

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——

政策托底，股指多头御风而扬

观点摘要：

股指期货：

8 月，国内公布的 7 月经济数据较弱，四大股指均出现回落，四大股指滚动 21 天年化夏普率出现走弱，各股指年化夏普率跌入负值区域。期权隐含波动率反弹，前端隐含波动率升水，显示 8 月的股指风险 VaR 值指标总体走弱，年度风险指标较有缓和。8 月下旬，金融和房地产维稳支持政策频频出台，市场信心获得提振。我们建议在 9 月采用乐观的看多策略，在 9 月可持有 IC 和 IM 的多头仓位。

股指期权：

8 月，三大股指期权平值隐含波动率均在 8 月快速上行，临近月末出现小幅回落。股指期货平值隐含波动率总体形成 Backwardation 结构，前端隐含波动率升水。三大股指期权临近月末表现出多头情绪回暖，其中中证 1000 股指上攻动能较强，上攻空间打开。所以建议在 9 月可买入 M0 的次近月看涨期权，也可构建次近月牛市价差，价差区间为 6000 至 6300。

国债期货：

8 月，国债期货冲高回落，四大期限国债期货主力合约在 8 月收出月度阳线。国内房地产和资本市场刺激政策频出恢复股市看多预期，资金进入股市，银行间资金利率出现月度上行。预计国债收益率将在 9 月小幅反弹，缩减中美利差，支撑人民币汇率。建议 9 月国债期货多头采取防守策略，介入中短端期限利差的反弹交易。

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

信心重燃，利好股指多头上攻
2023-08
提高风险偏好，大盘股指多头增持
2023-07
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

一、行情回顾

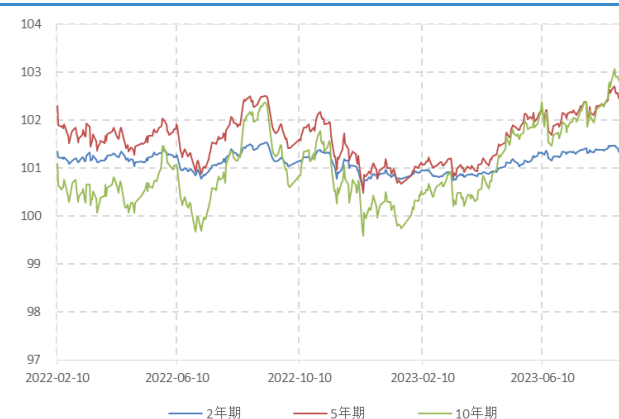
8月，美联储召开杰克逊霍尔会议，根据鲍威尔的表态预计美联储9月将保持不动。欧元区8月综合PMI走弱，使得欧洲央行在9月加息概率下滑。8月，国内公布的7月经济数据较弱，四大股指均出现回落，股指夏普率纷纷落入负值区域，股指期权隐含波动率反弹。8月下旬，金融和房地产维稳支持政策频频出台，市场信心获得提振。国债期货8月冲高回落，四大期限国债期货主力合约在8月收出月度阳线。

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

7月份，全国居民消费价格同比下降0.3%。其中，城市下降0.2%，农村下降0.6%；食品价格下降1.7%，非食品价格持平；消费品价格下降1.3%，服务价格上涨1.2%。1—7月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨0.5%。7月份，全国居民消费价格环比上涨0.2%。其中，城市上涨0.3%，农村持平；食品价格下降1.0%，非食品价格上涨0.5%；消费品价格下降0.1%，服务价格上涨0.8%。7月份，全国工业生产者出厂价格同比下降4.4%，环比下降0.2%；工业生产者购进价格同比下降6.1%，环比下降0.5%。1—7月平均，工业生产者出厂价格比上年同期下降3.2%，工业生产者购进价格下降3.5%。通胀下行，人民生活需求稳定，消费领域价格平稳，生产领域价格继续有所回落。

7月末，广义货币(M2)余额285.4万亿元(人民币，下同)，同比增长10.7%，增速分别比上月末和上年同期低0.6个和1.3个百分点。狭义货币(M1)同比增长2.3%，流通中货币(M0)同比增长9.9%，当月净投放现金710亿元，新增人民币贷款3459亿元。2023年前七个月社会融资规模增量累计为22.08万亿元，比上年同期多2069亿元。7月份社会融资规模增量为5282亿元，比上年同期少2703亿元。7月末社会融资规模存量为365.77万亿元，同比增长8.9%。新增贷款表现明显不及预期，部分因素在于6月信贷的提前透支。

