

金融期权持仓 PCR 低位回升，股指有望反弹修复

兴证期货.研究咨询部

金融研究团队

2024 年 7 月 1 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 6 月官方制造业 PMI 为 49.5，略低于荣枯线，预期为 49.5，前值为 49.5。中国 6 月非制造业 PMI 为 50.5，预期 51，前值 51.1，小幅低于预期。综合 PMI 产出指数为 50.5%，比上月下降 0.5 个百分点。景气度整体环比上个月下降，需要政策再度加码予以提振。社融与 M1 余额延续低迷趋势，社会融资意愿不足，M1 负增长一方面反映企业流动性萎缩。消费受制于居民收入预期与杠杆率，改善空间有限；工业生产维持不错的韧性；地产弱势，但降幅没有显著扩大，总体经济维持弱稳平衡。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，虽然最新美通胀数据环比小幅下降、失业率环比小幅上升，但通胀与失业率的数据组合仍然反映美经济坚挺，尚不构成美联储迫切降息的条件。
- 金融期权方面，6 月份金融期权的日均成交量环比上个月小幅上升。交易活跃度环比上升，指数震荡下跌，多空分歧环比加大。沽购比率 PCR 值方面，沪市 50ETF 期权与创业板期权成交 PCR 值环比上个月回升，相比之下，上证 50ETF 与 300ETF 比中小创更加稳定，回落空间较小。持仓 PCR 方面，大幅低于 5 月份均值水平，反映本轮回踩空头情绪得到较大幅度宣泄，持仓 PCR 回落至低位，反弹回归均值需求上升，标的指数有望震荡反弹。6 月金融期权历史波动率与隐含波动率低位徘徊，短空情绪对于隐波的刺激效果有限。期限结构呈现近低远高的偏斜结构，期间中小创指数大跌刺激该类品种隐波反弹的影响。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，7 月份或将延续低波震荡行情。
- 商品期权方面，6 月铜、铝、黄金、豆粕期权日均成交量环比上个月

大幅下降，前期多头投机情绪衰减。甲醇、PTA 期权成交量环比萎缩，延续震荡行情。PCR 值方面，铜、铝期权与黄金期权成交 PCR 环比大幅回升，持仓 PCR 环比下降，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。6 月份铜、铝、黄金期权多头情绪衰减，成交量下降，隐含波动率回落。黄金期权隐波也持续回落。短期来看，前期多头情绪衰减，宏观干扰因素相对平稳，短期或将维持高位低波震荡走势，中长期来看，风险因子与美国宏观预期变化仍将构成升波驱动。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-2.32%，沪市 300ETF 变化-2.65%，沪市 500ETF 变化-6.35%，深市 300ETF 变化-2.74%、深市 500ETF 变化-6.46%，创业板 ETF 变化-6.77%，深证 100ETF 变化-4.09%，上证 50 指数变化-2.73%、沪深 300 变化-3.30%、中证 1000 指数变化-8.58%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市净率分别为 1.12、1.26、1.56、1.71、3.39，五年周期中对应的分位为 8.63%、5.49%、1.18%、0.2%、1.57%。指数估值均处于近十年低位，估值支撑强。

国内方面，中国 6 月官方制造业 PMI 为 49.5，略低于荣枯线，预期为 49.5，前值为 49.5。中国 6 月非制造业 PMI 为 50.5，预期 51，前值 51.1，小幅低于预期。综合 PMI 产出指数为 50.5%，比上月下降 0.5 个百分点。景气度整体环比上个月下降，需要政策再度加码予以提振。此外，已公布的 5 月货币数据表现较差，5 月末 M2 余额 301.85 万亿元，同比增长 7%； M1 余额 64.68 万亿元，同比下降 4.2%。社融资与 M1 余额延续低迷趋势，社会融资意愿不足，M1 负增长一方面反映企业流动性萎缩。5 月社会消费品零售总额同比增长 3.7%，预期 4.5%，前值 2.3%。5 月规模以上工业增加值同比增长 5.6%，预期 6%，前值 6.7%。中国 1-5 月房地产开发投资同比下降 10.1%，1-4 月降 9.8%。消费受制于居民收入预期与杠杆率，改善空间有限；工业生产维持不错的韧性；地产弱势，但降幅没有显著扩大，总体经济维持弱稳平衡。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。

美美国 6 月标普全球制造业 PMI 初值 51.7，为 3 个月高位，预期 51，5 月终值 51.3；服务业 PMI 初值 55.1，为 26 个月高位，预期 53.7，5 月终值 54.8；综合 PMI 初值 54.6，为 26 个月高位，预期 53.5，5 月终值 54.5。虽然最新美通胀数据环比小幅下降、失业率环比小幅上升，但通胀与失业率的数据组合仍然反映美国经济坚挺，尚不构成美联储迫切降息的条件。美股中人工智能维持强势，纳斯达克指数走强，相比之下，传统行业近期表现一般。

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-5.01%、-5.64%、-2.96%、0.13%、-3.46%、-0.96%。受美联储降息预期弱化影响，多头投机情绪高位回落，有色、贵金属价格高位震荡回落；甲醇、PTA、豆粕成交量偏低，

延续震荡走势，7月份美联储延续不降息立场，贵金属支撑与阻力并存，或将延续震荡走势。

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)



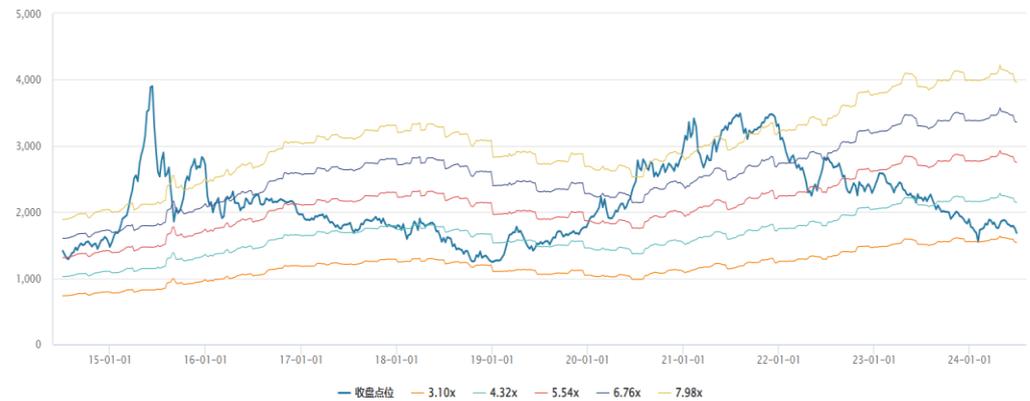
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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

6 月份金融期权的日均成交量环比上个月小幅上升。其中，50ETF 期权、沪市 300ETF 期权、沪市 500ETF 期权、创业板 ETF 期权成交活跃度较高，以上品种 6 月日均成交张数分别为 114.5 万张、100.1 万张、132.3 万张、91.7 万张。而在 5 月份，以上品种日均成交分别为 105.9 万张、92.3 万张、104.2 万张、78 万张。交易活跃度环比上升，指数震荡下跌，多空分歧环比加大。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 6 月日均成交 PCR 值分别为 89.56%、90.18%、110%、95.50%。50ETF、沪市 300ETF 期权成交 PCR 均值环比上个月回落，沪市 500ETF 期权与创业板期权成交 PCR 值环比上个月回

