

## 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——

## 总体控仓防御，中小股指相对乐观

## 观点摘要：

## 股指期货：

5 月，美联储如市场预期加息 25bps，6 月加息依然充满不确定性，市场对于年内降息的计价基本消退。海外主要发达国家的制造业 PMI 出现颓势，海外股指上行动能减弱。国内股指继续下探，股指夏普率依然位于负值区域，股指波动率出现分化，中小盘股指好转。我们建议在 6 月降低风险偏好，保持股指多头防守仓位。IC 和 IM 基差可获利平仓，6 月暂时不介入基差交易。比价交易，IH/IC 多头已在 5 月达到盈利目标位，准备择机再度介入 IH/IC 多头交易。

## 股指期权：

5 月，三大股指期权隐含波动率震荡上行，平值隐含波动率形成 Backwardation 结构，前端隐含波动率出现升水，预示最近月份行情风险较高。从认沽认购比角度分析，IO、HO 和 MO 认购比在 5 月回落。上述数据体现出股指整体看多情绪的消退，市场持有中性偏弱的观点。根据隐含波动率的结构，建议在 6 月可卖出 HO 近月的虚值看涨期权。

## 国债期货：

5 月，国债收益率曲线整体下移，四大期限国债期货主力合约收阳。部分公布的经济数据低于市场预期，市场对于经济恢复的乐观情绪回落，稳增长政策接续发力的预期随之升温。根据债市和利率走势，国债期限利差看多策略可以平仓获利，6 月预计利率环境较为平稳，国债期货可按震荡行情进行操作。

## 风险点：

1、美国财政和货币政策变化；2、中美对抗；3、俄乌冲突；

## 相关报告

降低风险偏好，股指多头控仓防御  
2023-05  
企稳反攻，股债多头配置  
2023-04  
先抑后扬，权重反弹蓄能  
2023-03  
稳健控仓防守反击，股指多头继续持有  
2023-02

## 一、行情回顾

5月，美联储如市场预期加息25bps，6月份加息依然充满不确定性，市场对于年内降息的计价基本消退。海外主要发达国家的制造业PMI出现颓势，市场对于经济衰退的前瞻预期在上升，海外股指上行动能减弱。国内股指继续下探，股指夏普率依然位于负值区域，股指实现波动率反弹，股指期权隐含波动率弹。在各主要经济体步入加息周期末端的情况下，国债收益率曲线整体小幅回落，四大期限国债期货主力合约在5月继续收阳。



数据来源：Wind 新世纪期货



数据来源：Wind 新世纪期货

## 二、经济基本面

4月份，全国居民消费价格同比上涨0.1%。其中，城市上涨0.2%，农村上涨0.1%；食品价格上涨0.4%，非食品价格上涨0.1%；消费品价格下降0.4%，服务价格上涨1.0%。1—4月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨1.0%。4月份，全国居民消费价格环比下降0.1%。其中，城市下降0.1%，农村下降0.2%；食品价格下降1.0%，非食品价格上涨0.1%；消费品价格下降0.5%，服务价格上涨0.3%。4月份，全国工业生产者出厂价格同比下降3.6%，环比下降0.5%；工业生产者购进价格同比下降3.8%，环比下降0.7%。1—4月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降2.1%，工业生产者购进价格下降1.5%。工业生产者出厂价格中，生产资料价格下降4.7%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约3.66个百分点。国内经济运行企稳，人民生产需求改善，消费领域价格温和上升，生产领域价格有所回落。

4月末，广义货币(M2)余额280.85万亿元，同比增长12.4%，增速比上月末低0.3个百分点，比上年同期高1.9个百分点。狭义货币(M1)余额66.98万亿元，同比增长5.3%，增速比上月末和上年同期均高0.2个百分点。流通中货币(M0)余额10.59万亿元，同比增长10.7%。当月净投放现金313亿元。4月末，社会融资规模存量为359.95万亿元，同比增长10%，与上月持平，继续保持平稳。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为224.4万亿元，同比增长11.7%。

从结构看，4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62.3%，同比高0.9个百分点。4月社会融资规模增量为1.22万亿元，比上年同期多增2729亿元。

