

## 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——

## 权益区间震荡，国债依旧偏弱

## 观点摘要：

## 股指期货：

疫苗的积极信息刺激权益市场反弹，国外虽然目前仍处于第三波疫情中，但对于全球主要经济体社会秩序好转、复工复产回暖的预期加强。国内三大股指也呈现走强，股指波动率继续走低，夏普率小幅反弹。但 VaR 以及 ES 等风险因子展望并未好转，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 IF/IH 比价的空头配置建议继续持有。

## 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情绪正好转，沪深 300 股指前期的 5100 至 5200 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为 Contango，显示远端波动率高于近端。推荐选择收益增强策略，可卖出深度虚值的远月看涨期权。

## 国债期货：

国债收益率曲线整体上移，银行间短期资金利率中枢继续抬升，银行间资金成本上升、信用收缩，国债期限利差或将进一步下滑。国债期货在 12 月难觅良好上涨机遇，行情仍然以波动为主。

## 风险点：

- 1、疫苗进度落后预期；
- 2、美国政府权力交接；
- 3、债务链条失控；

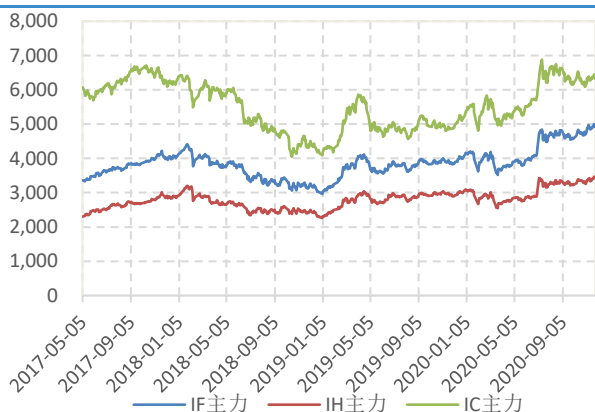
## 相关报告

利率上升股指承压，权益市场震荡  
2020-11  
利率曲线上移，权益承压国债走弱  
2020-10  
股指期货风险积聚，国债期货弱势  
震荡  
2020-09

## 一、行情回顾

11月，欧美疫情形式依然严峻，财政货币政策支持有限，疫苗前景转好，市场对于社会秩序恢复、复工复产趋于乐观。外围权益市场在疫苗利好信息刺激下走强，国内三大股指期货主力合约也在资金的持续流入助推下震荡上行，月末在高估值的压力下出现小幅回落。三大期限国债期货均继续走弱，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10月份，全国居民消费价格同比上涨0.5%。其中，城市上涨0.5%，农村上涨0.4%；食品价格上涨2.2%，非食品价格持平；消费品价格上涨0.6%，服务价格上涨0.3%。1—10月，全国居民消费价格比去年同期上涨3.0%。2020年10月份，全国工业生产者出厂价格同比下降2.1%，环比持平；工业生产者购进价格同比下降2.4%，环比上涨0.2%。1—10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出现明显回落，CPI与PPI的剪刀差趋于收敛。

10月末，广义货币(M2)余额214.97万亿元，同比增长10.5%，增速比上月末低0.4个百分点，比上年同期高2.1个百分点；狭义货币(M1)余额60.92万亿元，同比增长9.1%，增速分别比上月末和上年同期高1个和5.8个百分点；流通中货币(M0)余额8.1万亿元，同比增长10.4%。当月净回笼现金1334亿元。2020年10月社会融资规模增量为1.42万亿元，比上年同期多5493亿元。10月末社会融资规模存量为281.28万亿元，同比增长13.7%。社融继续保持增长势头，M2增速加快。

10月份，规模以上工业增加值同比实际增长6.9%，增速与9月份持平。从环比看，10月份，规模以上工业增加值比上月增长0.78%。1—10月份，规模以上工业增加值同比增长1.8%。10月份，工业企业产品销售率为98.4%，较上年同月上升0.8个百分点；工业企业实现出口交