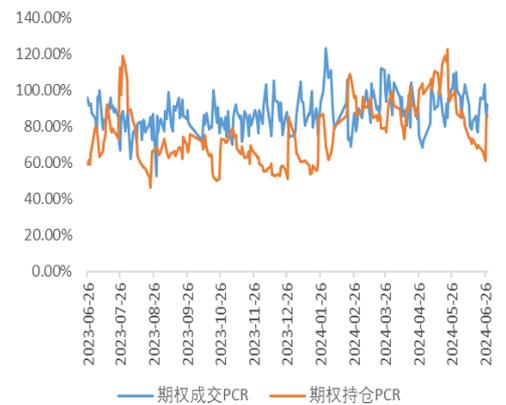
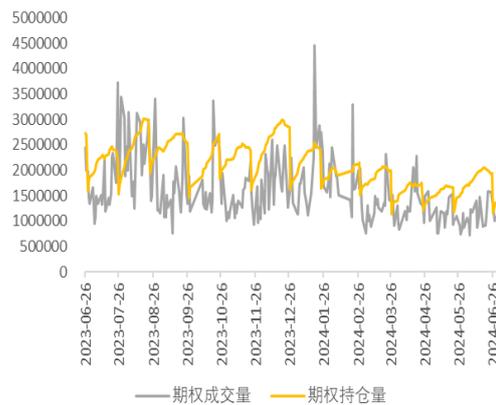
升，相比之下，上证 50ETF 与 300ETF 比中小创更加稳定，回落空间较小。持仓 PCR 方面，以上四个品种的 5 月均值分别为 74.94%、78.27%、77.02%、68.81%，大幅低于 5 月份均值水平，反映本轮回踩空头情绪得到较大幅度宣泄，持仓 PCR 回落至低位，反弹回归均值需求上升。通常成交 PCR 与标的指数反向关系，持仓 PCR 与标的指数正相关关系，结合以上指标来看，当前期权标的指数空头情绪得到一部分宣泄，但持仓 PCR 或将低位回升，标的指数有望震荡反弹。

2.商品期权

商品期权方面，6 月铜、铝、黄金、豆粕期权日均成交量环比上个月大幅下降，分别为 11.9 万手、7.84 万手、5.9 万手、25.8 万手。有色、贵金属板块在 6 月份主要以震荡回落行情为主，前期多头投机情绪衰减，期权成交量大幅下降。甲醇、PTA 期权成交量环比萎缩，延续震荡行情。PCR 值方面，铜、铝期权与黄金期权成交 PCR 环比大幅回升，持仓 PCR 环比下降，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

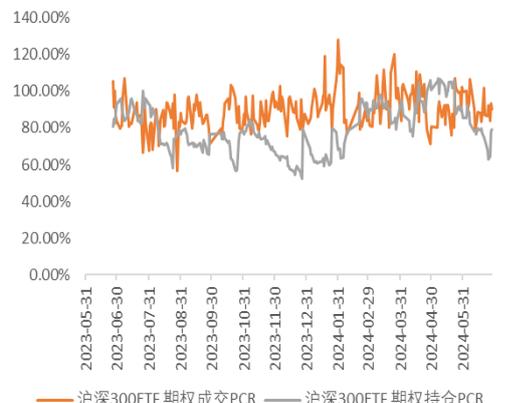
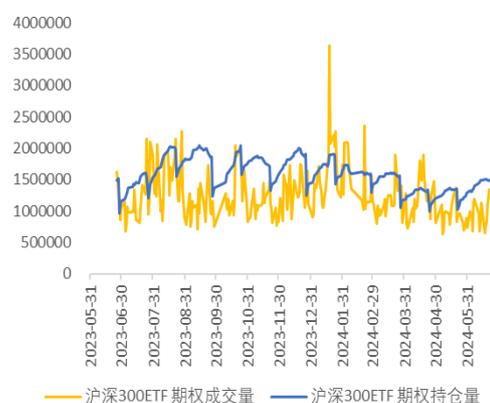
图 10：50ETF 期权 PCR (%)



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

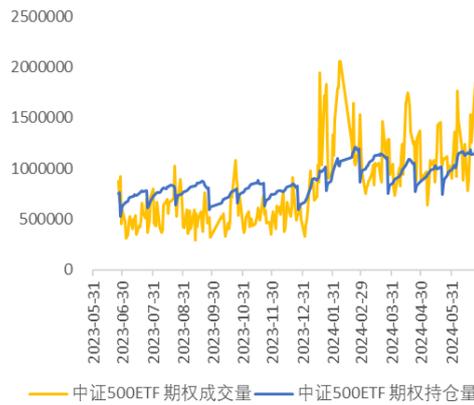
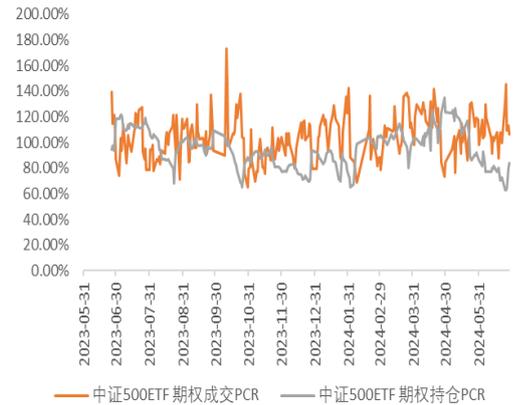


图 14: 沪市 500ETF 期权 PCR (%)



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

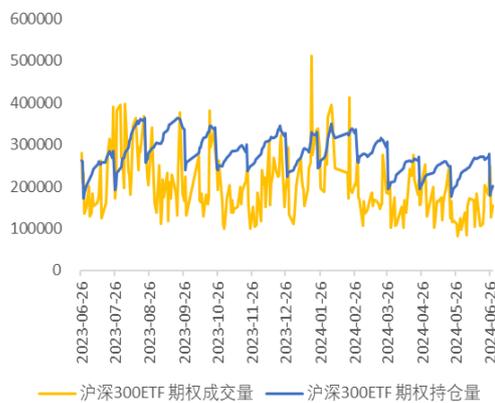
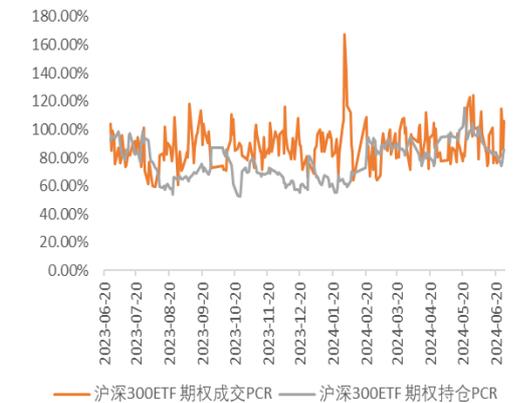


图 16: 深市 300ETF 期权 PCR (%)



