

再谈内外股指收敛之路的开启

点石成金

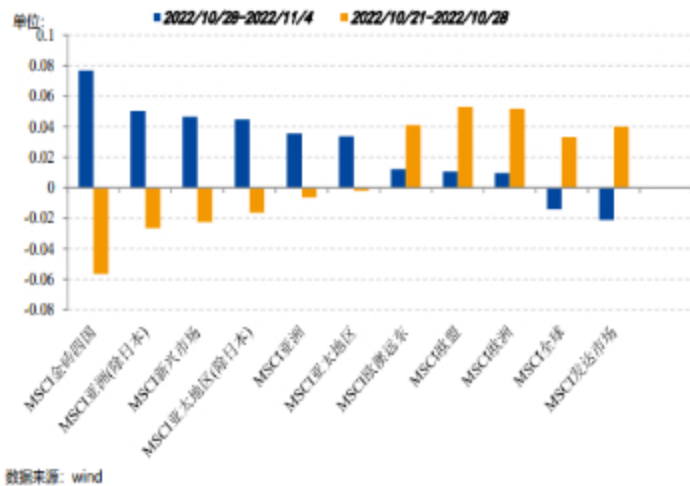
大类资产：议息会议落地前后，中国资产的补涨如期而至

如何理解资产价格“转向之后的再转向”：FOMC会议上周上演了“转向之后再转向”的操作，即会后声明通过“货币政策的延迟性以及经济影响的累加效果”这一表述，表达了可能在12月份放缓加息幅度这一信号，但又同时可能将加息时间周期拉的更长这一偏鹰派的信号，造成了全球资本市场在会后比较明显的波动——股指在会后声明中得到了提振，在鲍威尔的讲话后则被明显的压制，美元则反之。

但是周五在超预期的非农就业数据公布后，则上演了前一个过程的“逆过程”，即数据公布后美国股指大幅回落，但随后明显反弹，美元则上演了冲高大幅回落的戏码，市场先定价了新增数据超预期劳动力市场的韧性，随后又开始定价失业率的上升可能是美联储放缓加息速度的有利因素，并且在11月4日周五美国10月非农就业数据发布后，里士满联储主席Thomas Barkin表示“美联储准备‘更加审慎地’采取利率行动”。那么如何理解这种议息会议前后定价的“先鸽后鹰”以及非农数据公布后的“先鹰后鸽”呢？

图：10月下旬发达市场表现强势，而EM尤其是亚太股指相对弱势，进入到11月份之后，二者出现了一个明显的收敛

图：10月中下旬连续两周新兴市场国家尤其是大中华区股指跑输发达市场后，上周出现了快速的“补涨”



全球债汇市场的维稳仍是主要秩序：议息会议后，我们认为美联储的货币政策是“转向尚早，结构调整”11（《10月份美联储议息会议点评》）的表现，即通过短期放缓加息的速度来维稳全球债汇市场的波动，但是通过更高的加息终点和更长的加息周期对于风险偏好和通胀预期设置了一定的天花板。我们在此前的报告中（《全球债汇市场维稳，风险资产结构制胜——宏观策略、大类资产配置和大宗商品投资机会10月刊》）提到，进入10月份后，全球短期的主要矛盾是对于全球债汇市场的维稳，这构成了对于美元上行的重要阻力，重点观察11月份议息会议后美元能否形成类似6-8月的高位震荡。

图：从10月中旬开始，美国的股债波动率就一直向下回落，反应了对于发达国家债市的维稳，议息会议前后无波澜



图：10月份以来对于发达债汇市场的维稳，发端于英国国债和英镑的大幅波动，近期英镑的隐含波动率延续回落



虽然鲍威尔是“数据导向”的，并且在发布会上释放了关于货币政策和管理通胀的相互对冲的信号，看似对于市场造成了一定的波动，对于美联储到底输出的结果是鸽是鹰似乎莫衷一是，但如果将视角切换至全球债汇的隐含波动率这个维度，就会有不同的结果。即上周来看，欧系货币的隐含波动率进一步的下降，美债收益率的隐含波动率和VIX出现了延续的高位回落，这表明维稳债汇仍然得到全球投资者的认可。也就是说，从隐含波动率的角度而言，议息会议前后，无论是欧系货币在还是美国股债隐含波动率在10月下旬形成的下降趋势并无波澜。对于全球债汇市场维稳带来的传导仍然是主要秩序。

