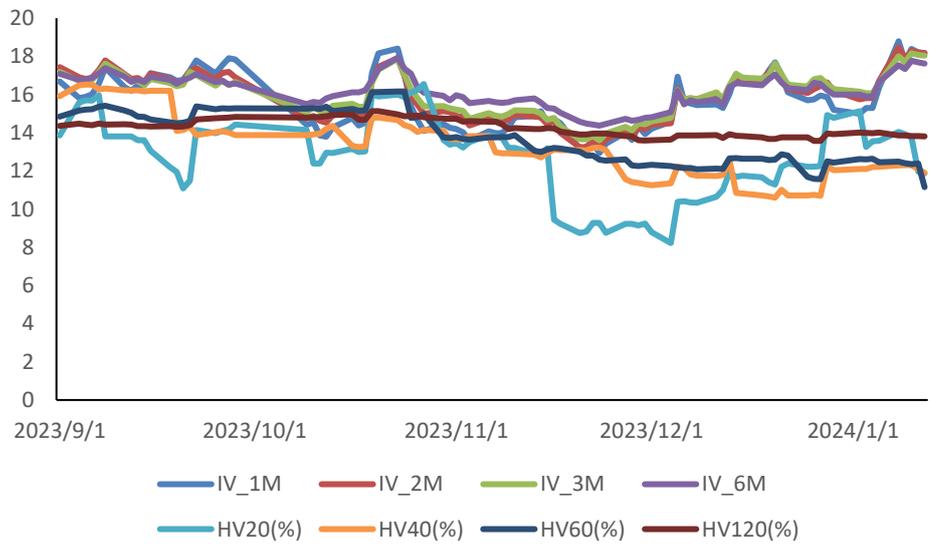
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 32：豆粕历史波动率锥



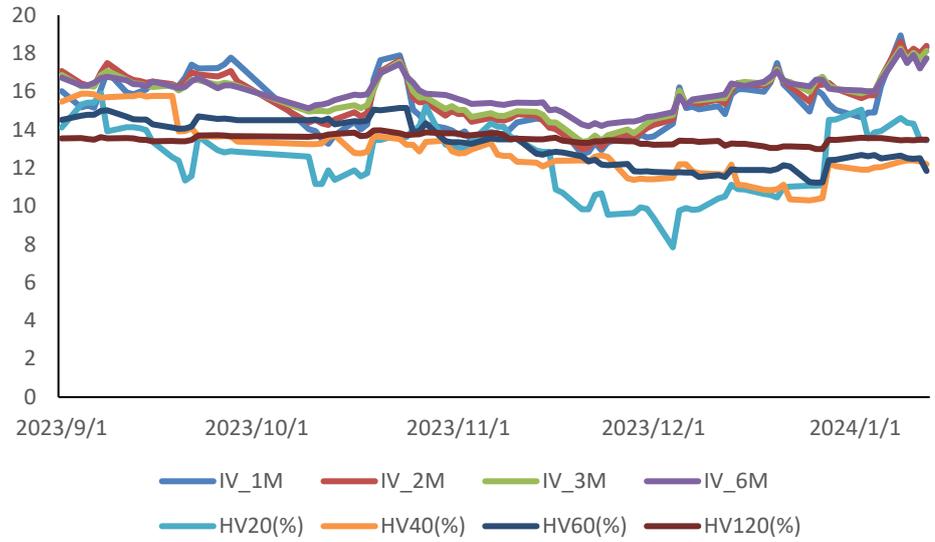
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 33：50ETF 期权隐含波动率走势



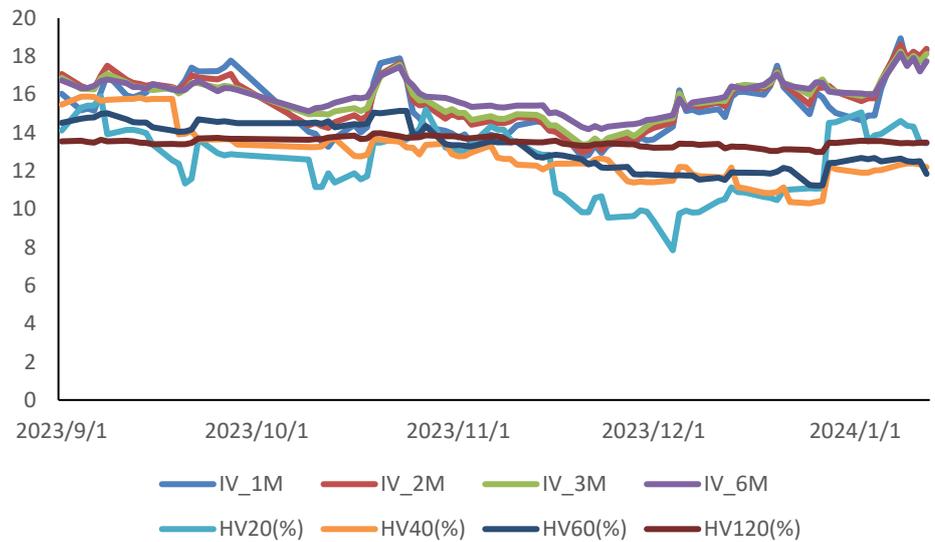
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 34: 300ETF 期权（沪）隐含波动率走势