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

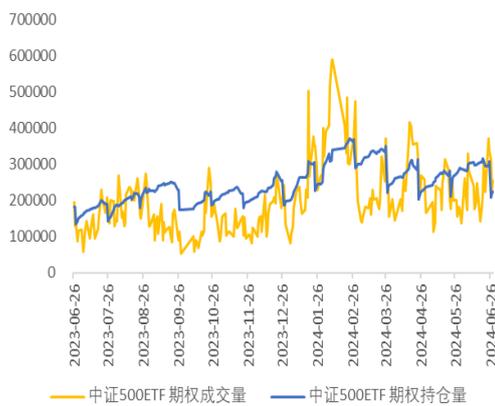
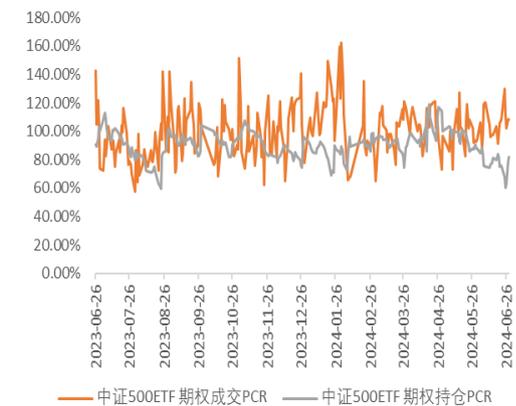


图 18: 深市 500ETF 期权 PCR (%)



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

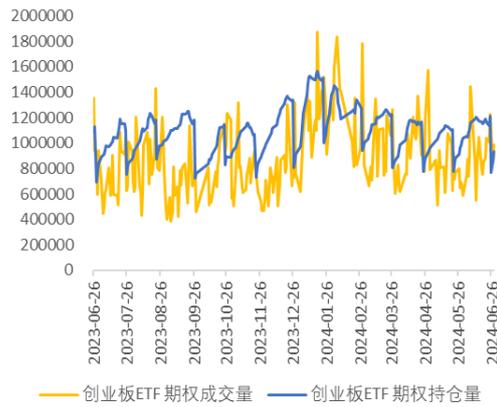
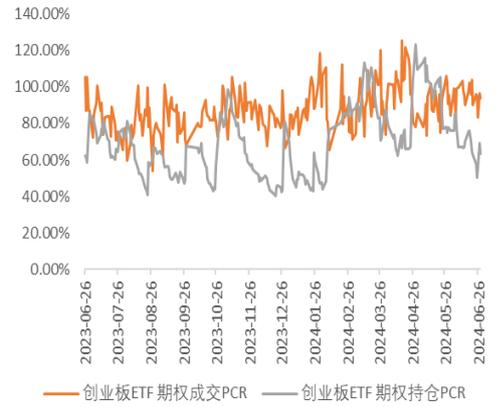


图 20: 创业板 ETF 期权 PCR (%)



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

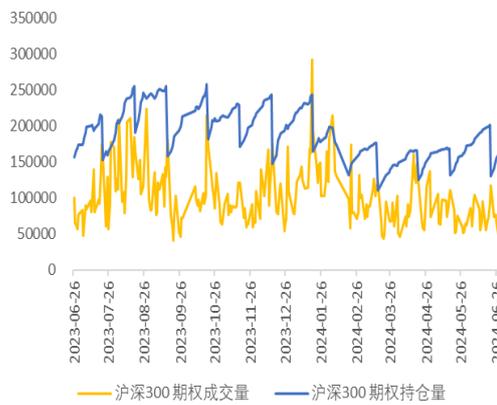
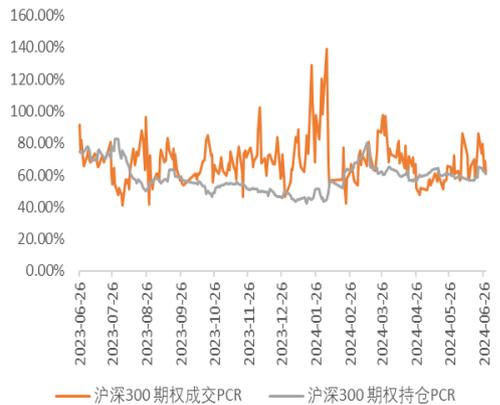


图 22: 沪市 300 指数期权 PCR (%)



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

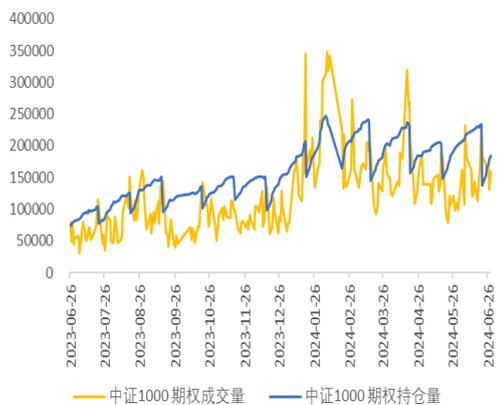
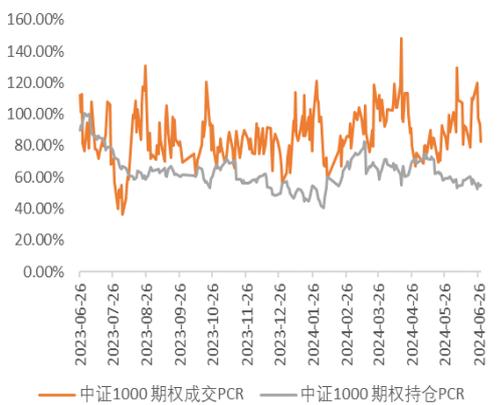


图 24: 中证 1000 指数期权 PCR (%)



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

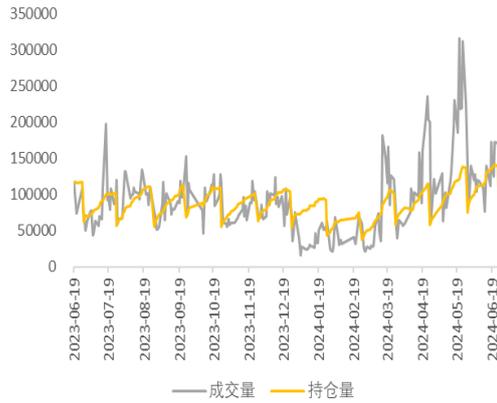
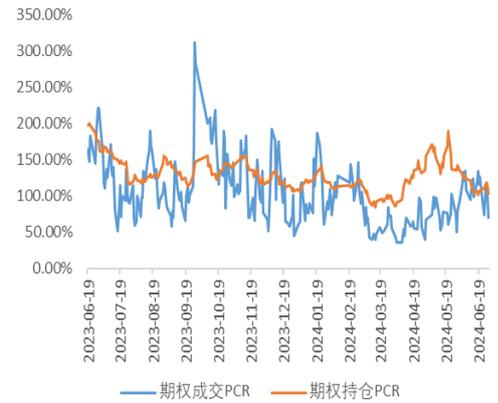


图 26: 沪铜期权 PCR (%)



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

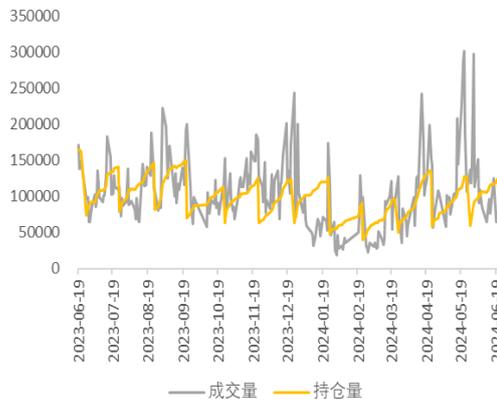


图 28: 沪铝期权 PCR (%)



