

长假效应显现，节前低量低波震荡

兴证期货·研究咨询部

2023年9月25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，工业、投资、消费数据整体好于预期，经济筑底迹象显著，基本面回暖支撑国内股市，中长期来看，指数下探空间有限，随着基本面筑底，各项经济数据触底反弹，指数长期震荡向好。短线来看，临近中秋国庆长假期，市场资金观望情绪浓厚，节前大概率表现为低波低量行情，节后受益于经济复苏，有望走出中长期震荡上涨行情。在美联储一系列加息动作后，美国通胀水平持续回落，但是美国通胀下行速度趋缓、衰退预期与就业劳工市场韧性之间的拉锯，因此，美国股市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，伴随着期权标的指数缩量震荡磨底，期权市场成交量逐步萎缩，交易情绪下降。成交 PCR 值表现平稳。临近国庆长假期，期权成交量可能出现翘尾情况，即投资者为了应对长假期间的不确定性，倾向于在期权市场寻求对冲或者投机，从而节假日前短线刺激期权成交量回升。而长假期后首个交易日，通常情绪集中宣泄，期权成交量放大，呈现脉冲特征。金融期权隐含波动率重心下移，当前处于降波周期，标的指数下方强支撑，空头情绪对于金融期权隐波的刺激效果有限，短线来看，长假因素或将刺激隐波短线反弹，但是在指数基本面的支撑与压制共存的情况下，隐波反弹时间与空间均不足，因此，我们认为隐波整体将延续下降趋势，且长假短线扰动不改降波格局。

商品期权方面，铜、铝期权品种的成交 PCR 值环比下降，沪铜短线回落后，短空情绪衰减，震荡预期强化；甲醇期权与黄金期权成交 PCR 值回落，市场空头情绪下降，但幅度不大，整体震荡局面不变。豆粕期权沽购比率回落，近期呈现高位震荡，多头情绪整体占优。铜、铝、PTA 期权的隐含波动率重心缓降，铝期权隐波位于近几年低位，隐波下降空间有限，提防短线变盘刺激铝期权隐波回升。黄金期权低波震荡，金价位于高位，支撑与阻力并存，黄金期权隐波处在近几年低位，高价与低波并存，需要注意后市宏观事件变化对于隐波的刺激，减少黄金



期权义务仓敞口。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 1.46%，沪市 300ETF 变化 0.79%，沪市 500ETF 变化-0.03%，深市 300ETF 变化 0.75%、深市 500ETF 变化 0.05%，创业板 ETF 变化 0.51%，深证 100ETF 变化 0.56%，上证 50 指数变化 1.43%、沪深 300 变化 0.81%、中证 1000 指数变化-0.40%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 10.30、11.68、23.48、37.87、29.53，五年周期中对应的分位为 62.6%、20.08%、46.46%、58.27%、5.51%。

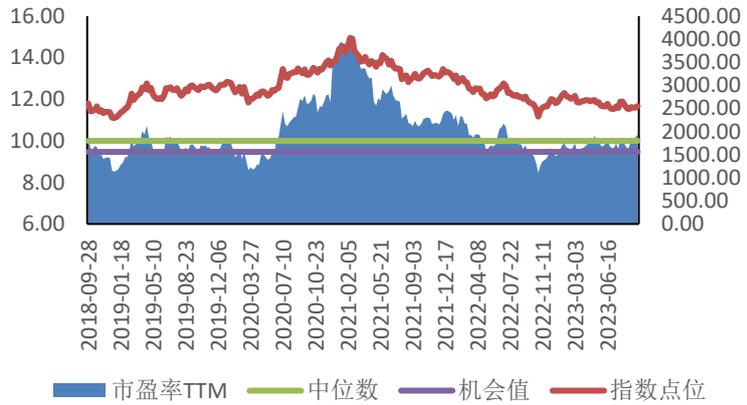
国内方面，8 月工业增加值同比 4.5%，前值 3.7%，预期 4.16%；固定资产投资同比 3.2%，前值 3.4%，预期 2.96%；社会消费品零售总额 4.6%，前值 2.5%，预期 3.54%。根据已公布的 8 月份重要经济数据，工业、投资、消费数据整体好于预期，经济筑底迹象显著，基本面回暖支撑国内股市，中长期来看，指数下探空间有限，随着基本面筑底，各项经济数据触底反弹，指数长期震荡向好。短线来看，临近中秋国庆长假，市场资金观望情绪浓厚，节前大概率表现为低波低量行情，节后受益于经济复苏，有望走出中长期震荡上涨行情。

国外方面，在美联储一系列加息动作后，美国通胀水平持续回落，截止到今年 9 月中旬，美国联邦基金利率达到 5.25%-5.5%。一方面，美通胀黏性迫使美联储坚定高息的态度，美国劳工市场、工资水平表现良好，支撑美国消费端，强化了通胀的黏性；另一方面，美国供给端走弱，美债收益率期限结构持续倒挂，衰退预期居高不下。表现在通胀下行速度趋缓、衰退预期与就业劳工市场韧性之间的拉锯，因此，美国股市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

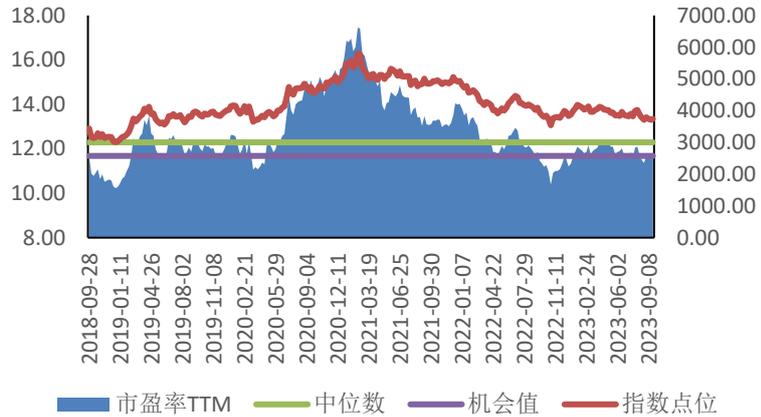
前一周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为-2.25%、1.47%；甲醇、PTA 周度涨跌幅分别为-0.86%、-2.10%；豆粕、黄金活跃合约周度涨跌幅为-2.46%、0.16%。上周铜价格回落，铝价格上涨，成交量未有效放大；甲醇、PTA 下跌，短线调整压力较大，贵金属价格高位震荡，美经济韧性较强，黄金价格整体上维持阶段高位区间震荡局面。豆粕价格阶段高位震荡，短期支撑较强。

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)



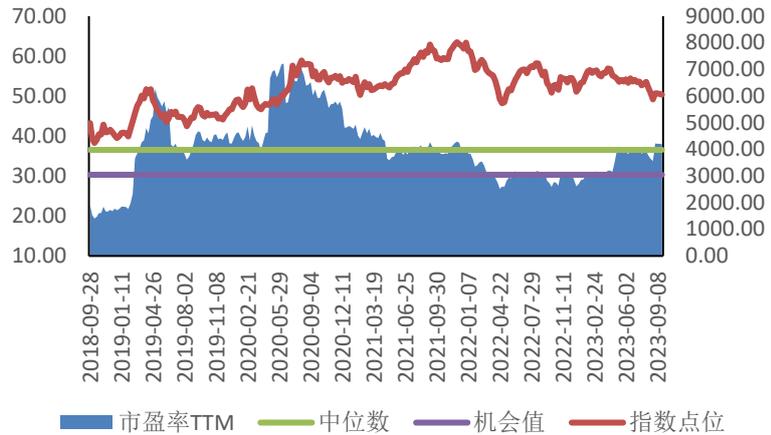
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 3: 中证 500 指数估值 (市盈率-TTM)



