

## 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>

## 9 月金融市场展望——

## 股指温和震荡上行，利率窄幅盘整

## 观点摘要：

## 股指期货：

国内三大股指期货主力合约在 8 月总体上涨，三大股指夏普率快速上升，股指波动率回落，股指上行环境在改善。中证 500 股指的经风险调整后收益预计 9 月仍然将好于沪深 300 股指和上证 50 股指。比价趋势行情仍未切换，三股指比价继续保持趋势交易。9 月比价策略优选继续仍持有 IH/IC 空单，在 IH 走强时切换至 IH/IC 多单。

## 股指期权：

沪深 300 股指期权平值隐含波动率在 8 月宽幅震荡，持仓量认沽认购比率冲高回落，沪深 300 期权合约成交结构显示市场认为沪深 300 股指震荡空间缩窄，5100 一线将会遇到较强阻力。市场对于沪深 300 股指的大幅反弹上攻缺乏信心，观点表达趋于箱体震荡。鉴于以上分析，9 月推荐构建次近月的牛市价差组合，上沿设置于 5100 一线。

## 国债期货：

国债收益率曲线整体反弹，国债期限利差如期回落。银行间资金流动性温和，短期资金利率出现反弹。预计下月国债利率陷入短期盘整，建议可以选择轻仓单边长久期国债期货多头。

## 风险点：

- 1、新冠病毒新型突变；
- 2、美国财政和货币政策变化；
- 3、债务链条失控；

## 相关报告

警惕股市风格切换，降低风险偏好  
2021-08  
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

## 一、行情回顾

8月，全球疫情出现反弹，主要经济体的宏观经济数据出现小幅滑坡。中国经济继续增长，但增长速度放缓。PPI和CPI同比数据保持稳定，PMI数据显示我国企业生产经营活动扩张步伐放缓。在本月27日举办的全球央行年会上，美联储主席鲍威尔讲话偏鸽派，表示美联储年内缩减QE已经达成共识，可能在今年年底前开始收回部分宽松货币政策，不过他认为加息的可能性还很遥远。国内三大股指期货主力合约在8月总体上涨，三大股指夏普率快速上升，股指波动率回落，股指上行环境在改善。国债收益率曲线整体小幅反弹，三大期限国债期货主力合约8月收出阴线。

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

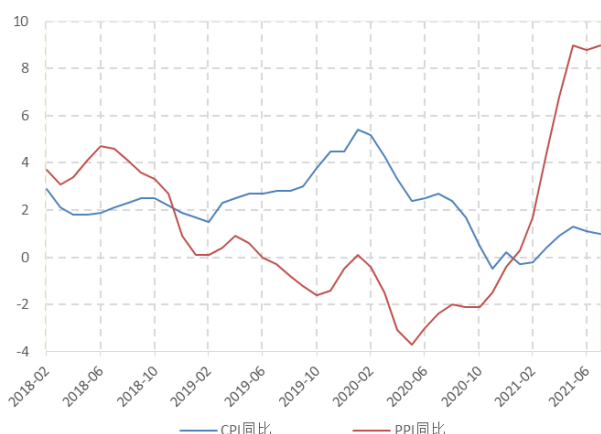
2021年7月份，全国居民消费价格同比上涨1.0%。其中，城市上涨1.2%，农村上涨0.4%；食品价格下降3.7%，非食品价格上涨2.1%；消费品价格上涨0.6%，服务价格上涨1.6%。1—7月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨0.6%。7月份，全国居民消费价格环比上涨0.3%。其中，城市上涨0.3%，农村上涨0.2%；食品价格下降0.4%，非食品价格上涨0.5%；消费品价格上涨0.1%，服务价格上涨0.6%。全国工业生产者出厂价格同比上涨9.0%，环比上涨0.5%；工业生产者购进价格同比上涨13.1%，环比上涨0.9%。1—7月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨5.7%，工业生产者购进价格上涨7.9%。PPI和CPI同比数据的上升势头减缓，经济过热预期降温。

