

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>

7 月金融市场展望——

提高风险偏好，大盘股指多头增持

观点摘要：

股指期货：

6 月，美联储暂停加息，市场预期 7 月将加息 25bps。欧洲央行和英国银行保持鹰派加息步伐，澳洲央行和加拿大央行重新启动加息，海外主要发达国家的制造业 PMI 不及预期。国内股指窄幅盘整，股指波动率反弹，股指夏普率依然位于负值区域，但大盘股指量化指标好转。我们建议在 7 月采取乐观的看多策略，持有 IF 和 IH 的股指多头。IC 和 IM 基差需等待回落至建仓区域再介入多单。比价交易，IH/IC 和 IF/IC 的多头仓位在 7 月可继续持有。

股指期货期权：

6 月，三大股指期货期权隐含波动率小幅下行，平值隐含波动率形成 Contango 结构，前端隐含波动率出现贴水，预示最近月份行情风险减弱。从认沽认购比角度分析，IO、HO 和 MO 认购比在 6 月冲高回落，体现出股指短期看多情绪转弱。根据隐含波动率的结构，建议在 7 月可买入 IO 或 HO 的近月看涨期权。

国债期货：

6 月，国债收益率曲线远端下移，四大期限国债期货主力合约收阳。全球经济形势依然严峻，国内经济恢复稍逊市场预期，为呵护经济反弹基础，对冲海外再度紧缩的货币政策，国内利率环境将保持温和，建议可持有十年期国债期货多头仓位。

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；

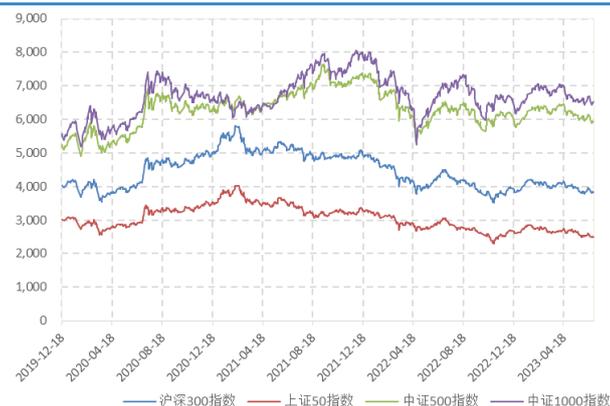
相关报告

总体控仓防御，中小股指相对乐观
2023-06
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

一、行情回顾

6月，美联储暂停加息，市场预期7月将加息25bps。欧洲央行和英国银行保持鹰派加息步伐，澳洲央行和加拿大央行重新启动加息。欧美主要发达国家的通胀依然难以顺利降温，紧缩的货币政策预计将继续施压于PMI，全球经济扩张动能预期减弱。国内股指趋弱震荡，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小幅回落。国债收益率曲线远端小幅回落，四大期限国债期货主力合约在6月继续收阳。

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

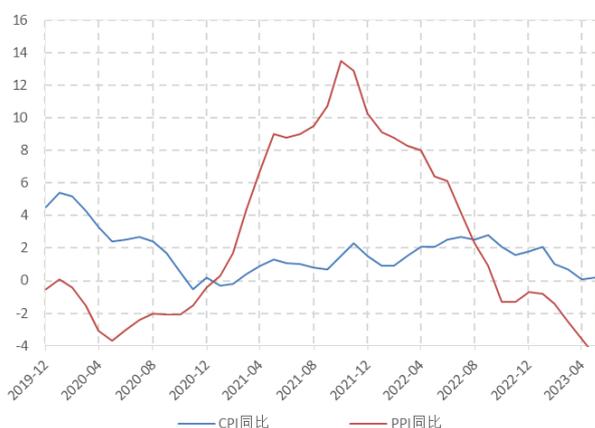
二、经济基本面

5月份，全国居民消费价格同比上涨0.2%。其中，城市上涨0.2%，农村上涨0.1%；食品价格上涨1.0%，非食品价格持平；消费品价格下降0.3%，服务价格上涨0.9%。1-5月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨0.8%。5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0.7%，非食品价格下降0.1%；消费品价格下降0.2%，服务价格下降0.1%。5月份，全国工业生产者出厂价格同比下降4.6%，环比下降0.9%；工业生产者购进价格同比下降5.3%，环比下降1.1%。1—5月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降2.6%，工业生产者购进价格下降2.3%。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，生产领域价格继续有所回落。

