

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>

11 月金融市场展望—— 利率上升估值承压，权益市场震荡

观点摘要：

股指期货：

相较于近期外围权益市场普遍回落的情况，国内三大股指表现较为坚韧。股指波动率与夏普率展望中性，VaR 以及 ES 等风险因子展望偏中性，无风险利率的上升使权益市场估值压力依然存在，股指期货交易结构也反映出股指区间运行的市场预期。单边配置优选 IH，同时前期的 IH/IC 多头短期内仍可以持有，但已接近警戒区域，重点关注反转交易。

股指期货期权：

沪深 300 股指期货期权成交结构显示市场看涨正好转，沪深 300 股指前期的 5000 至 5100 区域顶部压力较大，会发生反复争夺。沪深 300 股指期货期权平值隐含波动率总体下滑，隐含波动率曲线结构显示远端波动率低于近端。推荐选择收益增强策略，可卖出深度虚值的下月或下下月看涨期权。

国债期货：

国债收益率曲线整体上移，政策上依然将会延续防控资产价格泡沫的措施，临近月底银行间短期资金利率中枢加速抬升，预计期限利差进一步下滑，11 月的国债期货行情以窄幅波动为主。

风险点：

- 1、中美对抗加剧；
- 2、通胀预期下滑；
- 3、政府债务扩张速度；

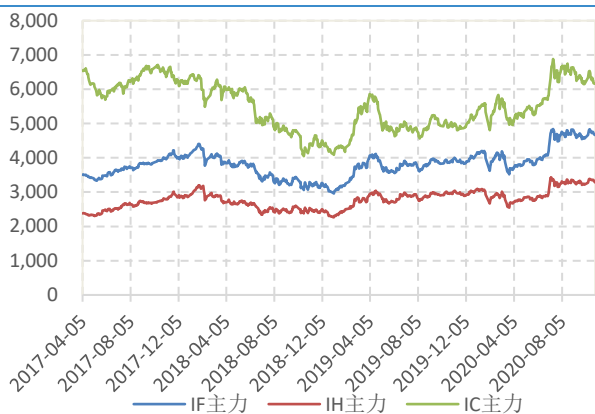
相关报告

利率曲线上移，权益承压国债走弱
2020-09
股指期货风险积聚，国债期货弱势
震荡
2020-08

一、行情回顾

10月，北半球进入深秋，平均气温下降，欧美第二轮疫情趋于严重，多地重现社会控制措施，经济活力萎缩。相反，国际货币基金组织21日发布的亚太地区经济展望报告中认为中国经济快速反弹，全年有望增1.9%，表现一枝独秀。本月，股指期货主力合约在外围市场波动加剧、市场资金持续流出以及股票估值偏高的影响下，在10走出窄幅震荡行情，三大股指中IC表现最为疲弱。三大期限国债期货均出现反弹，国债收益率曲线整体微幅上移，国债收益率曲线斜率减小，近端利率抬升幅度高于远端。

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

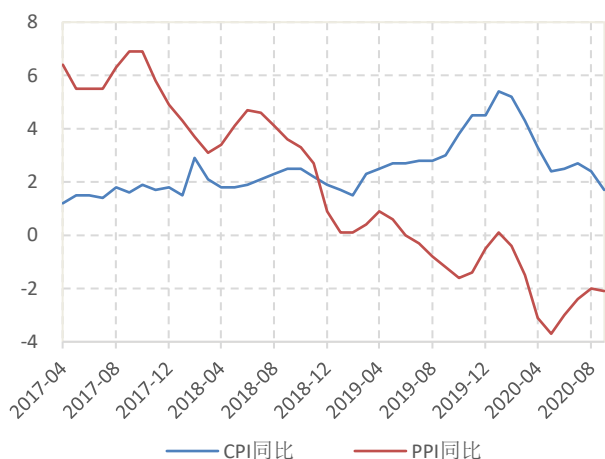
2020年9月份，全国居民消费价格同比上涨1.7%。其中，城市上涨1.6%，农村上涨2.1%；食品价格上涨7.9%，非食品价格持平；消费品价格上涨2.6%，服务价格上涨0.2%。1—9月，全国居民消费价格比去年同期上涨3.3%。2020年9月份，全国工业生产者出厂价格同比下降2.1%，环比上涨0.1%；工业生产者购进价格同比下降2.3%，环比上涨0.4%。1—9月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降2.0%，工业生产者购进价格下降2.6%。CPI与PPI增速均较上期出现回落，但CPI与PPI剪刀差趋于收敛。

