

## 期权观察

## 两市缩量下跌

■牛秋乐 冯世佃

9月14日,两市缩量下跌,量能再创阶段性新低。与此同时,四大指数全面下行。其中,上证50指数跌0.86%、沪深300指数跌1.11%、中证500指数跌0.80%、中证1000指数跌1.08%。IH、IF、IC、IM也全线回落。期权方面,标的资产50ETF跌0.71%、华泰柏瑞300ETF跌1.10%、嘉实沪深300ETF跌1.17%。各品种期权购沽隐波低位振荡,整体处于历史均值下方,且合成标的升水,期权市场情绪中性偏谨慎。

盘后数据显示,50ETF期权市场活跃度下降,持仓量继续增加。当日,期权总持仓2830918张,较前一交易日增加166749张。其中,认购合约持仓1595362张,较前一交易日增加143559张;认沽合约持仓1235556张,较前一交易日增加23190张。持仓量PCR值为0.7745,较前一交易日下降0.0606。另外,当日,全市场合计成交1680462张,较前一交易日减少50837张。其中,认购合约成交853733张,较上一交易日减少102914张;认沽合约成交826729张,较前一交易日增加52077张。日成交量PCR值为0.9684,较前一交易日上升0.1586。

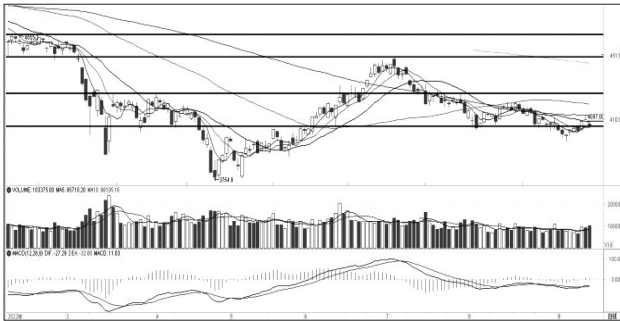
沪深300三个期权品种及中证1000股指期货期权成交量则小幅攀升,持仓量也继续增加。其中,沪300ETF期权成交1435672张、持仓2096813张、成交额为8.173亿元;深300ETF期权成交217363张、持仓364642张、成交额为1.146亿元;沪深300股指期货期权成交102270张、持仓186645张、成交额为4.982亿元;中证1000股指期货期权成交68991张、持仓54273张、成交额为4.610亿元。

当前各品种期权隐波低位振荡,处于历史均值下方。50ETF期权主力平值购沽隐波为14.65%,沪300ETF期权主力平值购沽隐波为14.22%,深300ETF期权主力平值购沽隐波为14.76%,沪深300指数期权近月平值购沽隐波为16.4%,中证1000指数期权近月平值购沽隐波为19.76%。从各期权主力合约波动率微笑曲线看,认购及认沽隐波在13%—25%,处于年内低位。

操作上,受海外市场影响,市场情绪偏谨慎,期权隐波小幅反弹,但仍接位于内低位,当前买方性价比提升,可小仓位做多Gamma,或利用期权抄底搏反弹。而中长期内,标的宽幅振荡,建议构建备兑策略,以增厚利润为主。同时,IH接近年内新低,未持仓的投资者可以利用卖出看跌期权进行资金配置。此外,本周五沪深300股指期货期权和中证1000股指期货期权即将到期,投资者需注意到期风险。(作者单位:方正中期期货)

