

## 多周期共振降波，六月隐波反弹空间有限

兴证期货.研究咨询部

金融研究团队

2024年6月3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

- 国内方面，中国5月制造业PMI数据环比下滑回到荣枯线之下，数据小幅走弱，情绪面短期利空，指数反弹至阻力位，成交量萎缩，震荡回踩休整。上海、广州、深圳一线城市相继落地楼市刺激政策。继上一轮各地密集放松住房限购政策后，新一轮住房信贷政策正在加紧出台。从长期来看，指数估值偏低位，整体市净率偏低，风险溢价率高，估值修复空间较大，中长期震荡偏多。
- 国外方面，美国5月标普全球PMI走强且超预期，美联储降息预期减弱；欧元区5月CPI超市场预期。降息预期摆动影响国外市场节奏，美股近期走弱。
- 金融期权方面，5月份金融期权的日均成交量环比上个月下降。交易活跃度下降，市场震荡情绪偏强，特别是5月份下半月成交量下降幅度较大。沽购比率PCR值方面，除了50ETF期权之外，其它三个品种日均成交PCR值环比4月份回落，经过5月份标的指数震荡回落行情之后，空头情绪得到宣泄，指数进一步下降空间有限。持仓PCR方面，伴随着标的指数回落，持仓PCR回落。当前期权标的指数空头情绪得到一部分宣泄，但持仓PCR高位回落，标的指数上方阻力较大，后市或将延续震荡回踩的趋势。5月金融期权历史波动率与隐含波动率共振降波，期限结构呈现近低远高的偏斜结构，且隐波也接近2020年以来的最低值。不同品种、不同期限、不同周期的低波共振是当前金融期权的主要特征。且从金融指数的阻力与支撑来看，后市隐波反弹空间有限，6月份或将延续低波震荡行情。
- 商品期权方面，5月铜、铝、黄金、豆粕期权日均成交量环比上个月增加，在5月份出现过宽幅变动的升波行情，成交活跃度上扬，但从五月下旬开始，随着标的价格步入震荡走势，成交量大幅下降。甲醇、PTA

期权成交量环比萎缩，延续震荡行情。PCR 值方面，5 月下旬开始，铜期权与黄金期权成交 PCR 回升，持仓 PCR 下降，空头情绪上升，标的价格高位承压回落。甲醇、PTA 期权成交 PCR 与持仓 PCR 回落，情绪面低迷，震荡预期强烈。5 月份铜、铝、黄金期权出现过一波大幅升波行情，波动率走势呈现脉冲式特征。后市在全球宏观面与地缘风险的扰动下，有色与贵金属期权仍然具有一定的升波惯性。此外，甲醇、PTA 期权历史波动率与隐波普遍位于近三年 10%分位附近，波动区间收敛，需关注基本面扰动带来的低波反弹行情。

**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-0.04%，沪市 300ETF 变化-0.44%，沪市 500ETF 变化-3.51%，深市 300ETF 变化-0.32%、深市 500ETF 变化-1.93%，创业板 ETF 变化-2.42%，深证 100ETF 变化-1.44%，上证 50 指数变化-0.08%、沪深 300 变化-0.68%、中证 1000 指数变化-2.59%。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、1.62、1.85、3.51，五年周期中对应的分位为 8.04%、4.51%、5.49%、3.87%、3.92%。指数估值均处于近十年低位，估值支撑强。

国内方面，中国 5 月官方制造业 PMI 为 49.5%，预期 50.1%，前值 50.4%。5 月份，受前期制造业增长较快形成较高基数和有效需求不足等因素影响，制造业景气水平有所回落。中国 5 月非制造业 PMI 为 51.1%，预期 51.5%，前值 51.2%，5 月份非制造业继续保持扩张。服务业商务活动指数为 50.5%，环比上升 0.2 个百分点，服务业延续恢复发展态势。5 月综合 PMI 产出指数为 51.0%，环比下降 0.7 个百分点，仍位于扩张区间。制造业 PMI 数据环比下滑回到荣枯线之下，数据小幅走弱，情绪面短期利空指数。上海、广州、深圳一线城市相继落地楼市调整政策。继上一轮各地密集放松住房限购政策后，新一轮住房信贷政策正在加紧出台。在央行定调下一步的住房金融政策走向后，房地产新政落地城市一步步扩围。截至目前已有超 20 个省份明确取消房贷利率下限并降低首付比例下限。各地按照“因城施策”原则支持合理住房需求，也呈现出不同的政策特点。国家集成电路产业投资基金三期于 5 月 24 日成立，注册资本 3440 亿元，半导体科技板块迎来战略投资资金。从长期来看，指数估值偏低位，整体市净率偏低，风险溢价率高，估值修复空间较大，中长期震荡偏多。

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。美联储首次降息时间预估从 11 月推迟到 12 月；欧元区 5 月 CPI 初值同比由 4 月的 2.4%加速至 2.6%，超出市场预期的 2.5%，为今年以来首次反弹，或促使欧洲央行谨慎考虑未来降息节奏，在 7 月份暂停降息，并在未来几个月放慢降息步伐的理由更加充分。5 月核心 CPI 从 2.7%反弹至 2.9%，亦超出市场预期。降息预期摆动影响国外市场节奏，美股近期走弱。

### 2.商品期权

上个月铜、铝、甲醇、PTA、豆粕、黄金期货活跃合约月度涨跌幅分别为 0.39%、4.67%、2.85%、1.39%、2.82%、1.34%。受欧美利率预期与风险因素影响，有色、贵金属板块在 5 月呈高位宽幅震荡走势，且当前以上不确定因素并未有效消除，特别是风险驱动因素将持续支撑贵金属价格，但降息预期的摆动将影响波动节奏。预计 6 月份黄金白银延续高位宽幅震荡走势，此外，甲醇、PTA 与豆粕的价格延续震荡走势，品种成交量偏低。

**图 1: 上证 50 指数动态估值 (PE-TTM)**



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

**图 2: 沪深 300 指数动态估值 (PE-TTM)**



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 3：中证 500 指数动态估值 (PE-TTM)



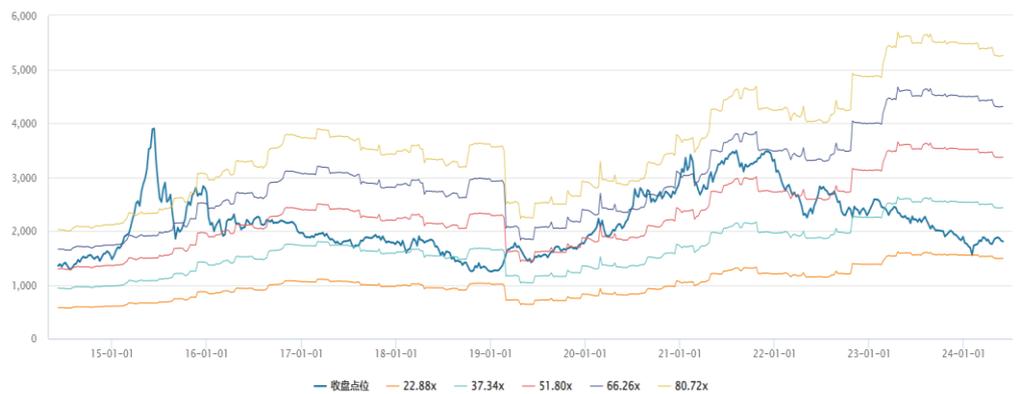
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 4：中证 1000 指数动态估值 (PE-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：沪铜、沪铝期货价格走势