9月末，广义货币(M2)余额216.41万亿元，同比增长10.9%，增速分别比上月末和上年同期高0.5个和2.5个百分点；狭义货币(M1)余额60.23万亿元，同比增长8.1%，增速分别比上月末和上年同期高0.1个和4.7个百分点；流通中货币(M0)余额8.24万亿元，同比增长11.1%。前三季度净投放现金5181亿元。9月份当月社会融资规模增量是3.48万亿元，比上年同期多9630亿元。9月末社会融资规模的存量是280.07万亿元，同比增长13.5%，增速比上年同期高2.8个百分点。社融继续保持增长势头，M2增速出现抬头。

9月份，规模以上工业增加值同比实际增长6.9%，增速较8月份加快1.3个百分点。从环比看，9月份，规模以上工业增加值比上月增长1.18%。1—9月份，规模以上工业增加值同比

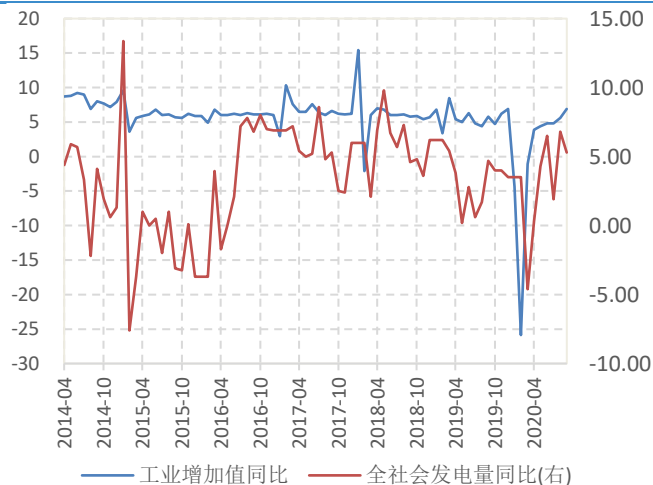
增长 1.2%。9 月份，工业企业产品销售率为 98.6%，较上年同月下降 0.4 个百分点；工业企业实现出口交货值 11376 亿元，同比名义下降 1.8%。中国 9 月社会消费品零售总额 35295 亿元，同比增长 3.3%，远超预期增长 1.6%和前值增长 0.5%。1—9 月份，社会消费品零售总额 273324 亿元，同比下降 7.2%，其中除汽车以外的消费品零售额 246588 亿元，下降 7.2%。国内规模企业生产经营秩序恢复，工业企业增加值平稳增长，国内消费市场逐步好转，利于“双循环”新格局的调整。

图 3: CPI 与 PPI 当月同比 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 5: 工业增加值与发电量同比 单位: %



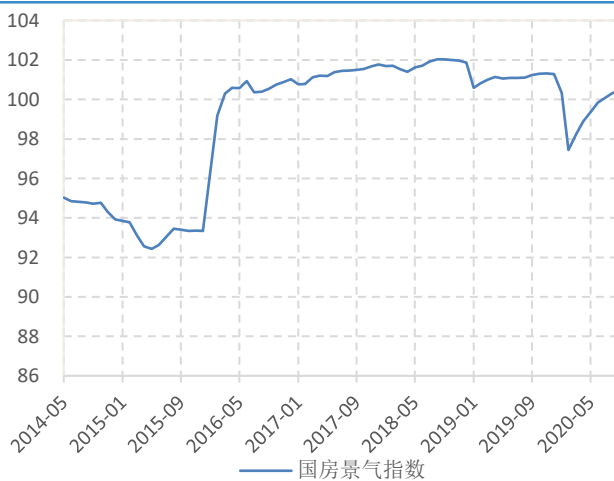
数据来源: Wind 新世纪期货

图 4: M1、M2 与社融当月同比 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 6: 国房景气指数 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

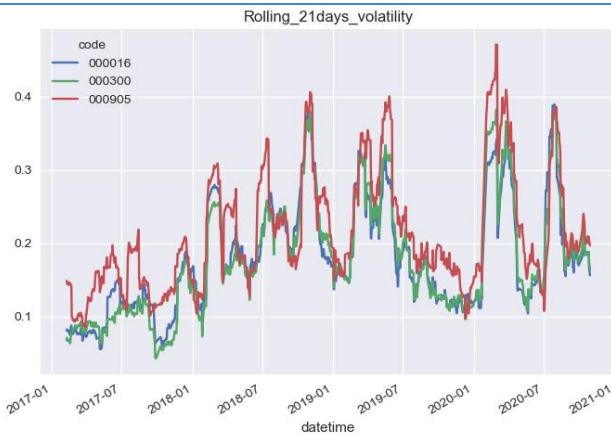
9 月份，房地产开发景气指数为 100.43，比 8 月份提高 0.11 点。1—9 月份，全国房地产开发投资 103484 亿元，同比增长 5.6%，增速比 1—8 月份提高 1.0 个百分点。其中，住宅投资 76562 亿元，增长 6.1%，增速提高 0.8 个百分点。1—9 月份，商品房销售面积 117073 万平方米，同比下降 1.8%，降幅比 1—8 月份收窄 1.5 个百分点。9 月末，商品房待售面积 49581 万平方米，比 8 月末减少 471 万平方米。1—9 月份，房地产开发企业到位资金 136376 亿元，同比增长 4.4%，增速比 1—8 月份提高 1.4 个百分点。地产行业趋于好转，地产前景总体平稳。

