

## 经济数据有望回暖，金融期权降波走好

兴证期货.研究咨询部

2023年9月4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，供需两端联动回升，价格同步上涨，PMI 连续三个月低位回升释放边际企稳信号，基本面回暖的基础有望进一步巩固。8 月份期间高层连续释放重磅实质性利好政策，包括时隔 15 年下调印花稅、严控股东减持、阶段收紧 IPO 以及下调证券融资保证金比率。此外，调整优化差别化住房信贷政策，释放下调存量房贷利率的信号等。以上一系列实质利好大幅降低了市场交易成本，释放流动性资金，增强市场信心。在利好政策集中出台之后，指数脉冲式急涨，短线抛压释放吗，指数回踩。当前指数回踩支撑位企稳，国内经济基本面回暖利好中长期，因此，我们认为，后市蓝筹股为主的期权标的指数有望走出震荡上涨行情。

美国 PMI 低于预期，市场衰退预期上升，美债收益率期限结构倒挂一年多时间，长端衰退预期居高不下。美联储仍然高度关注通胀风险，力求在较长的时间内实现最大就业和 2% 的通胀率。整体来看，美国利率市场预期显现出钟摆特征，表现在通胀下行与核心通胀黏性、衰退预期与就业劳工市场韧性之间的拉锯，因此，美股市场目前尚未形成合力的一致方向共振，依旧维持震荡为主。

金融期权方面，金融期权的成交量与持仓量位于年内偏高位，在 8 月份强政策刺激以及市场抛压的影响下，期权市场情绪面扰动较大，相比于中小盘指数类期权，以蓝筹为主的上证 50、沪深 300 系列期权相对较为稳定。当前随着指数脉冲式回落，止跌企稳，市场交易情绪趋于稳定，成交量与成交 PCR 值环比降低，市场空头进一步下探的预期弱化，我们认为后市或将迎来震荡上涨的行情。8 月份为升波周期，刺激政策陆续出台，市场出现阶段性多头行情，但由于上方抛压较大，强阻力压制致使利好政策出台后，难以形成合力上攻，分歧较大加剧了市场的升波预期，整体来看，8 月份金融期权隐波普遍处在今年以来的高位；截止到 8 月底，伴随着降印花稅等系列重磅利好落地后，隐含波动率达到年内峰值，随即隐波连续大跌，市场降波拐点出现，隐含波动率期限结构波差缩小，历史波动率与隐含波动率波差缩小，后市强降波预期，结合前文对于指数基本面与情绪面的判断，我们认为 9 月份的金融期权震荡反弹伴随着隐波回落。

商品期权方面，铜期权成交量、成交 PCR 与持仓 PCR 均保持在低位，品种交易情绪偏低；铝期权成交开始放量，成交 PCR 走低，多头情绪开始起势；甲醇期权、PTA 期权成交量环比下降，成交 PCR 值偏低，震荡上涨为主；黄金期权成交量持续萎缩，成交 PCR 为主年内低值区域，需要提防美联储货币政策刺激黄金期权成交 PCR 反弹回升。豆粕期权成交量环比下降，成交 PCR 值反弹回升，处在阶段高位的豆粕存在一定的回调压力。铜期权波动率延续低波震荡局面，目前尚未出现较强的升波预期，震荡预期强；铝期权隐含波动率短线陡升，价格向上突破箱体阻力，短线升波预期上升。甲醇前期、PTA 期权隐含波动率小幅反弹，市场对于该品种的分歧加大，波动率上行概率上升；豆粕期权隐含波动率环比回落，阶段高位震荡降波。

**风险因子：经济数据表现不佳、美国债务上限事件、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-5.16%，沪市 300ETF 变化-6.00%，沪市 500ETF 变化-5.65%，深市 300ETF 变化-6.01%、深市 500ETF 变化-5.60%，创业板 ETF 变化-5.96%，深证 100ETF 变化-6.82%，上证 50 指数变化-5.39%、沪深 300 变化-6.21%、中证 1000 指数变化-6.32%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 10.14、11.71、23.67、38.14、30.70，五年周期中对应的分位为 57.87%、22.44%、50%、61.02%、7.17%。

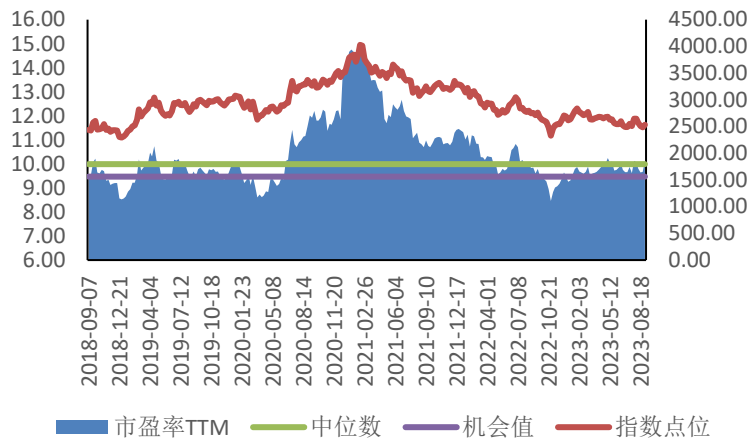
国内方面，8 月份制造业 PMI 为 49.7%（前值 49.3%），较上月回升 0.4 个百分点，连续三个月回升；非制造业 PMI 为 51.0%（前值 51.5%）。供需两端联动回升，价格同步上涨，PMI 连续三个月低位回升释放边际企稳信号，基本面回暖的基础有望进一步巩固。8 月份期间高层连续释放重磅实质性利好政策，包括时隔 15 年下调印花税、严控股东减持、阶段收紧 IPO 以及下调证券融资保证金比率。此外，调整优化差别化住房信贷政策，释放下调存量房贷利率的信号等。以上一系列实质利好大幅降低了市场交易成本，释放流动性资金，增强市场信心。在利好政策集中出台之后，指数脉冲式急涨，短线抛压释放吗，指数回踩。当前指数回踩支撑位企稳，国内经济基本面回暖利好中长期，因此，我们认为，后市蓝筹股为主的期权标的指数有望走出震荡上涨行情。

国外方面，美国 8 月 Markit 制造业 PMI 初值为 47，预期 49.3，7 月终值及初值均为 49；服务业 PMI 初值为 51，创 6 个月新低，预期 52.2，7 月终值 52.3，7 月初值 52.4；综合 PMI 初值为 50.4，预期 51.5，7 月终值及初值均为 52。美 PMI 低于预期，市场衰退预期上升，美债收益率期限结构倒挂一年多时间，长端衰退预期居高不下。美联储仍然高度关注通胀风险，力求在较长的时间内实现最大就业和 2%的通胀率。整体来看，美国利率市场预期显现出钟摆特征，表现在通胀下行与核心通胀黏性、衰退预期与就业劳工市场韧性之间的拉锯，因此，美股市场目前尚未形成合力的一致方向共振，依旧维持震荡为主。

### 2.商品期权

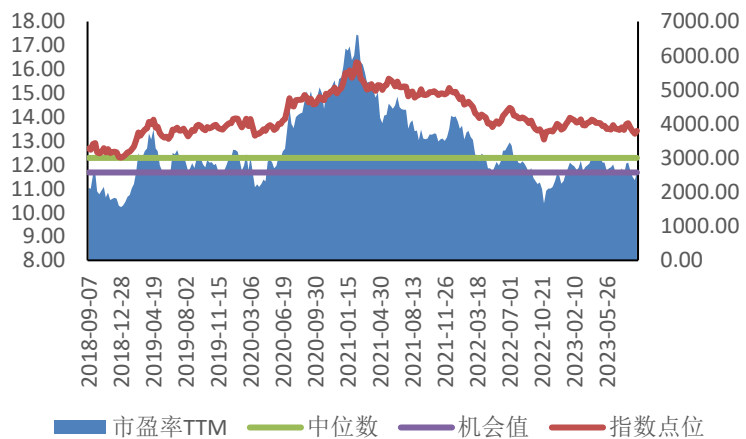
8 月份铜、铝、甲醇、黄金、PTA、豆粕期货活跃合约月度涨跌幅分别为-0.14%、3.26%、12.63%、1.63%、-2.73%、1.57%。上个月以上大宗商品涨多跌少，其中有有色品种中，沪铝突破箱体走高，甲醇、PTA、豆粕延续震荡上涨趋势。黄金高位震荡，短线受阻力位压制。

图 1：上证 50 指数估值 (市盈率-TTM)



