

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>

2023 金融市场展望—— 春风送暖，生机勃勃，万物向阳而生

观点摘要：

股指期货：

2023 年初期，各地区都将陆续面临感染高峰，影响到企业的生产、复工以及居民的出行消费等环节。春节前后面临股指波动率反弹、股指盘整走弱的局面。二月下旬春季补库带动下的股市反攻值得期待。1 月保持稳妥的投资风格，建议比价趋势交易，布局 IF/IC 和 IH/IC 多头，也可选择 IC 和 IM 主力合约基差回归交易。2 月下旬开始，建议提高风险偏好，布局中小盘股指多头，建议优选 IC 和 IM 主力合约作为多头标的，看好二季度的股指上涨空间。

股指期货期权：

三大股指期货期权隐含波动率在 12 月回落，隐含波动率期限结构为 Contango，近月的隐含波动率显著贴水。IO 和 MO 持仓认沽认购比回落，HO 认沽认购比小幅反弹，显示出大盘权重股看多情绪相对较强，反弹力度更含动能。1 月份仍然建议选择大盘股指作为期权多头标的，利用目前隐含波动率偏低的特点，可以选择买入 IO 或 IH 次近月的看涨期权或牛市价差。

国债期货：

2023 年，随着外部加息压力的减弱和后疫情时代经济复苏，国债收益率曲线预计开始陡峭化。国债期限利差已经接近年内低位，看好国债期限利差的反弹行情，建议持有十年期国债期货空头、两年期国债期货多头，做多国债期限利差。

风险点：

- 1、美国财政和货币政策变化；
- 2、中美对抗；

相关报告

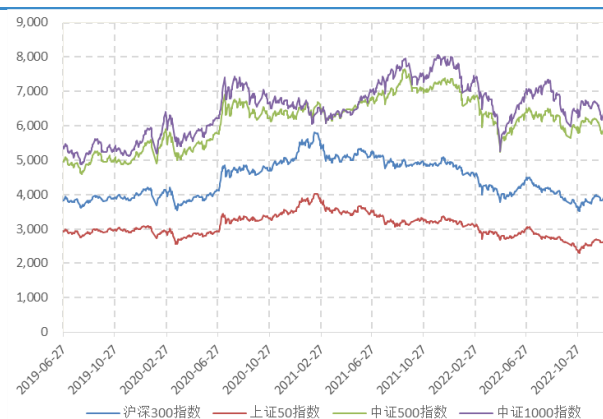
配置大盘股指多头，国债期货多头介入 2022-12
中小盘股指相对乐观，期限利差有望回落 2022-11

一、行情回顾

2022年，全球各主要国家股市普遍收跌。2月开始的俄乌战争拉升了一轮原油和天然气价格，增加了成本端的负担，并刺激了通胀泡沫。紧接着3月开始，美联储步入新一轮加息周期，美联储大幅加息，使得市场脱离之前的低利率环境。美元流动性收缩和美债期限利差倒挂使得权益资产为代表的各类资产估值重构。全球市场的风险偏好回落，投资情绪的波动开始放大，资产价格的实现波动率上升，衍生品的隐含波动率上升。此外，全球产业链也面临着疫情反复的影响，订单、生产和运输环节都受到严重影响，导致全球产业链摩擦加剧，出现了产业链转移和价值链重构。进入2022年第四季度，情况出现可喜改观。一方面，在11月我国推出疫情防控二十条优化措施，在12月进一步推出疫情防控优化的新十条措施，在最大程度保护人民生命安全和身体健康的基础上，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响，推动经济社会向着后疫情时代复苏。另一方面，美联储也在12月开始放缓加息步伐，以降低过度紧缩的风险，投资市场对于利率不确定性的计价影响出现缓和，市场核心更多地聚焦于经济增长动能。

临近2022年末，沪深300股指、上证50股指、中证500股指和中证1000股指在2022年均出现20%左右的回落行情。沪深300股指年度回落21.64%，最大回撤-30.17%；上证50股指年度回落19.42%，最大回撤-31.04%；中证500股指年度回落20.35%，最大回撤-29.69%；中证1000股指年度回落21.74%，最大回撤-35.23%。三大国债期货主力合约年度收阴，2年期国债期货主力合约年度下跌0.18%，最大回撤-0.75%；5年期国债期货主力合约年度下跌0.7%，最大回撤-1.595%；10年期国债期货主力合约年度下跌0.48%，最大回撤-2.628%。

图 1： 四大股指走势图 单位：点



数据来源：Wind 新世纪期货

图 2： 三大国债期货走势图 单位：点



数据来源：Wind 新世纪期货

二、经济基本面

2022年11月份，全国居民消费价格同比上涨1.6%。其中，城市上涨1.5%，农村上涨1.7%；食品价格上涨3.7%，非食品价格上涨1.1%；消费品价格上涨2.3%，服务价格上涨0.5%。1-11月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨2.0%。11月份，全国居民消费价格环比下降0.2%。

其中，城市下降 0.2%，农村下降 0.2%；食品价格下降 0.8%，非食品价格持平；消费品价格下降 0.1%，服务价格下降 0.2%。11 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 1.3%，环比上涨 0.1%；工业生产者购进价格同比下降 0.6%，环比持平。1-11 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨 4.6%，工业生产者购进价格上涨 6.7%。工业生产者出厂价格中，生产资料价格下降 2.3%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 1.72 个百分点。受国内疫情、季节性因素及去年同期对比基数走高等共同影响，CPI 环比由涨转降、同比涨幅回落，PPI 同比继续下降。

