

长周期低波牵引，短期升波空间受限

兴证期货·研发中心

2023年6月2日 星期五

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

5月制造业PMI继续回落，已连续2个月景气收缩处在荣枯线以下，经济走弱压制A股市场交易情绪，本轮指数下跌后，市场或将交易冰点反弹的预期，即弱现实背景下，市场预期新一轮刺激政策出台。我们认为6月份两市将迎来反弹修复行情。美国债务上限谈判总体取得进展，市场对债务谈判预期走好。利率决策方面，美联储内部对6月是否应该暂停加息仍有所分歧，但从近期美联储发言以及欧美股市的表现来看，6月加息的概率逐渐下降，美元指数反弹空间有限，相较之下，此前人民币汇率连续贬值带来外汇端的压力，在7.13关口上，外管局对于汇率的维稳需求较大，人民币贬值压力或将得到缓解，汇率层面利好国内股市。

金融期权方面，5月上证50与沪深300系列期权的成交量环比比较平稳，二者的持仓PCR值连续下降至年内低值区域，通常持仓PCR与标的指数呈正比，从50ETF与300ETF期权持仓PCR超跌来看，我们认为后市有望出现极低值反弹情况。此前金融期权标的受下跌行情影响，历史波动率与隐含波动率反弹回升，但上升幅度小于去年的单边下跌行情。当前120日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，隐波短线反弹之后缺乏持续升波空间。当前期权标的指数止跌企稳，隐含波动率回落，隐波期限结构回归近月低于远月的偏斜特征，后市大概率呈现指数低波震荡反弹的行情。

商品期权方面，铜、铝、甲醇期权成交量环比上个月增加，主要受到此前标的下跌的影响，当前甲醇、PTA持仓PCR值处在偏低位置，下行空间比较有限，有望实现企稳反弹。黄金期权成交量环比增加，美联储利率决议预期分歧以及美债上限争执这两个事件的边际影响弱化，后市黄金期权成交或将下降，交易情绪回归平稳。甲醇、PTA期权隐波回落，经历连续下跌后，趋于止跌的概率较大，升波空间缩小。黄金期权隐含波动率维持在该品种的偏高区域，后市随着时间推移，事件对于贵金属的影响趋于弱化，黄金期权隐波可能滞后下降。

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-6.72%，沪市 300ETF 变化-5.54%，沪市 500ETF 变化-2.95%，深市 300ETF 变化-5.50%、深市 500ETF 变化-2.77%，创业板 ETF 变化-5.50%，深证 100ETF 变化-6.03%，上证 50 指数变化-2.75%、沪深 300 变化-5.72%、中证 1000 指数变化-2.40%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 9.60、11.69、25.46、35.81、31.48，五年周期中对应的分位为 27.45%、21.57%、67.45%、47.06%、7.06%。

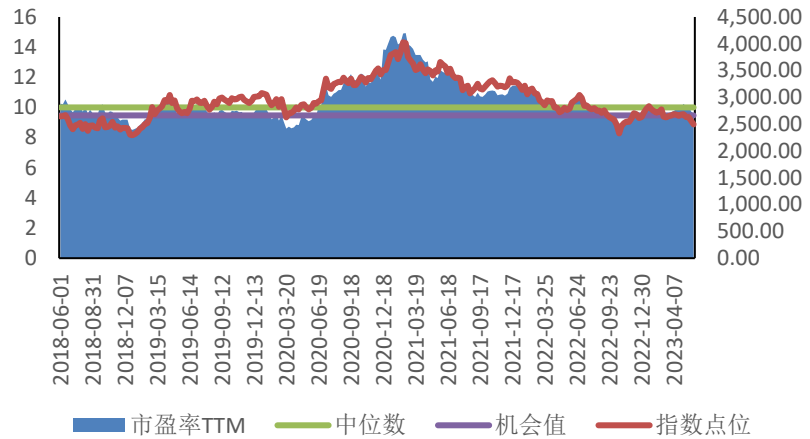
国内方面，5 月制造业 PMI 为 48.8%，前值 49.2%；非制造业 PMI 为 54.5%，前值 56.4%。制造业 PMI 继续回落，已连续 2 个月景气收缩处在荣枯线以下，经济走弱压制 A 股市场交易情绪，因此，5 月份股市普跌。但本轮指数下跌后，市场或将交易冰点反弹的预期，即弱现实背景下，市场预期新一轮刺激政策出台。我们认为 6 月份两市将迎来反弹修复行情。

国外方面，美国债务上限谈判总体取得进展，市场对债务谈判预期走好。利率决策方面，美联储内部对 6 月是否应该暂停加息仍有所分歧，但从近期美联储发言以及欧美股市的表现来看，6 月加息的概率逐渐下降，美元指数反弹空间有限，相较之下，此前人民币汇率连续贬值带来外汇端的压力，在 7.13 关口上，叠加外管局对于汇率的关注，6 月份人民币贬值压力或将得到缓解，汇率层面利好国内股市。

2.商品期权

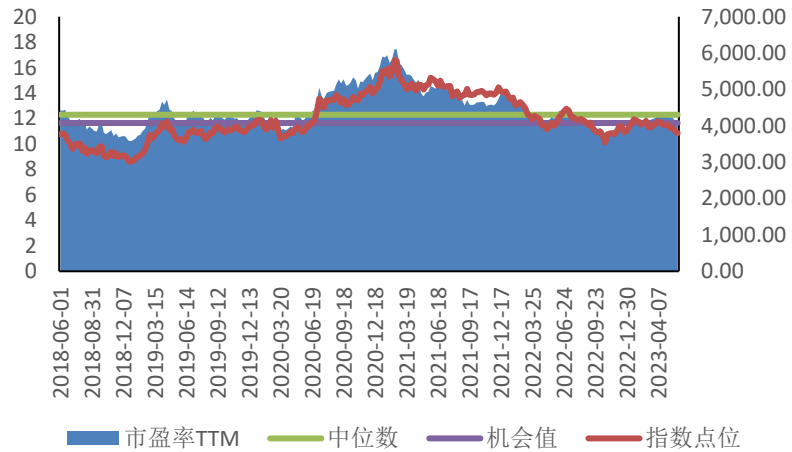
5 月份大宗商品分化，铜、铝、甲醇、黄金、PTA、豆粕期货活跃合约月度涨跌幅分别为-3.69%、0.03%、-9.19%、-0.86%、2.49%、-1.06%。铜铝等有色品种受到压制；受煤价下跌影响，甲醇月度大跌；黄金价格处在阶段高位震荡；豆粕延续震荡偏弱走势。

图 1: 上证 50 指数估值 (市盈率-TTM)



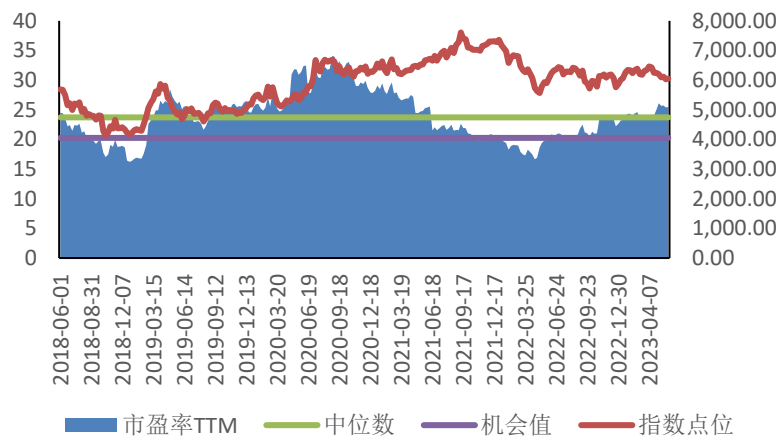
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 2: 沪深 300 指数估值 (市盈率-TTM)



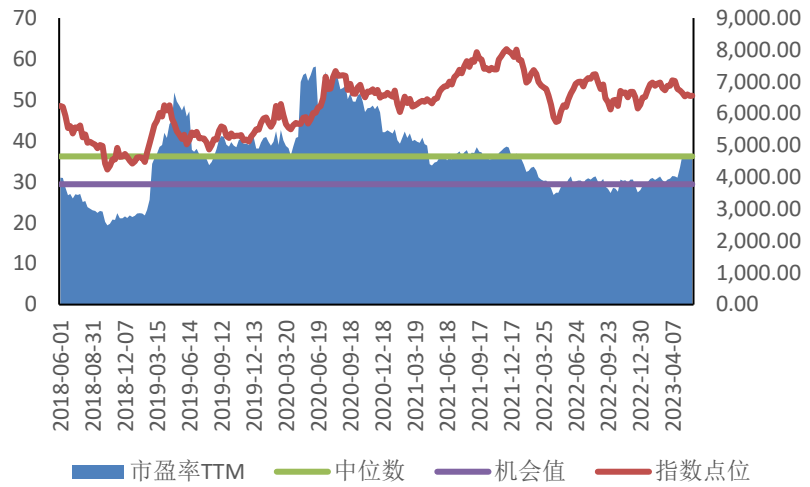
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 3: 中证 500 指数估值 (市盈率-TTM)



