

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 2 月金融市场展望一

货币政策宽松，做多期限利差

观点摘要：

股指期货：

国内公布的 12 月经济数据总体好转，CPI 和 PPI 同比回落缩窄，社融同比上升，进出口金额同比数据好转，贸易顺差上升，但房地产景气指数回落，地产行业需政策呵护。1 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，夏普率总体出现回落，中小盘股指风险 VaR 值转弱。我们建议 2024 年 2 月持有 IH 和 IO 的多头交易。基差方面，建议 IM 的基差做多策略可以止盈平仓。比价方面，建议稳健投资者可以将 IF/IC 的多头仓位获利减持。

股指期货期权：

三大股指期货期权平值隐含波动率均在 1 月冲高，股指期货期权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，MO 在 1 月震荡回落，IO 和 HO 在 1 月出现反弹，同样显示大盘股指的看涨情绪强于中小盘股指，建议持有 HO 或者 IO 的次近月牛市价差，并且同步构建 MO 的次近月熊市价差。

国债期货：

1 月，中国国债收益率曲线整体下移，中债 10-1 年期限利差走阔 12 个基点。同时，SHIBOR3M 利率小幅回落至 2.39% 附近，FR007 上升至 2.35% 附近。人民银行超预期削减存款准备金率 50 个基点，有望一季度内实施中期借贷便利和贷款市场报价利率的下调。我们预计最近的货币宽松政策可能会导致利率曲线变得更加陡峭，建议可以持有国债期货多头，并持有利率曲线陡峭化策略，看好中债 10-1 年期国债期限利差继续反弹。

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

政策协同加力，股债回暖上扬

2024-01

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

一、行情回顾

国内公布的12月经济数据总体好转，CPI和PPI同比回落缩窄，社融同比上升，进出口金额同比数据好转，贸易顺差上升，但房地产景气指数回落，地产行业需政策呵护。1月，政府实施了一系列强有力的政策举措，旨在稳定市场情绪和提振经济增长预期。人民银行出乎市场预料地宣布了超出预期规模的存款准备金率削减措施，达到了50个基点。这一政策行动显著提振市场情绪，并增强投资者对经济前景的乐观情绪。1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，夏普率总体出现回落，中小盘股指风险量化指标转弱。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，四大期限国债期货主力合约月线收阳。

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

2023年12月份，全国居民消费价格同比下降0.3%。其中，城市下降0.3%，农村下降0.5%；食品价格下降3.7%，非食品价格上涨0.5%；消费品价格下降1.1%，服务价格上涨1.0%。12月份，全国居民消费价格环比上涨0.1%。其中，城市上涨0.1%，农村上涨0.1%；食品价格上涨0.9%，非食品价格下降0.1%；消费品价格上涨0.1%，服务价格上涨0.1%。2023年全年，全国居民消费价格比上年上涨0.2%。12月份，全国工业生产者出厂价格同比下降2.7%，环比下降0.3%；工业生产者购进价格同比下降3.8%，环比下降0.2%。2023年全年，工业生产者出厂价格比上年下降3.0%，工业生产者购进价格下降3.6%。从同比看，PPI下降2.7%，降幅比上月收窄0.3个百分点。其中，生产资料价格下降3.3%，降幅收窄0.1个百分点；生活资料价格下降1.2%，降幅与上月相同。

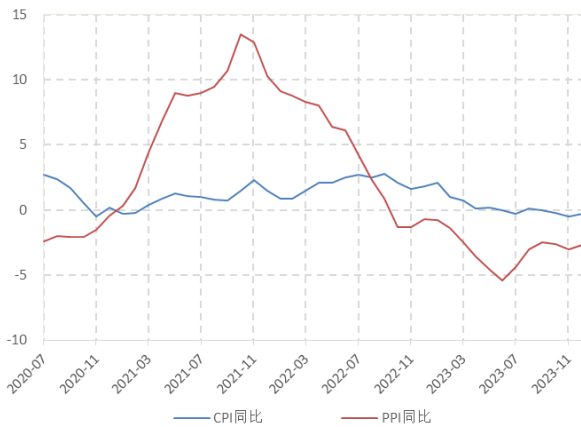
12月末，广义货币(M2)余额292.27万亿元，同比增长9.7%。狭义货币(M1)余额68.05万亿元，同比增长1.3%。流通中货币(M0)余额11.34万亿元，同比增长8.3%。全年净投放现金