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 7：PTA、甲醇期货价格走势



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 8：豆粕期货价格走势



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

## 二、期权 PCR（认沽/认购）分析

### 1.金融期权

5 月份金融期权的日均成交量环比上个月下降。其中，50ETF 期权、沪市 300ETF 期权、沪市 500ETF 期权与创业板 ETF 期权成交活跃度较高，5 月日均成交张数分别为 105 万张、91.4 万张、103.5 万张、77.07 万张。而在 4 月份，以上品种日均成交分别为 136.5 万张、121.6 万张、118.7 万张、98 万张。交易活跃度下降，市场震荡情绪偏强，特别是 5 月份下半月成交量下降幅度较大。沽购比率 PCR 值方面，50ETF 期权、沪市 300ETF 期权、沪市 500ETF 期权与创业板 ETF 期权 5 月日均成交 PCR 值分别为 95.60%、91.59%、106.24%、90.25%。除了 50ETF 期权之外，其它三个品种日均成交 PCR 值环比 4 月份回落，经过 5 月份标的指数震荡回落行情之后，空头情绪得到宣泄，指数进一步下降空间有限。持仓 PCR 方面，以上四个品种的 5 月均值分别为 104.10%、98.50%、106.42%、94.79%，普遍高于 4 月均值，但从 5 月下旬开始，伴随着标的指数回落，持仓 PCR 回落。通常成交 PCR 与标的指数反向关系，持仓 PCR 与标的指数正相关关系，结合以上指标来看，当前期权标的指数空头情绪得到一部分宣泄，但持仓 PCR 高位回落，标的指数上方阻力较大，后市或将延续震荡回踩的趋势。

### 2.商品期权

商品期权方面，5 月铜、铝、黄金、豆粕期权日均成交量环比上个月增加，分别为 16.2 万手、15 万手、10.3 万手、33.7 万手。以上品种在 5 月份出现过宽幅变动的升波行情，成交活跃度上扬，但从五月下旬开始，随着标的价格步入震荡走势，成交量大幅下降。甲醇、PTA 期权成交量环比萎缩，延续震荡行情。PCR 值方面，5 月下旬开始，铜期权与黄金期权成交 PCR 回升，持仓 PCR 下降，空头情绪上升，标的价格高位承压回落。甲醇、PTA 期权成交 PCR 与持仓 PCR 回落，情绪面低迷，震荡预期强烈。

图 9: 50ETF 期权成交量与持仓量

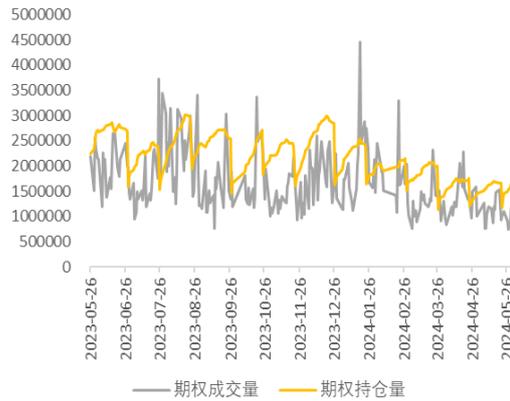
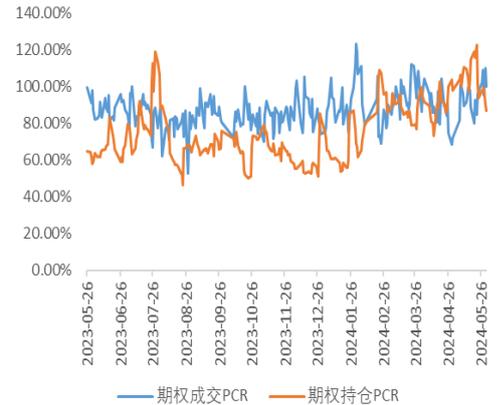


图 10: 50ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 11: 沪市 300ETF 期权成交与持仓

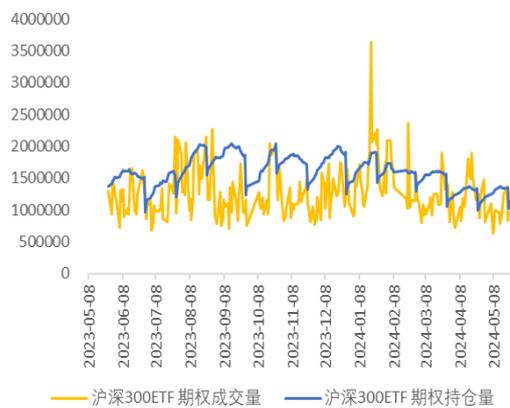
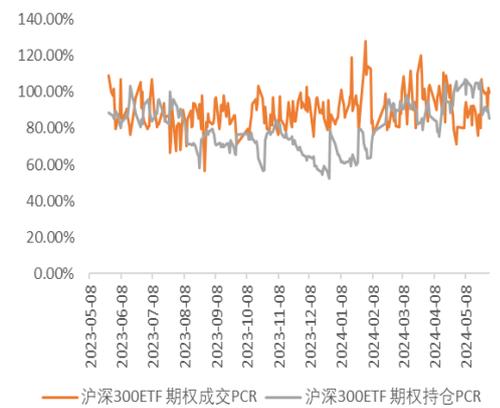


图 12: 沪市 300ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 13: 沪市 500ETF 期权成交与持仓

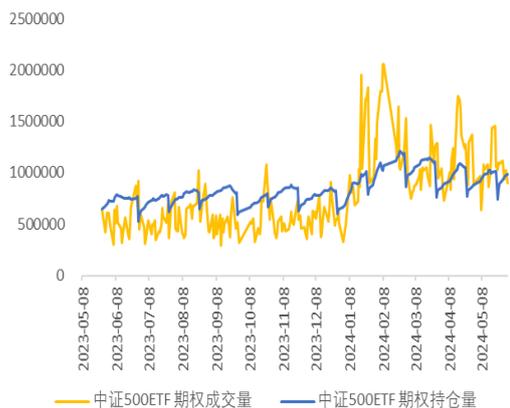
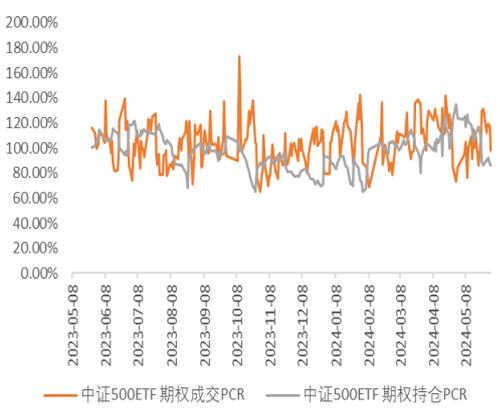


图 14: 沪市 500ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 15: 深市 300ETF 期权成交与持仓

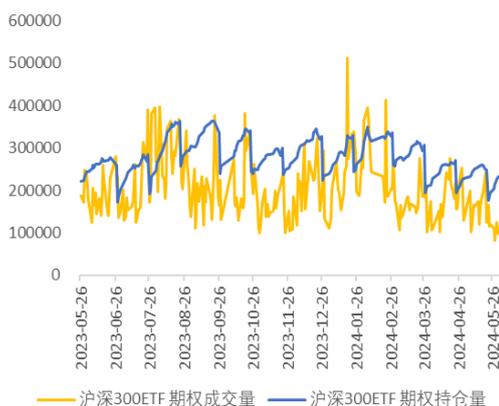
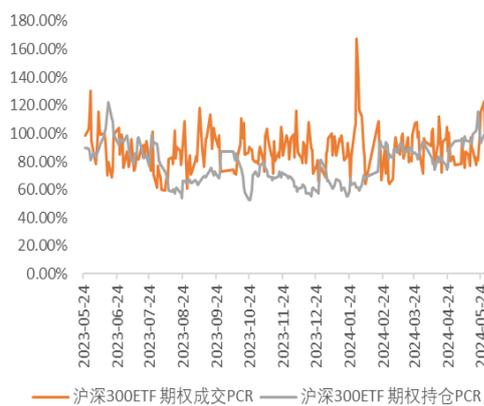


图 16: 深市 300ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 17: 深市 500ETF 期权成交与持仓