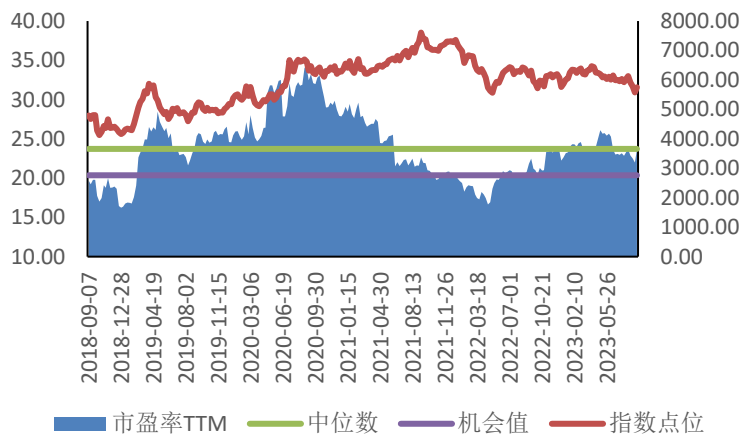
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 2：沪深 300 指数估值 (市盈率-TTM)



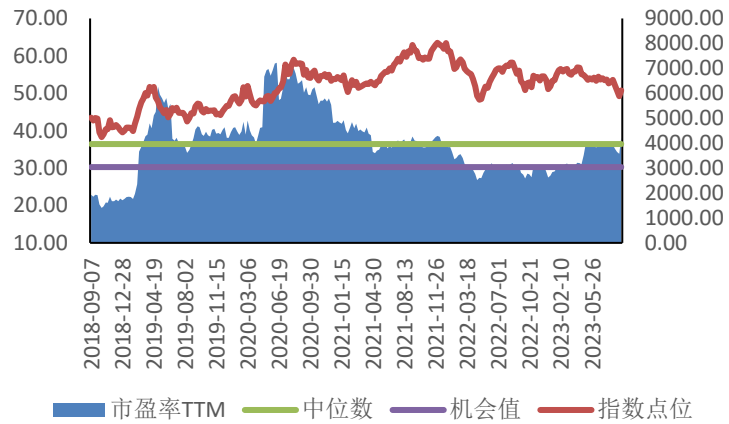
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 3：中证 500 指数估值 (市盈率-TTM)



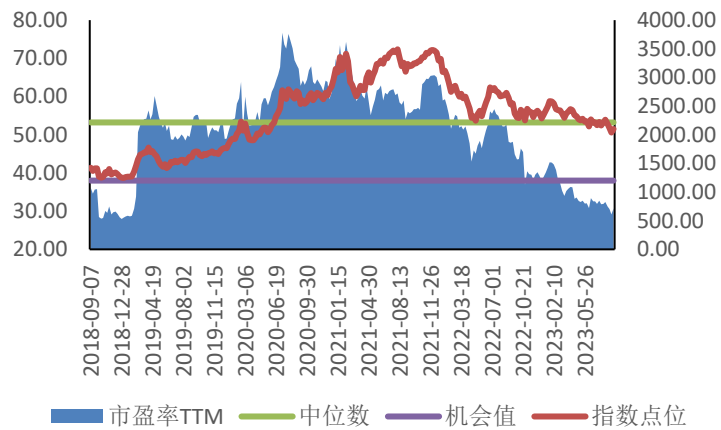
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 4：中证 1000 指数估值（市盈率-TTM）



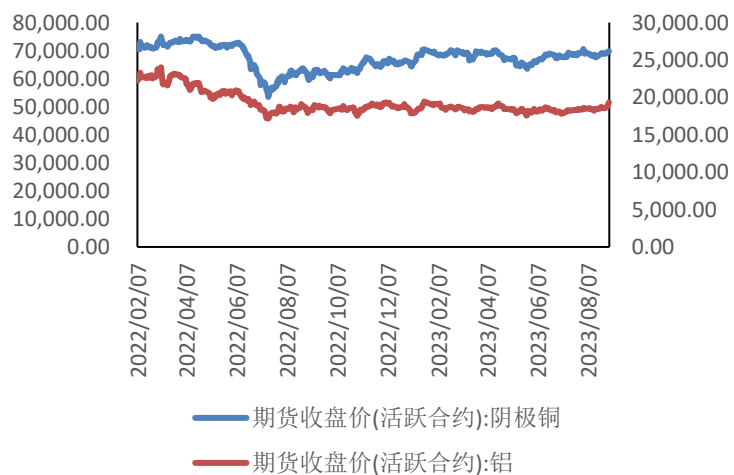
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 5：创业板指数估值（市盈率-TTM）



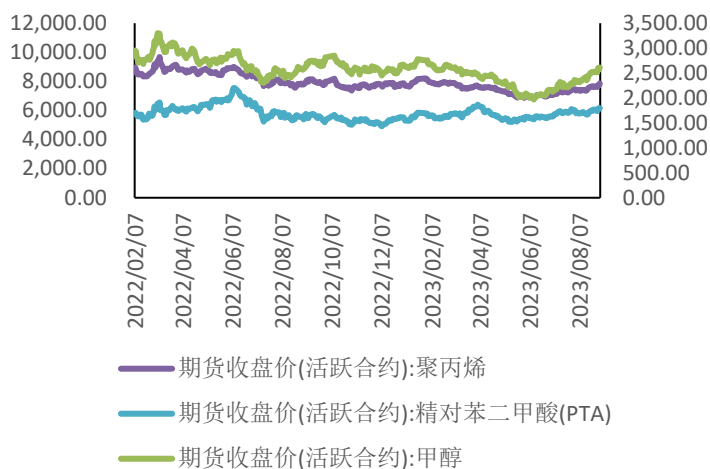
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 6：沪铜、沪铝期货价格走势



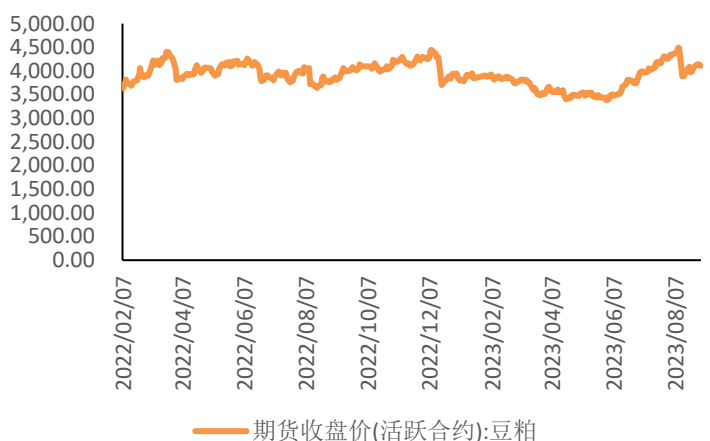
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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

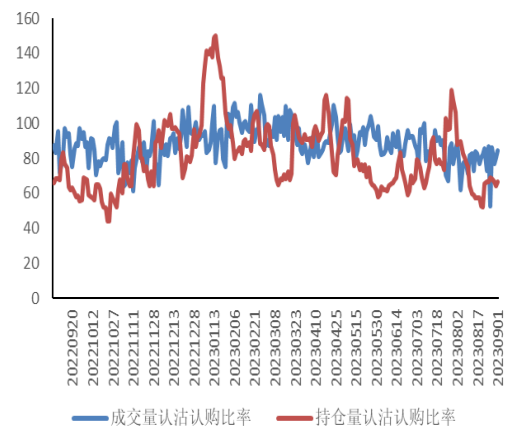
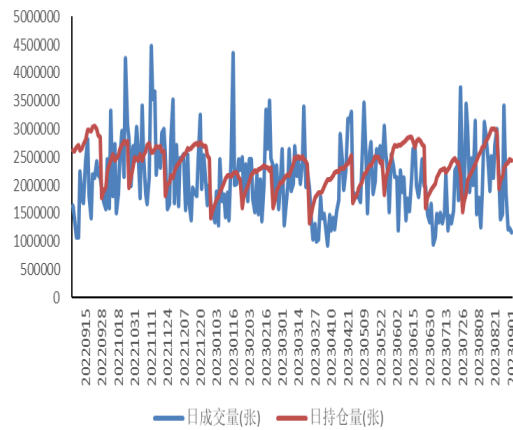
8 月份金融期权的成交量与持仓量位于年内偏高位，成交 PCR 值变化较为剧烈。其中，中证 500、中证 1000 系列期权的成交量及成交 PCR 值变化幅度高于上证 50、沪深 300 系列。在 8 月份强政策刺激以及市场抛压的影响下，期权市场情绪面扰动较大，相比于中小盘指数类期权，以蓝筹为主的上证 50、沪深 300 系列期权相对较为稳定。当前随着指数脉冲式回落，止跌企稳，市场交易情绪趋于稳定，成交量与成交 PCR 值环比降低，市场空头进一步下探的预期弱化，我们认为后市或将迎来震荡上涨的行情。

**2.商品期权**

商品期权方面，铜期权成交量、成交 PCR 与持仓 PCR 均保持在低位，品种交易情绪偏低；铝期权成交开始放量，成交 PCR 走低，多头情绪开始起势；甲醇期权、PTA 期权成交量环比下降，成交 PCR 值偏低，震荡上涨为主；黄金期权成交量持续萎缩，成交 PCR 为主年内低值区域，需要提防美联储货币政策刺激黄金期权成交 PCR 反弹回升。豆粕期权成交量环比下降，成交 PCR 值反弹回升，处在阶段高位的豆粕存在一定的回调压力。

