

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>

10 月金融市场展望—— 经济数据反弹，助力股指多头回暖

观点摘要:

股指期货:

国内公布的 8 月经济数据反弹，制造业和通胀数据有望继续好转，消费在政策刺激下温和扩张。上证 50 股指率先月度收阳，四大股指滚动 21 天年化波动率回落，股指夏普率大幅改善。股指风险 VaR 值指标总体转好，年度风险指标较有缓和。我们建议在 10 月采用看多策略，可持有 IC 和 IM 的多头仓位。IC 和 IM 主力基差低于 2020 年至今基差统计 25%分位数，建议参与 IC 和 IM 的基差做多策略。IF/IH 比价接近 252 天 10%分位数，可介入 IF/IH 的多头交易，建议在 1.465 附近多单入场。

股指期权:

三大股指期权平值隐含波动率在 9 月上旬震荡后，于下旬反弹上行。平值隐含波动率曲线形成 Backwardation 结构，前端的隐含波动率升水。股指认沽认购比显示市场多头情绪出现改善。中证 1000 股指指标走强，且三大股指期权中 MO 次近月隐含波动率最低，建议在 10 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 6200。

国债期货:

9 月，中国国债收益率曲线整体上移，国债 10 年期和 1 年期利差下行，银行间同业存单收益率在月内连续反弹，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上行。10 月，预计国债收益率将震荡持平，中债 10-1 年期国债期限利差的缩窄步伐将减缓，短期资金利率会有小幅回落。建议 10 月介入国债期货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；

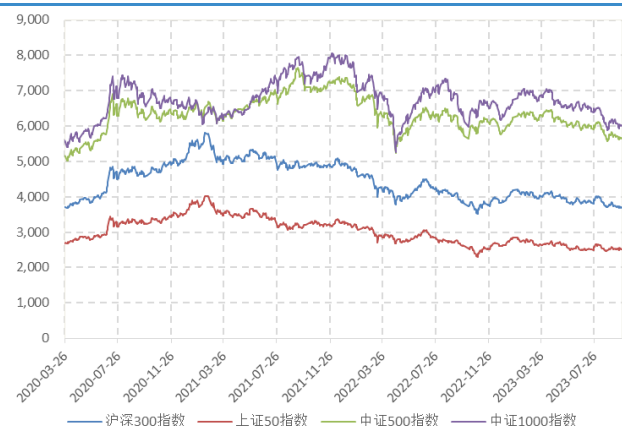
相关报告

政策托底，股指多头御风而扬
2023-09
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

一、行情回顾

9月，欧央行加息25个基点，美联储、英国央行和加拿大央行保持利率水平不变。欧元区9月PMI与8月份相比略有改善，但连续第四个月低于50的荣枯分水线，表明产出连续下滑。国内公布的8月经济数据出现好转反弹，上证50股指月度收阳。各股指夏普率纷纷出现大幅改善，股指期货隐含波动率回落。9月下旬，季度末叠加双节假期，市场资金利率反弹，国债收益率曲线整体上移，四大期限国债期货主力合约在8月收出月度阴线。

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

8月份，全国居民消费价格同比上涨0.1%。其中，城市上涨0.2%，农村下降0.2%；食品价格下降1.7%，非食品价格上涨0.5%；消费品价格下降0.7%，服务价格上涨1.3%。1-8月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨0.5%。8月份，全国居民消费价格环比上涨0.3%。其中，城市上涨0.2%，农村上涨0.4%；食品价格上涨0.5%，非食品价格上涨0.2%；消费品价格上涨0.4%，服务价格上涨0.1%。8月份，全国工业生产者出厂价格同比下降3.0%，环比上涨0.2%；工业生产者购进价格同比下降4.6%，环比上涨0.2%。1-8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3.6%。通胀好转，人民生产需求稳定，消费领域价格平稳，生产领域价格跌幅缩窄。

8月末，广义货币(M2)余额286.93万亿元，同比增长10.6%，增速分别比上月末和上年同期低0.1个和1.6个百分点。狭义货币(M1)余额67.96万亿元，同比增长2.2%，增速分别比上月末和上年同期低0.1个和3.9个百分点。流通中货币(M0)余额10.65万亿元，同比增长9.5%。当月净投放现金386亿元。前八个月人民币贷款增加17.44万亿元，同比多增1.76万亿元。8月份人民币贷款增加1.36万亿元，同比多增868亿元。2023年前八个月社会融资规模增量累计为25.21万亿元，比上年同期多8420亿元。8月份社会融资规模增量为3.12万亿元，比上年同期多6316亿元。8月末社会融资规模存量为368.61万亿元，同比增长9%。信贷增长可能

