

隐波期限结构稳定，震荡反弹预期

兴证期货·研究咨询部

2023年11月13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，上周公布了中国物价数据，CPI略有下降，PPI环比由涨转平，同比降幅略有扩大。10月美元计价出口增速从9月的-6.2%略回落至-6.4%；而进口同比大幅增加9.3个百分点至3%，进口数据改善，反映中美关系缓和以及内需韧性，经济复苏或将进一步支撑股指企稳反弹。时隔多年中美元首会晤，同时中国高层领导应邀出席亚太经合组织第三十次领导人非正式会议。十年期美债收益率高位回落，美股市场反弹大涨，市场避险情绪环比下降，VIX恐慌指数下降。但美联储对于通胀调整的目标不变，美市场维持在通胀黏性、经济韧性与长端经济慢衰退预期之间摆动，呈现出宽幅震荡形态。本周重点关注美国10月通胀数据。

金融期权方面，金融期权成交量维持低位，标的指数震荡，各品种金融期权成交PCR值普遍维持在90%以下，市场空头情绪较低，沽购成交活跃度低迷，市场情绪面多空较为平衡，预期趋于震荡，结合前文对于基本面的分析，后市或将延续震荡缩量缓涨的趋势。金融期权大部分品种的隐波居于近一年20%分位值以下，且隐波本身变动幅度收窄，隐波期限结构维持近月低于远月的偏斜结构，近半个月，隐波期限结构与垂直微笑结构比较稳定，未出现短促的结构切换，反映出在市场强震荡预期影响下，情绪释放空间与波动率变动区间有限，且利多或者利空时间对于隐波的影响力即周期较小，逢回调可关注卖出虚值看跌期权的策略。

商品期权方面，铜、铝期权成交PCR值小幅反弹，甲醇、PTA期权成交量及成交PCR值维持低位，以上商品情绪面整体比较平稳，以震荡预期为主；此外，贵金属期权成交量维持偏高位，成交PCR值重心上移，美股市场VIX恐慌指数大跌，股市恐慌情绪回落利空国际金价，黄金期权下跌情绪积聚。铜铝期权、甲醇、PTA期权等品种隐含波动率重心延续下移趋势，震荡预期高；豆粕期权隐波走高，该品种的升波预期有所上扬，黄金期权方面，美联储停止加息，但美联储目前不考虑降息的观点，显示鹰派观点，美股市场反弹大涨，空头情绪衰落利空金价，



黄金期权隐含波动率延续反弹趋势，关注金价下跌对隐波上升的刺激效应。

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-0.92%，沪市 300ETF 变化 0.05%，沪市 500ETF 变化 1.21%，深市 300ETF 变化 0.00%、深市 500ETF 变化 1.10%，创业板 ETF 变化 1.93%，深证 100ETF 变化 1.09%，上证 50 指数变化-0.94%、沪深 300 变化 0.07%、中证 1000 指数变化 1.93%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 9.80、11.16、22.43、39.28、29.39，五年周期中对应的分位为 40.55%、8.66%、34.65%、68.9%、5.91%。

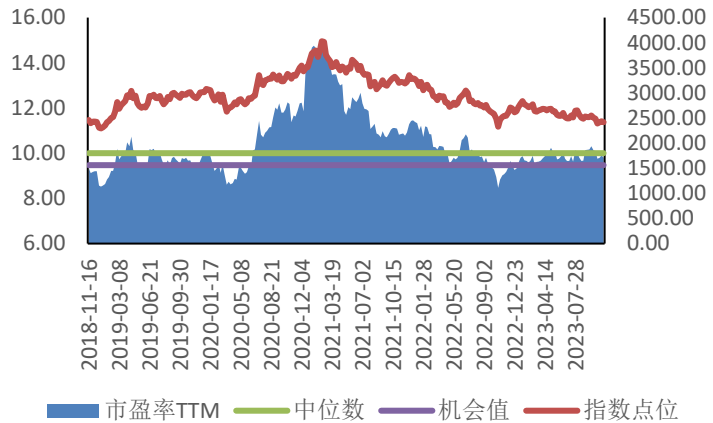
国内方面，上周公布了中国物价数据，10 月 CPI 同比下降 0.2%，预期降 0.1%，10 月 PPI 同比下降 2.6%，前值降 2.5%。CPI 略有下降，主要是因为节后消费需求回落，食品价格降幅扩大，食品价格下降 4.0%。工业生产经营活动保持扩张，受国际原油波动及上年同期对比基数走高等因素影响，全国 PPI 环比由涨转平，同比降幅略有扩大。10 月美元计价出口增速从 9 月的-6.2%略回落至-6.4%；而进口同比大幅增加 9.3 个百分点至 3%，可能体现内需有所改善，进口数据改善，反映中美关系缓和以及内需韧性。此前众多政策密集部署之后落地效果可期，经济复苏或将进一步支撑股指企稳反弹。时隔多年中美元首会晤，同时中国高层领导应邀出席亚太经合组织第三十次领导人非正式会议。

国外方面，十年期美债收益率高位回落，美股市场反弹大涨，市场避险情绪环比下降，VIX 恐慌指数下降，外部市场情绪缓和。但美联储对于通胀调整的目标不变，美股市场依然维持在通胀黏性、经济韧性与长端经济慢衰退预期之间摆动，呈现出宽幅震荡形态。本周重点关注美国 10 月通胀数据。

2.商品行情回顾与展望

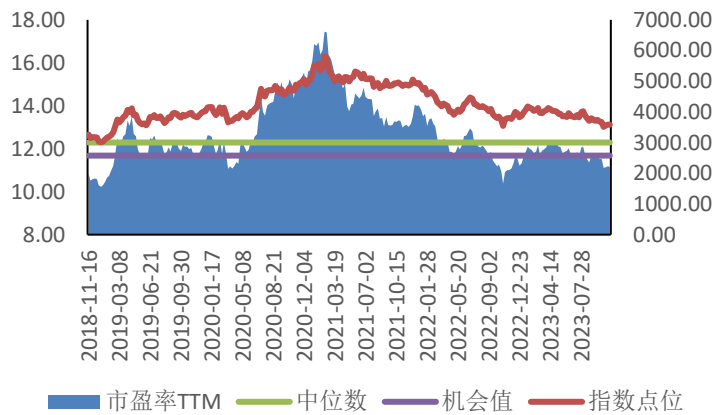
前一周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为-0.75%、-0.49%；甲醇、PTA 周度涨跌幅分别为 1.59%、-1.59%；豆粕、黄金活跃合约周度涨跌幅为-0.27%、-1.43%。上周铜、铝价格窄幅震荡，成交量维持偏低位置；甲醇价格震荡反弹，PTA 期价小幅回落，预期维持震荡走势；贵金属价格回落，避险情绪下降，利空金价，此外，国内经济韧性，预期人民币汇率反弹，金价回调概率较大。

图 1：上证 50 指数估值（市盈率-TTM）



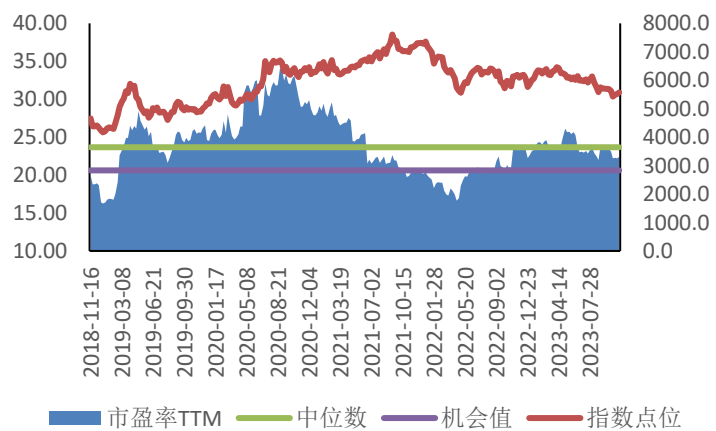
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 2：沪深 300 指数估值（市盈率-TTM）



