

## 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>

## 6 月金融市场展望——

## 股指震荡加剧，国债稳健持有

## 观点摘要：

## 股指期货：

国内三大股指 5 月纷纷上攻，临近月末三大股指实现波动率出现反弹，夏普率冲高回落。预计 6 月权益市场波动将加剧，降低风险偏好。中证 500 股指夏普率强于沪深 300 和上证 50 股指，建议配置中证 500 股指。比价交易选择介入做空 IF/IH，该比价已经位于顶部区域。

## 股指期货期权：

沪深 300 股指期货期权隐含波动率触底后反弹，持仓量认沽认购比率在 5 月小幅回落，反映市场对于股指上攻缺乏信心。沪深 300 期权合约成交结构显示市场认为内沪深 300 股指在 5400 一线将会遇到阻力。鉴于以上分析，推荐选择买入 6 月的牛市价差期权或者卖出深度虚值的看涨期权。

## 国债期货：

国债收益率曲线短端反弹，长短端期限利差回落。银行间资金流动性温和，短端资金利率的反弹预计将会减缓。6 月国债上行动能仍存，国债多头继续持有，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

股指多头谨慎持仓，国债多头减持  
2021-05  
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

## 一、行情回顾

5月，国内“五一”假期国内旅游出行人数可比口径已经回复至疫情前同期的103.2%，显示国内经济继续回暖。政治局对于中国经济做出判断，政策会继续支持经济复苏。美联储购债规模创出新高，通胀和通胀预期企稳，美国货币政策保持宽松，继续助力劳动力市场恢复。国内三大股指期货主力合约月度收涨，三大股指夏普率快速上升。市场流动性保持温和，国债利率国债收益率曲线短端利率小幅反弹，中长期利率回落，三大期限国债期货月内走出上攻行情，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4月份，全国居民消费价格同比上涨0.9%。其中，城市上涨1.0%，农村上涨0.7%；食品价格下降0.7%，非食品价格上涨1.3%；消费品价格上涨1.0%，服务价格上涨0.7%。1—4月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨0.2%。4月份，全国居民消费价格环比下降0.3%。其中，城市下降0.2%，农村下降0.5%；食品价格下降2.4%，非食品价格上涨0.2%；消费品价格下降0.7%，服务价格上涨0.4%。2021年4月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨6.8%，环比上涨0.9%；工业生产者购进价格同比上涨9.0%，环比上涨1.3%。1—4月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨3.3%，工业生产者购进价格上涨4.3%。PPI同比数据继续超越CPI，重要因素是近期大宗商品原材料价格的快速上涨。

4月末，广义货币（M2）余额226.21万亿元，同比增长8.1%，增速分别比上月末和上年同期低1.3个和3个百分点；狭义货币（M1）余额60.54万亿元，同比增长6.2%，增速比上月末低0.9个百分点，比上年同期高0.7个百分点；流通中货币（M0）余额8.58万亿元，同比增长5.3%。当月净回笼现金740亿元。4月社会融资规模增量为1.85万亿元，比上年同期少1.25万亿元，比2019年同期多1797亿元。4月末社会融资规模存量为296.16万亿元，同比增长11.7%。

此外，4月社会融资规模增量为1.85万亿元，比上年同期少1.25万亿元。M1、M2和社融同比出现同步出现回落。

4月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为51.1%，低于上月0.8个百分点，仍高于临界点，制造业继续保持扩张态势。从企业规模看，大、中型企业PMI分别为51.7%和50.3%，低于上月1.0和1.3个百分点，小型企业PMI为50.8%，高于上月0.4个百分点。从分类指数看，在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数和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。4月份，非制造业商务活动指数为54.9%，较上月回落1.4个百分点，非制造业扩张步伐有所放缓。4月份，综合PMI产出指数为53.8%，比上月回落1.5个百分点，表明我国企业生产经营活动总体扩张力度减弱。

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

4月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为101.27。1—4月份，全国房地产开发投资40240亿元，同比增长21.6%；其中，住宅投资30162亿元，增长24.4%。1—4月份，房地产开发企业房屋施工面积818513万平方米，同比增长10.5%。1—4月份，房地产开

