

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>

2021 年金融市场展望——

春暖花开，股债向阳而生

观点摘要：

股指期货：

展望新的一年，随着新型疫苗的出现和疫苗接种率的提高，全球主要经济体已经将焦点从疫情控制转向疫情后的经济复苏。2022 年，预计三大股指会有温和回暖的表现，VaR 和 ES 等风险因子在改善，中证 500 股指夏普率已经抢先反弹。2022 年元旦之后，股指多头可以择机增持，股指多头在一季度内总基调就是稳健持有。二季度关注美联储加息节奏和中债收益率反弹的潜在风险，权益市场届时将伴随波动率放大，上行动能减弱的情况。

股指期货期权：

沪深 300 股指期货期权隐含波动率处于年内低位，持仓量认沽认购比率在历史年度中值附近，反映市场整体看多情绪中性，期权成交量结构来看沪深 300 股指在 4900 至 5200 区域震荡概率较大。隐含波动率曲线结构显示近端平值隐含波动率低于远端，成 Contango 结构。鉴于股指位于震荡区域下沿，推荐买入近月端的看涨期权，稳健投资者可以选择构建牛市价差多头，价差区间覆盖主要震荡区间。

国债期货：

国债收益率曲线整体下移，国债期限利差持续缩窄，中美 10 年期国债利差回落至关键区位，银行间资金利率中枢微幅上抬。预计明年一季度尚存国债多头持仓窗口，二季度或因美债加息对于国债收益率形成牵制，建议短期配置短久期国债多头，中期配置期限利差多头策略。

风险点：

- 1、地缘政治加剧恶化；
- 2、美联储加息；
- 3、新冠病毒变异；

相关报告

一、行情回顾

2021年，中国有序管控新型冠状病毒肺炎疫情，国内经济增长势头受疫情影响不及往年，但整体表现仍然优于欧美发达国家。年初股指走出开门红行情后，临近2月中旬，前期涨势喜人的白马股和赛道股开始走出一轮深度回调，其中沪深300股指和上证50股指较年初高点回撤接近15%。上证50股指在7月底止住跌势，下半年股指进入了震荡走势，临近年底震荡中枢缓步抬升。沪深300股指在7月底向下突破前期震荡区间后，走出了为期半年的震荡三角结构。沪深300股指和上证50股指在年内未再突破年初高点，最终收出年度阴线。中证500股指表现强于前两者，中证500股指在回撤接近10%之后于3月初开始一轮强势反弹，并在7月初突破年初高点。中证500股指此后维持上涨势头，在9月中旬达到年内高点7688.6，此后进入小幅回落整理行情，成功收出年度阳线。

国债在年内主要分成三个阶段，首先是年初随着股市上涨的乐观情绪之下国债收益率一路上行，伴随大盘蓝筹和新技术新材料板块的回落，国债收益率从2月末一直下跌至7月末，随后进入震荡走势。在9月底出现一轮反弹，随之10月中旬开始再度回落。年底央行全面降准和定向降息，国债收益率接近年内低点。

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11月份，全国居民消费价格同比上涨2.3%。其中，城市上涨2.4%，农村上涨2.2%；食品价格上涨1.6%，非食品价格上涨2.5%；消费品价格上涨2.9%，服务价格上涨1.5%。1—11月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨0.9%。11月份，全国居民消费价格环比上涨0.4%。其中，城市上涨0.3%，农村上涨0.6%；食品价格上涨2.4%，非食品价格持平；消费品价格上涨0.9%，服务价格下降0.3%。全国工业生产者出厂价格同比上涨12.9%，环比持平；工业生产者购进价格同比上涨17.4%，环比上涨1.0%。1—11月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上

涨 7.9%，工业生产者购进价格上涨 10.7%。工业生产者购进价格中，燃料动力类价格上涨 43.8%，化工原料类价格上涨 25.1%，有色金属材料及电线类价格上涨 24.7%，黑色金属材料类价格上涨 19.4%。CPI 与 PPI 的剪刀差趋于收敛。

