

## 隐含波动率新低，强震荡预期

兴证期货·研究咨询部

金融研究团队

2024年5月27日 星期一

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

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

● 证监会发布《上市公司股东减持股份管理暂行办法》及相关配套规则，进一步规范大股东特别是控股股东、实际控制人的减持行为，上周上证指数一度创近半年多新高，随着利好集中落地，情绪面回拨。买盘量能减少，北向资金近日净流出，股指受上方阻力压制，迎来冲高回踩行情。但从长期来看，指数市净率均位于近十年低位，估值修复空间较大，估值支撑强。我们认为，指数下跌空间有限，维持长期震荡上行趋势。

● 国外方面，美国5月标普全球PMI数据超预期，5月份美国商业活动增速大幅加快，达到逾两年来的最快水平，表明经济表现在第二季度中期有所改善。利率交易员将美联储首次降息时间预估从11月推迟到12月。美债收益率与实际利率走高，欧美股市受空头情绪影响较大。

● 上一周金融期权各品种的成交量环比萎缩，成交活跃度整体处于年内偏低位置。品种间成交PCR有所分化，上证50、沪深300系列成交PCR值低于中小创系列期权，小盘股空头情绪相对较强。本轮指数回调空头情绪释放空间有限，后市或将重回震荡上涨走势，成交PCR大概率回落。上证50、沪深300系列期权隐含波动率一度创下2020年以来的新低，由于标的指数上有强阻力，下有估值与政策强支撑，致使指数趋于低波震荡，多空情绪释放空间均比较有限，隐波期限结构整体稳定，指数偏震荡与隐波低位运

行或将是后市的主要特征。近期金融期权品种的偏度指数 skew 环比回升, 受标的指数短线回踩影响, 看跌期权波动率溢价环比回升, 更多体现在短线层面, 期权偏度指数普遍高于 100, 通常偏震荡行情中容易出现偏度指数略高于 100 的情况, 近期偏度结构比较稳定, 未出现偏指巨震的情况, 反映指数偏震荡预期。

- 商品期权方面, 有色、贵金属板块多头情绪回归常态, 铜、铝期权成交量与成交 PCR 环比回落。甲醇、PTA 期权成交 PCR 低位, 维持区间震荡走势; 美债收益率与美元指数上行, 贵金属价格回落, 黄金期权成交 PCR 小幅反弹, 多头情绪回落, 价格高位震荡。豆粕期权成交量持续下降, 震荡预期。受宏观因素影响, 有色、贵金属多头情绪降温影响, 沪铜、沪铝、黄金、白银期权隐波普遍高位回落, 但依旧高于均值, 存在较大的降波空间, 在宏观因素扰动下, 上涨动能有所衰减, 高位震荡预期强烈。甲醇、PTA 隐波平稳, 波动空间不大。豆粕期权隐含波动率环比回落, 成交量缩小, 预期降波震荡。

**风险因子: 经济数据表现不佳、美联储超预期收紧信号、隐含波动率飙升**

## 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-2.07%，沪市 300ETF 变化-2.01%，沪市 500ETF 变化-3.14%，深市 300ETF 变化-2.09%、深市 500ETF 变化-3.26%，创业板 ETF 变化-2.36%，深证 100ETF 变化-2.39%，上证 50 指数变化-1.97%、沪深 300 变化-2.08%、中证 1000 指数变化-3.83%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市净率分别为 1.12、1.24、1.61、1.84、3.51，近十年周期中对应的分位为 8.43%、4.8%、5.1%、3.06%、3.92%。

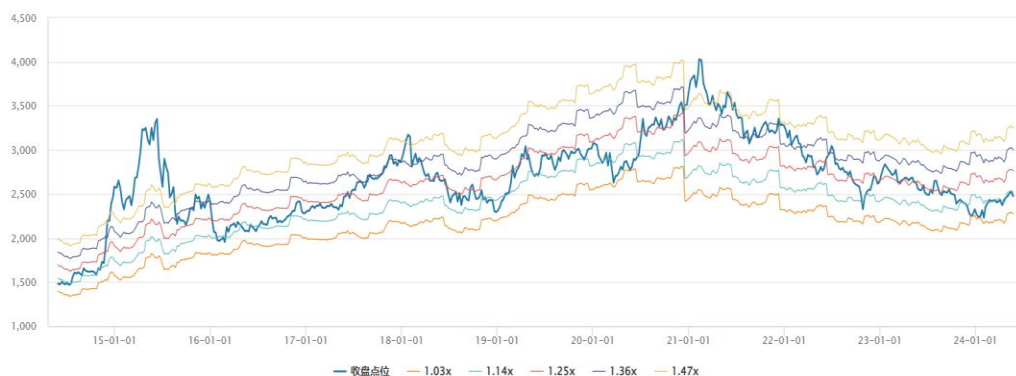
国内方面，证监会发布《上市公司股东减持股份管理暂行办法》及相关配套规则，进一步规范大股东特别是控股股东、实际控制人的减持行为，增加大股东通过大宗交易减持前的预披露义务，明确控股股东、实控人二级市场减持与上市公司股价表现、分红情况挂钩，要求大股东在重大违法情形下不得减持，将大股东的一致行动人等同大股东对待。受地产收储预期以及下调利率、下调首付比例等组合利好的影响，上周上证指数一度创近半年多新高，随着利好集中落地，情绪面回拨。买盘量能减少，北向资金近日净流出，股指受上方阻力压制，迎来冲高回踩行情。但从长期来看，指数市净率均位于近十年低位，估值修复空间较大，估值支撑强。我们认为，指数下跌空间有限，维持长期震荡上行趋势。

国外方面，美国 5 月标普全球制造业 PMI 初值 50.9，为 2 个月以来新高，预期 50，4 月终值 50，初值 49.9；服务业 PMI 初值 54.8，为 12 个月以来新高，预期 51.3，4 月终值 51.3，初值 50.9；综合 PMI 初值 54.4，为 25 个月以来新高，预期 51.1，4 月终值 51.3，初值 50.9。美国 5 月标普全球 PMI 初值数据显示，5 月份美国商业活动增速大幅加快，达到逾两年来的最快水平，表明经济表现在第二季度中期有所改善。利率交易员将美联储首次降息时间预估从 11 月推迟到 12 月。美债收益率与实际利率走高，欧美股市受空头情绪影响较大。

### 2.商品行情回顾

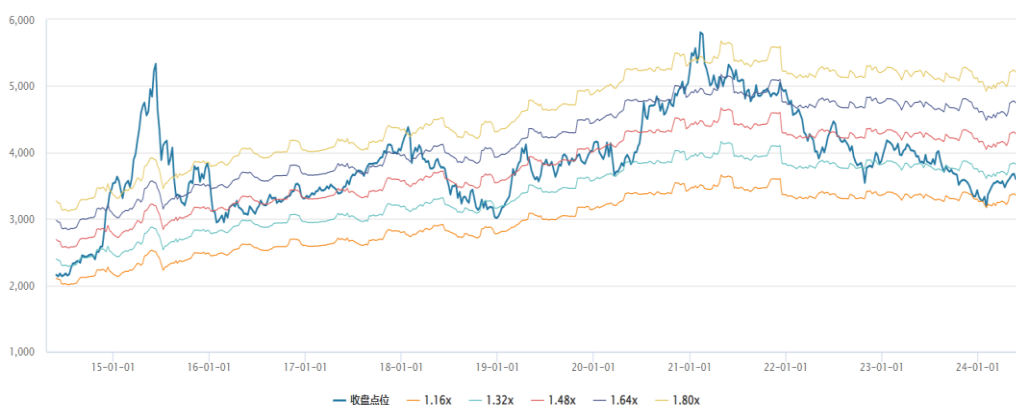
前一周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为-0.24%、-0.67%；甲醇、PTA 周度涨跌幅分别为-2.07%、1.09%；豆粕、黄金活跃合约周度涨跌幅为-0.08%、-1.84%。上一周美 PMI 数据超预期走强，美元指数、美债收益率上升，铜、铝、贵金属价格冲高回落，宽幅震荡；此外，甲醇价格回落，PTA 价格震荡上涨；豆粕价格缩量震荡。