保持稳健，社融增长仍将受到强劲政府债券发行的支持。

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。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: %



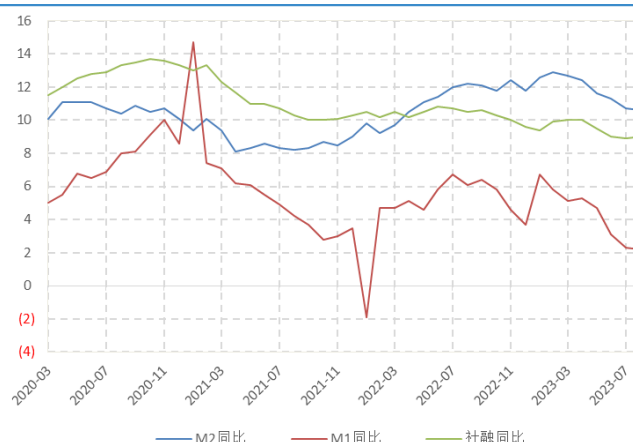
数据来源: Wind 新世纪期货

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

8 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 93.56。1—8 月份，全国房地产开发投资 76900 亿元，同比下降 8.8%；其中，住宅投资 58425 亿元，下降 8.0%。1—8 月份，房地产开发企业房屋施工面积 806415 万平方米，同比下降 7.1%。其中，住宅施工面积 567792 万平方米，下降 7.3%。1—8 月份，商品房销售面积 73949 万平方米，同比下降 7.1%，其中住宅销售面积下降 5.5%。商品房销售额 78158 亿元，下降 3.2%，其中住宅销售额下降 1.5%。1—

8 月份，房地产开发企业到位资金 87116 亿元，同比下降 12.9%。其中，国内贷款 10671 亿元，下降 12.8%；利用外资 35 亿元，下降 41.6%；自筹资金 27195 亿元，下降 22.9%；定金及预收款 30185 亿元，下降 7.3%；个人按揭贷款 15453 亿元，下降 4.3%。房地产行业景气度继续回落。

三、股票指数

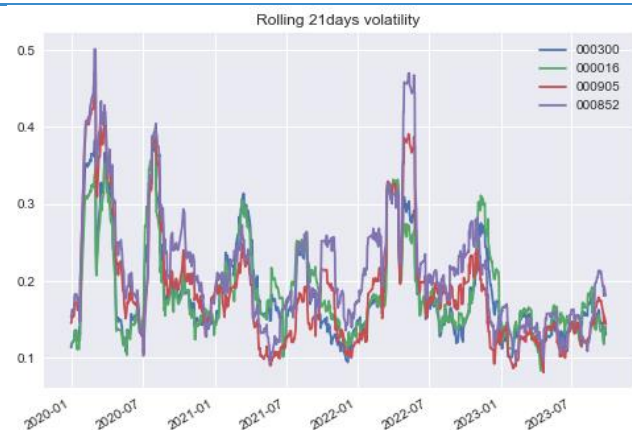
1、股指分析

截至 9 月 26 日的行情观察，沪深 300 股指、中证 500 股指和中证 1000 股指均在 9 月震荡小幅回落，上证 50 股微幅上涨。具体分项分析，沪深 300 股指累计收益率为-1.92%，最大回撤-4.6%，偏度 0.88，超峰度 0.05；上证 50 股指累计收益率为 0.12%，最大回撤-3.19%，偏度 1.06，超峰度 0.29；中证 500 股指累计收益率为-1.62%，最大回撤-3.77%，偏度 0.57，超峰度-0.15；中证 1000 股指累计收益率为-1.77%，最大回撤-4.23%，偏度 0.47，超峰度-0.20。四大股指实现波动率总体在 9 月冲高回落，股指实现波动率均低于 8 月末的水平。沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 13.05%，上证 50 股指达到 13.58%，中证 500 股指为 14.9%，中证 1000 股指为 18.15%。

