

波动空间收窄，关注回踩后多头机会

兴证期货·研发中心

2023年7月17日 星期一

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

杨娜

从业资格编号：F03091213

投资咨询编号：Z0016895

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，上半年 GDP 增速虽然略高于年度目标，但也反映了二季度的经济复苏节奏趋缓。6月工业增加值好于预期，社会消费数据弱于预期，数据分化，下游消费端偏弱，消费走弱加剧了通缩压力。短期来看，经济数据表现一般，期权标的指数经历上周的小幅度反弹之后，或将受阻承压迎来回踩行情。国外方面，美国6月CPI涨幅低于预期，上周美元指数连续下跌。但核心CPI同比数值距离美联储通胀调控目标仍有一段距离。在高息政策支撑下，美元指数下跌空间有限，短期或将迎来美元指数反弹的走势，欧美股市上方阻力较大。

金融期权方面，上周金融指数普遍上涨，沽购比率下降，但成交量不足，标的反弹缩量存在回调风险，短线预期标的回落同时伴随成交PCR值反弹。长期来看，金融期权维持强震荡预期，期权成交总量整体保持偏低程度。隐波延续低位运行，波动率弹性不足，市场对于后市波动率的空间预期较小；长周期历史波动率数值仍然处在偏低位置，短周期波动率上升容易受到长周期低波的牵引，隐波缺乏持续升波空间。隐波期限结构方面，近月低于远月的偏斜特征，我们认为大概率延续低波震荡的行情。

商品期权方面，上周铜、铝、PTA、黄金、豆粕期权品种的成交PCR值均出现不同程度回落，空头情绪环比下降，但成交量总量变化不明显，市场空头情绪递减的同时，多头情绪未有效放大，后市上涨空间有待观察。铜、铝、甲醇、PTA期权的隐含波动率重心缓降，标的反弹但隐波下降，短期难现升波拐点。黄金期权隐含波动率阶段低位运行，美元指数下跌刺激金价短线上涨，但未构成黄金期权隐含波动率上升拐点，因此，后市金价维持震荡预期。豆粕期权此前经历天气炒作因素影响，多头情绪上扬推高豆粕期权隐含波动率，当前豆粕期权隐波上升斜率钝化，接近升波周期末端，即进一步升波空间有限。

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 2.76%，沪市 300ETF 变化 2.17%，沪市 500ETF 变化 1.16%，深市 300ETF 变化 2.18%、深市 500ETF 变化 1.12%，创业板 ETF 变化 2.41%，深证 100ETF 变化 2.01%，上证 50 指数变化 -0.10%、沪深 300 变化 1.92%、中证 1000 指数变化 0.35%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 9.87、11.85、23.18、36.39、32.7，五年周期中对应的分位为 45.67%、29.53%、44.88%、50%、10.24%。

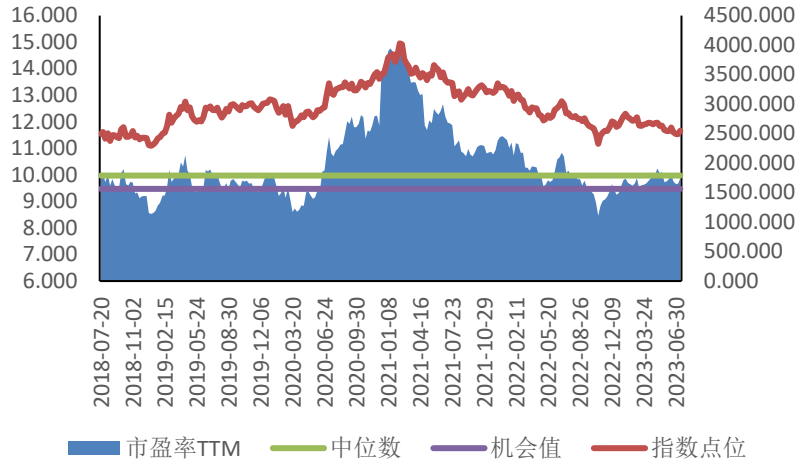
国内方面，上半年 GDP 同比增长 5.5%；上半年全国房地产开发投资同比下降 7.9%。6 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 4.4%，预期 2.51%；6 月社会消费品零售总额 39951 亿元，同比增 3.1%，预期 3.5%，前值 12.7%。综合来看，上半年 GDP 增速数据没有惊艳表现，虽然略高于年度目标，但也反映了二季度的经济复苏节奏趋缓。房地产开发数据走弱，政策兑现对于地产的传导效果较差。近期来看，6 月工业增加值好于预期，社会消费数据弱于预期，数据分化，下游消费端偏弱，与此前公布的 6 月 CPI 数据一样弱势，消费走弱加剧了通缩压力。短期来看，经济数据表现一般，期权标的指数经历上周的小幅度反弹之后，或将受阻承压迎来回踩行情。从中长期来看，基本面延续弱修复局面，指数下探空间有限，维持区间震荡的预期。

国外方面，美国 6 月未季调 CPI 同比升 3%，预期升 3.1%，前值升 4%；未季调核心 CPI 同比升 4.8%，预期升 5%，前值升 5.3%；美国 6 月 CPI 涨幅低于预期上周美元指数连续下跌。但核心 CPI 同比数值距离美联储通胀调控目标仍有一段距离。核心 CPI 与 CPI 之间剪刀差依然有 1.8 个百分点的差值，除能源与食品外的物价水平黏性强，美联储暂未现降息拐点的预期，在高息政策支撑下，美元指数下跌空间有限，短期或将迎来美元指数反弹的走势，欧美股市上方阻力较大。

2.商品行情回顾与展望

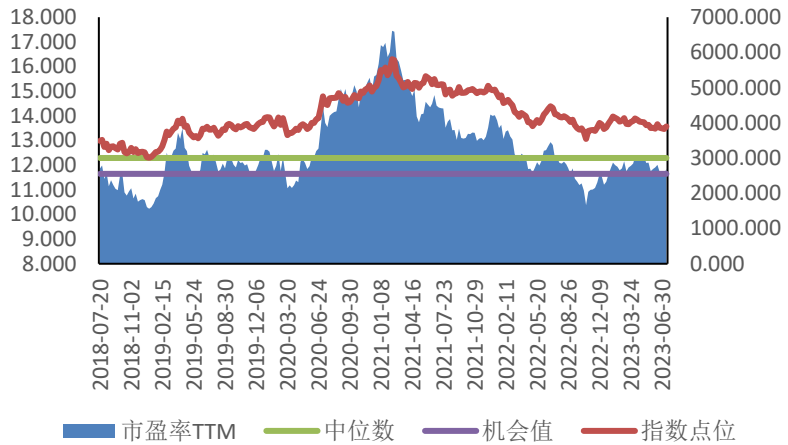
前一周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为 2.48%、2.55%；甲醇、PTA 周度涨跌幅分别为 7.56%、3.69%；豆粕、黄金活跃合约周度涨跌幅为 1.41%、0.71%。上周有色、能化、贵金属期价普遍上行；铜铝价格震荡反弹，但波动区间收窄，预期后市上涨空间有限；甲醇周度涨幅较大，与 PTA 大概率进入反弹周期的末端，面临上方阻力压制；贵金属价格受益于上周美国 6 月 CPI 数据弱于预期。

图 1: 上证 50 指数估值 (市盈率-TTM)



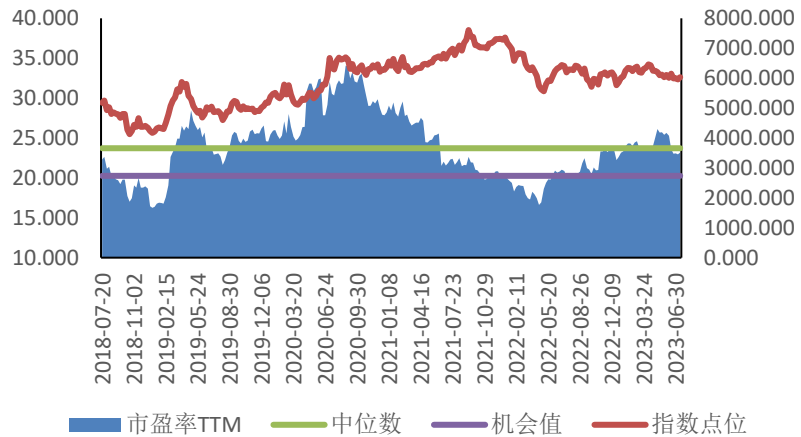
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 2: 沪深 300 指数估值 (市盈率-TTM)