5月末，广义货币（M2）余额282.05万亿元，同比增长11.6%，增速比上月末低0.8个百分点，比上年同期高0.5个百分点；狭义货币（M1）余额67.53万亿元，同比增长4.7%，增速比上月末低0.6个百分点，比上年同期高0.1个百分点。5月份人民币贷款增加1.36万亿元，同比少增5418亿元；5月份人民币存款增加1.46万亿元，同比少增1.58万亿元。5月社会融资规模增量为1.56万亿元，比上月多3312亿元，比上年同期少1.31万亿元；5月末社会融资规模存量为361.42万亿元，同比增长9.5%。居民部门信贷表现好转，体现出消费与购房需求将稳步扩张。

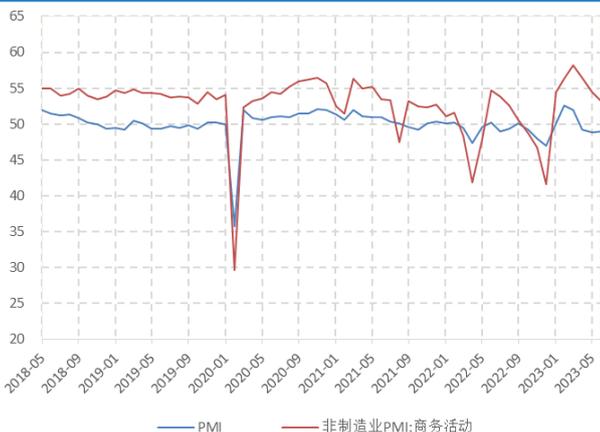
6 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.0%，比上月上升 0.2 个百分点，制造业景气水平有所改善。从企业规模看，大型企业 PMI 为 50.3%，比上月上升 0.3 个百分点；中型企业 PMI 为 48.9%，比上月上升 1.3 个百分点；小型企业 PMI 为 46.4%，比上月下降 1.5 个百分点。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、供应商配送时间指数高于临界点，新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。6 月份，非制造业商务活动指数为 53.2%，比上月下降 1.3 个百分点，仍高于临界点，非制造业今年以来始终保持扩张态势。6 月份，综合 PMI 产出指数为 52.3%，比上月下降 0.6 个百分点，继续位于扩张区间，表明我国企业生产经营总体延续扩张态势。

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: %



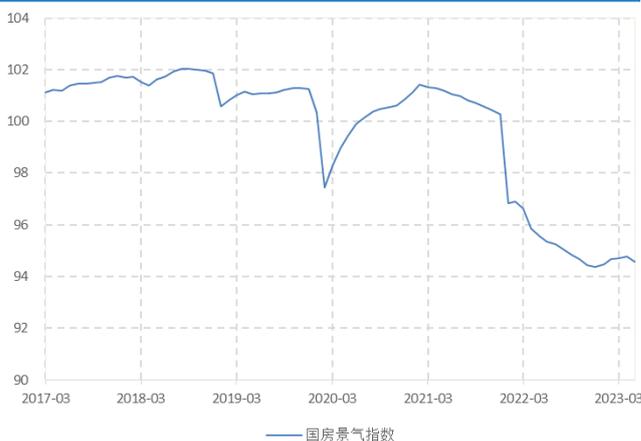
数据来源: Wind 新世纪期货

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

5 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 94.56。1—5 月份全国房地产市场基本情况显示，1—5 月份，全国房地产开发投资 45701 亿元，同比下降 7.2%。商品房销售面积 46440 万平方米，同比下降 0.9%，其中住宅销售面积增长 2.3%。1—5 月份，全国房地产开发投资 45701 亿元，同比下降 7.2%；其中，住宅投资 34809 亿元，下降 6.4%。1—5 月份，商品房销售面积 46440 万平方米，同比下降 0.9%，其中住宅销售面积增长 2.3%。商品房销售额

