

汇率贬值周期末端，金融期权低波反弹

兴证期货·研发中心

2023年7月3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

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，国内综合 PMI 产出指数为 52.3%，继续位于扩张区间，表明我国企业生产经营活动整体上延续扩张态势。指数区间震荡，成交量下降，中特估承接轮动，两市延续结构行情，期权标的指数之间出现风格分化，蓝筹权重股估值比较优势，下方支撑强。外管局坚定人民币汇率稳定的预期，汇率贬值周期末端，对国内 A 股市场的利空影响趋于弱化。我们认为 7 月份两市延续震荡上涨行情。

国外方面，美国主要银行通过风险压力测试，此前银行风险事件的尾部效应趋于消退，美国企业小时时薪以及新增企业订单均保持良好势头，反应当前美国主要关注点依然在遏制通胀方面，核心 CPI 与 CPI 之间剪刀差扩大，除能源与食品外的物价水平黏性强，美联储坚定紧缩货币政策预期以遏制通胀水平。在基本面强支撑，局面消费水平高企的背景下，美股市场走好。

金融期权方面，主要金融期权品种成交 PCR 值回落偏低值附近，短空情绪边际影响力度有限，不会构成单边式下跌行情。其中 50 指数与 300 指数系列的金融期权 PCR 数值偏低，在小盘概念股下跌的同时，大盘蓝筹权重股估值支撑比较优势。波动率方面，近期隐含波动率连续下跌接近年内低值附近。长周期历史波动率数值仍然处在偏低位置，短周期波动率容易受到长周期低波的牵引，隐波缺乏升波空间。隐波期限结构方面，近月低于远月的偏斜特征，结合我们对标的指数企稳反弹的预期，后市大概率延续低波震荡反弹的行情。

商品期权方面，铜、铝、甲醇、PTA 期权的成交量与成交 PCR 值重心下移，黄金期权与豆粕期权成交量与成交 PCR 值反弹，有色板块普遍延续震荡，能化板块经过前期下跌后超跌反弹，这几个品种以震荡为主，且市场短空情绪偏低；黄金期权受近期美联储偏鹰预期的利空影响，成交 PCR 值居高不下。铜铝、甲醇、PTA 期权的隐含波动率重心缓降，震荡预期强烈，短期难现升波拐点。黄金期权隐含波动率隐波下降，国际金价月度回落，国内金价阶段高位横盘震荡，主要原因在于近期人民币对美元汇率持续贬值，国内以人民币计价的贵金属价格目前较为坚挺，黄金期权在低波动率局面下的短线避险情绪较大。豆粕期权受到近期天



气炒作因素影响，多头情绪上扬推高豆粕期权隐含波动率，后市需要关注天气预期对于豆粕的影响。

风险因子：经济数据表现不佳、美国债务上限事件、美联储超预期收紧信号

一、期权标的指数分析

1.金融期权

上个月金融期权标的的变化幅度分别为：上证 50ETF 变化 1.68%，沪市 300ETF 变化 2.10%，沪市 500ETF 变化 0.05%，深市 300ETF 变化 2.07%、深市 500ETF 变化 0.11%，创业板 ETF 变化 1.55%，深证 100ETF 变化 3.92%，上证 50 指数变化 -0.05%、沪深 300 变化 1.16%、中证 1000 指数变化 0.62%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 9.66、11.68、23.08、36.67、32.55，五年周期中对应的分位为 31.89%、20.87%、43.7%、52.76%、9.06%。

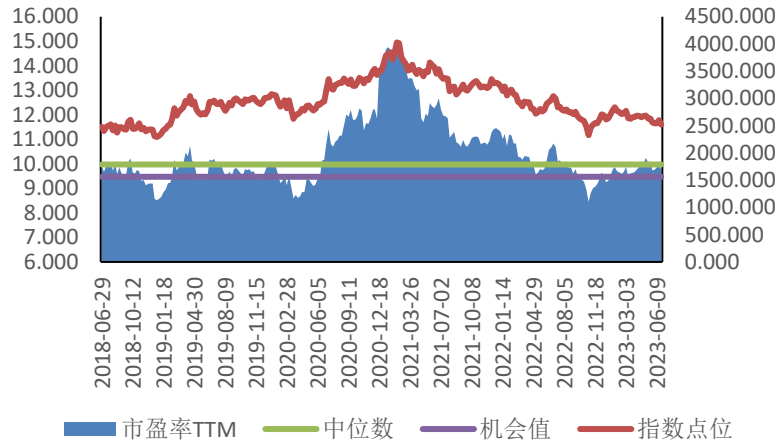
国内方面，国内 6 月制造业 PMI 为 49.0%，比上月上升 0.2 个百分点，制造业景气水平有所改善。6 月非制造业 PMI 为 53.2%，比上月下降 1.3 个百分点，仍高于临界点，非制造业今年以来始终保持扩张态势。综合 PMI 产出指数为 52.3%，继续位于扩张区间，表明我国企业生产经营活动整体上延续扩张态势。6 月指数区间震荡，成交量下降，此前炒作过热的 AI 板块有一定调整压力。中特估承接轮动，整体来看，两市延续结构行情，期权标的指数之间出现风格分化，蓝筹权重股估值比较优势，下方支撑强。人民币汇率连续贬值带来外汇端的压力，临近去年 10 月份的关口，外管局坚定人民币汇率稳定的预期，汇率贬值周期末端，对国内 A 股市场的利空影响趋于弱化。我们认为 7 月份两市延续震荡上涨行情。

国外方面，美国主要银行通过风险压力测试，此前银行风险事件的尾部效应趋于消退，美国企业小时薪以及新增企业订单均保持良好势头，反应当前美国主要关注点依然在遏制通胀方面，核心 CPI 与 CPI 之间剪刀差扩大，除能源与食品外的物价水平黏性强，美联储坚定紧缩货币政策预期以遏制通胀水平。在基本面强支撑，局面消费水平高企的背景下，美股近期表现较强劲，外盘股票市场走好。

2.商品期权

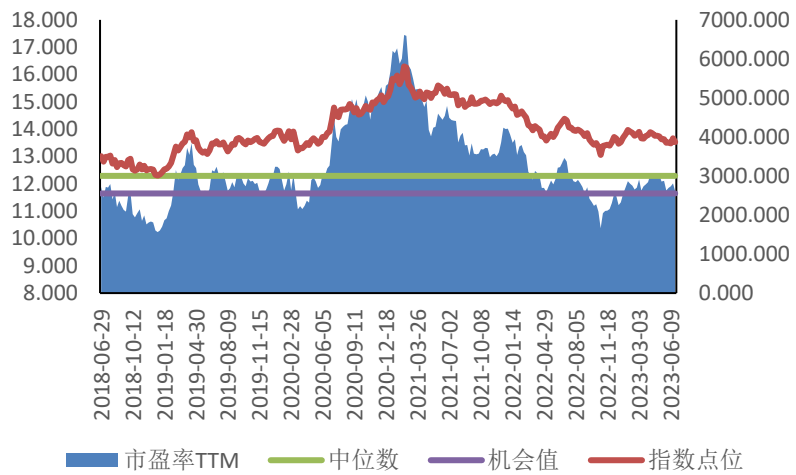
6 月份铜、铝、甲醇、PTA、豆粕、黄金期货活跃合约月度涨跌幅分别为 3.67%、-0.03%、6.98%、3.65%、11.16%、-0.50%。铜铝等有色品种窄幅震荡；家畜、PTA 能化价格反弹，豆粕价格大涨；黄金价格处在阶段高位震荡。

