

## 预期落差与弱现实共振，隐波居高不下

兴证期货·研究咨询部

2023年8月14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，上周公布的经济数据普遍偏弱，成为压制指数反弹空间的重要因素，叠加市场关于地产债务违约以及部分信托产品潜在的兑付风险消息的影响，金融指数出现短线大跌行情。在此前政治局会议上，高层释放出的政策决心不变，当前市场处于强政策预期过后，预期落差与经济数据、消息面的利空共振，指数面临短线的调整压力。

金融期权方面，上周五指数短线大幅回踩，各品种金融期权的成交量单个交易日大增，但是成交PCR值反弹幅度一般，反映了市场多空博弈剧烈，尚未形成合力向下的市场情绪。上证50指数与沪深300指数仍然具有较强的估值支撑，既有支撑又受到经济现状压制，因此指数呈现出震荡特征。预计本轮利空情绪持续时间有限，关注急跌后的修复行情。金融期权隐含波动率与历史波动率延续反弹趋势，指数实际波动率与市场对于后市的升波预期居高不下，波动率数值居于今年以来偏高位置，市场仍然表现为剧烈的多空拉锯，从而形成了较强的升波预期，后市直到市场消息面与情绪面影响趋缓后，才会迎来新一轮降波周期。我们认为短期来看波动率维持阶段高位，延续宽幅震荡，中线重回降波周期。

商品期权方面，铜、铝期权品种的成交PCR值维持低位，数值处在近半年低值区域，特备是铝期权，成交PCR值与成交量低；甲醇期权与黄金期权成交PCR值反弹，市场空头情绪有所回升，但幅度不大，整体震荡局面不变。豆粕期权沽购比率回落，近期延续偏强的趋势，多头情绪占优。铜、铝、PTA期权的隐含波动率重心缓降，短端与长端降波共振，难现升波拐点。黄金期权低波震荡，美元指数延续反弹趋势，贵金属价格短线承压，但在美债收益率期限结构倒挂背景下，经济衰退的长端预期持续存在，成为贵金属的价格支撑；豆粕期权隐波上升斜率钝化，波动率上升空间有限，呈震荡上行趋势。

**风险因子：经济数据表现不佳、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-3.05%，沪市 300ETF 变化-3.02%，沪市 500ETF 变化-3.64%，深市 300ETF 变化-3.38%、深市 500ETF 变化-3.46%，创业板 ETF 变化-3.40%，深证 100ETF 变化-3.77%，上证 50 指数变化-3.02%、沪深 300 变化-3.39%、中证 1000 指数变化-3.53%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 9.81、11.73、22.89、35.12、31.25，五年周期中对应的分位为 42.52%、23.23%、40.55%、38.19%、7.48%。

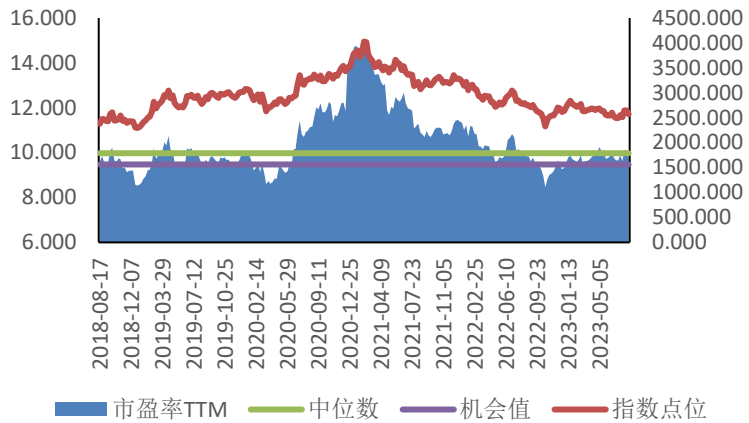
国内方面，7 月信贷与社融增量低于市场预期，出现较大幅度的回落。货币宽松进程会有波折，但在经济边际增速转强之前，总体宽松方向不会改变。此外，CPI 数据同比负增长，出口数据延续弱势，内外需乏力或将迫使管理层继续出台利好刺激政策。上周公布的经济数据普遍偏弱，成为压制指数反弹空间的重要因素，叠加市场关于地产债务违约以及部分信托产品潜在的兑付风险消息的影响，金融指数出现短线大跌行情。在此前政治局会议上，高层释放出的政策决心不变，当前市场处于强政策预期过后，预期差与经济数据、消息面的利空共振，指数面临短线的调整压力。

国外方面，继美联储 7 月加息后，市场延续着对于货币政策与财政政策的预期，其中，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.商品行情回顾与展望

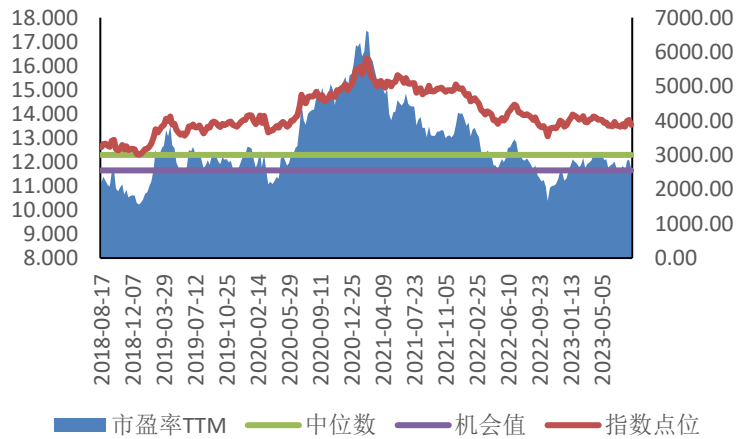
前一周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为-1.66%、-0.41%；甲醇、PTA 周度涨跌幅分别为 1.32%、1.17%；豆粕、黄金活跃合约周度涨跌幅为 3.17%、0.26%。上周铜铝价格波动区间收窄，缩量震荡；甲醇、PTA 反弹，成交量未有效放大，区间震荡局面；贵金属窄幅震荡，美国经济韧性较强，黄金价格整体上维持阶段高位区间震荡局面。豆粕价格维持偏强势头，减产预期支撑豆粕价格。

图 1：上证 50 指数估值（市盈率-TTM）



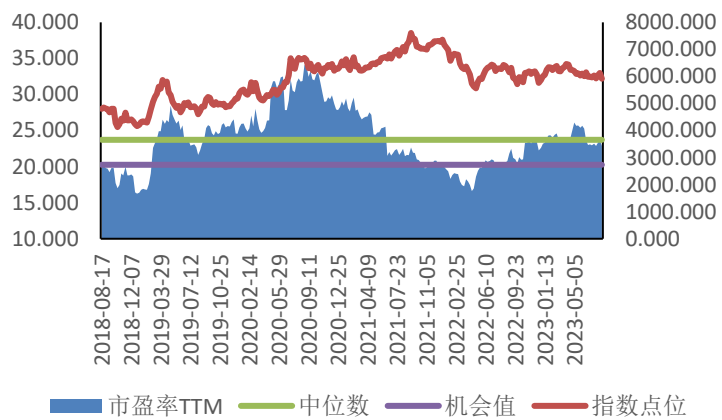
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 2：沪深 300 指数估值（市盈率-TTM）



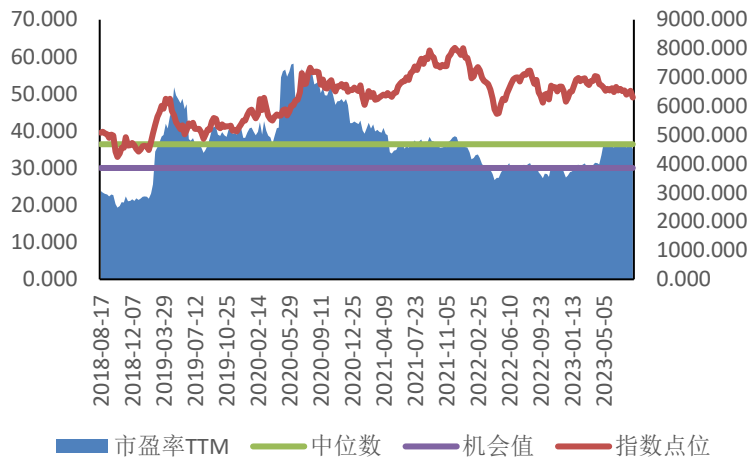
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 3：中证 500 指数估值（市盈率-TTM）



