

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

短线乖离率大，金融期权回归震荡降波

● 内容摘要

国内方面，市场开始交易弱复苏背景下的强政策预期，指数情绪面回暖，金融蓝筹股迎合政策预期短线反弹大涨。短线来看，上证50指数连续上涨后，日线级别乖离率扩大，两市成交量持续不足，近期或将重回震荡休整的局面。国外方面，美国利率市场预期显现出钟摆特征，表现在通胀下行与核心通胀黏性、衰退预期与就业劳工市场韧性之间的拉锯，因此，美国市场目前尚未形成合力的一致方向共振，依旧维持震荡为主。

金融期权方面，上证50系列期权的成交量增幅较明显，成交PCR值偏低，持仓PCR值陡升，反映该期权品种多头情绪占优，因指数大涨致使认沽合约普遍虚值化，致使认沽持仓被动走高。上证50指数经过七月底的一波急涨后，短线乖离率较大，对于政策预期的情绪终将回归基本面现实，此前积聚的多头情绪缺乏持续性，大概率步入休整阶段。预计8月份以缩量震荡为主。波动率方面，此前短多情绪面刺激市场升波预期，但持续性有待观察，日线级别乖离率扩大，指数滞涨，成交量环比下降，隐含波动率滞涨，指数持续升波空间有限，我们认为8月份或将重回震荡降波局面。

商品期权方面，铜、铝期权成交量环比上个月减少，成交PCR与持仓PCR值重心下移，空头情绪回落，标的偏震荡，认沽期权成交与持仓均低迷。甲醇与PTA期权成交量与持仓量环比变化不大，二者近几个月呈V型走势，情绪面由空转多，震荡上涨趋势，多头情绪占优。豆粕期权持仓PCR大幅上升，因豆粕大涨致使认沽合约普遍虚值化，致使认沽持仓被动走高。我们认为当前铜铝期权震荡预期较强，成交量偏低，市场交易情绪低迷，预计8月份延续低量震荡局面；至于甲醇与PTA期权，当前反弹行情中，多方暂处于优势，但需要提防反弹受阻引起成交PCR比率反弹，空头情绪回升的情况。黄金期权成交环比增加，成交PCR重心下移，持仓PCR平稳，金价上方承压，缺乏持续上涨动能，延续高位震荡。波动率方面，铜铝期权波动率延续低波震荡局面，目前尚未出现较强的升波预期，量能偏低，震荡预期强化，我们认为铜铝期权后市延续低波低量震荡行情。甲醇期权

与 PTA 期权近期走势震荡向上，但是隐波变化不大，震荡局面下需要提防受阻回落。黄金期权波动率平稳，金价受到美国经济数据韧性与美债收益率倒挂衰退预期的双重影响，呈现高位震荡，波动率升幅有限。

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 7.44%，沪市 300ETF 变化 5.20%，沪市 500ETF 变化 1.66%，深市 300ETF 变化 5.29%、深市 500ETF 变化 1.59%，创业板 ETF 变化 0.83%，深证 100ETF 变化 3.35%，上证 50 指数变化 -2.75%、沪深 300 变化 -5.72%、中证 1000 指数变化 -1.31%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 10.53、12.10、23.55、36.24、32.12，五年周期中对应的分位为 57.65%、42.35%、48.63%、48.24%、9.41%。

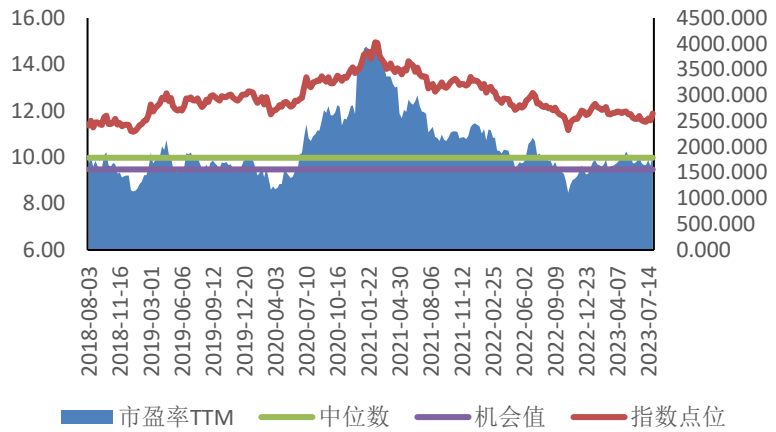
国内方面，中国 7 月官方制造业 PMI 为 49.3，预期 48.9，前值 49。中国 7 月官方非制造业 PMI 51.5，预期 53，前值 53.2，PMI 指数连续两个月平稳上涨，行业景气水平缓慢复苏，环比前期有所改善。7 月底中央政治局会议从加大宏观政策调控力度、积极扩大国内需求、大力推动现代化产业体系建设、切实防范化解重点领域风险、加大民生保障力度等多方面做出具体安排。7 月底国常会强调加强逆周期调节和政策储备研究，更好体现宏观政策的针对性、组合性和协同性，要调整优化房地产政策，根据不同需求、不同城市等推出有利于房地产市场平稳健康发展的政策举措，下半年 5 年期以上 LPR 报价有可能单独下调。市场开始交易弱复苏背景下的强政策预期，指数情绪面回暖，金融蓝筹股迎合政策预期短线反弹大涨。短线来看，上证 50 指数连续上涨后，日线级别乖离率扩大，两市成交量持续不足，近期或将重回震荡休整的局面。

国外方面，美联储 7 月宣布加息 25 个基点，符合市场预期。联邦公开市场委员会声明美国经济活动以温和步伐扩张，银行体系稳健且有韧性，就业增长强劲，失业率保持低位。通胀保持高位，委员会仍然高度关注通胀风险，力求在较长的时间内实现最大就业和 2% 的通胀率。整体来看，美国利率市场预期显现出钟摆特征，表现在通胀下行与核心通胀黏性、衰退预期与就业劳工市场韧性之间的拉锯，因此，美国市场目前尚未形成合力的一致方向共振，依旧维持震荡为主。

2.商品期权

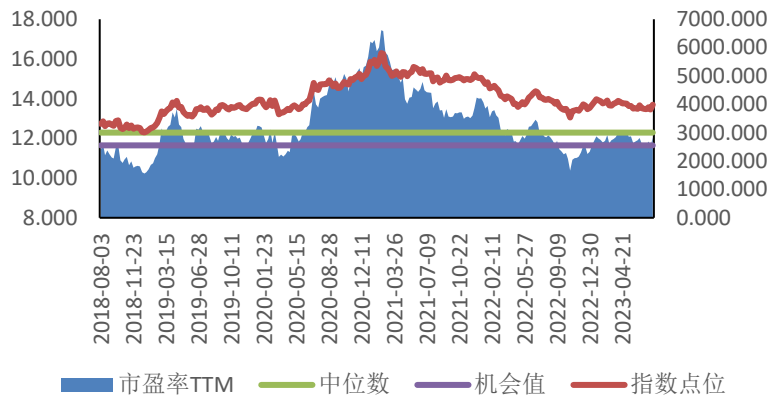
7 月份铜、铝、甲醇、黄金、PTA、豆粕期货活跃合约月度涨跌幅分别为 3.31%、2.05%、5.88%、1.65%、8.16%、13.23%。上个月以上大宗商品普涨，其中豆粕受到厄尔尼诺天气炒作预期的影响，7 月涨幅较大；铜铝价格震荡上涨，整体波动较小，甲醇、PTA 迎来震荡反弹行情。

图 1: 上证 50 指数估值 (市盈率-TTM)



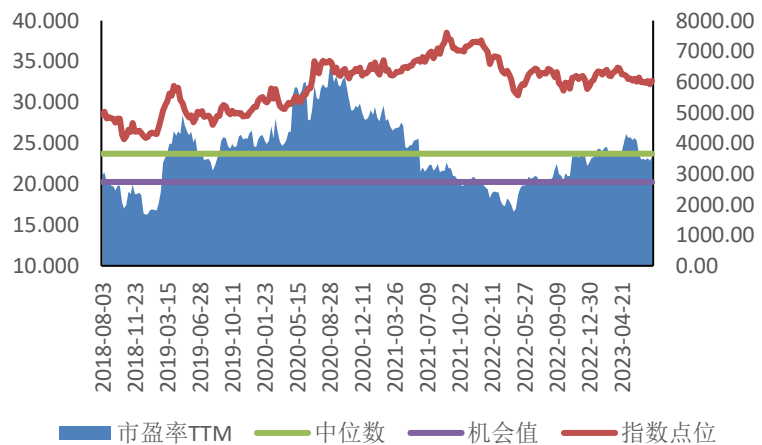
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 2: 沪深 300 指数估值 (市盈率-TTM)