图 1: 上证 50 指数估值 (市盈率-TTM)



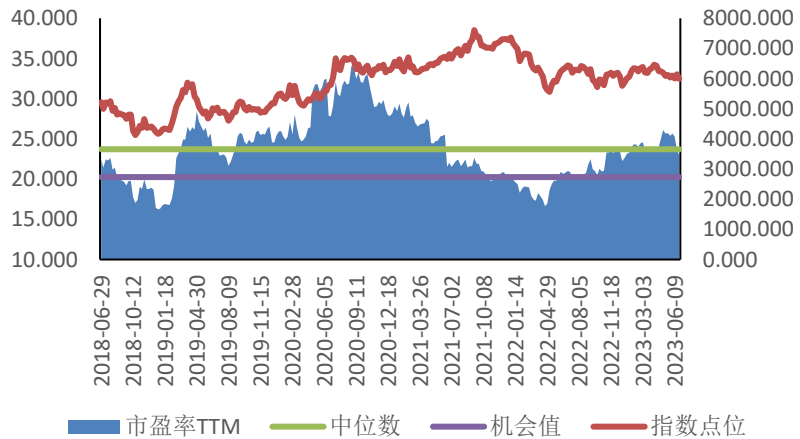
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 2: 沪深 300 指数估值 (市盈率-TTM)



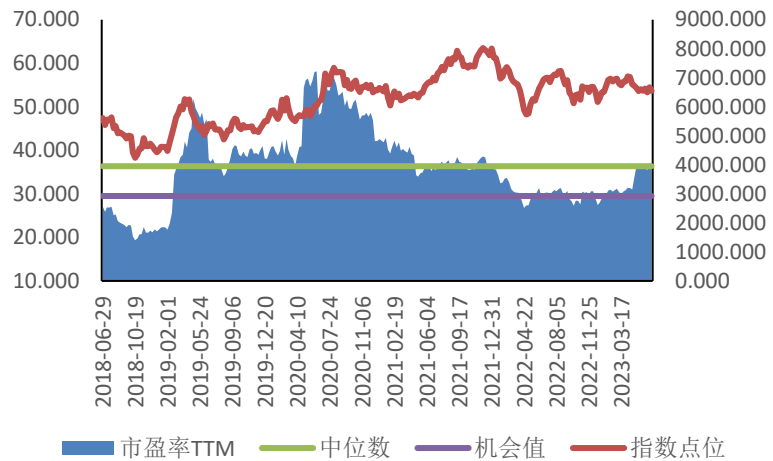
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 3: 中证 500 指数估值 (市盈率-TTM)



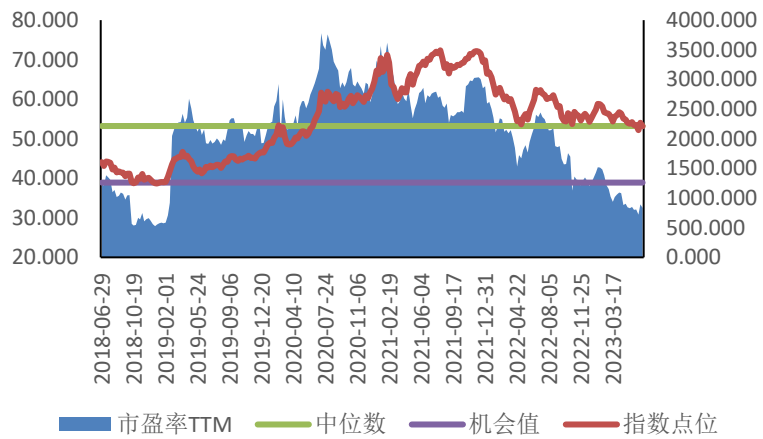
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率-TTM)



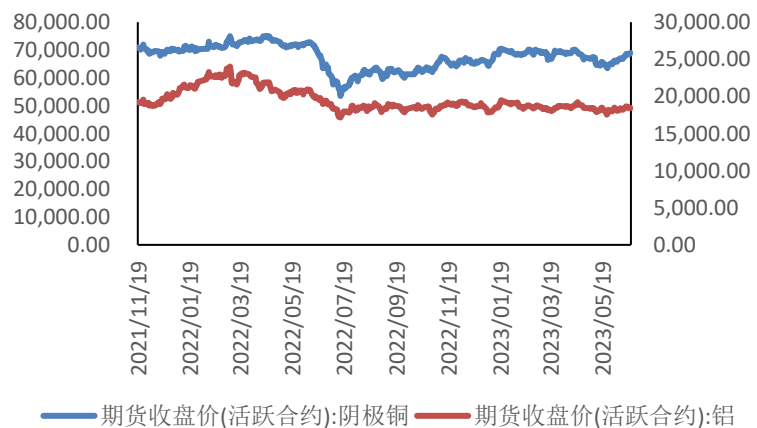
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 5: 创业板指数估值 (市盈率-TTM)



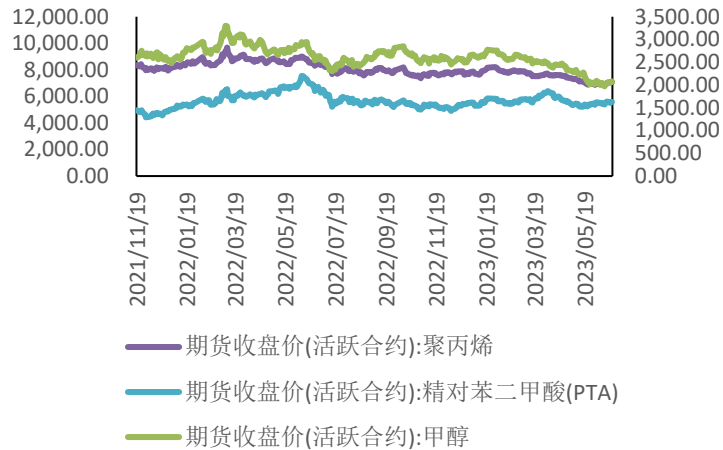
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 6: 沪铜、沪铝期货价格走势



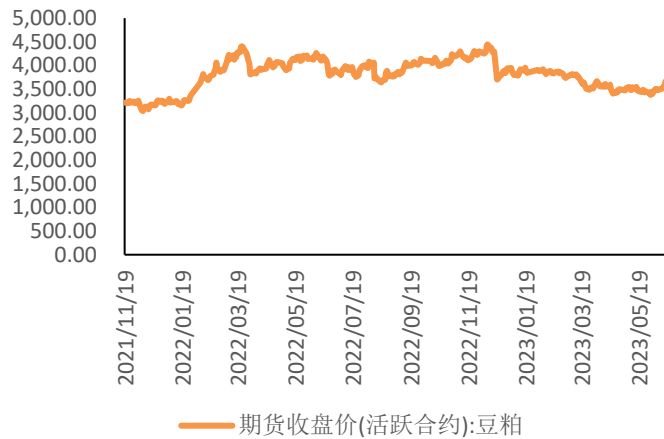
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