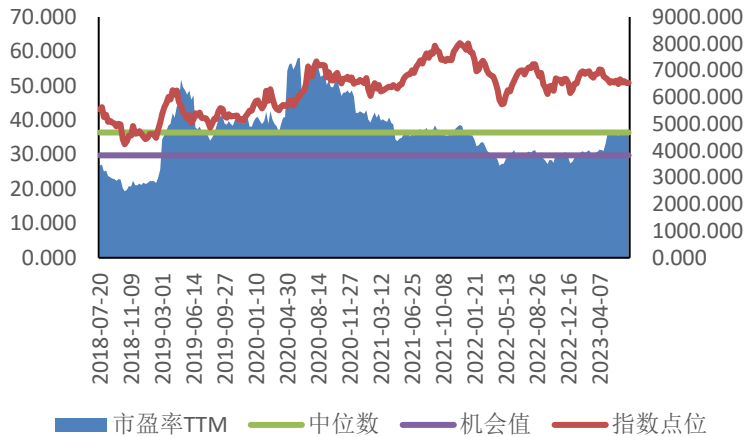
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 3: 中证 500 指数估值 (市盈率-TTM)



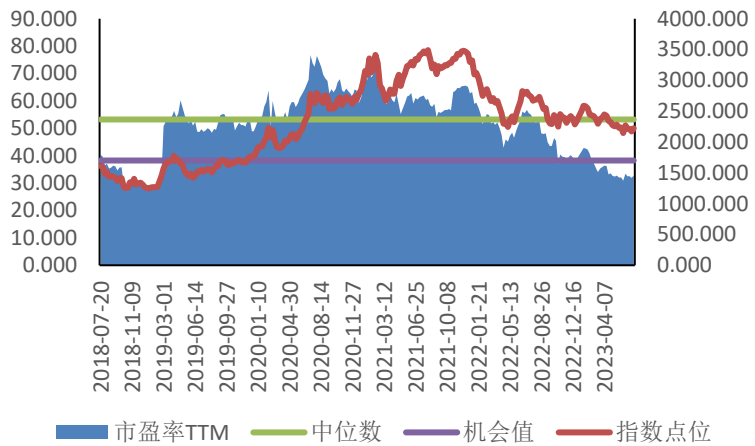
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率-TTM)



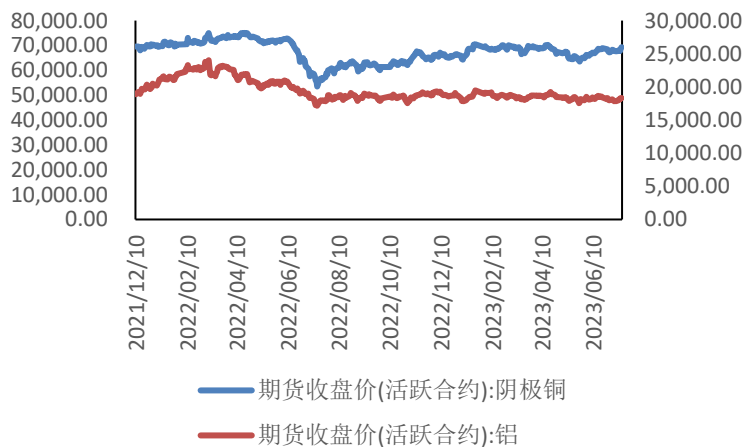
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 5: 创业板指数估值 (市盈率-TTM)



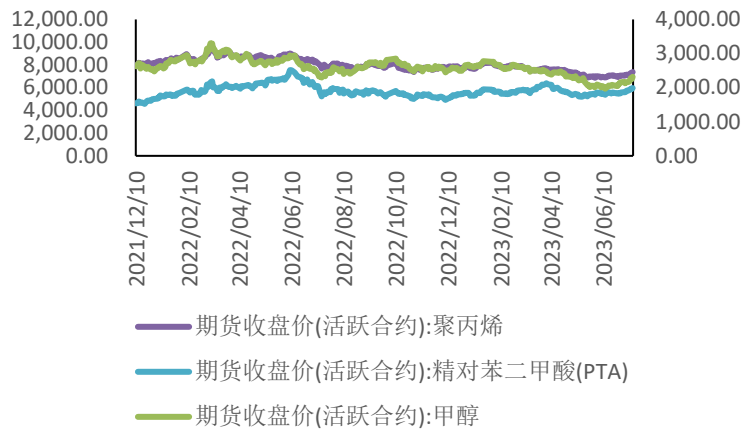
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 6: 铜、铝活跃合约收盘价



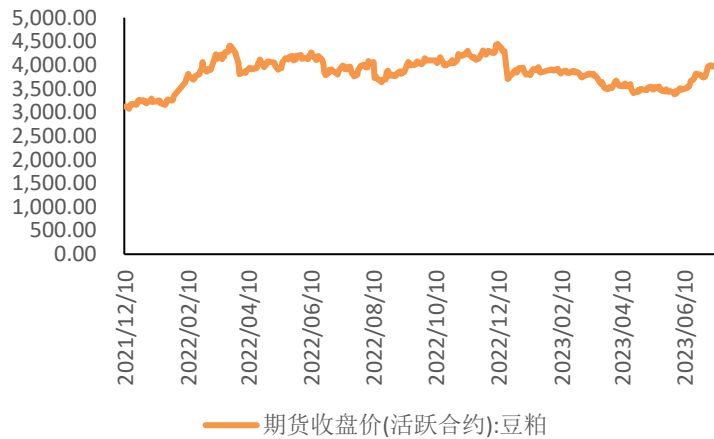
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 7: 聚丙烯、PTA、甲醇活跃合约收盘价



数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 8: 豆粕活跃合约收盘价



数据来源: wind, 兴证期货研发中心

二、期权成交与 PCR (认沽/认购)

1. 金融期权

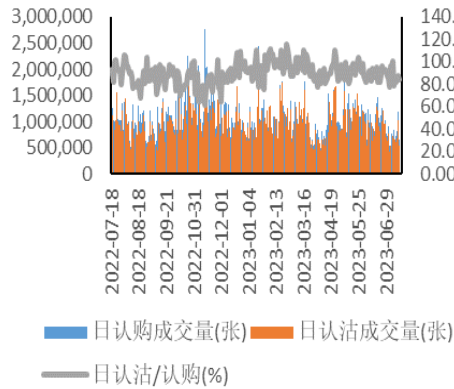
金融期权中, 上周期权成交量延续低量, PCR 值低位徘徊, 上周金融指数普遍上涨, 沽购比率下降, 但成交量不足, 标的反弹缩量存在回调风险, 结合前文对于标的承压回调的风险, 短线预期标的回落同时伴随成交 PCR 值反弹。长期来看, 金融期权维持强震荡预期, 期权成交总量整体保持偏低程度。

2. 商品期权

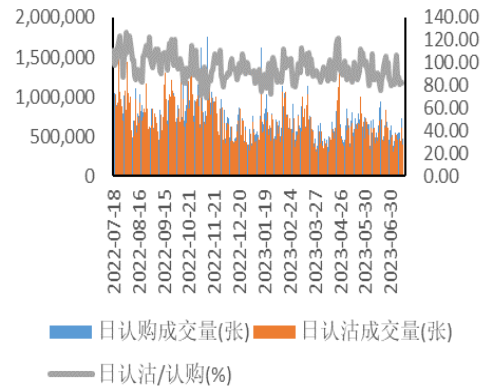
商品期权方面, 上周铜、铝、PTA、黄金、豆粕期权品种的成交 PCR 值均出现不同程度回落, 这几个品种的空头情绪环比下降, 但成交量总量变化不明显, 即市场空头情绪递减的同时, 多头情绪未有效放大, 后市上涨空间有待观察, 维

