

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 10 月金融市场展望--

政策激励情绪改善，股指多头增持

观点摘要：

股指期货：

9 月，货币政策和财政政策齐发力，人民银行下调存款准备金率 0.5 个百分点并降低政策利率，还推出了多项措施以支持股票市场稳定发展。政治局会议表示努力完成全年经济社会发展目标任务的重要性，并提出了稳房价、去库存，促进房地产市场止跌回稳等政策目标。截至 9 月 27 日，四大股指月度大幅收涨，股指 21 天滚动实现波动率上升，四大股指夏普率在 9 月回归正值，四大股指风险 VaR 值改善。中小盘股指夏普率表现相对突出，建议 9 月持有 IC 多头交易。比价方面，建议 IF/IC 空头平仓，切换成 IC/IH 多头。

股指期货期权：

IO、HO 和 MO 平值隐含波动率均在 9 月快速上行。三大股指期权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，HO、IO 和 MO 认沽认购比在 9 月一致上行，C-P（价值状态 10%）偏度和 C-P（价值状态 5%）偏度大幅上升，显示股指看涨情绪强烈，呈现追涨行情。股指期权方面，建议持有 MO 的次近月牛市价差。

国债期货：

9 月，中国国债收益率曲线整体回落，收益率曲线斜率走陡，国债 10 年期和 1 年期利差上升。同时，SHIBOR3M 利率继续回落至 1.8% 附近，FR007 继续下行至 1.83% 附近。美国通胀降温推动美联储降息 50 个基点，欧央行下调 25 个基点。10 月，我们预计收益率短端维持近期宽松的状态，长端债券收益率将在较强的发债需求下上行，期限利差将进一步走阔。

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

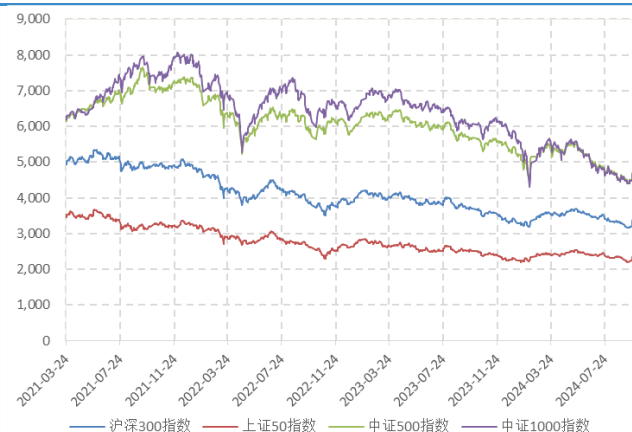
相关报告

欧美央行降息，股指多头持有
2024-09
股指有望反攻，国债做多期限利差
2024-08
配置大权重股指，国债多头减持
2024-07
经济稳定回升，股债多头持有
2024-06

一、行情回顾

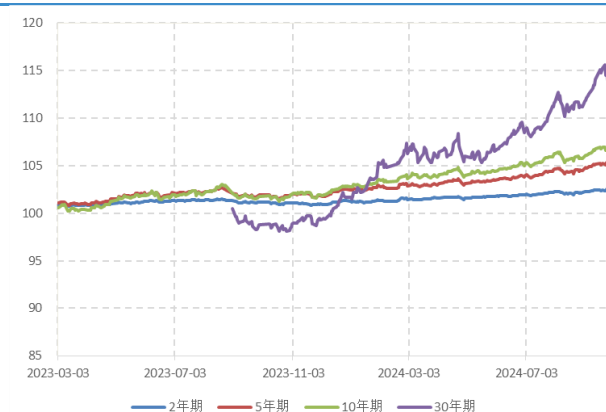
中国经济在 9 月展现出了一定的稳定性和发展潜力。政府采取的多种政策措施，旨在进一步支持经济稳定增长和高质量发展。人民银行宣布将下调存款准备金率 0.5 个百分点，提供长期流动性约 1 万亿元并降低政策利率，还推出了多项措施以支持股票市场稳定发展。政治局会议表示努力完成全年经济社会发展目标任务的重要性，并提出了稳房价、去库存，促进房地产市场止跌回稳等政策目标。2024 年三季度，GDP 增长预计为 4.8% 左右，全年有望实现 GDP 增长 5% 的目标。截至 9 月 27 日，四大股指月度大幅收涨，股指 21 天滚动实现波动率上升，四大股指夏普率在 9 月大幅上升，四大股指风险 VaR 值改善。中国国债收益率曲线整体回落，收益率曲线斜率走陡，国债 10 年期和 1 年期利差上升，10 年期和 30 年期国债期货主力合约月度收跌，2 年期和 5 年期国债期货主力合约月度上涨。

