

复苏预期前置，金融期权延续降波反弹

兴证期货·研发中心

2022年11月21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 指数市盈率处在近五年次低位，估值支撑强。指数周线、月线级别在技术层面上的反弹需求大，其中沪深 300 指数有望形成周线级别 MACD 底背离形态。政策方面，“二十大”之后，多项宽松刺激政策落地，地产政策拐点出现。汇率方面，10 月美 CPI 通胀数据低于预期，欧美加息和人民币单边贬值的压力阶段高点已过。市场资金方面，11 月份以来，两市温和放量，北向资金开始增量流入。中美领导会晤，释放关系缓和利好信号，股市内外环境整体偏温和，在政策宽松预期加持下，A 股市场延续周线、月线级别的反弹行情。

期权成交 PCR 值维持在偏低数值，市场对认沽的需求不高。震荡反弹行情难以对期权市场成交产生刺激效应，缩量成常态，受利好政策托底与估值面的支撑以及技术面的超跌反弹需求，后市期权 PCR 值与市场空头情绪整体保持偏低数值。

期权标的历史波动率方面，指数历史波动率普遍偏高，回归均值需求较大。从波动率走势来看，近期呈现出高实际波动率以及隐含波动率回落的局面，隐波数值普遍低于历史波动率，为负波差状态，通常强负波差格局下，后市震荡概率高。隐含波动率期限结构回归近月低于远月的常态结构，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，在欧美经济体衰退大趋势的压制下，能化、有色反弹空间受限；近期国内金融十六条政策再与预期层面利好地产，但传导效果有待验证。商品期权周度成交量保持在低量程度，商品期权 PCR 值走低，但是美联储尚未释放明显的货币紧缩政策转向的信号，欧美经济体衰退预期与加息预期呈反复性，商品期权市场多空节奏整体呈现出波段特征。历史波动率与隐含波动率偏低，外部利空利多因素对大宗商品影响边际弱化，隐含波动率日线级别变化不大，在欧美经济衰退预期与国内经济复苏预期的双重影响下，后市或将维持低波震荡的局面。

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

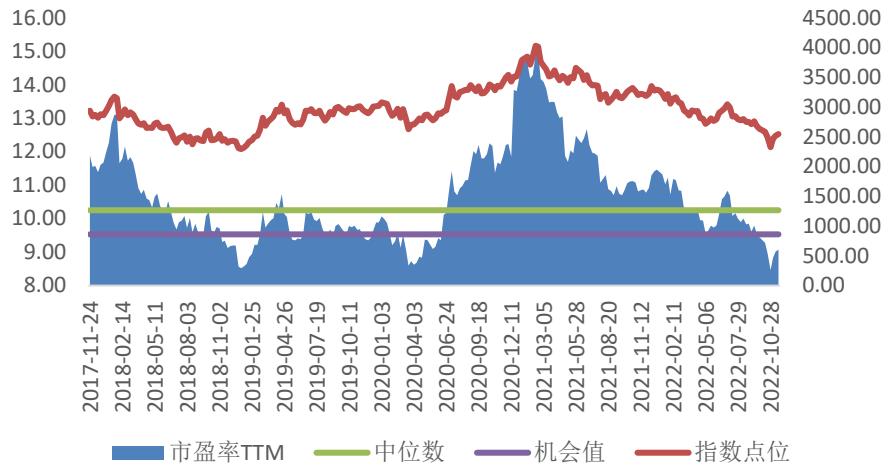
上周金融期权标的的变化幅度分别为：上证 50ETF 变化 1.37%，沪市 300ETF 变化 0.37%，沪市 500ETF 变化 1.11%，深市 300ETF 变化 0.52%、深市 500ETF 变化 1.17%，创业板 ETF 变化-0.64%，沪深 300 变化 0.35%、中证 1000 指数变化 0.22%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 9.07、11.01、23.57、30.36、39.51，五年周期中对应的分位为 6.67%、8.24%、45.88%、23.14%、14.51%。

上证 50 指数与沪深 300 指数市盈率处在近五年次低位，估值支撑强。指数周线、月线级别在技术层面上的反弹需求大，其中沪深 300 指数有望形成周线级别 MACD 底背离形态。政策方面，“二十大”之后，多项宽松刺激政策落地，此前金融十六条出台，涉及贷款展期、受困房企企业风险处置、贷款过渡期延长等宽松政策，旨在恢复社会信贷需求，地产政策拐点出现。汇率方面，10 月美 CPI 通胀数据低于预期，欧美加息和人民币单边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。市场资金方面，11 月份以来，两市温和放量，北向资金开始增量流入。中美领导会晤，释放关系缓和、加强合作的利好信号，股市内外环境整体偏温和，在政策宽松预期加持下，A 股市场延续周线、月线级别的反弹行情。

2.商品行情回顾与展望

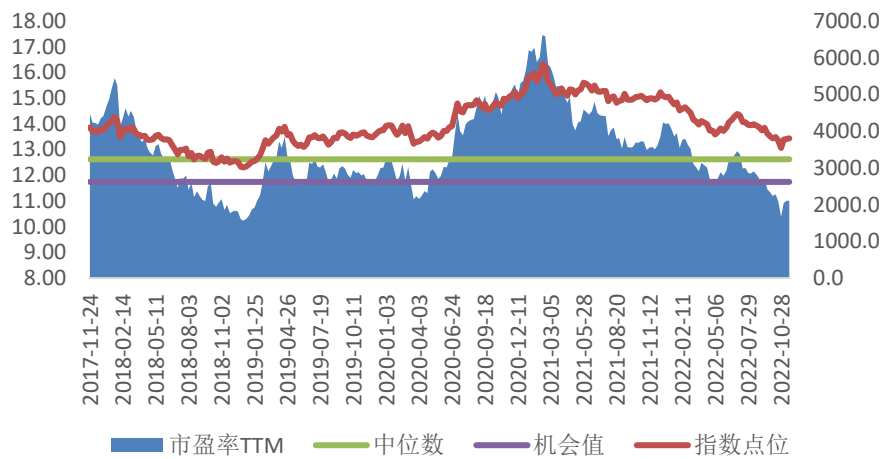
上周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为-2.79%、2.37%；甲醇、聚丙烯、PTA 周度涨跌幅分别为 1.64%、0.01%、-0.52%；豆粕活跃合约周度涨跌幅为-2.95%。在欧美经济体衰退大趋势的压制下，能化、有色反弹空间受限；近期国内金融十六条政策再与预期层面利好地产，但传导效果有待后市验证，主要商品期权品种成交量与隐含波动率变化不明显，低波震荡预期强烈。

图 1: 上证 50 指数估值 (市盈率-TTM)



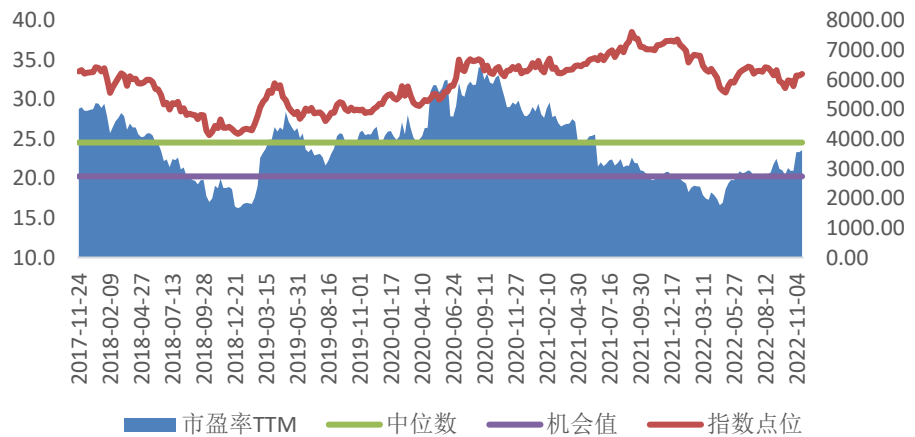
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 2: 沪深 300 指数估值 (市盈率-TTM)