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

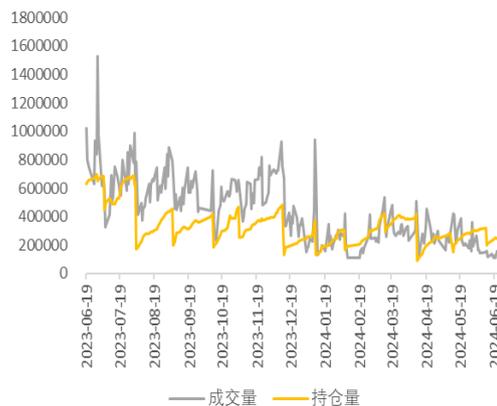
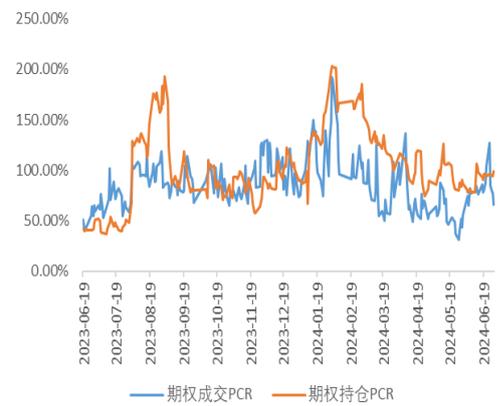


图 30: 甲醇期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 31: PTA 期权成交与持仓

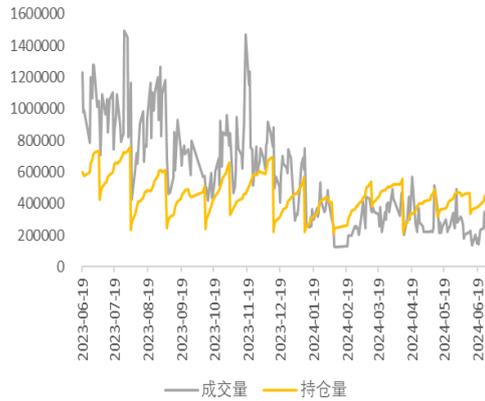
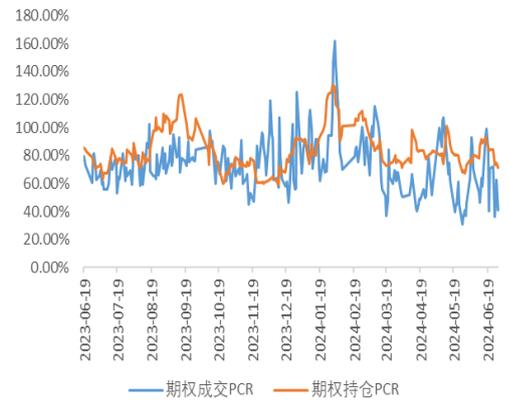


图 32: PTA 期权 PCR (%)



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

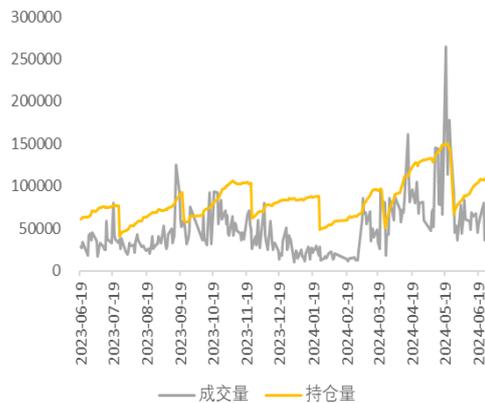


图 34: 黄金期权 PCR (%)



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

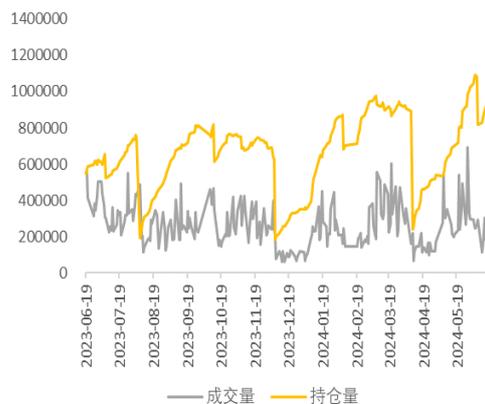
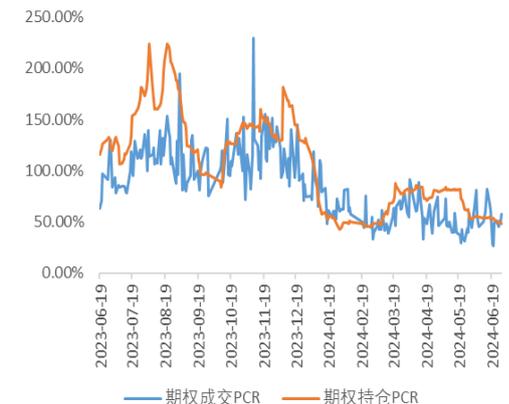


图 36: 豆粕期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

三、期权波动率分析

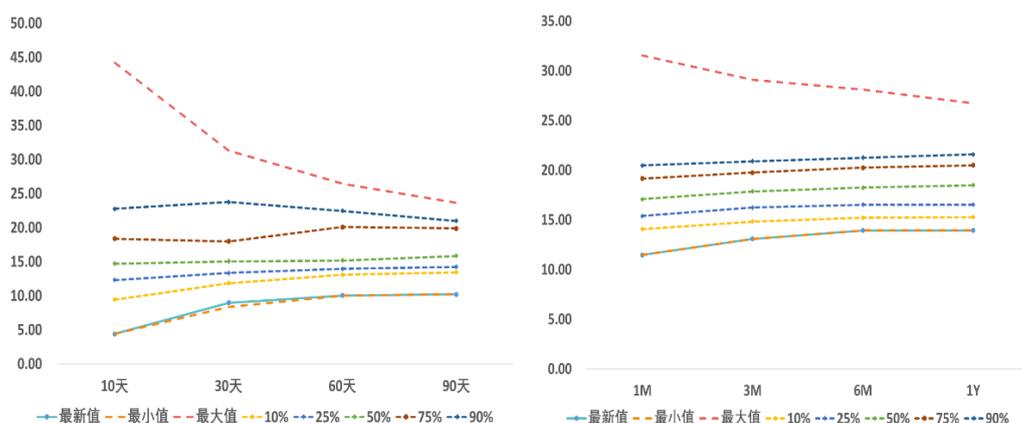
1.金融期权

波动率方面，6月金融期权历史波动率与隐含波动率低位徘徊，短空情绪对于隐波的刺激效果有限。其中50ETF的30日、60日、90日周期历史波动率分别为8.96%、10.05%、10.23%，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11.46%、13.09%、13.94%，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期权的近月隐波差环比有所走阔，期间中小创指数大跌刺激该类品种隐波反弹的影响。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，7月份或将延续低波震荡行情。