**图 9：50ETF 期权成交量与持仓量**

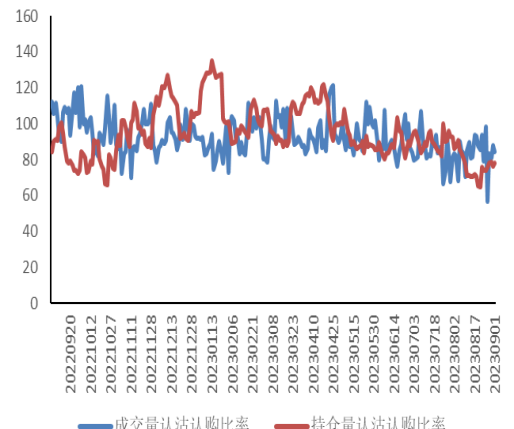
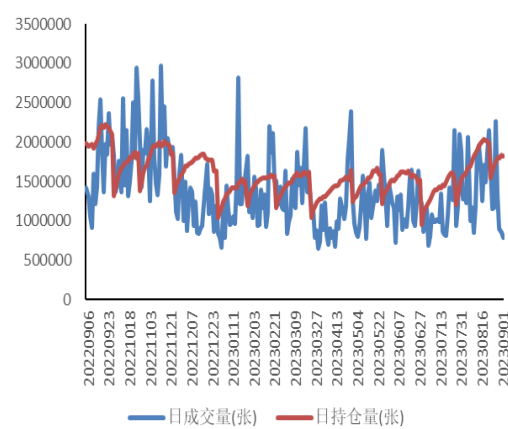
**图 10：50ETF 期权 PCR (%)**



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

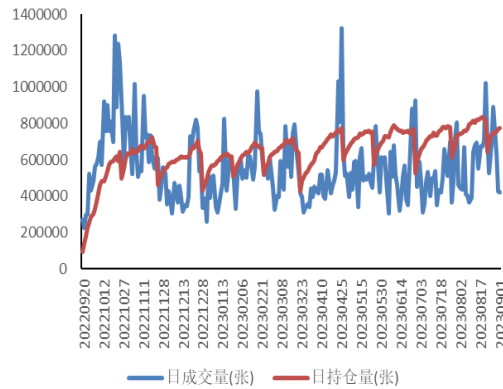
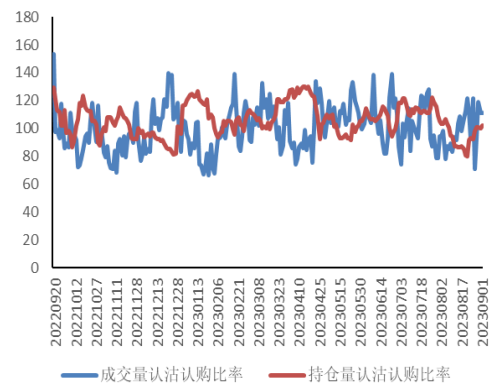


图 14: 沪市 500ETF 期权 PCR (%)



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

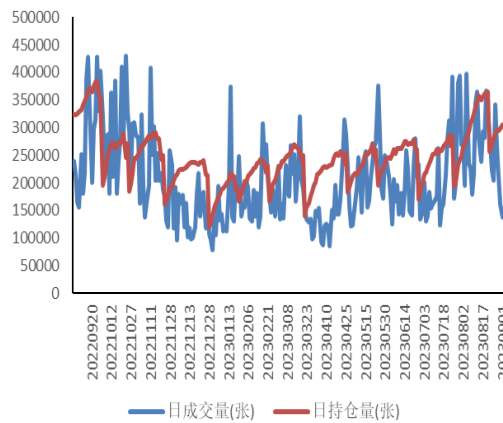
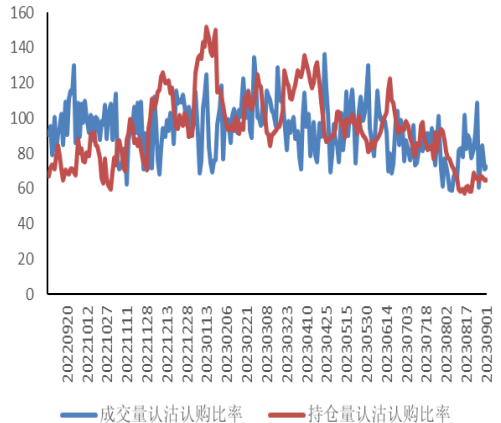


图 16: 深市 300ETF 期权 PCR (%)



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

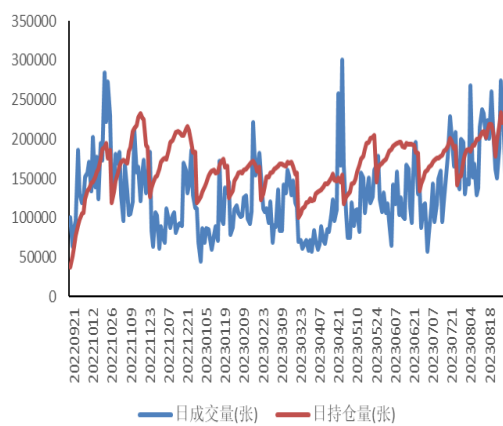
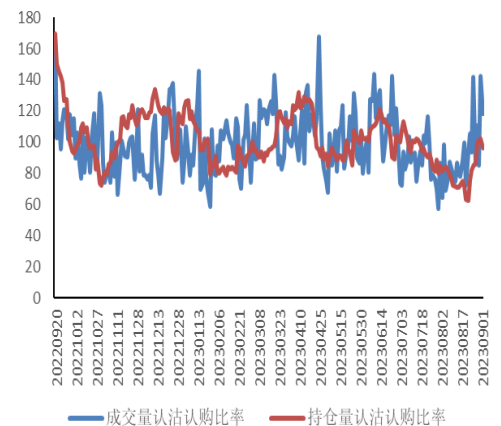


图 18: 深市 500ETF 期权 PCR (%)

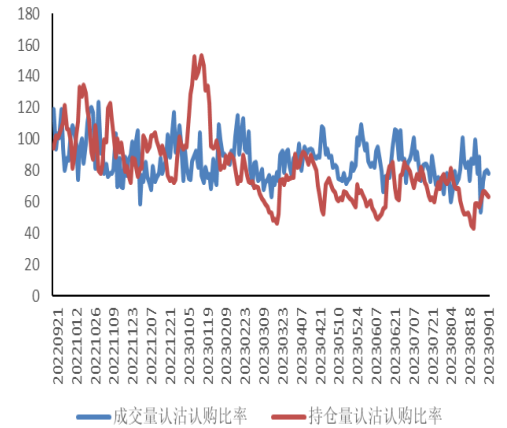
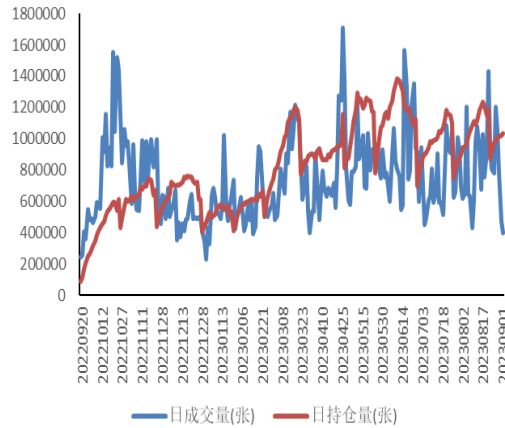


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部



图 19: 创业板 ETF 期权成交与持仓

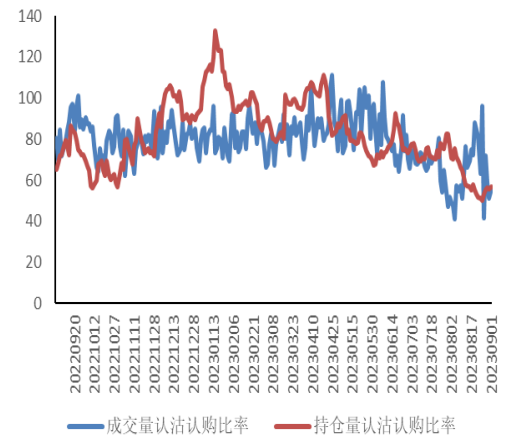
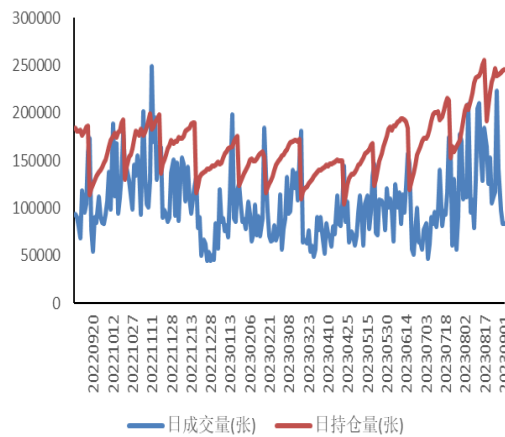
图 20: 创业板 ETF 期权 PCR (%)



