

隐波偏斜回归常态，金融期权震荡反弹

兴证期货.研发中心

2022年11月7日 星期一

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

上证 50 指数与沪深 300 指数估值支撑强。指数周线级别超跌，乖离率较大，估值底部叠加技术层面上的反弹需求。“二十大”之后，多项宽松刺激政策有望落地，政策层面利好指数。汇率方面，欧美加息和人民币快速贬值的压力阶段高点已过，人民币兑美元汇率恢复双向波动，汇率贬值和外资流出对 A 股的负面影响将逐步改善，对市场的负面影响逐渐减弱。在政策宽松预期加持下，A 股市场有望开启估值面、技术面、情绪面的反弹修复行情。期权成交量环比前一周下降，成交 PCR 值回落，空头情绪势头衰减。期权波动率呈现出实际波动率走高，隐含波动率冲高回落的局面，隐波数值普遍低于历史波动率，重现负波差情况，通常强负波差格局下，后市震荡概率高。波动率结构方面，隐含波动率期限结构与偏度回归常态，结合期权标的指数的趋势判断，后市大概率呈震荡反弹降波趋势。

商品期权方面，在欧美经济体衰退逻辑的压制下，有色反弹空间受限；国内地产行业偏低迷，利空黑色板块，有色、能化受欧美衰退预期与国内工业企业复苏的双面影响，短期反弹不改整体重心下移趋势。在加息预期刺激下，隐波升幅并不大，欧美经济体强加息与衰退预期对大宗商品情绪面刺激效应边际弱化，能化、有色、黑色等商品期权品种普遍呈现隐波低于历史波动率的负波差现象。震荡降波预期强烈。

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

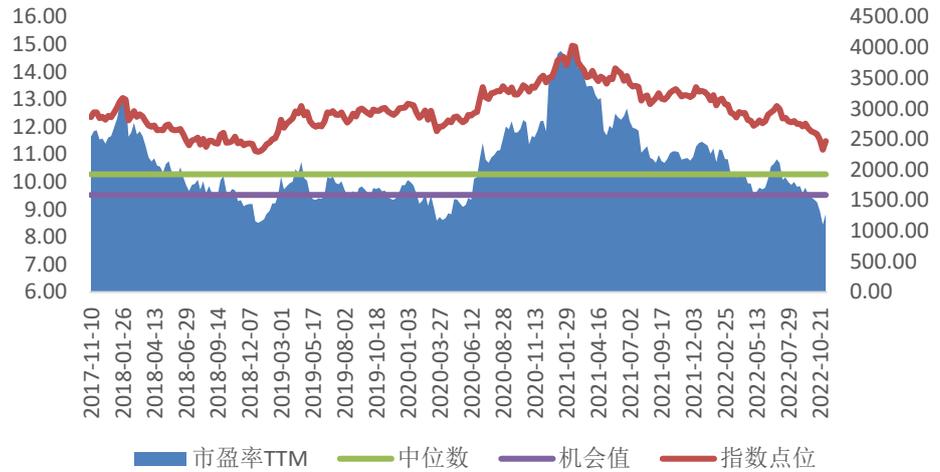
上周金融期权标的的变化幅度分别为：上证 50ETF 变化 5.96%，沪市 300ETF 变化 6.38%，沪市 500ETF 变化 6.54%，深市 300ETF 变化 6.47%、深市 500ETF 变化 6.07%，创业板 ETF 变化 3.20%，沪深 300 变化 6.38%、中证 1000 指数变化 7.53%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 8.83、10.92、23.32、30.54、40.44，五年周期中对应的分位为 3.53%、5.88%、44.31%、23.14%、16.47%。

在以上主要宽基指数中，上证 50 指数与沪深 300 指数经过近两年的调整，估值泡沫得到充分出清，当前市盈率处在近五年低位，估值支撑强。指数周线级别超跌，乖离率较大，估值底部叠加技术层面上的反弹需求。“二十大”之后，多项宽松刺激政策有望落地，以腾讯为首的企业改革有望掀起新一轮企业改革潮，政策层面利好指数。汇率方面，11 月美联储加息 75 个基点符合预期，加息利空得到市场消化，欧美加息和人民币快速贬值的压力阶段高点已过，在央行预期管理和基本面因素重归主导下，人民币兑美元汇率恢复双向波动，汇率贬值和外资流出对 A 股的负面影响将逐步改善，对市场的负面影响逐渐减弱。上周五离岸人民币汇率出现历史级别的大涨，A50 期指反弹超过 1%，股市内外环境整体偏温和。在政策宽松预期加持下，A 股市场有望开启估值面、技术面、情绪面的反弹修复行情。

2.商品行情回顾与展望

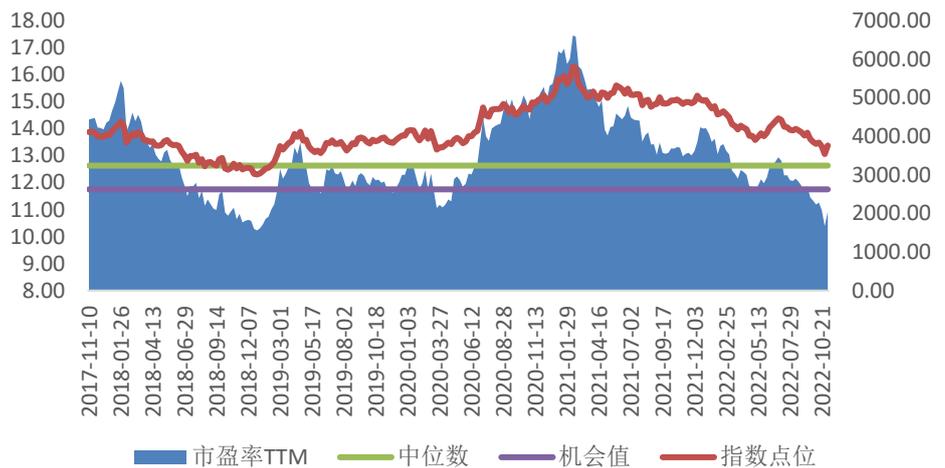
上周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为 2.26%、1.72%；甲醇、聚丙烯、PTA 周度涨跌幅分别为 3.12%、1.16%、6.64%；豆粕活跃合约周度涨跌幅为 3.61%。在欧美经济体衰退逻辑的压制下，有色反弹空间受限；国内地产行业偏低迷，利空黑色板块，有色、能化受欧美衰退预期与国内工业企业复苏的双面影响，短期反弹不改整体重心震荡下移趋势。

图 1: 上证 50 指数估值 (市盈率-TTM)



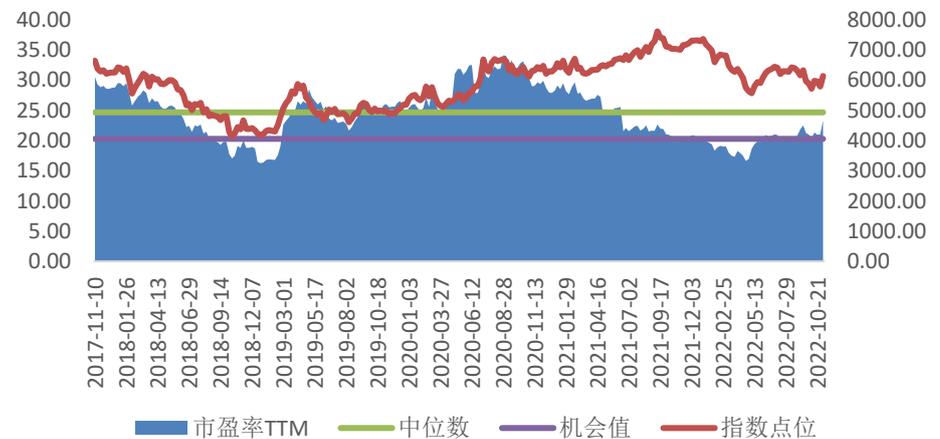
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 2: 沪深 300 指数估值 (市盈率-TTM)



