

金融衍生品周报
2022 年 11 月 05 日
研究员：孙锋

期货从业证号：

F0211891

投资咨询从业证号：

Z000567

☎：021-65789277

✉：sunfeng@chinastock.com.cn

研究员：彭烜

期货从业证号：

F3035416

投资咨询从业证号：

Z0015142

✉：pengxuan_qh@chinastock.com.cn

研究员：沈忱 CFA

期货从业证号：

F3053225

投资咨询资格编号：

Z0015885

✉：shenchen_qh@chinastock.com.cn

金融衍生品周报
一、本周财经要闻

1. 中国 10 月官方制造业 PMI 为 49.2，环比下降 0.9 个百分点；非制造业商务活动指数为 48.7，下降 1.9 个百分点。10 月份，综合 PMI 产出指数为 49.0，下降 1.9 个百分点。

2. 刘鹤 4 日在人民日报发表《把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来》文章指出，着力保持宏观经济稳定。经济运行会有周期波动，但要避免大起大落。在一个较长的历史时期内，保持宏观经济稳定和持续增长，对于全面建设社会主义现代化国家具有重要基础性作用。要加强和改善宏观调控，做好宏观政策跨周期设计和逆周期调节。要加强预期管理，提高宏观政策透明度、公信力和专业化水平，努力走在市场曲线前面。

3. 银保监会主席郭树清：要加快出台金融稳定法，明确金融风险处置的触发标准、程序机制、资金来源和法律责任。在强化金融稳定保障机制的条件下，建立完整的金融风险处置体系，明确监管机构与处置机构的关系。区分常规风险、突发风险和重大风险，按照责任分工落实处置工作机制，合理运用各项处置措施和工具。金融稳定保障基金、存款保险基金及其他行业保障基金不能成为“发款箱”，要健全职能，强化组织体系，充分发挥市场化法治化处置平台作用。

4. 央行行长易纲在《党的二十大报告辅导读本》中发表文章《建设现代中央银行制度》，指出，管好货币总闸门，实施正常的货币政策；“自救”应成为当前和今后应对金融风险的主要方式；在多边债务重组中坚决维护我国海外债权利益；推进构建多层次资本市场健全资本市场功能提高直接融资比重；完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度；构建绿色金融“五大支柱”，分步建设强制性的信息披露制度。

5. 11 月 4 日，证监会发布了《个人养老金投资公募基金业务管理暂行规定》（以下简称《暂行规定》），明确了个人养老金投资公募基金业务等具体规定，标志着个人养老金投资公募基金业务正式落地施行。

6. 乘联会：预估 10 月乘联会新能源乘用车厂商批发销量 68 万辆，环比 9 月增 1%，同比去年 10 月增长约 87%。其中，特斯拉中国批发销量预估为 71704 辆，连续 3 个月迈入“7 万+”的交付层级。比亚迪 10 月新能源汽车销量 21.78 万辆，同比增长 168.9%。

7. 数据显示，本周北向资金累计减仓逾 50 亿元；本周央行公开市场共有 8500 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 1130 亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场净回笼 7370 亿元。

8. 美联储主席鲍威尔：通胀下降不是放缓加息步伐的条件，我们也将关注所有其他金融状况；将通过评估金融状况、数据和政策滞后性来确定限制性水平；关注实际利率，也会通过收益率曲线观察实际利率；数据显示，我们可能最终会加息至高于我们在 9 月会议上预期的水平。

9. 美国 10 月季调后非农就业人口增 26.1 万人，预期增 20 万人，前值自增 26.3 万人修正至增 31.5 万人；失业率为 3.7%，预期 3.6%，前值 3.5%；平均每小时工资同比升 4.7%，预期升 4.7%，前值升 5%；环比升 0.4%，预期升 0.3%，前值升 0.3%；就业参与率为 62.2%，预期 62.3%，前值 62.3%。

10. 美国 10 月 ISM 制造业 PMI 为 50.2，创 2020 年 5 月以来新低，预期为 50，前值为 50.9。

11. 欧元区 10 月 CPI 初值同比升 10.7%，创纪录新高，预期升 10.2%；环比升 1.5%，预期升 1.2%；核心 CPI 初值同比升 6.4%，预期升 6%，环比升 0.7%。