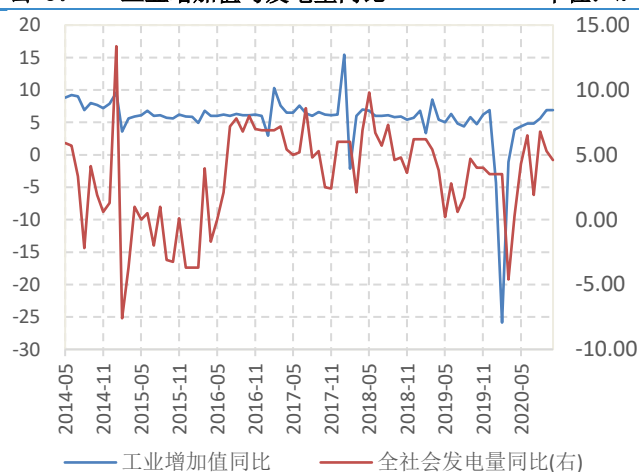
货值 11268 亿元，同比名义增长 4.3%。10 月份，社会消费品零售总额 38576 亿元，同比增长 4.3%，增速比上月加快 1.0 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 34868 亿元，增长 3.6%。1—10 月份，社会消费品零售总额 311901 亿元，同比下降 5.9%。其中，除汽车以外的消费品零售额 281428 亿元，下降 6.0%。国内规模企业生产经营秩序恢复，工业企业增加值平稳增长，国内消费市场逐步好转，利于“双循环”新格局的调整。

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: %



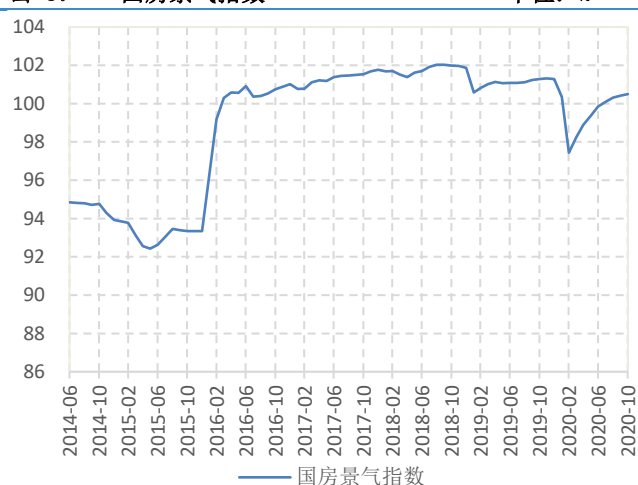
数据来源: Wind 新世纪期货

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

10 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 100.50，比 9 月份提高 0.08 点。1—10 月份，全国房地产开发投资 116556 亿元，同比增长 6.3%，增速比 1—9 月份提高 0.7 个百分点。1—10 月份，房地产开发企业房屋施工面积 880117 万平方米，同比增长 3.0%，增速比 1—9 月份回落 0.1 个百分点。1—10 月份，房地产开发企业土地购置面积 17775 万平方米，同比下降 3.3%，降幅比 1—9 月份扩大 0.4 个百分点；土地成交价款 11386 亿元，增长 14.8%，增速提高 1.0 个百分点。1—10 月份，商品房销售面积 133294 万平方米，同比持平，1—9 月份为下降 1.8%。10 月末，商品房待售面积 49492 万平方米，比 9 月末减少 89 万平方米。1—10 月