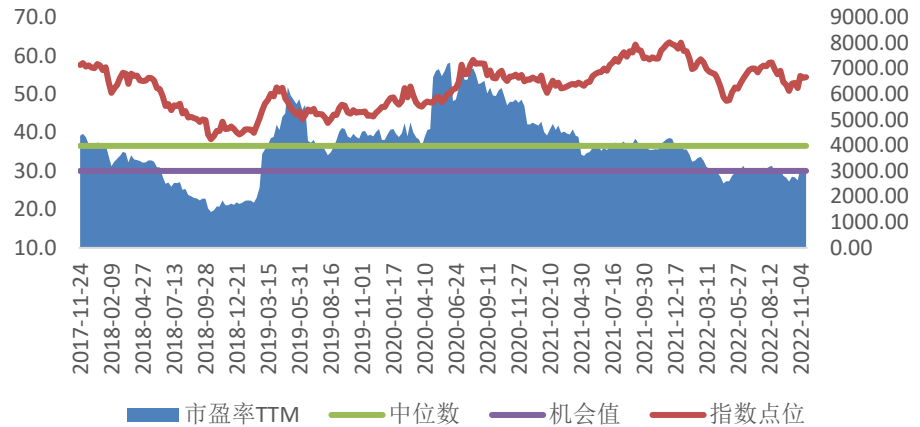
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 3: 中证 500 指数估值 (市盈率-TTM)



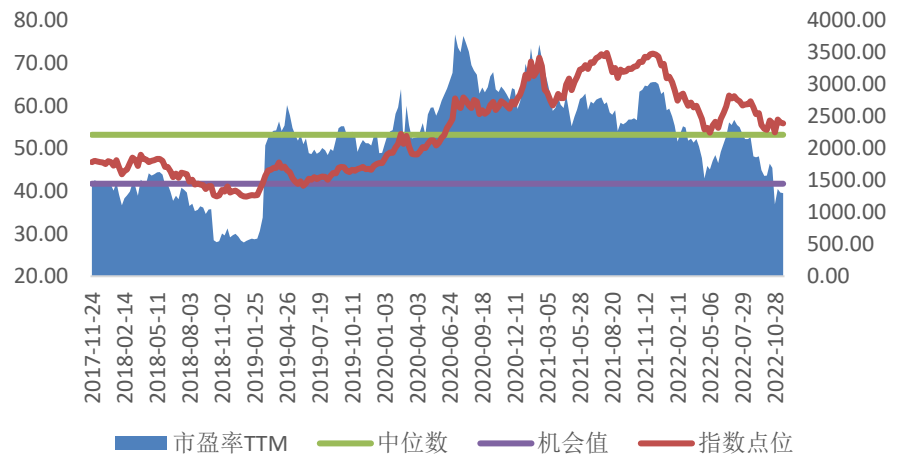
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率-TTM)



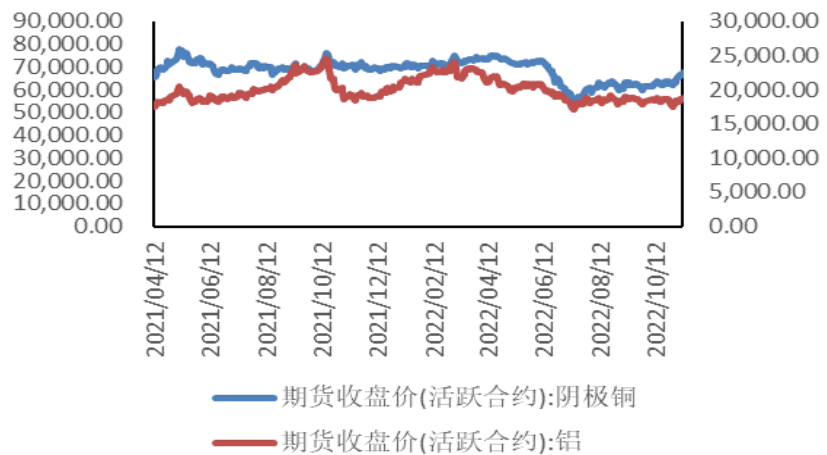
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 5: 创业板指数估值 (市盈率-TTM)



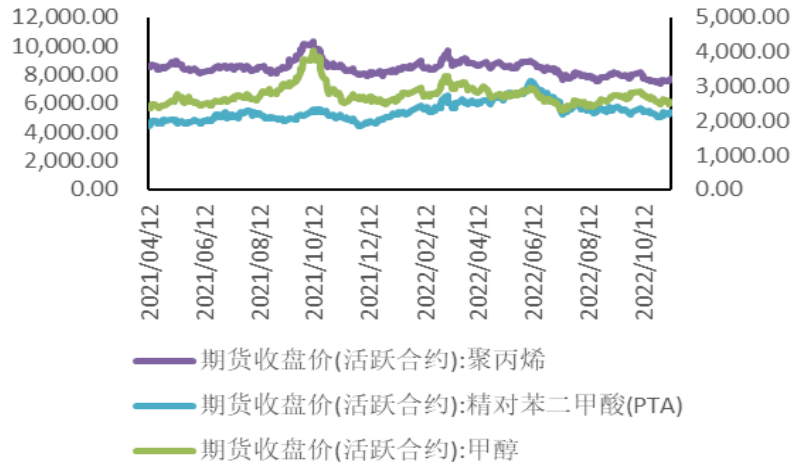
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

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)

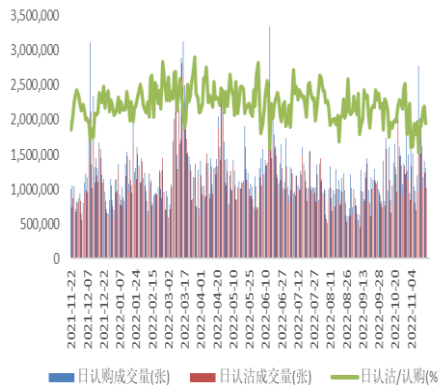
1.金融期权

期权成交量与前一周相比下降,成交 PCR 值维持在偏低数值,市场对认沽的需求不高。震荡反弹行情难以对期权市场成交产生刺激效应,缩量成常态,受利好政策托底与估值面的支撑以及技术面的超跌反弹需求,后市期权 PCR 值或者市场空头情绪整体保持偏低数值。

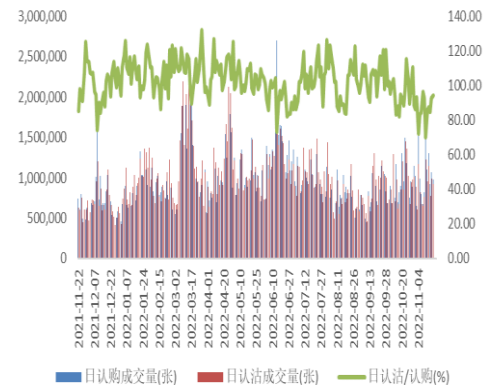
2.商品期权

有色、能化商品期权周度成交量保持在低量程度，美国 10 月 CPI 数据低于预期，前期市场积聚的美元加息预期下的避险情绪下降，商品期权 PCR 值走低。但是由于美联储尚未释放明显的货币紧缩政策转向的信号，因此，由于欧美经济体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