8815 亿元。12 月末，本外币贷款余额 242.24 万亿元，同比增长 10.1%。人民币贷款余额 237.59 万亿元，同比增长 10.6%。全年人民币贷款增加 22.75 万亿元，同比多增 1.31 万亿元。12 月末，本外币存款余额 289.91 万亿元，同比增长 9.6%。人民币存款余额 284.26 万亿元，同比增长 10%。全年人民币存款增加 25.74 万亿元，同比少增 5101 亿元。12 月末，社会融资规模存量 378.09 万亿元，同比增长 9.5%，增速比上月高 0.1 个百分点。12 月增量为 1.94 万亿元，比上年同期多 6169 亿元。2023 年全年社会融资规模增量累计为 35.59 万亿元，比上年多 3.41 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 22.22 万亿元，同比多增 1.18 万亿元。从信贷投放看，12 月末，人民币各项贷款余额 237.59 万亿元，同比增长 10.6%。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。

1 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.2%，比上月上升 0.2 个百分点，制造业景气水平有所回升。从企业规模看，大型企业 PMI 为 50.4%，比上月上升 0.4 个百分点，高于临界点；中型企业 PMI 为 48.9%，比上月上升 0.2 个百分点，低于临界点；小型企业 PMI 为 47.2%，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。1 月份，非制造业商务活动指数为 50.7%，比上月上升 0.3 个百分点，高于临界点，表明非制造业延续平稳扩张走势。1 月份，综合 PMI 产出指数为 50.9%，比上月上升 0.6 个百分点，继续高于临界点，表明我国企业生产经营活动总体持续扩张。

2023 年 12 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 93.36。2023 年，全国房地产开发投资 110913 亿元，比上年下降 9.6%（按可比口径计算，详见附注 6）；其中，住宅投资 83820 亿元，下降 9.3%。2023 年，房地产开发企业房屋施工面积 838364 万平方米，比上年下降 7.2%。其中，住宅施工面积 589884 万平方米，下降 7.7%。房屋新开工面积 95376 万平方米，下降 20.4%。其中，住宅新开工面积 69286 万平方米，下降 20.9%。房屋竣工面积 99831 万平方米，增长 17.0%。其中，住宅竣工面积 72433 万平方米，增长 17.2%。2023 年，商品房销售面积 111735 万平方米，比上年下降 8.5%，其中住宅销售面积下降 8.2%。商品房销售额 116622 亿元，下降 6.5%，其中住宅销售额下降 6.0%。房地产行业后续仍需国家政策支持。

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

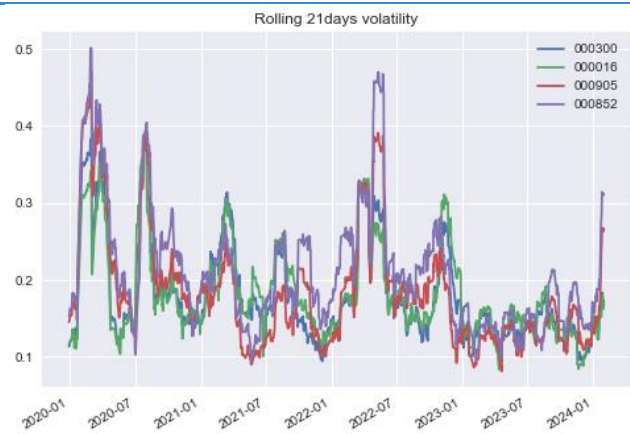
1、股指分析

截至 1 月 29 日的行情观察,四大股指期货在 1 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-3.7%,最大回撤-6.25%,偏度 0.23,超峰度-0.35;上证 50 股指累计收益率为-0.93%,最大回撤-5.5%,偏度 0.36,超峰度 0.48;中证 500 股指累计收益率为-9.23%,最大回撤-12.12%,偏度-0.48,超峰度 0.92;中证 1000 股指累计收益率为-12.84%,最大回撤-15.31%,偏度-0.51,超峰度 1.34。四大股指实现波动率在 1 月显著分化,沪深 300 股指和上证 50 股指实现波动率微幅高于 12 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大幅增长。沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 16.5%,上证 50 股指达到 16.25%,中证 500 股指为 26.32%,中证 1000 股指为 31.05%。四大股指夏普率 1 仍然均位于负值区间。其中,上证 50 股指夏普率出现反弹,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 0.83 至-2.39,