二、投资逻辑

股指期货：本周市场出现强力反弹，各指数多出现五连阳，至周五收盘，上证 50 指数涨 6.07%，沪深 300 指数涨 6.38%，中证 500 指数涨 6.08%，中证 1000 指数涨 7.53%。沪深两市一周成交 4.88 万亿元，较上周略有放大，北向资金单日净买入百亿元在周五再现。

市场在周一缩量十字星后出现止跌信号；周二开盘后茅台一路放量领涨带动市场不断走高，为本周市场的反弹定下了基调；周三早盘市场继续惯性上攻，午后和周四出现震荡，周五市场再度放量上攻。与防疫相关的板块无疑是市场最大的亮点，新冠药、旅游、酒店板块涨幅最大，白酒、汽车、锂矿、半导体纷纷涨幅居前，热点不断出现使市场活力再现。从前一周的疲弱、加速下跌走势，到本周市场的强力反弹，转变的根源在于传闻防疫政策将发生，即使一度出现了澄清，但周末市场再度大涨，反映了投资者的美好愿望，以及连续下跌之后市场的反弹意愿及动力。虽然周末的国务院联防联控机制发布会没有超预期的消息出现，但人气已被激活，底部成交放大，资金进入后不会快速撤离，市场不会快速回到之前的疲弱状态。

现货行情的转换使股指期货行情也出现了变化。情绪的变化让基差出现起伏，由上周末的普遍贴水，在周二的大涨中转为大幅升水，周五的再度上攻使基差再度回到高位，其中 IM 当月合约升水达到 37 点，为上市以来罕见。变化还体现在成交上，除 IF 外，其他股指期货的成交并没有增长，周四市场缩量震荡使成交出现近 2 周地量，而 IM 周成交大幅萎缩 18%，可能与持续反弹、分歧减小有关。主力持仓没有明显变化，IH 空头主力略有增加，但也只是回复到正常水平。

大涨之后市场需要震荡整理，周末没有期待中的消息兑现，市场需要去考验投资者的信心，震荡整理在所难免。从现货市场看，近期活跃的旅游酒店、新冠药板块有较大调整压力，但汽车、信创、光伏等板块可能成为支撑市场活跃的主力。从指数技术角度看，沪深 300 指数和上证 50 指数继续反弹面临较大的上档压力，中证 500 指数和中证 1000 指数在反弹突破之后有回踩确认支撑的可能。股指期货基差全面升水的局面可能会再度回归常态，毕竟空头展期移仓成本已至全年低位，但 IH 的价差结构仍较为特殊显示了投资者对上证 50 指数后市的分歧。

综上所述，下周股指期货市场将面临震荡整理，由于除 IH 外的三个品种升水较高需要回归，股指期货的调整可能大于现货，投资者需要关注趋势之外基差的变化。

ETF、股指期权：本周市场普涨。期权成交持仓方面，各品种日均成交较上周有所回落，同时市场大幅反弹，认购期权成交量再次超过认沽期权。

期权波动率方面，本周市场大幅反弹，期权标的实际波动率继续上行，而各个品种隐含波动率没有明显的趋势。隐波较实际波动率的溢价有限，持有负 gamma 投资者需要降低 delta 对冲频率。尽管隐波整体水平变化不大，但波动率微笑的结构变化还是很明显的。上周我们提到，经过市场大跌的洗礼，几个期权品种当月和下月的隐波负偏现象有所加重，意味着虚值看跌期权相对昂贵。而本周市场大涨，从波动率微笑 skew 上看，各个期权品种以来的波动率微笑负偏现象消失，即虚值看涨期权隐波大幅上行。Skew 上的剧烈变化，显示期权市场定价暂时由短期市场情绪驱动。考虑到目前各期权品种整体隐波水平不高，且 skew 定价由情绪驱动，投资者可以关注波动率曲面结构上的交易机会，同时控制整体 gamma 和 vega 暴露。

国债期货：本周期债弱势运行，2 年期国债期货主力合约-0.08%，5 年期主力合约-0.19%，10 年期主力合约-0.28%。现券方面，10 年期国债新活跃券 220019 收益率报 2.7075，周+4.25bp。银行间资金面，DR001 加权利率报 1.3901%，周+6.72bp，DR007 加权利率报 1.6371%，周-32.87bp。

