

宏观扰动或将加剧，期权隐波回升

兴证期货.研究咨询部

金融研究团队

2024年8月1日 星期四

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 7 月景气度环比变化平稳，当前国内宏观面仍然面临着一定负面因素，从已公布的最新货币、社融资、通胀数据来看，M2-M1 剪刀差走阔，流动性空转，货币实际使用效率较低，此外，通胀水平改善弹性不足，具有通缩压力。宏观经济数据短期复苏节奏偏缓，预计下一阶段公布的货币、社融资、通胀、消费、投资等方面数据上行改善空间有限，宏观面整体偏弱势。
- 弱现实压制下，政策有望加码，7 月份召开了三中全会以及月底的政治局会议，陆续发布了包括降息、财政加码等举措。包括实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，加快专项债发行使用进度，用好超长期特别国债，推动大规模设备更新和大宗耐用消费品以旧换新。此外，会议要求促进社会综合融资成本稳中有降，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。综合国内宏观与政策来看，**弱宏观现实的压制在短期内难以扭转，政策预期交易更多体现在阶段性行情，恐难以形成持续上行周期**，预计 8 月延续弱势震荡为主的行情。
- 国外方面，美联储发表了 9 月降息的言论，美联储降息对于缓解中美利差具有正向效果，人民币汇率贬值压力缓解，继续关注美宏观数据对于降息预期的影响。
- 金融期权方面，7 月份金融期权市场品种间的日均成交量环比分化，市场成交总量增加。中证 500、中证 1000 系列期权成交量显著增加，交易活跃度环比上升。中证 1000 期权成交 PCR 均值环比上个月回落，上证 50ETF 期权成交 PCR 值环比上个月回升，对应大小风格之间的情绪分化，持仓 PCR 重心上移。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，沽购比率显示期权标的指数迎来情绪面修复窗口，但空间恐有限。7 月金融期权历史波动率平稳，隐含波动率环比小幅回升。期权隐波呈现重心反弹上移的趋势，**8 月初多个**

重磅事件与会议落地，对市场情绪面产生一定扰动，股市成交量有望放大，该时间窗口隐波重心上移。但从上文关于金融指数的阻力与支撑来看，后市波动率反弹空间有限，8月份波动率走势或将呈现先升后降的趋势。

- 商品期权方面，7月份黄金、豆粕期权日均成交量显著增加，铜铝期权日均成交环比上个月减少。甲醇、PTA 期权日均成交量环比小幅增加。PCR 值方面，甲醇、PTA 期权成交 PCR 环比上个月大幅上升，但由于成交量增幅不明显，空头情绪释放空间有限；铜铝期权、黄金期权成交 PCR 在7月中下旬触顶后回落，标的下行压力缓解。7月份铜、铝、黄金、白银期权空头情绪一度大幅上扬，期权成交量与波动率走高。截止到月底，随着空头情绪边际衰减，铜铝期权隐波回落；黄金受近期美联储议息会议与非农数据预期的影响，存在较大分歧，波动率下降空间有限。短期来看，8月初的议息会议与非农数据对美联储利率预期影响较大，预计月初窗口黄金隐波延续上升势头。甲醇、PTA 期权历史波动率与隐波普遍位于低位，波动区间收敛，相比于有色、贵金属期权，宏观因素对于甲醇与 PTA 的影响相对较小，对应的期权波动率较平稳。

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

上个月主要金融期权标的的变化幅度分别为：上证 50ETF 变化 0.90%，沪市 300ETF 变化 0.60%，沪市 500ETF 变化-0.42%，深市 300ETF 变化 0.52%、深市 500ETF 变化-0.52%，创业板 ETF 变化 0.36%，深证 100ETF 变化-0.68%，上证 50 指数变化-0.81%、沪深 300 变化-0.57%、中证 1000 指数变化-0.14%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市净率分别为 1.13、1.26、1.54、1.71、3.36，五年周期中对应的分位为 11.64%、6.26%、1.17%、1.2%、1.76%。指数市净率均处于近十年低位。

国内方面，中国 7 月官方制造业 PMI 为 49.4，预期 49.3，前值 49.5。中国 7 月非制造业 PMI 为 50.2，前值 50.5。综合 PMI 产出指数为 50.2，比上月下降 0.3，仍位于扩张区间，7 月景气度环比变化平稳。当前国内宏观面仍然面临着一定负面因素，从已公布的最新货币、社融资、通胀数据来看，M2-M1 剪刀差走阔，流动性空转，货币实际使用效率较低，此外，通胀水平改善弹性不足，具有通缩压力。宏观经济数据短期复苏节奏偏缓，预计下一阶段公布的货币、社融资、通胀、消费、投资等方面数据上行空间有限，比较值得关注的是此前连续走低的 M1 增速（6 月增速为-5%）连续三个月负增长，虽然有受到手工补息等因素影响，但社会上的活跃资金直接反映了货币活跃程度。M1 同比增速连续走低，宏观面整体偏弱势。

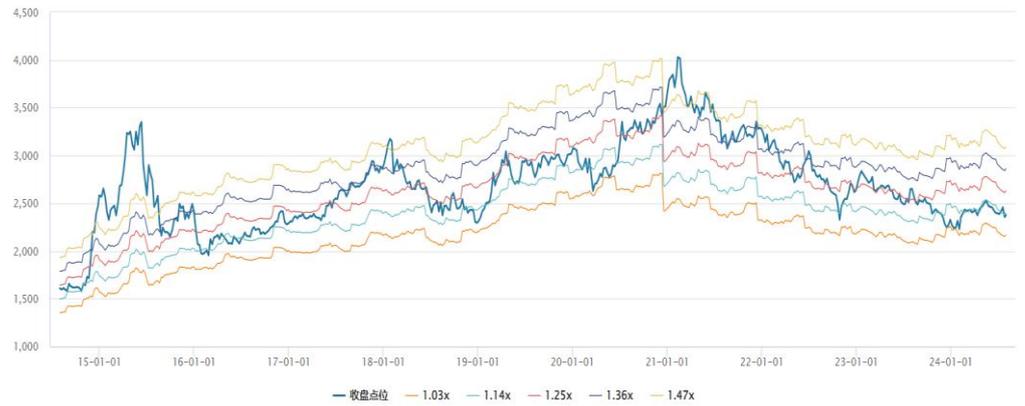
弱现实压制下，政策有望加码，7 月份召开了三中全会以及月底的政治局会议，陆续发布了包括降息、财政加码等举措。包括实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，加快专项债发行使用进度，用好超长期特别国债，推动大规模设备更新和大宗耐用消费品以旧换新。未来 5 年中央企业预计安排大规模设备更新改造总投资超 3 万亿，以旧换新首批 3000 亿资金将于 8 月底全部下发，兜牢“三保”底线。此外，会议要求促进社会综合融资成本稳中有降，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。综合国内宏观与政策来看，弱宏观现实的压制在短期内难以扭转，政策预期交易更多体现在阶段性行情，恐难以形成持续上行周期，预计 8 月延续震荡为主的行情。

美联储在 FOMC 会议上继续按兵不动，将联邦基金利率目标区间维持在 5.25% 至 5.5% 不变。但同时释放 9 月可能降息的信号：美联储进一步确认在降通胀方面取得进展，除了通胀，美联储开始强调关注避免就业方面风险。