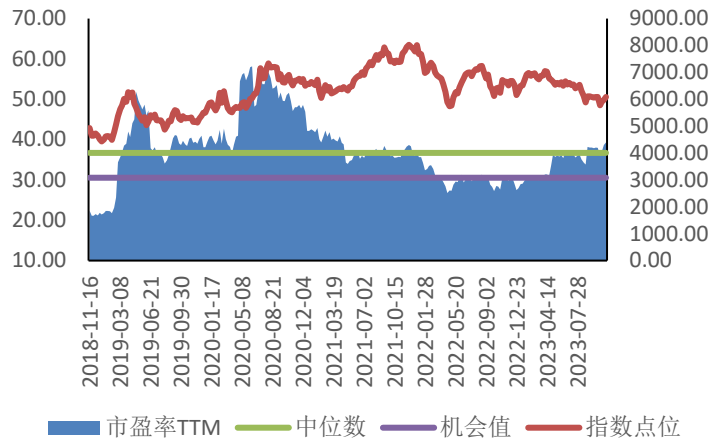
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 3：中证 500 指数估值（市盈率-TTM）



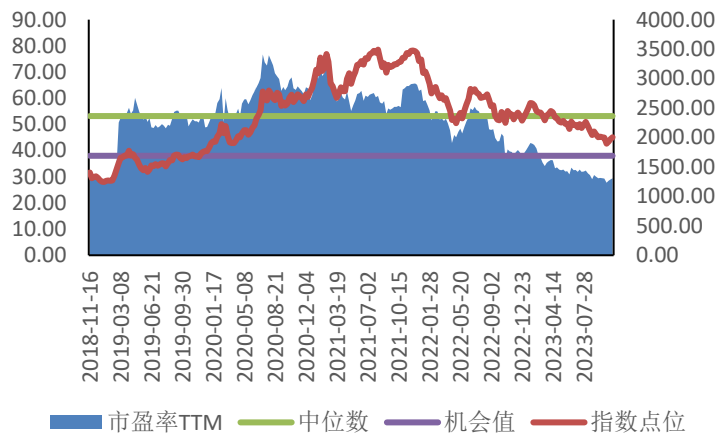
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率-TTM)



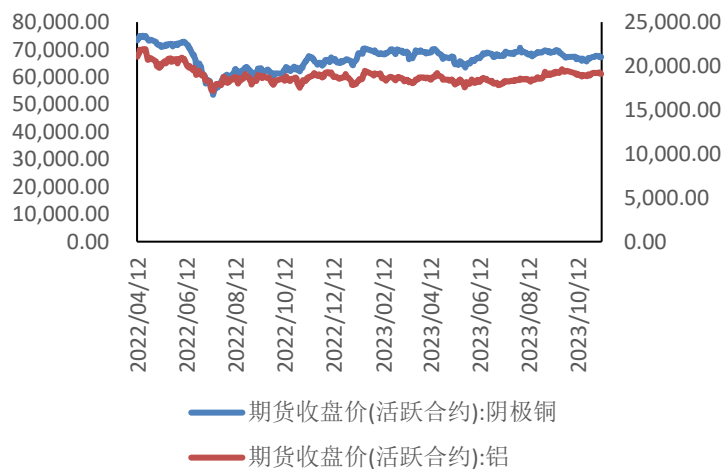
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 5: 创业板指数估值 (市盈率-TTM)



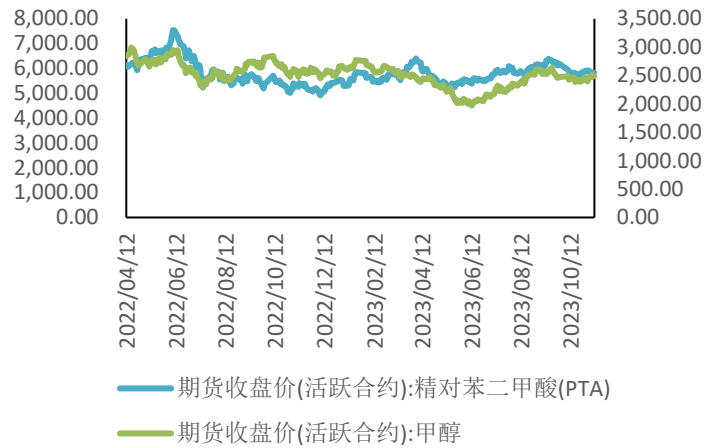
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 6: 铜、铝活跃合约收盘价



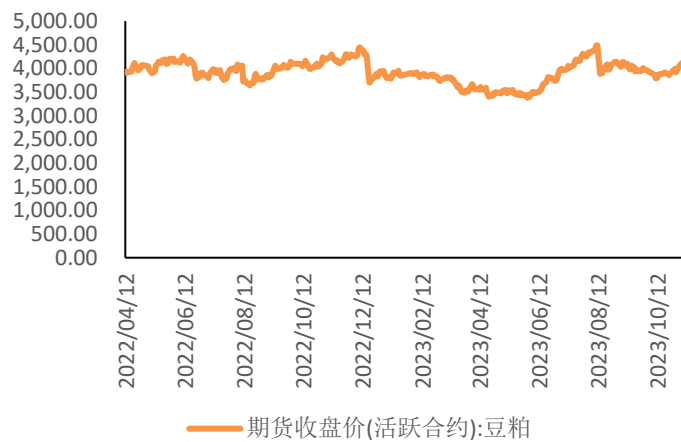
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 7: PTA、甲醇活跃合约收盘价



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 8: 豆粕活跃合约收盘价



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

二、期权成交与 PCR (认沽/认购)

1. 金融期权

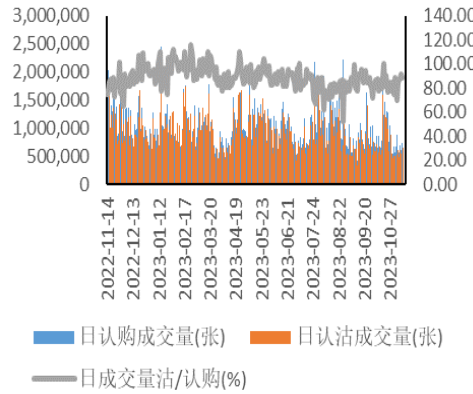
金融期权成交量维持低位, 标的指数震荡, 各品种金融期权成交 PCR 值普遍维持在 90%以下, 市场空头情绪较低, 沽购成交活跃度低迷, 市场情绪面多空较为平衡, 预期趋于震荡, 结合前文对于基本面的分析, 后市或将延续震荡缩量缓涨的趋势, 即期权成交量维持低位, 成交 PCR 值维持偏低数值。

2. 商品期权

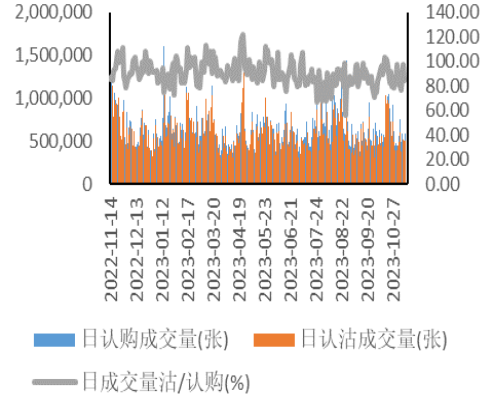
商品期权方面, 铜、铝期权成交 PCR 值小幅反弹, 甲醇、PTA 期权成交量及成交 PCR 值维持低位, 以上商品情绪面整体比较平稳, 以震荡预期为主; 此外,

贵金属期权成交量维持偏高位，成交 PCR 值重心上移，美股市场 VIX 恐慌指数大跌，股市恐慌情绪回落利空国际金价，黄金期权下跌情绪积聚。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