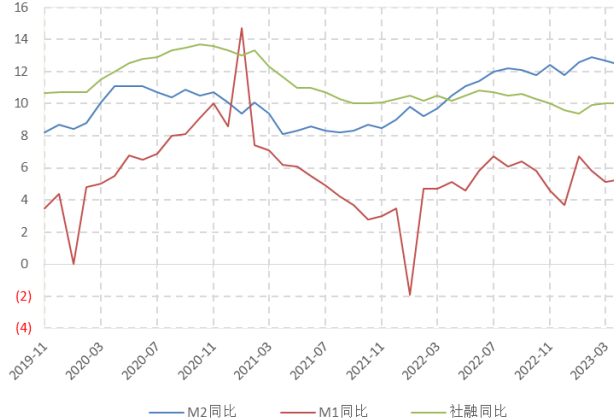
5月份，制造业采购经理指数（PMI）为48.8%，比上月下降0.4个百分点，低于临界点，制造业景气水平小幅回落。从企业规模看，大型企业PMI为50.0%，比上月上升0.7个百分点，位于临界点；中、小型企业PMI分别为47.6%和47.9%，比上月下降1.6和1.1个百分点，低于临界点。从分类指数看，在构成制造业PMI的5个分类指数中，供应商配送时间指数高于临界点，生产指数、新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数均低于临界点。5月份，非制造业商务活动指数为54.5%，比上月下降1.9个百分点，仍高于临界点，非制造业延续恢复性增长。5月份，综合PMI产出指数为52.9%，比上月下降1.5个百分点，继续保持在景气区间，表明我国企业生产经营总体延续恢复发展态势。

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

4月份，房地产开发景气指数为94.78。1-4月份，全国房地产开发投资35514亿元，同比下降6.2%；其中，住宅投资27072亿元，下降4.9%。1-4月份，房地产开发企业房屋施工面积771271万平方米，同比下降5.6%。房屋新开工面积31220万平方米，下降21.2%。其中，住宅

新开工面积 22900 万平方米，下降 20.6%。房屋竣工面积 23678 万平方米，增长 18.8%。其中，住宅竣工面积 17396 万平方米，增长 19.2%。1-4 月份，商品房销售面积 37636 万平方米，同比下降 0.4%，其中住宅销售面积增长 2.7%。商品房销售额 39750 亿元，增长 8.8%，其中住宅销售额增长 11.8%。4 月末，商品房待售面积 64487 万平方米，同比增长 15.7%。其中，住宅待售面积增长 15.4%。1-4 月份，房地产开发企业到位资金 45155 亿元，同比下降 6.4%。房地产行业出现企稳反弹。

### 三、股票指数

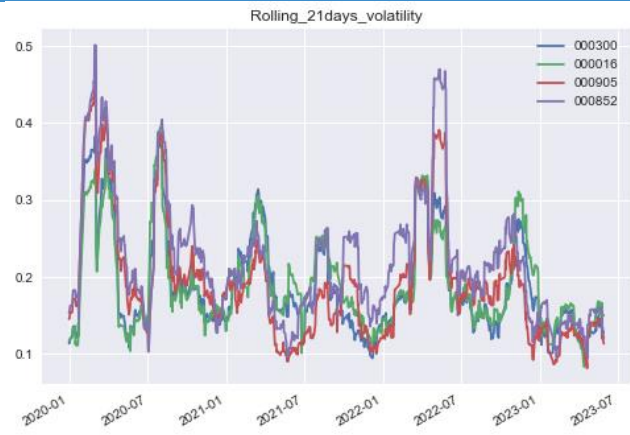
#### 1、股指分析

5 月 1 日至 5 月 29 日的行情观察，沪深 300 股指、上证 50 股指、中证 500 股指和中证 1000 股指在 5 月继续全体回落，其中中证 1000 股指跌幅最窄，沪深 300 股指跌幅居于首位。具体分项分析，沪深 300 股指累计收益率为-4.84%，最大回撤-5.68%，偏度 0.62，超峰度 0.17；上证 50 股指累计收益率为-4.83%，最大回撤-6.388%，偏度 0.66，超峰度-0.15；中证 500 股指累计收益率为-3.46%，最大回撤-4.415%，偏度 0.31，超峰度-0.85；中证 1000 股指累计收益率为-2.81%，最大回撤-3.5%，偏度-0.44，超峰度-1.15。

四大股指实现波动率在 5 月出现分化，沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 12.87%，上证 50 股指达到 15.02，中证 500 股指为 13.36%，中证 1000 股指为 12.06%。大盘股指波动率高于 4 月底水平，中小盘股指波动率则出现回落。从 21 日滚动年化夏普率观察，中小盘股指夏普率在 5 月份继续好转，大盘股指滚动夏普率出现走弱。临近月末，四大股指滚动 21 天年化夏普率均位于负值区间，沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率接近-3.08，上证 50 股指接近-2.19，中证 500 股指为-1.62，中证 1000 股指为-1.04。根据上述量化参数分析，当前权益市场的中小盘股指具有相对比较优势。