8 月份，制造业采购经理指数 (PMI) 为 49.7%，比上月上升 0.4 个百分点，制造业景气水平进一步改善。从企业规模看，大、中、小型企业 PMI 分别为 50.8%、49.6% 和 47.7%，比上月上升 0.5、0.6 和 0.3 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、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数低于临界点。8 月份，非制造业商务活动指数为 51.0%，比上月下降 0.5 个百分点，仍高于临界点，非制造业持续扩张。8 月份，综合 PMI 产出指数为 51.3%，比上月上升 0.2 个百分点，继续保持在扩张区间，表明我国企业生产经营活动总体稳定扩张。

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 93.78。1—7 月份，全国房地产开发投资 67717 亿元，同比下降 8.5%；其中，住宅投资 51485 亿元，下降 7.6%。1—7 月份，房地产开发企业房屋施工面积 799682 万平方米，同比下降 6.8%。其中，住宅施工面积 563026 万平方米，下降 7.1%。房屋新开工面积 56969 万平方米，下降 24.5%。其中，住宅新开工面积 41546 万平方米，下降 25.0%。房屋竣工面积 38405 万平方米，增长 20.5%。其中，住宅竣工面积 27954 万平方米，增长 20.8%。1—7 月份，商品房销售面积 66563 万平方米，同比下降 6.5%，

其中住宅销售面积下降 4.3%。商品房销售额 70450 亿元，下降 1.5%，其中住宅销售额增长 0.7%。1—7 月份，房地产开发企业到位资金 78217 亿元，同比下降 11.2%。房地产行业景气度继续回落。

三、股票指数

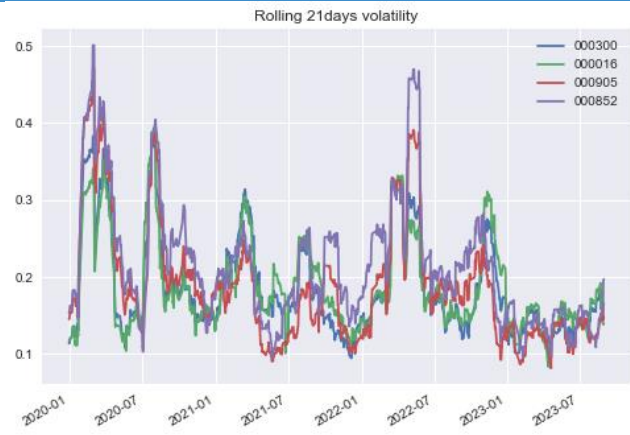
1、股指分析

截至 8 月 29 日的行情观察，沪深 300 股指、上证 50 股、中证 500 股指和中证 1000 股指均在 8 月震荡回落。具体分项分析，沪深 300 股指累计收益率为-5.6%，最大回撤-8.12%，偏度-0.31，超峰度-0.54；上证 50 股指累计收益率为-4.68%，最大回撤-7.3%，偏度-0.41，超峰度-0.09；中证 500 股指累计收益率为-5.22%，最大回撤-9.0%，偏度 0.23，超峰度-0.12；中证 1000 股指累计收益率为-6.25%，最大回撤-10.14%，偏度 0.67，超峰度 0.99。四大股指实现波动率总体在 7 月出现分化，大盘股指实现波动率回落，中小盘股指波动率出现上升。沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 14.82%，上证 50 股指达到 13.9%，中证 500 股指为 16.6%，中证 1000 股指为 19.5%。

从 21 日滚动年化夏普率观察，临近月末，四大股指滚动 21 天年化夏普率都位于负值区间，四大股指夏普率均在 8 月份出现走弱，其中大盘股指年化的夏普率弱于中小盘股指。其中，沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率回落 7.94 至-4.66，上证 50 股指回落 8.5 至-4.12，中证 500 股指回落 5.3 至-3.88，中证 1000 股指下降 2.69 至-3.96。根据上述量化参数分析，当前中证 500 股指和中证 1000 股指出现相对比较优势。

