

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>

2 月金融市场展望——

权益市场波动加剧，国债短期偏弱

观点摘要：

股指期货：

国内三大股指月内冲高回落，临近月末股指波动率总体上升，夏普率回落，市场风险正在上升。短期内注重沪深 300 和上证 50 股指 VaR 走弱，权益市场估值因资金市场利率反弹而压力凸现，股指期货交易结构也反映出股指上方压力的市场预期。市场上行动能在减弱，趋于宽幅震荡。IF 与 IC 股指主力合约基差具有短期做空机会，IF/IC 和 IH/IC 等待趋势逆转的时机，届时介入反转交易。

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情绪正弱化，沪深 300 股指前期 5600 区域顶部压力较大。沪深 300 股指期货期权平值隐含波动率临近月末出现反弹，隐含波动率曲线结构显示近端平值隐含波动率高于远端，形成较为平整的 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：

国债收益率曲线整体上移，临近月末银行间短期资金利率继续抬升，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 2 月将面临短期向下波动的风险，行情预计震荡偏弱。

风险点：

- 1、疫苗进度落后预期；
- 2、美国财政和货币政策变化；
- 3、债务链条失控；

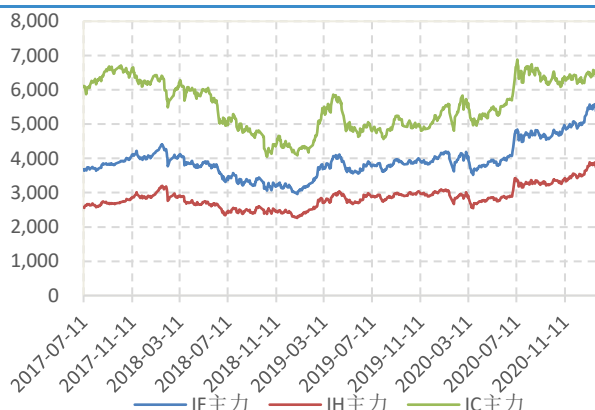
相关报告

股指多头加强风控，国债底部增持
2021-01
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

一、行情回顾

一月，美国新一届政府启动，美国财政政策与货币政策出现调整，计划提升赤字推动庞大基建项目带动经济复苏。目前，国内产能依然旺盛，海外因病毒变异导致复工复产不及预期，海外订单仍然在转移，国内消费处于修复之中。国内三大股指期货主力合约在连续冲高之后，临近月末在利率抬升以及高估值压力下出现回落。国债收益率曲线整体微幅上移，国债期限利差下滑，三大期限国债期货也在月末下挫。

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

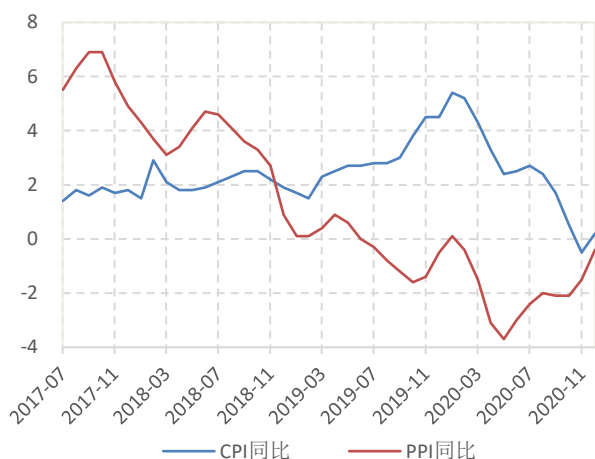
2020 年 12 月份，CPI 同比上涨 0.2%。其中，城市上涨 0.2%，农村上涨 0.2%；食品价格上涨 1.2%，非食品价格持平；消费品价格上涨 0.2%，服务价格上涨 0.3%。2020 年全年，全国居民消费价格比上年上涨 2.5%。去年 12 月份，PPI 同比下降 0.4%，环比上涨 1.1%；工业生产者购进价格同比持平，环比上涨 1.5%。2020 年全年，工业生产者出厂价格比上年下降 1.8%，工业生产者购进价格下降 2.3%。CPI 与 PPI 两者同时反弹，但剪刀差仍趋于收敛。