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

8 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.6%。其中，城市上涨 0.6%，农村上涨 0.8%；食品价格上涨 2.8%，非食品价格上涨 0.2%；消费品价格上涨 0.7%，服务价格上涨 0.5%。1—8 月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨 0.2%。8 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.4%。其中，城市上涨 0.3%，农村上涨 0.4%；食品价格上涨 3.4%，非食品价格下降 0.3%；消费品价格上涨 0.7%，服务价格下降 0.1%。全国工业生产者出厂价格同比下降 1.8%，环比下降 0.7%；工业生产者购进价格同比下降 0.8%，环比下降 0.6%。1—8 月平均，工业生产者出厂价格比上年同期下降 1.9%，工业生产者购进价格下降 2.1%。

8 月末，广义货币(M2)余额 305.05 万亿元，同比增长 6.3%。狭义货币(M1)余额 63.02 万亿元，同比下降 7.3%。流通中货币(M0)余额 11.95 万亿元，同比增长 12.2%。前八个月净投放现金 6028 亿元。8 月末，本外币贷款余额 256.24 万亿元，同比增长 8%。月末人民币贷款余额

252.02 万亿元，同比增长 8.5%。8 月末，本外币存款余额 303.21 万亿元，同比增长 6.6%。月末人民币存款余额 297.14 万亿元，同比增长 6.6%。8 月末社会融资规模存量为 398.56 万亿元，同比增长 8.1%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 248.89 万亿元，同比增长 8.1%。8 月份，经常项下跨境人民币结算金额为 1.26 万亿元，其中货物贸易、服务贸易及其他经常项目分别为 0.93 万亿元、0.33 万亿元；直接投资跨境人民币结算金额为 0.59 万亿元，其中对外直接投资、外商直接投资分别为 0.2 万亿元、0.39 万亿元。8 月末，我国外汇储备规模为 32882 亿美元，较 7 月末上升 318 亿美元，升幅为 0.98%。

9 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.8%，比上月上升 0.7 个百分点，制造业景气度回升。从企业规模看，大、中、小型企业 PMI 分别为 50.6%、49.2%和 48.5%，比上月上升 0.2、0.5 和 2.1 个百分点。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数高于临界点，新订单指数、原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均低于临界点。9 月份，非制造业商务活动指数为 50.0%，比上月下降 0.3 个百分点，非制造业景气水平小幅回落。9 月份，综合 PMI 产出指数为 50.4%，比上月上升 0.3 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体扩张有所加快。

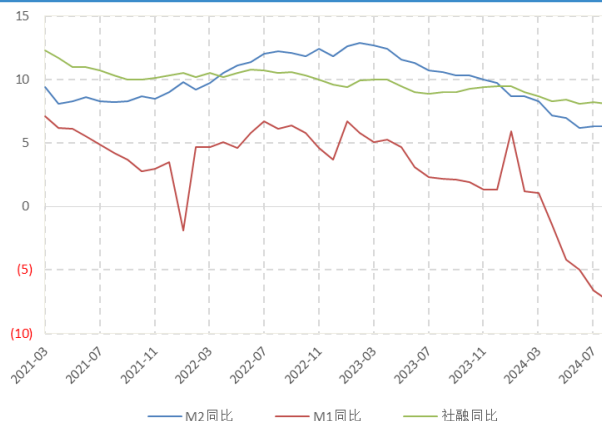
8 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 92.35。1—8 月份，全国房地产开发投资 69284 亿元，同比下降 10.2%；其中，住宅投资 52627 亿元，下降 10.5%。1—8 月份，房地产开发企业房屋施工面积 709420 万平方米，同比下降 12.0%。其中，住宅施工面积 496052 万平方米，下降 12.6%。房屋新开工面积 49465 万平方米，下降 22.5%。1—8 月份，新建商品房销售面积 60602 万平方米，同比下降 18.0%，其中住宅销售面积下降 20.4%。新建商品房销售额 59723 亿元，下降 23.6%，其中住宅销售额下降 25.0%。1—8 月份，房地产开发企业到位资金 69932 亿元，同比下降 20.2%。