7月末，广义货币(M2)余额230.22万亿元，同比增长8.3%，增速分别比上月末和上年同期低0.3个和2.4个百分点；狭义货币(M1)余额62.04万亿元，同比增长4.9%，增速分别比上月末和上年同期低0.6个和2个百分点；流通中货币(M0)余额8.47万亿元，同比增长6.1%。当月净投放现金371亿元。7月末社会融资规模存量为302.49万亿元，同比增长10.7%。

7月份，中国制造业采购经理指数(PMI)为50.4%，低于上月0.5个百分点，继续位于临界

点以上,制造业总体继续保持扩张态势,但步伐有所放缓。从企业规模看,大型企业 PMI 为 51.7%,与上月持平,继续高于临界点;中型企业 PMI 为 50.0%,比上月回落 0.8 个百分点,位于临界点;小型企业 PMI 为 47.8%,比上月下降 1.3 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。7 月份,非制造业商务活动指数为 53.3%,略低于上月 0.2 个百分点,继续高于临界点,表明非制造业总体保持平稳扩张。7 月份,综合 PMI 产出指数为 52.4%,比上月回落 0.5 个百分点,表明我国企业生产经营活动扩张速度有所放慢。

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

7 月份,房地产开发景气指数(简称“国房景气指数”)为 100.98。1—7 月份,房地产开发企业房屋施工面积 891880 万平方米,同比增长 9.0%。其中,住宅施工面积 631072 万平方米,增长 9.4%。1—7 月份,商品房销售面积 101648 万平方米,同比增长 21.5%;比 2019 年 1—7 月份增长 14.5%,两年平均增长 7.0%。7 月末,商品房待售面积 50864 万平方米,比 6 月末减少 215 万平方米。其中,住宅待售面积减少 270 万平方米,办公楼待售面积减少 26 万平方米,商业营业用房待售面积增加 19 万平方米。1—7 月份,房地产开发企业土地购置面积 8764 万平方

米，同比下降 9.3%；土地成交价款 5121 亿元，下降 4.8%。控制房地产资产泡沫的政策力度不减。

### 三、股票指数

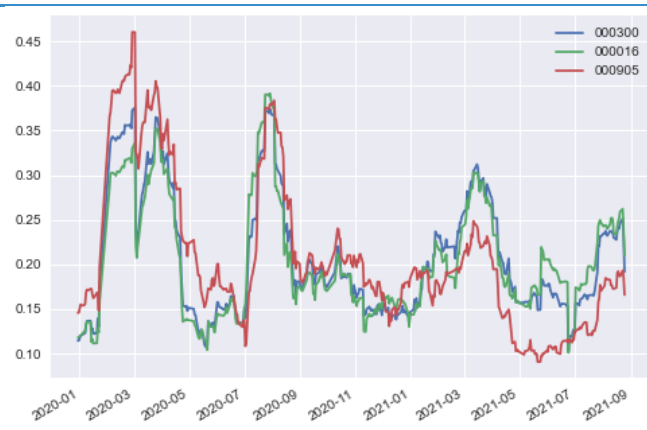
#### 1、股指分析

沪深 300 股指、上证 50 股指与中证 500 股指在 8 月走出反弹行情。从 8 月 1 日至 8 月 25 日的日度收益率角度观察，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 股指累计收益率为 1.81%，最大回撤-5.43%，偏度 0.03，超峰度-0.54；上证 50 股指累计收益率为 0.81%，最大回撤-6.57%，偏度-0.14，超峰度-0.77；中证 500 股指累计收益率为 5.7%，最大回撤-2.83%，偏度-0.86，超峰度 0.95。

三大股指实现波动率在 8 月出现回落，沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 19%，上证 50 股指达到 21%，中证 500 股指为 16.5%。从 21 日滚动年化夏普率观察，三大股指夏普率在 8 月快速反弹，主要由于股指收益率走强的同时波动率回落所致。临近月末，夏普率快速反弹，股指展望转好。沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率接近 1.99，上证 50 股指接近 0.7，中证 500 股指为 4.61，夏普率角度显示中证 500 股指月度表现依然强于沪深 300 和上证 50。

