

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>

12 月金融市场展望——

期待政策加力，股债先抑后扬

观点摘要：

股指期货：

国内公布的 10 月经济数据喜忧参半，表明消费需求可能相对具有较强的韧性，但投资需求仍然相当疲软。中小盘股指表现超越大盘股指，四大股指滚动 21 天年化波动率下行，夏普率总体出现改善，风险 VaR 值指标整体转好。我们建议在 12 月采用看多策略，可继续持有 IC 和 IM 的多头仓位。基差偏高位，多头策略性价比较低，暂时观望。比价方面，12 月建议介入 IF/IC 的反弹交易。

股指期权：

三大股指期权平值隐含波动率均在 11 月冲高回落，低于月初水平。IO 和 HO 平值隐含波动率总体形成 Contango 结构，前端的隐含波动率贴水，而 MO 平值隐含波动率总体形成 Backwardation 结构，前端升水。从认沽认购比角度分析，IO、HO 和 MO 均在 11 月震荡回落。建议 12 月利用 HO 隐含波动率偏低的优势，构建 HO 的次近月牛市价差，区间可设置为 2350 至 2425。

国债期货：

11 月，中国国债收益率曲线短端上移，中长端下移，收益率曲线斜率走平。国债 10 年期和 1 年期利差下行，银行间资金利率小幅上行，四大期限国债期货主力合约在 11 月收出月度阳线。我们认为后市环境改善，政策依然趋于适度宽松，市场流动性趋于乐观。12 月，预计国债收益率更倾向于先抑后扬，中债 10-1 年期国债期限利差反弹，建议 12 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

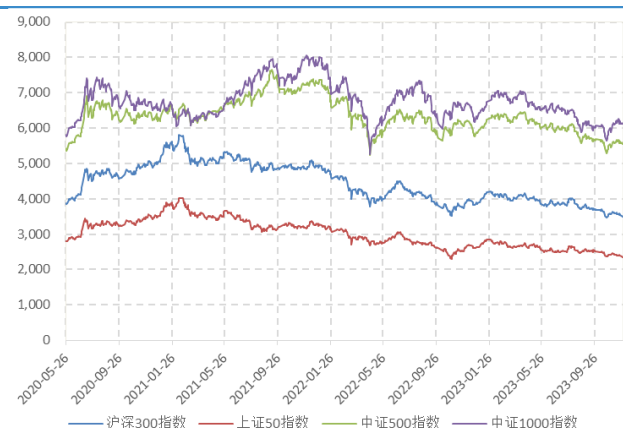
基本面企稳，政策宽松助力股指上攻
2023-11
经济数据反弹，助力股指多头回暖
2023-10
政策托底，股指多头御风而扬
2023-09
信心重燃，利好股指多头上攻
2023-08

一、行情回顾

11 月，美联储表示需要维持高利率，大概率年内都保持利率不变。美国 10 月 CPI 通胀数据弱于预期，劳动力市场同时有些软化，市场预期将促使美联储调整立场，降息预期提前。欧洲 PMI 数据喜忧参半，欧元区通胀已驶入下降通道，但目前仍颇具粘性，工资的涨幅增加了通胀长期位于高位的风险。如果经济增长保持稳定，第三季度将是开始欧央行降息的基本情况，最早可能在第二季度开始降息。

国内公布的 10 月经济数据喜忧参半，表明消费需求可能相对具有较强的韧性，但投资需求仍然相当疲软，国内需求指标仍在适度恢复。中小盘股指表现超越大盘股指，四大股指滚动 21 天年化波动率下行，夏普率总体出现改善，风险量化指标整体转好。11 月，中国国债收益率曲线短端上移，中长端下移，收益率曲线斜率走平。国债 10 年期和 1 年期利差下行，银行间资金利率小幅上行，四大期限国债期货主力合约在 11 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

10 月份，全国居民消费价格同比下降 0.2%。其中，城市下降 0.1%，农村下降 0.5%；食品价格下降 4.0%，非食品价格上涨 0.7%；消费品价格下降 1.1%，服务价格上涨 1.2%。1-10 月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨 0.4%。10 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 0.1%；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 0.1%。10 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.6%，环比持平；工业生产者购进价格同比下降 3.7%，环比上涨 0.2%。1-10 月平均，工业生产者出厂价格比上年同期下降 3.1%，工业生产者购进价格下降 3.6%。CPI 再度落入收缩区间，统计局专家表示下阶段价格低位运行的状况将会逐步缓解，不会出现通货紧缩。