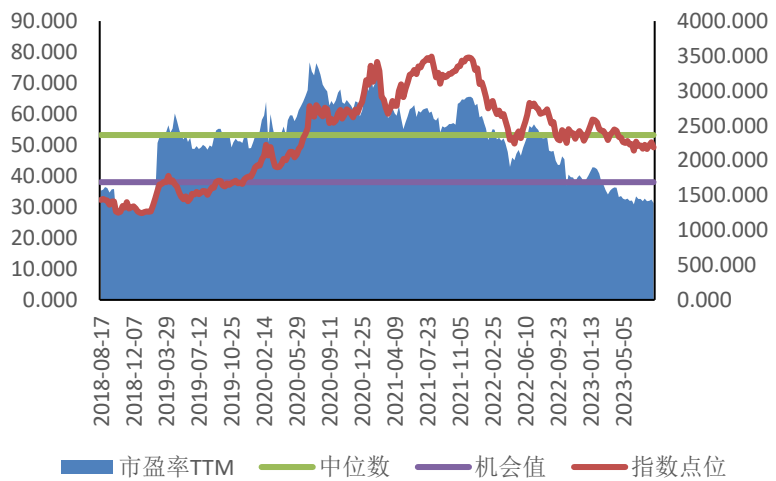
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率-TTM)



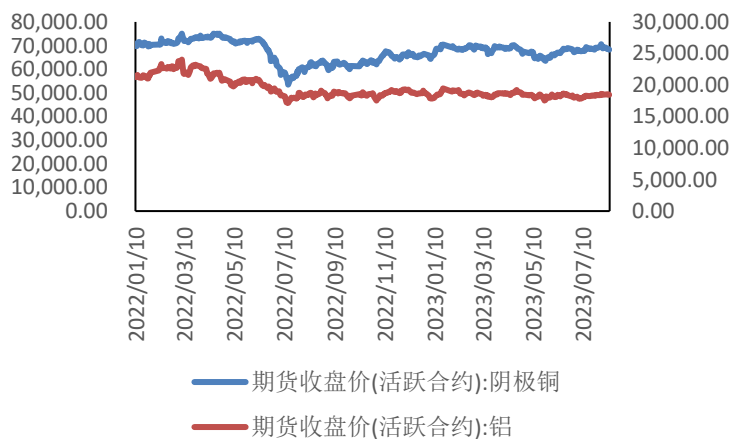
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 5: 创业板指数估值 (市盈率-TTM)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 6: 铜、铝活跃合约收盘价



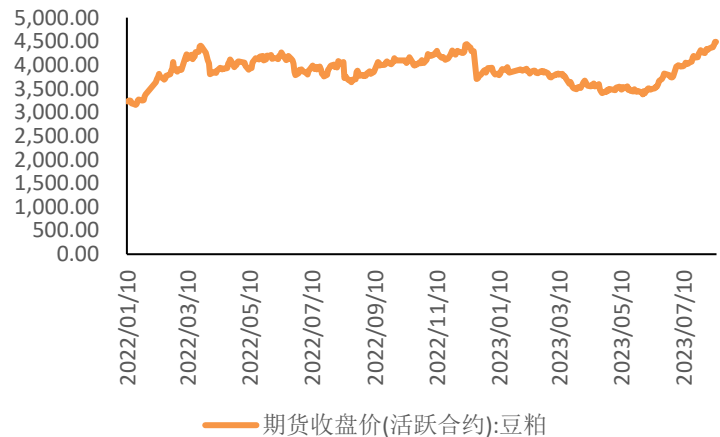
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 7: 聚丙烯、PTA、甲醇活跃合约收盘价



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 8: 豆粕活跃合约收盘价



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

## 二、期权成交与 PCR (认沽/认购)

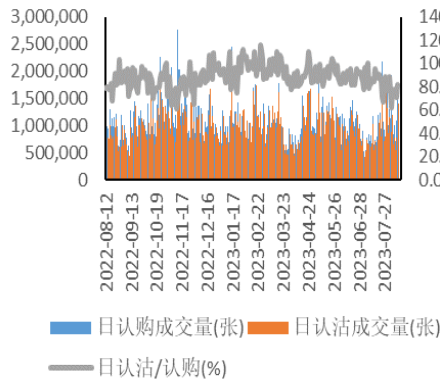
### 1. 金融期权

金融期权中, 近期由于利好与利空接踵而至, 致使情绪面波动较大, 上周五指数短线大幅回踩, 各品种金融期权的成交量单个交易日大增, 但是成交 PCR 值反弹幅度一般, 反映了市场多空博弈剧烈, 尚未形成合力向下的市场情绪。从本次急跌因素来看, 弱经济数据叠加市场利空消息传言共振, 但是缺乏持续动能, 上证 50 指数与沪深 300 指数仍然具有较强的估值支撑, 既有支撑又受到经济现状压制, 因此指数呈现出震荡特征。预计本轮利空情绪持续时间有限, 关注急跌后的修复行情。

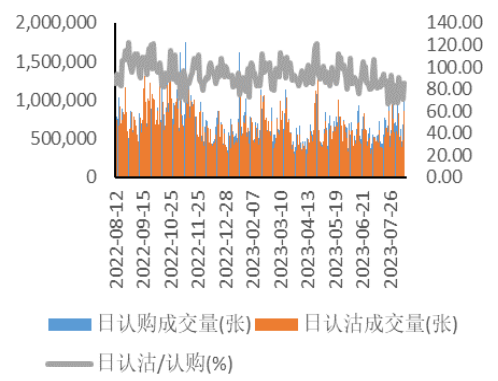
### 2. 商品期权

商品期权方面，铜、铝期权品种的成交 PCR 值维持低位，数值处在近半年低位区域，特备是铝期权，成交 PCR 值与成交量低；甲醇期权与黄金期权成交 PCR 值反弹，市场空头情绪有所回升，但幅度不大，整体震荡局面不变。豆粕期权沽购比率回落，近期延续偏强的趋势，多头情绪占优。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