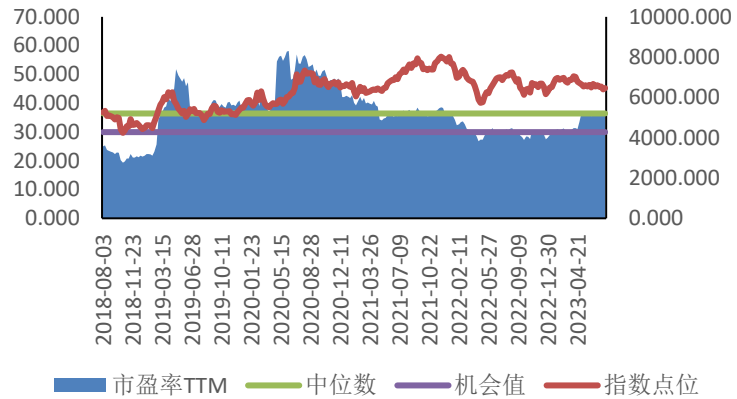
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 3: 中证 500 指数估值 (市盈率-TTM)



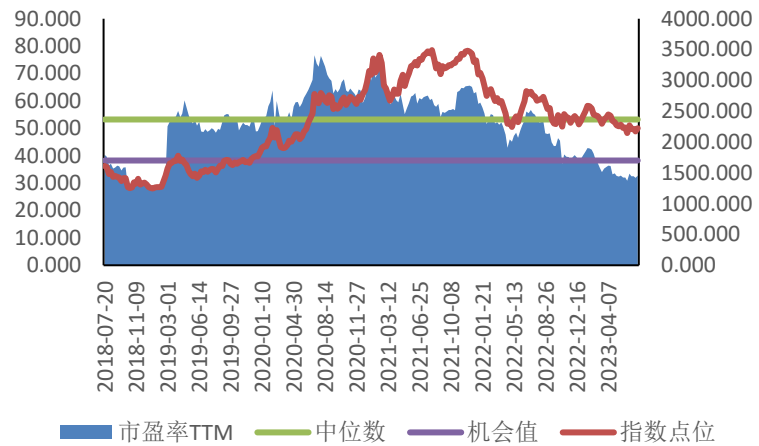
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率-TTM)



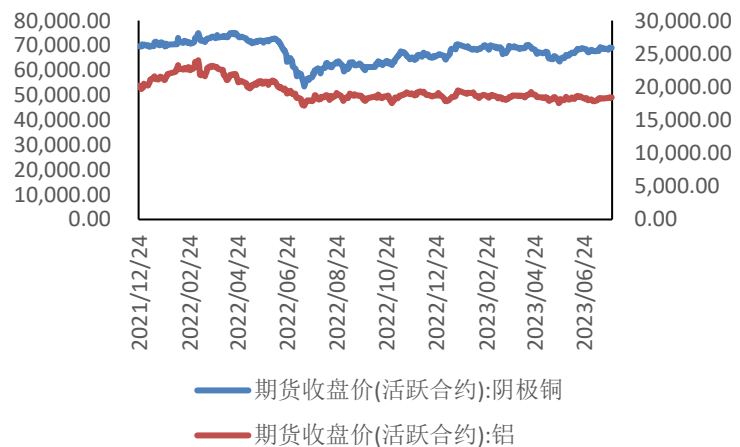
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 5: 创业板指数估值 (市盈率-TTM)



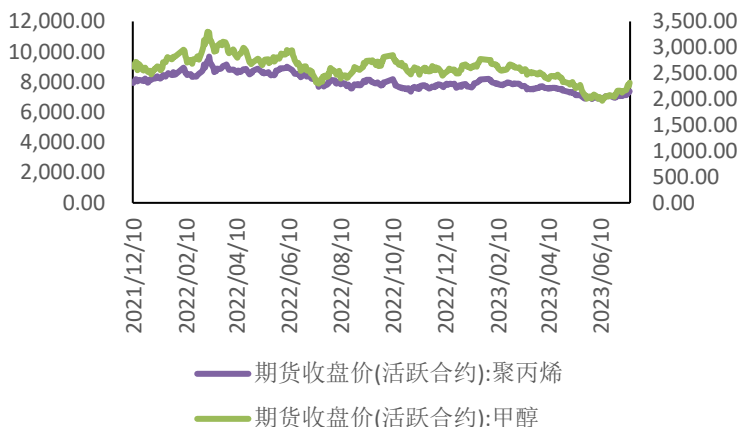
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

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: 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

7 月份上证 50 系列期权的成交量增幅较明显, 成交 PCR 值偏低, 持仓 PCR 值陡升, 反映该期权品种多头情绪占优, 因指数大涨致使认沽合约普遍虚值化, 致使认沽持仓被动走高。中证 500 期权、中证 1000 期权以及创业板 ETF 期权持仓 PCR 值相对较低, 沽购持仓结构变化不大, 反映这些品种多头情绪一般, 震荡情绪浓厚。我们认为上证 50 指数经过七月底的一波急涨后, 短线乖离率较大, 对于政策预期的情绪终将回归基本面现实, 此前积聚的多头情绪缺乏持续性, 大概率步入休整阶段。预计 8 月份以缩量震荡为主。

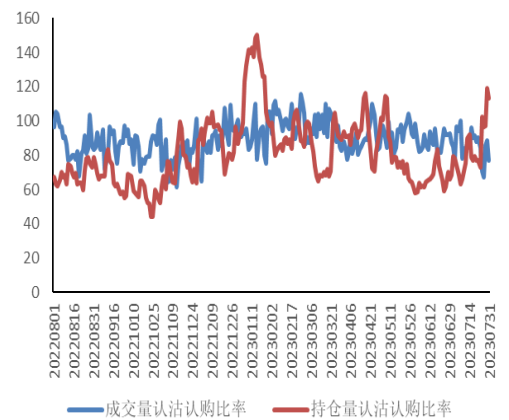
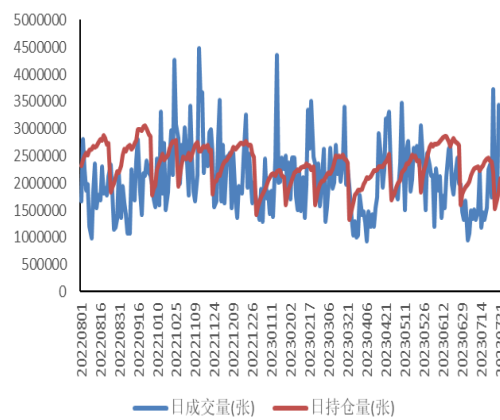
2.商品期权

商品期权方面, 铜、铝期权成交量环比上个月减少, 成交 PCR 与持仓 PCR 值

重心下移，空头情绪回落，标的偏震荡，认沽期权成交与持仓均低迷。甲醇与 PTA 期权成交量与持仓量环比变化不大，二者近几个月呈 V 型走势，情绪面由空转多，震荡上涨趋势，多头情绪占优。豆粕期权持仓 PCR 大幅上升，因豆粕大涨致使认沽合约普遍虚值化，致使认沽持仓被动走高。我们认为当前铜铝期权震荡预期较强，成交量偏低，市场交易情绪低迷，预计 8 月份延续低量震荡局面；至于甲醇与 PTA 期权，当前反弹行情中，多方暂处于优势，但需要提防反弹受阻引起成交 PCR 比率反弹，空头情绪回升的情况。黄金期权成交环比增加，成交 PCR 重心下移，持仓 PCR 平稳，金价上方承压，缺乏持续上涨动能，延续高位震荡。