图 3： CPI 与 PPI 当月同比 单位：%



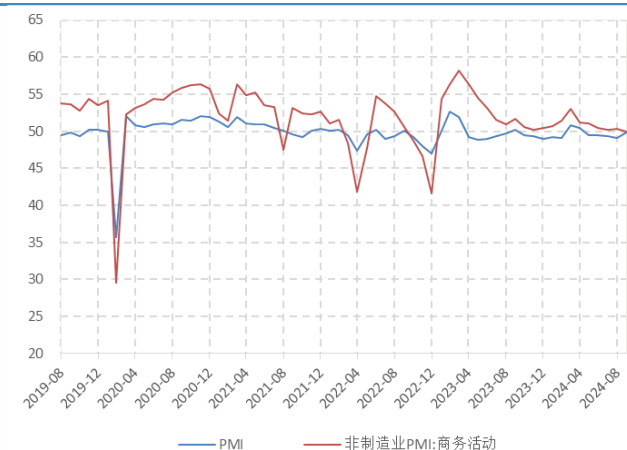
数据来源：Wind 新世纪期货

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

三、股票指数

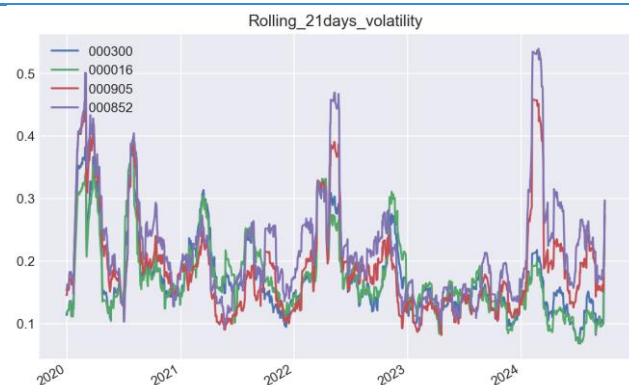
1、股指分析

截至 9 月 28 日的行情观察,四大股指在 9 月均出现大幅上涨,四大股指总体涨幅接近。具体分项分析,沪深 300 股指累计收益率为 11.51%,最大回撤-4.9%,偏度 1.19,超峰度 0.25;上证 50 股指累计收益率为 10.1%,最大回撤-5.6%,偏度 1.34,超峰度 0.81;中证 500 股指累计收益率为 12.13%,最大回撤-4.1%,偏度 1.16,超峰度 0.35;中证 1000 股指累计收益率为 10.95%,最大回撤-5.0%,偏度 1.0,超峰度 0.2。

四大股指 21 天滚动实现波动率在 9 月大幅上行。其中,沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 27.3%,上证 50 股指达到 27.15%,中证 500 股指为 29.65%,中证 1000 股指为 29.73%。四大股指夏普率在 9 月大幅改善,上冲至正值高位区域。分项上看,沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率上行 8.6 至 4.99,上证 50 股指上行 5.45 至 3.96,中证 500 股指上行 9.29 至 5.9,中证 1000 股指上行 9.08 至 5.7。

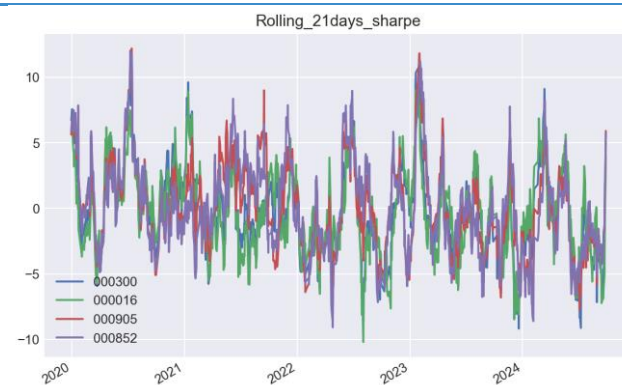
风险方面,混合法 VaR (Hybrid approach VaR, $\lambda=0.94$, confidence_level@95%) 分析,沪深 300 股指为-1.2%,上证 50 为-1.36%,中证 500 股指为-1.42%,中证 1000 股指为-1.73%。根据一年期滚动 95% Expected shortfall (又称:条件 VaR) 分析,沪深 300 股指为-1.65%,上证 50 为-1.65%,中证 500 股指为-2.65,中证 1000 股指为-3.82%。综合看,8 月四大股指的风险 VaR 值指标转好,中小盘股指夏普率表现相对突出,建议 9 月持有 IC 多头交易。