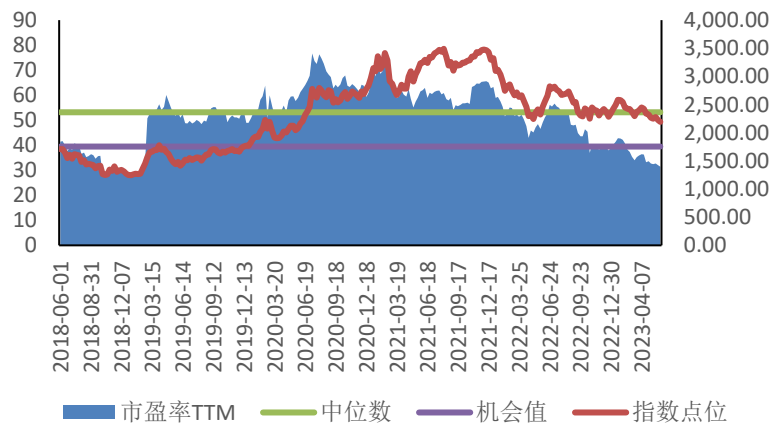
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率-TTM)



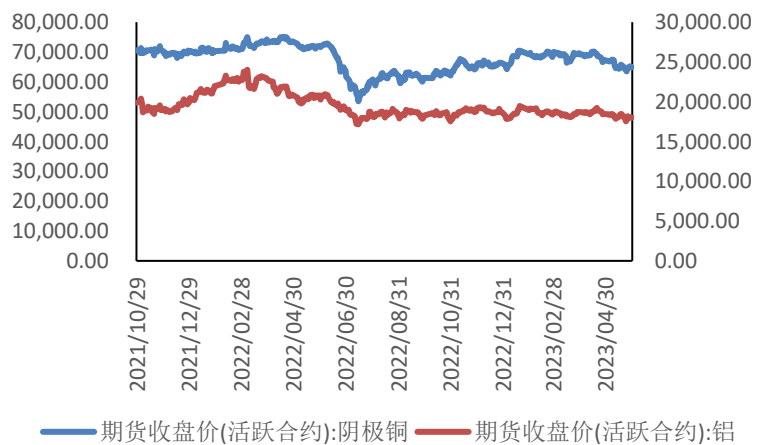
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 5: 创业板指数估值 (市盈率-TTM)



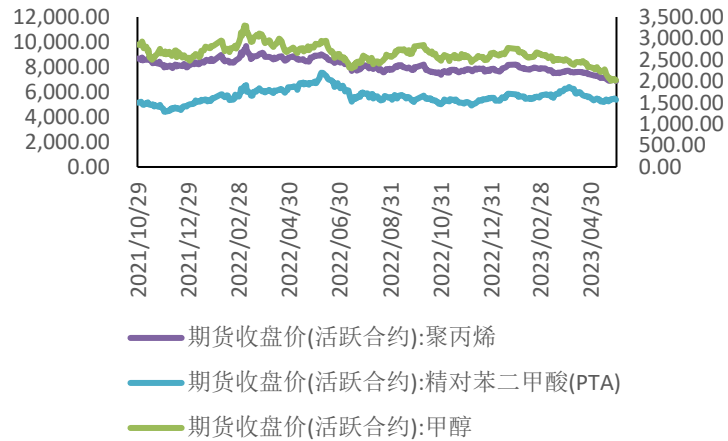
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 6: 沪铜、沪铝期货价格走势



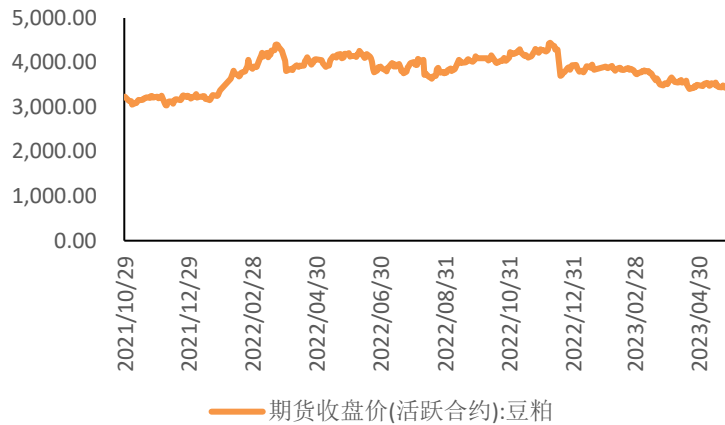
数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 7: 聚丙烯、PTA、甲醇期货价格走势



数据来源: wind, 兴证期货研发中心

图 8: 豆粕期货价格走势



数据来源: wind, 兴证期货研发中心

二、期权 PCR (认沽/认购) 分析

1. 金融期权

5 月份上证 50 与沪深 300 系列期权的成交量环比较平稳, 二者的持仓 PCR 值连续下降至年内低值区域, 通常持仓 PCR 与标的指数呈正比, 即指数连续下跌, 持仓 PCR 值也会呈现下降趋势, 从 50ETF 与 300ETF 期权持仓 PCR 超跌来看, 我们认为后市有望出现极低值反弹情况, 即 50ETF 与 300ETF 下探空间比较有限, 有望开启反弹走势。

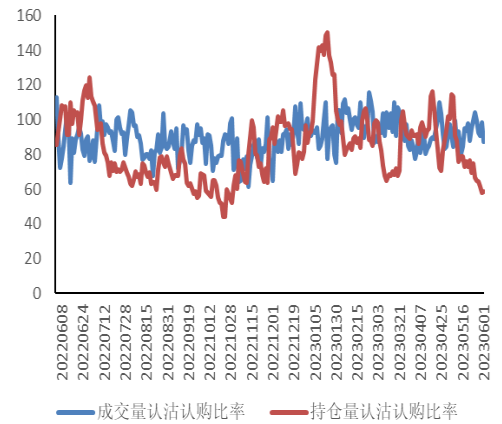
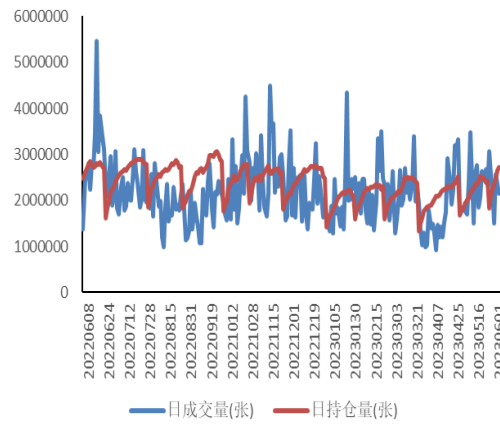
2. 商品期权

商品期权方面, 铜、铝、甲醇期权成交量环比上个月增加, 主要受到此前标的的下跌的影响, 当前甲醇、PTA 持仓 PCR 值处在偏低位置, 从这一指标来看, 反应这两个品种经历此前的单边下跌行情后, 近期下行空间比较有限, 有望实现企

稳反弹。黄金期权成交量环比增加，此前受到 6 月份美联储利率决议预期分歧以及美债上限争执问题的影响，但是当前这两个事件的边际影响弱化，后市黄金期权成交或将下降，交易情绪回归平稳。