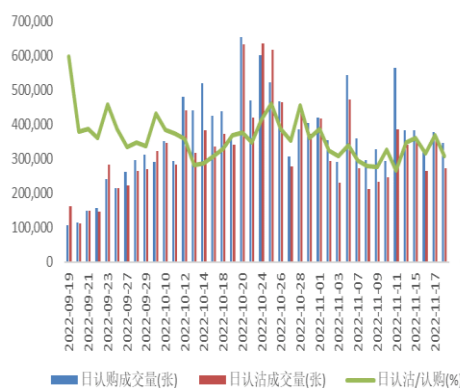


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

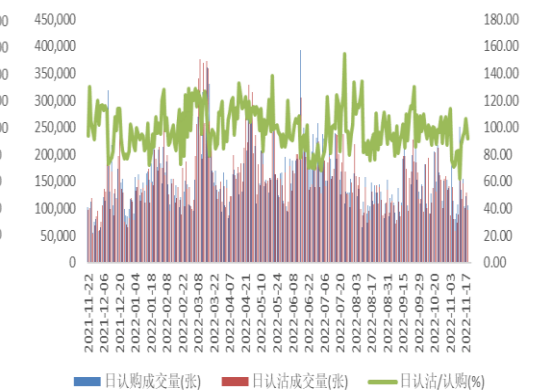


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

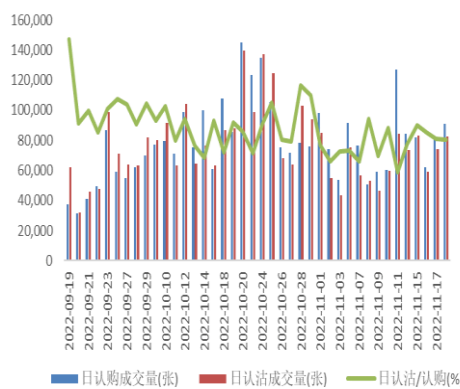


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

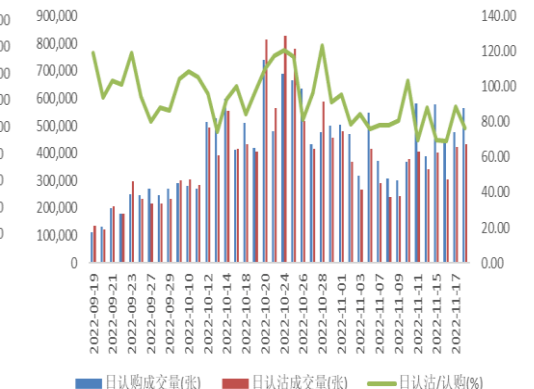


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

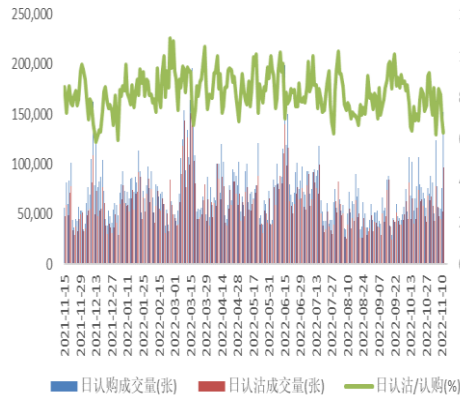


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

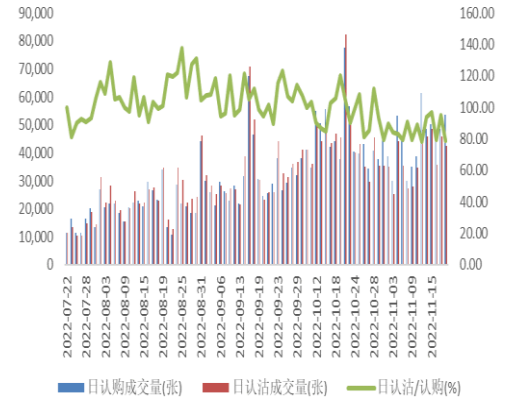


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

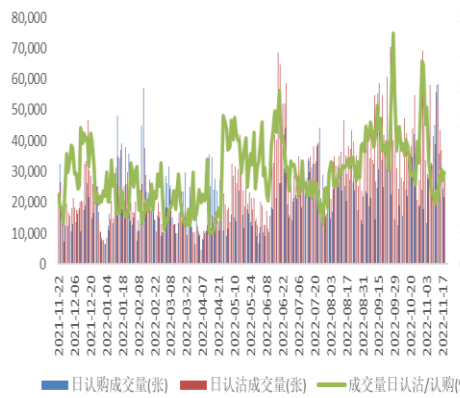


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

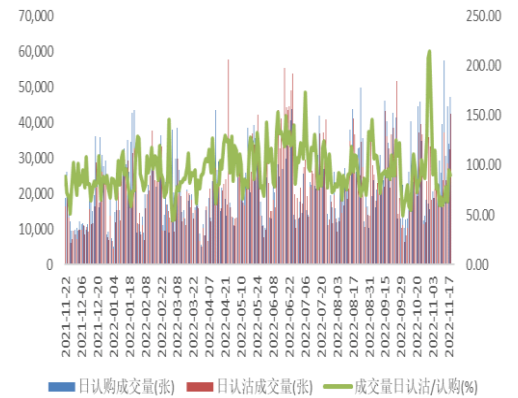


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 17: 沪铜期权 PCR

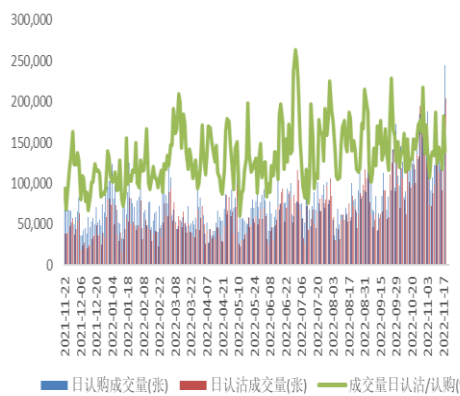


图表 18: 沪铝期权 PCR

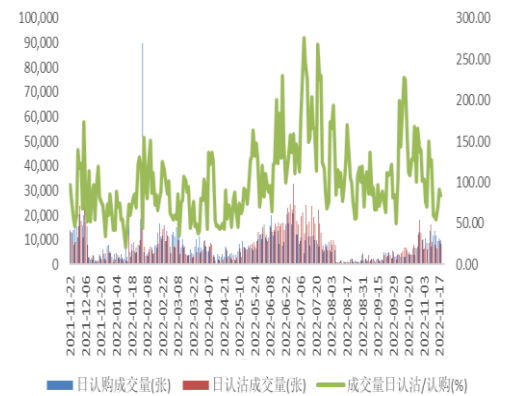


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 19: 甲醇期权 PCR



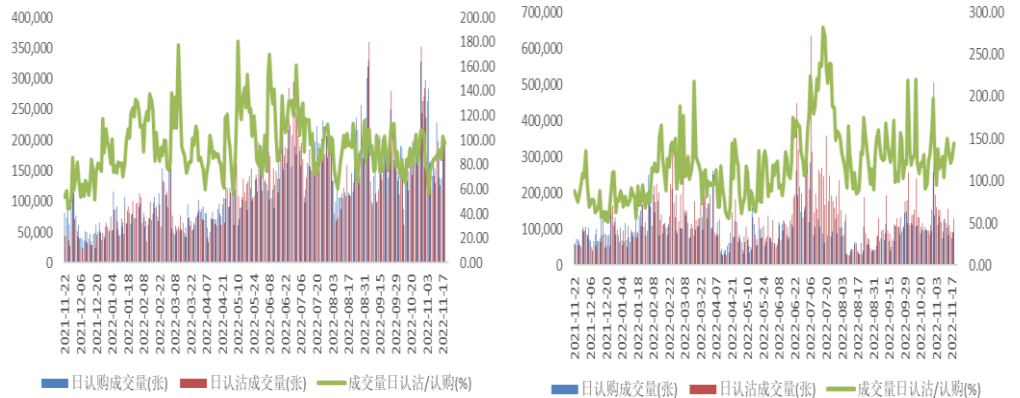
图表 20: 聚丙烯期权 PCR



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

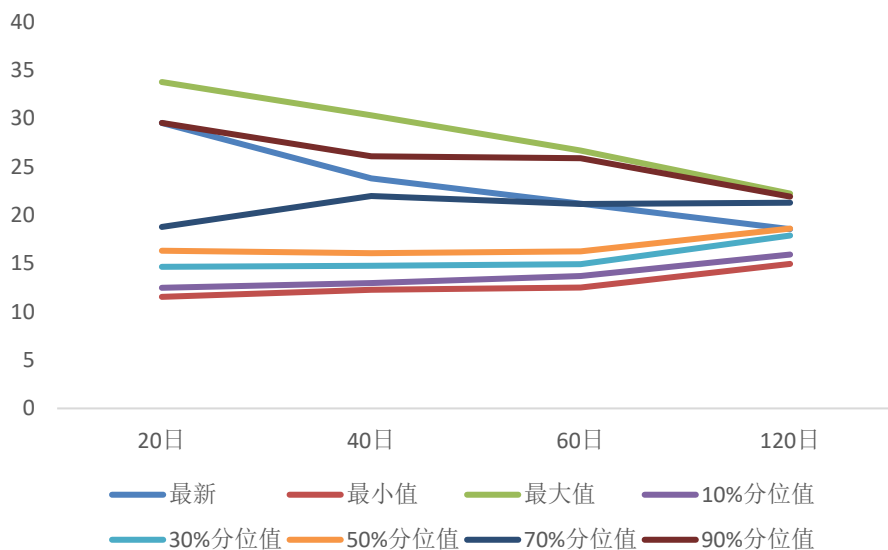
期权标的历史波动率方面, 50ETF、沪深 300 系列、中证 500 以及中证 1000 指数的历史波动率普遍偏高, 其中 20 日周期的 50ETF 历史波动率接近 90% 分为数值, 回归均值需求较大。