发企业土地购置面积 3301 万平方米，同比增长 4.8%；土地成交价款 1203 亿元，下降 29.2%。1—4 月份，商品房销售面积 50305 万平方米，同比增长 48.1%；比 2019 年 1—4 月份增长 19.5%，两年平均增长 9.3%。4 月末，商品房待售面积 51436 万平方米，比 3 月末减少 422 万平方米。1—4 月份，房地产开发企业到位资金 63542 亿元，同比增长 35.2%；比 2019 年 1—4 月份增长 21.1%，两年平均增长 10.1%。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 5 月纷纷上行。从 5 月 1 日至 5 月 27 日的日度指数收益率角度观察，上证 50 股指表现强于沪深 300 股指与中证 500 股指。其中，沪深 300 股指累计对数收益率为 4.07%，最大回撤-2.57%，偏度 0.85，超峰度 0.28；上证 50 股指累计对数收益率为 4.81%，最大回撤-2.63%，偏度 1.21，超峰度 1.17；中证 500 股指累计对数收益率为 3.03%，最大回撤-1.128%，偏度-0.09，超峰度-0.88。

三大股指实现波动率在 5 月出现反弹趋势。沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 18%，上证 50 股指达到 21.23%，中证 500 股指为 10%。从 21 日滚动年化夏普率观察，三大股指夏普率在 5 月大幅走高，主要得益于回暖的股指收益率助推夏普率快速上升，临近下旬，波动率的反弹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 2.57，上证 50 股指接近 2.22，中证 500 股指为 4.05，夏普率角度显示中证 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-1.3%，上证 50 为-1.44%，中证 500 股指为-1.13%。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 的短期风险仍然超过中证 500。综合看经风险调整后收益和风险暴露度，建议在 6 月优选高夏普率的中证 500 股指。

图 7： 21 天滚动年化波动率 单位：点

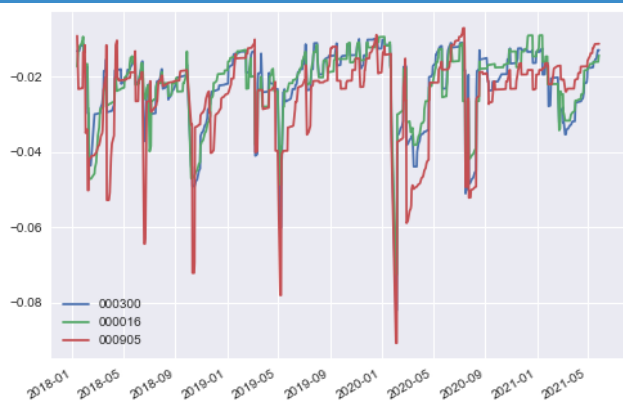


图 8： 21 天滚动年化夏普率 单位：点



数据来源: Wind 新世纪期货

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

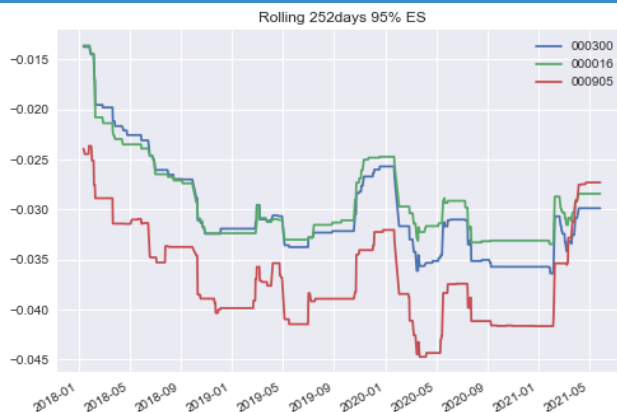
## 2、股指期货基差与价差分析

截至 5 月 27 日, IF 与 IC 主力合约基差维持正值, IH 主力合约基差为负值。IF 主力合约基差 6.03, IH 主力合约基差-1.06, IC 主力合约基差 37。箱图中的红点表示最新基差数据, 数据总体位于统计结构(2020 年至今)的 IQR 之内。5 月内一度出现基差低于 25%分位数, 适合做多的机会出现。目前, 三大股指期货主力合约基差短期内未有较高安全边际的策略机会。值得注意的是, 近期的基差波动显示出清晰的箱体震荡结构, 建议投资者可以在前期的基差波动上下沿进行基差收敛操作。