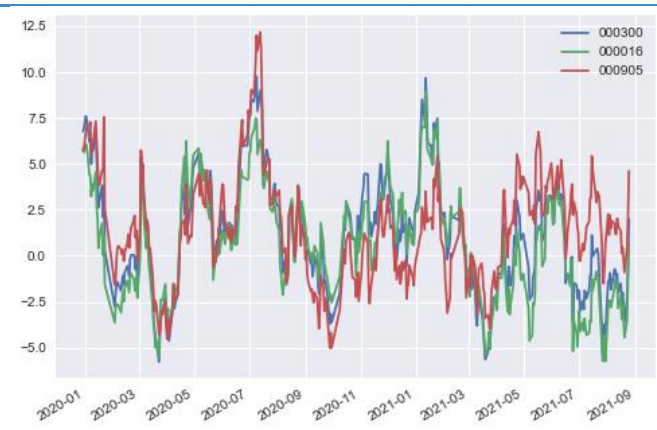
风险方面，混合法 VaR (Hybrid approach VaR, lambda@0.94, confidence\_level@95%) 分析，沪深 300 股指为-2.1%，上证 50 为-2.27%，中证 500 股指为-2.17%。根据 1 年期滚动 95% Expected shortfall (又称：条件 VaR) 分析，沪深 300 股指为-2.8%，上证 50 为-2.78%，中证 500 股指为-2.22%。综合看，沪深 300 与上证 50 的短期风险仍然超过中证 500。考虑风险调整后收益，建议在 9 月选择持有中证 500 股指。

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



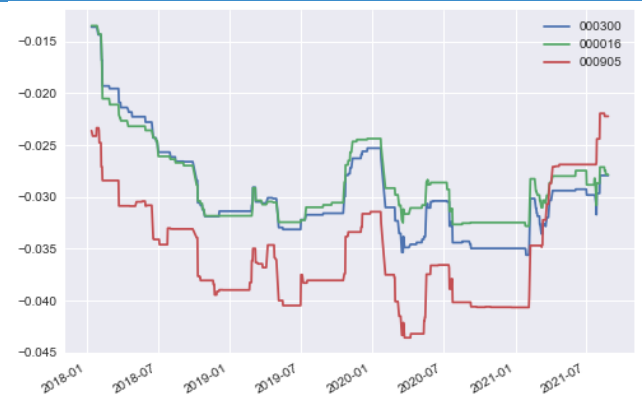
数据来源：Wind 新世纪期货

图 9: Hybrid VaR 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 10: 1 年期滚动 95%Expected Shortfall 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 8 月 26 日, 三大股指期货主力合约基差转为正值, 上月末基差反弹策略表现良好。最新统计, IF 主力合约基差 25, IH 主力合约基差 4.03, IC 主力合约基差 56.64。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 25%至 75%分位数之间, 三大股指期货主力合约基差暂未出现显著偏离中位数的现象。IC 主力合约基差接近 75%分位数, 可以尝试短期基差收敛策略。第一目标为分别是 2020 年 1 月至今的中位数, IC 基差中位数为 35.35; 第二阶段目标为 2020 年 1 月至今的 25%分位数, IC 基差 25%分位数为 18.22。

股指期货主力合约比价方面, IF/IH 最新录得 1.548, IF/IC 最新录得 0.676, IH/IC 最新录得 0.437。IF/IH 在 8 月继续上涨行情, IF/IC 和 IH/IC 在 8 月继续回落。从 252 天动比价分位数分析, IF/IH 上升到 99.6%分位数, IF/IC 下落到 0.397%分位数, IH/IC 下落到 0.397%分位数。比价趋势行情并未切换, 三股指比价继续保持趋势交易。9 月的优选比价策略可以继续仍持有 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