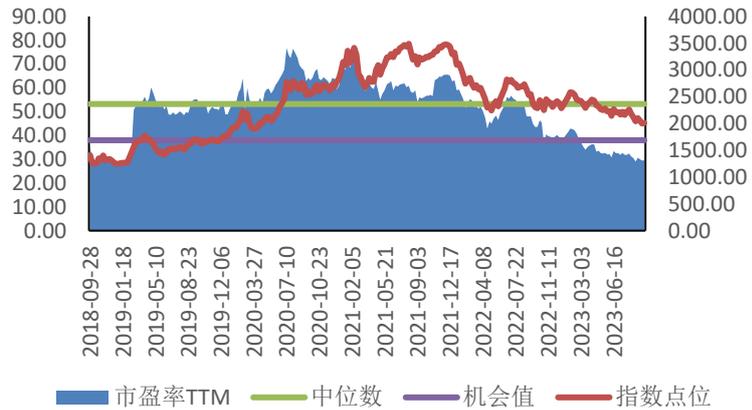
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率-TTM)



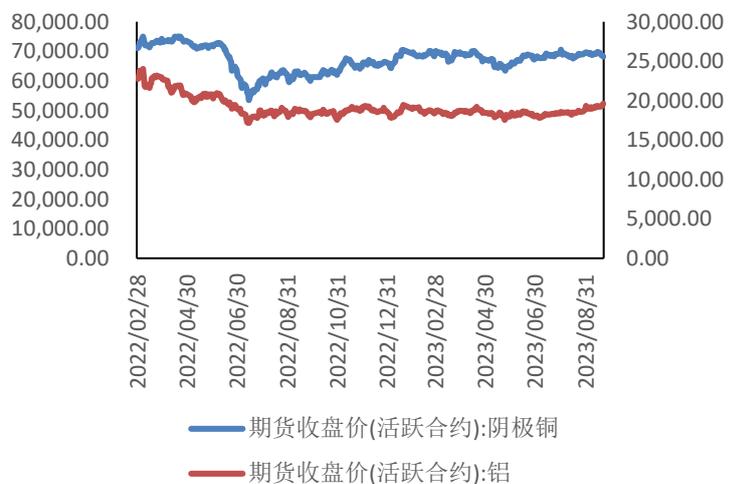
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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

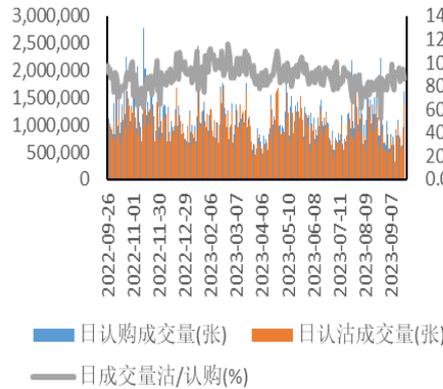
金融期权成交量普遍下降, 伴随着期权标的指数缩量震荡磨底, 期权市场成交量逐步萎缩, 交易情绪下降。成交 PCR 值表现平稳。临近国庆长假, 期权成交量可能出现翘尾情况, 即投资者为了应对长假期间的不确定性, 倾向于在期权市场寻求对冲或者投机, 从而节前短线刺激期权成交量回升。而长假期后首个交易日, 通常情绪集中宣泄, 期权成交量放大, 呈现脉冲特征。

2. 商品期权

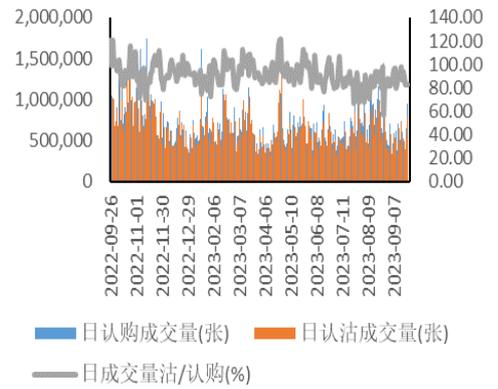
商品期权方面, 铜、铝期权品种的成交 PCR 值较低, 沪铜短空情绪较弱; 甲

醇期权成交 PCR 值拉升，认沽期权交易需求上升，市场空头情绪上升，但整体震荡局面不变。黄金期权成交量与成交 PCR 值回落，标的强支撑，空头情绪一般。本周需要重点关注国庆长假消息面对于大宗商品的短线刺激，减少义务仓裸露风险。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

