

## 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>

## 4 月金融市场展望——

## 关注权益市场反弹良机，国债多头继续持有

## 观点摘要：

## 股指期货：

国内三大股指月内出现较大回调，临近月末股指波动率冲高回落，夏普率触底反弹，股指期货交易结构反映出股指上方反弹空间打开，整体风险偏好缓和。中证 500 股指近期表现强于沪深 300 和上证 50 股指，我们建议在 4 月可以选择中证 500 股指作为反弹的操作标的，同时可以选择 IF/IC 和 IH/IC 的空头持仓。

## 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强化，持仓量认沽认购比率在 3 月大幅下挫后在低位开始反弹，市场整体风险情绪在趋于好转。沪深 300 期权合约成交结构显示市场认为 5000 区域支撑较强，短期内上方反弹空间可以高看至 5400 至 5500 一线。推荐选择 5 月或者 6 月的看涨期权以及牛市价差期权。

## 国债期货：

国债收益率曲线整体回落，银行间短期资金流动性温和，短期资金利率稳定。预计 4 月国债利率随美债被动上行概率较低，以区间震荡为主。国债多头可继续持有，中长久期国债较短中期国债更为乐观。

## 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

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

权益区间震荡，国债依旧偏弱

2020-12

## 一、行情回顾

3月，海外疫苗接种在加快，但部分国家出现新一轮新冠感染人数上升，引起市场担忧。同时，美国国债收益率继续节节上升，海外权益市场波动加剧。国内三大股指期货主力合约上行乏力，走出月线级别的较大回调，其中IF主力与IH主力跌幅领先IC主力。3月，市场流动性保持温和，国债利率国债收益率曲线整体回落，助力三大期限国债期货反弹上攻，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2月份，全国居民消费价格同比下降0.2%。其中，城市下降0.2%，农村下降0.1%；食品价格下降0.2%，非食品价格下降0.2%；消费品价格下降0.3%，服务价格下降0.1%。1-2月平均，全国居民消费价格比去年同期下降0.3%。2月份，全国居民消费价格环比上涨0.6%。全国工业生产者出厂价格同比上涨1.7%，环比上涨0.8%；工业生产者购进价格同比上涨2.4%，环比上涨1.2%。1—2月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨1.0%，工业生产者购进价格上涨1.6%。PPI同比数据近超越CPI，工业复苏强劲。

2021年2月末，广义货币(M2)余额223.6万亿元，同比增长10.1%，增速分别比上月末和上年同期高0.7个和1.3个百分点；狭义货币(M1)余额59.35万亿元，同比增长7.4%，增速比上月末低7.3个百分点，比上年同期高2.6个百分点；流通中货币(M0)余额9.19万亿元，同比增长4.2%。当月净投放现金2299亿元。2月社会融资规模增量为1.71万亿元，较上年同期增加8392亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加1.34万亿元。社融和M2出现反弹。

2月份，中国制造业采购经理指数(PMI)为50.6%，低于上月0.7个百分点，连续12个月位于临界点以上，制造业景气水平较上月有所回落。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、新订单指数均高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数和供应商

配送时间指数均低于临界点。其中：生产指数为 51.9%，比上月回落 1.6 个百分点，高于临界点，表明制造业生产扩张步伐有所放慢；新订单指数为 51.5%，比上月回落 0.8 个百分点，高于临界点，表明制造业市场需求增速放缓；原材料库存指数为 47.7%，比上月下降 1.3 个百分点，低于临界点，表明制造业主要原材料库存量继续降低；从业人员指数为 48.1%，比上月下降 0.3 个百分点，表明制造业企业用工景气度较上月下降；供应商配送时间指数为 47.9%，比上月下降 0.9 个百分点，表明制造业原材料供应商交货时间有所延长。2 月中国非制造业的采购经理人指数 (PMI) 为 51.4，低于 1 月的 52.4。2 月份，服务业商业活动分类指数为 50.8，低于 1 月份的 51.1。