图 1: 上证 50 指数动态市净率



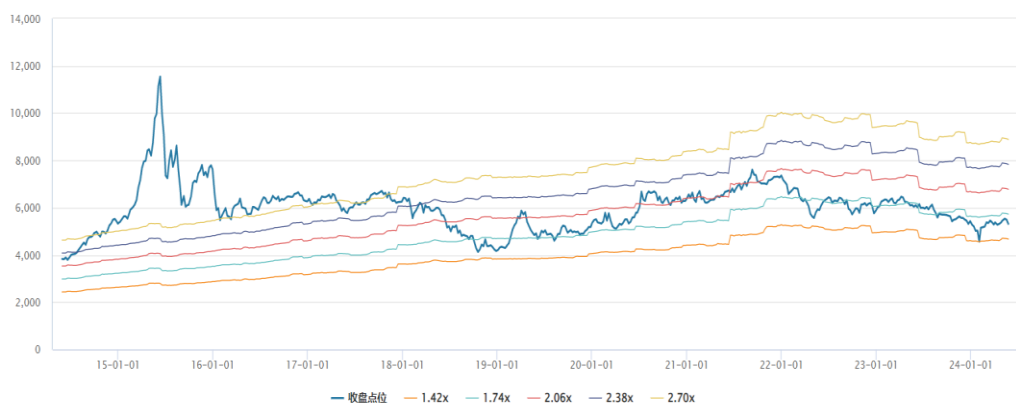
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 2: 沪深 300 指数动态市净率



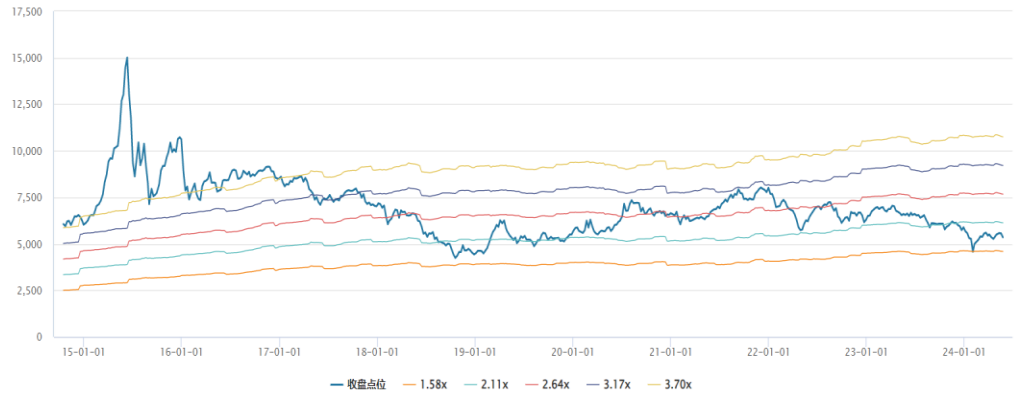
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 3: 中证 500 指数估值 (市盈率)



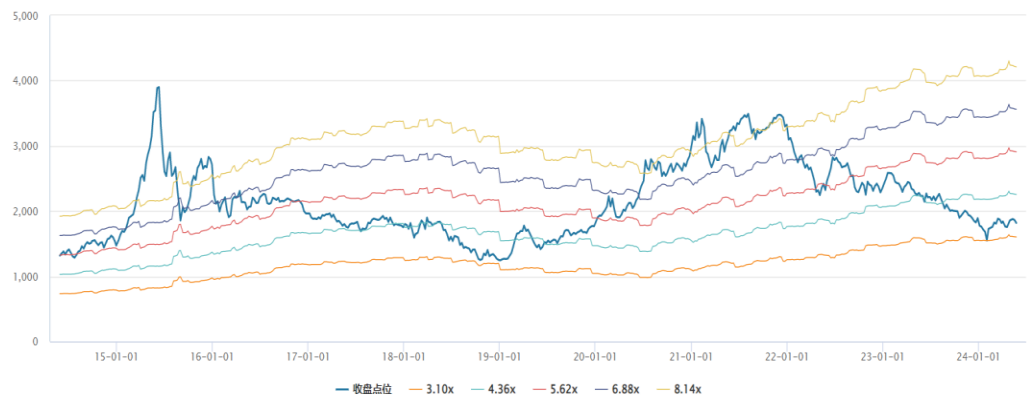
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率)



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)



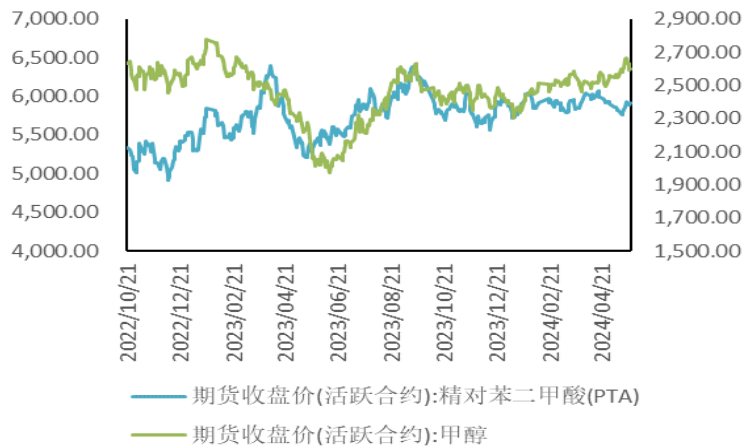
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 6: 铜、铝主力合约收盘价



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 7: PTA、甲醇主力合约收盘价



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 8: 豆粕活跃主力收盘价



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)

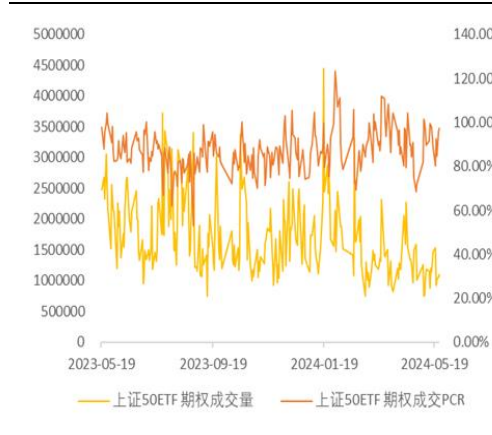
### 1. 金融期权

上一周金融期权各品种成交量环比萎缩, 成交量较大的两个品种为上证 50ETF 期权与沪深 300ETF 期权, 上周日均成交 112.5 万张、100.2 万张, 环比前一周小幅缩小, 成交活跃度整体处于年内偏低位置。品种间成交 PCR 有所分化, 上证 50、沪深 300 系列成交 PCR 值低于中小创系列期权, 其中上证 50ETF 周度成交 PCR 均值为 90.2%, 而中证 500ETF 期权周度成交 PCR 均值为 111.3%, 两市大小风格有所分化, 大盘权重股相对稳定, 小盘股空头情绪相对较强。基于前文指数估值与政策支撑判断, 本轮指数回调空头情绪释放空间有限, 后市或将重回震荡上涨走势, 成交 PCR 大概率回落。

