

指数超跌乖离率大，后市反弹降波修复

兴证期货.研发中心

2022年11月1日 星期二

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

杨娜

从业资格编号：F03091213

投资咨询编号：Z0016895

周立朝

从业资格编号：F03088989

联系人：周立朝

电话：0591-38117689

邮箱：zhoulc@xzfutures.com

● 内容摘要

宏观方面，房地产投资仍然偏弱，社会消费数据疲软，居民消费意愿低迷，10月份大金融、大消费板块大跌，拖累上证50指数与沪深300指数，市场大小风格分化，小盘股较稳定。预计四季度我国经济基本面延续弱修复。国外方面，市场等待美联储11月初议息会议结果落地，市场普遍预期此次加息75个基点，加息预期得到市场消化。

综合内外因素来看，标的指数下方有估值支撑，上有基本面、内外需走弱负面因素的压制，经过前期指数连续下跌，短线乖离率较大，11月份或将迎来超跌反弹修复行情。

金融期权方面，隐含波动率走高，偏离历史波动率与波动率均值较大距离。在隐波期限结构上，隐波期限结构呈现出近高远底的负斜率特征。根据波动率的均值回归特点，难以长期维持高波差行情，后市隐波回归均值的概率大，预期后市期权标的指数企稳反弹，隐波下降。

商品期权方面，经济基本面复苏缓慢，地产行业走弱拖累上游建材行业，大宗商品受弱基本面与欧美强加息预期的强压制。能化、黑色、有色板块的上方阻力较大，整体重心下移的局面不变。商品期权隐含波动率升幅不明显，波动率维持在偏低区间，国内外事件驱动对商品期权隐波的刺激效果弱化，在强美元与弱经济预期下，隐波增幅有限。

风险因子：经济数据表现不佳、流动性拐点、美联储超预期收紧信号

一、期权标的指数分析

1.金融期权

10 月份金融期权标的的变化幅度分别为:上证 50ETF 变化-11.96%,沪市 300ETF 变化-7.83%,沪市 500ETF 变化 1.77%,深市 300ETF 变化-7.90%、深市 500ETF 变化 1.58%,创业板 ETF 变化-0.86%,沪深 300 变化-7.78%、中证 1000 指数变化 2.74%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 市盈率分别为 8.31、10.29、22.08、28.62,五年周期中对应的分位为 0.00%、0.39%、37.11%、17.19%。

10 月份中国制造业 PMI 为 49.2%,前值 50.1%,非制造业 PMI 为 48.7%,比上月下降 1.9 个百分点,低于荣枯线,非制造业恢复态势放缓。固定资产投资、房地产开发数据延续跌势,弱于往年同期,商品房销售弱势,房价阴跌趋势持续,房地产宽松政策对于房地产市场的提振效果有限。房地产短期内看不到明显回暖的迹象。预计四季度我国商品房销售会有所修复,但改善幅度不会很大,而房地产投资仍然偏弱。社会消费数据疲软,居民消费意愿低迷,10 月份大金融、大消费板块大跌,拖累上证 50 指数与沪深 300 指数,市场大小风格分化,小盘股较稳定。四季度我国内需、外需难以有效转好。综合来看,预计四季度我国经济基本面延续弱修复。

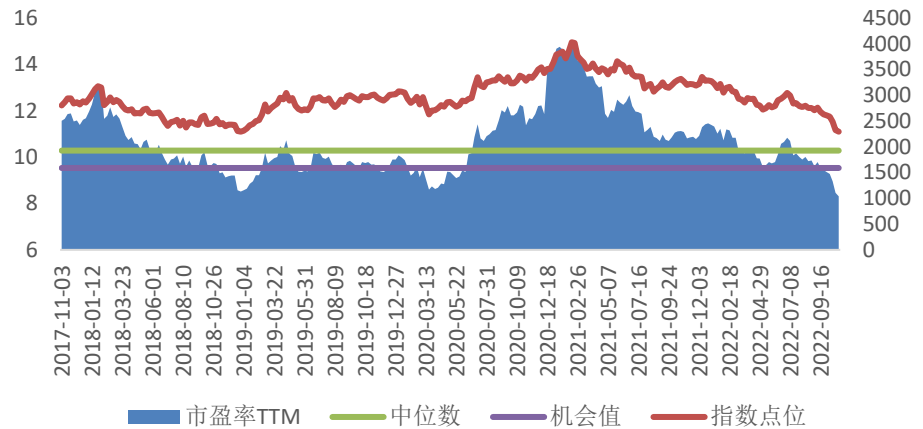
国外方面,市场等待美联储 11 月初议息会议结果落地,市场普遍预期此次加息 75 个基点,加息预期得到市场消化,美国第三季度 GDP 增速高于预期,本期美股延续反弹势头,美元指数及美债收益率下跌。但高通胀常态化迫使欧美在紧缩货币政策上的态度较为坚决,对于全球市场的压制效果显著。

综合内外因素来看,标的指数下方有估值支撑,上有基本面、内外需走弱负面因素的压制,经过前期指数连续下跌,短线乖离率较大,11 月份或将迎来超跌反弹修复行情。

2.商品期权

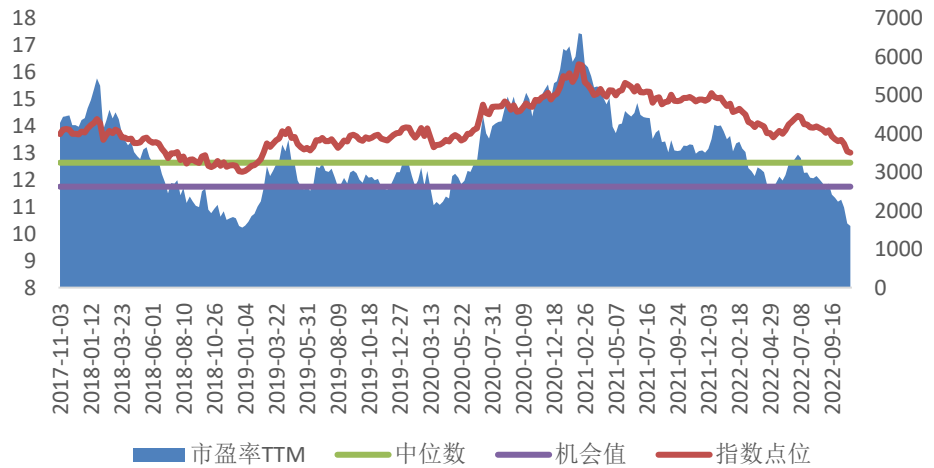
10 月份大宗商品总体偏弱,铜、铝、甲醇、聚丙烯、PTA、豆粕期货活跃合约月度涨跌幅分别为 1.21%、-4.02%、-12.11%、-7.64%、-6.94%、0.29%。经济基本面复苏缓慢,地产行业走弱拖累上游建材行业,内需不振,消费数据疲软,“金九银十”证伪,大宗商品受弱基本面与欧美强加息预期的强压制,国外高通胀常态化迫使欧美经济体在货币紧缩的态度更加坚决。能化、黑色、有色板块的上方阻力较大,整体重心下移的局面不变。

