

金融组

电话：0571-85103057
邮编：310000
地址：杭州市下城区万寿亭 13 号
网址 <http://www.zjncf.com.cn>

12 月金融市场展望—— 配置大盘股指多头，国债期货多头介入

观点摘要：

股指期货：

国内四大股指期货主力合约在 11 月齐齐收红，大盘股指收益表现显著强于中小盘股指。鉴于大盘股指的夏普率修复以及风险指标的好转，我们建议在 12 月保持适度的风险偏好，布局大盘股指多头，建议优选 IF2301 作为多头标的。基差交易可选择做多 IC 主力合约的基差修复，比价交易维持 IH/IC 看多策略。

股指期权：

沪深 300 股指期权和中证 1000 股指期权的平值隐含波动率在 11 月出现回落，隐含波动率期限曲线结构显示为 Contango，近月的隐含波动率显著贴水，显示近端市场看多情绪较为稳定。I0 持仓量认沽认购比率反弹，沪深 300 股指反弹力度更含动能。12 月可以选择买入 I0 近月或者次近月的看涨期权或牛市价差，牛市价差区间上沿可设置于 4000 一线。

国债期货：

国债收益率曲线整体抬升，三大期限国债期货主力合约 11 月出现较大回落。国债期限利差如预期自年度高位回落，期限利差空头策略可止盈，建议 12 月选择持有十年期国债期货单边多头。

风险点：

- 1、美国财政和货币政策变化；
- 2、中美对抗；
- 3、俄乌冲突；

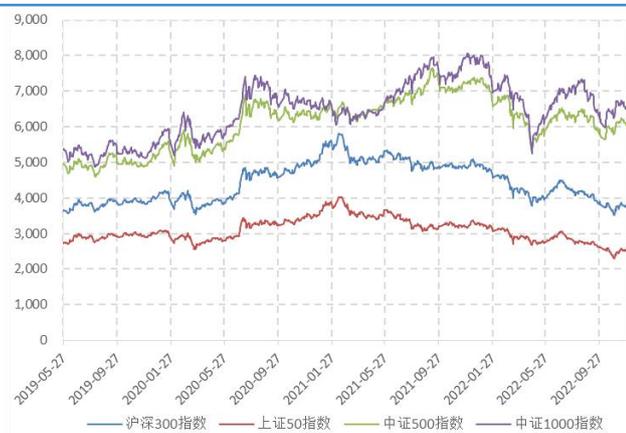
相关报告

中小盘股指相对乐观，期限利差有望回落
2022-11

一、行情回顾

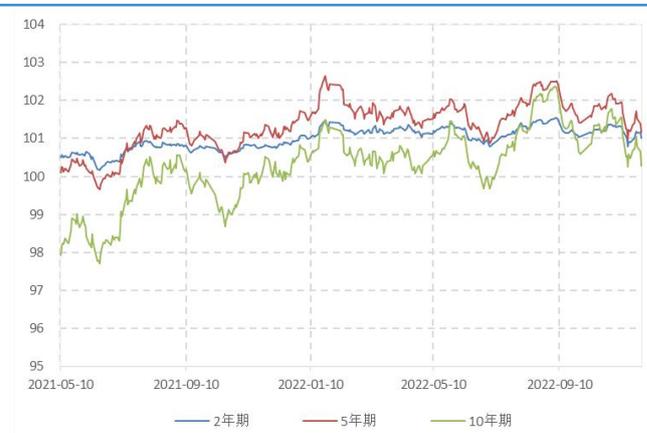
11月上旬，国务院推出抗疫二十条优化措施，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。下旬，央行、银保监会联合发布金融十六条，加大金融支持地产行业力度，以确保房企融资顺畅和经济平稳发展。发布的10月居民消费价格温和上涨，全国10月PPI环比小幅上涨，但受去年同期对比基数较高影响，同比由涨转降。受国内疫情点多面广频发，国际环境更趋复杂严峻等多重因素影响，11月份制造业PMI降至48.0%，连续两个月低于临界点，制造业下行压力有所加大。国内四大股指期货主力合约在11月齐齐上扬收红，大盘股指月度收益率显著强于中小盘股指。大盘股指夏普率修复上升，风险指标好转。国债收益率曲线整体小幅抬升，三大期限国债期货主力合约11月回落，收出月度阴线。

