

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>

5 月金融市场展望——

股指多头谨慎持仓，国债多头减持

观点摘要：

股指期货：

国内三大股指 4 月走势分化，总体呈现盘整行情。三大股指实现波动率逐步走低，夏普率冲高回落。预计 5 月权益市场波动将加剧，股指多头谨慎持仓。中证 500 股指量化表现强于沪深 300 和上证 50 股指，建议配置中证 500 股指，同时关注 IF/IH 的做空介入时机，该比价已经位于顶部区域。

股指期权：

沪深 300 股指期权隐含波动率回落后低位震荡，持仓量认沽认购比率在 4 月回落后反弹，目前在月初水平保持窄幅震荡，反映市场整体风险情绪度过了月中的悲观期。沪深 300 期权合约成交结构显示市场认为短期内沪深 300 股指可以冲击 5200 一线。鉴于以上分析，推荐选择 6 月的看涨期权以及牛市价差期权。

国债期货：

国债收益率曲线短端回落，长短端期限利差走阔。银行间资金流动性温和，资金利率偏低但暂时难以进一步下调。预计 5 月国债上行动能减弱，进入区间震荡。国债多头可阶段性减持，中长久期国债较短期国债更为乐观。

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

关注权益市场反弹良机，国债多头继续持有 2021-04
权益市场防守为主，国债期限利差走阔 2021-03
权益市场波动加剧，国债短期偏弱 2021-02
股指多头加强风控，国债底部增持 2021-01

一、行情回顾

4月，虽然海外疫苗接种在加快，但部分国家的新一轮新冠感染人数继续上升，以印度尤为严重，多数国家陆续加强疫情管控甚至宵禁，世界经济重回正轨的预期再度下调。疫情反复导致海外权益市场波动加剧。国内三大股指期货主力合约上攻动能不足，其中IF主力与IH主力出现下跌。市场流动性保持温和，国债利率国债收益率曲线短端利率回落，中长期利率盘整，三大期限国债期货月内走出先扬后抑行情，月度收益率小幅收涨。

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

2021年一季度，全国居民消费价格同比持平。其中，3月份全国居民消费价格同比上涨0.4%，2月份下降0.2%；环比下降0.5%。一季度，城市下降0.1%，农村持平。分类别看，食品烟酒价格同比上涨0.6%，衣着下降0.2%，居住下降0.2%，生活用品及服务下降0.1%，交通通信下降1.4%，教育文化娱乐上涨0.3%，医疗保健上涨0.3%，其他用品及服务下降1.1%。一季度，扣除食品和能源价格后的核心CPI同比持平。一季度，全国工业生产者出厂价格同比上涨2.1%。其中3月份同比上涨4.4%，涨幅比2月份扩大2.7个百分点，环比上涨1.6%。一季度，全国工业生产者购进价格同比上涨2.8%。其中3月份同比上涨5.2%，涨幅比2月份扩大2.8个百分点，环比上涨1.8%。PPI同比数据继续超越CPI，部分由于基础工业品的通胀因素所导致。

3月末，广义货币(M2)余额227.65万亿元，同比增长9.4%，增速比上月末和上年同期均低0.7个百分点；狭义货币(M1)余额61.61万亿元，同比增长7.1%，增速比上月末低0.3个百分点，比上年同期高2.1个百分点；流通中货币(M0)余额8.65万亿元，同比增长4.2%。一季度净投放现金2229亿元。2021年一季度社会融资规模增量累计为10.24万亿元，比上年同期少8730亿元。3月末社会融资规模存量为294.55万亿元，同比增长12.3%。社融和M2同比出现回落。

