

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>

8 月金融市场展望——

警惕股市风格切换，降低风险偏好

观点摘要：

股指期货：

国内三大股指 7 月纷纷回调，临近月末三大股指实现波动率出现快速拉升，夏普率大幅回落，行情上攻动能减弱。预计 8 月权益市场波动将加剧，面临风格切换，建议投资者降低风险偏好。当前中证 500 股指夏普率依然强于沪深 300 和上证 50 股指，建议仍持有 IH/IC 空单，关注 IH 股指走强的切换时机，届时比价交易选择反转做多 IH/IC。

股指期货期权：

沪深 300 股指期货期权隐含波动率月末快速上行，持仓量认沽认购比率下旬回落至前期低点，反映市场对于股指大幅走强缺乏信心。沪深 300 期权合约成交结构显示市场认为内沪深 300 股指在 5200 一线将会遇到较强阻力。鉴于以上分析，推荐选择卖出 8 月或 9 月的深度虚值的看涨期权。

国债期货：

国债收益率曲线整体回落，国债期限利差走阔。银行间资金流动性温和，短期资金利率出现反弹。预计下月长短端国债期限利差将有所收窄，建议可以选择空短端国债期货、多长端国债期货。

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

股指震荡加剧，国债稳健持有

2021-06

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

一、行情回顾

7月，中国经济经济继续稳步增长，PMI 数据显示我国企业生产经营活动总体保持扩张步伐。PPI 和 CPI 同比数据下滑，利好通胀预期的回落。美联储在月末保持基准利率维持在 0%-0.25% 不变，将超额准备金利率维持在 0.15% 不变，维持 QE 购买量至少 1200 亿美元/月不变，均符合市场预期。国内三大股指期货主力合约月度收跌，三大股指夏普率快速回落，股指波动率放大。市场流动性保持温和，国债收益率曲线整体小幅回落，三大期限国债期货月内走出强势上攻行情，月度收益率居 2021 年之首。

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6月份，全国居民消费价格同比上涨1.1%。其中，城市上涨1.2%，农村上涨0.7%；食品价格下降1.7%，非食品价格上涨1.7%；消费品价格上涨1.1%，服务价格上涨1.0%。上半年，全国居民消费价格比去年同期上涨0.5%。全国居民消费价格环比下降0.4%。其中，城市下降0.4%，农村下降0.5%；食品价格下降2.2%，非食品价格持平；消费品价格下降0.6%，服务价格下降0.1%。全国工业生产者出厂价格同比上涨8.8%，环比上涨0.3%；工业生产者购进价格同比上涨13.1%，环比上涨0.8%。上半年，工业生产者出厂价格比去年同期上涨5.1%，工业生产者购进价格上涨7.1%。PPI 同比数据和 CPI 同比数据双双出现回落，经济过热预期降温。

6月末，广义货币(M2)余额231.78万亿元，同比增长8.6%，增速比上月末高0.3个百分点，比上年同期低2.5个百分点；狭义货币(M1)余额63.75万亿元，同比增长5.5%，增速分别比上月末和上年同期低0.6个和1个百分点；流通中货币(M0)余额8.43万亿元，同比增长6.2%。6月末社会融资规模存量为301.56万亿元，同比增长11%。上半年净投放现金32亿元。2021年上半年社会融资规模增量累计为17.74万亿元，比上年同期少3.13万亿元，比2019年同期多3.12万亿元。

6 月份，中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 50.9%，较上月微落 0.1 个百分点，继续位于临界点以上，制造业延续稳定扩张态势。从企业规模看，大、中型企业 PMI 分别为 51.7% 和 50.8%，比上月回落 0.1 和 0.3 个百分点，均高于临界点；小型企业 PMI 为 49.1%，比上月回升 0.3 个百分点，低于临界点。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。6 月份，非制造业商务活动指数为 53.5%，较上月回落 1.7 个百分点，非制造业扩张力度有所减弱。6 月份，综合 PMI 产出指数为 52.9%，比上月回落 1.3 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体扩张步伐有所放缓。

