

## 有色、贵金属期权隐波冲高偏离均值，关注波动率策略机会

兴证期货. 研究咨询部  
金融研究团队

2024年6月11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

- 国内景气度复苏节奏趋缓，利好政策传导效果一般，整体改善空间恐有限。近期监管层释放严监管信号，极小部分上市公司违规被查处，以及小微盘股成为 ST 戴帽高发区，微盘股指数大跌，刺激两市短空情绪上升，但从长期来看，利好绩优股，上证 50、沪深 300、中证 500 等指数市净率均位于近十年低位，指数估值支撑强，下跌空间有限。

- 国外方面，美国 5 月非农大超预期，美元指数上涨，美联储维持利率不变的概率上升。欧洲央行降息，但对后市降息空间的预期并不大，欧美股市调整压力上升。关注本周美联储 6 月议息会议及利率政策立场。

- 金融期权各品种的成交量环比小幅增加。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，受微盘股持续大跌的影响，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，但需要关注上证 50、沪深 300 大盘股指数补跌风险。上证 50、沪深 300 系列期权隐含波动率低位反弹，期间一度创下 2020 年以来的新低。受指数近期回落的影响，隐波低位小幅反弹，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。

- 商品期权方面，受 7 日晚间美国非农就业数据大超预期的影响，美元指数拉升，外盘有色、贵金属期货市场大跌，长假期后首个交易日，有色、贵金属期权成交量与成交 PCR 值迎来大幅拉升的行情，从贵金属基本面来看，避险情绪支撑，金银价格连续大跌概率较小，整体维持高位宽幅震荡，因此，贵金属期权成交量与成交 PCR 值冲高后或将迎来回常态的行情；此外，化工与农产品期权相对平稳。受端午节假效应以及 7 日晚间美非农数据大幅超预期的影响，商品期权隐波波动率普遍上升，特别是有色、贵金属期权隐波再度冲高，高波动率偏离均值较大幅度，关注后市降波行情。

**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-0.16%，沪市 300ETF 变化-0.17%，沪市 500ETF 变化-1.71%，深市 300ETF 变化-0.27%、深市 500ETF 变化-1.75%，创业板 ETF 变化-1.35%，深证 100ETF 变化-0.45%，上证 50 指数变化-0.20%、沪深 300 变化-0.16%、中证 1000 指数变化-3.76%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市净率分别为 1.12、1.25、1.60、1.79、3.48，近十年周期中对应的分位为 9.61%、5.49%、2.94%、0.81%、3.53%。

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 月份非制造业景气度环比小幅回落并低于预期。景气度复苏节奏趋缓，利好政策传导效果一般。进一步关注社融资、M2 与国内通胀数据情况，整体改善空间恐有限。近期监管层释放严监管信号，极小部分上市公司违规被查处，以及小微盘股成为 ST 戴帽高发区，微盘股指数大跌，刺激两市短空情绪上升，但从长期来看，利好绩优股，上证 50、沪深 300、中证 500 等指数市净率均位于近十年低位，估值修复空间较大，指数估值支撑强，下跌空间有限。

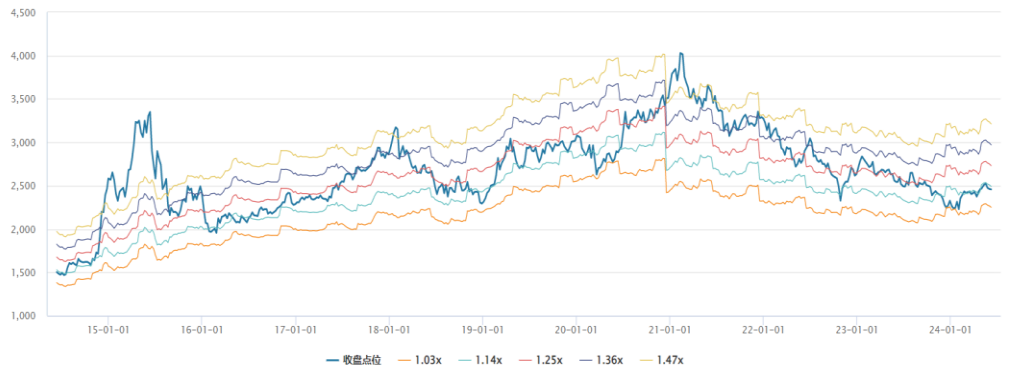
国外方面，美国 5 月季调后非农就业人口增 27.2 万人，预期增 18.5 万人，前值自增 17.5 万人修正至增 16.5 万人；失业率为 4%，预期 3.9%，前值 3.9%；平均每小时工资同比升 4.1%，预期升 3.9%，前值自升 3.9%修正至升 4%；环比升 0.4%，预期升 0.3%。非农大超预期，美元指数上涨，美联储维持利率不变的概率上升。欧洲央行降息，欧洲央行将主要再融资利率、存款机制利率、边际借贷利率下调 25 个基点，分别至 4.25%、3.75%、4.5%，符合市场预期。欧洲央行声明显示，自 2023 年 9 月的欧洲央行会议以来，通胀率下降了超过 2.5 个百分点，并且通胀前景显著改善；欧央行重申计划在 2024 年下半年削减紧急抗疫购债计划 (PEPP) 投资组合；只要有需要，欧洲央行将保持足够有限性的利率，欧洲央行虽然降息，但对后市降息空间的预期并不大。欧美股市调整压力上升。关注本周美联储 6 月议息会议及利率政策立场。

### 2. 商品行情回顾

前一周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为-1.18%、-1.46%；甲醇、PTA 周度涨跌幅分别为-2.93%、-1.70%；豆粕、黄金活跃合约周度涨跌幅为-0.03%、0.98%。

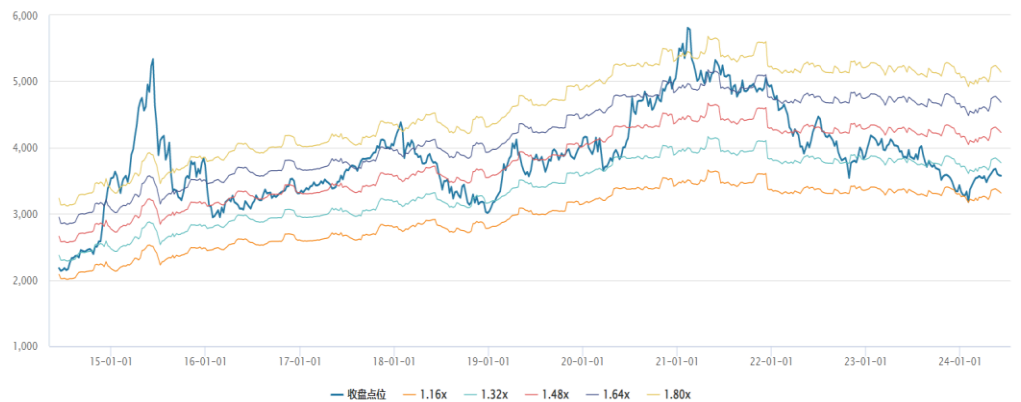
上一周美非农数据超预期走强，美元指数、美债收益率反弹，有色、贵金属日内大跌，甲醇、PTA 与豆粕品种区间震荡。欧洲央行降息落地，但是后市进一步降息空间受掣肘，欧美整体高利率立场持续对有色、贵金属价格形成压制。