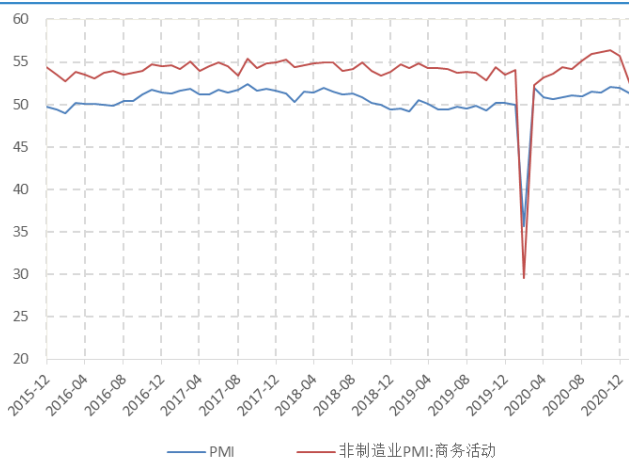
3 月份，中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 51.9%，高于上月 1.3 个百分点，制造业景气回升。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数、从业人员指数均高于临界点，供应商配送时间指数位于临界点，原材料库存指数低于临界点。3 月份，非制造业商务活动指数为 56.3%，较上月上升 4.9 个百分点，表明非制造业扩张有所加快。分行业看，建筑业商务活动指数为 62.3%，高于上月 7.6 个百分点。服务业商务活动指数为 55.2%，高于上月 4.4 个百分点。3 月份，综合 PMI 产出指数为 55.3%，比上月上升 3.7 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体加快。

图 3: CPI 与 PPI 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 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

3 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 101.29。1—3 月份，全国房地产开发投资 27576 亿元，同比增长 25.6%；比 2019 年 1—3 月份增长 15.9%，两年平均增长 7.6%。1—3 月份，房地产开发企业房屋施工面积 798394 万平方米，同比增长 11.2%。1—3 月份，房地产开发企业土地购置面积 2301 万平方米，同比增长 16.9%；土地成交价款 809 亿元，下降 17.3%。1—3 月份，商品房销售面积 36007 万平方米，同比增长 63.8%；比 2019 年 1—3 月份增

长 20.7%，两年平均增长 9.9%。3 月末，商品房待售面积 51858 万平方米，比 2 月末减少 567 万平方米。1—3 月份，房地产开发企业到位资金 47465 亿元，同比增长 41.4%；比 2019 年 1—3 月份增长 21.9%，两年平均增长 10.4%。房地产行业仍然在维持反弹。

三、股票指数

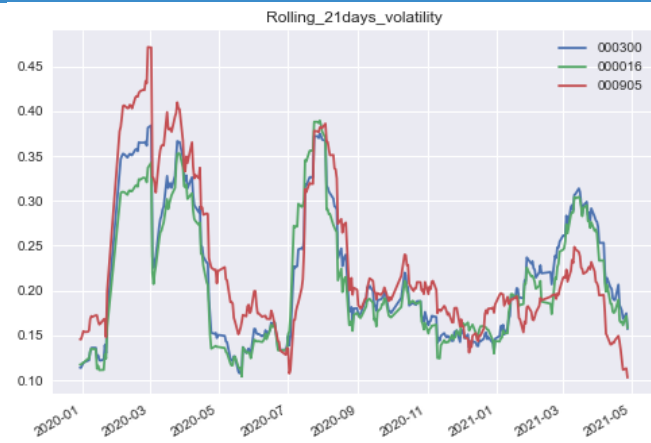
1、股指分析

沪深 300 股指、上证 50 股指与中证 500 股指在 4 月表现呈现分化，沪深 300 股指、上证 50 股指预计月线收阴，中证 500 股指月度上涨。从 4 月 1 日至 4 月 27 日的日度指数收益率角度观察，中证 500 股指表现依然强于沪深 300 股指与上证 50 股指。其中，沪深 300 股指累计收益率为-1.37%，最大回撤-4.33%，偏度 0.39，超峰度 0.35；上证 50 股指累计收益率为-3.88%，最大回撤-5.16%，偏度 0.15，超峰度-0.87；中证 500 股指累计收益率为 1.89%，最大回撤-2.328%，偏度-0.72，超峰度 1.69。

三大股指实现波动率在 4 月延续回落趋势。沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 15.71%，上证 50 股指达到 15.93%，中证 500 股指为 10.28。从 21 日滚动年化夏普率观察，三大股指夏普率在 4 月走出冲高回落的格局，4 月不断回落的股指波动率助推夏普率快速上升，临近月末，指数出现回调导致夏普率有所回落。沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率接近 0.79，上证 50 股指接近-1.16，中证 500 股指为 3.58，明显中证 500 股指表现强于沪深 300 和上证 50。