11 月末，广义货币(M2)余额 264.7 万亿元，同比增长 12.4%，增速分别比上月末和上年同期高 0.6 个和 3.9 个百分点；狭义货币(M1)余额 66.7 万亿元，同比增长 4.6%，增速比上月末低 1.2 个百分点，比上年同期高 1.6 个百分点；流通中货币(M0)余额 9.97 万亿元，同比增长 14.1%。当月净投放现金 1323 亿元。11 月末社会融资规模存量为 343.19 万亿元，同比增长 10%。11 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 61.5%，同比高 0.4 个百分点。11 月份的社融数据低于市场预期，企业短期信贷及居民部门信贷走弱，债市调整导致的企业信用债发行调整也是关键影响因素。

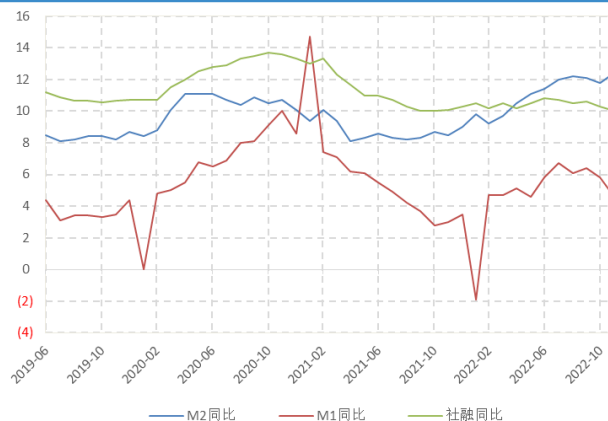
12 月份，制造业采购经理指数 (PMI) 为 47.0%，比上月下降 1.0 个百分点，低于临界点，制造业生产经营景气水平较上月有所回落。从企业规模看，大、中、小型企业 PMI 分别为 48.3%、46.4%和 44.7%，比上月下降 0.8、1.7 和 0.9 个百分点，均低于临界点。从分类指数看，构成制造业 PMI 的 5 个分类指数均低于临界点。12 月份，非制造业商务活动指数为 41.6%，比上月下降 5.1 个百分点，低于临界点，非制造业景气水平有所下降。12 月份，综合 PMI 产出指数为 42.6%，比上月下降 4.5 个百分点，低于临界点，表明我国企业生产经营活动总体有所放缓。受疫情冲击等因素影响，我国经济景气水平总体有所回落。随着疫情缓和以及稳经济政策不断取得实效，我国经济具备较好趋稳回升基础。

图 3: CPI 与 PPI 当月同比 单位: %



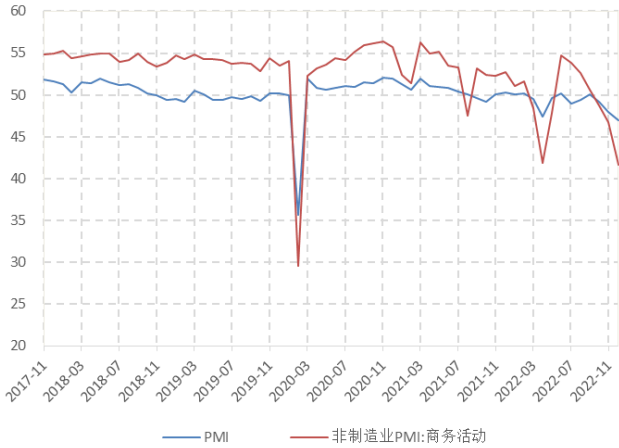
数据来源: Wind 新世纪期货

图 4: M1、M2 与社融当月同比 单位: %



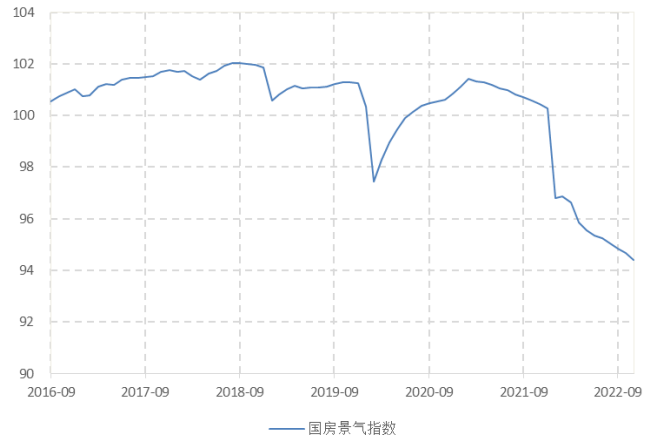
数据来源: Wind 新世纪期货

图 5: 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 94.42。1—11 月份, 全国房地产开发投资 123863 亿元, 同比下降 9.8%; 其中, 住宅投资 94016 亿元, 下降 9.2%。1—11 月份, 房地产开发企业房屋施工面积 896857 万平方米, 同比下降 6.5%。其中, 住宅施工面积 633916 万平方米, 下降 6.7%。房屋新开工面积 111632 万平方米, 下降 38.9%。1—11 月份, 商品房销售面积 121250 万平方米, 同比下降 23.3%, 其中住宅销售面积下降 26.2%。商品房销售额 118648 亿元, 下降 26.6%, 其中住宅销售额下降 28.4%。1—11 月份, 房地产开发企业到位资金 136313 亿元, 同比下降 25.7%。国家已陆续出台多项房地产纾危解困政策, 但国房景气指数继续回落, 创出年内新低。