图 9: 50ETF 期权成交量与持仓量

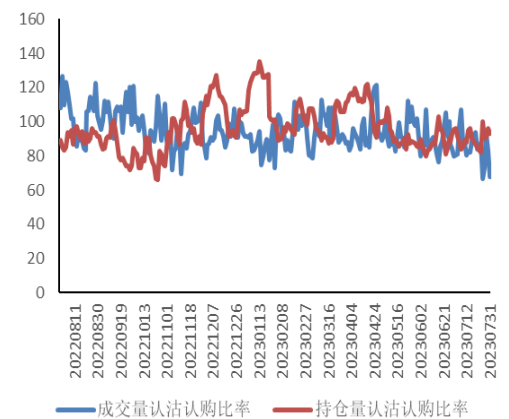
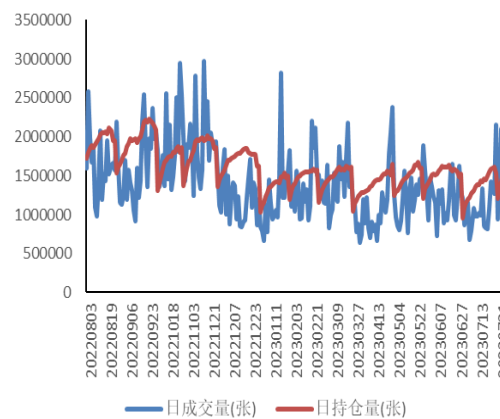
图 10: 50ETF 期权 PCR (%)



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

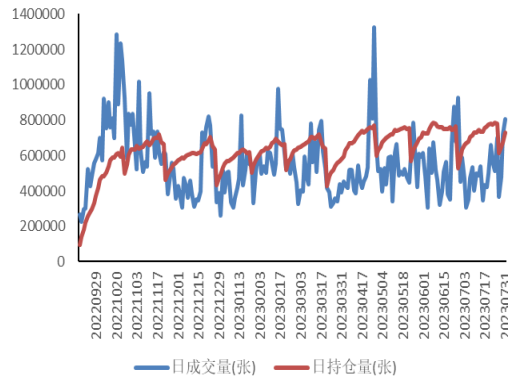
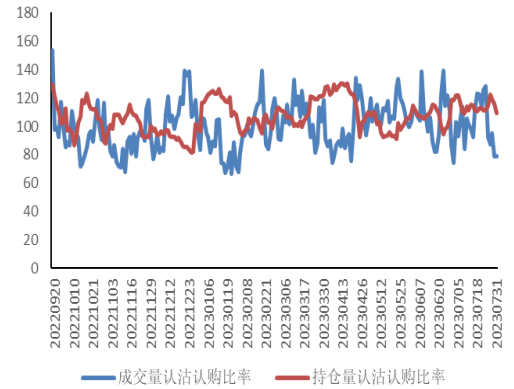


图 14: 沪市 500ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 15: 深市 300ETF 期权成交与持仓

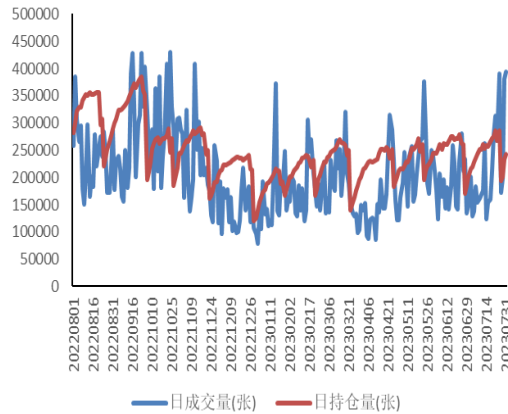
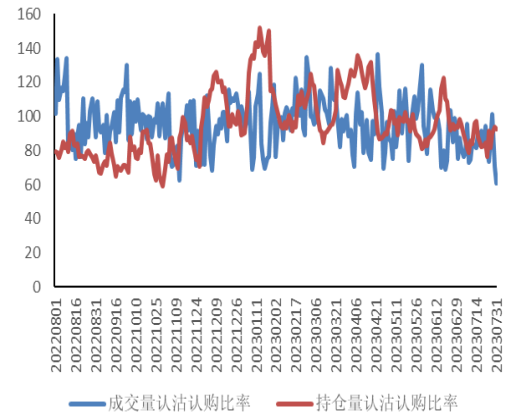


图 16: 深市 300ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 17: 深市 500ETF 期权成交与持仓

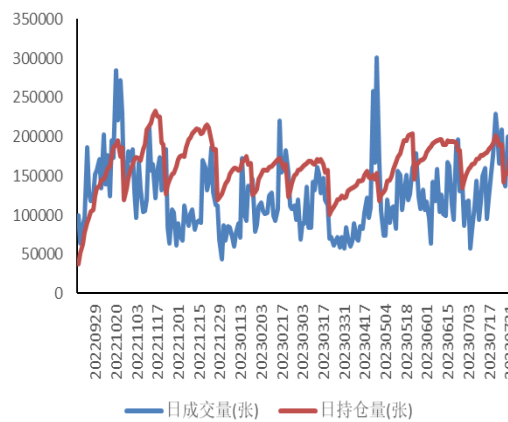
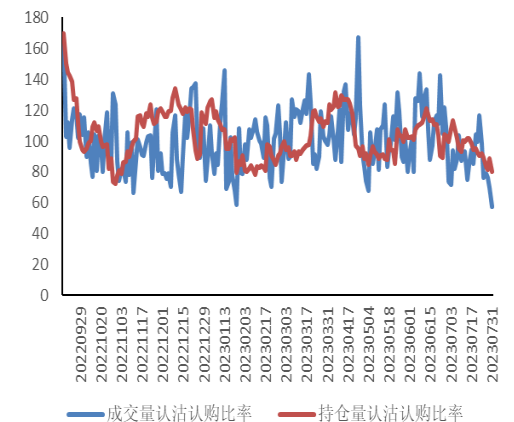


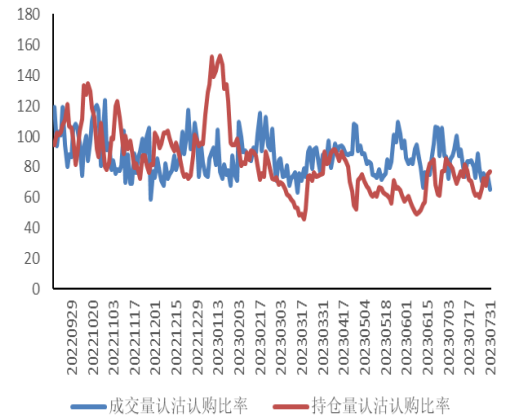
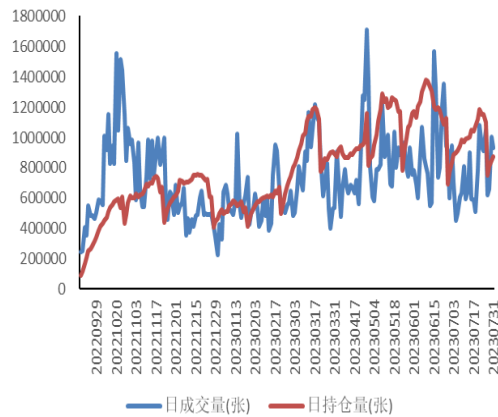
图 18: 深市 500ETF 期权 PCR (%)



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

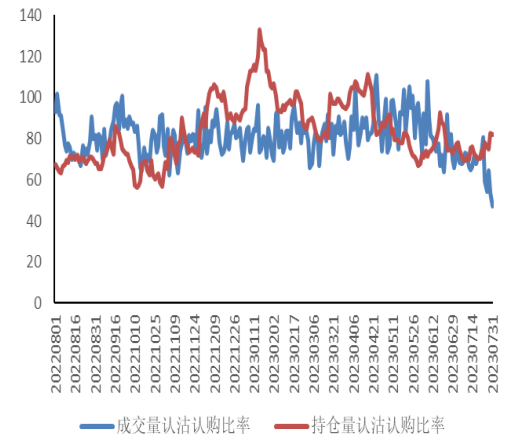
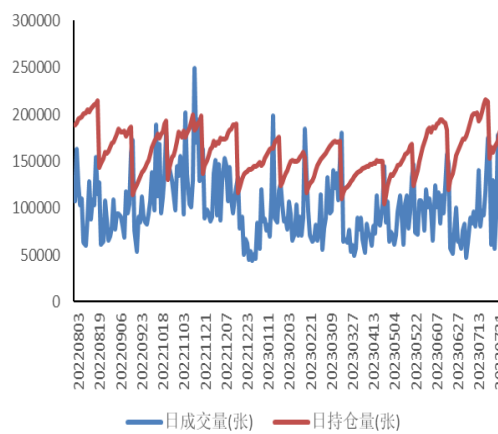
图 20: 创业板 ETF 期权 PCR (%)