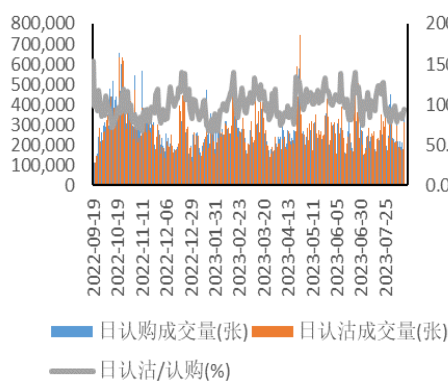


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

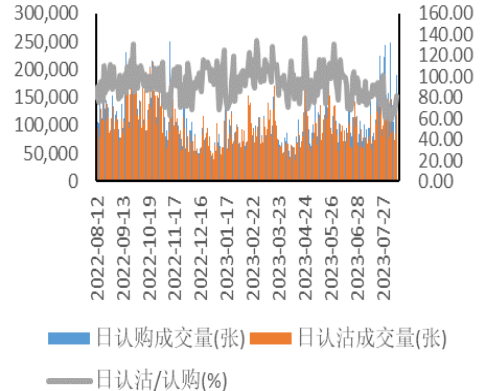


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

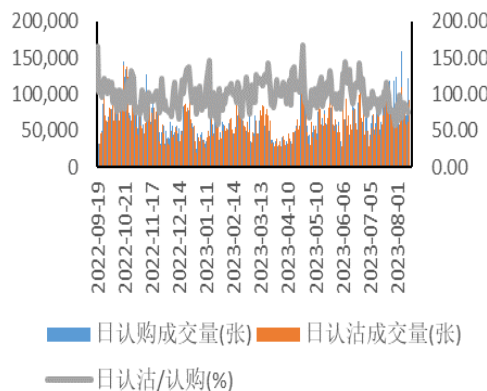


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

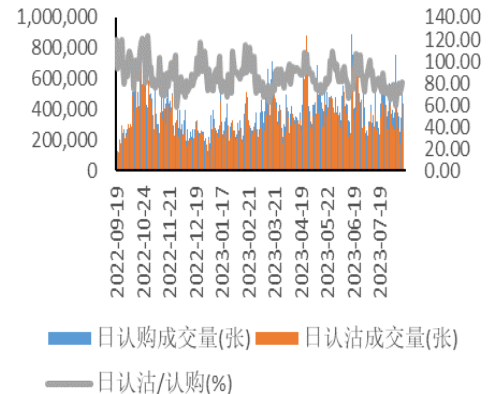


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

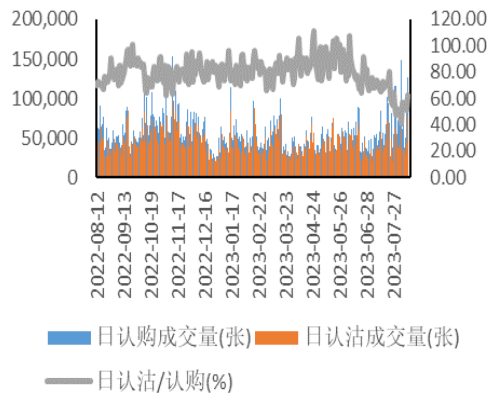


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

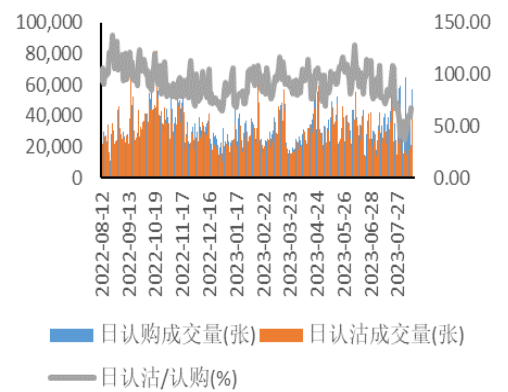


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

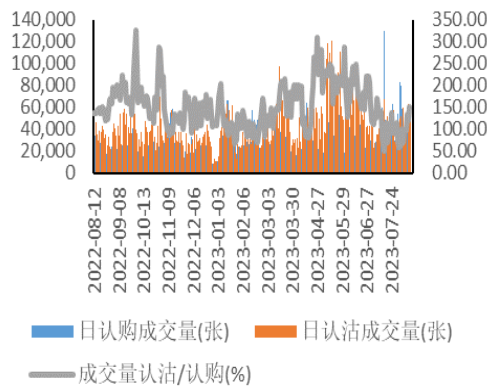


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

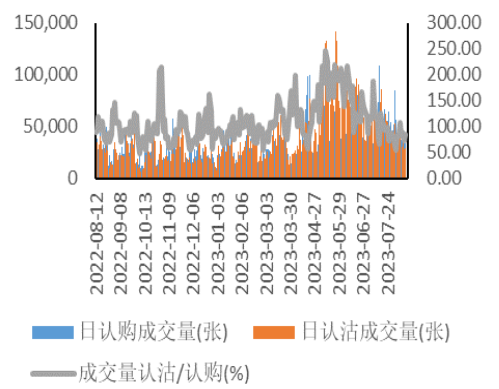


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 17: 沪铜期权 PCR

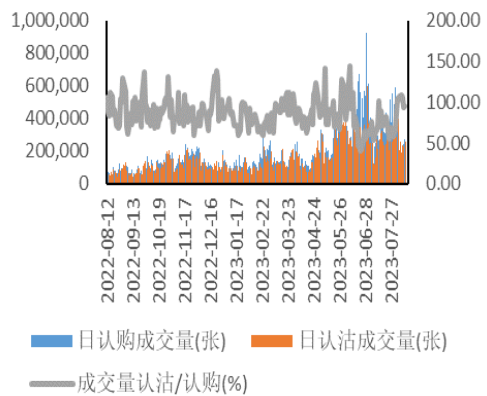


图表 18: 沪铝期权 PCR

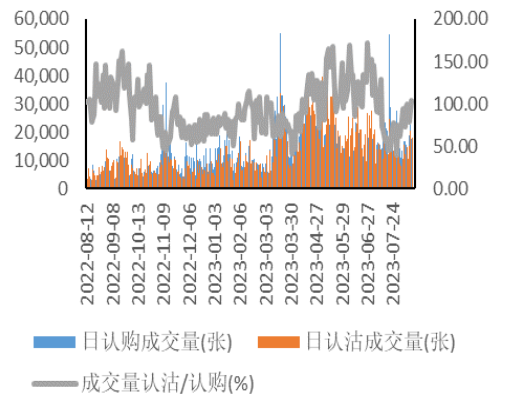


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 19: 甲醇期权 PCR

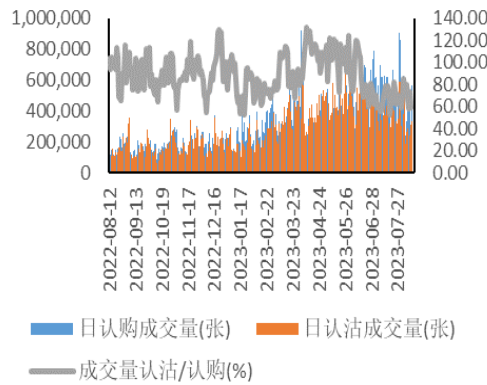


图表 20: 沪金期权 PCR

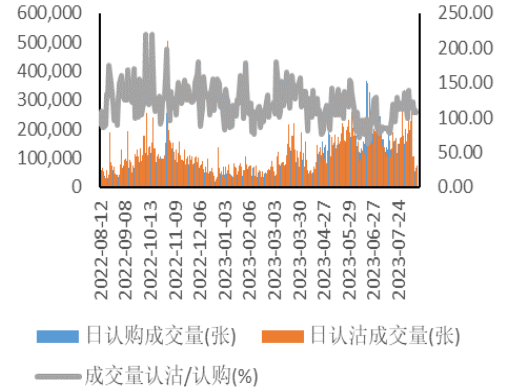


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 21: PTA 期权 PCR



图表 22: 豆粕期权 PCR



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

### 三、期权波动率分析

#### 1.金融期权

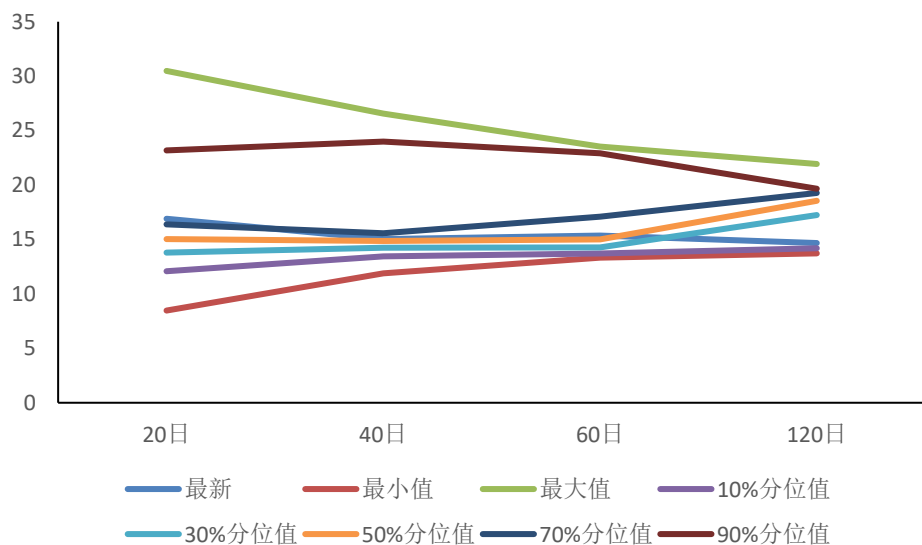
波动率方面, 金融期权隐含波动率与历史波动率延续反弹趋势, 受利好与利空因素的双重影响, 指数实际波动率与市场对于后市的升波预期居高不下, 波动率数值居于今年以来偏高位置, 市场仍然表现为剧烈的多空拉锯, 从而形成了较强的升波预期, 本周市场或将延续升波预期, 重点关注高层对于弱经济数据的政策切入, 直到市场消息面与情绪面影响趋缓后, 才会迎来新一轮降波周期。我们认为短期来看波动率维持阶段高位, 延续宽幅震荡, 中线重回降波周期。

