

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>

2021 年金融市场展望——

股指多头加强风控，国债底部增持

观点摘要：

股指期货：

展望新的一年，随着疫苗的开发和接种，对于全球主要经济体社会秩序好转、复工复产回暖的预期仍然在加强，海外通胀预期仍然在向上走。目前国内三大股指波动率出现发弹，夏普率回落，VaR 以及 ES 等风险因子展望并未好转。2021 年第一季度中，股指多头可以继续持有，但建议利用期权来配置深度虚值看跌期权来对冲尾部风险。基差交易多头在短期内可以介入，IF/IC 和 IH/IC 比较交易需要等待趋势逆转的时机，届时介入反转交易。

股指期权：

沪深 300 股指期权持仓量认沽认购比率在历史年度中值附近，反映市场整体看多情绪中性，期权成交量结构来看沪深 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。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。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：

国债收益率曲线临近年末整体下移，国债期限利差持续走阔，MLF 创纪录巨量投放，银行间短期资金利率中枢继续回落，银行间资金成本下降。预计利率在明年上半年以稳中有降为主，信用以紧缩为主。国债目前在形成底部，建议可以配置长久期利率债。

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

权益区间震荡，国债依旧偏弱
2020-12
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

2020年，中国及时预警新型冠状病毒肺炎，国内多地爆发此类新型疾病。年初股指走出一轮恐慌性大幅下跌。随后，在农历新年之前，国家开展调动各方力量，进入疾病严控状态。股指也在二月初开始反弹。随着国内疫情控制的逐步稳定，欧美在初期漠视中方预警信号并伴随对自身医疗体系的高度自信，不可避免进入了疫情大传播。三月，初欧美主要国家都进入新冠疫情的情况下，海外社会运转大幅冻结，全球权益市场开始大幅回落。此后，主要国家纷纷出台刺激经济政策，提供充沛的流动性，保障消费需求能力，股指也因此进入反弹大行情。进入到7月初，随着欧美第二波疫情的爆发和第一波经济刺激政策走入尾声，国内主要三大股指上攻动能减弱进入震荡模式，IF和IH主力合约震荡中枢逐步抬升，IC主力合约震荡下行。国债在年内主要分成三个阶段，首先是流动性宽松情况下年初至4月底的行情上行；其次是因国内疫情得到有效管控，实体行业有序复工复产，宽松货币政策开始收缩所导致的5月至12月期间震荡下行；最后是12月下旬开始央行开始呵护流动性之后的国债反弹。

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11月份，全国居民消费价格同比下降0.5%。其中，城市下降0.4%，农村下降0.8%；食品价格下降2.0%，非食品价格下降0.1%；消费品价格下降1.0%，服务价格上涨0.3%。扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.5%。1—11月，全国居民消费价格比去年同期上涨2.7%。1月份，全国工业生产者出厂价格同比下降1.5%，环比上涨0.5%；工业生产者购进价格同比下降1.6%，环比上涨0.7%。1—11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2.5%。CPI与PPI的剪刀差趋于收敛。

11月末，广义货币（M2）余额217.2万亿元，同比增长10.7%，增速分别比上月末和上年同期高0.2个和2.5个百分点；狭义货币（M1）余额61.86万亿元，同比增长10%，增速分别比上月末和上年同期高0.9个和6.5个百分点；流通中货币（M0）余额8.16万亿元，同比增长

10.3%。当月净投放现金 557 亿元。11 月社会融资规模增量为 2.13 万亿元，比上年同期多 1406 亿元。11 月末社会融资规模存量为 283.25 万亿元，同比增长 13.6%。

11 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 7.0%，增速较 10 月份加快 0.1 个百分点。从环比看，11 月份，规模以上工业增加值比上月增长 1.03%。1—11 月份，规模以上工业增加值同比增长 2.3%。11 月份，工业企业产品销售率为 98.3%，较上年同月上升 0.2 个百分点；工业企业实现出口交货值 12205 亿元，同比名义增长 9.1%。11 月份，社会消费品零售总额 39514 亿元，同比增长 5.0%，增速比上月加快 0.7 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 35497 亿元，增长 4.2%。1—11 月份，社会消费品零售总额 351415 亿元，同比下降 4.8%。其中，除汽车以外的消费品零售额 316884 亿元，下降 5.0%。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: %