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

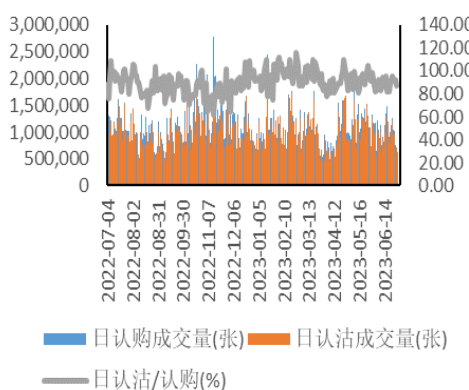
6 月份金融期权的成交量与成交 PCR 值先升后降, 期间因股票市场 AI 板块调整引发期权成交 PCR 值与两市短空情绪上扬, 但截至月底, 主要金融期权品种成交 PCR 值回落偏低值附近, 伴随着 A 股市场成交量萎缩, 短空情绪边际影响力度有限, 不会构成单边式下跌行情。其中, 50 指数与 300 指数系列的金融期权 PCR 值降幅较大, 小盘概念股下跌的同时, 大盘蓝筹权重股估值支撑比较优势, 因此, 我们预期 7 月份, 50 指数与 300 指数系列期权的震荡反弹预期相对更强烈。

2. 商品期权

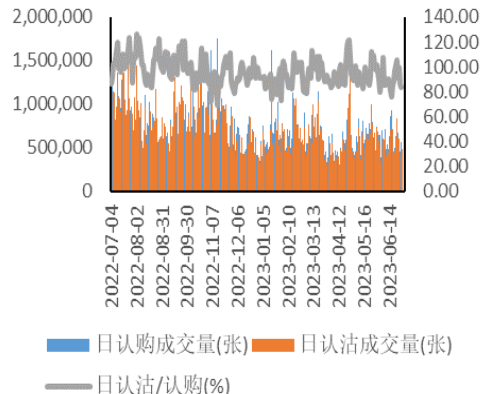
商品期权方面, 铜、铝、甲醇、PTA 期权的成交量与成交 PCR 值重心下移,

黄金期权与豆粕期权成交量与成交 PCR 值反弹，有色板块普遍延续震荡，能化板块经过前期下跌后超跌反弹，这几个品种以震荡为主，且市场短空情绪偏低；黄金期权受近期美联储偏鹰预期的利空影响，成交 PCR 值居高不下。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