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

2 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 101.41。1—2 月份，全国房地产开发投资 13986 亿元，同比增长 38.3%；比 2019 年 1—2 月份增长 15.7%，两年平均增长 7.6%。其中，住宅投资 10387 亿元，增长 41.9%。1—2 月份，房地产开发企业房屋施工面积 770629 万平方米，同比增长 11.0%。其中，住宅施工面积 542503 万平方米，增长 11.2%。房屋新开工面

积 17037 万平方米，增长 64.3%。1—2 月份，商品房销售面积 17363 万平方米，同比增长 1.05 倍；比 2019 年 1—2 月份增长 23.1%，两年平均增长 11.0%。2 月末，商品房待售面积 52425 万平方米，比 2020 年末增加 2575 万平方米。1—2 月份，房地产开发企业到位资金 30560 亿元，同比增长 51.2%；比 2019 年 1—2 月份增长 24.7%，两年平均增长 11.7%。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 3 月表现出回落后进入窄幅震荡的走势，预计月线大幅收阴线。从 3 月 1 日至 3 月 29 日的日度指数收益率角度观察，中证 500 股指强于沪深 300 股指与上证 50 股指。其中，沪深 300 股指累计收益率为-5.74%，最大回撤-9.883%，偏度-0.31，超峰度-0.97；上证 50 股指累计收益率为-6.1%，最大回撤-9.461%，偏度-0.03，超峰度-0.79；中证 500 股指累计收益率为-1.91%，最大回撤-7.16%，偏度 0.04，超峰度-0.91。三大股指实现波动率在 3 月内冲高回落，但仍然高于 2 月末的水平。沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 28.2%，上证 50 股指达到 26.63%，中证 500 股指为 22.1%。从 21 日滚动年化夏普率观察，三大股指夏普率总体呈现回落至-5 区域后反弹的格局，3 月初的股指大幅回调带动夏普率快速下滑，后期股指稳定后并伴随波动率下行导致夏普率快速反弹；沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率接近-2.37，上证 50 股指接近-2.7，中证 500 股指为-0.94，目前中证 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-3.19%，上证 50 为-2.93%，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，沪深 300 股指为-3.1%，上证 50 为-2.9%，中证 500 股指为-2.92%。短期内沪深 300 与上证 50 的短期风险在超过中证 500，这点也与基本面中对于通胀的预期回落相关。综合看，可以在 4 月增加配置中证 500 股指的权重。