股指期货主力合约比价方面, IF/IH 最新录得 1.454, IF/IC 最新录得 0.802, IH/IC 最新录得 0.55。IF/IH 在 5 月走出回落行情, IF/IC 和 IH/IC 在 4 月出现反弹。从 252 天动比价分位数分析, IF/IH 下降到 90.08%, IF/IC 反弹到 72.62, IH/IC 上升到 65.08%。从量化角度分析, IF/IC 与 IH/IC 将保持进一步反弹, 而 IF/IH 呈现顶部特征, 下月的比价策略偏向于空 IF/IH, 多 IF/IC 和多 IH/IC。

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

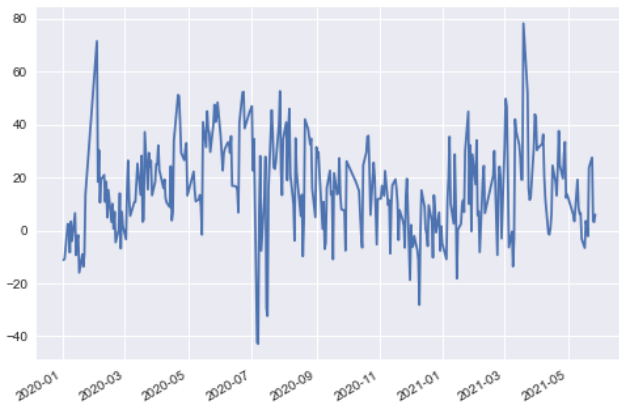
图 12: 1 年期滚动超峰度 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

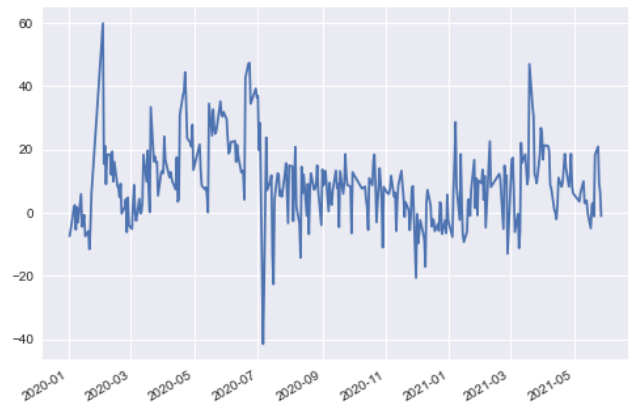


图 13: IF 主力基差 单位: 点



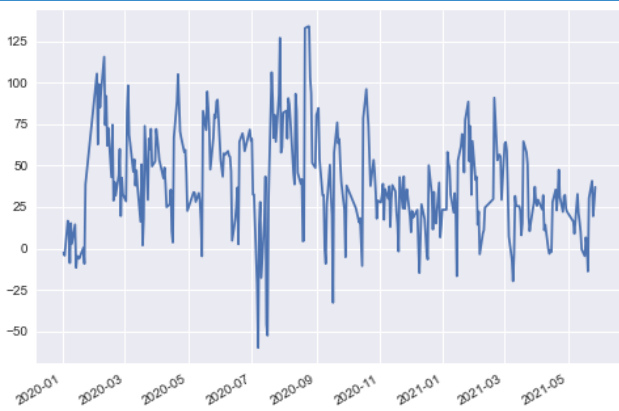
数据来源: Wind 新世纪期货

图 14: IH 主力基差 单位: 点



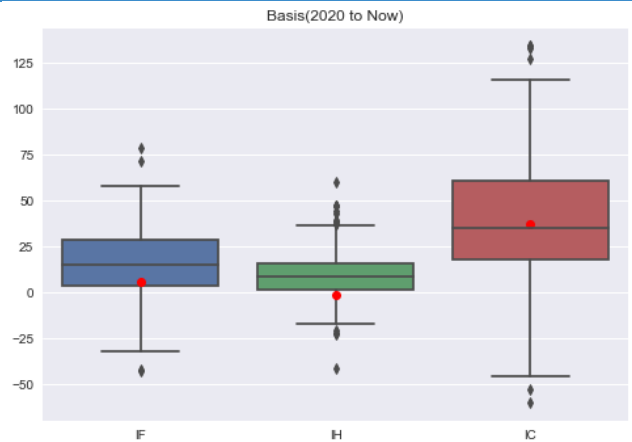
数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IC 主力基差 单位: 点