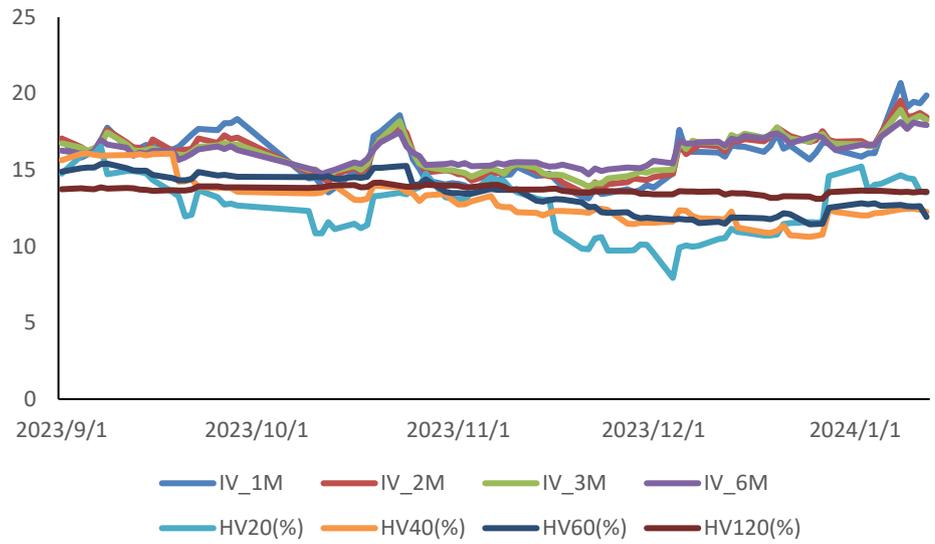
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 35: 300ETF 期权（深）隐含波动率走势



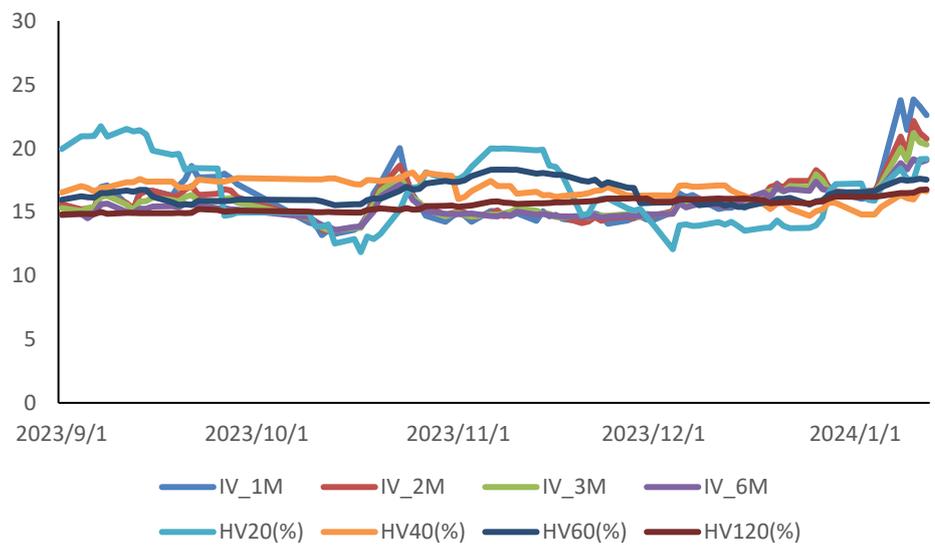
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