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



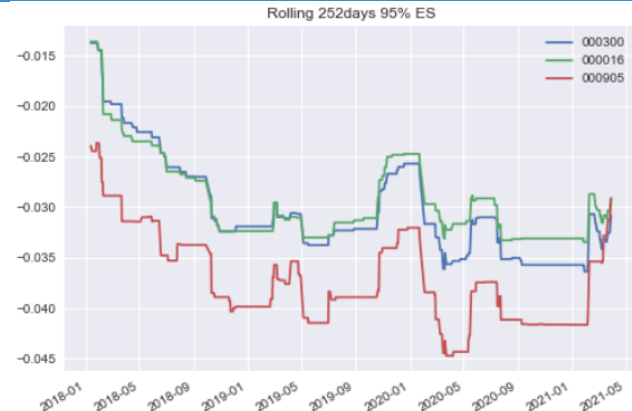
数据来源: Wind 新世纪期货

图 9: Hybrid VaR 单位: 点



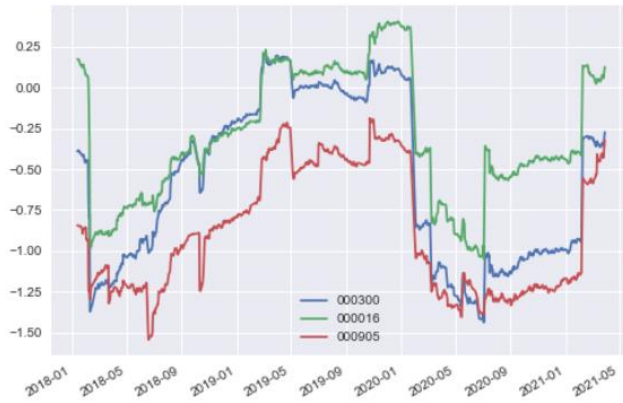
数据来源: Wind 新世纪期货

图 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



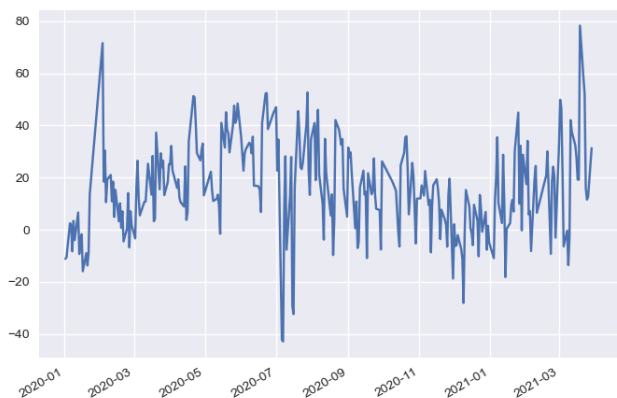
数据来源: Wind 新世纪期货

## 2、股指期货基差与价差分析

截至 3 月 29 日, IF、IH 与 IC 主力合约基差维持正值, IF 主力合约基差 31.27, IH 主力合约基差 18.31, IC 主力合约基差 27.34, 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, IF 基差和 IH 基差位于 75%分位数区域, IC 基差位于 25%至 50%分位数区间, 短期内未有较高安全边际的策略机会。股指期货主力合约比价方面, IF/IH 最新录得 1.425, IF/IC 最新录得 0.805, IH/IC 最新录得 0.565。IF/IH 在 3 月走出盘整

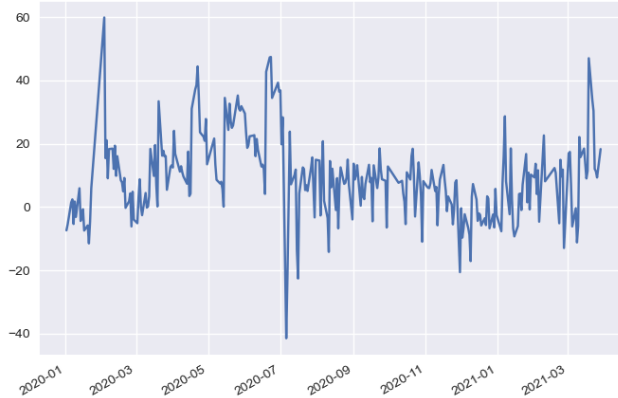
行情，IF/IC 和 IH/IC 在 3 月显著回落。从 252 天滚动比价分位数分析，IF/IH 回落到 53%，IF/IC 跌到 78.17%，IH/IC 跌到 78.57%。从量化角度分析，IF/IC 与 IH/IC 仍将保持进一步回落，IF/IC 与 IH/IC 的空单可以继续持有。