份，房地产开发企业到位资金 153070 亿元，同比增长 5.5%，增速比 1—9 月份提高 1.1 个百分点。地产行业在政策调控下稳步发展，保持行业稳定性。

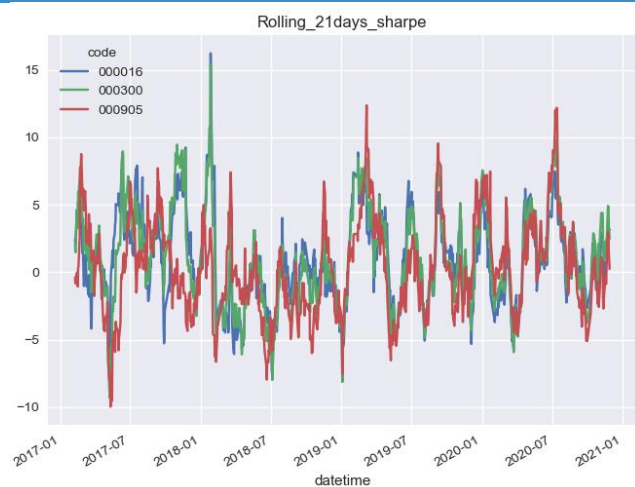
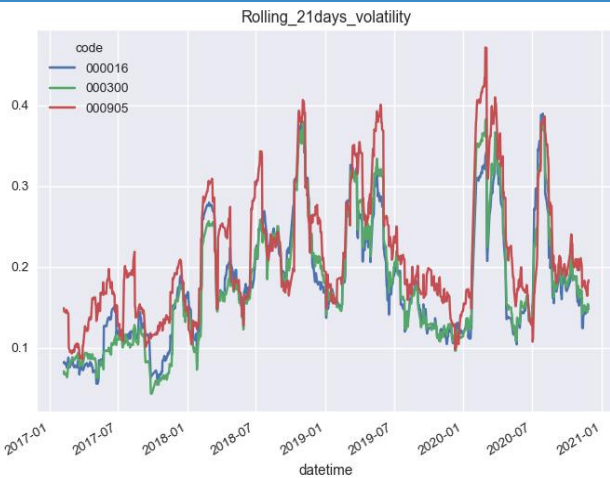
### 三、股票指数

#### 1、股指分析

沪深 300 股指、上证 50 股指与中证 500 股指在 11 月走出震荡上涨行情。从日度收益率角度观察，股指实现波动率在 11 月基本处于持续回落后在月末有所反弹。其中，上证 50 股指的 21 天滚动年化波动率已回落至 14.8%，沪深 300 股指则接近 15.1%，中证 500 回落至 18.3%。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 3.18，沪深 300 股指为 2.48，中证 500 股指为 0.25，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-2.23%，整体与上月较一致。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%。三大股指 1 年期滚动偏度与上月水平较一致，上证 50 与沪深 300 股指的超峰度也在 11 月内好转，中证 500 股指的超偏度与上月持平。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

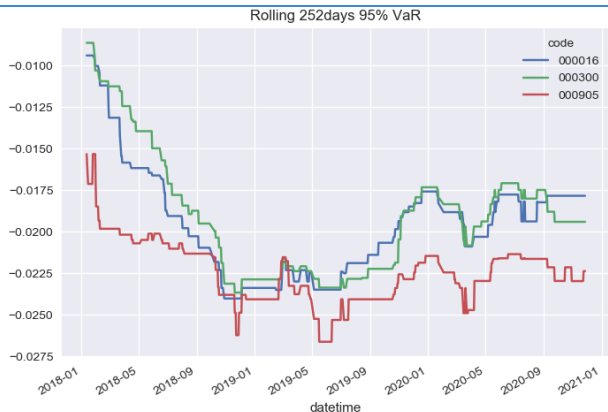
图 8： 21 天滚动年化夏普率 单位：点



数据来源：Wind 新世纪期货

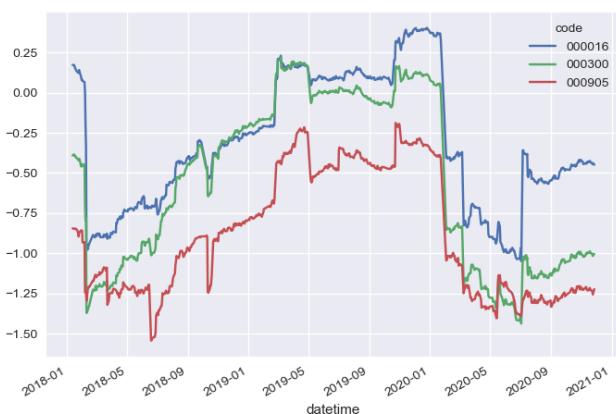
数据来源：Wind 新世纪期货

图 9： 1 年期滚动 95%VaR 单位：点



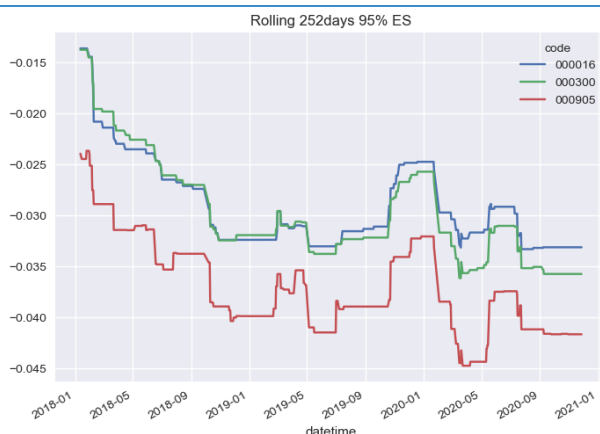
数据来源：Wind 新世纪期货

图 11： 1 年期滚动偏度 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 12： 1 年期滚动超峰度 单位：点