上证 50 股指上升 0.95 至-0.423，中证 500 股指回落 2.23 至-4.03，中证 1000 股指回落 2.51 至-4.77。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-1.72%，上证 50 为-1.95%，中证 500 股指为-2.54%，中证 1000 股指为-2.77%。根据一年期滚动 95% Expected shortfall (又称：条件 VaR) 分析，沪深 300 股指为-1.75%，上证 50 为-1.83%，中证 500 股指为-2.31，中证 1000 股指为-2.57%。综合看，1 月中小盘股指的风险 VaR 值指标转弱，大盘股指年度风险指标更显优势。

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



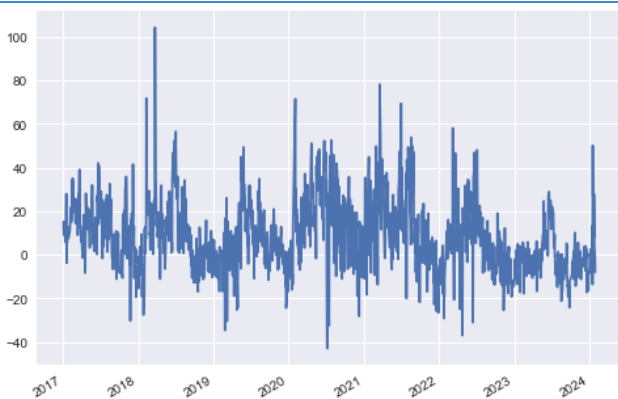
数据来源: Wind 新世纪期货

2、股指期货基差与价差分析

截至 12 月 30 日, IF、IH 主力合约基差下行, IC 和 IM 助力合约基差反弹。目前, IF 主力合约基差为-7.96, IH 主力合约基差为-10.22, IC 主力合约基差为 21.6, IM 主力合约基差为 48.5。箱图中的红点表示最新基差数据, IM 的股指基差显著高于 75%分位数, 建议 IM 的基差做多策略可以止盈平仓。

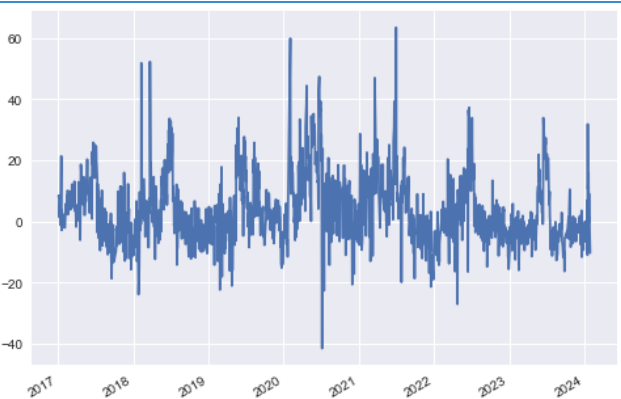
股指期货主力合约比价方面, IF/IH 最新录得 1.426, IF/IC 最新录得 0.68, IF/IM 最新录得 0.66, IH/IC 最新录得 0.476, IH/IM 最新录得 0.462, IC/IM 最新录得 0.97。六大比价中, IF/IH 在 1 月下行, 其余比价均出现上涨。从 252 天滚动比价分位数分析, IF/IH 回落至 0.39%分位数, IF/IC 位于 99.6%分位数, IH/IC 上升至 100%分位数。目前, 由于 IF/IC 位于区间极值, 但从前述收益风险等量化指标看, IF 仍有强于 IC 的预期。建议稳健投资者可以将 IF/IC 的多头仓位获利平仓减持一半。