数据方面，周一，国家统计局公布 10 月官方 PMI 数据。10 月官方制造业 PMI 录得 49.2，低于市场预期的 50.0 和前值 50.1，重回收缩区间。分项来看，制造业生产指数录得 49.6，较上月回落 1.9 个百分点，10 月局部地区环保趋严以及疫情扩散可能给制造业生产带来一定负面影响，使得 PMI 生产指数再度降至荣枯线以下。新订单指数录得 48.1，较上月回落 1.7 个百分点，创年内次低，需求端的持续走弱和疫情扩散存在较高相关性。不过，10 月新出口订单指数录得 47.6，较上月上升 0.6 个百分点，收缩速度略有放缓，这可能是由于海外圣诞季临近，部分订单季节性增加导致的。

10 月官方非制造业 PMI 录得 48.7，同样低于市场预期的 50.2 和前值 50.6。分行业来看，基建投资托底建筑业 PMI 录得 58.2，虽较 9 月份回落 2.0 个百分点，但依旧处于高景气区间。而疫情持续影响下，国内服务业 PMI 录得 47.0，较上月继续回落 1.9 个百分点，收缩速度有所加快。

海外方面，11 月 FOMC 议息会议加息 75bp，将联邦基金目标利率区间提升至 3.75%-4.00% 符合市场预期。与 9 月份的声明相比，本次会议声明表示，在决定未来加息速度时，FOMC 将考虑货币政策的累积效应和滞后性等因素，暗示未来加息幅度可能将有所放缓。不过，在随后的记者招待会上，美联储主席鲍威尔强调，当前劳动力市场仍极度紧张，近期通胀数据也再次高于预期，现在考虑政策转向还为时尚早。与此同时，鲍威尔还表示就最近的数据来看，加息的终点可能将高于此前预期，即 4.6% 左右的中枢水平。

周五公布的美国 10 月非农数据验证了美联储关于劳动力市场仍处极度过热的判断。虽然失业率较上月小幅抬升 0.2 个百分点至 3.7%，但 10 月新增非农就业人口 26.1 万人，再超预期的 20.0 万人，且前值也出现大幅向上修正。值得注意的是，10 月月薪环比+0.4%，依旧处于相对较高的水平，这加剧了市场对工资价格螺旋可能成型以及通胀持久化的担忧。

资金面方面，跨月之后隔夜回购利率一度高位运行，但周四起出现显著回落。本周存单利率小幅抬升，1 年期股份制银行发行利率升至 2.08% 附近。后续来看，各地财政压力加大的背景下，财政支出或将有所放缓；而提前批专项债也存在年内发行的可能性；叠加内外利差高位，汇率贬值带来的资本外流压力，以及年末季节性等因素，市场资金价格中枢或将继续保持温和上行的态势。此外，市场对后期适度降准部分替代到期 MLF 有一定预期，关注央行实际操作情况。

本周受外围消息面影响，市场风险偏好有所提升，权益、商品等风险资产大幅走强，债

市则表现偏弱，期债各合约小幅收跌。从基本面角度来看，10月官方PMI数据不及市场预期，且行业分化明显，制造业产需两端再度呈现双收缩态势，服务业同样因疫情扰动继续位于荣枯线以下，唯建筑业PMI受基建投资政策拉动持续位于高景气区间。近期高频数据显示，局部疫情扰动仍在持续，国内商品房销售反弹乏力，出口集装箱运价继续回落，票据利率低位暗示国内信贷投放可能也表现平平。因此，在缺乏政策增量信息的情况下，我们认为，当前国内经济基本面仍对债市而言较为友好。但短期内中美利差依旧大幅倒挂，资本外流导致的人民币贬值压力可能仍将一定程度上抑制收益率的下行空间。