数据来源：Wind 新世纪期货

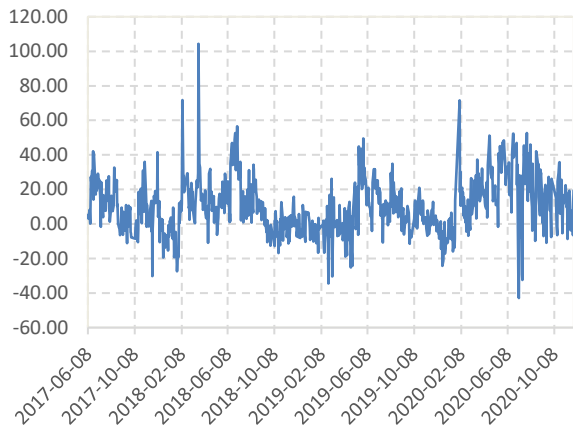
## 2、股指期货基差与价差分析

IF、IH 与 IC 主力合约基差维持正值，IF 主力合约基差 19.56，IH 主力合约基差 8.45，IC 主力合约基差 35.6，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。目前，三大指数基差均运行于 25%至 75%分位数区间。股指期货主力合约比价方面，IF/IH 回落，IF/IC 和 IH/IC 在 10 月继续反弹。从 252 天动比价分位数分析，IF/IH 达到 72.6%，IF/IC 达到 96%，IH/IC 达到 81.7%。从量化角度看，IF/IH 比价向下有效突破 80%分位数，IF/IC 和 IH/IC 突破 80%分位数关口。鉴于三大股指比价走势，判断 IF/IH 下方仍有空间，也需要关注 IF/IC 与 IH/IC 在突破 80%后趋势逆转的机会，尤其是 IF/IC。

新世纪期货金融板块月报

图 13: IF 主力基差

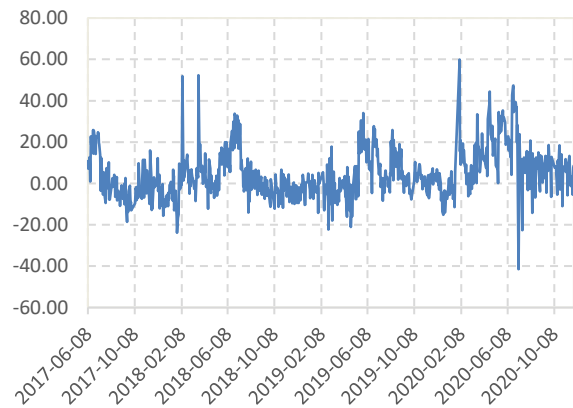
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IH 主力基差

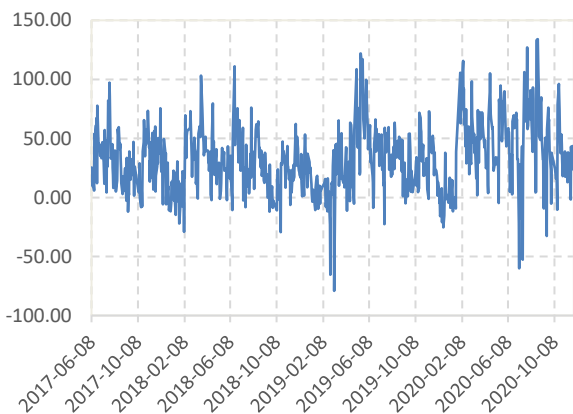
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