2.商品期权

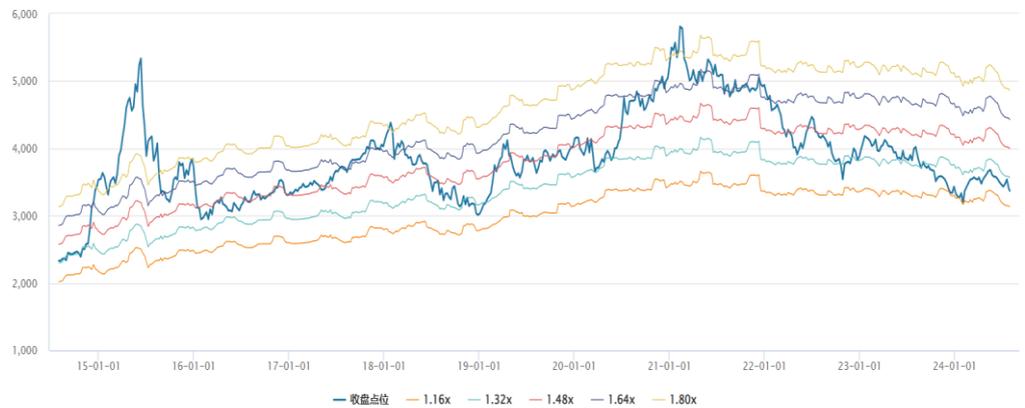
上个月铜、铝、甲醇、PTA、豆粕、黄金期货活跃合约月度涨跌幅分别为-4.98%、-5.83%、-2.43%、-3.70%、-8.33%、2.68%。7月欧美衰退预期走高，有色、能源化工普遍走弱，随着下一阶段美国多项经济数据公布，衰退预期或将边际衰减，有色、化工获得宏观面支撑，下跌空间有限。

图 1： 上证 50 指数动态市净率



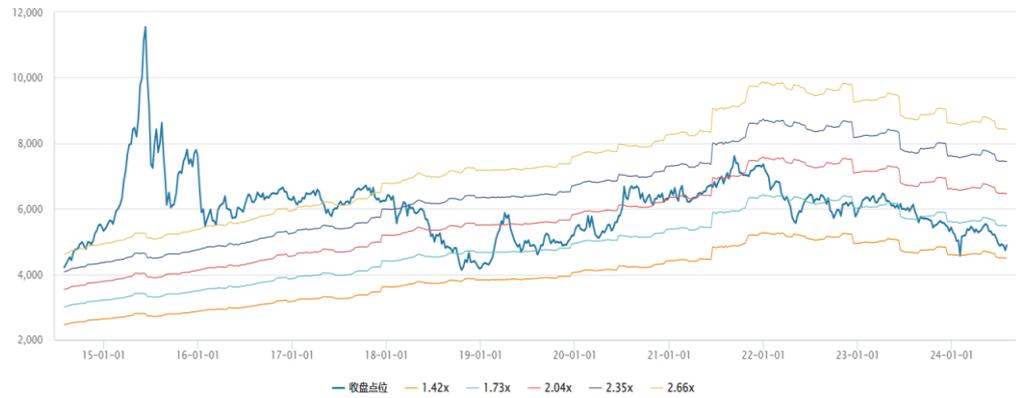
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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 指数动态市净率



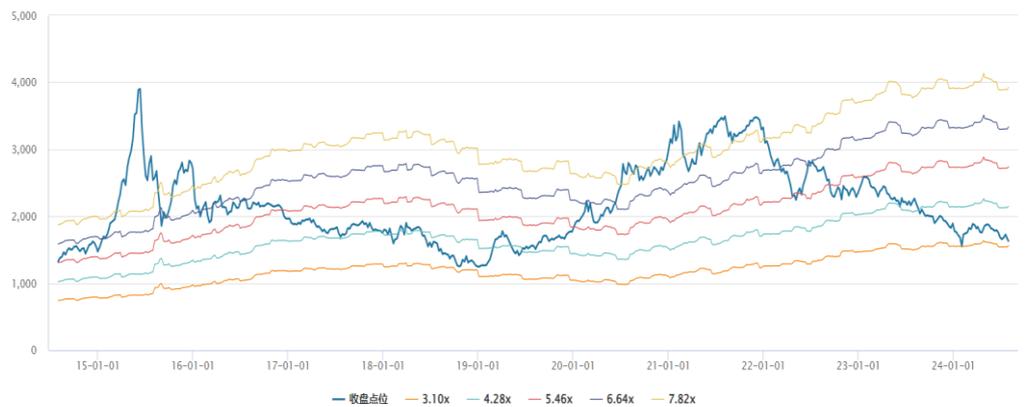
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 4：中证 1000 指数动态市净率



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 5：创业板指数动态市净率



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

7 月份金融期权市场品种间的日均成交量环比分化，市场成交总量增加。其中，50ETF 期权、沪市 300ETF 期权、沪市 500ETF 期权、创业板 ETF 期权、中证 1000 期权 7 月日均成交张数分别为 113.4 万张、99.8 万张、147.1 万张、89.7 万张、17.1 万张。而在 6 月份，以上品种日均成交分别为 114.4 万张、100.1 万张、132.3 万张、91.7 万张、15.8 万张。中证 500、中证 1000 系列期权成交量显著增加，交易活跃度环比上升。

沽购比率 PCR 值方面，50ETF 期权、沪市 300ETF 期权、沪市 500ETF 期权、创业板 ETF 期权、中证 1000 期权的 7 月日均成交 PCR 值分别为 95.19%、89.64%、110.65%、91.39%。中证 1000 期权成交 PCR 均值环比上个月回落，上证 50ETF 期权成交 PCR 值环比上个月回升，对应大小风格之间的情绪分化。持仓 PCR 方面，以上五个品种的 7 月均值分别为 87.92%、85.93%、84.40%、66.42%、55.04%，普遍高于 6 月份均值水平。7 月下旬以来，成交 PCR 下降，持仓 PCR 重心上移。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，沽购比率显示期权标的指数近期有望迎来修复窗口，但受弱基本面压制，修复空间恐有限。

2.商品期权

商品期权方面，7 月铜、铝、甲醇、PTA、黄金、豆粕期权日均成交量环比上个月大幅下降，分别为 11 万手、6.56 万手、21.6 万手、24.4 万手、9.6 万手、39.2 万手。7 月份黄金、豆粕期权日均成交量显著增加，铜铝期权日均成交环比上个月减少，前期多头投机情绪衰减，期权成交量大幅下降。甲醇、PTA 期权日均成交量环比小幅增加。

PCR 值方面，甲醇、PTA 期权成交 PCR 环比上个月大幅上升，但由于成交量增幅不明显，空头情绪释放空间有限；铜铝期权、黄金期权成交 PCR 在 7 月中下旬触顶后回落，标的下行压力缓解。

图 9: 50ETF 期权成交量与持仓量

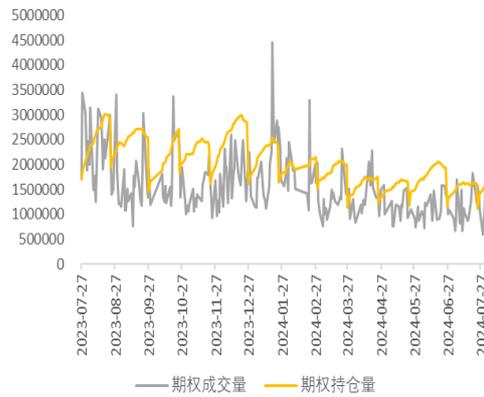
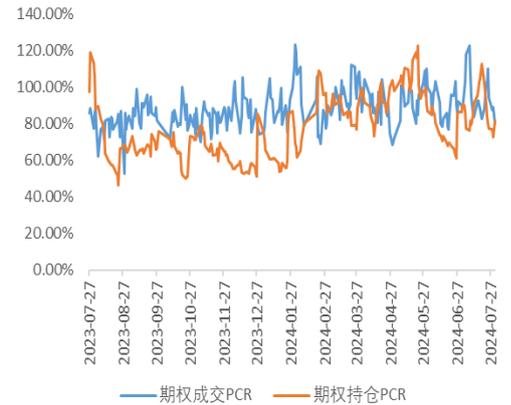


图 10: 50ETF 期权 PCR (%)