中国资产补涨的如期而至：我们在前期报告（《收敛之路开启，国内股指补涨-2022年11月2日》）中提到，在10月中下旬美元震荡走弱的过程中，亚太和大中华区的股指与美欧出现了明显的分化，这种分化主要在于虽然美国压低了无风险利率和信用利差，助推了金融条件的修复，但是亚太区仍然面临着汇率压力下持续的资本外流，因此二者呈现了相对分化的格局，那么如果人民币兑美元仍然稳定，接下来大概率会有内外的收敛和国内股指的补涨。进入到上周后，我们看到在议息会议前后，人民币前期的维稳效果开始体现，国内资金外流的压力进一步放缓，大中华区的股指出现了明显的补涨。

积极的金融政策扮演重要角色：上期我们也提到这种收敛如果发生，中美经贸和金融方面的压力缓解与否扮演着重要的角色。首先，在11月2日国际金融领袖投资峰会上，方主席表示“国家经济发展需要香港，香港可以扮演非常重要角色，帮助国家增长，国家亦会帮助香港成为更强壮金融中心”；其次，11月5日，彭博社报道援引消息人士的话称，美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）的审计官员已于当天完成对中概股公司的首轮现场审计工作，比预计时间提前一周，最快将于本周末离开香港；再次，11月5日，在“第五届虹桥国际经济论坛”上，方主席表示“全GDR、CDR发行等市场互联互通机制，推动企业境外上市制度改革落地实施，支持各类企业依法依规赴境外上市，加强内地与香港资本市场务实合作，扩大沪深港通股票标的”等。在以上背景下，大中华区股指在上周完成了迅速的“补涨”。

宏观经济：美国非农超预期但失业率回升，国内出口数据进一步回落

美国10月份新增非农就业26.1万人，超越市场预期的20.5万人，较7-9月份的月均值有明显回落，但是前值亦由26.3万上修至31.5万人。薪资增速维持了强劲增长，环比增长0.4%超过预期0.3%，同比增速为4.7%，前值为5%，显示出虽然同比回落但是粘性较高的特征。失业率为3.7%，较上月和预期的3.5%有所反弹，劳动参与率有所下降，供给有所降低，但是对于需求的下降速度更快，导致就业的供需缺口收窄，失业率低位反弹。中国10月出口（以美元计）同比降低0.3%，预期增速为3.4%，前值5.7%，进口降0.7%，预期增0.3%，前值增0.3%，贸易顺差851.5亿元，预期920亿美元，前值847.4亿美元。

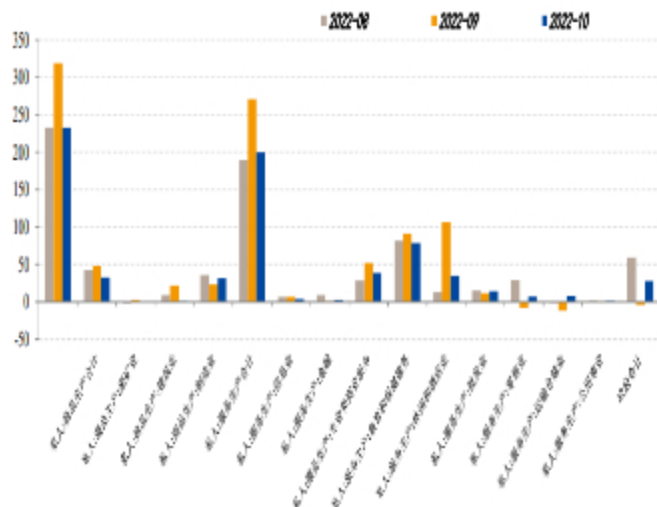
图：美国10月份新增非农就业26.1万人，超越市场预期的20.5万人，前值亦由26.3万上修至31.5万人。