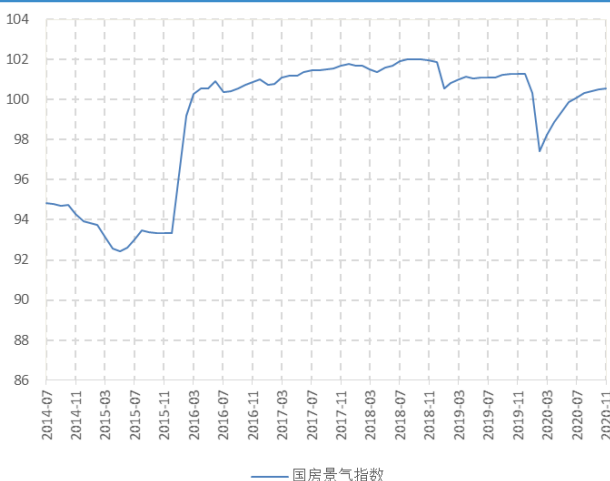
数据来源: Wind 新世纪期货

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

11 月份，房地产开发景气指数为 100.55，比 10 月份提高 0.05 点。1—11 月份，全国房地产开发投资 129492 亿元，同比增长 6.8%，增速比 1—10 月份提高 0.5 个百分点。其中，住宅

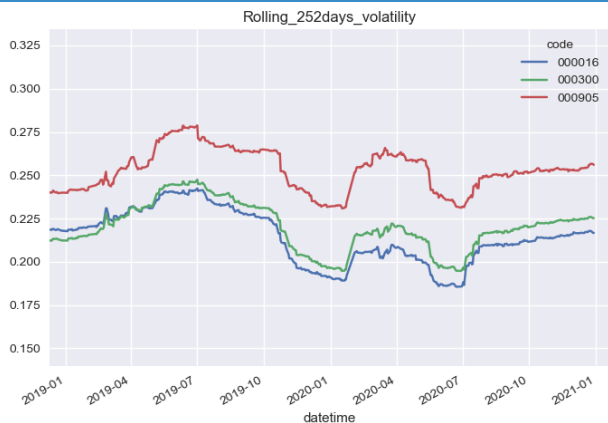
投资 95837 亿元，增长 7.4%，增速提高 0.4 个百分点。1—11 月份，房地产开发企业房屋施工面积 902425 万平方米，同比增长 3.2%，增速比 1—10 月份提高 0.2 个百分点。1—11 月份，房地产开发企业土地购置面积 20591 万平方米，同比下降 5.2%，降幅比 1—10 月份扩大 1.9 个百分点；土地成交价款 13890 亿元，增长 16.1%，增速提高 1.3 个百分点。1—11 月份，商品房销售面积 150834 万平方米，同比增长 1.3%，增速比 1—10 月份提高 1.3 个百分点。11 月末，商品房待售面积 49287 万平方米，比 10 月末减少 204 万平方米。1—11 月份，房地产开发企业到位资金 171099 亿元，同比增长 6.6%，增速比 1—10 月份提高 1.1 个百分点。今年，地产行业在政策调控下复苏较为稳健，期间虽有波折但总体保持了行业稳定性。