11 月末，广义货币 (M2) 余额 235.6 万亿元，同比增长 8.5%，增速比上月末低 0.2%，比上年同期低 2.2%；狭义货币 (M1) 余额 63.65 万亿元，同比增长 3%，增速比上月末高 0.2%，比上年同期低 7%；流通中货币 (M0) 余额 8.74 万亿元，同比增长 7.2%。当月净投放现金 1348 亿元。11 月份人民币贷款增加 1.27 万亿元，外币贷款减少 54 亿美元。11 月份人民币存款增加 1.14 万亿元，外币存款增加 43 亿美元。11 月份银行间人民币市场同业拆借月加权平均利率为 2.03%，质押式债券回购月加权平均利率为 2.06%。当月跨境贸易人民币结算业务发生 7417 亿元，直接投资人民币结算业务发生 5219 亿元。11 月末社会融资规模存量为 311.9 万亿元，同比增长 10.1%；11 月社会融资规模增量为 2.61 万亿元，比上年同期多 4786 亿元。

11 月份，中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 50.1%，比上月上升 0.9 个百分点，位于临界点以上，制造业重回扩张区间。在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数高于临界点，新订单指数、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。11 月份，非制造业商务活动指数为 52.3%，比上月略降 0.1 个百分点，继续高于临界点，非制造业保持稳定恢复。分行业看，建筑业商务活动指数为 59.1%，比上月上升 2.2 个百分点。服务业商务活动指数为 51.1%，比上月下降 0.5 个百分点。11 月份，综合 PMI 产出指数为 52.2%，比上月上升 1.4 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体扩张步伐有所加快。

图 3: CPI 与 PPI 当月同比 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 5: 制造业 PMI 与非制造业 PMI 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

11 月份, 房地产开发景气指数 (简称“国房景气指数”) 为 100.51。1—11 月份, 全国房地产开发投资 137314 亿元, 同比增长 6.0%; 比 2019 年 1—11 月份增长 13.2%, 两年平均增长 6.4%。其中, 住宅投资 103587 亿元, 增长 8.1%。1—11 月份, 房地产开发企业房屋施工面积 959654 万平方米, 同比增长 6.3%。其中, 住宅施工面积 679540 万平方米, 增长 6.5%。房屋新开工面积 182820 万平方米, 下降 9.1%。1—11 月份, 房地产开发企业土地购置面积 18287 万平方米, 同比下降 11.2%; 土地成交价款 14519 亿元, 增长 4.5%。1—11 月份, 商品房销售面积 158131 万平方米, 同比增长 4.8%; 比 2019 年 1—11 月份增长 6.2%, 两年平均增长 3.1%。1—11 月份, 房地产开发企业到位资金 183362 亿元, 同比增长 7.2%; 比 2019 年 1—11 月份增长 14.2%, 两年平均增长 6.9%。今年, 地产行业在政策调控下小幅收缩, 以稳为主的行业基调仍将持续。

三、股票指数

1、股指分析

2021 年, 沪深 300 股指与上证 50 股指双双年度收跌, 中证 500 股指则走出年度上涨行情。2021 年截至 12 月 27 日, 沪深 300 股指累计收益率为-5.63%, 最大回撤-18.19%, 偏度-0.33, 超峰度 0.56, 尾部比率 0.89; 上证 50 股指累计收益率为-9.75%, 最大回撤-23.73%, 偏度-0.16, 超峰度 0.81, 尾部比率 0.87; 中证 500 股指累计收益率为 13.7%, 最大回撤-9.57%, 偏度-0.42, 超峰度 0, 尾部比率 0.89。收益和回撤角度看, 中证 500 今年显著强于沪深 300 股指与上证 50 股指, 具有更强的稳定性。

从 252 日滚动年化波动率观察, 沪深 300 股指滚动年化波动率接近 18.5%, 上证 50 股指达到 19.2%, 中证 500 股指为 15.75%。三大股指的波动率年内均出现回落, 中证 500 股指波动率显著下行速度快于上证 50 股指与沪深 300 股指的波动率。从 252 日滚动年化夏普率观察, 三大