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

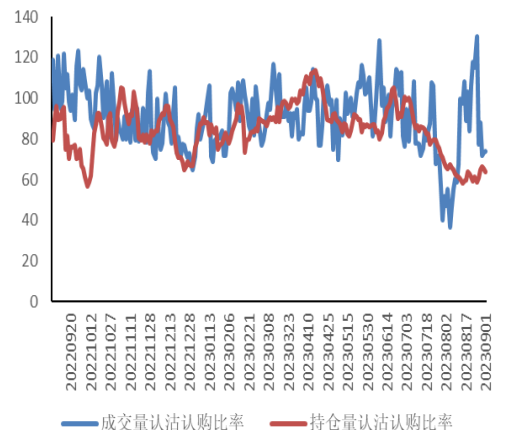
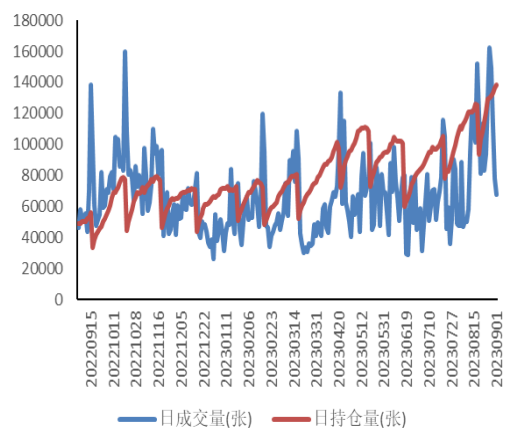
图 22: 沪市 300 指数期权 PCR (%)



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

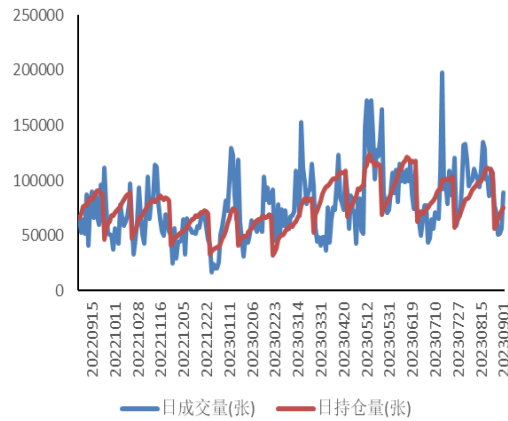
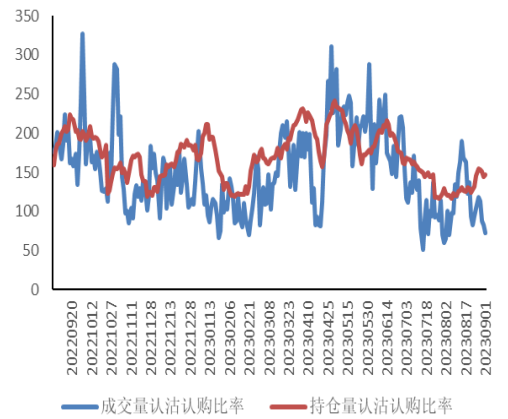


图 26: 沪铜期权 PCR (%)



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

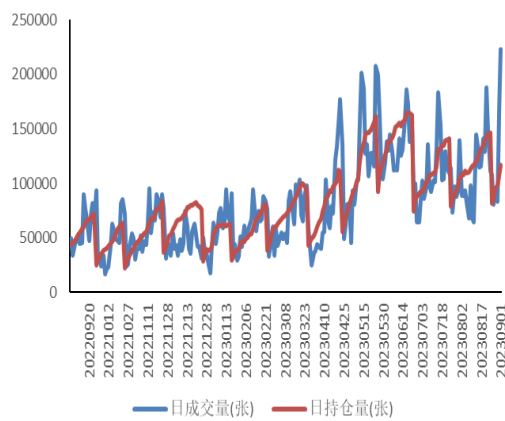
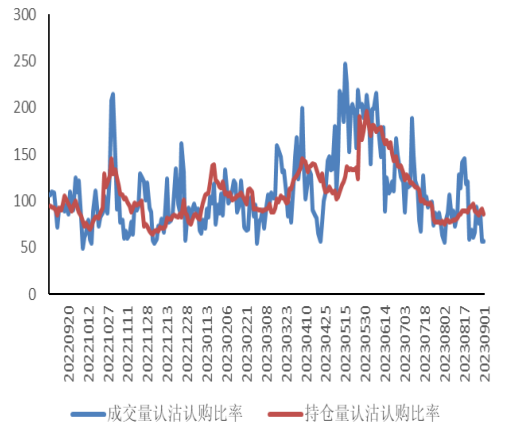


图 28: 沪铝期权 PCR (%)



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

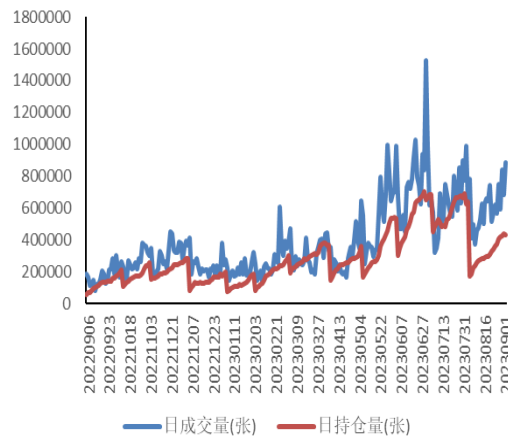
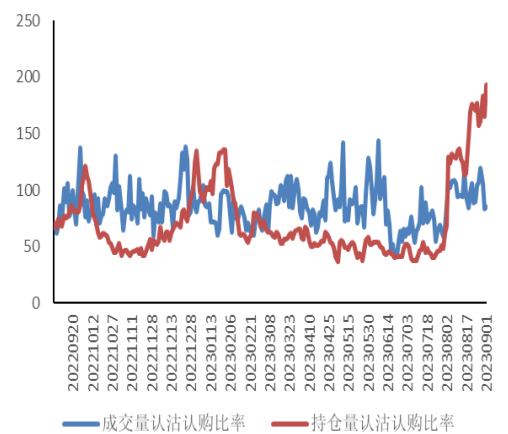


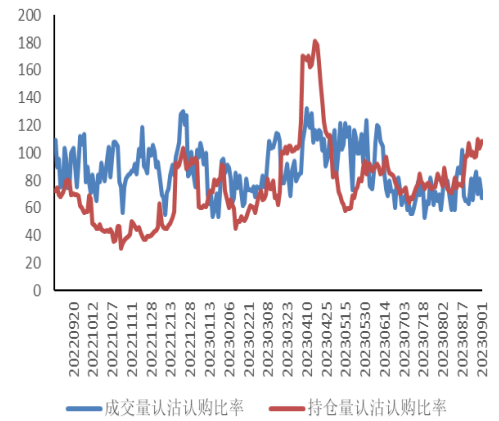
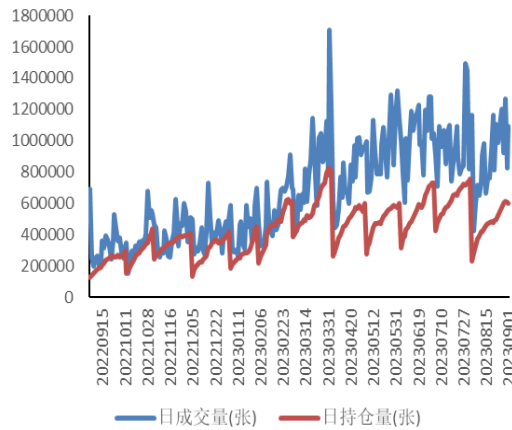
图 30: 甲醇期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 31: PTA 期权成交与持仓

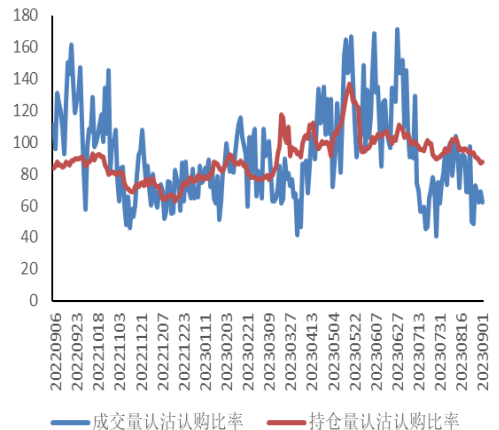
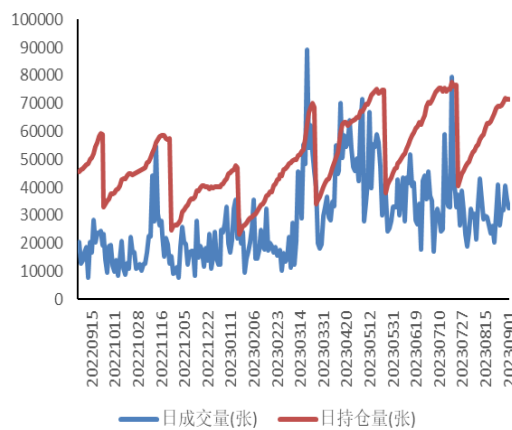
图 32: PTA 期权 PCR (%)