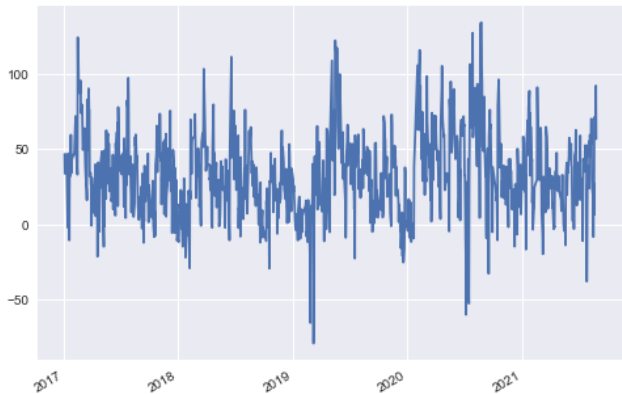
数据来源: Wind 新世纪期货

图 14: IH 主力基差 单位: 点



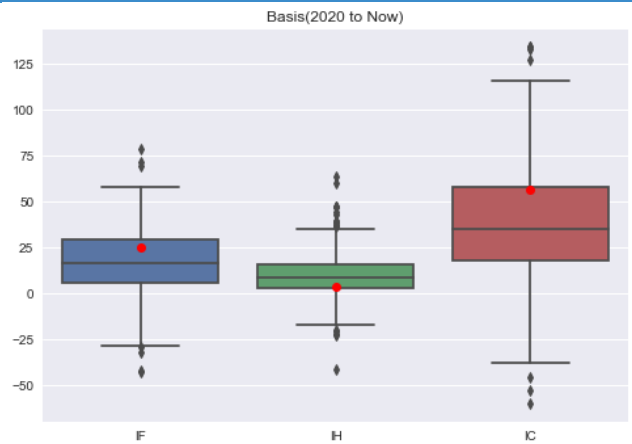
数据来源: Wind 新世纪期货

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



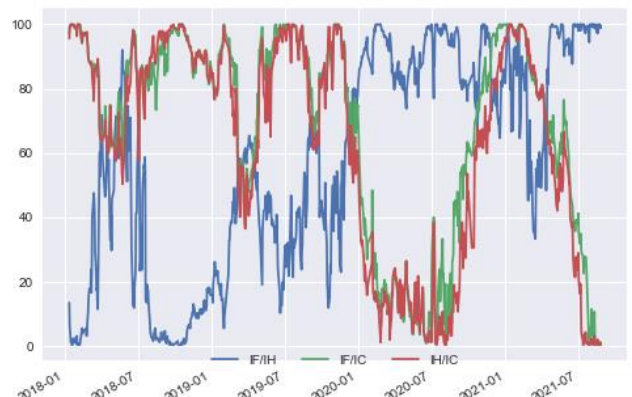
数据来源: Wind 新世纪期货

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

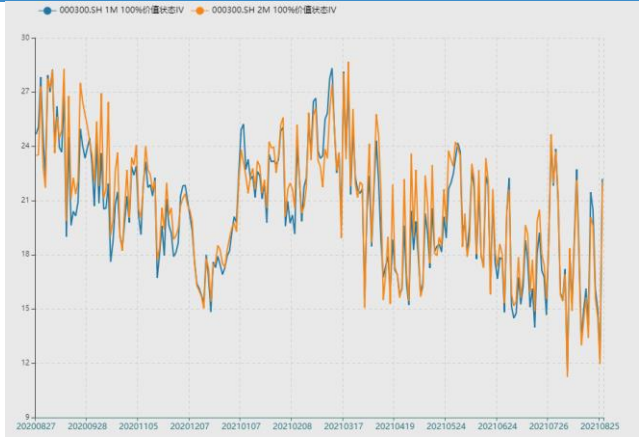
根据沪深 300 股指期权平值隐含波动率显示, 平值隐含波动率在 8 月宽幅震荡, 在月末开始快速攀升, 显示市场看多情绪较为脆弱。隐含波动率曲线结构显示平值隐含波动率形成 Contango 结构, 远月的隐含波动率显著升水。