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

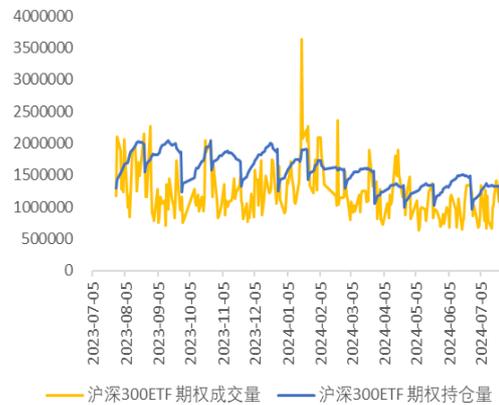
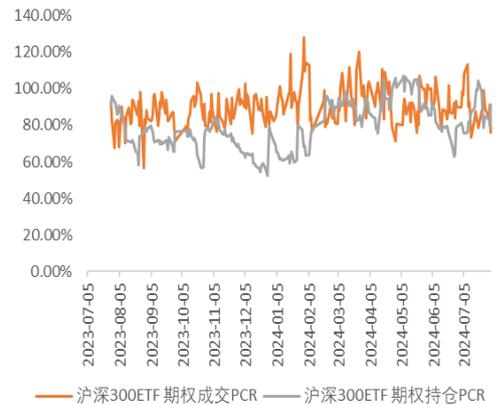


图 12: 沪市 300ETF 期权 PCR (%)



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

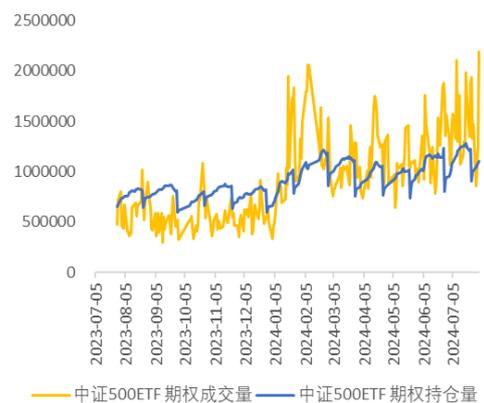
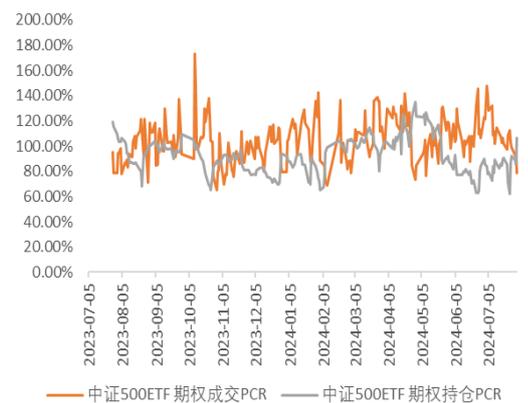


图 14: 沪市 500ETF 期权 PCR (%)



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

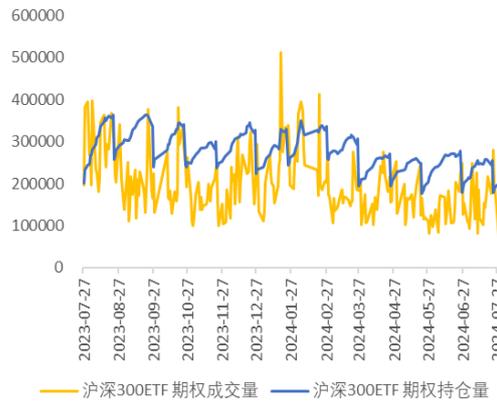
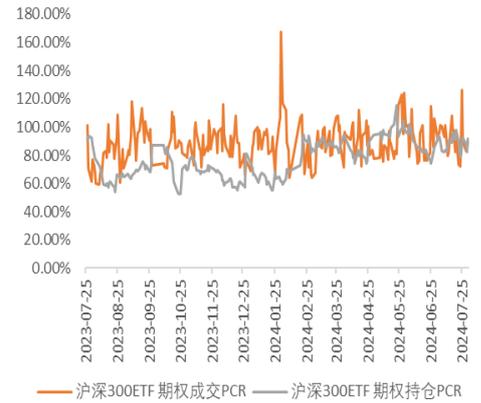


图 16: 深市 300ETF 期权 PCR (%)



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

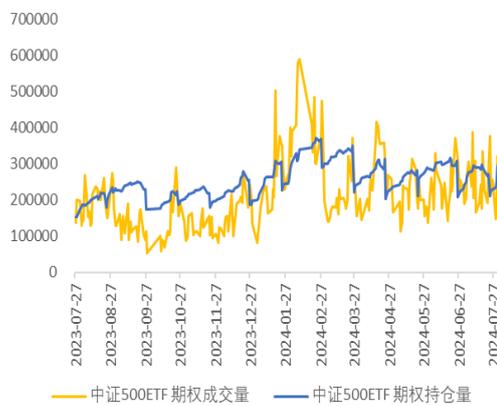
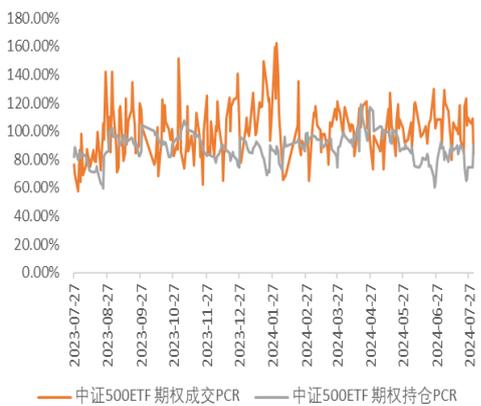


图 18: 深市 500ETF 期权 PCR (%)



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

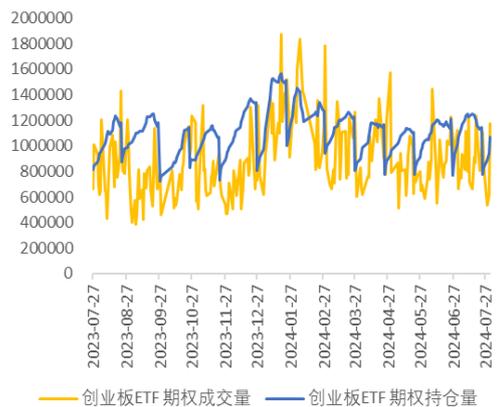
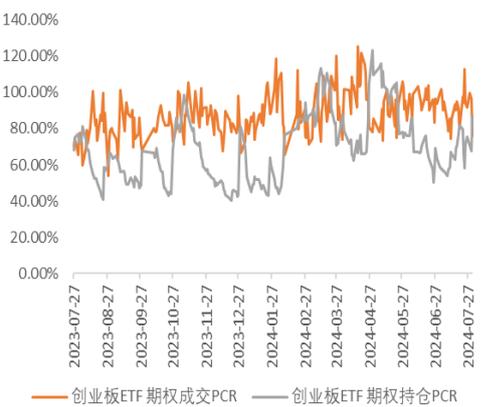


图 20: 创业板 ETF 期权 PCR (%)



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

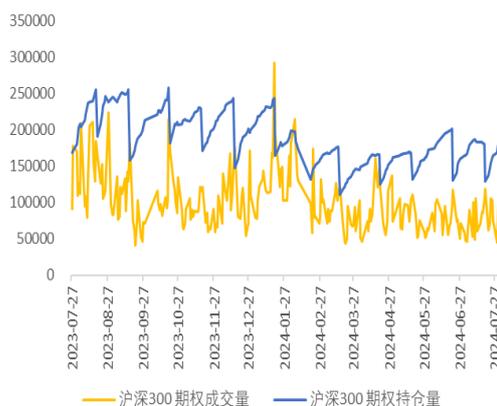
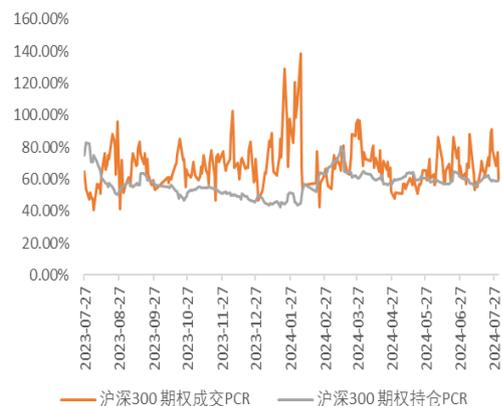


图 22: 沪市 300 指数期权 PCR (%)