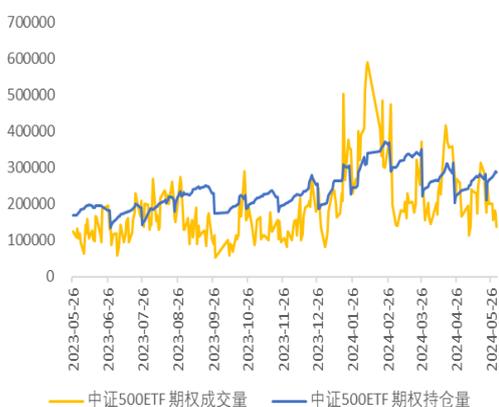
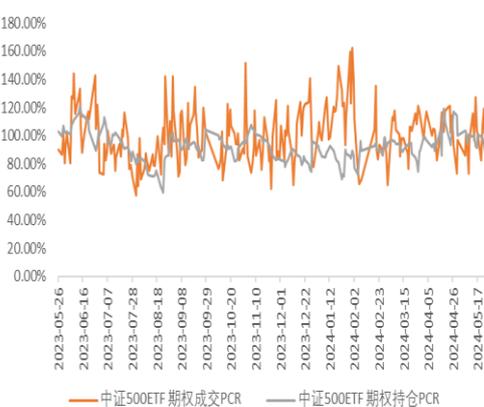


图 18: 深市 500ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 19: 创业板 ETF 期权成交与持仓

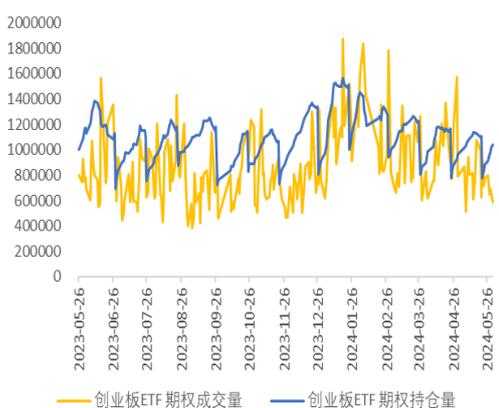
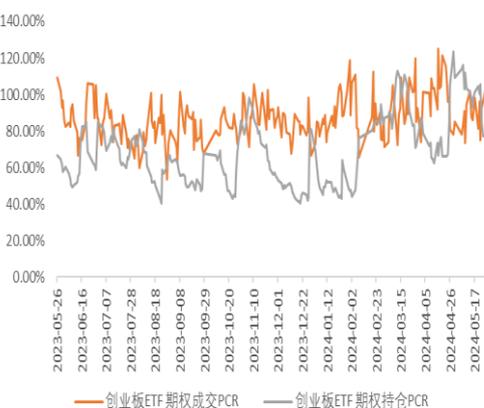


图 20: 创业板 ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 21: 沪市 300 指数期权成交与持仓

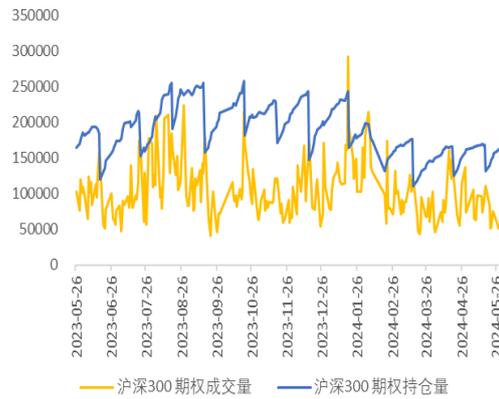
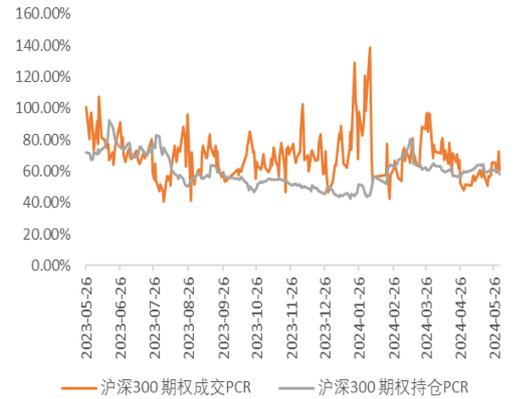


图 22: 沪市 300 指数期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 23: 中证 1000 指数期权成交与持仓

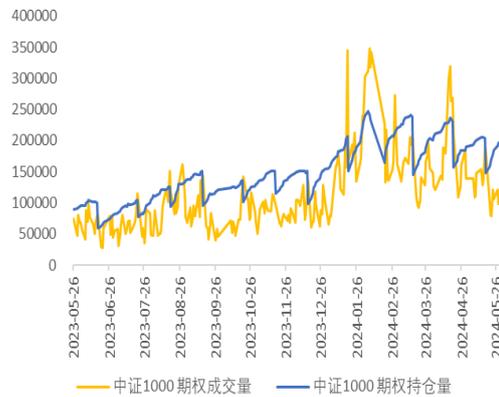
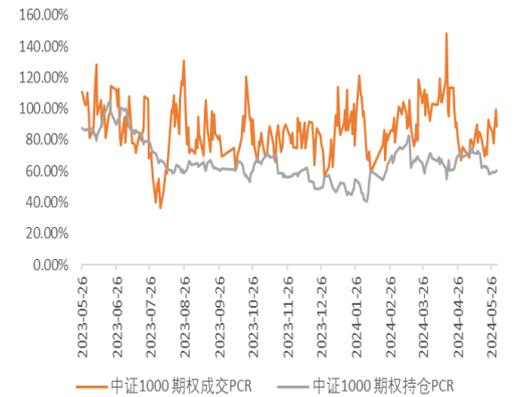


图 24: 中证 1000 指数期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 25: 沪铜期权成交与持仓

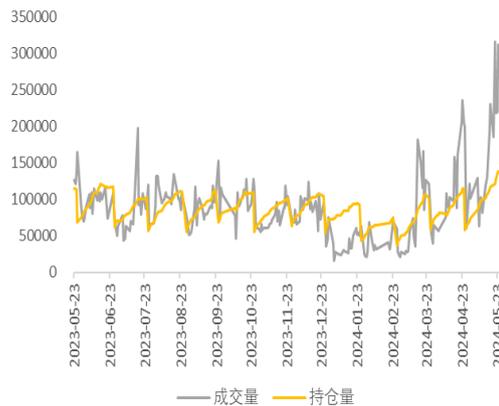
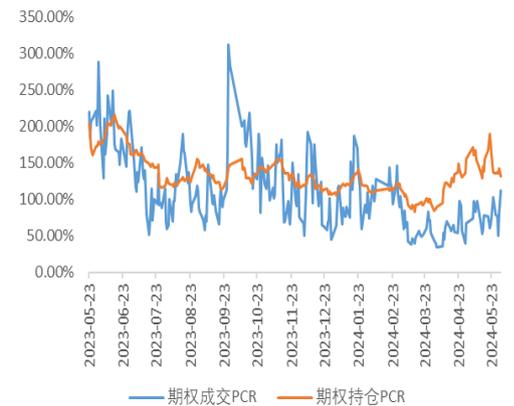


图 26: 沪铜期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 沪铝期权成交与持仓

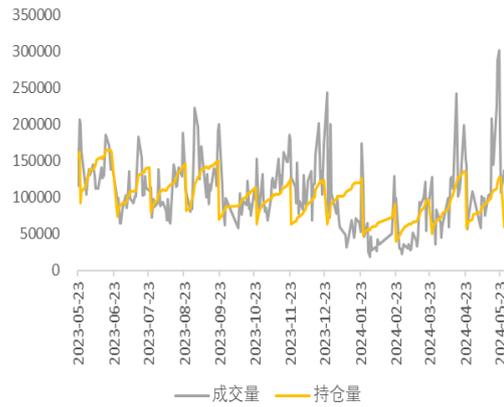
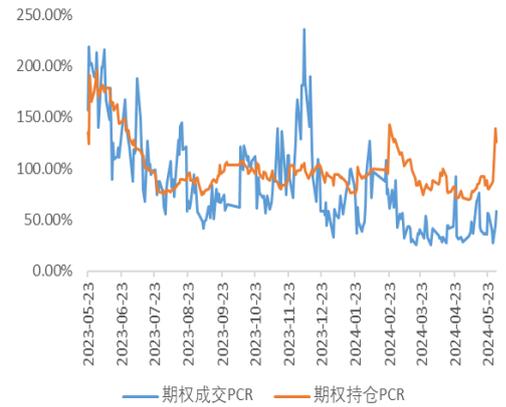