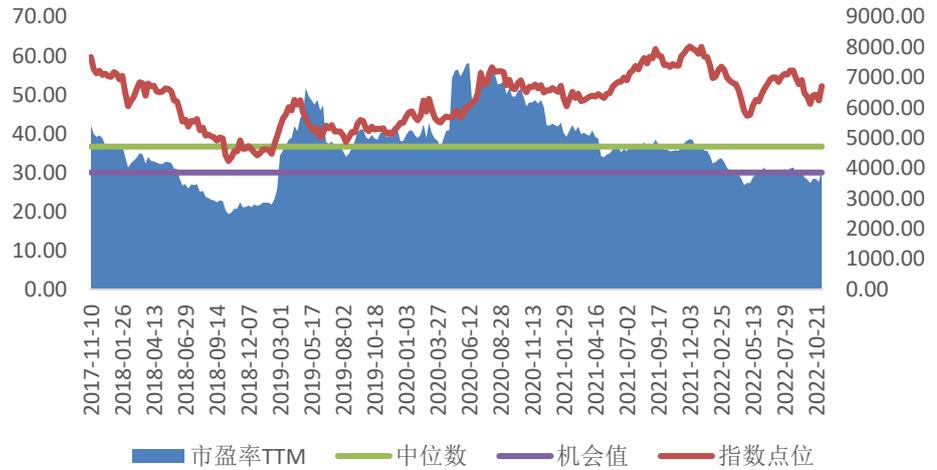
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 3: 中证 500 指数估值 (市盈率-TTM)



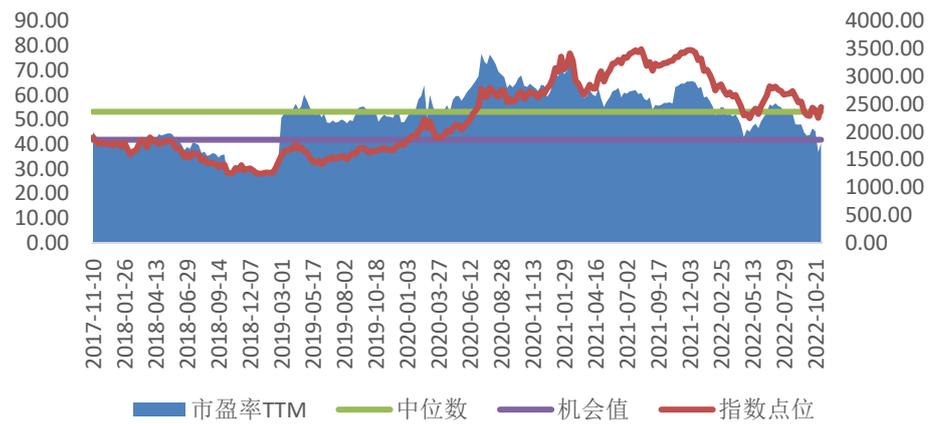
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率-TTM)



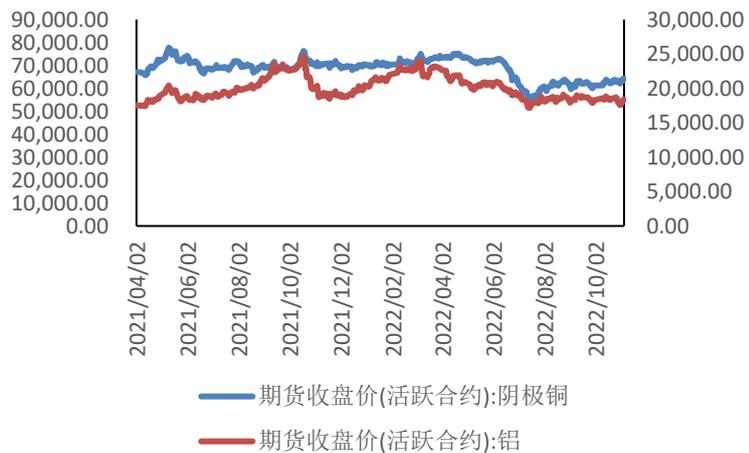
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

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: 铜、铝活跃合约收盘价



数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 7: 聚丙烯、PTA、甲醇活跃合约收盘价



数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 8: 豆粕活跃合约收盘价



数据来源: wind, 兴证期货研发中心

二、期权成交与 PCR (认沽/认购)

1. 金融期权

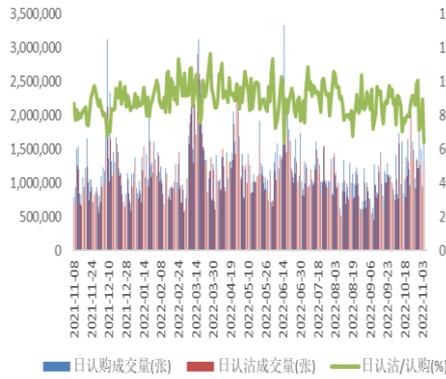
期权成交量环比前一周下降, 成交 PCR 值回落, 市场对认沽的需求回落, 空头情绪势头衰减, 基于标的指数在估值面的支撑以及技术面的超跌反弹需求, 后市期权成交量有望延续回落势头, 空头情绪或将进一步衰减。

2. 商品期权

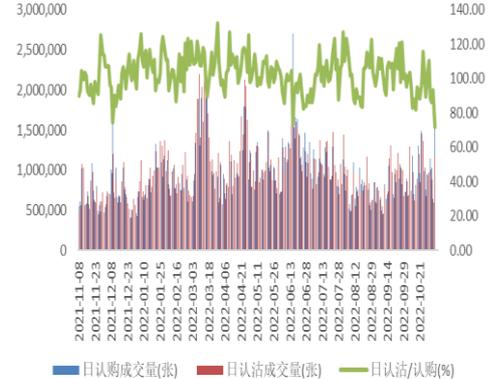
有色、能化商品期权周度成交量环比下降, 重回低量局面, 11 月美联储加息

事件落地，市场情绪面逐渐回归平稳，前期市场积聚的避险情绪下降，PCR 值走低。但是由于衰退预期与加息预期的强弱反复性，商品期权市场多空节奏整体呈现出波段特征。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