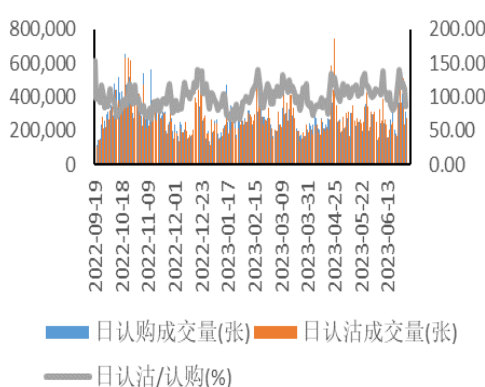


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

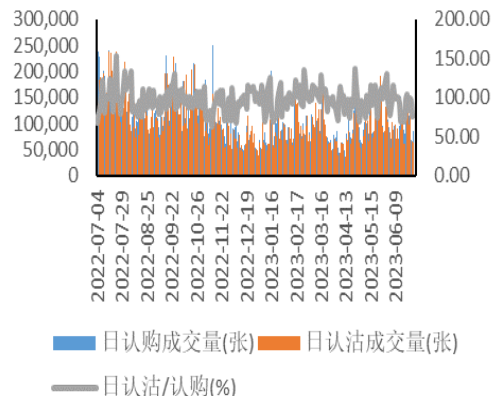


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

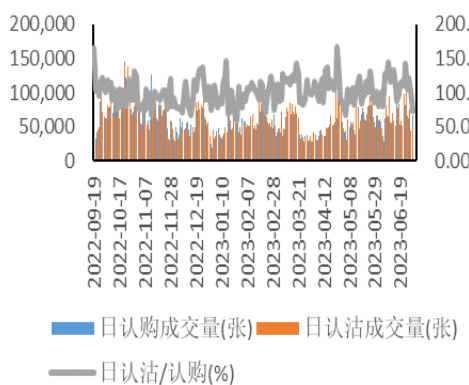


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

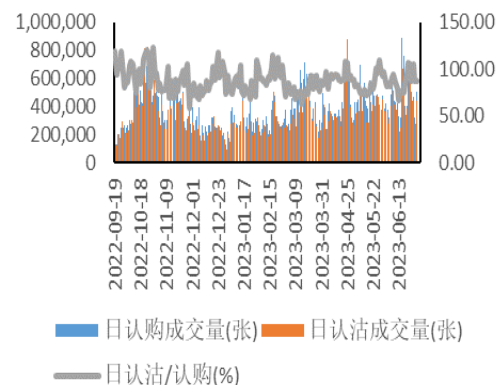


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

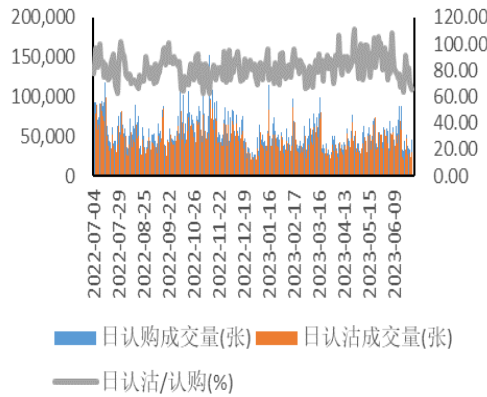


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

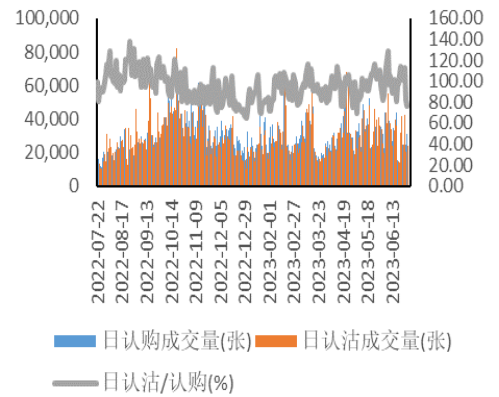


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

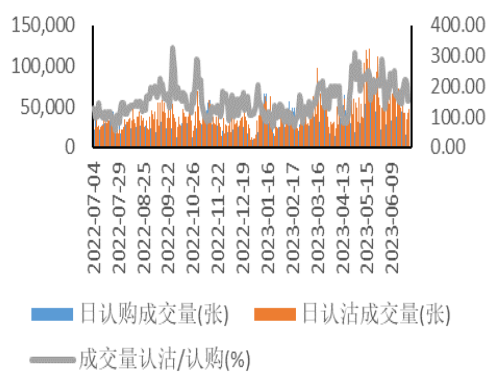


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

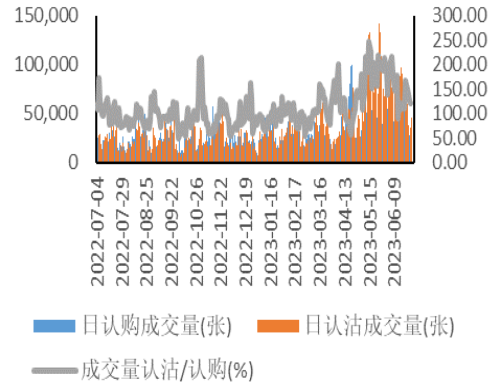


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 17: 沪铜期权 PCR

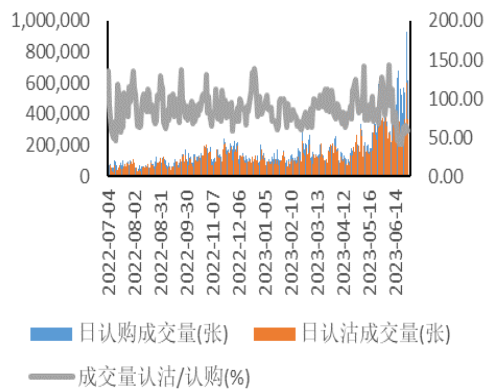


图表 18: 沪铝期权 PCR

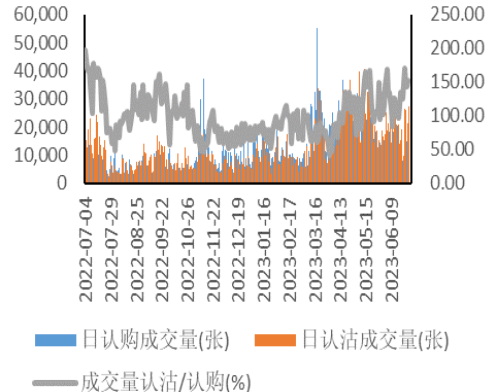


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 19: 甲醇期权 PCR

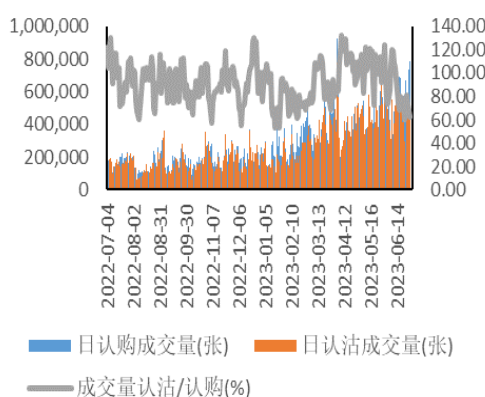


图表 20: 沪金期权 PCR

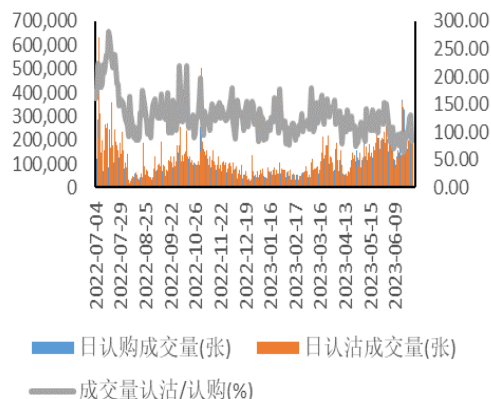


数据来源: wind, 兴证期货研发部

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

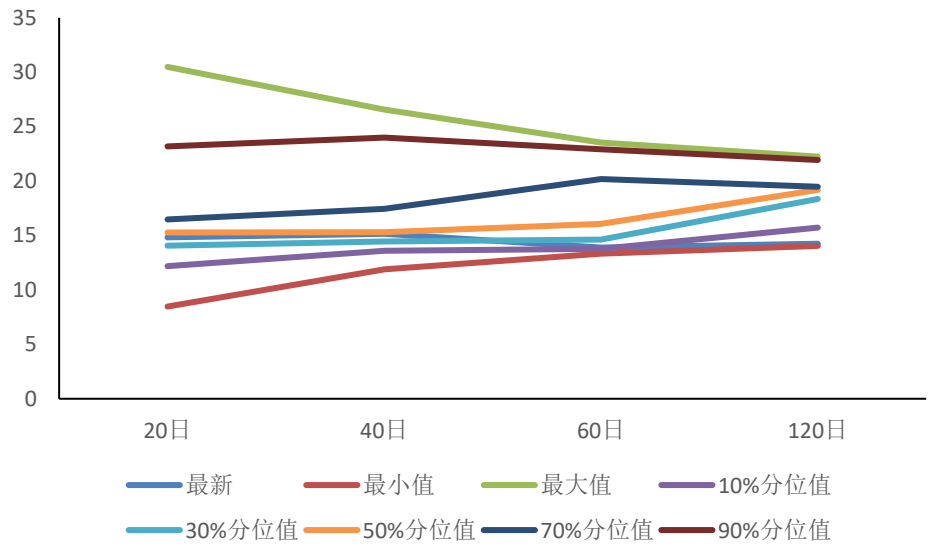
1.金融期权

波动率方面,6月中旬,指数下跌刺激隐含波动率短暂回升,但持续性明显不足,短线升波不构成中长期升波拐点,截止6月底,各大金融指数止跌企稳反弹,隐含波动率连续下跌接近年内低值附近。当前长周期历史波动率数值仍然处在偏低位置,在这种情况下,短周期波动率上升容易受到长周期低波的牵引,隐波缺乏持续升波空间。隐波期限结构方面,近月低于远月的偏斜特征,结合我们对标的指数企稳反弹的预期,后市大概率延续低波震荡反弹的行情。