图 13: IF 主力基差 单位: 点



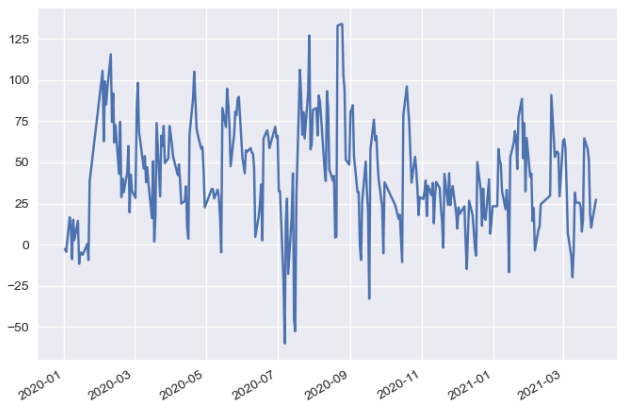
数据来源: Wind 新世纪期货

图 14: IH 主力基差 单位: 点



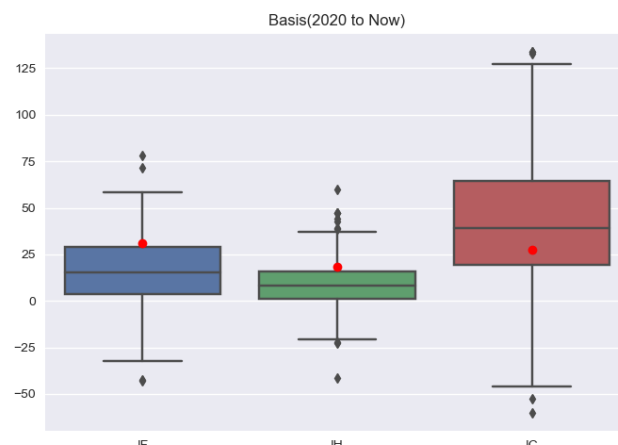
数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IC 主力基差 单位: 点



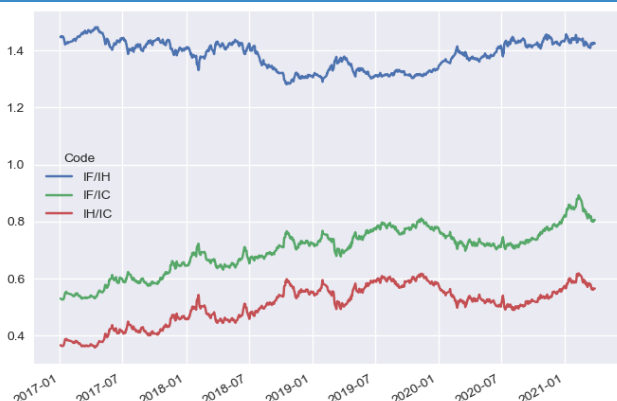
数据来源: Wind 新世纪期货

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、股指期权分析

根据沪深 300 股指期权平值隐含波动率显示，平值隐含波动率在 3 月宽幅震荡，临近月末

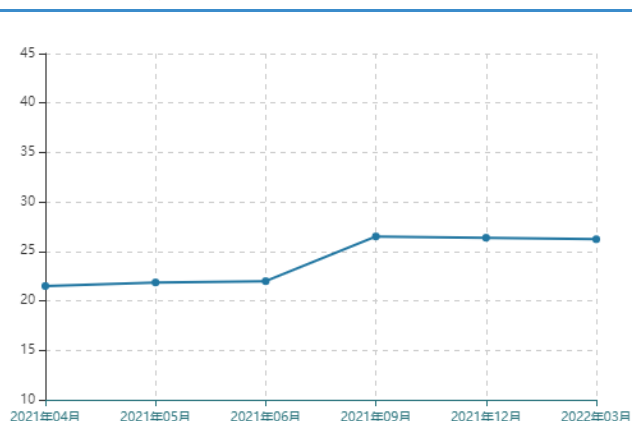
回落至近期低位，总体隐含波动率保持在年内中等偏下水平。隐含波动率曲线结构显示近端平值隐含波动率低于远端，形成 Contango 结构。从认沽认购比和期权成交量角度分析，持仓量认沽认购比率在 3 月大幅下挫后在低位开始反弹，目前维持反弹势头，反映市场整体风险情绪在趋于好转。沪深 300 期权合约成交结构显示市场认为 5000 区域支撑较强，短期内上方反弹空间可以高看至 5400 至 5500 一线。鉴于以上分析，推荐选择 5 月或者 6 月的看涨期权以及牛市价差期权。