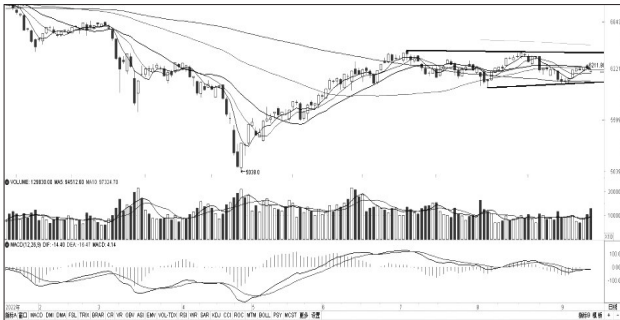
## 技术解盘

## IF 红柱扩大



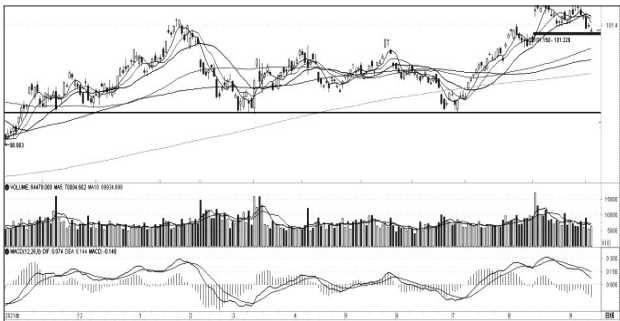
IF加权在8月3日与9月5日形成双底后反弹,目前运行重心仍处于上行阶段。均线方面,尽管MA5与MA10形成金叉,且重新拐头向上,但上方受制于MA120的压力。指标方面,MACD红柱持续扩大,DIF与DEA却在零轴之下,表明IF加权短期依然在修复指标。预计后市延续反弹的概率较大。

## IC 方向不明



IC加权在9月2日企稳后,转为区间振荡走势。均线方面,MA5、MA10、MA20相互缠绕,短期方向性不够明显。指标方面,MACD转为红柱,DIF与DEA继续向零轴靠近,但速度出现放缓迹象,表明IC加权反弹力度薄弱。后市重点关注上方压力线与下方支撑线的强度,在突破区间之前,仍以中周期振荡、小周期反节奏来对待。

## 十债 测试缺口



十债加权测试年内高点未果,短线迎来回调。均线方面,MA5先后与MA10、MA20形成死叉,表明短期调整尚未结束。指标方面,MACD绿柱持续扩大,DIF与DEA均拐头向下,表明十债加权上行动力衰竭。整体上看,十债加权上方压力明显,正在测试8月12日缺口处的支撑情况。(招商期货 于虎山)

美国通胀回落受挫  
国内市场影响几何

北京时间14日凌晨,美国劳工部公布数据,美国8月CPI同比增长8.3%,预估为8.1%,前值为8.5%。剔除波动较大的食品和能源价格后,核心CPI环比上涨0.6%,同比上涨6.3%。数据公布后,美股深度下挫,进而引发全球股市、汇市大幅波动。14日早盘,国内期指、期债均低开,但之后迅速反弹。美国通胀压力不降反升,对我国金融市场有多大影响?国内股指、债市的交易逻辑又是什么?

## 债市 中美利差倒挂

■张晨

纵观9月上半月,期债先涨后跌,10年期主力合约2212在101.2—101.9之间运行。9月7日,海关总署公布8月进出口数据,受全球需求放缓和高基数影响,8月进出口同比增速有所放缓。数据公布后,期债迅速拉升,午后出现回落。9月9日,国家统计局公布8月通胀数据,较前值有所回落,略低于预期,但受地产放松影响,当日期债累计下跌0.25%。当天盘后,央行公布8月社融数据和金融数据,基本符合预期,次日期债小幅反弹。北京时间9月14日凌晨,美国公布8月通胀数据,涨幅高于预期,10年期美国国债到期收益率上行5BP,至3.42%。次日,国内期债2212合约低开 after 反弹,最终收于101.28元。

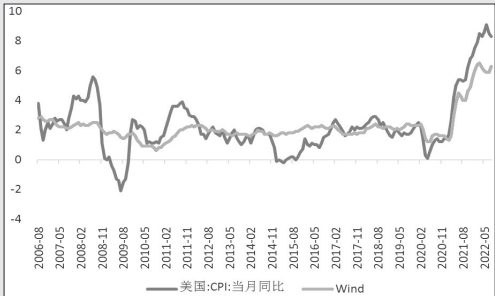


图1 美国CPI月度走势

## 美国CPI涨幅高于预期

美国当地9月13日晚间公布的数据显示,美国8月季调CPI同比上升8.3%,预期上升8.1%,前值上升8.5%;季调后CPI环比上升0.1%,预期下降0.1%,与前值持平;末季调核心CPI同比上升6.3%,预期上升6.1%,前值上升5.9%;核心CPI环比上升0.6%,预期上升0.3%,前值上升0.3%。

美国8月通胀数据全面高于预期,巩固了美联储加息的可能性,当日美股全线下跌,美债收益率上行5BP,至3.42%,高于我国10年期国债到期收益率近77BP。世界主要经济体面临高通胀挑战,中美利差倒挂,美元兑人民币中间价