**图 1：上证 50 指数动态市净率**



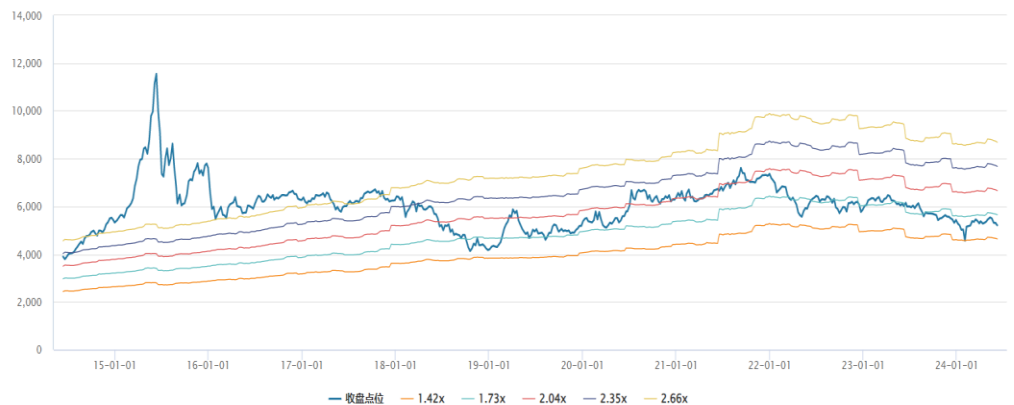
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

**图 2：沪深 300 指数动态市净率**



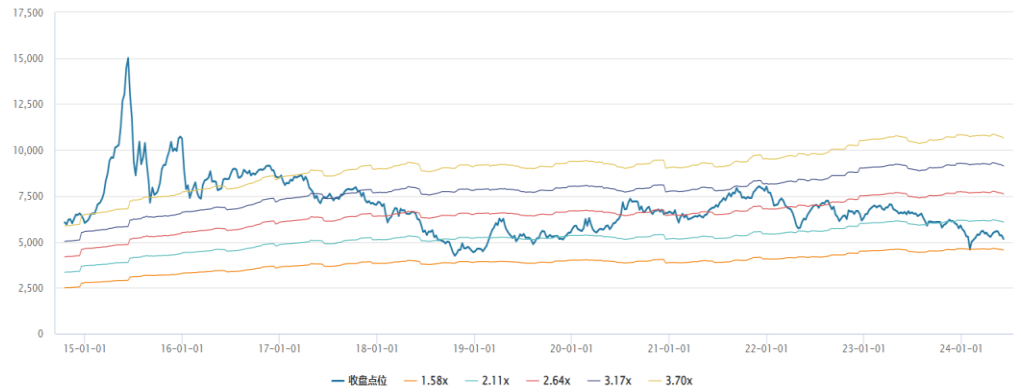
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

**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）



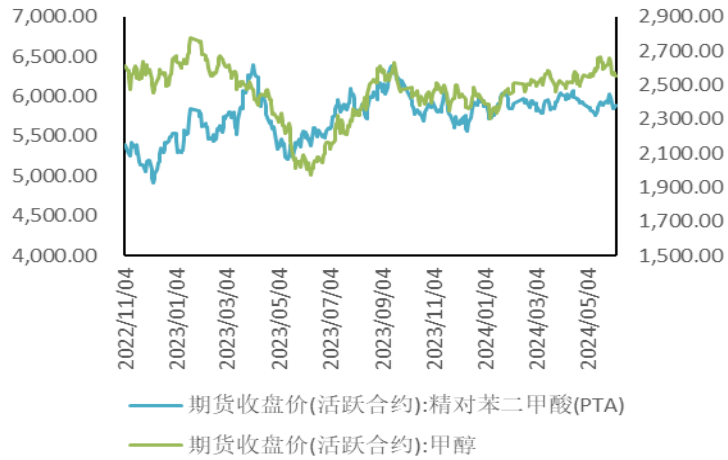
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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

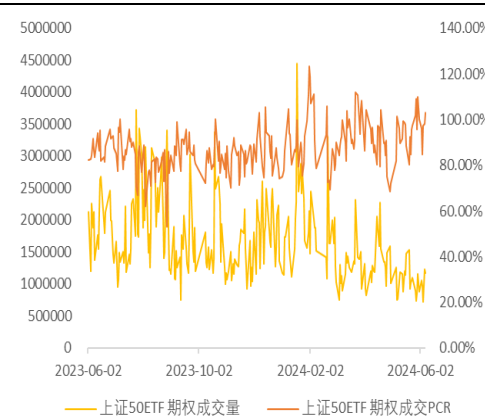
上一周金融期权各品种的成交量环比小幅增加。成交量较大的两个品种为上证 50ETF 期权与沪深 300ETF 期权，上周日均成交 103 万张、98.4 万张，环比前一周小幅增加，成交活跃度整体处于年内偏低位置。品种间成交 PCR 有所分化，上证 50、沪深 300 系列成交 PCR 值低于中小创系列期权，其中上证 50ETF 周度成交 PCR 均值为 95.91%，而中证 500ETF 期权周度成交 PCR 均值为 115.3%，受微盘股持续大跌的影响，两市大小风格有所分化，大盘权重股相对稳定，小盘股空头情绪相对较强，但需要关注上证 50、沪深 300 大盘股指数补跌风险。基于前

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，指数维持在区间内震荡，后市成交 PCR 大概率回落。

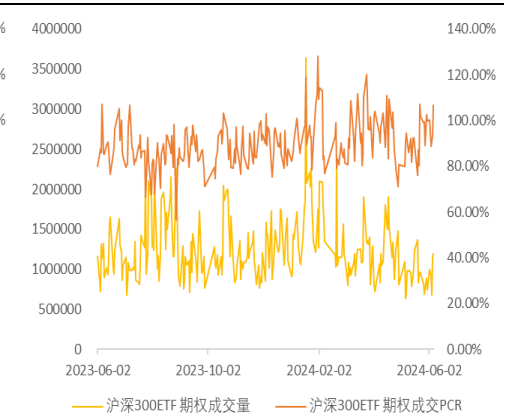
## 2.商品期权

商品期权方面，受 7 日晚间美国非农就业数据大超预期的影响，美元指数拉升，外盘有色、贵金属期货市场大跌，长假期后首个交易日，有色、贵金属期权成交量与成交 PCR 值迎来大幅拉升的行情，从贵金属基本面来看，避险情绪支撑，金银价格连续大跌概率较小，整体维持高位宽幅震荡，因此，贵金属期权成交量与成交 PCR 值冲高后或将迎来回常态的行情；此外，化工与农产品期权相对平稳。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