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

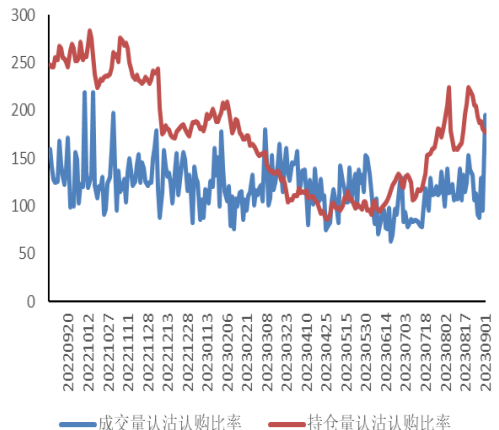
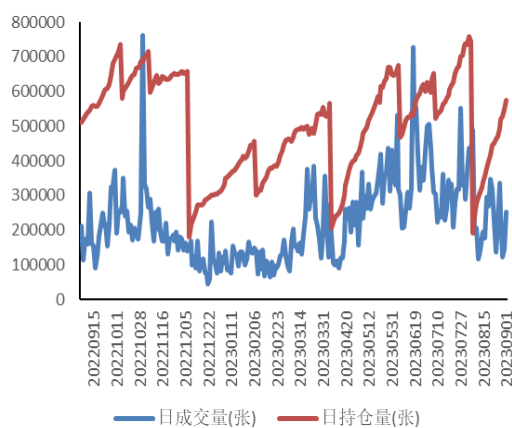
图 34: 黄金期权 PCR (%)



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

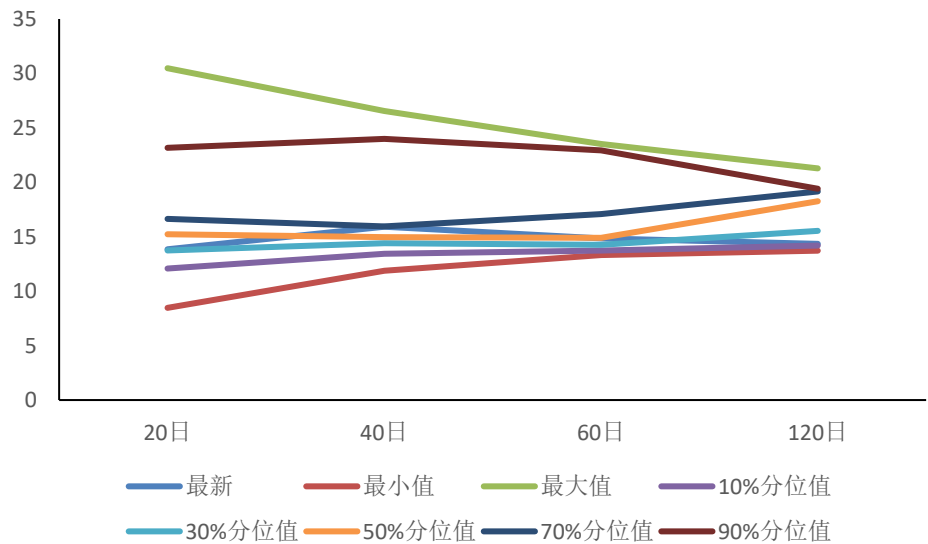
#### 1.金融期权

波动率方面，8 月份为升波周期，刺激政策陆续出台，市场出现阶段性多头行情，但由于上方抛压较大，强阻力压制致使利好政策出台后，难以形成合力上攻，分歧较大加剧了市场的升波预期，整体来看，8 月份金融期权隐波普遍处在今年以来的高位；截止到 8 月底，伴随着降印花税等系列重磅利好落地后，隐含波动率达到年内峰值，随即隐波连续大跌，市场降波拐点出现，隐含波动率期限结构波差缩小，历史波动率与隐含波动率波差缩小，后市强降波预期，结合前文对于指数基本面与情绪面的判断，我们认为 9 月份的金融期权震荡反弹伴随着隐波回落。

#### 2 商品期权

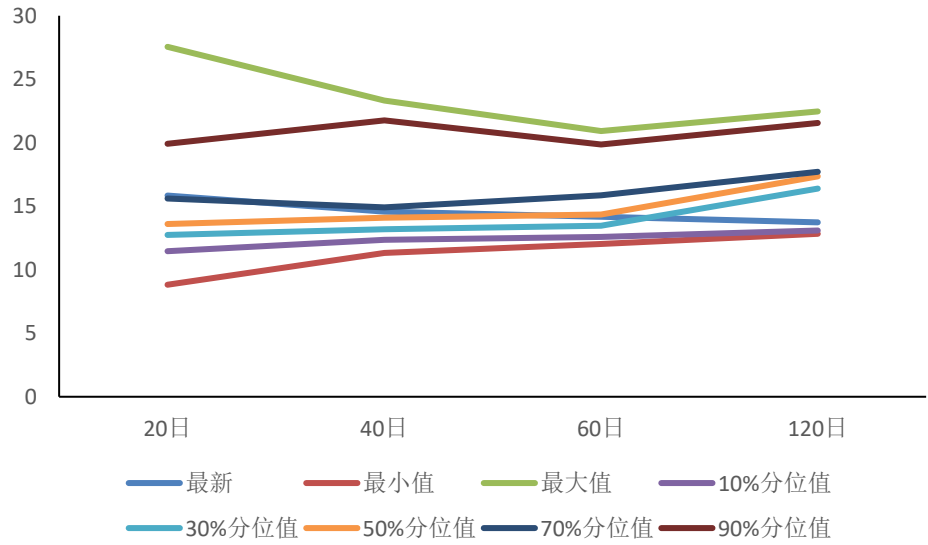
商品期权方面，铜期权波动率延续低波震荡局面，目前尚未出现较强的升波预期，震荡预期强；铝期权隐含波动率短线陡升，价格向上突破箱体阻力，短线升波预期上升。甲醇前期、PTA 期权隐含波动率小幅反弹，市场对于该品种的分歧加大，波动率上行概率上升；豆粕期权隐含波动率环比回落，阶段高位震荡降波。

图 37： 上证 50ETF 历史波动率锥



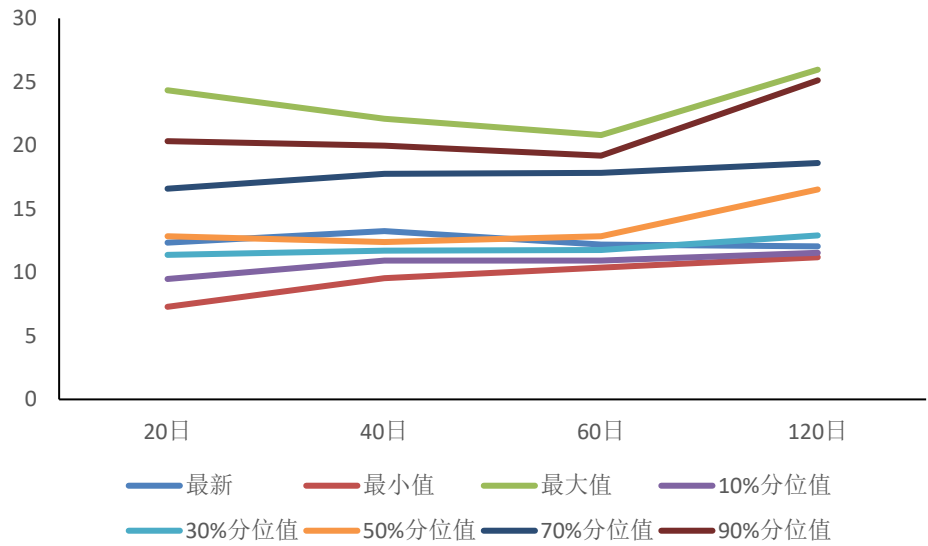
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 38: 沪市 300ETF 历史波动率锥