四大股指 21 日滚动年化夏普率均在 9 月出现改善。临近月末，沪深 300 股指和上证 50 股指的滚动 21 天年化夏普率尚且位于负值区间，中证 500 股指和中证 1000 股指的滚动 21 天年化夏普率返回正值区间。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 天年化夏普率上升 2.81 至-1.47，上证 50 股指上升 3.58 至-0.17，中证 500 股指上升 4.17 至 0.037，中证 1000 股指上升 4.59 至 0.82。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-1.42%，上证 50 为-1.11%，中证 500 股指为-1.58%，中证 1000 股指为-1.84%。根据一年期滚动 95% Expected shortfall (又称：条件 VaR) 分析，沪深 300 股指为-1.96%，上证 50 为-2.08%，中证 500 股指为-2.19%，中证 1000 股指为-2.42%。综合看，9 月的股指风险 VaR 值指标总体转好，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 9: Hybrid VaR 单位: 点



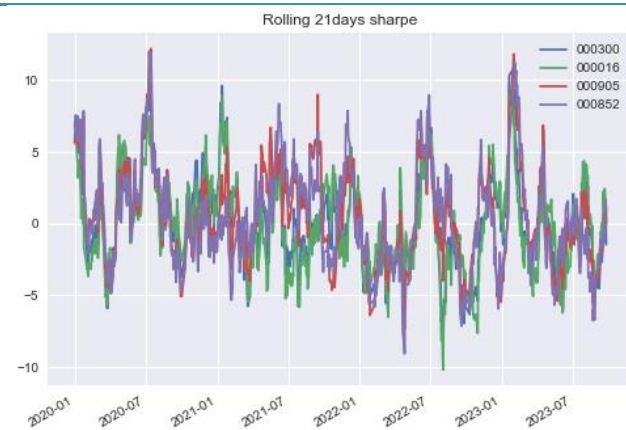
数据来源: Wind 新世纪期货

图 11: 一年期滚动偏度 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 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 12: 一年期滚动超峰度 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

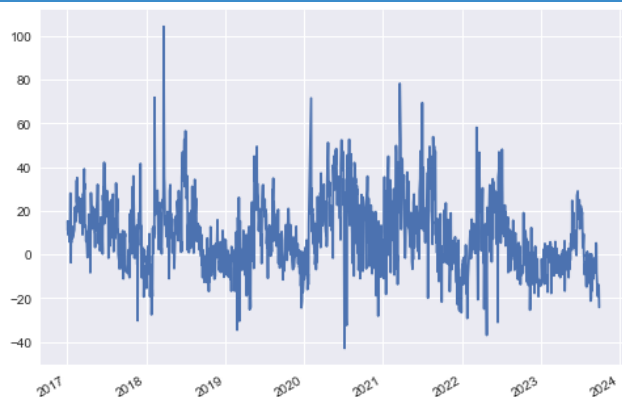
2、股指期货基差与价差分析

截至 9 月 26 日，四大股指期货主力合约基差齐齐回落。目前，IF 主力合约基差为-18.3，IH 主力合约基差为-11.2，IC 主力合约基差为-26.9，IM 主力合约基差为-14.7。箱图中的红点表示最新基差数据，四大股指期货主力合约基差均低于 2020 年至今基差统计 25%分位数，目前出现较好的基差收敛交易机会。10 月，建议参与 IC 和 IM 的基差做多策略，IC 和 IM 的股指基差第一目标均为基差转正。

股指期货主力合约比价方面，IF/IH 最新录得 1.468，IF/IC 最新录得 0.652，IF/IM 最新录得 0.615，IH/IC 最新录得 0.444，IH/IM 最新录得 0.19，IC/IM 最新录得 0.942。六大比价中，IH/IC 和 IH/IM 在 9 月上行，其余比价均出现下跌。从 252 天滚动比价分位数分析，IF/IH 位于下行至 12%分位数，IF/IC 位于 70%分位数，IH/IC 反弹至 82.5%分位数。上期月报中建议 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。IH/IC 已在 9 月下旬止盈。10 月建议可以介入 IF/IH 的多头交易，建议在 1.465 附近多单入场。