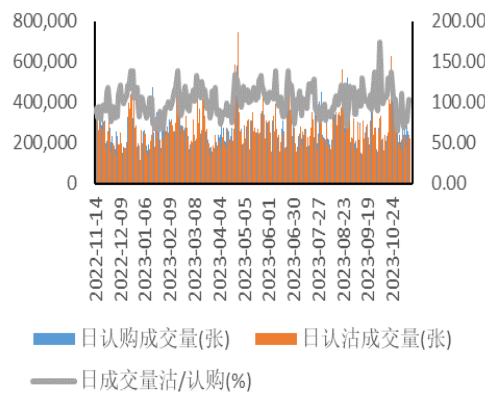


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

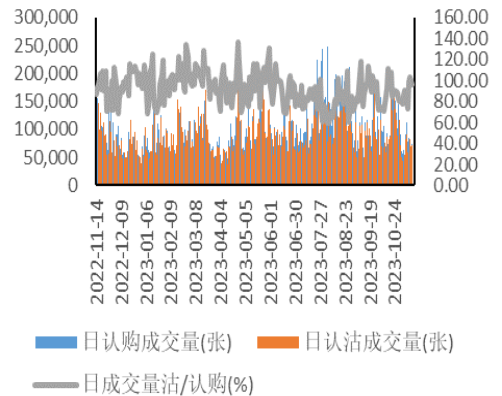


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

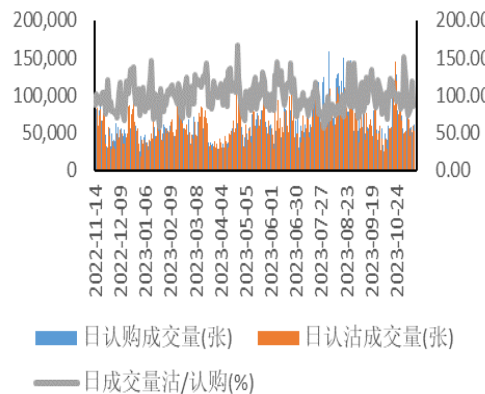


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

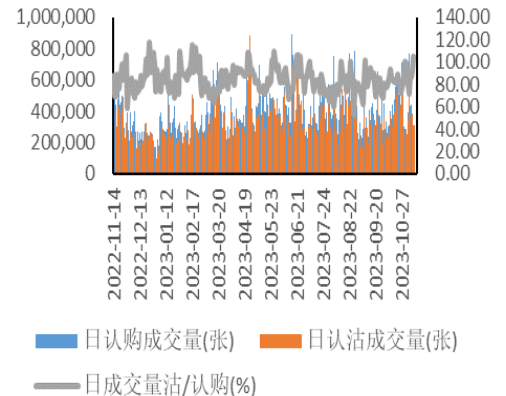


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

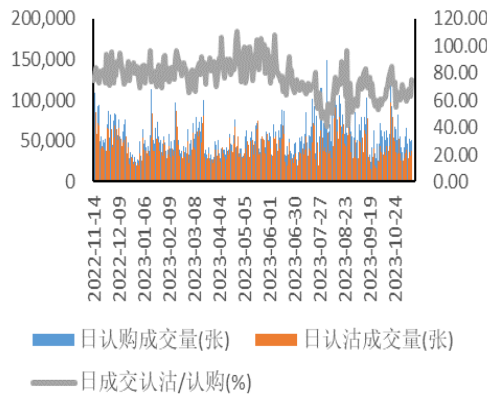


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

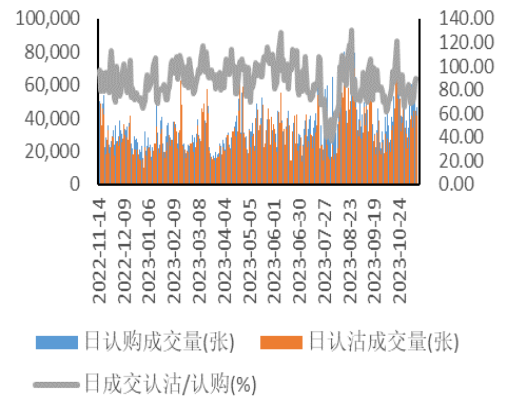


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

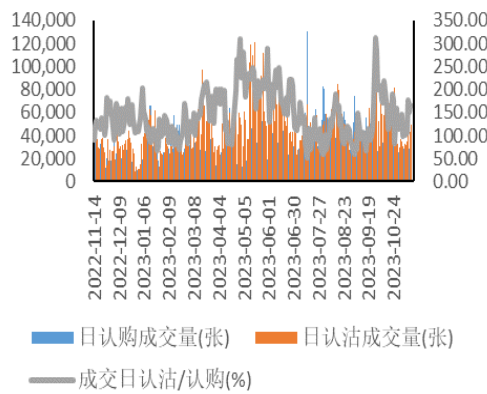


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

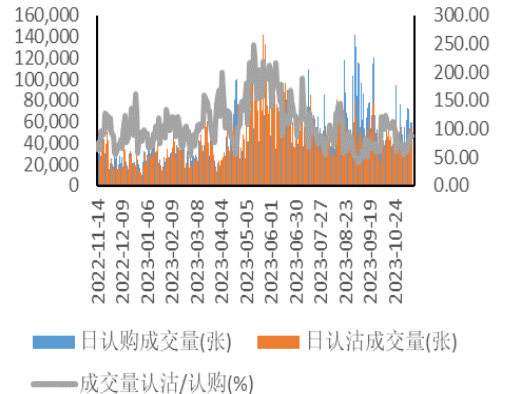


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 17: 沪铜期权 PCR

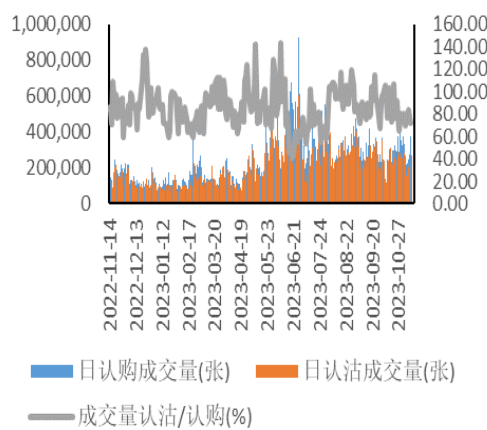


图表 18: 沪铝期权 PCR

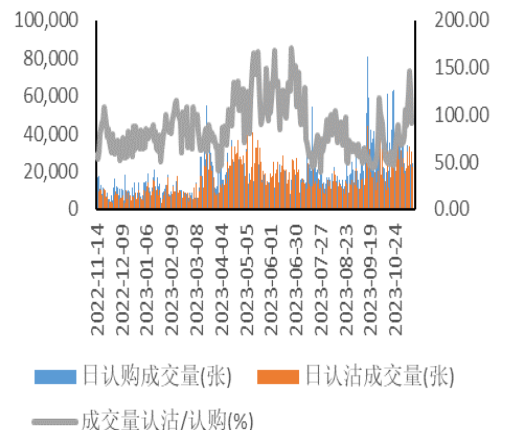


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 19: 甲醇期权 PCR