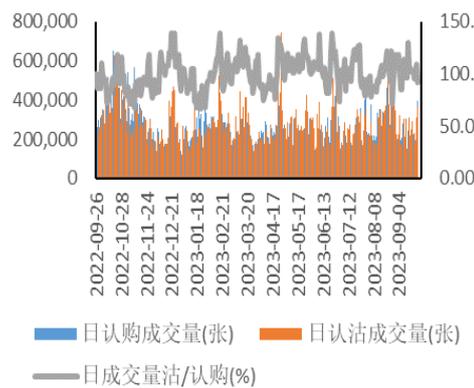


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

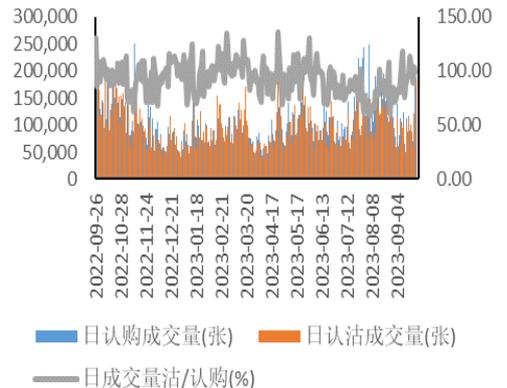


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

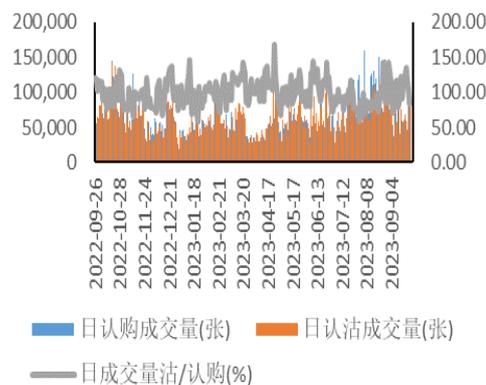


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

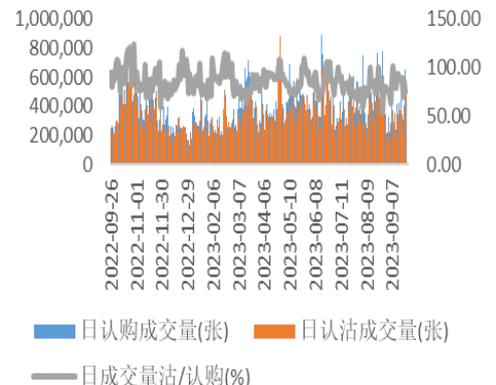


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

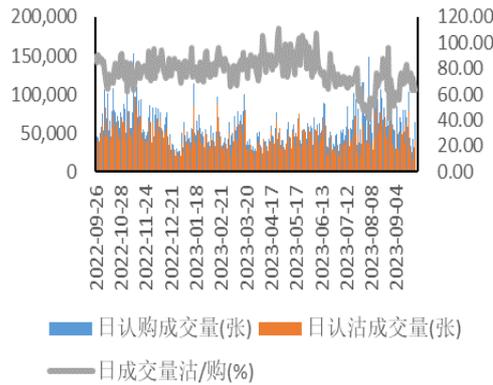


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

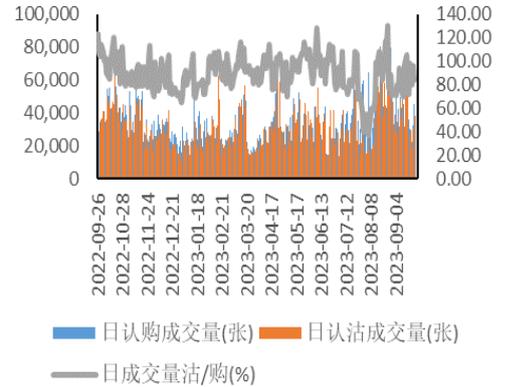


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

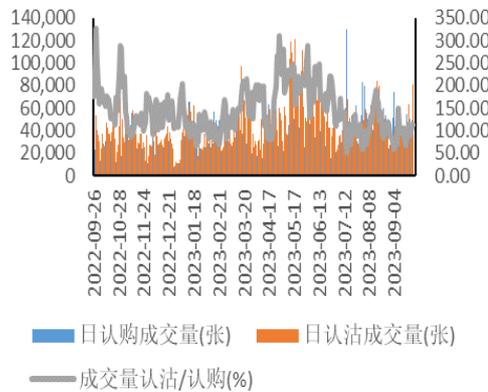


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

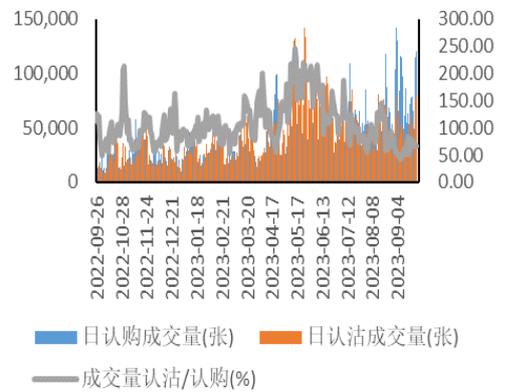


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 17: 沪铜期权 PCR

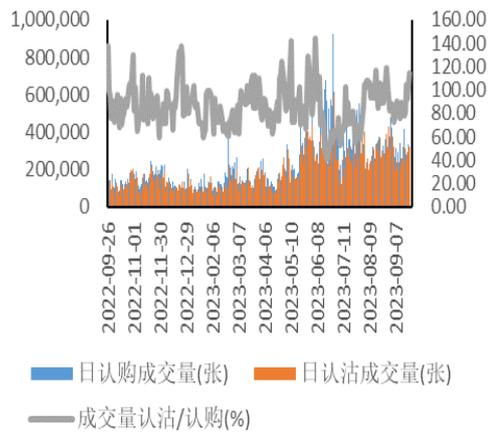


图表 18: 沪铝期权 PCR

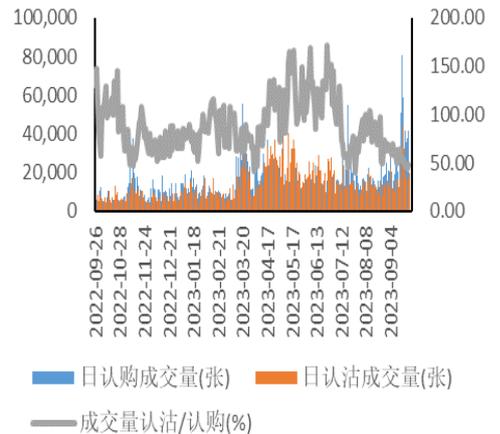


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 19: 甲醇期权 PCR

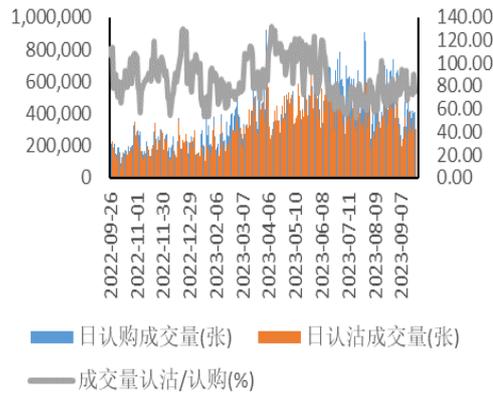


图表 20: 沪金期权 PCR

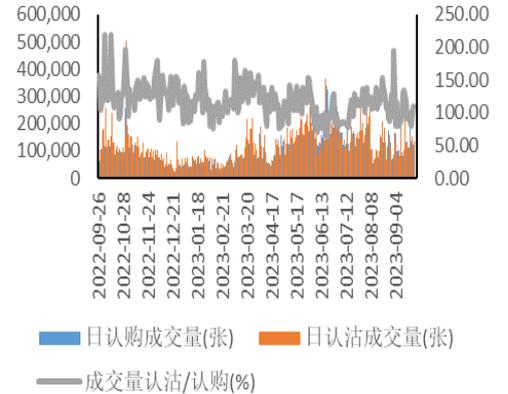


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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

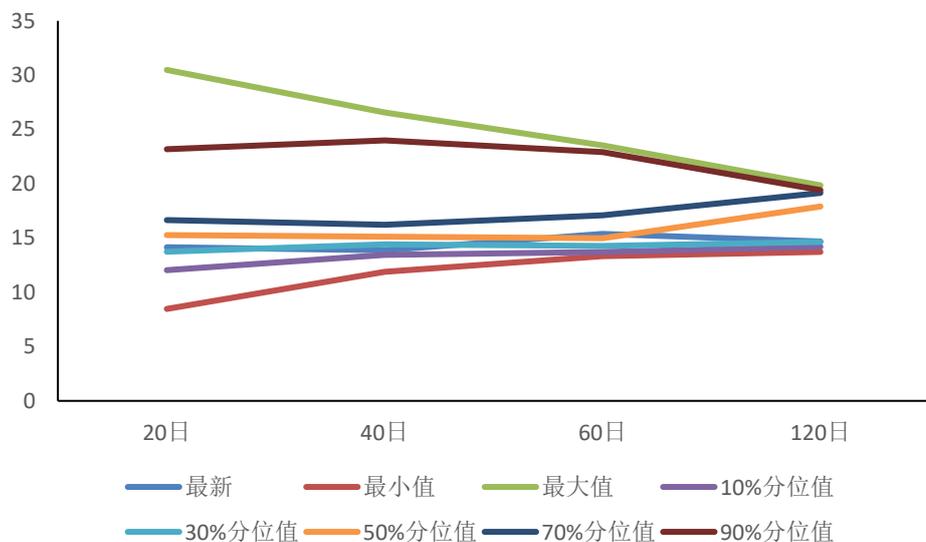
1. 金融期权

波动率方面，金融期权隐含波动率重心下移，继 8 月以来的升波周期后，当前处于降波周期，标的指数下方强支撑，空头情绪对于金融期权隐波的刺激效果有限，短线来看，长假因素或将刺激隐波短线反弹，但是在指数基本面的支撑与压制共存的情况下，隐波反弹时间与空间均不足，因此，我们认为隐波整体将延续下降趋势，且长假短线扰动不改降波格局。