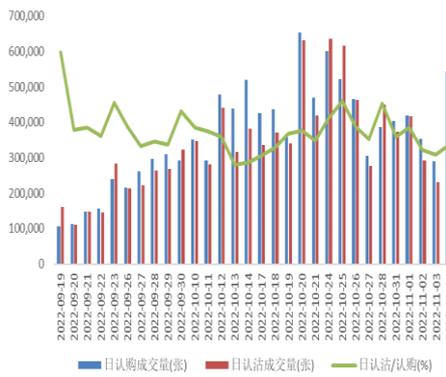


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

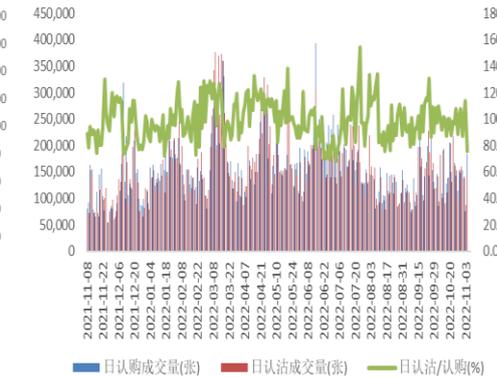


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

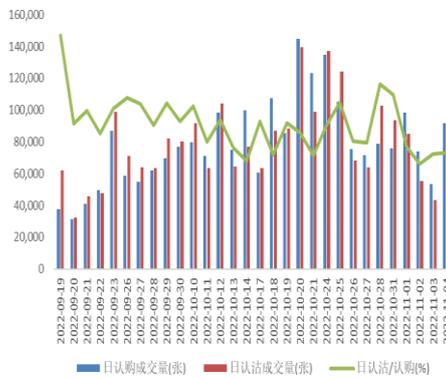


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

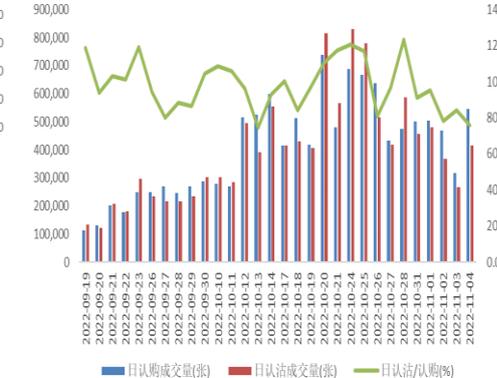


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

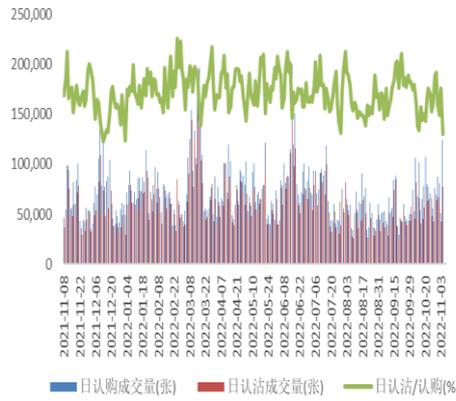


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

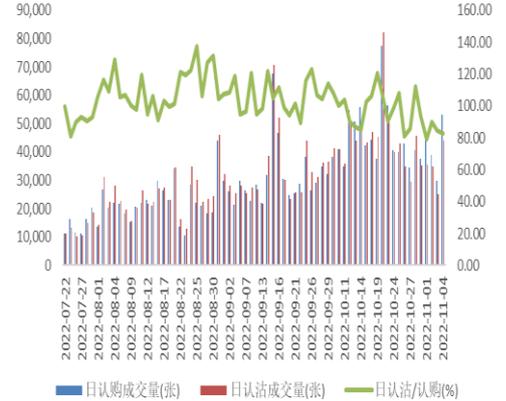


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

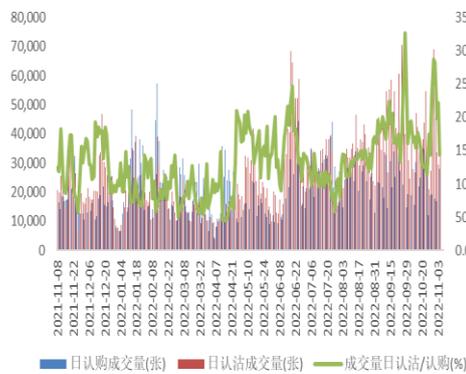


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

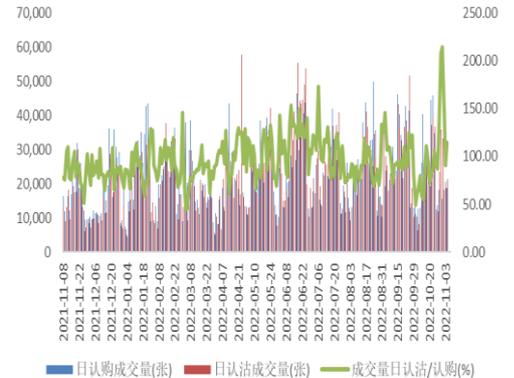


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 17: 沪铜期权 PCR

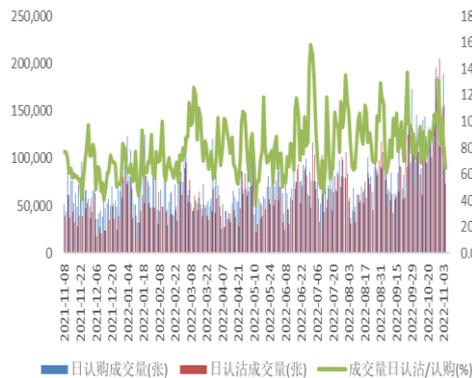


图表 18: 沪铝期权 PCR

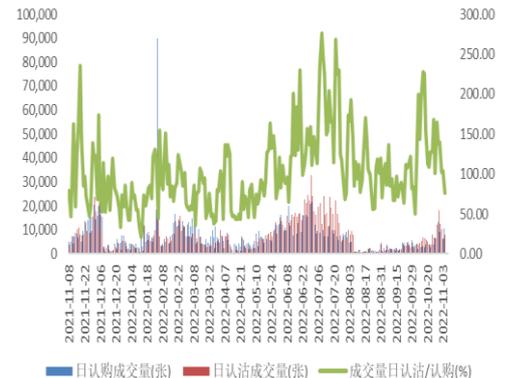


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 19: 甲醇期权 PCR



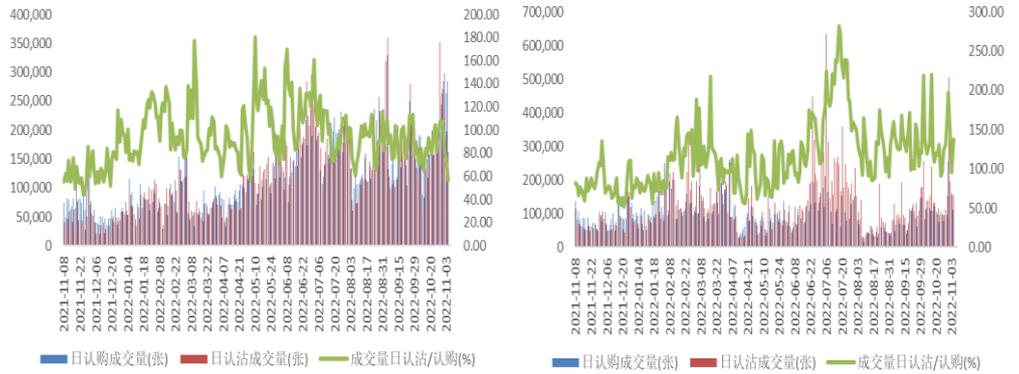
图表 20: 聚丙烯期权 PCR



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 21: PTA 期权 PCR

图表 22: 豆粕期权 PCR



数据来源: wind, 兴证期货研发部

三、期权波动率分析

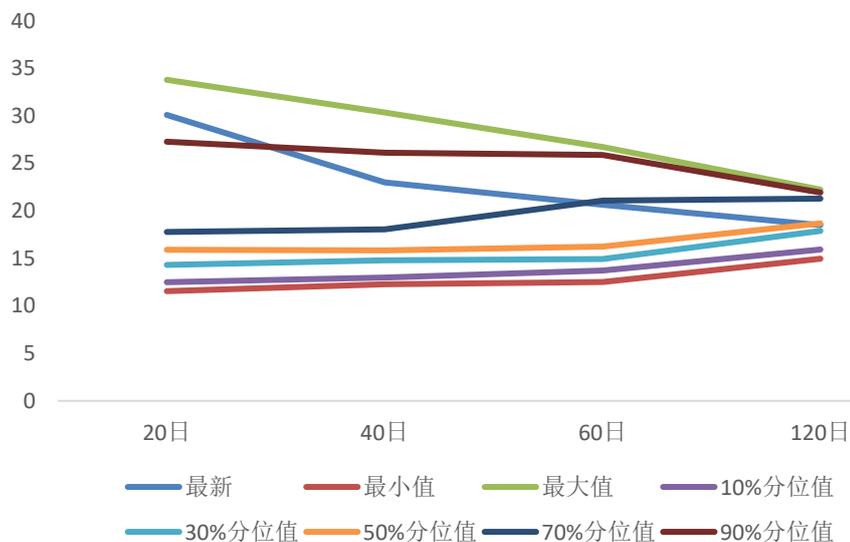
1.金融期权

期权标的历史波动率方面, 50ETF、沪深 300 系列、中证 500 以及中证 1000 指数的短周期历史波动率普遍居于一年周期内的 70%分位以上, 从波动率走势来看, 上周期权波动率一度冲高回落, 呈现出实际波动率走高, 隐含波动率冲高回落的局面, 隐波数值普遍低于历史波动率, 重现负波差情况, 通常强负波差格局下, 后市震荡概率高。波动率结构方面, 隐含波动率期限结构与偏度回归常态, 结合期权标的指数的趋势判断, 后市大概率呈震荡反弹降波趋势。

