

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 3 月金融市场展望--

降息推动估值修复，风险偏好上升

观点摘要：

股指期货：

国内公布的 1 月经济数据总体好转，CPI 月度环比上升，PPI 同比回落缩窄，人民币贷款同比上升，一线城市新建商品住宅销售价格环比降幅收窄。2 月，四大股指齐齐向上反攻，四大股指滚动 21 天年化波动率上升，夏普率总体出现改善，中小盘股指风险 VaR 转弱。我们建议 2024 年 3 月持有 IH 和 IO 的多头交易。基差方面，IC 和 IM 的股指基差位于底部极值，建议 IC 和 IM 的基差做多策略可以入场。比价方面，IF/IH 位于区间下方极值，IF/IH 具有反弹动能，建议介入 IF/IH 的多头仓位。

股指期货期权：

三大股指期货期权平值隐含波动率均在 2 月冲高回落，股指期货期权平值隐含波动率总体形成 Contango 结构，前端贴水。从认沽认购比角度分析，IO、HO 和 MO 在 2 月出现上行，显示股指总体看涨情绪出现显著改善。持仓结构显示股指运行区间上移，建议持有 IO 或者 HO 的次近月牛市价差。

国债期货：

2 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 2.2% 附近，FR007 下行至 2.1% 附近。本月人民银行超出市场预期下调 5 年期以上 LPR 25 个基点，LPR 利率曲线走平。我们认为一季度内货币政策的边际宽松预期较低，会进入政策作用的观察期。建议继续持有国债期货多头，前期建议介入的期限价差多头可择机减持。

风险点：

1、美国财政和货币政策变化；2、中美对抗；3、美国总统选举

相关报告

货币政策宽松，做多期限利差
2024-02
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

一、行情回顾

国内公布的1月经济数据总体好转，CPI月度环比上升，PPI同比回落缩窄，人民币贷款同比上升，一线城市新建商品住宅销售价格环比降幅收窄。2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。中国人民银行维持了1年期中期借贷便利(MLF)利率不变，以求在经济复苏的同时，保持人民币稳定。下调了5年期以上LPR，是继2023年底前银行存款利率下调10-25个基点和春节前下调50个基点的存款准备金率(RRR)之后重要的一次降息。2月，四大股指齐齐向上反攻，四大股指滚动21天年化波动率上升，夏普率总体出现改善，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，中长期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

2024年1月份，受节日效应影响居民消费需求持续增加，全国居民消费价格(CPI)环比上涨0.3%，已连续两个月上涨，涨幅比上月扩大0.2个百分点。其中，城市上涨0.3%，农村上涨0.2%；食品价格上涨0.4%，非食品价格上涨0.2%；消费品价格上涨0.2%，服务价格上涨0.4%。1月份，受上年同期春节错月高基数影响，全国居民消费价格同比下降0.8%。其中，城市下降0.8%，农村下降0.8%；食品价格下降5.9%，非食品价格上涨0.4%；消费品价格下降1.7%，服务价格上涨0.5%。在1月份-0.8%的CPI同比变动中，翘尾影响约为-1.1个百分点；今年价格变动的新影响约为0.3个百分点。1月份，受国际大宗商品价格波动、国内部分行业进入传统生产淡季等因素影响，中国工业生产者出厂价格指数(PPI)环比、同比下降，但降幅均收窄。从环比看，1月份PPI下降0.2%，降幅比上月收窄0.1个百分点。其中，生产资料价格下降0.2%，降幅收窄0.1个百分点；生活资料价格下降0.2%，降幅扩大0.1个百分点。

1月末，广义货币(M2)余额297.63万亿元，同比增长8.7%。狭义货币(M1)余额69.42万亿元，同比增长5.9%。流通中货币(M0)余额12.14万亿元，同比增长5.9%。当月净投放现金7954

亿元。1月末，本外币贷款余额 247.25 万亿元，同比增长 10%。月末人民币贷款余额 242.5 万亿元，同比增长 10.4%。1 月份人民币贷款增加 4.92 万亿元，同比多增 162 亿元。1 月末，社会融资规模存量 384.29 万亿元，同比增长 9.5%，增速与上月持平。1 月份增量为 6.5 万亿元，是历史同期的最高水平，比上年同期多出 5061 亿元。1 月末，人民币各项贷款余额 242.5 万亿元，同比增长 10.4%。1 月新增贷款 4.92 万亿元，比上年同期高 162 亿元。1 月份贷款保持稳定增长势头，说明经营主体信心进一步提振，社会预期改善。