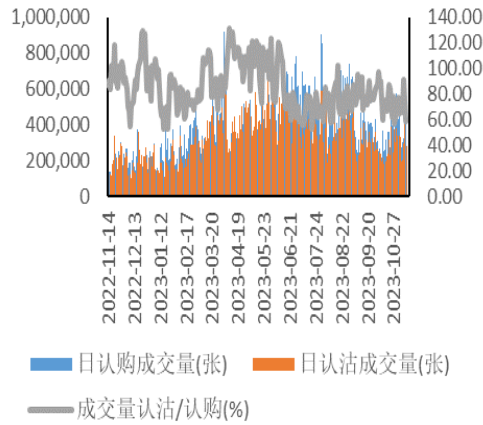


图表 20: 沪金期权 PCR

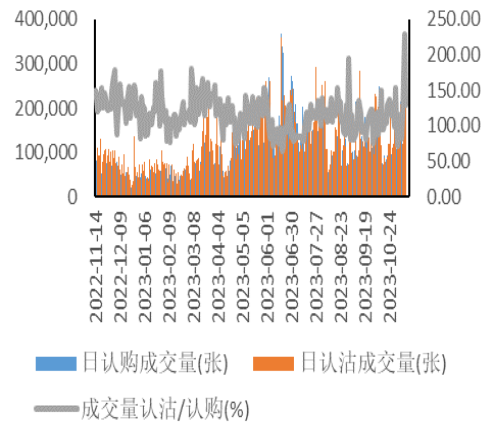


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 21: PTA 期权 PCR



图表 22: 豆粕期权 PCR



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

三、期权波动率分析

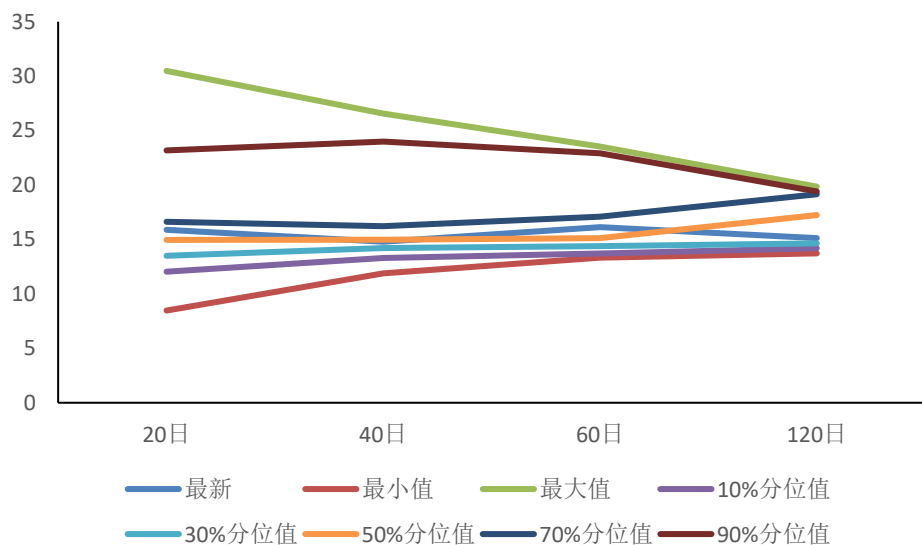
1. 金融期权

波动率方面, 金融期权大部分品种的隐波居于近一年 20%分位值以下, 且隐波本身变动幅度收窄, 即低波窄幅变化, 期权隐波期限结构维持近月低于远月的偏斜结构, 近半个月, 隐波期限结构与垂直微笑结构比较稳定, 未出现短促的结构切换, 反映出在市场强震荡预期影响下, 情绪释放空间与波动率变动区间有限, 且利多或者利空时间对于隐波的影响力即周期较小, 逢回调可关注卖出虚值看跌期权的策略。

2. 商品期权

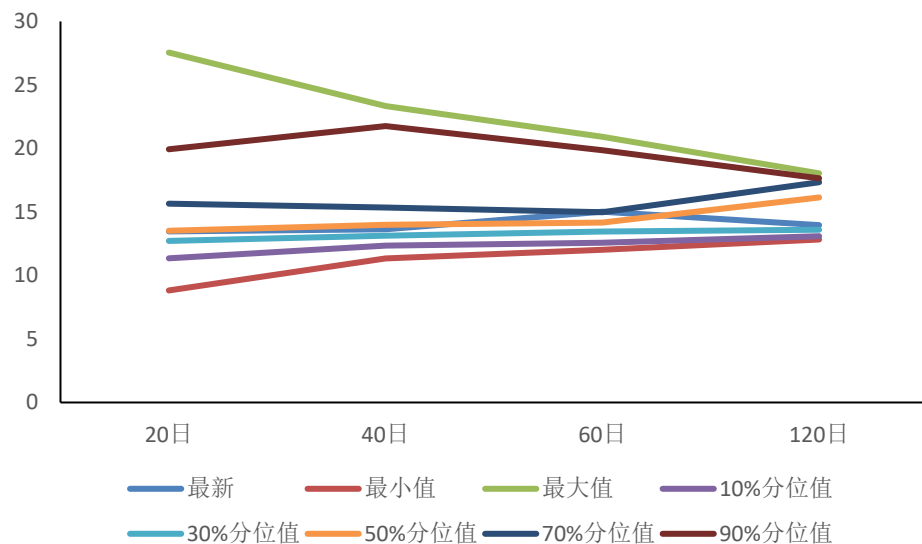
商品期权方面, 铜铝期权、甲醇、PTA 期权等品种隐含波动率重心延续下移趋势, 震荡预期高; 豆粕期权隐波走高, 该品种的升波预期有所上扬, 黄金期权方面, 美联储停止加息, 但美联储目前不考虑降息的观点, 显示鹰派观点, 美股市场反弹大涨, 空头情绪衰落利空金价, 黄金期权隐含波动率延续反弹趋势, 关注金价下跌对隐波上升的刺激效应。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



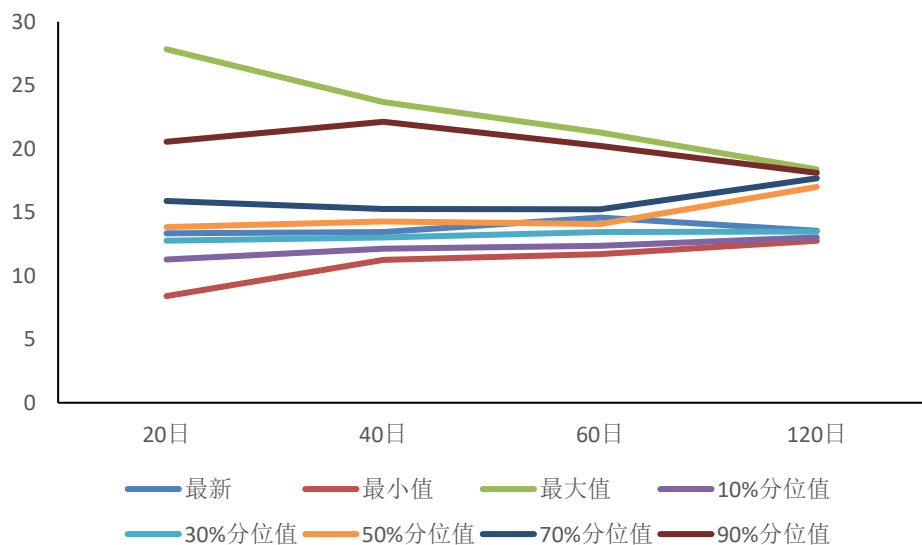
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



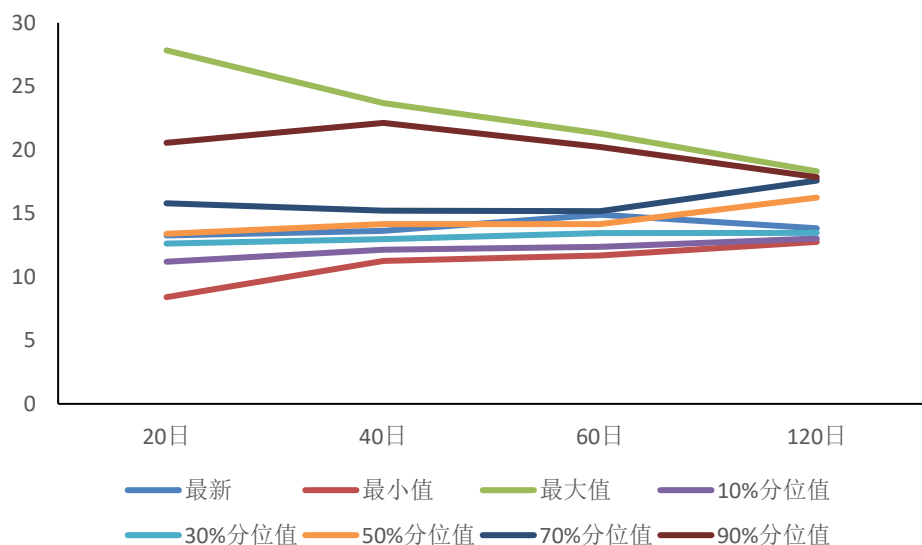
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