图 13: IF 主力基差

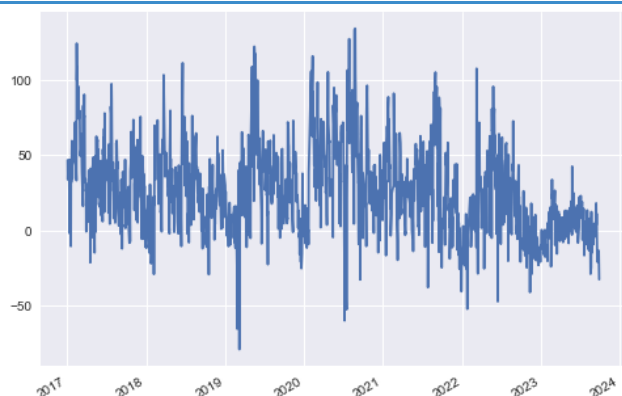
单位: 点



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: 股指基差箱图

单位: 点

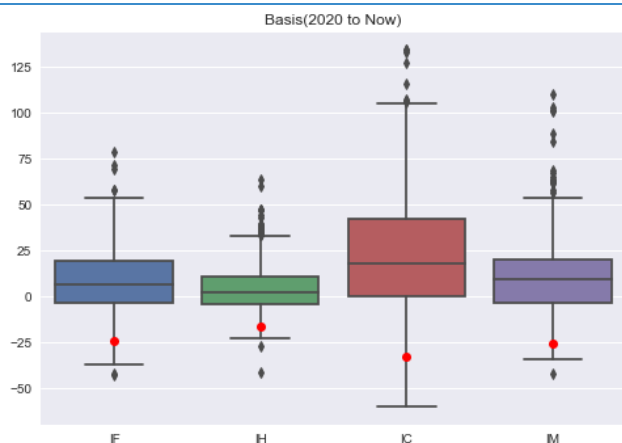
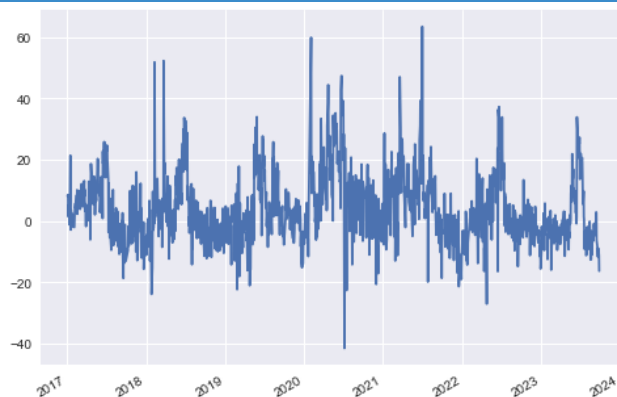


图 14: IH 主力基差

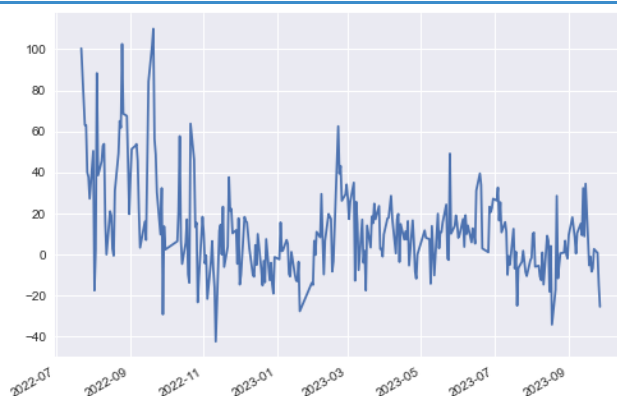
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 16: IM 主力基差

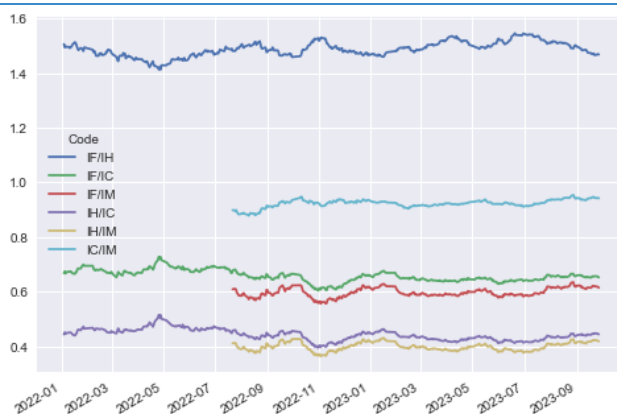
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