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



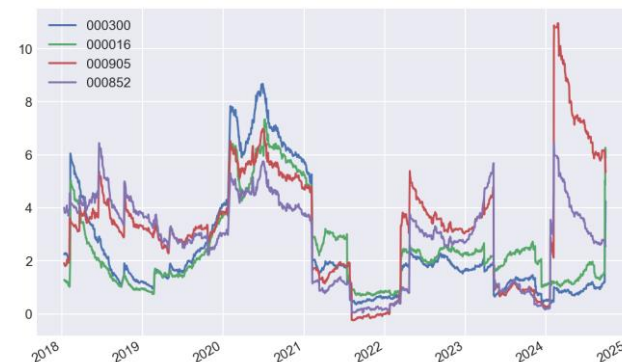
数据来源：Wind 新世纪期货

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

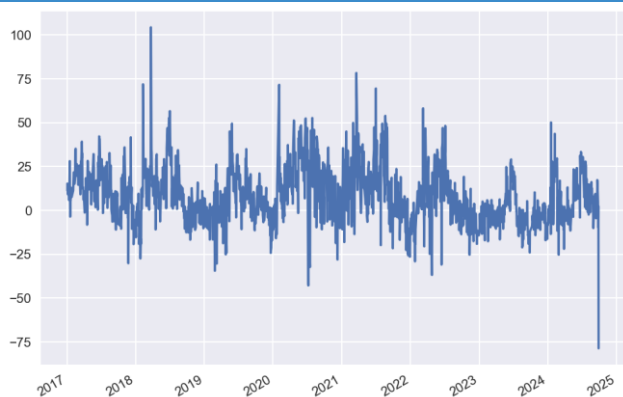
2、股指期货基差与价差分析

由于 9 月 27 日竞价成交系统受到影响，导致基差出现大幅畸变，本次分析数据截至 9 月 26 日。四大主力合约基差出现分化，IF 和 IH 基差上升，IC 和 IM 基差下行。目前，IF 主力合约基差为 2.71，IH 主力合约基差为 3.25，IC 主力合约基差为-3.3，IM 主力合约基差为-5.58，箱图中的红点表示最新基差数据。上期报告建议，由于各基差偏离度较低，建议下月基差策略暂时观望。我们认为随着 IT 系统的修复，畸变的基差会快速收敛，交易窗口极短，建议下月基差保持观望。

截至 9 月 27 日，股指期货主力合约比价方面，IF/IH 和 IC/IM 在 9 月上行，其余比价均在 9 月微幅下行，IF/IH 最新录得 1.443，IF/IC 最新录得 0.705，IF/IM 最新录得 0.716，IH/IC 最新录得 0.488，IH/IM 最新录得 0.496，IC/IM 最新录得 1.015。从 252 天滚动比价分位数分析，IF/IH 位于 28.7%分位数，IF/IC 位于 78.96%分位数，IH/IC 位于 78.96%分位数。上期报告建议持有 IF/IC 空头仓位，9 月 IF/IC 顺利下行。我们认为 10 月中小盘股指跑赢大盘股指概率较高，建议 IF/IC 空头平仓，可以切换到 IC/IH 多头。

图 13： IF 主力基差

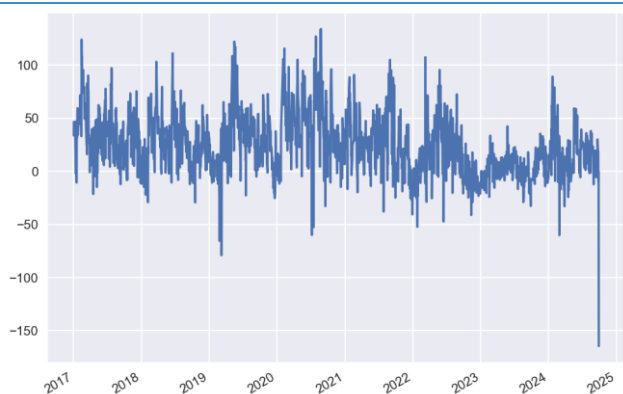
单位：点



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

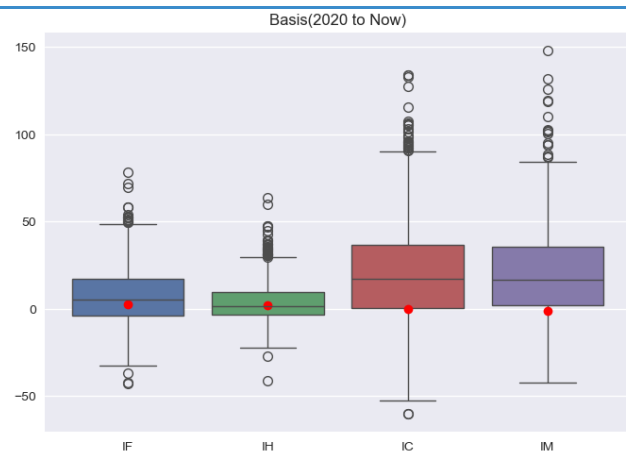
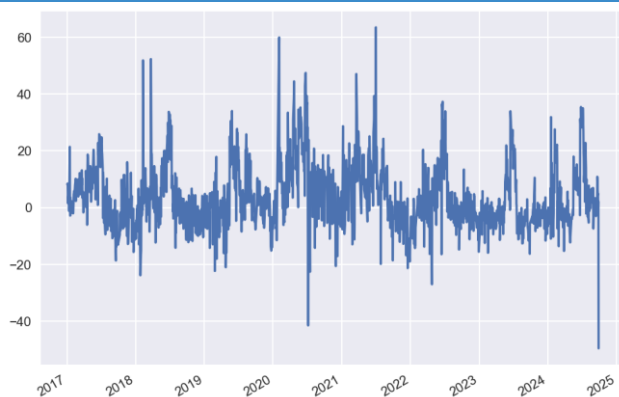