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



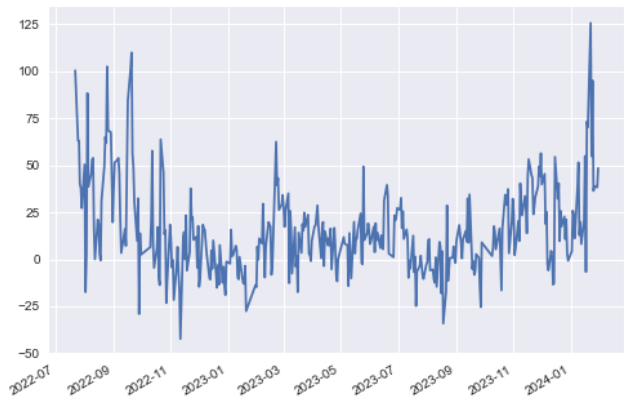
数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IC 主力基差 单位: 点



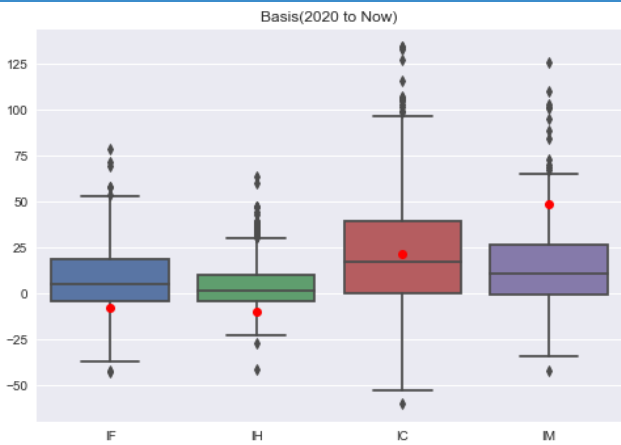
数据来源: Wind 新世纪期货

图 16: IM 主力基差 单位: 点



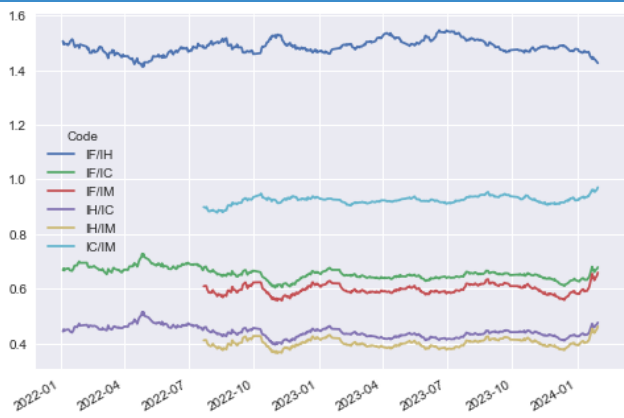
数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: 股指基差箱图 单位: 点