图 1：上证 50 指数估值（市盈率-TTM）



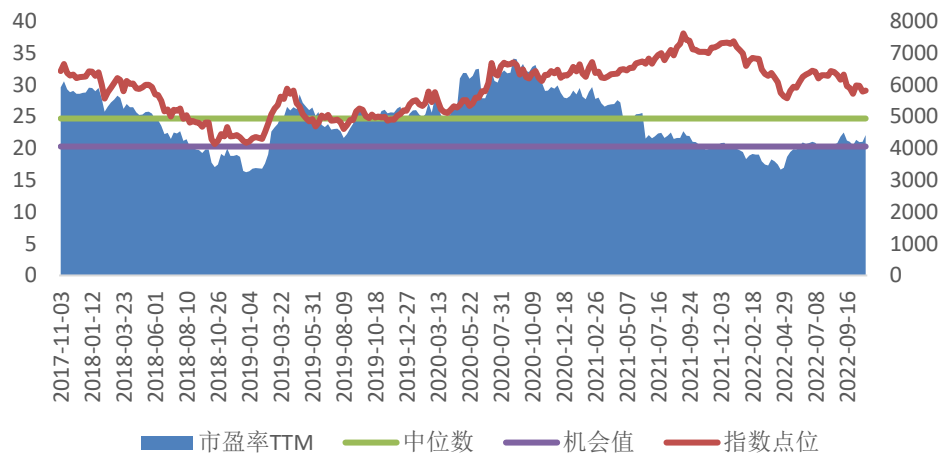
数据来源：wind，兴证期货研发中心

图 2：沪深 300 指数估值（市盈率-TTM）



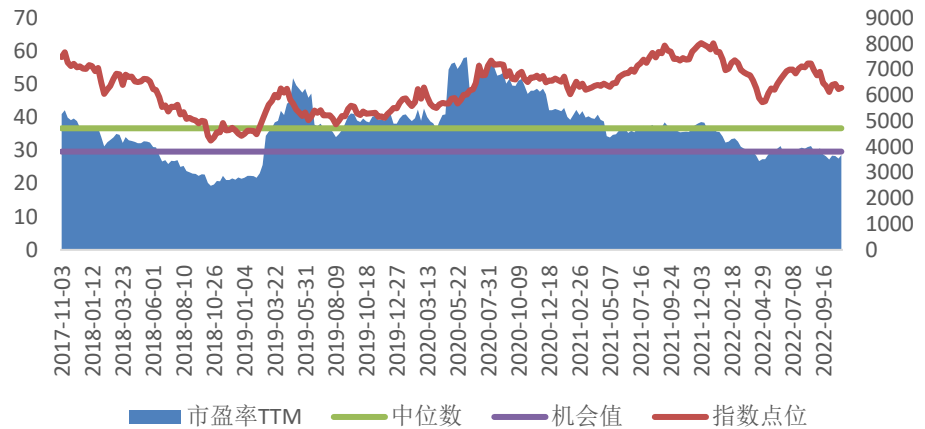
数据来源：wind，兴证期货研发中心

图 3：中证 500 指数估值（市盈率-TTM）



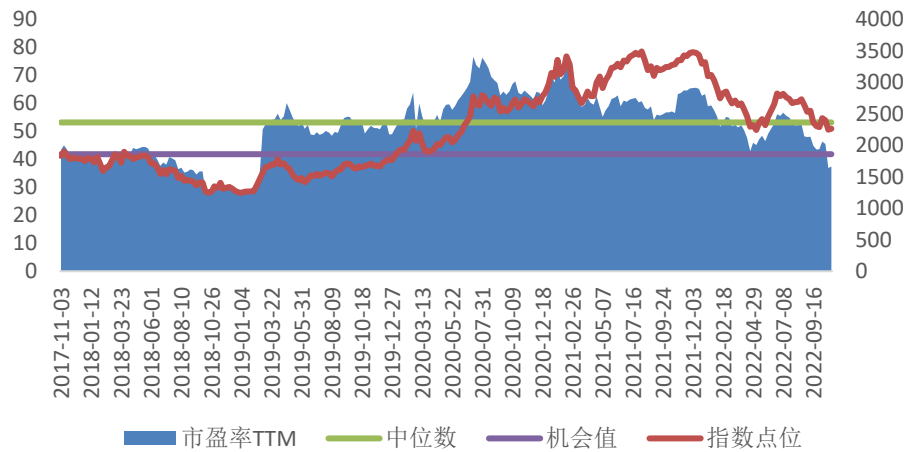
数据来源：wind，兴证期货研发中心

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率-TTM)



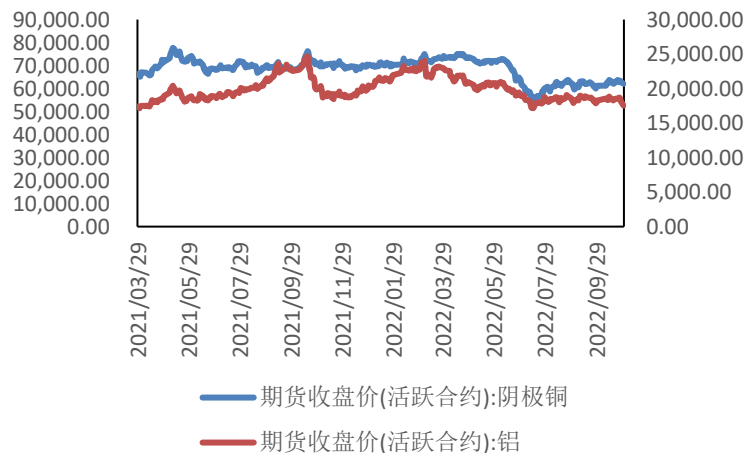
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 5: 创业板指数估值 (市盈率-TTM)



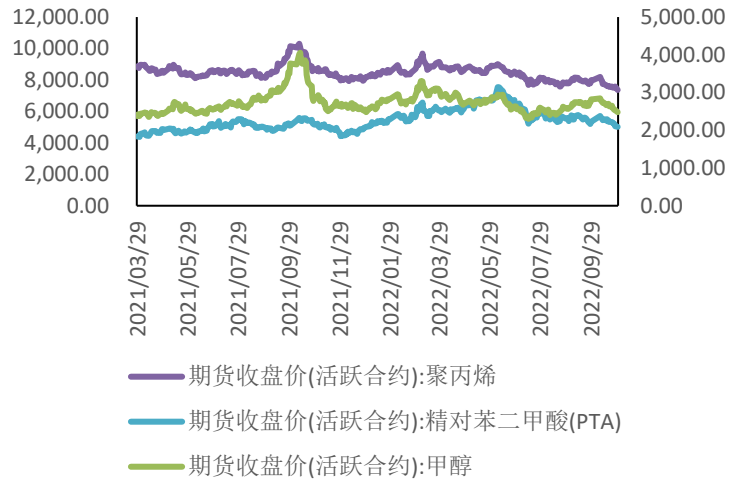
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 6: 沪铜、沪铝期货价格走势



数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 7：聚丙烯、PTA、甲醇期货价格走势



数据来源：wind，兴证期货研发中心

图 8：豆粕期货价格走势



数据来源：wind，兴证期货研发中心

二、期权 PCR（认沽/认购）分析

1. 金融期权

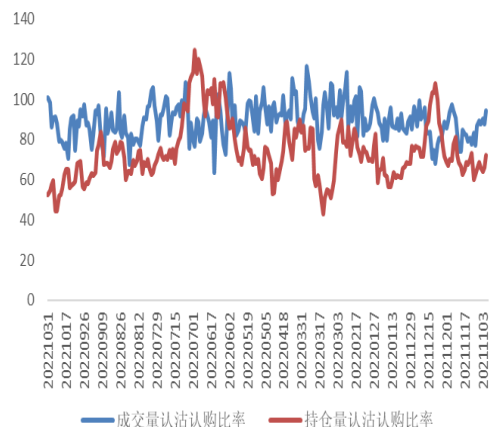
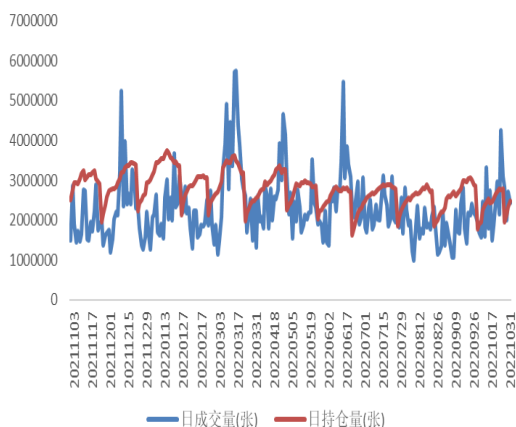
10 月份金融期权成交量环比上个月小幅上升，持仓量环比下降，受长假期影响，交易日少，但日均数据高于 9 月份。受 10 月份单边下跌行情影响，期权成交活跃度与交易情绪高于 9 月份。成交 PCR 普遍高于持仓 PCR 值，短线空头情绪占优势，但长线级别的情绪面更倾向于震荡。因此，从金融期权 PCR 的表现来看，短空情绪宣泄后，将迎来震荡缩量的行情。

2.商品期权

商品期权方面，10月份有色、能化板块期权成交活跃度较高，成交PCR大幅走高，空头情绪旺盛，但持仓PCR曲线钝化，部分能化品种持仓PCR值开始走低，反映市场高扬的短空情绪偏离较大，中长线震荡预期不变，后市高位的成交PCR大概率回落至持仓PCR值附近。在情绪的短线宣泄之后，有望走出从活跃下降到平缓的脉冲式走势。

图 9：50ETF 期权成交量与持仓量

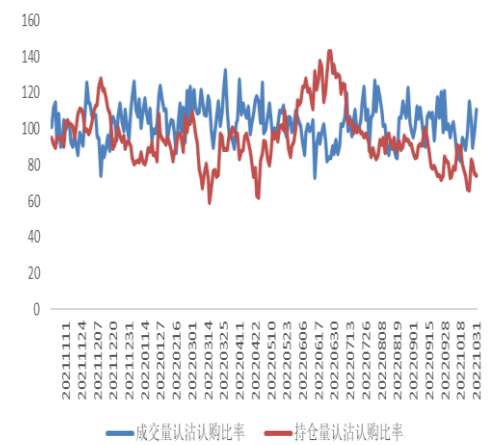
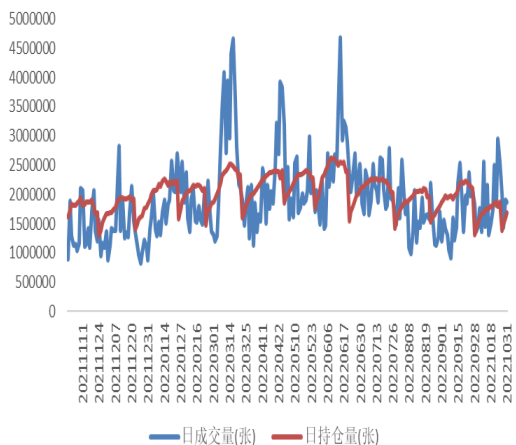
图 10：50ETF 期权 PCR (%)