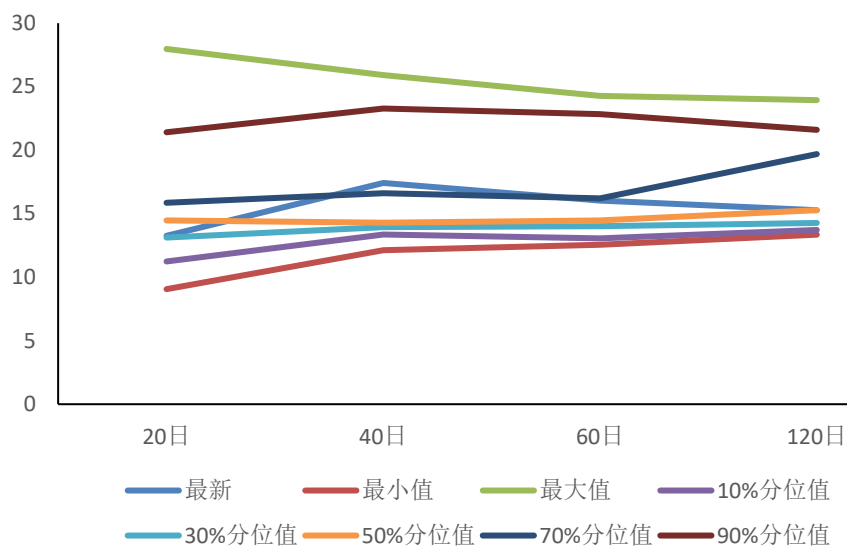
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



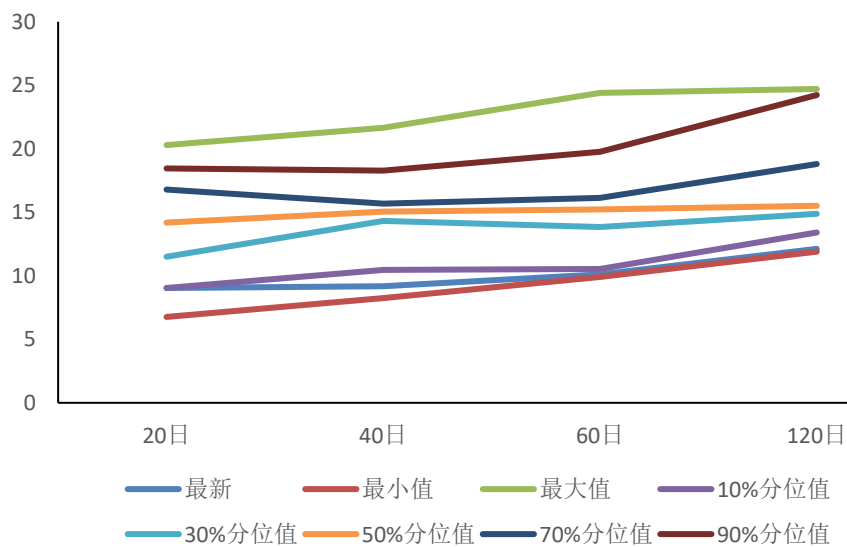
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



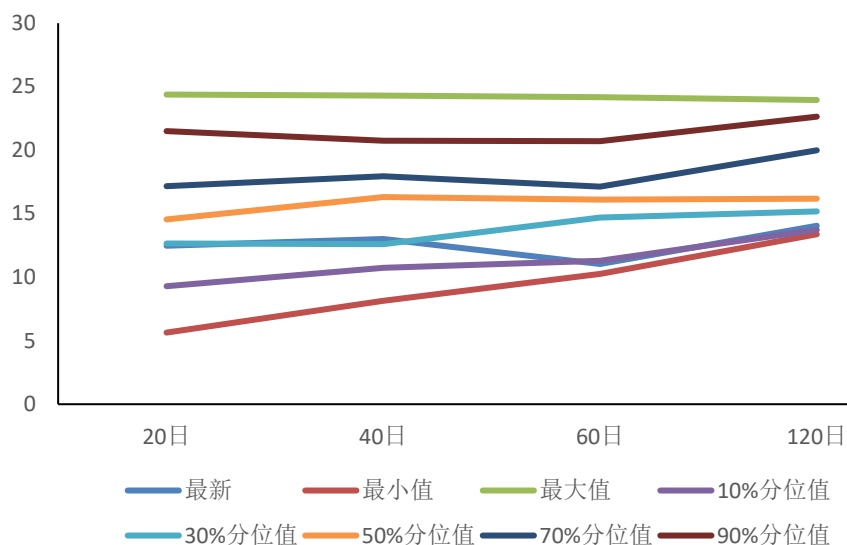
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 28: 沪铜历史波动率锥



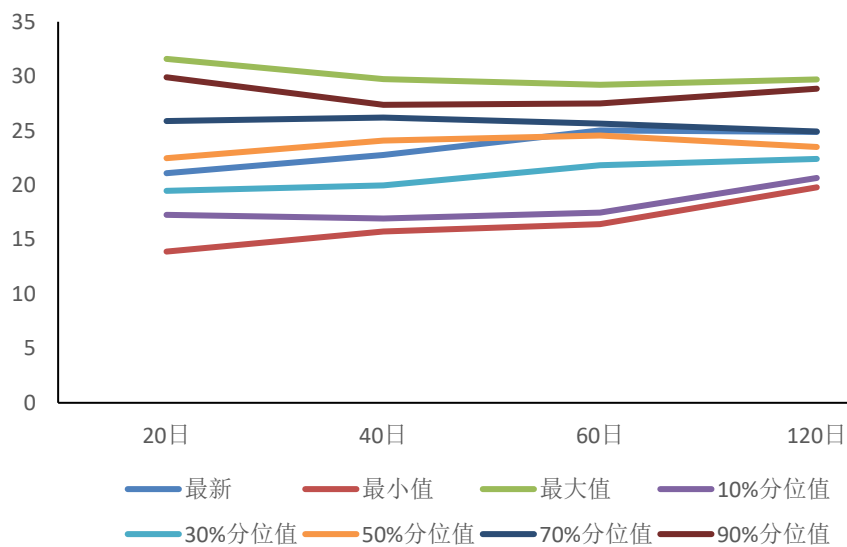
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 29：沪铝历史波动率锥



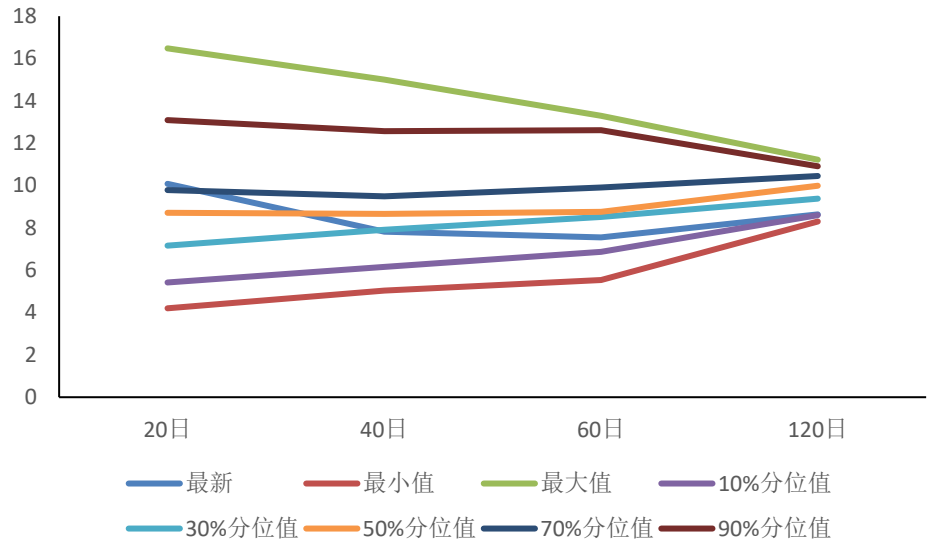
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 30：甲醇历史波动率锥