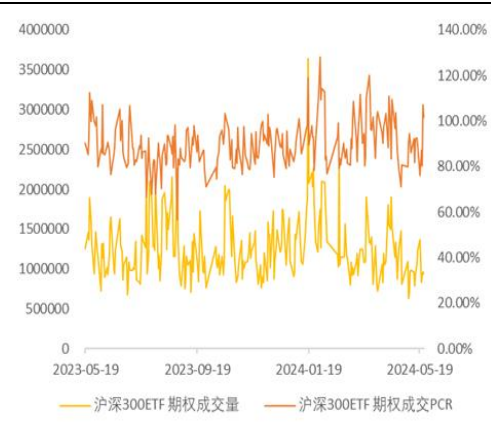
### 2.商品期权

商品期权方面，美 PMI 超预期，市场降息预期弱化，有色、贵金属板块多头情绪回归常态，铜、铝期权成交量与成交 PCR 环比回落。甲醇、PTA 期权成交 PCR 低位，维持区间震荡走势；美债收益率与美元指数上行，贵金属价格回落，黄金期权成交 PCR 小幅反弹，多头情绪回落，价格高位震荡。豆粕期权成交量持续下降，震荡预期。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

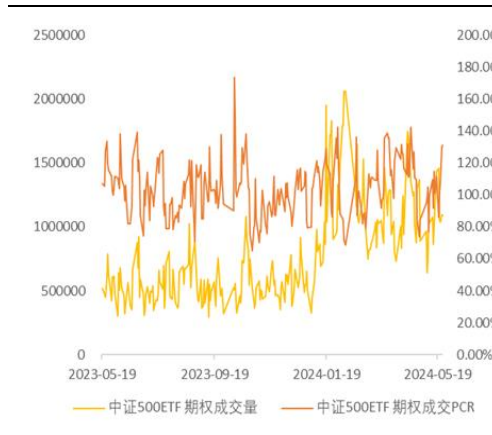


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

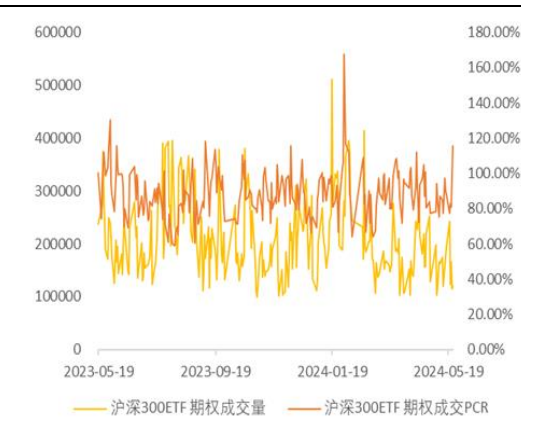


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

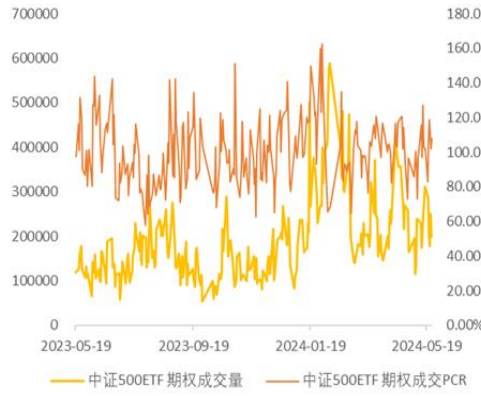


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

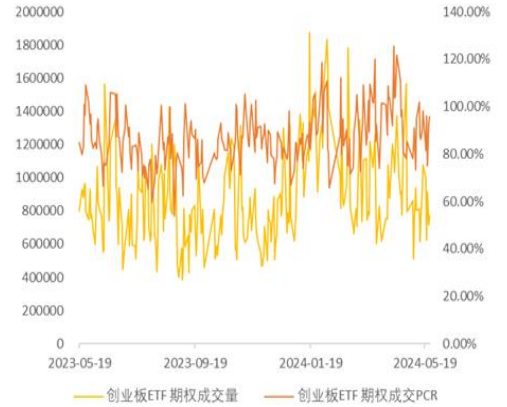


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

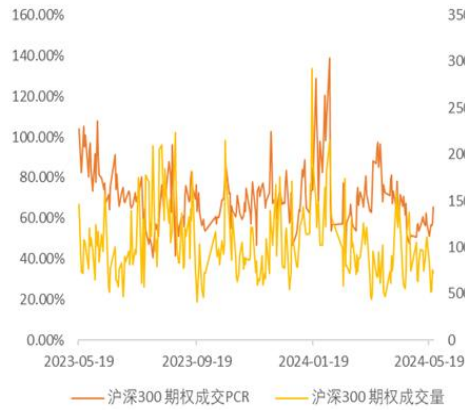


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

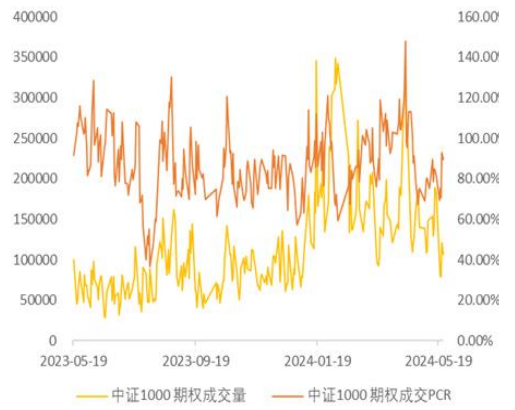


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

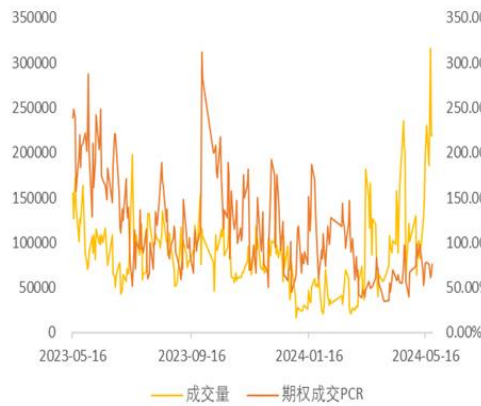


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

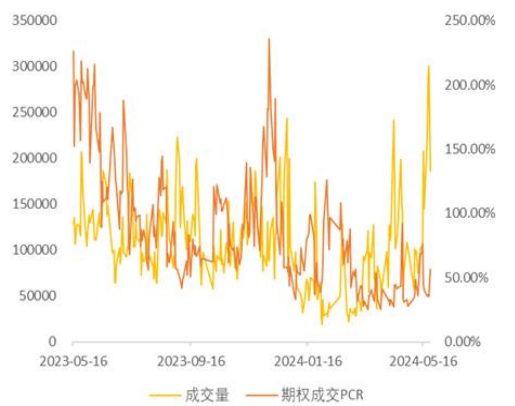


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 17: 沪铜期权 PCR



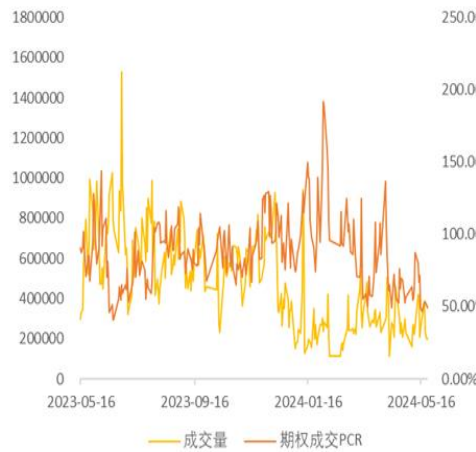
图表 18: 沪铝期权 PCR



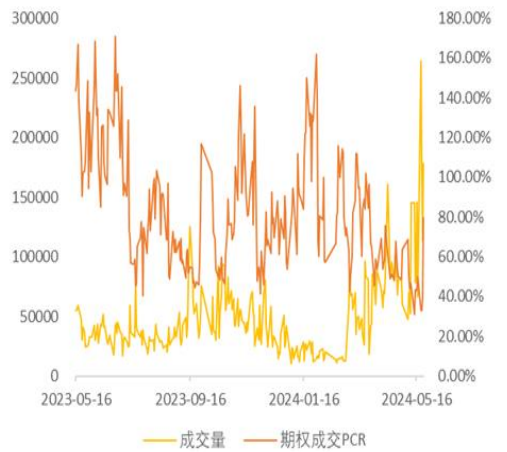
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部