数据来源：wind，兴证期货研发部

图 11：沪市 300ETF 期权成交与持仓

图 12：沪市 300ETF 期权 PCR (%)



数据来源：wind，兴证期货研发部

图 13: 沪市 500ETF 期权成交与持仓

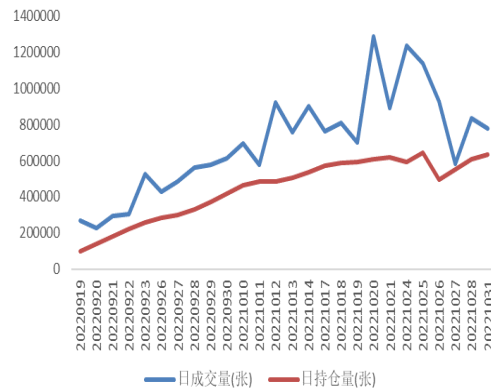
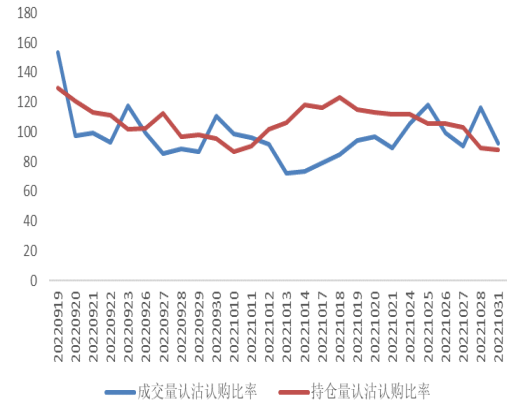


图 14: 沪市 500ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 15: 深市 300ETF 期权成交与持仓

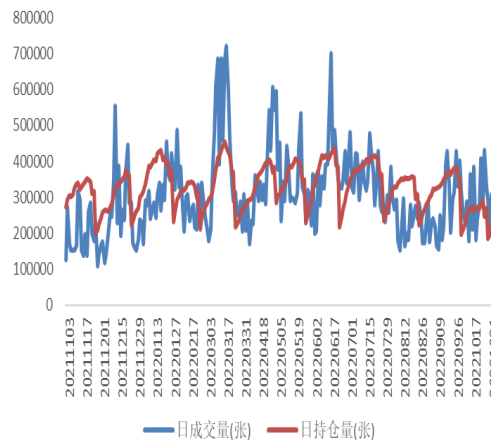
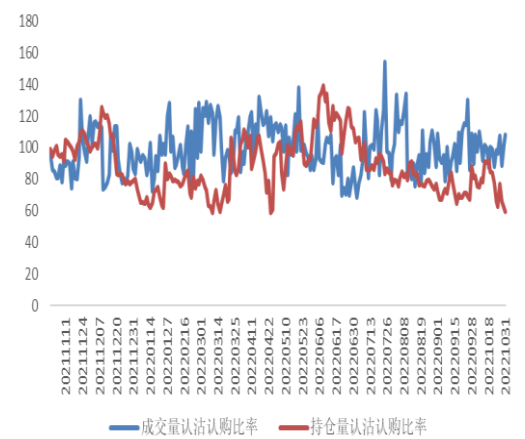


图 16: 深市 300ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 17: 深市 500ETF 期权成交与持仓

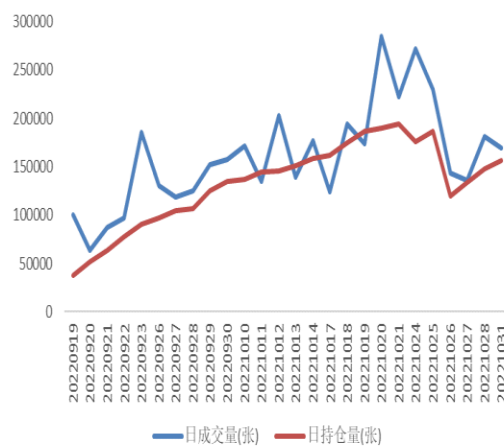
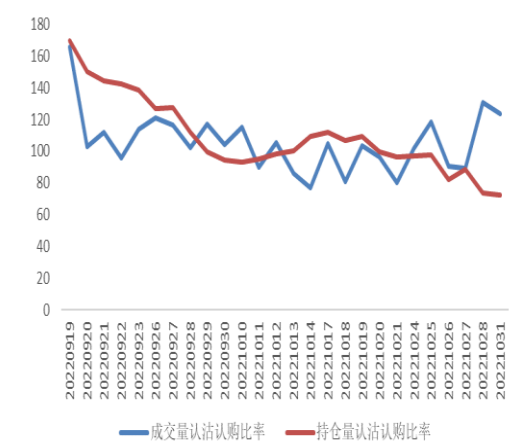


图 18: 深市 500ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 19: 创业板 ETF 期权成交与持仓

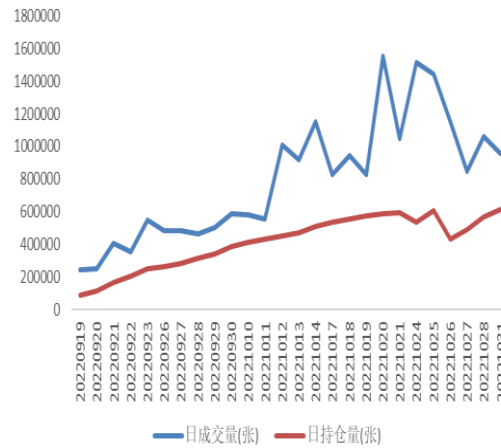
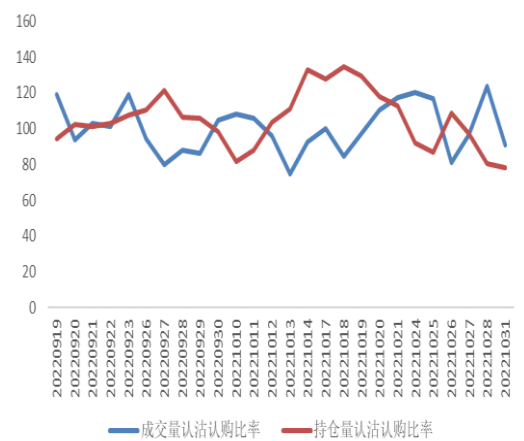


图 20: 创业板 ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 21: 沪市 300 指数期权成交与持仓

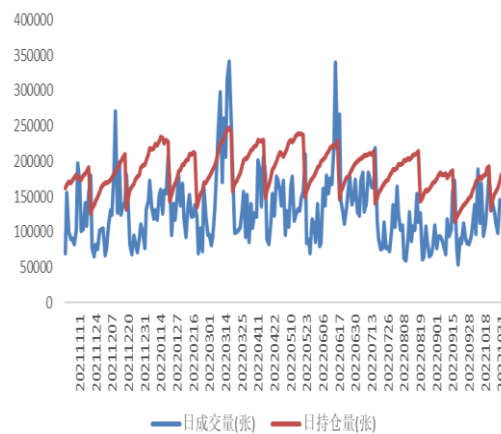
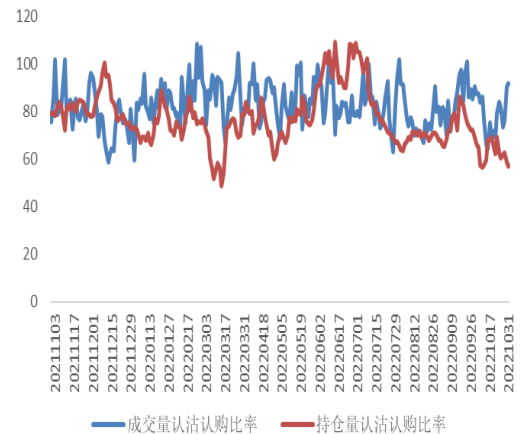


图 22: 沪市 300 指数期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 23: 中证 1000 指数期权成交与持仓