2020 年 12 月末，广义货币(M2)余额 218.68 万亿元，同比增长 10.1%，增速比上月末低 0.6 个百分点，比上年同期高 1.4 个百分点；狭义货币(M1)余额 62.56 万亿元，同比增长 8.6%，增速比上月末低 1.4 个百分点，比上年同期高 4.2 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.43 万亿元，同比增长 9.2%。全年净投放现金 7125 亿元。2020 年社会融资规模增量累计为 34.86 万亿元，比上年多 9.19 万亿元。12 月份，社会融资规模增量为 1.72 万亿元，比上年同期少 4821 亿元。货币量和信用增长减速，抑制资产泡沫。

12 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 7.3%，增速较 1 一月份加快 0.3 个百分点。从环比看，12 月份，规模以上工业增加值比上月增长 1.10%。2020 年，规模以上工业增加值比上年增长 2.8%。12 月份，工业企业产品销售率为 98.4%，与上年同月持平；工业企业实现出口交货值 12753 亿元，同比名义增长 9.5%。12 月份，社会消费品零售总额 40566 亿元，同比增长

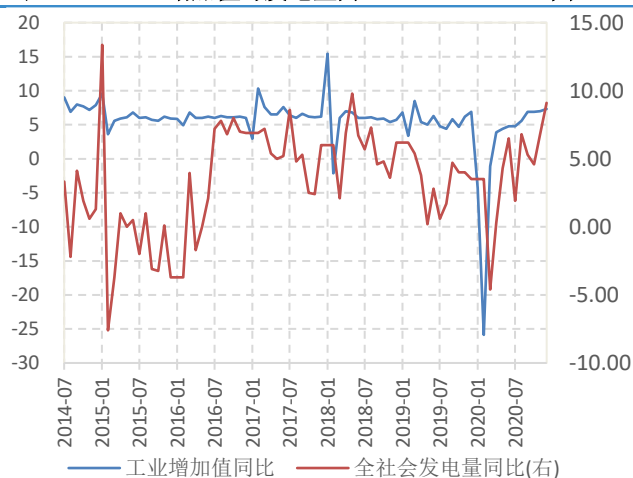
4.6%，增速比上月回落0.4个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额35695亿元，增长4.4%。2020年，全国网上零售额117601亿元，比上年增长10.9%，增速比1—11月回落0.6个百分点。国内规模企业生产经营秩序恢复，工业企业增加值平稳增长，海外订单转移仍在继续，国内消费市场逐步好转，利于“双循环”新格局的调整。

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: %



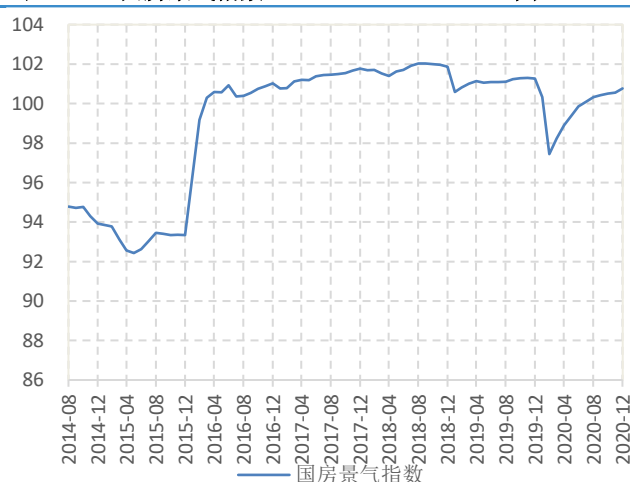
数据来源: Wind 新世纪期货

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

12月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为100.76，比1一月份提高0.21点。2020年1—12月份，全国房地产开发投资141443亿元，比上年增长7.0%，增速比1—11月份提高0.2个百分点，比上年回落2.9个百分点。2020年，房地产开发企业房屋施工面积926759万平方米，比上年增长3.7%，增速比1—11月份提高0.5个百分点，比上年回落5.0个百分点。2020年，商品房销售面积176086万平方米，比上年增长2.6%，增速比1—11月份提高1.3个百分点，上年为下降0.1%。2020年末，商品房待售面积49850万平方米，比1一月份末增加563万平方米，比上年末增加29万平方米。2020年，房地产开发企业到位资金193115亿元，比上年增长8.1%，增速比1—11月份提高1.5个百分点，比上年提高0.5个百分点。