2 商品期权

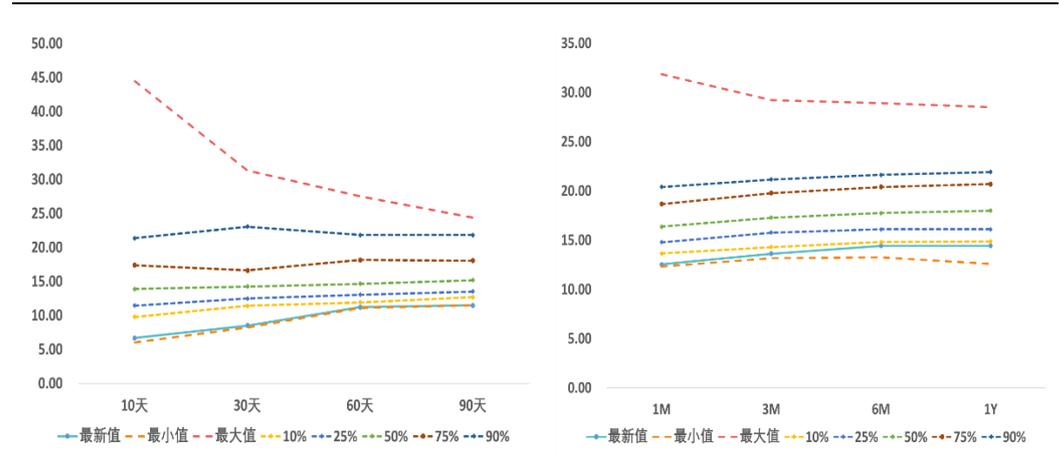
商品期权方面，6月份铜、铝、黄金期权多头情绪衰减，成交量下降，隐含波动率回落。截止到月底，铜的1个月、3个月、6个月的隐含波动率为15.49%、14.94%、15.09%，普遍回落至近三年25%分位以下；黄金期权隐波也持续回落，当前1个月、3个月、6个月期限结构的隐波分别为13.25%、13.68%、13.81%。低于近三年中位数。短期来看，前期多头情绪衰减，宏观干扰因素相对平稳，短期或将维持高位低波震荡走势，中长期来看，风险因子与美国宏观预期变化仍将构成升波驱动。此外，甲醇、PTA期权历史波动率与隐波普遍位于近三年10%分位附近，波动区间收敛，需关注基本面扰动带来的低波反弹行情。

图 37：上证 50ETF 历史波动率锥（左）、隐含波动率锥（右）



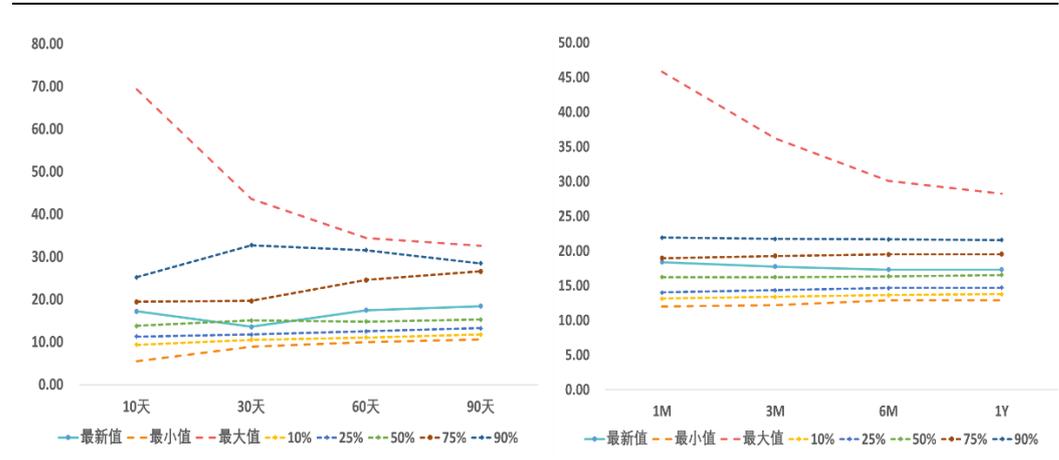
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 38: 沪市 300ETF 历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



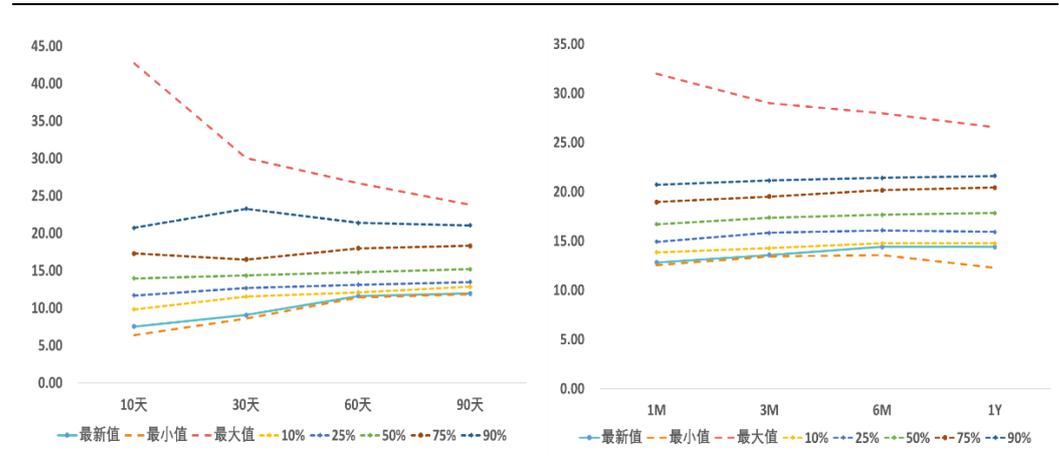
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 39: 沪市 500ETF 历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



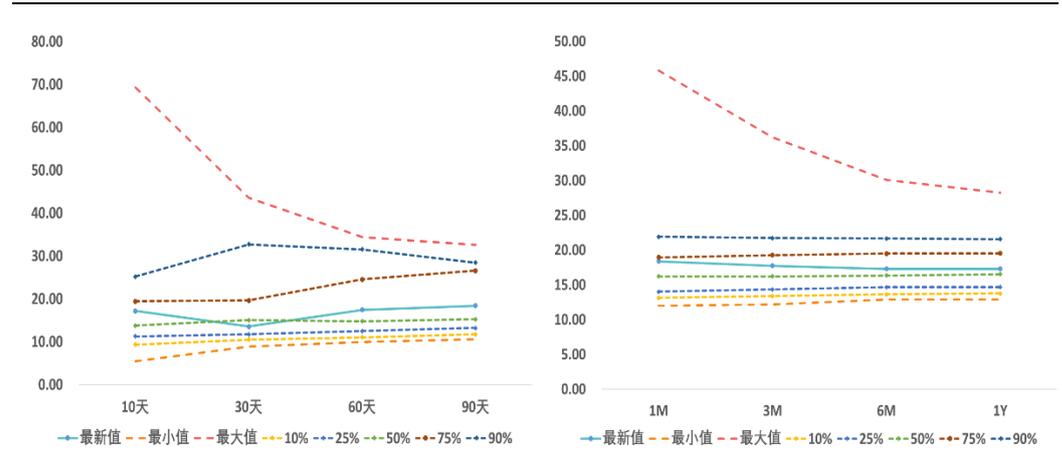
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 40: 深市 300ETF 历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



