

金融期权降波，贵金属期权升波

兴证期货.研究咨询部

2023年10月9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，制造业 PMI 连续四个月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。预期四季度国内投资、消费、出口可能持续改善，此前众多政策密集部署之后落地效果可期，经济复苏或将支撑股指企稳反弹。国外方面，美国 9 月季调后非农就业人口大超预期，美国劳工市场、服务消费仍然旺盛，通胀粘性风险难消，美联储货币政策预期维持紧缩，利率维持高位，降息拐点预期后移，四季度美元或仍保持强势。

金融期权方面，9 月份金融期权的成交量与持仓量环比上个月下降，标的指数弱势震荡，市场交易情绪偏低迷。国庆长假前，金融期权成交 PCR 与持仓 PCR 值小幅度变动，长假效应与宏观预期对于金融市场的扰动较小，长假期间外盘欧美股市整体维持震荡局面，未出现单边式行情。预计国庆长假后金融期权情绪震荡偏多，空头情绪释放空间有限。长假期间外盘金融市场小幅震荡，我们认为长假后，在经济基本面复苏的情况下，指数下跌升波空间不大，维持震荡反弹预期，隐含波动率将缓慢走低，隐波期限结构维持近月低于远月的偏斜结构。

商品期权方面，国庆长假期间，有色、原油、贵金属价格波动较大，将影响国内品种的节后首日表现，其中美国宏观数据对于贵金属市场扰动较大，国内经济复苏或将支撑人民币汇率回暖，以人民币计价的国内贵金属价格面临重心下移的压力。相比金融期权，长假期部分商品期权品种成交活跃度较高，市场分歧较大。其中黄金期权在长假期的成交 PCR 值陡升，黄金期权空头情绪或将进一步释放。长假前几个交易日，PTA 期权与甲醇期权在长假前表现出近远月波差走阔的形态，波差达到仅一年多的高值，市场分歧从长假前开始积聚，大概率在长假后集中宣泄，届时或将出现隐波高位回落的情况，出现波动率期限结构套利机会。黄金期权隐波处在反弹趋势中，节前波动率低迷的黄金受到此次国内外宏观预期的影响，或将在节后重拾升波行情。**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-0.27%，沪市 300ETF 变化-1.95%，沪市 500ETF 变化-0.92%，深市 300ETF 变化-2.05%、深市 500ETF 变化-0.84%，创业板 ETF 变化-4.82%，深证 100ETF 变化-4.35%，上证 50 指数变化-0.13%、沪深 300 变化-2.01%、中证 1000 指数变化-0.42%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 10.12、11.52、23.43、38.01、29.37，五年周期中对应的分位为 55.91%、15.35%、45.28%、58.66%、5.12%。

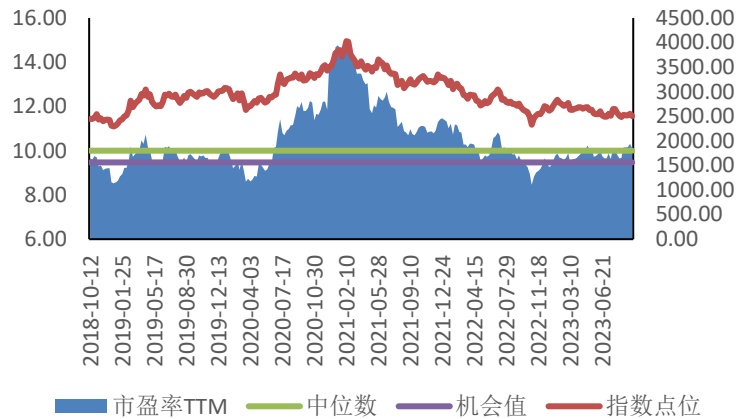
国内方面，9 月份制造业 PMI 为 50.2%（前值 49.7%），较上月回升 0.5 个百分点，连续四个月回升。供需两端联动回升，价格同步上涨，PMI 连续四个月回升释放边际企稳信号，基本面回暖的基础有望进一步巩固。预期四季度国内投资、消费、出口可能持续改善，此前众多政策密集部署之后落地效果可期，经济复苏或将支撑股指企稳反弹。国庆长假后，预期分歧弱化，标的指数回归基本面复苏主线，我们认为 10 月份乃至四季度震荡上行的概率较大。

国外方面，美国 9 月季调后非农就业人口增 33.6 万人，预期增 17 万人。季调后非农就业人口大超预期，美国劳工市场、服务消费仍然旺盛，通胀粘性风险难消，美联储货币政策预期维持紧缩，利率维持高位，降息拐点预期后移，四季度美元或仍保持强势。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

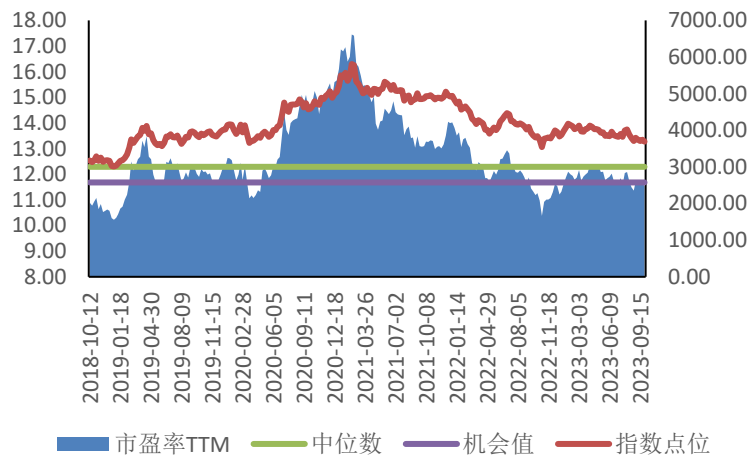
9 月份铜、铝、甲醇、黄金、PTA、豆粕期货活跃合约月度涨跌幅分别为-3.15%、2.45%、-4.15%、1.31%、-3.41%、-0.79%。上个月甲醇、PTA 冲高回落，先涨后跌，有色震荡分化，贵金属价格高位回落。国庆长假期间，有色、原油、贵金属价格波动较大，将影响国内品种的节后首日表现，其中美国宏观数据对于贵金属市场扰动较大，国内经济复苏或将支撑人民币汇率回暖，以人民币计价的国内贵金属价格面临重心下移的压力。

图 1: 上证 50 指数估值 (市盈率-TTM)



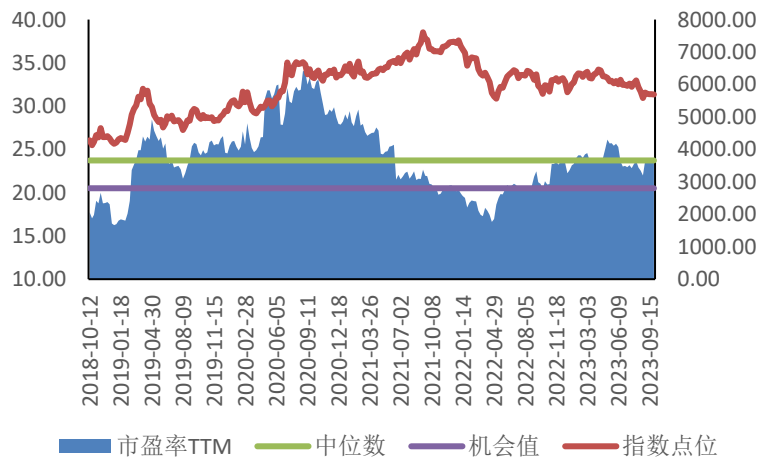
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 2: 沪深 300 指数估值 (市盈率-TTM)



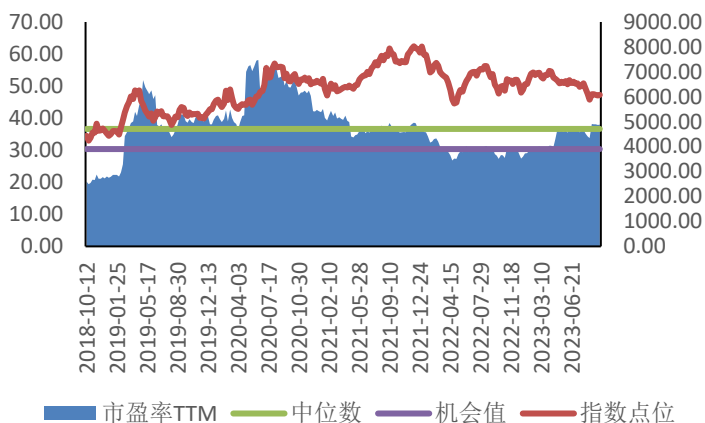
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 3: 中证 500 指数估值 (市盈率-TTM)