多地限购政策出台，压制地产价格泡沫，保障房地产市场平稳发展。

三、股票指数

1、股指分析

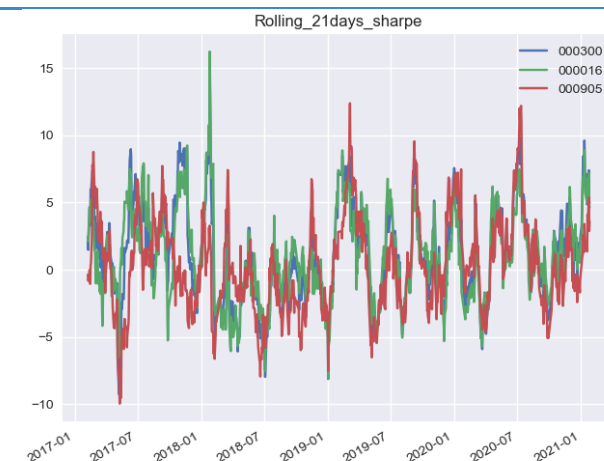
沪深 300 股指、上证 50 股指与中证 500 股指在一月走出震荡上涨行情。从日度收益率角度观察，三大股指滚动实现波动率在一月出现分化，中证 500 股指波动率在一月上旬平盘震荡后下移，沪深 300 股指与上证 50 股指则双双出现持续反弹。其中，沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率反弹接近 21.1%，上证 50 股指已反弹至 20.76%，中证 500 回落至 16.32%。从 21 日滚动年化夏普率观察，三大股指夏普率总体呈现冲高回落，前期得益于收益率的上升，后期股指震荡并伴随波动率上行导致夏普率被压低；沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率为 4.98，上证 50 股指为 4.63，中证 500 股指为 3.59，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，混合法 VaR (Hybrid approach VaR, $\lambda=0.94$, confidence_level@95%) 分析，沪深 300 股指为-2%，上证 50 为-2.2%，中证 500 股指为-1.72%。根据 1 年期滚动 95% Expected shortfall (又称：条件 VaR) 分析，沪深 300 股指为-3.57%，上证 50 为-3.3%，中证 500 股指为-4.16%。沪深 300 与上证 50 的短期风险在超过中证 500，中期则依然是中证 500 风险偏高。三大股指 1 年期滚动偏度与较上月有所反弹，上证 50 与沪深 300 股指的超峰度也在一月内好转，中证 500 股指的超偏度在一月窄幅震荡。综合看，中证 500 股指在 2 月可以增加配置权重。