图 19： 沪深 300 期权隐含波动率 单位：%



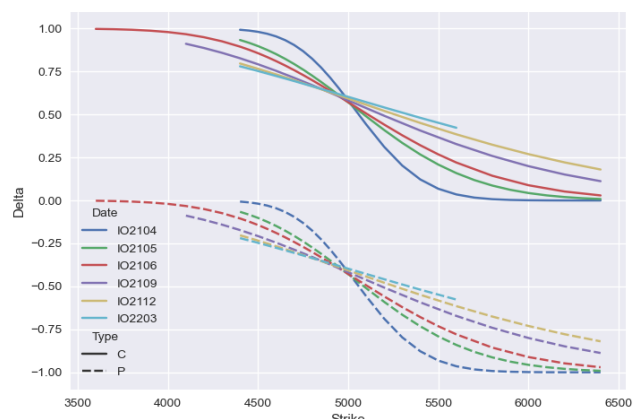
数据来源：Wind 新世纪期货

图 20： 隐含波动率期限结构 单位：%



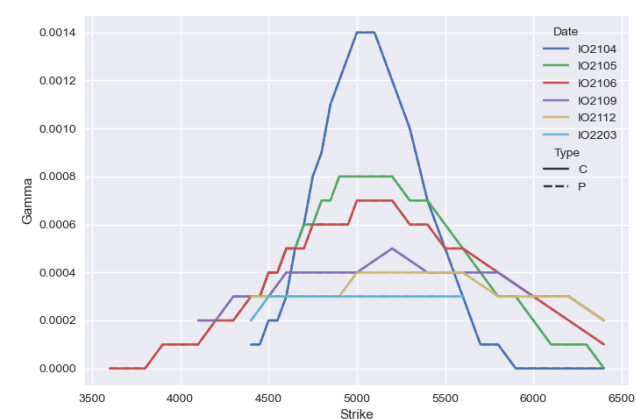
数据来源：Wind 新世纪期货

图 21： 股指期权 Delta



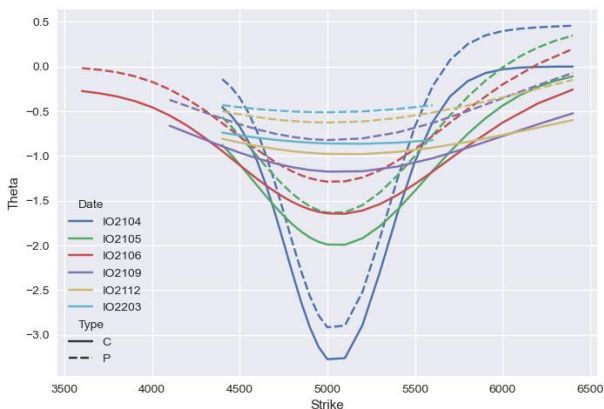
数据来源：Wind 新世纪期货

图 22： 股指期权 Gamma



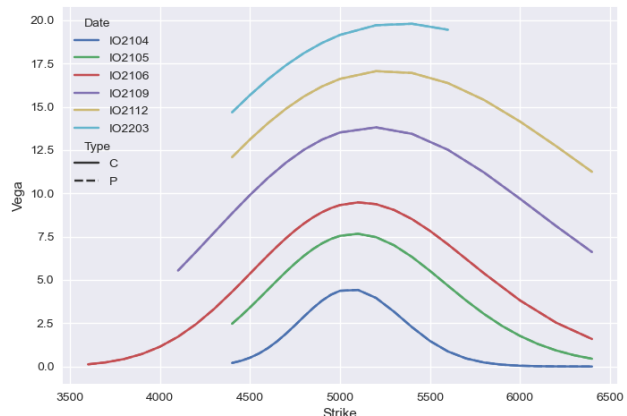
数据来源：Wind 新世纪期货

图 23: 股指期货 Theta



数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 股指期货 Vega

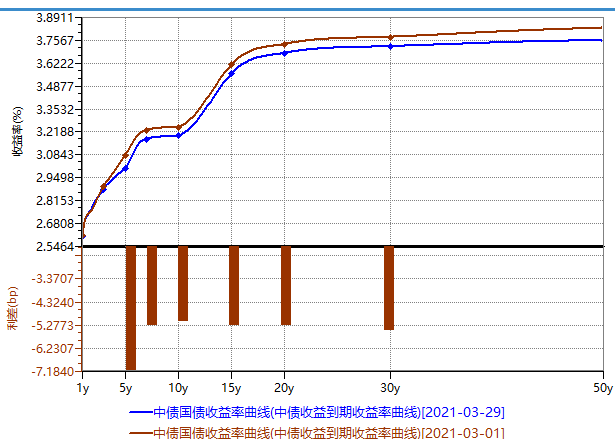


数据来源: Wind 新世纪期货

### 四、债券利率

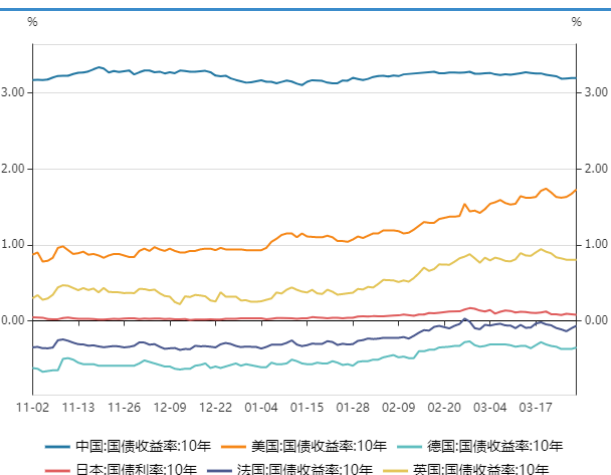