图表 19: 甲醇期权 PCR

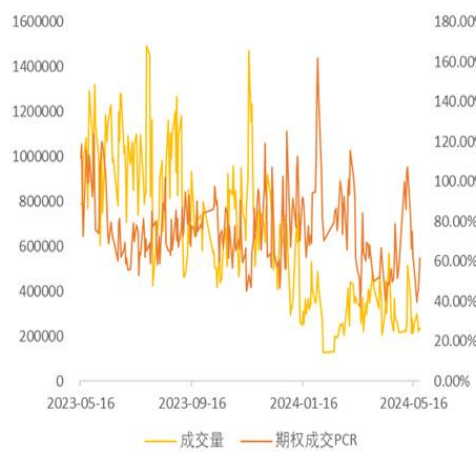


图表 20: 沪金期权 PCR

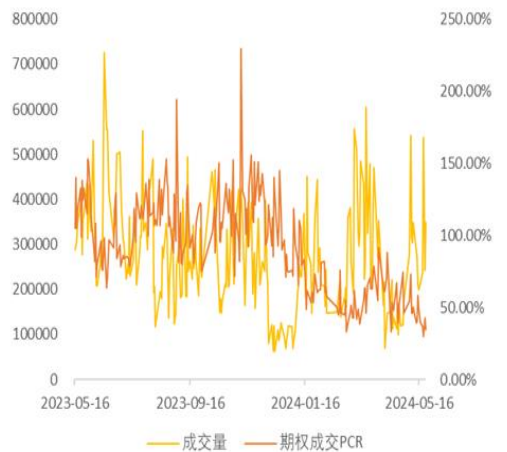


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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

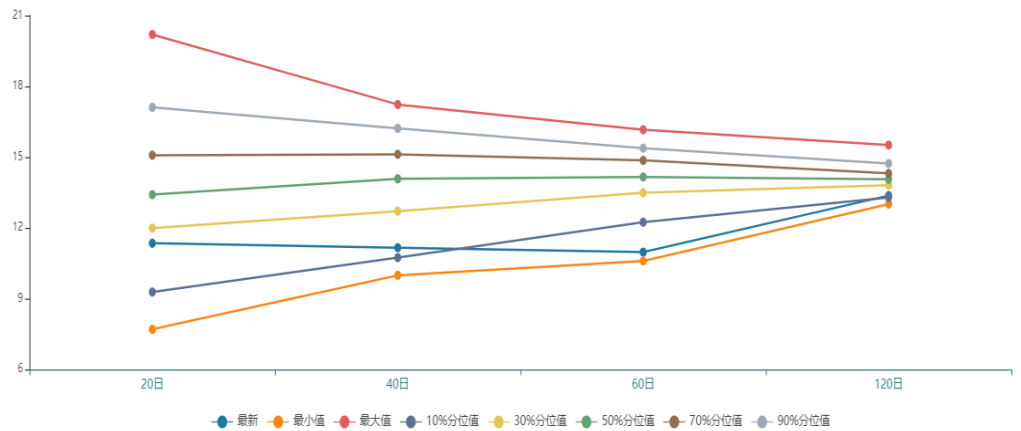
#### 1. 金融期权

波动率方面, 上证 50、沪深 300 系列期权隐含波动率一度创下 2020 年以来的新低, 平值附近期权隐波低于 14%。中小创系列期权隐波整体高于上证 50 与沪深 300 期权, 其中, 中证 500ETF 期权平值合约隐波接近 20%, 大小风格隐波差维持在六个百分点。由于标的指数上有强阻力, 下有估值与政策强支撑, 致使指数趋于低波震荡, 多空情绪释放空间均比较有限, 隐波期限结构整体稳定, 指数偏震荡与隐波低位运行或将是后市的主要特征。结合当前隐波与指数基本面预期, 可适当关注卖出看跌期权。

## 2.商品期权

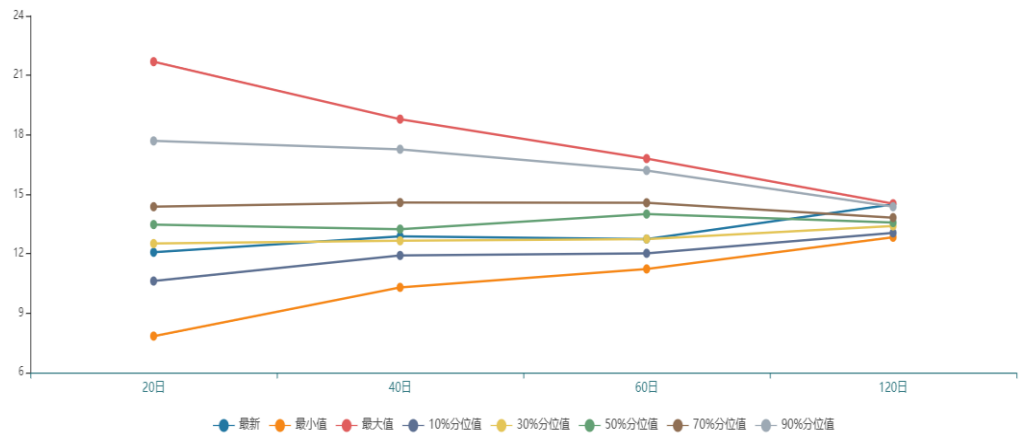
商品期权方面，受宏观因素影响，有色、贵金属多头情绪降温影响，沪铜、沪铝、黄金、白银期权隐波普遍高位回落，但依旧高于均值，存在较大的降波空间，在宏观因素扰动下，上涨动能有所衰减，高位震荡预期强烈。甲醇、PTA 隐波平稳，波动空间不大。豆粕期权隐含波动率环比回落，成交量缩小，预期降波震荡。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



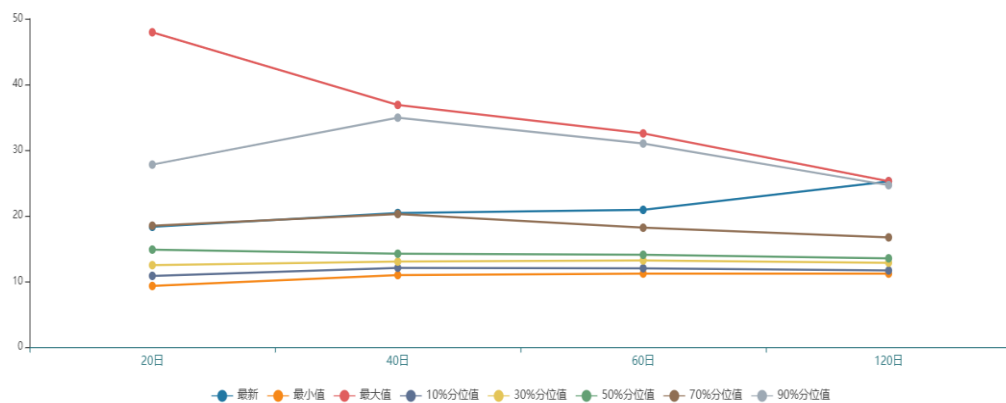
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