股指的夏普率在年中出现分化，上半年沪深 300 股指和上证 50 股指的夏普率优于中证 500 股指夏普率，下半年中证 500 股指夏普率反之开始一路抬升，沪深 300 股指和上证 50 股指的夏普率则在下半年区间震荡。临近年末，沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率接近 0.07，上证 50 股指接近-0.2，中证 500 股指为 1.03，夏普率角度显示目前相较于沪深 300 和上证 50 股指，中证 500 是更为优质的投资标的。

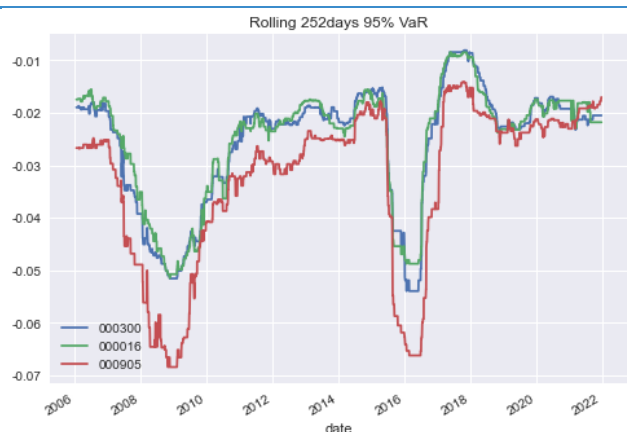
风险方面，混合法 VaR (Hybrid approach VaR, $\lambda@0.94$, confidence_level@95%) 分析，沪深 300 股指为-1.5%，上证 50 为-1.25%，中证 500 股指为-1.4%。根据 1 年期滚动 95% Expected shortfall (又称：条件 VaR) 分析，沪深 300 股指为-2.77%，上证 50 为-2.79%，中证 500 股指为-2.2%。综合看，近期中证 500 的风险指标相对优于沪深 300 与上证 50。考虑风险调整后收益，可以考虑在 2022 年一季度选择持有中证 500 股指。

