

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 5 月金融市场展望一

否极泰来，制度建设助推指数上行

观点摘要：

股指期货：

国务院发布资本市场第三个“国九条”，旨在解决资本市场长期积累的深层次矛盾。截至 4 月 26 日，四大股指普遍收涨，四大股指滚动 21 天年化波动率上行，夏普率回落后反弹，中小盘股指的风险 VaR 值转弱，大盘股指的夏普率和风险 VaR 值优于中小盘股指。我们建议 2024 年 5 月持有 IH 和 IF 的多头交易。基差方面，IM 基差偏高，建议 IM 基差做空策略可以入场。比价方面，IF/IH 位于区间下方极值，IF/IH 具有反弹动能，建议稳健投资者继续持有 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 4 月小幅上行，IO 和 HO 平值隐含波动率期限结构形成 Contango 结构，前端贴水。MO 平值隐含波动率期限结构形成 Backwardation 结构，前端升水。从认沽认购比角度分析，MO 临近月末认沽认购比快速反弹，显示中证 1000 股指短期看涨情绪出现好转。建议持有 IO 和 MO 的次近月牛市价差。

国债期货：

4 月，中国国债收益率曲线总体下移，收益率曲线斜率出现走陡，国债 10 年和 1 年期限价差出现走强。同时，SHIBOR3M 利率小幅下探至 1.99% 附近，FR007 回落至 1.95% 附近。中美十年期国债利率在高位承压，人民银行短期不会降低政策利率，需要保持合理的利差来维护汇率稳定，短期方向关注降低银行存款准备金率。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。

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

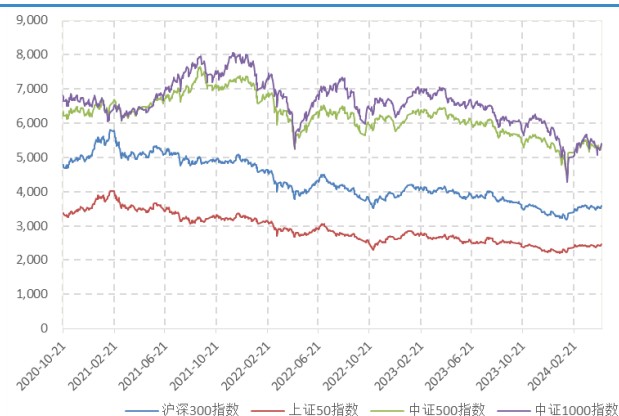
反弹动能减弱，股债多头稳健防守
2024-04
降息推动估值修复，风险偏好上升
2024-03
货币政策宽松，做多期限利差
2024-02
政策协同加力，股债回暖上扬
2024-01

一、行情回顾

4月，国务院近日印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》。这次出台的意见共9个部分，是资本市场第三个“国九条”，是继2004年、2014年两个“国九条”之后，国务院再次出台的资本市场指导性文件，旨在解决资本市场长期积累的深层次矛盾，加快建设安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。此外，这些政策也强调了资本市场的“人民性”，即服务于人民，保护投资者特别是中小投资者的合法权益。

海外央行政策出现变化，美国通胀数据强劲，市场预期美联储已将首次降息节点后移至7月，2024年降息次数下降为2次。欧元区通胀增速下行，欧央行维持三大主要利率不变，年度降息次数为4次。日本央行删除关于购买与之前相同数量国债的措辞，给与利率更大的弹性。截至4月26日，四大股指在4月普遍收涨，四大股指21天滚动实现波动上升，夏普率回落后反弹，中小盘股指的风险VaR值转弱，大盘股指量化指标更显优势。中国国债收益率曲线总体下移，收益率曲线斜率走陡，国债10年期和1年期利差上行，国债期货主力合约月线微幅收阳。