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

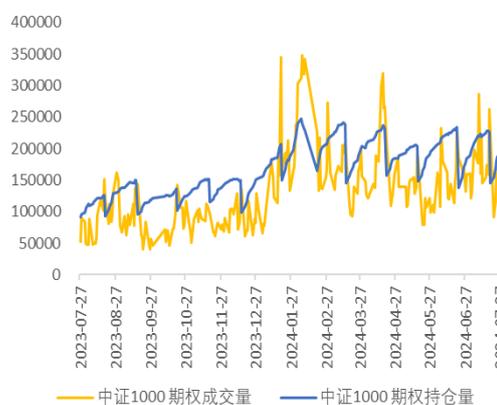
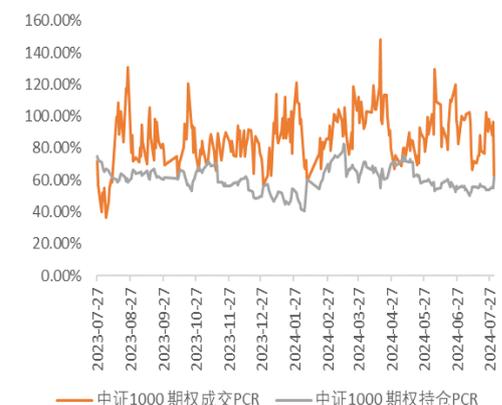


图 24: 中证 1000 指数期权 PCR (%)



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

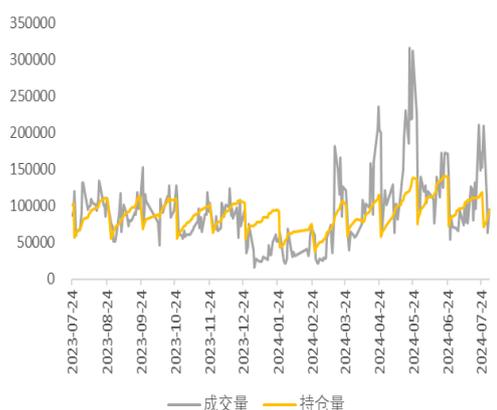
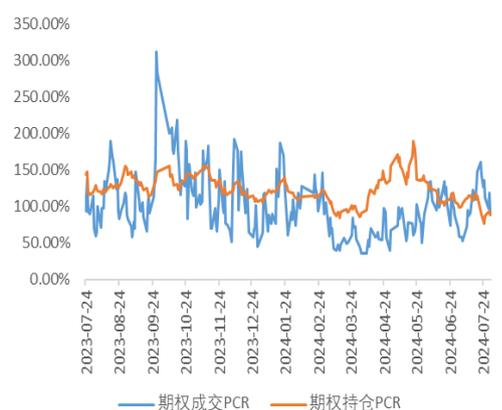


图 26: 沪铜期权 PCR (%)



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

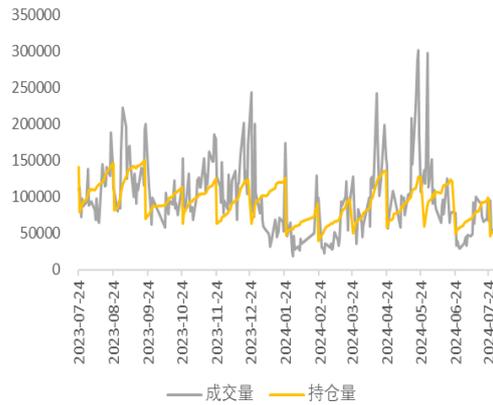
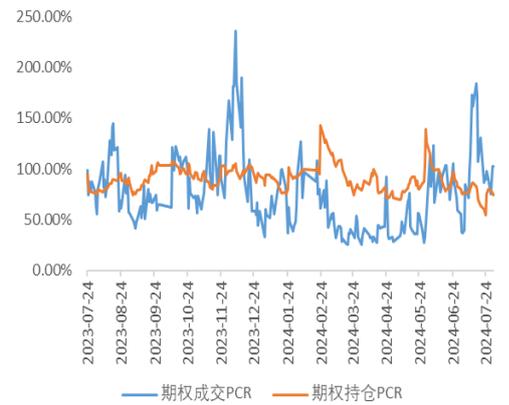


图 28: 沪铝期权 PCR (%)



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

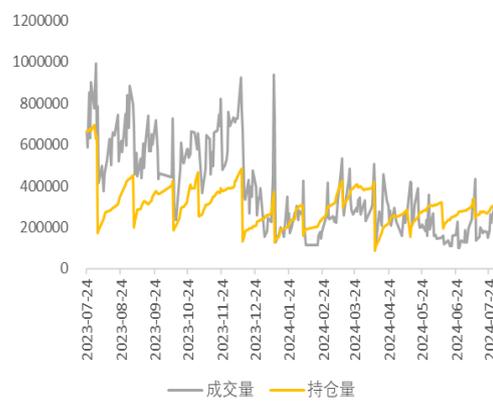
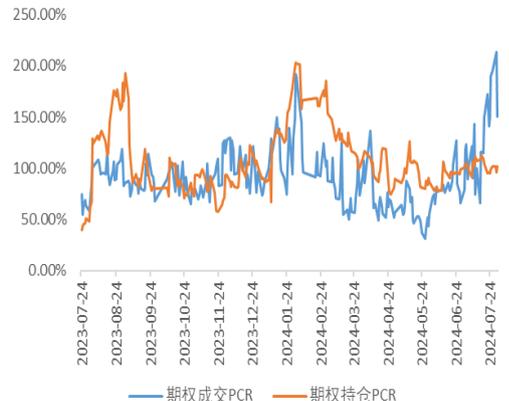


图 30: 甲醇期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 31: PTA 期权成交与持仓

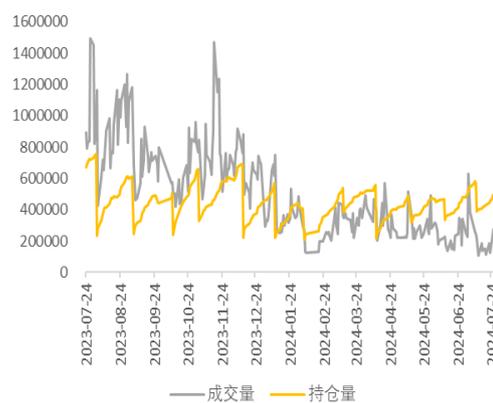
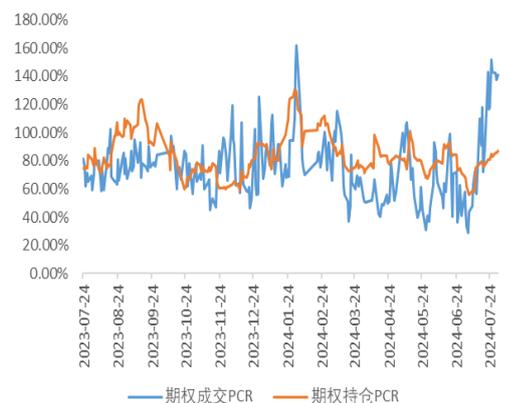


图 32: PTA 期权 PCR (%)



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

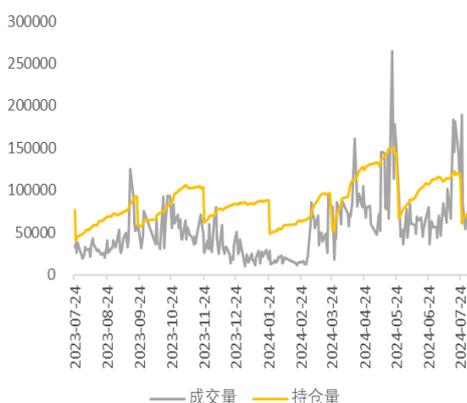


图 34: 黄金期权 PCR (%)



