

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>

2024 年金融市场展望--

政策协同加力，股债回暖上扬

观点摘要：

股指期货：

国内公布的 11 月经济数据喜忧参半，政治局和中央经济工作会议明确指出为了应对当前的经济形势，积极的财政政策立场需要得到适当的强化。12 月大盘股指表现超越中小盘股指，四大股指滚动 21 天年化波动率分化，夏普率总体回落，风险 VaR 值指标自中旬整体转好。我们建议 2024 年一季度建议介入 IH 和 IO 的多头交易。基差方面，可以介入 IC 基差收敛策略，第一目标位 17。比价方面，建议 2024 年一季度可以介入 IF/IH 和 IF/IC 的多头交易。

股指期权：

三大股指期权平值隐含波动率均在 12 月冲高，高于于月初水平。IO 和 MO 平值隐含波动率总体形成 Backwardation 结构，前端的隐含波动率贴水，而 HO 平值隐含波动率总体形成 Contango 结构，前端升水。从认沽认购比角度分析，IO 和 MO 均在 12 月震荡回落，HO 在 12 月小幅反弹。建议在 2024 年初持有 HO 的次近月看涨期权，稳健投资者也可以构建 HO 的次近月牛市价差，区间可设置为 2300 至 2400。

国债期货：

12 月，中国国债收益率曲线整体下移，收益率曲线斜率陡峭化。国债 10 年期和 1 年期利差上行，2023 年四大期限国债期货主力合约年线收阳。2024 年一季度还有进一步宽松的可能，预计国债收益率更倾向于低位盘整，收益率曲线继续陡峭化，中债 10-1 年期国债期限利差反弹。建议保持盈利的国债期货中短端期限利差的反弹交易，建议继续持有收益率曲线陡峭化策略。

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

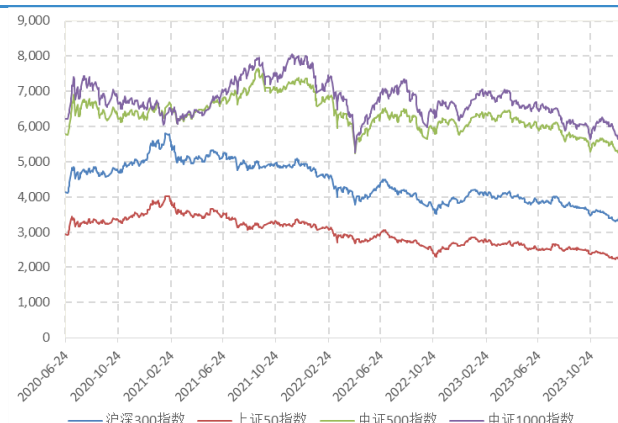
期待政策加力，股债先抑后扬
2023-12
基本面企稳，政策宽松助力股指上
攻
2023-11
经济数据反弹，助力股指多头回暖
2023-10
政策托底，股指多头御风而扬
2023-09

一、行情回顾

2023 年，新冠疫情阴云逐步散去，中国疫情新政之后携手世界各国共同推动全球经济复苏。中国政府在坚持稳中求进的工作总基调下，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，以支持经济增长和就业，旨在促进内需，特别是消费需求的增长，以减轻对出口的依赖。中国加快了产业结构的优化升级，推动了高技术产业和现代服务业的发展。这体现在对新能源汽车、人工智能、芯片研发等前沿技术的投资和支持上，努力实现高质量发展。同时积极应对美联储和欧洲央行的连续加息、中外国债利差走阔等外部各种风险挑战，保持经济持续健康发展。

国内公布的 11 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。大盘股指表现超越中小盘股指，四大股指滚动 21 天年化波动率分化，夏普率总体出现回落，中旬开始风险量化指标整体转好。12 月，中国国债收益率曲线整体下移，收益率曲线斜率陡峭化。国债 10 年期和 1 年期利差上行，银行间资金利率上行，2023 年四大期限国债期货主力合约年线收阳。

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

11 月份，全国居民消费价格同比下降 0.5%。其中，城市下降 0.4%，农村下降 0.8%；食品价格下降 4.2%，非食品价格上涨 0.4%；消费品价格下降 1.4%，服务价格上涨 1.0%。1-11 月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨 0.3%。11 月份，全国居民消费价格环比下降 0.5%。其中，城市下降 0.5%，农村下降 0.4%；食品价格下降 0.9%，非食品价格下降 0.4%；消费品价格下降 0.5%，服务价格下降 0.4%。11 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 3.0%，环比下降 0.3%；工业生产者购进价格同比下降 4.0%，环比下降 0.3%。1-11 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%。工业生产者出厂价格中，生产资料价格下降 3.4%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 2.61 个百分点。其中，采掘工业价格下降 7.3%，原材料工业价格下降 3.2%，加工工业价格下降 3.1%。生活资料价格下降 1.2%，影响工业