49787 亿元，增长 8.4%，其中住宅销售额增长 11.9%。5 月末，商品房待售面积 64120 万平方米，同比增长 15.7%。其中，住宅待售面积增长 15.9%。1—5 月份，房地产开发企业到位资金 55958 亿元，同比下降 6.6%。房地产行业景气度出现回落。

三、股票指数

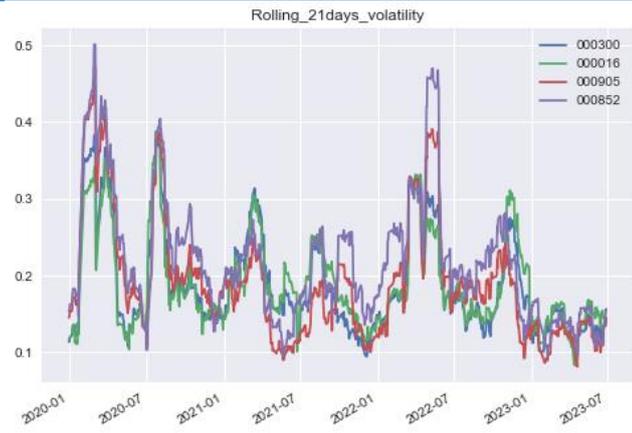
1、股指分析

6 月 1 日至 6 月 28 日的行情观察，沪深 300 股指、上证 50 股指走出微幅反弹行情，中证 500 股指和中证 1000 股指继续在 6 月小幅回落。具体分项分析，沪深 300 股指累计收益率为 1.11%，最大回撤-3.9%，偏度-0.11，超峰度-0.81；上证 50 股指累计收益率为 0.7%，最大回撤-4.33%，偏度 0.11，超峰度-0.63；中证 500 股指累计收益率为-1.73%，最大回撤-4.28%，偏度-1.04，超峰度 0.17；中证 1000 股指累计收益率为-1.31%，最大回撤-4.12%，偏度-1.06，超峰度-0.01。

四大股指实现波动率总体在 6 月出现上升，沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 13.87%，上证 50 股指达到 14.5，中证 500 股指为 14.26%，中证 1000 股指为 15.54%。中小盘股指波动率反弹幅度超过大盘股指波动率。从 21 日滚动年化夏普率观察，临近月末，四大股指滚动 21 天年化夏普率均位于负值区间，但是四大股指夏普率均在 6 月份出现改善，其中大盘股指年化夏普率大幅改善。其中，沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率上升 4.33 至-0.22，上证 50 股指上升 3.28 至-1.59，中证 500 股指上升 0.59 至为-1.3，中证 1000 股指上升 0.23 至-0.84。根据上述量化参数分析，当前权益市场的沪深 300 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-1.55%，上证 50 为-1.57%，中证 500 股指为-2.24%，中证 1000 股指为-2.2%。根据一年期滚动 95% Expected shortfall (又称：条件 VaR) 分析，沪深 300 股指为-1.99%，上证 50 为-2.1%，中证 500 股指为-2.37%，中证 1000 股指为-2.77%。综合看，6 月的股指风险 VaR 值指标总体温和向好，大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