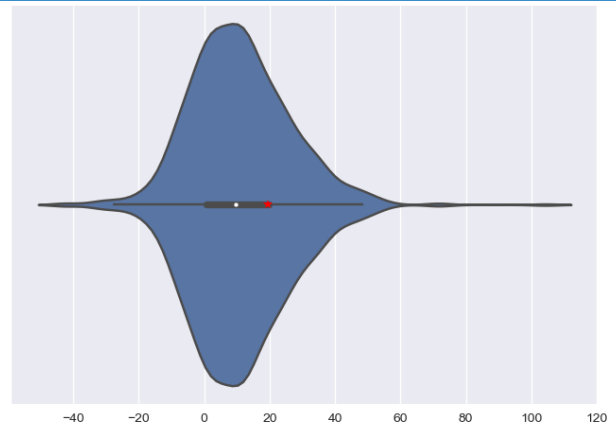
图 17: IC 主力基差

单位: 点



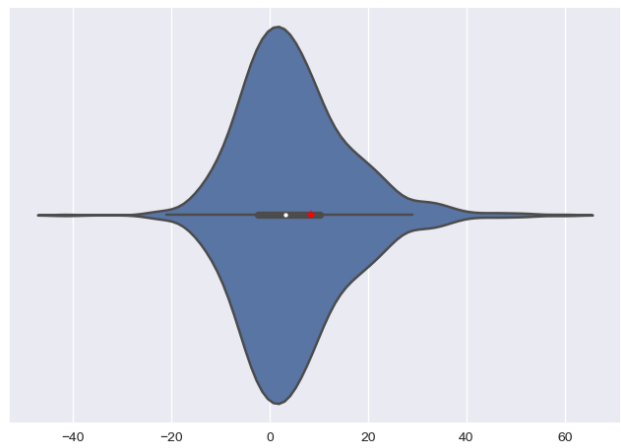
数据来源: Wind 新世纪期货

图 14: 3 年期 IF 主力基差琴图



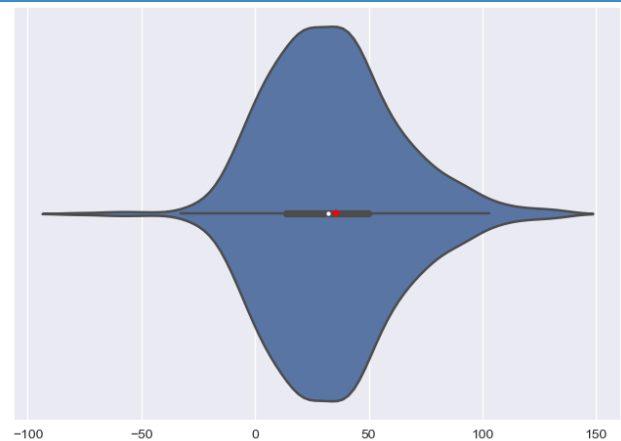
数据来源: Wind 新世纪期货

图 16: 3 年期 IH 主力基差琴图



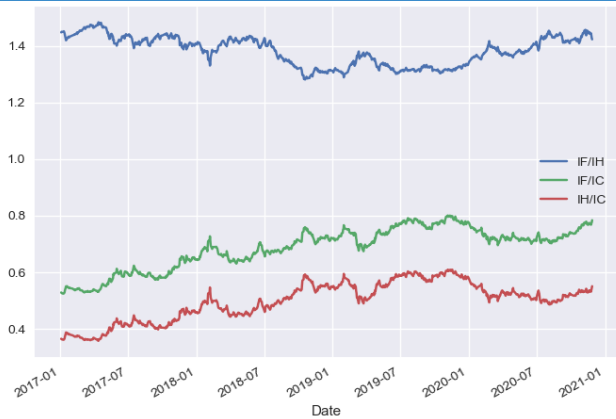
数据来源: Wind 新世纪期货

图 18: 3 年期 IC 主力基差琴图



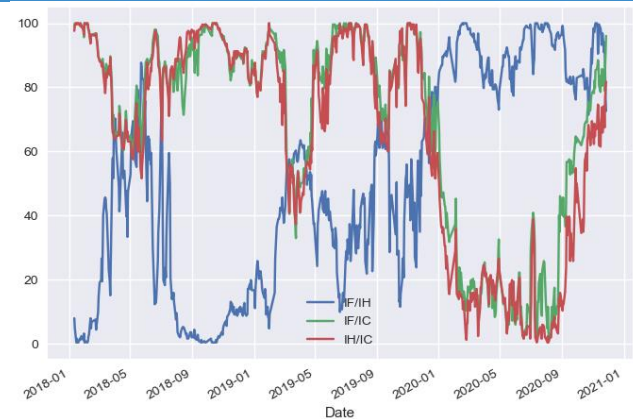
数据来源: Wind 新世纪期货

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: %

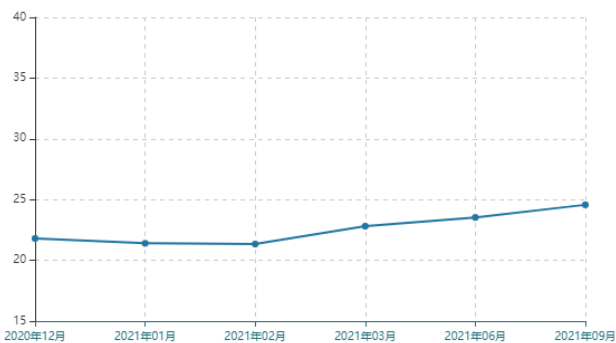


数据来源: Wind 新世纪期货