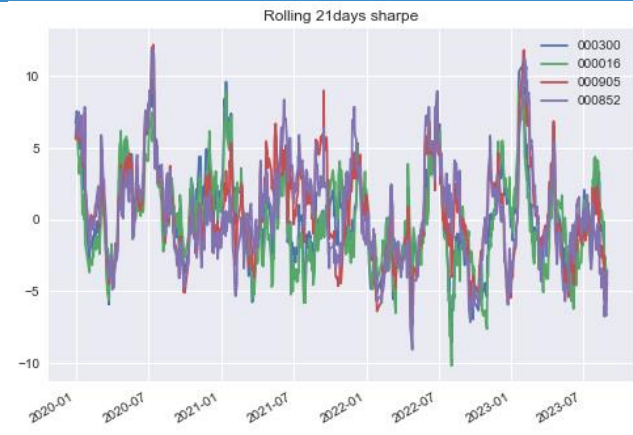
风险方面，混合法 VaR (Hybrid approach VaR, $\lambda@0.94$, confidence_level@95%) 分析，沪深 300 股指为-1.66%，上证 50 为-1.32%，中证 500 股指为-1.97%，中证 1000 股指为-2.1%。根据一年期滚动 95% Expected shortfall (又称：条件 VaR) 分析，沪深 300 股指为-1.99%，上证 50 为-2.1%，中证 500 股指为-2.31%，中证 1000 股指为-2.66%。综合看，8 月的股指风险 VaR 值指标总体走弱，年度风险指标较有缓和。

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



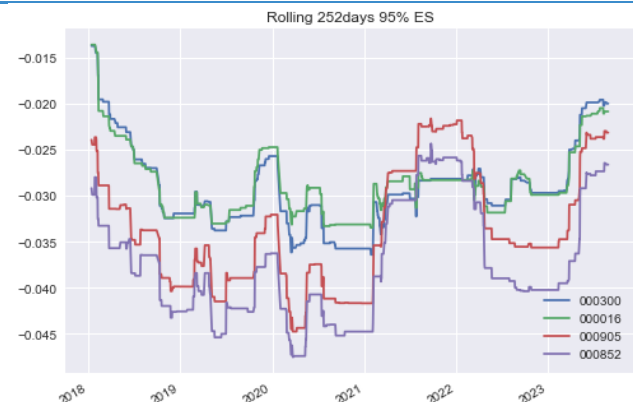
数据来源: Wind 新世纪期货

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

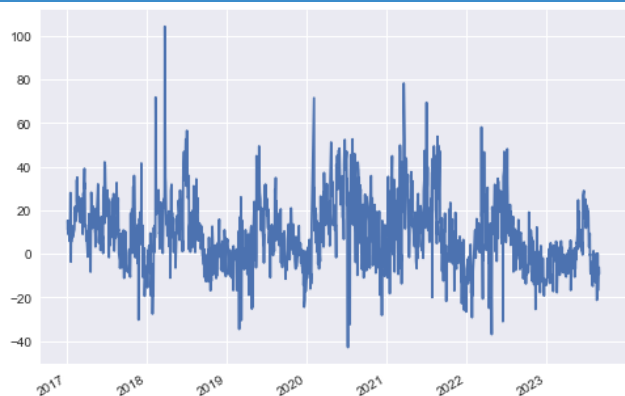
2、股指期货基差与价差分析

截至 8 月 29 日, IF、IH 和 IC 股指期货主力合约基差齐齐回落, 仅 IM 主力合约基差上升并处于正值区域。目前, IF 主力合约基差为-9.09, IH 主力合约基差为-6.58, IC 主力合约基差为-4.48, IM 主力合约基差为 6.75。箱图中的红点表示最新基差数据, IF、IH 和 IC 股指期货主力合约基差均接近 2020 年至今基差统计 25%分位数附近, IM 基差向中位数靠近。8 月内 IC 和 IM 出现基差收敛交易的机会, 按报告建议已可获利平仓。9 月, 建议等待 IC 低于以下目标