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

6 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 101.05。1—6 月份，全国房地产开发投资 72179 亿元，同比增长 15.0%；比 2019 年 1—6 月份增长 17.2%，两年平均增长 8.2%。其中，住宅投资 54244 亿元，增长 17.0%。1—6 月份，商品房销售面积 88635 万平方米，同比增长 27.7%；比 2019 年 1—6 月份增长 17.0%，两年平均增长 8.1%。6 月末，商品房待售面

积 51079 万平方米，比 5 月末增加 53 万平方米。其中，住宅待售面积减少 180 万平方米，办公楼待售面积增加 66 万平方米，商业营业用房待售面积增加 47 万平方米。1—6 月份，房地产开发企业到位资金 102898 亿元，同比增长 23.5%；比 2019 年 1—6 月份增长 21.1%，两年平均增长 10.0%。房地产行业控制力度不减。

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 7 月纷纷回落。从 7 月 1 日至 7 月 27 日的日度指数收益率角度观察，中证 500 股指表现强于沪深 300 股指与上证 50 股指。其中，沪深 300 股指累计对数收益率为-9.24%，最大回撤-9.34%，偏度-0.87，超峰度-0.13；上证 50 股指累计对数收益率为-10.88%，最大回撤-11.8%，偏度-0.75，超峰度-0.12；中证 500 股指累计对数收益率为-1.39%，最大回撤-4.41%，偏度-0.46，超峰度-0.69。

三大股指实现波动率在 7 月出现快速反弹。沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 22%，上证 50 股指达到 24.5%，中证 500 股指为 15.8%。从 21 日滚动年化夏普率观察，三大股指夏普率在 7 月快速回落，主要由于股指收益率下滑的同时波动率放大。临近月末，夏普率回落速度加快，市场看多情绪快速消退。沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率接近-5.39，上证 50 股指接近-5.8，中证 500 股指为-1.22，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-3.59%，上证 50 为-3.95%，中证 500 股指为-2.19%。根据 1 年期滚动 95% Expected shortfall (又称：条件 VaR) 分析，沪深 300 股指为-3.22%，上证 50 为-3.13%，中证 500 股指为-2.7%。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 8 月选择持有中证 500 股指。重点关注沪深 300 股指和上证 50 的夏普率上升时机。

图 7： 21 天滚动年化波动率 单位：点

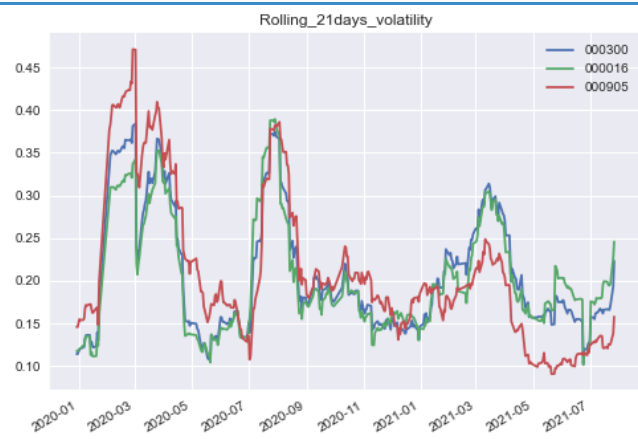


图 8： 21 天滚动年化夏普率 单位：点



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

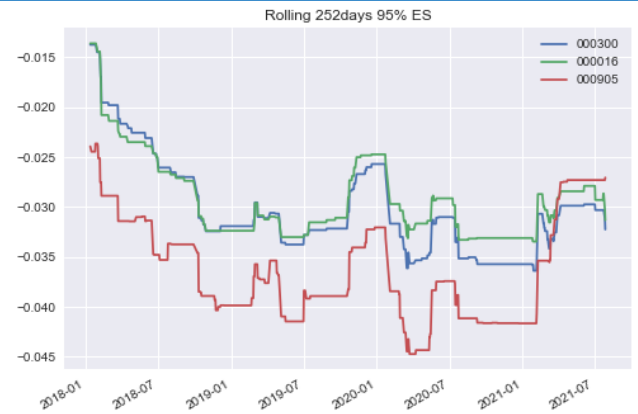
图 11: 1 年期滚动偏度 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