持强震荡预期。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

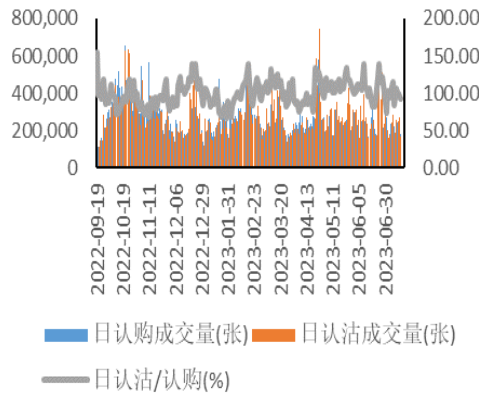


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

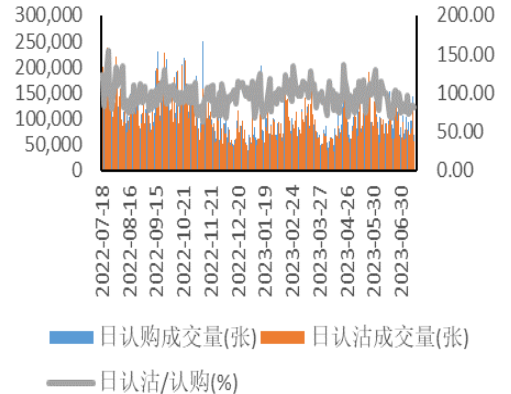


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

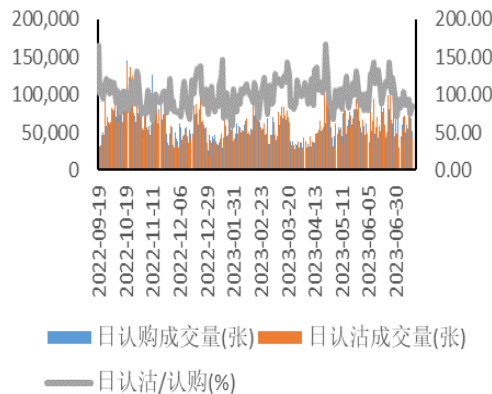


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

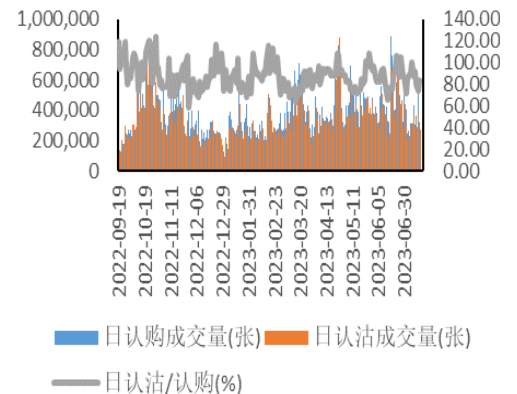


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

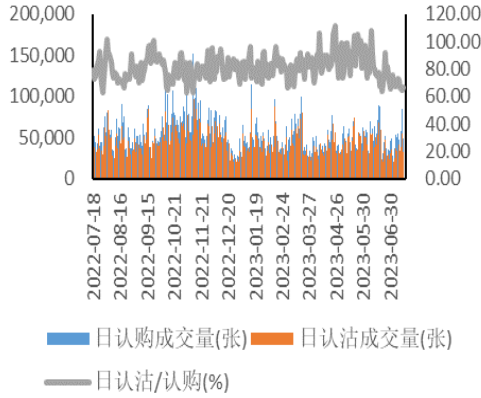


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

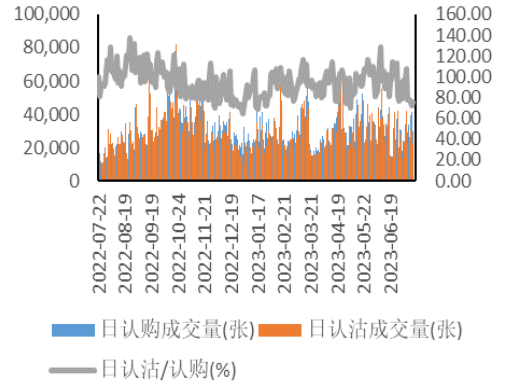


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

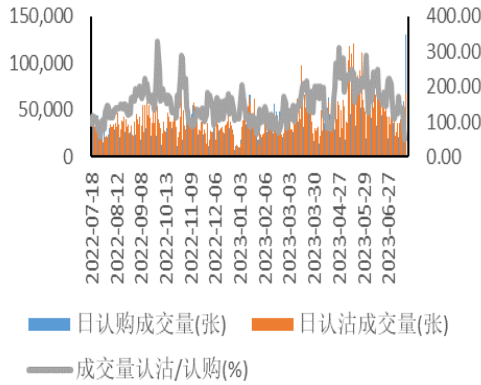


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

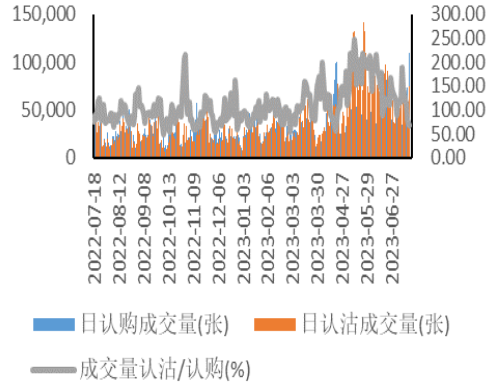


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 17: 沪铜期权 PCR

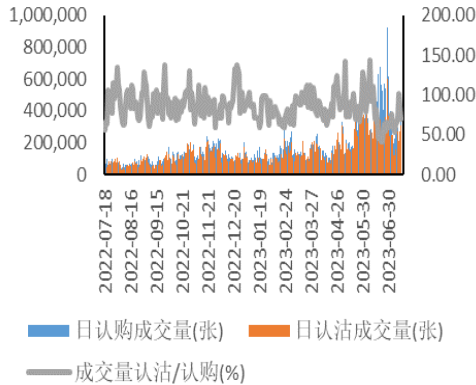


图表 18: 沪铝期权 PCR

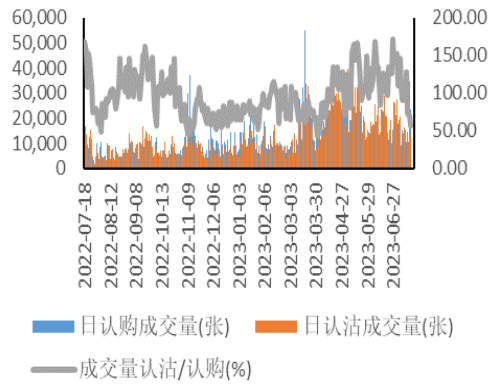