图 14： IH 主力基差

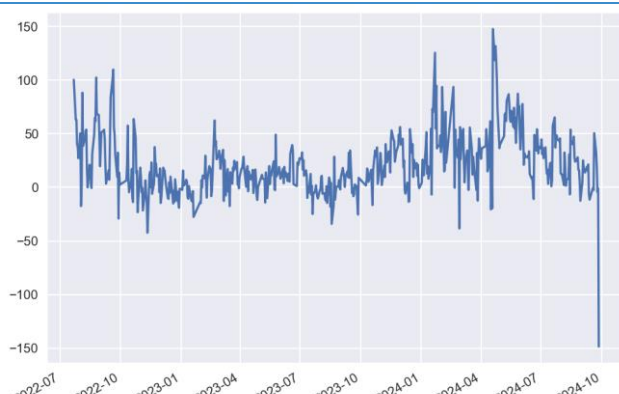
单位：点



数据来源：Wind 新世纪期货

图 16： IM 主力基差

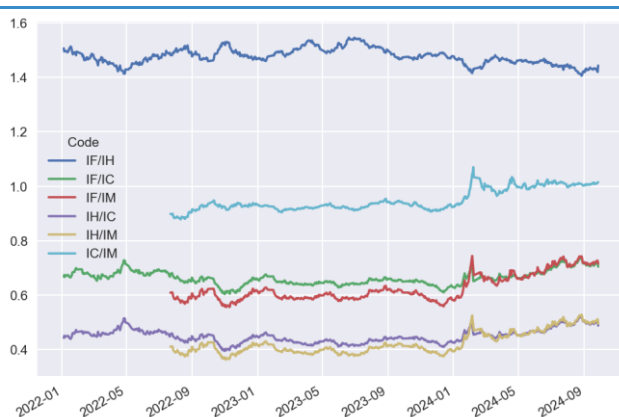
单位：点



数据来源：Wind 新世纪期货

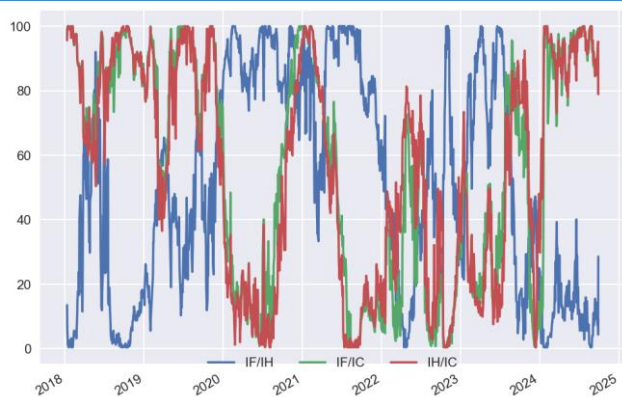
图 18： 股指期货主力合约比价

单位：%



数据来源: Wind 新世纪期货

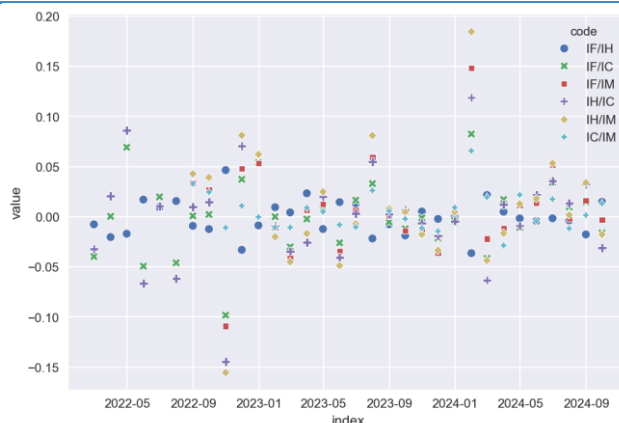
图 19: 252 天滚动比价分位数 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