三、股票指数

1、股指分析

截至 12 月 28 日, 沪深 300 股指、上证 50 股指、中证 500 股指和中证 1000 股指在 2022 年均出现 20% 左右的回落行情。2022 年内, 沪深 300 股指年度回落 21.64%, 最大回撤-30.17%, 偏度-0.1, 超峰度 1.53; 上证 50 股指年度回落 19.42%, 最大回撤-31.04%, 偏度-0.03, 超峰度 2.14; 中证 500 股指年度回落 20.35%, 最大回撤-29.69%, 偏度-0.85, 超峰度 2.84; 中证 1000 股指年度回落 21.74%, 最大回撤-35.23%, 偏度-0.76, 超峰度 2.56。

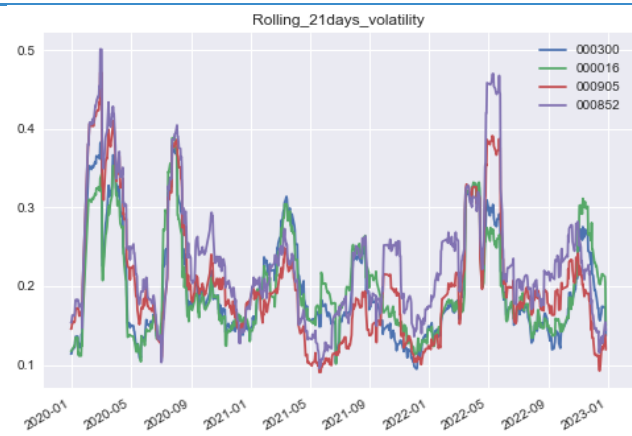
2022 年内, 四大股指实现波动率呈现出双峰结构, 分别出现在 5 月和 10 月。中证 500 股指和中证 1000 股指在 5 月的波动率峰值显著高于沪深 300 股指和上证 50 股, 而 10 月的峰值较为偏低, 总体呈现前高后低的结构。中证 500 股指和中证 1000 股指的年内低点出现在 5 月, 之后分别走出一轮 10% 至 20% 的反弹。沪深 300 股指和上证 50 股的两个波动率峰值相差不大, 两者的年内低点均发生在 10 月, 更是较之前 5 月的点位更是下探 10% 左右。目前, 沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 13.7%, 上证 50 股指达到 14.9%, 中证 500 股指为 11.9%, 中证

1000 股指为 14.39%，各股指波动率处于年底低位。

2022 年内, 21 日滚动年化夏普率也是呈现双峰的结构。第一次夏普率高峰出现在 6 月底, 当时四大股指齐齐反弹且夏普率一致冲高。第二次高峰出现分歧, 中证 500 股指和中证 1000 股指的夏普率高峰出现在 12 月初, 临近月末已经回落走负, 中证 500 股指为-5.05, 中证 1000 股指为-4.22。另一方面, 沪深 300 股指和上证 50 股指夏普率仍然处于正值区间, 正如我们在上月报告中指出更看好大盘股股指在 12 月的表现。目前, 沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率接近 0.52, 上证 50 股指接近 0.95, 夏普率角度显示中小盘股指表现显著弱于大盘股。

风险方面, 混合法 VaR (Hybrid approach VaR, lambda@0.94, confidence_level@95%) 分析, 四大股指的风险指标均出现恶化, 其中沪深 300 股指为-1.66%, 上证 50 为-1.78%, 中证 500 股指为-1.38%, 中证 1000 股指为-1.91%。根据一年期滚动 95% Expected shortfall (又称: 条件 VaR) 分析, 沪深 300 股指为-2.97%, 上证 50 为-2.99%, 中证 500 股指为-3.56%, 中证 1000 股指为-4.02%。综合看, 四大股指的风险仍未释放, 2023 年一季度的上行动能仍然偏弱, 股指波动率预计将会反弹。