图 1： 股指期货主力合约 单位：点



数据来源：Wind 新世纪期货

图 2： 国债期货主力 单位：点



数据来源：Wind 新世纪期货

二、经济基本面

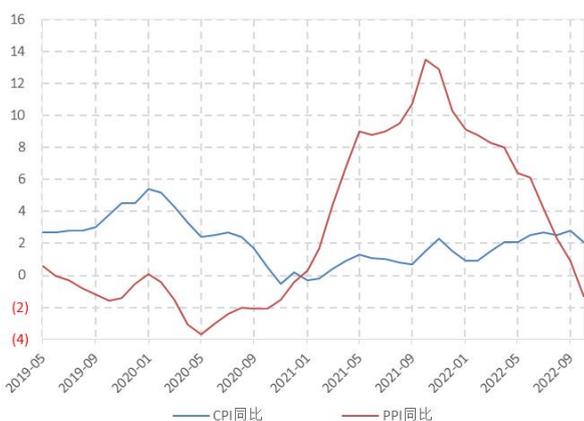
2022年10月份，全国居民消费价格同比上涨2.1%。其中，城市上涨2.0%，农村上涨2.5%；食品价格上涨7.0%，非食品价格上涨1.1%；消费品价格上涨3.3%，服务价格上涨0.4%。1—10月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨2.0%。10月份，全国居民消费价格环比上涨0.1%。其中，城市持平，农村上涨0.1%；食品价格上涨0.1%，非食品价格持平；消费品价格上涨0.1%，服务价格持平。全国工业生产者出厂价格同比下降1.3%，环比上涨0.2%；工业生产者购进价格同比上涨0.3%，环比上涨0.3%。1—10月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨5.2%，工业生产者购进价格上涨7.5%。工业生产者出厂价格中，生产资料价格下降2.5%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约1.81个百分点。统计局专家认为，10月份部分行业需求有所增加，全国PPI环比小幅上涨，但受去年同期对比基数较高影响，同比由涨转降。

10月末，广义货币(M2)余额261.29万亿元，同比增长11.8%，增速比上月末低0.3个百分点，比上年同期高3.1个百分点；狭义货币(M1)余额66.21万亿元，同比增长5.8%，增速比上

月末低 0.6 个百分点，比上年同期高 3 个百分点；流通中货币 (M0) 余额 9.84 万亿元，同比增长 14.3%。当月净回笼现金 255 亿元。10 月末社会融资规模存量为 341.42 万亿元，同比增长 10.3%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 209.84 万亿元，同比增长 10.9%。

11 月份，制造业采购经理指数 (PMI) 为 48.0%，比上月下降 1.2 个百分点，低于临界点，制造业生产经营景气水平较上月有所下降。从企业规模看，大、中、小型企业 PMI 分别为 49.1%、48.1% 和 45.6%，比上月下降 1.0、0.8 和 2.6 个百分点，均低于临界点。从分类指数看，构成制造业 PMI 的 5 个分类指数均低于临界点。11 月份，非制造业商务活动指数为 46.7%，比上月下降 2.0 个百分点，低于临界点，非制造业景气水平有所回落。11 月份，综合 PMI 产出指数为 47.1%，比上月下降 1.9 个百分点，低于临界点，表明我国企业生产经营活动总体继续放缓。

图 3: CPI 与 PPI 当月同比 单位: %



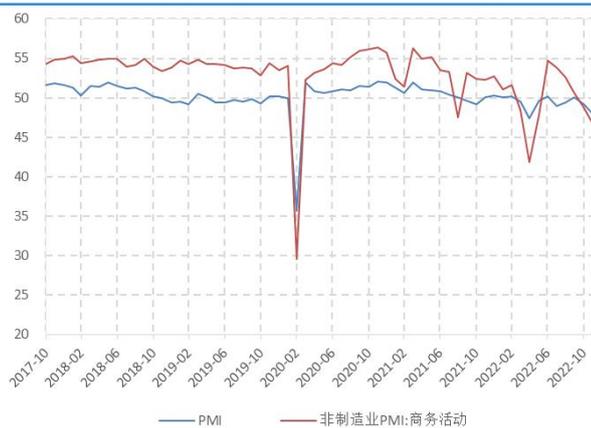
数据来源: Wind 新世纪期货

图 4: M1、M2 与社融当月同比 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 5: PMI 与非制造业 PMI 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 6: 国房景气指数 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