数据来源: Wind 新世纪期货

图 20: 比价月度收益率 单位: %

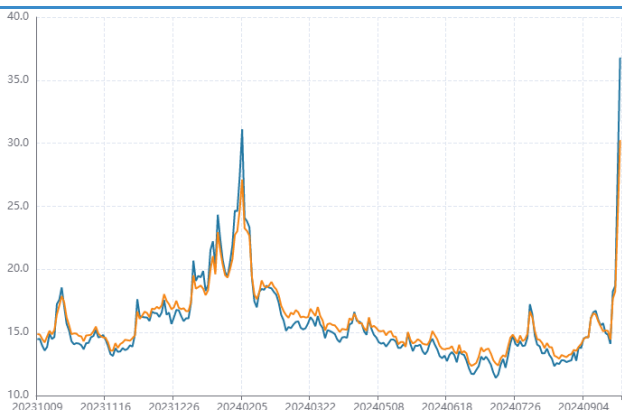


数据来源: Wind 新世纪期货

3、股指期货分析

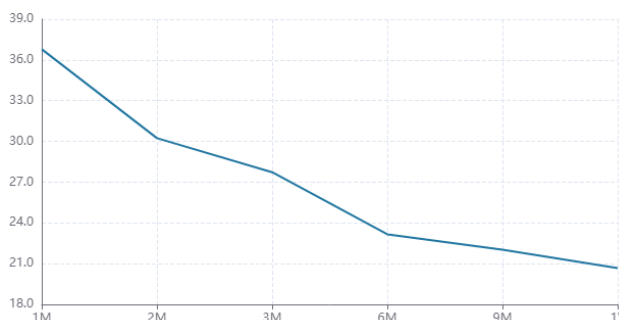
截止 9 月 27 日, 根据 IO、HO 和 MO 平值隐含波动率显示, IO、HO 和 MO 平值隐含波动率均在 9 月大幅冲高。当前, 三大股指期货平值隐含波动率期限结构形成 Backwardation 结构, 前端升水。从认沽认购比角度分析, HO、IO 和 HO 的认沽认购比均在 9 月快速上行, C-P (价值状态 10%) 偏度和 C-P (价值状态 5%) 偏度大幅上升, 显示股指看涨情绪强烈, 后期 10% 上升空间预期一致。根据期权成交结构分析, IO 成交结构显示沪深 300 股指的近期震荡区间下方可站稳于 3500 一线, 上方阻力位至 3900 一线。MO 合约成交结构显示市场认为中证 1000 股指主要运行区间位于 4800 一线, 上方阻力位于 5400 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 2300 一线, 上方阻力位仍位于 2750 一线。股指期货方面, 建议持有 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: %



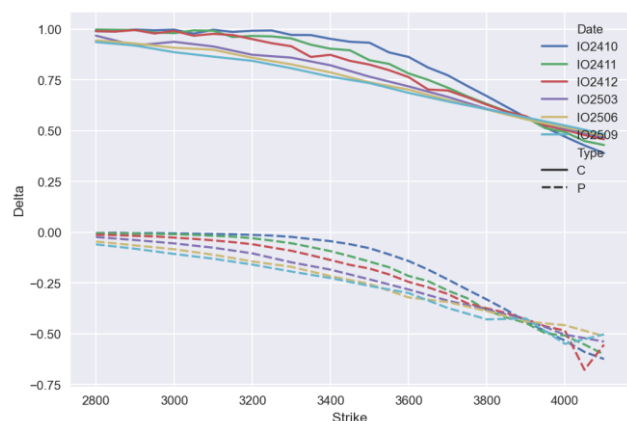
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: IO 隐含波动率期限结构 单位: %



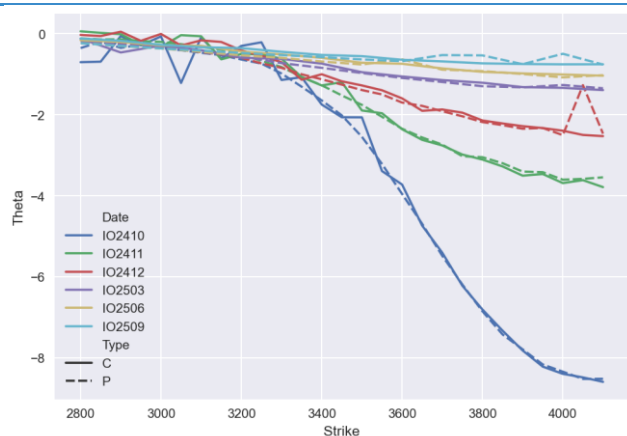
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 沪深 300 股指期货 Delta