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。

2024 年 1 月份，一线城市新建商品住宅销售价格环比下降 0.3%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点。其中，北京、广州和深圳分别下降 0.1%、0.8%和 0.7%，上海上涨 0.4%。二线城市新建商品住宅销售价格环比下降 0.4%，降幅与上月相同。三线城市新建商品住宅销售价格环比下降 0.4%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点。1 月份，一线城市二手住宅销售价格环比下降 1.0%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点，其中北京、上海、广州和深圳分别下降 0.7%、0.8%、1.2%和 1.6%。二、三线城市二手住宅销售价格环比分别下降 0.6%和 0.7%，降幅比上月分别收窄 0.2 和 0.1 个百分点。1 月份，70 个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比下降城市分别有 56 个和 68 个，比上月分别减少 6 个和 2 个。1 月份，一线城市新建商品住宅销售价格同比下降 0.5%，降幅比上月扩大 0.4 个百分点。其中，北京和上海分别上涨 1.3%和 4.2%，广州和深圳分别下降 3.6%和 4.1%。二线城市新建商品住宅销售价格同比由上月上涨 0.1%转为下降 0.4%。三线城市新建商品住宅销售价格同比下降 2.1%，降幅比上月扩大 0.3 个百分点。

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 2 月 28 日的行情观察,四大股指期货在 2 月大幅收涨。具体分项分析,沪深 300 股指累计收益率为 7.3%,最大回撤-1.28%,偏度 0.51,超峰度 0.63;上证 50 股指累计收益率为 5.8%,最大回撤-1.98%,偏度 0.19,超峰度-0.19;中证 500 股指累计收益率为 10.4%,最大回撤-5.1%,偏度 1.23,超峰度 0.78;中证 1000 股指累计收益率为 7.67%,最大回撤-10%,偏度 -0.34,超峰度-0.36。

四大股指 21 天滚动实现波动率在 2 月显著分化,沪深 300 股指和上证 50 股指实现波动率震荡上行,小幅高于 1 月末的水平,而中证 500 股指和中证 1000 股指实现波动率则继续出现大幅增长。沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 19.96%,上证 50 股指达到 18.5%,中证 500 股指为 42.35%,中证 1000 股指为 52.3%。四大股指夏普率在 2 月均重返正值区间。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 天年化夏普率上升 7.82 至 4.17，上证 50 股指上升 5.54 至 4.31，中证 500 股指上升 8.46 至 2.29，中证 1000 股指上升 7.98 至 0.68。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。

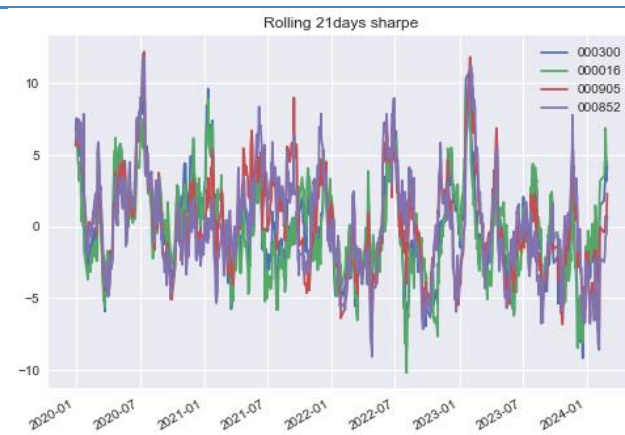
风险方面，混合法 VaR (Hybrid approach VaR, $\lambda=0.94$, confidence_level@95%) 分析，沪深 300 股指为-1.62%，上证 50 为-1.66%，中证 500 股指为-2.5%，中证 1000 股指为-5.87%。根据一年期滚动 95% Expected shortfall (又称：条件 VaR) 分析，沪深 300 股指为-1.78%，上证 50 为-1.85%，中证 500 股指为-2.52，中证 1000 股指为-3.46%。综合看，2 月中小盘股指的风险 VaR 值指标转弱，大盘股指年度风险指标更显优势。