三、股票指数

1、股指分析

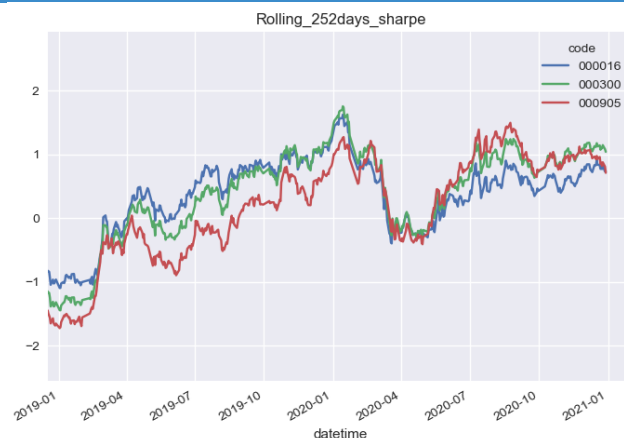
沪深 300 股指、上证 50 股指与中证 500 股指的 252 日滚动年化波动率仍然运行在 7 月之后的这轮上升趋势之中。临近 12 月，中证 500 股指的波动率出现小幅抬升，沪深 300 股指、上证 50 股指仍然运行较为平稳。沪深 300 股指波动率录得 22.52%，上证 50 股指波动率录得 21.67%，中证 500 股指波动率录得 25.6%。从 252 日滚动年化夏普率观察，三大股指夏普率总体呈现上行乏力迹象，中证 500 股指夏普率明显出现下行，沪深 300 股指夏普率走平，仅上证 50 股指尚且稳健。沪深 300 股指夏普率录得 1.04，上证 50 股指夏普率录得 0.735，中证 500 股指夏普率录得 0.713。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-2.32%。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%。中证 500 股指 1 年期滚动偏度近期有所好转，三大股指的超峰度也在 12 月均出现回落。综合看，2021 年上证 50 股指风险相对偏小，是可供优选的投资标的。