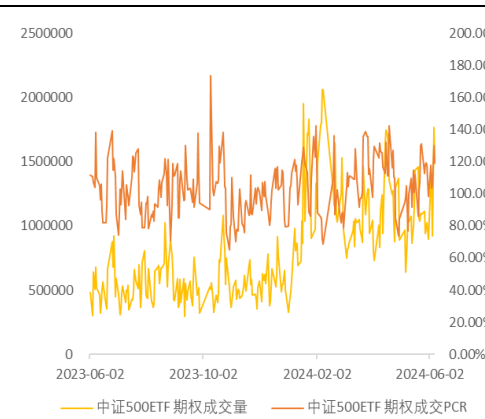


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

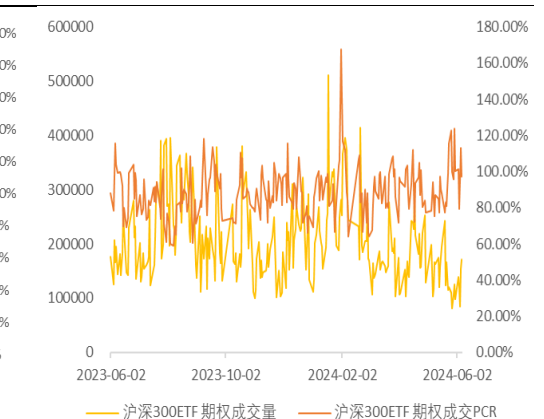


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

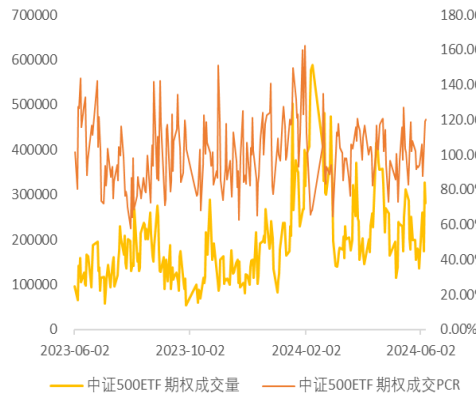


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

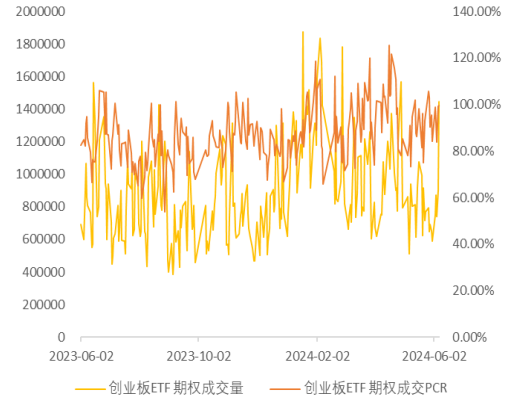


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

**图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR**

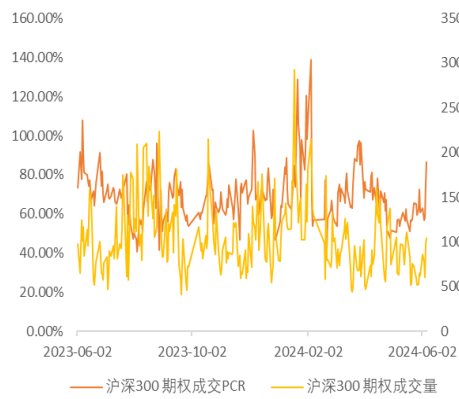


**图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR**

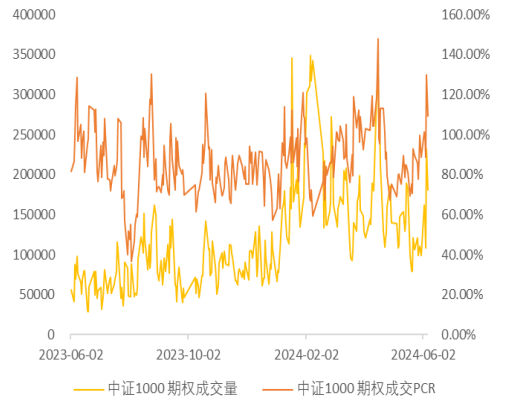


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

**图表 15: 沪深 300 期权 PCR**

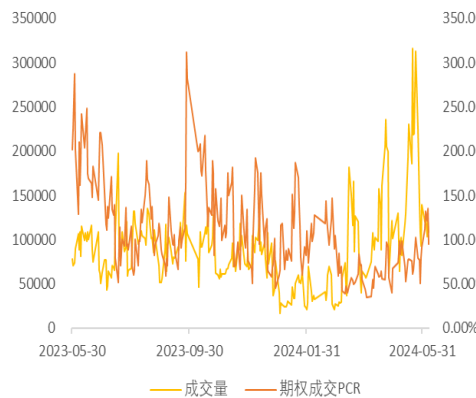


**图表 16: 中证 1000 期权 PCR**

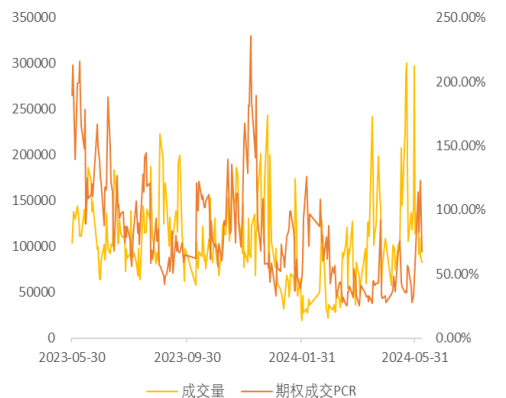


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

**图表 17: 沪铜期权 PCR**



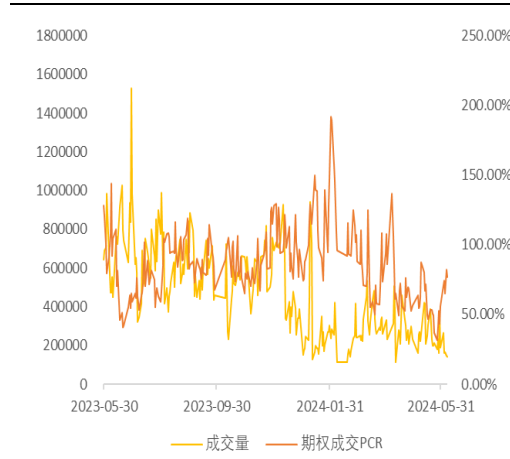
**图表 18: 沪铝期权 PCR**



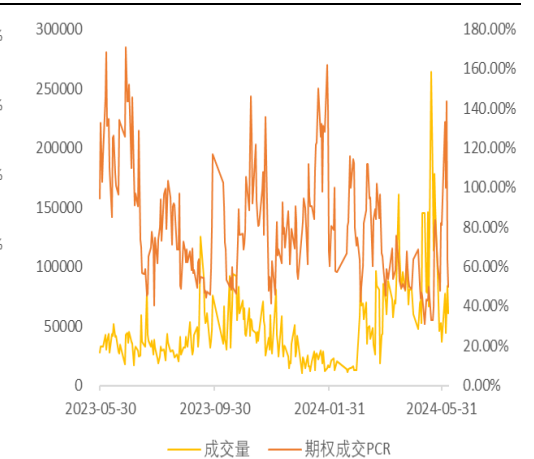
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部



图表 19: 甲醇期权 PCR

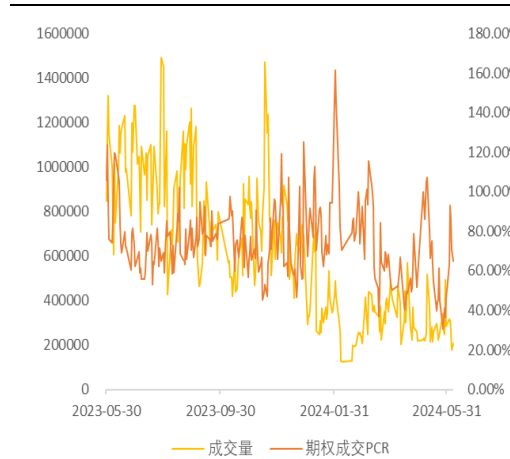


图表 20: 沪金期权 PCR

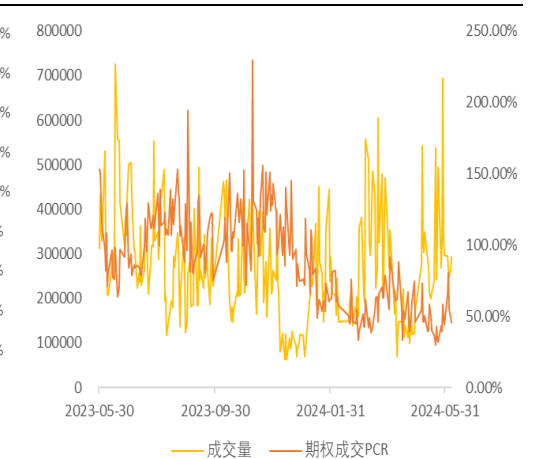


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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