2.商品期权

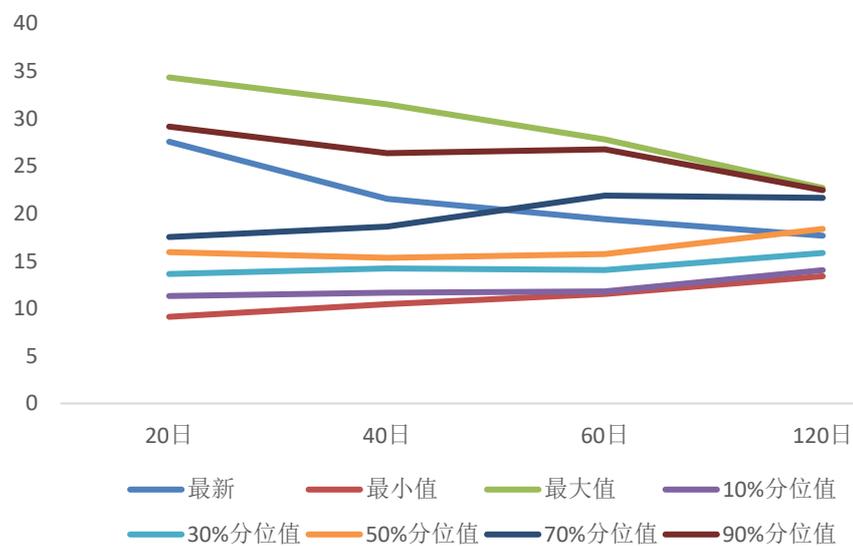
商品期权方面, 美联储 11 月加息落地, 情绪面回落, 隐含波动率再度下跌, 此前在加息预期刺激下, 隐波升幅不大, 欧美经济体强加息与衰退预期对大宗商品情绪面刺激效应边际弱化, 能化、有色、黑色等商品期权品种普遍呈现隐波低于历史波动率的负波差现象。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



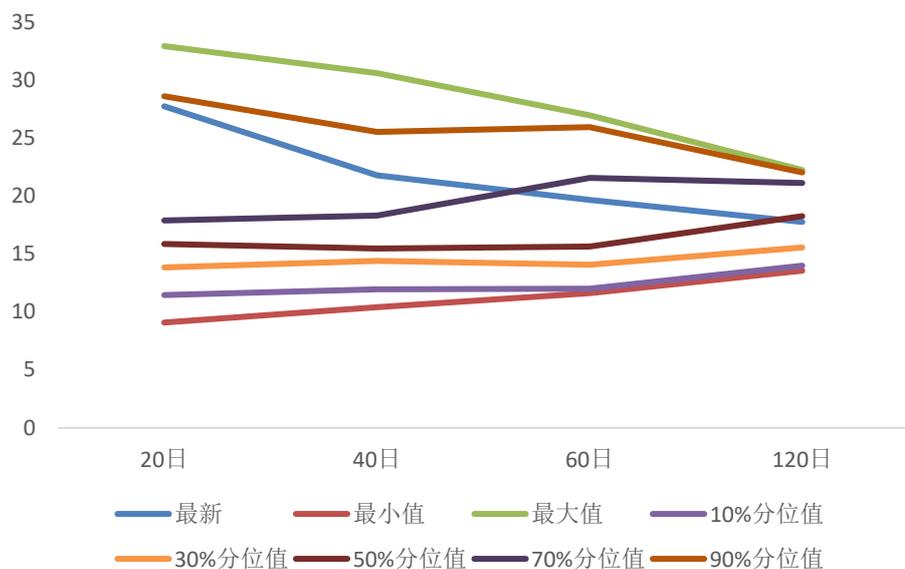
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



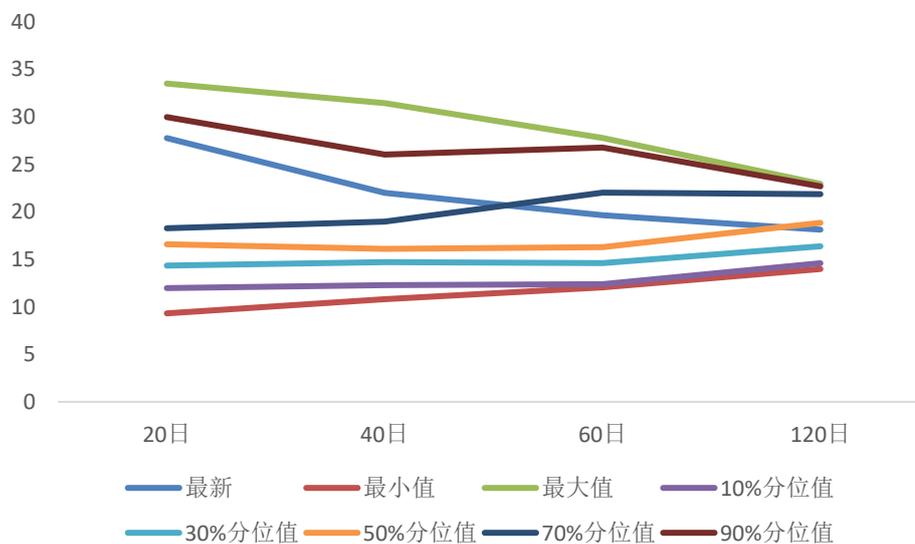
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



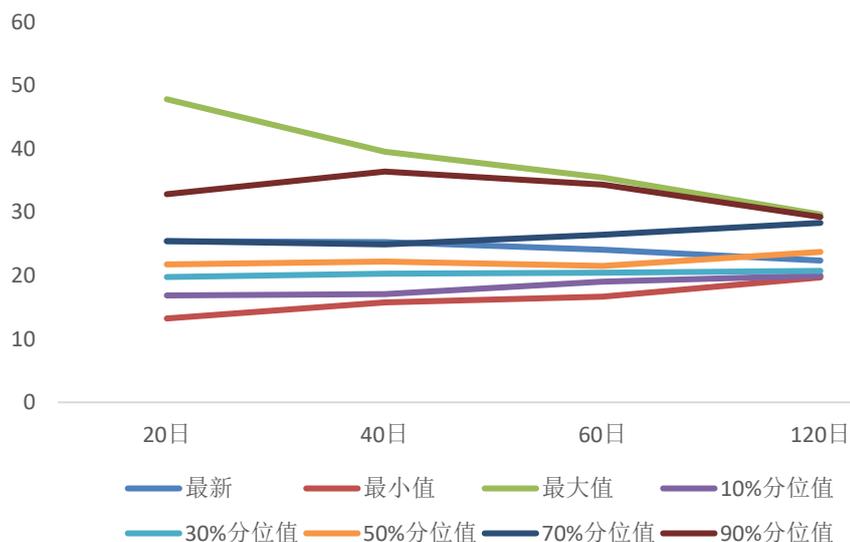
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



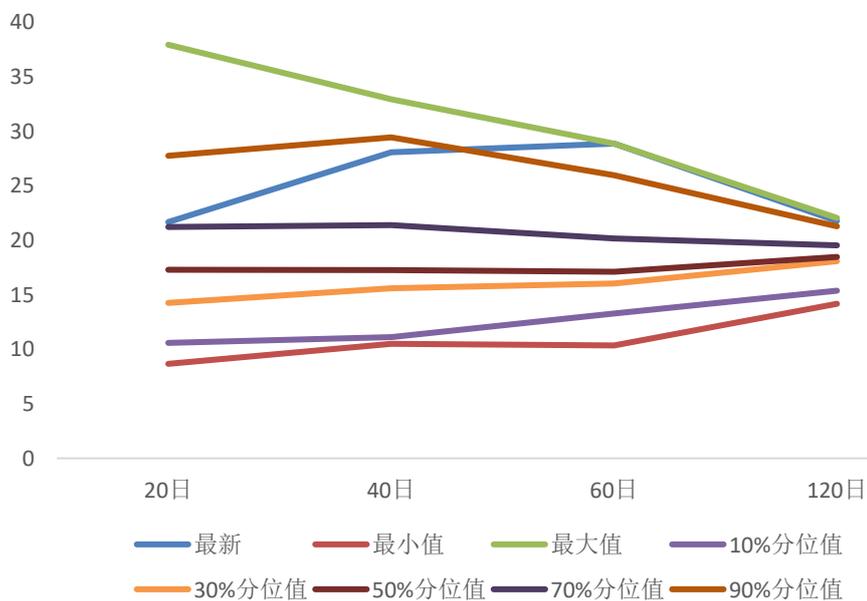
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