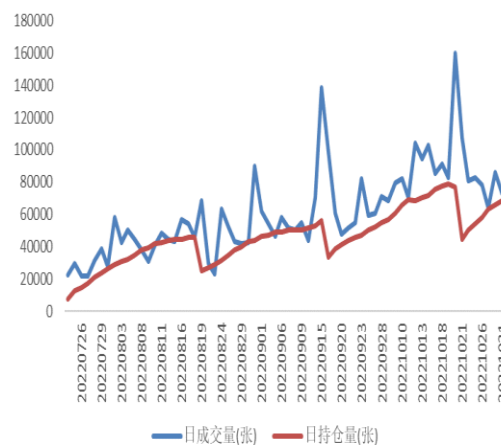
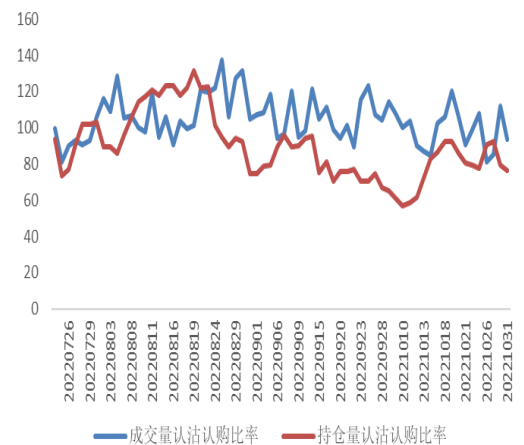


图 24: 中证 1000 指数期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 25: 沪铜期权成交与持仓

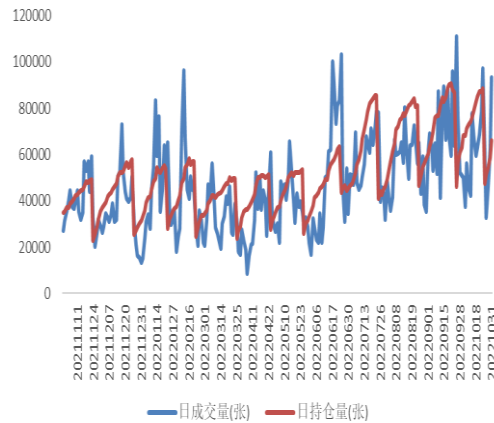
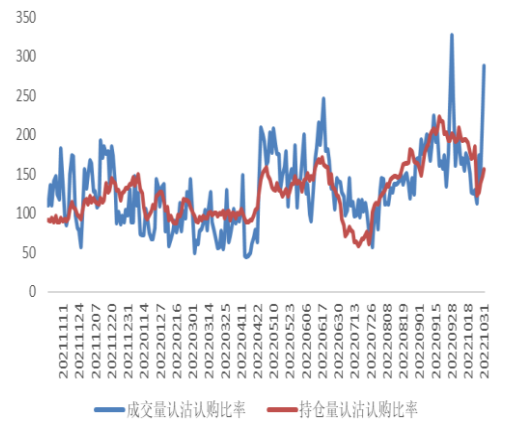


图 26: 沪铜期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 27: 沪铝期权成交与持仓

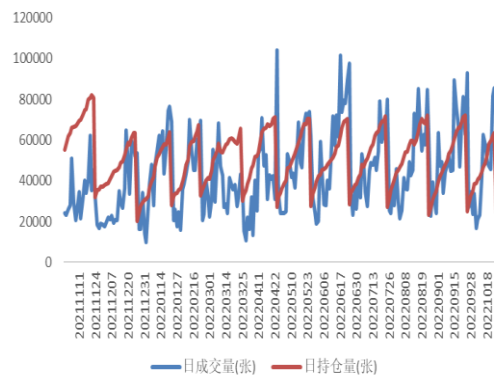
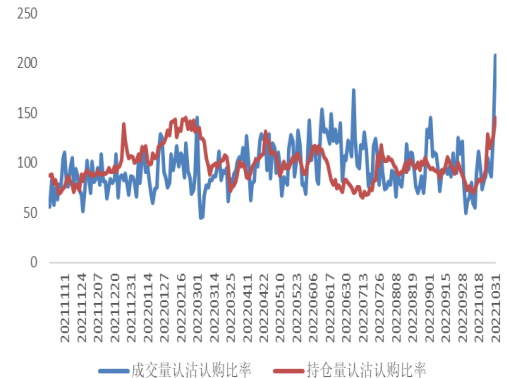


图 28: 沪铝期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 29: 甲醇期权成交与持仓

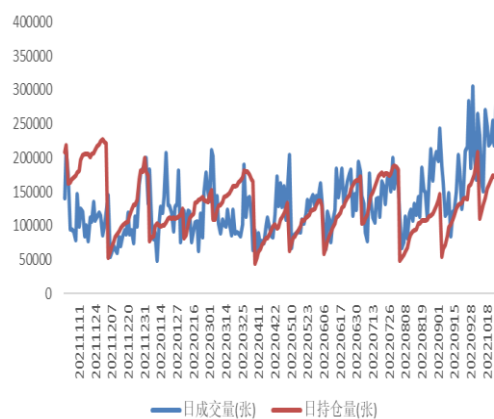
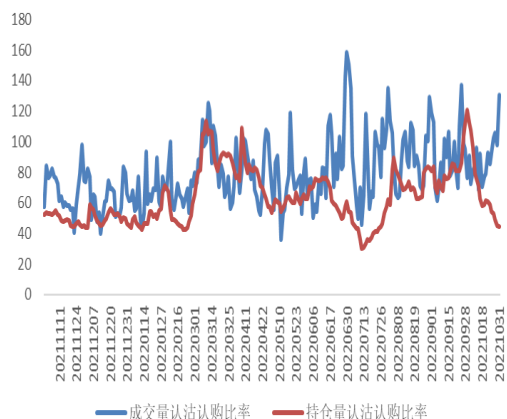


图 30: 甲醇期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 31: PTA 期权成交与持仓

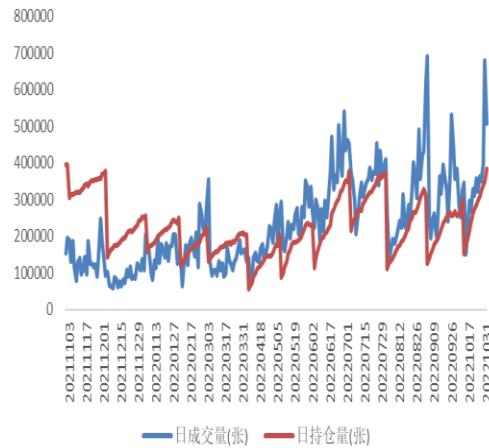
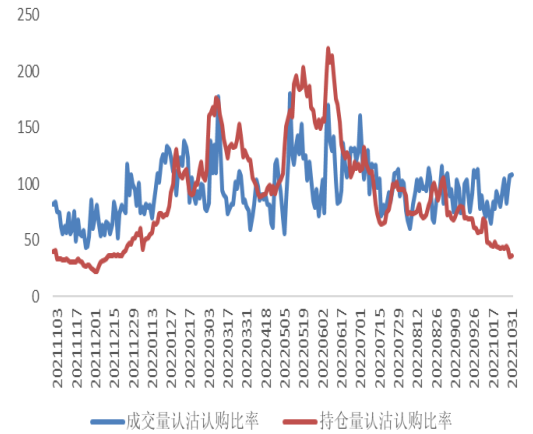


图 32: PTA 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 33: 聚丙烯期权成交与持仓

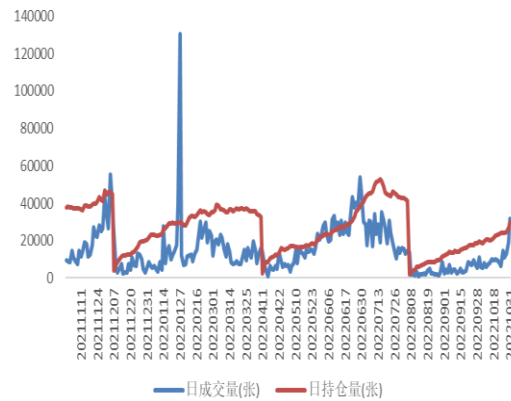
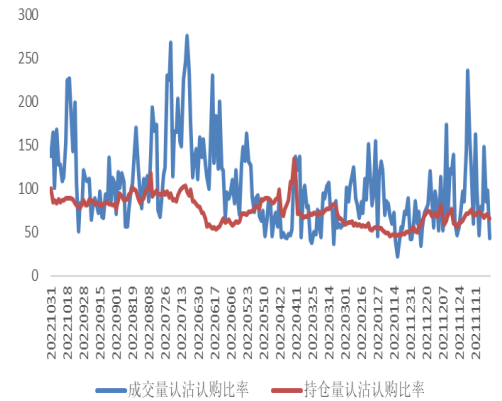