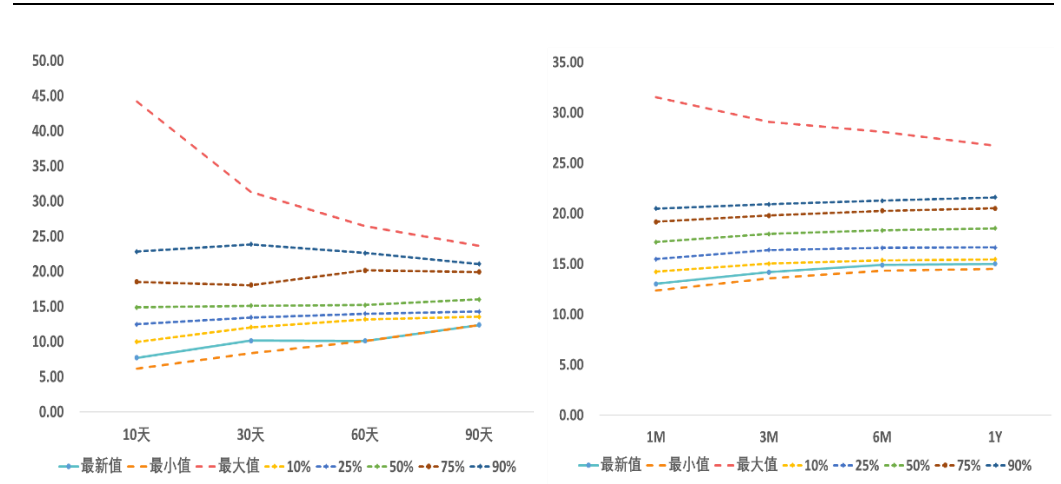
波动率方面, 上证 50、沪深 300 系列期权隐含波动率低位反弹, 期间一度创下 2020 年以来的新低。截止上周, 上证 50ETF 的 30 日周期历史波动率数值 10.15%, 低于近四年 10%分位, 一个月到期的隐波为 13.03%, 也低于近四年 10%分位值。中小创系列期权隐波整体高于上证 50 与沪深 300 期权, 其中, 中证 500ETF 期权一个月到期合约隐波接近 18%。受指数近期回落的影响, 隐波低位小幅反弹, 由于标的指数上有强阻力, 下有估值与政策强支撑, 致使指数趋于低波震荡, 多空情绪释放空间均比较有限, 隐波期限结构整体稳定, 指数偏震荡与隐波低位运行

或将是后市的主要特征。本轮隐波反弹空间有限，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

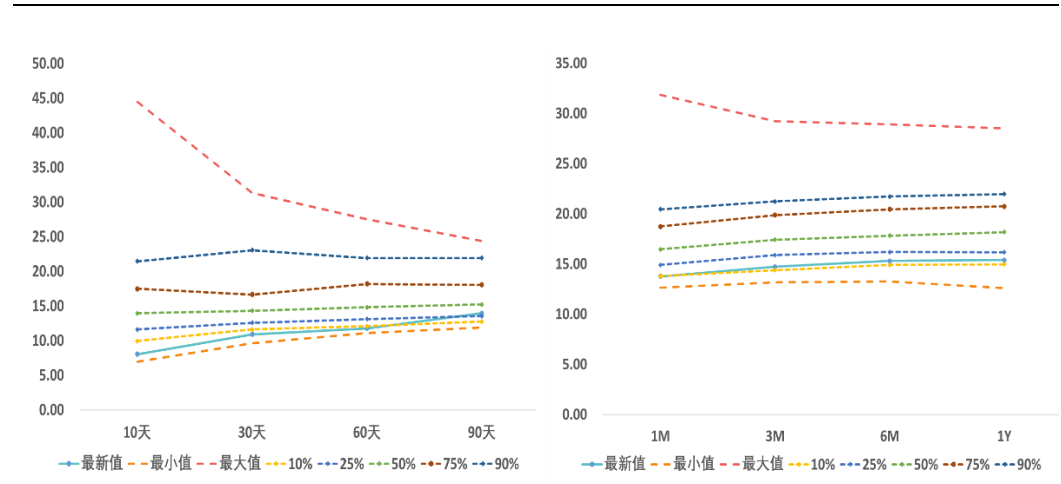
商品期权方面，受端午节假效应以及 7 日晚间美非农数据大幅超预期的影响，商品期权隐波波动率普遍上升，特别是有色、贵金属期权隐波再度冲高，其中，黄金 30 日周期历史波动率数值 15.95%，在近四年 90%分位之上，实际波动高，1 个月到期合约隐波为 18.13%，接近 75%分位。铜期权与白银期权隐波结构与黄金期权相近。高波动率偏离均值较大幅度，关注后市降波行情。

图 23：上证 50ETF 历史波动率锥（左）、隐含波动率锥（右）



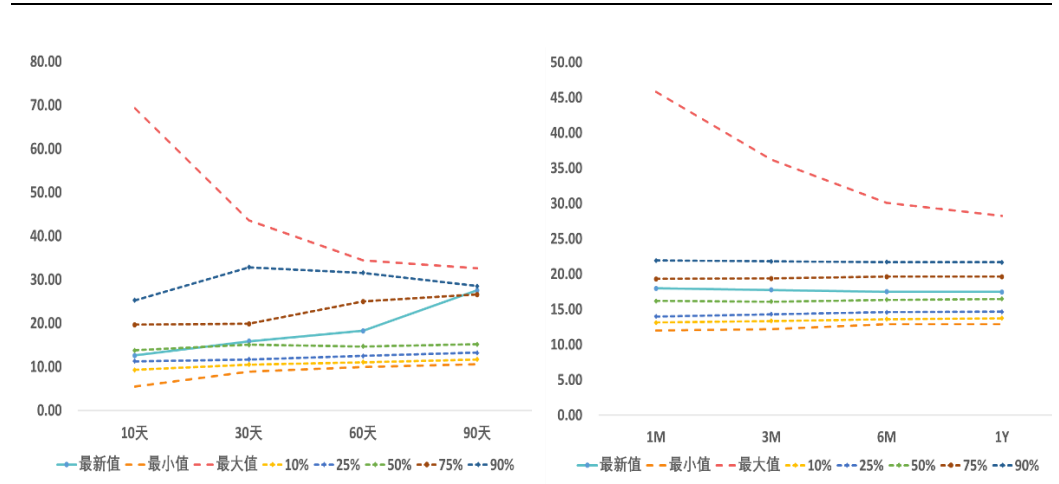
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 24：沪市 300ETF 历史波动率锥（左）、隐含波动率锥（右）