位可入场基差做多策略，采用 2020 年 1 月至今的 15%分位数，IC 基差 15%分位数为-6.26。

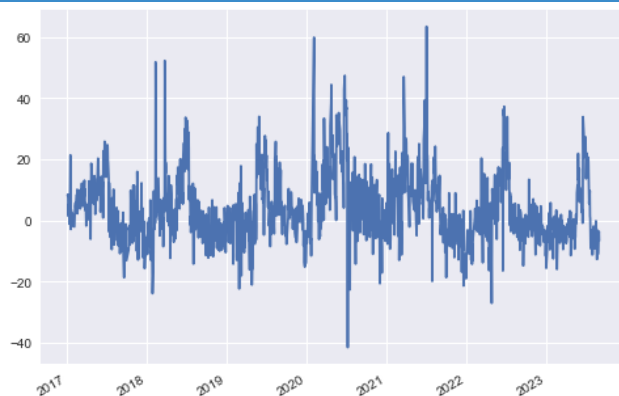
股指期货主力合约比价方面，IF/IH 最新录得 1.498，IF/IC 最新录得 0.658，IF/IM 最新录得 0.623，IH/IC 最新录得 0.439，IH/IM 最新录得 0.416，IC/IM 最新录得 0.946。六大比价中，IF/IH 和 IF/IC 在 8 月出现回落，其余比价均出现上行。从 252 天滚动比价分位数分析，IF/IH 位于下行至 49%分位数，IF/IC 位于 83.7%分位数，IH/IC 反弹至 77.38%分位数。上期月报中建议 8 月初可将 IF/IC 多头获利平仓，IH/IC 多头继续持仓，并将移动止损上提至 0.42。目前 IH/IC 多头继续持仓，将移动止损上提至 0.43，将止盈位设置于 0.445。

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



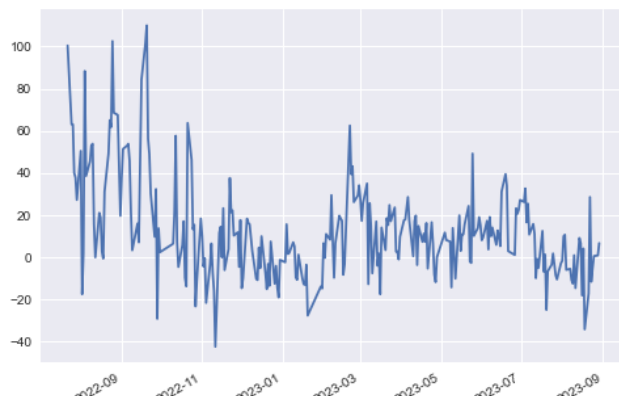
数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IC 主力基差 单位: 点



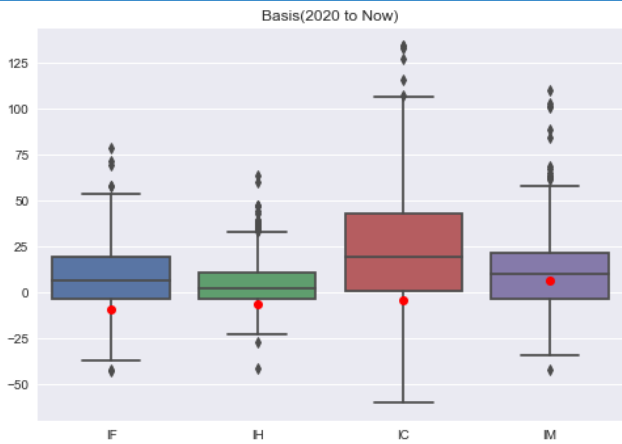
数据来源: Wind 新世纪期货

图 16: IM 主力基差 单位: 点



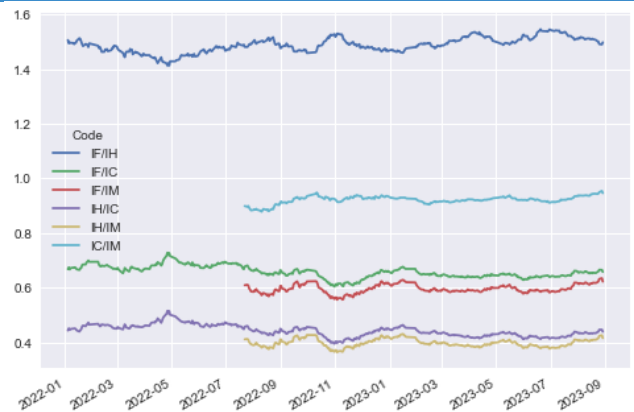
数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: 股指基差箱图 单位: 点