从波动率走势来看, 期权波动率屡次冲高回落, 呈现出高实际波动率以及隐含波动率回落的局面, 隐波数值普遍低于历史波动率, 为负波差状态, 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回归近月低于远月的常态结构, 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

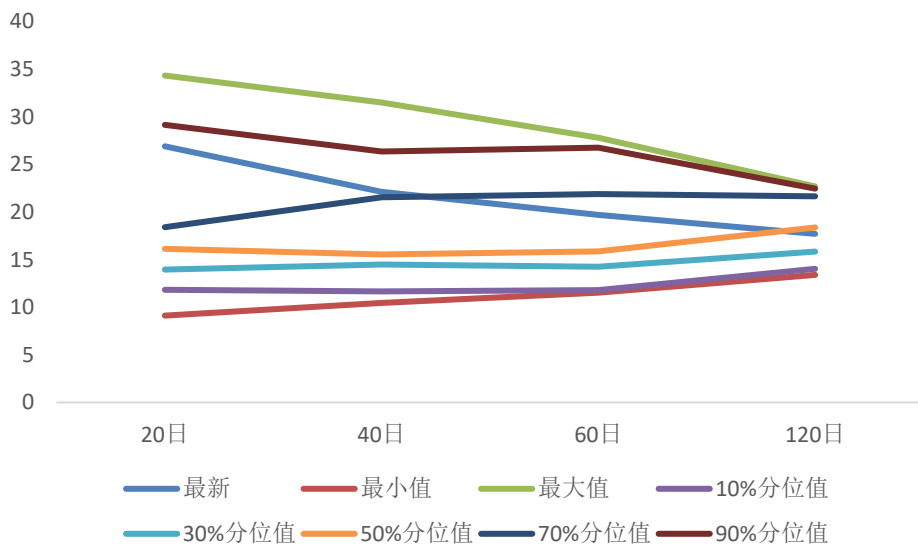
商品期权方面, 主要大宗商品品种历史波动率偏低, 普遍居于近一年中位数附近, 历史波动率与隐含波动率偏低, 外部利空利多因素对大宗商品的影响边际弱化, 隐含波动率日线级别变化幅度不大, 呈低位震荡缓降趋势, 在欧美经济衰退预期与国内经济复苏预期的双重影响下, 后市或将维持低波震荡的局面。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



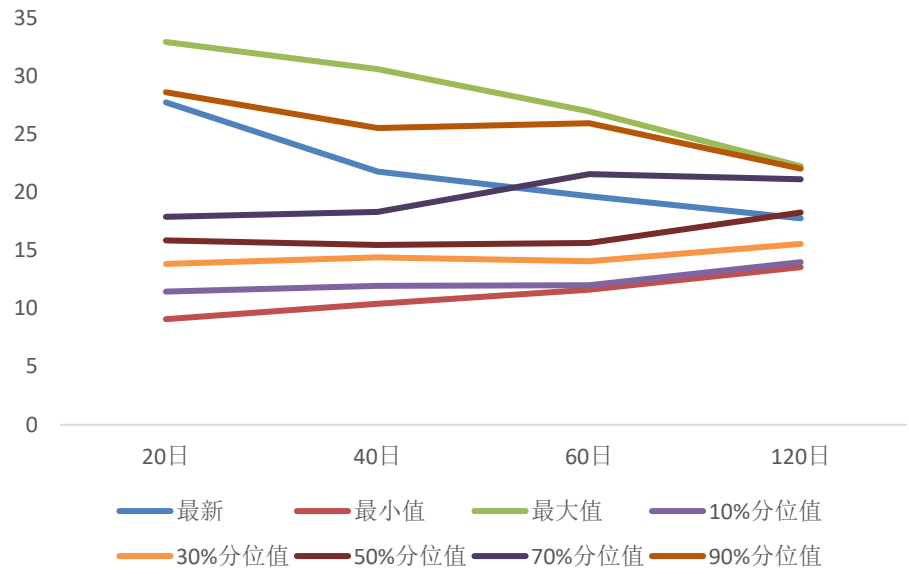
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



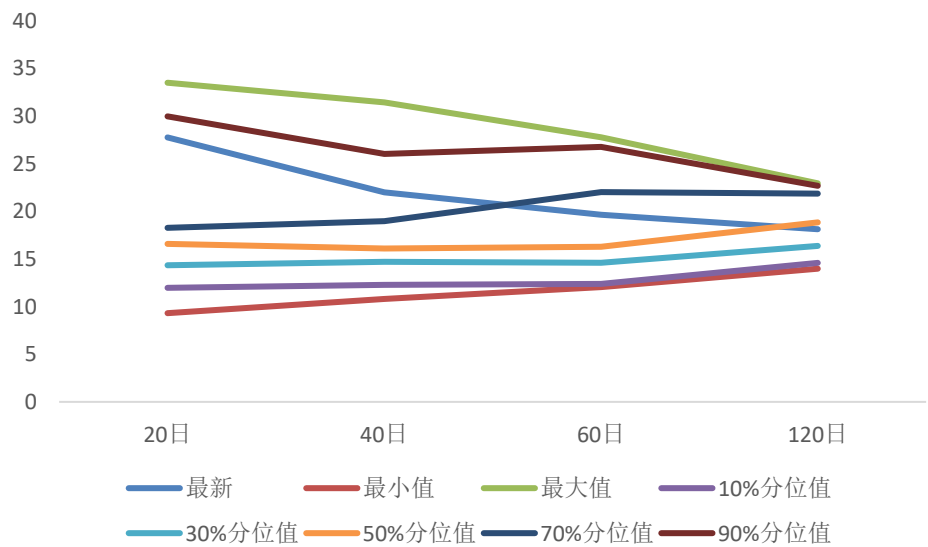
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



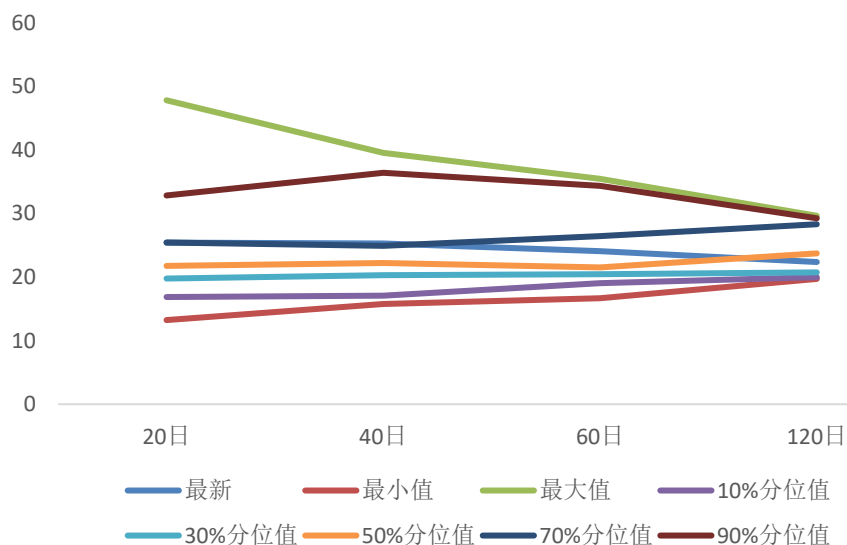
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