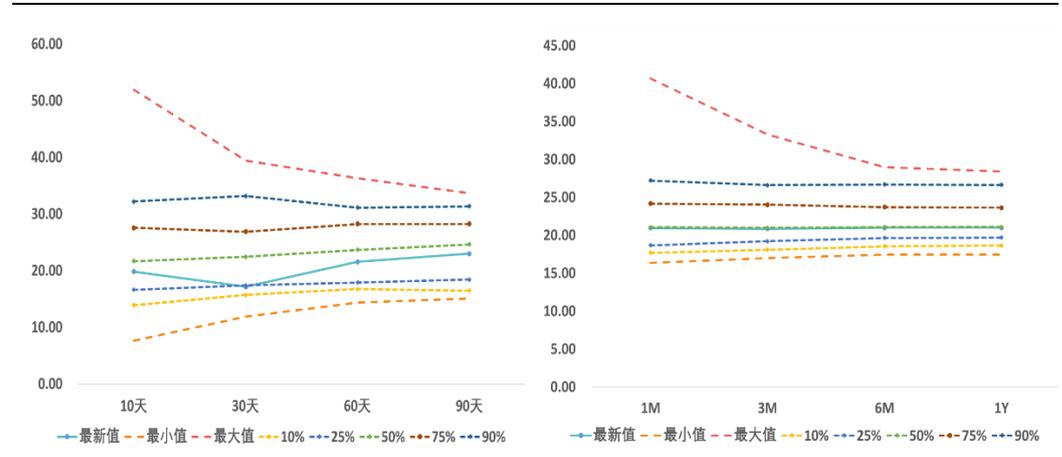
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 41: 深市 500ETF 历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



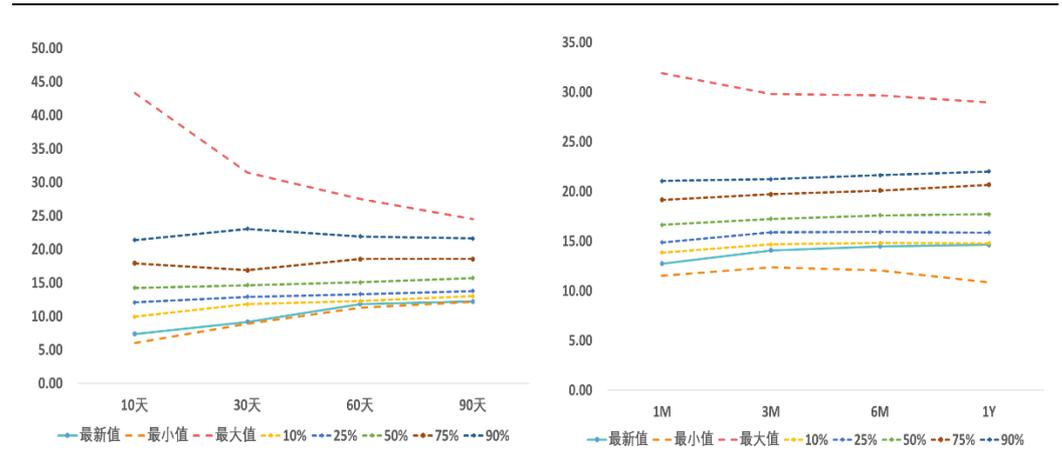
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 42: 创业板 ETF 历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



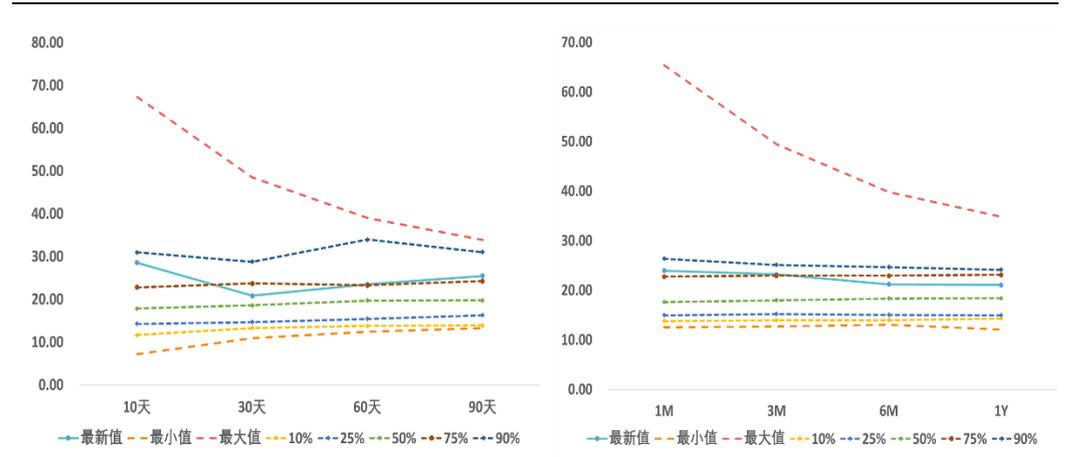
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 43: 沪深 300 历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



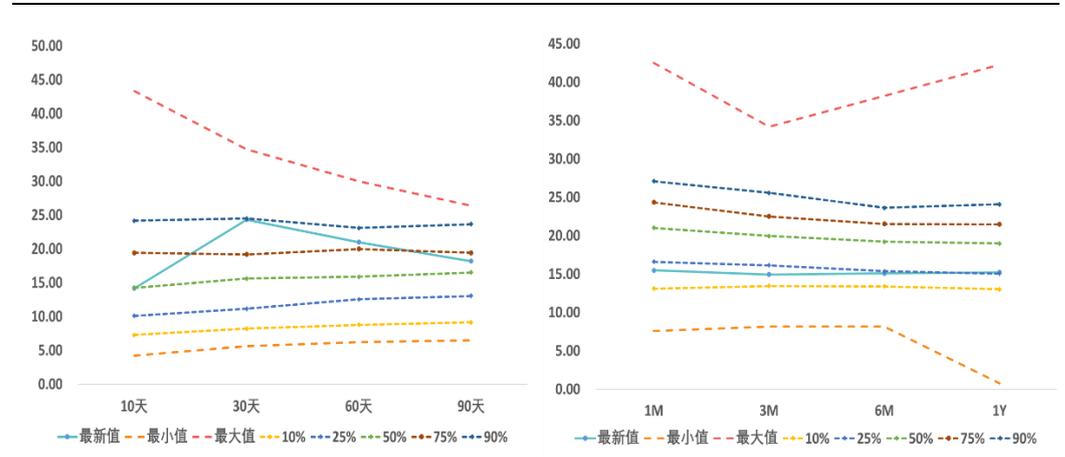
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 44: 中证 1000 历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



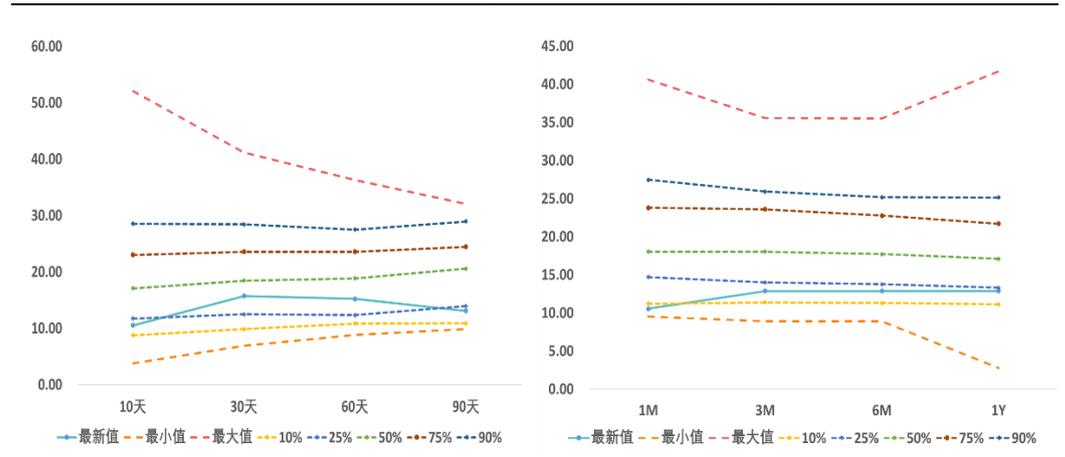
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 45: 沪铜历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