10 月末，广义货币(M2)余额 288.23 万亿元(人民币，下同)，同比增长 10.3%，增速与上月

末持平，比上年同期低 1.5 个百分点。狭义货币 (M1) 余额同比增长 1.9%，流通中货币 (M0) 余额同比增长 10.2%。当月净回笼现金 688 亿元。当月人民币贷款增加 7384 亿元，同比多增 1058 亿元。分部门看，住户贷款减少 346 亿元，企(事)业单位贷款增加 5163 亿元，非银行业金融机构贷款增加 2088 亿元。2023 年前 10 个月社会融资规模增量累计为 31.19 万亿元，比上年同期多 2.33 万亿元。10 月份社会融资规模增量为 1.85 万亿元，比上年同期多 9108 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 4837 亿元，同比多增 232 亿元。2023 年 10 月末社会融资规模存量为 374.17 万亿元，同比增长 9.3%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 233.26 万亿元，同比增长 10.7%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 1.78 万亿元，同比下降 16.7%。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。

11 月份，制造业采购经理指数 (PMI) 为 49.4%，比上月下降 0.1 个百分点，制造业景气水平略有回落。从企业规模看，大型企业 PMI 为 50.5%，比上月下降 0.2 个百分点，继续高于临界点；中型企业 PMI 为 48.8%，比上月上升 0.1 个百分点，低于临界点；小型企业 PMI 为 47.8%，比上月下降 0.1 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，生产指数和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。11 月份，非制造业商务活动指数为 50.2%，比上月下降 0.4 个百分点，仍高于临界点，非制造业继续保持扩张。11 月份，综合 PMI 产出指数为 50.4%，比上月下降 0.3 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体持续扩张。

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

10 月份, 房地产开发景气指数(简称“国房景气指数”)为 93.40。1-10 月份, 全国房地产开发投资 95922 亿元, 同比下降 9.3%。其中, 住宅投资 72799 亿元, 下降 8.8%。1-10 月份, 房地产开发企业房屋施工面积 822895 万平方米, 同比下降 7.3%。其中, 住宅施工面积 579361 万平方米, 下降 7.7%。房屋新开工面积 79177 万平方米, 下降 23.2%。1-10 月份, 商品房销售面积 92579 万平方米, 同比下降 7.8%, 其中住宅销售面积下降 6.8%。商品房销售额 97161 亿元, 下降 4.9%, 其中住宅销售额下降 3.7%。10 月末, 商品房待售面积 64835 万平方米, 同比增长 18.1%。其中, 住宅待售面积增长 19.7%。1-10 月份, 房地产开发企业到位资金 107345 亿元, 同比下降 13.8%。其中, 国内贷款 13117 亿元, 下降 11.0%。房地产行业在国家政策支持下, 景气度出现企稳反弹。

三、股票指数

1、股指分析

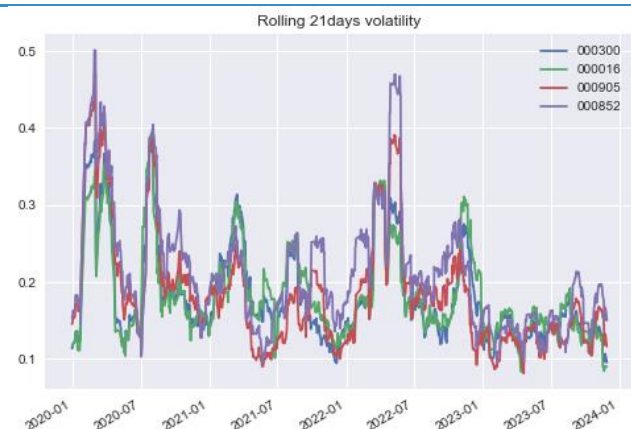
截至 11 月 28 日的行情观察, 沪深 300 股指和上证 50 股指在 11 月震荡回落, 中证 500 股指和中证 1000 股指在 11 月小幅收阳。具体分项分析, 沪深 300 股指累计收益率为-1.51%, 最大回撤-3.34%, 偏度 0.43, 超峰度-0.22; 上证 50 股指累计收益率为-1.67%, 最大回撤-3.528%, 偏度 0.1, 超峰度-1.07; 中证 500 股指累计收益率为 1.14%, 最大回撤-1.755%, 偏度 0.12, 超峰度-0.43; 中证 1000 股指累计收益率为 2.9%, 最大回撤-2.294%, 偏度 0.01, 超峰度-0.80。