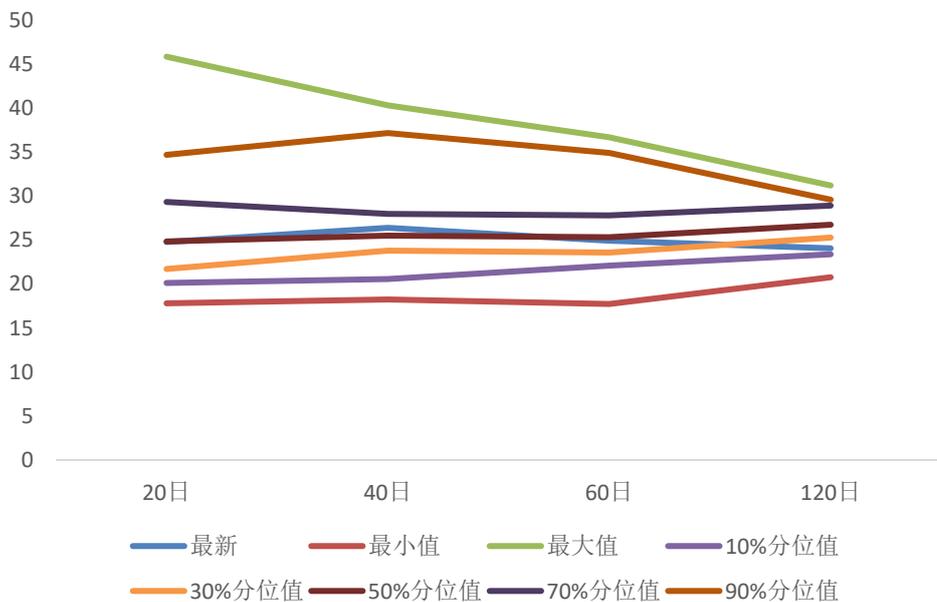
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 28: 沪铜历史波动率锥



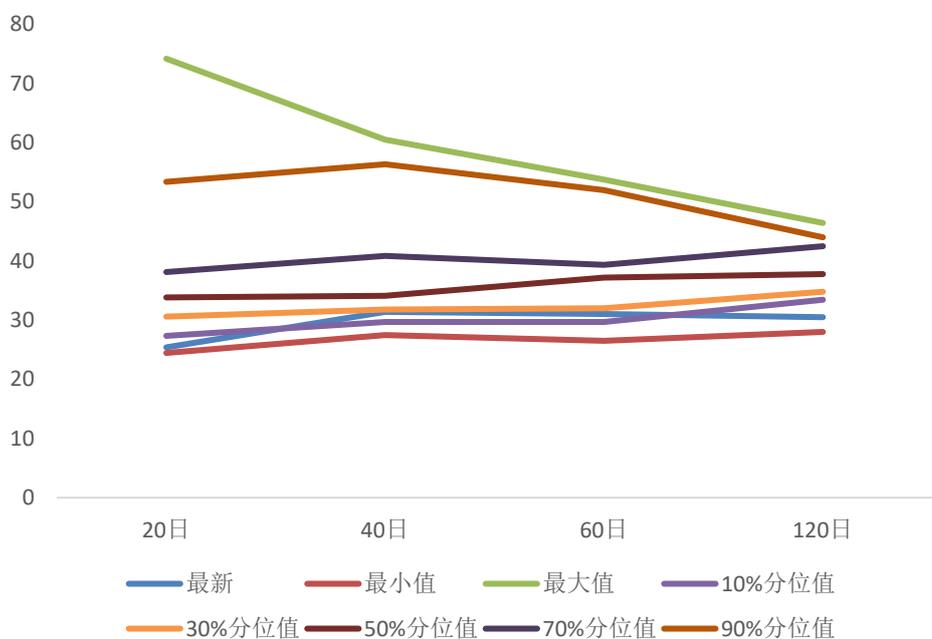
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 29：沪铝历史波动率锥



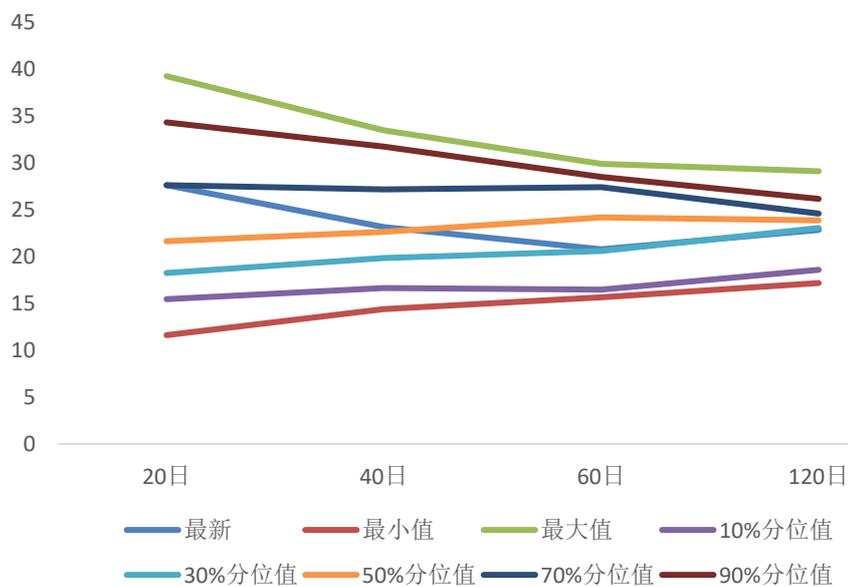
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 30：甲醇历史波动率锥



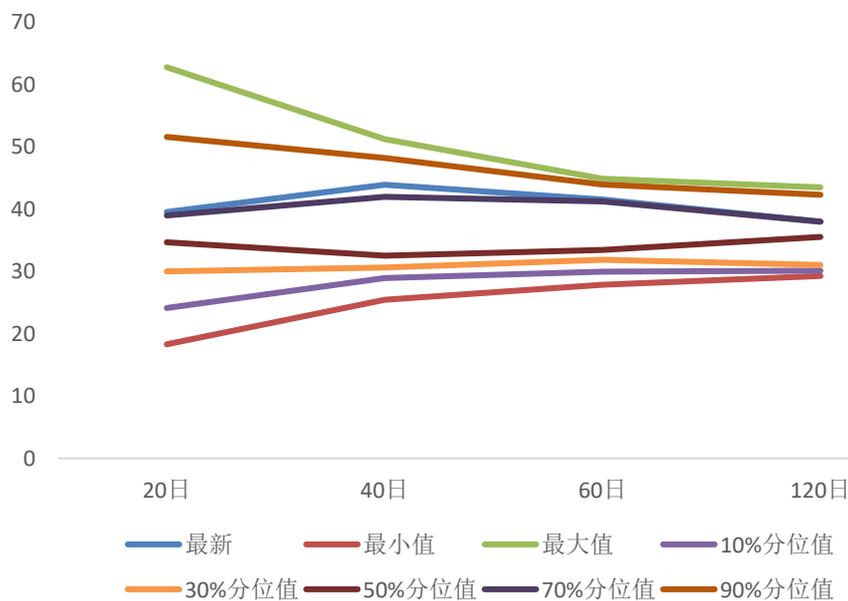
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 31：聚丙烯历史波动率锥