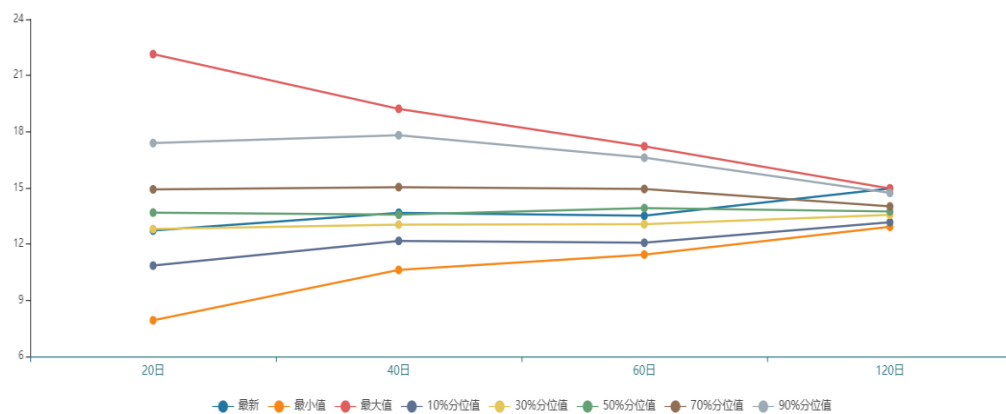
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 25: 沪市 500ETF 历史波动率锥



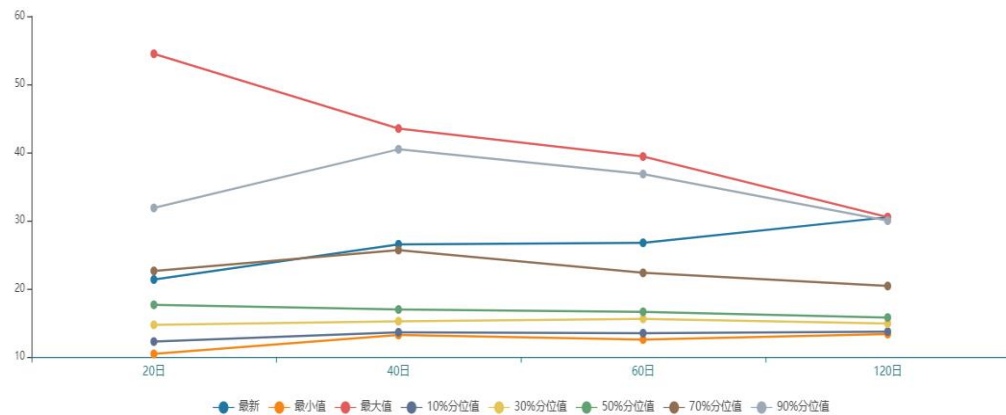
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



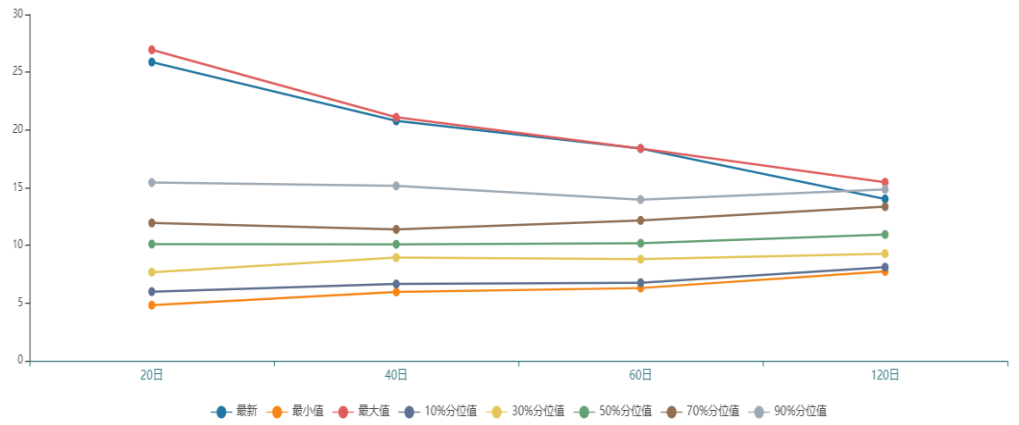
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



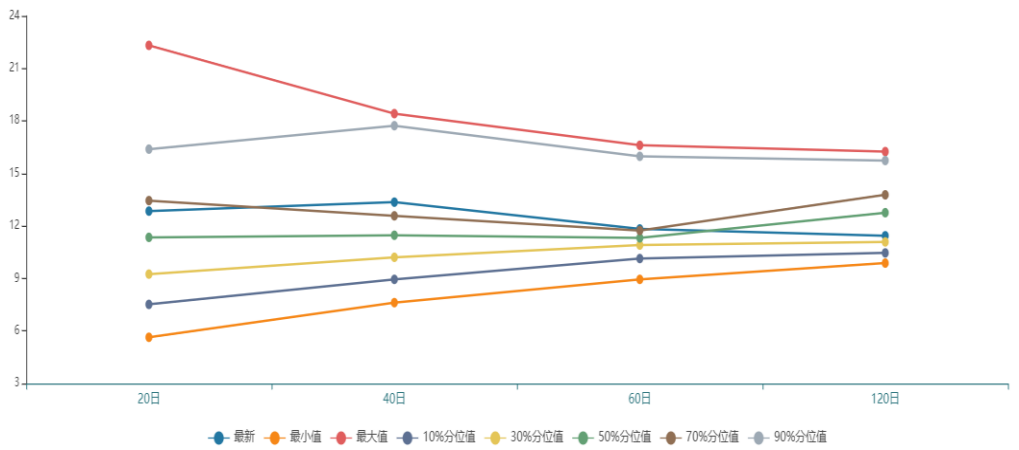
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 28：沪铜历史波动率锥



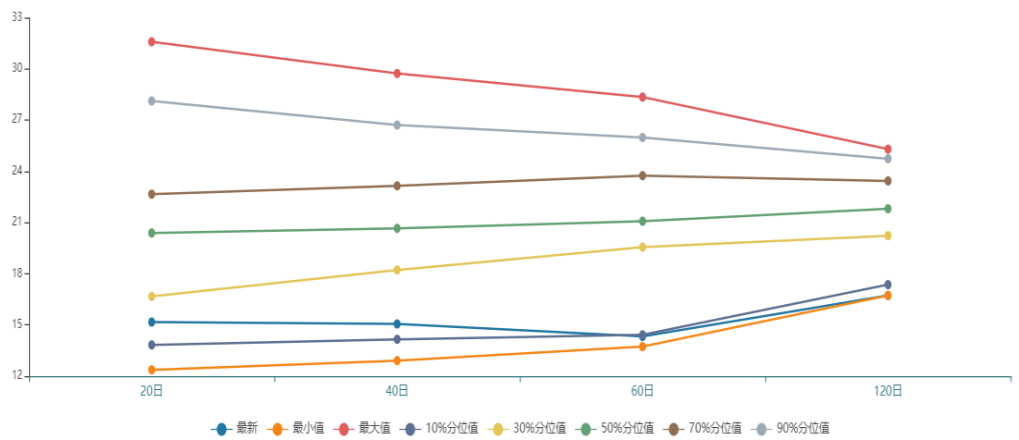
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 29：沪铝历史波动率锥