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

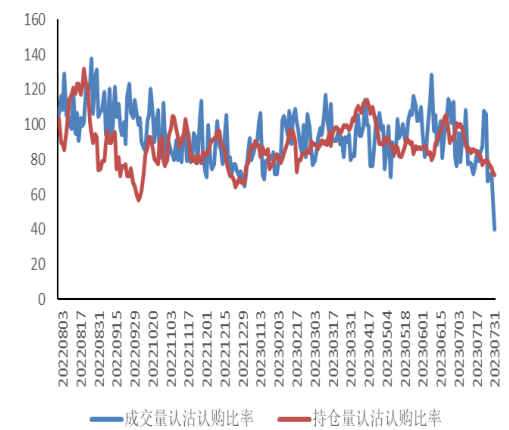
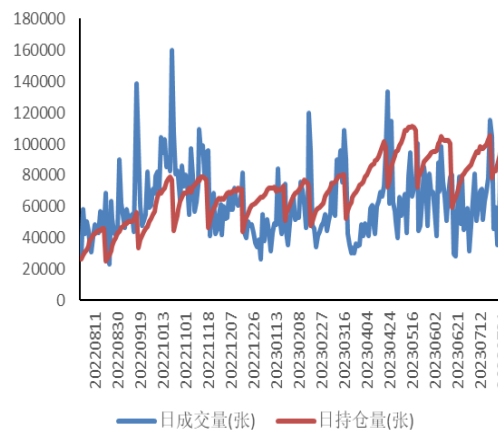
图 22: 沪市 300 指数期权 PCR (%)



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

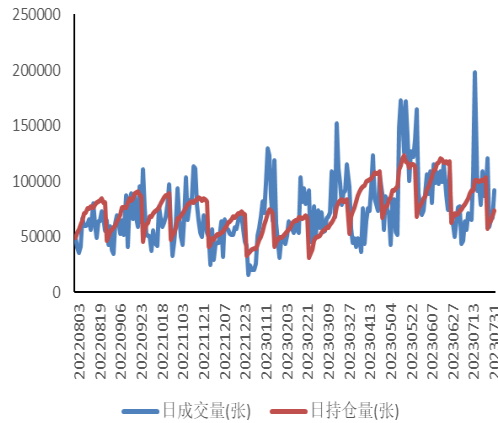
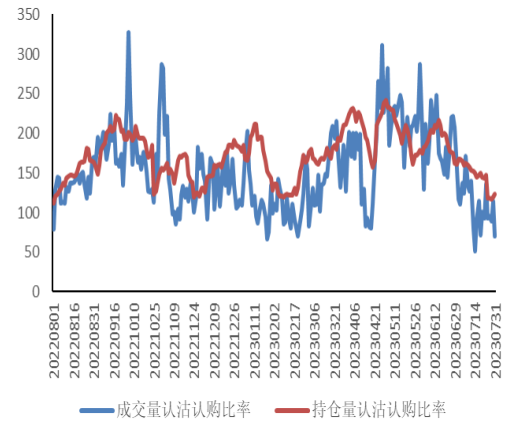


图 26: 沪铜期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 27: 沪铝期权成交与持仓

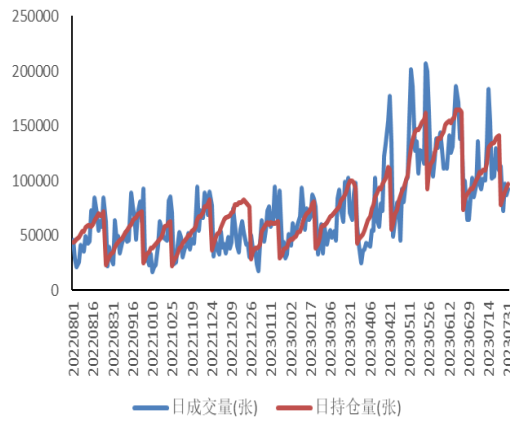
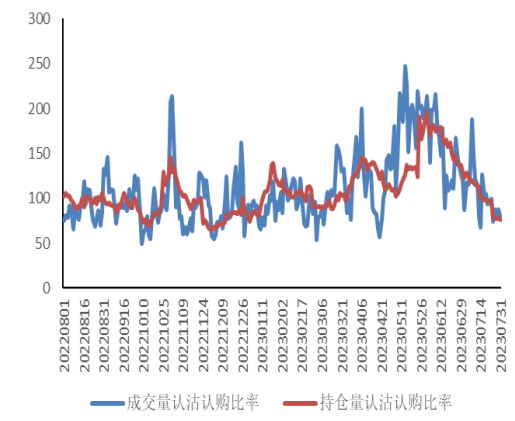


图 28: 沪铝期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 29: 甲醇期权成交与持仓

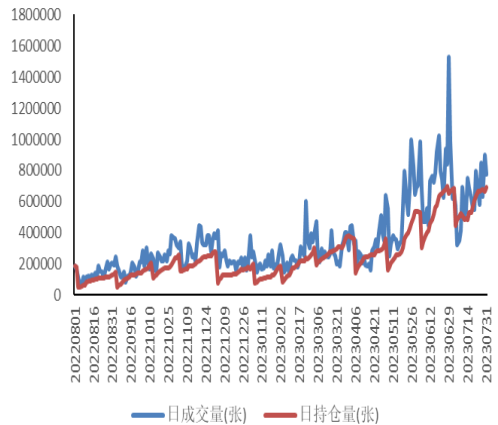
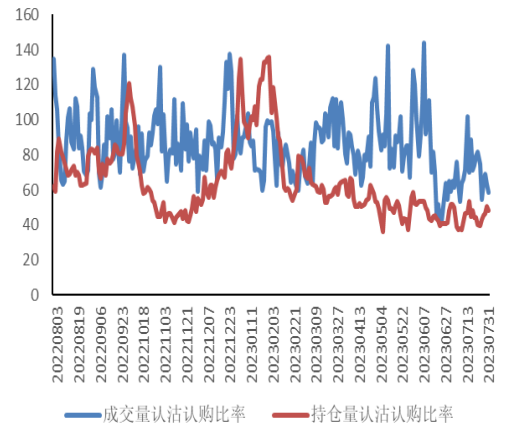


图 30: 甲醇期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 31: PTA 期权成交与持仓

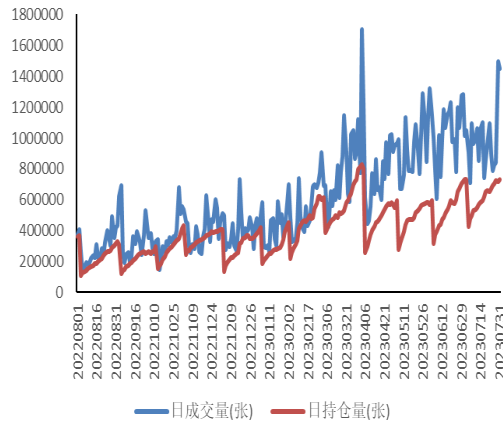
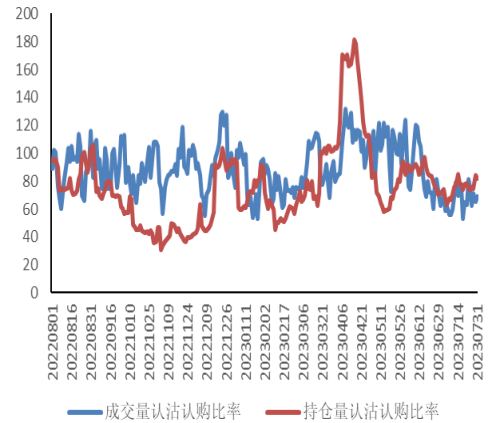