图 9：50ETF 期权成交量与持仓量

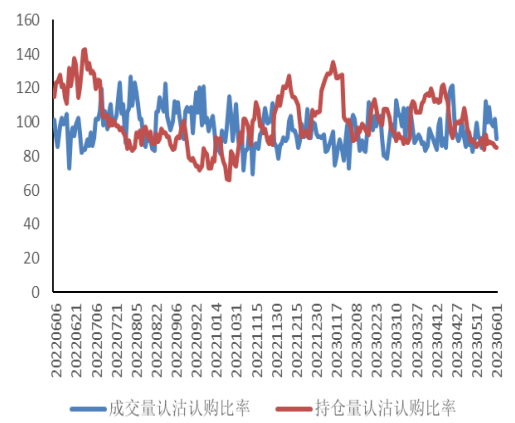
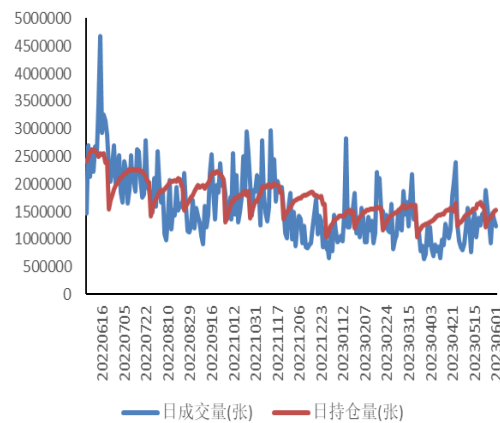
图 10：50ETF 期权 PCR (%)



数据来源：wind，兴证期货研发部

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，兴证期货研发部

图 13: 沪市 500ETF 期权成交与持仓

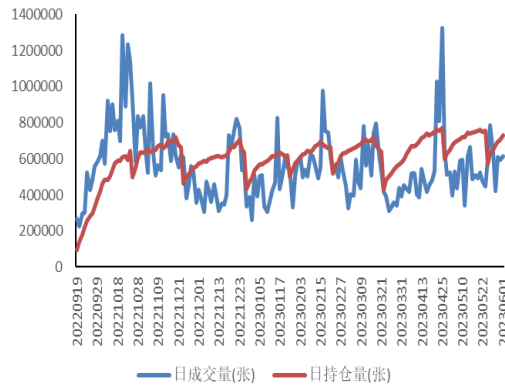
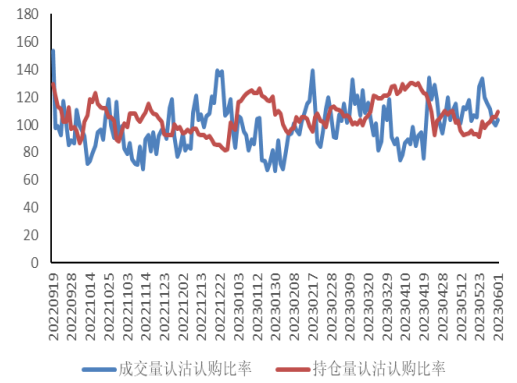


图 14: 沪市 500ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 15: 深市 300ETF 期权成交与持仓

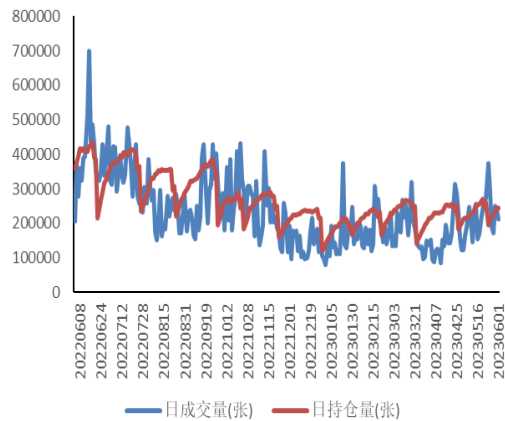
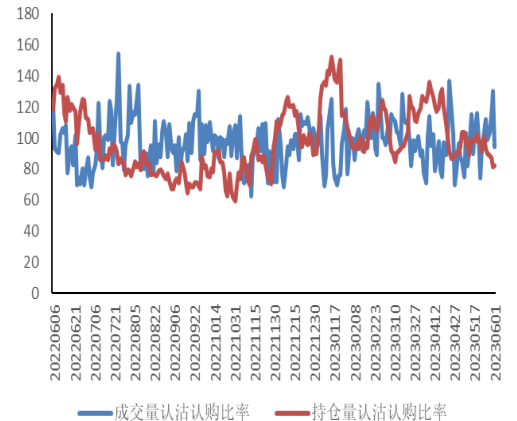


图 16: 深市 300ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 17: 深市 500ETF 期权成交与持仓

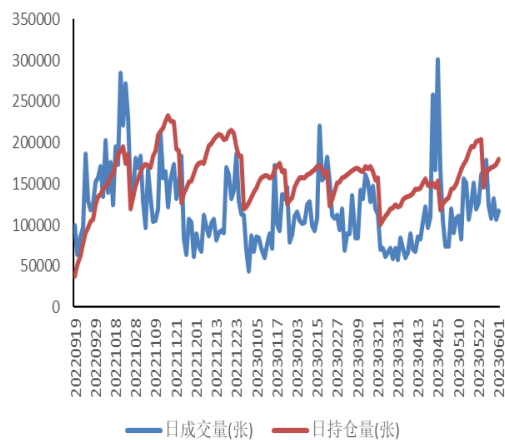
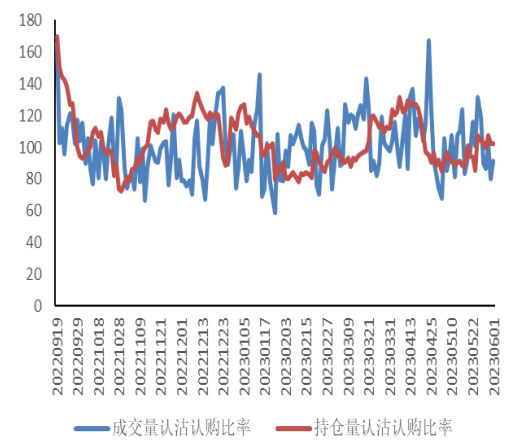


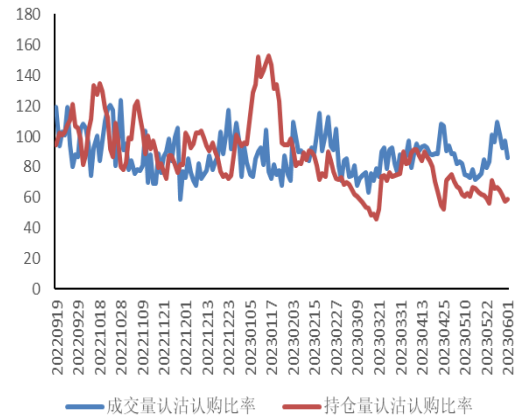
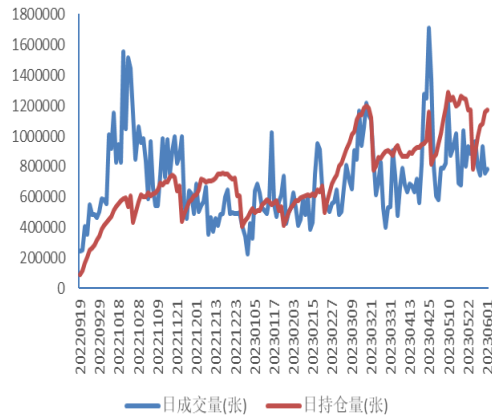
图 18: 深市 500ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 19: 创业板 ETF 期权成交与持仓

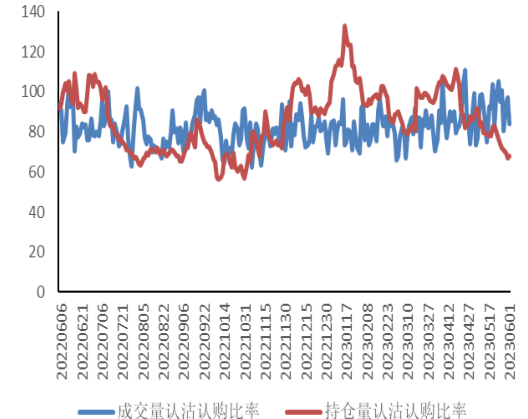
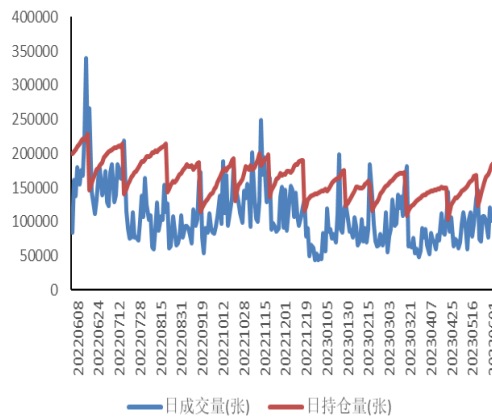
图 20: 创业板 ETF 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 21: 沪市 300 指数期权成交与持仓