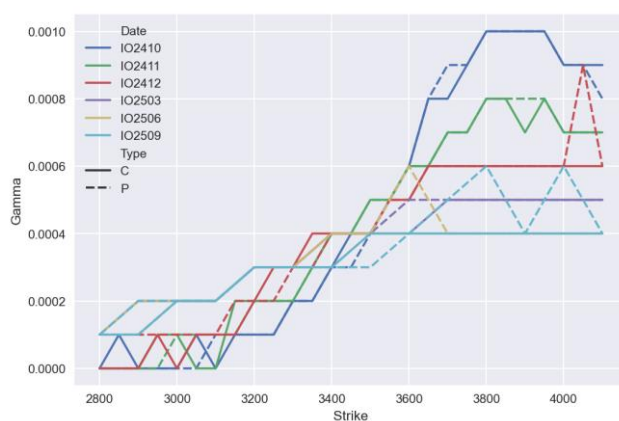
数据来源: Wind 新世纪期货

图 25: 沪深 300 股指期货 Theta



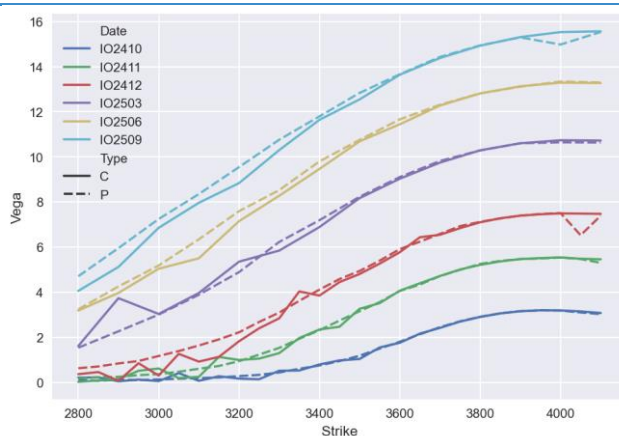
数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 沪深 300 股指期货 Gamma



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

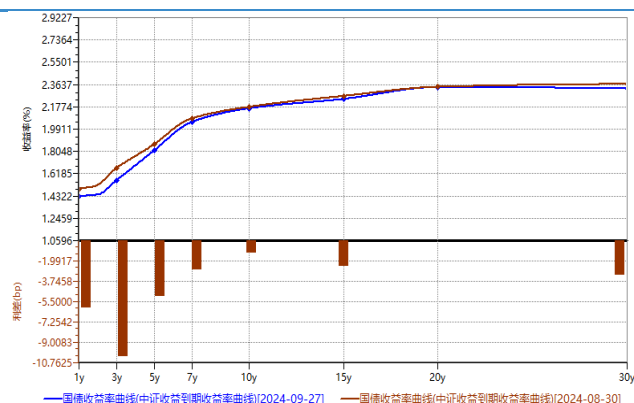
美国 8 月 ISM 制造业指数 47.2, 7 月前值 46.8, 7 月 ISM 制造业 PMI 创下去年 11 月以来的最低值。虽然美国 8 月制造业指数从 7 月的低点小幅回升, 就业情况有所改善, 但总体趋势仍表明制造业活动低迷。美国 8 月 CPI 同比上涨 2.5%, 核心 CPI 同比上涨 3.2%; 环比看, 美国 8 月 CPI 上涨 0.2%, 核心 CPI 上涨 0.3%, 高于市场预期的 0.2%。我们认为各类广义商品价格指目前正处于稳定或下降阶段, 租金和 OER 通胀率会随着时间的推移而下降, 劳动力市场的再平衡将推动薪资增长进一步接近 2% 目标水平。FOMC 在 9 月会议上将联邦基金利率目标区间下调 50 个基点至 4.75-5.00%。FOMC 表示在实现 2% 通胀目标的同时坚定致力于支持充分就业, 并且委员会双重使命目标面临的风险大致平衡。经济预测中的中位数点显示, 11 月和 12 月降息 25 个基点, 然后在 2025 年每季度降息 25 个基点。经济预测还显示, 委员会认为 2024-2026 年失业率将上升, 核心通胀率将略有下降。欧元区 9 月制造业 PMI 初值为 44.8, 低于预期 45.6, 9 月服务业 PMI 初值为 50.5, 低于预期 52.1。通胀方面, 欧元区 8 月调和 CPI 终值环比终值

0.1%，低于预期与前值的 0.2%；同比终值 2.2%，符合预期。欧元区第二季度 GDP 增长放缓，8 月 CPI 同比增幅创阶段新低。在此基础上，欧央行 9 月下调存款机制利率 25 个基点至 3.5%；下调再融资利率 60 个基点至 3.65%；下调边际贷款利率 60 个基点至 3.9%。三大利率出现不对称下调也是为了进一步优化货币政策工具传导效率有助于维护市场稳定。

9 月，中国国债收益率曲线整体下移，10 年和 1 年期限价差出现走强。同时，SHIBOR3M 利率继续回落至 1.8%附近，FR007 继续下行至 1.83%附近。9 月，人民银行下调存款准备金率 0.5 个百分点，向金融市场提供长期流动性约 1 万亿元。降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例，引导商业银行将存量房贷利率降至新发放房贷利率附近，预计平均降幅在 0.5 个百分点左右。统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由 25% 下调至 15%。降低中央银行政策利率，7 天逆回购操作利率下调 0.2 个百分点，从目前的 1.7% 降为 1.5%，引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行，保持商业银行净息差稳定。创设新的货币政策工具，支持股票市场稳定发展。将创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性，将大幅提升资金获取能力和股票增持能力。创设专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购、增持股票。10 月，我们预计收益率短端维持近期宽松的状态，长端债券收益率将在较强的发债需求下上行，期限利差将进一步走阔。