数据来源: Wind 新世纪期货

图 10: 1 年期滚动 95%Expected Shortfall 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 7 月 27 日, 三大股指期货主力合约基差转为负值。IF 主力合约基差-19.88, IH 主力合约基差-19.82, IC 主力合约基差-37.94。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)的底部。三大股指期货主力合约基差出现有较高安全边际的做多机会。第一目标为分别是 2020 年 1 月至今三大股指主力合约基差的中位数, IF 基差为 15.59, IH 基差为 8.6, IC 基差为 35.12; 第二阶段目标为 2020 年 1 月至今三大股指主力合约基差的 75%分位数, IF 基差为 28.72, IH 基差为 16.06, IC 基差为 57.95。

股指期货主力合约比价方面, IF/IH 最新录得 1.516, IF/IC 最新录得 0.706, IH/IC 最新录得 0.466。IF/IH 在 7 月走出上涨行情, IF/IC 和 IH/IC 在 7 月出现回落。从 252 天动比价分位数分析, IF/IH 上升到 99.2%分位数, IF/IC 下落到 1.19%分位数, IH/IC 下落到 0.39%分位数。从量化角度分析, IF/IH 呈现顶部特征, IC 的走强导致 IF/IC 与 IH/IC 的同步回落。8 月的比价策略可以先仍持有 IH/IC 空单, 在 IH 走强时切换至 IH/IC 多单。