2 商品期权

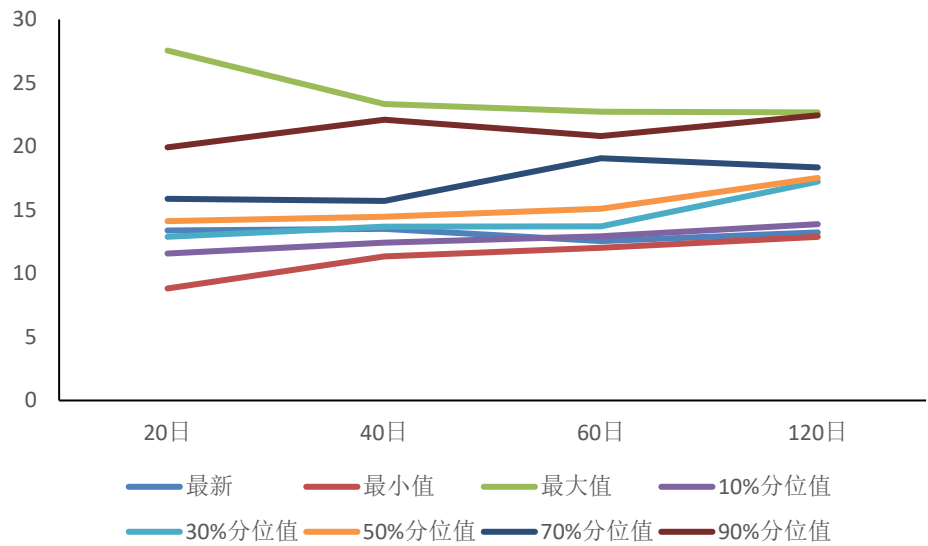
商品期权方面,铜铝、甲醇、PTA 期权的隐含波动率重心缓降,震荡预期强烈,短期难现升波拐点。黄金期权隐含波动率隐波下降,国际金价月度回落,国内金价阶段高位横盘震荡,主要原因在于近期人民币对美元汇率持续贬值,国内以人民币计价的贵金属价格目前较为坚挺,但是结合前文黄金期权成交 PCR 值居高不下的因素,黄金期权在低波动率局面下的短线避险情绪较大。豆粕期权受到近期天气炒作因素影响,多头情绪上扬推高豆粕期权隐含波动率,后市需要关注天气预期对于豆粕的影响。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



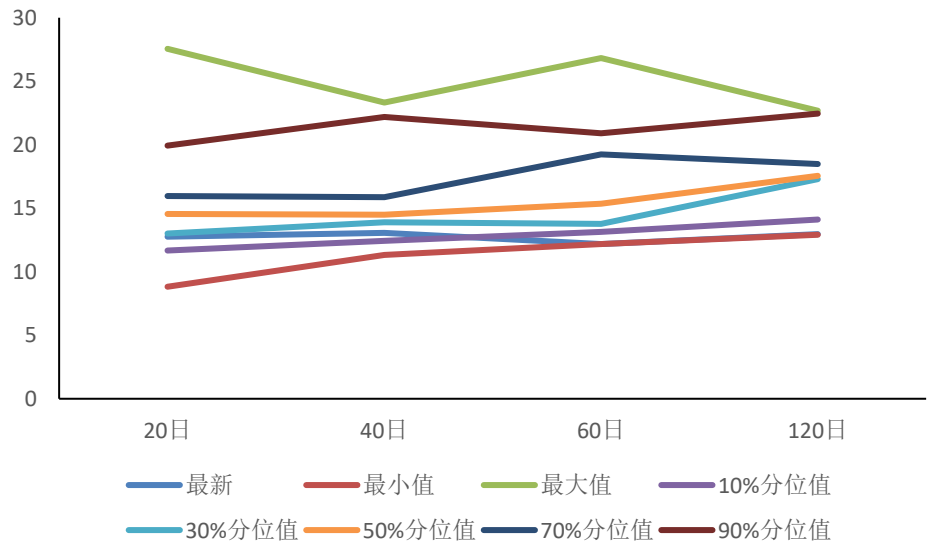
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



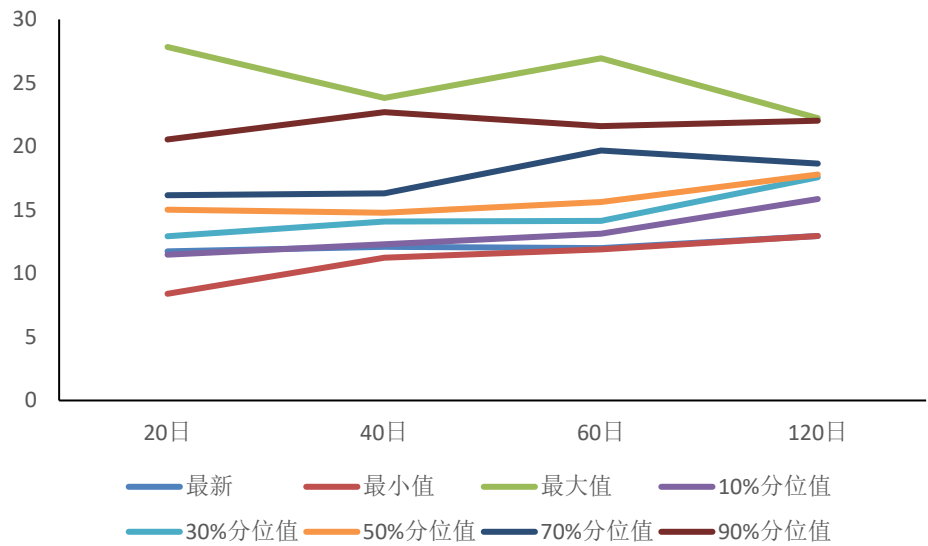
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 25: 沪市 500ETF 历史波动率锥



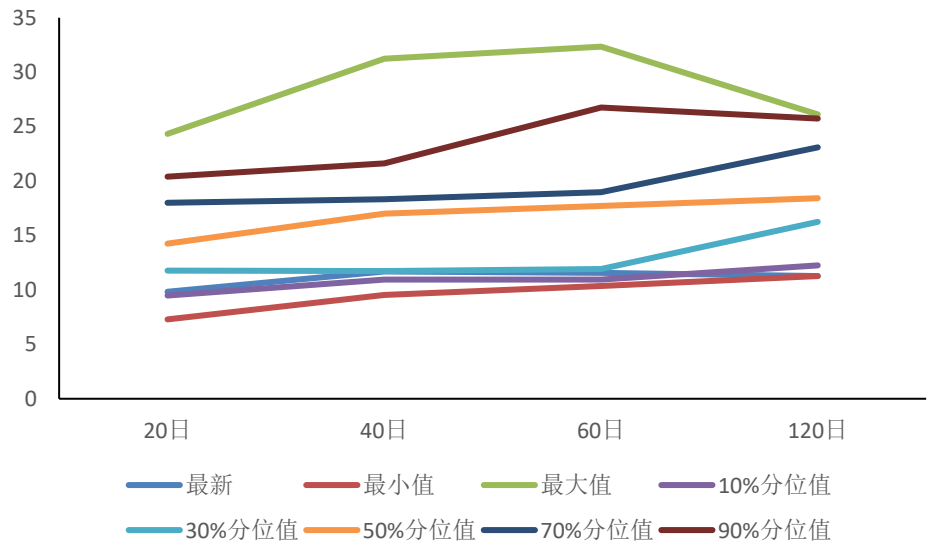
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 26: 深市 300ETF 历史波动率锥