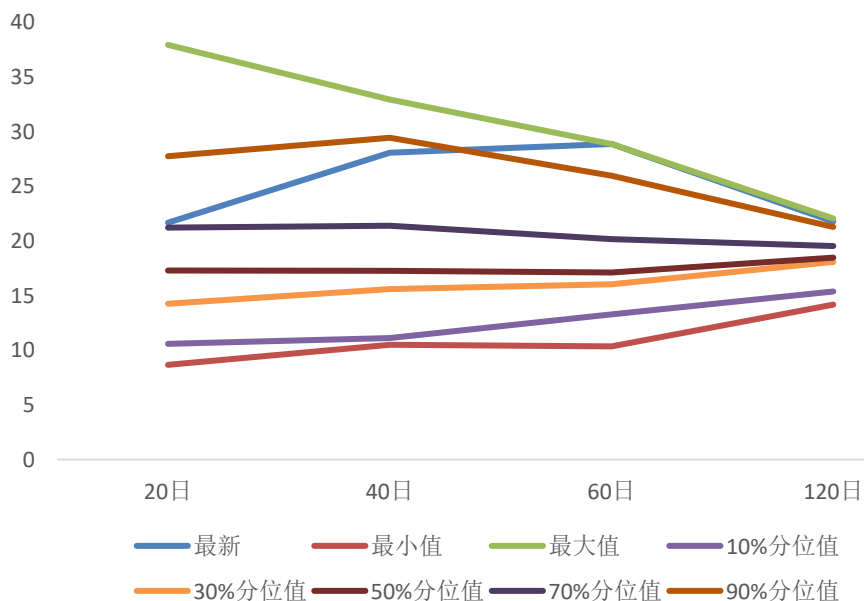
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



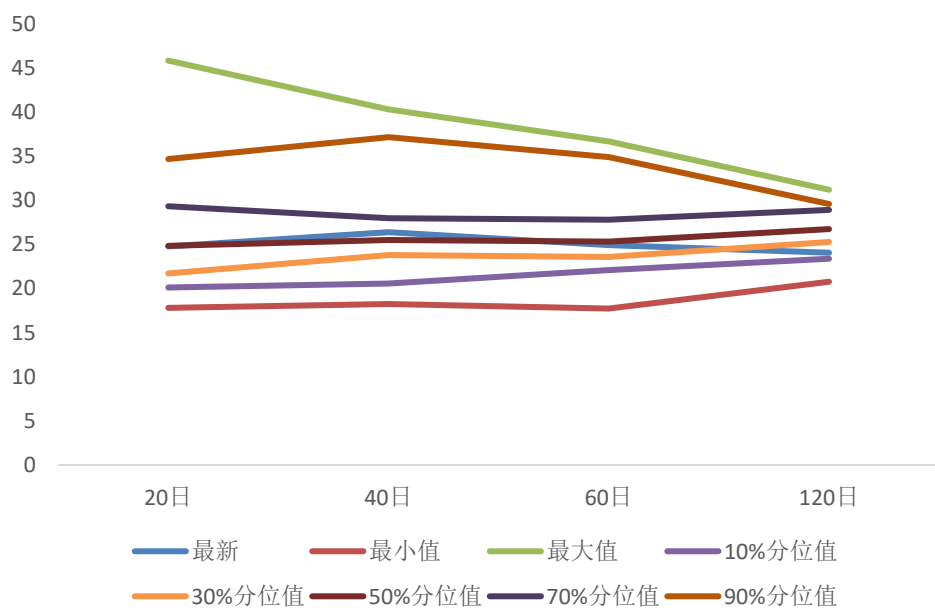
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 28: 沪铜历史波动率锥



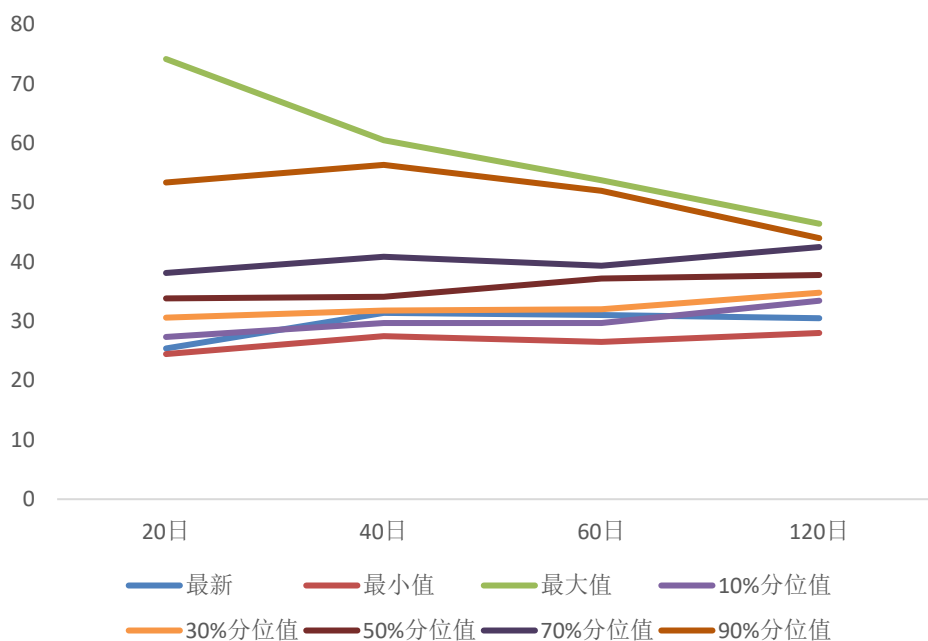
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 29：沪铝历史波动率锥



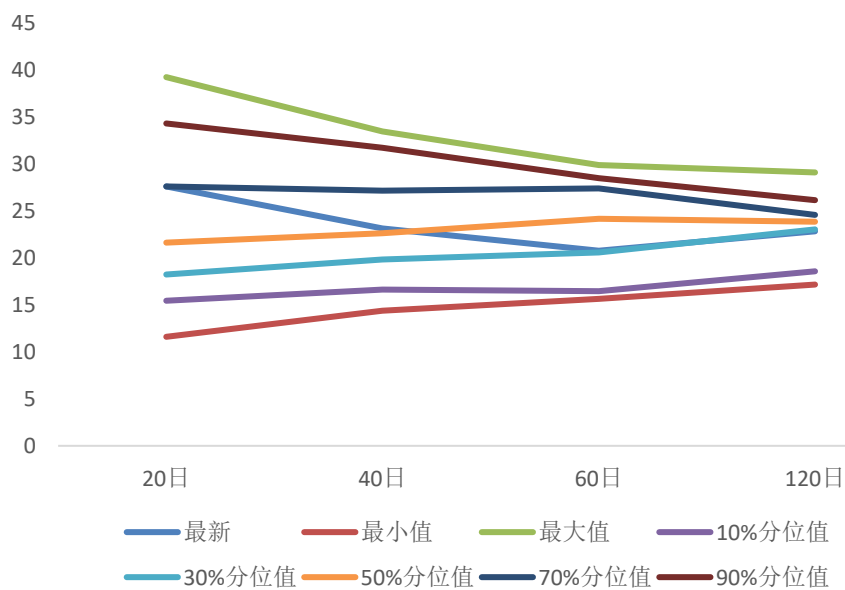
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 30：甲醇历史波动率锥



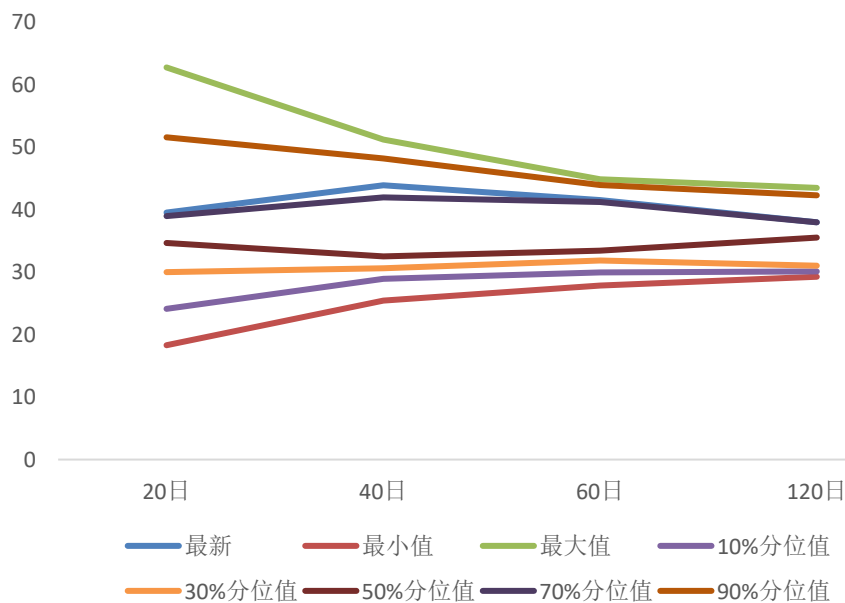
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 31：聚丙烯历史波动率锥