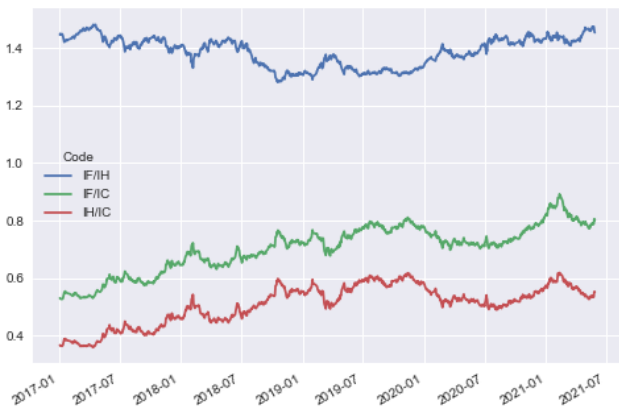
数据来源: Wind 新世纪期货

图 16: 股指基差箱图



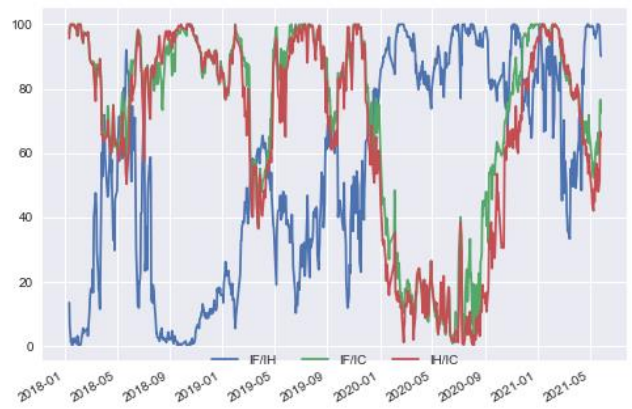
数据来源: Wind 新世纪期货

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: %



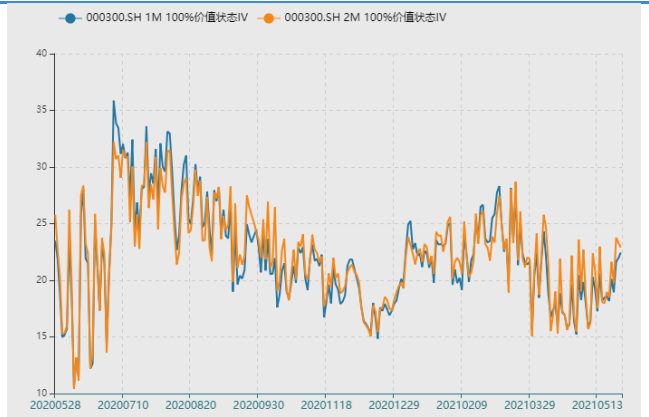
数据来源: Wind 新世纪期货

### 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 5 月走出回落后反弹的行情。隐含波动率多次考验 16%-17% 的底部支撑, 每每触及后反弹, 5 月底已恢复至 4 月底的水平。隐含波动率曲线结构显示平值隐含波动率形成 Backwardation 结构, 次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, 持仓量认沽认购比率在 5 月经历了窄幅区间震荡后