图 13: IF 主力基差 单位: 点



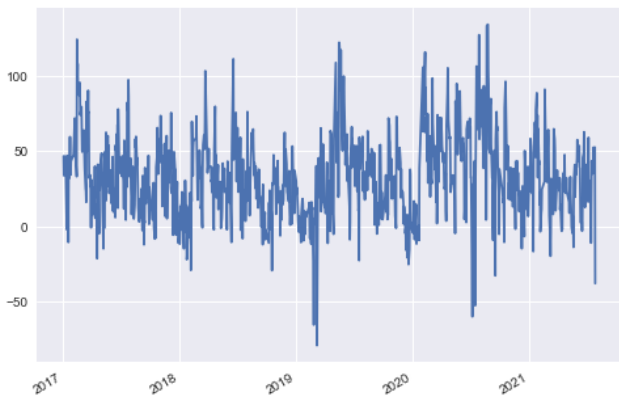
数据来源: Wind 新世纪期货

图 14: IH 主力基差 单位: 点



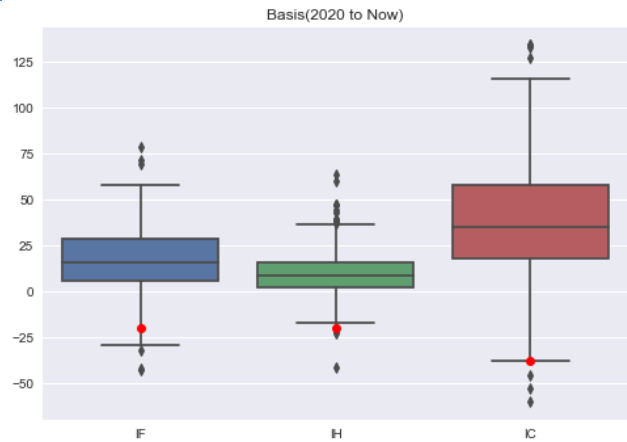
数据来源: Wind 新世纪期货

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



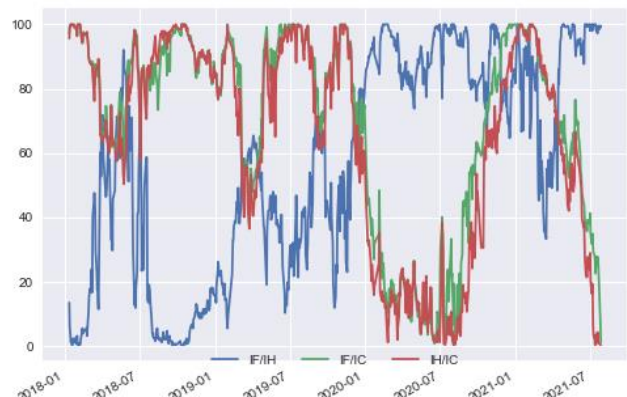
数据来源: Wind 新世纪期货

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

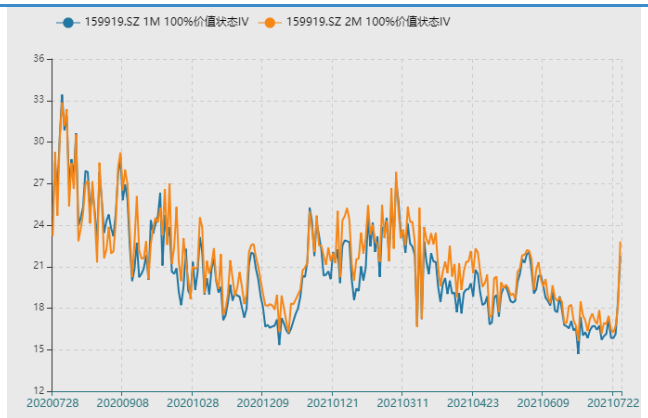
根据沪深 300 股指期权平值隐含波动率显示, 平值隐含波动率在 7 月窄幅震荡, 低位盘整未有突破 16% 一线的底部支撑, 在月末开始快速攀升。隐含波动率曲线结构显示平值隐含波动率形成 Backwardation 结构, 近月的隐含波动率因行情波动剧烈而显著升水。

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 7 月中上旬走出一轮反弹, 进入下旬后再度回落, 目前接近前期的低位水平, 表现市场对于沪深 300 股指的反弹上攻缺乏

新世纪期货金融板块月报

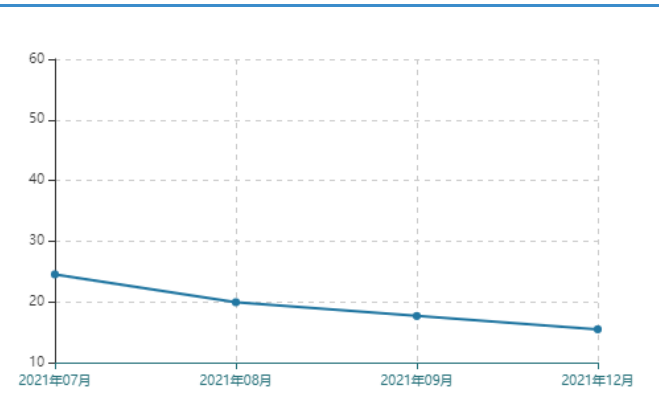
信心。沪深 300 期权合约成交结构显示市场认为股指下方较强的支持在于 4400 一线。鉴于以上分析，推荐卖出近月或次近月的深度虚值看涨期权。