生产者出厂价格总水平下降约 0.35 个百分点。其中，食品价格下降 1.7%，衣着价格上涨 0.1%，一般日用品价格上涨 0.2%，耐用消费品价格下降 2.2%。CPI 继续位于收缩区间，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。

11 月末，广义货币（M2）余额 291.2 万亿元，同比增长 10%，增速分别比上月末和上年同期低 0.3 个和 2.4 个百分点。狭义货币（M1）余额 67.59 万亿元，同比增长 1.3%，增速分别比上月末和上年同期低 0.6 个和 3.3 个百分点。流通中货币（M0）余额 11.02 万亿元，同比增长 10.4%。当月净投放现金 1660 亿元。11 月末，本外币贷款余额 241.17 万亿元，同比增长 10.2%。人民币贷款余额 236.42 万亿元，同比增长 10.8%，增速分别比上月末和上年同期低 0.1 个和 0.2 个百分点。11 月末，本外币存款余额 289.81 万亿元，同比增长 9.8%。人民币存款余额 284.18 万亿元，同比增长 10.2%，增速分别比上月末和上年同期低 0.3 个和 1.3 个百分点。11 月末社会融资规模存量为 376.39 万亿元，同比增长 9.4%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 234.37 万亿元，同比增长 10.7%。11 月份社会融资规模增量为 2.45 万亿元，比上年同期多 4556 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.11 万亿元，同比少增 447 亿元。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。

11 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 93.42。1-11 月份，全国房地产开发投资 104045 亿元，同比下降 9.4%（按可比口径计算）；其中，住宅投资 78852 亿元，下降 9.0%。1-11 月份，房地产开发企业房屋施工面积 831345 万平方米，同比下降 7.2%。其中，住宅施工面积 585309 万平方米，下降 7.6%。1-11 月份，商品房销售面积 100509 万平方米，同比下降 8.0%，其中住宅销售面积下降 7.3%。商品房销售额 105318 亿元，下降 5.2%，其中住宅销售额下降 4.3%。11 月末，商品房待售面积 65385 万平方米，同比增长 18.0%。其中，住宅待售面积增长 20.4%。1-11 月份，房地产开发企业到位资金 117044 亿元，同比下降 13.4%。房地产行业在国家政策支持下，景气度出现企稳反弹。

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

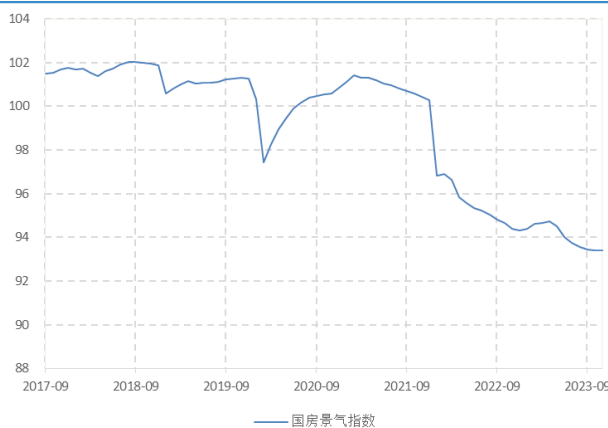
单位: %



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

三、股票指数

1、股指分析

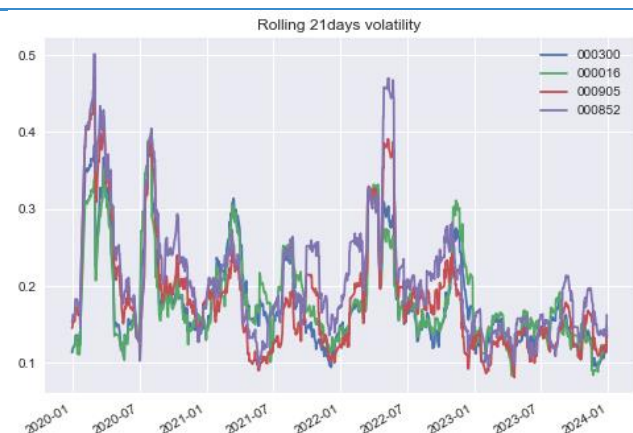
截至 12 月 27 日的行情观察,四大股指期货在 12 月震荡收跌,大盘股指跌幅较小,中小盘股指走弱跌幅较大。具体分项分析,沪深 300 股指累计收益率为-4.57%,最大回撤-5.728%,偏度-0.71,超峰度 0.09;上证 50 股指累计收益率为-4.2%,最大回撤-5.479%,偏度-0.89,超峰度 0.41;中证 500 股指累计收益率为-4.68%,最大回撤-5.598%,偏度-0.25,超峰度-0.66;中证 1000 股指累计收益率为-6.32%,最大回撤-7.885%,偏度-0.22,超峰度-1.02。