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

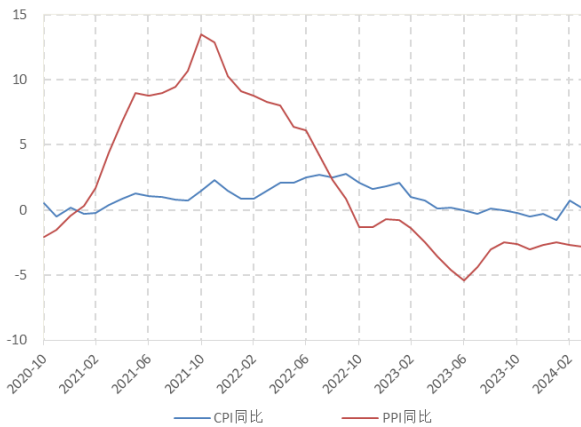
3月份，全国居民消费价格同比上涨0.1%。其中，城市持平，农村上涨0.1%；食品价格下降2.7%，非食品价格上涨0.7%；消费品价格下降0.4%，服务价格上涨0.8%。1—3月平均，全国居民消费价格与上年同期持平。3月份，全国居民消费价格环比下降1.0%。其中，城市下降1.0%，农村下降0.7%；食品价格下降3.2%，非食品价格下降0.5%；消费品价格下降0.9%，服务价格下降1.1%。3月份，全国工业生产者出厂价格同比下降2.8%，环比下降0.1%；工业生产者购进价格同比下降3.5%，环比下降0.1%。一季度，工业生产者出厂价格比上年同期下降2.7%，工业生产者购进价格下降3.4%。工业生产者出厂价格中，生产资料价格下降3.5%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约2.58个百分点。

3月末，广义货币(M2)余额304.8万亿元，同比增长8.3%。狭义货币(M1)余额68.58万亿元，同比增长1.1%。流通中货币(M0)余额11.72万亿元，同比增长11%。一季度净投放现金3766亿元。3月末，本外币贷款余额251.81万亿元，同比增长9.2%。月末人民币贷款余额247.05万亿元，同比增长9.6%。3月末，本外币存款余额301.41万亿元，同比增长7.6%。月末人民币存款余额295.51万亿元，同比增长7.9%。3月末，国家外汇储备余额为3.25万亿美元。3月末，人民币汇率为1美元兑7.0950元人民币。3月末社会融资规模存量为390.32万亿元，同比增长8.7%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为244.59万亿元，同比增长9.2%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为1.81万亿元，同比下降3.6%。一季度社会融资规模增量累计为12.93万亿元，比上年同期少1.61万亿元，好于市场预期。去年一季度新增社融创下历史新高。

3月份，制造业采购经理指数(PMI)为50.8%，比上月上升1.7个百分点，高于临界点，制造业景气回升。从企业规模看，大、中、小型企业PMI分别为51.1%、50.6%和50.3%，比上月上升0.7、1.5和3.9个百分点，均高于临界点。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、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。3月份，非制造业商务活动指数为53.0%，比上月上升1.6个百分点，高于临界点，表明非制造业景气水平持续回升。3月份，综合PMI产出指数为52.7%，比上月上升1.8个百分点，高于临界点，表明我国企业生产经营活动扩张加快。

3月份，房地产开发景气指数(简称“国房景气指数”)为92.07。1—3月份，全国房地产开发投资22082亿元，同比下降9.5%；其中，住宅投资16585亿元，下降10.5%。1—3月份，房地产开发企业房屋施工面积678501万平方米，同比下降11.1%。其中，住宅施工面积474580万平方米，下降11.7%。房屋新开工面积17283万平方米，下降27.8%。其中，住宅新开工面积12534万平方米，下降28.7%。房屋竣工面积15259万平方米，下降20.7%。其中，住宅竣工面积11148万平方米，下降21.9%。1—3月份，房地产开发企业到位资金25689亿元，同比下降26.0%。其中，国内贷款4554亿元，下降9.1%；利用外资7亿元，下降11.9%；自筹资金8681亿元，下降14.6%；定金及预收款7435亿元，下降37.5%；个人按揭贷款3643亿元，下降41.0%。