10 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 94.70。1—10 月份，全国房地产开发投资 113945 亿元，同比下降 8.8%；其中，住宅投资 86520 亿元，下降 8.3%。1—10 月份，房地产开发企业房屋施工面积 888894 万平方米，同比下降 5.7%。其中，住宅施工面积 628278 万平方米，下降 5.9%。房屋新开工面积 103722 万平方米，下降 37.8%。1—10 月份，商品房销

售面积 111179 万平方米，同比下降 22.3%，其中住宅销售面积下降 25.5%。商品房销售额 108832 亿元，下降 26.1%，其中住宅销售额下降 28.2%。10 月末，商品房待售面积 54734 万平方米，同比增长 9.0%。其中，住宅待售面积增长 16.6%。1—10 月份，房地产开发企业到位资金 125480 亿元，同比下降 24.7%。

三、股票指数

1、股指分析

11 月 1 日至 11 月 29 日的行情观察，沪深 300 股指、上证 50 股指、中证 500 股指和中证 1000 股指在 11 月走出上涨行情。其中，沪深 300 股指与上证 50 股指表现强于中证 500 股指和中证 1000 股指。其中，沪深 300 股指累计收益率为 9.68%，最大回撤-3.45%，偏度 0.95，超峰度-0.58；上证 50 股指累计收益率为 13.58%，最大回撤-3.13%，偏度 0.88，超峰度-0.36；中证 500 股指累计收益率为 6.14%，最大回撤-2.92%，偏度 0.96，超峰度-0.28；中证 1000 股指累计收益率为 4.79%，最大回撤-3.87%，偏度 0.49，超峰度-0.72。

四大股指实现波动率在 11 月出现分化，沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 24.22%，上证 50 股指达到 28%，中证 500 股指为 15.4%，中证 1000 股指为 18.3%。从 21 日滚动年化夏普率观察，四大股指夏普率在 11 月走出反弹，主要由于股指收益率走强，沪深 300 股指和上证 50 股指的滚动夏普率由负转正。临近月末，沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率接近 4.58，上证 50 股指接近 5.45，中证 500 股指为 4.65，中证 1000 股指为 3.07。夏普率角度显示中小盘股指表现弱于大盘股。

风险方面，混合法 VaR (Hybrid approach VaR, $\lambda@0.94$, confidence_level@95%) 分析，沪深 300 股指为-1.62%，上证 50 为-1.63%，中证 500 股指为-1.05%，中证 1000 股指为-1.6%。根据一年期滚动 95% Expected shortfall(又称：条件 VaR)分析，沪深 300 股指为-2.97%，上证 50 为-2.99%，中证 500 股指为-3.56%，中证 1000 股指为-4.02%。综合看，中证 500 股指和中证 1000 股指的配置收益需要能够容忍潜在的更大回测。考虑风险调整后收益，建议在 12 月选择持有沪深 300 股指和上证 50 股指。

图 7: 21 天滚动年化波动率 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 8: 21 天滚动年化夏普率 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 9: Hybrid VaR 单位: 点



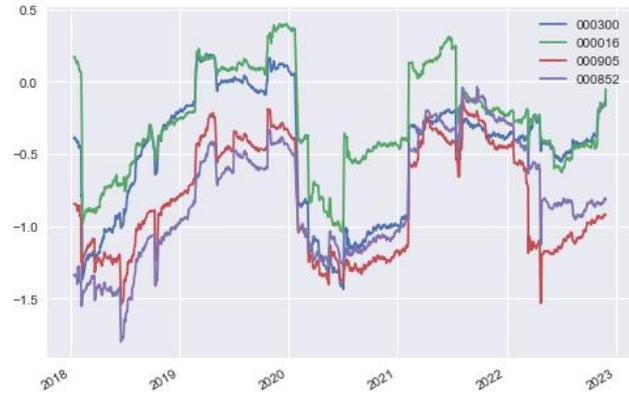
数据来源: Wind 新世纪期货

图 10: 一年期滚动 95%Expected Shortfall 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 11: 一年期滚动偏度 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 12: 一年期滚动超峰度 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