图 7: 1 年期滚动年化波动率 单位: 点



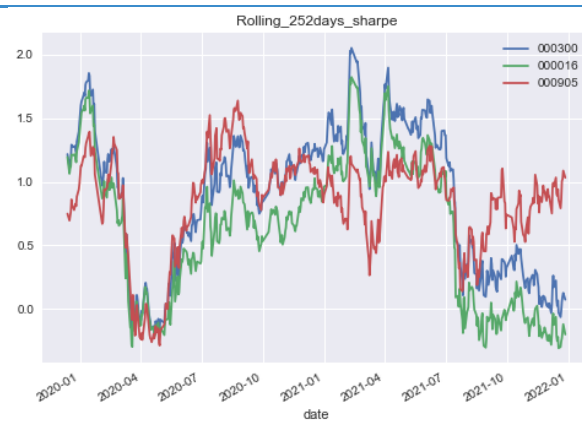
数据来源: Wind 新世纪期货

图 9: 1 年期滚动 95%VaR 单位: 点



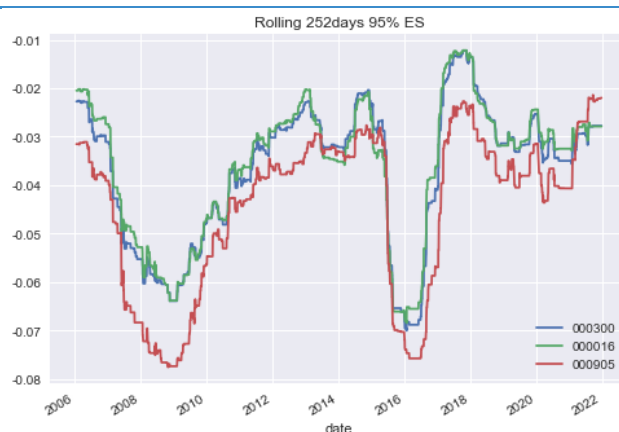
数据来源: Wind 新世纪期货

图 8: 1 年期滚动年化夏普率 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



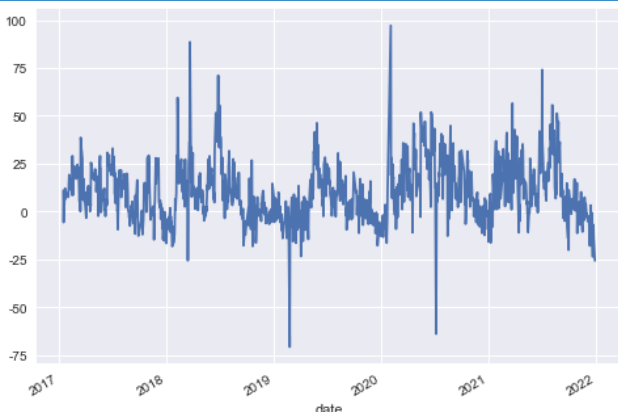
数据来源: Wind 新世纪期货

2、股指期货基差与价差分析

临近 12 月底, IF、IH 与 IC 主力合约基差走弱。根据 2020 年至今两年的统计数据观察, IF 主力合约基差录得-25.68, 接近分位数 0; IH 主力合约基差录得-25.56, 接近分位数 0; IC 主力合约基差录得-25.65, 接近分位数 1%。琴图中的红星点表示最近的基差数据在统计结构中的位置。目前, 三大指数基差均运行于 2020 年至今基差分位数的统计区间底部(不含奇异值), 基差具有收敛特性, 建议可以适时介入做多基差。

股指期货主力合约比价方面, 临近在 12 月底, 三大比价中 IF/IC 和 IH/IC 出现小幅反弹, IF/IH 继续回落。从 252 天动比价分位数分析, IF/IH 达到 54.76%, IF/IC 达到 11.9%, IH/IC 达到 21%。从量化角度看, IF/IH 比价仍然将维持回落的趋势, IF/IC 和 IH/IC 在双双位于 25% 分位数之下, 将面临较大的反弹机会。鉴于三大股指比价走势, 维持 IF/IH 空头持仓, 等待 IF/IC 和 IH/IC 反弹后多单介入的机会。