图 7: 21 天滚动年化波动率 单位: 点



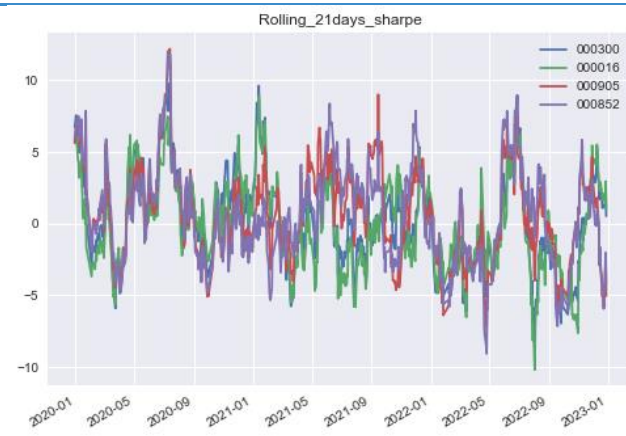
数据来源: Wind 新世纪期货

图 9: Hybrid VaR 单位: 点



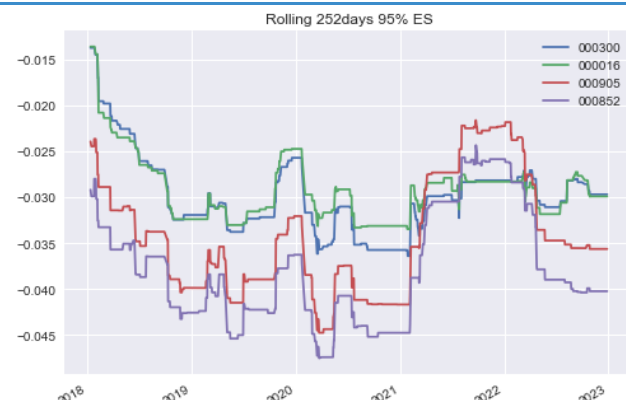
数据来源: Wind 新世纪期货

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 10: 一年期滚动 95%Expected Shortfall 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 11: 一年期滚动偏度 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 12: 一年期滚动超峰度 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

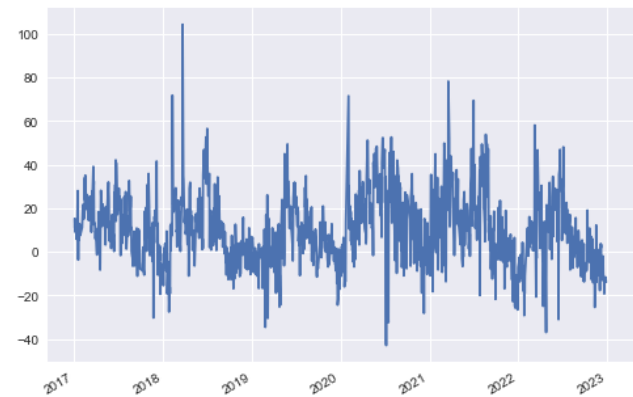
2022 年末, 四大股指期货主力合约基差转为负值, 最新录得 IF 主力合约基差-13.73, IH 主力合约基差-9.3, IC 主力合约基差-16.9, IM 主力合约基差-14.33。2022 年各股指主力合约基差统计, IF 主力合约基差最小值-36.89, 最大值 58.1, 25%分位数-4.76, 中位数 4.07, 75%分位数 13.25, 标准差 15.15; IH 主力合约基差最小值-27, 最大值 37.28, 25%分位数-3.98, 中位数-0.1, 75%分位数 5.32, 标准差 9.86; IC 主力合约基差最小值-52.24, 最大值 107.4, 25%分位数-5.16, 中位数 11.38, 75%分位数 32.14, 标准差 26.59; IM 主力合约基差最小值-42, 最大值 110, 25%分位数-1.18, 中位数 15, 75%分位数 43.9, 标准差 30.97。

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%之下。IC 和 IM 主力合约基差显著低于 25%分位数, 可以尝试基差收敛策略。第一目标为分别是 2020 年 1 月至今的 25%中位数, IC 基差 25%中位数 (2020 至今) 为 4.8, IM 基差 25%中位数 (2020 至今) 为-1.18; 第二阶段目标为 2022 年 1 月至今的 50%分位数, IC 基差中位数为 11.38, IM 基差中位数为 15。

股指期货主力合约比价方面, IF/IH 最新录得 1.467, IF/IC 最新录得 0.66, IF/IM 最新录得 0.61, IH/IC 最新录得 0.45, IH/IM 最新录得 0.42, IC/IM 最新录得 0.936。各比价维持了 11 月的趋势行情, IF/IH 在 12 月走出下跌行情, 其余比价总体呈现上行。2022 年三大主力合约比价统计, IF/IH 主力合约基差最小值 1.413, 最大值 1.53, 25%分位数 1.464, 中位数 1.478, 75%分位数 1.492, 标准差 0.023; IF/IC 主力合约基差最小值 0.6, 最大值 0.728, 25%分位数 0.65, 中位数 0.668, 75%分位数 0.682, 标准差 0.025; IH/IC 主力合约基差最小值 0.395, 最大值 0.515, 25%分位数 0.437, 中位数 0.452, 75%分位数 0.464, 标准差 0.022; 从 252 天动比价分位数分析, IF/IH 回落到 29.76%分位数, IF/IC 反弹到 34.9%分位数, IH/IC 反弹到 44.04%分位数。上月报告中建议介入 IF/IC 和 IH/IC 的反弹交易, 目前策略保持盈利。2023 年 1 月可

继续持有该策略，IF/IC 目标位为 0.682，IH/IC 的目标位为 0.464。预计 2 月之后，比价走势会凸显调整，IC 和 IM 为代表的中小盘股首先企稳上攻，届时介入中小盘股指优势策略。