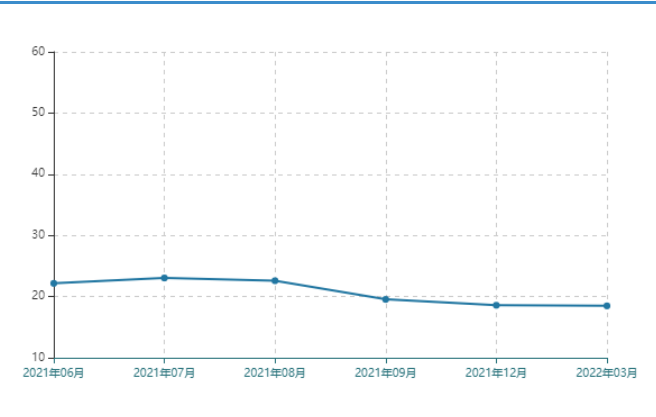
于月末再度回落，目前低于4月末的水平，表现出沪深300股指的反弹动能不足。沪深300期权合约成交结构显示市场认为5400一线将会遇到阻力，股指上方空间较为有限。鉴于以上分析，推荐买入6月的牛市价差期权或者卖出深度虚值的看涨期权。

图 19: 沪深 300 期权隐含波动率 单位: %



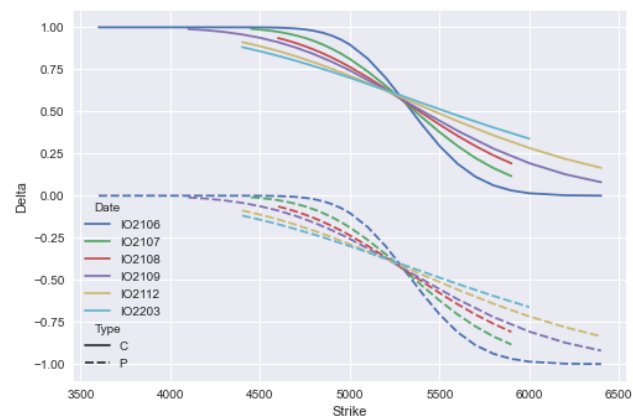
数据来源: Wind 新世纪期货

图 20: 隐含波动率期限结构 单位: %



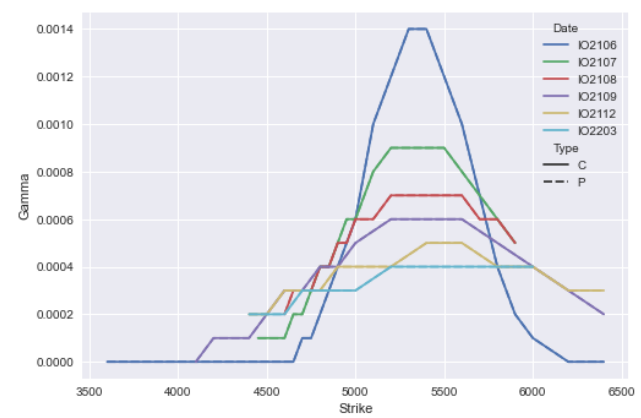
数据来源: Wind 新世纪期货

图 21: 股指期权 Delta



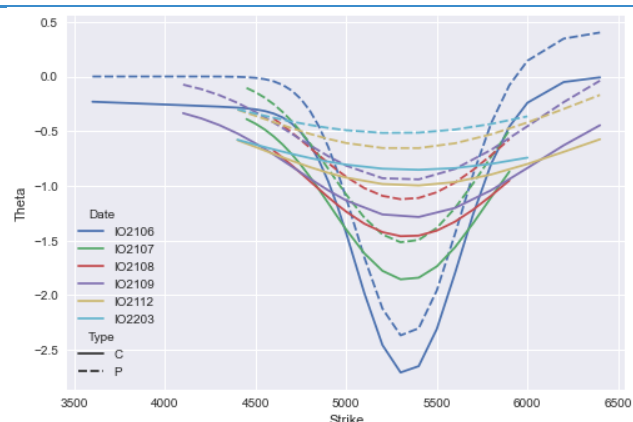
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: 股指期权 Gamma