图 34: 聚丙烯期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 35: 豆粕期权成交与持仓

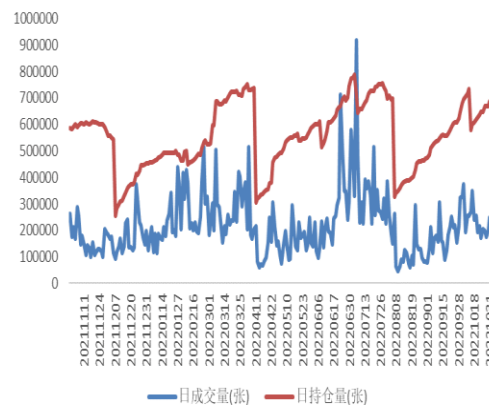
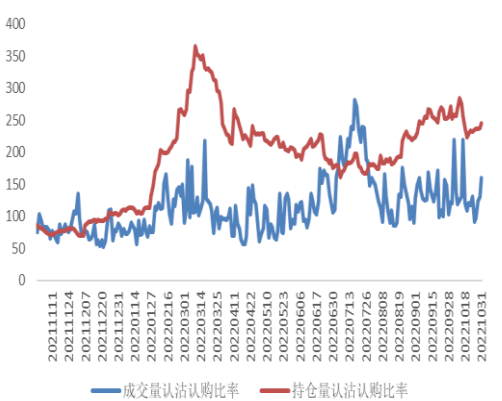


图 36: 豆粕期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

三、期权波动率分析

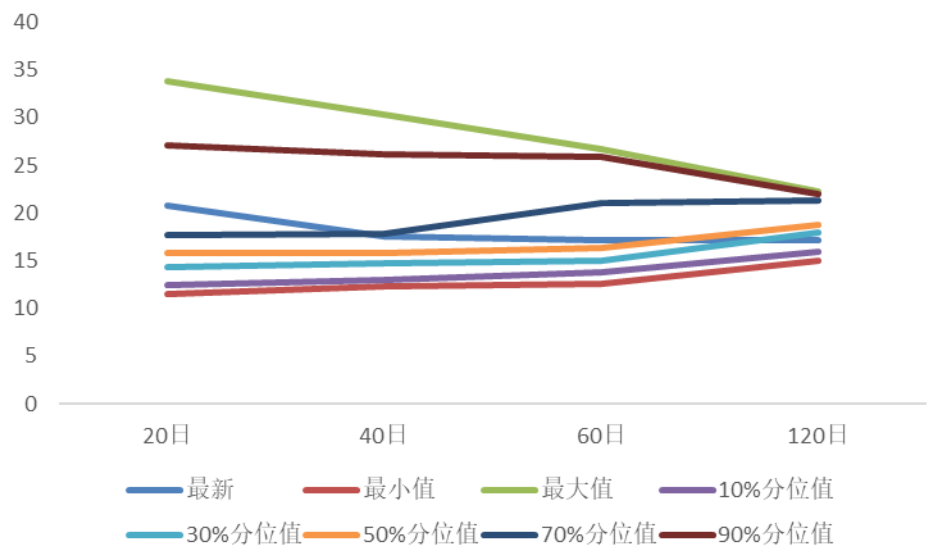
1.金融期权

历史波动率方面，金融期权标的指数历史波动率走高，特别是上证 50 与沪深 300 指数的 20 日周期历史波动率达到近一年 70%分位以上。隐含波动率走高，偏离历史波动率与波动率均值较大距离，其中，隐含波动率与历史波动率波差普遍达到 3 个百分点。在隐波期限结构上，隐波期限结构呈现出近高远底的负斜率特征，近月平值附近合约隐波高出远月合约隐波 4 个百分点以上。根据波动率的均值回归特点，难以长期维持高波差行情，后市隐波回归均值的概率大，预期后市期权标的指数企稳反弹，隐波下降。

2 商品期权

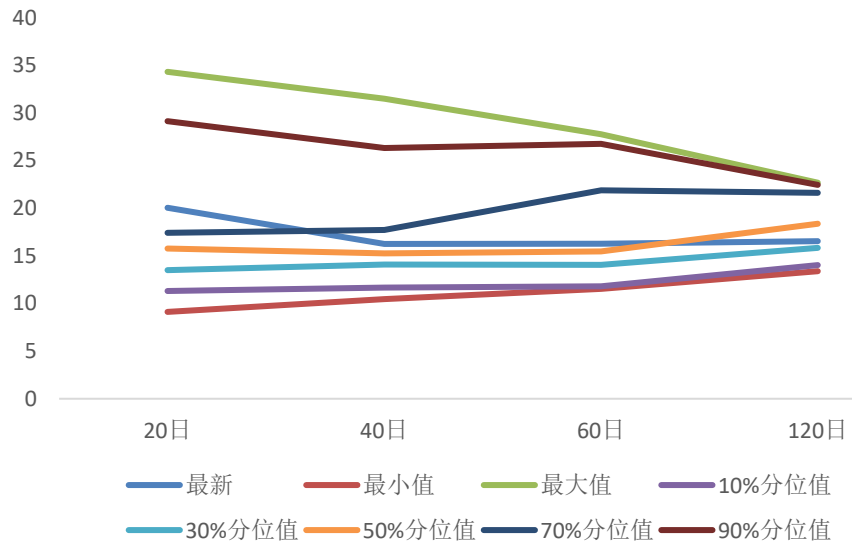
商品期权方面，短期有色、能化品种隐含波动率升高，趋向于历史波动率，相比于金融期权，商品期权隐含波动率升幅不明显，波动率维持在偏低区间，国内外事件驱动对商品期权隐波的刺激效果弱化，体现在强美元与弱经济预期下，隐波增幅有限。因此，标的指数重心在震荡节奏中缓慢下移。

图 37：上证 50ETF 历史波动率锥



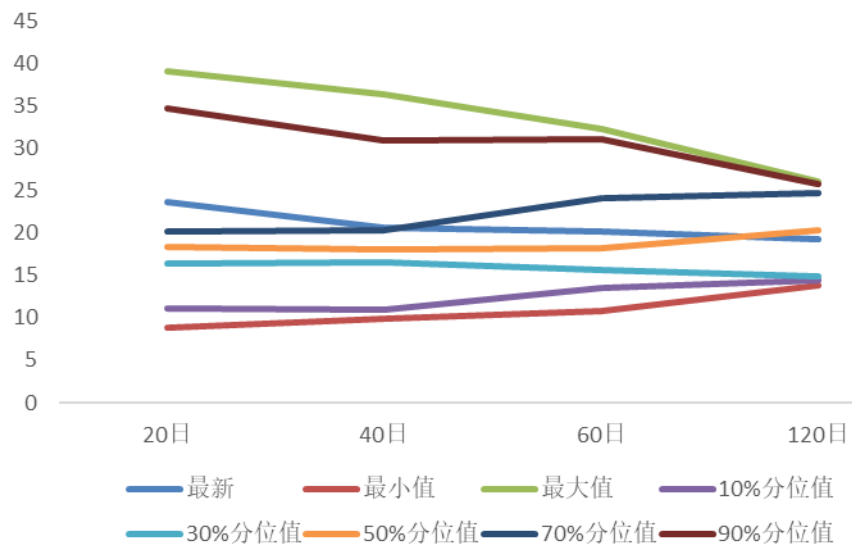
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 38: 沪市 300ETF 历史波动率锥



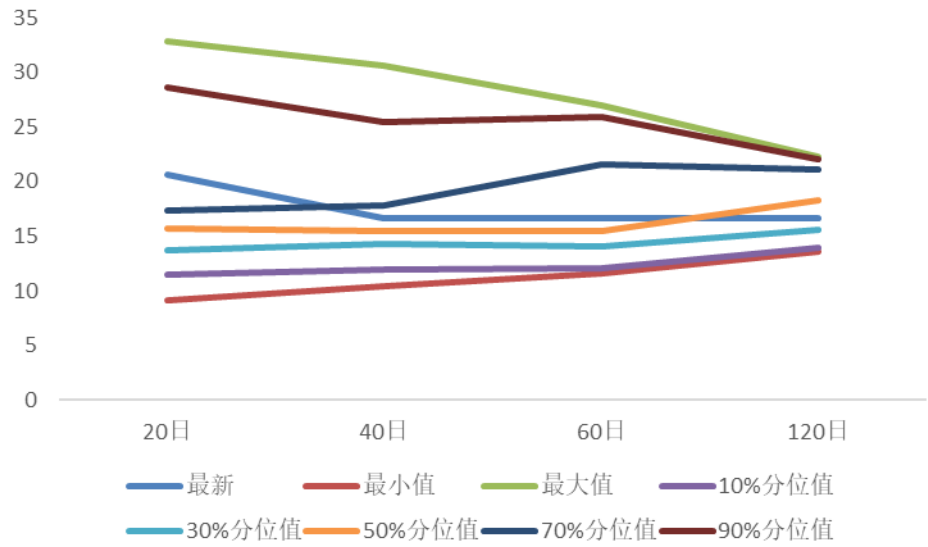
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 39: 沪市 500ETF 历史波动率锥