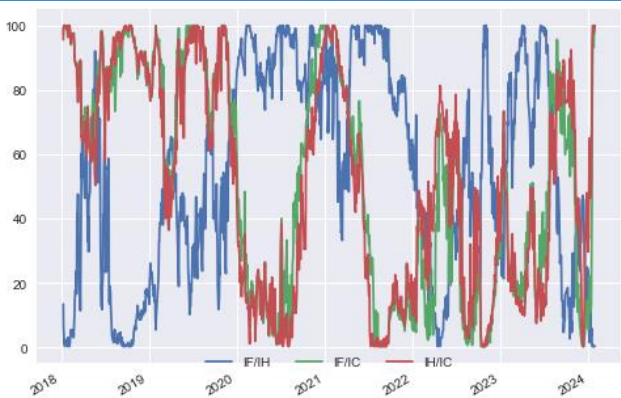
数据来源: Wind 新世纪期货

图 18: 股指期货主力合约比价 单位: %



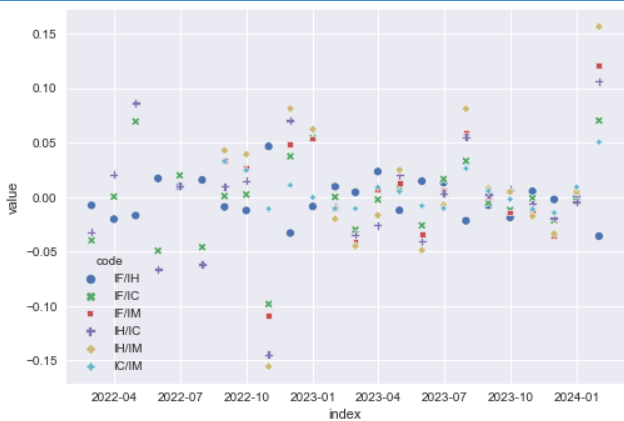
数据来源: Wind 新世纪期货

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: %



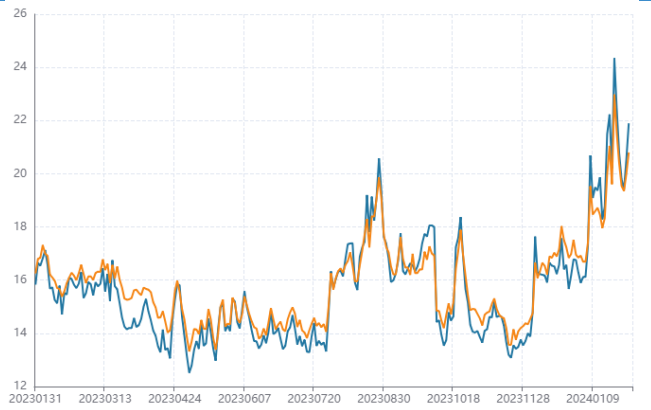
数据来源: Wind 新世纪期货

3、股指期权分析

截止 12 月 30 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 1 月冲高, 显著高于 12 月底水平。当前, 三大股指期权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, MO 在 1 月震荡回落, IO 和 HO 在 1 月出现反弹, 同样显示大盘股指的看涨情绪强于中小盘股指。根据期权成交结构分析, IO 成交结

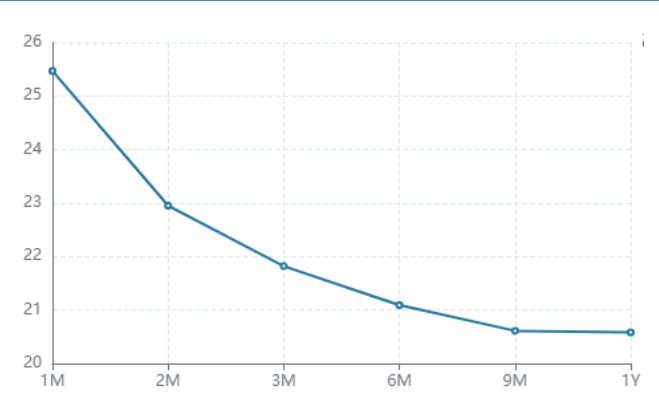
构显示沪深 300 股指的近期震荡区间较为稳定，下方可站稳于 3300 一线，上方阻力位至 3400 一线。MO 合约成交结构显示市场认为中证 1000 股指主要运行区间位于 5000 一线，上方阻力位于 5500 一线。H0 合约成交结构显示市场认为上证 50 股指近期下方可站稳于 2225 一线，上方阻力位仍位于 2300 一线，MO 股指整体震荡区间较上月相对下移。建议持有 H0 或者 IO 的次近月牛市价差，并且同步构建 MO 的次近月熊市价差，区间可参考前述的支撑阻力位。

图 21: IO 期权隐含波动率 单位: %



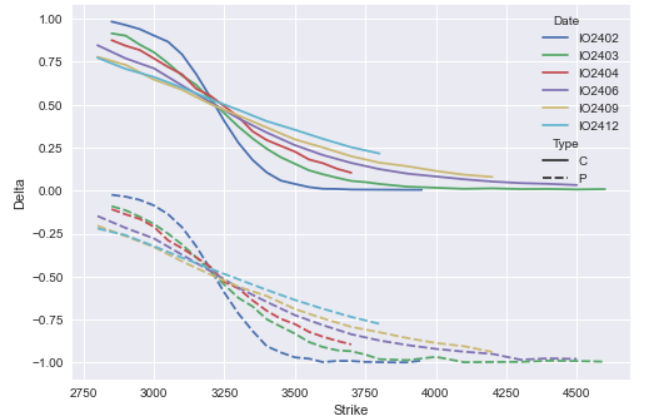
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: IO 隐含波动率期限结构 单位: %