图 7： 21 天滚动年化波动率 单位：点



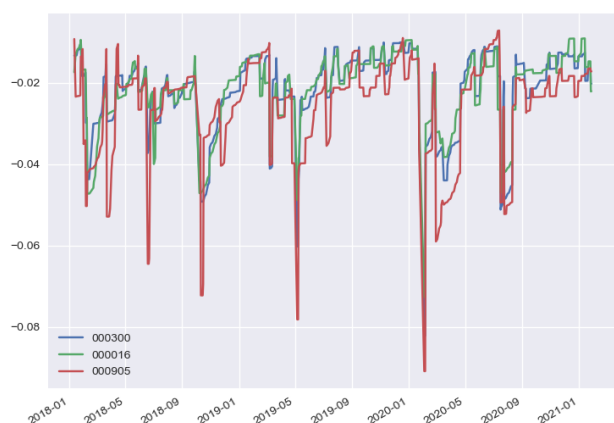
数据来源：Wind 新世纪期货

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



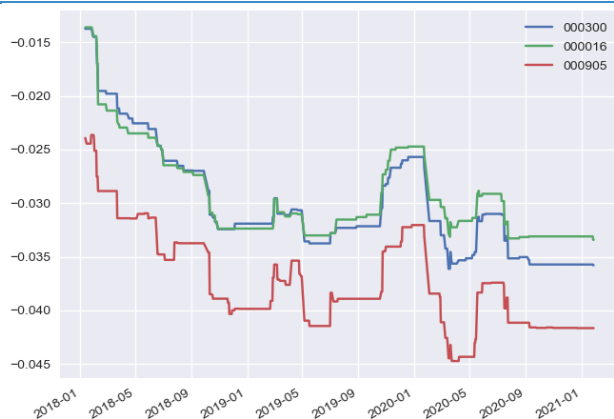
数据来源: Wind 新世纪期货

图 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



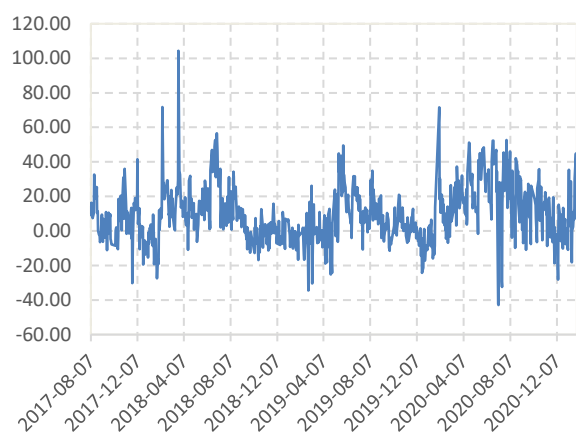
数据来源: Wind 新世纪期货

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 32.2，IH 主力合约基差 10.86，IC 主力合约基差 73.7，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，三大指数基差运行于 25%至 75%分位数区间之外，短期适用于收敛策略。股指期货主力合约比价方面，IF/IH 最新录得 1.443，IF/IC 最新录得 0.8476，IH/IC 最新录得 0.5873。IF/IH 在一月走出盘整行情，IF/IC 和 IH/IC 在一月冲高回落。从 252 天动比价分位数分析，IF/IH 达到 92.46%，IF/IC 达到 97.2%，IH/IC 达到 96%。从量化角度分析，IF/IC 与 IH/IC 近期出现拐头迹象，同时现值分位数位于一年期滚动 90%分位数之上，重点关注 IF/IC 与 IH/IC 回落的介入时机。

图 13: IF 主力基差

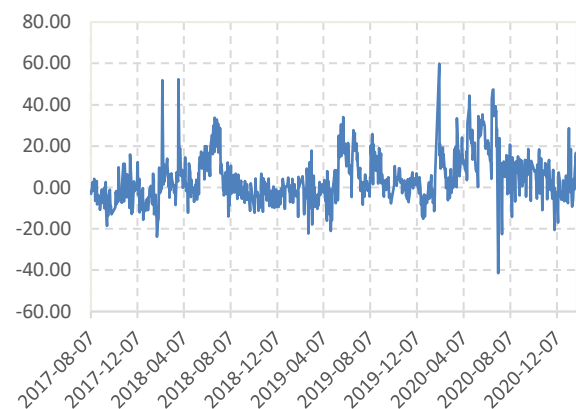
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IH 主力基差

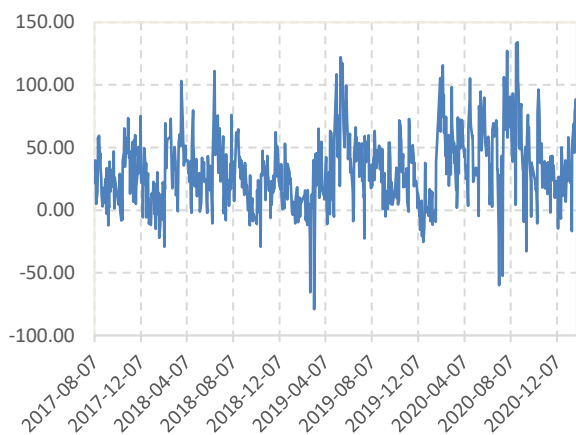
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