2. 商品期权

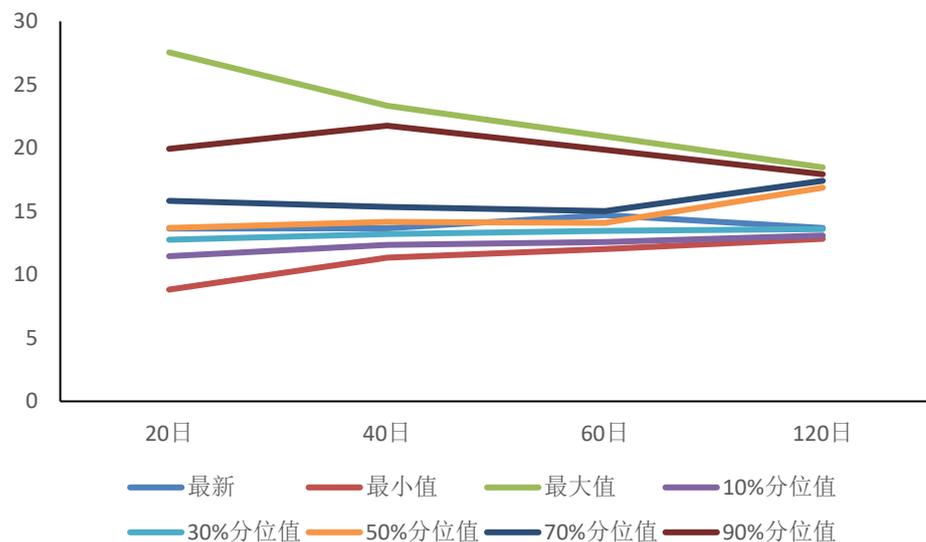
商品期权方面，甲醇、PTA 期权的隐含波动率上升，标的面临调整压力，叠加国庆长假不确定性上升，这两个品种的升波预期较强；黄金期权隐含波动率容易受到长假效应的影响，即国外宏观面、消息面对于黄金的扰动较大，将反映在黄金期权隐含波动率上，铜铝期权隐含波动率也出现了隐波回升的迹象，综合来看，本次国庆长假效应对于商品期权的扰动强于金融期权。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



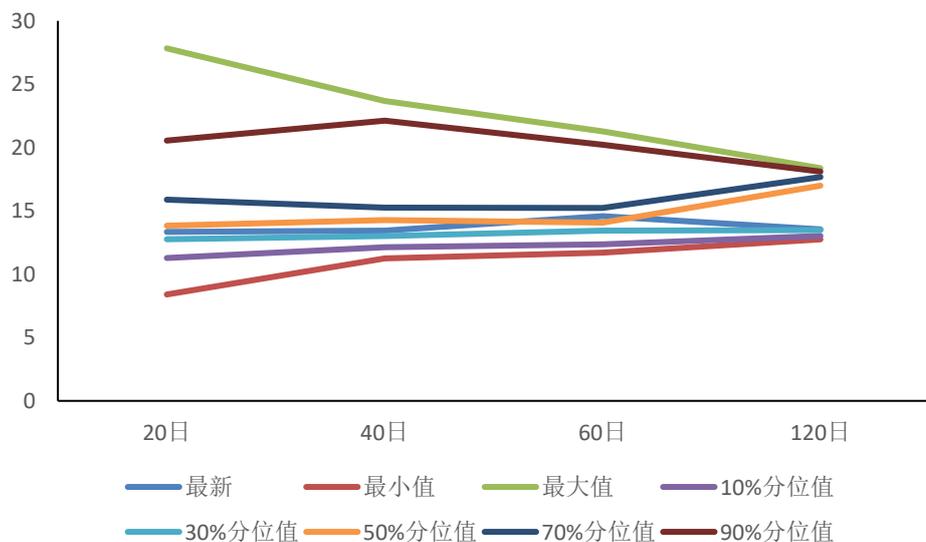
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



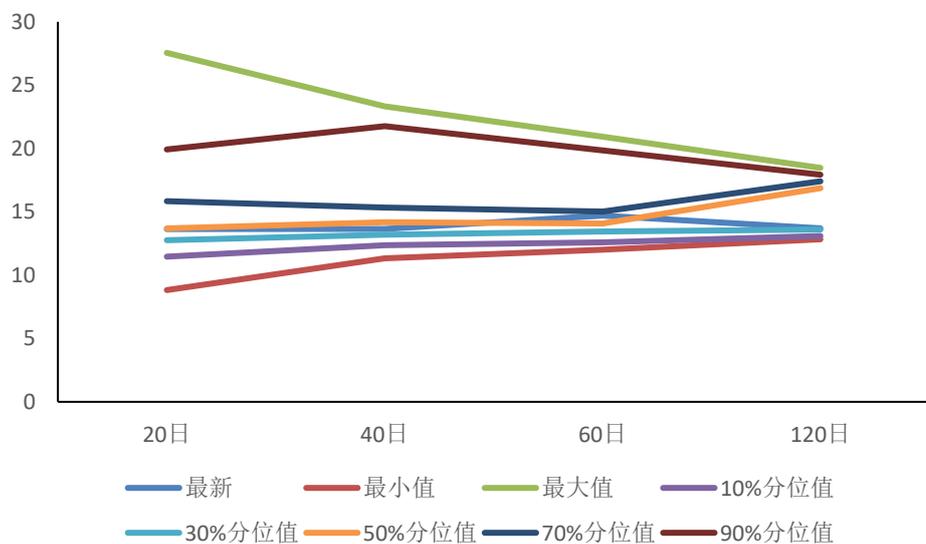
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



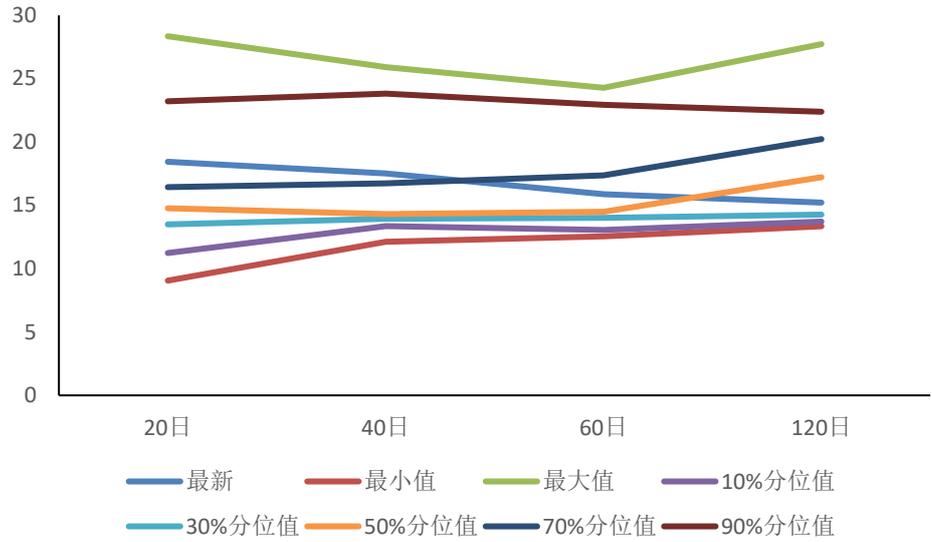
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