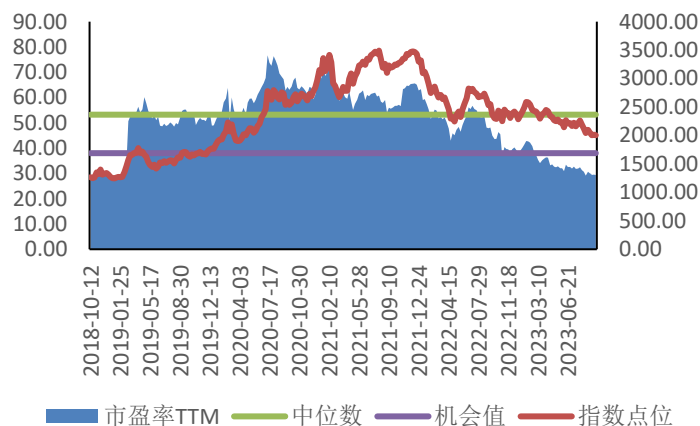
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率-TTM)



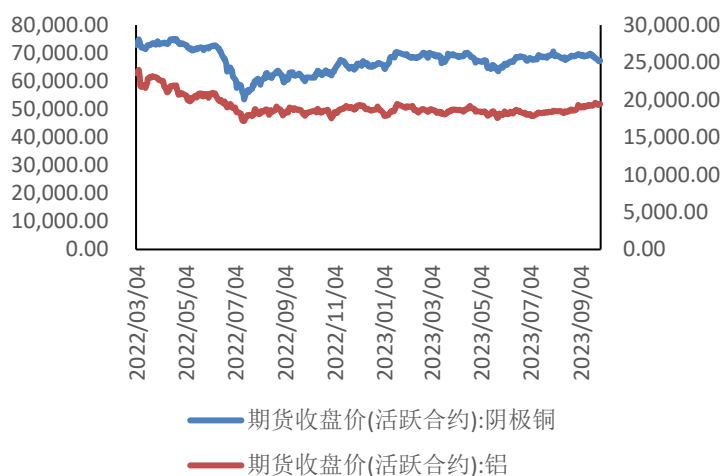
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

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

9 月份金融期权的成交量与持仓量环比上个月下降, 标的指数弱势震荡, 市场交易情绪偏低迷, 在一系列利好政策出台后, 金融期权成交量呈现脉冲式特征, 国庆长假前, 金融期权成交 PCR 与持仓 PCR 值小幅度变动, 长假效应与宏观预期对于金融市场的扰动不大, 长假期间外盘欧美股市整体维持震荡局面, 未出现单边式行情。前文也分析了国内经济基本面复苏, 国庆长假后, 金融期权情绪震荡偏多, 空头情绪释放空间有限。

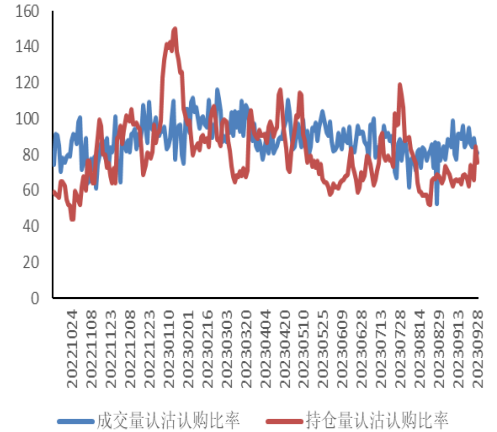
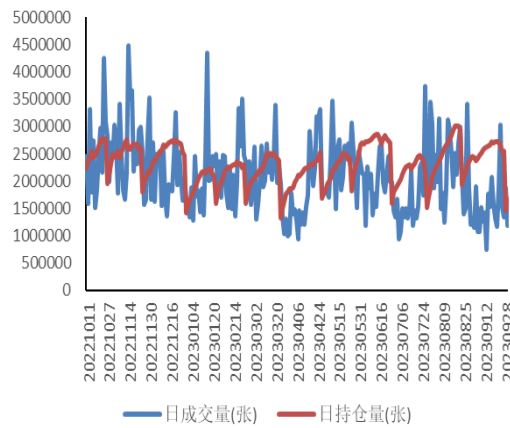
2.商品期权

商品期权方面, 相比金融期权, 长假期部分商品期权品种成交活跃度较高,

市场分歧较大。长假期间有色、原油、贵金属外盘行情波动较大，将对长假后国内品种的表现产生较大扰动，其中黄金期权在长假期的成交 PCR 值陡升，在美元强势，但是人民币汇率反弹预期，将对国内金价产生较大压制，黄金期权空头情绪或将进一步释放。

图 9: 50ETF 期权成交量与持仓量

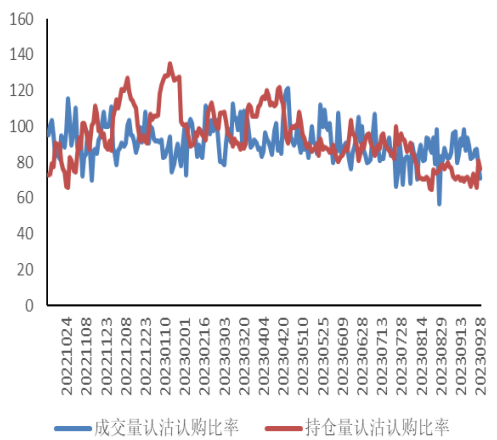
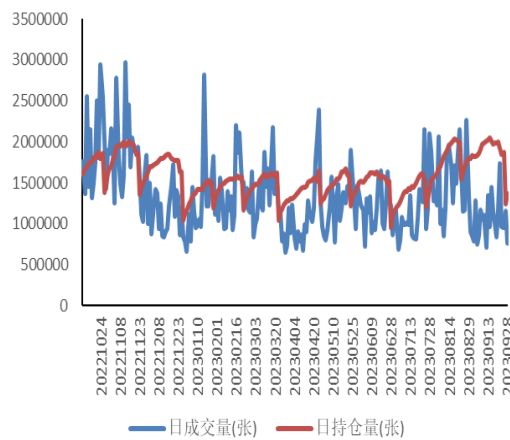
图 10: 50ETF 期权 PCR (%)



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

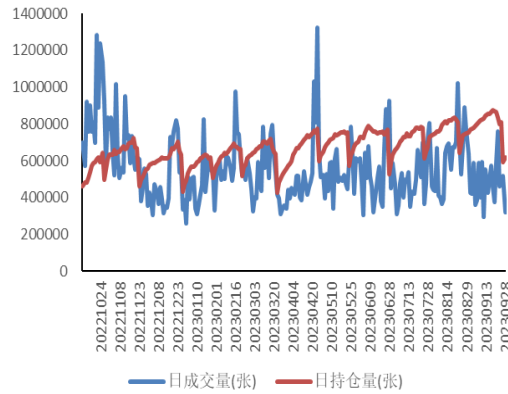
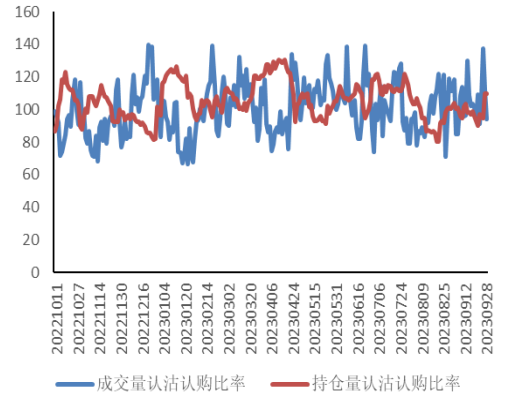


图 14: 沪市 500ETF 期权 PCR (%)