2、股指期货基差与价差分析

截至 11 月 29 日,三大股指期货主力合约基差转为负值。最新统计,IF 主力合约基差-5.57, IH 主力合约基差-0.25, IC 主力合约基差-13.17, IM 主力合约基差-4.47。箱图中的红点表示最新基差数据,数据总体位于统计结构(2020 年至今)的 25%之下。IC 和 IM 主力合约基差显著低于 25%分位数,可以尝试基差收敛策略。第一目标为分别是 2020 年 1 月至今的 25%中位数,IC 基差 25%中位数为 8.4, IM 基差 25%中位数为 7.22;第二阶段目标为 2020 年 1 月至今的 50%

分位数，IC 基差中位数为 28.88，IM 基差中位数为 32.37。

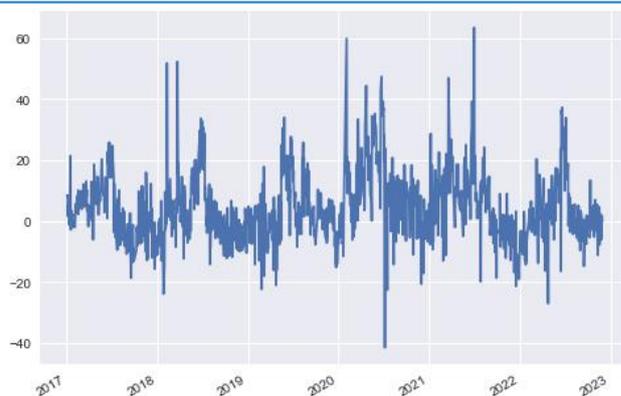
股指期货主力合约比价方面，IF/IH 最新录得 1.478，IF/IC 最新录得 0.624，IF/IM 最新录得 0.584，IH/IC 最新录得 0.422，IH/IM 最新录得 0.395，IC/IM 最新录得 0.936。六大比价中，IF/IH 在 11 月走出下跌行情，其余比价总体呈现上行。从 252 天动比价分位数分析，IF/IH 回落到 41.67%分位数，IF/IC 反弹到 10.7%分位数，IH/IC 反弹到 11.9%分位数。上月报告中建议比价趋势行情进入极值区间，股指比价关注回转交易机会。12 月建议继续介入 IF/IC 和 IH/IC 的反弹交易。

图 13: IF 主力基差 单位: 点



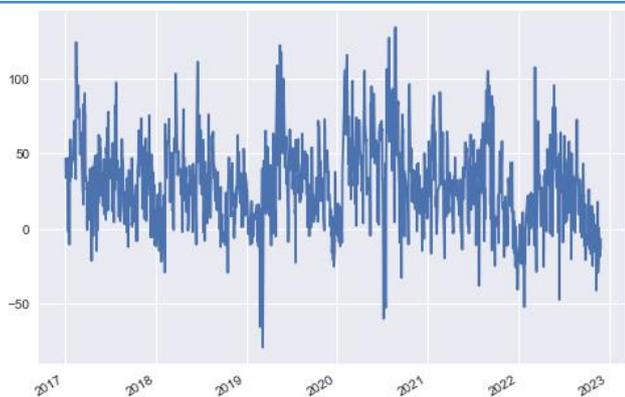
数据来源: Wind 新世纪期货

图 14: IH 主力基差 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IC 主力基差 单位: 点



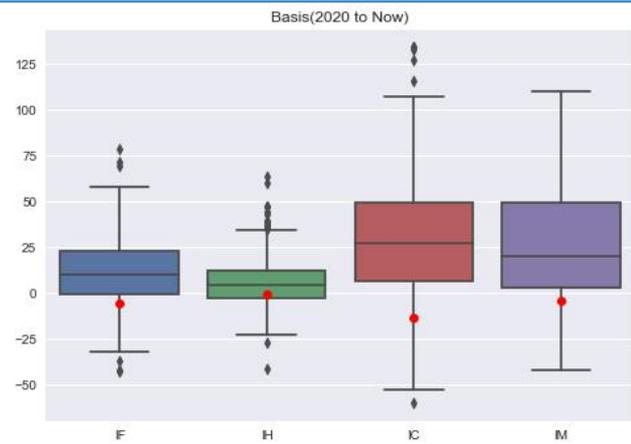
数据来源: Wind 新世纪期货

图 16: IM 主力基差 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: 股指基差箱图 单位: 点