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: %



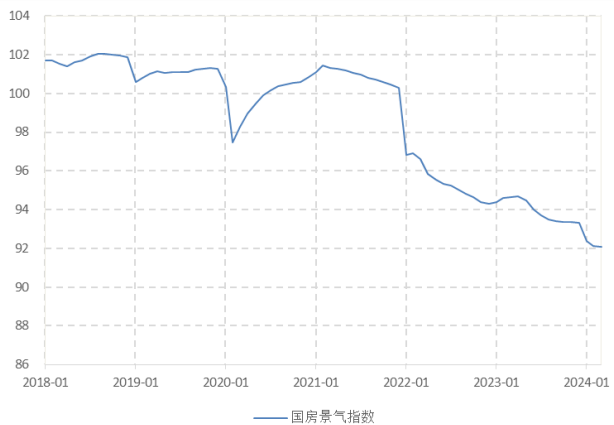
数据来源: Wind 新世纪期货

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

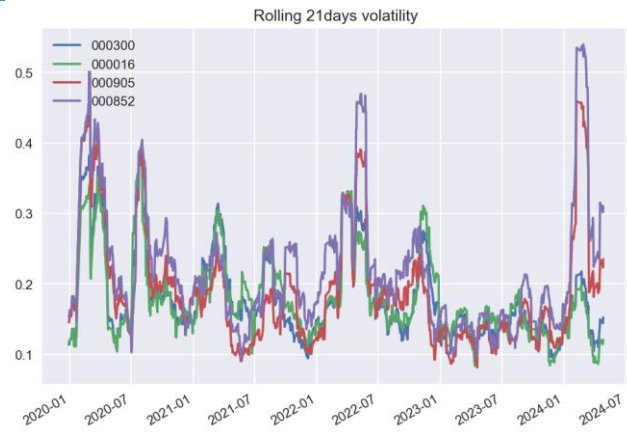
1、股指分析

截至 4 月 26 日的行情观察,四大股指在 4 月普遍收涨。具体分项分析,沪深 300 股指累计收益率为 1.32%,最大回撤-3.3%,偏度 0.81,超峰度-0.65;上证 50 股指累计收益率为 1.94%,最大回撤-2.8%,偏度 1.03,超峰度 0.15;中证 500 股指累计收益率为 1.63%,最大回撤-4%,偏度 0.13,超峰度-0.38;中证 1000 股指累计收益率为-0.46%,最大回撤-9%,偏度 0.12,超峰度 0.84。

四大股指 21 天滚动实现波动率在 4 月齐齐上升。其中,中证 1000 股指实现波动率反弹幅度领先。沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 15.26%,上证 50 股指达到 12.1%,中证 500 股指为 23.5%,中证 1000 股指为 30.95%。四大股指夏普率在 4 月回落后反弹,仅中证 1000 股指夏普率处于负值区域。分项上看,沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率上升 0.196 至 0.89,上证 50 股指上升 1.85 至 1.95,中证 500 股指上升 1.59 至 0.84,中证 1000 股指下行 1.18 至 -0.23。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。

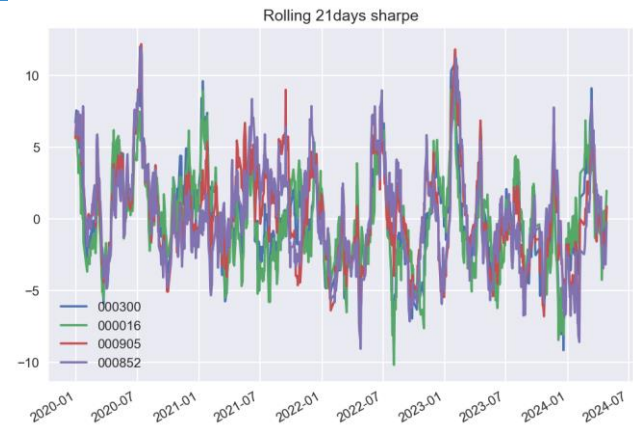
风险方面，混合法 VaR (Hybrid approach VaR, $\lambda@0.94$, confidence_level@95%) 分析，沪深 300 股指为-1.01%，上证 50 为-0.87%，中证 500 股指为-2.46%，中证 1000 股指为-3.78%。根据一年期滚动 95% Expected shortfall (又称：条件 VaR) 分析，沪深 300 股指为-1.78%，上证 50 为-1.85%，中证 500 股指为-2.62，中证 1000 股指为-3.7%。综合看，4 月中小盘股指的风险 VaR 值指标转弱，大盘股指年度风险指标更显优势。

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 4 月 26 日，四大主力合约基差仅 IM 上升，IF、IH 和 IC 主力合约基差回落。目前，IF 主力合约基差为-4.7，IH 主力合约基差为-8.1，IC 主力合约基差为-0.48，IM 主力合约基差为 73.7。箱图中的红点表示最新基差数据，IF、IH 和 IC 的股指基差都接近 4 年来的 25%分位数，IM 基差偏高建议 IM 基差做空策略可以入场。

股指期货主力合约比价方面，IF/IH 最新录得 1.453，IF/IC 最新录得 0.668，IF/IM 最新录得 0.67，IH/IC 最新录得 0.46，IH/IM 最新录得 0.462，IC/IM 最新录得 1.01。六大比价中，IF/IH 在 4 月下行，其余比价均出现反弹。从 252 天滚动比价分位数分析，IF/IH 位于 10.7%分位数，IF/IC 位于 90%分位数，IH/IC 位于 90%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 仍然具有反弹动能，建议稳健投资者继续持有 IF/IH 的多头仓位。