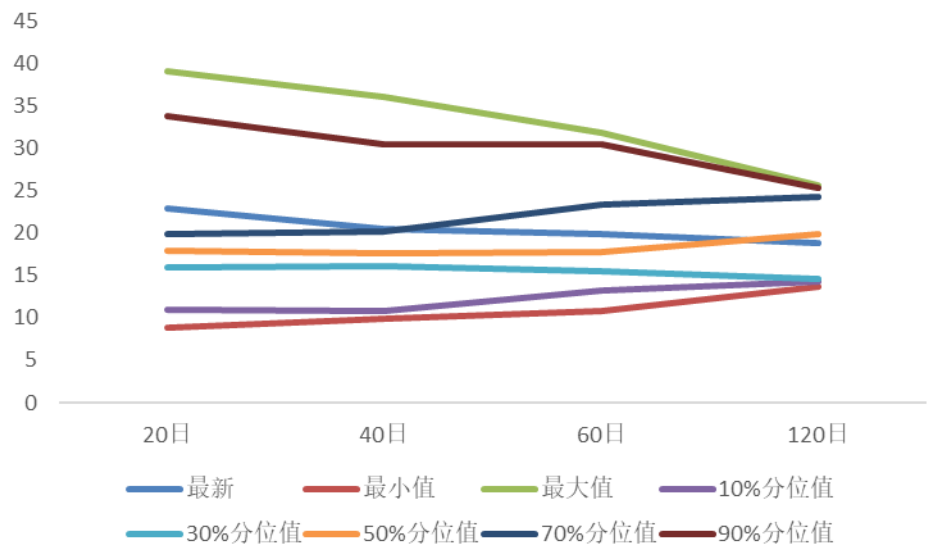
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 40: 深市 300ETF 历史波动率锥



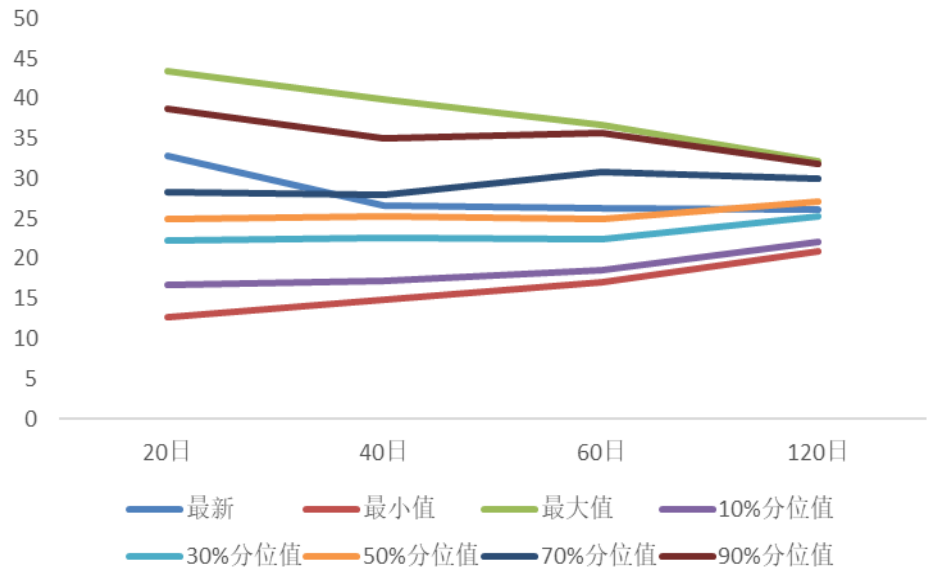
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 41: 深市 500ETF 历史波动率锥



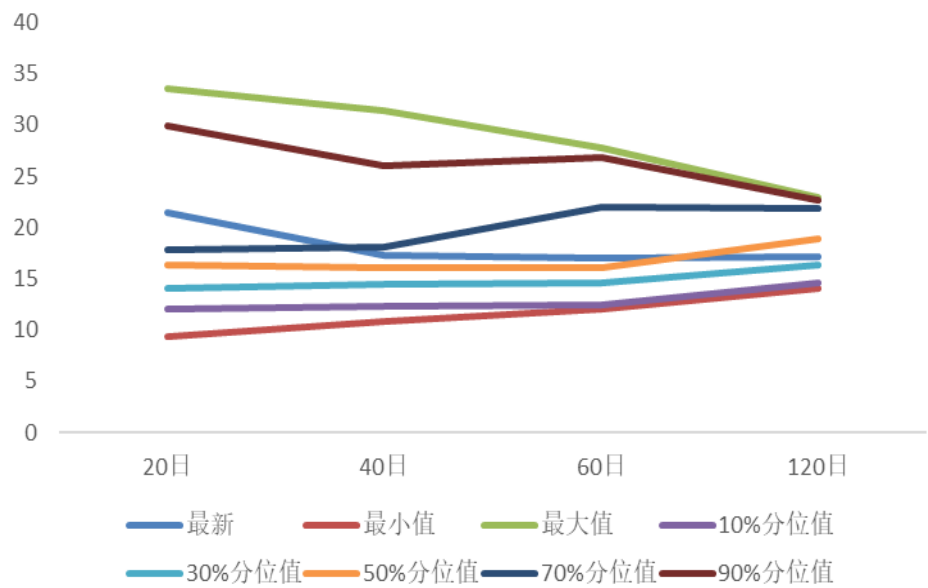
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 42: 创业板 ETF 历史波动率锥



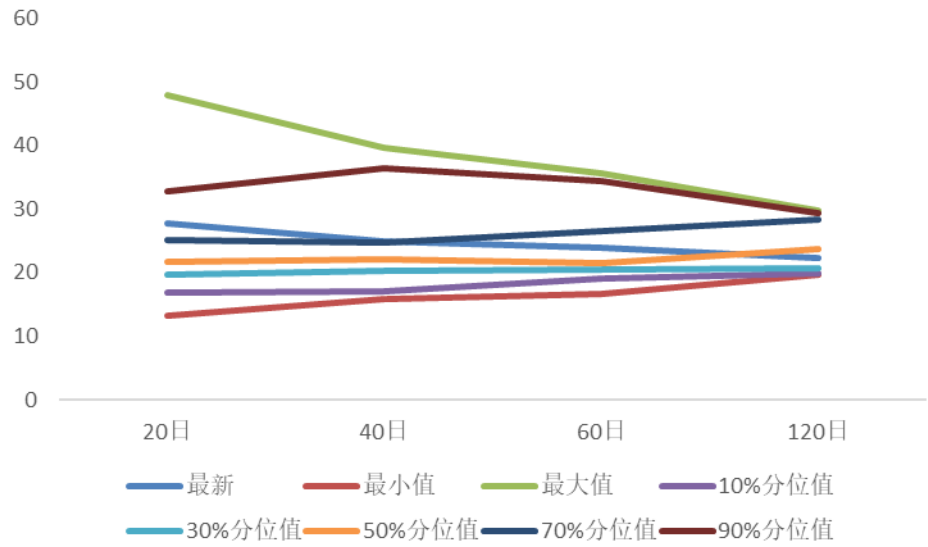
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 43: 沪深 300 历史波动率锥



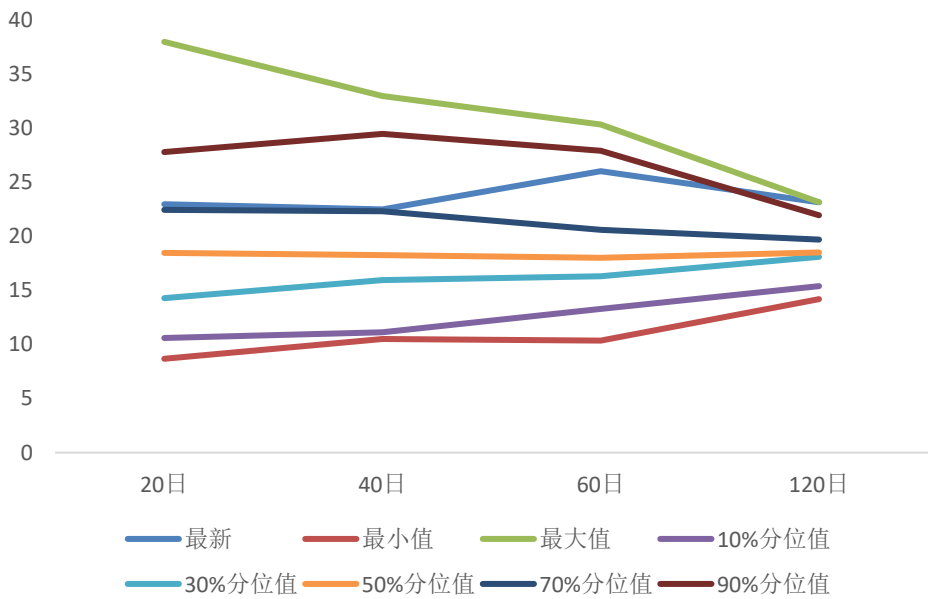
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 44：中证 1000 历史波动率锥