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 19: 甲醇期权 PCR

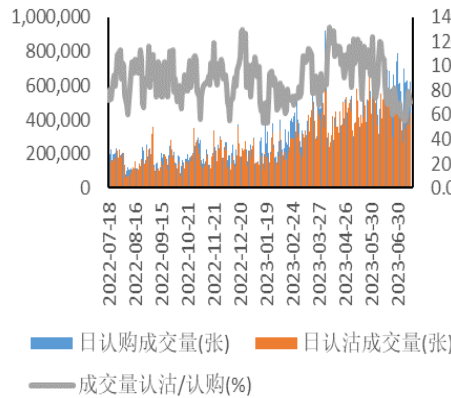


图表 20: 沪金期权 PCR

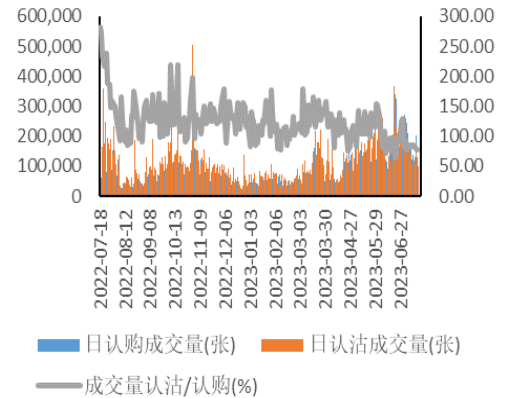


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 21: PTA 期权 PCR



图表 22: 豆粕期权 PCR



数据来源: wind, 兴证期货研发部

三、期权波动率分析

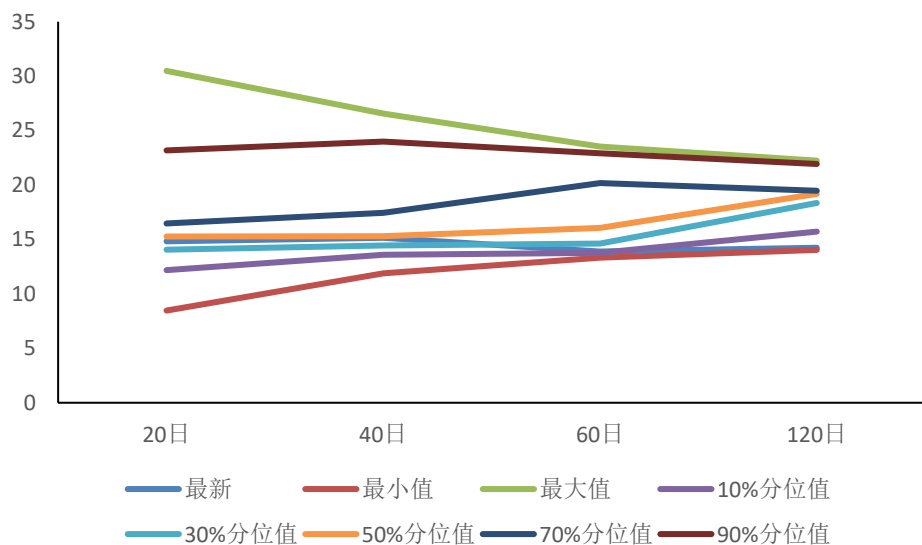
1.金融期权

波动率方面，上周指数短线反弹，隐含波动率小幅度回落，隐波延续低位运行，波动率弹性不足，市场对于后市波动率的空间预期较小，叠加近期标的指数实际波动率区间收窄，成交量萎缩等因素，近期难现升波拐点；长周期历史波动率数值仍然处在偏低位置，短周期波动率上升容易受到长周期低波的牵引，隐波缺乏持续升波空间。隐波期限结构方面，近月低于远月的偏斜特征，我们认为标的指数大概率延续低波震荡的行情。

2.商品期权

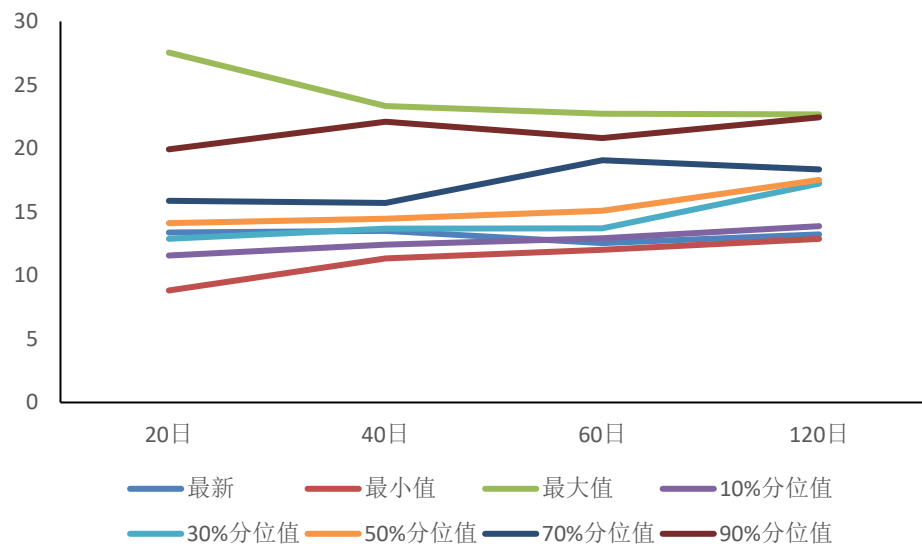
商品期权方面，铜、铝、甲醇、PTA 期权的隐含波动率重心缓降，标的反弹但隐波下降，短期难现升波拐点。黄金期权隐含波动率阶段低位运行，美元指数下跌刺激金价短线上涨，但未构成黄金期权隐含波动率上升拐点，因此，后市金价维持震荡预期。豆粕期权此前经历天气炒作因素影响，多头情绪上扬推高豆粕期权隐含波动率，但是当前豆粕期权隐波上升斜率钝化，接近升波周期末端，即进一步升波空间有限。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



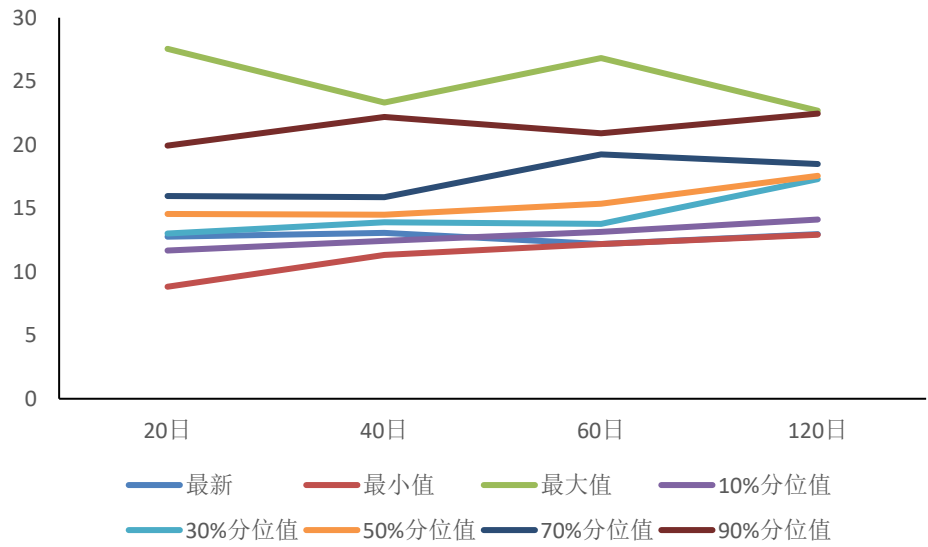
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



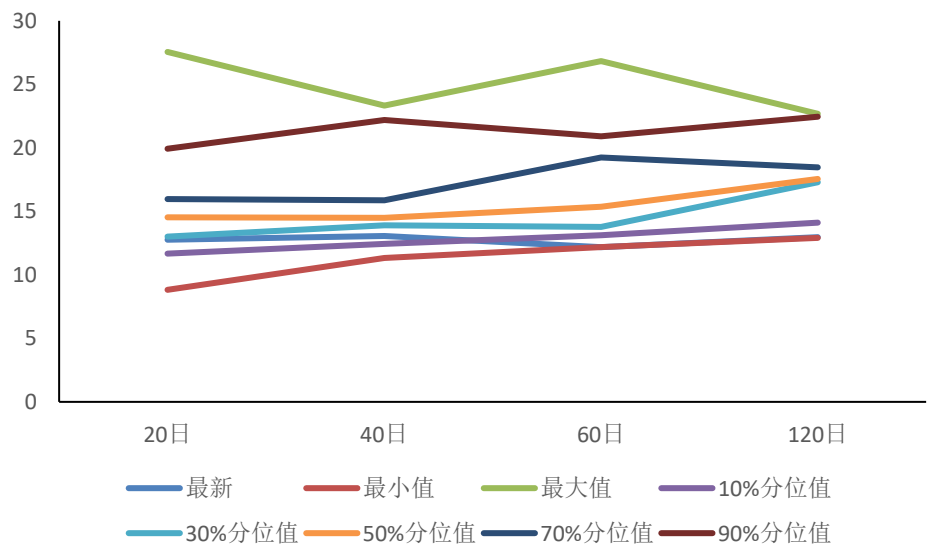
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