三、股票指数

1、股指分析

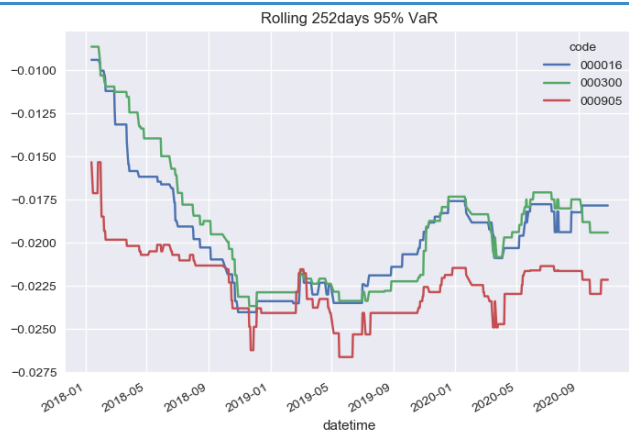
沪深 300 股指、上证 50 股指与中证 500 股指在 10 月走出震荡行情。从日度收益率角度观察，股指实现波动率在上半月反弹后再度回落。其中，上证 50 股指的 21 天滚动年化波动率已回落至 15.6%，沪深 300 股指则接近 16.4%，中证 500 回落至 19.66%。从 21 日滚动年化夏普率观察，三大股指夏普率总体呈现震荡反弹走势，上证 50 股指为 1.068，沪深 300 股指为-1.93，中证 500 股指为-0.85，中证 500 股指进入 9 月以来显著弱于上证 50 和沪深 300。风险方面，根据 1 年期滚动 95%VaR 分析，上证 50 为-1.78%，沪深 300 股指为-1.94%，中证 500 股指为-2.21%。根据 1 年期滚动 95% Expected shortfall (又称：条件 VaR) 分析，上证 50 为-3.3%，沪深 300 股指为-3.57%，中证 500 股指为-4.16%。1 年期滚动偏度和超峰度也在 10 月内继续好转。综合看，上证 50 仍然是近期优先选择投资的股票指数。