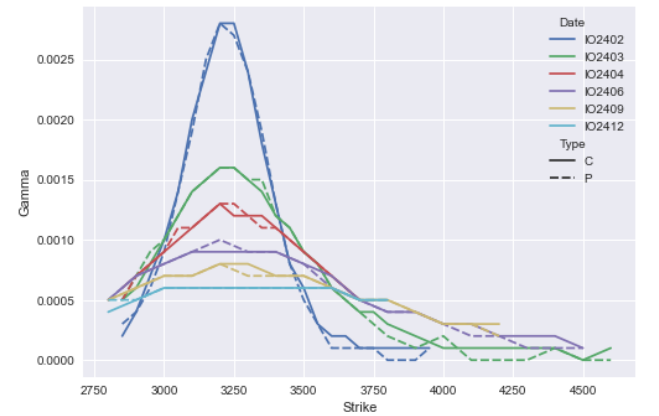
数据来源: Wind 新世纪期货

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

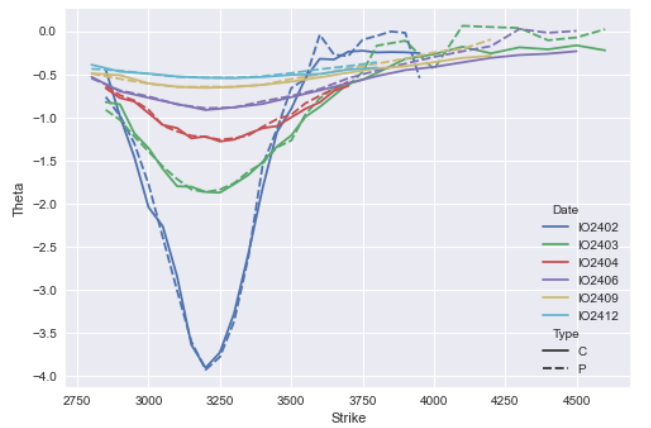
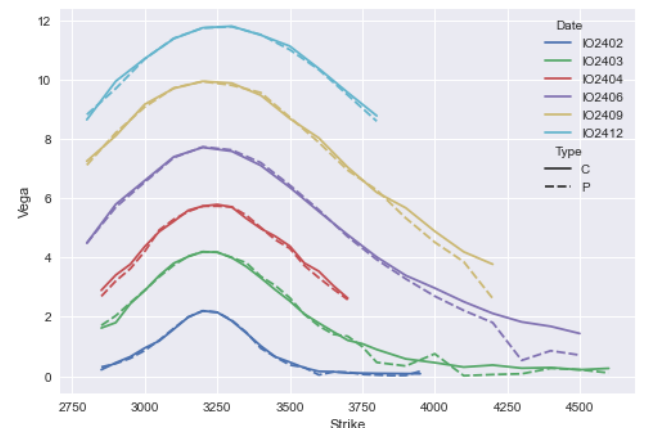


图 26: 沪深 300 股指期权 Vega



四、债券利率

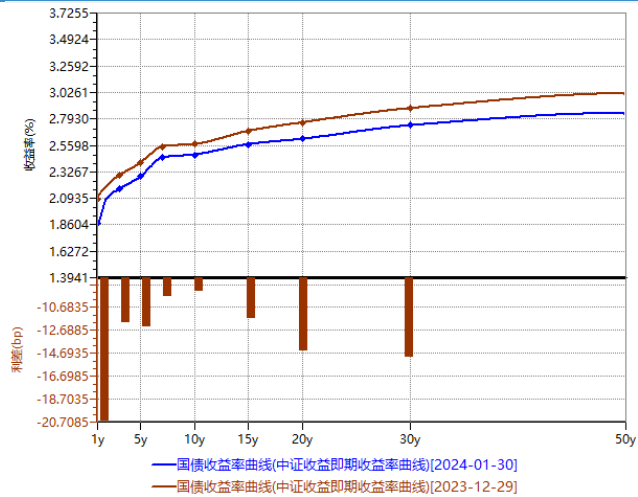
进入 1 月以来, 美国利率市场出现了较大波动, 10 年期债券收益率上升了 11 个基点, 而 10 年期与 2 年期的期限利差扩大了 8 个基点, 导致国债曲线变陡峭。尽管美联储将在 2024 年降息, 但具体的时间点和降息的速​​度仍然不确定。市场普遍预计美联储一季度降息 25 个基点。但是与上周相比较, 3 月开始降息的概率在减弱。同时, 2024 年的总降息幅度预期也从为 125 个基点下调至 114 个基点。客观上, 随着美联储首次降息时间节点的缓和以及年度降息幅度的减少, 美元指数短期获得支撑。