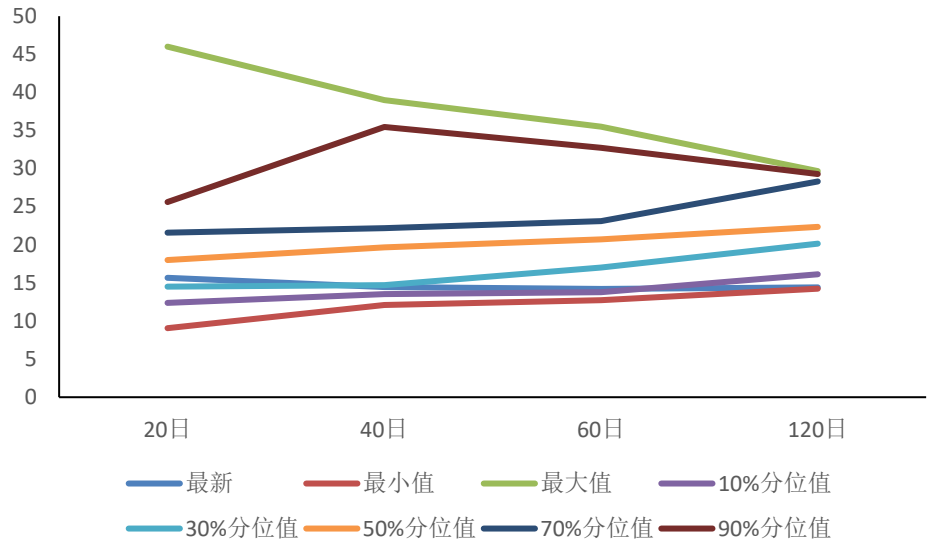
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



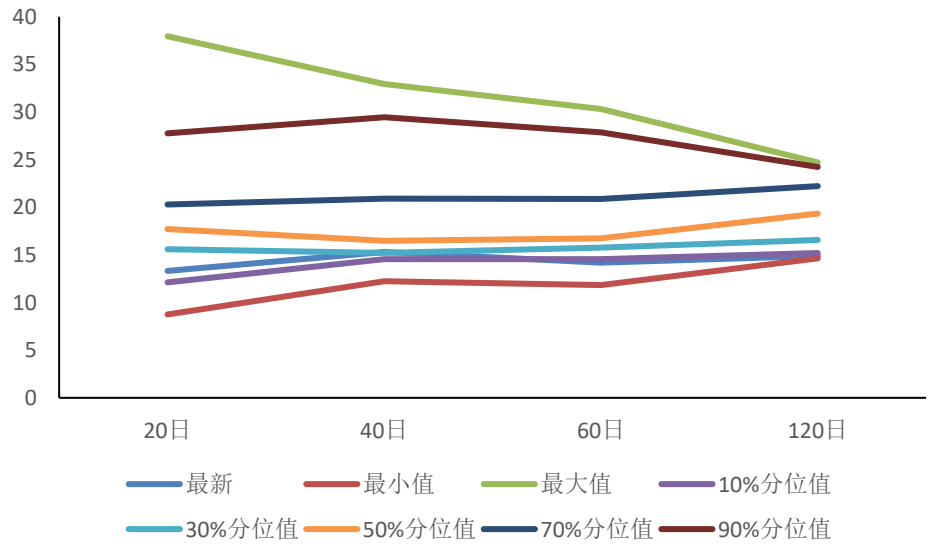
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



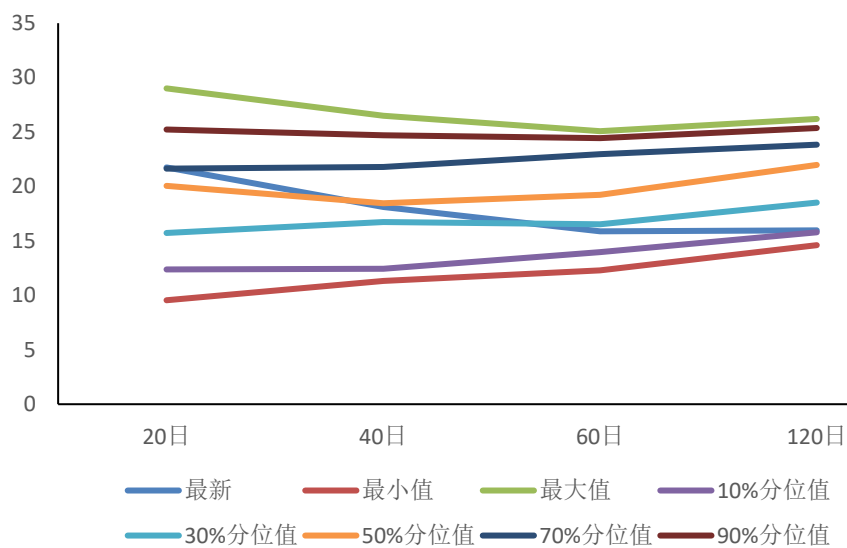
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 28: 沪铜历史波动率锥



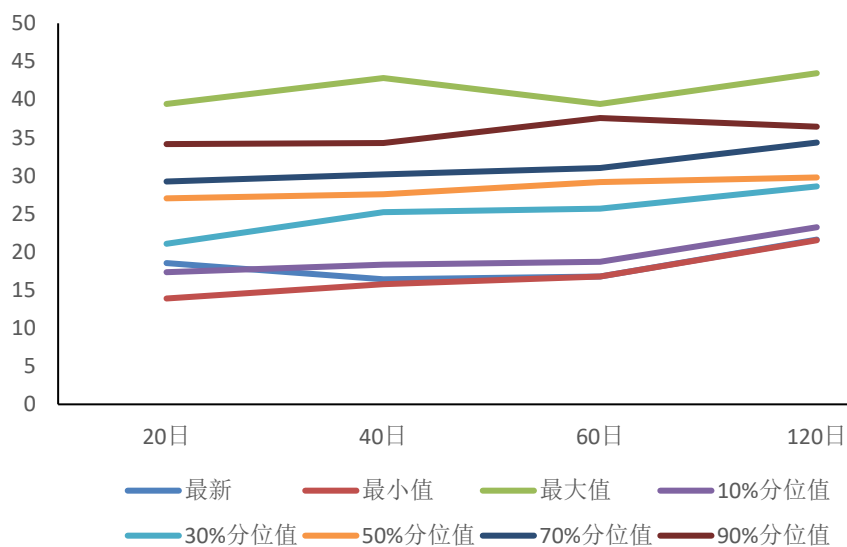
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 29：沪铝历史波动率锥



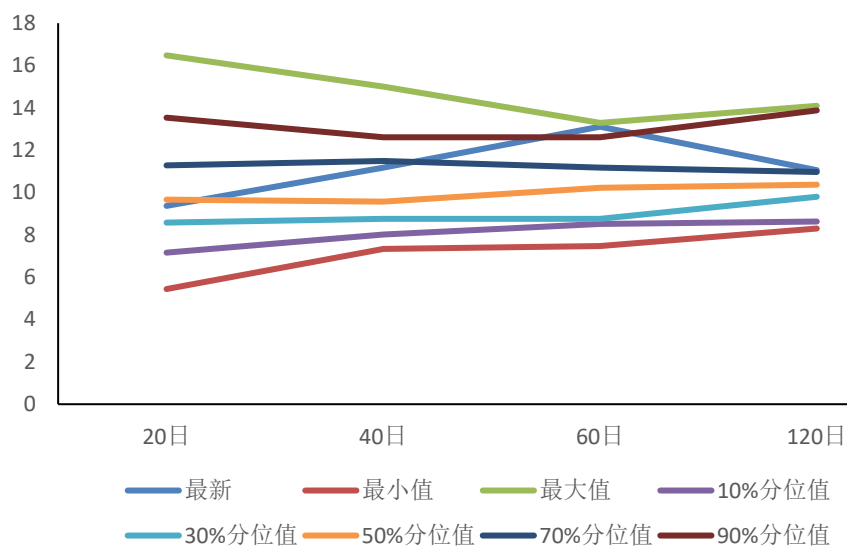
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 30：甲醇历史波动率锥