图 27： 国债期限结构

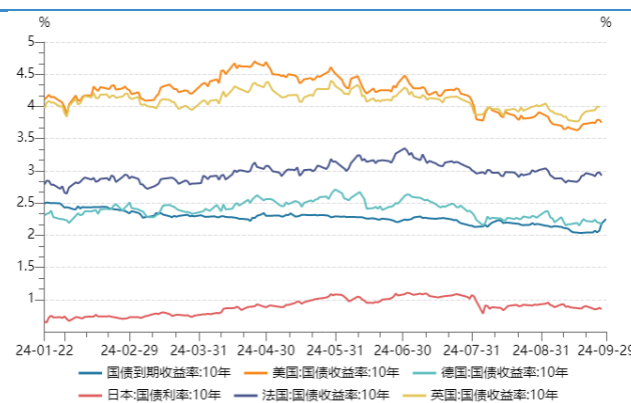
单位：%



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

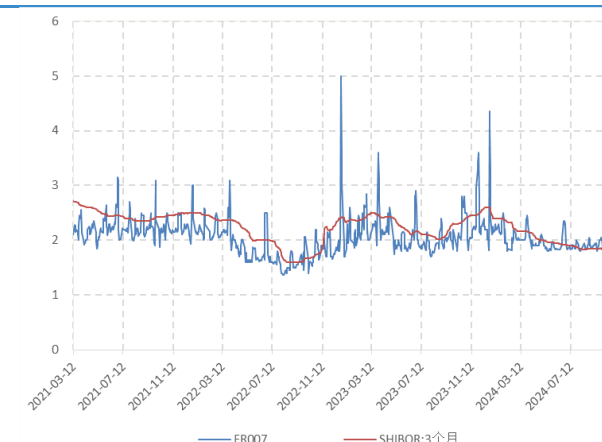
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 31: FR003 与 SHIBOR3M 走势

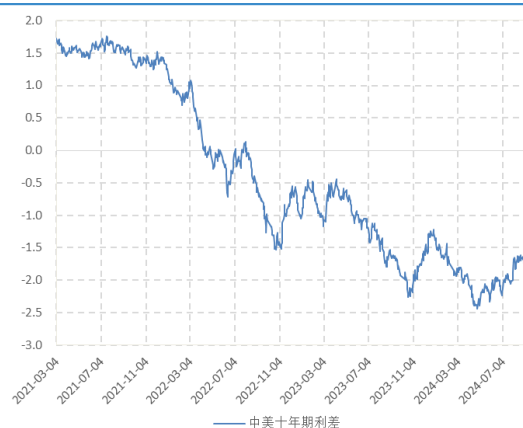
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 30: 中美十年期国债利差

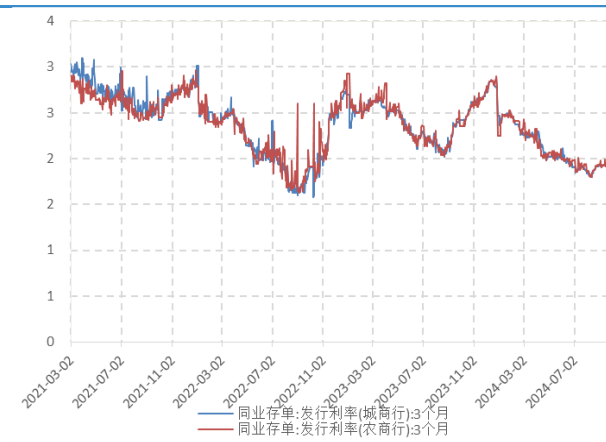
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 32: 同业存单利率

单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

五、小结与交易策略

当前,四大股指在9月均出现大幅上涨,四大股指夏普率在9月回升至正值区域,9月四大股指的风险VaR值指标转好,中小盘股指夏普率表现相对突出,建议9月持有IC多头交易。比价方面,我们认为10月中小盘股指跑赢大盘股指概率较高,建议IF/IC空头平仓,可以切换成IC/IH多头。根据IO、HO和MO平值隐含波动率显示,IO、HO和MO平值隐含波动率均在9月快速上拉,认沽认购比一致上行,建议持有MO的次近月牛市价差。债券方面,我们认为国债收益率期限利差进一步走阔。

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>