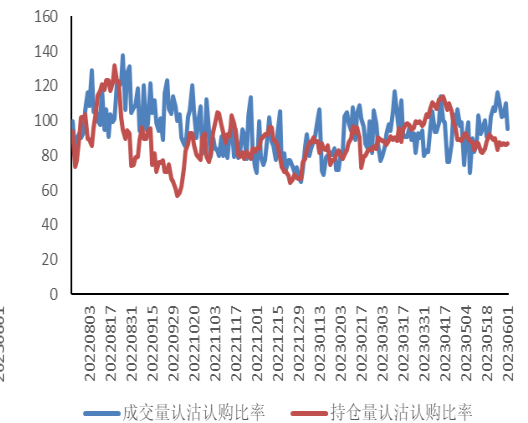
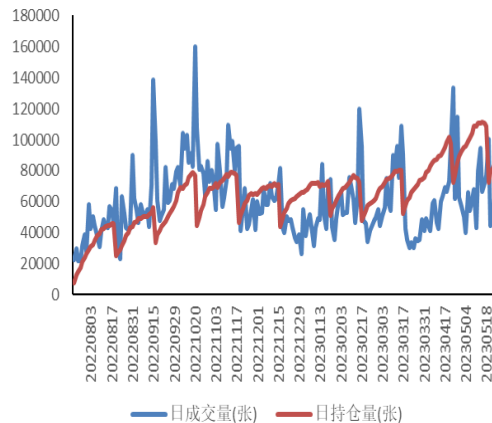
图 22: 沪市 300 指数期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 23: 中证 1000 指数期权成交与持仓

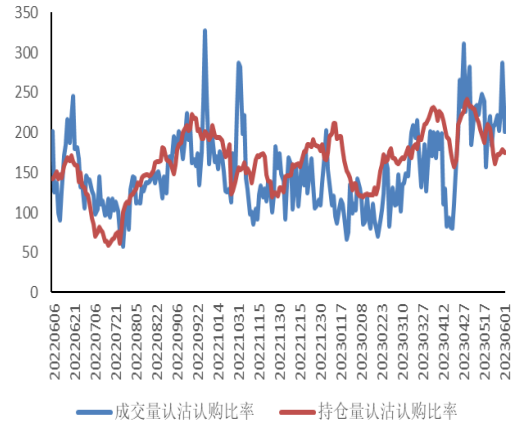
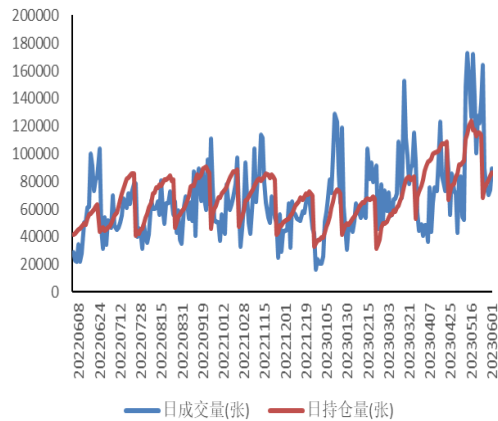
图 24: 中证 1000 指数期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 25: 沪铜期权成交与持仓

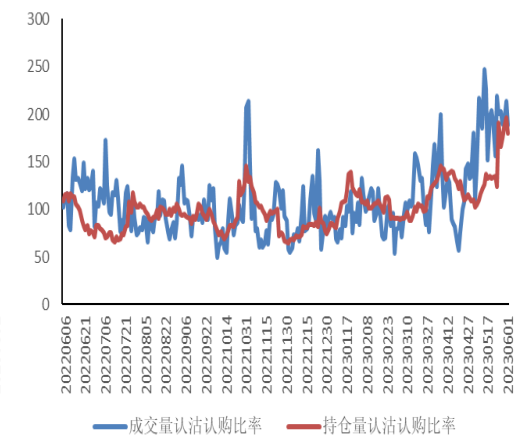
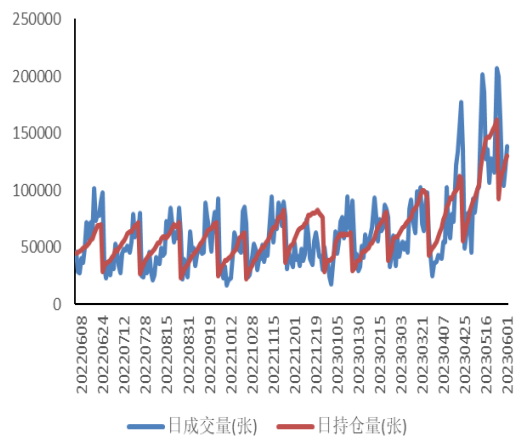
图 26: 沪铜期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 27: 沪铝期权成交与持仓

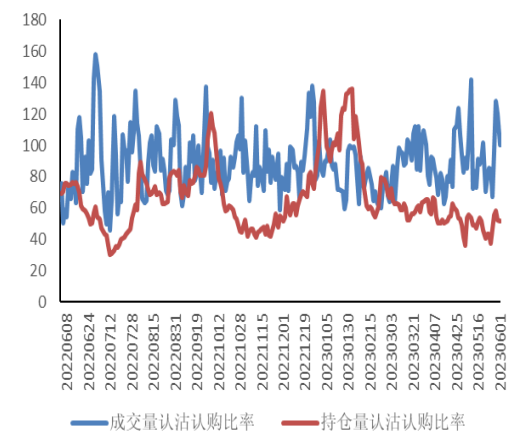
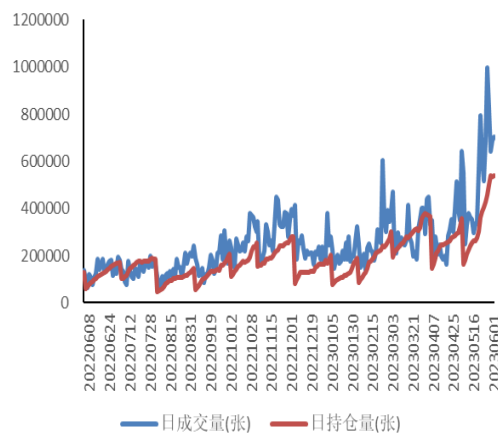
图 28: 沪铝期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 29: 甲醇期权成交与持仓

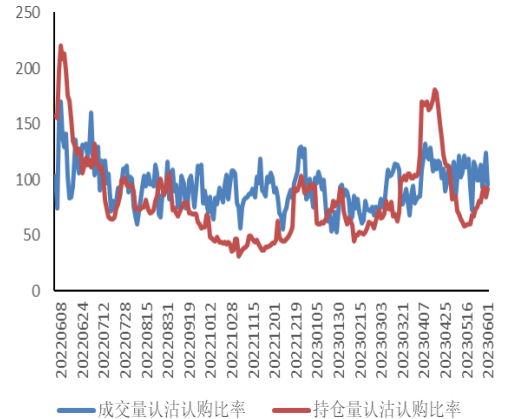
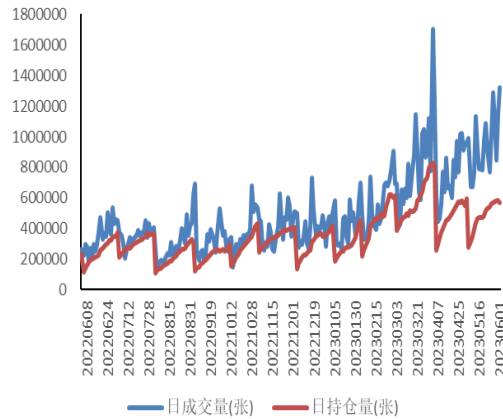
图 30: 甲醇期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 31: PTA 期权成交与持仓