四大股指实现波动率总体在 12 月分化,沪深 300 股指和上证 50 股指实现波动率高于 10 月末的水平,而中证 500 股指和中证 1000 股指实现波动率则出现回落。沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 11.53%,上证 50 股指达到 12.22%,中证 500 股指为 11.77%,中证 1000 股指为 14.27%。四大股指夏普率 12 月震荡回落,均位于负值区间。其中,沪深 300 股指和上证 50 股指夏普率临近月末出现反弹,大盘股指年化的夏普率微幅强于中小盘股指。分项上看,沪深

300 股指滚动 21 天年化夏普率下降 2.98 至-5.53，上证 50 股指下行 1.42 至-4.43，中证 500 股指回落 6.38 至-5.73，中证 1000 股指回落 7.96 至-6.35。根据上述量化参数分析，当前沪深 300 股指和上证 50 股指出现相对比较优势。

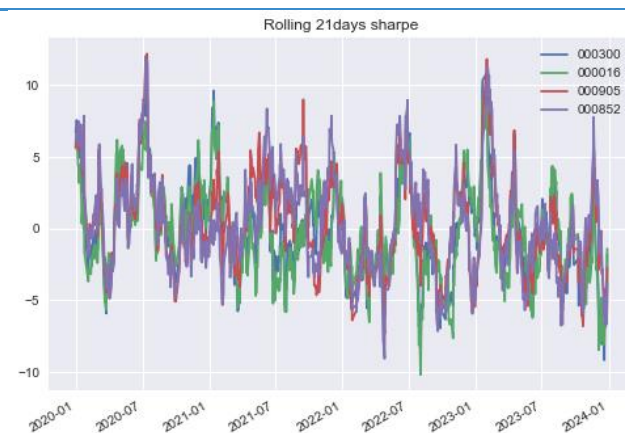
风险方面，混合法 VaR (Hybrid approach VaR, $\lambda=0.94$, confidence_level@95%) 分析，沪深 300 股指为-1.75%，上证 50 为-1.96%，中证 500 股指为-1.33%，中证 1000 股指为-1.79%。根据一年期滚动 95% Expected shortfall (又称：条件 VaR) 分析，沪深 300 股指为-1.71%，上证 50 为-1.8%，中证 500 股指为-1.95%，中证 1000 股指为-2.11%。综合看，12 月中旬开始股指风险 VaR 值指标总体转好，年度风险指标较有缓和。

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 8： 21 天滚动年化夏普率 单位：点



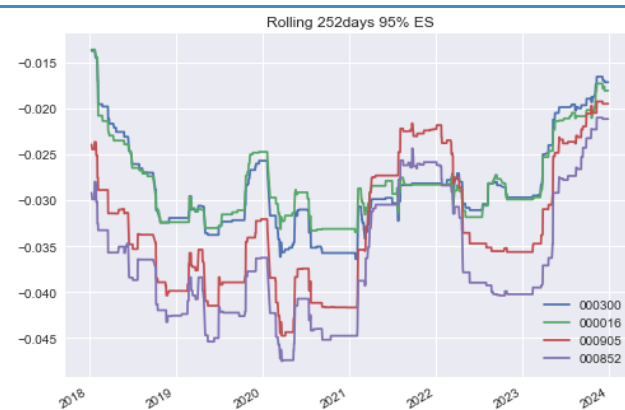
数据来源：Wind 新世纪期货

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



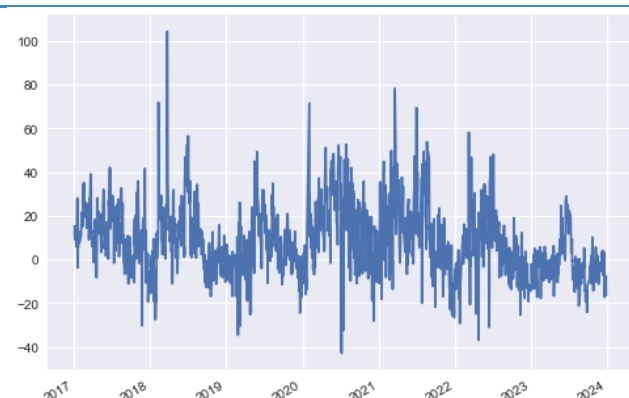
数据来源: Wind 新世纪期货

2、股指期货基差与价差分析

截至 12 月 27 日, IF、IH、IC 和 IM 主力合约基差下行。目前, IF 主力合约基差为-7.44, IH 主力合约基差为-6.65, IC 主力合约基差为-1.46, IM 主力合约基差为 21.16。箱图中的红点表示最新基差数据, IM 的股指基差偏高位, IC 基差做多策略出现入场机会。建议目前当 IC 基差低于-5 时可入场做多, 第一目标位 17。