图 7： 21 天滚动年化波动率 单位：点



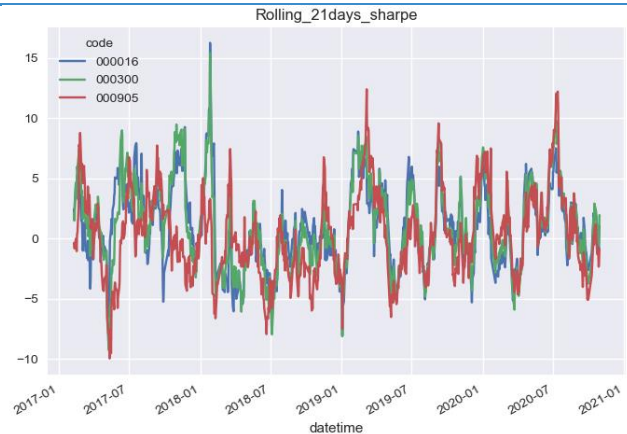
数据来源：Wind 新世纪期货

图 9： 1 年期滚动 95%VaR 单位：点



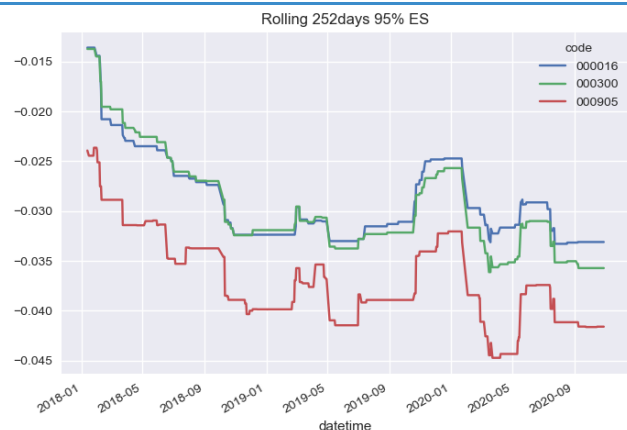
数据来源：Wind 新世纪期货

图 8： 21 天滚动年化夏普率 单位：点



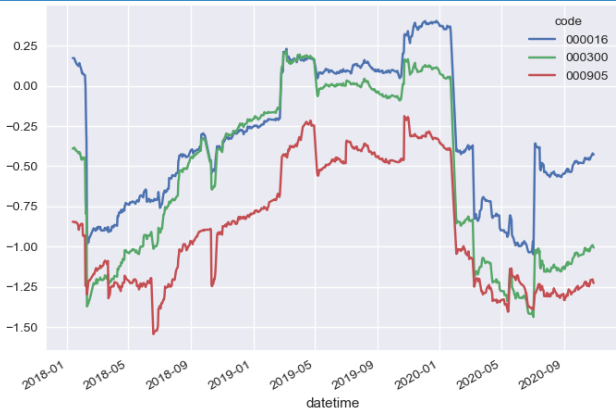
数据来源：Wind 新世纪期货

图 10： 1 年期滚动 95%ExpectedShortfall 单位：点



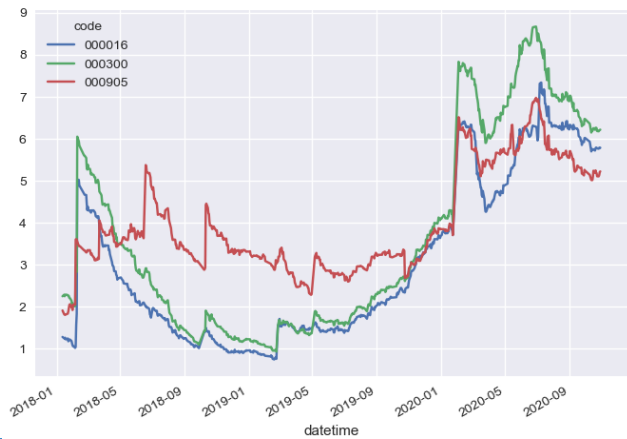
数据来源：Wind 新世纪期货

图 11: 1 年期滚动偏度 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 12: 1 年期滚动超峰度 单位: 点

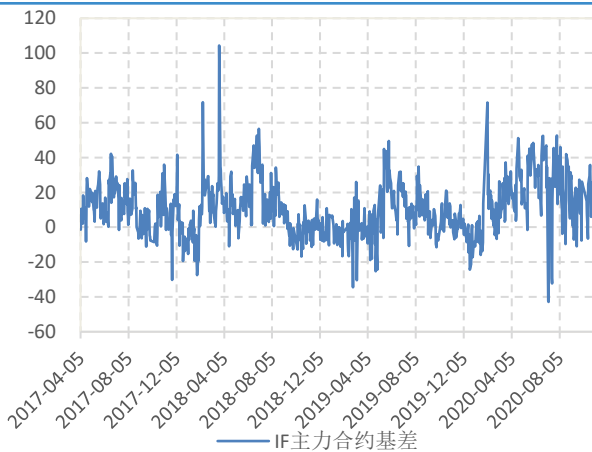


数据来源: Wind 新世纪期货

2、股指期货基差与价差分析

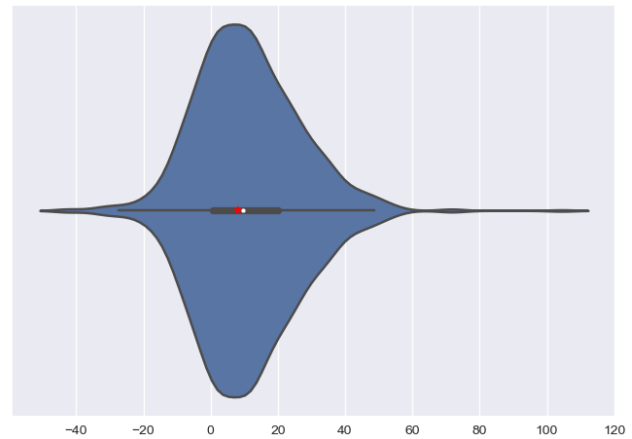
IF、IH 与 IC 主力合约基差维持正值，IF 主力合约基差 8.27，IH 主力合约基差 3.63，IC 主力合约基差 34，形成负向市场。琴图中的红星点表示最近的基差数据在统计结构中的位置。三大指数基差均靠近中值。股指期货主力合约比价方面，IF/IC 和 IH/IC 在 10 月继续反弹。从 252 天滚动比价分位数分析，IF/IH 达到 88%，IF/IC 达到 76.2%，IH/IC 达到 62.7%。从量化角度看，IF/IH 比价无法有效突破 80%后，再度反弹回 80%上方。IF/IC 和 IH/IC 突破中位数，上升势能强劲。鉴于三大股指比价走势，建议观察重点放置在 IF/IC 与 IH/IC 在突破 80%后，趋势逆转的机会。