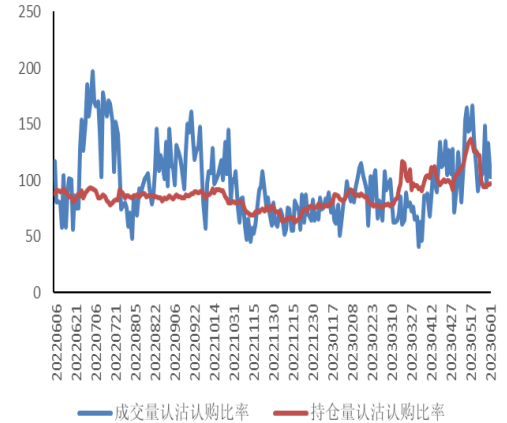
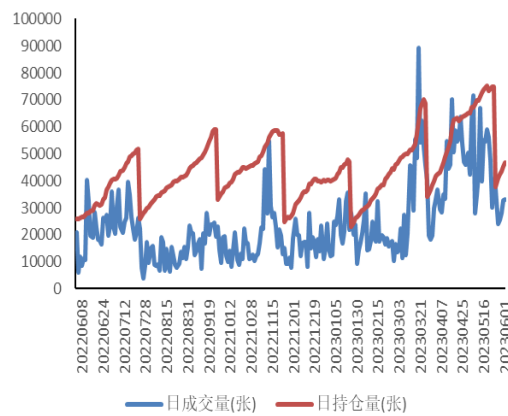
图 32: PTA 期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 33: 黄金期权成交与持仓

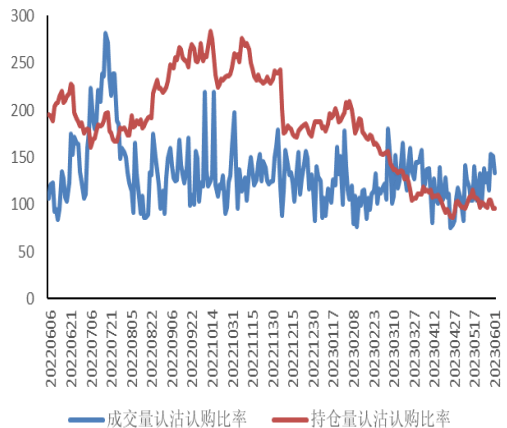
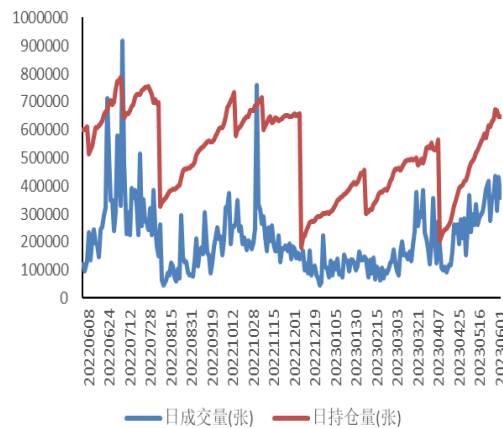
图 34: 黄金期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 35: 豆粕期权成交与持仓

图 36: 豆粕期权 PCR (%)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

三、期权波动率分析

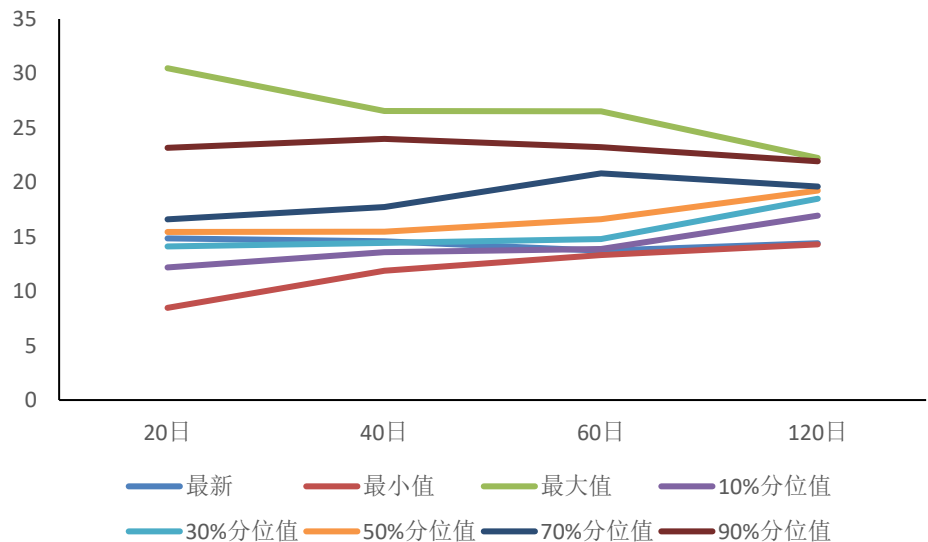
1.金融期权

波动率方面，受 5 月份指数单边下跌影响，金融期权标的历史波动率与隐含波动率反弹回升，但上升幅度小于去年的单边下跌行情。且当前 120 日长周期历史波动率数值仍然处在偏低位置，在这种情况下，短周期波动率上升容易受到长周期低波的牵引，因此，隐波短线反弹之后回落概率较大，缺乏持续升波空间。当前期权标的指数止跌企稳，隐含波动率回落，隐波期限结构回归近月低于远月的偏斜特征，结合我们对标的指数企稳反弹的预期，后市大概率呈现指数低波震荡反弹的行情。

2 商品期权

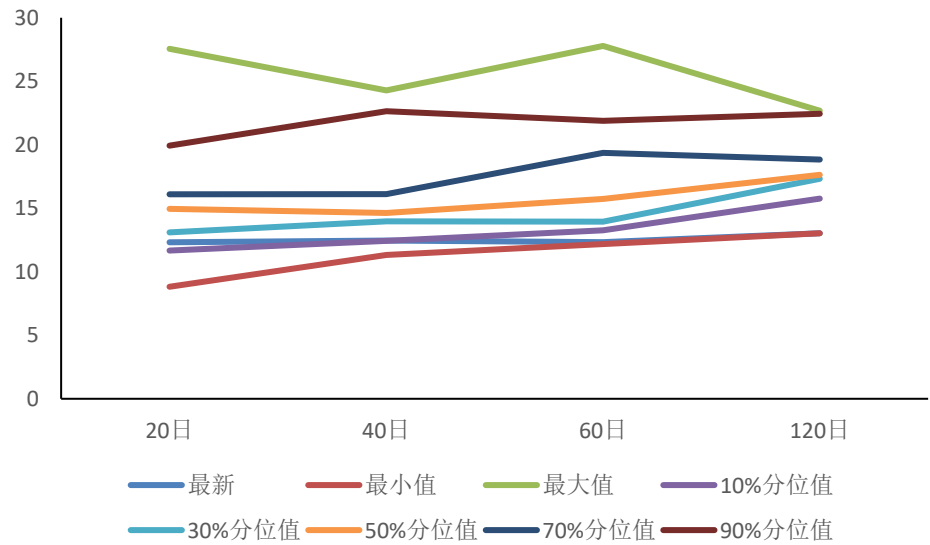
商品期权方面，此前甲醇、PTA 一度受到单边下跌走势的影响，隐含波动率上升，空头情绪主导隐波节奏。当前二者隐波回落，连续下跌后，标的趋于止跌的概率较大，升波空间缩小。黄金期权隐含波动率维持在该品种的偏高区域，在美联储货币政策决议以及债务上限争论事件的影响下，黄金等贵金属的升波预期居高不下。但后市随着时间推移，事件对于贵金属的影响趋于弱化，黄金期权隐波可能滞后下降。

图 37： 上证 50ETF 历史波动率锥



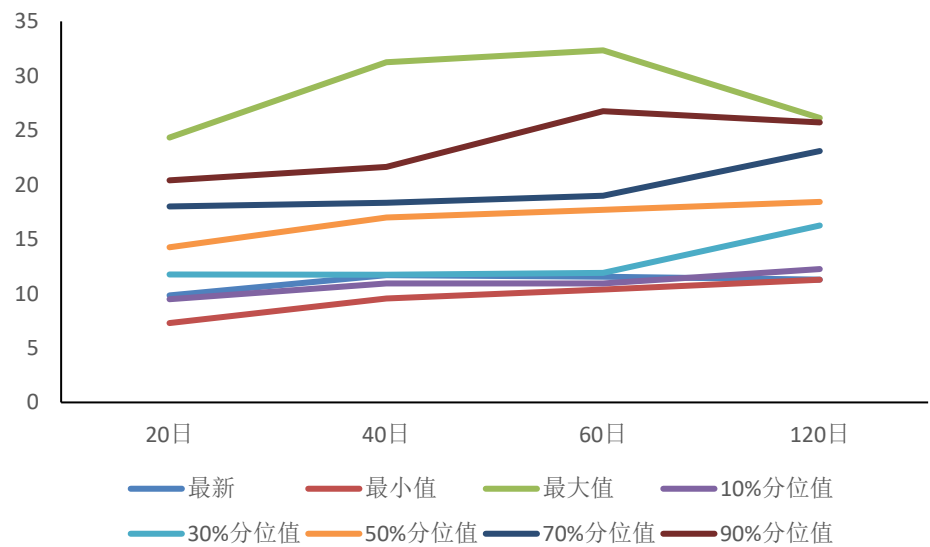
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 38: 沪市 300ETF 历史波动率锥