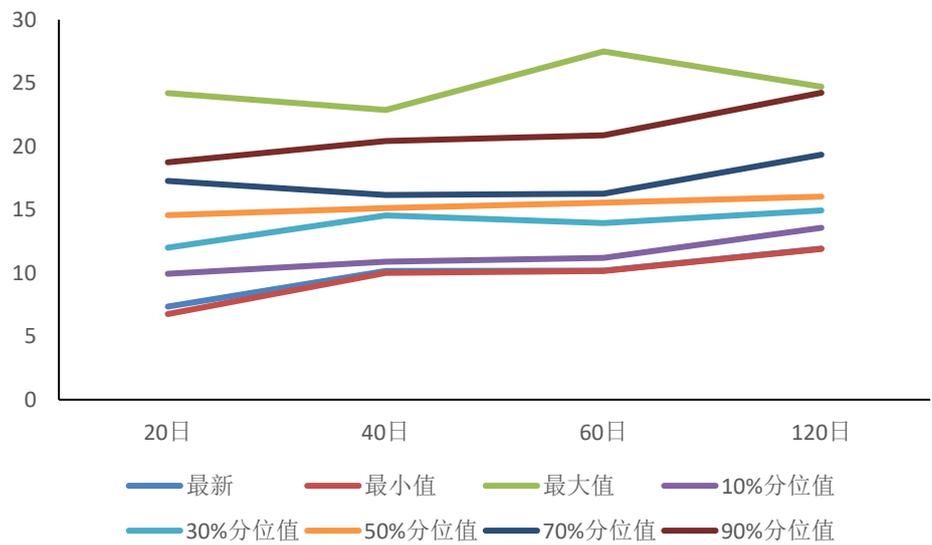
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



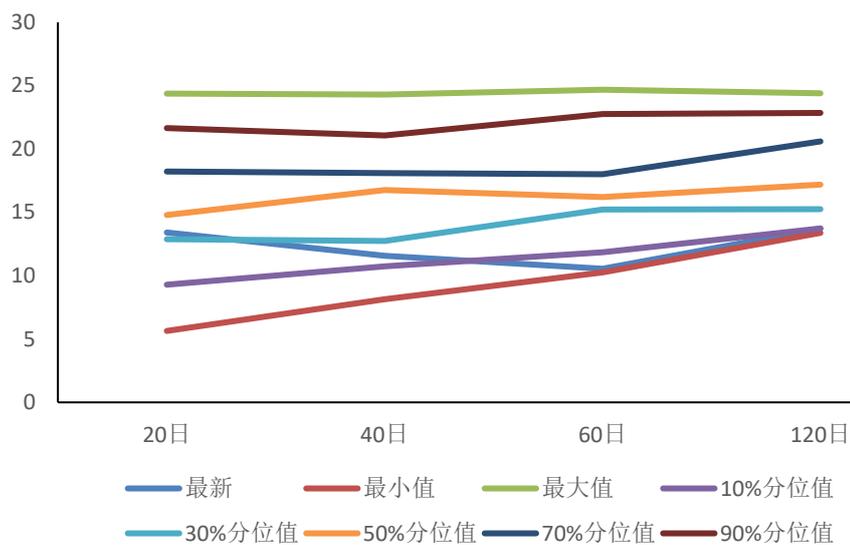
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 28: 沪铜历史波动率锥



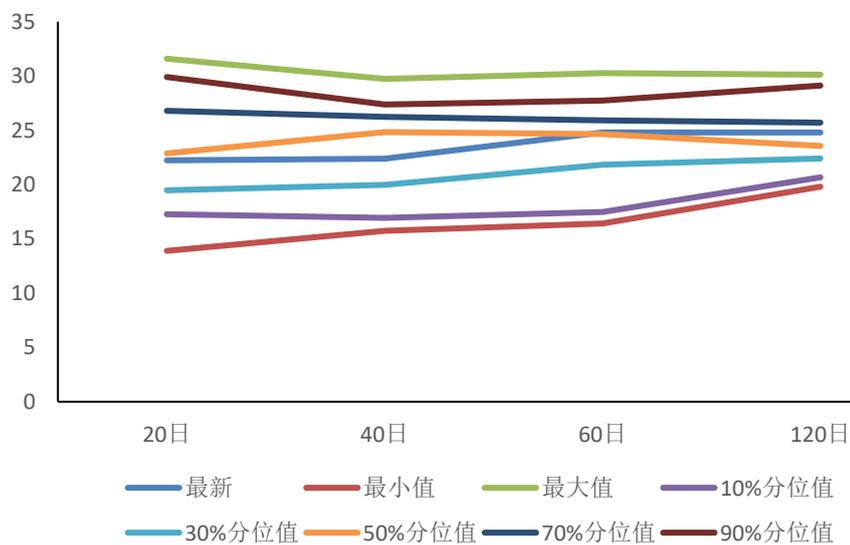
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 29：沪铝历史波动率锥



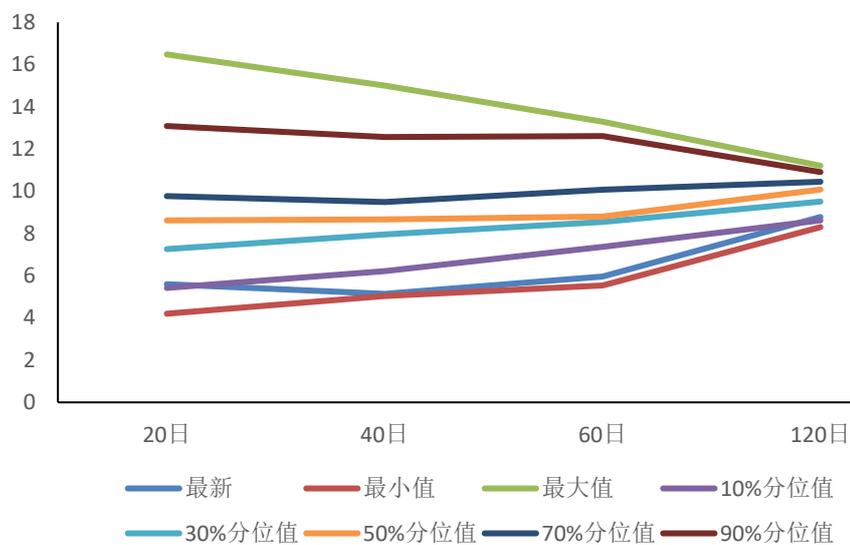
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 30：甲醇历史波动率锥



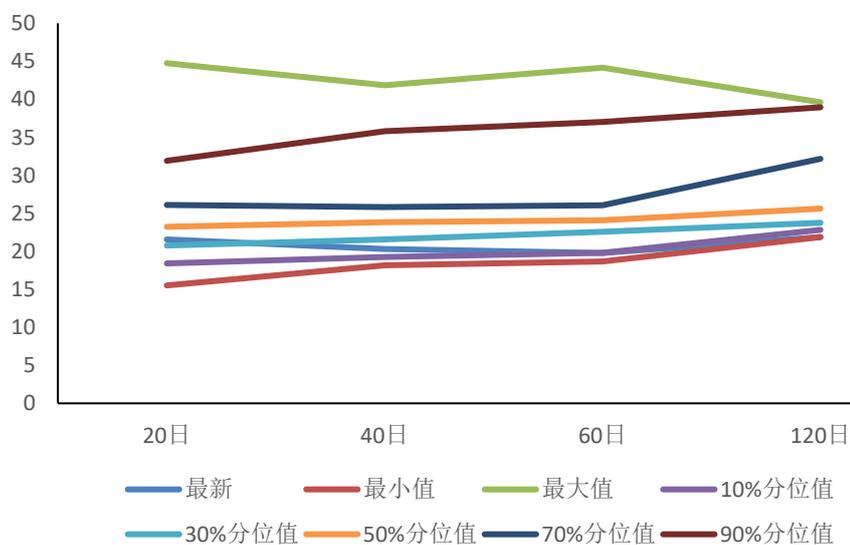
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31：沪金历史波动率锥