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



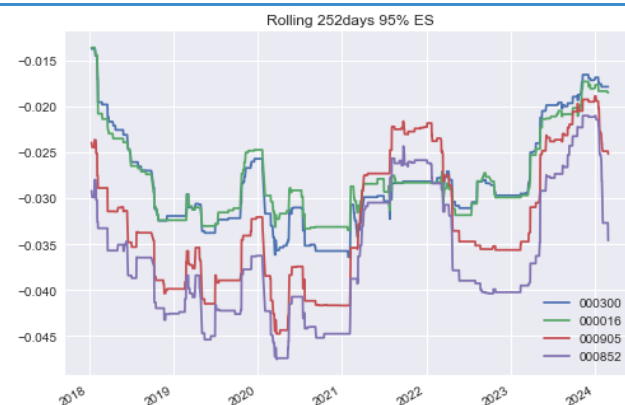
数据来源：Wind 新世纪期货

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



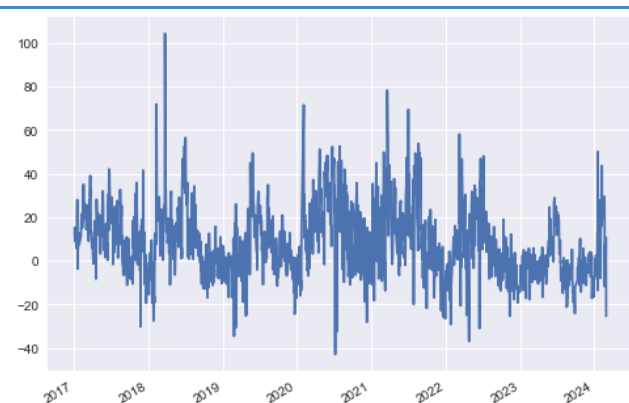
数据来源: Wind 新世纪期货

2、股指期货基差与价差分析

截至 2 月 28 日, 四大主力合约基差下行, IC 和 IM 主力合约基差大幅回落。目前, IF 主力合约基差为-25.34, IH 主力合约基差为-13.59, IC 主力合约基差为-60.15, IM 主力合约基差为-38.34。箱图中的红点表示最新基差数据, IC 和 IM 的股指基差接近 4 年来的低点, 建议 IC 和 IM 的基差做多策略可以入场。

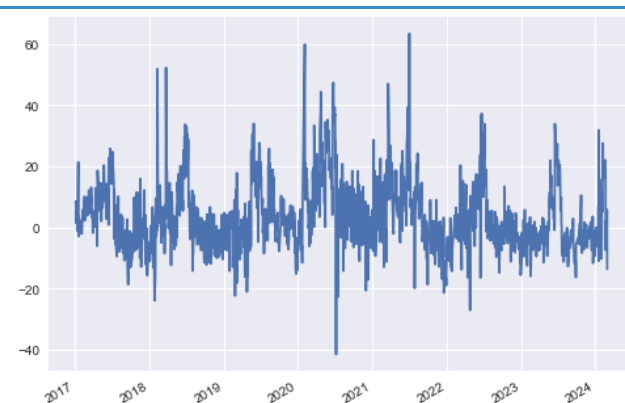
股指期货主力合约比价方面, IF/IH 最新录得 1.45, IF/IC 最新录得 0.66, IF/IM 最新录得 0.67, IH/IC 最新录得 0.457, IH/IM 最新录得 0.462, IC/IM 最新录得 1.01。六大比价中, IF/IH 和 IC/IM 在 2 月上行, 其余比价均出现下跌。从 252 天滚动比价分位数分析, IF/IH 回落至 8.3% 分位数, IF/IC 位于 92.46% 分位数, IH/IC 上升至 92.5% 分位数。目前, 由于 IF/IH 位于区间下方极值, 从前述收益风险等量化指标看, IF/IH 具有反弹动能, 建议稳健投资者可以介入 IF/IH 的多头仓位。