图 19: 沪深 300 期权隐含波动率 单位: %



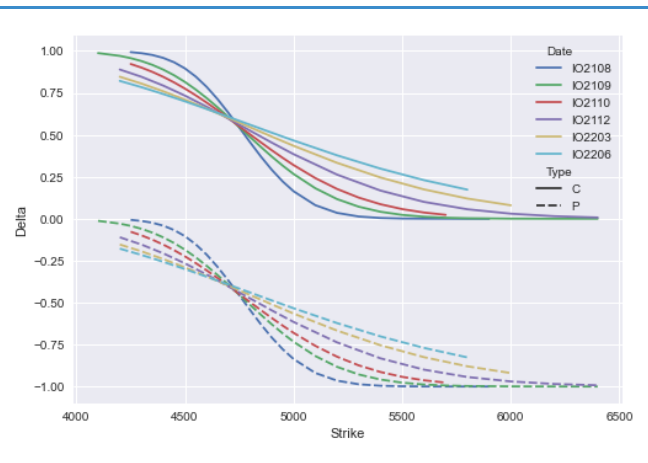
数据来源: Wind 新世纪期货

图 20: 隐含波动率期限结构 单位: %



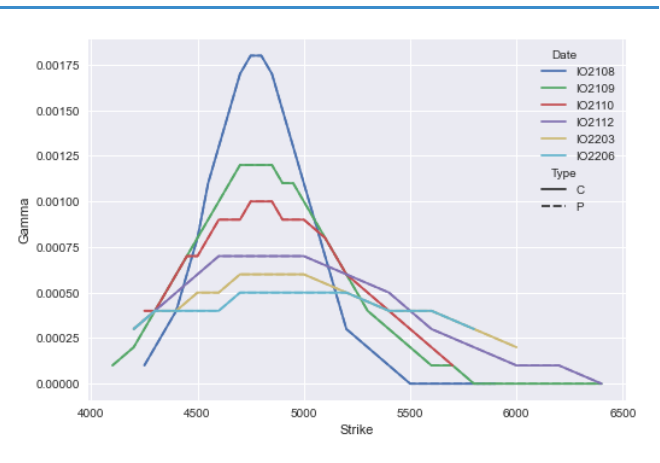
数据来源: Wind 新世纪期货

图 21: 股指期权 Delta



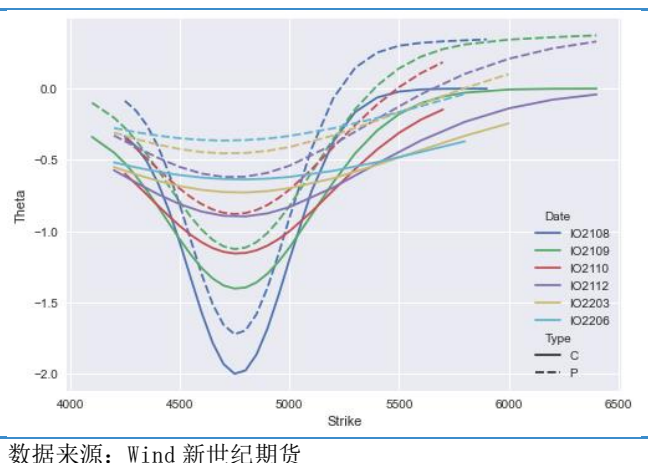
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: 股指期权 Gamma



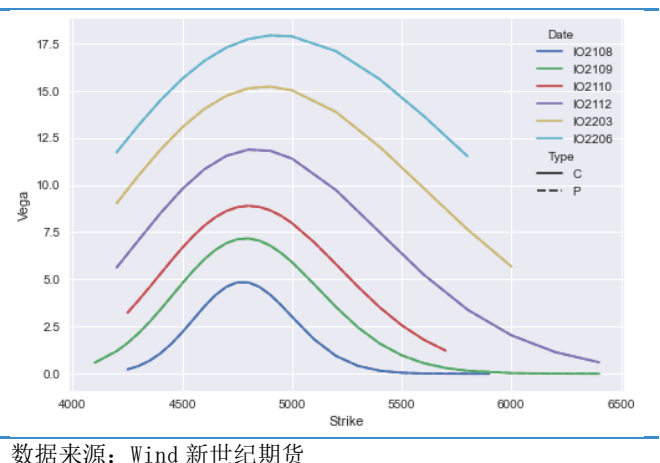
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 股指期权 Theta