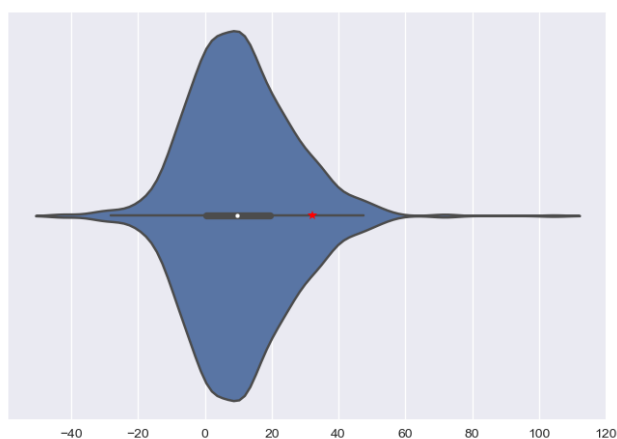
图 17: IC 主力基差

单位: 点



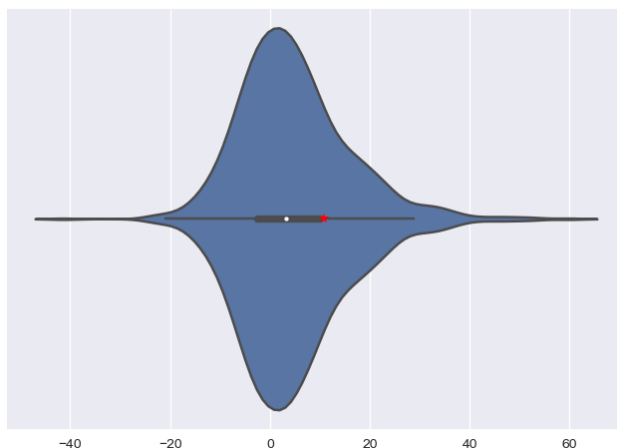
数据来源: Wind 新世纪期货

图 14: 3 年期 IF 主力基差琴图



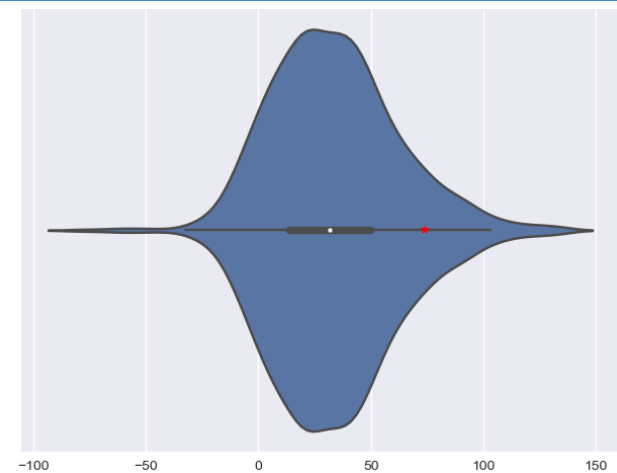
数据来源: Wind 新世纪期货

图 16: 3 年期 IH 主力基差琴图



数据来源: Wind 新世纪期货

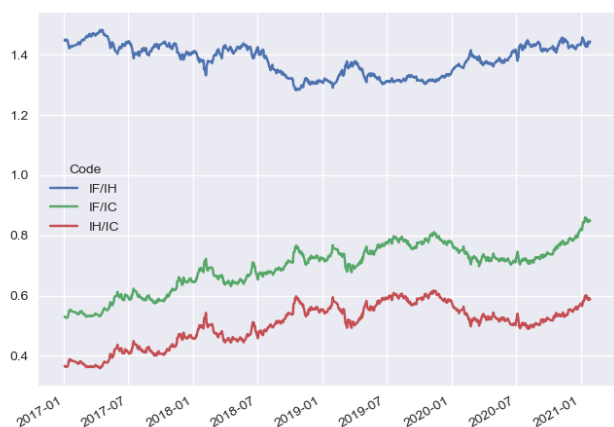
图 18: 3 年期 IC 主力基差琴图



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：%



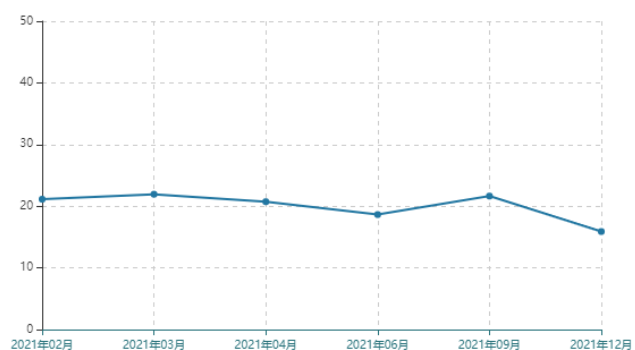
数据来源：Wind 新世纪期货

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，平值隐含波动率在一月走出 V 字行情，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高于远端，形成较为平整的 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从月初高位回落，反映市场整体看多情绪部分消退，沪深 300 股指在前期 5600 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： 平值隐含波动率期限结构