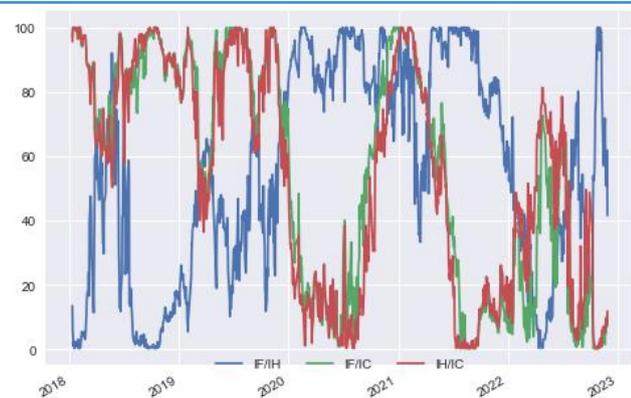
数据来源: Wind 新世纪期货

图 18: 股指期货主力合约比价 单位: %



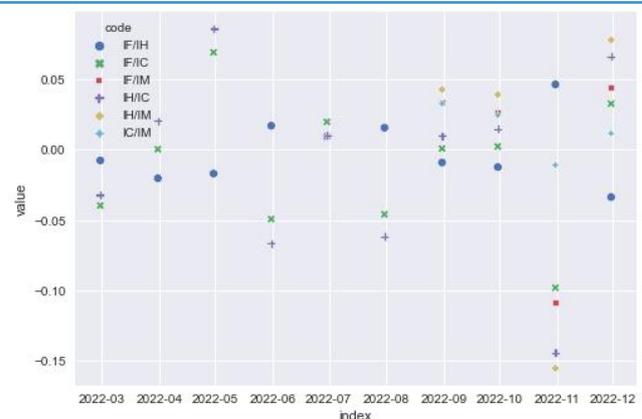
数据来源: Wind 新世纪期货

图 19: 252 天滚动比价分位数 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 20: 比价月度收益率 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

3、股指期权分析

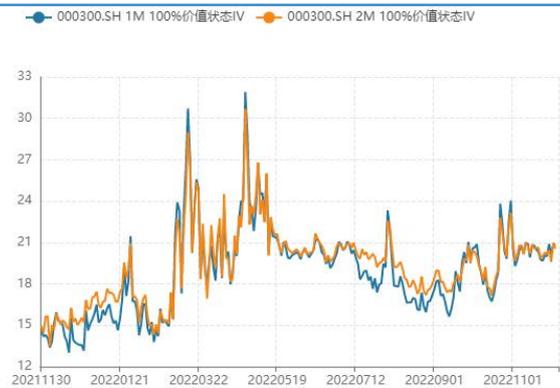
根据沪深 300 股指期权平值隐含波动率显示,平值隐含波动率在 11 月初回落后进入窄幅区间震荡,另据中证 1000 股指期权平值隐含波动率显示,平值隐含波动率在 11 月总体保持回落走势,上述两者显示市场看多情绪较为稳定。隐含波动率曲线结构显示平值隐含波动率形成 Contango 结构,近月的隐含波动率显著贴水,近期行情出现企稳。

从认沽认购比和期权成交量角度分析,沪深 300 股指期权和中证 1000 股指期权的持仓量认沽认购比率在 11 月走势分化。I0 持仓量认沽认购比率在 11 月震荡上行,而 M0 持仓量认沽认购比率在 11 月逐级回落,表现出市场更青睐于沪深 300 股指的反弹上攻。沪深 300 期权合约成交结构显示市场认为股指的震荡区间较前期缩窄,下方可站稳于 3600 一线,上方阻力位至 4000 一线。中证 1000 期权合约成交结构显示市场认为股指下方可站稳于 6300 一线,上方阻力位仍位于 6800 一线。