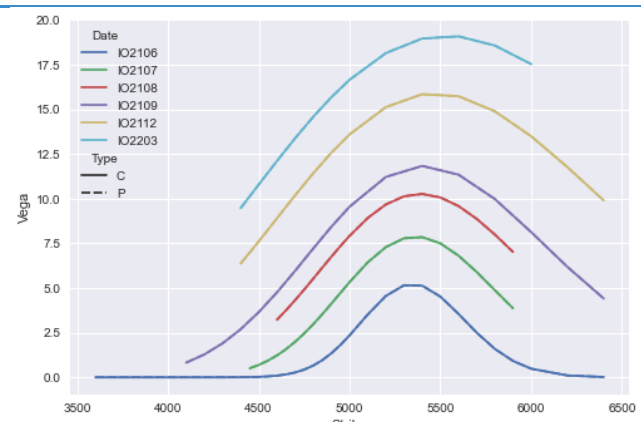
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 股指期权 Theta



数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 股指期权 Vega

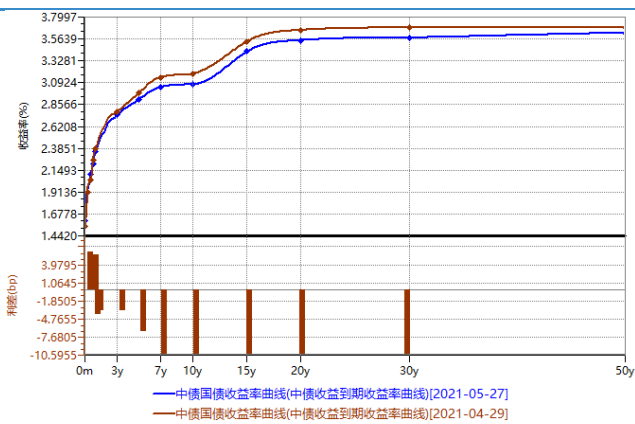


数据来源: Wind 新世纪期货

## 四、债券利率

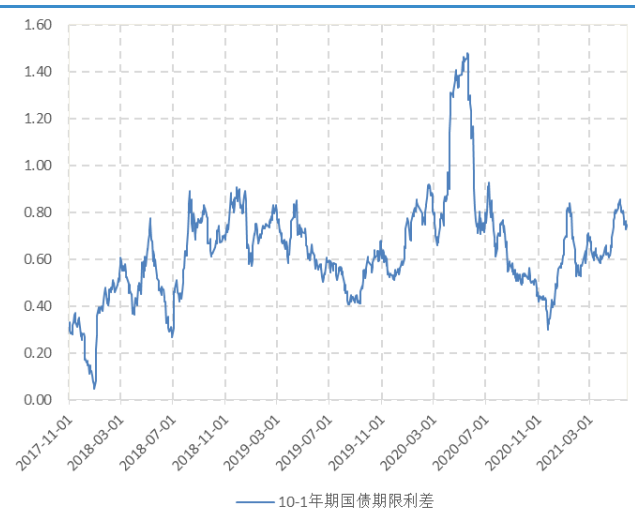
5月，1年期之上的国债收益率曲线出现整体下移，中长端国债收益率下滑较快，导致国债10年期与1年期期限利差持续回落。全球主要国家10年期国债在5月小幅下滑，欧美主要国家10年期国债利率冲高回落，仅法国10年期国债收益率月度微幅上升。在中债回落的趋势下，中美10年期国债利差出现小幅回落。美联储在5月继续使用创纪录的逆回购规模，预计将继续压制利率。从资金利率角度分析，SHIBOR3M在5月继续回落走低，FR007利率在临近2%的底部区间开始反弹，利率水平向2.5%逼近。临近月末，由于短期资金利率的上升，银行间同业存单也出现小幅抬升。根据债市和利率走势，预计短端利率反弹动能将减缓，中长端国债利率不会跟随反弹，国债期货多头可以继续持有。