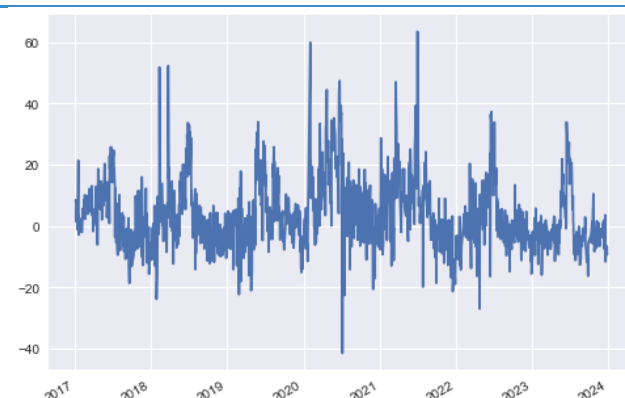
股指期货主力合约比价方面, IF/IH 最新录得 1.47, IF/IC 最新录得 0.63, IF/IM 最新录得 0.59, IH/IC 最新录得 0.43, IH/IM 最新录得 0.4, IC/IM 最新录得 0.93。六大比价中, IF/IH 在 12 月下行, 其余比价均出现上涨。从 252 天滚动比价分位数分析, IF/IH 回落至 11.9%分位数, IF/IC 位于 9.12%分位数, IH/IC 上升至 42.5%分位数。目前, 建议 2024 年一季度可以介入 IF/IH 和 IF/IC 的多头交易, 建议在目前的 1.47 和 0.63 附近即可多单入场。

图 13: IF 主力基差 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

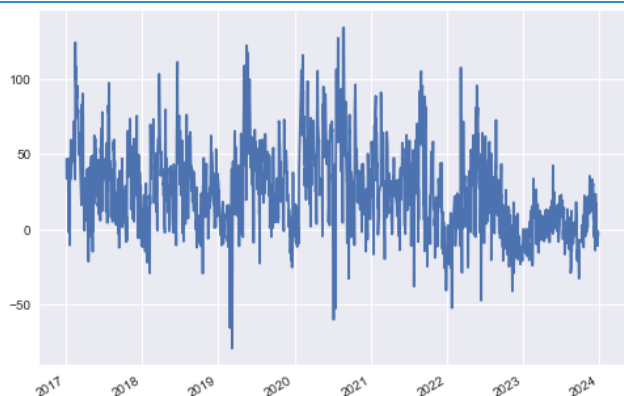
图 14: IH 主力基差 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IC 主力基差

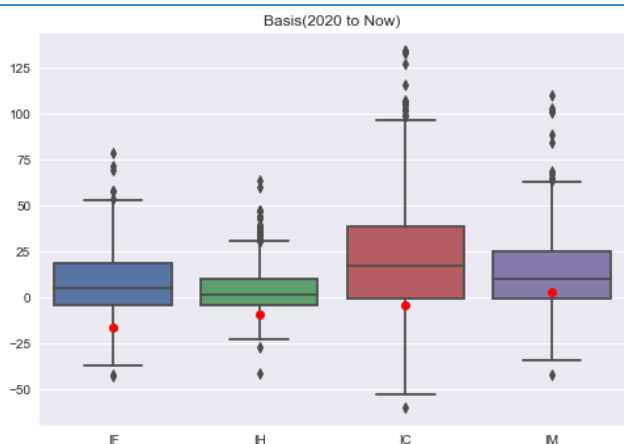
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: 股指基差箱图

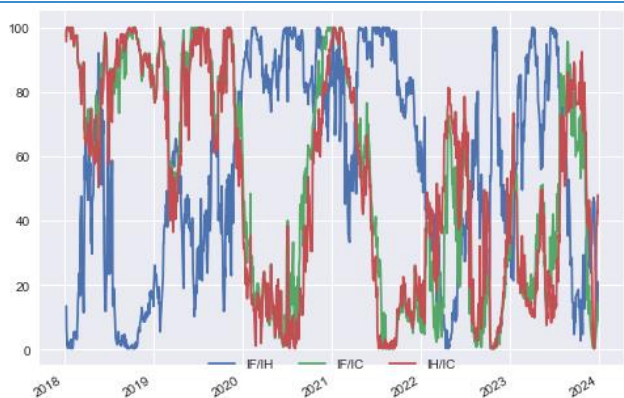
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 19: 252 天滚动比价分位数