图 7： 1 年期滚动年化波动率 单位：点



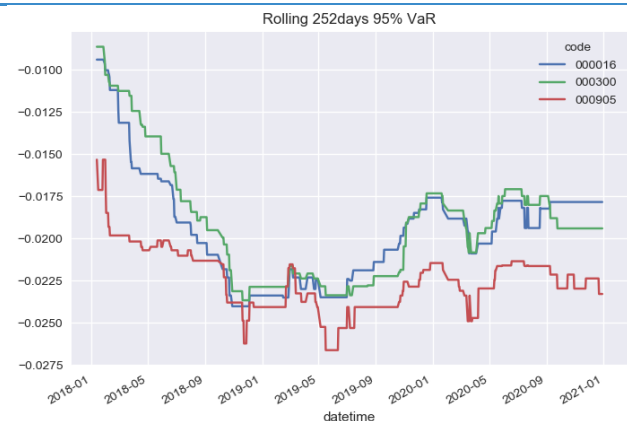
数据来源：Wind 新世纪期货

图 8： 1 年期滚动年化夏普率 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



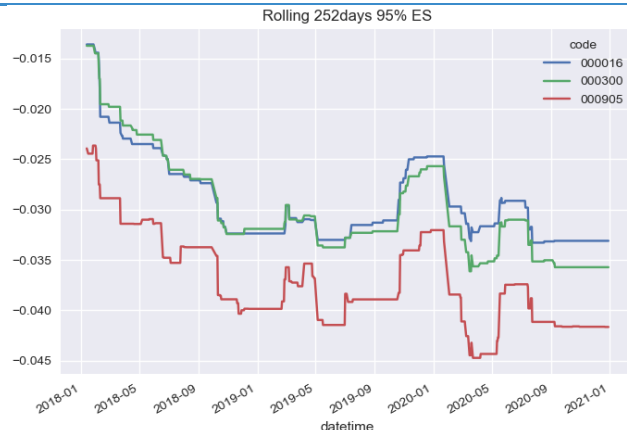
数据来源：Wind 新世纪期货

图 11： 1 年期滚动偏度 单位：点



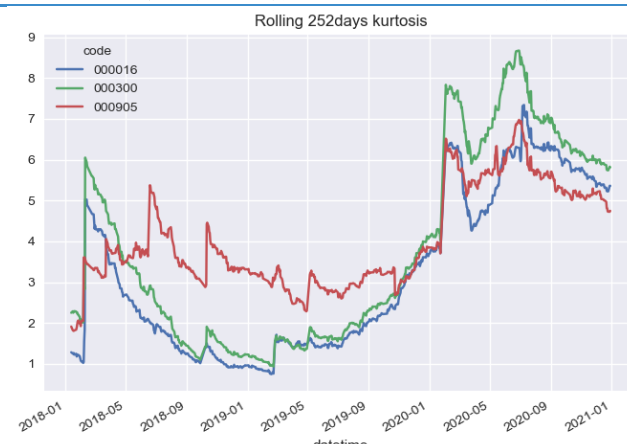
数据来源：Wind 新世纪期货

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



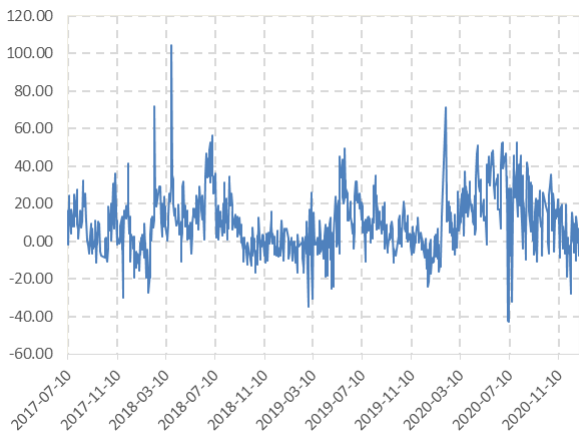
数据来源：Wind 新世纪期货

2、股指期货基差与价差分析

临近 12 月底，IF、IH 与 IC 主力合约基差走弱。根据 2017 年至今三年的统计数据观察，IF 主力合约基差录得-7.66，为 9.05%分位数；IH 主力合约基差录得-6.45，为 12.34%分位数；IC 主力合约基差录得 6.65，为 17.18 分位数。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低于 25%分位数，在近三年的历史统计中处于低位，建议可以适时介入做多基差。股指期货主力合约比价方面，临近在 12 月底，三大比价中 IF/IC 和 IH/IC 继续反弹，IF/IH 小幅盘整。从 252 天滚动比价分位数分析，IF/IH 达到 84.9%，IF/IC 达到 100%，IH/IC 达到 94.8%。从量化角度看，IF/IH 比价仍然将在 80%分位数附近盘整，IF/IC 和 IH/IC 在双双达到 100%分位数后将面临较大的下行压力。鉴于三大股指比价走势，建议等待 IF/IC 和 IH/IC 高企后空单介入的机会。