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 8 月上旬走出一轮反弹, 进入下旬后再度回落, 表现出市场对于沪深 300 股指的反弹上攻缺乏信心。沪深 300 期权合约成

新世纪期货金融板块月报

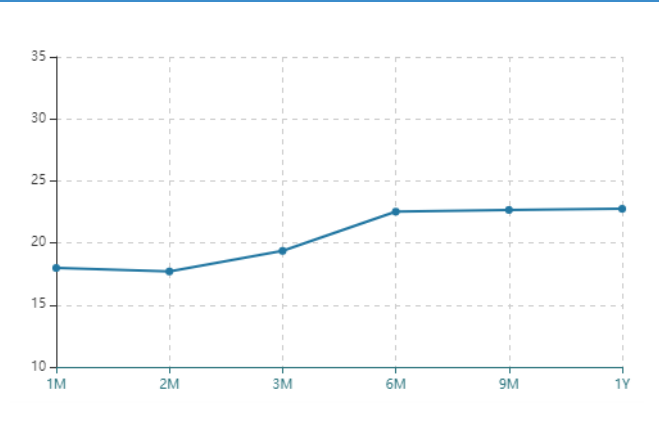
交结构显示市场认为股指的震荡区间较前期缩窄，下方可站稳于 4800 一线，上方阻力位下移动至 5000 至 5100 一线。鉴于以上分析，待月初波动率回落，可以买入近月或次近月的牛市价差期权组合，价差上沿可设置于 5100 一线。

图 19: 沪深 300 期权隐含波动率 单位: %



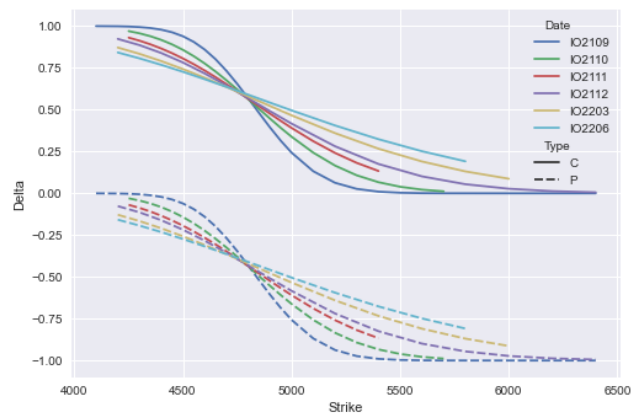
数据来源: Wind 新世纪期货

图 20: 隐含波动率期限结构 单位: %



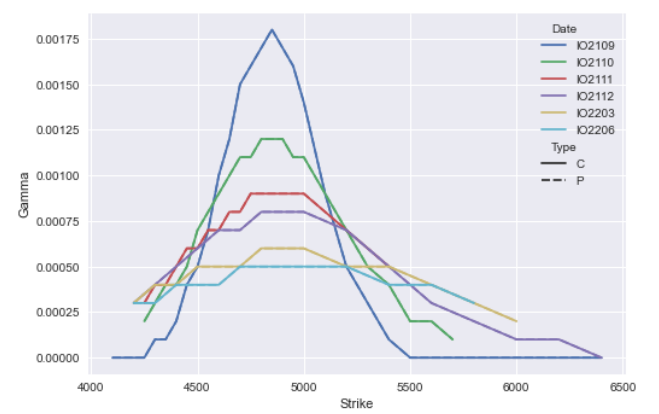
数据来源: Wind 新世纪期货

图 21: 股指期权 Delta



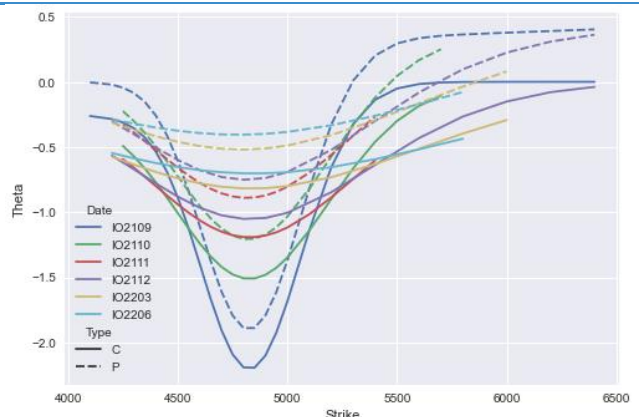
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: 股指期权 Gamma