#### 2.商品期权

商品期权方面, 铜、铝、PTA 期权的隐含波动率重心缓降, 短端与长端降波共振, 难现升波拐点。黄金期权低波震荡, 美元指数延续反弹趋势, 贵金属价格短线承压, 但在美债收益率期限结构倒挂背景下, 经济衰退的长端预期持续存在, 成为贵金属的价格支撑; 豆粕期权隐波上升斜率钝化, 波动率上升空间有限, 呈震荡上行趋势。

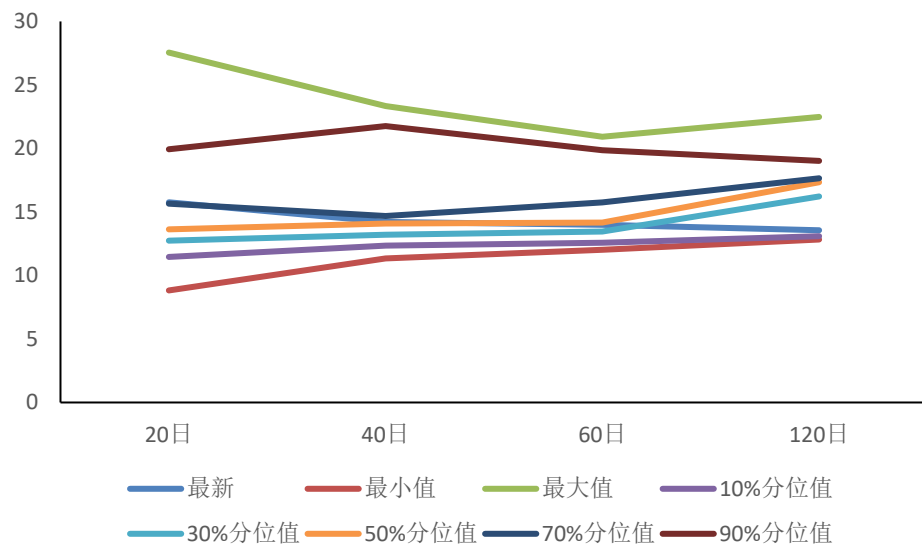


图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



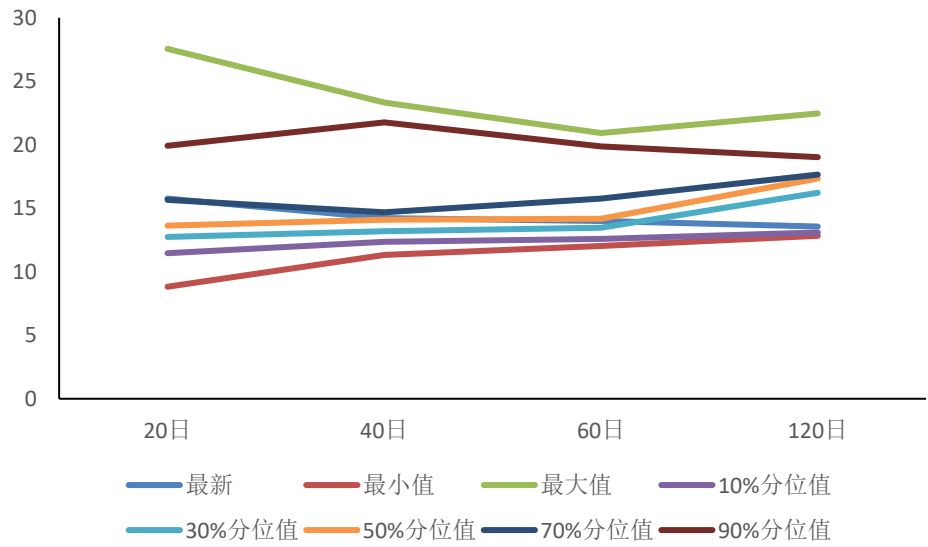
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



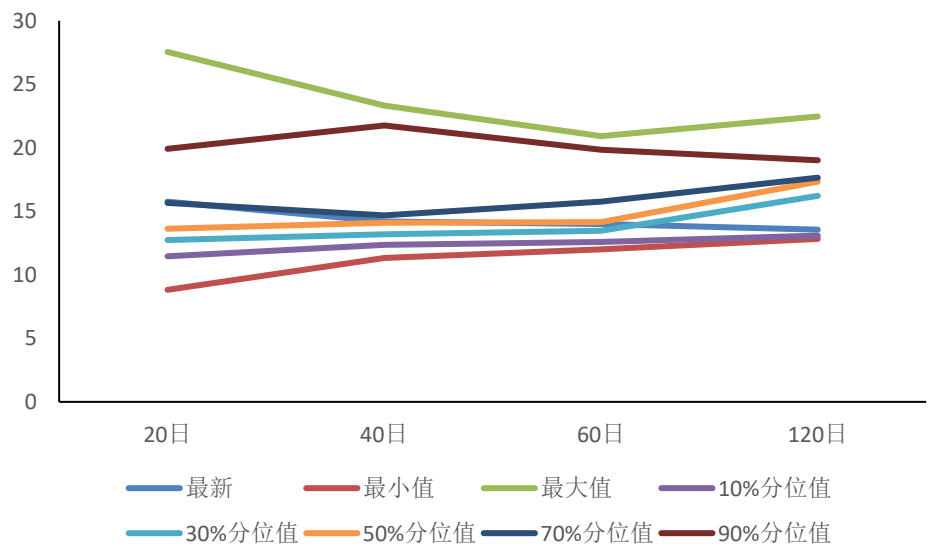
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



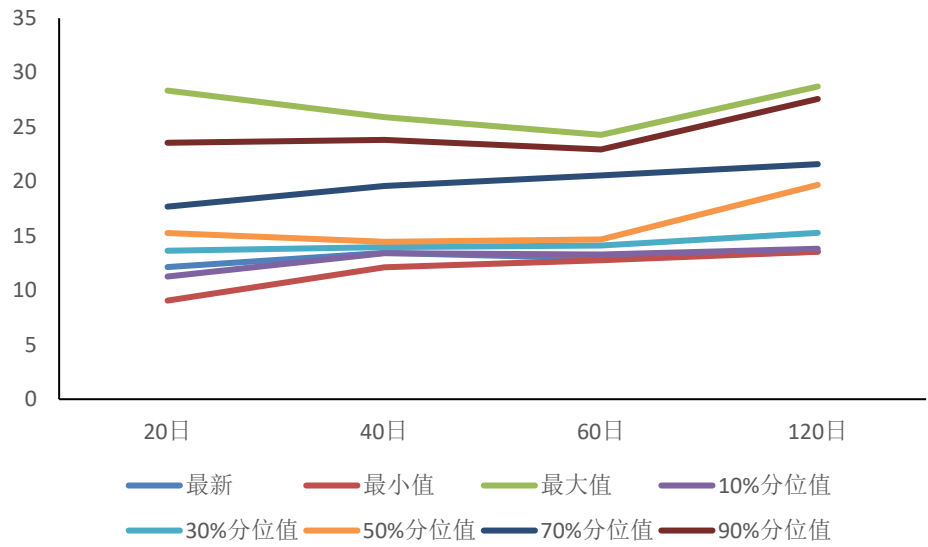
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