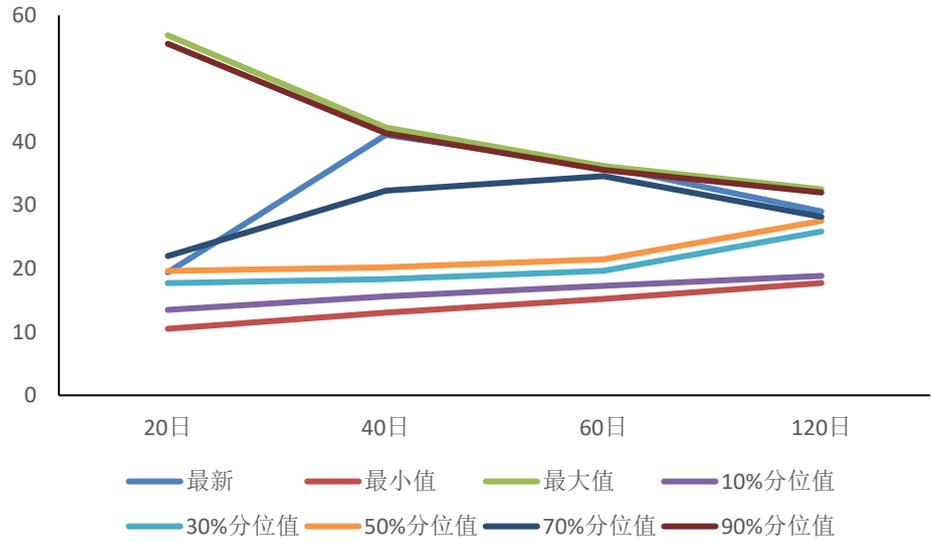
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31：PTA 历史波动率锥



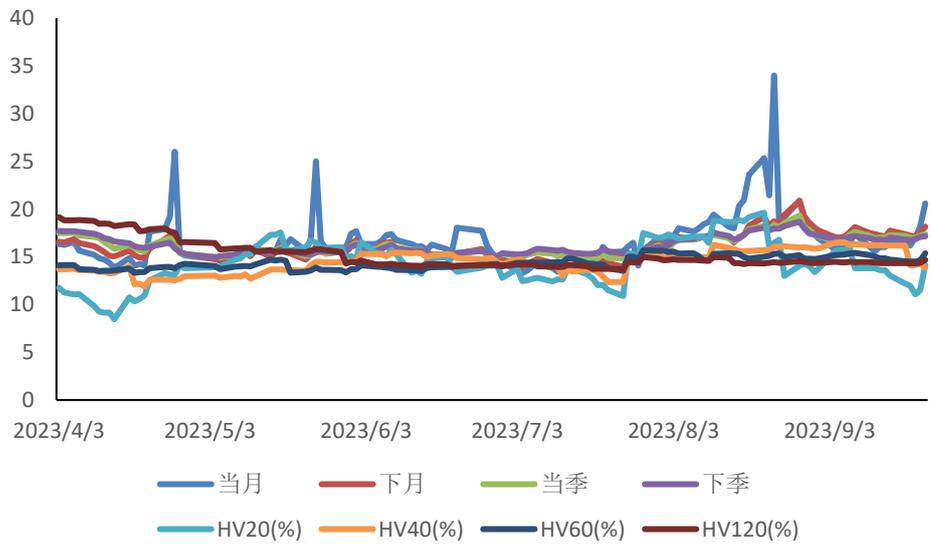
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 32：豆粕历史波动率锥



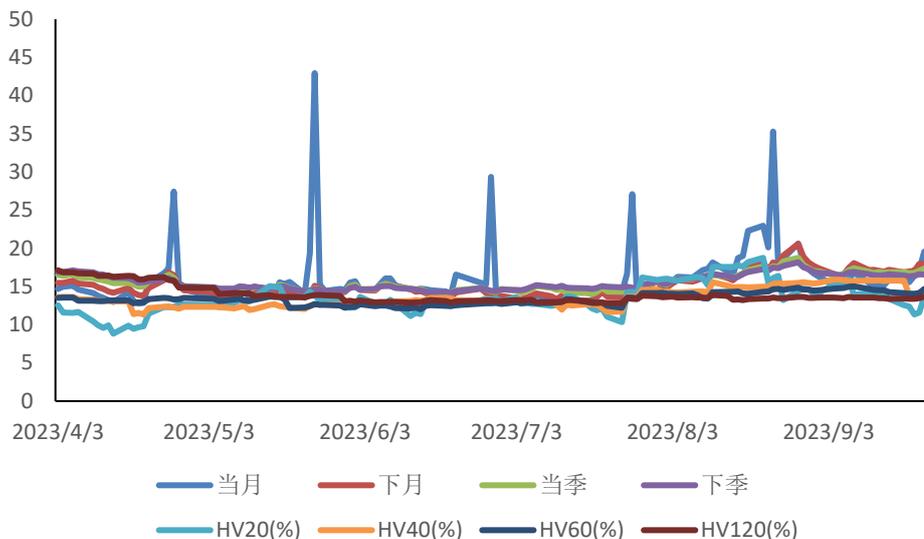
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 33：50ETF 期权隐含波动率走势



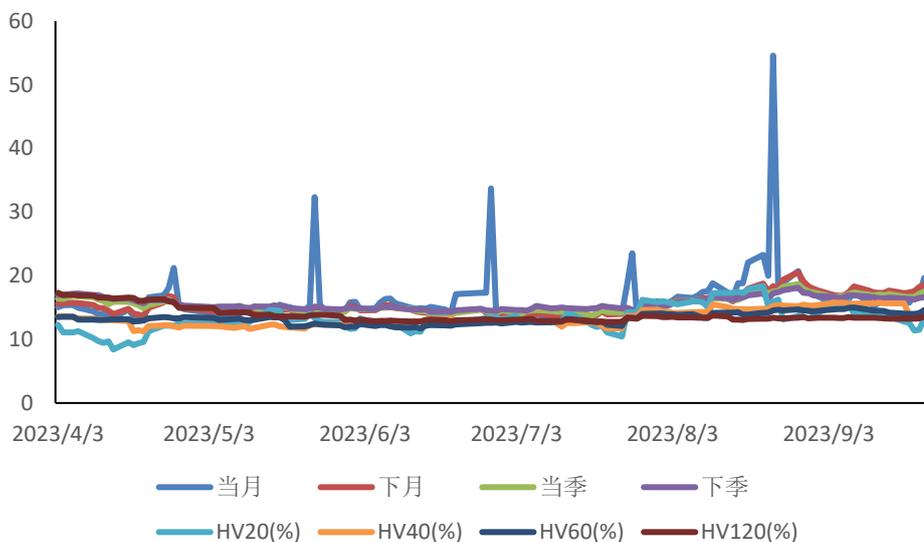
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 34: 300ETF 期权（沪）隐含波动率走势