交易策略：股指期货，震荡整理；国债期货，逢低试多

风险因素：通胀超预期，海外政策收紧超预期，地缘政治因素，疫情出现反复

三、数据图表呈现

图1：IF成交和持仓变化

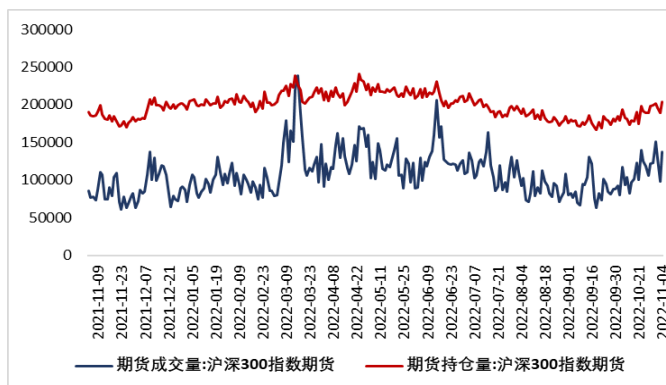
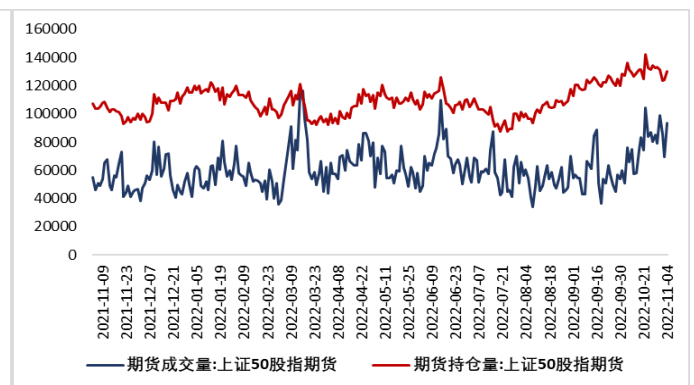


图2：IH成交和持仓变化



数据来源：Wind、银河期货

图3：IC成交和持仓变化

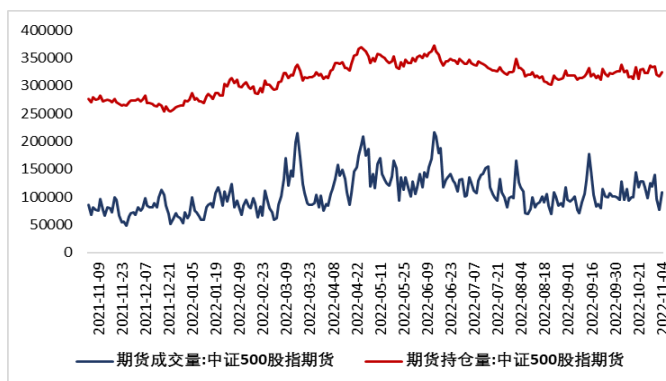
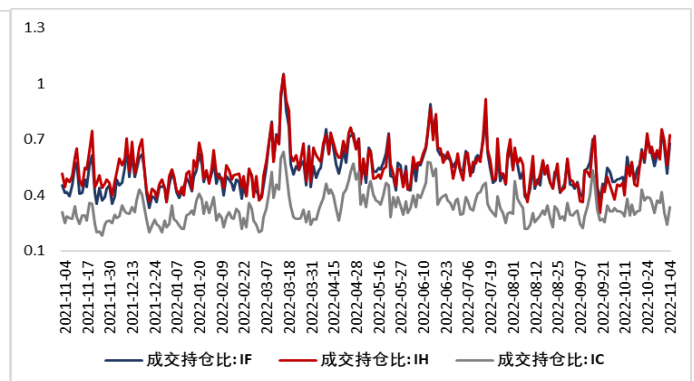