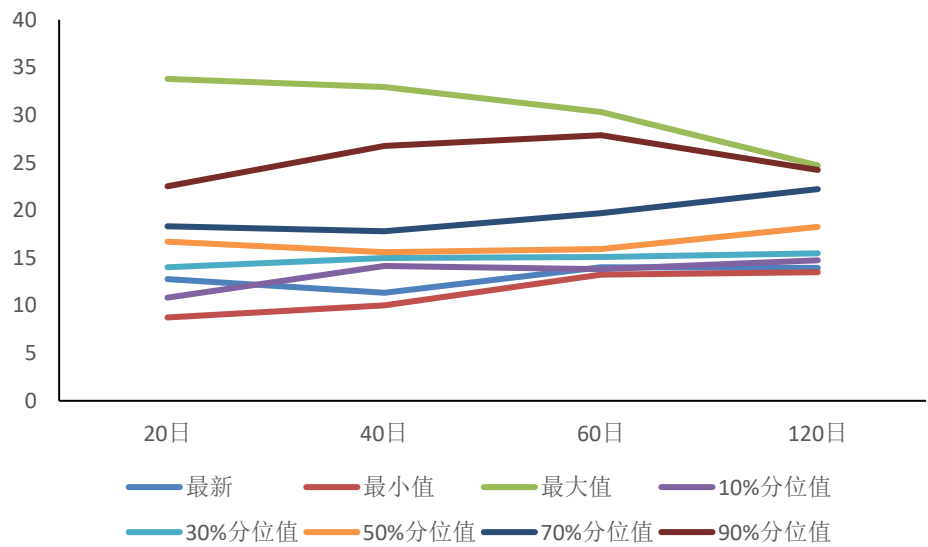
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



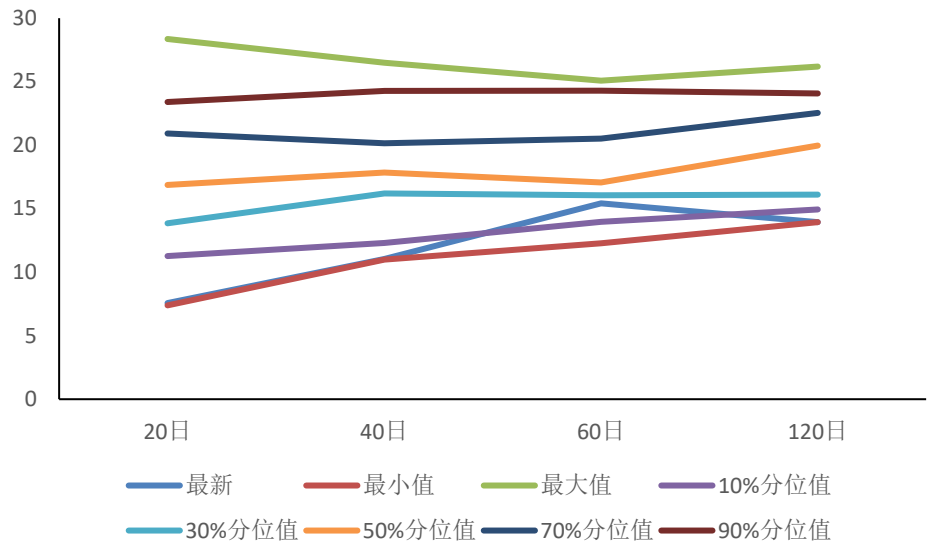
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 28: 沪铜历史波动率锥



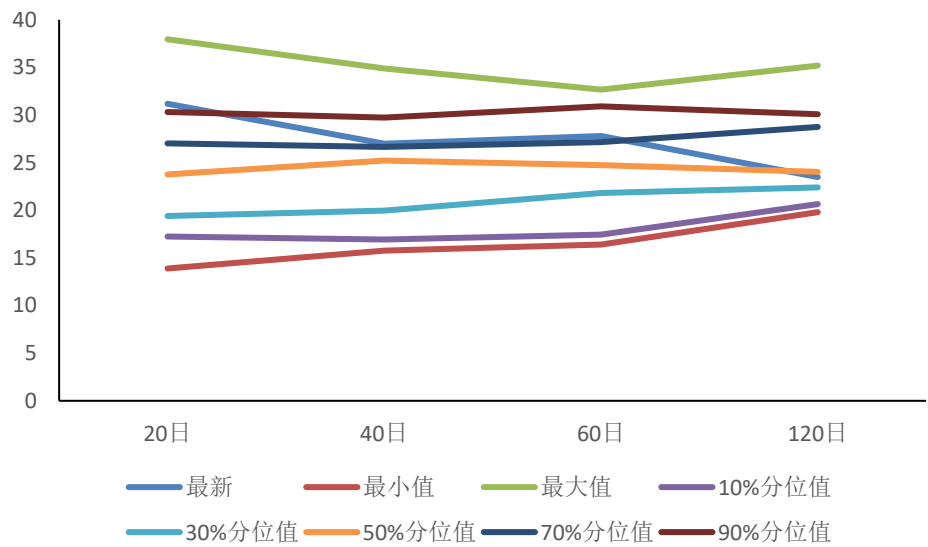
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 29：沪铝历史波动率锥



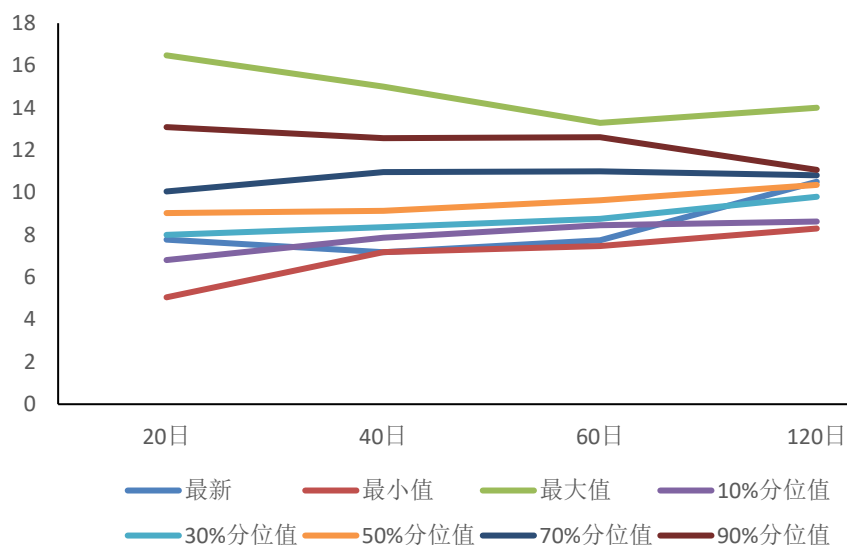
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 30：甲醇历史波动率锥



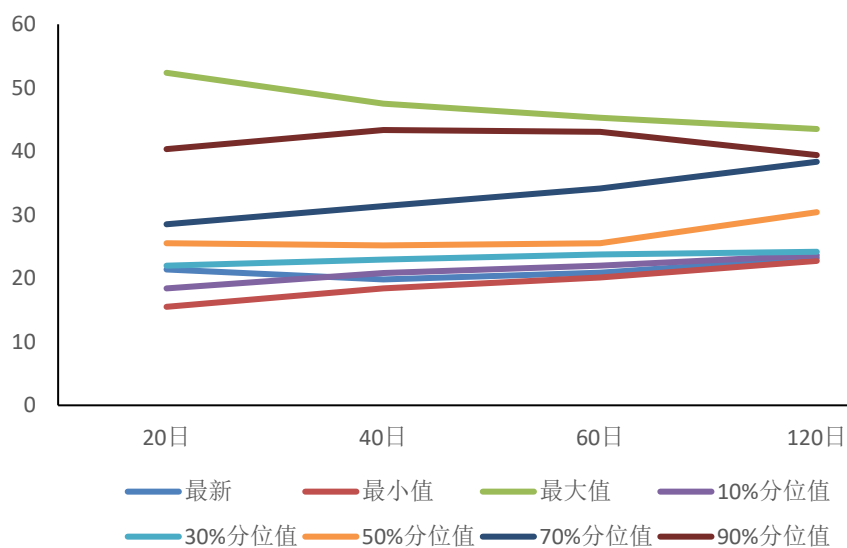
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31：沪金历史波动率锥