酒店业



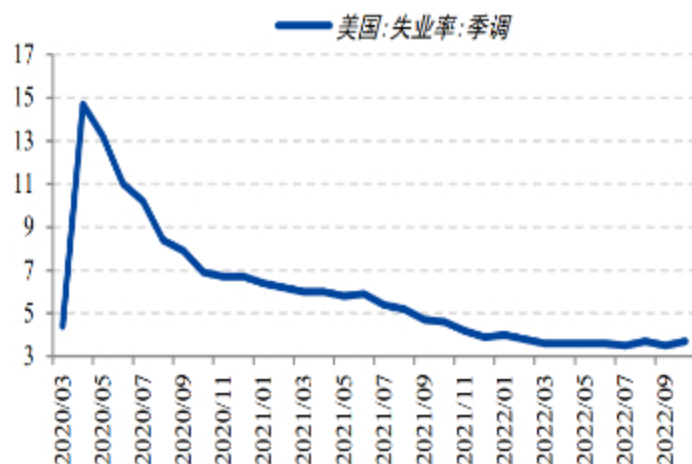
数据来源: wind, 国投安信期货

国投安信期货
SIC ESSENCE FUTURES

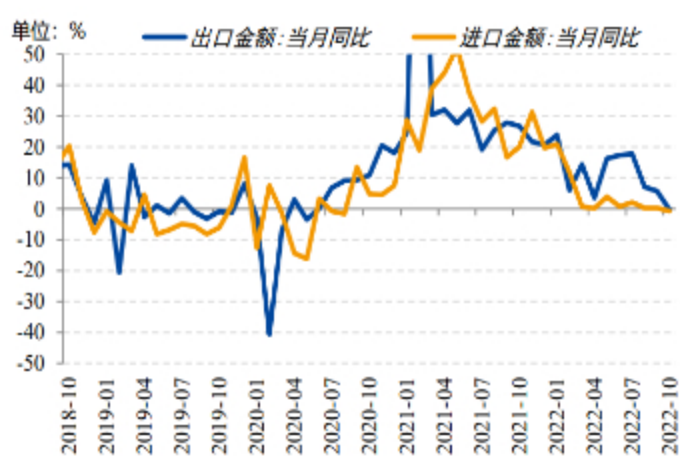


图：失业率为3.7%，高于前值和市场预期的3.5%

图：美国的10月劳动参与率62.2%，低于前值和预期的62.3%



图：10月份出口增速比较明显的回落



数据来源: wind

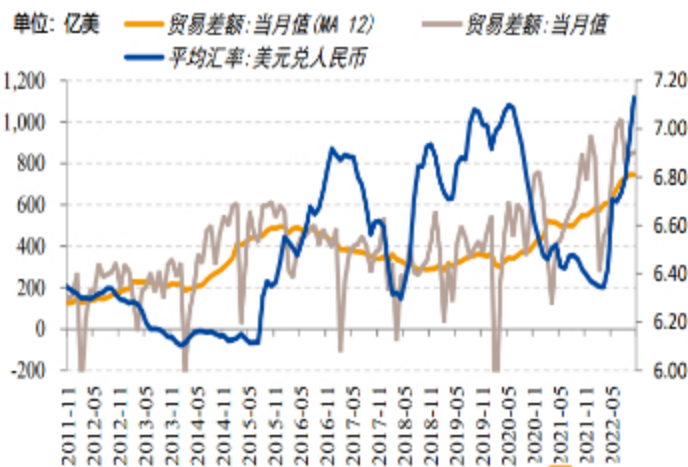
国投安信期货
SIC ESSENCE FUTURES



数据来源: wind, 国投安信期货

国投安信期货
SIC ESSENCE FUTURES

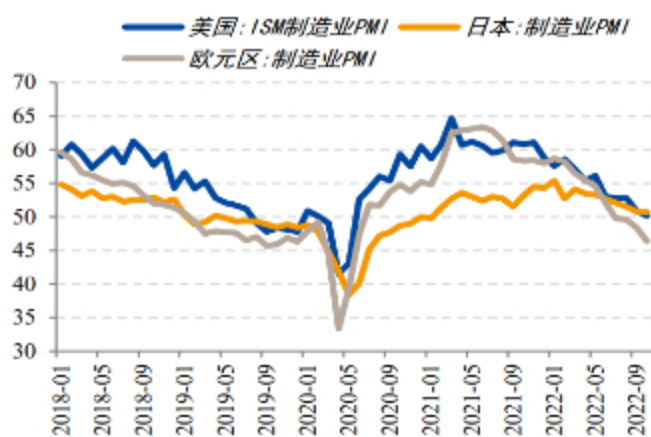
图：10月份的贸易顺差低于前值和预期



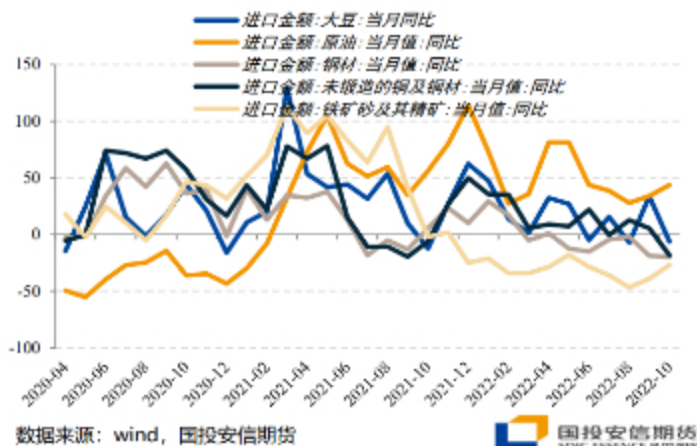
数据来源: wind, 国投安信期货

国投安信期货
SIC ESSENCE FUTURES

图：从Q3到Q4发达市场的PMI数据进一步承压，对于国内的外需的滞后效应开始有显现



图：从Q3到Q4国内在内需筑底的过程中，进口原油和铁矿的金额同比增速有一定的反弹



数据来源: wind, 国投安信期货

国投安信期货
SIC ESSENCE FUTURES

金融期权：股指再度反弹，领口策略低成本避免踏空风险

上周两市全面上涨，各指数周度涨幅均超过5%，创业板指涨幅最大接近9%，整体看成长股表现强于价值股。在前期连续下跌后A股低位核心资产吸引力逐渐上升，加上近期一些防疫政策的调整和稳增长政策的发力，市场情绪正逐渐转暖。本月加息靴子落地后，市场预期下月加息幅度可能缩窄，短期相对困难的时点可能已经度过。

从期权市场来看，我们在上周的周报就已提示过，当时所有已上市指数期权的持仓量PCR指标均低于1。50、300指数更是下降到0.5之下，市场短期超跌迹象明显。50ETF期权的持仓量PCR指标在今年低于0.5以下时以较好的反映市场短期的低点，随后指数都出现了一定程度的反弹。本周各指数期权的隐波（IV）在连续反弹过程中都出现了下降，并于周五先下降后上升，反映出市场在连续反弹后情绪的好转，做多的力量开始增强。

策略展望：结合之前的分析，我们预计近期A股处于震荡偏强的概率较大。从股指期权策略的角度考虑，为了避免反弹踏空的风险，可以考虑使用次近月的领口看涨策略，即卖出虚值看跌期权买入虚值看涨期权，整体的权利金支出较少。一方面如果指数继续反弹可以避免踏空，同时如果指数小跌因为净权利金较少，整体亏损有限甚至不产生亏损。例如沪深300股指期权的12月合约如果将行权价3600的看跌和行权价4000的看涨进行组合整体并不用支出权利金，策略的风险在于指数下跌到3600以下。另一方面在指数连续上涨之后期权IV开始有抬头的迹象，整体的曲面结构也有可能从负偏转向正偏利好领口类的策略。当然目前各指数期权的IV相对来说比较适中，当下也可以加大正股持仓同时配置一些远月虚值看跌期权进行避险，如果指数继续大幅反弹，正股的利润可以轻易覆盖看跌期权的避险成本。