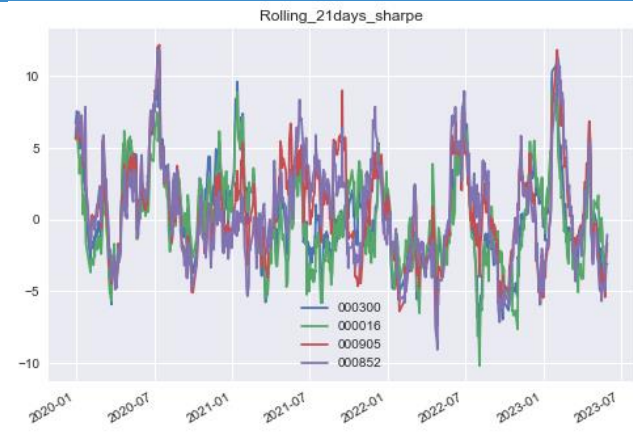
风险方面，混合法 VaR (Hybrid approach VaR,  $\lambda@0.94$ , confidence\_level@95%) 分析，沪深 300 股指为-1.43%，上证 50 为-1.56%，中证 500 股指为-1.11%，中证 1000 股指为-1.37%。根据一年期滚动 95% Expected shortfall (又称：条件 VaR) 分析，沪深 300 股指为-2.05%，上证 50 为-2.14%，中证 500 股指为-2.48%，中证 1000 股指为-2.92%。综合看，5 月的股指风险 VaR 值指标出现好转，同时中小盘股指的风险指标更为乐观。

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



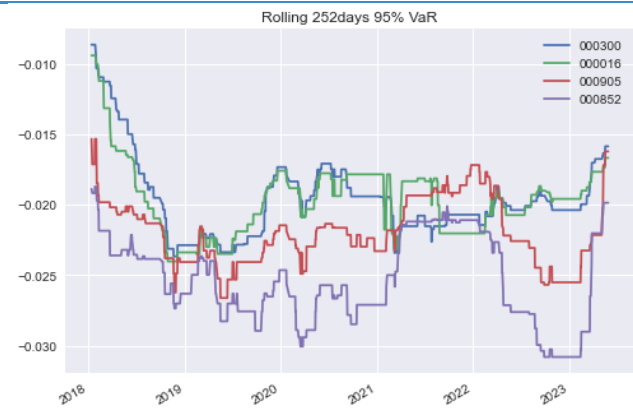
数据来源: Wind 新世纪期货

图 9: Hybrid VaR 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 10: 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

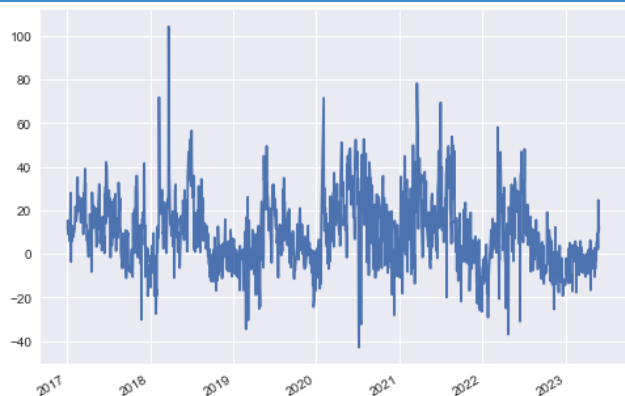
## 2、股指期货基差与价差分析

截至 5 月 29 日, 四大股指期货主力合约基差齐齐上行, 各股指期货主力合约基差均处于正值区域。目前, IF 主力合约基差为 12.14, IH 主力合约基差为 14.09, IC 主力合约基差为 17.15, IM 主力合约基差为 13.91。箱图中的红点表示最新基差数据, IF、IH 和 IM 主力合约基差重新反弹至中位数之上的区域。上月报告中建议等待 IC 和 IM 低于以下目标位可入场基差收敛策略, 分别是 2020 年 1 月至今的 15%分位数, IC 基差 15%分位数为-5.76, IM 基差 15%分位数为-9.5。