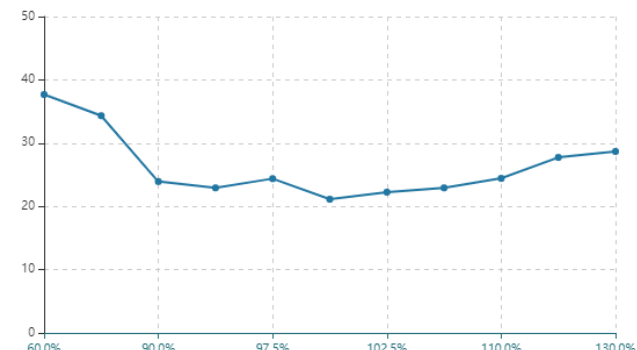
单位：%



数据来源：Wind 新世纪期货

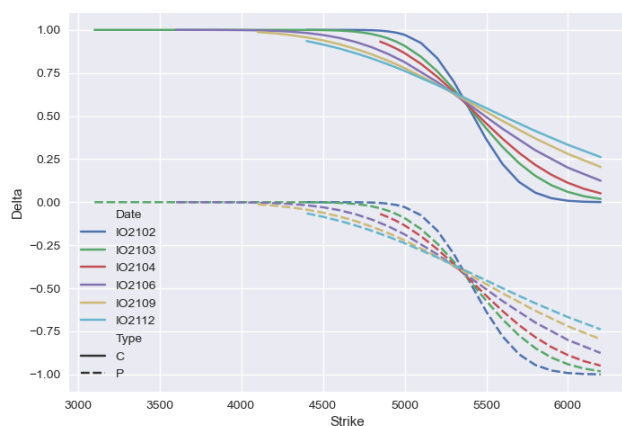
图 22： 近月隐含波动率曲线

单位：%



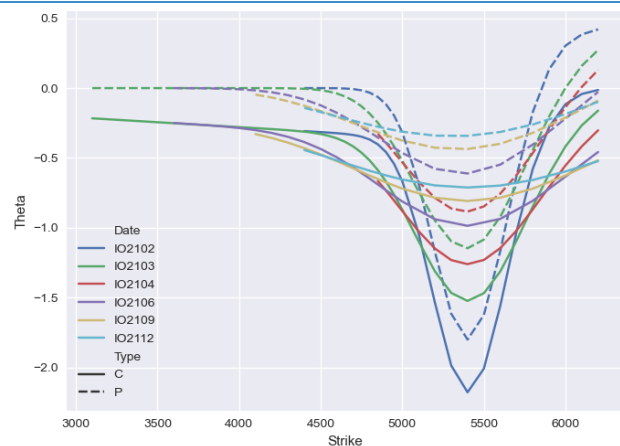
数据来源：Wind 新世纪期货

图 23: 股指期货 Delta



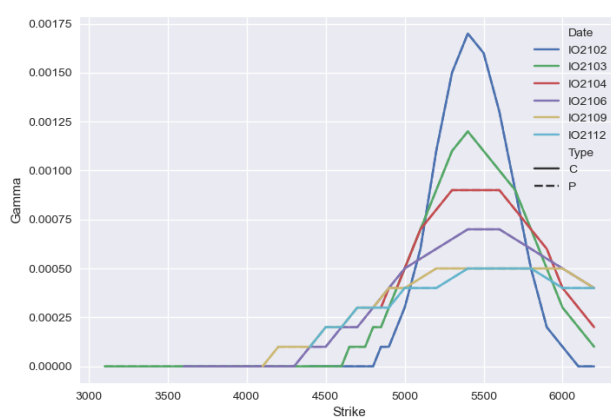
数据来源: Wind 新世纪期货

图 25: 股指期货 Theta



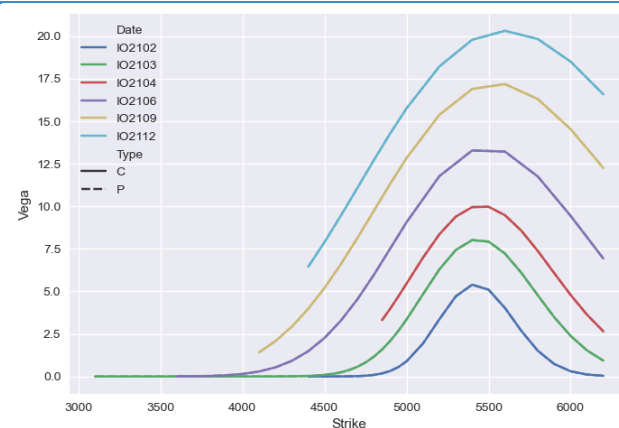
数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 股指期货 Gamma