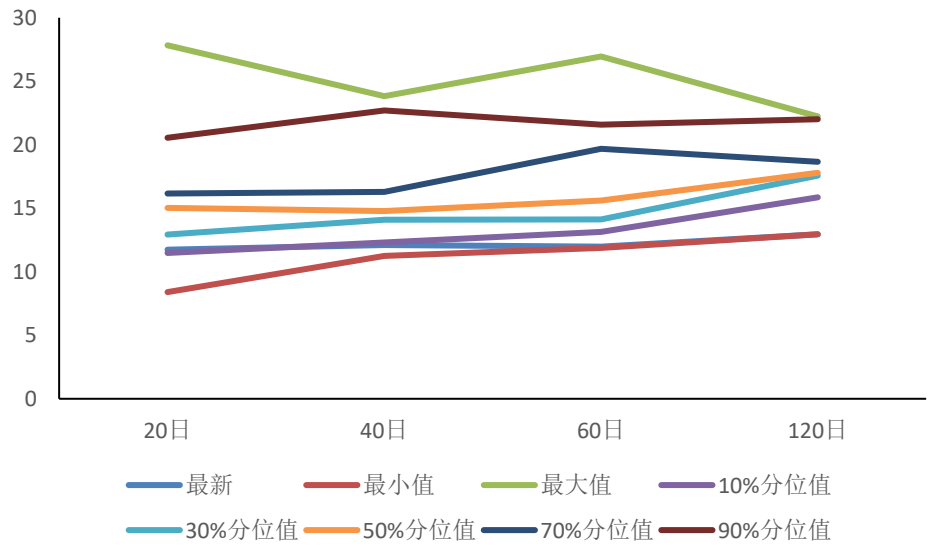
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 39: 沪市 500ETF 历史波动率锥



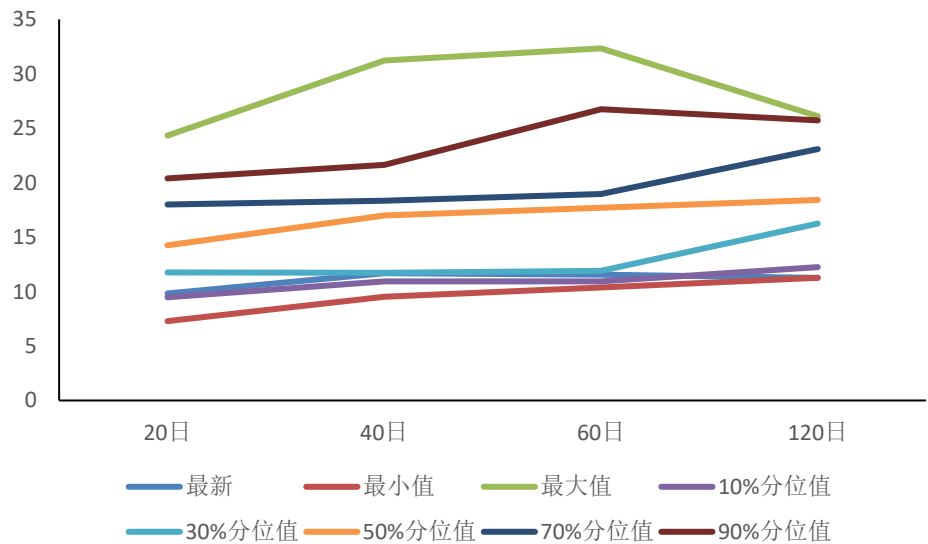
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 40: 深市 300ETF 历史波动率锥



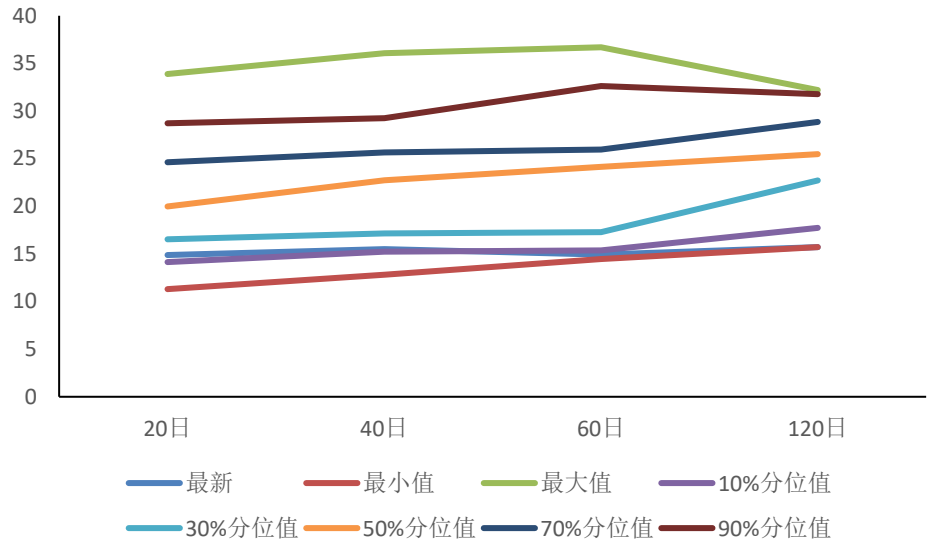
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 41: 深市 500ETF 历史波动率锥



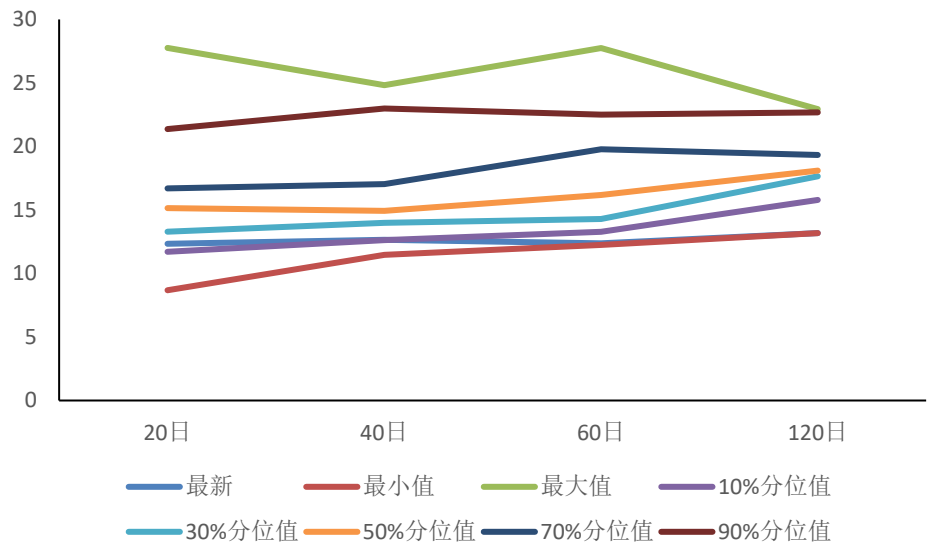
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 42: 创业板 ETF 历史波动率锥



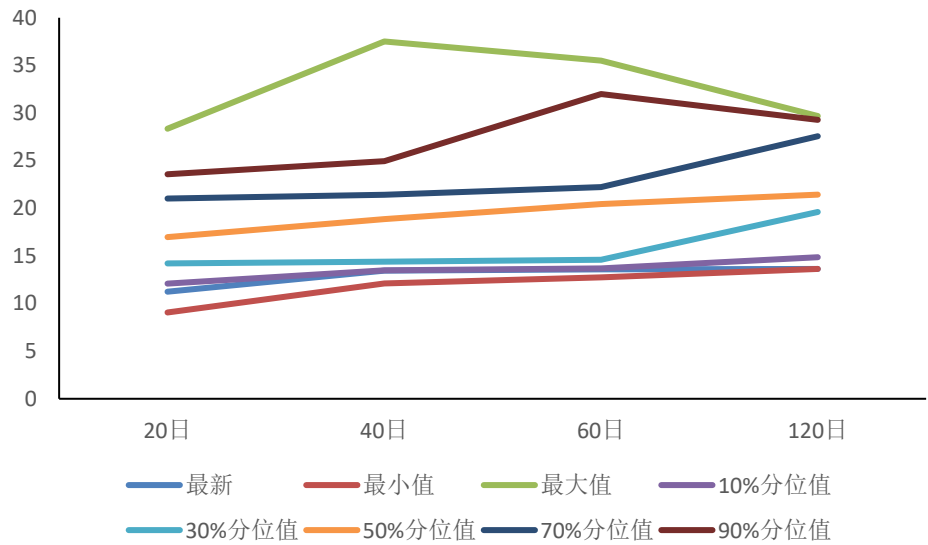
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 43: 沪深 300 历史波动率锥