图 13: IF 主力基差 单位: 点



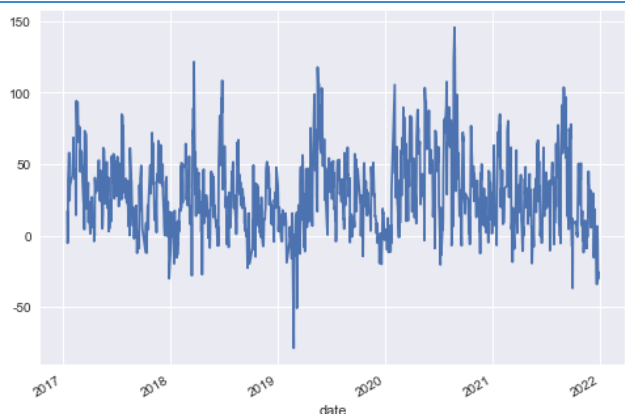
数据来源: Wind 新世纪期货

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



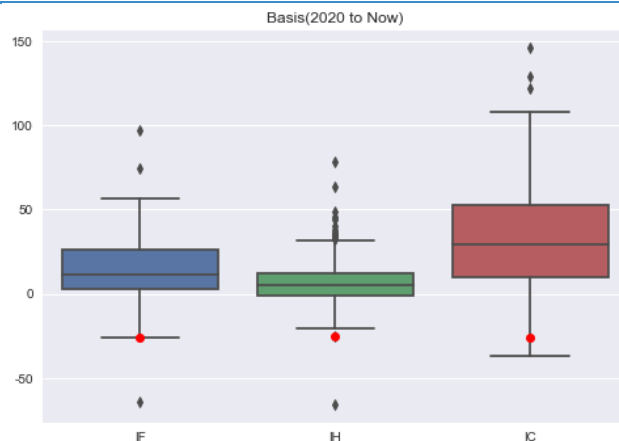
数据来源: Wind 新世纪期货

图 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 16: 股指基差箱图



数据来源: Wind 新世纪期货

图 18: 252 天滚动比价分位数 单位: %

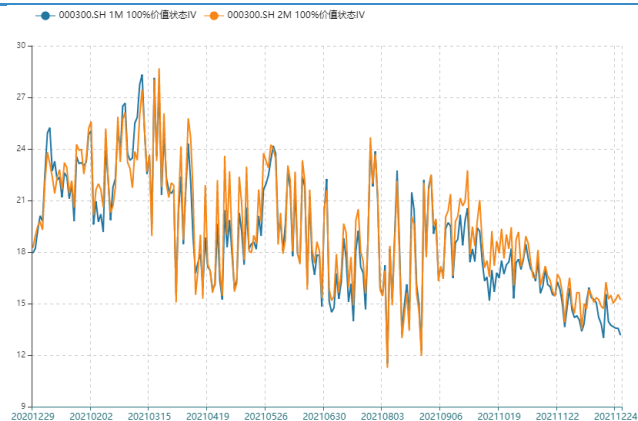


数据来源: Wind 新世纪期货

3、股指期权分析

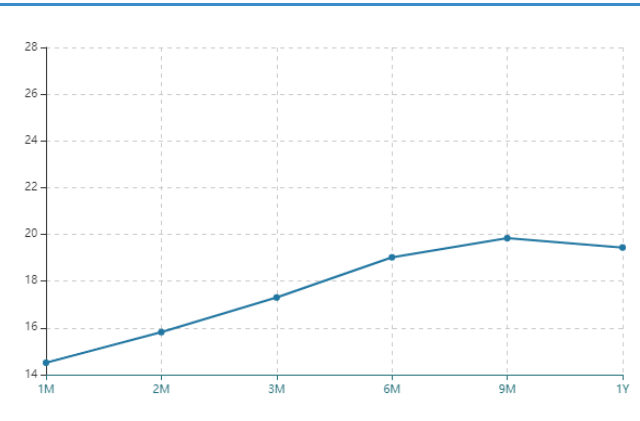
根据沪深 300 股指期权平值隐含波动率显示, 2021 年 10 月之前, 隐含波动率宽幅震荡, 尤其是 7 月至 9 月隐含波动率震荡幅度加剧。进入 10 月, 平值隐含波动率开始窄幅震荡下行, 这也与沪深 300 股指本身的实现波动率回落有关, 在 12 月末隐含波动率接近年内底部。隐含波动率曲线结构显示近端平值隐含波动率低于远端, 成 Contango 结构, 表达出对于近期市场风险度偏低的观点。从认沽认购比和期权成交量角度分析, 持仓量认沽认购比率在 12 月经历了一轮短期的冲高回落走势, 临近年度保持于 2021 年下半年的震荡中枢附近, 反映市场整体看多情绪较 12 月上旬回落, 目前对后市看多情绪显中性。期权成交量结构来看沪深 300 股指在 4900 至 5200 区域震荡概率较大, 临近年末股指接近震荡区间下沿。鉴于以上分析以及历年的春季行情, 2022 年一季度沪深 300 股指上涨概率高于下跌概率, 考虑目前处于低位的隐含波动率和股指的偏低区位, 建议激进投资者可以考虑买入近月端的看涨期权, 稳健投资者可以选择构建牛市价差多头, 价差区间覆盖主要震荡区间。