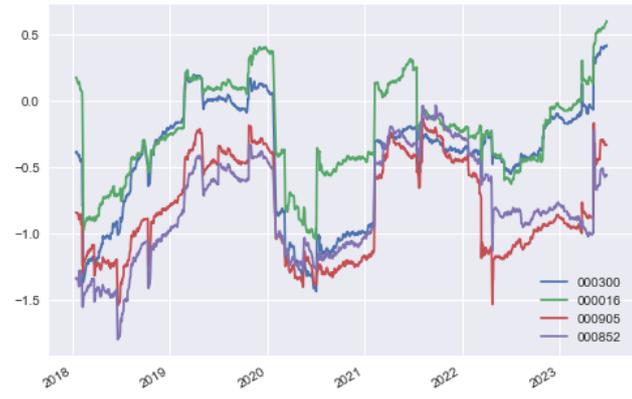
数据来源: Wind 新世纪期货

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 6 月 28 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 22.39, IH 主力合约基差为 27.31, IC 主力合约基差为 21.31, IM 主力合约基差为 20.7。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。6 月内各股指基差大部分时间保持在正值区域, 仅仅 IC 短期达到建仓做多区域。7 月建议等待 IC 和 IM 低于以下目标位可入场基差做多策略, 分别是 2020 年 1 月至

今的 15%分位数，IC 基差 15%分位数为-5.23，IM 基差 15%分位数为-7.77。

股指期货主力合约比价方面，IF/IH 最新录得 1.537，IF/IC 最新录得 0.645，IF/IM 最新录得 0.592，IH/IC 最新录得 0.42，IH/IM 最新录得 0.385，IC/IM 最新录得 0.917。六大比价中，仅 IC/IM 在 6 月出现回落，其余比价均出现上行。从 252 天滚动比价分位数分析，IF/IH 位于 98%分位数，IF/IC 反弹至 42%分位数，IH/IC 反弹至 19.84%分位数。上期月报中建议介入 IH/IC 和 IF/IC 的多头交易，目前保持小幅盈利，在 7 月可继续持有仓位。