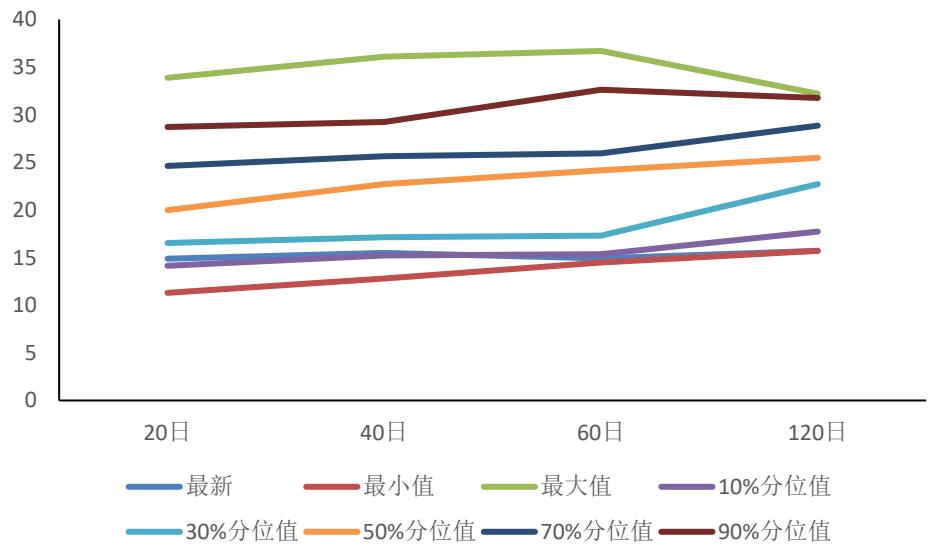
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 27: 深市 500ETF 历史波动率锥



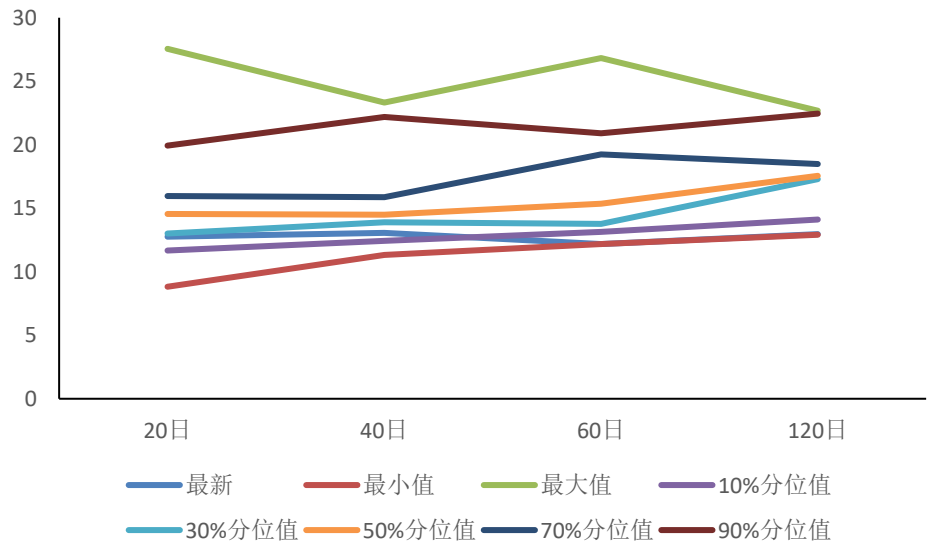
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 28: 创业板 ETF 历史波动率锥



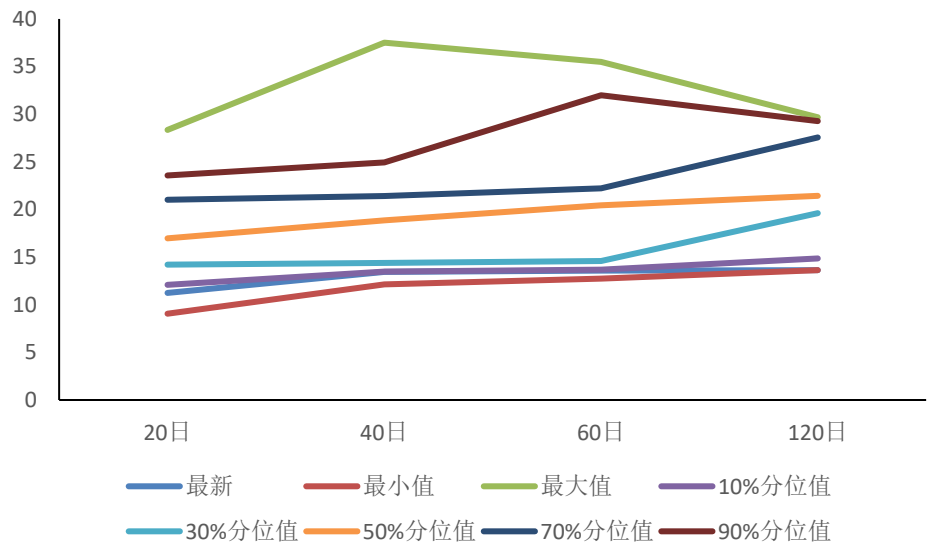
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 29：沪深 300 历史波动率锥



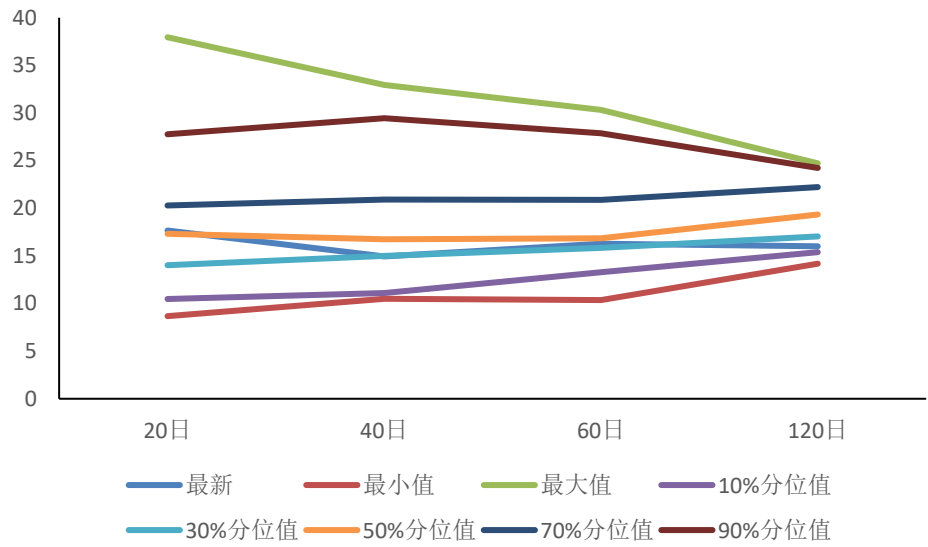
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 30：中证 1000 历史波动率锥