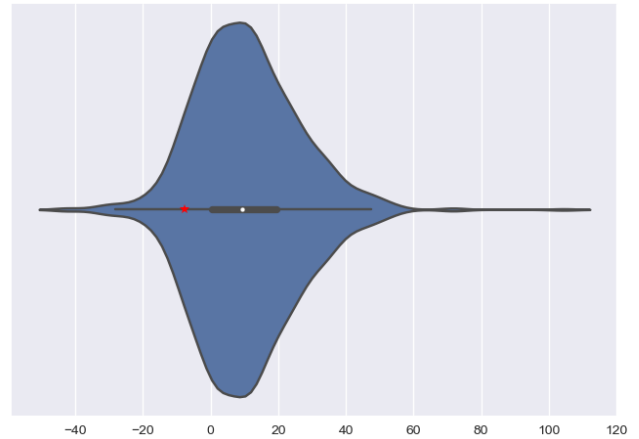
图 13: IF 主力基差

单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

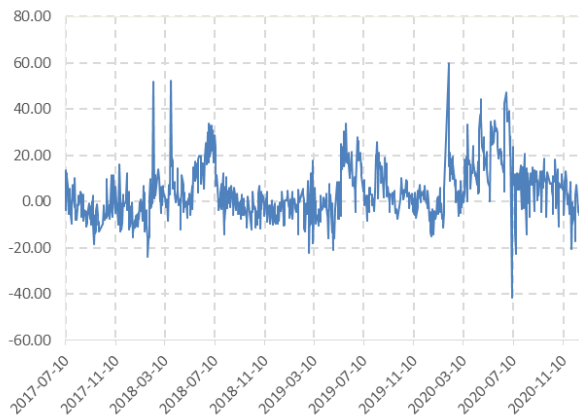
图 14: 3 年期 IF 主力基差琴图



数据来源: Wind 新世纪期货

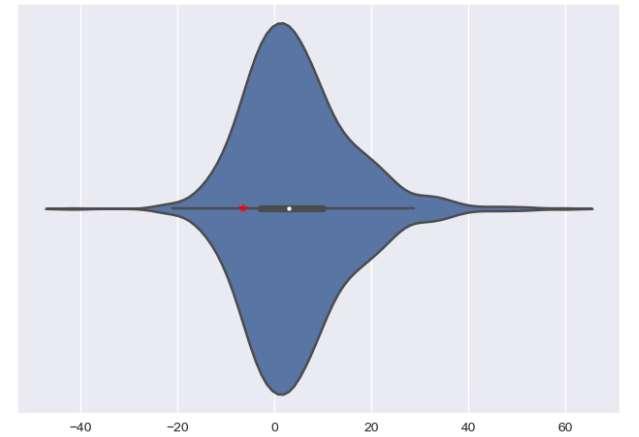
图 15: IH 主力基差

单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

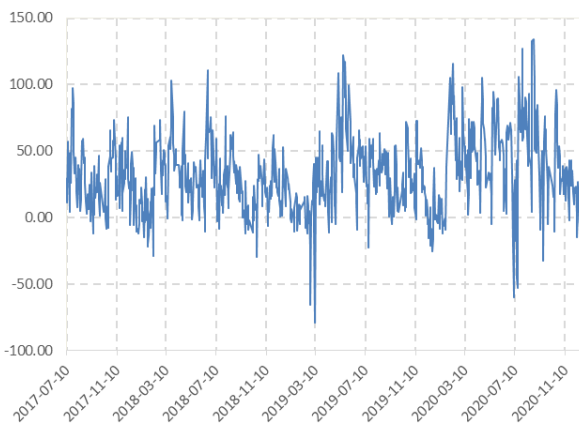
图 16: 3 年期 IH 主力基差琴图



数据来源: Wind 新世纪期货

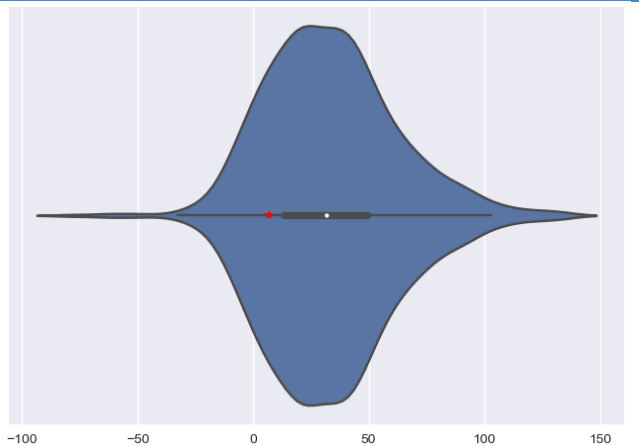
图 17: IC 主力基差

单位: 点



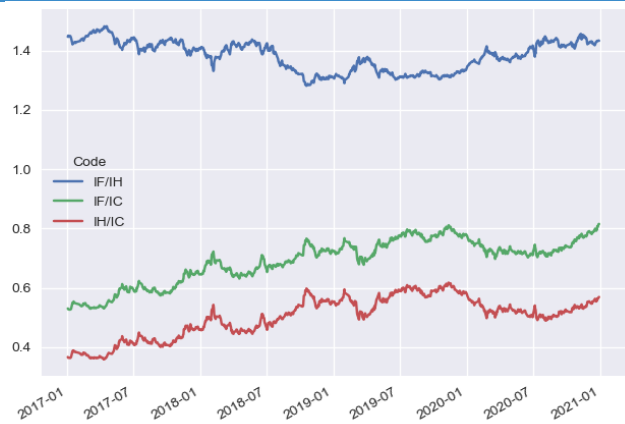
数据来源: Wind 新世纪期货

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、股指期权分析

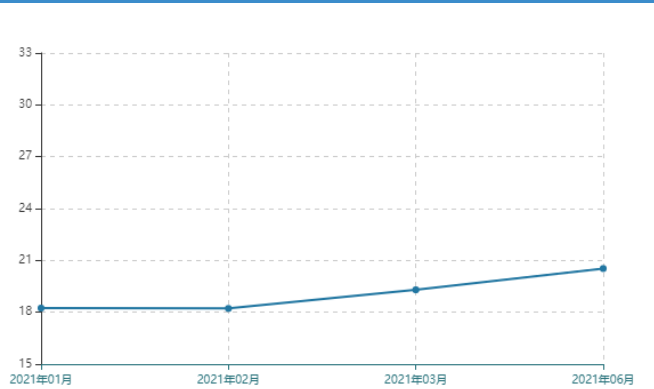