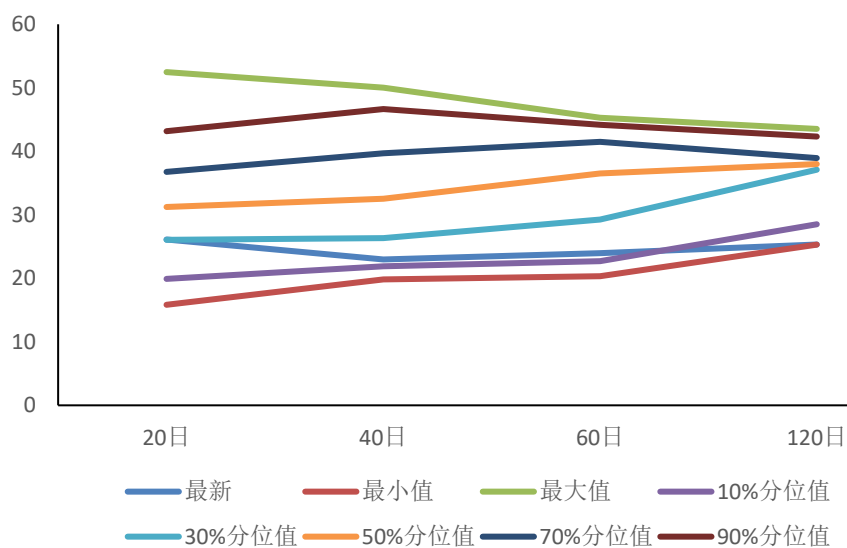
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 31: 沪金历史波动率锥



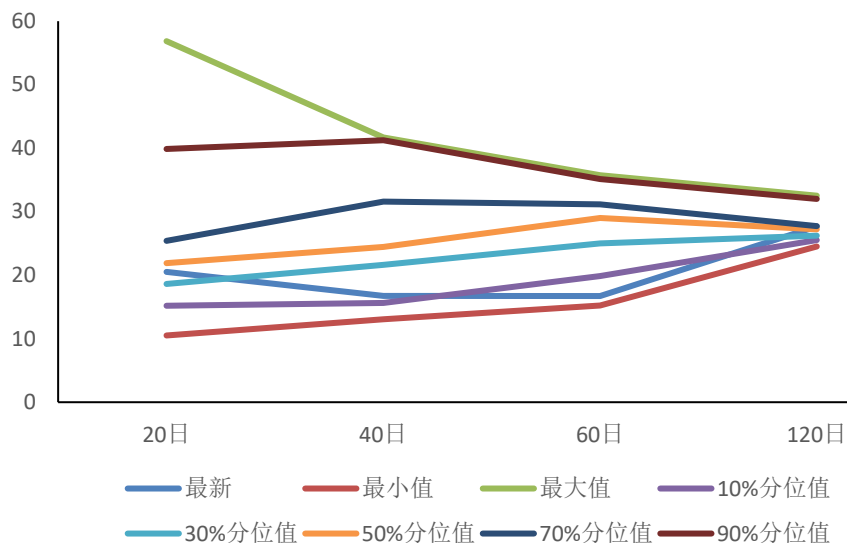
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 31: PTA 历史波动率锥



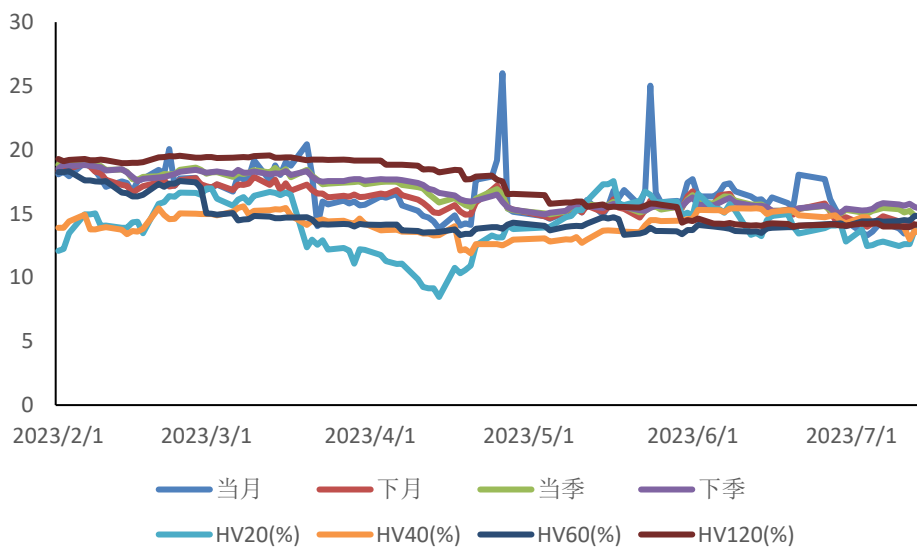
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 32：豆粕历史波动率锥



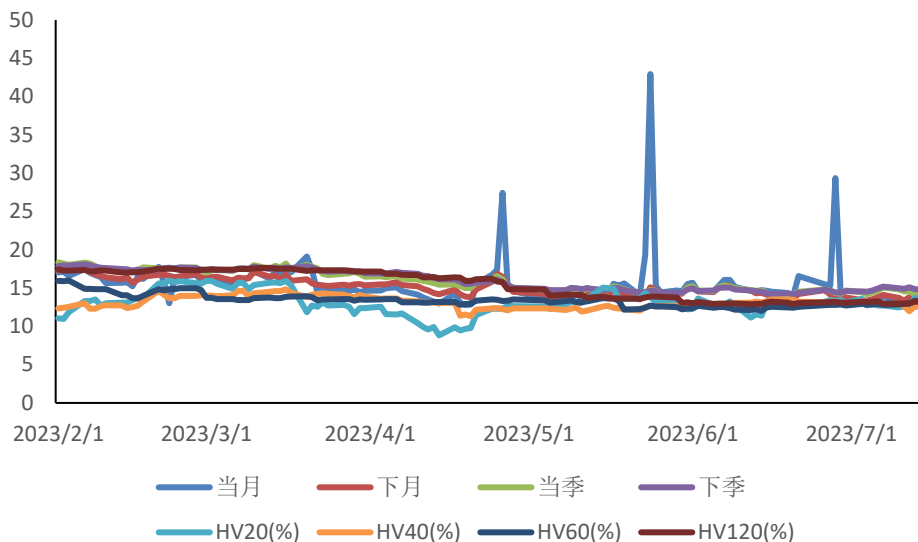
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 33：50ETF 期权隐含波动率走势



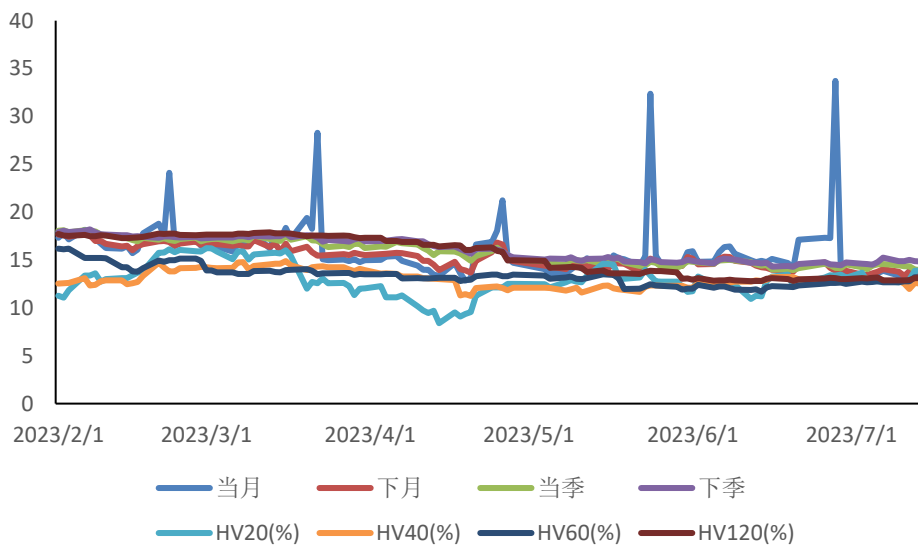
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 34: 300ETF 期权 (沪) 隐含波动率走势