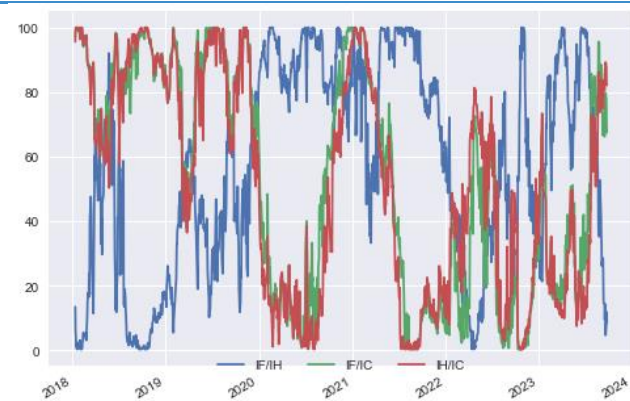
图 18: 股指期货主力合约比价

单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

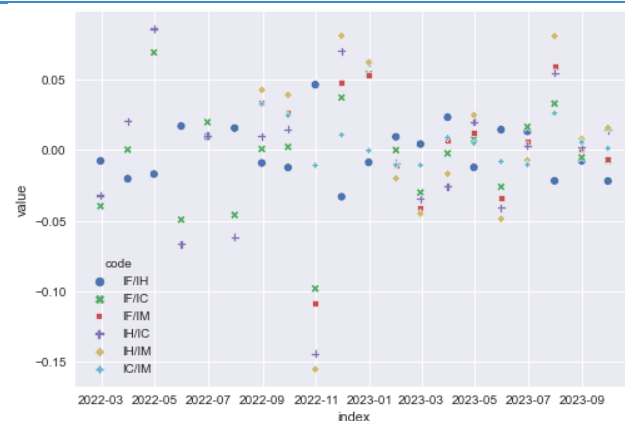
图 19: 252 天滚动比价分位数 单位: %



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: %

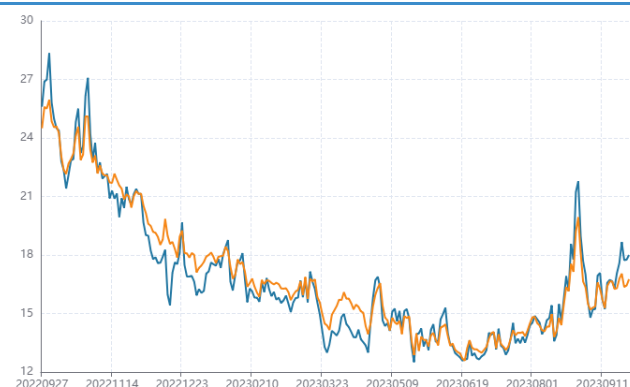


数据来源: Wind 新世纪期货

3、股指期权分析

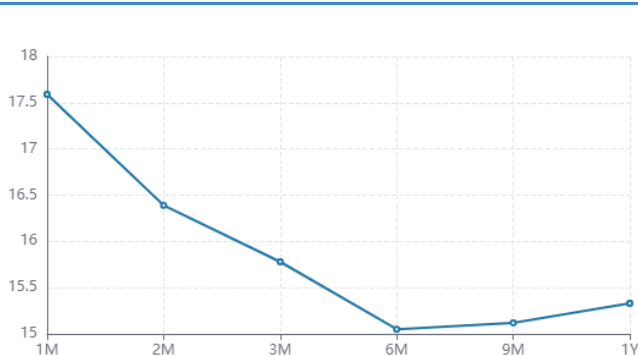
截止 9 月 27 日, 根据 IO、HO 和 MO 平值隐含波动率显示, 三大股指期权平值隐含波动率均在 9 月上旬震荡后, 于月度下旬出现反弹。当前, 三大股指期货平值隐含波动率总体形成 Backwardation 结构, 前端的隐含波动率升水。从认沽认购比角度分析, IO 和 HO 均在 9 月出现反弹, MO 震荡后小幅回落, 显示临近双节交投情绪走弱。根据期权成交结构分析, IO 成交结构显示沪深 300 股指的近期震荡区间较为稳定, 下方可站稳于 3700 一线, 上方阻力位至 3900 一线。MO 合约成交结构显示市场认为中证 1000 股指主要运行区间位于 6000 一线, 上方阻力位于 6200 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 2450 一线, 上方阻力位仍位于 2600 一线。上述数据体现出三大股指伴随隐含波动率的上升, 市场预期波动区间拓宽。由于近期中证 1000 股指量化指标改善, 而且三大股指期权中 MO 次近月隐含波动率最低, 所以建议在 10 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 6200。