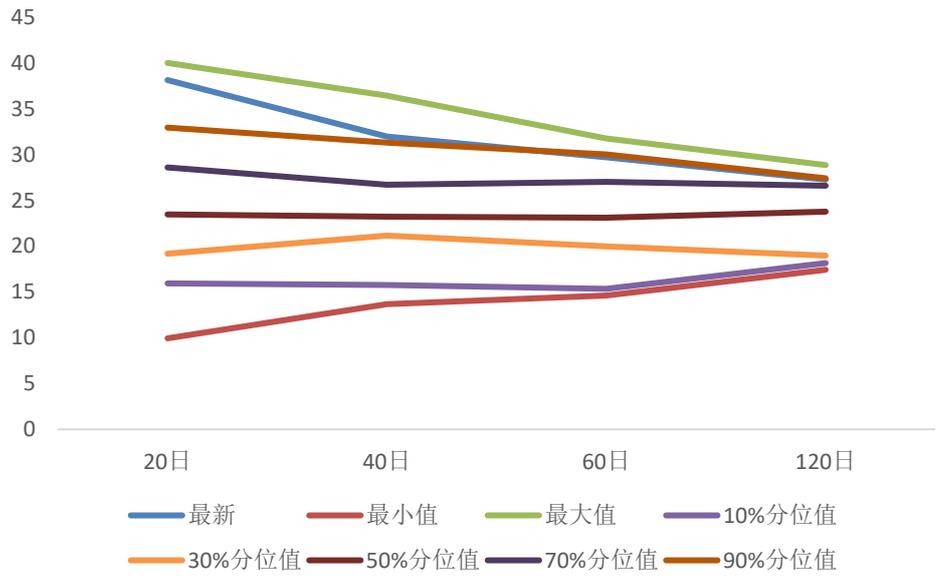
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 31：PTA 历史波动率锥



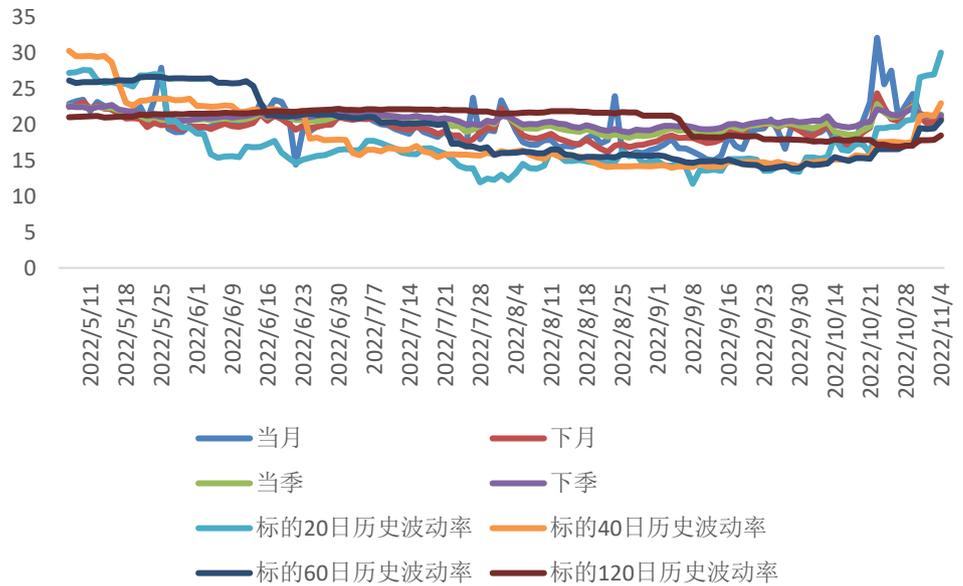
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 32：豆粕历史波动率锥



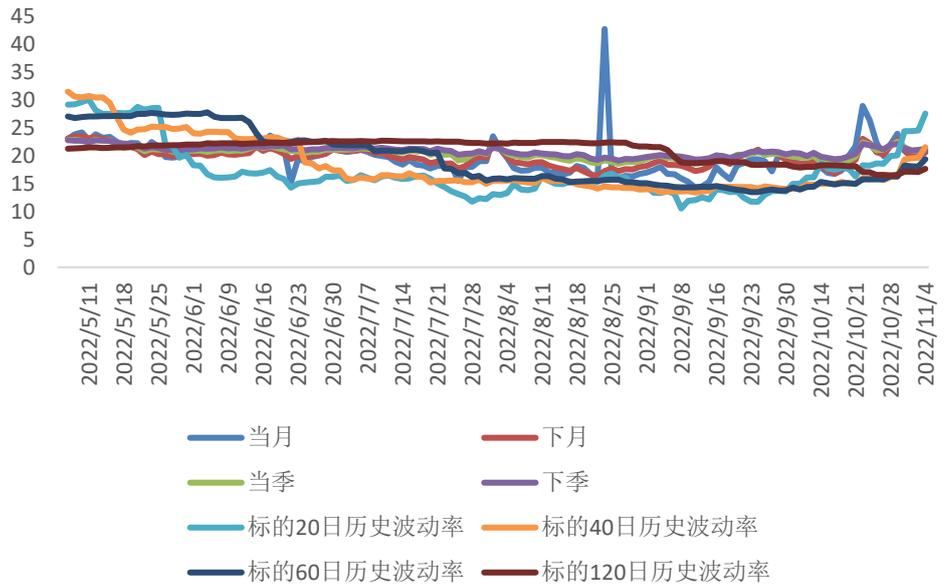
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 33：50ETF 期权隐含波动率走势



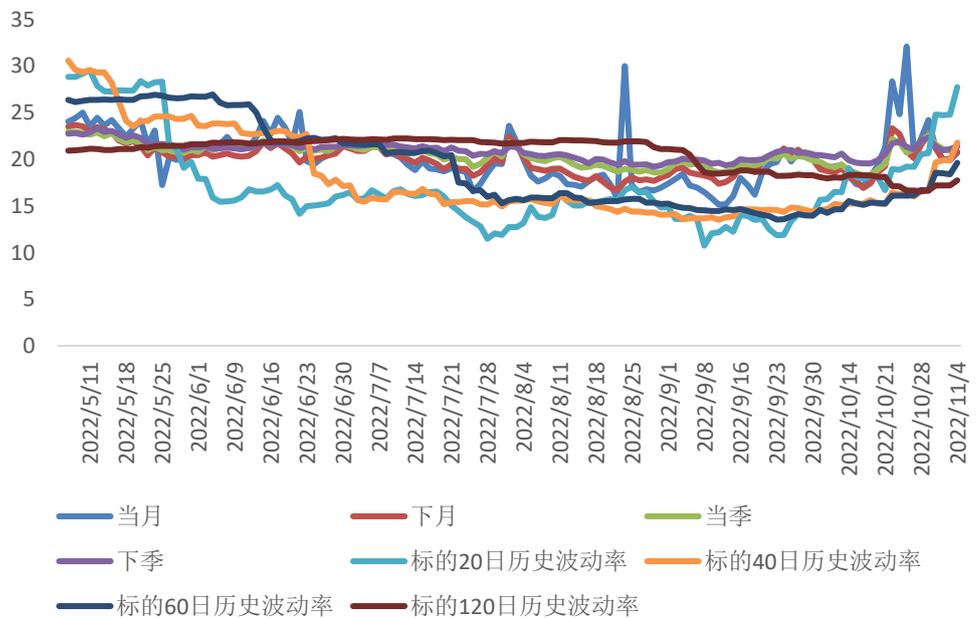
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 34: 300ETF 期权 (沪) 隐含波动率走势



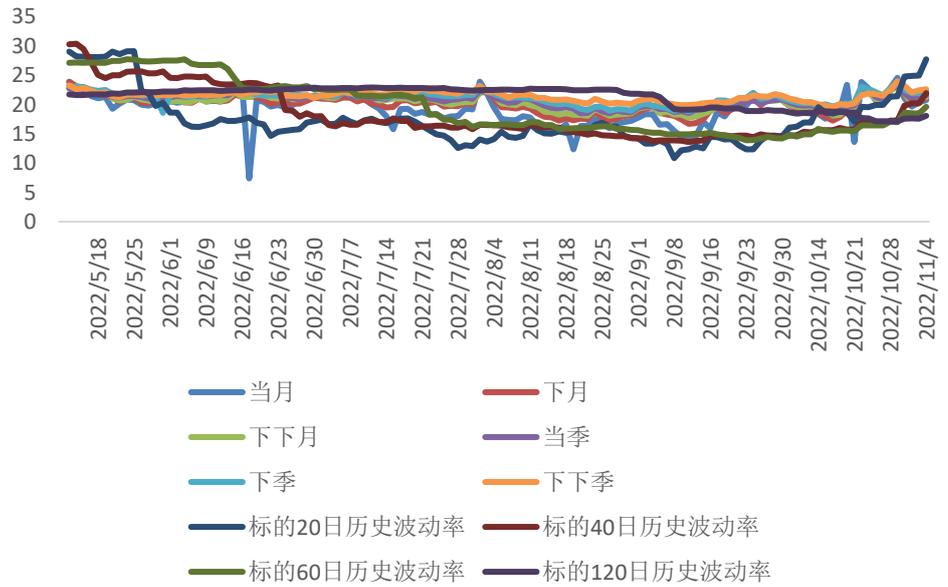
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 35: 300ETF 期权 (深) 隐含波动率走势