图 13: IF 主力基差 单位: 点



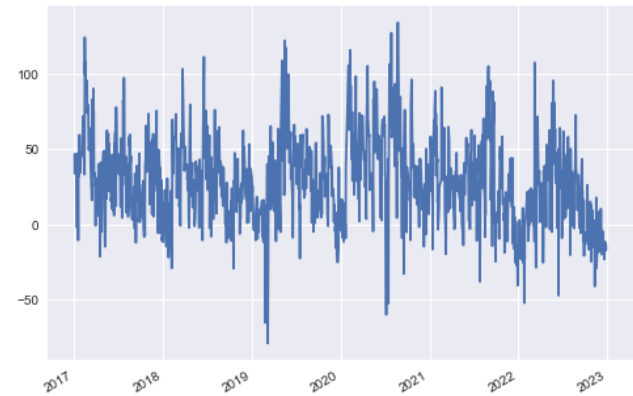
数据来源: Wind 新世纪期货

图 14: IH 主力基差 单位: 点



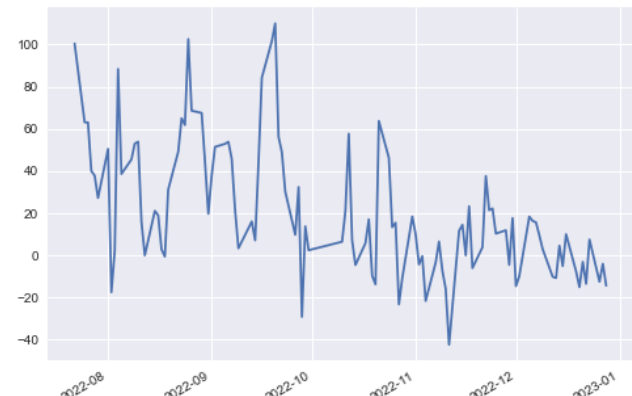
数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IC 主力基差 单位: 点



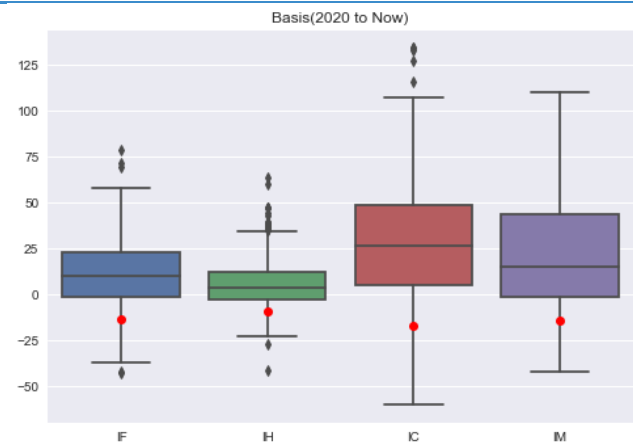
数据来源: Wind 新世纪期货

图 16: IM 主力基差 单位: 点



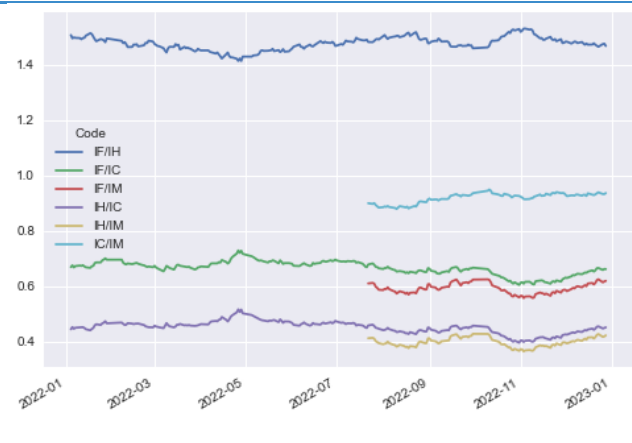
数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: 股指基差箱图 单位: 点



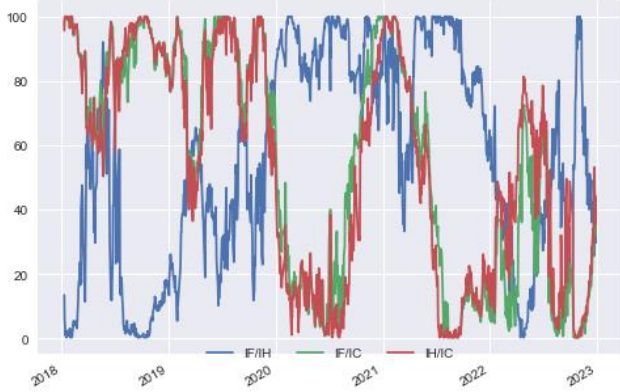
数据来源: Wind 新世纪期货

图 18: 股指期货主力合约比价 单位: %



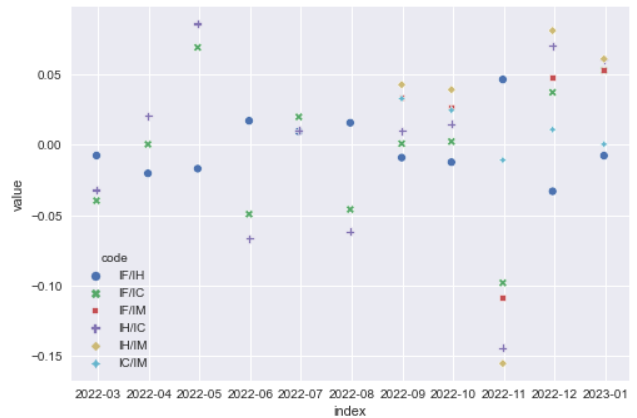
数据来源: Wind 新世纪期货

图 19: 252 天滚动比价分位数 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 20: 比价月度收益率 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