本月内 IC 和 IM 基差均达到入场点位，目前可获利平仓，6 月暂时不介入基差交易。

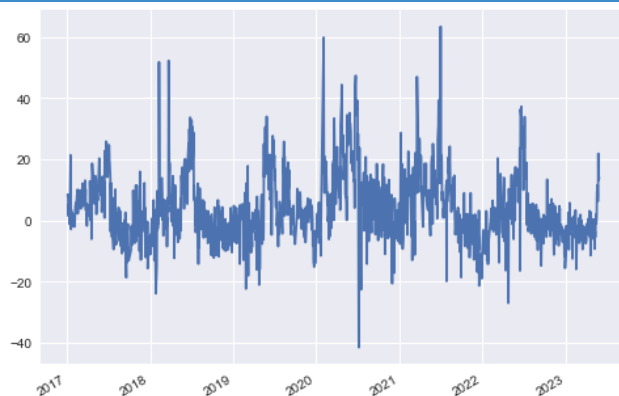
股指期货主力合约比价方面，IF/IH 最新录得 1.508，IF/IC 最新录得 0.636，IF/IM 最新录得 0.586，IH/IC 最新录得 0.422，IH/IM 最新录得 0.389，IC/IM 最新录得 0.921。六大比价中，仅 IF/IH 在 5 月走出上涨行情，其余比价总体呈现回落。从 252 天滚动比价分位数分析，IF/IH 位于 82.93%分位数，IF/IC 回落至 14.68%分位数，IH/IC 回落至 17.46%分位数。上期月报中建议 IH/IC 多头筹码在 5 月已获利平仓。根据近期中小盘股指趋于好转的表现，建议可再度介入 IH/IC 和 IF/IC 的多头交易。

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



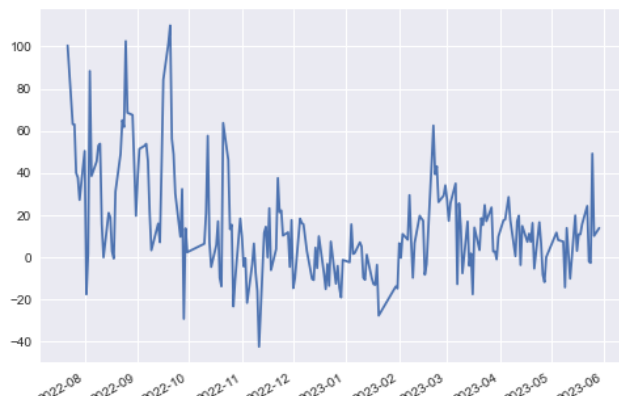
数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IC 主力基差 单位: 点



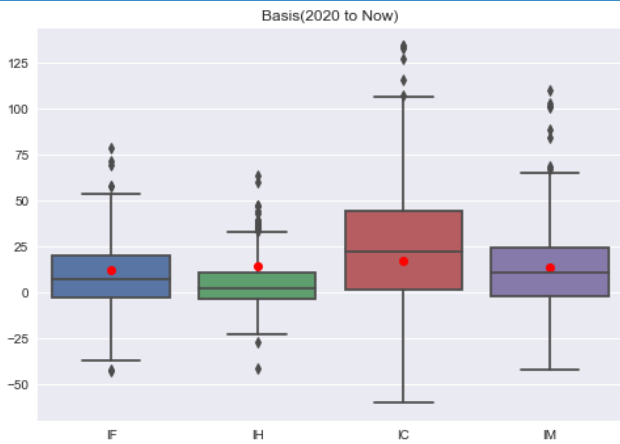
数据来源: Wind 新世纪期货

图 16: IM 主力基差 单位: 点



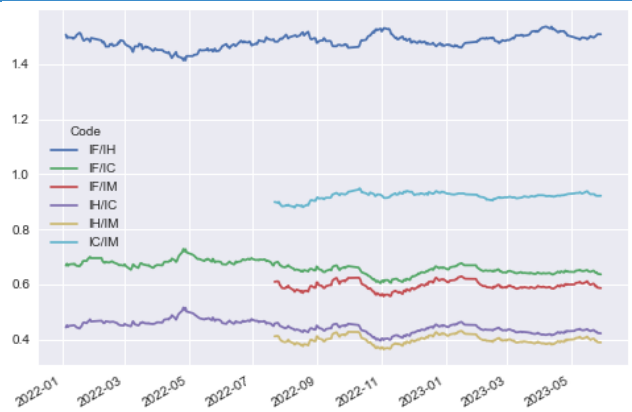
数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: 股指基差箱图 单位: 点