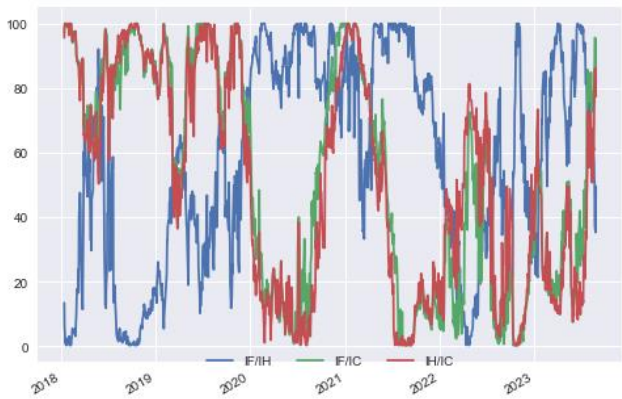
数据来源: Wind 新世纪期货

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: %

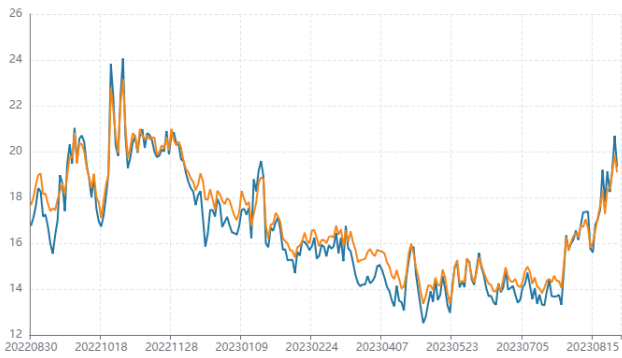


数据来源: Wind 新世纪期货

3、股指期货分析

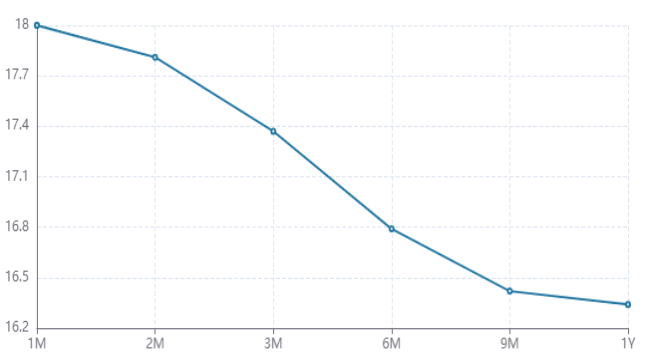
截止 8 月 30 日, 根据 IO、HO 和 MO 平值隐含波动率显示, 三大股指期货平值隐含波动率均在 8 月快速上行, 临近月末出现小幅回落。当前, 三大股指期货平值隐含波动率总体形成 Backwardation 结构, 前端的隐含波动率升水。从认沽认购比角度分析, 三大股指期货表现较为一致, 均在 8 月缓步回落表现出较为悲观的看涨情绪, 临近月末出现反弹, 表现出多头情绪回暖。根据期权成交结构分析, IO 成交结构显示沪深 300 股指的近期震荡区间较为稳定, 下方可站稳于 3800 一线, 上方阻力位至 3900 一线。MO 合约成交结构显示市场认为中证 1000 股指主要运行区间下移至 6000 一线, 上方阻力位于 6300 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。上述数据体现出三大股指均位于震荡区间下沿, 上攻空间打开, 股指看多情绪的上升。由于近期中证 1000 股指上攻动能较强, 同时较近月合约而言, 次近月隐含波动率回落幅度较大, 所以建议在 9 月可买入 MO 的次近月看涨期权, 也可构建次近月牛市价差, 价差区间为 6000 至 6300。