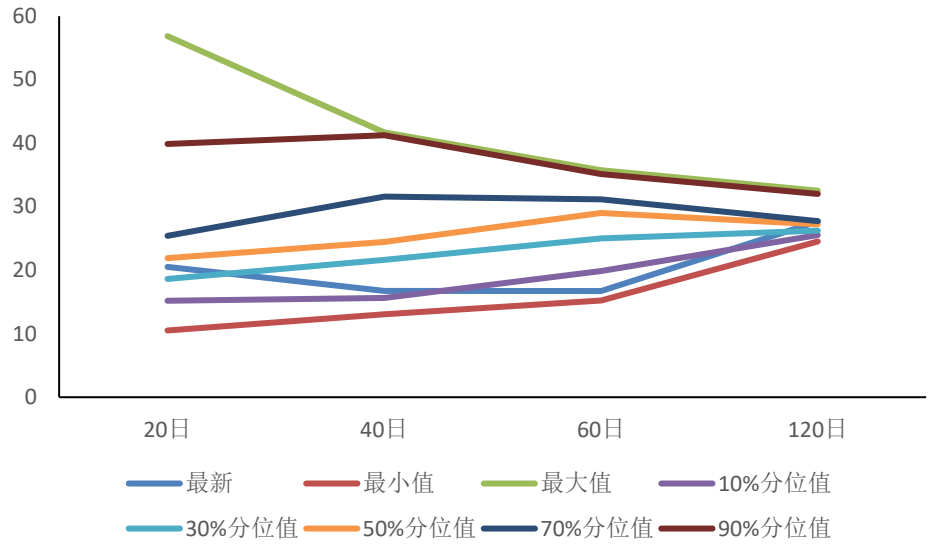
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31：PTA 历史波动率锥



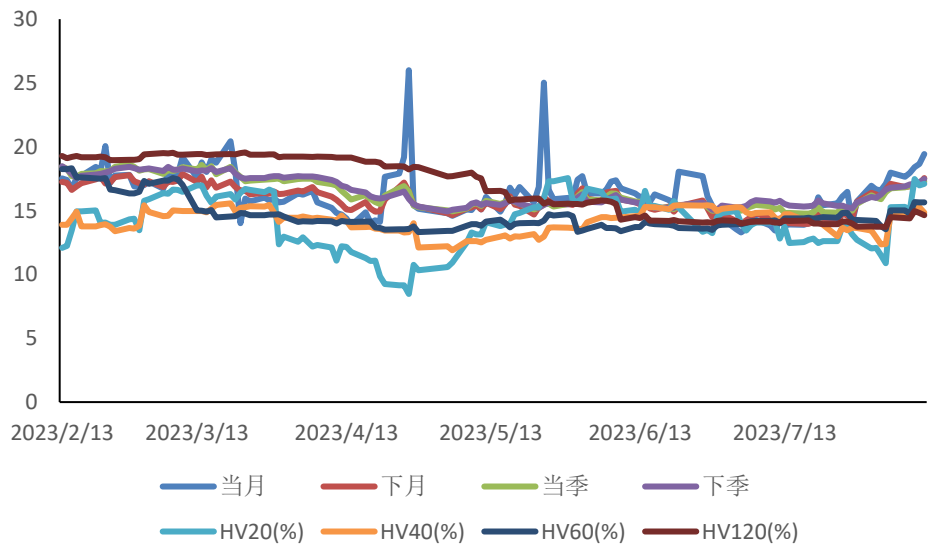
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 32：豆粕历史波动率锥



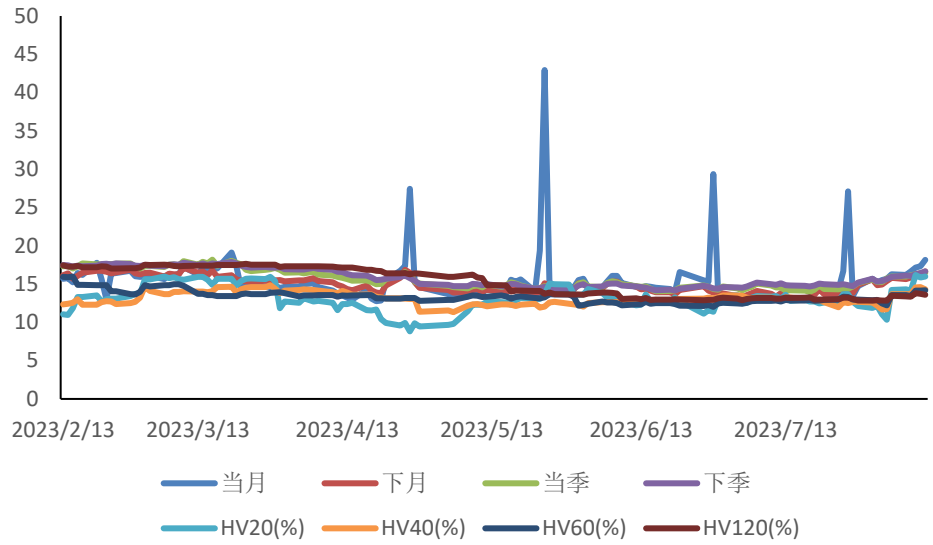
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 33：50ETF 期权隐含波动率走势



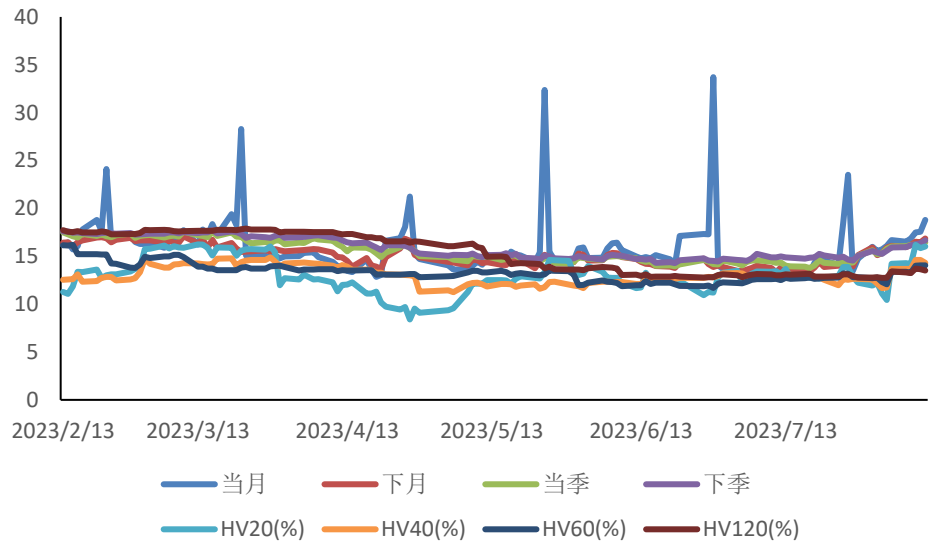
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 34: 300ETF 期权（沪）隐含波动率走势