图 21: MO 期权隐含波动率 单位: %



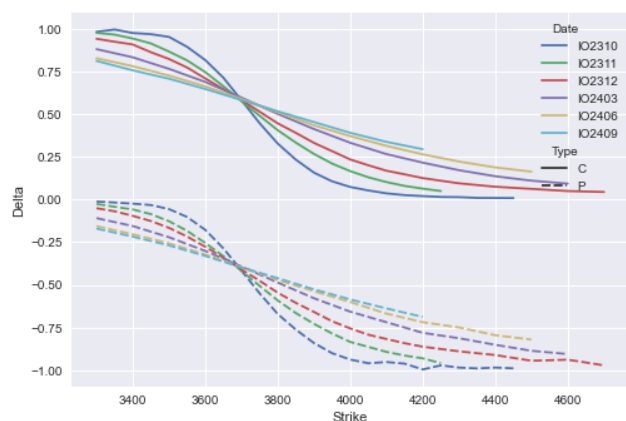
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: 隐含波动率期限结构 单位: %



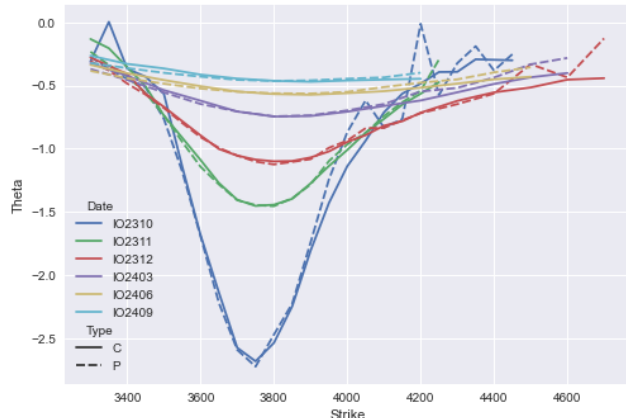
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 沪深 300 股指期货 Delta



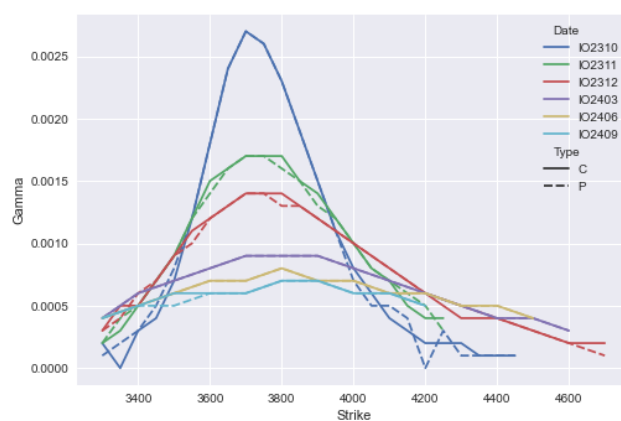
数据来源: Wind 新世纪期货

图 25: 沪深 300 股指期货 Theta



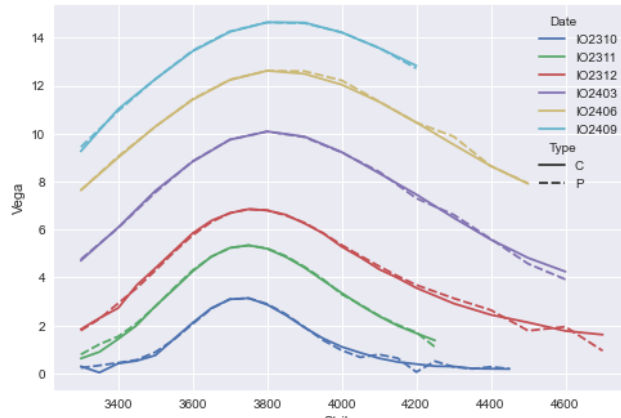
数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 沪深 300 股指期货 Gamma