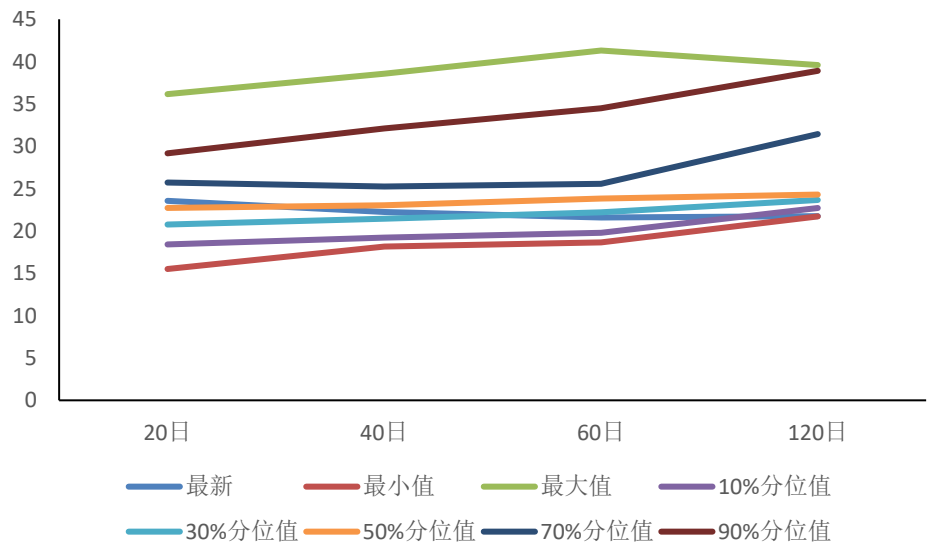
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31：沪金历史波动率锥



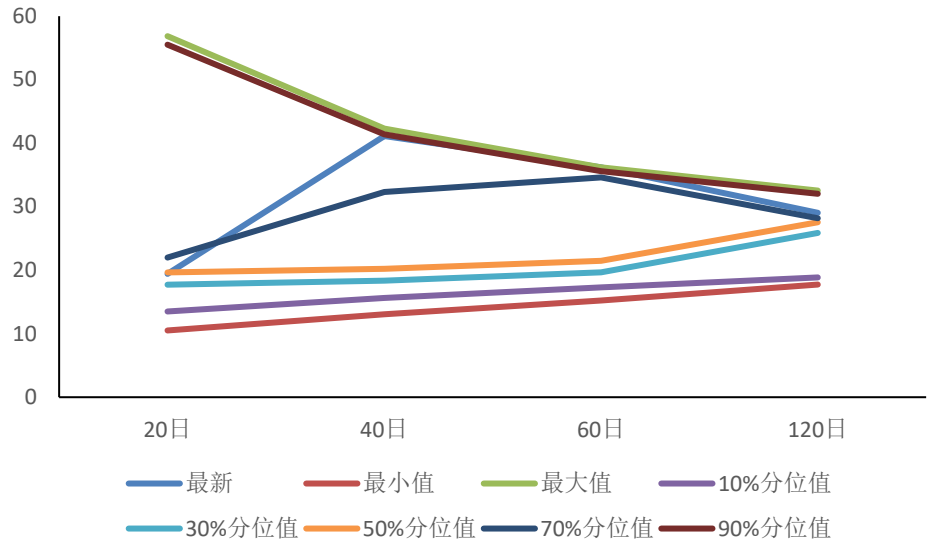
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31：PTA 历史波动率锥



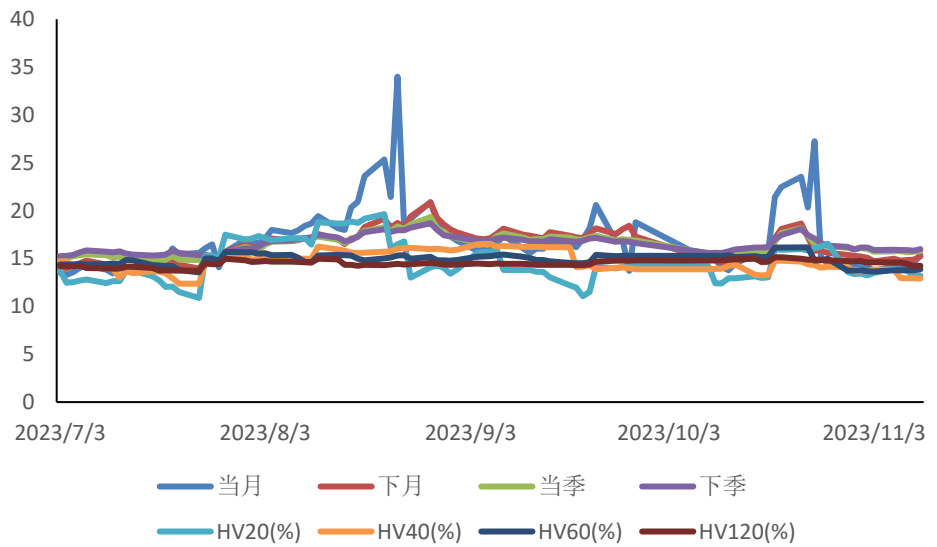
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 32：豆粕历史波动率锥



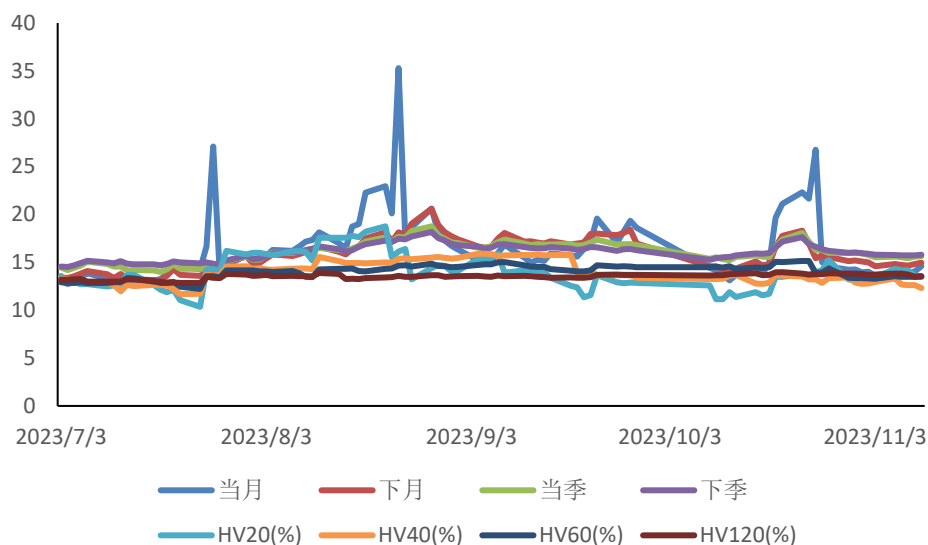
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 33：50ETF 期权隐含波动率走势



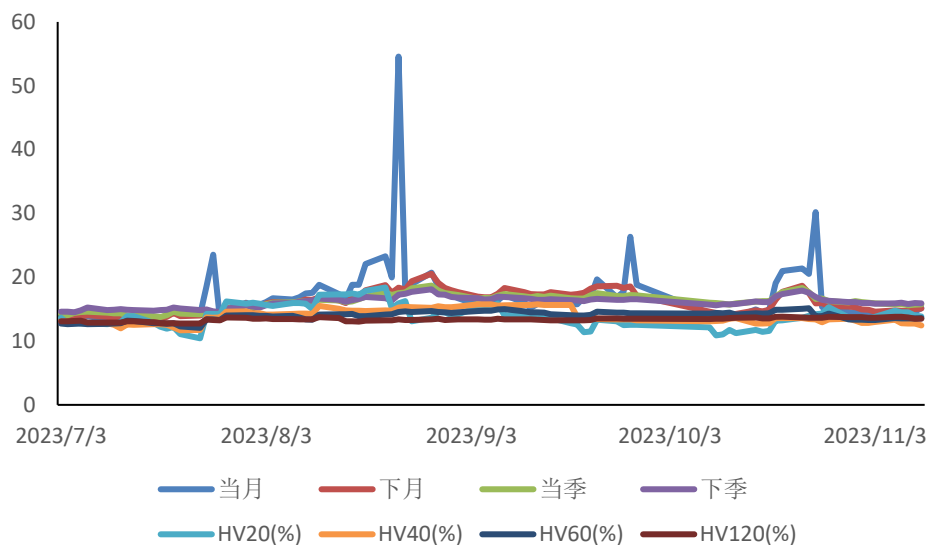
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 34: 300ETF 期权 (沪) 隐含波动率走势