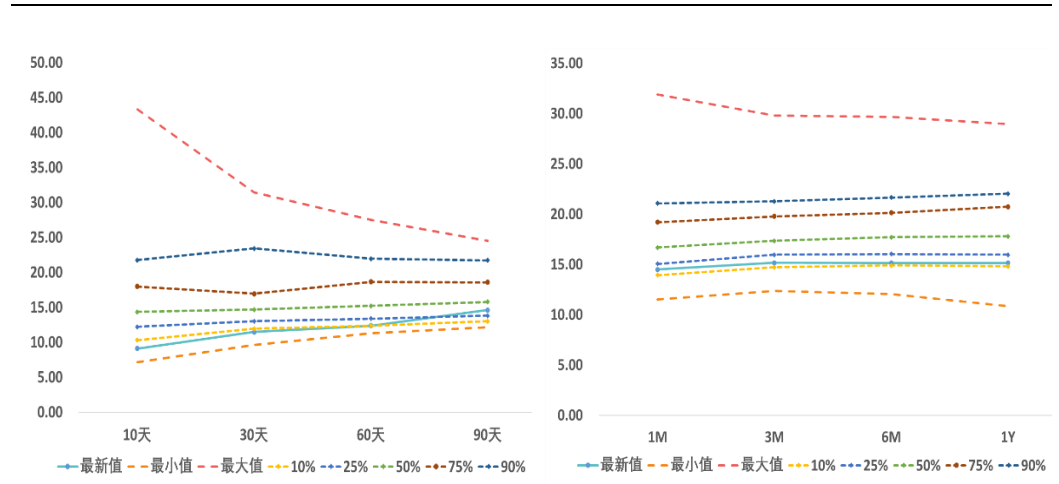
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 25: 沪市 500ETF 历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



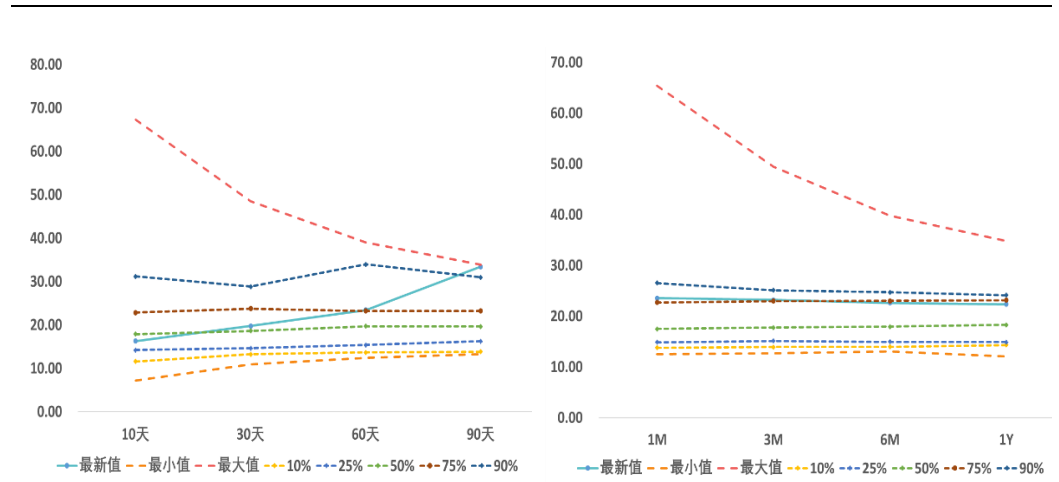
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



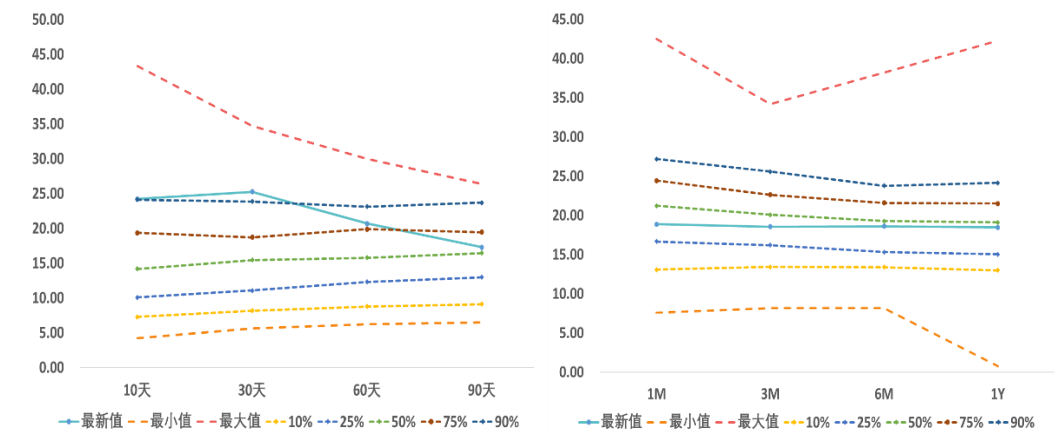
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



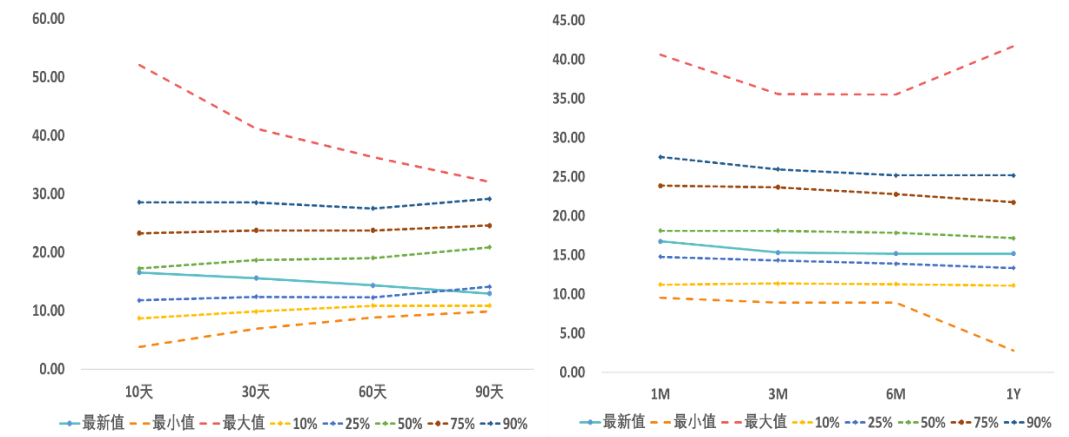
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 28：沪铜历史波动率锥（左）、隐含波动率锥（右）



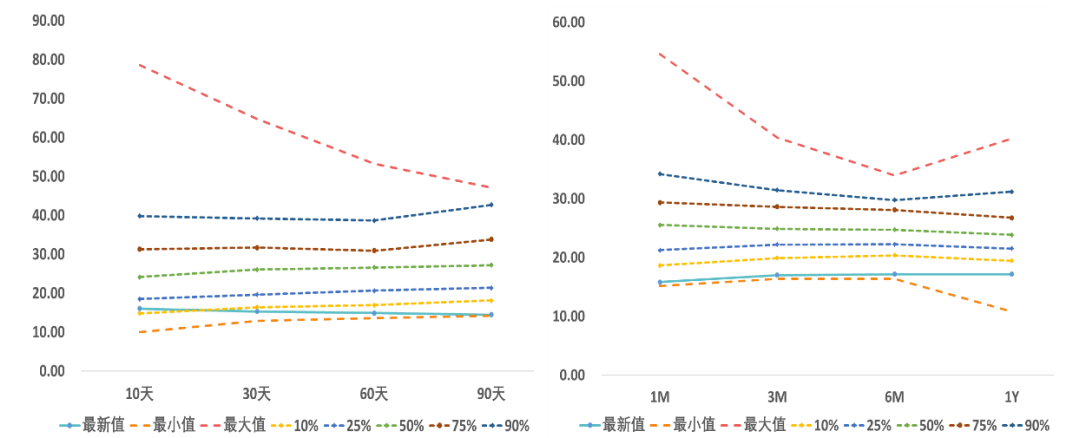
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 29：沪铝历史波动率锥（左）、隐含波动率锥（右）