根据沪深 300 股指期权不同期限合约平值隐含波动率显示, 12 月下旬平值隐含波动率总体开始反弹, 这也与沪深 300 股指本身的实现波动率反弹有关。隐含波动率曲线结构显示近端平值隐含波动率低于远端, 成 Contango 结构。从认沽认购比和期权成交量角度分析, 持仓量认沽认购比率在历史年度中值附近, 反映市场整体看多情绪中性, 期权成交量结构来看沪深 300 股指在前期 5100 至 5200 区域顶部压力较大, 突破预期并不乐观。预计 2021 在春节前整体波动率会有小幅反弹, 之后进入箱体震荡。鉴于以上分析, 激进投资者可以选择买入近月端的跨式期权, 稳健投资者可以选择收益增强策略, 即卖出深度虚值的远月看涨期权。

图 21: 平值隐含波动率 单位: %



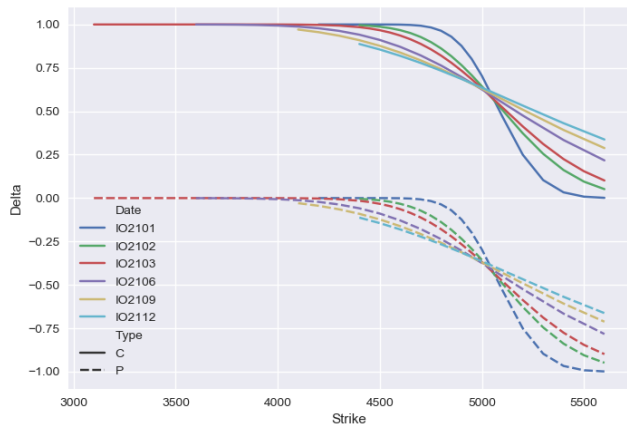
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: 平值隐含波动率期限结构 单位: %



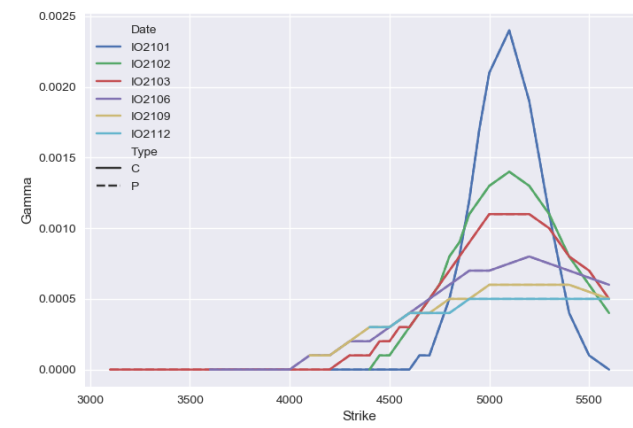
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 股指期货 Delta



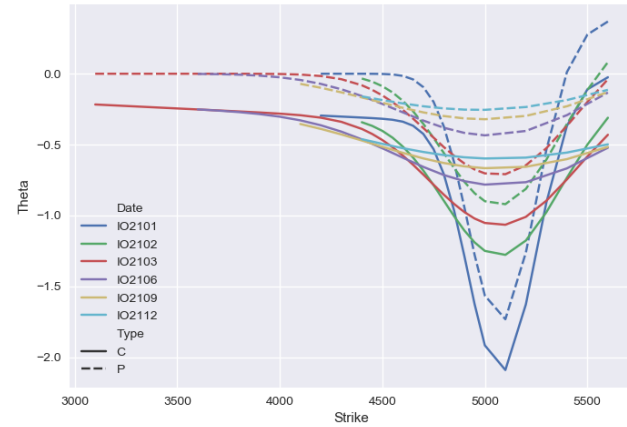
数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 股指期货 Gamma