四大股指实现波动率总体在 11 月回落, 股指实现波动率均低于 10 月末的水平。沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 9.57%, 上证 50 股指达到 9%, 中证 500 股指为 11.64%, 中证 1000 股指为 15.02%。四大股指夏普率 11 月冲高回落, 临近月末均高于月初水平。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。上证 50 股指和沪深 300 股指的滚动 21 天年化夏普率尚且位于负值区间。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 1.92 至-2.3, 上证 50 股指上升 2.9 至-2.39, 中证 500

股指上升 3.25 至 0.84，中证 1000 股指上升 2.78 至 1.8。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%，上证 50 为-0.9%，中证 500 股指为-1.25%，中证 1000 股指为-1.35%。根据一年期滚动 95% Expected shortfall (又称：条件 VaR) 分析，沪深 300 股指为-1.65%，上证 50 为-1.73%，中证 500 股指为-1.92%，中证 1000 股指为-2.1%。综合看，11 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



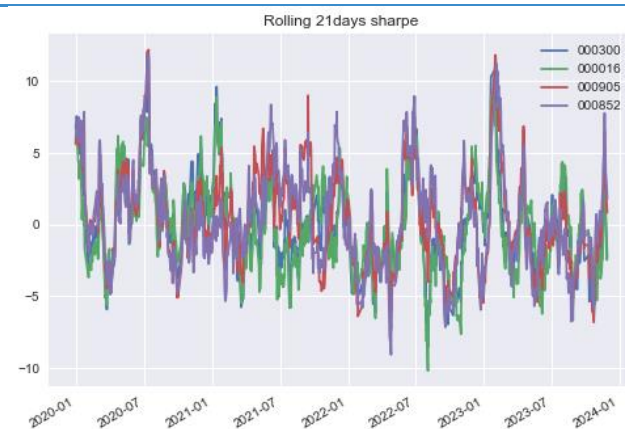
数据来源: Wind 新世纪期货

图 9: Hybrid VaR 单位: 点



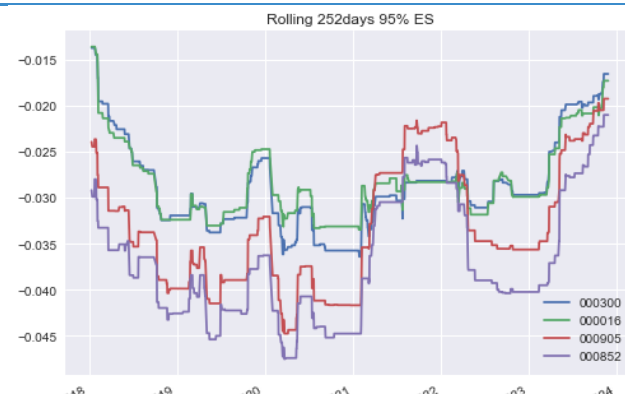
数据来源: Wind 新世纪期货

图 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



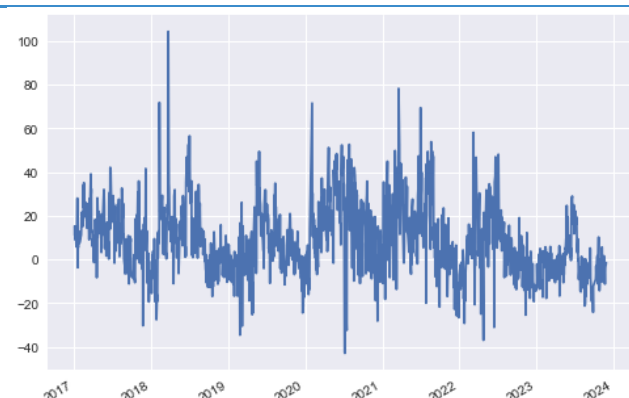
数据来源: Wind 新世纪期货

2、股指期货基差与价差分析

截至 11 月 28 日, IF、IH、IC 和 IM 主力合约基差上升。目前, IF 主力合约基差为- 1.48, IH 主力合约基差为-1.99, IC 主力合约基差为 32.5, IM 主力合约基差为 49.3。箱图中的红点表示最新基差数据, IC 和 IM 的股指期货基差偏高, 继续参与 IC 和 IM 的基差做多策略的性价比很低并面临亏损风险, 建议目前基差交易暂时观望。