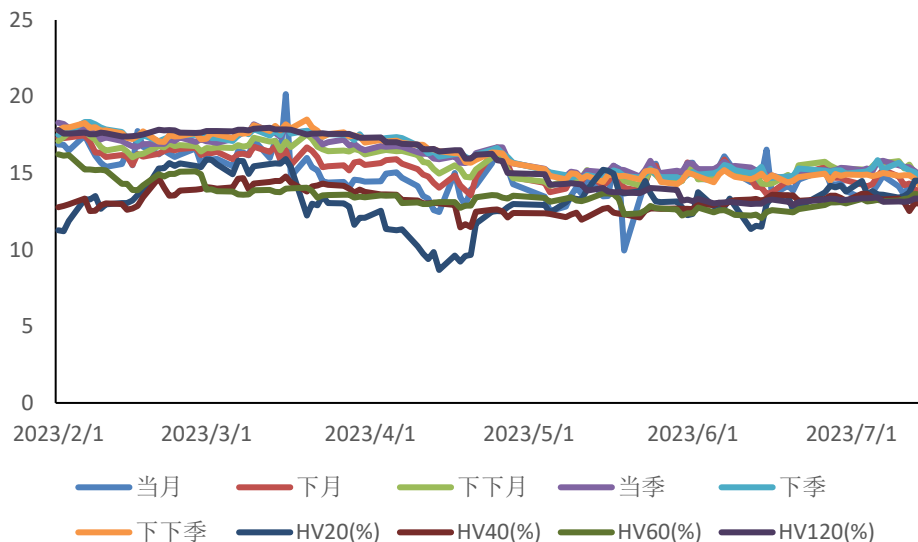
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 35: 300ETF 期权 (深) 隐含波动率走势



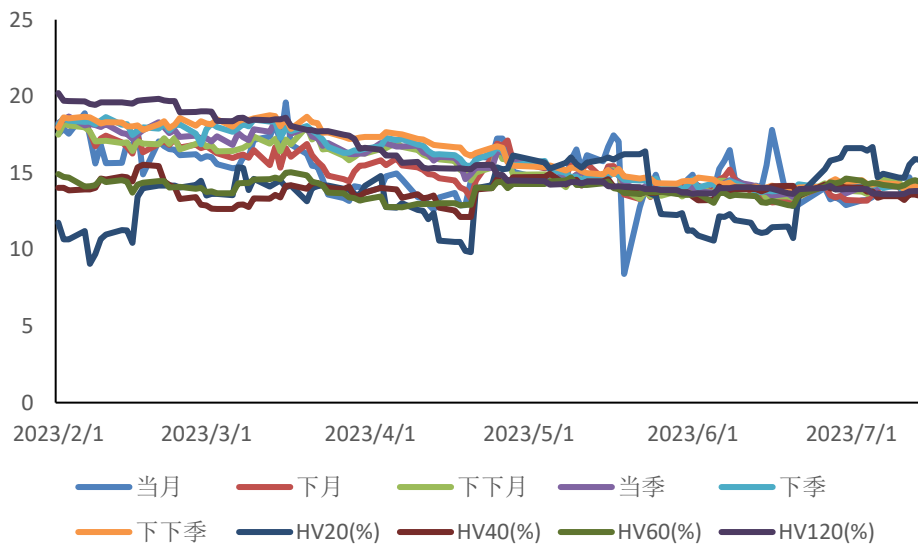
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



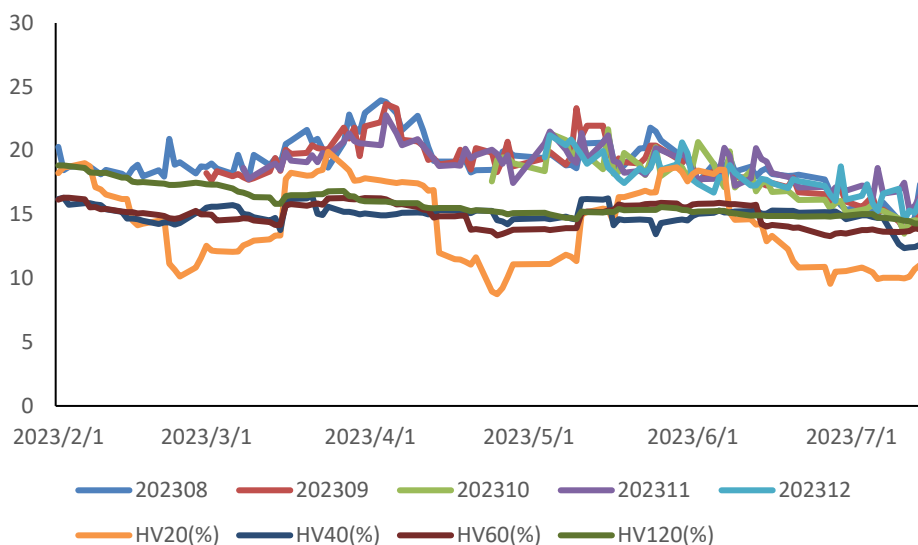
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



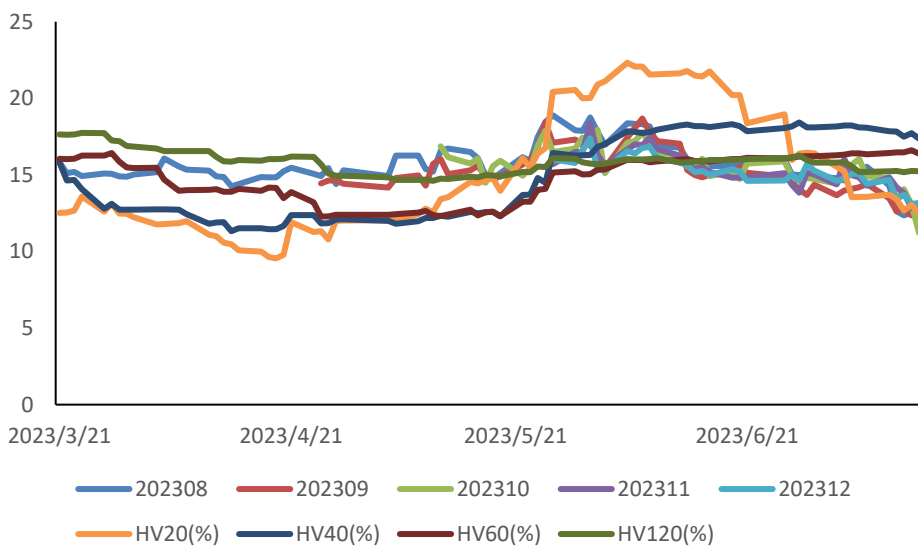
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



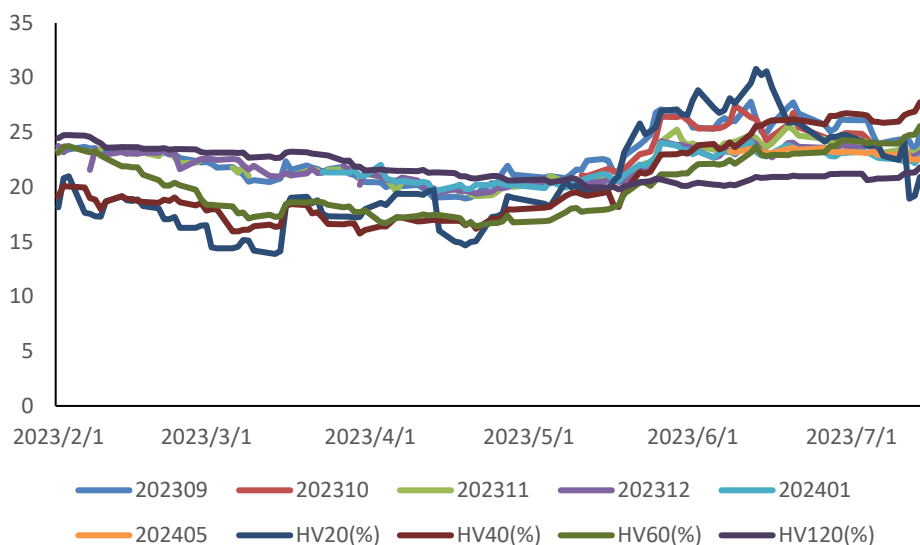
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