图 19: 平值隐含波动率 单位: %



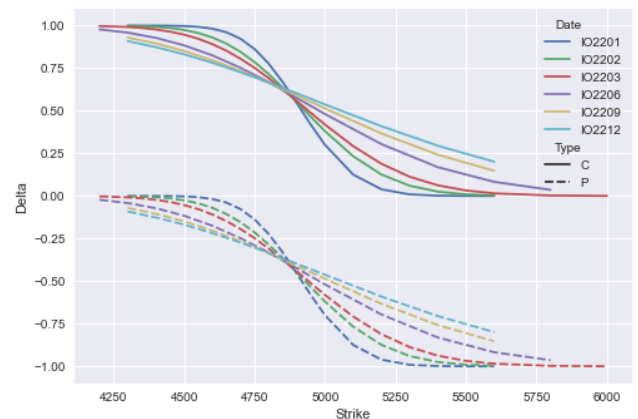
数据来源: Wind 新世纪期货

图 20: 平值隐含波动率期限结构 单位: %



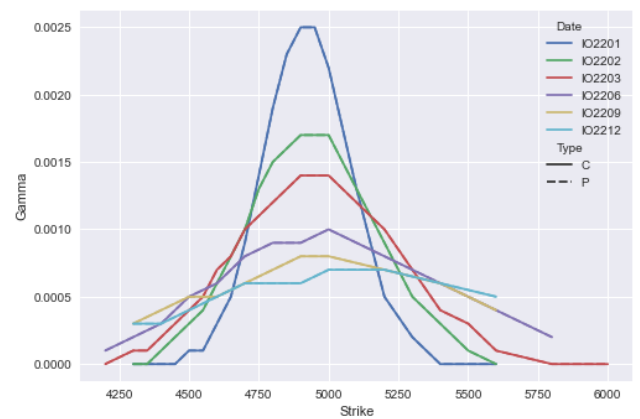
数据来源: Wind 新世纪期货

图 21: 股指期货 Delta



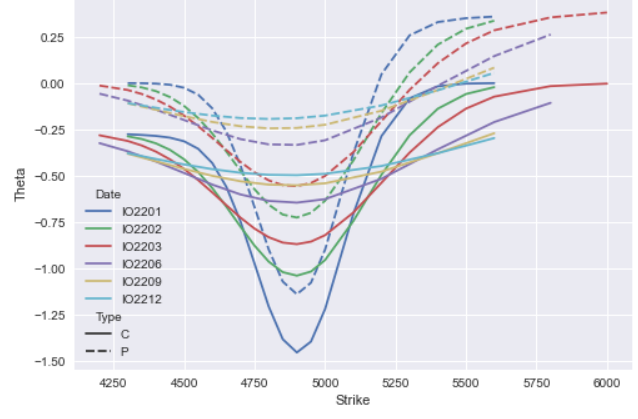
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: 股指期货 Gamma



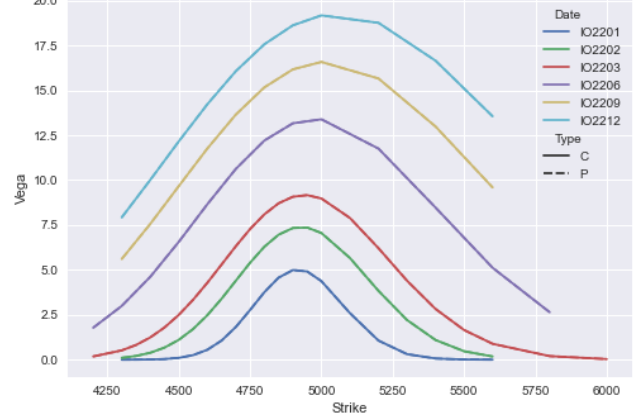
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 股指期货 Theta



数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 股指期货 Vega



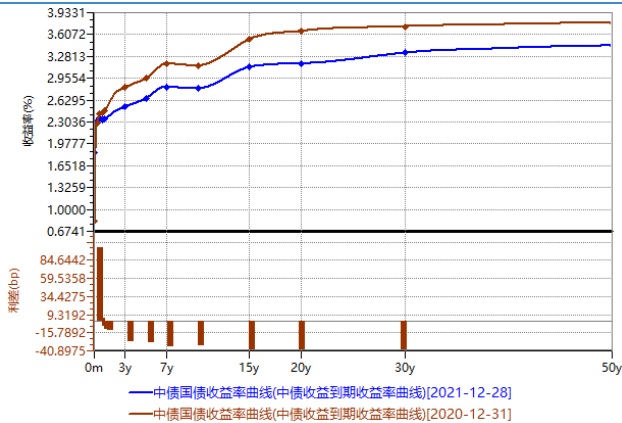
数据来源: Wind 新世纪期货

四、债券利率

2021 年, 国债收益率曲线较 2020 年末水平出现整体下移, 从期限利差角度观察, 国债 10 年期与 1 年期之间的期限利差在一直维持于 0.45 至 0.9 的区间震荡, 临近年末录得年内新低 0.45。期限利差走阔主要因素在于 10 年期国债收益率较 1 年期国债收益率更快地回落。纵观全