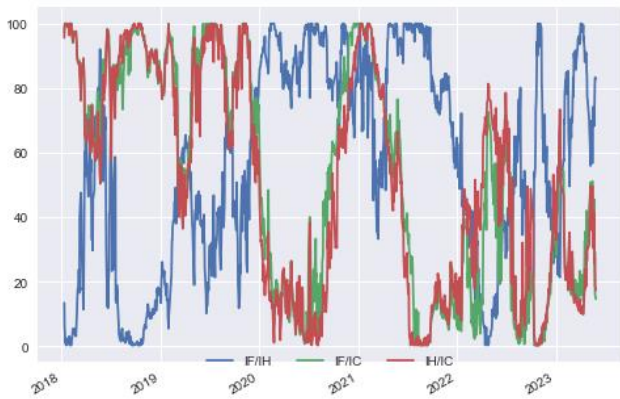
数据来源: Wind 新世纪期货

图 18: 股指期货主力合约比价 单位: %



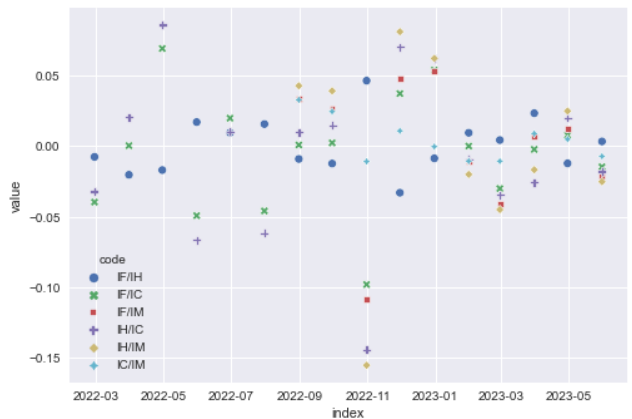
数据来源: Wind 新世纪期货

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: %



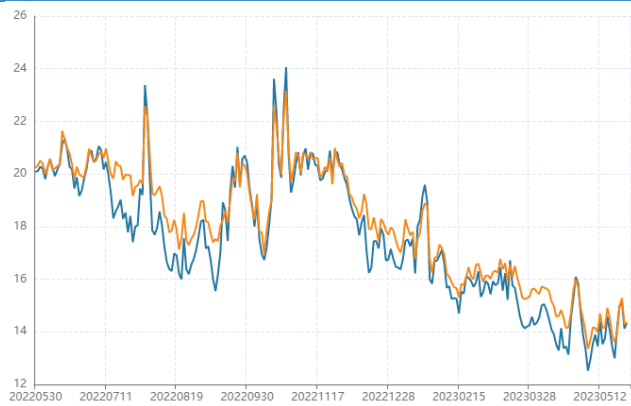
数据来源: Wind 新世纪期货

### 3、股指期货分析

根据 I0、H0 和 M0 平值隐含波动率显示, I0 和 H0 平值隐含波动率在 5 月保持震荡上行, M0 隐含波动率达到新低水平后反弹。当前, 三大股指期货平值隐含波动率总体形成 Backwardation 结构, 最前端的隐含波动率出现升水, 最近月份的行情风险依然偏高。从认沽认购比角度分析, I0 和 H0 认购比在 5 月中旬走出一轮上攻后, 随机转入震荡回落。M0 的认购比在 5 月维持区间震荡。上述数据体现出股指整体看多情绪依然不振, 市场出现中性偏弱的观点。

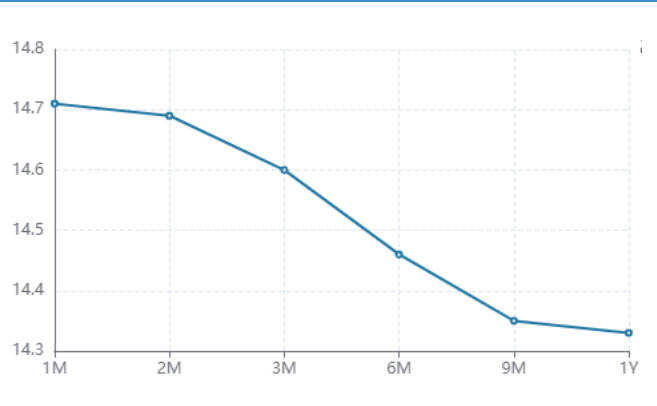
根据期权成交结构分析, I0 成交结构显示沪深 300 股指的近期震荡区间较前期缩窄, 下方可站稳于 3700 一线, 上方阻力位至 4000 一线。M0 合约成交结构显示市场认为中证 1000 股指近期下方可站稳于 6300 一线, 上方阻力位于 6600 一线。H0 合约成交结构显示市场认为上证 50 股指近期下方可站稳于 2550 一线, 上方阻力位仍位于 2700 一线。鉴于以上分析, 建议在 6 月可卖出 H0 近月的虚值看涨期权。