图 13: IF 主力基差 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

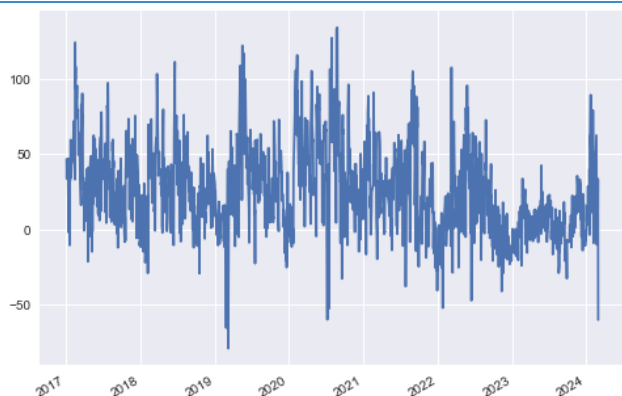
图 14: IH 主力基差 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IC 主力基差

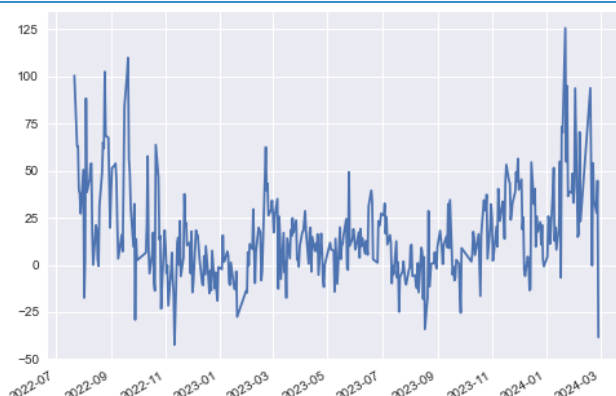
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 16: IM 主力基差

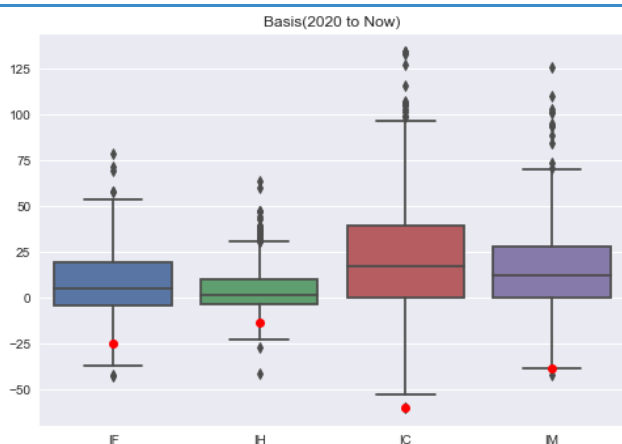
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: 股指基差箱图

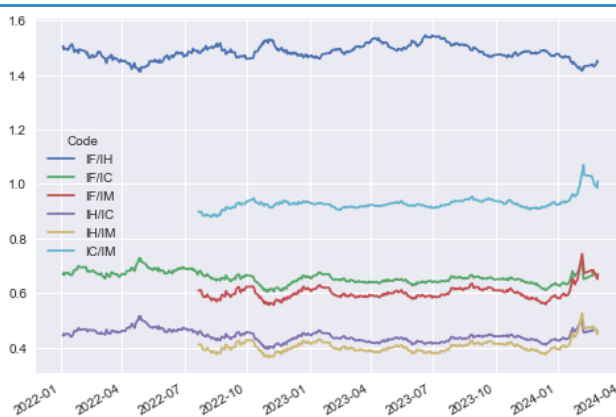
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 18: 股指期货主力合约比价

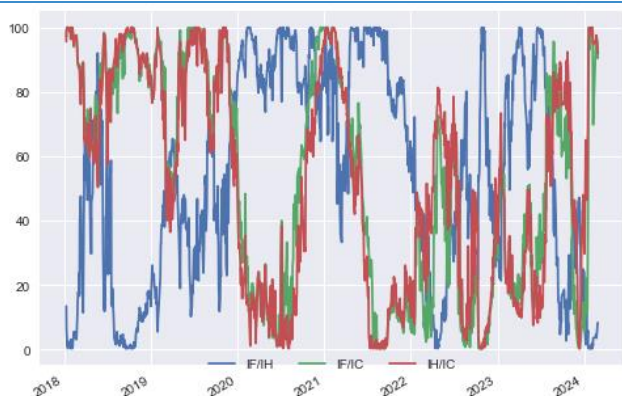
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 19: 252 天滚动比价分位数