数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 股指期权 Vega



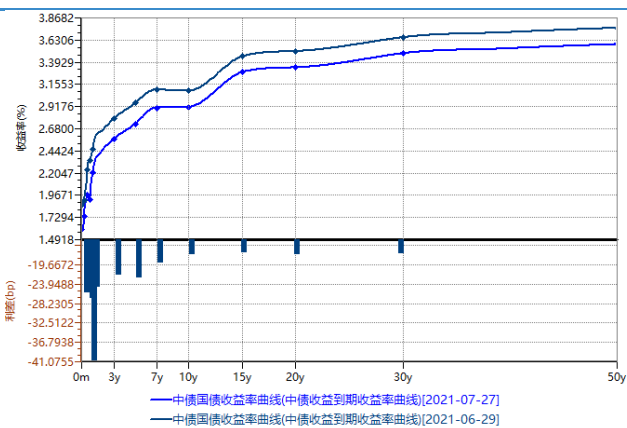
数据来源: Wind 新世纪期货

四、债券利率

7 月, 1 年期之上的国债收益率曲线出现整体下移, 短端国债收益率下滑较快, 导致国债 10

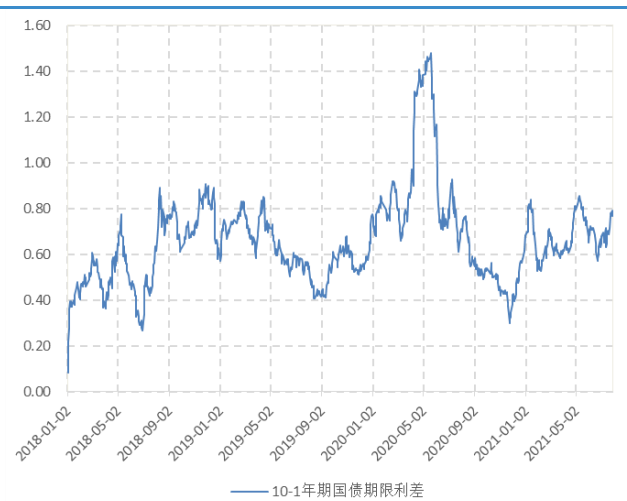
年期与1年期期限利差走阔。全球主要国家10年期国债在7月小幅下滑。中美10年期国债利差出现小幅盘整。7月末，美联储在在为期两天的政策会议结束时没有改变货币政策立场，部分官员暗示了缩表可能会在年内发生，美联储文件中提及美国经济在实现就业和通胀目标方面取得了进展，美联储将在未来几个月继续评估其刺激计划。从资金利率角度分析，SHIBOR3M在保持稳定下行，利率水平接近2.4%。FR007在7月末从低位开始快速反弹，利率水平高于SHIBOR3M。临近月末，由于短期资金利率的上升，银行间同业存单也出现小幅抬升。根据债市和利率走势，预计下月长短端国债期限利差将有所收窄，建议可以选择空短端国债期货、多长端国债期货。