图 21: 沪深 300 期权隐含波动率 单位: %



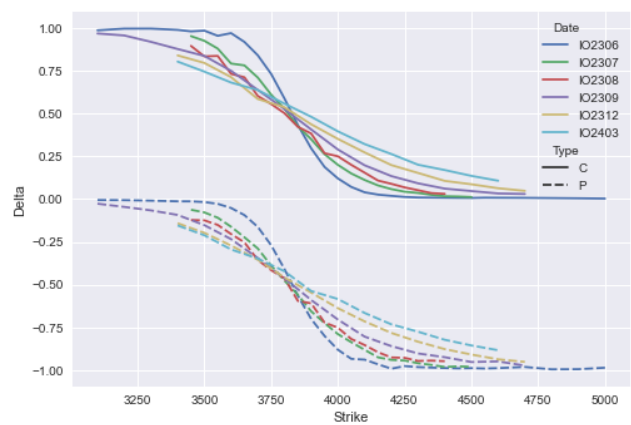
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: 隐含波动率期限结构 单位: %



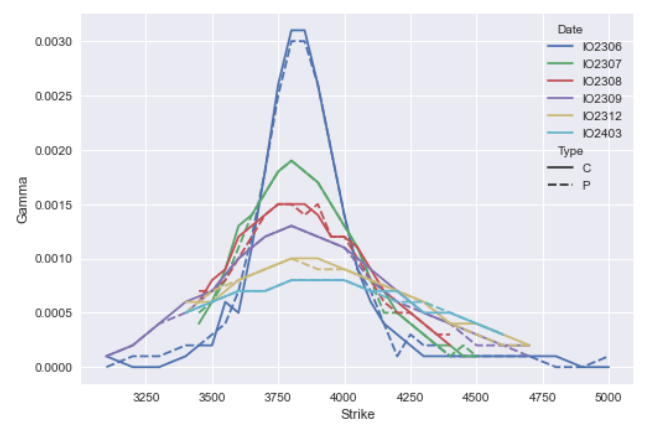
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 沪深 300 股指期货期权 Delta



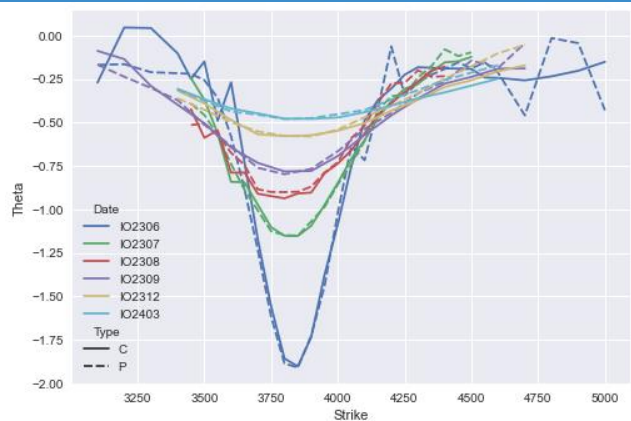
数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 沪深 300 股指期货期权 Gamma