图 13: IF 主力基差 单位: 点



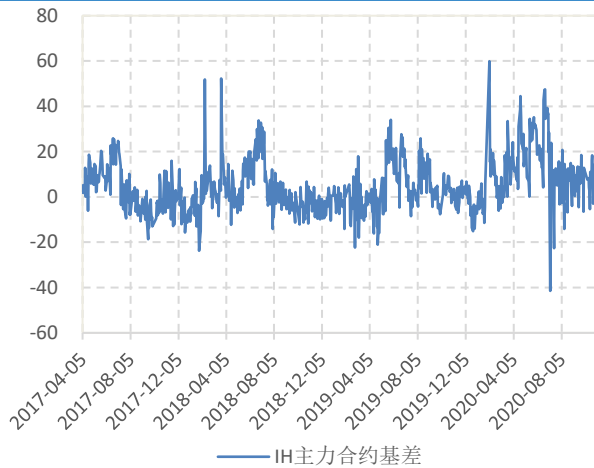
数据来源: Wind 新世纪期货

图 14: 3 年期 IF 主力基差琴图



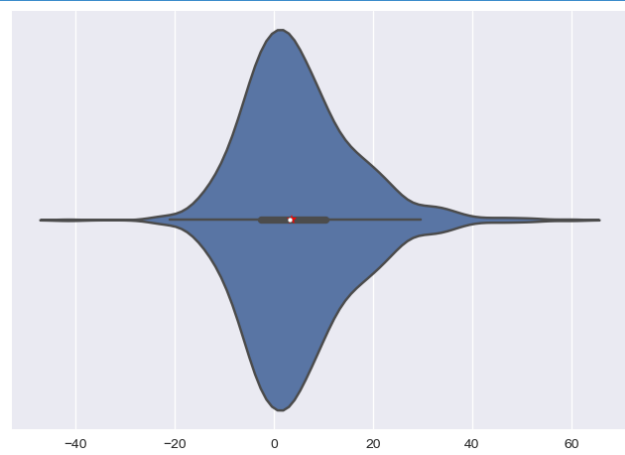
数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IH 主力基差 单位: 点



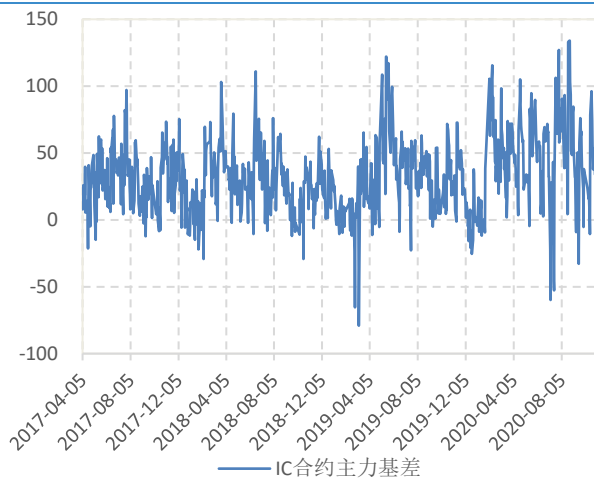
数据来源: Wind 新世纪期货

图 16: 3 年期 IH 主力基差琴图



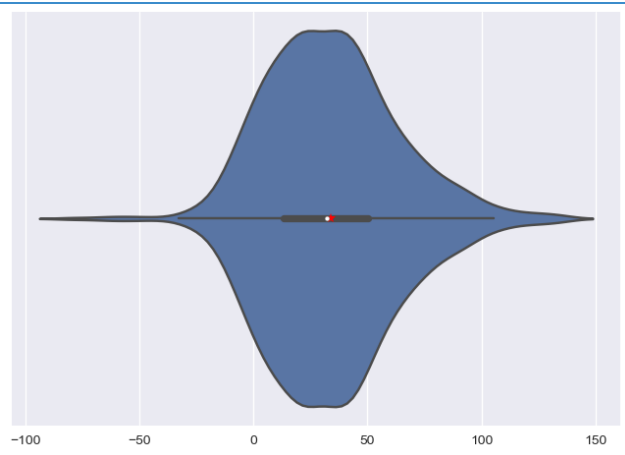
数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: IC 主力基差 单位: 点