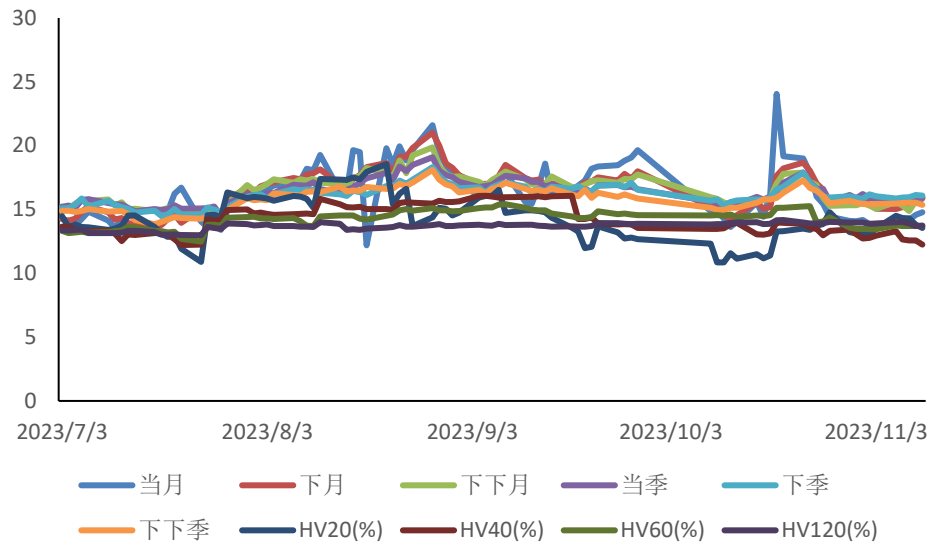
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 35: 300ETF 期权 (深) 隐含波动率走势



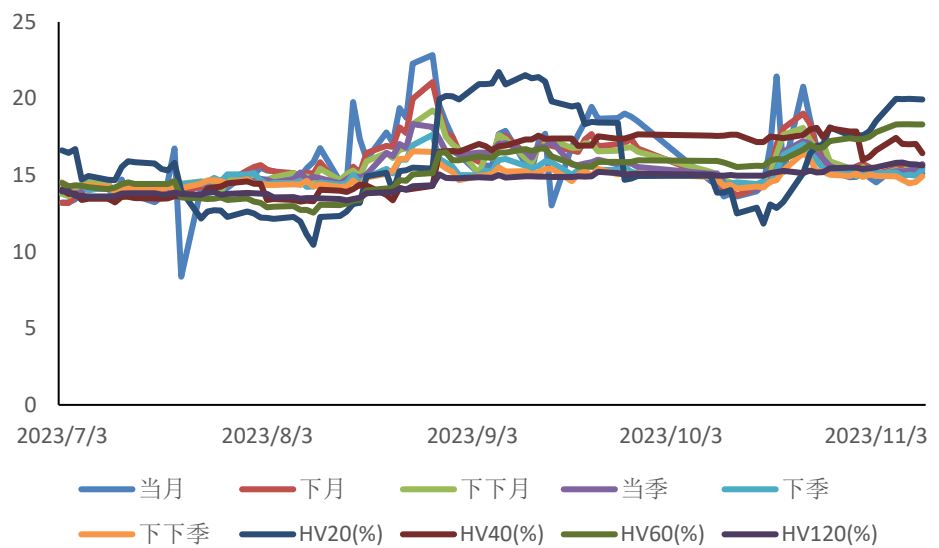
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



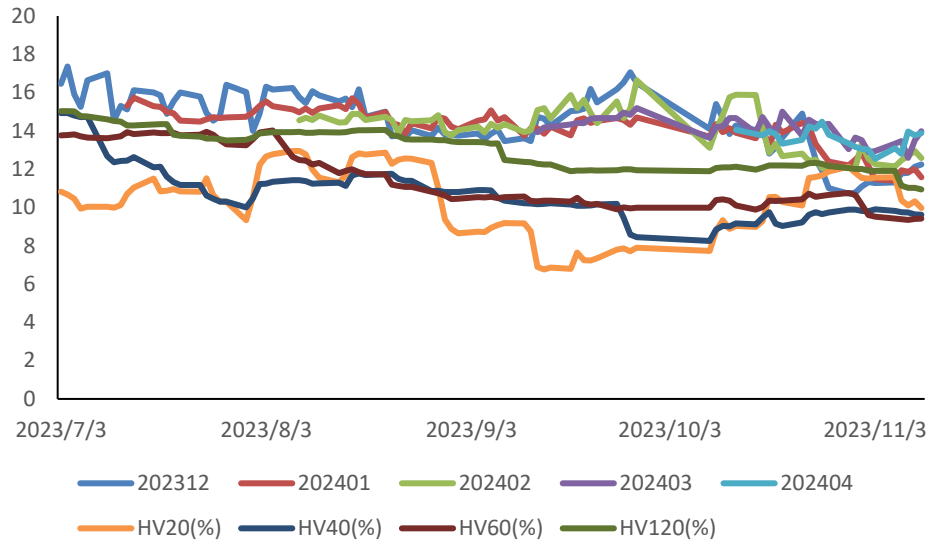
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



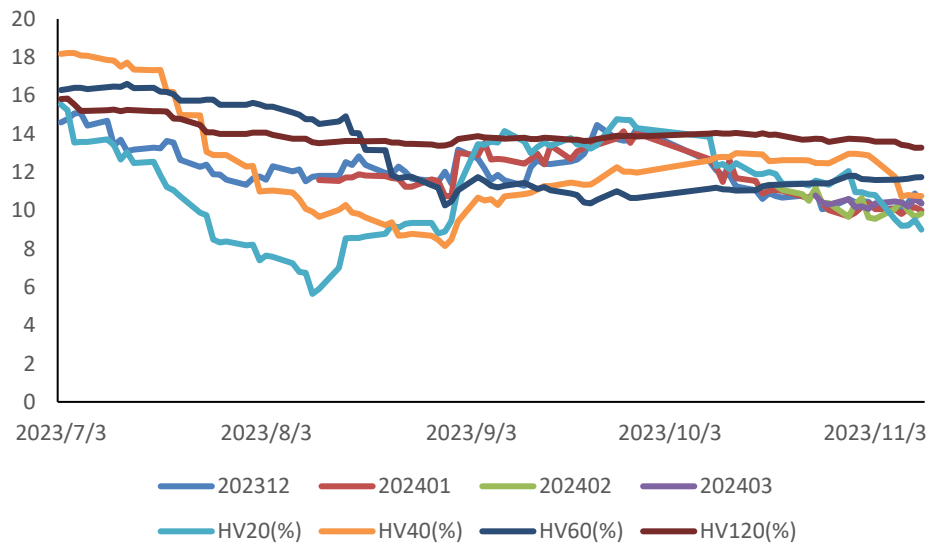
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



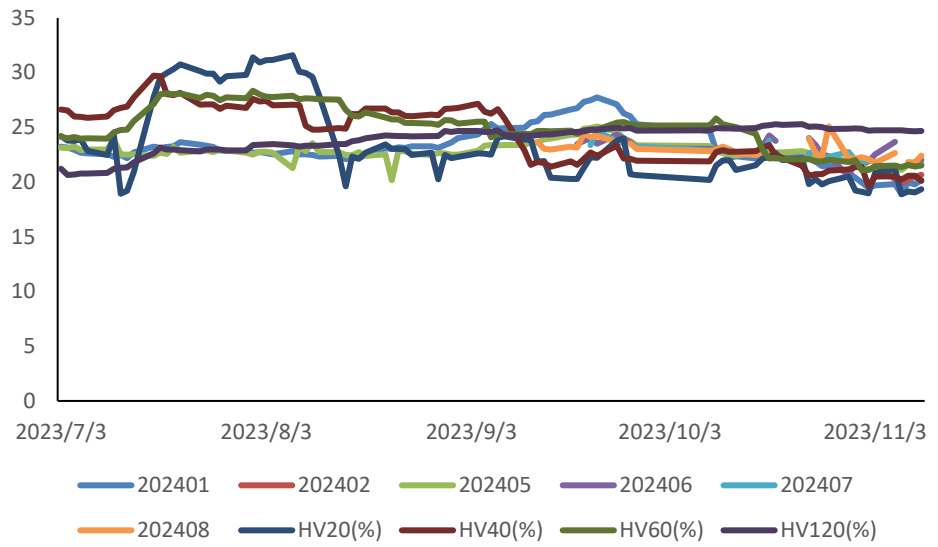
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