图 28: 沪铝期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 29: 甲醇期权成交与持仓

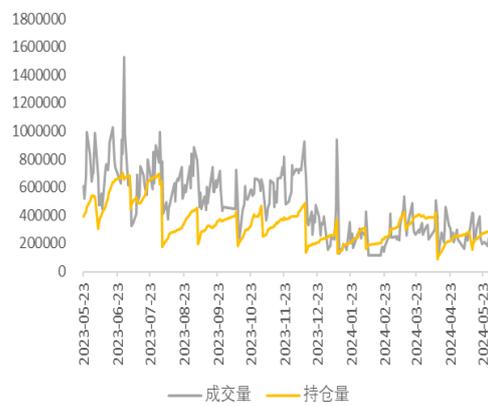
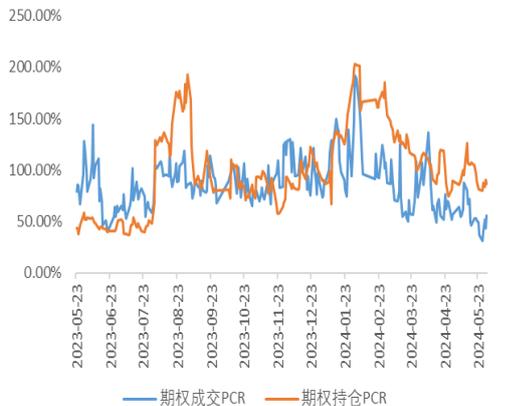


图 30: 甲醇期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 31: PTA 期权成交与持仓

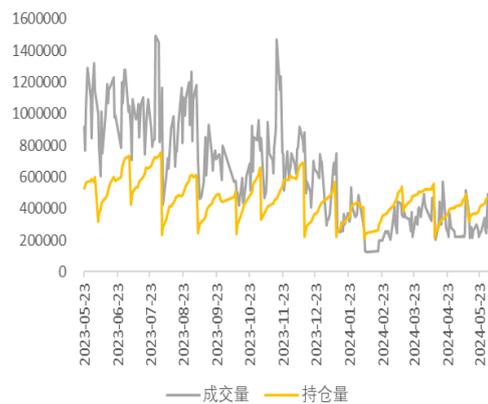
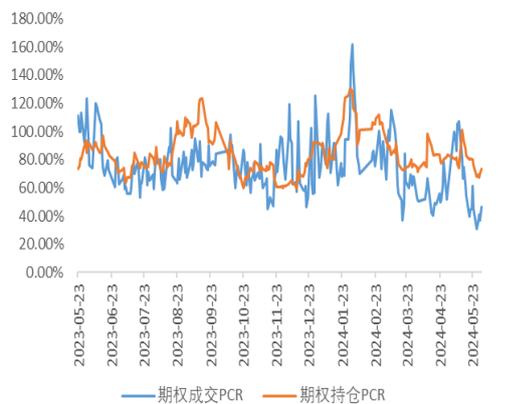


图 32: PTA 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 33: 黄金期权成交与持仓

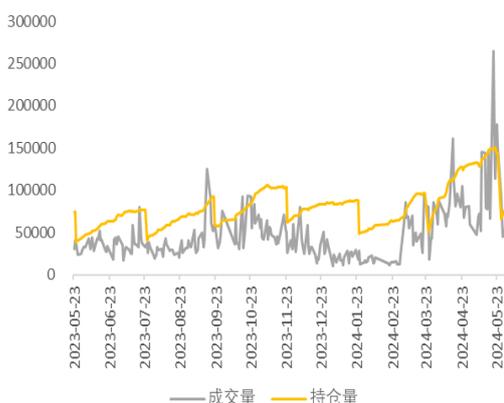
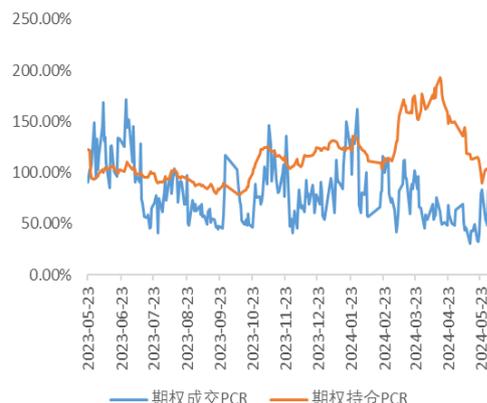


图 34: 黄金期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 35: 豆粕期权成交与持仓

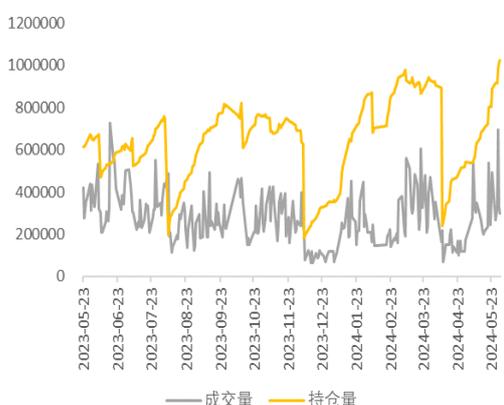
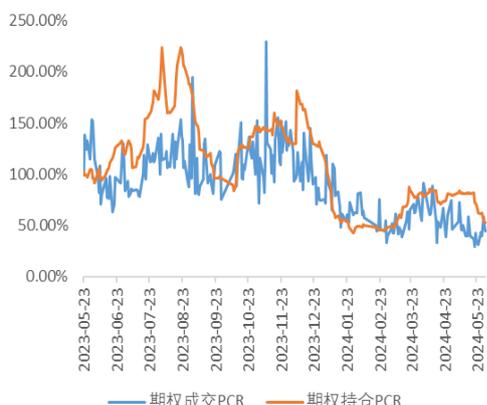