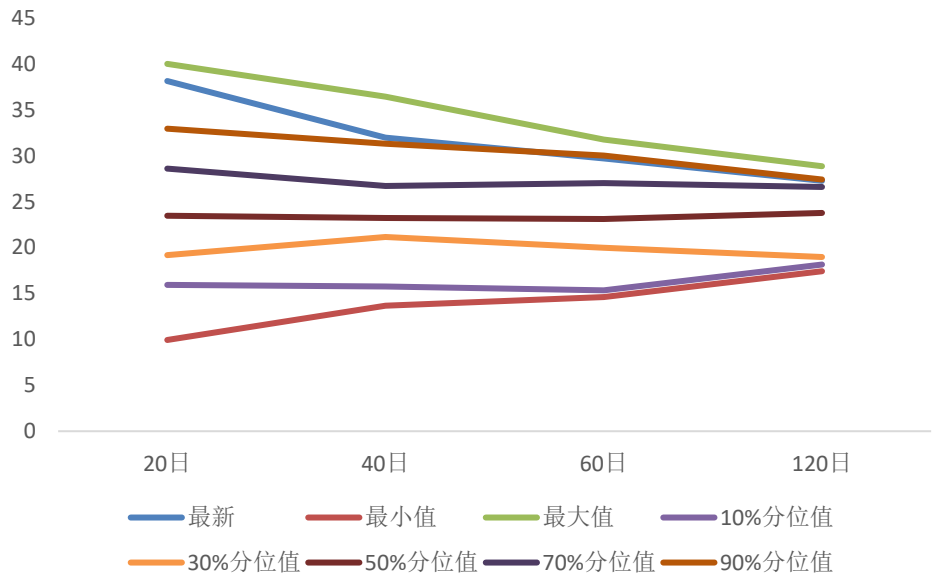
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 31：PTA 历史波动率锥



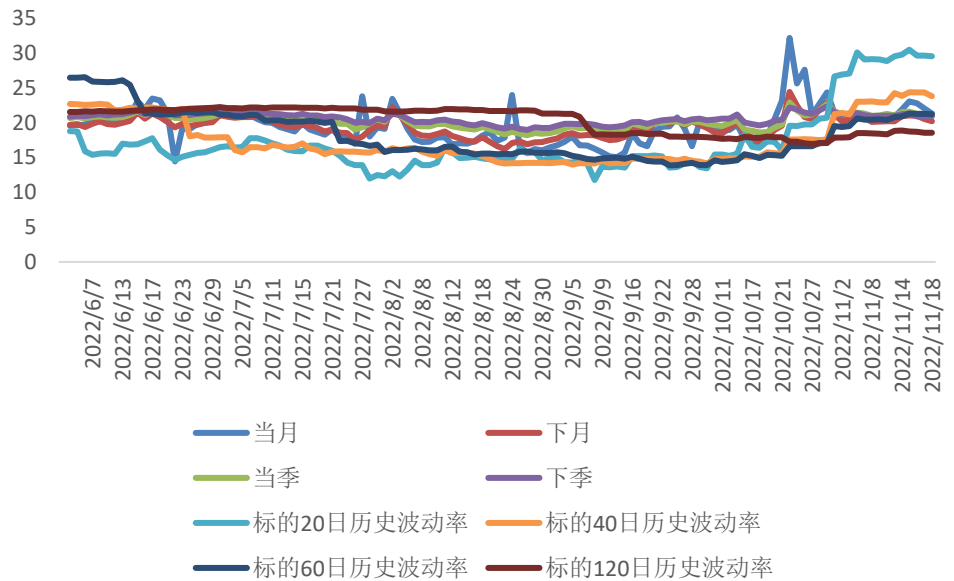
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 32：豆粕历史波动率锥



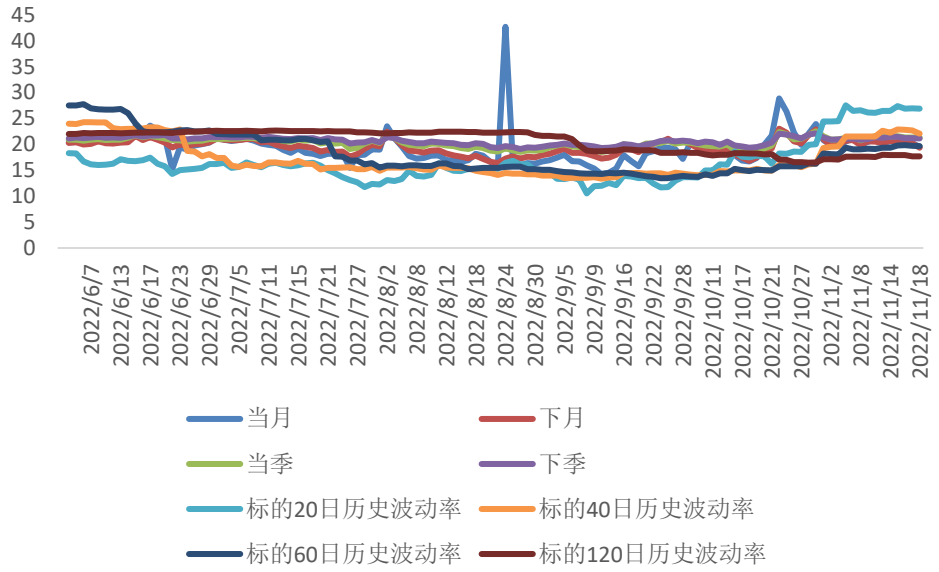
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 33：50ETF 期权隐含波动率走势



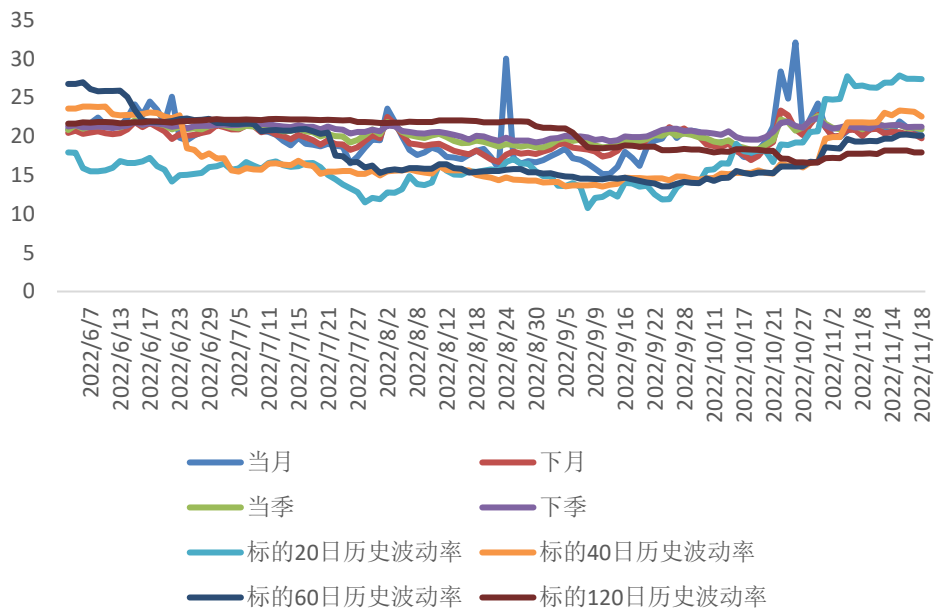
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 34: 300ETF 期权 (沪) 隐含波动率走势