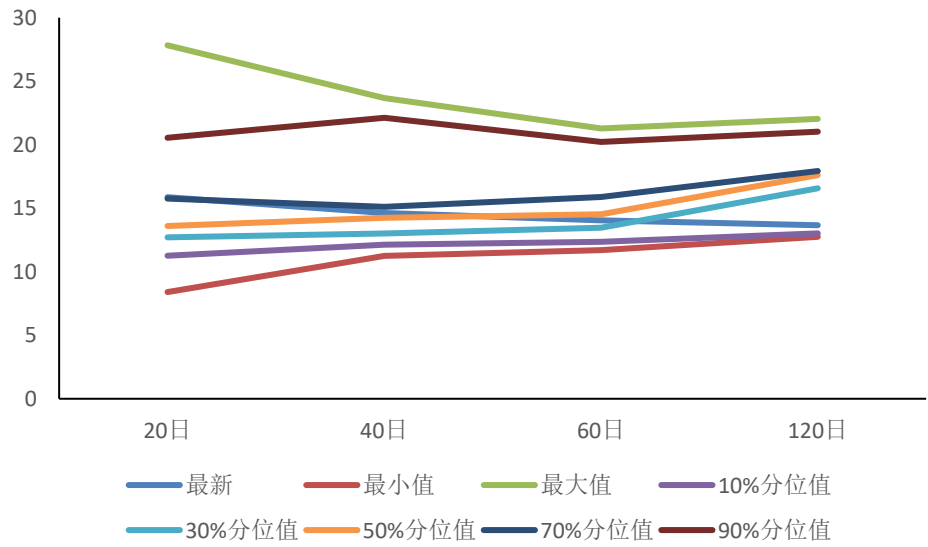
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 39: 沪市 500ETF 历史波动率锥



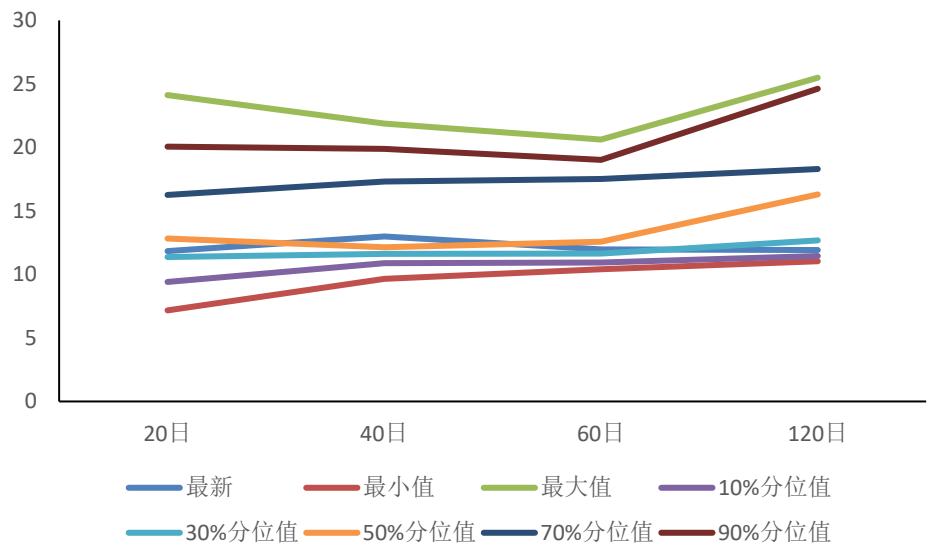
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 40: 深市 300ETF 历史波动率锥



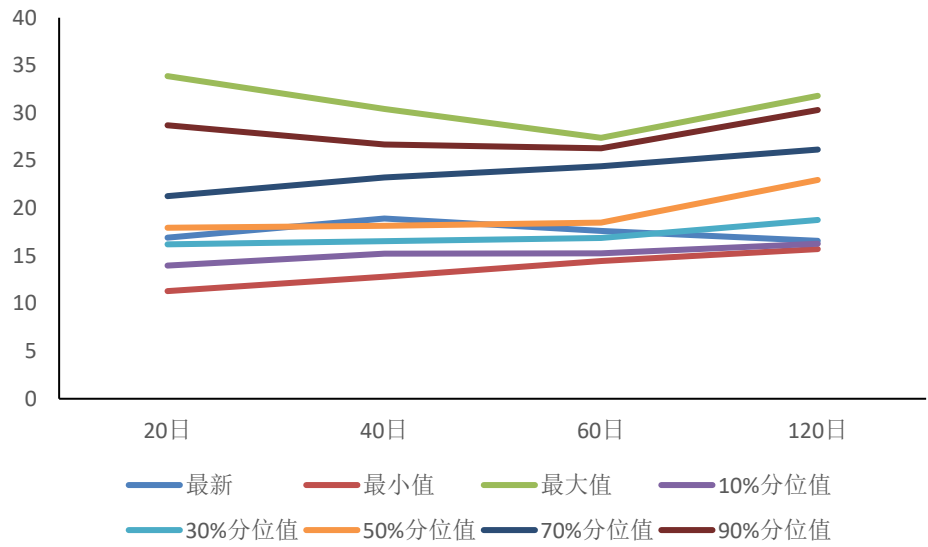
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 41: 深市 500ETF 历史波动率锥



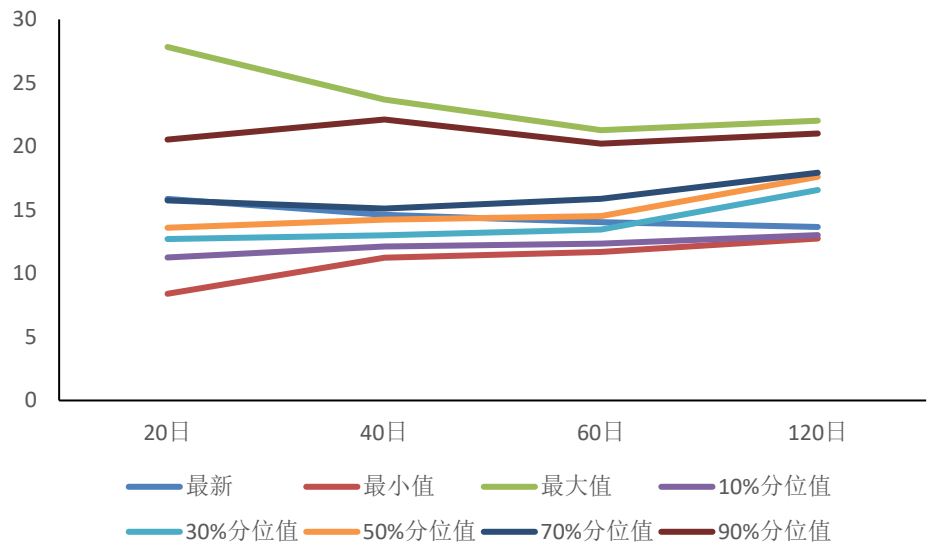
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 42: 创业板 ETF 历史波动率锥



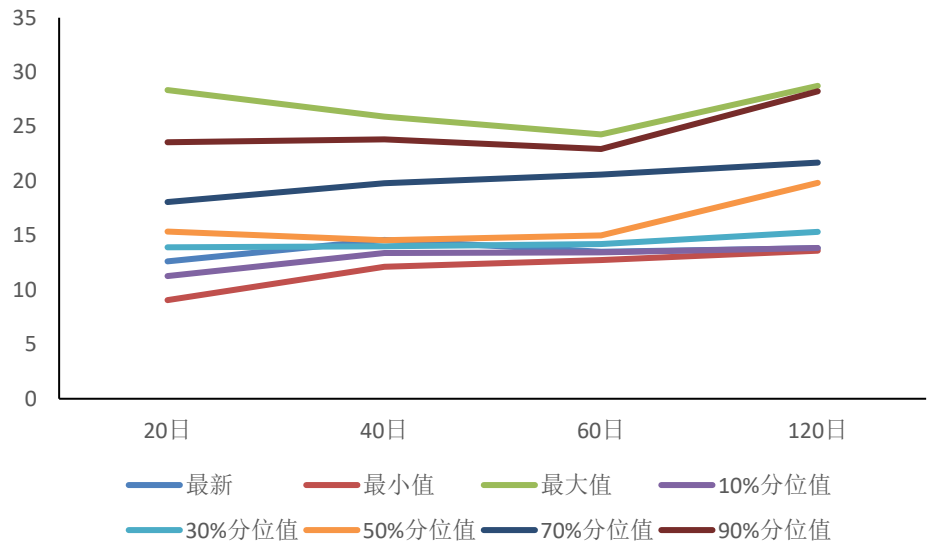
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 43: 沪深 300 历史波动率锥