图 36: 豆粕期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

### 三、期权波动率分析

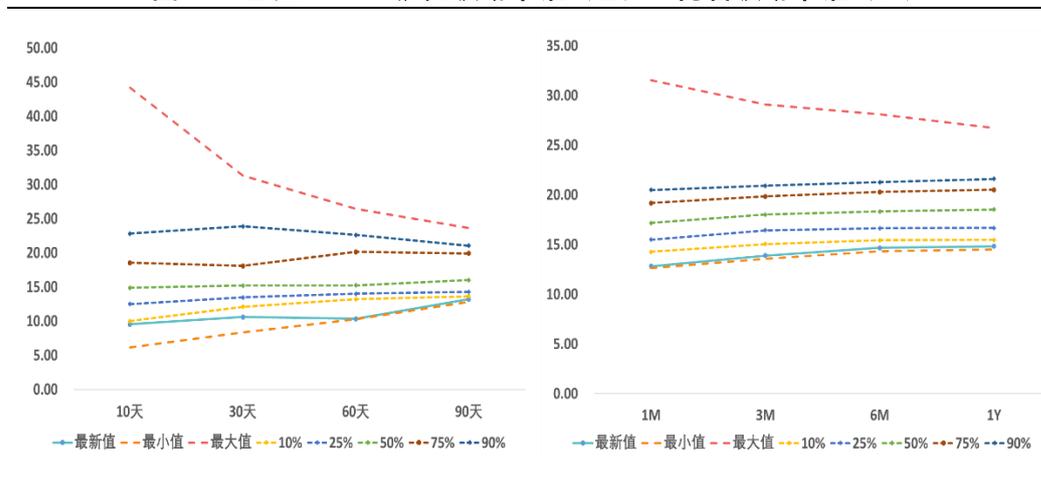
#### 1. 金融期权

波动率方面, 5 月金融期权历史波动率与隐含波动率共振降波, 其中 50ETF 的 30 日、60 日、90 日周期历史波动率分别为 10.6%、10.4%、13.2%, 接近 2020 年以来的最低值; 此外, 隐含波动率锥显示, 1 个月、3 个月、6 个月期限结构的隐波分别为 12.8%、13.9%、14.7%, 期限结构呈现近低远高的偏斜结构, 且隐波也接近 2020 年以来的最低值。上证 50、沪深 300 系列隐波低位, 中小创系列期权隐波近期持续下滑, 中证 500ETF 期权与上证 50ETF 期权的近月隐波差维持在 5 个百分点左右。不同品种、不同期限、不同周期的低波共振是当前金融期权的主要特征。且从金融指数的阻力与支撑来看, 后市隐波反弹空间有限, 6 月份或将延续低波震荡行情。

## 2 商品期权

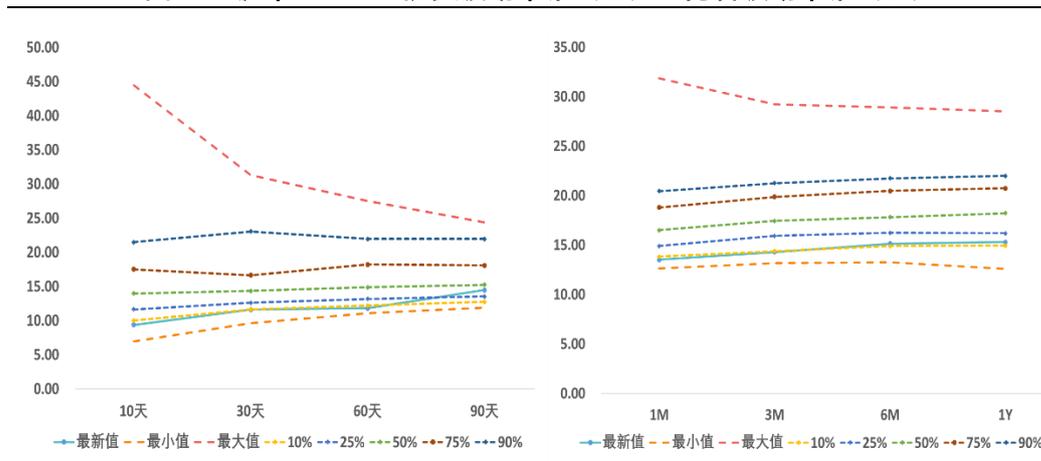
商品期权方面，5月份铜、铝、黄金期权出现过一波大幅升波的行情，波动率走势呈现脉冲式特征。截止到月底，铜的30日、60日、90日周期历史波动率分位达到25.2%、19.6%、16.5%，均高于近三年中位数，月底铜期权隐波高位回落至中位数附近。与铜期权相似的隐波走势，黄金期权隐波也走出了冲高回落的脉冲式走势，当前1个月、3个月、6个月期限结构的隐波分别为17.04%、15.1%、14.66%。高于近三年中位数。后市在全球宏观面与地缘风险的扰动下，有色与贵金属期权仍然具有一定的升波惯性。此外，甲醇、PTA期权历史波动率与隐波普遍位于近三年10%分位附近，波动区间收敛，需关注基本面扰动带来的低波反弹行情。

图 37: 上证 50ETF 历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



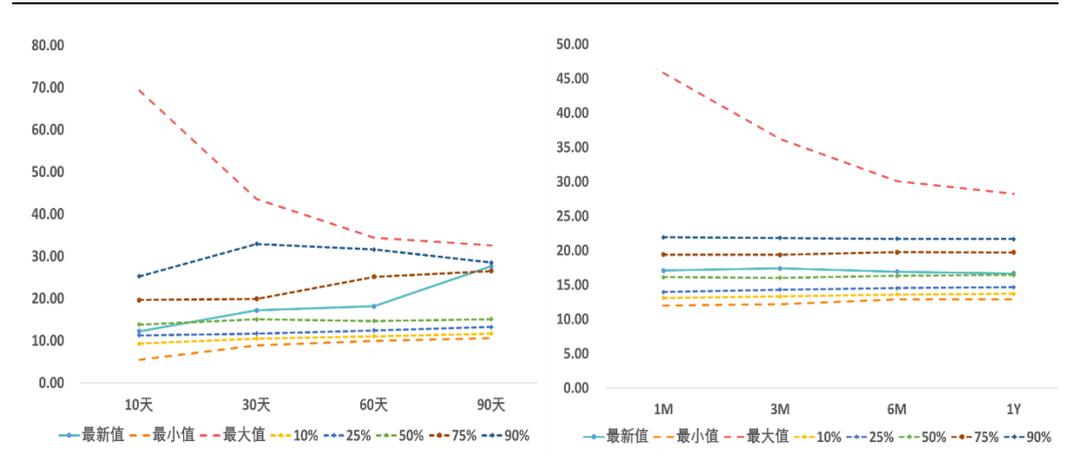
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 38: 沪市 300ETF 历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



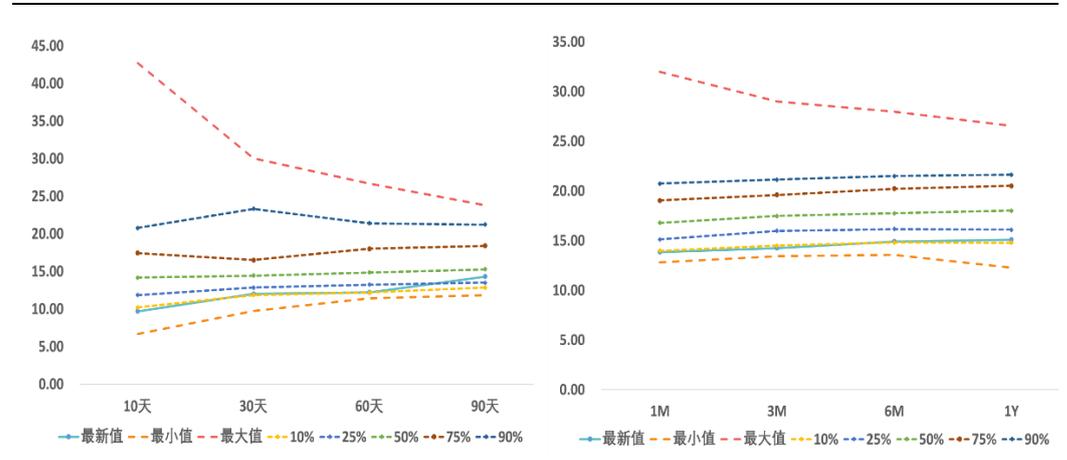
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 39：沪市 500ETF 历史波动率锥（左）、隐含波动率锥（右）