图 21: 沪深 300 期权隐含波动率 单位: %



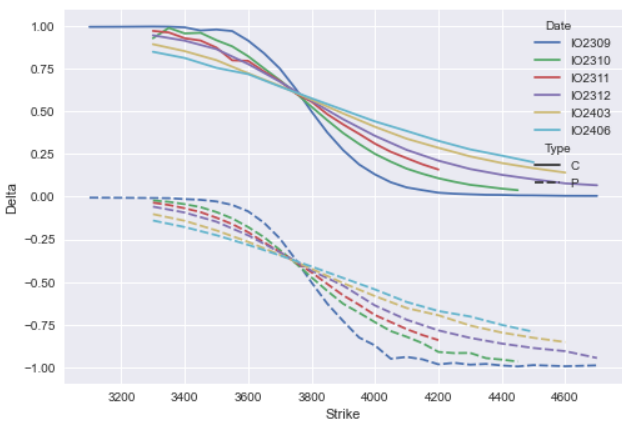
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: 隐含波动率期限结构 单位: %



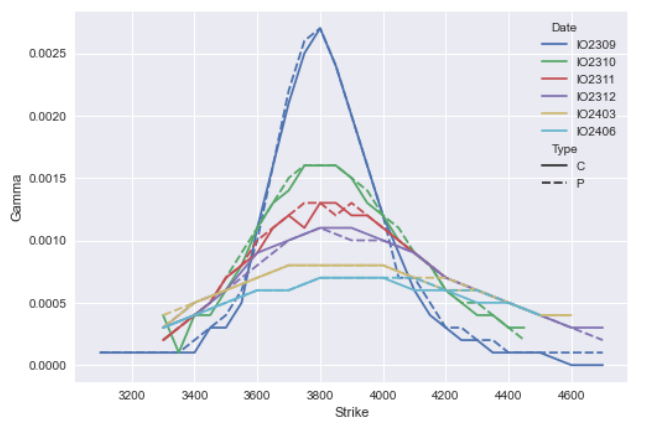
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 沪深 300 股指期权 Delta



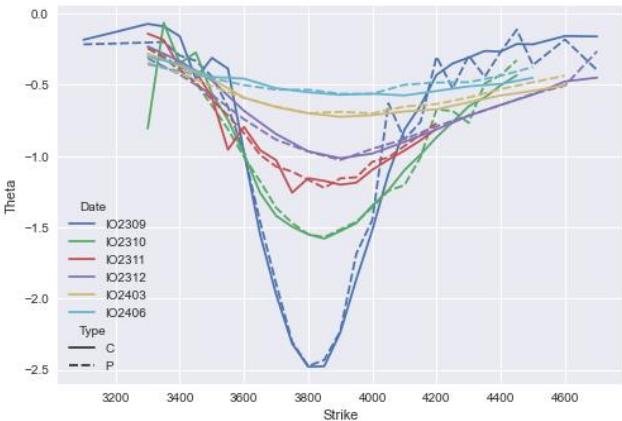
数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 沪深 300 股指期权 Gamma