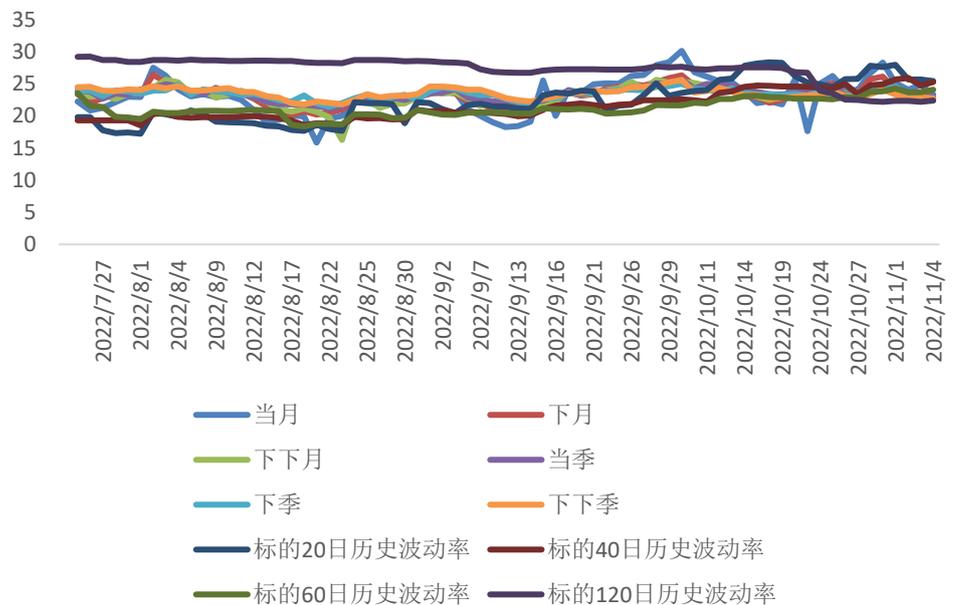
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



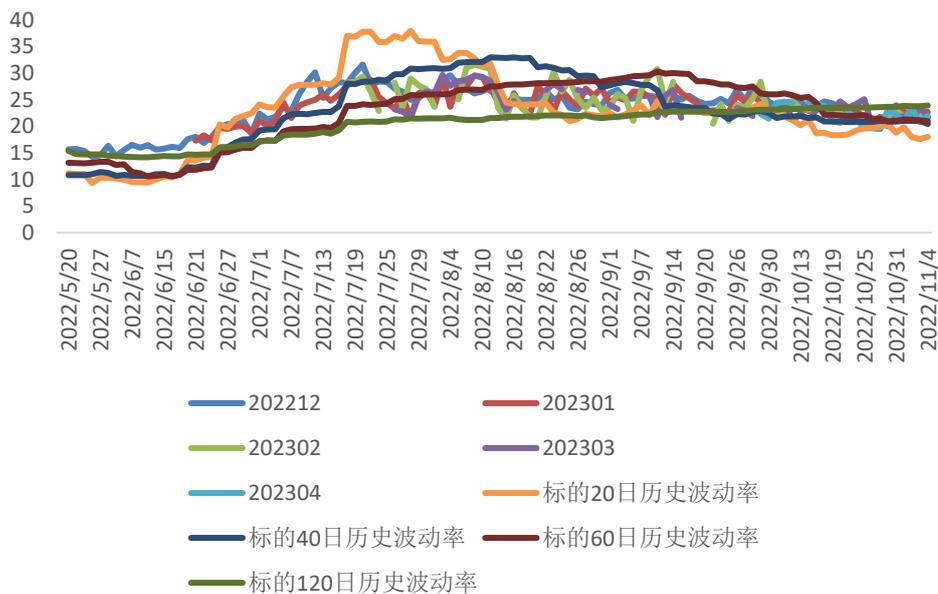
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



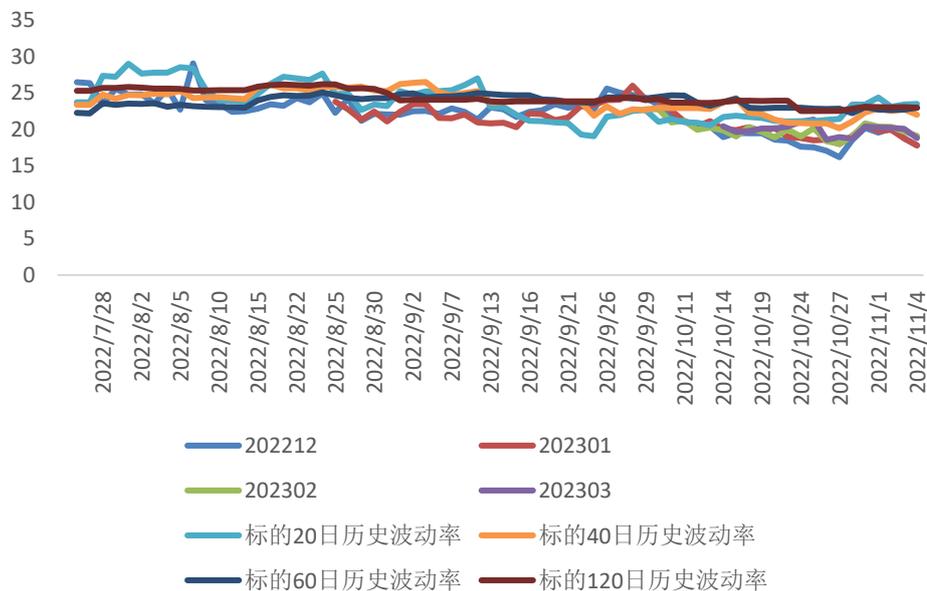
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



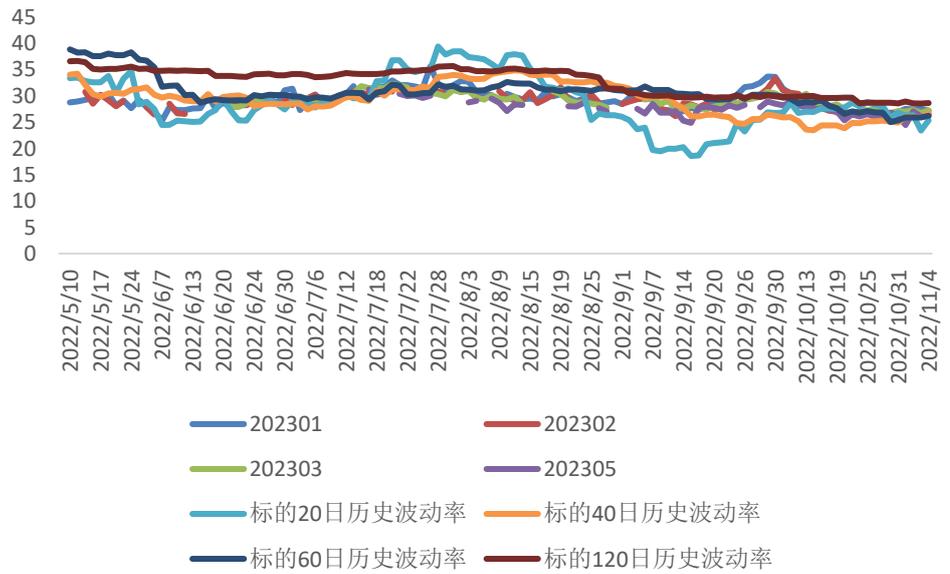
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