图 13: IF 主力基差 单位: 点



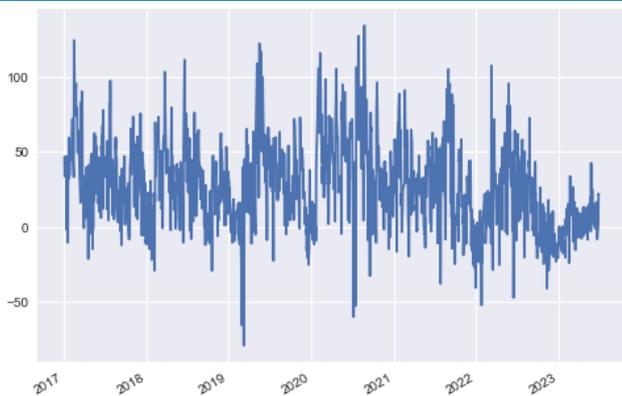
数据来源: Wind 新世纪期货

图 14: IH 主力基差 单位: 点



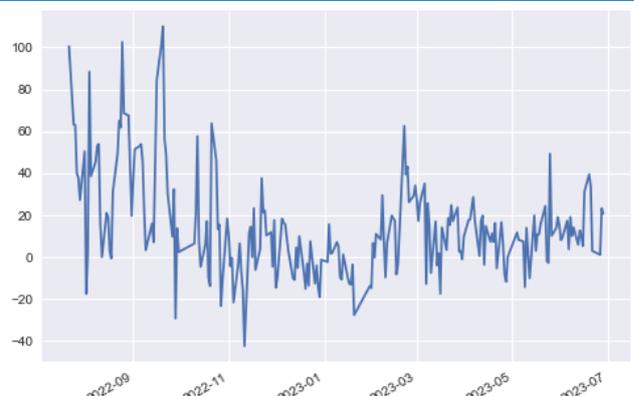
数据来源: Wind 新世纪期货

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

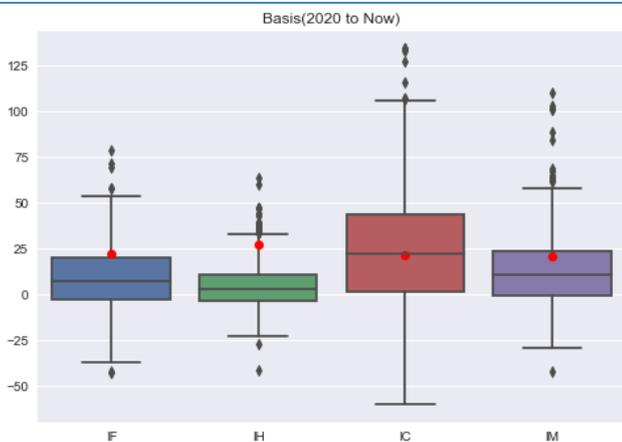
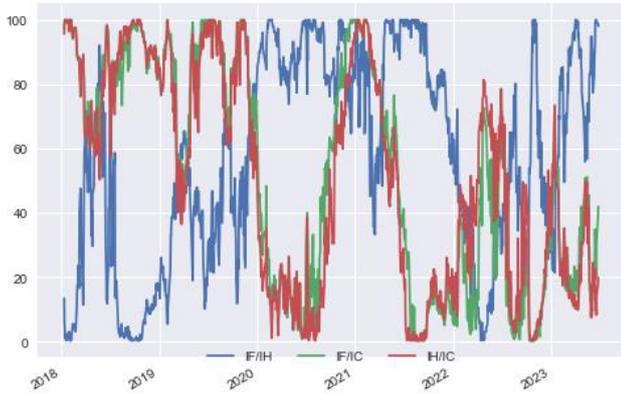


图 18: 股指期货主力合约比价 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

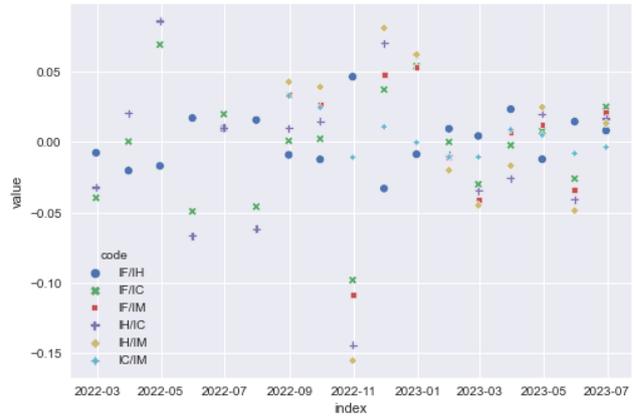
图 19: 252 天滚动比价分位数 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

数据来源: Wind 新世纪期货

图 20: 比价月度收益率 单位: %



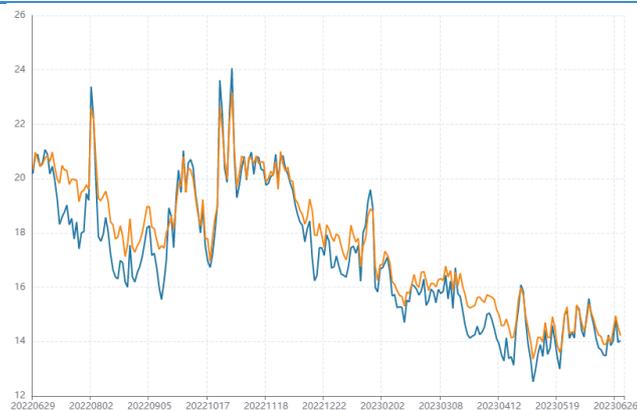
数据来源: Wind 新世纪期货

3、股指期货分析

根据 IO、HO 和 MO 平值隐含波动率显示, IO、MO 和 HO 平值隐含波动率在 6 月震荡下行。当前, 三大股指期货平值隐含波动率总体形成 Contango 结构, 前端的隐含波动率贴水, 最近月份的行情风险出现回落。从认沽认购比角度分析, IO、MO 和 HO 认购比在 6 月走出一轮冲高回落行情, 自月中开始的回落趋势仍在继续。上述数据体现出股指整体看多情绪近期下滑, 但市场出现大幅回撤的概率较低。