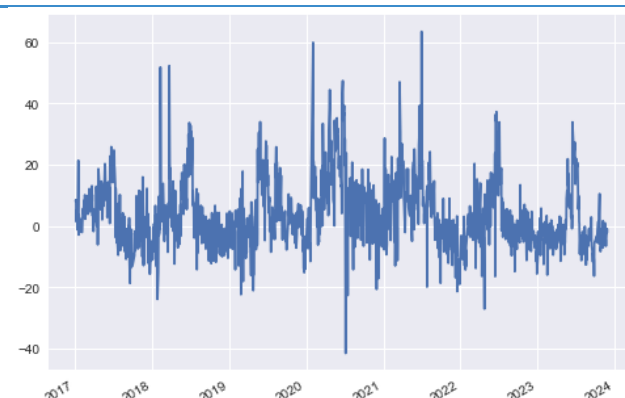
股指期货主力合约比价方面, IF/IH 最新录得 1.483, IF/IC 最新录得 0.63, IF/IM 最新录得 0.578, IH/IC 最新录得 0.43, IH/IM 最新录得 0.389, IC/IM 最新录得 0.912。六大比价中, IF/IH 在 11 月上行, 其余比价均出现下跌。从 252 天滚动比价分位数分析, IF/IH 上升至 33.7% 分位数, IF/IC 位于 7.93% 分位数, IH/IC 回落至 32.5% 分位数。目前, 建议 12 月可以介入 IF/IC 的多头交易, 建议在 0.63 附近多单入场。

图 13: IF 主力基差 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

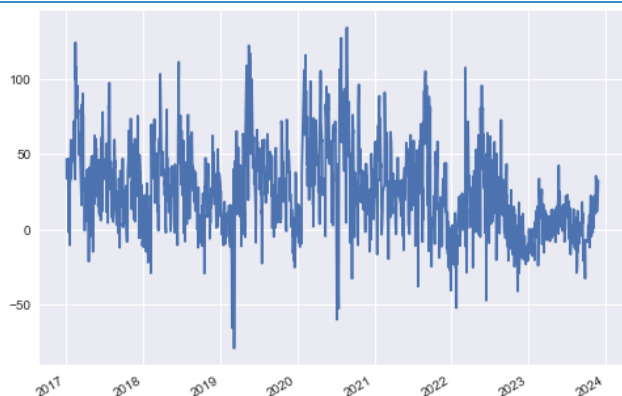
图 14: IH 主力基差 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IC 主力基差

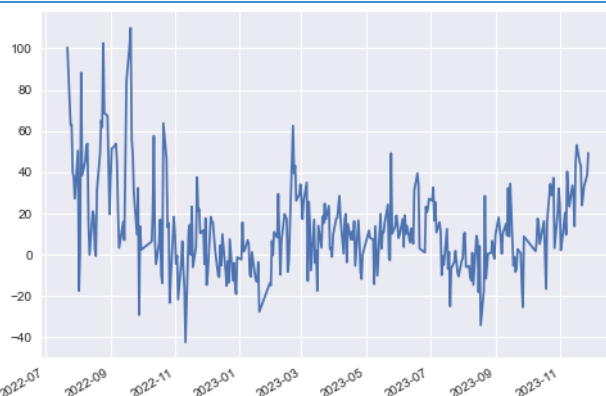
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 16: IM 主力基差

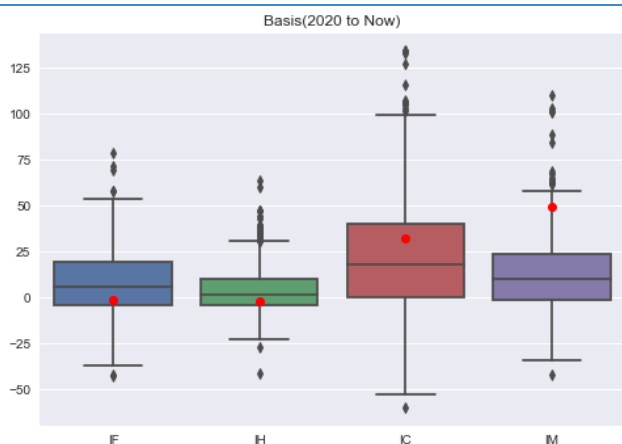
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: 股指基差箱图