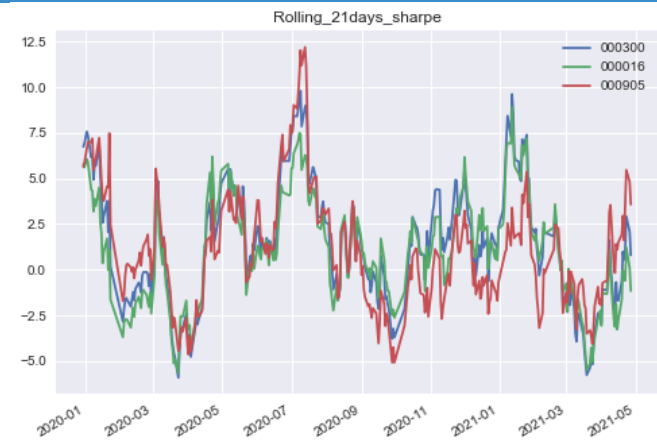
风险方面，混合法 VaR (Hybrid approach VaR, lambda@0.94, confidence_level@95%) 分析，沪深 300 股指为-2.17%，上证 50 为-1.83%，中证 500 股指为-1.73%。根据 1 年期滚动 95% Expected shortfall (又称：条件 VaR) 分析，沪深 300 股指为-2.98%，上证 50 为-2.84%，中证 500 股指为-2.73%。沪深 300 与上证 50 的短期风险在超过中证 500。综合看经风险调整后收益和风险暴露度，建议在 5 月优选中证 500 股指。

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



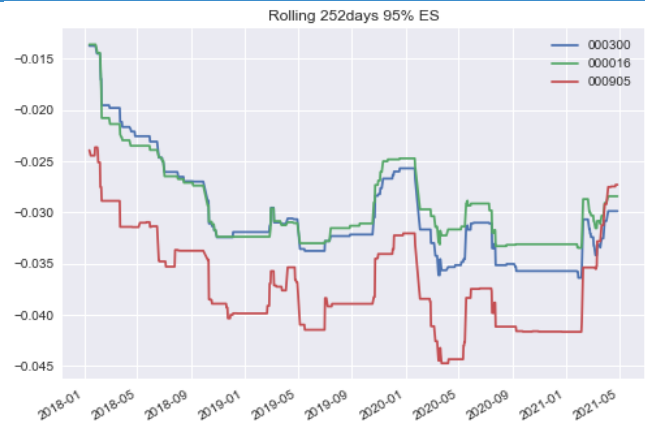
数据来源: Wind 新世纪期货

图 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



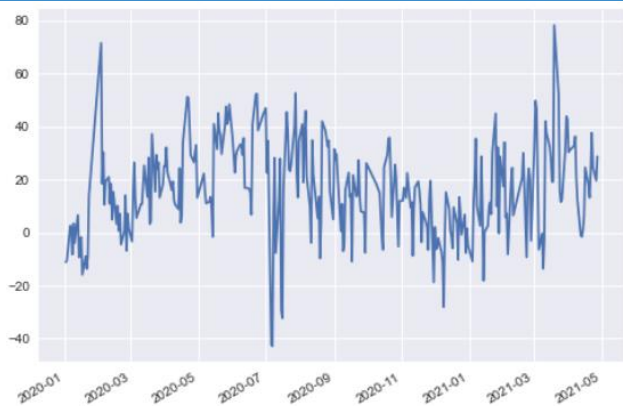
数据来源: Wind 新世纪期货

2、股指期货基差与价差分析

截至 4 月 27 日, IF、IH 与 IC 主力合约基差维持正值, IF 主力合约基差 28.72, IH 主力合约基差 11.1, IC 主力合约基差 31.68, 形成负向市场。箱图中的红点表示最新基差数据在统计结构(2020 年至今)中的位置。目前, 三大股指期货主力合约基差均位于 25%至 75%分位数区域, 短期内未有较高安全边际的策略机会。激进投资者可以尝试做空 IF 股指主力合约的基差, 目前该基差处于 2020 年至今的 75%分位数附近, 短期内有继续走阔的风险, 但基差收敛概率高于走阔概率。