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

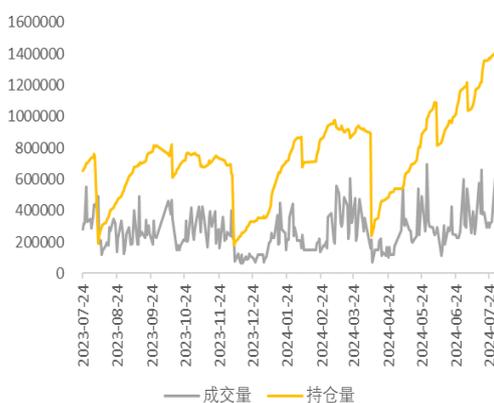
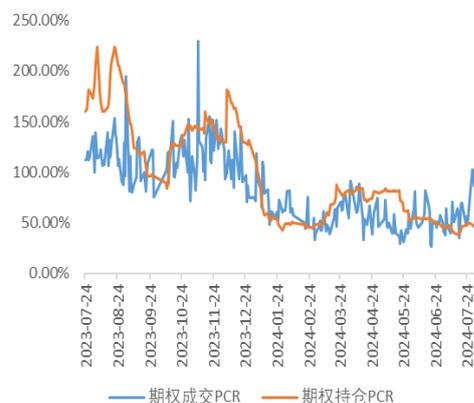


图 36: 豆粕期权 PCR (%)



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

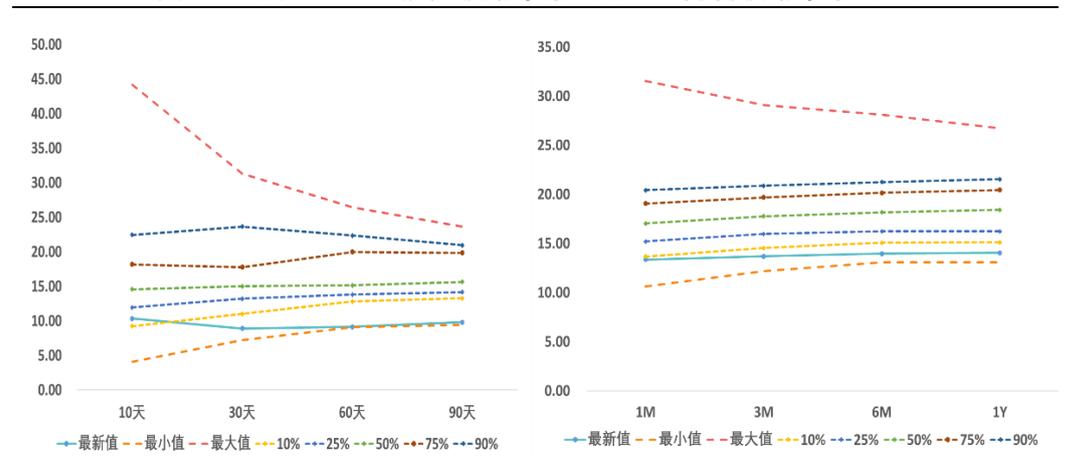
波动率方面, 7 月金融期权历史波动率平稳, 隐含波动率环比小幅回升。截止月底, 其中 50ETF 的 30 日、60 日、90 日周期历史波动率分别为 8.90%、9.16%、9.83%, 处于 2020 年以来的 10%分位以下; 隐含波动率锥显示, 1 个月、3 个月、6 个月期限结构的隐波分别为 13.36%、13.70%、13.96%, 期限结构偏斜程度趋缓, 近月隐波反弹。相比之下, 中证 500ETF 的 30 日、60 日、90 日周期历史波动率分别为 18.39%、15.40%、17.74%, 均高于同周期的中位数, 其 1 个月、3 个月、6 个月期限结构的隐波分别为 18.37%、18.57%、18.56%, 处于上市以来的中位数以上。上证 50、沪深 300 系列隐波低位, 中小创系列期权隐波相对较高。近期中证 500ETF 期权与上证 50ETF 期权的隐波差小幅收敛。金融期权隐波呈现重心反弹上

移的趋势，8月初多个重磅事件与会议落地，对市场情绪面产生一定扰动，股市成交量放大，该时间窗口隐波重心上移。但从上文关于金融指数的阻力与支撑来看，后市波动率反弹空间有限，8月份波动率走势或将呈现先升后降得趋势。

2 商品期权

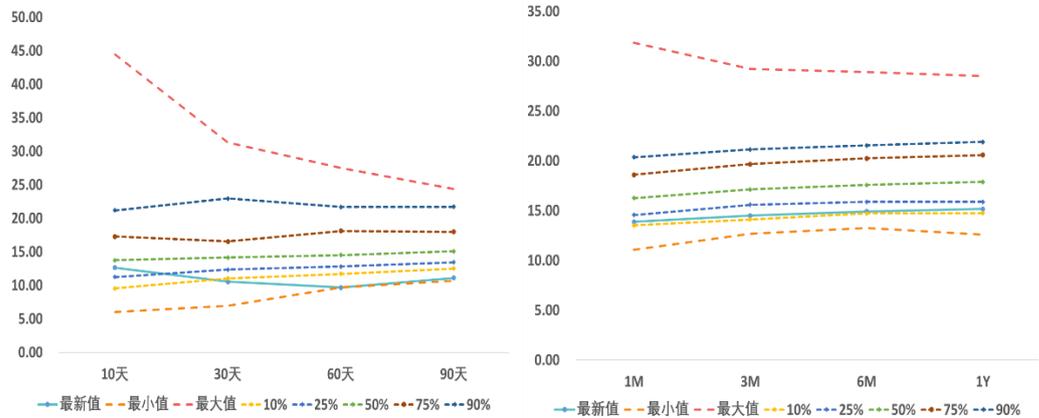
商品期权方面，7月份铜、铝、黄金、白银期权空头情绪一度大幅上扬，期权成交量与波动率走高。截止到月底，随着空头情绪边际衰减，铜铝期权隐波回落，铜的1个月、3个月、6个月的隐含波动率为14.43%、13.89%、12.41%，普遍回落至近三年25%分位以下；黄金受近期美联储议息会议与非农数据预期的影响，存在较大分歧，波动率下降空间有限，当前1个月、3个月、6个月期限结构的隐波分别为14.20%、14.04%、14.01%。处于近三年中位数附近。短期来看，8月初的议息会议与非农数据对美联储利率预期影响较大，预计月初窗口黄金隐波延续上升势头。甲醇、PTA期权历史波动率与隐波普遍位于近三年10%分位附近，波动区间收敛，相比于有色、贵金属期权，宏观因素对于甲醇与PTA的影响相对较小，对应的期权波动率较平稳。

图 37：上证 50ETF 历史波动率锥（左）、隐含波动率锥（右）



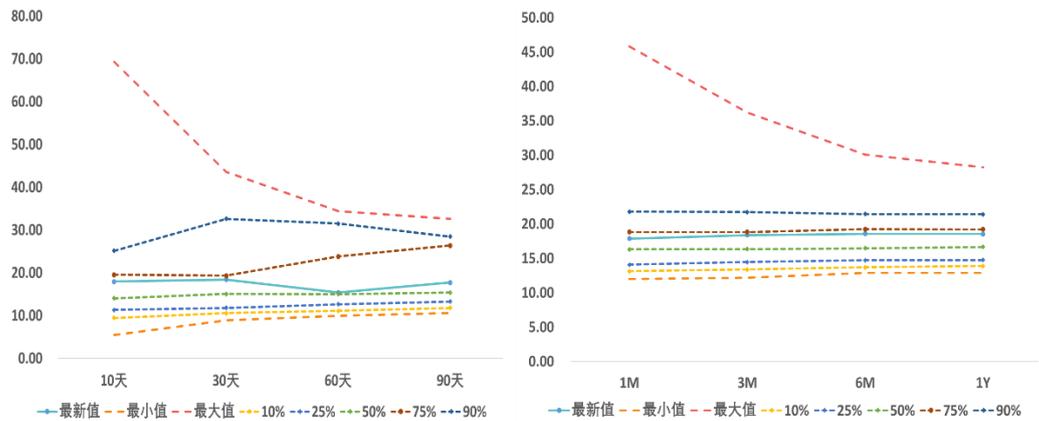
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 38: 沪市 300ETF 历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