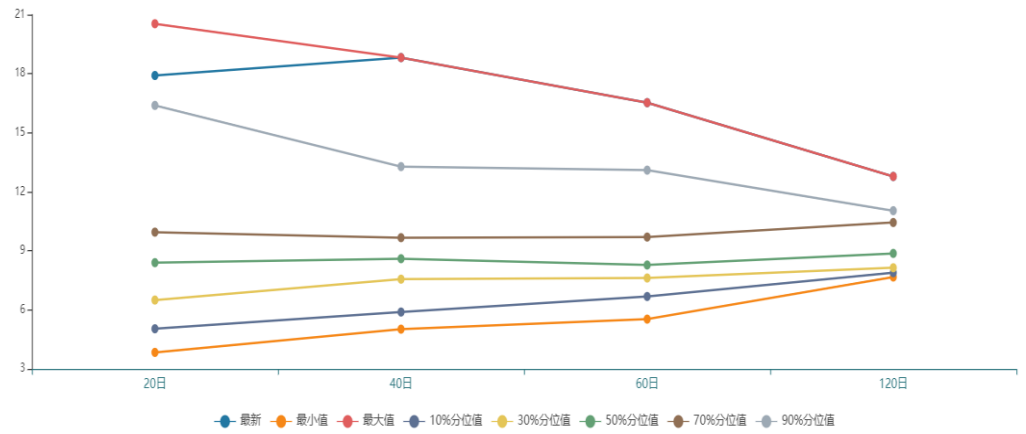
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 30：甲醇历史波动率锥



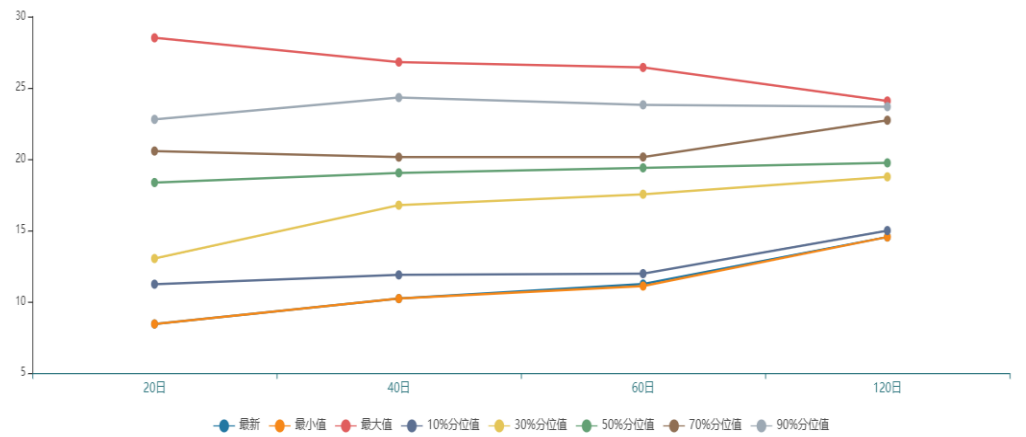
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31：沪金历史波动率锥



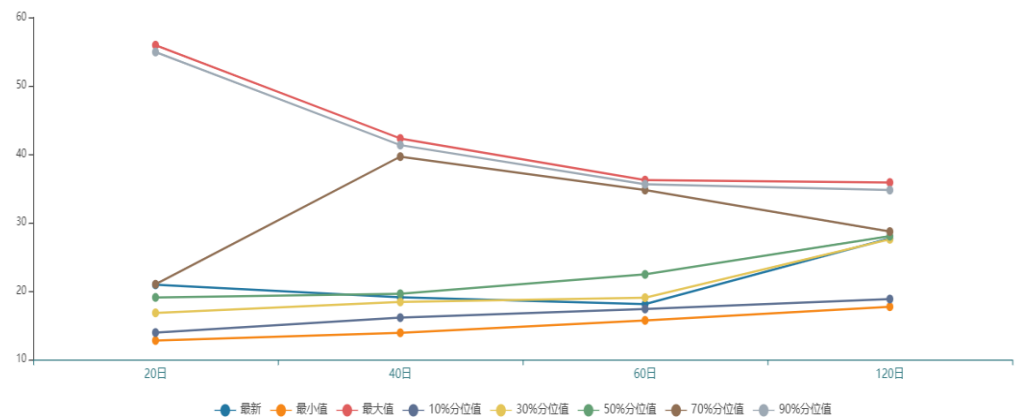
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31：PTA 历史波动率锥



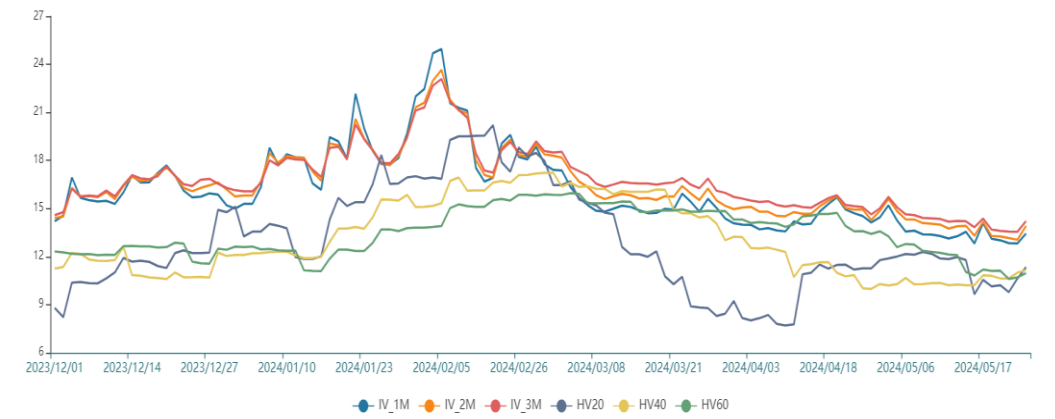
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 32：豆粕历史波动率锥



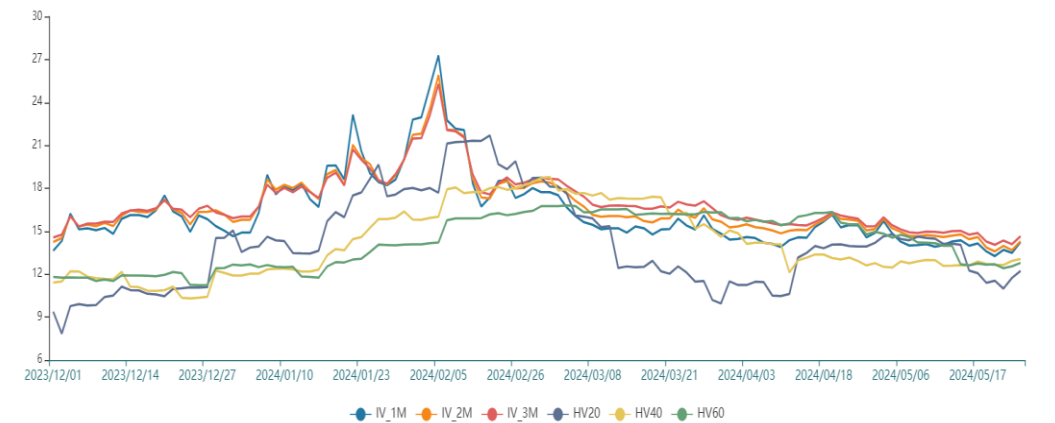
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 33: 50ETF 期权隐含波动率走势