持续回升,美联储加息预期增强,上述利空令债市承压。

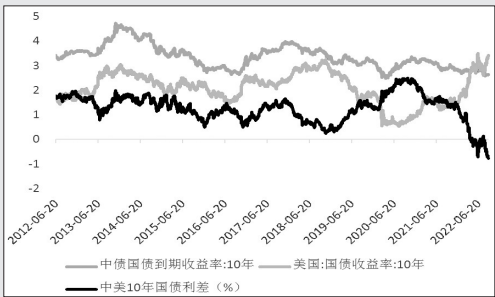


图2 中美国债收益率对比

## 国内通胀处于合理区间

受去年同期低基数的影响,8月猪肉价格涨幅较前值扩大2.2个百分点,至22.4%,并带动鸡肉和鸭肉价格上涨。不过,鲜果和鲜菜价格涨幅均较前值有所回落,以至于食品价格同比增速回落0.2个百分点,至6.1%。同时,国际油价下行,国内汽油、柴油、液化石油气等价格涨幅随之收窄。最终,8月CPI同比增长2.5%,涨幅较7月回落0.2个百分点。

此外,由于有色金属等大宗商品价格波动传导和国内部分行业市场需求偏弱,工业品价格整体下行,8月PPI同比增长2.3个百分点,涨幅较7月回落1.9个百分点,为18个月以来的最低水平。

当前国内通胀整体处于合理区间,但也要关注未来消费复苏、新一轮猪周期开启的驱动下,结构性通胀对期债的压制情况。

## 社会融资需求不足

二季度以来,通过降准、央行利润上缴、财政资金投放等方式向市场投放了大量基础货币。8月MLF和OMO中标利率下调10个基点,进一步降低了融资成本。7月M2同比增速上涨至12%,为2016年4月以来的最高水平,超出市场预

期。8月M2同比增速再创新高,涨至12.2%。然而,融资需求依然不足,继7月社会融资规模存量同比增速下降至10.7%后,8月继续下滑至10.5%。可以说,当前市场流动性充裕,融资成本下滑,但融资需求不足、供大于求的环境下,利率受到压制,进而托底债市。

## 进出口增速回落

8月,我国进出口总值为3.71万亿元,增长8.6%。其中,出口2.12万亿元,增长11.8%;进口1.59万亿元,增长4.6%;贸易顺差5359.1亿元,扩大40.4%。

出口方面,在海外需求放缓及去年高基数的影响下,以机电产品为首的多数商品出口增速同比回落,但成品油、手机、汽车等出口价格的上涨对出口增速形成一定支撑。进口方面,国内需求疲软叠加去年高基数,铁矿砂等商品进口增速同比回落,而汽车消费保持强劲势头,对进口增速起到一定支撑作用。

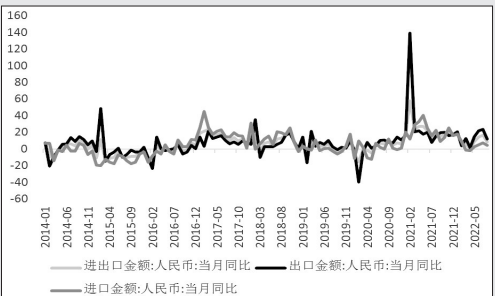


图3 国内月度进出口金额变动

在外需不足、内需疲软以及高基数的影响下,下半年进出口增速仍面临较大压力,其将继续对债市形成支撑。

综上所述,美国8月CPI超预期上涨,美联储加息预期升温,促使美债利率上行,进而造成中美利差倒挂、美元兑人民币升值,短期利空债市。但是,国内融资需求不佳、进出口增速回落限制了债市回调力度。

(作者单位:银河期货)

## 股市 具有较强韧性

■张仕康

进入9月,A股延续8月以来的窄幅振荡模式,政策助力经济修复逐步被市场认同,市场开始交易经济复苏逻辑。

近期市场窄幅振荡且交投活跃度下降的主要原因在于投资者对欧美央行紧缩政策的担忧。美联储主席鲍威尔在全球央行年会上发表“强鹰派”言论,随后美联储多位官员释放“鹰派”信号。当地时间13日晚间,美国劳工部公布数据,美国8月CPI环比增长0.1%,同比增长8.3%。剔除波动较大的食品和能源价格后,核心CPI环比增长0.6%,同比增长6.3%。这与鲍威尔所谈的“通胀不歇,加息不止”的言论呼应,9月加息75BP的概率直线上升,甚至不排除加息100BP的可能。此外,欧央行上周五再度上调通胀预期,并将三大关键利率上调75BP。

欧美央行驶入快速加息通道,前期全球央行联合放水的副作用显现,市场对持续加息的预期升温,美国部分经济数据已经开始超预期走弱,经济基本面趋弱和加息周期开启将分别作用于股票定价模型的分子端和分母端,进而令全球权益类资产承压。