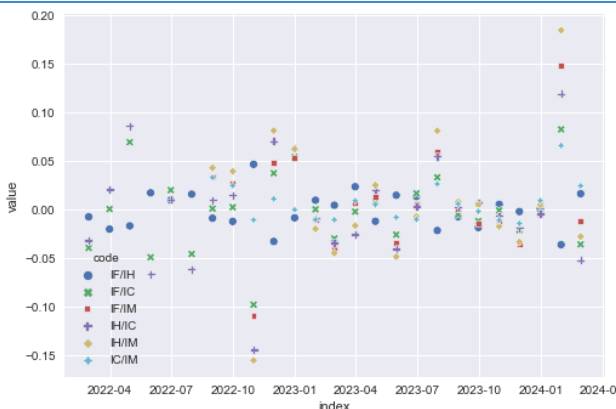
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 20: 比价月度收益率

单位: %



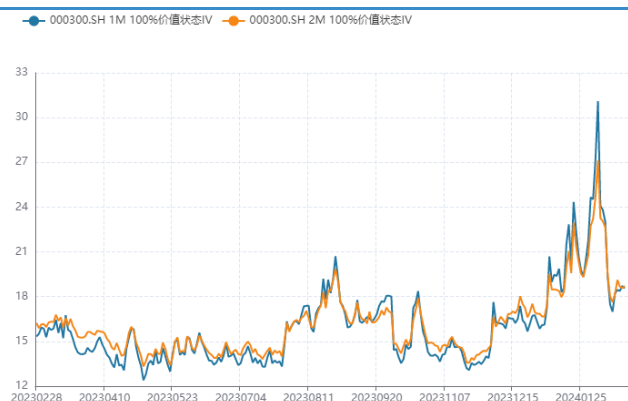
数据来源: Wind 新世纪期货

3、股指期权分析

截止 2 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 2 月冲高回落, 低于 1 月底水平。当前, 三大股指期权平值隐含波动率总体形成 Contango 结构, 前端贴水。从认沽认购比角度分析, IO、HO 和 MO 在 2 月均出现反弹, 显示股指总体看涨情绪出现显著改善。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

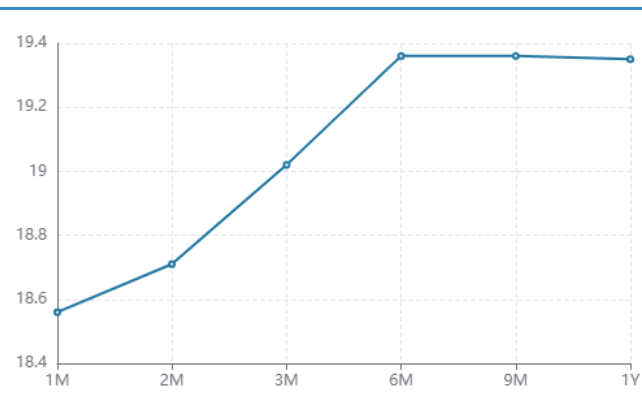
为稳定，下方可站稳于 3400 一线，上方阻力位至 3600 一线。M0 合约成交结构显示市场认为中证 1000 股指主要运行区间位于 5000 一线，上方阻力位于 6000 一线。H0 合约成交结构显示市场认为上证 50 股指近期下方可站稳于 2300 一线，上方阻力位仍位于 2500 一线。建议持有 IO 或者 H0 的次近月牛市价差，区间可参考前述的支撑阻力位。

图 21: IO 期权隐含波动率 单位: %



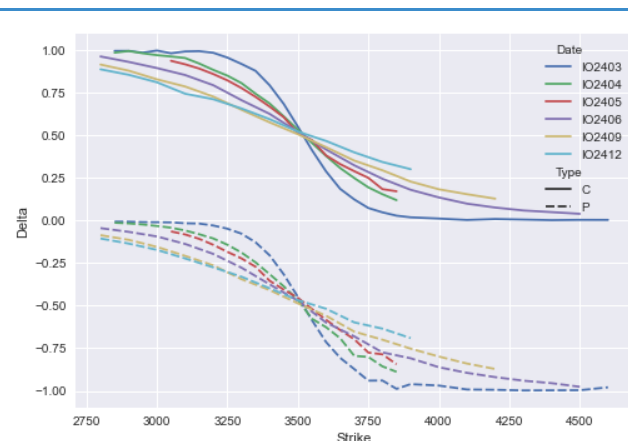
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: IO 隐含波动率期限结构 单位: %