### 3、股指期货期权分析

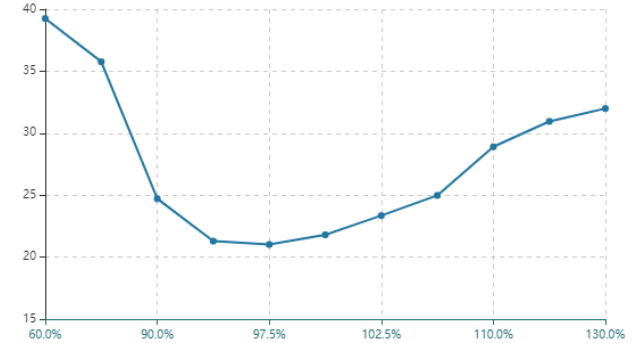
根据沪深 300 股指期货不同期限合约平值隐含波动率显示, 平值隐含波动率总体下滑, 这也与沪深 300 股指本身的实现波动率下滑有关。隐含波动率曲线结构显示近端平值隐含波动率低于远端, 成 Contango 结构。从认沽认购比和期权成交量角度分析, 持仓量认沽认购比率小幅抬升, 反映市场整体看多情绪好转, 但沪深 300 股指在前期 5100 至 5200 区域顶部压力较大, 突破预期并不乐观。鉴于以上分析, 推荐选择收益增强策略, 可卖出深度虚值的远月看涨期权。

图 21: 平值隐含波动率 单位: %



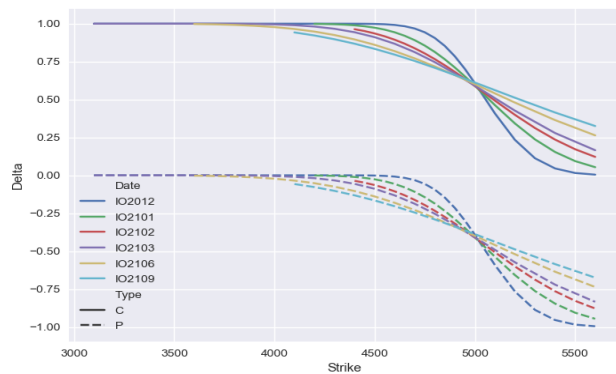
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: 近月隐含波动率曲线 单位: %



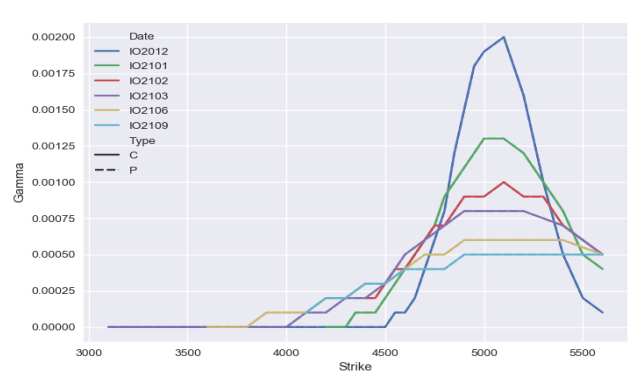
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 股指期货期权 Delta