图 32: PTA 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 33: 黄金期权成交与持仓

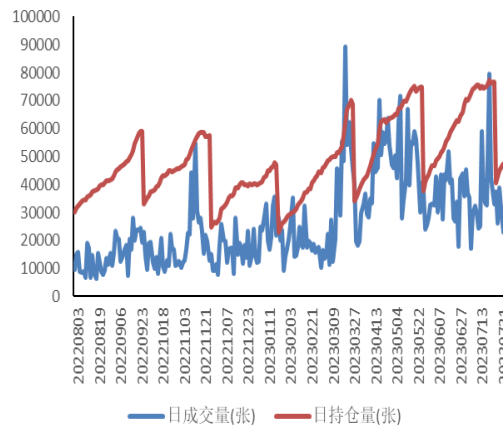
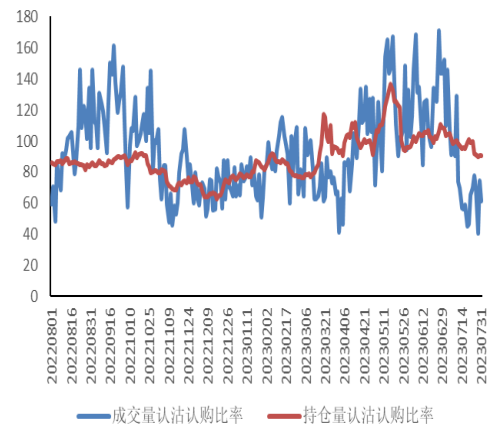


图 34: 黄金期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 35: 豆粕期权成交与持仓

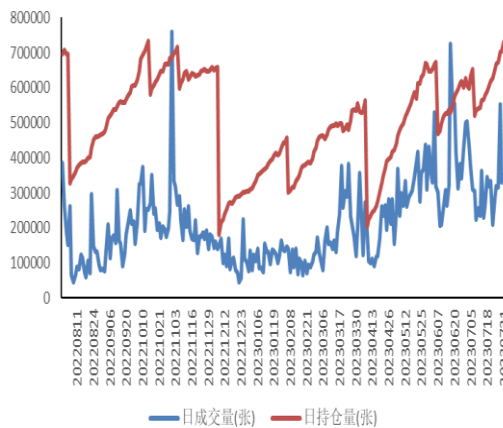
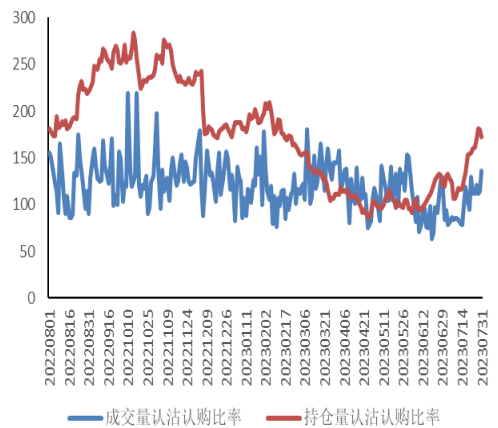


图 36: 豆粕期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

三、期权波动率分析

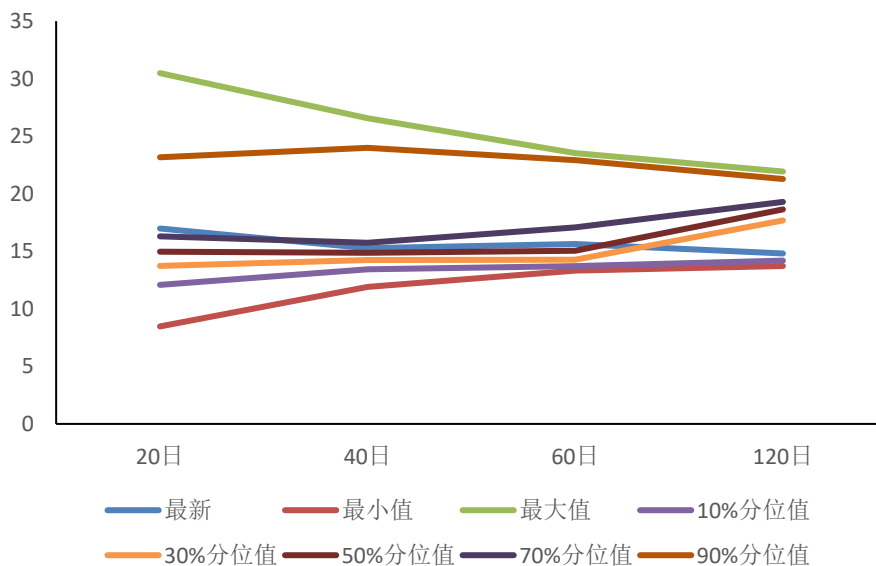
1.金融期权

波动率方面，此前金融期权波动率普遍低波震荡，直至7月底，政治局会议刺激市场利好政策预期，金融蓝筹大涨引起市场短线升波预期，其中，上证50指数系列期权隐波短线大幅上升。隐波期限结构呈现近月高于远月的偏斜结构。短多情绪面刺激市场升波预期，持续性有待观察，由于日线级别乖离率扩大，指数滞涨，成交量环比下降，恐重回震荡局面，隐含波动率同样滞涨，指数持续升波空间有限，我们认为8月份或将重回震荡降波局面。

2 商品期权

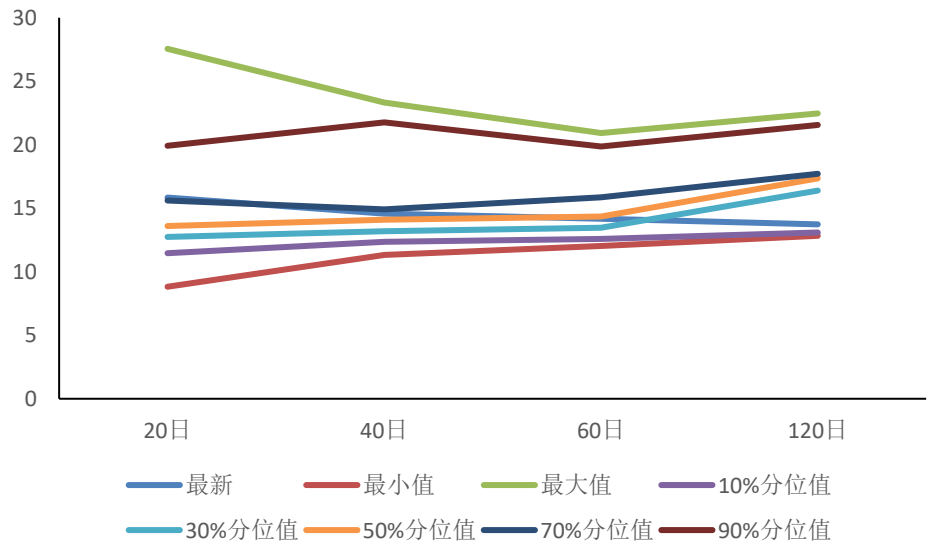
商品期权方面，铜铝期权波动率延续低波震荡局面，目前尚未出现较强的升波预期，量能偏低，震荡预期强化，我们认为铜铝期权后市延续低波低量震荡行情。甲醇期权与PTA期权近期走势震荡向上，但是隐波变化不大，震荡局面下需要提防受阻回落。黄金期权波动率平稳，金价受到美国经济数据韧性与美债收益率倒挂衰退预期的双重影响，呈现高位震荡，波动率升幅有限。