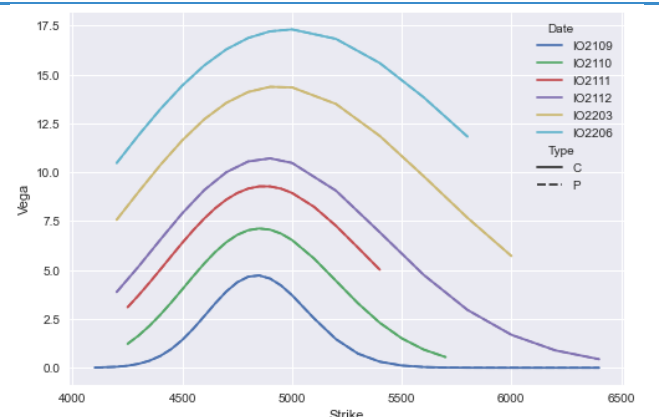
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 股指期权 Theta



数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 股指期权 Vega

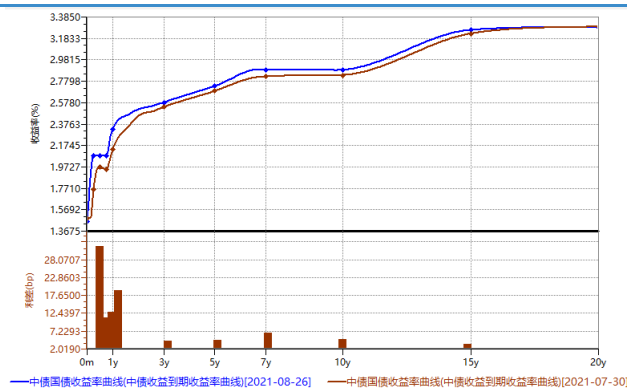


数据来源: Wind 新世纪期货

四、债券利率

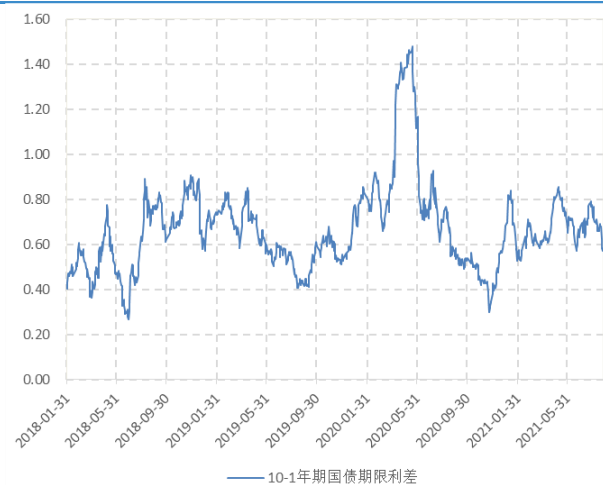
8月,1年期之上的国债收益率曲线出现整体上移,短端国债收益率上移较多,导致国债10年期与1年期期限利差回落。全球主要国家10年期国债在8月走出小幅反弹行情。中美10年期国债利差出现小幅盘整。美联储主席鲍威尔周五在全球央行年会上表示,美联储可能在今年年底前开始收回部分宽松货币政策。在会议上并未给出具体的缩债时间表,鲍威尔避免将美联储行动锁定在市场预期的时间表内。但从美联储其他几位官员讲话来看,若经济复苏以及疫情控制等均在预期范围内,后续就业数据是重要的观察变量,就业数据走好,美联储便有可能在今四季度开始进行缩减购买债券的计划。从资金利率角度分析,8月SHIBOR3M保持稳定窄幅下行,利率水平接近2.35%。FR007走出反弹,利率水平高于SHIBOR 3M。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,目前长短端国债期限利差接近年内低点,建议可以将上月的空短端国债期货、多长端国债期货的期限利差空头策略获利平仓,切换至轻仓单边长久期国债期货多头。