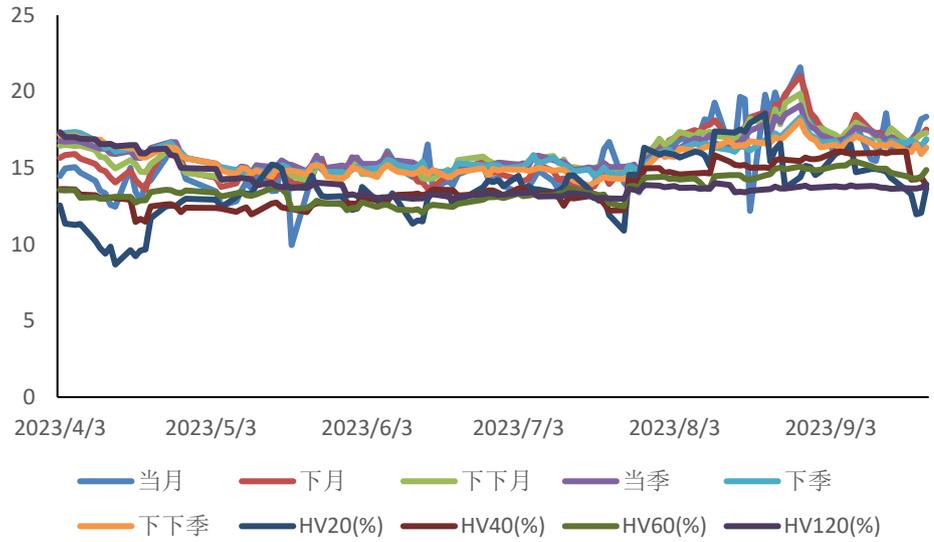
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 35: 300ETF 期权（深）隐含波动率走势



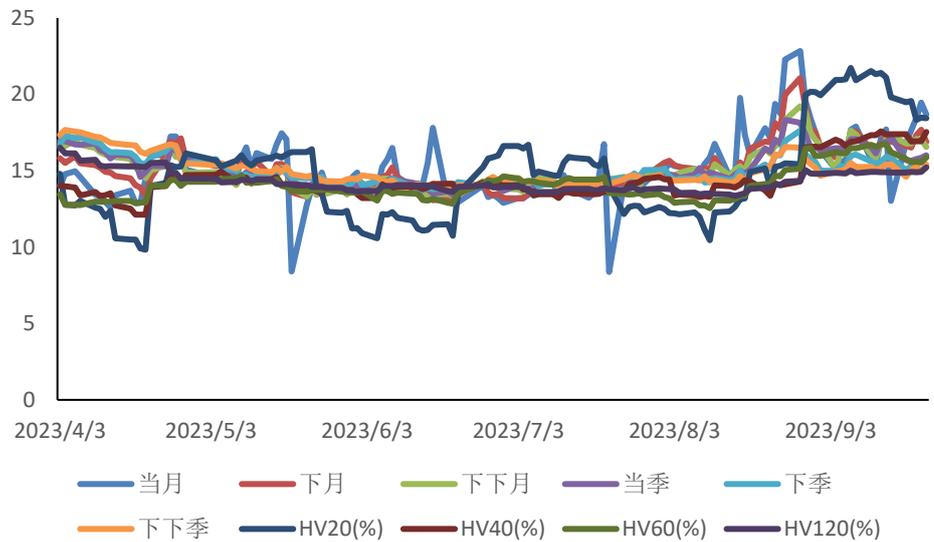
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



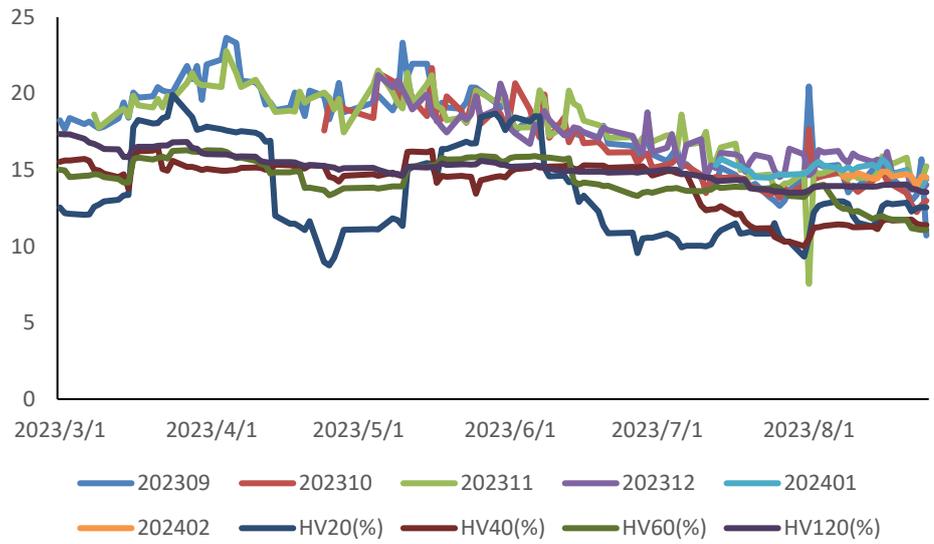
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



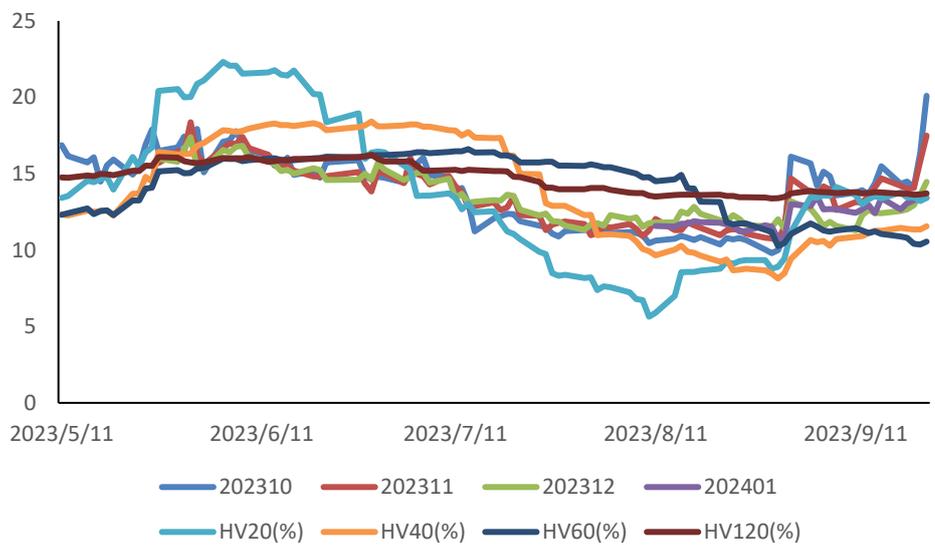
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



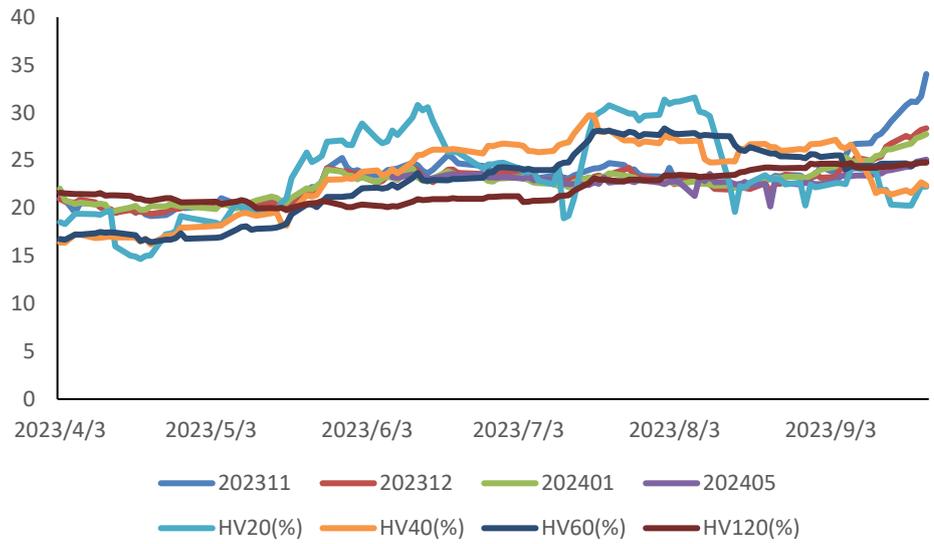
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