12 月, 欧元区的通胀从 2.4% 回升至 2.9%。食品和非能源工业品通胀继续放缓, 服务通胀率保持在 4.0% 不变, 核心商品价格下降与服务价格粘性之间的分歧正在加剧。家庭实际收入上升和欧元区增长韧性提供了乐观预期支持, 通胀回落速度可能比市场的线性外推预期要慢。二季度开始, 受到更新的通胀和增长预测的影响, 预计欧央行再 9 月将开始宽松周期。日本核心 CPI 已连续 28 个月同比上涨, 连续 21 个月超过日本央行 2% 的通胀目标。在 1 月 22 日至 23 日举行的会议上, 日本银行的货币政策委员会全体成员达成一致, 决定维持现有的货币政策框架不变, 将基准利率维持在历史低点 -0.1%, 将 10 年期国债收益率目标维持在 0% 附近。此次决议出炉之际, 恰逢日本经济团体联合会即将主办一年一度的雇主与工会间的对话论坛, 该论坛被视为启动 2024 年度工资谈判周期的重要标志。日本正稳步迈向结束负利率政策的阶段。

1 月, 中国国债收益率曲线整体下移, 收益率曲线斜率进一步陡峭化。同时, SHIBOR3M 利率小幅回落至 2.39% 附近, FR007 上升至 2.35% 附近。银行间同业存单收益率在 1 月总体进入窄幅震荡, 仅 1 个月期的存单收益率出现小幅上行。国内财政政策方面, 尽管地方政府的债务问题仍是关键的政策挑战, 可能会对财政支出构成限制, 但中国人民银行的会议上也暗示了一些潜在的财政刺激措施。鉴于市场流动性充足且中央政府债务水平相对较低, 需要中央政府的积极介入 2024 年及以后考虑发行特别国债、扩大政策性银行的贷款规模以及适当增加预算赤字, 以此来刺激经济增长。此外, 由于房地产市场持续对经济构成拖累, 预计将很快出台针对房地产经营贷款的新政策, 这可能会为市场提供额外的刺激。近期, 中国人民银行出乎市场预料地宣布了超出预期规模的存款准备金率削减 50 个基点。这一政策行动有望显著提振市场情绪, 并减轻投资者对经济前景的忧虑。此举措同时也暗示了在接下来的一季度内, 可能会实施中期借贷便利和贷款市场报价利率的下调。此前, 市场对 MLF 和 LPR 的下调抱有较高期望, 但未能实现, 导致利率曲线一直保持相对平稳。因此, 我们预计最近的货币宽松政策可能会导致利率曲线变得更加陡峭。

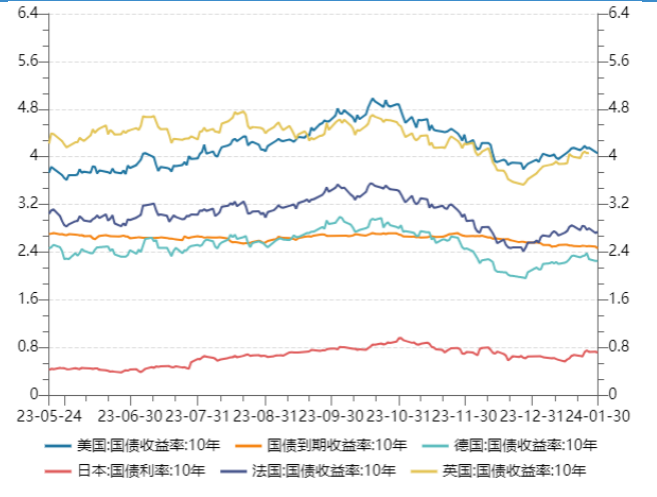
总体而言，无论是考虑财政政策还是货币政策，市场都需要进一步的刺激措施，以更好地支持长期利率并促使利率曲线变得更加陡峭。我们建议可以持有国债期货多头，并持有利率曲线陡峭化策略，看好中债 10-1 年期国债期限利差反弹。