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

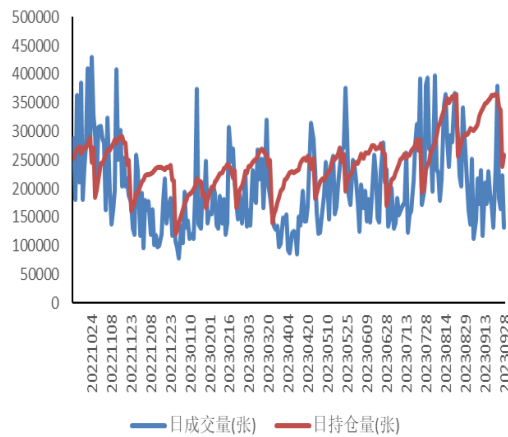
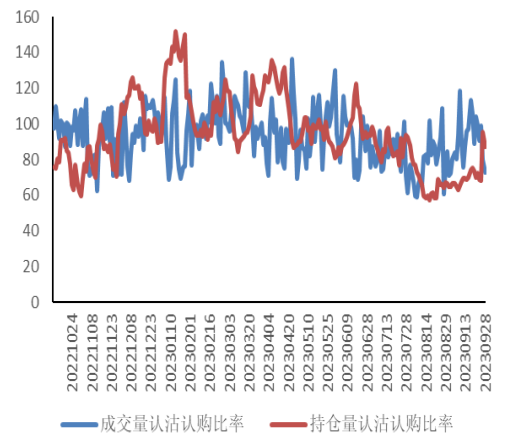


图 16: 深市 300ETF 期权 PCR (%)



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

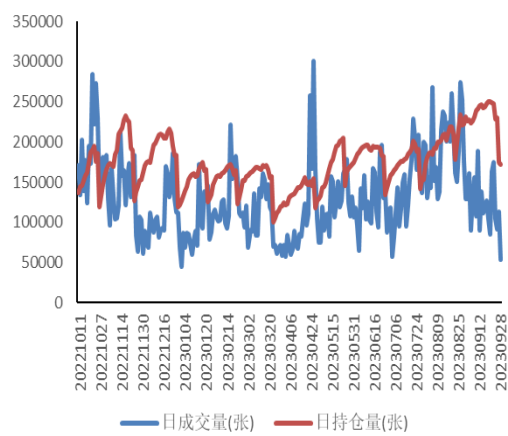
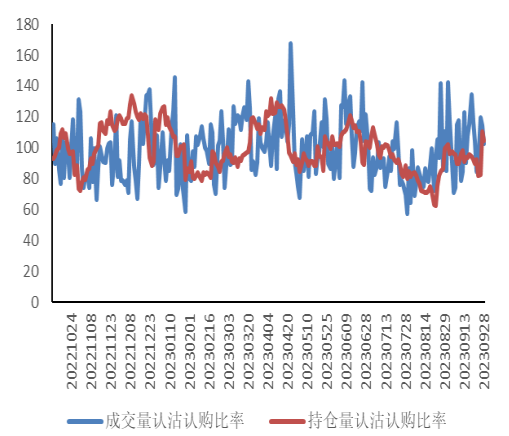


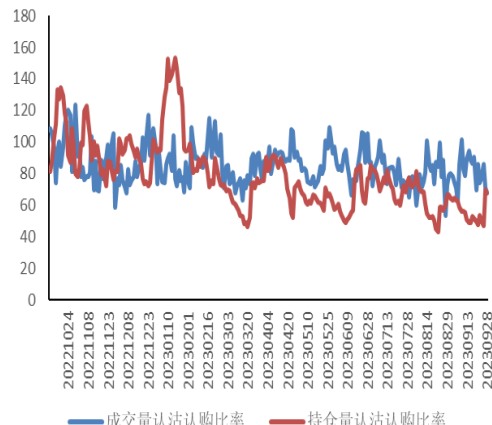
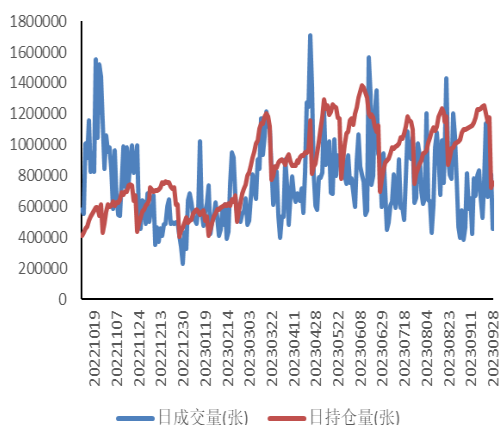
图 18: 深市 500ETF 期权 PCR (%)



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

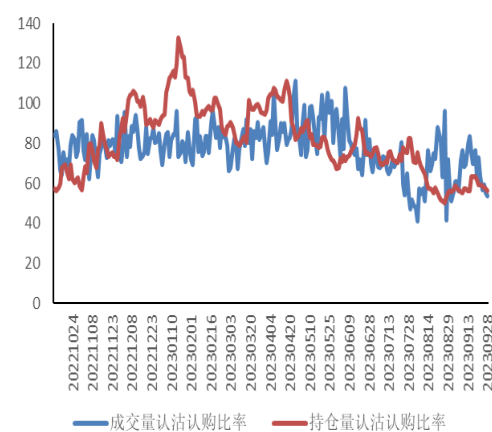
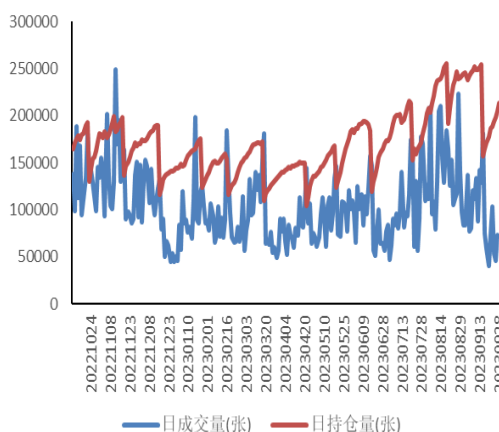
图 20: 创业板 ETF 期权 PCR (%)



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

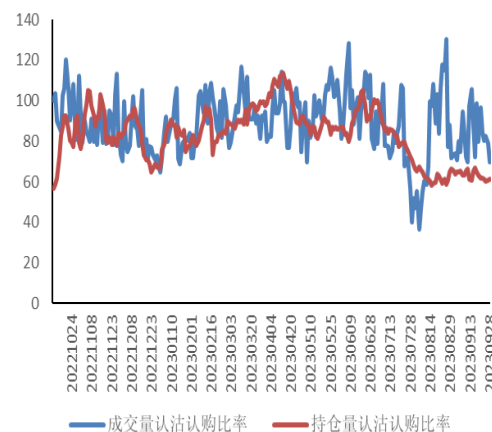
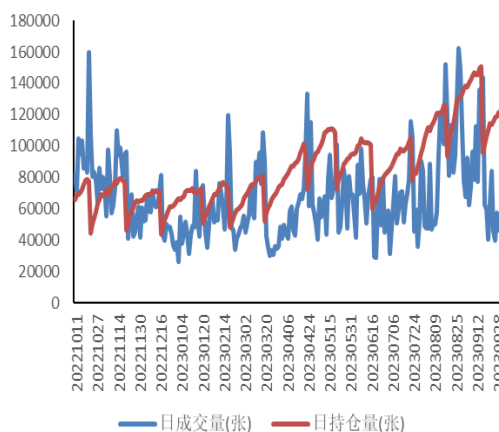
图 22: 沪市 300 指数期权 PCR (%)



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

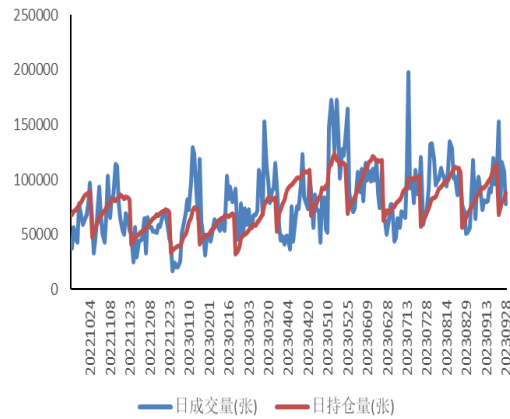
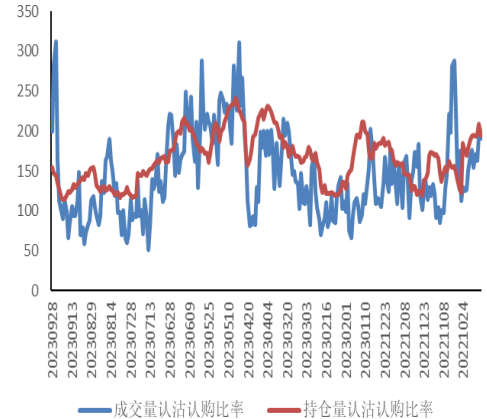