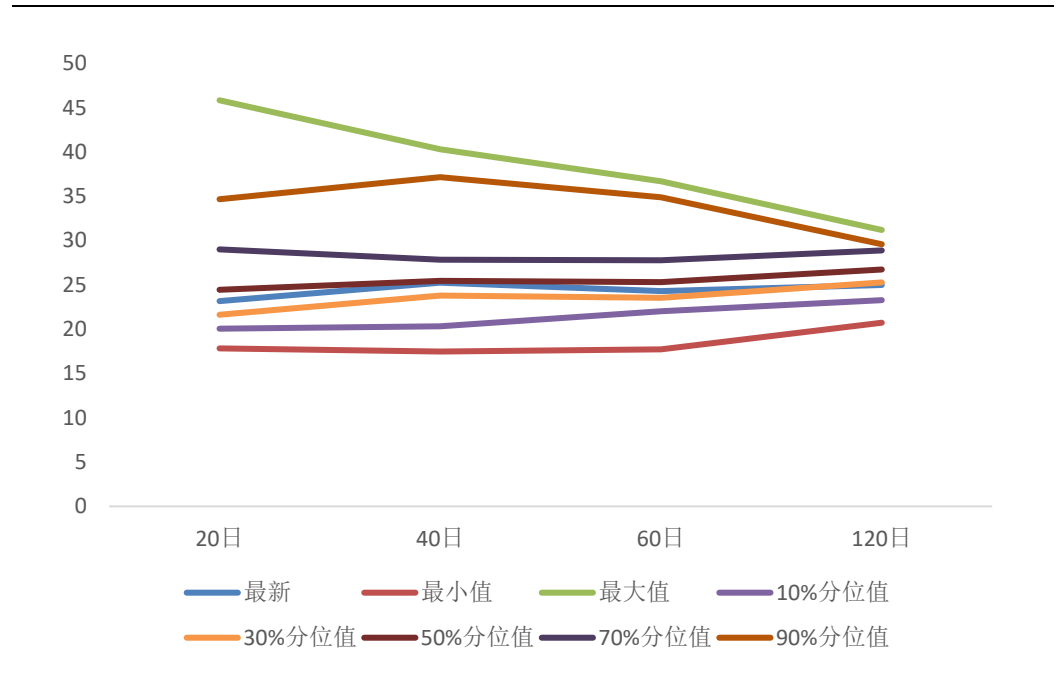
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 45：沪铜历史波动率锥



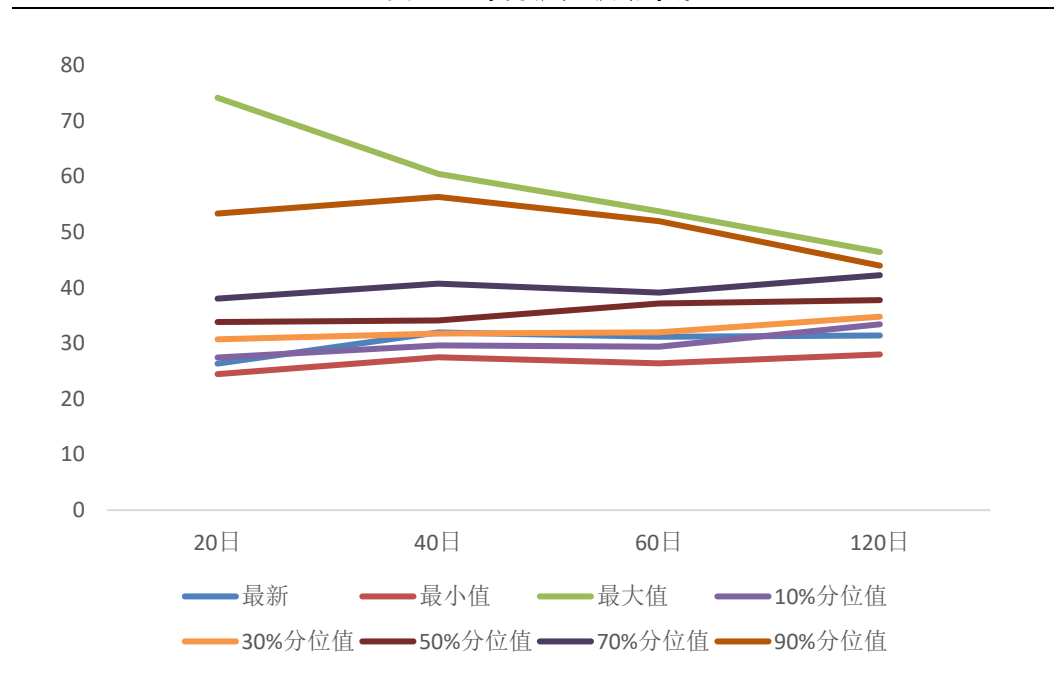
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 46: 沪铝历史波动率锥



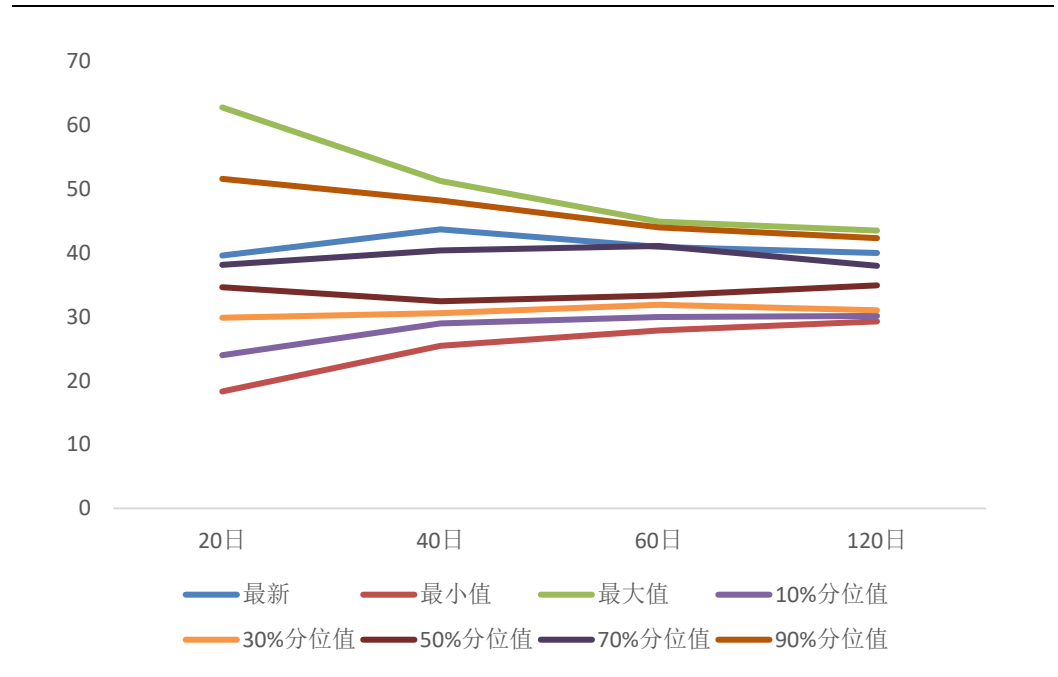
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 47: 甲醇历史波动率锥