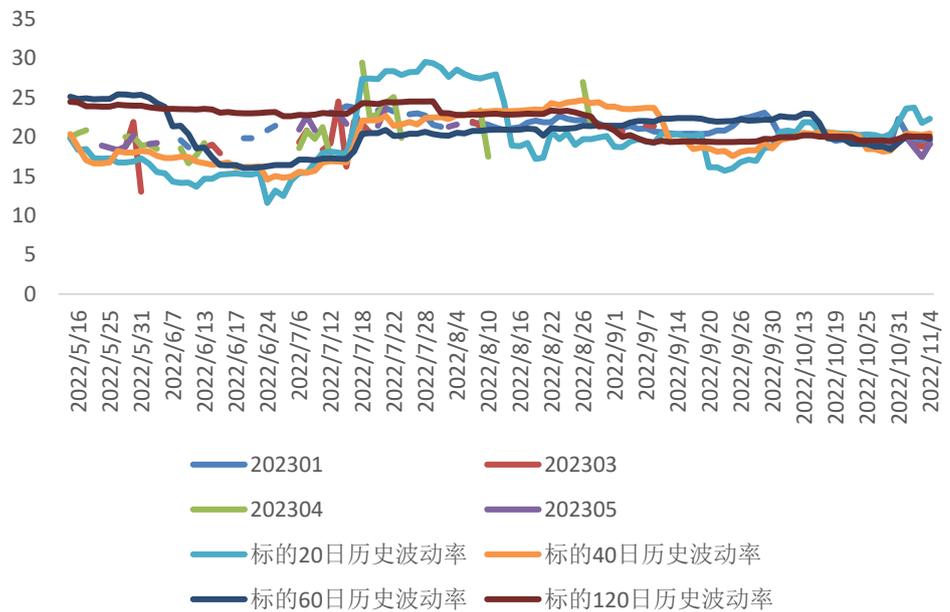
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



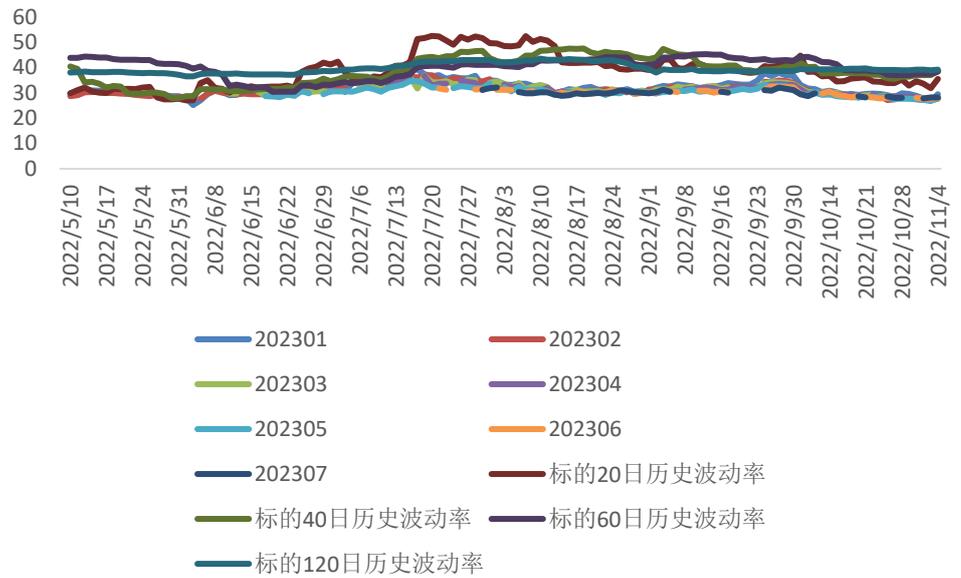
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 41: 聚丙烯期权隐含波动率走势



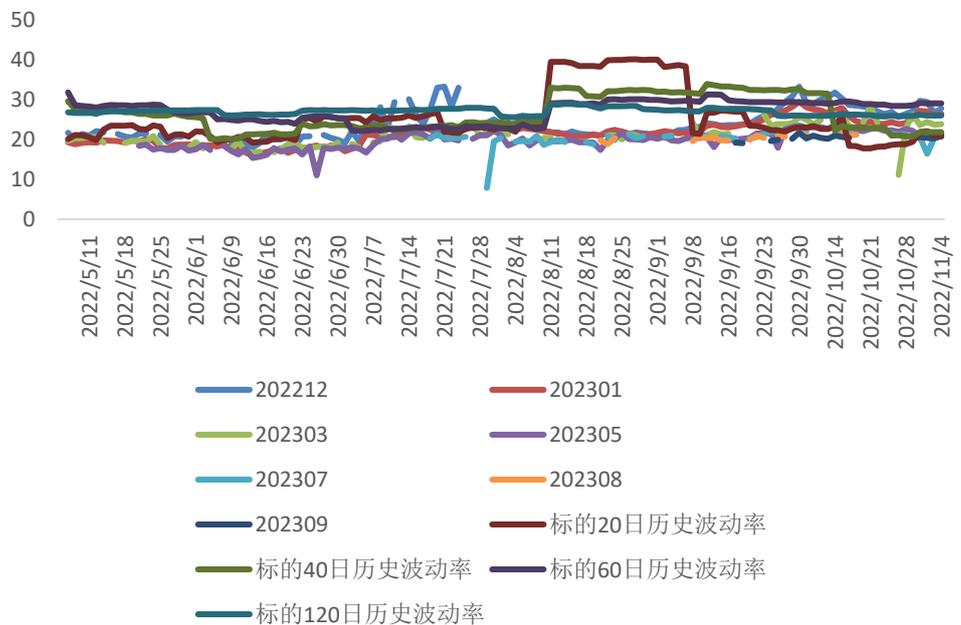
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 42: PTA 期权隐含波动率走势



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 43: 豆粕期权隐含波动率走势



数据来源: wind, 兴证期货研发部

五、总结与展望

上证 50 指数与沪深 300 指数经过近两年的调整，估值泡沫得到充分出清，当前市盈率处在近五年低位，估值支撑强。指数周线级别超跌，乖离率较大，估值底部叠加技术层面上的反弹需求。“二十大”之后，多项宽松刺激政策有望落地，以腾讯为首的企业改革有望掀起新一轮企业改革潮，政策层面利好指数。汇率方面，欧美加息和人民币快速贬值的压力阶段高点已过，在央行预期管理和基本面因素重归主导下，人民币兑美元汇率恢复双向波动，汇率贬值和外资流出对 A 股的负面影响将逐步改善，对市场的负面影响逐渐减弱。在政策宽松预期加持下，A 股市场有望开启估值面、技术面、情绪面的反弹修复行情。

期权成交量环比前一周下降，成交 PCR 值回落，市场对认沽的需求回落，空头情绪势头衰减，基于标的指数在估值面的支撑以及技术面的超跌反弹需求，后市期权成交量有望延续回落势头，空间情绪或将进一步衰减。

金融期权波动率一度冲高回落，呈现出实际波动率走高，隐含波动率冲高回落的局面，隐波数值普遍低于历史波动率，重现负波差情况，通常强负波差格局下，后市震荡概率高。波动率结构方面，隐含波动率期限结构与偏度回归常态，结合期权标的指数的趋势判断，后市大概率呈震荡反弹降波趋势。

商品期权方面，在欧美经济体衰退逻辑的压制下，有色反弹空间受限；国内地产行业偏低迷，利空黑色板块，有色、能化受欧美衰退预期与国内工业企业复苏的双面影响，短期反弹不改整体重心震荡下移趋势。在加息预期刺激下，隐波升幅并不大，欧美经济体强加息与衰退预期对大宗商品情绪面刺激效应边际弱化，能化、有色、黑色等商品期权品种普遍呈现隐波低于历史波动率的负波差现象。震荡降波预期强烈。

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。