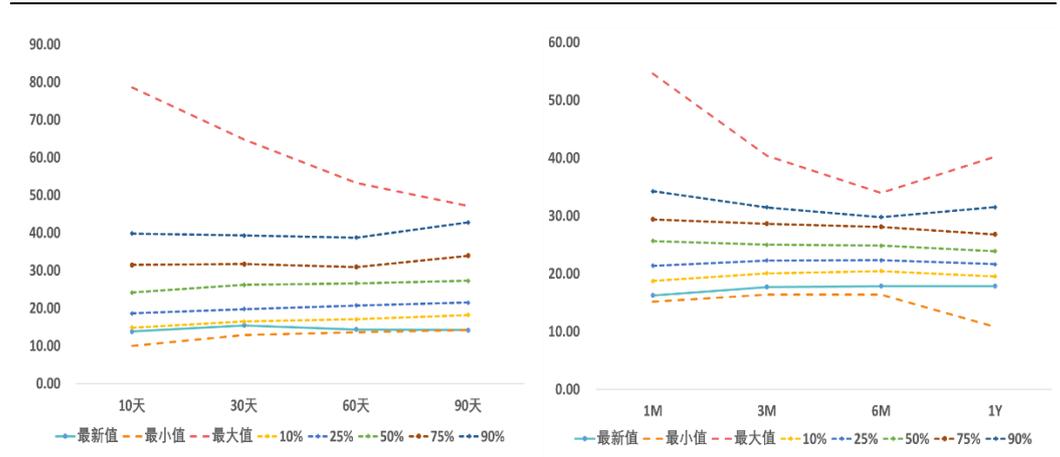
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 46: 沪铝历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



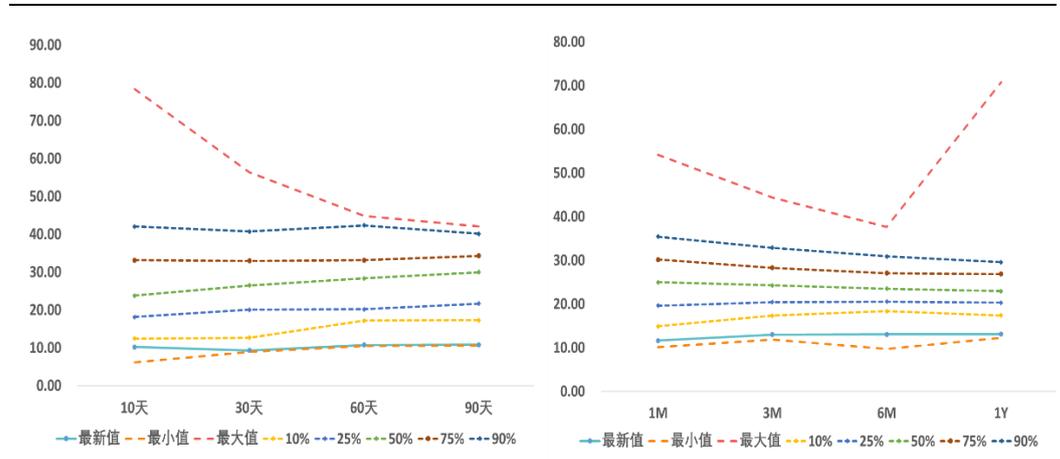
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 47: 甲醇历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



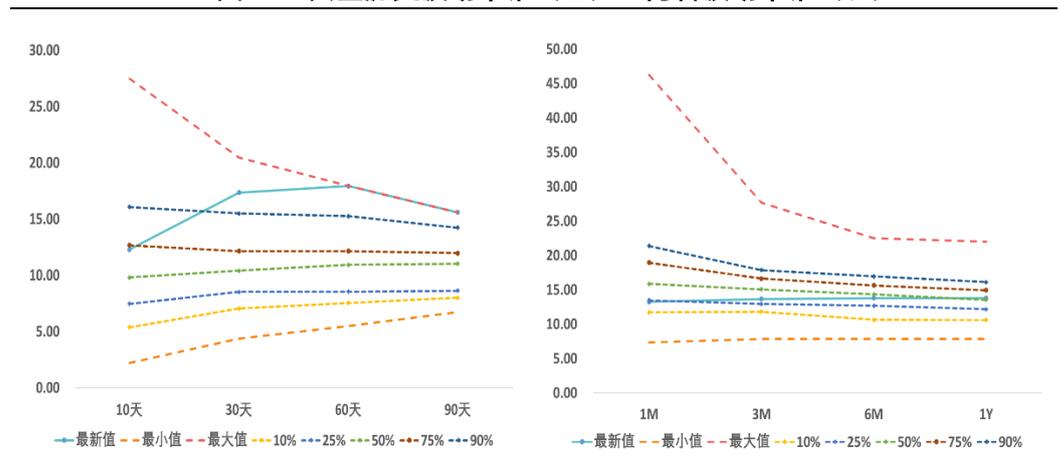
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 48: PTA 历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



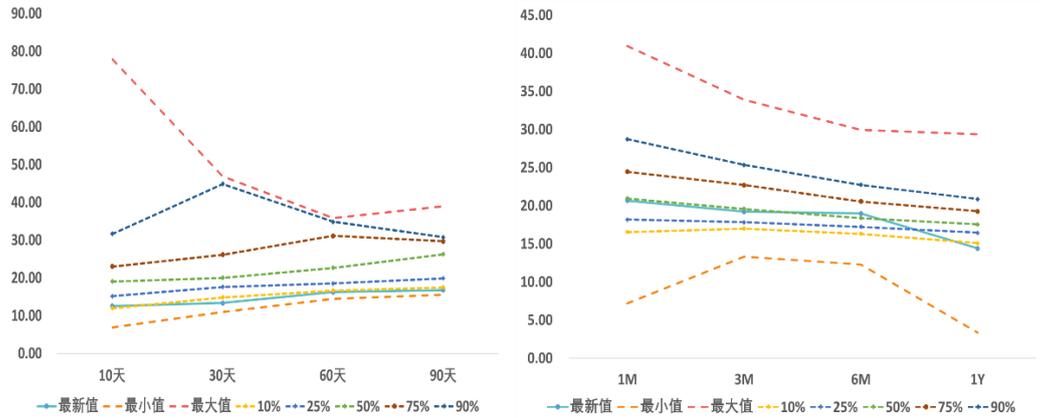
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 49: 黄金历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