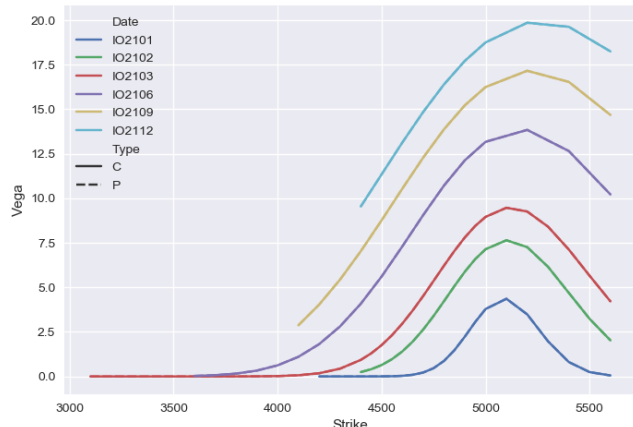
数据来源: Wind 新世纪期货

图 25: 股指期货 Theta



数据来源: Wind 新世纪期货

图 26: 股指期货 Vega

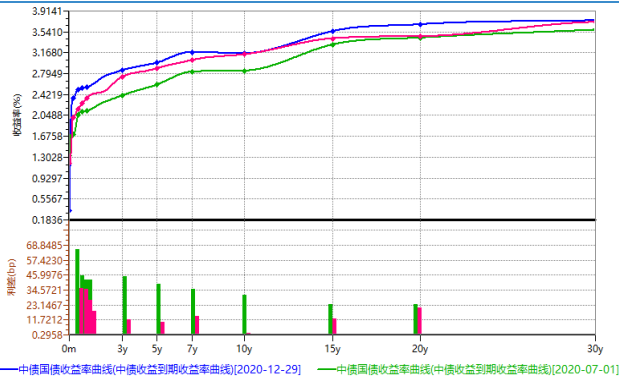


数据来源: Wind 新世纪期货

四、债券利率

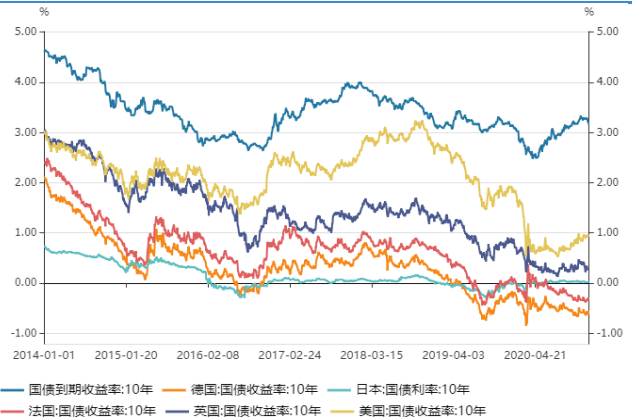
2020 年, 国债收益率曲线在上半年出现整体下移, 在下半年整体上移并超过年初的水平。从期限利差角度观察, 国债 10 年期与 1 年期之间的期限利差在 11 月末开始走阔, 目前上升趋势未有明显停滞。期限利差走阔主要因素在于 1 年期国债收益率比 10 年期国债收益率更快地回落, 即使国债 10 年期收益率在 12 月下旬开始下行之后, 同样如此。除美国外的全球主要国家 10 年期国债收益率没有上行的迹象, 德法日的 10 年期国债收益率位于零利率甚至负利率, 美债 10 年期仍然有上行空间。中美 10 年期国债走势分化造成两国 10 年期国债利差开始收窄。从资金利率角度分析, 央行在 12 月创纪录地投放了 9500 亿元 MLF, 呵护流动性的同时将 MLF 利率压实在底部。Shibor3M 和 FR007 价格出现明显回落, 银行间同业存单利率转升为降, 银行端的资金成本进一步下降。根据债市和利率走势, 我们认为目前债券底部已经形成, 目前配置国债处于比较好的介入时机, 2021 年建议稳定持有多头头寸。