国债收益率曲线在 3 月出现整体小幅下移, 其中国债 10 年期与 1 年期期限利差缩窄, 主要因素在于 10 年期国债收益率比 1 年期国债收益率更快地下滑。全球主要国家 10 年期国债在 3 月走势出现分化, 美国 10 年期国债收益率继续拉升, 其余主要国家国债进入窄幅震荡, 德国和法国 10 年期国债收益率保持负值。在美债继续拉升的趋势下, 中美 10 年期国债利差继续缩窄, 预计伴随美国财政政策加码, 中美利差将进一步缩窄。从资金利率角度分析, SHIBOR3M 在 3 月稳步下行, FR007 利率自月初回落后在月末出现反弹, 近期利率水平较 2 月有所降低。临近月末, 因受 FR007 利率反弹影响, 银行间同业存单 3 月期和 6 月期也出现小幅抬升。根据债市和利率走势, 预计 4 月的国债期货行情趋于好转, 国债多头可继续持有, 中长久期国债较短中期国债更为乐观。

图 25: 国债期限结构 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

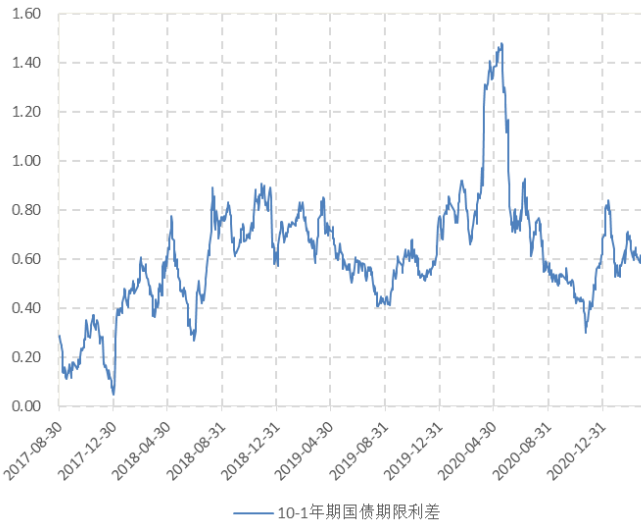
图 26: 全球主要国家 10 年期国债 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