图 26: 沪铜期权 PCR (%)



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

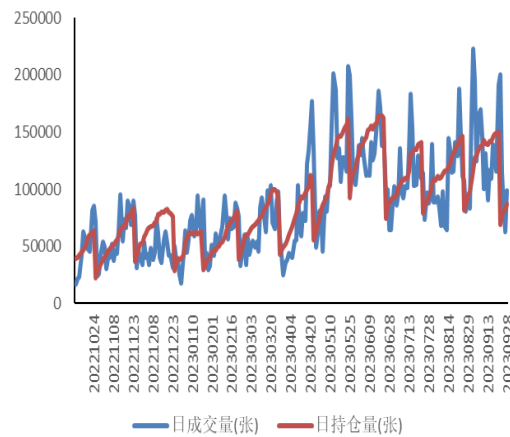
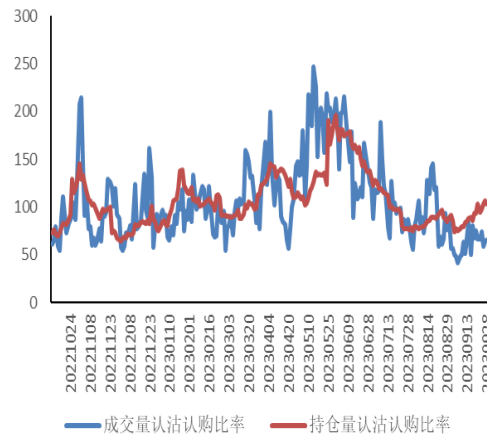


图 28: 沪铝期权 PCR (%)



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

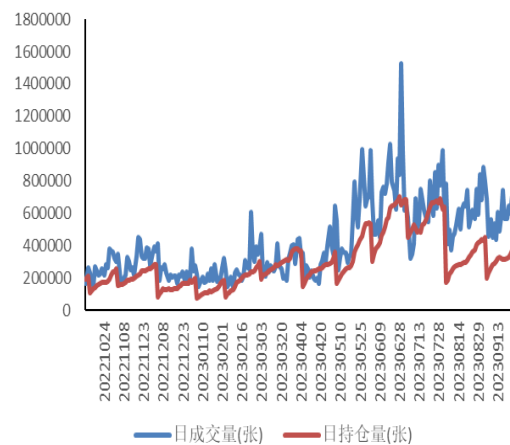
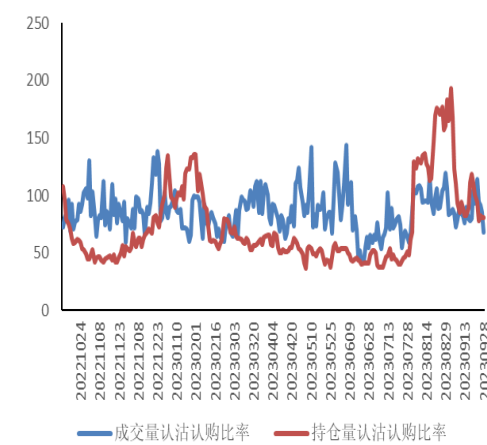


图 30: 甲醇期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 31: PTA 期权成交与持仓

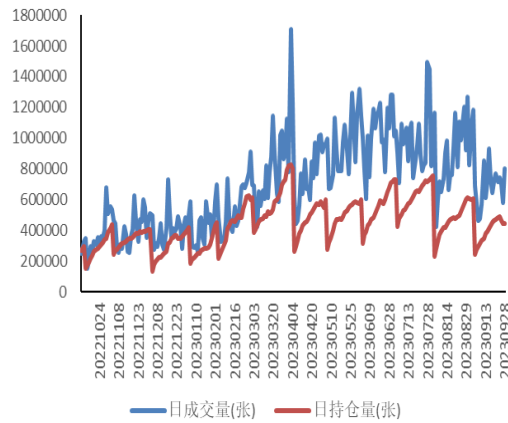
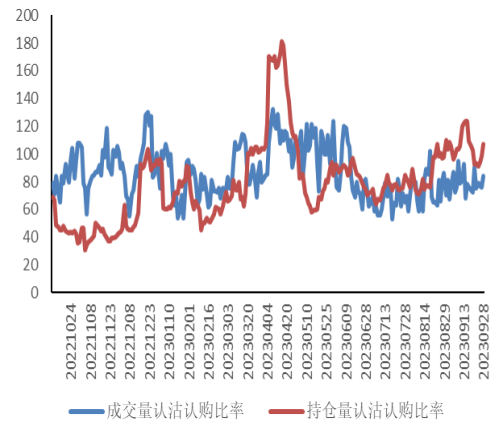


图 32: PTA 期权 PCR (%)



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

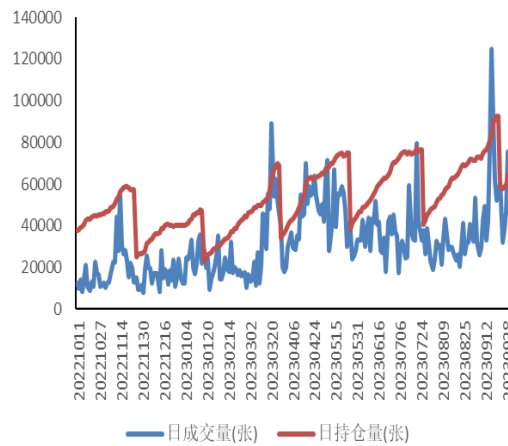
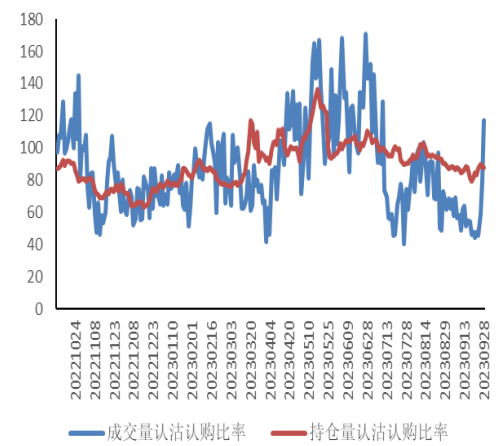


图 34: 黄金期权 PCR (%)



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

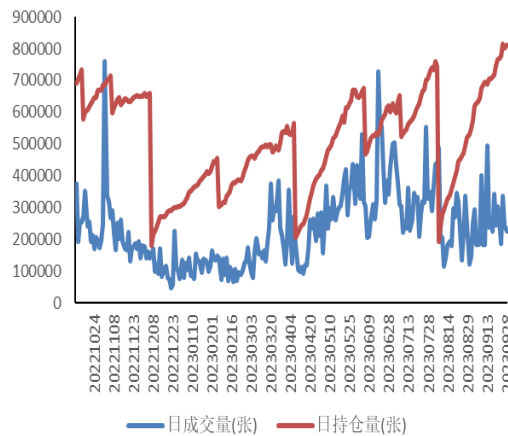
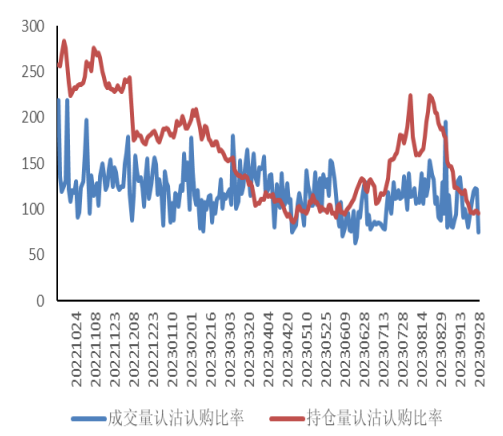