图 37： 上证 50ETF 历史波动率锥



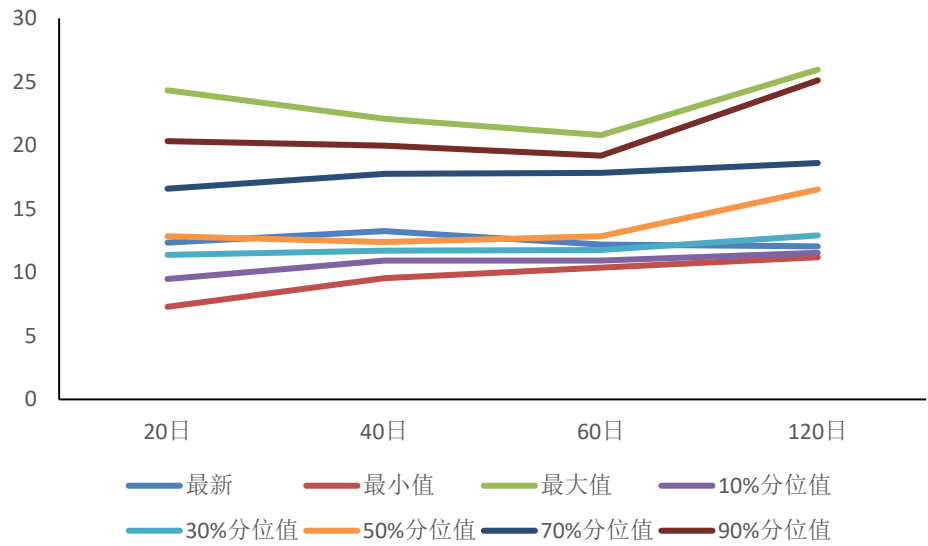
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 38: 沪市 300ETF 历史波动率锥



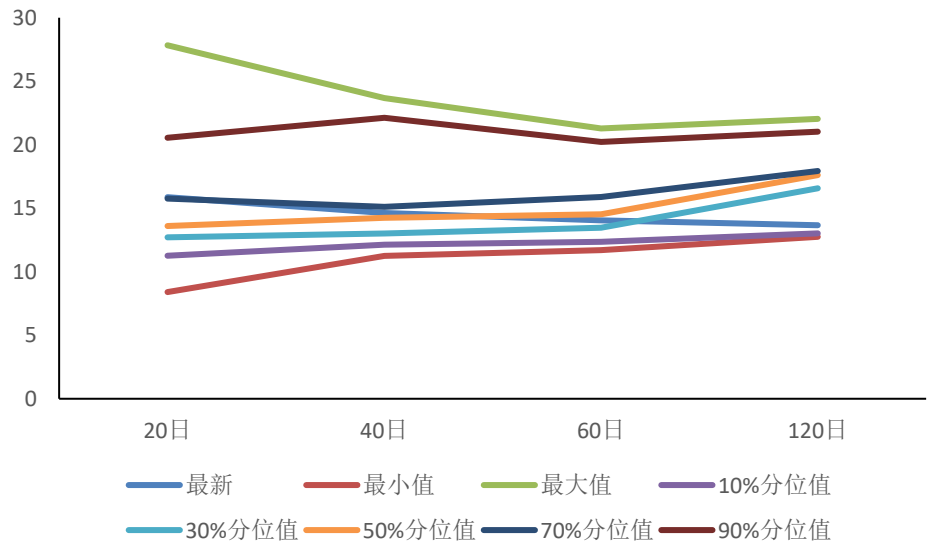
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 39: 沪市 500ETF 历史波动率锥



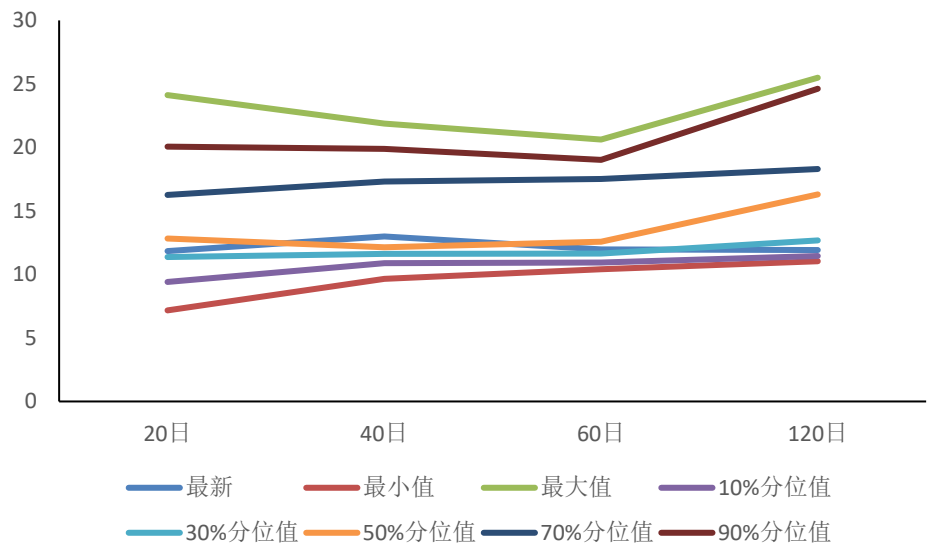
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 40: 深市 300ETF 历史波动率锥



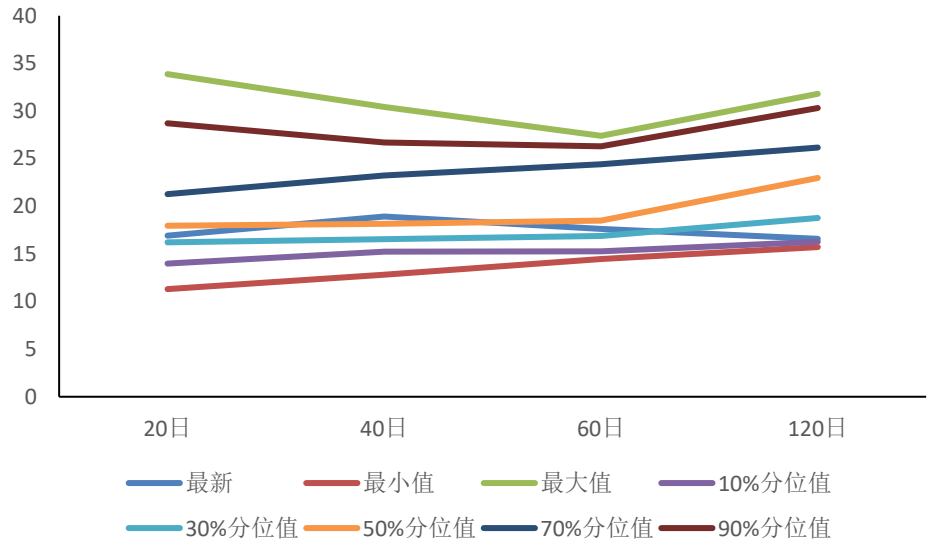
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 41: 深市 500ETF 历史波动率锥



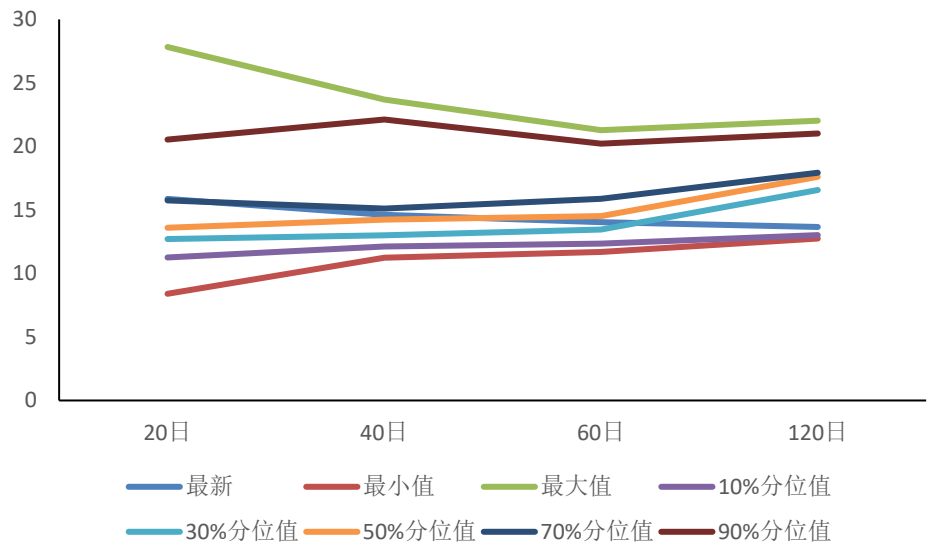
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 42: 创业板 ETF 历史波动率锥