股指期货主力合约比价方面, IF/IH 最新录得 1.46, IF/IC 最新录得 0.789, IH/IC 最新录得 0.54。IF/IH 在 4 月走出反弹行情, IF/IC 和 IH/IC 在 4 月显著回落。从 252 天动比价分位数分析, IF/IH 反弹到 99%, IF/IC 跌到 64.7, IH/IC 跌到 57.9%。从量化角度分析, IF/IC 与 IH/IC 仍将保持进一步回落, IF/IC 与 IH/IC 的空单可以继续持有。同时, 可以关注 IF/IH 的做空介入时机, 目前该比价已经位于顶部区域。

图 13: IF 主力基差 单位: 点



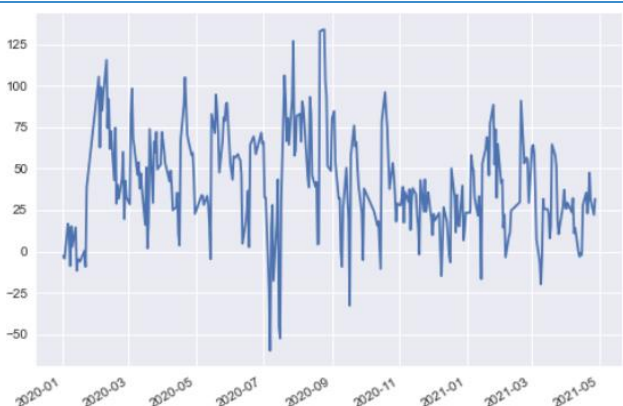
数据来源: Wind 新世纪期货

图 14: IH 主力基差 单位: 点



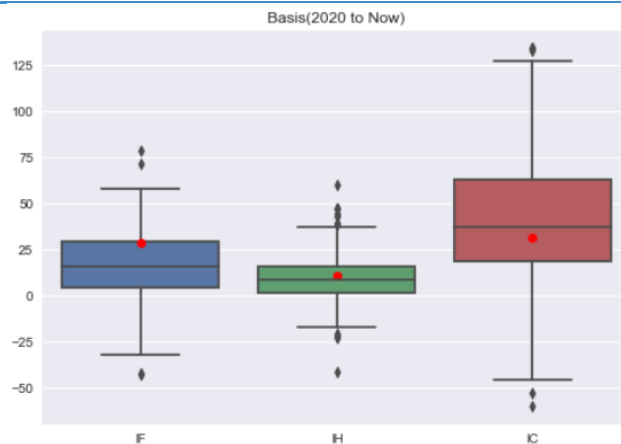
数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IC 主力基差 单位: 点