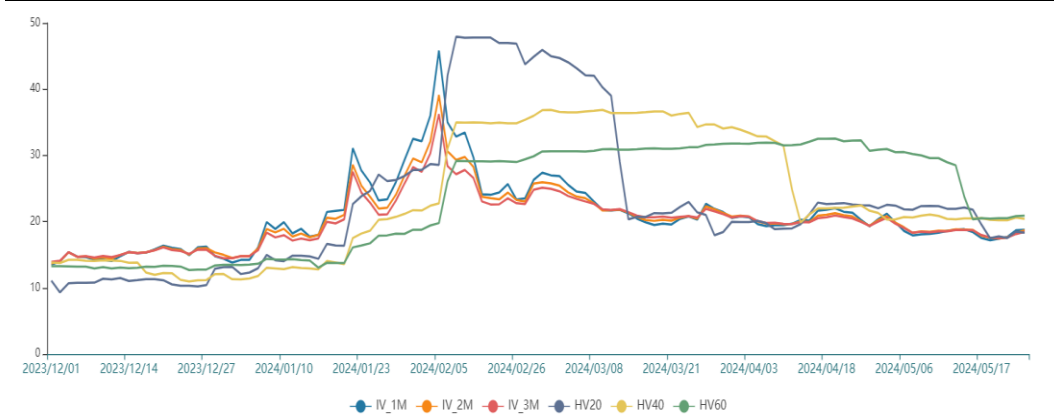
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 34: 300ETF 期权 (沪) 隐含波动率走势



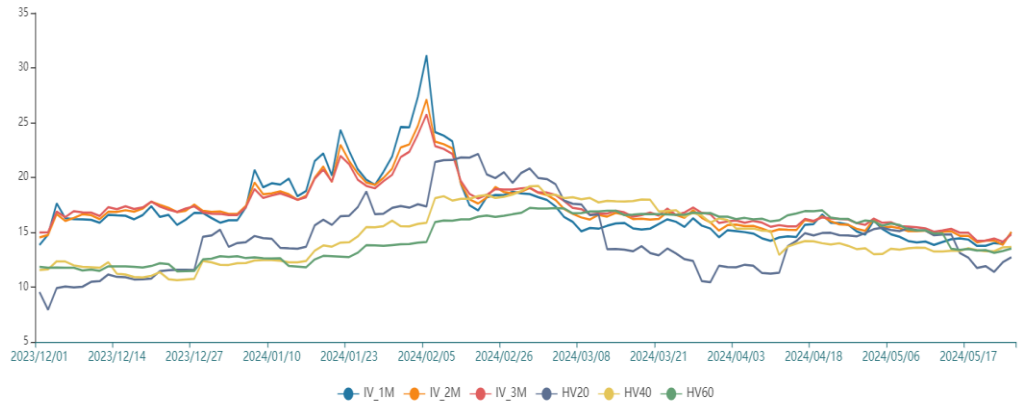
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 35: 500ETF 期权 (沪) 隐含波动率走势



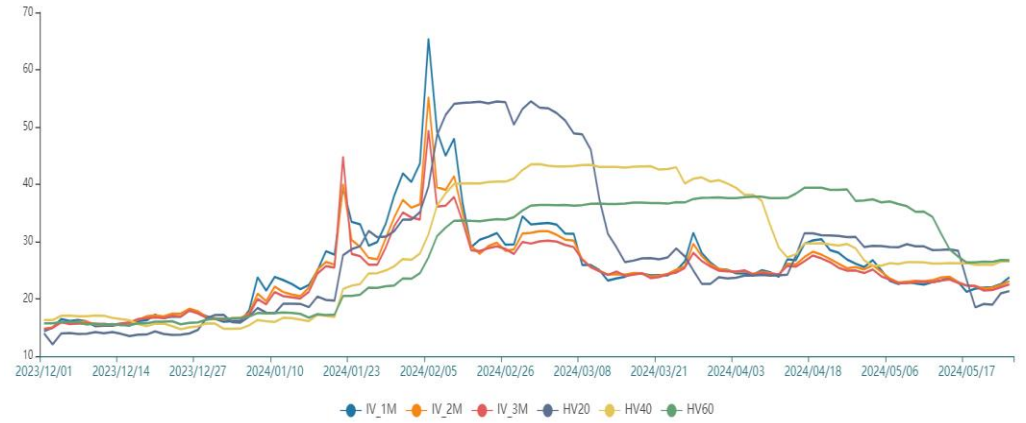
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



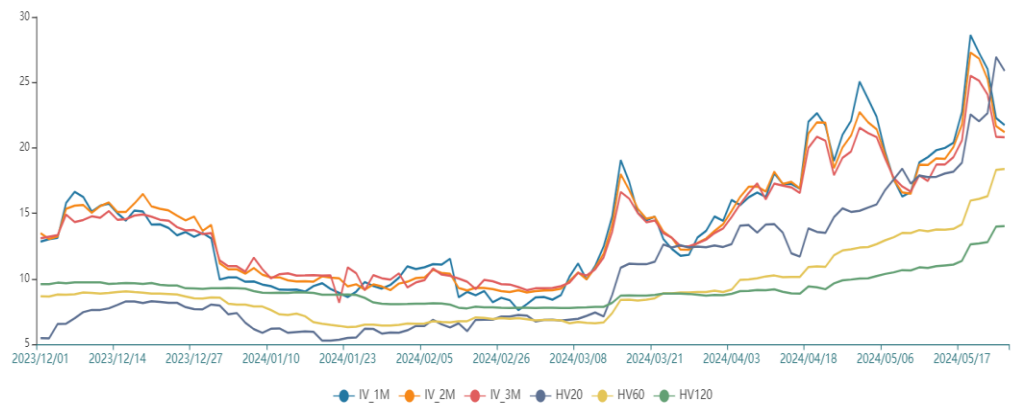
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



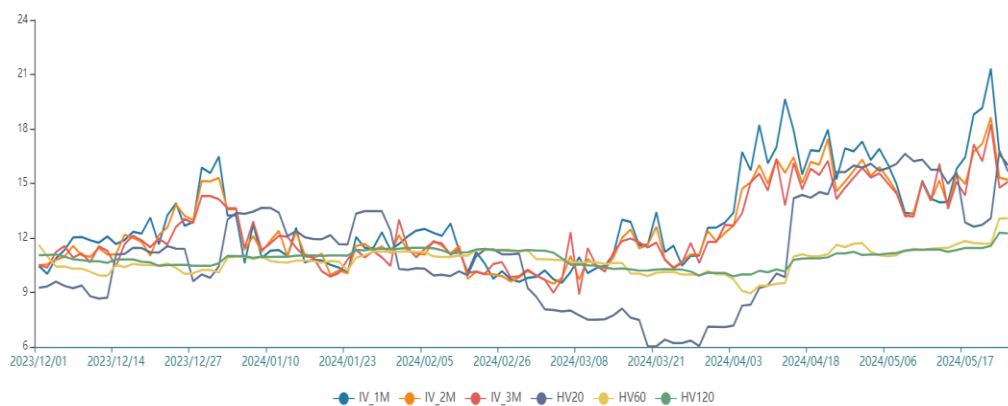
数据来源: wind, 兴证期货研发部

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



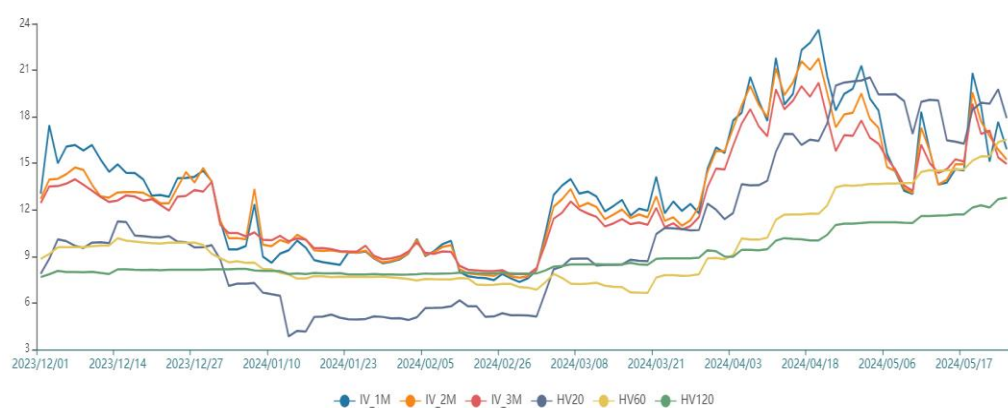
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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