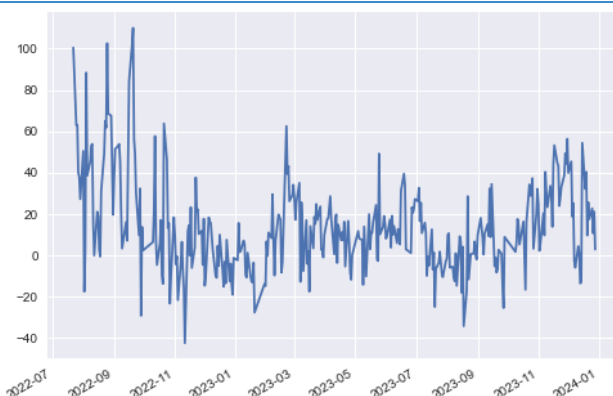
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 16: IM 主力基差

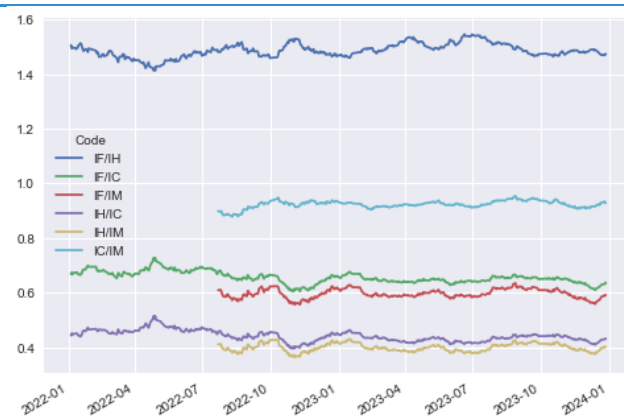
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 18: 股指期货主力合约比价

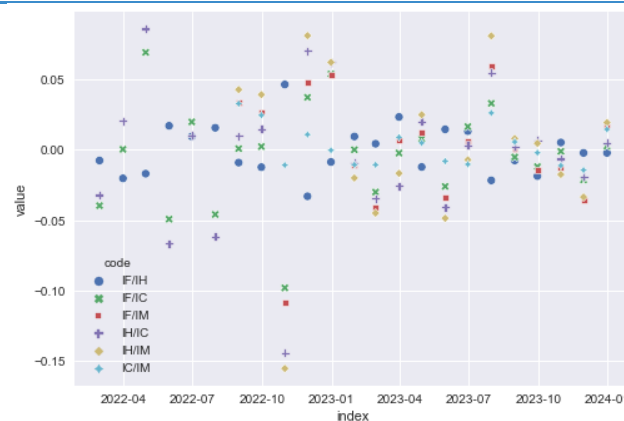
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 20: 比价月度收益率

单位: %



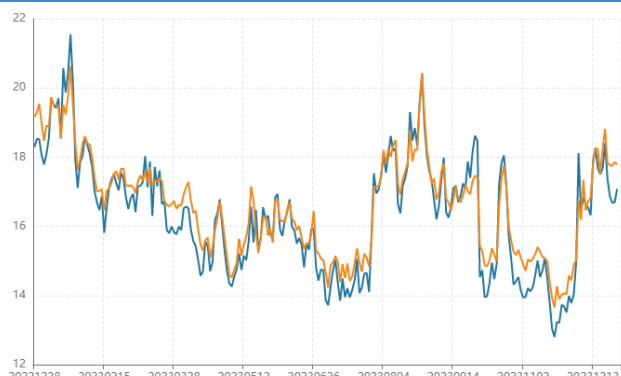
数据来源: Wind 新世纪期货

3、股指期权分析

截止 12 月 28 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 12 月冲高, 高于 11 月底水平。当前, 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 IO 和 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 和 MO 均在 12 月震荡回落, HO 在 12 月小幅反弹。根据期权成交结构