图 25: 国债期限结构 单位: %



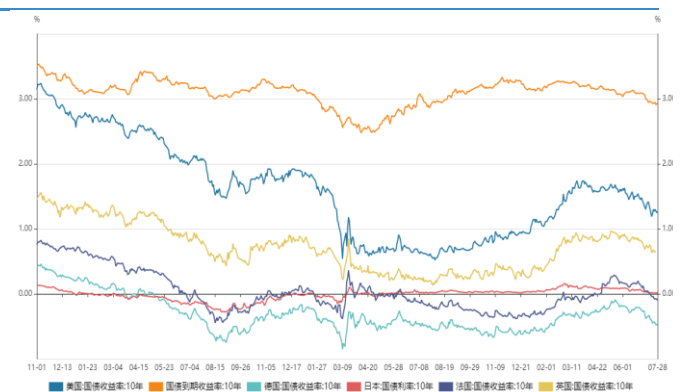
数据来源: Wind 新世纪期货

图 27: 10-1 年期国债期限利差 单位: %



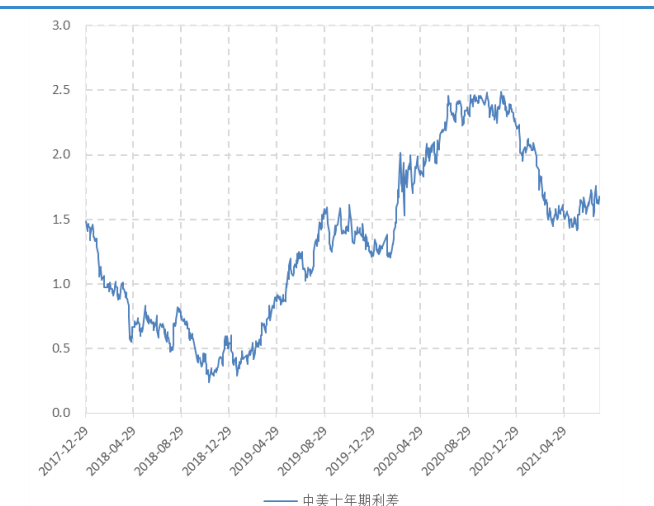
数据来源: Wind 新世纪期货

图 26: 全球主要国家 10 年期国债 单位: %



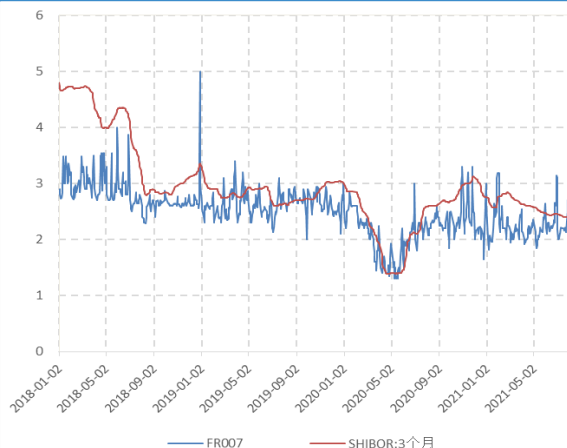
数据来源: Wind 新世纪期货

图 28: 中美 10 年期国债利差 单位: %



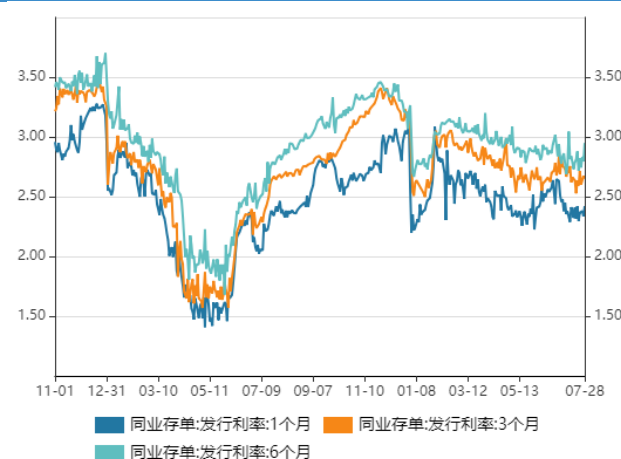
数据来源: Wind 新世纪期货

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,夏普率会随之快速回调,市场表现更显脆弱,未来权益市场波动加剧的概率在上升。我们建议在 8 月降低风险偏好,谨慎持有股指多头,目前可持有相对高夏普率的中证 500 股指作为操作标的,但预计月内将会发生风格轮换,IH 将重新走强。建议关注空 IF/IH,多 IH/IC 策略的择时入场时机,该两个比价已经位于极端区域。股指期货可以选择推荐卖出 8 月或 9 月的深度虚值看涨期权,增强收益。国债期货建议选择空短端国债期货、多长端国债期货。

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>