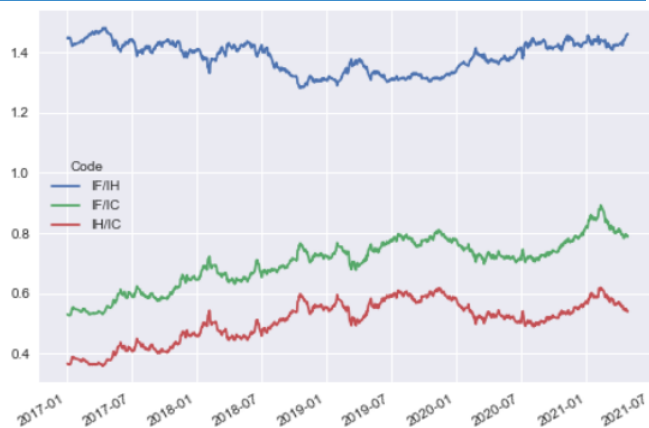
数据来源: Wind 新世纪期货

图 16: 股指基差箱图



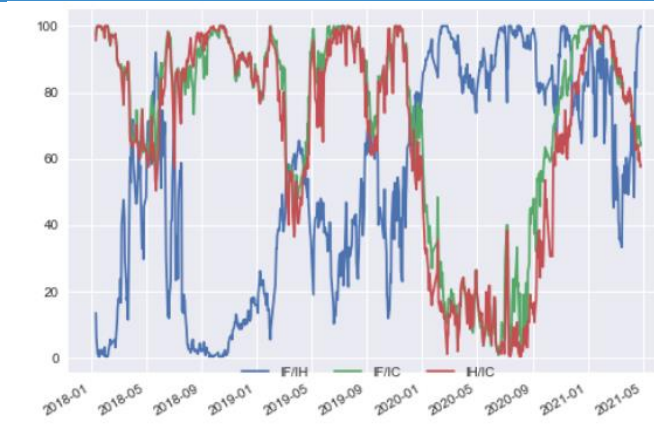
数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: 股指期货主力合约比价 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 18: 252 天滚动比价分位数 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

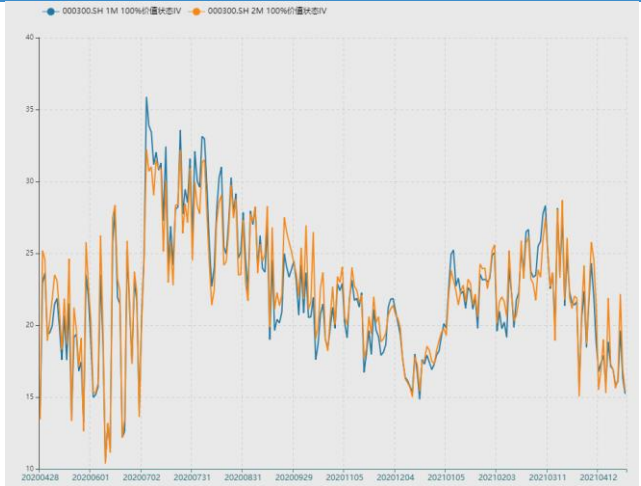
3、股指期货期权分析

根据沪深 300 股指期货期权平值隐含波动率显示, 平值隐含波动率在 4 月走出箱体震荡形态, 多次临近隐含波动率为 15% 的阶段底部后反弹, 隐含波动率保持在年内中等偏下水平。隐含波动率曲线结构显示前段平值隐含波动率形成 Contango 结构, 后段隐含波动率形成 Backwardation 结构, 次月和次二月的隐含波动率偏高。从认沽认购比和期权成交量角度分析,

新世纪期货金融板块月报

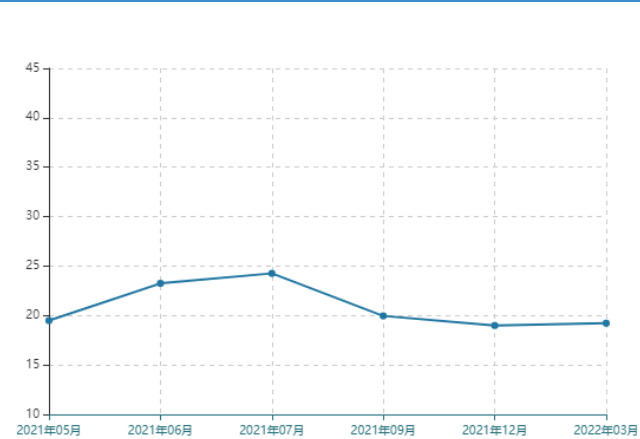
持仓量认沽认购比率在 4 月回落后在低位反弹，目前在月初水平保持窄幅震荡，反映市场整体风险情绪度过了月中的悲观期。沪深 300 期权合约成交结构显示市场看涨情绪上升，认为短期内可以冲击 5200 一线。鉴于以上分析，推荐选择 6 月的看涨期权以及牛市价差期权。