图 13: IF 主力基差

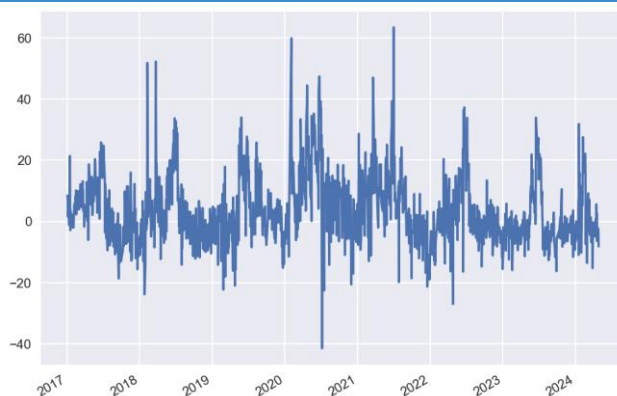
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 14: IH 主力基差

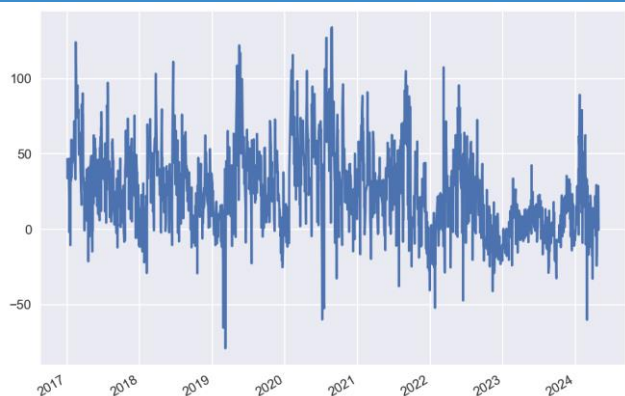
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IC 主力基差

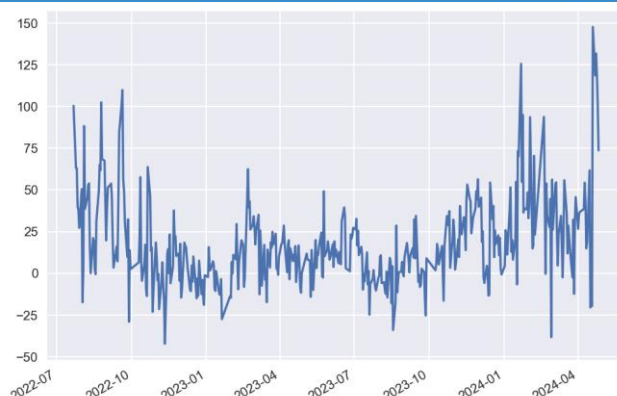
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

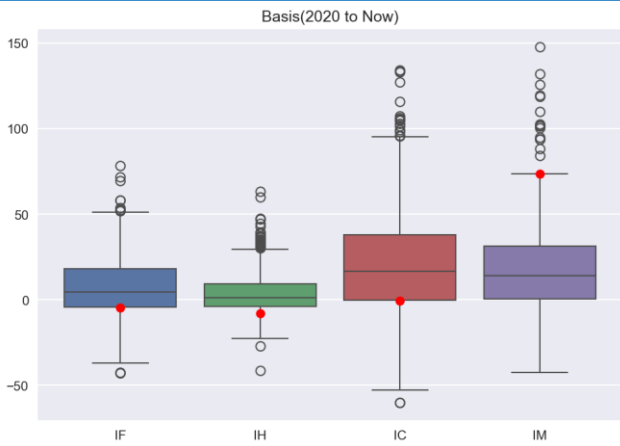
图 16: IM 主力基差

单位: 点



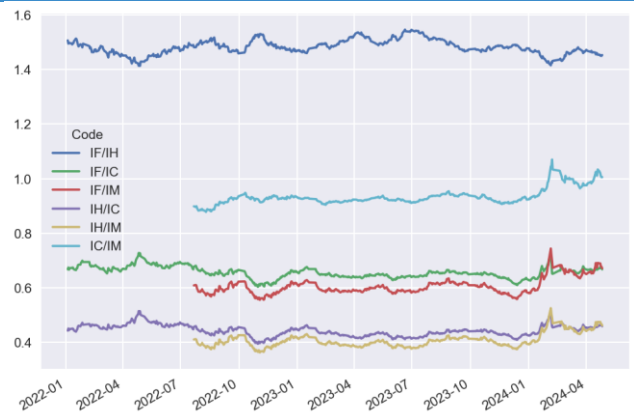
数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: 股指基差箱图 单位: 点