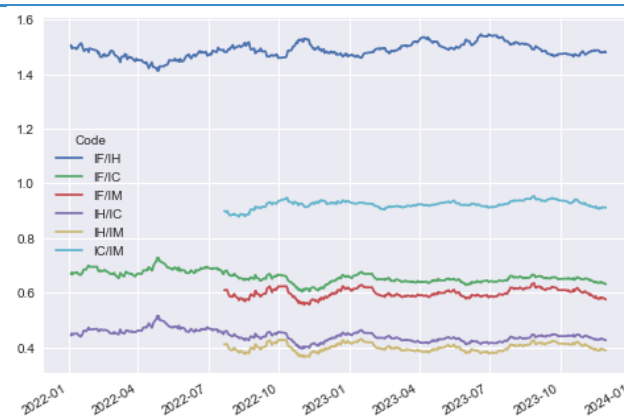
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 18: 股指期货主力合约比价

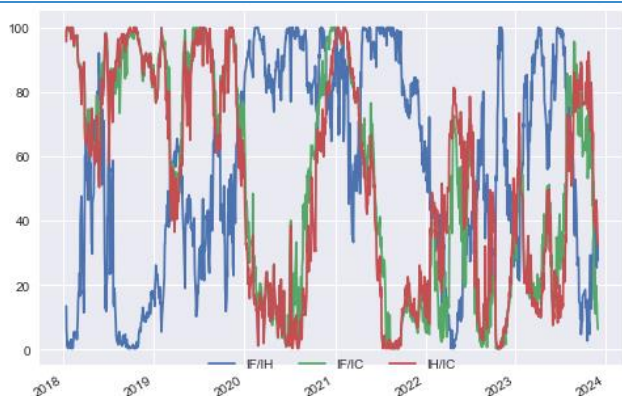
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 19: 252 天滚动比价分位数

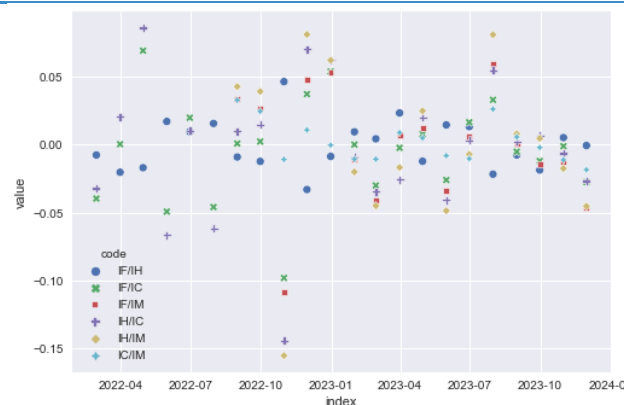
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 20: 比价月度收益率

单位: %



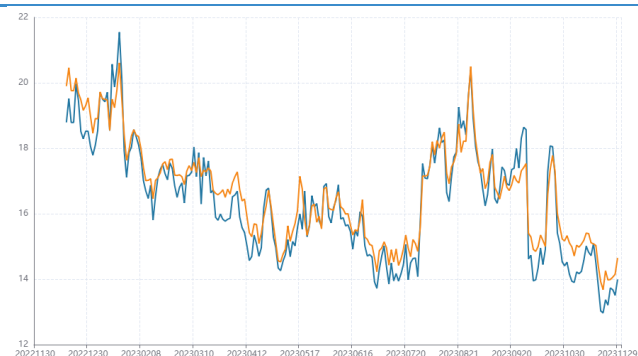
数据来源: Wind 新世纪期货

3、股指期权分析

截止 11 月 28 日, 根据 I0、H0 和 M0 平值隐含波动率显示, 三大股指期权平值隐含波动率均在 11 月冲高回落, 低于月初水平。当前, I0 和 H0 平值隐含波动率总体形成 Contango 结构, 前端的隐含波动率贴水, 而 M0 平值隐含波动率总体形成 Backwardation 结构, 前端升水。从认沽认购比角度分析, I0、H0 和 M0 均在 11 月震荡回落。根据期权成交结构分析, I0 成交结构显