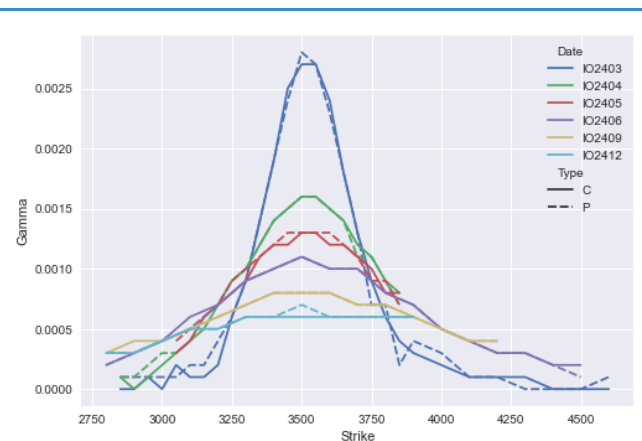
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 沪深 300 股指期权 Delta



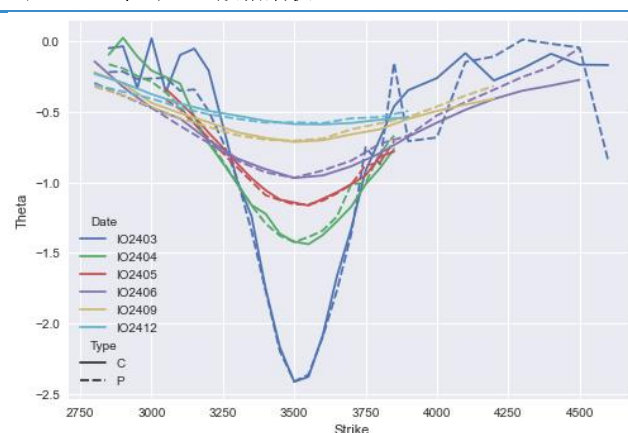
数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 沪深 300 股指期权 Gamma



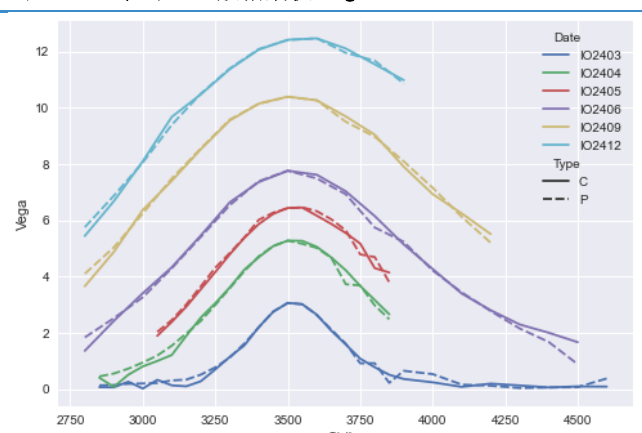
数据来源: Wind 新世纪期货

图 25: 沪深 300 股指期权 Theta



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

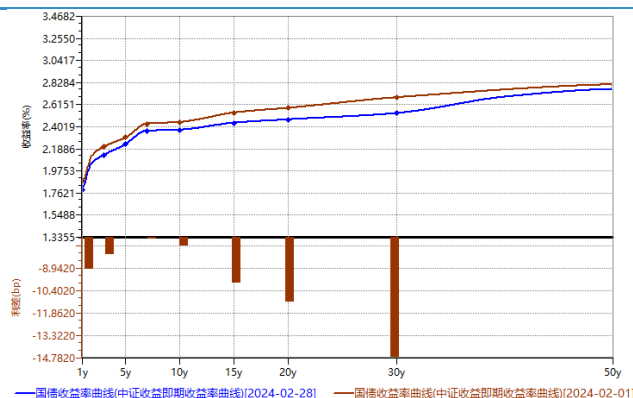
1 月份美联储会议纪要揭示，委员会仍然强调了通胀风险，并对过于迅速地放松政策立场表示了担忧。美国 1 月份 ISM 制造业指数增幅超出预期，其中新订单和生产部分增加。ISM 服务业指数上升并高于市场预期，其中就业和新订单增加，商业活动分项保持在扩张区域。展望未来，由于坚韧的就业数据和出现乐观迹象的制造业数据让市场下调了衰退的市场预期，GDP 增长预期也得到提升，美联储从当前水平进一步降息的空间有限，三月和五月的降息节点已经被市场计价所排除。此外，美联储可能选择比同行更慢的降息步伐。改善的经济增长前景以及美联储的降息预期消退也支持了美元在 1 月的上行。