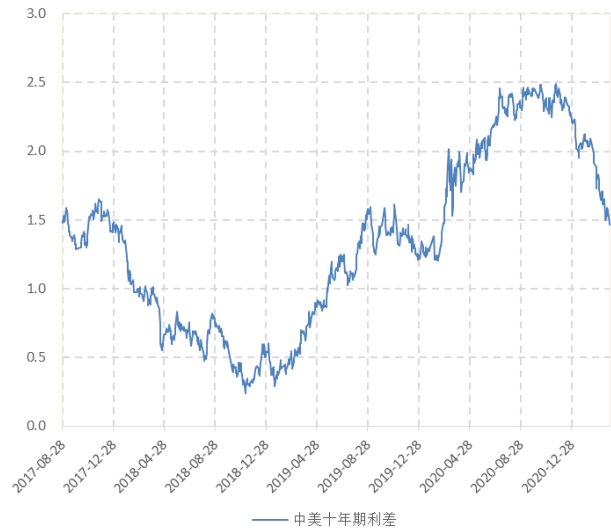


图 27: 10-1 年期国债期限利差 单位: %



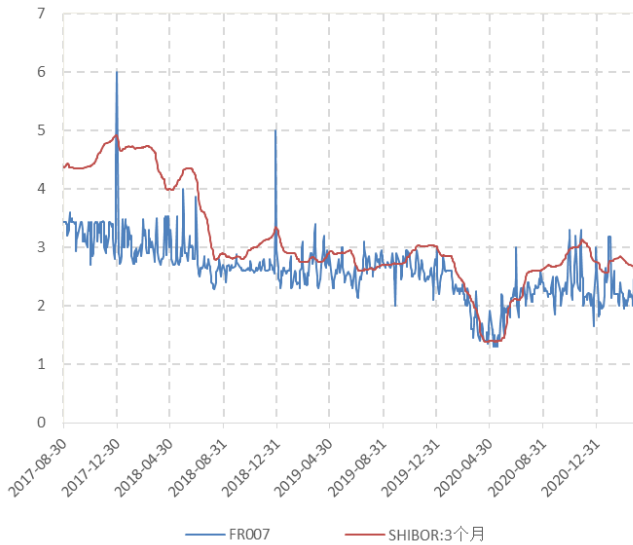
数据来源: Wind 新世纪期货

图 28: 中美 10 年期国债利差 单位: %



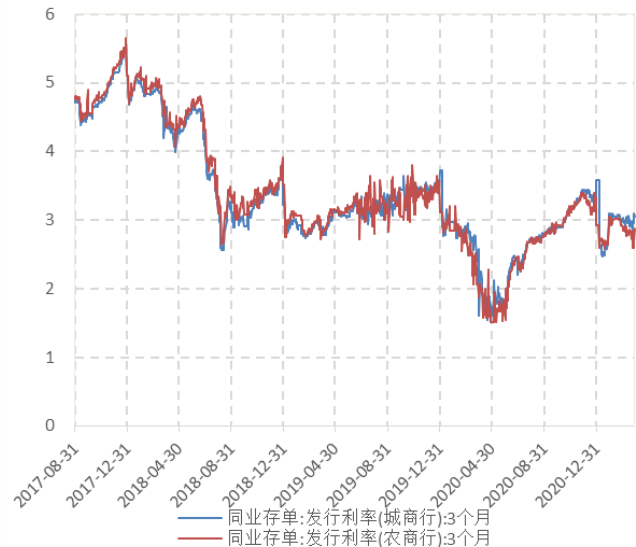
数据来源: Wind 新世纪期货

图 29: FR003 与 SHIBOR3M 走势 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 30: 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, 拜登正式签署 1.9 万亿刺激计划, 美国国债收益率继续上行, 美联储对通胀持开放态度, 并不认为目前的通胀水平是主要担忧。由于名义利率和通胀的影响, 美元实际利率上抬, 影响美元流动性, 海外权益市场波动加剧, 国内三大股指也在 3 月发生大幅下跌。临近月末股指波动率冲高回落, 夏普率触底反弹, 股指期权交易结构也反映出股指上方反弹空间打开的市场预期, 整体风险偏好缓和。我们建议在 4 月可以选择中证 500 股指作为反弹的操作标的, 同时中证 500 股指近期表现好于沪深 300 和上证 50 股指, 可以选择 IF/IC 和 IH/IC 的空头持仓。股指期权可以选择 5 月和 6 月的看涨期权或牛市价差期权。国债利率上行概率较低, 期限利差或将进一步回落, 国债期货首选多单继续持有为佳。

## 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>