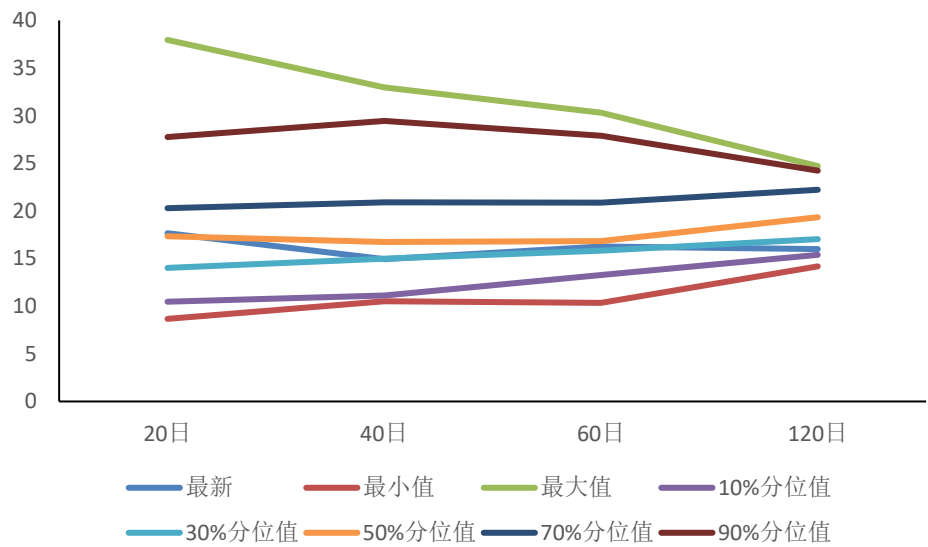
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 44: 中证 1000 历史波动率锥



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

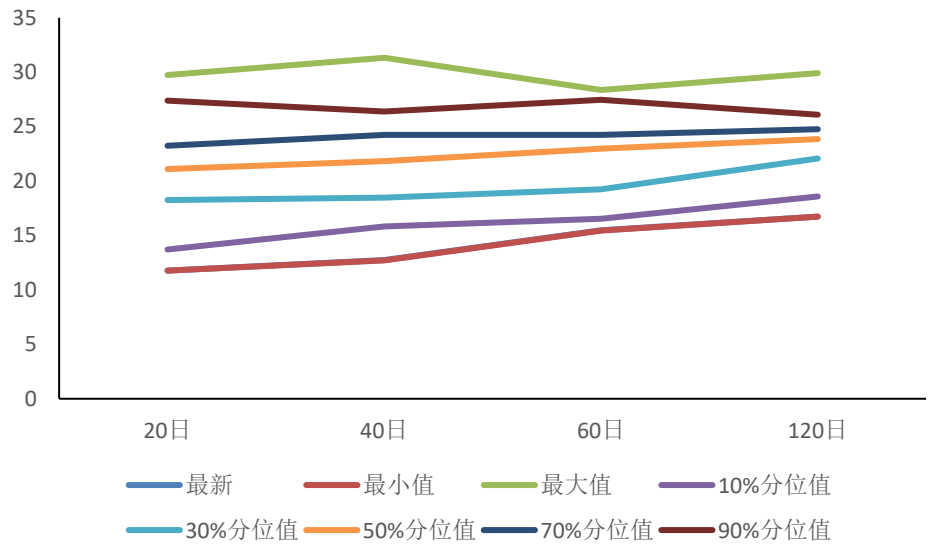
图 45: 沪铜历史波动率锥



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

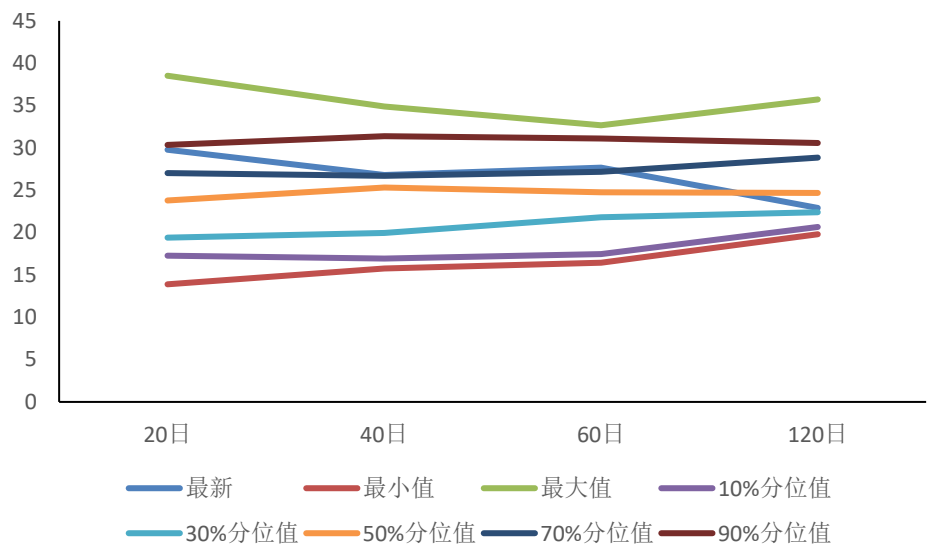


图 46: 沪铝历史波动率锥



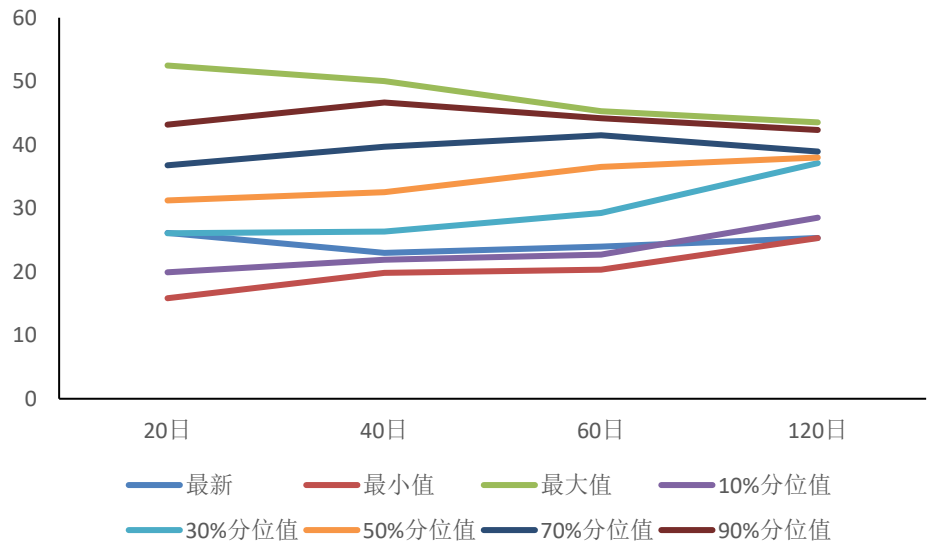
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 47: 甲醇历史波动率锥



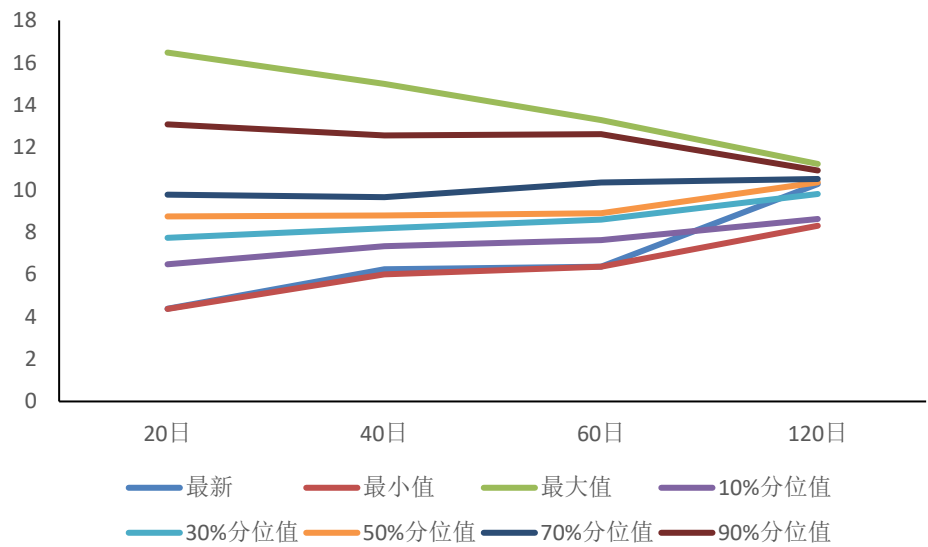
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 48: PTA 历史波动率锥



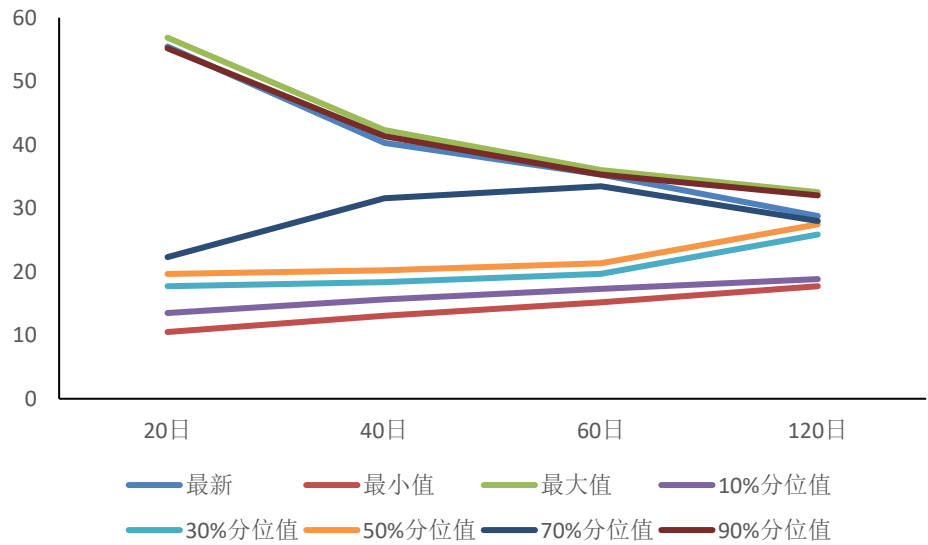
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 49: 黄金历史波动率锥