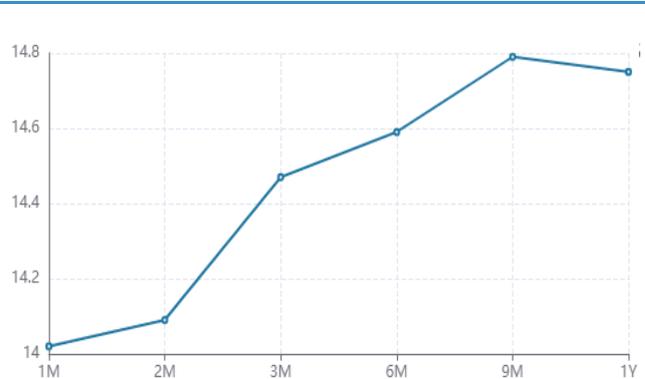
根据期权成交结构分析, IO 成交结构显示沪深 300 股指的近期震荡区间较前期缩窄, 下方可站稳于 3850 一线, 上方阻力位至 4000 一线。MO 合约成交结构显示市场认为中证 1000 股指近期下方可站稳于 6400 一线, 上方阻力位于 6700 一线。HO 合约成交结构显示市场认为上证 50 股指近期下方可站稳于 2500 一线, 上方阻力位仍位于 2600 一线。期权持仓结构也表现出行情运行区间缩窄的市场观点。鉴于以上分析, 建议在 7 月可买入 IO 或 HO 的近月看涨期权。

图 21: 沪深 300 期权隐含波动率 单位: %



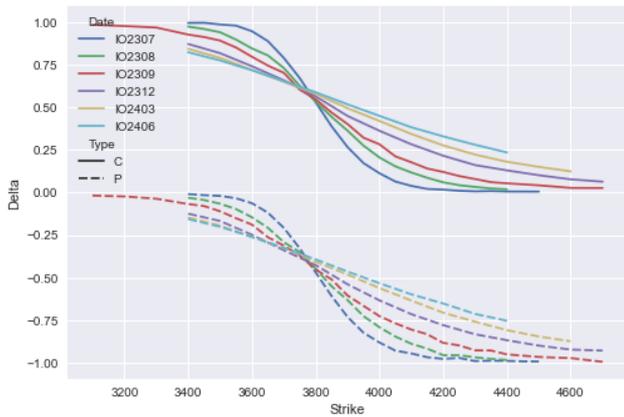
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: 隐含波动率期限结构 单位: %



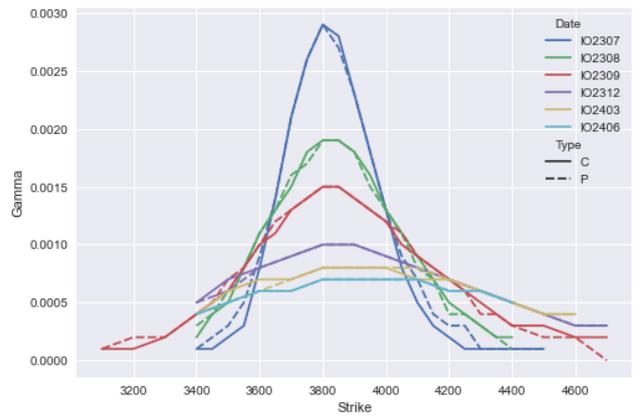
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 沪深 300 股指期货 Delta



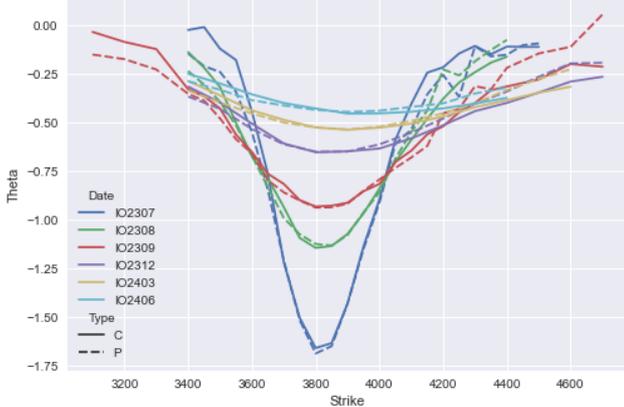
数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 沪深 300 股指期货 Gamma