图4：持仓成交比



数据来源：Wind、银河期货

图5: IF基差变化



图6: IH基差变化



数据来源: Wind、银河期货

图7: IC基差变化

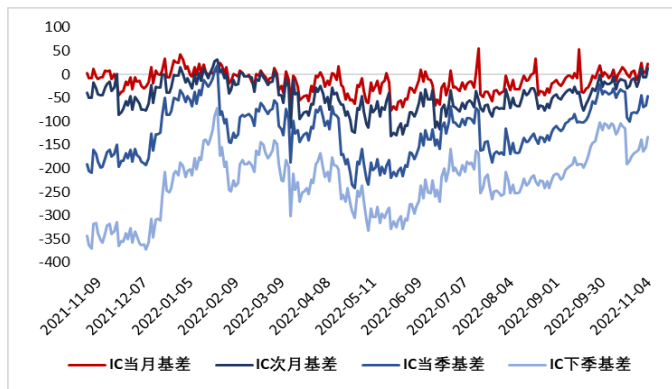
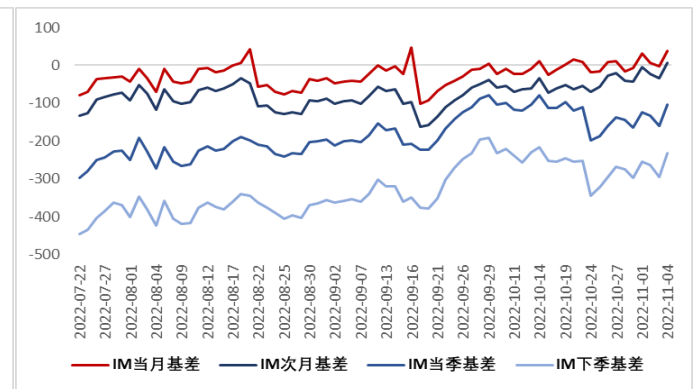


图8: IM基差变化



数据来源: Wind、银河期货

图9: 北向资金变动情况

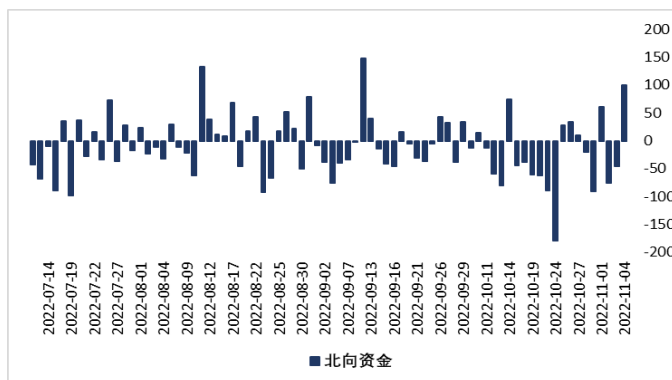
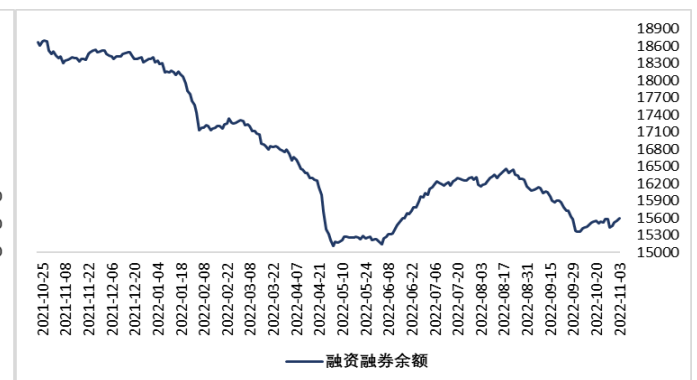


图10: 融资融券余额 (截至上一易日)



数据来源: Wind、银河期货

图11：市盈率变化

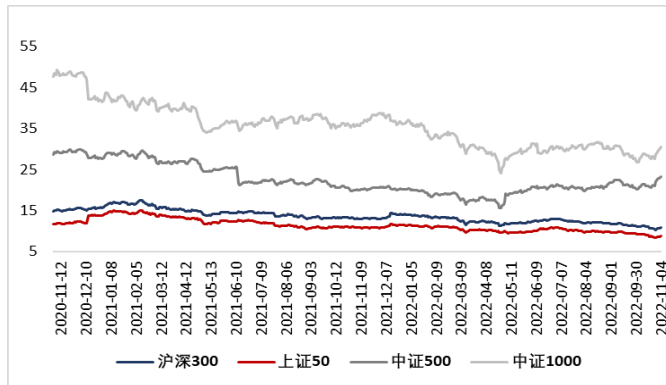
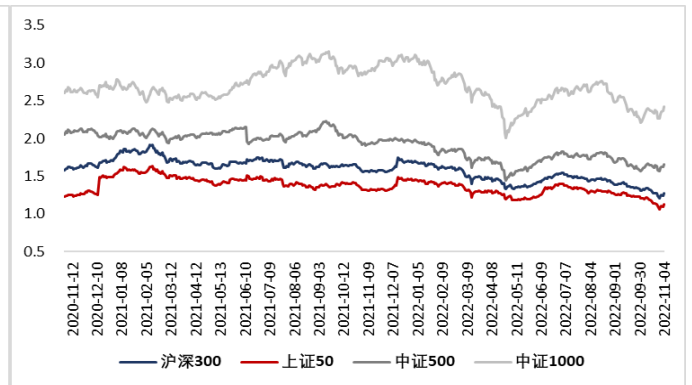