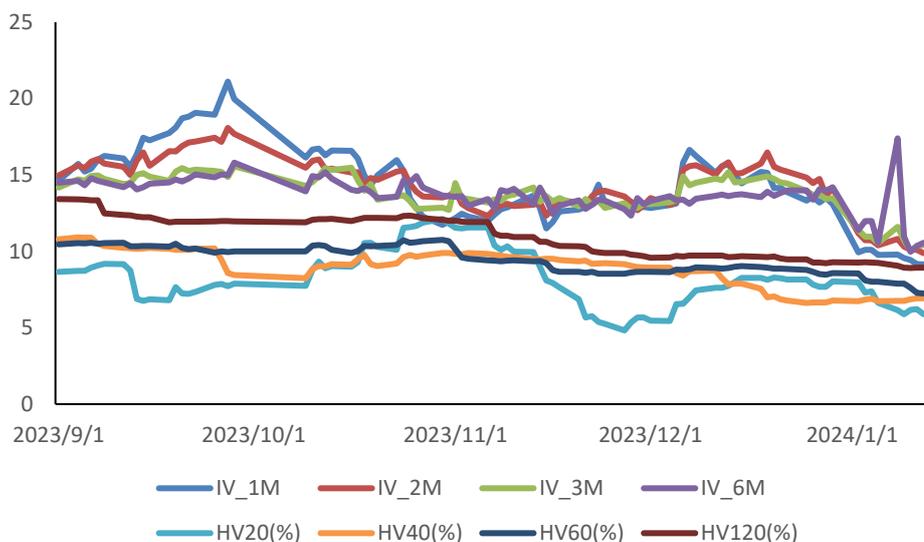
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



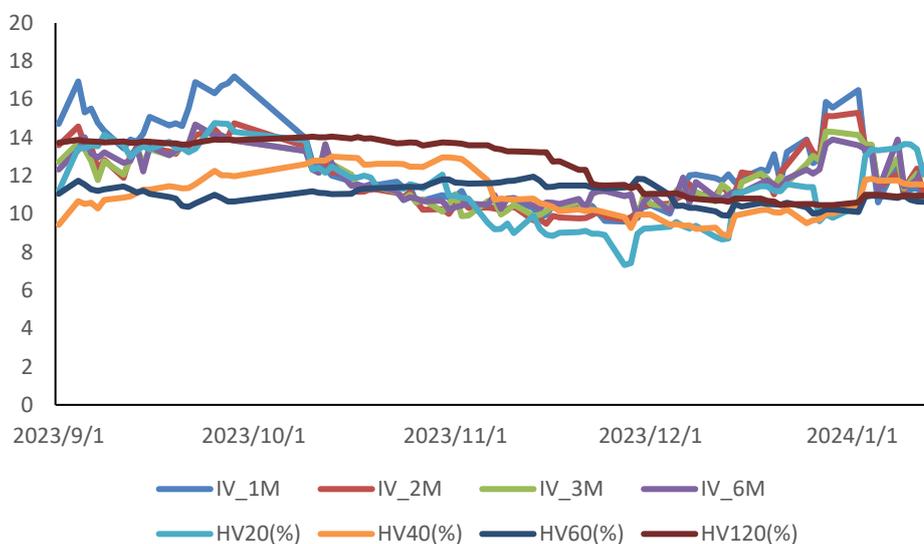
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



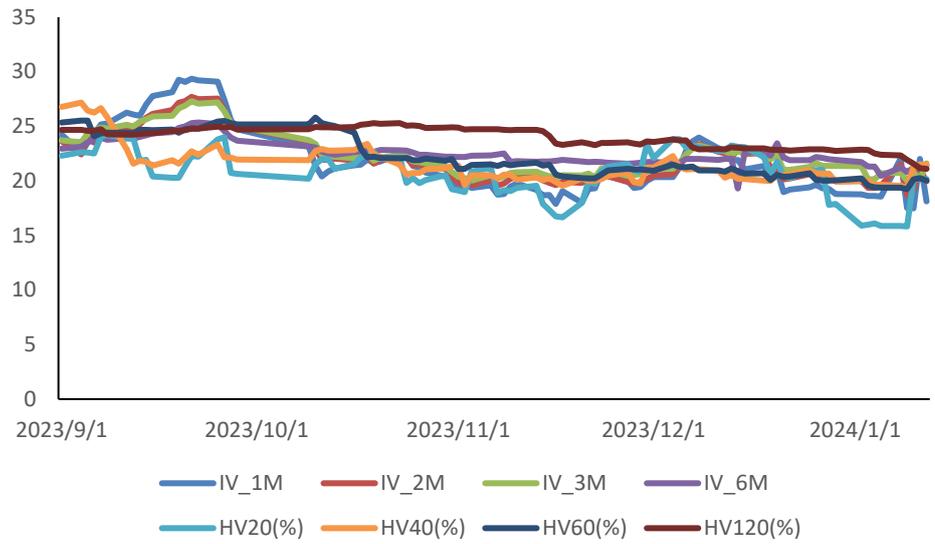
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