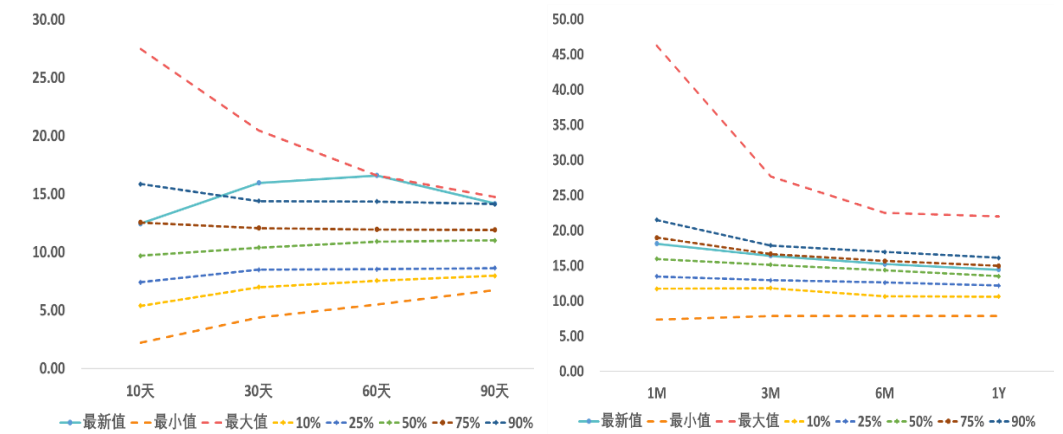
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 30：甲醇历史波动率锥（左）、隐含波动率锥（右）



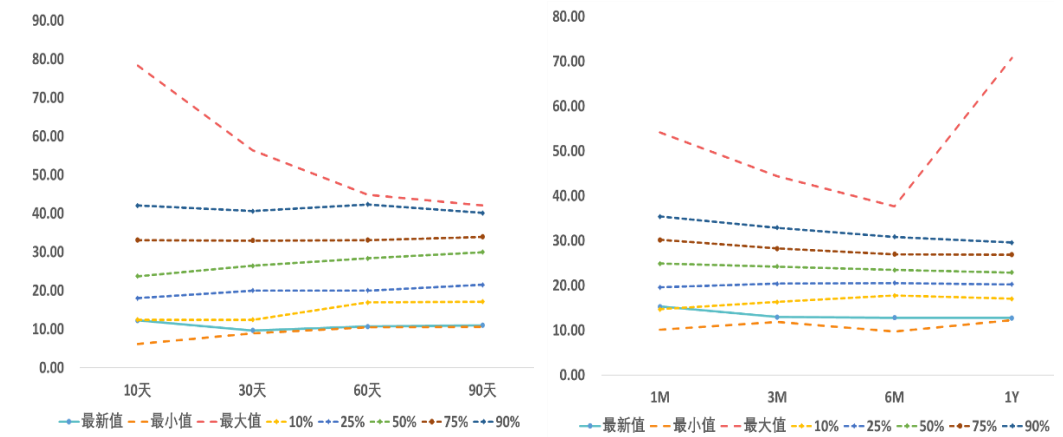
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31: 沪金历史波动率锥（左）、隐含波动率锥（右）



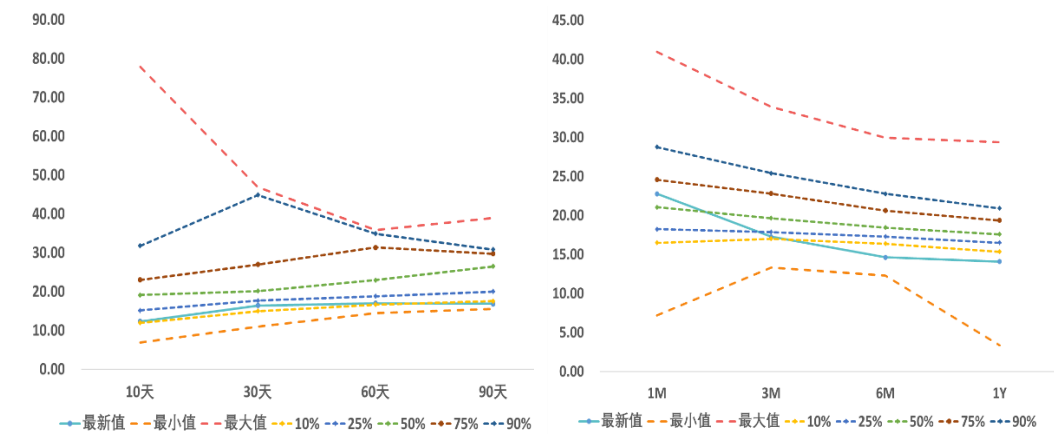
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 31: 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 32: 豆粕历史波动率锥（左）、隐含波动率锥（右）



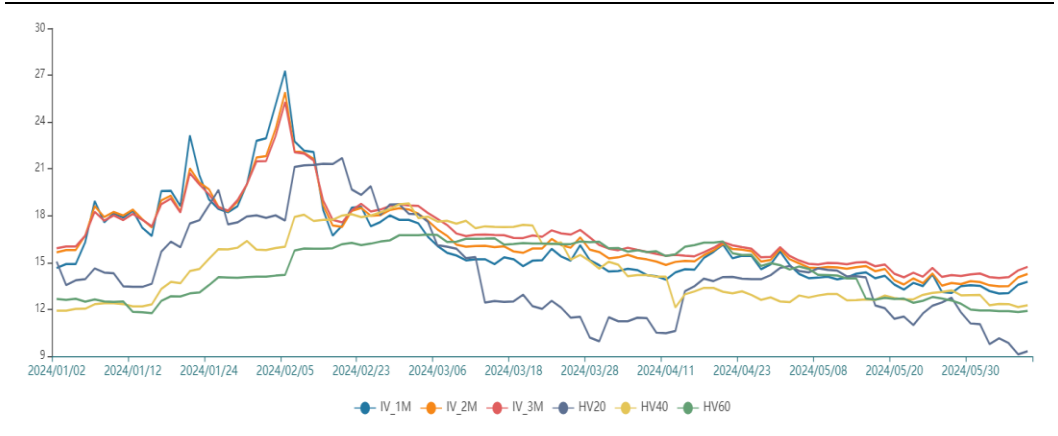
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 33: 50ETF 期权隐含波动率走势



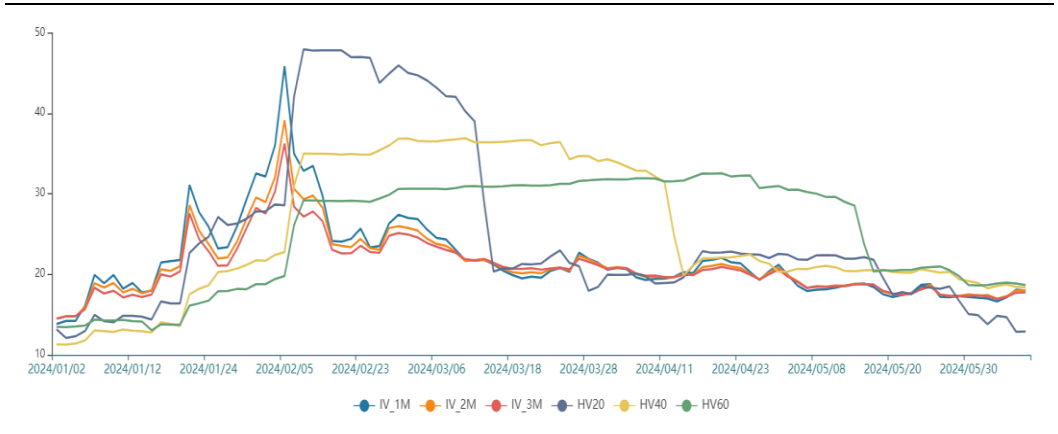
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 34: 300ETF 期权 (沪) 隐含波动率走势