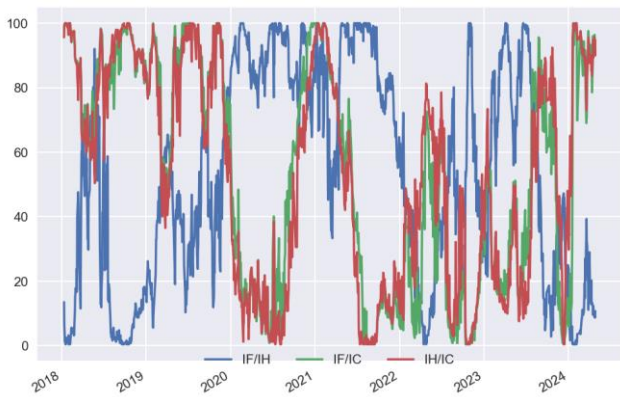
数据来源: Wind 新世纪期货

图 18: 股指期货主力合约比价 单位: %



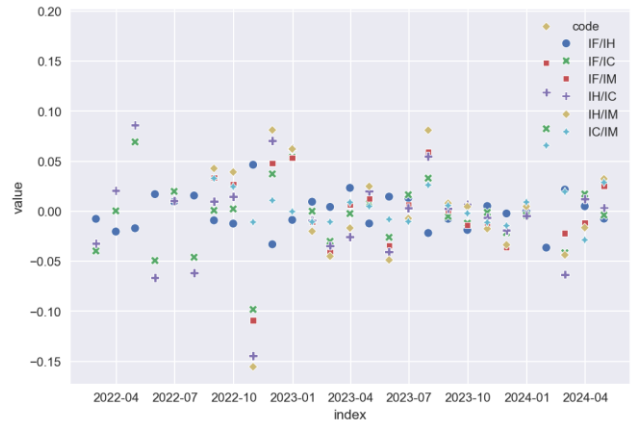
数据来源: Wind 新世纪期货

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: %

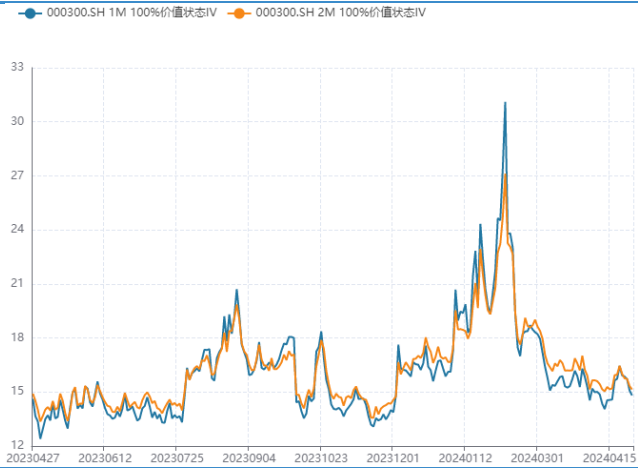


数据来源: Wind 新世纪期货

3、股指期权分析

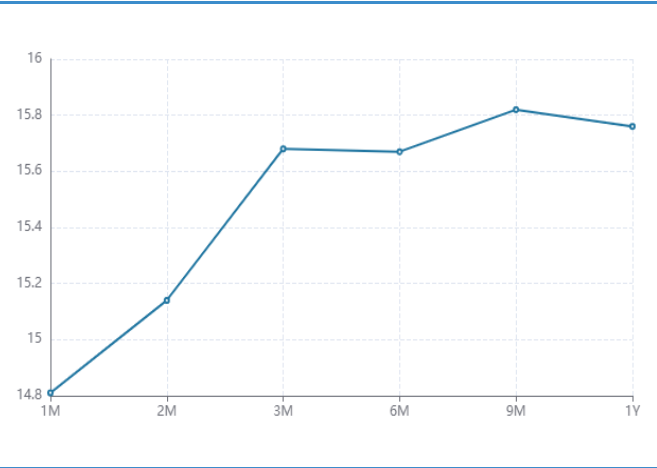
截止 4 月 26 日, 根据 IO、HO 和 MO 平值隐含波动率显示, 三大股指期权平值隐含波动率均在 4 月上升后小幅回落, 仍高于月初水平。当前, IO 和 HO 平值隐含波动率期限结构形成 Contango 结构, 前端贴水。MO 平值隐含波动率期限结构形成 Backwardation 结构, 前端升水。从认沽认购比角度分析, IO、HO 和 MO 在 4 月均出现震荡回落, MO 临近月末认沽认购比快速反弹, 显示中证 1000 股指短期看涨情绪出现好转。根据期权成交结构分析, IO 成交结构显示沪深 300 股指的近期震荡区间下方可站稳于 3500 一线, 上方阻力位至 3650 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 5600 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 2400 一线, 上方阻力位仍位于 2500 一线。建议持有 IO 和 MO 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: %