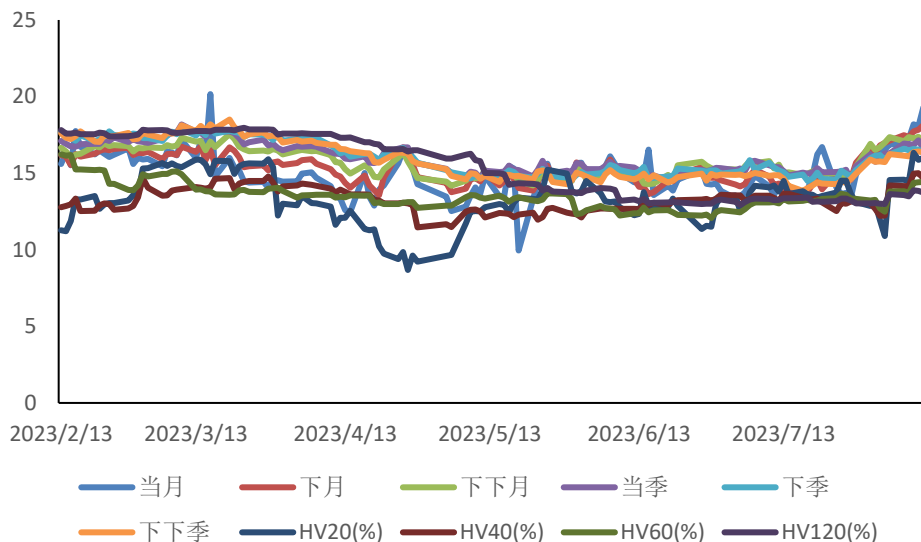
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 35: 300ETF 期权（深）隐含波动率走势



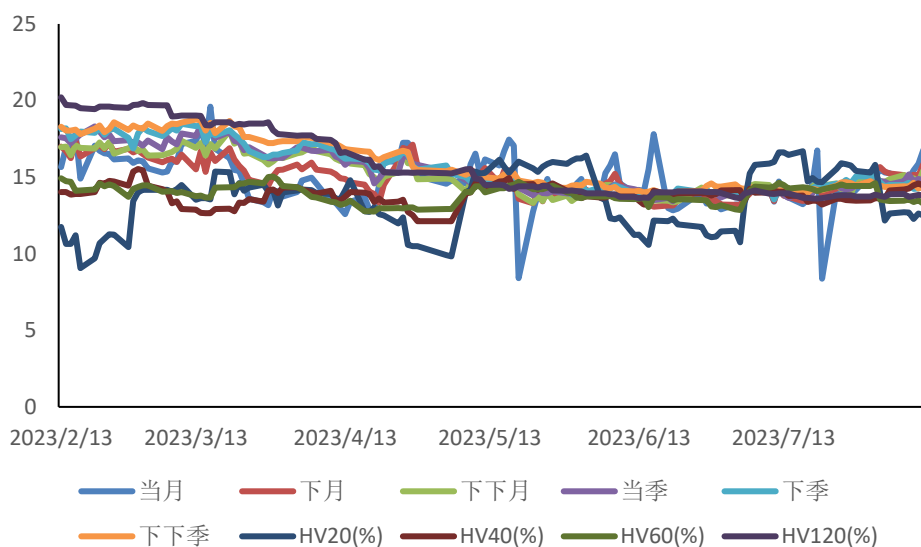
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

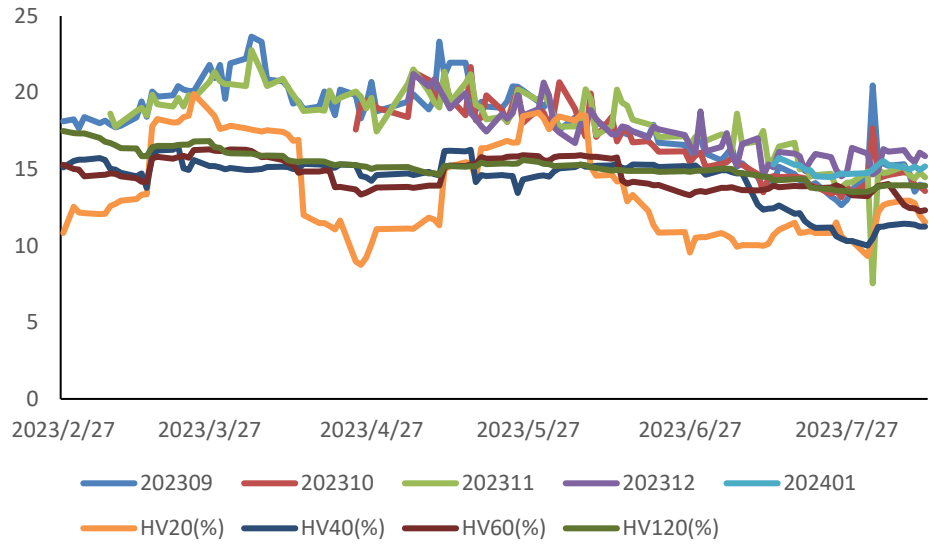
图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



数据来源: wind, 兴证期货研发部

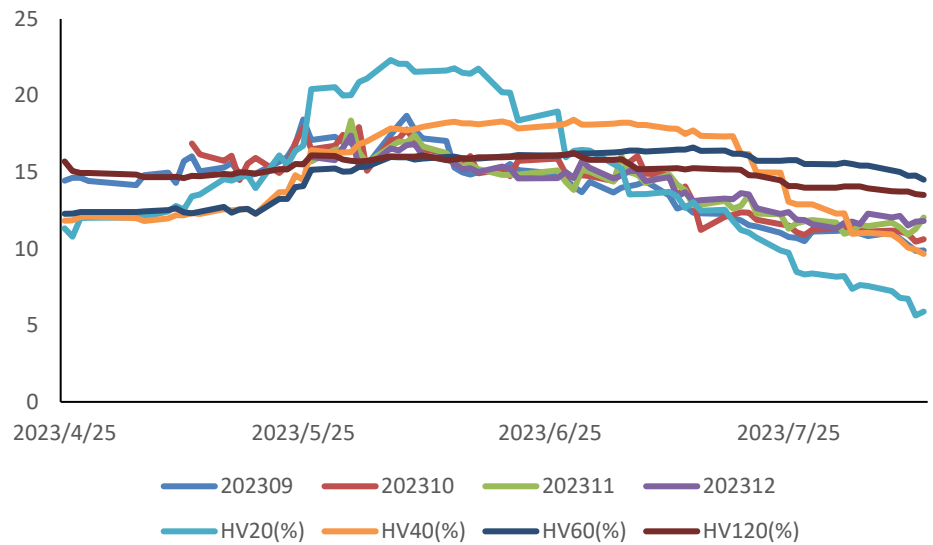


图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



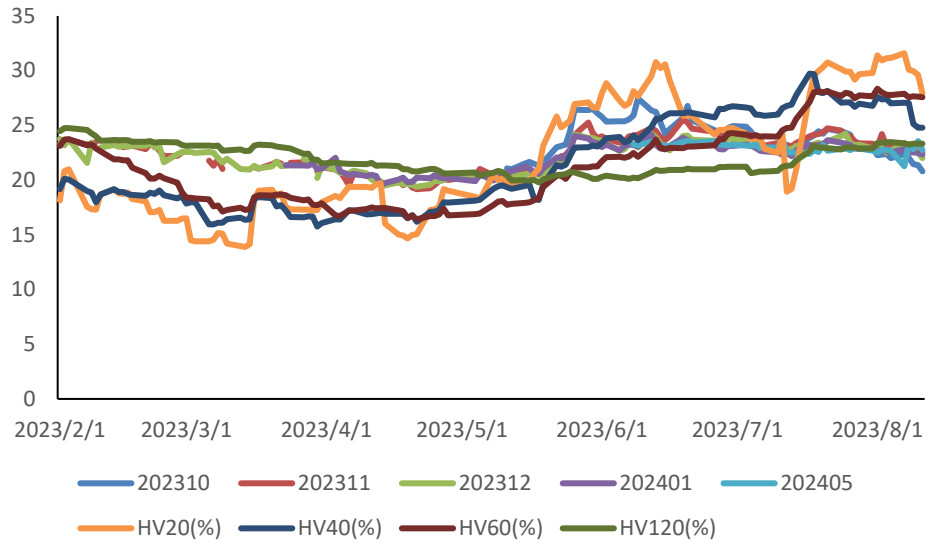
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