图 36: 豆粕期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

三、期权波动率分析

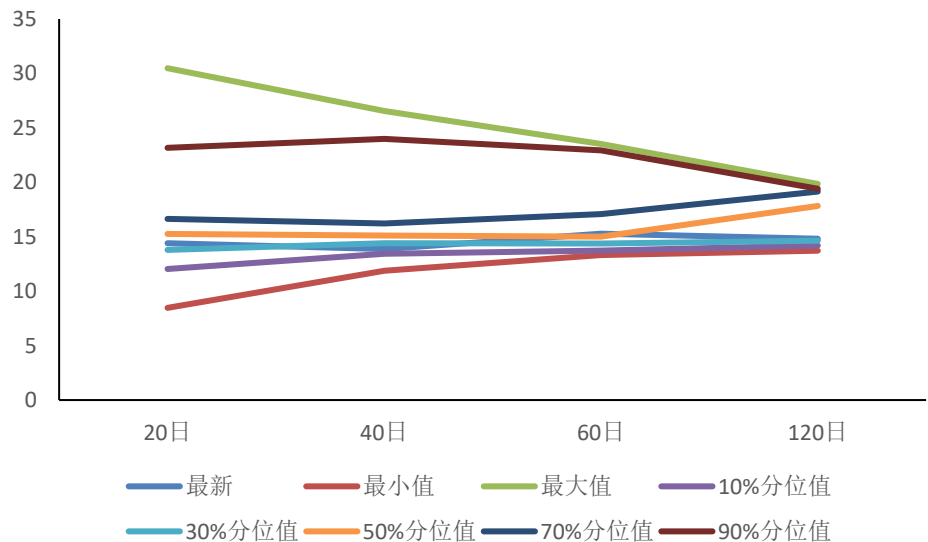
1.金融期权

波动率方面，长假前金融期权波动率延续降波趋势，此前八月份收到多重政策刺激的影响，形成了升波周期，呈现脉冲式特征，九月份未降波周期，盘面上表现为成交量萎缩，交易情绪下降，即使在长假效应的影响下，并未对市场产生较大的扰动。长假期间外盘金融市场小幅震荡，我们认为长假后，在经济基本面复苏的情况下，指数下跌升波空间不大，维持震荡反弹预期，隐含波动率将缓慢走低，隐波期限结构维持近月低于远月的偏斜结构。

2 商品期权

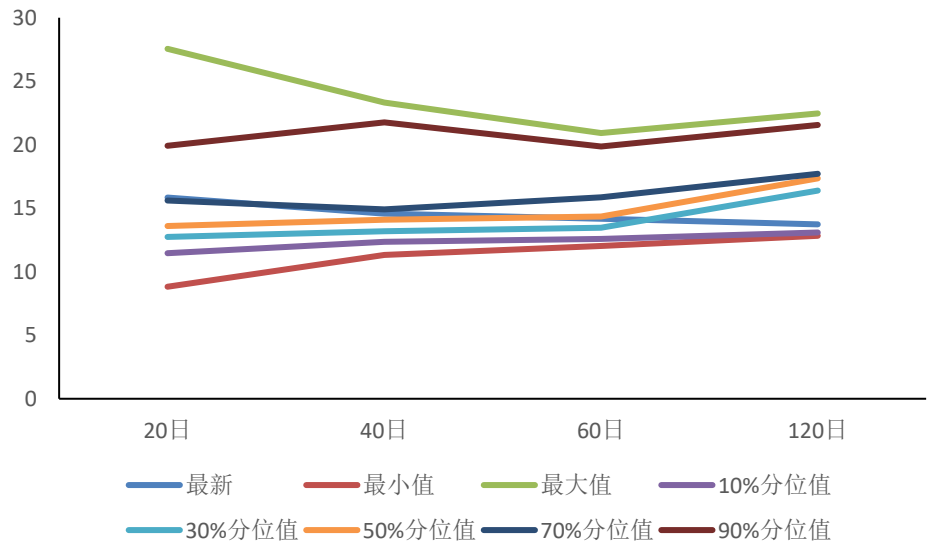
商品期权方面，长假期间有色、原油、贵金属品种波动较大，市场酝酿较强的升波预期，PTA 期权与甲醇期权在长假前表现出近远月波差走阔的形态，波差达到仅一年多的高值，市场分歧从长假前开始积聚，大概率在长假后集中宣泄，届时或将出现隐波高位回落的情况，出现波动率期限结构套利机会。黄金期权隐波处在反弹趋势中，节前波动率低迷的黄金受到此次国内外宏观预期的影响，或将在节后重拾升波行情。

图 37： 上证 50ETF 历史波动率锥



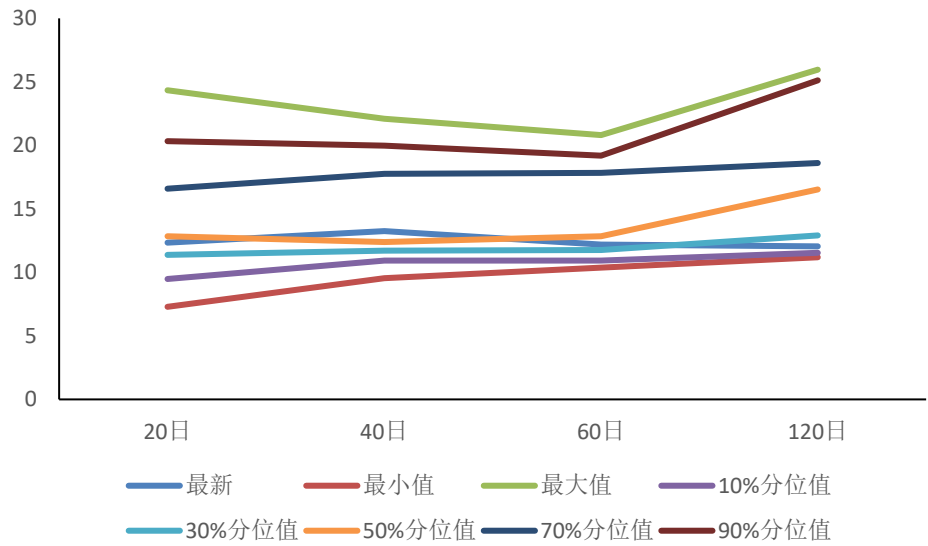
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 38: 沪市 300ETF 历史波动率锥



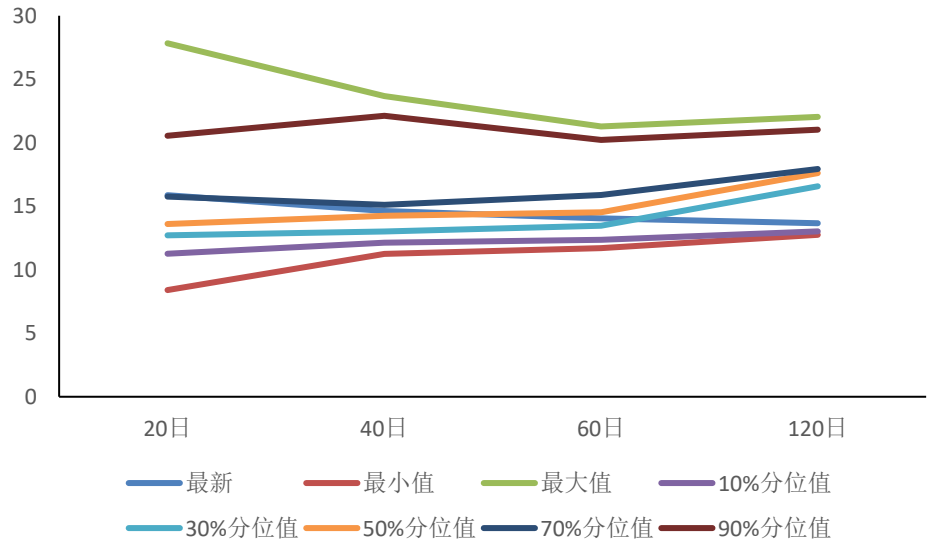
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 39: 沪市 500ETF 历史波动率锥