鉴于以上分析,可以选择买入 I0 近月或者次近月的看涨期权或牛市价差。牛市价差区间可

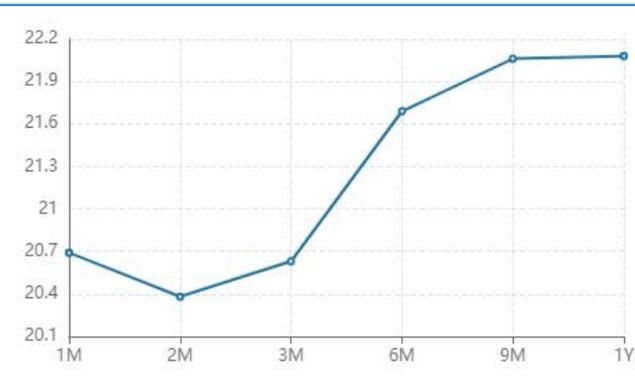
以考虑上述震荡空间来设置。也可以利用目前隐含波动率较低的特点，可以买入近月或次近月的跨式期权组合，价差区间根据前述主要震荡区间设置。

图 21: 沪深 300 期权隐含波动率 单位: %



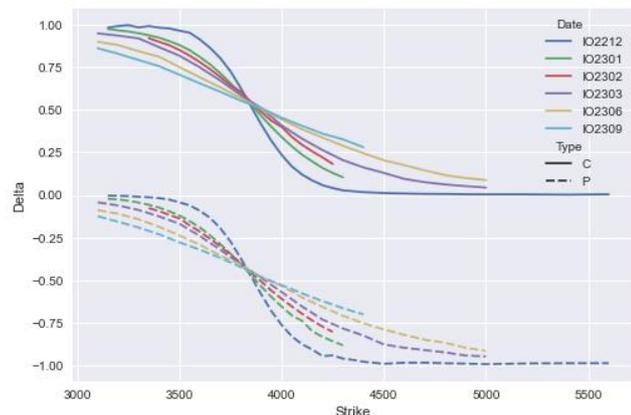
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: 隐含波动率期限结构 单位: %



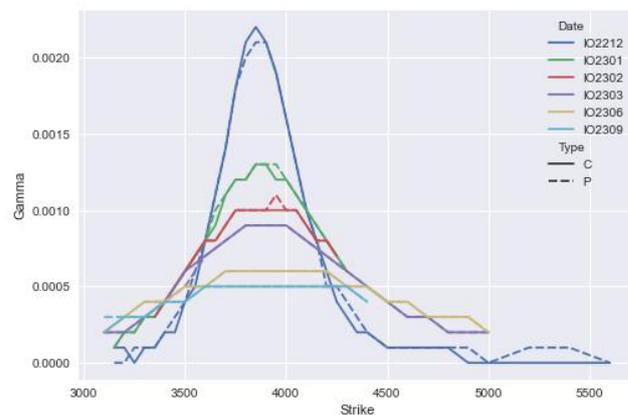
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 沪深 300 股指期权 Delta



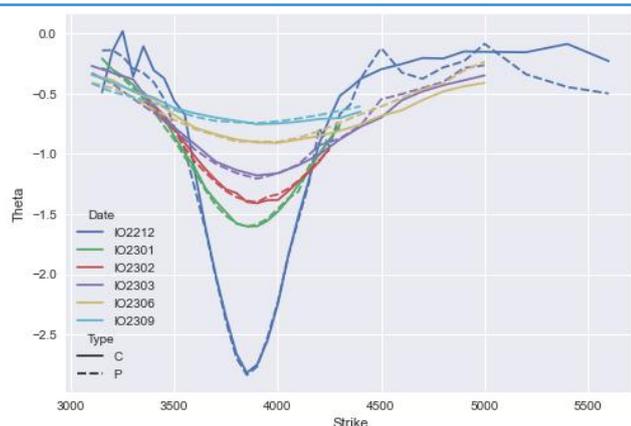
数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 沪深 300 股指期权 Gamma