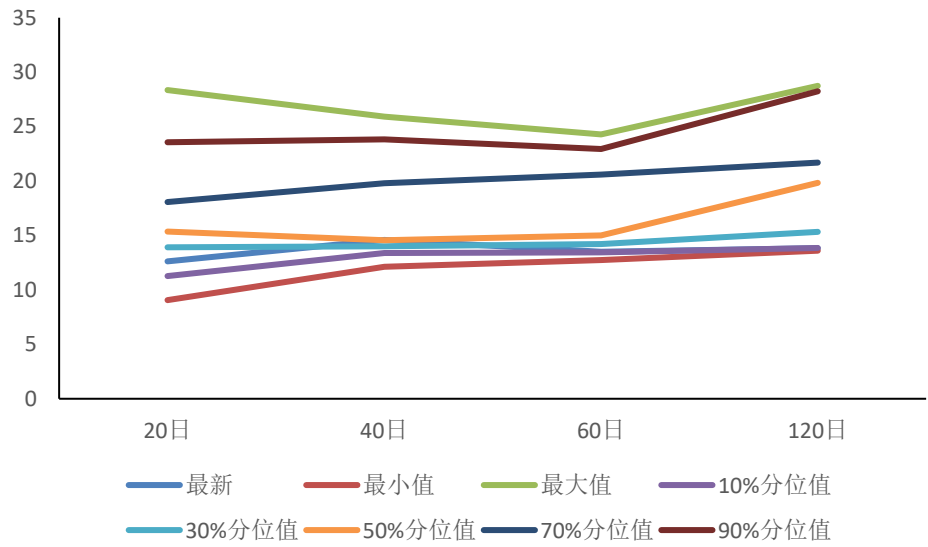
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 43: 沪深 300 历史波动率锥



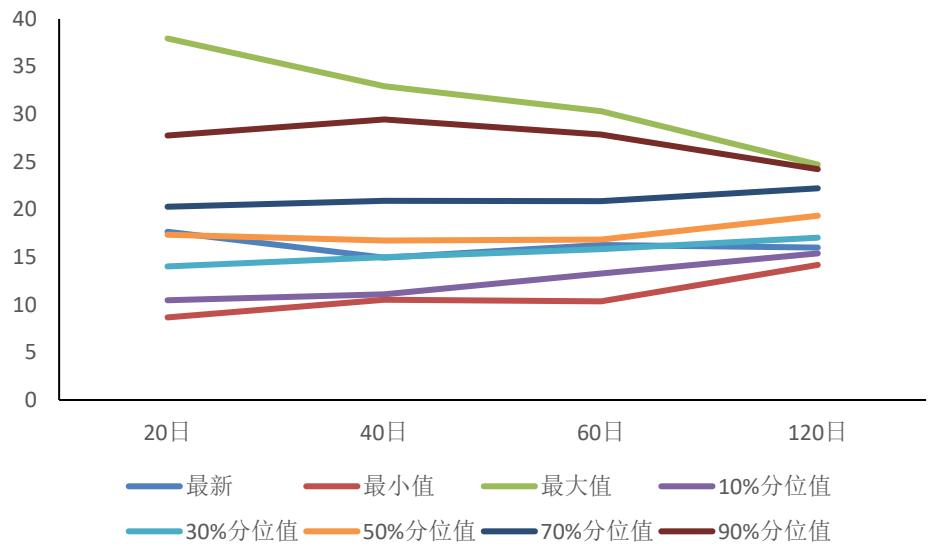
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 44: 中证 1000 历史波动率锥



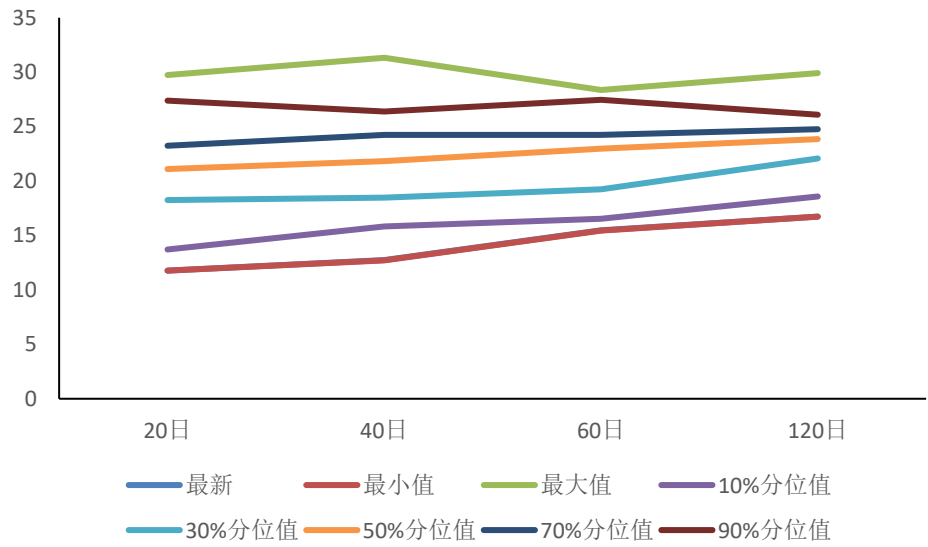
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 45: 沪铜历史波动率锥



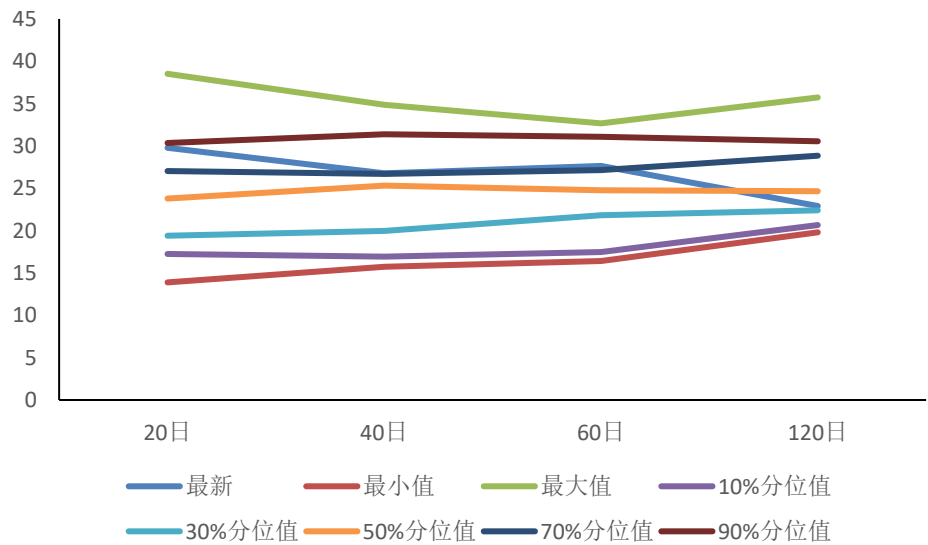
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 46: 沪铝历史波动率锥



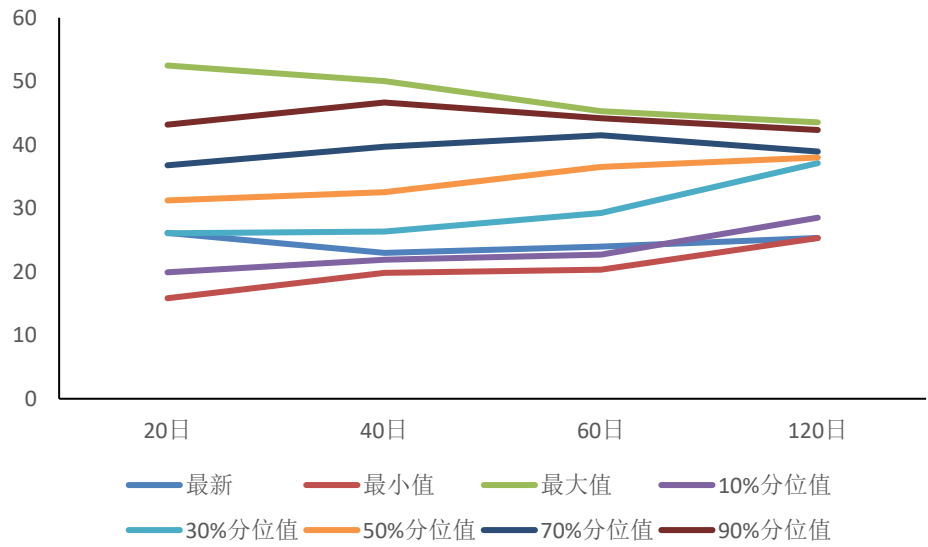
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 47: 甲醇历史波动率锥