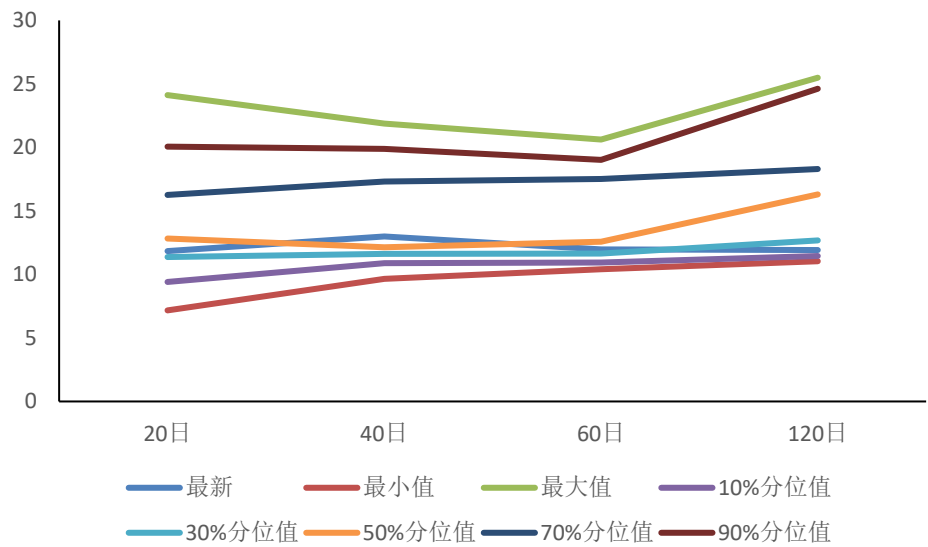
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 40: 深市 300ETF 历史波动率锥



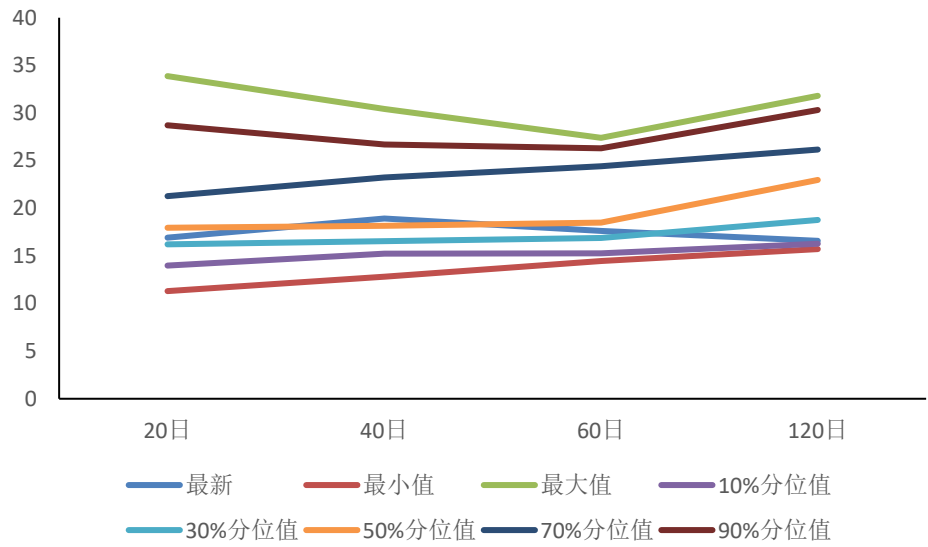
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 41: 深市 500ETF 历史波动率锥



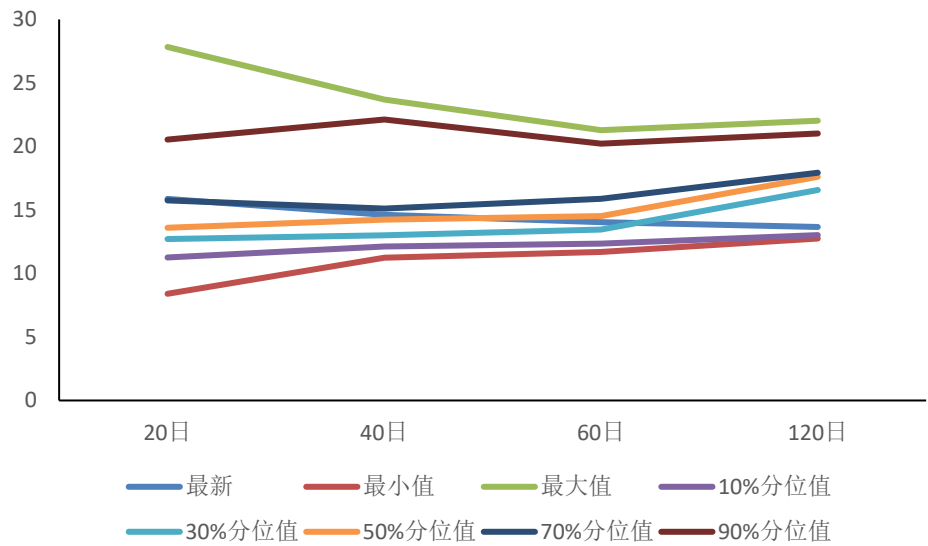
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 42: 创业板 ETF 历史波动率锥



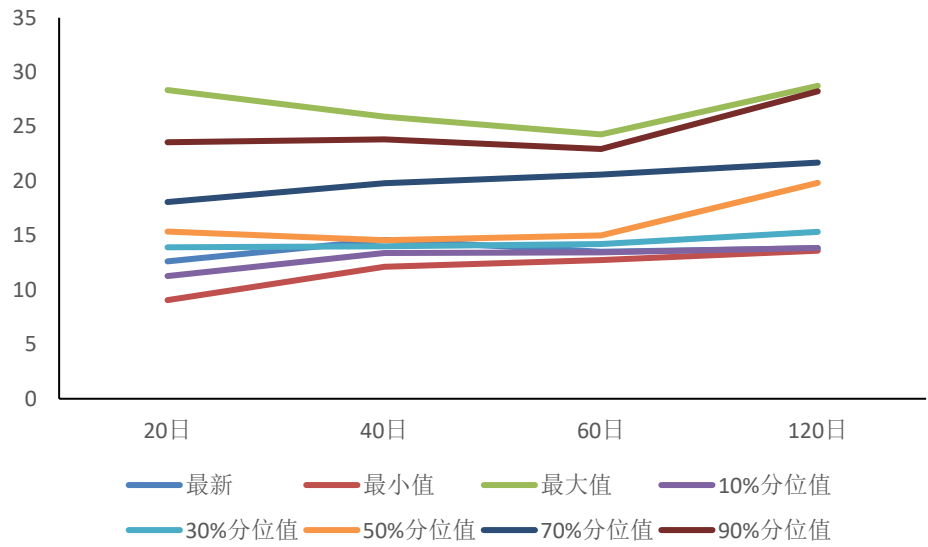
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 43: 沪深 300 历史波动率锥



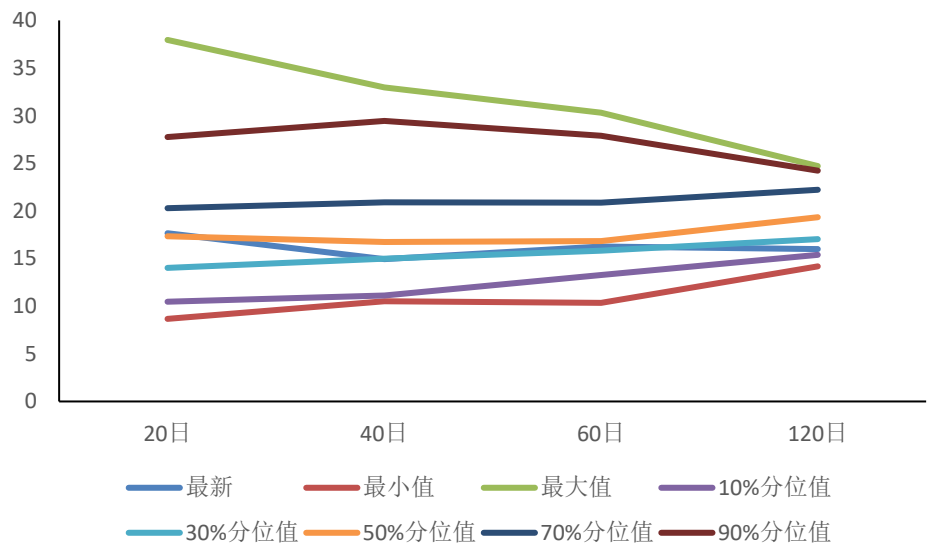
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 44: 中证 1000 历史波动率锥