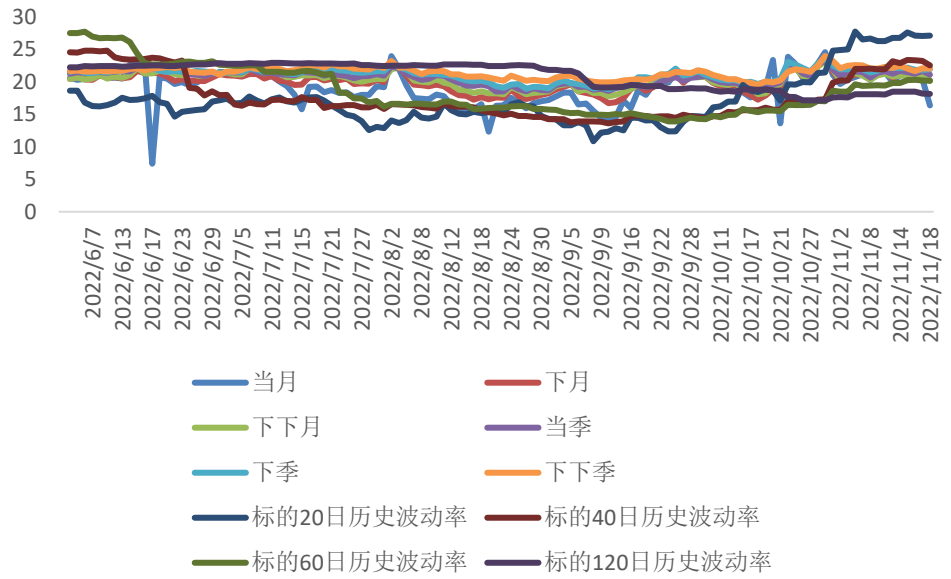
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 35: 300ETF 期权 (深) 隐含波动率走势



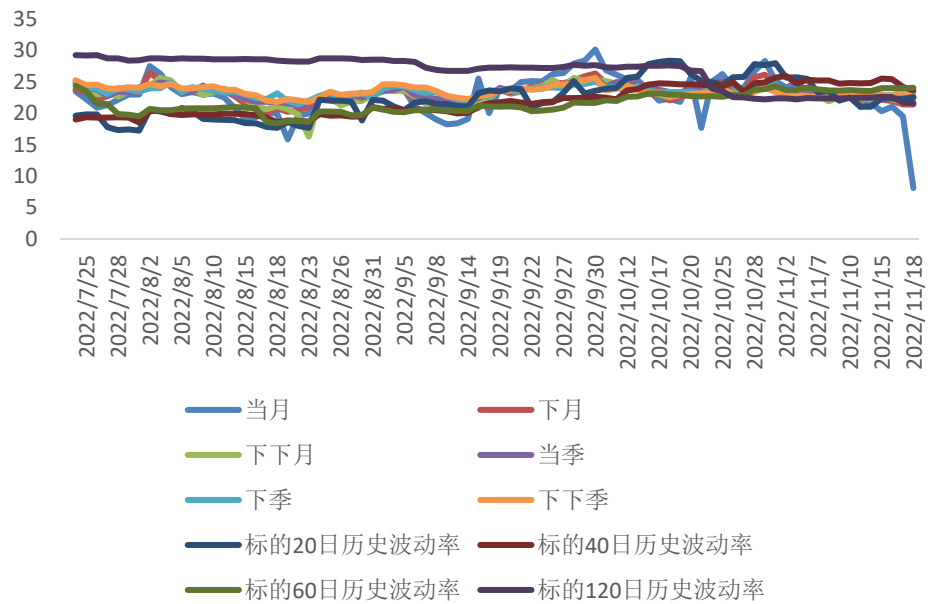
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



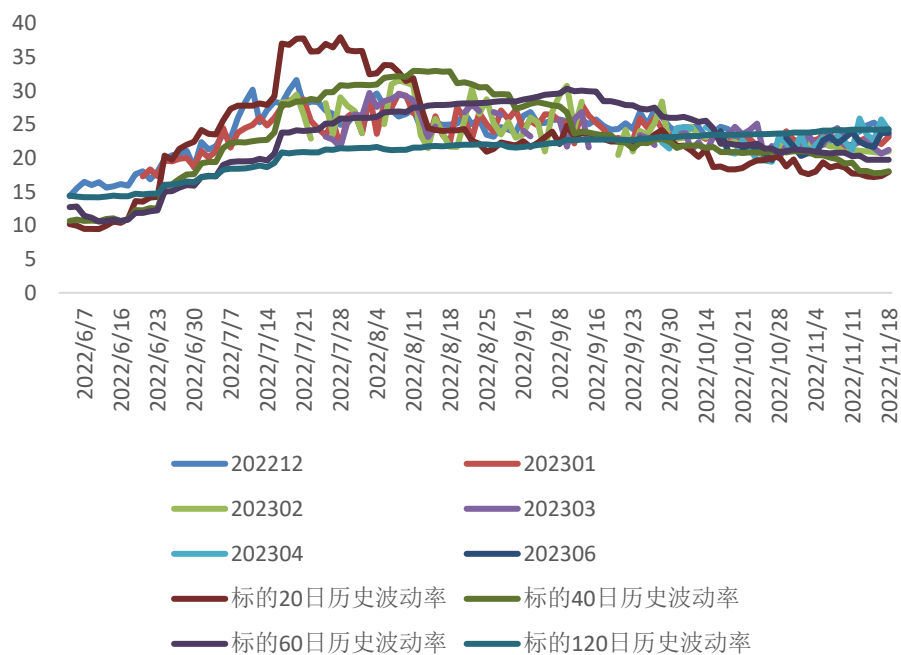
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



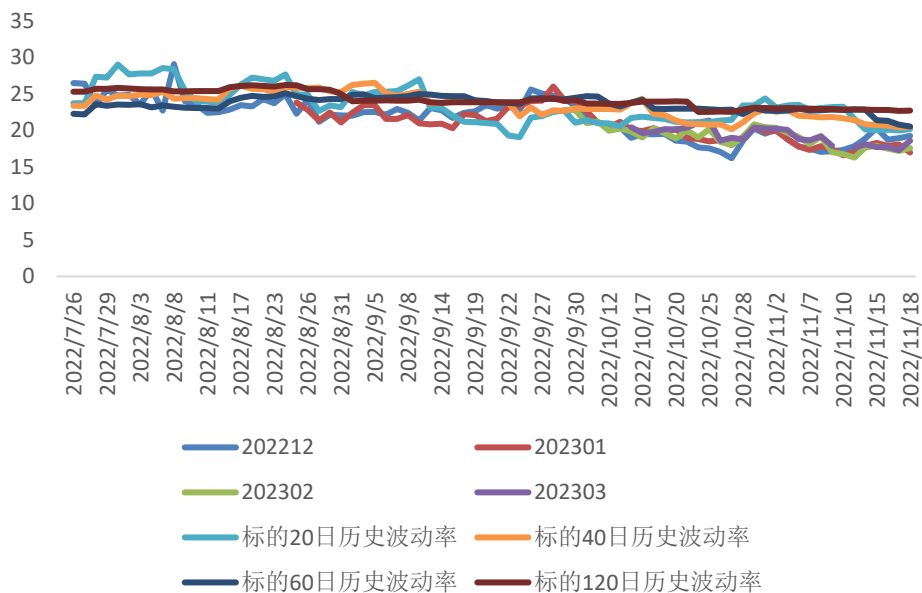
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



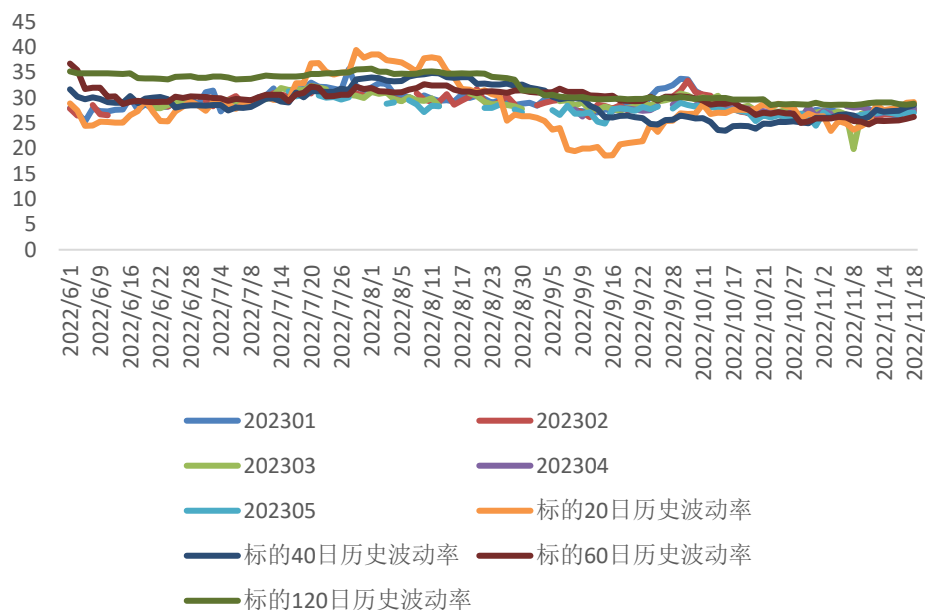
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