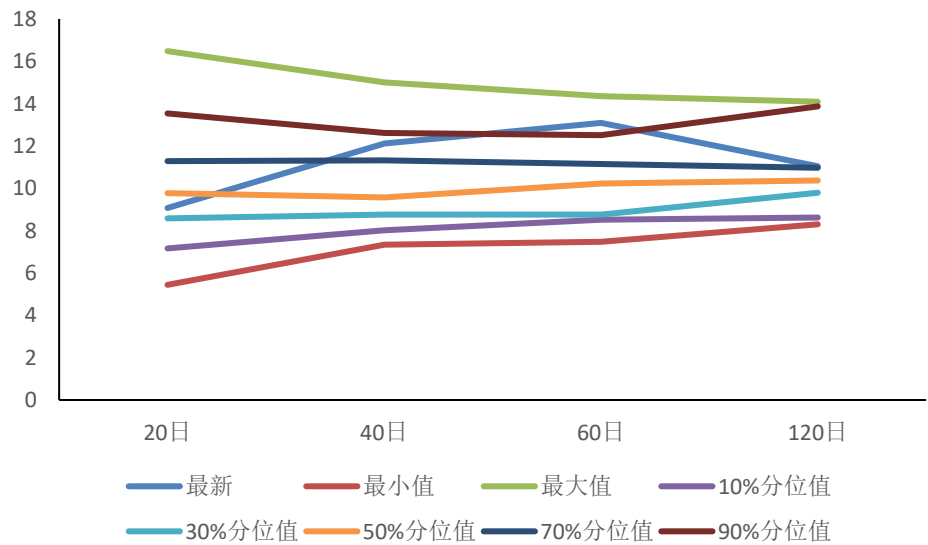
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 48: PTA 历史波动率锥



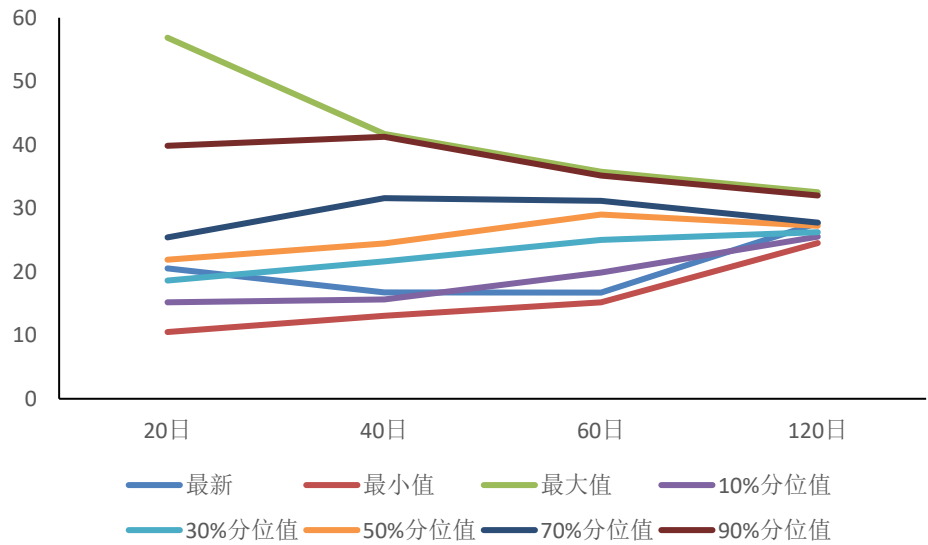
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 49: 黄金历史波动率锥



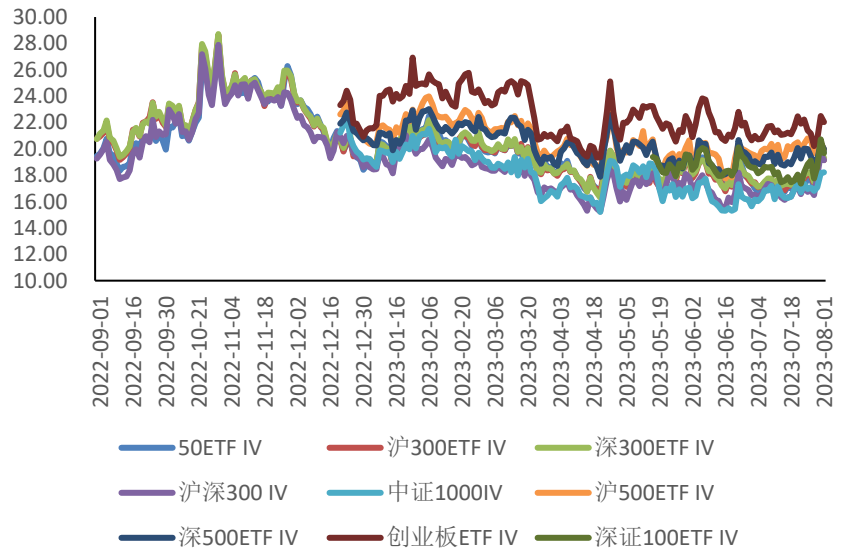
数据来源: wind, 兴证期货研发部

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

国内方面，市场开始交易弱复苏背景下的强政策预期，指数情绪面回暖，金融蓝筹股迎合政策预期短线反弹大涨。短线来看，上证 50 指数连续上涨后，日线级别乖离率扩大，两市成交量持续不足，近期或将重回震荡休整的局面。国外方面，美国利率市场预期显现出钟摆特征，表现在通胀下行与核心通胀黏性、衰退预期与就业劳工市场韧性之间的拉锯，因此，美国市场目前尚未形成合力的一致方向共振，依旧维持震荡为主。

金融期权方面，上证 50 系列期权的成交量增幅较明显，成交 PCR 值偏低，持仓 PCR 值陡升，反映该期权品种多头情绪占优，因指数大涨致使认沽合约普遍虚值化，致使认沽持仓被动走高。上证 50 指数经过七月底的一波急涨后，短线乖离率较大，对于政策预期的情绪终将回归基本面现实，此前积聚的多头情绪缺乏持续性，大概率步入休整阶段。预计 8 月份以缩量震荡为主。7 月底上证 50 指数系列期权隐波短线大幅上升。隐波期限结构呈现近月高于远月的偏斜结构。短多情绪面刺激市场升波预期，持续性有待观察，由于日线级别乖离率扩大，指数滞涨，成交量环比下降，恐重回震荡局面，隐含波动率同样滞涨，指数持续升波空间有限，我们认为 8 月份或将重回震荡降波局面。

商品期权方面，铜、铝期权成交量环比上个月减少，成交 PCR 与持仓 PCR 值

重心下移，空头情绪回落，标的偏震荡，认沽期权成交与持仓均低迷。甲醇与 PTA 期权成交量与持仓量环比变化不大，二者近几个月呈 V 型走势，情绪面由空转多，震荡上涨趋势，多头情绪占优。豆粕期权持仓 PCR 大幅上升，因豆粕大涨致使认沽合约普遍虚值化，致使认沽持仓被动走高。我们认为当前铜铝期权震荡预期较强，成交量偏低，市场交易情绪低迷，预计 8 月份延续低量震荡局面；至于甲醇与 PTA 期权，当前反弹行情中，多方暂处于优势，但需要提防反弹受阻引起成交 PCR 比率反弹，空头情绪回升的情况。黄金期权成交环比增加，成交 PCR 重心下移，持仓 PCR 平稳，金价上方承压，缺乏持续上涨动能，延续高位震荡。波动率方面，铜铝期权波动率延续低波震荡局面，目前尚未出现较强的升波预期，量能偏低，震荡预期强化，我们认为铜铝期权后市延续低波低量震荡行情。甲醇期权与 PTA 期权近期走势震荡向上，但是隐波变化不大，震荡局面下需要提防受阻回落。黄金期权波动率平稳，金价受到美国经济数据韧性与美债收益率倒挂衰退预期的双重影响，呈现高位震荡，波动率升幅有限。

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。