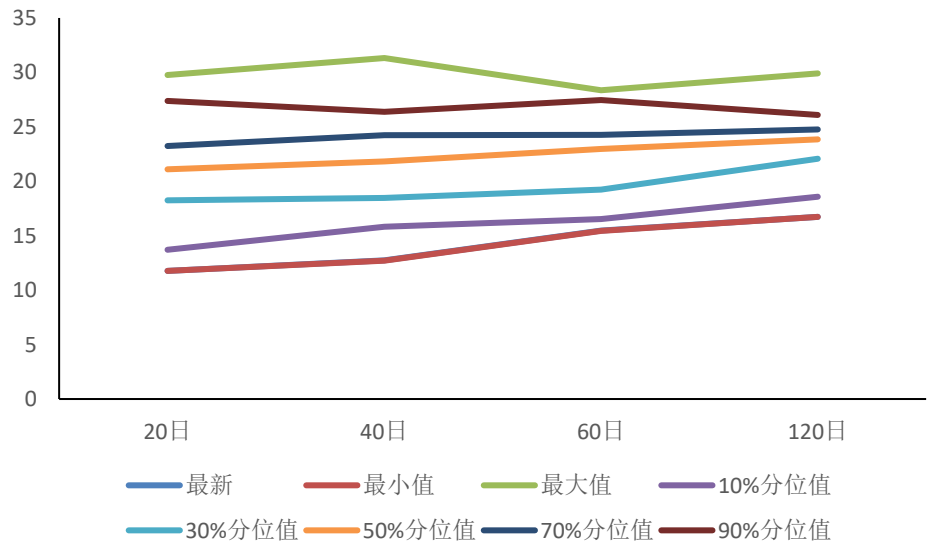
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 31：沪铜历史波动率锥



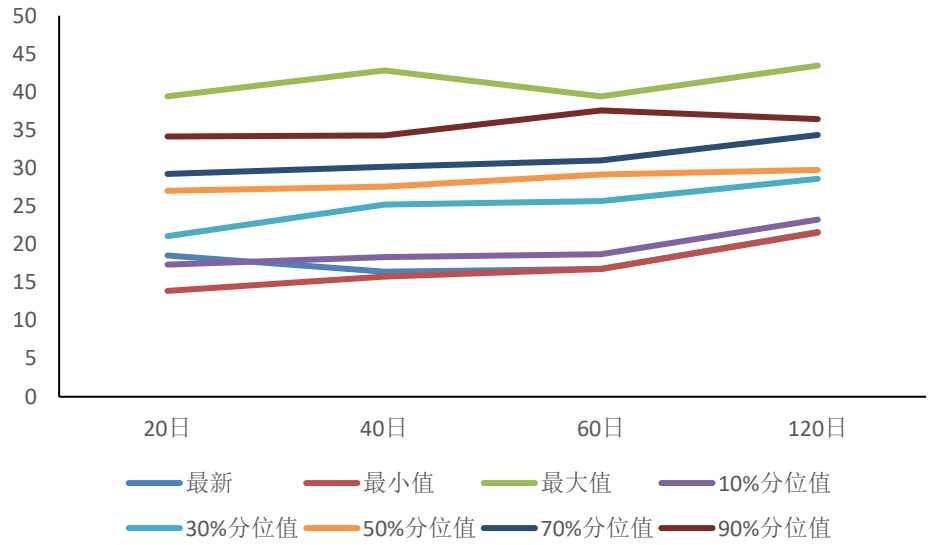
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 32：沪铝历史波动率锥



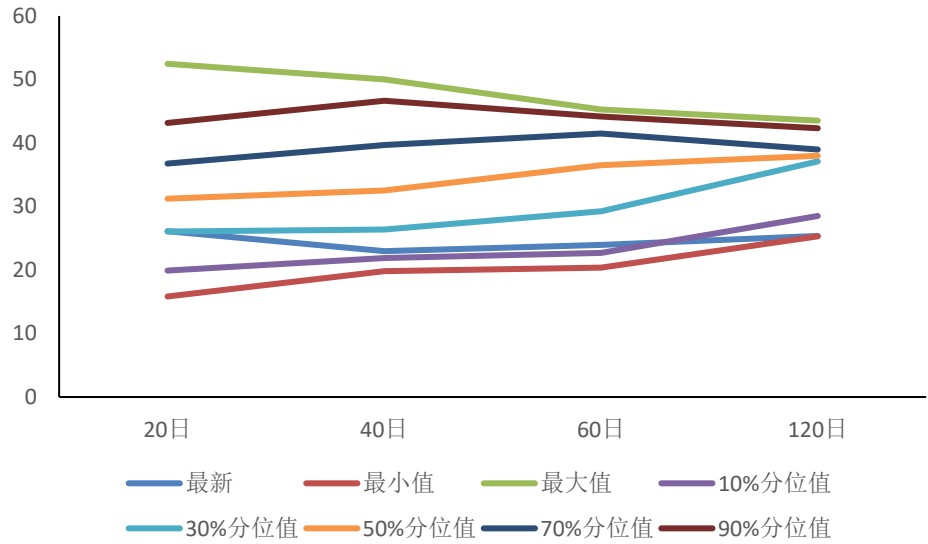
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 33: 甲醇历史波动率锥



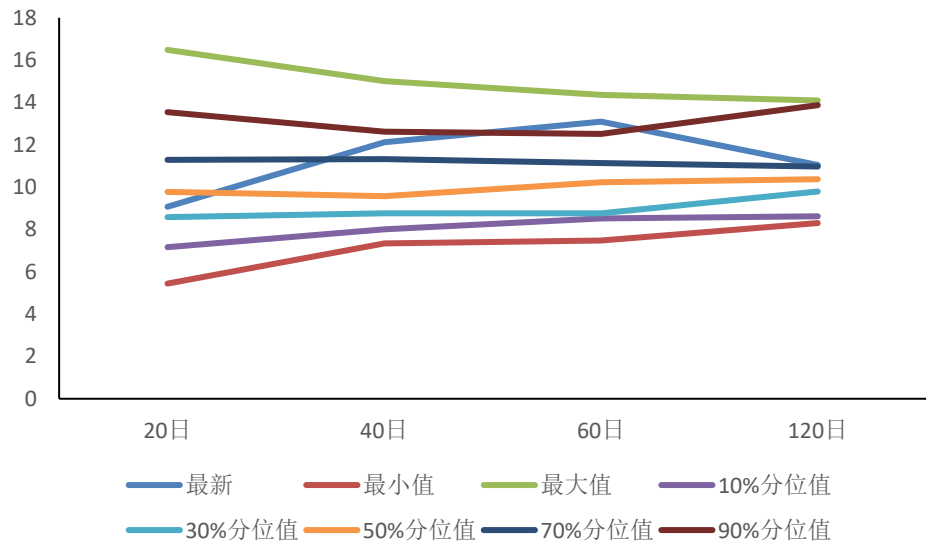
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 34: PTA 历史波动率锥