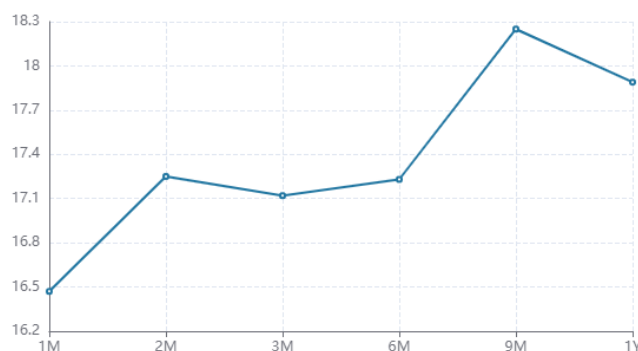
分析，IO 成交结构显示沪深 300 股指的近期震荡区间较为稳定，下方可站稳于 3350 一线，上方阻力位至 3500 一线。M0 合约成交结构显示市场认为中证 1000 股指主要运行区间位于 5600 一线，上方阻力位于 6000 一线。H0 合约成交结构显示市场认为上证 50 股指近期下方可站稳于 2300 一线，上方阻力位仍位于 2400 一线，三大股指整体震荡区间较上月相对下移。建议在 2024 年初持有 H0 的次近月看涨期权，稳健投资者也可以构建 H0 的次近月牛市价差，区间可设置为 2300 至 2400。

图 21: H0 期权隐含波动率 单位: %



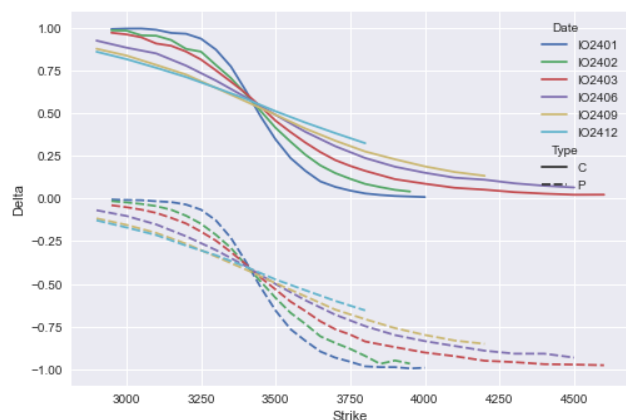
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: H0 隐含波动率期限结构 单位: %



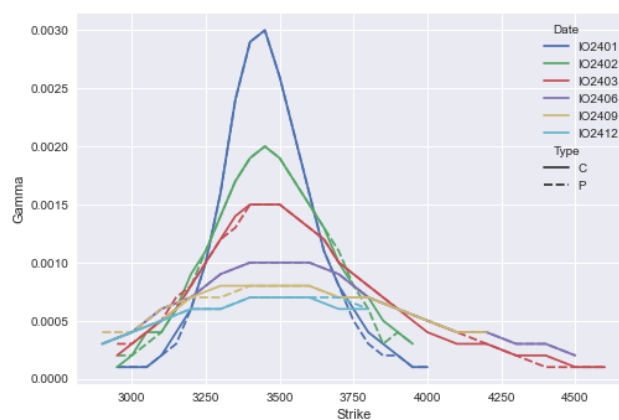
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 沪深 300 股指期权 Delta



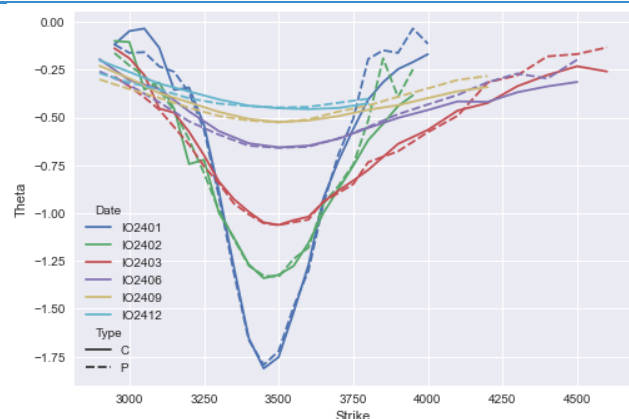
数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 沪深 300 股指期权 Gamma