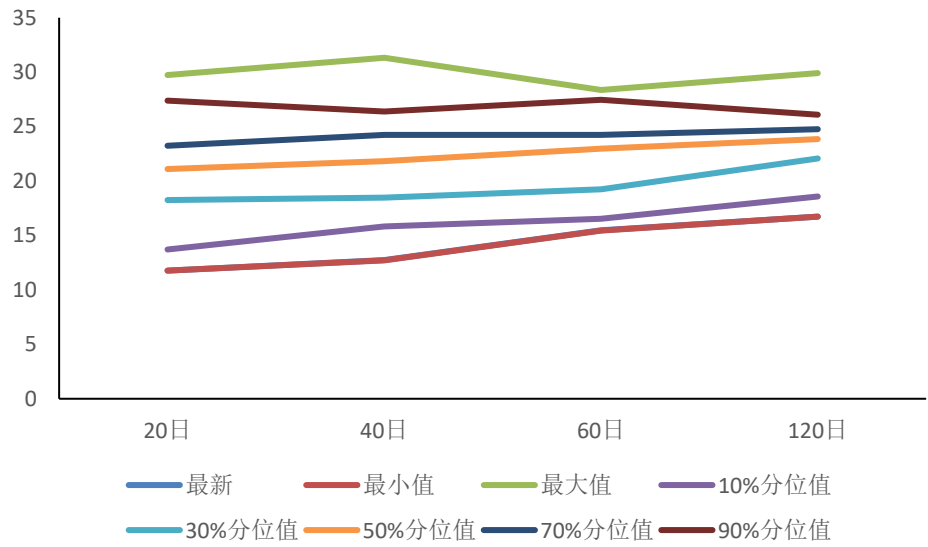
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 45: 沪铜历史波动率锥



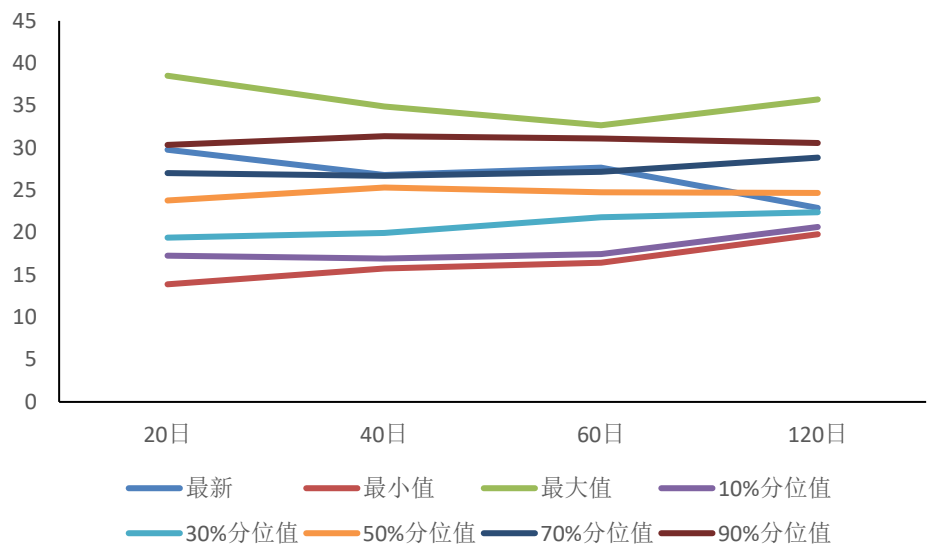
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 46: 沪铝历史波动率锥



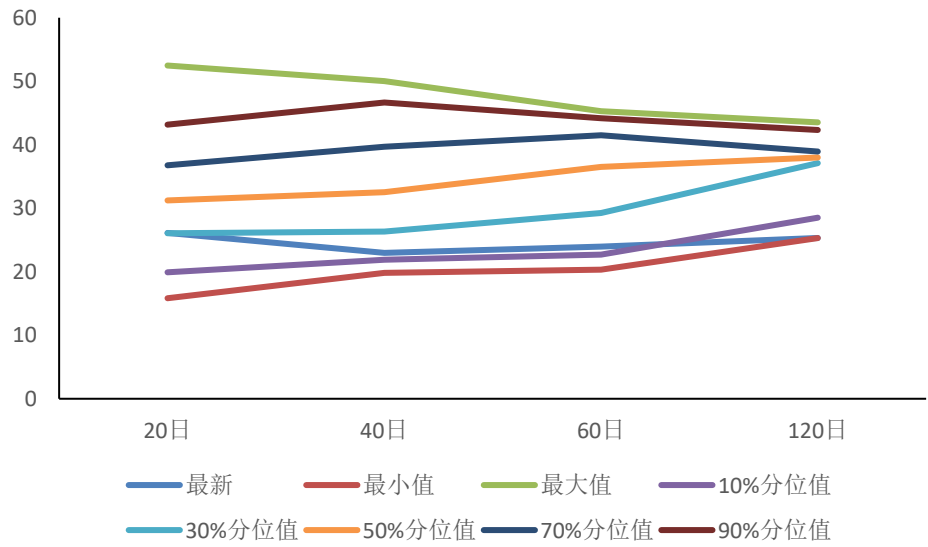
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 47: 甲醇历史波动率锥



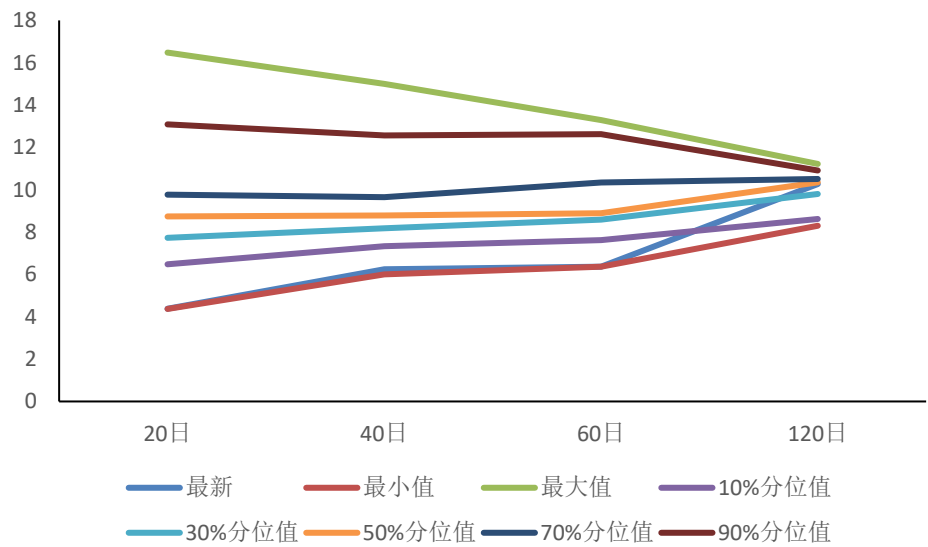
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 48: PTA 历史波动率锥



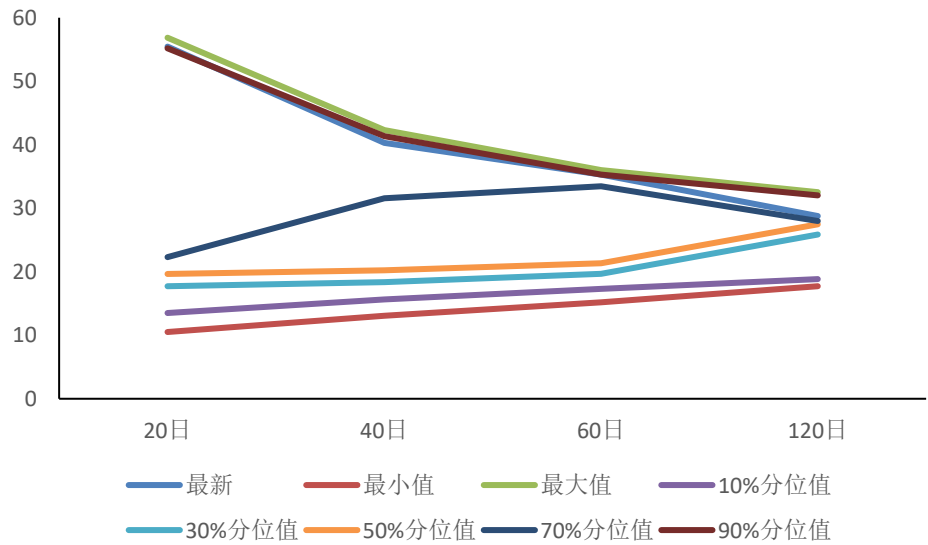
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 49: 黄金历史波动率锥