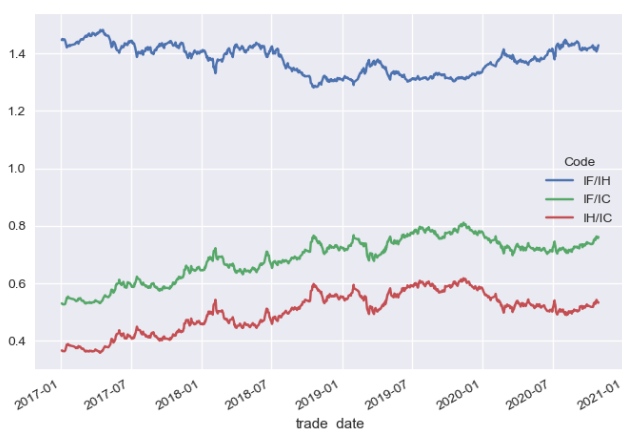
数据来源: Wind 新世纪期货

图 18: 3 年期 IC 主力基差琴图



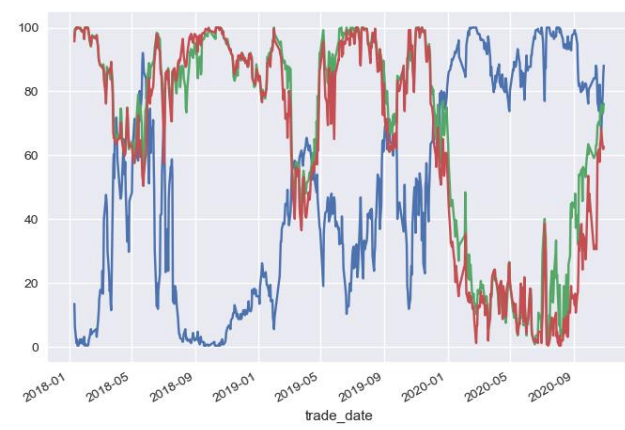
数据来源: Wind 新世纪期货

图 19: 股指期货主力合约比价 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 20: 252 天滚动比价分位数 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

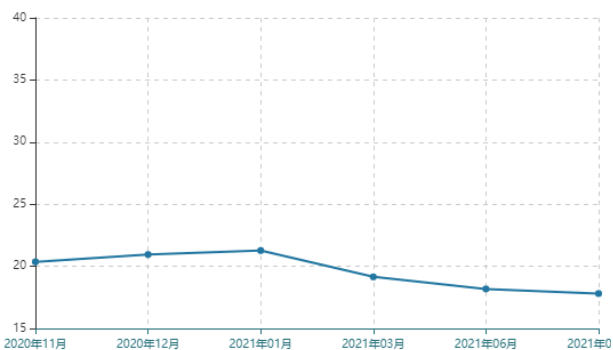
3、股指期货分析

根据沪深 300 股指期货不同期限合约平值隐含波动率显示, 平值隐含波动率总体下滑, 这也与沪深 300 股指本身的实现波动率下滑有关。隐含波动率曲线结构显示远端平值隐含波动率

低于近端。从认沽认购比和期权成交量角度分析，持仓量认沽认购比率小幅抬升，反映市场整体看多情绪好转，但沪深 300 股指在前期 5000 至 5100 区域顶部压力较大，突破预期并不乐观。

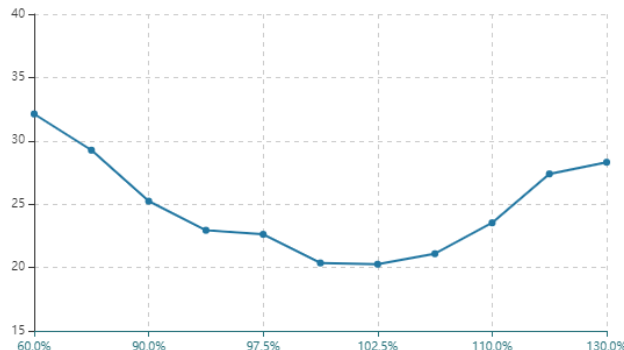
鉴于以上分析，推荐选择收益增强策略，可卖出深度虚值的下月或下下月看涨期权。

图 21: 平值隐含波动率 单位: %



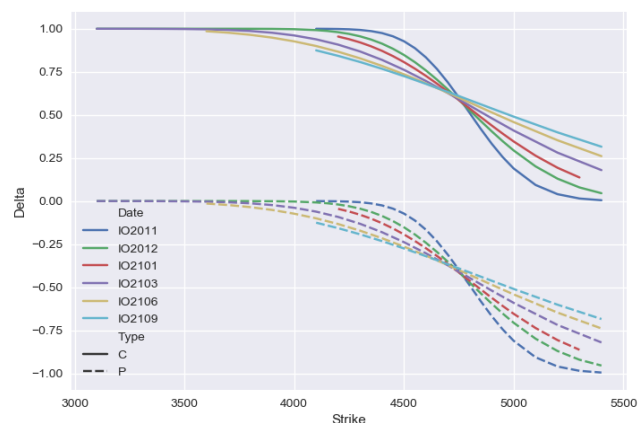
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: 近月隐含波动率曲线 单位: %