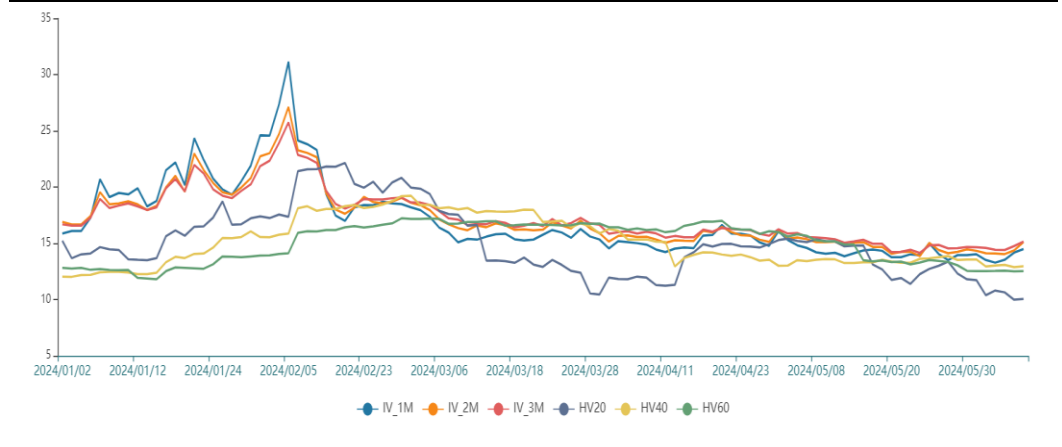
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 35: 500ETF 期权 (沪) 隐含波动率走势



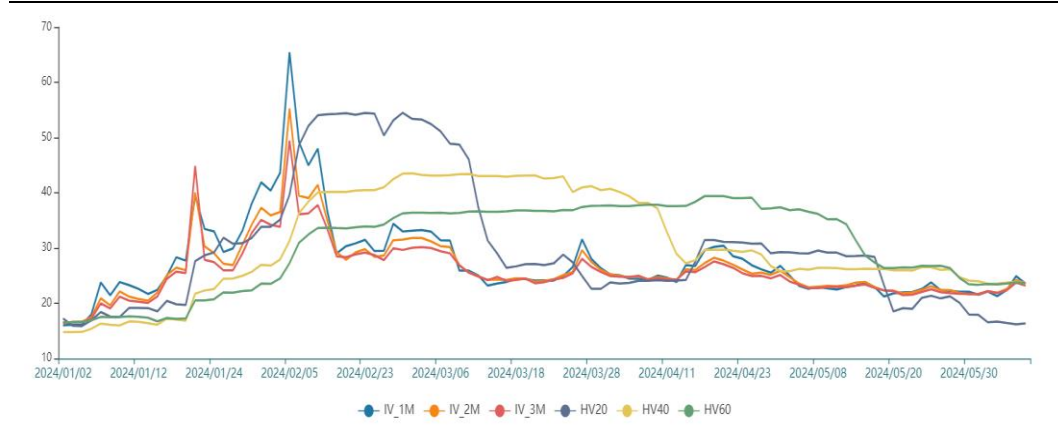
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



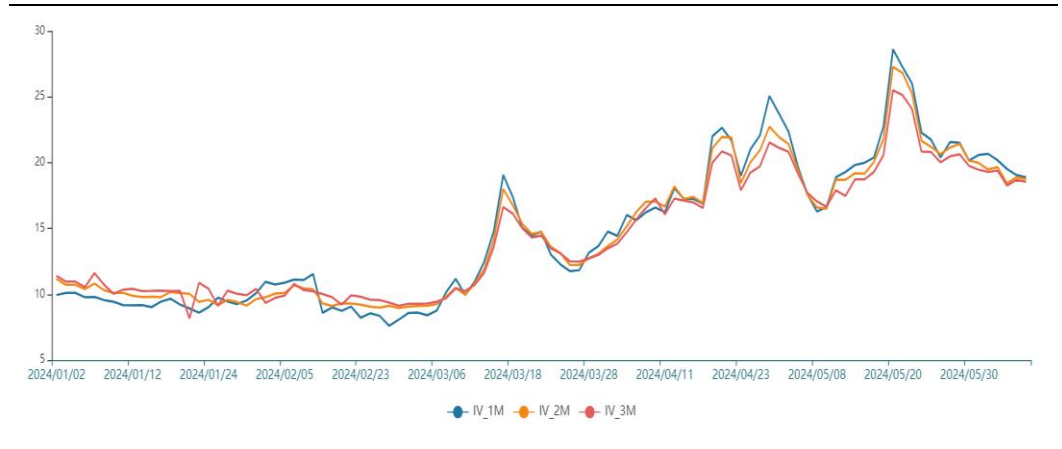
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



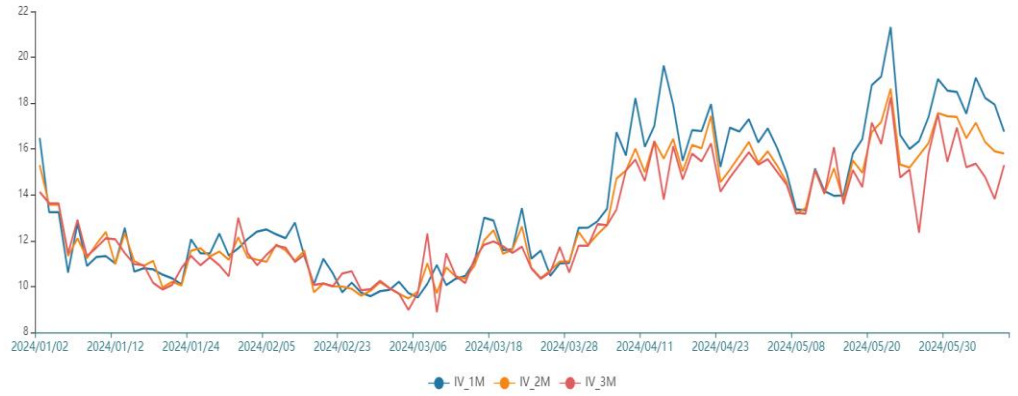
数据来源: wind, 兴证期货研发部

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



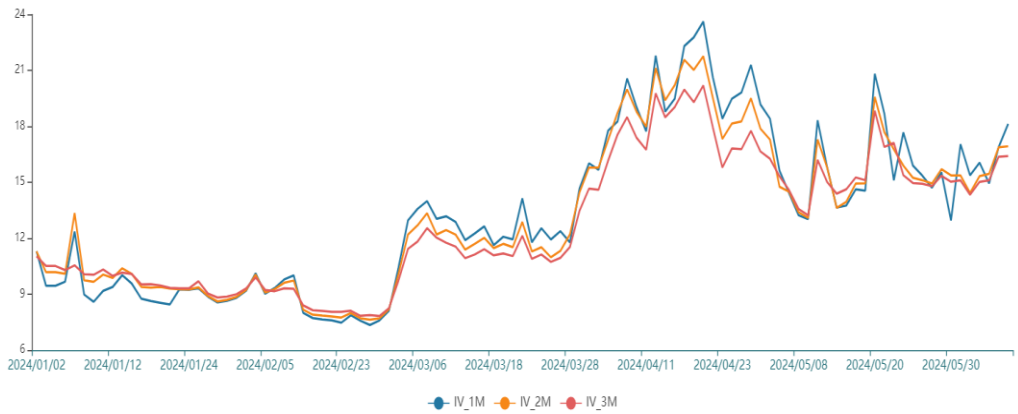
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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