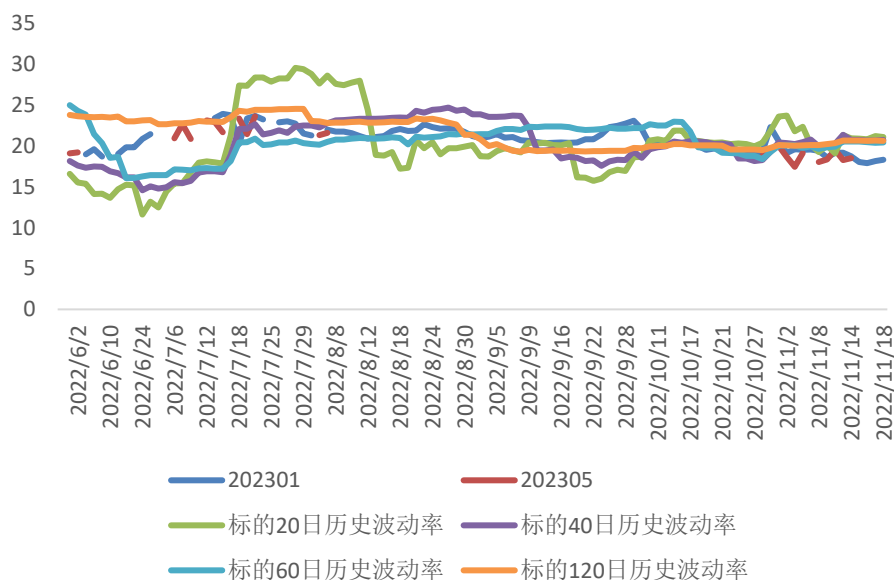
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



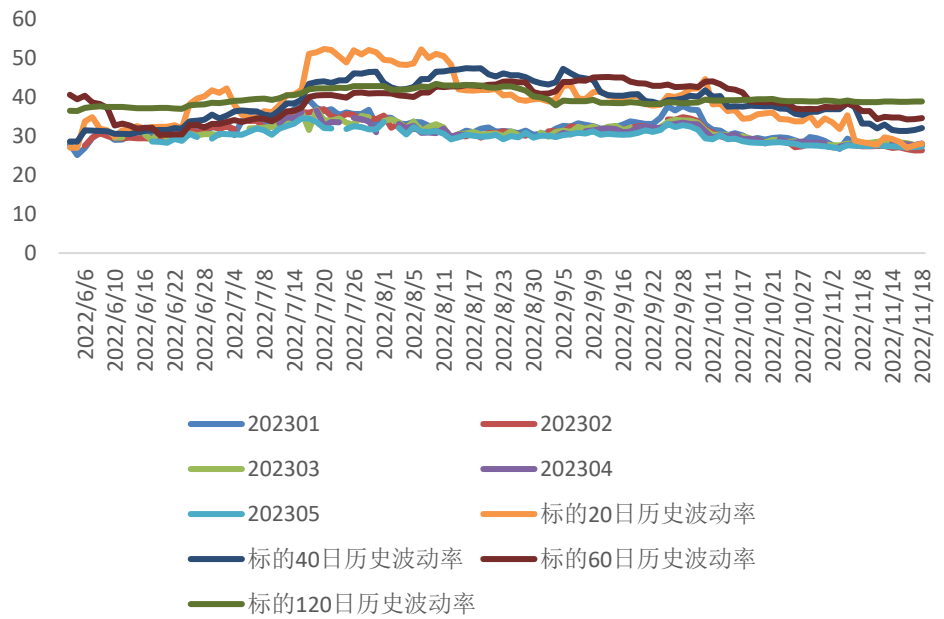
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 41: 聚丙烯期权隐含波动率走势



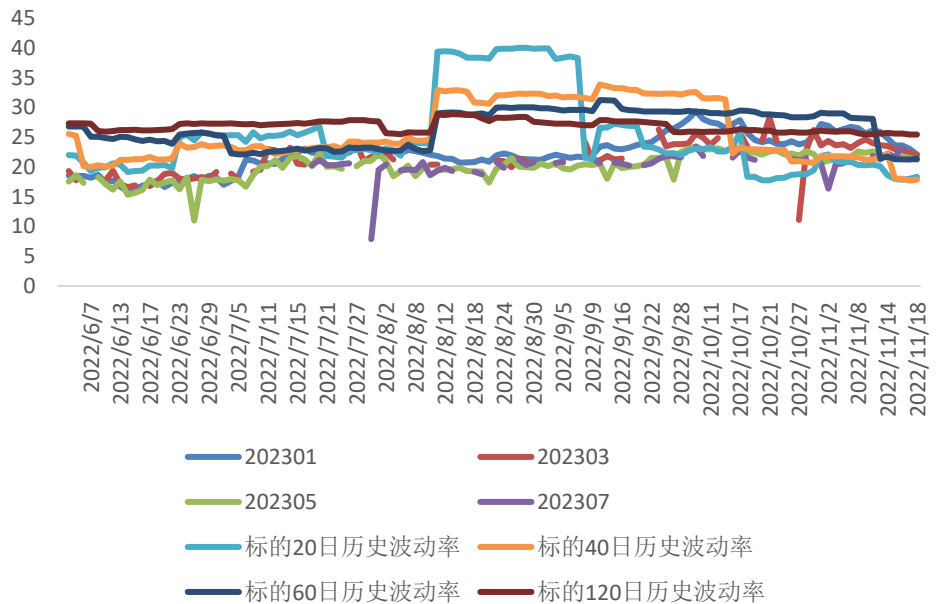
数据来源: wind, 兴证期货研发部

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 指数市盈率处在近五年低位，估值支撑强。指数周线、月线级别在技术层面上的反弹需求大，其中沪深 300 指数有望形成周线级别 MACD 底背离形态。政策方面，“二十大”之后，多项宽松刺激政策落地，此前金融十六条出台，涉及贷款展期、受困房企企业风险处置、贷款过渡期延长等宽松政策，旨在恢复社会信贷需求，地产政策拐点出现。汇率方面，10 月美 CPI 通胀数据低于预期，欧美加息和人民币单边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。市场资金方面，11 月份以来，两市温和放量，北向资金开始增量流入。中美领导会晤，释放关系缓和、加强合作的利好信号，股市内外环境整体偏温和，在政策宽松预期加持下，A 股市场延续周线、月线级别的反弹行情。

期权成交 PCR 值维持在偏低数值，市场对认沽的需求不高。震荡反弹行情难以对期权市场成交产生刺激效应，缩量成常态，受利好政策托底与估值面的支撑以及技术面的超跌反弹需求，后市期权 PCR 值与市场空头情绪整体保持偏低数值。

期权标的历史波动率方面，指数历史波动率普遍偏高，其中 20 日周期的 50ETF 历史波动率接近 90% 分为数值，回归均值需求较大。从波动率走势来看，近期呈现出高实际波动率以及隐含波动率回落的局面，隐波数值普遍低于历史波动率，为负波差状态，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回归近月低于远月的常态结构，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，在欧美经济体衰退大趋势的压制下，能化、有色反弹空间受限；近期国内金融十六条政策再与预期层面利好地产，但传导效果有待后市验证。商品期权周度成交量保持在低量程度，美国 10 月 CPI 数据低于预期，前期市场积聚的美元加息预期下的避险情绪下降，商品期权 PCR 值走低。但是由于美联储尚未释放明显的货币紧缩政策转向的信号，因此，由于欧美经济体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。历史波动率与隐含波动率偏低，外部利空利多因素对大宗商品的影响边际弱化，隐含波动率日线级别变化幅度不大，在欧美经济衰退预期与国内经济复苏预期的双重影响下，后市或将维持低波震荡的局面。

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。