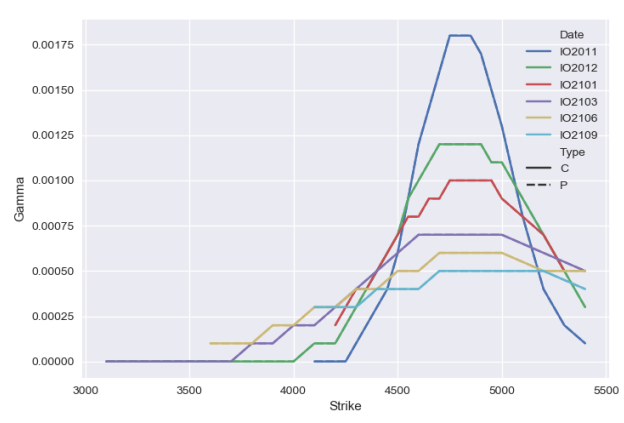
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 股指期货 Delta



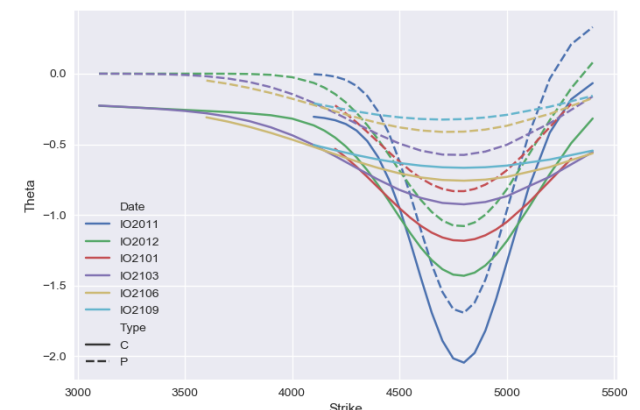
数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 股指期货 Gamma



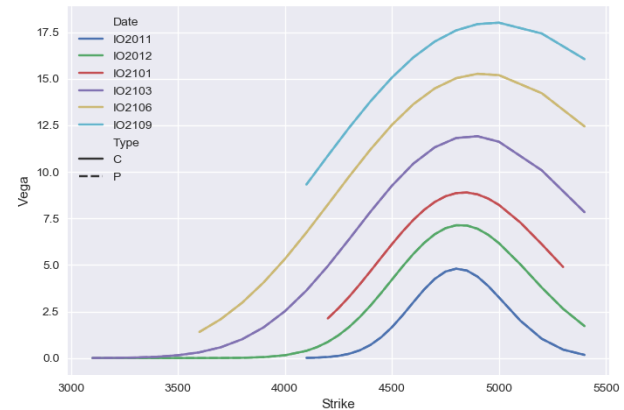
数据来源: Wind 新世纪期货

图 25: 股指期货 Theta



数据来源: Wind 新世纪期货

图 26: 股指期货 Vega



数据来源: Wind 新世纪期货

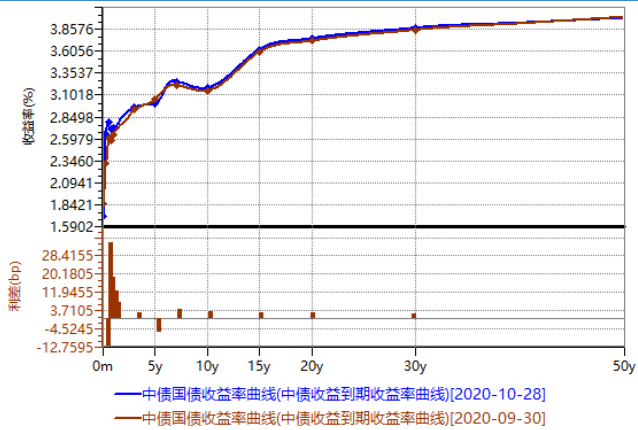
四、债券利率

国债收益率曲线经在 10 月出现上移，其中国债 10 年期与 1 年期期限利差收窄，主要因素

新世纪期货金融板块月报

在于 1 年期国债收益率比 10 年期国债收益率更快地抬升。全球主要国家 10 年期国债在 10 月走势分化，中美 10 年期国债收益率上扬，英日 10 年期国债收益率持平，法德 10 年期国债收益率下行，中美 10 年期国债利差缩窄。从资金利率角度分析，三季度内 Shibor3M 和 FR007 价格中枢继续上升，银行间同业存单利率保持上涨。预计 11 月的国债期货行情以窄幅波动为主。