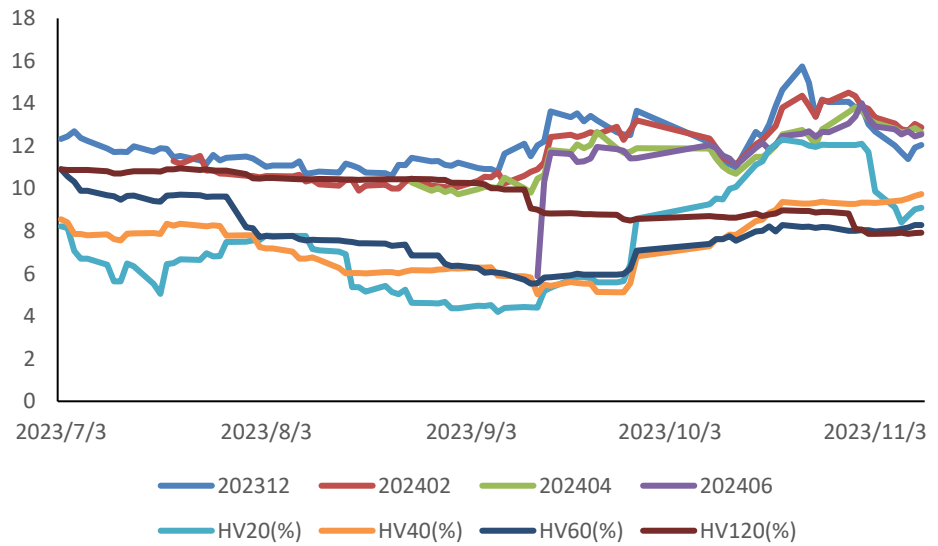
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



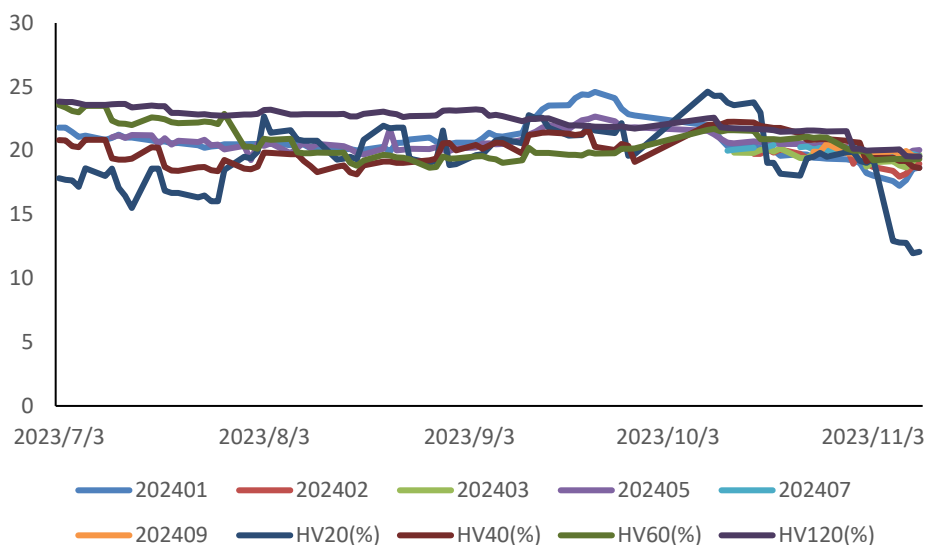
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 41: 沪金期权隐含波动率走势



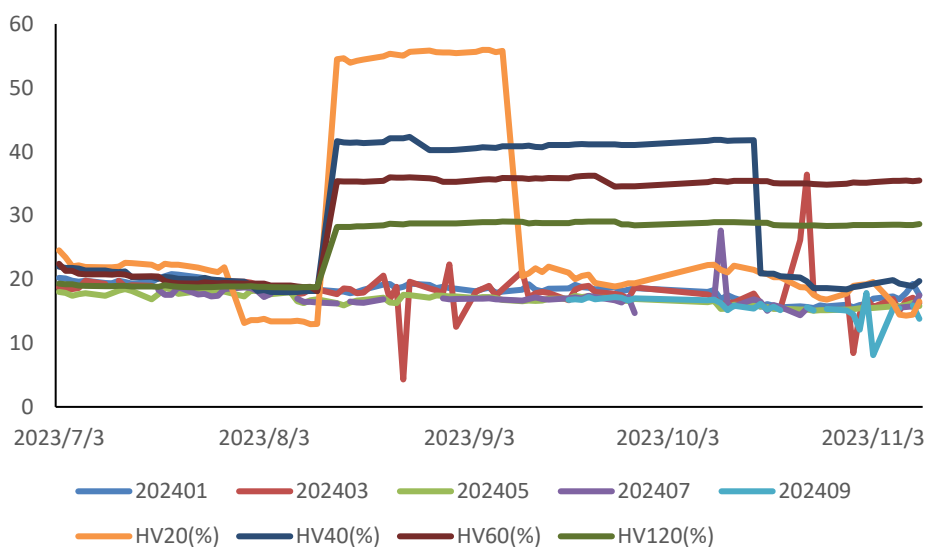
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 42: PTA 期权隐含波动率走势



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 43: 豆粕期权隐含波动率走势



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

四、总结与展望

国内方面，上周公布了中国物价数据，CPI 略有下降，PPI 环比由涨转平，同比降幅略有扩大。10 月美元计价出口增速从 9 月的-6.2%略回落至-6.4%；而进口同比大幅增加 9.3 个百分点至 3%，可能体现内需有所改善，进口数据改善，反映中美关系缓和以及内需韧性。此前众多政策密集部署之后落地效果可期，经济复苏或将进一步支撑股指企稳反弹。时隔多年中美元首会晤，同时中国高层领导应邀出席亚太经合组织第三十次领导人非正式会议。十年期美债收益率高位回落，美股市场反弹大涨，市场避险情绪环比下降，VIX 恐慌指数下降，外部市场情绪缓和。但美联储对于通胀调整的目标不变，美股市场依然维持在通胀黏性、经济韧性与长端经济慢衰退预期之间摆动，呈现出宽幅震荡形态。本周重点关注美国 10 月通胀数据。

金融期权方面，金融期权成交量维持低位，标的指数震荡，各品种金融期权成交 PCR 值普遍维持在 90%以下，市场空头情绪较低，沽购成交活跃度低迷，市场情绪面多空较为平衡，预期趋于震荡，结合前文对于基本面的分析，后市或将延续震荡缩量缓涨的趋势，即期权成交量维持低位，成交 PCR 值维持偏低数值。金融期权大部分品种的隐波居于近一年 20%分位值以下，且隐波本身变动幅度收窄，即低波窄幅变化，期权隐波期限结构维持近月低于远月的偏斜结构，近半个月，隐波期限结构与垂直微笑结构比较稳定，未出现短促的结构切换，反映出在市场强震荡预期影响下，情绪释放空间与波动率变动区间有限，且利多或者利空时间对于隐波的影响力即周期较小，逢回调可关注卖出虚值看跌期权的策略。

商品期权方面，铜、铝期权成交 PCR 值小幅反弹，甲醇、PTA 期权成交量及成交 PCR 值维持低位，以上商品情绪面整体比较平稳，以震荡预期为主；此外，贵金属期权成交量维持偏高位，成交 PCR 值重心上移，美股市场 VIX 恐慌指数大跌，股市恐慌情绪回落利空国际金价，黄金期权下跌情绪积聚。铜铝期权、甲醇、PTA 期权等品种隐含波动率重心延续下移趋势，震荡预期高；豆粕期权隐波走高，该品种的升波预期有所上扬，黄金期权方面，美联储停止加息，但美联储目前不考虑降息的观点，显示鹰派观点，美股市场反弹大涨，空头情绪衰落利空金价，黄金期权隐含波动率延续反弹趋势，关注金价下跌对隐波上升的刺激效应。

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。