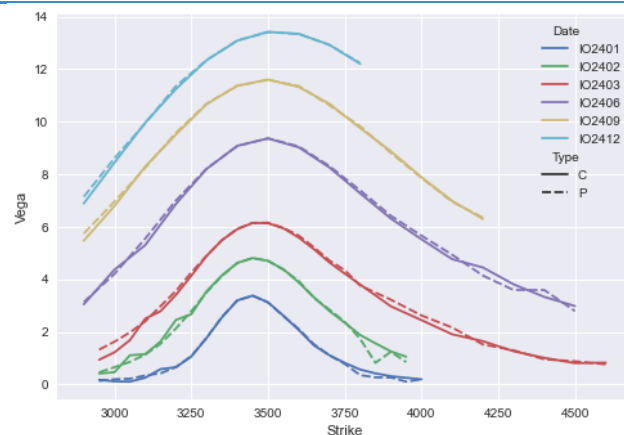
数据来源: Wind 新世纪期货

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

12 月货币政策会议上, 美联储决定维持联邦基金利率的目标区间在 5.25%至 5.5%的水平。会议后的声明中承认经济增长速度已经从第三季度的强劲表现有所放缓, 承认虽然过去一年通胀压力有所减轻, 但总体上通胀水平仍处于较高水平。在经济预测 (SEP) 中, 中值点预测显示, 2024 年将进行 75bps 的降息, 这一降幅超过了 9 月预测的 50bps。此次会议释放出一个重要信号, 即当前周期内的加息步伐可能已经结束。市场更进一步预计明年的降息幅度将扩大至 140bps, 同时预期首次降息时点也前移至 2024 年 3 月。

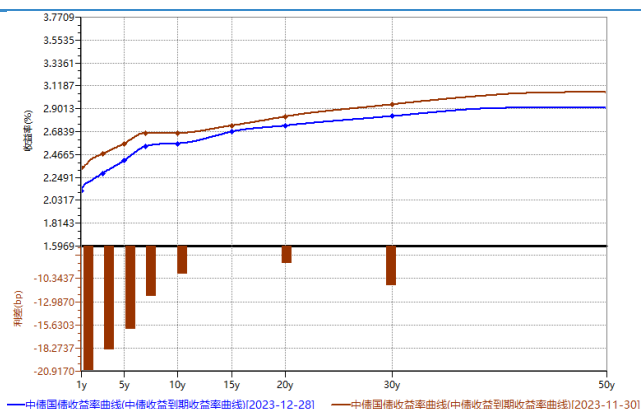
欧元区通货膨胀的降温速度远远超出市场预期, 我们预测下次的核心通货膨胀数据将会再次出现显著下滑。同时, 欧洲央行似乎更倾向于保守行事, 不愿意过早地放松其货币政策。但是, 市场对于欧洲央行即将降息的预期保持乐观态度。英国的核心和服务业通胀数据均出现了意外的下滑, 市场对于英国央行即将降息的预期变得更加坚定。我们认为欧洲央行和英国央行已经到达了利率周期的顶峰, 最早欧洲央行在 2024 年二季度和英国央行在 2024 年三季度可能会出现降息。面对可能出现的经济放缓, 欧洲央行和英国央行将采取协调一致的行动及时调整货币政策。

12 月举行的中共中央政治局会议和中央经济工作会议都明确指出了为了应对当前的经济形势, 积极的财政政策立场需要得到适当的强化。在货币政策方面, 虽然表述并未发生显著变化, 但稳健的货币政策仍为关键, 需保持其灵活性、适当性、精确性和有效性。我们预计, 为了应对经济增长放缓和通货膨胀率低位运行的现状, 货币政策工具将在 2024 年中期前继续调整, 包括可能进一步降低中期贷款便利政策利率以及存款准备金率, 以支持实体经济的复苏和房地产市场的稳定。我们预见在此背景下, GDP 增长率将不低于 4.8%。

12 月, 中国国债收益率曲线整体下移, 收益率曲线斜率走陡。同时, 资金利率小幅上行,

其中 SHIBOR3M 利率反弹至 2.56%附近，FR007 上升至 3.2%附近。银行间同业存单收益率在 12 月缓步上行，临近 2023 年末，1 个月期的存单收益率出现回落。央行本月尚未降准，但我们仍然坚信在 2024 年一季度还有进一步宽松的可能。2024 年初预计国债收益率更倾向于低位盘整，中债 10-1 年期国债期限利差反弹。上月建议介入国债期货中短端期限利差的反弹交易保持盈利，建议继续持有收益率曲线陡峭化策略。