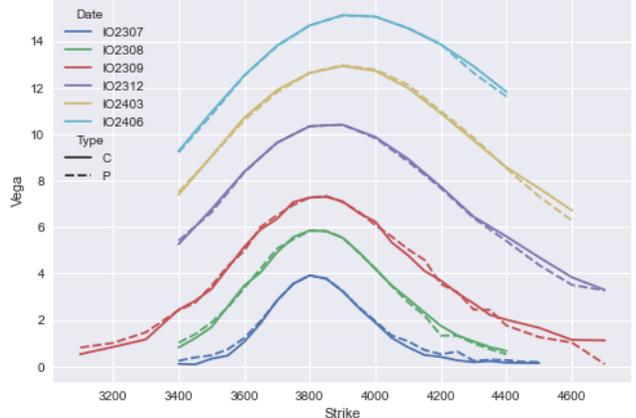
数据来源: Wind 新世纪期货

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

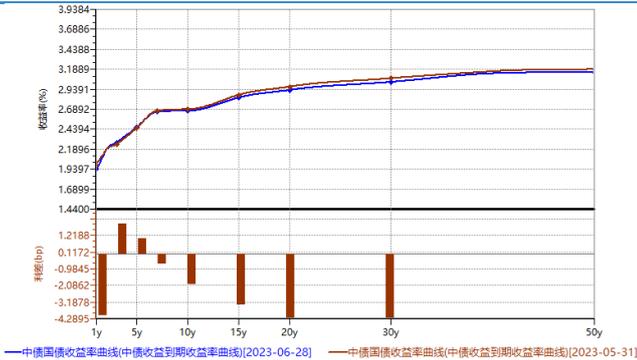
四、债券利率

6 月，欧美等主要发达国家的 6 月综合 PMI 均低于预期，尤其是欧元区经济增长几乎陷入停滞，位于荣枯线附近。欧洲央行继续保持加息步骤，预计欧洲央行将在 7 月和 9 月再次加息 25 个 bps，将利率目标提高至 4.00%。英国央行超过市场预期加息 50bps，并且在 8 月预计仍然将会加息 50bps。美联储 6 月暂停加息一次，市场预期 7 月将加息 25bps。由于 FOMC 表态偏鹰派，经济预测摘要中显示 2023 年底的基金利率为 5.625%，比 3 月份的预测高 50 个基点，市场预期 7 月开始将会有 2 次加息。另一方面，澳洲央行和加拿大央行重新启动加息。总体看，欧美主要发达国家的通胀依然难以顺利降温。

中国国债收益率曲线出现远端下移，国债十年期与一年期利差出现冲高回落。由于接近半年末，资金利率发生波动，SHIBOR3M 在 6 月回落，利率水平位于 2.16% 附近；FR007 短期反弹至 2.9% 附近。临近半年期末，银行间同业存单收益率抬升，6 个月的存单收益率快速上升接近 FR007 的利率水平。6 月国债期货行情符合月初月报中所述预期平稳的判断，预计利率环境后续