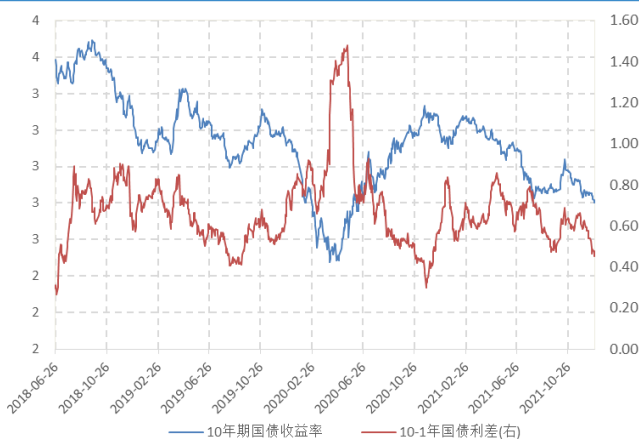
全球主要经济体的 10 年期国债表现，除中国和日本之外的全球主要国家 10 年期国债收益率都较 2021 年末出现抬升。美联储在缩债的基础上，于 12 月释放信号预期明年有可能加息三次，预计 2022 年上半年不出意外会有 1 次加息，加息幅度可能会是 25bps。中国央行在 2021 年中和年末共计进行了 2 次全面降准，并有定向降息支持实业经济发展。中美利率环境和政策的分化造成两国 10 年期国债利差在 2021 年处于持续收窄，目前处于关键平台位置。资金市场利率方面，接近年末流动性因素，FR007 价格出现明显反弹，Shibor3M 呈现缓步的上行，银行间同业存单利率出现震荡上行走势，银行端的资金成本进一步在上升。根据债市和利率走势，我们认为相对宽松的利率环境将在 2022 年一季度末出现变化，国债收益率存在较强的上行需求，国债在明年一季度尚存多头的持仓窗口，二季度将开始显现回调压力。此外，中期策略更为看好国债期限利差的反弹。