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: %



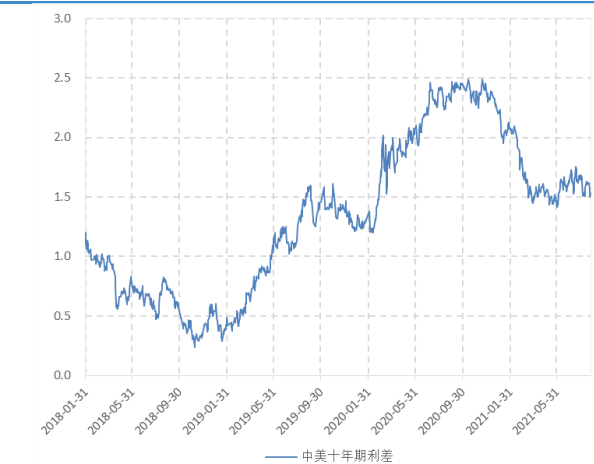
数据来源: Wind 新世纪期货

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

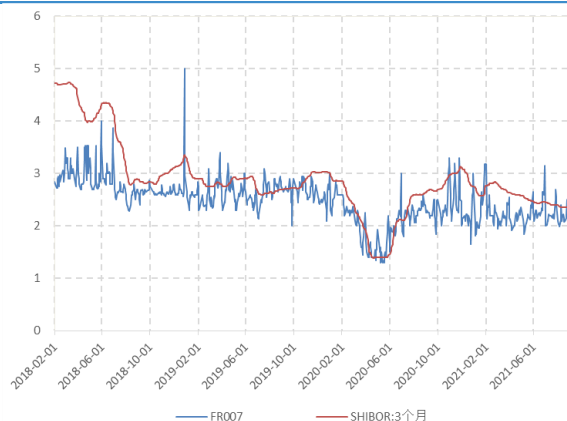
图 28: 中美 10 年期国债利差 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

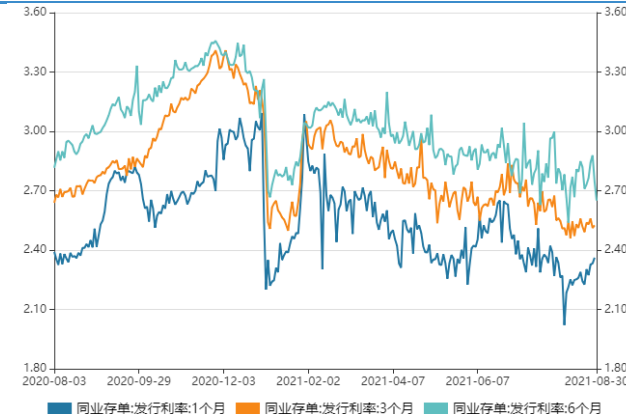


图 29: FR003 与 SHIBOR3M 走势 单位: %



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

8 月, 国内三大股指走势趋好, 夏普率快速反弹, 实现波动率回落, 我们建议在 9 月保持适度的风险偏好, 持有股指多头, 建议优选相对高夏普率的中证 500 股指作为操作标的。股指风格轮换仍未切换, 可以保持比价趋势交易, IH/IC 看空策略可继续持有。股指期权隐含波动率预计月初将会回落, 届时可构建次近月的牛市价差组合, 上沿设置于 5100 一线。利率短期预计陷入盘整, 国债期货可选择轻仓多头持有。

## 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>