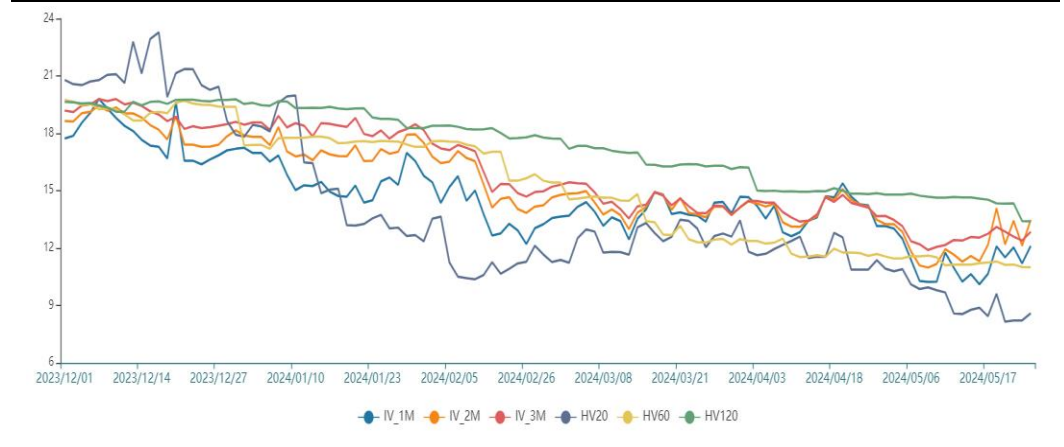
图表 41：沪金期权隐含波动率走势



数据来源：wind，兴证期货研发部

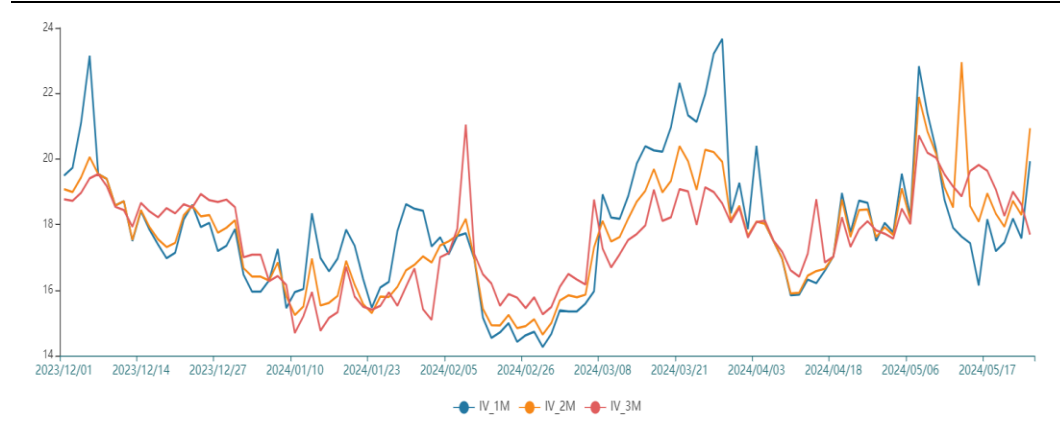


图表 42: PTA 期权隐含波动率走势



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

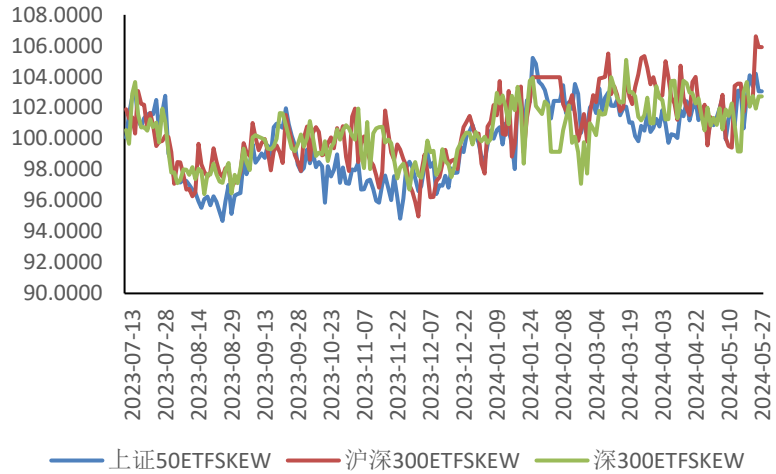


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

## 四、期权偏度

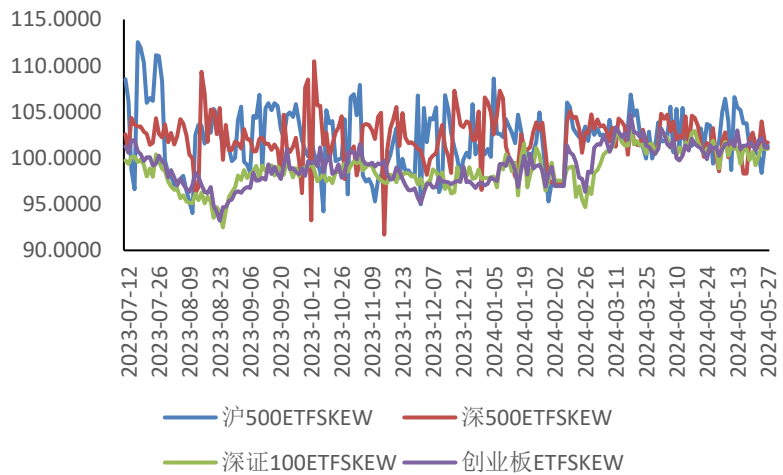
近期金融期权品种的偏度指数 skew 环比回升, 受标的指数短线回踩影响, 看跌期权波动率溢价环比回升, 更多体现在短线层面, 期权偏度指数普遍高于 100, 通常偏震荡行情中容易出现偏度指数略高于 100 的情况, 近期偏度结构比较稳定, 未出现偏指巨震的情况, 反映指数偏震荡预期。

图表 43: 金融期权偏度 (一)



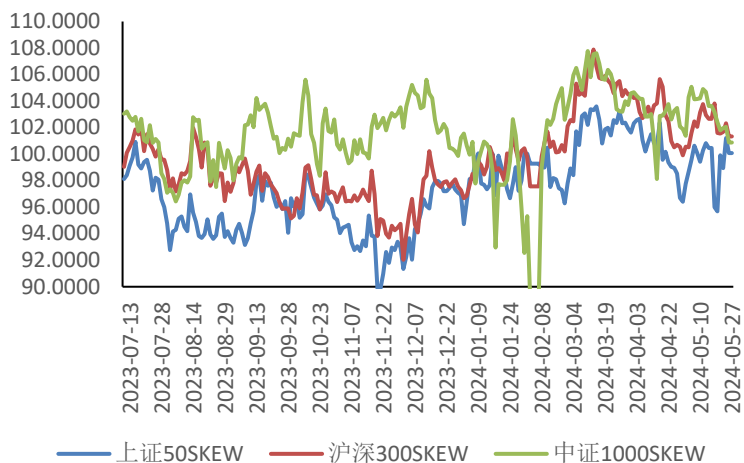
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 44: 金融期权偏度 (二)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 45: 金融期权偏度 (三)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

## 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。