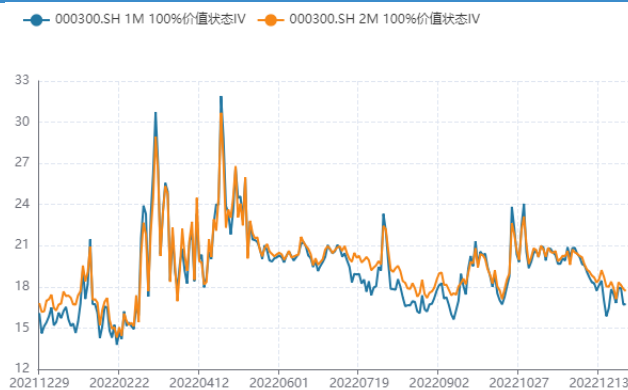
3、股指期货分析

股指期货隐含波动率在 12 月回落, 三大股指期货隐含波动率期限结构近端贴水, 成 Contango 结构。12 月欧美权益市场的反弹戛然而止, 圣诞节多头行情并未出现。相反, 随着多数央行收紧货币政策, 市场担心全球央行的紧缩叠加可能会迫使经济陷入低迷, 对全球经济衰退的担忧再度抬头。

根据期权成交结构分析, 1 月份, IO 成交结构显示市场认为沪深 300 股指主要运行区间为 3800 至 4000; MO 成交结构显示市场认为中证 1000 股指主要运行区间为 6200 至 6500; HO 成交结构显示市场认为上证 50 股指主要运行区间为 2550 至 2700。从认沽认购比和期权成交量角度分析, IO 和 MO 认沽认购比回落, HO 认沽认购比小幅反弹, 显示出大盘权重股看多情绪转强。

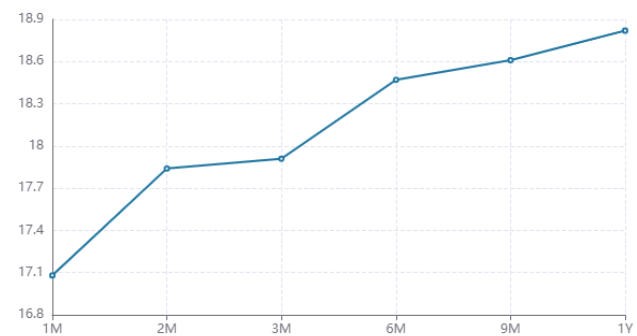
预计 2023 在春节前各股指整体波动率仍然会有小幅反弹, 一季度更多展现的是稳经济、投资预期带动下的补库行情, 更大级别的上行预计将会发生在第二季度。建议降低风险偏好, 股指多头保持偏低仓位。近期预计 IF 和 IH 行情更为乐观, 可配置 IO 和 HO 牛市期权多头。

图 21: 沪深 300 期权隐含波动率 单位: %



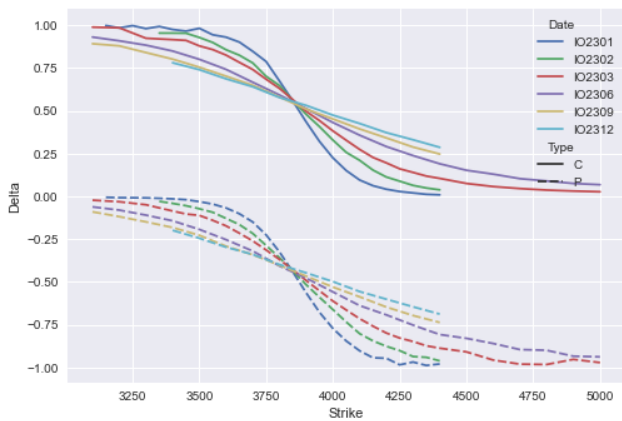
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: 隐含波动率期限结构 单位: %



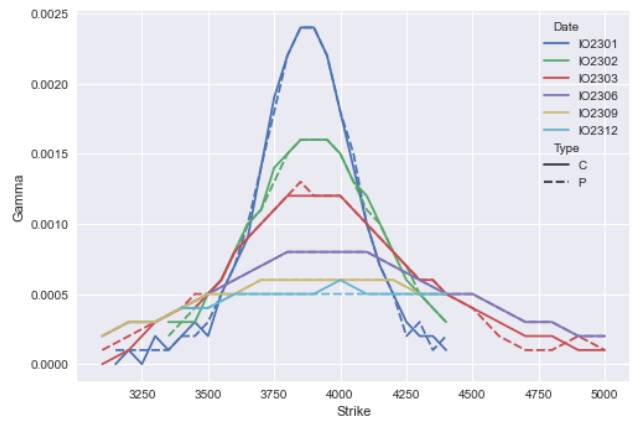
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 沪深 300 股指期货 Delta



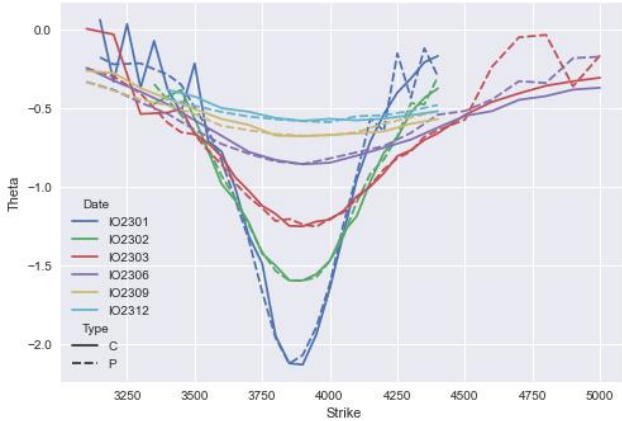
数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 沪深 300 股指期货 Gamma