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: %



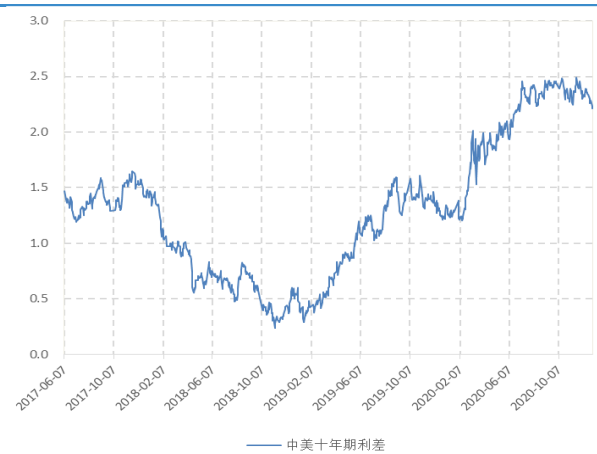
数据来源: Wind 新世纪期货

图 29: 10-1 年期国债期限利差 单位: %



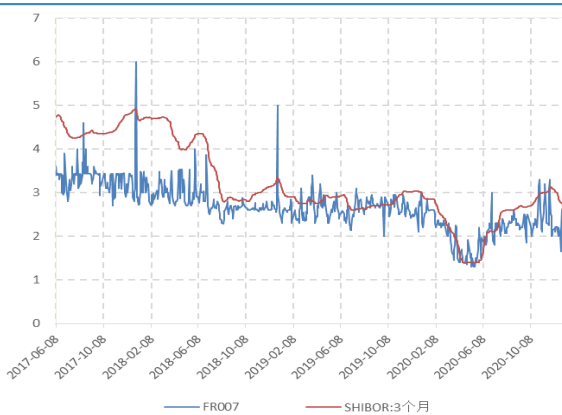
数据来源: Wind 新世纪期货

图 30: 中美 10 年期国债利差 单位: %



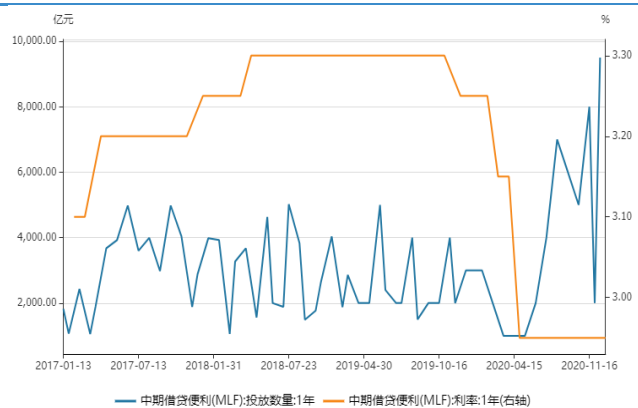
数据来源: Wind 新世纪期货

图 31: FR003 与 SHIBOR3M 走势 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 32: MLF 投放数量和利率



数据来源: Wind 新世纪期货

五、小结与交易策略

展望新的一年, 随着疫苗的开发和接种, 对于全球主要经济体社会秩序好转、复工复产回暖的预期仍然在加强, 海外通胀预期仍然在向上走。上半年, 需要关注疫苗接种进度和主要国家的每日新冠病患的新增人数和存量人数变化。目前国内三大股指波动率出现发弹, 夏普率回落, VaR 以及 ES 等风险因子展望并未好转。2021 年第一季度中, 股指多头可以继续持有, 但建

议利用期权来配置深度虚值看跌期权来对冲尾部风险。基差交易多头在短期内可以介入，IF/IC 和 IH/IC 比较交易需要等待趋势逆转的时机，届时介入反转交易。利率在明年上半年不会有大幅上升的可能，更多的是稳中有降为主，信用以紧缩为主。国债目前在形成底部，建议可以配置，可选择长久期利率债。

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>