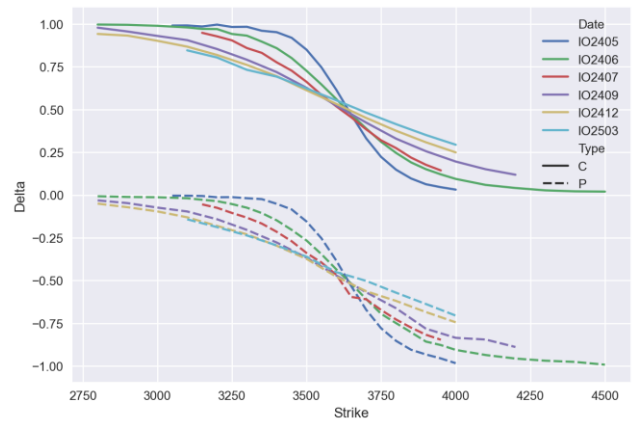
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: IO 隐含波动率期限结构 单位: %



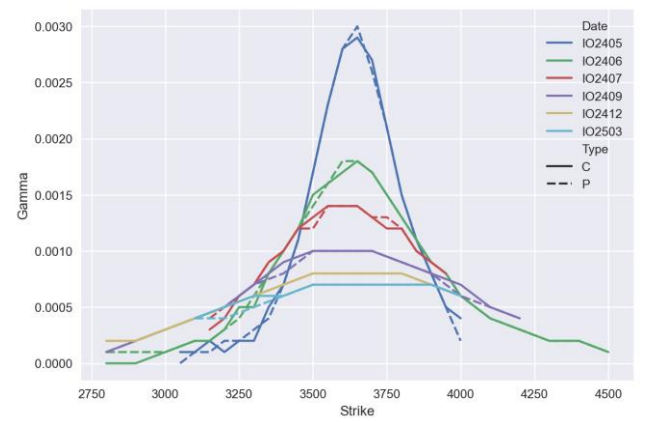
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 沪深 300 股指期货期权 Delta



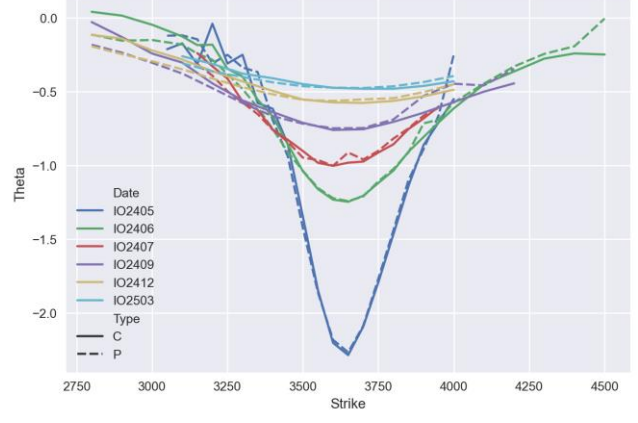
数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 沪深 300 股指期货期权 Gamma