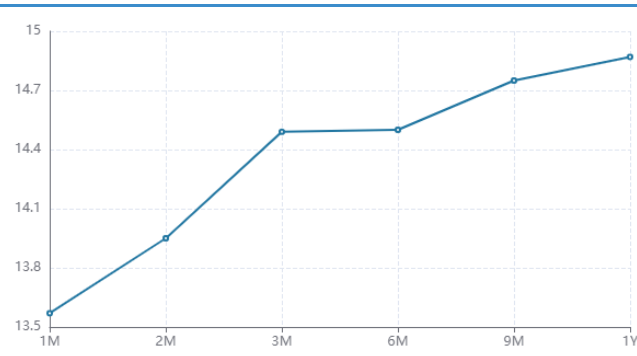
示沪深 300 股指的近期震荡区间较为稳定,下方可站稳于 3500 一线,上方阻力位至 3700 一线。MO 合约成交结构显示市场认为中证 1000 股指主要运行区间位于 5800 一线,上方阻力位于 6200 一线。H0 合约成交结构显示市场认为上证 50 股指近期下方可站稳于 2300 一线,上方阻力位仍位于 2450 一线,三大股指整体震荡区间较上月末相差较小。上期月报建议在 11 月继续持有 MO 的次近月看涨期权,目前可获利平仓。建议 12 月构建 H0 的次近月牛市价差,区间可设置为 2350 至 2425。

图 21: H0 期权隐含波动率 单位: %



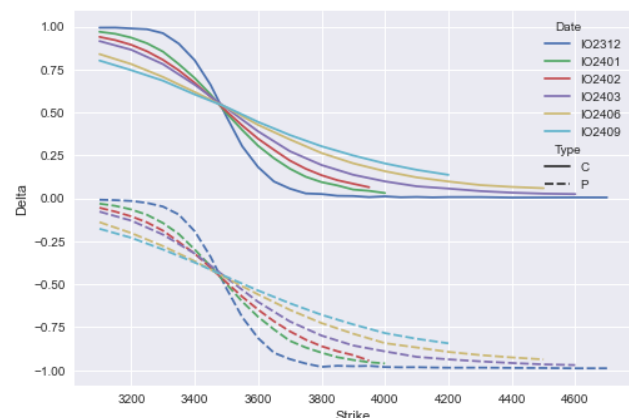
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: H0 隐含波动率期限结构 单位: %