数据来源: Wind 新世纪期货

图 26: 沪深 300 股指期货 Vega



数据来源: Wind 新世纪期货

四、债券利率

9 月, FOMC 会议如预期一致, 决定保持利率不变, 目标利率稳定在 5.25%-5.50% 区间。点状图比预期略显鹰派, 表明 2023 年还将有一次加息。中位数预测 2024 年将削减 50 个基点的利率, 而 6 月份预测削减 100 个基点。意味着预期 2024 年只有两次降息, 而不是此前预期的四次。市场认为这次会议提高了明年利率削减的门槛, 并将他们预测中的第一次削减时间从 2024 年第二季度推迟到 2024 年第四季度。FOMC 委员似乎已经不再认为货币政策收紧可能会对明年的增长产生长期影响, 这削弱了降息紧迫性的强度, 意味着通胀必须比他们之前预期的下降更多, 才能让 FOMC 削减利率。鲍威尔也强调了近期经济强劲增长和失业率降低带来的通胀上行风险, 并继续认为美联储会等待进一步数据的同时保留进一步加息的可能性, 并否认将经济软着陆作为基本预期的假设。

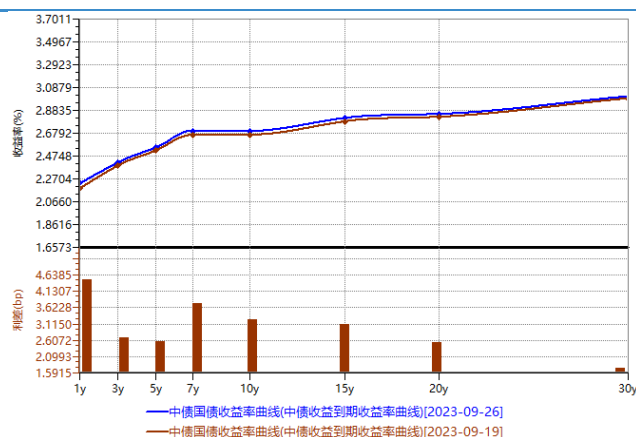
在暂停与加息之间, 欧洲央行最终决定采取加息 25 个基点, 因为通胀仍然过高比经济增长前景的减弱更令人担忧。欧央行认为利率已达到足够长时间内维持的水平, 这将对通胀及时

恢复到目标水平做出实质性贡献，暗示欧洲央行可能已经通过这次加息达到了终端利率。欧洲央行预测 2023 年和 2024 年经济增长较低，通胀率较高，2025 年的通胀率被向下修正。英国央行货币政策委员会以 5 比 4 的投票结果将银行利率保持在 5.25%。展望四季度，预期年内产出增长趋于疲弱，市场迹象表明就业增长放缓，未来几个月劳动力市场将继续缓步走弱，服务业通胀指标也表明通胀上行压力正在减弱。综合来看，预计货币政策委员会在 11 月份将银行利率保持在 5.25%。尽管英国央行没有给出加息周期结束的信息，但根据他们制定政策基于的三个标准：劳动力市场松弛、服务业通胀和工资的预测，这些数据大概率决定当前已经接近周期末期，左侧交易投资者已经开始尝试在这个阶段将降息开始定价其中。

中国国债收益率曲线整体上移，国债 10 年期和 1 年期利差下行。资金利率总体平稳，其中 SHIBOR3M 利率反弹至 2.32% 附近；FR007 短期回落至 1.83% 附近。银行间同业存单收益率在月内连续反弹，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上行。2023 年至今，央行已经降低了 MLF 利率 25 个基点，1 年期 LPR 降低了 20 个基点，5 年期 LPR 降低了 10 个基点。商业银行也被要求逐步降低未偿还抵押贷款的利率。目前国家提振经济的决心很强，后续若有必要，MLF 利率仍然有降低 10 个基点的可能。10 月，预计国债收益率将震荡持平，同时中债 10-1 年期国债期限利差的缩窄步伐将减缓，短期资金利率会有小幅回落。建议 10 月介入国债期货中短端期限利差的反弹交易。