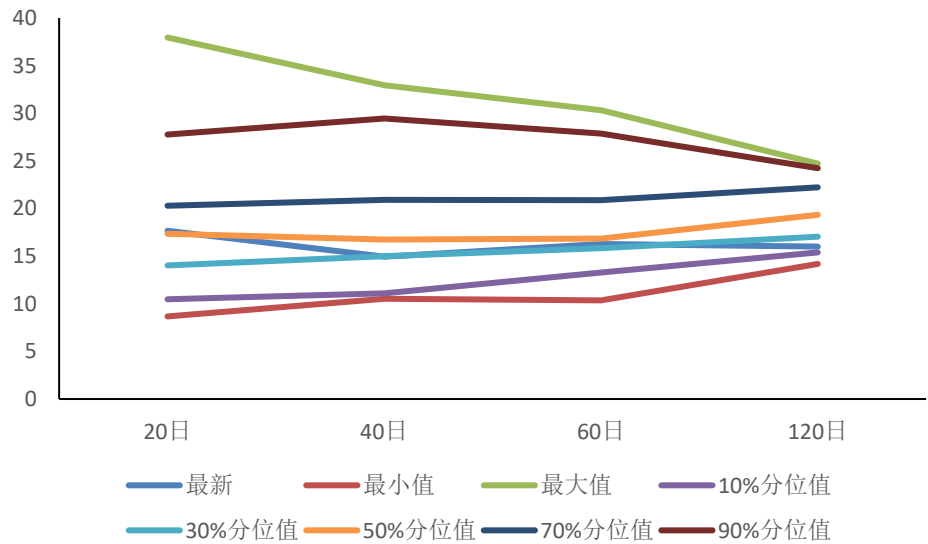
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 44: 中证 1000 历史波动率锥



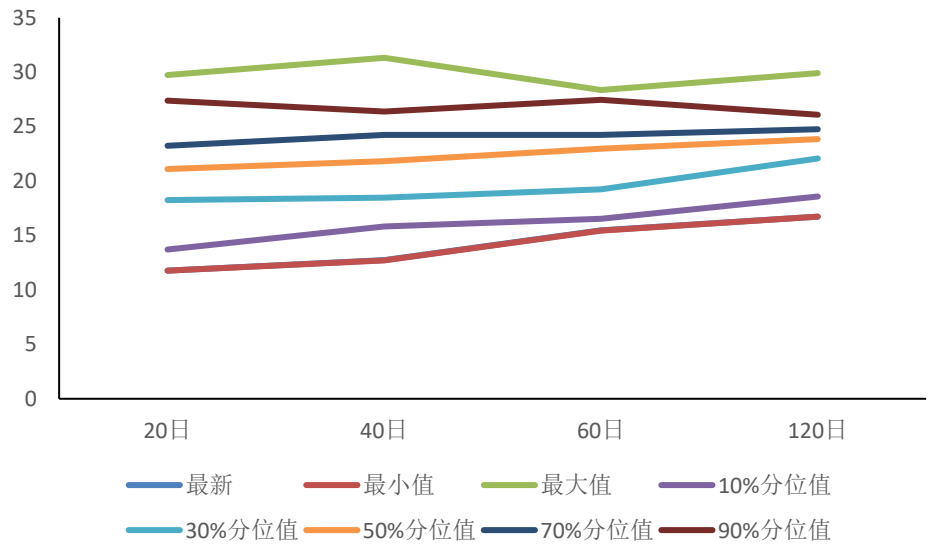
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 45: 沪铜历史波动率锥



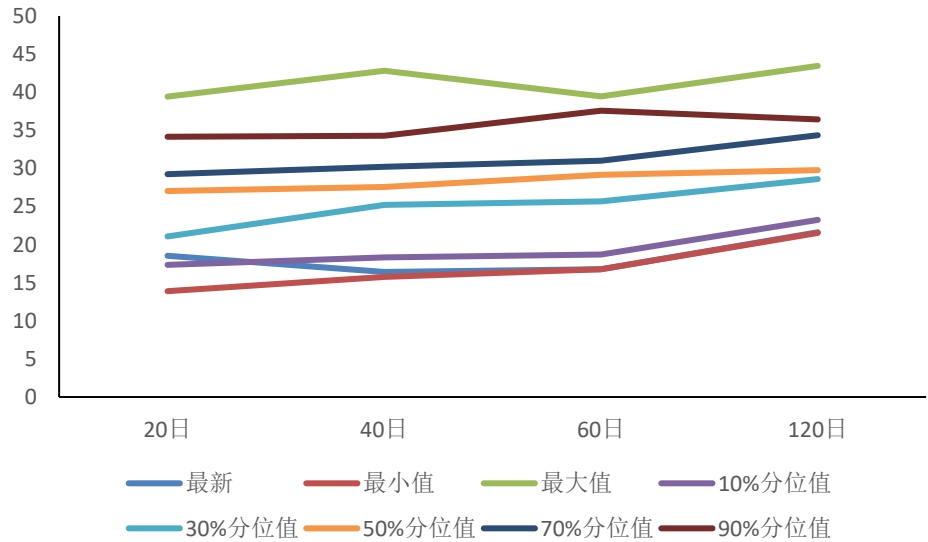
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 46：沪铝历史波动率锥



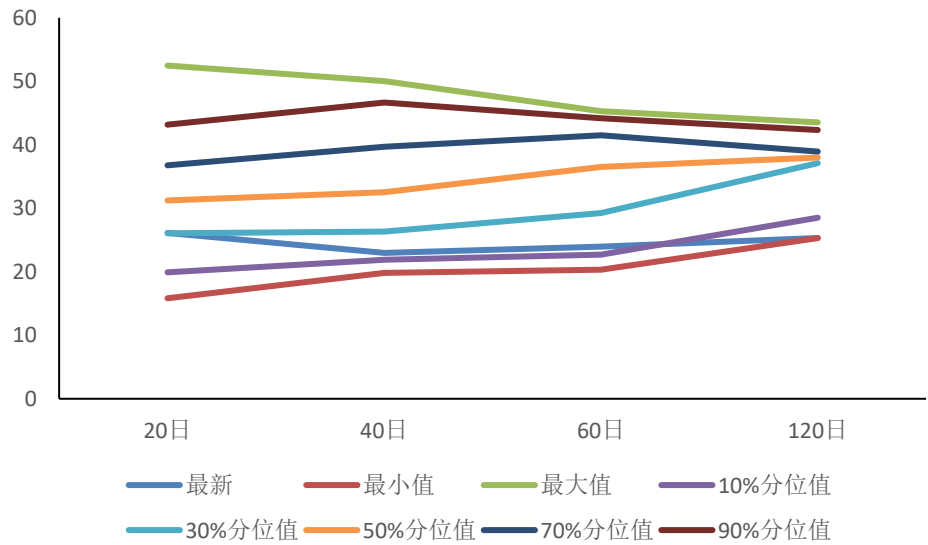
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 47：甲醇历史波动率锥



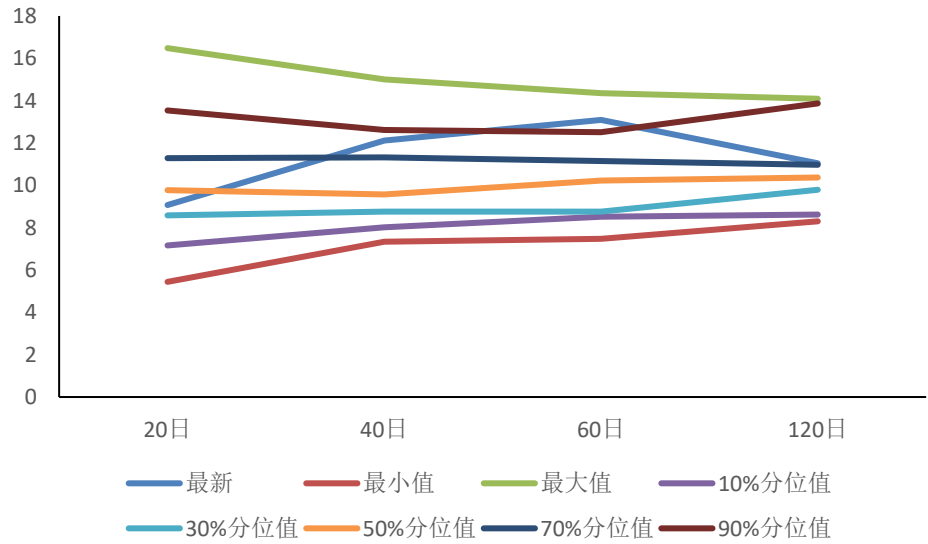
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 48: PTA 历史波动率锥