图 19: 沪深 300 期权隐含波动率 单位: %



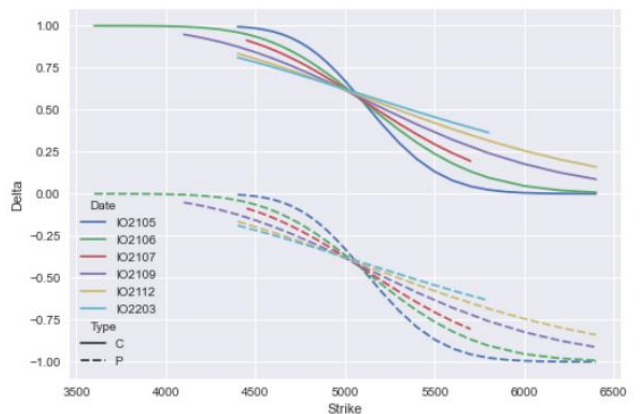
数据来源: Wind 新世纪期货

图 20: 隐含波动率期限结构 单位: %



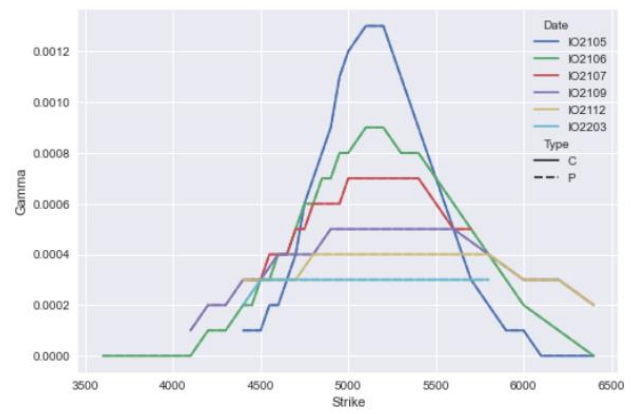
数据来源: Wind 新世纪期货

图 21: 股指期货 Delta



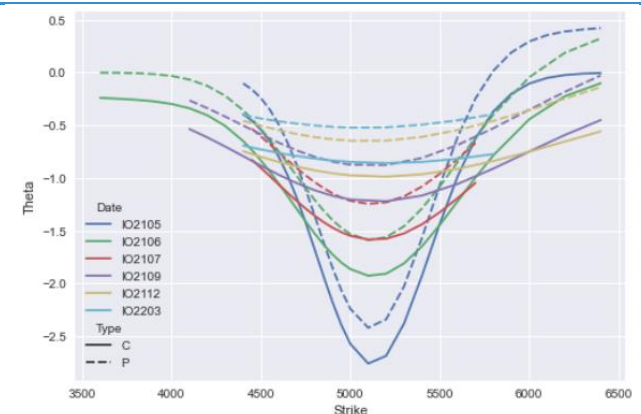
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: 股指期货 Gamma



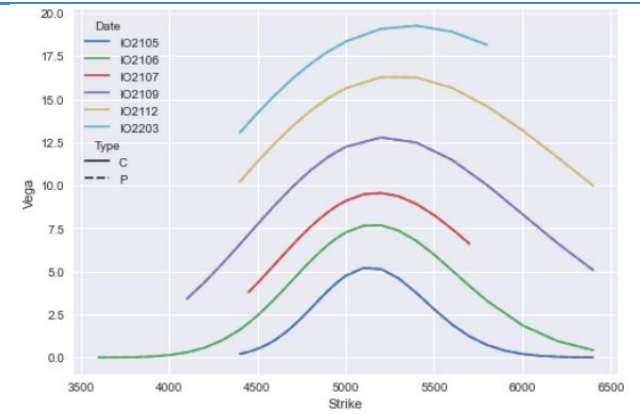
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 股指期货 Theta