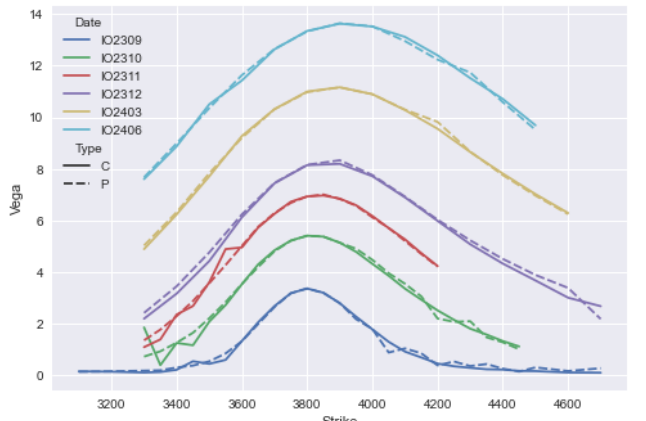
数据来源: Wind 新世纪期货

图 25: 沪深 300 股指期权 Theta



数据来源: Wind 新世纪期货

图 26: 沪深 300 股指期权 Vega



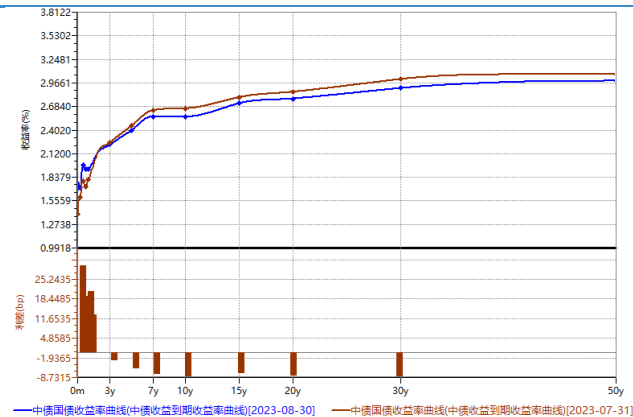
数据来源: Wind 新世纪期货

四、债券利率

8 月, 美联储召开杰克逊霍尔会议。目前看, 美联储在本年度对于是否加息将保持稳健的态度, 由于通胀降温进行中但是伴随着依然坚韧的劳动力就业数据, 预计美联储将维持政策利率不变, 也就是说 9 月美联储加息的概率较低。经济数据显示出美国经济软着陆的概率在上升, 经济衰退当前已经退出了美联储的主流叙事, 2023 年下半年 GDP 增长前景仍保持弹性。鲍威尔

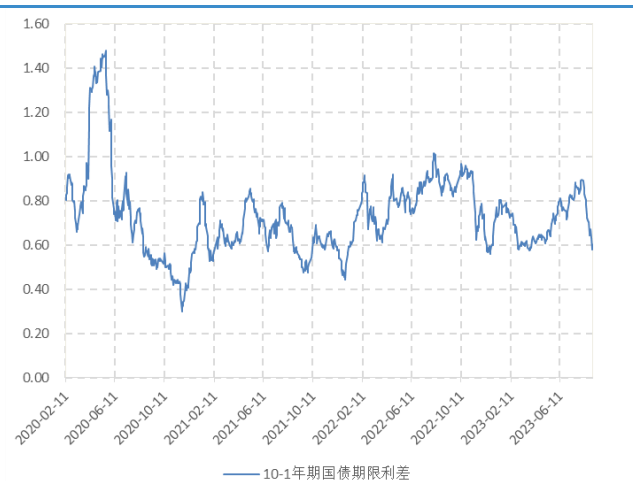
也表示 FOMC 仍然会根据经济数据再来做出行动。欧央行行长拉加德在杰克逊霍尔会议上表示，未来的决策将取决于“通货膨胀前景、潜在通货膨胀的动态以及货币政策传导的力度”。因为今年逐步实施的加息将对实体经济产生更多的紧缩和放缓影响，重点关注经济增长前景的恶化使得委员会中的鸽派倾向。近期欧元区 8 月综合 PMI 降至 33 个月低点，这使得鹰派略微缓和了态度，我们倾向于预计欧洲央行在 9 月份暂停加息。中国国债收益率曲线前端反弹，中后端回落，国债十年期与一年期利差出现下行。资金利率总体平稳，其中 SHIBOR3M 利率稳定于 2.04% 附近；FR007 短期上升至 2.4% 附近。银行间同业存单收益率在月内回落后反弹，整体水平超过月初，1 个月、3 个月和 6 个月的存单收益率同步变化。预计国债收益率将在 9 月小幅反弹，缩减中美利差，支撑人民币汇率，同时中债 10-1 年期国债期限利差反弹。建议 9 月国债期货多头采取防守策略，介入中短端期限利差的反弹交易。