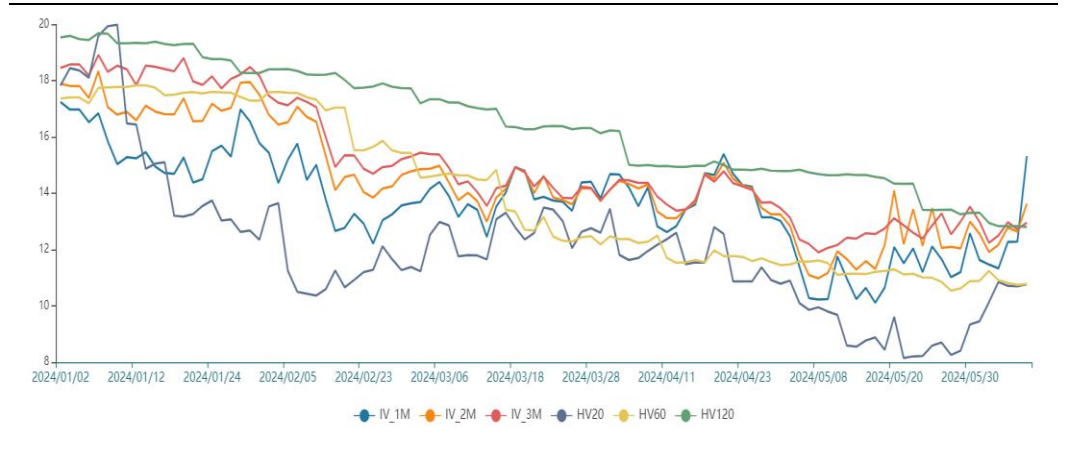
图表 41：沪金期权隐含波动率走势



数据来源：wind，兴证期货研发部

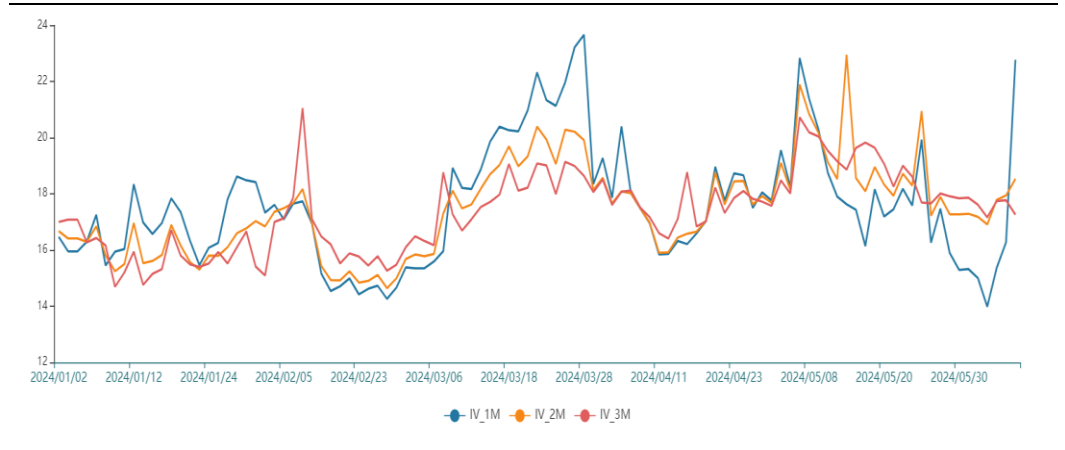


图表 42: PTA 期权隐含波动率走势



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

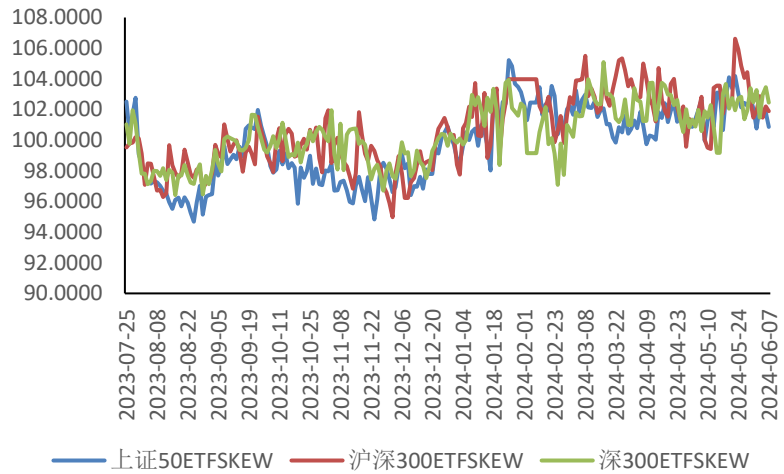


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

## 四、期权偏度

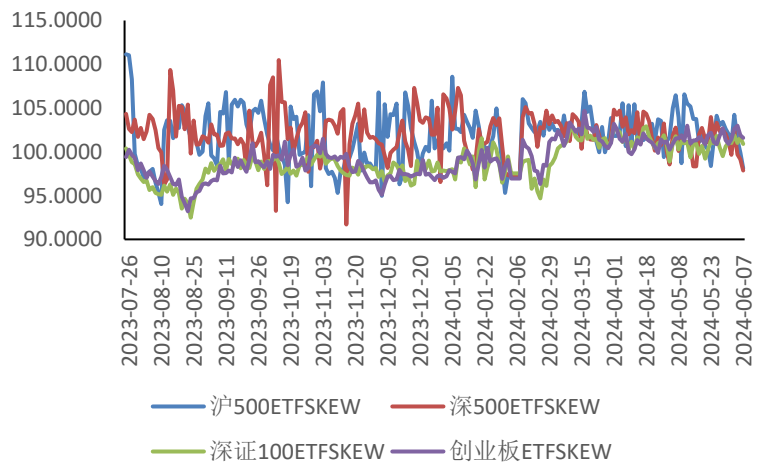
近期金融期权品种的偏度指数 skew 环比回落, 标的指数回落, 看涨期权隐波溢价回升, 区间震荡行情中, 指数触碰下沿支撑, 看涨期权溢价比较优势上升, 偏度结构未出现偏指巨震的情况, 反映指数偏震荡预期。

图表 43: 金融期权偏度 (一)



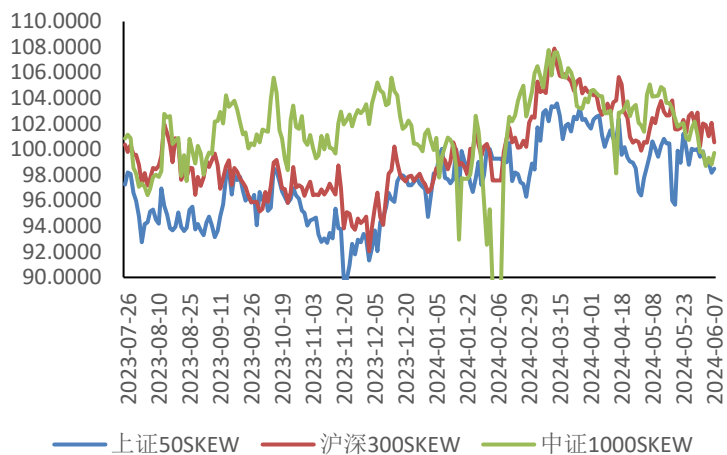
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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。