数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 股指期货 Vega

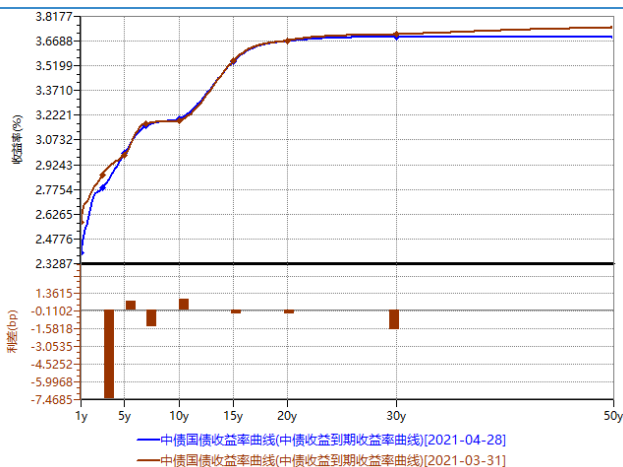


数据来源: Wind 新世纪期货

四、债券利率

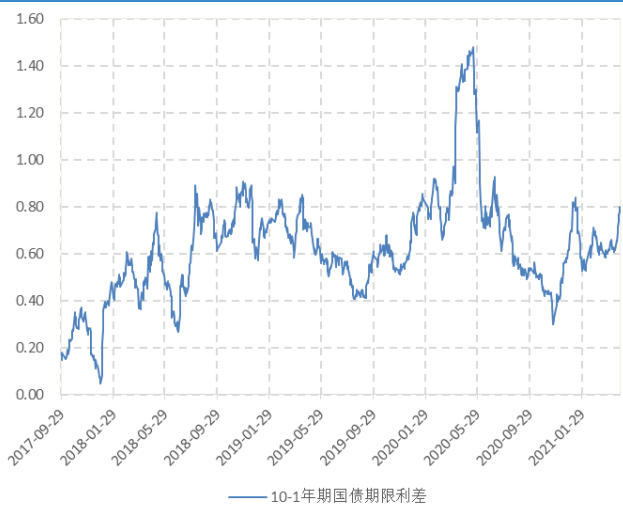
国债收益率曲线在4月主要是短期利率出现了下调，中长期利率变化不大，导致国债10年期与1年期期限利差同步走阔。全球主要国家10年期国债在4月走势出现分化，德国和法国10年期国债收益率出现反弹，法国10年期国债收益率回到正值区间，其余国家10年期国债收益率继续下浮。在美债小幅回落的趋势下，中美10年期国债利差出现反弹。美联储在最新的会议纪要中显示仍将保持低利率和目前的购债规模，预计中美利差将进入区间震荡。从资金利率角度分析，SHIBOR3M在4月走出小幅回落行情，FR007利率在临近2%的底部区间震荡盘整，利率水平较3月有所进一步降低。临近月末，银行间同业存单1月期和6月期也出现小幅抬升。根据债市和利率走势，预计5月的国债期货行情将出现盘整行情，走势上攻动能在减弱，国债期货多头可以适当减持。