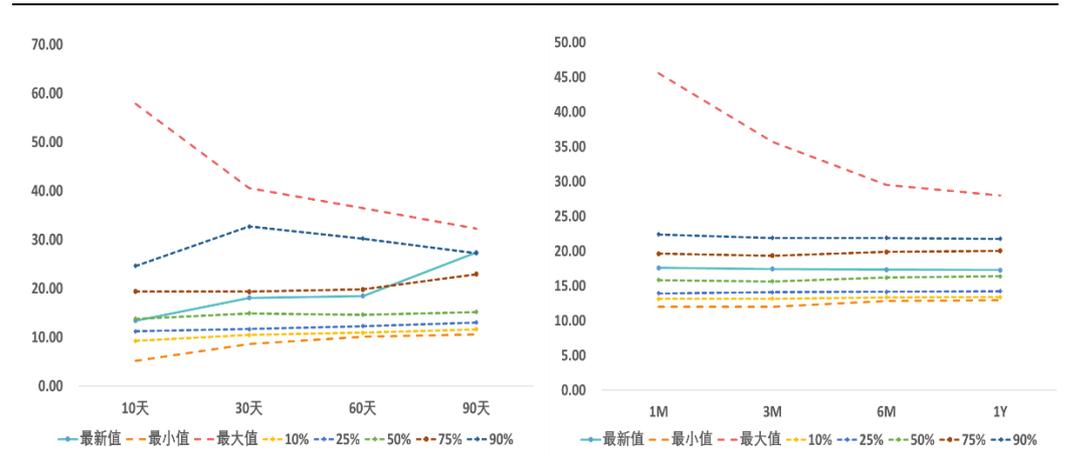
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 40：深市 300ETF 历史波动率锥（左）、隐含波动率锥（右）



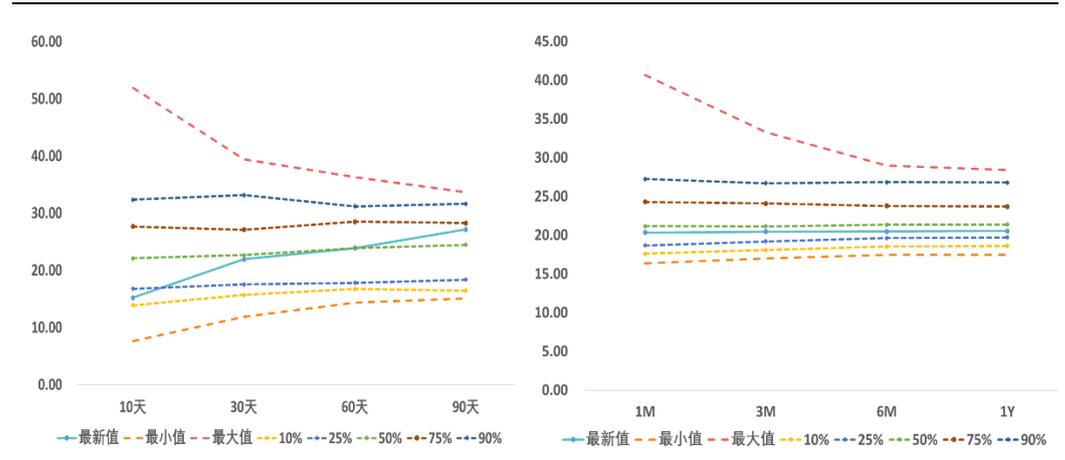
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 41：深市 500ETF 历史波动率锥（左）、隐含波动率锥（右）



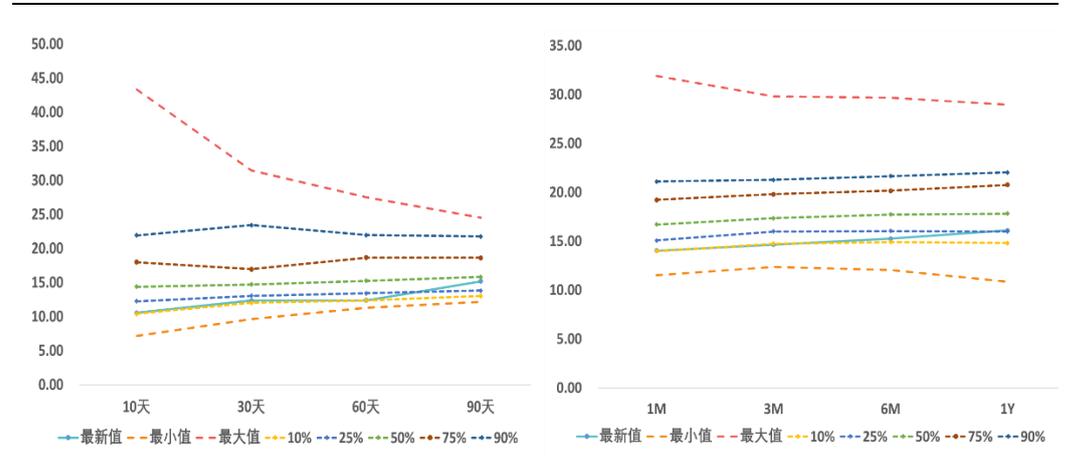
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 42: 创业板 ETF 历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



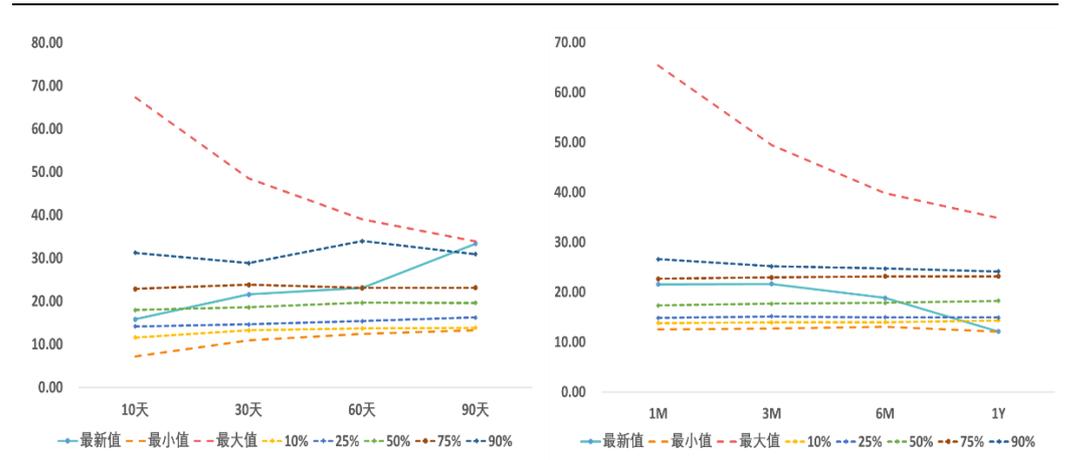
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 43: 沪深 300 历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



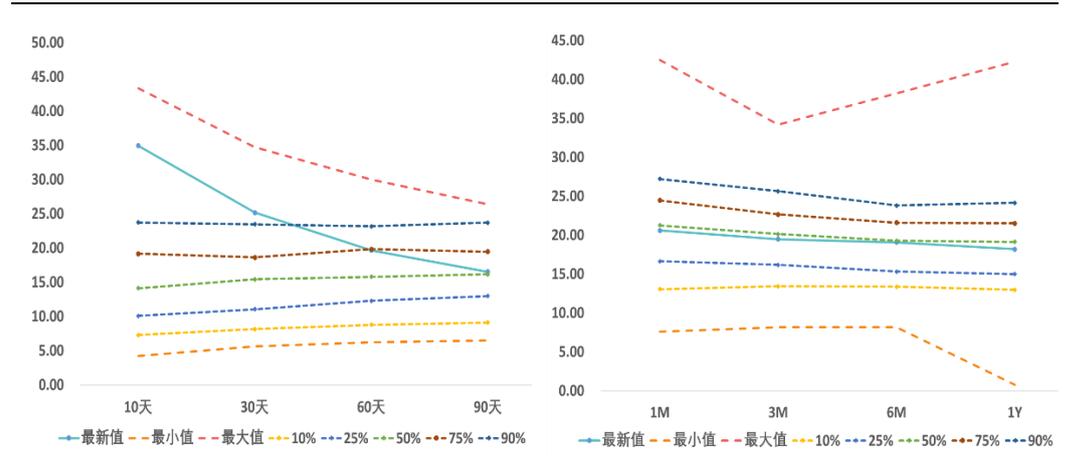
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 44: 中证 1000 历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