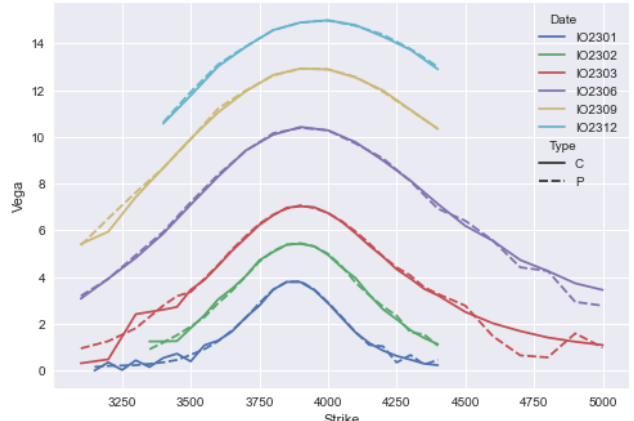
数据来源: Wind 新世纪期货

图 25: 沪深 300 股指期货 Theta



数据来源: Wind 新世纪期货

图 26: 沪深 300 股指期货 Vega



数据来源: Wind 新世纪期货

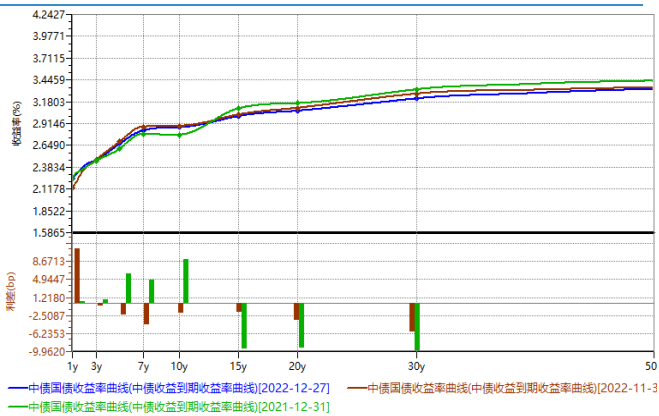
四、债券利率

2022 年, 美联储 3 月和 5 月分别加息 25bp 和 50bp 之后, 在 6 月、7 月、9 月和 11 月的连续 4 次 FOMC 会议中大幅加息 75bp, 12 月美联储放缓加息 50bp, 基准利率上调至 4.25%-4.5%, 但点阵图显示明年终端利率上调至 5.1%, 略超市场预期。美联储表示, 联邦基金利率只有提升至 5% 以上, 带动美国劳动力市场降温, 将工资增长率压缩在合理水平, 需求才能收缩, 通胀才能回归中枢水平。目前看至明年 5 月, 仍然将保持 25bps、25bps、25bps 的节奏, 2023 年预期不降息, 目标利率增加至 5.25% 附近。西方主要国家十年期国债利率在 2022 年均走出大幅反弹, 日本央行接近年末意外宣布将 10 年期国债收益率的波动区间从正负 0.25% 扩大至正负 0.5%, 日本央行对于 YCC (收益率曲线控制 Yield Curve Control) 的调整是变相加息, 体现出货币政策的调整方向, 未来甚至进一步会退出 YCC 政策。

2022 年, 国债收益率曲线较去年末更为平坦, 近端国债收益率上行, 远端国债收益率下行。近端反映出因美联储加息导致的全球各主要央行跟随加息的影响, 远端则体现出对于经济增长

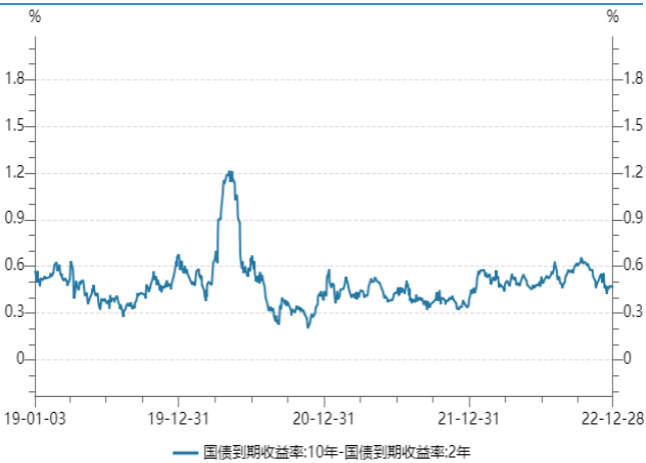
的乐观预期出现了小幅回落。中国国债十年期与两年期利差自 11 月以来快速回落，目前临近 0.463%，接近年内底部。从资金利率角度分析，2022 年内 SHIBOR3M 一度在 8 月回落至 1.6% 的低位，保持至 9 月末开始持续反弹，在年末触及 2.43% 的水平。银行间同业存单收益率也在第四季度出现快速抬升趋势。这是一方面主要由于 11 月以来债基理财产品集中赎回的影响下，流动性上佳的同业存单遭出售换取流动性；另一方面也面临年底，银行因考核压力而补充资金，融出意愿反而降低。综合看，银行间资金中枢水平仍然保持缓步上移。根据债市和利率走势，2023 年上半年建议考虑做多国债期限利差，即做多十年期国债收益率，做空两年期国债收益率。