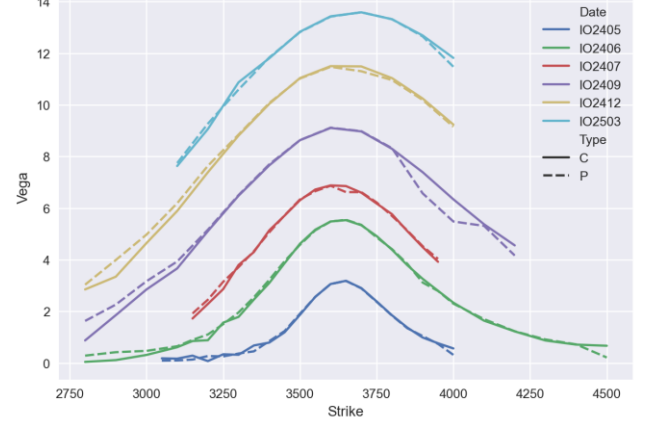
数据来源: Wind 新世纪期货

图 25: 沪深 300 股指期货期权 Theta



数据来源: Wind 新世纪期货

图 26: 沪深 300 股指期货期权 Vega



数据来源: Wind 新世纪期货

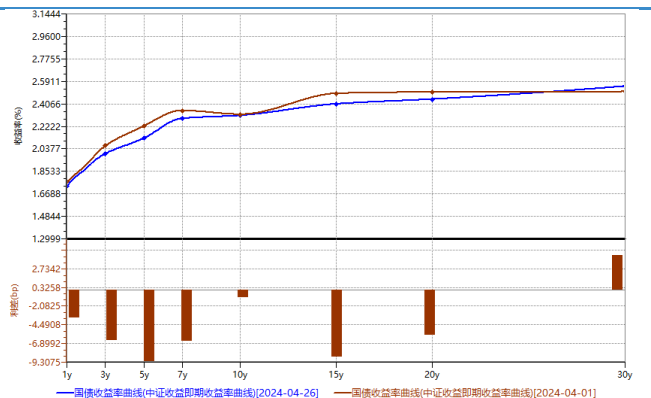
四、债券利率

3月,美国消费者价格指数(CPI)同比上涨3.5%,涨幅较2月扩大0.3个百分点,超过市场预期。3月美国CPI环比上涨0.4%,涨幅与2月持平。剔除波动较大的食品和能源价格后,

核心 CPI 环比上涨 0.4%，同比上涨 3.8%，涨幅均与 2 月持平。市场认为美联储在 2024 年将会实施两次降息，首次的降息节点将后移至 7 月，下一次发生在 11 月。3 月份欧元区消费者物价指数（CPI）同比上涨 2.4%，上月为 2.6%。这是通货膨胀率连续第三月下降。总体而言，物价走势正接近欧洲央行的目标，即中期通胀率达到 2%。欧洲央行公布 4 月利率决议，如预期一致维持欧央行三大主要利率不变，将主要再融资利率、存款便利利率、边际贷款利率维持在 4.5%，4% 以及 4.75% 的历史高位。市场预计今年欧元区将有四次降息，分别在 6 月、7 月、9 月和 12 月。日本央行表示，2024 财年物价风险偏向上行，价格仍存在高度不确定性，有必要关注外汇及其对通胀的影响。预计目前宽松的金融环境将继续，若价格趋势上升，将调整货币宽松程度。此外，预计日本经济将以高于潜在增长率的速度持续增长，因收入到支出的良性循环逐渐加强。在最新的展望中，2024 财年核心 CPI 预期中值为 2.8%，1 月份为 2.4%；2025 财年核心 CPI 预期中值为 1.9%，1 月份为 1.8%；2026 财年核心 CPI 预期中值为 1.9%。日本央行维持利率在 0%-0.1% 不变，符合市场预期，并在此次利率决策声明中删除关于购买与之前相同数量国债的措辞。

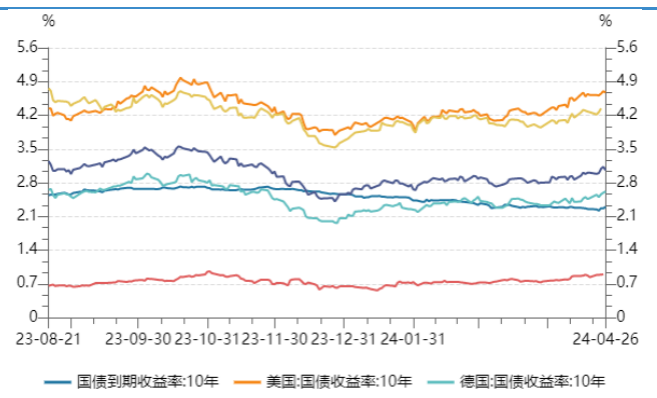
4 月，中国国债收益率曲线总体下移，远端 30 年出现上行，10 年和 1 年期限价差出现走强。同时，SHIBOR3M 利率小幅下探至 1.99% 附近，FR007 回落至 1.95% 附近。我们认为第二季度将是评估潜在增长的重要时间窗口，在第一季度经济成果的基础上，我们预计人民银行将保持稳定和宽松的货币政策立场来增强信心和提振房地产市场。现阶段，考虑到美联储降息预期的降温，中美十年期国债利率在高位承压，人民银行可能不会立即降低政策利率，需要保持合理的利差来维护汇率稳定。方向可能会在短期内关注降低银行准备金率，以降低银行成本并满足流动性需求。目前预期利率环境仍然偏向宽松，所以我们观点仍然是继续持有国债期货多头，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：%