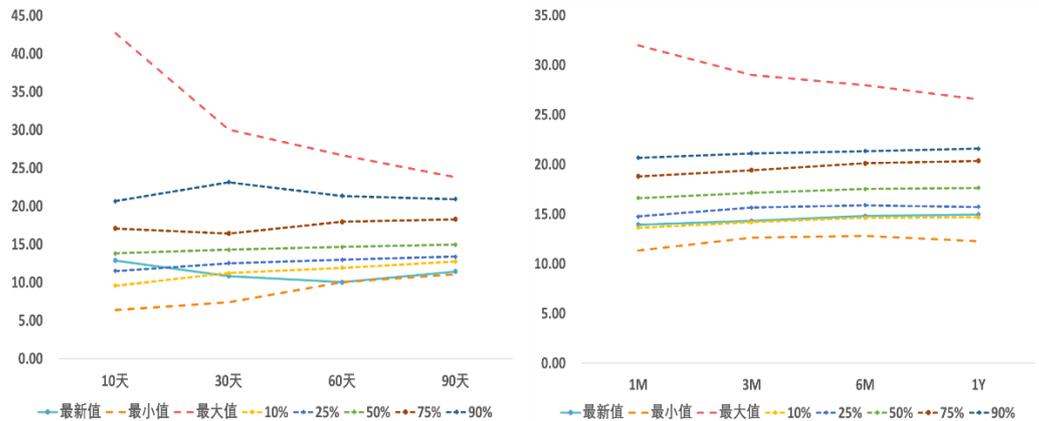
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 39: 沪市 500ETF 历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



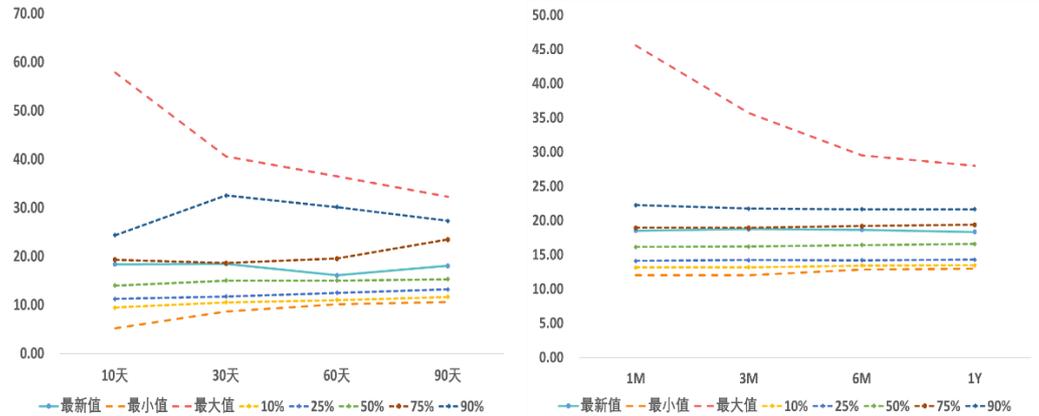
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 40: 深市 300ETF 历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



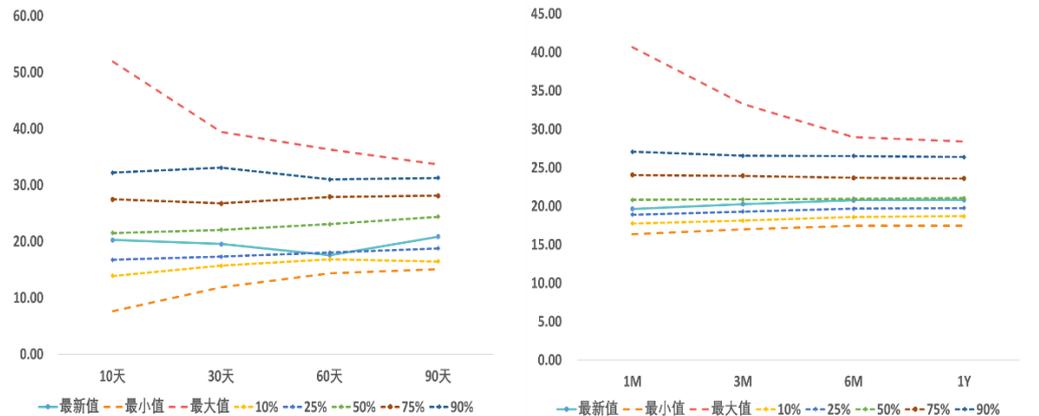
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 41: 深市 500ETF 历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



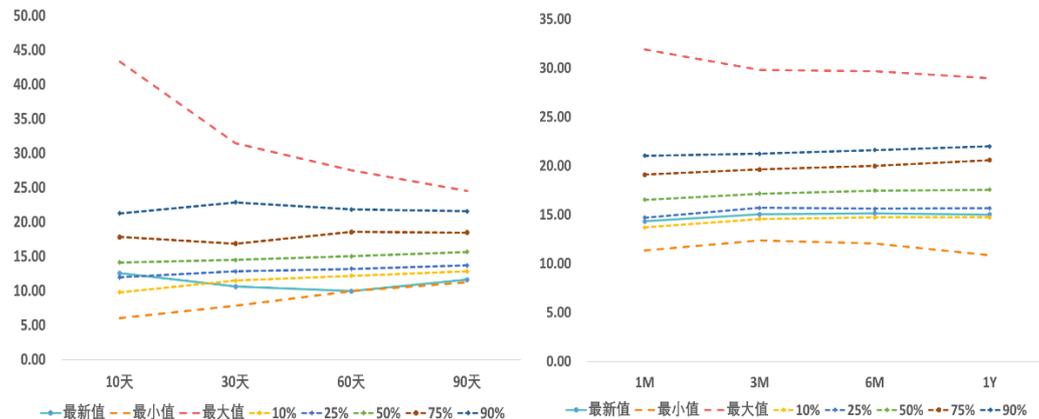
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 42: 创业板 ETF 历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



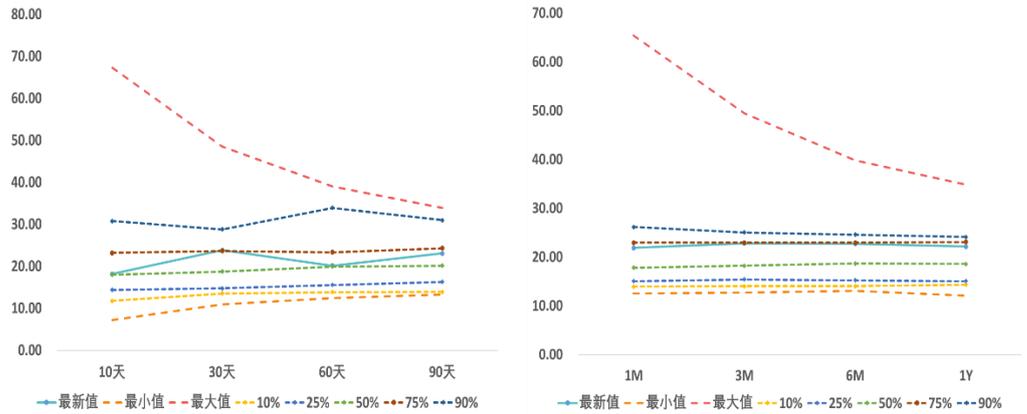
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 43: 沪深 300 历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



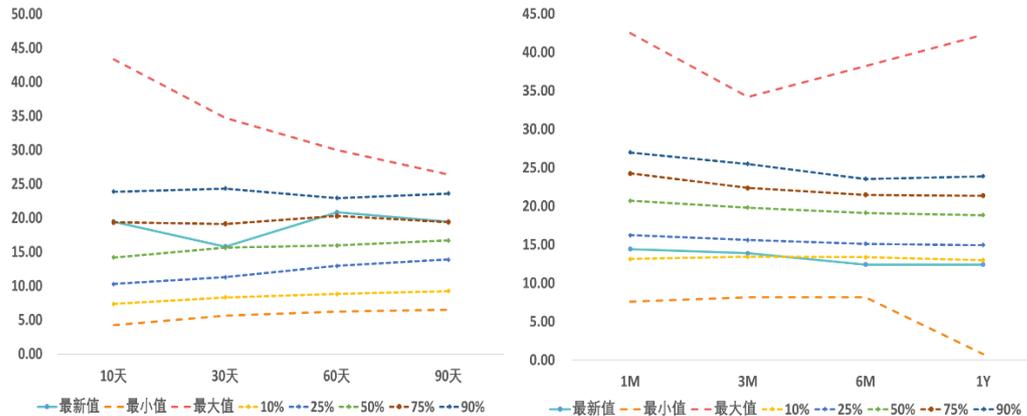
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 44: 中证 1000 历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