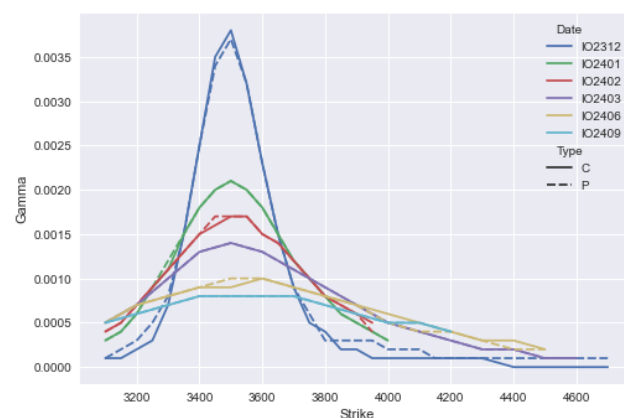
数据来源: Wind 新世纪期货

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

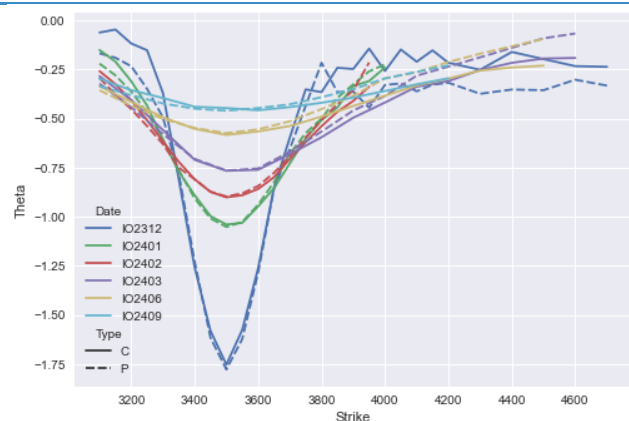
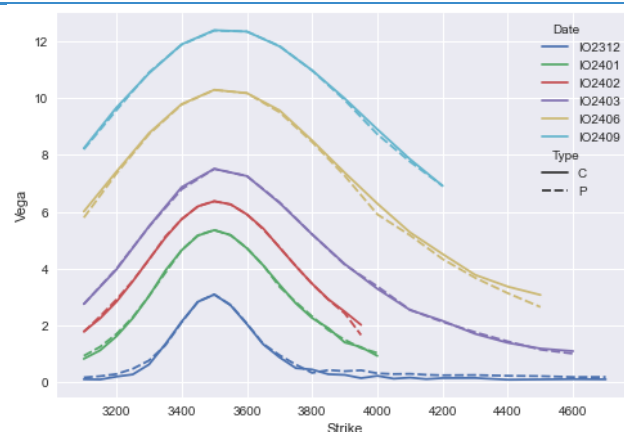


图 26: 沪深 300 股指期权 Vega



四、债券利率

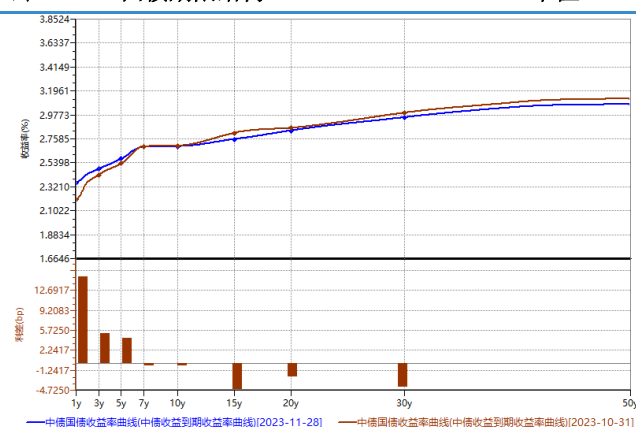
11月,美联储会议纪要显示,最近的货币政策会议上联储委员再次集体认为需要保持高利率一段时间,重申将谨慎行事,并没有流露结束加息周期的意愿。纪要暗示官员们可能在今年内都保持利率不变。美国10月CPI通胀数据弱于预期,劳动力市场同时有些软化。随着劳动力市场的进一步软化,我们认为这将促使美联储调整立场,甚至在通胀仍然高于目标的情况下最早明年第二季度开始适当地减息。

欧洲PMI数据喜忧参半,法国数据较弱,德国数据仍然处于收缩区域。欧洲央行会议纪要则显示,通胀已驶入下降通道,但目前仍颇具粘性,工资的涨幅增加了通胀长期位于高位的风险,欧洲央行发言人一致反对市场对2024年上半年降息的定价。如果经济增长保持稳定,第三季度将是开始降息的基本情况,最早可能在第二季度开始降息。目前市场的降息幅度与经济增长前景和利率水平相比似乎偏低,尤其是考虑到经济增长左尾风险的情景。

11月,中国国债收益率曲线短端上移,中长端下移,收益率曲线斜率走平。同时,资金利率小幅上行,其中SHIBOR3M利率反弹至2.48%附近,FR007上升至3.6%附近。银行间同业存单收益率在11月缓步上行,临近月末,1个月期的存单收益率快速上升。央行本月尚未降准,但我们仍然坚信在年底之前还有进一步宽松的可能。而且我们也认为,降准的实施将有助于缓解流动性的压力,改善信贷环境。后续,政府还在考虑提供额外的1万亿元人民币来支持社会住房和城市村庄改造项目提供充足的资金。进一步放松房地产政策,继续提供资金支持以确保停滞的房地产项目的完工和交付,为开发商提供流动性支持以防止违约风险传染。为中小企业、高端制造业等领域提供有针对性的支持,同时保持宽松的流动性条件。我们认为后市环境改善,政策依然趋于适度宽松,市场流动性趋于乐观。12月,预计国债收益率更倾向于先抑后扬,中债10-1年期国债期限利差反弹,建议12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