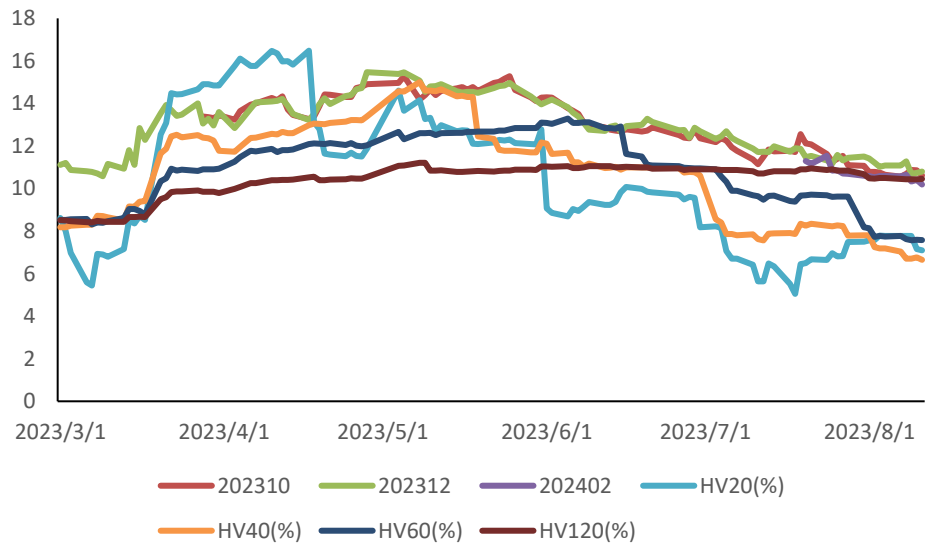
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



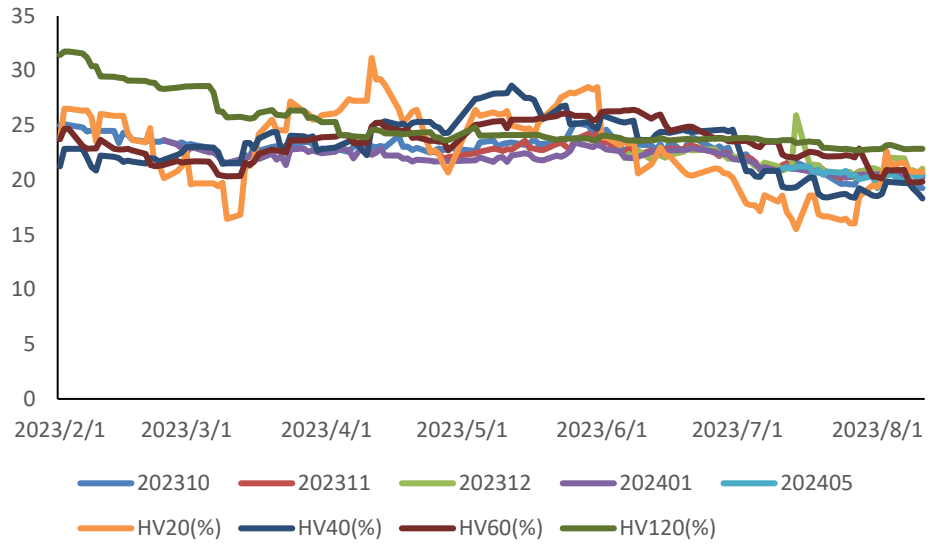
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 41: 沪金期权隐含波动率走势



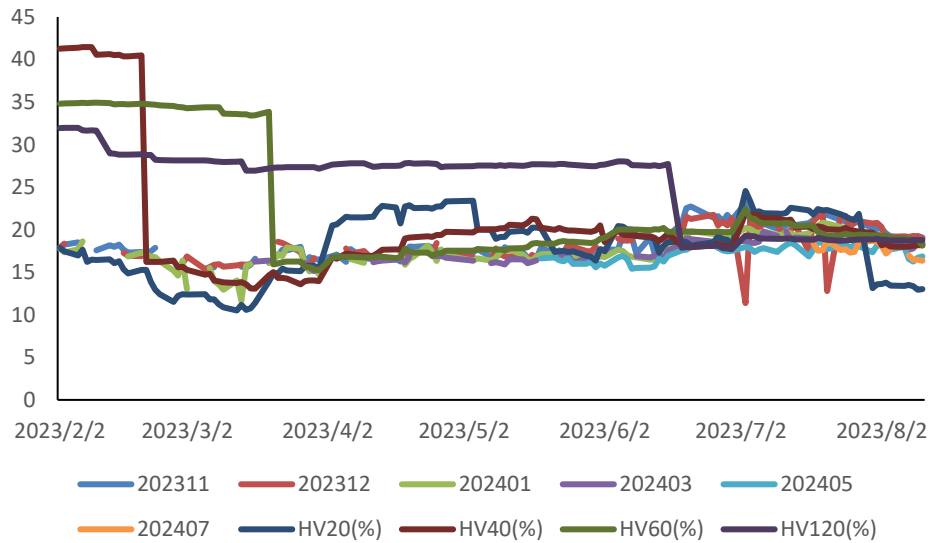
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 42: PTA 期权隐含波动率走势



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 43: 豆粕期权隐含波动率走势



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

## 四、总结与展望

国内方面，7月信贷与社融增量低于市场预期，出现较大幅度的回落，货币宽松进程会有波折，但在经济边际增速转强之前，总体宽松方向不会改变。CPI数据同比负增长，出口数据延续弱势，内外需乏力或将迫使管理层继续出台利好刺激政策。上周公布的经济数据普遍偏弱，成为压制指数反弹空间的重要因素，叠加市场关于地产债务违约以及部分信托产品潜在的兑付风险消息的影响，金融指数出现短线大跌行情。在此前政治局会议上，高层释放出的政策决心不变，当前市场处于强政策预期过后，预期差与经济数据、消息面的利空共振，指数面临短线的调整压力。美国方面，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，近期由于利好与利空接踵而至，致使情绪面波动较大，上周五指数短线大幅回踩，各品种金融期权的成交量单个交易日大增，但是成交PCR值反弹幅度一般，反映了市场多空博弈剧烈，尚未形成合力向下的市场情绪。从本次急跌因素来看，弱经济数据叠加市场利空消息传言共振，但是缺乏持续动能，上证50指数与沪深300指数仍然具有较强的估值支撑，既有支撑又受到经济现状压制，因此指数呈现出震荡特征。预计本轮利空情绪持续时间有限，关注急跌后的修复行情。金融期权隐含波动率与历史波动率延续反弹趋势，受利好与利空因素的双重影响，指数实际波动率与市场对于后市的升波预期居高不下，波动率数值居于今年以来偏高位置，市场仍然表现为剧烈的多空拉锯，从而形成了较强的升波预期，本周市场或将延续升波预期，重点关注高层对于弱经济数据的政策切入，直到市场消息面与情绪面影响趋缓后，才会迎来新一轮降波周期。我们认为短期来看波动率维持阶段高位，延续宽幅震荡，中线重回降波周期。

商品期权方面，铜、铝期权品种的成交PCR值维持低位，数值处在近半年低值区域，特别是铝期权，成交PCR值与成交量低；甲醇期权与黄金期权成交PCR值反弹，市场空头情绪有所回升，但幅度不大，整体震荡局面不变。豆粕期权沽购比率回落，近期延续偏强的趋势，多头情绪占优。铜、铝、PTA期权的隐含波动率重心缓降，短端与长端降波共振，难现升波拐点。黄金期权低波震荡，美元指数延续反弹趋势，贵金属价格短线承压，但在美债收益率期限结构倒挂背景下，经济衰退的长端预期持续存在，成为贵金属的价格支撑；豆粕期权隐波上升斜率钝化，波动率上升空间有限，呈震荡上行趋势。

## 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，兴证期货研究咨询部不承担责任。

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咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。