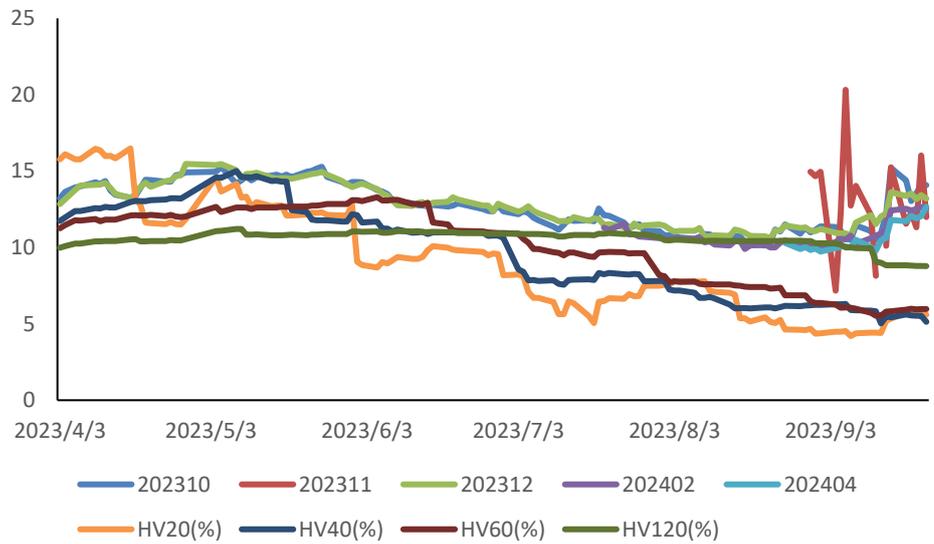
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



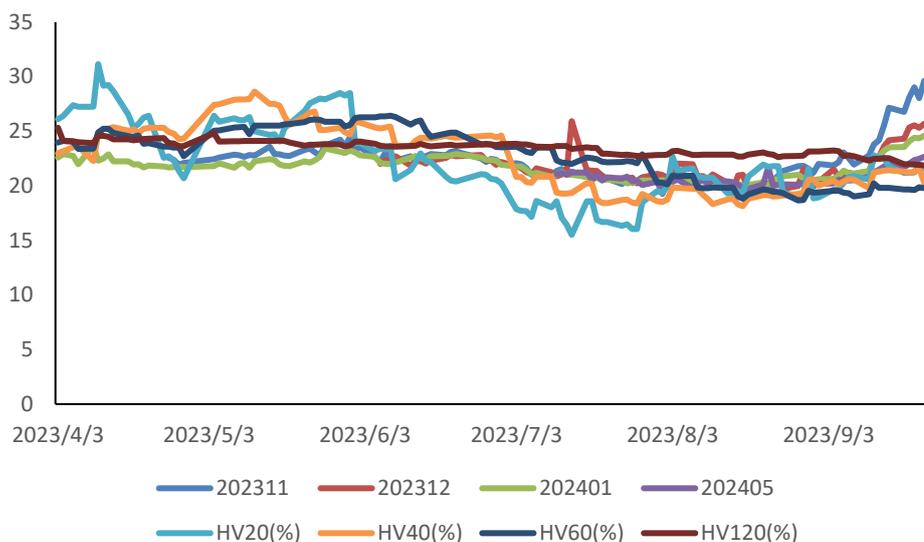
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 41: 沪金期权隐含波动率走势



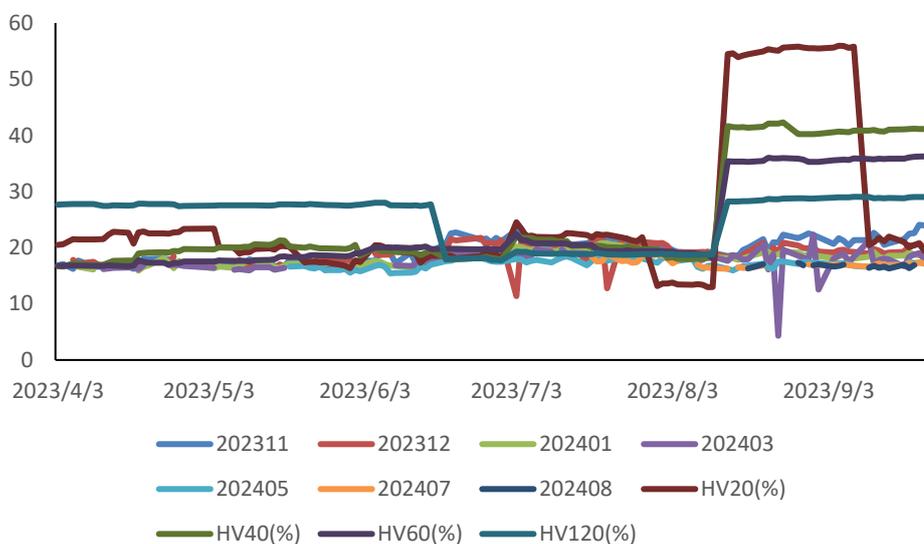
数据来源: wind, 兴证期货研发部

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，根据已公布的8月份重要经济数据，工业、投资、消费数据整体好于预期，经济筑底迹象显著，基本面回暖支撑国内股市，中长期来看，指数下探空间有限，随着基本面筑底，各项经济数据触底反弹，指数长期震荡向好。短线来看，临近中秋国庆长假期，市场资金观望情绪浓厚，节前大概率表现为低波低量行情，节后受益于经济复苏，有望走出中长期震荡上涨行情。在美联储一系列加息动作后，美国通胀水平持续回落，但是美国通胀下行速度趋缓、衰退预期与就业劳工市场韧性之间的拉锯，因此，美国股市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，伴随着期权标的指数缩量震荡磨底，期权市场成交量逐步萎缩，交易情绪下降。成交PCR值表现平稳。临近国庆长假期，期权成交量可能出现翘尾情况，即投资者为了应对长假期间的不确定性，倾向于在期权市场寻求对冲或者投机，从而节假日前短线刺激期权成交量回升。而长假期后首个交易日，通常情绪集中宣泄，期权成交量放大，呈现脉冲特征。金融期权隐含波动率重心下移，继8月以来的升波周期后，当前处于降波周期，标的指数下方强支撑，空头情绪对于金融期权隐波的刺激效果有限，短线来看，长假因素或将刺激隐波短线反弹，但是在指数基本面的支撑与压制共存的情况下，隐波反弹时间与空间均不足，因此，我们认为隐波整体将延续下降趋势，且长假短线扰动不改降波格局。

商品期权方面，铜、铝期权品种的成交PCR值环比下降，沪铜短线回落后，短空情绪衰减，震荡预期强化；甲醇期权与黄金期权成交PCR值回落，市场空头情绪下降，但幅度不大，整体震荡局面不变。豆粕期权沽购比率回落，近期呈现高位震荡，多头情绪整体占优。铜、铝、PTA期权的隐含波动率重心缓降，铝期权隐波位于近几年低位，隐波下降空间有限，提防短线变盘刺激铝期权隐波回升。黄金期权低波震荡，金价位于高位，支撑与阻力并存，黄金期权隐波处在近几年低位，高价与低波并存，需要注意后市宏观事件变化对于隐波的刺激，减少黄金期权义务仓敞口。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。