图12：市净率变化



数据来源：Wind、银河期货

图13：各品种期权周度持仓变化

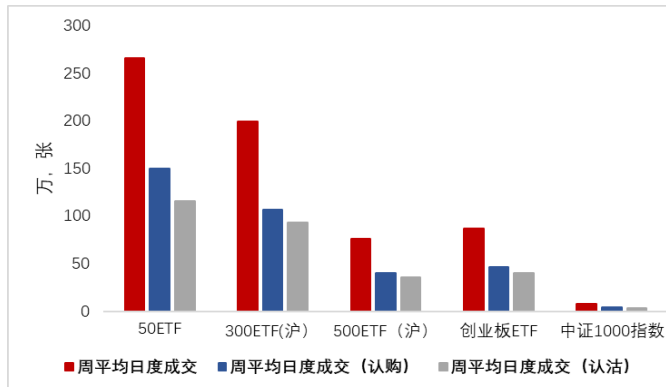
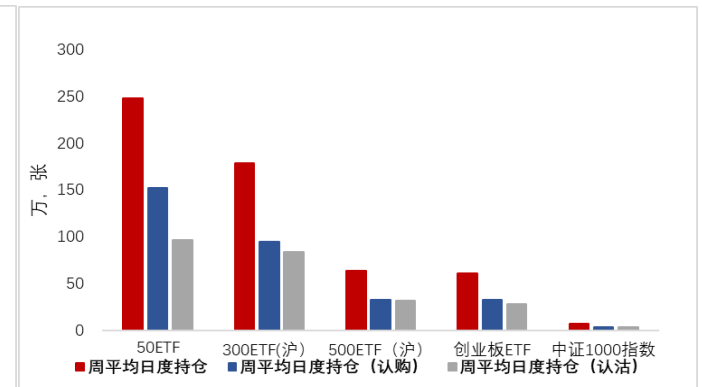


图14：各品种期权周度成交变化



数据来源：Wind、银河期货

图15：50、300ETF期权隐含波动率

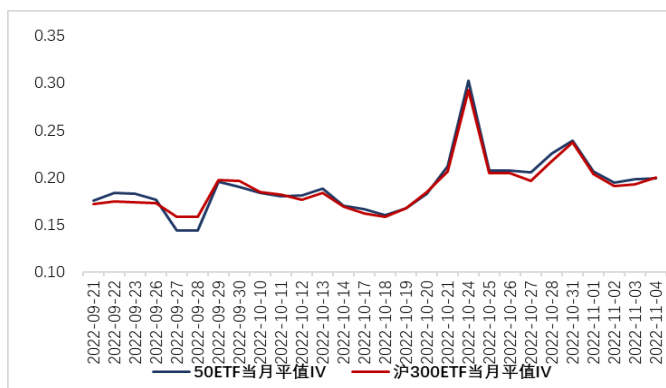
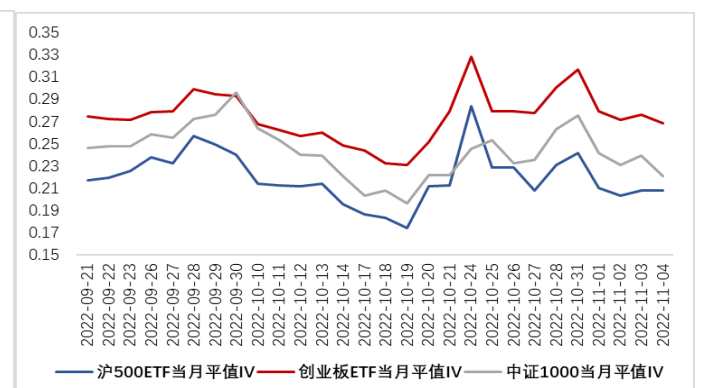