图 27: 国债期限结构 单位: %



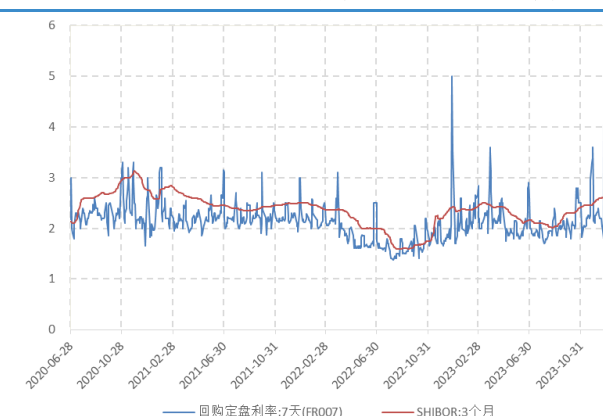
数据来源: Wind 新世纪期货

图 29: 10-1 年期国债期限利差 单位: %



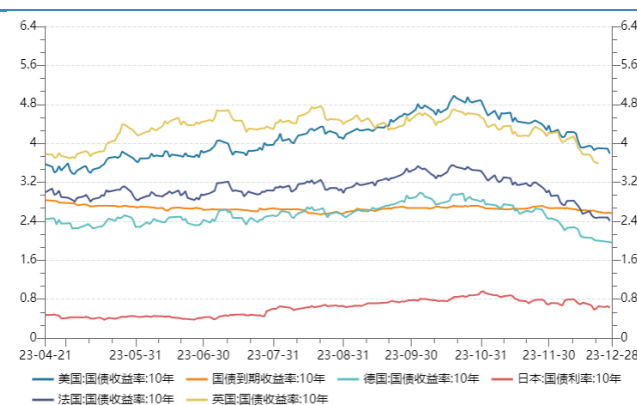
数据来源: Wind 新世纪期货

图 31: FR003 与 SHIBOR3M 走势 单位: %



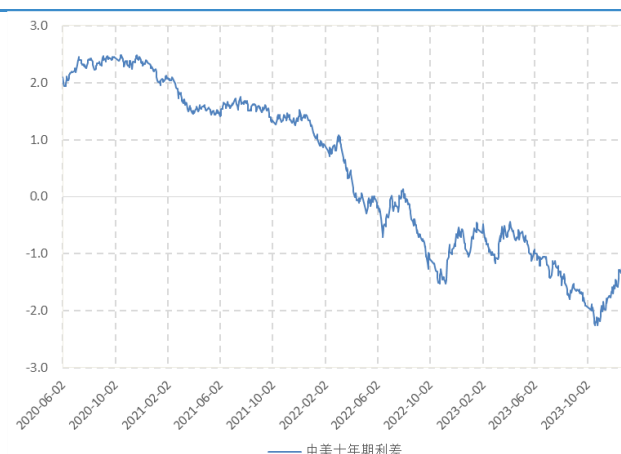
数据来源: Wind 新世纪期货

图 28: 全球主要国家十年期国债 单位: %



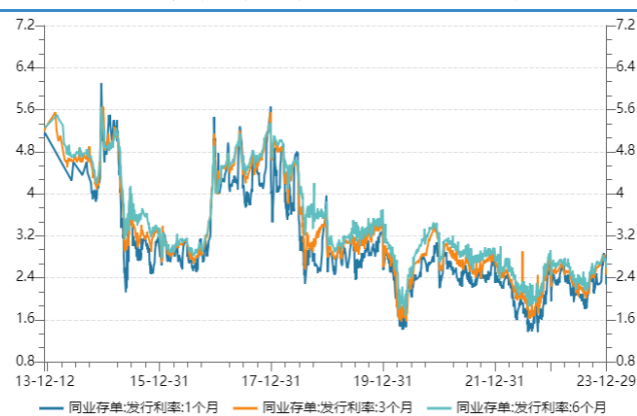
数据来源: Wind 新世纪期货

图 30: 中美十年期国债利差 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 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

今年以来，政策推动高科技制造业投资的持续增长，汽车、专用机械和电气机械的制造业投资在今年保持了两位数的增长。通过有针对性的政策，如结构性减税和降费，支持科学和技术创新和制造业发展。使得我们对于明年制造业的表现充满期待，加之除中国以外的主要发达国家央行开始更快进入降息周期，会提振外部需求，边际上支持中国的出口和增长。面对中国 2024 年的国内社会消费前景，我们担忧房地产竣工的下降和居民资产负债表扩张放缓，需要政府采取务实的政策措施来稳定房地产市场，帮助稳定居民部门的消费能力和消费预期，增加消费占 GDP 的比重，协助冲击 2024 年接近 5% 的增长目标。建议 2024 年一季度建议介入 IH 和 IO 的多头交易。期权隐含波动率冲高，H0 隐含波动率曲线形成 Contango 结构，前端隐含波动率贴水。建议在 2024 年初持有 H0 的次近月看涨期权，稳健投资者也可以构建 H0 的次近月牛市价差，区间可设置为 2300 至 2400。基差方面，可以介入 IC 基差收敛策略，第一目标位 17。比价方面，建议 2024 年一季度可以介入 IF/IH 和 IF/IC 的多头交易，建议在目前的 1.47 和 0.63 附近即可多单入场。债券方面，2024 年一季度预期收益率曲线陡峭化策略仍然有效，继续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>