图 27： 国债期限结构 单位：%



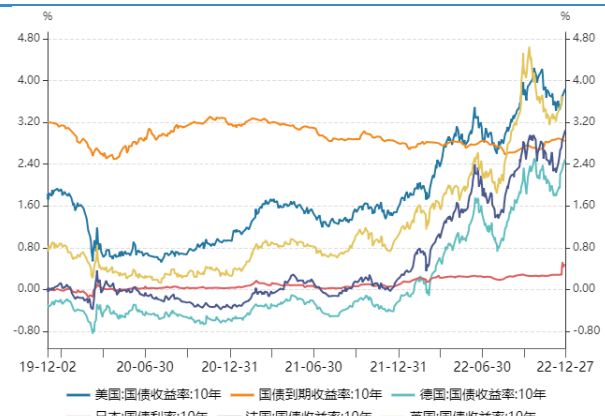
数据来源：Wind 新世纪期货

图 29： 10-2 年期国债期限利差 单位：%



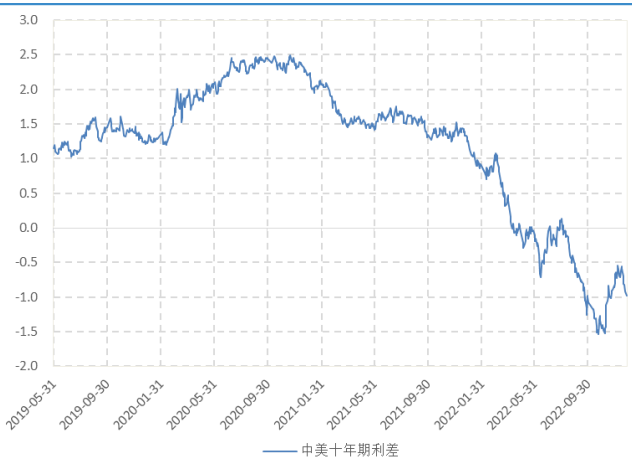
数据来源：Wind 新世纪期货

图 28： 全球主要国家十年期国债 单位：%



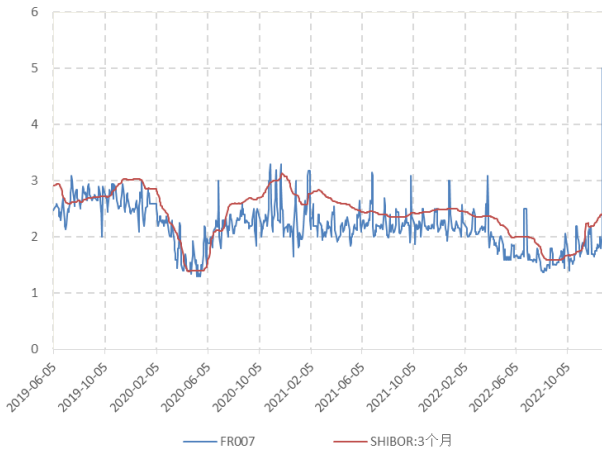
数据来源：Wind 新世纪期货

图 30： 中美十年期国债利差 单位：%



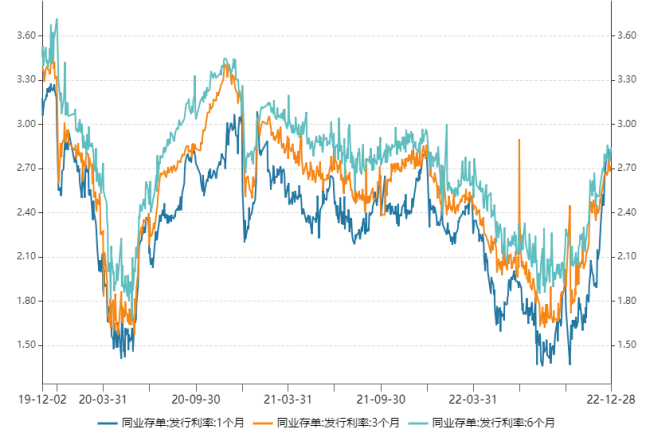
数据来源：Wind 新世纪期货

图 31: FR003 与 SHIBOR3M 走势 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 32: 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

2023 年, 疫情优化管控之后, 各地区都将陆续面临感染高峰, 影响到企业的生产开工率、工人的生产复工以及居民的出行消费等环节。我们认为, 第一季度, 尤其是在春节前后仍然面临各股指盘整走弱的局面, 股指波动率会出现反弹。在二月中下旬开始, 随着各地的感染高峰过去, 企业和居民部门的生产和消费开始恢复常态, 春季补库带动下的股市反攻值得期待。在此过程中, 推荐在 1 月保持稳妥的投资风格。一方面, 鉴于目前大盘股指的收益指标和风险指标, 可选择比价趋势交易, 建议 IF/IC 和 IH/IC 多头布局。另一方面, 也可以选择基差交易, 选择 IC 和 IM 主力合约基差回归收敛交易。在 2 月下旬开始, 建议提高风险偏好, 布局中小盘股指多头, 建议优选 IC 和 IM 主力合约作为多头标的。股指期权方面, 1 月份仍然建议选择大盘股指作为期权多头标的, 利用目前隐含波动率偏低的特点, 可以选择买入 IO 或 IH 次近月的看涨期权或牛市价差。债券方面, 看好国债期限利差的反弹行情, 即建议持有十年期国债期货空头、两年期国债期货多头。

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

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>