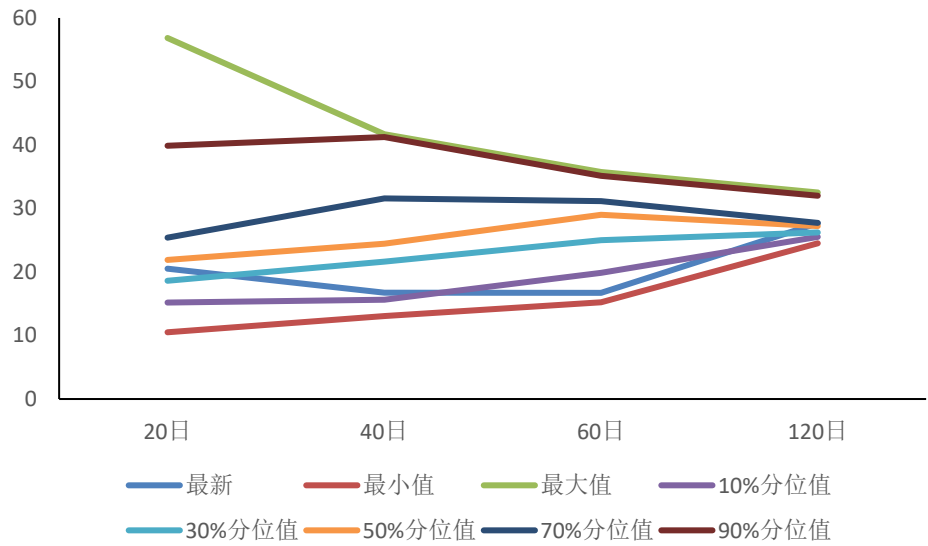
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 35: 黄金历史波动率锥



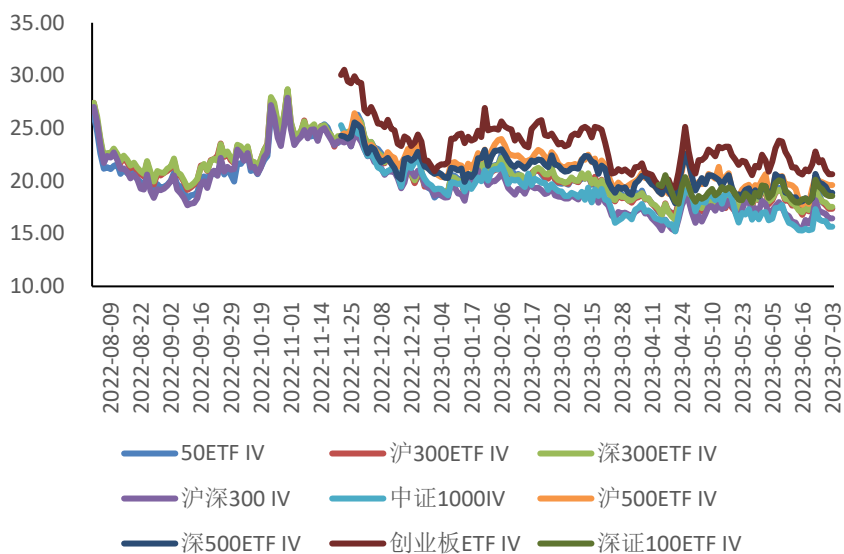
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 36: 豆粕历史波动率锥



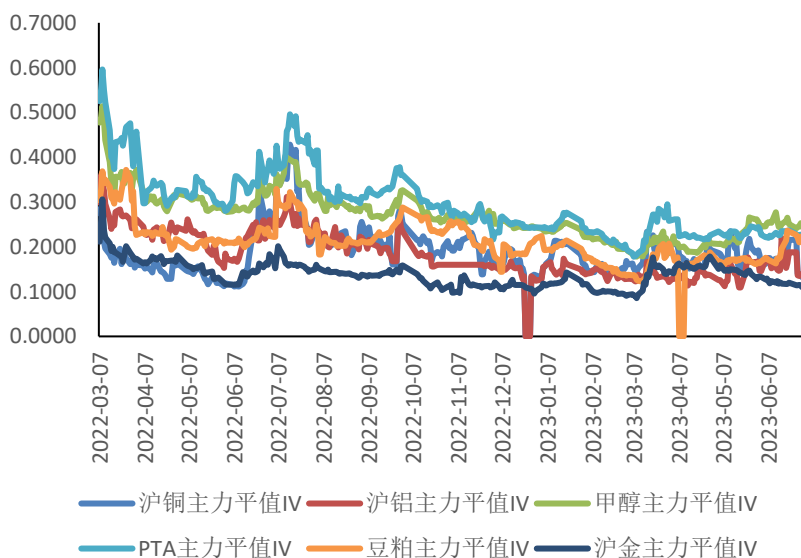
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 37: 金融期权隐波 (IV) 对比



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 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

国内方面, 国内综合 PMI 产出指数为 52.3%, 继续位于扩张区间, 表明我国企业生产经营活动整体上延续扩张态势。指数区间震荡, 成交量下降, 此前炒作

过热的 AI 板块有一定调整压力。中特估承接轮动，整体来看，两市延续结构行情，期权标的指数之间出现风格分化，蓝筹权重股估值比较优势，下方支撑强。人民币汇率连续贬值带来外汇端的压力，临近去年 10 月份的关口，外管局坚定人民币汇率稳定的预期，汇率贬值周期末端，对国内 A 股市场的利空影响趋于弱化。我们认为 7 月份两市延续震荡上涨行情。国外方面，美国主要银行通过风险压力测试，此前银行风险事件的尾部效应趋于消退，美国企业小时薪以及新增企业订单均保持良好势头，反应当前美国主要关注点依然在遏制通胀方面，核心 CPI 与 CPI 之间剪刀差扩大，除能源与食品外的物价水平黏性强，美联储坚定紧缩货币政策预期以遏制通胀水平。在基本面强支撑，局面消费水平高企的背景下，美股近期表现较强劲，外盘股票市场走好。

金融期权方面，主要金融期权品种成交 PCR 值回落偏低值附近，伴随着 A 股市场成交量萎缩，短空情绪边际影响力度有限，不会构成单边式下跌行情。其中，50 指数与 300 指数系列的金融期权 PCR 值降幅较大，小盘概念股下跌的同时，大盘蓝筹权重股估值支撑比较优势。波动率方面，当前各大金融指数止跌企稳反弹，隐含波动率连续下跌接近年内低值附近。长周期历史波动率数值仍然处在偏低位置，在这种情况下，短周期波动率上升容易受到长周期低波的牵引，隐波缺乏持续升波空间。隐波期限结构方面，近月低于远月的偏斜特征，结合我们对标的指数企稳反弹的预期，后市大概率延续低波震荡反弹的行情。

商品期权方面，铜、铝、甲醇、PTA 期权的成交量与成交 PCR 值重心下移，黄金期权与豆粕期权成交量与成交 PCR 值反弹，有色板块普遍延续震荡，能化板块经过前期下跌后超跌反弹，这几个品种以震荡为主，且市场短空情绪偏低；黄金期权受近期美联储偏鹰预期的利空影响，成交 PCR 值居高不下。铜铝、甲醇、PTA 期权的隐含波动率重心缓降，震荡预期强烈，短期难现升波拐点。黄金期权隐含波动率隐波下降，国际金价月度回落，国内金价阶段高位横盘震荡，主要原因在于近期人民币对美元汇率持续贬值，国内以人民币计价的贵金属价格目前较为坚挺，但是结合前文黄金期权成交 PCR 值居高不下的因素，黄金期权在低波动率局面下的短线避险情绪较大。豆粕期权受到近期天气炒作因素影响，多头情绪上扬推高豆粕期权隐含波动率，后市需要关注天气预期对于豆粕的影响。

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。