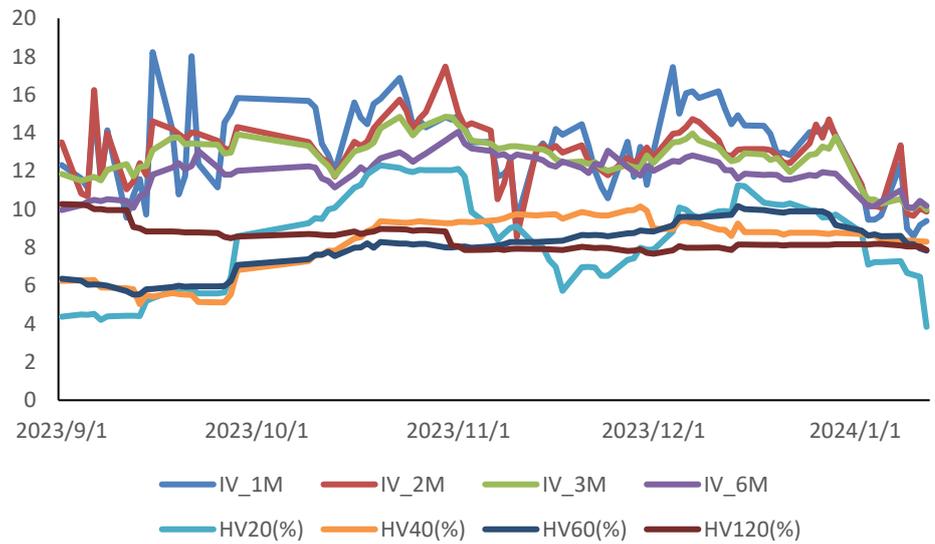
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



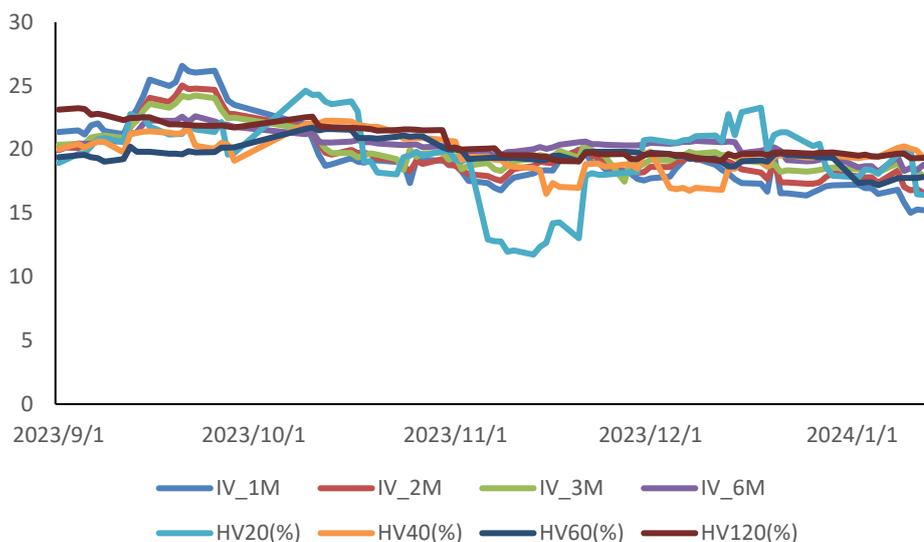
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 41: 沪金期权隐含波动率走势