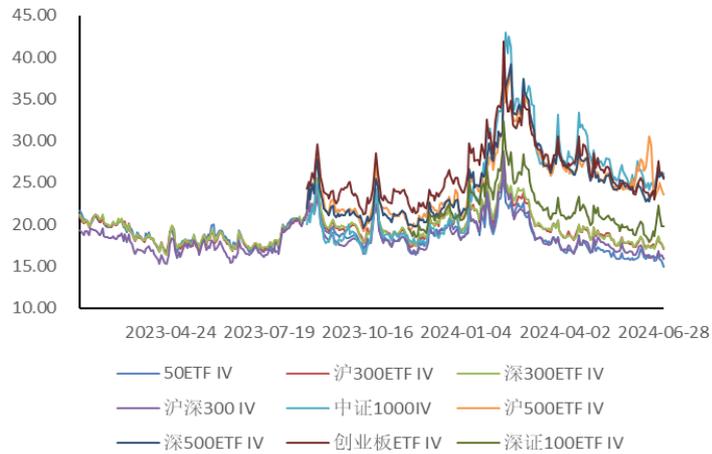
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 50: 豆粕历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



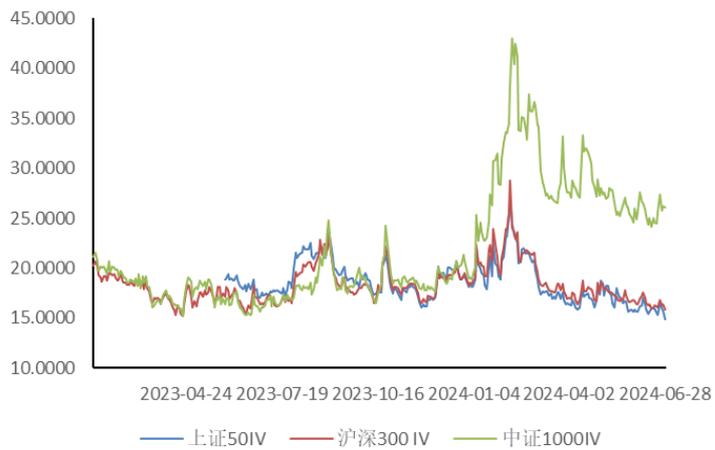
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 51: 金融期权隐波 (IV) 对比



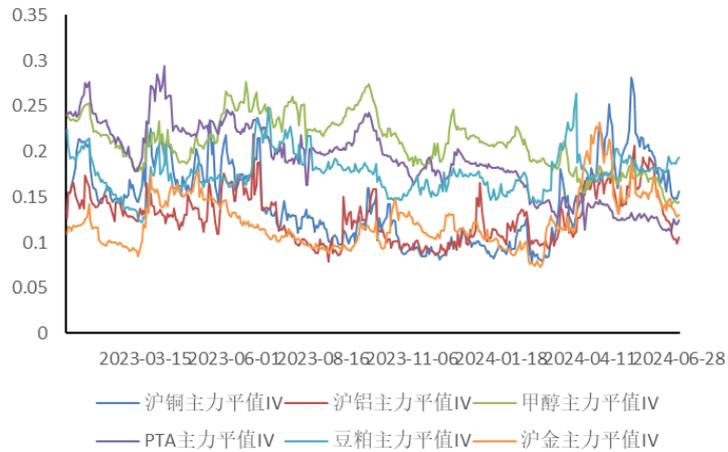
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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

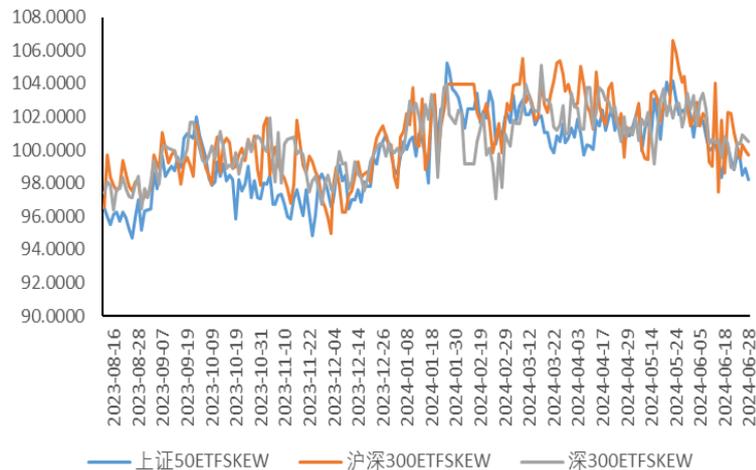


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

四、金融期权偏度

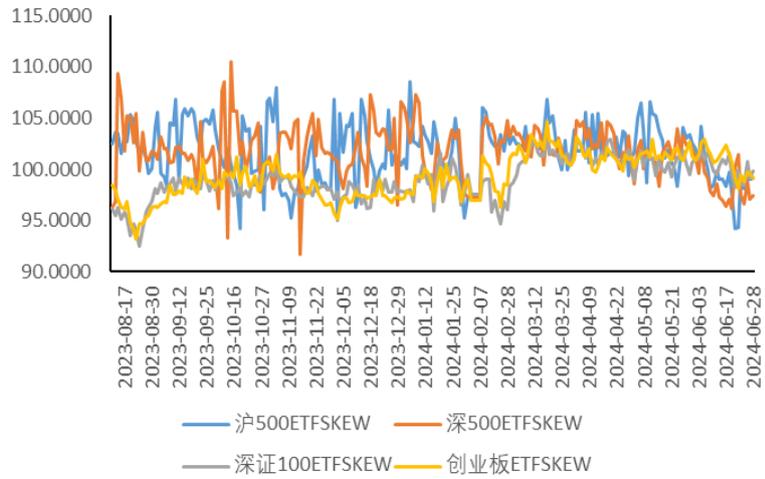
从金融期权的偏度指数分布来看, 6月以来, 主要金融期权品种的偏度指数 skew 有所回落, 但偏斜结构整体稳定。随着标的指数缩量下跌, 空头情绪得到一定程度宣泄, 看跌期权溢价率下降。偏度结构稳定反映当前市场震荡预期较强, 情绪面稳定, 未出现较大幅度的升波预期。

图表 54: 金融期权偏度 (一)



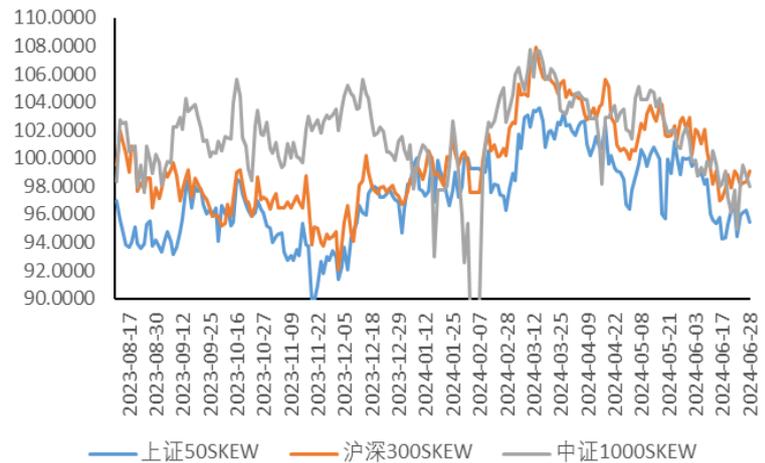
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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。