数据来源: Wind 新世纪期货

图 26: 股指期货 Vega



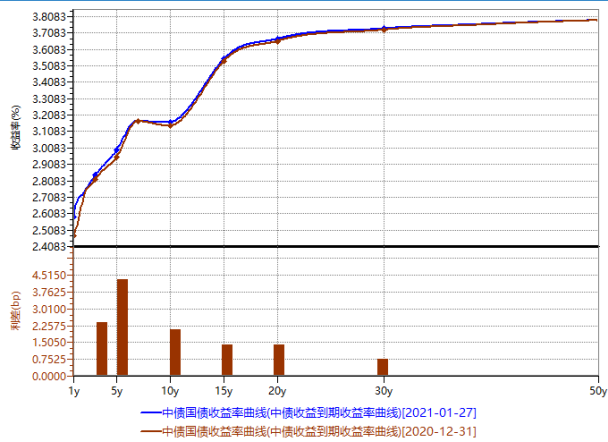
数据来源: Wind 新世纪期货

四、债券利率

国债收益率曲线在一月出现整体小幅上移,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 年期国债在一月末收益率均高于一月初水平,伴随疫苗接种陆续推进,货币政策趋于维护适度宽松的经济复苏环境,抑制资产泡沫。中美 10 年期国债利差较上月同期缩窄,预计伴随美国财政政策加码,中美利差将进一步缩窄。从资金利率角度分析,一月大部分时间内 Shibor3M 和 FR007 价格中枢继续下滑。临近月末资金面缩紧,FR007 出现快速反弹,银行间同业存单利率也在月末快速上行,银行端的资金成本出现上升。根据债市和利率走势,预计 2 月的国债期货行情将面临向下波动的风险,但下探幅度有限,不及 12 月介入时的价格水平。

图 27: 国债期限结构

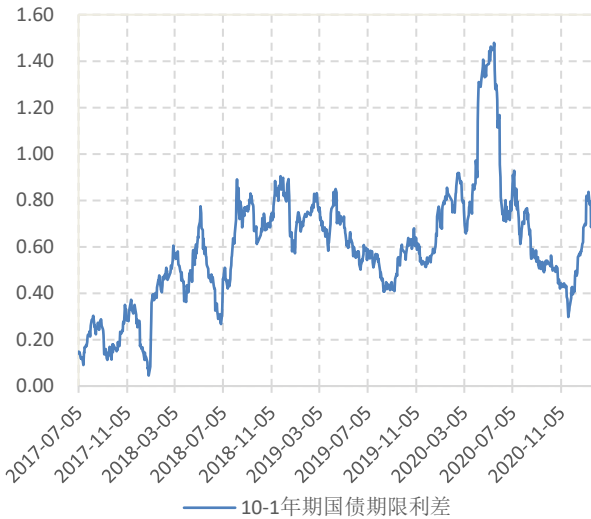
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