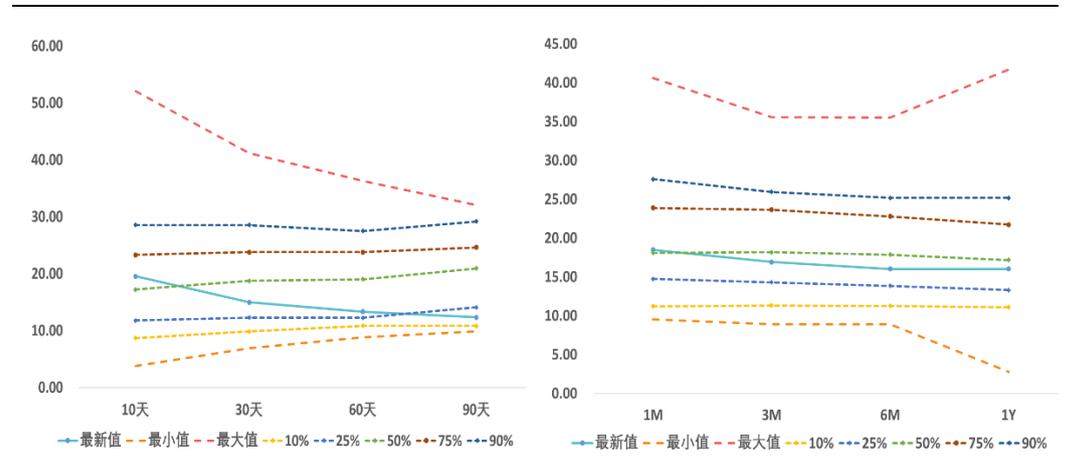
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 45: 沪铜历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



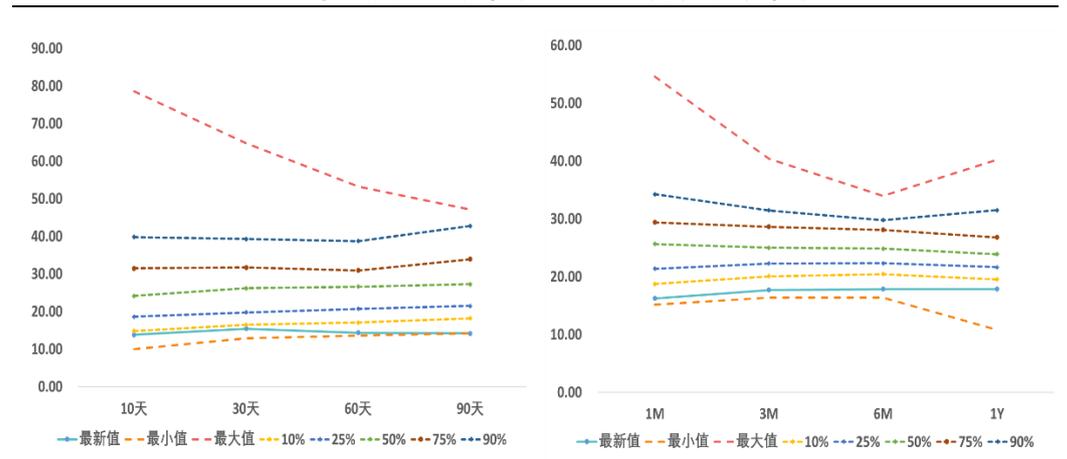
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 46: 沪铝历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



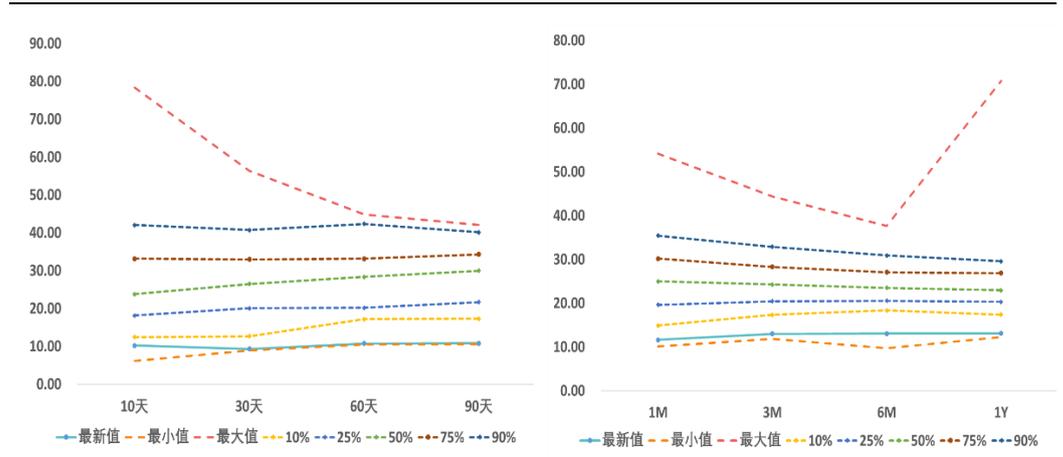
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 47: 甲醇历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



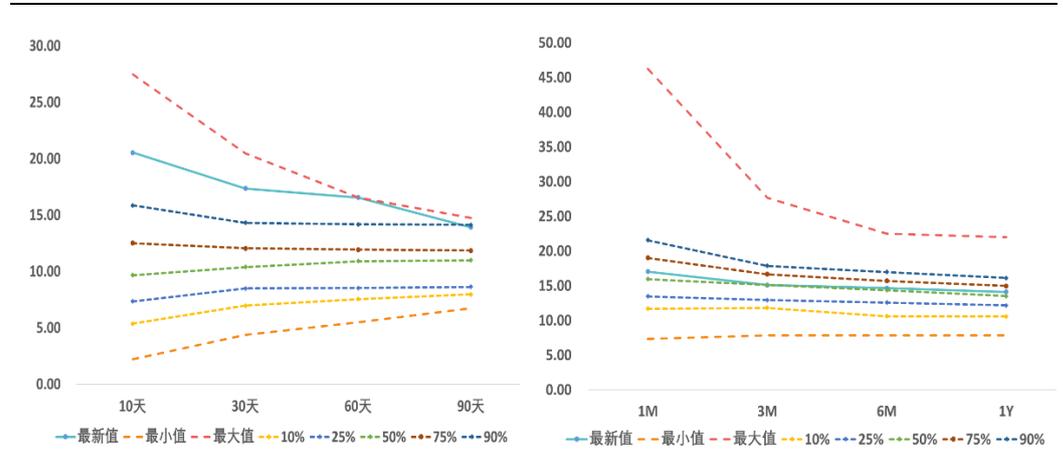
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 48: PTA 历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



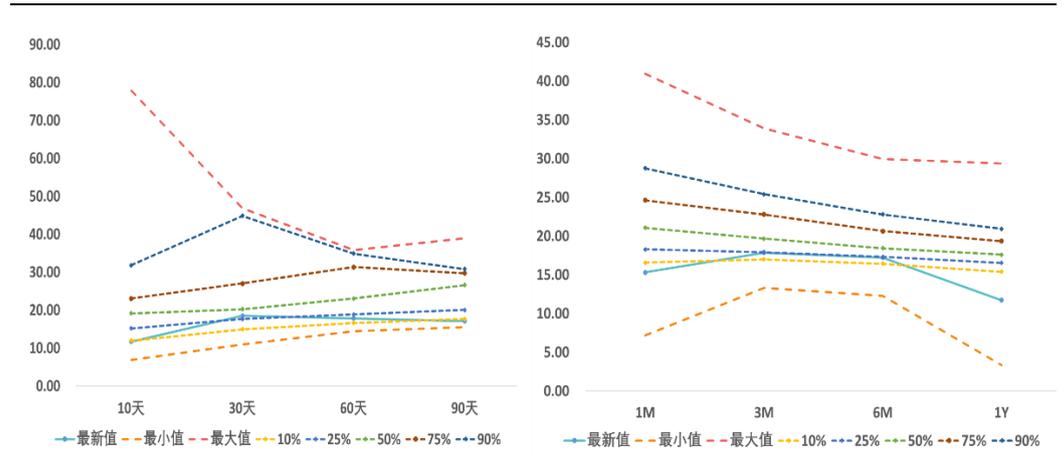
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 49: 黄金历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