图 27： 国债期限结构

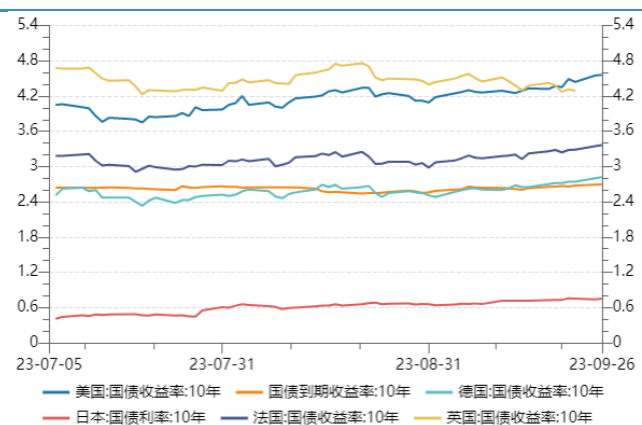
单位：%



数据来源：Wind 新世纪期货

图 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

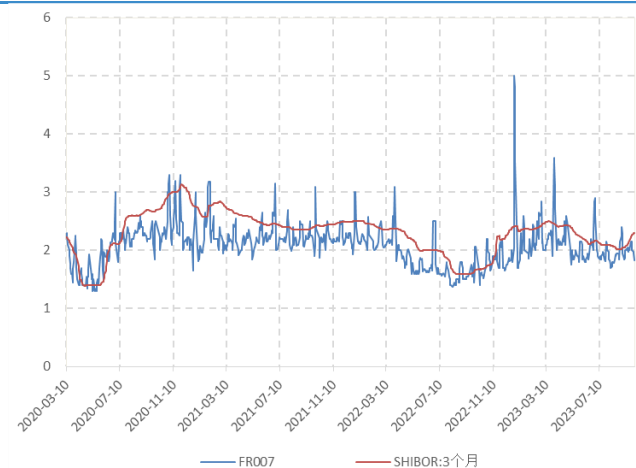
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 31: FR003 与 SHIBOR3M 走势

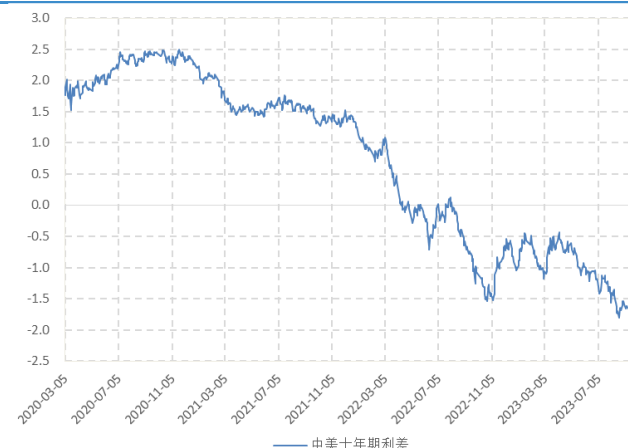
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 30: 中美十年期国债利差

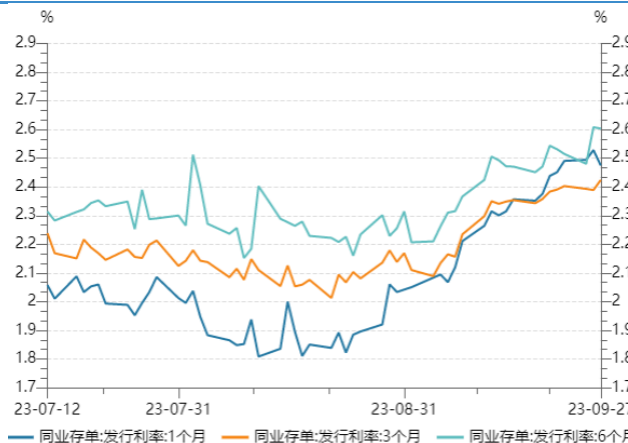
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 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

9 月, 国内公布的 8 月经济数据好转反弹, 四大股指滚动 21 天年化波动率回落, 夏普率大幅改善。期权隐含波动率反弹, 隐含波动率曲线形成 Backwardation 结构, 前端隐含波动率升水。我们建议在 10 月采用看多策略, 可持有 IC 和 IM 的多头仓位, 建议在 10 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 6200。基差方面, 建议参与 IC 和 IM 的基差做多策略, IC 和 IM 的股指基差第一目标均为基差转正。比价方面, 10 月建议可以介入 IF/IH 的多头交易, 建议在 1.465 附近多单入场。债券方面, 建议 10 月介入国债期货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>