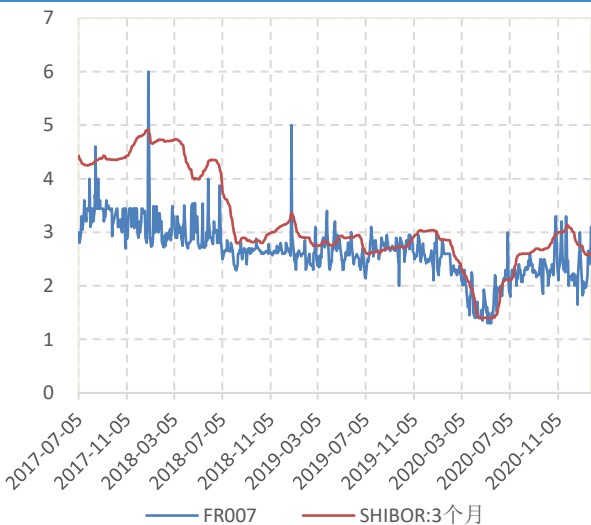
图 29: 10-1 年期国债期限利差

单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

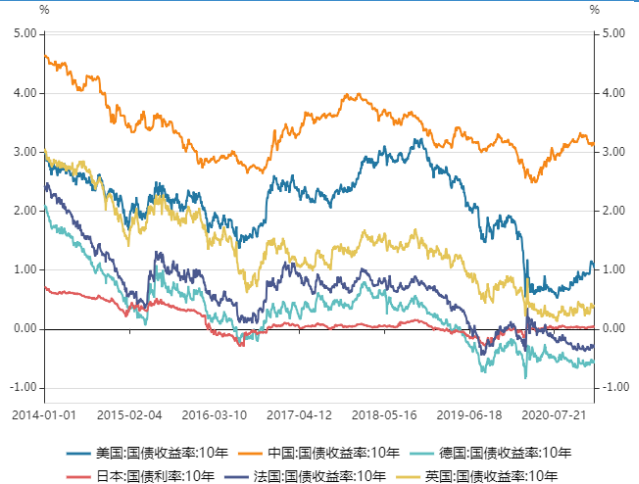
图 31: FR003 与 SHIBOR3M 走势单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 28: 全球主要国家 10 年期国债

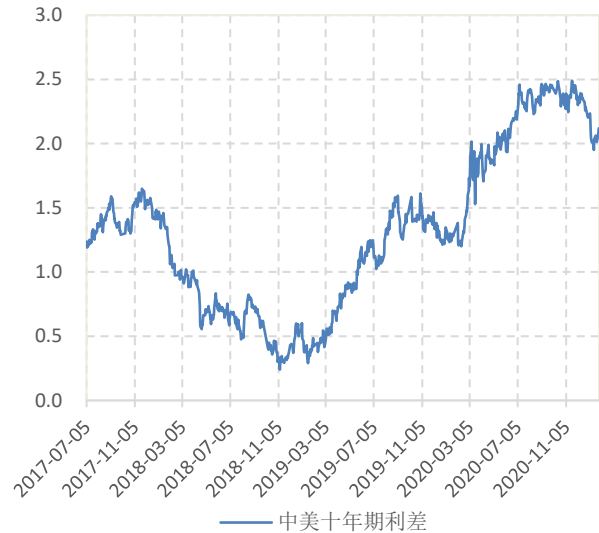
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

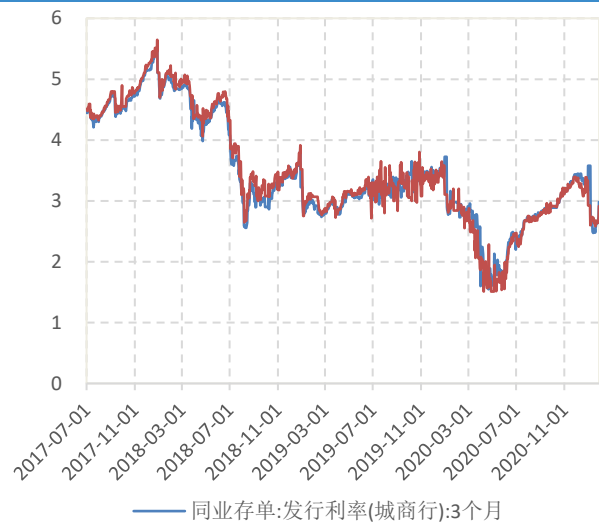
图 30: 中美 10 年期国债利差

单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 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，美国新一届政府上台，对前一届政府政策作出诸多修正，同时为应对疫情启动财政政策和货币政策调整。美国国债利率上升趋势需持续关注，注意美元流动性的改变。国内三大股指月内冲高回落，临近月末股指波动率总体上升，夏普率回落。注重短期内沪深 300 和上证 50 股指的 VaR 走差，资金市场利率反弹使权益市场估值压力呈现，股指期权交易结构也反映出股指上方压力的市场预期，隐含波动率也在上行。我们建议在 2 月可以选择卖出远月深度虚值看涨期权来增强收益；IF/IC 和 IH/IC 等待趋势逆转的时机，届时介入反转交易。国债利率走势短期内有反复，银行间利率震荡中枢上行，期限利差或将进一步下滑，国债期货以震荡偏弱为主。

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>