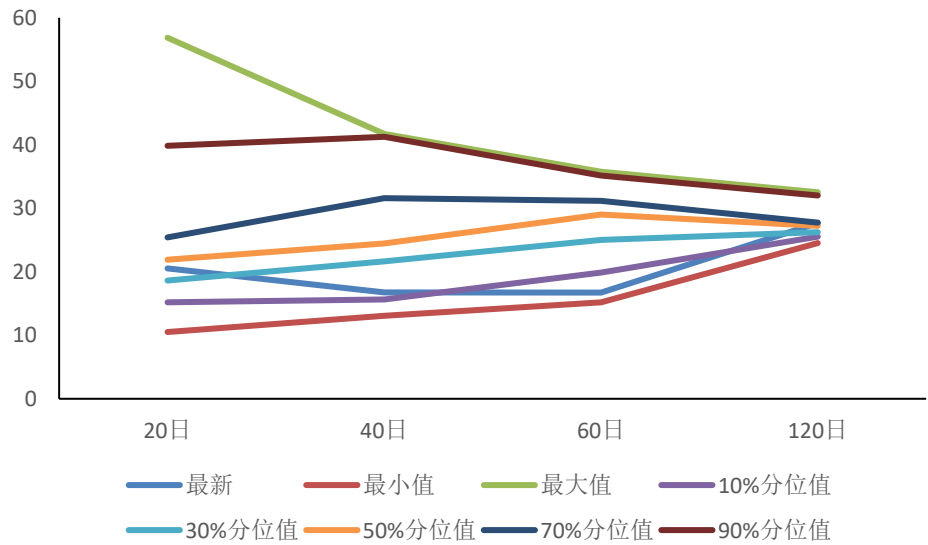
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 49: 黄金历史波动率锥



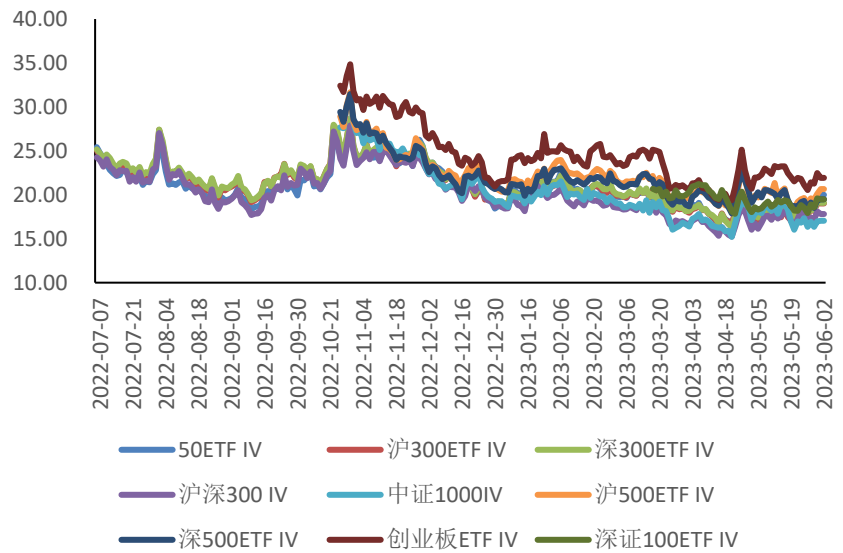
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 50：豆粕历史波动率锥



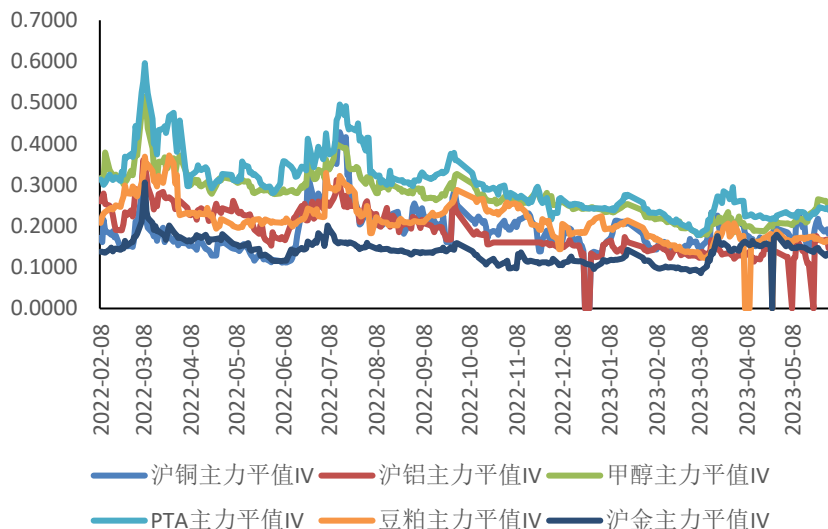
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 51：金融期权隐波（IV）对比



数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 52: 商品期权平值隐波 (IV) 对比



数据来源: wind, 兴证期货研发部

四、总结与展望

国内方面, 5 月制造业 PMI 继续回落, 已连续 2 个月景气收缩处在荣枯线以下, 经济走弱压制 A 股市场交易情绪, 本轮指数下跌后, 市场或将交易冰点反弹的预期, 即弱现实背景下, 市场预期新一轮刺激政策出台。我们认为 6 月份两市将迎来反弹修复行情。

国外方面, 美国债务上限谈判总体取得进展, 市场对债务谈判预期走好。利率决策方面, 美联储内部对 6 月是否应该暂停加息仍有所分歧, 但从近期美联储发言以及欧美股市的表现来看, 6 月加息的概率逐渐下降, 美元指数反弹空间有限, 相较之下, 此前人民币汇率连续贬值带来外汇端的压力, 在 7.13 关口上, 叠加外管局对于汇率的关注, 6 月份人民币贬值压力或将得到缓解, 汇率层面利好国内股市。

金融期权方面, 5 月份上证 50 与沪深 300 系列期权的成交量环比较平稳, 二者的持仓 PCR 值连续下降至年内低值区域, 通常持仓 PCR 与标的指数呈正比, 即指数连续下跌, 持仓 PCR 值也会呈现下降趋势, 从 50ETF 与 300ETF 期权持仓 PCR 超跌来看, 我们认为后市有望出现极低值反弹情况, 即 50ETF 与 300ETF 下探空间比较有限, 有望开启反弹走势。金融期权标的历史波动率与隐含波动率反弹回升, 但上升幅度小于去年的单边下跌行情。且当前 120 日长周期历史波动率数值

仍然处在偏低位置，在这种情况下，短周期波动率上升容易受到长周期低波的牵引，因此，隐波短线反弹之后回落概率较大，缺乏持续升波空间。当前期权标的指数止跌企稳，隐含波动率回落，隐波期限结构回归近月低于远月的偏斜特征，结合我们对标的指数企稳反弹的预期，后市大概率呈现指数低波震荡反弹的行情。

商品期权方面，铜、铝、甲醇期权成交量环比上个月增加，主要受到此前标的下跌的影响，当前甲醇、PTA 持仓 PCR 值处在偏低位置，从这一指标来看，反应这两个品种经历此前的单边下跌行情后，近期下行空间比较有限，有望实现企稳反弹。黄金期权成交量环比增加，此前受到 6 月份美联储利率决议预期分歧以及美债上限争执问题的影响，但是当前这两个事件的边际影响弱化，后市黄金期权成交或将下降，交易情绪回归平稳。甲醇、PTA 期权隐波回落，此前连续下跌后，标的趋于止跌的概率较大，升波空间缩小。黄金期权隐含波动率维持在该品种的偏高区域，在美联储货币政策决议以及债务上限争论事件的影响下，黄金等贵金属的升波预期居高不下。但后市随着时间推移，事件对于贵金属的影响趋于弱化，黄金期权隐波可能滞后下降。

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。