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: %



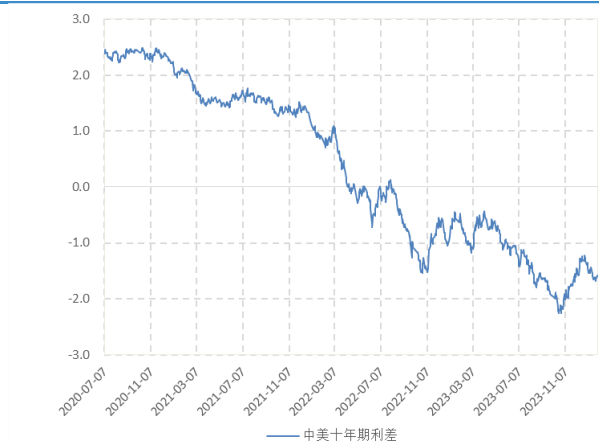
数据来源: Wind 新世纪期货

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: %

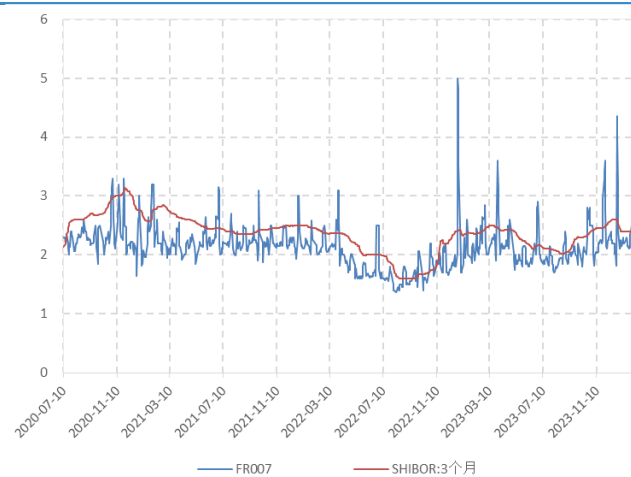
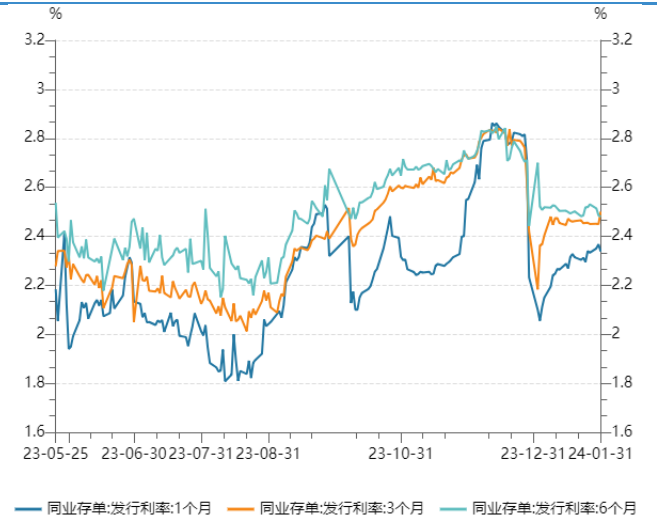


图 32: 同业存单发行利率 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

数据来源: Wind 新世纪期货

五、小结与交易策略

国内公布的 12 月经济数据总体好转, CPI 和 PPI 同比回落缩窄, 社融同比上升, 进出口金额同比数据好转, 贸易顺差上升, 但房地产景气指数回落, 地产行业需政策呵护。当前, 大盘股指的夏普率和风险 VaR 值显著优于中小盘股指, 建议 2024 年 2 月建议持有 IH 和 IO 的多头交易。基差方面, IM 的股指基差显著高于 75%分位数, 建议 IM 的基差做多策略可以止盈平仓。比价方面, 由于 IF/IC 位于区间极值, 但从前述收益风险等量化指标看, IF 仍有强于 IC 的预期。建议稳健投资者可以将 IF/IC 的多头仓位获利平仓减持一半。三大股指期权平值隐含波动率均在 1 月冲高, 股指期权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, MO 在 1 月震荡回落, IO 和 HO 在 1 月出现反弹, 同样显示大盘股指的看涨情绪强于中小盘股指, 建议持有 HO 或者 IO 的次近月牛市价差, 并且同步构建 MO 的次近月熊市价差。债券方面, 我们建议可以持有国债期货多头, 并持有利率曲线陡峭化策略, 看好中债 10-1 年期国债期限利差反弹。

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>