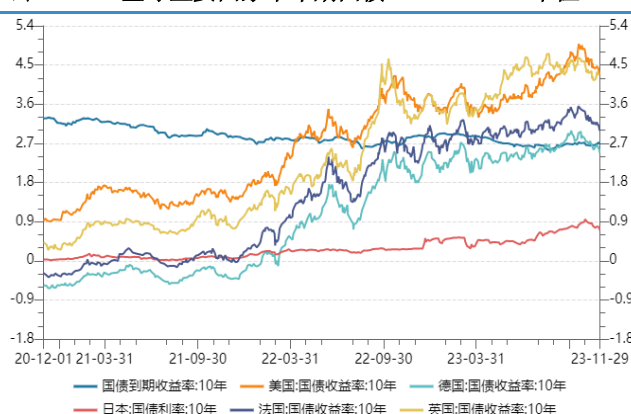
单位: %



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

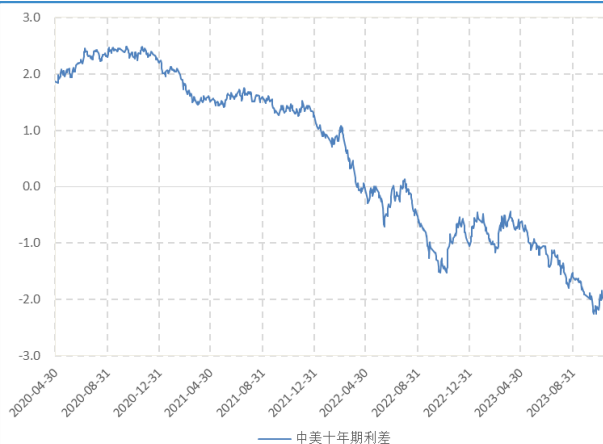
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 30: 中美十年期国债利差

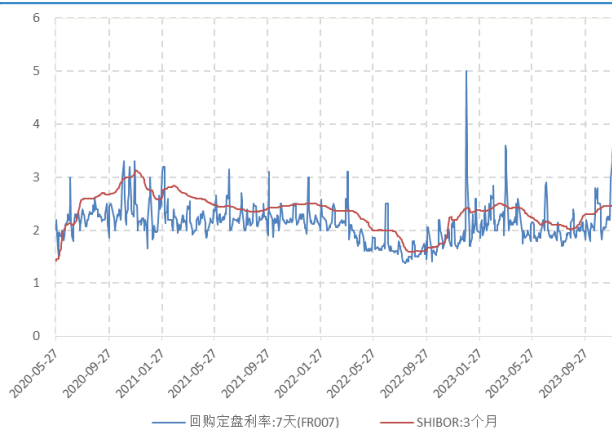
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 31: FR003 与 SHIBOR3M 走势

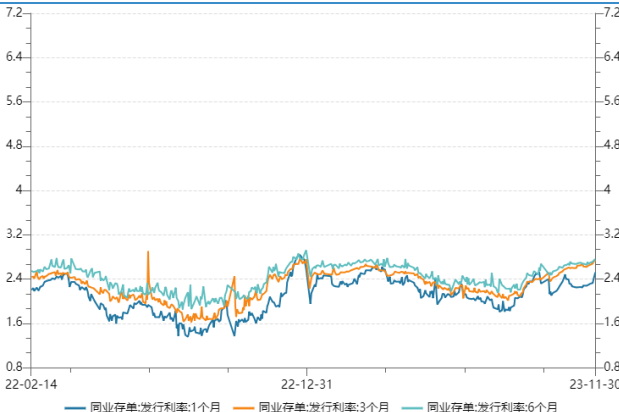
单位: %



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

11 月, 国内公布的 10 月经济数据喜忧参半, 表明消费需求可能相对具有较强的韧性, 但投资需求仍然相当疲软, 国内需求指标仍在适度恢复。月内, 中小盘股指表现超越大盘股指, 四大股指滚动 21 天年化波动率下行, 夏普率总体出现改善, 风险量化指标整体转好。建议继续持有 IC 和 IM 多头。期权隐含波动率冲高回落, 多数隐含波动率曲线形成 Contango 结构, 前端隐含波动率贴水。建议在 12 月构建 HO 的次近月牛市价差, 区间可设置为 2350 至 2425。比价方面, 12 月建议介入 IF/IC 的反弹交易。债券方面, 预期中债 10-1 年期国债期限利差反弹, 12 月可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>