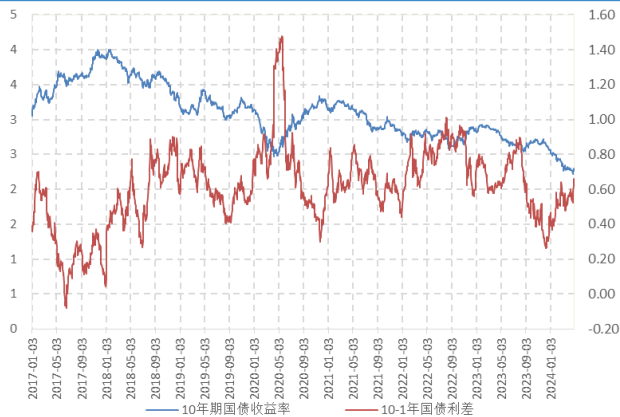
数据来源：Wind 新世纪期货

图 28： 全球主要国家十年期国债 单位：%



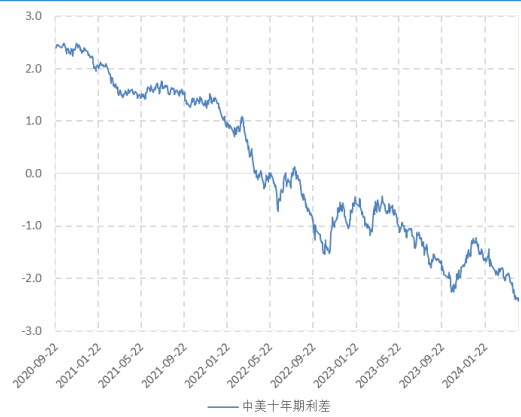
数据来源：Wind 新世纪期货

图 29: 10-1 年期国债期限利差 单位: %



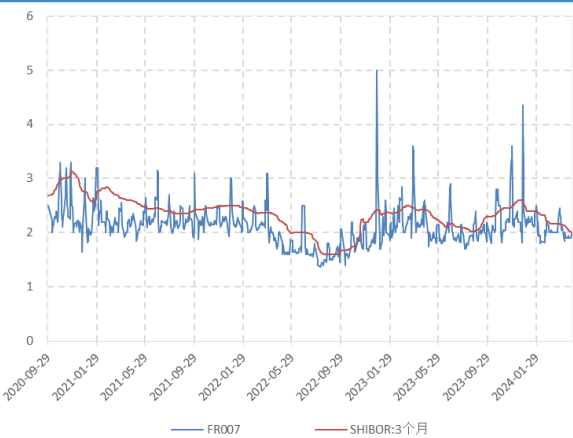
数据来源: Wind 新世纪期货

图 30: 中美十年期国债利差 单位: %



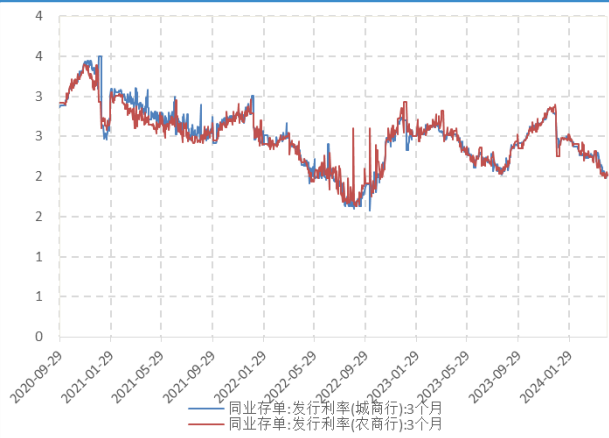
数据来源: Wind 新世纪期货

图 31: FR003 与 SHIBOR3M 走势 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 32: 同业存单利率 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

五、小结与交易策略

当前, 大盘股指的夏普率和风险 VaR 值优于中小盘股指, 建议 2024 年 4 月建议持有 IF 和 IH 的多头交易。基差方面, IF、IH 和 IC 的股指基差都接近 4 年来的 25%分位数, IM 基差偏高建议 IM 基差做空策略可以入场。比价方面, 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 仍然具有反弹动能, 建议稳健投资者继续持有 IF/IH 的多头仓位。IO 和 HO 平值隐含波动率期限结构形成 Contango 结构, 前端贴水。MO 平值隐含波动率期限结构形成 Backwardation 结构, 前端升水。从认沽认购比角度分析, MO 临近月末认沽认购比快速反弹, 显示中证 1000 股指短期看涨情绪出现好转。建议持有 IO 和 MO 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>