图：金融期权详细数据汇总表

2022年 1028-1104	上证50ETF 期权	沪深300期 权(沪)	沪深300期 权(深)	沪深300指 数期权	中证500ETF 期权(沪)	中证500ETF 期权(深)	创业板 ETF期权	中证1000 指数期权
标的收盘价	2.51	3.83	3.84	3767.17	6.16	6.25	2.38	6709.64
标的涨跌幅	5.96%	6.38%	6.47%	6.38%	6.54%	6.07%	8.96%	7.53%
IV	19.95%	20.02%	20.13%	19.99%	20.81%	20.63%	26.81%	22.10%
Δ IV	-2.57%	-1.76%	-1.92%	-2.15%	-2.29%	-2.59%	-3.28%	-4.18%
IV均值	18.92%	18.66%	19.14%	18.63%	21.93%	21.95%	27.37%	22.34%
IV中位数	18.82%	18.76%	19.00%	18.93%	21.41%	21.53%	27.36%	22.26%
期权成交量(张)	3413661	2783050	323466	201716	1014357	167080	962073	97366
PCR持仓量	0.76	1.02	0.87	0.79	1.08	0.88	1.18	1.05

资料来源: 国投安信期货

图：上证 50 与期权 IV 走势



资料来源：Wind，国投安信期货

图：50ETF 与期权持仓量 PCR 走势



资料来源：Wind，国投安信期货

图：沪深 300 与期权 IV 走势



资料来源：Wind，国投安信期货

图：沪深 300 与持仓量 PCR 走势



资料来源: Wind, 国投安信期货

朱赫 高级分析师

F3071059 Z0015192

沈卓飞 高级分析师

F3035508 Z0014628

免责声明

国投安信期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。

本报告仅供国投安信期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投安信期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。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导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。