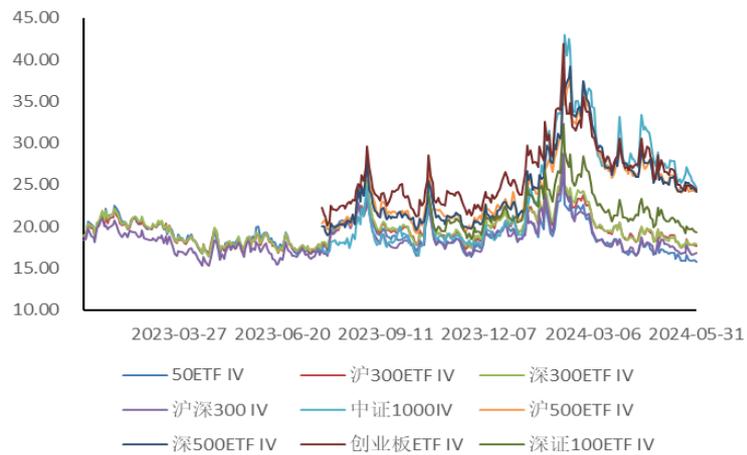
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 50: 豆粕历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



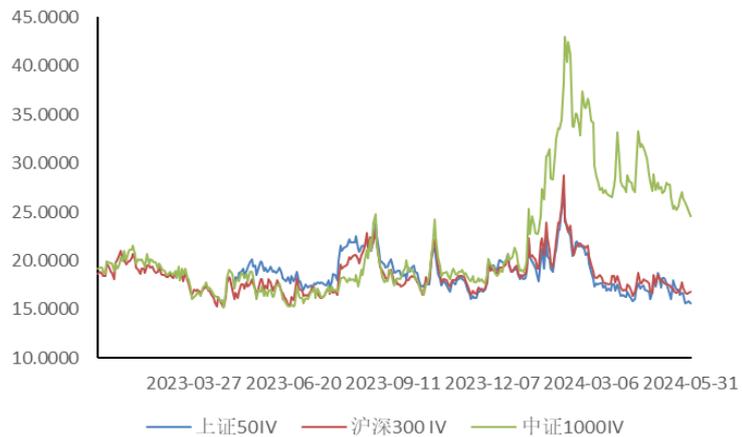
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 51: 金融期权隐波 (IV) 对比



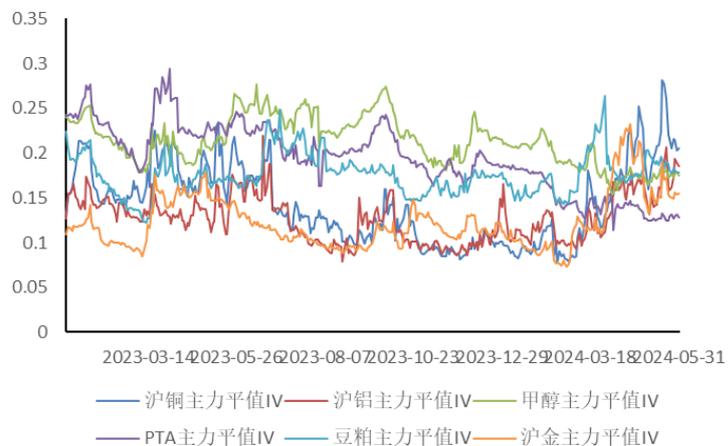
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 52: 金融期权隐波 (IV) 对比



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 53: 商品期权平值隐波 (IV) 对比

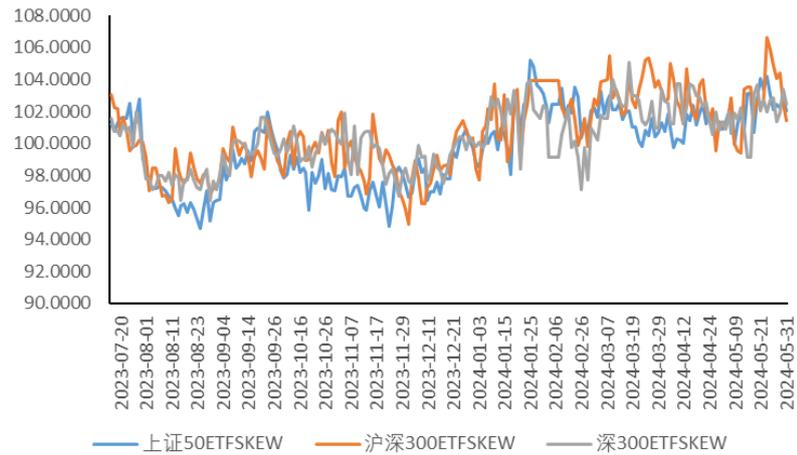


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

### 四、金融期权偏度

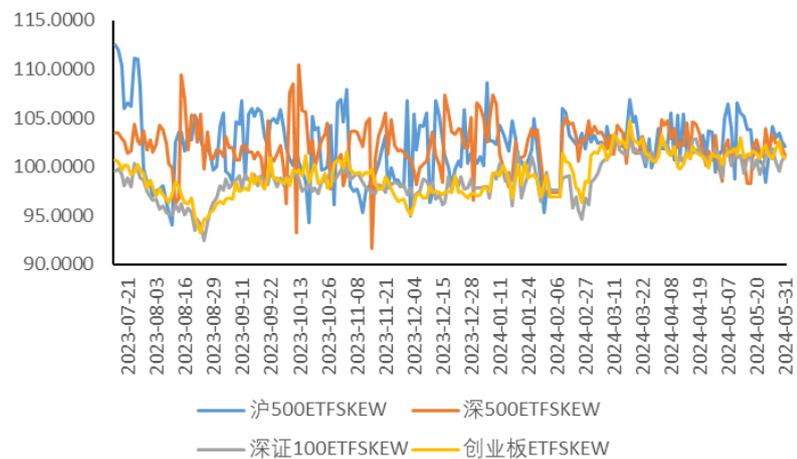
从金融期权的偏度指数分布来看，5月以来，主要金融期权品种的偏度指数 skew 有所回落，但偏斜结构整体稳定。随着标的指数缩量下跌，空头情绪得到一定程度宣泄，看跌期权溢价率下降。偏度结构稳定反映当前市场震荡预期较强，情绪面稳定，未出现较大幅度的升波预期。

图表 54：金融期权偏度（一）



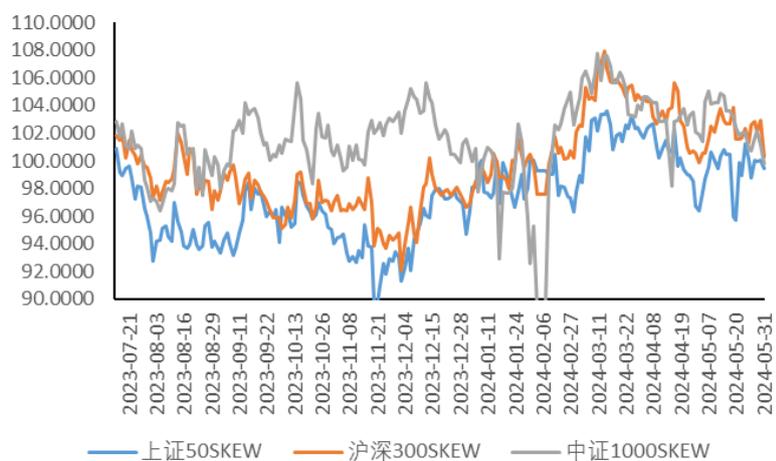
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 55：金融期权偏度（二）



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 56: 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。本报告清晰准确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。