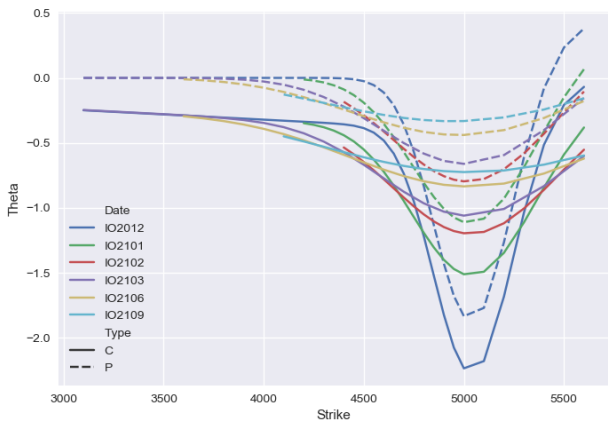
数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 股指期货期权 Gamma



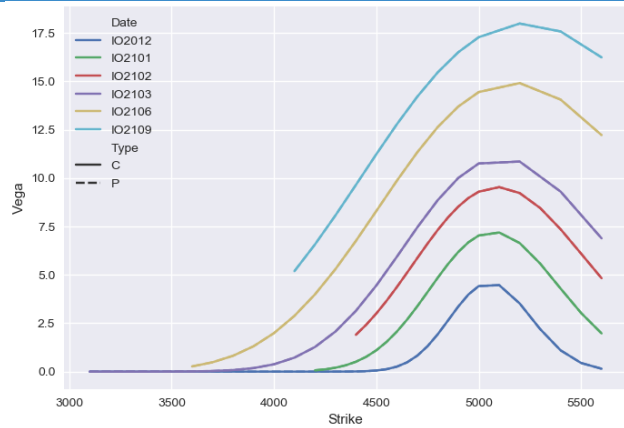
数据来源: Wind 新世纪期货

图 25: 股指期权 Theta



数据来源: Wind 新世纪期货

图 26: 股指期权 Vega

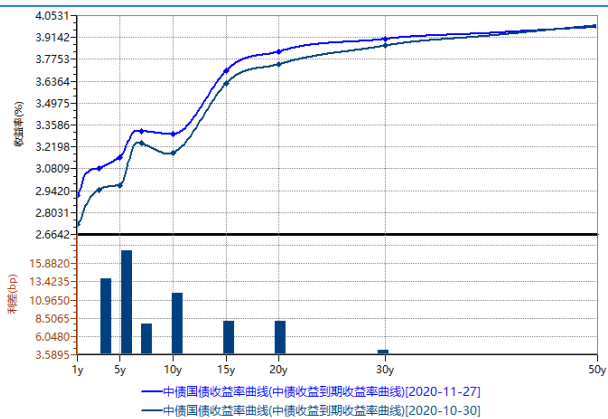


数据来源: Wind 新世纪期货

### 四、债券利率

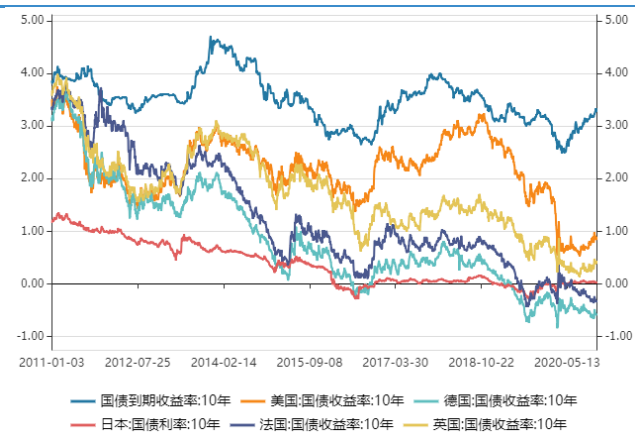
国债收益率曲线在 11 月出现整体上移，其中国债 10 年期与 1 年期期限利差收窄，主要因素在于 1 年期国债收益率比 10 年期国债收益率更快地抬升。全球主要国家 10 年期国债在 10 月走势分化，中美 10 年期国债收益率上扬，英日 10 年期国债收益率持平，法德 10 年期国债收益率下行，中美 10 年期国债利差较上月同期走阔，目前已经上行至前期高点。从资金利率角度分析，三季度内 Shibor3M 和 FR007 价格中枢继续上升，银行间同业存单利率保持上涨，银行端的资金成本进一步上升。根据债市和利率走势，预计 12 月的国债期货行情以窄幅波动为主。