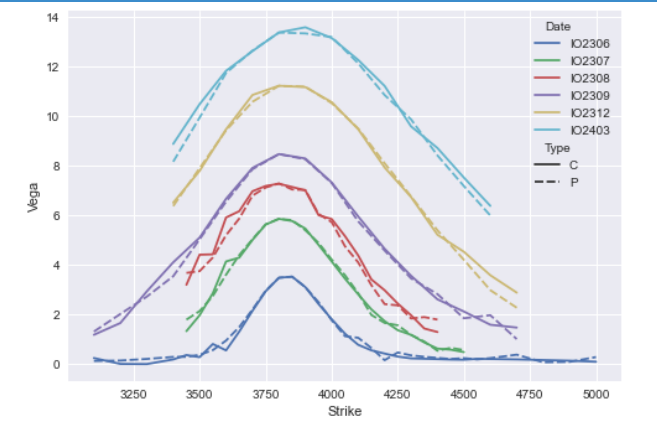
数据来源: Wind 新世纪期货

图 25: 沪深 300 股指期货期权 Theta



数据来源: Wind 新世纪期货

图 26: 沪深 300 股指期货期权 Vega



数据来源: Wind 新世纪期货

## 四、债券利率

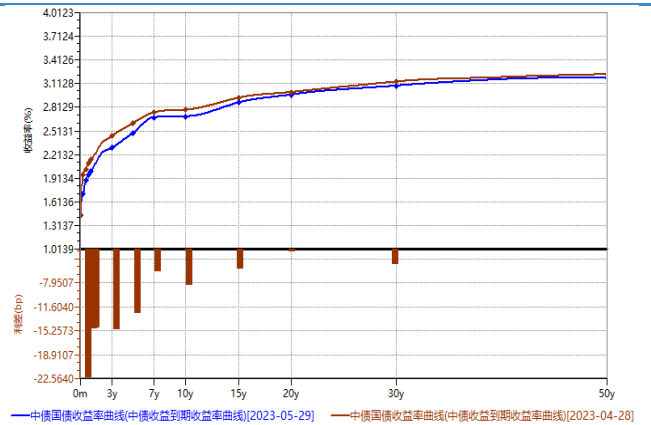
5 月份 PMI 初值发布显示各发达市场经济体活动分化, 一方面服务业活动扩张步伐加快。另一方面, 几乎所有主要发达市场经济体的制造业活动都在下降。制造业活动趋弱带动通胀进一步下行, 5 月 FOMC 会议纪要显示货币政策将不会进一步缩进, 经济将在今年晚些时候进入温



和衰退，预计 2023 年的增长将低于趋势水平。鲍威尔也强调随着政策变得更加严格，风险正变得更加平衡。我们预计 FOMC 6 月会议暂停加息。

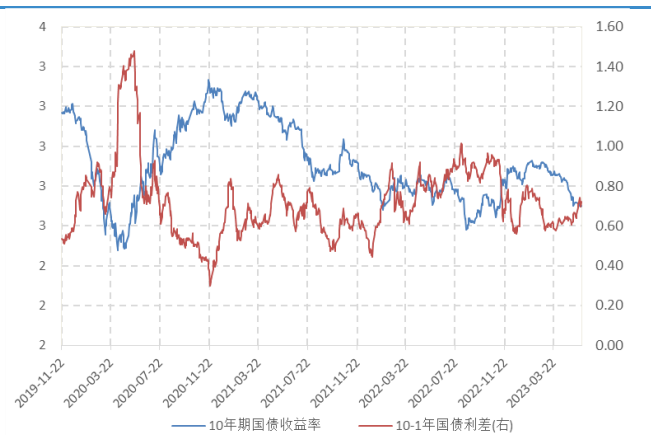
全球主要国家十年期国债利率在 5 月都出现反弹。中国国债收益率曲线出现整体下移，国债十年期与一年期利差出现反弹。从资金利率角度分析，SHIBOR3M 在 5 月回落，利率水平位于 2.15%。FR007 也回落至 2.22% 附近，月内震荡中枢下行，银行间同业存单收益率水平总体下行。部分公布的经济数据低于市场预期，市场对于经济恢复的乐观情绪回落，稳增长政策接续发力的预期随之升温。为更有力推动经济运行整体好转，强信心、稳增长、扩内需的政策举措有望出台，财政政策和货币政策有望温和发力。根据债市和利率走势，国债期限利差看多策略可以平仓获利，6 月预计利率环境较为平稳，国债期货可按震荡行情进行操作。