图 27: 国债期限结构 单位: %



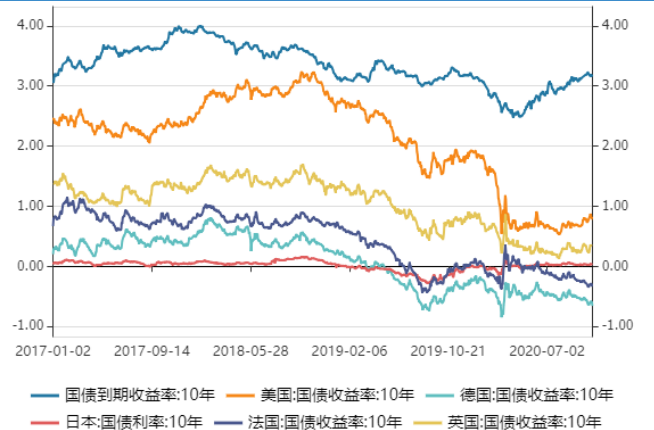
数据来源: Wind 新世纪期货

图 29: 10-1 年期国债期限利差 单位: %



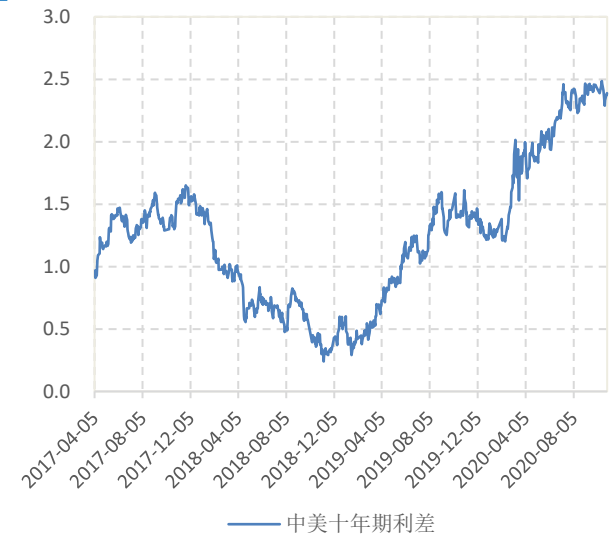
数据来源: Wind 新世纪期货

图 28: 全球主要国家 10 年期国债 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 30: 中美 10 年期国债利差 单位: %



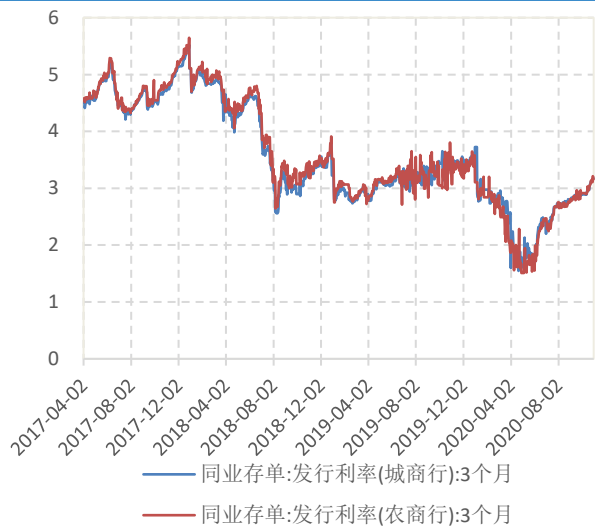
数据来源: Wind 新世纪期货

图 31: FR003 与 SHIBOR3M 走势单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 32: 3 个月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

近期,相较于外围权益市场普遍回落的情况,国内三大股指表现较为坚韧。股指波动率与夏普率展望中性, VaR 以及 ES 等风险因子展望偏中性,无风险利率的上升使权益市场估值压力依然存在,股指期权交易结构也反映出股指区间运行的市场预期。我们建议在 11 月可以选择选择卖出下月以及下下月深度虚值看涨期权来增强收益; IH/IC 多头短期内仍可以持有,但已接近警戒区域,重点关注反转交易。控防范资产价格泡沫的政策不会动摇,短端利率的上浮暂未看到拐点,期限利差将进一步下滑,国债期货以窄幅震荡为主。

免责声明

本报告的信息均来源于已公开的资料,尽管我们相信报告中来源可靠性,但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。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,报告中的信息或意见以及所载的数据、工具及材料并不构成您所进行的期货交易买卖的绝对出价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法,如与新世纪期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论,未免发生疑问,本报告所载的观点并不代表新世纪期货公司的立场,所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外,本报告所载信息、意见及分析论断只是反映新世纪期货公司在本报告所载明的日期的判断,可随时修改,毋需提前通知。

本报告版权仅为我公司所有,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,需注明出处为新世纪期货研究院,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新世纪期货研究院

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>