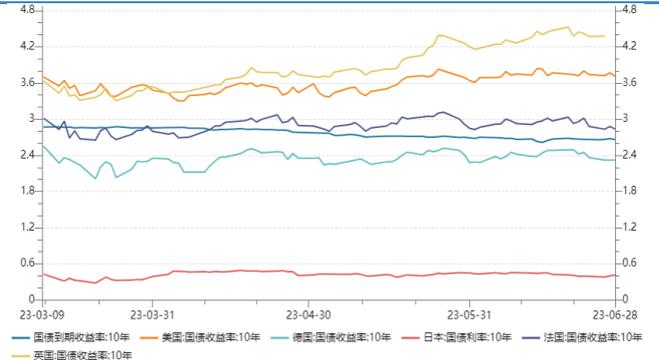
仍然将保持温和，建议可持有十年期国债期货多头仓位。

图 27: 国债期限结构 单位: %



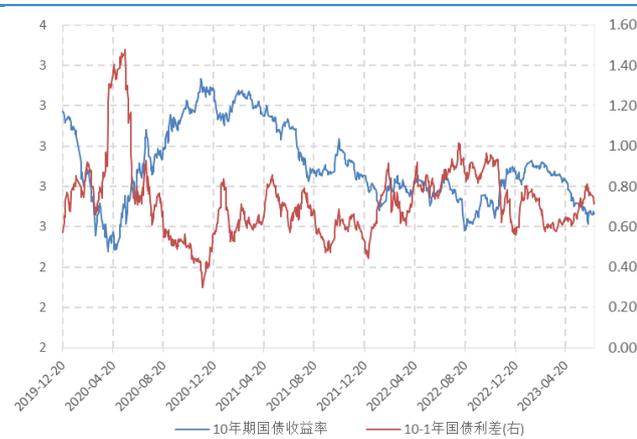
数据来源: Wind 新世纪期货

图 28: 全球主要国家十年期国债 单位: %



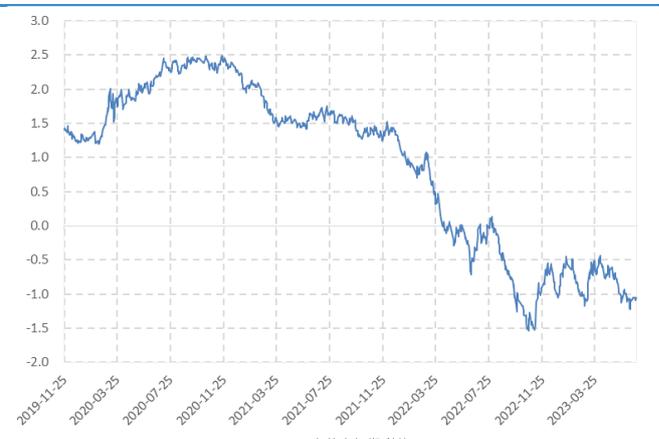
数据来源: Wind 新世纪期货

图 29: 10-1 年期国债期限利差 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: %



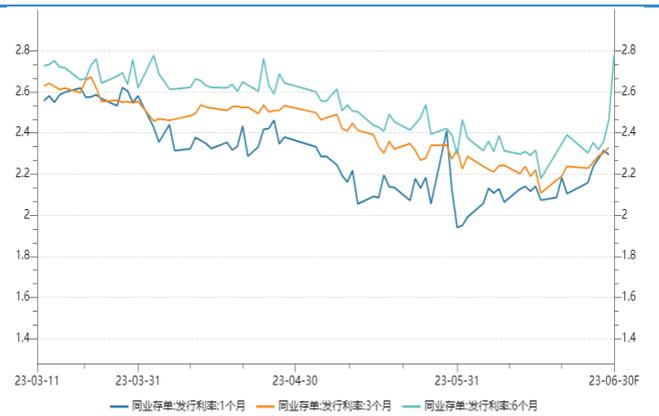
数据来源: Wind 新世纪期货

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

6 月，国内四大股指上攻乏力，实现波动率出现小幅上升。四大股指滚动 21 天年化夏普率虽然临近月末仍位于负值区间，但是均在 6 月份出现改善，其中大盘股指年化夏普率涨幅领先。股指风险 VaR 值指标总体温和向好，大盘股指的风险指标更为乐观。期权隐含波动率回落，前端隐含波动率贴水，显示最近月份的行情风险减弱。我们建议在 7 月采用乐观的看多策略，在

7月可买入 IO 或 HO 的近月看涨期权。IC 和 IM 基差需等待回落至建仓区域再介入多单。比价方面，IH/IC 和 IF/IC 的多头仓位目前保持小幅盈利，在 7 月可继续持有。债券方面，根据债市和利率走势，预计利率环境后续仍然将保持温和，建议可持有十年期国债期货多头仓位。

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>