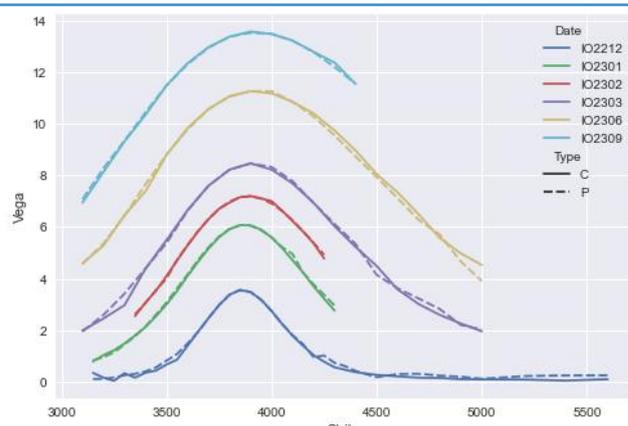
数据来源: Wind 新世纪期货

图 25: 沪深 300 股指期权 Theta



数据来源: Wind 新世纪期货

图 26: 沪深 300 股指期权 Vega



数据来源: Wind 新世纪期货

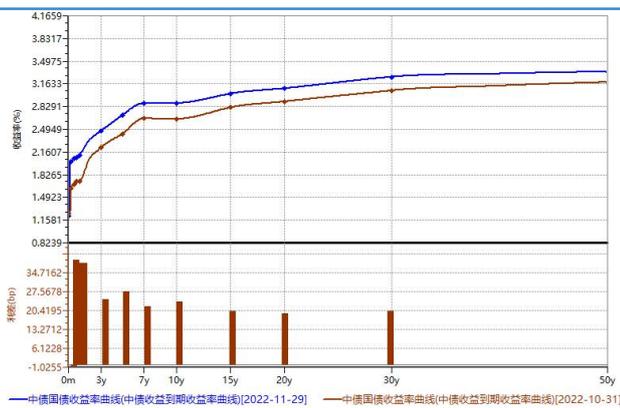
四、债券利率

11 月，美联储符合市场预期，继续大幅加息 75 个基点，将联邦基金利率的目标区间提升

至 3.75%—4%。11 月中市场对于美联储加息节奏是市场关注的重点。月初，美国公布 10 月 CPI 同比增速为 7.7%，大大低于预期。市场对于通胀高位滞留的忧虑减弱，权益市场和债市纷纷走出大幅反攻。但期间鲍威尔的言论偏鹰，表示美联储加息拐点为时尚早，更担忧加息幅度和时间不够，而加息过度不是大问题。导致市场对于美联储加息政策宽松的预期出现回摆。目前看，目前看近期仍然将保持 50bps、25bps、25bps 的节奏，5 月也开始预期增加一次 25bps 的加息，2023 年预期不降息，目标利率增加至 5.25% 附近。

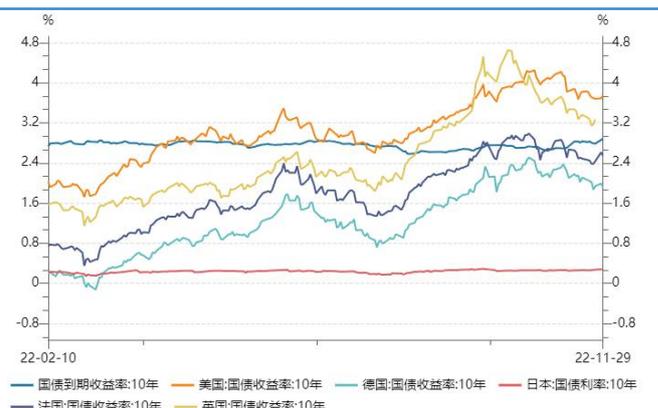
11 月，一年期之上的国债收益率曲线出现整体上移，近端国债收益率变化较多。期间国债十年期与一年期期限利差快速回落，至月末由于央行投放流动性才出现反弹。全球主要国家十年期国债在 11 月走出分化行情，西方主要国家十年期国债利差表现出回落，位于亚洲地区的中日两国十年期利率在 11 月走出上扬行情。从资金利率角度分析，11 月 SHIBOR3M 保持稳定的上行节奏，利率水平接近 2.2%。FR007 同步走出反弹，利率水平低于 SHIBOR3M，接近 2.1%。银行间同业存单收益率也出现震荡抬升趋势。根据债市和利率走势，可将上期月报建议的做空期限利差的策略止盈。12 月，可选择持有十年期国债期货多头。