图 25: 国债期限结构 单位: %



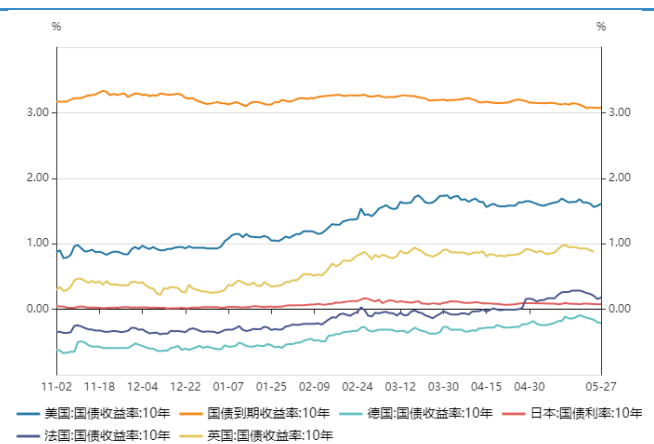
数据来源: Wind 新世纪期货

图 27: 10-1 年期国债期限利差 单位: %



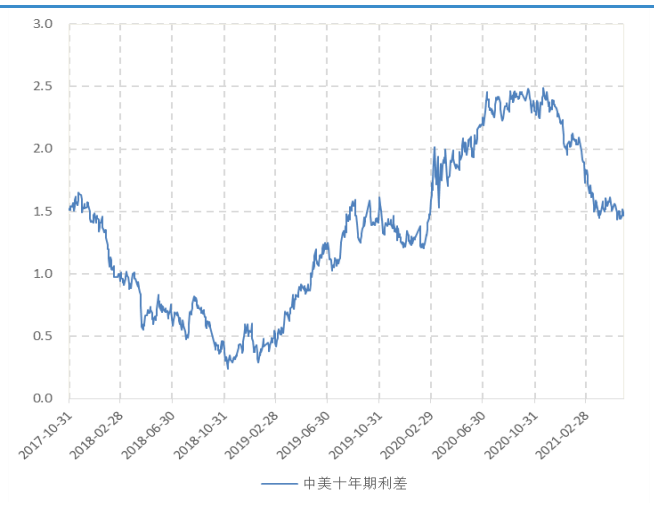
数据来源: Wind 新世纪期货

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

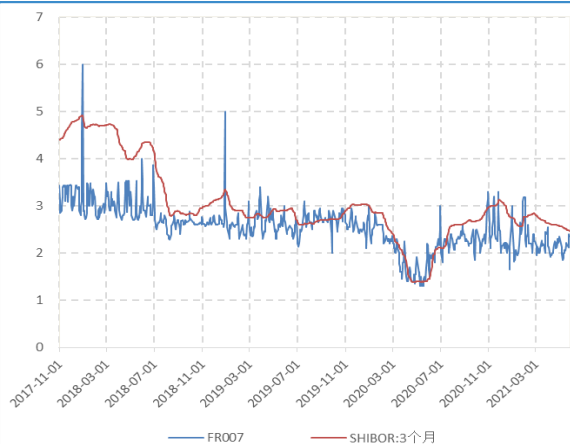
图 28: 中美 10 年期国债利差 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

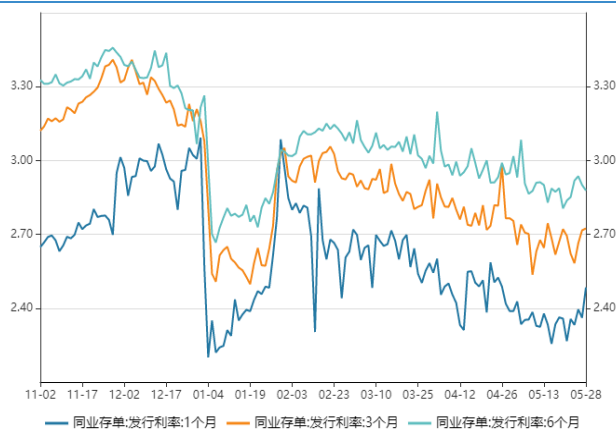


图 29: FR003 与 SHIBOR3M 走势 单位: %



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,国内三大股指实现波动率触底反弹,预计下月将继续上扬,夏普率会随之小幅回调,权益市场波动加剧的概率在上升。我们建议在 6 月降低风险偏好,谨慎持有股指多头,优选高夏普率的中证 500 股指作为操作标的,可以选择做空 IF/IH 比价,该比价已经位于顶部区域而且出现回落迹象。股指期权可以选择 6 月的牛市价差期权,第一阶段看至 5400。中长久期国债利率预计将窄幅震荡后温和下行,建议国债多头继续持有。

## 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