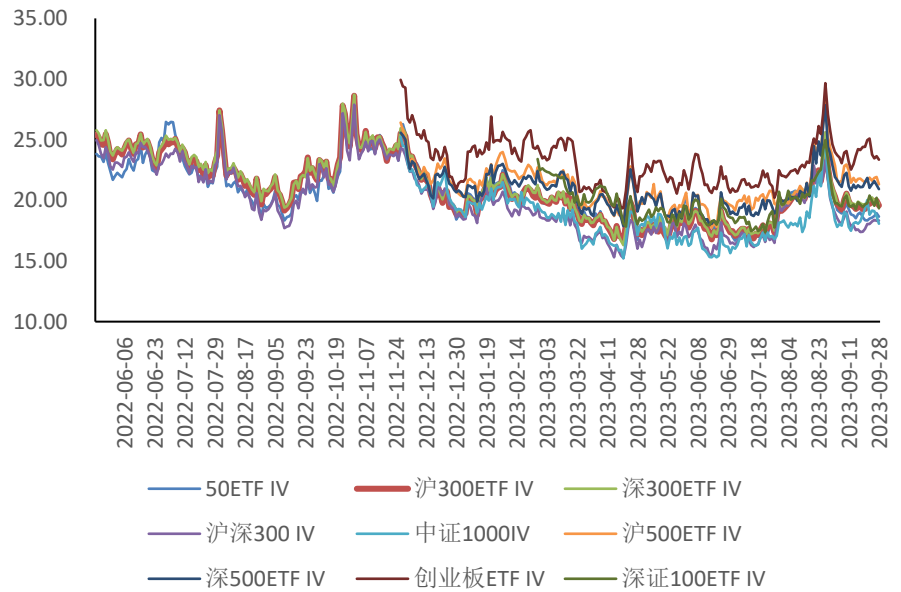
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 50：豆粕历史波动率锥



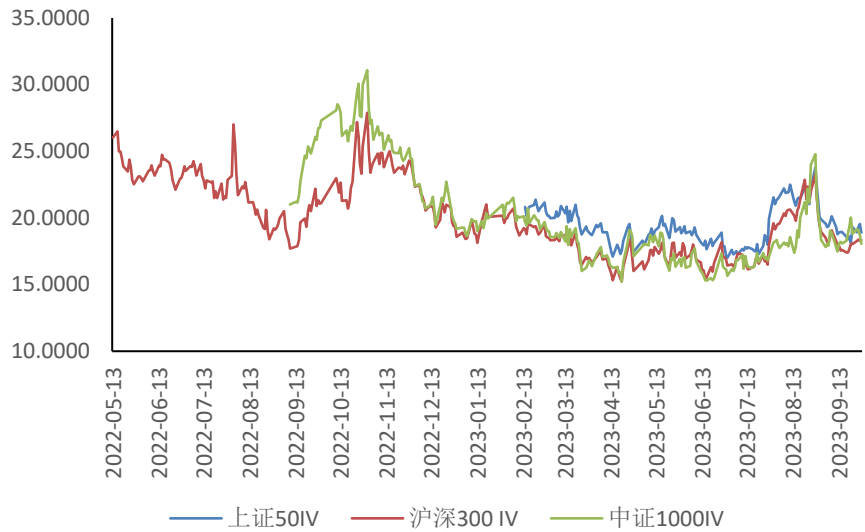
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 51：金融期权隐波（IV）对比



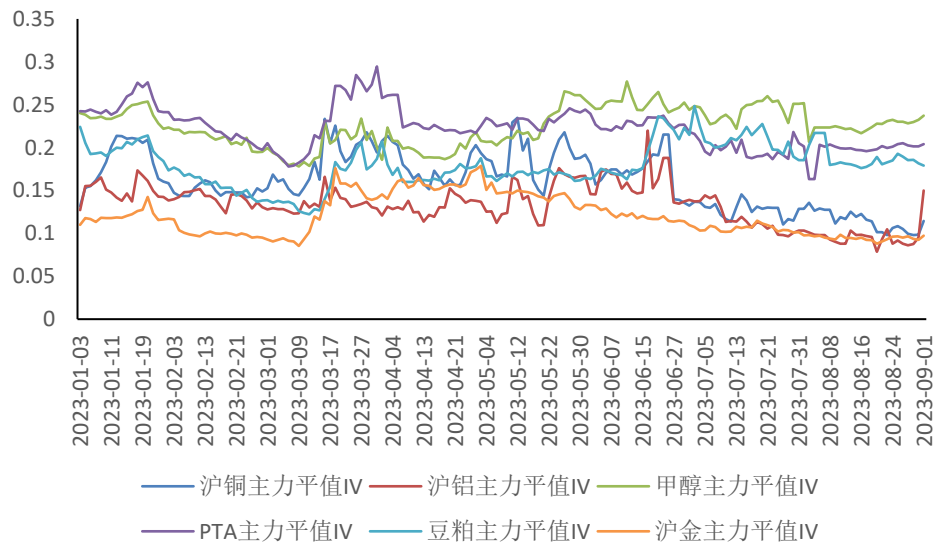
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

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, 9 月份制造业 PMI 为 50.2% (前值 49.7%), 较上月回升 0.5 个百分点, 供需两端联动回升, 价格同步上涨, PMI 连续四个月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。预期四季度国内投资、消费、出口可能

持续改善，此前众多政策密集部署之后落地效果可期，经济复苏或将支撑股指企稳反弹。国外方面，美国 9 月季调后非农就业人口大超预期，美国劳工市场、服务消费仍然旺盛，通胀粘性风险难消，美联储货币政策预期维持紧缩，利率维持高位，降息拐点预期后移，四季度美元或仍保持强势。

金融期权方面，9 月份金融期权的成交量与持仓量环比上个月下降，标的指数弱势震荡，市场交易情绪偏低迷，国庆长假前，金融期权成交 PCR 与持仓 PCR 值小幅度变动，长假效应与宏观预期对于金融市场的扰动不大，长假期间外盘欧美股市整体维持震荡局面，未出现单边式行情。国庆长假后，金融期权情绪震荡偏多，空头情绪释放空间有限。长假前金融期权波动率延续降波趋势，九月份降波周期，盘面上表现为成交量萎缩，交易情绪下降，即使在长假效应的影响下，并未对市场产生较大的扰动。长假期间外盘金融市场小幅震荡，我们认为长假后，在经济基本面复苏的情况下，指数下跌升波空间不大，维持震荡反弹预期，隐含波动率将缓慢走低，隐波期限结构维持近月低于远月的偏斜结构。

商品期权方面，国庆长假期间，有色、原油、贵金属价格波动较大，将影响国内品种的节后首日表现，其中美国宏观数据对于贵金属市场扰动较大，国内经济复苏或将支撑人民币汇率回暖，以人民币计价的国内贵金属价格面临重心下移的压力。相比金融期权，长假期部分商品期权品种成交活跃度较高，市场分歧较大。其中黄金期权在长假期的成交 PCR 值陡升，在美元强势，但是人民币汇率反弹预期，将对国内金价产生较大压制，黄金期权空头情绪或将进一步释放。长假期间有色、原油、贵金属品种波动较大，市场酝酿较强的升波预期，PTA 期权与甲醇期权在长假前表现出近远月波差走阔的形态，波差达到仅一年多的高值，市场分歧从长假前开始积聚，大概率在长假后集中宣泄，届时或将出现隐波高位回落的情况，出现波动率期限结构套利机会。黄金期权隐波处在反弹趋势中，节前波动率低迷的黄金受到此次国内外宏观预期的影响，或将在节后重拾升波行情。

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。