图16：500、创业板ETF及中证1000隐含波动率



数据来源：Wind、银河期货

图17：两年期国债期货成交与持仓量

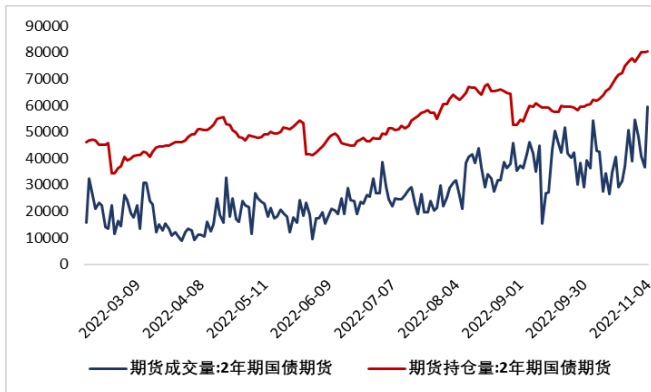
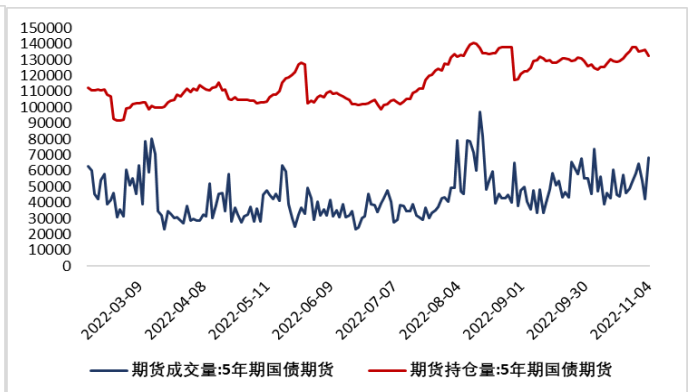


图18：五年期国债期货成交与持仓量



数据来源：Wind、银河期货

图19：十年期国债期货成交与持仓量

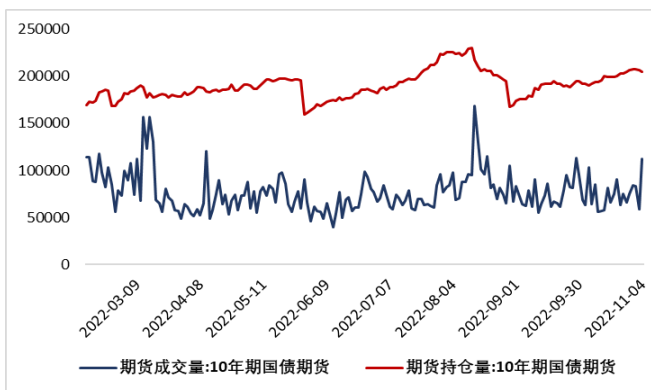
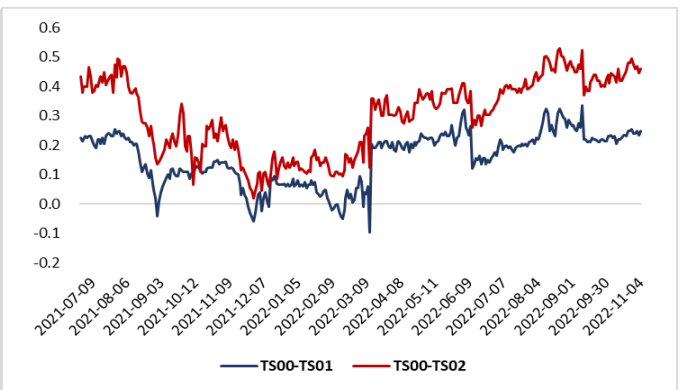


图20：两年期国债期货合约间价差



数据来源：Wind、银河期货

图21：五年期国债期货合约间价差



图22：十年期国债期货合约间价差



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48509