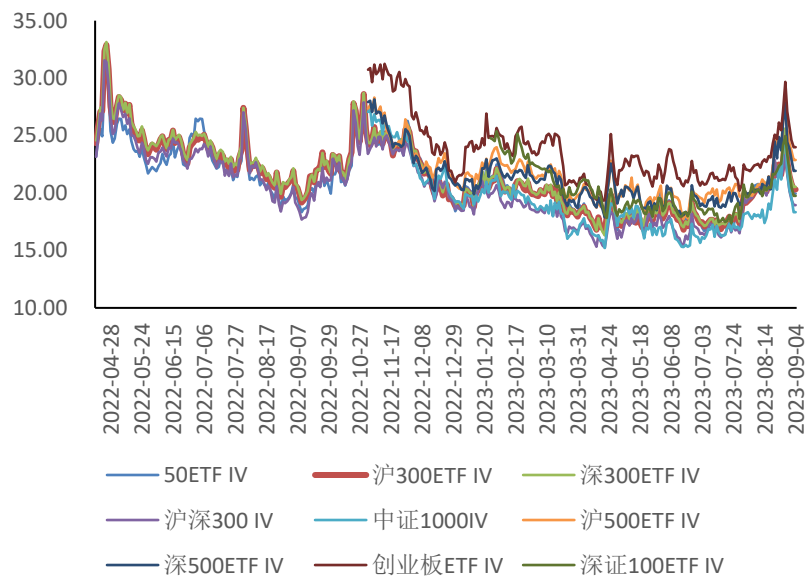
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 50：豆粕历史波动率锥



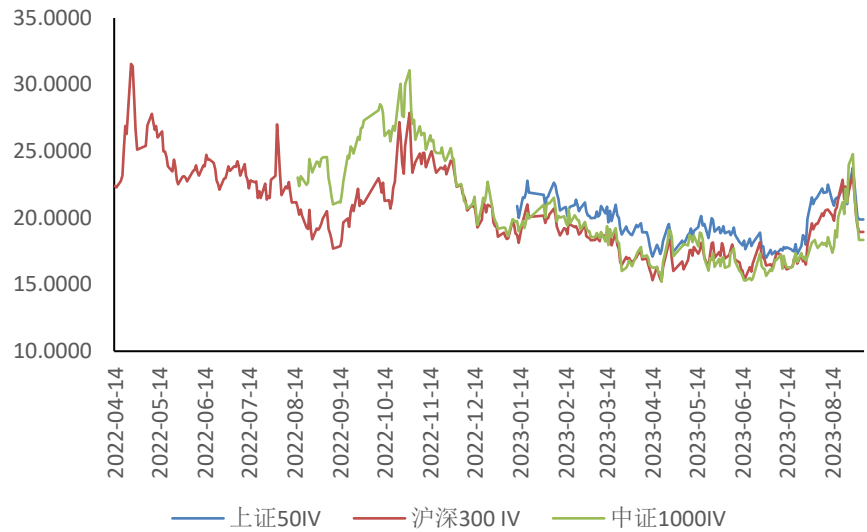
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 51：金融期权隐波（IV）对比



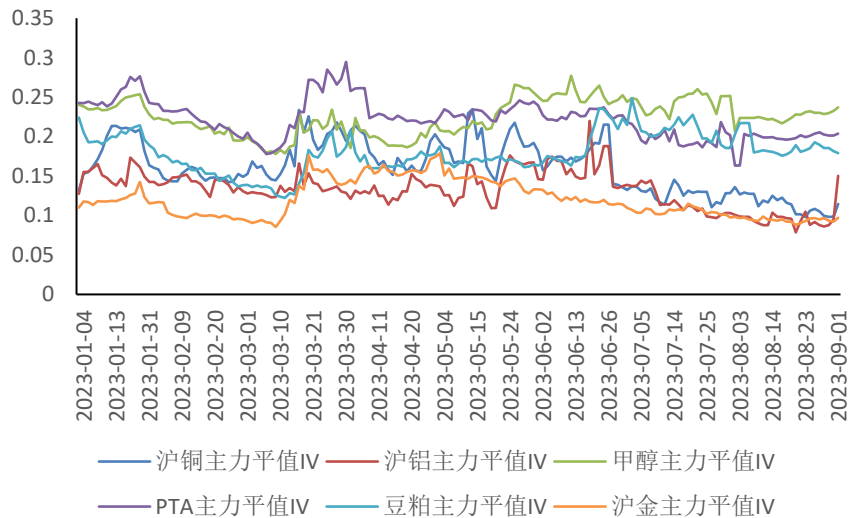
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 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: 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、总结与展望

国内方面，供需两端联动回升，价格同步上涨，PMI 连续三个月低位回升释放边际企稳信号，基本面回暖的基础有望进一步巩固。8 月份期间高层连续释放重磅实质性利好政策，包括时隔 15 年下调印花稅、严控股东减持、阶段收紧 IPO 以及下调证券融资保证金比率。此外，调整优化差别化住房信贷政策，释放下调存

量房贷利率的信号等。以上一系列实质利好大幅降低了市场交易成本，释放流动性资金，增强市场信心。在利好政策集中出台之后，指数脉冲式急涨，短线抛压释放吗，指数回踩。当前指数回踩支撑位企稳，国内经济基本面回暖利好中长期，因此，我们认为，后市蓝筹股为主的期权标的指数有望走出震荡上涨行情。美国 PMI 低于预期，市场衰退预期上升，美债收益率期限结构倒挂一年多时间，长端衰退预期居高不下。美联储仍然高度关注通胀风险，力求在较长的时间内实现最大就业和 2% 的通胀率。整体来看，美国利率市场预期显现出钟摆特征，表现在通胀下行与核心通胀黏性、衰退预期与就业劳工市场韧性之间的拉锯，因此，美股市场目前尚未形成合力的一致方向共振，依旧维持震荡为主。

金融期权方面，金融期权的成交量与持仓量位于年内偏高位，成交 PCR 值变化较为剧烈。其中，中证 500、中证 1000 系列期权的成交量及成交 PCR 值变化幅度高于上证 50、沪深 300 系列。在 8 月份强政策刺激以及市场抛压的影响下，期权市场情绪面扰动较大，相比于中小盘指数类期权，以蓝筹为主的上证 50、沪深 300 系列期权相对较为稳定。当前随着指数脉冲式回落，止跌企稳，市场交易情绪趋于稳定，成交量与成交 PCR 值环比降低，市场空头进一步下探的预期弱化，我们认为后市或将迎来震荡上涨的行情。8 月份为升波周期，刺激政策陆续出台，市场出现阶段性多头行情，但由于上方抛压较大，强阻力压制致使利好政策出台后，难以形成合力上攻，分歧较大加剧了市场的升波预期，整体来看，8 月份金融期权隐波普遍处在今年以来的高位；截止到 8 月底，伴随着降印花税等系列重磅利好落地后，隐含波动率达到年内峰值，随即隐波连续大跌，市场降波拐点出现，隐含波动率期限结构波差缩小，历史波动率与隐含波动率波差缩小，后市强降波预期，结合前文对于指数基本面与情绪面的判断，我们认为 9 月份的金融期权震荡反弹伴随着隐波回落。

商品期权方面，铜期权成交量、成交 PCR 与持仓 PCR 均保持在低位，品种交易情绪偏低；铝期权成交开始放量，成交 PCR 走低，多头情绪开始起势；甲醇期权、PTA 期权成交量环比下降，成交 PCR 值偏低，震荡上涨为主；黄金期权成交量持续萎缩，成交 PCR 为主年内低值区域，需要提防美联储货币政策刺激黄金期权成交 PCR 反弹回升。豆粕期权成交量环比下降，成交 PCR 值反弹回升，处在阶段高位的豆粕存在一定的回调压力。铜期权波动率延续低波震荡局面，目前尚未出现较强的升波预期，震荡预期强；铝期权隐含波动率短线陡升，价格向上突破箱体阻力，短线升波预期上升。甲醇前期、PTA 期权隐含波动率小幅反弹，市场对于该品种的分歧加大，波动率上行概率上升；豆粕期权隐含波动率环比回落，阶段高位震荡降波。

## 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。