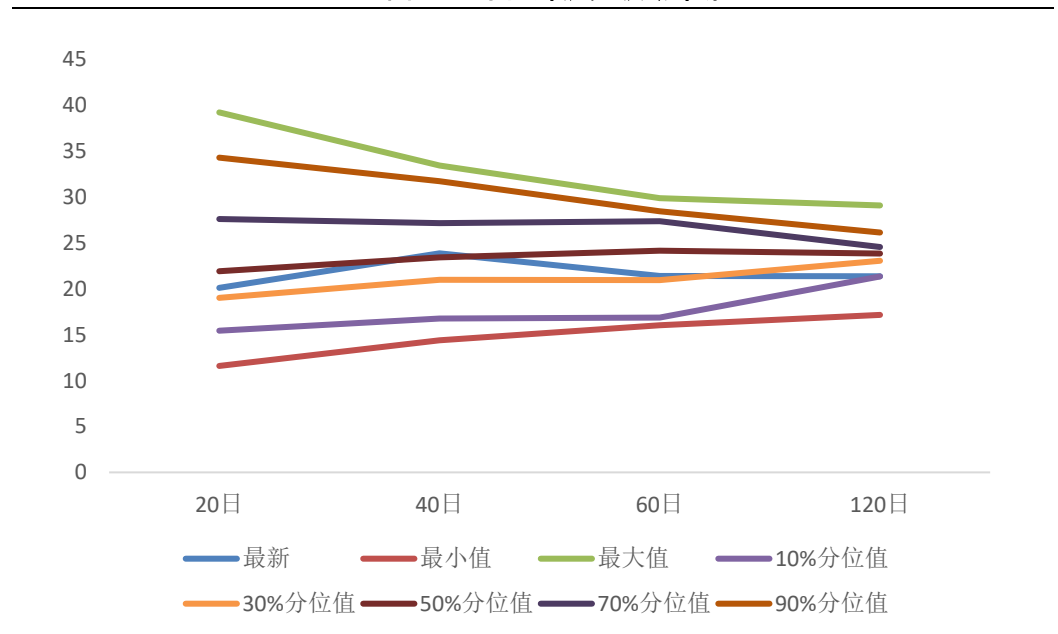
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 48: PTA 历史波动率锥



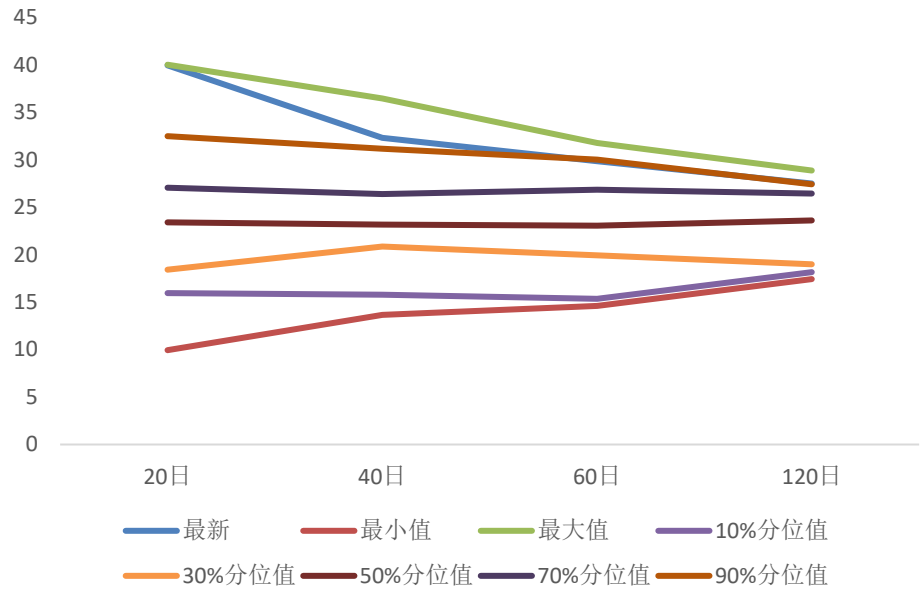
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 49: 聚丙烯历史波动率锥



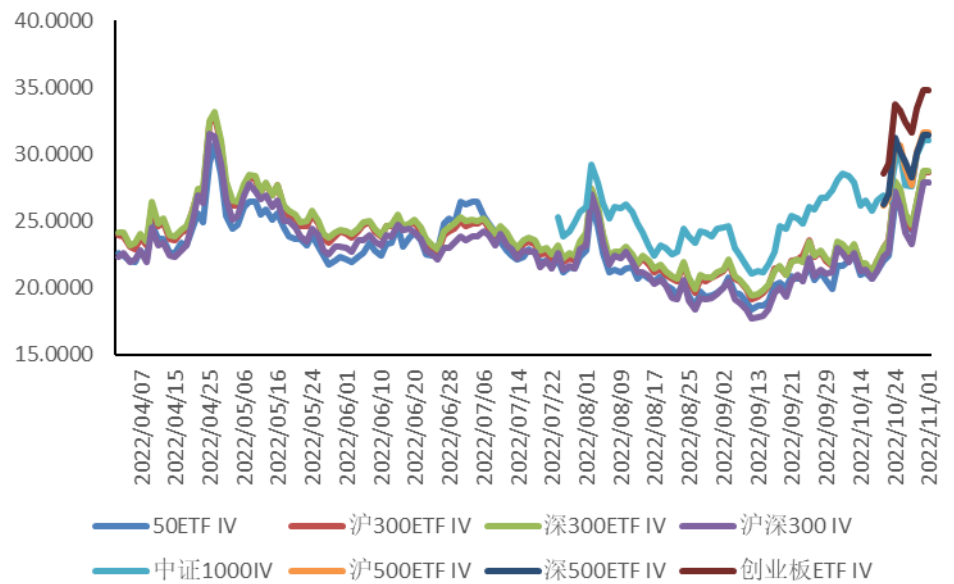
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 50：豆粕历史波动率锥



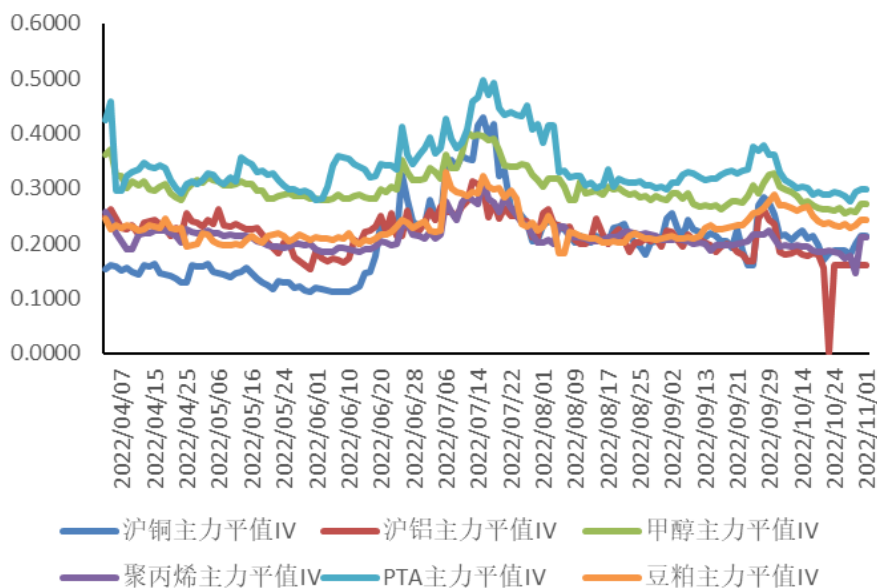
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 51：金融期权隐波 (IV) 对比



数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 52：商品期权平值隐波（IV）对比



数据来源：wind，兴证期货研发部

四、总结与展望

宏观方面，房地产投资仍然偏弱，社会消费数据疲软，居民消费意愿低迷，10月份大金融、大消费板块大跌，拖累上证50指数与沪深300指数，市场大小风格分化，小盘股较稳定。四季度我国内需、外需难以有效转好。预计四季度我国经济基本面延续弱修复。国外方面，市场等待美联储11月初议息会议结果落地，市场普遍预期此次加息75个基点，加息预期得到市场消化，美国第三季度GDP增速高于预期，本期美股延续反弹势头，美元指数及美债收益率下跌。但高通胀常态化迫使欧美在紧缩货币政策上的态度较为坚决，对于全球市场的压制效果显著。

综合内外因素来看，标的指数下方有估值支撑，上有基本面、内外需走弱负面因素的压制，经过前期指数连续下跌，短线乖离率较大，11月份或将迎来超跌反弹修复行情。

金融期权方面，成交PCR普遍高于持仓PCR值，短线空头情绪占优势，但长线级别的情绪面更倾向于震荡。因此，从金融期权PCR的表现来看，短空情绪宣泄后，将迎来震荡缩量的行情。隐含波动率走高，偏离历史波动率与波动率均值较大距离。在隐波期限结构上，隐波期限结构呈现出近高远底的负斜率特征。根据波动率的均值回归特点，难以长期维持高波差行情，后市隐波回归均值的概

率大，预期后市期权标的指数企稳反弹，隐波下降。

商品期权方面，经济基本面复苏缓慢，地产行业走弱拖累上游建材行业，内需不振，消费数据疲软，“金九银十”证伪，大宗商品受弱基本面与欧美强加息预期的强压制，国外高通胀常态化迫使欧美经济体在货币紧缩的态度更加坚决。能化、黑色、有色板块的上方阻力较大，整体重心下移的局面不变。短期有色、能化品种隐含波动率升高，趋向于历史波动率，相比于金融期权，商品期权隐含波动率升幅不明显，波动率维持在偏低区间，国内外事件驱动对商品期权隐波的刺激效果弱化，在强美元与弱经济预期下，隐波增幅有限。

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，兴证期货研究发展部不承担责任。

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发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。