图 27: 国债期限结构 单位: %



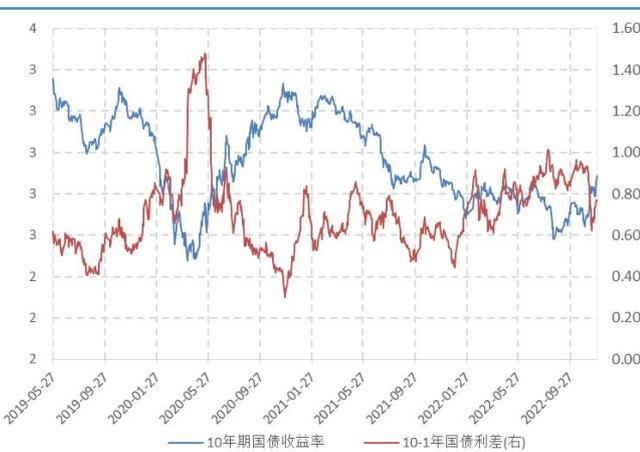
数据来源: Wind 新世纪期货

图 28: 全球主要国家十年期国债 单位: %



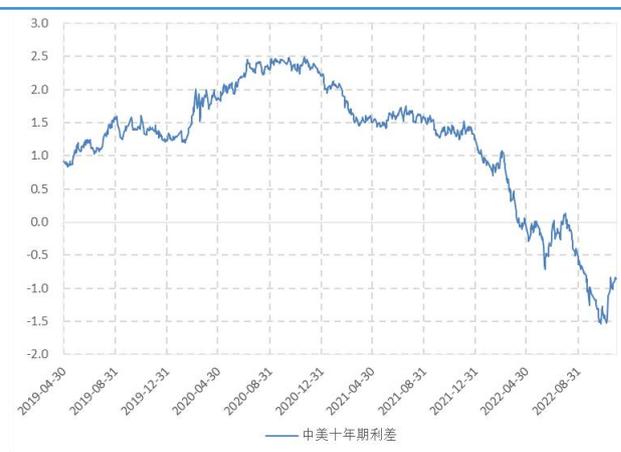
数据来源: Wind 新世纪期货

图 29: 10-1 年期国债期限利差 单位: %



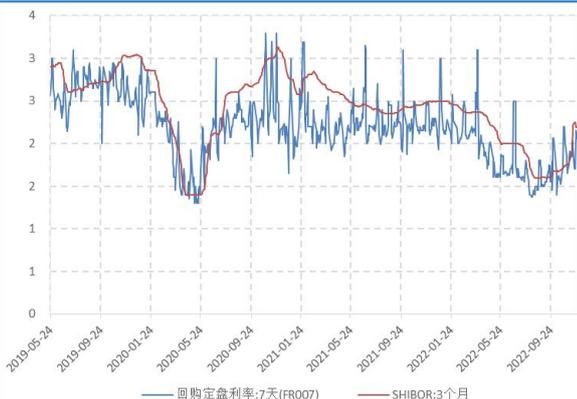
数据来源: Wind 新世纪期货

图 30: 中美十年期国债利差 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 31: FR003 与 SHIBOR3M 走势 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 32: 同业存单发行利率 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

五、小结与交易策略

11 月, 国内四大股指齐齐上攻, 大盘股指收益表现显著强于中小盘股指。鉴于大盘股指的夏普率修复以及风险指标的好转, 我们建议在 12 月保持适度的风险偏好, 布局大盘股指多头, 建议优选 IF2301 作为多头标的。基差交易可选择做多 IC 主力合约基差, 比价交易维持 IH/IC 看多策略。将上月所构建的跨式期权组合止盈, 12 月股指期权隐含波动率预计难有进一步的大幅回落, 可以选择买入 I0 近月或者次近月的看涨期权或牛市价差, 牛市价差区间上沿设置于 4000 一线。债券方面, 可将上月月报建议的做空期限利差的策略止盈, 12 月可选择持有十年期国债期货多头。

免责声明

1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料, 我公司对这些信息的准确性及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。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价, 投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关, 请投资者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证, 不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。

2. 市场具有不确定性, 过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且无需另行通告。

3. 在法律范围内, 公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易, 或可能为其他公司交易提供服务。

4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

新世纪期货

地址: 杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310003

电话：0571-85165192

网址：<http://www.zjncf.com.cn>