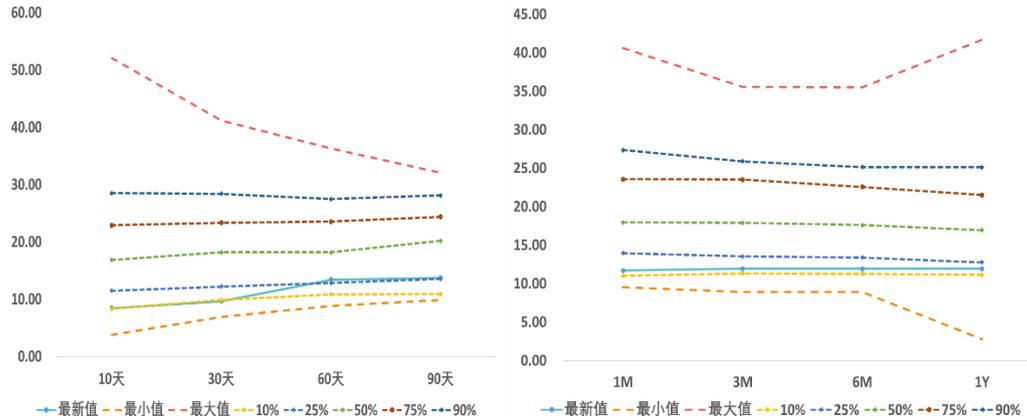
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 45: 沪铜历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



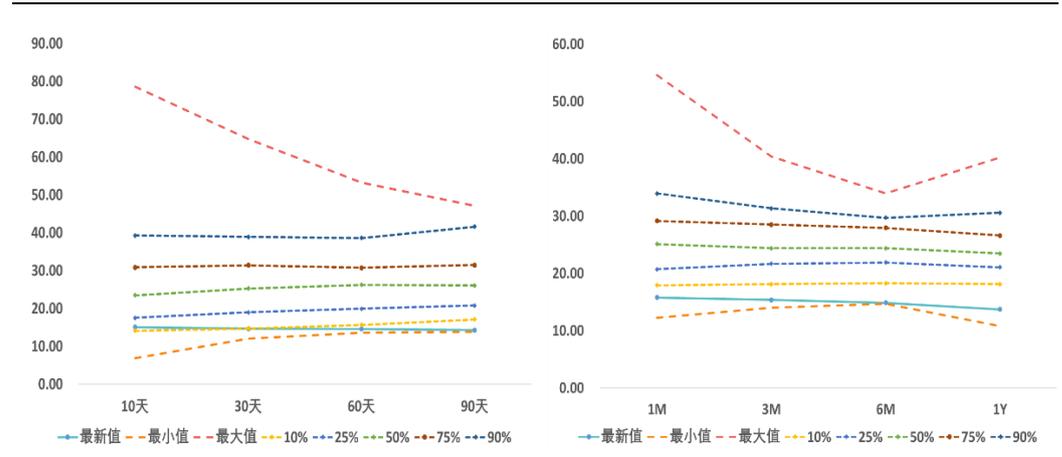
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 46: 沪铝历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



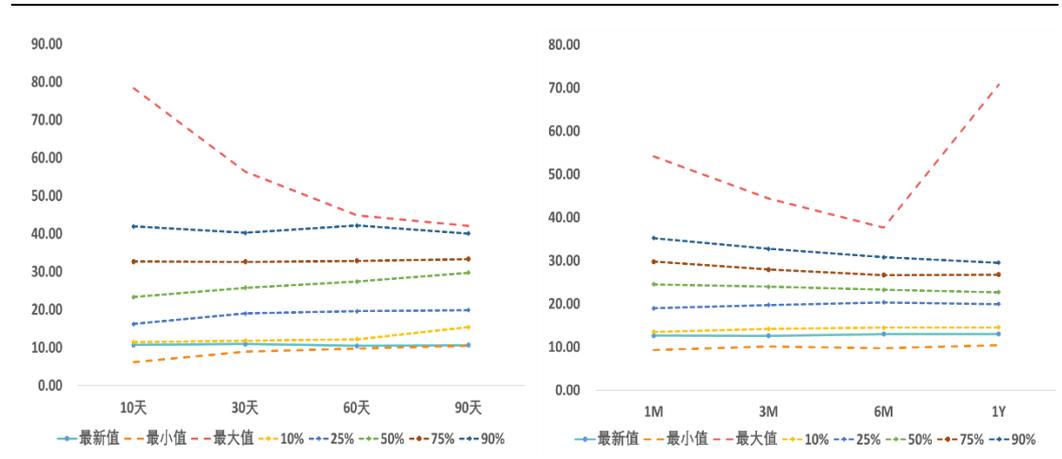
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 47: 甲醇历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



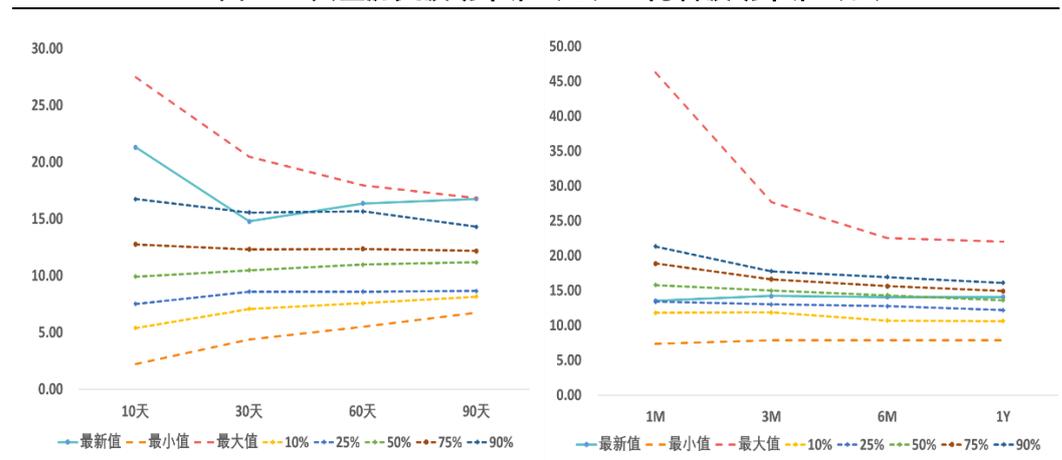
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 48: PTA 历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



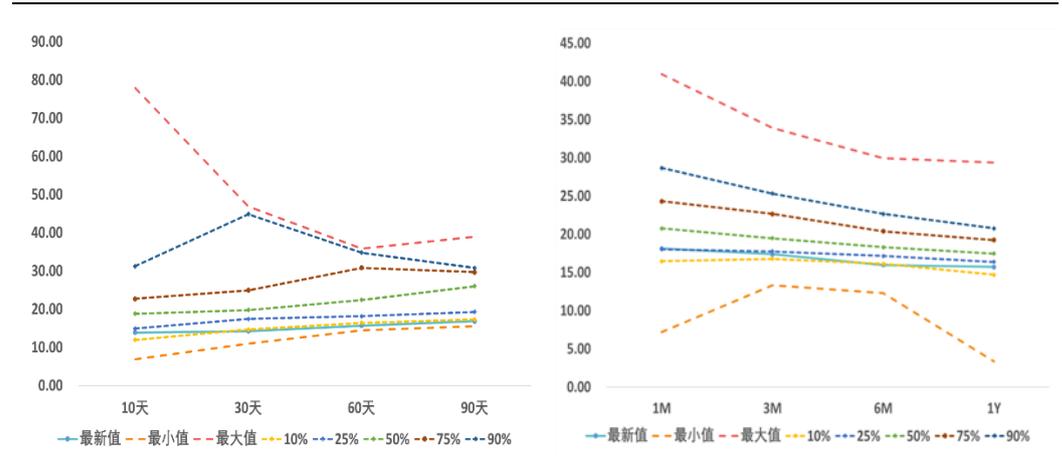
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 49: 黄金历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