图 25: 国债期限结构 单位: %



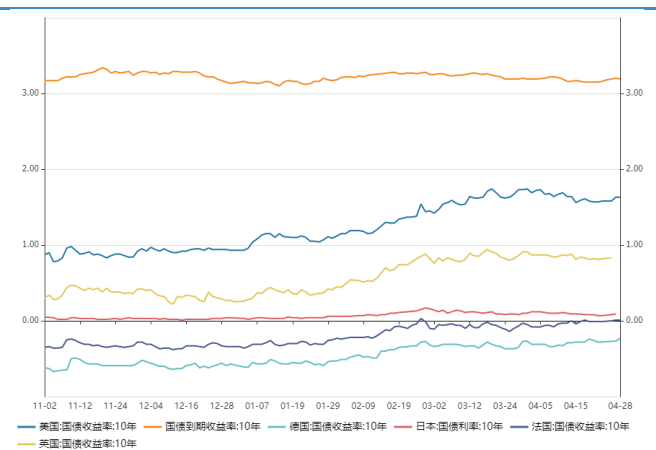
数据来源: Wind 新世纪期货

图 27: 10-1 年期国债期限利差 单位: %



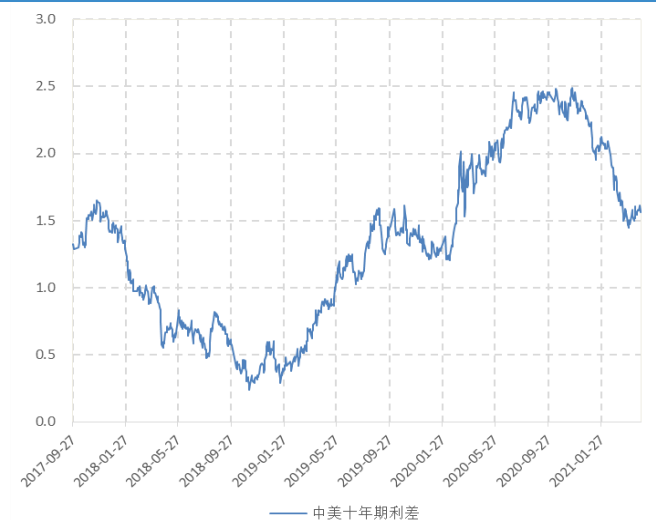
数据来源: Wind 新世纪期货

图 26: 全球主要国家 10 年期国债 单位: %



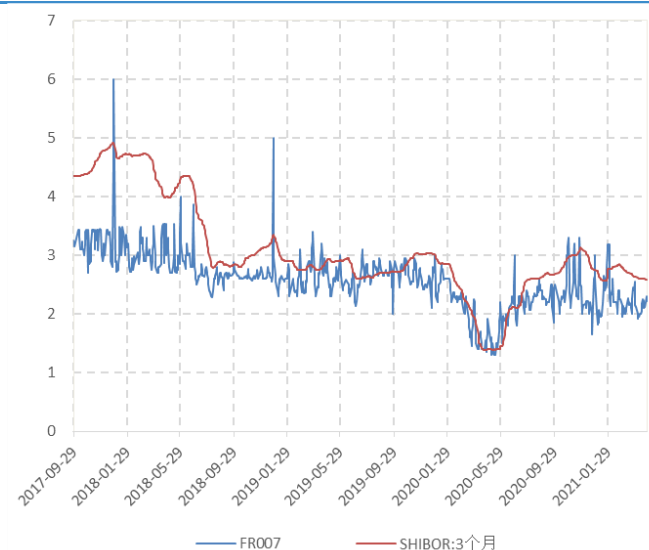
数据来源: Wind 新世纪期货

图 28: 中美 10 年期国债利差 单位: %



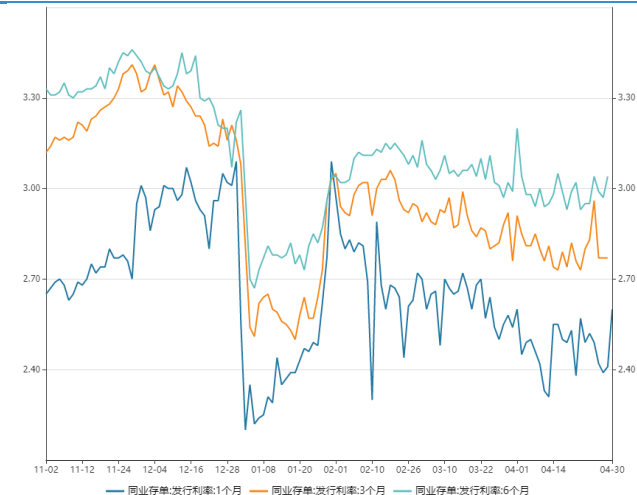
数据来源: Wind 新世纪期货

图 29: FR003 与 SHIBOR3M 走势 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 30: 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，部分国家出现新一轮的疫情，感染人数和死亡人数频频创出新高，导致世界经济回暖的步伐将会滞后。美债中长期名义利率出现回落后反弹，美债实际利率小幅下降，美联储会议纪要显示美联储将保持每月购债规模和目前的低利率环境，美国权益市场获得支撑上行。国内三大股指 4 月实现波动率逐步走低，夏普率冲高回落。目前低位的实现波动率和隐含波动率难以持久，权益市场波动加剧的概率在上升。我们建议在 5 月谨慎持有股指多头，优先选择中证 500 股指作为操作标的，可以择机介入做空 IF/IH 比价，该比价已经位于顶部区域。股指期货可以选择 6 月的看涨期权或牛市价差期权。国债利率将进入区间盘整，国债多头可阶段性减持，中长久期国债较短期国债更为乐观。

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>