图 25: 国债期限结构 单位: %



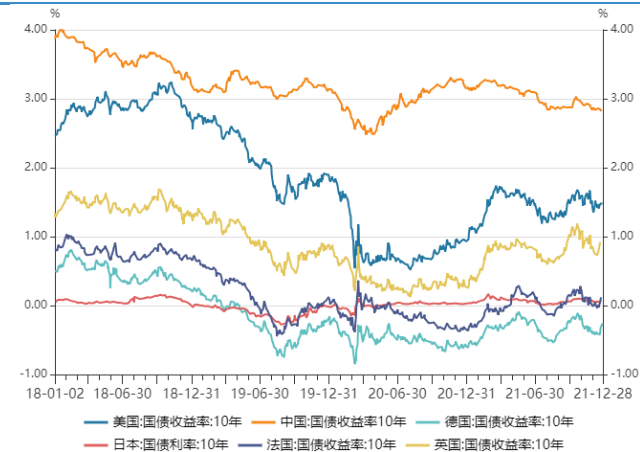
数据来源: Wind 新世纪期货

图 27: 10-1 年期国债期限利差 单位: %



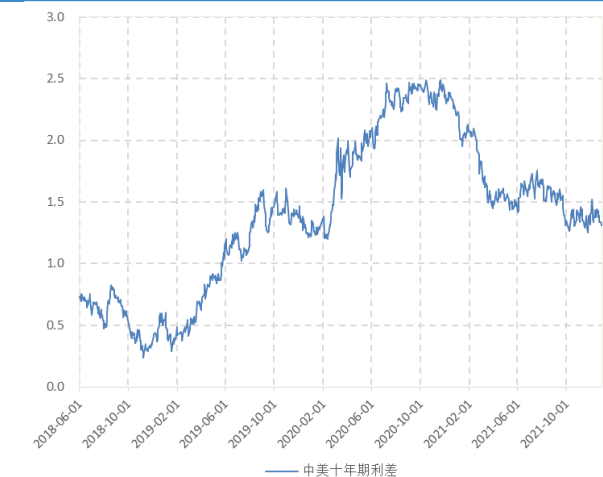
数据来源: Wind 新世纪期货

图 26: 全球主要国家 10 年期国债 单位: %



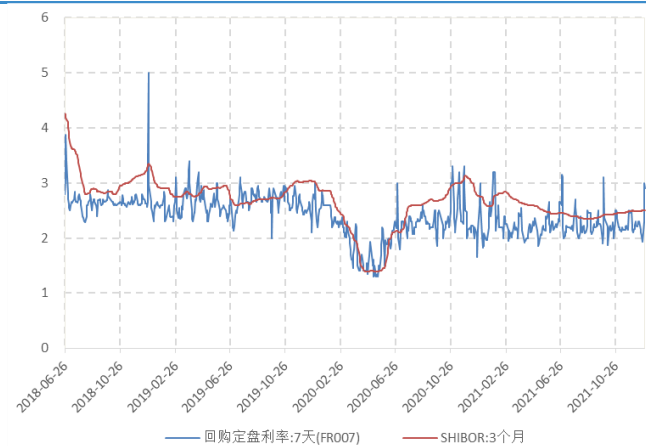
数据来源: Wind 新世纪期货

图 28: 中美 10 年期国债利差 单位: %



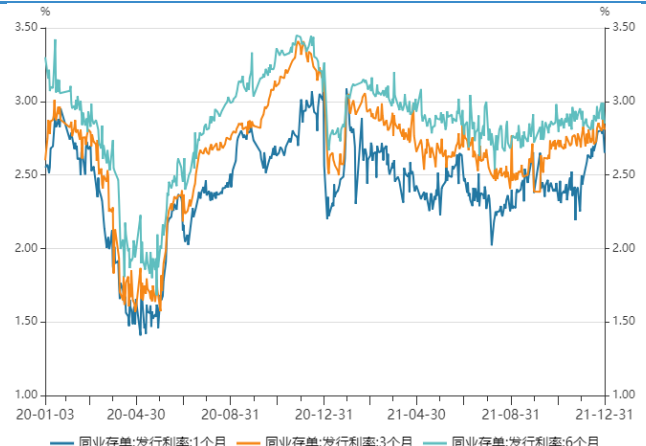
数据来源: Wind 新世纪期货

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



数据来源: Wind 新世纪期货

五、小结与交易策略

展望新的一年,随着新型疫苗的出现和疫苗接种率的提高,全球主要经济体已经将焦点从疫情控制转向疫情后的经济复苏。2022年,预计三大股指会有温和回暖的表现, VaR 和 ES 等风险因子在改善, 中证 500 股指夏普率已经抢先反弹。2022 年元旦之后, 股指多头可以择机增持, 股指多头在一季度内总基调就是稳健持有。二季度关注美联储加息节奏和中债收益率反弹的潜在风险, 权益市场届时将伴随波动率放大, 上行动能减弱的情况。元旦后建议可以利用期权来配置短期的牛市价差多头策略, 在一季度末配置深度虚值看跌期权来对冲尾部风险。IF/IC 和 IH/IC 比价交易需要等待趋势反弹的时机, 届时介入反弹交易, 目前还是持有 IF/IH 的空单较为稳妥。利率相对宽松的窗口期不会超过二季度, 美债加息对于国债收益率形成牵制, 一季度可继续持有国债多头, 优先配置短久期国债, 中期建议配置期限利差多头策略。

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>