1 月份欧央行会议的记录显示，主要官员依据近期的经济活动展望和对通胀数据下降的谨慎态度，表示避免大幅调整货币立场并且希望采取根据数据渐进方式来调整货币政策。我们预计欧元区的通胀降温仍然将持续，因此最早欧央行可能在 4 月份首次降息，并且每次降息 25 个基点，直到存款利率达到 2.25%。但首次降息的时机仍然取决于数据，如果核心通胀或工资数据放缓的程度低于市场预期，我们预计首次降低可能会滞后至 6 月，但降息步伐可能会出现单次降息 50 个基点的情况。

2 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 2.2% 附近，FR007 下行至 2.1% 附近。本月 1 年期 LPR 为 3.45%，保持不变；5 年期以上 LPR 为 3.95%，超出市场预期下调 25 个基点，LPR 利率曲线走平。此前，中国人民银行维持了 1 年期中期借贷便利（MLF）利率不变，以求在经济复苏的同时，保持人民币稳定。本次下调 5 年期以上 LPR，是继 2023 年底前银行存款利率下调 10-25 个基点和春节前下调 50 个基点的存款准备金率（RRR）之后重要的一次降息。目前，国内 CPI 和 PPI 仍处于负值区域，为了推动经济数据的改善并稳定市场情绪，需要保持政策的宽松环境，稳定政策预期。随着降低银行贷款利率，市场的实际利率有望进一步回落。

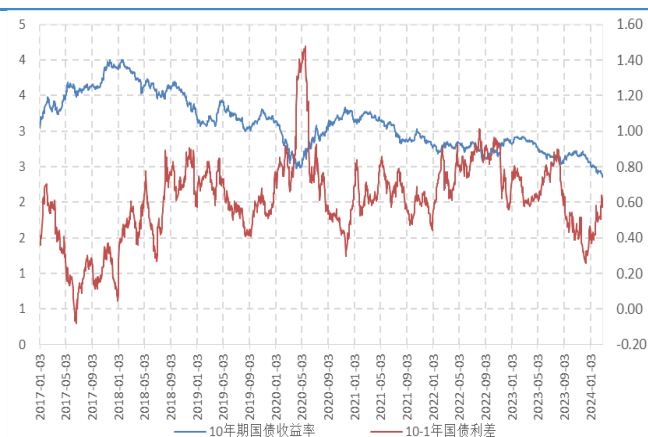
总体而言，政府在一季度内通过一系列措施来稳定经济和金融市场，部分经济数据转暖和权益市场反弹有利于进一步夯实市场信心，一季度内政策的边际宽松预期较低，会进入政策作用的观察期。收益率曲线整体下移，期限价差进一步走高，预期利率会进入震荡区域，震荡中枢逐步下移，所以我们观点仍然是继续持有国债期货多头，前期建议介入的期限价差多头可择机减持。