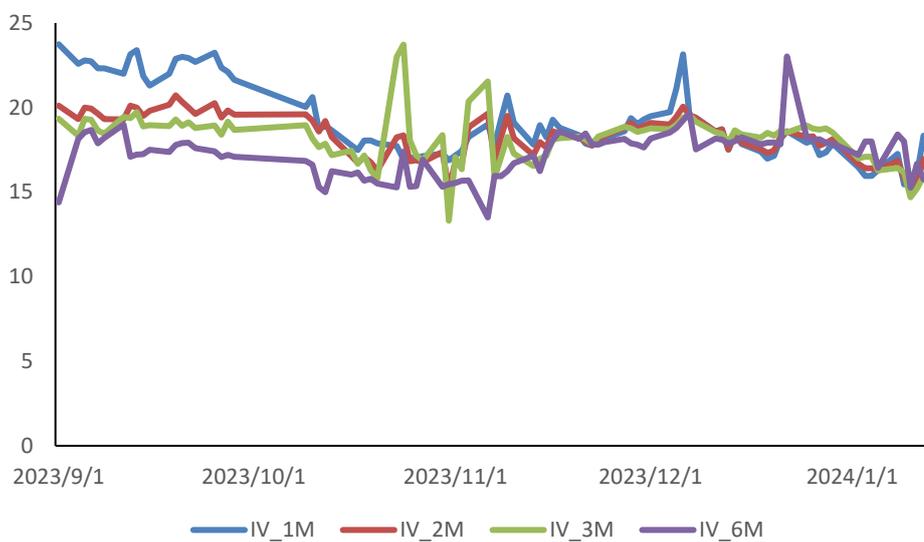
数据来源: wind, 兴证期货研发部

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

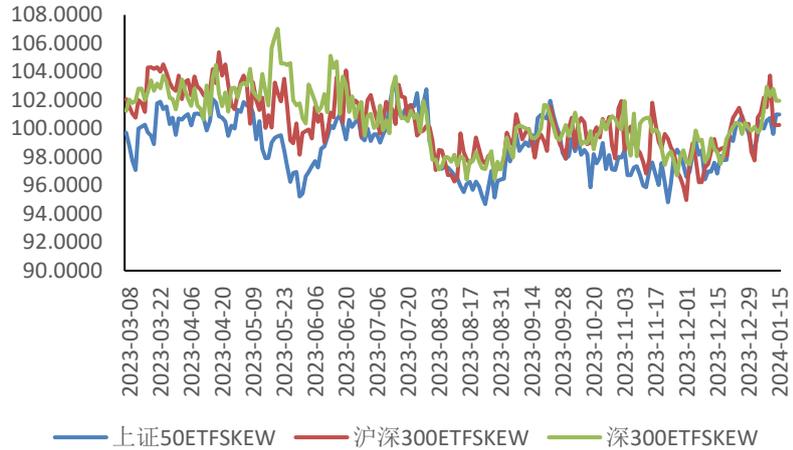


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

四、期权偏度

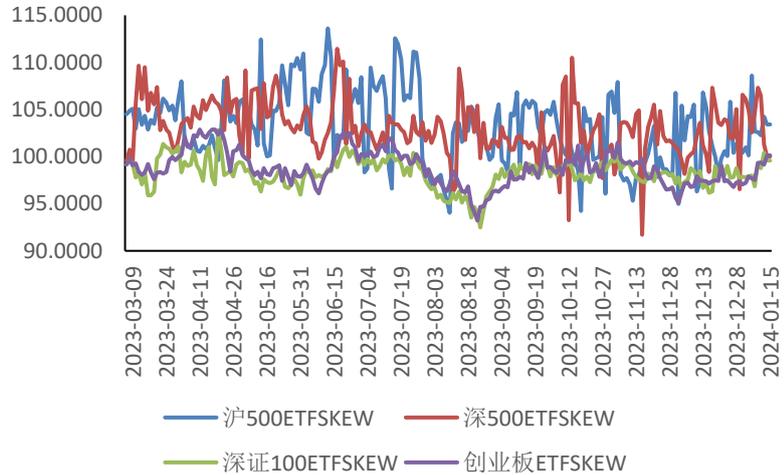
从金融期权的偏度指数分布来看，上证 50、沪深 300 股指期权偏度指数 skew 回归 100 附近，中证 500 系列期权偏度指数与上证 50、沪深 300 系列期权偏度指数剪刀差收敛，市场预期回归中性。但从板块估值与存量资金博弈的角度来看，后市大小风格或将发生切换，偏度指数剪刀差或将再度走阔。

图表 43：金融期权偏度（一）



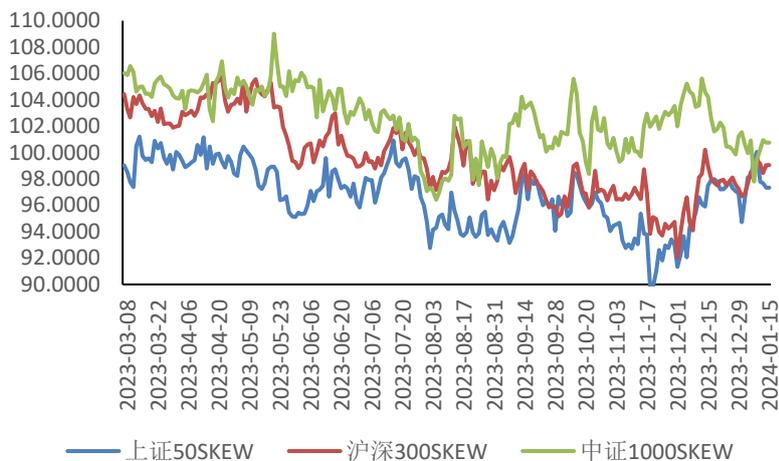
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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。