投资者对于加息的谨慎态度在近期市场上有所反映:一方面,临近美联储9月FOMC会议,两市成交量快速收缩,指数窄幅波动,期权VIX指数下行的同时,深度虚值看跌期权隐波相对前期走强,空头套保需求提升;另一方面,在美国通胀数据公布前,四大期指基差贴水率尾盘快速拉大,沪深300和上证50月度合约转为贴水,多头等待风险释放。

国内方面,多项稳增长政策出台,A股具有高度韧性。8月15日央行超预期降息后,社融有所修复,其中8月社融新增2.4万亿元,好于预期。其中,企业贷款多增、居民中长期贷降幅收窄,融资需求回暖。本次社融回升领先于经济修复。此

外,郑州开展“保交楼”专项行动,各地陆续出台地产“友好”政策,地产企稳回升有助于经济修复。各项“扩基建,促消费”的政策也值得期待,后续有望看到9月PMI数据和分项数据的好转。

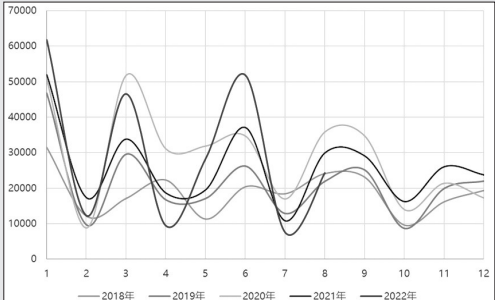


图4 社会融资规模月度变化

流动性上,因猪价涨幅回落、国际油价下滑、疫情导致服务价格承压,8月CPI同比超预期回落至2.5%,PPI同比回落至2.3%,内外需求清淡,短期通胀难以成为货币政策的掣肘。近一个月,SHIBOR利率中枢下移,短端国债收益率回落,自7月以来利率持续超低位运行,9月整体大环境宽松状态未变,流动性高度宽裕,政策对支持经济表态坚决,中共二十大窗口期内,流动性有望维持现状。

估值上,上证50、沪深300指数动态市盈率历史10年分位点分别下降至43.27%和38.79%,而去年2月二者一度高达99%。指数调整近一年半及以上上市公司盈利提升消化了大部分估值,股债性价比站上95%分位点。在当前A股低估值、高流动性的背景下,若经济基本面持续复苏,即便海外出现负面情况,北向资金大幅净流出与市场情绪转弱,则指数也有望保持高度韧性。

指数表现和风格上,政策助力经济修复逐步被市场认同,市场开始交易经济复苏逻辑。自8月15日央行超预期降息以来,上证50与沪深300、上证50与中证1000的比价分别上行1.88%

和6.33%。2022年1月以来的降息周期内,指数与2012年、2014—2015年、2019—2020年降息周期内的表现类似,都未改变运行方向,但风格上会出现切换。市场预期经济将快速修复时,价值风格能够跑赢成长风格,大盘强于小盘,地产、建筑装饰、家电汽车、交通运输、银行等行业内的大型上市企业盈利端受益更丰。本轮政策对地产的放宽加强了地产助力经济复苏的逻辑,价值相对于成长板块有明显的超额收益,说明市场对经济的研判趋于一致。

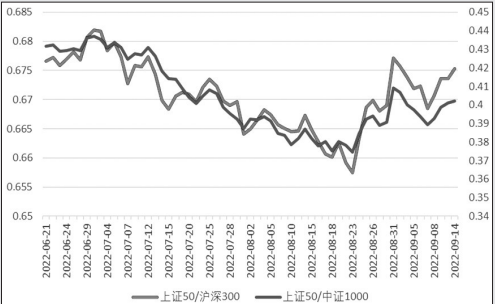


图5 上证50与沪深300比价(左轴)以及上证50与中证1000比价(右轴)

股指期货方面,IF当月合约、下月合约和IH四类合约均出现持续性升水结构,展现出市场对价值蓝筹板块的认同。从各品种年化基差看,IC、IM远季合约年化升贴水率分别收敛至-5.6%和-9.3%。从历史定价区间看,IC与IM的贴水结构类似,IC年化升贴水率将在-10%至-8%,IM年化升贴水率将在-12%至-10%,当前的升贴水结构和幅度可以解释投资者对1—6个月内A股相对偏强运行的预期。

整体而言,股指窄幅振荡,市场在相对低位形成新的平衡,期指策略上建议轻指数、重结构,以外IF/IH和空IC/IM的跨品种组合为主,待海外风险消退后可布局低估值、高贴水的IM多头展期策略。(作者单位:中信建投期货)