图 27: 国债期限结构 单位: %



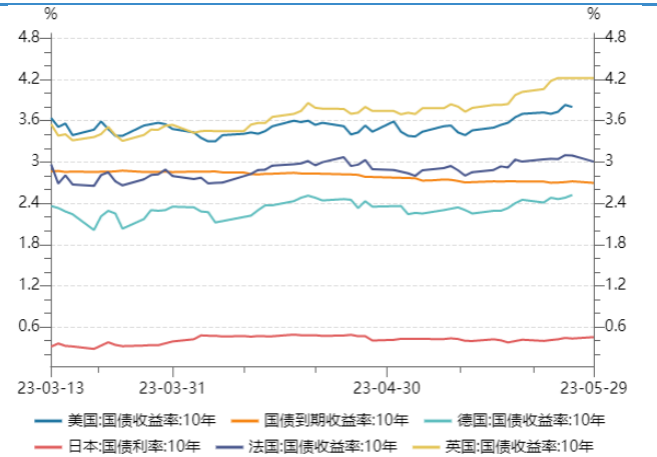
数据来源: Wind 新世纪期货

图 29: 10-1 年期国债期限利差 单位: %



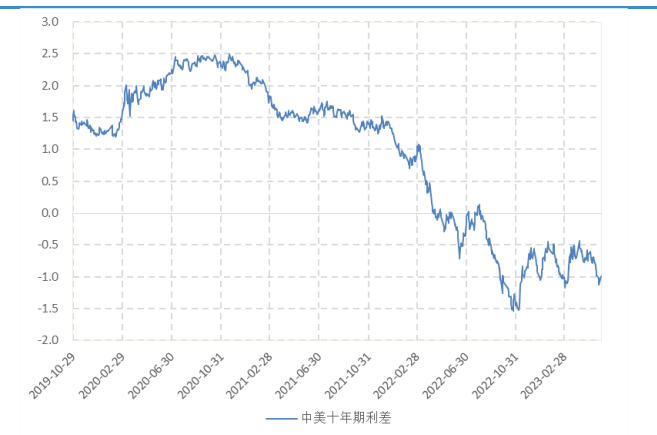
数据来源: Wind 新世纪期货

图 28: 全球主要国家十年期国债 单位: %



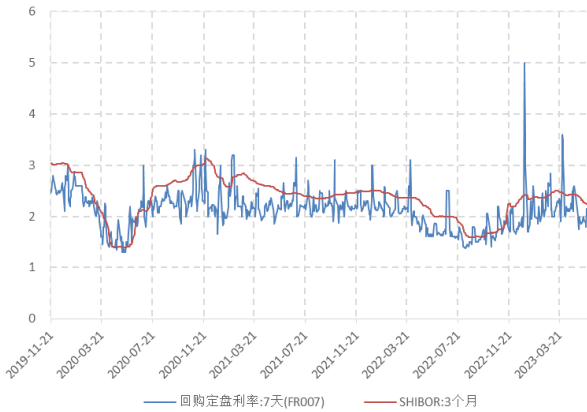
数据来源: Wind 新世纪期货

图 30: 中美十年期国债利差 单位: %



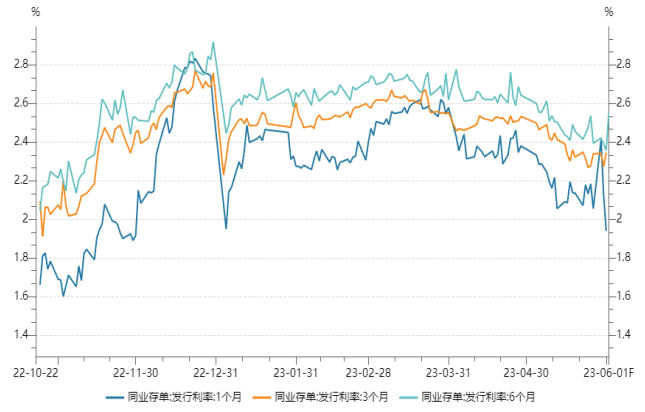
数据来源: Wind 新世纪期货

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

5 月, 部分公布的经济数据低于市场预期, 市场对于经济恢复的乐观情绪回落, 稳增长政策接续发力的预期随之升温。截至 5 月 30 日, 国内四大股指收跌, 股指夏普率继续处于负值区域, 股指实现波动率开始出现分化, 大盘股指波动率高于 4 月底水平, 中小盘股指波动率则出现回落。期权隐含波动率反弹, 前端隐含波动率出现升水, 显示最近月份的行情风险依然偏高。我们建议在 6 月依然保持股指的防御策略, 建议在 6 月可卖出 H0 近月的虚值看涨期权。IC 和 IM 基差目前可获利平仓, 6 月暂时不介入基差交易, 建议保持观望。比价方面, 近期中小盘股指趋于好转的表现, 建议可再度介入 IH/IC 和 IF/IC 的多头交易。债券方面, 根据债市和利率走势, 国债期限利差看多策略可以平仓获利, 6 月预计利率环境较为平稳, 国债期货可按震荡行情进行操作。

## 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, 交易者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关, 请交易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。

## 浙江新世纪期货有限公司

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>