图 27: 国债期限结构 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 28: 全球主要国家 10 年期国债 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

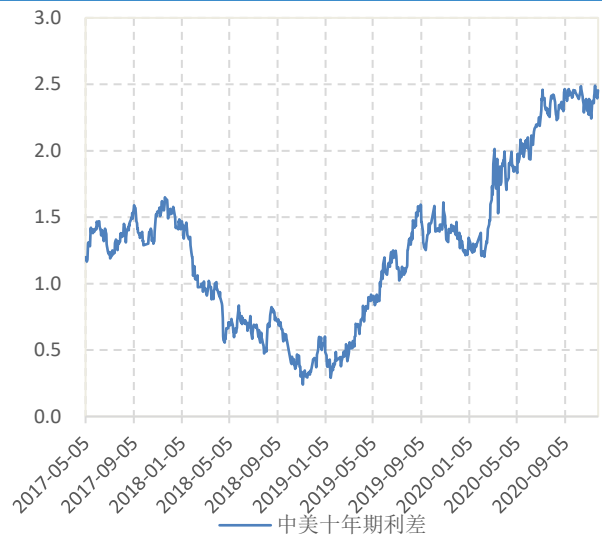


图 29: 10-1 年期国债期限利差 单位: %



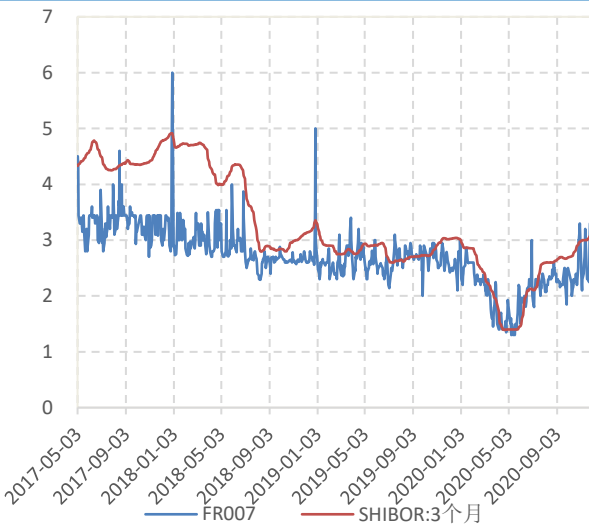
数据来源: Wind 新世纪期货

图 30: 中美 10 年期国债利差 单位: %



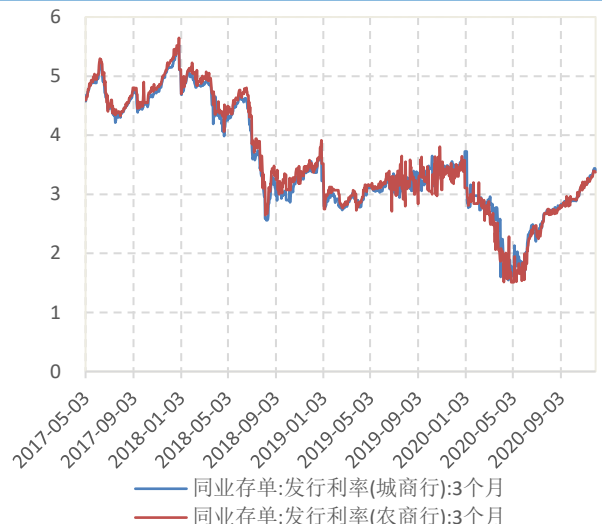
数据来源: Wind 新世纪期货

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

本月, 疫苗的积极信息刺激权益市场反弹, 国外虽然目前仍处于第三波疫情中, 但对于全球主要经济体社会秩序好转、复工复产回暖的预期加强。国内三大股指也呈现走强, 股指波动率继续走低, 夏普率小幅反弹。但 VaR 以及 ES 等风险因子展望并未好转, 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 12 月可以选择选择卖出远月深度虚值看涨期权来增强收益; IF/IH 空头短期内仍可以持有, IF/IC 等待趋势逆转的时机, 届时介入反转交易。国债利率期限结构上移驱缓, 银行间利率震荡中枢上行, 期限利差或将进一步下滑, 国债期货以震荡为主。

## 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

## 新世纪期货金融板块月报

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>