图 27: 国债期限结构 单位: %



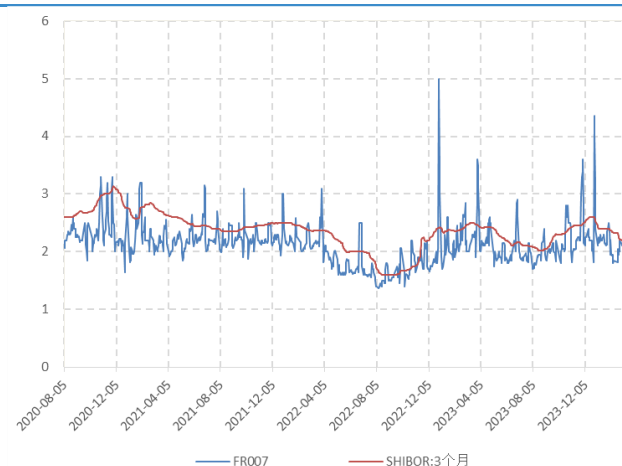
数据来源: Wind 新世纪期货

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: %

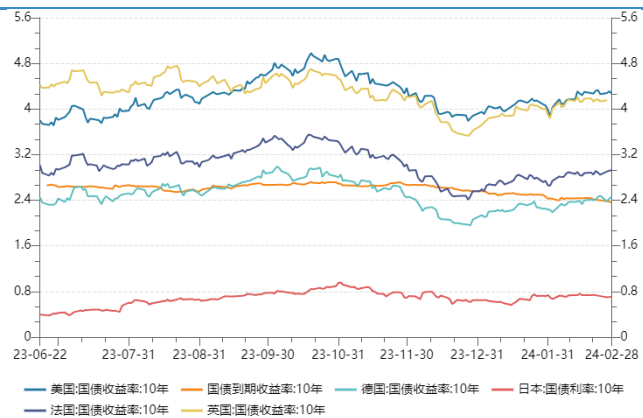


数据来源: Wind 新世纪期货

五、小结与交易策略

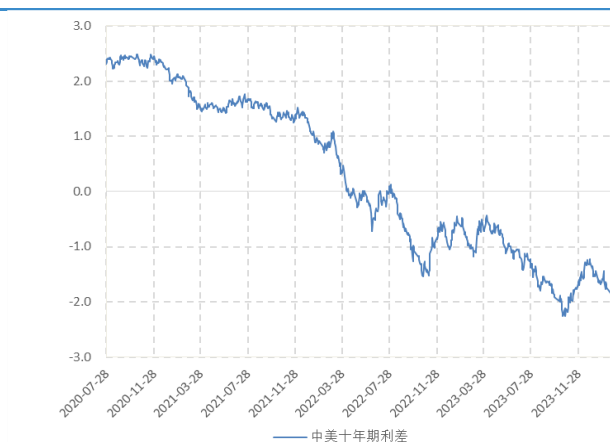
国内公布的1月经济数据总体好转，CPI 月度环比上升，PPI 同比回落缩窄，人民币贷款同比上升，一线城市新建商品住宅销售价格环比降幅收窄。当前，大盘股指的夏普率和风险 VaR 值显著优于中小盘股指，建议2024年3月建议持有IH和IO的多头交易。基差方面，IC和IM的股指基差位于底部极值，建议IC和IM的基差做多策略可以入场。比价方面，IF/IH 位于区

图 28: 全球主要国家十年期国债 单位: %



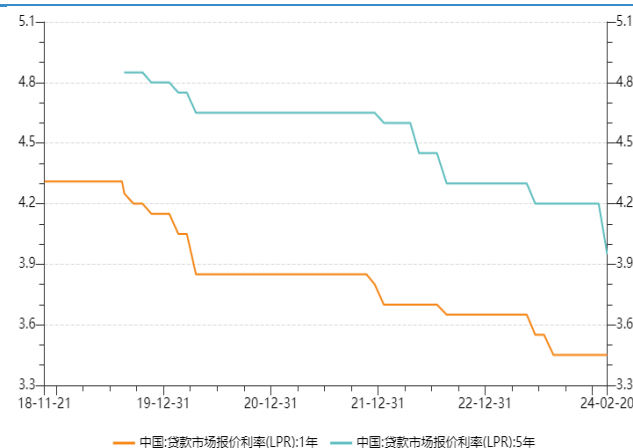
数据来源: Wind 新世纪期货

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: LPR 利率 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

间下方极值，从前述收益风险等量化指标看，IF/IH 具有反弹动能，建议稳健投资者可以介入 IF/IH 的多头仓位。三大股指期货平值隐含波动率均在 2 月冲高回落，股指期货平值隐含波动率总体形成 Contango 结构，前端贴水。从认沽认购比角度分析，IO、HO 和 MO 在 2 月出现上行，显示股指总体看涨情绪出现显著改善。建议持有 IO 或者 HO 的次近月牛市价差，区间可参考前述的支撑阻力位。债券方面，我们建议继续持有国债期货多头，前期建议介入的期限价差多头可择机减持。

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>