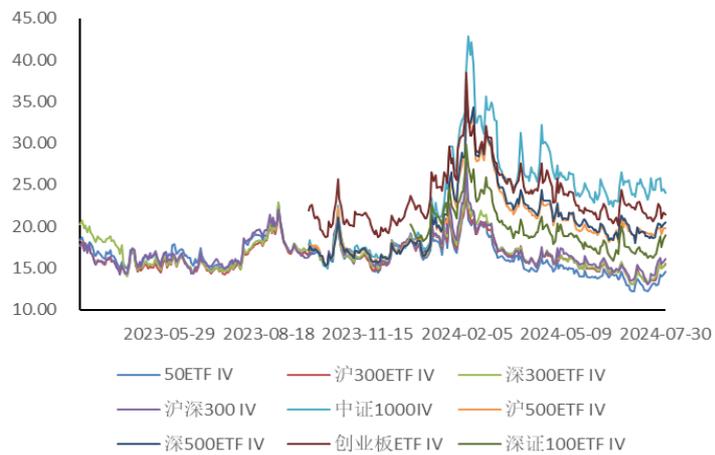
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 50: 豆粕历史波动率锥 (左)、隐含波动率锥 (右)



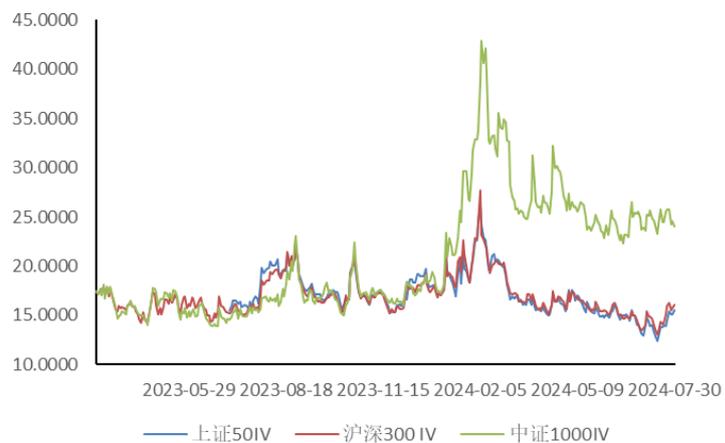
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 51: 金融期权隐波 (IV) 对比



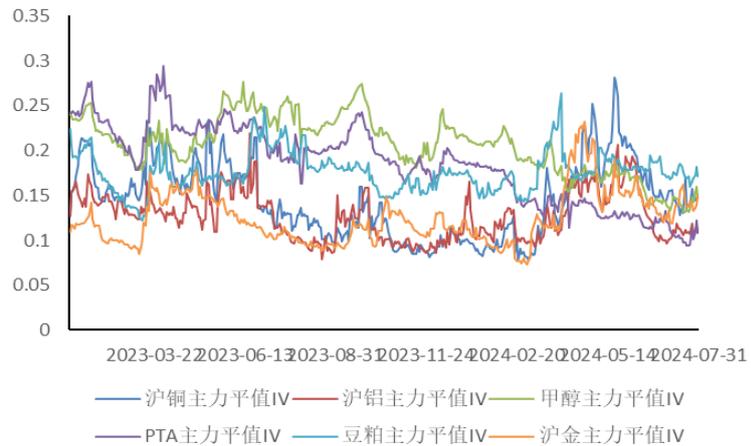
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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

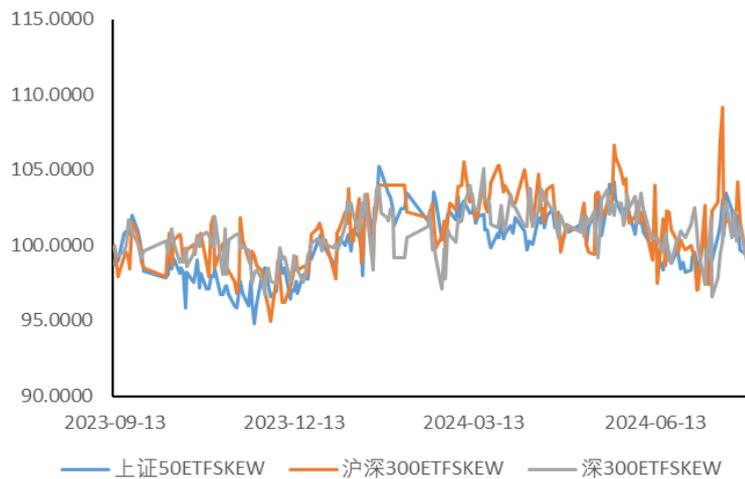


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

四、金融期权偏度

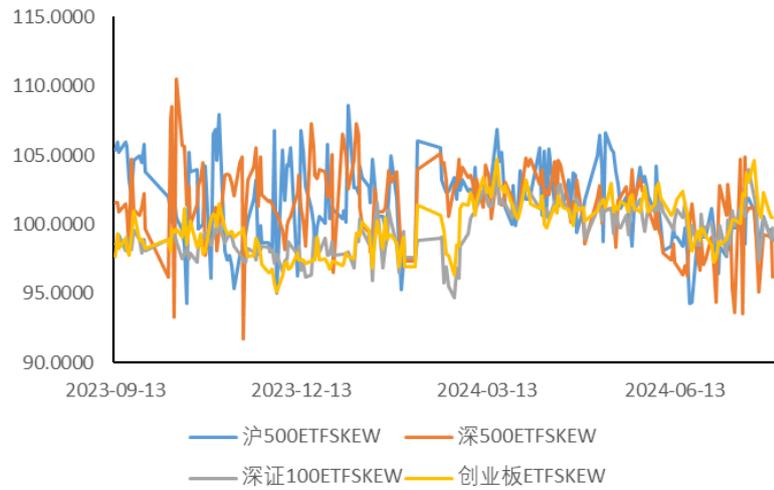
近期金融期权品种的偏度指数 skew 环比回落, 看跌期权隐波溢价环比下降, 随着 6 月以来指数连续下跌, 空头情绪得到大幅宣泄, 进一步调整空间有限, 整体来看, 偏度结构比较稳定, 未出现极值数据, 指数偏震荡预期。

图表 54: 金融期权偏度 (一)



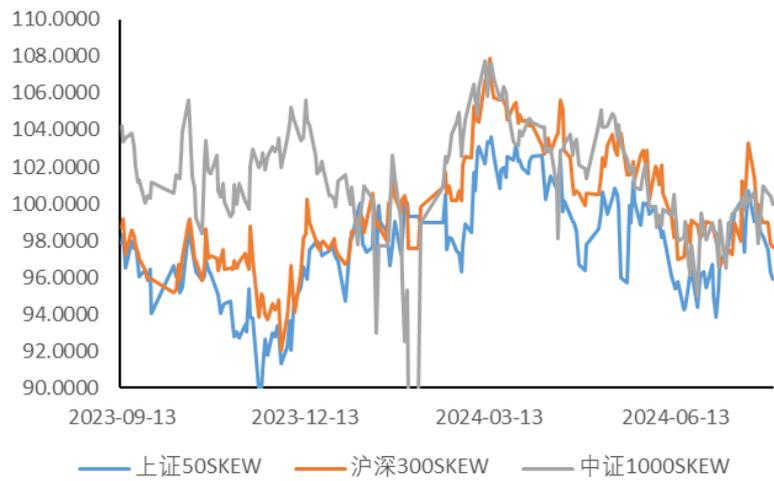
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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。