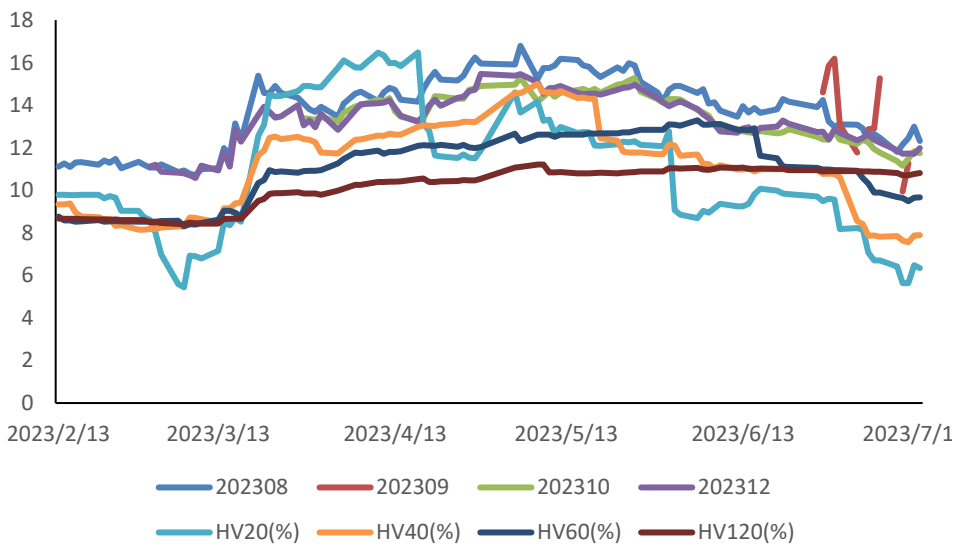
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



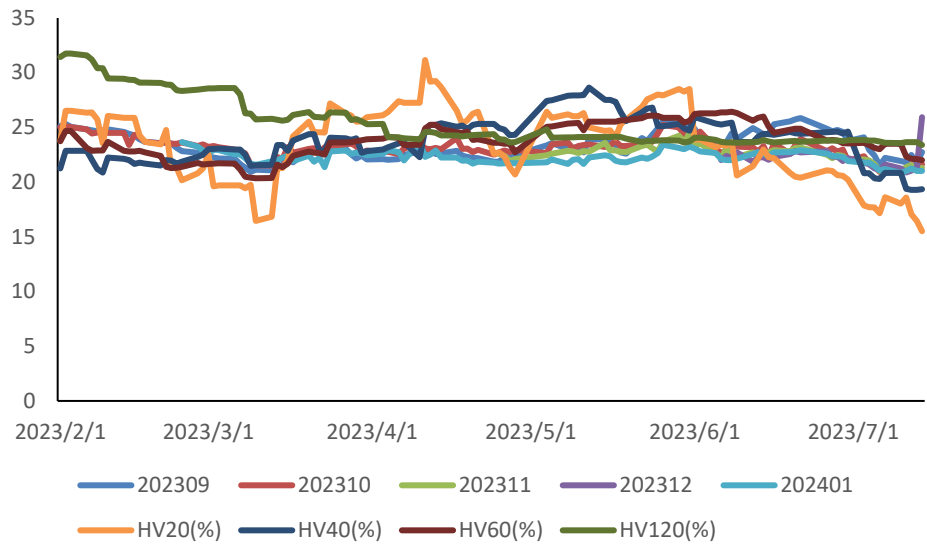
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 41: 沪金期权隐含波动率走势



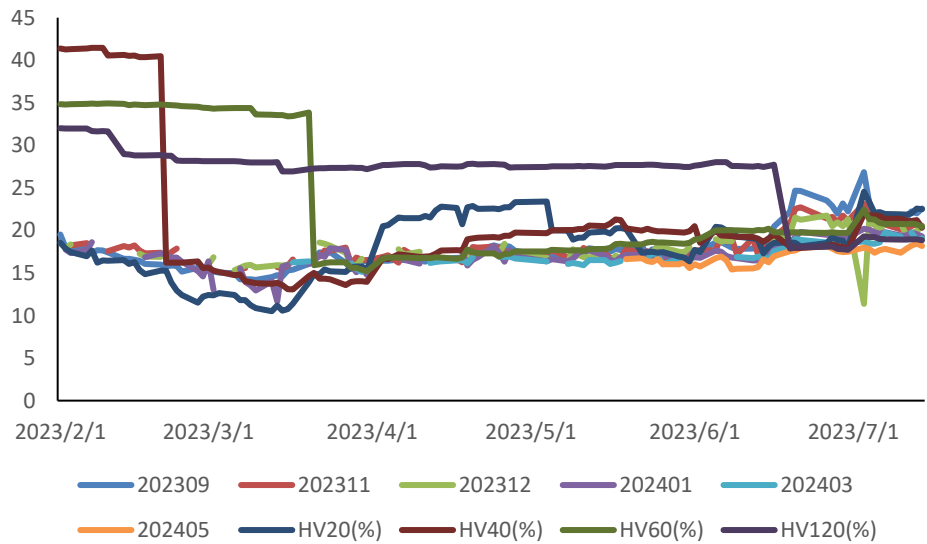
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 42: PTA 期权隐含波动率走势



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 43: 豆粕期权隐含波动率走势



数据来源: wind, 兴证期货研发部

四、总结与展望

国内方面，上半年 GDP 增速虽然略高于年度目标，但也反映了二季度的经济复苏节奏趋缓。房地产开发数据走弱，政策兑现对于地产的传导效果较差。6 月工业增加值好于预期，社会消费数据弱于预期，数据分化，下游消费端偏弱，与此前公布的 6 月 CPI 数据一样弱势，消费走弱加剧了通缩压力。短期来看，经济数据表现一般，期权标的指数经历上周的小幅度反弹之后，或将受阻承压来回踩行情。从中长期来看，基本面延续弱修复局面，指数下探空间有限，维持区间震荡的预期。国外方面，美国 6 月 CPI 涨幅低于预期，上周美元指数连续下跌。但核心 CPI 同比数值距离美联储通胀调控目标仍有一段距离。核心 CPI 与 CPI 之间剪刀差依然有 1.8 个百分点的差值，除能源与食品外的物价水平黏性强，美联储暂未现降息拐点的预期，在高息政策支撑下，美元指数下跌空间有限，短期或将迎来美元指数反弹的走势，欧美股市上方阻力较大。

金融期权方面，上周期权成交量延续低量，PCR 值低位徘徊，上周金融指数普遍上涨，沽购比率下降，但成交量不足，标的反弹缩量存在回调风险，短线预期标的回落同时伴随成交 PCR 值反弹。长期来看，金融期权维持强震荡预期，期权成交总量整体保持偏低程度。隐波延续低位运行，波动率弹性不足，市场对于后市波动率的空间预期较小，叠加近期标的指数实际波动率区间收窄，成交量萎缩等因素，近期难现升波拐点；长周期历史波动率数值仍然处在偏低位置，短周期波动率上升容易受到长周期低波的牵引，隐波缺乏持续升波空间。隐波期限结构方面，近月低于远月的偏斜特征，我们认为大概率延续低波震荡的行情。

商品期权方面，上周铜、铝、PTA、黄金、豆粕期权品种的成交 PCR 值均出现不同程度回落，这几个品种的空头情绪环比下降，但成交量总量变化不明显，即市场空头情绪递减的同时，多头情绪未有效放大，后市上涨空间有待观察，维持强区间震荡预期。铜、铝、甲醇、PTA 期权的隐含波动率重心缓降，标的反弹但隐波下降，短期难现升波拐点。黄金期权隐含波动率阶段低位运行，美元指数下跌刺激金价短线上涨，但未构成黄金期权隐含波动率上升拐点，因此，后市金价维持震荡预期。豆粕期权此前经历天气炒作因素影响，多头情绪上扬推高豆粕期权隐含波动率，但是当前豆粕期权隐波上升斜率钝化，接近升波周期末端，即进一步升波空间有限。

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，兴证期货研究发展部不承担责任。

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发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。