图 27: 国债期限结构 单位: %



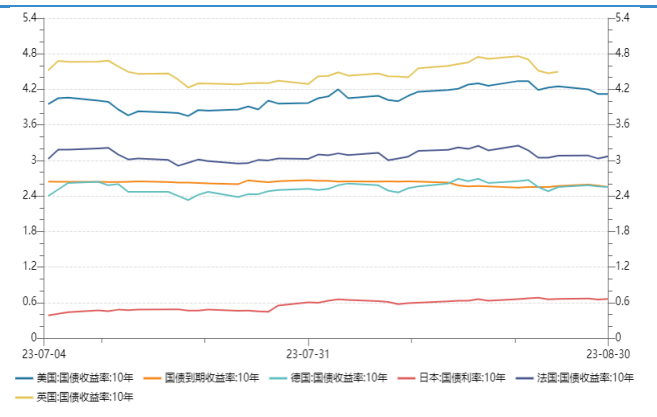
数据来源: Wind 新世纪期货

图 29: 10-1 年期国债期限利差 单位: %



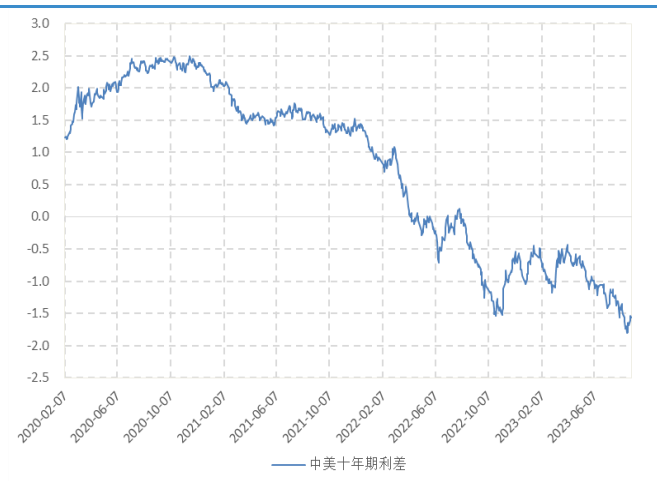
数据来源: Wind 新世纪期货

图 28: 全球主要国家十年期国债 单位: %



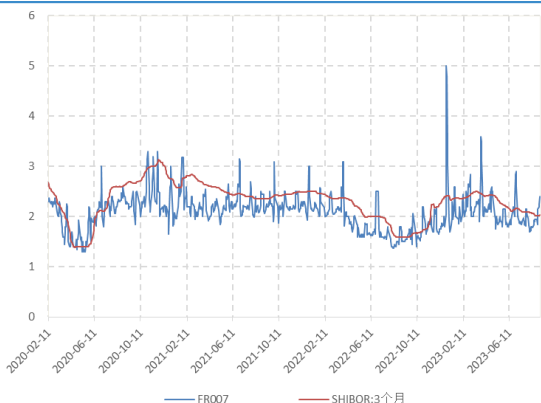
数据来源: Wind 新世纪期货

图 30: 中美十年期国债利差 单位: %



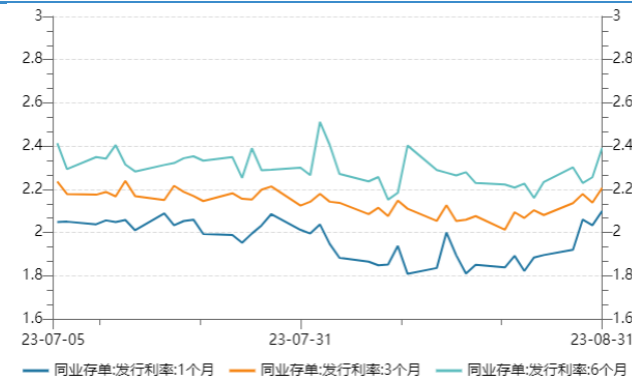
数据来源: Wind 新世纪期货

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

8 月, 国内公布的 7 月经济数据较弱, 四大股指均出现回落, 四大股指滚动 21 天年化夏普率出现走弱, 各股指年化夏普率跌入负值区域。期权隐含波动率反弹, 前端隐含波动率升水, 显示 8 月的股指风险 VaR 值指标总体走弱, 年度风险指标较有缓和。8 月下旬, 金融和房地产维稳支持政策频频出台, 市场信心获得提振。我们建议在 9 月采用乐观的看多策略, 在 9 月可持有 IC 和 IM 的多头仓位, 9 月可买入 MO 的次近月看涨期权, 也可构建次近月牛市价差, 价差区间为 6000 至 6300。基差方面, 建议等待 IC 低于 -6.26 可入场基差做多策略。比价方面, IH/IC 多头继续持仓, 将移动止损上提至 0.43, 将止盈位设置于 0.445。债券方面, 建议 9 月国债期货多头采取防守策略, 介入中短端期限利差的反弹交易。

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>